

中材国际 (600970)

证券研究报告

2024年09月02日

高股息水泥工程出海龙头，海外深耕&三业并举成长可期

水泥工程全产业链出海先锋，高分红凸显中长期投资价值

中材国际作为水泥工程专业工程承包商，水泥工程技术服务市场占有率稳居世界第一，成立装备集团夯实高端装备制造领域，运维业务模式优具备较高成长性，数字智能转型对内提升效率对外塑造业务核心竞争力。公司公告提升分红比例，即2024-2026年以现金方式分配的利润分别不低于当年可分配利润的44%、48.40%、53.24%，我们预测股息率为5.18%、6.33%、7.78%（截至2024/8/28收盘），高股息投资价值值得关注。股权激励夯实内生增长，我们看好公司海外市场深耕布局，预计公司24-26年实现归母净利润32.2、35.8、40.0亿元，认可给予24年12倍PE，对应目标价14.9元，维持“买入”评级。

运维业务营收与新签订单保持高成长，矿山运维前景可期

24H1 运维营收、新签订单分别同比增长22%、41%，其中矿山、水泥运维新签订单同比+47%、+6%。矿山运维业务前景广阔，24H1 完成供矿量3.1亿吨，同比+9%，中材矿山有望借助集团国际化布局开拓海外，24H1 已实现6个境外矿山运维服务项目；随着国内环保政策加码，矿山运维或有更大增长空间，据麦肯锡研究分析，国内水泥石灰石和骨料矿第三方工程运维市场规模从2020年230亿增长至到2025年280-300亿元，年均复合增速4%-5.5%。水泥运维依托工程业务，主要布局海外，24H1 公司在执行水泥运维服务生产线62条，年提供产能超过1亿吨，22年收购智慧工业，深耕中东、北非核心市场，进一步完善水泥运维业务布局。

合优质资源重组成立装备集团，装备市占率提升空间广阔

收购合肥院重组成立装备集团迎来发展新阶段，24H1 装备业务营收同比减少23.07%，新签订单同比下滑15%，境外装备新签同比增长58%，预测到2025年水泥装备全球市场规模每年约350-400亿元，绿色节能改造或带来新一轮装备需求。从配套率角度看，公司十类核心主机装备自给率超过60%，装备业务有望凭借工程业务逐步导入。2023年公司水泥装备全球市占率约20%，对比水泥EPC业务全球市占率65%，装备业务仍有较大提升空间。24H1 公司装备境外业务收入占比提升至32%，装备外行业收入占比提升至49%，23年立磨产品在水泥行业外收入已达约50%。

入股中材水泥攻坚“海外再造”，聚焦高质量出海

2024H1 境外业务营收同比增长15.2%，境外新签订单同比+9%，23年中东、非洲境外新签订单占比分别为30.21%、27.37%，新签订单同比增长96.8%、56.1%，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。公司入股中材水泥，持股比例40%，打造基础建材联合出海共同体。公司聚焦高质量出海，23年海外业务占比提升1pct，带来垫资杠杆下滑1.5pct，海外业务整体毛利率及现金流情况都更好。

风险提示：水泥行业景气下行超预期、海外业务拓展不及预期、运维和装备业务发展不及预期、汇率波动风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	38,819.25	45,798.84	50,889.78	56,497.61	62,320.56
增长率(%)	7.11	17.98	11.12	11.02	10.31
EBITDA(百万元)	4,454.95	6,676.19	5,255.40	5,965.26	6,615.94
归属母公司净利润(百万元)	2,194.07	2,915.81	3,223.02	3,580.81	4,001.36
增长率(%)	21.20	32.90	10.54	11.10	11.74
EPS(元/股)	0.83	1.10	1.22	1.36	1.51
市盈率(P/E)	11.31	8.51	7.70	6.93	6.20
市净率(P/B)	1.70	1.30	1.18	1.08	0.99
市销率(P/S)	0.64	0.54	0.49	0.44	0.40
EV/EBITDA	2.67	2.26	2.82	2.45	2.17

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.39元
目标价格	14.9元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,642.02
流通A股股本(百万股)	1,757.66
A股总市值(百万元)	24,808.58
流通A股市值(百万元)	16,504.46
每股净资产(元)	7.41
资产负债率(%)	62.52
一年内最高/最低(元)	13.54/8.83

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

王悦宜 联系人
wangyueyi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中材国际-半年报点评:营收、利润稳步增长，运维业务表现亮眼》2024-08-24
- 《中材国际-公司点评:子公司拟收购突尼斯CJO及GJO开辟新市场，分红比例提升增强投资吸引力》2024-07-27
- 《中材国际-季报点评:海外订单高速增长，毛利率同比明显改善》2024-04-27

内容目录

1. 水泥工程全产业链出海先锋，高分红凸显中长期投资价值.....	4
1.1. 秉持“一核双驱”顶层设计，“三业并举”协同发力.....	4
1.2. 重组成立中材智科，数字智能化转型赋能高质量发展.....	5
1.3. 股权激励夯实成长动能，分红比例提升增强投资吸引力.....	8
2. 加速转型运维服务商，矿山运维前景广阔.....	10
2.1. 矿山运维加速“两外”拓展步伐，环保政策趋严迎来新机遇.....	10
2.2. 收购智慧工业完善产业布局，水泥运维业务需求有望持续增长.....	13
3. 整合优质资源打造装备集团，外行业&境外拓展值得期待.....	15
4. 聚焦高质量出海，入股中材水泥加速海外布局.....	20
4.1. 攻坚“海外再造”，重视新兴市场景气度抬升.....	20
4.2. 携手中材水泥攻坚“海外再造”，拟收购海外水泥产线加速国际化布局.....	21
4.3. 属地深耕完善全球布局，多元化战略助力国际化发展.....	22
5. 盈利预测及投资建议.....	25
6. 风险提示.....	26

图表目录

图 1：中材国际“十四五”发展战略.....	4
图 2：中材国际“54321”数字化发展蓝图.....	5
图 3：南京凯盛业绩承诺净利润及完成情况（单位：万元）.....	6
图 4：公司数字智能化业务的发展规划.....	7
图 5：中材国际水泥智慧运维服务平台.....	8
图 6：浙江澄宇数字矿山.....	8
图 7：公司两次股权激励情况.....	8
图 8：2010-2023 年现金分红金额及分红比例.....	9
图 9：2010-2026E 中材国际股息率（收盘价：2024/8/28）.....	9
图 10：公司生产运营服务主要领域及内容.....	10
图 11：公司生产运营服务订单构成.....	10
图 12：运维业务营业收入及增速.....	10
图 13：2021-2024H1 公司矿山运维供矿量.....	11
图 14：中材矿山收入及净利润增速.....	11
图 15：中材矿山业务情况.....	11
图 16：2020 年中材矿山各业务占比.....	12
图 17：2020 年中材矿山各项业务毛利率.....	12
图 18：中材国际水泥矿山修复案例.....	13
图 19：公司在执行水泥运维产线及年产量.....	14
图 20：公司水泥运维订单及增速.....	14
图 21：中材国际装备业务发展战略愿景.....	15
图 22：中材国际装备业务营收.....	16

图 23: 中材国际装备业务毛利率	16
图 24: 2019-2024H1 中材国际新签装备业务合同	16
图 25: 2024H1 装备业务合同境内外占比	16
图 26: 合肥院业绩承诺净利润及 23 年完成情况 (万元)	17
图 27: 2021 年合肥院收入结构	18
图 28: 2019-2024H1 天津院营收	18
图 29: 2019-2024H1 天津院净利润	18
图 30: 2019-2024H1 Hazemag 营业收入	19
图 31: 2019-2024H1 Hazemag 净利润	19
图 32: 2014-2024H1 境内境外新签订单及增速	20
图 33: 公司各区域新签订单	20
图 34: 公司境外营收及增速	20
图 35: 2015-2023 年境内境外毛利率对比	21
图 36: 中材国际海外业务占比 (左) 与垫资杠杆 (右)	21
图 37: 中材水泥境外生产基地 (截至 2023/12/5)	21
图 38: 突尼斯的地理区位情况及收购项目所在位置	22
图 39: 2023 年突尼斯水泥出口流向占比	22
图 40: 成都建材院埃及片区焊工技能比赛	23
图 41: 成都建材院 2023 年外籍员工培训	23
图 42: 公司多元化工程新签订单及增速	23
图 43: 印尼 BAYAH 万吨线及配套 60MW 电厂项目	24
图 44: 尼日利亚 KOGI 项目光伏储能电站	24
图 45: 中材国际业绩拆分	25
图 46: 可比公司估值	26
表 1: 公司主营业务板块及下属子公司	5
表 2: 中材矿山业绩承诺净利润及 21-22 年完成情况 (万元)	12
表 3: 中材矿山重要子公司	12
表 4: 智慧工业运维模式	14
表 5: 装备集团优势产品	17
表 6: 2021 年装备产品产销率	18
表 7: CJO 财务数据 (未经审计) 单位: 百万美元	22
表 8: 费用率预测	25

1. 水泥工程全产业链出海先锋，高分红凸显中长期投资价值

1.1. 秉持“一核双驱”顶层设计，“三业并举”协同发力

公司秉持“一核双驱，三业并举”顶层设计，致力于成为行业科技创新的引领者、绿色智能的推动者、全球发展的建设者，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。“一个核心”是指工程技术服务，巩固提升水泥和矿业 EPC 市场地位与盈利能力，积极拓展绿能环保工程、工业工程等多元工程领域；“双轮驱动”是指数字智能和高端装备，数字智能是现代工程服务业的软件系统，高端装备是硬件系统，两者是新一代工程服务业务发展的核心驱动力。截至 23 年年末，公司已在海外 88 个国家承接 332 条水泥产线，自 2008 年起，全球市场份额连续 16 年位居世界第一。公司位列 2023 年度 ENR “全球最大 250 家国际承包商”第 43 位，“SINOMA”品牌成为国际建材工程市场最具影响力的品牌之一。公司拥有从矿山服务、水泥工程技术研发、工程设计、专业装备制造、工程建设、设备安装、生产线调试到生产线维护和运营管理的完整产业链资源和系统解决方案，是国际水泥技术装备工程市场唯一具有完整产业链的企业。

图 1：中材国际“十四五”发展战略



资料来源：公司公告，天风证券研究所

主业优势地位持续巩固，业务结构转型持续深化。公司主要经营四大板块业务：

- 1) 工程技术服务，水泥和矿山工程，下属企业有中材国际（南京）、成都建材院、中材建设、2021 年收购的北京凯盛等；以及多元化工程，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；
- 2) 高端装备制造，主要提供水泥技术装备、矿业破碎及物料处理装备等的研发、设计、加工制造、技术服务等，下属企业主要是装备集团，由天津院和合肥院等企业重组设立；
- 3) 运维业务板块，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，2022 年收购的智慧工业主要聚焦于水泥线运维，中材矿山主要负责国内矿山工程和采矿服务市场，中材智科主要聚焦于中材国际数字化转型；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）。
- 4) 其他业务主要包括工程物流、骨料销售、属地化产品销售等，包括中材技服等子公司。

表 1：公司主营业务板块及下属子公司

业务板块	所属企业
工程板块	中材国际（南京）、成都建材院、中材建设、北京凯盛、苏州中材、邯郸中材、浙江中材
装备板块	装备集团（天津水泥院、合肥院、博宇机电、HAZEME）
矿山板块	中材矿山
运维服务	智慧工业
数字智能	中材智科
绿色环保	中材海外、中材环境、中材水科
贸易服务	中材技服

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 重组成立中材智科，数字智能化转型赋能高质量发展

以“成为世界一流的工业数字化服务商”为愿景，打造智能解决方案的咨询、研发、交付综合能力。中材国际在数字智能方面，通过建立统一的数字化智能化业务平台，对内为公司工程、装备、运维主业赋能，提升运营效率和竞争优势，对外助力水泥智能工厂升级和产业生态构建，加快打造水泥智慧工厂和智慧矿山等核心数智化产品，提升公司为全球客户提供全生命周期数字化服务的能力。2023 年公司推出数智工厂整体解决方案 2.0，形成一体化智能巡检、在线热工诊断等 22 项最佳实践；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。公司发布实施《中材国际“十四五”数字化战略规划》，制定了“54321”数字化发展蓝图，即 5 项数字化能力、“四统一”的转型路线、3 类应用平台、2 层基础架构和 1 套治理体系，明确了全面建成数字中材国际、成为世界一流材料工业智能化解决方案服务商的数字化愿景目标。公司制定数字化发展三阶段目标，

- 第一阶段（2025 年末）：初步建成数字中材国际全领域全面“线上化”
- 第二阶段（2028 年末）：基本建成数字中材国际，数据共享，驱动业务创价值
- 第三阶段（2030 年末）：全面建成数字中材国际，技术精益赋能，迭代升级

图 2：中材国际“54321”数字化发展蓝图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

收购南京凯盛并整合成立中材智科，坚定数字化转型战略。南京凯盛成立于 2001 年，2021 年中材国际收购南京凯盛 98% 的股权，2023 年南京凯盛正式更名为“中材智科”，进行智能化转型，并将集合中材国际数字智能相关资源和业务，建设中材国际统一的数字化和工业智能化业务平台，打造 SINOMA 数字智能品牌，持续提升中材国际综合竞争力和影响力。中材智科作为中材国际统一的数字智能平台，承担“对内数字化赋能，对外数字化创收”的使命责任，以研发设计数字化、生产运营智能化、用户服务敏捷化为切入点，推进数字智能与建材工业的深度融合。2022 年公司收购安睿智达（成都），后更名为中材智能科技（成都）有限公司，系公司控股子公司（中材国际持股 44%，中材智科持股比例 25.83%），中材智能科技(成都)整合南京凯盛智能制造事业部、安睿智达（成都）和中材国际（南京）智能化研究所，利用物联网、云平台、大数据和人工智能等先进技术，为不同行业客户提供智慧工厂、设备管理、故障预测、运维服务管理等系统解决方案，助力企业向数字化、网络化、智能化转型。

图 3：南京凯盛业绩承诺净利润及完成情况（单位：万元）

	21 年承诺	21 年实际	完成率	22 年承诺	22 年实际	完成率	23 年承诺	23 年实际	完成率
南京凯盛	14,745	17,387	118%	15,455	16,176	105%	13636	16957	124%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

完成智能化业务重组，立足工业智能化整体解决方案服务商，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。

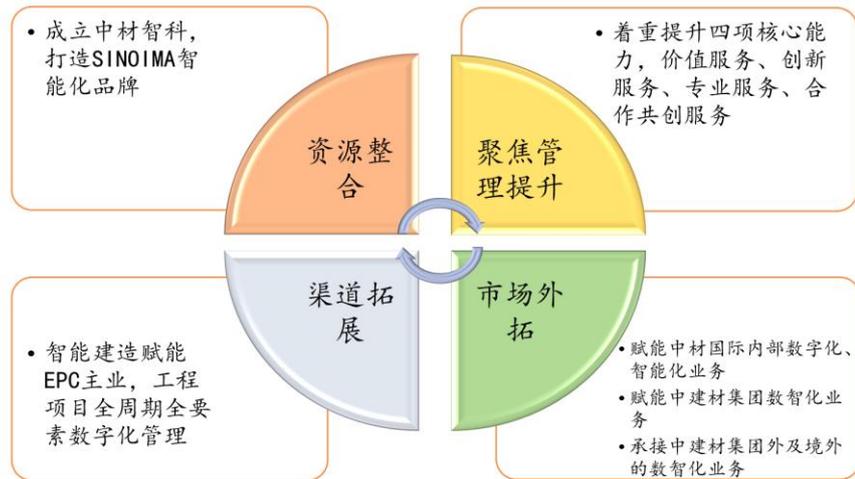
第一，进行资源整合，打造核心竞争力，中材智科整合智能化相关人员、技术和业务方面优势资源，一方面加快数字中材国际的建设，另一方面为基础建材企业提供更加优化的智能化整体解决方案，系统输出架构规划、系统开发、数字化底座研发运营、工厂生产运营全流程数字化管控、智能优化控制、数字化运维服务、工厂智能化升级整体解决方案等核心能力，打造 SINOMA 智能化品牌。

第二，聚焦管理提升，打造稳固坚实的支撑体系。公司从四个方向明确了管理方向：产品聚焦、人才聚合、场景创新、平台使能，另外着重于提升四项核心能力，主要是价值服务、创新服务、专业服务、合作共创服务，并从组织、人才等五个体系上进行支撑。

第三，市场外拓，构建一个开放共赢的生态体系。首先中材智科在中材国际内部承接公司的数字化、智能化业务，第二承接和服务中国建材集团的数字化和智能化业务，第三承接和服务于中国建材集团外和境外的数字化、智能化业务。

第四，培育渠道，构建上下游生态合作机制。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了数字孪生的交付。

图 4：公司数字智能化业务的发展规划



资料来源：公司公告，天风证券研究所

数字化转型对内赋能效率提升，对外培育新质生产力加速行业变革。

- **对内**，成立业务数字化变革委员会，完善数字化治理体系和数字化战略落地，截至 23 年年底建成上线数字化底座平台，数据入湖量超过 2T；建成上线数智建造平台，涵盖 6 大业务、16 个子系统，全 EPC 业务覆盖率达 95%，赋能管理经营决策。中材智科通过整合与分析水泥生产全业务链数据，自主研发水泥行业智能运维服务平台。该平台提供智能化的监测、预测和优化功能，帮助企业发现潜在设备故障和异常情况，及时进行预防性维护，**减少停机时间和生产事故发生率，预估可降低运营成本 10%、人力成本 5%，故障处理时间平均缩短 20%**，助力水泥企业实现高效、安全、可持续的运营。
- **对外**，公司从智能装备、自动化控制、智能生产、智能管理和智能生态五大层级建设**智能工厂、打造智慧矿山，塑造业内顶级智造品牌**，推动业务市场整合、助力产业协同发展，推进建材工业智能制造数智转型。**智慧工厂方面**，中材智科完成泰安中联水泥智能工厂的升级迭代，全面建成数据中心平台、生产管控平台、智能控制系统、全流程质量管控平台和 5G 智慧矿山五大体系。升级后，数智能控系统提高异常工况识别率至 90%以上，全厂生产效率提升 18%，煤耗和电耗分别降低 1.5%和 1.2%，节约生产成本 800 余万元/年，节约标准煤 1,000 余吨/年，为水泥行业树立新标杆。中材智科承建韶峰南方水泥智能工厂，高标准建设了一条配套智能化系统的日产 8,000 吨熟料水泥生产线，有效降低工人劳动强度、提高产品质量，降低标煤耗 1.5%、电耗 1%，年节约成本 1,000 万元以上。**智慧矿山方面**，中材矿山建设完成澄宇数字矿山项目，利用“云”技术建立统一数字化采矿控制中心及智能调度系统、数字采矿系统、生产执行系统三维管控平台，通过矿山开采环境动态监测、智能配矿、智能爆破模拟等应用，有效保障矿石开采安全，提高矿石资源利用率。

图 5：中材国际水泥智慧运维服务平台



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：浙江澄宇数字矿山



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 股权激励夯实成长动能，分红比例提升增强投资吸引力

国企改革成效显著，股权激励再夯实增长动能。国企改革三年行动圆满收官，连续两年获评国资委“双百企业”考核“标杆企业”，合肥院、天津院分别获评“双百企业”“科改示范企业”专项考核“优秀企业”。中长期激励覆盖全级次企业共 2468 人，覆盖面占比 16%，激发公司长期发展活力。在巩固国企改革三年行动成效基础上，公司统筹谋划新一轮改革深化提升行动。公司自上市以来实施两轮股权激励，最新一轮股权激励于 2022/03 获国资委批复同意，2022/04 完成首次授予。限售期考核目标包括：1) 22 年/23 年/24 年公司实现净利润较 20 年复合增速分别不低于 15.5%/15.5%/15.5%，对应 22 年/23 年/24 年归母净利润分别不低于 21.45、24.78、28.62 亿，且三年均不低于对标企业 75 分位值；2) 22 年/23 年/24 年 ROE 分别不低于 14.9%/15.4%/15.5%，且三年均不低于对标企业 75 分位值；3) 三年 Δ EVA 均大于 0。

图 7：公司两次股权激励情况

	2021 限制性股票激励计划	2017 股票期权激励计划
首次授予股票价格/期权行权价格	5.97 元/股。 (vs 草案公告日收盘价 12.06 元，标准为不低于前 1 交易日均价、前 20 或 60 或 120 交易日均价之孰高者的 50%)	行权价格 9.27 元/股期权。 (vs 草案公告日收盘价 8.96 元，标准为不低于前 1 交易日均价、收盘价、前 20 交易日均价、前 30 交易日均价、面值 1 元之价格较高者)
激励对象	不超过 208 人，对象为公司董事、高管、中层管理人员及核心骨干员工，公司主要高管包括董事长刘燕、总裁印志松、全部副总裁及其他高管（合计 7 人，合计授予 193.4 万股）。	不超过 498 人，对象包括公司董事（不含独立董事）、高管、核心技术和管理人员。公司主要高管包括董事长宋寿顺、总裁夏之云、全部副总裁及其他高管等（合计 8 人，合计 238 万份）。
解除限售业绩考核要求/行权业绩条件	三个解除限售期时间点分别考核 22/23/24 年业绩，均以 20 年业绩为基数。 (1) 归母净利润： 22 年/23 年/24 年公司实现净利润较 20 年复合增速分别不低于 15.5%/15.5%/15.5%。且三年均不低于对标企业 75 分位值。（即 22 年/23 年/24 年归母净利润分别不低于 21.45、24.78、28.62 亿） (2) 加权平均 ROE： 22 年/23 年/24 年分别不低于 14.9%/15.4%/15.5%。且三年均不低于对标企业 75 分位值。 (3) 三年 ΔEVA 均大于 0。	三个行权时间分别考核 18/19/20 年业绩，均以 16 年业绩为基数。 (1) 归母净利润： 18 年/19 年/20 年公司实现归母净利润较 16 年复合增速分别不低于 18%/18%/18%。 (2) 加权平均 ROE： 18 年/19 年/20 年分别不低于 8.9%/9.6%/10.3%。且三年均不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平。 (3) 三年均需完成中材股份下达的考核目标且 ΔEVA > 0。

激励产生费用等及对业绩影响 预计限制性股票的总摊销费用为 1.60 亿, 分别于 22-26 年 (5 年) 摊销, 其中预计 22/23 年各约 5,000 万上下。

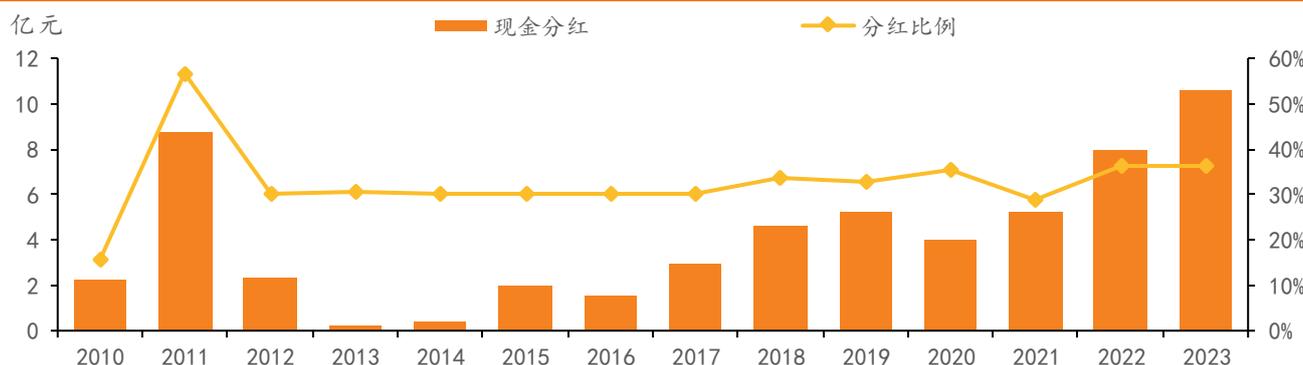
模拟测算, 预计股票期权实施合计产生总摊销费用 3,808 万元, 分别于 17-21 年 (5 年) 摊销, 其中预计 18/19 年略超 1,000 万元。

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

注: (1) 上述净利润是指归属于上市公司股东的净利润; 净资产收益率是指归属于上市公司股东的加权平均净资产收益率。(2) 新一期股权激励, 若在本计划有效期内, 公司发生增发、资产重组等原因导致净资产发生变动的, 由公司董事会在年终考核时以剔除新增净资产及该等净资产产生的净利润等变动影响的结果为计算依据。(3) 根据信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)出具的公司 2020 年度备考财务报表审阅报告, 公司 2020 年归属于上市公司股东的净利润为 1,608,282,983.45 元。

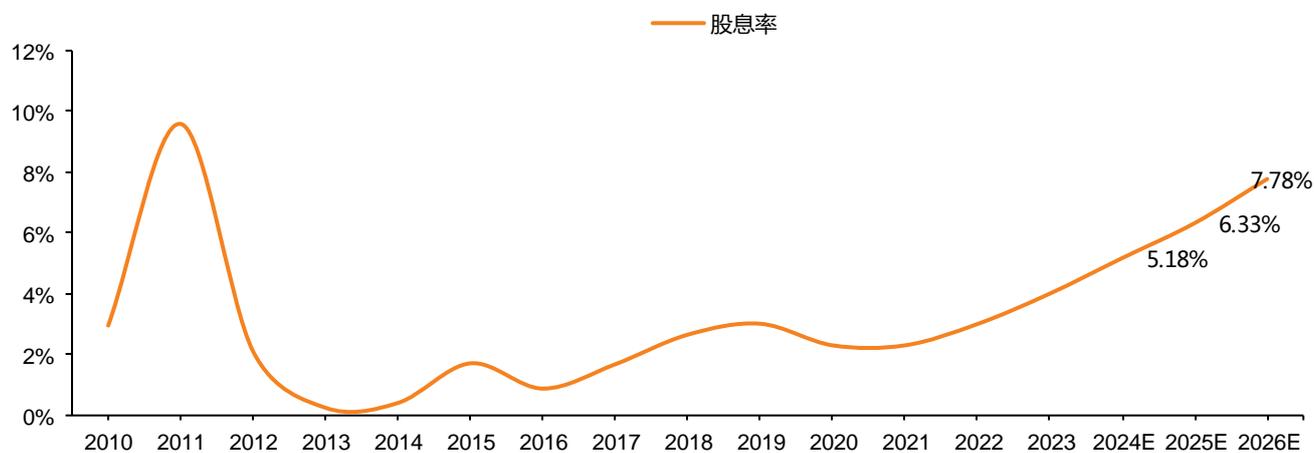
公司重视股东回报, 分红比例提升增强投资吸引力。公司发布的未来三年 (2024 年-2026 年) 在保证公司能够持续经营和长期发展的前提下, 如公司无重大投资计划或重大现金支出等事项发生, 公司在足额提取法定公积金、任意公积金以后, 每年以现金方式分配的利润, 在现有不低于当年实现的可供分配利润的 40% 的基础上, 每年现金分红比例同比增长不低于 10%, 即 2024 年-2026 年度以现金方式分配的利润分别不低于当年实现的可供分配利润的 44%、48.40%、53.24%。按照 10% 的法定盈余公积金, 24-26 年 10.5%、11.1%、11.7% 的归母净利润增速来预测, 截至 2024/8/26, 我们预计公司 24-26 年的股息率分别为 5.18%、6.33%、7.78%, 高股息投资价值值得关注。

图 8: 2010-2023 年现金分红金额及分红比例



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 2010-2026E 中材国际股息率 (收盘价: 2024/8/28)

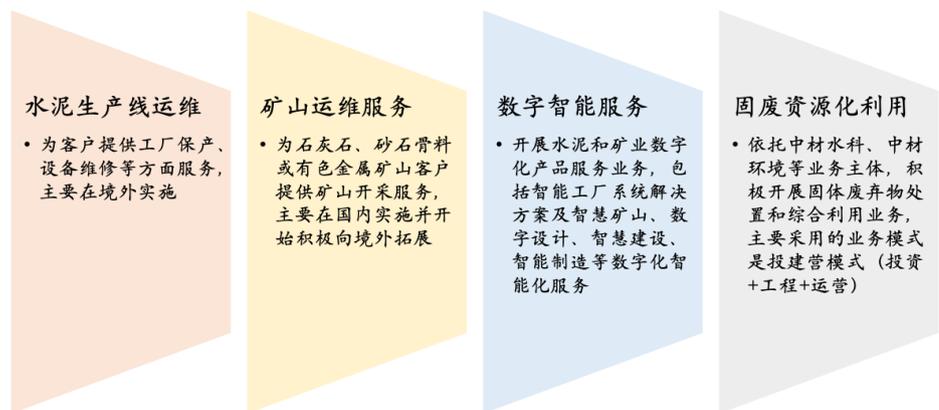


资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

2. 加速转型运维服务商，矿山运维前景广阔

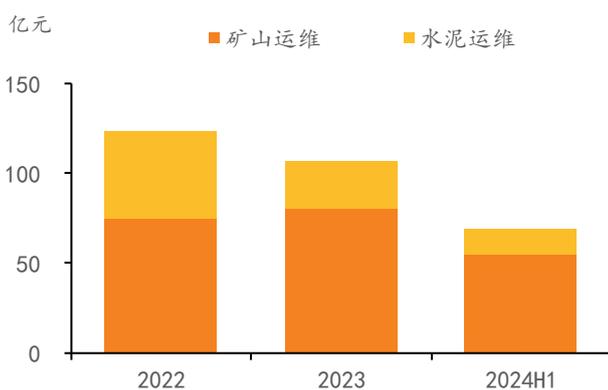
运维类订单保持高增长，商业模式较优改善盈利水平。运维商业模式较工程 EPC 模式有盈利能力强、现金流稳定持续、弱周期、轻资产运营、客户粘性强等特点，或改善整体经营质量。公司的运维业务包含四部分，1) 水泥生产线运维服务，公司承担生产线的人员组织、水泥熟料生产、设备运行维护、设备检修及备品备件等，主要采用人工单价或吨熟料单价进行结算；2) 矿山运维服务，公司为石灰石、砂石骨料或有色金属矿山客户提供矿山开采服务，生产环节主要包括穿孔、爆破、装车、运输、破碎及输送、矿石均化等；3) 数字智能服务：开展水泥和矿业数字化产品服务业务，包括智能工厂系统解决方案及智慧矿山、数字设计、智慧建设、智能制造等数字化智能化服务；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，公司的固废资源化利用主要采用的业务模式是投建营模式。24H1 运维服务业务实现收入 56.73 亿元，同比+22.22%，其中矿山运维/水泥运维分别同比+27.88%/+13.54%；公司新签生产运营服务订单 89 亿，同比+41%，其中矿山运维新签 55 亿，同比增长 47%，占生产运营服务类订单的 62%。

图 10：公司生产运营服务主要领域及内容



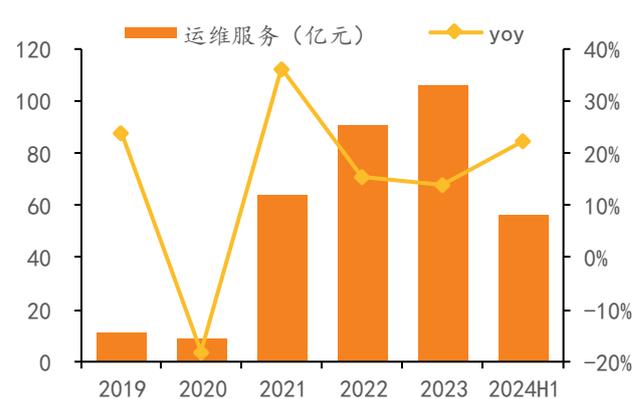
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：公司生产运营服务订单构成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：运维业务营业收入及增速



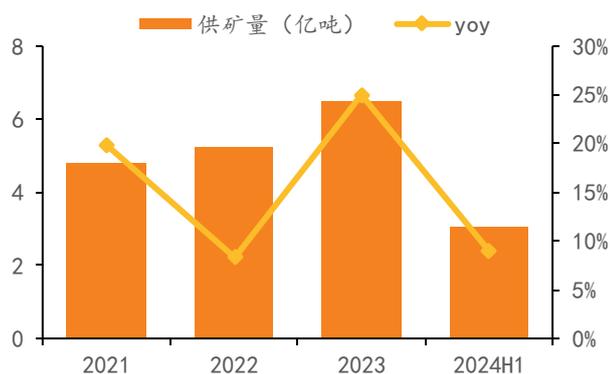
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1. 矿山运维加速“两外”拓展步伐，环保政策趋严迎来新机遇

矿山运维业务前景广阔，1) 中材矿山有望借助集团国际化布局，扩展海外矿山运维业务布局，2023 年已实现 5 个境外矿山运维服务项目；2) 随着国内环保政策加码，矿山运维或有更大增长空间，据麦肯锡研究分析，国内水泥石灰石和骨料矿第三方工程运维市场规模从 2020 年的 230 亿元，增长到 2025 年 280-300 亿元，年均复合增速约 4%-5.5%。

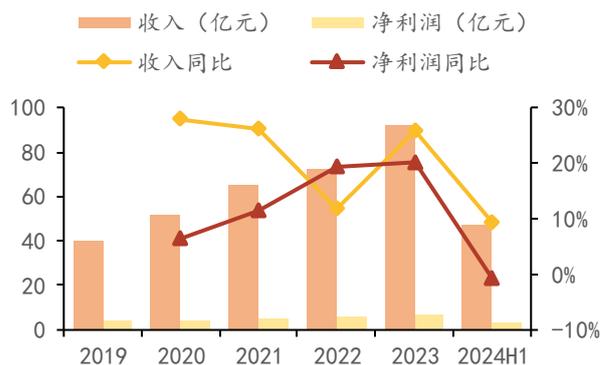
矿山运维是运维服务的重要来源，24H1 占运维收入比重约 63%。2021 年公司整合集团矿山工程建设和采矿服务资产，拓展矿山工程和采矿服务业务，完成并表中材矿山（国家级矿山施工领军企业，长期为国内各大型水泥集团提供采矿服务），开辟矿山运维新赛道。截至 24H1，公司在执行矿山运维服务项目较年初增加 67 个至 348 个，其中境外项目较年初新增 1 个至 6 个；完成供矿量 3.06 亿吨，同比增长 9%。矿山运维推行“两外”战略，公司立足于石灰石矿和骨料矿运维的优势，持续向行业外进行品类拓展；同时子公司中材水泥有望依托公司的国际化平台，开辟境外矿山运维市场。中材矿山 24H1 营收 47.3 亿，同比+9.4%，实现净利润为 3.4 亿元，同比-0.7%。24H1 矿山运维新签订单同比增长 47%，我们看好未来矿山运维增长前景。

图 13：2021-2024H1 公司矿山运维供矿量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：中材矿山收入及净利润增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

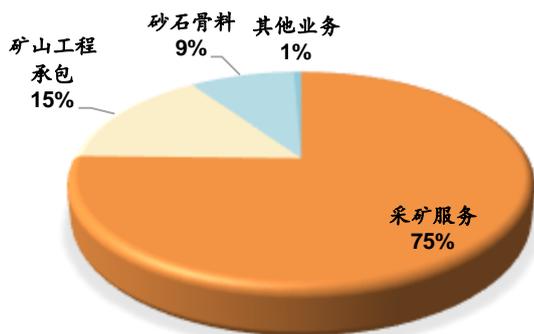
中材矿山深耕于国内矿山工程和采矿服务市场，借助中材国际稳步开拓海外市场。中材矿山成立于 2008 年 9 月，是由四家矿山公司整合重组成立的国家级矿山施工企业，2021 年 9 月 18 日中国建材持有的中材矿山 100% 的股权变更登记至中材国际名下。公司矿山运维服务为在矿山工程的基础上，为石灰石、砂石骨料或有色金属矿山客户提供矿山开采服务，生产环节主要包括凿岩、爆破、装车、运输、破碎及输送、矿石均化等。公司矿山运维服务业务主体为 21 年收购的中国建材股份全资子公司中材矿山，中材矿山作为国家级施工领军企业，拥有矿山全链条运维服务能力。其承建了国内绝大部分的水泥集团及部分国外水泥企业的矿山工程施工、采矿服务和机电设备安装项目，连续多年保持行业领先地位。中材矿山深耕于国内矿山工程和采矿服务市场，2019 年至 2021 年 1-3 月，境内收入比例保持在 98% 左右，海外项目所在地包括尼日利亚、赞比亚、老挝等地。根据 2020 年中材矿山细分业务数据来看，公司采矿业务占比约 75%，毛利率为 18% 左右，综合毛利率为 20%。

图 15：中材矿山业务情况

业务类型	具体业务	业务介绍
矿山工程承包及采矿服务	矿山工程总承包（基建期）	通过投标方式获得矿山工程建设项目后，根据合同约定及业主要求完成项目前期策划、专项设计、工程监理、项目管理、机电设备及材料采购、工程分包、施工安装、项目后评价等全方面的服务。
	采矿服务（生产期）	在矿山工程的基础上，提供凿岩、爆破、装车、运输、破碎及输送、矿石均化等服务；一般按照生产矿石数量按月计量支付，年度进行总结算；服务期限多为 3-5 年，部分合同长达 10 年以上。
	矿山生态修复工程承包	结合矿山工程和采矿服务经验，针对已枯竭矿山，进行矿山生态修复所需的土建工程建设和施工。
多元化工程承包	安装及运维工程承包	围绕水泥厂所需机电设备的安装、维修保运营、物料保运行等围绕机电设备的工程项目。
砂石骨料	开采、加工与销售	开采砂石骨料矿山矿石，并利用立磨制砂生产线生产机制砂，并将其销售给下游的商混站、膨化砖生产厂商等；仅为示范性工程，日后不再发展新项目。

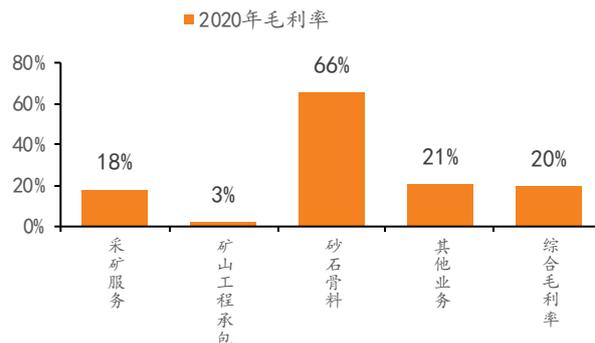
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：2020 年中材矿山各业务占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：2020 年中材矿山各项业务毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

中材矿山合计拥有一级全资、控股子公司 5 家，分别是天津矿山、兖州中材、西安工程、南京矿山、中材矿山建设老挝有限公司。天津矿山主要从事矿山、井巷、机电设备安装的专业化综合施工。南京矿山主营矿山工程、采矿服务及矿山修复等业务，南京矿山母公司和重庆参天 2021-2023 年各年度实现净利润分别为 3.0、2.4、2.5 亿，均大幅超额完成业绩承诺。中材西安系中建材集团在西北和西南地区唯一从事矿山工程建设和机电设备安装的专业化队伍，2021-2023 年分别实现净利润 0.6、0.64、0.90 亿元，超额完成业绩承诺值。

表 2：中材矿山业绩承诺净利润及 21-22 年完成情况（万元）

公司名称	21 年承诺	21 年实际	完成率	22 年承诺	22 年实际	完成率	23 年承诺	23 年实际	完成率
中材西安	5,304	6,038	114%	4,975	6,356	128%	5,006	8,993	180%
南京矿山和重庆参天	8,717	30,471	350%	9,271	24,028	259%	10,242	24,896	243%
采矿权资产	7,470	23,312	312%	7,470	33,364	447%	7,470	40,625	544%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：实际实现金额是指经审计的扣除非经常性损益后的净利润；采矿权资产实际实现金额为 2021 年实现金额、2022 年实现金额及 2023 年实现金额之和，其中 2021 年度 23,311.70 万元、2022 年度实现 10,052.66 万元、2023 年度实现 7,260.40 万元，2021 年度至 2023 年度累计实现 40,624.76 万元。

表 3：中材矿山重要子公司

子公司	介绍	规模/生产能力	2020 年营收及利润
天津矿山	始建于 1965 年，下辖 22 家子、分公司（厂），从事矿山、井巷、机电设备安装的专业化综合施工，具备大中型工程项目施工总承包的能力。	全国水泥领域采用平峒溜井开拓系统的矿山工程由公司承担施工的占总数的 90%以上，年包产矿石生产能力达 5000 万吨以上；年加工能力 2000 吨的机械加工厂	营收 11.2 亿 净利润 0.52 亿
南京矿山	成立于 1979 年，拥有 2 家一级全资、控股子公司，52 家直属分支机构，主营业务均为矿山工程、采矿服务、砂石骨料和矿山修复业务等。	各类矿山施工及开采机械设备 500 多台套，具有年采矿 5000 万吨的生产能力，年产值 5 亿元。	营收 16.4 亿 净利润 2.9 亿
兖州矿山	专业从事矿山建设、采矿服务、矿山生态恢复治理的现代化施工企业，与国内多家水泥企业保持良好合作关系，开辟非洲、东南亚市场。	年采矿规模已超过 1.5 亿吨	营收 11.2 亿 净利润 0.5 亿
中材西安	系中国中材集团在西北和西南地区唯一从事矿山工程建设和机电设备安装的专业化队伍。		

资料来源：中材矿山官网，公司公告，天风证券研究所

中材矿山持续攻坚“两外”领域，加快推动战略落地。中材矿山从矿山施工转型采矿运维，

依托于中材国际的属地化资源和国际化布局，有效推动国际化业务布局，与集团内兄弟单位实现深度协同，加快实现“两外再造”目标。“两外”战略，公司石灰石矿和骨料矿运维优势，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海外方面，依托公司海外属地化优势和工程业务带动积极拓展境外矿服业务，2023年已实现5个境外矿山运维服务项目，我们看好矿山运维在海外的拓展前景。

当前国家推进安全矿山、绿色矿山政策趋严，矿山设备向自动化、大型化、智能化以及节能化方向发展，将持续释放矿山运维服务的市场需求。根据23年11月中关村绿色矿山产业联盟数据，现阶段纳入全国绿色矿山名录的953家矿山，占全国近6万座矿山总数的比例仅约为1.5%，且以大中型矿山为主。我国小型及以下矿山比例仍占80%以上，且小型矿山的装备技术普遍较落后，绿色矿山建设任务依然艰巨。24年4月份自然资源部等七部门联合印发的《关于进一步加强绿色矿山建设的通知》，强调了到2028年底，持证在产的90%大型矿山、80%中型矿山要达到绿色矿山标准要求，绿色矿山建设需求仍有较大空间。23年中材国际绿色矿山建设成果丰硕，公司所属中材矿山累计建成131座绿色矿山，其中国产绿色矿山48座，省级绿色矿山83座，在21个项目投入运营177辆新能源矿车。

图 18：中材国际水泥矿山修复案例

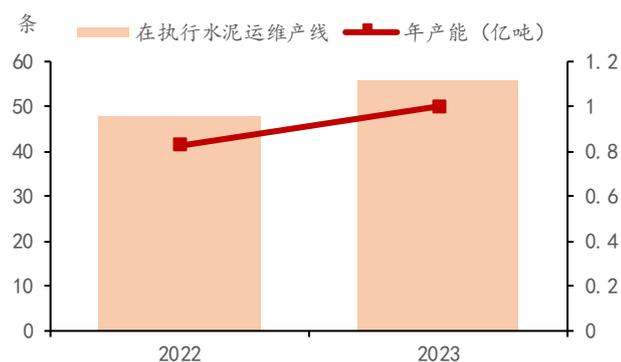


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 收购智慧工业完善产业布局，水泥运维业务需求有望持续增长

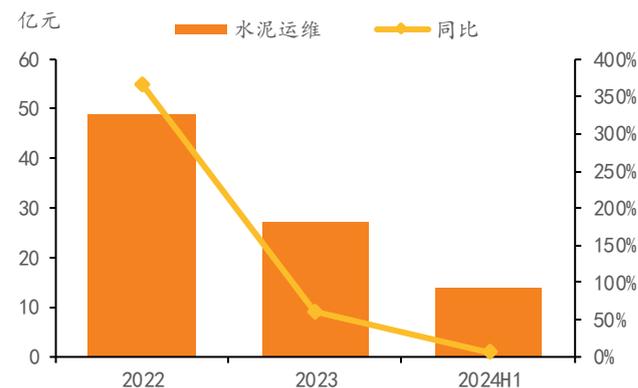
水泥运维业务依托工程业务，整线运维主要布局在海外。公司拥有完整、系统的水泥生产运营管理服务体系、专业的水泥生产运营管理团队及广泛的人力资源网络，为客户提供工厂保产、设备维修等方面服务，使水泥生产线的各项技术经济指标达到设计要求，并在更佳状态下生产运行。2022年收购智慧工业，完善水泥运维全球布局。水泥运维服务主要包括生产线运维和备品备件，目前公司整线运维业务主要在境外，非洲、中东、东南亚等地区新建水泥生产线较多，当地业主管理经验、技术力量薄弱，对水泥整线运维等技术服务需求较大。据麦肯锡研究预测，到2025年，备品备件及运维服务全球市场规模将保持稳定，预计每年400-450亿元。未来公司将持续巩固提升水泥EPC市场地位与盈利能力，依托全球服务网络，创新业务模式，持续撬动水泥运维服务业务的发展。24H1公司在执行水泥运维服务生产线较年初新增6条至62条，年提供产能超过1亿吨。24H1新签水泥运维订单13.8亿，同比+6%。

图 19：公司在执行水泥运维产线及年产量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：公司水泥运维订单及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：增速为同口径下对比。水泥运维自 2023 年开始以年服务费计算。目前在手水泥运维服务的平均服务期均约为 5 年。

2022 年公司收购智慧工业，完善产业布局，提升公司运维服务核心竞争力。智慧工业主要从事水泥生产线运维服务，覆盖生产线调试、生产运营、技术支持、专家咨询、人及工程优化等水泥厂全流程全方位的技术服务和支撑。截至 2022 年底，智慧工业提供生产线运维服务的境外水泥生产线共计 13 条，主要分布在中东、北非等相关国家，合计水泥产能 1888 万吨。智慧工业属于轻资产型公司，流动资产占比超 85%（截止 22 年 11 月数据），运维服务主要分为生产管理模式和技术服务模式。生产管理模式是按照产量进行结算的服务模式，生产线共计 6 条，产能 898 万吨；技术服务模式主要是按照技术人员数量进行结算，生产线共计 7 条，产能 990 万吨。智慧工业在专家技术团队、运维成本、客户基础、后市场服务等方面具有明显优势，在中东、北非核心市场深耕多年，拥有稳定的核心客户，并建立了沙特、伊拉克、埃塞-吉布提等服务基地，总服务半径可达 60 个国家。

表 4：智慧工业运维模式

模式	介绍	产能
生产管理模式	提供生产线全过程的生产运维服务，按照产量进行结算	6 条，产能 898 万吨
技术服务模式	提供专业技术人员进行联合生产或专家技术咨询服务等，按照技术人员数量进行结算	7 条，产能 990 万吨

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：产能数据截止于 2022 年 11 月。

3. 整合优质资源打造装备集团，外行业&境外拓展值得期待

2023 年公司装备业务并购重组成立装备集团，迎来发展新阶段。我们认为装备业务有以下看点：

- **装备配套率及市占率均有提升空间**，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%，立磨等多个产品市场份额稳居全国第一。公司工程主业连续多年全球市占率第一，装备业务有望凭借工程业务逐步导入，配套率及市占率均有较大提升空间。据公司公告中预测数据，到 2025 年水泥装备全球市场规模预计每年约 350-400 亿元，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。
- **攻坚“两外”拓展，境外业务及行业外仍有提升空间**。24H1 公司装备境外业务收入占装备收入比重提升至 32%，装备外行业收入占装备收入比重提升至 49%；23 年立磨产品在水泥行业外收入已达约 50%。公司坚持“基于水泥、超越建材”业务定位，加大装备外行业拓展和“走出去”步伐，受益于中建材集团整体的出海战略，境外及行业外占比均有望提升。
- **优质资产导入整合成立装备集团，超低排放或将带来新一轮技改需求**。2023 年重组合肥院，HRM 立式磨连续多年蝉联国内细分领域销售总量和产值第一名，是业内综合研发实力最强的科研院所之一，装备业务护城河极深，工程、装备、运维业务协同有望进一步加深。同时 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 2025 年底前，重点区域力争 50%水泥熟料产能完成超低排放改造；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，以装备为核心的绿色智能技改项目或成为新的发力点。

装备业务整合再出发，工程、装备、运维业务协同发展。重组装备业务之后公司装备产品矩阵进一步丰富，拥有水泥领域品种最全、规模最大、品质高端的装备业务。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%，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。24H1 装备境外业务收入占装备收入比重提升至 32%，装备外行业收入占装备收入比重提升至 49%。公司遵循“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，推动工程板块与装备板块协同发展、相互促进。2023 年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，项目涵盖了装备集团服务中国建材集团基础建材产业转型升级，服务集团外高端客户、承接外行业和国外项目，助力工程与装备业务实现协同发展。

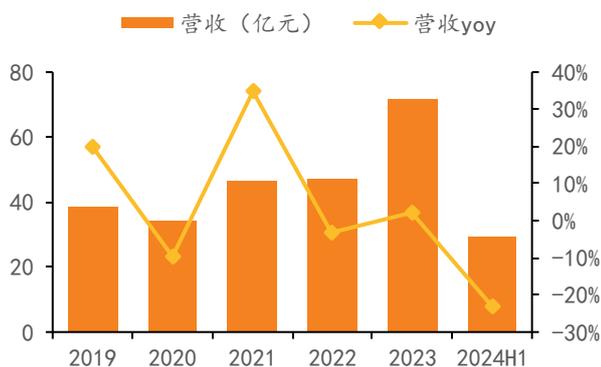
图 21：中材国际装备业务发展战略愿景



资料来源：中材国际公众号，天风证券研究所

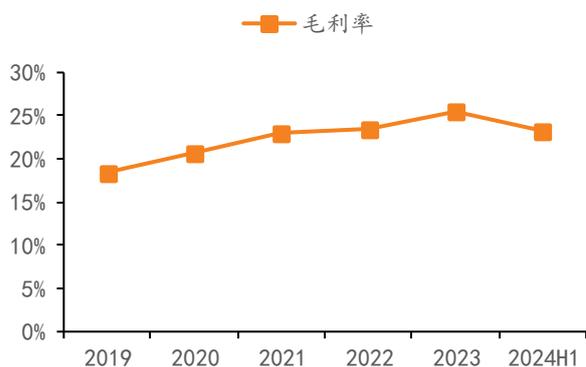
24H1 装备业务海外订单增速较快，不断提升装外行业收入、境外收入占比。2023 年公司完成合肥院并购重组，19-23 年装备业务营业收入由 38.38 亿元增长至 47.34 亿元，CAGR 为 16.93%。2024H1 实现营业收入 29.16 亿元，同比减少 23.07%；毛利率 23.25%，同比减少 0.51pct。新签订单来看，自 2019 年至 2023 年，公司装备业务新签订单总额保持向上趋势，由 43.00 亿元增长至 74.12 亿元，CAGR 为 14.58%。2024H1 公司新签装备订单约 33.44 亿元，同比下滑-15%。其中，境内装备业务为 21.03 亿元，同比减少 33%，占总装备合同的 62.88%；境外装备业务达 12.41 亿元，同比增加 58%。目前装备业务大部分集中在国内，从上半年情况来看，国内水泥行业大面积亏损对公司装备业务造成一定影响。随着中材国际深入推进装备业务融合，加强工程与装备协同，逐渐实现从“工程带动”到“带动工程”转变，构建“产品+服务”系统解决方案，装备外行业收入、境外收入占比有望提升。

图 22：中材国际装备业务营收



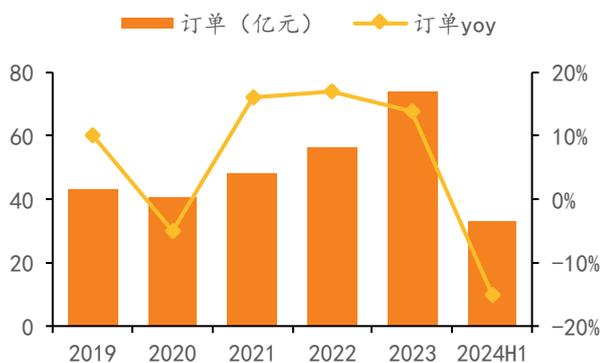
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：中材国际装备业务毛利率



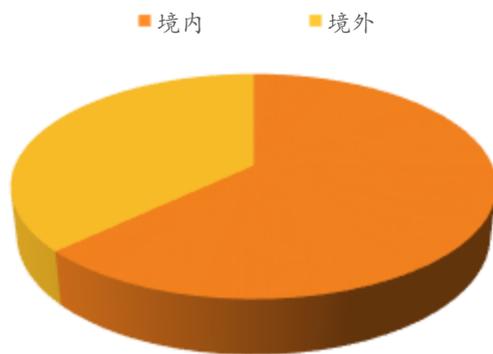
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：2019-2024H1 中材国际新签装备业务合同



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：2024H1 装备业务合同境内外占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

装备集团专注于高端装备制造和全方位的系统集成服务。该公司涵盖从基础理论研究到装备开发设计、制造、成套设备、技术咨询服务等多个领域，并成功扩展到钢铁、冶金等其他行业。中材装备旗下拥有专业的装备制造基地，并通过整合合肥院等资源，不断强化其在装备设计、研发和制造领域的核心竞争力。公司开发了从矿山破碎到水泥出厂全流程 700t/d-14000t/d 级全规模的成套装备产品和系统解决方案，拥有热工设备、粉磨设备、破碎设备、环保设备、输送计量设备、自动化控制系统、钢结构、耐磨材料等多项名牌产品，广泛服务于建材、矿山、冶金、电力、煤炭、化工、环保等行业。公司的立式磨国内市场占有率最高，全球累计销售超 3000 台，用户遍及全国并远销韩国、俄罗斯、埃及等 40 余个国家和地区。辊压机截至 2024 年 5 月，在用量超过 2400 台，全球第一，销往欧

盟国家和“一带一路”沿线的数十个国家和地区。第四代篦冷机国内市场占有率超 65%，熟料输送机国内市场占有率达 85%。

表 5：装备集团优势产品

产品名称	应用领域	行业地位	销售区域
辊压机	目前应用于建材、矿山、工业废渣等大宗物料粉碎领域。	世界最大辊压机供应商、国家首批制造业单项冠军。截至 2024 年 5 月，在用量超过 2400 台套，全球第一。	包括欧盟国家和“一带一路”沿线的数十个国家和地区。
立式磨	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。	国内市场占有率最高，国家第二批、第七批制造业单项冠军，全球累计销售超 3000 台套立式磨。	用户遍及全国并远销韩国、俄罗斯、蒙古、巴基斯坦、越南、印度、泰国、缅甸、埃塞俄比亚、印尼、巴西、土耳其、埃及、阿联酋等四十余个国家和地区。
提升机	广泛用于建材、钢铁、化工、有色冶金等行业粉体领域。	板链、钢丝胶带提升机国内知名品牌，斗式提升机市场占有率全球前三强，为国内外各行业提供超过 10000 多台套高性能的钢丝胶带及板链提升机、粉体计量系统以及其它类输送、计量类机械设备。	终端用户遍及全球 50 多个国家和地区(包括美国和欧盟地区)。
篦冷机	主要用于对水泥熟料进行冷却、输送。	国际领先的单项产品隐形冠军，第四代篦冷机销售超 494 台套，国内市场占有率超 65%。	
熟料输送机	用于输送各种干燥颗粒物料，被广泛用于水泥、电力、冶金、化工、煤炭等行业。	拳头产品熟料输送机整机国内市场占有率 85%以上，配件国内市场占有率 65%以上。	出口到德国、美国等全球五十多个国家和地区。

资料来源：合肥水泥研究设计院有限公司公众号，公司公告，布朗机械官网，天风证券研究所

1) 合肥院成立于 1950 年北京，1978 年迁址合肥，1999 年改制进入中国建材集团，2017 年成为法人独资的有限责任公司，拥有多项甲级资质，是首批获得冶金工程施工承包壹级资质的单位。合肥院专注于无机非金属材料领域的技术和装备研发、生产和销售，特别是在水泥生产技术及其配套技术服务方面享有盛誉。通过科研制度、创新激励机制和产学研结合，合肥院将科研优势转化为技术成果，推出了辊压机、立磨、钢丝胶带提升机等核心技术和关键装备，业务遍及亚、非、欧、美等数十个国家。截至 2022 年底，合肥院现有研发人员占职工总数的 47%，市级领军人才 10 余名，教授级高级工程师 94 名，高级工程师 188 名，成为行业内综合研发实力最强的科研院所之一。24H1 合肥院营收为 13.40 亿元，同比-33.80%，净利润为 1.86 亿元，同比-34.16%。23 年合肥院超额完成业绩承诺，业绩承诺资产 1 与业绩承诺资产 2 累计实际净利润 2.60、0.02 亿元，完成率分别为 129.74%、105.24%。

图 26：合肥院业绩承诺净利润及 23 年完成情况（万元）

	2023			2024	2025
	23 年承诺	23 年实际	23 年完成率	2024 年承诺	2025 年承诺
业绩承诺资产 1	20,013.25	25,965.99	129.74%	20,805.42	22,114.89
业绩承诺资产 2	189.98	199.93	105.24%	115.97	48.87

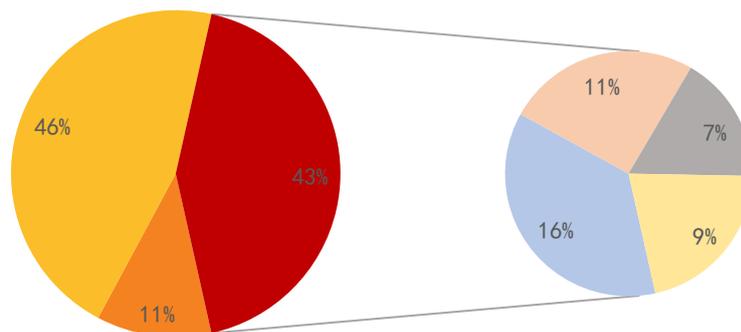
资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：业绩承诺资产 1 为合肥院（母公司）、中建材（合肥）粉体科技装备有限公司、中建材（合肥）机电工程技术有限公司、合肥中亚建材装备有限责任公司、安徽中亚钢结构工程有限公司、合肥中都机械有限公司、中国建材检验认证集团安徽有限公司；业绩承诺资产 2 为合肥中亚环保科技有限公司、合肥固泰自动化有限公司。

2021年合肥院主营业务收入为39.33亿元，其中工程技术服务营收为17.97亿元，占主营业务的45.78%；钢结构销售与安装营收为4.44亿元，占主营业务收入的11.29%；装备销售营收为16.92亿元，占比为43.03%。装备销售营业收入中以辊压机、立式磨、提升机三大类为主，营收分别为6.18、4.29、2.86亿元，占装备销售收入的36.54%、25.36%、16.89%。合肥院主要采用“以销定产”的生产模式，2021年辊压机、立式磨、提升机产销率分别为86.67%、88.89%、85.39%，均维持在较高水平；若考虑合肥院工程技术服务业务对自身装备产品的使用，辊压机、立磨、提升机的产销率均接近100%。

图 27：2021 年合肥院收入结构

■ 钢结构销售与安装 ■ 工程技术服务 ■ 辊压机 ■ 立磨 ■ 提升机 ■ 其他产品



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，天风证券研究所

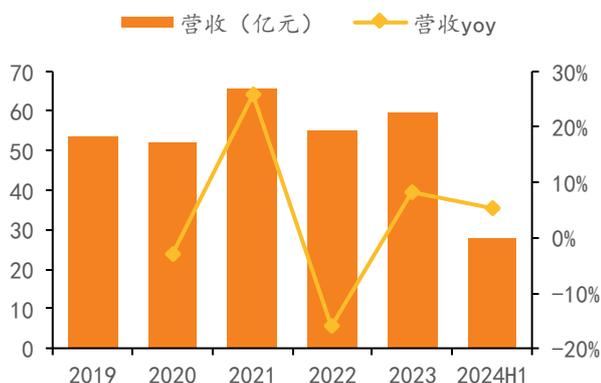
表 6：2021 年装备产品产销率

产品名称	产量（台套）	销量（台套）	产销率
辊压机	60	52	86.67%
立式磨	90	80	88.89%
提升机	308	253	85.39%

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，天风证券研究所

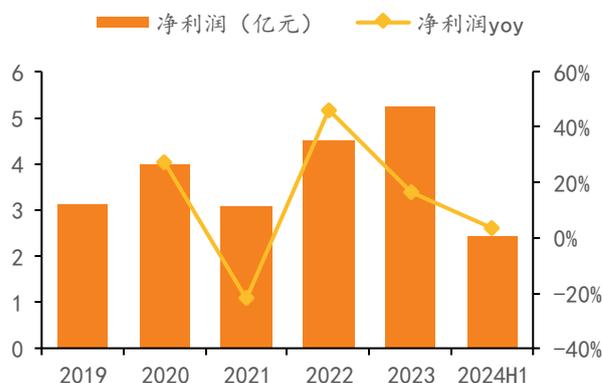
2) 天津院成立于 1953 年，是中国最早建立的主要大型国家骨干工业设计院之一。2005 年，与中国材料工业科工集团战略性重组，整体并入集团；2007 年 1 月 1 日，改制为天津水泥工业设计研究院有限公司并正式对外营业。天津院以自主核心技术与关键主机装备出口带动成套装备和工程出口，在水泥工业建设领域形成了“技术 + 装备”核心的工程总承包经营模式，具备技术研发、工程设计与咨询、设备成套供货、工程建设、工程监理、生产运营及备品备件等完整产业链。24H1 天津院营收为 27.88 亿元，同比+5.39%，净利润为 2.43 亿元，同比+3.63%。

图 28：2019-2024H1 天津院营收



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：2019-2024H1 天津院净利润

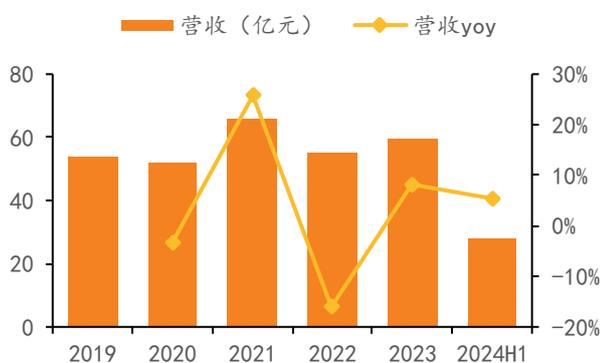


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3) **浙江博宇机电有限公司**成立于2005年,专业从事散装物料输送设备的研发和制造,已发展成为全球散装物料输送设备行业的头部企业,提供多种高效的物料输送解决方案。其主要产品包括NE板链系列、NSE板链系列、TGD钢丝绳胶带系列提升机,以及FU链条、取料机链条、提升机链条等。2023年,中材国际入股博宇机电并持股51%,实现控股并表,进一步提升高端装备业务的种类和规模,为打造统一装备发展平台奠定基础。

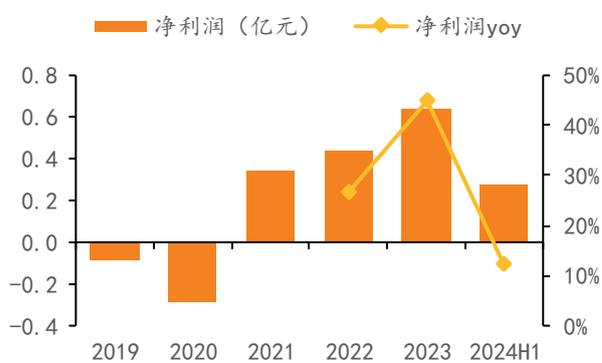
4) **Hazemag**成立于1992年9月23日,主要从事生产、销售和维修生产加工所需的部件和设备及各种加工技术,特别是在地下煤矿钻孔、装载和巷道掘进机方面享有较高的全球知名度。作为一家以破碎机研发制造为主的德国公司,Hazemag在破碎机设计与控制技术领域处于全球领先地位,具备强大的研发能力、技术优势以及全球营销渠道,尤其在破碎铁矿、金矿和CR矿等硬质物料方面表现突出。2013年,中材国际以1.04亿欧元收购并增资取得Hazemag 59.09%的股权,进一步提升了其在装备领域的影响力。2024上半年Hazemag营业收入同比下滑3.57%至5.82亿元,净利润为0.28亿元,同比增长12.08%。

图 30: 2019-2024H1 Hazemag 营业收入



资料来源:公司公告,天风证券研究所

图 31: 2019-2024H1 Hazemag 净利润



资料来源:公司公告,天风证券研究所

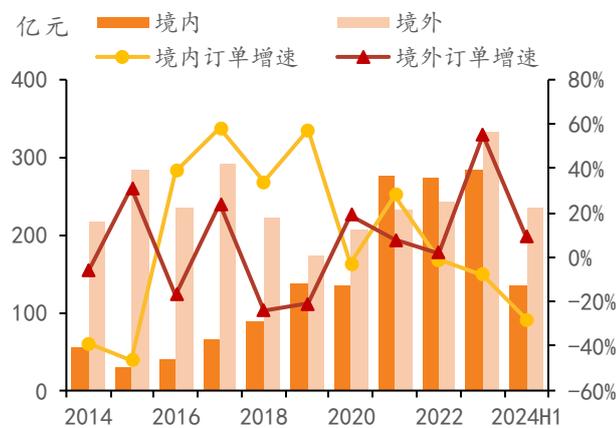
绿色低碳及数字智能已成为全球水泥行业的共识,国内水泥企业对存量技改的需求或将持续释放,以装备为核心的绿色智能技改项目或成为新的业务增长点。2023年受水泥行业需求萎缩、价格低位下行、利润大幅下降影响,水泥整线EPC机会大幅锐减。但是在“双碳”与“双控”政策共同作用下,产业转型升级需求迫切。2024年1月19日,生态环境部等五部门联合发布《关于推进实施水泥行业超低排放的意见》,目标到2025年底前,重点区域力争50%水泥熟料产能完成超低排放改造,区域内大型国有企业集团基本完成超低排放改造;到2028年底前,重点区域水泥熟料生产企业基本完成改造,全国力争80%水泥熟料产能完成改造。截止到2022年底,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%,国内老线绿色智能技术改造仍有较大需求。截止到2023年底,境外约有2400条水泥熟料生产线,20年以上生产线占比近70%,存量老线技改市场空间较大。

4. 聚焦高质量出海，入股中材水泥加速海外布局

4.1. 攻坚“海外再造”，重视新兴场景气度抬升

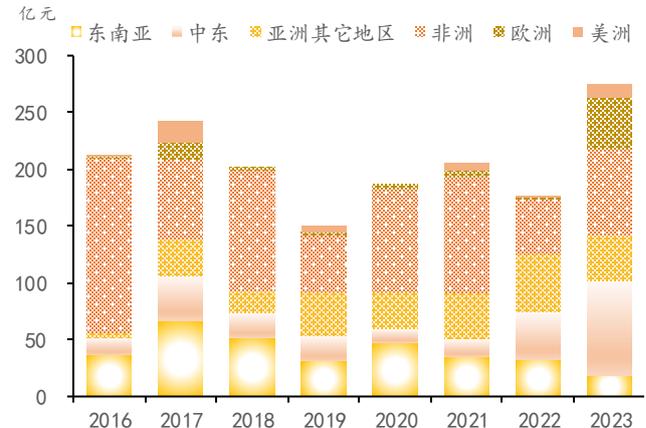
水泥工程主业全球市占率第一，中东、非洲市场保持高景气。截止 2023 年，中材国际的水泥技术装备与工程主业全球市场占有率连续 16 年保持世界第一，公司拥有国际领先的自主知识产权的新型干法水泥生产线技术以及完整的水泥技术装备工程“全产业链”资源，为客户提供矿山开采和水泥生产线技术研发、数字设计、智能制造、智慧建设、智慧运维、售后服务全过程的系统集成服务。24H1 公司境外新签订单 234.6 亿，同比+9%，24Q2 单季新签订单 91.7 亿，同比下滑 30%，主要系 23Q2 境外订单高基数所致，运维和装备业务 Q2 单季分别同比增长 15%、14%。从海外区域分布来看，2023 年中东地区占境外新签订单的比例为 30.21%，非洲地区占比为 27.37%，欧洲地区占比为 16.34%，中东和非洲区域新签订单分别同比增长 96.8%和 56.1%。

图 32：2014-2024H1 境内境外新签订单及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 33：公司各区域新签订单



资料来源：公司公告，天风证券研究所

海外经营保持较强韧性，强化海外市场开拓和精益管理。2024H1 境外业务实现营收 93.53 亿元，同比增长 15.2%，营收占比为 45%。从毛利率情况来看，2024H1 境外毛利率同比提升 3.65pct 至 22.61%，境外毛利率略高于境内工程毛利率。同时，海外项目整体垫资情况相对较好，2023 年 1 月中材国际与 Itori Cement Plc 签订了《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》，其中预付款为合同金额的 12%，进度款占比 83%，以及 5%的质保金，例如在埃及国防部卡夫拉谢赫住房建设工程总承包合同中，预付款为合同金额的 10%。中材国际 23 年海外业务占比提升 1pct，带来垫资杠杆下滑 1.5pct，海外业务整体毛利率及现金流情况都更好。

图 34：公司境外营收及增速



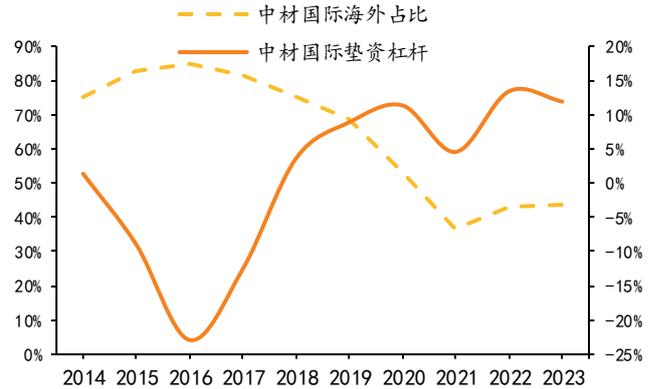
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 35：2015-2023 年境内境外毛利率对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 36：中材国际海外业务占比（左）与垫资杠杆（右）



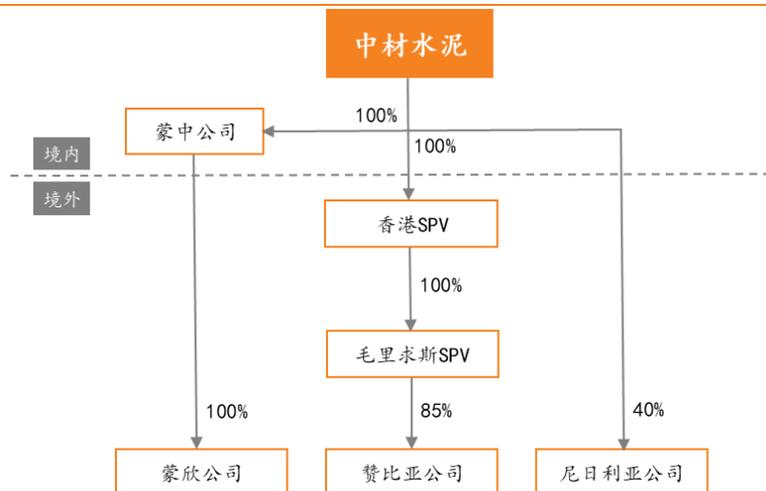
资料来源：Wind，天风证券研究所

全球水泥产业区域发展不均衡，整线 EPC 需求增长有限。国际市场，据 Onfield 调查，2023 年全球水泥产需量基本保持稳定，多数地区水泥价格上涨，除中国外平均增长 2.6%。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。境外新建增量主要来自非洲、中东、南亚等“一带一路”沿线国家基建需求。据 Onfield 预测，2024 年境外水泥需求和价格较 2023 年总体保持稳定。公司核心经营区域包括西部非洲、东部非洲、北部非洲、中东、南亚、东南亚等区域市场，伴随城镇化发展与人口增长红利，水泥需求仍有较大增长空间，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。

4.2. 携手中材水泥攻坚“海外再造”，拟收购海外水泥产线加速国际化布局

2023 年公司增资参股中材水泥，打造基础建材联合出海共同体。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，公司加强与中材水泥深度协同，积极推进基础建材全球布局，协同推动玻纤、锂膜、风电叶片等新材料产业“走出去”。中材国际与天山股份共同对中材水泥增资，增资后中材国际持有中材水泥 40%股权，天山股份持有中材水泥 60%的股权。中材水泥作为中国建材集团旗下的海外投资平台，在境外投资拥有 3 个基础建材生产运营项目：一是通过中国香港及非洲毛里求斯两层投资平台在赞比亚投资的赞比亚工业园项目，二是通过内蒙古乌兰察布投资平台在蒙古国投资的蒙欣水泥生产线项目，三是中材水泥直接在尼日利亚投资的骨料生产线项目。

图 37：中材水泥境外生产基地（截至 2023/12/5）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

中材水泥拟收购突尼斯水泥产线，协同出海拓展国际化布局。7月26日中材国际公告，中材水泥拟设立阿联酋 SPV 公司，以阿联酋 SPV 公司为主体收购突尼斯 CJO 及其所属 GJO 公司 100% 的股权。此次交易以 1.3 亿美元作为基础对价，最高不超过 1.45 亿美元。CJO 及其控股子公司 GJO，主要从事水泥及骨料的生产，本次收购有助于中材水泥扩大资产规模，推进中材水泥的国际化布局。2023 年 CJO 总资产为 1.02 亿美元，营收/税后利润分别为 0.91 亿、0.18 亿美元，同比分别+7%、+50%。

表 7：CJO 财务数据（未经审计）单位：百万美元

项目	2022 年 12 月 31 日	2023 年 12 月 31 日
总资产	107	102
净资产	53	59
营业收入	85	91
税前利润	14	21
税后利润	12	18

资料来源：水泥大数据研究院，CJO 公司公告，天风证券研究所

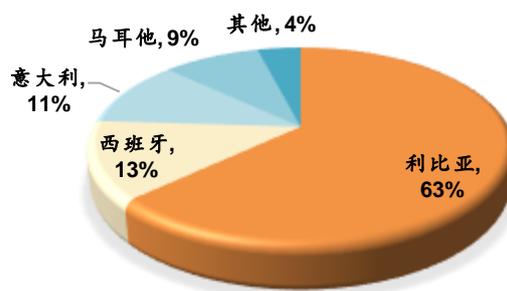
突尼斯区位优势优越，中国建材国际化业务加快。CJO 是一家位于突尼斯宰格万省的水泥企业，拥有一条 4000t/d 的熟料生产线，年产能达到 180 万吨，其附属公司 GJO 主要生产骨料，年产能约 120 万吨。突尼斯国内共有 9 家水泥生产企业，12 条熟料生产线，合计年产能约 1300 万吨。从产能规模来看，CJO 仅次于 Carthage cement 和 Société des Ciments d' Enfidha SCE，是突尼斯的第三大水泥企业。本次收购也为中国建材拓展了北非及地中海沿岸市场，突尼斯位于非洲北部，地中海南岸，东临利比亚，西接阿尔及利亚。人口主要集中于地中海沿岸的平原地带，尤其是突尼斯市及周边区域。截至 2023 年，突尼斯总人口数为 1224 万人。CJO 的水泥和骨料生产基地距离突尼斯首都及最大的港口所在地——突尼斯市仅有 40 公里左右路程，区位优势优越，有利于辐射突尼斯国内及出口市场，从出口流向来看，利比亚是突尼斯水泥出口最主要的流向地，2023 年突尼斯对利比亚的水泥出口量达到 148 万吨，占水泥出口总量的 63%；其次是西班牙、意大利和马耳他。

图 38：突尼斯的地理区位情况及收购项目所在位置



资料来源：水泥大数据研究院公众号，天风证券研究所

图 39：2023 年突尼斯水泥出口流向占比



资料来源：水泥大数据研究院公众号，天风证券研究所

4.3. 属地深耕完善全球布局，多元化战略助力国际化发展

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。中材国际“全球织网行动”全面推进，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。在海外拥有超过 100 家境外机构，1800 余名外籍长期雇员，一国一策深入推进属地经营。公司推行“属地化用工、属地化资源”的管理模式，全级次境外属地员工占比均在 50% 以上。其中成都建材院属地化用工高达 84%。南京板块尼日利亚奥贡基地产业园为周边社区提供大量就业岗位及学习培训机会，园区总用工量近 500 人，属地员工占比高达 95%；中材建设南非公司承建

的 Brochem CISA 项目现场普通工人 100%来自当地社区；中材海外阿根廷 L' Amali 二号线日产 5,800 吨水泥熟料生产线项目为当地创造直接就业岗位超过 1,700 个。公司定期开展属地员工技能培训，传授先进的施工工业和管理经验，提升属地员工技能，带动当地就业的同时为业主提供优质的技术服务。

图 40：成都建材院埃及片区焊工技能比赛



资料来源：公司公告，天风证券研究所

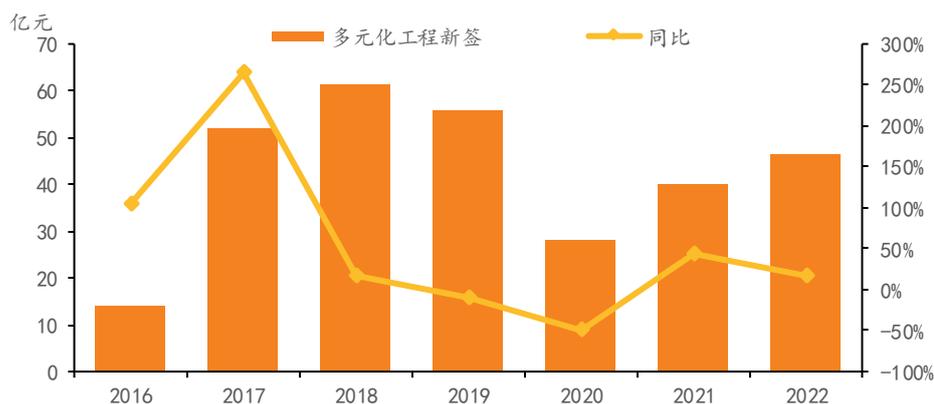
图 41：成都建材院 2023 年外籍员工培训



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司深入践行“多元化”战略，大力拓展多元化工程项目和属地投资。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、人才优势和资源整合能力，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。2022 年，公司新签属地多元化工程订单 46.34 亿元，同比增长 16%，占当年新签订单的比例约 9%。23 年上半年新签多元化工程合同额 16.87 亿元，同比增长 1.3 倍，新增属地化投资项目 3 个，在尼日利亚、肯尼亚、科特迪瓦加大属地产业投资力度。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，面临较大的汇率波动风险。针对此风险，公司一方面加大海外项目本土化分包、采购力度，消化当地货币；另一方面持续加强汇率监控及管理，以套期保值为原则，减少外汇风险敞口，以此降低和平滑因汇率波动对公司损益造成的影响。

图 42：公司多元化工程新签订单及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- 尼日利亚：公司 2008 年进入尼日利亚市场，截至 22 年底累计合同金额近 390 亿元，累计执行 44 个工程项目，其中水泥生产线 19 条，年产水泥近 4500 万吨。中材建设尼日利亚 KOGI 项目建设的 300 千瓦光伏发电及 1,200 千瓦时储能微电网系统于 2023 年 6 月正式投入使用。该电站设计光伏发电额定功率为 300 千瓦，在日照条件较好的情况下，日发电量超过 2100 千瓦时，形成了以光伏为主，发电机补充的供电模式，满足了项目生活区和部分施工区域的临时用电需求，日节约柴油 700 余升。参与建设尼日利亚 Dangote 炼油厂，日处理原油 65 万桶，单条线生产能力世界第一，实现了尼

日利亚高质量精炼石油产品自给自足，减少了该国对进口石油的依赖，同时帮助稳定本国货币并提供大量就业岗位。

- 阿尔及利亚：公司 2008 年进入阿尔及利亚市场，截至 2022 年底，累计执行 22 个工程项目，合同总额超过 110 亿元。公司参与建设的阿尔及利亚油脂提取项目是非洲单体规模最大的食用油制取项目，日处理大豆 6000 吨，产品销售范围可辐射整个非洲及环地中海的欧洲国家，在北非乃至整个非洲都具有较大的影响力。
- 印度尼西亚：公司自 2011 年进入印尼市场，截至 2022 年底累计执行项目 19 个，合同总额近 120 亿元。以印尼 BAYAH 万吨线及配套 60MW 电厂项目为代表，是印尼境内投资最省、建设周期最短、运行最可靠、收益最快的超大型工程项目，全力打造“全球海洋支点”战略的标杆工程，缓解印尼境内水泥和电力的强劲需求，为当地创造巨大的经济效益和社会效益，获得印尼国家电力部门 PLN 等战略客商和业界同行的高度认可。
- 埃及：公司 2006 年进入埃及市场，截至 22 年底，累计执行项目 25 个，合同总额超 250 亿元。利用 GOE6 条线等精品工程打造国际水泥工程建设世界名片，塑造优秀口碑、积累丰富资源，并借此优势积极拓展业务、深耕属地发展，拓展 9 条水泥生产线的 10 年运维合同，相继承接 CS 糖厂、GOE 大桥、PTJ 原油储罐、GOE KES 房建等一批有影响力的标志性工程。

图 43：印尼 BAYAH 万吨线及配套 60MW 电厂项目



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 44：尼日利亚 KOGI 项目光伏储能电站



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

我们预计公司 24-26 年收入分别为 509、565、623 亿元，yoy 分别+11.1%、+11.0%、+10.3%，归母净利润分别为 32.2、35.8、40.0 亿元(前值为 32.8、37.9、43.8 亿元)，yoy 分别+10.5%、+11.1%、+11.7%。其中：

1) 工程服务业务，上半年工程服务实现营业收入 120.99 亿元，同比增长 4.82%；上半年国内市场受水泥行业产能过剩和面积亏损影响，公司境内订单承压下滑，24H1 公司工程技术服务订单同比下滑 18%，其中新签境外工程服务订单同比增长 4%，成功获取捷克、沙特、菲律宾、伊拉克等 15 条水泥整线项目。考虑到公司未完合同额为 592 亿元，同比增长 6.89%，在手订单充足仍有望支撑业绩增长，预计 24-26 年收入增速分别为 5.8%、5.5%、5%，毛利率有望保持平稳，预计 23-25 年毛利率分别为 15.5%、15.5%、15.2%。

2) 装备制造业务，受合肥院资产于 23 年完成并表影响，23 年表观增速较高。2024H1 实现营业收入 29.16 亿元，同比减少 23.07%，装备境外业务收入占装备收入比重提升至 32%；24H1 装备业务订单同比下滑 15%，其中境外装备订单同比增长 58%，考虑到控股中材水泥之后海外业务扩展有望加快，我们预计 24-26 年装备业务增速分别为 13.6%、13.1%、12.7%；前期合肥院主要经营装备销售及工程技术服务业务，整合后作为公司统一装备平台，或逐步减少毛利率较低的工程技术服务业务，我们预计 24-26 年装备制造毛利率分别为 24%。

3) 运维服务业务，24H1 运维服务业务实现收入 56.73 亿元，同比+22.22%，其中矿山运维/水泥运维分别同比+27.88%/+13.54%；截至 24H1，运维业务较年初新增 6 条在执行水泥运维服务生产线，在执行矿山项目增加 67 个，境外新增 1 个矿山项目。24H1 公司新签运维订单同比增长 41%，境内/境外新签订单同比+37%、+42%。预计收入或将保持较快增长，预计 24-26 年收入增速分别为 22.2%、23%、19.7%，毛利率有望保持平稳，毛利率分别为 22%。

图 45：中材国际业绩拆分

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入 (百万元)	30,765	36,535	38,819	45,799	50,890	56,498	62,321
工程服务	20,219	21,911	23,058	26,665	28,200	29,743	31,229
装备制造	3,734	4,879	4,734	7,176	8,149	9,218	10,387
运维服务	5,717	7,874	9,094	10,600	12,956	15,937	19,075
收入 yoy	26.2%	18.8%	6.3%	18.0%	11.1%	11.0%	10.3%
工程服务	14.2%	8.4%	5.2%	15.6%	5.8%	5.5%	5.0%
装备制造	-2.7%	30.7%	-3.0%	51.6%	13.6%	13.1%	12.7%
运维服务	421.9%	37.7%	15.5%	16.6%	22.2%	23.0%	19.7%
综合毛利率	38.6%	17.8%	17.0%	19.4%	19.4%	19.5%	19.5%
工程服务	14.1%	13.6%	12.4%	15.7%	15.5%	15.5%	15.2%
装备制造	20.4%	23.2%	23.5%	25.5%	24.0%	24.0%	24.0%
运维服务	18.6%	20.4%	22.6%	21.8%	22.0%	22.0%	22.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

费用率预计稳中有降，得益于公司数字化战略落地执行，降本增效或将逐渐体现。23 年销售/管理/研发费用率分别同比-0.01pct、-0.18pct、+0.51pct，预计 24-26 年销售费用率分别为 1.2%，管理费用率分别为 4.7%、4.7%、4.68%，研发费用率预计为 4%、4%、3.9%。

表 8：费用率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	1.23%	1.22%	1.20%	1.20%	1.20%
管理费用率	4.90%	4.73%	4.70%	4.70%	4.68%
研发费用率	3.51%	4.02%	4.00%	4.00%	3.90%

资料来源：Wind，天风证券研究所

基于以上预测，我们预计公司 24-26 年归母净利润为 32.2、35.8、40.0 亿元。我们分业务选取可比公司，其中工程可比公司选取与公司同为国际工程企业的中工国际、中钢国际、北方国际、上海港湾，运维可比公司选取容知日新、苏文电能，装备可比公司选取中联重科、徐工机械。可比公司 24 年 PE 均值及中位数分别为 14.0x、13x，考虑到公司工程业务龙头地位稳固，运维业务主体中材矿山行业地位持续领先，装备业务亦或有望打开广阔发展空间，我们认可给予公司 24 年目标 PE12x，对应目标价 14.9 元，维持“买入”评级。

图 46：可比公司估值

公司名称	市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS (元/股)				P/E			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
中工国际	86	6.91	0.35	0.34	0.39	0.46	20.0	20.5	17.7	15.1
中钢国际	79	5.54	0.56	0.62	0.71	0.79	10.0	8.9	7.8	7.0
北方国际	88	8.77	0.86	1.02	1.20	1.38	10.2	8.6	7.3	6.3
上海港湾	41	16.69	0.88	0.92	1.23	1.61	19.0	18.2	13.6	10.4
容知日新	19	22.87	1.25	1.26	1.67	2.11	18.3	18.2	13.7	10.9
苏文电能	33	16.00	1.48	1.13	1.42	1.76	10.8	14.2	11.3	9.1
中联重科	507	6.32	0.41	0.52	0.67	0.82	15.3	12.1	9.4	7.7
徐工机械	752	6.36	0.50	0.56	0.71	0.89	12.7	11.4	9.0	7.1
平均值							14.5	14.0	11.2	9.2
中位数							14	13	10	8
中材国际	248	9.39	1.10	1.22	1.36	1.51	8.5	7.7	6.9	6.2

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收盘价时间 2024/8/30，除中材国际外，其他业绩预测源自 wind 一致预期

6. 风险提示

水泥行业景气下行超预期：公司主业水泥工程业务与水泥行业景气度相关性较大，若水泥行业景气下行超预期，或影响对公司水泥工程业务前景的判断。

海外业务拓展不及预期：公司为国际工程企业，海外占比较高，若海外业务拓展不及预期，或影响公司前景判断。

运维和装备业务发展不及预期：公司运维、装备业务为驱动公司再成长的重要业务板块，若后续发展不及预期，或对公司经营前景产生一定影响。

汇率波动风险：公司海外业务占比较大，若汇率波动较大，或对公司造成一定影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,809.31	9,638.14	10,945.52	11,395.47	12,464.11	营业收入	38,819.25	45,798.84	50,889.78	56,497.61	62,320.56
应收票据及应收账款	7,689.62	10,158.27	7,087.71	12,529.52	10,321.35	营业成本	32,233.13	36,900.39	41,039.92	45,491.78	50,195.49
预付账款	5,280.68	5,074.48	6,442.34	6,323.78	7,762.32	营业税金及附加	166.20	220.72	245.25	272.27	325.27
存货	2,444.80	2,879.25	5,100.73	3,744.89	6,015.34	销售费用	478.03	557.96	610.68	677.97	747.85
其他	3,821.86	4,871.73	10,719.29	12,920.34	12,645.08	管理费用	1,903.85	2,164.89	2,391.82	2,655.39	2,916.60
流动资产合计	27,046.27	32,621.87	40,295.58	46,914.01	49,208.21	研发费用	1,362.72	1,841.54	2,035.59	2,259.90	2,430.50
长期股权投资	657.91	1,215.71	1,215.71	1,215.71	1,215.71	财务费用	(94.26)	252.39	89.88	76.68	58.68
固定资产	3,536.06	5,097.02	6,265.11	7,341.70	8,328.48	资产/信用减值损失	(145.79)	(491.01)	(365.00)	(389.33)	(379.45)
在建工程	572.73	576.11	540.89	512.71	490.17	公允价值变动收益	(20.52)	78.39	(26.12)	0.00	0.00
无形资产	833.40	1,092.46	999.37	906.29	813.20	投资净收益	(11.14)	(32.57)	(36.19)	(45.00)	(60.00)
其他	6,407.18	6,950.13	6,877.23	6,804.33	6,754.52	其他	292.10	694.37	0.00	0.00	(0.00)
非流动资产合计	12,007.27	14,931.43	15,898.31	16,780.73	17,602.07	营业利润	2,654.94	3,611.77	4,049.34	4,629.28	5,206.73
资产总计	43,785.75	54,419.54	56,193.89	63,694.74	66,810.28	营业外收入	50.13	118.06	118.06	50.00	40.00
短期借款	2,053.35	2,025.70	2,025.70	2,025.70	2,793.55	营业外支出	18.81	32.29	32.29	32.29	32.29
应付票据及应付账款	11,514.99	14,335.07	13,480.87	16,846.98	16,616.68	利润总额	2,686.26	3,697.54	4,135.10	4,646.99	5,214.44
其他	4,642.72	5,926.63	13,805.35	15,748.94	16,136.66	所得税	353.39	511.42	613.29	734.22	842.13
流动负债合计	18,211.06	22,287.39	29,311.92	34,621.62	35,546.89	净利润	2,332.87	3,186.12	3,521.81	3,912.77	4,372.31
长期借款	1,810.73	2,043.71	2,043.71	2,043.71	2,043.71	少数股东损益	138.81	270.31	298.79	331.96	370.94
应付债券	1,500.00	1,000.00	1,250.00	1,250.00	1,166.67	归属于母公司净利润	2,194.07	2,915.81	3,223.02	3,580.81	4,001.36
其他	674.84	864.35	864.35	864.35	864.35	每股收益(元)	0.83	1.10	1.22	1.36	1.51
非流动负债合计	3,985.57	3,908.06	4,158.06	4,158.06	4,074.73						
负债合计	28,310.08	33,808.42	33,469.98	38,779.68	39,621.61	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	919.28	1,515.76	1,695.03	1,880.93	2,073.82	成长能力					
股本	2,265.63	2,642.32	2,642.02	2,642.02	2,642.02	营业收入	7.11%	17.98%	11.12%	11.02%	10.31%
资本公积	201.27	409.92	409.92	409.92	409.92	营业利润	12.44%	36.04%	12.11%	14.32%	12.47%
留存收益	12,184.33	16,175.17	18,108.98	20,114.23	22,194.94	归属于母公司净利润	21.20%	32.90%	10.54%	11.10%	11.74%
其他	(94.84)	(132.04)	(132.04)	(132.04)	(132.04)	获利能力					
股东权益合计	15,475.67	20,611.12	22,723.91	24,915.06	27,188.66	毛利率	16.97%	19.43%	19.36%	19.48%	19.46%
负债和股东权益总计	43,785.75	54,419.54	56,193.89	63,694.74	66,810.28	净利率	5.65%	6.37%	6.33%	6.34%	6.42%
						ROE	15.07%	15.27%	15.33%	15.55%	15.93%
						ROIC	80.96%	46.45%	37.07%	35.89%	34.43%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	64.66%	62.13%	59.56%	60.88%	59.30%
净利润	2,332.87	3,186.12	3,223.02	3,580.81	4,001.36	净负债率	-10.75%	-14.71%	-18.00%	-18.22%	-18.11%
折旧摊销	437.28	529.46	621.19	705.64	789.82	流动比率	1.31	1.32	1.37	1.36	1.38
财务费用	322.08	255.43	89.88	76.68	58.68	速动比率	1.21	1.22	1.20	1.25	1.22
投资损失	11.14	32.57	36.19	45.00	60.00	营运能力					
营运资金变动	(3,403.91)	(1,316.90)	(393.61)	(751.82)	(906.34)	应收账款周转率	6.09	5.13	5.90	5.76	5.45
其它	1,218.12	849.18	272.67	331.96	370.94	存货周转率	15.57	17.20	12.75	12.77	12.77
经营活动现金流	917.59	3,535.86	3,849.35	3,988.28	4,374.46	总资产周转率	0.91	0.93	0.92	0.94	0.96
资本支出	1,340.37	2,554.14	1,660.97	1,660.97	1,660.97	每股指标(元)					
长期投资	26.10	557.80	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.83	1.10	1.22	1.36	1.51
其他	(2,352.47)	(4,015.49)	(2,954.03)	(3,400.99)	(3,493.92)	每股经营现金流	0.35	1.34	1.46	1.51	1.66
投资活动现金流	(986.00)	(903.55)	(1,293.06)	(1,740.03)	(1,832.96)	每股净资产	5.51	7.23	7.96	8.72	9.51
债权融资	2,373.77	206.96	160.12	(76.68)	625.84	估值比率					
股权融资	(965.58)	(508.68)	(1,409.02)	(1,721.62)	(2,098.71)	市盈率	11.31	8.51	7.70	6.93	6.20
其他	(1,852.83)	(1,406.32)	0.00	0.00	(0.00)	市净率	1.70	1.30	1.18	1.08	0.99
筹资活动现金流	(444.64)	(1,708.03)	(1,248.90)	(1,798.30)	(1,472.87)	EV/EBITDA	2.67	2.26	2.82	2.45	2.17
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	2.92	2.43	3.20	2.78	2.46
现金净增加额	(513.05)	924.28	1,307.38	449.95	1,068.64						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的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，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com