

分析师 邵帅  
执业证书 S0110512080001  
电话 010-59366111  
邮件 [shaoshuai@sczq.com.cn](mailto:shaoshuai@sczq.com.cn)

研究助理 刁阳  
电话 010-59366179  
邮件 [diaoyang@sczq.com.cn](mailto:diaoyang@sczq.com.cn)

行业数据 2016/05/08

股票家数(家) 63  
总市值(亿元) 14074.72  
流通市值(亿元) 10793.94  
平均涨跌幅(%) 0.11  
每股收益(TTM, 元) 0.587

公司数据 2016/05/08

总市值(亿元) 16.85  
流通市值(亿元) 10.93  
总股本(亿股) 11.7  
流通股本(亿股) 10.93  
12个月价格区间 6.59~19.19

一年内股价走势



## 投资要点

■ **基本面状况良好。**财务方面：总资产稳步增长，成长性良好；货币资金占比逐步提高，资产流动性强。营收呈现一定的波动性，收入、利润质量高。账面资金充裕，长短期偿债能力均有保障；主要业务毛利率首次出现扭转，成本控制效果明显；股东回报显著增强，分红金额保持在30%以上(占归属股东净利润)，显示了较强盈利能力及较高的盈利质量。主要受资产减值大幅下降影响，公司利润近两年出现爆发式增长，业绩改善显著。

■ **布局多元化业务，加大国外市场拓展。**受国内水泥市场持续去库存影响，公司试水环保产业，2015年完成对安徽节源的股权收购。一方面借助于安徽节源的客户群可以将自身所擅长的粉磨系统节能改造、窑炉系统节能改造、烟气除尘设备制造、脱硫脱硝工程技术服务等迅速拓展到煤矿、电力、化工、煤气焦化、机械制造等多个行业；另一方面充分发挥中材国际三家大型工程设计研究院的工艺设计优势，以设计优化实现节能改造，弥补安徽节源在自身所服务行业中的不足。而对于EPC业务，则积极开拓海外市场，2015年新签合同中海外订单金额占比已突破90%。

■ **投资建议。**公司专业从事水泥技术装备及工程服务，是全球最大的水泥工程系统集成服务商之一，主要以EPC/EP模式开展国际业务，海外业务收入占比突破80%，行业龙头地位稳固。受国内水泥行业去产能影响，公司在立足主营业务的基础上积极推动多元化，收购了安徽节源环保科技有限公司和德国HAZEMAG公司，切入环保领域和矿山制造与销售等领域，同时积极开拓物流、矿业、电力、基础设施、民用建筑等业务，“1+N”产略雏形已现。节能环保产业是朝阳产业，行业发展空间巨大，预期未来公司该业务将呈现爆发式增长，同时由于其高毛利率，也将改善公司综合毛利率。此外，国内部分原有水泥生产线由于技术更新、设备老化和能耗等因素，存在一定的改造需求，有利于发挥公司作为行业龙头的专业技术优势。而对于国外业务，随着“亚投行”的贷款支持，“一带一路”沿线国家的基础设施投资建设有望持续加大，对水泥的需求也将持续上升，由于水泥存在销售半径制约，亚洲国家将建立自己的水泥生产线以满足自身供给，公司作为龙头企业将持续受益。此外，公司积极重视费用控制，连续3年三项费用占营收比重持续下降，显示出较强的国际业务管理能力。考虑到公司的强大技术储备，以及“一带一路”所带来的机会，预测2016/2017/2018年EPS分别为0.841/1.062/1.229元，对应目前股价的PE为11.02/8.73/7.54，给以“增持”评级。

■ **主要风险。**全球经济低迷，应收账款回收风险加大。

## 目录

1	公司概况.....	5
1.1	概况.....	5
1.2	对外股权投资增长迅速，主要控股子公司总体盈利大幅改善.....	5
1.2.1	流通股占绝对比重，限售股解禁压力小.....	5
1.2.2	股东户数展现微弱增长，持股集中度较高、变动较小.....	5
1.2.3	主要控股子公司 8 家，均为绝对控股；盈利大幅改善.....	6
1.2.4	对外股权投资增长迅速，多元化布局步伐加快.....	7
1.3	生产人员下降较快，技术人员上升明显，结构调整顺应行业变革.....	8
2	财务分析和业务分项分析.....	8
2.1	综述分析.....	8
2.1.1	财务报表分析.....	8
2.1.2	财务比率分析.....	10
2.2	业务分项分析.....	13
2.2.1	综合分析：两主营业务收入总体平稳，国外收入占比提高显著.....	13
2.2.2	水泥技术装备服务业务.....	14
2.2.3	多元化工程业务：加速布局环保、水务、采矿等，践行“1+N”战略.....	18
3	行业发展趋势分析.....	20
3.1	现有生产线产能利用率持续降低，新增产能同比下降较大.....	20
3.2	行业产能收缩迫使大型水泥企业海外建厂，推动装备和零部件输出.....	21
3.3	互联网逐渐改变装备采购模式，有望成为国际采购平台.....	21
3.4	亚投行正式开业运营，“一带一路”起航，对外工程承包将迎来暖风.....	22
3.5	汇率变化对款项结算形成重要影响.....	23
4	市场表现与投资价值分析.....	23
4.1	市场表现与估值情况(截至 5 月 9 日).....	23
4.2	公司业绩预估.....	24
4.3	投资建议.....	24
4.4	风险提示.....	24

## 图目录

图 1: 股东户数和户均持股数变化.....	6
图 2: 主要资产项变化.....	9
图 3: 两项主要业务的收入占比及增速.....	10
图 4: 收入与利润质量分析.....	10
图 5: 长短期偿债指标变化.....	11
图 6: 盈利模式示意.....	14
图 7: 盈利模式示意.....	15
图 8: 中材国际 EPC 整合平台.....	17
图 9: 美元兑人民币汇率中间价变化.....	23

## 表目录

表 1: 主要子公司盈利情况.....	6
表 2: 主要对外股权投资 .....	7
表 3: 员工构成变化 .....	8
表 4: 连续三年分红及占比情况.....	11
表 5: 应收账款坏账准备计提情况 .....	12
表 6: 成长能力变化 .....	13
表 7: 主要核心技术 .....	16
表 8: 近三年新签合同情况.....	17
表 9: 近两年主要签订合同.....	18
表 10: 主要业绩指标 .....	24
表 11: 财务预测数据(2016.5.9) .....	26
表 12: 财务预测数据续表(2016.5.9).....	27

# 1 公司概况

## 1.1 概况

中材国际工程股份有限公司最早由中国中材股份有限公司，中国建筑材料工业地质勘查中心、南京彤天科技实业有限责任公司、北京华恒创业投资有限公司、北京联天科技发展有限公司作为发起人，以发起方式设立的股份有限公司，成立时股本总额11000万元，注册地为江苏省南京市江宁开发区，总部办公地为北京朝阳区望京北路16号中材国际大厦。经多次股权转让，截止2015年底公司股本为11.7亿股，控股股东为中材股份公司，最终控制人为中国中材集团有限公司。2005年4月12日在上海证券交易所挂牌交易。

公司主营业务是水泥技术装备及工程服务，包括水泥生产线的工程设计、土建施工、设备制造与采购、机电设备安装、生产线调试以及备品备件与运营维护等，是目前全球水泥技术装备工程业最大的总承包商。此外，还致力于向节能环保、多元化工程、境外水泥投资等新产业领域拓展，通过并购安徽节源环保科技有限公司，新增节能环保综合服务业务，并在电力、矿业、建材等工业工程领域及基础设施、民用工程领域拓展，推动公司由专业工程服务商向综合服务工程商转型。水泥生产线土建与安装、机械设备制造与销售是最重要的两项业务，2015年年报显示两业务分别实现营收97.06亿元和123.2亿元，占比分别为42.96%和54.52%。

## 1.2 对外股权投资增长迅速，主要控股子公司总体盈利大幅改善

### 1.2.1 流通股占绝对比重，限售股解禁压力小

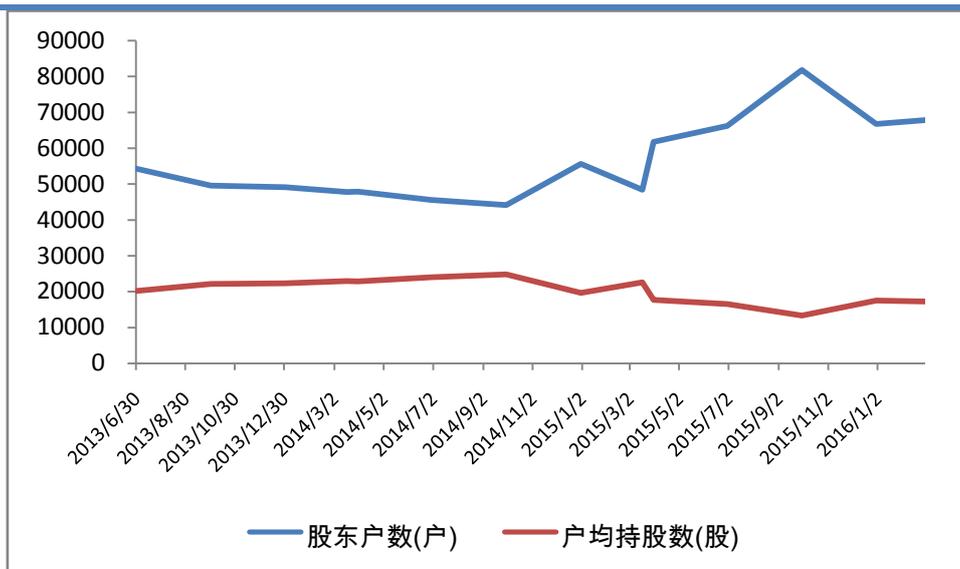
按照最新股本变动，当前公司总股本11.7亿股，其中流通股10.93亿股(占93%以上)，均为A股。限售股解禁对股价形成的预期压力较小。

### 1.2.2 股东户数展现微弱增长，持股集中度较高、变动较小

股东户数微弱增长。从2013年6月底到2015年9月底，总户数虽有波动但上升趋势明显。2015年9~12月，受到大盘多次下探影响，总户数下降18.4%，由8.17万户降至6.67万户。2016年随着证监会换帅及多项维稳政策出台，市场人气逐渐恢复，总户数小幅上升1.66%。

持股集中度高且变化较小。2015年3月底~12月底，前十大股东持股比例保持在53%~58%之间，持股相对集中且比例变动较小。

图 1：股东户数和户均持股数变化



资料来源：WIND、首创证券研发部整理

### 1.2.3 主要控股子公司 8 家，均为绝对控股；盈利大幅改善

主要子公司包括5家工程承包为主营的公司、2家装备制造公司以及1家物流贸易类公司。近三年子公司总体盈利大为改观，2013年合计亏损6893万元，2014年扭亏并实现盈利11708万元，2015年盈利暴增599.7%，实现81923万元。其中，业绩增长相对平稳的公司有中材建设、苏州中材建设和浙江中材工程设计研究院；增长突出的公司为天津水泥工业设计研究院；波动性较大的公司有中材装备集团和中材东方国际贸易有限公司；稳中有降的公司为成都建筑材料工业设计研究院。

表 1：主要子公司盈利情况

单位：万元

公司名称	主营业务	净利润 2013	净利润 2014	净利润 2015
中材装备集团有限公司	水泥装备制造与销售	22404.19	-10675.07	15381.22
成都建筑材料工业设计研究院有限公司	工程承包	5240.78	5085.17	4452.07
中材建设有限公司	工程承包	23914.17	21420.73	21412.46
中国中材东方国际贸易有限公司	贸易物流、工程承包	-75576.93	-24439.54	13392.06
苏州中材建设有限公司	工程承包	12366.92	15643.54	13642.54
浙江中材工程设计研究院有限公司	工程承包	1827.51	2002.39	2116.41
天津水泥工业设计研究院有限公司	工程承包	2930.13	2670.95	11536.08
德国 HAZEMAG 公司 (2015 年新并入)	装备制造	—	—	-2993.39
合计		-6893.23	11708.17	81932.84

资料来源：公司公告、首创证券研发部整理

### 1.2.4 对外股权投资增长迅速，多元化布局步伐加快

公司一直积极开拓新业务，以投资、并购、增资等方式布局多元化。2013~2015年分别投资6.63亿元、4.37亿元和14.96亿元，增幅分别为213.07%、-34%和241.9%，复合增速高达50.1%，占当年营收的比重分别为3.2%、1.9%和6.6%。

2015年成功完成德国Hazemag并购第二期交易安排，持有Hazemag59.09%股权，实现对该公司的控股，有助于公司向矿山机械装备工程业务领域的延伸；并收购安徽节源环保科技有限公司，完善了节能环保业务布局和产业链条。

表 2：主要对外股权投资

年份	投资事项	被投资公司主营	投资意图
2013	收购邯郸中材资产管理有限公司、成都水泥工业设计研究院有限公司、天津水泥工业设计研究院有限公司	生产线设计	完善设计业务
	设立并通过香港公司收购并增资持有印度水泥工程技术装备企业 LNVT 公司 68% 股权	装备制造	进军印度装备市场
	收购北京中科宏圣科贸有限公司	获得资产—— 中科大厦	获得资产
	设立沙特能源和基建承包有限责任公司	工程承包	工程承包
	设立南京中材检测技术有限公司	材料与工业过程的检测与分析	技术检测
2014	子公司中材装备集团设立了迪拜子公司	备件仓储业务	辐射中东及非洲区域水泥备件市场
	完成对德国 Hazemag& EPR GmbH 股权的第一期交割和增资	主要从事矿业破碎、分选、掘进等装备制造及销售业务	公司向矿山机械装备工程业务领域的延伸
2015	收购安徽节源环保科技有限公司	节能环保综合服务	进一步完善了节能环保业务布局和产业链条
	以自有资金和银行融资共计 5200 万欧元，完成并购德国 Hazemag 的第二期交易安排，两期交割完成后共计持有 Hazemag59.09% 股权，实现对 Hazemag 的控股	主要从事矿业破碎、分选、掘进等装备制造及销售业务	公司向矿山机械装备工程业务领域的延伸

资料来源：公司公告、首创证券研发部

### 1.3 生产人员下降较快，技术人员上升明显，结构调整顺应行业变革

近几年生产、销售、技术和工程核心员工总数基本不变，平均保持在8300左右，但结构有所变化。其中，生产人员逐年下降，由4626人下降至2827人，下降较快；销售人员总体下降，但变化较小；工程技术人员上升较快，占比由2013年的30.52%显著上升至2014年50%以上，并保持稳定。我们认为，在水泥行业去产能的过程中，生产线的新建将放缓，但与此同时出于产品升级需要，对生产线进行技术改造的需求将上升，因此对工程技术人员投入增加。公司积极顺应行业发展规律，缩减生产人员，增加技术类人才，结构调整步伐加快。

表 3：员工构成变化

单位：个

	2013年	占比	2014年	占比	2015年	占比	变化
生产人员	4626	44.61%	3105	31.10%	2827	27.78%	逐年下降
销售人员	433	4.18%	319	3.20%	350	3.44%	总体下降
工程技术人员	3165	30.52%	5007	50.15%	5170	50.80%	上升显著
合计	8224	79.31%	8431	84.45%	8347	82.02%	基本稳定

资料来源：公司公告、首创证券研发部

## 2 财务分析和业务分项分析

### 2.1 综述分析

#### 2.1.1 财务报表分析

**总资产稳步增长，成长性良好；收入呈现波动性，收入和利润质量高；**

**(1) 资产负债分析：总资产稳步增长，成长性良好；货币资金占比逐步提高，资产流动性强；预付账款大幅下降或因国内水泥装备需求下降影响**

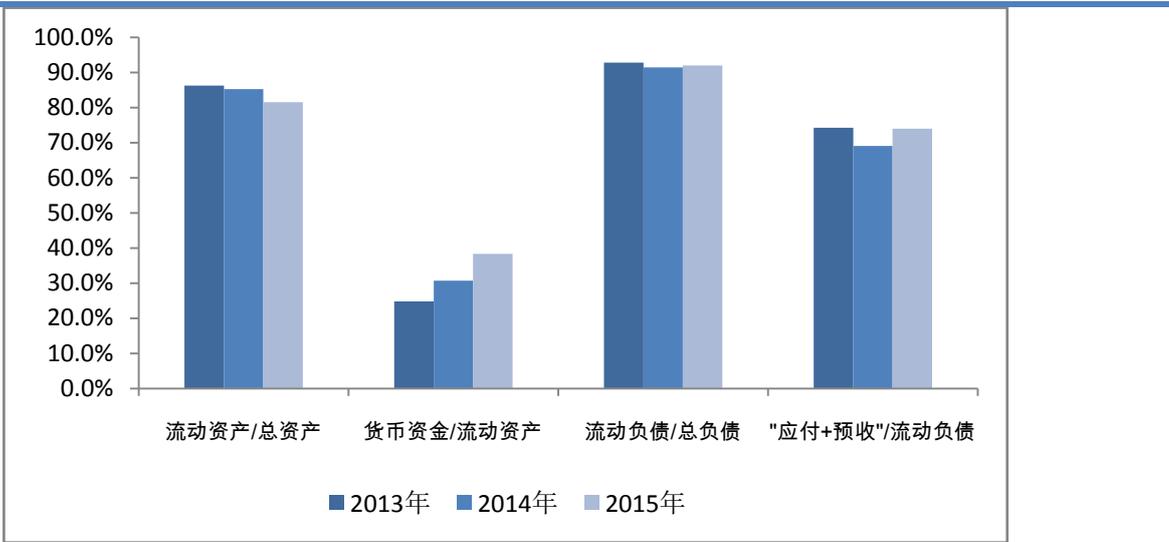
2013年、2014年和2015年总资产分别为236.74亿元、251.02亿元和285.35亿元，复合增速约为9.8%，成长性良好。流动资产连续3年占比在80%以上，但有所下降。由于在EPC模式下，工程设计决定着材料、设备采购数量和类型、施工量大小和设备安装任务。同时，在劳动力雇用上，由于以国际业务为主，尽管中方也进行劳务派遣，但大规模的劳务派遣不切实际，多是将工程分包给所在国承包公司并使用当地劳动力参与项目建设，因此这种“按需定产”（依据不同项目进行设计-采购-建设）的前端控制生产方式决定了公司无需自身拥有大量机械设备或厂房等，而是以设计和异地建造为主（EP类项目更无需参与建造），因此轻资产特征显著。

流动资产中，货币资金占比由2013年的24.7%显著上升到2015年的38.3%，

复合增速高达32.7%。存货项2015年较前两年显著提升，同比增长14.4%，其中已完工未结算资产占主要比重，随着款项的结算，预期形成一定收入。应收账款缓慢增长，2013年~2015年复合增速为4%。预付账款持续下降，2015年降幅高达30%。我们认为预付款的大幅下降或因国内水泥行业去产能过程中，下游企业对水泥生产线的需求下降，导致公司对材料、设备和服务的各项采购量缩减。

流动负债占总负债比重连续多年在90%以上，其中尤以应付账款和预收账款占比较高(二者合计占比在65%左右，且预收平均是应付1.31倍)。预收款高企反映出公司的业务拓展情况乐观。

图 2：主要资产项变化



资料来源：公司官网、首创证券研发部

**(2)利润表分析：营收呈现一定的波动性；收入和利润质量高**

营业收入呈现一定的波动性，从近五年的数据看，平均保持在225亿元左右。结构方面，机械设备制造与安装业务产生的收入占比较高，平均保持在53%左右，也呈现一定的波动性；其次为水泥生产线的土建与安装，但从近三年数据看，该业务占比逐渐下降，由2013年的47.2%下降为2015年的42.9%。公司设备制造业务主要是水泥生产线的非标准设备，一部分用于国外EPC工程，还有一部分用于国内水泥制造商的供应；而水泥生产线土建和安装业务，由于国内水泥需求市场下降，新设备需求低，仍然以国外项目为主，国内项目主要以节能化改造为主。

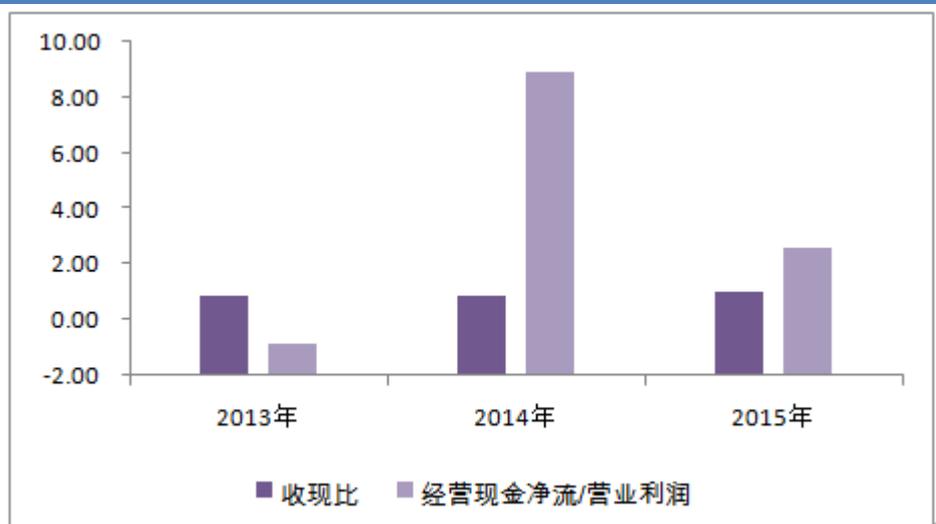
图 3：两项主要业务的收入占比及增速



资料来源：WIND、首创证券研发部

营收和利润质量高。2013年、2014年和2015年“收现比”分别为0.9、0.89和0.99，营收质量高。利润质量方面，2013年经营活动收不抵支，亏损0.88亿元，2014和2015年经营性现金净流分别为当年营业利润的8.95倍和2.57倍，总体而言，利润质量高。

图 4：收入与利润质量分析



资料来源：WIND、首创证券研发部

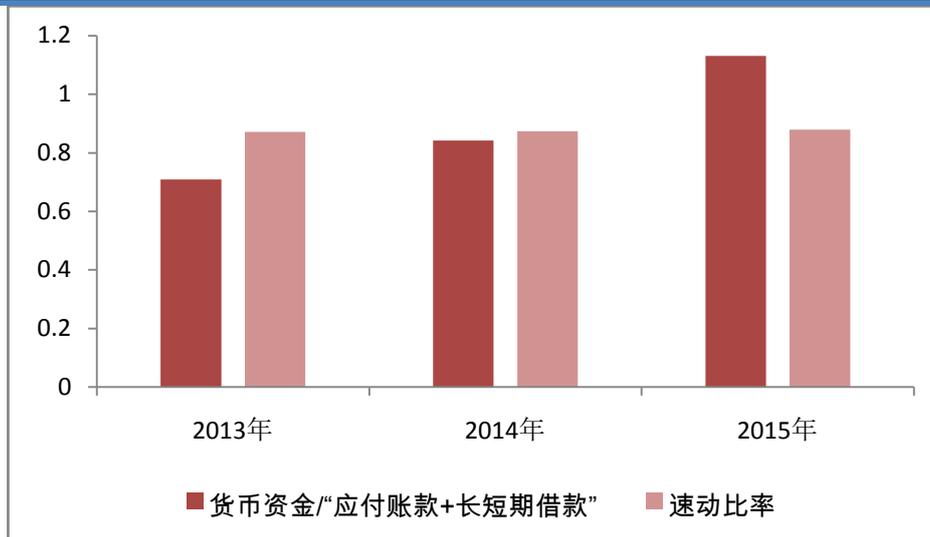
## 2.1.2 财务比率分析

偿债能力强，盈利能力略有改善，股东回报明显增强；EPS改善明显

(1)偿债能力：账面资金充裕，长短期偿债能力均有保障

近三年速动比率高于0.85，短期偿债能力强。长期来看，2011年~2015年间，仅有2013和2014年出现过利息支出超过利息收入的情况，且经计算，这两年的利息保障倍数为4.12和2.35，说明公司具备较强的偿债能力。从资产负债项看，近三年公司“货币资金/(应付账款+长短期借款)”分别为0.71倍、0.84倍和1.13倍，比率超过0.5且逐渐增长，也反映出长短期借款还款无忧。

图 5：长短期偿债指标变化



资料来源：WIND、首创证券研发部

### (2) 盈利能力：主要业务毛利率首次出现扭转，竞争力有所增强；股东回报显著增强

2013年、2014和2015年综合毛利率为13.08%、10.59%和10.79%，总体有所下降。其中，占收入绝对比重的水泥技术装备及工程服务业务2015年毛利率实现10.6%，自2011年以来持续下滑的趋势首次得以扭转。

股东回报显著增强，2013~2015年平均净资产收益率(ROE)分别为2.02%、3.4%和12.2%，单位投入回报显著增强。

利润分红侧面反映出公司的盈利能力。年报显示，公司2013~2015年分红金额保持在30%以上的占比(占归属股东净利润)，显示了较强盈利能力及较高的盈利质量。

表 4：连续三年分红及占比情况

年份	现金分红(万元)	占归属股东净利润
2015年	19998.54	30.11%
2014年	4482.52	30.22%
2013年	2733.24	30.59%

资料来源：公司公告、首创证券研发部

### (3) 成长能力：受成本下降和资产减值影响，主要指标出现显著改善

自2011年起，公司利润持续下滑，到2014年利润总额累计下滑141.28%，但2015年出现突变，总利润暴增250.69%。受利润大幅增长影响，EPS和归属净利润在2014年出现改善，分别增长75%和64.47%，2015年暴增328.57%和347.82%，显著改善。

2015年利润大幅改善主因是资产减值损失大幅下降4.68亿元所致(母公司损失减少1.7亿元，子公司合计减少约2.99亿元)。

我们对影响利润的资产减值损失的所有项进行分析发现，其中的坏账损失变化较大。2013~2015年坏账损失逐年缩小，分别为8.77亿元、3.8亿元和0.25亿元，呈现大幅改善。我们仔细分析发现，坏账损失中“单项金额重大并单独计提坏账准备”的项目的计提比例自2012年起出现大幅提升，2012年~2015年计提比例分别为42.93%、73.5%、88.63%和81.46%。原因是旗下二级子公司东方贸易出现经营困难(钢贸业务停止)，以及扬州中材暂停经营所导致的合同预期坏账率增大所致。尽管减值损失变化对账面利润形成较大幅度影响，但我们认为，公司采取极为审慎的原则对坏账损失进行充分准备反映出较强的风险控制意识。2015年业绩回升充分考虑了坏账损失的风险因素。

表 5：应收账款坏账准备计提情况

年份	单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款	坏账准备	计提比例	上一年计提比例	上一年计提金额	该准备占当年全部坏账准备的比重	计提原因
2012	3.43 亿元	1.47 亿元	42.93%	10.98%	0.12 亿元	21.83%	二级子公司东方贸易从事钢贸贸易业务，因客户资金紧张无法按期支付货款，东方贸易通过资产评估估计坏账准备
2013	8.97 亿元	6.59 亿元	73.50%	43.93%	1.47 亿元	18.80%	二级子公司东方贸易停止钢贸业务，清理相关合同后，根据客户及责任方支付能力等计提的坏账准备
2014	8.18 亿元	7.25 亿元	88.63%	73.50%	6.59 亿元	17.45%	东方贸易本期清理合同并计提坏账准备，以及三级子公司扬州中材本年暂停经营并根据合同情况计提坏账准备
2015	8.5 亿元	6.92 亿元	81.46%	88.63%	7.25 亿元	16.18%	东方贸易本期清理合同并计提坏账准备，以及三级子公司扬州中材机器制造有限公司破产申请已受法院受理并指定管理人，不再纳入合并范围，预计无法收回应收款，全额计提坏账准备

资料来源：公司公告、首创证券研发部

表 6：成长能力变化

报告期	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年
<b>同比增长率</b>				
每股收益-基本(%)	328.57	75.00	-88.24	-51.05
每股收益-稀释(%)	328.57	75.00	-88.24	-51.05
每股经营活动产生的现金流量净额(%)	31.32	866.69	-115.99	133.13
营业总收入同比增长率(%)	-1.17	10.29	-2.44	-17.56
营业收入同比增长率(%)	-1.17	10.29	-2.44	-17.56
营业利润(%)	388.71	-24.59	-78.96	-46.46
利润总额(%)	250.69	-25.54	-69.45	-46.29
归属母公司股东的净利润(%)	347.82	64.47	-88.07	-51.33
归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益(%)	398.50	483.50	-103.57	-51.68
经营活动产生的现金流量净额(%)	40.47	866.52	-116.16	139.36
净资产收益率(摊薄)(%)	208.64	57.80	-86.96	-50.29
<b>相对年初增长率</b>				
每股净资产(%)	35.64	3.98	-6.16	-13.60
资产总计(%)	13.68	4.92	10.32	8.57
归属母公司的股东权益(%)	45.09	4.23	-8.46	-2.08

资料来源：WIND、首创证券研发部

## 2.2 业务分项分析

宏观分析：金融危机后世界经济已进入“低增长、低利率、低通胀”时代，2016年的全球经济增长仍然延续温和复苏的态势，IMF对2016年全球经济增长给出了3.6%的预测，较2015年增长0.5个百分点。尽管全球经济呈现复苏状态，但新兴经济体由于内部结构性矛盾难以化解，仍然存在下行压力；加之美元加息预期等不确定影响，或将加速其它国家的资金流出，货币政策调控艰难。由于公司订单主要来自亚非等国，在周期性压力下，预期未来新增业务不会有大幅增长，而是保持温和上升。

### 2.2.1 综合分析：两主营业务收入总体平稳，国外收入占比提高显著

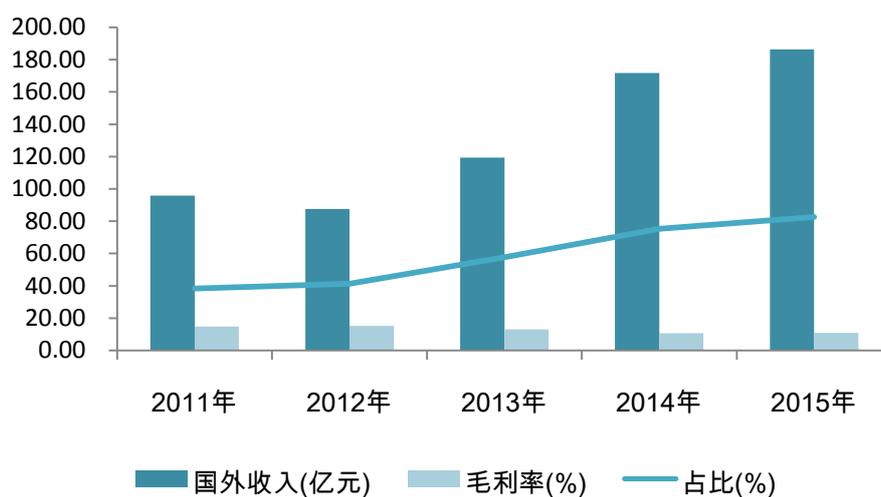
营收占比分析。水泥生产线土建与安装、机械设备制造与销售两项业务是占比最高的两项业务，合计占比在96%左右；前者占比在43%左右，相对较低。

营收增速分析。机械设备制造与销售业务收入2012年起稳步增长，到2014年达到高峰，2015年略有下降。2012~2015年复合增速为8.69%；水泥生产线业务总体呈现波动特性，平均保持在96亿元左右。

毛利率分析。水泥技术装备及工程服务主业毛利率实现10.6%，自2011年以来持续下滑的趋势首次得以扭转。

内外收入分析。来自国外的营收占绝对比重，且近三年收入逐渐增长；而国内业务受水泥行业去产能影响，近年来下降明显。由于去产能是一个长期过程，我们预测国内业务未来两年仍逐步下降；与此同时，在“一带一路”和政府对企业“走出去”进行大力推动的背景下，来自国外的营收将呈现快速增长。国外收入占比提升的原因，也与国内业务需求下降高度相关。

图 6：盈利模式示意



资料来源：WIND 首创证券研发部

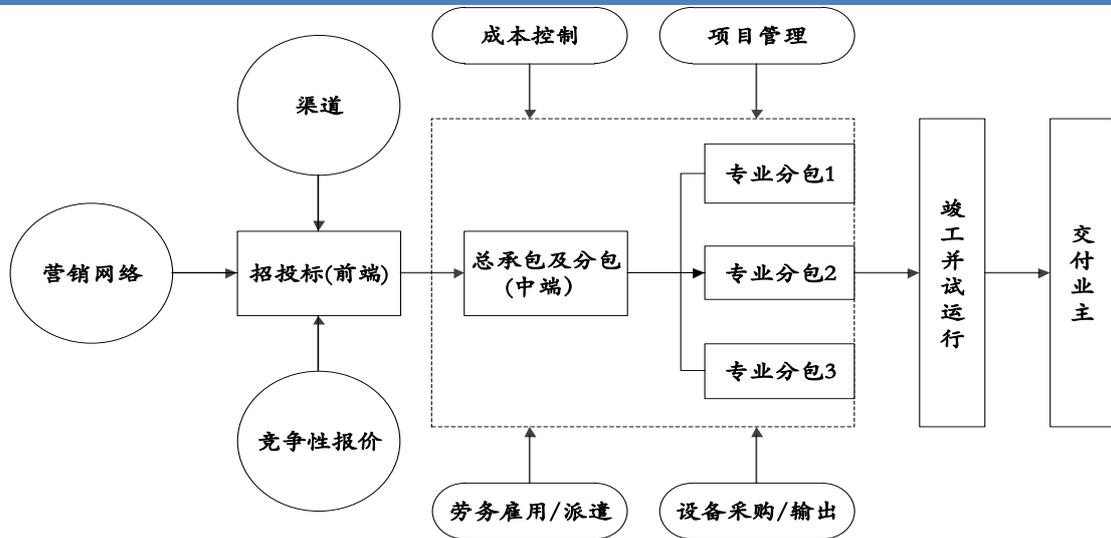
## 2.2.2 水泥技术装备服务业务

**盈利模式：**项目开展采用EPC/EP模式承接大型干法水泥生产线建设和技改等，以EPC/EP为载体带动研发设计、施工安装、装备制造和采购业务走出去，是目前全球水泥技术装备工程业最大的总承包商。

EPC (Engineering Procurement Construction) 是指一个总承包商或联合体与业主签订承揽合同，并按合同约定对整个工程项目的设计、采购、施工和试运行等工作进行承包，并对工程的安全、质量、进度和造价全面负责，工程验收合格后向业主移交。该模式的优越性体现甲方可以从工程繁杂的具体工作中解脱出来，集中精力投入到生产准备、人员配置、技术培训以及制度制定等方面。

水泥生产线的EPC流程包括如下几点：(1)总包商选择项目经理和成员，组成EPC项目管理团队；(2)勘察项目现场及周边环境，包括周边物材、用工价格，特别是厂区地质的工程勘察；(3)依据项目建议书等编制可行性研究报告，开展初步设计工作；(4)组织开展水泥熟料生产线EPC总承包项目的投标；(5)与项目业主签订EPC总承包合同；(6)办理可行性研究报告、土地征用、环保、消防等手续审批工作，并组织施工图设计；(7)组织水泥生产线土建施工、设备安装和设备材料的招投标，定标后与设备供应商、分包商签订详细的合同；(8)负责或协助办理开工报告、建设工程规划许可证、施工许可证、施工图审查等手续；(9)对工程建设实施全过程管理，核实完工量并提出拨款意见，审核工程签证；(10)组织设备安装及调试，组织工程中间验收和交工验收，编制工程决算，负责竣工及技术资料汇编，进行EPC总承包项目整体交接。

图 7：盈利模式示意



资料来源：首创证券研发部

**核心优势：科研技术实力强劲、产业链整合实现一条龙服务**

——已经实现了新型干法煅烧技术升级，预热预分解系统具有阻力小、分解率高、对燃料适应性强、抗堵塞性能好、操作灵活、生产可靠、可协同处置废弃物等一系列技术特点，并配套应用于700t/d~12000t/d各种规模熟料生产线上；熟料冷却技术以其独特的动态换热方式提高了换热效率，节省了系统能耗；粉磨技术以料床粉磨的辊式磨和辊压机为核心，强化对材料的适应能力，降低电耗并保证产品质量，已实现了从生料到水泥的全过程配套；在水泥窑协同处置废弃物方面，坚持以集成化处置为目标，增强水泥系统对不同状态废弃物的适应性，既保证水泥产品质量，又能合理安全的处置废弃物，极大提升了水泥窑的环保功效；在应对特殊原燃料方面(如电石渣、白垩原料及高硫燃料等)，公司具有自己专有的技术及装备，可适应不同条件的资源变化。2010~2015年间拥有有效专利424项、获奖项目218项、各类科研成果鉴定奖52项。

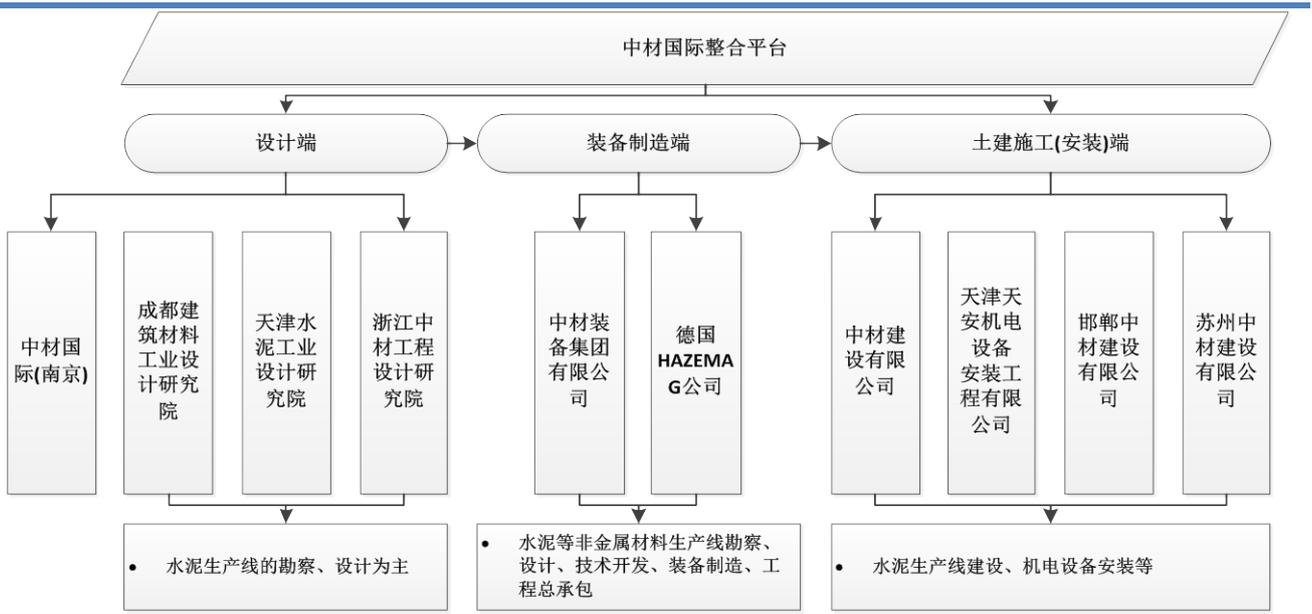
表 7：主要核心技术

技术名称	说明
新型干法水泥制造技术	可建设 700~12000t/d 级新型干法水泥生产线，并根据不同的建设条件进行装备配套
料床粉磨技术	包括粉料制备技术、原料分别粉磨技术、混合破碎技术
白垩制水泥技术	针对白垩原料粒度细、粘度大、水分高以及常常伴生硬质杂质等特点，按照新型干法预热预分解技术煅烧水泥熟料要求，将生料烘干制备、预热预分解和熟料煅烧工艺系统结合，有效处理白垩配料的特性需求，降低白垩生产水泥熟料能耗，减少污染物排放，同时也能实现生产规模大型化。
电石渣制水泥技术	技术将立足于利用水泥系统最大生产能力处置电石渣，实现规模化应用，保证系统运转率，有效合理利用热能，实现系统最佳技术经济指标，并与电石法乙炔生产系统配套，满足项目建设的要求，已先后为十余条生产线提供了电石渣制水泥生产技术
白水泥生产技术	荣获第二届节能中国十大新技术应用奖，2008 年承包了阿尔博安庆白水泥有限公司的白水泥生产线，白水泥熟料年产量为 40 万吨，白水泥产量可达 60 万吨，为全球能力最大的生产线之一。该生产线 2009 年 11 月建成投产，2011 年 8 月业主正式签发了最终验收证书。
环保技术	水泥窑炉烟气脱硝；水泥生产线废气脱硫；水泥矿山节能减排；燃煤催化技术
石膏制硫酸联产水泥技术	已经完全掌握石膏制硫酸联产水泥技术，并形成了自己独特的技术特点
水泥窑协同处置废弃物技术	研发了多相态多品种的废弃物集中处置技术和装备，具有流程结构合理，适应性及可控性强的特点，对于水泥窑协同处置城市生活垃圾及城镇污水厂污泥也能适合现代水泥厂利废需求
新材料技术	包括废玻璃制微晶玻璃、浮力补偿材料

资料来源：WIND、首创证券研发部

——拥有完整的从水泥工程设计、技术装备研发、装备制造、装备成套与供货、土建施工、设备安装到生产线调试并实现正常稳定运行的全过程系统集成服务能力。公司旗下有多家水泥专业甲级设计研究院、工程建设公司、装备制造公司，这些子公司是公司实施EPC的基础。其中，专业工程建设类公司包括：中材建设有限公司、苏州中材建设有限公司、邯郸中材建设有限公司；旗下天津院有限公司、中材国际（南京）、成都院有限是行业内成立最早、实力雄厚、声誉卓著的三家国家甲级设计研究院。公司通过对内外资源加以整合，形成了极具竞争力的总承包模式，并在工程质量、工期、费用的控制方面具有明显优势。

图 8：中材国际 EPC 整合平台



资料来源 WIND 首创证券研发部

**合同签订：**2012年、2013年和2014年新签合同分别为320亿元、273亿元和315亿元，总体有所下降；新签海外合同分别为231亿元、217亿元和285亿元，复合增速为11.07%，增长较快。从占比情况来看，海外订单占比逐渐增加，由2013年的72.2%上升到2015年的91%，国际化突围进一步加强。市场方面，主要聚焦于非洲、亚洲和中东地区，基础设施改善需求旺盛。

表 8：近三年新签合同情况

单位：亿元

	当年新签合同	同比	新签海外合同	同比	海外合同占比	市场分布
2013年	320	33%	231	67%	72.2%	非洲，中东，东南亚，中亚，南亚，西欧
2014年	273	-14.7%	217	-6%	79.4%	
2015年	315	15%	285	31%	91%	

资料来源：公司公告、首创证券研发部

表 9：近两年主要签订合同

时间	事项	服务内容	金额
2015.10.22	浙江中材工程设计研究院有限公司与尼日利亚 Ibeto Cement Company Limited 签订了《日产 6000 吨熟料水泥生产线及自备电站的总承包合同》	一条日产 6000 吨熟料的水泥生产线以及一座 45MW 自备电站	3.86 亿美元
2015.8.28	公司与尼日利亚 Dangote Cement Plc 公司的附属公司 Dangote Cement Nepal Pvt Ltd, Dangote Cement (Ethiopia) Plc, Dangote Cement Niger SA, Dangote Industries Zambia Ltd, Dangote Cement Senegal SA, Dangote Cement Kenya Ltd, Dangote Cement Cameroon SA, Dangote Cement Mali SA 合计签订了 9 个新建水泥工程项目的总承包合同	新建水泥工程	14.87 亿美元
2015.6.25	公司中材建设有限公司与阿尔及利亚 BISKRIA 水泥公司签订《阿尔及利亚 BISKRIA 两条日产 6000 吨熟料的水泥生产线总承包合同》	两条日产 6000 吨熟料的水泥生产线	2.67 亿美元
2014.7.10	成都建筑材料工业设计研究院有限公司与阿拉伯埃及共和国国防部装备局签订《埃及国防部两条日产 5775 吨水泥扩建生产线设计、供货、施工、安装和调试交钥匙工程合同》	在业主现有两条生产线的基础上扩建两条日产 5775 吨水泥生产线	2.7 亿欧元
2014.4.29	中材建设有限公司与阿尔及利亚 SPA CILAS 公司 (Ciment LAFARGE SOUAKRI) 签订了《阿尔及利亚 BISKRA 日产 5000 吨熟料的水泥生产线总承包合同》	一条日产 5000 吨熟料的水泥生产线	1.92 亿欧元

资料来源：公司公告、首创证券研发部

### 2.2.3 多元化工程业务：加速布局环保、水务、采矿等，践行“1+N”战略

公司积极布局业务多元化，2015年新增3家二级子公司：海外工程北京公司、德国HAZEMAG公司、安徽节源公司；新增4家三级子公司：嘉兴中材新材料有限公司、CITEC印度尼西亚工程公司、安徽新能融创节能设备有限公司、京能环保设计工程有限公司。其中，非同一控制下实现合并德国HAZEMAG公司和安徽节源公司。其中，安徽节源主要业务为节能环保，德国Hazemag公司主要从事矿业破碎、分选、掘进等装备制造、销售业务，本次并购有助于公司向矿山机械装备工程业务领域的延伸。

安徽节源环保主要业务包括工业固废、危废、废水、污泥、垃圾处理，烟气脱硫脱硝改造；电机系统节能、工业锅炉（炉窑）节能、余能余热利用、企业能源管理中心建设等，自成立以来先后在安徽、湖南、江苏、河南、河北、新疆等省份为逾百家高耗能、高污染企业成功实施节能环保改造项目，综合毛利率为46.73%。2013、2014年，安徽节源对前五大客户销售收入占比分别为63.74%和77.96%，主要销售客户为阜阳华润电力有限公司、淮北矿业股份有限公司袁店二井煤矿、临涣焦化股份有限公司、淮北矿业相山水泥有限责任公司、安徽省阜南县新天化工股份有限公司、怀宁上峰水泥股份有限公司等，客户集中度相对较高。从已承接项目看，2015年新签8个固体废弃物、工业危险废弃物及污泥处置项目，总计1.73亿元。

公司并购安徽节源并非从无到有，而是如虎添翼。节能方面，中材国际在粉磨、窑炉、传输、破碎等工业装备系统能耗降低的研究及相关节能技改方面具备较强的竞争力；环保方面，公司在大气污染治理、固体废弃物处置领域已具有一定的行业影响力，具体包括以袋除尘、电除尘为主的工业粉尘处理装备制造及工程技术服务业务，利用水泥窑协同处置城市生活垃圾、污泥、危险废弃物、污染土业务，工业尾矿处理、废渣循环利用业务，脱硫脱硝工程技术服务业务等。上述节能环保业务年营业收入已超过7亿元，初步具备产业规模。此次并购安徽节源后，将在以下方面形成利好：其一是借助于安徽节源的服务客户群，将自身所擅长的粉磨系统节能改造、窑炉系统节能改造、烟气除尘设备制造、脱硫脱硝工程技术服务等迅速拓展到煤矿、电力、化工、煤气焦化、机械制造和有色金属等多个行业，业务领域进一步扩展；其二是充分发挥中材国际三家大型工程设计研究院的强大工艺设计优势，以设计优化实现节能改造，有效弥补安徽节源在自身所服务行业中的不足；其三是品牌延伸性，将安徽节源在环保领域的良好商业口碑延伸至母公司已有环保领域，利于提升上市公司加快业务结构调整、强化持续发展能力。

从市场空间看，节能环保产业市场空间较大，业务领域众多，是国家政策大力扶持的朝阳产业。目前，我国工业固体废物年产生量约32.3亿吨，城市生活垃圾年清运量约1.71亿吨，但由于我国废弃物处置能力相对不足，大量固体废物未得到及时有效的处理处置。我们认为，在水泥行业整体新增产能收缩的背景下，公司积极布局产业前景广阔的环保产业，除了能够发挥技术优势外，其EPC的工程承包经验也得以继续发挥优势，无疑将为公司的业绩增长注入新的动能。除了环保产业外，公司还积极开拓物流、矿业、电力、基础设施、民用建筑等领域，本年新签矿山运营合同、供水合同、变电站合同总计6.58亿元。“1+N”战略布局效果明显。

### 3 行业发展趋势分析

#### 3.1 现有生产线产能利用率持续降低，新增产能同比下降较大

水泥行业产能过剩，政府一方面控制新增产能，另一方面通过行政手段和市场手段不断淘汰落后产能，迫使部分缺少竞争力的小企业退出。2015年，固定资产投资和房地产投资增速均回落，水泥市场需求显著下降，全国产量为23.48亿吨，同比减少4.9%；受竞争影响，水泥价格下降，行业盈利大幅回落，行业利润总额约330亿元，同比下降57%，全国水泥企业3392家整体亏损面达到34%。受此影响，水泥装备需求下降，现有产能利用率持续降低。根据水泥协会统计，2015年全国水泥产能利用率低至67%，同比下滑5个百分点，新增熟料产能已经连续三年递减，导致国内水泥装备工程市场滑坡严重。

据中国水泥协会统计，2014年全国新增投产水泥熟料生产线共有54条，合计年度新增熟料产能7030万吨，比2013年减少2400万吨，同比下降25%；新增54条熟料生产线中，日产5000吨以上熟料生产线31条；日产4000吨4条，日产2500~4000吨17条，日产2000吨2条。平均规模达到日产4200吨；分区域看，主要集中在贵州和云南两地，两省合计新增超过2500万吨，占新增总量的36%。可以预计，未来新增产能仍主要居聚焦于中西部省份。

另外，旧的生产线改造也存在一定市场。生产线投入使用后，随着新技术的涌现以及原有生产线的折旧等，部分生产部件需要更新改造，包括分解炉改造(如扩大分解炉容积)、增设分解炉-C5旋风筒管道(如更换C5旋风筒蜗壳)、改造分解炉与三次风管接口、预热器部分改造、更换各级上升风管上撒料箱、处理漏风点、检修各级锁风阀以及窑头窑尾燃烧器改造等等。公司作为水泥装备行业龙头，研发实力强劲，技术改造市场将大有可为。

### 3.2 行业产能收缩迫使大型水泥企业海外建厂，推动装备和零部件输出

由于水泥存在一定的销售半径(公路为200公里、铁路为500公里)和低库存特征(一般情况下水泥的库存维系时间为一个星期，水泥熟料的库存维系时间为半个月)，因此，大范围的水泥海外运输和销售(除相邻国家外)并不现实(除非类似海螺水泥这样的大型集团)，而建立海外生产线将成为比较实际的供应当地水泥需求的方式。在我国水泥行业去产能的过程中，除了业内的收购兼并外，走出去将成为不二之选择。国际承包商，大型水泥集团均开始了海外建厂探索。2007年5月17日，由中材集团旗下的中国建材装备有限公司和成都建筑材料工业设计研究院有限公司联合总承包的我国首条在海外承包建设的日产万吨水泥熟料生产线在阿拉伯联合酋长国正式投入运营，是我国最先以工程总承包形式在国外签约建设的日产万吨级水泥熟料生产线，也是在海外最先建成投入运营的万吨级水泥生产线。从2009年开始冀东集团、同力水泥、华新水泥、海螺水泥等国内大型水泥企业开始走出国门，正式拉开了海外投资建厂试水的帷幕，步入“海外投资建厂”的阶段。尽管从目前看，我国的水泥企业在海外投资尚处于起步阶段，各方面的经验和资源并不十分充足，面临着多种严重的挑战和风险，但走出去是一个大趋势。我们认为这种趋势将在未来5年内持续推进，从而推动装备和零部件出口，以及工程施工的开展。

### 3.3 互联网逐渐改变装备采购模式，有望成为国际采购平台

2014年中国电子商务市场交易规模12.3万亿元，同比增长21.3%；其中，B2B电子商务市场占比超80%，中小企业B2B电商市场营收增长超30%，以京东、淘宝为首的消费互联网大局已定，以找钢网、我的钢铁网为首的产业互联网正慢慢地风生水起，改变各个工业行业。中国水泥备件网经过四年的电商运营，总计促成了价值约300亿元的备品备件交易，涵盖了国内40%水泥生产线的备件采购。我们认为，在“互联网+水泥”的大趋势下，水泥备件的网上采购数量和种类有望进一步扩大，将有效推动国内水泥装备的采购；同时，随着我国企业走出去，水泥备件网的国际化也将得到应用，未来有望成为一个国际化采购平台。

### 3.4 “亚投行”正式开业运营，“一带一路”起航，对外工程承包将迎来暖风

亚洲基础设施投资银行于2016年1月16日正式开业。旨在帮助发展中国家在实施国家发展计划上提供金融支持，包括电力、水和电信等基础设施领域提供贷款和技术咨询。中国的股本金占亚投行总股本金30.34%，首笔11.91亿美元股本金已缴付到位。在贷款资金方面，首任行长金立群曾预计第一个5-6年，亚投行每年可能放贷100亿-150亿美元左右，而今年作为起步年，可能会发放15亿-20亿美元的贷款。从地域及需求迫切度来看，中亚和南亚、东南亚分别位于丝绸之路和海上丝绸之路的关键地带，而且该区域内的国家对于基础设施建设的需求也十分庞大，上述地区很有可能成为亚投行首笔投资项目的目的地。能源、交通、农村发展、城市发展、物流等“基础中的基础”领域将是“亚投行”成立后基建项目的优先选项。

2015年，我国企业在“一带一路”相关的60个国家新签对外承包工程项目合同3987份，新签合同额926.4亿美元；完成营业额692.6亿美元。国际产能和装备制造合作快速发展，取得积极成效。我国企业在交通运输、电力、通讯等优势产业对外直接投资累计约116.6亿美元，同比增长80.2%。装备制造业对外直接投资70.4亿美元，同比增长154.2%。同期，大型成套设备出口额同比增长10%。

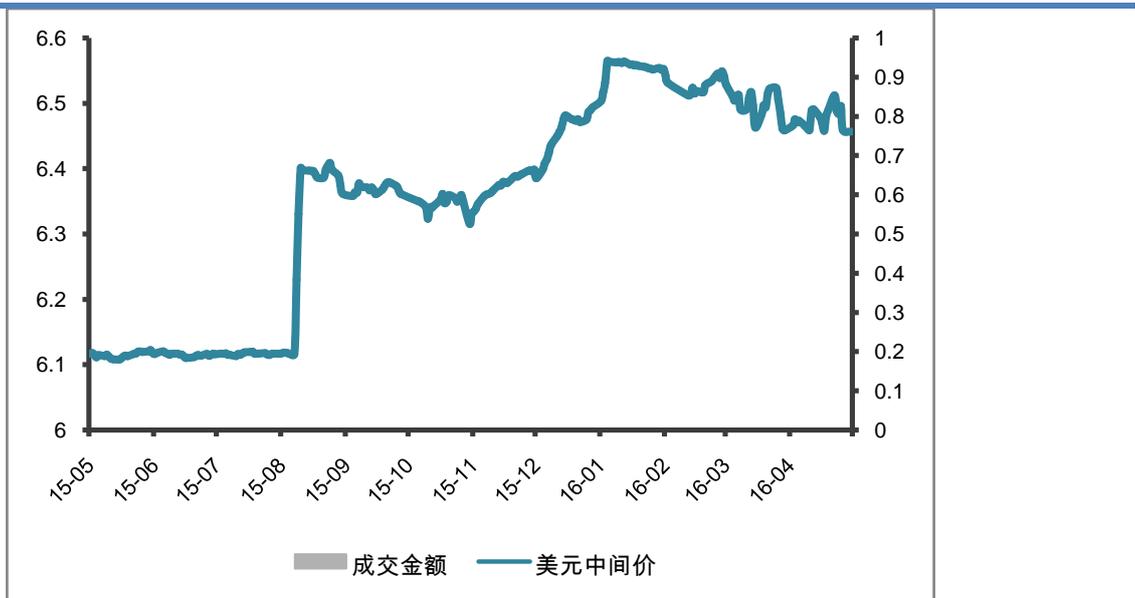
我们认为，“亚投行”成立后，将根据成员国提交的项目库进行项目评估、选择，并进行贷款支持。尽管从功能上看“亚投行”只是一个贷款机构，但从项目的建设角度，这些亚洲国家普遍存在技术实力薄弱，设备和原材料投入不足的问题，特别是在万吨级以上水泥生产线的配置上部分国家和地区还处于空白。我国水泥装备行业技术积淀丰厚，技术成熟，在工程招标和产能输出方面具有成本和技术优越性。作为由我国主导的银行系，未来有望在“一带一路”建设中推动相关产业输出，完成企业对接，实现技术和服务输出。

2014年全球经济总量(不变价)为58.1万亿美元，2015年实际同比增速为3.09%，测算2015年全球经济总量为59.89万亿美元，按照60%的占比匡算，“一带一路”国家2015年GDP大致在35.93万亿美元。IMF对2016年全球经济增长给出了3.6%的预测，根据之前的分析，“一带一路”国家的整体增速低于3.6%，我们粗略假设为2.5%，匡算2016年“一带一路”国家整体的经济量在37.2万亿美元左右。由于这些国家总体仍处于投资拉动的发展模式中，我们给出60%的投资贡献，再按照90%左右的总投资与投资贡献之间的关系，可大致测算出2016年“一带一路”国家固定资产投资总额在24.8万亿美元。假设其中的基建和地产投资占比为40%(消耗水泥领域)，则仅2016年在基建和房建领域的投资总额将达到9.92万亿美元，市场需求庞大。

### 3.5 汇率变化对款项结算形成重要影响

美元兑人民币中间价自2015年8月起突然跳跃式上浮，达到6.229元，之后持续上升，截至2016年1月8日增长到6.563元，之后振荡近期到6.458元，人民币兑美元汇率中间价继续小幅上涨，未来的汇率或仍将以震荡为主。由于公司以国际业务为主，汇率波动将对公司利润变化形成不确定影响。

图 9：美元兑人民币汇率中间价变化



资料来源：WIND、首创证券研发部

## 4 市场表现与投资价值分析

### 4.1 市场表现与估值情况(截至2016年5月9日)

涨跌幅方面：2015.12.25~2016.1.28上证综指下跌26.49%，而公司股价下跌27.19%，跌幅超越大盘；2016年年初至今上证综指涨跌幅为-19.98%，公司涨跌幅为-22.43%，跌幅超过大盘2.45个百分点；从最近1个月看，2016年4月至今公司涨幅为11.21%，上证综指仅下跌5.72%，超跌特征明显。从上涨的角度看，2014.10.29~2015.4.21期间上证综指上涨83.66%，而公司涨幅为121.29%，超越大盘37.63个点，在2016年2月29日~4月15日，上证综指上涨11.24%，公司涨幅为13%，略有超越。总体而言，公司股价的波动弹性较大盘更强。

估值方面：目前动态市盈率在16.85倍，略低于国际工程承包板块整体估值(18.12倍)。估值相对合理。

股价方面：当前股价在9.27元，处于上市以来的相对低位。

## 4.2 公司业绩预估

公司主要业务为水泥生产线的工程承包、备件制造与销售两大业务，业务收入90%来自海外，市场主要分布在非洲，中东，东南亚，中亚，南亚，西欧，这些国家的基建设施落后，建设需求旺盛，对水泥的需求量较高。整体经济增长在5%~7%。考虑到公司在水泥装备领域的龙头地位，我们以该增速作为未来3年内公司收入增长的参照。

表 10：主要业绩指标

单位:亿元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	228.648	225.962	237.49	252.45	270.62
增长率	10.29%	-1.17%	5.10%	6.30%	7.20%
归属母公司股东净利润	1.483	6.643	9.838	12.431	14.374
增长率	66.06%	347.94%	48.09%	26.36%	15.5%
每股收益(EPS)	0.1400	0.6000	0.841	1.062	1.229

资料来源：WIND、首创证券研发部

## 4.3 投资建议

公司专业从事水泥技术装备及工程服务，是全球最大的水泥工程系统集成服务商之一，主要以EPC/EP模式开展国际业务，海外业务收入占比突破80%，行业龙头地位稳固。受国内水泥行业去产能影响，公司在立足主营业务的基础上积极推动多元化，收购了安徽节源环保科技有限公司和德国HAZEMAG公司，切入环保领域和矿山设备制造销售等领域，同时积极开拓物流、矿业、电力、基础设施、民用建筑等业务，“1+N”产略雏形已现。节能环保产业是朝阳产业，行业发展空间巨大，预期未来公司该业务将呈现爆发式增长，同时由于其高毛利率，也将改善公司综合毛利率。此外，国内部分原有水泥生产线由于技术更新、设备老化和能耗等因素，存在一定的改造需求，有利于发挥公司作为行业龙头的专业技术优势。而对于国外业务，随着“亚投行”的贷款支持，“一带一路”沿线国家的基础设施投资建设有望持续加大，对水泥的需求也将持续上升。由于水泥存在销售半径制约，因此世界各国特别是亚洲国家将建立自己的水泥生产线以满足自身供给，公司作为龙头企业将持续受益。从运营管理的角度，公司积极重视费用控制，连续3年三项费用占营收比重持续下降，显示出较强的国际业务管理能力。考虑到公司的强大技术储备，以及“一带一路”所带来的机会，预测公司2016/2017/2018年EPS分别为0.841/1.062/1.229元，对应目前股价的PE为11.02/8.73/7.54，给以“增持”评级。

## 4.4 风险提示

国内水泥投资下滑，水泥工程市场需求回落的局面仍将持续；

汇率波动对公司损益状况形成影响；

来自国内水泥生产线工程承包公司以及外国当地承包公司的激烈竞争，或导致行业利润下滑；

石油价格下跌，美元加息等因素使得俄罗斯、中东国家、尼日利亚等非洲国家、巴西、委内瑞拉等南美国家，以及中亚国家货币大幅贬值，财政陷入危机，带来投资项目减少，导致后续项目资金不能落实等风险。

表 11: 财务预测数据 (2016.5.9)

单位: 亿元

<b>利润表</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
营业收入	228.648	225.962	237.49	252.45	270.62
减: 营业成本	204.432	201.579	208.28	218.37	229.22
营业税金及附加	1.109	0.838	1.005	0.886	1.004
销售费用	2.023	2.819	2.101	2.282	3.376
管理费用	12.938	13.314	13.993	14.285	16.726
财务费用	1.155	-0.649	-0.489	0.657	1.023
资产减值损失	5.254	0.565	0.776	0.819	1.237
加: 投资收益	-0.173	0.148	0.215	0.187	-0.167
<b>营业利润</b>	<b>1.564</b>	<b>7.645</b>	<b>12.040</b>	<b>15.339</b>	<b>17.873</b>
加: 其他非经营损益	0.771	0.546	0.489	0.519	0.443
<b>利润总额</b>	<b>2.336</b>	<b>8.191</b>	<b>12.529</b>	<b>15.858</b>	<b>18.316</b>
减: 所得税	1.778	1.697	2.844	3.600	4.158
<b>净利润</b>	<b>0.558</b>	<b>6.494</b>	<b>9.685</b>	<b>12.258</b>	<b>14.158</b>
减: 少数股东损益	-0.926	-0.148	-0.153	-0.173	-0.216
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1.483</b>	<b>6.643</b>	<b>9.838</b>	<b>12.431</b>	<b>14.374</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
经营性现金净流量	13.990	19.652	18.384	14.737	19.984
投资性现金净流量	-5.758	-4.253	-4.223	-5.132	-6.182
筹资性现金净流量	7.907	2.667	3.112	3.143	4.123
汇率变动影响	-0.265	1.657	2.113	2.178	3.012
<b>现金流量净额</b>	<b>15.874</b>	<b>19.723</b>	<b>19.386</b>	<b>14.926</b>	<b>20.937</b>
<b>主要指标计算</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
营业收入增长率	10.29%	-1.17%	5.10%	6.30%	7.20%
营业利润增长率	-24.2%	388.8%	57.48%	27.39%	16.52%
归属母公司股东净利润增长	66.06%	347.94%	48.09%	26.36%	15.5%
毛利率	10.59%	10.79%	12.30%	13.50%	15.30%
净利率	0.24%	2.87%	4.08%	4.86%	5.23%
ROE	1.25%	11.50%	14.07%	17.37%	18.39%
资产负债率	82.08%	76.19%	77.40%	79.10%	78.30%
流动比率	1.136	1.162	1.158	1.124	1.078
速动比率	0.874	0.880	0.885	0.851	0.824
总资产周转率	0.85	0.84	0.77	0.74	0.71
应收账款周转率	6.88	6.52	5.91	5.36	5.00

资料来源: WIND、首创证券研发部

表 12: 财务预测数据续表(2016. 5. 9)

单位: 亿元

<b>资产负债表</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
货币资金	65.743	89.201	111.034	125.754	147.959
应收和预付款项	95.184	82.558	79.164	80.096	83.796
存货	49.395	56.529	60.123	67.493	73.124
其他流动资产	3.769	4.129	4.135	4.154	4.356
<b>流动资产合计</b>	<b>214.091</b>	<b>232.602</b>	<b>254.598</b>	<b>277.656</b>	<b>309.401</b>
长期投资类	8.753	5.212	5.583	5.826	6.565
固定资产及在建工程	18.414	22.544	23.879	28.915	29.909
无形资产	7.142	8.600	9.200	9.670	10.120
其他	2.616	16.392	15.290	19.497	24.508
<b>非流动资产合计</b>	<b>36.926</b>	<b>52.749</b>	<b>53.952</b>	<b>63.909</b>	<b>71.103</b>
<b>资产总计</b>	<b>251.017</b>	<b>285.351</b>	<b>308.550</b>	<b>341.565</b>	<b>380.503</b>
短期借款	12.744	9.670	13.432	28.310	31.176
应付账款	56.097	62.767	67.230	73.229	79.234
其他	119.552	127.671	139.151	145.490	176.477
<b>流动负债合计</b>	<b>188.393</b>	<b>200.108</b>	<b>219.813</b>	<b>247.029</b>	<b>286.888</b>
长期借款	9.196	6.426	8.825	12.429	0.354
长期应付款	2.989	3.891	3.778	4.109	4.118
其他	5.469	6.983	6.402	6.611	6.575
<b>非流动负债合计</b>	<b>17.654</b>	<b>17.301</b>	<b>19.005</b>	<b>23.149</b>	<b>11.047</b>
<b>负债合计</b>	<b>206.047</b>	<b>217.409</b>	<b>238.818</b>	<b>270.178</b>	<b>297.934</b>
实收资本(或股本)	10.933	11.695	11.695	11.695	11.695
资本公积金	1.497	14.934	11.940	11.940	11.940
盈余公积金	3.338	3.083	4.240	4.269	4.287
未分配利润	28.656	34.746	37.734	39.358	50.519
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>44.425</b>	<b>64.458</b>	<b>65.609</b>	<b>67.262</b>	<b>78.441</b>
少数股东权益	0.545	3.484	4.123	4.125	4.128
<b>所有者权益合计</b>	<b>44.970</b>	<b>67.942</b>	<b>69.732</b>	<b>71.387</b>	<b>82.569</b>
<b>估值指标测算</b>					
EPS	0.1400	0.6000	0.841	1.062	1.229
每股经营性现金流	1.196	1.680	1.572	1.260	1.709
每股净资产	3.799	5.512	5.610	5.751	6.707
P/E	66.21	15.45	11.02	8.73	7.54
P/B	2.44	1.68	1.65	1.61	1.38
EV/EBITDA	55.93	13.1	9.1	7	6

资料来源: WIND、首创证券研发部

## 分析师简介

邵帅，策略分析师，毕业于北京科技大学，硕士，具有 5 年证券业从业经历。

## 免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券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。

首创证券的销售人员、交易人员以及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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级  
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现