

## 全球水泥全产业链服务龙头，一带一路

### 添动能

**核心观点：**中材国际是全球唯一在水泥技术装备及工程服务市场具有完整产业链的企业，全球市占率连续15年保持世界第一。2022年ROE达15.81%，在建筑央企中领先，股权激励设定2022-2024年相对于2020年15.5%的净利润复合增长率目标，业绩有望较快增长。一带一路沿线国家增长的水泥产线新建需求、国内及国外存量水泥产线技改，预计支撑水泥工程服务每年超800亿元的市场规模，是公司现有年新签合同额的三倍以上。通过收购合肥院、中材矿山、智慧工业等专业平台，公司装备制造与运维服务业务实力增强，有望为公司提供更大发展动能。

#### 摘要

**公司是全球最大的水泥全产业链服务商。**中材国际是中国建材集团工程技术服务板块及国际业务的骨干企业，也是全球唯一在水泥技术装备及工程服务市场具有完整产业链的企业。公司累计在海外84个国家和地区承接了293条生产线，水泥技术装备与工程主业全球市占率连续15年保持世界第一。公司2022年ROE达15.81%，在建筑央企中领先，股权激励计划设定2022-2024年相对于2020年15.5%的净利润复合增长率目标，业绩有望保持较快增速。

**受益于全球新建产线需求及存量产线技改，工程服务业务空间广阔。**一带一路沿线国家和地区，拥有更高新建水泥产线需求。此外，我国近一半现有水泥产能存在改造需求，欧美国家老线技改需求较大，共同为水泥工程服务市场规模提供支撑。我们测算2023-2025年每年全球水泥工程市场规模有望超800亿元，是公司2022年新签合同额的三倍以上。

**积极收购提升装备制造与运维服务实力。**2022年公司收购合肥院，整合水泥装备制造领域优势资源，制造装备类别覆盖水泥生产全流程，装备制造能力及营收规模达到世界领先水平。2021、2022年分别收购中材矿山、智慧工业，开拓矿山运维业务，水泥产线运维布局进一步完善。

**首次覆盖给予买入评级，目标价18.87元。**我们预测2023-2025年归母净利润分别为29.5/36.6/44.4亿元，对应EPS分别为1.11/1.38/1.68元，根据可比公司给予17xPE估值，对应目标价18.87元，首次覆盖给予买入评级。

#### 重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	36,242.09	38,819.25	48,180.46	57,279.98	67,155.73
YoY(%)	61.13	7.11	24.11	18.89	17.24
净利润(百万元)	1,810.27	2,194.07	2,945.53	3,657.13	4,441.24
YoY(%)	59.73	21.20	34.25	24.16	21.44
毛利率(%)	17.18	16.97	18.12	18.42	18.91
净利率(%)	4.99	5.65	6.11	6.38	6.61
ROE(%)	13.89	15.07	17.92	19.48	20.55
EPS(摊薄/元)	0.69	0.83	1.11	1.38	1.68
P/E(倍)	17.94	14.80	11.02	8.88	7.31
P/B(倍)	2.49	2.23	1.98	1.73	1.50

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 中材国际(600970.SH)

### 首次评级

### 买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BP491

发布日期：2023年06月13日

当前股价：11.94元

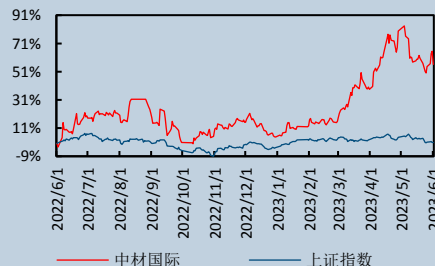
目标价格6个月：18.87元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	-12.90/-9.33	33.76/36.05	46.90/46.33
12月最高/最低价(元)			14.71/8.14
总股本(万股)			264,231.74
流通A股(万股)			174,259.84
总市值(亿元)			315.49
流通市值(亿元)			208.07
近3月日均成交量(万)			3520.21
主要股东			
中国建材股份有限公司			41.12%

### 股价表现



### 相关研究报告

## 目录

1 全球最大的水泥全产业链服务商，股权激励激发活力.....	1
1.1 全球最大的水泥全产业链服务商 .....	1
1.2 股权激励激发活力 .....	3
1.3 业绩长期稳健，ROE 处于建筑央企中的高水平.....	5
2 新建水泥产线需求及存量技改双轮驱动公司业务发展.....	7
2.1 具备行业领先资质，坚持智能化和减排技术研发投入.....	7
2.2 把握“一带一路”新建水泥产线需求.....	10
2.3 存量水泥产线技改空间广阔 .....	14
3 装备制造、运维服务实力精进，打造新利润增长点.....	17
3.1 收购合肥院，装备制造板块实力增厚 .....	17
3.2 水泥产线与矿山运维共同驱动，运维业务规模快速跃升.....	20
4. 盈利预测与投资建议 .....	22
4.1 盈利预测：预测 2023-2025 年 EPS 分别为 1.11/1.38/1.68 元 .....	22
4.2 投资建议：首次覆盖给予买入评级，目标价 18.87 元.....	23
风险分析 .....	24
报表预测 .....	25

## 图表目录

图表 1: 中材国际发展历程 .....	1
图表 2: 中材国际是全球最大的水泥完整产业链服务商 .....	2
图表 3: 公司各项业务营收占比 (内圈为 2021, 外圈为 2022) .....	2
图表 4: 公司各项业务毛利率 .....	2
图表 5: 公司境内外营收情况 .....	3
图表 6: 公司境内外新签合同额情况 .....	3
图表 7: 公司股权结构及各业务开展的主要平台 .....	4
图表 8: 公司 2021 年限制性股票激励计划业绩考核目标 .....	4
图表 9: 公司 2022 年新签合同 515.1 亿元, 同比增长 0.5% .....	5
图表 10: 公司 2022 年营收 388.2 亿元, 同比增长 6.3% .....	5
图表 11: 2022 年归母净利润 21.9 亿元, 同比增长 21.1% .....	5
图表 12: 2022 年毛利率 17.0%, 归母净利率 5.7% .....	5
图表 13: 2022 年三费率 5.9%, 较上年下降 1.1pct .....	6
图表 14: 2022 年 ROE 为 15.9%, 较上年提升 0.7pct .....	6
图表 15: 2020-2022 年公司归母净利率持续上升 .....	6
图表 16: 公司杠杆率下降, 资产周转率提升 .....	6
图表 17: 公司 ROE 处于建筑央企中的较高水平 .....	7
图表 18: 2022 年工程服务营收 230.6 亿元, 同比增长 5.2% .....	7
图表 19: 2022 年工程服务新签合同额 314.4 亿元 .....	7
图表 20: 2022 年工程服务毛利率为 12.4% .....	8
图表 21: 2022 年公司研发费用率为 3.5% .....	8
图表 22: 阿尔及利亚 ZAHANA 日产 4500 吨熟料水泥生产线总承包项目 .....	8
图表 23: 宁夏建材产业扶贫资源综合利用环保示范线 .....	8
图表 24: 中材国际“54321”数字化战略蓝图框架 .....	9
图表 25: 玉山南方新一代绿色低碳智能示范线 .....	10
图表 26: 法国 SPL 项目——新建 360tpd 煅烧粘土线 .....	10
图表 27: 参与水泥工程服务领域的主要国外企业 .....	10
图表 28: 2022 年全球水泥产量 416255 万吨, 同比下降 4.2% .....	11
图表 29: 2022 年全国水泥熟料新点火产线 19 条 .....	11
图表 30: 2022 年国内水泥企业海外投资产能 4679.3 万吨 .....	11
图表 31: 2022 年底水泥企业海外投资产能 TOP10 (万吨) .....	11
图表 32: 2022 年与 2023 年全球各地区水泥需求量同比增速预测 .....	12
图表 33: 2023 年以来我国重要外交事件一览 .....	12
图表 34: 2022 年中国对外承包工程新签合同 2530.7 亿美元 .....	13
图表 35: 2022 年对一带一路国家的新签合同额占比 51.2% .....	13
图表 36: 2023Q1 境外新签合同额 93.7 亿元, 同比增长 73% .....	13
图表 37: 2022 年公司境外签约合同额地区分布 .....	13
图表 38: 中国碳排放量逐年上升, 减碳压力增大 .....	14
图表 39: 水泥工业碳排放量远高于建材工业中其他子品类 .....	14

图表 40:	新版《水泥单位产品能源消耗限额》对水泥单位产品的能耗标准要求大幅提升 .....	14
图表 41:	欧盟碳排放配额交易价格保持高位 .....	15
图表 42:	每年全球水泥工程市场规模测算 .....	16
图表 43:	2022 年中材国际装备制造营收 47.3 亿元 .....	17
图表 44:	2022 年中材国际装备制造新签合同额 39.6 亿元 .....	17
图表 45:	2022 年中材国际装备制造毛利率 23.5% .....	17
图表 46:	2022 年 1-8 月合肥院营收中装备销售占比 34% .....	17
图表 47:	2022 年 1-8 月合肥院营收 30.8 亿元 .....	18
图表 48:	2022 年 1-8 月合肥院装备销售业务毛利率 29.9% .....	18
图表 49:	2021 年中材国际与合肥院的主要装备产能与产量情况 .....	18
图表 50:	除中材国际外的全球水泥装备领先企业简介 .....	18
图表 51:	2022 年中材国际运维服务营收 90.9 亿元 .....	20
图表 52:	2022 年中材国际运维服务新签合同额 146.9 亿元 .....	20
图表 53:	2022 年中材国际运维服务毛利率 22.6% .....	20
图表 54:	2022 年中材国际运维服务营收及新签合同额构成 .....	20
图表 55:	智慧工业的境外分支机构布局 .....	21
图表 56:	2022 年年末中材矿山运维矿山数达 246 个 .....	21
图表 57:	2022 年我国机制砂产量占比上升至 80% .....	21
图表 58:	营业收入及毛利率预测明细 .....	22
图表 59:	可比公司估值 .....	23

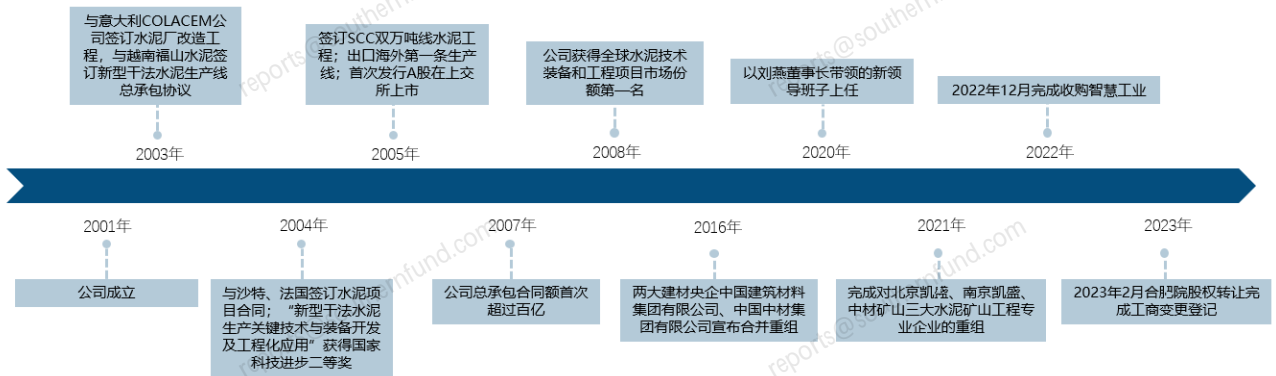
# 1 全球最大的水泥全产业链服务商，股权激励激发活力

中国中材国际工程股份有限公司（简称：中材国际，代码：600970.SH）是中国建材集团旗下的上市公司，是集团工程技术服务板块及国际业务的骨干企业，也是全球最大的水泥全产业链服务商。依靠多年以来的技术研发、海内外市场拓展，公司的业务规模、营收及业绩实现稳健增长；同时，股权激励计划也为公司的业绩增长注入持续动能。

## 1.1 全球最大的水泥全产业链服务商

**发展逾二十载，水泥产业链服务业务不断精进。**中材国际成立于 2001 年，自成立以来便同时开拓国内外市场，进军意大利、越南、沙特、法国等多国市场。2005 年公司成功在上交所上市，2007 年总承包合同额首次超过百亿元，2008 年获得全球水泥技术装备和工程项目市场份额第一名。2016 年两大建材央企中国建筑材料集团有限公司、中国中材集团有限公司宣布合并重组（“两材”合并），成立中国建材集团，公司背靠集团，业务规模稳定增长；2020 年，以刘燕董事长带领的新领导班子上任；2021 年，中国建材集团整合水泥工程业务板块，公司完成对北京凯盛、南京凯盛、中材矿山三大水泥矿山工程专业企业的重组，完成对集团内水泥矿山工程技术服务领域的资产整合；2022 年 12 月完成收购智慧工业，2023 年 2 月合肥院股权转让完成工商变更登记，公司装备制造与水泥产线运维实力进一步增强。

**图表1：中材国际发展历程**



资料来源：公司官网，公司公告，中信建投

中材国际是全球最大、也是唯一在水泥技术装备及工程服务市场具有完整产业链的企业。经过多年的自主研发，以及整合国内水泥工业研发设计及装备工程优势资源，中材国际的业务范围涵盖水泥技术装备及工程服务的全产业链，包括矿山服务、技术研发、数字设计、装备制造、建设安装、运维服务、售后服务等。总的来看，公司业务可分为**工程服务、装备制造、运维服务**三大类。公司是全球唯一在水泥技术装备及工程服务市场具有完整产业链的企业，截至 2022 年年末，公司累计在海外 84 个国家和地区承接了 293 条生产线，水泥技术装备与工程主业全球市场占有率连续 15 年保持世界第一，在海外拥有 36 个境外属地化机构，约 1800 名外籍雇员。公司形成了尼日利亚、埃及、伊拉克 3 个亿元利润平台，并形成了赞比亚、阿尔及利亚、越南等一批千万级利润平台。

图表2：中材国际是全球最大的水泥完整产业链服务商

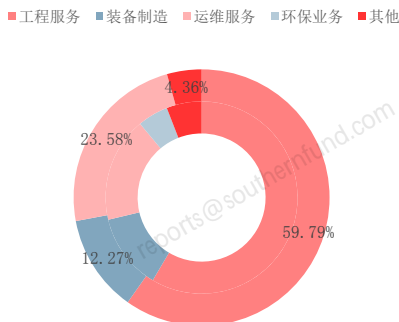


资料来源：公司公告，中信建投

工程服务优势积淀深厚，装备制造与运维服务发展提速。公司业务主要包括工程服务、装备制造、运维服务，2021 年以来通过收购多家专业公司，三方面业务能力均得到增强。1) **工程服务**：为客户提供矿山开采和水泥生产线建设的全流程服务，以 EPC 工程总承包服务为主，公司在 2021 年通过收购北京凯盛、南京凯盛增强水泥工程总承包能力；2) **装备制造**：主要包括水泥技术装备、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，2022 年公司收购合肥院，与原有天津院形成协同，装备制造能力提升；3) **运维服务**：主要包含水泥产线运维与矿山运维，公司在 2021 年收购中材矿山增强矿山运维能力，并在 2022 年收购智慧工业增强水泥产线运维能力。

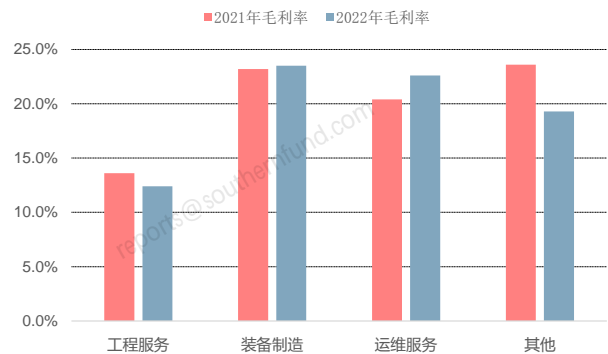
三项业务利润占比有望在十四五末达到平衡。工程服务作为公司长期深耕并在全球极具优势的业务，目前为公司贡献大部分营收，2022 年工程服务/装备制造/运维服务营收占主营业务收入的比例分别为 59.79%/12.27%/23.58%。利润率方面，装备制造与运维服务更具优势，且处在上升区间，2022 年装备制造的毛利率为 23.5%，较 2021 年提升 0.3 个百分点；运维服务的毛利率为 22.6%，较 2021 年提升 2.2 个百分点；工程服务的毛利率为 12.4%，较 2021 年下降 1.2 个百分点。根据公司规划，至 2025 年末预期达成工程、装备、服务三位一体的状态，实现其利润占比的相对均衡。

图表3：公司各项业务营收占比(内圈为 2021,外圈为 2022)



资料来源：公司公告，中信建投；2022 年公司取消环保业务的划分，将其拆分至三大主要业务中

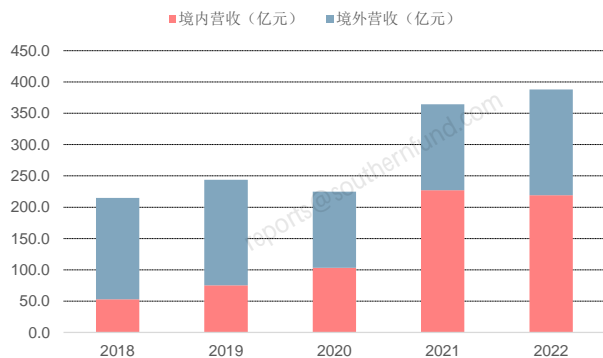
图表4：公司各项业务毛利率



资料来源：公司公告，中信建投

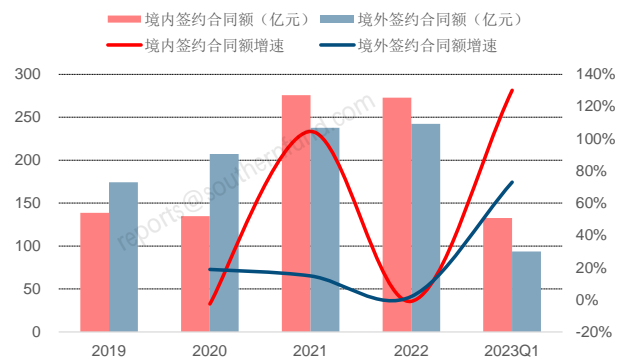
**境内外业务同步拓展，2023 年一季度订单高增。**公司自成立以来便深耕境内市场，同时积极在境外市场进行业务拓展，目前每年境内外市场的营收与新签合同额呈现均等态势。2022 年公司境内营收 219.3 亿元，同比下降 3.5%；境外营收 168.9 亿元，同比增长 23.1%；境外业务营收占比在 2022 年达 43.1%，较 2021 年提升 6.1 个百分点。2022 年公司境内新签合同额 272.8 亿元，同比下降 1.0%；境外新签合同额 242.3 亿元，同比增长 2%；境外业务新签合同额占比在 2022 年达 47.0%，较 2021 年提升 0.7 个百分点。2021-2022 年全球新冠疫情形势严峻，公司境内外业务拓展受到一定阻力。2023 年一季度，公司境内新签合同额 132.6 亿元，同比增长 130%，境外新签合同额 93.7 亿元，同比增长 73%，订单受益于疫情影响的消减及市场需求的复苏而实现高增。

图表5： 公司境内外营收情况



资料来源：公司公告，中信建投

图表6： 公司境内外新签合同额情况

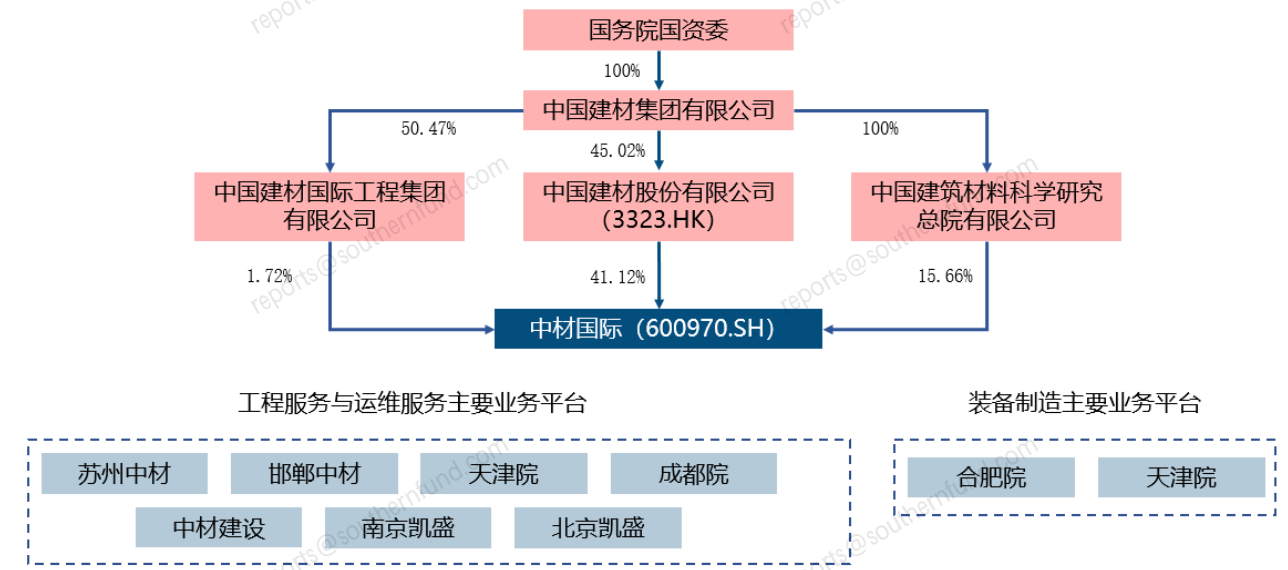


资料来源：公司公告，中信建投

## 1.2 股权激励激发活力

**央企背景股权结构稳定，旗下业务拥有多个专业平台。**公司的第一大股东为中国建材股份有限公司，截至 2023 年一季度末其持股比例为 41.12%，其隶属于央企中国建材集团，实控人为国务院国资委。中国建材集团内部交叉持股较为明显，公司的第二大股东中国建筑材料科学研究总院有限公司、第三大股东中国建材国际工程集团有限公司也均由中国建材集团控股，对公司的持股比例分别为 15.66%、1.72%。前三大股东对公司的持股比例合计达 58.50%，公司的股权结构稳定。公司旗下的三大业务分别拥有多个专业平台，其中工程服务业务与运维业务的主要平台包括苏州中材、邯郸中材、天津院、成都院、中材建设、南京凯盛、北京凯盛等；装备制造业务的主要平台包括合肥院、天津院等。

图表7： 公司股权结构及各业务开展的主要平台



资料来源：公司公告，中信建投

**股权激励激发活力。**2021 年年底公司首次披露 2021 年限制性股票激励计划，将股本总额的 2.68% 用作股权激励，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。股权激励对公司 2022-2024 年的业绩及财务指标表现设定目标，分别要求 2022-2024 年相对于 2020 年的归母净利润复合增长率均不低于 15.5%，根据设定目标计算，公司 2022-2024 年需要实现的归母净利润分别为 21.45、24.78、28.62 亿元（根据追溯调整后的 2020 年归母净利润 16.08 亿元计算，业绩考核目标未考虑 2022 年重组标的）；目标设定的 2022-2024 年 ROE 分别不低于 14.9%、15.4%、16.2%。2022 年公司达成业绩考核目标，实现 21.9 亿元的归母净利润，ROE 达 15.90%。在股权激励的驱动下，公司业绩有望保持较快增速。

图表8： 公司 2021 年限制性股票激励计划业绩考核目标

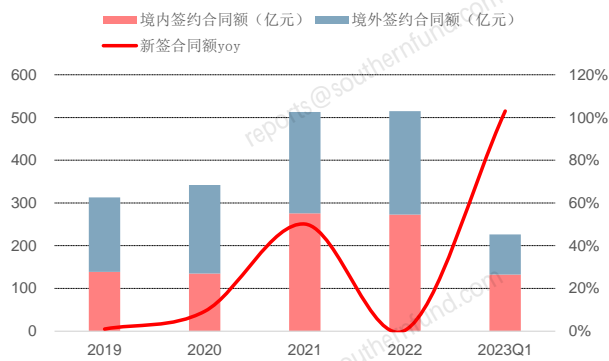
解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2022 年较 2020 年净利润复合增长率不低于 15.5%； 2022 年净资产收益率不低于 14.9%，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值； 2022 年度 $\Delta$ EVA 大于零。
第二个解除限售期	2023 年较 2020 年净利润复合增长率不低于 15.5%； 2023 年净资产收益率不低于 15.4%，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值； 2023 年度 $\Delta$ EVA 大于零。
第三个解除限售期	2024 年较 2020 年净利润复合增长率不低于 15.5%； 2024 年净资产收益率不低于 16.2%，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值； 2024 年度 $\Delta$ EVA 大于零。

资料来源：公司公告，中信建投

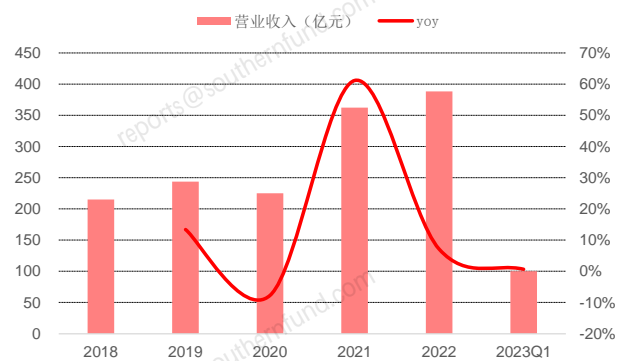


### 1.3 业绩长期稳健，ROE 处于建筑央企中的高水平

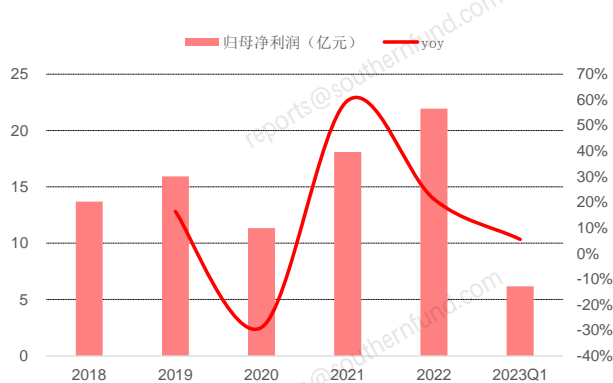
业绩长期稳健，2023 年一季度境内外新签合同额均出现大幅增长。随着近年来对中国建材集团内与水泥矿山工程服务、装备制造、运维服务等业务相关的标的整合工作的推进落地，公司业务体量实现跃升，新签合同额从 2018-2020 年每年的 300 亿元左右增长至 2021-2022 年每年的 500 亿元左右，2022 年新签合同额为 515.1 亿元，同比增长 0.5%，2023 年一季度公司新签合同额 226.3 亿元，同比大幅增长 103%，其中境内新签合同额 132.6 亿元，同比增长 130%，境外新签合同额 93.7 亿元，同比增长 73%，境内外业务均表现出强劲增长势头。公司营收同样保持稳定扩张态势，2022 年实现营收 388.2 亿元，同比增长 6.3%，2023 年一季度实现营收 100.1 亿元，同比增长 0.6%；公司业绩实现持续稳健增长，2022 年实现归母净利润 21.9 亿元，同比增长 21.1%，2023 年一季度实现归母净利润 6.2 亿元，同比增长 5.5%。

**图表9： 公司 2022 年新签合同 515.1 亿元，同比增长 0.5%**


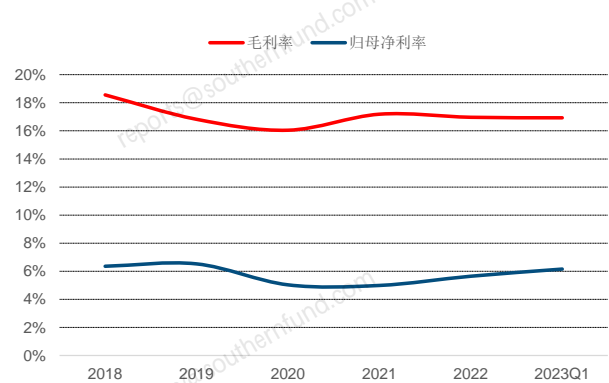
资料来源：公司公告，中信建投

**图表10： 公司 2022 年营收 388.2 亿元，同比增长 6.3%**


资料来源：公司公告，中信建投

**图表11： 2022 年归母净利润 21.9 亿元，同比增长 21.1%**


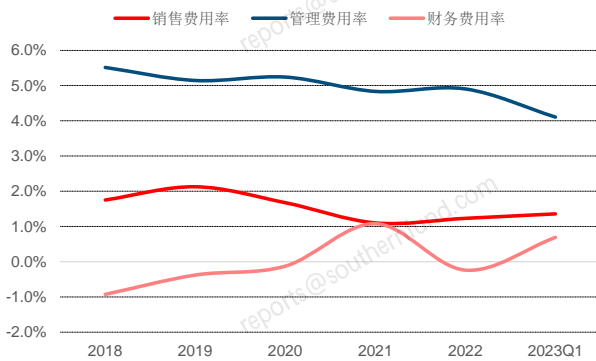
资料来源：公司公告，中信建投

**图表12： 2022 年毛利率 17.0%，归母净利率 5.7%**


资料来源：公司公告，中信建投

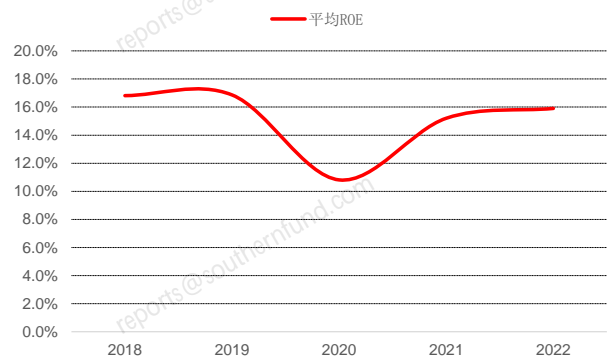
利润率处于上升区间，费用管控水平提升。近年来公司毛利率水平保持平稳，归母净利率水平处于上升通道，2022 年毛利率为 17.0%，较 2021 年下降 0.3 个百分点，2023 年一季度毛利率为 16.9%，保持平稳；2022 年归母净利率为 5.7%，较 2021 年提升 0.7 个百分点，2023 年一季度归母净利率为 6.2%，较 2022 年全年继续提升 0.5 个百分点。公司费用管控水平提升，2022 年包含销售、管理、财务费用在内的三费率为 5.9%，较 2021 年大幅下降 1.1 个百分点，2023 年一季度三费率为 6.2%，较 2022 年保持相对平稳。

图表13： 2022 年三费率 5.9%，较上年下降 1.1pct



资料来源：公司公告，中信建投

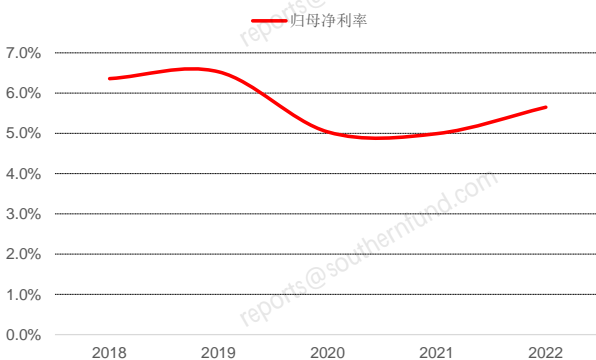
图表14： 2022 年 ROE 为 15.9%，较上年提升 0.7pct



资料来源：公司公告，中信建投

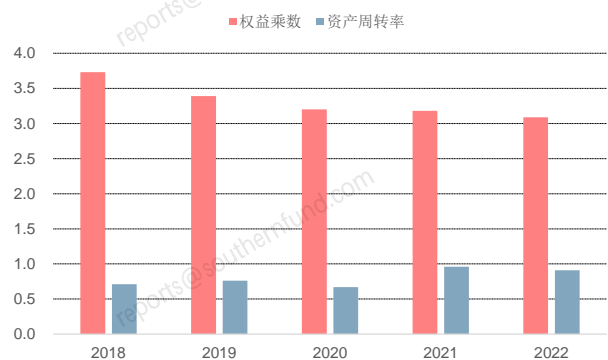
盈利能力提升，ROE 为建筑央企中的高水平。2020 年以来公司的 ROE 处于上升区间，2022 年加权平均 ROE 为 15.81%，较 2021 年提升 1.68 个百分点。从 ROE 的拆解来看，公司的归母净利率上升，由 2021 年的 5.0% 提升至 2022 年的 5.7%；杠杆率有所下降，权益乘数由 2021 年的 3.18 下降至 2022 年的 3.09；资产周转率水平处于上升通道，由 2020 年的 0.67 大幅提升至 2021 年的 0.96，2022 年为 0.91，保持相对平稳。与八大建筑央企对比来看，公司的 ROE 水平较高，2022 年加权平均 ROE 高于排名第二的中国建筑 1.87 个百分点。此外，国资委对央企的经营指标考核转为“一利五率”，即利润总额，与净资产收益率、营业现金比率、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率，在新的考核机制下，公司未来的盈利能力有望得到持续提升。

图表15： 2020-2022 年公司归母净利率持续上升



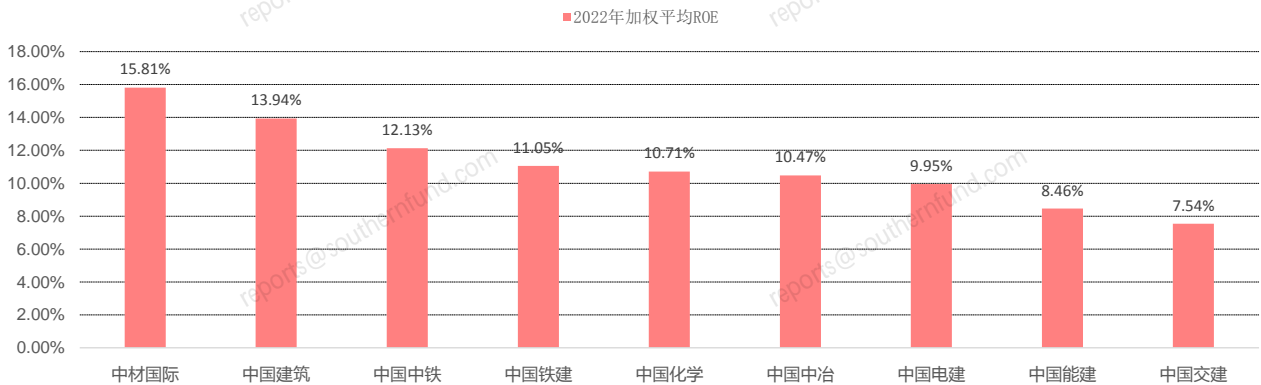
资料来源：公司公告，中信建投

图表16： 公司杠杆率下降，资产周转率提升



资料来源：公司公告，中信建投

图表17： 公司 ROE 处于建筑央企中的较高水平



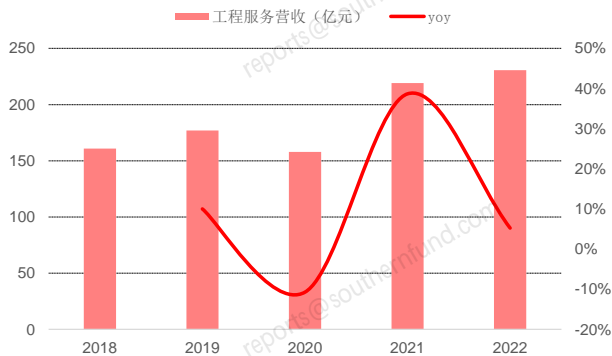
资料来源：公司公告，中信建投

## 2 新建水泥产线需求及存量技改双轮驱动公司业务发展

### 2.1 具备行业领先资质，坚持智能化和减排技术研发投入

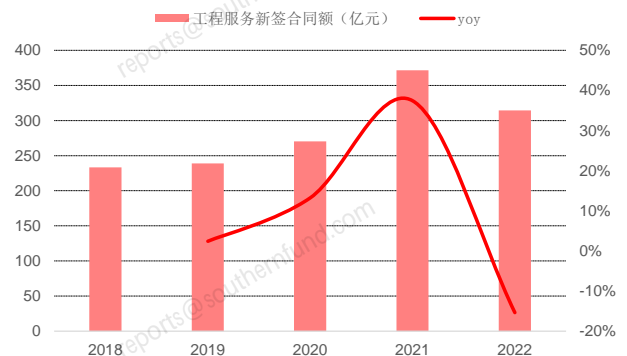
工程服务营收保持增长，新签合同额维持高位。近年来公司的工程服务业务营收保持稳定增长势头，2022年工程服务实现营收230.6亿元，同比增长5.2%。工程服务新签合同额维持高位，2022年为314.4亿元，同比下降15.4%。随着近年来业务体量的扩大，以及全球市场的持续扩展、前些年疫情影响带来成本提升，工程服务毛利率有所下行，2022年工程服务毛利率为12.4%，较2021年下降1.2个百分点。随着全球疫情形势缓和、中国与一带一路沿线国家合作持续深入，公司境外工程服务需求量有望提升，带动未来工程服务新签合同额继续维持高位。

图表18： 2022年工程服务营收230.6亿元，同比增长5.2%



资料来源：公司公告，中信建投；2021年数据为根据业务分类做追溯调整后的数据

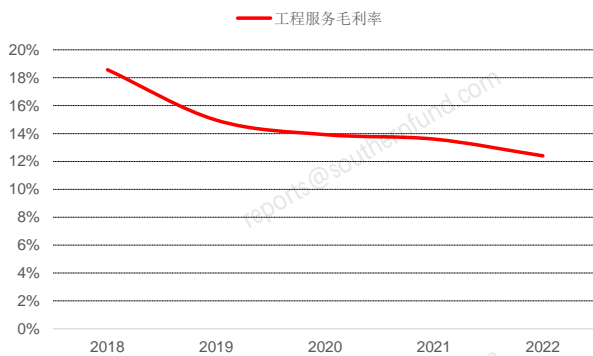
图表19： 2022年工程服务新签合同额314.4亿元



资料来源：公司公告，中信建投；2021年数据为根据业务分类做追溯调整后的数据

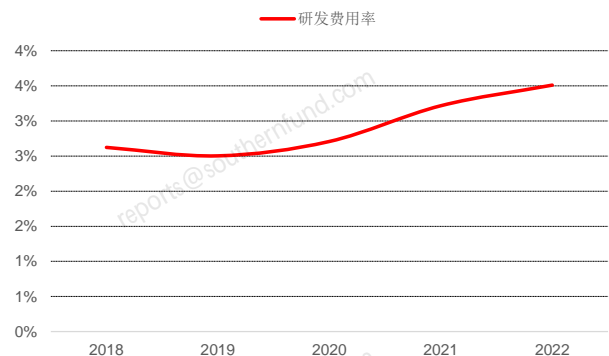
**研发投入力度增强，资质在行业内领先。**近年来公司研发费用率不断增长，2022 年研发费用共 13.6 亿元，同比增长 16.9%；研发费用率为 3.5%，较 2021 年提升 0.3 个百分点。公司相关资质在工程服务行业内领先，并拥有多个获奖项目：2022 年，公司的阿尔及利亚 ZAHANA 项目、阿尔及利亚 BECHAR 项目、宁夏建材产业扶贫资源综合利用环保示范线三个项目荣获 2022-2023 年度第一批国家优质工程奖；同年公司入选国家知识产权示范企业、工信部第四批工业产品绿色设计示范企业、服务型制造示范企业、全国建材行业十大科技突破领军企业；2022 年公司制定或修订了 3 项国家标准和 8 项行业标准，成功签约装备制造领域第一批“揭榜挂帅”技术革新项目、前沿科学基金项目，《硅酸盐水泥熟料单位产品碳排放限值》入选工信部百项团体标准应用示范项目，“新型干法水泥智能化低碳工程设计与关键技术开发应用”项目荣获全国建材行业技术进步类一等奖。

图表20： 2022 年工程服务毛利率为 12.4%



资料来源：公司公告，中信建投

图表21： 2022 年公司研发费用率为 3.5%



资料来源：公司公告，中信建投

2022 年公司的示范项目中，阿尔及利亚 ZAHANA 日产 4500 吨熟料水泥生产线总承包项目目整合、配置了目前全球行业内技术领先的生产工艺和设备，各项指标达到国际先进水平，是阿尔及利亚目前工艺最先进、最环保和自动化程度最高的水泥生产线之一。宁夏建材产业扶贫资源综合利用环保示范线项目按照“数字化、智能化、绿色化”设计理念，采用国际先进的“二代新型干法技术”，打造新一代的数字智能水泥工厂，荣获国家工信部等四部委“2021 年度智能制造示范工厂”“2022 年新一代信息技术与制造业融合发展试点示范项目”等荣誉。

图表22： 阿尔及利亚 ZAHANA 日产 4500 吨熟料水泥生产线总承包项目



资料来源：公司 2022 年 ESG 报告，中信建投

图表23： 宁夏建材产业扶贫资源综合利用环保示范线



资料来源：公司 2022 年 ESG 报告，中信建投

公司坚持智能化和减排技术研发投入。智能化与数字化方面，公司发布“十四五”数字化战略规划，规划了“54321”数字化战略蓝图框架，并全面进入落地实施阶段，2022 年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。减排技术方面，公司在碳达峰、碳中和的目标背景下，结合自身优势，聚焦“替代燃料”“粘土煨烧”“全氧燃烧”三个方向的节能降碳技术攻关；在项目规划建设过程中，结合项目实际进行设计，实现低碳减排。

图表24：中材国际“54321”数字化战略蓝图框架



资料来源：公司 2022 年 ESG 报告，中信建投

**智能化代表项目：**江西省首条日产 8000 吨熟料水泥生产线——玉山南方熟料新型干法水泥生产线项目在国内同业首次设计、应用“智能微网系统”，当外部断电时，可实现“孤网运行”，确保生产安全、连续、稳定。依托公司自主研发的 CeBIM 数字化管理平台，打通设计、采购、物流、施工全流程，带来生产效率大幅提高，年节约生产成本 1200 万以上。

**减排代表项目：**法国 SPL 项目旨在现有水泥熟料生产线旁新建一条 360tpd 煨烧粘土线。为实现项目碳减排 40% 的目标，确保煨烧粘土性能及替代燃料使用，项目提出老线耦合煨烧粘土专有技术路线，开发出煨烧粘土回转窑及粘土球磨；集成烘干与冷却循环换热利用技术，并增加替代燃料处理系统，实现废弃物的再利用。2022 年 11 月项目完成施工，投产后可实现每吨熟料减碳 230kg，碳减排 40%，每年可减少二氧化碳排放 7.6 万吨，按 2022 年 12 月份欧洲碳交易平均价格 85 欧元/吨计，预计每年可产生约 646 万欧元的碳减排收益。

图表25： 玉山南方新一代绿色低碳智能示范线



资料来源：公司2022年ESG报告，中信建投

图表26： 法国 SPL 项目——新建 360tpd 煅烧粘土线



资料来源：公司2022年ESG报告，中信建投

水泥工程服务领域的主要玩家为少数专业公司，中材国际市占率连续 15 年保持世界第一。从国内来看，从事水泥工程服务的企业主要包括中材国际，中航工业集团下属的中国航空技术国际控股有限公司，安徽海螺集团有限责任公司下属安徽海螺建材设计研究院等。从国外来看，从事水泥工程服务的企业主要包括丹麦 FL 史密斯公司、德国洪堡公司、德国伯利休斯公司等，国外企业以水泥装备为主要发展方向，参与一定量的水泥工程承包项目。中材国际的水泥技术装备与工程主业市占率连续 15 年保持世界第一，在 2021 年收购整合南京凯盛、北京凯盛后，公司在水泥工程服务领域的竞争优势进一步增强。

图表27： 参与水泥工程服务领域的主要国外企业

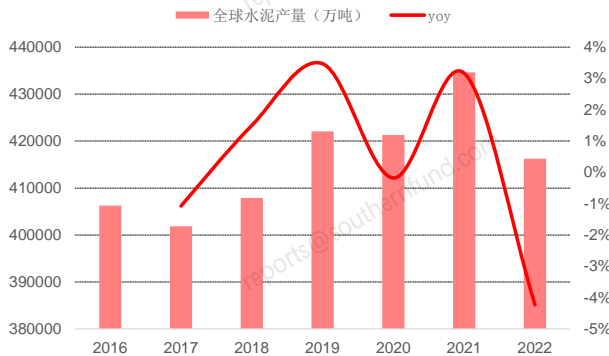
企业	主营业务	行业地位
丹麦 FL 史密斯	水泥生产线及矿山技术、装备工程服务，售后服务、矿业等	世界水泥设备供应商龙头，第二大水泥工程承包商
德国洪堡公司	全球建材成套设备与生产线设计、设备研发和生产	世界建材成套行业三大品牌之一
德国伯利休斯公司	水泥和矿产技术工程承包、设备开发、制造和供应	在破碎、研磨、辊压、精矿选粉、发电脱硫设备等领域的技术处于领先地位

资料来源：公司公告，中信建投

## 2.2 把握“一带一路”新建水泥产线需求

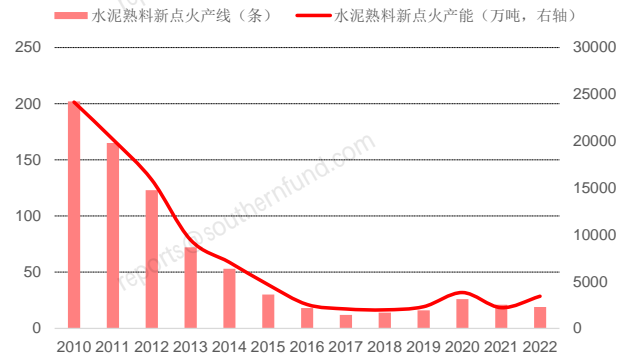
全球水泥产量下行，中国新点火产线数量在低位稳定。根据水泥网数据，全球水泥产量继 2021 年达到 43.5 亿吨的新高后，在 2022 年出现一定程度下行，2022 年产量为 41.6 亿吨，同比下降 4.2%；2022 年我国水泥产量为 21.3 亿吨，同比下降 10.5%，占全球产量的 51.2%，占比较 2021 年下降 3.6 个百分点，依然为全球水泥产量最大的国家。2010 年中国的水泥熟料新点火产线数量达到高峰，新点火产线近 200 条，新点火产能近 2.5 亿吨；随着国内水泥产线的快速搭建，水泥产能达到高位，近年来我国新点火水泥产线主要来源于产能置换，每年新点火产线的数量在低位保持稳定，2020-2022 年全国水泥熟料新点火产线分别为 26/21/19 条，对应产能分别为 3816/2199/3419 万吨。

图表28： 2022年全球水泥产量416255万吨，同比下降4.2%



资料来源：水泥网，中信建投

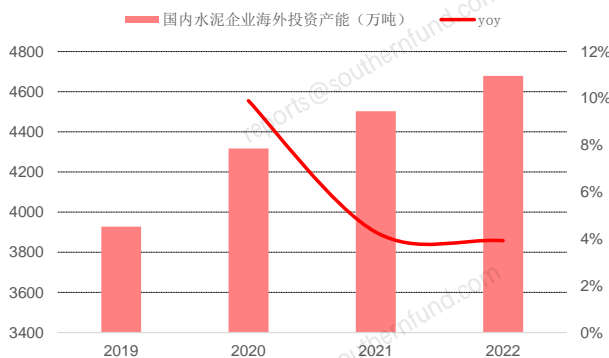
图表29： 2022年全国水泥熟料新点火产线19条



资料来源：中国水泥协会，中信建投

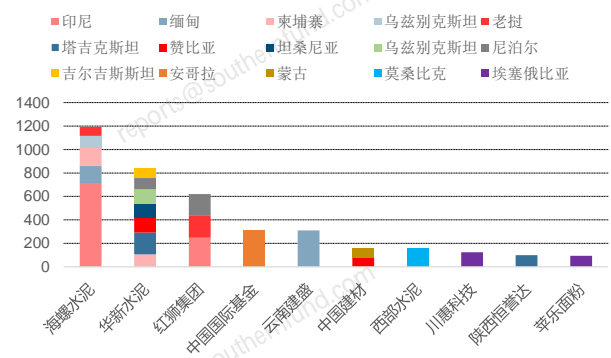
国内水泥企业积极向海外投资产能，一带一路沿线国家投产较多。根据水泥网统计，国内水泥企业海外投资产能在近些年持续增长，2022年底海外投资产能共4679.3万吨，同比增长3.9%。从在海外投资产能的TOP10水泥企业的投资情况来看，海外投资产能主要分布在东南亚、中亚、南亚、非洲等一带一路国家，截至2022年年底，TOP10企业投资产能排名前五的国家包括：印尼（东南亚，954.8万吨）、缅甸（东南亚，465万吨）、安哥拉（非洲，310万吨）、塔吉克斯坦（中亚，285.2万吨）、尼泊尔（南亚，279万吨）。

图表30： 2022年国内水泥企业海外投资产能4679.3万吨



资料来源：水泥网，中信建投

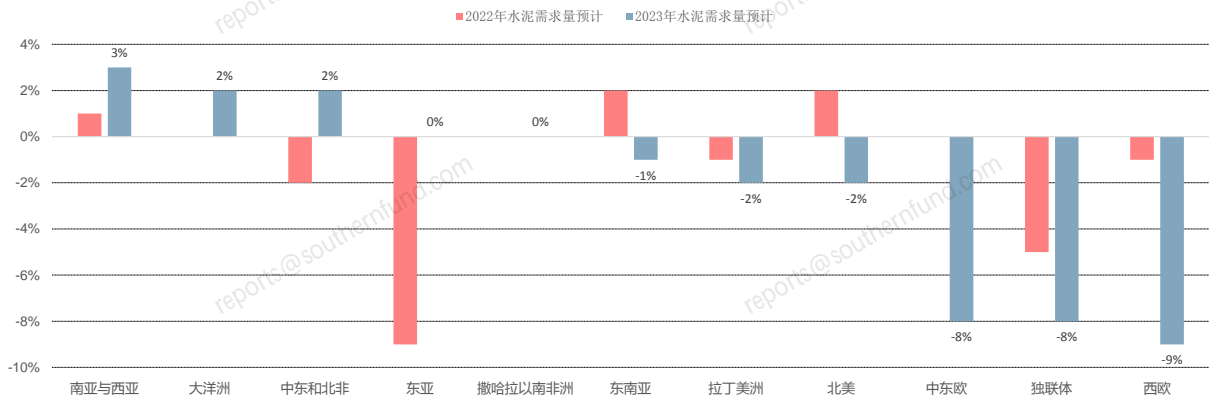
图表31： 2022年底水泥企业海外投资产能TOP10 (万吨)



资料来源：水泥网，中信建投

一带一路沿线发展中国家的新建水泥产线需求有望提升。根据 Onfield Investment 的预测，2023 年全球水泥需求量将同比小幅下降 0.3%，分区域来看，一带一路沿线的发展中地区的水泥需求更加旺盛，其中 2023 年南亚与西亚的水泥需求量有望提升 3%，中东和北非的水泥需求量有望提升 2%。随着中国与这些一带一路沿线国家合作关系的不断深入，其日益增长的水泥需求将转化为对新建水泥产线的需求，公司作为全球最大的水泥全产业链服务商，有望从中受益。

图表32： 2022 年与 2023 年全球各地区水泥需求量同比增速预测



资料来源: Onfield Investment Research, 中信建投

一带一路顶层合作加速推进，对沿线国家的工程业务有望迎来新增长。2023 年以来，我国外交成果斐然，3 月初沙特、伊朗在北京发表联合声明，恢复双方外交关系；包括菲律宾、土库曼斯坦、柬埔寨、伊朗、白俄罗斯、西班牙、新加坡、马来西亚、法国、欧盟、巴西、加蓬、厄立特里亚等在内的国家领导人对我进行访问；5 月 18-19 日中国-中亚峰会在陕西省西安市举行。与一带一路国家合作的日益加深，有望提升我国对沿线国家地区的承包工程合同额。受先前疫情、国际形势变化等影响，2022 年我国对一带一路沿线国家和地区的承包工程合同金额为 1296.2 亿美元，同比微降 3.3%，其占我国总体对外承包工程合同金额的比例为 51.2%，较 2021 年小幅下降 0.7 个百分点。随着疫情影响消散、国际政治经济形势相对稳定，我国对一带一路沿线国家的工程业务有望迎来新的增长。

图表33： 2023 年以来我国重要外交事件一览

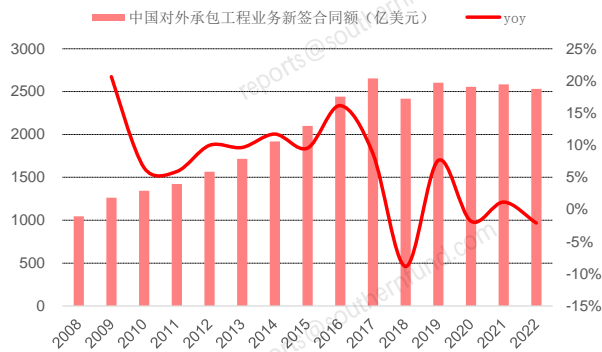
时间	国家	事件
1 月 4 日	菲律宾	国家主席习近平在人民大会堂同来华进行国事访问的菲律宾总统马科斯举行会谈。
1 月 6 日	土库曼斯坦	国家主席习近平在人民大会堂同来华进行国事访问的土库曼斯坦总统谢尔达尔·别尔德穆哈梅多夫举行会谈。两国元首宣布，将中土关系提升为全面战略伙伴关系。
1 月 9 日	捷克	国家主席习近平同捷克总统泽曼举行视频会晤。
2 月 1 日	柬埔寨	国家主席习近平在钓鱼台国宾馆会见柬埔寨首相洪森。
2 月 14 日	伊朗	国家主席习近平在人民大会堂同来华进行国事访问的伊朗总统莱希举行会谈。
2 月 24 日	柬埔寨	国家主席习近平和夫人彭丽媛在钓鱼台国宾馆养源斋亲切会见柬埔寨国王太后。
3 月 1 日	白俄罗斯	国家主席习近平在人民大会堂同来华进行国事访问的白俄罗斯总统卢卡申科举行会谈。
3 月 2 日	俄罗斯	国家主席习近平于 3 月 20 日至 22 日对俄罗斯进行国事访问。
3 月 3 日	中国	习近平主席五次出席博鳌亚洲论坛年会并发表主旨演讲。
3 月 6 日	沙特、伊朗	3 月 6 日至 10 日中国、沙特、伊朗在北京举行会谈，3 月 10 日三方发表联合声明，沙特和伊朗达成一份协议，包括同意恢复双方外交关系，在至多两个月内重开双方使馆和代表机构，安排互派大使，并探讨加强双边关系。
3 月 31 日	西班牙	国家主席习近平在人民大会堂会见来华进行正式访问的西班牙首相桑切斯。
3 月 31 日	新加坡	国家主席习近平在人民大会堂会见来华进行正式访问的新加坡总理李显龙。
3 月 31 日	马来西亚	国家主席习近平在人民大会堂会见来华进行正式访问的马来西亚总理安瓦尔。
4 月 6 日	法国、欧盟	国家主席习近平在人民大会堂同法国总统马克龙、欧盟委员会主席冯德莱恩举行中法欧三方会晤。



时间	国家	事件
4月7日	法国	习近平同法国总统马克龙在广州非正式会晤。
4月14日	巴西	巴西联邦共和国总统卢拉于4月12日至15日对中国进行国事访问。
4月14日	加蓬共和国	加蓬共和国总统于4.18-4.21对中国进行国事访问。
5月15日	厄立特里亚	习近平主席同厄立特里亚总统伊萨亚斯在人民大会堂举行会谈。
5月18日	哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、土库曼斯坦、乌兹别克斯坦	中国-中亚峰会于5月18-19日在陕西省西安市举行，国家主席习近平主持峰会，中亚五国总统应邀与会。

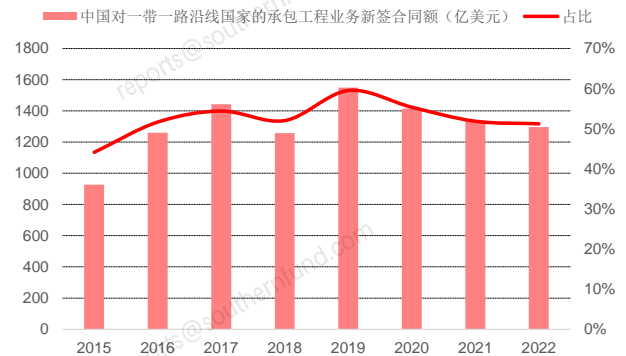
资料来源: Wind, 新华社, 中信建投

图表34: 2022年中国对外承包工程新签合同2530.7亿美元



资料来源: Wind, 中信建投

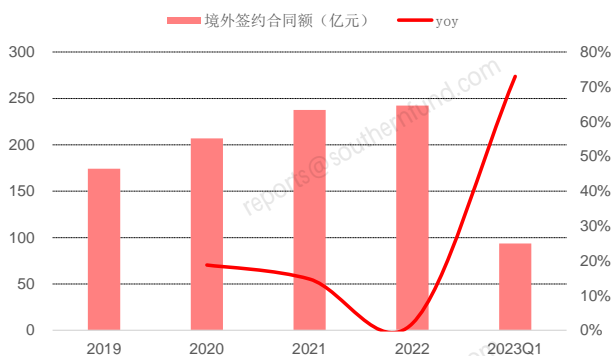
图表35: 2022年对一带一路国家的新签合同额占比51.2%



资料来源: Wind, 中信建投

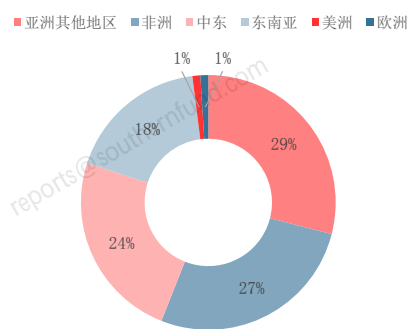
中材国际境外新签合同额增长强劲，有望受益于一带一路合作的持续推进。近年来中材国际的境外新签合同额保持持续增长势头，2022年境外新签合同额为242.3亿元，同比增长2%；2023年一季度由于疫情影响减弱、需求恢复强劲，公司新签合同额达93.7亿元，同比增长73%。2022年的境外新签合同额中，除中国外的亚洲其他地区占比29%，非洲占比27%，中东占比24%，东南亚占比18%。公司未来在这些地区的业务发展，有望受益于一带一路合作的持续推进而获得更大增量。

图表36: 2023Q1境外新签合同额93.7亿元,同比增长73%



资料来源: 公司公告, 中信建投

图表37: 2022年公司境外签约合同额地区分布

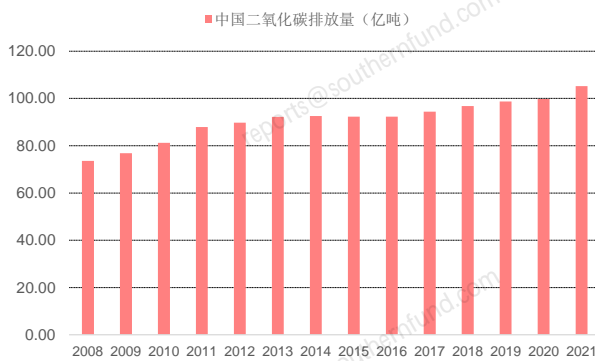


资料来源: 公司公告, 中信建投

## 2.3 存量水泥产线技改空间广阔

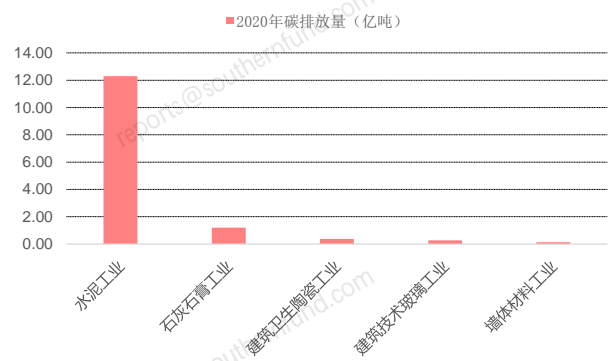
水泥生产碳排放量大、能耗大，双碳政策对行业减碳、降低能耗提出更高要求。根据《中国建筑材料工业碳排放报告》，2020 年中国水泥工业的熟料产量为 15.7 亿吨，水泥产量为 23.7 亿吨，产生碳排放量 12.3 亿吨，占全国碳排放量的比例超过 10%，在工业中仅次于钢铁，远高于建材工业中的其他子品类；根据工信部数据，2020 年我国水泥产品能耗约 2 亿吨标准煤，约占全国总能耗的 5%。针对水泥生产高碳排量、高能耗的特点，近年来政策对水泥生产提出了更高要求。2022 年 6 月 23 日，工信部等六部门联合发布《工业能效提升行动计划》，对工业节能提效和绿色低碳发展提出了新的要求；新版《水泥单位产品能源消耗限额》于 2022 年 11 月起实施，对水泥产品能耗指标要求更为严格；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。

图表38：中国碳排放量逐年上升，减碳压力增大



资料来源：Wind，中信建投

图表39：水泥工业碳排放量远高于建材工业中其他子品类



资料来源：《中国建筑材料工业碳排放报告》，中信建投

政策倒逼水泥行业产能改造，近一半现有产能存在改造需求。新版《水泥单位产品能源消耗限额》于 2022 年 11 月起实施，对水泥产品能耗指标要求更为严格，对水泥单位产品的能耗标准要求大幅提升。针对水泥熟料的能耗新国标要求中，标杆水平能耗为 100kgce/吨，基准水平能耗为 117kgce/吨；根据《水泥单位产品能源消耗限额》对 900 余条水泥熟料生产线的调研数据，2020 年仅有 75% 的产线综合能耗水平达到基准水平要求（117kgce/吨），仅有 5% 的产线综合能耗水平达到标杆水平要求（100kgce/吨）；2021 年 10 月国家发改委等六部委下发《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》，提出到 2025 年水泥行业综合能耗水平达到标杆要求的产能占比超过 30%。综上，至 2025 年时，约有 25% 的现有水泥产能需要改造升级至标杆能耗水平；另有 25% 的现有水泥产能需要提升至基准能耗水平，否则将面临淘汰退出的风险，故国内现有水泥产能的近一半存在改造需求。此外，根据中材国际年报数据，截至 2022 年年底我国在运行的水泥熟料生产线约 1600 条，其中运转 10 年以上的线约为 1400 余条，国内水泥产线的老线技改存在较大需求。

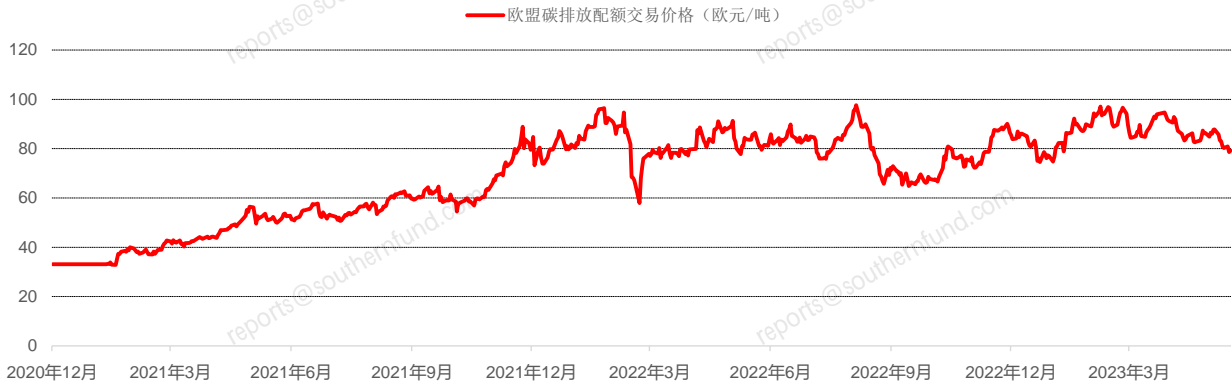
图表40：新版《水泥单位产品能源消耗限额》对水泥单位产品的能耗标准要求大幅提升

		综合能耗（kgce/吨）		
		1 级（标杆水平）	2 级（准入值）	3 级（基准水平）
水泥熟料	国标 2012	110	115	120
	国标 2021	100	107	117
水泥产品	国标 2012	88	93	98
	国标 2021	80	87	94

资料来源：《水泥单位产品能源消耗限额》（GB16780-2021），中信建投

碳排放配额交易价格保持高位，欧美水泥老线技改市场空间大。受俄乌战争影响，欧盟燃煤发电需求增长迅速，碳排放配额交易价格上涨迅速，由 2020 年年底的 33 欧元/吨左右上升至目前的 80 欧元/吨左右。高昂的碳排放成本、日益加强的减碳要求，增强了欧美水泥生产企业的产线升级需求，根据中材国际提供数据，目前境外约有 2400 条水泥熟料生产线，其中非新型干法 700 条，其余 1700 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，老线技改市场空间较大。

图表41： 欧盟碳排放配额交易价格保持高位



资料来源: Wind, 中信建投

我们预测 2023-2025 年全球水泥工程服务的年市场规模有望超 800 亿元，是公司现有年合同规模的三倍以上。从国内国外、新建产线及老线技改分别测算水泥工程服务市场规模（详细测算过程见下表）：**1) 国内：**水泥产线新建需求主要来源于产能置换（即水泥产线的拆旧建新、拆小建大），同时近一半的存量水泥产线存在技改需求，测算得 2023-2025 年每年国内新建水泥产线投资额在 162 亿元左右，国内存量技改投资额在 240 亿元左右，合计为 402 亿元左右。**2) 国外：**国外水泥产线新建需求主要来自于一带一路沿线 47 个发展中国家，同时欧美等国家地区有大量老水泥产线存在技改需求，测算得每年国外新建水泥产线投资额在 291.5 亿元左右，国外存量技改投资额在 150 亿元左右，合计为 441.5 亿元左右。综上，2023-2025 年每年全球水泥工程服务的市场规模测算为 843.5 亿元，公司 2022 年的水泥及矿山工程新签合同额为 243.3 亿元，年市场规模是公司现有年合同规模的三倍以上。

**图表42： 每年全球水泥工程市场规模测算**

<b>(1) 中国</b>	
<b>新建产线</b>	
2022 年新点火水泥熟料产能（万吨/年）	3419
预计未来 3 年每年国内新点火水泥熟料产能（万吨/年）	3000
境内水泥熟料单吨年产能投资（元）	540
<b>A. 国内每年新建产线的投资额（亿元）</b>	<b>162</b>
<b>存量技改</b>	
根据对水泥行业综合能耗要求的测算，2020-2025 年需要有 50% 的产线进行改造	
2020 年年末全国熟料产线（条）	1600
2020-2025 年间每年有改造需求的产线	160
<b>B. 国内每年存量技改投资额（亿元）</b>	<b>240</b>
<b>(2) 国外</b>	
<b>新建产线</b>	
一带一路沿线的 65 个国家中，除去中东欧 16 国、新加坡、俄罗斯的其余 47 个国家贡献主要的水泥产线建设需求	
47 个国家 2021 年 GDP 总额（万亿元，以人民币：美元=7:1 进行换算）	83.3
中国每年基建投资占 GDP 的 15% 左右，2009-2013 年我国水泥新点火产线投资额约占基建投资总额的 0.7%-1.0%	
保守假设 47 个一带一路沿线发展中国家每年的基建投资占 GDP 的 5%、基建投资中的 0.7% 用于新建水泥产线	
<b>C. 一带一路沿线 47 个发展中国家每年新建水泥产线投资额（亿元）</b>	<b>291.5</b>
<b>存量技改</b>	
境外 20 年以上新型干法水泥生产线约 1000 条，假设在 10 年内改造完毕	
每年改造数量	100
单条产线平均改造投入（亿元）	1.5
<b>D. 国外每年存量技改投资额（亿元）</b>	<b>150</b>
<b>总计：2023-2025 年每年全球水泥工程服务市场规模（亿元）</b>	<b>843.5</b>

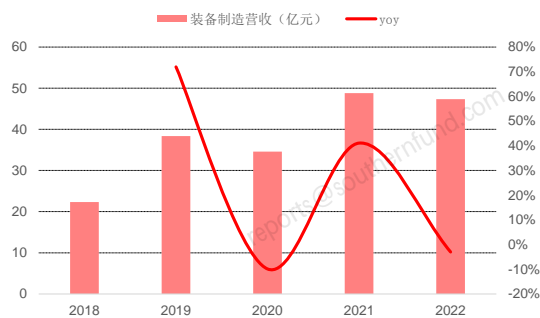
资料来源：中材国际年报，中国水泥协会，Wind，中信建投

### 3 装备制造、运维服务实力精进，打造新利润增长点

#### 3.1 收购合肥院，装备制造板块实力增厚

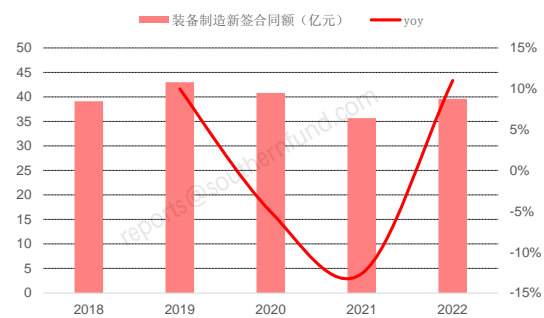
装备制造业务体量稳定，毛利率提升。近年来中材国际的装备制造营收规模与新签合同额维持稳定，2022 年装备制造营收为 47.3 亿元，同比微降 3.0%；新签合同额 39.6 亿元，同比增长 11.0%。2022 年装备制造业务毛利率为 23.5%，较 2021 年提升 0.3 个百分点，大幅优于公司整体的毛利率 16.9%。

图表43： 2022 年中材国际装备制造营收 47.3 亿元



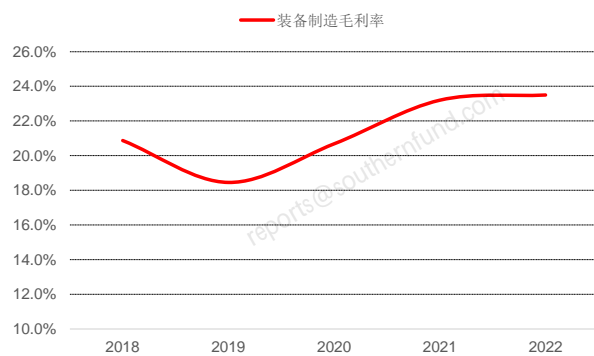
资料来源：公司公告，中信建投；2021 年数据根据业务分类变化做追溯调整

图表44： 2022 年中材国际装备制造新签合同额 39.6 亿元



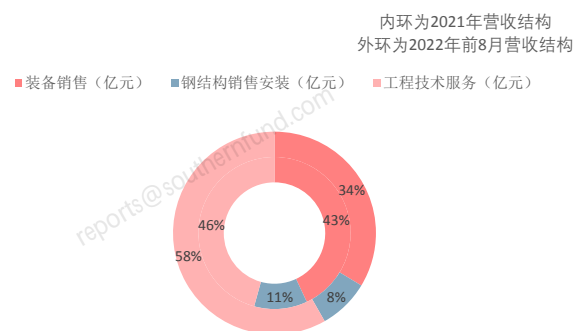
资料来源：公司公告，中信建投；2021 年数据根据业务分类变化做追溯调整

图表45： 2022 年中材国际装备制造毛利率 23.5%



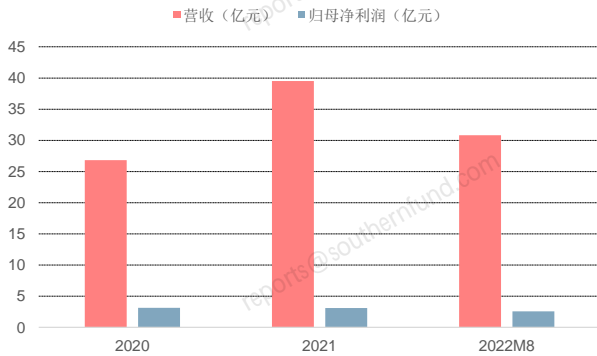
资料来源：公司公告，中信建投；2021 年数据根据业务分类变化做追溯调整

图表46： 2022 年 1-8 月合肥院营收中装备销售占比 34%

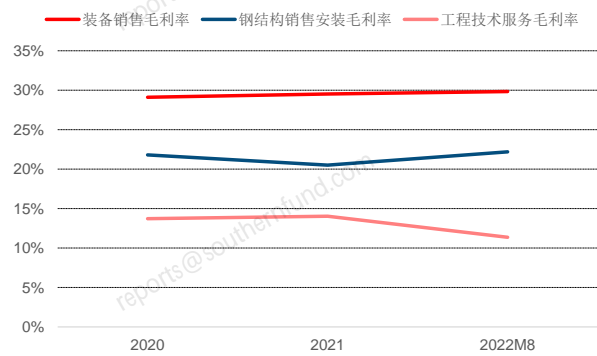


资料来源：公司公告，中信建投

收购合肥院，装备制造板块实力增厚。2022 年公司通过向中国建筑材料科学研究总院发行股份及支付现金的方式购买合肥院 100% 的股权，旨在解决自身与合肥院的同业竞争、发挥协同效应打造材料装备高端智造平台。2023 年 2 月，合肥院的过户完成。合肥院深耕水泥研究设计，装备制造实力雄厚，2021 年装备销售实现营收 16.9 亿元，占比为 43%，其 2021 年装备销售业务毛利率为 29.5%，高于同期中材国际自身装备制造板块 23.2% 的毛利率水平；2021 年合肥院实现营收 39.5 亿元，同比增长 47.4%，实现归母净利润 3.1 亿元，同比微降 0.9%。收购合肥院后，公司的装备制造板块规模将大幅增长，以 2021 年营收计算，公司连同合肥院的装备制造收入将达 65.7 亿元。

**图表47： 2022年1-8月合肥院营收30.8亿元**


资料来源：公司公告，中信建投

**图表48： 2022年1-8月合肥院装备销售业务毛利率29.9%**


资料来源：公司公告，中信建投

水泥生产全流程装备制造能力提升，达到世界领先水平。公司先前在部分装备产品领域取得领先优势，比如第四代冷却机国内市占率超 65%，熟料输送机国内市占率超 85%。合肥院的优势装备产品包括辊压机、立磨、提升机，其中辊压机的销售在国内及全球市占率均位列第一。收购合肥院后，公司在气体输送设备、皮带机、煤粉称、耐磨材料、物料计量及定量给料设备等产品的制造空白被弥补，同时提升了自身辊压机、立磨、提升机的竞争优势；公司的装备制造能力覆盖破碎、粉磨、物料输送、烧成、环保系统、控制系统等水泥生产全流程，在全球市场的竞争优势进一步增强。从全球来看，水泥装备领域的其他领先企业包括国内的中信重工、和泰机电、冀东装备，以及国外的 FL 史密斯、德国洪堡、德国伯利休斯等。

**图表49： 2021年中材国际与合肥院的主要装备产能与产量情况**

产品	中材国际：产能	中材国际：产量	合肥院：产能	合肥院：产量
辊压机	40	31	60	60
立磨	70	40	80	90
提升机			300	308
回转窑	20	14		
篦冷机	100	61		
破碎机	200	59		
选粉机	100	35		

资料来源：公司公告，中信建投

**图表50： 除中材国际外的全球水泥装备领先企业简介**

企业	介绍
国内 中信重工	中信重工主要从事矿山及重型装备、机器人及智能装备、新能源装备、特种材料等领域的大型设备、大型成套技术装备及关键基础件的开发、研制及销售，并提供相关配套服务和整体解决方案。可为全球客户提供矿山、建材、煤炭、冶金、有色、电力、节能环保新能源装备及其他领域的大型化、重型化装备，包括物料试验、设计研发、生产制造、工程成套、备品备件、运维服务等业务，拥有矿物磨机、大型高端铸锻件、特种机器人等标志性产品。2021年矿山及重型装备业务收入为 36.99 亿元。
冀东装备	冀东装备是大型水泥机械制造及工程服务商，拥有装备技术研发、装备制造、建筑与维修工程等业务板块，拥有多年的新型干法水泥生产线维修经验，是中国最早的水泥装备制造和维修企业，具备新型干法水泥熟料生产线的国内

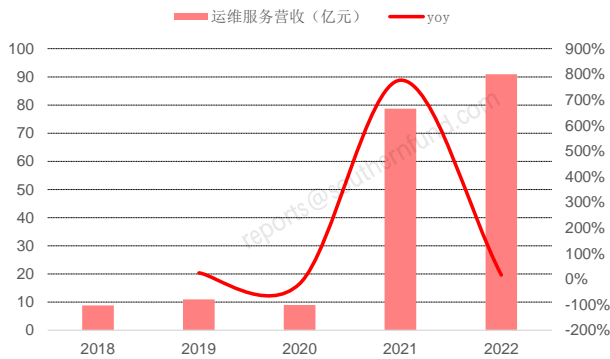
		和海外 EPC 工程服务能力，具备水泥生产线从工艺设计、装备设计制造、建筑安装、生产调试到备件供应、维修服务、生产运营的全产业链服务能力。2021 年装备制造与安装的营收为 20.66 亿元。
	和泰机电	和泰机电主营业务为物料输送设备的研发、设计、制造和销售，是国内先进的物料输送设备制造商之一，主要产品包括板链斗式提升机、胶带斗式提升机等多系列输送设备及其配件，广泛应用于水泥建材、港口、钢铁、化工等多个行业。2021 年营业收入为 4.98 亿元。
国外	FL 史密斯	FL 史密斯为全球矿业和水泥企业提供设备、整套生产线和解决方案。产品包括离心设备、输送设备、破碎和分级、排放控制、喂料和定量给料、过滤、浮选、气体分析和排放监控、齿轮和驱动系统、物料输送、破碎和研磨、矿井系统、过程控制和优化、泵送、高温处理、取样制备和分析、筛选等，客户遍布 150 个国家。2021 财年，FL 史密斯的收入为 175.81 亿丹麦克朗，其中来自水泥业务的收入为 58.66 亿丹麦克朗（约合 56.96 亿元）。
	伯利休斯	伯利休斯是蒂森克虏伯下属水泥装备企业，蒂森克虏伯是 1999 年由蒂森公司和克虏伯公司合并而来，产品涉及钢铁、汽车技术、机器制造、工程设计等众多领域，伯利休斯能够提供水泥生产线的建造、安装服务，产品涵盖水泥磨机、水泥窑、水泥厂自动化系统和矿石研磨设施。2021 财年，伯利休斯所属集团蒂森克虏伯营业收入 340.15 亿欧元。
	洪堡	洪堡是全球领先的水泥设备供应商，具备生产线设计、设备研发和生产、建材成套工程能力。洪堡的产品覆盖矿山设备、破碎机、辊压机、预热器、燃烧器、引风机、回转窑、篦冷机等。2021 年洪堡营业收入为 2.26 亿欧元（约合 16.32 亿元）。

资料来源：相关公司公告及官网，中信建投

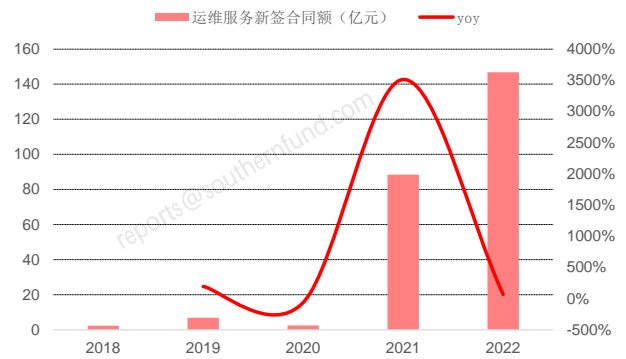
### 3.2 水泥产线与矿山运维共同驱动，运维业务规模快速跃升

收购中材矿山与智慧工业，运维服务规模快速跃升。2021 年公司通过向中国建材股份有限公司发行股份，收购中材矿山 100% 股权，拓展矿山运维业务，运维服务总体规模得到迅速跃升，营收从 2020 年的 9.0 亿元增长至 2021 年的 78.7 亿元，新签合同额从 2020 年的 2.5 亿元增长至 2021 年的 88.5 亿元；2022 年公司以现金支付方式向中国建材智慧物联有限公司收购智慧工业 100% 股权，水泥运维业务规模进一步增长，2022 年运维服务营收为 90.9 亿元，同比增长 15.5%，新签合同额为 146.9 亿元，同比增长 66.0%。

图表51： 2022 年中材国际运维服务营收 90.9 亿元



图表52： 2022 年中材国际运维服务新签合同额 146.9 亿元

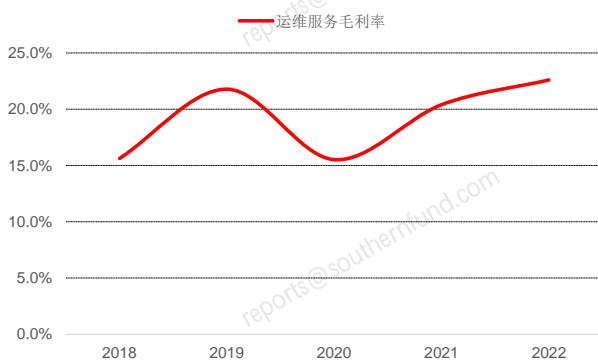


资料来源：公司公告，中信建投；2021 年数据根据业务分类变化做追溯调整

资料来源：公司公告，中信建投；2021 年数据根据业务分类变化做追溯调整

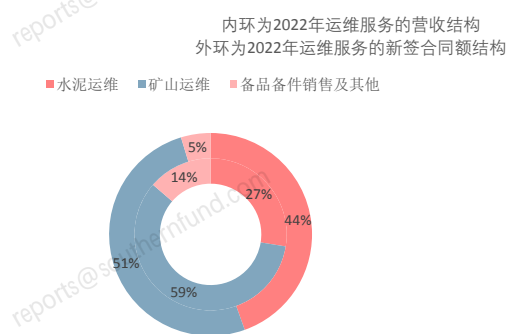
运维服务毛利率提升，水泥运维与矿山运维共同驱动新签合同额增长。运维服务在保持规模增长的同时，毛利率水平有所提升，2022 年公司运维服务毛利率为 22.6%，较 2021 年提升 2.2 个百分点，高于公司整体 16.9% 的毛利率。2022 年矿山运维贡献更多营收，其营收占比为 59%，水泥运维为 27%；二者贡献相当的新签合同金额，矿山运维新签合同占比为 51%，水泥运维为 44%。

图表53： 2022 年中材国际运维服务毛利率 22.6%



资料来源：公司公告，中信建投；2021 年数据根据业务分类变化做追溯调整

图表54： 2022 年中材国际运维服务营收及新签合同额构成



资料来源：公司公告，中信建投；2021 年数据根据业务分类变化做追溯调整