

出海工程龙头，订单稳健增长

——中材国际动态跟踪报告

核心观点

- 事件：**中材国际发布 2024Q3 经营数据情况，公司 2024 年前三季度合计新签订单 528 亿元，同增 1%；单三季度新签订单 157 亿元，同增 35%。
- 工程技术服务和高端装备制造订单小幅下滑，运维订单仍然快速增长。**2024 年 1-9 月，公司工程技术服务订单 336 亿元，同减 6%；高端装备制造订单为 50 亿元，同减 7%；生产运营服务订单 131 亿元，同增 36%。工程技术服务订单下滑的原因，主要源于 23 年海外需求的集中释放，导致基数较高，从而使得 24 年需求相对较少。运维业务中，其中矿山运维订单为 82 亿元，同增 45%，水泥运维 21 亿元，同增 4%，矿山运维已成为重要发力点。
- 海外业务仍在增长，国内业务继续承压。**2024 年 1-9 月，公司境外业务订单为 302 亿元，同增 6%；境内业务订单为 226 亿元，同减 5%。境内业务主要由于近两年国内水泥行业景气度下行，相关新建和技改需要均较弱，使得公司订单饱和度下降。海外业务要集中在发展中国家，当前仍处在城镇化建设进程中，需求持续释放，对于公司订单形成支撑。
- 基本面稳健，成长趋势向好。**公司是全球领先的水泥技术装备工程系统集成服务商，近年来积极拓展装备制造和运维业务。受益于外延并购以及内生增长，公司 2020 年开始，收入和利润均快速增长。在手订单充足，成为业绩重要保障。截至 2024 年三季度末，公司未完合同额为 621 亿元，同比增长 4.8%。公司发布未来三年股东回报规划，未来现金分红比例不低于 40%，业绩确定性高，具备高股息潜质。

盈利预测与投资建议

- 考虑公司海外工程订单持续增长，预测公司 2024-2026 年归母净利润为 32.3、35.6、38.3 亿元(原预测 2024-2025 年归母净利润 31.4、36.6 亿元)，参考同行上市公司水平，我们认可给予公司 2024 年 12X PE，对应目标价为 14.64 元，维持“买入”评级。

风险提示

订单转化不及预期，资产减值风险，汇兑损益风险

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	42,826	45,799	50,642	54,544	58,230
同比增长(%)	17.2%	6.9%	10.6%	7.7%	6.8%
营业利润(百万元)	3,157	3,612	4,175	4,603	4,961
同比增长(%)	32.9%	14.4%	15.6%	10.2%	7.8%
归属母公司净利润(百万元)	2,541	2,916	3,229	3,555	3,827
同比增长(%)	40.2%	14.7%	10.8%	10.1%	7.7%
每股收益(元)	0.96	1.10	1.22	1.35	1.45
毛利率(%)	17.3%	19.4%	19.8%	20.0%	20.1%
净利率(%)	5.9%	6.4%	6.4%	6.5%	6.6%
净资产收益率(%)	16.6%	16.0%	14.7%	13.8%	13.7%
市盈率	11.0	9.6	8.7	7.9	7.3
市净率	1.6	1.5	1.1	1.0	1.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2024 年 10 月 22 日）	10.6 元
目标价格	14.64 元
52 周最高价/最低价	13.13/8.56 元
总股本/流通 A 股（万股）	264,202/175,766
A 股市值（百万元）	28,005
国家/地区	中国
行业	建筑工程
报告发布日期	2024 年 10 月 22 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.66	21.42	5.47	5.14
相对表现%	-1.98	-2.22	-7.13	-7.6
沪深 300%	2.64	23.64	12.6	12.74



证券分析师

冯孟乾

fengmengqian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860523070003

投资建议

我们选用相对估值法。由于公司建设业务大多需要垫资，产生的应收账款和存货会占用部分营运资金，报表的现金流不能完全反映除公司的真实盈利水平，采用绝对估值法进行估值会与实际情况产生一定的偏差，因此我们采用相对估值法对公司进行估值。

预计 2024-2026 年归母净利为 32.3、35.6、38.3 亿元，目标价 14.64 元/股。由于公司主营为工程建设，因此我们选取主营为工程建设的中钢国际、中工国际、北方国际、中国核建、东华科技 5 家公司作为可比公司，2024 年可比公司调整后平均 PE 为 12X。公司是全球水泥工程服务龙头，注入优质资产协同发展可期，受益碳中和智能制造前景可观。公司业绩表现基本符合预期，考虑公司工程订单出现大幅增长，预计 2024-2026 年归母净利为 32.3、35.6、38.3 亿元，(原预测 2024-2025 年归母净利 31.4、36.6 亿元)。参考可比公司，认可给予公司 2024 年 12X PE，对应目标价为 14.64 元/股，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表（截止 2024 年 10 月 22 日）

简称	代码	股价(元/股)	EPS(元/股)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
中钢国际	000928	6.39	0.53	0.62	0.70	0.79	12.0	10.3	9.1	8.1
中工国际	002051	8.13	0.29	0.33	0.38	0.44	27.9	24.6	21.4	18.4
北方国际	000065	10.24	0.92	1.01	1.19	1.37	11.2	10.1	8.6	7.5
中国核建	601611	8.66	0.69	0.80	0.94	1.08	12.6	10.8	9.2	8.0
东华科技	002140	7.81	0.49	0.56	0.64	0.73	16.1	14.1	12.2	10.7
调整后平均估值							13.6	11.7	10.2	8.9

数据来源：wind，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为 wind 数据，最新价格为 2024 年 10 月 22 日收盘价

风险提示

订单转化不及预期。盈利预测中的收入/归母净利润受工程建设订单/装备制造订单转化率影响较大，如果宏观环境、公司经营目标发生较大变化，可能会造成实际的订单转化率不及预期。

资产减值风险。截至 2024H1，公司应收账款和商誉分别为 112 亿元和 8 亿元。金额相对较大，若发生较多资产减值，可能导致盈利不及预期。

汇兑损益风险。公司海外收入占比较高，美元和欧元为主要结算货币。若汇率发生大幅波动，可能会影响当期汇兑损益，从而影响当期业绩。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,984	9,638	12,122	13,334	14,495
应收票据、账款及款项融资	10,106	11,791	14,686	15,818	16,887
预付账款	5,395	5,074	7,596	8,182	8,735
存货	3,058	2,879	3,248	3,490	3,721
其他	8,311	10,106	10,163	10,792	11,382
流动资产合计	35,855	39,488	47,815	51,615	55,219
长期股权投资	687	1,216	1,000	1,000	1,000
固定资产	4,187	5,097	5,626	6,439	7,109
在建工程	851	576	889	947	1,292
无形资产	1,114	1,092	1,111	1,122	1,126
其他	7,374	6,950	6,075	6,308	6,636
非流动资产合计	14,213	14,931	14,701	15,817	17,163
资产总计	50,068	54,420	62,516	67,432	72,381
短期借款	2,100	2,026	2,000	2,050	2,050
应付票据及应付账款	12,655	14,335	16,647	18,325	20,000
其他	12,176	13,540	13,375	14,079	14,705
流动负债合计	26,931	29,900	32,022	34,453	36,755
长期借款	1,811	2,044	1,944	1,844	1,744
应付债券	1,500	1,000	1,000	1,000	1,000
其他	968	864	925	991	1,062
非流动负债合计	4,279	3,908	3,869	3,834	3,805
负债合计	31,210	33,808	35,891	38,288	40,561
少数股东权益	1,430	1,516	1,895	2,312	2,761
实收资本（或股本）	2,266	2,642	3,019	3,019	3,019
资本公积	917	103	3,190	3,190	3,190
留存收益	14,055	16,175	18,348	20,449	22,677
其他	192	175	175	175	175
股东权益合计	18,858	20,611	26,626	29,144	31,821
负债和股东权益总计	50,068	54,420	62,516	67,432	72,381

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,824	3,186	3,608	3,972	4,276
折旧摊销	318	578	412	433	399
财务费用	(171)	252	448	374	334
投资损失	(15)	33	40	40	40
营运资金变动	(3,373)	(431)	(3,435)	(362)	(317)
其它	1,556	(82)	565	(13)	17
经营活动现金流	1,140	3,536	1,638	4,445	4,750
资本支出	(1,478)	(1,692)	(1,206)	(1,306)	(1,505)
长期投资	(472)	(599)	655	(10)	(10)
其他	797	1,388	64	(40)	(40)
投资活动现金流	(1,152)	(904)	(488)	(1,356)	(1,555)
债权融资	1,564	409	(600)	(100)	(100)
股权融资	661	(437)	3,463	0	0
其他	(2,941)	(1,680)	(1,530)	(1,777)	(1,934)
筹资活动现金流	(716)	(1,708)	1,333	(1,877)	(2,034)
汇率变动影响	143	(159)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	(585)	766	2,484	1,212	1,161

利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	42,826	45,799	50,642	54,544	58,230
营业成本	35,400	36,900	40,602	43,631	46,512
销售费用	509	558	658	764	873
管理费用	2,028	2,165	2,431	2,618	2,795
研发费用	1,627	1,842	2,026	2,182	2,329
财务费用	(171)	252	448	374	334
资产、信用减值损失	200	491	179	230	265
公允价值变动收益	(20)	78	0	0	0
投资净收益	15	(33)	(40)	(40)	(40)
其他	(71)	(25)	(84)	(103)	(121)
营业利润	3,157	3,612	4,175	4,603	4,961
营业外收入	129	118	100	100	100
营业外支出	36	32	30	30	30
利润总额	3,250	3,698	4,245	4,673	5,031
所得税	425	511	637	701	755
净利润	2,824	3,186	3,608	3,972	4,276
少数股东损益	283	270	379	417	449
归属于母公司净利润	2,541	2,916	3,229	3,555	3,827
每股收益（元）	0.96	1.10	1.22	1.35	1.45

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	17.2%	6.9%	10.6%	7.7%	6.8%
营业利润	32.9%	14.4%	15.6%	10.2%	7.8%
归属于母公司净利润	40.2%	14.7%	10.8%	10.1%	7.7%
获利能力					
毛利率	17.3%	19.4%	19.8%	20.0%	20.1%
净利率	5.9%	6.4%	6.4%	6.5%	6.6%
ROE	16.6%	16.0%	14.7%	13.8%	13.7%
ROIC	12.1%	12.7%	13.1%	12.5%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	62.3%	62.1%	57.4%	56.8%	56.0%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.33	1.32	1.49	1.50	1.50
速动比率	1.22	1.22	1.39	1.39	1.40
营运能力					
应收账款周转率	6.4	5.0	4.4	4.1	4.0
存货周转率	12.4	12.2	13.0	12.7	12.7
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
每股指标（元）					
每股收益	0.96	1.10	1.22	1.35	1.45
每股经营现金流	0.50	1.34	0.54	1.47	1.57
每股净资产	6.60	7.23	9.36	10.16	11.00
估值比率					
市盈率	11.0	9.6	8.7	7.9	7.3
市净率	1.6	1.5	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	7.8	5.8	5.1	4.8	4.5
EV/EBIT	8.6	6.7	5.6	5.2	4.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。