评级：增持

弱周期下，强者有望“通吃”

——中国建筑(601668.SH)首次覆盖研究

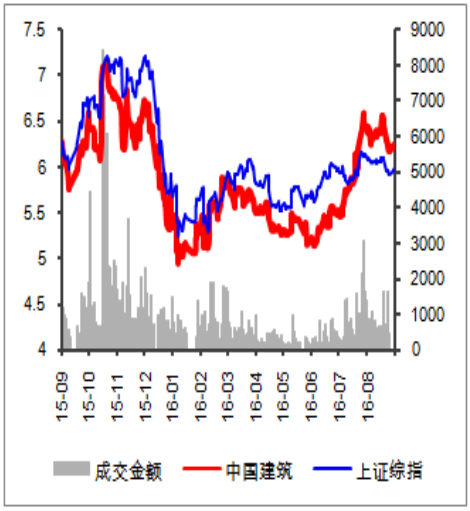
建筑工程行业公司研究
2016 年 09 月 26 日

分析师	刁阳
电话	010-59366179
邮件	diaoyang@sczq.com.cn

行业数据	2016/09/23
股票家数(家)	64
总市值(亿元)	14650.27
流通市值(亿元)	11616.18
平均涨跌幅(%)	-0.13
每股收益(TTM，元)	0.568

公司数据	2016/09/23
总市值(亿元)	1866
流通市值(亿元)	1863
总股本(亿股)	300
流通股本(亿股)	299.47
12 个月价格区间	4.75~7.16

一年内股价走势



投资要点

■ **基本面较好。**财务方面：总资产保持稳定增长，成长性较好；货币资金增长迅速，存货增长较慢；应付债券快速增长，直接融资活动增强。收入增长较快且质量高；利润增速低于收入增速；财务费用增长快，总成本费用增长控制在合理范围内。经营性现金净流保持快速增长；银行借款和债券发行融资方式占主导；现金流总体状况佳。长短期偿债能力均较强，无偿债风险；销售毛利率和股东回报率基本稳定。

■ **总订单充足，新增合同稳步增长，基建类订单增速抢眼。**2015 年建筑业务待施合同额约 2.3 万亿元，是同期收入的 2.7 倍，为未来业绩增长奠定基础。新增合同保持稳步增长，基建业务表现突出。房屋建筑累计新签合同额由 2013 年的 10338 亿元增至 2015 年的 11962 亿元，增速 7.57%；基础设施由 2013 年的 2323 亿元增至 3140 亿元，增速 16.26%；设计勘察则较稳定，平均新签合同在 90 亿元左右。基建施工业务表现突出，公司加强了拿单力度。

■ **投资建议。**

(1) 公司核心业务为房屋建筑工程，同时涉及基础设施建设、地产开发以及勘查设计业务，是建筑行业拥有最强资质的龙头企业，具备很强的国际品牌影响力。

(2) 随着房地产投资增速的下滑，建筑业整体步入平稳发展阶段，公司强力推动业务结构调整，加大对基础设施建设的市场开拓力度，2013 年~2015 年该领域新增合同额复合增速高达 18.99%，远超房屋建筑板块，成为快速崛起的增长点。

(3)在“稳增长”的预期下，以城市群建设为主要发展方式的城镇化建设将持续保持一定的投资热度。作为有着很强品牌效应的行业龙头，公司势必会在订单开拓方面领先于竞争对手，“十三五”期间取得一定的业绩增长。

(4) 海外市场上，公司已设立了 9 个海外营销中心和 30 多个国别组，在“一带一路”沿线 65 个国家中已进入 43 个国家市场，2015 年实现新签合同额 67 亿美元，基本实现了对“一带一路”重点市场的覆盖，海外竞争优势显著。

预测 2016/2017/2018 年 EPS 为 1.03/1.25/1.35 元，对应目前股价的 PE 为 6.11/5.03/4.66，考虑到大盘走势尚不明朗，以及公司涨跌与大盘走势趋同特性，出于谨慎性考虑，给以“增持”评级。

■ **主要风险提示。**地产行业投资增速总体下滑超预期；国外项目存在经营管理风险；汇率变动或引发汇兑损失。

目录

1 公司概况 5
1.1 概况 5
1.2 控股公司聚焦建筑安装、地产开发和勘察设计，业绩增长显著 6
1.2.1 流通股占绝对比重，限售股解禁压力小 6
1.2.2 股东户数下降显著，持股集中度有所上升 6
1.2.3 控股公司 22 家，业务聚焦地产开发、建筑安装和勘察设计三领域 6
1.3 管理团队：管理层精简高效、执行力强 7
1.4 资质：拥有行业最高级别资质，业务范围覆盖广泛 8
1.5 承揽多个重大奖项，公司品牌影响力突出 8
2 财务分析和业务分项分析 9
2.1 综述分析 9
2.1.1 财务报表分析 9
2.1.2 财务比率分析 11
2.2 业务分项分析 12
2.2.1 综合分析：基建业务收入和订单增速表现抢眼；设计勘察毛利率下降；敲定多项战略协议 12
2.2.2 房屋建筑业务：坚持高端市场，走大客户战略 15
2.2.3 基建业务：将成为公司增长最快的板块 15
2.2.4 地产开发投资：营收及占比均上升，投资放缓或致拐点出现 16
2.2.5 勘察设计：强化基建领域的设计业务 17
3 弱周期下行业发展有利条件 17
3.1 房屋建筑：公共建筑和保障房唱主角，绿色建筑 成趋势 17
3.2 基建领域：“稳增长”利器，仍有大量投资机会 19
3.3 勘察设计：房建转基建，地上转地下，前景广阔 20
3.4 企业综合优势分析 21
4 市场表现与投资价值分析 21
4.1 市场表现与估值情况 21
4.2 公司业绩预估 21
4.3 涉及的概念类 22
4.4 投资建议 22
4.5 风险提示 22

图目录

图 1：股东开户数量和户均持股数量变化 6
图 2：资产和负债的变化 10
图 3 2012~2014 年利润和收现比的变化 11
图 4：速动比率与利息保障倍数 12

表目录

表 1:控股子公司情况(按照主营业务排序) 7
表 2:业务承揽范围 8
表 3：连续三年分红及占比情况 12
表 4：连续三年各业务毛利率(%) 13
表 5：建筑施工主要分项报告期内累计新增订单 13
表 6：2015 年 6 月至今签订的各类战略协议或合作协议 14
表 7：房屋建筑工程业务量 15
表 8：基建业务新签合同及贡献收入变化 16
表 9： 棚户区改造项目投资规模及资金来源 18
表 10： 2016~2018 年交通基础设施投资计划 19
表 11：2017 年基建重点投资项目 20
表 12：主要业绩指标 21
表 13：财务预测数据(2016.9.23) 23
表 14：财务预测数据续表(2016.9.23) 24

核心观点:

(1)建筑业属于强周期行业，在经济总体走弱的环境里，企业的生存通常有三种模式，一种是以行业内并购的方式收购其他公司，注入优质资产，实现强者恒强；另一种是积极转型其他行业，实现建筑业务和新业务双轮驱动战略；还有一种是实现自身业务结构调整，即通过强化优势业务板块的市场开拓，以对冲其他板块下滑的态势，继续深耕建筑市场。

(2)对于站在第一梯队的建筑龙头企业，中国建筑拥有行业全面且最高等级业务资质、极强的工程建设经验和建造技术，以及良好的履约能力和支付能力，完全有实力较其他竞争对手更好的生存。而实现较快发展的利器便是以业务结构调整方式继续深挖市场机会，在保持房屋建筑核心优势的前提下，以强化基建建设板块的业务拓展，基建板块有望持续崛起。

(3)除了自身的业务结构调整，政府也在积极营造良好的政策环境。一方面，“国企改革”正积极试水部分央企，有望带来的企业经营效率的上升；另一方面，“一带一路”建设稳步推进，有望推动建筑企业海外走出去。我们认为，在行业集中度提升的格局演变下，以中国建筑为代表的龙头企业将继续获得更好的发展。

1 公司概况

1.1 概况

中国建筑股份有限公司是我国最大的建筑房地产综合企业集团、最大的房屋建筑承包商，唯一一家拥有房建、市政、公路三类特级总承包资质的企业。成立于2007年12月，总部位于北京。控股股东是中国建筑工程总公司，实际控制人为国务院国资委。2009年7月公司股票在上海证券交易所挂牌交易(股票简称“中国建筑”，证券代码601668.SH)。

公司主营业务包括：房屋建筑工程、房地产开发投资、基建建设和勘察设计。其中，房屋建筑施工是最主要的营收来源，其次为房地产开发和基建业务。2015年房屋建筑施工收入占比高达66.8%，其次为地产开发(16.17%)、基建建设与投资(16.06%)和设计勘察(0.74%)。

1.2 控股公司聚焦建筑安装、地产开发和勘察设计，业绩增长显著

1.2.1 流通股占绝对比重，限售股解禁压力小

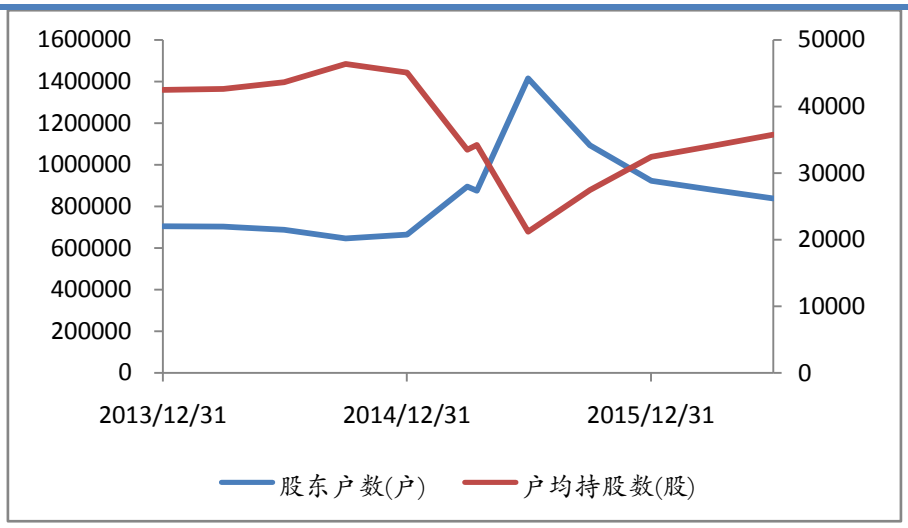
按照最新股本变动，公司当前总股本300亿股，流通股299亿股，均为A股。限售股占比极小，限售股解禁对股价形成的预期压力较小。

1.2.2 股东户数下降显著，持股集中度有所上升

股东户数2015年6月底达到1414096户，之后逐渐下降，2016年6月底为838538户，一年时间降幅40.7%。表明筹码进一步集中，看多情绪高涨。

前十名股东持股比例自2015年6月底也开始呈上升趋势，由59.18%上升到2016年6月底的65.45%，上升6.27个百分点。表明机构有所增持。

图 1：股东开户数量和户均持股数量变化



资料来源：WIND、首创证券研发部

1.2.3 控股公司 22 家，业务聚焦地产开发、建筑安装和勘察设计三领域

控股子公司22家。其中地产开发与经营类2家，基建类公司2家，勘察设计、建筑材料和装修装饰类各1家，建筑安装类12家。其余三家分别为财务公司、投资控股公司和物业管理公司。

子公司总体经营状况佳。2015年合计实现净利润634.63亿元 ，同比增加13.42%。其中建筑安装类公司合计实现201.85亿元，同比增长36.31%；房地产开发类公司合计实现226.8亿元，同比增长17.26%。占比方面，地产类公司占主导(占合计净利润比重35.7%)，超过建筑安装类公司(占比31.8%)，旗下中国海外发展有限公司是最重要的地产公司。

表 1:控股子公司情况(按照主营业务排序)

序号	被参控公司	直接持股比例(%)	净利润2014(亿元)	净利润2015(亿元)	主营业务
1	深圳中海投资管理有限公司	100.00	2.99	3.84	房地产开发与经营
2	中国海外发展有限公司	61.18	190.42	222.96	房地产开发与经营
3	中国中建设计集团有限公司	100.00	6.78	6.51	工程勘察设计
4	中国建筑装饰集团有限公司	100.00	2.86	2.96	工业装修装饰
5	中建港务建设有限公司	50.00	0.68	0.60	基础设施建设业务
6	中建方程投资发展有限公司	100.00	0.83	3.23	基础设施建设业务
7	中国建筑国际集团有限公司	57.59	26.83	32.97	建筑安装
8	远东环球集团有限公司	42.65	-0.08	0.03	建筑安装
9	中建新疆建工(集团)有限公司	85.00	4.77	4.47	建筑安装
10	中建筑港集团有限公司	69.88	0.9	1.04	建筑安装
11	中国建筑第六工程局有限公司	100.00	3.25	6.75	建筑安装
12	中国建筑一局(集团)有限公司	100.00	5.45	13.47	建筑安装
13	中国建筑第七工程局有限公司	100.00	13.08	16.04	建筑安装
14	中国建筑第八工程局有限公司	100.00	21.52	35.41	建筑安装
15	中国建筑第三工程局有限公司	100.00	25.88	37.37	建筑安装
16	中国建筑第二工程局有限公司	100.00	16.22	20.07	建筑安装
17	中国建筑第四工程局有限公司	100.00	13.72	14.86	建筑安装
18	中国建筑第五工程局有限公司	100.00	16.54	19.37	建筑安装
19	中建西部建设股份有限公司	68.73	3.66	3.67	建筑材料
20	中建财务有限公司	80.00	4.52	4.86	金融
21	中国海外集团有限公司	100.00	198.71	183.21	投资控股
22	中海物业集团有限公司	61.18	——	0.94	物业管理
合计			559.53	634.63	

资料来源：WIND 、首创证券研发部整理

1.3 管理团队：管理层精简高效、执行力强

董事会共5名成员(含4名独立董事)，董事长于2015年5月履新，曾是中国建筑西南设计研究院有限公司执行董事，总经理；中国中建设计集团有限公司副董事长，总经理，教授级高级工程师。2015年、2016年上半年公司净利润同比增速分别为8.34%和13.31%，增速快于固定资产投资增长率。

高级管理人员共9名。其中，总经理1名，副总经理6名，财务总监1名，董事会秘书1名。总经理2016年8月履新。我们认为，作为管理营收超千亿的建筑龙头企业，管理层如此精简而业绩优秀，反映出高效的执行力。

1.4 资质：拥有行业最高级别资质，业务范围覆盖广泛

拥有全国唯一、承包范围最广、资质等级最高、含金量最大的建筑企业资质证书，同时拥有房屋建筑、公路工程、市政公用施工总承包3 个特级资质，范围可覆盖建筑、公路、铁路、市政公用、港口与航道、水利水电、矿山、冶金、石油化工、电力等各类别工程施工总承包、工程总承包和项目管理业务，有效期至2021 年。截止报告期内，公司及所属子公司现拥有各类施工、勘察、设计、工程监理、工程造价、工程咨询等经营资质共计787 个，拥有特级资质企业21 家。

表 2:业务承揽范围

房屋建筑工程	基础设施建设与投资	房地产开发与投资	勘察设计
机场航站楼及附属建筑	公路、桥梁与隧道	中高档住宅商品	建筑工程设计
300 米以上超高层			
博览会展与文化中心	铁路与城市轨道交通	办公楼宇	市政工程设计
工业信息化及科研			
医疗卫生	核电、火电、水电、风电厂	高档酒店	工程项目管理
教育培训			
体育场馆	市政公用工程、水利项目	保障性住宅	工程总承包
国防工程			

资料来源：公司官网 、首创证券研发部整理

1.5 承揽多个重大奖项，公司品牌影响力突出

公司名列2015 年度《财富》“全球500 强”第37 位，居全球建筑地产行业第一位；在ENR 全球250 家国际承包商（国际业务）排名中位列第17 位。

公司2015年荣获中国建筑工程鲁班奖23 项，所有申报工程全部获奖；荣获国家优质工程奖40 项；荣获中国土木工程詹天佑大奖7 项，“美国纽约汉密尔顿大桥项目”获得詹天佑奖历史上首个海外工程奖。

2015年荣获国务院授予的国家科技进步奖3 项，其中“建筑结构基于性态的抗震设计理论、方法及应用”为中建设计历史上首个一等奖；荣获全国优秀工程勘察设计行业奖43 项；中建设计集团在ENR 全球150 家顶尖设计公司排名位列第44 位，列全国建筑设计企业首位。

2015年荣获住房和城乡建设部颁发的国家星级绿色建筑设计标识31 项；美国绿色建筑LEED 认证16 项。

国际五大品牌价值评估机构之一英国的Brand Finance 发布“2016 年全球品牌价值500 强”排名，“中国建筑”品牌价值大幅跃升，由2015 年的108.06亿美元上升至202.14亿美元，同比增长87%，位列品牌百强榜第44 位，排名上升71 个位次。

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

总资产规模保持稳定增长，货币资金增长迅速；收入增长较快且质量高；综合现金流充裕，流动性风险低

(1)资产负债分析：总资产保持稳定增长，成长性较好；货币资金增长迅速，存货增长较慢；应付债券快速增长，直接融资活动增强

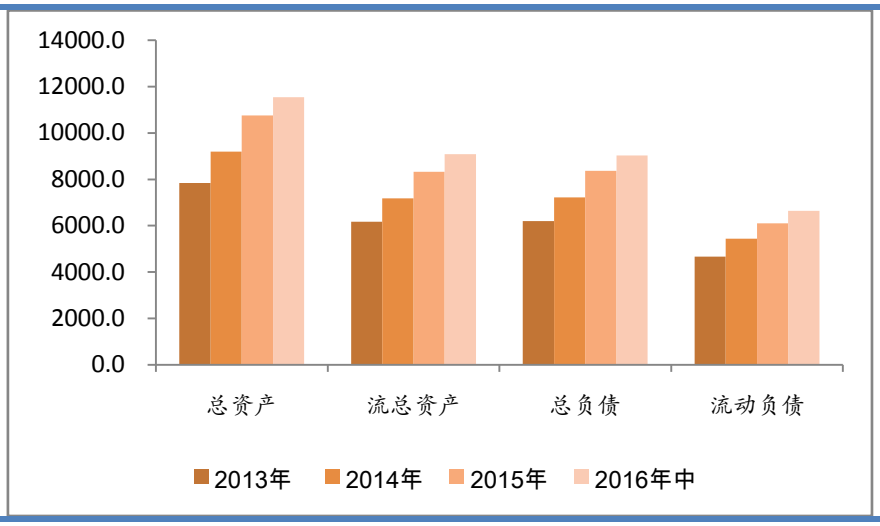
总资产连续三年保持17.1%的复合增长率，成长性高。流动资产和非流动资产的复合增长分别为16.2%和20.4%。非流动资产增长迅速缘自占比50%以上的长期应收款的较快增长(23.35%)，即应收BT项目、应收基建项目以及质量保证金的增长。此外，投资性房地产也保持了34.39%的高增长，即土地使用权、房屋建筑物出租性资产有很快增长。

流动资产中，占比最高的前三类资产是货币资金(25.99%)、应收账款(13.88%)和存货(46.55%)。货币资金保持了32.43%的高增长，缘自经营性、融资性现金流的增长，反映企业经营活动和融资能力很强。应收款增速（17.57%）高于营收增速(13.7%)，说明款项支付延迟现象加快，但尚在可控范围内。存货增长低于流动资产增速，不足10%，其中已完工未计算项目增长较快。

弱周期下应收账款是一个重要的考量。总体而言，公司17.57%的复合增速低于房建类上市公司整体增速(17.79%)，表现略好。具体而言，应收账款增长较快的原因主要是占绝对比重的、1年以内的应收款增长较多，2013年1年以内的款项为722.47亿元，2015年该数字为939.66亿元，复合增速为14.04%；1~2年账龄的款项2013年为112.53亿元，2015年为190.92亿元，增速为24.82%；3~5年的应收款2013年~2015年增速为47.19%，但占比很小；5年以上应收款复合增速为7.03%。 **尽管公司应收账款增长较快，但同时公司通过将应收账款分为单项重大单独计提、按组合计提的方式分别给予了充分的坏账准备，并加大了计提比例(2015年1250.84亿元应收款计提95.27亿元准备，2014年1264.71亿元应收款计提80.41亿元准备)，将风险控制在合理水平下。**

负债与净资产保持稳步增长，连续三年复合增速分别保持在16.19%和20.45%。总负债中非流动负债的增速(21.77%)快于流动负债(14.32%)，主要因为应付债券增长较快，公司增强了债券直接融资活动。

图 2：资产和负债的变化 单位：亿元



资料来源：WIND、首创证券研发部

(2)利润表分析：收入增长较快且质量高；利润增速低于收入增速但优于行业平均；财务费用增长快，总成本费用增长控制在合理范围内

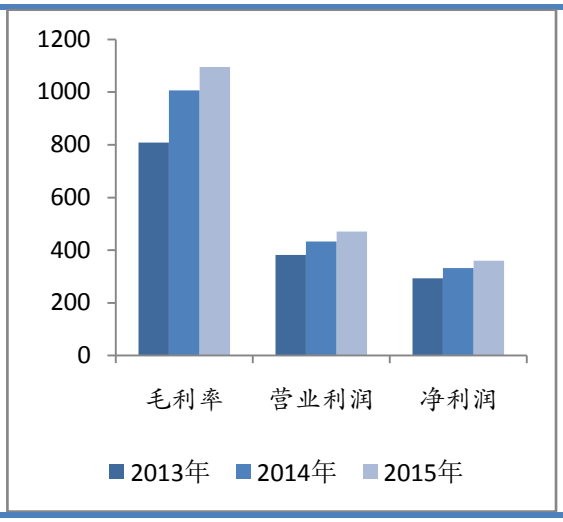
营业收入连续三年复合增速为13.7%，2015年同比增速10.07%；2016年中期已实现营收4696.94亿元，下半年预期收入超过上半年，按45%占比可测算2016年全年营收在10437.6亿元，继续保持稳定增长。营业成本增速低于营收(13.34%)。三项费用中，财务费用增长迅速，达24.8%的复合增速，一方面与人民币贬值导致汇兑损失增长较多，另一方面也与公司长期债券发行增长有关。

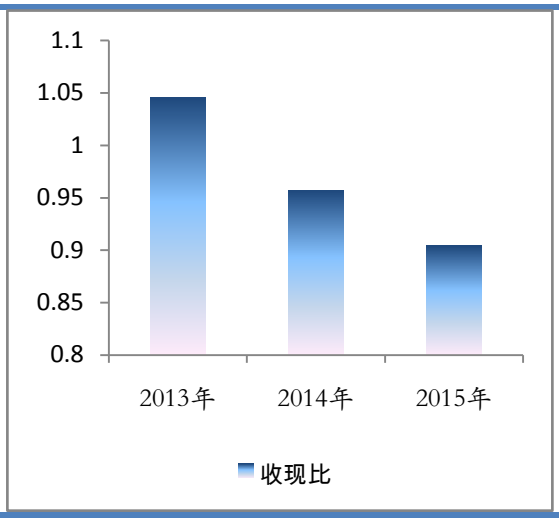
分板块看，房建工程近3年收入复合增速在9.32%，成本增速在9.19%；地产开发收入增速在26.67%，成本增速在28.9%；基建建设收入增速为20.05%，成本增速在19.6%；设计勘察收入增速为-2.59%，成本增速在0.22%。

“收现比”连续3年均保持在90%以上，营收质量高，但逐渐下降也说明公司收入确认数较现金回款数增多趋势延续，反映出建设方的支付能力有所下降；利润方面，2013年、2014年和2015年经营现金净流量/净利润分别为8.93%、75.07%和 151.9%，2016年上半年该指标为33.4%，波动性较大。

营业利润和净利润均持续增长，前者近三年复合增速11%，后者10.69%，均低于同期收入增速。尽管自身业绩增速有所放缓，但优于行业整体增长。

图 3 2012~2014 年利润和收现比的变化





资料来源：WIND、首创证券研发部

(3)现金流量表分析：经营性现金净流保持快速增长；银行借款和债券发行融资方式占主导；现金流总体状况佳

经营活动现金净流量连续4年为正，且保持较快增长。2014年、2015年分别实现249.06亿元、546.03亿元的净值，同比增速分别为851.05%和119.23%。

投融资整体状况良好。购建资产和项目投资支付的现金较多。融资方面银行借款和发行债券增长较快。

由于经营活动和融资活动产生的现金流入高于投资类现金支出，公司期末现金及等价物保持快速增长。期末现金余额保持了33.84%的复合增速，且2016年上半年仍保持了64.79亿元的净余额。

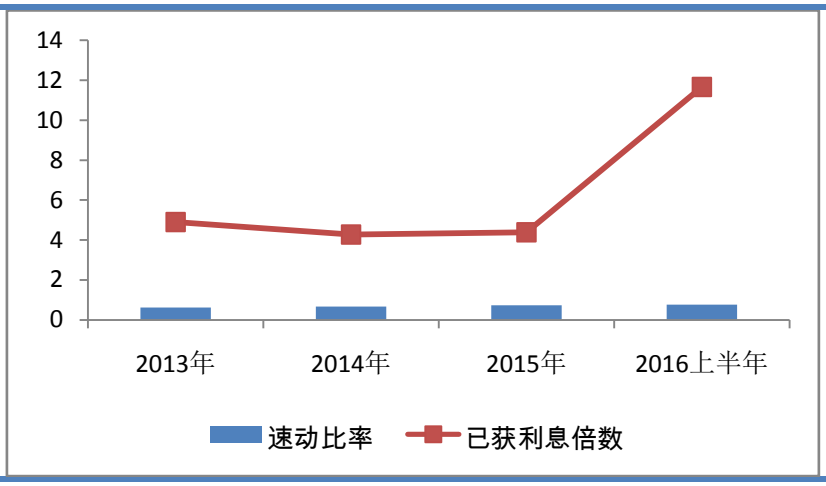
2.1.2 财务比率分析

偿债能力和盈利能力强

(1)偿债能力：长短期偿债能力均较强，无偿债风险

短期来看，近三年速动比率分别为0.63、0.67和0.73，2016年上半年该比率升至0.77，短期偿债能力强；长期偿债能力强，2013~2015年已获利息倍数保持在4.3倍左右。

图 4：速动比率与利息保障倍数



资料来源：WIND、首创证券研发部

(2)盈利能力：销售毛利率和股东回报率基本稳定

2013年~2015年销售毛利率保持在11.87%~12.58%，比较稳定。

股东回报方面，2013~2015年公司平均净资产收益率保持在16.48%~17.56%，股东回报稳定。

利润分红侧面反映出公司的盈利质量。数据显示，公司连续三年分红金额保持在21%以上的占比(占归属股东净利润)，显示出较强的盈利能力及较高的盈利质量均。

表 3：连续三年分红及占比情况

年份	现金分红(千元)	占归属股东净利润
2013 年	4290000	21.03%
2014 年	5160000	22.86%
2015 年	6000000	23.02%

资料来源：公司公告、首创证券研发部

2.2 业务分项分析

2.2.1 综合分析：基建业务收入和订单增速表现抢眼；设计勘察毛利率下降；敲定多项战略协议

营收占比分析。房屋建筑施工产生的收入占总营收绝对比重，2013~2015年比重在66.8%~69.3%之间；其次是房地产开发业务，收入占比逐年上升，在16%左右，主要因为政策指引房地产去库存，加速房屋销售回款；基建建设与投资收入占比也逐年增长，2015年该业务贡献了15.53%的比重；勘察设计业务占比不足1%。

营收保持增长，地产和基建增长较快。除设计勘察业务增速小幅下降外，其余三大业务增速均保持一定增长。其中，房屋建筑工程业务符合增速为9.32%，地产开发与投资业务复合增速在26.66%，基建业务增速为20.05%。

毛利率总体稳定，设计勘察有所下降。除设计勘察外，其他业务毛利率基本稳定。地产开发业务毛利率最高，在30%以上；勘察设计毛利率持续下降，但仍保持在15%以上；基建业务和房建业务较低，分别在11%和8%。建筑业属于劳动密集型行业，虽然人工成本逐年上升，但公司主要业务毛利率变化稳定，彰显出企业成本控制力强。

表 4：连续三年各业务毛利率(%)

分项	2013 年	2014 年	2015 年
房屋建筑工程	7.6	7.5	7.8
基建建设	10.4	11.2	11
房地产开发与投资	33.7	33.7	31.3
设计勘察	22.5	20.7	18.7

资料来源：公司公告、首创证券研发部

总订单充足，新增合同稳步增长，基建类增速抢眼。2015年建筑业务待施合同额约2.3 万亿元，是同期收入的2.7 倍，为未来业绩增长奠定基础。新增合同保持稳步增长，基建业务表现突出。房屋建筑累计新签合同额由2013年的10338亿元增至2015年的11962亿元，增速7.57%；基础设施由2013年的2323亿元增至3140亿元，增速16.26%；设计勘察则较稳定，平均新签合同在90亿元左右。基建施工业务表现突出，公司加强了拿单力度。

表 5：建筑施工主要分项报告期内累计新增订单

	2013 年	2014 年	2015 年	复合增长(%)
房屋建筑	10338	11614	11962	7.57
基础设施	2323	2478	3140	16.26
设计勘察	87	98	88	0.57

资料来源：公司公告、首创证券研发部

达成多项框架协议，加强政企沟通。公司高度重视与地方政府、企业和金融机构的联系，并以框架协议或合作协议的方式保持沟通。2013年签订15项协议，2014年签订10项，2015年签订20项重要协议。行业发展下行阶段公司加大签订战略框架协议或合作协议有利于公司抢占市场先机，为后续具体项目落实赢得时间。

表 6：2015 年 6 月至今签订的各类战略协议或合作协议

2015.6.16	电子商务与在线供应链金融	双方拟在围绕“互联网十建筑十金融”模式的拓展进行全面、深入合作，在各自所从事的业务领域中尽可能寻找电子商务和供应链金融领域的合作机会。
2015.7.3	河北省人民政府	双方拟在基础设施建设、古城保护与利用、生态环境改善、企业重组等方而开展合作。
2015.9.18	湖北省人民政府	双方拟在基础设施投资、城市综合开发、建筑工业化、建筑相关新兴领域、科教文卫等民生工程、省内相关产业发展、“走出去”战略、等方而开展合作。
2015.9.20	惠州市基础设施建设项目战略合作框架协议	双方拟在惠州市市政道路、高速公路、轨道交通、新区综合开发等基础设施建设领域全而开展合作。
2015.9.21	珠海市人民政府	双方拟在城市综合开发、基础设施和公用事业、基础设施类企业的兼并重组合作、中国建筑下属法人公司落户珠海等方而全而展开合作。
2015.9.28	中国长城资产管理公司	双方拟在战略投资、资产经营管理、产业投资并购、建立基金合作平台、金融业务、金融服务培训、客户和信息共享等方而全而展开合作。
2015.10.8	江西省人民政府	双方拟在基础设施、公共服务、生态环保、实施“走出去”和结构调整等领域全而深化合作。
2015.10.23	内蒙古自治区人民政府	双方拟在蒙古国境内及中蒙边境口岸地区的境内外互联互通和重大项目展开合作。
2015.11.9	陕西省西咸新区开发建设管理委员会	双方拟在基础设施、城市综合开发、设立投资基金、城市轨道交通、城市道路、地下综合管廊、城市综合开发、民生工程等方而展开合作。
2015.11.9	乌鲁木齐市人民政府	双方拟在城市基础设施建设、城市综合开发等方而展开合作。
2015.11.19	齐鲁交通发展有限公司	双方拟在高速公路新建、改扩建、市政道路、港口、轨道交通工程等交通基础设施项目等方而全而全而开展合作。
2015.11.26	四川省人民政府	双方拟在拟在基础设施领域、城市综合开发、新兴产业投资、安居工程投资建设、国有企业合作、拓展海外市场等方而展开全而合作。
2016.5.31	与湖南省政府签署《“十三五”战略合作协议》	“十三五”期间，公司与湖南省政府将在基础设施、城市区域综合开发、建筑产业现代化、共同实施走出去战略、企业合作重组、结构调整等六个领域，并依托 12 个具体项目、3 个城市区域综合开发、1 个建筑产业现代工业园等具体合作载体加强合作，涉及总投资约人民币 1000 亿元。
2016.7.1	辽宁省人民政府	公司将在传统的勘察设计、房地产开发、建筑工程承包等领域继续参与辽宁省的重大工程建设，同时发挥自身在资本、规划、投资、管理、技术、运营等领域的综合服务优势，全面参与到辽宁省的新型城镇化建设、重大基础设施工程投资建设、城市公共配套服务建设运营等领域。“十三五”期间力争在辽宁省完成投资 1500 亿元人民币。
2016.7.1	青海省人民政府	双方将于“十三五”期间在基础设施投资建设、公共服务设施建设及城镇综合建设等领域进行合作。公司将青海省作为重要的战略投资区域，在“十三五”期间，在上述合作领域计划投资规模 1000 亿元。

资料来源：公司公告、首创证券研发部

2.2.2 房屋建筑业务：坚持高端市场，走大客户战略

房建工程贡献了66.9%的收入，包括工程总承包和专业承包工程(地基基础、钢结构、建筑安装和装修装饰)，是传统核心优势领域。在房地产开发投资趋缓的背景下，公司坚持走大订单路线，并采用区域集中战略保证项目开工和回款。2015年与22 家单位签订战略合作协议(累计达114 家)，使得大客户提供合同额占到六成；全年新签10 亿元以上特大项目308 个，大项目合同额占比近六成。在超高层项目领域的优势明显，全年签约沈阳宝能环球中心、重庆来福士等8 个300 米以上超高项目；华东、华南、华中三大区域合同额占比达六成以上；此外，公司紧跟固定资产投资风向标，在教育、医疗、工业厂房等公建项目的增速均在20%以上。

累计施工面积2015年达到100624万平方米，同比增长9.2%，但增速下降12.1个百分点；累计新开工面积2015年达到22803万平方米，同比下降22.2%，而2014年尚有17.69%的增长，与地产投资显著放缓有关；竣工面积2015年达到13441万平方米，同比增长35.4%，大幅增长30.9个百分点，反映出原有未完工程的大量竣工。

表 7：房屋建筑工程业务量 单位:万平方米

	2013 年	2014 年	2015 年	变化	增速变化
累计施工面积	76001	92181	100624	逐年增加	2015 年同比增速 9.2%，下降 12.1 个百分点
累计新开工面积	24912	29320	22803	近一年下降明显	2015 年同比下降 22.2%
累计竣工面积	9498	9925	13441	逐年增加	2015 年同比大增 35.4%，增长 30.9 个百分点

资料来源：公司公告、首创证券研发部

2.2.3 基建业务：将成为公司增长最快的板块

2015年基建业务待施工合同占比约20%，毛利率在11%，营业收入1414 亿元，同比增长18.9%；公司重点发展市政和城市轨道交通，铁路和公路，核电、港口、石化以及城市污水处理等领域业务；积极推广与政府及社会资本合作模式，力争在融投资建造方面形成核心能力，成为具有专业背景的基础设施投资发展商。

新签合同屡创新高。2013年~2015年公司总新增合同额由1543亿元增长到2015年的2185亿元，复合增速高达18.99%，其中铁路、轨交、电力和筑港业务都有一倍以上的订单增长。收入方面则较为平稳，2014年新增合同贡献的收入有64.88%的增长，2015年则同比下降9.63%。

表 8：基建业务新签合同及贡献收入变化

	新签合同			营业收入		
	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
市政	797	819	700	142	210	227
铁路	133	141	285	102	144	121
轨交	——	124	303	——	170	192
路桥	436	532	825	237	375	460
电力	124	42	85	58	25	25
筑港	53	93	290	59	62	58
合计	1543	1751	2185	598	986	891

资料来源：公司公告、首创证券研发部

业务方面，2015年在建项目1924个，总金额7840亿元，竣工项目944个，总金额1196亿元。陆续承接武汉四环线全线、深圳地铁9 号线西延线、汉十高铁等项目；成功斩获长沙地铁4 号线、5 号线等一批重大轨道交通项目。此外，在京津冀、长江经济带地区新签基础设施合同额分别为197 亿元、1147 亿元，同比分别增长8.7%、16.4%。重点集中在公路、轨道交通、市政道路、机场、铁路等领域，其中轨道交通业务增长较快，公司全年轨道交通项目新签合同额303 亿元，同比增长1.4 倍；国内新建10 万平方米以上机场航站楼有80%以上由公司承建。2015年公司持续加大对基础设施业务的支持力度，2015 年决策批准实施基础设施投资项目52 个，预计能带动超1600 亿施工总承包合同额。

2.2.4 地产开发投资：营收及占比均上升，投资放缓或致拐点出现

营收及占比均逐渐上升。收入由2013年的887.28亿元上升到2015年的1423.59亿元，复合增速为26.67%；2015年实现合约销售额1550 亿元，同比增长28.8%；合约销售面积1344 万平米，同比增长29.7%。占比也由13%逐步提升至16.2%。毛利率31.3%，显著高于其它板块。

中海集团是开发主力。房地产业务收入主要来自于中海集团，占地产收入比重约84%，品牌价值397.59 亿元，连续十二年荣获“中国房地产行业领导公司品牌”。地产收入的增长主要是由于其在中国大陆及香港澳门的新开盘项目较多，销售量增加所致。中海地产品牌价值仍处于行业领导地位，并拓展英国、美国等海外市场。

新开工面积下降。公司实现房地产项目新开工面积1067 万平米，同比下降18.7%；竣工面积1541 万平米，同比增长15.9%；在建面积2511 万平米，同比下降17.4%。公司在多个城市开展保障房开发建设，新开工面积约326 万平方米，年内实现竣工面积约81 万平方米，同比增长1.1 倍。

土地储备下降。2014年新增土地储备1276万平米，期末土地储备6800万平米；2015年共新购置40 幅土地储备，期末拥有土地储备约6656万平米，下降2.12%。

2.2.5 勘察设计：强化基建领域的设计业务

勘察设计处于产业链前端，受宏观经济影响，2015年公司勘察设计业务实现新签合同额88 亿元，同比下降10.2%。2015年中标成都新机场总体规划及航站楼方案设计、斩获陕西省十大标志性文化建设项目中的七项等标志性工程。同时中标牙买加渡假酒店、缅甸仰光康巴小镇和阿尔及利亚高速公路等海外项目，新签海外合同额1.1 亿元。中国中建设计集团在2015 年ENR 全球150 家顶尖设计公司中排名第44 位，比上年提升3 位。

“十三五”期间公司将继续扩大房建领域内的勘察设计业务，同时大力拓展至基础设施领域，中国中建设计集团组建了中建基础设施勘察设计公司，适时试点探索工业领域的勘察设计，并通过设计带动EPC 业务，助推公司业务转型升级。

3 弱周期下行业发展有利条件

——经济周期总体偏弱，主要体现在投资增速的下滑，领域主要聚焦在产能过剩的几大行业，包括房地产、钢铁、煤炭、水泥、公路建设和电解铝等，部分食品行业也出现过剩(如液态奶)，这些工业企业的固定资产投资下行是大势所趋。但并非意味着不存在行业发展的有利因素。事实上，以轨道交通建设、地下管廊、海绵城市为代表的市政基础建设和以铁路建设为重点的基建投资仍处于较快的推进中。同时，即便是产能过剩的行业，从地区分布也并不均衡，一些中西部地区仍存在大量保障房建设需求，仍有一些地区需要新增水泥生产线，进行水泥窑的建设。此外，今后的建设过程中更多融入了新元素，即粗放建设向产业化建设转变，以及绿色建材的使用，对大企业而言更易适应这些新变化。我们需要看到这些投资机会，同时强调在行业集中度提升的过程中，龙头企业的优势也将发挥的更充分。

3.1 房屋建筑: 公共建筑和保障房唱主角，绿色建筑 成趋势

保障房将成为十三五期间重要的民生工程。2015年，全国城镇保障性安居工程计划新开工740万套（其中各类棚改580万套），基本建成480万套。截至12月底，已开工783万套，基本建成772万套，均超额完成年度目标任务，完成投资1.54万亿元。其中，棚改开工601万套，占年度目标任务的104%。

《住房城乡建设事业“十三五”规划纲要》中对城镇保障性安居工程体提出的目标是：开工棚户区住房2000万套；城镇新建住房面积累计达到53亿平方米左右；到2020年城镇居民人均住房建筑面积达到35平方米左右；力争到2020年基本完成现有城镇棚户区、城中村和危房改造。

我们曾在2016年投资策略中对保障房建设中的棚户区改造投资进行过测算。假设2016年棚改计划在2015年基础上增加10%，2017年增速在2016年基础上增加8%，2016~2017年合计改造约1236万套。平均每套按50平米、每平米改造成本按3500元计算，在未来2年内合计需投资21630亿元，平均每年投入资金超万亿。其中，2016年投资约1.04万亿元。保障房整体建设投资计划按1.277倍进行测算，估计2016~2017年的投资总额在2.76万亿。

表 9： 棚户区改造项目投资规模及资金来源

时间	棚改规模(万套)	测算 2016~2017 年投资(亿元)	建设资金来源
2008~2012	1260	21630	1.财政部会同住建部下拨保障安居工程专项资金(含棚改资金)；2.国家开发银行成立住宅金融事业部并发行住宅金融债券筹资用于棚改；3.政府直接投资；4.地方融资平台公司发行企业债券用于棚户区改造；5.以项目公司为主体发行项目收益债券
2013 年	304		
2014 年	470		
2015 年	540		
2016 年	594(预测)		
2017 年	641(预测)		

资料来源：财政部官网 、首创证券研发部整理

城镇化将推动公共建筑新增一定需求。公共建筑包括星级酒店、商业建筑（如写字楼、商场、金融建筑等）、文教体卫建筑（如文化、教育、科研、体育、卫生医疗建筑等）、政府机关、通信建筑（如邮电、通讯、广播用房）以及交通运输类建筑（如机场、车站、地铁）等。城镇化规划提出的2020年常住人口城镇化率目标是60%，目前的城镇化率是56.1%，尚有3.9个百分点的空间。而我国推动城镇化建设的主要方式是推动区域经济一体化，实现路径是城市群的打造。如日前印发的《长江经济带发展规划纲要》，即是推动覆盖上海、江苏、浙江、安徽、江西、湖北、湖南、重庆、四川、云南、贵州等11省市、面积约205万平方公里，人口和经济总量超全国40%的一体化，明确以长江三角洲城市群、长江中游城市群、成渝城市群为主体，发挥辐射带动作用。我们认为，以城市群为主导方式的城镇化建设，必然会推动相关地区的公共建筑大发展，人口的转移衍生出对医疗、住房、教育、文化以及购物等需求，这些现实需求势必转化为实际建设。

绿色建筑成为趋势。《住房城乡建设事业“十三五”规划纲要》提出到2020年，城镇新建建筑中绿色建筑推广比例超过50%，绿色建材应用比例超过40%；装配式建筑面积占城镇新建建筑面积比例达到15%以上。9月14日，国务院召开常务会议，决定大力发展钢结构、混凝土等装配式建筑，推动产业结构升级，以京津冀、长三角和珠三角城市群和常住人口超过300万的其他城市为重点，加快提高装配式建筑在新建建筑中的比例。

3.2 基建领域："稳增长"利器，仍有大量投资机会

今年3月28日交通运输部、发改委印发的《交通基础设施重大工程建设三年行动》实际上指明了未来该行业主要的投资机会。《行动计划》指出，"十三五"时期是交通基础设施重大工程建设的重要阶段，2016年到2018年期间，全国拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨道交通项目303项，设计项目总投资约4.7万亿元。2016年、2017年和2018年投资额分别为2.1万亿、1.3万亿和1.3万亿。同时，《行动计划》分别列出了2016年、2017年和2018年将重点实施的具体项目。其中，机场建设聚焦航站楼、站坪站楼、站坪、跑道及配套建设，由于通用航空的放开，4600亿元的投资中预计有40%用于新机场的前期工作(勘察设计等)。铁路和城轨建设多为新建项目，而公路建设项目则存在大量的改扩建工程。

表 10： 2016~2018 年交通基础设施投资计划

	目标	投资	年度投资
铁路	重点推进包括高速路网、中西部铁路以及城际铁路建设，重点推进 86 个项目前期工作，新建改扩建线路 2 万公里	约 2 万亿	2016 年：2.1 万亿
公路	重点推进 54 个项目前期工作	约 5800 亿元	
水路	建设长江黄金水道，加强长江等内河航运整治；提升沿海港口现代化水平，支撑海上丝绸之路建设，重点推进 10 个项目前期工作	约 600 亿元	2017 年：1.3 万亿
机场	结合民营机场规划修编，推进干线机场扩建；加快支线机场建设，重点推进 50 个项目前期工作	约 4600 亿元	
城市轨道交通	逐步优化大城市轨道交通结构，重点推进 103 个项目前期工作，新建线路 2000 公里以上	约 1.6 万亿	2018 年 1.3 万亿

资料来源：《交通基础设施重大工程建设三年行动》、首创证券研发部整理

表 11：2017 年基建重点投资项目

项目	主要内容	投资(亿元)	项目	主要内容	投资(亿元)
重庆至昆明高铁	新建铁路 785 公里	950	乌鲁木齐机场改扩建	新建第二跑道、T4 航站楼及相关配套设施	250
西宁至成都(黄胜关)铁路	新建铁路 540 公里	450	新建陕西府谷机场	新建一条长 2800 米的跑道、5000 平方米的航站楼及相应配套设施	13
合肥至淮安铁路	新建铁路 270 公里	350	福州机场二期扩建工程	新建第二跑道及相应配套设施	189.68
西安至铜川至延安铁路	新建铁路 315 公里	320	呼和浩特新机场工程	迁建呼和浩特机场，建设两条跑道，28.2 万平方米的航站楼及相应配套	242
广州站改造工程	改造战场设施	300	新建菏泽机场	新建一条跑道、航站楼及相关配套	17.19
铁路项目 29 个，合计投资 4946 亿			机场项目 12 个，合计投资 1197.87 亿		
四川九寨沟(川甘界)到绵阳段高速公路	新建线路 241 公里	222	天津 Z2 线一期工程	新建线路 31 公里	300
兰海高速公路遵义至重庆段(贵州境)扩容工程	扩容线路 118 公里	202	天津 M8 线一期工程	新建线路 20 公里	201
甘肃敦煌至当金山口高速公路	新建公路 199 公里	133.3	天津 10 号线一期工程	新建线路 24 公里	232
四川德阳至都江堰高速	新建公路 110 公里	130	济南 R2 线一期工程	新建线路 35 公里	216
浙江文成至泰顺高速	新建线路 58 公里	109	北京昌平县南延工程	新建线路 17 公里	142
公路项目 14 个，合计投资 1308.8 亿			城轨项目合计 33 个，合计投资 4803.52 亿		
三峡枢纽水运新通道	新建暂以 5000 吨级为代表船舶的多线多级船闸	420	闽江干流水口坝上至沙溪口坝下通道整治工程	建设四级航道 106 公里	4.99
2 赣江石虎塘至神岗山航道整治工程	整治三级航道 23 公里	1.69	连云港 30 万吨级航道二期工程	30 万吨级单项航道，疏浚长度 70.5 公里	75.82
水路项目 4 个，合计投资 502.5 亿					

资料来源：《交通基础设施重大工程建设三年行动》、首创证券研发部整理

3.3 勘察设计：房建转基建，地上转地下，前景广阔

勘察设计位于建筑施工链条的前端。地产行业投资下行之际，勘察设计的重心将转移至以地铁、高速铁路、机场建设等为主导的基础设施领域。同时，随着地下管廊、海绵城市的大量新建需求出现，勘察设计业务也逐渐由地上工程转移至地下。在经济整体增速放缓的背景下，基建建设的“稳增长”作用将愈加凸显，因此该领域的前景依然广阔。

3.4 企业核心优势分析

技术、品牌、履约能力等自不必说。除此之外的三大优势体现在：①公司在高层和超高层建筑的建设中保持强有力的技术优势，该优势将使其在未来国内高层建筑中，以及海外国家地标性建筑中保有实力；②公司管理层的市场敏感性和精准判断力也是一种软实力体现，“紧跟政策导向、强化基建板块”成为“十三五”期间公司主要的战略指导思想，预期未来公司基建板块收入增速将持续扩大，逐渐成为中坚力量；③海外布局已全面展开，公司目前已设立了9 个海外营销中心和30 多个国别组，经营区域分布于全球五十多个国家和地区，基本实现了对“一带一路”重点市场的覆盖，品牌效应将助其持续发挥海外市场开拓能力。

4 市场表现与投资价值分析

4.1 市场表现与估值情况

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24.62%，跌幅略低于大盘；2016年年初至9月21日上证综指涨跌幅为-14.5%，公司涨跌幅为2.22%，表现超过大盘；从最近3个月看，2016年7月1日至今公司涨幅为17.29%，上证综指上涨3.29%，领先大盘14个百分点。总体而言，公司股价表现整体好于上证指数。

估值方面：目前动态市盈率在6.6倍左右，是所有房屋建设类上市公司中估值最低的，其中上海建工PE15.33倍、龙元建设PE66.15倍、宁波建工PE31.56倍。安全边际较高。

4.2 公司业绩预估

公司房建工程贡献了66.9%的收入，受地产行业投资增速下降影响，新开工面积将持续呈现下降趋势，但作为行业龙头公司，预计该板块营收下滑幅度不大。此外，公司2015年积极求变，确定了将基建建设作为未来主要的开拓阵地，2013年~2015年该板块新增合同额复合增速高达18.99%。我们预计未来公司基建领域的业务括张速度将有效对冲房建业务增速放缓。分别给以2015年、2016年和2017年收入增速为13.76%、14.25%和15.01%。

表 12：主要业绩指标

单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	8000.288	8805.771	10017.445	11444.931	13162.815
增长率(%)	17.47	10.07	13.76	14.25	15.01
归属母公司股东净利润	225.700	260.619	311.509	375.265	406.646
增长率(%)	10.64	15.47	19.52	20.46	8.36
每股收益(EPS)	0.750	0.840	1.030	1.250	1.350

资料来源：WIND、首创证券研发部

4.3 涉及的概念类

主要涉及的概念题材为装配式建筑、绿色建筑和PPP。装配式建筑和绿色建筑概念的提出时间较早，对股价的强催化作用不明显；PPP概念在8月份左右开始进入一波热炒，目前市场热度有所下降。

4.4 投资建议

公司核心业务为房屋建筑工程，同时涉及基础设施建设、地产开发以及勘查设计业务，是建筑行业拥有最强资质的龙头企业。随着房地产投资增速的下滑，建筑业整体步入平稳发展阶段。公司积极推动业务结构调整，加大对基础设施建设的市场开拓力度，2013年~2015年基建类新增合同额复合增速高达18.99%，远超房屋建筑板块。在“稳增长”的预期下，以城市群建设为主要发展方式的城镇化建设将持续保持一定的投资热度。作为有着很强品牌效应的行业龙头，公司势必会在订单开拓方面领先于竞争对手，“十三五”期间取得一定的业绩增长。此外，在海外市场上，公司已设立了9 个海外营销中心和30 多个国别组，在“一带一路”沿线65 个国家中已进入43 个国家市场，全年实现新签合同额67 亿美元，基本实现了对“一带一路”重点市场的覆盖，公司强大的品牌效应将持续发挥作用，占得先机。预测公司2016/2017/2018年EPS分别为1.03/1.25/1.35元，对应目前股价的PE为6.11/5.03/4.66，考虑到大盘走势尚不明朗，以及公司涨跌与大盘走势趋同特性，出于谨慎性考虑，给以“增持”评级。

4.5 风险提示

地方政府债务风险。工程项目的支付方通常为政府机构或其平台公司。随着国内经济及固定资产投资增速放缓，地方政府债务受到影响。如果地方政府出现偿债困难或违规举债等，可能给公司正常运营带来风险。

海外项目经营风险。公司海外业务遍布多个国家，各国家和地区存在不同的习俗和文化，以及地缘政治风险，对公司的管理形成一定挑战。如果不能很好的理解当地文化并管控风险，将对项目正常进展带来不利影响。此外，汇率波动对公司业绩也将形成一定影响。

表 13：财务预测数据(2016.9.23) 单位：亿元

利润表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	8000.288	8805.771	10017.445	11444.931	13162.815
减：营业成本	6993.640	7710.388	8788.479	10012.312	11635.816
营业税金及附加	308.918	319.616	363.595	461.927	478.146
销售费用	20.988	23.703	26.965	33.025	35.130
管理费用	156.058	171.863	195.511	223.022	245.753
财务费用	74.294	84.259	92.381	103.120	112.882
资产减值损失	45.243	37.563	33.231	28.199	20.120
加：投资收益	20.989	12.476	13.234	15.544	18.099
营业利润	422.136	470.855	530.517	598.870	653.067
加：其他非经常性损益	11.225	6.113	5.976	9.622	8.104
利润总额	433.361	476.968	112.378	115.775	114.903
减：所得税	101.593	117.540	26.341	27.358	26.795
净利润	331.768	359.428	410.739	464.705	506.986
减：少数股东损益	106.068	98.809	99.230	89.440	100.340
归属母公司股东净利润	225.700	260.619	311.509	375.265	406.646
现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	249.063	546.036	329.231	389.230	402.870
投资性现金净流量	-154.667	-179.938	-137.120	-102.330	-172.390
筹资性现金净流量	181.946	269.504	216.860	318.354	342.497
汇率变动对现金影响	5.467	4.650	8.712	4.746	6.123
现金流量净额	281.809	640.253	417.683	610.000	579.100
期初现金及等价物余额	1169.376	1451.184	2091.437	2509.120	3119.120
期末现金及等价物余额	1451.184	2091.437	2509.120	3119.120	3698.220
主要指标计算	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营收同比增长(%)	17.47	10.07	13.76	14.25	15.01
营业利润增长(%)	10.48	11.54	12.67	12.88	9.05
归属净利润增长(%)	10.64	15.47	19.52	20.46	8.36
毛利率（%）	12.58	12.44	12.27	12.52	11.60
净利率(%)	4.15	4.08	4.10	4.06	3.85
ROE	17.70	16.00	25.58	24.62	24.17
资产负债率(%)	78.57	77.78	78.25	78.54	79.11
流动比率	1.32	1.36	1.37	1.35	1.36
速动比率	0.68	0.73	0.76	0.78	0.81
总资产周转率	0.94	0.88	0.86	0.86	0.88
应收账款周转率	7.92	7.53	7.46	7.28	8.04

资料来源：WIND、首创证券研发部

表 14：财务预测数据续表(2016.9.23) 单位：亿元

资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1540.693	2164.098	2593.179	3217.418	3780.817
交易性金融资产	10.378	11.302	2.101	3.123	3.191
应收和预付合计	1800.763	1842.617	2357.007	2607.811	2890.049
存货	3482.733	3875.894	4298.366	4650.832	4953.137
一年内到期的非流动资产	174.991	338.509	346.750	379.010	421.280
其他流动资产	164.207	92.244	141.751	108.002	98.973
流动资产合计	7173.765	8324.664	9739.154	10966.196	12147.447
长期投资	1536.167	1881.494	2078.180	2554.467	2901.703
固定资产及在建工程	295.878	345.802	357.330	359.330	361.480
无形资产	92.385	89.130	92.130	90.280	88.870
其他	92.866	107.956	116.110	121.472	128.246
非流动资产合计	2017.296	2424.382	2643.750	3125.549	3480.299
资产总计	9191.061	10749.046	12382.904	14091.745	15627.745
短期借款	217.145	256.030	305.270	349.230	391.230
应付和预收合计	3872.905	4487.388	5262.506	6118.637	6941.967
其他	1356.140	1359.092	1554.097	1655.793	1580.605
流动负债合计	5446.190	6102.510	7121.873	8123.660	8913.802
长期借款	761.247	983.249	1117.230	1331.110	1453.230
长期应付款	941.023	1170.064	1263.810	1454.870	1552.300
其他	73.273	105.400	186.710	158.017	443.778
非流动负债合计	1775.543	2258.713	2567.750	2943.997	3449.308
负债合计	7221.733	8361.223	9689.623	11067.657	12363.109
股本	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000
其它权益工具	19.968	169.722	169.722	169.722	169.722
资本公积	286.804	235.261	245.230	255.230	255.230
盈余公积金	21.687	29.200	37.230	43.120	53.230
未分配利润	737.529	927.058	1165.994	1477.234	1704.342
其它	24.207	18.533	18.629	19.306	20.635
归属母公司股东权益	1390.195	1679.774	1936.955	2264.762	2503.309
少数股东权益	578.940	708.053	756.327	759.327	761.327
所有者权益合计	1969.135	2387.827	2693.282	3024.089	3264.636
每股指标计算					
BPS	4.630	5.590	6.457	7.549	8.344
EPS	0.750	0.840	1.030	1.250	1.350
估值指标计算					
P/E	8.32	7.43	6.11	5.03	4.66
P/B	1.348	1.116	0.974	0.83	0.75
EV/EBITDA	6.4	5.86	4.73	4.04	3.91

资料来源：WIND、首创证券研发部

分析师简介

刁阳，建筑建材行业分析师，毕业于上海交通大学，博士研究生，近 3 年行业工作经验，2 年证券行业工作经验。

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