

**证券研究报告—动态报告**
**建筑工程**
**建筑施工**
**中国建筑(601668)**
**买入**
**2018年半年报业绩点评**

(维持评级)

2018年08月30日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	42135/41624
总市值/流通(百万元)	229200/227300
上证综指/深圳成指	2769/8678
12个月最高/最低(元)	7.54/4.93

**相关研究报告:**

《国信证券-建筑工程行业年报&一季报总结:业绩提速,基本面持续向好,重点关注低估值央企和国际工程》——2018-05-08

《国信证券-建筑行业2018年下半年投资策略:博观约取,坚守价值》——2018-07-02

《国信证券-行业点评:建筑行业估值处于历史底部:政策放松,预期改善》——2018-07-24

《国信证券-行业点评:建筑行业空间还有多少?买什么?》——2018-07-27

《国信证券-建筑行业8月投资策略:基建投资迎拐点,重点推荐设计咨询龙头和补短板受益股》——2018-08-06

**证券分析师:周松**

电话: 021-60875163

E-MAIL: zhousong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码:

S0980518030001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

**财报点评**

# 房建绝对龙头,基建提速,业绩稳健

**● 业绩符合预期,基建业务快速增长**

公司2018年上半年完成营收5889亿,同比增长12.1%;实现归母净利润191亿,同比增长6.1%,主要是受少数股东损益及所得税影响。公司主营业务房建工程稳健向好,营收3750亿,同比增长14.1%,占比63%;基建业务营收1263亿,同比增长30.2%,占比22%,基建业务占比持续提升;房地产营收834亿元,同比减少10%,占比14%,占比有所下降,地产业务盈利能力继续优化,贡献了47.1%的毛利润。

**● 盈利能力稳健,费用率水平与去年持平**

公司盈利能力稳健,2018年上半年净资产收益率为7.97%,继续保持行业领先水平;毛利率为10.5%,提升0.09pct;净利率为4.68%,下降0.17pct。期间费用率与去年同期持平,维持在3.01%。具体来看,管理费用率下降0.05pct至1.85%,财务费用率提升0.05pct至0.92%,销售费用率与去年同期持平。资产负债率比2017年提升0.82pct至78.78%,经营现金流受地产业务拿地等影响,比去年同期多流出29亿;运营能力有所改善,应收账款周转率提升20%。

**● Q2增速有所放缓**

公司去年Q3、Q4和今年Q1、Q2分别完成营收2456亿、2832亿、2702亿、3188亿,分别同比增长22.5%、-2.2%、15.1%、9.8%;实现净利润77.4亿、71.6亿、81.5亿、109.9亿,分别同比增长-10.6%、40.3%、15%和0.4%。二季度增速有所放缓,随着政策的逐步宽松,公司下半年业绩增速有望回升。

**● 股权激励加速业绩释放,带动估值回升**

公司2018年上半年新签订单额1.21万亿,近三年CAGR达到16.1%。在手订单余额预计超4.2万亿,营收保障比达4倍,未来业绩有充分的保障。公司第三期限制性股票激励计划发布,激励范围较之前有所扩大,解锁条件略有宽松,有望调动骨干员工积极性,加速业绩释放。公司高成长的基建板块和高盈利能力的地产板块均被低估,随着业绩释放,估值有望提升。

**盈利预测与投资建议:** 预计公司18/19/20年EPS为0.88/0.98/1.09元,对应PE为6.2/5.6/5.0倍,维持“买入”评级。

**风险提示:** 应收账款坏账,固定资产投资放缓等。

**盈利预测和财务指标**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	959,765	1,054,107	1,157,975	1,264,777	1,379,452
(+/-%)	9.0%	9.8%	9.9%	9.2%	9.1%
净利润(百万元)	29870	32942	36907	41027	45595
(+/-%)	14.6%	10.3%	12.0%	11.2%	11.1%
摊薄每股收益(元)	0.71	0.78	0.88	0.98	1.09
EBIT Margin	6.0%	6.9%	7.1%	7.2%	7.2%
净资产收益率(ROE)	15.7%	15.3%	16.9%	18.4%	19.9%
市盈率 PE	7.7	7.0	6.2	5.6	5.0
EV/EBITDA	19.6	18.0	17.4	16.6	15.9
市净率(PB)	1.20	1.07	1.05	1.03	1.00

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 盈利预测与投资建议

公司业绩长期稳健，业务结构逐年优化，盈利能力强。当前在手订单充沛，未来业绩确定性强。同时，公司核心业务房建、基建和房地产均有明晰的战略，有望持续保持稳健发展，且公司拥有工程总承包的一体化优势，投融资业务也发展迅速，未来有望持续提升业务规模和盈利能力。我们预计公司 18/19/20 年 EPS 为 0.88/0.98/1.09 元，当前股价对应 PE 分别为 6.2/5.6/5.0 倍，维持“买入”评级。

### 核心假设或逻辑

我们将各业务进行分拆，具体每项的预测如下。

表 1: 公司业务收入拆分 (亿元)

收入预测	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>房建工程</b>					
收入	6,202.25	6,250.84	6563.38	6891.55	7236.13
增长率	5.43%	0.78%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	6.30%	5.60%	5.60%	5.50%	5.50%
<b>基建工程</b>					
收入	1,739.00	2,309.21	2609.41	3000.82	3450.94
增长率	22.99%	32.79%	13.00%	15.00%	15.00%
毛利率	7.60%	7.70%	7.70%	7.80%	7.80%
<b>房地产开发与投资</b>					
收入	1,519.78	1,792.04	2060.85	2369.97	2678.07
增长率	6.76%	17.91%	15.00%	15.00%	13.00%
毛利率	26.70%	29.10%	29.00%	29.00%	29.00%
<b>勘察设计</b>					
收入	73.40	81.75	94.01	108.11	124.33
增长率	12.73%	11.38%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	18.30%	14.40%	14.40%	15.00%	15.00%
<b>其他主营业务</b>					
收入	192.12	229.19	252.11	277.32	305.05
增长率	40.66%	19.30%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	19.20%	24.60%	24.60%	25.00%	25.00%
<b>合计</b>					
收入	9,597.67	10,541.07	11,579.76	12,647.78	13,794.52
增长率	8.99%	9.83%	9.85%	9.22%	9.07%
毛利率	8.86%	9.44%	10.72%	10.96%	11.15%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

### 核心假设:

- (1) 房建业务趋于平稳，保持缓慢增长；
- (2) 基建业务在充沛订单的推动下，实现较快增长，毛利率稳中有升；
- (3) 房地产业务受益于土地储备充足，保持较快增长，毛利率趋于稳定；
- (4) 勘察设计及其他业务稳中向好，增速与整体业务持平。

### 与市场预期的差异之处

1) 市场普遍认为公司业务规模较为庞大，且所处的工程行业景气度下降，未来增长空间有限，对增长的持续性存疑。一方面，公司订单充沛，在手订单余额接近营收的 4 倍；另一方面，我们对公司的三大核心业务进行深入分析，发现公司的房建业务聚焦高端房建市场，龙头效应凸显，有望凭借集中度提升保持业务的平稳发展；公司的基建业务增长迅速，在手订单充沛，且当前基建市场空间依旧广阔；公司的房地产业务储地充足，合约销售保持高增长。因此，我们判断公司未来的业务仍能保持长期稳健增长。

2) 市场对公司的高盈利能力能否持续存疑，没有给予公司的高盈利能力合适的估值。一方面，公司的业务模式正逐步从工程施工领域转向投资、建设、运营等一体化的综合模式，低盈利能力的房建业务占比在逐年下降，盈利能力较强的基建业务占比在逐年提升，未来盈利能力有望持续优化；另一方面，公司房地产业务的高盈利能力具有可持续性，因为其高盈利能力主要来自于较高的管理水平（费用率远低于其他房企）。因此，我们判断公司未来仍能长期保持较高的 ROE 水平。

3) 市场普遍认为公司主营业务为房建，受房地产政策影响较大。我们通过比较公司与核心基建龙头的订单和营收规模，发现公司基建业务规模已经跻身基建龙头行列，且基建板块近几年的增速远高于其他基建龙头。近期基建板块受政策拉动估值大幅回升，公司作为基建龙头理应领涨，但当前表现不及预期，后续存在较大反弹空间。

### 股价变化的催化因素

短期催化因素：业绩超预期、新签大额订单等。

长期催化因素：公司估值修复及盈利能力持续改善。

### 风险提示：

应收账款坏账风险，固定资产投资大幅放缓，盈利能力下降等。

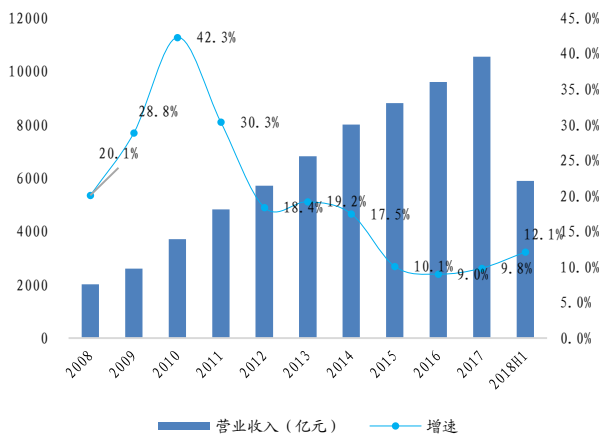
## 业绩长期稳健，基建业务高增长

### 营收连续十年正增长，净利润十年增长十二倍

2017年，公司完成营业收入10541亿元，同比增长9.8%；实现归母净利润329亿元，同比增长10.3%。公司自上市以来业绩持续稳健，未发生重大业务波动，营收连续十年保持正增长，十年内CAGR达到20.1%；净利润十年增长12.0倍，十年内CAGR达到28.2%。

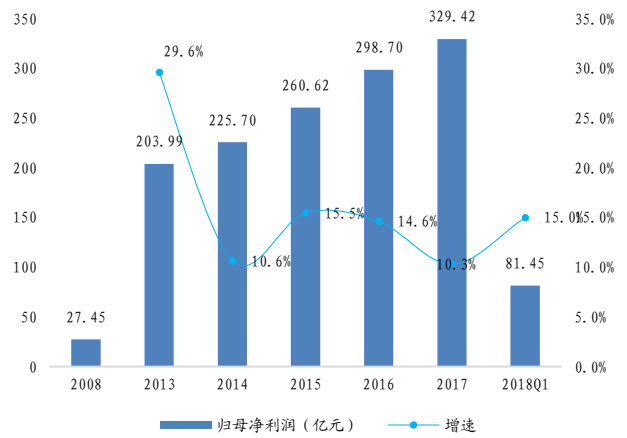
2018年上半年，公司业绩继续保持稳健增长。完成营业收入5889亿元，同比增长12.1%；实现归母净利润191亿元，同比增长6.1%。净利润增速低于利润总额增速9.7%，主要是受少数股东损益及所得税影响。

图 1: 公司营收连续 10 年保持正增长, 2018H1 增长 12.1%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司净利润十年增长 12.7 倍, 2018H1 增长 6.1%

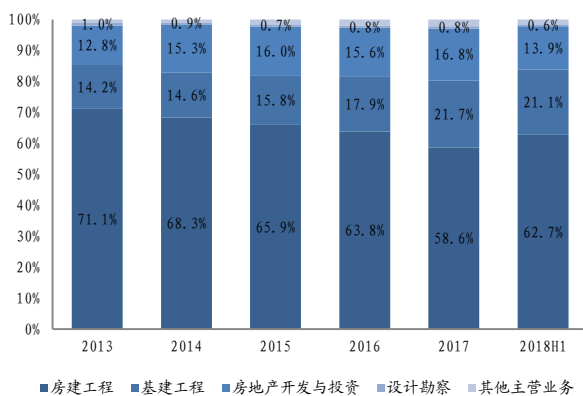


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 聚焦“532”，业务结构优化

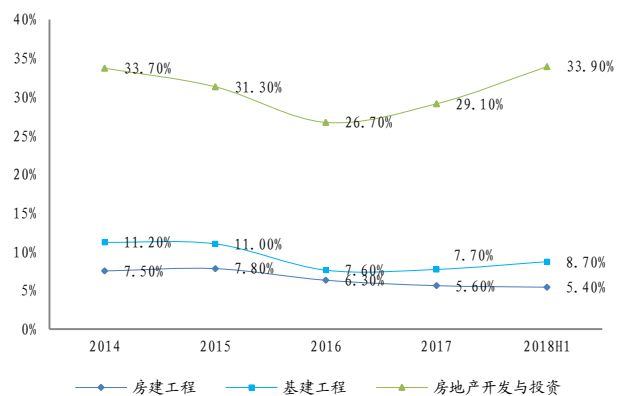
近几年，公司提出在“十三五”期末实现房建、基建、地产“5: 3: 2”的产业结构调整，取得了显著成绩。毛利率较低的房建业务占比从2013年的71.1%下降到2018年上半年的62.7%。发展空间较大且毛利率较高的基建业务从14.2%提升到21.1%；高盈利能力的房地产业务占比从12.8%提升到13.9%。

图 3: 公司房建业务占比逐年下降, 基建业务逐年提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司基建业务和房地产业务毛利率高于房建业务

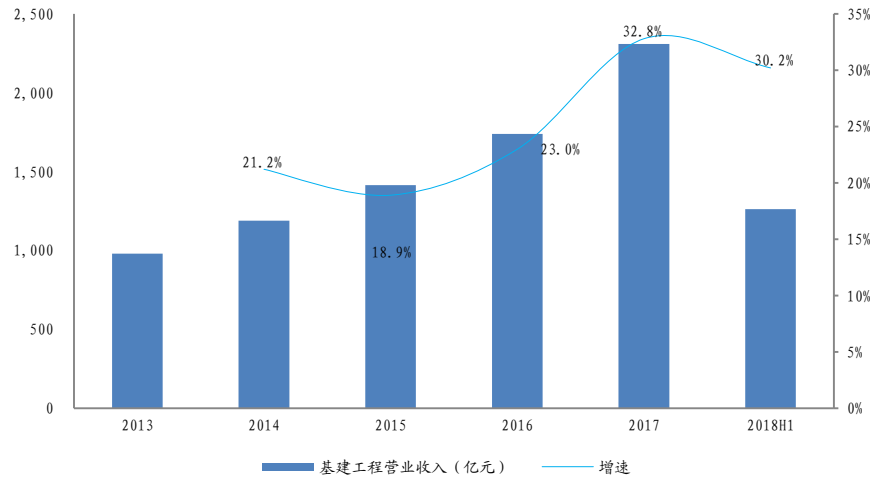


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 基建业务高增长，地产业务贡献近半利润

近几年，公司基建业务持续保持高速增长，2015-2017年CAGR达到24.8%。2018年上半年继续延续之前两年的高增长态势，完成营收1263亿元，同比增长30.2%。

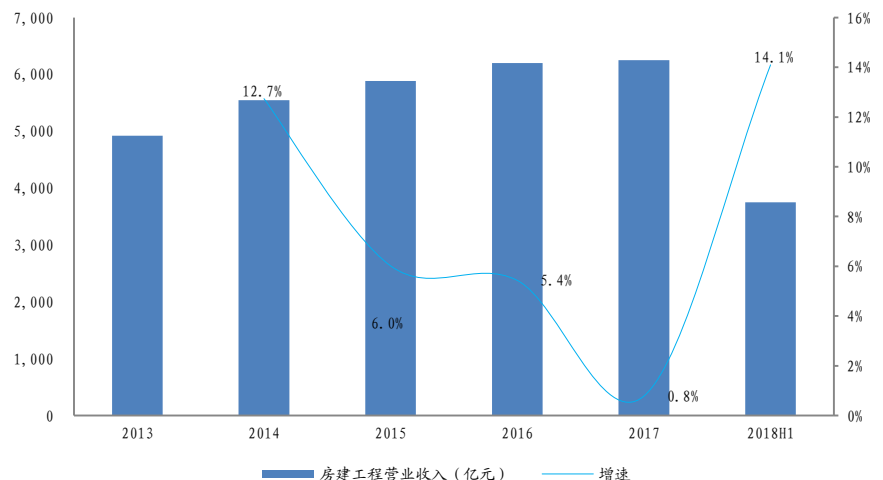
图5：公司基建业务近几年持续保持高速增长



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

作为公司主营业务以及最核心的业务，公司房建业务也保持稳健向上的态势。2018年上半年完成营收3750亿元，同比增长14.1%，增速比2017年提升13.3pct。

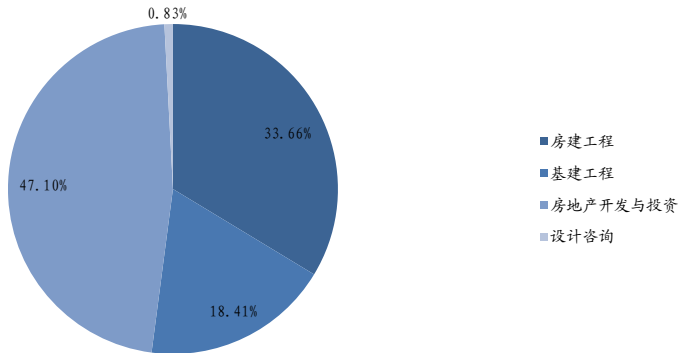
图6：公司主营业务房建工程稳中向好



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

公司盈利能力最强的地产板块，2018年上半年盈利能力继续提升，毛利率比2017年提升4.8pct达到33.9%，实现的毛利润占比公司总毛利润达47.1%。

图 7: 公司地产板块贡献了 47.1%的毛利润



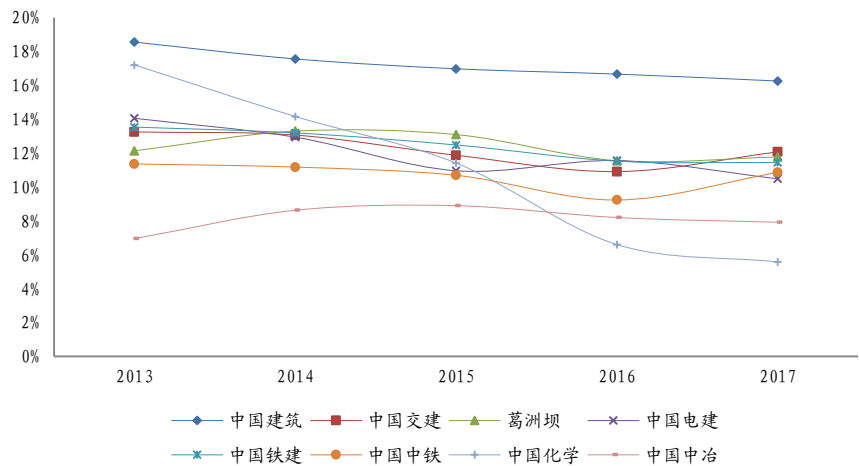
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 基本面良好, 盈利能力强

#### 盈利能力强, 净资产收益率居于建筑央企首位

公司凭借强大的综合实力和全产业链的整合优势, 具有极强的盈利能力。净资产收益率 (ROE) 水平在建筑央企中持续保持领先, 2013 年至今一直维持在 16% 以上的水平, 是 8 个建筑央企中 ROE 最高的公司。2018 年上半年为 7.97%, 继续保持行业领先水平。

图 8: 公司盈利能力居于建筑央企首位, ROE 稳定在 16% 左右

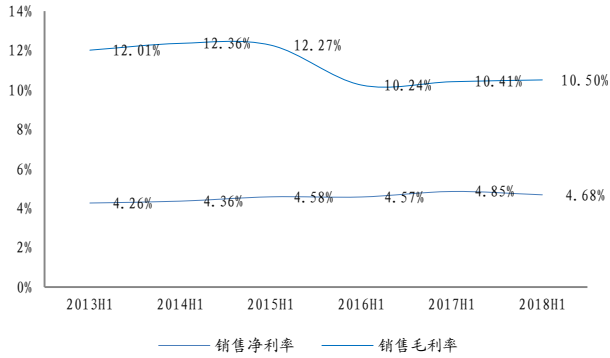


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从毛利率和净利润的情况来看, 公司综合毛利率稳中有增, 2018 年上半年为 10.5%, 同比提升 0.09pct; 净利率为 4.68%, 同比下降 0.17pct。

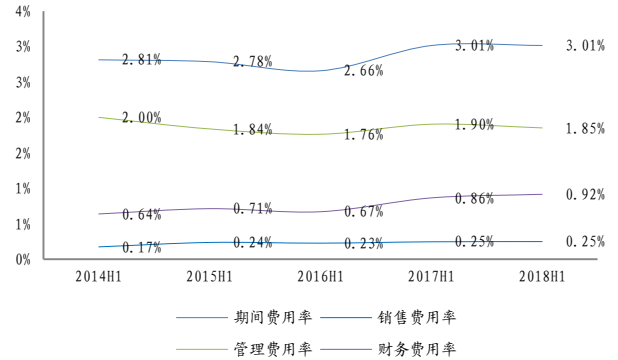
从经营效率来看, 期间费用率与去年持平, 维持在 3.01%。具体来看, 管理费用率下降 0.05pct 至 1.85%, 财务费用率提升 0.05pct 至 0.92%, 销售费用率与去年同期持平。其中财务费用率提升主要是当期借款利息增加。

图 9: 公司近几年同期毛利率和净利率水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 公司近几年费用率情况

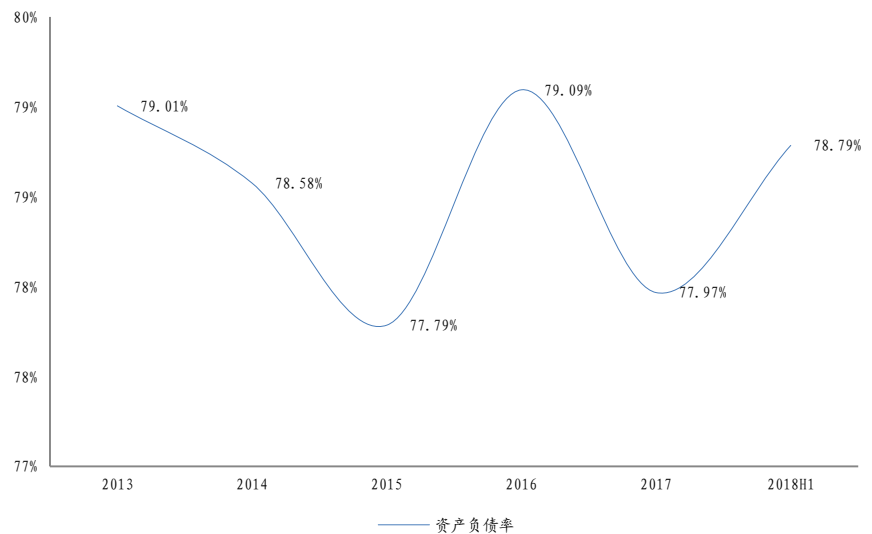


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 负债率略有提升, 同比有所下降

建筑工程行业属于重资产负债经营, 公司资产负债率较高, 但近几年呈现出稳中有降的趋势。2018 年上半年, 公司资产负债率为 78.79%, 同比下降 0.46pct, 但比 2017 年提升 0.82pct。

图 11: 2017 年公司资产负债率有所下降

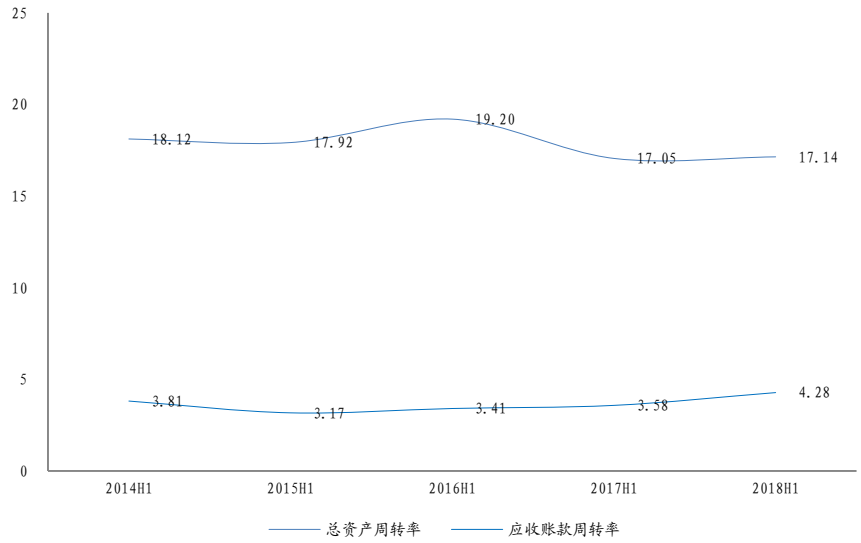


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 运营能力平稳, 应收账款周转率行业领先

公司近几年运营能力平稳, 总资产周转率和应收账款周转率均有所回升。2018 年上半年, 公司总资产周转率为 17.14 次, 同比提升 0.5%; 应收账款周转率 4.28 次, 同比提升 19.5%。

图 12: 公司运营能力平稳, 应收账款周转率企稳回升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

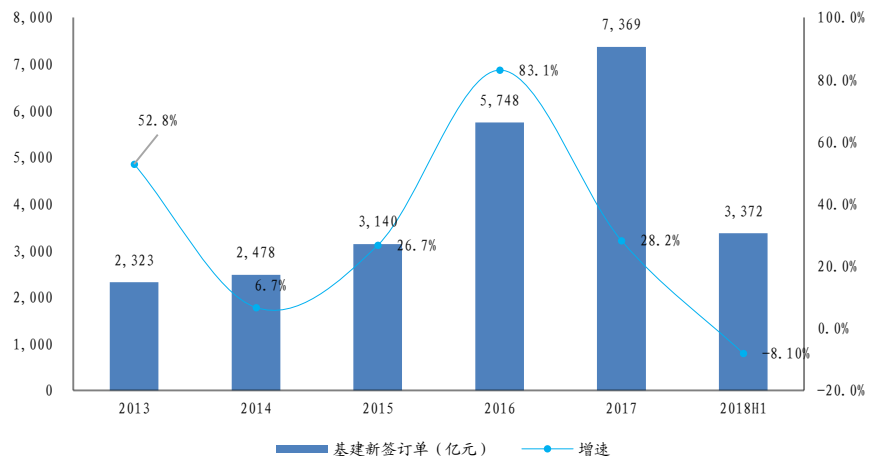
### 基建订单规模逼近中国交建, 有望加速释放

#### 基建订单高速增长, 跻身“四巨头之一”

近几年, 公司充分发挥自身的品牌优势和资金实力, 大力开拓 PPP 项目, 推动基建业务实现了快速增长。

2017 年, 公司基建业务新签订单 7369 亿元, 同比增长 28.2%, 连续三年保持 20% 以上增长, 近五年 CAGR 达到 38.0%。2018 年上半年受基建投资整体下滑的影响, 订单增速出现一定负增长。

图 13: 公司基建新签订单近三年均保持在 20% 以上增长



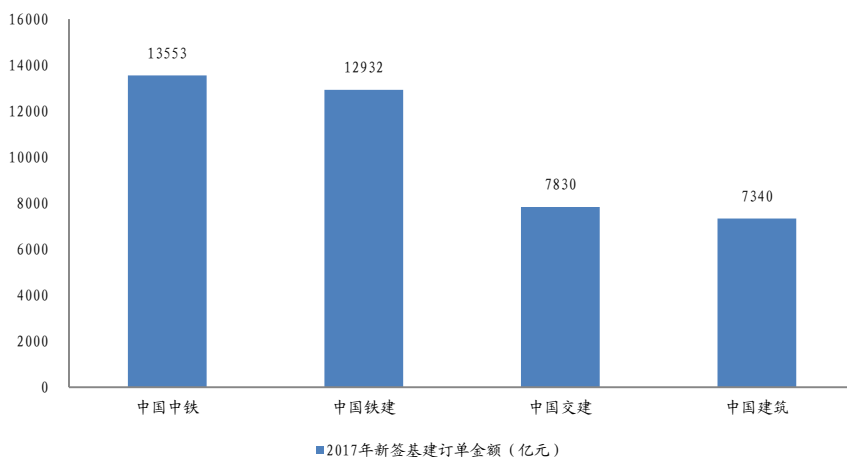
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理



中国中铁、中国铁建和中国交建是我国基建领域的传统领先企业，一直被视为基建领域的主要龙头。

近几年，公司在基建领域的快速增长，已经助推公司的新签订单规模逼近中国交建，成为基建领域的龙头企业。如果考虑中国交建新签订单中部分非基建订单，公司新签基建订单规模很可能已经位列前三。

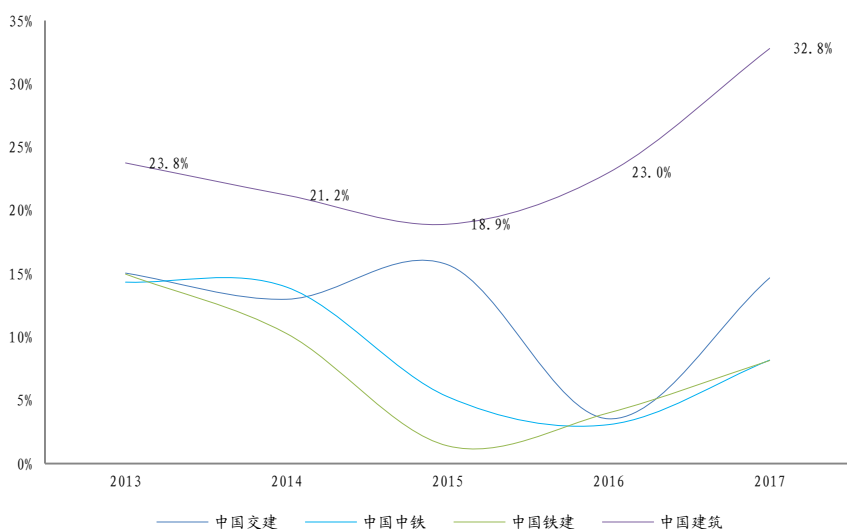
图 14: 公司 2017 年新签基建订单规模“稳四望三”，已成基建龙头



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

事实上，公司近几年在基建领域的增速远高于其他三家基建龙头企业。2013年至2017年，中国中铁、中国铁建、中国交建、中国建筑新签订单 CAGR 分别为 20.4%、14.4%、12.8%和 38.0%。

图 15: 公司近几年新签基建订单增速远高于其他三家



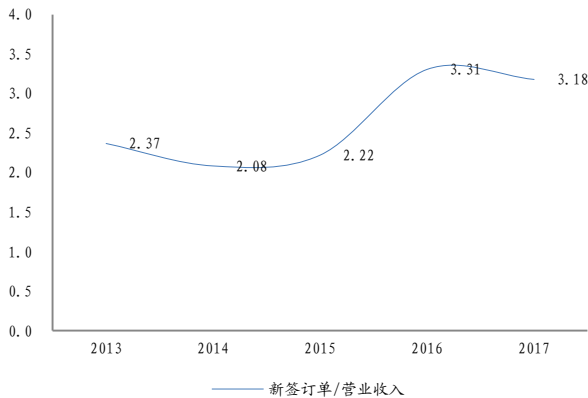
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 基建营收增速落后订单，有望加速释放

虽然公司基建营收保持较快增长，但无论从规模还是增速来看，公司的基建订单均还没有完全得到释放。2017年，公司基建营收的规模不到当年基建订单规模的三分之一，近五年营收的复合增速也低于订单复合增速 15.2pct。

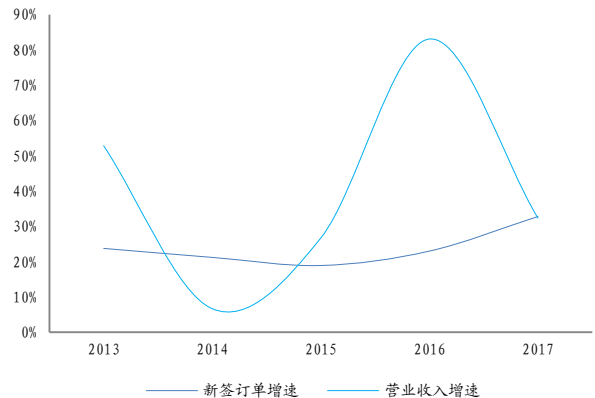
受施工工期影响，建筑施工企业营收往往会在订单签订后 1-3 年得到实现，因此，公司未来几年基建营收有望加速释放。

图 16: 公司近几年新签基建订单均在当年营收的 2 倍以上



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 公司基建营收增速远低于基建订单增速



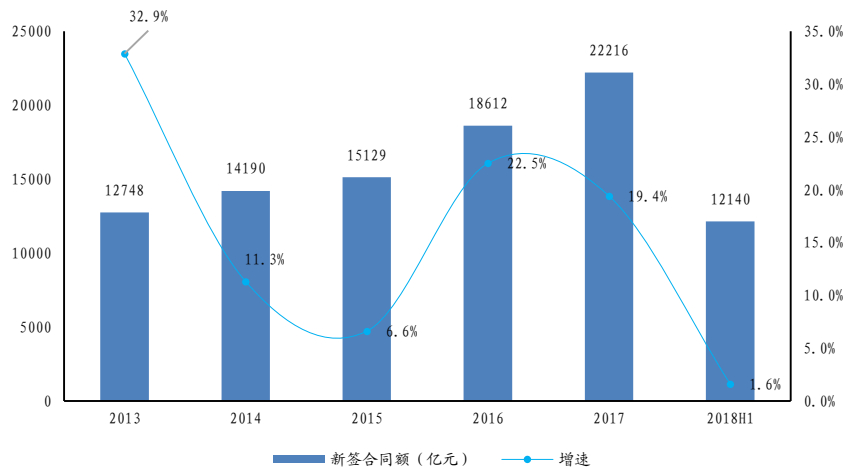
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 订单充沛，业绩有保障

#### 新签工程订单高增长，在手订单充沛

近几年，公司新签工程订单持续保持快速增长。其中 2017 年新签工程订单额达到 22216 亿元，超过当年营收的 2 倍，同比增长 19.4%，近三年 CAGR 达到 16.1%。2018 年上半年增速有所放缓，同比只增长了 1.6%，主要是受基建和海外订单大幅回落影响，下半年在基建回暖的推动下有望回升。

图 18: 公司 2018H1 新签工程订单 12140 亿元，近三年 CAGR 达 16.1%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

因为公司未公告最新的在手订单余额（未完工订单）的情况，我们根据公司近几年的新签工程订单和工程营收情况做了一个粗略测算。公司在路演材料中披露，2017年上半年在手工程订单余额（基建和房建）为28995亿元，测算结果显示，截止2018年上半年，公司在手工程订单余额应该有41203亿元，实际情况很有可能更多，超过工程板块营收的5倍，接近2017年总营收的4倍。因此，公司未来业绩有较为充分的保障。

表 2: 公司剩余合同金额数

项目	金额 (亿元)
<b>2017年上半年剩余合同总额</b>	<b>28995</b>
减: 2017年下半年工程领域营业收入	4304
加: 2017年下半年新签工程合同额	10261
<b>2017年剩余合同总额 (预计)</b>	<b>34952</b>
减: 2018年上半年工程领域营业收入	5889
加: 2018年上半年新签工程合同额	12140
<b>2018年上半年剩余合同总额 (预计)</b>	<b>41203</b>

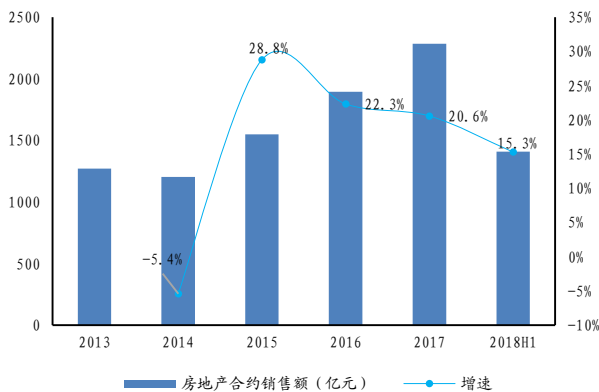
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 地产业务景气, 合约销售高增长

2017年, 公司房地产业务在行业持续景气的带动下, 继续保持高速增长, 完成合约销售额2286亿元, 在所有房企中排名第七名, 同比增长20.6%; 完成合约销售面积1587万平方米, 同比增长9.8%。

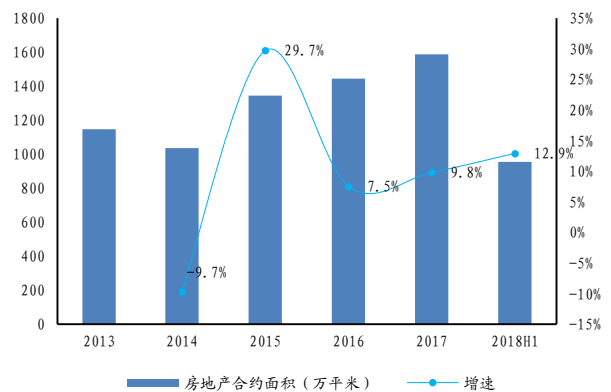
受益于储地充足, 公司2018H1合约销售加快增长, 完成销售额1410亿元, 同比增长15.3%; 完成销售面积955万平方米, 同比增长12.9%。

图 19: 公司 2017 年房地产合约销售 2286 亿元, 增长 20.6%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 公司 2017 年房地产合约销售面积 1587 万平米



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 高增长基建板块未受到市场重视

公司一直稳居房建板块龙头, 近几年快速增长的基建业务没有受到市场重视和得到相应的估值。

具体来看, 公司2017年基建板块贡献毛利润177.34亿元, 占比总毛利润的16%, 如果按同样比例测算, 公司2017年实现归母净利润329.42亿元, 基建板块大

致贡献了 52.64 亿元。

按基建板块（申万二级行业：基础建设）当前的平均估值 11.3 倍来计算，基建板块估值应该在 600 亿左右，而按公司当前总市值（2400 亿）来测算，基建板块估值不到 400 亿，因此基建板块至少被低估 200 亿以上。从公司基建订单的情况来看，2018 年公司基建板块贡献的利润占比有望继续提升，基建板块估值提升的空间会更大。

表 3：公司基建板块估值测算

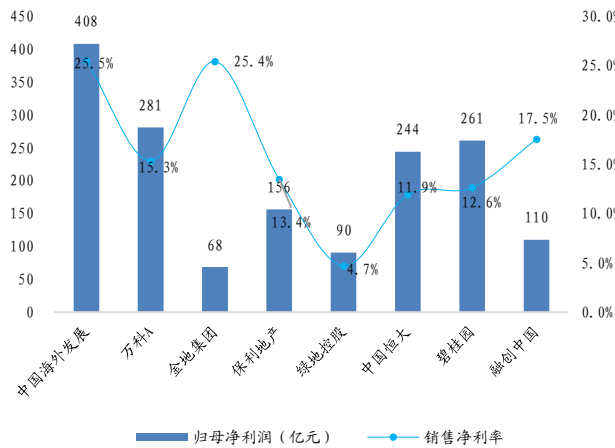
指标	估算
<b>2017 年基建板块毛利润占比</b>	<b>16%</b>
乘：2017 年公司归母净利润	329.42 亿元
<b>2017 年基建板块净利润（预计）</b>	<b>52.64 亿元</b>
乘：当前基建板块平均 PE 估值	11.3 倍
<b>当前基建板块合理估值（预计）</b>	<b>594.83 亿元</b>
<b>公司当前总市值</b>	<b>2400 亿元</b>
乘：基建板块净利润比例系数	16%
<b>基建板块实际估值</b>	<b>384 亿元</b>

资料来源：wind，国信证券经济研究所分析预测

### 高盈利地产板块被低估，估值远低于同行

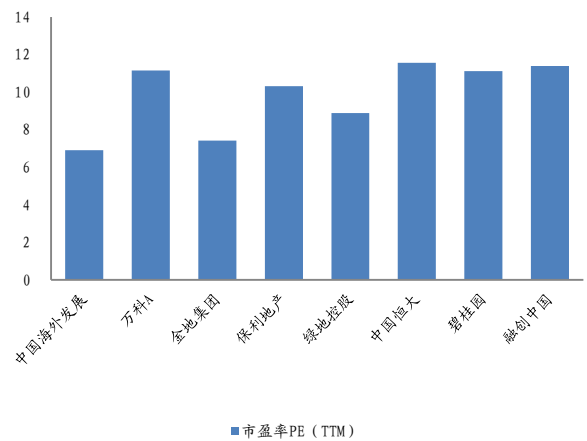
公司盈利能力最强的地产板块，与主要房地产企业相比，估值最低，与公司在房地产领域的地位和盈利能力不相符，存在严重低估。

图 21：公司地产子公司在八大房企中盈利能力最强



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 22：公司地产子公司在八大房企中市盈率最低



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 股权激励持续落地，利好公司长期发展

近期，公司公告第三期 A 股限制性股票激励计划，拟向不超过 2200 人授予总股数不超过 6.6 亿股的限制性股票，占总股本不超过 1.6%。该激励计划限售期为 2 年，期满后分三年匀速解锁。具体来看，解锁前一年需满足净资产收益率高于 13.5%，前三年净利润复合增速不低于 9.5%，且还需完成经济增加值 (EVA) 的考核目标。

公司作为央企股权激励的先行者，早在 2013 年和 2016 年完成了前两次的股权

激励计划。与前两次激励计划相比，第三期员工激励计划力度更大，员工覆盖面更广，考核条件更宽松，有利于充分调动管理层和骨干员工的积极性，吸引和留着人才，并加速业绩释放。

表 4: 公司三次股权激励计划对比

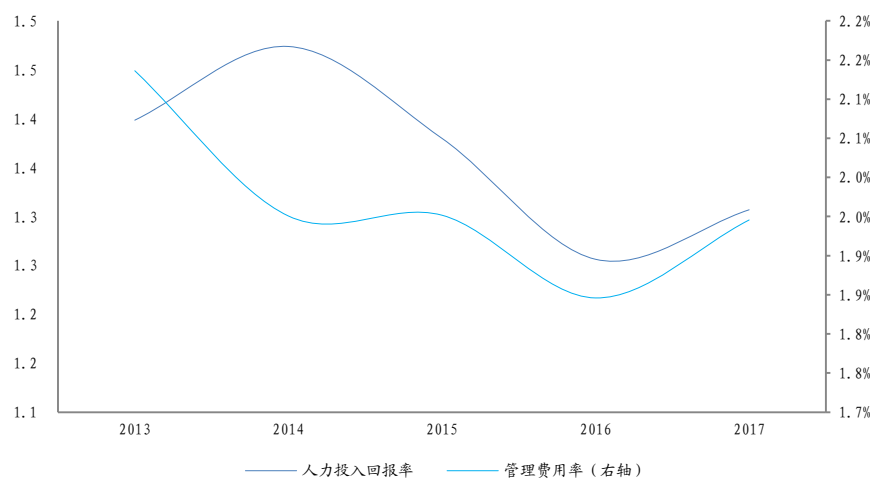
股权激励 激励计划	时间	授予人员数量、 股票激励规模及价格	解锁条件
第一次	2013 年 7 月	686 人，总股本 0.49%，3.58 元/股	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 解锁前一年净资产收益率不低于 14%;</li> <li>➢ 净利润三年复合增速不低于 10%;</li> <li>➢ 完成经济增加值 (EVA) 考核目标;</li> </ul>
第二次	2016 年 12 月	1575 人，总股本 0.87%，4.87 元/股	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 解锁前一年净资产收益率不低于 14%;</li> <li>➢ 净利润三年复合增速不低于 10%;</li> <li>➢ 完成经济增加值 (EVA) 考核目标;</li> </ul>
第三次	2018 年 7 月	2200 人，总股本 1.6%	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 解锁前一年净资产收益率不低于 13.5%;</li> <li>➢ 净利润三年复合增速不低于 9.5%;</li> <li>➢ 完成经济增加值 (EVA) 考核目标;</li> </ul>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

我们对前两期的激励计划进行具体分析，发现前两期业绩均圆满达成了既定的考核目标，大部分员工在达到解锁条件后顺利解锁。

从前两期的激励效果来看，前两期激励对公司的经营起到了较为明显的效果，提高了员工的积极性，改善了公司的效率。公司人力投入回报率在股权激励实施的第二年（2014 年和 2017 年）均有所提升，管理费用率在股权激励实施的第二年均稳中有降（2014 年和 2017 年）。

图 23: 公司人力投入回报率和管理费用率在激励计划实施后第二年有所改善



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	273253	270174	270174	270174	营业收入	1054107	1157975	1264777	1379452
应收款项	210199	230911	252208	275076	营业成本	943539	1033808	1126183	1225580
存货净额	535887	588866	641414	698136	营业税金及附加	14068	15633	17707	20002
其他流动资产	67702	63296	69134	75402	销售费用	3488	4053	5059	6208
<b>流动资产合计</b>	<b>1140151</b>	<b>1206357</b>	<b>1286040</b>	<b>1371898</b>	管理费用	20509	22450	25112	28038
固定资产	42140	45594	49098	51463	财务费用	9940	11741	12872	13404
无形资产及其他	11223	10774	10325	9876	投资收益	4411	4135	4135	4135
投资性房地产	307559	307559	307559	307559	资产减值及公允价值变动	(7511)	(7511)	(7511)	(7511)
长期股权投资	49910	66344	82778	99212	其他收入	235	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1550983</b>	<b>1636628</b>	<b>1735800</b>	<b>1840008</b>	营业利润	59698	66914	74468	82843
短期借款及交易性金融负债	98863	134736	147380	158410	营业外净收支	702	756	756	756
应付款项	449302	493721	537779	585336	<b>利润总额</b>	<b>60400</b>	<b>67669</b>	<b>75223</b>	<b>83599</b>
其他流动负债	338247	331814	361840	394287	所得税费用	13751	15406	17125	19032
<b>流动负债合计</b>	<b>886413</b>	<b>960271</b>	<b>1046999</b>	<b>1138033</b>	少数股东损益	13707	15357	17071	18972
长期借款及应付债券	283799	283799	283799	283799	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>32942</b>	<b>36907</b>	<b>41027</b>	<b>45595</b>
其他长期负债	39043	44936	50828	56721					
<b>长期负债合计</b>	<b>322841</b>	<b>328734</b>	<b>334627</b>	<b>340520</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1209254</b>	<b>1289005</b>	<b>1381626</b>	<b>1478553</b>	净利润	32942	36907	41027	45595
少数股东权益	126974	128705	130631	132770	资产减值准备	1684	1585	300	365
股东权益	214756	218917	223544	228686	折旧摊销	7584	5317	6553	7626
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1550983</b>	<b>1636628</b>	<b>1735800</b>	<b>1840008</b>	公允价值变动损失	7511	7511	7511	7511
					财务费用	9940	11741	12872	13404
关键财务与估值指标					营运资本变动	(99398)	(23821)	593	404
每股收益	0.78	0.88	0.98	1.09	其它	(138)	146	1625	1775
每股红利	0.70	0.78	0.87	0.96	<b>经营活动现金流</b>	<b>(49815)</b>	<b>27646</b>	<b>57609</b>	<b>63276</b>
每股净资产	5.12	5.21	5.32	5.45	资本开支	(2024)	(17418)	(17418)	(17418)
ROIC	9%	10%	11%	12%	其它投资现金流	(10672)	0	0	0
ROE	15%	17%	18%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(29130)</b>	<b>(33852)</b>	<b>(33852)</b>	<b>(33852)</b>
毛利率	10%	11%	11%	11%	权益性融资	19425	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	7%	7%	负债净变化	42186	0	0	0
EBITDA Margin	8%	8%	8%	8%	支付股利、利息	(29227)	(32745)	(36400)	(40453)
收入增长	10%	10%	9%	9%	其它融资现金流	(14005)	35873	12644	11030
净利润增长率	10%	12%	11%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>31338</b>	<b>3128</b>	<b>(23756)</b>	<b>(29423)</b>
资产负债率	86%	87%	87%	88%	<b>现金净变动</b>	<b>(47607)</b>	<b>(3079)</b>	<b>0</b>	<b>(0)</b>
息率	12.7%	14.3%	15.9%	17.6%	货币资金的期初余额	320860	273253	270174	270174
P/E	7.0	6.2	5.6	5.0	货币资金的期末余额	273253	270174	270174	270174
P/B	1.1	1.0	1.0	1.0	企业自由现金流	(37841)	27434	59791	67556
EV/EBITDA	18.0	17.4	16.6	15.9	权益自由现金流	(9660)	54239	62493	68233

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032