



## 买入（维持）

所属行业：建筑装饰/专业工程  
当前价格(元)：9.55

### 证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

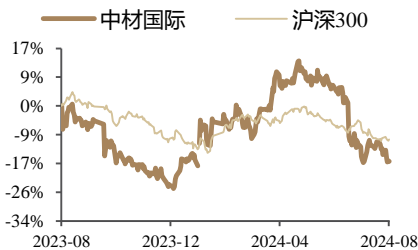
王逸枫

资格编号：S0120524010004

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.98	-21.33	-22.73
相对涨幅(%)	0.37	-16.52	-13.04

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《中材国际(600970.SH)：24Q1业绩稳健增长，境外业务及运维新签合同增速亮眼》，2024.4.28
- 《中材国际(600970.SH)：23年盈利能力改善驱动业绩增长，新签高增支撑未来成长》，2024.3.27
- 《中材国际(600970.SH)：在手订单充裕+海外新签高增，带路先锋扣非稳健增长》，2023.10.26
- 《中材国际(600970.SH)：扣非及新签订单维持高增，下半年仍有望持续受益》，2023.8.25

# 中材国际(600970.SH)：24H1海外新签维持增长，持续看好中材水泥出海协同

### 投资要点

- 事件：**2024年8月23日，公司发布2024年半年度报告，24H1公司实现营收约208.95亿元，同比+1.68%，实现归母净利润约13.99亿元，同比+2.28%，实现扣非归母净利润约14.02亿元，同比+5.97%；单季度来看，24Q2公司实现营收约106.07亿元，同比+0.68%，环比+3.10%，实现归母净利润约7.63亿元，同比+1.61%，环比+19.87%，实现扣非归母净利润约7.48亿元，同比+0.95%，环比+14.37%。
- 毛利率持续提升，汇兑损失增加影响财务费用。**24上半年在内需不足、外需不稳、小币种汇率波动等情况下公司结算收入保持小幅增长，其中工程技术服务、高端装备制造、生产运营服务分别实现收入约120.99、29.16、56.73亿元，分别同比+4.82%、-23.07%、+22.22%。盈利情况来看，24H1公司综合毛利率约19.39%，同比+1.04pct，其中工程技术服务、高端装备制造、生产运营服务毛利率分别为15.54%、23.25%、21.93%，分别同比+0.62、-0.51、+3.18pct，盈利能力持续稳步提升。24H1公司费用率约10.49%，同比+0.93pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为1.17%/4.80%/3.46%/1.05%，分别同比-0.07/+0.59/-0.32/+0.74pct，财务费用上升较多主要系23年上半年美元及欧元升值产生汇兑收益所致，24H1公司汇兑损失约2.17亿元，同比+295.35%。我们认为，随着公司加强对小币种的汇率风险管理有望减少汇率波动对业绩的影响。
- 24H1新签订单增速下降主要系基数影响，境外新签维持稳定增长。**2024年上半年公司新签合同金额约370.90亿元，同比-9%，其中境内新签合同金额约136.28亿元，同比-28%，境外新签合同金额约234.62亿元，同比+9%，截至24年6月底公司未完合同额约592.44亿元，较上期增长6.89%；二季度新签订单增速有所放缓，24Q2公司整体新签合同金额约158.74亿元，同比-16%，环比-25%，其中境内新签合同金额约67.04亿元，同比+18%，环比-3%，境外新签合同金额约91.70亿元，同比-30%，环比-36%。我们认为，公司上半年新签订单同比增速为负或主要系去年高基数原因，23H1公司新签订单金额约405.99亿元，同比+68%，较高基数情况下24H1同比仅下降9%，境外订单维持较高增速，而境内工程技术服务和高端装备制造是主要拖累项，主要系上半年国内水泥行业盈利承压。
- 看好中材水泥出海带来的业绩弹性。**23年12月公司增资中材水泥后持有中材水泥40%股权，中材水泥作为中建材基础建材国际化业务平台，当前在境外拥有赞比亚、蒙古以及尼日利亚3个生产运营项目。我们认为在增资成为中材水泥股东后，中材水泥有望依托中材国际积累的客户优势加速拓展海外市场。24年7月，公司公告中材水泥拟在阿联酋新设SPV公司收购突尼斯CJO及其所属GJO公司100%股权，标的公司运营稳定且地理位置靠近港口，区位条件优越，是区域市场的成熟综合水泥企业，收购后有利于推进中材水泥业务国际化布局进程。我们认为，中材水泥加速推进海外布局，有利于和公司水泥工程和装备业务形成有效协同，根据公告中材水泥发展过程中涉及技术、装备、工程、运维等服务，同等条件下优先选用中材国际提供服务，此外公司还有望按股比享有中材水泥投资收益。
- 投资建议：**我们认为，公司作为传统业务水泥工程龙头优势明显，增资中材水泥后有望加速中材水泥国际业务落地进度，有望为公司带来业务协同和投资收益。考虑到今年国内水泥盈利持续承压对公司装备业务形成拖累，我们小幅下调公司盈利预测，预计公司24-26年归母净利润分别为32.82、37.14和42.68亿元，现价对应PE分别为7.69、6.79和5.91倍，维持“买入”评级。

- **风险提示:**“一带一路”相关事件或政策落地不及预期,导致海外业务拓展不及预期;海外经营风险或汇率大幅波动:业务转型不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	2,642.02		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	1,757.66	营业收入(百万元)	42,826	45,799	51,965	57,834	64,492
52 周内股价区间(元):	8.63-12.97	(+/-)YOY(%)	17.2%	6.9%	13.5%	11.3%	11.5%
总市值(百万元):	25,231.31	净利润(百万元)	2,541	2,916	3,282	3,714	4,268
总资产(百万元):	56,695.47	(+/-)YOY(%)	40.2%	14.7%	12.6%	13.2%	14.9%
每股净资产(元):	7.46	全面摊薄 EPS(元)	0.98	1.12	1.24	1.41	1.62
资料来源:公司公告		毛利率(%)	17.3%	19.4%	19.7%	19.8%	19.9%
		净资产收益率(%)	14.6%	15.3%	15.4%	15.6%	16.1%

资料来源:公司年报(2022-2023),德邦研究所  
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.12	1.24	1.41	1.62
每股净资产	7.23	8.05	8.99	10.06
每股经营现金流	1.34	1.85	2.06	2.35
每股股利	0.40	0.43	0.49	0.57
价值评估(倍)				
P/E	8.34	7.69	6.79	5.91
P/B	1.29	1.19	1.06	0.95
P/S	0.55	0.49	0.44	0.39
EV/EBITDA	4.75	4.04	3.30	2.54
股息率%	4.3%	4.6%	5.2%	5.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	19.4%	19.7%	19.8%	19.9%
净利润率	6.4%	6.3%	6.4%	6.6%
净资产收益率	15.3%	15.4%	15.6%	16.1%
资产回报率	5.4%	5.3%	5.4%	5.6%
投资回报率	12.7%	11.4%	11.5%	11.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	6.9%	13.5%	11.3%	11.5%
EBIT 增长率	31.0%	2.8%	12.7%	14.0%
净利润增长率	14.7%	12.6%	13.2%	14.9%
偿债能力指标				
资产负债率	62.1%	62.4%	62.0%	61.5%
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9
现金比率	0.3	0.3	0.4	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	80.5	80.5	80.5	80.5
存货周转天数	28.5	28.5	28.5	28.5
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	9.0	8.6	8.4	8.7

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,916	3,282	3,714	4,268
少数股东损益	270	304	344	396
非现金支出	1,044	1,415	1,612	1,801
非经营收益	155	177	216	241
营运资金变动	-849	-284	-432	-493
经营活动现金流	3,536	4,894	5,454	6,214
资产	-916	-2,262	-2,313	-2,025
投资	-555	-228	0	0
其他	568	-34	-41	-46
投资活动现金流	-904	-2,524	-2,354	-2,071
债权募资	278	1,174	700	700
股权募资	56	-0	0	0
其他	-2,043	-1,375	-1,560	-1,775
融资活动现金流	-1,708	-201	-860	-1,075
现金净流量	766	2,170	2,240	3,068

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 23 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	45,799	51,965	57,834	64,492
营业成本	36,900	41,724	46,396	51,634
毛利率%	19.4%	19.7%	19.8%	19.9%
营业税金及附加	221	265	295	329
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	558	650	723	806
营业费用率%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	2,165	2,468	2,747	3,063
管理费用率%	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%
研发费用	1,842	2,183	2,429	2,709
研发费用率%	4.0%	4.2%	4.2%	4.2%
EBIT	4,019	4,131	4,655	5,306
财务费用	252	216	225	215
财务费用率%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-218	-139	-139	-139
投资收益	-33	-37	-41	-46
营业利润	3,612	4,133	4,688	5,401
营业外收支	86	86	86	86
利润总额	3,698	4,219	4,774	5,487
EBITDA	4,572	5,256	5,978	6,818
所得税	511	633	716	823
有效所得税率%	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	270	304	344	396
归属母公司所有者净利润	2,916	3,282	3,714	4,268

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,638	11,808	14,047	17,115
应收账款及应收票据	10,158	11,426	12,728	14,205
存货	2,879	3,156	3,520	3,929
其它流动资产	16,812	18,690	20,535	22,620
流动资产合计	39,488	45,079	50,831	57,869
长期股权投资	1,216	1,216	1,216	1,216
固定资产	5,097	6,077	6,868	7,376
在建工程	576	570	568	526
无形资产	1,092	1,352	1,611	1,870
非流动资产合计	14,931	16,389	17,476	18,086
资产总计	54,420	61,469	68,307	75,954
短期借款	2,026	2,500	2,500	2,500
应付票据及应付账款	14,335	16,209	18,024	20,059
预收账款	4	5	5	6
其它流动负债	13,536	15,049	16,513	18,156
流动负债合计	29,900	33,762	37,042	40,720
长期借款	2,044	2,244	2,444	2,644
其它长期负债	1,864	2,364	2,864	3,364
非流动负债合计	3,908	4,608	5,308	6,008
负债总计	33,808	38,370	42,350	46,728
实收资本	2,642	2,642	2,642	2,642
普通股股东权益	19,095	21,278	23,742	26,566
少数股东权益	1,516	1,820	2,164	2,560
负债和所有者权益合计	54,420	61,469	68,257	75,854

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业分析师，剑桥大学经济学硕士，2022年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。