

**评级：买入(维持)**

市场价格：10.45

目标价格：15.82

分析师：夏天

执业证书编号：S0740517010001

电话：021-20315190

Email: xiatian@r.qlzq.com.cn

联系人：程龙戈

电话：021-20315190

Email: chenglg@r.qlzq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	880,577	959,765	1,062,10	1,173,73	1,279,75
增长率 yoy%	10.07%	8.99%	10.66%	10.51%	9.03%
净利润	26,061.9	29,870.1	33,804.3	39,021.5	44,807.6
增长率 yoy%	15.47%	14.61%	13.17%	15.43%	14.83%
每股收益(元)	0.87	1.00	1.13	1.30	1.49
每股现金流量	1.82	3.57	0.66	1.44	2.39
净资产收益率	15.52%	15.68%	17.29%	17.23%	17.10%
P/E	12.0	10.5	9.3	8.0	7.0
PEG	0.8	0.7	0.7	0.5	0.5
P/B	1.9	1.6	1.6	1.4	1.2

备注：

**投资要点**

- 房建基建齐发力，境内境外双开花，带动6月订单大幅增长超预期。**公司公告2017年1-6月新签合同额11955亿元，同比增长33.7%，增速较1-5月大幅反弹17.2个pct，创13个月新高，6月单月同比大幅增长85.0%，显著超预期。分业务来看，房屋建筑新签8234亿元，同增23.4%，较5月增速提升16.7个pct，6月份单月新签2755亿元，同比大增79.13%。房建订单大幅增长的原因我们分析有三点：1) 去年基数较低，去年6月单月房建订单同比下滑18.6%。2) 今年来房地产销售、新开工、投资持续超预期，带动补库存需求；3) 新增海外大额房建订单影响。1-6月基础设施新签3667亿元，同增64.5%，较1-5月提升15.7个pct，6月份单月新签1376亿元，同增99.71%，在去年高基数的情况下继续保持快速增长(去年6月单月增长211.76%)，我们认为主要受益于PPP项目的快速落地。境内合同10837亿元，同增30.2%，较1-5月增速提升13个pct；境外合同1137亿元，同增80.5%，较1-5月增速大幅提升77.1个pct，我们判断主要因为6月中新中标单体大额海外项目较多。房建业务新开工面积15729万平方米，同增9.9%，较1-5月提升8.3个pct，显示施工合同进展加速。
- 地产销售保持良好趋势。**2017年1-6月公司地产业务合约销售额1223亿元，同增50%，较1-5月小幅回落3.3个pct，但仍保持较快增速，连续4个月保持50%以上增长，势头强劲；合约销售面积846万平方米，同增36.1%，较1-5月提升5个pct，自年初以来持续加速。其中6月单月销售额及销售面积分别增长38.86%/55.56%。
- PPP基建业务突飞猛进，将成有力增长点。**公司凭借在房建市场第一品牌实力、地方政府合作优势、以及雄厚资金和融资优势，已成功打开PPP基建市场并具有强大竞争力。截止至2016年末公司累计签约135个PPP项目，投资总额5300多亿元，所承接的PPP项目个数占同期全国落地项目的11%，投资总额占23%，彰显龙头地位。PPP带动基建订单爆发式增长，2016年全年/2017年前6月基建订单同比增长83%/65%。公司计划2020年房建/地产/基建业务占比分别为5:2:3。按照2016年各业务毛利率水平推算(不考虑PPP的提升)，至2020年公司毛利率可提升0.67个pct。结合公司十三五收入年复合9%增速目标，假设其他费用率不变，预计2015-2020年业绩复合增长率可达11%。
- 地产与基建业务相互转化协同，估值打开新空间。**公司地产业务现金流极佳，为开展PPP提供强大资金后盾，使得公司相对其他央企在做PPP时有更大优势；同时公司“多元”的业务并非相互分割，而是具有较强相互协同效应，除了前述资金效应外，公司房地产与房建施工、PPP基建业务之间互为支撑、相得益彰。不应简单给予地产业务及多元化属性低估值。基于公司房地产业务极佳现金流以及公司业务间可相互支撑、转化的特点，我们假设极端情况下公司将旗下地产业务全部变现回收资金，以1:10杠杆全部投入PPP，所得利润与目前地产业务利润体量相当，如果按照当前建筑央企平均15倍的估值计算，公司整体理论市值可达近5000亿元。
- 投资建议：**我们预测公司2017/2018/2019年归母净利润分别为338/390/448亿元，EPS分别为1.13/1.30/1.49元，当前股价对应三年PE分别为9.3/8.0/7.0倍，给予目标价15.82元(对应2017年14倍PE)，买入评级。
- 风险提示：**PPP落地不达预期风险、海外经营风险、地产调控风险。

**基本状况**

总股本(百万股)	30,000
流通股本(百万股)	29,687
市价(元)	10.45
市值(百万元)	313,500
流通市值(百万元)	310,226

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 订单增速略有放缓，地产销售持续强劲
- 2 一季度营收利润平稳增长，订单与地产销售开局良好
- 3 房建发力驱动一季度订单加速增长

图表 1: 公司财务报表预测 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	880,577.1	959,765.5	1,062,100.0	1,173,737.2	1,279,749.8	成长性					
减: 营业成本	771,038.8	862,788.3	954,944.8	1,053,903.6	1,147,374.8	营业收入增长率	10.1%	9.0%	10.7%	10.5%	9.0%
营业税费	31,961.6	18,297.2	12,745.2	11,737.4	11,517.7	营业利润增长率	11.5%	8.7%	18.0%	14.2%	15.1%
销售费用	2,370.3	3,207.6	3,080.1	3,756.0	4,095.2	净利润增长率	15.5%	14.6%	13.2%	15.4%	14.8%
管理费用	17,186.3	17,717.5	20,179.9	23,122.6	25,339.0	EBITDA增长率	12.4%	7.1%	19.7%	13.0%	13.5%
财务费用	8,425.9	8,114.4	10,515.4	10,589.1	11,390.3	EBIT增长率	11.8%	6.8%	19.6%	12.2%	14.1%
资产减值损失	3,756.3	5,365.5	3,200.0	3,800.0	3,200.0	NOPLAT增长率	10.1%	11.9%	18.1%	12.2%	14.1%
加: 公允价值变动收益	-607.6	746.5	-24.0	16.2	-2.8	投资资本增长率	-28.2%	7.9%	44.4%	56.2%	-14.2%
投资和汇兑收益	1,855.1	6,137.5	2,980.0	2,100.0	2,500.0	净资产增长率	21.3%	21.9%	6.5%	14.9%	14.9%
营业利润	47,085.5	51,158.8	60,390.7	68,944.7	79,329.9	利润率					
加: 营业外净收支	611.3	954.0	625.0	509.9	601.0	毛利率	12.4%	10.1%	10.1%	10.2%	10.3%
利润总额	47,696.8	52,112.8	61,015.6	69,454.6	79,930.9	营业利润率	5.3%	5.3%	5.7%	5.9%	6.2%
减: 所得税	11,754.0	10,940.5	13,423.4	15,280.0	17,584.8	净利润率	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%	3.5%
净利润	26,061.9	29,870.1	33,804.4	39,021.6	44,807.7	EBITDA/营业收入	7.0%	6.9%	7.4%	7.6%	7.9%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	6.3%	6.2%	6.7%	6.8%	7.1%
货币资金	216,409.8	320,860.5	265,525.0	293,434.3	319,937.4	运营效率					
交易性金融资产	1,130.2	1,126.8	1,098.3	1,118.4	1,114.5	固定资产周转天数	10	10	10	9	7
应收账款	149,733.8	188,138.8	142,292.4	235,911.8	183,561.7	流动营业资本周转天数	22	13	19	35	40
应收票据	6,731.3	8,848.7	8,853.0	10,709.3	10,619.9	流动资产周转天数	317	364	348	333	335
预付账款	27,464.9	30,917.5	38,050.7	38,064.5	44,801.4	应收账款周转天数	60	63	56	58	59
存货	387,589.4	494,268.9	428,844.4	595,784.0	538,842.1	存货周转天数	150	165	156	157	160
其他流动资产	43,407.1	65,784.6	57,310.5	54,824.0	56,481.6	总资产周转天数	408	463	443	413	406
可供出售金融资产	5,849.0	10,371.2	7,062.9	7,761.0	8,398.4	投资资本周转天数	40	32	36	50	52
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	26,326.1	33,476.6	36,476.6	38,326.6	40,176.6	ROE	15.5%	15.7%	17.3%	17.2%	17.1%
投资性房地产	30,597.9	34,935.7	42,935.7	50,935.7	54,935.7	ROA	3.3%	3.0%	3.9%	3.7%	4.4%
固定资产	24,443.4	30,026.0	31,118.9	29,147.6	22,998.9	ROIC	51.4%	53.4%	43.7%	31.4%	41.7%
在建工程	10,136.8	11,274.8	6,037.4	3,268.7	1,734.4	费用率					
无形资产	8,913.0	12,122.1	11,731.1	11,235.2	10,734.6	销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	136,172.1	149,801.2	146,671.6	97,462.7	125,543.1	管理费用率	2.0%	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%
资产总额	1,074,904.9	1,391,953.3	1,224,008.4	1,467,983.9	1,419,880.3	财务费用率	1.0%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%
短期债务	25,603.0	32,318.9	65,339.2	79,308.9	78,123.6	三费/营业收入	3.2%	3.0%	3.2%	3.2%	3.2%
应付账款	360,409.5	454,501.5	368,050.5	458,954.9	449,570.5	偿债能力					
应付票据	14,218.2	19,173.3	14,940.7	23,385.0	18,987.9	资产负债率	77.8%	79.1%	74.7%	75.8%	71.2%
其他流动负债	210,020.3	293,624.3	228,202.9	312,756.6	216,561.2	负债权益比	350.2%	378.3%	295.1%	312.4%	247.2%
长期借款	98,324.9	143,666.9	80,000.0	90,000.0	100,000.0	流动比率	1.36	1.39	1.39	1.41	1.51
其他非流动负债	127,546.3	157,669.7	157,669.7	147,628.6	147,628.6	速动比率	0.73	0.77	0.76	0.73	0.81
负债总额	836,122.2	1,100,954.5	914,202.8	1,112,033.9	1,010,871.7	利息保障倍数	6.59	7.30	6.74	7.51	7.96
少数股东权益	70,805.3	100,508.3	114,296.1	129,449.1	146,987.6	分红指标					
股本	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0	DPS(元)	0.20	0.21	0.25	0.29	0.33
留存收益	119,151.9	142,616.6	165,509.5	196,500.9	232,021.0	分红比率	23.0%	21.6%	22.5%	22.4%	22.2%
股东权益	238,782.7	290,998.8	309,805.6	355,950.0	409,008.5	股息收益率	1.9%	2.1%	2.4%	2.8%	3.2%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	35,942.8	41,172.2	33,804.4	39,021.6	44,807.7	EPS(元)	0.87	1.00	1.13	1.30	1.49
加: 折旧和摊销	6,451.0	6,793.4	8,035.5	9,635.9	10,483.6	BVPS(元)	5.60	6.35	6.52	7.55	8.73
资产减值准备	3,756.3	5,365.5	-	-	-	PE(X)	12.0	10.5	9.3	8.0	7.0
公允价值变动损失	607.6	-746.5	-24.0	16.2	-2.8	PB(X)	1.9	1.6	1.6	1.4	1.2
财务费用	9,391.9	9,964.6	10,515.4	10,589.1	11,390.3	P/FCF	3.3	2.8	-8.8	-15.4	5.8
投资收益	-1,855.1	-6,131.5	-2,980.0	-2,100.0	-2,500.0	P/S	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
少数股东损益	9,880.9	11,302.1	13,787.8	15,153.0	17,538.5	EV/EBITDA	1.7	2.5	3.1	3.2	2.2
营运资金的变动	-9,768.1	38,071.5	-43,372.6	-29,090.2	-10,055.7	CAGR(%)	14.7%	14.8%	12.8%	14.7%	14.8%
经营活动产生现金	54,603.6	107,047.9	19,766.5	43,225.6	71,661.6	PEG	0.8	0.7	0.7	0.5	0.5
投资活动产生现金	-17,993.8	-4,732.1	-5,154.6	-8,551.9	-6,087.2	ROIC/WACC	4.0	6.2	6.8	5.3	3.8
融资活动产生现金	26,950.4	-1,914.8	-69,947.4	-6,764.4	-39,071.3	REP	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。