

一带一路民营装饰龙头，借力资本市场跨越发展

核心观点：

- **一带一路民营装饰龙头神州长城借壳上市。**神州长城是国内领先的综合性大型建筑装饰企业，位列 2013 年中国建筑装饰百强企业第 8 位，在高端酒店及住宅精装领域竞争优势突出。2014 年公司实现营业收入/归母净利润 27.6/1.87 亿元，YOY+35.4%/80.5%；其中海外业务实现收入 2.24 亿元，YOY+861%。中冠 A 重组方案于 2015 年 6 月 3 日获得证监会审核通过，神州长城借壳完成后总股本为 4.47 亿股，其中董事长陈略与何飞燕、何森为一致行动人，合计持股 37.56%。
- **国内建筑装饰市场空间依然广阔，“一带一路”国家战略推动装饰企业加速海外扩张，“十二五”期间海外装饰产值有望达 5000 亿元。**2014 年装饰行业总产值约 3.2 万亿元，YOY+8%。新型城镇化与消费升级助推装饰产值稳健增长。随着国家“走出去”战略的推进，海外建筑装饰市场也有望迎来持续、有利的宏观环境，“十二五”期间我国海外工程产值力争达到 5000 亿元，比 2010 年增长 150% 左右，CAGR 达 20.1%。根据我们的测算，“一带一路”沿线国家建筑装饰行业总产值达 1.17 万亿美元，约是中国的 2.3 倍，市场潜力巨大。
- **近百亿在手订单保障海外业务爆发式增长。**公司以打造全球领先的国际性综合建筑服务提供商为目标，近年来海外业务已成爆发增长态势。2014 年神州长城在东南亚、非洲、中东、南亚等地区已签约或待签约的项目合同金额达 72.8 亿元；2015Q1 新签合同额 67.3 亿元，跟踪储备项目 63 亿元，我们预计全年新签海外合同超过 180 亿元。目前在建项目未完工合同金额 83.6 亿元。2015-2017 年，公司海外业务收入预计增速分别为 499%、40%、35%，合同收入覆盖率超过 180%，海外预测毛利率 20%，带动公司整体盈利能力快速提升。
- **上市后品牌及资金实力显著增强，资本运作推动公司跨越式发展。**
(1) 上市后品牌影响力扩大将助公司吸引更多优质客户、承接更多大型项目；资金实力增强有利于公司加速扩大业务规模。(2) 鉴于本次资产重组融资规模有限，配套融资规模由 6.1 亿元调减至 2.55 亿元，我们判断公司未来有较大概率开启再融资及外延扩张。(3) 公司目前尚存 6900 万股 B 股，鉴于目前公司 A、B 股存在较大价差，重组完成后存在较大的资本运作预期。
- **风险因素：**宏观经济波动风险、海外市场经营风险等。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2015-17 年 EPS 0.90/1.34/1.65 元，归母净利润 CAGR 58.03%。给予公司 16 年 30-35 倍 PE，合理估值区间 40.0-47.0 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

主要经营指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万）	2035	2755	4407	6170	7405
增长率（%）	5.3	35.4	60.00	40.00	20.00
归母净利润（百万）	103.5	186.9	402.9	600.9	737.5
每股收益	0.23	0.42	0.90	1.34	1.65
PE	102	56	26	18	14

注：股价为 2015 年 7 月 10 日收盘价

中冠 A (000018.SZ)

推荐 首次评级

合理估值区间：40.0-47.0 元

分析师

鲍荣富

☎：021-68097609

✉：baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

周松

☎：021-68596786

✉：zhousong_yj@chinastock.com.cn

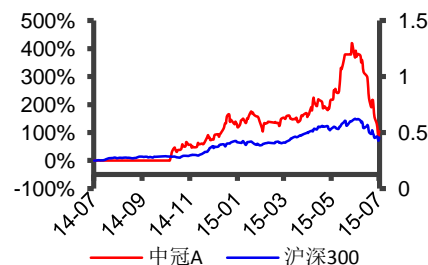
执业证书编号：S0130515050001

林中琛对本报告亦有贡献

市场数据 时间 2015.07.10

A 股收盘价(元)	23.56
A 股一年内最高价(元)	55.00
A 股一年内最低价(元)	10.44
上证指数	3709.33
市净率	27.67
总股本(万股)	16914.24
实际流通 A 股(万股)	9972.05
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	21.36

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

目录

一、一带一路民营装饰龙头神州长城借壳上市.....	3
（一）借壳上市概况.....	3
（二）神州长城发展概况.....	4
二、行业分析：装饰行业持续增长，海外市场潜力巨大.....	5
（一）国内市场：城镇化及消费升级推动装饰行业持续增长.....	5
（二）国际市场：“一带一路”战略助推海外扩张.....	7
（三）竞争格局：行业集中度低，规模企业竞争优势突出.....	9
三、公司分析：海外业务爆发增长，借资本市场跨越发展.....	11
（一）公司主营业务及收入构成.....	11
（二）海外业务成长迅速.....	12
（三）公司财务分析.....	16
（四）公司未来业绩驱动因素.....	18
四、风险因素.....	22
五、投资建议.....	22

一、一带一路民营装饰龙头神州长城借壳上市

(一) 借壳上市概况

2014 年 10 月，中冠 A 披露资产置换暨关联交易预案，拟置出全出资产及负债，置入神州长城 100% 股份。交易完成后，上市公司主营业务变更为建筑装饰设计与施工、机电设备安装工程施工、建筑幕墙工程施工。

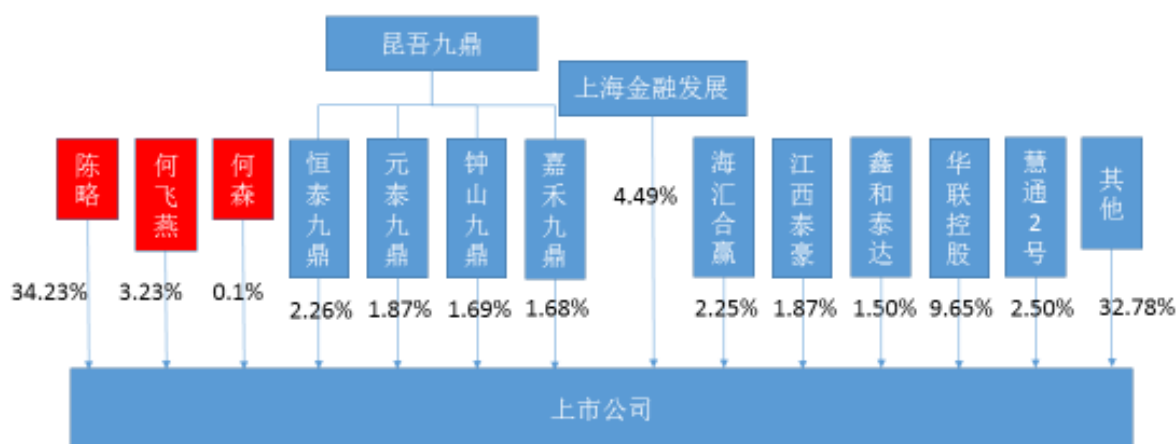
表 1：神州长城借壳中冠 A 上市交易方案

项目	内容
资产重组	中冠 A 拟以截至 2014 年 7 月 31 日的全部资产和负债作为置出资产，与神州长城全部股东持有的神州长城股权中的等值部分进行资产置换，差额部分 24.78 亿元由上市公司通过非公开发行股份的方式，以 9.84 元/股的价格，向陈略等 17 名神州长城原始股东共计发行约 2.5 亿股股份购买
配套融资	上市公司向陈略、慧通二号非公开发行股份募集配套资金总额为 25,500 万元，其中陈略认购金额为 14,500 万元，慧通二号认购金额为 11,000 万元。本次配套融资的股份发行价格为 9.84 元/股，非公开发行股份数量合计为 2591.46 万股
业务变动	上市公司主营业务变更为建筑装饰工程设计与施工、机电设备安装工程施工、建筑幕墙工程施工
业绩承诺	神州长城大股东陈略、何飞燕夫妇承诺置入资产 2015 年、2016 年、2017 年实现的经审计的扣非后的归母净利润分别不低于 3.46 亿元、4.39 亿元、5.38 亿元

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

借壳方案完成后，中冠 A 总股本从之前的 1.69 亿股增加至 4.47 亿股。交易完成后，考虑配套融资，陈略直接持有重组后中冠 A 的 34.23% 的股权；陈略与何飞燕、何森为一致行动人，合计持有公司 37.56% 的股权，成为公司新的实际控制人。

图 1：重组后中冠 A 的股权架构图(考虑配套融资)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二) 神州长城发展概况

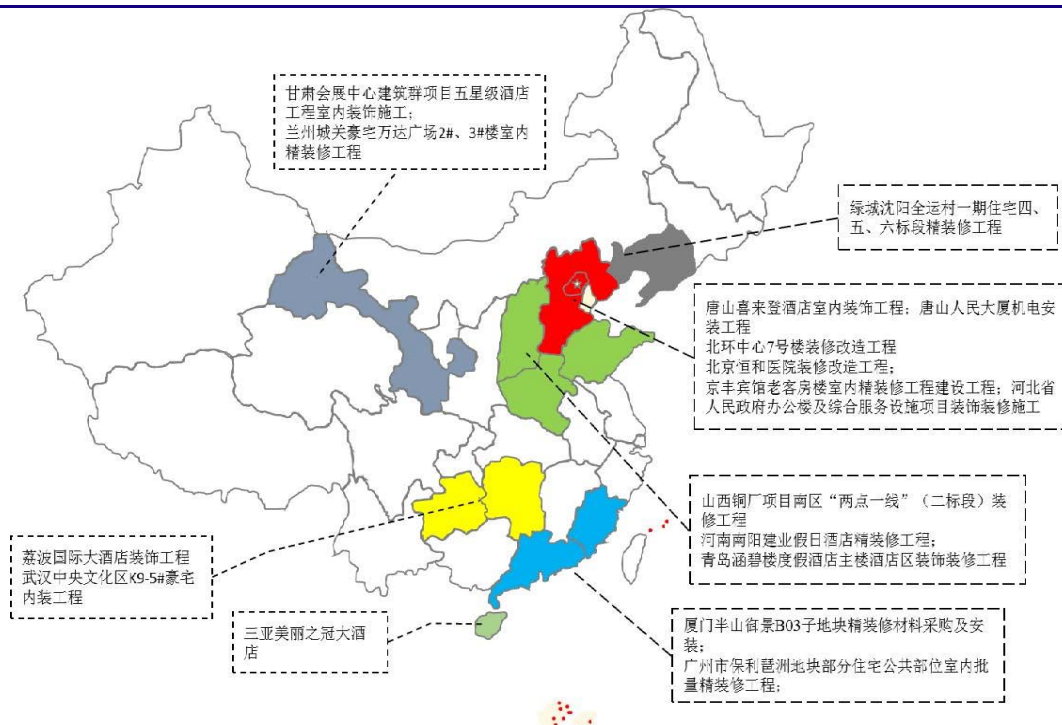
神州长城成立于 2001 年 10 月，是国内领先的综合性大型建筑装饰企业，位列“中国建筑装饰百强企业”前十名(2013 年名列第八位)。公司拥有国家建筑装饰装修工程设计与施工一体化、机电设备安装工程专业承包、建筑幕墙工程专业承包等三项壹级资质，同时还拥有对外承包工程经营资格。主要提供装饰、机电安装、幕墙和设计施工一体化服务。自公司设立以来，先后在国内外承接了众多具有影响力的建筑装饰工程项目，在高端酒店及精装住宅的装饰工程业务中具有突出的竞争优势。

图 2：神州长城各业务领域部分代表项目

建筑装饰	机电安装	建筑幕墙	室内设计
<ul style="list-style-type: none"> • 杭州四季酒店 • 天津瑞吉酒店 • 上海璞丽酒店 • 北京康莱德酒店 • 大连喜达屋豪华精选酒店 • 珠海喜来登大酒店 	<ul style="list-style-type: none"> • 阿尔及利亚嘉玛大清真寺 • 科威特财政部等八部委办公大楼 • 科威特国防部军事学院 • 柬埔寨豪利·世界桥综合体 • 三亚美丽之冠 	<ul style="list-style-type: none"> • 柬埔寨国民议会大楼及NAGA2 • 贵州茅台国际商务中心 • 中国银行西藏分行中银广场 • 北京贵州大厦 • 中国科学研究生院图书情报中心 	<ul style="list-style-type: none"> • 已与中国七十多家上市公司建立了稳定的合作伙伴关系 • 包括绿城集团、金融街股份、万达集团、万科集团、保利地产等

资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

图 3：神州长城近 3 年来国内部分合同金额超过 5,000 万元的项目工程分布图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

近年来，随着神州长城不断加大海外市场开拓力度，神州长城海外项目的数量和业务规模不断提高。未来，神州长城将加速对海外市场的开拓，紧抓国家政策支持，强化先发优势，力争做大做强海外业务、打造全球领先的国际性综合建筑服务提供商。

表 2：海外业务发展历程

阶段	内容
起步期 (2007-2013 年)	公司从 2007 年开始涉足海外业务，经过了 5 年的海外市场摸索和全面市场布局，至 2013 年持续努力有所成效，打开局面，实现签约逾 2 亿美元海外合同
快速发展期 (2013-2014 年)	依靠公司前五年的布局和积累，于 2013 年开始海外市场业务开始放量，成功实现产业升级；公司在 2013 年对发展战略和组织架构进行全面调整，将海外市场拓展定位为企业发展的重中之重
高速成长期 (2015 年-)	随着公司战略升级适时、组织架构调整和人员补充配比恰当，未来 5 年将是公司海外业务的高速成长期

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

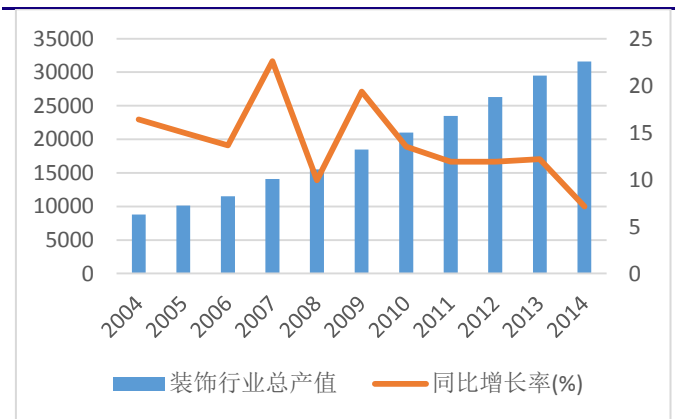
二、行业分析：装饰行业持续增长，海外市场潜力巨大

（一）国内市场：城镇化及消费升级推动装饰行业持续增长

伴随着中国经济进入新常态，经济增长速度放缓，建筑装饰行业的增长速度也呈现下降趋势，但整体市场空间仍然广阔。根据中国建筑装饰协会数据，2014 年装饰行业总产值约 3.2 万亿元，2013/2014 年我国装饰行业增速分别为 12%/8%。

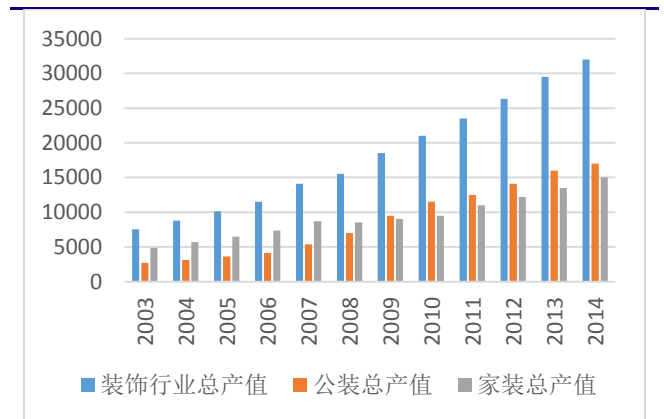
“十一五”期间，建筑装饰行业的总增长超过 82.6%，平均年增长速度达 13%左右，高于同期经济增长水平 3%左右。根据中国建筑装饰协会“十二五”发展规划纲要：全行业 2015 年工程总产值力争达到 3.8 万亿元，比 2010 年增长 1.7 万亿元，总增长率为 81%，年平均增长率为 12.3%左右，其中建筑装饰业年平均增长率为 18%。

图 4：中国历年装饰行业产值(亿元)



资料来源：中国建筑装饰协会，中国银河证券研究部

图 5：中国装饰行业细分市场产值 (亿元)



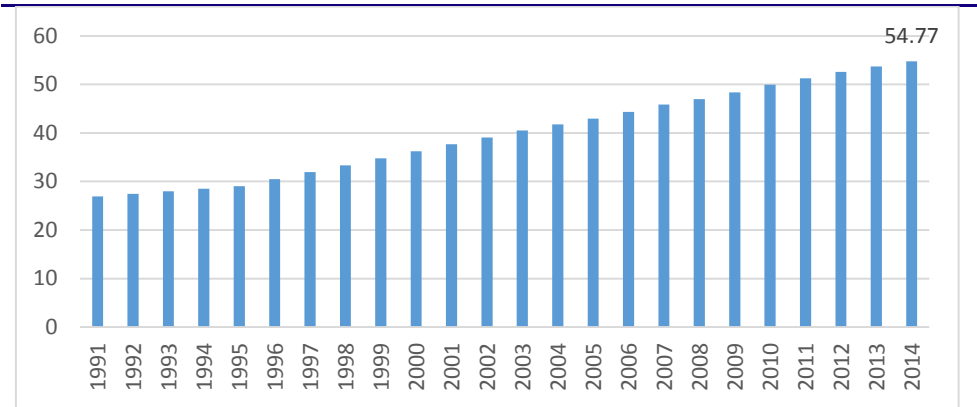
资料来源：中国建筑装饰协会，中国银河证券研究部

新型城镇化与居住消费升级助推建筑装饰行业产值稳健增长。2014 年，中国城市化率已达 54.77%，但与发达国家相比仍存在明显的差距。新型城镇化的不断推进，将促进城市群的迅速

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

崛起和城市化质量的不断提升，将拉动各项基础设施建设，为建筑装饰行业的发展注入巨大的活力。与此同时，城市化将推动人均收入的不断增长，提升人们对于建筑品质的需求，推动居住消费升级，为建筑装饰行业创造更大的市场空间。

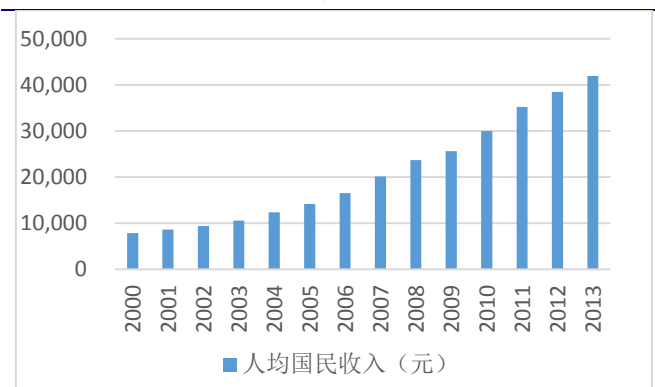
图 6：中国城市化率情况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

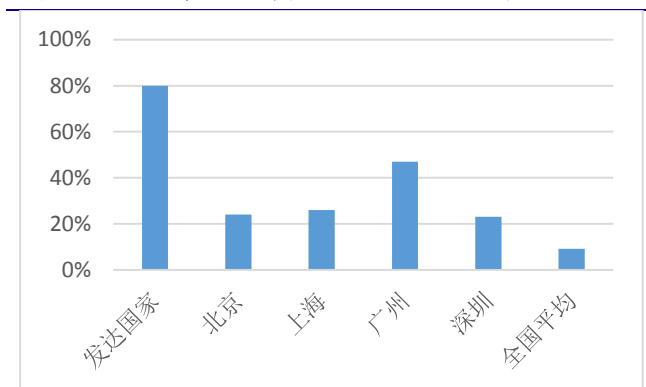
住宅精装修未来十年市场容量有望达 2 万亿。未来 10 年我国住宅新增需求约 160 亿平米，我们选用 800-1200 元/平方米的装饰价格区间、精装修整体占比按目前的 10% 作为预测值，粗略估计我国住宅精装修的市场规模十年内将达 16000 亿，十年内精装修整体占比若上升至 12.5%，市场规模则有望达到 2 万亿。目前精装修住宅在我国的住宅总量中占比较低，全国住宅平均精装修比例不足 10%。一线发达城市如北京、上海、深圳的精装住宅占比也只有 30% 左右，而发达国家精装住宅占比均达到了 80% 以上。

图 7：我国人均国民收入情况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

图 8：我国城市住宅精装修比例与发达国家对比



资料来源：公开资料，中国银河证券研究部

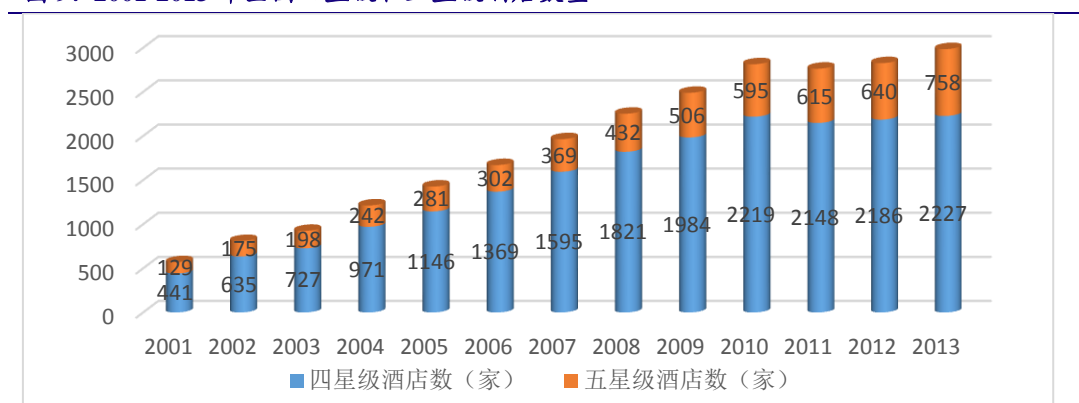
高端公共装修每年市场需求超 1000 亿元。五星级酒店、文化场馆、高端写字楼等领域存在装饰标准高，施工工艺专业、资质门槛限定等特征，属于装饰市场结构分层中的高端市场。由于施工难度较大，工程质量管理严格，中小型装饰公司短期内无法切入上述领域，因此属于上市装饰公司等一流梯队直接面对的目标市场。我们判断高端装饰领域每年至少将为上市公司提供 1000 亿元左右的市场规模。

表 3：公共装修各细分领域市场需求预测

公共装饰领域	每年需求
交通基建	铁路、机场是主力，每年新增需求 500 亿元
高档酒店	每年 200 亿元市场容量
文化场馆	国家重点扶持，高端市场每年可提供 230 亿装饰需求
医院	正在成为新兴的高端装饰细分领域，市场容量为 150-400 亿元
合计	1000-1500 亿元

资料来源：中国银河证券研究部

图 9：2001-2013 年全国四星级和五星级酒店数量



资料来源：wind，中国银河证券研究部

(二) 国际市场：“一带一路”战略助推海外扩张

“一带一路”战略的推进给我国建筑装饰企业“走出去”带来了巨大的机遇，将推动建筑装饰企业的海外扩张进入快速发展和收获期。习近平总书记自提出“一带一路”的构建理念以来，多次出访，拜访了中亚、东盟以及欧洲等近 20 个国家。2015 年 3 月 28 日，习近平总书记在博鳌亚洲论坛 2015 年年会开幕式作主旨演讲，指出“一带一路”建设的愿景与行动文件已经制定，意味着“一带一路”建设进入了全面展开的务实阶段。

表 4：“一带一路”战略的政策框架

“五通”	定位	政策导向
政策沟通	加强政策沟通是“一带一路”建设的重要保障	加强政府间合作，积极构建多层次政府间宏观政策沟通交流机制，深化利益融合，促进政治互信，达成合作新共识。
设施联通	基础设施互联互通是“一带一路”建设的优先领域	加强沿线国家基础设施建设规划、技术标准体系的对接，共同推进国际骨干通道建设，逐步形成连接亚洲各次区域以及亚欧非之间的基础设施网络。
贸易畅通	投资贸易合作是“一带一路”建设的重点内容	解决投资贸易便利化问题，消除投资和贸易壁垒，构建区域内和各国良好的营商环境，积极同沿线国家和地区商建自由贸易区，激发释放合作潜力。
资金融通	资金融通是“一带一路”建设的重要支撑	深化金融合作，推进亚洲货币稳定体系、投融资体系和信用体系建设。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

民心相通 民心相通是“一带一路”建设的社会根基 传承和弘扬丝绸之路友好合作精神，广泛开展文化交流、学术往来、人才交流合作，为深化双边合作奠定坚实的民意基础。

资料来源：《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，中国银河证券研究部

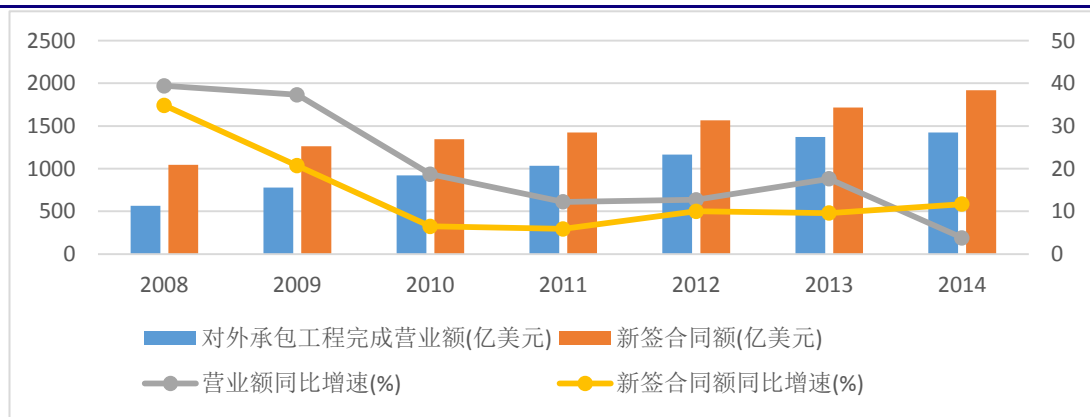
图 10：“一带一路”路线示意图



资料来源：公开资料，中国银河证券研究部

随着国家“走出去”的战略推进，海外建筑装饰市场有望迎来持续、快速发展的宏观环境，从而为中国建筑装饰工程企业开拓海外工程市场提供了广阔的发展空间。2014 年，中国对外承包工程业务完成营业额 8748.2 亿元人民币(折合 1424.1 亿美元)，同比增长 3.8%，新签合同额 11779.8 亿元人民币(折合 1917.6 亿美元)，同比增长 11.7%，新签合同额增长率达到五年来的最高水平。根据中国建筑装饰协会《中国建筑装饰行业“十二五”发展规划纲要》，“十二五”期间，我国海外工程产值力争达到 5000 亿元，比 2010 年增长 150%左右，CAGR 达到 20.1%。

图 11：中国对外承包工程业务完成营业额和新签合同额及同比增速

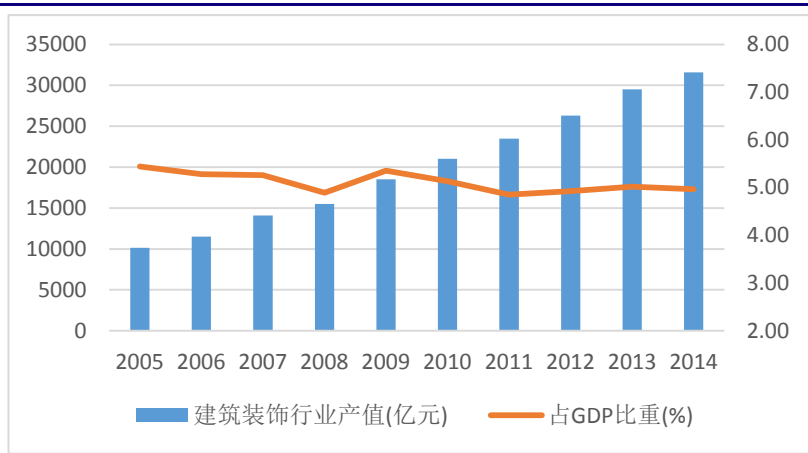


资料来源：商务部，中国银河证券研究部

根据我们的测算，“一带一路”沿线 64 个国家建筑装饰行业总产值达 1.17 万亿美元，约是中国建筑装饰行业产值的 2.3 倍。显然，对中国企业而言，“一带一路”沿线国家建筑装饰市场请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

间广阔。根据世界银行的数据统计, 2014 年“一带一路”沿线 64 个国家 GDP 合计达 23.47 万亿美元; 而且, 从中国近十年的经验来看, 建筑装饰行业产值占 GDP 的比重相对稳定, 2005-2014 年间基本保持在 5% 左右。据此粗略估算, “一带一路”沿线国家建筑装饰行业总产值可达 1.17 万亿美元。根据中国建筑装饰协会的数据, 2014 年中国建筑装饰行业产值为 31600 亿元, 约合 5144.23 亿美元(依 2014 年人民币对美元平均汇率中间价 6.1428 计算), 因此, “一带一路”沿线建筑装饰市场规模可达国内市场的 2.3 倍, 潜力巨大。

图 12: 近十年来中国建筑装饰行业产值及占 GDP 比重



资料来源: 中国建筑装饰协会, 中国银河证券研究部

表 5: “一带一路”沿线国家建筑装饰行业产值估算

区域	2014 年 GDP (亿美元)	装饰行业产值占 GDP 比重 (%, 依中国数值估算)	装饰行业产值估算 (亿美元)
中亚-蒙古 6 国	3514.86	5	175.74
东南亚 10 国	24780.02	5	1239.00
南亚 8 国	26078.71	5	1303.94
西亚-北非 11 国	34223.74	5	1711.19
中东欧 19 国	36178.65	5	1808.93
其他相关欧盟 10 国	109959.13	5	5497.96
合计	234735.11	-	11736.76

资料来源: World Bank, 中国银河证券研究部

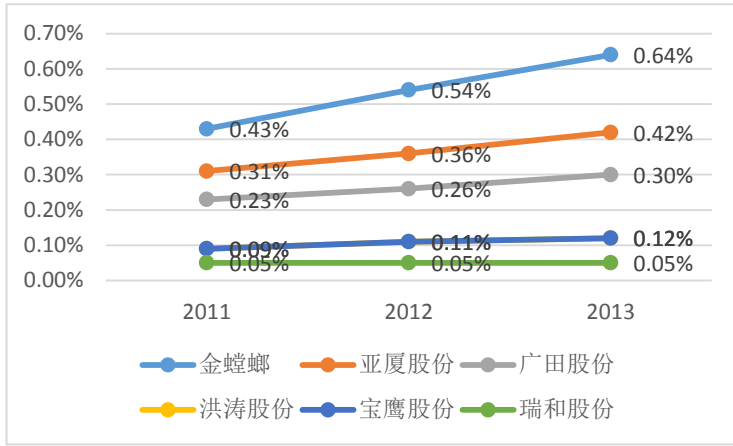
(注: 科威特、马耳他、卢森堡三国 2014 年数据缺失, 依 2013 年数据计算)

(三) 竞争格局: 行业集中度低, 规模企业竞争优势突出

目前来看, 国内装饰行业已经存在中外合资、股份制、有限责任等多种企业组织形式, 基本以非公有制经济为主体, 市场格局高度分散。据中国建筑装饰协会发布的数据显示, 2013 年全行业实现年产值 2.89 万亿元, 同比增长 9.88%。相比之下, 作为行业的中坚力量, 建筑装饰百强企业 2013 年全年总产值仅占全行业年总产值的 9.68%, 6 家上市公司的全年总产值总计也仅占 1.66%, 分别占比也不超过 0.7%。行业集中度低, 大行业、小企业的格局仍旧是行业现状。

正是由于行业过度分散,也为规模企业的发展提供了广阔的空间。近年来,在市场竞争中,龙头装饰企业凭借较为出色的设计水平、材料生产能力和施工技术水平,已经脱颖而出,优质项目及资源不断向行业优势企业集聚。

图 13: 6 家上市公司的全年总产值占全行业年总产值的比重



资料来源: 中国建筑装饰协会, 中国银河证券研究部

神州长城装饰定位于高端建筑装饰市场, 主要竞争对手系行业中具有较高知名度、行业排名前列的全国性龙头企业。

表 6: 神州长城竞争对手主要情况

排名	公司名称	业务特点
1	金螳螂	以室内装饰为主体, 融幕墙、家具、景观、艺术品、机电设备安装等为一体的专业化装饰企业, 设计能力突出, 国内建筑装饰行业第一家上市公司。
2	亚厦股份	专注于大型公共建筑、高端星级酒店、高档住宅精装修装饰、幕墙工程的设计与施工, 科技创新及施工技术能力突出, 市场遍及全国。
3	广田股份	以提供综合建筑装饰解决方案及综合工程承建服务为主, 专注于大型公共建筑、高档星级酒店等高端建筑装饰市场, 在住宅精装修、商业综合体以及技术研发方面具有优势。
4	宝鹰股份	全国建筑装饰行业拥有最齐全业务资质的企业之一, 主要从事公共装饰工程的设计及施工。
5	洪涛股份	立足公共建筑装饰行业, 目前主要为政府机构、大型国有企业、跨国公司、高档酒店等提供建筑装饰设计、施工服务。
6	弘高设计	以高级建筑规划及建筑装饰设计及施工为主, 具有较强的设计能力。
7	瑞和股份	主要从事公共装饰工程的设计及施工; 在剧场会堂类文化设施、国家政务场所等具有较强优势。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

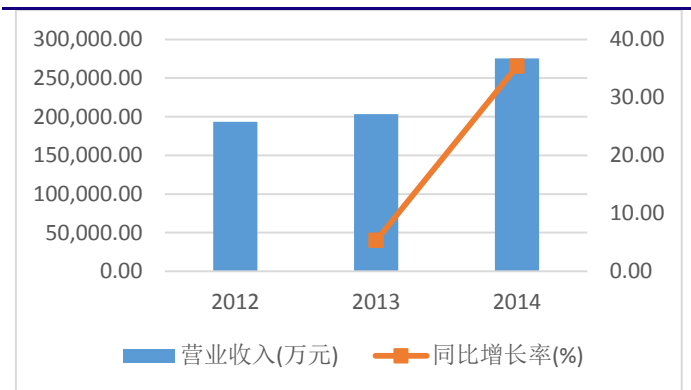
三、公司分析：海外业务爆发增长，借资本市场跨越发展

(一) 公司主营业务及收入构成

神州长城主营业务为建筑装饰工程设计与施工。作为一家拥有国家建筑装饰装修工程设计与施工一体化、机电设备安装工程专业承包、建筑幕墙工程专业承包等三项壹级资质及对外承包工程经营资格的企业，神州长城业务领域涉及装饰工程施工、机电工程施工、幕墙工程施工、建筑工程设计业务等四大领域，连续四年获得“中国建筑装饰行业百强企业”荣誉，是我国领先的装饰工程综合服务商。

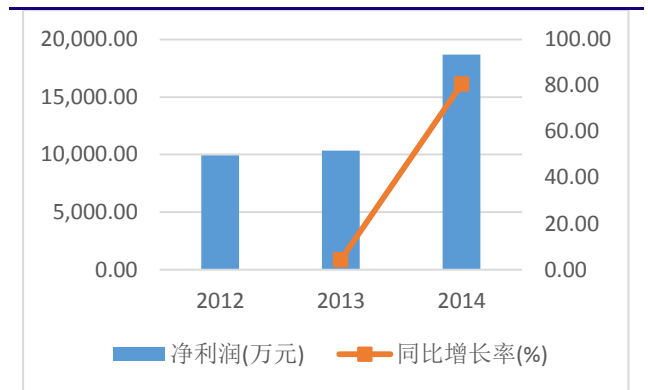
2014 年，公司实现营业收入 27.55 亿元，同比增长 35.35%；实现归属于母公司所有者的净利润 1.87 亿元，同比增长 80.51%。

图 14：公司 2012-2014 年营业收入与增速



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

图 15：公司 2012-2014 年净利润与增速



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

神州长城在建筑装饰行业具有较强的竞争优势，先后在国内外承接了众多具有影响力的建筑装饰工程项目，尤其在高端酒店及精装住宅的装饰工程业务中处于市场领先地位。

表 7：神州长城各项主营业务介绍

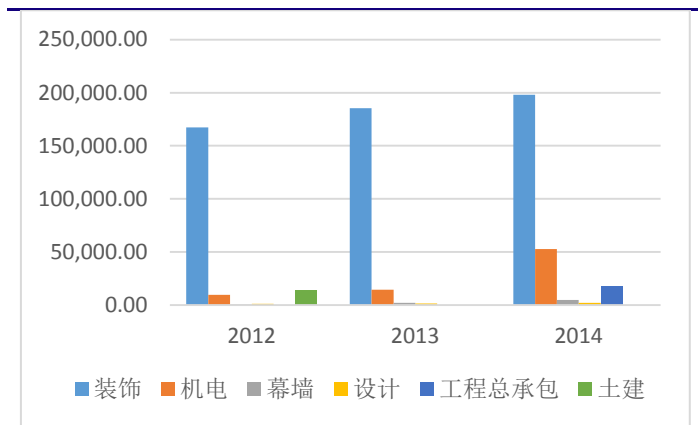
业务领域	业务介绍
高端公装	五星级酒店装饰工程的高要求、高标准提高了神州长城的项目管理能力及现场施工能力，丰富的项目经验及优质的工程质量奠定了神州长城在高端酒店装饰工程领域的优势地位
住宅精装	神州长城优先选择与住宅项目质量要求较高的一线地产商合作，主要包括绿城房地产集团有限公司、保利房地产（集团）股份有限公司等。完成的住宅项目交付率居于行业领先水平
机电工程	神州长城目前拥有机电设备安装工程专业承包一级资质，通过多年来在建筑装饰与机电业务方面的经验累积，神州长城逐步形成了建筑装饰与机电安装一体化施工的能力
幕墙工程	建筑幕墙业务亦是神州长城近年来快速发展的业务板块，是神州长城从事建筑行业专业模块的重要组成部分，且建筑幕墙业务承接的工程单项造价越来越高、业务范围越来越广

装饰设计

神州长城锻炼出一支规模庞大、经验丰富、实力雄厚的建筑装饰设计队伍，能满足建筑装饰领域项目初始设计与现场施工设计规范要求，并向业主提供合理化的项目设计与深化设计意见

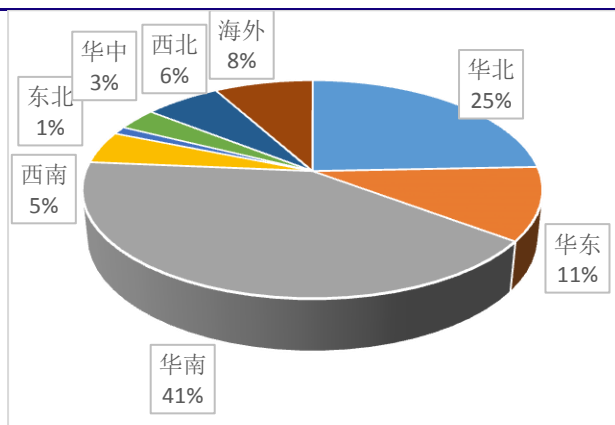
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 16：2012-2014 年公司各项业务收入



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

图 17：2014 年公司业务地域分布情况

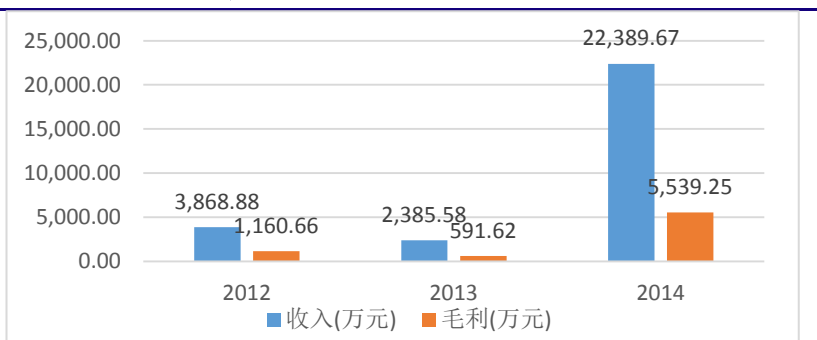


资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

(二) 海外业务成长迅速

依托于早期海外市场布局的先发优势，神州长城确立了做大做强海外业务、打造全球领先的国际性综合建筑服务提供商的发展战略。

图 18：2012-2014 年公司海外业务收入与毛利



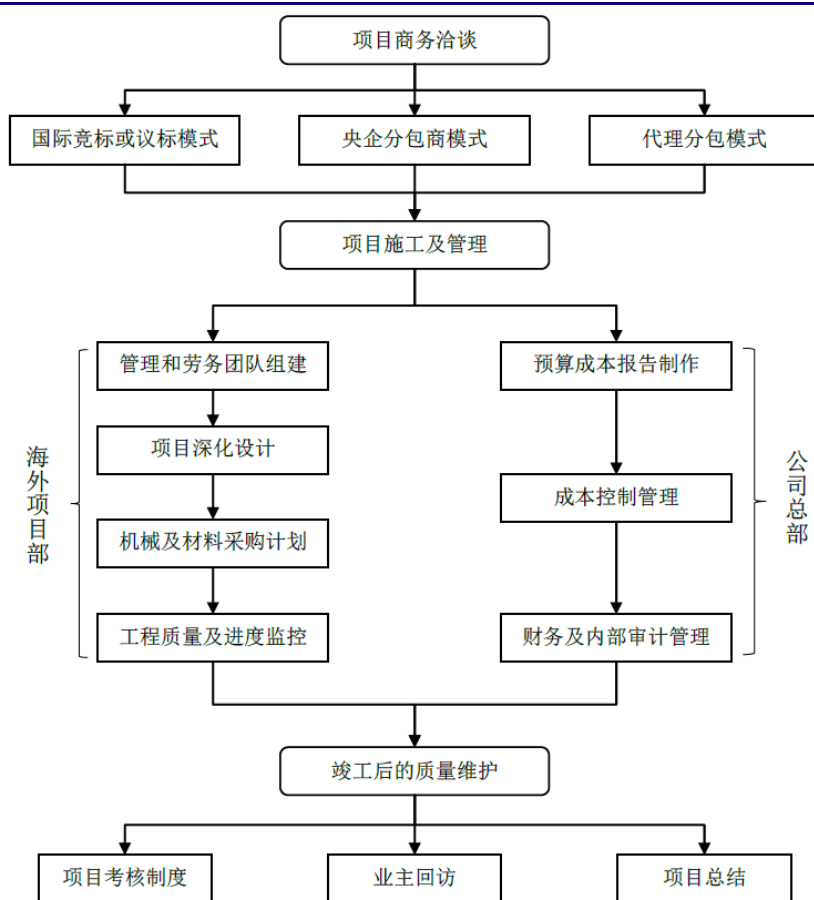
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

神州长城确立了东南亚、非洲、中东等业务重点发展区域，招募和培养相关地区的专业人才，重点跟踪使用中国贷款的建筑项目，并通过与从事海外基建业务的大型央企合作，不断开拓海外建筑装饰、机电安装等工程项目，积累海外项目施工经验，扩大海外市场影响力。

1. 海外项目运营模式

根据海外项目的运作特点，神州长城通过项目前期的项目商务洽谈、项目过程中的项目施工及管理以及项目竣工后的质量维护，三个层面对境外工程执行规范化的管理流程。

图 19：神州长城海外项目运营流程图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

神州长城根据自身的经营规模和约束条件，采取资源整合的方式拓展海外市场。目前的外项目前期的商务洽谈主要有国际竞标或议标模式、央企分包商模式、代理分包模式三大模式。截至 2015 年 3 月末，神州长城已签订的项目金额为 673,300.84 万元，其中，采取国际竞标或议标模式签订的项目金额为 191,260.55 万元，占比为 28.41%；采取央企分包商模式签订的项目金额为 482,040.29 万元，占比为 71.59%；尚未通过代理分包模式签订项目合同。随着神州长城在中东地区项目经验及知名度的累积，神州长城未来将加大力度拓展与代理商的直接合作，增加代理分包模式下的工程数量。

表 8：神州长城海外项目三大模式

模式	简介	代表项目	比重
国际竞标或议标模式	直接与项目业主洽谈，作为项目总承包方与项目业主签订项目合同	柬埔寨的 TSCLFK 集团、国家选举委员会和 NagaCity 步行街综合体项目以及柬埔寨的金边国民议会大厦商住开发项目	28.41%

央企分包商模式	参与总包方（央企）的专业分包招标环节，神州长城将作为专业分包商与项目的总包方（央企）签订项目合同	阿尔及利亚嘉玛大清真寺 C 楼、F 楼内装修工程分包项目、阿尔及利亚 DOUERA 四万人体育场项目以及斯里兰卡阿洪加拉 501 间房间酒店土建及结构工程项目、科威特财政部大楼翻新改造工程项目、科威特国防部军事学院项目以及卡塔尔新港 NPP/0057 房建与基础设施工程	71.59%
	代理分包模式	利用所在国代理商的建筑工程投标经验，与已中标单位洽谈分包或与当地企业成立联合体共同投标	暂无

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2. 海外核心竞争力

2.1 运营模式优势

基于国内丰富的项目经验及设计施工一体化优势，神州长城在海外项目的招投标、深化设计、项目管理、用工管理、材料采购等环节均实施严格的自主运营模式，通过选派高水平的项目经理，组建高素质项目团队，合理确定材料及设备采购模式，神州长城在海外业务开拓中确立了显著的成本控制优势、工期控制优势、质量控制优势。

（1）成本控制优势

由于海外项目所在国的国别差异，海外项目的成本控制决定了项目的盈利水平。基于国内项目的经验积累，神州长城在招投标阶段即可准确测算项目成本，保障中标项目的合理盈利水平；项目开工前，神州长城优秀的设计人员通过方案深化设计进一步挖掘成本降低的潜力；在材料采购来源上，神州长城结合项目所在国的建材市场情况及工期要求，合理选择国内采购、国际采购及所在国本地采购，最大限度的控制材料采购质量及成本；在项目劳工选择上，神州长城结合项目所在国的劳动力市场情况及工期要求，合理组建由国内劳工、国际劳工及本地劳工组成的劳工团队，在保证劳工的整体素质满足项目要求的同时，显著降低项目人工成本。在项目过程控制上，通过选派优秀的项目经理，降低项目实施过程中的风险爆发，确保项目能够在预算成本计划下正常推进。

（2）工期控制优势

作为国内领先的建筑装饰企业，在海外市场开拓过程中，神州长城基于国内市场累计的项目管理经验，能够通过自主运营对项目实施有效的管控，从而大幅缩短项目工期，为业主创造可观的经济效益，从而获得明显的竞争优势。

（3）质量控制优势

由于神州长城具有装饰设计与施工、机电施工、幕墙施工、土建施工的一体化施工能力，丰富的项目经验及多样的人才储备能够满足海外项目总承包中各类工程的质量管理要求，严格管控项目质量风险。

表 9：海外项目跟踪、储备项目洽谈跟进情况

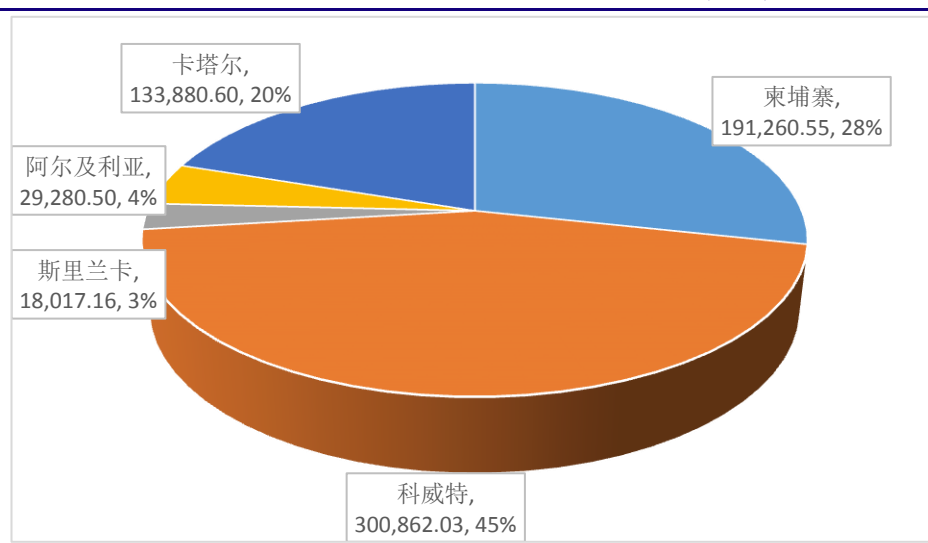
国家/地区	项目类型	合同金额（万元）	项目情况
印尼	总承包工程	221,259.60	商务洽谈过程中
埃塞俄比亚	机电及幕墙工程	4,500.00	商务洽谈过程中
俄罗斯	总承包工程	107,518.50	商务洽谈过程中
泰国	总承包工程、机电及 装修工程	33,338.00	商务洽谈过程中
肯尼亚	机电及装修工程	61,800.00	商务洽谈过程中
圭亚那	机电及装修工程	30,900.00	商务洽谈过程中
北苏丹	总承包工程	61,605.00	商务洽谈过程中
塞内加尔	总承包工程	49,400.00	商务洽谈过程中
卡塔尔	总承包工程	46,016.00	商务洽谈过程中
科威特	机电工程	14,413.00	商务洽谈过程中
合计		630,750.10	--

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2.2 先发优势

神州长城较早确立了大力拓展海外业务的发展战略，经过缜密的论证，选择了东南亚、南亚、中东、非洲等与中国关系紧密的国家或地区作为重点开拓区域，并在项目、人员、合作伙伴等方面进行了充足的储备。截至 2014 年末，神州长城累计签署或待签署的海外业务合同金额达 72.76 亿元，与中国港湾、中国建筑等一批具有突出海外业务优势的央企建立了稳定的业务合作关系。随着国家“一带一路”政策的推行及亚洲基础设施投资银行的成立，东南亚、南亚、中东、非洲等神州长城具备业务优势的地区必将迎来基础设施建设的热潮，中国企业有望获取大量业务订单，较之竞争对手，神州长城的先发优势显著。

图 20：截至 2015 年 3 月末海外业务的国别合同签订情况(万元)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

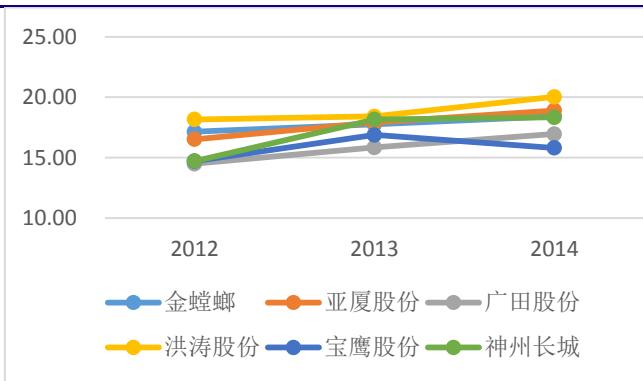
2.3 信息化优势

确立开拓海外业务的发展战略后，为了适应海外工程管理的需要，神州长城在国内建筑装饰企业中较早上线并运用 BIM 及 P3 (Primavera Project Planner) 等先进的项目管理工具。目前，神州长城可以在项目招投标阶段利用 BIM 技术将设计方案以可视化的形式呈现，并应用于项目实施全生命周期管理；利用 P3 满足海外项目业主对项目管理和进度控制的严苛要求。

(三) 公司财务分析

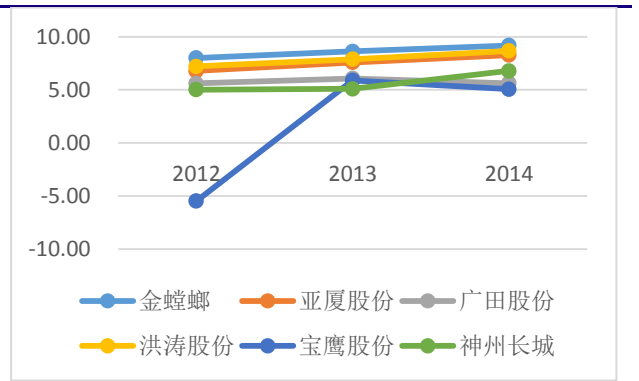
毛利率指标在可比公司中处于上游水平。公司的毛利率从 2012 年到 2014 年由 14.72% 提升至 18.33%。毛利率显著提高的主要原因是毛利率较高的酒店装饰业务收入规模及占比提高；此外，随着神州长城不断加强深化设计、预算管理、施工管理等环节的管控，神州长城的成本控制能力增强，收入占比最高的住宅精装修业务毛利率显著提升。公司的净利率水平在可比公司中相对偏低，有提升的空间。

图 21：可比公司毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

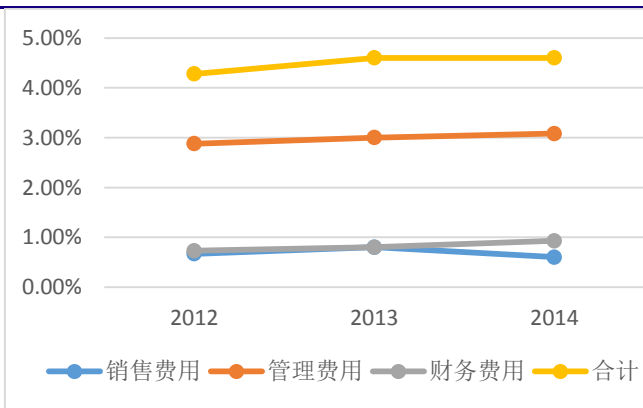
图 22：可比公司净利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

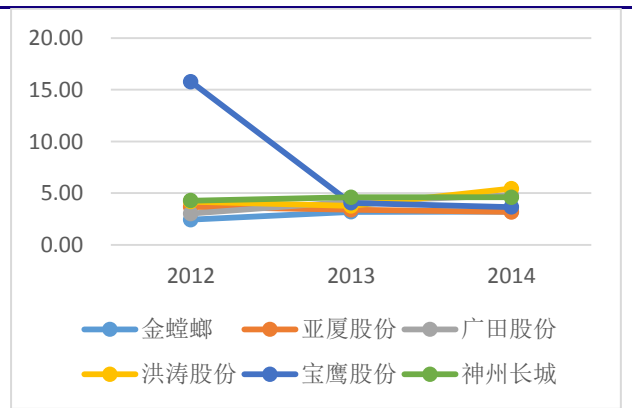
随着神州长城业务规模的不断扩大，期间费用也随之增长。神州长城的期间费用以管理费用为主，期间费用的构成及费率基本保持稳定，期间费用的增长与销售规模的扩大呈现较为稳定的正相关关系。

图 23：公司各项费用占营业收入的比例



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 24：可比公司期间费用率

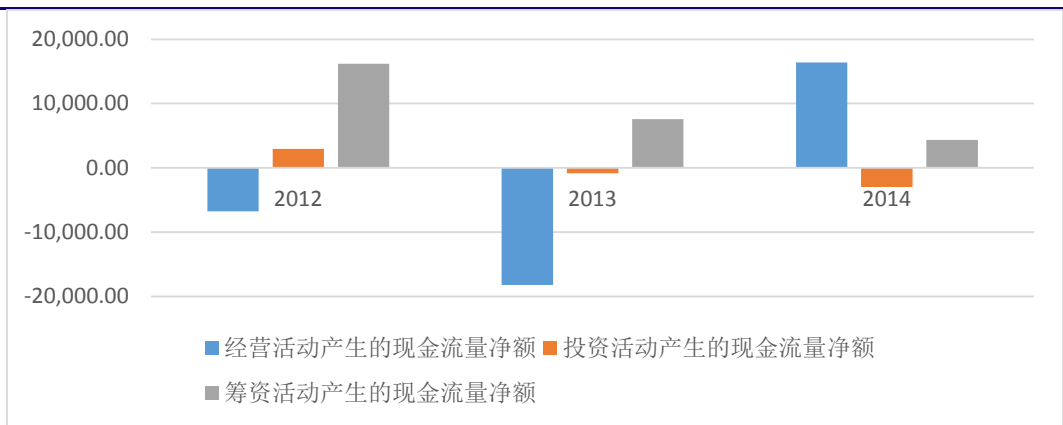


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

神州长城近三年的经营性现金流为-6,787.65 万元、-18,215.12 万元、16,384.74 万元。2013

年出现的经营性现金流出激增主要由于 2013 年应收账款回款情况较差而采购支出较多；2014 年公司经营性现金流状况出现明显的改善，实现转正。

图 25：公司历年现金流量净额（万元）



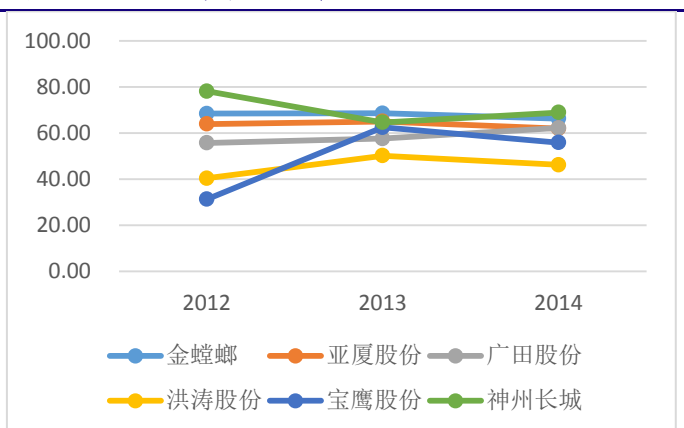
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司资产负债率在可比上市公司中处于较高水平。目前同行业上市公司均已通过股权融资方式筹集资金，资本结构得到大幅度改善，导致公司的资产负债率高于可比公司，通过本次重组并配套募集资金，神州长城的资本结构也能得到改善。

流动性方面，公司的流动比率、速动比率近两年均接近 1.5，在可比上市公司中偏低，但处在正常范围之内，偿债风险较小。

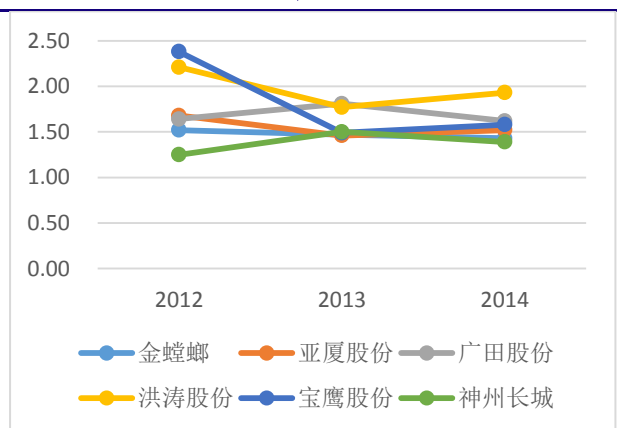
公司应收账款周转率处于行业平均水平。近年来，由于国内基础设施建设投资停滞、房地产市场调整的不利影响，神州长城的应收账款周转率逐年下降，与可比上市公司的情况保持一致。神州长城的应收账款周转率符合公司自身业务特点、客户结构以及所处行业情况，应收账款周转率总体处于合理水平。

图 26：可比公司资产负债率



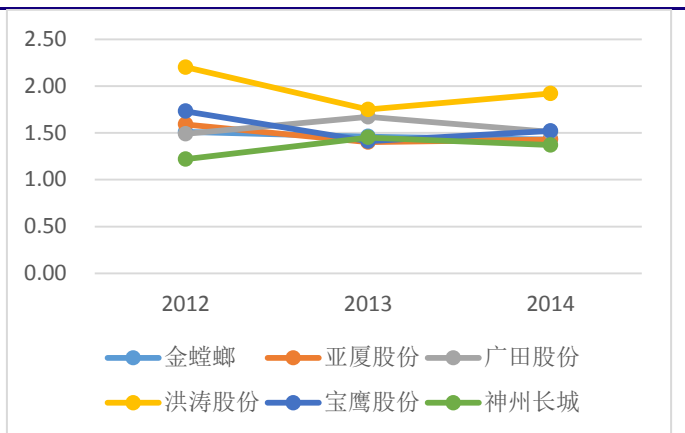
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 27：可比公司流动比率



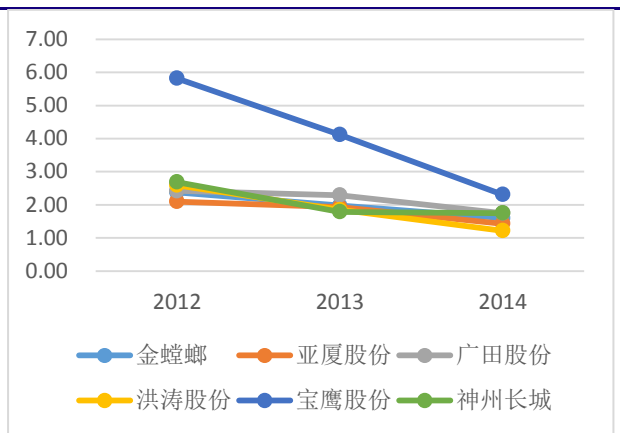
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 28：可比公司速动比率



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

图 29：可比公司应收账款周转率



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

(四) 公司未来业绩驱动因素

1、百亿在手合同保障公司收入爆发式增长

神州长城拥有商务部核准的对外承包工程经营资格, 因此具备从事国(境)外对外承包工程业务的经营资格。神州长城国外业务既能承接建筑总承包业务, 也有建筑装饰施工、机电设备安装、建筑幕墙施工的专业分包业务。

神州长城确立了做大做强海外业务、打造全球领先的国际性综合建筑服务提供商的发展战略。为了更好地融入当地社会人文、法律、经济环境, 实现全球采购、全球招用工、跨境支付的战略资源调配目标, 神州长城亟需在未来 2-3 年内, 根据业务需要在不同的国家或地区逐步设立区域子/分公司。

图 30：神州长城海外营销网络建设项目



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 10：神州长城海外营销网络建设项目实施计划

总体规划	预计期限	完成数量	具体国家/地区
第一阶段	2014 年 12 月至 2015 年 7 月	7 个	香港、澳门、泰国、柬埔寨、斯里兰卡、科威特、阿尔及利亚
第二阶段	2015 年 8 月至 2016 年 11 月	4 个	俄罗斯、肯尼亚、埃塞俄比亚、苏丹

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

海外营销网络建设项目达成后，神州长城将拥有国内同业中规模领先、效能完善的海外营销网络，对公司的承揽项目能力、施工管理组织能力、全球采供能力、境外劳动力组织能力、本地化经营能力将产生直接积极的促进作用；随着海外营销网络建设的推进和完善，将帮助公司实现全球采购、全球招用工、跨境支付的战略资源调配目标。

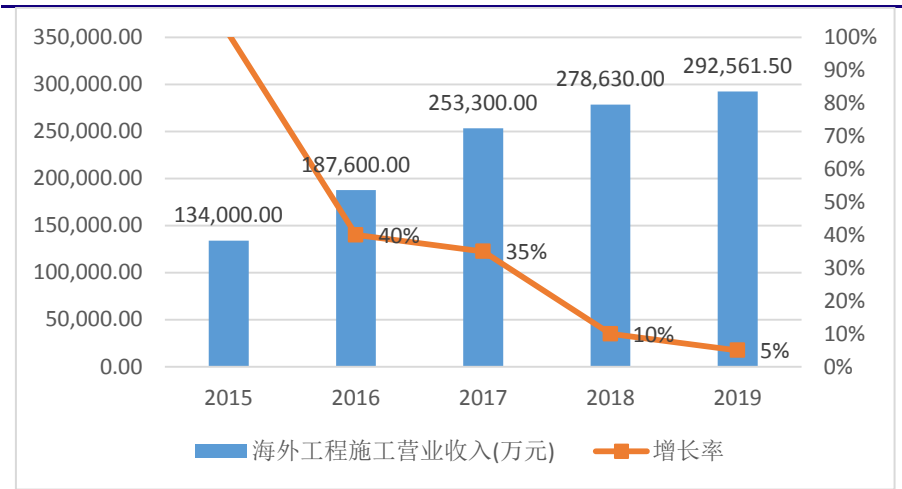
近百亿在手合同保障公司海外业务爆发式增长。2014 年神州长城在东南亚、非洲、中东、南亚等地区已签约或待签约的项目合同金额达 72.8 亿元；2015Q1 新签合同额 67.3 亿元，跟踪储备项目 63 亿元，我们预计全年新签海外合同超过 180 亿元。目前在建项目未完工合同金额 83.6 亿元。2015-2017 年，公司海外业务收入预计增速分别为 499%、40%、35%，合同收入覆盖率超过 180%。海外预测毛利率 20%，带动公司整体盈利能力快速提升。

表 11：神州长城已签约或待签约的海外合同情况

合同状态	项目名称	地区	签订时间	合同金额（万元）
已执行完毕	柬埔寨安达大都会银行项目	东南亚	2012.01	7,738.00
已签约	TSCFLK 集团，国家选举委员会和 NagaCity 步行街综合体项目	东南亚	2013.01	86,045.40
	柬埔寨金边国民议会大厦商/住开发项目	东南亚	2014.06	97,477.15
	阿尔及利亚嘉玛大清真寺项目 C 楼、F 楼内装修工程分包项目	非洲	2013.04	13,429.34
	阿尔及利亚大清真寺项目机电劳务分包合同	非洲	2014.04	1,551.00
	阿尔及利亚 DOUERA 四万人体育场	非洲	2014.09	12,764.79
	阿尔及利亚 TIPA120 床医院项目强电分包合同	非洲	2014.05	1,535.37
	科威特财政部大楼翻新改造工程	中东	2014.07	83,605.00
	科威特石油公司南艾哈迈迪新房建项目	中东	2014.06	19,022.48
	科威特国防部军事学院项目	中东	2014.1	198,234.55
	斯里兰卡阿洪加拉 501 间房间酒店土建及结构工程	南亚	2014.06	18,017.16
	卡塔尔新港 NPP/0057 房建与基础设施工程	中东	2014.12	133,880.60
待签约	科威特国防部多功能厅	中东	-	21,000.00
	澳门路氹城上葡京酒店赌场综合度假村	东亚	-	25,265.06
	斯里兰卡佛学院装修工程	东亚	-	8,000.00
总计		-	-	727,565.90

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 31：神州长城 2015-2019 年海外收入预测



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

神州长城纳入收入预测范围的 13 个项目，合同工期为 2-3 年，合同额 58.5 亿元。而 2015 年至 2017 年预测的海外收入 3 年合计为 57.49 亿元，合同保证率 100% 以上，即现有签约中标合同已基本可以涵盖神州长城未来 3 年的预测收入。

表 12：纳入收入预测范围的 13 个项目工程进度情况

序号	项目名称	合同总收入 (万元)	预计完工百分比		预测进度收入	
			2015 年 累计	2016 年 累计	2015 年	2016 年
1	TSCLFK 集团，国家选举委	86,045	40%	75%	33,542	30,116
	员会和 NagaCity 步行街综合					
	体项目					
2	阿尔及利亚嘉玛大清真寺项	13,429	60%	100%	8,058	5,372
	目 C 楼、F 楼内装修工程分					
	包项目					
3	阿尔及利亚大清真寺项目机	1,551	70%	100%	1,086	465
4	电劳务分包合同	83,605	40%	100%	28,891	50,163
	科威特财政部大楼翻新改造					
	工程					
5	科威特石油公司南艾哈迈迪	19,022	40%	100%	5,343	11,413
6	新房建项目（KOC）	97,477	30%	70%	22,531	38,991
	柬埔寨金边国民议会大厦商/					
	住开发项目					
7	斯里兰卡阿洪加拉 501 间房	18,017	100%	100%	11,628	0
8	间酒店土建及结构工程	198,235	15%	50%	29,681	69,382
	科威特国防部军事学院项目					
9	科威特国防部多功能厅	21,000	20%	100%	8,000	12,400

10	阿尔及利亚 DOUERA 四万人体育场	12,765	20%	70%	2,182	5,455
11	阿尔及利亚 TIPA120 床医院项目强电分包合同	1,535	100%	100%	1,535	0
12	澳门路幽城上葡京酒店赌场综合度假村	25,265	50%	80%	12,633	7,580
13	斯里兰卡佛学院装修工程	8,000	30%	100%	2,400	5,600
合计		585,947			167,508	236,937
未来年度预测海外收入		321,600			134,000	187,600
合同保障覆盖率 (进度确认收入/评估预测收入)		182.20%			125.0%	126.3%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2、上市后公司品牌及资金实力显著增强

神州长城位列“中国建筑装饰百强企业”前十名，代表了行业内对神州长城的工程质量、项目管理能力的高度认可，也彰显了公司的品牌实力。上市将进一步提升公司品牌价值和市场影响力，扩大公司的知名度，帮助公司吸引更多优质客户、承接更多大型项目。

同时，上市将显著增强公司的资金实力，有利于公司扩大业务规模，开拓新兴市场，助力公司的综合实力实现跨越式发展。

3、充足完成后公司大概率开展再融资及外延扩张

随着公司业务规模特别是海外市场业务的快速扩张以及外延并购，公司将对于资金产生更大的需求，我们预计公司未来有较大概率启动开展再融资。

公司结合本次重大资产重组的具体情况，为了推动重大资产重组的顺利进行，将本次交易的配套融资的融资规模由 6.1 亿元调整为 2.55 亿元，减少 3.55 亿元，募集资金投资项目减少了“海外项目保函保证金及相关费用、保险金”，调减规模较大。我们认为，伴随着公司业务规模的快速扩张以及外延并购的需要，公司未来将对于资金产生较大的需求，因此有较大概率开启再融资。

4、B 股存在较强资本运作预期

2014 年 5 月，国务院出台的《新国九条》中明确提出，要“稳步探索 B 股市场改革”，这是 B 股改革身影首次出现在证券业的顶层设计中。2015 年 5 月，在李克强总理签批的《关于 2015 年深化经济体制改革重点工作的意见》中，又重点提出探索建立多层次资本市场转板机制，这又给 B 股改革提供了政策支持。

中冠是目前 A、B 股同时上市的 82 家公司之一，B 股总股本为 6942.19 万股，在本次资产重组前占总股本 16914.24 万股的 41.04%，重组完成后占比下降至 15.53%。截止 2015 年 7 月 1 日，中冠 A 收盘价为 32.97 元，中冠 B 收盘价为 15.25 元，二者比值达 2.16:1，B 股成为价值洼地。

考虑到公司 A、B 股存在较大价差，且重组完成后 B 股在公司总股本中占比下降，我们判断存在较强的资本运作预期。

四、风险因素

宏观经济波动风险：经济周期的变化与建筑业发展紧密相关，国民经济运行状况及国家固定资产投资规模，尤其是基础设施投资规模和城市化进程发展等因素都会直接传导至建筑业。如果宏观经济下行超过预期，将对公司业务产生较强的负面影响。

海外业务扩张风险：随着海外业务在公司总营业收入中的比重不断上升，海外市场中的不确定性带来的风险也逐渐增大。地缘政治不稳定、汇率波动等因素将对公司业绩造成不良影响。

五、投资建议

我们预测公司 2015-17 年 EPS 0.90/1.34/1.65 元，归母净利润 CAGR 58.03%。综合考虑公司成长性及行业估值，我们认为可给予公司 16 年 30-35 倍 PE，合理估值区间 40.0-47.0 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,035	2,755	4,407	6,170	7,405	货币资金	98	291	1,102	1,543	1,851
营业成本	1,666	2,250	3,504	4,844	5,813	存货	51	35	54	75	90
毛利率	18.2%	18.3%	20.5%	21.5%	21.5%	应收账款	1,355	1,784	2,855	3,886	4,663
营业税金及附加	67	84	137	194	229	其他流动资产	115	242	384	398	477
营业费用	16	16	26	37	44	流动资产	1,619	2,352	4,395	5,901	7,081
营业费用率	0.80%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	固定资产	8	10	35	56	81
管理费用	61	85	138	193	231	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	2.99%	3.08%	3.12%	3.12%	3.12%	无形资产	0.30	8	16	16	15
财务费用	17	26	51	90	91	其他长期资产	48	77	87	100	116
财务费用率	0.84%	0.93%	1.17%	1.46%	1.23%	非流动资产	56	96	137	172	213
投资收益	0	22	23	23	24	资产总计	1,675	2,448	4,532	6,073	7,294
营业利润	136	268	521	779	957	短期借款	160	282	1,659	1,855	1,881
营业利润率	6.70%	9.73%	11.83%	12.62%	12.92%	应付账款	705	1,048	1,633	2,257	2,708
营业外收入	3	5	5	6	6	其他流动负债	217	355	648	908	1,082
营业外支出	0	1	1	1	2	流动负债	1,082	1,686	3,940	5,020	5,671
利润总额	140	272	525	783	961	长期负债	0	13	0	0	0
所得税	36	63	122	182	224	其他长期负债	0	0	0	0	0
所得税率	25.9%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%	非流动性负债	0	13	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	1,082	1,699	3,940	5,020	5,671
归母净利润	104	187	403	601	737	股本	70	70	447	447	447
净利率	5.09%	6.78%	9.14%	9.74%	9.96%	资本公积	176	176	146	146	146
EPS (元)	0.23	0.42	0.90	1.34	1.65	股东权益合计	287	268	561	1,041	1,631
现金流量表 (百万元)						少数股东权益	0	0	0	0	0
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E	负债权益总计	1,675	2,448	4,532	6,073	7,294
净利润	104	187	403	601	737	主要财务指标					
少数股东权益	0	0	0	0	0	增长率 (%)	5.31	35.35	60.00	40.00	20.00
折旧和摊销	0	0	47	77	76	营业收入	37.97	96.58	94.48	49.30	22.88
营运资金变动	0	0	-354	-292	-265	营业利润	4.28	80.51	115.62	49.14	22.73
其他	73	48	-403	190	98	净利润					
经营现金流	176	235	-307	576	647	利润率 (%)	18.16	18.33	20.50	21.50	21.50
资本支出	-7	-30	-73	-95	-100	毛利率	11.10	11.61	13.68	14.64	14.69
投资收益	0	0	23	23	24	EBIT Margin	11.10	11.61	14.75	15.90	15.72
资产变卖	-1	0	-3	-3	-3	EBITDA Margin	5.09	6.78	9.14	9.74	9.96
其他	0	0	0	0	0	净利率					
投资现金流	-8	-30	-54	-75	-79	回报率 (%)	36.09	67.31	97.18	75.01	55.18
发行股票	156	0	-30	0	0	净资产收益率	6.18	9.07	11.54	11.33	11.03
负债变化	16	-35	1,334	150	-21	总资产收益率					
股息支出	0	0	-81	-120	-147	其他 (%)	64.61	69.44	86.92	82.66	77.76
其他	-96	78	-51	-90	-91	资产负债率	25.92	23.29	23.29	23.29	23.29
融资现金流	76	43	1,172	-60	-259	所得税率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
现金及等价物	244	248	811	441	309	股利支付率	5.31	35.35	60.00	40.00	20.00

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

插图目录

图 1: 重组后中冠 A 的股权架构图(考虑配套融资).....	3
图 2: 神州长城各业务领域部分代表项目	4
图 3: 神州长城近 3 年来国内部分合同金额超过 5,000 万元的项目工程分布图.....	4
图 4: 中国历年装饰行业产值(亿元)	5
图 5: 中国装饰行业细分市场产值 (亿元)	5
图 6: 中国城市化率情况	6
图 7: 我国人均国民收入情况	6
图 8: 我国城市住宅精装修比例与发达国家对比	6
图 9: 2001-2013 年全国四星级和五星级酒店数量	7
图 10: “一带一路”路线示意图	8
图 11: 中国对外承包工程业务完成营业额和新签合同额及同比增速.....	8
图 12: 近十年来中国建筑装饰行业产值及占 GDP 比重	9
图 13: 6 家上市公司的全年总产值占全行业年总产值的比重	10
图 14: 公司 2012-2014 年营业收入与增速.....	11
图 15: 公司 2012-2014 年净利润与增速.....	11
图 16: 2012-2014 年公司各项业务收入.....	12
图 17: 2014 年公司业务地域分布情况	12
图 18: 2012-2014 年公司海外业务收入与毛利.....	12
图 19: 神州长城海外项目运营流程图	13
图 20: 截至 2015 年 3 月末海外业务的国别合同签订情况(万元).....	15
图 21: 可比公司毛利率	16
图 22: 可比公司净利率	16
图 23: 公司各项费用占营业收入的比例	16
图 24: 可比公司期间费用率	16
图 25: 公司历年现金流量净额 (万元)	17
图 26: 可比公司资产负债率	17
图 27: 可比公司流动比率	17
图 28: 可比公司速动比率	18
图 29: 可比公司应收账款周转率	18
图 30: 神州长城海外营销网络建设项目	18
图 31: 神州长城 2015-2019 年海外收入预测	20

表格目录

表 1: 神州长城借壳中冠 A 上市交易方案	3
表 2: 海外业务发展历程	5
表 3: 公共装修各细分领域市场需求预测	7
表 4: “一带一路”战略的政策框架	7
表 5: “一带一路”沿线国家建筑装饰行业产值估算	9
表 6: 神州长城竞争对手主要情况	10
表 7: 神州长城各项主营业务介绍	11
表 8: 神州长城海外项目三大模式	13
表 9: 海外项目跟踪、储备项目洽谈跟进情况	15
表 10: 神州长城海外营销网络建设项目实施计划	19
表 11: 神州长城已签约或待签约的海外合同情况	19
表 12: 纳入收入预测范围的 13 个项目工程进度情况	20

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

鲍荣富、周松，建筑与工程行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A 股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏文科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、围海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、尚荣医疗（002551.SZ）、普邦园林（002663.SZ）、棕榈园林（002431.SZ）、蒙草抗旱（300355.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座	北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼	上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层	深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座	海外机构：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座	海外机构：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn	