

2022 年 09 月 14 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

全球水泥 EPC 业务龙头，运维+装备制造业务新增亮点

—中材国际（600970.SH）公司动态研究报告 买入（首次） 投资要点

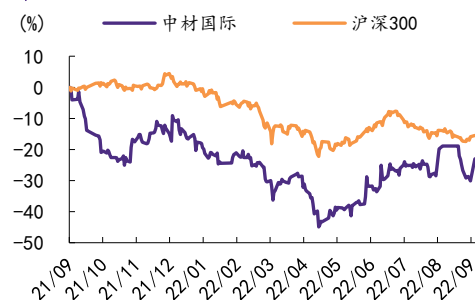
分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn

基本数据

2022-09-13

当前股价（元）	9.96
总市值（亿元）	226
总股本（百万股）	2266
流通股本（百万股）	1743
52 周价格范围（元）	7.42-13.42
日均成交额（百万元）	183.3

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 水泥 EPC 核心业务稳定增长

公司为世界水泥 EPC 龙头，全球市占率连续十四年保持第一。公司发展经过三个阶段：2002-2011 年布局国际市场业绩高速增长；2012-2016 年海外业务遭遇天花板，受累行业外部环境恶化资产减值损失拖累公司业绩；2016 年起公司发展进入第三阶段，开展多元化业务带动业绩重回正轨。国内市场受益于水泥生产线绿色、智能化改造，进入上行周期，2016 年至 2021 年国内营业收入占比从 15%提升至 63%。2017-2022H1，公司新签工程订单金额分别为 259、233、239、270、375 和 120 亿元（包括三家重组企业），近三年增长 3%/13%/39%。

新线建设+产能置换+老线升级改造+数字智能，公司水泥 EPC 主业长期保持稳定。新线建设/产能置换需求持续受益于“一带一路”和发展中国家基建需求/国内供给侧改革对落后产能置换和淘汰。存量老线升级改造方面，受益于海内外非新型干法产线/老旧产线更新、能耗标准要求等，预计全球水泥产线中有老线技改需求约 37%-76%。数字智能业务市场空间广阔，助力产线降本增效，以上饶中材为试点的全流程智能制造工厂人均产能提高 2 倍以上。

■ 收购北京凯盛/南京凯盛/中材矿山，运维服务方兴未艾

公司大力推进运维服务，近年相关业务营收表现亮眼。2017-2021 年运维服务营业收入 CAGR 达 68%，2021 年营收 65 亿元，毛利率为 19%，2022H1 公司运维业务营收 35 亿元，同比增长 29%。运维服务是轻资产业务，周期性较弱，现金流压力小，业务盈利能力强。

矿山运维市占率与盈利能力有望齐飞，业绩增长空间大。公司矿山运维业务 2022H1 新签订单 35 亿元，同比增长 27%。根据麦肯锡研究统计，国内水泥骨料矿第三方工程运维 2021 年市场规模 230 亿，2025 年将增长到 280 亿元。目前，国内矿山开发服务市场集中度较低，小规模矿山企业开采成本较高面临出清压力，公司当前市占率 24%，未来有望进一步提升。同时，公司利用自研技术降本增效，打造数字矿山，如无人矿车等，盈利能力有望提升。

水泥运维业务增长确定性强。2022H1 水泥运维新签订单 34 亿元，同比增长 453%。水泥运维主要在海外开展，非洲、东南亚等地区经济快速发展，新建水泥生产线多，而当地业主

管理经验、技术力量薄弱，对水泥生产线运营、维护等技术服务需求持续扩大。2021 年水泥运维服务市场需求约 96 亿元，公司当前市占率 8%，未来增长确定性较强。

■ 并购合肥院，装备制造第三业务大展身手

公司进军装备制造领域，开拓业绩增量。公司拥有大量配套自主知识产权的国际水准水泥专业装备和自动化控制技术装备，公司 2022H1 装备制造业务新签订单额同比增长 10%，自 2017 年至 2021 年营收从 30 亿元增长至 47 亿元，CAGR 达到 11%。2021 年全球（含国内）备品备件市场约 340 亿元，公司市占率 14%，提升空间巨大。同时，水泥产线的机器设备属于消耗品，相关业务具有较好的永续性，未来业绩收入稳定。

公司拟收购合肥院，彰显做大做强装备制造决心。合肥院主要从事以水泥为特色的无机非金属材料领域技术和装备的研发、生产和销售，2021 年装备制造业务营收 17 亿元，同比增长 16%。公司与合肥院的业务存在重合，此次并购的主要目的是吸收整合合肥院的装备制造业务，公司目标水泥装备的市占率向水泥和矿山工程看齐，潜力巨大。

■ 积极开拓属地业务，领航中国建材出海

进军属地多元化工程，公司业务多点开花。公司积极挖掘海外属地多元化业务潜力，如越南电池隔膜、尼日利亚硅酸钙、骨料等项目陆续投产，还有多个正在建设的项目例如泰国的石膏板和巴西的风电叶片项目，相关业务 2021 年营收/毛利同比增长 98%/310%。总体来看，公司 2021 年新签境外属地多元化工程合同额 40 亿元，同比增长 43%；实现营业收入 30 亿元，同比增长 98%，毛利 2.68 亿元，同比增长 3.1 倍。

■ 管理战略明确，股权激励彰显发展信心

新任管理层上任，公司战略清晰，员工激励充分。集团公司中国建材集团董事长周育先 2019 年底上任，要求公司带动集团走向国际化。2020 年 7 月，公司管理层更换，董事长刘燕、总裁印志松等均出自中国建材，熟悉公司业务，认可集团长期发展战略。公司于 2022 年 4 月发布面向核心骨干的限制性股票激励，以业绩作为解除限售条件，提高核心员工积极性；近 10 年分红比例稳定在 30%以上，彰显发展信心。

■ 盈利预测

预测公司 2021-2023 年收入分别为 414.0、472.1、534.8 亿元，EPS 分别为 0.89、1.12、1.32 元，当前股价对应 PE 分别为 11.3、9.0、7.6 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 海内外疫情持续严重；2) “双碳”政策不及预期；3) 运维/装备制造布局进展低于预期；4) 主业毛利率下滑等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	36,242	41,397	47,210	53,484
增长率（%）	61.1%	14.2%	14.0%	13.3%
归母净利润（百万元）	1,810	2,015	2,533	2,986
增长率（%）	59.7%	11.3%	25.7%	17.9%
摊薄每股收益（元）	0.82	0.89	1.12	1.32
ROE（%）	13.3%	13.6%	15.8%	17.2%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：				
现金及现金等价物	8,482	11,886	10,838	12,089
应收款	5,765	6,351	7,243	8,206
存货	2,541	2,830	3,193	3,605
其他流动资产	14,451	16,283	18,349	20,578
流动资产合计	31,238	37,351	39,623	44,479
非流动资产：				
金融类资产	1,571	1,571	1,571	1,571
固定资产	2,899	2,956	2,960	2,962
在建工程	579	598	299	0
无形资产	759	721	685	651
长期股权投资	632	632	632	632
其他非流动资产	5,371	5,371	5,371	5,371
非流动资产合计	10,239	10,278	9,946	9,616
资产总计	41,478	47,628	49,569	54,095
流动负债：				
短期借款	983	1,083	1,183	1,233
应付账款、票据	10,364	11,885	13,410	15,142
其他流动负债	5,438	5,438	5,438	5,438
流动负债合计	24,860	29,748	30,508	33,681
非流动负债：				
长期借款	2,276	2,276	2,276	2,276
其他非流动负债	743	743	743	743
非流动负债合计	3,019	3,019	3,019	3,019
负债合计	27,879	32,767	33,527	36,700
所有者权益				
股本	2,219	2,266	2,266	2,266
股东权益	13,599	14,862	16,042	17,394
负债和所有者权益	41,478	47,628	49,569	54,095

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2033	2238	2756	3209
少数股东权益	223	223	223	223
折旧摊销	357	328	332	330
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-399	2081	-2661	-481
经营活动现金净流量	2214	4869	650	3282
投资活动现金净流量	-672	-76	296	296
筹资活动现金净流量	1863	-875	-1475	-1807
现金流量净额	3,405	3,918	-530	1,771

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	36,242	41,397	47,210	53,484
营业成本	30,014	34,229	38,619	43,603
营业税金及附加	176	201	229	259
销售费用	399	621	755	909
管理费用	1,752	2,277	2,597	2,942
财务费用	391	90	96	94
研发费用	1,166	1,331	1,652	1,872
费用合计	3,708	4,319	5,101	5,817
资产减值损失	-115	-115	-115	-115
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	166	116	116	116
营业利润	2,361	2,608	3,221	3,763
加：营业外收入	64	64	64	60
减：营业外支出	17	20	20	20
利润总额	2,409	2,652	3,265	3,803
所得税费用	376	414	510	594
净利润	2,033	2,238	2,756	3,209
少数股东损益	223	223	223	223
归母净利润	1,810	2,015	2,533	2,986

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	61.1%	14.2%	14.0%	13.3%
归母净利润增长率	59.7%	11.3%	25.7%	17.9%
盈利能力				
毛利率	17.2%	17.3%	18.2%	18.5%
四项费用/营收	10.2%	10.4%	10.8%	10.9%
净利率	5.6%	5.4%	5.8%	6.0%
ROE	13.3%	13.6%	15.8%	17.2%
偿债能力				
资产负债率	67.2%	68.8%	67.6%	67.8%
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	6.3	6.5	6.5	6.5
存货周转率	11.8	12.2	12.2	12.2
每股数据(元/股)				
EPS	0.82	0.89	1.12	1.32
P/E	12.4	11.3	9.0	7.6
P/S	0.6	0.6	0.5	0.4
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过 5 年建筑建材行业研究经验和 3 年建筑建材实业从业经验。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容

客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。