

水泥工程龙头，迈入经营新阶段

——首次覆盖报告

核心观点

- **全球水泥工程龙头，注入优质资产协同发展可期。**公司专业从事新型干法水泥生产线的建设与改造，国内市占率约70%，并连续13年保持世界第一。公司拟收购北京凯盛/南京凯盛/中材矿山，巩固行业领先地位，完善产业链布局，拓展运维服务。若21年收购完成，中材矿山3家子公司/北京凯盛/南京凯盛承诺21-23年合计净利润为3.40/3.57/3.56亿元，较公司20年业绩增厚30.0%/31.5%/31.4%。3家标的公司整体业绩或增厚更多。公司加快业务结构调整，十四五期间节能环保/属地多元化业务占比有望快速提升。
- **碳中和推动水泥产业升级，智能制造业务前景可观。**公司旗下设计院/承包商历史悠久/实力雄厚，其水泥线智能化建设技术行业领先，承建的槐坎南方项目，估算较改造前可降低吨熟料成本约10元，同时可减少碳排放15.6万吨/年。碳中和/生产线智能化趋势下，公司为直接受益者。若按公司在集团内/外部改造市占率分别为70%/40%估算，公司水泥线智能改造空间约156亿，并有望在十四五期间逐步落地。后续公司有望切入生产线运维市场，若改造后的生产线全部由公司运营，估算公司生产线运维市场规模约77亿/年。
- **中材矿山竞争力强，中长期业绩可期。**中材矿山是国家级矿山施工领军企业，目前在手采矿服务项目约220个，其中集团外/内项目占比约60%/40%。矿山政策趋严背景下，中材矿山凭借丰富的矿山运维经验，在集团外市占率有望进一步提升。目前集团内仍有较多项目外包，随着合约逐步到期，或将陆续移交至中材矿山进行管理，为矿山运维业务稳健增长提供保障。中材矿山市场化程度较高，竞争力强，业绩存超预期可能。矿山运维业务合同周期长，盈利稳定可持续，且现金流较好，收购后有望提升公司经营质量/盈利能力。

财务预测与投资建议

- 我们预计公司21-23年EPS为0.93/1.07/1.22元，3年CAGR+23.1%。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业务前景可观。参考可比公司平均估值，我们认可给予公司2021年12XPE，对应目标价11.16元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：订单转化率/项目建设进度不及预期；资产减值/汇兑损益风险。

公司主要财务信息	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	24,374	22,492	26,387	30,125	33,733
同比增长(%)	13.4%	-7.7%	17.3%	14.2%	12.0%
营业利润(百万元)	1,754	1,301	1,932	2,235	2,540
同比增长(%)	3.3%	-25.9%	48.5%	15.7%	13.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,592	1,133	1,620	1,867	2,115
同比增长(%)	16.4%	-28.8%	42.9%	15.2%	13.3%
每股收益(元)	0.92	0.65	0.93	1.07	1.22
毛利率(%)	16.8%	16.0%	16.6%	16.6%	16.7%
净利率(%)	6.5%	5.0%	6.1%	6.2%	6.3%
净资产收益率(%)	16.9%	10.8%	14.3%	15.0%	15.5%
市盈率	9.7	13.6	9.5	8.3	7.3
市净率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2021年06月29日)	8.9元
目标价格	11.16元
52周最高价/最低价	10.68/5.14元
总股本/流通A股(万股)	173,765/173,765
A股市值(百万元)	15,465
国家/地区	中国
行业	建筑工程
报告发布日期	2021年06月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.66	-2.26	-8.26	73.18
相对表现	-4.08	-1.81	-10.57	53.87
沪深300	2.42	-0.45	2.31	19.31



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥
021-63325888*6074
huangji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520030001

证券分析师 江剑
021-63325888*7275
jiangjian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520090001

联系人 聂磊
021-63325888*7504
nielei@orientsec.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。

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声明。

目 录

一、全球水泥工程服务龙头，资产重组助力协同发展	5
1.1 水泥工程龙头，加快业务结构调整	5
1.2 国企改革注入优质资产，协同发展增长可期	8
二、碳中和推动产业升级，智能制造加快推进	9
2.1 碳中和推动水泥生产线升级改造	9
2.2 碳中和直接受益者，智能制造加快推进	12
三、背靠中建材，矿山运维加快成长	13
3.1 砂石骨料行业平稳增长，集中度提升	13
3.2 矿山业务成长性好，提升盈利能力	15
盈利预测与投资建议	17
盈利预测	17
投资建议	19
风险提示	20

图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	5
图 2: 2020 年末公司股权结构.....	6
图 3: 2001-2020 年公司主营业务收入 (亿)	6
图 4: 2001-2020 年公司归母净利润 (亿)	6
图 5: 2014-2020 年公司新签订单 (亿)	7
图 6: 2014-2020 年公司境内/境外新签订单占比 (%)	7
图 7: 2016-2020 年公司收入结构 (%)	7
图 8: 2005-2018 年建筑建材全过程碳排放总量 (亿吨)	9
图 9: 2018 年建筑全过程碳排放结构 (亿吨)	9
图 10: 水泥生产全周期过程中的能耗和排放细分 (%)	10
图 11: 公司智能化水泥工厂整体架构 (槐坎南方项目)	11
图 12: 2021 年中国水泥熟料产能规模十强 (万吨/年)	12
图 13: 2020 年各公司熟料线吨修理费 (元/吨)	13
图 14: 砂石骨料行业产业链示意图	14
图 15: 2009-2019 年我国砂石骨料消费量 (亿吨)	14
图 16: 2013-2019 年全国在册砂石骨料矿山数量 (万座)	14
图 17: 全国现行矿山统计 (%)	14
图 18: 2018-2020 年中材矿山收入结构 (亿)	16
图 19: 2018-2020 年中材矿山采矿量 (亿吨)	16
图 20: 2018-2020 年中材矿山毛利率/净利率 (%)	16
图 21: 18-20 年中材矿山净利润/经营性现金流净额 (亿)	16
图 22: 2017-2020 年中国建材骨料销量 (万吨)	17
图 23: 2017-2020 年中国建材骨料收入 (亿)	17
表 1: 公司拟收购标的基本情况.....	8
表 2: 北京凯盛/南京凯盛/中材矿山 3 家子公司业绩承诺情况 (亿)	9
表 3: 建材行业智能制造相关政策	10
表 4: 公司水泥智能线改造市场规模敏感性分析 (亿元)	12
表 5: 绿色矿山政策.....	14
表 6: 2020 年各公司矿山储量 (亿吨)	17
表 7: 公司工程建设业务收入预测 (百万)	17
表 8: 公司装备制造收入预测 (百万)	18
表 9: 可比公司估值表 (截至 2021 年 6 月 29 日)	19

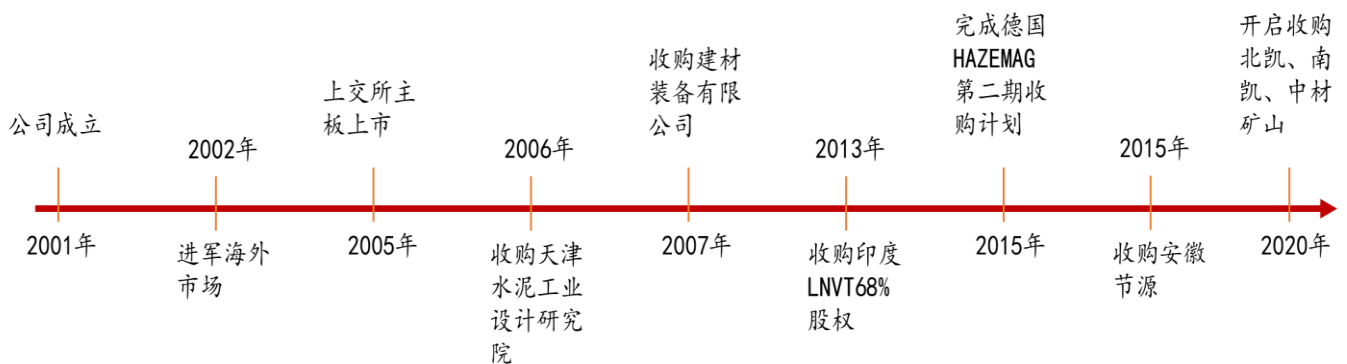
表 10：公司 2021 年收入增速敏感性分析	20
表 11：公司 2021 年业绩增速敏感性分析	20

一、全球水泥工程服务龙头，资产重组助力协同发展

1.1 水泥工程龙头，加快业务结构调整

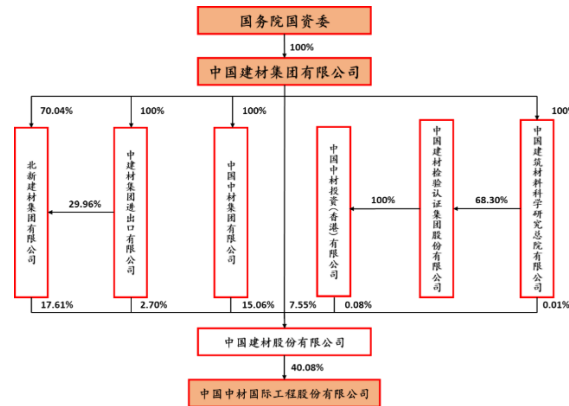
公司是全球水泥工程建设的龙头企业。公司是全球最大的水泥技术装备工程系统集中服务商，也是全球唯一一家具有完整水泥工程产业链的公司，为业主提供从水泥生产线的研发、设计、装备制造、生产建设、调试和运维的一站式系统集成服务。公司于 2001 年成立，2002 年进军海外市场，2006 年收购天津水泥工业设计研究院，2007 年收购建材装备有限公司，整合完成后公司主业水泥技术装备及工程业务国际市场占有率首次成为世界第一，并保持至今。根据公司年报，目前国内所有水泥生产线中，由公司承建或提供单项服务的比例接近 70%；在国际市场中，截至 2020 年底，公司累计在全球 75 个国家和地区承接了 251 条生产线、75 个粉磨站，并连续 13 年保持世界第一。

图 1：公司历史沿革



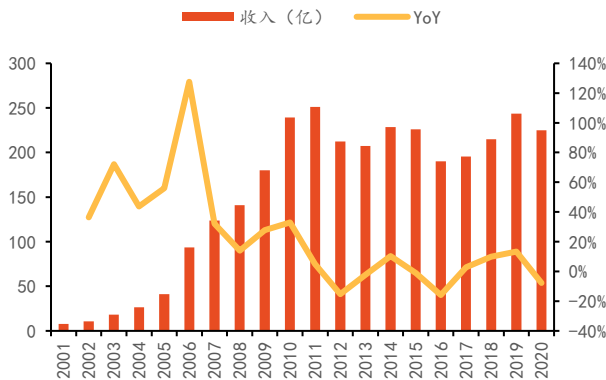
数据来源：公司公告，东方证券研究所

背靠中建材，实现产业协同。截至 2020 年末，中国建材股份是公司第一大股东，持股比例 40.08%，而公司的实际控制人为国务院国资委。公司背靠中建材，有望实现产业协同，一方面，在碳中和以及熟料生产线智能化的趋势下，公司有望承接中建材水泥熟料生产线智能化升级改造任务；另一方面，公司公告拟收购中材矿山，若收购完成，在矿山绿色化运营的趋势下，公司有望扩大中建材矿山运维管理数量。

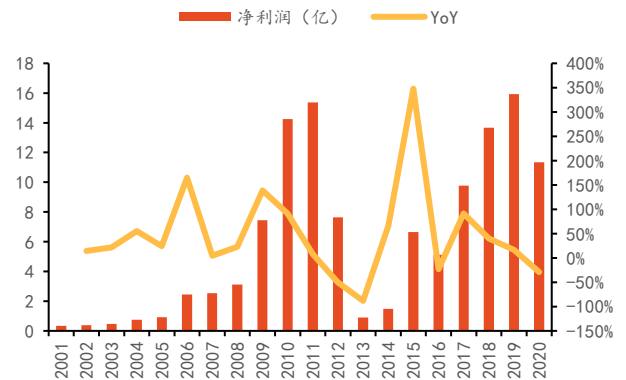
图 2：2020 年末公司股权结构


数据来源：公司年报，东方证券研究所

近年来收入稳健增长，积极进行多元化转型。2011 年之前，公司受益于国内外水泥产能的快速扩张，收入/净利润呈现快速增长态势，2001-2011 年公司收入/归母净利润 CAGR+41.5%/46.3%。2012-2016 年，受国内外水泥产能增速放缓影响，公司收入增速放缓，另外受钢贸案和海外并购产生的减值影响，业绩增速进入深度调整期。2017-2020 年，公司基本摆脱钢贸案影响，且积极进行多元化转型，切入环保领域，在此期间收入整体保持稳健增长。截至 2020 年末，公司实现收入/业绩 224.9/11.3 亿，YoY-7.7%/-28.8%，主要由于受疫情影响，海外业务下滑较多，根据公司年报，20 年公司国外/国内收入分别为 119.9/103.4 亿，YoY-25.8%/+32.8%。

图 3：2001-2020 年公司主营业务收入（亿）


数据来源：Wind，东方证券研究所

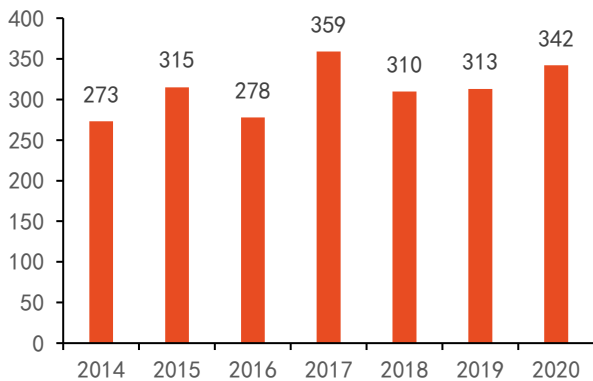
图 4：2001-2020 年公司归母净利润（亿）


数据来源：Wind，东方证券研究所

订单稳健增长，结构有所优化。在 2020 年疫情下，公司新签合同 342 亿元，YoY+9%，为未来经营业绩提供了保障。从订单结构来看，近几年新签订单中，境内订单占比有所提升，截至 20 年末，公司境内新签订单占比为 39%。对于国内市场，在“碳达峰、碳中和”政策背景下，水泥行业向“高端化、绿色化、智能化”方向转型势在必行，预计未来 2-3 年围绕提质增效、绿色智能的减量

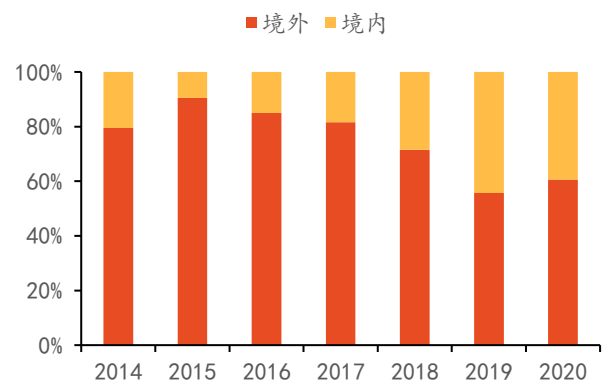
置换、技术改造等需求持续释放，国内订单规模有望增长。随着新冠疫苗大规模的接种，我们认为海外疫情对公司海外业务的冲击将逐步减弱，海外订单规模有望保持稳健增长。

图 5：2014-2020 年公司新签订单（亿）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

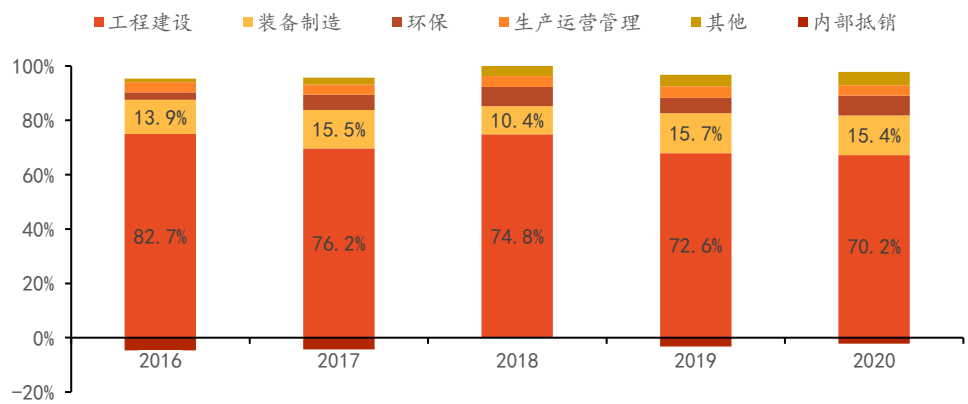
图 6：2014-2020 年公司境内/境外新签订单占比（%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

十四五期间业务结构调整加快，节能环保/属地多元化业务占比有望快速提升。目前公司主营业务分为工程建设/装备制造/环保/生产运营管理四大板块，根据公司年报，2020 年末四大板块收入占比分别为 70.2%/15.4%/7.6%/4.0%。预计十四五期间公司结构调整加快，根据公司年报，节能环保是公司战略性的新兴业务，主要包括固废危废处置、生态环境工程、工业节能服务等，有望在 5 年内成为推动公司再上新台阶的重要动力和可持续发展的“第二跑道”。根据公司年报，“十四五”期间公司将进一步加大国际化发展力度，一方面充分利用公司积累的国际化资源和国际化经营优势，紧密围绕属地化市场需求，拓展多元化工程业务；另一方面积极发展属地化轻制造业投资、海外园区建设等，提升属地品牌影响力，力争在全球形成 5 个以上“亿元级”利润平台。

图 7：2016-2020 年公司收入结构（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

1.2 国企改革注入优质资产，协同发展增长可期

拟整合集团内优质资产，增强协同效应，巩固行业领先地位。公司公告拟收购南京凯盛/北京凯盛/中材矿山 98%/100%/100%股权。拟收购的标的公司均为中国建材集团所控股企业且主营业务均为水泥工程、矿山工程和采矿服务等围绕水泥行业开展的工程技术服务，与公司主营业务存在一定重合。根据公司公告，20 年三家标的公司合计营收/净利润 81.57/5.73 亿。本次交易可整合优质资源巩固公司水泥工程行业领先地位，充分发挥公司与标的公司之间的协同效应，有效解决与标的公司之间的同业竞争问题。

表 1：公司拟收购标的基本情况

标的	方式	出资价格 (亿元)	收购比例	20 年营业收入 (亿元)	20 年净利润 (亿元)	20 年净利率
北京凯盛	收购	5.1	100.00%	10.59	-0.36	-3.40%
南京凯盛	收购	9.89	98.00%	19.39	1.82	9.39%
中材矿山	收购	21.77	100.00%	51.59	4.27	8.28%
合计		36.76		81.57	5.73	7.02%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

拟收购北京凯盛/南京凯盛，消除/避免同业竞争，提升市场份额。北京凯盛是中国建材集团工程拓展海外市场的“主力军”，拥有海外水泥工程承包的丰富经验，在东欧、中亚和北非市场地位领先，客户资源与公司形成互补，并且在节能技术改造、特种水泥、混凝土预制住宅产业化、危险固体废物处理等水泥工程创新领域进行了技术布局。南京凯盛则在国内水泥工程承包市场占据较高份额，在水泥厂智能化转型和水泥装备创新设计方面拥有行业领先的技术积累。

拟收购中材矿山，巩固公司核心产业链，拓展运维服务业务。中材矿山是国家级矿山施工领军企业，承建了国内较多水泥集团及部分国外水泥企业的矿山工程施工、采矿服务和机电设备安装项目，多年来保持行业领先地位，根据公司公告，2020 年中材矿山水泥矿石采矿量达 3.32 亿吨，收入达 51.6 亿。公司拟收购中材矿山，拓展运维服务业务，根据公司公告，2020 年中材矿山的采矿运维服务业务占比约 75%。根据《水泥工匠》，目前中材矿山在手采矿服务项目约 220 个（集团外项目占比约 60%），有望持续增长。

若本次交易于 21 年完成，增厚业绩体量可观，中材矿山 3 家子公司/北京凯盛/南京凯盛承诺 21-23 年合计净利润为 3.40/3.57/3.56 亿元，较公司 20 年业绩增厚 30.0%/31.5%/31.4%。拟收购的 3 家标的公司中，北京凯盛/南京凯盛公布了未来 3 年业绩承诺，中材矿山公布了全资子公司中材西安，以及南京矿山母公司及重庆参天（南京矿山为中材矿山全资子公司，南京矿山控股重庆参天 51%股权）业绩承诺。根据公告，若本次交易于 2021 年实施完毕，则 2021-2023 年 5 家公司合计业绩承诺分别不低于 3.40/3.57/3.56 亿，约占公司 20 年归母净利润的 30.0%/31.5%/31.4%；若本次交易于 2022 年实施完毕，则 2022-2024 年 5 家公司合计业绩承诺分别不低于 3.57/3.56/3.46 亿，约占公司 20 年业绩的 31.5%/31.4%/30.5%。

表 2：北京凯盛/南京凯盛/中材矿山 3 家子公司业绩承诺情况（亿）

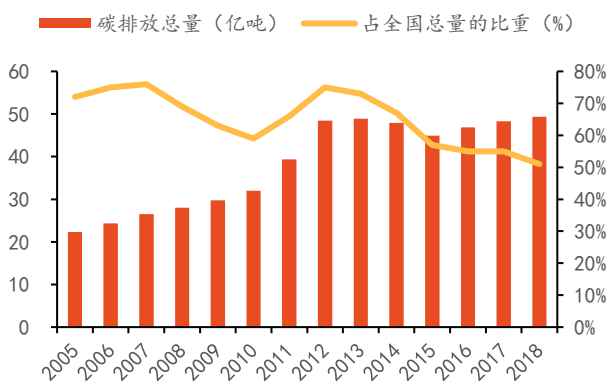
	标的公司业绩承诺净利润(21 年交易实施完毕; 亿)			标的公司业绩承诺净利润(22 年交易实施完毕; 亿)		
	2021E	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
北京凯盛	0.52	0.6	0.67	0.6	0.67	0.77
南京凯盛	1.47	1.55	1.36	1.55	1.36	1.18
中材西安	0.53	0.5	0.5	0.5	0.5	0.45
南京矿山母公司	0.87	0.93	1.02	0.93	1.02	1.06
重庆参天						
合计	3.40	3.57	3.56	3.57	3.56	3.46

数据来源：公司公告，东方证券研究所

二、碳中和推动产业升级，智能制造加快推进

2.1 碳中和推动水泥生产线升级改造

水泥碳排放量占全国约 13.5%，是建筑建材行业实现碳达峰的关键。根据《中国建筑能耗研究报告 2020》数据，2018 年全国建筑全过程碳排放总量 49.3 亿吨，占全国碳排放 51.3%。其中建材生产阶段碳排放 27.2 亿吨，钢铁/水泥/铝材及其他在生产阶段碳排放分别为 13.08/11.17/2.95 亿吨，分别占全国碳排放比例为 13.6%/11.6%/3.1%。据中国水泥网数据，2020 年我国水泥产量 23.8 亿吨，占全球水泥产量 50%以上，水泥行业 CO₂ 排放约占全国 CO₂ 排放的 13.5%。因此水泥工业是建材生产阶段碳排放的重要组成部分，是建筑建材行业实现碳达峰的关键。

图 8：2005-2018 年建筑建材全过程碳排放总量（亿吨）


数据来源：《中国建筑能耗研究报告（2020）》，东方证券研究所

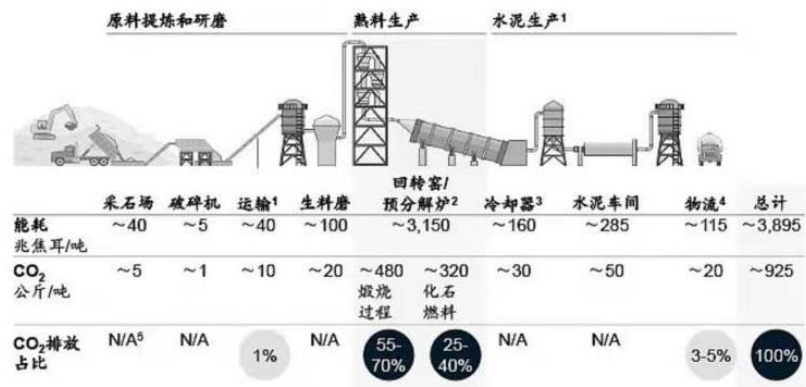
图 9：2018 年建筑全过程碳排放结构（亿吨）


数据来源：《中国建筑能耗研究报告（2020）》，东方证券研究所

改造生产线提高能效是重要的减排途径。根据中国水泥协会数据，目前我国生产 1 吨熟料约排放 0.85-0.90 吨二氧化碳。在熟料生产过程中，原料石灰石经高温煅烧分解生成氧化钙及大量二氧化碳，最终生成熟料，在此过程中煤炭作为主要燃料，燃烧产生大量二氧化碳。根据麦肯锡报告，水

泥生产过程中石灰石煅烧产生生石灰的过程排放的二氧化碳，约占全生产过程碳排放总量的 55%-70%；高温煅烧过程中的燃料燃烧产生的二氧化碳约占全生产过程碳排放总量的 25%-40%。目前，由于难以找到非碳酸盐原料替代传统石灰石，煤炭作为传统燃料价格较低，短时间内也难以被替代，因此研发新型水泥生产技术、改造生产线以提高能效成为水泥行业碳减排的重要措施。

图 10：水泥生产全周期过程中的能耗和排放细分（%）



数据来源：《麦肯锡化工咨询业务报告》，东方证券研究所

水泥生产线智能化改造为行业发展方向。智能化水泥工厂优势明显，根据《智能化水泥工厂实施方案简介》，智能化水泥工厂的建设可大幅改善劳动条件，减少生产线人工干预，提高产品质量，降低产品能耗，提升管理效能，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。此外，政策方面也积极推动水泥生产线智能化改造，根据 2020 年 9 月工业和信息化部发布的《建材工业智能制造数字转型行动计划(2021-2023 年)》，到 2023 年，建材工业信息化基础智能能力显著增强，智能制造关键共性技术取得明显突破，重点领域示范引领和推广应用取得较好成效。

表 3：建材行业智能制造相关政策

时间	相关政策文件	发布部门	主要内容
2020 年 9 月	《建材工业智能制造数字转型行动计划(2021-2023 年)》	工业和信息化部	到 2023 年，建材工业信息化基础支撑能力显著增强，智能制造关键共性技术取得明显突破，重点领域示范引领和推广应用取得较好成效，全行业数字化、网络化、智能化水平大幅提升，经营成本、生产效率、服务水平持续改进，推动建材工业全产业链高级化、现代化、安全化。
2021 年 3 月	十四五规划和 2035 年远景目标纪要	国家发改委	深入实施智能制造和绿色制造工程，发展服务型制造新模式，推动制造高端化智能化绿色化，改造提升传统行业，推动建材等原材料产业布局优化和结构调整。
2021 年 3 月	工信部 2021 年工作要点	工业和信息化部	做好建材等行业智能制造技术装备和应用标准制定；开展建材等行业低碳与碳排放、节能和能效提升、节水和水效提升、资源综合利用等标准研制。

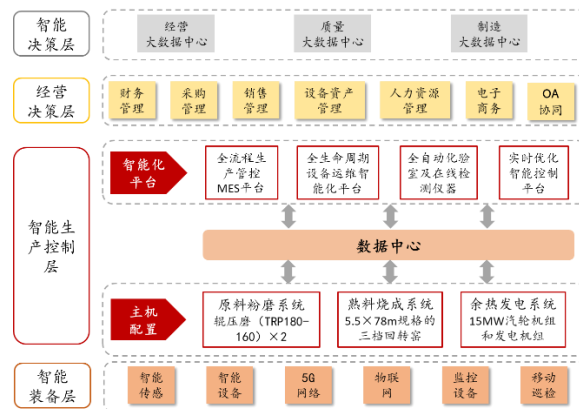
2021年4月	2021年中国大型水泥企业领导人圆桌会议共识意见书	中国水泥协会	要积极推进行业供应链、智慧质量管理建设；积极推进信息化数字化、5G 互联网+、智能化、碳捕集利用等先进技术的应用。
2021年4月	《“十四五”智能制造发展规划》(征求意见稿)	工业和信息化部	大力发展智能制造装备，新型干法水泥全流程智能化生产线作为专用智能制造装备，列入“智能制造装备创新发展行动”栏目。
2021年5月	关于提升水泥产品质量规范水泥市场秩序的意见	工信部等	2025年底前，企业产能利用率基本回到合理区间，产业智能化、绿色化明显提升，质量水平和高性能产品供给能力显著增强。

数据来源：政府官网，东方证券研究所

公司旗下成员单位历史悠久，在水泥产线设计/建设方面实力雄厚/经验丰富。公司旗下的天津院、中材国际（南京）、成都院等是行业内成立最早、实力雄厚、声誉卓著的国家甲级设计研究院，在 70 余个国家和地区完成了 200 余条水泥生产线工程设计，具有 12000t/d 以上规模生产线设计能力。其中天津水泥院成立于 1953 年，是大型国家骨干工业设计院之一，如今已发展成为一家国际化工程公司。成都建材院成立于 1953 年，是以提供全产业链集成、整体解决方案服务的国际综合型工程公司。中材国际（南京）完成了世界各地水泥生产线总承包工程一百多个、设计工程一千多个，赢得了国内外业主的高度认可和赞誉。公司旗下中材建设（CBMI）也是一个有近 60 年生产历史，同时具有对外经营权、进出口权及国家工程总承包一级资质的工程服务总承包商。

公司水泥产线智能化技术行业领先。根据公司年报，公司设计建造的槐坎南方智能化水泥工厂，其生产数据自动采集率 100%，关键设备数控化率达到 96%以上，质量数据在线采集率达到 98%以上，生产线 65 人定岗，减员 50%，实现综合管理效率提升 50%以上，劳动生产率提高 200%；主机装备实现一键启停和智能控制，关键控制指标平稳率提高 43%以上；熟料标准煤耗小于 94kg/吨，熟料综合电耗小于 42 度/吨，每年可节省标准煤 3.99 万吨，节省工业用电 5390 万千瓦时，减少二氧化碳排放 15.6 万吨，实现水泥行业超低排放指标，并达到世界先进水平。根据中材邦业（槐坎南方智能生产线实施单位之一）官网，槐坎南方 7500t/d（即 232.5 万吨/年）熟料生产线相较改造前，每年可节约成本 2444 万元，估算吨熟料成本下降约 10 元（2444/232.5）。

图 11：公司智能化水泥工厂整体架构（槐坎南方项目）

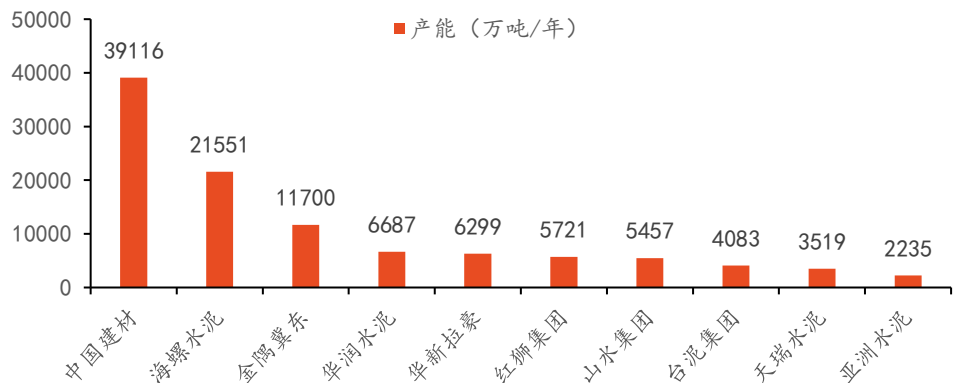


数据来源：公司公告，《智能化水泥工厂实施方案简介》，东方证券研究所

2.2 碳中和直接受益者，智能制造加快推进

中建材集团丰富的产线资源为公司水泥线智能化改造提供保障。据水泥协会数据显示，截至 2020 年年末，中国建材水泥熟料产能 3.9 亿吨/年，排名全球第一。根据水泥大数据研究院统计，2020 年年末全国共有 1685 条新型干法熟料生产线，实际产能合计约 18.27 亿吨/年，估算中建材集团约 3.9 亿吨/年，中建材集团外水泥生产线约 14.37 亿吨/年。为推动建材行业早日实现碳达峰、碳中和，中建材集团规划十四五期间完成大部分水泥生产线的升级改造。而公司作为集团重要的水泥设备制造企业，有望承建集团内绝大部分水泥产线智能改造项目。

图 12：2021 年中国水泥熟料产能规模十强（万吨/年）



数据来源：中国水泥协会，东方证券研究所

公司水泥智能线改造空间约 156 亿。根据槐坎南方项目情况，改造后每年可节约成本 2444 万元，回收期 1.5-2 年，可估算槐坎南方项目（7500t/d）改造支出约 4300 万元，大致测算熟料生产线单吨改造支出约 18.5（4300/232.5）元。若集团内/集团外 3.9/14.27 亿吨生产线全部符合改造条件，集团内部/外部生产线改造空间分别约为 72/264 亿元。我们将集团内/集团外公司改造比例作为两个参数，做敏感性分析。考虑到公司是集团内唯一一家以水泥 EPC 为主业的公司，科研技术能力较强，国内市占率达 70%，同时考虑到集团内生产线不会全部进行改造，中性假设集团内公司改造比例约 70%；考虑到集团外部分大型企业会自己进行相关改造，中性假设集团外公司改造比例约 40%，可估算公司水泥智能线改造空间约 156 亿元。

表 4：公司水泥智能线改造市场规模敏感性分析（亿元）

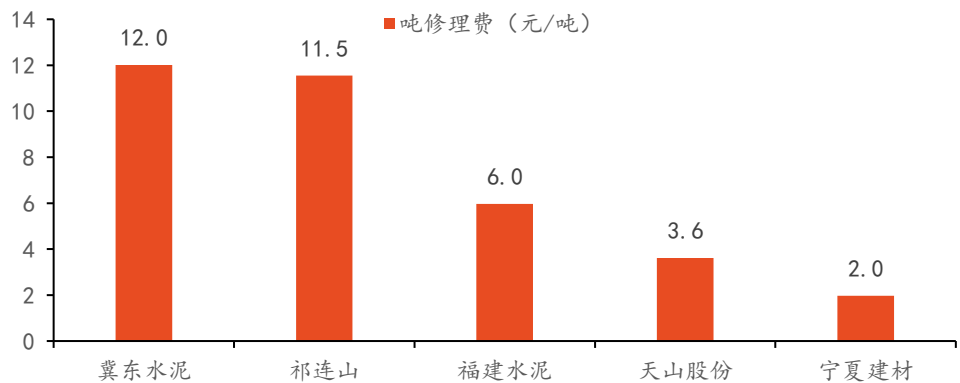
		集团外生产线改造比例				
		20%	30%	40%	50%	60%
集团	40%	82	108	134	161	187
内生	50%	89	115	142	168	194
产线	60%	96	122	149	175	202
改造	70%	103	130	156	182	209
比例	80%	110	137	163	190	216

90% | 118 144 170 197 223

数据来源：中材邦业官网，东方证券研究所

公司后续可通过智能化改造切入熟料生产线运维市场。运维服务可带来稳定的收益，主要分为生产线维护修理费用以及智能系统使用/更新/维护费。参考 20 年冀东水泥/祁连山/福建水泥/天山股份/宁夏建材熟料生产线吨修理费用 12.0/11.5/6.0/3.6/2.0 元，可估算熟料生产线平均吨修理费约 7.0 元。对于智能系统使用/更新/维护费，以槐坎南方项目每年可节约成本 2444 万元为例，同时假设按智能化改造后每年可节约成本的 20% 收费，可估算熟料生产线单吨智能系统使用/更新/维护费约 2.1 (2444*20%/232.5) 元。可大致测算单条 5000t/d (即 155 万吨/年) 熟料生产线每年运维收入可达 1411 (155*(7+2.1)) 万元。若按公司集团内部/集团外部智能线改造市占率 70%/40%，且改造后的智能生产线全部由公司运营，可估算公司熟料生产线运维市场规模约 77 ((3.9*70%+14.27*40%)*(7+2.1)) 亿/年。

图 13：2020 年各公司熟料线吨修理费（元/吨）



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

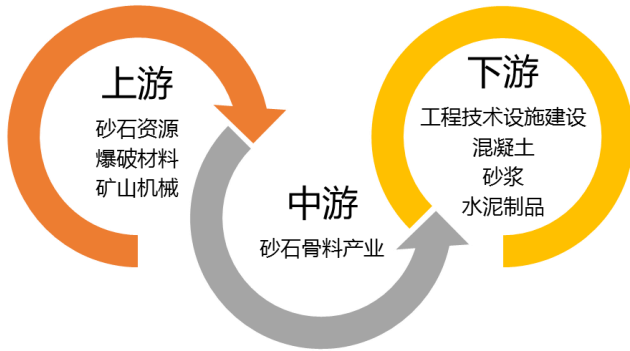
注：吨修理费按熟料产能规模进行测算；由于部分公司未单独披露修理费，因此测算结果可能和实际值不一致

三、背靠中建材，矿山运维加快成长

3.1 砂石骨料行业平稳增长，集中度提升

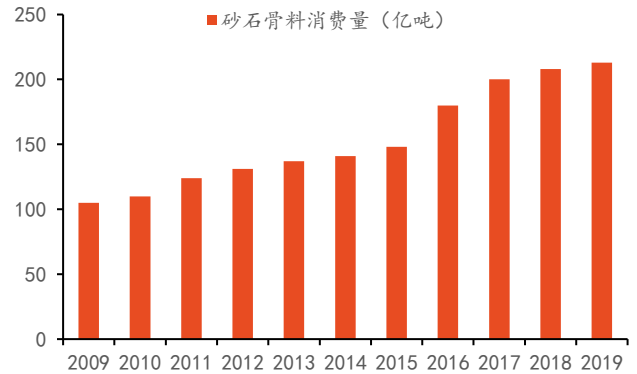
国内砂石骨料平稳增长，市场空间超万亿。砂石骨料是水利工程中混凝土和堆砌石等构筑物的主要建筑材料，其中约 70%-80% 用于混凝土，约 20-30% 用于路面。根据中国砂石协会，2019 年中国砂石骨料消费量达到 213 亿吨，YoY+2.4%。骨料价格在不同地区差异较大，售价在 30-100 元不等，若保守按照 50 元/吨计算，2019 年中国砂石骨料市场空间达到 10650 亿元。据中国砂石协会预测，2020-2030 年间我国的砂石骨料年需求量将达到 250 亿吨的高位后平稳运行，目前产值已经超过万亿。

图 14：砂石骨料行业产业链示意图



数据来源：砂石骨料网，东方证券研究所

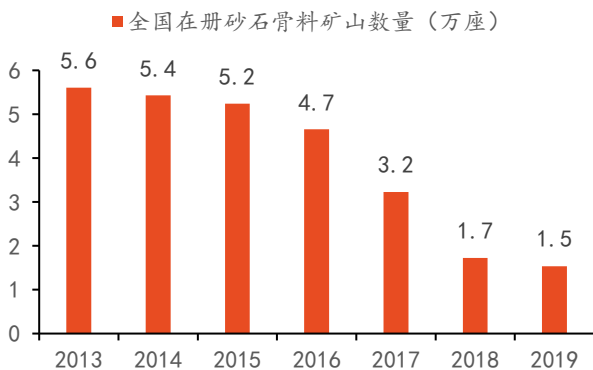
图 15：2009-2019 年我国砂石骨料消费量（亿吨）



数据来源：中国砂石协会，东方证券研究所

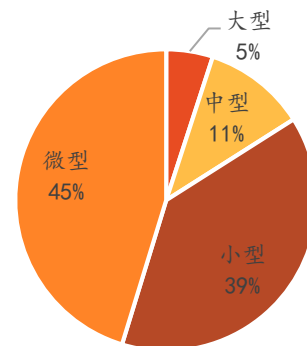
矿山政策趋严，加速小产能退出，矿山资源集中度提升。2017 年 5 月，国土资源部等 6 部委联合印发《关于加快建设绿色矿山的实施意见》，明确新建矿山全部达到绿色矿山建设要求，生产矿山加快改造升级，随后各地相继出台了绿色矿山相关文件。根据砂石骨料网，目前国内小微型矿山较多，数量占比达到 84%。小微型矿山常面临着开采权不规范、开采不合理以及环境污染问题，而随着矿山政策的趋严，小微型矿山不断退出，根据中国砂石协会，2019 年底全国在册砂石矿山 15370 座，YoY-10.9%。

图 16：2013-2019 年全国在册砂石骨料矿山数量（万座）



数据来源：砂石骨料网，东方证券研究所

图 17：全国现行矿山统计（%）



数据来源：砂石骨料网，东方证券研究所

表 5：绿色矿山政策

时间	部门	文件	具体内容
2017.5	国土资源部等 6 部委	《关于加快建设绿色矿山的实施意见》	新建矿山全部达到绿色矿山建设要求，建设 50 个以上绿色矿业发展示范区，生产矿山加快改造升级
2018.2	河南省国土资源厅、环保	《关于进一步加强露天矿山开发与综合整治工作的通知》	严格控制建材类露天矿山总量，严格规模和安全准入，限制小型矿山开发

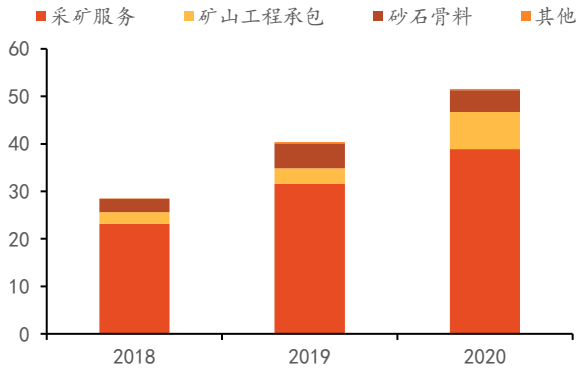
	厅、安监局		
2018.5	山东省国土资源厅	《山东省矿山地质环境保护与治理规划（2018-2025年）》	全面推行绿色矿业政策，到2020年生产矿山治理率达到60%
2018.7	广西国土资源厅	《关于加强广西矿山地质恢复治理通知》	严格采矿权控制，不得超指标设置采矿权，到2020年完成所有存在地质问题的采石场整治
2018.8	贵州省国土资源厅、发改委	《贵州全面推进绿色矿山建设的实施意见》	对新设采矿权、技改扩能矿山执行绿色矿山标准建设，2020年底完成800个以上绿色矿山建设
2018.9	河南省国土资源厅	《河南省露天矿山综合整治三年行动计划（2018—2020年）实施方案》	到2020年底露天矿山全面达到绿色矿山建设标准
2018.10	自然资源部	《非金属矿行业绿色矿山建设规范》	对矿区环境及绿化、开发方式和资源利用提出规范
2019.6	湖北省自然资源厅	《关于加快推进全省绿色矿山建设的通知》	建立绿色矿山遴选长效工作机制，新建矿山未履行采矿权出让合同中绿色矿山建设任务的，追究相关违约责任
2020.4	湖南省自然资源厅	《湖南省绿色矿山建设三年行动方案（2020—2022年）》	到2022年，全省生产矿山全部达到湖南省绿色矿山标准，并推荐一批省级示范矿山入选国家级绿色矿山。

数据来源：政府官网，东方证券研究所

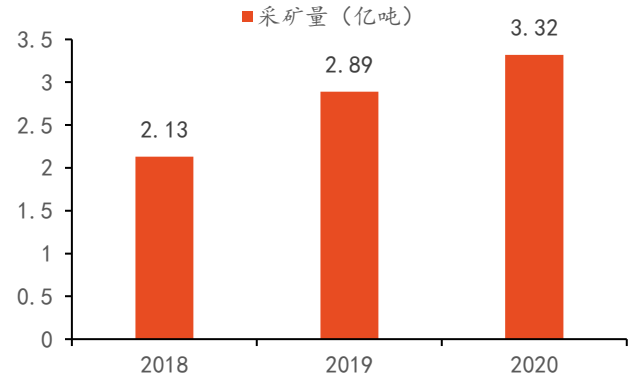
绿色矿山趋势下，拟收购标的中材矿山市占率有望提升。公司拟收购标的中材矿山在绿色矿山运营上经验丰富，根据数字水泥网，截至2020年底，中材矿山在建189个采矿服务项目，其中43座被评为国家级绿色矿山，28座被评为省级绿色矿山，共计71座绿色矿山。2020年全国共有301座矿山纳入国家级绿色矿山名单，其中水泥矿山69座，中材矿山运营的项目有17座，占全国5.6%，占水泥矿山的24.6%。中材矿山运营的项目大多是当地标杆矿山，其中滁州中联矿山评分984分，在安徽省及水泥行业排名第一。同时，中材矿山注重高质量发展，数字化矿山已在7个项目建成。在绿色矿山趋势下，中材矿山凭借自身优势及矿山运营经验，有望承接更多的矿山运营项目，市占率有望进一步提升。

3.2 矿山业务成长性好，提升盈利能力

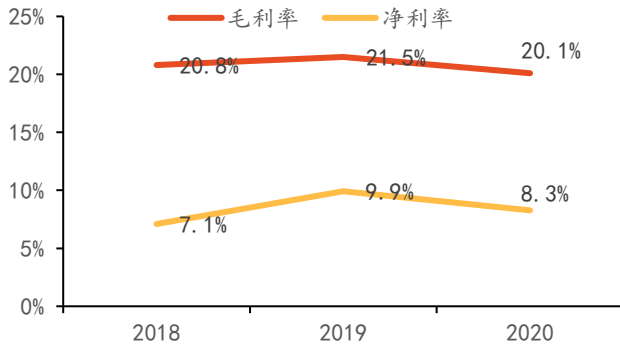
矿山服务盈利稳定现金流好，拟收购标的中材矿山采矿量有望持续增长。公司拟收购标的中材矿山以采矿服务为主要收入来源，根据公司公告，2020年中材矿山收入51.6亿，其中采矿服务收入38.9亿，占比达75.4%。根据公司公告，矿山业主一般按照生产矿石数量按月计量支付，年度进行总结算，矿山服务期限多为3-5年，部分合同长达10年以上。采矿服务盈利稳定可持续，根据公司公告，18-20年中材矿山毛利率基本稳定在20%-21.5%区间；且现金流较好，根据公司公告，19/20年中材矿山净利润4.0/4.3亿，经营性现金流净额为4.6/4.6亿。根据公司公告，近几年中材矿山采矿服务规模取得了较快增长，截至20年末，中材矿山采矿量3.32亿吨，YoY+15%，目前在手采矿服务项目约220个，有望继续保持增长势头。

图 18：2018-2020 年中材矿山收入结构（亿）


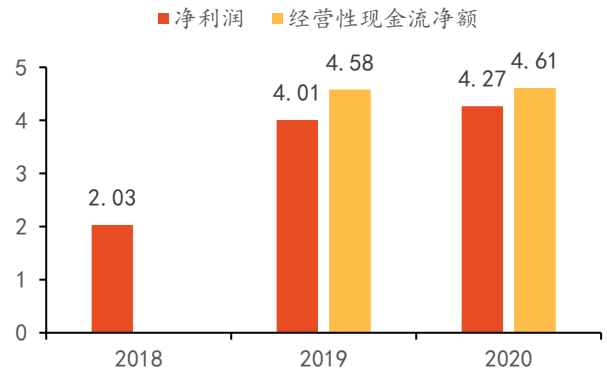
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 19：2018-2020 年中材矿山采矿量（亿吨）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 20：2018-2020 年中材矿山毛利率/净利率（%）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 21：18-20 年中材矿山净利润/经营性现金流净额（亿）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

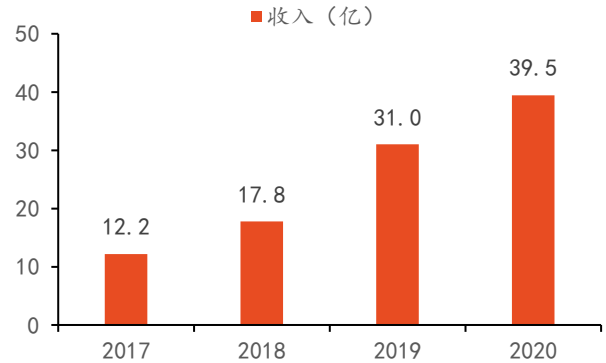
背靠中建材，助力矿山业务增长。公司母公司中建材集团矿山资源在业内前列，根据中国建材年报，2020 年中国建材石灰石矿山储量 92.5 亿吨，约占全国石灰石矿山总量的 6%；2020 年中国建材骨料销量 7890 万吨，YoY+50.6%，实现骨料收入 39.5 亿，YoY+27.3%。目前中建材内仍有较多矿山项目为外部企业承包，我们认为随着外包合约的逐步到期，矿山项目或将陆续移交至中材矿山进行管理。因此，预计在母公司的支持下，公司拟收购标的中材矿山的矿山承包和开采运营业务有望快速增长。

图 22: 2017-2020 年中国建材骨料销量 (万吨)



数据来源: 中国建材年报, 东方证券研究所

图 23: 2017-2020 年中国建材骨料收入 (亿)



数据来源: 中国建材年报, 东方证券研究所

表 6: 2020 年各公司矿山储量 (亿吨)

公司	矿山储量 (亿吨)	储量占全国比例 (%)	矿山开采权 (亿)
海螺水泥	120+	9%	79.1
中国建材	92.5	6%	177
华新水泥	24	1%	15.9

数据来源: 各公司公告, 东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

工程建设收入方面, 预计 21-23 年工程建设收入 187.1/213.2/236.1 亿, YoY+18.4%/13.9%/10.8%。预计 21-23 年新接水泥线建设订单 289.3/306.7/322.0 亿, YoY+7%/6%/5%, 主要考虑到随着全球疫情逐步控制, 且国内水泥熟料生产线减量置换带来的稳健的需求增长。预计 21-23 年智能线改造订单分别为 15.6/31.2/46.8 亿, 主要考虑到公司智能线改造空间约 156 亿, 并假设十四五期间每年的订单比例分别为 10%/20%/30%/20%/20%。可得 21-23 年公司工程建设新签订单分别为 304.9/337.9/368.8 亿, YoY+12.8%/10.8%/9.2%。考虑到工程订单执行周期约 2 年, 假设第 T 年公司预计执行订单量 = (T-2) 年新签订单*25% + (T-1) 年新签订单*50% + T 年新签订单*25%, 可得 21-23 年公司预计执行订单量 271.1/304.5/337.4 亿。预计 21-23 年订单转化率为 69%/70%/70%, 主要考虑到随着疫情逐步控制, 公司经营恢复正常, 订单转化率回到合理水平。

表 7: 公司工程建设业务收入预测 (百万)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
水泥线建设订单 (百万)	23328	23886	27037	28930	30666	32199
YoY				7%	6%	5%
智能线改造订单 (百万)				1560	3120	4680
工程建设新签订单 (百万)	23328	23886	27037	30490	33786	36879

YoY	-10.1%	2.4%	13.2%	12.8%	10.8%	9.2%
预计执行订单量 (百万)	24078	24122	24534	27112	30451	33735
订单转化率	66.8%	73.4%	64.4%	69.0%	70.0%	70.0%
工程建设收入 (百万)	16088	17698	15798	18708	21315	23614
YoY	8.0%	10.0%	-10.7%	18.4%	13.9%	10.8%

数据来源: Wind, 东方证券研究所

装备制造收入方面, 预计 21-23 年装备制造收入 38.6/43.0/47.8 亿, YoY+11.6%/11.3%/11.3%。预计 21-23 年新接订单 44.9/49.4/54.3 亿, YoY+10%/10%/10%, 主要考虑到装备制造订单保持相对稳健增长。预计 21-23 年订单转化率为 86%/87%/88%, 订单转化率逐渐提升, 主要考虑到随着疫情逐步控制, 公司经营恢复正常, 订单转化率回到合理水平。

表 8: 公司装备制造收入预测 (百万)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
装备制造新接订单 (百万)	3909	4300	4081	4489	4938	5432
YoY	5.3%	10.0%	-5.1%	10%	10%	10%
订单转化率	57%	89%	85%	86%	87%	88%
装备制造收入 (百万)	2233	3838	3459	3861	4296	4780
YoY	-26.3%	71.9%	-9.9%	11.6%	11.3%	11.3%

数据来源: Wind, 东方证券研究所

预计 21-23 年公司综合毛利率为 16.6%/16.6%/16.7%, 21 年毛利率有所提升, 主要考虑到 20 年疫情情况下, 公司产生较多窝工成本, 21 年经营逐步恢复, 毛利率有所回升。预计 21-23 年期间费用率 9.06%/8.98%/8.92%, 期间费用率略有下降, 主要考虑到公司加快业务结构调整, 现金流向好带来资产负债率有所下降, 导致财务费用率略有降低。

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
工程建设					
销售收入 (百万元)	17,698.3	15,797.5	18,707.6	21,315.4	23,614.4
增长率		-10.7%	18.4%	13.9%	10.8%
毛利率	15.0%	13.9%	14.7%	14.8%	14.9%
装备制造					
销售收入 (百万元)	3,838.1	3,459.1	3,861.0	4,296.4	4,780.4
增长率		-9.9%	11.6%	11.3%	11.3%
毛利率	18.4%	20.7%	21.3%	21.3%	21.3%
环保					
销售收入 (百万元)	1,473.8	1,702.7	2,043.2	2,451.9	2,942.3
增长率		15.5%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	15.4%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%

生产运营管理

销售收入（百万元）	1,095.4	897.7	1,077.2	1,292.7	1,551.2
增长率		-18.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	21.8%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
其他业务					
销售收入（百万元）	268.8	635.0	698.4	768.2	845.1
增长率		136.2%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	103.6%	41.1%	41.1%	41.1%	41.1%
合计	24,374.4	22,492.0	26,387.4	30,124.6	33,733.4
增长率		-7.7%	17.3%	14.2%	12.0%
综合毛利率	16.8%	16.0%	16.6%	16.6%	16.7%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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出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。

可比公司 21 年平均 PE 为 12X。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/中国核建/中国化学/中国中冶等 5 家公司作为可比公司，2021 年可比公司调整后平均 PE 为 12X。

表 9：可比公司估值表（截至 2021 年 6 月 29 日）

公司	代码	股价	市值	EPS				PE			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
中钢国际	000928	9.28	117	0.48	0.60	0.73	0.87	9.29	15.47	12.71	10.67
中工国际	002051	6.38	79	-0.07	0.49	0.70	0.97	-104.66	13.02	9.11	6.58
中国核建	601611	7.20	191	0.51	0.57	0.64	0.73	14.19	12.63	11.25	9.86
中国化学	601117	8.69	429	0.74	0.91	1.08	1.28	7.91	9.55	8.05	6.79
中国中冶	601618	2.97	574	0.38	0.43	0.49	0.56	7.20	6.91	6.06	5.30
调整后可比公司估值均值									11.73		

数据来源：Wind，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为 WIND 一致预期，最新价格为 2021 年 6 月 29 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

我们预计公司 21-23 年 EPS 为 0.93/1.07/1.22 元，3 年 CAGR+23.1%。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业务前景可观。我们认可给予公司 2021 年 12XPE，对应目标价 11.16 元，首次覆盖给予“增持”评级。

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。

表 10：公司 2021 年收入增速敏感性分析

		工程建设订单转化率（%）				
		65%	67%	69%	71%	73%
装备制造 订单转化 率（%）	82%	11.7%	14.1%	16.5%	18.9%	21.3%
	84%	12.1%	14.5%	16.9%	19.3%	21.7%
	86%	12.5%	14.9%	17.3%	19.7%	22.1%
	88%	12.9%	15.3%	17.7%	20.1%	22.5%
	90%	13.3%	15.7%	18.1%	20.5%	22.9%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 11：公司 2021 年业绩增速敏感性分析

		工程建设订单转化率（%）				
		65%	67%	69%	71%	73%
装备制造 订单转化 率（%）	82%	41.2%	41.6%	42.0%	42.3%	42.6%
	84%	41.7%	42.1%	42.4%	42.8%	43.0%
	86%	42.2%	42.6%	42.9%	43.3%	43.5%
	88%	42.7%	43.1%	43.4%	43.8%	44.0%
	90%	43.2%	43.6%	43.9%	44.2%	44.5%

数据来源：Wind，东方证券研究所

海外疫情导致项目建设进度不及预期。公司海外收入占比较高，若海外业务受疫情影响，导致建设进度放缓，则导致收入/归母净利润可能不及预期。

资产减值风险。截至 21Q1 末，公司应收账款/商誉分别为 36.2/7.9 亿，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，截至 2020 年末海外收入占比约 53%，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						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,105	7,268	8,026	8,804	9,490	营业收入	24,374	22,492	26,387	30,125	33,733
应收票据、账款及款项融资	4,922	4,645	5,014	5,422	5,735	营业成本	20,274	18,883	22,007	25,114	28,088
预付账款	4,510	5,345	6,280	7,200	8,096	营业税金及附加	68	76	89	102	114
存货	2,335	2,363	2,762	3,154	3,531	营业费用	519	377	442	505	565
其他	3,974	3,548	3,910	4,236	4,617	管理费用及研发费用	1,864	1,788	1,979	2,259	2,530
流动资产合计	21,846	23,170	25,992	28,817	31,468	财务费用	(93)	(29)	(31)	(59)	(85)
长期股权投资	190	376	380	390	400	资产、信用减值损失	29	278	54	62	79
固定资产	2,025	2,188	2,440	2,699	2,819	公允价值变动收益	2	9	12	14	16
在建工程	511	415	492	349	332	投资净收益	(22)	124	25	30	30
无形资产	692	668	631	594	557	其他	62	47	48	50	51
其他	7,643	7,396	7,678	8,091	8,519	营业利润	1,754	1,301	1,932	2,235	2,540
非流动资产合计	11,061	11,042	11,622	12,123	12,628	营业外收入	66	73	74	76	78
资产总计	32,907	34,212	37,613	40,940	44,096	营业外支出	17	14	16	18	20
短期借款	808	862	870	880	890	利润总额	1,804	1,360	1,990	2,293	2,598
应付票据及应付账款	6,973	7,148	7,912	8,531	8,988	所得税	211	241	353	407	461
其他	11,091	12,297	13,857	15,456	16,906	净利润	1,593	1,118	1,636	1,886	2,137
流动负债合计	18,873	20,307	22,639	24,867	26,784	少数股东损益	1	(15)	16	19	21
长期借款	2,536	1,901	1,801	1,701	1,601	归属于母公司净利润	1,592	1,133	1,620	1,867	2,115
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.92	0.65	0.93	1.07	1.22
其他	854	766	822	884	951						
非流动负债合计	3,390	2,667	2,623	2,585	2,551	主要财务比率					
负债合计	22,263	22,973	25,261	27,452	29,336		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	459	459	475	494	515	成长能力					
实收资本(或股本)	1,740	1,738	1,738	1,738	1,738	营业收入	13.4%	-7.7%	17.3%	14.2%	12.0%
资本公积	1,123	1,130	1,130	1,130	1,130	营业利润	3.3%	-25.9%	48.5%	15.7%	13.6%
留存收益	7,258	7,866	8,963	10,080	11,330	归属于母公司净利润	16.4%	-28.8%	42.9%	15.2%	13.3%
其他	64	46	46	46	46	获利能力					
股东权益合计	10,644	11,239	12,352	13,488	14,760	毛利率	16.8%	16.0%	16.6%	16.6%	16.7%
负债和股东权益总计	32,907	34,212	37,613	40,940	44,096	净利率	6.5%	5.0%	6.1%	6.2%	6.3%
						ROE	16.9%	10.8%	14.3%	15.0%	15.5%
						ROIC	10.4%	7.1%	10.2%	11.0%	11.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	67.7%	67.1%	67.2%	67.1%	66.5%
净利润	1,593	1,118	1,636	1,886	2,137	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	312	163	234	147	159	流动比率	1.16	1.14	1.15	1.16	1.17
财务费用	(93)	(29)	(31)	(59)	(85)	速动比率	1.03	1.02	1.02	1.03	1.04
投资损失	22	(124)	(25)	(30)	(30)	营运能力					
营运资金变动	(339)	753	219	139	(120)	应收账款周转率	5.1	4.8	6.0	6.4	6.6
其它	(1,245)	(132)	(289)	(303)	(299)	存货周转率	6.8	7.9	8.4	8.3	8.2
经营活动现金流	251	1,749	1,745	1,781	1,761	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
资本支出	(186)	(31)	(426)	(225)	(225)	每股指标(元)					
长期投资	6	(168)	(8)	(20)	(20)	每股收益	0.92	0.65	0.93	1.07	1.22
其他	427	341	15	4	18	每股经营现金流	0.14	1.01	1.00	1.02	1.01
投资活动现金流	246	142	(418)	(241)	(227)	每股净资产	5.86	6.20	6.84	7.48	8.20
债权融资	(774)	(627)	(85)	(79)	(79)	估值比率					
股权融资	120	6	0	0	0	市盈率	9.7	13.6	9.5	8.3	7.3
其他	317	420	(484)	(682)	(769)	市净率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
筹资活动现金流	(336)	(201)	(569)	(761)	(848)	EV/EBITDA	6.4	8.8	5.9	5.5	4.8
汇率变动影响	(4)	(206)	-0	-0	-0	EV/EBIT	7.6	10.0	6.7	5.8	5.2
现金净增加额	157	1,484	757	779	686						

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

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