

## 业绩及盈利能力稳健提升，境内外新签合同大幅增加

■**事项：**公司发布 2017 年半年度报告，实现营业收入 1901.01 亿元，较上年同期增加 3.63%；实现归属于上市公司股东的净利润 75.38 亿元，较上年同期增加 7.34%，扣非后较上年同期增加 5.41%。

■**2017H1 营收稳健增长，疏浚业务增速较快，Q2 营收加速明显：**公司 2017 年上半年实现营业收入 1901.01 亿元（同比+3.63%），相当于公司 2016 年全年营收 4317.43 亿元的 44.03%。**从业务结构来看**，公司各项主营业务分别实现收入：基建 1576.48 亿元（同比+3.49%）、疏浚 147.31 亿元（同比+18.87%）、装备制造 113.93 亿元（同比-4.57%）、设计 100.17 亿元（同比+0.43%）；期内上述各项主营业务收入占公司营收比重分别为：基建 82.93%（同比-0.11 个 pct）、疏浚 7.75%（同比+0.99 个 pct）、装备制造 5.99%（同比-0.52 个 pct）、设计 5.27%（同比-0.17 个 pct）。疏浚业务收入增速及占比提升较快。**从市场结构来看**，境内市场实现收入 1488.53 亿元（同比+3.51%），占公司营收比重 78.30%（同比-0.09 个 pct）；境外市场实现收入 412.48 亿元（同比+4.04%），占公司营收比重 21.70%（同比+0.09 个 pct），境外收入占比同比微升。**分季度来看**，公司 Q1、Q2 分别实现营收 826.99 亿元（同比+0.15%）、1074.03 亿元（同比+6.48%），Q2 营收环比增速达到 29.87%，Q2 营收呈现明显加速态势。

■**盈利能力稳健提升，海外工程及 PPP 项目收入占比提高提升毛利率水平：**报告期内，公司综合毛利率达到 13.77%，较 2016H1 提高了 0.98 个 pct，如考虑营改增的因素则公司毛利率实际提升幅度更高。**从业务结构来看**，公司各项主营业务毛利率分别为：基建 12.56%（同比+1.09 个 pct）、疏浚 14.47%（同比+1.64 个 pct）、装备制造 14.59%（同比-1.04 个 pct）、设计 20.77%（同比+0.4 个 pct）；期内上述各项主营业务毛利贡献占比分别为：基建 75.65%（同比+1.17 个 pct）、疏浚 8.14%（同比+1.36 个 pct）、装备制造 6.35%（同比-1.61 个 pct）、设计 7.95%（同比-0.71 个 pct）。基建业务毛利率上升主要由于较高毛利率的海外工程和 PPP 类项目收入占比提高所致，疏浚业务毛利率上升主要由于部分项目进入施工高峰期形成收入较多所致，其二者毛利率的提升直接带动了公司综合毛利率的提升。**从市场结构来看**，公司国内业务毛利率为 13.65%（同比+1.17 个 pct），毛利贡献占比为 77.62%；海外业务毛利率为 14.21%（同比+0.29 个 pct），毛利贡献占比为 22.38%。我们判断公司国内业务毛利率提升主要由于 PPP 项目收入占比提高所致。**期间费**

投资评级 **买入-A**

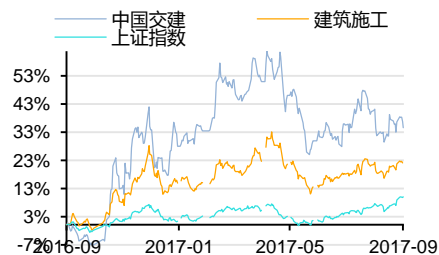
维持评级

6 个月目标价：**20.20 元**  
股价 (2017-09-01) **15.78 元**

交易数据

总市值 (百万元)	255,237.33
流通市值 (百万元)	185,371.38
总股本 (百万股)	16,174.74
流通股本 (百万股)	11,747.24
12 个月价格区间	11.03/19.19 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.75	-7.12	26.2
绝对收益	0.13	0.9	35.33

**张龙** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450511020030  
zhanglong@essence.com.cn  
021-35082939

**王鑫** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517070004  
wangxin4@essence.com.cn  
010-83321052

**苏多永** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517030005  
sudy@essence.com.cn  
021-35082325

相关报告

中国交建：业绩稳步增长，一带一路与 PPP 业务亮点突出/程龙戈 2016-08-31

**用方面**，报告期内公司期间费用率为 7.99%，同比上升了 1.03 个 pct，其中管理费用率为 5.80%（同比+0.92 个 pct）、销售费用率为 0.21%（同比+0.02 个 pct）、财务费用率为 1.97%（同比+0.08 个 pct）。管理费用增加 20.89 亿元（同比+23.35%）主要由于研发费用增加所致。**资产减值方面**，报告期内公司发生资产减值损失 12.75 亿元，同比减少 1.29 亿元，主要是期内坏账损失有所减少。**净利率及 ROE 方面**，公司报告期内销售净利率为 4.11%，较 2016 年同期增加 0.2 个 pct；ROE（加权）为 4.58%，较 2016 年同期增加 0.48 个 pct。**资产负债率方面**，公司报告期末资产负债率及剔除预收账款后的资产负债率分别为 77.26%、74.13%，前者同比略降，后者同比略增。

■**经营及投资性净现金流流出减少，货币资金余额创历史新高：经营性净现金流方面**，报告期末公司经营活动产生的现金流量净额为-20.87 亿元，较 2016 年同期净流出减少 134.96 亿元，主要由于公司收到个别大型项目预付款所致。**投资性净现金流方面**，报告期末公司投资活动产生的现金流量净额为-201.67 亿元，较 2016 年同期净流出减少 37.94 亿元，主要由于公司购建固定资产支付的现金减少、同时回收投资相关现金增多所致。**筹资性净现金流方面**，报告期末公司筹资活动产生的现金流量净额为 145.05 亿元，较 2016 年同期净流入减少 117.17 亿元，主要由于公司银行贷款和债务融资金额减少所致。**在手资金方面**，公司报告期末货币资金余额为 1063.14 亿元，创历史同期新高，较 2016 年同期增加 182.08 亿元，较期初减少 83.23 亿元，主要由于报告期内公司经营及投资活动现金净流出同比减少所致。**应收、预收及应付账款方面**，公司报告期末应收账款为 880.58 亿元，较去年同期增加 153.35 亿元（同比+21.09%），较期初增加 46.21 亿元；预收款项为 1038.16 亿元，较 2016 年同期增加 245.57 亿元（同比+30.98%）；应付账款为 1767.32 亿元，较 2016 年同期增加 316.88 亿元（同比+21.85%）。

■**新签合同额大幅增加，国内外市场同实现强劲增速，路桥及市政业务增速突出**：公司中报显示，报告期内公司新签合同额为 4312.40 亿元，同比增长 51.95%。**从市场结构来看**，公司国内新签合同额为 2909.88 亿元（同比+49.58%），占新签合同比例为 67.48%；海外新签合同额为 1402.52 亿元（同比+57.12%），占新签合同比例为 32.52%。国内外新签合同额均实现了较快增长，特别是公司独家承揽的马来西亚东海岸铁路 EPC 项目（一期，合同金额 110 亿美元）落地并进入实施阶段，对公司海外新签合同额提升影响较大。**从业务结构来看**，基建、设计、疏浚、装备制造等业务分别新签合同额为 3763.77 亿元（同比+57.73%）、160.24 亿元（同比+37.69%）、261.43 亿元（同比+16.21%）、99.37 亿元（同比+16.37%），基建业务仍是公司新签合同额的最主要来源；其中道路与桥梁建设项目上半年新签合同 1155.94 亿元（同比+80.69%）、市政与环保项目上半年新签合同 770.93 亿元（同比+ 237.15%），是拉动基建业务新签合同额大幅增长的主要驱动。2017H1 公司国内基建业务

中投资类项目确认的合同额为 326.98 亿元，同比下降 21.22%，占基建业务的 9%，公司预计可以承接建安合同额为 307.63 亿元。

■**投资建议：**我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 9.6%、10.5%、11.2%，净利润增速分别为 15.4%、15.0%、16.1%，对应 EPS 分别为 1.19、1.37、1.60 元，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 20.20 元，相当于 2017 年 17 倍的动态市盈率。

■**风险提示：**宏观经济大幅波动风险，国内基建投资增速下滑风险，PPP 项目执行不达预期风险，海外项目执行不达预期风险，项目回款风险等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	404,420.5	431,743.4	473,190.8	522,875.8	581,437.9
净利润	15,696.3	16,743.1	19,328.3	22,234.5	25,818.9
每股收益(元)	0.97	1.04	1.19	1.37	1.60
每股净资产(元)	9.10	9.87	8.77	9.87	11.14

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	16.3	15.2	13.2	11.5	9.9
市净率(倍)	1.7	1.6	1.8	1.6	1.4
净利润率	3.9%	3.9%	4.1%	4.3%	4.4%
净资产收益率	10.7%	10.5%	13.6%	13.9%	14.3%
股息收益率	1.2%	1.2%	1.5%	1.7%	2.0%
ROIC	15.0%	12.6%	16.5%	15.2%	25.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	404,420.5	431,743.4	473,190.8	522,875.8	581,437.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	342,943.3	367,404.8	402,212.2	444,444.5	494,222.2	营业收入增长率	10.3%	6.8%	9.6%	10.5%	11.2%
营业税费	10,315.2	4,490.5	4,921.2	5,437.9	6,047.0	营业利润增长率	9.1%	14.6%	14.6%	14.9%	17.7%
销售费用	696.4	846.2	875.4	967.3	1,075.7	净利润增长率	13.0%	6.7%	15.4%	15.0%	16.1%
管理费用	22,940.4	27,744.2	28,624.5	31,630.1	35,903.0	EBITDA 增长率	7.6%	11.8%	17.5%	7.0%	7.9%
财务费用	7,345.0	7,631.7	11,360.1	10,875.6	9,717.0	EBIT 增长率	7.9%	11.6%	23.7%	8.8%	9.7%
资产减值损失	4,309.0	4,447.2	3,352.4	4,036.2	3,945.3	NOPLAT 增长率	12.0%	6.3%	26.2%	9.1%	8.8%
加:公允价值变动收益	-102.3	162.0	-165.2	34.2	32.3	投资资本增长率	26.5%	-3.8%	18.3%	-35.2%	28.9%
投资和汇兑收益	2,752.3	1,889.3	2,651.1	2,430.9	2,323.8	净资产增长率	28.3%	10.3%	-9.2%	10.8%	11.3%
<b>营业利润</b>	18,521.1	21,230.1	24,331.0	27,949.4	32,883.8	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	889.0	995.2	822.5	902.2	906.6	毛利率	15.2%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>利润总额</b>	19,410.2	22,225.3	25,153.5	28,851.6	33,790.4	营业利润率	4.6%	4.9%	5.1%	5.3%	5.7%
减:所得税	3,627.6	5,003.0	5,268.4	5,976.6	7,227.8	净利润率	3.9%	3.9%	4.1%	4.3%	4.4%
<b>净利润</b>	15,696.3	16,743.1	19,328.3	22,234.5	25,818.9	EBITDA/营业收入	8.5%	8.9%	9.5%	9.2%	8.9%
						EBIT/营业收入	6.4%	6.7%	7.5%	7.4%	7.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	47	46	40	30	22
货币资金	98,077.2	114,637.2	141,957.2	183,006.5	203,503.3	流动营业资本周转天数	-17	-34	-20	-22	-22
交易性金融资产	151.7	497.4	282.1	310.4	363.3	流动资产周转天数	332	346	354	362	369
应收帐款	108,209.8	124,220.1	137,156.2	143,537.2	171,902.1	应收帐款周转天数	94	97	99	97	98
应收票据	2,436.3	2,853.8	3,558.5	3,183.5	4,316.7	存货周转天数	109	107	107	108	107
预付帐款	19,408.8	17,912.5	22,287.8	23,002.6	26,985.0	总资产周转天数	606	639	627	599	576
存货	125,742.7	131,527.0	150,269.0	162,997.7	183,897.0	投资资本周转天数	142	145	142	115	93
其他流动资产	37,945.9	45,498.7	39,243.4	41,568.8	42,103.6	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	22,321.8	21,679.3	22,068.8	22,023.3	21,923.8	ROE	10.7%	10.5%	13.6%	13.9%	14.3%
持有至到期投资	279.8	130.9	246.2	219.0	198.7	ROA	2.2%	2.1%	2.4%	2.6%	2.8%
长期股权投资	12,946.0	19,134.3	19,134.3	19,134.3	19,134.3	ROIC	15.0%	12.6%	16.5%	15.2%	25.6%
投资性房地产	2,598.7	2,876.7	2,876.7	2,876.7	2,876.7	<b>费用率</b>					
固定资产	54,377.3	56,180.8	48,119.0	40,057.2	31,995.4	销售费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
在建工程	13,192.1	10,160.4	10,160.4	10,160.4	10,160.4	管理费用率	5.7%	6.4%	6.0%	6.0%	6.2%
无形资产	145,047.0	148,314.9	147,102.2	145,889.4	144,676.7	财务费用率	1.8%	1.8%	2.4%	2.1%	1.7%
其他非流动资产	88,315.8	105,839.1	101,128.7	97,857.5	101,423.2	三费/营业收入	7.7%	8.4%	8.6%	8.3%	8.0%
<b>资产总额</b>	731,050.8	801,463.1	845,590.5	895,824.6	965,460.1	<b>偿债能力</b>					
短期债务	61,060.7	63,629.6	112,814.7	128,156.3	142,934.2	资产负债率	76.8%	76.7%	79.9%	78.8%	78.1%
应付帐款	173,970.0	207,890.3	186,756.3	251,242.3	243,973.6	负债权益比	331.1%	328.7%	396.4%	372.4%	355.7%
应付票据	13,150.1	14,446.6	16,301.4	17,952.8	19,712.1	流动比率	1.05	1.03	1.08	1.01	1.11
其他流动负债	123,437.8	137,378.3	140,595.8	153,565.9	164,049.1	速动比率	0.72	0.72	0.75	0.72	0.79
长期借款	134,560.8	146,751.0	163,424.3	98,663.0	124,806.6	利息保障倍数	3.52	3.78	3.14	3.57	4.38
其他非流动负债	55,308.5	44,410.0	52,668.4	50,795.7	49,291.4	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	561,488.0	614,505.8	672,560.9	700,376.0	744,767.0	DPS(元)	0.19	0.19	0.24	0.27	0.32
少数股东权益	22,325.3	27,290.9	27,847.7	28,488.2	29,232.0	分红比率	19.6%	18.8%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	16,174.7	16,174.7	16,174.7	16,174.7	16,174.7	股息收益率	1.2%	1.2%	1.5%	1.7%	2.0%
留存收益	97,538.7	109,802.7	125,654.8	143,397.0	163,952.5						
<b>股东权益</b>	169,562.8	186,957.3	169,677.2	188,059.9	209,359.2						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	15,782.6	17,222.2	19,328.3	22,234.5	25,818.9	EPS(元)	0.97	1.04	1.19	1.37	1.60
加:折旧和摊销	8,516.7	9,676.3	9,274.5	9,274.5	9,274.5	BVPS(元)	9.10	9.87	8.77	9.87	11.14
资产减值准备	4,309.0	4,447.2	3,352.4	4,036.2	3,945.3	PE(X)	16.3	15.2	13.2	11.5	9.9
公允价值变动损失	102.3	-162.0	-165.2	34.2	32.3	PB(X)	1.7	1.6	1.8	1.6	1.4
财务费用	5,812.6	8,121.0	11,360.1	10,875.6	9,717.0	P/FCF	24.7	6.4	5.1	6.4	10.2
投资损失	-2,719.4	-1,889.3	-2,651.1	-2,430.9	-2,323.8	P/S	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
少数股东损益	86.3	479.2	556.8	640.5	743.8	EV/EBITDA	7.2	6.7	7.0	4.7	4.7
营运资金的变动	-2,752.5	-27,107.5	-39,209.9	61,008.6	-54,657.7	CAGR(%)	13.2%	15.5%	13.1%	13.2%	15.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	31,911.1	29,722.9	1,845.9	105,673.3	-7,449.8	PEG	1.2	1.0	1.0	0.9	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-45,471.6	-38,707.8	8,800.8	137.4	1,802.9	ROIC/WACC	2.0	1.7	2.3	2.1	3.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	36,425.1	22,100.4	16,673.3	-64,761.3	26,143.6	REP	0.7	0.9	0.7	0.8	0.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

张龙、王鑫、苏多永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034