

# 中材国际 (600970.SH) 公告点评

推出股权激励草案，绑定员工利益后有望进入快速发展期

## 核心观点:

### ● 股票期权激励草案出台，绑定核心员工利益

公司公告股票期权激励计划草案，拟向激励对象授予 1755 万份股票期权，约占目前公司总股本的 1%，行权价格为 9.27 元，目前股价为 8.96 元。激励对象不超过 498 人，包括公司董事、高管等核心员工。

### ● 在手订单饱满，为完成股票激励业绩条件提供保障

公司 2016 年新签合同达到 278 亿元，较上年同期减少 11.75%。公司新签订单有所下滑但生效未完工合同增速良好。截至 2016 年，公司未完工合同额 445.75 亿元，较上年增加 17%，是同期收入的 2.3 倍，较为饱满。

### ● 公司环保业务增速较好，期待安徽节源今年发力

2016 年公司全年实现环保业务收入 5.57 亿，较去年同期增长 11.31%。公司环保平台安徽节源 2015 年实现净利润 3911.53 万元，2016 年实现净利润 7439.87 万元，前两年完成三年承诺净利润的 38%，期待今年提速。

### ● 投资建议

公司推出股票期权激励草案，实施后有望绑定核心员工利益，公司未来五年均在解锁期，相信动力十足。公司前期停滞项目启动加速使得生效未完工合同增势良好，为完成股票激励业绩条件提供保障。此外，公司未来将发展非水泥 EPC 业务并加快布局环保板块，在水泥业务上也将切入后的投资运营，我们继续看好公司中长期发展，预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.35、0.42、0.49 元，维持公司的“买入”评级。

### ● 风险提示

海外地区经济情况不佳、政治环境不稳定；新业务开展不达预期；国内外水泥投资加速下行。

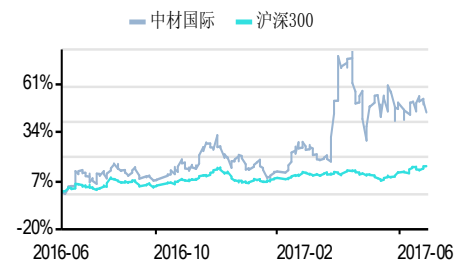
## 盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	22,596.23	19,006.93	22,875.74	27,174.04	32,172.86
增长率(%)	-1.17%	-15.88%	20.35%	18.79%	18.40%
EBITDA(百万元)	1,046.75	1,024.52	1,027.96	1,206.26	1,441.88
净利润(百万元)	664.28	511.38	615.15	729.60	862.19
增长率(%)	347.82%	-23.02%	20.29%	18.60%	18.17%
EPS(元/股)	0.379	0.292	0.351	0.416	0.491
市盈率(P/E)	31.56	24.32	25.55	21.54	18.23
市净率(P/B)	2.16	1.83	2.23	2.14	2.04
EV/EBITDA	13.91	3.87	9.74	6.81	4.57

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	8.96 元
前次评级	买入
报告日期	2017-06-25

## 相对市场表现



分析师: 郭 鹏 S0260514030003  
 021-60750631  
 guopeng@gf.com.cn

## 相关研究:

- 中材国际 (600970.SH) 一季 2017-04-24  
报点评: 受汇率影响净利润增长提速, 一季度订单呈向好趋势
- 中材国际 (600970.SH) 年报 2017-03-20  
报点评: 商誉减值导致净利润下滑较多, 环保业务势头亮眼
- 中材国际 (600970.SH) 三季 2016-10-26  
报点评: 盈利水平提升, 受益于人民币贬值以及国企改革

联系人: 张欣劼 010-59136612  
 zhangxinjie@gf.com.cn

公司近日公告股票期权激励计划草案，点评如下：

## 1、股票期权激励草案出台，绑定核心员工利益

近日公司公告股票期权激励计划草案，拟向激励对象授予1755万份股票期权，约占目前公司总股本的1%，行权价格为9.27元，目前股价为8.96元，股票来源为向激励对象定向发行公司A股普通股。锁定期为两年，之后三年为解锁期，激励对象不超过498人，包括公司董事、高管等核心员工（见附录）。

公司控股股东中材股份在2014年承诺支持中材国际在三年内，根据国家相关管理制度和办法适时实施管理层股权激励计划，今年为最后一年，此次股票期权激励草案出台也代表控股股东完成承诺。

表 1：公司股票期权激励计划

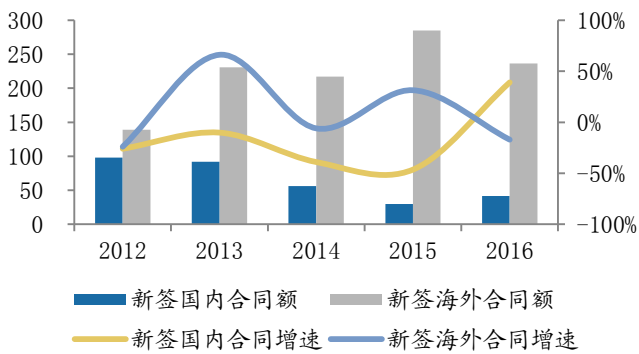
	日期	行权价格 (元/股)	可行权数量占获 授权益数量比例	解锁条件
授予日	-	9.27	-	此次激励的授予日在报国资委审批通过、中材股份股东大会审议通过、本公司股东大会审议通过后确定。公司应在公司股东大会审议通过后 60 日内授出股票期权并完成公告、登记，若未能完成则将终止次计划。
第一个 行权期	自授予日起 2 年后的首个 交易日起至授予日起 3 年 内的最后一个交易日当日	9.27	三分之一	2018 年较 2016 年净利润复合增长率不低于 18%；2018 年净资产收益率不低于 8.9%，且上述两个指标均不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2018 年度经济增加值指标完成情况达到中材股份下达的考核目标，且 $\Delta$ EVA 大于零。
第二个 行权期	自授予日起 3 年后的首个 交易日起至授予日起 4 年 内的最后一个交易日当日	9.27	三分之一	2019 年较 2016 年净利润复合增长率不低于 18%；2019 年净资产收益率不低于 9.6%，且上述两个指标均不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2019 年度经济增加值指标完成情况达到中材股份下达的考核目标，且 $\Delta$ EVA 大于零。
第三个 行权期	自授予日起 4 年后的首个 交易日起至授予日起 5 年 内的最后一个交易日当日	9.27	三分之一	2020 年较 2016 年净利润复合增长率不低于 18%；2020 年净资产收益率不低于 10.3%，且上述两个指标均不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2020 年度经济增加值指标完成情况达到中材股份下达的考核目标，且 $\Delta$ EVA 大于零。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 2、在手订单饱满，为完成股票激励业绩条件提供保障

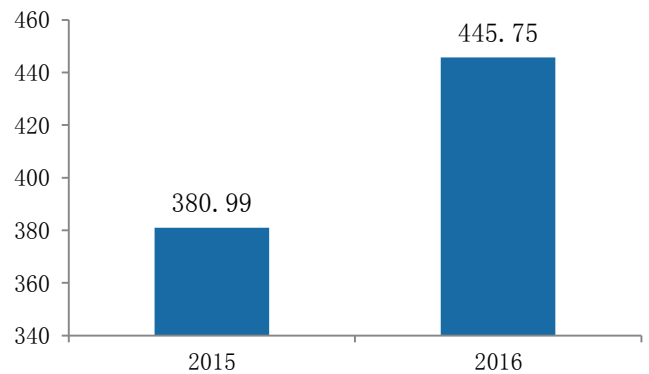
公司2016年新签合同达到278亿元，较上年同期减少11.75%（海外订单236.3亿元，占全年新签订单总额的85%，同比减少17.1%；国内订单41.70亿元，同比上升39%）。公司新签订单有所下滑但生效未完工合同增速良好，可能是前期停滞项目启动加速所致。截至2016年，公司未完工合同额445.75亿元，较上年增加17%，是同期收入的2.3倍，较为饱满。

图1: 公司年度新签合同额 (亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图2: 年度未完工合同额 (亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 未完合同额为有效合同结转额, 即在手所有合同的结转额 - 已签订未执行及停缓建合同的结转额

### 3、公司环保业务增速较好, 期待安徽节源今年发力

公司环保业务还在不断拓展, 2016年公司加大在能源管理、大气污染处理、固废处置、污水污泥处置、土壤修复等领域的开拓力度, 全年实现节能环保类业务收入5.57亿, 较去年同期增长11.31%。环保订单方面, 2016年新签节能环保类合同17.53亿元, 较去年同期增长107%; 未完成合同21.24亿元, 同比增长230.8%, 是公司同年环保收入的3.8倍。

公司环保平台安徽节源已于2015年11月完成过户, 并承诺2015-2017年度归属于母公司的净利润三年累计不低于3亿元, 有望增厚公司业绩。2015年安徽节源实现净利润3911.53万元, 2016年实现净利润7439.87万元, 前两年完成三年承诺净利润的38%, 期待今年提速。

### 4、投资建议

公司推出股票期权激励草案, 实施后有望绑定核心员工利益, 公司未来五年均在解锁期, 相信动力十足。

虽然受国内外水泥需求放缓影响, 公司2016年新签合同有所下降, 但前期停滞项目启动加速使得生效未完工合同增势良好, 为完成股票激励业绩条件提供保障。此外, 公司未来将努力拓宽业务领域, 发展非水泥EPC业务以及加快布局环保板块, 在水泥业务上也将切入后的投资运营, 我们继续看好公司中长期发展, 预计公司2017-2019年EPS为0.35、0.42、0.49元, 维持公司的“买入”评级。

### 风险提示

海外地区经济情况不佳、政治环境不稳定; 新业务开展不达预期; 国内外水泥投资加速下行。

## 附录

表 2: 公司授予的股票期权在各激励对象间的分配情况

姓名	职位	获授的股票期权数量 (万份)	占授予期权总数的比例	占草案公告时股本总额的比例
宋寿顺	董事长	32.00	1.82%	0.02%
夏之云	董事、总裁	32.00	1.82%	0.02%
蒋中文	董事、副总裁、董事会秘书	29.00	1.65%	0.02%
焦 烽	副总裁	29.00	1.65%	0.02%
沈 军	副总裁	29.00	1.65%	0.02%
徐培涛	副总裁	29.00	1.65%	0.02%
隋同波	副总裁	29.00	1.65%	0.02%
倪金瑞	财务总监	29.00	1.65%	0.02%
核心技术和管理人员 (合计 490 人)		1517.00	86.44%	0.86%
合计 (498 人)		1755.00	100.00%	1.00%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	23260	22003	23260	28665	33481
货币资金	8920	10122	6977	9185	11009
应收及预付	8214	7268	10636	12570	14422
存货	5653	4170	5642	6904	8045
其他流动资产	473	443	5	5	5
<b>非流动资产</b>	5275	5797	4088	3972	3853
长期股权投资	32	30	30	30	30
固定资产	2064	1921	1652	1486	1317
在建工程	191	110	125	140	155
无形资产	2181	1953	810	826	841
其他长期资产	807	1783	1470	1490	1510
<b>资产总计</b>	28535	27800	27347	32638	37334
<b>流动负债</b>	20011	18589	18551	23147	27303
短期借款	967	571	0	0	0
应付及预收	16560	17399	18551	23147	27303
其他流动负债	2484	619	0	0	0
<b>非流动负债</b>	1685	1942	1276	1676	1876
长期借款	643	976	1276	1676	1876
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1042	966	0	0	0
<b>负债合计</b>	21695	20531	19826	24822	29179
股本	1170	1754	1754	1754	1754
资本公积	1493	1032	1032	1032	1032
留存收益	3803	3996	4260	4569	4926
归属母公司股东权	6466	6782	7046	7355	7712
少数股东权益	348	366	354	340	323
<b>负债和股东权益</b>	28535	27800	27347	32638	37334

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	22596	19007	22876	27174	32173
营业成本	20158	16681	20073	23828	28189
营业税金及附加	84	70	84	100	118
销售费用	282	280	343	380	418
管理费用	1331	1371	1650	1960	2310
财务费用	-65	-125	-127	-100	-55
资产减值损失	56	160	176	183	197
公允价值变动收益	0	4	0	0	0
投资净收益	15	-18	1	-1	-6
<b>营业利润</b>	765	557	678	822	990
营业外收入	81	124	99	99	99
营业外支出	26	26	0	0	0
<b>利润总额</b>	819	656	776	921	1088
所得税	170	146	173	206	243
<b>净利润</b>	649	509	603	715	845
少数股东损益	-15	-2	-12	-14	-17
<b>归属母公司净利润</b>	664	511	615	730	862
EBITDA	1047	1025	1028	1206	1442
EPS (元)	0.38	0.29	0.35	0.42	0.49

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1965	2400	-3014	2342	2252
净利润	649	509	603	715	845
折旧摊销	305	419	302	300	304
营运资金变动	931	1263	-4259	1145	883
其它	79	209	339	181	220
<b>投资活动现金流</b>	-425	-144	1205	-87	-92
资本支出	-179	-138	1234	-66	-66
投资变动	-230	16	-29	-21	-26
其他	-17	-22	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	432	-938	-1336	-47	-336
银行借款	1870	1449	-271	400	200
债券融资	-1851	-2289	-939	0	0
股权融资	421	15	0	0	0
其他	-7	-113	-126	-447	-536
<b>现金净增加额</b>	1972	1318	-3146	2208	1823
<b>期初现金余额</b>	6574	8920	10122	6977	9185
<b>期末现金余额</b>	8547	10238	6977	9185	11009

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-1.2	-15.9	20.4	18.8	18.4
营业利润增长	388.7	-27.1	21.6	21.3	20.4
归属母公司净利润增长	347.8	-23.0	20.3	18.6	18.2
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	10.8	12.2	12.3	12.3	12.4
净利率	2.9	2.7	2.6	2.6	2.6
ROE	10.3	7.5	8.7	9.9	11.2
ROIC	-	-	-	-	-
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	76.1	74.2	72.8	76.3	78.4
净负债比率	-0.9	-1.2	-0.8	-1.0	-1.1
流动比率	1.16	1.18	1.25	1.24	1.23
速动比率	0.70	0.83	0.77	0.78	0.77
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.84	0.67	0.83	0.91	0.92
应收账款周转率	4.63	3.75	3.80	3.83	4.06
存货周转率	3.79	3.35	3.56	3.45	3.50
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.38	0.29	0.35	0.42	0.49
每股经营现金流	1.12	1.37	-1.72	1.34	1.28
每股净资产	5.53	3.87	4.02	4.19	4.40
<b>估值比率</b>					
P/E	31.6	24.3	25.6	21.5	18.2
P/B	2.2	1.8	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	13.9	3.9	9.7	6.8	4.6

## 广发公用事业行业研究小组

郭 鹏： 首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。  
张欣劼： 联系人，俄亥俄州立大学金融硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。  
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。  
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。  
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。