

2017H1 业绩大幅提升，海外及环保业务发展可期

■**事项：**公司发布 2017 年半年度报告，实现营业收入 88.41 亿元，同比增加 3.27%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.45 亿元，同比增加 43.26%，扣除非经常性损益后为 4.23 亿元，同比增加 46.62%。实现 EPS 0.25 元。

■海外收入带动 2017H1 营收稳健增长，Q2 营收及净利润增速显著：

公司 2017 年上半年实现营业收入 88.41 亿元，同比增加 3.27%；从地区结构来看，海外业务实现营收 72.42 亿元（同比+5.72%），国内业务实现营收 15.68 亿元（同比-7.06%），海外业务收入占比 81.91%（同比+1.9 个 pct），国际市场仍为公司收入的主要来源，而国内市场受水泥行业产能过剩及供给侧改革影响，需求主要以备品备件、技术改造为主。从业务结构来看，公司工程建设、装备制造、环保及生产运营管理业务分别实现营收 71.46 亿元（同比-5.24%）、14.88 亿元（同比+18.47%）、3.55 亿元（同比+44.73%）、2.03 亿元（同比-23.87%），环保业务营收增速较快。分季度来看，公司 2017Q1、Q2 分别实现营收 38.99 亿元（同比-8.54%）、49.42 亿元（同比+14.96%），Q2 环比 Q1 增加 10.43 亿元（+26.75%）；Q1、Q2 分别实现归母净利润 1.50 亿元（同比+15.94%）、2.95 亿元（同比+62.71%），Q2 环比 Q1 增加 1.45 亿元（+96.67%），二季度营收及净利润增速显著。

■盈利能力普遍提升，汇兑损失导致财务费用增加，资产减值大幅减少，货币资金余额进一步增加：

报告期内，公司综合毛利率达到 15.80%，较 2016H1 大幅提高了 2.34 个 pct，其中工程建设、装备制造、环保及生产运营管理业务毛利率分别为 13.62%（同比+3.1 个 pct）、20.11%（同比+1.1 个 pct）、15.56%（同比-2.27 个 pct）、24.17%（同比+6.72 个 pct），由于工程建设及装备制造业务毛利合计占比达到 91.05%，其毛利水平的分别提高提升了公司整体毛利率。期间费用方面，2017H1 公司管理费用、销售费用及财务费用率分别为 6.48%（同比-0.13 个 pct）、1.59%（同比+0.09 个 pct）、1.48%（同比+1.61 个 pct），其中财务费用增加较多主要由于本期汇兑损失较大。本期公司资产价值损失发生额-0.09 亿元，较去年同期大幅减少 0.85 亿元，主要为本期计提坏账准备金额减少及收回或转回前期坏账准备金额所致。净利润率为 5.06%，较 2016 年同期提升 1.41 个 pct；ROE（加权）为 6.31%，较 2016 年同期提升 1.57 个 pct。报告期末，公司经营性净现金流为 5.73 亿元，同比减少 15.68%；货币资金余额达到 122.53 亿元，同比增加 34.75%，较期初增

投资评级 **增持-A**

首次评级

6 个月目标价：**10.65 元**

股价 (2017-08-08) **8.56 元**

交易数据

总市值(百万元)	15,016.45
流通市值(百万元)	14,408.28
总股本(百万股)	1,754.26
流通股本(百万股)	1,683.21
12 个月价格区间	6.71/11.26 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.8	-9.52	15.01
绝对收益	-0.81	-3.75	25.27

王鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070004

wangxin4@essence.com.cn

010-83321052

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005

sudy@essence.com.cn

021-35082325

相关报告

加 21.05%，体现出公司项目回款情况较好及较强的清收能力，充足的在手资金也为公司业务开展提供了有力支撑。

■**新签合同额同比略降，生产运营服务及环保业务新签合同大幅增加：**公司中报显示，2017H1 累计新签合同额 157.59 亿元（同比-6.29%），相当于公司 2016 年全年新签合同额 278 亿元的 57%。从业务结构来看，工程建设业务新签合同额 107.03 亿元，占新签合同总额的 68%，增速同比下滑 25%，是导致公司 2017H1 新签合同总额增速出现下滑的主要原因；生产运营服务及环保业务分别新签订单 21.34 亿元（同比+1686.70%）、13.49 亿元（同比+68.71%），均实现了同比大幅增加。分季度来看，2017Q1 新签合同额 68.87 亿元（同比+29%），2017Q2 新签合同额 88.73 亿元（同比-23%），较 2017Q1 环比增加 29%。截至 2017 年 6 月底，公司在执行项目 115 个，在手合同余额达到 432.62 亿元（同比-6.77%），相当于 2016 年全年营收 190.07 亿元的 2.28 倍，为公司后续业绩增长奠定了坚实基础。公司同期公告中标阿根廷 L'Amali Line 2-5800tpd 水泥生产线 EPC 项目，总金额约合 18.77 亿元人民币。

■**推出首次股票期权激励计划，有望提升公司盈利能力及管理效率：**6 月 24 日，公司公告自上市以来首次股票期权激励计划方案，拟向包括公司董事、高管及核心技术/管理骨干在内的不超过 498 人授予 1755 万份股票期权（约占公司总股本的 1%）。其中 8 名董事、高管获授 238 万份股票期权（占比约 13.56%），490 名核心骨干获授 1517 万份股票期权（占比约 86.44%）。推行激励计划将公司董事、高管及骨干的实际利益与公司发展进行绑定，有利于提升公司盈利能力及管理效率，助推公司业绩进一步提升。此次激励计划行权价格为 9.27 元，行权价格高于当前市价，体现出公司管理层对未来公司发展的强烈信心。设置行权条件为 2018—2020 年公司归母净利润复合增长率较 2016 年不低于 18%，ROE 分别不低于 8.9%/ 9.6%/ 10.3%，且上述指标不低于同行对标企业 75 分位值。我们认为推行股权激励计划能够有效绑定公司核心高管及骨干利益，同步公司发展与个人激励节奏，从而促进公司快速发展。

■**海外业务有望受惠于“一带一路”政策推进，新集团平台为公司提供有力支持：**公司为国际建材行业最具影响力的装备工程公司之一，中报显示截止 2017 年 6 月底，公司累计在 72 个境外国家承接了 206 条生产线，55 个粉磨站；近十年累计签订境外合同总金额逾 2000 亿元人民币，其中仅 2014-2016 年，公司海外订单覆盖“一带一路”沿线国家 22 个，合同额约 400 亿。水泥工程主业全球市场占有率连续 9 年保持世界第一。同时，公司积极参与“一带一路”沿线国家电力、能源、交通、民用建筑等多元化工程，成功获取 Dangote 集团炼油厂项目、伊拉克重油电站项目、东帝汶教堂、公路项目等“一带一路”沿线国家项目。在 2017 年 5 月“一带一路”峰会顺利召开的背景下，

我们预计未来“一带一路”沿线国家订单有望增多，且项目落地速度也有望提升，利好公司海外业务。此外，中材集团划转进入中建材集团已在2017年3月获得商务部反垄断局批准并已完成工商登记手续，公司作为原中材集团旗下上市平台，有望获得整合后更大的发展空间和机遇。

■环保业务上升趋势良好，安徽节源完成业绩承诺有望助推业绩提升：除了工程建设主营业务，公司也在大力推进节能环保业务并积极向环保生态领域渗透。2017H1及2016年全年环保业务分别实现营收3.55亿元（同比+44.73%）、5.57亿元（同比+11.31%），分别新签合同额13.49亿元（同比+69%）、17.53亿元（同比+107%），环保业务保持良好的上升趋势。公司于2015年完成对旗下环保平台安徽节源的收购，安徽节源承诺2015-2017年度三年累计归母净利润不低于3亿元。其中，2015年安徽节源实现归母净利润3911.53万元，2016年实现7439.87万元，前两年合计完成三年承诺归母净利润总额的38%。若安徽节源今年业绩能够提速完成其业绩承诺，将有望进一步推动公司环保业绩的提升。

■投资建议：我们预计公司2017年-2019年的收入增速分别为10.5%、12.0%、15.0%，净利润增速分别为31.3%、26.6%、17.0%，实现EPS分别为0.38元、0.48元、0.57元。首次覆盖给予增持-A的投资评级，6个月目标价为10.65元，相当于2017年28倍的动态市盈率。

■风险提示：宏观经济大幅波动，海外业务进展不及预期，工程进度不及预期，股权激励进展不及预期，安徽节源业绩表现不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	22,596.2	19,006.9	21,002.7	23,523.0	27,051.4
净利润	664.3	511.4	671.4	849.9	994.5
每股收益(元)	0.38	0.29	0.38	0.48	0.57
每股净资产(元)	3.67	3.91	4.21	4.49	4.90
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	22.6	29.4	22.4	17.7	15.1
市净率(倍)	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7
净利润率	2.9%	2.7%	3.2%	3.6%	3.7%
净资产收益率	10.3%	7.5%	9.1%	10.8%	11.6%
股息收益率	1.3%	1.0%	1.3%	1.7%	2.0%
ROIC	-65.7%	-56.4%	-24.0%	27.7%	-15.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

利润表						财务指标						
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
营业收入	22,596.2	19,006.9	21,002.7	23,523.0	27,051.4	成长性						
减:营业成本	20,157.9	16,680.7	18,209.3	20,382.7	23,399.5	营业收入增长率	-1.2%	-15.9%	10.5%	12.0%	15.0%	
营业税费	83.8	69.9	77.5	86.8	99.7	营业利润增长率	388.7%	-27.1%	43.9%	29.2%	17.6%	
销售费用	281.9	279.6	304.5	341.1	392.2	净利润增长率	347.8%	-23.0%	31.3%	26.6%	17.0%	
管理费用	1,331.4	1,370.8	1,313.6	1,517.9	1,796.2	EBITDA 增长率	89.7%	-20.3%	75.0%	10.7%	10.5%	
财务费用	-64.9	-125.2	201.6	112.3	87.1	EBIT 增长率	157.3%	-38.3%	132.2%	14.4%	13.6%	
资产减值损失	56.5	160.0	100.0	50.0	50.0	NOPLAT 增长率	754.5%	-39.5%	133.2%	14.4%	13.6%	
加:公允价值变动收益	-0.4	3.8	4.5	3.6	-3.9	投资资本增长率	-29.5%	447.7%	-199.3%	-303.1%	-116.8%	
投资和汇兑收益	15.2	-17.9	1.0	-0.6	-5.8	净资产增长率	51.1%	6.3%	7.4%	6.8%	8.8%	
营业利润	764.5	557.2	801.6	1,035.2	1,217.0	利润率						
加:营业外净收支	54.6	98.7	76.8	76.7	84.1	毛利率	10.8%	12.2%	13.3%	13.4%	13.5%	
利润总额	819.1	655.9	878.4	1,111.9	1,301.0	营业利润率	3.4%	2.9%	3.8%	4.4%	4.5%	
减:所得税	169.7	146.4	193.2	244.6	286.2	净利润率	2.9%	2.7%	3.2%	3.6%	3.7%	
净利润	664.3	511.4	671.4	849.9	994.5	EBITDA/营业收入	4.3%	4.1%	6.4%	6.4%	6.1%	
						EBIT/营业收入	3.1%	2.3%	4.8%	4.9%	4.8%	
资产负债表						运营效率						
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	31	38	30	23	16	
货币资金	8,920.1	10,122.5	10,501.3	13,981.2	13,525.7	流动营业资本周转天数	-51	-95	-47	-62	-63	
交易性金融资产	18.4	5.3	7.9	10.5	7.9	流动资产周转天数	356	429	414	424	421	
应收账款	4,265.1	3,998.5	3,864.3	5,222.9	5,556.6	应收账款周转天数	63	78	67	70	72	
应收票据	402.9	806.3	502.2	899.6	773.2	存货周转天数	84	93	83	86	87	
预付账款	3,546.5	2,462.8	5,474.7	2,836.5	6,553.9	总资产周转天数	427	534	505	495	479	
存货	5,652.9	4,169.7	5,497.2	5,680.7	7,330.5	投资资本周转天数	-11	-36	0	-26	-36	
其他流动资产	454.3	437.5	431.0	440.9	436.5	投资回报率						
可供出售金融资产	97.1	108.6	233.3	146.3	162.7	ROE	10.3%	7.5%	9.1%	10.8%	11.6%	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.3%	1.8%	2.2%	2.6%	2.6%	
长期股权投资	32.4	30.4	30.4	30.4	30.4	ROIC	-65.7%	-56.4%	-24.0%	27.7%	-15.5%	
投资性房地产	168.7	161.1	161.1	161.1	161.1	费用率						
固定资产	2,063.9	1,920.9	1,632.2	1,343.6	1,055.0	销售费用率	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	
在建工程	190.5	110.0	110.0	110.0	110.0	管理费用率	5.9%	7.2%	6.3%	6.5%	6.6%	
无形资产	860.0	794.1	735.3	676.6	617.8	财务费用率	-0.3%	-0.7%	1.0%	0.5%	0.3%	
其他非流动资产	1,862.2	2,672.1	1,935.4	2,022.9	2,164.1	三费/营业收入	6.9%	8.0%	8.7%	8.4%	8.4%	
资产总额	28,535.1	27,799.7	31,116.5	33,563.5	38,485.5	偿债能力						
短期债务	967.0	570.6	3,285.8	-	514.9	资产负债率	76.2%	74.0%	75.1%	75.3%	76.6%	
应付账款	6,822.7	7,095.2	5,352.6	9,289.0	8,153.8	负债权益比	320.0%	285.0%	301.2%	305.3%	326.9%	
应付票据	725.4	686.5	690.0	943.2	931.5	流动比率	1.16	1.18	1.40	1.20	1.54	
其他流动负债	11,495.7	10,236.5	9,420.6	14,020.7	12,569.4	速动比率	0.88	0.96	1.11	0.96	1.21	
长期借款	642.6	975.8	3,628.0	-	6,292.2	利息保障倍数	-10.78	-3.45	4.98	10.22	14.97	
其他非流动负债	1,087.6	1,015.1	982.8	1,028.5	1,008.8	分红指标						
负债总额	21,740.9	20,579.7	23,359.8	25,281.4	29,470.6	DPS(元)	0.11	0.09	0.11	0.15	0.17	
少数股东权益	348.4	366.2	379.9	397.3	417.6	分红比率	30.1%	30.2%	30.0%	30.0%	30.0%	
股本	1,169.5	1,754.3	1,754.3	1,754.3	1,754.3	股息收益率	1.3%	1.0%	1.3%	1.7%	2.0%	
留存收益	5,296.2	5,027.8	5,622.5	6,130.5	6,843.0							
股东权益	6,794.2	7,220.1	7,756.7	8,282.0	9,014.9							
						现金流量表						
							2015	2016	2017E	2018E	2019E	
							净利润	649.4	509.5	671.4	849.9	994.5
							加:折旧和摊销	305.5	418.5	347.4	347.4	347.4
							资产减值准备	56.5	160.0	-	-	-
							公允价值变动损失	0.4	-3.8	4.5	3.6	-3.9
							财务费用	113.6	128.2	201.6	112.3	87.1
							投资损失	-15.2	17.9	-1.0	0.6	5.8
							少数股东损益	-14.8	-1.9	13.7	17.3	20.3
							营运资金的变动	385.5	-831.7	-6,109.4	9,373.1	-8,165.3
							经营活动产生现金流量	1,965.2	2,399.9	-4,871.7	10,704.1	-6,714.0
							投资活动产生现金流量	-425.3	-144.5	-53.9	68.6	-33.7
							融资活动产生现金流量	266.7	-1,146.8	5,304.5	-7,292.9	6,292.2
							业绩和估值指标					
							EPS(元)	0.38	0.29	0.38	0.48	0.57
							BVPS(元)	3.67	3.91	4.21	4.49	4.90
							PE(X)	22.6	29.4	22.4	17.7	15.1
							PB(X)	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7
							P/FCF	26.0	6.5	-87.9	3.9	-676.3
							P/S	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
							EV/EBITDA	7.2	3.0	8.1	0.4	4.6
							CAGR(%)	10.1%	25.8%	130.8%	10.1%	25.8%
							PEG	2.2	1.1	0.2	1.7	0.6
							ROIC/WACC	-7.2	-6.2	-2.6	3.0	-1.7
							REP	1.6	0.1	-1.3	-0.0	-4.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王鑫、苏多永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034