

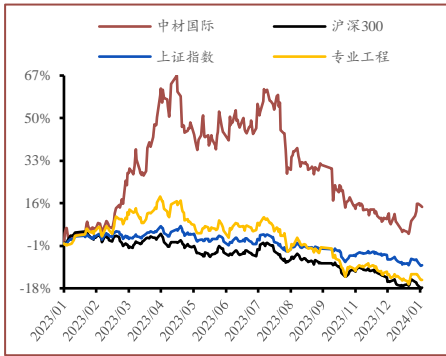
投资评级:增持(维持)

基本数据

|          |       |
|----------|-------|
| 收盘价(元)   | 9.83  |
| 流通股本(亿股) | 17.43 |
| 每股净资产(元) | 6.87  |
| 总股本(亿股)  | 26.42 |

2024-01-09

最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

相关报告

- 《Q3 海外订单维持高增，毛利率持续改善》 2023-10-27
- 《海外业务快速扩张，转型升级持续推进》 2023-08-25
- 《Q1 业绩稳中有增，全产业链服务能力更加完善》 2023-04-27

核心观点

- ❖ **公司是全球领先的水泥技术装备工程系统集成服务商。**根据公司公告，公司水泥工程主业全球市场占有率连续 15 年保持世界第一。上榜 2022 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 44 位。公司近年来积极开拓，三业协同发展，并积极向外开拓，是央企“走出去”的排头兵和“一带一路”倡议践行者。公司规模及业绩都实现快速增长，公司 2023Q1-3 实现营业收入 315.1 亿元同增 5.06%；2023Q1-3 归属净利润 20.02 亿元同增 7.53%。
- ❖ **海外各区域需求呈差异化，母公司出海计划赋能海外业务。**2022 年全球水泥需求量仅同增 1%（包含中国），除中国外需求同增 5.4%，不同地区呈现差异，数字水泥网判断非洲及中东等地区水泥需求或快速复苏。“一带一路”十年公司成就斐然，子公司中材建设已在境内外承建了 200 多个水泥生产线项目，海外外籍长期雇员超 1800 人。并且，公司母公司中国建材提出未来十年在海外再造一个“中建材”。目前，集团旗下天山股份以及中材国际共同增资中材水泥 82.3 亿元，公司持有 40% 股权，进一步开拓境外基础建材业务。
- ❖ **受益“双碳”政策，约束水泥行业低碳化发展。**“双碳”政策持续加码且目标明确，要求“十四五”和“十五五”时期单位 GDP 二氧化碳排放平均需降低 17.6%，约束水泥行业低碳化发展。中短期内，产线技改和“老旧小”产线减量置换仍是水泥生产减排的主要方式。根据我们测算，减量置换市场空间可达 1450 亿元，技改空间可达约 350 亿元。根据公司公告，目前境外仍有非新型干法 700 条，新型干法线中 20 年以上生产线约 1000 条，有 400 条生产线位于碳减排压力较大的欧美国家，海外仍有较大市场空间。
- ❖ **外延式加码运维及装备业务，三业协同发展转型装备制造和运维综合服务商。**1) **水泥运维：**部分待发展地区新建水泥生产线较多，当地业管理及技术薄弱，运维需求较大，公司收购智慧工业完善运维业务布局。2) **矿山运维：**政策引导下矿山管理向规范化、绿色化的专业方向发展。公司旗下中材矿山是国家级矿山施工领军企业，水泥矿石采矿量业内领先；3) **装备业务：**伴随水泥行业向“高端化、智能化、绿色化”转型，水泥装备仍有较大需求。公司重组合肥院，完善装备产品矩阵，并且业务向外开拓，向非建材领域延伸。与此同时，公司大力推进数字智能平台整合和业务规划，重组中材智科，赋能智能装备及运维业务。
- ❖ **投资建议：**中长期看，随着公司三业布局逐步完善，业务协同能力进一步增强，公司竞争力增强的同时，毛利率也存在进一步提升的空间。并且，公司注重股东回报，公告 2024-2026 年现金分红比例不低于 40%。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 28.47/32.42/35.99 亿元，EPS 分别为 1.08/1.23/1.36 元/股，最新收盘价对应 PE 估值分别为 9.12/8.01/7.22 倍，维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**水泥工程业务推进不及预期、运维及装备业务开拓不及预期、海外经营风险、汇率风险。

**盈利预测：**

|            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 36535 | 38819 | 42398 | 47707 | 52072 |
| 收入增长率(%)   | 19.64 | 6.25  | 9.22  | 12.52 | 9.15  |
| 归母净利润(百万元) | 1812  | 2194  | 2847  | 3242  | 3599  |
| 净利润增长率(%)  | 19.13 | 21.06 | 29.75 | 13.88 | 11.01 |
| EPS(元/股)   | 0.82  | 0.98  | 1.08  | 1.23  | 1.36  |
| PE         | 13.94 | 8.69  | 9.12  | 8.01  | 7.22  |
| ROE(%)     | 13.66 | 15.07 | 14.44 | 14.12 | 13.55 |
| PB         | 1.91  | 1.33  | 1.32  | 1.13  | 0.98  |

数据来源：Wind 数据，财通证券研究所

## 内容目录

|       |                                |    |
|-------|--------------------------------|----|
| 1     | 三业协同发展，打造“走出去”标杆.....          | 7  |
| 1.1   | 水泥工程行业龙头，业务多元化、全球化发展.....      | 7  |
| 1.2   | 境外业务快速复苏，运维及装备业务快速发展.....      | 9  |
| 1.3   | 公司费用管控强，ROE 逐年修复.....          | 12 |
| 2     | 水泥产能过剩，“双碳”引入发展新篇章.....        | 14 |
| 2.1   | 各区域水泥产能需求不一，“一带一路”助力企业出海.....  | 14 |
| 2.1.1 | 全球水泥总体产能过剩，区域需求存在差异.....       | 14 |
| 2.1.2 | “一带一路”十周年成就斐然，携手天山水泥共同发展.....  | 15 |
| 2.2   | “双碳”政策持续出台，约束水泥行业向低碳发展.....    | 17 |
| 2.2.1 | 政策对水泥行业排放提出要求.....             | 17 |
| 2.2.2 | 减量置换和技改市场空间广阔.....             | 20 |
| 2.3   | 数字智能促进公司水泥工程建设老树发新芽.....       | 23 |
| 2.3.1 | 公司积极推动水泥工业向绿色化、智能化升级.....      | 23 |
| 3     | 整合优质资源，打造世界一流材料装备平台.....       | 25 |
| 3.1   | 国产装备核心竞争力逐年提升.....             | 25 |
| 3.2   | 收购合肥院，完善装备业务布局.....            | 26 |
| 4     | 完善全球运维业务布局，加速向运维服务商转型.....     | 27 |
| 4.1   | 以 FLSmith 为鉴，开拓运维业务有助公司发展..... | 27 |
| 4.2   | 公司收购智慧工业完善运维业务布局.....          | 30 |
| 4.3   | 跟随绿色矿山步伐，矿山运维市场进一步扩大.....      | 32 |
| 5     | 盈利预测及投资建议.....                 | 34 |
| 6     | 风险提示.....                      | 36 |

## 图表目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1. 公司发展历程.....                     | 7  |
| 图 2. 公司股权架构及子公司情况（截至 2023Q3 季报）..... | 8  |
| 图 3. 公司营收维持稳增.....                   | 9  |
| 图 4. 2022 年归属净利润同增 21.06%.....       | 9  |
| 图 5. 公司境内外营业收入及同比.....               | 10 |

|  |    |
|--|----|
| 图 6. 国内外毛利率情况.....   | 10 |
| 图 7. 公司分地区海外新签.....  | 10 |
| 图 8. 2022 年不同地区新签合同占比.....                                     | 10 |
| 图 9. 工程业务是公司收入主要来源.....  | 11 |
| 图 10. 新签订单结构中工程业务占比在下降.....                                    | 11 |
| 图 11. 公司毛利率及归属净利率情况.....                                       | 11 |
| 图 12. 公司分业务毛利率水平.....  | 11 |
| 图 13. 运维服务毛利占比逐年提升.....  | 12 |
| 图 14. 2022 年三费费率为 5.89%同降 1.13pct.....                         | 12 |
| 图 15. 资产信用减值损失率略有上升.....                                       | 12 |
| 图 16. 近年来公司经营活动现金流保持净流入.....                                   | 13 |
| 图 17. 公司近年来收现比及付现比.....  | 13 |
| 图 18. 中材国际货币资金充足.....  | 13 |
| 图 19. 公司流动比率及速动比率.....   | 13 |
| 图 20. 中材国际“两金”占比稳定.....  | 14 |
| 图 21. 公司资产负债率持续下降.....   | 14 |
| 图 22. 公司 ROE 与净利率恢复较快.....                                     | 14 |
| 图 23. 公司周转有加快趋势.....   | 14 |
| 图 24. 全球水泥需求、价格、成本、利润变动情况.....                                 | 15 |
| 图 25. 国内水泥企业海外投资产能.....  | 16 |
| 图 26. 中材水泥主要基础建材生产运营公司（截至 2022 年 12 月 31 日）.....               | 17 |
| 图 27. 中国建筑全过程能耗.....   | 17 |
| 图 28. 建筑主要行业碳排放量.....  | 17 |
| 图 29. 近年来水泥行业相关双碳政策复盘.....                                     | 18 |
| 图 30. 欧盟碳交易市场发展历史复盘.....                                       | 19 |
| 图 31. 我国头部水泥企业与国际头部企业碳排放水平仍有较大差距（Kg CO <sub>2</sub> /ton）..... | 20 |
| 图 32. 2022 年工程服务营业收入 230.6 亿元.....                             | 23 |
| 图 33. 2023H1 新签合同额 295.8 亿元，同增 103%.....                       | 23 |
| 图 34. 槐坎南方智能水泥厂.....   | 24 |
| 图 35. 玉山南方新一代绿色低碳智能示范线.....                                    | 24 |
| 图 36. 水泥专用设备产量及同比.....   | 25 |
| 图 37. 公司装备制造新签合同额.....   | 26 |
| 图 38. 公司装备制造毛利率.....   | 26 |

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 39. 合肥院归属净利率高于中材国际.....             | 27 |
| 图 40. 合肥院资产负债率低于中材国际.....             | 27 |
| 图 41. 公司“绿水水泥厂”.....                  | 28 |
| 图 42. FLSmidth 的 Mission Zero 计划..... | 28 |
| 图 43. 公司业绩恢复速度较快.....                 | 28 |
| 图 44. 2022 年公司新签合同额同增 28.13%.....     | 28 |
| 图 45. 服务类业务的总量更大，且盈利能力更强.....         | 29 |
| 图 46. FLSmidth 主营业务存在协同优势.....        | 29 |
| 图 47. 运维已经是 FLSmidth 主要的收入来源.....     | 29 |
| 图 48. FLSmidth 业务遍及全球七大洲.....         | 29 |
| 图 49. FLSmidth 估值水平.....              | 30 |
| 图 50. FLSmidth 现金分红比例.....            | 30 |
| 图 51. 智慧工业服务平台.....                   | 31 |
| 图 52. 智慧工业海外分支机构.....                 | 31 |
| 图 53. 中材智科揭牌仪式在南京举行.....              | 31 |
| 图 54. 中材矿山收入拆分及收入增速.....              | 33 |
| 图 55. 中材矿山毛利率及净利率.....                | 33 |
| 图 56. 中材矿山净利润与经营性现金流.....             | 33 |
| 图 57. 中材矿山近年来采矿量.....                 | 33 |
| 图 58. 尼日利亚 KOGI 项目海外出征仪式.....         | 34 |
| 图 59. 尼日利亚 OSOSO 矿山运维项目签约仪式.....      | 34 |
| <br>                                  |    |
| 表 1. 中材国际内部高管情况梳理.....                | 8  |
| 表 2. 全球不同国家/地区水泥需求趋势.....             | 15 |
| 表 3. 属地化经营实施路径及优势.....                | 16 |
| 表 4. 水泥综合能耗指标.....                    | 19 |
| 表 5. 主流减排措施情况对比.....                  | 21 |
| 表 6. 不同大小、工艺窑炉生产排放情况.....             | 21 |
| 表 7. 国家对于减量置换以及智能制造相关政策梳理.....        | 22 |
| 表 8. 减量置换以及智能化改造市场空间测算.....           | 23 |
| 表 9. 装备制造的核心装备国内外主要领先企业.....          | 26 |
| 表 10. 公司运维产线代表.....                   | 30 |
| 表 11. 绿色矿山相关政策.....                   | 32 |

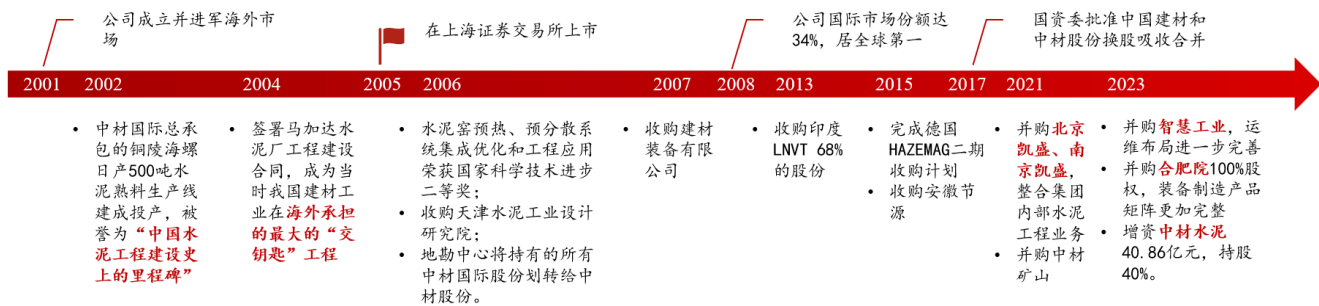
|  |    |
|--|----|
| 表 12. 分业务拆分情况.....                     | 35 |
| 表 13. 可比公司估值表（截至 2024 年 1 月 9 日） ..... | 36 |

## 1 三业协同发展，打造“走出去”标杆

### 1.1 水泥工程行业龙头，业务多元化、全球化发展

中国中材国际工程股份有限公司是全球领先的水泥技术装备工程系统集成服务商，是国家高新技术企业、国家技术创新示范企业，是中国建材集团旗下 A 股上市公司，央企“走出去”的排头兵和“一带一路”倡议的践行者。公司 2001 年由中国非金属材料总公司等企业发起设立，2002 年开始大规模实施“国际化”战略，2005 年开始公司以具有成本优势以及工期优势的 EPC 商业模式迅速开拓国际市场，根据公司公告，目前公司水泥工程主业全球市场占有率连续 15 年保持世界第一；公司上榜 2022 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 44 位。

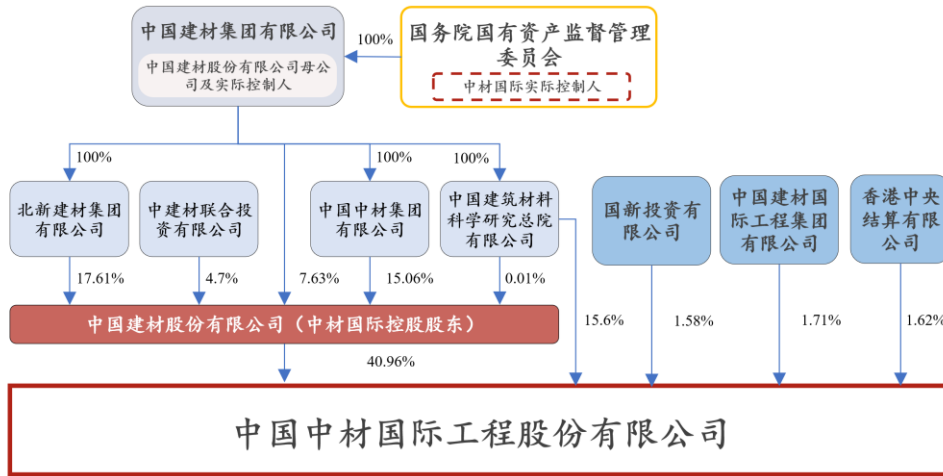
图1.公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，财通证券研究所

公司实控人为国资委，多平台业务协同发展。中材国际的第一大股东为中国建材股份有限公司，持股比例达到 40.96%。中国建材股份有限公司隶属于中建材集团（央企），国资委是中材国际实控人。中材国际是中国建材集团数字化、智能化、绿色化转型的“主力军”、国际化的“先锋官”，积极培育对外经营合作新优势，拓展工程领域新空间。公司工程服务板块主要依托于天津院、中材智科（原南京凯盛）、成都院、北京凯盛，近期注资中材水泥加速海外布局；运维服务板块加码智慧工业，加快运维转型布局；装备智能制造板块依托于天津院、中材智科，并完成合肥院收购，完善产品布局。

图2.公司股权架构及子公司情况（截至 2023Q3 季报）



数据来源：iFind，财通证券研究所

公司高管均来自于中建材体系，股权激励深度捆绑员工利益。自 2023 年 7 月 22 日起，印志松先生担任公司董事长，朱兵先生担任公司总裁，原高管团队中，董事长刘燕出任天山股份董事长，副总裁何小龙出任天山股份副总裁。中材国际上市以来共实施两次股权激励，2021 年中材国际将股本总额的 2.68% 用作股权激励，其中首次以 5.97 元/股的价格授予 4943.80 万股，占股本总额的 2.23%，预留 1000 万股在 2023 年 2 月以 5.74 元/股的价格授予。此次限制性股票激励方案限售期 2 年，解锁期 3 年，激励对象包括中材国际董事及高级管理人员，核心管理、业务及技术骨干，其中首次授予对象 198 人，预留部分授予对象 71 人。解锁条件为 22/23/24 年相对 20 年净利润 CAGR 均不低于 15.5%，净资产收益率达 14.9%/15.4%/16.2%。2023 年需实现归属净利润 24.78 亿元，ROE 达到 15.4%。

表1.中材国际内部高管情况梳理

| 高管  | 职务     | 任职日期       | 经历  |
|-----|--------|------------|---|
| 印志松 | 董事长    | 2023/7/21  | 硕士研究生学历，教授级高级工程师，享受国务院政府特殊津贴专家<br>历任中国建材工业设计苏州安装公司总经理助理，苏州中材建设有限公司总经理，中材国际(南京)常务总经理，中国中材国际工程股份有限公司副总裁。  |
| 朱兵  | 总裁     | 2023/7/21  | 硕士学位，教授级高级工程师，享受国务院政府特殊津贴专家<br>曾任合肥水泥研究设计院有限公司总经理，合肥中亚建材装备有限责任公司董事，合肥中亚环保科技有限公司董事长，合肥水泥研究设计院有限公司党委书记、董事长等职务。  |
| 刘仁越 | 副总裁    | 2023/3/20  | 硕士学位，教授级高级工程师，注册一级建造师，享受国务院政府特殊津贴专家<br>历任苏州中材建设有限公司副总经理、邯郸中材建设有限责任公司总经理、中国中材国际工程股份有限公司（南京）党委副书记、总经理。现任中国中材国际工程股份有限公司副总裁，中国中材国际工程股份有限公司（南京）党委书记、董事长。 |
| 范丽婷 | 副总裁、董秘 | 2022/12/16 | 对外经济贸易大学法学、经济学双学位，北京大学金融学硕士<br>曾供职于普华永道咨询（深圳）有限公司，历任中国中材国际工程股份有限公司审计部经理、总裁办公室主任、职工代表监事、董事会办公室主任。中国中材国际工程股份有限公司副总裁、董事会秘书、总法律顾问。                      |



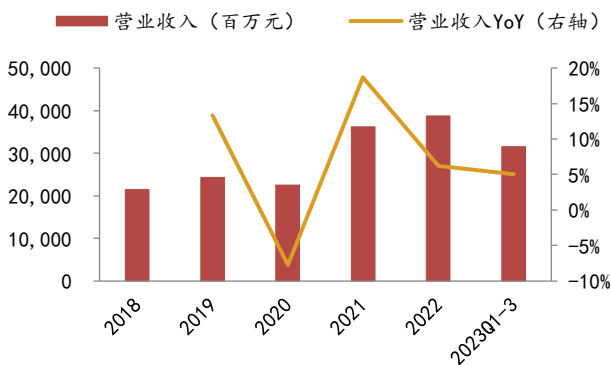
|     |          |            |  |
|-----|----------|------------|--|
| 陈增福 | 副总裁      | 2023/10/24 | 硕士学位，教授级高级工程师<br>历任天津水泥工业设计研究院有限公司党委副书记、纪委书记、工会主席，中材建设有限公司党委书记，天津水泥工业设计研究院有限公司党委书记、总经理。现任天津水泥工业设计研究院有限公司党委书记、执行董事、总经理，中建材（合肥）装备科技有限公司党委书记、董事长。 |
| 隋同波 | 副总裁      | 2010/10/28 | 博士研究生学历，教授级高级工程师，享受国务院政府特殊津贴专家，百千万人才工程国家级人选<br>历任中国建筑材料科学研究院研究室主任、所长、副院长等职务。现任中国中材国际工程股份有限公司副总裁。   |
| 汪源  | 副总裁、财务总监 | 2021/3/18  | 美国达特茅斯塔克商学院工商管理硕士，中国注册会计师协会的非执业会员<br>曾任中国建材股份有限公司财务部副总经理，中国巨石股份有限公司副总经理兼财务总监。  |
| 郭正勇 | 副总裁      | 2021/10/25 | 硕士研究生学历，教授级高级工程师<br>历任州矿山工程公司大修厂厂长，兖州矿山工程公司总经理助理，兖州中材建设有限公司董事长。  |

数据来源：iFind，财通证券研究所

## 1.2 境外业务快速复苏，运维及装备业务快速发展

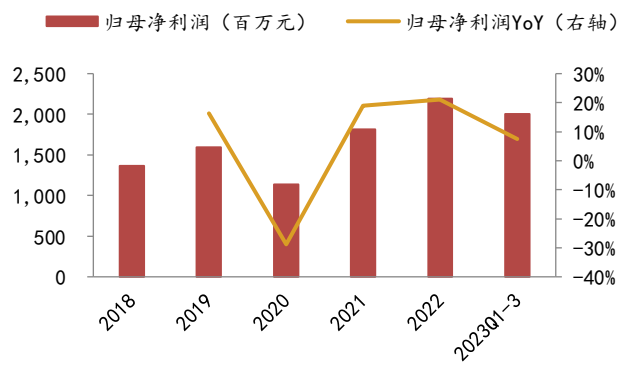
**公司收入业绩总体稳健增长。**公司近年来在工程建设、运维和装备制造业务领域布局逐步完善，业务转型顺利，除2020年受疫情影响略有下滑，公司近年来营业收入业绩实现稳定双增长。公司2023Q1-3实现营业收入315.1亿元同增5.06%；归属净利润20.02亿元同增7.53%。单季度来看，2023Q3公司实现营业收入109.6亿元同增18.13%；归属净利润6.34亿元同增9.78%。

图3.公司营收维持稳增



数据来源：Wind，财通证券研究所

图4.2022年归属净利润同增21.06%

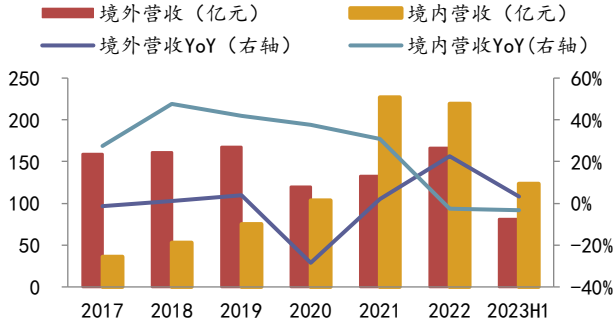


数据来源：Wind，财通证券研究所

**境外业务快速复苏。**近两年公司境内外业务受益于疫情影响减弱以及全球市场需求复苏，“一带一路”快速发展，公司营业收入及新签合同额呈现快速增长态势。2023H1公司境外实现营业收入81.17亿元同增3.38%；2023H1境内实现营业收入123.19亿元同降3.26%。受益于公司外部经营情况好转，以及公司主动加强成

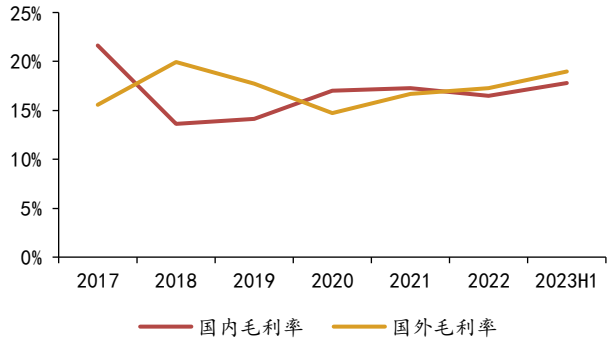
本管控，公司境内外业务毛利率稳中有增，2023H1 境内业务毛利率 17.78%同增 1.04pct，境外业务 18.96%同增 3.23pct。

图5.公司境内外营业收入及同比



数据来源：公司公告，财通证券研究所

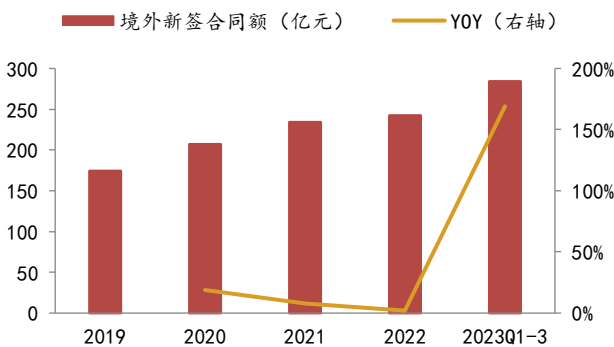
图6.国内外毛利率情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

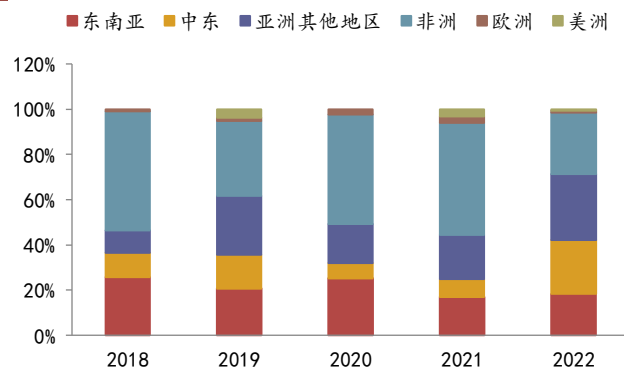
中材国际海外新签合同在亚洲其他地区占比增长较快。2023 年以来，公司境外业务新签订单快速增长，2023Q1-3 境外业务实现新签订单 284.14 亿元同增 169%。分地区来看，公司境外新签合同主要在分布在东南亚、中东、亚洲其他地区以及非洲，2022 年上述地区分别实现新签订单 32.1/42.18/51.16/48.18 亿元。受益于中国与“一带一路”沿线国家合作关系不断加强，亚洲其他地区海外新签占比提升较快，2022 年占比达 29.06%同增 9.39pct。伴随着中东地区基建与房建市场的快速增长，水泥需求有较大的增长空间，公司中东地区 2022 年订单占比达 23.96%同增 16.15pct，并且由于缺乏先进的管理经验与技术工人，对于水泥运维服务的需求也持续扩大。

图7.公司分地区海外新签



数据来源：公司公告，财通证券研究所

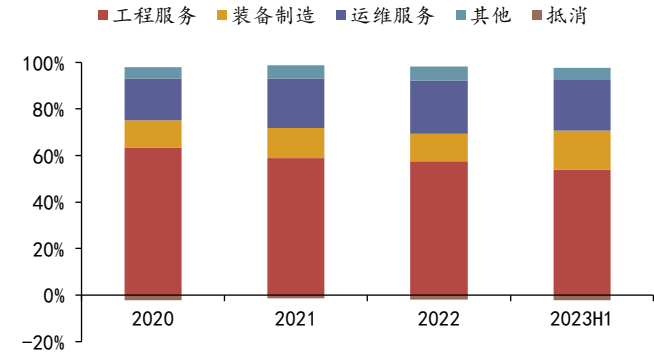
图8.2022 年不同地区新签合同占比



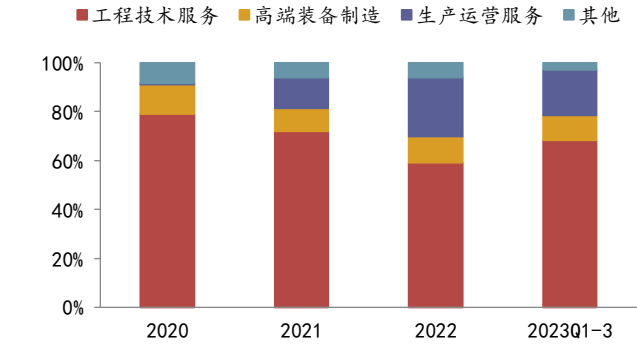
数据来源：公司公告，财通证券研究所

工程技术服务是主要收入来源，运维服务毛利占比逐年提升。公司秉持“一核双驱，三业并举”顶层设计理念：以工程技术服务为核心，数字智能和高端装备双轮驱动，工程技术服务业、属地经营、第二赛道三业并举。从收入情况拆分来看，2023H1 公司工程建设、装备制造、运维服务分别实现营收 115.4/35.7/46.4 亿元，

分别同比变动-5.06%/9.79%/5.17%；2023Q1-3 上述业务分别实现新签订单 357.29/53.32/96.46 亿元，分别同增 95%/3%/14%。分结构来看，2022 年工程技术服务、运维服务以及装备制造新签订单占比分别为 59.1%/24.0%/10.9%，工程技术服务占比持续下降，运维服务及装备业务收入占比不断提升。

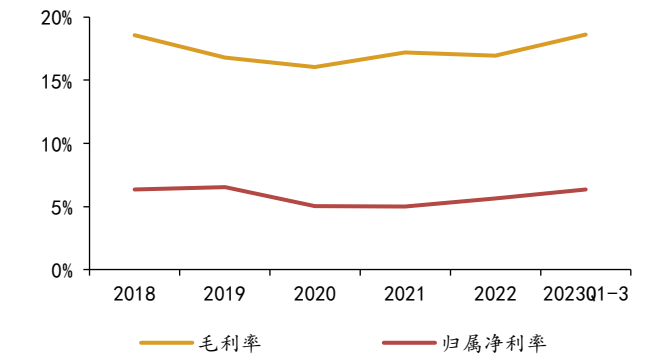
**图9.工程业务是公司收入主要来源**


数据来源：公司公告，财通证券研究所

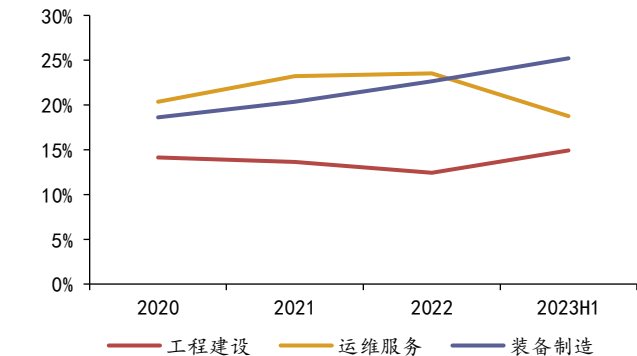
**图10.新签订单结构中工程业务占比在下降**


数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司总体毛利率保持稳定，运维与装备制造业务毛利率稳步提升。近年来公司毛利率基本保持在 17%左右，2023Q1-3 年毛利率达 18.62%同增 1.99pct，呈现稳中有升态势。分业务看，公司 2023H1 工程建设、运维服务、装备制造业务分别实现毛利率 14.92%/18.75%/25.21%，分别同比变化 4.51/-5.37/0.85pct；2022 年工程建设、运维服务、装备制造业务分别实现毛利率 12.43%/23.53%/22.63%，分别同比变化-1.18/0.31/2.26pct。其中，工程业务由于外部因素、汇率及材料成本价格波动，近三年毛利率略有下降。从毛利占比情况来看，2023H1 工程建设、运维服务以及装备制造业务毛利占比分别达 46.19%/23.34%/24.16%，随着中材国际加快推进运维转型，运维服务毛利占比逐年提升。

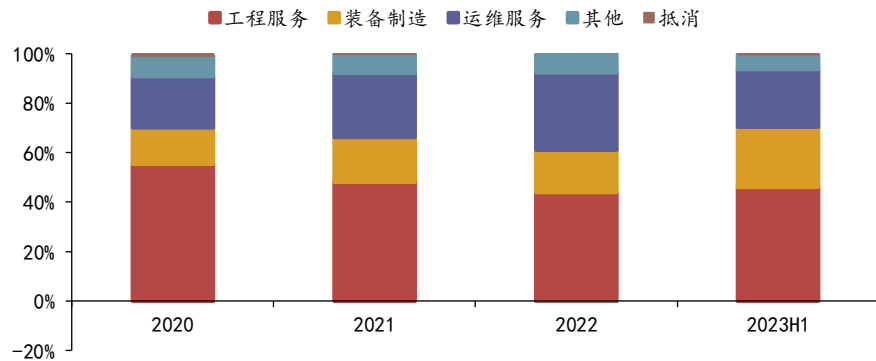
**图11.公司毛利率及归属净利率情况**


数据来源：Wind，财通证券研究所

**图12.公司分业务毛利率水平**


数据来源：公司公告，财通证券研究所

图13.运维服务毛利占比逐年提升

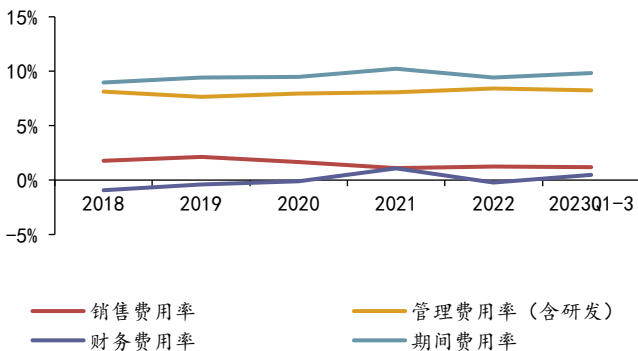


数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 1.3 公司费用管控强，ROE 逐年修复

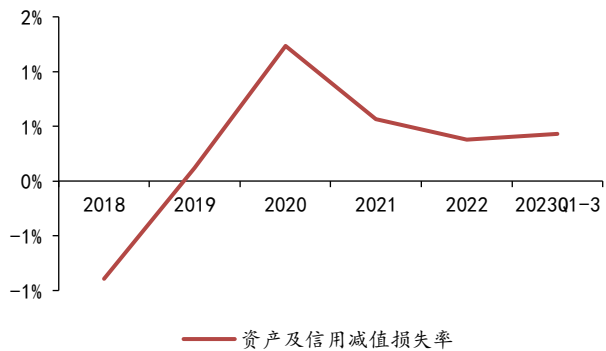
汇率变动导致财务费用水平波动，减值损失率略有回升。2023Q1-3 三费费用率 9.86% 同增 1.7pct。拆分来看，销售/管理及研发/财务费用率分别为 1.16%/8.23%/0.47%，同增 0.01pct/0.49pct/1.21pct，财务费用率水平较大幅度提升系 2023H1 尼日利亚奈拉贬值产生汇率损失叠加 2022 年汇率变动产生汇兑收益导致的财务费用水平较低所致。减值损失方面，2023 年 Q1-3 公司资产及信用减值损失率 0.43%，同增 0.15pct。

图14.2022 年三费费率为 5.89%同降 1.13pct



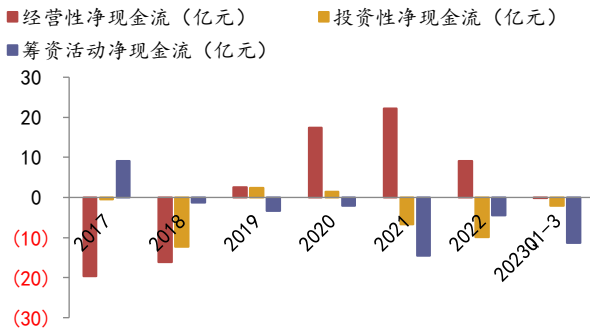
数据来源：Wind，财通证券研究所

图15.资产信用减值损失率略有上升

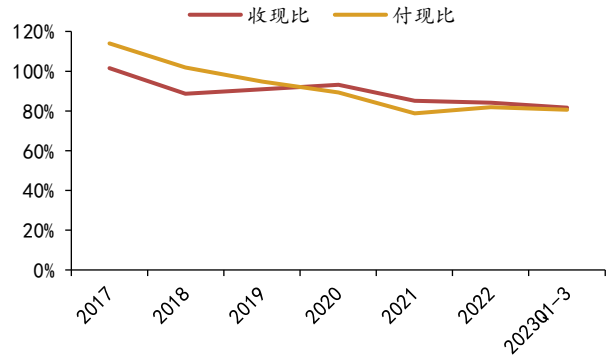


数据来源：Wind，财通证券研究所

公司经营性现金流相对健康，付现比和收现比均有所下降。受 2022 年国内水泥市场行情回落及境外业主因美元加息升值、外汇短缺等因素影响付款进度，使得经营活动现金净额 2022 年有所下降，共流入 9.18 亿元同比少流入 12.43 亿元；2023Q1-3 公司经营性现金流净流出 0.14 亿元，较上年同期少流出 4.78 亿元，主要受益于疫情影响削弱后回款质量较好。公司付现比和收现比近年来有所下降，2023Q1-3 实现收现比 81.64%同降 1.58pct；付现比 80.61%降 4.16pct。

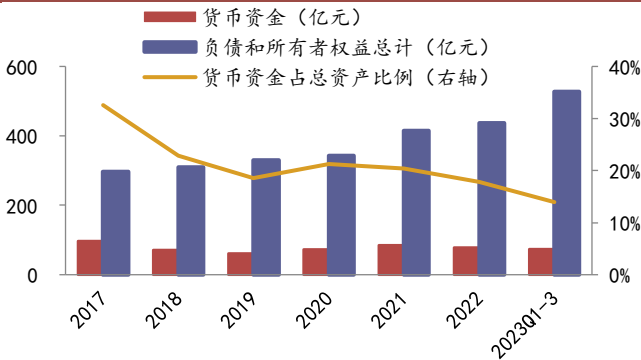
**图16.近年来公司经营活动现金流保持净流入**


数据来源: Wind, 财通证券研究所

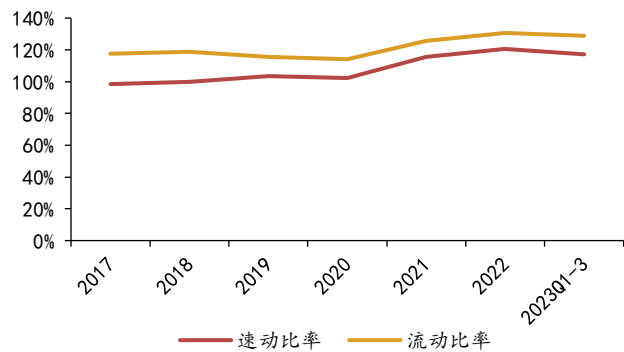
**图17.公司近年来收现比及付现比**


数据来源: Wind, 财通证券研究所

公司货币资金充足,货币资金占比资产份额稳定。中材国际总资产逐年提升,2022年达到437.86亿元同增4.72%;公司一直以来货币资金充足,稳定在60-90亿元左右,截止2023Q3公司货币资金73.58亿元,占总资产的13.94%,公司经营风险总体较小,偿债能力较强。公司速动比率自2018年以来均大于1且整体处于增长状态,2023Q1-3公司流动比率及速动比率分别为128.82%/117.35%。

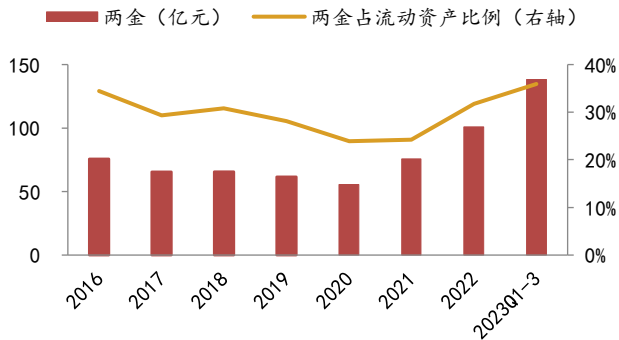
**图18.中材国际货币资金充足**


数据来源: Wind, 财通证券研究所

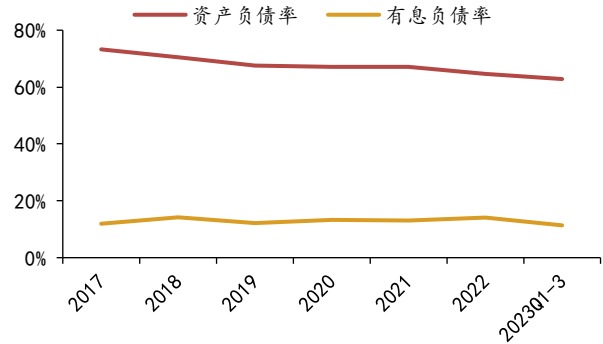
**图19.公司流动比率及速动比率**


数据来源: Wind, 财通证券研究所

中材国际“两金”占比稳定,资产负债率逐年改善。总体来看,公司“两金”(存货及应收账款)占比在30%左右,2023Q1-3“两金”共138.2亿元同增22.78%,占流动资产比例35.92%。近年来上涨的主要原因是由于新签订单的增长导致应收账款较多。近几年中材国际受益于订单充足及负债增长较少,资产负债率及有息负债率持相互背离。截止2023Q1-3期末公司实现资产负债率62.82%较2022年末降低0.49pct,有息负债率11.37%近年来保持稳定。

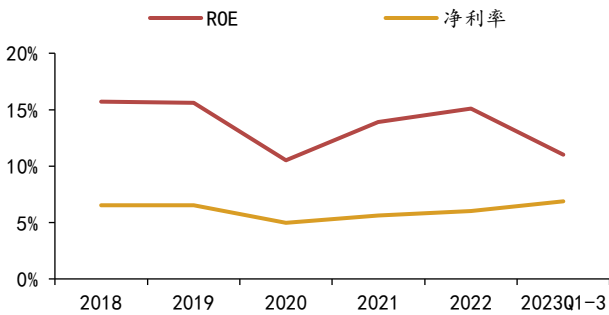
**图20.中材国际“两金”占比稳定**


数据来源: Wind, 财通证券研究所

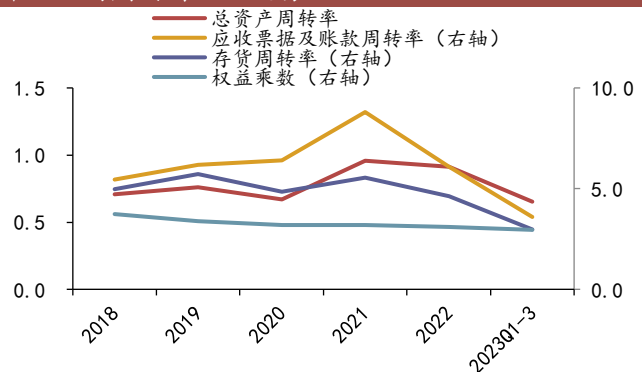
**图21.公司资产负债率持续下降**


数据来源: Wind, 财通证券研究所

疫情影响削弱后,中材国际净利率及周转快速修复,带动ROE修复。2020年公司受到疫情影响ROE有所下滑。但随着经营恢复正常,公司净利率恢复之前水平,并且周转水平进一步提升,2022年公司实现ROE15.07%,同增0.27pct。拆分因子来看,净利率提升和周转加快是ROE提升的原因。公司2022年实现净利率为6.01%,同增0.41pct;周转速度总体有所提升,2022年总资产周转率达91.06%;权益乘数成下降趋势。

**图22.公司ROE与净利率恢复较快**


数据来源: Wind, 财通证券研究所

**图23.公司周转有加快趋势**


数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 2 水泥产能过剩,“双碳”引入发展新篇章

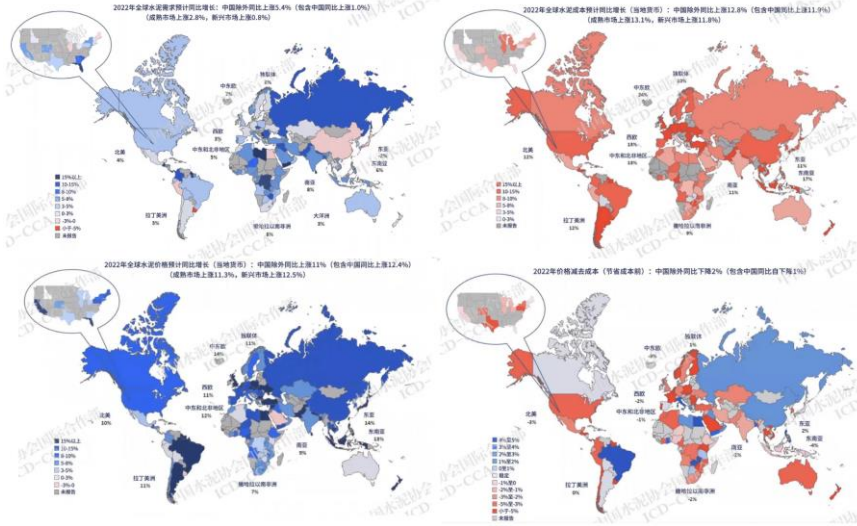
### 2.1 各区域水泥产能需求不一,“一带一路”助力企业出海

#### 2.1.1 全球水泥总体产能过剩,区域需求存在差异

水泥行业需求已经饱和,近年来增长缓慢,并且绿色低碳转型任务艰巨,行业生态面临挑战。1)水泥行业已进入高成本时代,2022年全球平均的水泥制造成本提高了约12.4%。2)水泥行业需求增长缓慢,根据On Field Investment Research数据显示,2022年全球水泥需求量仅同增1%(包含中国),但是不同地区呈现差异,除中国外全球水泥需求同增5.4%。根据数字水泥网关于水泥需求趋势的预测,全

球水泥需求虽处于低迷状态，但预计自 2022 年之后将逐步复苏，尤其是以非洲和中东为代表的地区，在疫情结束之后水泥需求可能会有强劲增长。

图24.全球水泥需求、价格、成本、利润变动情况



数据来源：On Field Investment Research，财通证券研究所

表2.全球不同国家/地区水泥需求趋势

| 地区   | 需求趋势   |
|------|--|
| 西欧   | 稳健复苏：西欧水泥消费将受到欧盟刺激计划的有力支持。                                   |
| 东欧   | 前景稳定：IA Cement 预计东欧水泥消费将稳健增长。俄罗斯水泥市场在经历了 2021 年的蓬勃发展后，预计将放缓。 |
| 美国   | 健康增长：预计美国水泥需求将增长 3-4%，被抑制的消费需求将得到释放。                         |
| 拉丁美洲 | 进一步改善：IA Cement 预计拉美水泥需求将增长 3%。                              |
| 中东   | 油价支撑需求反弹：油价回升使得区域水泥需求大幅反弹，预计将增长 3%。                          |
| 非洲   | 强劲增长：IA Cement 预计，在低利率和商品价格的推动下，非洲水泥需求将增长 4%。                |
| 印度   | 城市住房复兴：得益于低利率和大多数主要城市的群体免疫。                                  |
| 亚洲   | 前景改善：IA Cement 预计亚洲地区将出现强劲反弹，区域水泥需求增长 4%，并且越南和印度尼西亚的复苏最为强劲。  |

数据来源：数字水泥网，财通证券研究所

### 2.1.2 “一带一路”十周年成就斐然，携手天山水泥共同发展

根据集团“十四五”发展战略，中材国际协同集团产业走出去，发挥国际化的优势，进一步打造新模式、新业态、新动能。“一带一路”经过十年建设，在“六廊六路多国多港”的顶层框架之下，实现“五通发展”的瞩目成绩，为公司发展带来机遇。公司子公司中材建设已经在境内外承建了 200 多个水泥生产线项目，包括亚洲、欧洲、非洲、美洲等全球 50 多个国家。2023H1 中材国际新签多元化工程合同额 16.87 亿元，同比增长 1.3 倍。在尼日利亚、肯尼亚、科特迪瓦加大属地产业

投资力度，新增属地化投资项目 3 个。强化国际化人才队伍建设和培养，外籍长期雇员超 1800 人。

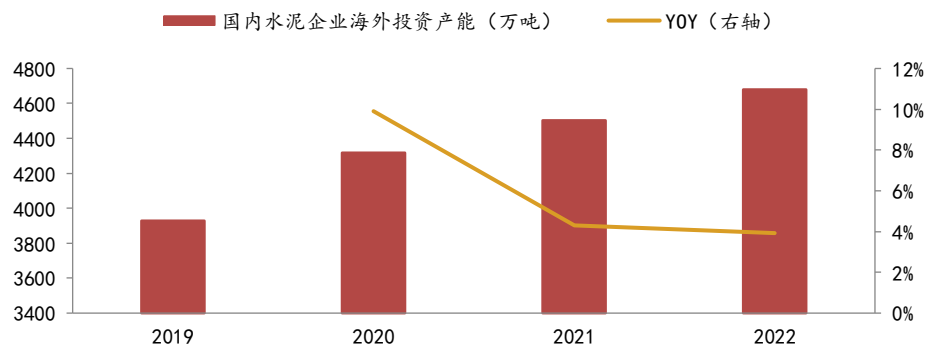
表3.属地化经营实施路径及优势

| 属地化实施路径 | 含义                                     | 优势   |
|---------|--|--|
| 人力资源属地化 | 除核心岗位外，其他人员均可属地化，实现以属地人员管理属地公司和劳务的治理模式 | 降低成本，满足劳工配比，促进就业，消除文化差异障碍，提高效率，规避风险              |
| 管理制度属地化 | 按照所在国的法律法规、社会习惯建立完整的现代企业规章制度           | 提升企业国际化管理水平，有效推行属地化建设，保证公司合规经营，消除经营风险            |
| 企业文化属地化 | 构建文化价值观和经营理念                           | 使企业在制度建设、公共关系维护、企业管理等方面适应属地要求、融入当地社会，真正成为一家属地化公司 |
| 品牌管理属地化 | 科学地、前瞻性地规划其属地化品牌特色，长期进行品牌关怀            | 有利于企业获得知名度、美誉度和忠诚度                               |

数据来源：刘志伟《国际工程与劳务杂志——试论海外属地化经营的十大关系》，财通证券研究所

国内水泥企业海外投资产能不断增长，中建材集团提出未来十年在海外再造一个“中建材”。2022 年国内水泥企业海外投资产能继续增长，达到 4679.3 万吨。“一带一路”的十年中国企业在 15 个境外国家投资建设了 31 条水泥熟料生产线，合计熟料产能 3538 万吨，水泥产能 5050 万吨。仅在“十三五”期间，境外投资建设 23 条水泥熟料生产线，合计熟料产能 2688 万吨，水泥产能 3965 万吨，中国水泥企业境外投资的步伐在加快。2023 年 3 月，中国建材董事长周育先提出：力争用 10 年左右的时间，在海外再造一个“中建材”，在中国建材集团国际化征程中，公司全球运营优势有望进一步发挥。

图25.国内水泥企业海外投资产能



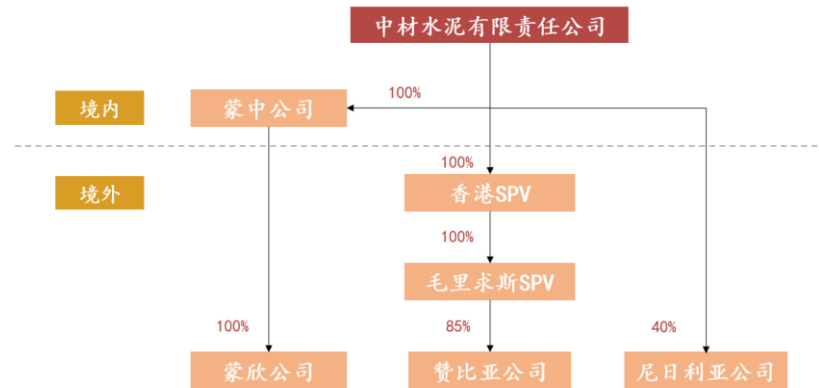
数据来源：数字水泥网、财通证券研究所

增资中材水泥，加速布局海外基础建材业务。2023 年 12 月 5 日公司与天山股份共同增资中材水泥 82.3 亿元，其中公司增资 40.9 亿元，注册资本增加至 100 亿元且持有中材水泥 40% 的股权。2023 年 1-10 月中材水泥合并实现营业收入 7.5 亿元，净利润 1.64 亿元。不仅中材水泥可以倚靠公司国际化、属地化的核心优势，加速发展“竞争优势、区域领先、风险可控”的境外基础建材投资布局，中材国



际也同时可以进一步开拓境外基础建材业务布局。中材水泥发展至今已在境外投资 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26.中材水泥主要基础建材生产运营公司（截至2022年12月31日）



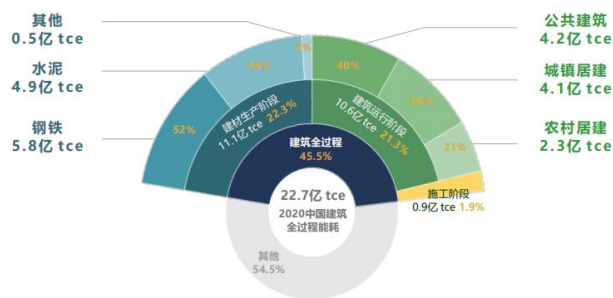
数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 2.2 “双碳”政策持续出台，约束水泥行业向低碳发展

### 2.2.1 政策对水泥行业排放提出要求

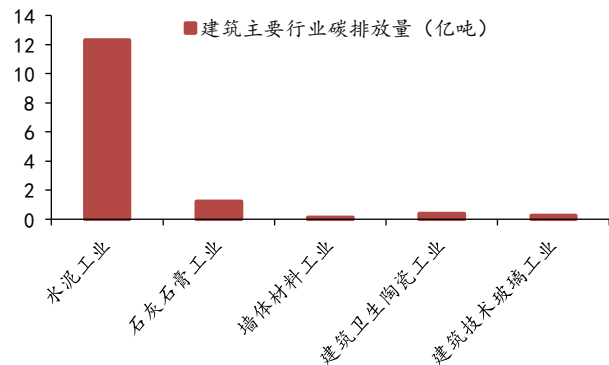
水泥生产过程是国内碳排放的重要来源，也是建材工业中的主要排放部门。2020 年中国建筑全过程能耗总量为 22.7 亿 tce，占全国能源消费总量比重为 45.5%。其中：建材生产阶段能耗 11.1 亿 tce，占全国能源消费总量的比重为 22.3%；建筑施工阶段能耗 0.9 亿 tce，占全国能源消费总量的比重为 1.9%；建筑运行阶段能耗 10.6 亿 tce，占全国能源消费总量的比重为 21.3%。而其中水泥行业是最为主要的碳排放行业，2020 年共计碳排放 12.3 亿吨，占建筑总排放的 24.21%。

图27.中国建筑全过程能耗



数据来源：中国建筑节能协会蔡伟光等《2022 中国建筑能耗与碳排放研究报告》，财通证券研究所

图28.建筑主要行业碳排放量



数据来源：中国建筑材料联合会《中国建筑材料工业碳排放报告(2020 年度)》，财通证券研究所

双碳政策持续加码且目标明确，“十四五”和“十五五”时期单位 GDP 二氧化碳排放平均需降低 17.6%。1998 年我国签署《京都协定书》承诺到 2020 年国内单位 GDP 二氧化碳排放相对于 2005 年降低 40%-45%，根据国家发改委数据我国 2020 年底单位 GDP 二氧化碳排放相对于 2005 年降低 48.4%，超额完成目标。自 2016 年以来，水泥行业技能减排政策陆续出台。2016 年国务院办公厅提出《关于促进建材工业稳增长调结构增收益的指导意见》，为完善支持政策，增强行业和企业内生发展动力。2022 年 6 月 23 日，工信部等六部门联合发布《工业能效提升行动计划》，对工业节能提效和绿色低碳发展提出了新要求；2022 年 11 月 8 日，工信部等四部门联合印发《建材行业碳达峰实施方案》，提出“十四五”期间水泥熟料单位产品综合能耗降低 3% 以上，2030 年前建材行业实现碳达峰。

图29.近年来水泥行业相关双碳政策复盘

| 2020年   | 2020年   | 2021年  | 2021年  | 2022年   | 2022年   | 2023年  |
|---|---|--|--|---|---|--|
| 《关于统筹和加强应对气候变化与生态环境保护相关工作的指导意见》<br>生态环境部  | 《生态环境部关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》<br>生态环境部&工信部   | 《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》<br>发改委   | 《水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》<br>工信部   | 《2030年前碳达峰行动方案》<br>国务院  | 《2022年政府工作报告》<br>国务院  | 《关于进一步加强节能标准更新升级和应用实施的通知》<br>发改委   |
| 1、推动将应对气候变化相关工作存在的突出问题、 <b>碳达峰目标</b> 任务落实情况等纳入生态环境保护督察范畴， <b>紧盯督察问题整改</b> ；<br>2、污染防治、生态保护、核安全等专项规划要体现绿色发展和气候友好理念等。 | 1、加强绩效分级和区域联动， <b>合理缩短水泥熟料装置运转时间，有效压减过剩产能，避免水泥熟料生产排放与取暖污染排放叠加</b> ，减轻采暖期大气污染；<br>2、 <b>推动全国水泥错峰生产地域和时间常态化</b> ；<br>3、 <b>所有水泥熟料生产线都应进行错峰生产</b> 等。 | <b>到2025年</b> ，通过实施节能降碳行动，水泥行业达到标杆水平的 <b>产能比例超过30%</b> ，行业整体能效水平明显提升，碳排放强度明显下降，绿色低碳发展能力显著增强。 | 提高了水泥项目产能置换比例，大气污染防治重点区域水泥项目由 <b>1.5:1调整至2:1</b> ，非大气污染防治重点区域由 <b>1.25:1调整至1.5:1</b> 。对产业结构调整目录限制类的水泥产能以及跨省置换水泥项目，产能置换比例 <b>一律不低于2:1</b> 。 | 1、加强 <b>产能置换</b> 监管， <b>加快低效产能退出，严禁新增水泥熟料、平板玻璃产能</b> ，引导建材行业向轻型化、集约化、制品化转型；<br>2、推动水泥 <b>错峰生产常态化</b> ，合理缩短水泥熟料装置运转时间；<br>3、推广节能技术设备，开展能源管理体系建设，实现节能增效等。 | 1、推进绿色低碳技术研发和推广，建设绿色制造和服务体系， <b>推进钢铁、有色、石化、化工、建材等行业节能降碳</b> ；<br>2、 <b>坚决遏制高耗能、高排放、低水平项目盲目发展</b> ；<br>3、推动能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变，完善减污降碳激励约束政策， <b>加快形成绿色生产生活方式</b> 。 | 1、充分认识加强节能标准更新升级和应用实施的重要意义；<br>2、 <b>加快推进节能标准更新升级</b> ：加快制定修订一批重点领域节能标准、稳步提升重点用能行业能耗限额要求、持续提高重点用能产品设备能效水平、不断扩大节能标准覆盖范围；<br>3、大力推进重点行业和产品设备 <b>节能降碳改造</b> |

数据来源：生态环境部，工信部，发改委，国务院，财通证券研究所

新版《水泥单位产品能源消耗限额》发布，对水泥产品能耗要求更加严格。放眼全球，水泥行业贡献了碳排放总量的 7%。水泥生产过程中的二氧化碳排放主要源于熟料生产过程，例如石灰石煅烧产生生石灰的过程所排放的二氧化碳，约占全生产过程碳排放总量的 55-70%。2022 年 11 月《水泥单位产品能源消耗限额》发布，在新国标要求下，标杆水平能耗为 100kgce/吨，基准水平能耗为 117kgce/吨。其次在《水泥单位产品能源消耗限额》中显示，仅有 5% 的产线综合能耗水平达到 100kgce/吨的标杆水平要求。在“双碳”目标下，提高能效是当前最有效途径，对应催生出生老产线技改以及减量置换的需求。

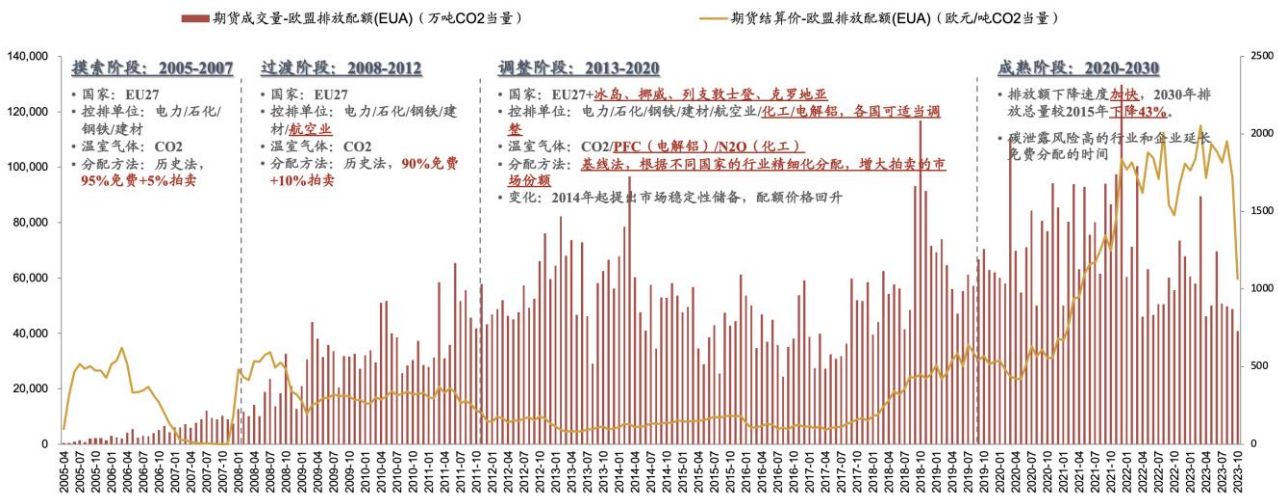
表4.水泥综合能耗指标

| 指标名称                | 能耗等级 |      |      |
|---------------------|------|------|------|
|                     | 1级   | 2级   | 3级   |
| 水泥单位产品综合能耗/(kgce/t) | ≤80  | ≤87  | ≤94  |
| 熟料单位产品综合能耗/(kgce/t) | ≤100 | ≤107 | ≤117 |
| 熟料单位产品综合电耗/(kW·h/t) | ≤48  | ≤57  | ≤61  |
| 熟料单位产品综合煤耗/(kgce/t) | ≤94  | ≤100 | ≤109 |
| 水泥制备工段电耗/(kW·h/t)   | ≤26  | ≤29  | ≤34  |

数据来源：中华人民共和国国家标准《水泥单位产品能源消耗限额》，财通证券研究所

碳交易市场逐步走向成熟，排放有优势的企业有竞争优势。碳排放权交易被视作长期视角下最具操作性和可持续的政策工具，我国碳交易市场于2021年启动，火电企业率先进入全国碳交易市场，石化、化工、建材、钢铁、有色金属、造纸、航空其他七个高排放行业将陆续纳入。我国或将效仿欧盟碳排放交易体系采用“基线法”分配，相对“历史法”（基于历史方法确定配额），“基线法”倾向于激励企业通过提高生产效率确定配额，提高拍卖配额比例，有效促进企业绿色高效生产。目前我国碳价水平较低，随着水泥、钢铁、电解铝等高排放行业纳入交易体系后，全国碳交易市场规模会进一步扩大并且趋于成熟，在成熟的碳交易市场体系下，同行业的企业可能会因为排放强度大而导致生产不经济，从而进一步市场出清，龙头企业或者排放有优势的企业将收获更多市场份额。

图30.欧盟碳交易市场发展历史复盘



数据来源：Wind，澎湃网，财通证券研究所

CCER 六年后重启，加速推动企业减排。CCER 自 2012 年开启，17 年停滞，2023 年 7 月 7 日，生态环境部发布《关于公开征求〈温室气体自愿减排交易管理办法（试行）〉意见的通知》，向全社会公开征求意见；2023 年 10 月 19 日，《温室气体自愿减排交易管理办法（试行）》由生态环境部联合市场监管总局正式发布；近

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/267146043001006030>