

股票投资评级

推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

公司基本情况

52周内高	12.19
52周内低	7.18
总市值(亿元)	195.50
流通市值(亿元)	150.40
总股本(亿股)	22.66
A股(亿股)	22.66
—已流通(亿股)	17.43
—限售股(亿股)	5.23

研究所

分析师: 丁士涛

SAC 登记编号: S1340522090005

Email: dingshitao@cnpsec.com

中材国际 (600970.SH)
碳减排成就新机遇, 业务转型焕发生机

● 全球水泥 EPC 龙头, 内部整合实现战略协同

公司是中建材集团水泥 EPC 平台, 连续 14 年全球市占率第一, 2021 年公司总收入 362.4 亿元、YOY+18.7%, 归母净利润 18.1 亿元、YOY+19.0%。水泥工程建设是公司主要的收入和利润来源, 集团资产整合后, 运维业务的收入、利润、新订单占比均有所提升。随着公司对合肥院的整合, 未来业务重点将转向运维和装备制造。

● 水泥工程建设: 减碳+智能化改造势在必行

水泥是高碳排放行业, 水泥占全行业碳排放总量的 11.4%, 建筑大类中仅次于钢铁。受行业盈利下滑以及可能被纳入碳交易市场的影响, 未来水泥企业技术改造将成为主流。我们预计公司水泥产线智能化改造的空间约为 180 亿元, 市场前景广阔。

● 矿山运维: 拓展业务新航道

在政策引导下, 矿山管理向规范化、绿色化发展。同时, 国家加大对河砂开采的限制, 砂石骨料占比提升, 矿山运维的市场有望从石灰石拓展到骨料领域, 运维市场空间得到拓宽。随着集团业务的协同, 公司有望部分承接集团内部石灰石和骨料矿山的运维业务。

● 装备制造业务: 并购合肥院, 完善产业链

随着水泥产线智能化、绿色化改造需求增加, 水泥装备制造有望迎来新一轮增长。公司收购合肥院后, 可以加深与天津院的业务联动并带动装备销售增长。合肥院行业地位领先, 在满足水泥智能化改造业务需求的同时, 先进的装备和技术可以拓展到水泥外的矿山领域。

● 盈利预测与投资建议

看好碳中和背景下, 公司在水泥智能化改造、矿山运维、装备制造业务机会。我们预计 22-24 年营业收入 404.33 /449.81/491.98 亿元, 归母净利润 22.45/24.82/28.86 亿元。按照 2022 年 10 月 24 日收盘价计算, 22-24 年对应 PE 8.7/7.9/6.8 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

● 风险提示

碳中和政策出台不及预期; 集团内部协同不及预期; 汇率波动。

盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	36,242.09	40,433.06	44,980.87	49,197.97
增长率 (%)	61.10%	11.56%	11.25%	9.38%
归属母公司净利润 (百万元)	1,810.27	2,245.37	2,482.15	2,886.40
增长率 (%)	59.75%	24.03%	10.56%	16.28%
毛利率 (%)	17.18%	17.10%	17.10%	17.20%
净利率 (%)	4.99%	5.55%	5.52%	5.87%
EPS (元/股)	0.82	1.01	1.12	1.30
市盈率 (P/E)	10.76	8.68	7.85	6.75
ROE	13.89%	14.90%	15.40%	16.20%

数据来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所预测
注：股价为 2022 年 10 月 24 日收盘价

目录

1 全球水泥 EPC 龙头，并购实现业务协同	6
1.1 品牌形象优质，产业链体系完备.....	6
1.2 股东实力强大，内部整合提升竞争力	7
1.3 股权激励落地，公司治理有望改善	7
1.4 业绩持续增长，业务多元效应凸显.....	8
1.5 收购集团资产，巩固传统核心业务优势.....	12
2 水泥工程建设：减碳+智能化改造势在必行.....	14
2.1 全球经济增速放缓，水泥行业盈利下滑	14
2.2 水泥生产造成高碳排量，减碳节能势在必行	14
2.3 挖潜水泥生产环节，技术升级潜力巨大	16
2.4 明确水泥能耗标准，产线规模升级成为趋势	18
2.5 槐坎南方项目：打造水泥智能化生产标杆	19
2.6 双重赋能：智能化改造+产线运维为传统业务开辟新天地.....	20
3 矿山运维：拓展业务新航道	22
3.1 砂石骨料迈入存量市场，矿山运维潜力广阔	22
3.2 收购中材矿山拓展矿山运维业务	24
4 装备制造业务：并购合肥院，完善产业链	25
4.1 技术根基深厚，承接智能化改造新机遇	25
4.2 收购合肥院，完善装备制造研发体系	26
5 盈利预测与投资建议	28
5.1 收入预测.....	28
5.2 盈利预测.....	29
5.3 投资建议.....	30
6 风险提示.....	30

图表目录

图表 1: 公司的产业链集成服务体系	6
图表 2: 公司的发展历程	6
图表 3: 公司股权结构图	7
图表 4: 2020-2024 年公司归母净利润及 ROE	8
图表 5: 2020-2024 年公司修正后归母净利润及 EPS	8
图表 6: 2013-2022H1 公司营业总收入及同比增速	8
图表 7: 2013-2022H1 公司归母净利润及同比增速	8
图表 8: 2016-2022H1 公司新签合同金额 (亿元)	9
图表 9: 2016-2022H1 公司境内外收入占比	9
图表 10: 2017-2022H1 公司各业务收入占比	9
图表 11: 2017-2022H1 公司各业务利润占比	9
图表 12: 2017-2022H1 公司业务合同金额占比变化	10
图表 13: 2022H1 公司主营业务合同金额占比	10
图表 14: 2013-2022H1 公司三项费用率变化	10
图表 15: 2013-2022H1 公司研发费用变化	10
图表 16: 2017-2022H1 公司主要业务毛利率变化	11
图表 17: 2017-2022H1 公司毛利率及净利率变化	11
图表 18: 2017-2022H1 公司环保营收及毛利率	11
图表 19: 2016-2022H1 公司环保新签合同金额	11
图表 20: 2021 年公司股权收购交易明细	12
图表 21: 股权交易前北京凯盛财务情况 (万元)	12
图表 22: 股权交易前南京凯盛财务情况 (万元)	12
图表 23: 股权交易前中材矿山财务情况 (万元)	13
图表 24: 北京凯盛/南京凯盛/中材矿山利润业绩承诺情况 (万元)	13
图表 25: 2021-2023 世界各区域经济增速预测	14
图表 26: 2021H1-2022H1 水泥公司净利润 (亿元)	14
图表 27: 水泥/熟料碳排放参数	14
图表 28: 水泥生产全周期过程中的能耗和排放细分	15
图表 29: 2015-2021 年全球碳排放量及中国占比	15
图表 30: 2019 年中国建筑行业碳排放分布	15
图表 31: 中国承诺的碳达峰目标	16
图表 32: 全国水泥价格走势	16
图表 33: 全国碳市场碳排放配额挂牌交易价格	16
图表 34: 用电石渣替代石灰石的碳减排效果	17
图表 35: 用工业废弃物代替燃烧煤的碳减排效果	17

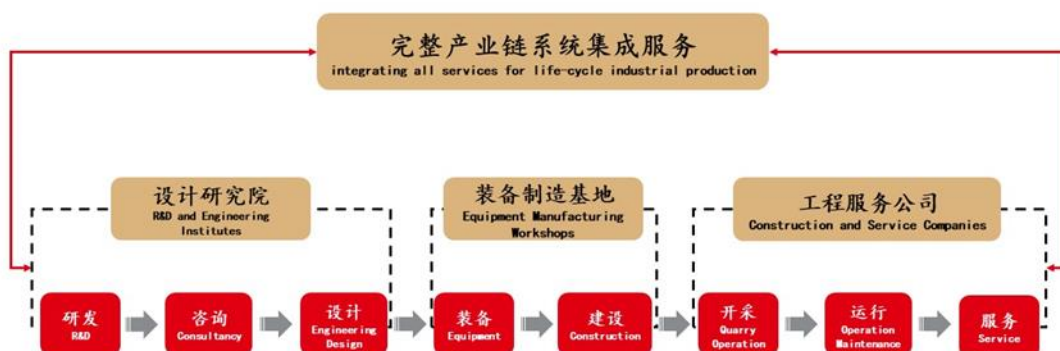
图表 36:	用水泥生产线余热发电碳减排效果	17
图表 37:	不同碳捕集技术路线图	18
图表 38:	2021 版与 2012 版水泥单位产品能耗指标	18
图表 39:	不同规模产线每吨水泥所耗煤炭量	19
图表 40:	2021 年国内各规格熟料生产线占比	19
图表 41:	槐坎南方双循环湿法烟气脱硫技术	20
图表 42:	槐坎南方“水泥全流程智能化绿色工厂”	20
图表 43:	2021 年国内 TOP10 水泥企业熟料产能	20
图表 44:	2017-2021 年海螺水泥与华新水泥骨料产能	22
图表 45:	2017-2021 年中国建材与华新水泥骨料销量	22
图表 46:	二道庄矿区修复治理配套的砂石骨料生产线	22
图表 47:	政府主导下的鹤壁市矿区项目整合	22
图表 48:	政府出台砂石矿山治理相关政策	23
图表 49:	2013-2021 年中国在册砂石矿山数量	24
图表 50:	2020 年砂石类矿山单矿生产规模分布	24
图表 51:	中国建材骨料销量	24
图表 52:	中国建材骨料销售收入	24
图表 53:	公司主要装备制造产品类型	25
图表 54:	公司装备制造业务营收及同比	25
图表 55:	公司整体毛利率与装备制造毛利率对比	25
图表 56:	2000-2021 年国内水泥制造设备产量及同比	26
图表 57:	公司装备制造业务新签合同金额（亿元）	26
图表 58:	2018-2021 年公司主要装备年产能（台）	26
图表 59:	2018-2021 年公司主要装备产能利用率	26
图表 60:	完成对合肥院收购后公司业绩变化	27
图表 61:	完成重组后公司装备制造产业链优势一览	27
图表 62:	盈利预测与公司估值	29
图表 63:	可比公司估值	30

1 全球水泥 EPC 龙头，并购实现业务协同

1.1 品牌形象优质，产业链体系完备

中国中材国际工程股份有限公司（简称：中材国际）是全球最大的水泥装备工程系统服务商，是少数集研发设计、装备制造、生产运维、矿山服务等于一体的规模性企业。公司水泥工程产业链完善，连续 14 年全球市占率第一。

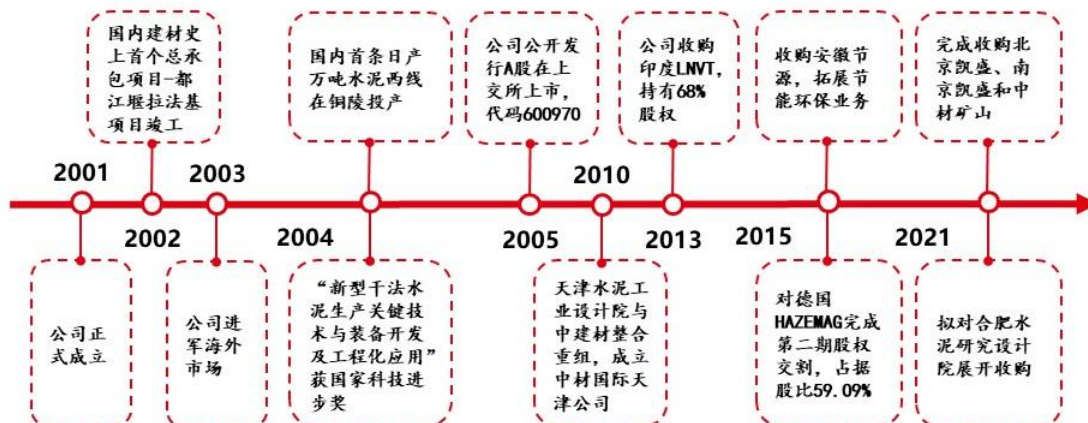
图表1：公司的产业链集成服务体系



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司向国内市场和海外市场双向发力。在国内市场中，公司建设了国内首条 1000t/d 生产线，后续研发并建造了全球最大的 14000t/d 系列生产线，陆续承接了国内 90% 以上的新型干法水泥生产线的设计和建造工作，实现了从成套进口核心设备到全面国产化整线出口的重大转变。在国外市场中，公司累计在 84 个国家建设了 286 条水泥熟料生产线，国际市场份额稳居首位，“SINOMA”品牌成为国际水泥建材工程领域最有影响力的品牌。

图表2：公司的发展历程



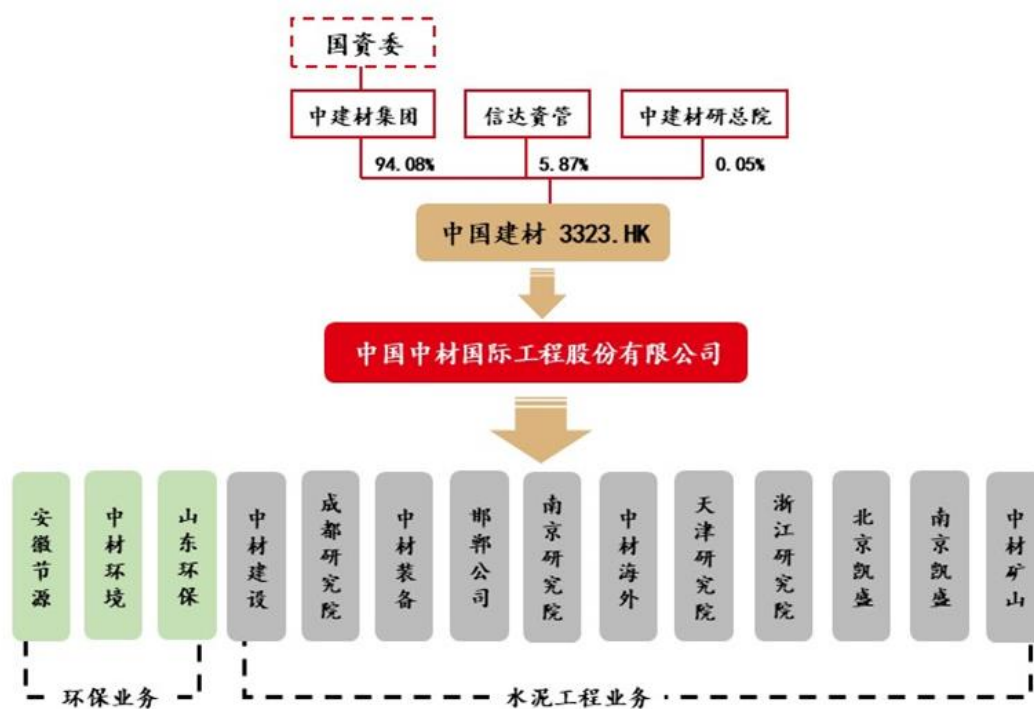
资料来源：公司公告，公司官网，中邮证券研究所

1.2 股东实力强大，内部整合提升竞争力

公司控股股东为中国建材集团的核心平台中国建材股份有限公司（HK3323）。中建材股份是中国建材行业的领军企业，主要经营水泥、轻质建材、玻璃纤维及复合材料、工程服务。

公司于 2020 年 Q4 完成管理层换届，新一届高管团队由刘燕先生担任董事长、印志松先生担任总裁、汪源女士担任副总裁并兼任财务总监。三位高管均出自中国建材系统内部，具有行业内不同领域的管理经验。随着换届的完成，公司在集团资源整合方面实现突破。2021 年公司完成北京凯盛、南京凯盛及中材矿山的股权收购，2022 年启动对合肥院的收购。

图表3：公司股权结构图

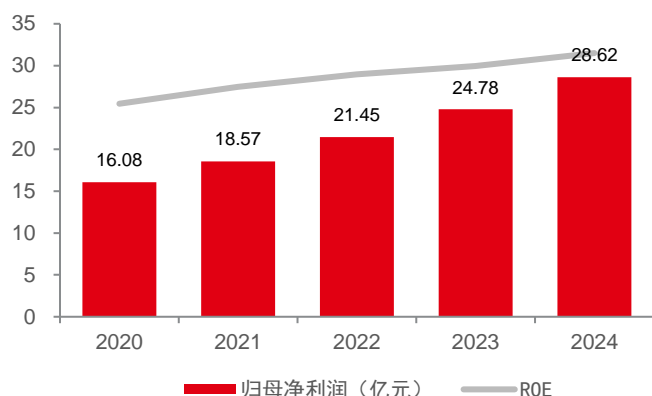


资料来源：iFind，中邮证券研究所

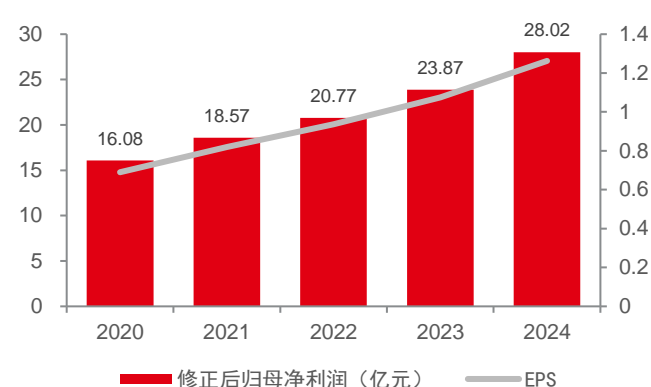
1.3 股权激励落地，公司治理有望改善

2022 年 3 月公司通过限制性股权激励计划，首次授予限制性股票数量 4943.8 万股、授予价格为 5.97 元/股，授予对象为包括董事长、总裁在内的核心团队和技术骨干。股权激励的业绩考核要求为：2022 年归母净利润较 2020 年复合增速不低于 15.5%，ROE 不低于 14.9%；2023 年归母净利润较 2020 年复合增速不低于 15.5%，ROE 不低于 15.4%；2024 年归母净利润较 2020 年复合增速不低于 15.5%，ROE 不低于 16.2%。

根据股权激励方案，2022-2024 年公司股权激励摊销费用 0.81/1.08/0.71 亿元。若公司股权激励业绩考核完成，剔除摊销费用后 2022-2024 年公司归母净利润 20.77/23.87/28.02 亿元，EPS 0.94/1.08/1.26 元（假设：2022-2024 年所得税率与 2021 年持平，2022-2024 年总股本与 2021 年末持平）。

图表4：2020-2024 年公司归母净利润及 ROE


资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表5：2020-2024 年公司修正后归母净利润及 EPS


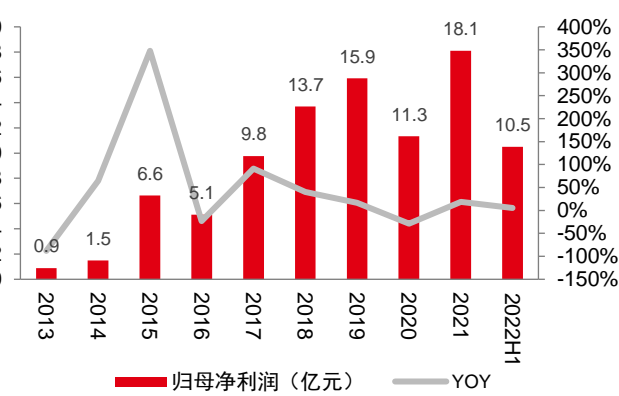
资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.4 业绩持续增长，业务多元效应凸显

营收和利润增长稳健，逐步摆脱疫情影响。受公司“钢贸案”影响，2014-2016 年公司营业收入由 228.65 亿元下降至 190.07 亿元。短暂调整后，自 2017 年起营业收入出现回升，2020 年受疫情影响，公司营收同比出现回落。随着疫情得到有效控制，公司业绩恢复增长，叠加集团资产整合影响，2021 年公司业绩增长明显，营业总收入为 362.42 亿元、同比增长 18.68%，归母净利润为 18.1 亿元、同比增长 19%。

图表6：2013-2022H1 公司营业总收入及同比增速

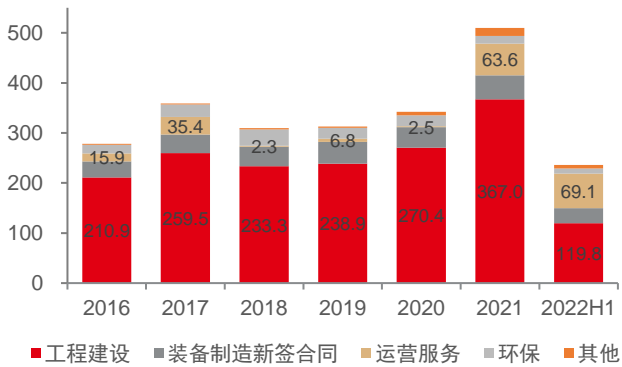

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表7：2013-2022H1 公司归母净利润及同比增速


资料来源：iFind，中邮证券研究所

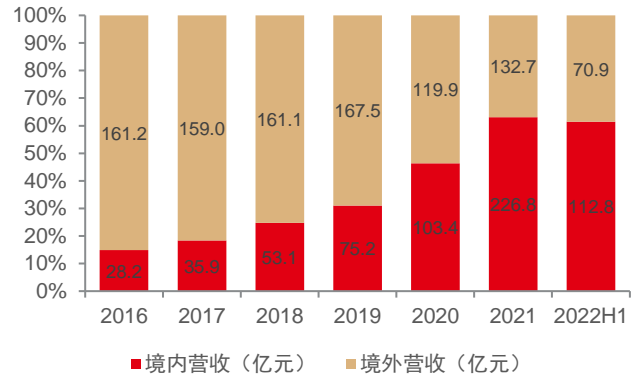
并购后合同订单数量上涨，业务和区域收入结构优化。公司 2021 年新签合同金额为 509.79 亿元，同比增长 18.68%，原因是北京凯盛/南京凯盛/中材矿山的收购后，三家公司业务订单纳入合并范围。2021 年公司境内收入占比 61.4%，境内外业务占比逐渐均衡。考虑到全球贸易环境、俄乌战争及其他因素带来的不确定性，境内外收入结构优化保证了公司营业收入的稳定性，降低了海外不确定性对业绩的影响。

图表8：2016-2022H1 公司新签合同金额（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

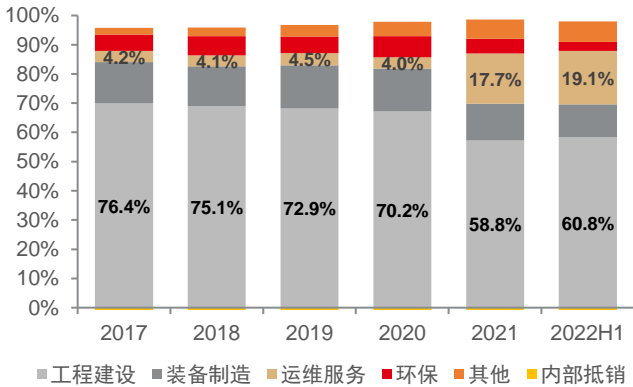
图表9：2016-2022H1 公司境内外收入占比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

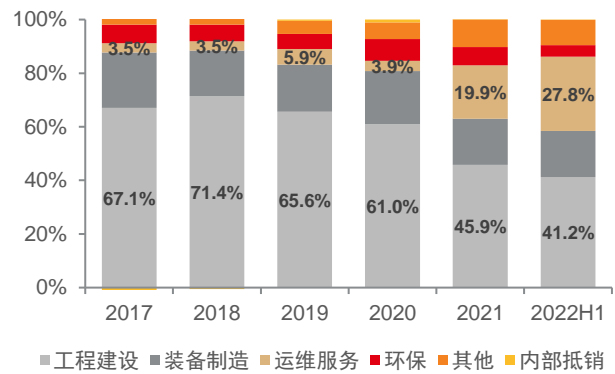
工程业务是优势板块，运维业务开始发力。公司主营业务为水泥工程建设、装备制造、运维服务和环保业务，2021年工程建设收入占比58.8%、利润占比45.9%，是主要的收入和利润来源。2021年公司完成对北京凯盛、南京凯盛和中材矿山的收购，运维服务收入和利润占比也逐渐升高，2021年收入占比17.7%、利润占比19.9%。

图表10：2017-2022H1 公司各业务收入占比



资料来源：iFind，中邮证券研究所

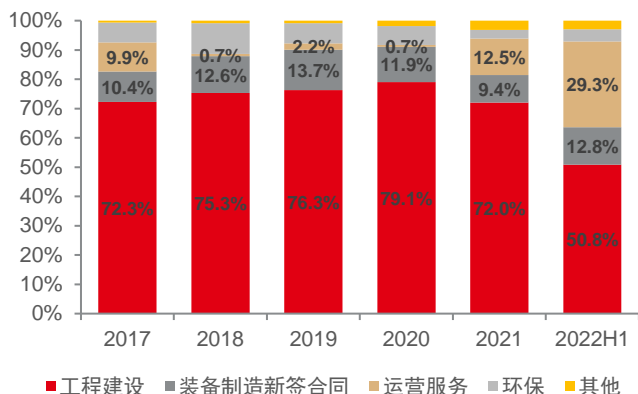
图表11：2017-2022H1 公司各业务利润占比



资料来源：iFind，中邮证券研究所

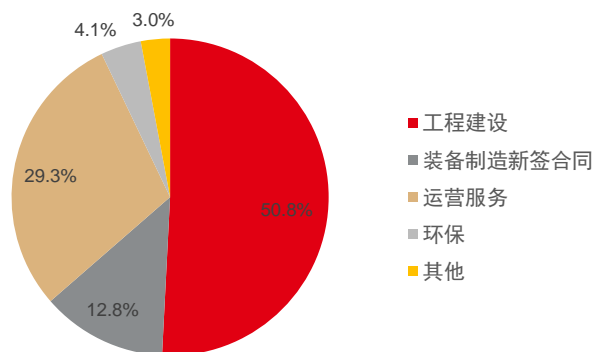
新订单业务结构调整，运维和装备制造占比提升。2017-2022H1 水泥工程业务新订单占比由 72.3%下降至 50.8%，装备制造和运维业务新订单占比由 10.4%/9.9%上升至 12.8%/29.3%。订单结构的变化体现了公司的战略调整，业务重点由工程向运维服务和装备制造倾斜。

图表12：2017-2022H1 公司业务合同金额占比变化



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

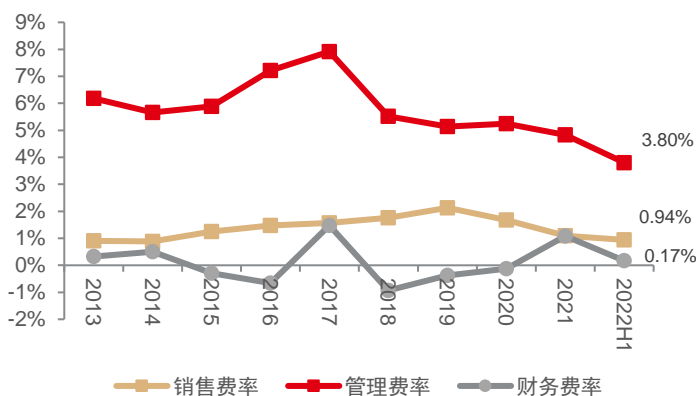
图表13：2022H1 公司主营业务合同金额占比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

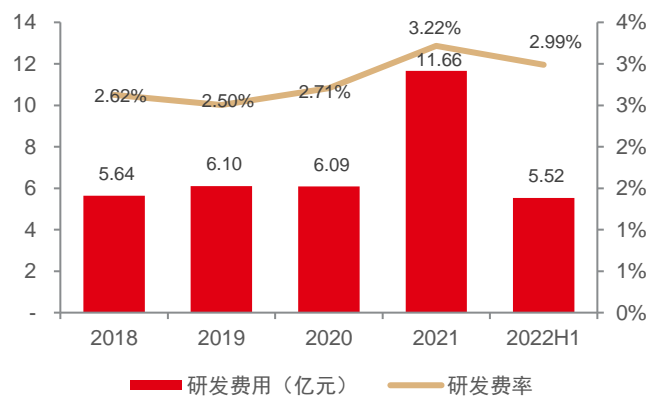
期间费率保持稳定，研发投入持续加强。公司整体期间费用率在 7%-10%波动，水平较为稳定。随着国家“碳中和”政策的不断推出以及对水泥行业碳排放管理的日益严格，公司在节能减排以及智能化生产领域不断加大投入，2021 年公司研发费用率增至 3.22%。

图表14：2013-2022H1 公司三项费用率变化



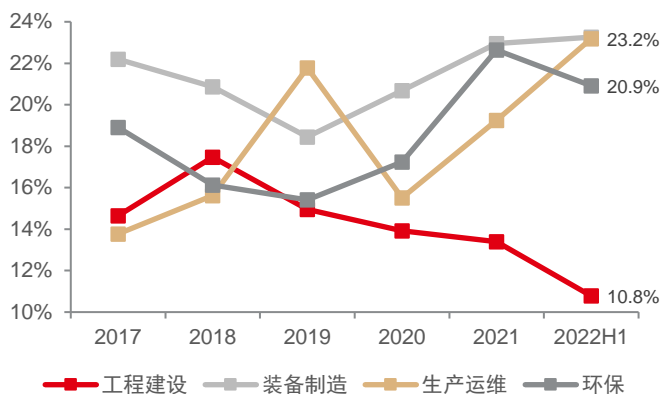
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表15：2013-2022H1 公司研发费用变化

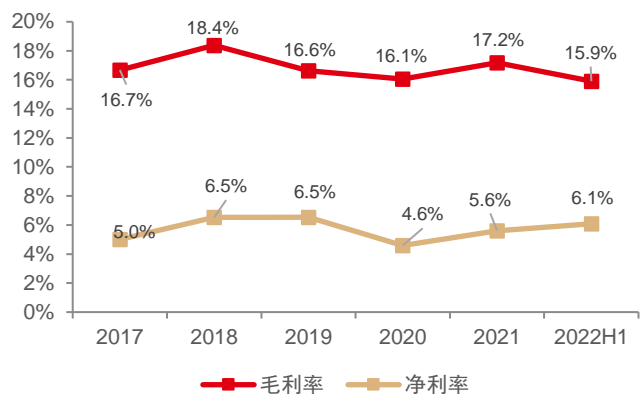


资料来源：iFind，中邮证券研究所

工程业务盈利能力下滑，整体盈利能力稳定。公司工程建设业务的盈利能力下降，装备制造和运维业务盈利能力增长明显，与 2017 年相比，2022 年上半年三大业务毛利率变动-3.8/+1.1/+9.5 个 pct。由于装备制造和运维业务利润率高于工程业务，随着两大业务占比的提升，公司整体毛利率和净利率保持稳定。2022 年 H1 公司综合毛利率 15.9%、较 2017 年减少 0.8 个 pct，净利率 6.1%、较 2017 年增加 1.1 个 pct。

图表16：2017-2022H1 公司主要业务毛利率变化


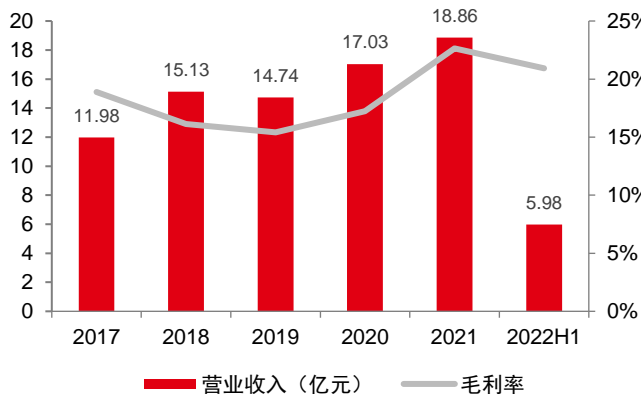
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表17：2017-2022H1 公司毛利率及净利率变化


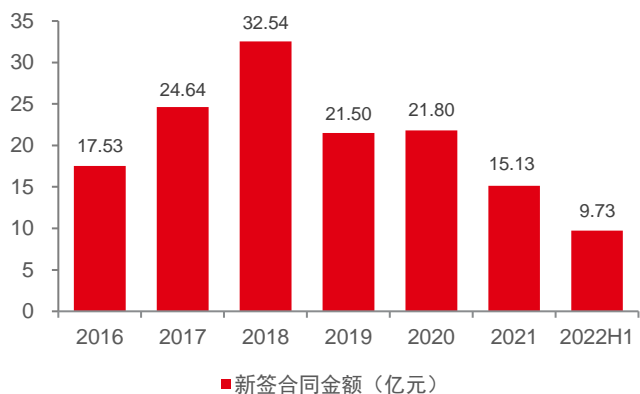
资料来源：iFind，中邮证券研究所

环保业务营收稳步上升，新签合同金额下降。公司环保业务主要围绕污水处理、节能改造、废弃物处理和土壤修复领域展开，由子公司安徽节源环保科技有限公司和中材国际环境工程（北京）有限公司负责，项目主要分布在江苏、安徽、河北等地区。

2017-2021 年公司环保业务营业收入为 11.98/15.13/14.74/17.03/18.86 亿元，毛利率分别为 18.9%/16.13%/15.41%/17.24%/22.64%，营收及毛利率均稳步上涨。但由于公司逐渐提高对新签项目质量和盈利水平的要求，环保业务新签合同金额出现收缩，由 2018 年的 32.54 亿元下降至 2021 年的 15.13 亿元。

图表18：2017-2022H1 公司环保营收及毛利率


资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表19：2016-2022H1 公司环保新签合同金额


资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.5 收购集团资产，巩固传统核心业务优势

2021 年公司完成对北京凯盛 100%股权、南京凯盛 98%股权以及中材矿山 100%股权的收购，加强了在水泥工程、矿山工程和运维服务领域的影响力。

图表20：2021 年公司股权收购交易明细

标的公司	主营业务	收购股权	收购对价 (万元)	收购方式	交易对象
北京凯盛建材 工程有限公司	水泥生产总承包	100%	51,036.57	发行股份	建材国际工程/ 研究总院
南京凯盛国际 工程有限公司	水泥生产线及配 套工程总承包	98%	98,880.10	自筹资金	建材国际工程 及自然人
中材矿山建设 工程有限公司	采矿服务、工程 施工、技术咨 询、拆除爆破等	100%	217,700.72	发行股份	中建材股份

资料来源：公司年报，中邮证券研究所

收购北京凯盛/南京凯盛，加强水泥工程与装备制造业务优势。北京凯盛以水泥国际总承包为主营业务，在节能技术改造、特种水泥、危险固体废弃物处理等水泥工程创新领域均有布局，并在油井水泥、中热、低热水泥、抗硫酸盐水泥等特种水泥产品，工业窑炉配套耐火材料的研发以及工业废渣资源的综合利用上有优秀业绩。

图表21：股权交易前北京凯盛财务情况（万元）

	2021Q1	2020	2019
资产总计	152,147.05	143,744.85	149,645.84
营业收入	10,068.67	105,900.30	149,781.42
归母净利润	7,105.67	-3,553.06	12,504.57

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

南京凯盛围绕水泥工业市场需求开展工程应用研究，并在装备制造领域取得领先成绩，积极保持新型干法水泥生产技术优势，其自主研发设计的第四代篦冷机、预热器、煤粉燃烧器、回转窑、水泥预粉磨立磨等水泥装备达到了国内先进水平。收购完成后能够提升公司在水泥装备制造方面的优势。

图表22：股权交易前南京凯盛财务情况（万元）

	2021Q1	2020	2019
资产总计	152,147.05	143,744.85	149,645.84
营业收入	10,068.67	105,900.30	149,781.42
归母净利润	7,105.67	-3,553.06	12,504.57

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

收购中材矿山，提升公司矿山运维能力。中材矿山承建了国内外水泥集团和企业的矿山工程施工、采矿服务和机电设备安装项目。矿山工程方面，中材矿山的业务模式逐步从矿山施工（以建设为主）发展到 EPC、EPCM 模式，近年来还积极拓展海外矿山工程和采矿服务业务，现有项目分布在老挝、赞比亚和尼日利亚。采矿服务方面，中材矿山在水泥用石灰石矿山方面积累了丰富的项目经验。

图表23：股权交易前中材矿山财务情况（万元）

	2021Q1	2020	2019
资产总计	295,678.35	272,380.81	261,442.54
营业收入	134,739.33	515,941.74	403,717.40
归母净利润	4,900.98	32,857.96	28,896.15

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

完成股权收购后业绩增厚明显。根据重大资产重组方案，交易完成后上市公司 EPS 从 0.65 元增至 0.73 元（2020 年）。根据利润承诺，2021-2023 年北京凯盛/南京凯盛/中材矿山（包含三家子公司）的净利润合计为 3.39/3.57/3.56 亿元。

图表24：北京凯盛/南京凯盛/中材矿山利润业绩承诺情况（万元）

标的公司	2021	2022	2023
北京凯盛	5,197.56	5,972.98	6,697.52
南京凯盛	14,745.05	15,455.45	13,636.43
中材西安	5,303.89	4,974.56	5,005.60
南京矿山母公司	8,717.26	9,270.79	10,241.93
重庆参天			
合计	33,963.76	35,673.78	35,581.48

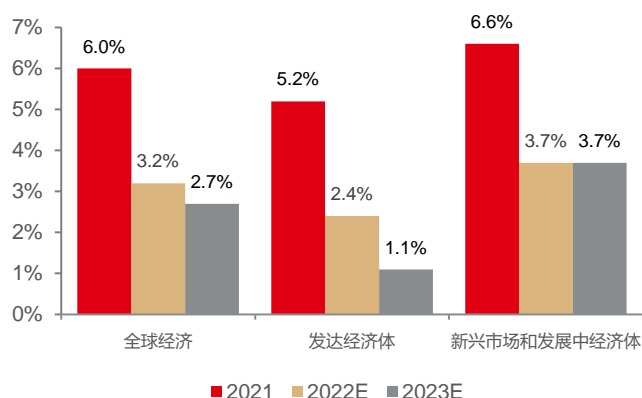
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2 水泥工程建设：减碳+智能化改造势在必行

2.1 全球经济增速放缓，水泥行业盈利下滑

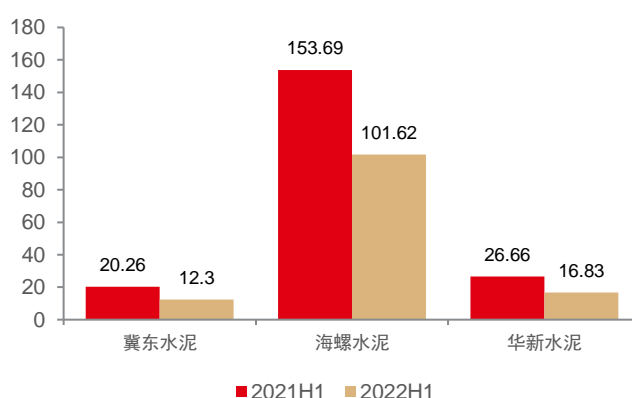
受全球央行加息、俄乌危机、新冠疫情等因素影响，全球经济面临增速下滑的风险。根据IMF在2022年10月发布的全球经济展望，2022年全球经济增速将从2021年的6%下滑至3.2%，2023年增速下滑至2.7%。在全球经济增速下滑的背景下，国内水泥企业也面临需求下滑和成本增加的风险。以冀东水泥、海螺水泥和华新水泥为例，三家公司2022年上半年的净利润均出现回落，降本增效成为企业面临的挑战。

图表25：2021-2023 世界各区域经济增长预测



资料来源：国际货币基金组织，中邮证券研究所

图表26：2021H1-2022H1 水泥公司净利润（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.2 水泥生产造成高碳排放，减碳节能势在必行

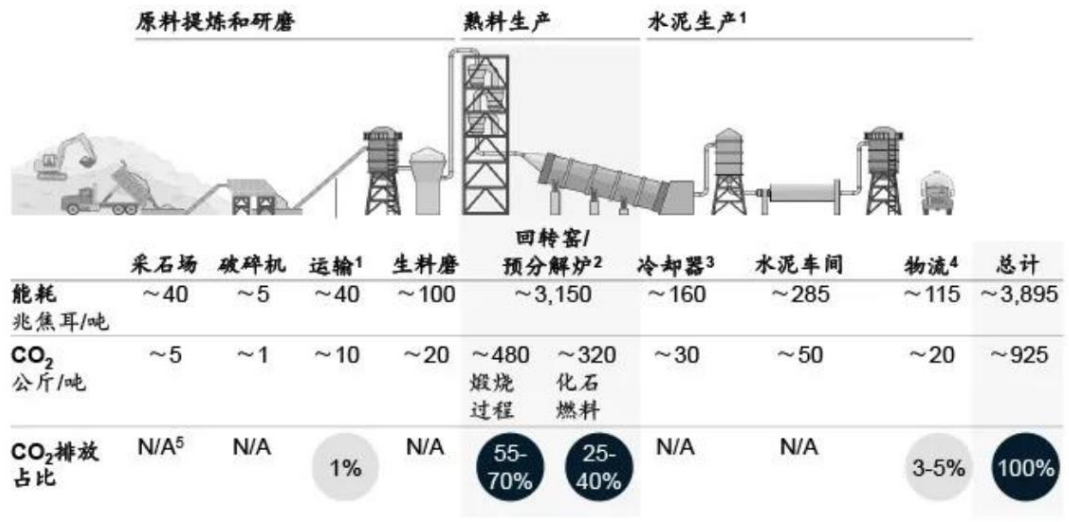
“两磨一烧”工艺造成碳排放超标。在生产过程中，不仅原料中的石灰石及少量的碳酸镁分解产生二氧化碳，电力消耗和交通运输也会产生二氧化碳。根据数字水泥网的数据，当前国内吨水泥碳排放量为622kg、吨熟料碳排放量为865.8kg。2021年我国水泥产量23.63亿吨，碳排放量约14亿吨，碳减排压力大。

图表27：水泥/熟料碳排放参数

标准煤排放因子	2.66	吨熟料耗标准煤	107kg
电力消耗排放因子	0.853	吨熟料综合电耗(扣除余热发电)	30kwh
吨石灰石碳排放量	440kg	吨水泥综合电耗(扣除余热发电)	55kwh
生料石灰石均配比	82%		
生熟料折算系数	1.54		

资料来源：数字水泥网，中邮证券研究所

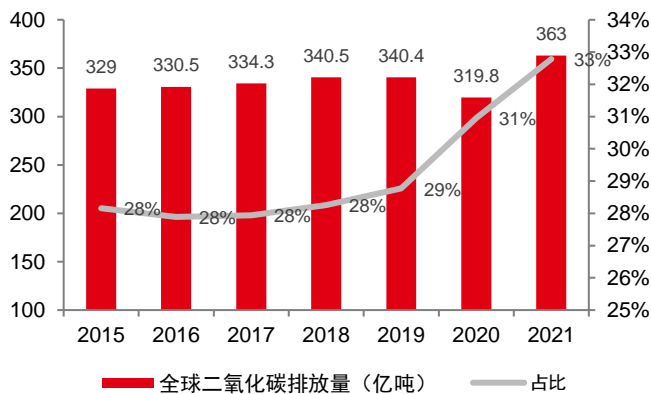
图表28：水泥生产全周期过程中的能耗和排放细分



资料来源：水泥大数据研究院，中邮证券研究所

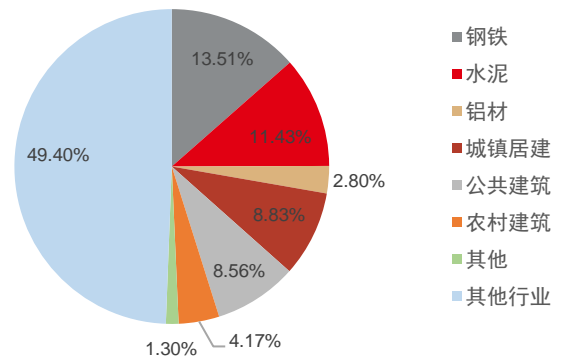
水泥碳减排直接影响碳达峰的顺利实现。2021 年全球二氧化碳排放量为 363 亿吨，中国碳排放量为 119 亿吨、占比 33%。根据《中国建筑能耗与碳排放研究报告》，2019 年中国建筑行业二氧化碳排放占比 50.6%，其中水泥占比 11.43%，仅次于钢铁。

图表29：2015-2021 年全球碳排放量及中国占比



资料来源：华经情报网，中国产业经济网，产业信息网，iFind，中邮证券研究所

图表30：2019 年中国建筑行业碳排放分布



资料来源：中国建筑能耗与碳排放研究报告（2021），中邮证券研究所

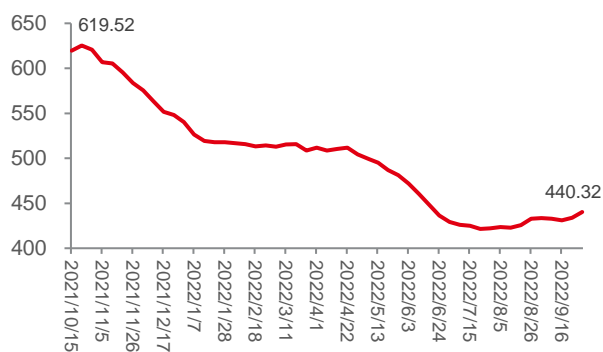
水泥行业减排路径明确清晰。2020 年中国在联合国大会上宣布力争在 2030 年前达到碳达峰、2060 年前实现碳中和。中国建材联合会发布的《推进建筑材料行业碳达峰、碳中和行动倡议书》中提出我国建筑材料行业要在 2025 年前全面实现碳达峰，水泥等行业要在 2023 年前率先实现碳达峰。

图表31：中国承诺的碳达峰目标

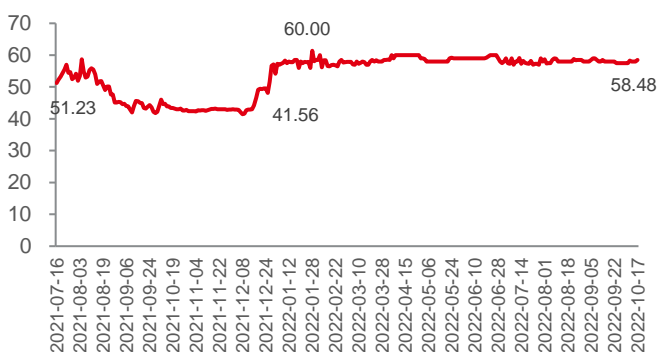
指标	2030 年目标 (2020 版)	2019 年实际完成
单位 GDP CO_2 排放量比 2005 年下降比例	65%以上	48.1%
非化石能源占一次能源消费比重	25%左右	15.3%
森林蓄积量比 2005 年增加	60 亿立方米	51 亿立方米
风电、太阳能发电总装机容量	1200GW 以上	414GW

资料来源：水泥网，中邮证券研究所

我国碳交易市场正式出台。碳排放权交易成为当前全球最具操作性的政策工具，我国碳排放权交易市场（CEA）于 2021 年 7 月 16 日正式上线。最新全国碳市场排放配额（CEA）的挂牌交易价格为 58 元/吨，按照吨水泥碳排放量 622kg 计算，生产每吨水泥需要缴纳碳税 36 元，在水泥价格中占比约 8%。考虑到当前的水泥价格和行业盈利走势，碳税的出台将增加企业成本，因此水泥行业进行降碳减排已经成为必然趋势。

图表32：全国水泥价格走势


全国水泥价格 (元/吨)

图表33：全国碳市场碳排放配额挂牌交易价格


全国碳排放市场挂牌交易价格 (元/吨)

资料来源：数字水泥网，中邮证券研究所

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.3 挖潜水泥生产环节，技术升级潜力巨大

在水泥生产的流程中，可以从原料端、燃料端、技术端以及碳捕集四个方面实现减排，其中技术升级是性价比最高的手段，也符合当前水泥产线智能化改造的主流趋势。

①**在原料端使用可替代性低碳原料，成本相对较高。**由于水泥的主要原料为石灰石，煅烧时产生 CO_2 ，使用本身含有CaO的原料代替石灰石会减少二氧化碳的排放。工业废弃物如高炉矿渣和粉煤灰是石灰石的优质替代物，每吨高炉矿渣较石灰石能减排 35kg 的二氧化碳。2021 年我国矿渣微粉产量为 1.02 亿吨，如充分利用则可减少 357 万吨二氧化碳。另外电石渣的成分主要为 $Ca(OH)_2$ ，如替代石灰石生产水泥熟料则不会产生二氧化碳，具有明显的减碳效果。但替换低碳原料将大幅提升水泥厂商的生产成本。

图表34：用电石渣替代石灰石的碳减排效果

项目	1000t/d 生产线	2000t/d 生产线
熟料产量 (10 万吨/年)	30	60
吨熟料CO ₂ 减排量 (吨/吨熟料)	0.51	0.51
年CO ₂ 减排量 (10 万吨/年)	15.33	30.66

资料来源：《水泥生产碳排放的产生环节及减排措施》，中邮证券研究所

②在燃料端使用可燃废弃物代替烧成燃料，难以形成规模效应。与以煤炭为主的化石燃料相比，可燃废弃物含碳量较低，燃烧后排除的二氧化碳较少。可燃废弃物主要包括工业废弃物和城市垃圾。城市垃圾可以直接放入回转窑进行焚烧，产生的热量被水泥熟料烧成利用，适合处理热值高、水分低的垃圾。也可以在旁边放置垃圾烧成系统，将冷却熟料的热空气作为燃料空气，焚烧产生的热烟引进水泥窑尾系统尾水泥生料的分解提供热量，更适合工业上进行使用。工业废弃物一般通过预分解窑工艺制成，以 1000t/d 水泥生产线为例，碳减排比例可高达 9%以上。但可燃废弃物难以形成规模效应进行推广。

图表35：用工业废弃物代替燃烧煤的碳减排效果

项目	1000t/d 生产线	
	无替代燃料	有替代燃料
烧成耗煤, kg/t 熟料	142	120.70
燃煤CO ₂ 排放, t/t 熟料	0.338	0.287
CO ₂ 排放, t/t 熟料	0.338	0.307
CO ₂ 排放, 10 万吨/年	10.14	9.21
CO ₂ 减排量, 10 万吨/年	0.93	
CO ₂ 减排比例, %	9.17	

资料来源：《水泥生产碳排放的产生环节及减排措施》，中邮证券研究所

③在技术端提高生产能源利用率，迎合智能化改造业务需求。水泥生产中，能源燃烧效率对碳排量影响大。如果提高燃烧器效率，让燃料与空气充分混合，能够有效降低煤耗，从而减少二氧化碳的排放量。相较于立窑和回转窑，新型干法水泥工艺所产生碳排量更少，已经成为水泥行业的技术革新趋势。同时，循环工业能够提升能源使用效率，如使用窑炉后利用低温余热进行发电，可减少发电过程中产生的煤耗。技术改造已经成为当前主流减碳工艺中成熟度、性价比最高的一种方式，迎合了水泥企业生产线智能改造的需求。

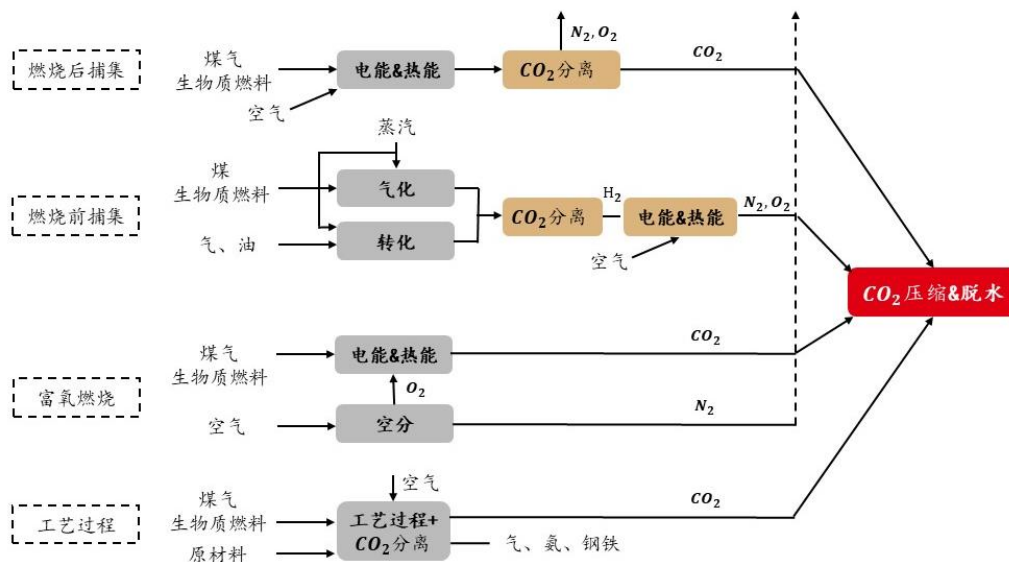
图表36：用水泥生产线余热发电碳减排效果

项目名称	2500t/d 生产线	5000t/d 生产线
设计装机容量 (MW)	4.5	7.5
年发电量 (10 万 kWh)	2520	5400
年减少标准煤 (t)	8971.2	19234
年CO ₂ 减排量 (t)	21344.4	45738

资料来源：《水泥生产碳排放的产生环节及减排措施》，中邮证券研究所

④CCUS 主要包括碳捕集技术、碳利用和封存技术，性价比较低，受众群体小。碳捕集的方法主要有燃烧前捕集、富氧燃烧和燃烧后补集三种。燃烧前捕集和富氧燃烧的技术难度较高，燃烧后补集技术成熟度相对较高，但捕集成本较高，对捕集设备的要求十分严格，仅适用于大型水泥企业，难以在中小企业中广泛推广。

图表37：不同碳捕集技术路线图



资料来源：水泥网，中邮证券研究所

2.4 明确水泥能耗标准，产线规模升级成为趋势

官方政策为水泥行业节碳减排明确了标准。2021年10月11日国家对GB16780《水泥单位产品能源消耗限额》进行了修订并于2022年11月1日正式实施。作为水泥行业节能的基础性标准，该标准对业内落后产能进行淘汰，严格准入新建水泥项目，成为提升水泥行业节能减排技术的有力支撑。

图表38：2021版与2012版水泥单位产品能耗指标

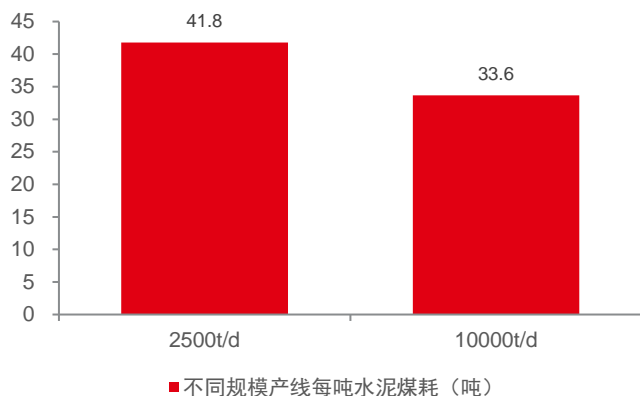
指标名称	能耗限额等级集限额值		
	3级(限定值)	2级(准入值)	1级(先进值)
水泥单位产品综合能耗/(kgce/t)	≤94(98)	≤87(93)	≤80(88)
熟料单位产品综合能耗/(kgce/t)	≤117(120)	≤107(115)	≤100(110)
熟料单位产品综合电耗/(kgce/t)	≤61(64)	≤57(60)	≤48(56)
熟料单位产品综合煤耗/(kgce/t)	≤109(112)	≤100(108)	≤94(103)
水泥制备工段电耗/(kW·h/t)	≤34(40)	≤29(36)	≤26(32)

括号内数据为GB16780-2012版对应限额指标

资料来源：GB16780《水泥单位产品能源消耗限额》，中邮证券研究所

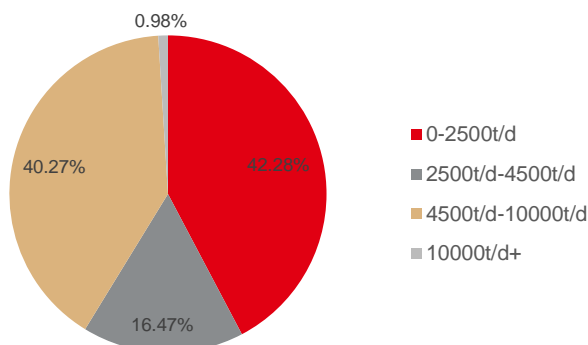
节能改造提升产线规模成为趋势。相对于小规模产线，大型产线具有成本和规模优势，碳排放量减排效果明显。目前，我国 2500t/d 以下的熟料产线占比 42.28%。在水泥行业产能置换的背景下，水泥产线规模向大型化发展。

图表39：不同规模产线每吨水泥所耗煤炭量



资料来源：水泥网，水泥人网，中邮证券研究所

图表40：2021 年国内各规格熟料生产线占比



资料来源：水泥网，中邮证券研究所

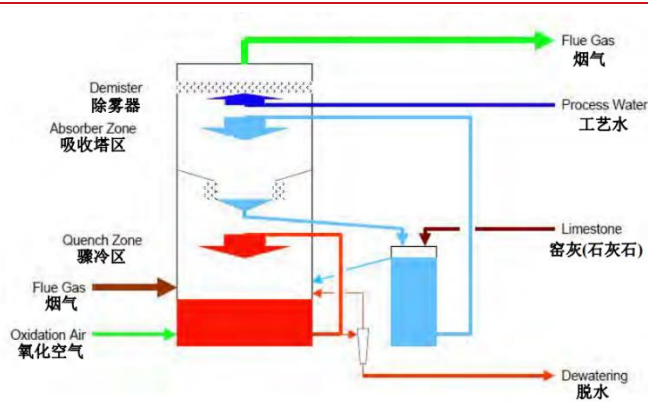
2.5 槐坎南方项目：打造水泥智能化生产标杆

槐坎南方项目是公司打造的智能化生产基地，围绕水泥行业转型升级、降本增效开展技术研发，助力公司水泥工程向智能化方向发展。项目将原有的 2 条 4000t/d 新型干法回转窑水泥熟料生产线减量置换成 1×7500t/d 新型干法回转窑水泥熟料生产线。目前项目已通过考核验收，每年可节省标准煤 3.99 万吨，节省工业用电 5390 万 kWh，减少二氧化碳排放 15.6 万吨，实现水泥行业超低排放指标。达产后，每年可节省生产成本 2444 万元。

- **在智能化生产方面**，项目生产数据自动采集率 100%，关键设备数控化率达到 96%以上，质量的预测和控制形成闭环。“大数据+AI 技术”全流程生产智能控制平台，AI 替代率达到 98%以上，窑系统异常工况识别率 90%以上，自动投用率达到 95.4%；关键工艺指标标准偏差降低 20%以上，熟料游离钙、立升重合格率提升到 98%以上；标煤耗降低 1.26kg/t.c1 (1.29%)，熟料综合电耗降低 1.15kWh/t，吨熟料余热发电量提升 1.07kWh/t (3.70%)，熟料 28 天强度提升 1.5MPa
- **在管理效率方面**，槐坎南方项目完善了“以数据智能为基础”、“以智能运维做保障”、“以智能生产提效益”的智能化生产运营模式，目前已精简人员配置到 65 人，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。公司以槐坎南方为试点打造的智能工厂信息化平台 2.0，将生产管理、能源管理、质量管理、设备管理等模块功能完善化，已推广至多个项目
- **在技术领域**，公司采用 SNCR 技术，对氮氧化物 (NO_x) 进行目标控制，由于在生产水泥的过程中，炉窑的废气中含有大量的化学物质，槐坎南方通过分级燃烧技术，SNCR 脱硝、脱硫装置以及除雾器进行废气处理。窑尾废气进行处理后，氮氧化物排放浓度 ≤

100mg/Nm³, SO₂排放浓度≤50mg/Nm³, 烟尘浓度≤10mg/m³, 从生产工艺上实现有效节能减排

图表41: 槐坎南方双循环湿法烟气脱硫技术



资料来源: 槐坎南方环境报告书, 中邮证券研究所

图表42: 槐坎南方“水泥全流程智能化绿色工厂”

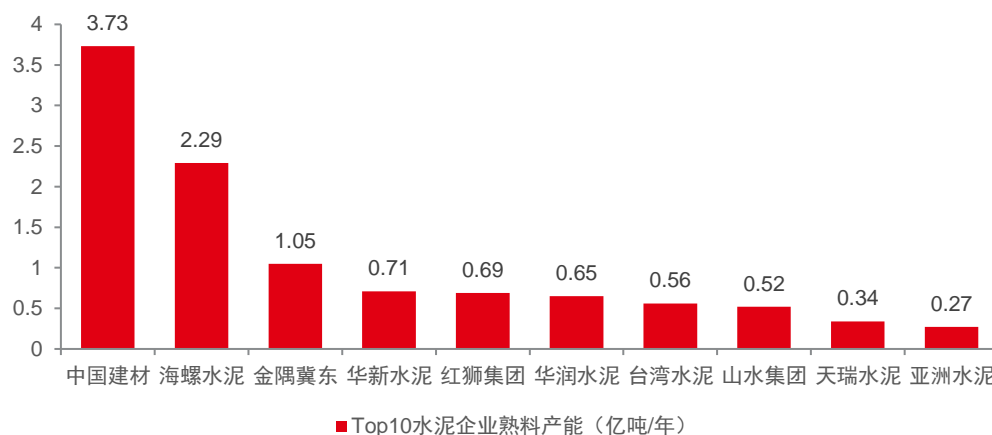


资料来源: 水泥网, 中邮证券研究所

2.6 双重赋能: 智能化改造+产线运维为传统业务开辟新天地

背靠中建材集团, 智能化改造市场潜力巨大。2021 年全国水泥熟料产能为 18.43 亿吨, 中国建材水泥熟料产能为 3.73 亿吨, 位居首位。中建材集团积极响应国家“碳中和”政策, 致力于发展“智能化、绿色化”生产工艺, 计划在“十四五”期间完成水泥熟料生产线改造升级的任务。由于中材国际是全球水泥工程行业龙头企业, 技术实力领先, 叠加“十四五”期间集团内部水泥产线改造升级, 公司有望受益。

图表43: 2021 年国内 TOP10 水泥企业熟料产能



资料来源: 水泥网, 中邮证券研究所

公司智能化改造业务存在逾百亿市场空间。以槐坎南方 7500t/d 项目为例, 项目完成改造后可节约成本 2444 万元/年, 回收期为 1.5-2 年, 可以得出槐坎项目的改造成本约为 4300 万元, 改造周期为 1 年。以全年生产天数为 312 天进行计算, 改造期内可生产水泥熟料 234 万吨, 吨熟料的改造成本约为 18.37 元。如果集团内部 3.73 亿吨产线全部进行改造, 集团内部改造规模 68.5 亿元; 如果集团外部 14.7 亿吨生产线全部进行改造, 集团外部改造规模 270 亿元。假设集

团内部产线改造比例 80%，集团外部企业境内外收入占比为 55%/45%，公司在国内水泥智能化改造市场市占率 70%，海外水泥智能化改造市场占有率为 20%，我们预计公司水泥产线智能化改造的市场空间 180 亿元。

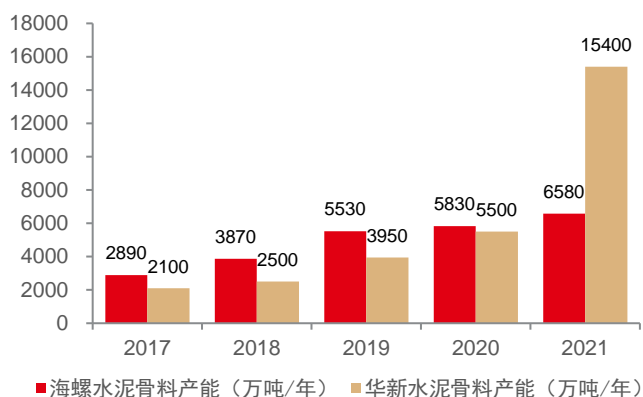
智能化改造拓宽水泥熟料产线运维市场空间。运维业务能够产生持续的经营收入，公司在提供智能改造业务后可以顺利切入产线运维业务，相关收入主要来自于对产线维护收取修理费用，以及对产线智能系统收取维护费。参考同业公司天山股份 2021 年水泥产线维修费用，估计公司水泥熟料生产线的单位维修费用为 8.0 元/吨。以槐坎南方项目为例，由于项目建成后可节约成本 2444 万元/年，若按年节约成本的 20%对被改造项目进行收费，则智能改造产线运维费用为 $(8.0+2444/(312\times 7500/10000))\times 20\approx 10.0$ 元/吨。若参考槐坎项目标准，公司每年约对智能改造后单条 7500t/d 的水泥熟料生产线收取 2340 万元 $(7500\times 312/10000\times 10.0)$ 。

3 矿山运维：拓展业务新航道

3.1 砂石骨料迈入存量市场，矿山运维潜力广阔

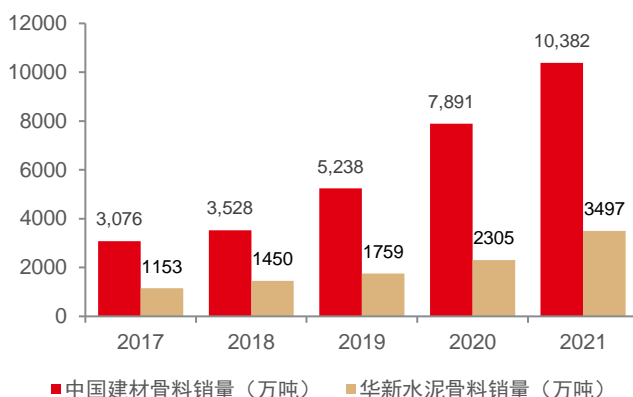
环保政策日趋严格，龙头企业扩张产能。出于保护资源和环境需要，国家限制河砂开采。2011-2020年，国内天然砂消费占比由42%降至23%、机制砂占比从58%增至77%。政策导致国内砂石价格大幅上涨，头部企业大幅扩产，2017-2021年海螺水泥骨料产能从2890万吨增至6580万吨、华新水泥骨料产能从2100万吨增至15400万吨，2017-2021年中国建材骨料销量从3076万吨增至10382万吨、华新水泥骨料销量从1153万吨增至3497万吨。

图表44：2017-2021年海螺水泥与华新水泥骨料产能



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表45：2017-2021年中国建材与华新水泥骨料销量



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

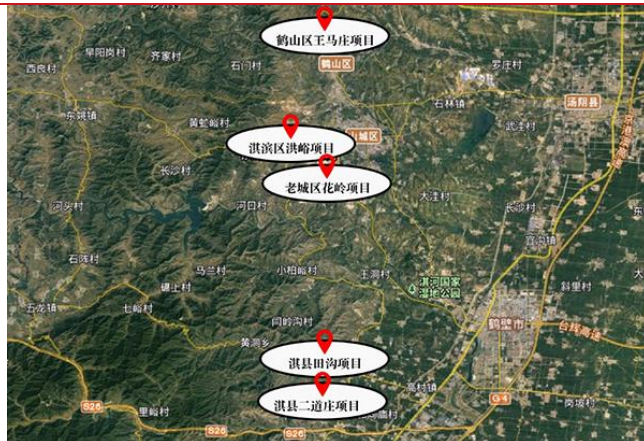
政策引导砂石骨料行业向规模化发展。为促进砂石行业健康发展，工信部等十部委于2019年发布了《关于推进机制砂石行业高质量发展的若干意见》，指出要推动机制砂产业高质量发展，优化机制砂石开发布局，加快形成机制砂优质产能。2020年3月，发改委联合工信部等十五部委发布了《关于促进砂石行业健康有序发展的指导意见》，首次提出到2025年年产1000万吨及以上的机制砂石企业产能占比达到40%。

图表46：二道庄矿区修复治理配套的砂石骨料生产线



资料来源：砂石骨料网，中邮证券研究所

图表47：政府主导下的鹤壁市矿区项目整合



资料来源：砂石骨料网，中邮证券研究所

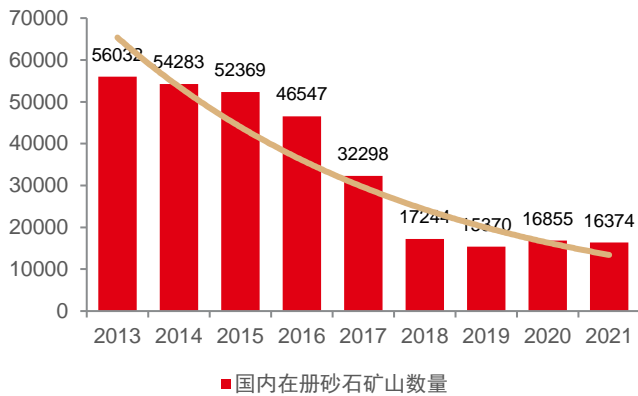
图表48：政府出台砂石矿山治理相关政策

砂石矿山相关政策	主要内容
《绿色矿山评价指标》	分别从矿区环境、资源开发方式、资源综合利用、节能减排、科技创新与智能矿山、企业管理与企业形象六个方面对绿色矿山建设水平进行评分，一共 105 个指标，总分 1000 分。
《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见（试行）》	1) 贯彻落实党中央、国务院关于矿业权出让制度改革，统筹推进自然资源资产产权制度改革；2) 立足矿产资源勘查开采实际，为解决矿产资源管理中存在的突出问题，为正常有序推进矿产资源管理工作提供政策保障；3) 推进有关制度改革，先行先试，为矿产资源法修改积累重要实践经验。
《关于促进砂石行业健康有序发展的指导意见》	1) 推动机制砂石产业高质量发展:大力发展和推广应用机制砂石，优化机制砂石开发布局，加快形成机制砂石优质产能，降低运输成本。2) 加强河道采砂综合整治与利用:加强非法采砂综合治理，合理开发利用河道砂石资源。3) 逐步有序推进海砂开采利用:合理开采海砂资源，建立完善海砂开采管理长效机制；.4) 积极推进砂源替代利用:支持废石尾矿综合利用，鼓励利用固废资源制造再生砂石等。
《自然资源部关于完善矿业权管理有关事项的通知》（征求意见稿）	1) 加大砂石土地资源供给。支持京津冀及周边、长三角、汾渭平原等重点区域投放大型砂石采矿权。2) 鼓励采矿废石利用。已设采矿权人在批准的矿区范围、采矿许可证有效期内可依法回收利用采矿废石。
《关于推进机制砂石行业高质量发展的若干意见》	1) 大力发展和推广应用机制砂石，优化机制砂石开发布局，加快形成机制砂石优质产能，降低运输成本；2) 加强河道采砂综合整治与利用，加强非法采砂综合治理，合理开发利用河道砂石资源，加大河道航道疏浚砂利用；3) 逐步有序推进海砂开采利用，严格规范海砂的开采和使用；4) 积极推进砂源替代利用，支持废石尾矿综合利用，利用固废资源制造再生砂石。

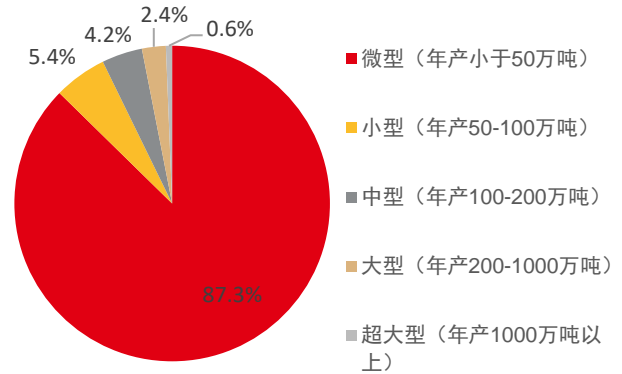
资料来源：中国砂石协会，中邮证券研究所

截止 2021 年，全国在册砂石类矿山 16374 座，较 2020 减少 481 座，同比下降 2.85%。年产超过 1000 万吨的超大型矿山项目数量仍较少，2020 年超大型在册矿山项目数量仅为 107 座，占比仅为 0.6%。由于机制砂对产线的稳定性要求高，很多小矿山不具备采购大中型机器设备和产线的能力。我们认为，在政策引导下，矿山管理向规范化、绿色化的专业方向发展，矿山运维市场空间大。由于国家对矿山开采日益严格，矿山公司在缺乏相关技术和设备的情况下，倾向于雇佣经验丰富、专业能力突出的外包公司协助开展矿山开采。

图表49：2013-2021年中国在册砂石矿山数量



图表50：2020年砂石类矿山单矿生产规模分布



资料来源：《2021年中国砂石骨料行业运行报告》，博慧咨询，中邮证券研究所

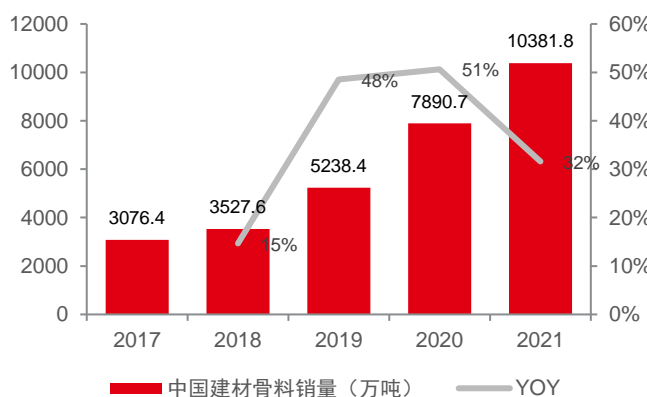
资料来源：砂石骨料网，中邮证券研究所

3.2 收购中材矿山拓展矿山运维业务

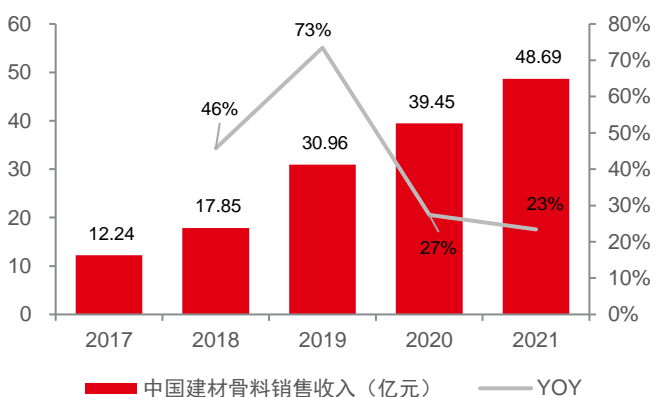
运维业务是水泥工程建造主业的后续延伸，主要负责水泥工程完工后对产线的维护。2021年公司对中材矿山完成收购，将水泥工程运维延伸至矿山运维服务。中材矿山提供凿岩、爆破、装车、运输、破碎、均化等业务，服务的细分领域主要为石灰石和砂石骨料，当前提供运维服务的国家级绿色矿山44个、省级绿色矿山44个。

倚靠母公司矿产资源，采矿业务潜力巨大。中建材集团矿山业务领先全国，现共有绿色矿山122座，绿色工厂142家。截至2020年中国建材共有石灰石矿山储量92.51亿吨，2021年旗下上市公司天山股份竞得池州市横山矿区灰岩矿采矿权，矿权总资源量高达8.14亿吨，至此中国建材矿山资源储备超过百亿吨。2021年中国建材骨料销量为1.04亿吨，同比增长32%，骨料销售收入为48.69亿元，同比增长23%。当前中国建材部分矿山仍采用外部外包形式，随着集团内部战略业务趋向协同，预计公司将在母公司的支持下，逐步承接内部矿山项目的运维业务。

图表51：中国建材骨料销量



图表52：中国建材骨料销售收入



资料来源：中国建材年报，中邮证券研究所

资料来源：中国建材年报，中邮证券研究所

4 装备制造业务：并购合肥院，完善产业链

4.1 技术根基深厚，承接智能化改造新机遇

公司的装备制造业务主要集中于天津水泥设计研究院，产业的范围主要包括水泥技术装备、矿业破碎及物料处理装备的研发设计等，核心产品包括破碎机、立磨、辊压机、预热器、冷却剂、回转窑、提升机、输送机、收尘器等。经过多年深耕，公司已经在水泥行业形成了以“技术+装备”为核心的EPC模式，利用EPC协同带动装备销售。

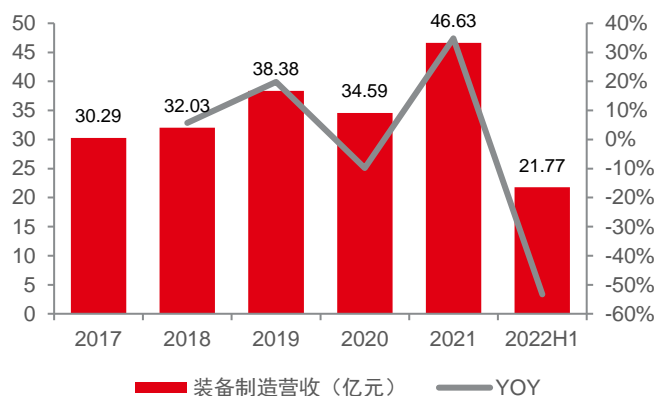
图表53：公司主要装备制造产品类型

装备类型	装备产品
破碎机	锤式破碎机、Hazemag 反击式破碎机
立磨	生料磨、煤磨、水泥磨、矿渣磨、钢渣磨
辊压机	生料辊压机、水泥辊压机
烧成系统	预热器、冷却剂、回转窑
输送系统	斗式提升机、槽式输送机

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

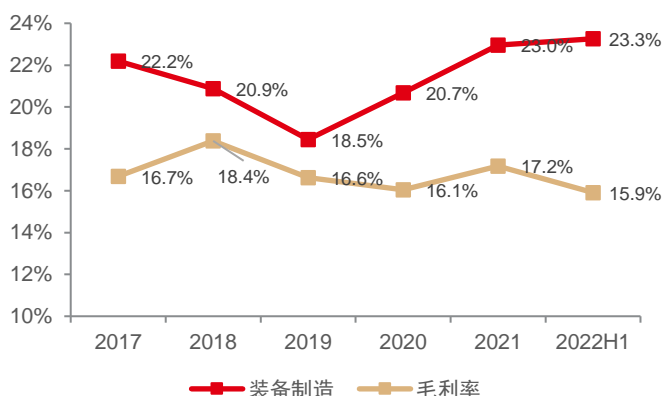
装备制造营收表现良好，毛利高于整体水平。公司装备制造营收持续增长，2020年因疫情原因由38.38亿元下滑至34.59亿元，2021年恢复增长势头，营收攀升至46.63亿元，同比增长高达34.8%。装备制造业务毛利率整体保持在20%以上，高于公司整体毛利率水平（15%-18%），2021年毛利率为23%，高于水泥工程/生产运维/环保业务（13.4%/19.3%/22.6%），成为公司毛利率最高的主营业务。

图表54：公司装备制造业务营收及同比



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表55：公司整体毛利率与装备制造毛利率对比



资料来源：iFind，中邮证券研究所

水泥产能饱和限制装备制造增量，产线智能改造和运维业务引导增长新方向。国内水泥产能逐渐趋于饱和，于 2014 年达到高点 24.7 亿吨后，产量稳定在 23-24 亿吨之间。受水泥市场影响，水泥制造设备产量于 2017 年达到次高点后出现下跌，2018-2021 年公司水泥设备产能及产能利用率均无明显增长。随着 2020 年国家碳中和相关政策的不断推出，未来水泥行业有望纳入碳交易市场，水泥生产线智能化、绿色化改造需求增加，装备制造行业有望借助水泥产线智能改造和运维业务的崛起迎来一轮新的增长空间。

图表56：2000-2021年国内水泥制造设备产量及同比



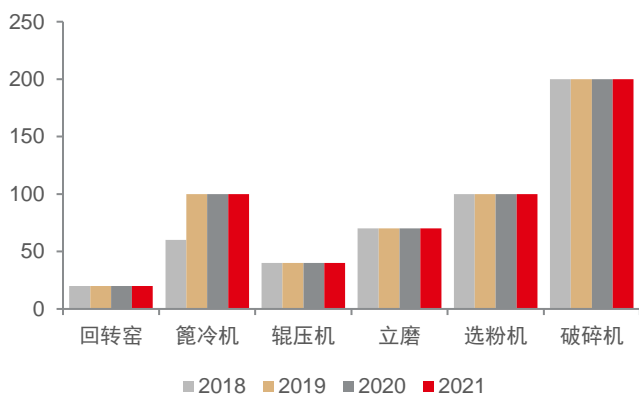
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表57：公司装备制造业务新签合同金额（亿元）



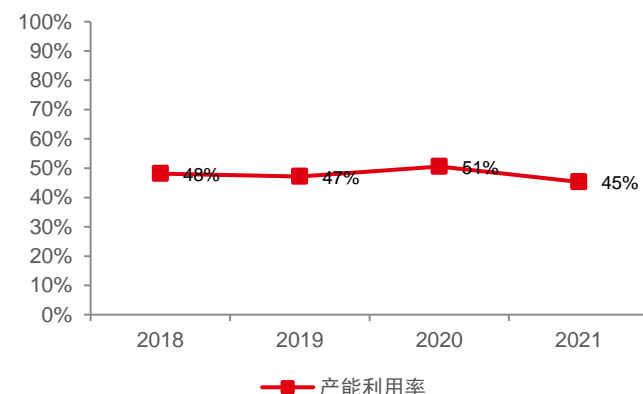
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表58：2018-2021年公司主要装备年产能（台）



资料来源：公司评级报告，中邮证券研究所

图表59：2018-2021年公司主要装备产能利用率



资料来源：公司评级报告，中邮证券研究所

4.2 收购合肥院，完善装备制造研发体系

2022年8月公司拟发行股份收购中建材总院持有的合肥研究院100%股份。本次发行股份购买资产的发行价格为8.45元/股，评估值为36.47亿元，股份支付比例为85%。完成收购后，上市公司EPS由0.8174元增至0.819元（2021年）。中建材总院承诺，如本次交易在2022年实施完毕，合肥院2022-2024年净利润不低于1.98/2.08亿元；如本次交易在2023年实施完毕，合肥院2023-2025年净利润不低于2/2.08/2.21亿元。

图表60：完成对合肥院收购后公司业绩变化

项目	2022年3月31日		2021年12月31日	
	交易前	交易后	交易前	交易后
资产合计（亿元）	419.89	486.59	414.78	480.08
营业收入	87.29	98.60	362.42	399.79
归母净利润	4.79	5.78	18.10	21.14
基本每股收益（元/股）	0.2160	0.2235	0.8174	0.8190

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

合肥院以辊压机、提升机、立式磨为代表的技术及装备享誉国内外市场，保持行业领先地位，辊压机是国家首批制造业单项冠军，全球市占率第一，立式磨在水泥外行业收入占比接近50%。完成重组后，公司装备产品能与天津院形成优势互补，产品矩阵进一步丰富，将拥有水泥领域品种最全、规模最大、品质高端的装备业务，破碎机、辊压机、立磨、篦冷机、预热器、胶带提升机、熟料输送机市场地位领先，扩大公司在专业设备制造领域的优势，更好地配合水泥产线智能化升级的业务需求。近年来，合肥院积极向外行业拓展，不断将先进技术装备和技术服务应用于水泥外等矿山领域。

图表61：完成重组后公司装备制造产业链优势一览



注：虚线框代表优势装备，红色代表中材国际生产能力，蓝色代表合肥院生产能力，灰色代表不具备自产能力或尚无自产安排

资料来源：公司公告，天津院官网，合肥院官网，中邮证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 收入预测

预计公司 2022-2024 年营业总收入为 404.33 亿元/449.81 亿元/491.98，YOY+11.56%/+11.25%/+9.38%：

1) 水泥工程建设业务：预计 2022-2024 年营业收入分别为 230.36/247.64/256.79 亿元，YOY+8.03%/+7.50%/+3.69%。

①2021 年公司新签水泥工程合同 326.91 亿元，考虑到传统水泥制造行业出现饱和，且受俄乌战争以及美元加息影响，我们对水泥产线业务订单增量持保守估计，假设新签合同同比增速为 1%/1%/1%，预计 2022-2024 年公司水泥工程建造合同金额为 330.18/333.48/336.82 亿元；

②考虑到公司工程类合同的执行周期为 2-3 年，假设合同结算节奏为 25%/50%/25%，合同结转率为 73%/75%/77%，即第 (N+2) 年合同结转金额=(第 N 年新签合同金额 x25%+第 (N+1) 年新签合同金额 x50%+第 (N+2) 年新签合同金额 x25%) x 结转率。

③综上假设可以得出 2022-2024 年公司结转合同金额为 230.36/247.64/256.79 亿元

2) 装备制造业务：预计 2022-2024 年营业收入分别为 49.22/57.24/66.52 亿元，YOY+5.55%/+16.29%/+16.21%。

①2021 年公司装备制造业务新签合同金额为 48.1 亿元，受益于国内智能化改造业务兴起，预计 2022-2024 年新签合同金额为 55.3/63.6/73.1 亿元，YOY+15%/+15%/+15%。

②考虑装备制造业务逐渐摆脱疫情影响，合同结转率逐渐回升，预计未来三年合同结转率为 89%/90%/91%。

3) 运维业务：考虑水泥工程运维和矿山运维能够为公司带来持续现金流，加之收购中材矿山后将拓宽业务渠道，运维业务已经成为公司业务重要转型方向，预计 2022-2024 年营业收入分别为 77.14/92.56/111.07，YOY+20.00%/+20.00%/+20.00%。

4) 环保业务：根据 2017-2021 年环保业务营收复合增长率对业务增速进行预估，预计 2022-2024 年营业收入分别为 20.75/22.82/25.10，YOY+10.00%/+10.00%/+10.00%。

5) 其他业务：预计 2022-2024 年营业收入分别为 26.86/29.55/32.50，YOY+10.00%/+10.00%/+10.00%。

5.2 盈利预测

预计 2022-2024 年公司毛利率为 17.10%/17.10%/17.20%，考虑全球经济环境仍不容乐观，毛利率水平稳中微升。

1) 水泥工程建造：考虑传统水泥业务增速逐渐收缩，智能化改造收入占比较低，水泥工程制造业务毛利率小幅下降，预计 2022-2024 年毛利率为 12.5%/12.0%/11.5%。

2) 装备制造业务：考虑业务占比逐渐上升，盈利能力稳中有增，预计 2022-2024 年毛利率为 23.5%/23.5%/24.0%。

3) 运维业务：公司承接矿山运维和水泥产线运维业务，集团内部协同将为业务提供增量，预计 2022-2024 年毛利率为 21.0%/22.0%/23.0%。

4) 环保业务：环保业务非公司核心业务，对该项业务盈利能力持保守估计，预计 2022-2024 年毛利率为 21.0%/21.5%/21.5%。

预计 2022-2024 年公司归母净利润为 22.45/24.82/28.86 亿元，YOY 为 +24.03%/+10.56%/+16.28%。

图表62：盈利预测与公司估值

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
水泥工程收入	157.98	213.23	230.36	247.64	256.79
YOY	-10.70%	34.97%	8.03%	7.50%	3.69%
装备制造收入	34.59	46.63	49.22	57.24	66.52
YOY	-9.90%	34.81%	5.55%	16.29%	16.21%
运维服务收入	8.98	64.28	77.14	92.56	111.07
YOY	-17.99%	615.81%	20%	20%	20%
环保收入	17.03	18.86	20.75	22.82	25.10
YOY	15.54%	10.75%	10%	10%	10%
其他收入	11.51	24.42	26.86	29.55	32.50
YOY	13.51%	112.16%	10%	10%	10%
公司营业收入	224.92	362.42	404.33	449.81	491.98
YOY	-7.70%	61.10%	11.56%	11.25%	9.38%
毛利率	16.62%	17.06%	17.10%	17.10%	17.20%
归母净利润	11.33	18.1	22.45	24.82	28.86
YOY	-29.80%	59.75%	24.03%	10.56%	16.28%
EPS (元)	0.65	0.82	1.01	1.12	1.30

资料来源：公司数据，中邮证券研究所

5.3 投资建议

我们采用相对估值法对公司进行估值，选取主营业务为工程建设的中钢国际/中铁工业/中国中冶作为可比公司。截至 2022 年 10 月 24 日，根据 iFind 一致预期，2022E-2024E 可比公司平均 PE 分别为 8.7X/7.5X/6.5X，公司 2022E-2024E 之 PE 分别为 8.7X/7.9X/6.8X，与可比公司基本持平。我们看好公司在碳中和背景下智能化建设及改造、装备制造设备研发、矿山运维业务发展机遇，且运维业务未来具备较强成长性，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表63：可比公司估值

股票代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS				PE			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
000928.SZ	中钢国际	5.25	67.25	0.51	0.46	0.53	0.63	18.36	11.23	9.77	8.25
600528.SH	中铁工业	7.65	169.90	0.84	0.92	1.08	1.25	9.83	8.38	7.14	6.17
600528.SH	中国中冶	2.99	619.60	0.4	0.47	0.54	0.61	9.48	6.48	5.66	4.98
	平均							12.56	8.70	7.52	6.47
600970.SH	中材国际	8.63	195.5	0.82	1.01	1.12	1.30	10.76	8.68	7.85	6.75

资料来源：iFind，中邮证券研究所

注：中钢国际/中铁工业/中国中冶 22-24 年 EPS 均来自 iFind 一致预测，中材国际 22-24 年 EPS 为中邮证券研究所预测，股价时间为 2022-10-24

6 风险提示

碳中和相关政策不及预期：若国内碳中和政策推进缓慢，可能会导致公司智能化改造业务营收增速；

集团内部协同不及预期：公司业务与集团内部其他业务存在一定协同性，若协同效果低于预期，可能会导致公司收入低于预期；

汇率波动影响超预期：当前境外收入是公司营收组成的重要部分，汇率反向波动会产生汇兑损失。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	36,242.09	40,433.06	44,980.87	49,197.97	营业收入	18.68%	11.56%	11.25%	9.38%
营业成本	30,014.15	33,519.33	37,288.08	40,735.53	营业利润	14.76%	23.50%	12.10%	15.32%
税金及附加	175.79	198.12	219.29	240.46	归属于母公司净利润	18.99%	24.04%	10.55%	16.29%
销售费用	398.72	444.76	499.29	541.18	获利能力				
管理费用	1,752.33	1,859.92	2,069.12	2,184.39	毛利率	17.18%	17.10%	17.10%	17.20%
研发费用	1,165.66	1,447.50	1,619.31	1,771.13	净利率	4.99%	5.55%	5.52%	5.87%
财务费用	390.87	-43.15	-116.08	-167.34	ROE	13.89%	12.79%	13.13%	14.85%
资产减值损失	-90.45	-25.53	-27.58	-26.55	ROIC	12.81%	11.85%	12.82%	14.08%
营业利润	2,361.15	2,915.95	3,268.74	3,769.38	偿债能力				
营业外收入	64.30	45.00	50.00	60.00	资产负债率	67.21%	63.33%	62.37%	62.93%
营业外支出	16.53	15.00	15.00	20.00	流动比率	1.26	1.31	1.31	1.33
利润总额	2,408.92	2,945.95	3,303.74	3,809.38	营运能力				
所得税	376.07	500.81	561.64	647.60	应收账款周转率	8.03	8.03	8.23	8.21
净利润	2,032.85	2,445.14	2,742.10	3,161.79	存货周转率	14.67	13.75	14.19	13.98
归母净利润	1,810.27	2,245.37	2,482.15	2,886.40	总资产周转率	0.88	0.88	0.87	0.90
每股收益(元)	0.82	1.01	1.12	1.30	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.82	1.01	1.12	1.30
货币资金	8,481.62	11,209.36	12,723.01	12,957.67	每股净资产	5.87	7.91	8.52	8.76
交易性金融资产	427.15	427.15	427.15	427.15	估值比率				
应收票据及应收账款	5,059.72	5,217.72	5,950.50	6,292.47	PE	10.76	8.68	7.85	6.75
预付款项	5,665.81	7,278.84	7,568.08	8,556.82	PB	1.49	1.11	1.03	1.00
存货	2,540.82	3,341.82	2,999.31	4,038.93	现金流量表				
流动资产合计	31,238.31	37,668.76	40,441.93	44,416.35	净利润	2,032.85	2,445.14	2,742.10	3,161.79
固定资产	2,898.52	5,012.34	5,324.46	4,468.42	折旧和摊销	409.00	721.70	1,053.90	1,083.36
在建工程	579.42	552.33	585.22	586.18	营运资本变动	-655.65	19.16	792.29	-1,547.10
无形资产	758.88	606.52	413.37	168.51	其他	427.40	227.54	251.20	219.56
非流动资产合计	10,239.49	12,287.17	12,528.80	11,530.40	经营活动现金流净额	2,213.60	3,413.53	4,839.49	2,917.60
资产总计	41,477.80	49,955.93	52,970.73	55,946.75	资本开支	-316.71	-678.41	-1,034.25	-848.18
短期借款	982.75	1,069.98	925.90	897.47	其他	-355.66	-247.02	-204.38	-219.21
应付票据及应付账款	10,363.54	11,330.37	12,939.10	13,499.68	投资活动现金流净额	-672.37	-925.43	-1,238.63	-1,067.39
其他流动负债	13,513.24	16,418.26	17,061.35	18,893.42	股权融资	47.13	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	24,859.52	28,818.61	30,926.34	33,290.58	债务融资	566.99	-200.00	-705.03	-200.00
其他	3,019.04	2,819.04	2,114.01	1,914.01	其他	-2,061.77	-560.35	-252.18	-115.55
非流动负债合计	3,019.04	2,819.04	2,114.01	1,914.01	筹资活动现金流净额	-1,447.65	-760.35	-957.21	-315.55
负债合计	27,878.57	31,637.65	33,040.35	35,204.59	现金及现金等价物净增加	-52.01	2,727.74	1,513.65	234.66
股本	2,219.08	2,219.08	2,219.08	2,219.08					
资本公积金	202.28	202.28	202.28	202.28					
未分配利润	9,688.89	13,871.36	14,851.19	14,954.63					
少数股东权益	564.15	763.92	1,023.87	1,299.26					
其他	924.84	1,261.64	1,633.96	2,066.92					
所有者权益合计	13,599.23	18,318.28	19,930.38	20,742.17					
负债和所有者权益总计	41,477.80	49,955.93	52,970.73	55,946.75					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。