

中材国际 (600970.SH)

公司报告 | 首次评级报告

钮舒越
机械 & 建筑分析师

2026年5月7日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	9.57
总市值	250.91亿
PE-TTM	9.45
PB-MRQ	1.07

估值结果

价值	452.08亿
DDM估值 上行空间	80%
状态	低估
价值	416.75亿
动态估值 上行空间	66%
状态	低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

中材国际背靠中国建材集团，是集团下工程技术服务板块和国际业务的骨干企业。公司定位全球最大的水泥技术、装备、工程、服务系统集成服务商，也是全球水泥工程服务及高端装备市场唯一具有完整产业链的企业，现业务遍及80多个国家，建立100多个境外机构和36家属地化公司。

中材国际成长能力星级中等，公司正逐步摆脱国内传统水泥工程的周期拖累，纵深推进海外与非水泥业务，营收规模与业务结构持续优化；盈利趋势星级中等，公司通过坚定推进“两外一服”战略，主动降低低毛利国内工程占比，高毛利的装备与运维业务占比提升带动整体盈利中枢企稳回升；产业格局星级较高，公司具备全球唯一的水泥技术装备及工程完整产业链，定制化与全生命周期服务模式造就较高的客户粘性；各项护城河星级较好，公司通过二十余年的国际化深耕造就了难以复制的客户资源、全链条技术、规模经济优势，其护城河相对较深，且优势项可持续性较高。

公司“十五五”聚焦水泥及材料链、矿业资源链、绿能环保链三大产业链，国内水泥业务有望企稳，海外业务将成为新的发力点。基于以上假设，结合动态估值及DDM模型测算，中材国际目前属于低估的位置。

风险提示

若基建投资增速不如预期，则会给公司带来经营风险；倘若国企改革进度缓慢，治理能效改善或放缓。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 整体供应链集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

中材国际背靠中国建材集团，是集团下工程技术服务板块和国际业务的骨干企业。公司定位全球最大的水泥技术、装备、工程、服务系统集成服务商，也是全球水泥工程服务及高端装备市场唯一具有完整产业链的企业，现业务遍及80多个国家，建立100多个境外机构和36家属地化公司。

2. 业务介绍

对于中材国际公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

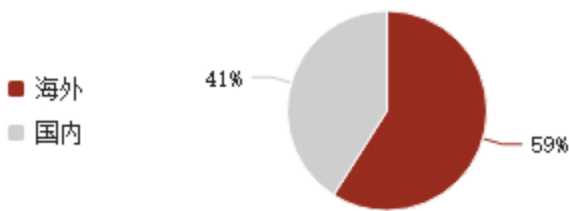
海外：

中材国际海外包含工程建设、生产运营管理、装备制造三大板块，业务内容覆盖水泥、矿山等领域。装备制造服务于工程项目，运维服务是工程项目建造完工后的延伸服务，主要负责对生产线的维护。

国内：

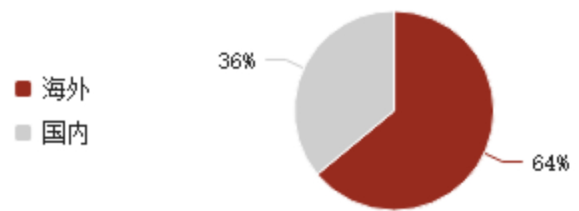
中材国际国内包含工程建设、生产运营管理、装备制造三大板块，业务内容覆盖水泥、矿山等领域。装备制造服务于工程项目，运维服务是工程项目建造完工后的延伸服务，主要负责对生产线的维护。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

工程承包业务具备“先履约、后收款”的行业特性，应收应付等流动资产占比较大；商业模式的本质是“核心技术内化、基础生产外化”，固定资产强度相对较低；上游供应链极度分散，下游与国央企客户绑定较深，整体供应链集中度较低。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

中材国际的资产强度较低。固定资产/无形资产占总资产比重分别约10.2%/1.7%，应收(含长期应收与合同资产)/应付(含长期应付)占总资产比重分别为约25.2%/29.0%。基建行业需承接重大项目垫资、推进设备更新及布局产业链延伸，落实到施工会外包给外部公司，因而公司的资产强度相对较轻。

3.2 整体供应链集中度

低 较低 中等 较高 高

公司整体供应链集中度低。公司依托央企身份，深度绑定政府与国企客户，同时与海外客户维持稳定关系，2025年前五名客户销售额占年度销售总额19.37%；上游原材料包含钢材、水泥等大宗商品，以及相关设备零部件，采购分散度较高，前五名供应商采购额占采购总额3.10%。

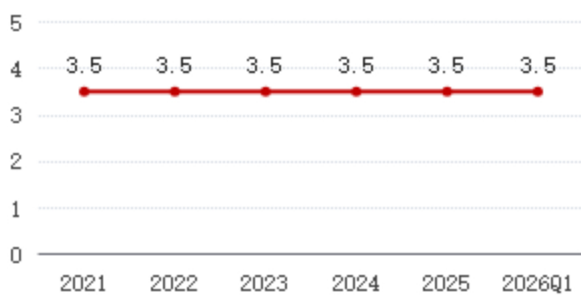
4. 历史经营绩效

中材国际历史经营绩效稳定。盈利能力星级较好，作为国际专业工程央企，全球话语权与地位较高，毛利率维持稳定；成长能力星级有所波动，国内需求下滑，海外业务快速开拓；历史业务控制力星级中等，股东回报评级较高。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



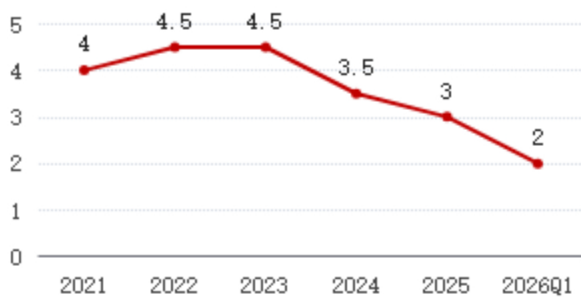
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力趋势星级较好。近年来中材国际业绩总体保持稳定的表现，海外业务表现更优。海外水泥运维毛利率维持稳定，高毛利的矿山运维业务占比持续提升，整体公司盈利能力相对稳定。

4.2 历史成长能力

★★★☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司近年来成长能力星级有所波动。2021年口罩事件爆发全球供应链短缺，中资企业凭借高效供应链顺利拿下海外订单，叠加一带一路政策的大背景下，公司规模增速迎来快速发展；近年来由于国内市场拖累以及全球政局动荡，全球经济增速放缓，故而成长能力星级有所下滑。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



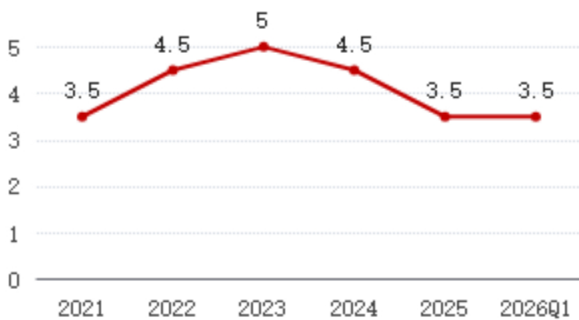
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力星级较低。中材国际是全球最大的综合型建设集团之一，由于工程款垫付的商业模式，业务控制力相对偏弱。不过公司通过全产业链布局、多元化协同、内部严控风险等方式，业务风险较低。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报评级较高。近年来公司的股利支付率稳定在40%，对应股息率可以维持在4%以上。公司经营稳定，现金流充裕，总体股东回报率较好。

5. 四维评级

中材国际成长能力星级中等，公司正逐步摆脱国内传统水泥工程的周期拖累，纵深推进海外与非水泥业务，营收规模与业务结构持续优化；盈利趋势星级中等，公司通过坚定推进“两外一服”战略，主动降低毛利国内工程占比，高毛利的装备与运维业务占比提升带动整体盈利中枢企稳回升；产业格局星级较高，公司具备全球唯一的水泥技术装备及工程完整产业链，定制化与全生命周期服务模式造就较高的客户粘性；各项护城河星级较好，公司通过二十余年的国际化深耕造就了难以复制的客户资源、全链条技术、规模经济优势，其护城河相对较深，且优势项可持续性较高。

5.1 成长空间

★★★★☆

中材国际总体成长能力星级中等。公司正从传统工程承包商向“全生命周期服务商”全面蜕变。目前公司在全球水泥工程市占率连续17年稳居第一，成长空间已从单一的新建工程向“装备+运维+绿能矿山”的广阔后市场延展。在“十五五”期间，公司明确聚焦建材链、矿业链、绿能环保链三大领域，长期成长性进一步增强。

海外(2.5星):

海外新兴市场城镇化与工业化进程加速，基建需求强烈，水泥产能扩张需求旺盛。此外公司向矿山工程转型，新签合同同比增长近1.3倍，叠加中材水泥等集团内兄弟企业协同出海建厂，海外市场成长星级中等，预计后续高毛利订单将加速兑现。

国内(1.5星):

国内水泥行业处于下行周期，资本开支意愿收缩，新建项目基本停滞。为响应国家双碳与绿色发展战略，国内存量产线的节能降碳技改、超低排放改造以及智能化升级需求具备一定韧性。中材国际作为国内市占率超90%的绝对龙头，国内业务的成长逻辑已从“增量建设”转为“存量焕新”与“矿山运维”。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

中材国际整体盈利趋势星级中等。受国内水泥行业处于下行周期，毛利率及应收账款减值计提都有所影响；海外毛利率维持高位，且竞争格局及项目盈利更优。随着海外业务占比持续提升，整体毛利率有望稳中有升。

海外(3星):

公司在海外坚定推行高端装备与运维服务，海外的毛利率显著优于国内，随着公司在沙特、印尼等地建立全球装备技术服务中心与备件仓储中心，本地化服务大幅降低了响应成本，海外市场盈利将持续保持高水准，盈利趋势星级较好。

国内(2.5星):

国内水泥企业盈利承压，导致工程回款周期拉长，竞争加剧带动国内工程业务毛利率下行，国内整体毛利率约较低。国内业务面临一定的应收账款与合同资产减值风险，盈利趋势星级中等。

5.3 产业格局

★★★★☆

中材国际的产业格局星级较高。作为全球水泥工程与装备绝对龙头，公司已经连续10多年全年市占率超过60%。大型生产线属于高度定制化模式，试错成本极高，客户粘性极强，新进入者难以介入。

海外(4星):

全球水泥工程市场曾由欧洲巨头主导，但公司凭借极高的性价比、卓越的交付效率以及全产业链集成优势，已实现从“跟跑”到“领跑”的跨越，国外设计领域市占率已达60%。当前，公司正加速在核心主机装备领域替代外资巨头，具备较好的产业格局。

国内(4星):

公司稳居国内水泥工程及装备绝对龙头，国内设计与建设市占率超过90%。公司先后整合了合肥院、中材矿山等优质资产，构筑了国内规模最大、品种最全的装备与运维平台。在国内高端装备、智能化工厂及绿色矿山运维市场，公司的寡头垄断优势难以撼动，产业格局星级较高。

5.4 护城河

★★★★☆

中材国际的护城河较深，且优势项的持续性极好。公司所处的国际工程与大型重型装备行业具有极高的准入门槛，具备一定技术护城河；全产业链的系统集成能力、遍布全球的属地化网络带来规模经济与客户资源优势；项目管理与成本控制还有进一步提升的空间。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
海外	(4.5星) 根据壹评级测算，调整后的roic为20.4%，有13.4%的超额收益。中材国际作为国际工程央企龙头，全球市占率超过60%，在水泥项目建设、装备和运维核心技术。公司业务控制力为2.5星，产业链整体议价能力中等。	(4星) 公司的护城河归因为资源优势、规模经济、技术优势、管理运营四大因子。1) 资源优势：行业具有极高的业绩验证壁垒。公司在海外拥有51家属地化公司、134家境外机构及超4000名外籍员工，资源优势衰退较慢；2) 技术优势：公司拥有全规模、全流程的自主知识产权核心装备，构筑了极高的技术壁垒，优势项持续性较强；3) 规模优势：公司采购体量大，具备采销规模优势，中短期地位难以撼动；4) 管理运营：公司具备集团内部资源协同，但央企在人员管理、资金运作等环节仍存在一定优化空间，后续有望逐步改善。
国内	(3星) 根据壹评级测算，调整后的roic为8.3%，有1.3%的超额收益。中材国际作为国际工程央企龙头，在水泥项目建设、装备和运维核心技术。公司业务控制力为2.5星，产业链整体议价能力中等。	(4星) 公司的护城河归因为资源优势、规模经济、技术优势、管理运营四大因子。1) 资源优势：国内头部水泥企业深度绑定，但随着国内新建产线需求枯竭，增量弹性减弱；2) 规模优势：公司年采购量巨大，集采成本较行业更低，成本优势相对稳固，优势项持续性较强；3) 技术优势：公司在水泥产线技改、绿色低碳技术方面绝对领先，护城河深厚，衰退较慢；4) 管理运营：公司在人员管理、资金运作等环节仍存在一定优化空间，后续有望依托国企改革深化推进，逐步实现管理运营效率的提升与改善。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司“十五五”期间聚焦水泥及材料链、矿业资源链、绿能环保链三大产业链，国内水泥业务有望企稳，海外业务将成为新的发力点。基于以上假设，结合动态估值及DDM模型测算，中材国际目前属于低估的位置。

6.1 核心假设及逻辑

公司按地区收入分为国外与国内，其中业务领域包括水泥、矿山与其他。我们分地区进行盈利预测并估值，各地区的预测核心假设及逻辑如下：

1、海外区域：1) 收入：海外承接项目多元化发展，十五五公司着力聚焦海外、矿山、服务三大板块，综上我们预计2026~2028年收入同比增速为11.5%/9.7%/7.9%，后续线性下降，终局增速维持在2.5%；2) 毛利率：海外竞争格局更优、且矿山项目毛利率更高，我们预计2026~2028年毛利率维持在19.5%/20.0%/20.5%，终局毛利率稳定在20%。

2、国内区域：1) 收入：水泥业务国内端政策托底，降幅有望收缩企稳；矿山业务目前市占率较低，业绩仍维持较高的增速，综上我们预计2026~2028年收入同比增速为-0.4%/0.8%/1.7%，后续维持在1.7%的增速；2) 毛利率：随着项目结构转型升级，矿山EPC及装备占比提升，毛利率稳定，我们预计2026~2028年毛利率维持在17.2%/17.0%/17.0%，终局毛利率稳定在16.5%。

表2：公司整体业绩预测

中材国际	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	458.0	461.3	496.0	517.0	539.4	566.3	588.5	612.0
归母净利润(亿)	29.2	29.8	28.6	28.8	31.0	34.8	37.6	39.9
归母净利润增速(%)	32.7	2.4	-4.0	0.4	7.6	12.3	8.1	6.3
经营性净利润(亿)	30.2	30.7	28.1	30.1	32.9	36.6	40.0	42.1
经营性净利润增速(%)	34.5	1.8	-8.6	7.2	9.2	11.3	9.3	5.4
经营性归母净利润(亿)	27.6	28.4	26.1	27.9	30.5	33.9	37.1	39.1
经营性归母净利润增速(%)	30.8	3.0	-8.3	7.2	9.2	11.3	9.3	5.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

海外	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	200.9	222.7	274.7	298.8	322.3	347.7	368.4	390.5
收入增速(%)	20.8	10.8	23.4	8.8	7.9	7.9	6.0	6.0
经营性净利润(亿)	16.3	21.4	17.6	20.3	23.5	27.1	30.4	32.5
经营性净利率(%)	8.1	9.6	6.4	6.8	7.3	7.8	8.3	8.3
经营性净利润增速(%)	62.1	31.2	-17.8	15.5	15.7	15.3	12.3	6.7
国内	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	257.1	238.6	221.2	218.3	217.1	218.6	220.0	221.5
收入增速(%)	15.9	-7.2	-7.3	-1.3	-0.5	0.7	0.7	0.7
经营性净利润(亿)	13.9	9.3	10.5	9.8	9.4	9.5	9.6	9.7
经营性净利率(%)	5.4	3.9	4.8	4.5	4.3	4.3	4.3	4.4
经营性净利润增速(%)	12.0	-32.7	12.5	-6.8	-4.4	1.1	0.8	1.1

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
国内	0.7%	中低	较好	较强	8.5%	10.31	9.6
海外	3.9%	中低	较好	较强	8.3%	12.22	30.6
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
国内(亿)	54.5	71.1	125.7	2.9	9.1	0.1	119.6
海外(亿)	47.3	272.2	319.6	3.6	26.1	0.1	297.2
公司整体测算(亿)	101.9	343.3	445.2	6.5	35.2	0.2	416.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
国内(亿)	92.0	32.9	124.9	2.9	9.1	0.1	118.8
海外(亿)	181.9	173.8	355.7	3.6	26.1	0.1	333.3
公司整体测算(亿)	273.8	206.7	480.5	6.5	35.2	0.2	452.1

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司所处的工程建设行业已步入成熟期，行业处于低波动运营阶段，公司未来业绩增速具备较强稳定性与可预测性。然而公司与资本市场沟通频次、信息披露力度相对有限，公司整体估值的确定性星级处于中等水平。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X < -50%	-50% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。