

中材国际 (600970.SH)

智能制造新龙头，引领水泥工业互联网与运维后市场

水泥智能制造契合国家政策与中建材集团需求，集团开会部署加快推进。水泥产业智能制造是基于新一代信息通信技术与先进制造技术深度融合，贯穿于设计、生产、管理、服务等制造活动的各个环节，具有自感知、自学习、自决策、自执行、自适应等功能的新型生产方式。其符合国家《中国制造2025》规划、智能制造、碳中和等政策鼓励方向，同时也是中建材集团建材制造“四化”转型的重点需求之一。集团近期专门召开水泥智能制造专题会议，要求后续加快部署落地。公司作为水泥工程龙头，连续12年市场份额全球排名第一，丰富的工程经验为公司提供了扎实的智能化技术储备和客户资源。中建材集团现有水泥产能5.21亿吨，排名全球第一，潜在可供智能化改造的产线资源丰富。

水泥产线智能改造升级经济效益突出，集团推广有动力，稳定收费有基础。以公司承建的7500t/d槐坎南方示范线为例，根据项目实施公司之一中材邦业官网披露，通过智能改造，项目每年可节省生产成本2444.15万元，按照产线年运行310天计算，节省的吨成本在10元左右。突出的改造效果为后续集团大规模推广提供了充足动力，同时也为进一步拓展每年稳定收费的业务模式打下了良好基础。

公司业务延伸至水泥工业互联网平台及后市场运维潜力巨大。参考其他行业的智能制造业务模式，水泥智能制造有望为公司提供智能工厂改造和后市场运维两方面新业务空间。1) 根据槐坎项目已有的案例，我们判断智能改造业务包括硬件(设备等)与软件(工业互联网平台等系统)改造。以单条改造成本4000万估算，集团内市场总规模达148亿元，全国市场规模约650亿元。2) 以改造后的智慧产线为依托，具备延伸水泥后市场服务潜力，如信息系统平台收费、水泥产线后续的维修保养等，将提供每年稳定的现金流，毛利率有望明显高于传统的工程业务。如果模式打通，将助力公司从工程业务进一步延伸至软件技术与运维服务，实现全面战略转型。以单线年收费3000万估算，集团内年市场规模约111亿元，全国年市场规模约487亿元。

中材矿山采矿服务运维价值突出。拟重组公司之一中材矿山是国家级水泥矿山运维及施工领军企业，其中水泥矿山运维服务业务预计为主要利润来源之一。矿山运维业务合同服务周期长，盈利稳定；回款按月采矿量结算，现金流优异，可给予较高估值。2019年收入40.8亿元，同比增长41%，归母净利润4亿元，同比增长91%，净利率达约10%，ROE约24%，盈利能力与增长潜力突出。

投资建议：我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为14.5/17.5/19.2亿元，分别同比增长-9.2%/21.0%/9.8%，对应EPS分别为0.83/1.01/1.11，PE分别为8.8/7.3/6.6倍。当前股价对应21年股息率估算约4.7%。公司以水泥智能制造为契机，延伸水泥工业互联网平台，后市场运维服务等新业务具备较大潜力，维持“买入”评级。

风险提示：疫苗效果不达预期、新业务推进不达预期、收购整合集团工程资产进度不达预期、国内水泥产能置换政策变化、测算与假设存在误差风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,501	24,374	23,205	25,966	28,088
增长率 yoy (%)	10.0	13.4	-4.8	11.9	8.2
归母净利润(百万元)	1,368	1,592	1,446	1,749	1,921
增长率 yoy (%)	40.0	16.4	-9.2	21.0	9.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.79	0.92	0.83	1.01	1.11
净资产收益率(%)	15.3	15.0	12.6	13.6	13.4
P/E(倍)	9.3	8.0	8.8	7.3	6.6
P/B(倍)	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9

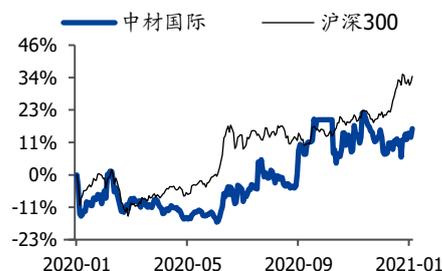
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
最新收盘价	7.34
总市值(百万元)	12,754.33
总股本(百万股)	1,737.65
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	18.81

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

相关研究

- 1、《中材国际(600970.SH): 智能制造战略开新局, 水泥工程龙头展新姿》2020-11-22



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	21297	21846	21625	24580	24646
现金	7104	6105	5092	5365	5486
应收票据及应收账款	4067	3832	3902	5052	4311
其他应收款	678	762	609	925	734
预付账款	3882	4510	4084	5714	5089
存货	3395	2335	3635	2948	4149
其他流动资产	2170	4302	4302	4576	4877
非流动资产	9745	11061	10773	10897	10923
长期投资	108	190	276	362	450
固定资产	2010	2025	1827	1975	2018
无形资产	715	692	639	555	478
其他非流动资产	6913	8154	8032	8004	7977
资产总计	31041	32907	32398	35476	35569
流动负债	17931	18873	18101	20264	19368
短期借款	542	808	808	808	808
应付票据及应付账款	6888	6973	6291	8335	7433
其他流动负债	10501	11091	11001	11120	11127
非流动负债	3965	3390	2721	2229	1685
长期借款	3116	2536	1867	1375	831
其他非流动负债	850	854	854	854	854
负债合计	21896	22263	20822	22493	21053
少数股东权益	440	459	469	485	505
股本	1740	1740	1740	1740	1740
资本公积	1019	1139	1139	1139	1139
留存收益	5884	7258	8251	9449	10758
归属母公司股东权益	8705	10185	11107	12498	14011
负债和股东权益	31041	32907	32398	35476	35569

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-1620	251	391	1563	1440
净利润	1403	1593	1455	1765	1941
折旧摊销	479	391	334	279	308
财务费用	-200	-93	19	9	-18
投资损失	123	22	29	32	52
营运资金变动	-4164	-2515	-1444	-521	-842
其他经营现金流	739	852	-2	-2	-1
投资活动现金流	-1226	246	-73	-433	-385
资本支出	271	263	-374	37	-61
长期投资	-27	-76	-86	-88	-88
其他投资现金流	-983	433	-532	-484	-534
筹资活动现金流	-125	-336	-1331	-856	-934
短期借款	-259	266	0	0	0
长期借款	1285	-580	-669	-493	-544
普通股增加	-15	0	0	0	0
资本公积增加	-16	120	0	0	0
其他筹资现金流	-1120	-143	-662	-363	-390
现金净增加额	-2909	157	-1013	274	121

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	21501	24374	23205	25966	28088
营业成本	17511	20274	19401	21393	23063
营业税金及附加	75	68	53	60	70
营业费用	377	519	418	519	562
管理费用	1186	1254	1160	1350	1489
研发费用	564	610	510	597	646
财务费用	-200	-93	19	9	-18
资产减值损失	192	-4	-46	0	0
其他收益	21	37	17	22	24
公允价值变动收益	-0	2	2	2	1
投资净收益	-123	-22	-29	-32	-52
资产处置收益	5	25	0	0	0
营业利润	1698	1754	1680	2029	2250
营业外收入	53	66	110	107	84
营业外支出	52	17	25	25	30
利润总额	1700	1804	1765	2111	2305
所得税	297	211	310	345	363
净利润	1403	1593	1455	1765	1941
少数股东损益	36	1	9	16	20
归属母公司净利润	1368	1592	1446	1749	1921
EBITDA	2205	2228	2053	2335	2536
EPS (元)	0.79	0.92	0.83	1.01	1.11

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	10.0	13.4	-4.8	11.9	8.2
营业利润(%)	67.2	3.3	-4.2	20.8	10.9
归属于母公司净利润(%)	40.0	16.4	-9.2	21.0	9.8
获利能力					
毛利率(%)	18.6	16.8	16.4	17.6	17.9
净利率(%)	6.4	6.5	6.2	6.7	6.8
ROE(%)	15.3	15.0	12.6	13.6	13.4
ROIC(%)	10.3	11.0	9.5	10.9	11.2
偿债能力					
资产负债率(%)	70.5	67.7	64.3	63.4	59.2
净负债比率(%)	-22.3	-14.3	-11.2	-15.9	-18.8
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	5.5	6.2	6.0	5.8	6.0
应付账款周转率	2.6	2.9	2.9	2.9	2.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.92	0.83	1.01	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.93	0.14	0.22	0.90	0.83
每股净资产(最新摊薄)	5.01	5.86	6.39	7.19	8.06
估值比率					
P/E	9.3	8.0	8.8	7.3	6.6
P/B	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.8	5.0	5.5	4.6	3.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1.国家鼓励，集团需求，加快推进水泥智能制造.....	4
1.1.水泥产业智能制造内涵.....	4
1.2.水泥智能制造转型符合国家政策大方向.....	4
1.3.水泥智能制造是中建材集团“四化”需求，开会部署加快推进.....	5
2.水泥智能制造技术储备足，依托集团资源得天独厚.....	5
2.1.公司在水泥智能制造领域储备丰富，实力强大.....	5
2.2.集团现有水泥产能全球第一，潜在可利用资源得天独厚.....	6
3.有望引领水泥工业互联网与运维后市场，潜力巨大.....	7
3.1.水泥产线智能改造经济效益突出，为推广及稳定收费打下基础.....	7
3.2.水泥智能改造市场与运维后市场潜力巨大.....	7
4.拟合并中材矿山，采矿运维业务价值待发掘.....	9
5.投资建议.....	10
6.风险提示.....	10

图表目录

图表 1: 水泥智能制造内涵.....	4
图表 2: 公司新签合同情况.....	6
图表 3: 公司国内新签合同情况.....	6
图表 4: 公司海外新签合同情况.....	6
图表 5: 2019年全国水泥熟料产能排名.....	7
图表 6: 公司水泥智能改造市场规模敏感性分析(单位:亿元).....	8
图表 7: 公司水泥后期运维市场规模敏感性分析(单位:亿元).....	9
图表 8: 矿山运维服务现金流与盈利说明.....	9
图表 9: 中材矿山部分财务数据.....	10

1. 国家鼓励，集团需求，加快推进水泥智能制造

1.1. 水泥产业智能制造内涵

水泥产业智能制造是基于新一代信息通信技术与先进制造技术深度融合，贯穿于设计、生产、管理、服务等制造活动的各个环节，具有自感知、自学习、自决策、自执行、自适应等功能的新型生产方式。水泥产业智能制造具有以智能化水泥工厂为载体，以关键制造环节智能化为核心，以端到端数据流为基础、以网络互联为支撑等特征。智能化水泥工厂是以打通水泥生产企业生产经营全部流程为着眼点，实现从产品设计到销售，从设备控制到企业资源管理所有环节的信息快速交换、传递、存储、处理和无缝智能化集成，可大幅改善劳动条件，减少生产线人工干预，提高生产过程可控性，最重要的是借助于信息化技术打通企业的各个流程，实现从设计、生产到销售各个环节的互联互通，并在此基础上实现资源的整合优化和提高，从而进一步提高企业的生产效率和产品质量。

图表 1: 水泥智能制造内涵



资料来源：中材国际（南京）官网，国盛证券研究所

1.2. 水泥智能制造转型符合国家政策大方向

《中国制造 2025》，强调创新驱动与绿色发展，水泥智能制造变革符合大方向。2015年《中国制造 2025》正式发布，该文件是中国实施制造强国战略第一个十年的行动纲领。文件指出“以促进制造业创新发展为主题，以提质增效为中心，以加快新一代信息技术与制造业深度融合为主线，以推进智能制造为主攻方向”。基本方针之一为创新驱动，即促进制造业数字化、网络化、智能化，走创新驱动的发展道路。水泥行业目前整体信息化水平明显低于钢铁等材料行业，具有很大提升空间。因此水泥的智能制造符合国家鼓励和支持的大方向。

碳减排压力下水泥智能制造大有可为。我国积极应对全球气候变暖，继 2020 年 9 月习主席在联合国大会发言中提出我国碳达峰、碳中和发展目标后，12 月中央经济工作会议再度强调该目标（二氧化碳排放力争 2030 年前达到峰值，力争 2060 年前实现碳中和），碳减排目标清晰。在碳中和发展目标下，预计高污染、高耗能的水泥等传统制造业碳减排监管将持续趋严、能效要求不断提升，节能减排、提标改造、智能升级等需求有望持续增加。

1.3.水泥智能制造是中建材集团“四化”需求，开会部署加快推进

“数字化、智能化、绿色化、高端化”转型是中建材集团十四五重点方向，水泥智能制造业务发展与集团目标吻合。根据中国水泥网报道，近期中国建材集团党委书记、董事长周育先到中材国际调研指导，听取去年新上任领导班子关于中材国际“十四五”发展战略思路的整体汇报，详细了解了中材国际在数字化平台建设等方面的实践和规划。肯定了中材国际“集团国际化发展的先锋官、集团基础建材行业“四化”转型的主力军、集团创世界一流企业的排头兵”的战略定位，要求公司要运用好技术优势，服务于集团基础建材板块的成本下降和综合竞争力提升，推动基础建材行业实现“数字化、智能化、绿色化、高端化”转型。

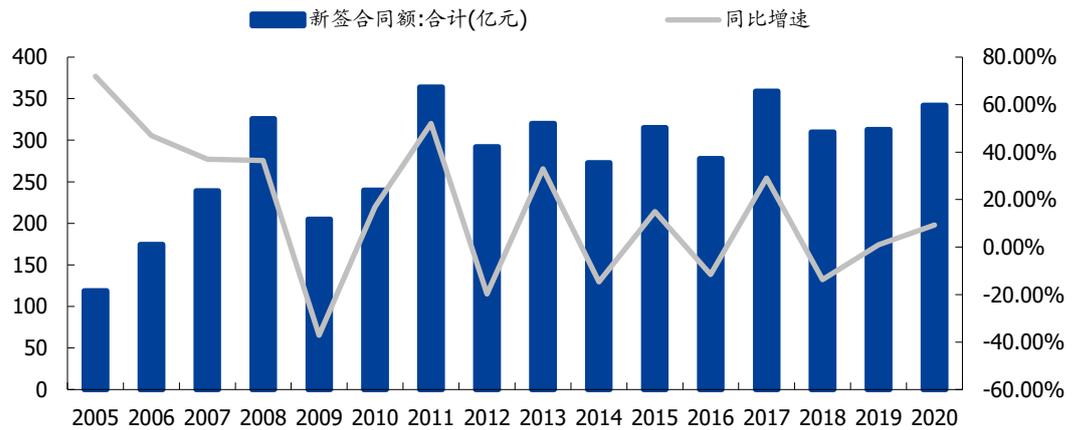
集团专门召开水泥智能制造专题会议，要求后续加快部署落地。根据官方微信消息，去年12月1日，中国建材集团在中材国际召开水泥工厂智能制造方案讨论会，中国建材集团副董事长李新华出席会议并发表讲话表示：中材国际“要切实承担起水泥行业智能制造的重要责任，进一步优化顶层设计，以无人化工厂为目标，践行模块化思维，加快推动水泥智能化平台建设”；中国建材集团科技管理部总经理邱晓提出三点要求1)将智能化上升到公司治理层面，积极推进水泥工厂智能化发展；2)要狠抓工作落实，加强顶层设计，加快制定智能工厂建设标准及评价体系；3)要积极部署下阶段工作，量化目标节点，加快推动各项工作落地，尽快取得实效。

2.水泥智能制造技术储备足，依托集团资源得天独厚

2.1.公司在水泥智能制造领域储备丰富，实力强大

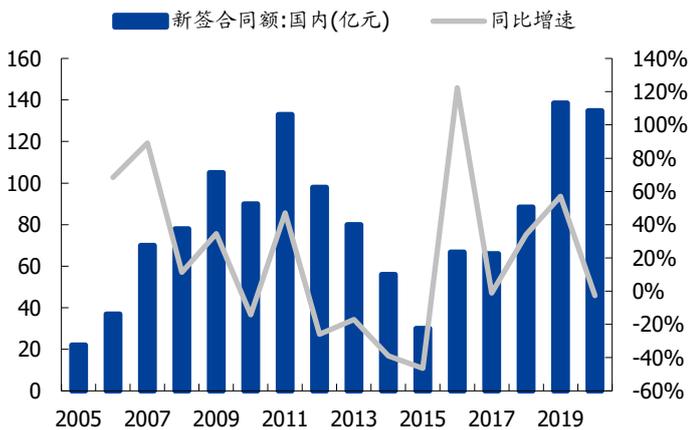
公司是我国在水泥技术装备工程市场具有完整产业链的大型国际化企业，同时也是全球大型新型干法水泥工程建设的龙头，市占率全球第一。截至2019年底，公司累计在全球75个国家和地区承接了237条生产线、71个粉磨站，水泥工程主业全球市场占有率连续12年保持世界第一（约50%）。境内外特大型万吨级水泥成套装备生产线有24条由公司承建，占比近50%。如果考虑近期拟重组收购的中建材集团下的北京凯盛、南京凯盛，公司重组后的全球市场份额有望达到65%左右。在国内所有水泥生产线中，由公司承建或提供单项服务的比例近70%，处于绝对领先地位。丰富的水泥工程经验为公司提供了扎实的智能化技术储备和丰富的客户资源。

图表 2: 公司新签合同情况



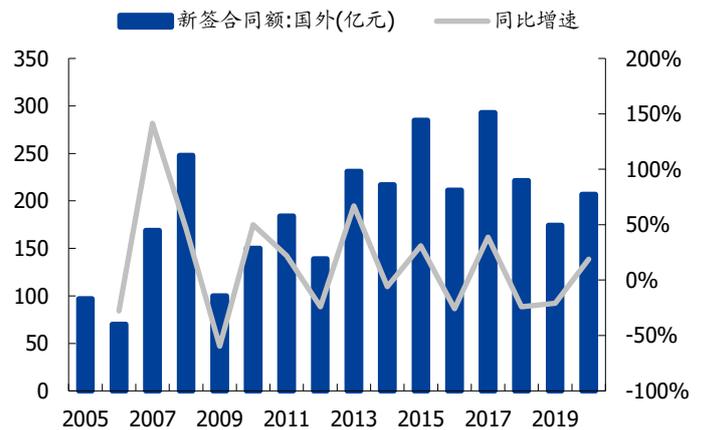
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 公司国内新签合同情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 公司海外新签合同情况

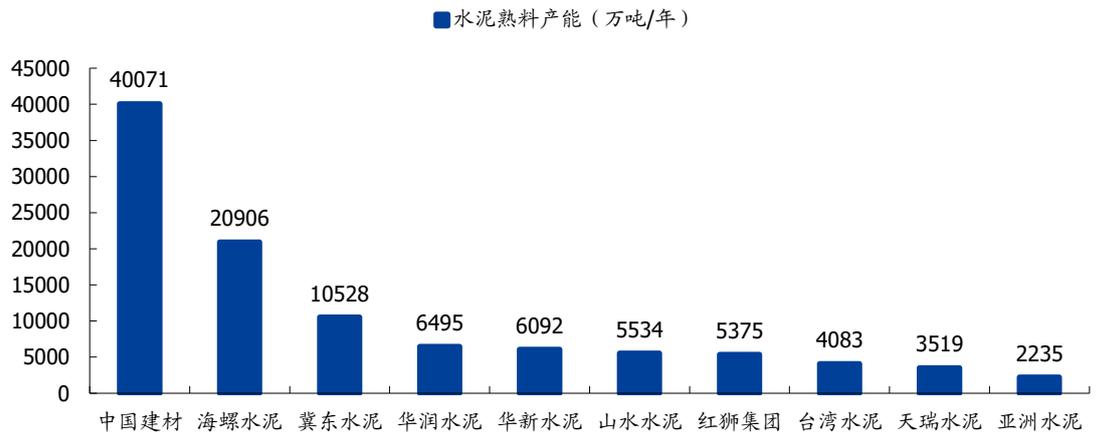


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2. 集团现有水泥产能全球第一, 潜在可利用资源得天独厚

中建材集团实力雄厚, 水泥产能全球第一, 潜在可改造资源丰富。中国建材集团是全球最大的综合性建材产业集团、世界领先的新材料开发商和综合服务商, 连续 10 年荣登《财富》世界 500 强企业榜单, 2020 年排名 187 位。截至 2019 年底, 资产总额 6000 亿元, 年营业收入 3900 多亿元。水泥、商混、石膏板、玻璃纤维、风电叶片、水泥玻璃工程技术服务等 7 项业务规模居世界第一。公司水泥产能 5.21 亿吨, 水泥熟料产能 4 亿吨, 排名全国及全球第一。集团内部的现有水泥产线估算约 370 多条, 潜在可供智能化改造的产线资源丰富, 为中材国际提供了坚实的业务基础。

图表 5: 2019 年全国水泥熟料产能排名



资料来源: 水泥协会, 国盛证券研究所

3.有望引领水泥工业互联网与运维后市场, 潜力巨大

3.1.水泥产线智能改造经济效益突出, 为推广及稳定收费打下基础

水泥智能产线改造升级经济效益突出, 为后续拓展进一步稳定运维收费奠定良好基础, 也为集团大规模推广提供了充足动力。以公司承建的槐坎南方示范线为例, 公司将自主研发的, 国际领先的二代新型干法技术应用在该项目的建设, 并在在该项目上自主开发了工业互联网赋能与服务平台, 同时以自主知识产权的MES系统和智能控制系统为核心, 以工艺设计为导向、模块化进行系统部署帮助槐坎南方项目建成数字化、可视化、流程化、模块化的全流程生产管控系统; 实现当前国际、国内先进节能降耗技术在槐坎南方水泥日产7500吨熟料生产线上的集成示范应用。根据具体智能化实施单位之一的中材邦业公司官网披露, 通过改造, 南方槐坎项目实现了综合单位产值能耗降低10%以上, 人员配置减少25人等目标, 整体生产效率提高20%以上, 每年可节省生产成本2444.15万元, 具备较好经济效益。按照产线年运行310天计算, 每年节省的吨成本在10元左右。突出的改造效果为后续集团大规模推广提供了充足动力, 同时也为后续进一步拓展每年稳定收费的业务模式打下了良好基础。

3.2.水泥智能改造市场与运维后市场潜力巨大

水泥智能制造有望为公司提供智能工厂改造和后期市场运维两方面新增业务空间。参考其他行业工业互联网与智能制造公司业务模式, 我们分析水泥智能制造升级的发展趋势有望为公司提供两大潜在业务机会: 1) 对现有存量水泥线进行智能改造。根据南方槐坎项目已有成功案例, 我们判断该部分业务包括硬件改造(水泥制造设备更新升级、工业互联网技术所依托的各类其他设备等)与软件改造(工业互联网赋能与服务平台的搭建等)两方面。2) 参考其他行业工业互联网企业的业务模式以及公司现有的水泥生产运维业务模式, 以智能改造后的智慧产线为依托, 有望延申水泥后市场服务, 例如经改造后的信息系统平台使用、维护、更新的收费、水泥产线后续的维修保养服务等, 这部分业务将提供每年稳定的现金流, 毛利率有望高于传统的工程业务。如果公司能成功跑通模式, 建立起成熟的业务规范, 将助力公司从工程业务进一步延伸至软件技术与运维服务, 实现公司全面的战略转型。

水泥生产线智能改造空间测算：中建材集团内市场规模约 148 亿元，全国市场总规模 650 亿元。根据槐坎项目的情况，智能化改造可为项目每年节省成本约 2444 万元，假设改造成本可在 1.5-2 年内收回，则单个项目的改造成本约 3000-5000 万元。假设取中间值每条线改造成本 4000 万计算，如果中建材集团内约 370 条线全部符合改造条件，则改造总成本约 148 亿元。根据数字水泥网数据，截止到 2019 年底，全国新型干法水泥生产线累计共有 1624 条，假设全国所有水泥产线均符合改造条件，则全国市场的潜在总空间为 649.6 亿元。由于集团内产线可能不会全部改造，中建材集团外的部分大型水泥集团预计会自己进行相关改造，根据敏感性分析表，如果假设集团内改造比例达到 50%，集团外市占率达到 30%，公司水泥智能产线改造总的业务体量可达 225 亿元（分摊至若干年逐步实施）。

图表 6：公司水泥智能改造市场规模敏感性分析（单位：亿元）

		集团外市占率			
		20%	30%	40%	50%
集团内改造比例	40%	160	210	260	310
	50%	174	225	275	325
	60%	189	239	290	340
	70%	204	254	304	355
	80%	219	269	319	369
	90%	234	284	334	384
	100%	248	299	349	399

资料来源：国盛证券研究所

基于智能改造的后期运维市场空间：中建材集团内约 111 亿元，全国市场约 487 亿元。通过水泥产线的智能改造为入口，公司在切入水泥后期运维市场潜力巨大。参考其他行业工业互联网企业的业务模式以及公司现有的水泥生产运维业务模式，我们预计后续每年稳定的收费不排除包括两个方面 1) 水泥产线每年日常的维修和保养费用。这部分费用是水泥产线每年需要相对固定支出的成本，收费比较稳定。参考冀东水泥、华润水泥年报披露维修的数据计算，示范线南方槐坎年保修费用大约为 2500 万元。2) 智能工厂信息系统后续维护、更新和使用的费用。因为系统的使用为水泥产线带来了实际的经济效益，相关收费具备一定基础。假设每年收费是智能改造节省成本的约 20%，则每年稳定收费约为 500 万元。以上两项收费合计，单条水泥产线年稳定收费可达 3000 万元。按照集团内约 370 条计算，假设全部产线均可以收费，则集团内的每年运维收费空间为 111 亿元。假设全国 1624 条产线均进行智能化改造后收费，则全国的每年的运维收费空间为 487 亿元。根据敏感性分析表，如果假设集团内改造比例达到 50%，集团外市占率达到 30%，公司水泥后市场每年稳定收费的业务体量可达 168 亿元。

图表 7: 公司水泥后期运维市场规模敏感性分析 (单位: 亿元)

		集团外市占率			
		20%	30%	40%	50%
集团内改造比例	40%	120	157	195	232
	50%	131	168	206	244
	60%	142	179	217	255
	70%	153	191	228	266
	80%	164	202	239	277
	90%	175	213	250	288
	100%	186	224	261	299

资料来源: 国盛证券研究所

4. 拟合并中材矿山, 采矿运维业务价值待发掘

中材矿山运营类业务价值突出。本次公司发行股份并购买资产方案中拟合并公司之一为中材矿山。该公司是国家级水泥矿山运维及施工领军企业, 其中水泥矿山运维服务业务预计为主要利润来源。矿山运维服务业务以矿山持续稳定的采矿生产为目标, 为业主持续稳定开采矿石, 这部分业务属于盈利稳定可持续, 且现金流良好的运营服务类业务, 可以享受较高估值。根据公司公告, 矿山运维服务定价方式灵活, 服务期限一般为 3~5 年, 部分合同长达 10 年以上, 合同价格一般根据人工、机械、材料价格的变化进行年度调整, 多数项目合同到期后通过重新招标程序, 基本仍能续签合同, 盈利持续性较好。在结算模式方面, 一般按照生产矿石数量按月计量支付, 因此现金流良好。

图表 8: 矿山运维服务现金流与盈利说明



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

中材矿山盈利能力与成长能力较强。根据公司公告, 中材矿山 2019 年生产矿石 2.89 亿余吨, 国内水泥供矿市场占有率约 13%, 连续多年保持了行业领先地位。中国建材矿山资源全国领先, 截至 2019 年底石灰石矿山储量 92.51 亿吨, 集团内业务为中材矿山持续发展提供了较大空间, 同时中材国际海外客户也为中材矿山带来潜在海外市场拓展机遇。中材矿山 2019 年收入 40.8 亿元, 同比增长 41%, 归母净利润 4 亿元, 同比增长 91%, 净利率达 10%, ROE 达到 24%, 呈现较强盈利增长能力。

图表 9: 中材矿山部分财务数据

	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
营业收入 (亿)	28.5	40.37	36.33
归母净利润 (亿)	2.03	4.01	3.26
毛利率	20.7%	21.5%	21.6%
净利率	7.1%	9.9%	9.0%
ROE	14.8%	23.9%	21.5%
资产负债率	36%	36%	48%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 投资建议

投资建议: 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 14.5/17.5/19.2 亿元, 分别同比增长-9.2%/21.0%/9.8%, 对应 EPS 分别为 0.83/1.01/1.11, PE 分别为 8.8/7.3/6.6 倍。当前股价对应 21 年股息率估算约 4.7%。公司以水泥智能制造为契机, 延申工业互联网平台, 后市场运维服务等新业务具备较大潜力, 维持“买入”评级。

6. 风险提示

风险提示: 全球疫苗效果不达预期、新业务推进不达预期、收购整合集团工程资产进度不达预期、国内水泥产能置换政策变化、测算与假设存在误差风险。

全球疫苗效果不达预期: 目前海外多个国家疫情仍非常严重。虽然多个国家宣布开始接种疫苗, 但疫苗接种的进度、实际控制效果、不良反应的程度、运输保存的障碍等均存在不确定性。疫苗对海外疫情的控制程度和速度可能低于预期, 因此公司业务的复苏程度也存在不确定性。

新业务推进不达预期: 公司智能制造、工业互联网平台等新业务目前处于推广早期, 实际推进情况和实现效果均存在较大不确定性。

收购整合集团工程资产进度不达预期: 由于目前公司收购整合集团资产进度仅处于预案阶段, 后续还需股东大会、监管部门批准, 如果得不到批准, 方案可能无法顺利完成。

国内水泥产能置换政策变化: 近两年国内置换项目大幅增加, 如果后续政策出现变化, 对置换项目审批收紧, 可能对公司国内水泥工程业务造成较大影响。

测算与假设存在误差风险: 本文市场规模等测算基于一定的假设条件, 存在假设与未来实际情况存在误差的风险。例如单线收费、市占率等指标可能与实际情况存在误差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com