

转型装备与运维，一带一路添动力

华泰研究

2023年4月10日 | 中国内地

深度研究

建筑施工

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

16.68

研究员 方晏荷
 SAC No. S0570517080007 fangyanhe@htsc.com
 SFC No. BPW811 +(86) 755 2266 0892

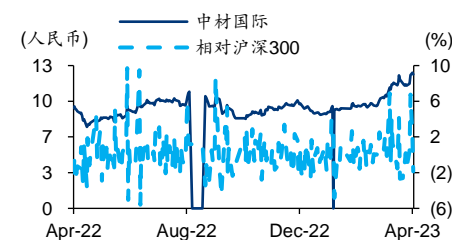
研究员 黄颖
 SAC No. S0570522030002 huangying018854@htsc.com
 SFC No. BSH293 +(86) 21 2897 2228

研究员 张艺露
 SAC No. S0570520070002 zhangyilu@htsc.com
 +(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(人民币)	16.68
收盘价(人民币 截至4月7日)	12.20
市值(人民币百万)	32,117
6个月平均日成交额(人民币百万)	192.66
52周价格范围(人民币)	7.42-12.35
BVPS(人民币)	5.53

股价走势图



资料来源: Wind

拓展装备与运维提升经营质量，“一带一路”催化海外增量

公司依托水泥工程服务主业，积极延伸产业链，拓展利润率和现金流较好的装备制造与运维服务，预计25年工程/装备/运维三大业务毛利贡献比例将由22年44%/17%/31%调整至34%/30%/30%，带动公司净利润率和ROE分别提升1.7/0.6pct至7.7%和16.5%。同时公司海外业务有望受益于后疫情时代投资复苏、“一带一路”投资加持，获得弹性增长。考虑并购增厚业绩，我们调整公司23-25年归母净利润预测为29.3/34.0/39.3亿(23-24年前值24.3/27.8亿)，可比公司23年Wind一致预期平均15xPE，认可给予公司23年15xPE，目标价16.68元(前值12.30元)，维持“买入”评级。

装备制造：收购合肥院打造装备高端智造平台

公司22年装备制造收入占比12%，毛利率23.5%，高于工程11.1pct，毛利贡献度17%，23年2月完成合肥院并购后，拥有了水泥领域品种最全、规模最大、品质高端的装备业务。合肥院21年装备销售毛利率29.5%，高于同期中材国际装备毛利率6.57pct，增厚装备业务规模的同时提升盈利能力。未来公司将打造装备板块统一平台，凭借工程作为流量入口带动核心装备销售，装备自给率有望提升，带动收入进一步增长、提升市场份额。根据我们测算，若25年装备业务市占率提升至30%，水泥外装备收入占比提升至18%，则23-25年装备收入CAGR约39%，25年毛利贡献将达到30%。

运维服务：水泥产线与矿山运维双轮驱动，成效显著

随着21年并购中材矿山、22年并购智慧工业，公司22年运维服务收入占比较20年(未重述)提升19.4pct至24%，毛利率22.6%，高于工程10.2pct。主要包括：1) 水泥生产线运维，主要分布在海外，22年新增运维生产线19条(含智慧工业13条)，年末在执行48条，假设23-25年年均增加8条，预计收入CAGR约21%；2) 矿山运维，深耕国内，22年末服务量较20年末增加58个至246个，全年供矿量5.22亿吨，我们估算市占率约20%，假设23-25年新增矿山运维数30/25/25个，预计收入CAGR约11%。综合预计23-25年运维服务收入CAGR约14%，25年毛利贡献将达到30%。

公司水泥工程全球份额领先，充分受益于“一带一路”投资增加

新一轮“一带一路”合作加强有望催化沿线国家基建投资，带动海外水泥市场需求增加。仅考虑中国企业出海，水泥熟料生产线建设需求已较为旺盛，21年国内企业在海外投资熟料生产线48条，已超过同年国内新增量。公司国际化布局领先，全球市占率连续15年第一，海外业务有望迎来弹性增长。

风险提示：装备制造市占率提升不及预期，水泥生产线及矿山运维增量不及预期，水泥行业投资显著下滑。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	36,242	38,819	46,564	49,723	54,484
+/-%	61.13	7.11	19.95	6.78	9.58
归属母公司净利润(人民币百万)	1,810	2,194	2,928	3,402	3,933
+/-%	59.73	21.20	33.44	16.18	15.62
EPS(人民币，最新摊薄)	0.69	0.83	1.11	1.29	1.49
ROE(%)	15.20	15.90	16.99	16.08	16.50
PE(倍)	17.74	14.64	10.97	9.44	8.17
PB(倍)	2.46	2.21	1.61	1.43	1.27
EV EBITDA(倍)	10.05	9.29	6.62	5.20	3.98

资料来源：公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心观点	3
核心逻辑.....	3
区别于市场的观点	3
业绩稳健增长，运维贡献度持续提升	4
积极拓展装备制造与运维服务，助力业务结构转型	7
装备制造：收购合肥院打造装备高端智造平台.....	7
运维服务：水泥产线与矿山运维双轮驱动	12
水泥生产线运维：并购智慧工业，加快境外布局	14
矿山运维：深耕境内市场，积极“走出去”战略并举	15
短期新建有望维持规模，技改驱动增量投资，长期预计工程服务平稳波动	17
“一带一路”催化增量，公司国际市场竞争优势显著	18
顶层合作密切，“一带一路”再迎催化	18
中国水泥制造全球领先，助力公司工程技术服务不断革新	19
盈利预测与估值	21
风险提示.....	22

核心观点

核心逻辑

公司作为全球水泥工程服务龙头，近年依托主业积极延伸产业链，拓展利润率和现金流较好的装备制造与运维服务。根据行业情况分析和公司“十四五”发展目标，我们预计未来国内业务在技改驱动下，能够带动装备自给率提升；海外业务在后疫情时代投资复苏、“一带一路”投资加持下，景气度预计高于国内，工程服务受益于资本开支增加的同时，产业链中装备、运维拓展空间较国内更大。我们预计公司 25 年工程/装备/运维业务毛利贡献比例将由 22 年 44%/17%/31% 调整至 34%/30%/30%，带动净利率和 ROE 分别提升 1.7/0.6pct 至 7.7% 和 16.5%。此外，公司自 2020 年以来经营现金流转正并持续改善，未来随着装备制造与运维业务盈利占比的提升，现金流与分红比例具备提升的基础。预计公司 23-25 年归母净利润分别为 29.3/34.0/39.3 亿，CAGR 约 21.5%，我们认为公司长期发展的战略路径清晰，业绩较快增长的同时，盈利能力及质量均有望改善，估值具备较大提升空间。

区别于市场的观点

市场认为全球水泥产能过剩，资本开支持续减少，公司所在水泥工程服务行业景气度下行，我们认为短期新建有望维持一定规模，技改驱动增量投资，长期预计工程服务市场平稳波动。水泥行业工程技术服务主要来自新增产线及老线技术改造：1) 新建方面，国内新增产线主要来自水泥行业产能置换，16 年以来新增点火线一直维持相对低位，20-22 年国内水泥熟料新点火产线分别为 26/21/19 条，当前升级重建仍有一定需求，我们预计 23-25 年新建产线量平稳略降，年市场规模约 278 亿元。而海外市场年投资预计超过国内，新建增量主要来自非洲、中东、东南亚等“一带一路”沿线国家基建需求，短期预计 23 年新增需求弹性较大，24-25 年预计放缓但仍高于国内，仅从中国水泥厂商“走出去”需求看，21 年在海外投资熟料生产线 48 条，新建数量已超过国内市场；2) 老线技改方面，国内、外均存在显著需求，根据我们测算，全球老线技改市场规模约 1200 亿元，预计年均 120 亿元。根据麦肯锡测算佐证，全球水泥工程服务需求预计将维持稳定，约 800 亿元/年。

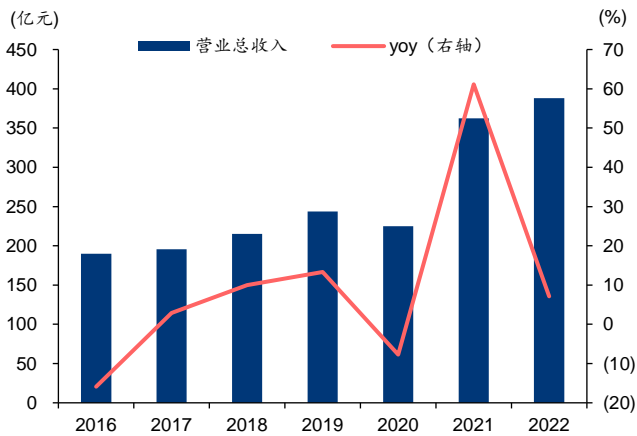
市场对公司发展路径无清晰认知，我们在本报告中对装备制造、运维服务进行了详细测算，认为“十四五”完成业务结构调整目标可行性较高：1) 装备制造，公司 22 年装备制造收入占比 12%，毛利率 23.5%，高于工程 11.1pct，毛利贡献度 17%，23 年 2 月完成并购的合肥院盈利能力较强，21 年装备销售毛利率 29.5%，高于同期中材国际装备毛利率 6.57pct。未来公司凭借工程作为流量入口带动核心装备销售，装备自给率有望提升，带动装备业务进一步增长、提升市场份额。根据我们和麦肯锡综合测算，预计水泥装备（整机）全球市场规模每年约 350 亿，假设 25 年装备业务整体市占率提升至 30%，水泥外装备收入占比提升至 18%，则 23-25 年装备收入 CAGR 约 39%，25 年毛利贡献将达到 30%；2) 运维服务，公司 22 年运维服务收入占比较 20 年（未重述）提升 19.4pct 至 24%，毛利率 22.6%，高于工程 10.2pct。其中水泥生产线运维，主要分布在海外，22 年新增 19 条（含并购智慧工业 13 条），年末在执行 48 条，假设 23-25 年年均增加 8 条，预计收入 CAGR 约 21%；矿山运维，22 年末服务量较 20 年末增加 58 个至 246 个，考虑到中建材集团已拥有 300 个矿山，仅集团内部仍有较大拓展空间，假设 23-25 年新增矿山运维数 30/25/25 个，预计收入 CAGR 约 11%。综合预计 23-25 年运维服务收入 CAGR 约 14%，25 年毛利贡献将达到 30%；3) 工程服务，考虑国内市场相对稳定，海外市场投资重启及国内出海经营条件改善，23 年工程服务新签订单有望好转，此后逐步放缓，由此预计 23-25 年工程收入 CAGR 为 4%，25 年毛利率贡献降低至 34%。

市场担忧国内建筑公司在海外开展业务，项目盈利能力、回款质量不佳，我们认为公司所处水泥工程服务领域，业主多为国内外水泥生产企业、财务投资方等，项目承接更多受市场化因素驱动，公司国际市场竞争实力较强，历史情况看海外项目利润率较好、商务回款信誉较强。中国水泥产量超过全球半数，工艺优化水平领先，公司作为水泥工程服务龙头企业，工程经验丰富、技术能力得以不断革新，在国际市场具备较强竞争实力。公司自 2002 年起大规模实施国际化战略，截至 2022 年底已累计在全球 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。

业绩稳健增长，运维贡献度持续提升

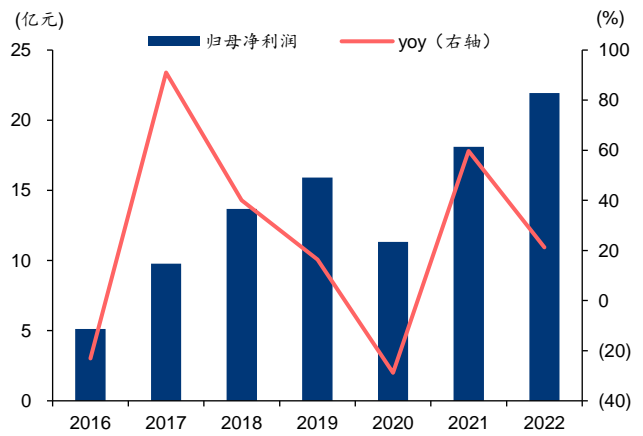
2022 年公司收入实现稳健增长，汇兑收益增厚业绩，归母净利润增速高于收入增速。2022 年公司实现营业收入 388.19 亿元，同比+6.25%（重述后），实现归母净利润 21.94 亿元，同比+21.06%（重述后）。2022 年国内水泥行业需求下滑，外部环境不确定性加剧导致生产成本提升，公司在积极拓展存量市场智能绿色改造，向装备、运维环节延伸的战略下，实现收入端稳健增长；利润端增速高于收入端，主要系 22 年实现汇兑收益 1.4 亿元，21 年为损失 3.7 亿元。

图表1：2016-2022 年公司收入及增速



注：图中为未重述数据
资料来源：Wind、华泰研究

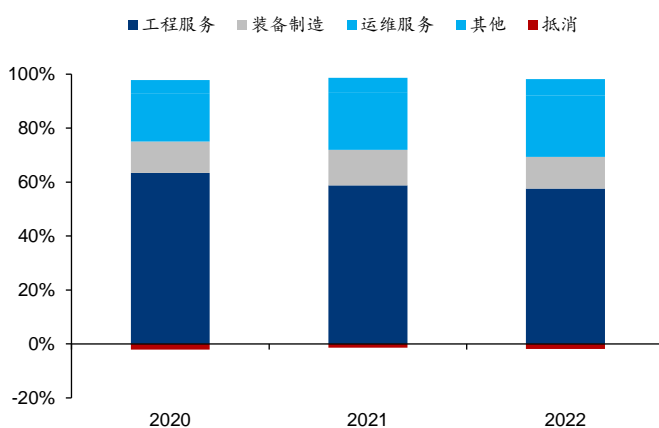
图表2：2016-2022 年公司归母净利润及增速



注：图中为未重述数据
资料来源：Wind、华泰研究

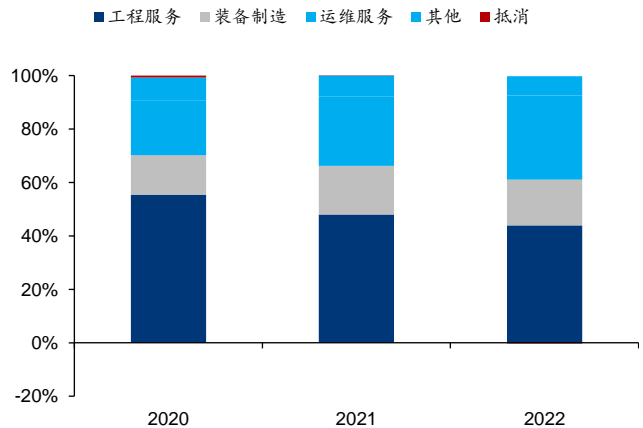
工程服务是公司主要收入来源，转型稳步推进，运维服务快速增长收入、利润贡献度提升。分业务看，2022 年公司工程服务、运维服务和装备制造分别实现收入 231/91/47 亿元，同比+5.2%/+15.5%/-3.0%，占总收入比 59.8%/23.6%/12.3%，同比-0.67/+1.85/-1.19pct，毛利润占比分别为 44.2%/31.7%/17.2%，同比-3.84/+5.90/-1.07pct。随着内生拓展及外生并购智慧工业，公司运维服务实现较快增长，收入、毛利贡献比例提升。装备制造方面，随着 23 年合肥院并购完成，有望强化公司高端装备制造能力，丰富核心产品，带动装备业务增长提升贡献度。新签订单角度，2022 年公司新签合同额 515 亿元，同比+0.49%，其中运维服务新签合同额 123 亿元，同比+86%，装备制造新签 56 亿元，同比+17%，随着订单转化有望支撑公司业务结构继续调整。

图表3：2022 年运维服务和装备制造收入占比分别为 23.6%/12.3%



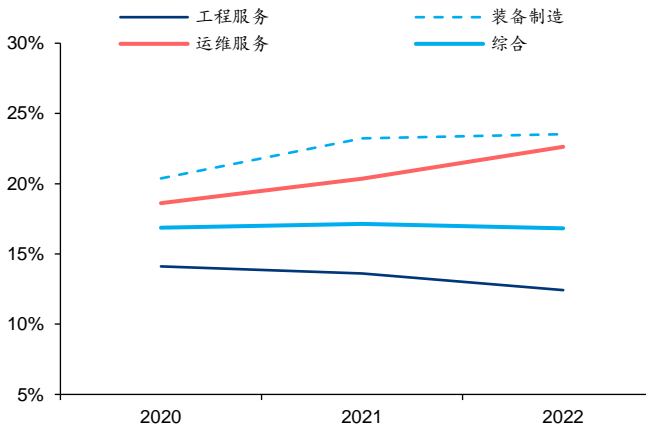
注：由于 2022 年业务重分类，故图中占比采用重述数据
资料来源：公司公告、华泰研究

图表4：2022 年运维服务和装备制造毛利占比分别为 31.7%/17.2%



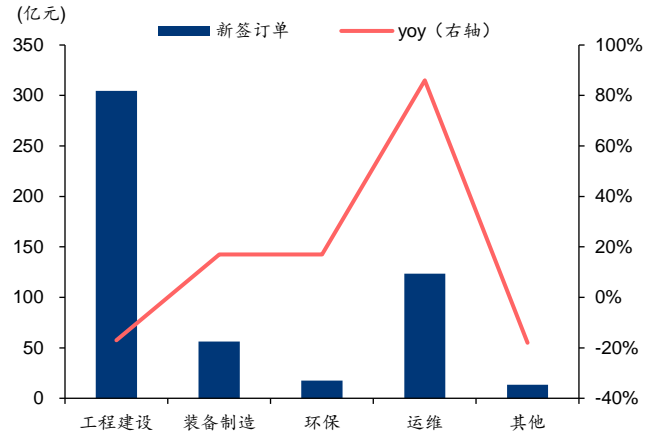
注：由于 2022 年业务重分类，故图中占比采用重述数据
资料来源：公司公告、华泰研究

图表5: 运维服务和装备制造毛利率高于工程服务



注: 图中为重述数据
资料来源: 公司公告、华泰研究

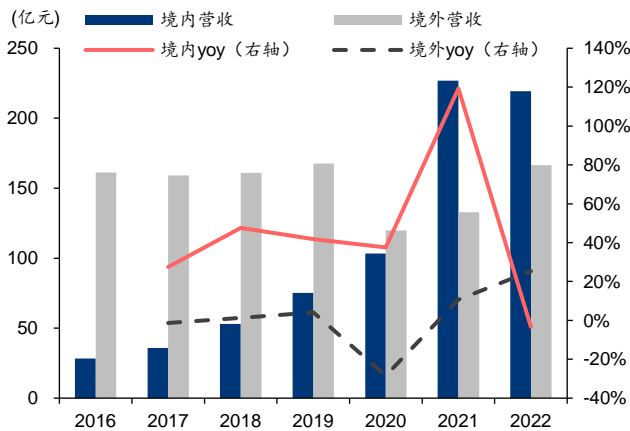
图表6: 2022年公司分业务板块新签订单及增速



资料来源: 公司公告、华泰研究

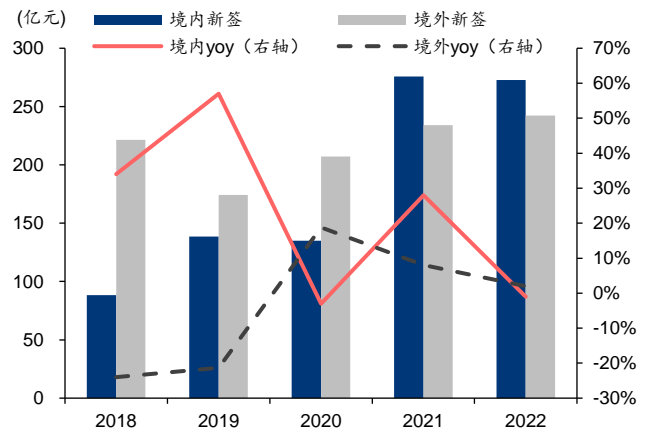
2022年境外业务恢复性增长较多，收入占比43%。2022年公司实现境内、外营收分别为219、166亿元，同比-3.30%/+23.1%（重述），占总营收比重56.9%/43.1%。受海外疫情影响，自2020年起公司海外业务下滑较多，此后处于平稳恢复过程中，22年迎来显著改善；境内受并购等影响21年收入规模、占比提升较多，22年受国内宏观环境影响，收入规模略有下滑。**从新签订单看**，2020-2022年境内、外变化趋势与收入变化相似，随着海外后疫情时代投资回暖，叠加“一带一路”沿线国家发展需求增加，境外订单、收入增速有望提升。

图表7: 2016-2022年公司境内、外营收及增速



注: 图中为重述数据
资料来源: 公司公告、华泰研究

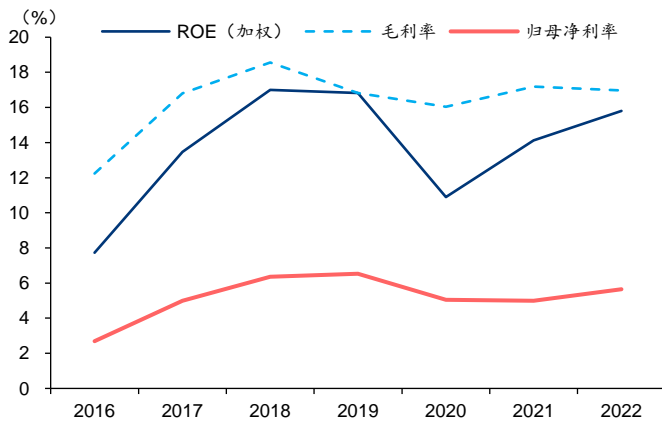
图表8: 2018-2022年公司境内、外新签合同额及增速



注: 图中为重述数据
资料来源: 公司公告、华泰研究

ROE有所改善，资产负债结构持续优化。2022年公司加权平均ROE为15.81%，较2021年显著提升1.68pct，主因财务费用率下降较多带动归母净利率同比提升0.66pct至5.65%，总资产周转率微降0.05次至0.91次，资产负债率继续下降，22年末为64.66%，同比-2.55pct。公司2022年综合毛利率16.97%，同比下降0.21pct，主要系工程业务盈利能力有所下滑，利润率较高的运维服务和装备制造业务占比提升保证毛利率相对稳定。期间费用率同比下降0.83pct至9.40%，其中管理/研发/销售/财务费用率分别+0.06/+0.29/+0.13/-1.32pct，财务费用显著下降主要系汇率变动产生汇兑收益。

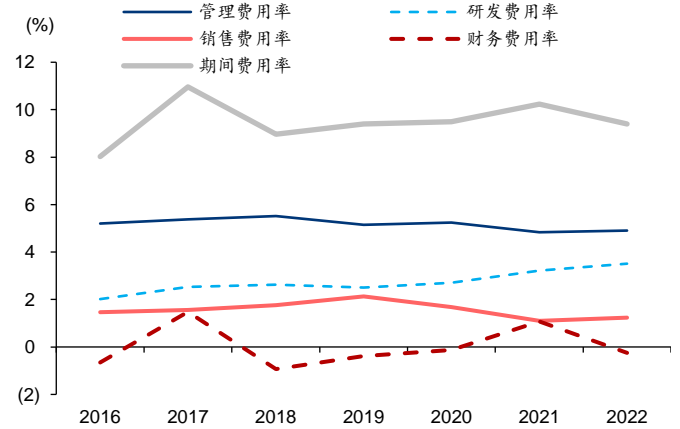
图表9：2022年ROE同比提升1.68pct，毛利率下降0.21pct



注：图中为未重述数据

资料来源：公司公告、华泰研究

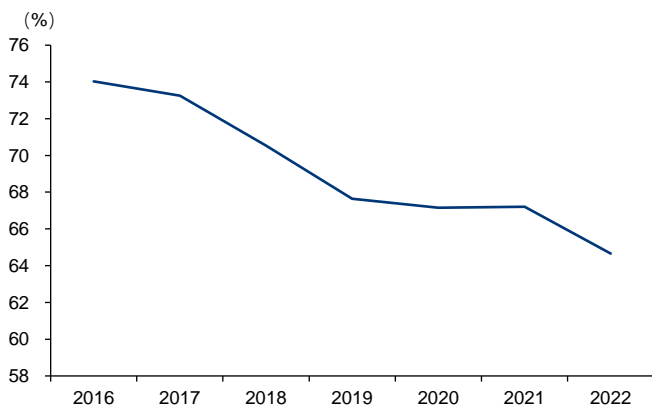
图表10：2022年期间费用率同比下降0.83pct



注：图中为未重述数据

资料来源：公司公告、华泰研究

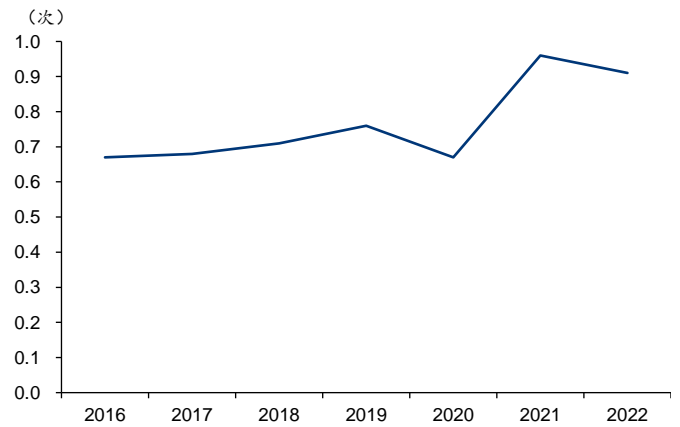
图表11：2022年资产负债率同比下降2.55pct



注：图中为未重述数据

资料来源：公司公告、华泰研究

图表12：2022年总资产周转率下降0.05至0.91次

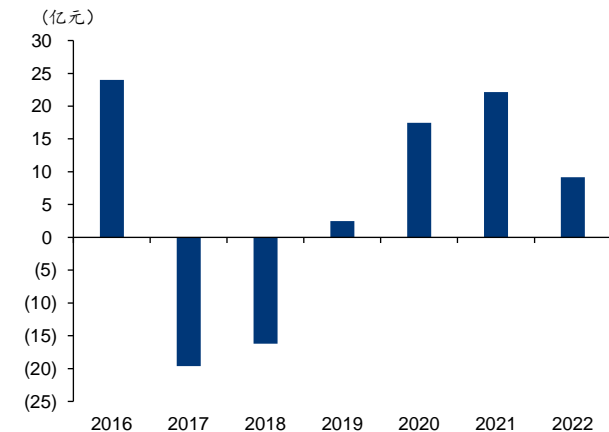


注：图中为未重述数据

资料来源：公司公告、华泰研究

2022年经营性现金流短期承压，随着经营环境恢复有望改善。2022年公司经营活动现金净额9.18亿元，同比少流入12.96亿元，主要受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所致。

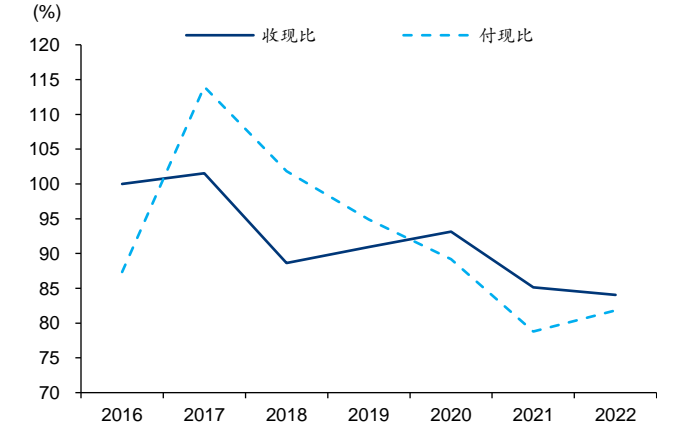
图表13：2022年经营活动现金流净额净流入9.18亿元



注：图中为未重述数据

资料来源：公司公告、华泰研究

图表14：2016-2022年公司收、付现比



注：图中为未重述数据

资料来源：公司公告、华泰研究

积极拓展装备制造与运维服务，助力业务结构转型

连续并入优质资产推动业务结构调整，目标 2025 年末，工程、装备、服务利润占比相对均衡。公司近年来加快业务结构的调整优化，加快向上市公司汇聚优质资源，大力发展数字智能、高端装备业务，通过技术装备提升运维服务业务比重。2021 年公司并入以水泥工程承包为主业的南京凯盛、北京凯盛，以及以矿山运维为主业的中材矿山，开拓了矿山运维服务。2022 年，公司收购合肥院，与原有天津院在装备制造领域发挥协同互补作用，同年收购智慧工业，扩大海外水泥产线运维版图。根据 2022 年年报公告，公司未来业务以工程、装备、服务三位一体，协同发展，目标在 2025 年达到工程、装备、服务利润占比相对均衡。

图表15：近两年加快收购优质资源，增强主业竞争实力、推进业务结构转型

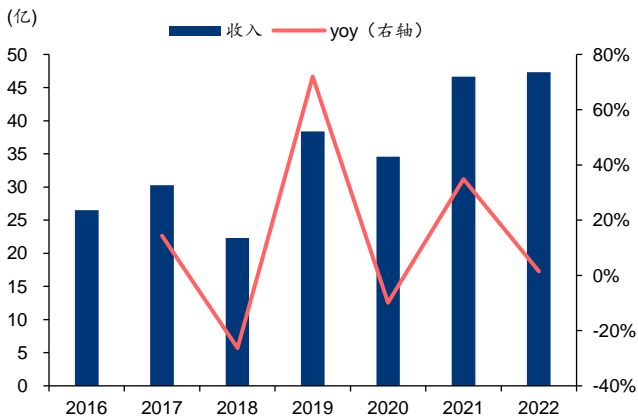
收购公司	主营业务	收购方式	收购比例	交易对价 (亿)
北京凯盛	水泥工程总承包	发行股份	100%	5.10
南京凯盛	水泥工程总承包	现金支付	98%	9.89
中材矿山	矿山运维	发行股份	100%	21.77
合肥院	装备制造	发行股份 (85%)、现金支付 (15%)	100%	36.47
智慧工业	水泥产线运维	现金支付	100%	3.77

资料来源：公司公告、华泰研究

装备制造：收购合肥院打造装备高端智造平台

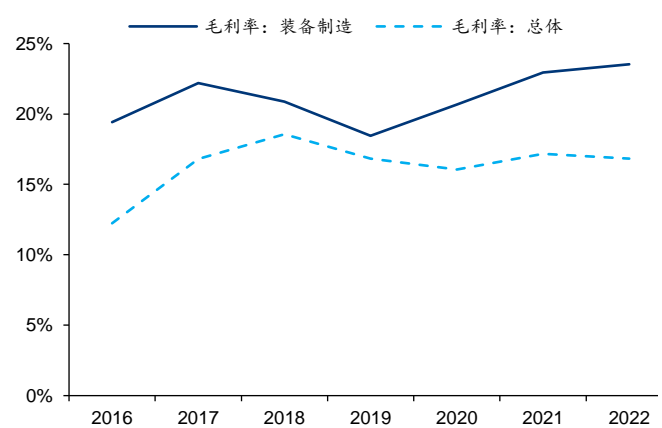
2016-2022 年装备制造业务收入 CAGR 为 10.2%，2020-2022 年毛利率 20% 以上，高于整体 5-7pct。中材国际装备制造业务主要涉及水泥技术装备、矿业破碎及物料处理，核心产品包括立磨、辊压机、预热器、回转窑、篦冷机、收尘设备、燃烧器、选粉机、堆取料机、输送设备、破碎设备、钻探及采矿工程设备。2022 年公司装备制造业务收入达到 47.3 亿元，2016 年以来该业务收入 CAGR 达到 10.2%，且 2020 年以来毛利率持续提升，2022 年达到 23.5%，高于整体毛利率 6.7pct，高于工程建设毛利率 11.1pct。

图表16：2016-2022 装备制造收入 CAGR 为 10.2%



资料来源：公司公告、华泰研究

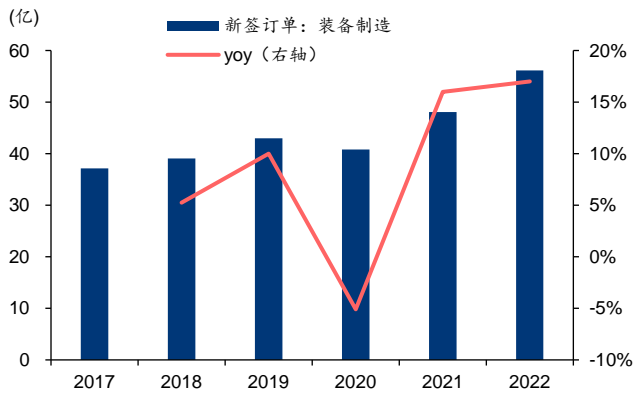
图表17：装备制造业务毛利率高于整体



资料来源：公司公告、华泰研究

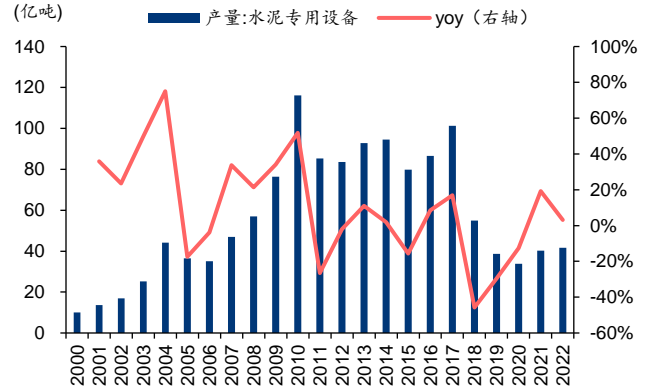
水泥行业转型升级，持续释放对新装备需求。为化解水泥行业产能过剩矛盾，2017 年工信部制定了《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料项目，确有必要的必须实施减量或等量置换，该办法 2018 年开始实施。2017 年水泥价格回升短暂促进了水泥专用设备投资，2017 年之后水泥行业进入去产能周期，2018 年我国水泥专用设备产量下降 45.8%，近几年水泥专用设备年产量处在平台期，每年产量稳定在 40 亿吨左右，而其中需求结构发生转变，由于水泥工艺技术装备节能、减排、减碳的外部环境压力较大，行业相应取得的技术进步也较为明显，水泥企业对新装备的需求持续释放。公司坚持装备高端化、智能化、国际化、专业化定位，在水泥装备制造行业整体规模受限背景下，装备制造新签订单在 2018-2022 年依然实现 8.6% 年复合增长。

图表18: 2022年公司装备制造新签订单同比+17%



资料来源: 公司公告、华泰研究

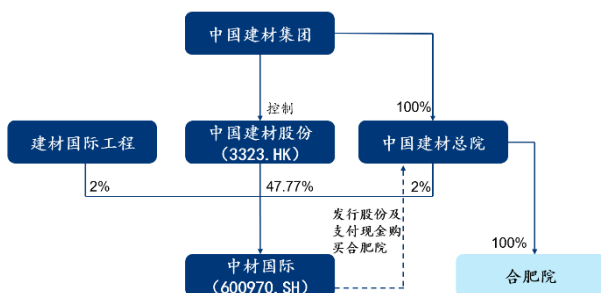
图表19: 水泥专用设备产量处在平台期



资料来源: 国家统计局、华泰研究

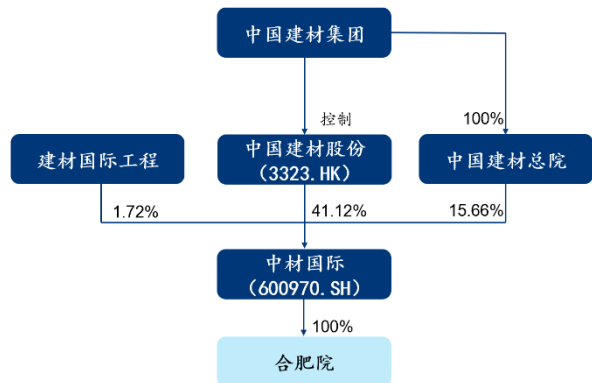
收购合肥院解决与公司同业竞争，打造材料装备高端智造平台。2022年公司向中国建筑材料科学研究总院以发行股份（85%）及支付现金（15%）的方式购买合肥水泥研究设计院100%股权，本次关联交易主要出于以下目的：1）解决中材国际与合肥院同业竞争；2）持续深化“两材重组”三阶段整合，推动工程技术服务板块装备业务进一步整合；3）响应国务院《提高央企控股上市公司质量工作方案》的要求，推动优质资源向上市公司汇聚；4）与中材国际发挥协同效应，打造材料装备高端智造平台；5）推动上市公司优化业务布局，进一步提升核心竞争力。2023年2月15日公司公告，合肥院已完成过户。

图表20: 收购合肥院前股权结构



资料来源: 公司公告、华泰研究

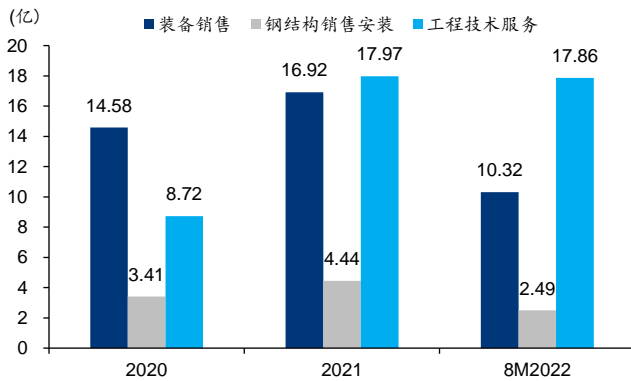
图表21: 收购合肥院后股权结构



资料来源: 公司公告、华泰研究

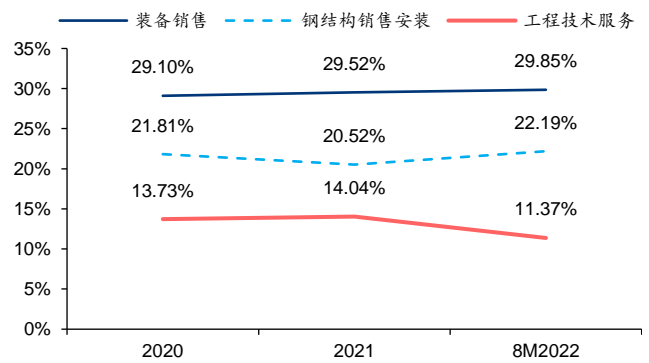
并入合肥院将进一步优化公司资产负债表，提升产品竞争力和盈利能力。合肥院21年实现收入39.5亿元，同比增长47%，实现归母净利润3.1亿元，同比基本持平，8M22实现收入30.8亿元，归母净利润2.58亿元。合肥院主要业务包含装备、工程技术服务及钢结构，2020、2021、8M22，装备销售收入占比分别为55%/43%/34%，由于合肥院装备业务毛利率较高，基本稳定于29%，毛利贡献比例较高分别为69%/59%/54%，与中材国际装备业务相比，21年合肥院装备销售毛利率约29.5%，高于中材国际21年装备制造毛利率6.57pct。此外，根据发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书测算，以合肥院22年8月财务数据计量，收购合肥院可实现公司同期资产负债率降低0.88pct，营收、归母净利润分别增厚12.30%、19.94%，EPS增厚3.06%。

图表22: 合肥院分业务收入情况



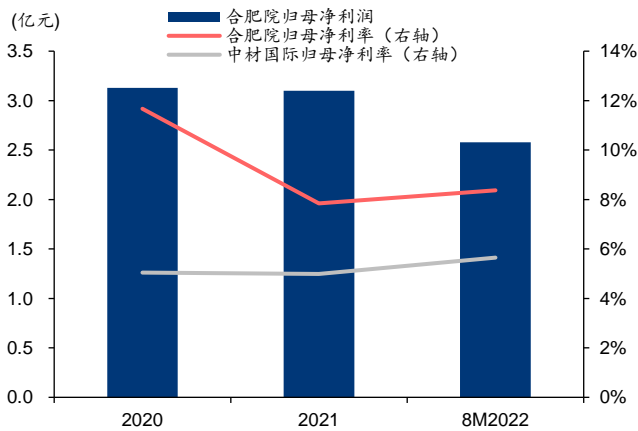
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表23: 合肥院分业务毛利率情况



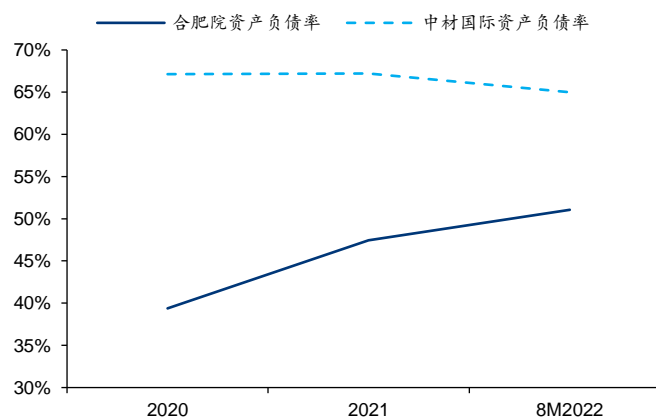
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表24: 合肥院归母净利润率水平高于中材国际



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表25: 合肥院资产负债率低于中材国际



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表26: 收购合肥院前后上市公司主要指标变动

项目	2022年1-8月/2022年8月末			2021年度/2021年末		
	收购前	收购后	变动	收购前	收购后	变动
营业收入 (亿)	233.68	262.42	+12.30%	362.42	399.79	+10.31%
归母净利润 (亿)	12.94	15.52	+19.94%	18.10	21.14	+16.80%
资产负债率	65.15%	64.27%	-0.88pct	67.21%	65.59%	-1.62pct
基本每股收益 (元/股)	0.5784	0.5961	+3.06%	0.8174	0.8190	+0.19%

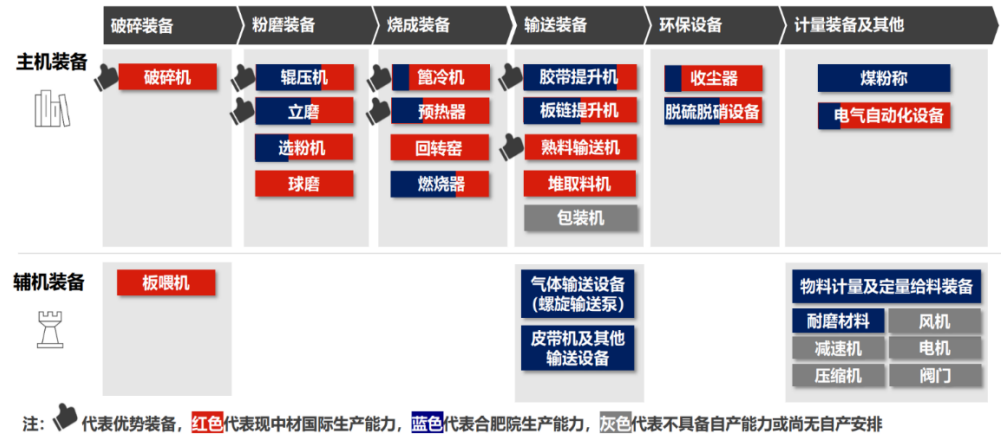
注: 以上为并购模拟影响数据

资料来源: 公司公告、华泰研究

丰富装备产品矩阵，与天津院发挥协同效应。合肥院装备制造收入贡献占比较高的主要包括辊压机、立磨、提升机，21年占装备业务收入分别为37%/25%/17%，产能分别为60/80/300台，三项主要产品产能利用率均突破100%。收购合肥院后，公司装备产品矩阵进一步丰富，有望与旗下天津院在装备制造中发挥协同、互补作用，弥补在气体输送设备、皮带机、煤粉称、耐磨材料、物料计量及定量给料设备等产品制造的空白，同时强化了辊压机、立磨、提升机等设备的生产能力，以及提高主要产品产能利用率，自此公司将拥有水泥领域品种最全、规模最大、品质高端的装备业务。

未来公司将整合内外部资源，打造装备业务板块统一平台，按照“合并同类项”原则实现专业聚焦，打造若干“专精特新”装备领域的单项冠军或隐形冠军。此前公司在部分装备产品已实现行业第一，例如第四代冷却机国内市场占有率超过65%，熟料输送机国内市场占有率超过85%，而合肥院辊压机销售在国内及全球市场占有率均排列第一。

图27：收购合肥院后装备制造产品矩阵进一步完善



资料来源：公司公告、华泰研究

图28：2021年中材国际与合肥院部分主要装备产能及产量情况

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		

注：空缺部分数据未公开，不代表无产能

资料来源：公司公告、华泰研究

图29：国内外水泥装备领先企业

核心步骤	核心装备	国内领先企业	国外领先企业
破碎	破碎机	中材国际、世邦工业	山特维克、美卓奥图泰、哈兹马克（中材国际）、蒂森克虏伯
粉磨	辊压机	合肥院、中材国际、中信重工、利君股份	Koepfer、伯利休斯、洪堡
	立磨	合肥院、中材国际、中信重工	莱歌、史密斯、非凡、伯利休斯
	球磨	中材国际、中国鹏飞集团、中信重工、江苏海建	史密斯、洪堡
物料输送	输送机、提升机	合肥院、中材国际、浙江博宇、和泰机电	德国奥蒙德、德国伯曼
	堆取料机	大连世达、中材国际	Bedeschi
烧成	篦冷机	中材国际	IKN、史密斯、ClaudiusPeters、洪堡
	预热器	中材国际	史密斯、伯利休斯、洪堡
	回转窑	中信重工、中国鹏飞集团、中材国际	史密斯、伯利休斯、洪堡
	燃烧器	郑州奥通、扬州银焰	史密斯、法孚皮拉德、洪堡
环保系统	收尘器及脱硫脱硝	中材国际、合肥院、洁华环保、西矿环保、康宁特、南大环保	史密斯、洪堡
控制系统	DCS	中材国际、合肥院、济南恒拓	西门子、ABB、施耐德

资料来源：麦肯锡、华泰研究

预计全球每年水泥装备市场规模 270-400 亿元。水泥行业工程技术服务主要来自新增产线及老线技术改造，据此我们测算：

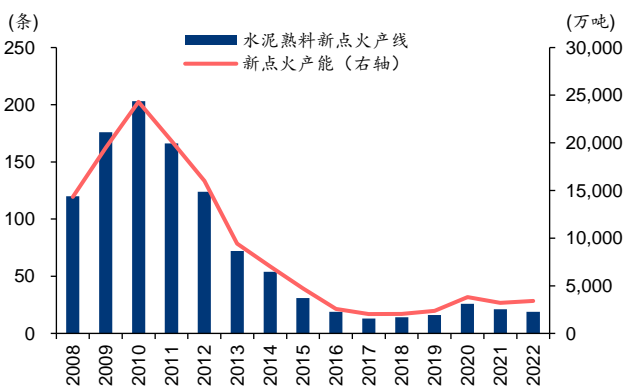
新增产线：国内新增产线主要来自水泥行业产能置换，20-22 年水泥熟料新点火产线分别为 26/21/19 条，设计产能分别为 3816/2199/3419 万吨/年，我们预计 23-25 年产能置换的设计产能略有下降，平均维持在 3000 万吨/年，以公司过去两年披露重大合同为例计算单吨产能投资规模为 929 元/吨，预计新增产线的市场规模达到 278 亿元/年。海外市场新建增量主要来自非洲、中东、东南亚等“一带一路”沿线国家基建需求，仅考虑中国水泥厂商“走出去”，预计将带动海外市场新建产线量超过国内，2021 年国内水泥厂商海外投资熟料生产线 48 条，新增投资数量已超过国内市场，因此保守预计 23-25 年海外市场新增产线的市场规模至少 278 亿元/年。

老线技改：根据公司 22 年报，国内在运行水泥熟料生产线约 1600 条，其中运转 10 年以上的约 1400 条，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。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。我们假设境、内外技改每年渗透率均为 10%，由于不同产线技改投资方差较大，我们根据部分公开案例，保守选取单条产线改造最低投资 5000 万元，则预计境内、外老线技改市场规模分别约 700、500 亿元，合计 1200 亿元，预计年均改造市场至少 120 亿元。

装备市场规模：我们预计水泥工程技术服务国内、外新增产线与老线技改合计市场规模超过 676 亿/年，根据国家统计局 2010-2017 年水泥制造行业固投数据，设备工器具购置约占水泥制造行业固定资产投资 40%，由此预计国内、外水泥行业装备制造每年市场规模分别为 139 和 131 亿元，合计约 270 亿元。同时根据麦肯锡测算，未来五年，水泥装备（整机）全球市场规模预计每年 350-400 亿元。

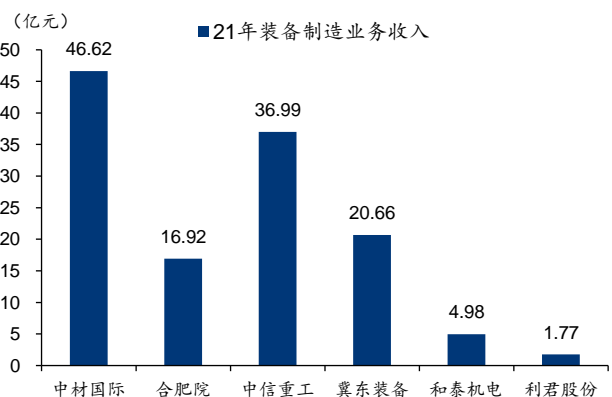
2021 年中材国际与合肥院装备制造收入合计约 63.54 亿元，假设非水泥装备收入占比 10%，预计公司（含合肥院）水泥整机装备市占率约 17%¹。公司作为全球水泥工程技术服务龙头，未来将以工程作为流量入口带动核心装备的销售，提升业务协同能力，装备自给率有望提升，带动装备业务进一步增长、提升市场份额。

图表 30：我国水泥熟料新点火产能及产线



资料来源：中国水泥协会、水泥网、华泰研究

图表 31：公司装备制造收入领先其他企业



注：利君股份收入为水泥用辊压机及配套产品，中信重工矿山及重型装备业务收入，和泰机电为公司营业收入

资料来源：公司公告、华泰研究

长期积极拓展水泥外市场。目前，合肥院粉磨装备、环保装备、输送与计量装置、燃烧器等装备和钢结构产品以及设计和集成服务等业务已进入冶金、化工、电力、钢铁、煤炭等行业，如立式磨在水泥外行业收入已约占 50%，22 年辊压机首次应用于城市建筑垃圾处置项目，并在工业废弃物上实现了大型化推广，烘干机技术则在锂电、镍铁、固废等行业进行推广。此外截至 22 年 7 月底，合肥院（母公司）在工程技术服务领域，已在积极跟踪水泥技改、骨料、固废处理综合利用、钙基材料、商混站、新能源项目、绿色矿山项目机会近 50 个，非水泥整线业务工程预计合同额 75 亿元。其中，除水泥技改外，骨料线项目和固废处理综合利用项目是合肥院（母公司）在水泥外/水泥+行业拓展中的重点拓展项目。

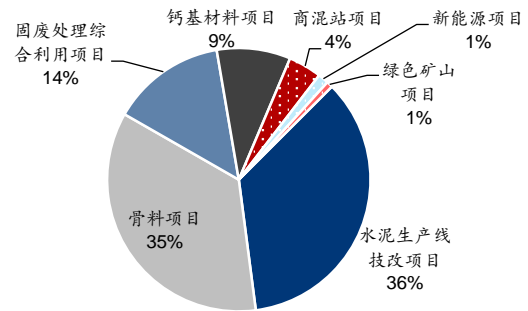
¹考虑到我们对海外新建市场测算较为谨慎，综合麦肯锡测算数据，假设全球水泥整机装备市场规模按照 350 亿计算。

图表32: 合肥院(母公司)工程板块发展规划



资料来源:公司公告、华泰研究

图表33: 合肥院(母公司)工程板块跟踪项目金额分类

注:截至2022年7月底合肥院(母公司)工程板块跟踪项目金额统计
资料来源:公司公告、华泰研究

预计 23-25 年水泥装备业务实现收入 81/104/128 亿元,同比增长 71.9%/28.0%/22.9%。
 核心假设: 1) 并购合肥院后,公司水泥整机装备竞争力提升,23-25 年市占率逐年提升至 20%/25%/30%; 2) 非水泥装备应用拓展逐步见效,收入占比逐年提升 2pct,23-25 年分别为 14%/16%/18%。

图表34: 中材国际装备制造收入预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
装备制造收入(亿元)	37.34	48.79	47.34	81.40	104.17	128.05
yoy		30.7%	-3.0%	71.9%	28.0%	22.9%
合肥院装备收入(亿元)	14.58	16.92	18.61	21.03	23.13	25.45
全球水泥行业投资(亿元)				676	676	676
全球水泥整机装备市场(亿元)	350	350	350	350	350	350
非水泥装备收入(亿元)		6.57	7.91			
占比		10.0%	12.0%	14.0%	16.0%	18.0%
水泥装备市占率(含合肥院)	14.8%	16.9%	16.6%	20.0%	25.0%	30.0%

注:1) 由于合肥院2023年2月完成并购,故20-22年“装备制造收入”不含合肥院,23-25E含合肥院;2)“蓝色”为假设值。
资料来源:公司公告、华泰研究预测

运维服务: 水泥产线与矿山运维双轮驱动

水泥产线与矿山运维双轮驱动,加快布局发展。公司运维服务业务此前主要为水泥运维服务,系工程施工业务完工后的延伸业务,包括第三方运营、备品备件和维修业务。2021年并购中材矿山后,拓展矿山运维服务:

- 1) 水泥生产线运维服务主要依托中材建设、成都院、苏州中材在海外开展业务,主要分布在非洲、西欧、东南亚等地区。22年12月完成对智慧工业收购,其中东、北非等地区在执行13条水泥产线运维,年提供水泥产能约1888万吨,进一步扩大公司海外水泥产线运维版图。截至22年末,公司在执行水泥运维生产线48条,年提供水泥产能8248万吨。
- 2) 矿山运维板块业务主体为中材矿山,目前主要在国内实施,主要客户为境内大型水泥集团,包括中国建材集团旗下公司、山水水泥、华新水泥、红狮集团等。

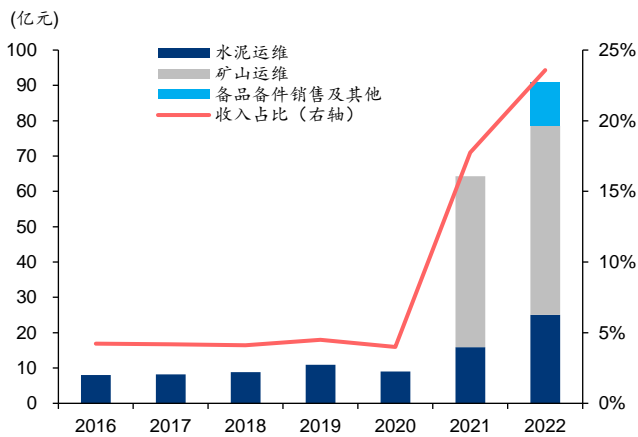
图表35: 公司运维服务概况

	水泥生产线运维	矿山运维
业务开展地区	境外,主要涉及西欧、非洲和东南亚等地区,主要国家为埃及	境内
业务主体	中材建设、成都院、苏州中材	中材矿山
主要负责内容	产线的人员组织、水泥熟料生产、设备运行维护、设备检修及备品备件	供凿岩、爆破、装车、运输、破碎及输送、矿石均化
运维合同期限	合同期限一般为3至5年	平均服务期约为5年
结算方式	采用人工单价或吨熟料单价进行结算	按照生产矿石数量按月计量支付、年度进行总结算
业务规模	22年末公司在执行水泥运维生产线48条,年提供水泥产能8248万吨。	22年末,在执行采矿运维服务项目246个,供矿量完成5.22亿吨。
重点客户	BUA Cement Limited、Mass Iraq for investment company、The government of the arab republic of Egypt represented by the Armament authority Kobty El-Cairo, Egypt	中国建材集团、山水水泥、红狮集团、北京金隅、西藏高争建材、万年青、华新水泥等大型水泥集团

资料来源:公司公告、华泰研究

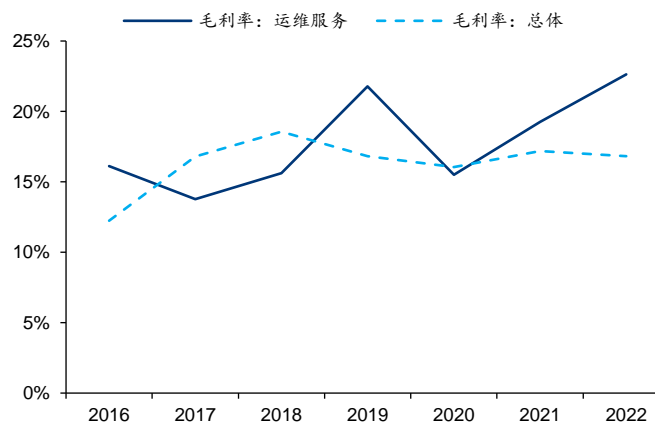
运维服务转型逐见成效，22年收入占比持续提升。在收购中材矿山之前，20年公司运维收入为8.98亿元，占总营收仅4%，21年收购中材矿山后，公司对业务结构进行战略调整，发展利润率较高、现金流较好的运维和装备业务，21-22年公司运维服务收入分别达到64.3/90.9亿元，占收入比17.7%/23.6%，2022年公司运维服务收入90.9亿元，同比增长15.5%，占收入比23.6%，较21年继续提升5.9pct，其中水泥产线运维收入25.04亿元，同比增长37.2%，矿山运维收入53.46亿元，同比增长10.6%。同时运维服务近两年毛利率显著提升，22年毛利率较21年继续提升3.38pct达到22.6%，高于整体毛利率5.81pct。

图表36：公司运维收入占比显著提升



注：图中为未重述数据
资料来源：公司公告、华泰研究

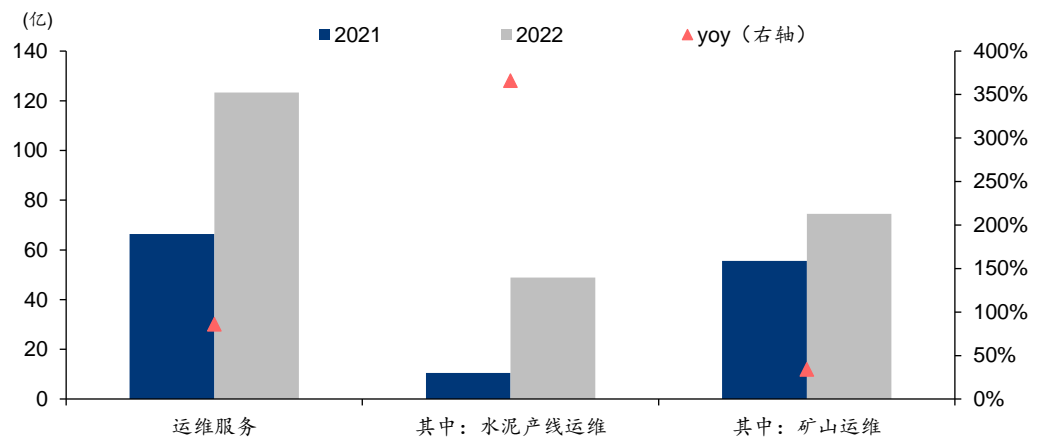
图表37：近两年运维服务毛利率提升



注：图中为未重述数据
资料来源：公司公告、华泰研究

2022年公司运维服务新签订单达到123.4亿元，同比+86%，其中水泥产线运维、矿山运维分别新签48.9、74.5亿元，同比+366%/+34%，新签订单高增为后续运维服务规模持续增长提供保障。

图表38：22年公司运维服务新签订单高增

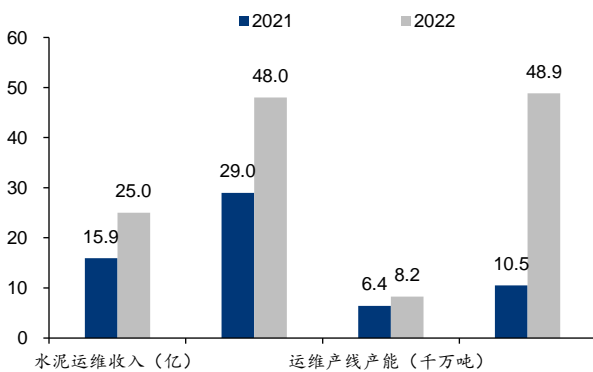


注：数据包含智慧工业
资料来源：公司公告、华泰研究

水泥生产线运维：并购智慧工业，加快境外布局

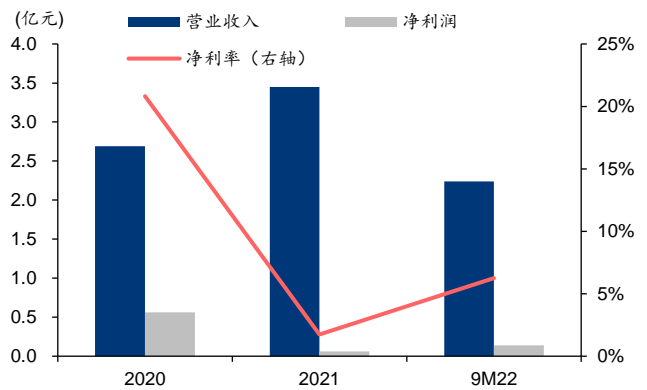
收购智慧工业巩固产业链，拓宽水泥产线运维服务半径。22年11月，公司以3.77亿元收购智慧物联持有的智慧工业100%股权，智慧工业主要从事水泥生产线运维服务，目前在执行境外水泥生产线共计13条，合计水泥产能1888万吨。其中采取生产管理模式提供运维服务的生产线共计6条，产能898万吨；采取技术服务模式提供运维服务的生产线共计7条，产能990万吨。运维产线主要分布在中东、北非，公司拥有稳定的核心客户，建立了沙特、伊拉克、埃塞-吉布提等服务基地，总服务半径可达60个国家，扩大公司水泥产线运维服务，2022年公司水泥产线运维收入25.04亿元，同比+57%，新增运维生产线19条（包括智慧工业13条），运维产线水泥产能达到8248万吨，同比+29%，新签水泥产线运维订单48.85亿元，同比+366%。

图表39：收购智慧工业后业务规模扩大



注：运维产线产能为22H1和22年末数据
资料来源：公司公告、华泰研究

图表40：9M22智慧工业实现收入2.24亿元，净利润0.14亿元



资料来源：公司公告、华泰研究

预计境外水泥产线运维服务年市场空间上限777亿元。目前非洲、中东、越南、印尼、缅甸等地区新建水泥生产线较多，当地业主管理经验、技术力量薄弱，对水泥生产线运营、维护等技术服务需求较大，同时装备对于带动备品备件和维修服务至为重要。以公司22年水泥运维服务业务为例，该业务收入25.06亿元，运维水泥产线产能为8248万吨，若假设均采用生产管理模式提供服务，则预计平均单吨产能运维收入为30元/年。根据美国地质调查局统计，2020年中国以外水泥产能25.9亿吨，产量约17.23亿吨，若按照上述测算的单吨产能运维收入计算，对应水泥产线运维服务年度市场空间上限为777亿元。

预计23-25年水泥生产线运维实现收入33.8/39.0/44.2亿元，同比增长35.1%/15.4%/13.3%。2022年公司新增水泥生产线运维数为19条，其中并购智慧工业增加13条，内生增长6条，我们假设未来在积极拓展运维的背景下，23-25年年均新增水泥生产运维线8条。由于历史提供水泥产能数据披露较少，故我们根据单条产线运维费用对未来运维收入进行测算，假设23-25年单条产线运维收入与22年持平约6500万元。

图表41：公司水泥生产线运维收入预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
新增运维线		15	14	5	(3)	(7)	2	19	8	8	8
年末在手运维生产线		3	18	32	37	34	27	29	48	56	64
全年新签订单 (亿元)	4.97	15.92	35.41	2.31	6.77	51.32	7.99	48.90	-	-	-
收入 (亿元)	2.86	8.02	8.16	8.84	10.95	8.98	15.92	25.04	33.82	39.02	44.23
yoy		180.7%	1.8%	8.3%	24.0%	-18.1%	77.3%	57.3%	35.1%	15.4%	13.3%
单条运维生产线收入 (亿/条)		0.76	0.33	0.26	0.31	0.29	0.57	0.65	0.65	0.65	0.65
年提供水泥产能 (万吨)								8248	-	-	-

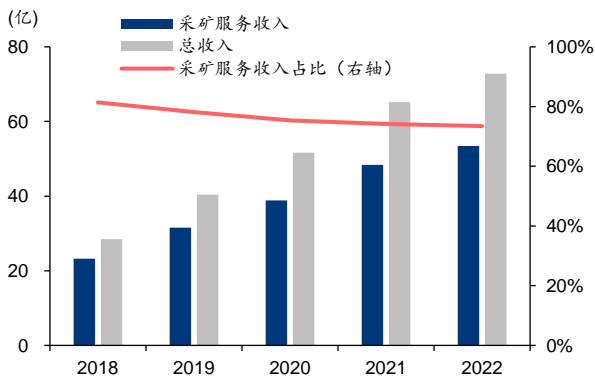
注：“蓝色”为假设值。

资料来源：公司公告、华泰研究预测

矿山运维：深耕境内市场，积极“走出去”战略并举

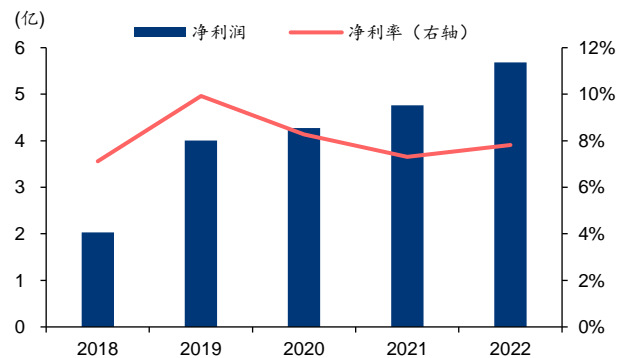
矿山运维业务规模不断提升，22年订单同比+34%。2021年公司发行股份购买中材矿山100%股权，将业务拓展至矿山运维服务，目前主要在国内从事矿山运维服务，为业主提供凿岩、爆破、装车、运输、破碎及输送、矿石均化等服务。中材矿山近几年业务扩张较快，18-22年期间，收入由28.5亿增长至72.8亿，CAGR为26%，净利润从2.0亿增长至5.7亿元，CAGR为30%，其中采矿服务收入占比约75%。运维矿山从21年末207个增长至22年末246个，21/22供矿量分别达到4.82/5.22亿吨，同比+19.9%/+8.3%，我们根据22年全国水泥产量21.18亿吨测算，预计22年公司水泥市场供矿量占比约20%。公司22年矿山运维新签订单74.5亿元，同比+34%，保障23年矿山运维规模持续增长。

图表42：中材矿山收入及采矿服务占比



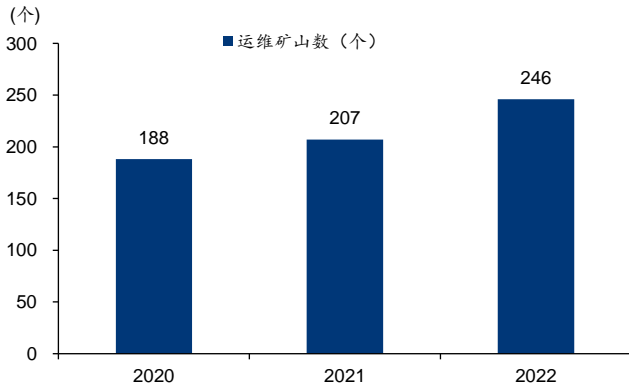
资料来源：公司公告、华泰研究

图表43：中材矿山净利润变化



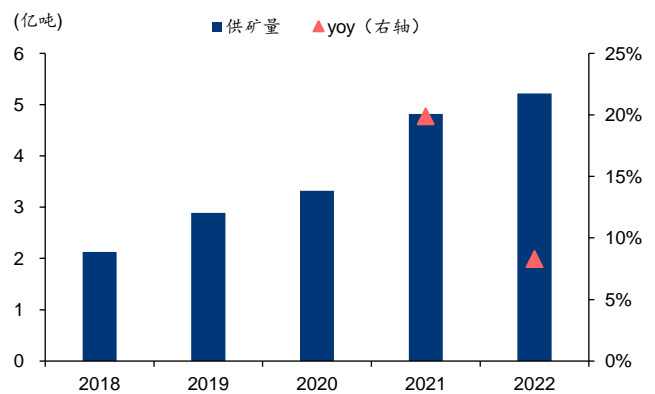
资料来源：公司公告、华泰研究

图表44：中材矿山服务矿山数量



资料来源：公司公告、华泰研究

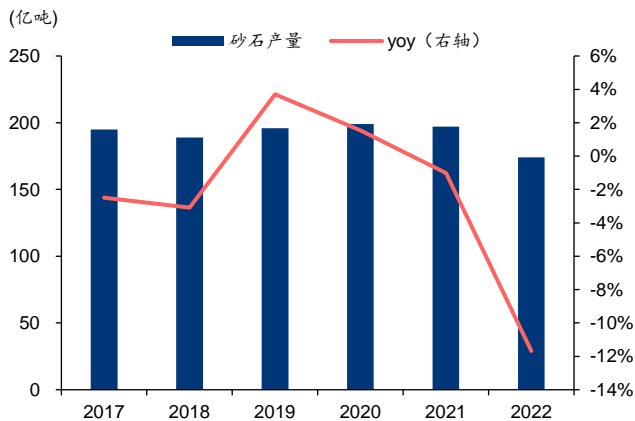
图表45：中材矿山供矿量稳定增长



资料来源：公司公告、华泰研究

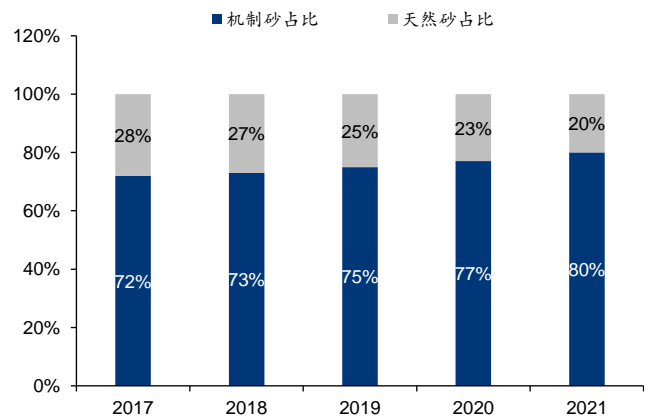
受益于机制砂占比提升及安全环保驱动，公司矿山运维量有望持续增长。2017-2021年我国砂石年产量相对稳定，2022年砂石产量174亿吨，同比-11.7%，主要受库存高企、疫情防控、运输受阻等因素的影响，随着投资恢复，预计“十四五”我国砂石产量将继续维持平稳波动。而砂石结构方面，2017年以来我国机制砂产量占比不断提升，2021年达到80%，石灰石、白云岩、花岗岩矿等均可作为机制砂的原材料。此外，伴随国家对安全矿山、绿色矿山要求越来越严，大、中型矿山业主出于对安全和生态环保的考虑，外包运维服务的意愿逐步提升，中材矿山具备绿色智能矿山服务全链条服务能力，由其提供运维服务的绿色矿山累计达100座，其中国家级绿色矿山46座。根据自然资源部，截至2021年全国绿色矿山名录共有1249家，公司运维数量占比8%，考虑到2019年953家绿色矿山中非金属矿山仅362家，预计目前公司运维绿色矿山数占全国非金属绿色矿山比率超过15%。深耕国内市场的同时，公司将践行“走出去”战略，实现海外矿山运维市场突破。

图表46: 我国砂石产量保持平稳



资料来源: 中国砂石协会、华泰研究

图表47: 机制砂产量占比提升



资料来源: 中国砂石协会、华泰研究

预计 23-25 年矿山运维业务实现收入 61.60/68.09/73.99 亿元, 同比增长 15.2%/10.5%/8.7%。21-22 年分别新增矿山运维数 19 和 39 个, 考虑到仅中建材集团已拥有 300 个矿山, 20 年公司服务中建材矿山数 75 个, 仅集团内部仍有较大拓展空间, 故我们假设公司运维矿山个数继续保持稳健增长, 23-25 年新增运维矿山数分别为 30/25/25 个, 平均单个矿山采矿量与 22 年持平 230 万吨/个, 吨收入 10.2 元, 2018-2020 年吨净利稳步提升, 由于 21 年未披露相关数据, 故假设吨净利保持 20 年水平为 0.63 元/吨, 由此预计 23-25 年公司供矿量为 6.02/6.65/7.23 亿吨, 收入为 61.60/68.09/73.99 亿元, 净利润为 3.80/4.21/4.57 亿元。

图表48: 中材国际矿山运维服务盈利预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (亿元)	23.20	31.56	38.88	48.36	53.46	61.60	68.09	73.99
yoy		36.03%	23.18%	24.40%	10.55%	15.23%	10.54%	8.67%
供矿量 (亿吨)	2.13	2.89	3.32	4.82	5.22	6.02	6.65	7.23
吨收入 (元/吨)	10.9	10.9	11.7	10.0	10.2	10.2	10.2	10.2
运维矿山数 (个)			188	207	246	276	301	326
其中: 中建材矿山服务量 (个)			75					
外部矿山服务量 (个)			113					
均采矿量 (万吨/个)				244	230	230	230	230
毛利 (亿元)	4.46	5.39	7.09					
毛利率	19.23%	17.08%	18.23%					
净利润 (亿元)	0.98	1.57	2.10	3.05	3.30	3.80	4.21	4.57
yoy		59.25%	34.06%	45.18%	8.30%	15.23%	10.54%	8.67%
净利率	4.24%	4.96%	5.40%	6.30%	6.18%	6.18%	6.18%	6.18%
吨净利 (元/吨)	0.46	0.54	0.63	0.63	0.63	0.63	0.63	0.63

注: “蓝色”为假设值

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

短期新建有望维持规模，技改驱动增量投资，长期预计工程服务平稳波动

根据前文测算，水泥行业工程技术服务主要来自新增产线及老线技术改造。国内新增产线主要来自水泥行业产能置换，预计 23-25 年平稳略降，海外市场年投资预计超过国内，新建增量主要来自非洲、中东、东南亚等“一带一路”沿线国家基建需求，随着疫情后时代投资重启，短期 23 年预计新增需求弹性较大，24-25 年放缓但仍高于国内。老线技改国内、外均存在显著需求，投资规模随着改造渗透率提升速度变化。

预计公司 23-25 年工程服务业务实现收入 254/249/259 亿元，同比 10.4%/-2.2%/4.0%。考虑到国内市场相对稳定，海外市场投资重启及国内出海经营条件改善，23 年工程服务新签订单好转，假设同比+10%，此后逐步放缓，24-25 年新签订单增速分别为 5%、0%。假设工程订单按照 30%/40%/30%的节奏执行结转，参考历史结算系数，则预计 23-25 年工程服务收入（不含合肥院）为 235/235/246 亿元。为避免同业竞争，合肥院完成存量水泥整线工程业务后将不再新增，未来工程板块重点发展水泥线技改工程，因此我们假设 22-25 年合肥院工程服务收入增速分别为 10%/-20%/-30%/-10%。

图表49：公司工程服务业务收入预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
工程服务新签订单（亿元）	306	372	314	345	363	363
yoy		21.6%	-15.6%	10%	5%	0%
工程服务收入（亿元）	158	213	231	235	235	246
收入预测	257	306	335	341	341	357
结算系数	0.61	0.70	0.69	0.69	0.69	0.69
合肥院						
工程类业务（亿元）	12	22	25	20	14	12
yoy		84.7%	10%	-20%	-30%	-10%
工程服务收入（含合肥院）（亿元）	158	213	231	254	249	259
yoy		35.0%	8.1%	10.4%	-2.2%	4.0%

注：1) 合肥院工程类业务=总收入-装备销售收入；2) 合肥院与 23 年 2 月完成并购，不考虑 23 年追溯调整，故“工程服务收入（含合肥院）”中仅 2023-2025E 包含合肥院数据；3) “蓝色”为假设值。

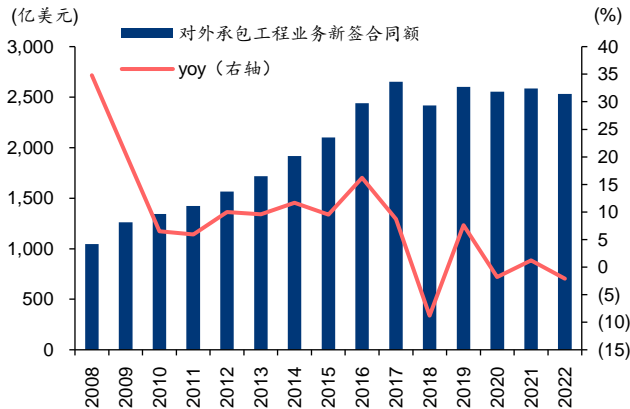
资料来源：公司公告、华泰研究预测

“一带一路”催化增量，公司国际市场竞争优势显著

顶层合作密切，“一带一路”再迎催化

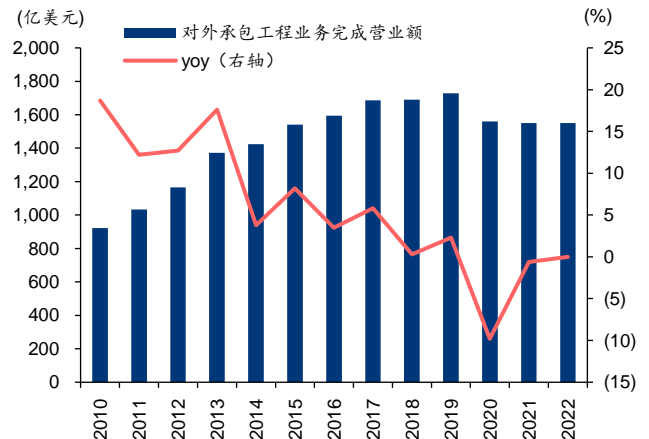
国际形势及全球疫情影响减弱，对外承包工程业务触底回升。2003-2017 年中国对外承包工程业务新签合同额逐年增长，2018 年出现首次下滑，同比-8.8%，主因受中美贸易摩擦影响，国际形势恶化影响海外工程实施进度。2020-2022 年受全球疫情影响，海外工程行业再次受到冲击，新签合同总额维持在 2600 亿美元左右，较疫情前略有下降，2022 年完成营业额同比实现持平。

图表50：2008-2022 年我国对外承包工程业务新签合同额及同比变动



资料来源：Wind、华泰研究

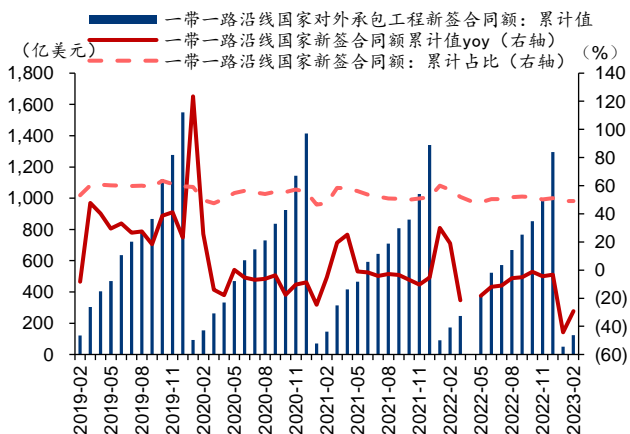
图表51：2010-2022 年我国对外承包工程业务完成营业额及同比变动



资料来源：Wind、华泰研究

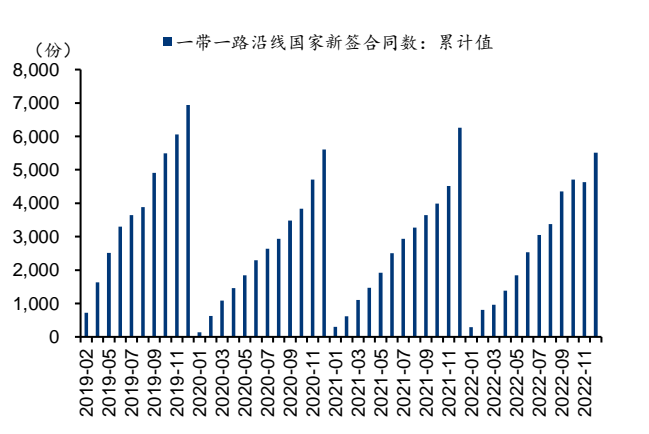
新签订单有所回升，“一带一路”沿线国家对外承包工程贡献超半数。2022 年 1-12 月“一带一路”沿线国家对外承包工程业务累计新签合同 5,514 份，累计新签合同额 1296.20 亿美元，同比-3.3%，较同年 1-11 月累计同比跌幅收窄 1.0pct，新签合同额占我国对外承包工程新签合同总额比重连续多年超过 50%。考虑到全球疫情形势好转，国际政治经济形势相对稳定，“一带一路”沿线国家海外工程业务有望加速恢复。

图表52：2019.02-2023.01 对外承包工程新签合同情况



资料来源：Wind、华泰研究

图表53：2019.02-2022.11 “一带一路”沿线国家累计新签合同数



资料来源：Wind、华泰研究

“一带一路”十周年成果斐然，新一轮合作加强有望进一步催化海外水泥市场需求。“一带一路”是我国在 2013 年提出的建设“新丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的合作倡议，截至 2022 年 2 月，我国已经与 147 个国家和 32 个国际组织签署 200 余份共建“一带一路”合作文件。目前，我国不断深化与“一带一路”沿线重点地区的顶层交流，自 22 年底以来强化与老挝、泰国、印尼和越南等东南亚国家的双边关系合作，优化基础设施建设投资环境；在中东地区，习近平主席此前应邀出席首届中阿峰会、中海峰会并对沙特进行国事访问，据新华社消息，今年 3 月 10 日我国与沙特和伊朗发布三方联合声明，宣

布恢复沙伊双方外交关系，中东地缘政治格局有所缓和，为地区繁荣与稳定注入新动力。我们认为随着 23 年顶层走出去合作加强，首次“中国+中亚五国”元首峰会、第三届“一带一路”国际合作高峰论坛的召开，沿线国家基础建设合作有望加速落地，进一步带动全球水泥市场需求提升。

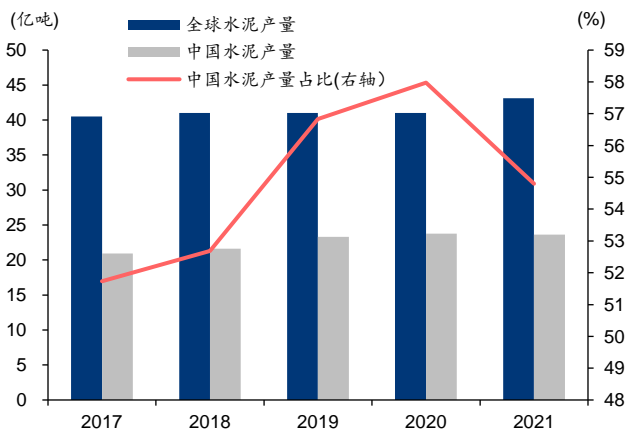
图表54：2022-2023 年初我国与东南亚和中东国家部分顶层合作一览

地区	国家/地区	相关事项	时间
中东	沙特、伊朗	中国、沙特和伊朗于北京发表三方联合声明，沙伊两国同意恢复双方外交关系，并激活两国于 2001 年签署的安全合作协议和 1998 年签署的经济、贸易、投资、技术、科学、文化、体育和青年领域总协议。同时，三国表示愿共同加强国际地区与与安全。	2023/3/10
	伊朗	伊朗总统莱希访华，中伊两国签订了价值 4000 亿美元的“25 年全面合作协议”，共计 20 份合作协议，内容涵盖农业、贸易、旅游和环保等多个领域	2023/2/14
	海合会	中海峰会决定，未来 3-5 年，中国愿同海合会国家在以下重点合作领域作出努力：构建能源立体合作新格局。中国将继续从海合会国家扩大进口原油、液化天然气，加强油气开发、清洁低碳能源技术合作，开展油气贸易人民币结算	2022/12/9
	沙特	习近平主席在访问期间和萨勒曼国王签署了《中华人民共和国和沙特阿拉伯王国全面战略合作伙伴关系协议》，双方强调，加强能源合作是两国重要战略合作伙伴关系的体现	2022/12/9
	沙特	中国政府与沙特政府签署了《中华人民共和国政府和沙特阿拉伯王国政府关于共建“一带一路”倡议与“2030 愿景”对接实施方案》，双方欢迎就氢能、司法、中文教学、住房、直接投资、广播电视、数字经济、经济发展、标准化、新闻、报道、税务管理和反腐败等领域合作签署 20 项政府间协议和谅解备忘录	2022/12/9
	阿拉伯国家	习主席于 12 月 7 日至 10 日赴沙特利雅得出席首届中国-阿拉伯国家峰会、中国-海湾阿拉伯国家合作委员会峰会并对沙特进行国事访问	2022/12/7
	巴勒斯坦	签署《中华人民共和国政府与巴勒斯坦国政府在共建“一带一路”倡议下关于共同关心事项的谅解备忘录》	2022/12/6
	阿拉伯国家	外交部发表《新时代的中阿合作报告》，回顾中国同阿拉伯国家友好交往历史，梳理新中国成立后特别是新世纪新阶段中阿友好交往实践，展望构建中阿命运共同体的前景和方向	2022/12/3
	沙特	沙特阿美与中石化签署谅解备忘录，概述了沙特阿美与中石化的战略合作途径	2022/8/3
	东南亚	菲律宾	菲律宾总统访华，双方承诺深化农业、基建、能源和人文四大重点领域合作，并在国防、安全、科技、贸易和投资等领域拓展更多合作途径
老挝		老挝主席访华，共同发表《关于进一步深化中老命运共同体建设的联合声明》	2022/12/1
泰国		习主席访泰，共同发表《中华人民共和国和泰国关于构建更为稳定、更加繁荣、更可持续命运共同体的联合声明》	2022/11/19
印尼		习主席与印尼总统会晤，就加强中印尼全面战略合作伙伴关系和共建中印尼命运共同体达成新的重要共识	2022/11/16
越南		越南总书记访华，共同发表《关于进一步加强和深化中越全面战略合作伙伴关系的联合声明》	2022/11/1

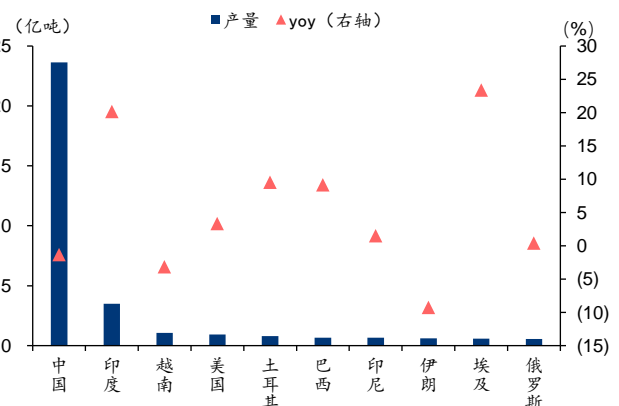
资料来源：中国政府网、华泰研究

中国水泥制造全球领先，助力公司工程技术服务不断革新

全球水泥产量不断上升，中国贡献超半数。全球水泥生产保持相对稳定，2021 年全球水泥产量 43 亿吨，同比+4.88%，其中中国水泥产量 23.63 亿吨，连续多年占全球产量比重超 50%。除中国外，印度、越南、美国、土耳其等国水泥产量较大，2021 年全球水泥产量第二名的印度仅占中国的 14.75%，中国在全球水泥产业链中优势显著。

图表55：2017-2021 年中国和全球水泥产量及占比


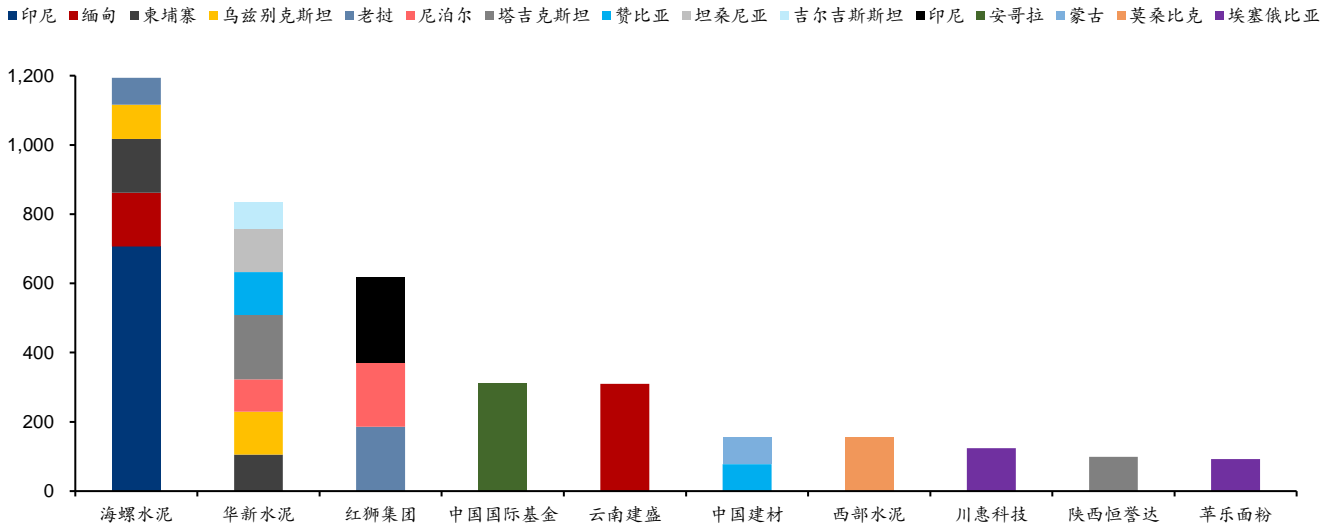
资料来源：USGS、国家统计局、中国水泥网、华泰研究

图表56：2021 年全球水泥产量前十国家及同比变化


资料来源：水泥网、华泰研究

中国企业水泥熟料出海投产需求旺盛，东南亚、中亚和非洲布局领先。根据中国水泥网数据，截至 2021 年，中国水泥企业在海外已投产水泥熟料产能 3716.9 万吨，在建水泥熟料产能 2185.5 万吨，合计 5902.4 万吨，其中海螺水泥和华新水泥合计占比超三分之一。从分布地区看，水泥熟料产能海外投资主要集中在东南亚、中亚和非洲等基建需求较大的“一带一路”沿线国家。根据中国建材集团 3 月 17 日在国际化工作研讨会中提出，“力争用 10 年左右时间，在海外再造一个‘中国建材’，基本建成具有国际竞争力的世界一流企业”，公司作为中建材国际业务骨干，有望实现高效协同。

图表 57：2022 年海外投资投产水泥熟料产能前十中国企业投资区域分布

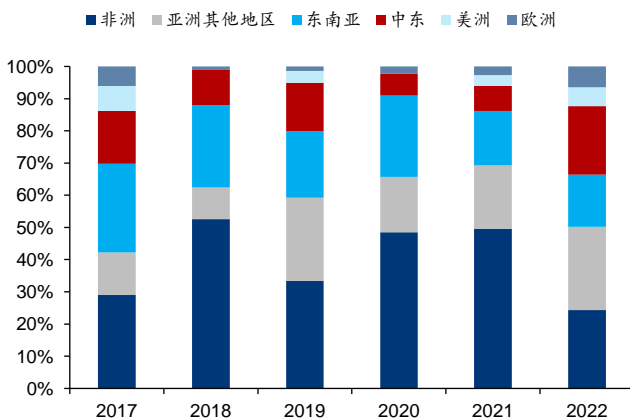


资料来源：中国水泥网、华泰研究

公司国际化布局领先，全球市占率第一。公司自 2002 年起大规模实施国际化战略，截至 2022 年底已累计在全球 84 个国家和地区承接了 293 条生产线，入围 2022 年度 ENR “全球最大 250 家国际承包商”，位列中国入榜企业第 11 位，全球入榜企业第 44 位。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。

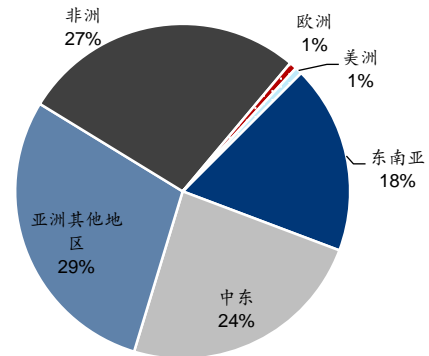
2022 年中东、亚洲其他地区新签占比有所提升。2017-2021 年公司境外新签合同主要分布在非洲、东南亚及亚洲其他地区，其中非洲占比最高，2020-2021 年均接近 50%，2022 年占比下滑 25.3pct，而中东、亚洲其他地区占境外新签合同总额比例则显著提升，分别为 24%/29%，同比+13.5/6.2pct。

图表 58：2017-2022 年公司分地区境外新签合同额



注：新签境外项目合同额未进行与装备业务的内部抵消
资料来源：公司公告、华泰研究

图表 59：2022 年公司境外新签合同分布



资料来源：公司公告、华泰研究

盈利预测与估值

根据上文对公司装备制造、运维服务、工程服务的预测进行汇总，预计公司 2023-2025 年收入分别为 465.64/497.23/544.84 亿元，同比增速 20.0%/6.8%/9.6%。

毛利率：预计公司 2023-2025 年整体毛利率分别为 18.1%/18.6%/19.0%。其中工程服务，一方面，生产经营步入正常节奏额外成本支出有望下降，另一方面毛利率较高的海外业务回暖，预计占比有望提升，故假设 23-25 年毛利率分别为 13.0%/13.2%/13.5%；装备制造业务，假设 23-25 年公司原装备业务毛利率维持 22 年水平 23.5%，合肥院装备销售业务毛利率较高维持 29%，根据前文对原装备业务和合肥院业务收入预测，预计公司 23-25 年装备业务整体毛利率为 24.9%/24.7%/24.6%；运维服务毛利率近 3 年持续提升，谨慎预计未来维持稳定，故我们假设 23-25 年毛利率维持 22 年水平 22.6%。

图表60： 预计 2023-2025 年公司收入分别为 466/497/545 亿元，同比增速 20.0%/6.8%/9.6%

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	307.65	365.35	388.19	465.64	497.23	544.84
工程服务	202.19	219.11	230.58	254.55	249.05	258.93
装备制造	37.34	48.79	47.34	81.4	104.17	128.05
运维服务	57.17	78.74	90.94	109.43	123.01	136.38
其他业务	17.72	23.71	26.84	29.27	30.62	32.02
内部抵消	-6.77	-5.00	-7.51	-9.01	-9.62	-10.54
总收入增速		18.76%	6.25%	19.95%	6.78%	9.58%
工程服务		8.37%	5.23%	10.40%	-2.16%	3.97%
装备制造		30.66%	-2.97%	71.95%	27.97%	22.92%
运维服务		37.73%	15.49%	20.33%	12.41%	10.87%
其他业务		33.80%	13.20%	9.05%	4.61%	4.57%
毛利率	17.20%	17.30%	17.00%	18.10%	18.60%	19.00%
工程服务	14.10%	13.60%	12.40%	13.00%	13.20%	13.50%
装备制造	20.40%	23.20%	23.50%	24.90%	24.70%	24.60%
运维服务	18.60%	20.40%	22.60%	22.60%	22.60%	22.60%
其他业务	32.45%	24.80%	21.13%	21.01%	20.74%	19.71%
内部抵消	-5.90%	-0.60%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%

注：表中“其他业务”口径包含公司披露的“其他主营”和“其他业务”，预测时为分开预测，进行合并列示。

资料来源：Wind、华泰研究预测

2020-2022 年公司期间费用率存在一定波动，主要受汇兑损益影响财务费用率波动较大，研发投入增加带动研发费用率逐年增加，2022 年销售、管理费用率提升主要系费用增长略高于收入增长所致。我们认为随着公司对并购企业的整合优化，标的公司们将逐步释放生产潜力，规模效应不断增强，23-25 年销售、管理费用率有望逐渐降低，研发投入维持稳定增加，费用率稳步提升。由此预计公司 23-25 年期间费用率分别为 9.77%/9.65%/9.47%。

预计公司 2023-2025 年实现归母净利润分别为 29.3/34.0/39.3 亿元，同比增长 33.4%/16.2%/15.6%。可比公司 2023 年 Wind 一致预期平均 15xPE，认可给予公司 2023 年 15xPE，目标价 16.68 元（前值 12.30 元），维持“买入”评级。

图表61： 公司期间费用率预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	1.67%	1.10%	1.23%	1.20%	1.20%	1.20%
管理费用率	5.24%	4.84%	4.90%	4.80%	4.70%	4.60%
研发费用率	2.71%	3.22%	3.51%	3.52%	3.53%	3.54%
财务费用率	-0.13%	1.08%	-0.24%	0.25%	0.22%	0.13%
合计	9.50%	10.23%	9.40%	9.77%	9.65%	9.47%

资料来源：Wind、华泰研究预测

图表62: 可比公司估值表 (2023/4/7)

公司名称	代码	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益 (元)				P/E			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
中钢国际	000928 CH	7.52	96.34	0.51	0.49*	0.59	0.67	14.85	15.51	12.83	11.26
中国电建	601669 CH	7.28	1254.06	0.50	0.62	0.73	0.86	14.53	11.65	9.96	8.48
东华科技	002140 CH	10.10	71.53	0.35	0.41*	0.48	0.59	28.75	24.78	20.85	17.09
平均								19.38	17.31	14.55	12.28
中材国际	600970 CH	12.2	321.17	0.69	0.83*	1.11	1.29	17.74	14.64	10.97	9.44

注: 2022E 中 “*” 为已出快报或年报数据, 除中材国际外, 盈利预测均来自 Wind 一致预期

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

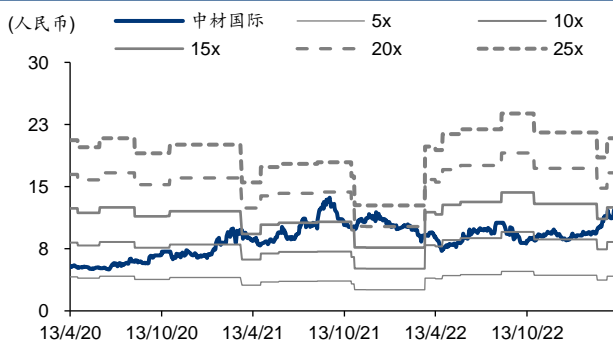
风险提示

装备制造市占率提升不及预期。公司转型装备制造业务增长的核心驱动来源于全球市占率的提升, 若核心装备竞争力不足无法获得增量市场份额, 则装备制造收入增速将不及预期, 导致业务结构转型低于预期。

水泥生产线及矿山运维增量不及预期。公司运维收入主要依赖于水泥生产线、矿山运维数量的增加, 若扩张增长不及预期, 公司运维服务收入增速将低于预期, 导致业务结构转型低于预期。

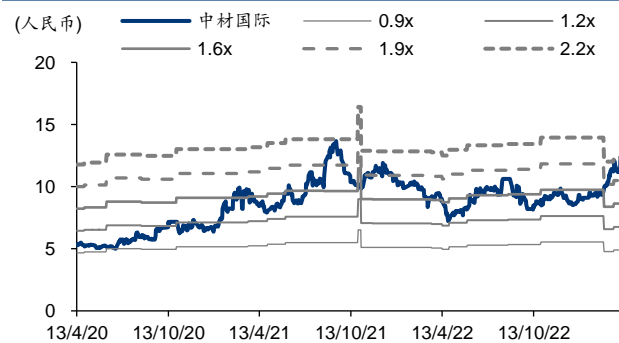
水泥行业投资显著下滑。公司工程建设、装备制造均与水泥行业资本开支紧密相关, 若水泥行业投资出现大幅下滑, 将导致公司收入、利润低于预期。

图表63: 中材国际 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表64: 中材国际 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	31,238	31,778	42,132	46,317	55,876
现金	8,482	7,809	12,095	16,149	19,618
应收账款	5,019	7,667	10,242	10,475	13,740
其他应收账款	705.18	873.10	989.46	999.45	1,180
预付账款	5,666	5,281	6,508	6,080	7,048
存货	2,541	2,445	3,208	3,114	3,779
其他流动资产	8,826	7,704	9,089	9,499	10,511
非流动资产	10,239	12,007	12,059	12,119	12,151
长期投资	631.81	657.91	803.46	962.81	1,113
固定投资	2,899	3,536	3,463	3,385	3,274
无形资产	758.88	833.40	776.85	720.65	663.27
其他非流动资产	5,950	6,980	7,015	7,051	7,100
资产总计	41,478	43,786	54,191	58,436	68,026
流动负债	24,860	24,325	29,137	30,712	37,415
短期借款	982.75	2,053	1,800	1,800	2,000
应付账款	8,529	9,489	11,136	11,341	13,510
其他流动负债	15,348	12,782	16,200	17,571	21,905
非流动负债	3,019	3,986	4,043	4,001	3,759
长期借款	2,276	3,311	3,369	3,326	3,084
其他非流动负债	742.76	674.84	674.84	674.84	674.84
负债合计	27,879	28,310	33,180	34,714	41,174
少数股东权益	564.15	919.28	1,106	1,323	1,574
股本	2,219	2,266	2,633	2,633	2,633
资本公积	202.28	201.27	2,935	2,935	2,935
留存公积	10,490	12,184	14,334	16,832	19,719
归属母公司股东权益	13,035	14,556	19,905	22,399	25,278
负债和股东权益	41,478	43,786	54,191	58,436	68,026

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	2,214	917.59	2,668	5,373	4,893
净利润	2,033	2,333	3,115	3,619	4,184
折旧摊销	384.94	558.13	517.19	420.24	444.26
财务费用	390.87	(94.26)	115.60	107.17	70.05
投资损失	(165.60)	11.14	(8.00)	(8.00)	(8.00)
营运资金变动	(715.84)	(2,661)	(987.43)	1,324	299.87
其他经营现金	286.38	771.03	(83.63)	(89.07)	(97.33)
投资活动现金	(672.37)	(986.00)	(551.46)	(463.26)	(457.61)
资本支出	(342.37)	(790.06)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
长期投资	(69.00)	(132.99)	(145.55)	(159.35)	(150.64)
其他投资现金	(261.00)	(62.94)	(205.91)	(103.91)	(106.97)
筹资活动现金	(1,448)	(444.64)	2,169	(856.29)	(965.94)
短期借款	120.62	1,071	(253.35)	0.00	200.00
长期借款	375.72	1,034	57.85	(42.15)	(242.15)
普通股增加	481.44	46.55	366.88	0.00	0.00
资本公积增加	(928.12)	(1.00)	2,733	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,497)	(2,595)	(735.45)	(814.14)	(923.79)
现金净增加额	(52.01)	(389.67)	4,286	4,054	3,469

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	36,242	38,819	46,564	49,723	54,484
营业成本	30,014	32,233	38,157	40,459	44,111
营业税金及附加	175.79	166.20	199.36	212.89	233.27
营业费用	398.72	478.03	558.77	596.67	653.80
管理费用	1,752	1,904	2,235	2,337	2,506
财务费用	390.87	(94.26)	115.60	107.17	70.05
资产减值损失	(90.45)	(80.67)	(93.13)	(99.45)	(163.45)
公允价值变动收益	0.27	(20.52)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	165.60	(11.14)	8.00	8.00	8.00
营业利润	2,361	2,655	3,555	4,142	4,797
营业外收入	64.30	50.13	62.47	58.97	57.19
营业外支出	16.53	18.81	16.47	17.27	17.51
利润总额	2,409	2,686	3,601	4,183	4,837
所得税	376.07	353.39	486.10	564.76	652.95
净利润	2,033	2,333	3,115	3,619	4,184
少数股东损益	222.58	138.81	186.88	217.12	251.02
归属母公司净利润	1,810	2,194	2,928	3,402	3,933
EBITDA	2,750	3,244	4,140	4,562	5,188
EPS (人民币, 基本)	0.82	0.98	1.11	1.29	1.49

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	61.13	7.11	19.95	6.78	9.58
营业利润	81.52	12.44	33.89	16.51	15.82
归属母公司净利润	59.73	21.20	33.44	16.18	15.62
获利能力 (%)					
毛利率	17.18	16.97	18.05	18.63	19.04
净利率	5.61	6.01	6.69	7.28	7.68
ROE	15.20	15.90	16.99	16.08	16.50
ROIC	28.56	22.79	25.04	32.70	39.56
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.21	64.66	61.23	59.40	60.53
净负债比率 (%)	(34.04)	(17.58)	(26.86)	(40.21)	(47.85)
流动比率	1.26	1.31	1.45	1.51	1.49
速动比率	0.87	0.94	1.07	1.17	1.17
营运能力					
总资产周转率	0.96	0.91	0.95	0.88	0.86
应收账款周转率	8.85	6.12	5.20	4.80	4.50
应付账款周转率	4.07	3.58	3.70	3.60	3.55
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.83	1.11	1.29	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	0.35	1.01	2.04	1.86
每股净资产(最新摊薄)	4.95	5.53	7.56	8.51	9.60
估值比率					
PE (倍)	17.74	14.64	10.97	9.44	8.17
PB (倍)	2.46	2.21	1.61	1.43	1.27
EV EBITDA (倍)	10.05	9.29	6.62	5.20	3.98

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、黄颖、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中材国际（600970 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、黄颖、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中材国际（600970 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 中材国际（600970 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
中性： 预计行业股票指数基本与基准持平
减持： 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准 15%以上
增持： 预计股价超越基准 5%~15%
持有： 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出： 预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司