

公司研究/公告点评

2017年07月19日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 17.25  
合理价格区间(元): 21.96~24.40

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**黄骥** 执业证书编号: S0570516030001  
研究员 021-28972066  
huangji@htsc.com

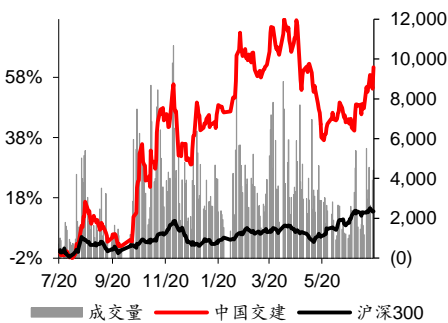
**王德彬** 执业证书编号: S0570516090001  
研究员 010-56793964  
wangdebing@htsc.com

**方晏荷** 021-28972059  
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1《中国交建(601800,增持): 海外大单接连落地,水陆基建优势显》2017.06
- 2《中国交建(601800,增持): Q1 业绩超预期,港口疏浚大幅回升》2017.04
- 3《中国交建(601800,增持): 订单快速增长,PPP/海外提升盈利》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本 (百万股)    | 16,175      |
| 流通A股 (百万股)   | 11,747      |
| 52周内股价区间 (元) | 10.60-19.19 |
| 总市值 (百万元)    | 279,014     |
| 总资产 (百万元)    | 816,504     |
| 每股净资产 (元)    | 10.14       |

资料来源: 公司公告

## 国改持续推进, 带动盈利估值双升

### 中国交建(601800)

**事件:** 公司及境外子公司拟向控股股东中交集团协议转让所持上海振华重工 13.16 亿股股份(占总股本的 29.99%, 含 A 股 12.59% 和 B 股 17.41%), 本次交易以现金方式支付对价, 交易对价合计 57.16 亿元。其中公司转让振华重工 A 股价格为 5.27 元/股, 对价 29.12 亿元; 子公司转让 B 股价格 3.67 元/股, 对价 28.04 亿元。本次交易完成后, 公司仍直接持有振华重工 16.24% 的 A 股股份, 中交集团则成为振华重工的控股股东。

#### 向大股东转让装备研发制造业务, 做强做精基建主业

公司此次向中交集团协议转让振华重工 29.99% 股权, 符合新时期国企改革的要求和内涵。建筑行业作为充分竞争的充分行业, 整体上市已基本完成, 下一步的改革主要集中在推动央企由“大而全”向“专而精”转变。公司是全球领先的特大型基础设施综合服务商, 而振华重工主要经营海工港口及筑路机械的研发制造, 与公司核心基建业务协同性有限。通过转让振华重工控股权后, 有利于公司集中资源投入, 进一步增强基建核心竞争力。

#### 提前收回现金拓展 PPP, 提升净利率和 ROE

公司本次交易对价为 57.16 亿元, 我们预计此次交易将增加一次性税前投资净收益 24.38 亿元, 占公司 2016 年利润总额的 10.97%, 增厚公司 2017 年 EPS 约 0.10 元。本次交易前公司持有振华重工 46.23% 的股权, 振华重工 2016 年营业收入为 243.48 亿元, 净利润为 3.07 亿元, 分别占公司同期合并报表数的 5.64%、1.78%。振华重工 2016 年净利率仅 1.26%, ROE 为 1.41%, 均远低于公司的 3.99% 和 11.73%。公司此次交易所得资金也将主要用于补充流动资金、偿还贷款和支持 PPP 项目的发展, 我们测算此次转让股权后, 将分别提升公司 2017 年净利率/ROE 0.37/0.82 个百分点。

#### 改善新签订单增速, 提升基建主业拓展空间

2017Q1 公司新签合同额 1513.07 亿元, 同比增长 40.25%, 其中基建建设、基建设计、疏浚业务、装备制造业务同比分别增长 38%、60%、80%、-47%。公司装备制造订单主要来自振华重工, Q1 占全部新签订单比重 1.78%, 是唯一同比下降的细分业务, 此次股权转让后有利于改善公司新签订单增速。今年上半年全国公路建设投资 8976 亿元, 同比增长 28.9%, 公司作为国内公路基建的领军企业, 市占率 10% 以上。2017Q1 公司新签港口、路桥、投资类、市政项目分别同比增长 159%、53%、50%、32%, 我们预计公司上半年路桥新签订单仍将维持快速增长, 为未来业绩增长提供保障。

#### 看好此次转让股权对公司盈利能力和估值的提升, 维持“增持”评级

中交集团混改方案已于去年 11 月提交国资委, 公司此次股权转让是深化改革的体现, 后续混改动作有望加速。我们预计公司转让振华重工股权事项将于年内完成, 振华不再并表, 测算 2017-19 年每年扣除其他权益工具股利 10.175 亿元后 EPS 为 1.22/1.32/1.52 元, 维持 17 年合理估值区间 18-20 xPE, 对应价格区间 21.96-24.40 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 宏观经济波动, PPP 落地放缓, 盈利提升不达预期等。

#### 经营预测指标与估值

| 会计年度           | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)     | 404,420 | 431,743 | 469,402 | 516,640 | 567,789 |
| +/-%           | 10.29   | 6.76    | 8.72    | 10.06   | 9.90    |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 15,696  | 16,743  | 20,777  | 22,416  | 25,613  |
| +/-%           | 13.02   | 6.67    | 24.09   | 7.89    | 14.26   |
| EPS (元, 最新摊薄)  | 0.95    | 0.97    | 1.22    | 1.32    | 1.52    |
| PE (倍)         | 18.12   | 17.74   | 14.12   | 13.04   | 11.34   |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

**公司盈利预测调整说明**

中国交建及其子公司本次转让振华重工股权前，持有振华重工 46.23%的股权，尽管所持表决权比例低于 50%，但对振华重工拥有实际控制权，且所有其他股东各自所持股权比例分散，同时无其他股东联合共同行使投票权的记录，因此将其作为子公司纳入合并财务报表范围。但本次股权转让后，直接持有振华重工 A 股比重下降至 16.24%，中交集团则成为振华重工的控股股东，因此振华重工不再并入中国交建合并报表范围。

截至 2016 年 12 月 31 日，振华重工的资产总额为 608.24 亿元，所有者权益合计为 164.87 亿元，归属于公司所有者权益合计为 151.97 亿元。2016 年营业收入为 243.48 亿元，净利润为 3.07 亿元，分别占中国交建同期合并报表数的 5.64%、1.78%。

我们假设公司此次交易收到的 57.16 亿元现金（税前）将全部用于基建项目的拓展，预计能撬动约 200 亿元以上的基建项目收入，滚动开发后基本能够弥此前并表的装备制造业务收入，因此与原盈利预测相比，2017-2019 年合并收入保持基本不变；同时此次交易将增加 2017 年一次性税前投资净收益 24.38 亿元。由于减少了振华重工的少数权益占比，预计公司并表后的少数股东权益将由 2016 年的 2.16% 下降为 1.70%。按此测算，我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 207.77 亿元、224.16 亿元、256.13 亿元，同比增速分别为 24.09%、7.89%、14.26%，提升 2017 年增速 9.66 个百分点，降低 2018 年增速 7.44 个百分点，2019 年业绩增速基本不变。

由于公司 2015 年开始发行了其他权益工具 194.31 亿元（含优先股 144.68 亿元），每年发放其他权益工具的利息为 3 亿元，优先股发放的股息为 7.1750 亿元。我们在计算公司每股收益和每股净资产时，均已做相应扣除，预计 2017-19 年 EPS 为 1.22/1.32/1.52 元。

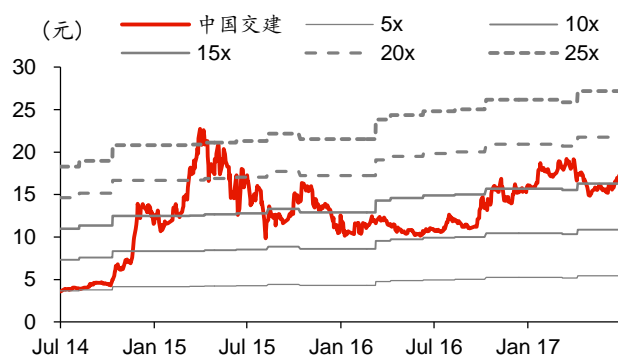
**图表1：盈利预测变更前后比较**

| 原盈利预测     | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 431,743 | 471,666 | 517,520 | 567,329 |
| +/-%      | 6.76    | 9.25    | 9.72    | 9.62    |
| 净利润（百万元）  | 16,743  | 19,159  | 22,095  | 25,303  |
| +/-%      | 6.67    | 14.43   | 15.33   | 14.52   |
| 新盈利预测     | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    |
| 营业收入（百万元） | 431,743 | 469,402 | 516,640 | 567,789 |
| +/-%      | 6.76    | 8.72    | 10.06   | 9.90    |
| 净利润（百万元）  | 16,743  | 20,777  | 22,416  | 25,613  |
| +/-%      | 6.67    | 24.09   | 7.89    | 14.26   |

资料来源：华泰证券研究所

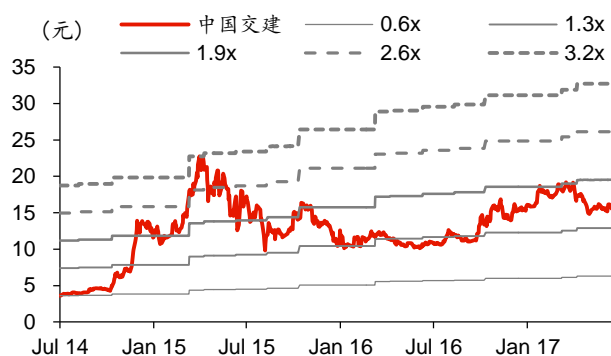
**PE/PB - Bands**

**图表2：中国交建历史 PE-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表3：中国交建历史 PB-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产       | 391,972 | 437,147 | 493,143 | 561,236 | 636,196 |
| 现金         | 98,077  | 114,637 | 147,087 | 185,330 | 227,432 |
| 应收账款       | 63,846  | 83,437  | 90,715  | 99,844  | 109,729 |
| 其他应收账款     | 44,364  | 40,783  | 44,340  | 48,803  | 53,634  |
| 预付账款       | 19,409  | 17,912  | 19,513  | 21,482  | 23,610  |
| 存货         | 125,743 | 131,527 | 146,674 | 160,651 | 176,327 |
| 其他流动资产     | 40,534  | 48,850  | 44,814  | 45,126  | 45,464  |
| 非流动资产      | 339,079 | 364,316 | 356,243 | 347,602 | 338,431 |
| 长期投资       | 12,946  | 19,134  | 19,134  | 19,134  | 19,134  |
| 固定投资       | 54,377  | 56,181  | 54,265  | 49,222  | 42,511  |
| 无形资产       | 145,044 | 148,305 | 147,407 | 146,454 | 145,437 |
| 其他非流动资产    | 126,711 | 140,696 | 135,436 | 132,791 | 131,348 |
| 资产总计       | 731,051 | 801,463 | 849,386 | 908,837 | 974,627 |
| 流动负债       | 371,619 | 423,345 | 434,397 | 464,464 | 496,488 |
| 短期借款       | 61,061  | 63,630  | 63,630  | 63,630  | 63,630  |
| 应付账款       | 143,129 | 173,348 | 188,841 | 207,897 | 228,481 |
| 其他流动负债     | 167,429 | 186,367 | 181,927 | 192,937 | 204,377 |
| 非流动负债      | 189,869 | 191,161 | 209,934 | 220,352 | 232,210 |
| 长期借款       | 134,561 | 146,751 | 158,941 | 171,131 | 183,322 |
| 其他非流动负债    | 55,308  | 44,410  | 50,993  | 49,221  | 48,888  |
| 负债合计       | 561,488 | 614,506 | 644,331 | 684,816 | 728,698 |
| 少数股东权益     | 22,325  | 27,291  | 27,757  | 28,260  | 28,834  |
| 股本         | 16,175  | 16,175  | 16,175  | 16,175  | 16,175  |
| 资本公积       | 24,015  | 24,015  | 24,015  | 24,015  | 24,015  |
| 留存公积       | 73,524  | 85,787  | 137,108 | 155,572 | 176,905 |
| 归属母公司股     | 147,238 | 159,666 | 177,298 | 195,762 | 217,095 |
| 负债和股东权益    | 731,051 | 801,463 | 849,386 | 908,837 | 974,627 |

### 现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2015     | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金     | 31,911   | 29,723   | 24,643   | 38,194   | 41,539   |
| 净利润        | 15,783   | 17,222   | 21,243   | 22,918   | 26,187   |
| 折旧摊销       | 8,426    | 9,557    | 9,364    | 10,141   | 10,670   |
| 财务费用       | 7,345    | 7,632    | 8,597    | 8,230    | 7,724    |
| 投资损失       | (2,752)  | (1,889)  | (5,005)  | (2,431)  | (2,324)  |
| 营运资金变动     | 760.28   | (7,473)  | (13,611) | 603.40   | (562.45) |
| 其他经营现金     | 2,350    | 4,675    | 4,056    | (1,268)  | (156.23) |
| 投资活动现金     | (45,472) | (38,708) | 4,069    | 700.93   | 588.50   |
| 资本支出       | 52,016   | 36,936   | 1,500    | 1,500    | 1,500    |
| 长期投资       | (6,185)  | 5,475    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他投资现金     | 359.43   | 3,703    | 5,569    | 2,201    | 2,089    |
| 筹资活动现金     | 36,425   | 22,100   | 3,737    | (652.18) | (24.37)  |
| 短期借款       | (7,064)  | 2,569    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 长期借款       | 32,712   | 12,190   | 12,190   | 12,190   | 12,190   |
| 普通股增加      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加     | 2,950    | 0.17     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金     | 7,827    | 7,341    | (8,454)  | (12,842) | (12,215) |
| 现金净增加额     | 23,137   | 13,760   | 32,449   | 38,243   | 42,103   |

### 利润表

| 会计年度 (百万元) | 2015     | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 404,420  | 431,743 | 469,402 | 516,640 | 567,789 |
| 营业成本       | 342,943  | 367,405 | 400,241 | 440,630 | 484,259 |
| 营业税金及附加    | 10,315   | 4,491   | 4,882   | 5,374   | 5,905   |
| 营业费用       | 696.42   | 846.15  | 919.96  | 1,013   | 1,113   |
| 管理费用       | 22,940   | 27,744  | 29,103  | 30,998  | 34,067  |
| 财务费用       | 7,345    | 7,632   | 8,597   | 8,230   | 7,724   |
| 资产减值损失     | 4,309    | 4,447   | 4,000   | 4,000   | 4,000   |
| 公允价值变动收益   | (102.27) | 162.01  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 投资净收益      | 2,752    | 1,889   | 5,005   | 2,431   | 2,324   |
| 营业利润       | 18,521   | 21,230  | 26,663  | 28,826  | 33,045  |
| 营业外收入      | 1,068    | 1,248   | 1,000   | 1,000   | 1,000   |
| 营业外支出      | 179.02   | 252.61  | 250.00  | 250.00  | 250.00  |
| 利润总额       | 19,410   | 22,225  | 27,413  | 29,576  | 33,795  |
| 所得税        | 3,628    | 5,003   | 6,171   | 6,658   | 7,607   |
| 净利润        | 15,783   | 17,222  | 21,243  | 22,918  | 26,187  |
| 少数股东损益     | 86.29    | 479.16  | 466.03  | 502.79  | 574.51  |
| 归属母公司净利润   | 15,696   | 16,743  | 20,777  | 22,416  | 25,613  |
| EBITDA     | 34,292   | 38,419  | 44,625  | 47,197  | 51,438  |
| EPS (元)    | 0.95     | 0.97    | 1.22    | 1.32    | 1.52    |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)      | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力          |       |       |       |       |       |
| 营业收入          | 10.29 | 6.76  | 8.72  | 10.06 | 9.90  |
| 营业利润          | 9.09  | 14.63 | 25.59 | 8.11  | 14.63 |
| 归属母公司净利润      | 13.02 | 6.67  | 24.09 | 7.89  | 14.26 |
| 获利能力 (%)      |       |       |       |       |       |
| 毛利率           | 15.20 | 14.90 | 14.73 | 14.71 | 14.71 |
| 净利率           | 3.88  | 3.88  | 4.43  | 4.34  | 4.51  |
| ROE           | 10.66 | 10.49 | 11.72 | 11.45 | 11.80 |
| ROIC          | 8.19  | 8.75  | 10.46 | 11.40 | 12.99 |
| 偿债能力          |       |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)     | 76.81 | 76.67 | 75.86 | 75.35 | 74.77 |
| 净负债比率 (%)     | 38.82 | 39.04 | 39.12 | 38.59 | 37.94 |
| 流动比率          | 1.05  | 1.03  | 1.14  | 1.21  | 1.28  |
| 速动比率          | 0.71  | 0.72  | 0.80  | 0.86  | 0.93  |
| 营运能力          |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率        | 0.59  | 0.56  | 0.57  | 0.59  | 0.60  |
| 应收账款周转率       | 5.94  | 5.57  | 5.39  | 5.42  | 5.42  |
| 应付账款周转率       | 2.52  | 2.32  | 2.21  | 2.22  | 2.22  |
| 每股指标 (元)      |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)    | 0.95  | 0.97  | 1.22  | 1.32  | 1.52  |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.97  | 1.84  | 1.52  | 2.36  | 2.57  |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 7.90  | 8.67  | 9.76  | 10.90 | 12.22 |
| 估值比率          |       |       |       |       |       |
| PE (倍)        | 18.12 | 17.74 | 14.12 | 13.04 | 11.34 |
| PB (倍)        | 2.18  | 1.99  | 1.77  | 1.58  | 1.41  |
| EV_EBITDA (倍) | 12.02 | 10.73 | 9.24  | 8.73  | 8.01  |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com