

中材国际 (600970)

一核双驱+国际化打开长期成长空间

买入 (维持)

2024年06月19日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书: S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	42826	45799	51823	57849	64529
同比 (%)	17.22	6.94	13.15	11.63	11.55
归母净利润 (百万元)	2541	2916	3360	3933	4487
同比 (%)	40.22	14.74	15.22	17.07	14.09
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.96	1.10	1.27	1.49	1.70
P/E (现价&最新摊薄)	12.65	11.03	9.57	8.17	7.17

投资要点

- **中材国际: 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。工程主业是公司业绩压舱石, 业务结构转型, 国际化发展取得卓著成果, 2023年工程、装备、运维业务分别贡献毛利的47%/21%/26%。公司提出2024-2026年如无重大投资计划或现金支出等事项, 每年现金分红不低于可供分配利润的40%, 持续稳定现金分红回报股东。
- **水泥工程市场: “一带一路”沿线贡献新建EPC需求, 国内外存量技改与运维市场空间广阔。** (1) 国内水泥行业低碳减排改造任务紧迫, 数字化转型带来水泥工业数字智能改造需求, 按照2025年能效达到标杆水平产能比例超过30%的目标, 仍有约3亿吨产能存在技改升级的需求。 (2) 海外: “一带一路”基建高景气支撑新建EPC需求, 减碳趋势下存量技改需求有望加速释放。全球水泥产能延续低速增长, 一带一路地区基建需求升温, 其中东南亚地区和西亚北非国家基建景气度表现抢眼, 中东、非洲等国近年来水泥产量增速较快, 有望持续贡献EPC增量需求。发达地区市场受减碳政策影响, 存量老线升级改造的潜力较大, 欧洲等存量市场技改需求空间可观。
- **公司: 立足水泥工程产业链优势, 一核双驱+国际化打开长期成长空间。** (1) **工程业务:** 公司成功把握疫情后海外市场机遇, 2023年以来境外新签EPC重大项目集中落地, 驱动新签工程订单加速增长, 在手未完合同额持续上升。 (2) **装备业务:** 整合完成后公司加速聚合内外部资源, 打造世界一流材料装备平台。加强与工程板块、属地公司的协同发展, 提升境外收入占比, 不断提高装备自给率 and 市场占有率, 发布了《工程和装备协同管理办法》, 2023年装备境外业务收入占比提升至25%, 外行业收入占比提升至32%。 (3) **生产运营服务:** 矿山运维存量市场份额持续提升, 在国内水泥石灰石矿山、骨料需求下行、矿山投产节奏放缓的背景下, 公司2023年、2024年一季度分别新签矿山运维合同79.75亿元、26.33亿元, 同比增长7%/32%, 公司拥有开采其他露天矿的技术储备, 矿山运维业务向行业外和海外开拓已有显著成果, 新签“两外合同”16个。在海外工程订单高增长的带动下, 公司水泥运维业务有望保持较快增长, 数字化、智能化业务持续向集团外、境外和外行业拓展, 开拓新应用场景。 (4) 立足国际化属地化运营优势, 参股协同中材水泥拓展境外基础建材投资, 有望形成境外基础建材投资新一成长曲线。
- **盈利预测与投资评级:** 公司秉持“一核双驱、三业并举”顶层设计, 推动结构优化调整, 装备、运维业务形成新增长极, 打开长期成长空间, 当前在手合同保障充分, 有望支撑未来3年业绩稳健增长。我们维持公司2024-2026年归母净利润预测为33.6/39.3/44.9亿元, 对应市盈率分别为9.6/8.2/7.2倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 水泥工程需求不及预期、订单转化不及预期的风险、业务结构优化调整速度不及预期、海外经营风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.17
一年最低/最高价	8.83/14.23
市净率(倍)	1.63
流通A股市值(百万元)	21,390.77
总市值(百万元)	32,153.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.46
资产负债率(% ,LF)	62.57
总股本(百万股)	2,642.02
流通A股(百万股)	1,757.66

相关研究

《中材国际(600970): 2024年一季度报点评: 收入逆势实现正增长, 经营质量持续提升》

2024-04-29

《中材国际(600970): 2023年年报点评: 主业稳健增长, 转型升级持续发力》

2024-03-27

内容目录

1. 公司简介：全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商	4
1.1. 公司基本情况.....	4
1.2. 控股股东为中国建材，多措并举提升股东回报.....	5
2. 水泥工程：“一带一路”沿线贡献新建 EPC 需求，国内外存量技改与运维市场空间广阔	7
2.1. 国内水泥行业低碳减排改造任务紧迫，数字化转型带来水泥工业数字智能改造需求.....	7
2.2. “一带一路”基建高景气支撑新建 EPC 需求，减碳趋势下存量技改需求有望加速释放.....	9
3. 公司：立足水泥工程产业链优势，一核双驱打开长期成长空间	11
3.1. 水泥 EPC 实力全球领先	11
3.2. 装备业务推进专业化整合，境外、外行业占比显著提升.....	13
3.3. 把握水泥、露天矿山存量市场机遇，生产运营服务版图持续完善.....	15
3.3.1. 矿山运维：存量市场份额持续提升，“两外”开拓成效显著	15
3.3.2. 境外 EPC 需求带动水泥运维业务加速增长，数字智能平台赋能升级	16
3.4. 立足国际化属地化运营优势，协同中材水泥拓展境外基础建材投资.....	17
4. 盈利预测与投资建议	19
5. 风险提示	21

图表目录

图 1:	公司近年来营业收入、归母净利润.....	4
图 2:	公司近年来毛利率、净利率、ROE 情况.....	4
图 3:	公司 2023 年营收构成与占比 (分业务)	5
图 4:	公司 2023 年毛利构成与占比 (分业务)	5
图 5:	公司 2023 年营收构成与占比 (分地区)	5
图 6:	公司 2023 年毛利构成与占比 (分地区)	5
图 7:	公司控股股东为中国建材股份 (截至 2023 年报)	6
图 8:	过去 5 年中材国际现金分红总额和分红比例.....	7
图 9:	国内水泥生产线中 2500t/d 和投产 10 年以上产线仍占一定比例	8
图 10:	国内水泥产能达到各级能效标准的比例.....	8
图 11:	“一带一路”共建国家基础设施发展需求指数呈上升态势	9
图 12:	“一带一路”共建国家基础设施发展需求热度指数呈上升态势.....	9
图 13:	中东、非洲等国家 2019-2021 年水泥产量增速较高	10
图 14:	公司新签合同金额中工程建设占比呈下降趋势.....	11
图 15:	装备制造、运维服务业务毛利率高于工程业务.....	11
图 16:	公司营业收入中工程建设占比呈下降趋势.....	11
图 17:	公司毛利构成中工程建设占比呈下降趋势.....	11
图 18:	公司 2023 年新签工程订单高速增长.....	13
图 19:	公司工程未完合同额在新签订单拉动下持续增长.....	13
图 20:	公司装备制造业务新签和未完合同额保持平稳增长.....	14
图 21:	高端装备制造收入平稳增长、毛利率稳步提升.....	14
图 22:	中材矿山供矿量稳健增长.....	16
图 23:	中材国际矿山运维收入持续增长.....	16
图 24:	水泥工厂智能化效益分析.....	17
图 25:	公司水泥运维业务保持较快增长.....	17
图 26:	公司海外市场布局示意图.....	18
表 1:	公司股权激励业绩考核目标与解锁条件.....	6
表 2:	欧洲水泥协会及各跨国公司碳减排方案.....	10
表 3:	公司 2023 年以来签订的主要工程合同.....	12
表 4:	中国建材装备集团周年仪式签约项目	14
表 5:	公司分业务未完合同额情况.....	19
表 6:	公司盈利预测简表与假设.....	20
表 7:	可比公司估值表 (2024 年 6 月 18 日)	21

1. 公司简介：全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商

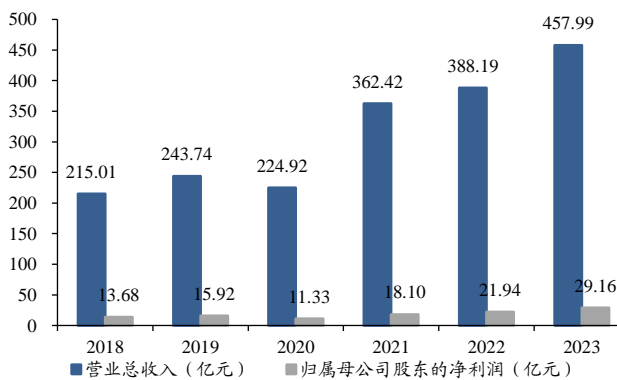
1.1. 公司基本情况

中国中材国际工程股份有限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。

公司在国内水泥工业发展的历程中，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重大突破。在海外业务的发展过程中，公司累计在 87 个国家建设了 327 条水泥熟料生产线，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，“SINOMA”品牌成为国际建材工程市场最具影响力的品牌。

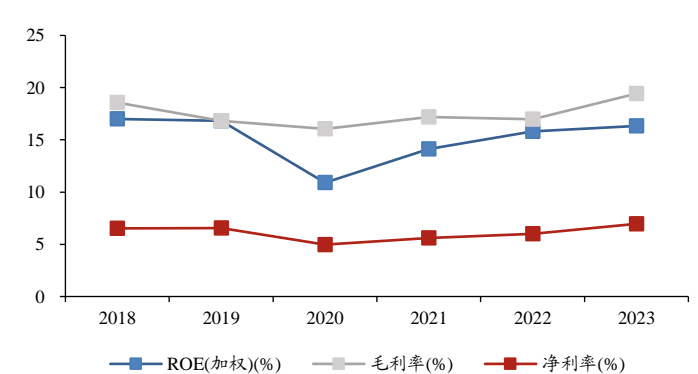
工程主业是公司业绩压舱石，近年来推进业务结构转型、国际化发展成果卓著。(1) 公司当前形成了工程技术服务（涵盖水泥和矿山工程和多元化工程）、高端装备制造、生产运营服务（涵盖水泥生产线运维服务、矿山运维服务、数字智能服务、固废资源化利用）三大业务板块。(2) 2023 年公司实现营业总收入 457.99 亿元，同比增长 6.9%，实现归母净利润 29.16 亿元，分别同比增长 14.74%。其中 2023 年工程技术服务、高端装备制造、生产运营服务分别实现收入 267 亿元/72 亿元/106 亿元，分别占总收入的 58%/16%/23%，实现毛利额 41.96 亿元/18.28 亿元/23.1 亿元，分别占毛利总额 47%/21%/26%，2023 年境内、境外分别实现收入 254.93 亿元/200.89 亿元，分别占总收入的 56%/44%，实现毛利额 45.34 亿元/42.59 亿元，分别占毛利总额的 52%/48%。

图1：公司近年来营业收入、归母净利润



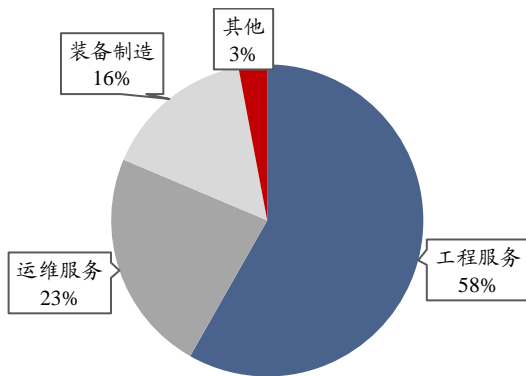
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图2：公司近年来毛利率、净利率、ROE 情况



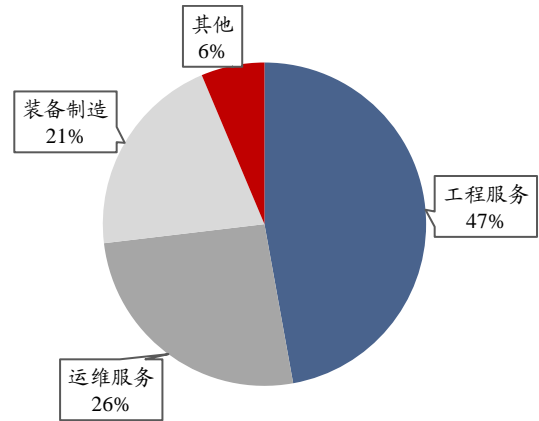
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图3: 公司 2023 年营收构成与占比 (分业务)



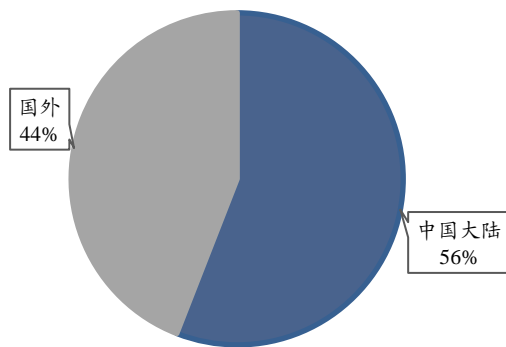
数据来源: 公司定期报告、东吴证券研究所

图4: 公司 2023 年毛利构成与占比 (分业务)



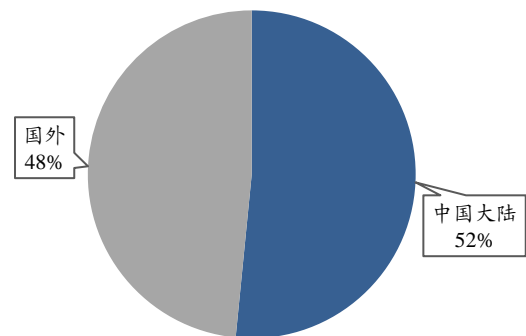
数据来源: 公司定期报告、东吴证券研究所

图5: 公司 2023 年营收构成与占比 (分地区)



数据来源: 公司定期报告、东吴证券研究所

图6: 公司 2023 年毛利构成与占比 (分地区)

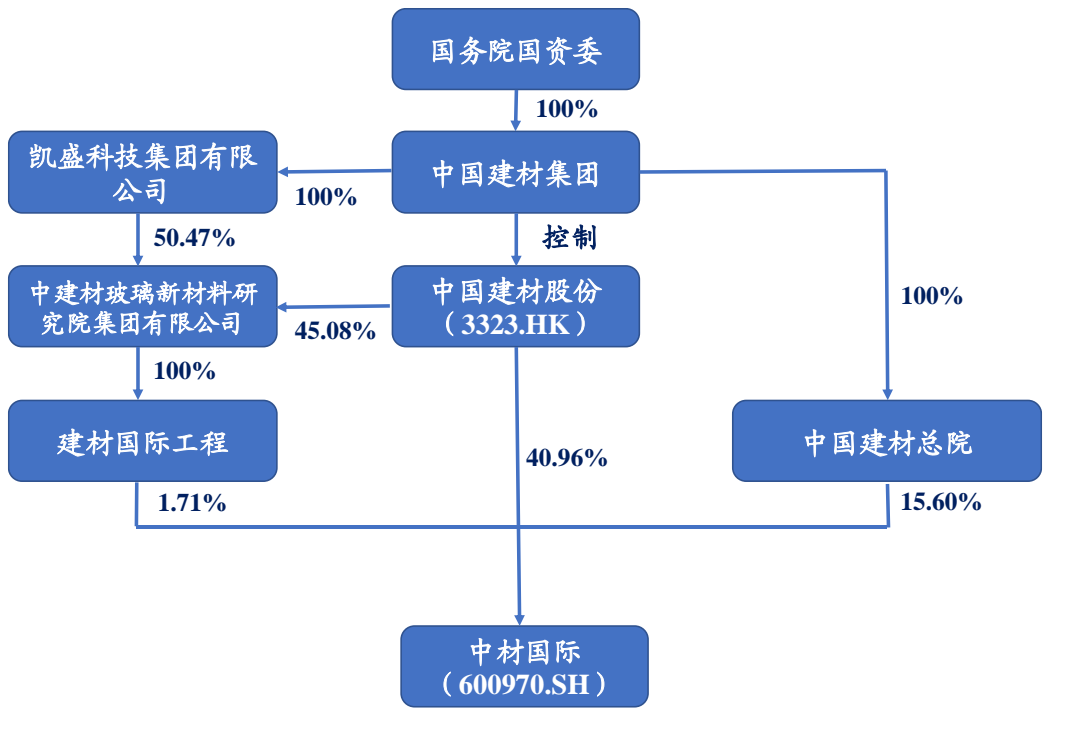


数据来源: 公司定期报告、东吴证券研究所

1.2. 控股股东为中国建材，多措并举提升股东回报

公司控股股东和间接控股股东分别为中国建材股份有限公司与中国建材集团，实际控制人为国务院国资委。截至 2023 年报，中国建材股份直接持有上市公司 40.96% 的股份，间接控股股东中国建材集团还通过中国建材总院、建材国际工程集团分别间接持有上市公司 15.60%、1.71% 的股权。

图7：公司控股股东为中国建材股份（截至 2023 年报）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司实施了 2021 年限制性股票激励方案，充分激发管理层和核心骨干的积极性。激励方案设定了净利润复合增长率不低于 15.5%以及净资产收益率、经济增加值的解锁条件。其中首次授予 4654.91 万股，占公司授予日股本总额的 2.01%，首次授予价格 5.97 元/股。2023 年 4 月，公司完成 2021 年限制性股票激励计划预留授予股份 980.73 万股（预留授予价格为 5.74 元/股）。

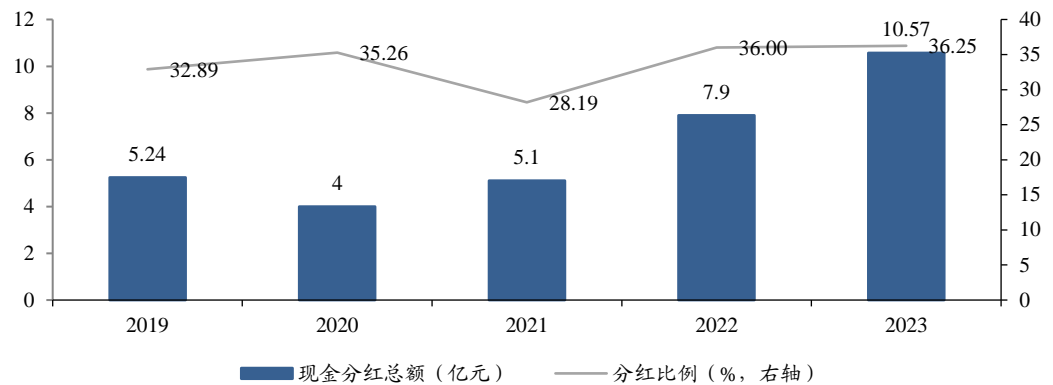
表1：公司股权激励业绩考核目标与解锁条件

解除限售期	业绩考核目标	可解除限售数量占获授权益数量比例
第一个解除限售期	2022 年较 2020 年净利润复合增长率不低于 15.5%；2022 年净资产收益率不低于 14.9%，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值；2022 年度 Δ EVA 大于零。	33%
第二个解除限售期	2023 年较 2020 年净利润复合增长率不低于 15.5%；2023 年净资产收益率不低于 15.4%，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值；2023 年度 Δ EVA 大于零。	33%
第三个解除限售期	2024 年较 2020 年净利润复合增长率不低于 15.5%；2024 年净资产收益率不低于 16.2%，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值；2024 年度 Δ EVA 大于零。	34%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

《未来三年股东回报规划》确定持续稳定现金分红回报股东。2023 年底公司发布未来三年股东回报规划（2024 年-2026 年），提出如公司无重大投资计划或重大现金支出等事项发生，公司在足额提取法定公积金、任意公积金以后，公司每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可供分配利润的 40%。

图8：过去5年中材国际现金分红总额和分红比例



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2. 水泥工程：“一带一路”沿线贡献新建 EPC 需求，国内外存量技改与运维市场空间广阔

2.1. 国内水泥行业低碳减排改造任务紧迫，数字化转型带来水泥工业数字智能改造需求

双碳政策约束下，水泥行业被纳入工业领域节能降碳重点行业范围，政策倒逼水泥行业能效水平持续提升。(1)《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》、《冶金、建材重点行业严格能效约束推动节能降碳行动方案(2021-2025年)》将水泥纳入重点行业范围，对2025年和2030年行业整体能效水平提升、碳排放强度降低以及行业达到标杆水平的产能比例提出要求。(2)《建材行业碳达峰实施方案》对“十四五”期间水泥单位能耗降低提出下降3%以上的具体目标，对“十五五”期间原燃料替代水平提高要求。(3)2024年5月，国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》，一是严格新增建材项目准入，提出新建和改扩建水泥须达到能效标杆水平和环保绩效A级水平，到2025年底，水泥行业能效标杆水平以上产能占比达到30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。二是推进建材行业节能降碳改造。加快水泥原料替代，提升工业固体废弃物资源化利用水平，推广低阻旋风预热器、高效篦冷机等节能工艺和设备。提出到2025年底，大气污染防治重点区域50%左右水泥熟料产能完成超低排放改造。

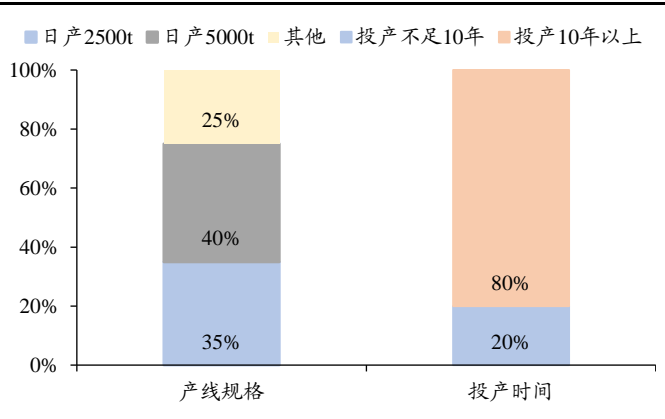
表 1: 《水泥单位产品能源消耗限额》(GB16780-2021) 针对现有企业、新建和改扩建企业单位产品能耗要求有 5% 以上的大幅提高

		综合能耗 (kgce/t)		
		1 级 (先进值, 标杆水平)	2 级 (准入值)	3 级 (限定值, 基准水平)
熟料	国标 2021	100	107	117
	国标 2012	110	115	120
水泥	国标 2021	80	87	94
	国标 2012	88	93	98

数据来源: 国家标准化管理委员会、东吴证券研究所

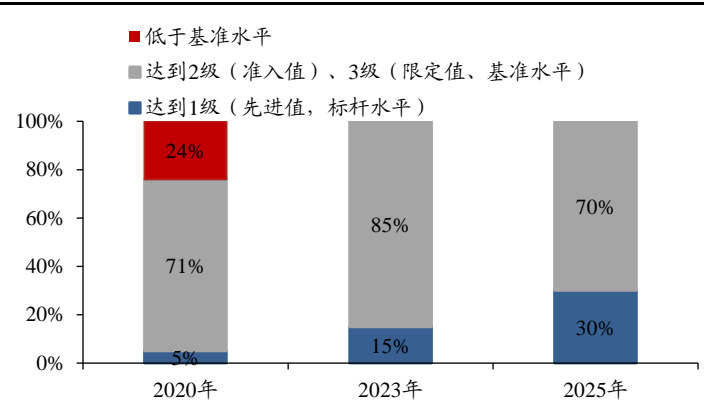
水泥行业能效先进水平 30% 的目标改造仍未过半, 3 亿吨现有产能存改造需求。按照 2025 年能效达到标杆水平 (先进值: 熟料综合能耗 100kgce/t 熟料) 产能比例超过 30% 的目标, 根据中国水泥协会的统计, 尽管标杆水平产能占比已由 2020 年的 5% 提升至 2023 年底的 15%, 但标杆水平改造进程仍未过半, 按照当前全国 18 亿吨的熟料产能规模, 约 3 亿吨产能存在技改升级的需求。

图 9: 国内水泥生产线中 2500t/d 和投产 10 年以上产线仍占一定比例



数据来源: 中国水泥协会、中材国际、东吴证券研究所

图 10: 国内水泥产能达到各级能效标准的比例



数据来源: 中国水泥协会、中材国际、东吴证券研究所

政策推动水泥工业数字化智能化转型, 有望加快行业全链条智能化改造提升。工信部等部委 2023 年联合发布的《建材行业稳增长工作方案》提出建材行业 2023-2024 年主要行业关键工序数控化率达到 65% 以上, 产业高端化智能化不断提高; 同年印发《建材行业智能制造标准体系建设指南》, 目标到 2025 年, 建立较为完善的建材行业智能制造标准体系, 制定不少于 40 项相关标准。工信部印发的《建材工业鼓励推广应用的技术和产品目录 (2023 年本)》, 将“水泥工厂智能制造系统解决方案”、“面向水泥制造的工业互联网平台”、“智能矿山综合解决方案”纳入其中。2023 年, 以天山股份为代表的多家大中型水泥企业加速数字化、智能化升级。

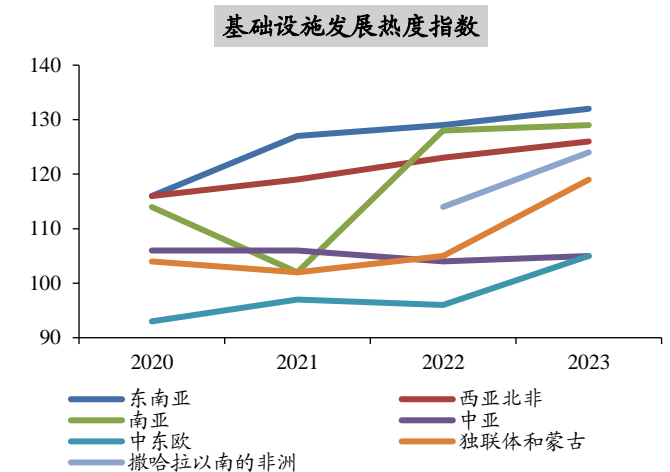
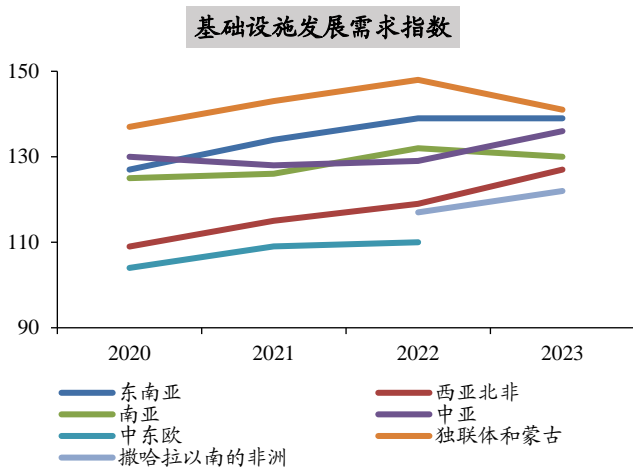
2.2. “一带一路”基建高景气支撑新建 EPC 需求，减碳趋势下存量技改需求有望加速释放

全球水泥产能延续低速增长，新增产能主要集中在一带一路沿线地区，贡献 EPC 增量需求。根据 USGS 的数据，2023 年全球熟料产能约为 38 亿吨，全球水泥产量约为 41 亿吨，近年产能整体维持平稳或低速增长态势。但境外发展中地区水泥工程市场保持活跃，得益于非洲、中东、东南亚等“一带一路”沿线国家基建景气上升带来的水泥产能新建的 EPC 需求。

“一带一路”基建维持较高景气，有望持续拉动水泥需求和新产能建设。根据《“一带一路”共建国家基础设施发展指数报告（2023）》，随着全球经济持续复苏、新冠疫情影响大幅减弱，共建国家基建发展环境不断改善、发展需求稳步释放、发展热度加速回升，共建国家总指数、需求指数、热度指数分别由 2021 年的 113/125/112 上涨至 118/133/124，反映一带一路地区基建需求升温。其中东南亚地区和西亚北非国家基建景气度表现抢眼，东南亚国家基建景气得益于政策清晰稳定，营商环境和产业配套健全，西亚北非地区基建景气得益于能源价格上涨与大国关系改善。根据 USGS 的水泥产量数据，2019-2021 年水泥产量复合增速较快的国家也主要分布在中东、非洲等地区。

图11：“一带一路”共建国家基础设施发展需求指数呈上升态势

图12：“一带一路”共建国家基础设施发展需求热度指数呈上升态势



备注：发展需求指数反映了一国基础设施行业相对需求和绝对需求的总和，指数越高表示一国基础设施投资需求和市场潜力越大。

备注：发展热度指数基于全球基建项目新签合同额、基建项目的私人投资额、中国对外承包工程新签合同额 8 等指标进行测算，用以反映一国短期内基础设施行业的投资热度。

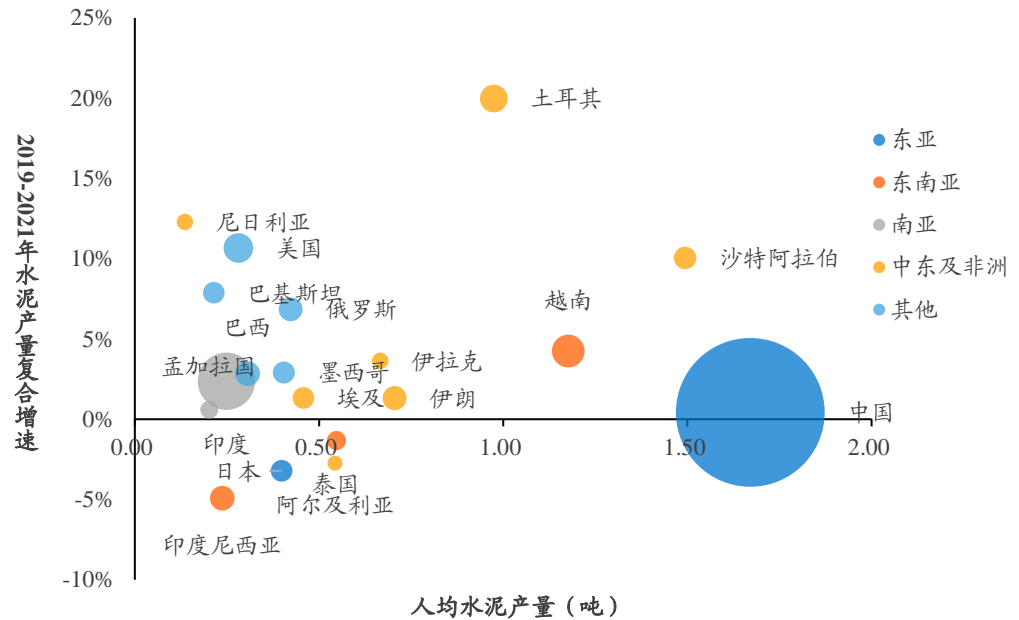
数据来源：《“一带一路”共建国家基础设施发展指数报告》、东吴证券研究所

数据来源：《“一带一路”共建国家基础设施发展指数报告》、东吴证券研究所

(1) 东南亚：东南亚各国以参与全球产业链转移与供应链重构为契机，推动交通、电力、房建、通信等一系列重点项目落地，基建发展领跑全球；(2) 中东地区：资源型国家较多，受益于全球能源价格高位运行，各国财政状况与经济持续好转，较高的经济增长推动各地基建需求有效释放。(3) 非洲：2023 年非洲水泥需求逐渐表现出从疫情、

俄乌冲突、能源危机的三重打击中恢复的态势。根据非洲水泥龙头企业丹格特水泥集团的年报，非洲水泥业务在 2023 年表现强劲。尽管尼日利亚市场由于选举、汇率波动等不稳定因素有所波动，但其他非洲地区的水泥业务增长迅速。

图13: 中东、非洲等国家 2019-2021 年水泥产量增速较高



数据来源: USGS、东吴证券研究所

发达地区市场受减碳政策影响，存量老线升级改造的潜力较大，欧洲等存量市场技改需求空间可观。欧洲水泥产能集中于瑞士豪瑞、德国海德堡、爱尔兰老城堡等大型跨国企业，碳交易履约成本的上升倒逼大型水泥企业加速碳减排，欧洲水泥工业协会也制定出台了水泥行业碳减排路线图。

表2: 欧洲水泥协会及各跨国公司碳减排方案

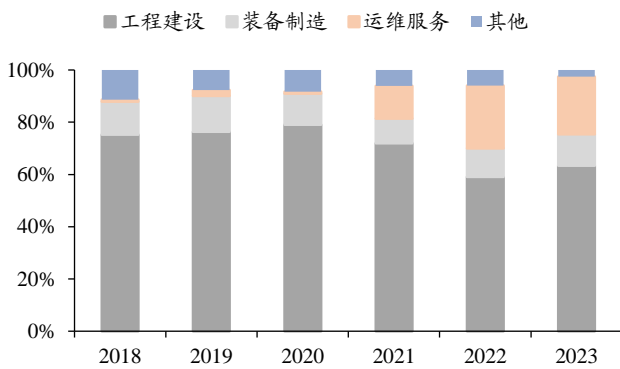
出台方	碳减排方案	碳减排目标
欧洲水泥协会	通过废弃物分拣等方式获取和和利用更多的脱碳原料和替代燃料，通过技术改造提高生产能效，尝试应用氢能和电气化技术，大力推进二氧化碳捕集和应用技术等	目标是到 2030 年二氧化碳减排 30%、2050 年二氧化碳减排 80%。目前欧洲水泥工业每吨水泥二氧化碳排放量约为 667 千克，预计在 2030 年吨水泥二氧化碳排放量可降至 472 千克，到 2060 年实现水泥生产零碳排放。
瑞士豪瑞水泥	原燃料替代、低钙熟料及低熟料水泥生产、建筑材料及建筑环境固碳、二氧化碳捕集和利用	在 2030 年可将直接二氧化碳排放降低至 475 千克/吨，通过社会面上新能源利用等技术将间接二氧化碳排放降低至 13 千克/吨；到 2050 年实现水泥生产完整产业链的零排放。
德国海德堡水泥	通过替代燃料应用和提高能效和优化窑炉系统、降低水泥熟料系数、提升二氧化碳捕集和应用、促进循环经济和创新发展	预计在 2025 年和 2050 年吨水泥二氧化碳排放分别降至 525 千克和 500 千克以下；再通过未来新产品、新工艺、新技术的开发应用，实现水泥生产二氧化碳零排放。
爱尔兰老城堡水泥	替代燃料技术、替代燃料技术、针对水泥生产工艺过程，研究制定和应用“最佳可获得技术”	

数据来源: 各公司公告、东吴证券研究所

3. 公司：立足水泥工程产业链优势，一核双驱打开长期成长空间

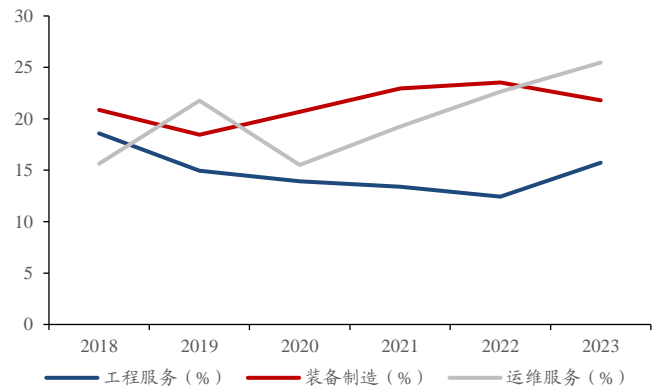
公司是国际水泥技术装备工程市场少数具有完整产业链的企业之一，拥有全产业链系统集成服务能力。公司先后整合了国内水泥工业研发、设计、装备及工程优质资源，拥有矿山开采和水泥生产线技术研发、数字设计、智能制造、智慧建设、智慧运维、售后服务的完整产业链资源、专业人才队伍和系统解决方案。在“一核双驱，三业并举”的战略下，公司业务结构调整优化已初见成效，其中工程建设（服务）占新签订单、营业收入、毛利总额比重从2018年的75.3%、74.8%、74.9%分别下降至2023年的63.4%、58.5%、47.2%，装备制造、运维服务业务逐步形成新的增长极。

图14：公司新签合同金额中工程建设占比呈下降趋势



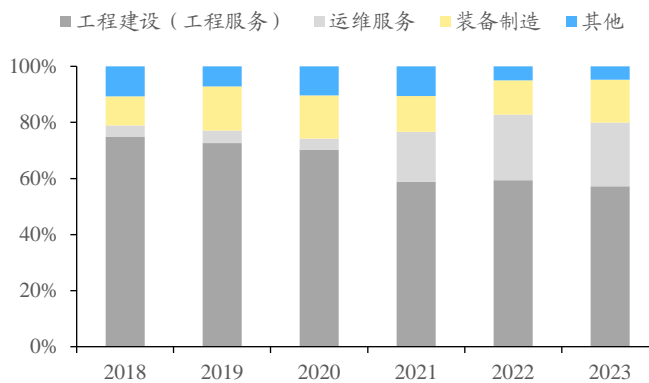
数据来源：公司定期报告、东吴证券研究所

图15：装备制造、运维服务业务毛利率高于工程业务



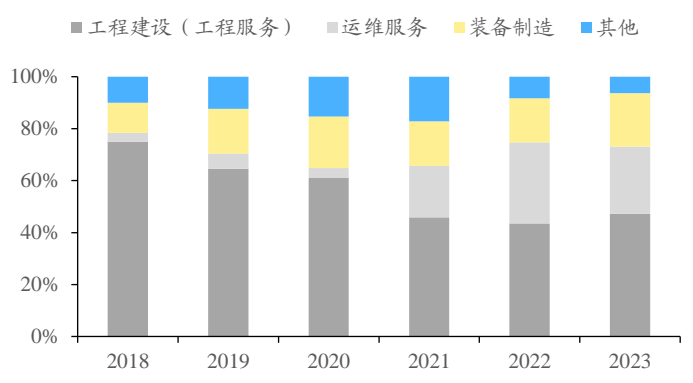
数据来源：公司定期报告、东吴证券研究所

图16：公司营业收入中工程建设占比呈下降趋势



数据来源：公司定期报告、东吴证券研究所

图17：公司毛利构成中工程建设占比呈下降趋势



数据来源：公司定期报告、东吴证券研究所

3.1. 水泥 EPC 实力全球领先

水泥技术装备与工程主业全球市占率 65%，连续 16 年保持世界第一。截至 2023 年年底，公司累计在海外 88 个国家和地区承接了 332 条生产线，2023 年，公司再次入选

2023 年度 ENR“全球最大 250 家国际承包商”，公司榜单排名再创新高，位列全球 43 位，同比上升 1 位，位列上榜中国企业 11 位。

表3: 公司 2023 年以来签订的主要工程合同

地区	国家	合同名称	合同金额	合同期限	
2024/3/2	中东北非	沙特	沙特东方水泥公司 5#线日 产 10000 吨熟料水泥生产线 EPC 总承包合同	2.70528 亿美元	不超过 21.5 个月生产第 一批熟料，不超过 26 个 月完成临时验收
2023/12/8	欧洲	比利时	Holcim 比利时公司《比利时 新建熟料生产线项目总承包 合同》	2.18 亿欧元	不超过 164 周生产第一批 熟料，不超过 202 周完成 临时验收
2023/8/10	中东北非	伊拉克	阿迪亚尔水泥工业及工业投 资公司《伊拉克阿迪亚尔日 产 6000 吨熟料水泥生产线 及配套 50 兆瓦发电站工程 项目总承包合同》	2.1948 亿美元	至产出熟料工期为 24 个 月
2023/6/30	东非	埃塞俄比亚	德巴米德洛克水泥有限公司 《5000TPD 熟料生产二线工 程总承包合同》	2.9085 亿美元（其中中材国 际埃塞俄比亚分公司执行的 施工、安装、调试合同金额 为 0.5657 亿美元，并以埃 塞俄比亚比尔支付）。	26 个月出水泥，29 个月临 时验收（PAC）
2023/6/26	南亚	印度	印度阿达尼集团 Ambuja 水 泥公司 Bhatapara 年产 400 万 吨熟料生产线、Sankrail 年产 200 万吨水泥粉磨站和 Farakka 年产 200 万吨水泥粉 磨站工程项目总承包合同	折合人民币 16.60 亿元（天 津水泥院执行的离岸设备 供货合同金额为 3.86 亿元 人民币，LNVT 执行的工程 设计、在岸设备供货、土建 施工及安装合同金额为 189 亿印度卢比）	
2023/5/19	中东北非	沙特	沙特阿拉伯南方省水泥公司 《吉赞厂三号线 5000TPD 工 程总承包合同》	3.3 亿美元	至产出水泥工期为 27 个 月
2023/1/31	西非	尼日利亚	Itori Cement Plc 《Dangote 尼 日利亚奥贡州伊托里 2 条日 产 6000 吨熟料水泥生产线 总承包合同》	5.85 亿美元	合同生效后 24 个月出熟 料，25 个月出水泥，28 个 月完成性能测试

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司成功把握疫情后海外市场机遇，2023 年以来境外水泥 EPC 重大项目集中落地，驱动新签工程订单加速增长，在手未完合同额持续上升。公司把握疫情后境外展业的机遇，尤其是在一带一路沿线地区在资源价格上涨、疫情后经济复苏的背景下水泥投资需求释放，公司 2023 年在非洲、中东、欧洲、南亚等市场区域成功获取一批水泥 EPC 整

线合同。2023年新签工程技术服务合同额 390.67 亿元，同比增长 21%，年末工程技术服务未完合同额 507.66 亿元，同比增长 12%。

图18: 公司 2023 年新签工程订单高速增长

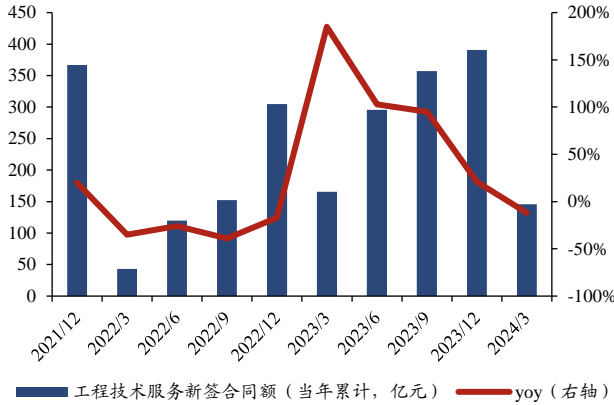
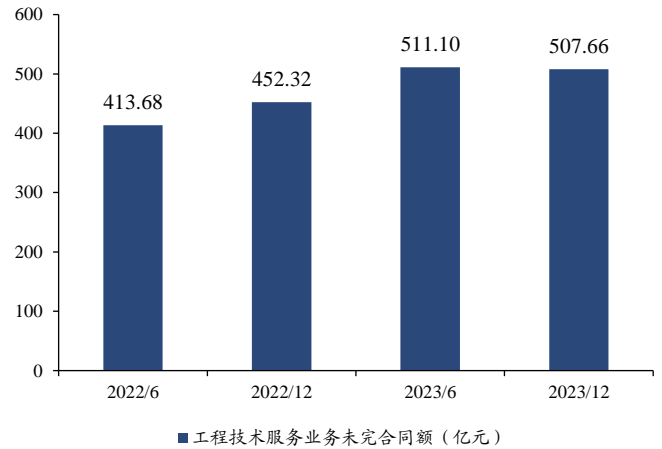


图19: 公司工程未完合同额在新签订单拉动下持续增长



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

此外，公司工程技术服务市场地位与核心优势进一步巩固提升，多个项目获国内外证书奖项。2023 年公司共有 20 个项目点火投产，主要指标达到世界领先水平，成功获取 PAC 证书 32 项、FAC 证书 12 项，尼日利亚索高特三线、宁夏吴忠赛马、阿尔及利亚 ZAHANA、BECHAR4 个项目荣获 2022-2023 年度国家优质工程奖。

3.2. 装备业务推进专业化整合，境外、外行业占比显著提升

整合完成后公司加速聚合内外部资源，打造世界一流材料装备平台。2023 年初中国建材装备集团在合肥肥东正式揭牌成立，集团整合了中材国际下属天津院和合肥院的先进装备研发技术，是中国建材集团整合全国一流装备和制造业务、全力打造“产品卓越、品牌卓越、创新领先、治理现代”的世界一流材料装备平台。根据定位，装备集团除了提高国际市场占有率和装备自给率，为集团走向世界舞台中央做好服务外，还将为中国建材集团新材料产品研发制造提供装备支撑，快速拓展行业外领域技术。

针对装备业务发展，公司计划：(1) 按照“统一平台、一体管理，一类装备、一个主体”的“四个一”原则，加快推进装备业务专业化整合融合，在装备平台下属子公司实现专业聚焦，打造若干个“专精特新”装备隐形冠军。

(2) 推动装备制造向制造服务转型，加快打造全球备品备件加工、采购、仓储服务中心，全面推动数字设计+智能制造+智慧安装+敏捷服务，从根本上提高装备产品的质量和信誉。

(3) 加强与工程板块、属地公司的协同发展，提升境外收入占比，不断提高装备自给率 and 市场占有率，发布了《工程和装备协同管理办法》，促进工程和装备的协同发展。按照公司 2023 年装备业务收入测算，水泥装备全球市占率约 20%，相比水泥 EPC 业务

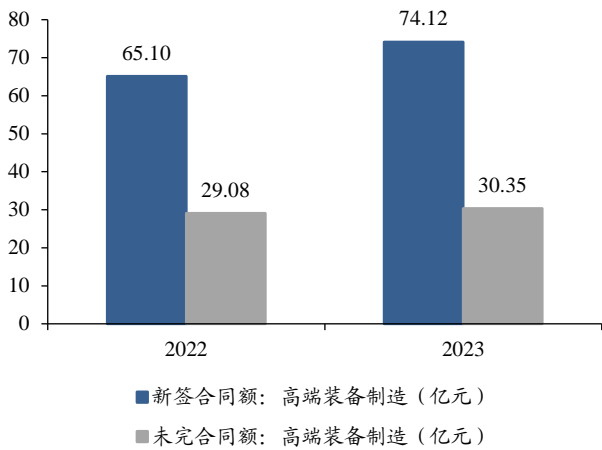
全球市占率 65%，装备业务仍有较大提升空间。

(4) 通过专业化发展，持续提升装备业务在外行业的占比，实现行业产品向专业产品转型。

(5) 依托天津水泥院、合肥院的研发资源，建设创新领先、世界一流的新型研发机构，加大科技创新力度，持续提升装备产品关键技术指标。

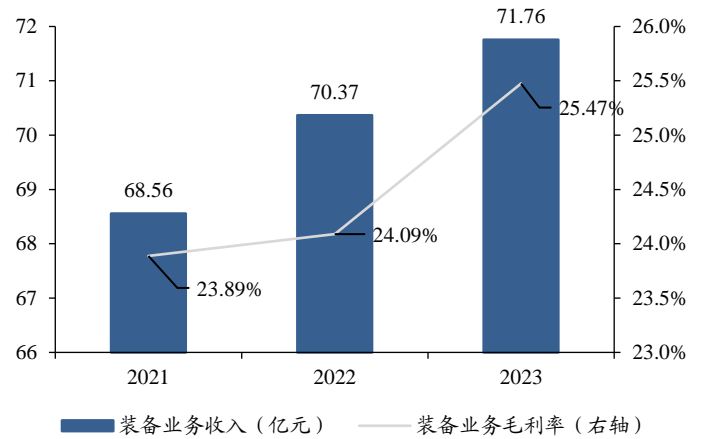
2023 年公司境外和外行业开拓取得显著成效。 2023 年公司具有研发制造能力的十类核心主机装备自给率超过 60%，装备境外业务收入占比提升至 25%，外行业收入占比提升至 32%。

图20: 公司装备制造业务新签和未完合同额保持平稳增长



数据来源: 公司定期报告、东吴证券研究所

图21: 高端装备制造收入平稳增长、毛利率稳步提升



数据来源: 公司定期报告、东吴证券研究所

2024 年 3 月，中国建材高端装备智造园投运（总投资 30 亿元，占地 1050 亩，新建 40 余万平米联合厂房及配套设施）。装备集团分别与新天山水泥、宁夏天元锰业、中材建设、苏州中材、邯郸中材签订了项目合作协议。这些项目涵盖了中国建材集团本身基础建材产业的转型升级与多项两外项目。

表4: 中国建材装备集团周年仪式签约项目

签约企业	项目名称	合同涵盖业务
天元锰业	锰渣无害化处理及资源综合利用项目 EPC 总承包合同	中宁工业园区石膏制酸、脱硫锰渣制板材，加纳锰业矿石精炼、港口码头升级、矿山破碎筛分
天山水泥	氮氧化物超低排放项目战略合作协议	水泥生产氮氧化物排放技改
中材建设/苏州中材/邯郸中材	欧洲/伊拉克/沙特项目装备供货合同	签约水泥 EPC 和技改项目装备供货

数据来源: 中国建材装备集团公众号、东吴证券研究所

3.3. 把握水泥、露天矿山存量市场机遇，生产运营服务版图持续完善

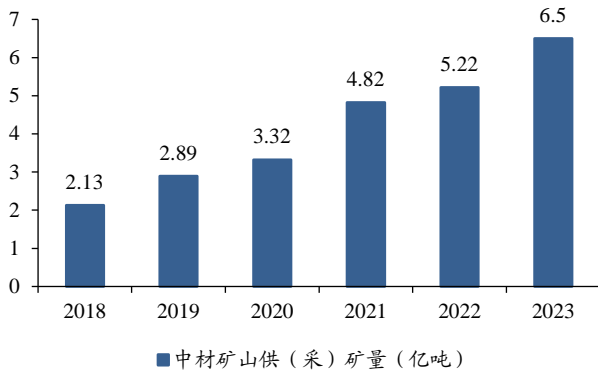
公司生产运营服务业务主要涵盖以下领域：（1）**水泥生产线运维服务**：目前该业务主要在境外实施，业务模式通常为业主负责原/燃材料供应、水泥销售等，公司承担生产线的人员组织、水泥熟料生产、设备运行维护、设备检修及备品备件等，主要采用人工单价或吨熟料单价进行结算。（2）**矿山运维服务**：在矿山工程的基础上，公司为石灰石、砂石骨料或有色金属矿山客户提供矿山开采服务，生产环节主要包括穿孔、爆破、装车、运输、破碎及输送、矿石均化等。目前该业务主要在国内实施并开始积极向境外拓展，主要按照供矿量进行结算。（3）**数字智能服务**：依托现有水泥行业资源，公司开展水泥和矿业数字化产品服务业务，包括智能工厂系统解决方案及智慧矿山、数字设计、智慧建设、智能制造等数字化智能化服务。（4）**固废资源化利用**：公司依托中材水科、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（投资+工程+运营）。

3.3.1. 矿山运维：存量市场份额持续提升，“两外”开拓成效显著

安全、环保政策趋严推动矿山运维外包至专业服务商，公司矿山运维市场份额有望持续提升。2023 年底自然资源部《关于进一步加强绿色矿山建设的通知（征求意见稿）》发布，目标是到 2028 年底持证在产的全部大型矿山、80% 中型矿山要达到绿色矿山标准要求；地方政府相应管理条例及建设办法相继出台。伴随国家对矿山开采安全、环保方面的要求日益严格，大、中型矿山业主在缺乏相关专业技术和设备的情况下，更倾向于将矿山运维外包至专业服务商。公司 2023 年、2024 年一季度分别新签矿山运维合同 79.75 亿元、26.33 亿元，同比增长 7%/32%，2023 年末公司在执行矿山运维服务项目 281 个（较 2021/2022 年分别增加 74 个/35 个），完成供矿量 6.5 亿吨，同比增长 25%，在国内水泥石灰石矿山、骨料需求下行、矿山投产节奏放缓的背景下，新签矿山运维订单保持增长反映公司存量矿山运维市场的份额持续提升。

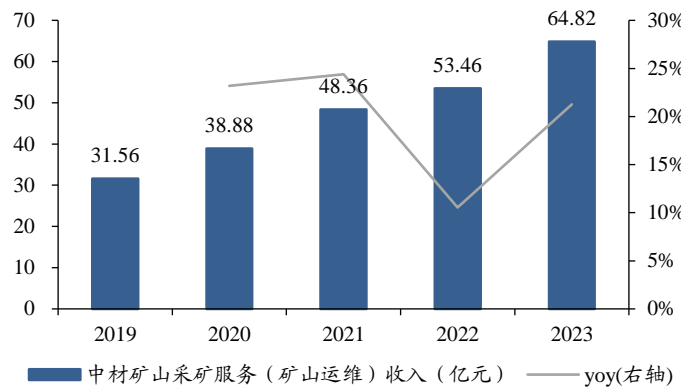
除石灰石和骨料露天开采运维服务能力外，公司拥有开采其他露天矿的技术储备，**矿山运维业务向行业外和海外开拓已有显著成果。**2023 年中材矿山新签“两外合同”16 个，在执行境外运维项目 5 个，建成绿色矿山 131 座，完成 213 个达标项目和 33 个标杆项目，专业化影响力持续彰显。

图22: 中材矿山供矿量稳健增长



数据来源: 公司定期报告、公司收购报告书、东吴证券研究所

图23: 中材国际矿山运维收入持续增长



数据来源: 公司定期报告、公司收购报告书、东吴证券研究所

3.3.2. 境外 EPC 需求带动水泥运维业务加速增长, 数字智能平台赋能升级

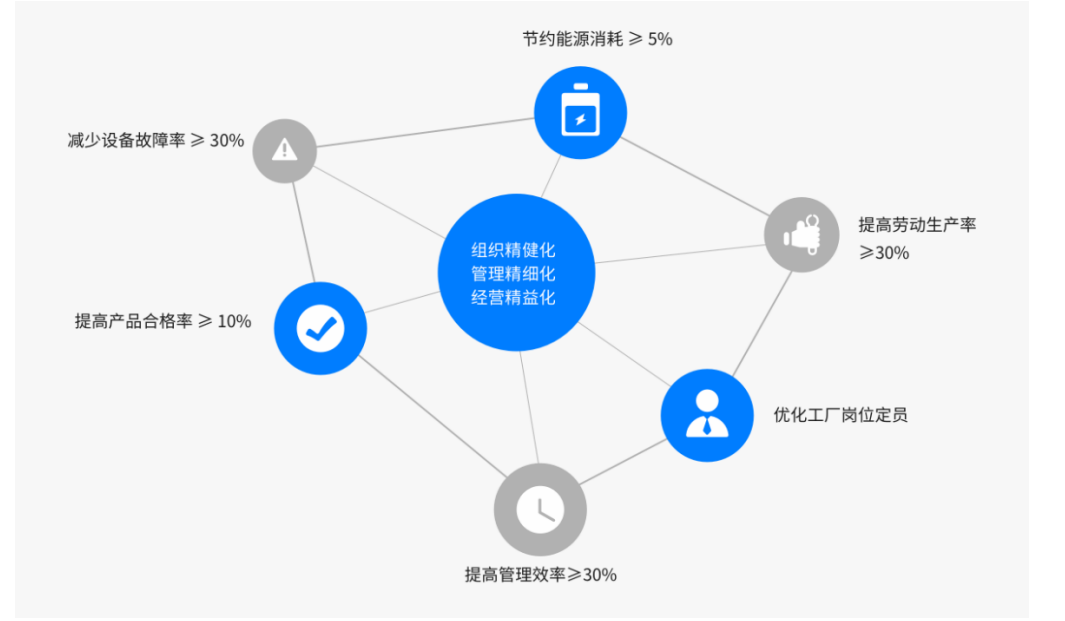
“一带一路”沿线国家水泥新建产能投产带动运维需求快速增长。特别是一些经济快速发展、水泥生产线快速增加的国家, 由于缺乏先进管理经验与技术工人, 对水泥生产线运维服务的需求将持续扩大。

在传统运维服务的基础上, 公司统一数字智能业务平台, 对内为工程、装备、运维业务赋能, 提升运营效率与竞争优势; 对外通过推动水泥智能工厂升级与产业生态圈打造, 加快打造水泥智能工厂、智慧矿山等核心数字化产品, 提升为全球客户提供全生命周期数字化服务的能力。

按照中材国际数字化战略规划, 2023 年, 南京凯盛更名为中材智科, 开启战略再次转型, 建设中材国际统一的数字化和工业智能化业务平台。中材智科已经完成了整个智能化相关人员、技术和业务方面优势资源的整合, 加快数字中材国际的建设, 为基础建材企业提供更加优化的智能化整体解决方案, 系统输出架构规划、系统开发、数字化底座研发运营、工厂生产运营全流程数字化管控、智能优化控制、数字化运维服务、工厂智能化升级整体解决方案等核心能力, 打造 SINOM 智能化品牌。

数字化、智能化业务持续向集团外、境外和外行业拓展, 开拓新应用场景。(1) 中材智科不仅在中材国际内部、中国建材集团承接的数字化、智能化业务, 持续布局集团外和境外的数字化、智能化业务, 目前也在探索突破行业的限制, 在个别业务上已经有所突破。(2) 此外公司积极培育渠道, 构建上下游生态合作机制, 开拓新应用场景。2023 年, 依托公司科研创新和海量应用场景, 公司在数字智能化业务方面取得实质性进展和突破。首先是智能建造, 通过智能建造赋能 EPC 主业, 通过数字模型技术 (BIM) 应用和自主开发的工业互联网平台 (IIESP), 实现了工程项目全生命周期、全要素的数字化管理, 并且具备了数字孪生工厂交付能力, 有几个工厂已经全面实现数字孪生的交付。

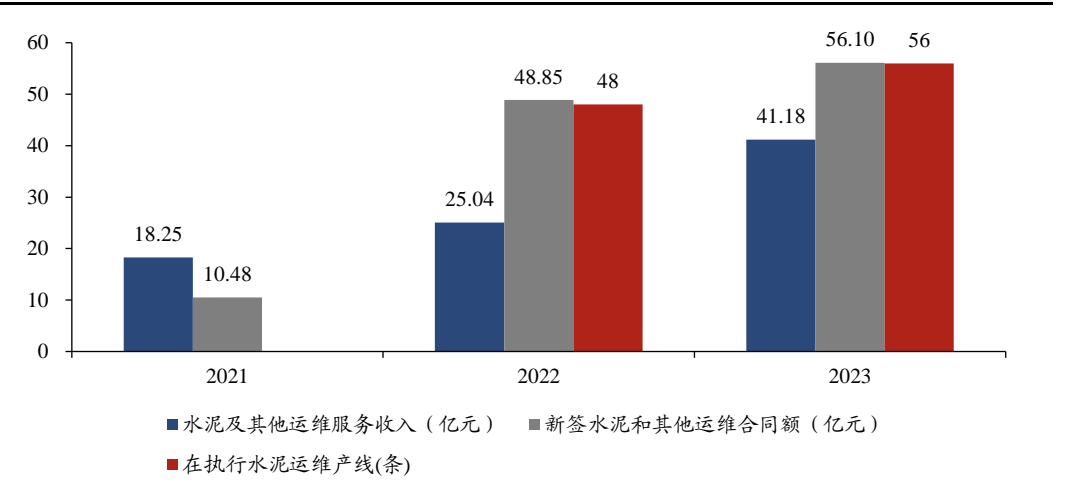
图24: 水泥工厂智能化效益分析



数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

在海外工程订单高增长的带动下, 公司水泥运维业务有望保持较快增长。公司 2023 年新签水泥和其他运维合同额 56.10 亿元, 同比增长 26%。在执行水泥运维生产线 56 条, 较上年增长 8 条, 水泥及其他运维服务实现营业收入 41.18 亿元, 同比增长 2.5%, 年提供水泥产能超过 1 亿吨, 同比增长 23%。公司 2023 年全年建成数字智能工厂 9 个、数字化矿山 20 座, 打造了合肥南方、宣城南方、滁州中联、山东泉兴、池州中建材骨料等一批智能化标杆示范项目。

图25: 公司水泥运维业务保持较快增长



数据来源: 公司定期报告、东吴证券研究所

3.4. 立足国际化属地化运营优势, 协同中材水泥拓展境外基础建材投资

多年的海外专业项目积淀铸就了公司领先的国际化属地化运营管理能力。截至 2023 年年底, 公司累计在海外 88 个国家和地区承接了 332 条生产线, 水泥技术装备与工程

主业全球市场占有率连续 16 年保持世界第一。公司坚持“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，在海外拥有超过 100 家境外机构，1800 余名外籍长期雇员，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。2023 年公司成功建立属地化资源联络机制与区域化属地资源共享平台，建成 1 亿元利润平台 3 家、5000 万元利润平台 1 家、3000 万元利润平台 1 家。

中国建材提出“在海外再造一个中国建材”，中材国际定位于国际化发展先锋官。在中国建材集团“利用 10 年左右时间在海外再造一个中国建材”的战略目标指引下，中材国际将与中材水泥深度协同，加速推进基础建材全球布局，并积极协同推动玻纤、锂电膜、风电叶片等新材料产业“走出去”。

图26: 公司海外市场布局示意图



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

通过参股中材水泥，中材国际有望形成境外基础建材投资新一成长曲线。2024 年 2 月，公司完成了对关联方天山股份全资子公司中材水泥以现金方式的增资共计 82.32 亿元（其中公司增资 40.86 亿元）。增资完成后，公司持有中材水泥 40% 股权。

中材水泥作为中国建材集团基础建材板块专注于国际化的投资运营管控平台，此前已完成国内水泥资产的剥离，并开展国际化拓展的相关市场调研工作。公司现金增资中材水泥，将充分发挥中材国际国际化、属地化的长期积淀和核心优势，有助于中材水泥在“竞争优势、区域领先、风险可控”原则下加速境外基础建材投资布局。公司作为中材水泥的参股股东，未来将按股比享有中材水泥海外基础建材投资的收益。此外根据公告，中材水泥发展过程中涉及技术、装备、工程、运维等服务，同等条件下，优先选用中材国际提供服务，也将带动公司工程、装备、运维业务。

中材水泥在境外已投资 3 个基础建材生产运营项目，拥有水泥 200 万吨/年、骨料 200 万吨/年、商混 20 万方/年、烧结砖 6000 万块/年的产能，2023 年中材水泥实现营业

收入 8.71 亿元，净利润 1.57 亿元。在国内水泥需求进入下行期的同时，海外以一带一路沿线为代表的发展中国家随着经济发展、基础设施建设和城市化的推进，人均水泥消费量有较大成长空间，中材水泥投资布局海外市场，不仅市场空间广阔，借助公司国际化属地化优势也有望获得良好的回报率。

4. 盈利预测与投资建议

在手合同保障充分，有望支撑未来三年业绩稳健增长。公司 2023 年末工程服务业务在手未完合同额/收入保障倍数为 1.90 倍，装备制造、运维服务未完合同额分别同比增长 4%/20%，上述因素有望支撑公司未来三年业绩稳健增长。

表5: 公司分业务未完合同额情况

	营业收入 (万元)		新签合同额 (万元)		未完合同额 (万元)			未完合同/营业收入
	2023	2023	2022	同比	2023	2022	同比	
分产品								
工程服务	2666494	3906712	3235317	21%	5076639	4523181	12%	1.90
装备制造	717582	741200	650996	14%	303471	290758	4%	
运维服务	1060042	1358565	1191383	14%	544223	453194	20%	
其他	221284	157937	154356	2%	8181	8004	2%	
合计	4558177	6164415	5232052	18%	5932514	5275137	12%	1.30
分地区								
境内	2549315	2833712	3083169	-8%	2313740	2399449	-4%	0.91
境外	2008862	3330703	2148883	55%	3618775	2875688	26%	1.80
合计	4558177	6164415	5232052	18%	5932514	5275137	12%	1.30

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

我们认为: (1) 公司是全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商，公司 2021 年以来通过重组整合了中建材旗下国内水泥工业研发、设计、装备及工程优质资产，是全球水泥技术装备及工程服务市场唯一具有完整产业链的企业，实施了股权激励方案充分激发管理层和核心骨干的积极性。(2) 多年的海外专业项目积淀铸就了公司领先的国际化属地化运营管理能力，作为中建材集团国际化发展先锋官，公司有望抓住“一带一路”高质量发展机遇，把握一带一路水泥 EPC 机会，加速装备、运维服务海外拓展，协同中材水泥加速境外基础建材投资布局。(3) 此外，公司秉持“一核双驱、三业并举”顶层设计，推动结构优化调整，加速外行业拓展，提出“十四五末力争实现工程、装备、服务三足鼎立、三位一体、协同发展业务格局”，公司中长期成长空间有望进一步打开。

表6: 公司盈利预测简表与假设

	单位	2023	2024E	2025E	2026E	备注与假设
工程服务						
收入	万元	2,666,494	2,906,479	3,138,997	3,358,727	基于在手订单保障, 公司工程服务收入有望维持稳定增长
yoy		7.6%	9.0%	8.0%	7.0%	
毛利额	万元	419,552	457,312	493,897	528,470	工程服务毛利率基本维持稳定
毛利率	元/吨	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	
装备制造						
收入	万元	717,582	825,220	973,759	1,168,511	公司整合内部装备资源, 水泥行业内市占率有望加速提升, 外行业拓展有望贡献增量
yoy		2.0%	15.0%	18.0%	20.0%	
毛利额	万元	182,802	210,222	248,062	297,675	装备制造毛利率基本稳定
毛利率	元/吨	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	
运维服务						
收入	万元	1,060,042	1,314,453	1,511,620	1,738,363	基于境外EPC订单高速增长支撑水泥运维业务拓展, 以及国内矿山运维市占率持续提升, 公司运维服务收入有望维持较快增长
yoy		13.8%	24.0%	15.0%	15.0%	
毛利额	万元	230,959	286,389	329,347	378,750	运维服务毛利率基本维持稳定
毛利率	元/吨	21.8%	21.8%	21.8%	21.8%	
利润表摘要						
营业收入	万元	4,579,884	5,182,337	5,784,904	6,452,904	
yoy			13.2%	11.6%	11.5%	
毛利额	万元	889,846	1,003,957	1,126,370	1,265,490	毛利率提升主要是公司业务结构变化所致
毛利率		19.4%	19.4%	19.5%	19.6%	
销售费用率		1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	销售费用率基本稳定
管理费用率		4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	管理费用率基本稳定
研发费用率		4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	公司加速数字智能化驱动发展, 研发费用率维持稳定
财务费用率		0.6%	0.6%	0.3%	0.3%	2023/2024年汇兑损失影响财务费用率上升, 2025/2026年财务费用率有望下降
归母净利润	万元	291,581	335,960	393,317	448,739	
yoy		14.7%	15.2%	17.1%	14.1%	
归母净利率		6.4%	6.5%	6.8%	7.0%	

数据来源: 公司定期报告、东吴证券研究所

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 33.60 亿元、39.33 亿元、44.87 亿元, 6 月 18 日收盘价对应市盈率分别为 9.6/8.2/7.2 倍, 市盈率低于国际工程板块整体水平, 考虑到公司在手订单保障充分, 装备、运维业务加速海外拓展和外行业开拓, 经营结构持续调整优化, 分红比例提升, 维持“买入”评级。

表7: 可比公司估值表 (2024年6月18日)

公司名称	最新 收盘价	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/B	P/E				
			2023A	2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E	(TTM)	
000928.SZ	中钢国际	5.84	83.78	7.61	8.84	10.07	11.54	1.08	9.5	8.3	7.3	10.9
002051.SZ	中工国际	7.40	91.57	3.61	4.15	4.74	5.37	0.81	22.1	19.3	17.1	25.3
000065.SZ	北方国际	11.34	113.66	9.18	10.59	12.48	15.02	1.33	10.7	9.1	7.6	11.5
	平均值							1.07	14.1	12.2	10.6	15.9
600970.SH	中材国际	12.17	321.53	29.16	33.60	39.33	44.87	1.72	9.6	8.2	7.2	11.0

数据来源: Wind、东吴证券研究所

备注: 中钢国际、中工国际、北方国际 2024-2026 年盈利预测来自于 Wind 一致预期。

5. 风险提示

- (1) **水泥工程需求不及预期的风险:** 国内水泥产能过剩形势严峻, 国内水泥行业效益下滑, 一带一路沿线地区基建景气的波动可能影响公司工程建设服务业务订单承接情况。
- (2) **订单转化不及预期的风险:** 国际宏观经济形势、国内外水泥需求和盈利波动可能影响海外业主资本开支节奏以及在手订单的执行速度。
- (3) **业务结构优化调整速度不及预期的风险:** 公司当前运维及装备业务收入和毛利占比较小, 若中长期发展速度受到市场形势的影响, 公司业务结构优化调整速度可能不及预期。
- (4) **海外经营风险:** 公司大力推动境外属地化经营, 但海外市场环境复杂、风险较大, 海外经营业绩可能不及预期。

中材国际三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	39,488	43,513	49,360	55,393	营业总收入	45,799	51,823	57,849	64,529
货币资金及交易性金融资产	9,890	11,748	13,898	17,592	营业成本(含金融类)	36,900	41,784	46,585	51,874
经营性应收款项	16,865	17,352	19,916	20,728	税金及附加	221	250	279	311
存货	2,879	3,388	3,599	3,893	销售费用	558	631	705	786
合同资产	6,866	7,769	8,673	9,674	管理费用	2,165	2,450	2,734	3,050
其他流动资产	2,988	3,254	3,274	3,506	研发费用	1,842	2,084	2,326	2,595
非流动资产	14,931	16,623	17,227	17,712	财务费用	252	286	174	194
长期股权投资	1,216	1,246	1,276	1,306	加:其他收益	180	216	259	311
固定资产及使用权资产	5,225	6,660	7,305	7,750	投资净收益	(33)	15	18	21
在建工程	576	430	292	237	公允价值变动	78	0	0	0
无形资产	1,092	1,380	1,410	1,432	减值损失	(491)	(415)	(463)	(516)
商誉	782	812	812	812	资产处置收益	16	0	0	0
长期待摊费用	196	236	281	331	营业利润	3,612	4,156	4,860	5,536
其他非流动资产	5,844	5,859	5,851	5,844	营业外净收支	86	105	127	155
资产总计	54,420	60,135	66,587	73,105	利润总额	3,698	4,260	4,988	5,690
流动负债	29,900	32,446	35,370	38,085	减:所得税	511	589	690	787
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,562	3,962	4,262	4,462	净利润	3,186	3,671	4,298	4,903
经营性应付款项	14,339	15,847	17,161	18,297	减:少数股东损益	270	311	365	416
合同负债	7,613	7,730	8,525	9,337	归属母公司净利润	2,916	3,360	3,933	4,487
其他流动负债	4,386	4,908	5,422	5,989	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.10	1.27	1.49	1.70
非流动负债	3,908	4,308	4,608	4,808	EBIT	4,019	5,100	5,768	6,547
长期借款	2,044	2,444	2,744	2,944	EBITDA	4,572	5,699	6,384	7,191
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	毛利率(%)	19.43	19.37	19.47	19.61
租赁负债	55	55	55	55	归母净利率(%)	6.37	6.48	6.80	6.95
其他非流动负债	809	809	809	809	收入增长率(%)	6.94	13.15	11.63	11.55
负债合计	33,808	36,754	39,978	42,893	归母净利润增长率(%)	14.74	15.22	17.07	14.09
归属母公司股东权益	19,095	21,554	24,417	27,604					
少数股东权益	1,516	1,827	2,192	2,608					
所有者权益合计	20,611	23,381	26,609	30,211					
负债和股东权益	54,420	60,135	66,587	73,105					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,536	4,495	4,110	6,007	每股净资产(元)	7.23	8.16	9.24	10.45
投资活动现金流	(904)	(2,171)	(1,075)	(954)	最新发行在外股份(百万股)	2,642	2,642	2,642	2,642
筹资活动现金流	(1,708)	(466)	(885)	(1,360)	ROIC(%)	13.23	15.12	15.17	15.38
现金净增加额	766	1,859	2,150	3,694	ROE-摊薄(%)	15.27	15.59	16.11	16.26
折旧和摊销	553	599	616	645	资产负债率(%)	62.13	61.12	60.04	58.67
资本开支	(916)	(2,055)	(953)	(825)	P/E (现价&最新股本摊薄)	11.03	9.57	8.17	7.17
营运资本变动	(849)	(279)	(1,364)	(146)	P/B (现价)	1.68	1.49	1.32	1.16

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>