

股权激励瓜熟蒂落，需求好转恰逢其时

公司简报

◆事件：

公司公告股权激励方案，拟授予限制性股票数量约为 411 万股。

◆点评：

方案描述：拟授予限制性股票数量为 411 万股，占总股本约 1.2%，其中首次授予 377 万股，预留约 34 万股。授予人数总计 216 名，人均 1.75 万股；授予价格 9.58 元，较现价折价约 30%。解锁条件为，以 2016 年为基数，2017/2018/2019 年收入增长率不低于 20%/44%/72%；净利润增长率不低于 10%/20%/30%。

股权激励为增长底线：公司早年由事业制单位改制而来，首次试水股权激励规模较小，更多是提高员工工作积极性分享公司增长红利的一种尝试。解锁条件，收入端年均增速 20%，利润 10% 增速。在目前条件下，确为公司增长之底线。

◆盈利预测与投资建议

需求改善恰逢其时，传统业务或重回扩张轨道：2016 年 4 季度，公司营收出现环比 20% 以上增长，主要受“金砖会议”配套工程建设影响，区域需求复苏好于预期。全国范围来看，基建投资维持较快增长、房地产投资好于市场预期，均为公司传统业务恢复增长创造有利条件。前期公司减水剂受下游影响，收缩规模以控制应收账款风险，但目前公司客户结构已有较大改观，配合下游需求转暖，判断减水剂业务将重回扩张轨道。

期待外延并购落地：公司对收购态度相对慎重，但外延并购为公司主辅业扩张的必由之路，前期公司财务投资的跨境电商平台有棵树业绩增速较快，根据其最新估值，公司预期投资收益已达 9 千万元。此外公司加大在电商业务布局，建研家商城已经上线，长期发展看好。目前公司现金充沛，弹药充足，上市 7 年来还未有定增动作。

股权激励设定增长之底线。预计随着客户结构优化以及下游需求好转，减水剂业务重回扩张轨道，盈利能力随产品价格上调而逐步改善；检测业务规模相对稳定，期待公司外延持续推进。预计 17-18 年归母净利润 2.24 亿元和 2.56 亿元，对应 EPS0.65 元和 0.75 元。增持评级。

◆风险提示：外加剂业务快速下滑，外延扩张不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1,789	1,345	1,391	1,546	1,721
营业收入增长率	0.95%	-24.81%	3.40%	11.15%	11.31%
净利润 (百万元)	222	202	167	223	256
净利润增长率	-2.02%	-8.94%	-17.47%	33.98%	14.42%
EPS (元)	0.65	0.59	0.49	0.65	0.75
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.18%	10.12%	7.83%	9.61%	10.03%
P/E	21	23	28	21	18
P/B	?	?	?	?	?

敬请参阅最后一页特别声明

增持 (维持)

当前价/目标价：13.73/15.00 元

目标期限：6 个月

分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)
021-22169050
chenhaowu@ebscn.com

孙伟风 (执业证书编号：S0930516110003)
021-22169329
sunwf@ebscn.com

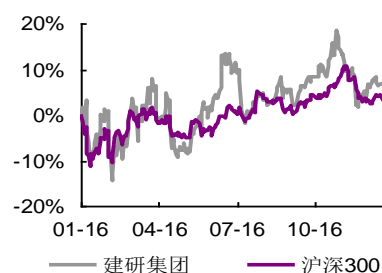
联系人

师克克
021-22169158
shikk@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：3.43
总市值(亿元)：47.06
一年最低/最高(元)：11.26/15.07
近 3 月换手率：74.84%

股价表现(一年)

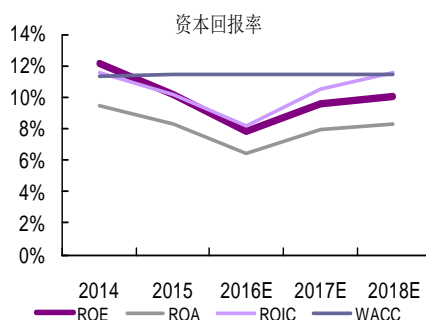
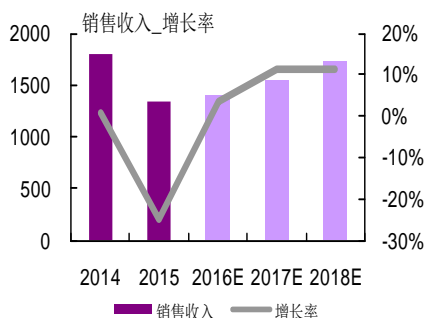
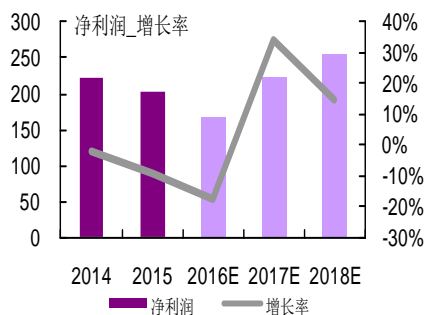
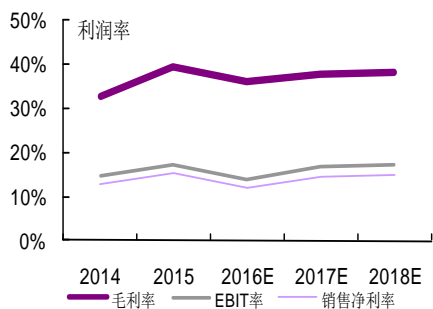


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.24	4.25	1.65
绝对	-1.43	6.76	14.63

相关研报

四季度营收改善，看好“金砖会议”下的区域需求复苏
.....2017-02-28
蛰伏，只为跃得更高
.....2016-05-18



利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,789	1,345	1,391	1,546	1,721
营业成本	1,203	815	889	963	1,065
折旧和摊销	59	60	85	87	88
营业税费	13	13	13	15	16
销售费用	143	119	123	137	153
管理费用	138	136	141	157	175
财务费用	2	1	1	-2	-6
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	7	8	8	8	8
营业利润	271	242	199	268	307
利润总额	280	247	204	273	312
少数股东损益	7	3	2	3	3
归属母公司净利润	221.90	202.06	166.76	223.43	255.64

资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总资产	2,433	2,478	2,629	2,854	3,120
流动资产	1,659	1,574	1,744	1,991	2,292
货币资金	243	130	223	334	492
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,040	953	1,031	1,179	1,334
应收票据	146	175	181	201	224
其他应收款	13	14	14	16	17
存货	58	37	40	44	49
可供出售投资	28	189	207	228	251
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3	6	6	6	6
固定资产	449	418	376	329	273
无形资产	113	109	105	101	97
总负债	565	437	454	479	521
无息负债	539	422	448	479	521
有息负债	26	15	6	0	0
股东权益	1,868	2,041	2,175	2,375	2,599
股本	264	343	343	343	343
公积金	682	617	633	656	681
未分配利润	876	1,038	1,154	1,328	1,524
少数股东权益	46	43	46	48	51

现金流量表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	86	207	192	183	218
净利润	222	202	167	223	256
折旧摊销	59	60	85	87	88
净营运资金增加	194	33	62	144	146
其他	-389	-88	-121	-271	-271
投资活动产生现金流	-134	-307	-59	-56	-49
净资本支出	38	25	46	41	31
长期投资变化	3	6	0	0	0
其他资产变化	-175	-339	-105	-97	-80
融资活动现金流	-30	-2	-40	-16	-12
股本变化	0	79	0	0	0
债务净变化	-2	-11	-9	-6	0
无息负债变化	-97	-118	26	31	42
净现金流	-78	-102	93	111	158

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	0.95%	-24.81%	3.40%	11.15%	11.31%
净利润增长率	-2.02%	-8.94%	-17.47%	33.98%	14.42%
EBITDA/EBITDA 增长率	-0.04%	-8.96%	-6.12%	24.22%	10.72%
EBIT/EBIT 增长率	-3.00%	-11.31%	-18.37%	34.12%	13.78%
估值指标					
PE	21	23	28	21	18
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	11	16	16	13	11
EV/EBIT	14	20	24	17	15
EV/NOPLAT	17	24	29	21	18
EV/Sales	2	3	3	3	3
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	32.74%	39.43%	36.11%	37.70%	38.13%
EBITDA 率	18.07%	21.88%	19.96%	22.30%	22.18%
EBIT 率	14.77%	17.42%	13.83%	16.69%	17.06%
税前净利润率	15.66%	18.34%	14.65%	17.63%	18.12%
税后净利润率 (归属母公司)	12.40%	15.02%	11.99%	14.45%	14.85%
ROA	9.41%	8.26%	6.43%	7.93%	8.29%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.18%	10.12%	7.83%	9.61%	10.03%
经营性 ROIC	11.55%	10.16%	8.21%	10.54%	11.59%
偿债能力					
流动比率	3.32	3.81	4.09	4.56	4.97
速动比率	3.21	3.72	4.00	4.46	4.86
归属母公司权益/有息债务	70.06	129.69	352.48	-	-
有形资产/有息债务	83.90	144.41	393.94	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.65	0.59	0.49	0.65	0.75
每股红利	0.08	0.10	0.08	0.10	0.11
每股经营现金流	0.25	0.60	0.56	0.53	0.64
每股自由现金流(FCFF)	0.20	0.65	0.49	0.39	0.51
每股净资产	5.31	5.83	6.21	6.79	7.43
每股销售收入	5.22	3.93	4.06	4.51	5.02

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

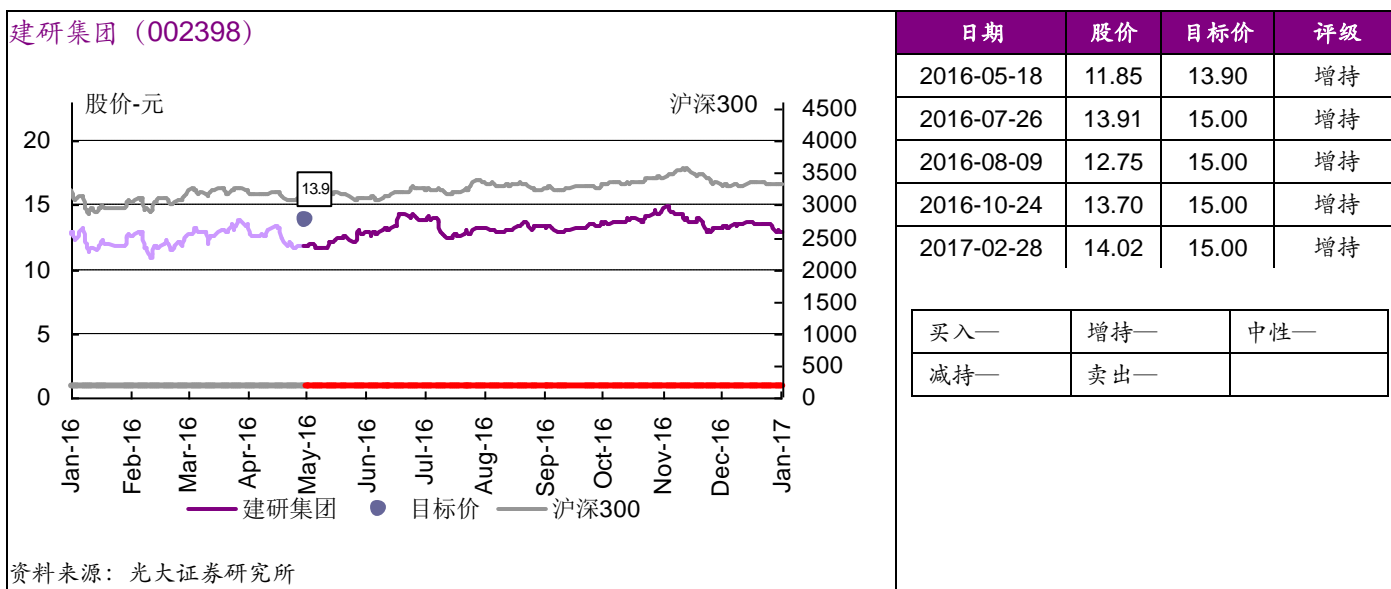
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，光大证券研究所非金属建材行业研究员。研究注重逻辑和前瞻性，运用合理方法，力求准确把握行业发展趋势和热点，重点公司深入分析、跟踪紧密，最后综合基本面和估值给出投资建议。个人优势：基本面研究，行业及重点公司数据全市场应为独到；优势领域：水泥行业。熟悉公司：华新水泥、江西水泥、同力水泥、天山股份、青松建化。

孙伟风，美国西北大学应用数学专业硕士，浙江大学自动化学士。14年进入证券行业，先后研究周期、新能源等行业。16年加盟光大证券建筑建材团队。覆盖建材主要子行业及部分建筑公司。对建材及新能源相关行业有较深研究和认识。熟悉公司：开尔新材、华新水泥、海螺水泥等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com
戚德文		021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	