

中材国际 (600970.SH) 全球水泥工程龙头，智能制造开启新空间

2022 年 09 月 27 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

陈宝健（分析师）

齐东（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

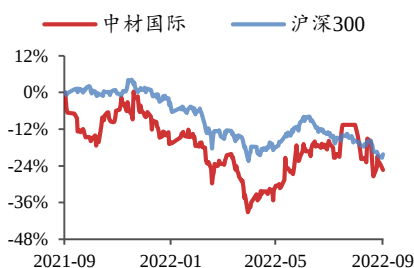
qidong@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

证书编号：S0790522010002

日期	2022/9/27
当前股价(元)	8.87
一年最高最低(元)	12.65/7.38
总市值(亿元)	200.96
流通市值(亿元)	154.57
总股本(亿股)	22.66
流通股本(亿股)	17.43
近 3 个月换手率(%)	77.95

股价走势图



数据来源：聚源

● 全球水泥工程龙头，给予“买入”评级

公司是全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商，我们认为公司有望受益“双碳”政策催化下的行业智能制造升级改造机遇。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 21.75、25.69、30.12 亿元，EPS 分别为 0.96、1.13、1.33 元/股，对应当前股价 PE 分别为 9.2、7.8、6.7 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 行业：老树发新芽，智能制造改造孕新机

水泥行业为碳排放重要来源，智能制造升级政策目标明确。根据数字水泥网，2020 年水泥行业碳排放量约 13.75 亿吨，占国内排放总量 13%，是工业大类中仅次于钢铁行业的第二大来源。“双碳”政策目标约束下，水泥行业智能制造升级势在必行。蓝海市场迎风起，潜在空间超百亿。根据中国水泥网，2021 年末全国共有 1622 条新型干法熟料生产线，其中国家发改委要求到 2025 年水泥行业能效标杆水平以上的熟料产能比例达到 30%，对应产线约 500 条。根据邦业科技公众号，槐坎南方 7500t/d 熟料线生产管控智能化建设项目，每年可节省生产成本 2444.15 万元。综上我们测算得国内水泥产线智能制造改造潜在空间有望超百亿元。

● 公司：行业变革引领者，股权激励彰显信心

水泥工程龙头，引领行业智能制造变革。根据 2022 中报，公司水泥技术装备与工程主业全球市场占有率连续 14 年保持世界第一。目前公司正在积极把握行业绿色低碳、智能制造升级机遇，标杆项目不断落地，其中槐坎南方智能化水泥工厂入选工信部 2021 年工业互联网试点示范项目名单。并购整合步伐加快，协同效应凸显。公司整合中材矿山、南京凯盛、北京凯盛、合肥院等中国建材集团旗下优质资产，不断完善产业链布局，巩固行业领先地位。股权激励落地，彰显长期发展信心。2022 年 4 月，公司落地股票激励计划。激励对象包括董事长刘燕等高管及 187 名骨干。业绩考核条件为，以 2020 年为基数 2022-2024 年净利润 CAGR 均不低于 15.5%。股权激励范围较广泛，深度绑定骨干利好长期业绩释放。

● 风险提示：行业智能制造升级不及预期风险；公司研发不及预期风险

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	30,538	36,242	41,466	47,917	54,936
YOY(%)	25.3	18.7	14.4	15.6	14.6
归母净利润(百万元)	1,521	1,810	2,175	2,569	3,012
YOY(%)	-4.4	19.0	20.1	18.1	17.2
毛利率(%)	16.8	17.2	18.1	18.5	18.6
净利率(%)	5.6	5.6	5.9	6.0	6.1
ROE(%)	12.2	14.9	15.7	16.1	16.3
EPS(摊薄/元)	0.67	0.80	0.96	1.13	1.33
P/E(倍)	13.2	11.1	9.2	7.8	6.7
P/B(倍)	1.5	1.5	1.4	1.2	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 全球水泥技术装备工程系统龙头	4
2、 行业：老树发新芽，智能制造改造孕新机.....	7
2.1、 国内水泥行业产能总量保持稳定，集中度有所提升.....	7
2.2、“双碳”政策加码，智能制造升级有所提速.....	8
2.3、 蓝海市场迎风起，潜在空间超百亿.....	10
3、 公司：行业变革引领者，股权激励彰显信心.....	11
3.1、 水泥工程龙头，乘智能制造改造东风再起航.....	11
3.2、 并购整合步伐加快，与装备运维业务协同效应凸显.....	12
3.3、 股权激励落地，彰显长期发展信心.....	15
4、 盈利预测与投资建议	16
4.1、 核心假设	16
4.2、 盈利预测与估值分析	17
5、 风险提示	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

图 1： 公司的工程技术服务业务涵盖水泥行业全产业链.....	4
图 2： 2018 年以来公司总体保持稳健增长.....	6
图 3： 2018 年以来公司归母净利润总体保持稳健增长.....	6
图 4： 2018 年以来工程建设是公司主要收入来源（亿元）	6
图 5： 2021 年公司运维服务业务占比有所提升.....	6
图 6： 全国熟料总产能趋于稳定	7
图 7： 2010 年以来国内水泥行业集中度提升.....	7
图 8： 2009 年以来水泥行业碳排放量显著提升.....	8
图 9： 水泥行业是国内碳排放重要来源	8
图 10： 数字化是水泥工厂降本增效的重要抓手.....	10
图 11： 公司 2021 年新签合同金额显著增长.....	11
图 12： 公司承建的槐坎南方智能水泥工厂为国内水泥智能工厂集成示范标杆	12
图 13： 北京凯盛在海外落地多个工程范例.....	12
图 14： 南京凯盛在智能制造领域落地多个标杆案例.....	13
图 15： 南京凯盛智能制造系统降本增效作用突出.....	14
图 16： 合肥院新型干法水泥生产线粉磨关键装备获国家科技进步奖	15
图 17： 公司股权激励业绩考核目标为 2022-2024 年 ROE 不低于 14.9%/15.4%/16.2%.....	16
表 1： 公司股东背景实力强大	4
表 2： 新一届管理层具有丰富行业经验	5
表 3： 水泥行业智能制造升级政策约束明确.....	9
表 4： 国内水泥产线智能化改造潜在空间有望超百亿元.....	10
表 5： 北京凯盛拥有海外水泥工程承包的丰富经验.....	13
表 6： 中材矿山长期为国内各大型水泥集团提供采矿服务.....	14
表 7： 合肥院 HFCG 系列辊压机主要技术经济指标达到国际先进水平	15

表 8： 公司股权激励范围较为广泛	16
表 9： 公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平	17

1、全球水泥技术装备工程系统龙头

公司是全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商，也是国际水泥技术装备工程市场少数具有完整产业链的企业之一，提供研发设计、装备制造、土建安装、矿山服务、生产运维等“一站式”系统集成服务。截至 2022 年 6 月底，公司累计在全球 84 个国家和地区承接了 288 条生产线，水泥技术装备与工程主业全球市场占有率连续 14 年保持世界第一。

在境内，公司相继研发、建设了我国首条日产 1000 吨到全球最大的日产 14000 吨系列生产线，承接了国内 90% 以上的新型干法水泥生产线的设计或建设，实现了关键设备从成套进口、全面国产化到整线出口的突破。在境外，公司累计在 84 个国家建设了 286 条水泥熟料生产线，国际市场份额连续 14 年保持世界第一，“SINOMA”品牌成为国际建材工程市场最具影响力的品牌之一。

图1：公司的工程技术服务业务涵盖水泥行业全产业链



资料来源：公司 2022 年中报

股东背景实力强大。公司控股股东为中国建材集团旗下中国建材股份，直接持有公司 47.77% 股份。中国建材集团是全球最大的综合性建材产业集团，2021 年中国建材集团就解决水泥矿山工程、采矿服务和水泥装备领域的同业竞争事宜出具承诺，加快集团优质资产向上市公司集中，解决同业竞争问题。依托强大的股东背景，上市公司资产质量有望不断改善，业务持续做优做强。

表1：公司股东背景实力强大

排名	股东名称	持股比例 (%)
1	中国建材股份有限公司	47.77%
2	中国建筑材料科学研究总院有限公司	2.00%
3	中国建材国际工程集团有限公司	2.00%
4	中欧价值智选回报混合型证券投资基金	1.66%
5	香港中央结算有限公司	1.45%
6	王琴英	1.29%
7	广发中证基建工程交易型开放式指数证券投资基金	0.85%
8	中国太平洋人寿股票相对收益型产品(保额分红)委托投资计划	0.75%
9	中欧新兴价值一年持有期混合型证券投资基金	0.63%
10	新华人寿保险股份有限公司委托中欧基金管理有限公司价值均衡型组合	0.58%
合计		58.98%

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：截至 20220812

新一届管理层具有丰富行业经验。2020年8月以来，公司管理层平稳过渡，新一任领导班子具有丰富行业从业经验，有望带领公司把握智能制造机遇迈上新台阶。其中，董事长刘燕拥有多年水泥建材行业从业经验，曾作为中材科技总裁带领公司IPO上市，对行业发展趋势具有深刻理解；总裁印志松、财务总监汪源、副总裁何小龙在中国建材集团体内具有多年从业经验。我们看好具有丰富专业背景和行业经验的新一任管理层卓越的经营能力，有望带领公司乘智能制造东风，不断开辟新成长曲线。

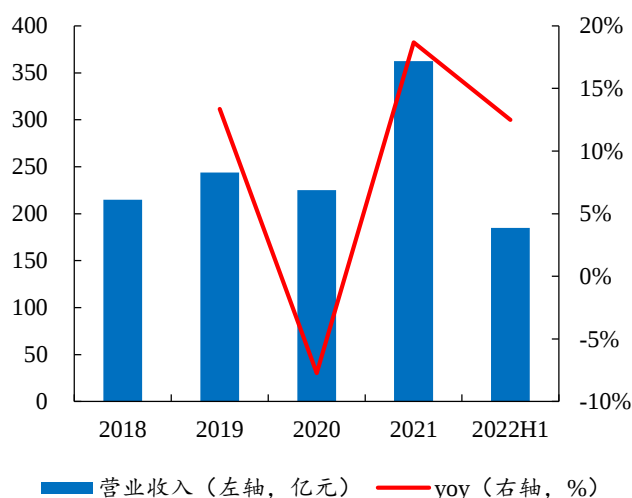
表2：新一届管理层具有丰富行业经验

高管姓名	职务	任职日期	经历
刘燕	董事长	2020-08-12	硕士，高级工程师，享受国务院政府特殊津贴。 历任南京玻璃纤维研究设计院第二研究设计所所长助理，副所长，所长，南京玻璃纤维研究设计院副院长，中材科技股份有限公司副总裁，总裁，中材高新材料股份有限公司党委书记，中国中材股份有限公司副总裁等职；现任中材高新材料股份有限公司董事长，党委委员，中国建材股份有限公司副总裁，党委委员，中国中材国际工程股份有限公司董事长，党委书记
印志松	总裁	2020-11-16	硕士研究生学历，教授级高级工程师。 历任中国建材工业设计苏州安装公司项目经理，总经理助理，苏州中材建设有限公司副总经理，常务副总经理，总经理，中材国际(南京)常务副总经理，总经理，中国中材国际工程股份有限公司副总裁，现任中国中材国际工程股份有限公司董事，总裁
汪源	副总裁， 财务总监	2021-03-18	美国达特茅斯塔克商学院工商管理硕士，中国注册会计师协会的非执业会员。 曾任中国建材股份有限公司财务部副总经理，中国巨石股份有限公司副总经理兼财务总监。现任中国中材国际工程股份有限公司副总裁兼财务总监
何小龙	副总裁	2021-07-06	工商管理硕士，教授级高级工程师。 历任天津水泥工业设计研究院有限公司总经理助理，中国中材国际工程股份有限公司执行副总裁，天津水泥工业设计研究院有限公司副总经理，中材装备集团有限公司副总经理，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董事长(执行董事)，总经理等职，现任天津水泥工业设计研究院有限公司执行董事，总经理
郭正勇	副总裁	2021-10-25	硕士研究生学历，教授级高级工程师。 历任兖州矿山工程公司大修厂副厂长，厂长，兖州矿山工程公司设备部经理，总经理助理，兖州中材建设有限公司副总经理，总经理，董事长，现任中材矿山建设有限公司董事，总经理，法定代表人

资料来源：Wind、开源证券研究所

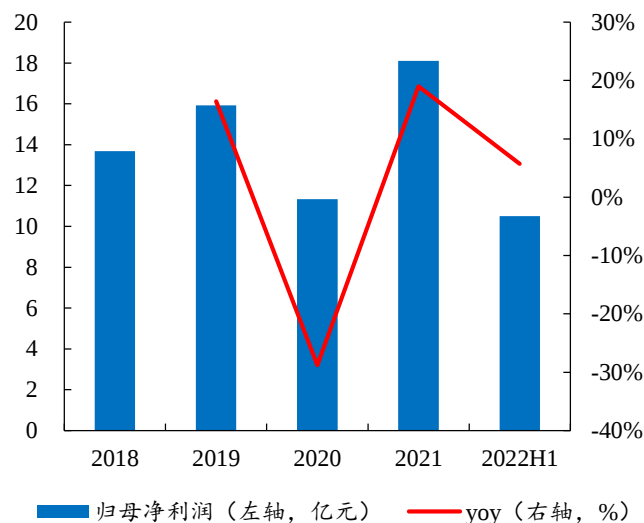
公司业绩稳健增长。2018-2021年，公司业绩总体保持稳健增长，营业收入从2018年的215.01亿元增至2021年的362.42亿元；归母净利润从2018年的13.68亿元增至2021年的18.10亿元。公司业绩稳健增长主要系：（1）国内水泥行业向绿色化、智能化方向转型，水泥企业对新技术、新装备的需求持续释放，存量产线技术改造渗透率快速提升；（2）非洲、中东、东南亚等“一带一路”沿线国家基建需求旺盛，水泥产线新建增量可观；（3）公司加快对中国建材集团旗下中材矿山、南京凯盛、北京凯盛等优质资产整合，显著增厚公司业绩。

图2：2018年以来公司总体保持稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2018年以来公司归母净利润总体保持稳健增长

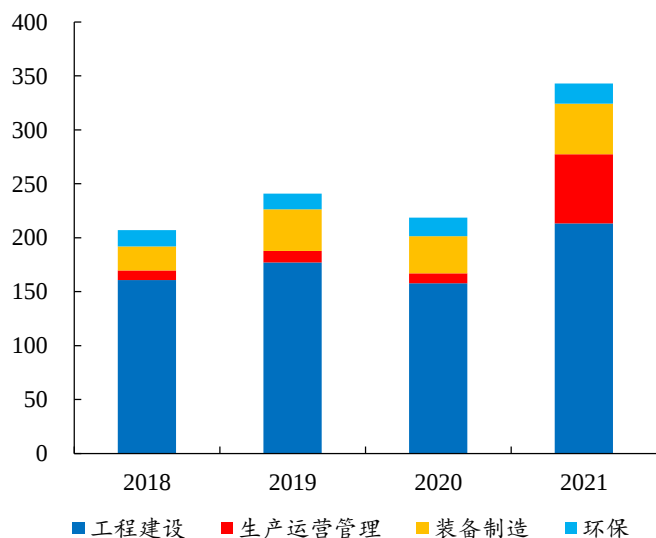


数据来源：Wind、开源证券研究所

水泥工程建设是公司主要收入来源。公司主要从事工程技术服务业务、运维服务、装备制造业务和环保业务，其中工程建设始终为第一大收入来源。2018 年来公司工程建设收入保持约 10% 的增速平稳增长，主要系（1）公司拥有国际领先的新型干法水泥生产线技术及完整的水泥技术装备工程“全产业链”资源，水泥产线新建增量及存量改造订单饱满；（2）公司向矿业、化工、电力、公路等非水泥行业领域拓展成效显著。

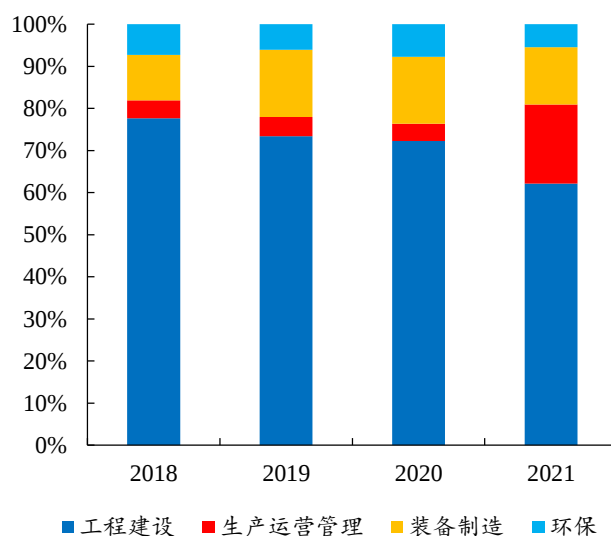
运维服务、装备收入占比总体提升。公司利用与工程 EPC 业务协同优势带动装备和运维服务销售，并通过并购整合集团内优质资产扩大业务规模。其中，南京凯盛在水泥厂智能化转型和水泥装备创新方面拥有行业领先的技术积累，中材矿山长期多年为国内大型水泥集团提供采矿服务，合肥院是国内水泥专用技术装备领域排头兵。

图4：2018 年以来工程建设是公司主要收入来源（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2021 年公司运维服务业务占比有所提升



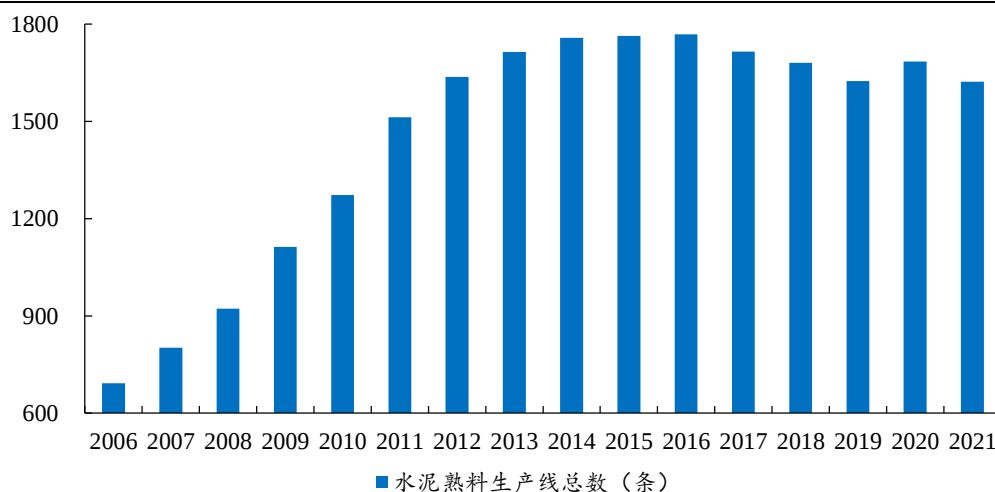
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业：老树发新芽，智能制造改造孕新机

2.1、国内水泥行业产能总量保持稳定，集中度有所提升

全国熟料总产能保持相对稳定。2016年以来，受国家控制水泥行业产能的宏观调控政策的影响，国内水泥熟料生产线总量维持缓慢下降趋势。因为水泥具有受潮易凝固、难以存放的特点，水泥库存周期较短，运输半径较小（一般为陆运200公里/水运500公里），水泥厂的辐射范围有限，出于区域市场覆盖需求，水泥生产线数量下降空间有限，故近年来水泥产线存量绝对值依然较大，根据中国水泥网，2021年末全国共有1622条新型干法熟料生产线，同时我们预计十四五期间国内有望保持约1600条产线的规模。

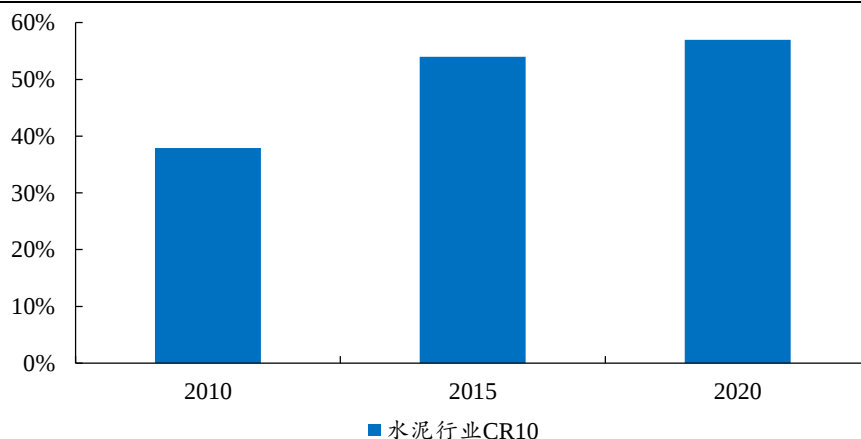
图6：全国熟料总产能趋于稳定



数据来源：中国水泥网、开源证券研究所

国内水泥行业集中度提升，智能制造升级蓄势待发。根据中国水泥协会统计，中国大陆前10家大企业集团的熟料产能占全国总产能比重已经从2010年的37.9%提升至2020年的58%。伴随行业集中化进程加快，水泥行业有望在规模相对稳定的背景下更多实现“由量到质”的提升，加快“绿色化”、“智能化”、“数字化”转型。

图7：2010年以来国内水泥行业集中度提升

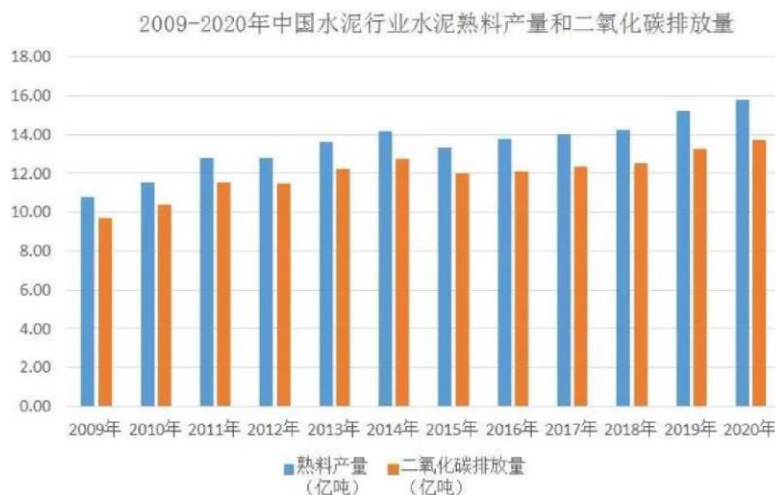


数据来源：中国水泥协会、开源证券研究所

2.2、“双碳”政策加码，智能制造升级有所提速

水泥行业为碳排放重要来源。纵向来看，根据数字水泥网，近十年来伴随水泥熟料产量增加，中国水泥行业碳排放量呈现增长趋势，从2009年的9.71亿吨逐步达到2020年的13.75亿吨。

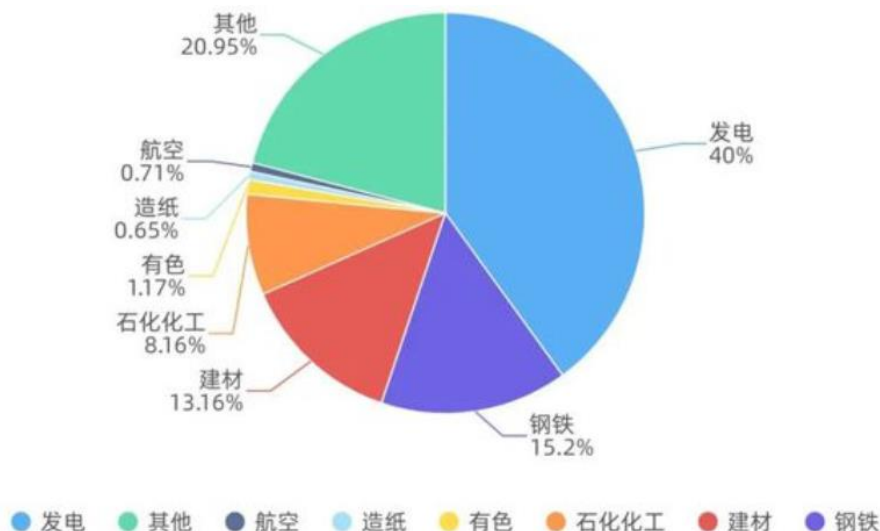
图8：2009年以来水泥行业碳排放量显著提升



资料来源：数字水泥网

横向来看，根据数字水泥网，水泥行业2020年排放的二氧化碳约占我国排放总量13%，在工业大类中仅次于钢铁行业。

图9：水泥行业是国内碳排放重要来源



资料来源：中创碳投

水泥行业智能制造升级政策约束明确。水泥行业作为国内碳排放重要来源，对实现“双碳”目标具有重要意义。因此，国务院及各部委对水泥行业减排的重视程度日益提高，并提出了产能置换、智能化、绿色化改造升级等具体举措。我们认为，政策目标约束下，水泥熟料生产线向“小改大”、“绿色化”、“智能化”发展，逐步改造置换落后产能有望成为水泥行业未来发展趋势。

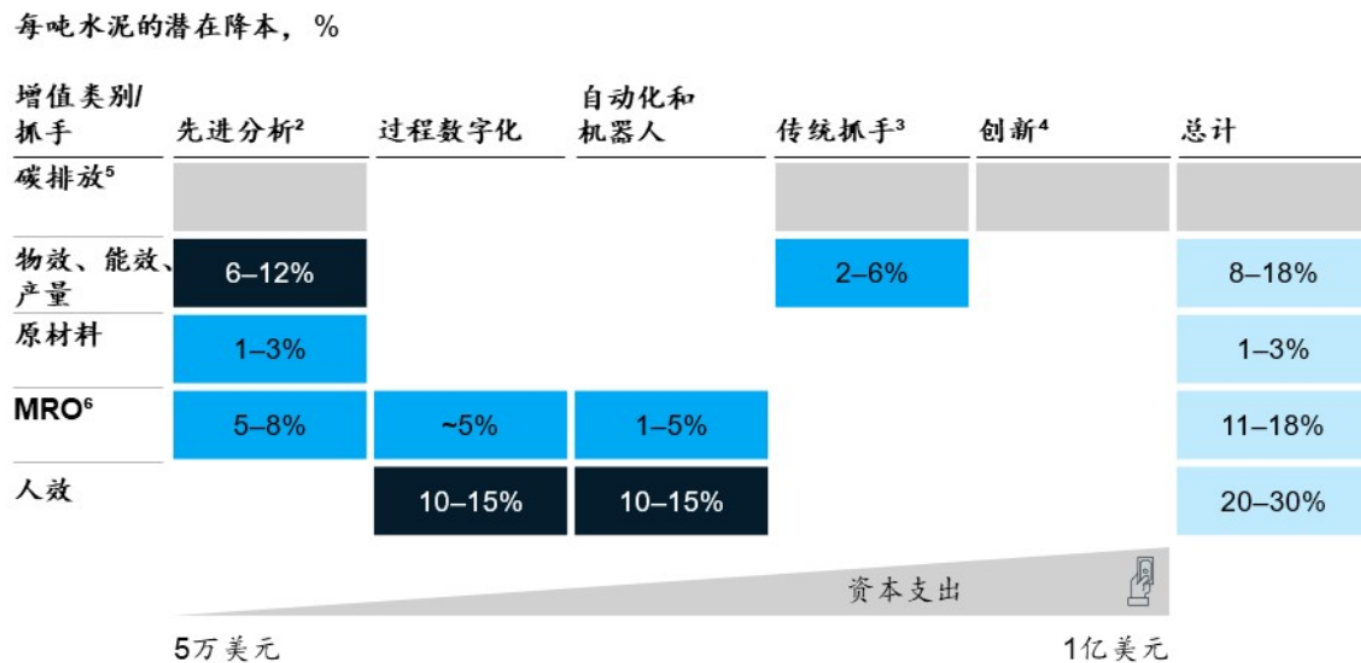
表3：水泥行业智能制造升级政策约束明确

时间	政策文件	主要内容
2020.9	工信部 《建材工业智能制造数字转型行动计划（2021-2023年）》	到2023年，制修订30项以上建材行业智能制造相关标准，培育5家年产值过亿元的建材行业信息化、智能化供应商，建立10个建材细分公共服务平台；推选6家智能制造标杆企业，建立50个建材行业智能工厂，打造20个数字矿山，培育100个在研发设计、生产制造、供应链管理、电子商务、设备运维等领域单项应用取得突出成效的典型项目
2021.5	工信部等7部门《关于提升水泥产品质量规范水泥市场秩序的意见》	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
2021.7	工信部 《水泥玻璃行业产能置换实施办法》	位于国家规定的大气污染防治重点区域实施产能置换的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别不低于2:1和1.25:1；位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别不低于1.5:1和1:1
2021.7	中国建材联合会《推进建筑材料行业碳达峰、碳中和行动倡议书》	提出“我国建筑材料行业要在2025年前全面实现碳达峰，水泥等行业要在2023年前率先实现碳达峰的目标”
2021.10	国家发改委等 《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》	到2025年，通过实施节能降碳行动，钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃行业能效达到标杆水平的产能比例超过30%，行业整体能效水平明显提升，碳排放强度明显下降，绿色低碳发展能力显著增强
2021.10	国务院 《2030年前碳达峰行动方案》	推动建材行业碳达峰。加强产能置换监管，加快低效产能退出，严禁新增水泥熟料、平板玻璃产能，引导建材行业向轻型化、集约化、制品化转型。推广节能技术设备，开展能源管理体系建设，实现节能增效
2022.2	国家发改委 《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022年版）》	到2025年，水泥行业能效标杆水平以上的熟料产能比例达到30%，能效基准水平以下熟料产能基本清零，行业节能降碳效果显著，绿色低碳发展能力大幅增强
2022.6	工信部等6部门 《工业能效提升行动计划》	到2025年，重点工业行业能效全面提升，钢铁、石化化工、有色金属、建材等行业重点产品能效达到国际先进水平，规模以上工业单位增加值能耗比2020年下降13.5%
2022.8	工信部等3部门 《工业领域碳达峰实施方案》	建材行业。严格执行水泥、平板玻璃产能置换政策，依法依规淘汰落后产能。到2025年，水泥熟料单位产品综合能耗水平下降3%以上
2022.8	科技部 《关于支持建设新一代人工智能示范应用场景的通知》	首批支持建设十个人工智能示范应用场景。智慧矿山方面，聚焦井工矿和露天矿，运用人工智能、5G通信、基础软件等新一代自主可控信息技术，建成井工矿“数字网联、无人操作、智能巡视、远程干预”的常态化运行示范采掘工作面，开展露天矿矿车无人驾驶、铲运装协同自主作业示范应用，通过智能化技术减人换人，全面提升我国矿山行业本质安全水平
2022.8	工信部、财政部 《开展财政支持中小企业数字化转型试点工作》	从2022年到2025年，中央财政计划分三批支持地方开展中小企业数字化转型试点，围绕包括水泥行业在内的100个细分行业，支持300个左右公共服务平台，打造4000—6000家“小灯塔”企业作为数字化转型样本，带动广大中小企业“看样学样”加快数字化转型步伐，促进专精特新发展

资料来源：国务院、国家发改委等部委、中国建材联合会、开源证券研究所

数字化是水泥工厂降本增效、节能减排的重要抓手。根据麦肯锡分析，数字化将是水泥工厂降本增效、节能减排的关键举措，可以将每吨水泥的利润提升 3-6 美元，让工厂的成本曲线升至同等技术装备工厂中排名前 25% 的水平。我们认为，“双碳”政策约束下，水泥智能化、数字化改造景气有望保持高位。

图10：数字化是水泥工厂降本增效的重要抓手



资料来源：麦肯锡

2.3、蓝海市场迎风起，潜在空间超百亿

十四五期间国内水泥产线智能化改造潜在空间有望超百亿元。根据邦业科技公众号，由天津水泥院和中材邦业承建的湖州槐坎南方水泥有限公司 7500t/d 熟料线生产管控智能化建设项目，每年可节省生产成本 2444.15 万元，据此我们假设中性情形下，单条水泥产线智能化改造投资约 2500 万元；悲观、乐观情形下，单条水泥产线智能化改造投资分别约 2000、3000 万元。

根据中国水泥网，2021 年末全国共有 1622 条新型干法熟料生产线，国家发改委要求到 2025 年水泥行业能效标杆水平以上的熟料产能比例达到 30%，对应产线约 500 条。到 2025 年，我们假设乐观情形下，智能化改造渗透率为 50%，对应产线约 800 条；中性情形下，政策目标要求的约 500 条产线完成改造；悲观情形下，智能化改造渗透率为 20%，对应产线约 300 条。

表4：国内水泥产线智能化改造潜在空间有望超百亿元

量（条）		悲观假设	中性假设	乐观假设
价（万元）		300	500	800
悲观假设	2500	75	125	200
中性假设	3000	90	150	240
乐观假设	3500	105	175	280

数据来源：邦业科技、国家发改委、中国水泥网、开源证券研究所

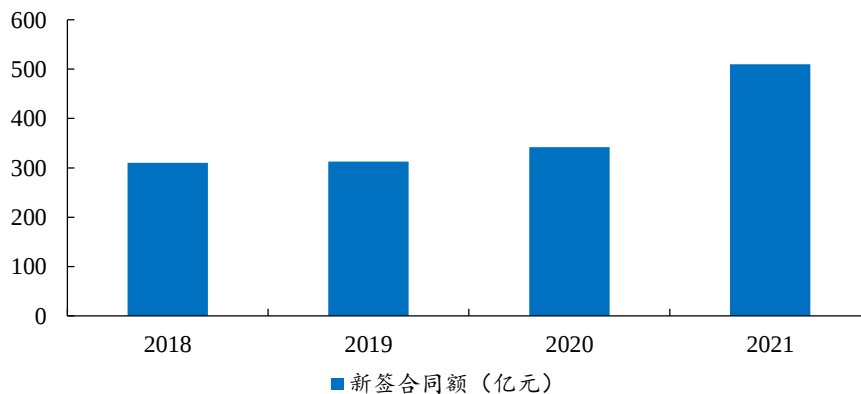
国内水泥运维备件年均潜在空间约 120 亿元。随着环保及安全生产等行业监管力度的加大，水泥生产线运维备件需求有望加快释放。根据南京中材水泥备件集团袁志洲公开访谈，一条 5000t/d 新型干法水泥生产线，每年需要更换的水泥备件约在 1200-1500 万元之间。考虑到国内单条产线平均日产能约 3000 吨（2021 年国内 18.1 亿吨产能/（365 天*1622 条产线）），给予 5000t/d 新型干法水泥生产线备件体量以 0.6（3000/5000）的权重，据此测算得平均单条产线备件空间约 700-900 万元。另据中国水泥网，2021 年国内约 1622 条水泥熟料生产线。综上可测算得国内水泥运维备件年均潜在空间约 120-150 亿元。

3、公司：行业变革引领者，股权激励彰显信心

3.1、水泥工程龙头，乘智能制造改造东风再起航

公司是全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商，近年来新签合同持续增长，市场份额不断扩大，主要得益于公司：（1）具备全产业链系统集成服务能力；（2）具备较强自主创新能力，据公司 2022 中报，公司拥有有效专利 1688 项，其中发明专利 338 项，国际专利 5 项，涵盖水泥制造全工艺流程的技术和产品；（3）具有自主知识产权的新型干法水泥生产线技术和装备，拥有全流程、全规模、高品质的全套高端水泥技术装备，主要指标达到世界领先水平；（4）拥有卓越的项目履约能力，根据公司 2022 中报，公司在海外拥有 36 个境外属地化公司，约 1800 名外籍雇员，超过 1000 名海外项目管理人员，本土化用工比例超过 66%，从而保证项目交付能力。

图11：公司 2021 年新签合同金额显著增长



数据来源：公司 2018-2021 年报、开源证券研究所

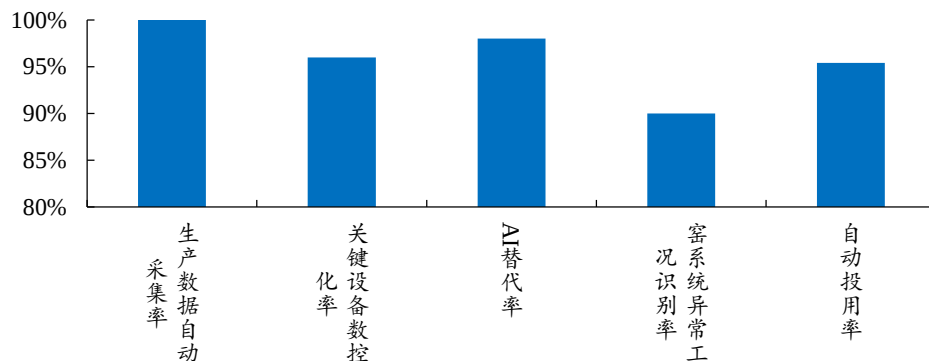
公司的工程技术服务业务涵盖水泥行业全产业链。公司拥有国际领先的自主知识产权的新型干法水泥生产线技术以及完整的水泥技术装备工程“全产业链”资源，为客户提供水泥生产线技术研发、数字设计、智能制造、智慧建设、智慧运维、售后服务全过程的系统集成服务。

同时，公司依托全球品牌影响力、丰富的海外项目管理经验以及长期以来形成的技术、人才优势，向矿业、化工、电力、公路、民用建筑等非水泥工程领域拓展，在东南亚、中东和非洲地区有一定的影响力。

智能制造标杆项目不断落地，引领行业变革。公司积极把握国内“双碳”政策机遇和全球存量产线绿色低碳、数字智能技改升级需求，标杆项目不断落地。截至 2021 年底，公司累计完成智能水泥工厂项目 122 个，公司设计建造的槐坎南方智能化水泥工厂入选工信部 2021 年工业互联网试点示范项目名单。

2022 年上半年，公司完成智能工厂项目 22 个，建成 12 座数字化智慧矿山。2022 年 7 月，公司联合天山股份编制发布智能工厂、智慧矿山建设指南及评价标准，填补水泥行业智能化数字化建设标准的空白，推动水泥行业智能化建设。

图12：公司承建的槐坎南方智能水泥工厂为国内水泥智能工厂集成示范标杆



数据来源：中材邦业公司官网、开源证券研究所

3.2、并购整合步伐加快，与装备运维业务协同效应凸显

整合优质资源，协同效应显现。2021 年公司整合中材矿山、南京凯盛、北京凯盛，2022 年 8 月公司公告拟向中国建材总院发行股份及支付现金购买合肥院 100% 的股权。通过对中国建材集团旗下水泥工程、矿山工程建设与采矿服务资产、水泥技术装备工程优质资源的整合，公司产业链布局将更加完善，业务规模有望进一步扩大，核心竞争优势进一步凸显，有利于巩固公司在水泥工程领域全球领先地位。

北京凯盛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。北京凯盛前身中国建筑材料科学研究总院水泥所新技术室，始创于 1960 年代，为我国水泥预分解技术的提出人、我国水泥预分解技术试验室试验、工业试验的率先完成人、我国首条烧油和烧煤水泥预分解生产线的设计开发人，在水泥预分解生产技术和装备的研究和开发上有着独到的技术和环境优势。

图13：北京凯盛在海外落地多个工程范例



资料来源：北京凯盛公司官网

表5：北京凯盛拥有海外水泥工程承包的丰富经验

序号	项目	规模（t/d）	备注
1	阿拉伯水泥沙特阿拉伯 RABIGH 熟料水泥生产线	10000	EP
2	济宁中联熟料水泥生产线技改工程	7200	EPC
3	ACP 集团土耳其 HATAY 熟料水泥生产线	2*6700	EPC
4	欧洲水泥俄罗斯 MORDOV 熟料水泥生产线	6200	EPS
5	磐石水泥河北滦县熟料水泥生产线	6000	EPC
6	欧洲水泥俄罗斯 ULYANOVSK 熟料水泥生产线	6200	EPS
7	意大利水泥埃及 TOURAH 二号熟料水泥生产线技改工程	5000	EPC
8	意大利水泥埃及 TOURAH 一号熟料水泥生产线技改工程	5000	EPC
9	意大利水泥埃及 SUEZ 二号熟料水泥生产线技改工程	5000	EPC
10	意大利水泥埃及 SUEZ 一号熟料水泥生产线技改工程	5000	EPC

数据来源：北京凯盛公司官网、开源证券研究所

南京凯盛在水泥厂智能化转型方面拥有行业领先的技术积累，落地多个标杆项目，包括泰安中联水泥公司 5000t/d 低能耗新型干法水泥生产线、冀东铜川水泥公司 10000t/d 熟料水泥生产线智能化工程 EPC 总承包项目、丽江西南水泥公司 5000t/d 熟料水泥生产线(产业升级、智能制造)建设工程智能化建设、遵义赛德水泥公司 4500t/d 熟料新型干法水泥智能化生产线等。

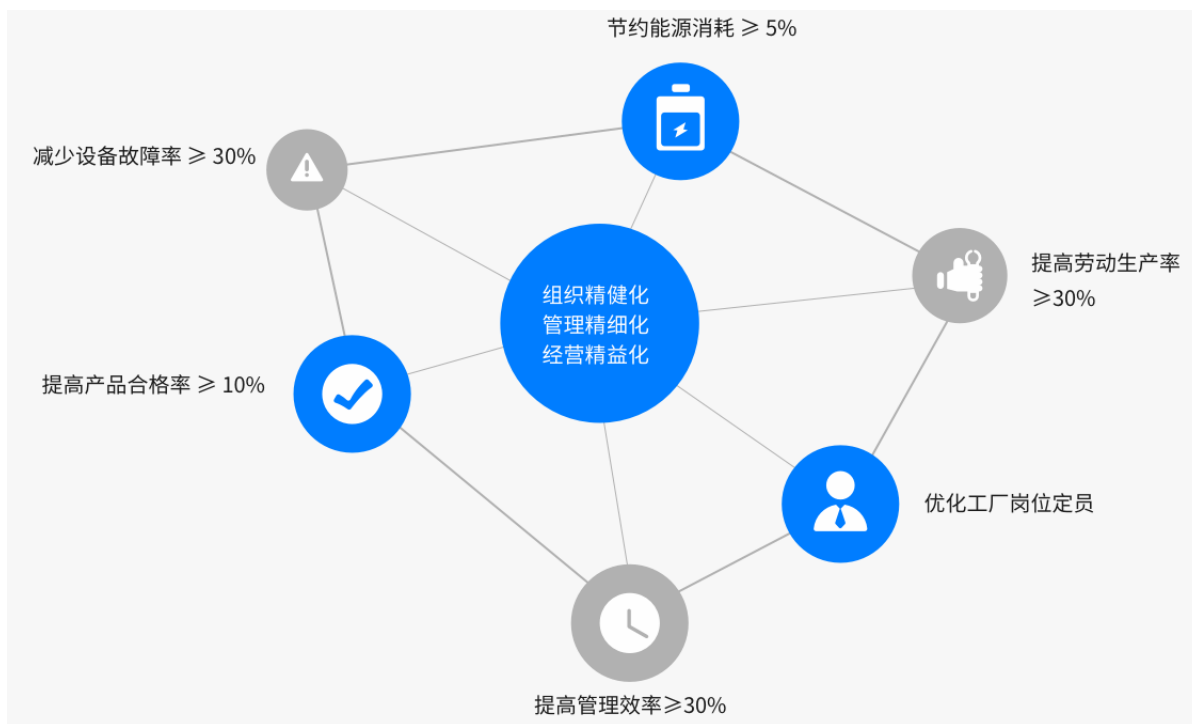
图14：南京凯盛在智能制造领域落地多个标杆案例

序号	客户名称	序号	客户名称	序号	客户名称
1	泰安中联水泥有限公司	10	铜仁西南水泥有限公司	19	湖州南方水泥有限公司
2	遵义赛德水泥有限公司	11	湖州兴浦南方水泥有限公司	20	遵义恒聚水泥有限公司
3	Sampyo Cement Co., Ltd.	12	平邑中联水泥有限公司	21	安徽广德南方水泥有限公司
4	海盐泰山南方水泥有限公司	13	广西虎鹰水泥有限公司	22	长兴南方水泥有限公司
5	四川利森建材集团有限公司	14	贵州黔西西南水泥有限公司	23	上海张堰南方水泥有限公司
6	湖南桃江南方水泥有限公司	15	贵州兴义西南水泥有限公司	24	冀东水泥铜川有限公司
7	广西金鲤水泥有限公司	16	崇左南方水泥有限公司	25	
8	拉萨城投祁连山水泥有限公司	17	贵州紫云西南水泥有限公司		
9	丽江古城西南水泥有限公司	18	桂林南方水泥有限公司		

资料来源：南京凯盛公司官网

南京凯盛智能制造系统降本增效作用突出。公司智能化系统可帮助客户节约能耗超 5%，提高产品合格率超 10%，提高劳动生产率和管理效率超 30%，减少设备故障率超 30%，助力行业节能减排、降本增效。

图15：南京凯盛智能制造系统降本增效作用突出



资料来源：南京凯盛公司官网

中材矿山为国家级矿山施工领军企业。中材矿山深耕建材矿山工程与采矿服务产业多年，长期为国内各大型水泥集团提供采矿服务，承建了国内绝大部分的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，年生产矿石规模达3亿余吨，国内水泥供矿市场占有率超过13%，多年保持行业领先地位。

表6：中材矿山长期为国内各大型水泥集团提供采矿服务

序号	项目	规模 (t/d)
1	黑龙江宾州矿山石灰石矿	10000
2	山东申丰水泥矿山开采	10000
3	河南焦作千业水泥矿山开采	10000
4	兰州红狮水泥有限公司矿山开采	10000
5	陕西富平生态水泥有限公司富平频山水泥用灰岩矿矿山开采合同	2*5000
6	安徽瀛浦钱家山水泥矿山建设及生产	2*5000
7	广西金锂水泥矿山供矿	2*5000
8	中联水泥南阳分公司矿石生产供应合作协议	3000+6000
9	江西瑞金水泥矿山工程	8000
10	济宁中联水泥有限公司矿山开采	7200

数据来源：中材矿山公司官网、开源证券研究所

合肥院为国内水泥专用技术装备领域排头兵。合肥院是国内少数拥有研发、设计、生产水泥核心装备并提供配套技术服务的综合性科技型企业，以辊压机、立式磨和钢丝胶带提升机为代表的水泥装备在行业竞争地位突出，具有较高的品牌知名度和市场占有率。产品技术实力方面，根据合肥院官网，HFCG系列辊压机主要技术经济指标达到国际先进水平，2018年入选中央电视台纪录片《大国重器》第二季，是当时水泥行业唯一入选主机装备。

图16：合肥院新型干法水泥生产线粉磨关键装备获国家科技进步奖


资料来源：合肥院公司官网

市场占有率方面，截至 2021 年 12 月，HFCG 系列辊压机全球在用量超过 1800 台套，出口 20 多个国家和地区。根据中国水泥协会，合肥院辊压机装备在国内及全球市场占有率均排列第一。

表7：合肥院 HFCG 系列辊压机主要技术经济指标达到国际先进水平

产品系列	规格型号	辊子直径	辊子宽度	电机功率	入料粒度	通过量
120 系列	HFCG120-45	1200	450	2*200	≤50	125~150
	HFCG120-50	1200	500	2*250	≤50	140~165
	HFCG120-80	1200	800	2*250	≤25	85~100
140 系列	HFCG140-65	1400	650	2*500	≤60	240~295
	HFCG140-70	1400	700	2*500	≤60	260~315
	HFCG140-80	1400	800	2*500	≤60	295~360
150 系列	HFCG150-100	1500	1000	2*710	≤60	415~500
160 系列	HFCG160-120	1600	1200	2*900	≤70	580~670
	HFCG160-140	1600	1400	2*1120	≤70	680~780
180 系列	HFCG180-160	1800	1600	2*1600	≤70	950~1100
200 系列	HFCG200-180	2000	1800	2*2000	≤70	1450~1700

数据来源：合肥院公司官网、开源证券研究所

3.3、股权激励落地，彰显长期发展信心

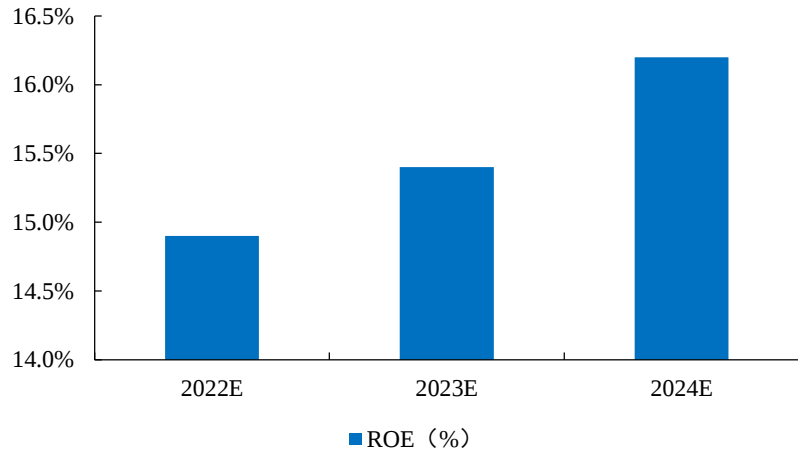
股权激励范围较为广泛，绑定核心团队利好长期业绩释放。2022 年 4 月，公司公告落地 2021 年限制性股票激励计划，授予 4654.91 万股，占公司总股本的 2.10%，

激励对象包括董事长刘燕、总裁印志松、副总裁隋同波/汪源/郭正勇/何小龙、董秘范丽婷等 7 名公司高管，以及 187 名核心管理、业务及技术骨干，股权激励范围较为广泛。业绩考核条件为，以 2020 年为基数，2022-2024 年净利润 CAGR 均不低于 15.5%，ROE 不低于 14.9%/15.4%/16.2%。

表8：公司股权激励范围较为广泛

姓名	职位	授予限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总量的比例	占公司总股本的比例
刘燕	党委书记、董事长	36.57	0.65%	0.02%
印志松	董事、总裁、党委副书记	31.4	0.56%	0.01%
隋同波	副总裁	24.58	0.43%	0.01%
汪源	副总裁、财务总监	24.74	0.44%	0.01%
郭正勇	副总裁	24.76	0.44%	0.01%
何小龙	副总裁	31.13	0.55%	0.01%
范丽婷	董事会秘书、总法律顾问	20.2	0.36%	0.01%
核心管理、业务及技术骨干（187 人）		4644.92	4461.5315	78.90%
预留		1000	17.68%	0.45%
合计		5654.91	100.00%	2.55%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：公司股权激励业绩考核目标为 2022-2024 年 ROE 不低于 14.9%/15.4%/16.2%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

核心假设 1：受益行业智能制造升级趋势和公司不断扩大的领先优势，公司收入有望保持快速增长。其中，预计工程技术服务业务 2022-2024 年收入年均复合增速超 10%，预计运维服务业务 2022-2024 年收入年均复合增速超 25%，预计装备制造业务 2022-2024 年收入年均复合增速约 8%，预计环保业务 2022-2024 年收入年均复合增速约 5%。

核心假设 2: 收入较高增长有望带动主营业务毛利率稳中有升，规模效应逐步显现。

核心假设 3: 收入高增长有望摊薄销售费用、管理费用；公司持续一定研发投入，研发费用率预计保持稳定，保证核心竞争力。

4.2、盈利预测与估值分析

公司是全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商，我们认为公司有望充分受益“双碳”政策目标催化下的水泥行业智能制造升级改造机遇。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 21.75、25.69、30.12 亿元，EPS 分别为 0.96、1.13、1.33 元/股。

我们选取了宝信软件、中控技术等国内智能制造头部供应商，和中工国际、北方国际等国内工程技术行业龙头作为可比公司。公司对应当前股价 PE 分别为 9.2、7.8、6.7 倍，均低于国内智能制造和工程技术行业均值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平

证券代码	公司简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE	
		2022/9/27	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600845.SH	宝信软件	763.8	23.1	29.0	36.6	33.0	26.3	20.9
688777.SH	中控技术	387.2	7.6	9.8	12.8	51.2	39.4	30.2
	智能制造 平均值	575.5	15.3	19.4	24.7	42.1	32.8	25.6
002051.SZ	中工国际	97.1	3.6	4.0	4.6	27.1	24.4	20.9
000065.SZ	北方国际	94.2	9.0	10.9	12.9	10.5	8.6	7.3
	工程技术 平均值	95.6	6.3	7.5	8.8	18.8	16.5	14.1
600970.SH	中材国际	201.0	21.8	25.7	30.1	9.2	7.8	6.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（宝信软件、中控技术盈利预测来自开源计算机，中工国际、北方国际盈利预测来自 wind 一致预测）

5、风险提示

行业智能制造升级不及预期风险；公司研发不及预期风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	29229	31238	30722	33473	38852
现金	8594	8482	9704	11214	12857
应收票据及应收账款	4155	5060	0	0	0
其他应收款	801	705	1018	973	1310
预付账款	6237	5666	7953	7784	10258
存货	2400	2541	3051	3381	3979
其他流动资产	7042	8785	8996	10120	10448
非流动资产	12015	10239	10618	11132	11593
长期投资	459	632	837	1045	1252
固定资产	2813	2899	3206	3552	3872
无形资产	737	759	696	641	592
其他非流动资产	8005	5950	5879	5893	5878
资产总计	41243	41478	41340	44605	50446
流动负债	24560	24860	23179	24417	27799
短期借款	1358	983	9816	10506	13825
应付票据及应付账款	9281	10364	0	0	0
其他流动负债	13920	13513	13364	13911	13973
非流动负债	2747	3019	2636	2293	1887
长期借款	1901	2276	1893	1550	1145
其他非流动负债	847	743	743	743	743
负债合计	27307	27879	25815	26710	29686
少数股东权益	933	564	825	1136	1500
股本	1738	2219	2219	2219	2219
资本公积	1805	202	202	202	202
留存收益	9267	10490	12255	14335	16776
归属母公司股东权益	13003	13035	14700	16758	19260
负债和股东权益	41243	41478	41340	44605	50446

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2193	2214	-5288	3403	1103
净利润	1695	2033	2436	2880	3376
折旧摊销	474	395	446	435	502
财务费用	10	391	642	987	1097
投资损失	-147	-166	-159	-161	-161
营运资金变动	-844	-716	-8489	-559	-3505
其他经营现金流	1004	277	-164	-178	-206
投资活动现金流	242	-672	-653	-776	-792
资本支出	457	342	619	741	757
长期投资	-148	-69	-206	-208	-207
其他投资现金流	847	-261	172	173	172
筹资活动现金流	-786	-1448	-1670	-1808	-1988
短期借款	550	-375	8833	690	3319
长期借款	-635	376	-383	-343	-405
普通股增加	-2	481	0	0	0
资本公积增加	666	-1603	0	0	0
其他筹资现金流	-1364	-327	-10120	-2155	-4901
现金净增加额	1438	-52	-7611	820	-1676

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	30538	36242	41466	47917	54936
营业成本	25403	30014	33969	39075	44714
营业税金及附加	145	176	200	231	265
营业费用	400	399	415	479	549
管理费用	1463	1752	1916	2132	2417
研发费用	875	1166	1327	1485	1703
财务费用	10	391	642	987	1097
资产减值损失	-269	-90	-191	-187	-227
其他收益	55	48	50	50	50
公允价值变动收益	11	0	4	3	3
投资净收益	147	166	159	161	161
资产处置收益	12	8	9	9	9
营业利润	2058	2361	2879	3395	3992
营业外收入	90	64	73	70	71
营业外支出	80	17	38	31	33
利润总额	2068	2409	2915	3435	4030
所得税	373	376	478	555	654
净利润	1695	2033	2436	2880	3376
少数股东损益	174	223	261	311	364
归属母公司净利润	1521	1810	2175	2569	3012
EBITDA	2492	2759	3643	4388	5112
EPS(元)	0.67	0.80	0.96	1.13	1.33

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	25.3	18.7	14.4	15.6	14.6
营业利润(%)	17.3	14.8	21.9	17.9	17.6
归属于母公司净利润(%)	-4.4	19.0	20.1	18.1	17.2
获利能力					
毛利率(%)	16.8	17.2	18.1	18.5	18.6
净利率(%)	5.6	5.6	5.9	6.0	6.1
ROE(%)	12.2	14.9	15.7	16.1	16.3
ROIC(%)	20.7	26.6	16.7	19.8	19.0
偿债能力					
资产负债率(%)	66.2	67.2	62.4	59.9	58.8
净负债比率(%)	-28.9	-30.3	19.1	10.3	15.1
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.8	0.9	0.8	0.9	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	7.8	8.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.6	3.7	8.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.80	0.96	1.13	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	0.98	-2.33	1.50	0.49
每股净资产(最新摊薄)	5.74	5.75	6.49	7.40	8.50
估值比率					
P/E	13.2	11.1	9.2	7.8	6.7
P/B	1.5	1.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	6.6	5.7	6.3	5.1	4.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn