

强烈推荐-A (维持)

葛洲坝 600068.SH

目标估值: NA  
 当前股价: 9.16 元  
 2017年11月06日

环保+PPP业务推进顺利, 业绩增长确定性高

基础数据

上证综指	3388
总股本(万股)	460478
已上市流通股(万股)	265533
总市值(亿元)	422
流通市值(亿元)	243
每股净资产(MRQ)	8.7
ROE(TTM)	9.3
资产负债率	68.4%
主要股东	中国葛洲坝集团有限
主要股东持股比例	42.34%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-22	14
相对表现	-14	-39	-5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《葛洲坝(600068)—Q3业绩增速下滑明显, 订单加快释放支撑未来发展》2017-10-31
- 2、《葛洲坝(600068)—再次中标海外大单, 订单储备愈加充足》2017-09-21
- 3、《葛洲坝(600068)—业绩增长符合预期, 环保业务发展迅猛》2017-08-31

王彬鹏

021-68407543  
 wangbinpeng@cmschina.com.cn  
 S1090517070004

研究助理

李富华

lifuhua@cmschina.com.cn

- 近期, 公司股价回调较多, 或与两方面原因有关: 1) 市场利率上行; 2) 央企降杠杆。但我们认为市场过度反应了, 葛洲坝从融资能力及杠杆率方面来看, 均具有一定优势。市场利率方面, 作为大央企, 信用优质, 融资渠道广泛, 融资成本压力相比其他公司更小; 央企降杠杆方面, 葛洲坝资产负债率相比其他大建筑央企明显偏小, 和中钢国际等小央企对比, 负债率略高, 即使和部分民企相比, 葛洲坝资产负债率也仍具有竞争力, 所以降杠杆对于葛洲坝的影响, 预计不会太大。
- 自身实力出众, PPP业务发展强劲。公司在融资、专业技术、品牌、平台等方面具有竞争力, 凭借着所具有的优势, PPP业务拓展顺利。2014年, 公司开始初步探索PPP、BOT、TOD等经营模式, 提升项目的投融资能力; 2015年起, 公司紧跟PPP大浪潮, 积极与各级地方政府签订了一系列PPP合作框架协议, 并开始承接PPP业务, 全年项目签约总额535.78亿元, 占国内签约总额的比例达64%; 2016年, 公司创造了PPP“葛洲坝模式”, 全年签约PPP项目总额719.26亿元, 占国内订单的50.28%。2017年上半年, 公司新签PPP订单504.57亿元, 占国内订单的73.96%, 去年同期签约PPP订单368亿元, PPP订单增长37.11%。

根据项目的施工周期, 按照项目的正常进度进行推算, 2015年至今公司公告签订的PPP订单, 预计2017年可确认收入175亿元左右, 如果加上未公告PPP订单, 2017年PPP项目确认收入将有望达到200-300亿的水平, 相比2016年PPP收入大幅增长。随着PPP业务占比的提升, 施工业务的毛利率将会有明显的改善。

- 环保业务发展迅速, 其他业务指日可待。环保深加工业务不断推进, 紧跟一带一路战略, 海外业务有望快速增长, 房地产、水泥、民用爆破、装备制造等业务稳健增长, 公司规模有望不断壮大, 业绩也相应实现提升。
- 公司2017年经营计划中指出, 合同签约计划2400亿元, 营业收入计划1200亿元, 投资计划644亿元。公司2017年前三季度新签合同1804.98亿元, 完成计划数的75.21%, 实现营收743.08亿元, 完成计划数的61.92%, 考虑到四季度作为订单和收入确认的高峰期, 我们认为完成全年计划值问题不大, 业绩增长确定性高。
- 公司PPP业务迅猛发展, 海外业务有望突破, 环保业务爆发可期, 盈利水平也将提升, 其他业务稳步发展, 支撑业绩增长。我们预计17、18年公司EPS分别为0.82和1.02元/股, 对应PE分别为11.1和9.0倍, 维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示: 投资不及预期; 利率上升超预期; 政策风险; 回款风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	82275	100254	122256	150909	186444
同比增长	15%	22%	22%	23%	24%
营业利润(百万元)	3996	4561	6123	7335	8363
同比增长	13%	14%	34%	20%	14%
净利润(百万元)	2683	3395	4377	5283	6100
同比增长	17%	27%	29%	21%	15%
每股收益(元)	0.58	0.74	0.82	1.02	1.20
PE	15.7	12.4	11.1	9.0	7.7
PB	2.1	1.1	1.0	.9	.8

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、利率提升+降杠杆影响相对有限.....	3
二、自身实力出众，PPP 业务发展强劲.....	4
三、环保业务发展迅速，其他业务指日可待.....	6
四、营收和业绩增速下降，未来增速有望提升.....	8
五、风险提示.....	9

## 图表目录

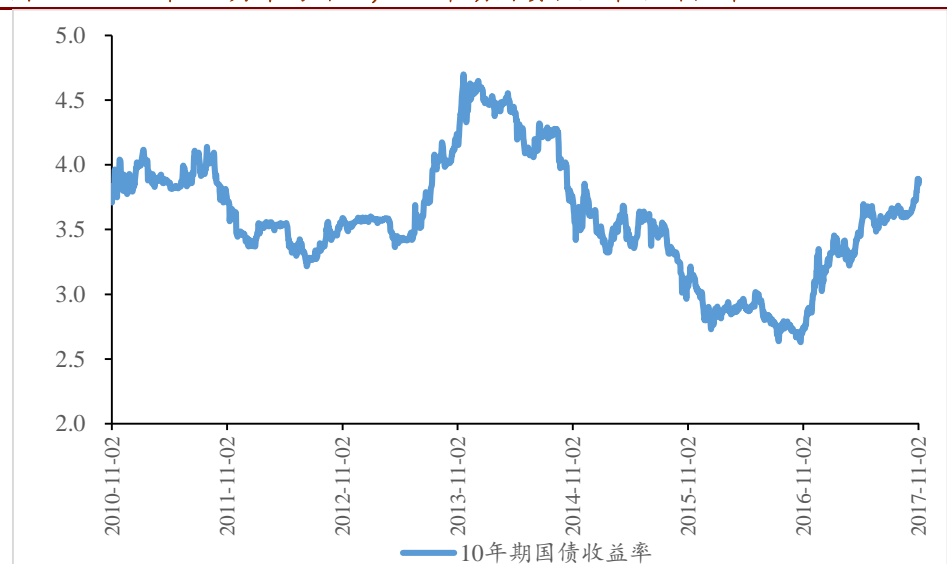
图 1：2016 年 10 月中旬开始，10 年期国债收益率不断提升.....	3
图 2：公司环保业务承接平台.....	6
图 3：2017 年前三季度公司新签国际合同增速回升.....	7
图 4：除工程施工和环保业务外，其他业务占比较小.....	7
图 5：17 年前三季度营收增速有所下降.....	8
图 6：17 年前三季度净利润增速有所降低.....	8
图 7：17 年前三季度毛利率略降，净利率略升.....	8
图 8：17 年前三季度期间费用率有所下降.....	8
图 9：17 年前三季度收现比有所提升.....	9
图 10：17 年前三季度经营现金流净额有所下降.....	9
表 1：葛洲坝的资产负债率和央企、民企相比不逊色.....	3
表 2：公司获得的特级和一级资质.....	4
表 3：2015 年至今，公司公告 PPP 项目订单.....	5
附：财务预测表.....	10

## 一、利率提升+降杠杆影响相对有限

近期，公司股价回调较多，或与两方面原因有关：1) 市场利率上行；2) 央企降杠杆。但我们认为市场过度反应了，葛洲坝从融资能力及杠杆率方面来看，均具有一定的优势。

- **市场利率方面**，我们以 10 年期国债收益率为例，自 2016 年 10 月中旬开始，10 年期国债收益率便不断提升，由 2.63% 提升至 3.89% 左右，离 2013 年 4.6% 的高点仍有一定的距离。利率的上升确实对建筑工程公司造成一定的影响，但是我们认为对于葛洲坝这样的大央企，影响相对有限：作为大央企，信用优质，融资渠道广泛，融资成本压力相比其他公司更小。我们在微观调研时候发现，银行对于民营企业贷款利率普遍在基准利率上浮，对于央企国企，贷款利率为基准利率，甚至部分公司出现下浮，我们认为这主要是因为央企国企信用更好，实力更为突出，减少信息不对称情况。

图 1：2016 年 10 月中旬开始，10 年期国债收益率不断提升



资料来源：公司公告、招商证券

- **央企降杠杆方面**，基于降杠杆的大环境，央企国企首当其冲，受到降杠杆的影响更大。不过从数据对比发现，葛洲坝资产负债率相比其他大建筑央企明显偏小，和中钢国际等小央企对比，负债率略高，即使和部分民企相比，葛洲坝的资产负债率也仍具有竞争力。所以降杠杆对于葛洲坝的影响，预计不会太大。

表 1：葛洲坝的资产负债率和央企、民企相比不逊色

公司代码	公司名称	三季度末资产负债率 (%)
601117.SH	中国化学	64.27
601618.SH	中国中冶	76.55
600970.SH	中材国际	74.22
601669.SH	中国电建	81.08
<b>600068.SH</b>	<b>葛洲坝</b>	<b>68.38</b>
601186.SH	中国铁建	80.82
601390.SH	中国中铁	79.18
002051.SZ	中工国际	51.67
000928.SZ	中钢国际	66.68
601800.SH	中国交建	77.15

公司代码	公司名称	三季度末资产负债率 (%)
601668.SH	中国建筑	79.38
300197.SZ	铁汉生态	65.19
002310.SZ	东方园林	65.89
600491.SH	龙元建设	82.65
300355.SZ	蒙草生态	67.07

资料来源: wind、招商证券。注: 数据为截至 2017/9/30

## 二、自身实力出众，PPP 业务发展强劲

公司在融资、专业技术、品牌、平台等方面具有竞争力:

- **融资能力方面**，公司采用直接融资和间接融资相结合的方式，融资渠道持续拓宽。公司目前已成功发行三期公司债、一期可续期公司债，发行品种、发行方式创下多个“首单”，发行利率屡创新低，直接融资能力大幅提升，2016 年直接融资比例达到 53%，融资成本大幅降低。公司还获得了资本市场 AAA 信用评级，拥有在上海自贸区设立的融资租赁公司，与金融机构设立了三家产业基金。此外，公司还开展资产证券化，成功发行了“葛洲坝绿园绿色应收账款一期资产支持专项计划”，进一步盘活了资产，并增加了资金实力。
- **专业技术方面**，公司目前取得了市政公用工程施工总承包、公路工程施工总承包等多项权威的建筑行业资质。另外，公司是国家创新型企业，拥有国家级企业技术中心和博士后科研工作站，在水电、机电、爆破等领域拥有多项国际领先、国际先进和国内领先水平的专业施工技术，强大的技术优势将为 PPP 项目订单的完成提供保障。

表 2: 公司获得的特级和一级资质

资质名称	等级	所属行业
房地产开发	一级	房地产
水利水电工程施工总承包	特级	建设工程
市政公用工程施工总承包	一级	建设工程
公路工程施工总承包	一级	建设工程
港口与航道工程施工总承包	一级	建设工程
电力工程施工总承包	一级	建设工程
房屋建筑工程施工总承包	一级	房屋建设
园林绿化企业	一级	房屋建设

资料来源: 公司公告、招商证券

- **品牌影响力方面**，公司在加强品牌建设的同时，也加快子企业品牌建设，努力打造了一批知名度高的子品牌。葛洲坝“绿园”环保品牌、“葛洲坝”水务品牌、“葛洲坝装备工业”装备制造品牌、“三峡”水泥品牌、“易普力”民用爆破品牌和“葛洲坝地产”高端品牌等在市场内均具有一定的影响力，公司已形成了“CGGC”统一企业品牌下的多品牌体系。公司注重品牌建设和形象宣传，借力多种媒体方式，开展品牌推介活动，不断增强公众对葛洲坝品牌价值的认可度。

- ▶ **平台方面**，公司搭建了全球 4 大区域、30 个核心国别、52 个市场中心的国际业务网络平台；形成了涵盖建筑、环保、高速公路投资运营、房地产、水泥、民用爆破、装备制造和金融等多元业务协调发展的业务平台；集中优秀的技术人才，加强与科研机构、高等院校、知名企业的高端合作，借助外力外脑打造以技术中心和研究院（所）为主的科研平台。

凭借着公司所具有的优势和竞争力，公司 PPP 业务拓展顺利。2014 年，公司开始初步探索 PPP、BOT、TOD 等经营模式，提升项目的投融资能力；2015 年起，PPP 模式在国内工程市场得到了迅速发展，公司紧跟 PPP 大浪潮，积极与各级地方政府签订了一系列 PPP 合作框架协议，并开始承接 PPP 业务，全年项目签约总额 535.78 亿元，占国内签约总额的比例达 64%；2016 年，公司设计了一整套 PPP 业务的规则、流程和模式，创造了“葛洲坝模式”，全年成功签约 19 个 PPP 项目，签约总额 719.26 亿元，占公司国内市场签约额的 50.28%。2017 年上半年，公司新签 PPP 订单 504.57 亿元，占整体订单的 40.07%，去年同期签约 PPP 订单 368 亿元，PPP 订单增长 37.11%。

经过 2 年多的 PPP 实操经验，目前公司已经构建了较完整的运作体系，设计了一整套 PPP 业务的规则、流程和模式，是行业内 PPP 业务的标杆企业和领军企业。相比于行业内的其他竞争对手，公司在融资、专业技术、资源整合、商务谈判等方面均具备相当的核心竞争优势。

从公告订单来看，大部分 PPP 项目投资额在 20 亿到 50 亿之间，约占 2016 年营收的 2%到 5%，公司订单数量充足、来源稳定，投资总额相当可观。从地域分布来看，公司公告的重大 PPP 项目几乎均位于贵州、广西等西部地区以及湖南、湖北等中部地区。从领域分布来看，目前公司中标的 PPP 项目主要涵盖市政工程、公路桥梁和片区开发三个领域，框架协议中还包括轨道交通、水务和燃气输送等领域。

表 3：2015 年至今，公司公告 PPP 项目订单

项目名称	是否录入财政部 PPP 项目库	时间	金额 (亿元)	工期	17 年预计确认收入(亿元)
盘县保障房及市政工程选择 PPP 项目	未录入	2015/06/27	35.30	36 个月	11.77
贵阳综合保税区建设项目 PPP 合同	未录入	2015/09/09	130.00	单项工程 2 年	13.00
<b>2015 年合计</b>			<b>165.30</b>		
泸州长江六桥及连接线工程和长江滨江路小关门至柏木溪 PPP 项目	已录入	2016/3/31	54.75	36 个月	18.25
贵阳市白云区部分基础设施建设服务 PPP 项目	未录入	2016/08/10	114.27	单项建设期 2 年，共 8 个项目	11.43
四川巴中至万源高速公路 PPP 项目	已录入	2016/10/30	173.17	4 年	43.29
江北新区中心区地下空间一期建设 PPP 项目	未录入	2016/11/25	131.20	合作期 25 年	26.24
吉首市江河连通工程 PPP 项目、吉首市城乡供水一体化 PPP 项目及吉首市大兴寨水库工程建设及移民安置 PPP 项目	已录入	2016/12/31	33.19	17 年和 30 年	2.00
甘肃 S216 线平凉至华亭公路工程 PPP 合同	未录入	2016/12/31	31.71	4 年	7.93
泸州港第二作业区及其周边基础设施 PPP 项目	未录入	2016/12/31	50.00	5 年	10.00
<b>2016 年合计</b>			<b>588.29</b>		
宜昌市西陵区民生改善 PPP 项目投资建设合同	未录入	2017/1/31	11.32	单个项目周期不低于 10 年	1.00
惠州仲恺高新技术产业开发东江大堤(江南大道仲恺段)堤路建设工程 PPP 项目	未录入	2017/2/28	43.10	一期在本合同签署之日起两年内完工	21.55
南宁市新江至崇左扶绥公路(南宁段) PPP 项目	已录入	2017/3/31	20.84	建设期为 4 年	3.91
武安市水利、交通及市政基础设施建设 PPP 项目	已录入	2017/3/31	63.27	项目合作期 15 年	4.22
合肥高新区综合管廊一期工程 PPP 项目	已录入	2017/5/30	20.90	建设期 1 年，运营期 25 年	-

项目名称	是否录入财政部 PPP 项目库	时间	金额 (亿元)	工期	17 年预计确认收入(亿元)
荆州市城北快速路 (引江济汉渠~上海大道) 建设工程 PPP 项目	已录入	2017/8/22	82.48	建设期 3 年, 运营期 12 年	-
陕西省延长至黄龙、宁陕至石泉高速公路 PPP 项目	已录入	2017/10/11	248.55	建设期 4 年, 运营期 28 年	-
南京中以农业科技城 PPP 项目	已录入	2017/10/14	124.42	建设期 5 年, 运营期 15 年	-

资料来源: 公司公告、招商证券。注: 贵阳综合保税区项目和贵阳市白云区项目按照 10 年工期计算, 江北新区项目按 5 年工期计算, 5 月份至今签订的 PPP 订单未统计贡献 17 年收入, 主要考虑到订单签订到落地具有一定的滞后期

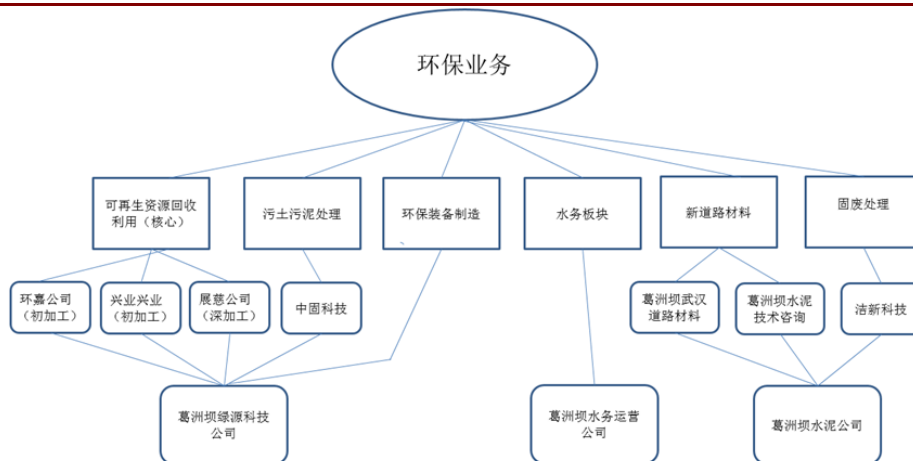
由于公司 PPP 项目体量较大, 工期也相对较长, 多在 3-5 年间, 部分项目更是长达 10 年。根据项目的施工周期, 按照项目的正常进度进行推算, 2015 年至今公司公告签订的 PPP 订单, 预计 2017 年可确认收入 175 亿元左右, 如果加上未公告的 PPP 订单, 相信 2017 年 PPP 项目确认收入将有望达到 200-300 亿的水平, 相比 2016 年 PPP 收入有大幅增长。随着 PPP 业务占比的提升, 施工业务的毛利率将会有明显的改善。

### 三、环保业务发展迅速, 其他业务指日可待

#### 1、环保业务

目前公司环保业务主要分为再生资源回收利用, 固废处理, 新型道路材料, 水务, 污水污泥处理, 环保装备制造六大板块, 由绿园科技和葛洲坝水泥作两个平台企业运作环保业务, 其中再生资源回收利用板块对环保的营收利润贡献最大, 主要由初加工为主的葛洲坝环嘉、葛洲坝兴业和以深加工为主的葛洲坝展慈构成。

图 2: 公司环保业务承接平台



资料来源: 公司公告、招商证券

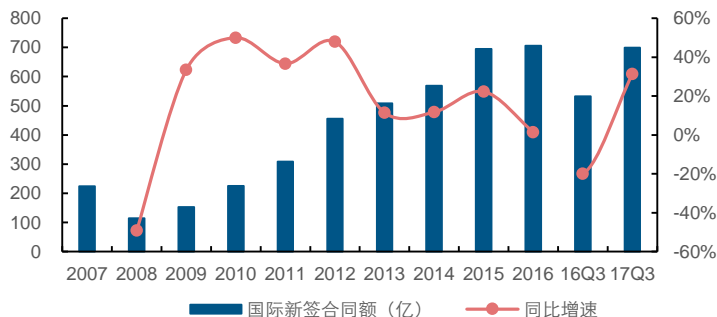
2017 年上半年, 公司环保业务共实现营业收入 138.17 亿元, 同比增长 117.17%; 实现利润总额 4.56 亿元, 同比增长 160.73%。公司业务实现如此快的增长, 主要得益于再生资源回收业务的发展。目前公司再生资源盈利水平不高, 但考虑到深加工业务的推进, 公司环保业务盈利能力将会得到提升。

#### 2、海外业务

近年来公司新签国际合同额呈现上升趋势, 2008 年至 2012 年是海外业务的高速增长期, 历年增速均维持在 30% 以上。2016 年公司海外订单实现下降, 但 2017 年海外订单明显好转。2017 年前三季度实现海外订单 699.12 亿元, 同比增长 31.40%, 2016

年前三季度同比下降 20.10%。我们认为随着一带一路战略的不断推进，公司海外业务有望继续保持增长。

图 3：2017 年前三季度公司新签国际合同增速回升

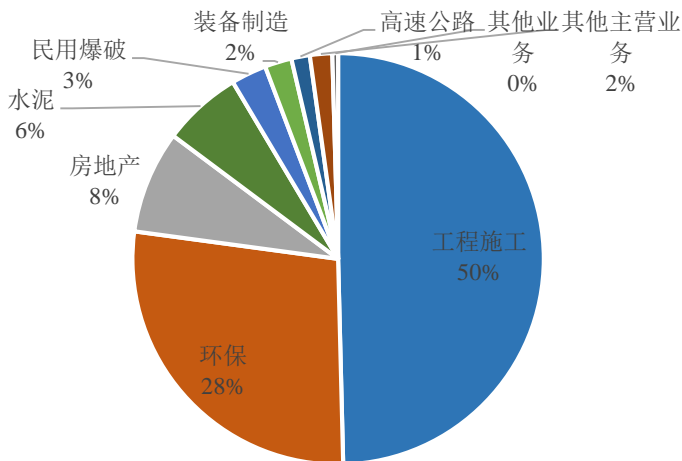


资料来源：wind、招商证券

### 3、其他业务

公司的其他主营业务包括房地产、水泥、民用爆破、投资、装备制造和金融等，目前占比虽然有限，但也是公司过去或者未来发展不可或缺的一部分。房地产业务主营高端业务，发展依然稳健；水泥业务成本管控能力强，业务盈利能力出众，受益今年水泥价格上涨，预计能实现一定增长；民用爆破积极转型应对，装备制造厚积薄发，作为未来发展的动力之一。

图 4：除工程施工和环保业务外，其他业务占比较小



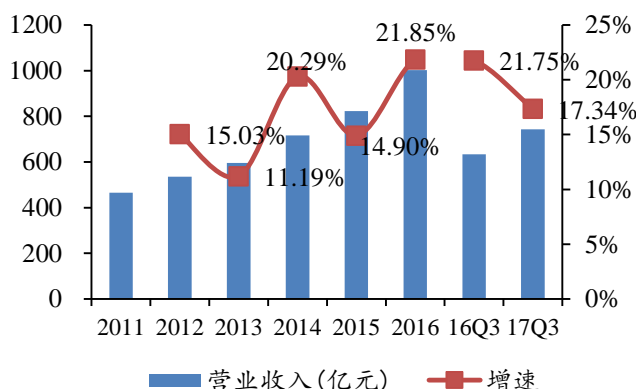
资料来源：wind、招商证券。注：以上为 17H1 数据

## 四、营收和业绩增速下降，未来增速有望提升

公司业务在近几年取得稳定发展，营收增速始终维持在 10% 以上。2016 年实现营收 1002.54 亿元，同比增长 21.85%，营收首次突破千亿。公司业绩增速也呈现回升态势，自 2014 年以来，公司归母净利润增速大幅回升，2014 年达 44.31%，2015 年为 17.32%，2016 年实现归母净利润 33.95 亿元，同比增长 26.55%，这主要是因为更换了新的管理层，而且激励也更加到位。2017 年前三季度营收增速下降 4.41 个 pp 至 17.34%，净利润增速下降 9.51 个 pp 至 15.45%，主要是因为部分项目受环保督查等影响，推进暂时放缓，但影响不持续，未来业绩增速有望回升。

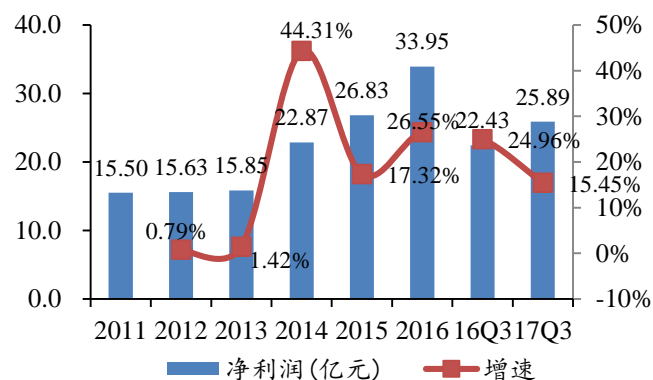
公司 2017 年经营计划中指出，合同签约计划 2400 亿元，营业收入计划 1200 亿元，投资计划 644 亿元。公司 2017 年前三季度新签合同 1804.98 亿元，完成计划数的 75.21%，四季度作为订单高峰期，全年完成订单计划值问题不大。2017 年前三季度实现营收 743.08 亿元，完成计划数的 61.92%，但考虑四季度是收入和订单确认的高峰期，我们认为公司完成计划值问题不大。

图 5：17 年前三季度营收增速有所下降



资料来源：Wind、招商证券

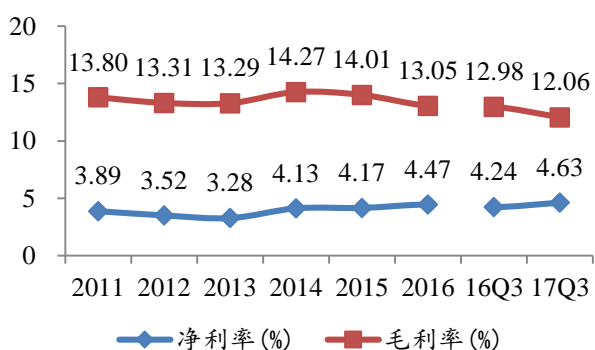
图 6：17 年前三季度净利润增速有所降低



资料来源：Wind、招商证券

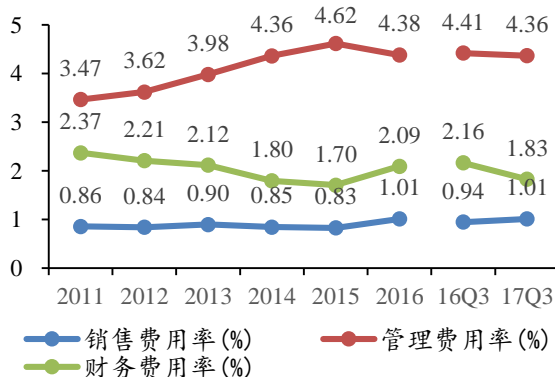
盈利性方面来看，2017 年前三季度毛利率降低 0.92 个 pp 至 12.06%，主要因为低毛利率环保业务占比的提升；但公司净利率实现一定的提升，由 4.24% 提升至 4.63%，公司期间费用率下降 0.32 个 pp 至 7.20%，其中财务费用率和管理费用率分别下降 0.33 和 0.05 个 pp。公司毛利率虽然有所下降，但随着环保业务精加工和深加工的推进，盈利能力得到提升，公司盈利性将有望增强。

图 7：17 年前三季度毛利率略降，净利率略升



资料来源：Wind、招商证券

图 8：17 年前三季度期间费用率有所下降

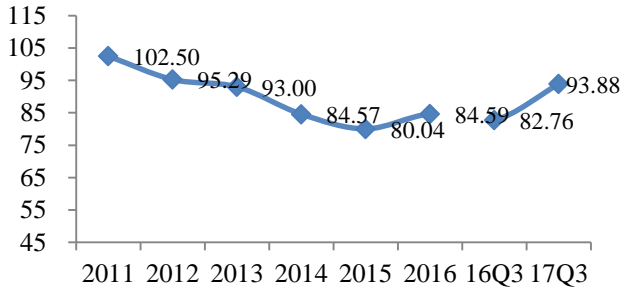


资料来源：Wind、招商证券



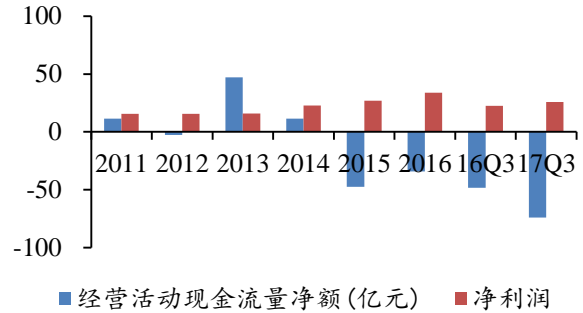
回款方面来看,2017 年前三季度公司回款改善,收现比提升了 11.12 个 pp 至 93.88%,但经营现金流净额有所下降,主要因为支付其他与经营活动有关的现金增加 53.11 亿元。

图 9: 17 年前三季度收现比有所提升



资料来源: Wind、招商证券

图 10: 17 年前三季度经营现金流净额有所下降



资料来源: Wind、招商证券

## 五、风险提示

投资不及预期; 利率上升超预期; 政策风险; 回款风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	79577	100536	106500	131713	166058
现金	17361	21424	9700	11987	17835
交易性投资	64	0	0	0	0
应收票据	1813	2437	2972	3668	4532
应收款项	10149	10599	12900	15924	19673
其它应收款	4838	7055	8603	10619	13120
存货	28543	38854	47614	58934	73016
其他	16809	20168	24711	30581	37881
<b>非流动资产</b>	48053	50693	51091	51473	51839
长期股权投资	2877	5428	5428	5428	5428
固定资产	11829	13909	15893	17698	19340
无形资产	15549	15352	13817	12435	11192
其他	17798	16003	15952	15912	15880
<b>资产总计</b>	<b>127630</b>	<b>151229</b>	<b>157591</b>	<b>183186</b>	<b>217897</b>
<b>流动负债</b>	69741	59589	61006	80647	108663
短期借款	17771	7127	6754	17064	33473
应付账款	16454	22520	27603	34165	42329
预收账款	6503	8441	10347	12806	15867
其他	29014	21500	16303	16611	16994
<b>长期负债</b>	29788	42705	42705	42705	42705
长期借款	23997	26153	26153	26153	26153
其他	5791	16552	16552	16552	16552
<b>负债合计</b>	<b>99529</b>	<b>102293</b>	<b>103710</b>	<b>123352</b>	<b>151367</b>
股本	4605	4605	4605	4605	4605
资本公积金	8876	8799	8799	8799	8799
留存收益	6760	25119	28667	33026	37981
少数股东权益	7860	10413	11810	13405	15146
归属于母公司所有者权益	20241	38522	42070	46429	51384
<b>负债及权益合计</b>	<b>127630</b>	<b>151229</b>	<b>157591</b>	<b>183186</b>	<b>217897</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	(4750)	(3428)	(500)	(2185)	(3865)
净利润	2683	3395	4377	5283	6100
折旧摊销	1671	1687	2844	2859	2876
财务费用	1504	2053	1605	1934	2570
投资收益	(313)	(191)	(264)	(264)	(264)
营运资金变动	(11080)	(11397)	(10467)	(13603)	(16899)
其它	784	1024	1405	1606	1752
<b>投资活动现金流</b>	(4972)	(1276)	(2980)	(2980)	(2980)
资本支出	(3706)	(3003)	(3244)	(3244)	(3244)
其他投资	(1266)	1728	264	264	264
<b>筹资活动现金流</b>	16271	8614	(8244)	7452	12693
借款变动	16190	607	(5810)	10310	16408
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1135	(77)	0	0	0
股利分配	(2302)	(737)	(829)	(924)	(1146)
其他	1249	8821	(1605)	(1934)	(2570)
<b>现金净增加额</b>	<b>6550</b>	<b>3910</b>	<b>(11725)</b>	<b>2287</b>	<b>5848</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	82275	100254	122256	150909	186444
营业成本	70745	87167	106842	132244	163845
营业税金及附加	1911	1210	1354	1671	2065
营业费用	681	1013	1236	1525	1884
管理费用	3798	4390	5354	6457	7978
财务费用	1402	2098	1605	1934	2570
资产减值损失	14	(0)	7	7	4
公允价值变动收益	(42)	(5)	13	13	13
投资收益	313	191	251	252	252
<b>营业利润</b>	3996	4561	6123	7335	8363
营业外收入	444	1195	687	775	886
营业外支出	41	84	61	62	69
<b>利润总额</b>	4398	5673	6748	8048	9180
所得税	967	1194	975	1169	1339
<b>净利润</b>	3431	4479	5774	6879	7840
少数股东损益	748	1084	1397	1595	1740
<b>归属于母公司净利润</b>	2683	3395	4377	5283	6100
<b>EPS (元)</b>	0.58	0.74	0.82	1.02	1.20

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	15%	22%	22%	23%	24%
营业利润	13%	14%	34%	20%	14%
净利润	17%	27%	29%	21%	15%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.0%	13.1%	12.6%	12.4%	12.1%
净利率	3.3%	3.4%	3.6%	3.5%	3.3%
ROE	13.3%	8.8%	9.0%	10.1%	10.7%
ROIC	5.4%	5.9%	7.6%	7.6%	7.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	78.0%	67.6%	65.8%	67.3%	69.5%
净负债比率	37.8%	25.6%	20.9%	23.6%	27.4%
流动比率	1.1	1.7	1.7	1.6	1.5
速动比率	0.7	1.0	1.0	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
存货周转率	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5
应收帐款周转率	7.5	9.7	10.4	10.5	10.5
应付帐款周转率	4.5	4.5	4.3	4.3	4.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.58	0.74	0.82	1.02	1.20
每股经营现金	-1.03	-0.74	-0.11	-0.47	-0.84
每股净资产	4.40	8.37	9.14	10.08	11.16
每股股利	0.16	0.18	0.20	0.25	0.29
<b>估值比率</b>					
PE	15.7	12.4	11.1	9.0	7.7
PB	2.1	1.1	1.0	.9	.8
EV/EBITDA	2.3	1.9	1.4	1.2	1.1

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**王彬鹏：**上海财经大学数量经济学硕士，2015年7月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

**李富华：**上海交通大学产业经济学硕士，2016年4月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。