

中材国际(600970)

建筑装饰

发布时间: 2024-03-20

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

继续成长，行则必至

上次评级: 买入

——关于中材国际成长性的五问五答

报告摘要:

中材国际在水泥工程市场具备强竞争力，国内/境外市占率 70%/60%。2020 年以来，公司通过吸收集团资产、对外并购等方式强化装备、运维业务竞争力，有望演绎工程出海的成功之路。拆解业绩增长动能：

工程业务具备韧性。(1) 公司深耕海外属地资源，充分把握发展中国家城镇化发展机遇，海外市场稳固。(2) 公司在绿色、智能领域技术储备充足，受益我国水泥工业碳中和。测算 2023~2030 年国内水泥工程市场 1768 亿元，其中产能置换/技术改造市场为 1022/746 亿元。我们认为技改工程是水泥企业在资金、政策双重压力下的较优选择，将迎来放量。

装备业务聚焦出海。公司整合国内水泥装备技术力量，技术水平直追欧美；后续将搭建高端装备平台以改善内部竞争，强化工程出海带动效应，有望兑现成长潜力。麦肯锡预测至 2025 年，水泥装备全球市场规模 350~400 亿元 (23H1 装备收入对应市占率近 20%)，对标工程市占率，远期或贡献收入增量 172 亿元。

多因素助运维市占提升。(1) **政策驱动矿山运维需求。**测算 2022 年国内石灰矿运维市场 222 亿元 (22FY 矿山运维收入对应市占率 24%)，考虑国内工程市占率 70%，远期或贡献收入增量 103 亿元。(2) **矿山运维协同出海。**测算 2022 年海外石灰矿运维市场 128 亿元，考虑海外工程市占率 60%，远期或贡献收入增量 77 亿元。(3) **深挖水泥运维需求。**测算 2022 年水泥运维市场 92 亿元 (22FY 水泥运维收入对应市占率 27%)，考虑海外工程市占率 60%，远期或贡献收入增量 30 亿元。

有望复刻 F. L. Smidth 跨行业发展路径。F. L. Smidth 于 1990 年向上游矿山板块延伸，后以运维服务为抓手横向切入有色、钢铁、煤炭等其他矿山领域，板块收入 2004~2023 年 CAGR+12%。中材国际推动装备、运维向水泥外行业扩张，有望复刻其跨行业发展路径。

受益集团国际化战略。测算至 2025 年，中材水泥将贡献可持续投资收益 3.9 亿元；拉动水泥运维订单，贡献可持续净利润 0.6 亿元；拉动水泥工程订单 59.5 亿元，两年内贡献净利润 1.6 亿元。

给予“买入”评级。考虑到中材水泥对业绩的增量贡献，上调公司 2023 年~2025 年 EPS 至 1.06/1.26/1.47 元，对应 PE 为 10.5/8.8/7.6 倍。

风险提示：装备出海不及预期，运维拓展不及预期，业绩不及预期等

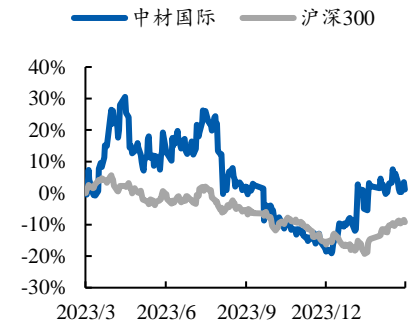
| 财务摘要 (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 36,535 | 38,819 | 43,804 | 50,505 | 55,908 |
| (+/-)% | 19.64% | 6.25% | 12.84% | 15.30% | 10.70% |
| 归属母公司净利润 | 1,812 | 2,194 | 2,800 | 3,329 | 3,886 |
| (+/-)% | 19.13% | 21.06% | 27.63% | 18.89% | 16.73% |
| 每股收益 (元) | 0.82 | 0.98 | 1.06 | 1.26 | 1.47 |
| 市盈率 | 13.94 | 8.69 | 10.50 | 8.83 | 7.57 |
| 市净率 | 1.91 | 1.33 | 1.76 | 1.58 | 1.41 |
| 净资产收益率 (%) | 14.13% | 15.81% | 16.79% | 17.89% | 18.60% |
| 股息收益率 (%) | 2.07% | 2.70% | 3.91% | 4.76% | 5.44% |
| 总股本 (百万股) | 2,219 | 2,266 | 2,642 | 2,642 | 2,642 |

股票数据

2024/03/19

| | |
|---------------|------------|
| 6 个月目标价 (元) | -- |
| 收盘价 (元) | 11.13 |
| 12 个月股价区间 (元) | 8.90~14.71 |
| 总市值 (百万元) | 29,408.99 |
| 总股本 (百万股) | 2,642 |
| A 股 (百万股) | 2,642 |
| B 股/H 股 (百万股) | 0/0 |
| 日均成交量 (百万股) | 17 |

历史收益率曲线



| 涨跌幅 (%) | 1M | 3M | 12M |
|---------|-----|-----|-----|
| 绝对收益 | 0% | 23% | 0% |
| 相对收益 | -5% | 16% | 9% |

相关报告

《中材国际 (600970): 工程、装备、运营三足鼎立之势渐成》

--20240115

《中材国际 (600970): 布局境外投资，深挖属地化资源的经济效益》

--20231228

《中材国际 (600970): 工程/装备/运营业务全面开花，海外订单高增》

--20230827

证券分析师: 王小勇

执业证书编号: S0550519100002

0755-33975865 wangxiaoy@nesc.cn

研究助理: 张凯

执业证书编号: S0550123070014

15623230676 zhangkai@nesc.cn

目录

| | | |
|------|-------------------------------------|----|
| 1. | 如何看待中材国际的成长性？ | 4 |
| 2. | 去产能背景下，水泥工程/装备如何走出韧性？ | 6 |
| 2.1. | 筑牢属地经营护城河，享受海外城镇化发展机遇 | 6 |
| 2.2. | 水泥工业推进碳中和，节能减排改造浪潮将至 | 10 |
| 2.3. | 整合集团内优质资产，装备板块出海展新篇 | 19 |
| 3. | 深耕存量市场，运维业务如何提升市占率？ | 23 |
| 3.1. | 强化工程带动效应，水泥运维市占率或稳步提升 | 23 |
| 3.2. | 政策端驱动矿山协产需求，矿山运维出海初有成效 | 25 |
| 3.3. | 具备轻资产、弱周期属性，有效改善现金流表现 | 27 |
| 4. | 从 F. L. Smidth 看水泥工程企业跨行业发展是否具备可行性？ | 28 |
| 5. | 集团抱团出海，公司定位先锋官受益几何？ | 34 |
| 5.1. | 海外战略持续迭代，深挖属地资源的经济效益 | 34 |
| 5.2. | 定位集团国际化先锋官，境外产业投资方兴未艾 | 37 |
| 6. | 投资建议 | 39 |
| 7. | 风险提示 | 40 |

图表目录

| | | |
|-------|-------------------------------|----|
| 图 1: | 中材国际“十四五”规划 | 5 |
| 图 2: | 中材国际营业收入结构 | 5 |
| 图 3: | 中材国际毛利润结构 | 5 |
| 图 4: | 全球水泥产量及同比增速 (亿吨) | 6 |
| 图 5: | 部分发达国家水泥产量 (百万吨) | 6 |
| 图 6: | 部分发展中国家水泥产量 (百万吨) | 6 |
| 图 7: | 发达国家城镇化率水平 | 7 |
| 图 8: | 发展中国家城镇化率水平 | 7 |
| 图 9: | 2024 年全球水泥产量预测 | 7 |
| 图 10: | 2024 年全球水泥价格预测 | 8 |
| 图 11: | 部分属地化经营国别处水泥工业高景气阶段 | 8 |
| 图 12: | 中材国际境外累计承接水泥生产线数量 | 8 |
| 图 13: | 公司在属地化经营领域收效甚丰 | 9 |
| 图 14: | 中材国际新签合同及境内外结构 | 9 |
| 图 15: | 中材国际营业收入及境内外结构 | 9 |
| 图 16: | 国内水泥熟料设计产能 | 10 |
| 图 17: | 国内水泥产能及产能利用率 | 10 |
| 图 18: | 2020 年中国建筑能耗结构 | 11 |
| 图 19: | 2020 年中国建筑碳排放结构 | 11 |
| 图 20: | 水泥生产全周期过程中的能耗和排放细节 | 11 |
| 图 21: | 水泥工业碳中和依赖原燃料替代、能效提升、CCS 等技术落地 | 12 |
| 图 22: | 水泥 (SW) 板块部分标的净利率 | 13 |
| 图 23: | 槐坎南方水泥智能化生产线 | 17 |
| 图 24: | 玉山南方水泥绿色低碳智能示范线 | 17 |
| 图 25: | 法国 SPL 黏土煅烧项目 | 17 |
| 图 26: | 法国 MK3 项目 | 17 |
| 图 27: | 中材国际老线技改新签合同及同比增速 | 18 |

| | |
|--|----|
| 图 28: 我国水泥产量及水泥专用设备产量 (TTM) | 19 |
| 图 29: 中材国际装备业务新签合同及营业收入 | 20 |
| 图 30: 中材国际装备业务毛利润及毛利率 | 20 |
| 图 31: 合肥院并入中材国际后将进一步完善公司装备产品矩阵 | 21 |
| 图 32: 中材国际计划搭建高端装备专业平台 | 21 |
| 图 33: 中材国际运维业务新签合同 | 23 |
| 图 34: 中材国际运维业务营业收入 | 23 |
| 图 35: 中材国际旗下绿色矿山项目建设前 | 25 |
| 图 36: 中材国际旗下绿色矿山项目建设后 | 25 |
| 图 37: 中材国际采矿服务收入及市占率指引 | 26 |
| 图 38: 中材国际及旗下中材矿山 ROE (平均) 对比 | 27 |
| 图 39: 中材国际及旗下中材矿山净利率对比 | 27 |
| 图 40: 中材国际及旗下中材矿山资产周转率对比 | 27 |
| 图 41: 中材国际及旗下中材矿山资产负债率对比 | 27 |
| 图 42: 全球有色金属采矿业投资规模 | 29 |
| 图 43: F. L. Smidth 旗下矿务部门营收规模 | 29 |
| 图 44: F. L. Smidth 计划以运维业务为抓手实现跨行业发展 | 29 |
| 图 45: F. L. Smidth 运维服务业务收入及占比 | 30 |
| 图 46: F. L. Smidth 新签合同的业务结构 | 30 |
| 图 47: F. L. Smidth 新签合同的产品结构 | 30 |
| 图 48: F. L. Smidth 业务收入及结构 | 31 |
| 图 49: F. L. Smidth EBIT 及 EBIT Margin | 31 |
| 图 50: F. L. Smidth 矿山、水泥业务 EBITA Margin | 31 |
| 图 51: F. L. Smidth 净利润及经营活动现金流净额 | 31 |
| 图 52: 合肥院“水泥+”业务布局 | 32 |
| 图 53: 中材国际属地多元化工程新签合同及营业收入 | 35 |
| 图 54: 中材国际属地多元化工程毛利润及毛利率 | 35 |
| 图 55: 中材国际旗下中国中材海外“属地化经营投资”板块 | 36 |
| 图 56: 中材水泥或为公司带来投资收益、工程需求等 | 37 |
| | |
| 表 1: 国内水泥工业供给侧管控政策梳理 | 10 |
| 表 2: “十四五”国内水泥工业节能降耗、技术改造相关政策梳理 | 12 |
| 表 3: 水泥生产线有组织排放指标限值 | 13 |
| 表 4: 天山股份、海螺水泥旗下排放领域先进水泥厂数量占比约 12.1%、23.3% | 14 |
| 表 5: 我国水泥工业待超低排放改造产能保守预测占比超 80% | 14 |
| 表 6: 国内水泥生产线结构及 2023~2030 年国内水泥工程市场测算 | 15 |
| 表 7: 国内水泥工程需求释放节奏预测 | 15 |
| 表 8: 水泥生产线节能技术及节能效果 | 16 |
| 表 9: 槐坎南方水泥智能化生产线技术指标改造前后对比 | 17 |
| 表 10: 水泥生产线项目投资额及结构 | 19 |
| 表 11: 水泥装备行业主要竞争者简况 | 20 |
| 表 12: 水泥运维市场规模及中材国际运维业务向上空间测算 | 24 |
| 表 13: 石灰石矿山运维市场规模及中材矿山市占率测算 | 26 |
| 表 14: F. L. Smidth 通过兼并收购持续丰富矿务部门业态 | 28 |
| 表 15: 合肥院旗下装备产品向水泥外行业推广应用 | 33 |
| 表 16: 中材国际“属地化”经营相关战略 | 34 |
| 表 17: 中材国际多元化战略涉及多个工程领域、遍及多个国家和地区 | 35 |
| 表 18: 中材国际参与多项中国建材集团海外投资项目 | 37 |
| 表 19: 中材水泥或为公司带来多重收益 | 38 |
| 表 20: 中材国际业绩预测 | 39 |
| 表 21: 中材国际及可比公司估值表 | 39 |

1. 如何看待中材国际的成长性？

我们认为中材国际在水泥工程全球市场具备强竞争力，业绩增长动能充足。中材国际是全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商，国内市场占有率 70%（21H1 定期报告）/境外市场占有率 60%（北京凯盛官网），行业龙头地位稳固。2020 年以来，公司通过吸收集团资产、连续兼并收购等方式强化装备、运维业务竞争力，打开海外市场空间，为业绩赋予成长属性。

拆解业绩增长动能：

(1) 全球新建市场规模较平稳。中材国际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（据 23H1 定期报告），通过全球布局、全产业链布局铸就强竞争力，将充分享受发展中国家城镇化发展机遇。据全景网公司材料，2025 年全球水泥新建需求年均产值约 250~300 亿元，若对标海外工程市占率 60%，对应公司市场份额或达 150~180 亿元。

(2) 国内技改工程市场有望放量，远期或贡献收入增量 20 亿元。近期水泥工业减排相关政策密集发布，水泥市场量价弱修复背景下，产线技改或成为企业在资金、政策双重压力下的占优选择。我们测算 2022 年末国内水泥工业待改造产能近 90%，对应市场空间 746 亿元，2023~2028 年年均产值 117 亿元（23H1 公司技改新签 31 亿元，预估市占率或达 53%），若对标国内工程市占率 70%，远期或贡献收入增量 20 亿元。

(3) 装备有望复制工程出海之路，远期或贡献收入增量 172 亿元。公司通过兼并收购强化装备竞争力，技术水平直追欧美企业；后续计划建立高端装备平台以缓解同业竞争问题，强化海外工程的带动效应。据麦肯锡预测，2025 年水泥装备全球市场规模预计约 350~400 亿元（23H1 公司装备收入 36 亿元，预估市占率或达 20%），若对标国内/海外工程市占率 60%/70%，远期或贡献收入增量 172 亿元。

(4) 国内政策驱动、协同工程出海等助推运维市占提升，远期或贡献收入增量 210 亿元。水泥运维服务聚焦海外，我们测算 2022 年市场规模约 92 亿元（22FY 公司水泥运维收入 25 亿元，对应市占率 27%），若对标海外工程市占率 60%，远期或贡献收入增量 30 亿元。矿山运维受益国内绿色矿山政策驱动，我们测算 2022 年国内石灰石矿山运维规模 222 亿元（22FY 公司矿山运维收入 53 亿元，对应市占率 24%），若对标中国建材集团石灰石储量市占率 29%，远期或贡献收入增量 12 亿元；若对标国内工程市占率 70%，远期或贡献收入增量 103 亿元。考虑到运维跟随工程出海，将进一步打开市场空间，我们测算 2022 年海外石灰石矿山运维规 128 亿元，若对标海外工程市占率 60%，远期或贡献收入增量 77 亿元。

(5) 中材国际有望演绎 F. L. Smidth 跨行业发展路径。梳理 F. L. Smidth 跨行业发展之路，公司于 1990 年由水泥工程向产业链上游矿山工程、装备板块延伸，2011 年以运维服务为抓手横向切入有色矿山、铁矿山、煤矿等行业，为业绩赋予成长属性。矿山业务收入由 2004 年 17 亿丹麦克朗增长至 2023 年 171 亿丹麦克朗，CAGR+12.4%。中材国际推动装备、运维板块向水泥外行业扩张，有望演绎 F. L. Smidth 跨行业发展路径。

(6) 中材水泥或为公司带来多重收益。测算认为，至 2025 年，中材水泥归母净利润将达 9.8 亿元，对应可为中材国际贡献投资收益 3.9 亿元；增量产能或拉动水泥运维订单 8.1 亿元，对应为中材国际贡献净利润 0.6 亿元；三是新建项目或拉动水泥工程订单 59.5 亿元，并在后续两年逐步落地，对应为中材国际贡献净利润 1.6 亿元。

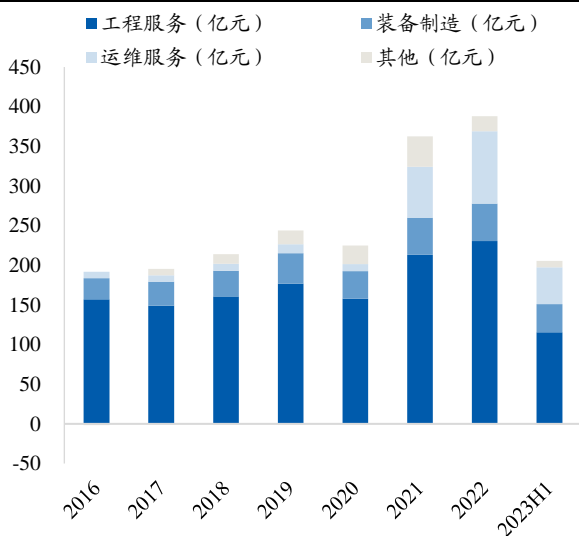
“十四五”规划指引运维、装备业务翻倍空间。根据“十四五”规划，公司将着力培育装备制造、运维服务两大业务板块，计划到 2025 年实现三大主业利润规模的相对均衡。截止 2023 年二季度末，公司实现毛利润 27.7 亿元。其中，工程业务毛利润 17.2 亿元，占比 45.7%；装备业务毛利润 9.0 亿元，占比 23.9%；运维业务毛利润 8.7 亿元，占比 23.1%；若要实现三大主业利润规模各占三分之一的均衡业务格局，在工程主业维稳假设下，装备、运维业务毛利润对应具备 91%、98% 向上空间。

图 1：中材国际“十四五”规划



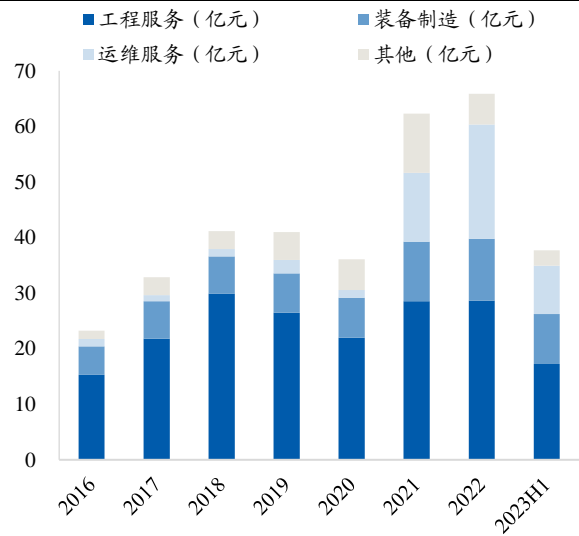
数据来源：全景网，东北证券

图 2：中材国际营业收入结构



数据来源：公司公告，东北证券

图 3：中材国际毛利润结构



数据来源：公司公告，东北证券

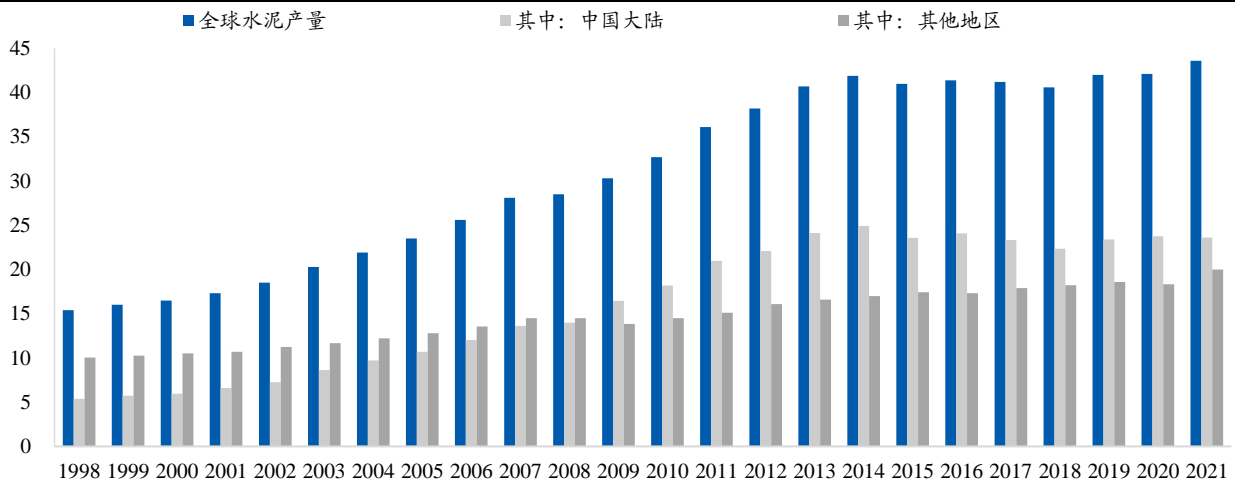
2. 去产能背景下，水泥工程/装备如何走出韧性？

我国水泥工业去产能背景下，公司整合海外属地资源和集团优质资产，充分把握我国水泥工业碳中和、发展中国家城镇化发展等机遇，内外兼修助工程主业走出韧性，装备业务亦有望兑现成长潜力。

2.1. 筑牢属地经营护城河，享受海外城镇化发展机遇

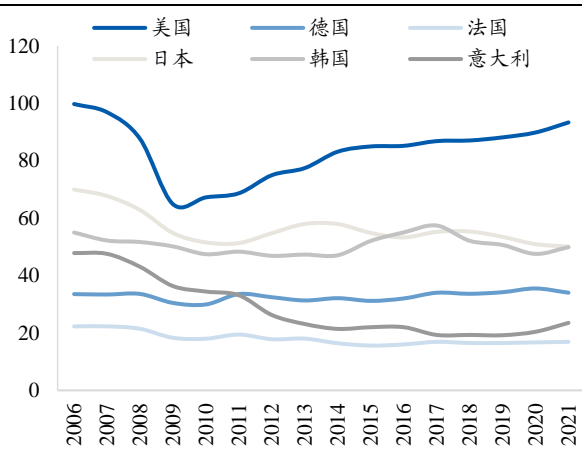
长期来看，全球水泥需求分化明显，区域性市场机会仍存。水泥需求与地区城镇化发展进程密切相关，且运输半径较短，需求的区域性变化将引致水泥工业投资规模的结构调整。目前，全球水泥需求存在明显分化，一方面，西欧、北美、东亚等地主要经济体的城镇化水平已步入高位，水泥工业进入供给侧出清阶段，节能降碳背景下工程需求以产能置换、技术改造为主；另一方面，非洲、南亚、东南亚等地城镇化水平相对较低，尤其在“一带一路”沿线国家，水泥生产线、粉磨站新建需求仍旺盛，水泥工程区域性市场机会仍存。据中材国际路演材料，咨询机构研究预测，到2025年，水泥工程新建需求年均产值为250~300亿元。

图4：全球水泥产量及同比增速（亿吨）



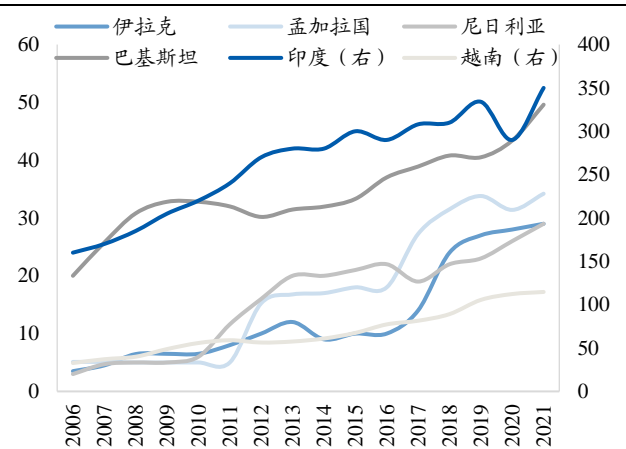
数据来源：USGS，东北证券

图5：部分发达国家水泥产量（百万吨）



数据来源：USGS，东北证券

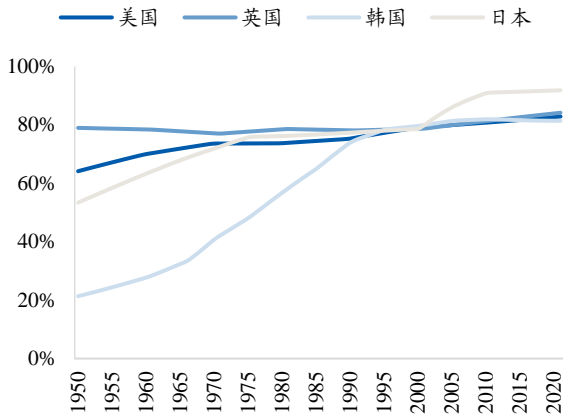
图6：部分发展中国家水泥产量（百万吨）



注：印度、伊拉克、尼日利亚、巴基斯坦部分数据系USGS预估

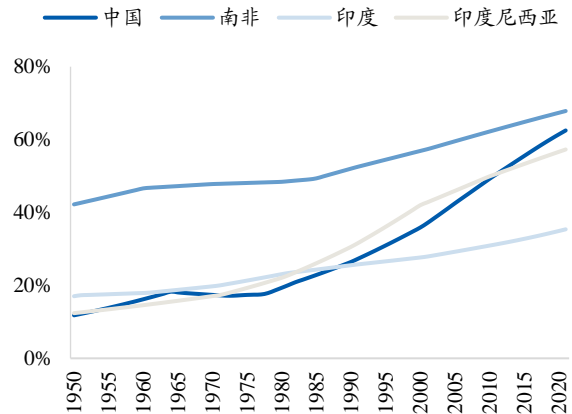
数据来源：USGS，东北证券

图 7：发达国家城镇化率水平



数据来源：Wind，联合国，东北证券

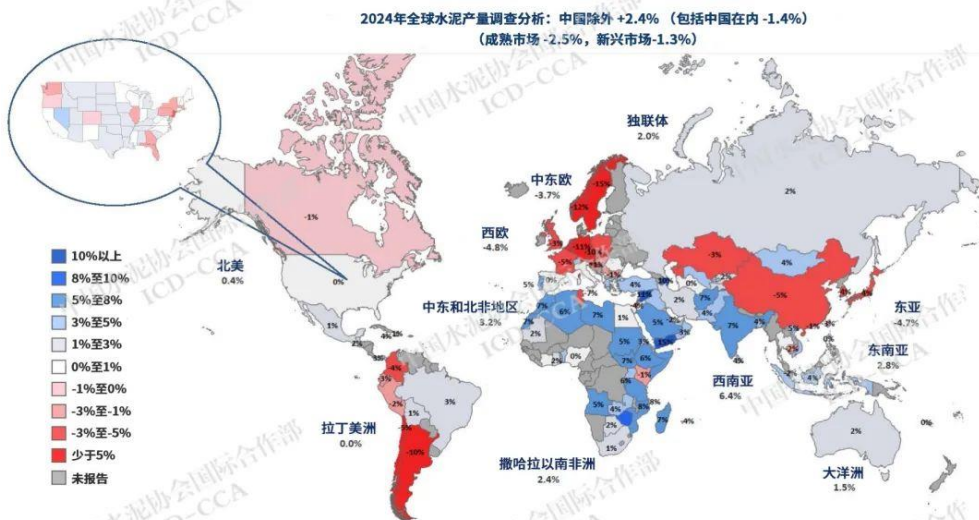
图 8：发展中国家城镇化率水平



数据来源：Wind，联合国，东北证券

短期来看，2024 年能源成本通胀将有所缓解，新兴市场或有较好表现。据 On Field Investment Research 调查报告，2023 年全球水泥产量同比下降 2.2%（除中国外市场同比增长 0.6%），其中成熟市场同比下降 5.0%，新兴市场同比下降 1.9%；展望 2024 年，预计印度、中东、非洲等地区需求有望对全球水泥产量形成拉动，而中国、欧洲地区水泥产量则同比略降。2024 年，成熟市场水泥产量预计同比下降 2.5%；新兴市场水泥产量预计同比下降-1.3%；其中，中国、印度、中东、非洲地区水泥产量同比-5%、+7%、+3%、+3%。价格端，On Field Investment Research 预计在美国供给短缺、欧洲碳配额有限等因素影响下，成熟市场水泥价格将有所恢复；货币贬值、需求旺盛背景下，中东、非洲、印度等地区水泥价格亦有支撑，亚洲、东欧地区水泥价格则面临压力。利润端，新兴市场受益能源成本下降，利润率将保持稳定，而东亚、东南亚地区则有所下降。

图 9：2024 年全球水泥产量预测



数据来源：On Field Investment Research，《水泥》杂志，中国水泥协会，东北证券

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/335131302324011124>