



中材国际 (600970.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

主动升级，放眼全球

业务结构主动升级，超越水泥 EPC

公司为全球领先的水泥工程综合服务商，主营水泥 EPC、装备制造、运维，25H1 收入占比分别为 58.0%、10.7%、28.8%，25Q1-Q3 工程/高端装备制造/生产运营服务新签订单分别为 335.9/38.1/34.4 亿元，同比分别+38%/79%/-2%。装备业务“双外”延伸逻辑持续兑现，截至 25H1，公司装备业务行业外/境外收入占比达 37%/51%。公司收购合肥院后完善产品矩阵，2024 年公司辊压机全球市占率第一，熟料输送机/篦冷机国内市占率达 85%/70%。我们测算 2024 年水泥装备市占率约 20%，较 EPC 业务的市占率水平仍有较大提升空间。

连续十八年分红回馈股东，高股息性价比凸显

公司自上市以来连续十八年分红，2024 年分红比例/静态股息率分别为 40%/4.8%。根据 2024 年 7 月公告，2024-2026 年分红比例不低于当年实现可供分配利润的 44%/48%/53%。根据我们的盈利预测，公司现价对应 26 年的股息率有望超 6%。

非洲、中东基建景气向上，境外订单占比近 70%

从 2024 年新签海外订单结构看，中东占比 37.2%、非洲 27.4%、欧洲 16.3%。我们测算中东+非洲重点地区的年均新建需求约 24 亿美元。复盘出海历程，公司经历过“出海风浪”，持续深耕属地化布局、积累丰富经验，2022-2025H1 公司海外业务重回增长趋势。25Q1-Q3 公司新签合同金额 598.82 亿元，同比+13%，其中境外订单占比达 69%。

盈利预测、估值和评级

我们看好公司①出海竞争优势及持续高增长；②结构优化，装备/运维占比提升，有利盈利能力与估值水平；③当前时点估值及股息率具备吸引力。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 30.7、33.6、36.4 亿，现价对应 PE 分别为 8.1、7.4、6.8 倍，给予 2026 年 12xPE，对应目标价 15.36 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

国际经商环境变化、新业务开展不及预期；汇率波动风险；限售股解禁风险。

建筑建材组

分析师：李阳 (执业 S1130524120003)

liyang10@gjzq.com.cn

联系人：谭宸

tanchen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：9.60 元

目标价 (人民币)：15.36 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	45,799	46,127	48,794	52,703	57,621
营业收入增长率	17.98%	0.72%	5.78%	8.01%	9.33%
归母净利润(百万元)	2,916	2,983	3,070	3,364	3,642
归母净利润增长率	32.90%	2.31%	2.92%	9.56%	8.28%
摊薄每股收益(元)	1.104	1.129	1.171	1.283	1.389
每股经营性现金流净额	1.34	0.87	0.29	1.36	1.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.27%	14.13%	13.44%	13.53%	13.47%
P/E	8.46	8.40	8.10	7.39	6.82
P/B	1.29	1.19	1.09	1.00	0.92

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 中材国际：低估高股息水泥 EPC 龙头，境外订单占比近 70%.....	4
1.1 公司概况.....	4
1.2、股权结构&分红情况.....	5
1.3、财务表现.....	6
1.4、订单情况.....	7
2、装备&智能化转型：业务结构升级，超越水泥 EPC.....	9
2.1、装备制造：根基深厚，并购合肥院完善业务体系.....	9
2.2、数字智能：数字化、智能化转型.....	11
3、EPC+运维：核心主业，优化产业布局.....	11
3.1、工程服务：以 EPC 全链条集成服务为主.....	11
3.2、运维服务：由水泥运维到矿山运维，不断拓展业务范围.....	13
4 非洲、中东基建景气向上，属地深耕完善全球布局.....	13
4.1、非洲、中东基建景气向上，公司先发布局享建设红利.....	13
4.2、历经风雨、无惧波动，实现高质量出海.....	16
4.3、属地深耕，授人以渔、打造人才“新引擎”.....	17
5、盈利预测与投资建议.....	18
5.1、盈利预测.....	18
5.2、投资建议及估值.....	20
风险提示.....	20

图表目录

图表 1： 公司主营业务包括工程、装备、运维.....	4
图表 2： 2013-2024 年公司发展重要节点梳理.....	5
图表 3： 公司股权结构（截至 2025/9/30）.....	5
图表 4： 2004-2024 年现金分红总额及分红比例.....	6
图表 5： 2005-2024 年公司静态股息率情况.....	6
图表 6： 2018-2025Q3 营收/归母净利润及同比增速.....	6
图表 7： 2018-2025H1 主营业务构成及国外收入占比.....	6
图表 8： 2018-2025H1 公司毛利构成及海外占比.....	7
图表 9： 2018-2025H1 公司分业务/区域毛利率表现.....	7
图表 10： 2018-2024 年公司负债率稳中有降.....	7
图表 11： 2018-2025Q3 公司费用率保持平稳.....	7



图表 12:	2018-2025Q3 有效结转合同金额 (亿元)	8
图表 13:	2018-2025Q3 公司新签合同金额 (亿元)	8
图表 14:	公司分地区新签订单及海外占比	8
图表 15:	公司海外新签订单分地区拆分	8
图表 16:	拟收购突尼斯标的公司财务数据 (单位: 百万美元)	9
图表 17:	公司装备产品矩阵	9
图表 18:	水泥装备领域主要竞争对手	9
图表 19:	部分水泥装备用途梳理	10
图表 20:	公司数字智能业务布局	11
图表 21:	EPC 主要工作流程	12
图表 22:	公司减碳技术成果	12
图表 23:	改造前后续效对比	13
图表 24:	水泥/矿山运维业务情况	13
图表 25:	海外新签订单分区域情况及同比增速	14
图表 26:	海外新建水泥产线单价测算	14
图表 27:	中东水泥产能分布	15
图表 28:	沙特水泥消耗量预测	15
图表 29:	非洲国家人口、水泥消耗量情况 (2020)	15
图表 30:	非洲国家水泥产能及产能利用率 (2020)	15
图表 31:	非洲水泥产能前十公司	16
图表 32:	全球前 10 水泥生产国的人均消耗量	16
图表 33:	2022-2026 年非洲主要国家基建预期增速	16
图表 34:	2008-2024 年公司资产减值+信用减值损失复盘	17
图表 35:	2008-2024 年公司海外业务收入及占比复盘	17
图表 36:	各建筑央企海外业务收入占比	17
图表 37:	属地化工程新签合同额及营业收入	18
图表 38:	中国建材集团新材料分部结构	18
图表 39:	分业务收入预测	18
图表 40:	可比公司估值比较 (市盈率法)	20



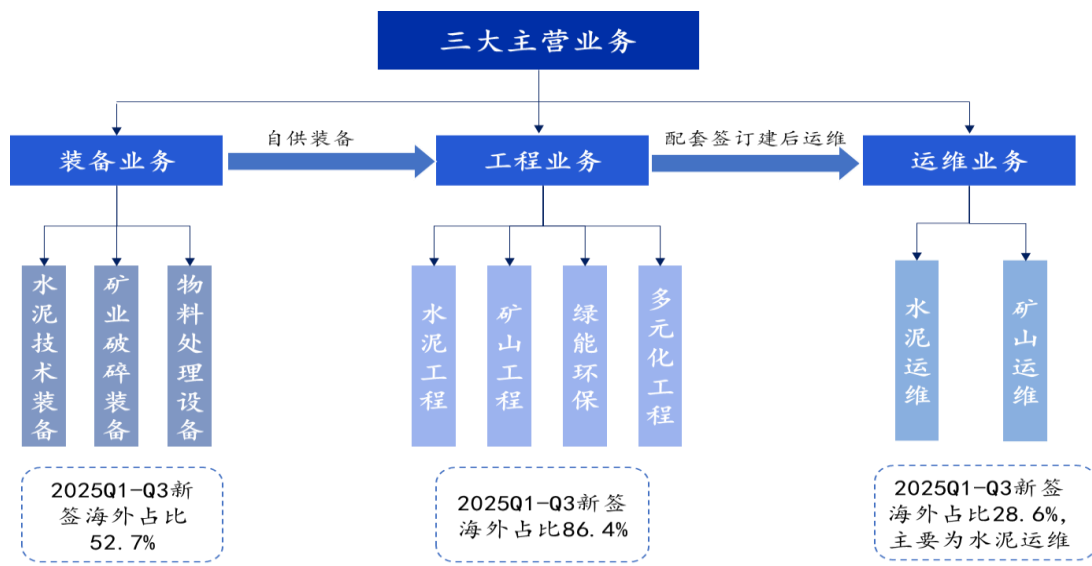
1 中材国际：低估高股息水泥 EPC 龙头，境外订单占比近 70%

1.1 公司概况

中国中材国际工程股份有限公司，简称“中材国际”，2001 年成立，2005 年于上交所上市，隶属中国建材集团旗下工程服务板块，是全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商，提供水泥 EPC、装备、运维等一站式系统集成服务。2024 年公司实现收入/归母净利润分别为 461.27、29.83 亿元，分别同比+0.7%/+2.3%；2025 年前三季度实现收入/归母净利润分别为 329.98/20.74 亿元，分别同比+3.99%/+0.68%。

公司“十四五”发展战略主旨“一核双驱”。一个核心指工程技术服务业务，双轮驱动指数字智能、高端装备两大专业平台。2024 年公司工程技术服务、装备制造和运维服务收入占比分别为 58.8%、13.5%、28.0%，毛利率分别为 15.97%、22.82%和 21.48%，同比分别+0.23pct、-2.65pct、-0.31pct。2025H1 公司工程技术服务、装备制造和运维服务收入占比分别为 58.0%、10.7%、28.8%，毛利率分别为 13.12%、20.04%和 19.28%，同比分别-2.42pct、-1.89pct、-3.98pct。

图表1：公司主营业务包括工程、装备、运维



来源：iFind。国金证券研究所

公司出海时间早、对外经验丰富。公司坚持“全球化、属地化、多元化”发展定位，建立完善的属地区域型服务网络。截至 2025H1 末，公司累计在海外 91 个国家和地区承接了 364 条生产线，水泥技术装备与工程主业全球市场占有率连续 17 年保持世界第一。公司在海外拥有超过 100 家境外机构，2300 余名外籍长期雇员，深入推进属地经营。公司于 2021 年收购北京凯盛、南京凯盛、中材矿山，解决工程同业竞争问题并强化了运维业务布局；2023 年，公司并购合肥院，形成全国领先的装备平台；2024 年增资中材水泥，持股比例达到 40%，中材水泥主营水泥销售，产能均在海外。



图表2：2013-2024 年公司发展重要节点梳理

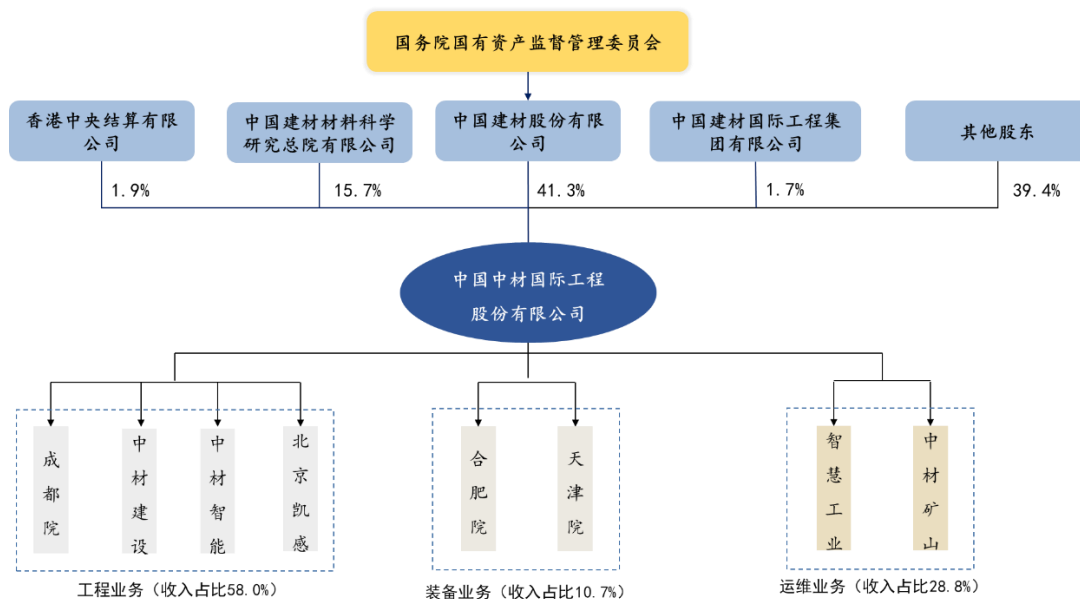
2013	沙特 HCC 日产 5000 吨水泥生产线完工；收购印度 LNTV 公司 68% 股权，实现海外并购实质性突破，加快资本国际化进程。
2014	亚太经合组织（APEC）工商领导人对话会上，与欧洲水泥集团签订了三个日产 6200 吨水泥生产线。
2015	首个在欧洲以中国技术和本土化模式建设的保加利亚 Deny4000t/d 熟料生产线竣工。
2016	首个全面使用欧洲标准建设的万吨级水泥生产线印尼海德堡日产 10000t/d 水泥生产线项目顺利竣工，首次实现国外现场施工资源 100% 本土化。
2017	首次将全国产化设备完整水泥生产线带进非洲的 PPC Barnet 刚果金 3000t/d 项目获得 TOC 证书。该项目施工全部采用中国标准和规范，设备国产率达到 99.9%。
2018	承建的首个产业园项目赞比亚工业园成功落地。
2019	世界水泥工业史上迄今在同一地点、同时同步建设的最大规模的水泥生产线埃及 GOE-BS 6×6000TPD 熟料水泥生产线 EPC 项目竣工。
2020	助力印尼“全球海洋支点”战略的印尼 BAYAH 二期项目克服多重困难，提前两个半月顺利点火，为当地创造了巨大的经济效益和社会效益。
2021	世界首例特大双翼平旋铁路桥、世界最大悬臂桥埃及苏伊士运河大桥成功进行首次转桥对接。
2022	收购智慧工业 100% 股权，强化运维服务能力。
2023	收购合肥院 100% 股权，与蒙古国新发展集团签署合作备忘录。
2024	参股公司中材水泥拟通过其全资子公司香港 SPV 新设阿联酋 SPV，以阿联酋 SPV 为主体，收购突尼斯 CJO 及其所属 GJO 公司 100% 的股权。

来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、股权结构&分红情况

依托中国建材，定位集团出海平台。公司第一大股东为中国建材股份有限公司，截至 2025Q3，中建材持股比例为 41.3%，实控人为国资委。

图表3：公司股权结构（截至 2025/9/30）



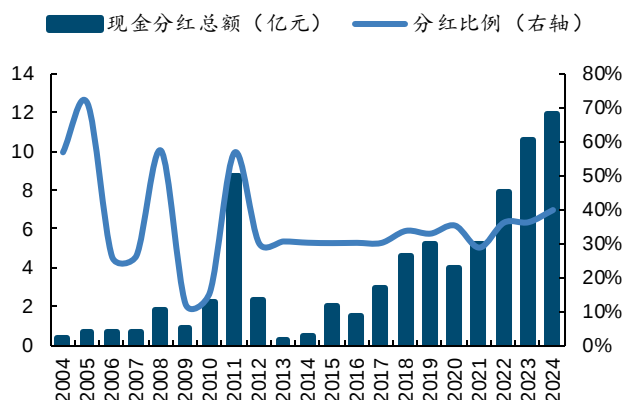
来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

注：收入占比为 2025H1

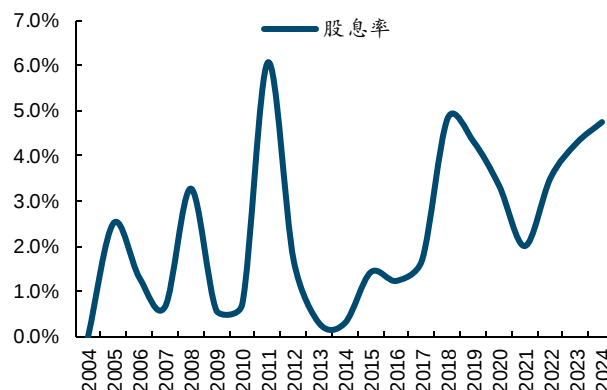
2024 年现金分红比例接近 40%。公司自上市以来连续 18 年进行现金分红，2024 年公司现金分红总额达 11.88 亿元，分红比例 39.8%。根据 2024 年 7 月公告，2024-2026 年分红比例不低于当年实现可供分配利润的 44%/48%/53%。根据 wind，公司 2025/10/29 的股息率（TTM）为 4.69%。根据我们的盈利预测，公司现价（9.65 元/股）对应 2026 年的股息率有望超 6%



图表4：2004-2024 年现金分红总额及分红比例



图表5：2005-2024 年公司静态股息率情况



来源：iFind，国金证券研究所

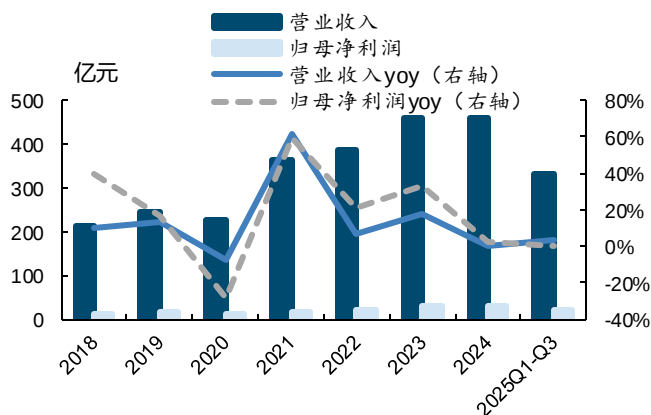
来源：Wind，国金证券研究所

1.3、财务表现

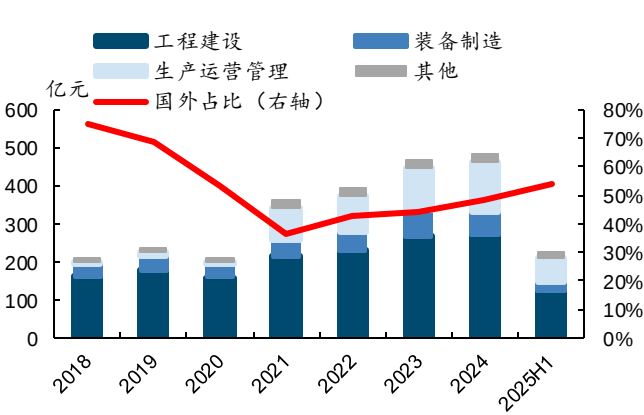
2024 年，公司实现营收/归母净利润 461.27、29.83 亿元，分别同比+0.7%/+2.3%；2025Q1-Q3，公司实现营收/归母净利润 329.98/20.74 亿元，分别同比+3.99%/+0.68%。公司业绩增长动能主要来自：(1) 境内：水泥行业加速智能化、绿色化转型，存量水泥产线改造的需求增多，对新装备、新技术的需求快速提升；(2) 境外：中东、非洲和东南亚等“一带一路”沿线国家基建行业仍处于蓬勃发展阶段，水泥产线的新建需求旺盛。

公司结构持续优化，分业务和区域两个维度。分业务角度，复盘 2018-2025H1，公司三大主营业务的首要特征可以概括为：水泥工程服务业务是第一大收入来源，运维服务增速最快、装备制造毛利率最高。2024 年公司工程/运维/装备收入占比分别为 58.8%/28.1%/13.5%，收入增速分别为+1.7%/21.9%/-18.4%，其中，装备业务有所下滑主要系国内水泥需求承压所致，毛利率分别为 15.97%/21.48%/22.82%，分别同比+0.24/-0.31/-2.65pct。装备业务毛利率下滑相对较多主要系其国内占比高，受国内水泥需求下滑影响较大。从毛利结构看，2024 年工程/运维/装备毛利占比分别为 48.5%/31.0%/15.9%，海外毛利占比由 2021 年的 35.6%提升至 2024 年的 48.3%，2025H1 进一步提升至 58.0%。分区域角度，国外收入占比由 2021 年的 36.6%提升至 2024 年的 48.3%，2025H1 进一步提升至 54.0%。海外/国内毛利率分别为 23.07%/15.97%，分别同比+1.87/-1.82pct。整体来看，海外盈利能力好于国内、装备&运维业务盈利能力好于工程，业务与区域的结构变化带动公司盈利能力提升。

图表6：2018-2025Q3 营收/归母净利润及同比增速



图表7：2018-2025H1 主营业务构成及国外收入占比

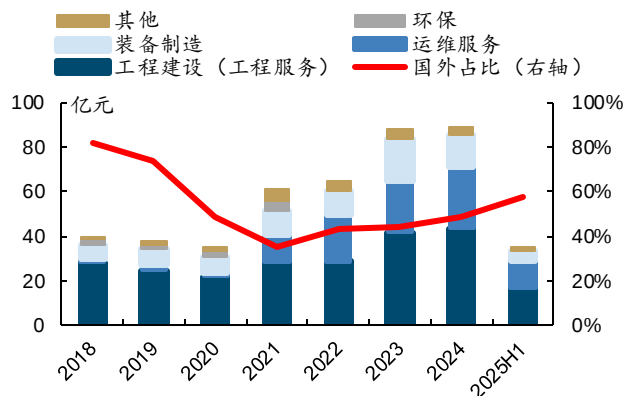


来源：iFind，国金证券研究所

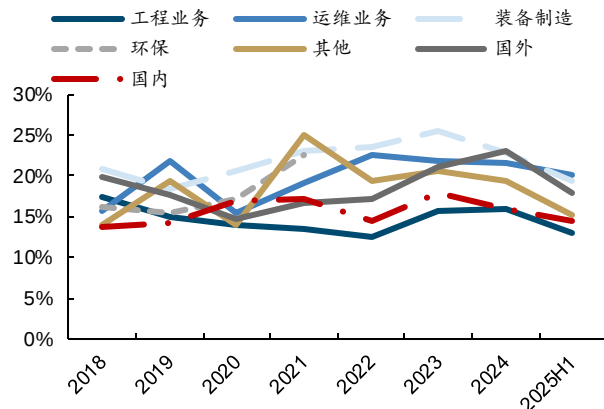
来源：iFind，国金证券研究所



图表8：2018-2025H1 公司毛利构成及海外占比



图表9：2018-2025H1 公司分业务/区域毛利率表现

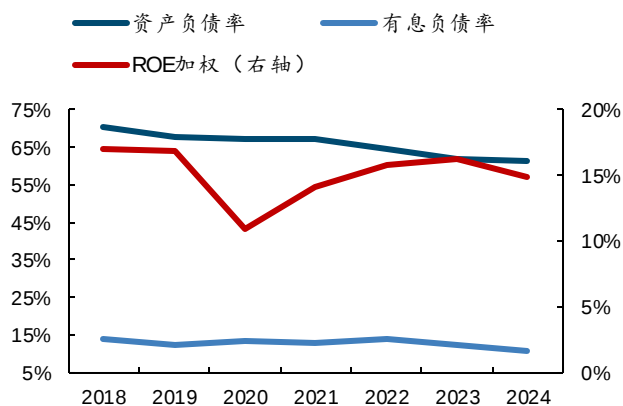


来源：iFind，国金证券研究所

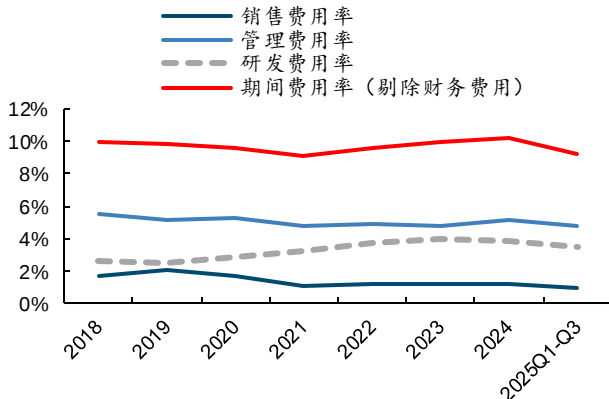
来源：iFind，国金证券研究所

资产负债率稳中有降，费用率保持平稳。2018-2024 年公司资产负债率/有息负债率分别由 70.54%/14.10%下降至 61.28%/10.49%，累计降低 9.26/3.60 个 pct，主因工程业务占比降低。费用端看，公司期间费用率基本稳定在 10%左右，随着国家推出“碳中和”政策，公司加大在智能化生产和节能减排领域的投入，研发费用及研发费用率有所增长；公司财务费用率的波动主要系汇兑损失影响，公司 2022-2024 年汇兑损失分别为-1.45、2.52、2.74 亿元。

图表10：2018-2024 年公司负债率稳中有降



图表11：2018-2025Q3 公司费用率保持平稳



来源：Wind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

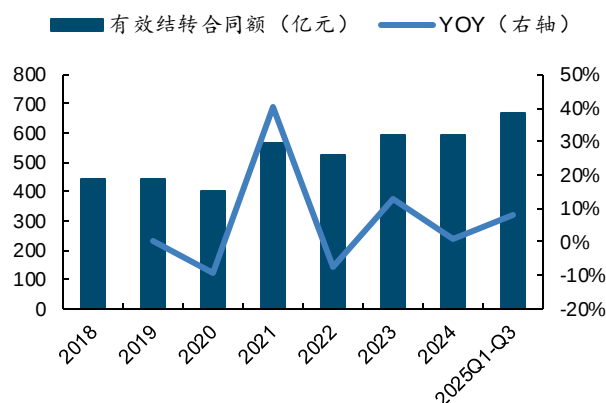
1.4、订单情况

新签订单维持增长，在手订单充裕。2024 年公司新签合同金额 634.4 亿元，同比+3%。25Q1-Q3 新签合同金额 598.95 亿元，同比+13%，主要得益于装备订单增长较快。在手订单充裕，截至 25Q3 期末，公司有效合同结转余额达 668.56 亿元，环比 25Q2 期末增长 7.8%。

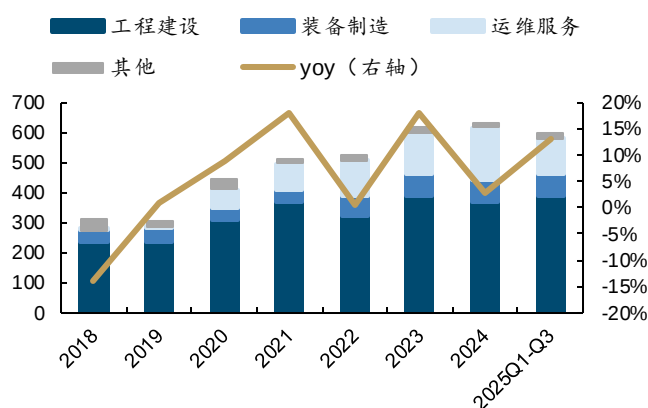
分业务看，装备业务表现亮眼，运维订单高基数下有所放缓。25Q1-Q3 工程/装备/运维订单分别为 388.9/72.2/120.1 亿元，同比分别+16%/+45%/-8%（运维订单 22Q1-Q3、23Q1-Q3、24Q1-Q3 增速分别为 90%、3%、27%）。



图表12：2018-2025Q3有效结转合同金额（亿元）



图表13：2018-2025Q3公司新签合同金额（亿元）



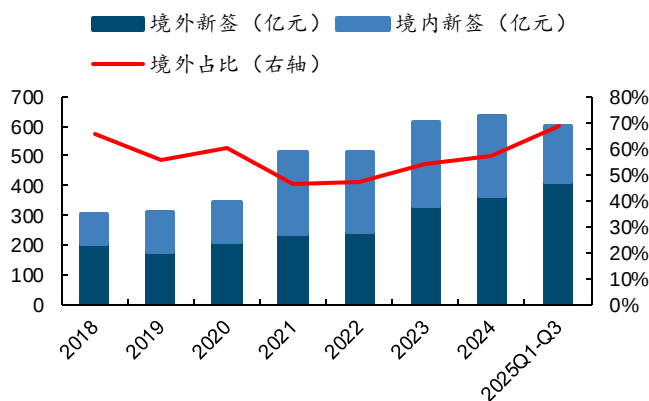
来源：iFind，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

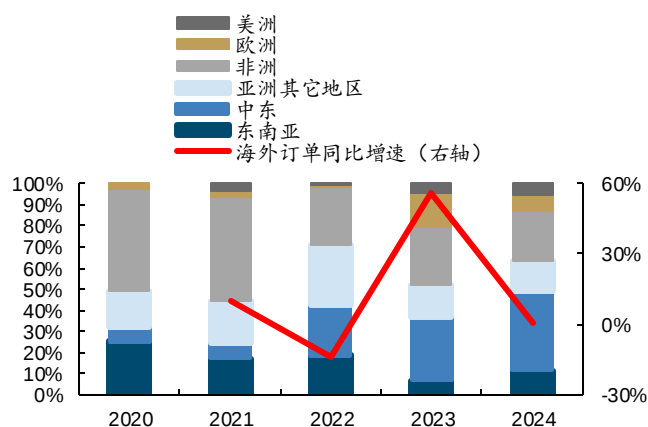
分区域看，“一带一路”沿线订单陆续落地。2024 年境内/境外新签合同分别为 362.0/272.4 亿元，同比分别-4%/+9%，境外新签合同占比达 57%。25Q1-Q3 境内/境外新签合同分别为 185.8/413.0 亿元，同比分别-18%/+37%，境外新签合同占比进一步提升到 69%。海外地区，公司 25Q1-Q3 工程/高端装备制造/生产运营服务新签订单分别为 335.9/38.1/34.4 亿元，同比分别+38%/79%/-2%。

2024 年公司新签订单金额按区域拆分占比：中东 37.2%（新签订单金额 102.3 亿元，后同）、非洲 27.4%（75.2 亿元）、欧洲 16.3%（44.9 亿元）、亚洲其它地区 15%（41.1 亿元）、东南亚 6.7%（18.4 亿元）、美洲 4.4%（12.1 亿元）。

图表14：公司分地区新签订单及海外占比



图表15：公司海外新签订单分地区拆分



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

联合出海、“1+1>2”。2023 年 12 月公司与天山股份拟以现金方式对中材水泥（天山股份全资子公司）合计增资 82.3 亿元。其中，公司增资 40.9 亿。2024/2 公司公告增资完成，中材水泥注册资本由 18.5 亿增加至 100 亿，公司持股中材水泥 40%。中材水泥定位是中国建材集团境外水泥投资平台，公司凭借 EPC+M 的产业链优势以及国际化、属地化深耕的经营优势，结合天山股份在水泥领域的投运营优势，共同出海，加速推进中国建材集团国际化。

中材水泥海外第一条产线收购方案出台。2024 年 7 月公司公告，中材水泥拟通过其全资子公司香港 SPV、新设阿联酋 SPV，以阿联酋 SPV 为主体，收购突尼斯 GJO 及其控股子公司 GJO 100%的股权。拟收购标的公司主要从事水泥及骨料生产，经营历史长久、运营稳定，地理位置靠近港口，区位条件优越，是区域市场成熟综合水泥企业。

突尼斯资产盈利能力优质，拟收购标的公司 2023 年收入 9100 万美元、同比+7%，税后利润 1800 万美元、同比+50%，2023 年净利率达 19.8%（2022 年为 14.1%），ROE 达 30.5%（2022 年为 22.6%）。按公司 40%持股比例、拟收购标的公司 2023 年约贡献投资收益 5100 万元人民币（汇率参考 2023 年底美元兑人民币中间价 7.0827），约占公司 2023 年归母净



利润的 1.75%。公司收购股权价格区间在 1.3-1.45 亿美元(以 1.30 亿美元作为基础对价,以实际交割日经审计的现金、债务和营运资金相对于估值基准日相应水平的交割账目差值调整确定,最高不超过 1.45 亿美元),收购价格对应 2023 年 PE 约 7.2-8.1X。

图表16: 拟收购突尼斯标的公司财务数据(单位:百万美元)

	2022 年	2023 年
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

来源:公司公告,国金证券研究所

注:根据国际财务报告准则编制的财务数据(未经审计)

2、装备&智能化转型:业务结构升级,超越水泥 EPC

2.1、装备制造:根基深厚,并购合肥院完善业务体系

联手合肥院&博宇机电,取长补短补强装备实力。公司装备制造业务范围包括水泥技术装备、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。2023 年公司完成合肥院 100%股权、博宇机电 51%股权收购,补齐了原先在辊压机、提升机、输送装备、环保设备等方面的欠缺装备产品矩阵进一步丰富,构筑起水泥领域品种最全、规模最大、品质高端的装备业务体系,根据公司公告,2024 年公司辊压机全球市占率第一,熟料输送机国内市占率达 85%,篦冷机国内市占率超 70%。

图表17: 公司装备产品矩阵



来源:公司 22Q3 业绩说明会 PPT, 国金证券研究所

海外厂商具备先发优势,公司有望后来居上。水泥装备技术门槛较高,根据水泥加工环节可分为破碎、烧成、粉磨、输送及环保处理,其中核心装备主要有破碎机、篦冷机、预热器。21 世纪以前,我国水泥装备主要依赖于进口产品,世界范围内水泥领先企业主要有史密斯、伯利休斯以及洪堡;目前国内已具备新型干法水泥生产线的核心技术和装备,国内领先企业主要有中材国际、中信重工。2025 年 6 月,丹麦史密斯 FLSmidth 宣布已达成协议,以 1.5 亿欧元(1.728 亿美元)的价格将其水泥业务出售给私募股权公司 Pacific AvenueCapital Partners 的一家附属公司、我们认为一方面系因为近年来公司加码布局装备领域,造成对头部企业份额有所冲击,另一方面史密斯矿业板块表现较好,经营重点有所转变,因此,我们认为公司有望后来居上。

图表18: 水泥装备领域主要竞争对手

公司名称	丹麦史密斯	德国伯利休斯	德国洪堡
------	-------	--------	------



成立时间	1882 年	1859 年	1856 年
经营范围	水泥生产线及矿山技术、装备工程服务，售后服务、矿业等	全球建材成套设备与生产线设计、设备研发和生产	水泥和矿产技术工程承包、设备开发、制造和供应
水泥装备产品	离心设备、输送设备、破碎分级、取样分析、喂料和定量给料、过滤、浮选、研磨、齿轮和驱动系统、高温处理、排放检测	蒂森克虏伯破碎机、堆取料机、立磨、辊压机、高效预分解炉、新型篦冷机、回转窑、水泥粉磨、低氮燃烧器、活性材、低氮石灰窑	矿山设备、破碎机、辊压机、预热器燃烧器、引风机、回转窑、篦冷机
行业地位	世界最强水泥设备供应商，第二大水泥工程承包商	世界建材成套行业三大品牌之一	在破碎、研磨、辊压、精矿选粉、发电脱硫设备等领域的技术处于领先地位

来源：丹麦史密斯官网，德国伯利休斯官网，德国洪堡官网，国金证券研究所

未来增长点：1) 内生性：自给率提升，向海外进军；2) 外延性：向行业外拓展。公司装备业务模式采用“以销定产、以产定购”，利用与工程总承包业务的协同优势带动装备销售，逐步向外行业拓展。2024/2025Q1-Q3 公司分别新签高端装备制造合同 71.6/72.2 亿元，分别同比-3%/+45%。2024/2025H1 公司高端装备制造业务实现营收 62.1/23.1 亿元，分别同比-13%/-21%；毛利率分别为 22.82%/19.28%，同比-2.65/3.98pct。装备业务短期有所承压主要系前期订单增速有所下滑所致。

1) 内生性：海外市场市占率提升大有可为

依托海外工程协同自给率提升，全球市占率提升可期。根据公司公告，2026-2030 年装备业务全球市场规模约 195 亿元，考虑公司行业外装备收入占比 37%，则对应公司 2024 年水泥装备市占率约 20%，距离工程 EPC 全球 65%市占率仍有较大提升空间。公司部分拳头产品市占率较高，如第四代冷却机/熟料输送机/篦冷机国内市占率分别达 65%/85%/70%；国外方面，我们认为过去装备出海相对缓慢主要系：①天津院作为科研设计院出海能力相对较弱；②天津院过去旗下包含工程业务，与体内其他工程子公司存在同业竞争，因此出海水泥 EPC 工程未拉动天津院的设备出海。随着合肥院整合进入，同业掣肘消除后海外自给率持续提升，境外收入占比快速提升（2024 年 36%、2025H1 提升至 51%）。

2) 外延：行业外拓展增量可期

水泥装备用途广泛，关注潜在跨界需求。水泥装备可应用于石油化工、电力、环保、冶金、陶瓷等领域，业外需求有望支撑装备业务增长。公司虽然主营水泥装备，但从工艺流程上来看，装备可分为破碎装置、粉磨装备、烧成装备、输送设备、环保设备等，与其他工业中的部分工序具备相通性。目前粉磨装备、环保装备、输送与计量装置等装备已进入冶金、化工、电力、钢铁、煤炭等行业。截至 2025H1，装备外行业收入占比已达 37%。

图表19：部分水泥装备用途梳理

装备名称	功能	应用行业
破碎机	将开采的原矿石通过挤压和弯曲作用等方式破碎成小块颗粒	采矿、采石
		建材
		回收
回转窑	预热器预热后，通过筒体的倾斜和缓慢的回转作用，完成煅烧	建材
		冶金
		化工
		环保
球磨	实现物料的混合和粉碎	矿石
		建材



		冶金
		矿山
		冶金
		煤炭
		建材
		化工
		食品
		电力
输送机	实现物料的高效、连续转移	

来源：矿机之家，鑫海矿业官网，长荣机械官网，国金证券研究所

2.2、数字智能：数字化、智能化转型

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，例如：

组织架构方面，公司整合所属单位智能工厂力量，组建中材国际工业智能科技有限公司，打造中材国际统一的数字设计、智能装备、智慧建造、智能工厂、智慧矿山、智慧运维全产业链一体化数字生态系统；**发布标准方面**，公司联合天山股份共同编制发布智能工厂、智慧矿山建设指南及评价标准，填补水泥行业智能化数字化建设标准空白；**服务客户方面**，2023 年公司建成数字智能工厂 9 个、数字化矿山 20 座。截至 2025H1，公司累计建成 175 座绿色矿山，投入运营 346 辆新能源矿车及 50 辆无人矿卡，溧水天山、平阴山水、邹城项目实现矿区全域无人驾驶常态化运营，安阳中联智能矿山项目顺利通过验收，实现矿山运输效率提升 40%，安全应急响应速度提升 3 倍；公司数字化矿山及水泥工厂智能化实验室完成 5 条示范线推广；伊拉克 DCC 项目完成智能化改造，人工巡检频次降低 75%。

图表20：公司数字智能业务布局



来源：公司公告，国金证券研究所

3、EPC+运维：核心主业，优化产业布局

3.1、工程服务：以 EPC 全链条集成服务为主

公司工程业务以 EPC 工程总承包服务为主，同时采用工程咨询和设计、成套技术装备供货（EP）、设备安装、工程建设管理等模式。**市场空间方面**，新建看海外，国内绿色技改为主。根据公司公告，2026-2030 年全球年均水泥工程市场规模约 390 亿元，其中海外/国内约分别为 323/67 亿元。

- **水泥和矿山工程：**公司拥有国际领先的自主知识产权的新型干法水泥生产线技术以及完整的水泥技术装备工程“全产业链”资源，为客户提供矿山开采和水泥生产线技术研发、数字设计、智能制造、智慧建设、智慧运维、售后服务全过程的系统集成服务。
- **绿能环保工程和多元化工程：**公司依托全球品牌影响力、丰富的海外项目管理经验以及长期以来形成的技术、人才优势，向绿能、环保、节能、矿业、化工、电力、公路、民用建筑等非水泥工程领域拓展，在东南亚、中东和非洲地区有一定的影响力。



图表21: EPC 主要工作流程



来源：公司公告，国金证券研究所

公司具备成熟的设计、建设、总承包能力，2024 年全球市占率 65%，连续 17 年位居世界第一。公司旗下拥有多家水泥专业甲级设计院、建设公司，具有 12000t/d 生产线设计能力。截至 2025H1，公司累计在海外 91 个国家承建了 364 条水泥产线，在国内外承建了多项水泥工程领域的“第一”工程，例如：①2002 年承揽的承揽的铜陵海螺 5000t/d 水泥熟料生产线，是国内第一条全部采用国产化主机设备的 5000t/d 熟料水泥生产线；②2005 年投产的越南福山 5000t/d 产线，是中国出口海外的第一条 5000t/d 水泥生产线；③2015 年总承包的泰安中联 5000t/d 水泥生产线，是我国水泥行业第一条世界级低能耗新型干法水泥全智能生产线。

公司在绿色节能减排领域技术沉淀充足，有望充分受益技改需求。公司四大核心减碳技术均有落地：1) 在提升能源效率方面，公司低碳技术实现煤耗 $\leq 94\text{kgce/t.c}$ ；2) 在替代燃料方面，公司承建首条 90%替代燃料的熟料生产线；3) 在替代熟料方面，公司开发出黏土悬浮假烧工艺；4) 在碳捕捉 CCUS 方面，公司青州中联年产 20 万吨 CCUS 示范线成功点火。

图表22: 公司减碳技术成果



来源：中材智科官网，中国建材微信公众号，公司公告，国金证券研究所

承建槐坎南方水泥示范线，实现成本&能耗双降打造智能低碳产线标杆。从减排效果上看，每年可节省标准煤 3.99 万吨，节省工业用电 5,390 万千瓦时，减少二氧化碳排放 15.6 万吨，实现水泥行业超低排放指标，相对国标限值，减少 NO_x 排放 69%，减少 SO₂ 排放 75%，减少粉尘排放 83%；从生产效率上看，通过智能化生产运营模式，劳动生产率提高 200%；从生产成本看：每吨制造成本下降超过 30 元（按产线年运行 310 天计算年均节约成本近 7000 万元）。



图表23：改造前后绩效对比

技术经济指标	智能化投运前	智能化投运后	绩效优化幅度
熟料标煤耗(kgce/t)	96.49	93.8	2.79%
熟料综合电耗(kWh/t)	44.78	42.6	5.12%
余热发电量；能耗比(kWh/t;%)	29.16;3.71	29.65;3.88	1.68%;4.58%
粉尘排放(mg/N m³)	1.53	0.78	49.02%
二氧化硫排放(mg/N m³)	36.46	23.68	35.05%
氮氧化物排放(mg/N m³)	97.73	78.19	19.99%
员工数量	85	65	23.53%

来源：《槐坎南方水泥智能化绿色发展新型能力建设和成效》-胥坤泉，国金证券研究所

3.2、运维服务：由水泥运维到矿山运维，不断拓展业务范围

运维服务是水泥工程建造完工后的延伸服务，主要负责对生产线的维护。2021 年公司通过收购中材矿山、将水泥工程运维延伸至矿山运维服务。2022 年完成智慧工业 100%股权收购，完善全球运维服务业务布局，加快向运维服务商转型。2023-2025H1 公司运维业务占比持续提升，2024 年公司新签运维服务合同 173.1 亿元，YOY+27%，其中，新签矿山运维合同 108.3 亿元，同比+27%；新签水泥运维合同 27.8 亿元，同比+2%。2025Q1-Q3 公司新签运维服务合同 120.1 亿元，YOY-8%，其中，新签矿山运维合同 81.2 亿元，同比-1%；新签水泥运维合同 18.2 亿元，同比-13%。

- **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。水泥运维收费主要基于人工单价或吨熟料单价。截至 2025H1，公司在运维条数达 71 条，较 2024 年末增加 4 条，在运维产能超 1.1 亿吨；实现收入 21.8 亿元，同比+5.1%。
- **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。截至 2025H1，公司在执行矿山运维项目达 312 个，其中境外/行业外为 11/24 个；实现收入 40.5 亿元，同比+12.7%。

图表24：水泥/矿山运维业务情况

运维业务	水泥运维				矿山运维			
年份	2022	2023	2024	2025H1	2022	2023	2024	2025H1
在运维产线数量	48 条	56 条	68 条	71 条	246 个	281(其中境外 5 个)	318(其中境外 9 个)	312 个(其中境外 11 个，行业外 24 个)
在执行水泥产能/年供矿量(万吨)	8248	超 1 亿吨	超 1 亿吨	超 1.1 亿吨	52200	65000	68000	33600
收入(亿元)	25.0	41.2	50.2	21.8	53.5	64.8	79.0	40.5
单价(元/吨)	30.4	/	/	/	10.2	10.0	11.6	12.1

来源：公司公告，国金证券研究所

4 非洲、中东基建景气向上，属地深耕完善全球布局

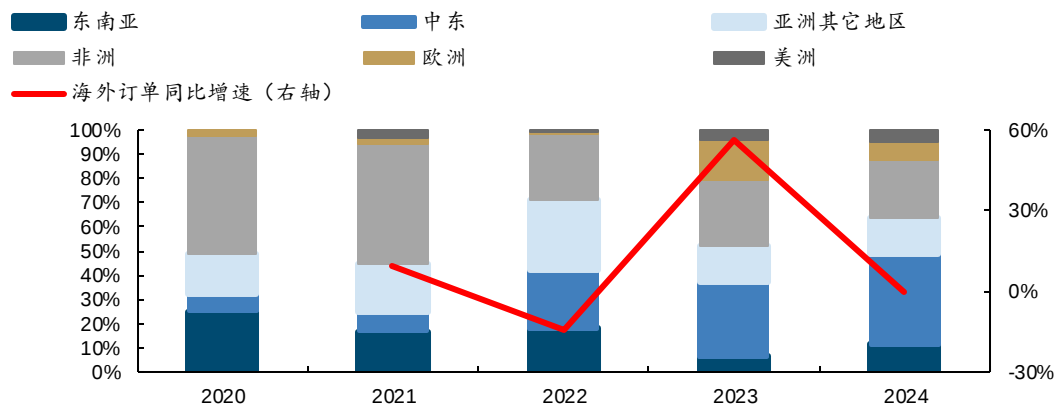
4.1、非洲、中东基建景气向上，公司先发布局享建设红利

非洲为传统优势地区，中东近年来表现突出。2024 年公司新签订单金额按照区域拆分：中东 37.2%（新签订单金额 102.3 亿元，后同）、非洲 27.4%（75.2 亿元）、欧洲 16.3%（44.9 亿元）、亚洲其它地区 15%（41.1 亿元）、东南亚 6.7%（18.4 亿元）、美洲 4.4%（12.1 亿元）。我们对占比前二的中东、非洲两大区域 EPC 规模进行测算，以判断公司新建 EPC 订单的增长基本盘。根据我们的测算，中东+非洲重点地区的年均需求约 24 亿美元（折合人



民币约 170 亿元)，具体测算方法我们在后文进行详细阐述。同时，欧洲我们判断需求主要来自双碳战略下的技改需求。

图表25：海外新签订单分区域情况及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

新建单价测算：我们选取公司 6 个海外新建合同进行测算，取平均值得到每吨日产能的造价为 6.1 万美元，假设新建线规格为 5000t/d（对应年产能 150 万吨/年，按 300 天/年计算），则单线成本为 3.05 亿美元，为便于计算我们取整为 3 亿美元/条。

图表26：海外新建水泥产线单价测算

国家	规模 (t/d)	合同金额(亿美元)	新建单价 (万美元/吨)
尼日利亚	12000	5.85	4.9
沙特	10000	2.71	2.7
埃塞俄比亚	5000	2.9	5.8
乌兹别克斯坦	5000	2.7	5.4
刚果金	3000	2.4	8.0
赞比亚	5000	4.8	9.6
平均值			6.1

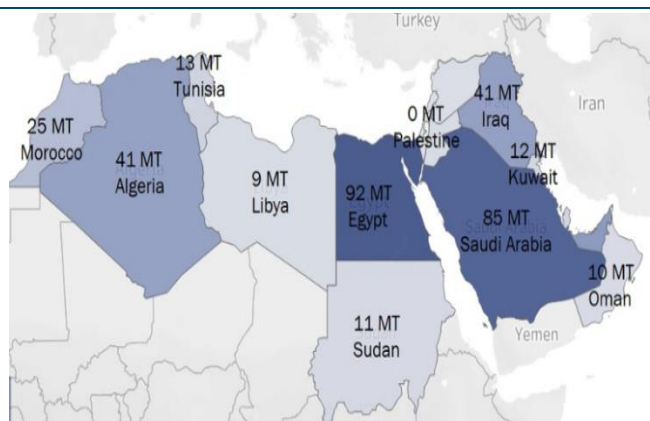
来源：公司公告，国金证券研究所

1) **中东：**中东传统市场如沙特、伊拉克市场机会突出，仅 2023 年以来公司披露多起中东新签大规模订单，包括 2023 年 5 月与沙特阿拉伯南方省水泥公司签订吉赞厂三号线工程总承包合同、合同金额 3.3 亿美元，2023 年 8 月伊拉克阿迪亚尔水泥签订日产 6000 吨熟料水泥生产线及配套 50MW 发电站工程项目总承包合同、合同金额 2.19 亿美元，2024 年 3 月与沙特东方水泥公司签订 5#线日产 10000 吨熟料水泥生产线 EPC 总承包合同、合同金额 2.71 亿美元（不完全统计）。

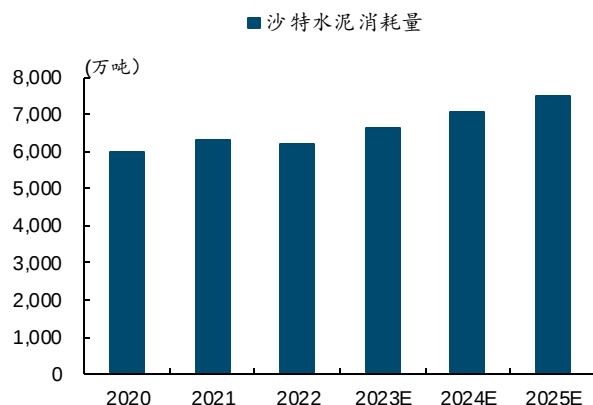
沙特具备成长潜力，推测年均 EPC 增量空间约 9 亿美元。根据 Aggbusiness 数据，2022 年，中东地区水泥消耗量前二的国家为沙特（6200 万吨），伊拉克（3100 万吨）。从需求催化来看，沙特政府提出 2030 愿景，其中包括投资 5000 亿美元的 Neom 项目（占地 26,500 平方公里）对当地水泥有较大拉动，预计 2025 年水泥需求或超 8000 万吨，2024-2030 年水泥行业产值的 CAGR 达 6.1%。预计年均增量在 450 万吨以上，对应年均新增 3 条 5000t/d 产线（按 300 天/年计算），根据前文假设，单线成本为 3 亿美元，则对应年均新建 EPC 空间为 9 亿美元左右。



图表27：中东水泥产能分布



图表28：沙特水泥消耗量预测



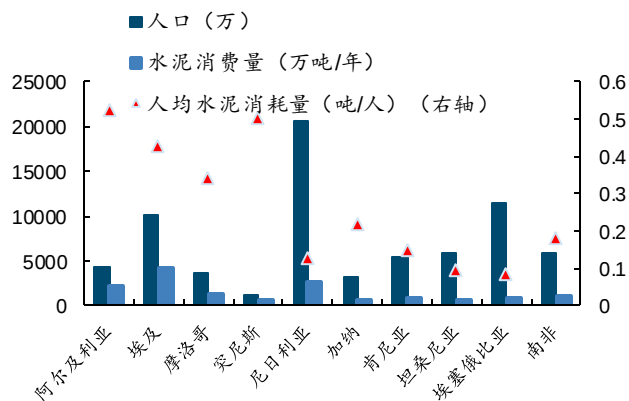
来源：Aggbusiess, 国金证券研究所

来源：Global Cement, 国金证券研究所

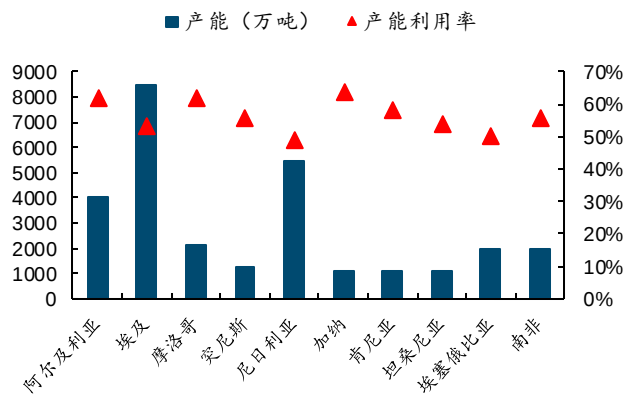
2) 非洲：非洲是公司传统市场和重点区域，公司在埃塞俄比亚、尼日利亚、摩洛哥均有新项目签约和启动。非洲区域公司主要业主为当地财团，例如非洲首富丹格特经营的丹格特水泥、在撒哈拉以南 10 个国家共拥有 5200 万吨产能。除 2016 年外，非洲区域每年新签订单整体在 50-100 亿区间波动，2024 年非洲新签订单金额 65.8 亿元、同比+13%。

人均水泥消耗量显著低于产能前 10 国家加权均值。总量层面，我们测算 2020 年非洲地区人均水泥消耗量为 0.2 吨/人，全球前十大水泥生产国家的人均消耗量加权平均值为 0.91 吨/人，非洲显著偏低；供给层面，2020 年非洲水泥产能为 2.85 亿吨/年，产能利用率 52.8%。

图表29：非洲国家人口、水泥消耗量情况(2020)



图表30：非洲国家水泥产能及产能利用率(2020)

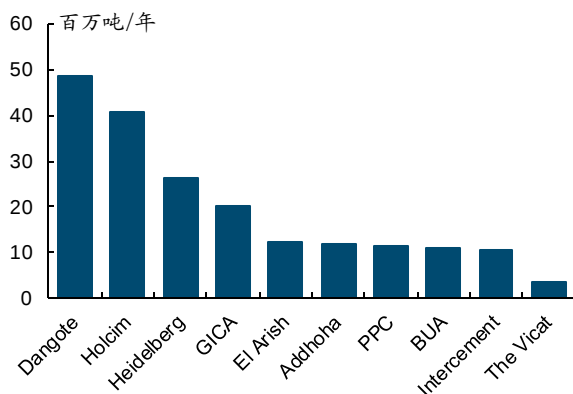


来源：ZKG Cement, 国金证券研究所

来源：ZKG Cement, 国金证券研究所

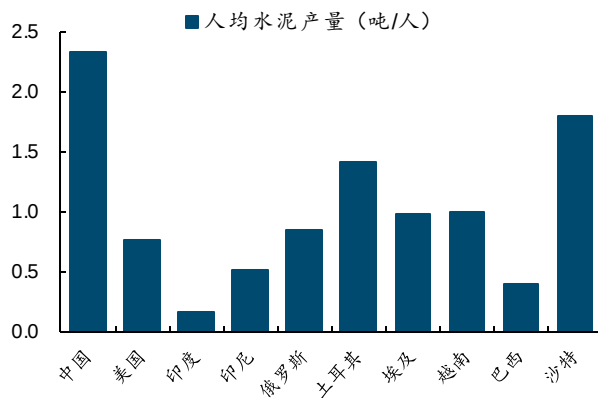


图表31：非洲水泥产能前十公司



来源：ZKG Cement，国金证券研究所

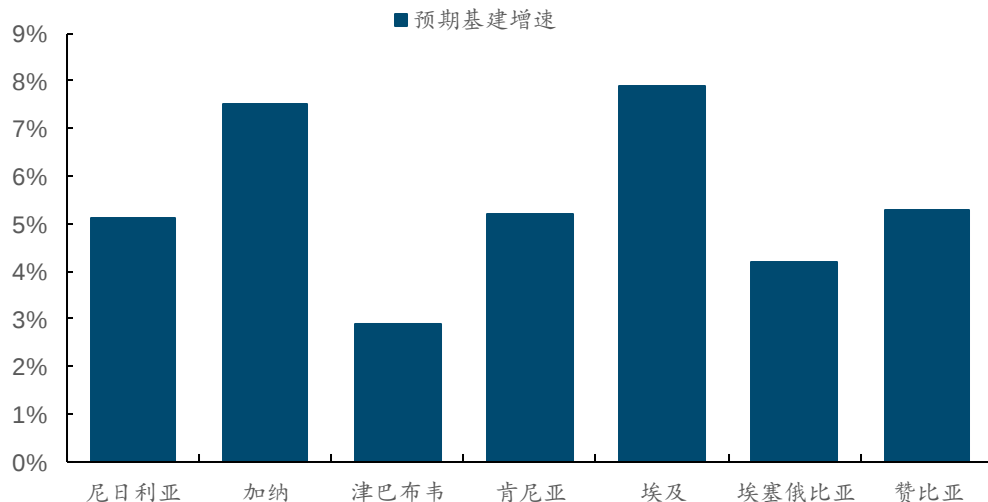
图表32：全球前10水泥生产国的人均消耗量



来源：Global Cement，国金证券研究所

我们推测非洲重点国家未来年均新建EPC规模约15亿美元。根据中国对外承包商会数据，我们取对外承包工程业务较多的尼日利亚、埃塞俄比亚、赞比亚等地的基建预期增速作为参考，对其取均值则非洲地区基建需求增速约5.4%，我们假设水泥产能增量与基建增速保持一致，2020年非洲主要国家水泥需求量约1.5亿吨，据此测算，非洲地区重点国家对应需求增量超800万吨，对应年均新增5条5000t/d产线（按300天/年计算），根据前文假设，单线成本为3亿美元，市场空间约15亿美元。

图表33：2022-2026年非洲主要国家基建预期增速



来源：中国对外承包商会，国金证券研究所

3) 东南亚：公司核心经营区域之一，马来西亚、缅甸等地均有建设需求。2024年东南亚新签订单金额31.4亿元、同比+71%。

4) 欧洲：欧洲市场受脱碳政策影响，绿色低碳改造需求持续释放，公司目前欧洲项目主要集中在有碳减排需要的欧盟国家。披露订单包括与Holcim比利时公司签订新建熟料生产线项目总承包合同、合同金额2.18亿欧元（不完全统计）。除2017年外，欧洲区域每年新签订单整体在5亿以下，2024年欧洲新签订单金额20.7亿元、同比-53.8%，主要系2023年高基数（23年yoy+3419%）。

5) 美洲市场：南美区域如多米尼加、哥伦比亚陆续落实签约一些工程项目，2024年美洲新签订单金额14.2亿元、同比+16.8%，在2023年高增速背景下延续快速增长。

4.2、历经风雨、无惧波动，实现高质量出海

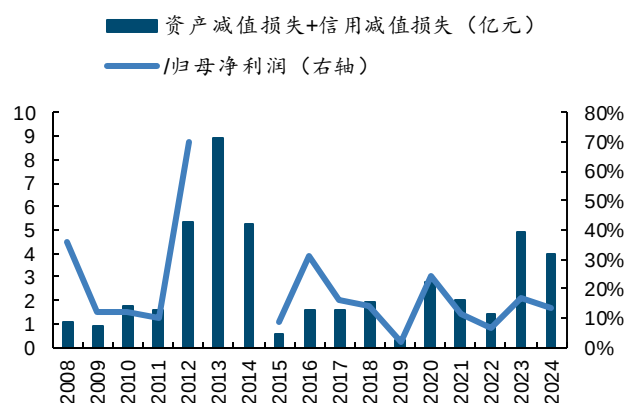
复盘公司出海历程：2011-2016年公司收入占比逐年提升，但同时伴随着坏账计提金额上升明显、侵蚀利润。经历过“风险挑战”，2022-2025年公司海外业务重回增长趋势，未来无惧出海波动：



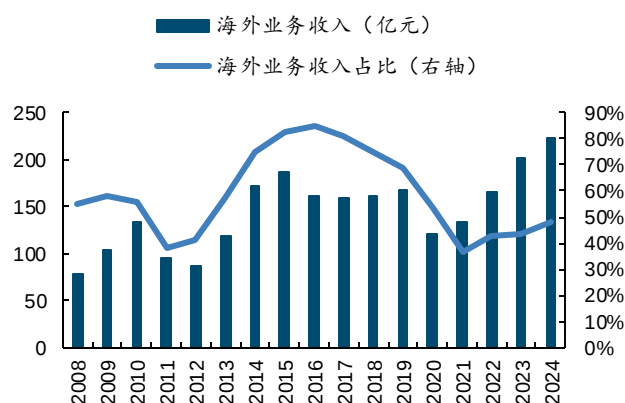
- 2011-2016 年（第一轮“一带一路”倡议出海周期）：公司海外收入占比逐年提升，从 2011 年的 38.2% 提升至 2016 年的 84.8%，但随着公司海外收入占比逐年提升，坏账计提金额上升明显、侵蚀利润，例如 2012-2014 年公司资产减值损失+信用减值损失总金额分别为 5.32、8.91、5.25 亿元，归母净利润分别为 7.63（2012 年归母净利润同比-50.4%）、0.89、1.48 亿元。随着海外业务拓展，公司海外个别项目出现亏损；
- 2017-2021 年（“一带一路”倡议第二个五年）：国内外宏观环境（如中美关系摩擦、公共卫生事件等因素干扰）与国际工程业务形式更为严峻复杂，公司海外收入占比明显回落，从 2016 年的 84.8% 降至 2021 年的 36.6%（2017-2021 年建筑央企海外收入占比整体都在收缩，符合行业趋势），建筑企业海外业务整体处于收缩期，同时伴随资产减值损失+信用减值损失总金额回落；
- 2022-2025 年，历经风雨、海外业务重回增长，与 2011-2016 年相比，海外业务风险更可控、经营质量更高：2022-2025Q3 年公司境外新签订单金额分别为 242.30、333.07、362.01、413.04 亿元，同比增速分别为 2%、55%、9%、37%。公司海外收入占比从 2021 年的 36.6% 提升至 2024 年的 48.3%。

图表34：2008-2024 年公司资产减值+信用减值损失复盘

图表35：2008-2024 年公司海外业务收入及占比复盘



来源：iFind，国金证券研究所



来源：iFind，国金证券研究所

图表36：各建筑央企海外业务收入占比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
国际工程承包央企												
中钢国际	27.67%	38.44%	28.23%	52.62%	66.33%	38.42%	17.79%	16.12%	14.87%	28.83%	36.89%	47.85%
中材国际	57.97%	75.26%	82.78%	85.11%	81.57%	75.22%	69.01%	53.68%	36.92%	43.14%	43.86%	48.27%
北方国际	80.42%	87.53%	97.09%	72.38%	67.20%	81.39%	76.58%	65.52%	55.29%	56.60%	59.06%	56.65%
中工国际	96.75%	97.32%	94.37%	91.19%	94.87%	92.80%	47.86%	40.26%	32.41%	49.59%	57.07%	67.69%
建筑大央企												
中国中铁	4.01%	4.28%	4.83%	4.28%	6.01%	5.79%	5.30%	4.83%	5.10%	5.06%	4.93%	5.92%
中国铁建	3.62%	3.99%	4.60%	5.22%	5.58%	4.87%	4.29%	4.25%	4.60%	4.93%	5.30%	6.18%
中国交建	17.05%	16.98%	18.56%	20.14%	24.36%	19.43%	17.33%	15.79%	13.83%	13.70%	15.32%	17.52%
中国建筑	5.68%	6.45%	6.94%	8.29%	8.06%	7.53%	7.33%	5.55%	4.72%	5.25%	5.11%	5.42%
中国中冶	5.88%	5.65%	7.37%	5.66%	6.49%	7.78%	6.78%	4.46%	4.02%	3.88%	4.16%	5.10%
中国电建	25.80%	24.38%	24.63%	22.64%	23.76%	22.54%	21.46%	16.83%	15.07%	13.09%	13.35%	14.30%
中国化学	15.48%	17.15%	19.20%	27.27%	29.83%	37.33%	26.87%	22.10%	20.51%	21.51%	19.83%	24.76%

来源：iFind，国金证券研究所

4.3、属地深耕，授人以渔、打造人才“新引擎”

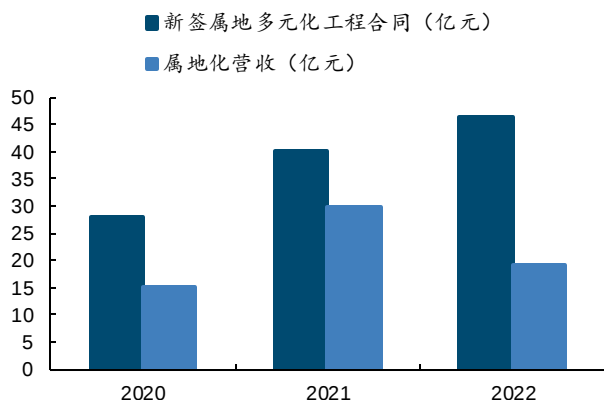
公司坚持“全球化、属地化、多元化”发展定位，建立了完善的属地区域型服务网络。2022 年新签属地多元化工程合同 46.34 亿元，同比增长 16%，实现营收 18.97 亿元，成功签订一批风电、光伏等属地化合同，绿能工程合同金额超过 15 亿元。实现属地化轻质建材产品销售收入 1.98 亿元，较上年同期增长 215.17%。成功建成尼日利亚、埃及、伊拉克 3



个亿元利润平台，赞比亚、阿尔及利亚、越南等一批千万级利润平台加快形成。截至 2025H1，公司在海外拥有超过 100 家境外机构，2300 余名外籍长期雇员。越来越多的属地化员工走上管理岗位、走近经营中枢核心。公司深化属地运营，授人以渔打造人才“新引擎”，推动当地解决就业、职业升级。

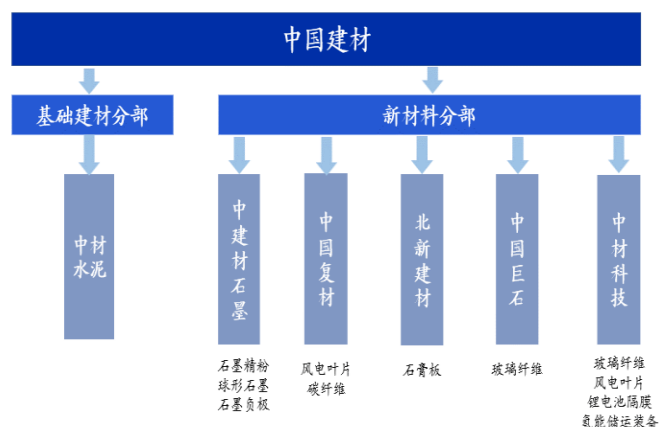
属地化布局助力中国建材集团旗下多品类协同出海。中建材集团内部仍有较多建材品类具备出海潜力，如石膏板、硅酸钙板、风电叶片、电池隔板等。举例来看，2023 年公司与北新建材合资新建 1 条年产 4000 万平方米的石膏板生产线项目，帮助北新加快出海节奏，公司可获得投资收益。

图表37：属地化工程新签合同额及营业收入



来源：公司公告，国金证券研究所

图表38：中国建材集团新材料分部结构



来源：中国建材官网，中国巨石官网，中材科技官网，澎湃新闻，国金证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测

1) 工程技术服务：我们认为 2025 年虽国内水泥需求有所下滑，但国内工程 EPC 业务体量已逐步降低，边际向下空间有限；国外方面，受益于海外“一带一路”沿线如非洲、中东等地基建高景气度，新签订单增长预期持续，我们预计新签订单增速分别为 16%、13%、10%。另一方面，公司目前仍有充足的在手订单，未来收入有一定保障。因此，我们预计 2025-2027 年营业收入分别有望同比增长 6.4%、10.1%、11.1%，毛利率预计为 15.5%、15.8%、16.0%。

2) 装备制造：随着合肥院并购逐步完成，公司装备矩阵得到补强，2025 年受制于国内水泥需求下滑及前期订单增速放缓，装备业务承压。展望未来，公司目前已形成水泥领域规模最大、品种最全的装备业务平台，同时装备领域市占率较工程 EPC 领域仍有较大提升空间；另一方面，装备业务正逐步向国外、行业外拓展，从订单层面看 25Q1-Q3 装备订单同比+45%，为业绩增长提供充足动能。因此，我们认为装备业务未来仍有望实现较高增长，我们预计 2025-2027 年装备业务营业收入分别同比-5.0%、+15.0%、+10.0%，毛利率预计有望见底回稳，预计分别为 22.0%、22.5%、23.0%。

3) 生产运营管理：公司具备水泥、矿山运维能力，水泥运维方面，由于海外“一带一路”沿线国家由于当地技术水平相对落后，在完成 EPC 订单后或更倾向需求中材国际代运营，目前公司运维市占率与工程业务相比仍有提升空间；矿山运维方面，公司收购中材矿山后，供矿量稳中有升，同时“两外”拓展逐步兑现订单增量。考虑到新签订单增速有所放缓，叠加运维价格或有所承压，我们预计运维业务 2025-2027 年营业收入分别同比-1.9%、-1.0%、+3.9%，毛利率预计分别为 22.3%、23.4%、23.5%。

4) 费用率：从历史复盘来看，公司费用率一直较为稳定，主要系公司业务模式较为成熟，因此我们预计 2025-2027 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 1.2%/5.0%/3.8%。

图表39：分业务收入预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
工程技术服务					



	2023	2024	2025E	2026E	2027E
新签合同额 (亿元)	39,067	37,178	43,126	48,732	53,606
YoY	24.3%	-4.8%	16.0%	13.0%	10.0%
结转假设	35,304	36,975	39,340	43,618	49,073
结转系数	76%	73%	73%	73%	72%
收入 (亿元)	26,665	27,125	28,861	31,781	35,265
YoY	15.6%	1.7%	6.4%	10.1%	11.0%
毛利率	15.7%	16.0%	15.5%	15.8%	16.0%
高端装备制造					
收入 (亿元)	7,176	6,214	5,903	6,789	7,467
YoY	1.8%	-13.4%	-5.0%	15.0%	10.0%
毛利率	25.5%	22.8%	22.0%	22.5%	23.0%
生产运营管理					
收入 (亿元)	10,600	12,920	12,677	12,544	13,040
YoY	35.0%	21.9%	-1.9%	-1.0%	3.9%
毛利率	21.8%	21.5%	22.3%	23.4%	23.5%
其中，矿山运维					
在执行矿山运维项目 (个)	281	318	318	323	328
每个项目供矿量 (百万吨/年)	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1
完成供矿量 (百万吨/年)	650	680	668	673	684
运维价格 (元/吨矿)	10.0	11.6	10.8	10.0	10.0
矿山运维收入 (亿元)	6,482	7,900	7,215	6,731	6,836
YoY	22.5%	21.9%	-8.7%	-6.7%	1.6%
毛利率	18.0%	17.6%	18.0%	18.5%	18.5%
水泥运维					
在执行水泥运维服务生产线 (条)	56	68	72	77	82
每条产线产能 (百万吨/年)	2	2	2	2	2
年提供产能 (百万吨/年)	101	121	137	145	155
运维价格 (元/吨熟料)	41	43	40	40	40
水泥运维收入 (亿元)	4,118	5,020	5,461	5,814	6,204
YoY	2.5%	21.9%	8.8%	6.5%	6.7%
毛利率	27.8%	27.6%	28.0%	29.0%	29.0%
合计					
收入 (亿元)	45,582	45,916	48,794	52,703	57,621
YoY	18.2%	0.7%	6.3%	8.0%	9.3%
毛利率	19.4%	19.6%	18.8%	19.1%	19.2%
费用率预测					
销售费用率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用率	4.7%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用率	4.0%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%

来源: iFind, 国金证券研究所

根据以上假设, 我们预计 2025-2027 年公司整体营收分别为 487.94、527.03、576.21 亿元, 同比增速分别为 6%、8%、9%, 2025-2027 年归母净利润分别为 30.7、33.6、36.4 亿元, 同比增速分别为 3%、10%、8%。



5.2、投资建议及估值

估值处于底部区间，装备+运维业务有望提升估值中枢。从历史估值水位来看，根据我们的盈利预测，现价对应 2026 年业绩仅 7.4xPE，处于近五年底部区间，已处于相对低估；从估值中枢的角度看，公司 2021 年前工程业务收入/毛利占比分别超 70%/60%，公司估值逻辑更偏向于工程企业，2024 年公司装备+运维业务收入/毛利占比已达到 39%/46%，从分部估值的角度考虑，我们选取了国际工程、装备与运维领域的可比公司，以 2026 年为例，根据 Wind 一致预期及国金研究所测算，装备/运维业务公司估值平均值为 12.3x/18.1xPE，显著高于国际工程公司平均值，我们认为装备+运维业务收入占比提升将逐步抬升公司估值中枢。

投资建议：我们看好公司①“一核双驱”成长凸显，未来规划运维、装备业务收入占比提升，②明确提升分红率，估值及股息率角度具备较强性价比，③增资中材水泥，集团协同出海，海外第一条突尼斯产线收购方案出台。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 30.7、33.6、36.4 亿，现价对应 PE 分别为 8.1、7.4、6.8 倍，给予 2026 年 12xPE，对应目标价 15.36 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表40：可比公司估值比较（市盈率法）

业务分部	股票代码	公司名称	股价	市值	EPS			PE		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
工程（毛利占比 47.9%）	000065.SZ	北方国际	11.3	121.2	0.99	1.14	1.26	11.4	10.0	8.8
	000928.SZ	中钢国际	6.7	96.0	0.61	0.66	0.71	11.0	10.2	9.8
		平均值						11.2	10.1	9.4
装备（毛利占比 15.7%）	000157.SZ	中联重科	8.0	674.2	0.59	0.80	0.99	13.7	10.1	8.1
	000425.SZ	徐工机械	10.5	1234.1	0.68	0.88	1.09	15.5	11.9	9.6
	600131.SH	三一重工	18.3	220.0	0.96	1.24	1.55	19.0	14.8	11.9
		平均值						16.1	12.3	9.9
运维（毛利占比 30.7%）	603979.SH	金诚信	68.1	425.0	3.70	4.31	5.05	18.4	15.8	13.3
	301129.SZ	瑞纳智能	27.3	37.1	1.05	1.25	1.44	26.1	21.8	17.8
		平均值						22.2	18.1	16.2
	600970.SH	中材国际	9.7	253.0	1.17	1.28	1.40	8.2	7.5	6.8

来源：Wind，国金证券研究所

注：中材国际、徐工机械、中联重科、三一重工盈利预测来自国金研究所，其余来自 Wind 一致预期。

风险提示

- 1) 国际经商环境变化不及预期。目前国际环境较为复杂，公司海外收入占比较高，后续海外项目落地进展可能存在不确定性。
- 2) 新业务开展不及预期。公司收购合肥院、提升装备板块核心竞争力，收购中材矿山、智慧工业提升运维服务板块核心竞争力。装备、运维板块毛利率较高，但后续成长性存在不确定性，如果公司装备、运维板块收入及毛利率增速不及预期，可能导致公司归母净利、毛利率提升不及预期。
- 3) 汇率波动风险。公司海外收入占比较高，同时海外业务集中在非洲、东南亚、中东等国家，因此该部分国家货币敞口较大，汇率波动会产生相应汇兑损益，公司 2022-2024 年汇兑损失分别为-1.45、2.52、2.74 亿元。
- 4) 限售股解禁风险。公司于 2026/3/2 有 36,687.81 万股解禁，占 A 股已流通比例 14.01%，来自定向增发机构配售股份，可能导致公司股价产生波动。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	38,819	45,799	46,127	48,794	52,703	57,621
增长率	18.0%	18.0%	0.7%	5.8%	8.0%	9.3%
主营业务成本	-32,233	-36,900	-37,075	-39,710	-42,770	-46,760
%销售收入	83.0%	80.6%	80.4%	81.4%	81.2%	81.2%
毛利	6,586	8,898	9,053	9,084	9,933	10,860
%销售收入	17.0%	19.4%	19.6%	18.6%	18.8%	18.8%
营业税金及附加	-166	-221	-225	-244	-264	-288
%销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-478	-558	-551	-586	-632	-691
%销售收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	-1,904	-2,165	-2,374	-2,440	-2,635	-2,881
%销售收入	4.9%	4.7%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	-1,363	-1,842	-1,763	-1,854	-2,003	-2,190
%销售收入	3.5%	4.0%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	2,675	4,113	4,139	3,961	4,399	4,810
%销售收入	6.9%	9.0%	9.0%	8.1%	8.3%	8.3%
财务费用	94	-252	-274	-195	-196	-196
%销售收入	-0.2%	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-146	-491	-402	-200	-196	-258
公允价值变动收益	-21	78	7	-250	-250	-250
投资收益	39	15	55	230	230	230
%税前利润	1.5%	0.4%	1.5%	5.9%	5.4%	5.0%
营业利润	2,655	3,612	3,709	3,796	4,187	4,536
营业利润率	6.8%	7.9%	8.0%	7.8%	7.9%	7.9%
营业外收支	31	86	69	80	80	80
税前利润	2,686	3,698	3,778	3,876	4,267	4,616
利润率	6.9%	8.1%	8.2%	7.9%	8.1%	8.0%
所得税	-353	-511	-555	-566	-623	-674
所得税率	13.2%	13.8%	14.7%	14.6%	14.6%	14.6%
净利润	2,333	3,186	3,223	3,310	3,644	3,942
少数股东损益	139	270	240	240	280	300
归属于母公司的净利润	2,194	2,916	2,983	3,070	3,364	3,642
净利率	5.7%	6.4%	6.5%	6.3%	6.4%	6.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,333	3,186	3,223	3,310	3,644	3,942
少数股东损益	139	270	240	240	280	300
非现金支出	599	1,044	1,047	765	798	907
非经营收益	346	155	121	-145	-151	-14
营运资金变动	-2,360	-849	-2,101	-3,173	-716	-701
经营活动现金净流	918	3,536	2,290	758	3,574	4,133
资本开支	-773	-916	-542	-231	-750	-650
投资	-523	-555	-1,340	-250	-250	-250
其他	310	568	480	230	230	230
投资活动现金净流	-986	-904	-1,401	-251	-770	-670
股权募资	283	56	133	192	0	0
债权募资	686	278	-534	1,409	-693	-1,040
其他	-1,414	-2,043	-1,767	-1,591	-1,403	-1,514
筹资活动现金净流	-445	-1,708	-2,168	10	-2,096	-2,554
现金净流量	-390	766	-1,314	517	708	909

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,809	9,638	8,466	8,968	9,666	10,568
应收款项	10,203	12,680	13,638	13,224	14,634	16,723
存货	2,445	2,879	2,446	3,164	3,408	3,726
其他流动资产	11,322	14,291	19,112	21,602	22,430	23,619
流动资产	31,778	39,488	43,662	46,959	50,138	54,637
%总资产	72.6%	72.6%	74.3%	75.2%	76.1%	77.4%
长期投资	5,314	5,916	5,782	5,782	5,782	5,782
固定资产	4,109	5,673	6,243	6,459	6,648	6,696
%总资产	9.4%	10.4%	10.6%	10.3%	10.1%	9.5%
无形资产	1,901	2,070	2,011	2,196	2,322	2,440
非流动资产	12,007	14,931	15,084	15,473	15,782	15,943
%总资产	27.4%	27.4%	25.7%	24.8%	23.9%	22.6%
资产总计	43,786	54,420	58,746	62,432	65,919	70,580
短期借款	2,836	3,562	4,330	5,819	5,453	4,086
应付款项	13,688	16,755	19,057	19,486	20,945	22,900
其他流动负债	7,800	9,583	9,881	9,767	10,267	11,449
流动负债	24,325	29,900	33,268	35,072	36,666	38,434
长期贷款	1,811	2,044	1,085	1,085	1,085	1,085
其他长期负债	2,175	1,864	1,648	1,562	1,156	1,564
负债	28,310	33,808	36,001	37,718	38,907	41,082
普通股股东权益	14,556	19,095	21,115	22,844	24,862	27,048
其中：股本	2,266	2,642	2,642	2,622	2,622	2,622
未分配利润	11,327	15,112	16,911	18,753	20,771	22,957
少数股东权益	919	1,516	1,630	1,870	2,150	2,450
负债股东权益合计	43,786	54,420	58,746	62,432	65,919	70,580

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.968	1.104	1.129	1.171	1.283	1.389
每股净资产	6.425	7.227	7.992	8.713	9.483	10.316
每股经营现金净流	0.405	1.338	0.867	0.289	1.363	1.577
每股股利	0.300	0.400	0.450	0.468	0.513	0.556
回报率						
净资产收益率	15.07%	15.27%	14.13%	13.44%	13.53%	13.47%
总资产收益率	5.01%	5.36%	5.08%	4.92%	5.10%	5.16%
投入资本收益率	10.71%	12.98%	12.21%	10.44%	10.97%	11.59%
增长率						
主营业务收入增长率	7.11%	17.98%	0.72%	5.78%	8.01%	9.33%
EBIT 增长率	-2.20%	53.75%	0.63%	-4.32%	11.07%	9.34%
净利润增长率	21.20%	32.90%	2.31%	2.92%	9.56%	8.28%
总资产增长率	5.56%	24.29%	7.95%	6.27%	5.59%	7.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.6	70.8	79.1	75.0	80.0	85.0
存货周转天数	28.2	26.3	26.2	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	102.0	108.6	135.6	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	33.2	40.6	47.7	43.0	39.7	36.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.92%	-15.97%	-11.48%	-6.58%	-9.95%	-16.81%
EBIT 利息保障倍数	-28.4	16.3	15.1	20.3	22.4	24.5
资产负债率	64.66%	62.13%	61.28%	60.41%	59.02%	58.21%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	12	16	29	48	81
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.02	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究