

## 全产业链完成整合，建筑出海龙头

——中材国际首次覆盖报告



## 买入(首次)

行业：建筑装饰

日期：2024年07月08日

分析师：黄骥

E-mail：huangji@yongxingsec.com

SAC编号：S1760523090002

分析师：李瑶芝

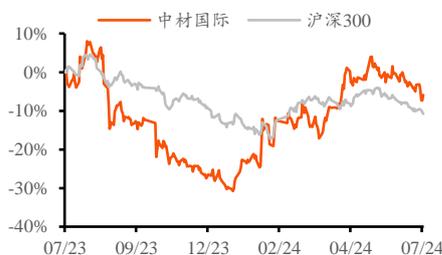
E-mail：liyaozhi@yongxingsec.com

SAC编号：S1760524020001

## 基本数据

07月05日收盘价(元)	11.73
12mthA股价格区间(元)	8.83-14.23
总股本(百万股)	2,642.02
无限售A股/总股本	66.53%
流通市值(亿元)	206.17

## 最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 相关报告：

《建企出海积极，关注国际工程板块》

——2024年05月17日

## 核心观点

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，拥有全球竞争力。公司是全球最大水泥技术装备工程系统集成服务商，通过并购合肥院/中材矿山，业务范围拓展至高端装备制造和矿山运营服务。23年收入/归母净利润458/29亿，YoY+6.9/14.8%，工程/装备/运营板块收入占比分别为58%/16%/23%。未来看点一，新签合同稳步增长，收入和利润体量相应提升；看点二，在业务整合以及工程业务带动下，装备/运营收入占比有望持续增加，这两个板块毛利率中枢高于工程板块毛利率6-10pct；看点三，海外新签合同加速放量（公司23FY/24Q1海外新签合同YoY+55/70%），远高于国内（23FY/24Q1国内新签合同YoY-8/-48%），而海外业务毛利率相对更高（23FY海外/国内毛利率21.2%/17.8%），也将提升公司整体盈利能力。

**工程技术板块，海外新建需求依旧旺盛，国内受益老线节能降碳改造。**据Onfield预测，2024年境外水泥需求和价格较2023年总体保持稳定，作为全球市占率65%的水泥EPC业务龙头，公司将充分受益海外水泥需求的增长。国内市场，根据中国水泥网大数据研究院《2023年水泥市场运行总结与分析》预计，23年至25年，水泥需求降幅平均每年在2%—3%，但对产线的改造需求依然不容小觑。国家发展改革委等五部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》，到25年底，能效标杆水平以上产能占比达到30%。据公司23年年报，截止到22年底，全国新型干法水泥生产线累计共有1572条，其中运转10年以上的线占比80%，公司承接了国内90%以上的新型干法水泥线的设计或建设，国内存量水泥线绿色智能技术改造有较大需求。

**高端装备制造板块，强强联合，EPC业务带动装备业务发展。**23年，公司股权结构上完成合肥院收购，成为水泥领域规模最大/品种最全的装备业务。24年，公司将进一步深化合肥院的人员/业务线整合，协同效应有望逐步体现。据麦肯锡预测，到25年水泥装备全球市场规模预计每年约350-400亿元，按照公司23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。

**矿山运维和水泥运维业务空间巨大。**目前，公司主要矿山运维服务集中在国内的水泥石灰石和骨料矿，持续向其他品类矿延伸，受益于国内水泥走出去步伐加快和公司工程业务带动，境外市场未来有望进一步打开增长空间。据麦肯锡预测，25年国内水泥石灰石和骨料矿第三方工程运维市场规模约280-300亿/年。在水泥运维业务方面，一方面，受益于公司在海外新建水泥EPC项目的持续获单，水泥运营线有望持续增加；另一方面，全球水泥熟料生产线存量规模较大，考虑到设备使用寿命限制和替换材料升级需求，售后和备品备件市场规模可观。据麦肯锡预测，未来5年备品备件及运维服务市场规模400-450亿/年。

## 投资建议

作为水泥工程/装备/运营全产业链央企，公司在全球竞争力不断增强。业务结构的变化也将带来盈利能力的持续提升，看好公司持续成长。我们预计公司24-26年归母净利润33.5/38.1/43.1亿元，按7月5日收盘价，对应EPS1.27/1.44/1.63元，对应PE9.26/8.14/7.19，首次覆盖给予“买入”评级。

## ■ 风险提示

汇率波动风险，境外经营风险，海外项目建设不及预期风险；

## ■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	45,799	49,601	54,997	59,386
年增长率 (%)	6.9%	8.3%	10.9%	8.0%
归属于母公司的净利润	2,916	3,346	3,807	4,310
年增长率 (%)	14.7%	14.8%	13.8%	13.2%
每股收益 (元)	1.12	1.27	1.44	1.63
市盈率 (X)	8.34	9.26	8.14	7.19
净资产收益率 (%)	15.3%	15.8%	16.1%	16.4%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2024年07月05日收盘价）

## 正文目录

1. 水泥工程/装备/运维全产业链央企，出海竞争优势显著 .....	5
1.1. 一带一路沿线基建需求释放，出海优势显著 .....	6
1.2. 工程/装备/运维业务三位一体助力公司业绩稳步增长 .....	7
2. 工程：海外新建需求依旧旺盛，国内受益老线潜在节能降碳改造 ...	9
2.1. 环保政策打开国内老线绿色智能技术改造需求空间.....	11
2.2. 公司水泥 EPC 业务全球市占率 65%，境外新建 EPC200-250 亿/年 增量空间或将充分受益 .....	13
3. 装备：强强联合，EPC 业务带动装备业务发展 .....	14
3.1. 重组合肥院整合优质资源，助力公司装备业务发展.....	14
3.2. 23-25 年装备市场空间约 400 亿/年，公司市占率 20%有望提升 ..	16
4. 运维：矿山运维和水泥运维业务空间巨大 .....	16
4.1. 运维服务快速增长，产业结构不断优化 .....	16
4.2. 运维市场空间：矿山运维 300 亿/年，水泥运维 450 亿/年 .....	18
5. 盈利预测及投资建议 .....	20
5.1. 盈利预测 .....	20
5.2. 投资建议 .....	21
6. 风险提示 .....	21

## 图目录

图 1: 公司“1236”发展战略.....	5
图 2: 公司国际化发展历程.....	5
图 3: 公司全球布局分布示意图.....	5
图 4: 2023 年年报公司股权结构图.....	6
图 5: 公司整合优质资产示意图.....	6
图 6: 14-23 年一带一路共建国家基础设施发展指数.....	7
图 7: 2022 年“一带一路”共建国家重点行业基础设施建设项目数量 (个)	7
图 8: 19 年-24 年 Q1 营业收入及同比 .....	8
图 9: 19 年-24 年 Q1 归母净利润及同比 .....	8
图 10: 19 年-24 年 Q1 新签合同额及同比 .....	8
图 11: 19 年-23 年未完工合同额及同比.....	8
图 12: 19-23 年公司营业收入-分业务 (亿元) .....	8
图 13: 19-23 年公司主要业务毛利率 .....	8
图 14: 19 年-23 年营业收入同比增速-分区域.....	9
图 15: 19 年-24Q1 新签合同额同比增速-分区域.....	9
图 16: 19-23 年公司毛利率-分区域.....	9
图 17: 19-23 年公司期间费用率 .....	9
图 18: 工程总承包 (EPC) 模式.....	10
图 19: 19-23 年工程技术服务营收及同比 .....	11
图 20: 19-24 年 Q1 工程技术服务新签合同额及同比 .....	11
图 21: 11-24 年全国水泥产量及同比.....	11
图 22: 19-23 年全国水泥熟料产能及产能利用率 .....	11
图 23: 水泥行业碳排放环节示意图.....	12
图 24: 19-23 年新签境外项目数量及金额 (个/亿元) .....	13
图 25: 23 年新签境外项目金额分布 (亿元) .....	13
图 26: 2024 年水泥需求量预测.....	14
图 27: 19-23 年高端装备制造营收及同比 .....	15
图 28: 19-24 年 Q1 高端装备制造新签合同额及同比 .....	15
图 29: 21-23 年中资企业海外投资产能及同比 .....	16
图 30: 水泥核心装备 2025 市场规模.....	16

图 31: 19-23 年生产运维服务营收及同比 .....17  
图 32: 19-24 年 Q1 生产运营服务新签合同额及同比 .....17  
图 33: 智慧工业海外分支机构.....18  
图 34: 14-23 年全国骨砂料需求量及同比 .....19  
图 35: 19-23 年全国十种常用有色金属产量及同比.....19

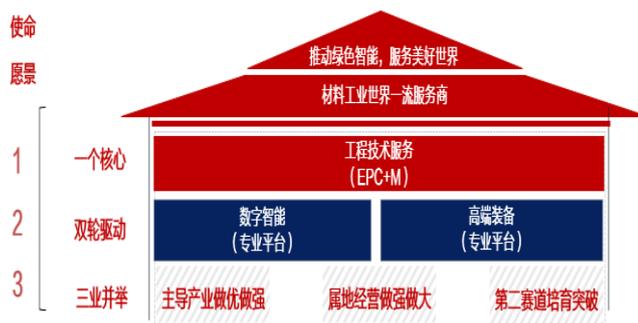
表目录

表 1: 中材国际在国内外创造了多项水泥工程建设领域的“第一”.....10  
表 2: 水泥行业绿色低碳政策.....12  
表 3: 公司减少碳排放的主要技术路径.....13  
表 4: 合肥院主要装备类产品.....15  
表 5: 公司生产运营服务主要涵盖领域.....17  
表 6: 建设绿色矿山的政策支持.....18  
表 7: 智慧工业维修技术强项展示.....20  
表 8: 23-26 年公司收入和毛利率拆分 .....20

## 1. 水泥工程/装备/运维全产业链央企，出海竞争优势显著

公司作为水泥技术装备与工程龙头，主业工程、装备、服务有望成三足鼎立格局。公司是全球最大水泥技术装备工程系统集成服务商，水泥技术装备与工程主业市占率连续 16 年保持世界第一。2023 年公司再次入选 ENR “全球最大 250 家国际承包商”，位列全球 43 位，中国第 11 位。公司秉持“一核双驱，三业并举”顶层设计，力争十四五末实现工程、装备、服务三足鼎立、三位一体、协同发展业务格局。

图1:公司“1236”发展战略



资料来源：中建材集团，甬兴证券研究所

图2:公司国际化发展历程



资料来源：中建材集团，甬兴证券研究所

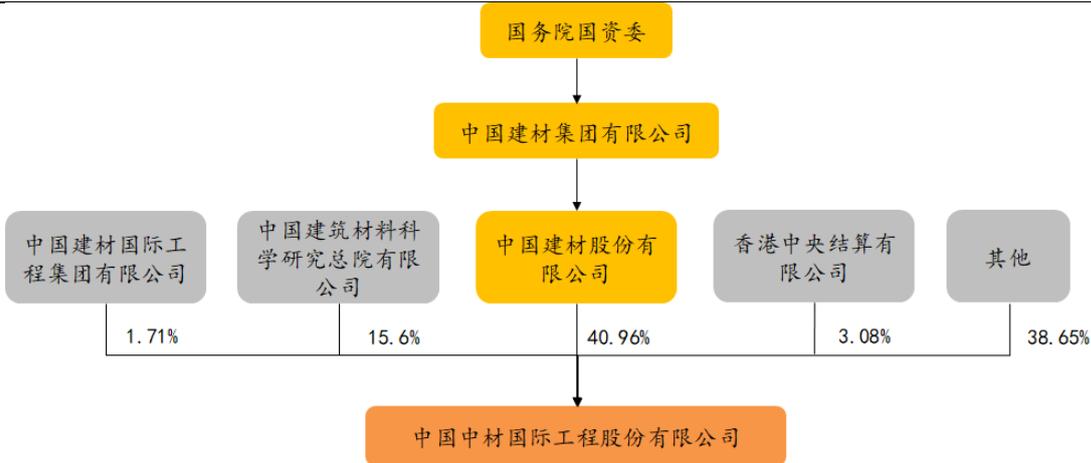
图3:公司全球布局分布示意图



资料来源：公司 23 年业绩说明会，甬兴证券研究所

公司控股股东为中国建材股份有限公司，持股比例为 40.96%，实控人为国资委。中建材集团是我国建材行业“走出去”参与“一带一路”建设的排头兵，据企业观察报，截至 23 年中国建材在海外 76 个国家和地区设立了 196 家机构，境外员工超过 2.4 万人，背靠中建材有望助力公司资源整合。

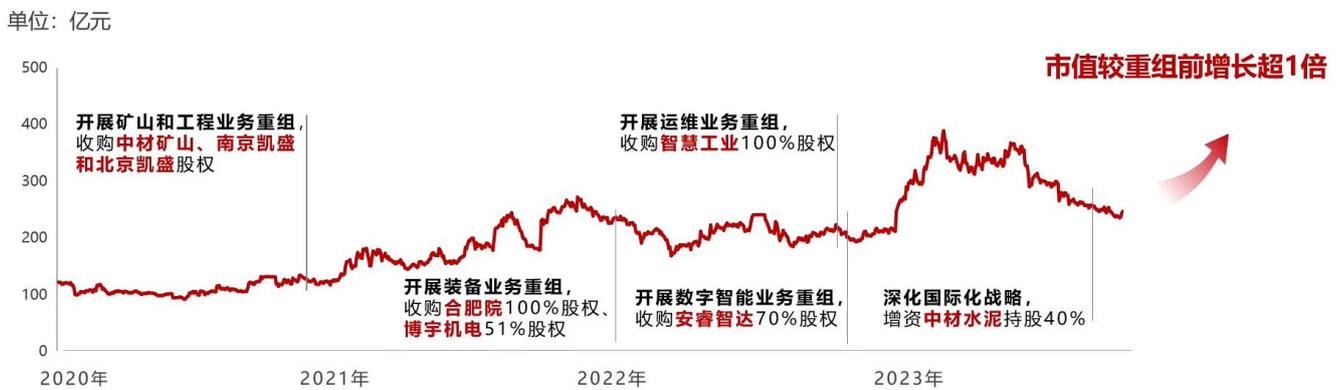
图4:2023 年年报公司股权结构图



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

**公司整合优质资源，拥有工程/装备/运维全产业链。**据公司 23 年业绩说明会，2020 年以来，公司通过收购中材矿山、南京/北京凯盛业务范围拓展至矿山和工程业务；收购合肥院开展高端装备制造业务。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，目前公司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，拥有覆盖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、专业队伍和系统解决方案。

图5:公司整合优质资产示意图



资料来源：公司 23 年业绩说明会，甬兴证券研究所

### 1.1. 一带一路沿线基建需求释放，出海优势显著

**政策鼓励共建一带一路，国内建筑企业出海竞争优势显著。**根据住房和城乡建设部发布的《“十四五”建筑业发展规划》，鼓励我国建筑企业、工程设计等企业参与共建“一带一路”，积极开展国际工程承包和劳务合作，提高我国企业在国际市场上的话语权和竞争力。据建筑时报，全球规模最大的自由贸易协定《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP)于2022年1月正

式生效，RCEP 有利于中国建筑企业在更公平环境下投资，面对更开放的市场，降低中国建筑业投资准入条件，进一步拓展投资领域。中国的建筑企业在出海方面优势显著：规模优势成本低效率高，较高技术水平及经验积累，较强海外适应能力。

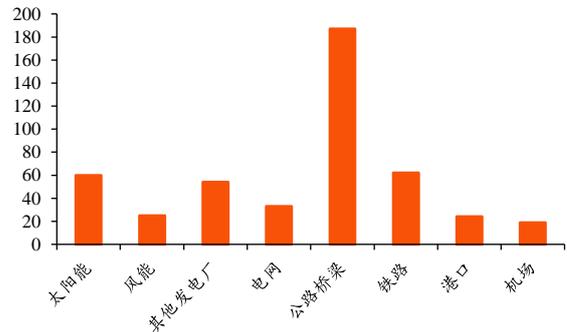
**一带一路国家基建需求释放，24-25 年新兴和发展中经济体（中国除外）钢铁需求增长 4.0%。**根据《“一带一路”共建国家基础设施发展指数报告 2023》，随着全球经济持续复苏，疫情影响淡化，“一带一路”共建国家基础设施发展环境持续改善，发展需求稳步释放，2023 年“一带一路”共建国家基础设施发展总指数进一步回升。2023 年，76 个“一带一路”共建国家中有 60 个国家指数得分上涨，占比近八成；有 30 个国家基础设施发展指数排名上升，占比为 39.5%。分行业看，各领域基础设施发展需求指数得分均有不同程度回升，交通、能源两个领域需求指数得分最高，继续成为共建国家基础设施投资需求和市场潜力最大的支柱领域。根据世界钢铁协会预测，24/25 年，全球（除中国外）钢铁需求同比增长 3.5%/3.5%，新兴和发展中经济体（中国除外）钢铁需求增长 5.0%/4.0%。得益于基建投资的持续强劲增长，24-25 年印度钢铁需求将继续增长 8%。

图6:14-23 年一带一路共建国家基础设施发展指数



资料来源：《“一带一路”共建国家基础设施发展指数报告 2023》，中国对外承包工程商会，中国信保国家风险数据库，甬兴证券研究所

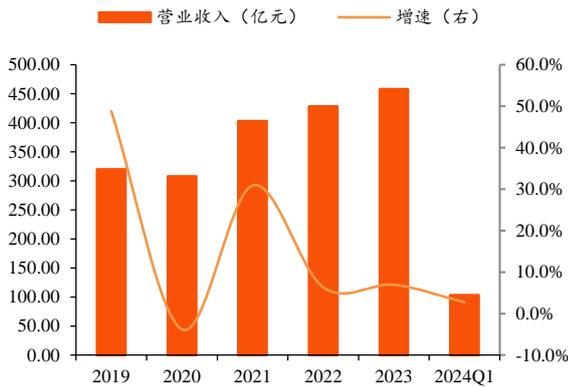
图7:2022 年“一带一路”共建国家重点行业基础设施建设项目数量（个）



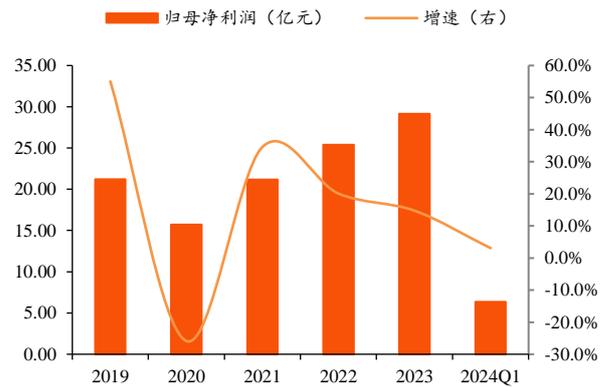
资料来源：《“一带一路”共建国家基础设施发展指数报告 2023》，中国对外承包工程商会，Fitch Solutions，甬兴证券研究所

## 1.2. 工程/装备/运维业务三位一体助力公司业绩稳步增长

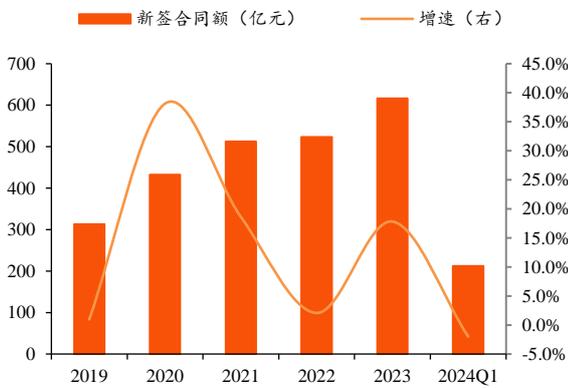
**新签合同额稳步增长，公司营收及净利持续提升，13-23 年归母净利润 CAGR 高达 42%。**23 年公司实现营业收入/归母净利润分别为 458/29 亿元，同比分别增长 6.9%/14.8%。23 年公司新签合同总额 616.44 亿元，同比增长 18%；未完合同额为 593.25 亿元，同比增长 12%，为公司持续稳定发展提供保障。得益于多项优质资产整合及业务增长，13-23 年归母净利润由 0.89 亿元增至 29.16 亿元，CAGR 高达 42%。

**图8:19年-24年Q1营业收入及同比**


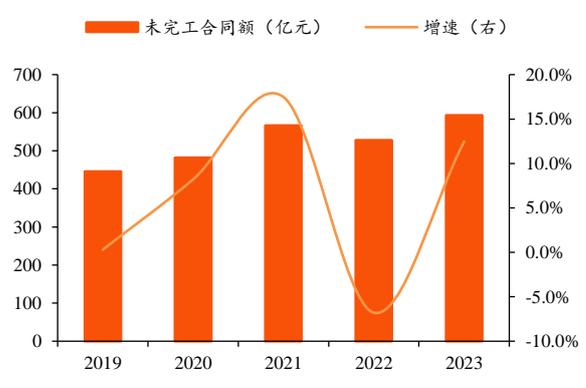
资料来源: iFind, 公司公告, 甬兴证券研究所

**图9:19年-24年Q1归母净利润及同比**


资料来源: iFind, 公司公告, 甬兴证券研究所

**图10:19年-24年Q1新签合同额及同比**


资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

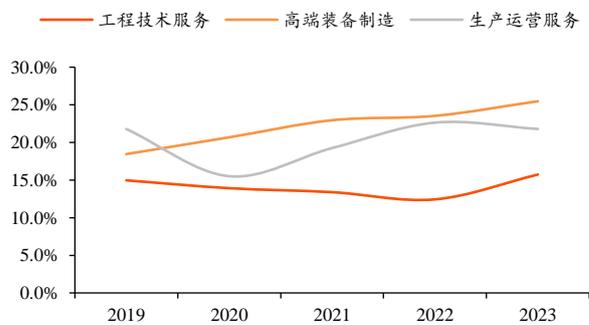
**图11:19年-23年未完工合同额及同比**


资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

装备/运营收入占比有望持续增加, 推动公司整体毛利率升高。23年工程技术服务/高端装备制造/生产运营服务营收分别为267/72/106亿元, 同比增速分别为7.6%/2%/13.8%, 占营收比重分别为58%/16%/23%, 毛利率分别为15.7%/25.5%/21.8%。随着公司十四五末力争达成“三足鼎立”的规划推进, 高端装备制造及生产运营服务营收占比有望持续增加, 这两个板块毛利率高于工程板块毛利率6-10pct, 公司整体毛利率有望提升。

**图12:19-23年公司营业收入-分业务(亿元)**


资料来源: iFind, 公司公告, 甬兴证券研究所

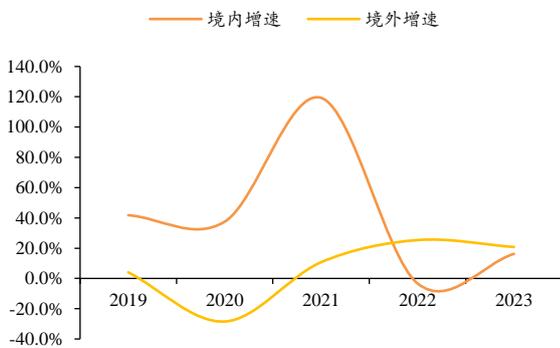
**图13:19-23年公司主要业务毛利率**


资料来源: iFind, 公司公告, 甬兴证券研究所

公司境外新签合同加速放量，23 年/24Q1 境外新签合同额增速高达 55%/70%。23 年公司实现境内/境外营业收入分别为 254.93/200.89 亿元，占比分别为 56%/44%，同比增长分别为 16.2%/20.8%。公司 23 年/24 Q1 境外新签合同额分别为 333/143 亿元，同比+55%/ +70%，公司海外竞争优势显著，远高于公司 23 年/24 Q1 境内新签合同额增速 (-8%/-48%)。23 年境外/境内毛利率分别为 21.2%/17.8%，境外业务毛利率相对更高，境外新签合同放量，也将提高公司整体盈利能力。

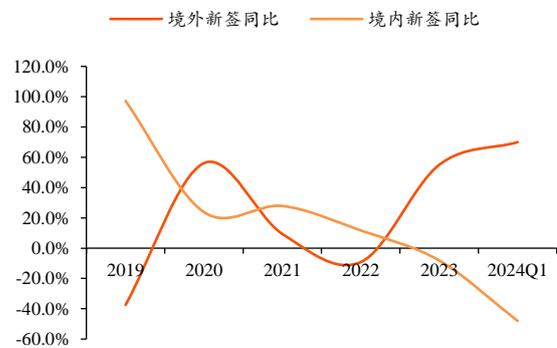
23 年公司销售费率/管理费/研发费率/财务费率分别为 1.22%/4.73%/4.02%/0.55%，同比变化+0.03/-0.01/+0.22/+0.95pct。其中财务费用变动主要是由于尼日利亚奈拉贬值产生汇兑损失，而上年同期为汇兑收益所致。针对汇兑损益，公司已成立外汇管理小组，与银行签订连续的滚动式远期套保合约，反向对冲汇率风险。

图14:19 年-23 年营业收入同比增速-分区域



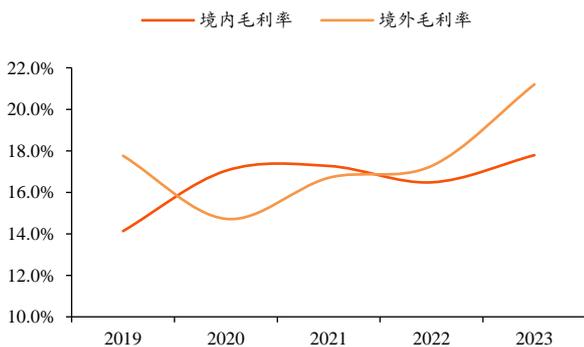
资料来源: iFind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图15:19 年-24Q1 新签合同额同比增速-分区域



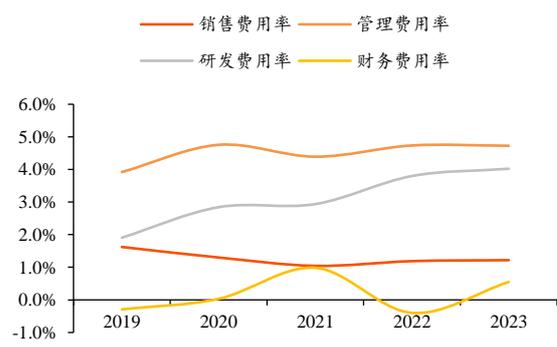
资料来源: iFind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图16:19-23 年公司毛利率-分区域



资料来源: iFind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图17:19-23 年公司期间费用率



资料来源: iFind, 公司公告, 甬兴证券研究所

## 2. 工程：海外新建需求依旧旺盛，国内受益老线潜在节能降碳改造

公司工程技术服务业务以 EPC 工程总承包服务为主。EPC 工程总承包即按照合同约定，承担工程项目的设计、采购、施工、试运行服务等工作，

并对承包工程的质量、安全、工期、造价全面负责。公司工程技术服务主要涵盖水泥和矿山工程以及绿能环保和多元化工程，在国内外创造了多项水泥工程建设领域的“第一”。

图18:工程总承包（EPC）模式



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

表1:中材国际在国内外创造了多项水泥工程建设领域的“第一”

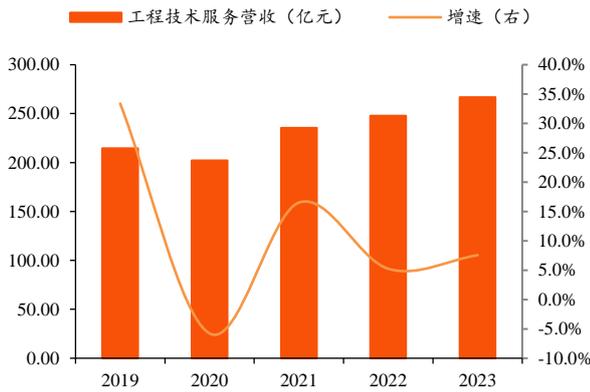
项目	图例	描述	项目	图例	描述
都江堰拉法基项目		中国第一个 EPC 水泥总承包项目	铜陵海螺 5000t/d 项目		中国第一条 5000t/d 国产化示范线
沙特 SCC 2x10000tpd 水泥生产线		当时世界上单笔合同额最大的水泥工程项目	阿联酋 UCC10000tpd 水泥生产线		第一条出口海外、拥有中国核心技术装备自主知识产权的万吨生产线
埃及 GOE Beni Suef 6x6000tpd 项目		世界同时、同地、同步建设的最大规模水泥生产线项目	印尼海德堡 10000tpd 项目		第一个全面使用欧洲标准建设的万吨级水泥生产线总承包项目

资料来源：公司公告，中国建材股份，甬兴证券研究所

23 年公司工程技术服务营收同比增长 7.6%，毛利率提升 3.5 pct。公司积极把握全球新建及存量水泥生产线技改升级需求，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。23 年公司工程技术服务营业收入 266.65 亿元，同比增长 7.6%，19-23 年 CAGR 为 5.6%，毛利率为 15.73%，同比提升 3.5 个 pct；

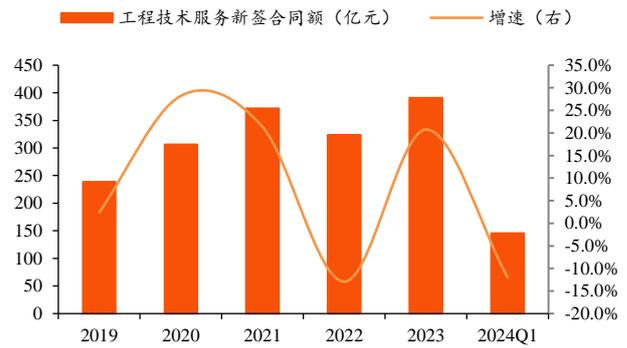
23 年公司新签工程技术服务合同额 390.67 亿元，同比增长 21%，19-23 年 CAGR 为 13.1%；受 23 年国内水泥行业需求萎缩，水泥价格降幅较大，行业利润大幅下降影响，24 年 Q1 新签合同额为 145.6 亿元，同比下滑 12%。

图19:19-23年工程技术服务营收及同比



资料来源: iFind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图20:19-24年Q1工程技术服务新签合同额及同比

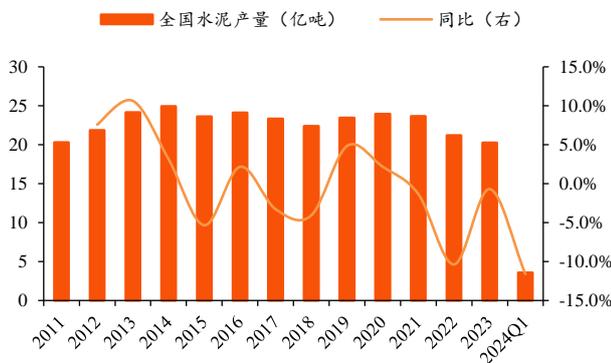


资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

## 2.1. 环保政策打开国内老线绿色智能技术改造需求空间

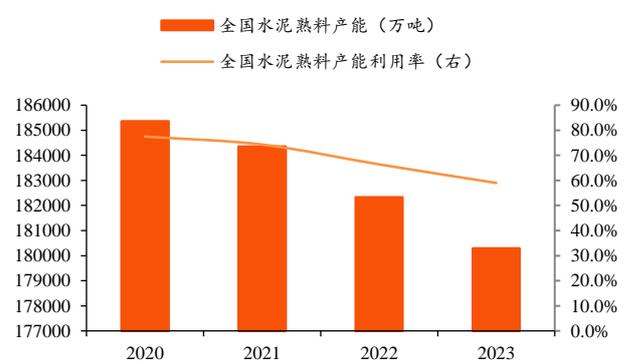
国内水泥需求下降, 24年Q1全国水泥产量同比下降11.6%, 降幅较1-2月扩大。受地产调整及环保影响, 国内水泥产量自20年后不断下降, 根据水泥网数据, 23年/24年Q1全国规模以上水泥产量为20.23/3.56亿吨, 同比下降0.7%/11.6%, 为2011年以来最低水平; 20年-23年全国水泥熟料产能利用率由77.5%降至59%。

图21:11-24年Q1全国水泥产量及同比



资料来源: 数字水泥网, 国家统计局, 甬兴证券研究所

图22:19-23年全国水泥熟料产能及产能利用率



资料来源: 数字水泥网, 中国水泥协会, 甬兴证券研究所

环保政策打开国内老线绿色智能技术改造需求空间。据中诚信国际, 中国建筑材料联合会数据显示, 我国水泥行业碳排放量约占建材行业碳排放的83%、全国碳排放总量的10%, 是我国实现“双碳”目标的重点攻关领域。近两年, 工信部联合多部门频频发文, 进一步推动水泥行业绿色减排。2024年1月19日, 生态环境部等五部门联合发布《关于推进实施水泥行业超低排放的意见》, 目标到2028年底前, 重点区域水泥熟料生产企业基本完成改造, 全国力争80%水泥熟料产能完成改造。根据公司2023年年报, 截止22年底, 我国在运行的水泥熟料生产线1572条, 其中运转10年以上的线占比80%, 国内老线绿色智能技术改造需求空间仍较大。

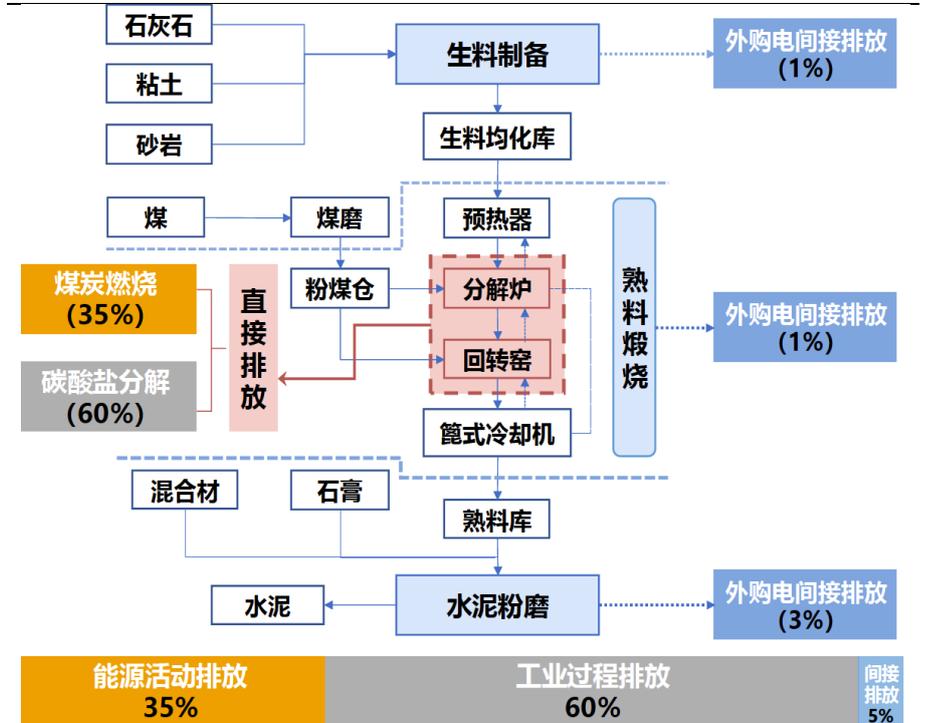
表2:水泥行业绿色低碳政策

政策	发文部门	发文时间	内容
《工业能效提升行动计划》	工信部等	2022/6/23	到2025年,规模以上工业单位增加值能耗比2020年下降13.5%。
《建材行业碳达峰实施方案》	工信部等	2022/11/2	“十四五”期间水泥熟料单位产品综合能耗降低3%以上,2030年前建材行业实现碳达峰。
《建材行业稳增长方案》	工信部等	2023/8/22	水泥行业2023-2024年行业能效标杆水平以上产能占比超过15%。
《关于推进实施水泥行业超低排放的意见》	生态环境部等	2024/1/19	到2028年底前,重点区域水泥熟料生产企业基本完成改造,全国力争80%水泥熟料产能完成改造。

资料来源:工信部,生态环境部,甬兴证券研究所

公司目标到30年实现单位水泥碳排放降低30%。根据中国建筑材料科学研究总院2023年7月发布的《中国水泥行业碳中和路径研究》,水泥生产过程排放CO<sub>2</sub>的过程主要分为能源活动排放(煤炭燃烧)、工艺过程排放(碳酸盐分解)、间接排放。占比分别为35%、60%、5%。水泥行业减少碳排放主要的技术路径包括:1)现有工艺设备的极致能效提升;2)基于原料替代的低碳水泥技术;3)针对煅烧环节燃煤排放问题的燃料替代;4)针对末端处置的碳捕集、利用与封存(CCUS)。根据中国建材杂志,公司已形成围绕绿色节能的一体化解决方案,目标到2030年,实现单位熟料碳排放降低20%,单位水泥碳排放降低30%;到2050年,实现单位熟料平均碳减排40%。

图23:水泥行业碳排放环节示意图



资料来源:2023年7月中国建筑材料研究总院著《中国水泥行业碳中和路径研究》,甬兴证券研究所

**表3:公司减少碳排放的主要技术路径**

技术路径	详情
能效提升	水泥生产烧成技术煤耗 $\leq 94\text{kgce/t.cl}$ ，熟料综合电耗 $\leq 42\text{kWh/t.cl}$ 。槐坎南方日产 7500 吨熟料生产线每年可节省标准煤 3.99 万吨，减少 $\text{CO}_2$ 排放 15.6 万吨。
原料替代	2004 年首条压滤法电石渣制水泥熟料 780 吨/日生产线在宜宾天原集团建成投产，实现 100% 石灰质原料替代；法国 MK3 项目燃料替代料 85%，吨熟料减碳 240kg，每年可减少 $\text{CO}_2$ 排放 16.3 万吨。
新煅烧技术	从 2017 年开始，开展非金属矿物悬浮煅烧技术研发，形成具有自主知识产权的成套粘土悬浮煅烧工艺技术及装备并实现工业化推广应用。

碳捕集、利用与封存 (CCUS) 23 年，全球水泥行业全氧燃烧耦合碳捕集技术规模最大、中国建材集团水泥板块首个碳捕集项目——青州中联年产 20 万吨 CCUS 示范线成功点火。

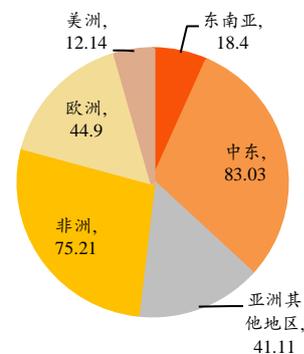
资料来源：中国建材杂志，甬兴证券研究所

## 2.2. 公司水泥 EPC 业务全球市占率 65%，境外新建 EPC200-250 亿/年增量空间或将充分受益

23 年新签境外工程技术服务合同金额大幅增长，同比+56%，中东、非洲占比最大。受疫情放开后经济回暖影响，境外水泥 EPC 市场呈现恢复性增长的局面，增量主要来自非洲、中东、南亚等“一带一路”沿线国家基建需求。23 年公司工程技术服务新签合同数量 255 个，金额 390.67 亿元。其中，新签境外项目金额 274.81 亿元，金额占比 70.34%，同比增长 56.1%，远高于以往年份水平。分区域看，新签工程技术合同金额中东南亚/中东/亚洲其他地区/非洲/欧洲/美洲分别为 18/83/41/75/45/12 亿元，占比分别为 6.7%/30.2%/15%/27.4%/16.3%/4.4%。

**图24:19-23 年新签境外项目数量及金额 (个/亿元)**


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

**图25:23 年新签境外项目金额分布 (亿元)**


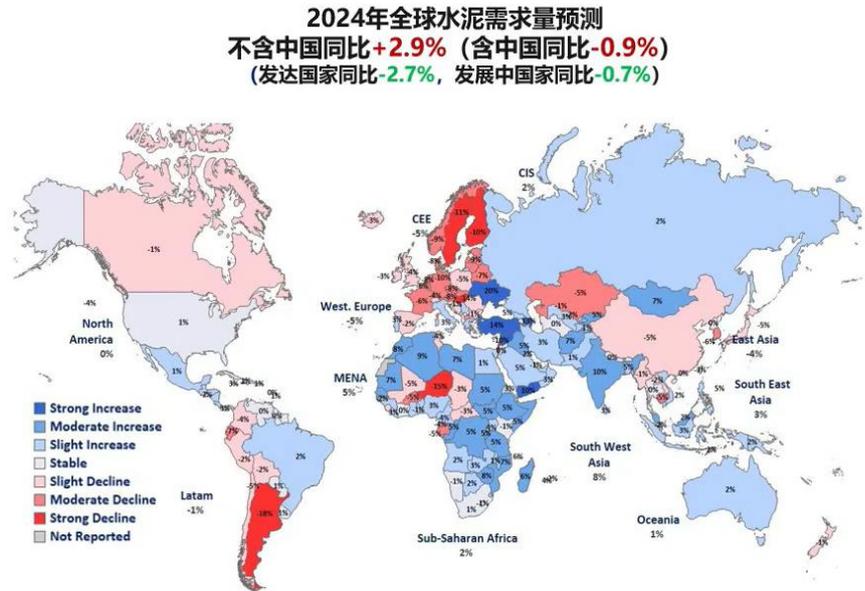
资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

公司水泥 EPC 全球市占率 65%，或将充分受益于海外水泥需求增长。伴随城镇化发展与人口增长红利，发展中国家水泥需求仍有较大增长空间，根据 Onfield Investment Research 2024 年 1 月预测，2024 年全球水泥需求量（不含中国）将同比+2.9%。而据麦肯锡预测，到 2025 年境外每年仍有 200-250 亿水泥 EPC 增量市场空间。23 年公司水泥 EPC 业务全球市占率 65%，按照预测，水泥 EPC 增量或给公司带来显著增量收入。

“SINOMA”品牌成为国际建材工程市场最具影响力的品牌之一。根据

中国建材报，公司在海外拥有超 100 家本土化公司和代表机构、约 1800 名外籍长期雇员、2700 多名优秀的项目管理人员，建立了完善的属地区域性服务网络。公司凭借“工期短、履约好、性能优、服务佳”的优质品牌形象，与 Holcim、Heidelberg、Dangote 等全球水泥巨头建立了长期合作关系，“SINOMA”品牌成为国际建材工程市场最具影响力的品牌之一。

图26:2024 年水泥需求量预测



资料来源：公司 23 年业绩说明会，Onfield Investment Research，甬兴证券研究所

### 3. 装备：强强联合，EPC 业务带动装备业务发展

#### 3.1. 重组合肥院整合优质资源，助力公司装备业务发展

公司装备产业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。

23 年合肥院重组完成，公司构筑了水泥领域规模最大、品种最全的装备业务，拥有 700-14000t/d 级全规模、覆盖破碎、粉磨、烧成、物料输送、环保以及 DCS 控制系统全流程的具有自主知识产权的系列核心装备。十类核心主机装备自给率超过 60%，立磨、辊压机、篦冷机、预热器等拳头产品市场份额稳居全国第一；其中，熟料输送机国内市占率达 85%，篦冷机国内市场占有率超过 70%。

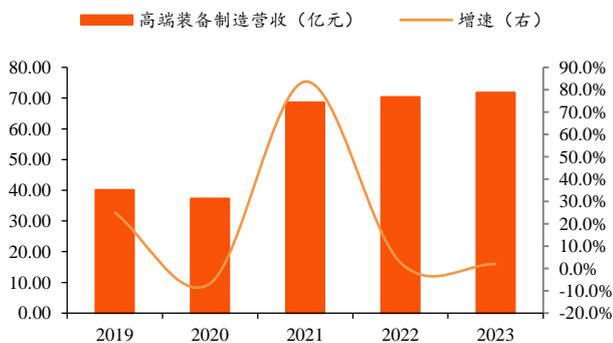
**表4:合肥院主要装备类产品**

产品名称	图片	用途介绍	核心优势
辊压机		一种新型水泥节能粉磨设备,能替代能耗高、效率低的球磨机预粉磨系统,并起到降低钢材消耗及工作噪声的功能,目前应用于建材、矿山、工业废渣等大宗物料粉碎领域。	2024年5月,全球在用量超过2400台套,主要技术经济指标达到国际先进水平,出口20多个国家和地区。
立式磨		一种新型高效节能的粉磨、分选、烘干一体化高度集成设备,广泛应用于水泥、钢铁、冶金、电力、煤炭、化工、新能源等多种行业的物料粉磨以及工业固废再生资源的处置。	2024年5月,全球销售总量超3000台,客户遍及全国并远销欧美、亚洲、非洲等二十多个国家和地区,其中多家客户为世界500强企业。
提升机		一种大输送量的板链或皮带斗式提升设备,广泛用于建材、钢铁、化工、有色冶金等行业粉体领域。	实现“日产万吨生产线密尾钢丝胶带提升机(最大提升高度144.6米)”和“世界最大输送能力钢丝胶带提升机(N-TGD2000,2,445m <sup>3</sup> /h)”成功应用,技术世界领先。
钢结构		由钢制材料组成的结构,是主要的建筑结构类型之一,因其自重较轻,且施工速度快,广泛应用于大型厂房、场馆、超高层建筑等领域。	结构跨度大于50米的项目达到460多项,最大跨度钢网架工程已达到122米,最大跨度钢桁架工程达到137米,最大高度的高层钢结构达到210米,具有国内领先水平。

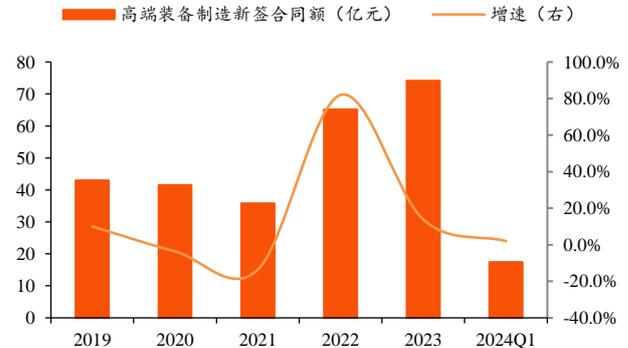
资料来源:中国中材国际工程股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书,合肥院,甬兴证券研究所

**重组合肥院整合优质资源,助力公司装备业务发展。**合肥院重组后,解决了中建材集团内部同业竞争问题,整合优质资源充分发挥协同优势,加强上市公司装备业务,提升核心竞争力。公司一方面利用与工程总承包业务的协同优势带动装备销售;另一方面通过装备专业化发展拓展外行业市场空间,实现行业产品向专业产品转变。2023年公司实现高端装备制造营业收入71.76亿元,同比增长2%;23年高端装备制造新签合同额为74.12亿元,同比增长14%。

**23年公司超额完成业绩承诺。**中建材总院承诺重组后合肥院合并报表23/24/25年扣非净利润不低于2/2.08/2.21亿元,收入分成数不低于189.98/115.97/48.87万元,23年实际实现扣非净利润/收入分成数2.6亿元/199.93万元,完成率达129.74%/105.24%。

**图27:19-23年高端装备制造营收及同比**


资料来源: iFind, 公司公告, 甬兴证券研究所

**图28:19-24年 Q1 高端装备制造新签合同额及同比**


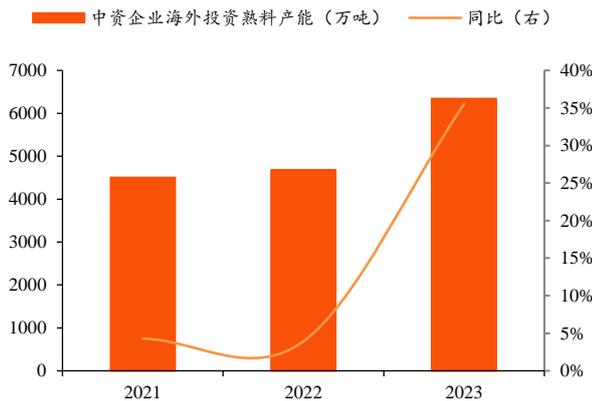
资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

### 3.2. 23-25 年装备市场空间约 400 亿/年，公司市占率 20%有望提升

23 年国内水泥企业海外熟料产能同比增长 35.5%，到 25 年装备市场每年约 350-400 亿空间。目前水泥装备销售主要面向以境外市场为主的整线 EPC 项目需求和境内水泥行业转型升级带来的技改 EPC 项目需求。近十年来，国内多家水泥企业加快了海外布局，众多水泥熟料项目在“一带一路”沿线扎根。根据水泥网数据，23 年底，国内水泥企业海外熟料产能已扩张至 6341.3 万吨，同比增长 35.5%，已投产运营水泥熟料生产线达 64 条，仅 23 年增加了 20 条。伴随境外水泥 EPC 业务迎来恢复性增长以及全球水泥行业绿色智能转型进程持续推进，水泥装备仍有较大潜在需求空间。据麦肯锡预测，到 2025 年水泥装备全球市场规模预计每年约 350-400 亿元。

由于设备使用场景和制造工艺原理的相通性，水泥行业相关装备技术经过改进后能够应用于固废处置、新能源、冶金等其他行业。公司现有核心装备已成功向水泥外行业拓展，有望持续向水泥外行业拓展延伸。

图29:21-23 年中资企业海外投资产能及同比



资料来源：水泥网，甬兴证券研究所

图30:水泥核心装备 2025 市场规模



资料来源：公司 23 年业绩说明会，麦肯锡，甬兴证券研究所

**全球市占率有望提升。**根据智研咨询，水泥专用设备的国际市场份额主要由史密斯、伯利休斯、洪堡等海外厂商，以及国内的中材国际等企业所占据。海外厂商在水泥专用设备领域发展历史悠久，具备成熟的生产线和专利技术，在全球市场中有着较强的市场竞争力。据水泥网，24 年初全球水泥巨头丹麦史密斯公司宣布考虑剥离其水泥业务。史密斯公司 23 年水泥业务订单下降 26.1%，实现收入 60 亿丹麦克朗，同比-3.4%。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%，市占率有望进一步提升。

## 4. 运维：矿山运维和水泥运维业务空间巨大

### 4.1. 运维服务快速增长，产业结构不断优化

运维服务收入快速增长，其中 23 年矿山运维同比+22%。公司生产运

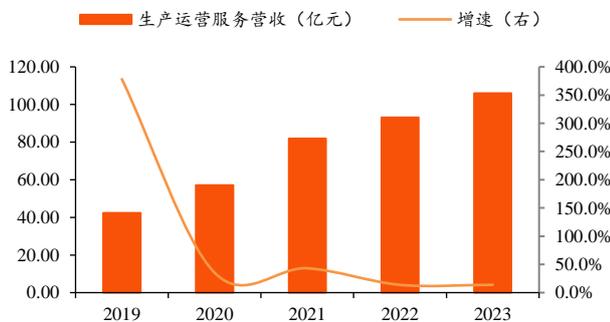
营服务业务主要涵盖水泥生产线运维服务、矿山运维服务、数字智能服务、固废资源化利用等领域。2023年公司生产运营服务实现营业收入106亿元，同比增长13.83%，19-23年GAGR达25.8%。其中，矿山运维实现营业收入64.82亿元，同比增长22.45%；水泥及其他运维服务实现营业收入41.18亿元，同比增长2.48%。

**表5:公司生产运营服务主要涵盖领域**

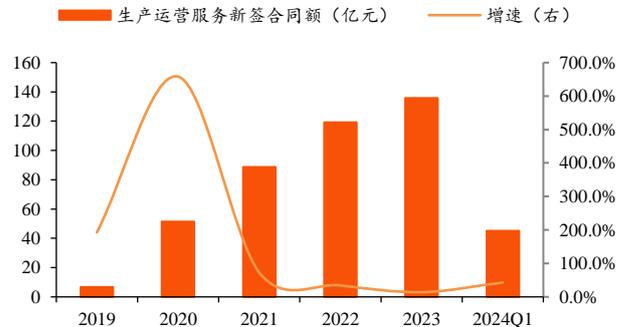
业务	描述
矿山运维服务	在矿山工程的基础上，公司为石灰石、砂石骨料或有色金属矿山客户提供矿山开采服务，生产环节主要包括穿孔、爆破、装车、运输、破碎及输送、矿石均化等。
水泥生产线运维服务	公司拥有完整、系统的水泥生产运营管理服务体系、专业的水泥生产运营管理团队及广泛的人力资源网络，为客户提供工厂保产、设备维修等方面服务，使水泥生产线的各项技术经济指标达到设计要求，并在更佳状态下生产运行。
数字智能服务	依托现有水泥行业资源，公司开展水泥和矿业数字化产品服务业务，包括智能工厂系统解决方案及智慧矿山、数字设计、智慧建设、智能制造等数字化智能化服务。
固废资源化利用	公司依托中材水科、中材环境等业务主体，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）。

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

2023年新签生产运营服务合同额135.86亿元，同比增长14%，18-23年CAGR达111.7%。其中，新签矿山运维合同额79.75亿元，同比增长7%；新签水泥和其他运维合同额56.10亿元，同比增长26%。24年Q1公司新签矿山运维合同额26.33亿元，同比+32%，占运维业务新签总合同额比重为58.3%。23年在执行矿山运维项目达到281个，供矿量达到6.5亿吨，同比+25%。

**图31:19-23年生产运维服务营收及同比**


资料来源：iFind，公司公告，甬兴证券研究所

**图32:19-24年Q1生产运营服务新签合同额及同比**


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

21年公司收购中材矿山，拓展矿山运维业务；22年收购智慧工业，完善水泥运维全球布局。智慧工业具备良好的海外服务经验，截止22年11月有提供生产线运维服务的境外水泥生产线共计13条，合计水泥产能1888万吨，在沙特、埃塞俄比亚、约旦、伊拉克、也门、阿曼建立了属地化维修基地，总服务半径可达60个国家。

图33:智慧工业海外分支机构



资料来源：智慧工业官网，甬兴证券研究所

#### 4.2. 运维市场空间：矿山运维 300 亿/年，水泥运维 450 亿/年

**矿山运维：**据麦肯锡研究分析，到 2025 年国内水泥石灰石和骨料矿第三方工程运维市场规模预计每年约 280-300 亿元。绿色矿山政策推动、其他露天矿品种拓展及境外矿业服务拓展是矿山运维未来主要的增长：

1) 绿色矿山政策推动：2023 年底自然资源部《关于进一步加强绿色矿山建设的通知》发布，目标到 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。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，综合实力较强的大型服务商竞争优势愈加明显。公司绿色矿山建设成果丰硕，累计已建成 131 座绿色矿山，在 21 个项目投入运营 177 辆新能源矿车。

表6:建设绿色矿山的政策支持

建设绿色矿山的政策支持		具体内容
政府扶持	绿色矿业用地保障方面	从规划规模、年度计划指标、新增采矿用地取得、存量土地使用等方面，支持和保障绿色矿山企业和示范区转型发展的用地需求。
	财政政策方面	从统筹中央地方财政资金安排、实施高新技术企业税费减免政策等方面，加大对绿色矿山的支持。如：在国家重点支持的高新技术领域范围内，符合条件并经认定为高新技术企业的，可依法按 15% 税率征收企业所得税。
	绿色金融扶持	从实施扶持性绿色信贷、支持上市融资、构建征信体系等方面加大支持。如：推荐符合条件的绿色矿山企业在境内中小板、创业板和主板上市以及到“新三板”和区域股权市场挂牌融资。
奖励金	在各省发布的关于绿色矿山的文件中，有绝大部分省份规定，建成的绿色矿山可以申请奖励金。以广东省为例，2017 年印发的《广东省绿色矿山建设工作方案》中明确规定：建立奖励金制度，对取得显著成效的绿色矿山择优进行奖励。	
优先拿到采矿权	《广东省绿色矿山建设工作方案》第六条政策措施中的第二点明确提出：实行矿产资源支持政策。对实行总量调控矿种的开采指标、矿业权投放，符合国家产业政策的，优先向绿色矿山安排。符合协议出让情形的矿业权，允许优先以协议方式有偿出让给绿色矿山企业。	

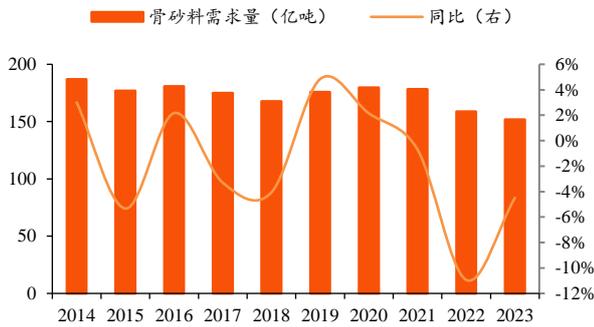
资料来源：矿山地质环境网，甬兴证券研究所

2) 其他露天矿品种拓展：公司拥有开采其他露天矿的技术储备，依托现有技术可向砂石骨料、有色金属等其他露天矿品种扩展，23 年新签 11 个非水泥骨料采矿服务合同，收入超过 9 亿元。根据砂石骨料网，23 年全国砂石骨料需求量为 151.7 亿吨，后疫情时代，城中村改造及“保交楼”工作仍将继续推进，预计 24 年全国砂石年需求量仍将维持在 150 亿吨上下。根据工信部，23 年有色金属稳中向好，十种常用有色金属产量为 7470 万吨，

请务必阅读报告正文后各项声明

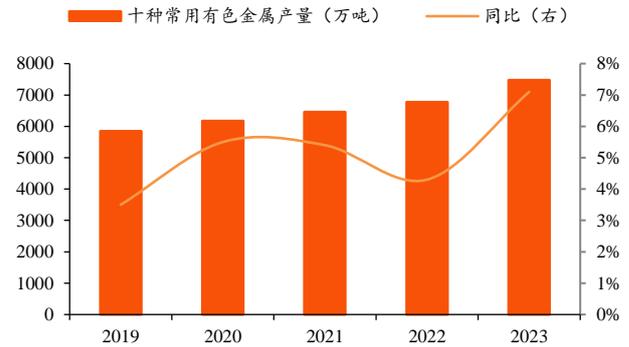
同比+7.1%，首次突破 7000 万吨。

图34:14-23 年全国骨砂料需求量及同比



资料来源：砂石骨料网，甬兴证券研究所

图35:19-23 年全国十种常用有色金属产量及同比



资料来源：工信部，甬兴证券研究所

3) 境外矿业服务拓展：公司依托海外属地化优势和工程业务带动，积极拓展境外矿服业务，23 年已实现 5 个境外矿山运维服务项目。中材水泥已剥离境内水泥资产，专注于国际化业务拓展，目前在蒙古、尼日利亚、赞比亚合计拥有约 300 万吨的熟料和骨料产能。公司水泥、矿山协同发展，中材水泥海外产能的扩张有望带动矿业服务的发展。

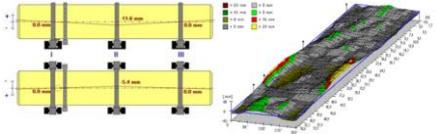
**水泥运维：水泥运维服务包括整线生产运营、备品备件和维修业务。据麦肯锡研究预测，未来 5 年备品备件及运维服务市场规模将保持稳定，预计每年 400-450 亿元。**

1) 整线生产运维：公司整线生产运营业务主要在境外，非洲、中东、东南亚等地区新建水泥生产线较多，当地业主管理经验、技术力量薄弱，对水泥整线运维等技术服务需求较大。

2) 备件备品：市场主要参与者为小型私人服务商或业主自营，竞争格局较为分散。备品备件属于耗材类业务，使用周期较短，考虑到设备使用寿命限制和替换材料升级需求，售后和备品备件市场规模可观。

3) 维修业务：据中建材智慧工业官网，公司能够提供设备故障远程诊断与专家上门咨询、维修方案优化及施工监督管理、属地化维修队伍派驻以及紧急事故抢修 7DAY\*24H 维修服务。

**表7:智慧工业维修技术强项展示**

维修技术强项	细分	展示
回转窑维修	回转窑中心线在线测量、在线调整	
大型立式磨维修	ATOX、MPS、LM、Ck、RM、MLS等立式磨机的磨辊及轴承更换	
在线及离线堆焊	立式磨：磨辊及磨盘衬板在线及离线堆焊 辊压机：辊子在线及离线堆焊	
窑、炉耐火材料砌筑	窑、篦冷机、预热器耐火材料的砌筑	

资料来源：智慧工业官网，甬兴证券研究所

## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1. 盈利预测

工程技术服务板块，由于工程业务施工周期较长，我们假设订单执行周期2年左右，假设D-2年订单、D-1年订单和D年订单各给予25%，50%，25%权重计算预估D年执行订单量，按照我们预估的订单转化率，预计24-26年工程技术服务收入分别为292.68/311.03/324.5亿元，同比增长率分别为9.8%/6.3%/4.3%。

高端装备制造板块，按照历史数据我们假设，24-26年高端装备转化率为95%/95%/95%，由于装备板块与工程板块协同发展，辊压机、篦冷机等主要装备为水泥工程中应用的设备。由于全国水泥需求下滑，2024Q1全国水泥产量同比下降11.6%，我们预计24年装备收入增速或因此拖累，25-26年随着海外订单加速放量，整体装备收入增速回升。我们预计24-26年高端装备制造收入分别为58.73/67.54/75.64亿元，同比增长率分别为-18.2%/15%/12%；生产运营服务，参考24年Q1新接订单的增速，我们预计24-26年运营收入增速分别为25%/20%/14%，对应收入132.51/159.01/181.27亿元。

**表8:23-26年公司收入和毛利率拆分**

	2023	2024E	2025E	2026E
--	------	-------	-------	-------

<b>工程技术服务</b>				
营业收入（百万）	26665	29268	31103	32450
增长率	7.6%	9.8%	6.3%	4.3%
工程毛利率	15.7%	16.0%	16.0%	16.5%
<b>高端装备制造</b>				
营业收入（百万）	7176	5873	6754	7564
增长率	2.0%	-18.2%	15.0%	12.0%
装备毛利率	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%
<b>生产运营服务</b>				
营业收入（百万）	10600	13251	15901	18127
增长率	13.8%	25%	20%	14%
运维毛利率	21.8%	22.0%	22.0%	22.0%
<b>整体毛利率</b>	<b>19.4%</b>	<b>19.5%</b>	<b>19.7%</b>	<b>20.1%</b>

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

## 5.2. 投资建议

作为水泥工程/装备/运营全产业链央企，公司在全球竞争力不断增强。业务结构的变化也将带来盈利能力的持续提升，看好公司持续成长。我们预计公司 24-26 年归母净利润 33.5/38.1/43.1 亿元，按 7 月 5 日收盘价，对应 EPS 1.27/1.44/1.63 元，对应 PE 9.26/8.14/7.19，首次覆盖给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

**汇率波动风险：**公司境外合同以美元和欧元作为主要结算货币，部分合同涉及当地小币种结算，公司采取减少外汇风险敞口、开展金融衍生业务、提高资金收益等手段规避和对冲部分汇率风险，仍存在面临一定汇率波动的风险。

**境外经营风险：**公司在境外多个国家和地区开展业务，受当地政治、经济、公共安全、文化差异、合同法律、国际舆情、环保要求以及部分国家间贸易摩擦等因素影响，市场开拓及项目履约面临的形势错综复杂，或产生因地域法律文化等差异造成摩擦的境外经营风险；

**海外项目建设不及预期风险：**海外项目建设或雇佣当地劳动力，或存在海外项目建设未达到预期目标，项目进度落后的风险；

**资产负债表** 单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>35,855</b>	<b>39,488</b>	<b>43,950</b>	<b>50,383</b>	<b>56,627</b>
货币资金	8,984	9,638	12,093	15,557	19,518
应收及预付	13,664	15,233	16,490	18,272	19,698
存货	3,058	2,879	2,894	2,967	2,943
其他流动资产	10,148	11,738	12,473	13,587	14,468
<b>非流动资产</b>	<b>14,213</b>	<b>14,931</b>	<b>15,384</b>	<b>15,614</b>	<b>15,784</b>
长期股权投资	687	1,216	1,236	1,246	1,251
固定资产	4,187	5,097	5,460	5,538	5,532
在建工程	851	576	461	369	295
无形资产	1,114	1,092	1,162	1,242	1,332
其他长期资产	7,374	6,950	7,064	7,219	7,374
<b>资产总计</b>	<b>50,068</b>	<b>54,420</b>	<b>59,334</b>	<b>65,997</b>	<b>72,412</b>
<b>流动负债</b>	<b>26,931</b>	<b>29,900</b>	<b>31,859</b>	<b>34,922</b>	<b>37,380</b>
短期借款	2,100	2,026	2,076	2,056	2,086
应付及预收	12,655	14,339	15,510	17,165	18,442
其他流动负债	12,175	13,536	14,273	15,702	16,852
<b>非流动负债</b>	<b>4,279</b>	<b>3,908</b>	<b>4,522</b>	<b>5,372</b>	<b>6,222</b>
长期借款	1,811	2,044	2,144	2,194	2,244
应付债券	1,500	1,000	1,500	2,300	3,100
其他非流动负债	968	864	878	878	878
<b>负债合计</b>	<b>31,210</b>	<b>33,808</b>	<b>36,381</b>	<b>40,294</b>	<b>43,602</b>
股本	2,266	2,642	2,642	2,642	2,642
资本公积	1,184	410	429	429	429
留存收益	14,055	16,175	18,249	20,676	23,424
归属母公司股东权益	17,428	19,095	21,147	23,574	26,322
少数股东权益	1,430	1,516	1,807	2,129	2,488
<b>负债和股东权益</b>	<b>50,068</b>	<b>54,420</b>	<b>59,334</b>	<b>65,997</b>	<b>72,412</b>

**利润表** 单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>42,826</b>	<b>45,799</b>	<b>49,601</b>	<b>54,997</b>	<b>59,386</b>
营业成本	35,400	36,900	39,912	44,172	47,458
营业税金及附加	193	221	238	264	285
销售费用	509	558	620	687	742
管理费用	2,028	2,165	2,430	2,678	2,892
研发费用	1,627	1,842	1,984	2,200	2,435
财务费用	-171	252	181	55	-39
资产减值损失	-112	-218	-215	-250	-265
公允价值变动收益	-20	78	30	10	-20
投资净收益	15	-33	15	16	18
<b>营业利润</b>	<b>3,157</b>	<b>3,612</b>	<b>4,179</b>	<b>4,789</b>	<b>5,422</b>
营业外收支	93	86	50	40	40
<b>利润总额</b>	<b>3,250</b>	<b>3,698</b>	<b>4,229</b>	<b>4,829</b>	<b>5,462</b>
所得税	425	511	592	700	792
<b>净利润</b>	<b>2,824</b>	<b>3,186</b>	<b>3,637</b>	<b>4,129</b>	<b>4,670</b>
少数股东损益	283	270	291	322	360
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,541</b>	<b>2,916</b>	<b>3,346</b>	<b>3,807</b>	<b>4,310</b>
EBITDA	3,551	4,572	5,247	5,779	6,378
EPS (元)	0.98	1.12	1.27	1.44	1.63

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

**现金流量表** 单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,140</b>	<b>3,536</b>	<b>4,675</b>	<b>5,130</b>	<b>5,882</b>
净利润	2,824	3,186	3,637	4,129	4,670
折旧摊销	483	553	837	895	954
营运资金变动	-2,658	-849	-84	-257	-174
其它	490	646	285	364	432
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,152</b>	<b>-904</b>	<b>-1,191</b>	<b>-990</b>	<b>-1,086</b>
资本支出	-1,202	-916	-1,135	-994	-992
投资变动	-572	-555	-172	-8	-107
其他	622	568	117	11	13
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-716</b>	<b>-1,708</b>	<b>-971</b>	<b>-676</b>	<b>-835</b>
银行借款	1,118	158	150	30	80
股权融资	283	56	19	0	0
其他	-2,117	-1,923	-1,139	-706	-915
<b>现金净增加额</b>	<b>-585</b>	<b>766</b>	<b>2,455</b>	<b>3,464</b>	<b>3,961</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>8,458</b>	<b>7,874</b>	<b>8,639</b>	<b>11,094</b>	<b>14,558</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>7,874</b>	<b>8,639</b>	<b>11,094</b>	<b>14,558</b>	<b>18,519</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	17.2%	6.9%	8.3%	10.9%	8.0%
营业利润增长	32.9%	14.4%	15.7%	14.6%	13.2%
归母净利润增长	40.2%	14.7%	14.8%	13.8%	13.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.3%	19.4%	19.5%	19.7%	20.1%
净利率	6.6%	7.0%	7.3%	7.5%	7.9%
ROE	14.6%	15.3%	15.8%	16.1%	16.4%
ROIC	10.6%	12.7%	12.7%	12.4%	12.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.3%	62.1%	61.3%	61.1%	60.2%
净负债比率	-14.7%	-14.4%	-22.1%	-30.0%	-37.4%
流动比率	1.33	1.32	1.38	1.44	1.51
速动比率	0.77	0.76	0.82	0.89	0.97
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.93	0.88	0.87	0.88	0.86
应收账款周转率	6.36	5.01	4.72	4.77	4.71
存货周转率	12.65	12.43	13.83	15.07	16.06
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.98	1.12	1.27	1.44	1.63
每股经营现金流	0.50	1.34	1.77	1.94	2.23
每股净资产	7.69	7.23	8.00	8.92	9.96
<b>估值比率</b>					
P/E	8.69	8.34	9.26	8.14	7.19
P/B	1.11	1.29	1.47	1.31	1.18
EV/EBITDA	4.66	4.75	4.94	4.03	3.17

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

**重要声明**

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。