

建筑装饰

报告日期：2024 年 03 月 27 日

业绩略超预期，水泥工程技术综合服务商已见雏形

——中材国际（600970.SH）2023 年报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：买入（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

当前价格（元）	10.89
52 周价格区间（元）	8.83-15.1
总市值（百万）	28774.84
流通市值（百万）	18976.90
总股本（万股）	264231.74
流通股（万股）	174259.84
日均成交额（百万）	238.48
近一月换手（%）	22.65

分析师：景丹阳

执业证书编号：S0230523080001

邮箱：jingdy@hlzqgs.com

相关阅读

事件：

公司发布 2023 年年报：2023 年，公司实现营业收入 457.99 亿元，同比增长 6.94%；实现归母净利润 29.16 亿元，同比增长 14.74%。

观点：

- **海外投资支撑，工程主业仍有较强韧性。**2023 年，公司工程技术服务板块实现营收 266.65 亿元，同增 7.55%，毛利率 15.73%，同增 3.47pct，增幅显著。年内新签工程技术订单 390.67 亿元，同比大幅增长 21%，其中非洲、中东等地贡献主要增量，年末在手订单 507.66 亿元，同增 12%。截至 2023 年末，工程板块收入、毛利占比分别为 58.5%、50.34%，丰沛在手订单将支撑板块未来 1-2 年增长；同时，内部提质增效效果逐步显现，规模效应下毛利率稳步提高，工程板块韧性不减。
- **业务结构转型持续推进，装备或迎高增，运维稳健增长。**装备制造、运营服务分别实现营收 71.76 亿元、106 亿元，同比分别增长 1.98%、13.83%，收入占比分别为 15.74%、23.25%。毛利率方面，装备制造、运营服务分别为 25.47%、21.79%，均显著高于工程主业，分别贡献整体毛利的 21.94%、27.72%。年内，公司装备业务增速低于工程主业与整体收入增速，我们判断主因公司收购合肥院后，装备业务专业化整合仍在推进中，具备国内外核心竞争优势的业务方向仍未形成合力，随着内部“四个一”整合逐步落实，装备板块向境外、水泥行业外拓展将加速，或迎来高增长阶段，2023 年装备新签订单同增 14%。相较之下，运营服务通常为年化模式，截至 2023 年末，公司在执行矿山运维服务项目 281 个，大多位于境内，在执行水泥运维服务生产线 56 条，大多位于境外。年内运维服务新签订单同比增长 14%，未来有望稳健增长。
- **“三业并举”战略下水泥工程技术综合服务商已见雏形，深化改革提升投资价值。**公司秉持“一核双驱，三业并举”战略方向，推动三大业务协同发展，其背后是全球水泥市场由增量转向存量的深刻演变。在此背景下，公司大力推进技术研发与产业化应用，不断深化改革提升治理效能。核心主业方面，不仅承包国内多条技术指标世界领先的生产线，还成功签约欧洲全氧燃烧熟料先项目，在发达国家市场不断突破。国企改革方面，公司连续两年获评国资委“双百企业”考核“标杆企业”，中长期激励覆盖面占比 16%，激发企业活力。据公司公告，2023 年分红率约 36%。

- **盈利预测及投资评级：**考虑到公司 2023 年新签订单高增，对 1-2 年内业绩有较好支撑，同时装备业务规模效应有望随着内部专业化整合逐步显现。我们预计公司 2024-2026 年分别实现收入 526.63 亿元、602.02 亿元、688.78 亿元，实现归母净利润 33.48 亿元、38.56 亿元、45.2 亿元，对应 PE 分别为 8.6、7.46、6.37 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**上游原材料价格大幅度波动；内部专业化整合进度不及预期；新签订单落地有延后；地缘政治风险；宏观经济不及预期；所引用数据来源可能存在错漏或偏差。

➤ **盈利预测简表**

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	45,798.84	52,663.27	60,201.72	68,877.92
增长率(%)	6.94	14.99	14.31	14.41
归母净利润（百万元）	2,915.81	3,347.62	3,856.11	4,520.16
增长率(%)	14.74	14.81	15.19	17.22
摊薄每股收益（元）	1.10	1.27	1.46	1.71
ROE(%)	15.27	14.92	14.66	14.67
P/E	8.34	8.60	7.46	6.37
P/B	1.29	1.28	1.09	0.93
P/S	0.54	0.55	0.48	0.42
EV/EBITDA	4.75	4.31	3.75	2.38

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表：公司财务预测表

证券代码：600970.SH		股价：10.89				投资评级：买入		日期：2023.3.26			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E		每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力						每股指标					
ROE	15.27%	14.92%	14.66%	14.67%		EPS	1.12	1.27	1.46	1.71	
毛利率	19.43%	17.75%	17.69%	17.91%		BVPS	7.23	8.49	9.95	11.66	
期间费率	6.50%	5.69%	5.52%	5.55%		估值					
销售净利率	6.37%	6.36%	6.41%	6.56%		P/E	8.34	8.60	7.46	6.37	
成长能力						P/B	1.29	1.28	1.09	0.93	
收入增长率	6.94%	14.99%	14.31%	14.41%		P/S	0.54	0.55	0.48	0.42	
利润增长率	14.74%	14.81%	15.19%	17.22%							
营运能力						利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.84	0.85	0.84	0.85		营业收入	45798.84	52663.27	60201.72	68877.92	
应收账款周转率	4.54	6.45	4.48	6.01		营业成本	36900.39	43317.29	49554.01	56538.63	
存货周转率	15.91	12.94	15.56	13.25		营业税金及附加	220.72	248.15	283.65	325.77	
偿债能力						销售费用	557.96	630.39	724.14	828.93	
资产负债率	62.13%	60.82%	60.21%	58.57%		管理费用	2164.89	2500.79	2853.10	3265.04	
流动比	1.32	1.35	1.37	1.42		财务费用	252.39	-132.85	-251.25	-271.98	
速动比	0.76	0.76	0.82	0.84		其他费用/（-收入）	1841.54	2009.73	2336.69	2674.48	
						营业利润	3611.77	4294.33	4924.94	5774.60	
资产负债表（百万	2023A	2024E	2025E	2026E		营业外净收支	85.77	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物	9889.62	14134.21	15090.75	20803.52		利润总额	3697.54	4294.33	4924.94	5774.60	
应收款项	10158.27	8266.66	13516.48	11596.14		所得税费用	511.42	595.65	676.02	796.43	
存货净额	2879.25	4069.45	3869.20	5199.01		净利润	3186.12	3698.69	4248.92	4978.17	
其他流动资产	16560.96	19249.74	21541.03	24288.39		少数股东损益	270.31	351.07	392.81	458.01	
流动资产合计	39488.11	45720.06	54017.46	61887.07		归属于母公司净利润	2915.81	3347.62	3856.11	4520.16	
固定资产	5097.02	5876.54	6664.43	7373.47							
在建工程	576.11	520.37	446.20	344.78		现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	8042.59	8396.72	8772.78	9120.17		经营活动现金流	3535.86	6379.04	3220.94	8070.69	
长期股权投资	1215.71	1527.19	1868.31	2230.78		净利润	2915.81	3347.62	3856.11	4520.16	
资产总计	54419.54	62040.87	71769.18	80956.28		少数股东损益	270.31	351.07	392.81	458.01	
短期借款	2025.70	2347.98	2664.04	2917.05		折旧摊销	552.52	962.66	1019.97	1158.49	
应付款项	14335.07	15614.60	18978.04	20678.75		公允价值变动	-78.39	0.00	0.00	0.00	
预收账款	3.97	2.63	3.44	4.11		营运资金变动	-849.14	1613.00	-2177.54	1799.08	
其他流动负债	13535.62	15857.80	17656.87	19911.40		投资活动现金流	-903.55	-2300.44	-2415.24	-2437.72	
流动负债合计	29900.36	33823.00	39302.39	43511.31		资本支出	-916.10	-1699.62	-1745.32	-1768.88	
长期借款及应付债	3043.71	3043.71	3043.71	3043.71		长期投资	-554.99	-627.88	-674.55	-675.12	
其他长期负债	864.35	864.35	864.35	864.35		其他	567.55	27.06	4.63	6.28	
长期负债合计	3908.06	3908.06	3908.06	3908.06		筹资活动现金流	-1708.03	165.99	150.83	79.81	
负债合计	33808.42	37731.06	43210.45	47419.37		债务融资	278.45	322.29	316.06	253.01	
股本	2642.32	2642.32	2642.32	2642.32		权益融资	56.29	0.00	0.00	0.00	
股东权益	20611.12	24309.81	28558.73	33536.90		其它	-2042.77	-156.29	-165.23	-173.20	
负债和股东权益总	54419.54	62040.87	71769.18	80956.28		现金净增加额	765.64	4244.59	956.53	5712.78	

资料来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。	股票评级	买入	股价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。本公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行的证券并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，投资者应考虑本公司及所属关联机构就报告内容可能存在的利益冲突。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海
地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦 F1 层华龙证券	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号甘肃文化大厦 21 楼	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼
邮编：100033	邮编：730030	邮编：200000
	电话：0931-4635761	