

水泥 EPC 龙头，多元开启成长

2023 年 04 月 07 日

➤ **全球水泥工程龙头，多元化转型助力成长：**中材国际成立于 2001 年，是全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商，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，实际控制人是国务院国资委。

➤ **EPC 全链条集成服务商：**公司工程业务以 EPC 工程总承包服务为主，同时采用工程咨询和设计、成套技术装备供货、设备安装、工程建设管理等模式。业务主要涵盖以下领域、水泥和矿山工程、绿能环保工程和多元化工程等。绿能环保工程东南亚、中东和非洲地区有一定的影响力。

工程服务市场份额持续巩固，2022 年新签水泥及矿山工程合同 243.30 亿元，实现营业收入 204.76 亿元，同比增长 13.29%。

➤ **由水泥运维到矿山运维，不断拓展业务范围：**2021 年公司通过收购中材矿山将水泥工程运维延伸至矿山运维服务。随着市场需求和经营环境的变化，公司积极推动水泥和矿山运维价值提升，开展服务业务。业务涵盖水泥生产线运维服务、矿山运维服务、固废资源化利用等。

公司运维服务业务占比持续提升，完成智慧工业 100% 股权收购，完善全球运维服务业务布局，加快向运维服务商转型。2022 年公司新签运维服务合同 146.85 亿元，同比增长 66%。其中，新签矿山运维合同 74.53 亿元，同比增长 34%；新签水泥整线运维、备品备件合同 65.40 亿元，同比增长 187%。

➤ **收购合肥院，完善装备产品矩阵：**公司装备制造业务主要由子公司天津水泥工业设计研究院负责，业务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、加工制造、技术服务等。公司 2022 年新签装备合同 39.58 亿元，同比增长 11%；实现装备业务收入 47.34 亿元。2022 年国内首个最大矿渣立磨成功投产，国内单体规格最大 13000 吨级篦冷机成功应用。

公司高效推进装备板块业务重组，完成合肥院 100% 股权和博宇机电 51% 股权收购，装备产品矩阵进一步丰富，构筑起水泥领域品种最全、规模最大、品质高端的装备业务体系。

➤ **投资建议：**我们看好公司①国际水泥工程承包龙头，“一带一路”助力国际业务开展；②重组完善产品矩阵，运维服务打开存量市场；③“中特估”背景下，估值具有吸引力。我们预计公司 2023-2025 年归母净利分别为 29.12、34.42 和 40.24 亿元，现价对应 PE 分别为 11、9、8 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**国际经商环境变化不及预期；新业务开展不及预期；汇率波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	38819	45831	52766	59872
增长率 (%)	6.3	18.1	15.1	13.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	2194	2912	3442	4024
增长率 (%)	21.1	32.7	18.2	16.9
每股收益 (元)	0.83	1.11	1.31	1.53
PE	15	11	9	8
PB	2.2	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 6 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

12.35 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyong_yj@mszq.com

目录

1 全球水泥工程龙头，多元化转型助力成长	3
1.1 公司概况	3
1.2 股权结构、股权激励	4
1.3 财务分析	5
2 一核双驱，推动高质量发展	8
2.1 核心主业优化产业布局	8
2.2 双轮驱动升级战略引擎	10
2.3 属地深耕，授人以渔打造人才“新引擎”	11
3 盈利预测与投资建议	13
3.1 盈利预测假设与业务拆分	13
3.2 估值分析	14
3.3 投资建议	14
4 风险提示	15
插图目录	17
表格目录	17

1 全球水泥工程龙头，多元化转型助力成长

1.1 公司概况

中国中材国际工程股份有限公司（简称“中材国际”），2001 年成立，2015 年于深交所上市，隶属中国建材集团旗下工程服务板块，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。公司提供研发设计、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。

图1：公司水泥工程服务业务全产业链



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：2013-2022 年中材国际发展大事记

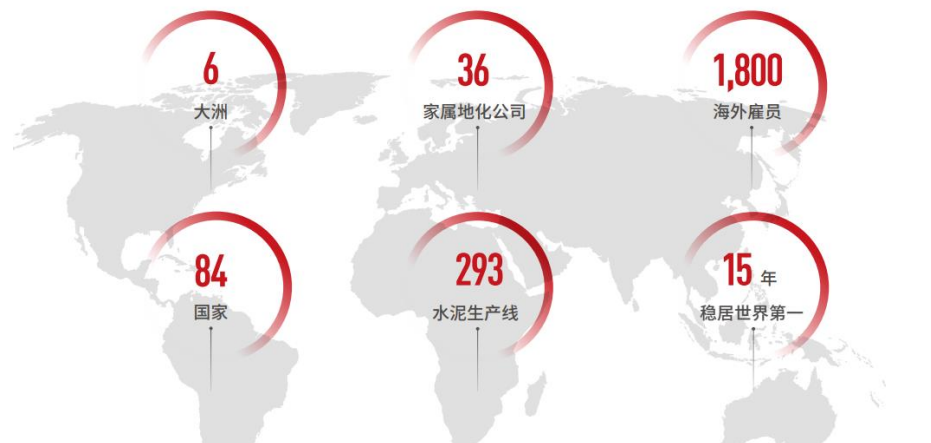


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司积极拓展境外业务，坚持“全球化、属地化、多元化”发展定位，建立了完善的属地区域型服务网络。公司依托国际领先的自主知识产权新型干法水泥生产线工艺技术以及完整的水泥技术装备工程服务“全产业链”资源，以国际工程为载体，带动中国产品、技术、标准、资本等全要素输出。截至 2022 年末，公司累计在海外 84 个国家和地区承接了 293 条生产线，水泥技术装备与工程主业全球市场占

有率连续 15 年保持世界第一。公司在海外拥有 36 个境外属地化机构，约 1800 名外籍雇员，超过 1000 名优秀的海外项目管理人员，一国一策深入推进属地经营，有效夯实国际化发展基础。

图3：公司海外业务布局

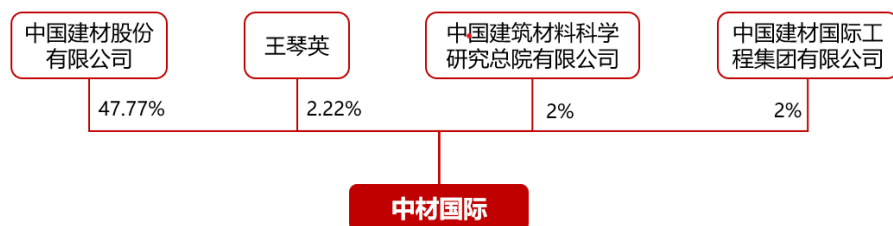


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 股权结构、股权激励

公司股权结构稳定，控股股东为中国建材集团旗下中国建材股份，截至 2022 年末，中国建材股份直接持股 47.77%。

图4：公司股权结构（截至 2022 年末）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

股权激励落地，激励范围较广。2022 年 3 月通过限制性股票激励计划，首次授予 4838.3 万股（此外预留 1000 万股），授予对象包括董事长刘燕、总裁印志松在内的核心管理、业务及技术骨干共 198 人。股权激励的业绩考核要求为：以 2020 年为基数（审阅报告数据为 16.08 亿元），2022-2024 年净利润 CAGR 均不低于 15.5%，ROE 不低于 14.9%、15.4%和 16.2%。2022-2024 年激励净利润分别对应为 21.45、24.78、28.62 亿元（不考虑 2021 年后并购的资产）。

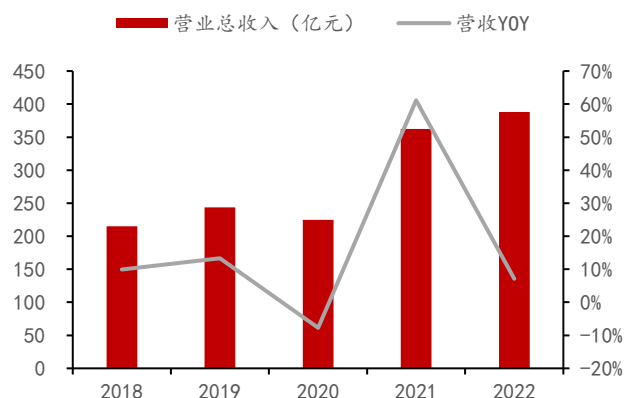
表1：公司股权激励对象

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	占公司目前总股本的比例
刘燕	党委书记、董事长	36.57	0.63%	0.02%
印志松	董事、总裁、党委副书记	31.40	0.54%	0.01%
隋同波	副总裁	24.58	0.42%	0.01%
汪源	副总裁、财务总监	24.74	0.42%	0.01%
郭正勇	副总裁	24.76	0.42%	0.01%
何小龙	副总裁	31.13	0.53%	0.01%
范丽婷	董事会秘书、总法律顾问	20.20	0.35%	0.01%
核心管理、业务及技术骨干 (191 人)		4644.92	79.56%	2.09%
预留		1000.00	17.13%	0.45%
合计		5838.30	100.00%	2.63%

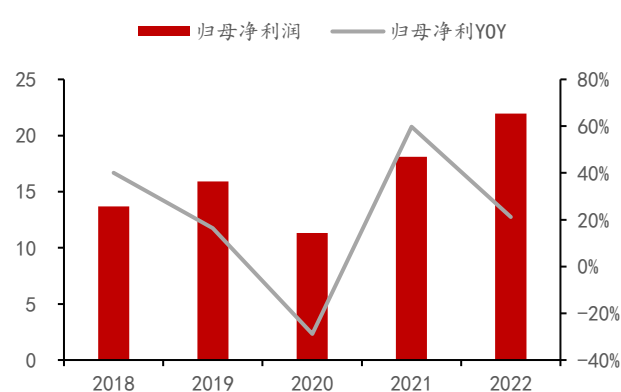
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 财务分析

2018-2022 年,公司业绩稳健增长,营收从 2018 年的 215.01 亿元增至 2022 年的 388.19 亿元; 归母净利从 2018 年的 13.68 亿元增至 2022 年的 21.94 亿元。公司业绩得以长期稳健增长, 主因 (1) 境内: 水泥行业加速智能化、绿色化转型, 存量水泥产线改造的需求增多, 对新装备、新技术的需求快速提升; (2) 境外: 公司依托“一带一路”发展规划积极拓展境外业务, 中东、非洲和东南亚等“一带一路”沿线国家基建行业仍处于蓬勃发展阶段, 对新建水泥产线的需求旺盛。(3) 公司背靠中国建材集团, 加速整合集团内的优质资源, 逐步推进多元化业务发展, 不断拓展公司业务边界。

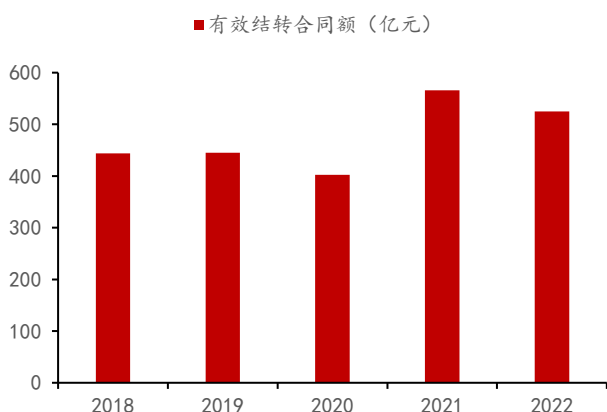
图5：2018-2022 营业收入 (亿元) 及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

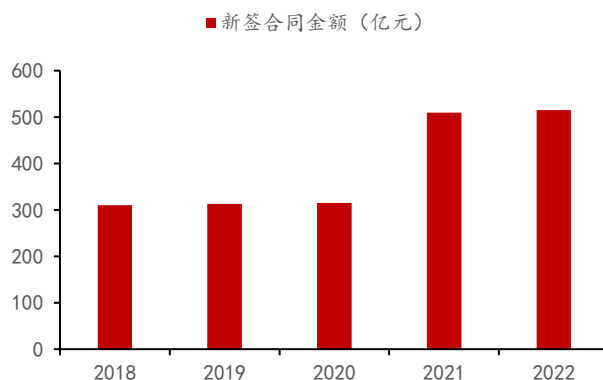
图6：2018-2022 归母净利润 (亿元) 及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

2022 年受宏观环境波动影响, 国内水泥行业需求下降, 效益大幅下滑, 外部环境复杂性、严峻性、不确定性加剧, 地区冲突导致国际政局不稳, 要素成本上升, 公司积极克服各种困难和风险挑战, 订单仍然稳健, 显现出较强的韧性和业务实力。截至 2022 年末, 公司新签合同稳健增长, 2022 新签合同总额 515 亿元, 逆势增长 1.0%, 有效结转合同额为 525 亿元, 公司在手订单充裕, 为持续稳定发展提供了有力保障。

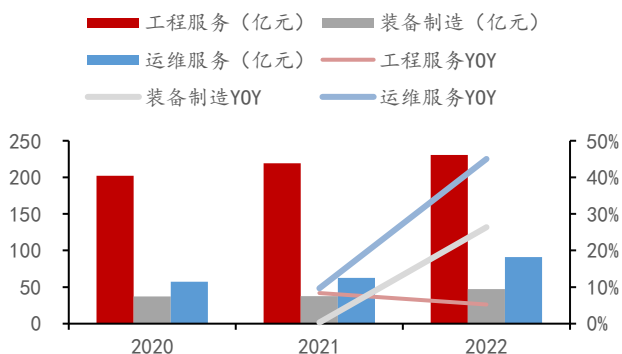
图7: 2018-2022 有效结转合同金额 (亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

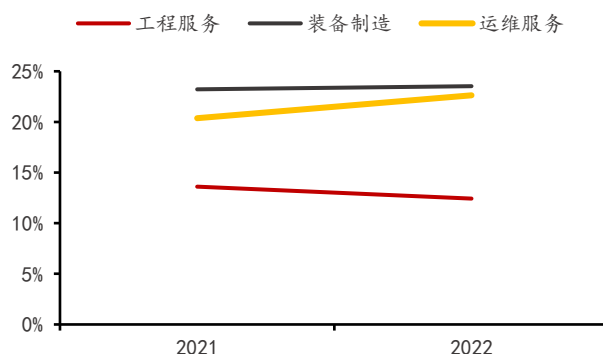
图8: 2018-2022 新签合同金额 (亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

水泥工程建设是公司主要收入来源, 运维服务增速较高。公司主要从事工程服务、运维服务、装备制造, 其中工程建设始终为第一大收入来源。2020-2022 年工程服务收入分别为 202.2 亿元、219.1 亿元和 230.6 亿元, 2021-2022 年收入增速分别为 8.4%、5.2%; 2020-2022 年装备制造收入为 37.3 亿元、37.5 亿元和 47.3 亿元, 2021-2022 年增速为 0.3%、26.4%; 2020-2022 年运维服务收入为 57.2 亿元、62.7 亿元和 90.9 亿元, 2021-2022 年增速为 9.7%、45.0%。毛利率方面, 2022 年工程服务、装备制造和运维服务的毛利率分别为 12.43%、23.53% 和 22.63%, 同比 2021 年分别-1.18pct、+0.31pct、+2.26pct。

图9: 2020-2022 年公司各主要业务分项收入 (亿元) 及增速


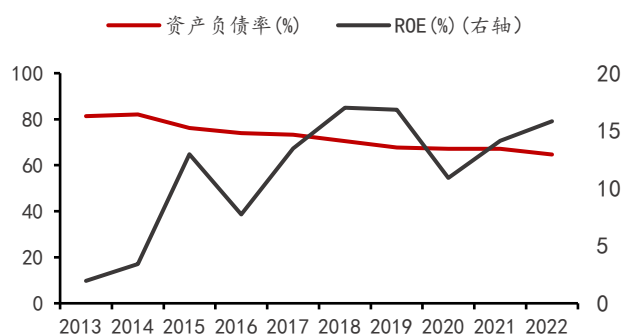
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 2021-2022 年公司各主要业务分项毛利率


资料来源: wind, 民生证券研究院

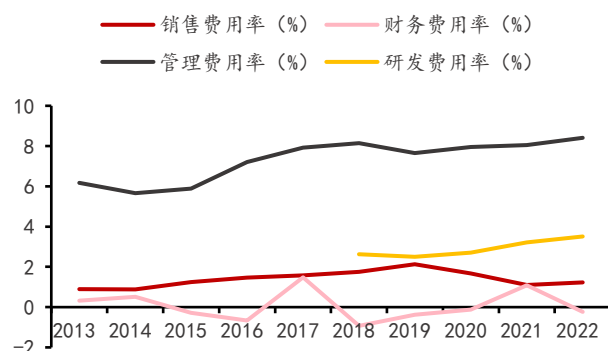
资产负债率持续下降，经营质量持续提高。2013-2022 年，公司资产负债率由 81.33%下降至 64.66%，降低 16.67pct；ROE 由 2013 年的 1.95%提高到 2022 年的 15.81%，期间费用率整体保持稳定。随着国家推出“碳中和”政策以及推行日益严格的水泥行业碳排放管理措施，公司不断加大在智能化生产和节能减排领域的投入，研发支出及研发费用率不断增长。

图11：2013-2022 年公司资产负债率(%)及 ROE(%) (右轴)



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2013-2022 年公司期间费用率 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

2 一核双驱，推动高质量发展

公司推出“十四五”发展战略“一核双驱”。一个核心指工程技术服务业务，双轮驱动指数字智能和高端装备两大专业平台。

图13：公司“十四五”发展战略



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.1 核心主业优化产业布局

2.1.1 工程服务：以 EPC 全链条集成服务为主

公司工程业务以 EPC 工程总承包服务为主，同时采用工程咨询和设计、成套技术装备供货 (EP)、设备安装、工程建设管理等模式。公司的工程业务主要涵盖以下领域：

1、水泥和矿山工程：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，为客户提供矿山开采和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。

2、绿能环保工程和多元化工程：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，向绿能、环保、节能、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。

图14: EPC 主要工作流程


资料来源：公司公告，民生证券研究院

工程服务市场份额持续巩固，公司积极把握境内外新建及存量产线绿色低碳、数字智能转型升级需求，充分发挥 SINOMA 的品牌价值和全球客户粘性，稳定主业市场份额。2022 年新签水泥及矿山工程合同 243.30 亿元，实现营业收入 204.76 亿元，同比增长 13.29%。

2.1.2 运维服务：由水泥运维到矿山运维，不断拓展业务范围

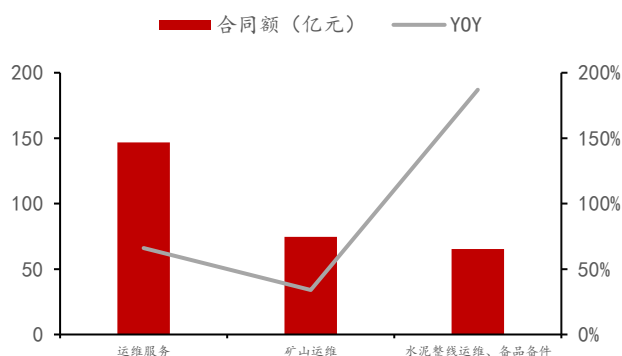
运维服务是水泥工程建造完工后的延伸服务，主要负责水泥工程完工后对生产线的维护。2021 年公司通过收购中材矿山将水泥工程运维延伸至矿山运维服务。随着市场需求和经营环境的变化，公司积极推动水泥和矿山运维价值提升，开展服务业务。公司服务业务主要涵盖以下领域：

1、水泥生产线运维服务：公司拥有完整、系统的水泥生产运营管理服务体系、专业的水泥生产运营管理团队及广泛的人力资源网络，为客户提供工厂保产、设备维修等方面服务，使水泥生产线的各项技术经济指标达到设计要求，并在更佳状态下生产运行。

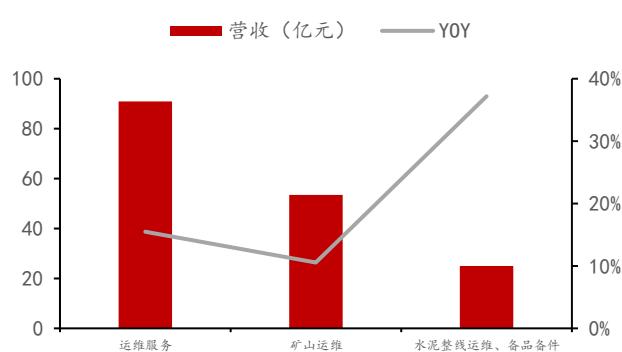
2、矿山运维服务：在矿山工程的基础上，公司为石灰石、砂石骨料或有色金属矿山客户提供矿山开采服务，生产环节主要包括穿孔、爆破、装车、运输、破碎及输送、矿石均化等。

3、固废资源化利用：公司依托安徽节源、中材环境等业务主体，积极开展固体废弃物处置和综合利用业务。目前，固废资源化利用主要采用的业务模式是投建营模式，即“投资+工程+运营”。

运维服务业务占比持续提升，完成智慧工业 100% 股权收购，完善全球运维服务业务布局，加快向运维服务商转型。2022 年公司新签运维服务合同 146.85 亿元，同比增长 66%，其中，新签矿山运维合同 74.53 亿元，同比增长 34%；新签水泥整线运维、备品备件合同 65.40 亿元，同比增长 187%。实现运维服务营业收入 90.94 亿元，同比增长 15.49%，其中在执行矿山运维服务项目 246 个，实现收入 53.46 亿元，同比增长 10.55%；在执行水泥运维生产线 48 条，实现收入 25.04 亿元，同比增长 37.19%。

图15：2022 年新签运维服务合同额（亿元）及增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图16：2022 年运维服务营业收入（亿元）及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 双轮驱动升级战略引擎

2.2.1 装备制造：根基深厚，并购合肥院完善业务体系

公司装备制造业务主要由子公司天津水泥工业设计研究院负责，业务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、加工制造、技术服务等，核心产品包括立磨、辊压机、预热器、回转窑、篦冷机、收尘设备、燃烧器、选粉机、堆取料机、输送设备、破碎设备、钻探及采矿工程设备。公司水泥装备业务模式主要采用“以销定产、以产定购”方式，利用与工程总承包业务的协同优势带动装备销售，以专业化理念大力发展高端装备业务，逐步向外行业拓展。

公司抢抓政策机遇，坚持科技赋能，提升敏捷服务能力，2022 年新签装备合同 39.58 亿元，同比增长 11%；实现装备业务收入 47.34 亿元。2022 年国内首个最大矿渣立磨成功投产，国内单体规格最大 13000 吨级篦冷机成功应用。

公司高效推进装备板块业务重组，完成合肥院 100%股权和博宇机电 51%股权收购，装备产品矩阵进一步丰富，构筑起水泥领域品种最全、规模最大、品质高端的装备业务体系。

2.2.2 数字智能：数字化、智能化转型势在必行

公司依托现有水泥行业资源，开展水泥和矿业数字化产品服务业务，包括智能工厂系统解决方案及智慧矿山、数字设计、智慧建造、智能制造等数字化智能化服务，通过数字智能驱动发展。公司不断强化行业引领示范作用，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。大力推进数字智能平台整合和业务规划，组建中材国际工业智能科技有限公司，打造中材国际统一的数字设计、智能装备、智慧建造、智能工厂、智慧矿山、智慧运维全产业链一体化数字生态系统，推动公司实现数字化、智能化转型。

2022 年公司完成水泥智能工厂项目 27 个，其中，新建智能工厂 5 个，智能化升级改造工厂 22 个。

图17：公司数字智能业务布局



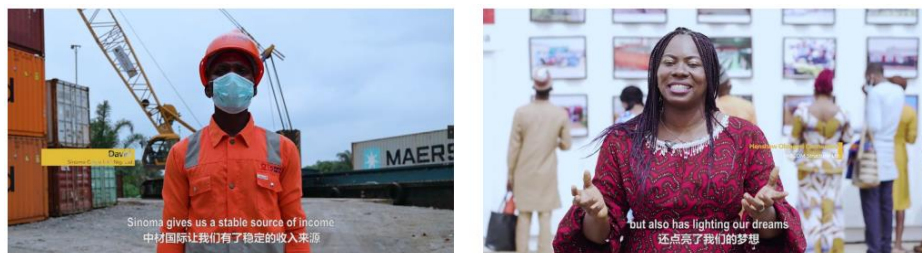
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3 属地深耕，授人以渔打造人才“新引擎”

2022 年，公司坚持属地发展“一盘棋”，积极融入全球发展新格局，36 家属地化机构稳在当地、稳健发展，新签属地多元化工程合同 46.34 亿元，同比增长 16%，实现营收 18.97 亿元。成功签订一批风电、光伏等属地化合同，绿能工程合同金额超过 15 亿元。实现属地化轻质建材产品销售收入 1.98 亿元，较上年同期增长 215.17%。成功建成了尼日利亚、埃及、伊拉克 3 个亿元利润平台，赞比亚、阿尔及利亚、越南等一批千万级利润平台加快形成。公司不断强化国际化人才队伍建设，直接雇用外籍员工 1792 人，越来越多的属地化员工走上管理岗位、走近经营中枢核心。

公司深化属地运营，授人以渔打造人才“新引擎”推行“属地化用工、属地化资源”的管理模式，加强属地人才的培养和引进，推动解决当地就业；建立适用于当地法律法规和国情的人力资源管理、培训体系，助力属地人员从基层一线施工人员逐步向管理技术高端人才转变；聘用当地商务、法务、税务等高端人才；大力招聘当地大学毕业生作为新鲜血液，为属地长远发展提供人力资源支撑。

图18：公司积极推行属地化用工



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

关键假设：

工程服务：受益“一带一路”政策支持，沿线国家业务有望取得新进展。预计 2023-2025 年增速分别为 18%/14%/12%，毛利率分别为 12.5%/12.6%/12.7%。

装备制造：收购合肥院后装备制造能力进一步提升，预计 2023-2025 年增速分别为 20%/18%/16%，毛利率分别为 23.6%/23.8%/23.9%。

运维服务：水泥产线升级带来运维需求增长，公司收购指挥工业进一步提升运维服务竞争力。预计 2023-2025 年增速分别为 18%/17%/16%，毛利率分别为 23%/23.2%/23.5%。

表2：公司营收拆分-假设表

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
工程服务					
收入 (亿元)	219.11	230.58	272.09	310.18	347.40
YoY	8.37%	5.24%	18.00%	14.00%	12.00%
毛利率	13.61%	12.43%	12.50%	12.60%	12.70%
装备制造					
收入 (亿元)	48.79	47.34	56.81	67.03	77.76
YoY	30.66%	-2.98%	20.00%	18.00%	16.00%
毛利率	23.22%	23.53%	23.60%	23.80%	23.90%
运维服务					
收入 (亿元)	78.74	90.94	107.30	125.55	145.63
YoY	37.72%	15.49%	18.00%	17.00%	16.00%
毛利率	20.37%	22.63%	23.00%	23.20%	23.50%
其他主营业务					
收入 (亿元)	20.80	24.31	27.96	31.59	35.39
YoY	34.01%	16.91%	15.00%	13.00%	12.00%
毛利率	23.60%	19.29%	20.00%	20.00%	20.00%
抵消					
收入 (亿元)	-5.00	-7.51	-8.64	-9.76	-10.83
YoY	-26.14%	50.09%	15.00%	13.00%	11.00%
毛利率	-0.49%	2.33%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务					
收入 (亿元)	2.90	2.53	2.79	3.06	3.37
YoY	79.20%	-12.61%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	32.96%	38.80%	35.00%	35.00%	35.00%
整体					
收入 (亿元)	362.43	388.19	458.31	527.66	598.72
YoY	18.03%	7.11%	18.06%	15.13%	13.47%

毛利率	17.40%	16.97%	17.16%	17.35%	17.57%
业绩					
归母净利润 (亿元)	18.12	21.94	29.12	34.42	40.24
YoY	19.13%	21.06%	32.72%	18.20%	16.92%
归母净利润/收入	4.96%	5.65%	6.35%	6.52%	6.72%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

根据以上假设,我们预计 2023-2025 年公司整体营收分别为 458.31、527.66、598.72 亿元,同比增速分别为 18%、15%、13%; 2023-2025 年归母净利润分别为 29.12、34.42 和 40.24 亿元,同比增速分别为 33%、18%、17%。

3.2 估值分析

可比公司选取中钢国际 (钢铁、矿业、煤焦化工等领域国际工程承包商)、中国中冶 (全球性的冶金建设承包商和冶金企业运营服务商)、北方国际 (主营业务为国际工程与专业化产品贸易)、中国化学 (化学工程领域龙头, 2022 年海外业务收入占比 21.4%)、中工国际 (主营业务为国际工程总承包)。可比公司现价对应 2022-2024 年平均 PE 分别为 17x、15x、12x, 公司现价对应 2022-2024 年 PE 分别在 15x、11x、9x。

表3: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022A/E	2023E	2024E	2022A/E	2023E	2024E
000928.SZ	中钢国际	7.63	0.48	0.59	0.69	16	13	11
601618.SH	中国中冶	4.09	0.50	0.57	0.65	8	7	6
000065.SZ	北方国际	15.71	0.82	1.02	1.24	19	15	13
601117.SH	中国化学	9.87	0.89	1.08	1.28	11	9	8
002051.SZ	中工国际	11.3	0.34	0.40	0.49	33	28	23
可比公司均值						17	15	12
600970.SH	中材国际	12.35	0.83	1.11	1.31	15	11	9

资料来源: wind, 民生证券研究院;

注: 除中钢国际 (民生建材建筑已覆盖) 外可比公司数据均采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2023 年 4 月 6 日; 中材国际、中国化学、中国中冶 2022 年 EPS 为年报披露值, 中钢国际 2022 年 EPS 为业绩快报披露值

3.3 投资建议

我们看好公司①国际水泥工程承包龙头, “一带一路” 助力国际业务开展; ②重组完善产品矩阵, 运维服务打开存量市场; ③ “中特估” 背景下, 估值具有吸引力。我们预计公司 2023-2025 年归母净利分别为 29.12、34.42 和 40.24 亿元, 现价对应 PE 分别为 11、9、8 倍, 首次覆盖, 给予 “推荐” 评级。

4 风险提示

- 1) **国际经商环境变化不及预期。**国际环境复杂,项目落地进展可能不及预期。
- 2) **新业务开展不及预期。**公司收购合肥院、智慧工业等提升高端装备、运维服务竞争力,新业务与工程承包业务协同效果在不确定性。
- 3) **汇率波动风险。**公司有海外收入,汇率波动会产生相应汇兑损益。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	38819	45831	52766	59872
营业成本	32233	37964	43610	49353
营业税金及附加	166	183	232	263
销售费用	478	527	542	608
管理费用	1904	2154	2427	2754
研发费用	1363	1558	1794	2036
EBIT	2656	3424	4134	4833
财务费用	-94	-65	-185	-220
资产减值损失	-81	-134	-149	-164
投资收益	-11	151	32	30
营业利润	2655	3521	4218	4937
营业外收支	31	40	40	40
利润总额	2686	3561	4258	4977
所得税	353	463	596	697
净利润	2333	3098	3662	4281
归属于母公司净利润	2194	2912	3442	4024
EBITDA	3109	3914	4730	5545

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7809	10975	11720	13358
应收账款及票据	7690	9373	11075	12896
预付款项	5281	6074	6847	7650
存货	2445	2696	2982	3245
其他流动资产	8554	9967	10386	11736
流动资产合计	31778	39085	43010	48884
长期股权投资	658	809	841	871
固定资产	3536	4164	4784	5400
无形资产	833	904	969	1034
非流动资产合计	12007	12861	13563	14252
资产合计	43786	51946	56573	63136
短期借款	2053	1553	1053	1053
应付账款及票据	11515	13418	15174	17037
其他流动负债	10756	11947	12492	13902
流动负债合计	24325	26917	28720	31992
长期借款	1811	1811	1811	1811
其他长期负债	2175	2175	2175	2175
非流动负债合计	3986	3986	3986	3986
负债合计	28310	30903	32705	35978
股本	2266	2633	2633	2633
少数股东权益	919	1105	1325	1582
股东权益合计	15476	21043	23867	27158
负债和股东权益合计	43786	51946	56573	63136

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.25	18.06	15.13	13.47
EBIT 增长率	-0.64	28.92	20.74	16.90
净利润增长率	21.06	32.73	18.20	16.90
盈利能力 (%)				
毛利率	16.97	17.16	17.35	17.57
净利率	5.65	6.35	6.52	6.72
总资产收益率 ROA	5.01	5.61	6.08	6.37
净资产收益率 ROE	15.07	14.61	15.27	15.73
偿债能力				
流动比率	1.31	1.45	1.50	1.53
速动比率	0.75	0.87	0.92	0.94
现金比率	0.32	0.41	0.41	0.42
资产负债率 (%)	64.66	59.49	57.81	56.98
经营效率				
应收账款周转天数	72.09	75.00	77.00	79.00
存货周转天数	27.68	27.00	26.00	25.00
总资产周转率	0.91	0.96	0.97	1.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.83	1.11	1.31	1.53
每股净资产	5.53	7.57	8.56	9.72
每股经营现金流	0.35	0.96	1.25	1.56
每股股利	0.00	0.32	0.38	0.44
估值分析				
PE	15	11	9	8
PB	2.2	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.93	6.95	5.32	4.25
股息收益率 (%)	0.00	2.58	3.04	3.56

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2333	3098	3662	4281
折旧和摊销	453	489	595	712
营运资金变动	-2360	-1226	-1242	-1183
经营活动现金流	918	2525	3299	4102
资本开支	-773	-1143	-1219	-1327
投资	-523	0	0	0
投资活动现金流	-986	-1143	-275	-1327
股权募资	283	3100	0	0
债务募资	686	-500	-1282	0
筹资活动现金流	-445	1784	-2279	-1137
现金净流量	-390	3166	745	1638

插图目录

图 1: 公司水泥工程服务业务全产业链.....	3
图 2: 2013-2022 年中材国际发展大事记.....	3
图 3: 公司海外业务布局.....	4
图 4: 公司股权结构 (截至 2022 年末)	4
图 5: 2018-2022 营业收入 (亿元) 及增速.....	5
图 6: 2018-2022 归母净利润 (亿元) 及增速	5
图 7: 2018-2022 有效结转合同金额 (亿元)	6
图 8: 2018-2022 新签合同金额 (亿元)	6
图 9: 2020-2022 年公司各主要业务分项收入 (亿元) 及增速	6
图 10: 2021-2022 年公司各主要业务分项毛利率.....	6
图 11: 2013-2022 年公司资产负债率(%)及 ROE(%) (右轴)	7
图 12: 2013-2022 年公司期间费用率 (%)	7
图 13: 公司“十四五”发展战略	8
图 14: EPC 主要工作流程.....	9
图 15: 2022 年新签运维服务合同额 (亿元) 及增速.....	10
图 16: 2022 年运维服务营业收入 (亿元) 及增速.....	10
图 17: 公司数字智能业务布局.....	11
图 18: 公司积极推行属地化用工.....	12

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司股权激励对象.....	5
表 2: 公司营收拆分-假设表.....	13
表 3: 可比公司 PE 数据对比.....	14
公司财务报表数据预测汇总.....	16

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026