

中材国际 (600970): 战略调整 夯实估值水平

核心观点:

● 水泥工程市场需求旺盛

国内市场中长期城镇化进程加快与生产线更新将提振市场需求; 国外市场预计 2014 年全球新干法水泥产能需求将达到 7000 万吨, 其热点集中在非洲、俄罗斯、巴西、东南亚 (越南、印度) 等新兴市场国家。

● 固废处置为公司增添新动力

“十二五”固废处理行业投资将达到 8000 亿元, 较“十一五”期间翻两番。预计“十二五”末总体市场规模将达到 237-271 亿元。公司依托强大的研究背景, 在水泥窑共同处置方面具有技术优势。随着政府相应补贴到位以及技术大范围推广盈利可观。

● 矿山机械领域拓展前景可期

矿山机械市场需求巨大, 按目前的复合增长率 23.17% 来计算, 到“十二五”末矿山机械销售额将达到 4878.7 亿元。而公司强大的技术研发和装备制造能力, 必将成为转型助力。

● 中期订单大幅增长, 海外订单增幅明显

2013 年上半年签约总量同比上升, 公司市场开拓成效明显。工期短、价格低等优势将成为中材国际国外市场份额的保障; 而国内市场方面, 由于大型水泥企业拥有一定的技术研发能力, 部分生产线二三期工程存在流失现象, 中材国际部分市场将被侵蚀, 预计未来市场份额将稳定在 75% 左右。

● 公司估值的判断与投资评级

我们预计 13/14/15 年的 EPS 为 0.75/1.21/1.3 元, 对应目前 9.39 元的股价, 2013/2014/2015 年的 PE 为 12、7.5、7 倍。考虑到公司在行业中的龙头地位和“有限相关多元化”的发展战略, 我们认为可以给予公司 2014 年 10 倍的 PE, “推荐”的评级。

中材国际业绩预测

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2123740.85	2145615.38	2256114.58	2328849.45
同比 (%)	-15.38%	1.03%	5.15%	3.22%
归属母公司净利润	76305.01	81701.82	132164.94	142340.64
同比 (%)	-50.38%	7.07%	61.76%	7.70%
ROE (%)	16.76%	16.08%	22.27%	20.77%
每股收益 (元)	0.70	0.75	1.21	1.30
PB	2.57	1.99	1.70	1.47
PE	13.41	12.35	7.64	7.09

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

中材国际 (600970.SH)

推荐 首次评级

合理估值区间 11.60-12.60 元

分析师

洪亮

☎: 010-66568750

✉: hongliang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010005

特此鸣谢

李宸 010-66568641

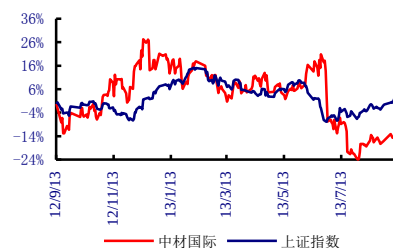
(yanlinshi@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2013.09.12

A 股收盘价(元)	9.39
A 股一年内最高价(元)	13.63
A 股一年内最低价(元)	7.48
上证指数	2255.61
市净率	2.25
总股本 (万股)	109329.73
实际流通 A 股 (万股)	109329.73
流通 A 股市值(亿元)	102.66

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、**水泥工程市场需求旺盛：**国内市场中长期城镇化进程加快与生产线更新将提振市场需求；国外市场预计 2014 年全球新干法水泥产能需求将达到 7000 万吨，其热点集中在非洲、俄罗斯、巴西、东南亚（越南、印度）等新兴市场国家。

2、**固废处置为公司增添新动力：**“十二五”固废处理行业投资将达到 8000 亿元，较“十一五”期间翻两番。预计“十二五”末总体市场规模将达到 237-271 亿元。

3、**矿山机械领域拓展前景可期：**矿山机械市场需求巨大，按目前的复合增长率 23.17% 来计算，到“十二五”末矿山机械销售额将达到 4878.7 亿元。

2013 年上半年签约总量同比上升，海外订单增幅明显。我们假设：国内订单的主要收入贡献在生效后的一年半实现，境外订单在生效后的三年左右实现。当年新签合同均在下一年年初开始生效，即不考虑延期生效情况，另每项订单均有 5% 作为工程尾款待项目服务期结束后支付。假设未来三年在传统业务方面，国内市场生产线更新以及固废处置带来的订单逐渐增多，国外市场经济危机带来的影响逐渐消退，新兴市场国家水泥工程需求旺盛；新型业务方面，钢贸业务终止，矿山机械、固废处置等领域探索初见成效。因此我们基于中性假设给予未来三年营业收入同比增长 1.03%/5.15%/3.22% 的预测。

我们与市场不同的观点：

公司“有限相关多元化”的发展战略正在逐步实施，钢贸事件的不利影响已经基本消除。

估值与投资建议：

我们预计 13/14/15 年的 EPS 为 0.75/1.21/1.3 元，对应目前 9.39 元的股价，2013/2014/2015 年的 PE 为 12、7.5、7 倍。考虑到公司在行业中的龙头地位和“有限相关多元化”的发展战略，我们认为可以给予公司 2014 年 10 倍的 PE，给予公司“推荐”的投资评级。

股价表现的催化剂：

预计钢贸事件后续将陆续进入司法程序，公司资产权益的风险将逐步消除。市场对公司的信心将重拾，时间窗口可能在今年 10 月份。

主要风险因素：

地缘政治引发海外项目属地社会动荡造成的政治风险，美国宽松货币政策退出造成汇率的波动对公司收入的影响。

目 录

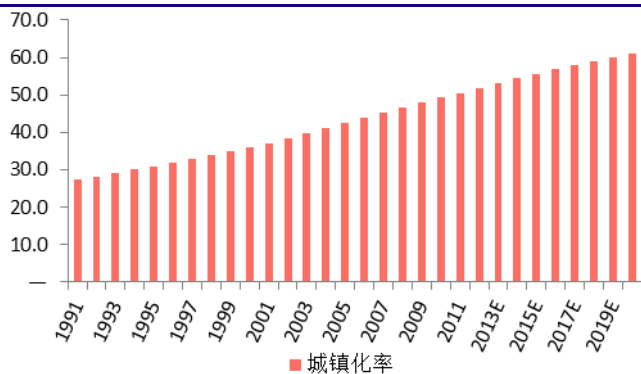
一、水泥工程市场需求旺盛	3
(一) 城镇化加速提振国内市场需求	3
(二) 国外水泥工程行业需求长期可持续	4
(三) 固废处置为公司增添新动力	10
二、技术研发和装备制造能力助拓展新领域	14
(一) 矿山机械行业市场空间广阔	14
(二) 卓越的研发制造能力提升转型预期	15
(三) 水泥、矿山工程业务可实现资源共享	16
三、业绩下滑收窄， 复苏态势明显	16
(一) 销售净利率驱动 ROE 降低	16
(二) 收入与利润双双下滑	17
(三) 钢贸业务终止，未来轻装上阵	18
(四) 内部治理水平较高	19
(五) 汇率对盈利水平影响有限	19
四、中期订单大幅增长，海外订单增幅明显	20
(一) 国外份额持续有保障，国内份额逐渐受侵蚀	20
(二) 收入预测	22
五、估值、盈利预测和投资建议	24

一、水泥工程市场需求旺盛

(一) 城镇化加速提振国内市场需求

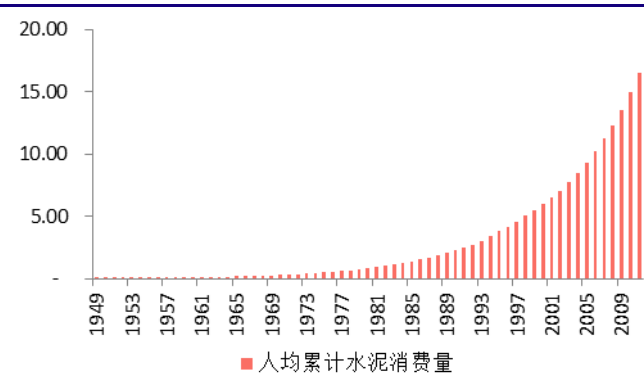
从水泥工程市场的增量需求来看，虽然国内水泥总体产能较大，但随着国内城镇化提速，局部区域仍将出现水泥供需不均衡，新的投资需求仍然有一定空间。截止到 2012 年，我国城镇化率 52.57%，仅为发达国家 1950^S 的城镇化水平。从世界城镇化进程来看，城镇化率从 36% 提高到 60% 属于建材需求的加速发展期，而据联合国 2011 年对世界各国城镇化率的预测，我国到 2020 年城镇化率将达到 61%。这表明未来 5-10 年我国仍将处于建材需求的加速发展期。

图 1：1991 年以来我国城镇化率情况



资料来源：联合国官网，中国银河证券研究部

图 2：1949-2011 年人均累计水泥消费量



资料来源：DC，中国银河证券研究部

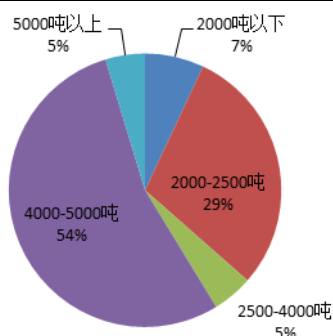
城镇化进程的加快将带动城镇地区基础设施、房地产等建筑领域的发展。根据我们之前在 2012 年 12 月行业深度报告中的分析，城镇化率每增加 1% 就需要增加人均累计 0.45t 水泥作为支撑。我国 2011 年人均累计水泥消费量为 16 吨（从 1949 年开始累计），城镇化率从 51.27% 增长到 2020 年的 61% 还需增加人均累计水泥 4.38 吨，即是说 2020 年我国人均累计水泥消费量将达到 20.38 吨，临近发达国家水泥消费峰值水平（20-22 吨）。况且与欧美等发达国家不同的是，我国大部分建筑均为钢筋混凝土结构，对水泥需求量很大。因而**我国水泥消费峰值将远远超出欧美等发达国家**。再加上我国水泥质量较发达国家仍有较大差距，混合材掺入量太多，熟料系数太低，我国实物水泥 1.36 吨才相当于国际平均品质水泥的 1 吨。随着水泥熟料系数的提高，对熟料产能的需求将迈上一个新的台阶。**因此我们认为未来 5-10 年城镇化仍是推动水泥需求的主要动力，水泥生产线建设仍有空间。**

此外，我国从 1984 年开始运用新型干法水泥生产技术，第一条新干法生产线建成至今已将近 30 年，水泥行业将陆续进行生产线的更新改造。部分生产线将由于技术落后，固定成本折旧过高等原因，很难盈利从而被市场淘汰；部分生产设备已提满折旧的企业虽然不涉及成本问题，但这类生产线由于设备老化、能耗过高等因素，相对规模较大、国产化率较高、技术更为先进的新设备来说，继续使用仍然是不经济的，政府也会出于资源优化配置的考虑，出台相应淘汰补贴政策，对效率较低的生产线进行淘汰。

根据政策指引，中国将在 2015 年底前逐步淘汰落后产能，水泥固定资产投资增速趋于平稳，新干法生产线比重、行业集中度逐渐提升。截止到 2011 年，新增新型干法生产线平均日

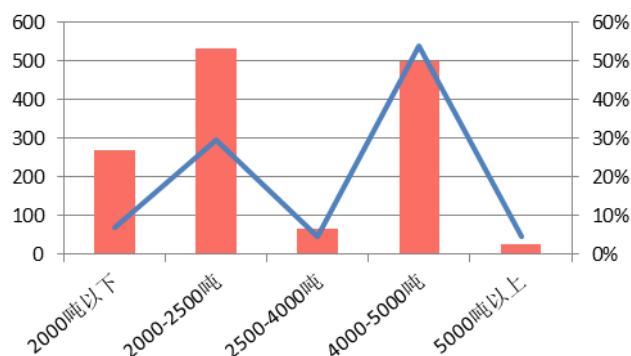
产规模达到 3903 吨。2011 年在实际运营的 1398 条新型干法生产线中，日产 4000 吨及以下的生产线 870 条，生产能力占新型干法能力比重为 41%。这部分生产线的更新换代将成为水泥工程市场需求的重要组成部分。

图 3：新干法生产线的不同生产能力占比



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

图 4：新干法生产线不同生产能级的条数



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

(二) 国外水泥工程行业需求长期可持续

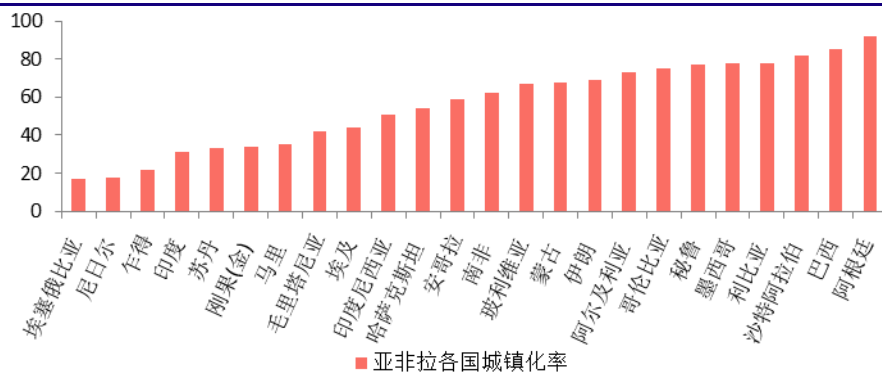
表 1：全球水泥供需关系

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
全球水泥需求 (亿吨)	29	30	36	37	39.52	41.10
新干法产能需求 (万吨)	4500	6500	4600	5500	6500	7000

资料来源：FLSmidth 年报，中国银河证券研究部

2012 年全球水泥需求量 37 亿吨，新干法产能需求 5500 万吨。按年均 GDP 增长 3%-4% 来看，每年全球对新干法水泥产能的需求将持续在 6000-7500 万吨。因而保守预测到 2014 年，全球水泥需求将达到 40 亿吨，新干法产能需求达到 7000 万吨。按现在国际每吨水泥产能造价 120-130 美元以及人民币汇率 6.227 计算，全球市场规模将达到 523-556 亿人民币。

图 5：2011 年国土面积在 100 万平方公里以上的亚非拉发展中国家城镇化率 (除中国)



资料来源：世界银行，中国银河证券研究部

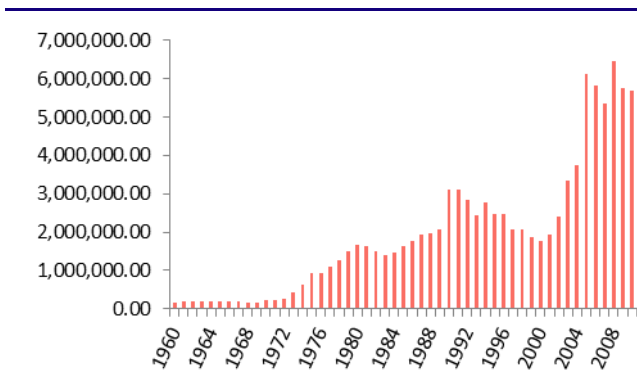
目前世界水泥工程市场热点集中在非洲、俄罗斯、巴西、东南亚 (越南、印度) 等新兴市

场国家。这些国家经济发展较快，基础设施建设加快，对水泥的需求也越来越大，从而带动了新增水泥生产线的需求。目前在国土面积超过 100 万平方公里的亚非拉国家中，城镇化率低于 60% 的国家占到 48%，一些国家如蒙古、秘鲁、阿尔及利亚等，虽城镇化率超过 60% 但城市建设水平仍有待提高。城镇化的加快将带动水泥行业需求，从而提振水泥工程市场。可见随着亚非拉国家城镇化速度加快，对水泥工程行业的需求将大幅提升。

非洲市场

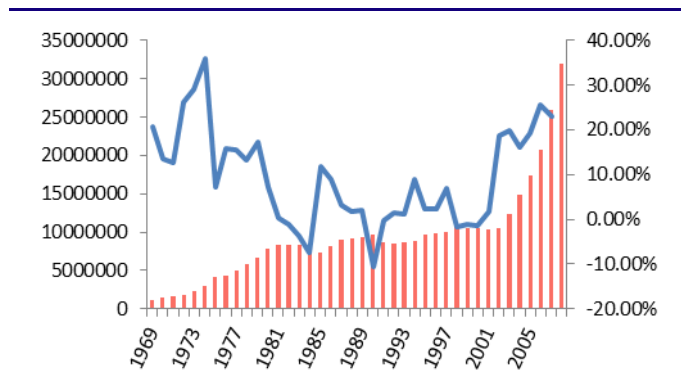
非洲各国发展水平不高，基础设施相对落后。21 世纪以来国际对非援助力度不断加大，这促使非洲大力开展基础设施建设。从非洲固定资产投资情况来看，2008 年固定资产投资额达到 3195.85 亿美元，相较 2001 年 1030.72 亿美元水平，8 年内年复合增长率达到 15.19%。这种情况下，水泥需求非常旺盛。非洲 2011 年水泥总产量达到 1.76 亿吨，2012 年约为 1.85 亿吨。但水泥供需缺口仍很大，价格高企。然而非洲各国水泥工业发展相对落后，燃料及配件的紧缺，电力设施落后供应严重不足导致用电价格不断上升等原因大大提高水泥生产成本；水泥生产设备老化，经常停产维修等问题加剧了水泥产量的不足及质量的低下。

图 6：中东及非洲地区收到的净官方发展援助（万美元）



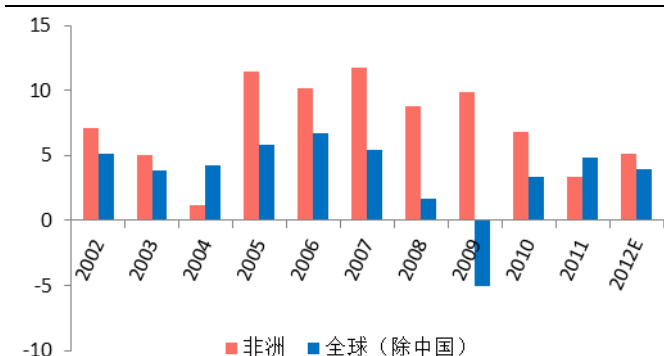
资料来源：世界银行，中国银河证券研究部

图 7：非洲固定资产投资情况（万美元）



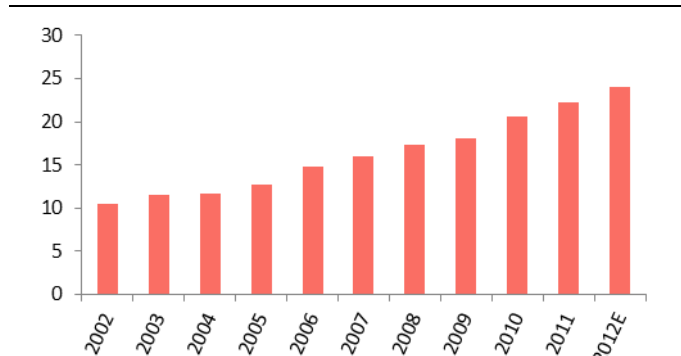
资料来源：世界银行，中国银河证券研究部

图 8：非洲与全球（除中国）水泥产量增长情况对比（%）



资料来源：中国水泥网，中国银河证券研究部

图 9：阿尔及利亚水泥需求增长情况（百万吨）



资料来源：中国水泥网，中国银河证券研究部

以阿尔及利亚为例，该国是非洲水泥生产、消费和进口大国之一。在过去十年内，阿尔及利亚国内水泥需求量大幅增长，尤其是在公共工程部门、水资源部门和住宅部门。到 2015 年，阿尔及利亚计划修建 23 条高速公路、2 条铁路、5 座港口及 7 所大学。据阿尔及利亚水泥产业

集团的预估，市场水泥需求量将超过 1800 万吨，水泥供需缺口将达到 300 万吨。

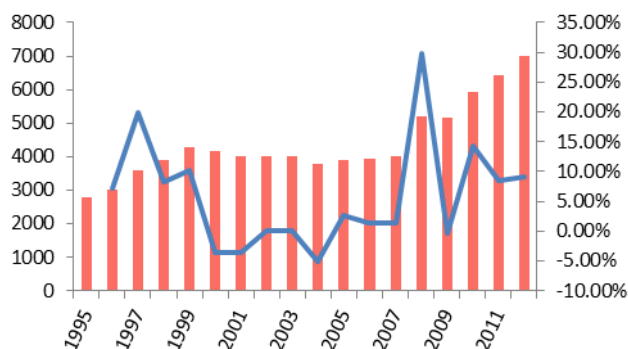
自独立以来，阿尔及利亚国内的水泥产量增加了十一倍，但仍然低于日益增长的需求量。大量水泥需求通过进口来满足。据阿国海关公布数据显示，2012 年前 9 个月阿尔及利亚水泥进口额同比增长 86%，达 1.90 亿美元以上，2011 年同期为 1.02 亿美元。水泥的进口量为 207.6 万吨，同比增长 88.4%，2011 年同期为 110.4 万吨。为满足国内日益增长的水泥需求，该国政府计划增加约 20 亿美元投资新增产能，使 2020 年初的水泥产量达到 3000 万吨/年。

从上世纪 50 年代我国开始对外援助起，非洲就是中国最主要的援助地区之一。60 多年来中国对外所有援助总额为 392.6 亿美元，其中对非援助占了一半。在非洲的绝大部分国家，都能看到中国援建的公路、学校和体育场。如果能将对非援助与水泥工程市场拓展相结合，必将对海外市场份额的提升有很大帮助。非洲市场是中材国际的主力市场，由于非洲各方面比较落后，EPC 的模式为当地水泥企业提供了很大便利。2012 年中材国际在非洲市场的占有率达到 33%。

巴西市场

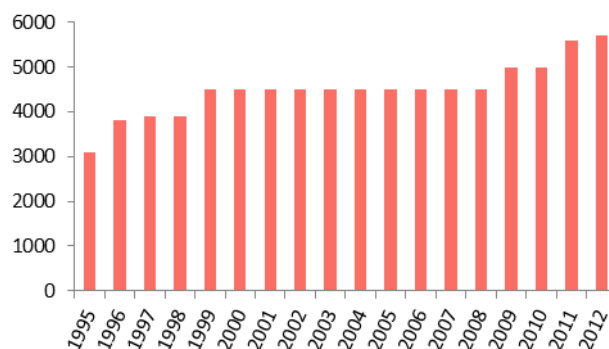
巴西是南美洲最大的水泥生产国。水泥产量一直处于世界前列。2008 年开始水泥产量加速增长。虽然 2009 年受全球金融危机影响水泥产量与 08 年基本持平，但随着国内经济复苏，2010 年-2012 年产量年复合增长率达到 8.83%。2012 年水泥产量达到 7000 万吨。在熟料产能方面，进入 21 世纪以来，巴西水泥熟料产能一直保持在 4500 万吨水平，2009 年开始逐渐增长，2012 年水泥熟料产能增加至 5700 万吨，平均每年增加 300 万吨产能。

图 10：巴西水泥产量及增速（万吨）



资料来源：BLOOMBERG，中国银河证券研究部

图 11：巴西水泥熟料产能（万吨）



资料来源：BLOOMBERG，中国银河证券研究部

根据巴西水泥工业工会（SNIC）的数据，2012 年巴西水泥市场销量为 6830 万吨，比 2011 年增长 6.9%。为筹办 2014 年足球世界杯和 2016 年奥运会，据里约热内卢奥委会公布，2014-2015 年完工的基建项目将达到 97 个，其中大部分于 2012-2013 年开始建设施工。因此近两年固定资产投资将大幅增长。与此相对应，巴西的水泥消费 2012-2013 两年将达到历史高点。

2014 足球世界杯：将新建或翻修 12 个世界杯场馆。现今只有 5 个场馆施工进度达到 50%。据联邦政府公布，与世界杯有关的直接投资达到 280 亿美元。这不仅包括场馆建设（40 亿美元），还包括城市交通系统、机场、酒店、电信设施等。

2016 年奥运会：相比世界杯，2016 年奥运会将投入更大人力和财力。在总共的 110 亿美

元投资中，5.7 亿将用于奥运村的建设，18 亿将用于奥运场馆建设以及媒体转播系统建设，30 亿用于地铁建设，27 亿用于建设 4 条高铁，26 亿将用于港口和街道的修善。

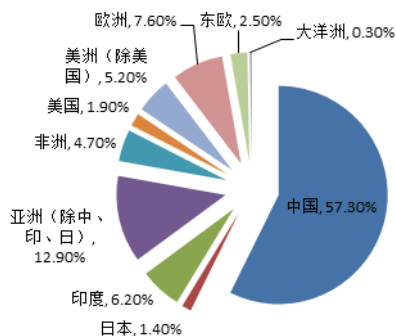
世界杯和奥运会的举办在带动巴西国内固定资产投资增长的同时，也将大幅提振水泥市场。我们假设未来 3 年巴西水泥产量以 9% 的速度增长，则未来 3 年年新增产能需求约为 630 万吨。

印度市场

印度水泥工业在过去的十年里，全面增长，水泥产量扩大 200% 以上，从 2002 年的 1.1 亿吨增长到 2012 年的 2.5 亿吨，年复合增长率为 8.42%，产量占全球总产量的 6.2%，成为仅次于中国的世界水泥产量第二大国。在产能方面，印度保持较高产能利用率，约为 76% 左右；2012 年印度水泥产能在 3.3 亿吨。预计未来十年新增产能约在 2-3 亿吨。

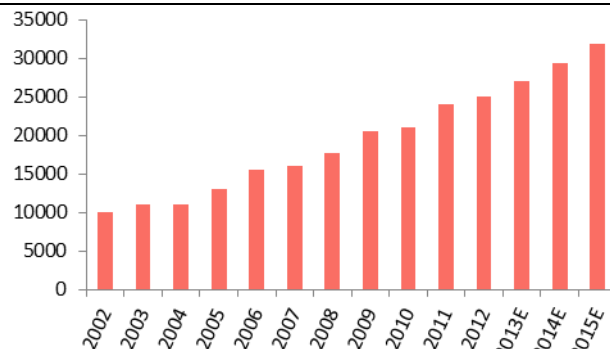
从需求端看，工业化率和城市化率的提高是拉动印度水泥消费的主要因素。印度的工业化水平低于中国，2011 年中国的工业化率为 46.6%，印度的工业化率为 26.4%。同时印度的城市化率远低于中国水平，城市化提升速度也远低于中国。2011 年印度城市化率只有 31.3%。印度人均水泥消费为 170kg，与我国的 1.5 吨水平相差甚远。随着未来印度工业化和城市化的提升，水泥需求将有长期向上的空间。

图 12：2011 年全球水泥产量分布



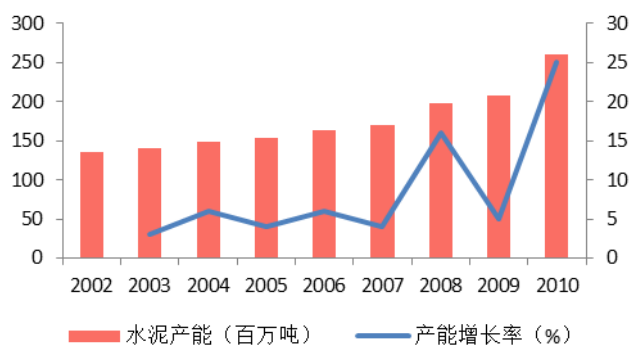
资料来源：CEMBUREAU，中国银河证券研究部

图 13：印度水泥年产量（万吨）



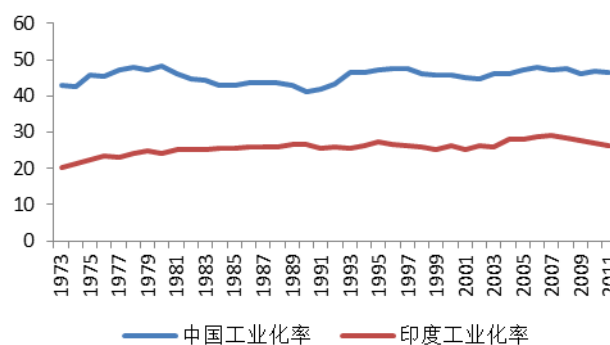
资料来源：BLOOMBERG，中国银河证券研究部

图 14：印度水泥产能情况



资料来源：BLOOMBERG，中国银河证券研究部

图 15：印度与中国工业化率对比



资料来源：世界银行，中国银河证券研究部

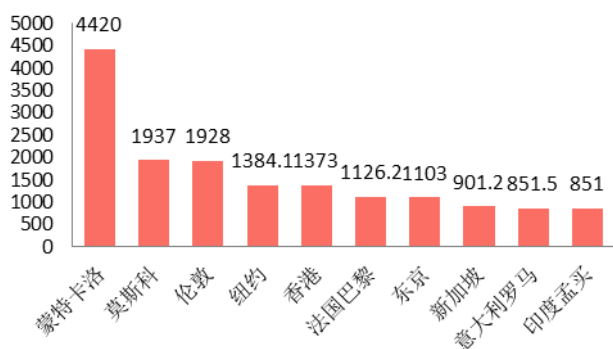
从价格来看，面对旺盛的需求，印度水泥价格一路攀升。特别是 2006 年以后，水泥价格从 2005 年 325 元/吨（2860 卢比/吨），上涨到现今的 636.6-648 元/吨（5600-5700 卢比/吨），复合增长率 9%。过高的水泥价格大大增加了建设成本，不利于印度经济的发展。同时也说明：总体来看，印度的水泥供给较需求仍显不足。

印度市场可以说是公司与欧洲公司竞技的最后一个战场。目前中材的市场占有率达到 8%。由于印度的工程市场 EPC 项目很少，与在当地有分公司的欧洲竞争对手相比，较高的关税和运费造成生产线的建设成本高，公司在报价上并不具备价格优势。但并购 LNVN 公司使中材国际的价格优势凸现出来，建设成本较欧洲公司低 30%-40%。由于印度的经济与政治挂钩，新一轮选举 2014 年开始，目前大型基建项目很少，总体需求不大。但对于印度市场，我们判断未来 3-5 年公司在印度市场的投入将开花结果。

俄罗斯市场

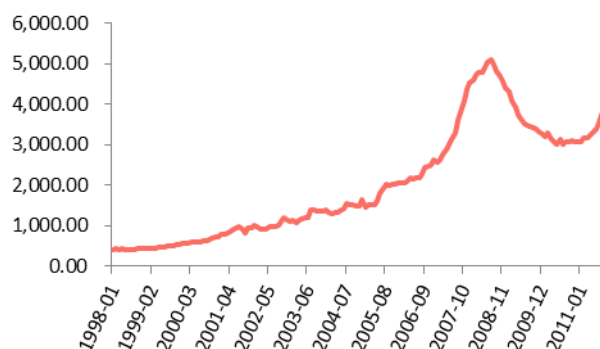
俄罗斯是世界水泥五大国之一，水泥业是俄罗斯的传统产业。目前俄罗斯联邦有水泥厂、粉磨站 50 余家左右，主要分布在西部、南部，中东部较少。俄罗斯国内有 6~8 个能设计水泥生产线的设计院，有 6~8 个制造水泥专业装备的机械厂。水泥行业每年大约有 60 亿美元的易损配件市场。

图 16：2010 年世界房价最高的十个城市（美元/平方英尺）



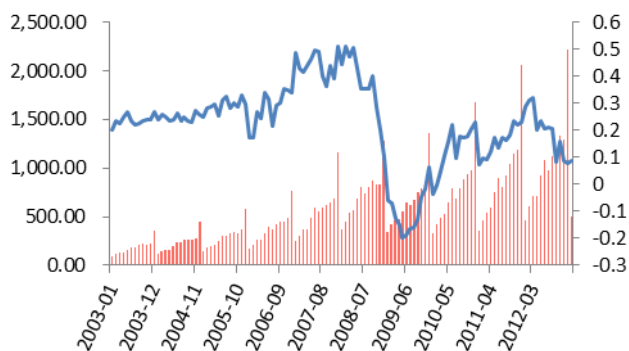
资料来源：中国银河证券研究部

图 17：俄罗斯水泥价格（俄罗斯卢布/吨）



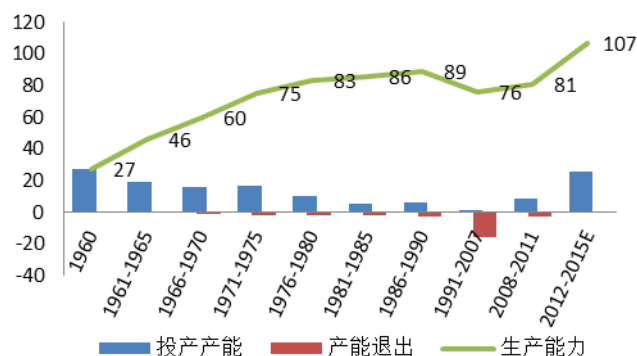
资料来源：WIND，中国银河证券研究部

图 18：俄基础设施投资额及同比增速情况（十亿俄罗斯卢布）



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

图 19：俄水泥市场产能情况



资料来源：中国银河证券研究部

俄罗斯住房供应比较紧张，房价非常高，莫斯科位列世界最高房价的城市之一。建筑材料

成本高是房价高企的重要原因。俄罗斯水泥价格在 2008 年以前一直涨势强劲，2009 年由于全球金融危机水泥价格大幅下跌，但进入 2010 年后价格又逐渐回升。价格上涨的原因主要在于水泥供给端的不足。

表 2：俄罗斯部分水泥厂设备运行时间表

公司	生产能力（百万吨）	设备运行时间			
		大于 50 年	50-30 年	30-20 年	小于 20 年
欧洲水泥厂	25.7	21%	65%	14%	—
新俄水泥厂	4.1	39%	29%	32%	—
莫尔多瓦共和国水泥厂	4.5	25%	55%	—	20%
Sebryakov 水泥厂	3.6	43%	43%	—	14%
Sibirskiy 水泥厂	5.4	11%	76%	—	13%

资料来源：中国银河证券研究部

俄交通设施虽然总体上比较完善，但几十年来缺少投资已经严重破坏了既有设施的质量，大部分俄港口、机场、铁路和电站都已有 45-50 年的历史，工厂固定资产的折损和老化现象也相当突出，基础设施建设潜在巨大商机。

表 3：2011-2020 年俄罗斯联邦水泥厂建设项目

区（州、边疆区、共和国）	投资者	新生产能力 （百万吨）
卡卢加州	Macrep MASTER	3.5
奥列布卢克州	南乌拉尔建设改造公司	1.3
卡拉斯纳达尔州	NHTEKO INTEKO	2.3
卡拉斯纳达尔州	NOVORUSCEMENT	2.2
梁赞州	巴泽尔水泥	1.8
沃罗涅什州	欧洲水泥	2.4
图拉州	海德堡水泥	1.8
伏尔加格勒州	谢波利亚科夫水泥	2
克拉斯纳达尔边疆区	NOVORUSCEMENT	2
车里雅宾斯克州（粉磨站）	米耶切尔（粉磨站）	0.8
乌里扬诺夫州	莫尔多夫水泥	1.3
宾萨洲	亚洲水泥	1.3
新西伯利亚州	PATM	1.3
莫尔多瓦共和国	莫尔多夫水泥	2
克拉斯纳亚尔边疆区	西伯利亚水泥	1.2
萨拉托夫州	伏尔加水泥	1.3
总计		28.5

资料来源：中国银河证券研究部

2014 年冬奥会以及 2018 年世界杯足球赛的举办将拉动俄罗斯水泥市场需求。对于冬奥会俄总统授权拨款 120 亿美元用于各项建设，对机场、港口、公路、电力供应和铁路系统进行全面改造和建设；对于世界杯，据专家初步测算，世界杯场馆和训练基地建设、交通和旅馆建设、

安保、医疗和信息保障等各项费用的总和接近 6000 亿卢布(约合 192 亿美元), 其中 40% 的资金将用于比赛和训练场馆以及各比赛队伍集训基地的建设。

俄罗斯 1990 年有 234 条湿法生产线、29 条干法生产线；1998 年有 191 条湿法生产线、25 条干法生产线；2007 年有 190 条湿法生产线、25 条干法生产线；2010 年俄罗斯水泥生产能力为 7 600 万吨，其中工艺为湿法窑的占 83%，产能利用率仅为 66%。且俄罗斯水泥生产线大多历史悠久，设备陈旧，工艺落后，我们从表 2 中可已看出，30 年以上的水泥厂占大多数。俄罗斯水泥市场在淘汰落后产能方面潜力巨大。

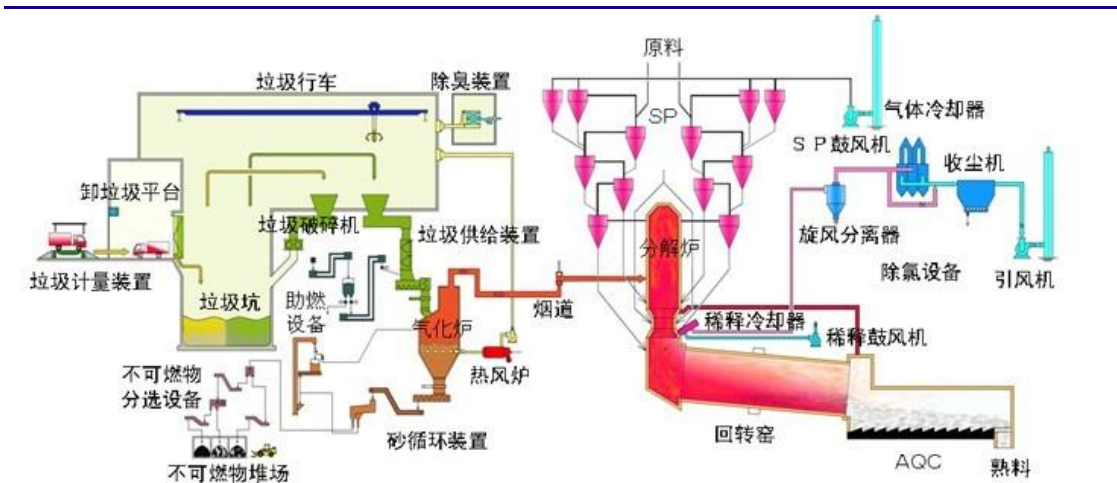
在新增产能方面,根据俄罗斯方面提供的数据,未来十年拟建项目大约产能为 3 000 万吨。预测至 2020 年,产量可能会从 8 000 万吨增到 1.1 亿吨。

目前俄罗斯大型项目大部分都被中材国际签下，但当地水泥投资商的资金状况普遍较差。我们判断中材国际未来可能通过进出口银行等渠道帮助其融资，来促进俄罗斯市场的进一步开拓。

（三）固废处置为公司增添新动力

1、水泥窑固废处置技术优势明显且可行性强

图 20: 固废水泥窑协同处置流程图



资料来源：中国银河证券研究部

固体废物水泥窑共同处置是指在水泥的生产过程中使用废物作为二次燃料和二次原料参与水泥熟料的煅烧过程,从而利用废物中的再生能量和材料。固体废物水泥窑共同处置为水泥工业和废物的管理提供了更好的选择方式。以往国内的垃圾处理主要是填埋和焚烧两种方式。填埋处理方式占城市垃圾处理的 90%,其所带来的废水、沼气及恶臭对水体、土壤、大气会造成污染;一般的焚烧炉在垃圾焚烧过程中会产生剧毒的二噁英对大气造成污染,同时焚烧的灰烬里也含有挥发性较低的重金属及其他有害物质,而这些经过焚烧的重金属变成微小颗粒或气体后更容易进入环境或人体。水泥窑固废处置方式完美的解决了垃圾处理对环境的污染问题,一方面水泥窑内物料温度一般高于 1450℃,气体温度则高于 1750℃左右,设置可达更高温度 1500℃和 2200℃。在此高温下,废物中有机物将彻底分解,焚毁去除率达到 99.99%以上。

另一方面水泥窑内的酸碱度环境可以抑制二噁英的生成。由此可见，水泥窑固废处置具有明显优势。

对于水泥企业，水泥窑共同处置技术将提高企业经济效益。一方面，固废处置降低了水泥生产成本。在水泥生产过程中，废弃物作为替代燃料燃烧释放的热能可以降低 1/3 煤炭使用量，相当于回收标煤 2.34 万吨/年。作为二次原料也节省了石灰石等原材料的用量。同时利用水泥厂当地废弃物进行水泥生产，避免了原材料和燃料的运输费用。况且目前政府对水泥窑处理垃圾补贴 100-200 元/吨，再加上增值税返还等优惠政策，环保水泥生产线的盈利空间将远高于普通生产线。另外，生产过程中固废里的部分重金属离子还能固化进入水泥，优化水泥性能；另一方面，水泥行业天生的区域性特点决定地方政府在水泥企业发展过程中的重要性。水泥企业可以通过水泥窑共同处置技术将自身转变为环保企业，在当地形成独特的发展优势，使企业在城市建设和污染治理过程中成为不可或缺的一份子，与地方经济建设和社会生活形成互利共生格局。激励水泥企业积极进行生产线改造，参与固废处置的实践。

表 4：水泥窑共同处置的优点

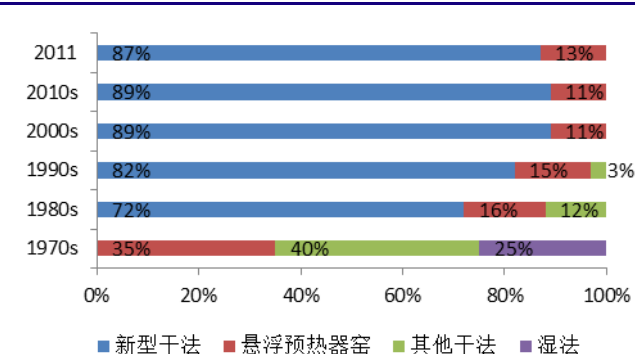
优点	内容
节省燃料消耗	固废可替代燃料，节省成本
利用控制二噁英	窑内气体最高温度 2200℃，且废气停留时间可达 6 秒以上，减少二噁英
碱性环境有助尾气净化	窑内的碱性物质可以与废物中的酸性中和为稳定的盐类，净化尾气
废渣利用	燃烧废渣作为水泥原料
固化重金属离子	重金属离子固化进入水泥，避免再度扩散
投资相对较小	需进行一定改造，但总体相对节省投资

资料来源：《固体废物水泥窑共同处置技术应用及存在问题》，中国银河证券研究部

2、日本成熟技术及经验可做借鉴

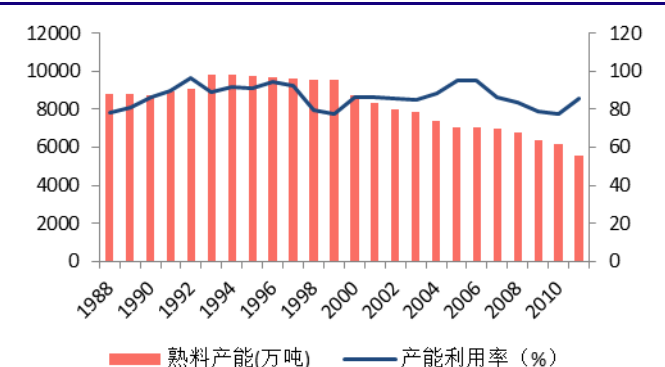
日本水泥行业至今已有 140 年的发展历史，生产技术已经达到十分成熟的水平，在 80 年代已经淘汰湿法，目前新型干法所占比例稳定在 90% 左右。熟料产能从 1998 年开始逐年下降，产能利用率稳定在 85% 左右。水泥人均消费量在 1979 年达到 705KG，人均累计消费超过 11 吨，此后人均消费企稳回落，每年在 550-650KG 之间波动。如今日本年产水泥近 6 千万吨，产能水平完全能满足国内所需。

图 21：日本水泥生产技术情况



资料来源：日本水泥协会，中国银河证券研究部

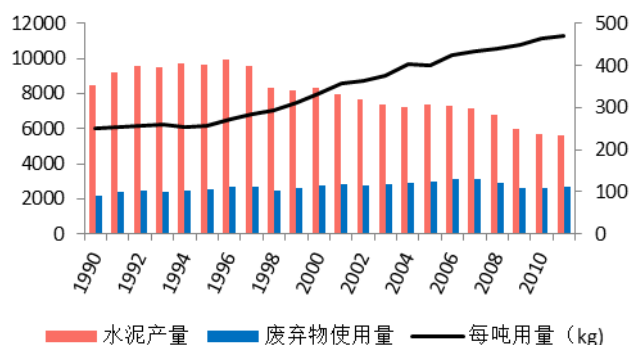
图 22：1988-2011 年日本水泥产能及产能利用率



资料来源：日本水泥协会，中国银河证券研究部

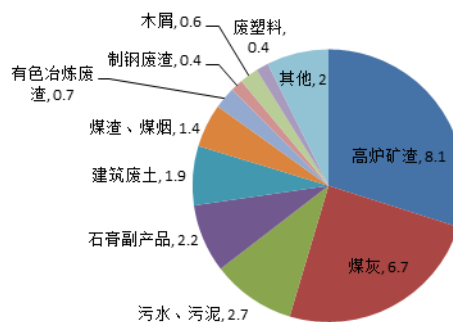
由于日本资源匮乏，而水泥生产技术先进，从 20 世纪 70 年代开始，日本就利用水泥窑处理固废，节能及环保技术一直居于世界领先地位。2011 年通过水泥窑处置垃圾总量 2710 万吨，超过全年国内垃圾总量的 80%。替代燃料中高炉矿渣最多，其次为煤灰和污泥。废弃物利用比例逐年上升，生产每吨水泥的废弃物用量从 1990 年的 251kg 增长到 2011 年的 471kg。可燃废弃物在水泥生产过程中的应用替代率达到 16%（中国目前行业总体的燃料替代率不到 1%）。由于水泥窑固废处置能降低水泥生产中的资源消耗，日本吨能耗一直位列全球首位（前三位分别为日本、印度、中国）。

图 23：1990-2011 年废弃物利用比例情况（万吨）



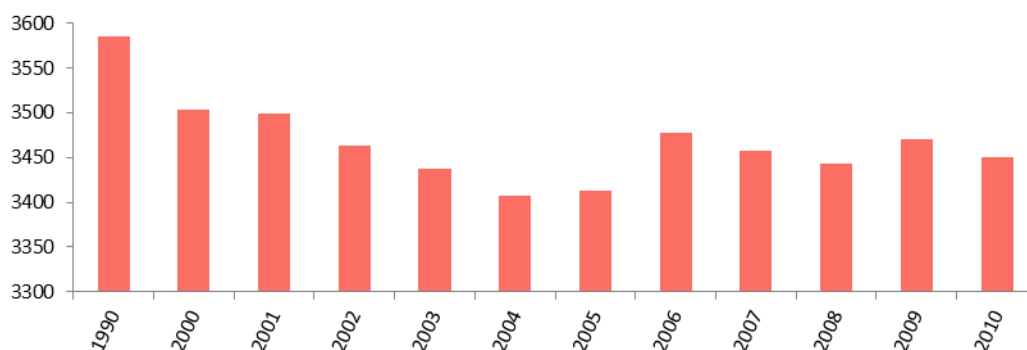
资料来源：日本水泥协会，中国银河证券研究部

图 24：2011 年日本水泥生产过程中固废处置情况（百万吨）



资料来源：日本水泥协会，中国银河证券研究部

图 25：日本水泥吨耗能情况（兆焦）



资料来源：日本水泥协会，中国银河证券研究部

今天的日本水泥行业对明日的中国水泥行业具有很大借鉴意义。我国历年垃圾存量已达 60 亿吨，占用耕地 5 亿平方米，每年还要新产生 2 亿吨城市生活垃圾。全国 660 个城市有 200 个陷入垃圾包围之中。随着我国水泥生产技术的提升，水泥行业向节能环保方向转型是必经之路。

3、国家政策大力支持

目前我国水泥窑共同处置技术仍处于起步阶段，但从出台的相关政策来看，均表明国家推行该技术的坚定决心。《国家环境保护“十二五”规划》中提出，到 2015 年，全国城市生活垃圾无害化处理率要达到 80%，所有县具有生活垃圾无害化处理能力。同时“十二五”废固处理行业投资将达到 8000 亿元，较“十一五”期间翻两番。这预示着环保工程市场的广阔发展空间。

间。此外《规划》还提出要改革垃圾处理费征收方式，加大征收力度，适度提高垃圾处理收费标准和财政补贴水平。据中国水泥协会公布数据显示，截止到 2012 年，国内已有 1637 条新型干法水泥生产线在运行，分布在全国各地，有 45%位于城市半径 80 公里以内，这部分的水泥窑是可以参与城市生活垃圾的处理的。水泥窑处理垃圾补贴约为 100-200 元/吨，按每条线日处理生产垃圾 400 吨（一年 310 天）来计算，则财政补贴总量达到 91.34-182.69 亿元/年。

图 26：“十二五”期间我国水泥窑协同处理固废相关政策预计



资料来源：中国银河证券研究部

工信部在 2010 年 11 月发布的《关于水泥工业节能减排的指导意见》中指出：到“十二五”末，实施消纳工业废弃物和协同处置市政污泥及生活垃圾工程，实现年处理能力约 4200 万吨。按照中材国际现已投产的溧阳垃圾处理项目的日垃圾处理量 400 吨/天来计算，年 4200 万吨（一年 310 天）相当于 339 条规模相同的生产线，假设每条线的设备改造成本在 7000-8000 万元，总体市场规模将达到 237-271 亿元。可见随着节能环保的大力提倡，协同处置技术改造市场将存在较大的市场容量。

4、中材国际在固废处置领域竞争优势

目前已有几家水泥企业陆续进行固废处置的实践。金隅股份旗下的新北水水泥公司在 2009 年建成国内首条“城市污泥无害化处置线”。第一次将污水处理厂污泥干化及最终处置，与水泥新型干法生产工艺全面结合，彻底消除了污泥处置对大气、土壤、水源二次污染的隐患。海螺水泥是国内首家自主研发“利用新型干法水泥窑处理城市生活垃圾系统”的水泥企业，并于 2010 年在铜陵建成投运一条日处理 600 吨（300t/d×2 系列）城市生活垃圾处理线。

表 5：中材国际固废处理主要专利成果

序号	专利名称	专利号	类型
1	利用水泥窑高温烟气作为热源进行换热的装置	200720099502.X	实用新型
2	垃圾复合密度振动分选机	200720033145.7	实用新型
3	利用新型干法水泥生产系统处理城市生活垃圾装置	200520069460.6	实用新型
4	一种遏制城市生活垃圾发酵的方法	200410066089.8	发明
5	利用新型干法水泥生产系统处理城市生活垃圾的方法	200410066088.3	发明

资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

在固废处置领域，中材国际的主要竞争来自于海螺水泥。海螺水泥可谓国内固废处置的先行者，在相关技术方面具有权威性。且作为水泥龙头企业，海螺集团内部各分公司生产线改装

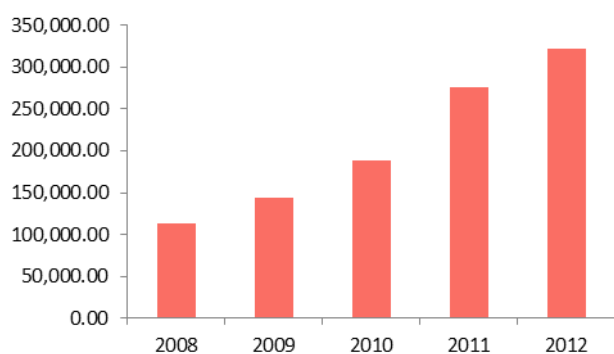
潜在市场广阔,此外一些与海螺集团拥有合作关系的上下游企业及小型水泥企业成为海螺集团生产线改装客户的可能性也较大。

相比之下,中材国际依托强大的研究背景,在水泥窑协同处置技术改进的后续研究方面拥有强大优势,先后获得多项相关技术专利成果。再加之其工程总承包方面积累的丰富的客户资源、以及生产线改造的成本优势,在该领域具有强大竞争优势。后续随着政府相应补贴到位,以及技术大范围推广则盈利可观。环境工程业务或将成为中材国际新的盈利增长点。

二、技术研发和装备制造能力助拓展新领域

(一) 矿山机械行业市场空间广阔

图 27: 矿山机械工业销售产值 (百万元)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

图 28: 矿山机械产量 (万吨)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

表 6: “十二五” 矿产资源开发利用指标

指标		2010 年	2015 年	属性
重要矿种年开采总量	原油 (亿吨)	>1.9	>2	预期性
	原煤 (亿吨)	>29	>33	
	煤层气 (地面抽采/亿立方米)	50	100	
	天然气 (亿立方米)	>1100	>1600	
	铁(矿石亿吨)	9.4	11	约束性
	钨 (WO ₃ 65%万吨)	7.47	7.8	
	锡 (万吨)	14	15	
	锑 (万吨)	13	14	
	稀土 (REO 万吨)	12.22	14	
矿产资源储备与保护	重要矿产地储备 (处)	40-50	40-50	预期性
矿产资源开发利用规模结构	大中型矿山比例 (%)	9	10	预期性
矿产资源节约与综合利用	矿产资源总回收率	提高 5 个百分点	提高 3-5 个百分点	约束性
	共生伴生矿产综合利用率			

资料来源: 国土资源部, 中国银河证券研究部

2012 年，矿山机械行业工业总产值达到 3322.39 亿元，机械产量达到 688.58 万吨，同比增长 24.41%，工业销售产值达到 3215.84 亿元，产销比为 96.79%。相比 2008 年的销售产值 1134.63 亿元，5 年间销售产值增长近 3 倍，年复合增长率高达 23.17%。

根据国土资源部《全国矿产资源规划（2008-2015 年）》，到 2015 年我国煤炭产量将达到 33 亿吨以上，铁矿石年开采量达到 11 亿吨以上，铜达到 130 万吨以上，铅锌达到 700 万吨以上，重要矿产的国内保障程度保持现有水平或得到提高。这预示着矿山机械市场的巨大需求。按目前的复合增长率 23.17%来计算，到“十二五”末矿山机械销售额将达到 4878.7 亿元。

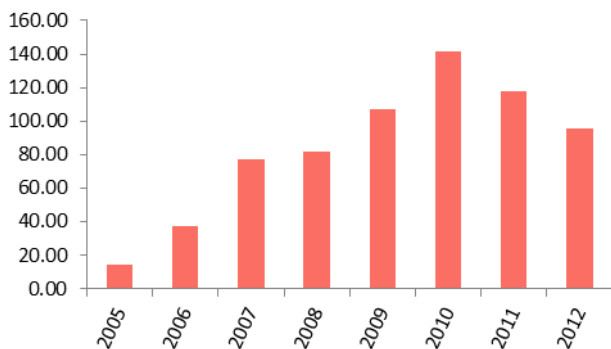
（二）卓越的研发制造能力提升转型预期

中材国际下辖天津水泥工业设计研究院有限公司（中材装备集团有限公司分立后新设）、成都建筑材料设计研究院有限公司两家水泥行业最大的研究院（中材国际南京水泥设计院与 2011 年 6 月注销），拥有科研开发中心、中非集团水泥工程技术研究中心、天津市水泥技术装备工程中心、国家水泥混凝土制品质量监督检验中心等专门系统的科研开发机构。通过自主研发和技术创新全面掌握了代表世界水泥生产最高技术水平的新型干法窑外分解生产工艺，公司拥有大型新型干法水泥生产设计、装备制造、安装等全过程工艺完整的知识产权，在行业内处于领先地位。

2011 年 3 月，中材国际将所属装备制造业务资产和业务整合至中材装备集团。先后将溧阳中材重型机器有限公司、扬州中财机器制造有限公司、唐山中材重型机械有限公司并入中材装备集团。设立中材成都重型机械有限公司，并由其收购成都建筑材料设计研究院有限公司装备技术分公司。至此基本完成装备制造业务方面的整合，统一了装备业务发展平台。

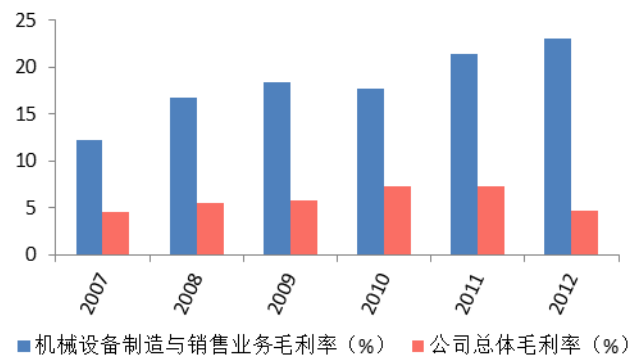
2013 年 8 月 30 日，中材国际与德国 SK 公司签署了《股权收购协议》，拟分步收购并增资获得 SK 所持德国 Hazemag 公司 59.09% 股权，总交易对价为 1.04 亿欧元（折合人民币约 8.48 亿元）。Hazemag 公司主要从事业务为：生产、销售和维修生产加工所需部件和设备及各种加工技术；用于地下煤矿的钻孔、装载和巷道挖掘机。通过此次并购，中材国际在“有限相关多元”的战略上又取得了新的进展，借助 Hazemag 公司在矿山工程以及物料行业的品牌、技术以及管理优势，中材国际可以更快的进入全球矿山机械行业，同时带动公司装备销售的提升。

图 29：公司机械设备制造与销售业务营业收入（亿元）



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

图 30：公司机械设备制造业务与公司总体毛利率对比情况



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

近年来，中材国际机械设备制造与销售业务发展迅速，业务营业收入逐年增长，2012 年

营业收入略有下降主要是由于国内水泥市场有所下滑导致。机械设备制造与销售业务毛利率高于传统业务，对公司总体毛利率的提升起到强劲的支撑作用。目前中材国际总承包项目装备自给率达到 32.85%，预计未来有望提高到 50%。装备自给率的提高，为中材国际盈利能力提升增添助力。

（三）水泥、矿山工程业务可实现资源共享

水泥生产过程中涉及到的石灰岩矿山开采以及后续物料处理都与矿山工程业务有着相似之处，在设备选用方面也较为接近。例如海螺水泥的生产流程共有 12 道工序，除运输以外涉及到矿山开采以及原料处理方面的流程有 8 项。其中主要涉及到原料均化、预分解煅烧、粉碎粉磨、环保等技术工艺，用到的设备主要有破碎机、堆料机、取料机、立磨、预热器、分解炉、回转窑、冷却机、球磨机等。而对于矿山工程，虽然开采不同矿种所涉及的开采流程不同，运用的设备略有差异，但在破碎、搬运、粉磨、筛分、洗选等环节中的设备在矿山开采过程中发挥着同样的作用。中材国际在这部分设备制造与研发技术方面可将水泥工程与矿山机械工程实现资源共享，为在新领域发展奠定技术基础。

表 7：水泥生产工序

工序	矿山开采	原料破碎	原料均化与 储存	原料配料	原料粉磨及废 气处理	生料均化 入窑	熟料烧成及 余热发电	水泥配料及 粉磨
设备	大型钻机、铲装设 备及运输车辆	单段锤式 破碎机	输送机、堆料 机、取料机	计量设备、 输送机	除尘器、立磨	X 荧光分析 仪	回转窑、冷却 机	球磨机

资料来源：海螺水泥，中国银河证券研究部

三、业绩下滑收窄， 复苏态势明显

（一）销售净利率驱动 ROE 降低

表 8：中材国际 2011-2012 年主要财务比率

时间	净资产收 益率 ROE (%)	权益乘 数	总资产 周转率 (次)	归属母公司股 东的净利润 / 净利润 (%)	销售净利 率 (%)	净利润 / 利 润总额 (%)	利润总额 / 息 税前利润 (%)	息税前利润 / 营业总收入 (%)
2012 年	17.07	4.51	1.05	99.73	3.60	73.74	105.74	4.62
2011 年	39.87	4.77	1.36	98.59	6.21	82.40	103.11	7.31

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

对 2012 年的主要财务比率进行杜邦分析发现，相比 2011 年，2012 年公司净资产收益率同比减少 22.80%。通过连环替代法量化分析指标降低的原因，我们发现，2012 年“权益乘数”降低对 ROE 的影响为-2.32%；“总资产周转率”变动的影响为-8.56%；而“销售净利率”变动的影响为-12.18%；“归属母公司股东净利润/净利润”对 ROE 的影响为正数 0.26%。这表明 2012 年净资产收益率的降低主要驱动因素为销售净利率，而导致销售净利率大幅下降的主要原因是“息税前利润/营业总收入”，2012 年较 2011 年同比下降 2.69%所致。

(二) 收入与利润双双下滑

2013 年上半年, 公司实现主营业务收入 85.28 亿元, 同比下降 6.7%。分区域来看, 2013 年中期公司实现境内收入 39.91 亿元, 同比下降 24.97%, 占主营业务收入的 46.8%; 实现境外收入 44.85 亿元, 占主营业务收入的 53.2%, 同比上升 19.58%。境内主营业务收入下滑的主要是由于受到宏观经济调控趋紧等因素的影响, 水泥投资增速进一步回落, 水泥工程项目有所减少。但经济结构调整力度加大对公司在水泥产业节能环保领域的发展提供了更多机会。而境外主营业务收入同比大幅上升说明全球水泥技术装备和工程市场投资者信心在不断恢复, 尤其在东南亚、非洲等地区, 市场有明显改观。

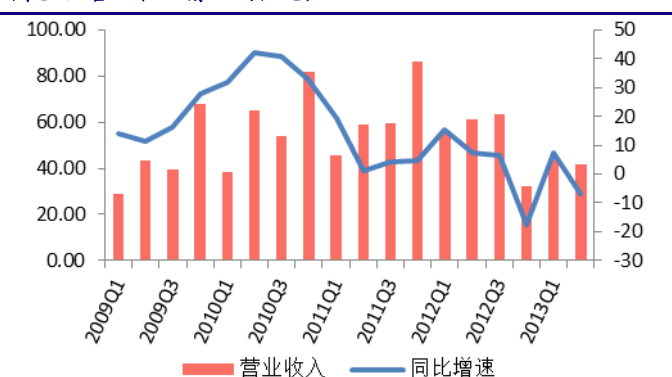
表 9: 主营业务分产品情况

	2013Q2	2012	2011	2010	2009
水泥生产线 土建与安装	3,373,652,065.22	9,298,420,180.42	9,942,236,281.78	9,167,319,111.69	6,894,662,383.10
机械设备制 造与销售	4,806,517,900.49	9,595,852,994.72	11,789,283,417.28	14,140,417,708.65	10,687,292,491.77
设计及技术 转让	107,873,588.65	267,814,880.84	305,125,728.45	524,107,922.99	344,814,422.43
贸易业务	187,374,253.32	1,856,331,183.46	2,952,021,251.69		
监理		7,110,455.50	9,338,632.81	25,930,543.85	16,175,802.35

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

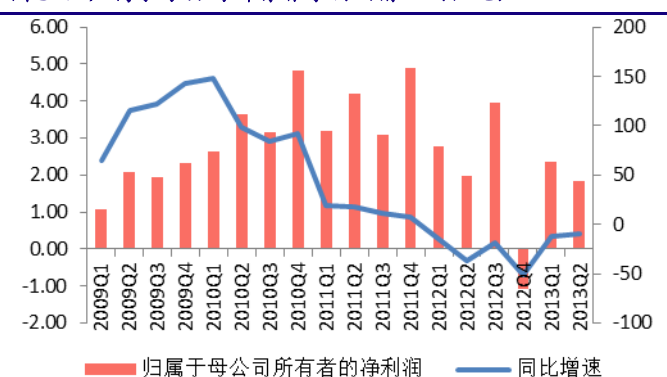
从主营业务的种类来看, 2013 年上半年实现水泥生产线土建与安装收入 33.74 亿元, 同比下降 21.46%; 机械装备制造收入 48.07 亿元, 同比增长 17.34%。公司传统业务营业收入下滑主要是受国内行业宏观调控以及国际水泥市场疲弱影响, 但从上半年订单情况来看, 国外水泥市场积聚着向上的力量, 这对于海外业务占比较大的中材国际来说无疑是一个利好。而机械装备制造业务收入的增长主要与装备自给率的提升有关。随着中材国际“有限相关多元”发展战略的实施, 公司将减少波动, 实现稳定持续发展。

图 31: 营业收入情况 (亿元)



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

图 32: 归属于母公司所有者净利润情况 (亿元)



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

公司 2013 年中期归属于母公司所有者净利润为 4.2 亿元, 同比下降 9.76%。相比 2012 年中期情况, 下降幅度有所收窄。表面看来上半年起色不大, 但中报显示, 2011 年部分高质量延

后订单陆续在 2012 年底执行，截止到 2013 年中期，公司在执行结转合同 436 亿元，在生效过程中的合同 143 亿元。随着这些订单的结转，公司下半年业绩将缓慢复苏。

（三）钢贸业务终止，未来轻装上阵

我国钢贸行业目前已处于成熟期。2012 年钢贸企业约 20 万家，但规模都很小，民营企业所占比例在 95%以上。由于钢贸企业服务对象单一、操作方式差异不大，同时又由于较低的行业壁垒，使得钢贸企业间的竞争异常激烈。

钢贸业是一个资金量需求巨大的行业。钢贸企业需要提前 1-2 个月向钢厂支付钢材全款，而下游钢材需求方只需向钢贸企业支付 20%的定金，差额在需求方提货时交付。由于需要垫资，很多钢贸商要通过各种渠道融资以支撑钢贸生意，通过钢材抵押融资是其重要途径。很多银行对钢贸行业的贷款集中度很高，有的银行承兑汇票的 70%都是开给钢贸商的。同时，很多银行对钢贸商用来做抵押品的钢材的贷前检查做得并不够严谨，使得许多钢贸商出现重复抵押的信用风险。

另外，一些拥有资金优势和贷款渠道的央企最近几年都在通过“托盘”的模式，在钢贸行业内担任着“影子银行”的角色。所谓“托盘”的模式，就是指上述企业先帮助缺乏资金的钢贸商订货，并且支付货款，钢材放在第三方仓库进行监管，一段时间后钢贸商再通过加付一定的佣金费用或者利息费用偿还资金后拿回钢材货权。在这种模式下如果钢贸商与作为第三方的仓储公司相互勾结，一起制造假仓单，就可能出现钢贸商用货权进行重复质押、多方贷款的情况，一旦贷款资金还不上，抵押货物只有一批，要‘讨债’的融资方却有好几个。

从 2009 年至今，我国钢铁规模达到历史高位。供求失衡，钢贸行业开始出现分化，利润水平下降。由于钢贸行业不景气，很大一部分贷款被挪作他用。银行贷款大都属于短期融资，而大部分投资相对期限较长，并且以投向房地产为主。随着对地产行业的调控，银行信贷风险不断显露。从 2011 年第四季度开始，银监会就提示钢贸贷款存在风险。2012 年 4 月银监会发布《关于谨防钢材贸易企业套骗取银行贷款投向高风险行业的通知》，银行对钢贸企业普遍限贷。一些钢贸商资金链断裂，钢贸业务的危机蔓延至整个上下游企业。

公司从 2011 年下半年开始涉足贸易业务。由于公司水泥机械工程量较大，想设立一个集中采购钢材的平台，于是选择先从钢贸做起积累经验。最初贸易业务飞速发展，2011 年和 2012 年上半年，公司在贸易业务的收入分别为 29.5 亿元和 31.2 亿元，半年时间内，其营收比从 11.8%跃升到了 26.9%。钢材贸易占据公司所有贸易业务的绝大多数。2012 年 3 月，钢价进入了下降通道，隐藏的一系列钢贸风险开始逐渐暴露。从年报来看，2012 年公司的贸易业务营业收入和营业成本分别较上年同期下降 37.12%和 36.47%，毛利率仅为 0.95%。2012 年 12 月发生的钢贸事件导致坏账准备也出现激增，由 2011 年末的 4.64 亿元激增至 9.8 亿元，报告期坏账准备达 5.64 亿元，公司出现自成立以来首次收入、利润负增长。

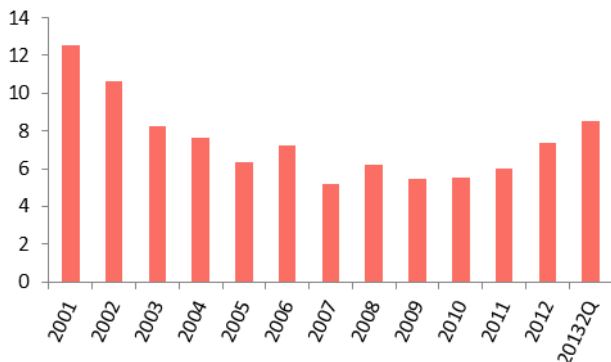
钢贸事件的发生反映出公司在管理上还存在一些问题。在涉足钢贸行业前，公司对该项业务进行了反复论证、风险分析，并制定了相应内控措施。但在执行过程中许多方面未执行到位。目前公司已经终止钢贸业务的开展，且 2012 年的坏账计提较为谨慎，对 2013 年的利润影响较小，因此我们认为轻装上阵的中材国际盈利将进入又一上升通道。

（四）内部治理水平较高

1、费用控制能力行业领先

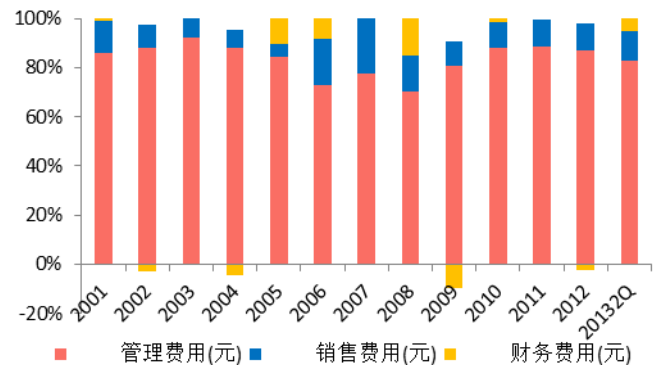
公司 2013 年上半年期间费用率为 8.5%，较往年同期略有上升，但仍低于行业均值水平（8.66%）。从三费占比情况来看，管理费用依旧占据大部分比例，销售费用波动不大，财务费用极低。这表明公司具有较强大的费用控制能力，管理水平处于行业领先地位。

图 33：销售期间费用率



资料来源：同花顺，中国银河证券研究部

图 34：三项费用占比情况



资料来源：同花顺，中国银河证券研究部

2、公司治理沿既定轨道前行

公司于 2012 年 9 月 3 日发布公告表示，中材集团、中材股份董事长谭仲明于 9 月 2 日在境外工作途中不幸因病辞世，终年 59 岁。自谭仲明入主中材集团以来，有序退出 40 多家非主业和经营困难企业，将集团业务精简为非金属材料制造业、非金属材料技术装备与工程业、非金属矿业等三个主要业务模块，并在此基础上对所属 26 家企业进行了资产重组和结构调整，从而盘活了整个集团。除此之外，谭仲明还一直坚持实施国际化战略。可以说谭仲明对于中材集团以及中材股份的发展起着至关重要的作用。

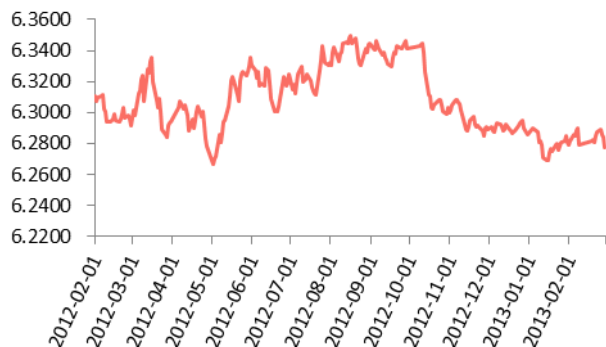
但不同于民营企业的是，尽管一把手的突然辞世对企业或多或少会有些影响，中央企业的发展是在国务院国资委的主导下进行，企业的战略发展会在此前的基础上进一步推进。其次，公司已经形成了一整套管理模式，拥有完善的公司治理机制以及健全的信息披露制度和内部控制体系。目前公司董事长王伟为水泥工程设计方面的专家，曾担任南京水泥工业设计研究院副院长，对公司在战略发展以及技术领域等方面起到良好的引领作用。并且中材集团新任董事长刘志江为公司前任董事长，之前曾任天津水泥工业设计研究院院长，出身于水泥技术装备工程业，新任职后对公司的发展将给以更多的支持。综合分析，董事的突然辞世对公司未来发展影响有限。

（五）汇率对盈利水平影响有限

我们认为汇率风险对公司的盈利情况影响有限。首先，公司在国际市场上份额连续五年领先，在海外市场具有较强的议价能力，在订单签订过程中能将汇率风险充分考虑进去，及时进行结售汇。另外，公司在每年年初会向股东申请外汇套保额度，用于开展远期结售汇业务，从而进行外汇风险规避。其次，公司在国际市场主要承接总承包工程，对于部分设备、材料进行

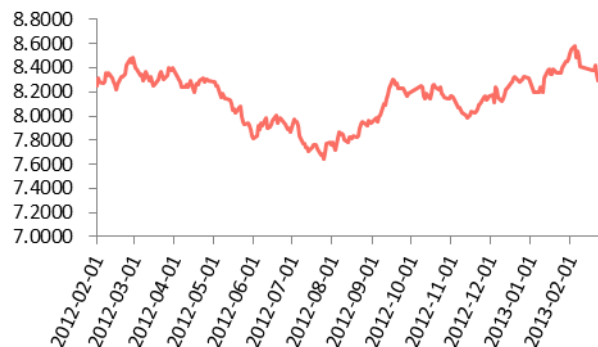
当地采购，直接支付外币，这有利于降低生产成本的汇率波动。再次，从汇率走势来看经过前期人民币大幅升值，以及美国经济的复苏，预计下半年人民币对美元大幅升值的可能性较小。通过上述几种方式，在汇率没有巨幅波动的情况下，公司的盈利受外汇风险影响较小。

图 35：美元兑人民币汇率走势情况



资料来源：同花顺，中国银河证券研究部

图 36：欧元兑人民币汇率走势情况



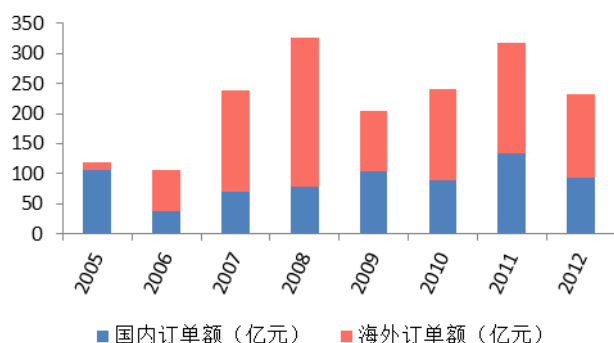
资料来源：同花顺，中国银河证券研究部

四、中期订单大幅增长，海外订单增幅明显

截止到 2013 年 6 月 30 日，中材国际新签合同 210 亿。其中新签境内外水泥技术装备工程合同 201 亿，同比增长 58%。从传统业务的国内外签约占比情况来看，国内新签合同 53 亿，同比下降 7%，占比 26%；境外新签合同 148 亿，同比上涨 106%，占比 74%。新签海外合同中，东南亚区域占 43%，中东占 30%，非洲占 22%，其他区域占 5%。从目前新签海外合同增幅情况来看，公司市场开拓成效明显，海外市场份额有望继续提升。

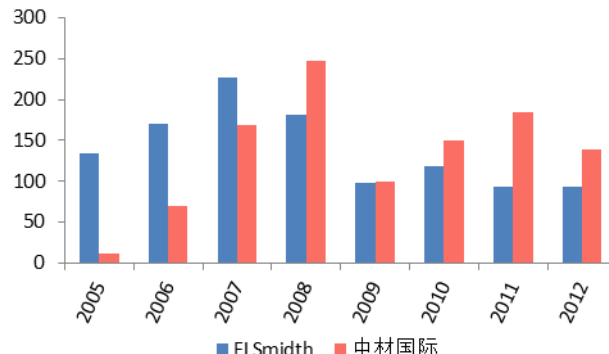
(一) 国外份额持续有保障，国内份额逐渐受侵蚀

图 37：公司国内外订单额情况



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

图 38：中材国际与 FLSmidth 年度海外新签订单对比 (亿元)

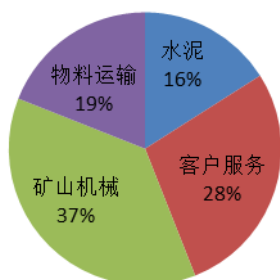


资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

在海外市场方面，从公司以往的订单情况来看，海外订单占比在 2008 年以前逐年升高，2009 年以后受全球金融危机以及欧债危机的影响，订单总额小幅震荡，但正处于恢复阶段。在市场份额方面，国际水泥工程市场前四大公司分别为中材国际、FLSmidth、德国伯利翰斯、德国洪堡，他们共占据 85% 的市场份额。而在这其中，公司 2008-2012 年连续五年海外市场份额

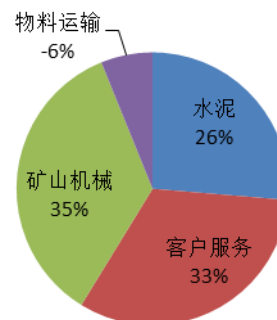
额第一，2012 年达到 42%。我们将公司 2005 年到 2012 年的海外订单情况与其最大竞争对手 FLSmidth 公司进行了对比，公司自进入国际市场以来海外市场份额逐年扩大，仅用短短几年海外订单总额就赶超竞争对手 FLSmidth 公司，并在之后一直保持领先优势。

图 39：2012 年 FLSmidth 按业务分收入占比



资料来源：FLSmidth 公司年报，中国银河证券研究部

图 40：2012 年 FLSmidth 按业务分 EBIT 占比



资料来源：FLSmidth 公司年报，中国银河证券研究部

国外市场份额持续性有保障。国际上大的水泥技术与装备公司一般只在某些关键领域有较强的实力，而中材国际由于已将中国水泥工业的研发技术、装备制造、工程管理方面的配套资源重组整合到旗下，这使得中材国际完成大型总承包项目所用工期比国外同行短 1/3 左右；此外，公司在成本方面存在优势，建设成本比海外平均成本少 1/4，在水泥生产技术非常成熟的条件下，价格优势无疑是中材国际最核心的优势。

表 10：2011 年以来公告的合同列表

序号	名称	合同金额	工期	公告日期
1	华润水泥（长治）有限公司 4500t/d 新型干法水泥熟料生产线工程总承包合同	58128 万人民币	14 个月	2011/2/1
2	哈密天山水泥有限责任公司日产 5000 吨新型干法水泥生产线项目总承包合同	53967 万元	12 个月	2011/3/18
3	云维保山有机化工有限公司电石渣综合利用年产 135 万吨水泥项目工程建设总承包合同	53000 万元	14 个月	2011/3/23
4	海德堡水泥集团 Scantogo 5000TPD 新型干法熟料水泥厂总承包合同	14919.9 万 美元 +82 万欧元	974 天	2011/3/29
5	尼日利亚 3 条 6000t/d 水泥生产线、刚果（布）、加蓬、坦桑尼亚 3 条 3000t/d 水泥生产线和埃塞俄比亚 1 条 3000t/d 熟料线加配套粉磨站的工程总承包合同	1426228358 美元	30 个月	2011/4/14
6	喀麦隆年产 100 万吨水泥粉磨站的工程总承包合同		20 个月	
7	马来西亚 NSCI 公司日产 5000 吨熟料水泥生产线及现有两台水泥磨升级改造项目设计供货合同	147603840 美 元 +2700 万欧元	40 个月	2011/5/27
8	马来西亚 NSCI 公司日产 5000 吨熟料水泥生产线及现有两台水泥磨升级改造项目土建安装合同	59896160 美元		
9	安哥拉 PALANCE 水泥公司罗比托水泥厂 5000t/d 项目及配套工程总承包合同	25740 万美元	31.5 个月	2011/3/4
10	PT Cemindo Gemilang Bayah 10,000tpd Cement Plant Engineering and Procurement Contract	810 万美元	32 个月	2013/1/12

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

但与欧洲公司相比，在售后服务方面中材国际仍有待加强。公司从 2004 年进入国际市场，

至今不过 9 年时间。主要精力放在市场开拓方面,对于已开拓市场存量的售后服务上关注较少。而拥有 130 多年历史的 FLSmith 公司,在多年的经营过程中已经形成一套售后服务体系。2011 年 FLSmith 提出新的发展战略,为客户提供”一体化服务”(One Source full service solution),将客户服务单独作为一项业务,为客户提供备品备件、设备检查、调试、修理、安装以及升级服务。从 2012 年该项业务在收入以及 EBIT 的占比情况来看均超过水泥工程业务,分别达到 28%和 33%。

国内市场份额逐渐受到侵蚀。公司作为水泥工程行业龙头企业国内市场份额高达 95%。其主要依靠的是公司强大的研发能力以及国际先进的技术水平。但像冀东水泥、海螺水泥等大型水泥企业拥有一定的技术研发能力,在低端水泥生产线的建设过程中容易复制生产线技术,导致项目的二三期市场需求流失。我们预计随着国内水泥企业的发展,公司部分国内市场将被侵蚀,未来市场份额将稳定在 75%左右。

(二) 收入预测

经验来看,国内订单的主要收入贡献在生效后的一年半实现,境外订单在生效后的三年左右实现。我们假设当年新签合同均在下一年年年初开始生效,即不考虑延期生效情况,另每项订单均有 5%作为工程尾款待项目服务期结束后支付。通过过往合同与收入之间的年度配比情况,我们分析得出国内外订单结转情况,以此作为收入的预测系数。

表 11: 国内外订单结转情况

	第一年	第二年	第三年
国内	60%	35%	
国外	25%	40%	30%

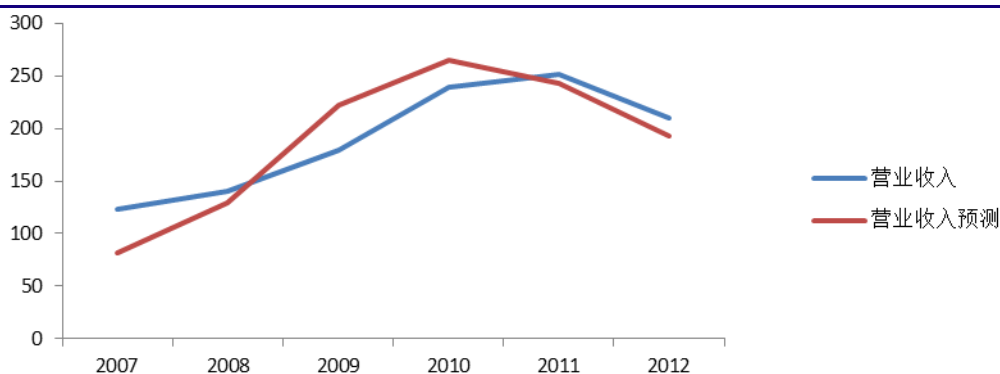
资料来源: 中国银河证券研究部

表 12: 近年国内外订单情况 (亿元)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
国内	70	78	105	90	180	154	95	100
国外	169	248	100	150	184	139	200	220

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

图 41: 预测收入与真实收入拟合情况



资料来源: 中国银河证券研究部

由于公司营业收入的主要驱动因素为订单签约情况,我们依据今年订单情况以及收入预测系数对主营业务收入进行预测。其中我们假设未来三年在传统业务方面,国内市场生产线更新以及固废处置带来的订单逐渐增多,国外市场经济危机带来的影响逐渐消退,新兴市场国家水泥工程需求旺盛;新型业务方面,钢贸业务终止,矿山机械、固废处置等领域探索初见成效。因此我们基于中性假设给予未来三年营业收入同比增长 1.03%/5.15%/3.22% 的预测。

表 13: 营业收入情况预测

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	24,998,005,312.01	21,025,529,694.94	21,242,092,650.80	22,336,060,422.31	23,055,281,567.91
水泥生产线土建与安装(元)	9,942,236,281.78	9,298,420,180.42	8,921,678,913.34	10,721,309,002.71	10,144,323,889.88
机械设备制造与销售(元)	11,789,283,417.28	9,595,852,994.72	10,171,776,065.83	10,338,022,205.86	11,066,535,152.60
设计及技术转让(元)	305,125,728.45	267,814,880.84	272,960,890.56	285,901,573.41	295,107,604.07
物流贸易(元)	2,952,021,251.69	1,856,331,183.46	1,869,304,153.27	982,786,658.58	0.00
监理(元)	9,338,632.81	7,110,455.50	6,372,627.80	8,040,981.75	8,204,880.29
营业成本	21,361,877,100.92	17,958,292,940.28	18,082,966,575.70	19,012,385,090.47	18,066,368,134.11
水泥生产线土建与安装(元)	9,084,164,592.43	8,616,069,411.00	8,297,161,389.40	9,970,817,372.52	9,434,221,217.59
机械设备制造与销售(元)	9,268,230,501.95	7,379,365,150.04	7,822,095,794.63	7,949,939,076.31	8,510,165,532.35
设计及技术转让(元)	111,144,572.81	119,097,302.55	109,184,356.23	114,360,629.36	118,043,041.63
物流贸易(元)	2,893,867,673.27	1,838,616,999.86	1,851,466,174.10	973,408,341.04	0.00
监理(元)	4,469,760.46	5,144,076.83	3,058,861.34	3,859,671.24	3,938,342.54
营业利润	3,636,128,211.09	3,067,236,754.66	3,159,126,075.10	3,323,675,331.85	3,447,803,392.74
水泥生产线土建与安装(元)	858,071,689.35	682,350,769.42	624,517,523.93	750,491,630.19	710,102,672.29
机械设备制造与销售(元)	2,521,052,915.33	2,216,487,844.68	2,349,680,271.21	2,388,083,129.55	2,556,369,620.25
设计及技术转让(元)	193,981,155.64	148,717,578.29	163,776,534.34	171,540,944.04	177,064,562.44
物流贸易(元)	58,153,578.42	17,714,183.60	17,837,979.17	9,378,317.55	0.00
监理(元)	4,868,872.35	1,966,378.67	3,313,766.45	4,181,310.51	4,266,537.75
收入构成					
水泥生产线土建与安装(%)	39.77%	44.22%	42.00%	48.00%	44.00%
机械设备制造与销售(%)	47.16%	45.64%	47.89%	46.28%	48.00%
设计及技术转让(%)	1.22%	1.27%	1.29%	1.28%	1.28%
物流贸易(%)	11.81%	8.83%	8.80%	4.40%	0.00%
监理(%)	0.04%	0.03%	0.03%	0.04%	0.04%
利润构成					
水泥生产线土建与安装(%)	23.60%	22.25%	19.77%	22.58%	20.60%
机械设备制造与销售(%)	69.33%	72.26%	74.38%	71.85%	74.14%
设计及技术转让(%)	5.33%	4.85%	5.18%	5.16%	5.14%
物流贸易(%)	1.60%	0.58%	0.56%	0.28%	0.00%
监理(%)	0.13%	0.06%	0.10%	0.13%	0.12%

资料来源: 中国银河证券研究部

五、估值、盈利预测和投资建议

我们假设公司未来三年营业收入增长率分别为 1.03%/5.15%/3.22%，营业成本比率分别为 86.15%/85%/85%，净利润为 8.27/13.37/14.44 亿元，EPS 为 0.75/1.21/1.3 元，对应目前 9.39 元的股价，2013/2014/2015 年的 PE 为 12、7.5、7 倍。考虑到公司在行业中的龙头地位和“有限相关多元化”的发展战略，我们认为可以给予公司 2014 年 10 倍的 PE，“推荐”的评级。

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	利润表	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	566418.39	872131.21	692097.24	771030.24	营业收入	2123740.85	2145615.38	2256114.58	2328849.45
应收票据及账款	410416.83	402082.44	420317.24	433867.84	营业成本	1798636.92	1848372.56	1919163.86	1973839.64
预付账款	356535.57	360207.89	392989.97	405659.57	营业税金及附加	17311.91	17066.22	16850.92	17394.18
其他应收款	100436.03	95230.05	105079.31	102086.55	销售费用	17282.34	16858.10	15975.55	16490.58
存货	410063.28	329811.03	342442.55	352198.53	管理费用	142286.12	139443.54	117081.07	120855.64
其他流动资产	470.83	470.83	470.83	470.83	财务费用	-3703.38	38.20	-1507.40	-1330.47
流动资产总计	1844340.94	2059933.46	1953397.14	2065313.56	其他经营损益	-53203.31	-21239.10	-21239.10	-21239.10
长期股权投资	10883.55	12168.53	32714.72	53260.91	投资收益	951.56	951.56	951.56	951.56
固定资产	158602.74	170334.00	191582.04	202559.48	公允价值变动损益	394.61	0.00	0.00	0.00
在建工程	18451.21	20275.61	11050.00	11050.00	营业利润	100069.80	103549.22	168263.04	181312.34
无形资产	42679.66	38699.78	34975.97	31188.15	其他非经营损益	3698.22	971.10	971.10	971.10
长期待摊费用	4853.36	6502.24	6484.45	4863.33	利润总额	103768.02	104520.32	169234.13	182283.44
其他非流动资产	11117.68	30454.25	35315.20	40164.95	所得税	27253.04	21816.43	35448.19	38196.98
非流动资产合计	246588.20	278434.40	312122.39	343086.83	净利润	76514.98	82703.89	133785.94	144086.45
资产总计	2090929.13	2338367.86	2265519.53	2408400.39	少数股东损益	209.97	1002.07	1621.00	1745.81
短期借款	47344.92	0.00	0.00	0.00	归属母公司股东净利润	76305.01	81701.82	132164.94	142340.64
应付票据及账款	579826.98	463084.57	480820.37	494518.64	EBITDA	124500.52	120898.69	187233.53	203194.83
其他流动负债	931275.20	1289049.92	1111514.97	1147052.18	NOPLAT	69498.39	81967.50	131829.54	142269.70
流动负债合计	1558447.09	1752134.49	1592335.34	1641570.82	EPS(元)	0.70	0.75	1.21	1.30
长期借款	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00					
其他非流动负债	45889.40	45889.40	45889.40	45889.40	主要财务比率	2012	2013E	2014E	2015E
非流动负债合计	65889.40	65889.40	65889.40	65889.40	成长能力				
负债合计	1624336.49	1818023.89	1658224.74	1707460.22	营收增长率	-0.15	0.01	0.05	0.03
股本	109329.73	109329.73	109329.73	109329.73	EBIT 增长率	-0.47	0.04	0.60	0.08
资本公积	26594.70	26594.70	26594.70	26594.70	EBITDA 增长率	-0.40	-0.03	0.55	0.09
留存收益	319393.45	372142.70	457472.52	549372.09	净利润增长率	-0.51	0.08	0.62	0.08
归属母公司权益	455317.87	508067.12	593396.94	685296.52	盈利能力				
少数股东权益	11274.77	12276.84	13897.84	15643.65	毛利率	0.15	0.14	0.15	0.15
股东权益合计	466592.64	520343.96	607294.79	700940.17	净利率	0.04	0.04	0.06	0.06
负债和股东权益合计	2090929.13	2338367.86	2265519.53	2408400.39	ROE	0.17	0.16	0.22	0.21
					ROA	0.04	0.03	0.06	0.06
现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E	ROIC	0.89	2.69	-0.49	65.66

税后经营利润	73870.19	80985.79	132067.85	142368.36	估值倍数				
折旧与摊销	24435.88	16340.18	19506.79	22241.86	P/E	13.41	12.35	7.64	7.09
财务费用	-3703.38	38.20	-1507.40	-1330.47	P/S	-0.30	1.75	0.12	0.92
其他经营资金	19490.33	331152.61	-233296.81	16252.05	P/B	2.57	1.99	1.70	1.47
经营性现金净流量	114093.03	428516.78	-83229.57	179531.79	股息率	0.02	0.03	0.05	0.05
投资性现金净流量	-43321.55	-46468.28	-51476.68	-51488.20	EV/EBIT	7.47	2.23	2.49	1.89
筹资性现金净流量	-26795.57	-76335.68	-45327.72	-49110.60	EV/EBITDA	6.00	1.93	2.23	1.69
现金流量净额	43975.91	305712.81	-180033.97	78932.99	EV/NOPLAT	10.75	2.84	3.17	2.41

插图目录

图 1: 1991 年以来我国城镇化率情况	3
图 2: 1949-2011 年人均累计水泥消费量	3
图 3: 新干法生产线的不同生产能力占比	4
图 4: 新干法生产线不同生产能级的条数	4
图 5: 2011 年国土面积在 100 万平方公里以上的亚非拉发展中国家城镇化率（除中国）	4
图 6: 中东及非洲地区收到的净官方发展援助（万美元）	5
图 7: 非洲固定资产投资情况（万美元）	5
图 8: 非洲与全球（除中国）水泥产量增长情况对比（%）	5
图 9: 阿尔及利亚水泥需求增长情况（百万吨）	5
图 10: 巴西水泥产量及增速（万吨）	6
图 11: 巴西水泥熟料产能（万吨）	6
图 12: 2011 年全球水泥产量分布	7
图 13: 印度水泥年产量（万吨）	7
图 14: 印度水泥产能情况	7
图 15: 印度与中国工业化率对比	7
图 16: 2010 年世界房价最高的十个城市（美元/平方英尺）	8
图 17: 俄罗斯水泥价格（俄罗斯卢布/吨）	8
图 18: 俄基础设施投资额及同比增速情况（十亿俄罗斯卢布）	8
图 19: 俄水泥市场产能情况	8
图 20: 固废水泥窑协同处置流程图	10
图 21: 日本水泥生产技术情况	11
图 22: 1988-2011 年日本水泥产能及产能利用率	11
图 23: 1990-2011 年度废弃物利用比例情况（万吨）	12
图 24: 2011 年日本水泥生产过程中固废处置情况（百万吨）	12
图 25: 日本水泥吨耗能情况（兆焦）	12
图 26: “十二五”期间我国水泥窑协同处理固废相关政策预计	13
图 27: 矿山机械工业销售产值（百万元）	14
图 28: 矿山机械产量（万吨）	14
图 29: 公司机械设备制造与销售业务营业收入（亿元）	15
图 30: 公司机械设备制造业务与公司总体毛利率对比情况	15
图 31: 营业收入情况（亿元）	17
图 32: 归属于母公司所有者净利润情况（亿元）	17
图 33: 销售期间费用率	19
图 34: 三项费用占比情况	19
图 35: 美元兑人民币汇率走势情况	20
图 36: 欧元兑人民币汇率走势情况	20
图 37: 公司国内外订单额情况	20
图 38: 中材国际与 FLSmidth 年度海外新签订单对比（亿元）	20
图 39: 2012 年 FLSmidth 按业务分收入占比	21

图 40：2012 年 FLSmith 按业务分 EBIT 占比	21
图 41：预测收入与真实收入拟合情况	22

表 格 目 录

表 1：全球水泥供需关系	4
表 2：俄罗斯部分水泥厂设备运行时间表	9
表 3：2011-2020 年俄罗斯联邦水泥厂建设项目	9
表 4：水泥窑共同处置的优点	11
表 5：中材国际固废处理主要专利成果	13
表 6：“十二五”矿产资源开发利用指标	14
表 7：水泥生产工序	16
表 8：中材国际 2011-2012 年主要财务比率	16
表 9：主营业务分产品情况	17
表 10：2011 年以来公告的合同列表	21
表 11：国内外订单结转情况	22
表 12：近年国内外订单情况（亿元）	22
表 13：营业收入情况预测	23

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

洪亮，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：海螺水泥（0914.HK）、中国建材（3323.HK）、中材股份（1893.HK）、中国玻璃（3300.HK）

A 股：海螺水泥（600585.SH）、华新水泥（600801.SH）、冀东水泥（000401.SZ）、金隅股份（601992.SH）、祁连山（600720.SH）、天山股份（000877.SZ）、青松建化（600425.SH）、赛马实业（600449.SH）、巢东股份（600318.SH）、南玻 A（000012.SS）、中材国际（600970.SH）、中国玻纤（600176.SH）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：高兴 83574017 gaoping_jg@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn