

中材国际 (600970)

证券研究报告
2025年03月26日

经营整体稳健，海外增长保持较强韧性

业绩稳健，高分红凸显中长期投资价值

公司2024年实现营业收入461.3亿，同比+0.72%，归母、扣非净利润为29.8、27.2亿，同比+2.31%、+1.64%，非经常性损益为2.62亿，同比增加0.23亿，其中包含应收账款减值准备转回1.09亿；Q4单季实现收入144亿，同比+0.75%，归母、扣非净利润为9.2、6.7亿，同比+1.02%、-0.08%。2024年公司拟派发现金分红11.89亿，现金分红比率39.85%，股息率4.47%，考虑到境内水泥行业产能过剩，我们预计公司2025-2027年分别实现归母净利润为31.2、33.2、35.8亿（前值25、26年预测为35.8、40.0亿），我们认可给予公司25年12倍PE，目标价14.15元，维持“买入”评级。

运维业务增长亮眼，装备业务“两外”占比持续提升

分业务来看，2024年公司工程技术服务、高端装备制造、生产运营服务实现收入271、62、129亿，同比+1.73%、-18.42%、+21.88%，毛利率分别为15.97%、22.82%、21.48%，同比变动+0.24pct、-1.18pct、-0.31pct；矿山运维实现营收79亿元，同比+21.89%，毛利率17.56%，同比+2.08pct；水泥及其他运维服务实现营收50.2亿元，同比+21.88%，毛利率27.64%，同比-4.08pct。截至2024年底，公司在执行矿山运维服务项目318个，其中境外项目9个，水泥供矿国内市场占有率达21%；完成供矿量6.8亿吨，同比+4.3%；在执行水泥运维服务生产线68条，年提供产能超1亿吨。公司十类核心主机装备自给率达67%，“两外一服”战略加快实施，装备境外业务收入占装备收入比例提升至36%，装备外行业收入占装备收入比例提升至37%，沙特、印尼海外服务中心相继落地运营，我们看好三业并举推动下运维以及装备业务加速出海。

境外订单稳步增长，属地化经营走深走实

2024年境内、境外分别实现收入236、223亿，同比分别-7.24%、+10.85%，境内、外毛利率分别为15.97%、23.07%，同比-1.82pct、+1.87pct。新签订单方面，2024年公司新签合同额634.44亿，同比增长3%，订单收入保障倍数为1.38倍，境外、境内分别新签362、272亿，同比+9%、-4%，我们认为随着境外项目占比提升，毛利率有望改善。参股公司中材水泥境外布局加快落地，突尼斯项目完成签约，24年公司境外员工人数同比增长19%。

毛、净利率小幅回升，费用率未能有效摊薄

2024年综合毛利率为19.6%，同比+0.2pct；期间费用率为10.76%，同比+0.24pct，销售、管理、研发、财务费用率分别-0.02、+0.42、-0.2、+0.04pct，资产及信用减值为4.02亿，同比减少0.89亿，投资净收益同比增加0.87亿，公允减值变动净收益同比减少0.7亿，综合影响下公司净利率为6.99%，同比+0.03pct。全年经营性现金净流入为22.9亿，同比减少12.5亿，收付现比分别为79.7%、73.49%，同比-2.2pct、-1.05pct。

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	45,798.84	46,127.32	48,122.68	50,765.61	54,362.54
增长率(%)	17.98	0.72	4.33	5.49	7.09
EBITDA(百万元)	6,676.19	6,762.45	5,261.55	5,568.46	5,993.12
归属母公司净利润(百万元)	2,915.81	2,983.12	3,116.44	3,323.13	3,578.02
增长率(%)	32.90	2.31	4.47	6.63	7.67
EPS(元/股)	1.10	1.13	1.18	1.26	1.35
市盈率(P/E)	9.12	8.92	8.54	8.01	7.44
市净率(P/B)	1.39	1.26	1.16	1.07	1.00
市销率(P/S)	0.58	0.58	0.55	0.52	0.49
EV/EBITDA	2.26	2.52	3.60	3.45	3.28

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	10.07元
目标价格	14.15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)	2,234.15
A股总市值(百万元)	26,605.16
流通A股市值(百万元)	22,497.88
每股净资产(元)	7.99
资产负债率(%)	61.28
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-季报点评:营收、利润保持稳健，三业并举成长可期》 2024-10-26
- 《中材国际-公司点评:Q3单季新签订单高增35%，境内工程订单增速可观》 2024-10-09
- 《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

图 1：可比公司估值表

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)			P/E		
				24A/E	25E	26E	24A/E	25E	26E
002051.SZ	中工国际	106	8.53	0.31	0.34	0.38	27.6	24.9	22.5
000928.SZ	中钢国际	100	6.98	0.61	0.66	0.74	11.4	10.5	9.5
000065.SZ	北方国际	120	11.42	0.95	1.11	1.28	12.0	10.3	8.9
605598.SH	上海港湾	55	22.52	0.82	1.23	1.55	27.5	18.3	14.5
688768.SH	容知日新	44	50.25	1.16	1.59	2.18	43.2	31.5	23.1
300982.SZ	苏文电能	37	17.91	0.51	0.81	1.05	35.1	22.1	17.1
000157.SZ	中联重科	644	7.82	0.46	0.60	0.75	17.1	13.1	10.4
000425.SZ	徐工机械	1,037	8.78	0.53	0.68	0.87	16.4	13.0	10.1
平均值							23.8	18.0	14.5
中位数							22	16	12
600970.SH	中材国际	266	10.07	1.13	1.18	1.26	8.92	8.54	8.0

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：截止于 2025/3/25，除中材国际外其余均为 Wind 一致预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	9,638.14	8,465.75	9,624.54	10,153.12	10,872.51
应收票据及应收账款	10,158.27	10,191.20	10,528.29	13,444.36	12,528.85
预付账款	5,074.48	5,453.41	5,528.97	6,048.65	6,325.57
存货	2,879.25	2,446.45	5,073.73	2,854.04	5,619.19
其他	4,871.73	6,793.13	14,303.51	18,322.07	17,571.29
流动资产合计	32,621.87	33,349.94	45,059.04	50,822.24	52,917.40
长期股权投资	1,215.71	2,601.59	2,601.59	2,601.59	2,601.59
固定资产	5,097.02	6,027.36	6,498.26	6,926.47	7,310.22
在建工程	576.11	216.13	252.90	282.32	305.86
无形资产	1,092.46	1,067.55	986.44	905.32	824.21
其他	6,950.13	5,170.90	5,063.54	4,956.17	4,954.57
非流动资产合计	14,931.43	15,083.53	15,402.72	15,671.87	15,996.44
资产总计	54,419.54	58,745.86	60,461.76	66,494.11	68,913.85
短期借款	2,025.70	2,213.12	2,449.24	3,237.91	4,408.03
应付票据及应付账款	14,335.07	16,988.83	15,240.51	18,395.86	16,223.34
其他	5,926.63	6,310.07	15,124.07	15,201.70	16,663.56
流动负债合计	22,287.39	25,512.01	32,813.81	36,835.47	37,294.93
长期借款	2,043.71	1,084.60	1,084.60	1,084.60	1,084.60
应付债券	1,000.00	700.00	850.00	850.00	800.00
其他	864.35	947.73	947.73	947.73	947.73
非流动负债合计	3,908.06	2,732.33	2,882.33	2,882.33	2,832.33
负债合计	33,808.42	36,000.57	35,696.14	39,717.80	40,127.26
少数股东权益	1,515.76	1,629.88	1,780.34	1,930.08	2,079.79
股本	2,642.32	2,642.02	2,642.02	2,642.02	2,642.02
资本公积	409.92	453.87	453.87	453.87	453.87
留存收益	16,175.17	18,100.52	19,970.39	21,831.34	23,691.91
其他	(132.04)	(81.00)	(81.00)	(81.00)	(81.00)
股东权益合计	20,611.12	22,745.29	24,765.62	26,776.31	28,786.59
负债和股东权益总计	54,419.54	58,745.86	60,461.76	66,494.11	68,913.85

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,186.12	3,223.16	3,116.44	3,323.13	3,578.02
折旧摊销	529.46	620.76	603.77	653.82	704.16
财务费用	255.43	311.07	264.29	226.95	237.47
投资损失	32.57	(54.86)	(57.24)	(66.00)	(45.00)
营运资金变动	(1,316.90)	(846.62)	(1,667.27)	(1,635.56)	(1,975.25)
其它	849.18	(963.33)	250.76	267.39	287.90
经营活动现金流	3,535.86	2,290.17	2,510.76	2,769.73	2,787.31
资本支出	2,554.14	2,311.89	1,030.34	1,030.34	1,030.34
长期投资	557.80	1,385.88	0.00	0.00	0.00
其他	(4,015.49)	(5,098.95)	(1,157.25)	(2,253.37)	(2,125.27)
投资活动现金流	(903.55)	(1,401.18)	(126.92)	(1,223.03)	(1,094.93)
债权融资	206.96	(765.18)	121.83	561.72	882.65
股权融资	(508.68)	94.69	(1,346.88)	(1,579.83)	(1,855.64)
其他	(1,406.32)	(1,497.11)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1,708.03)	(2,167.60)	(1,225.05)	(1,018.11)	(973.00)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	924.28	(1,278.62)	1,158.79	528.59	719.38

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	45,798.84	46,127.32	48,122.68	50,765.61	54,362.54
营业成本	36,900.39	37,074.66	38,675.20	40,771.36	43,576.62
营业税金及附加	220.72	225.31	235.05	253.83	298.99
销售费用	557.96	551.17	567.85	609.19	654.52
管理费用	2,164.89	2,373.82	2,473.51	2,604.28	2,789.02
研发费用	1,841.54	1,763.03	1,780.54	1,878.33	2,013.59
财务费用	252.39	273.87	264.29	226.95	237.47
资产/信用减值损失	(491.01)	(401.95)	(310.00)	(285.00)	(294.17)
公允价值变动收益	78.39	7.50	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(32.57)	54.86	57.24	66.00	45.00
其他	694.37	496.52	0.00	0.00	0.00
营业利润	3,611.77	3,708.53	3,873.49	4,202.69	4,543.15
营业外收入	118.06	102.88	102.88	50.00	40.00
营业外支出	32.29	33.50	33.50	33.50	35.00
利润总额	3,697.54	3,777.90	3,942.87	4,219.18	4,548.15
所得税	511.42	554.75	575.66	628.66	682.22
净利润	3,186.12	3,223.16	3,367.21	3,590.52	3,865.93
少数股东损益	270.31	240.03	250.76	267.39	287.90
归属于母公司净利润	2,915.81	2,983.12	3,116.44	3,323.13	3,578.02
每股收益(元)	1.10	1.13	1.18	1.26	1.35

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	17.98%	0.72%	4.33%	5.49%	7.09%
营业利润	36.04%	2.68%	4.45%	8.50%	8.10%
归属于母公司净利润	32.90%	2.31%	4.47%	6.63%	7.67%
获利能力					
毛利率	19.43%	19.63%	19.63%	19.69%	19.84%
净利率	6.37%	6.47%	6.48%	6.55%	6.58%
ROE	15.27%	14.13%	13.56%	13.37%	13.40%
ROIC	46.45%	35.73%	26.92%	24.60%	23.29%
偿债能力					
资产负债率	62.13%	61.28%	59.04%	59.73%	58.23%
净负债率	-14.71%	-10.34%	-12.61%	-10.70%	-8.56%
流动比率	1.32	1.31	1.37	1.38	1.42
速动比率	1.22	1.24	1.22	1.30	1.27
营运能力					
应收账款周转率	5.13	4.53	4.65	4.24	4.19
存货周转率	17.20	17.32	12.80	12.81	12.83
总资产周转率	0.93	0.82	0.81	0.80	0.80
每股指标(元)					
每股收益	1.10	1.13	1.18	1.26	1.35
每股经营现金流	1.34	0.87	0.95	1.05	1.05
每股净资产	7.23	7.99	8.70	9.40	10.11
估值比率					
市盈率	9.12	8.92	8.54	8.01	7.44
市净率	1.39	1.26	1.16	1.07	1.00
EV/EBITDA	2.26	2.52	3.60	3.45	3.28
EV/EBIT	2.43	2.73	4.07	3.91	3.71

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