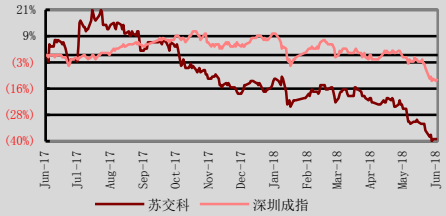
300284.SZ

增持

原评级: 未有评级
市场价格:人民币 7.94
板块评级:中性

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(29.4)	(18.0)	(23.0)	(38.5)
相对深证成指	(12.9)	(7.4)	(11.4)	(27.2)

发行股数 (百万)	810
流通股 (%)	60
流通股市值 (人民币 百万)	4,017
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	29
净负债比率 (%)(2018E)	净现金
主要股东(%)	
符冠华	22

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2018 年 6 月 28 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰：基础建设

王钦
(8621)20328348
qin.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300515100003

*余斯杰为本报告重要贡献者

苏交科

一站式总包服务商收益 EPC 工程推广

投资摘要：公司积极外延并购，布局环保工程，并向一站式总包服务商靠拢，随着 EPC 与 PPP 的推广公司将率先受益。推出事业伙伴计划，充分绑定员工与公司利益，公司治理更上一台阶。

支撑评级的要点

- **积极外延并购，向一站式总包服务商靠拢：**公司坚持围绕核心竞争力的同心圆式外延并购，向一站式综合建筑总包服务商靠拢，并通过外延并购突破区域壁垒，丰富滋生技术能力。目前，住建部鼓励发展全过程工程咨询服务，对于公司是极大利好，有利于公司沿产业链延伸，提升业务利润率。随着 EPC 以及 PPP 业务模式发展迅速，公司一站式服务模式将得到迅速复制。
- **外延并购 EPTISA 与 TestAmerica 增强环保工程领域实力：**公司并购 EPTISA 与 TsetAmerica，拓展公司国际化业务以及环保工程业务板块，是公司未来业务发展的重要方向。EPTISA 对标 AECOM，有三分之一业务收入来自环保项目。而 TestAmerican 大部分是环境检测业务，极大增强公司在环保工程的技术实力。
- **推出事业伙伴计划，绑定员工与公司利益目标：**公司推出事业伙伴计划，与事业伙伴按照 1: 1 比例提取基于当年业绩的专项基金认购资管计划份额，提取比例不超过 8%。充分绑定公司业绩、市值与员工个人利益。

评级面临的主要风险

- 交运投资风险波动、实体经济资金面趋紧、外延并购不及预期

估值

- 预计 2018-2020 年公司营收分别为 81.49 亿元，101.86 亿元，122.23 亿元；归母净利润分别为 6.02 亿元，7.65 亿元，9.26 亿元；EPS 分别为 0.74，0.95，1.14。目前行业平均 PE 为 17 倍，综合考虑公司增长预期以及整体规模，给予 16 倍市盈率，目标价 11.84 元。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入 (人民币 百万)	4,201	6,519	8,149	10,186	12,223
变动 (%)	64	55	25	25	20
净利润 (人民币 百万)	379	464	602	765	926
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.680	0.802	0.743	0.945	1.144
变动 (%)	21.4	17.9	(7.3)	27.1	21.1
市场预期每股收益 (人民币)	0.680	0.802	0.724	0.886	1.085
全面摊薄市盈率(倍)	12.0	10.1	11.0	8.6	7.1
价格/每股现金流量(倍)	(20.3)	9.4	15.5	17.3	10.5
每股现金流量 (人民币)	(0.40)	0.87	0.53	0.47	0.78
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.4	5.6	7.0	5.8	4.9
每股股息 (人民币)	0.14	0.16	0.15	0.19	0.23
股息率(%)	1.8	2.0	1.9	2.4	2.9

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	**4,201**	**6,519**	**8,149**	**10,186**	**12,223**
销售成本	2,934	4,623	6,030	7,538	9,045
经营费用	655	1,012	1,239	1,548	1,858
息税折旧前利润	**617**	**834**	**946**	**1,146**	**1,343**
折旧及摊销	116	164	105	106	106
经营利润 (息税前利润)	**501**	**670**	**841**	**1,040**	**1,237**
净利息收入/(费用)	(38)	(89)	(97)	(95)	(92)
其他收益/(损失)	89	(1)	35	35	35
税前利润	**463**	**582**	**744**	**945**	**1,146**
所得税	84	118	142	181	219
少数股东权益	35	44	45	58	72
净利润	**379**	**464**	**602**	**765**	**926**
核心净利润	**290**	**464**	**567**	**730**	**891**
每股收益 (人民币)	0.680	0.802	0.743	0.945	1.144
核心每股收益 (人民币)	0.521	0.803	0.700	0.901	1.101
每股股息 (人民币)	0.140	0.160	0.150	0.190	0.230
收入增长(%)	64	55	25	25	20
息税前利润增长(%)	21	34	25	24	19
息税折旧前利润增长(%)	27	35	13	21	17
每股收益增长(%)	21	18	(7)	27	21
核心每股收益增长(%)	(9)	54	(13)	29	22

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,090	1,338	1,560	1,671	1,996
应收帐款	3,936	5,195	6,505	8,143	9,772
库存	64	71	115	170	225
其他流动资产	120	392	406	406	406
流动资产总计	**5,483**	**7,010**	**8,586**	**10,389**	**12,400**
固定资产	751	954	870	780	690
无形资产	452	432	418	403	389
其他长期资产	2,289	2,527	2,521	2,520	2,520
长期资产总计	**3,491**	**3,914**	**3,809**	**3,704**	**3,598**
总资产	**8,975**	**10,924**	**12,395**	**14,093**	**15,998**
应付帐款	1,589	2,097	2,868	3,694	4,520
短期债务	1,078	1,469	1,469	1,469	1,469
其他流动负债	1,697	1,971	2,098	2,289	2,544
流动负债总计	**4,364**	**5,536**	**6,434**	**7,451**	**8,533**
长期借款	848	846	846	846	846
其他长期负债	518	557	571	584	595
股本	557	578	810	810	810
储备	2,686	3,406	3,734	4,402	5,215
股东权益	**3,244**	**3,984**	**4,543**	**5,212**	**6,024**
少数股东权益	224	274	319	377	449
总负债及权益	**8,975**	**10,924**	**12,395**	**14,093**	**15,998**
每股帐面价值 (人民币)	5.42	6.42	5.22	5.97	6.89
每股有形资产 (人民币)	13.47	16.29	13.47	15.59	17.96
每股净负债/(现金)(人民币)	2.43	2.65	1.64	1.52	1.13

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	463	582	744	945	1,146
折旧与摊销	116	164	105	106	106
净利息费用	38	89	97	95	92
运营资本变动	(276)	113	456	676	603
税金	217	275	67	59	50
其他经营现金流	(1,033)	(675)	(178)	(197)	(214)
经营活动产生的现金流	**77**	**321**	**379**	**332**	**576**
购买固定资产净值	147	212	0	0	0
投资减少/增加	154	409	(25)	(25)	(25)
其他投资现金流	0	802	22	24	28
投资活动产生的现金流	**(301)**	**181**	**47**	**49**	**53**
净增权益	7	310	0	0	0
净增债务	1,228	435	0	0	0
支付股息	78	93	121	154	186
其他融资现金流	(91)	(104)	(82)	(117)	(117)
融资活动产生的现金流	**1,065**	**549**	**(203)**	**(271)**	**(303)**
现金变动	843	253	222	110	326
期初现金	1,142	1,090	1,338	1,560	1,671
公司自由现金流	(224)	502	425	381	628
权益自由现金流	913	833	343	264	512

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	14.7	12.8	11.6	11.2	11.0
息税前利润率(%)	11.9	10.3	10.3	10.2	10.1
税前利润率(%)	11.0	8.9	9.1	9.3	9.4
净利率(%)	9.9	7.8	7.9	8.1	8.2
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	16.4	9.4	9.7	12.1	14.7
净权益负债率(%)	41.8	38.5	29.2	23.6	15.2
速动比率(倍)	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
估值					
市盈率 (倍)	11.9	10.1	10.9	8.6	7.1
核心业务市盈率(倍)	15.6	10.1	11.6	9.0	7.4
市净率 (倍)	1.5	1.3	1.6	1.4	1.2
价格/现金流 (倍)	(20.3)	9.4	15.5	17.3	10.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.4	5.6	7.0	5.8	4.9
周转率					
存货周转天数	5.6	4.0	5.2	6.1	6.7
应收帐款周转天数	342.0	290.8	291.4	291.8	291.8
应付帐款周转天数	197.7	165.5	173.6	178.9	182.4
回报率					
股息支付率(%)	20.6	19.9	20.2	20.1	20.1
净资产收益率 (%)	12.8	12.7	14.2	15.8	16.6
资产收益率 (%)	4.6	4.6	5.2	5.8	6.2
已运用资本收益率(%)	18.3	21.0	23.4	24.2	25.2

资料来源：公司数据及中银证券预测