

中材国际 (600970.SH)

智能制造战略开新局，水泥工程龙头展新姿

全球水泥工程服务龙头步入全新发展阶段。公司是全球大型新型干法水泥工程建设的龙头，是国资委“走出去”的排头兵，水泥工程主业全球市场占有率连续 12 年保持世界第一（约 45%）。2017 年两大建材集团战略合并，公司控股股东实力增强，发展迈入崭新阶段。2020 年更换董事长等核心领导班子，开启“十四五”新征程。目前公司水泥工程与装备制造占比较高，规模稳定，并积极切入环保、生产运营管理、多元化工程、智能制造等新领域，为新一轮转型升级积蓄力量。

海外经营逐渐复苏，业绩订单大幅改善。公司海外收入占比 70%，受海外疫情影响，公司上半年收入/业绩分别下滑 18%/26%。随着国内外疫情初步好转，公司三季度业绩大幅改善，单季收入/业绩分别增长 15%/18%。前三季度新签订单同比增长 9%，三季度单季新签订单大幅增长 75%，扭转上半年下滑的局面。近期国内外多家公司疫苗研发取得积极进展，如明年疫苗大规模接种并取得预期效果，海外疫情有望进一步可控，公司海外业务有望持续改善。

拟整合集团优质工程资产，进一步提升核心竞争力。公司公告拟向控股股东中建材集团及其关联方以及部分自然人股东定向增发收购集团内部的北京凯盛、南京凯盛、中材矿山三家工程公司股权，并拟定向增发募资。拟收购的标的资产是集团旗下的重点工程企业，经营主业为水泥工程和矿山工程，收购完成后，可以消除潜在同业竞争，在集团内部打造统一的工程业务平台，整体协调原先分散的资源和技术，提升协作效率，进一步增强公司在水泥工程与矿山工程领域的规模和核心竞争力。

智能制造新战略，有望带动公司业务向软件系统服务与智能运维服务等新方向延伸。公司今年更换新领导班子，预计“十四五”重点战略方向之一是推动中建材集团基础建材行业实现“数字化、智能化、绿色化、高端化”转型，智能制造升级与工业互联网信息化平台服务预计为重点突破方向。公司拥有自主研发的，国际领先的二代新型干法技术，承建了槐坎南方示范线项目，代表水泥行业未来发展方向。并在该项目上自主开发了工业互联网赋能与服务平台，采用协同共建模式，探索形成智能化建设标准体系，未来如果能在中建材集团内部推广，有望带动公司业务向软件系统服务与智能运维服务等新方向延伸，具备较大潜力。

投资建议：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 14.5/17.5/19.2 亿元，分别同比增长-9.2%/21.0%/9.8%，对应 EPS 分别为 0.83/1.01/1.11，当前股价对应 PE 分别为 8.2/6.8/6.2 倍。公司当前估值处于历史底部区域，海外经营情况明显改善，同时水泥行业智能制造升级，工业互联网平台等新业务具备潜力，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：疫苗效果不达预期，新业务推进不达预期、收购整合集团工程资产进度不达预期、国内水泥产能置换政策变化。

| 财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 21,501 | 24,374 | 23,205 | 25,966 | 28,088 |
| 增长率 yoy (%) | 10.0 | 13.4 | -4.8 | 11.9 | 8.2 |
| 归母净利润（百万元） | 1,368 | 1,592 | 1,446 | 1,749 | 1,921 |
| 增长率 yoy (%) | 40.0 | 16.4 | -9.2 | 21.0 | 9.8 |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.79 | 0.92 | 0.83 | 1.01 | 1.11 |
| 净资产收益率 (%) | 15.3 | 15.0 | 12.6 | 13.6 | 13.4 |
| P/E（倍） | 8.7 | 7.5 | 8.2 | 6.8 | 6.2 |
| P/B（倍） | 1.4 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.8 |

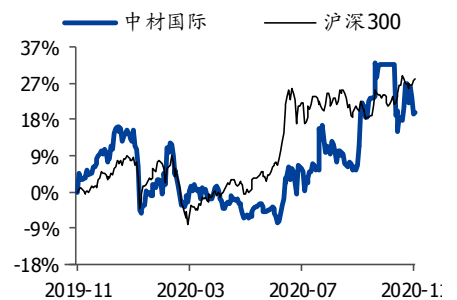
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

| | |
|----------------|-----------|
| 行业 | 专业工程 |
| 最新收盘价 | 6.85 |
| 总市值(百万元) | 11,902.88 |
| 总股本(百万股) | 1,737.65 |
| 其中自由流通股(%) | 100.00 |
| 30 日日均成交量(百万股) | 14.69 |

股价走势



作者

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 21297 | 21846 | 21625 | 24580 | 24646 |
| 现金 | 7104 | 6105 | 5092 | 5365 | 5486 |
| 应收票据及应收账款 | 4067 | 3832 | 3902 | 5052 | 4311 |
| 其他应收款 | 678 | 762 | 609 | 925 | 734 |
| 预付账款 | 3882 | 4510 | 4084 | 5714 | 5089 |
| 存货 | 3395 | 2335 | 3635 | 2948 | 4149 |
| 其他流动资产 | 2170 | 4302 | 4302 | 4576 | 4877 |
| 非流动资产 | 9745 | 11061 | 10773 | 10897 | 10923 |
| 长期投资 | 108 | 190 | 276 | 362 | 450 |
| 固定资产 | 2010 | 2025 | 1827 | 1975 | 2018 |
| 无形资产 | 715 | 692 | 639 | 555 | 478 |
| 其他非流动资产 | 6913 | 8154 | 8032 | 8004 | 7977 |
| 资产总计 | 31041 | 32907 | 32398 | 35476 | 35569 |
| 流动负债 | 17931 | 18873 | 18101 | 20264 | 19368 |
| 短期借款 | 542 | 808 | 808 | 808 | 808 |
| 应付票据及应付账款 | 6888 | 6973 | 6291 | 8335 | 7433 |
| 其他流动负债 | 10501 | 11091 | 11001 | 11120 | 11127 |
| 非流动负债 | 3965 | 3390 | 2721 | 2229 | 1685 |
| 长期借款 | 3116 | 2536 | 1867 | 1375 | 831 |
| 其他非流动负债 | 850 | 854 | 854 | 854 | 854 |
| 负债合计 | 21896 | 22263 | 20822 | 22493 | 21053 |
| 少数股东权益 | 440 | 459 | 469 | 485 | 505 |
| 股本 | 1740 | 1740 | 1740 | 1740 | 1740 |
| 资本公积 | 1019 | 1139 | 1139 | 1139 | 1139 |
| 留存收益 | 5884 | 7258 | 8251 | 9449 | 10758 |
| 归属母公司股东权益 | 8705 | 10185 | 11107 | 12498 | 14011 |
| 负债和股东权益 | 31041 | 32907 | 32398 | 35476 | 35569 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | -1620 | 251 | 391 | 1563 | 1440 |
| 净利润 | 1403 | 1593 | 1455 | 1765 | 1941 |
| 折旧摊销 | 479 | 391 | 334 | 279 | 308 |
| 财务费用 | -200 | -93 | 19 | 9 | -18 |
| 投资损失 | 123 | 22 | 29 | 32 | 52 |
| 营运资金变动 | -4164 | -2515 | -1444 | -521 | -842 |
| 其他经营现金流 | 739 | 852 | -2 | -2 | -1 |
| 投资活动现金流 | -1226 | 246 | -73 | -433 | -385 |
| 资本支出 | 271 | 263 | -374 | 37 | -61 |
| 长期投资 | -27 | -76 | -86 | -88 | -88 |
| 其他投资现金流 | -983 | 433 | -532 | -484 | -534 |
| 筹资活动现金流 | -125 | -336 | -1331 | -856 | -934 |
| 短期借款 | -259 | 266 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 1285 | -580 | -669 | -493 | -544 |
| 普通股增加 | -15 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -16 | 120 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -1120 | -143 | -662 | -363 | -390 |
| 现金净增加额 | -2909 | 157 | -1013 | 274 | 121 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 21501 | 24374 | 23205 | 25966 | 28088 |
| 营业成本 | 17511 | 20274 | 19401 | 21393 | 23063 |
| 营业税金及附加 | 75 | 68 | 53 | 60 | 70 |
| 营业费用 | 377 | 519 | 418 | 519 | 562 |
| 管理费用 | 1186 | 1254 | 1160 | 1350 | 1489 |
| 研发费用 | 564 | 610 | 510 | 597 | 646 |
| 财务费用 | -200 | -93 | 19 | 9 | -18 |
| 资产减值损失 | 192 | -4 | -46 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 21 | 37 | 17 | 22 | 24 |
| 公允价值变动收益 | -0 | 2 | 2 | 2 | 1 |
| 投资净收益 | -123 | -22 | -29 | -32 | -52 |
| 资产处置收益 | 5 | 25 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1698 | 1754 | 1680 | 2029 | 2250 |
| 营业外收入 | 53 | 66 | 110 | 107 | 84 |
| 营业外支出 | 52 | 17 | 25 | 25 | 30 |
| 利润总额 | 1700 | 1804 | 1765 | 2111 | 2305 |
| 所得税 | 297 | 211 | 310 | 345 | 363 |
| 净利润 | 1403 | 1593 | 1455 | 1765 | 1941 |
| 少数股东损益 | 36 | 1 | 9 | 16 | 20 |
| 归属母公司净利润 | 1368 | 1592 | 1446 | 1749 | 1921 |
| EBITDA | 2205 | 2228 | 2053 | 2335 | 2536 |
| EPS (元/股) | 0.79 | 0.92 | 0.83 | 1.01 | 1.11 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 10.0 | 13.4 | -4.8 | 11.9 | 8.2 |
| 营业利润 (%) | 67.2 | 3.3 | -4.2 | 20.8 | 10.9 |
| 归属母公司净利润 (%) | 40.0 | 16.4 | -9.2 | 21.0 | 9.8 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 18.6 | 16.8 | 16.4 | 17.6 | 17.9 |
| 净利率 (%) | 6.4 | 6.5 | 6.2 | 6.7 | 6.8 |
| ROE (%) | 15.3 | 15.0 | 12.6 | 13.6 | 13.4 |
| ROIC (%) | 10.3 | 11.0 | 9.5 | 10.9 | 11.2 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 70.5 | 67.7 | 64.3 | 63.4 | 59.2 |
| 净负债比率 (%) | -22.3 | -14.3 | -11.2 | -15.9 | -18.8 |
| 流动比率 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.3 |
| 速动比率 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| 应收账款周转率 | 5.5 | 6.2 | 6.0 | 5.8 | 6.0 |
| 应付账款周转率 | 2.6 | 2.9 | 2.9 | 2.9 | 2.9 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.79 | 0.92 | 0.83 | 1.01 | 1.11 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | -0.93 | 0.14 | 0.22 | 0.90 | 0.83 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 5.01 | 5.86 | 6.39 | 7.19 | 8.06 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 8.7 | 7.5 | 8.2 | 6.8 | 6.2 |
| P/B | 1.4 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 4.5 | 4.6 | 5.1 | 4.2 | 3.6 |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

| | |
|---|----|
| 1.公司简介: 全球水泥工程服务龙头 | 4 |
| 2.海外经营逐渐复苏, 业绩订单大幅改善 | 7 |
| 3.收购整合集团工程资产, 增强核心竞争力 | 8 |
| 4.智能制造开新局, 工业互联网平台有望谱新章 | 9 |
| 4.1.智能制造战略预计是公司“十四五”发展重要方向之一 | 9 |
| 4.2.自主研发国际领先的二代新型干法技术, 引领水泥行业进步升级 | 10 |
| 4.3.工业互联网信息平台应用初步落地, 具备较大潜力 | 10 |
| 5.盈利预测、估值与投资建议 | 11 |
| 5.1.盈利预测 | 11 |
| 5.2.估值与投资建议 | 12 |
| 6.风险提示 | 14 |

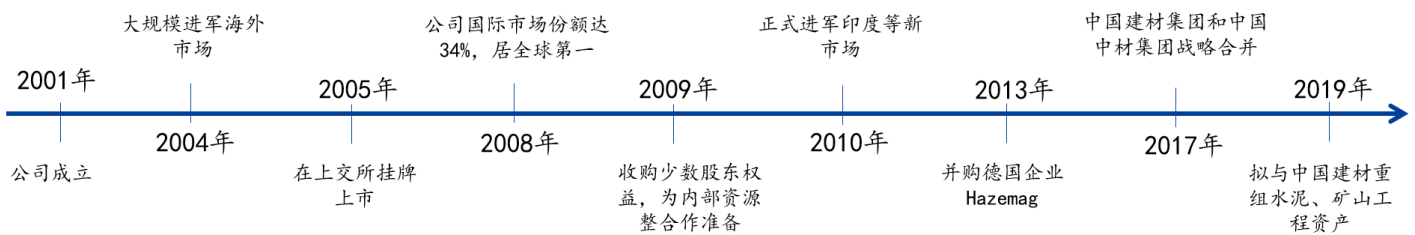
图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 公司历史沿革 | 4 |
| 图表 2: 公司股权结构图 | 5 |
| 图表 3: 公司 2020 上半年各业务占比 | 6 |
| 图表 4: 公司历年境内外业务占比 | 6 |
| 图表 5: 公司历史营收情况 | 6 |
| 图表 6: 公司历史业绩情况 | 6 |
| 图表 7: 公司历史新签合同情况 | 7 |
| 图表 8: 公司历史股价 (前复权) 情况 | 7 |
| 图表 9: 单季度营业收入及增速 | 7 |
| 图表 10: 单季度归母净利润及增速 | 7 |
| 图表 11: 公司单季度新签订单及增速 | 8 |
| 图表 12: 拟收购整合标的基本情况 (收入、净利润、资产单位为亿元) | 8 |
| 图表 13: 公司国内新签订单金额及增速 | 9 |
| 图表 14: 公司在槐坎南方示范线项目上应用的水泥工业互联网信息平台打通全产线 | 11 |
| 图表 15: 公司营业收入增长预测 (单位: 百万元) | 11 |
| 图表 16: 公司毛利率预测情况 | 12 |
| 图表 17: 公司 PB-band | 12 |
| 图表 18: 公司 PE-band | 13 |
| 图表 19: 国际工程重点公司估值表 | 13 |

1. 公司简介：全球水泥工程服务龙头

公司是我国在水泥技术装备工程市场具有完整产业链的大型国际化企业，同时也是全球大型新型干法水泥工程建设的龙头，市占率全球第一，是国资委“走出去”的排头兵。公司自2002年起大规模实施“国际化”战略，截至2019年底，公司累计在全球75个国家和地区承接了237条生产线、71个粉磨站，水泥工程主业全球市场占有率连续12年保持世界第一（约45%）。境内外特大型万吨级水泥成套装备生产线有24条由公司承建，占比近50%。2019年，公司上榜年度ENR“全球最大250家国际承包商”榜单，位列中国入榜企业第11位，全球入榜企业第51位；在中国勘察设计协会发布的2019年工程总承包营业额及境外工程总承包营业额榜单中，公司获“双项第一”。

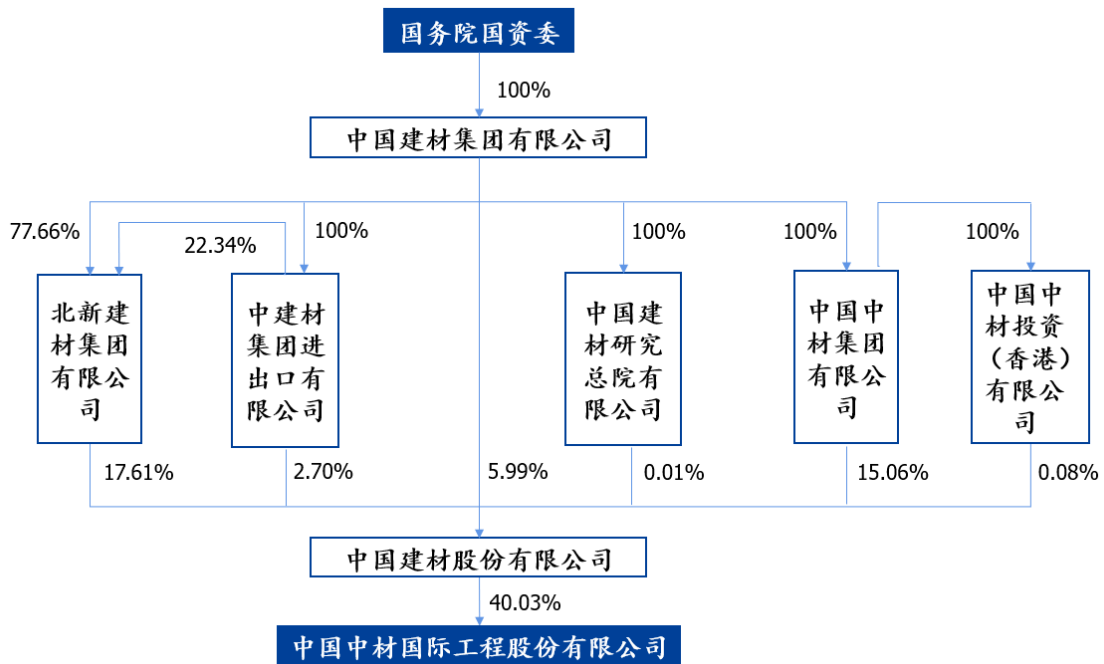
图表1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

隶属于中国建材集团，股东背景实力强大。公司大股东中国建材股份持股公司40.03%股份，中国建材集团通过旗下北新建材集团、中建材集团进出口、中国中材集团等子公司控股中国建材股份，公司实际控制人为国务院国资委。中国建材集团是全球最大的综合性建材产业集团、世界领先的新材料开发商和综合服务商，连续10年荣登《财富》世界500强企业榜单，2020年排名187位。截至2019年底，资产总额6000亿元，年营业收入3900多亿元，水泥、商混、石膏板、玻璃纤维、风电叶片、水泥玻璃工程技术服务等7项业务规模居世界第一，实力强劲。

图表 2: 公司股权结构图

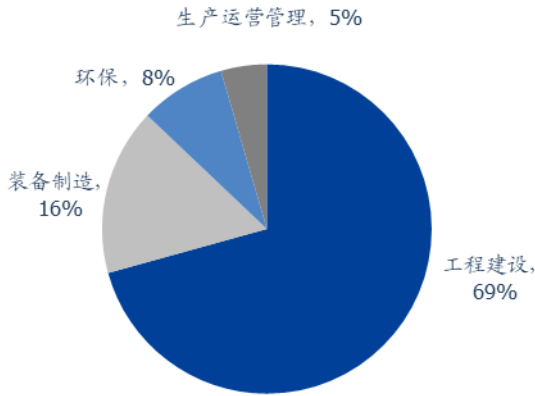


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

工程建设是公司核心业务，环保、生产运营等新业务逐步成长。公司主营业务主要包括水泥生产线的工程设计、土建工程、设备制造与供货、机电设备安装、生产线调试、备品备件与生产运营管理，此外，公司在大气污染治理和固废处理等传统环保业务领域之外，广泛参与工业节能服务、城市和区域环保综合治理等业务。2020年上半年工程建设/装备制造/环保业务/生产运营管理业务占比分别为 69%/16%/8%/4%。目前水泥工程与装备制造占比较高，规模稳定，并积极切入环保、生产运营管理、多元化工程，智能制造等新领域，为新一轮转型升级积蓄力量。

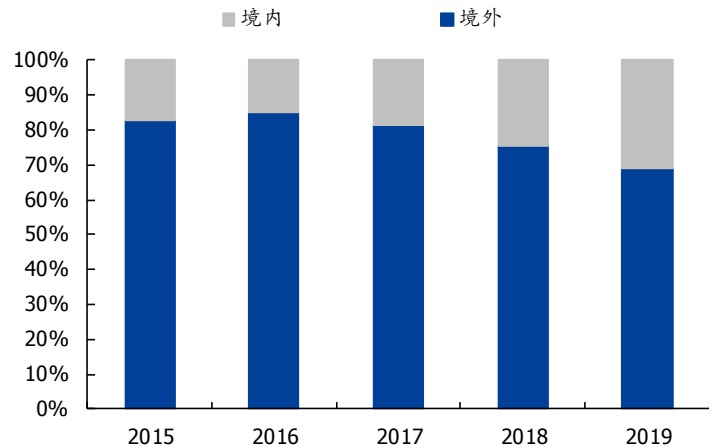
践行“走出去”战略，海外业务实力领先，国内业务近几年出现复苏。2019年公司海外业务占比约70%，在全球水泥工程领域竞争实力强劲，连续十二年排名第一，市占率达45%。公司利用丰富的海外项目管理经验和品牌优势，向矿业、化工、电力、公路、民用建筑等非水泥工程领域拓展，逐步由水泥工程专业服务商向综合性工程服务商转型。近几年由于国内水泥业转型升级，技改和搬迁置换等业务逐渐增多，国内需求旺盛，公司国内业务占比也在逐年回升。

图表3: 公司2020上半年各业务占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

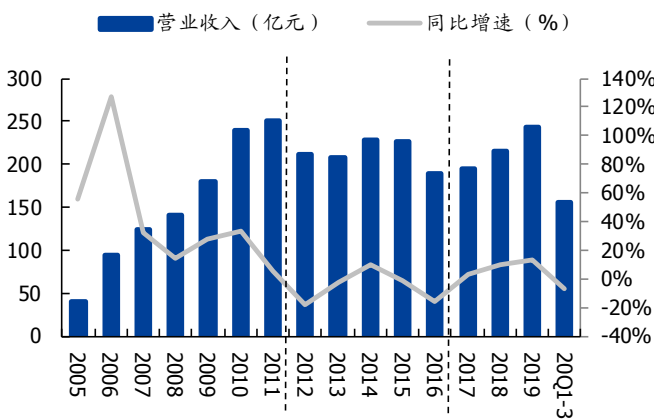
图表4: 公司历年境内外业务占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

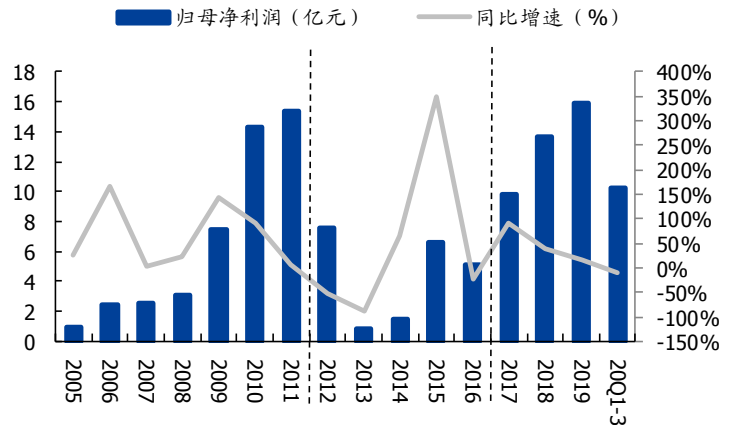
公司自上市以来, 发展轨迹大致可以分为三个阶段。**第一阶段(2011年前)**公司受益国内水泥产能扩张, 同时积极走出去开拓国外市场, 营收、新签订单和归母净利润三者齐头并进高速增长, 三者05-11年CAGR分别高达35.2%/17.8%/59.9%; **第二阶段(2012-2016年)**公司营收和订单基本保持每年平稳, 但受到钢贸案及海外并购产生的资产减值影响, 归母净利润出现大幅下滑; **第三阶段(2017年至今)**公司逐步摆脱钢贸案影响, 不断提升精细化管理水平, 尝试业务多元化, 积极切入环保领域, 同时集团层面两大建材集团合并, 公司发展迈入全新发展阶段。2020年公司更换董事长等新管理层, 开启“十四五”新的战略转型发展。

图表5: 公司历史营收情况



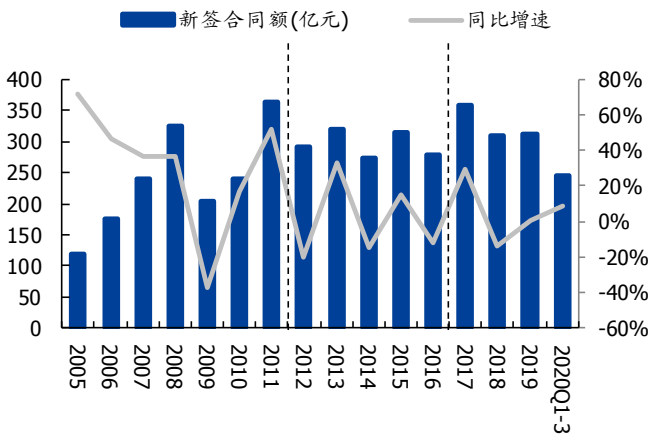
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 公司历史业绩情况



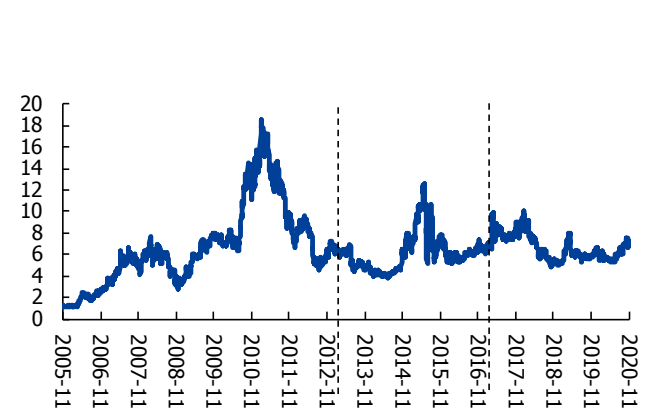
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 公司历史新签合同情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 公司历史股价(前复权)情况

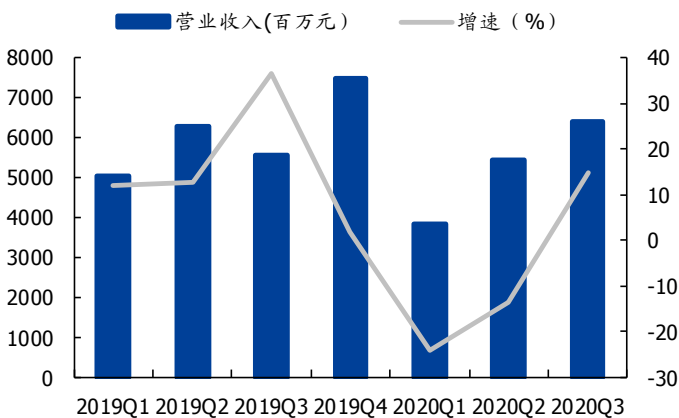


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 海外经营逐渐复苏, 业绩订单大幅改善

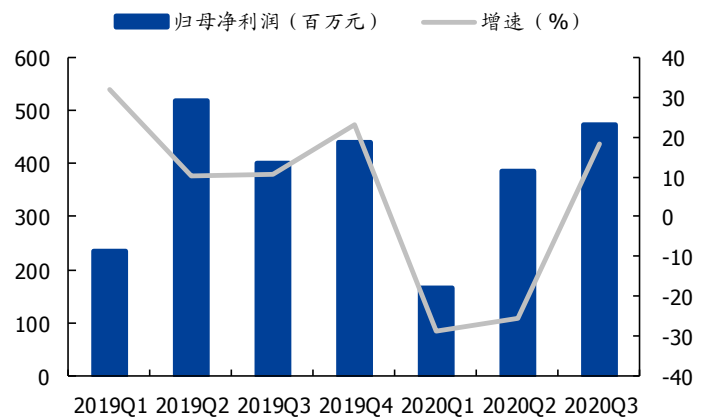
海外经营逐渐恢复, 公司三季度业绩大幅改善。2019年公司海外业务收入占比约70%, 因新冠疫情影响, 公司上半年收入下滑18%, 归母净利润同比下降26%。进入三季度, 随着国内疫情得到控制, 海外部分国家地区疫情好转, 公司通过积极努力应对克服影响, 三季度业绩出现大幅改善。第三季度单季收入64亿元, 同比增长15%, 归母净利润4.7亿元, 同比增长18%。

图表 9: 单季度营业收入及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 单季度归母净利润及增速

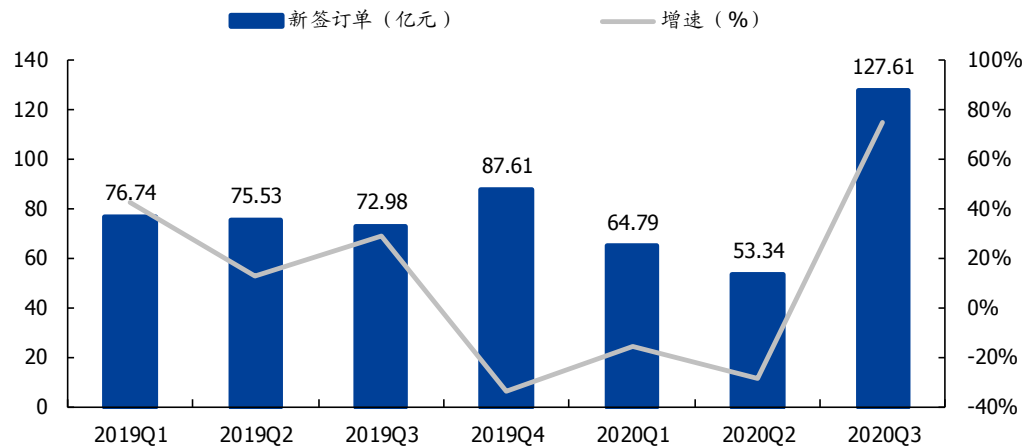


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

新签订单三季度大幅增长。公司前三季度新签订单246亿元, 同比增长9%, 其中三季度单季新签127.6亿元, 同比大幅增长75%, 扭转上半年下滑的趋势。前三季度国内新签94亿元, 同比增长23%, 占比38%; 境外新签152亿元, 同比增长2%, 占比62%。前三季度新签订单按类型看, 其中工程建设新签191亿元, 增长9%, 装备制造新签30亿元, 同比下滑12%, 环保业务新签19亿元, 同比增长64%。公司在手订单较为充裕,

目前在手可执行订单金额为 410 亿元，是 2019 年收入的约 1.7 倍。

图表 11: 公司单季度新签订单及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

疫苗效果取得突破, 如果大规模接种且效果良好, 全球疫情有望得到一定控制, 公司海外经营有望继续改善。近期美国辉瑞制药宣布, 与德国生物科技公司 BioNTech 联合开发的新冠 mRNA 疫苗, 在临床三期试验中显示可以防止 90% 以上的感染疫苗, 中国多种疫苗也进入临床三期, 国内外疫苗研发持续取得突破。如果海外疫苗大规模接种, 且接种后效果达到预期, 全球疫情有望得到一定控制, 公司海外经营环境有望继续改善。海外新签订单与项目执行有望逐步恢复正常水平。

3. 收购整合集团工程资产, 增强核心竞争力

公司公告拟向控股股东中建材集团及其关联方以及部分自然人股东定向增发收购集团内部的三家工程公司股权, 分别为北京凯盛 100.00% 股权、南京凯盛 98.00% 股权、中材矿山的 100.00% 股权, 并拟向不超过 35 名符合条件的特定投资者以非公开发行股份的方式募集配套资金。发行价格定为 5.87 元/股。

北京凯盛、南京凯盛和中材矿山均是中国建材集团内重点工程承包企业。其中, 北京凯盛及其前身是我国水泥预分解技术的提出人、我国水泥预分解技术试验室试验、工业试验的率先完成人, 2019 年收入 14.9 亿元, 同比下滑 4%, 净利润 1.4 亿元, 同比增长 6%; 南京凯盛已完成多项水泥工程总承包、工程设计、装备技改等各类项目, 2019 年收入 15.4 亿元, 同比增长 45%, 归母净利润 1.4 亿元, 同比增长 34%; 中材矿山则是国家级矿山施工领军企业, 2019 年收入 40.8 亿元, 同比增长 41%, 归母净利润 4 亿元, 同比增长 91%。

图表 12: 拟收购整合标的基本情况 (收入、净利润、资产单位为亿元)

| 标的公司 | 主营业务 | 2019 年收入 | 2019 年净利润 | 总资产 | ROE |
|------|------|----------|-----------|------|-------|
| 北京凯盛 | 水泥工程 | 14.9 | 1.4 | 15.0 | 26.1% |
| 南京凯盛 | 水泥工程 | 15.4 | 1.4 | 23.8 | 14.0% |
| 中材矿山 | 矿山工程 | 40.8 | 4.0 | 26.5 | 23.6% |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

重组有望进一步增强工程业务竞争实力，减少同业竞争，提升集团协作效率。本次公司拟收购的标的资产是中国建材集团旗下的重点工程企业，经营主业为水泥工程和矿山工程，与公司原有主业存在同业竞争关系。如收购完成后，可以消除潜在同业竞争，在集团内部打造统一的工程业务平台，整体协调原先分散的资源和技术，提升协作效率，进一步增强公司在水泥工程与矿山工程领域的规模和核心竞争实力。

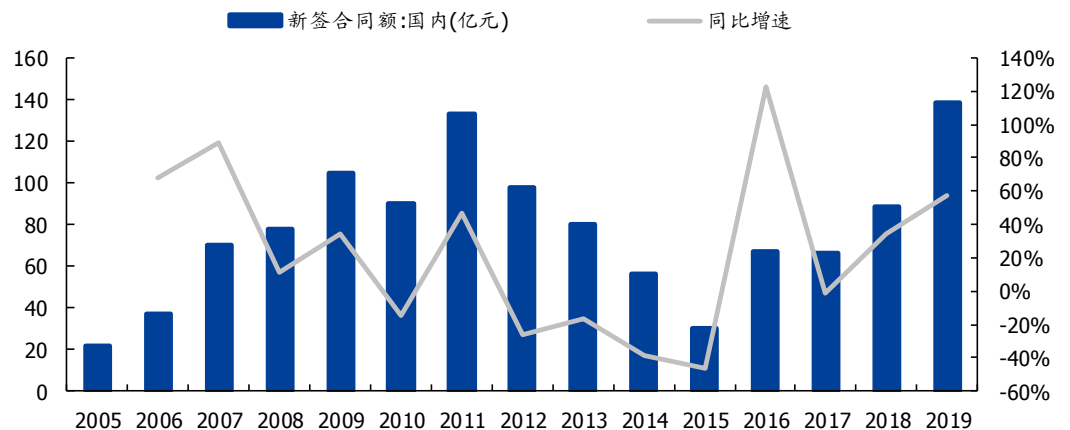
4. 智能制造开新局，工业互联网平台有望谱新章

4.1. 智能制造战略预计是公司“十四五”发展重要方向之一

“十四五”公司战略定位重要方向之一为服务集团基础建材行业“数字化、智能化、绿色化、高端化”转型，预计智能制造将是重点发展方向。根据中国水泥网报道，近期中国建材集团党委书记、董事长周育先到中材国际调研指导，听取今年新上任领导班子关于中材国际“十四五”发展战略思路的整体汇报，详细了解了中材国际在数字化平台建设等方面的实践和规划。肯定了中材国际“集团国际化发展的先锋官、集团基础建材行业“四化”转型的主力军、集团创世界一流企业的排头兵”的战略定位，要求公司要运用好技术优势，服务于集团基础建材板块的成本下降和综合竞争力提升，推动基础建材行业实现“数字化、智能化、绿色化、高端化”转型。

国内水泥工程市场对智能制造为核心的技改工程需求增加，公司作为龙头将牢牢把握行业趋势。受产能减量置换政策、水泥行业转型升级等因素影响，公司国内订单自2016年后持续复苏，2019年新签国内订单达到139亿元，甚至超过国外订单，达到历史新高，反映出国内市场置换、技改、升级的需求旺盛。2020年国内水泥工程市场热度不减，节能降耗和智能制造为核心的技改工程需求活跃，熟料生产线新增与淘汰置换并存，行业整体向集约化、绿色化、智能化、高端化方向迈进。公司作为行业龙头预计也将瞄准这一趋势，在智能制造、信息化平台方面继续保持优势地位，打造成为公司十四五发展的重要方向。

图表 13: 公司国内新签订单金额及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.2. 自主研发国际领先的二代新型干法技术，引领水泥行业进步升级

二代新型干法技术是水泥业升级改造的方向。中国建材联合会发布了《2019年水泥行业大气污染防治攻坚战实施方案》。该方案提出，将严格控制新增产能带来的排放总量，加快落后产能、无效产能的淘汰出局，压减过剩产能等，通过结构调整实现总量减排。《实施方案》明确提出，2019年水泥行业技术改造升级目标和措施：以“第二代新型干法水泥技术”技术成果为基础，全面推进水泥行业技术改造。水泥行业的转型升级需求有望带来二代新型干法技术的加快推广和应用。

中材国际拥有自主研发的，国际领先的二代新型干法技术，承建了槐坎南方示范线项目，代表水泥行业未来发展方向。公司2019年承建了南方水泥优化升级示范项目——槐坎南方日产7500吨熟料生产线。该项目作为中国自主研发、国际领先的二代新型干法示范线，也是落实中建材集团董事长提出的数字化、智能化、绿色化、高端化转型方向的重要体现。根据公司官网和中国水泥网的信息：“该项目实现了第二代新型干法水泥技术装备主要研发成果的工程化应用，烧成热耗小于每千克熟料640大卡，月均熟料电耗小于40.7度，实现了低能耗、超低排放、低品位原料全利用。项目减量置换建成后，每年节约能耗24.5万吨，减排氮氧化物1295吨、二氧化硫194吨，减排二氧化碳168.10万吨，降低万元产值能耗0.35吨标煤，每吨制造成本下降超过30元”。核心技术的加持为公司带来强大竞争力，在国内近几年升级改造项目中公司市占率达70%。

4.3. 工业互联网信息平台应用初步落地，具备较大潜力

工业互联网赋能与应用平台初步落地实践，如果能在集团内部推广，有望带动公司业务向软件系统服务与智能运维服务等新方向延申，未来具备较大潜力。根据公司官网和中国水泥网的信息：公司在槐坎南方示范线项目中自主开发了公司工业互联网赋能与服务平台，为客户提供全周期数字化服务，交付数字孪生工厂解决方案。综合运用工业互联网、边缘计算、大数据分析、机器学习等智能化技术，开发了基于双中台MES平台和工厂全流程生产智能控制系统，实现了一键启停，自动控制，AI自动驾驶、自动寻优等辅助决策场景应用，劳动生产率有明显提高。

目前通过槐坎南方示范线项目的实践，公司已经初步打通了工业互联网在水泥行业从数据采集、分析建模、应用部署全环节的全产线数据链路。根据公司官网和中国水泥网的信息：“公司在该项目上率先使用了自主研发的基于工业互联网架构的数据、业务双“中台”技术，并支持SaaS化部署，采用协同共建模式，探索形成智能化建设标准体系，信息化平台实施周期由平均6个月减少到了2个月，后期运维完全实现无代码化，用户方全程参与平台建设。”未来如果能在集团内部推广（中建材集团水泥产能全球第一），有望带动公司业务向软件系统服务与智能运维服务等新方向延申。

图表 14: 公司在槐坎南方示范线项目上应用的水泥工业互联网信息平台打通全产线

| 数据收集 | 分析建模 | 应用部署 |
|---|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> 整合 13800 余项数据精准形成全流程生产运营画像。通过全面对接整合原有物流、办公等 7 个存量信息化系统，为生产等 21 个新上子系统提供统一大数据仓库支撑。 产线关键设备数控化率达到 96% 以上、质量数据在线采集率达到 98% 以上。生产数据自动采集率 100%，整合子系统数据互联互通率 100%。 | <ul style="list-style-type: none"> 通过云边协同的方式实现对生产过程的直接反控和辅助决策，在 AI 工业大脑的算法模型迭代中，24 个复杂算法不断的强化训练学习生产过程数据，实现对强度预测、堵料预测、断煤预测、煅烧分析和窑况预测等复杂场景的预判。 AI 对多源异构数据进行分析做出决策并主导过程控制，尝试进行全天候的自主学习、自主寻优。 | <ul style="list-style-type: none"> 支持 SaaS 化部署，采用协同共建模式，探索形成南方集团智能化建设标准体系，信息化平台实施周期由平均 6 个月减少到了 2 个月，后期运维完全实现无代码化，用户方全程参与平台建设。 促进客户全集团数字化管控快速部署，实现集团生产数据一体化、业务一体化和管理一体化。 |

资料来源：公司官网，中国水泥网，国盛证券研究所

5 盈利预测、估值与投资建议

5.1. 盈利预测

由于疫情影响，预计公司 2020 年收入小幅下滑 5% 左右，较前三季度降幅进一步收窄。预计明年海外疫情得到进一步改善，公司收入在今年较低基数上将实现恢复性增长，预计同比增长 12%。2022 年收入预计平稳增长 8%。综上，我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 232/260/281 亿元，同比分别增长 -4.8%/11.9%/8.2%。具体分业务增长情况见下表：

图表 15: 公司营业收入增长预测 (单位: 百万元)

| | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 E | 2021 年 E | 2022 年 E |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 | 19,006.93 | 19,553.69 | 21,501.42 | 24,374.39 | 23204.53 | 25966.43 | 28087.56 |
| YoY | | 2.88% | 9.96% | 13.36% | -4.80% | 11.90% | 8.17% |
| 工程建设 | 15710.86 | 14897.10 | 16088.24 | 17698.29 | 16636.39 | 18632.76 | 20123.38 |
| YoY | | -5.18% | 8.00% | 10.01% | -6.00% | 12.00% | 8.00% |
| 装备制造 | 2649.74 | 3028.82 | 2232.49 | 3838.11 | 3454.30 | 3799.73 | 4103.71 |
| YoY | | 14.31% | -26.29% | 71.92% | -10.00% | 10.00% | 8.00% |
| 环保 | 557.30 | 1197.51 | 1513.17 | 1473.84 | 1694.92 | 2000.00 | 2200.00 |
| YoY | | 114.88% | 26.36% | -2.60% | 15.00% | 18.00% | 10.00% |
| 生产运营管理 | 801.62 | 815.91 | 883.55 | 1095.45 | 1150.22 | 1265.24 | 1391.77 |
| YoY | | 1.78% | 8.29% | 23.98% | 5.00% | 10.00% | 10.00% |

资料来源：Wind，国盛证券研究所

由于疫情影响，公司工程建设、生产运营服务、设备制造等业务的人力、外包、材料成本相应提升，因此预计公司 2020 年毛利率将出现小幅下滑。2021-2022 年，随着疫情影响的逐步消除，同时公司继续推进精细化管理，整体毛利率将呈现逐步回升的态势。综上，我们预计公司 2020-2022 年的综合毛利率分别为 16.4%/17.6%/17.9%，具体分业务毛利率预测见下表：

图表 16: 公司毛利率预测情况

| | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 E | 2021 年 E | 2022 年 E |
|--------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 毛利率 | 12.24% | 16.81% | 18.56% | 16.82% | 16.39% | 17.61% | 17.89% |
| 工程建设 | 9.73% | 14.64% | 18.58% | 14.96% | 14.30% | 16.00% | 16.30% |
| 装备制造 | 19.42% | 22.19% | 20.87% | 18.45% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 环保 | 17.73% | 18.90% | 16.13% | 15.41% | 16.00% | 16.30% | 16.70% |
| 生产运营管理 | 16.11% | 13.77% | 15.62% | 21.78% | 16.00% | 18.00% | 20.00% |

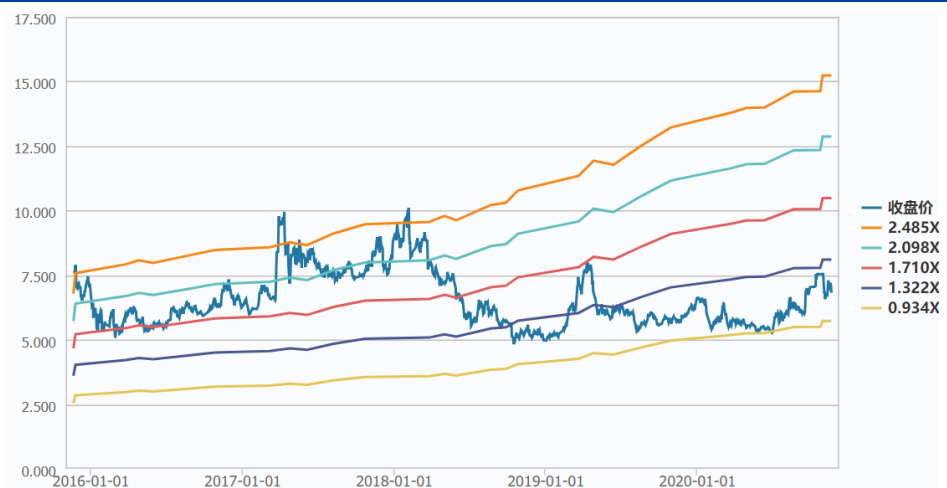
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

结合模型预测，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 14.5/17.5/19.2 亿元，分别同比增长-9.2%/21%/9.8%，对应 EPS 分别为 0.83/1.01/1.11，当前股价对应 PE 分别为 8.2/6.8/6.2 倍。

5.2. 估值与投资建议

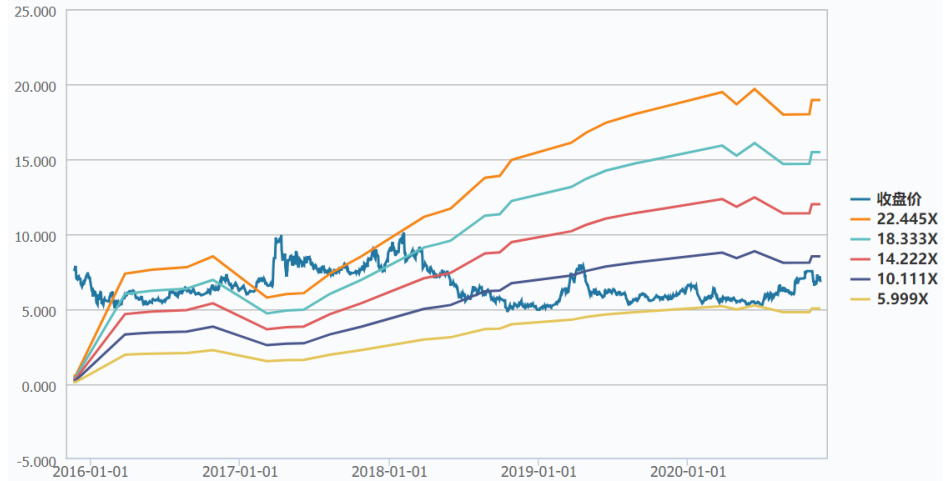
估值情况: 当前公司 PE (ttm) 估值仅为 8.1 倍，PB (lf) 仅为 1.12 倍，处于历史底部区域。可比公司预计 2021 年平均 PE 为 10.1 倍，预计公司 2021 年 PE 为 6.8 倍，低于可比公司。

图表 17: 公司 PB-band



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 公司 PE-band



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 国际工程重点公司估值表

| 股票简称 | 股价 (元) | EPS (元) | | | | PE | | | | PB |
|-----------|-----------|---------|-------|-------|-------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|
| | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 北方国际 | 7.80 | 0.92 | 0.90 | 0.91 | 1.00 | 8.5 | 8.7 | 8.6 | 7.8 | 1.13 |
| 中工国际 | 7.57 | 0.85 | 0.09 | 0.52 | 0.80 | 8.9 | 88.9 | 14.6 | 9.5 | 0.88 |
| 中钢国际 | 4.22 | 0.43 | 0.39 | 0.43 | 0.47 | 9.9 | 10.9 | 9.9 | 9.0 | 1.00 |
| 中国化学 | 6.08 | 0.62 | 0.70 | 0.82 | 0.97 | 9.8 | 8.7 | 7.4 | 6.3 | 0.86 |
| 均值 | | | | | | 9.2 | 29.2 | 10.1 | 8.1 | 0.98 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2020 年 11 月 20 日收盘价

投资建议: 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 14.5/17.5/19.2 亿元, 分别同比增长-9.2%/21%/9.8%, 对应 EPS 分别为 0.83/1.01/1.11, 当前股价对应 PE 分别为 8.2/6.8/6.2 倍。公司当前估值处于历史底部区域, 海外经营情况明显改善, 拟整合集团工程资产将进一步提升核心竞争力, 同时水泥行业智能制造升级, 工业互联网平台等新业务具备潜力, 首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

风险提示：疫苗效果不达预期，新业务推进不达预期、收购整合集团工程资产进度不达预期、国内水泥产能置换政策变化

疫苗效果不达预期：目前海外多个国家疫情仍非常严重。虽然有多种疫苗宣称有效率达到90%以上，但疫苗接种的进度、实际控制效果、不良反应的程度、运输保存的障碍等均存在不确定性。疫苗对海外疫情的控制程度和速度可能低于预期，因此公司业务的复苏程度也存在不确定性。

新业务推进不达预期：公司智能制造、互联网平台等新业务目前处于推广早期，实际推进情况和实现效果均存在较大不确定性。

收购整合集团工程资产进度不达预期：由于目前公司收购整合集团资产进度仅处于预案阶段，后续还需股东大会、监管部门批准，如果得不到批准，方案可能无法顺利完成。

国内水泥产能置换政策变化：近两年国内置换项目大幅增加，如果后续政策出现变化，对置换项目审批收紧，可能对公司国内水泥工程业务造成较大影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com