

中材国际 (600970)

证券研究报告
2024年10月09日

Q3 单季新签订单高增 35%，境内工程订单增速可观

高股息水泥工程出海龙头，海外深耕&三业并举成长可期

公司 24Q1-3 新签订单 528 亿，同比+1%；Q3 单季新签订单 157 亿，同比+35%，Q3 订单高增主要得益于境内工程技术服务类订单实现较快增长。公司作为水泥工程专业工程承包商，水泥工程技术服务市场占有率稳居世界第一，成立装备集团夯实高端装备制造领域，运维业务模式优具备较高成长性，数字智能转型对内提升效率对外塑造业务核心竞争力。我们预计公司 24-26 年实现归母净利润 32.2、35.8、40.0 亿元，对应 PE 为 9.3、8.3、7.5 倍，24 年公司预计现金分红比例为 44%，股息率为 4.28%，认可给予 24 年 12 倍 PE，对应目标价 14.9 元，维持“买入”评级。

境外新签订单稳步增长，生产运营类订单仍保持高景气

Q1-3 分业务来看，工程技术服务、高端装备制造、生产运营分别新签 336、50、131 亿元，同比-6%、-7%、+36%，矿山运维和水泥运维分别新签订单 82、21 亿，同比+45%、+4%；其中境内、境外分别新签订单 226、302 亿，分别同比-5%、+6%，境外业务中，工程技术服务、高端装备制造、生产运营服务分别为同比+1%、+90%、+23%，境外订单在高基数上仍保持稳步增长。

Q3 单季新签订单高增 35%，境内工程类订单逆势增长

Q3 单季订单逆势增长，分业务看，工程技术服务、高端装备制造、生产运营分别新签订单 95、16、42 亿，同比+54%、+16%、+27%，其中，矿山运维和水泥运维新签订单分别同比+41%、-1%；境内业务新签订单 90 亿，同比大增 87%，其中工程技术服务、高端装备制造、生产运营服务分别新签订单 49、7、30 亿，同比+309%、-30%、+41%；境外工程技术服务、高端装备制造、生产运营服务新签订单分别同比-8%、+163%、+2%，总体延续上半年趋势。

聚焦高质量出海，装备市占率提升空间广阔

9 月中国建材集团沙特推介会在利雅得顺利召开，“沙特综合服务中心”正式揭牌，作为中国建材集团在中东区域的统一装备服务平台，该中心将为广大中东业主提供专业化的装备供应、加工维修、运维服务和技改培训等服务，促进集团的高质量水泥装备更好地服务中东市场。2023 年公司水泥装备全球市占率约 20%，对比水泥 EPC 业务全球市占率 65%，装备业务仍有较大提升空间。24H1 公司装备境外业务收入占比提升至 32%，装备外行业收入占比提升至 49%，我们看好公司装备出海以及三业并举的业务布局。

风险提示：水泥行业景气下行超预期、海外业务拓展不及预期、运维和装备业务发展不及预期、汇率波动风险。

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 38,819.25 | 45,798.84 | 50,889.78 | 56,497.61 | 62,320.56 |
| 增长率(%) | 7.11 | 17.98 | 11.12 | 11.02 | 10.31 |
| EBITDA(百万元) | 4,454.95 | 6,676.19 | 5,255.40 | 5,965.26 | 6,615.94 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 2,194.07 | 2,915.81 | 3,223.02 | 3,580.81 | 4,001.36 |
| 增长率(%) | 21.20 | 32.90 | 10.54 | 11.10 | 11.74 |
| EPS(元/股) | 0.83 | 1.10 | 1.22 | 1.36 | 1.51 |
| 市盈率(P/E) | 13.61 | 10.24 | 9.26 | 8.34 | 7.46 |
| 市净率(P/B) | 2.05 | 1.56 | 1.42 | 1.30 | 1.19 |
| 市销率(P/S) | 0.77 | 0.65 | 0.59 | 0.53 | 0.48 |
| EV/EBITDA | 2.67 | 2.26 | 3.78 | 3.29 | 2.93 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 建筑装饰/专业工程 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 11.3 元 |
| 目标价格 | 14.9 元 |

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股) | 2,642.02 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,757.66 |
| A 股总市值(百万元) | 29,854.85 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 19,861.60 |
| 每股净资产(元) | 7.41 |
| 资产负债率(%) | 62.52 |
| 一年内最高/最低(元) | 13.54/8.60 |

作者

| | |
|---|-----|
| 鲍荣富 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110520120003 baorongfu@tfzq.com | |
| 王涛 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110521010001 wangtao@tfzq.com | |
| 王雯 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110521120005 wangwena@tfzq.com | |
| 王悦宜 | 联系人 |
| wangyueyi@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中材国际-公司深度研究:高股息水泥工程出海龙头，海外深耕&三业并举成长可期》 2024-09-02
- 《中材国际-半年报点评:营收、利润稳步增长，运维业务表现亮眼》 2024-08-24
- 《中材国际-公司点评:子公司拟收购突尼斯 CJO 及 GJO 开辟新市场，分红比例提升增强投资吸引力》 2024-07-27

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 7,809.31 | 9,638.14 | 10,945.52 | 11,395.47 | 12,464.11 | 营业收入 | 38,819.25 | 45,798.84 | 50,889.78 | 56,497.61 | 62,320.56 |
| 应收票据及应收账款 | 7,689.62 | 10,158.27 | 7,087.71 | 12,529.52 | 10,321.35 | 营业成本 | 32,233.13 | 36,900.39 | 41,039.92 | 45,491.78 | 50,195.49 |
| 预付账款 | 5,280.68 | 5,074.48 | 6,442.34 | 6,323.78 | 7,762.32 | 营业税金及附加 | 166.20 | 220.72 | 245.25 | 272.27 | 325.27 |
| 存货 | 2,444.80 | 2,879.25 | 5,100.73 | 3,744.89 | 6,015.34 | 销售费用 | 478.03 | 557.96 | 610.68 | 677.97 | 747.85 |
| 其他 | 3,821.86 | 4,871.73 | 10,719.29 | 12,920.34 | 12,645.08 | 管理费用 | 1,903.85 | 2,164.89 | 2,391.82 | 2,655.39 | 2,916.60 |
| 流动资产合计 | 27,046.27 | 32,621.87 | 40,295.58 | 46,914.01 | 49,208.21 | 研发费用 | 1,362.72 | 1,841.54 | 2,035.59 | 2,259.90 | 2,430.50 |
| 长期股权投资 | 657.91 | 1,215.71 | 1,215.71 | 1,215.71 | 1,215.71 | 财务费用 | (94.26) | 252.39 | 89.88 | 76.68 | 58.68 |
| 固定资产 | 3,536.06 | 5,097.02 | 6,265.11 | 7,341.70 | 8,328.48 | 资产/信用减值损失 | (145.79) | (491.01) | (365.00) | (389.33) | (379.45) |
| 在建工程 | 572.73 | 576.11 | 540.89 | 512.71 | 490.17 | 公允价值变动收益 | (20.52) | 78.39 | (26.12) | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 833.40 | 1,092.46 | 999.37 | 906.29 | 813.20 | 投资净收益 | (11.14) | (32.57) | (36.19) | (45.00) | (60.00) |
| 其他 | 6,407.18 | 6,950.13 | 6,877.23 | 6,804.33 | 6,754.52 | 其他 | 292.10 | 694.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 12,007.27 | 14,931.43 | 15,898.31 | 16,780.73 | 17,602.07 | 营业利润 | 2,654.94 | 3,611.77 | 4,049.34 | 4,629.28 | 5,206.73 |
| 资产总计 | 43,785.75 | 54,419.54 | 56,193.89 | 63,694.74 | 66,810.28 | 营业外收入 | 50.13 | 118.06 | 118.06 | 50.00 | 40.00 |
| 短期借款 | 2,053.35 | 2,025.70 | 2,025.70 | 2,025.70 | 2,793.55 | 营业外支出 | 18.81 | 32.29 | 32.29 | 32.29 | 32.29 |
| 应付票据及应付账款 | 11,514.99 | 14,335.07 | 13,480.87 | 16,846.98 | 16,616.68 | 利润总额 | 2,686.26 | 3,697.54 | 4,135.10 | 4,646.99 | 5,214.44 |
| 其他 | 4,642.72 | 5,926.63 | 13,805.35 | 15,748.94 | 16,136.66 | 所得税 | 353.39 | 511.42 | 613.29 | 734.22 | 842.13 |
| 流动负债合计 | 18,211.06 | 22,287.39 | 29,311.92 | 34,621.62 | 35,546.89 | 净利润 | 2,332.87 | 3,186.12 | 3,521.81 | 3,912.77 | 4,372.31 |
| 长期借款 | 1,810.73 | 2,043.71 | 2,043.71 | 2,043.71 | 2,043.71 | 少数股东损益 | 138.81 | 270.31 | 298.79 | 331.96 | 370.94 |
| 应付债券 | 1,500.00 | 1,000.00 | 1,250.00 | 1,250.00 | 1,166.67 | 归属于母公司净利润 | 2,194.07 | 2,915.81 | 3,223.02 | 3,580.81 | 4,001.36 |
| 其他 | 674.84 | 864.35 | 864.35 | 864.35 | 864.35 | 每股收益(元) | 0.83 | 1.10 | 1.22 | 1.36 | 1.51 |
| 非流动负债合计 | 3,985.57 | 3,908.06 | 4,158.06 | 4,158.06 | 4,074.73 | | | | | | |
| 负债合计 | 28,310.08 | 33,808.42 | 33,469.98 | 38,779.68 | 39,621.61 | 主要财务比率 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 少数股东权益 | 919.28 | 1,515.76 | 1,695.03 | 1,880.93 | 2,073.82 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 2,265.63 | 2,642.32 | 2,642.02 | 2,642.02 | 2,642.02 | 营业收入 | 7.11% | 17.98% | 11.12% | 11.02% | 10.31% |
| 资本公积 | 201.27 | 409.92 | 409.92 | 409.92 | 409.92 | 营业利润 | 12.44% | 36.04% | 12.11% | 14.32% | 12.47% |
| 留存收益 | 12,184.33 | 16,175.17 | 18,108.98 | 20,114.23 | 22,194.94 | 归属于母公司净利润 | 21.20% | 32.90% | 10.54% | 11.10% | 11.74% |
| 其他 | (94.84) | (132.04) | (132.04) | (132.04) | (132.04) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 15,475.67 | 20,611.12 | 22,723.91 | 24,915.06 | 27,188.66 | 毛利率 | 16.97% | 19.43% | 19.36% | 19.48% | 19.46% |
| 负债和股东权益总计 | 43,785.75 | 54,419.54 | 56,193.89 | 63,694.74 | 66,810.28 | 净利率 | 5.65% | 6.37% | 6.33% | 6.34% | 6.42% |
| | | | | | | ROE | 15.07% | 15.27% | 15.33% | 15.55% | 15.93% |
| | | | | | | ROIC | 80.96% | 46.45% | 37.07% | 35.89% | 34.43% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 资产负债率 | 64.66% | 62.13% | 59.56% | 60.88% | 59.30% |
| 净利润 | 2,332.87 | 3,186.12 | 3,223.02 | 3,580.81 | 4,001.36 | 净负债率 | -10.75% | -14.71% | -18.00% | -18.22% | -18.11% |
| 折旧摊销 | 437.28 | 529.46 | 621.19 | 705.64 | 789.82 | 流动比率 | 1.31 | 1.32 | 1.37 | 1.36 | 1.38 |
| 财务费用 | 322.08 | 255.43 | 89.88 | 76.68 | 58.68 | 速动比率 | 1.21 | 1.22 | 1.20 | 1.25 | 1.22 |
| 投资损失 | 11.14 | 32.57 | 36.19 | 45.00 | 60.00 | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | (3,403.91) | (1,316.90) | (393.61) | (751.82) | (906.34) | 应收账款周转率 | 6.09 | 5.13 | 5.90 | 5.76 | 5.45 |
| 其它 | 1,218.12 | 849.18 | 272.67 | 331.96 | 370.94 | 存货周转率 | 15.57 | 17.20 | 12.75 | 12.77 | 12.77 |
| 经营活动现金流 | 917.59 | 3,535.86 | 3,849.35 | 3,988.28 | 4,374.46 | 总资产周转率 | 0.91 | 0.93 | 0.92 | 0.94 | 0.96 |
| 资本支出 | 1,340.37 | 2,554.14 | 1,660.97 | 1,660.97 | 1,660.97 | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | 26.10 | 557.80 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 0.83 | 1.10 | 1.22 | 1.36 | 1.51 |
| 其他 | (2,352.47) | (4,015.49) | (2,954.03) | (3,400.99) | (3,493.92) | 每股经营现金流 | 0.35 | 1.34 | 1.46 | 1.51 | 1.66 |
| 投资活动现金流 | (986.00) | (903.55) | (1,293.06) | (1,740.03) | (1,832.96) | 每股净资产 | 5.51 | 7.23 | 7.96 | 8.72 | 9.51 |
| 债权融资 | 2,373.77 | 206.96 | 160.12 | (76.68) | 625.84 | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | (965.58) | (508.68) | (1,409.02) | (1,721.62) | (2,098.71) | 市盈率 | 13.61 | 10.24 | 9.26 | 8.34 | 7.46 |
| 其他 | (1,852.83) | (1,406.32) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 市净率 | 2.05 | 1.56 | 1.42 | 1.30 | 1.19 |
| 筹资活动现金流 | (444.64) | (1,708.03) | (1,248.90) | (1,798.30) | (1,472.87) | EV/EBITDA | 2.67 | 2.26 | 3.78 | 3.29 | 2.93 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EV/EBIT | 2.92 | 2.43 | 4.29 | 3.73 | 3.33 |
| 现金净增加额 | (513.05) | 924.28 | 1,307.38 | 449.95 | 1,068.64 | | | | | | |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |