

2017年09月24日

中国交建 (601800.SH)

深度分析

大国崛起 交建先行-----一带一路收获颇丰 全产业链深耕

建筑 | 建筑施工 III

投资评级 **买入-A(维持)**
 6个月目标价 24元
 股价(2017-09-22) 15.53元

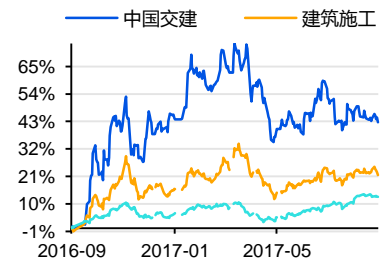
投资要点

- ◆ **业务发展方向与国家战略高度契合,面对空间广阔的增量市场:** 一带一路属于国策类型的顶层战略,对未来经济发展和政治格局都具有极其重大的影响,公司核心业务在路桥建设、港湾建设与疏浚、港机制造等细分领域均属于行业龙头,各业务均精准对接国家一带一路战略,受益明显。一带一路国家的基础设施大多落后于中国,初步测算建筑市场规模在7562亿美元/年,若考虑亚投行、丝路基金等金融利器的助推,市场空间会更广阔。公司上半年实现新接订单4312亿元,同比增长52%,未完成订单预计超过1.3万亿元以上,看好其长期发展。
- ◆ **一带一路建设的急先锋和领头羊,海外业务新签订单快速增长:** 伴随着国家战略一带一路的快速推进和全球经济的复苏,大量海外订单逐渐由框架协议转入落地实施阶段,上半年公司海外工程业务新签合同额1403亿元,同比增速57%,全年海外业务有望保持快速增长,成为一带一路建设名副其实的急先锋和领头羊。公司深耕国外项目五十余年,按海外项目收入计算,已连续11年保持ENR排名中国上榜企业第1名,在一带一路沿线国家和地区累计修建公路10320公里、桥梁152座、深水泊位95个、机场10座,在实施的铁路项目超过2080公里。
- ◆ **国内基建投资稳定增长,金融工具助力,PPP项目轻车熟路:** 上半年基建投资7.5万亿元,同比增长16.8%,其中公路水路完成固定资产投资9673亿元,同比增长23.8%,全年基建投入有望继续保持15%以上的增长。公司从事投资类项目近20余年,通过产业基金、融资租赁、信托等金融工具助力,在公路、港口、疏浚业务极具影响力,项目经验丰富,上半年新签投资类订单327亿元,全年预算近1800亿元,2016年底累计签订PPP项目形式为主的投资类项目合计7266亿元;完成投资2883亿元,已形成较大规模存量资产,运营状况优良。
- ◆ **由工转商战略升级,区域建设深度介入,进入全产业链发展模式:** 公司实施由工到商的战略性升级,致力于成为五商中交,在区域投资、建设、运营交通基础设施、市政公共设施、产业新城等项目上发挥全产业链优势,提供一揽子服务和定制服务的新模式。上半年市政类工程新签合同额770亿元,同比增长237%,仅在广东的投资总额已经超过2100亿元。
- ◆ **竞争优势明显,资产质量高,重视投资者回报:** 公司在基建设计、基建建设、疏浚业务等多个细分行业中均处于领导地位,海外项目布局、人才储备、管理水平在国内建筑央企中处于行业领先地位,坏账准备覆盖率高,人均营业收入364万元/年,近3年年均毛利率13.78%,净利率4.26%,2012年A股上市以来累计分红超过150亿元,年均分红30亿元,各项指标远高于行业平均水平,呈逐步上升趋势。
- ◆ **国企改革的践行者,改革红利新机遇:** 2016年中交集团成功入选国有资本投资运营平台试点,将以“五商中交”为核心,以管资本为主,根据集团现有产业基础和优势,进行支柱产业方向布局,打造世界领先的交通基础设施投资建设运营产业集

交易数据

总市值(百万元) 251,193.64
 流通市值(百万元) 182,434.57
 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 10.90/19.68元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-4.54	-5.46	27.63
绝对收益	-2.57	0.7	38.13

分析师

张仲杰
 SAC 执业证书编号: S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.cn
 021-20377099

报告联系人

王志杰
 wangzhijie@huajinsec.cn
 021-20377179

相关报告

中国交建: 一带一路先锋,国企改革践行
 2017-07-13

团。改革创新以利于企业发展，符合国家战略为目标，市场化资本运作为手段。新一轮改革很有可能又一次成为国企改革的典范，有望全面激发公司活力，目前初步方案已提交国资委审核。近期，公布了振华重工股权转让和发行可交换公司债券，后续改革动作有望加速。

◆ **投资建议：**鉴于振华重工股权转让事宜尚未完成，属于一次性收益，暂不考虑其影响，我们预测 2017 年至 2019 年公司营业收入分别为 4716 亿元、5210 亿元和 5759 亿元，净利润分别为 195 亿元、222 亿元、263 亿元，每股收益分别为 1.20 元、1.37 元和 1.63 元，给予“买入-A”建议，6 个月目标价为 24 元，相当于 2018 年 17.5 倍的动态市盈率。

建议积极关注港股中国交建（1800HK），中交优先股（360015、360017），集团可交换公司债券及下属子公司绿城中国（3900HK）、中房地产(000736)、振华重工(600320、900947)。

◆ **风险提示：**海外订单风险、国外政治风险、国内基建投资不及预期、汇率风险等。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	404,420.5	431,743.4	471,556.4	520,965.1	575,852.8
同比增长(%)	10.3%	6.8%	9.2%	10.5%	10.5%
营业利润(百万元)	18,521.1	21,230.1	24,868.2	28,133.5	33,757.4
同比增长(%)	9.1%	14.6%	17.1%	13.1%	20.0%
净利润(百万元)	15,696.3	16,743.1	19,458.8	22,227.5	26,314.3
同比增长(%)	13.0%	6.7%	16.2%	14.2%	18.4%
每股收益(元)	0.97	1.04	1.20	1.37	1.63
PE	17.1	16.0	13.8	12.0	10.2
PB	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

内容目录

一、强强联合产生的基建巨头	6
(一) 2005 年国企改革,中国港湾与中国路桥强强联合	6
(二) 业务概况	6
(三) 股东分布和股权结构	7
二、业务发展方向与国家战略高度契合, 市场空间广阔	8
(一) 一带一路沿线国家基建状况落后, 市场空间广阔	8
(二) 一带一路进入战略落地阶段, 中巴、中亚、东南亚、南亚等节点国家开启基建模式.....	8
1、一带一路进入战略落地阶段, 首先推动建筑企业走出去.....	9
2、中巴、中亚丝绸之路经济带建设提速, 一带一路节点地区开启基建模式.....	9
(三) 公司深度介入以港口、公路、铁路、产业园区和城市综合体业务的基建浪潮, 业务和业绩加速增长.....	10
1、新签订单高增长, 营业收入稳健增长, 长期发展动力十足	10
2、海外业务新签订单高增长, 公司深度介入以港口、公路、铁路、产业园区和城市综合体业务的基建浪潮.....	11
(四) 公司在港口、公路、海外铁路等基建项目上竞争优势明显	13
1、海外项目布局、人才储备、管理水平具有优势	13
2、专注基建业务, 各细分行业均为龙头	14
3、人均营收、毛利率和净利率均在同行业前列.....	14
4、分红金额高, 重视投资者回报	15
三、国内基建投资高增长, PPP 助力, 产融结合发力, 由工转商, 区域建设深度介入, 利润率稳步提升	16
(一) 未来 5 年经济增长与稳定最可靠的动力---投资	16
1、未来 5 年基建投资增速预计不低于 15%.....	16
2、近 3 年基础设施重点投资内容数据分析及展望:	17
(二) PPP 激活基建投资增长的新钥匙.....	18
1、PPP 的规模持续扩大, 第四批示范项目如期而来.....	18
2、各路资金风云际会, 交通类、市政工程类 PPP 大干快上.....	19
(三) 公司通过产融结合发力, 金融工具助力, PPP 项目轻车熟路, 收益率稳步提升	20
(四) 由工转商, 五商中交, 区域建设深度介入, 全产业链模式	21
1、由工转商战略升级---五商中交	21
2、区域建设深度介入, 全产业链模式.....	22
四、国企改革的践行者	24
(一) 由央企改革而生	24
(二) 2005 年央企改革典范, 公司高速成长	24
(三) 新的历史机遇, 改革又将释放红利	24
五、盈利预测与估值	25
六、风险提示	27
(一) 海外业务风险	27
(二) 基建投资和 PPP 项目落地不及预期	27
(三) 汇率波动的风险	27

图表目录

图 1：历史沿革	6
图 2：主营业务	7
图 3：股东分布情况	7
图 4：股本结构	7
图 5：2016 年全球 GDP 分布	8
图 6：2016 年全球人口分布	8
图 7：2000 年-2015 年一带一路沿线 66 国建筑业增加值	8
图 8：对外承包工程业务完成额	9
图 9：对外承包工程业务新签订合同额	9
图 10：喀喇昆仑公路	10
图 11：瓜达尔港	10
图 12：中巴铁路规划	10
图 13：泛亚铁路规划	10
图 14：营业收入金额及增速	11
图 15：新签合同额及未完工合同	11
图 16：海外地区营收及占比	12
图 17：2017H1 中国企业海外业务分布及占比	12
图 18：海外地区订单占比	12
图 19：海外地区订单金额及增速	12
图 20：ENR 排名	13
图 21：全球业务布局	13
图 22：肯尼亚蒙内铁路	14
图 23：南苏丹朱巴国际机场	14
图 24：股息率对比	15
图 25：近二十年城镇固定资产投资、GDP、工业、建筑业、房地产增长率	16
图 26：基础设施建设投资完成额及增速预测	17
图 27：公路固定资产投资	17
图 28：铁路固定资产投资	17
图 29：PPP 项目情况及落地率	18
图 30：财政部第三批 PPP 示范项目行业分布	19
图 31：财政部第三批 PPP 示范项目投资规模及比例	19
图 32：财政部第三批与第二批示范项目一级行业数量分布	19
图 33：PPP 入库项目投资额、占比及增长率	19
图 34：公司市政工程业务等基建建设项目新签合同增速	20
图 35：分业务新签合同金额	20
图 36：近 5 年毛利率和净利率	21
图 37：投资类项目和海外业务	21
图 38：斯里兰卡港口城	22
图 39：港珠澳大桥	22
图 40：商务综合体项目	22
表 1：同类大央企对比表	14
表 2：上市以来分红对比	15

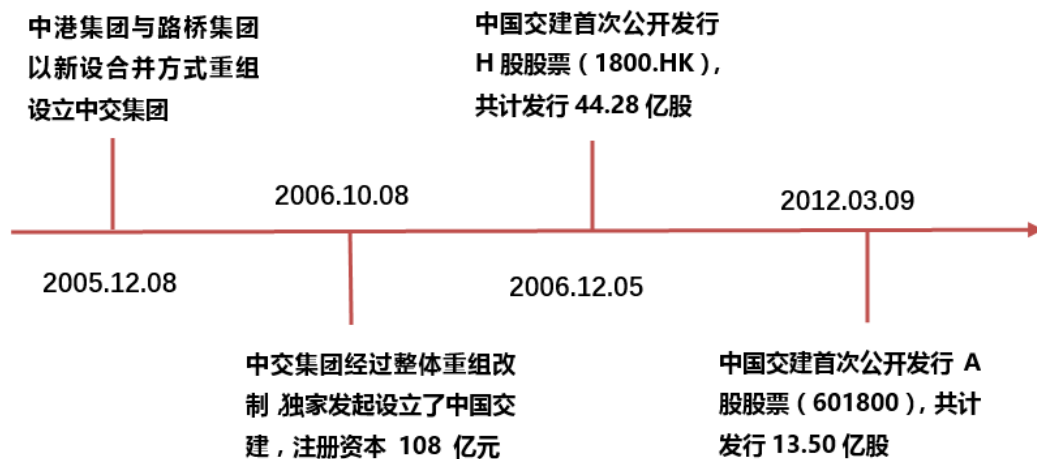
表 3：近三年基础设施按构成分类投资金额表.....	17
表 4：近一年重大 PPP 项目	20
表 5：落地产业基金	21
表 6：近一年重大项目汇总	23
表 7：A 股可比公司估值一览表	25
表 8：港股可比公司估值一览表	25
表 9：主营业务分项预测表（单位：万元）	26

一、强强联合产生的基建巨头

(一) 2005 年国企改革,中国港湾与中国路桥强强联合

2005 年国企改革兼并重组浪潮来袭,中国港湾建设(集团)总公司(简称“中国港湾”、CHEC)与中国路桥(集团)总公司(简称“中国路桥”、CRBC)强强合并,以改革创新的重组方式设立中国交通建设集团有限公司(简称“中交集团”)。2006 年 10 月,中交集团发起设立了中国交通建设股份有限公司(“中国交建”、CCCC),注册资本 108 亿元;2006 年 12 月,中国交建在香港联交所主板成功整体上市,共计发行 44.28 亿股 H 股,注册资本增加至人民币 148.25 亿元;2012 年 3 月,中国交建在上海证券交易所公开发行 13.50 亿股 A 股,其中部分股份用于换股吸收合并路桥建设,发行完成后总股本为 161.74 亿股,成为两地上市的具有国际资本背景的建筑板块龙头企业。

图 1: 历史沿革



资料来源:公司招股说明书 华金证券研究所

(二) 业务概况

中国交建是全球领先的特大型基础设施综合服务商,主要从事交通基础设施的投资建设运营、装备制造等,有 60 多家全资、控股子公司,为客户提供投资融资、咨询规划、设计建造、管理运营一揽子解决方案和一体化服务,在香港、上海两地上市,公司盈利能力和价值创造能力在全球同行中处于领先地位。

中国交建的四项核心业务——基建设计、基建建设、疏浚和装备制造在相应行业中均处于领导地位,是中国最大的国际工程承包公司、是中国最大的设计公司、中国最大的高速公路投资商、拥有中国最大的民用船队。在基建设计和建设领域,公司具有承建项目类型全面、产业链完善、国际业务突出等竞争优势;在疏浚领域,公司是全球最大的疏浚企业,在国内沿海疏浚市场占据了绝大部分的市场份额;在装备制造领域,公司长期占据着世界港口集装箱起重机械行业龙头地位,并已跻身全球一流海工装备设计企业和领先的海洋工程辅助船舶制造企业之列。

图 2：主营业务

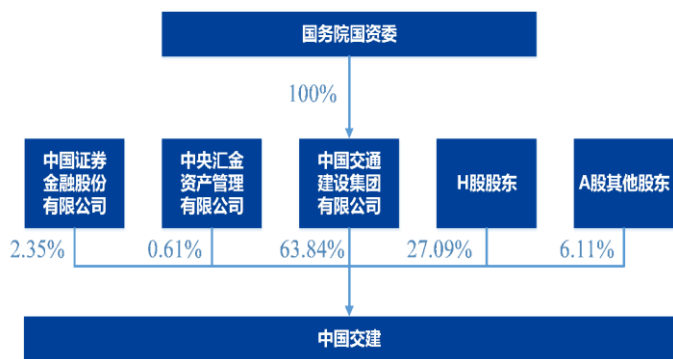


资料来源：公司官网 华金证券研究所

（三）股东分布和股权结构

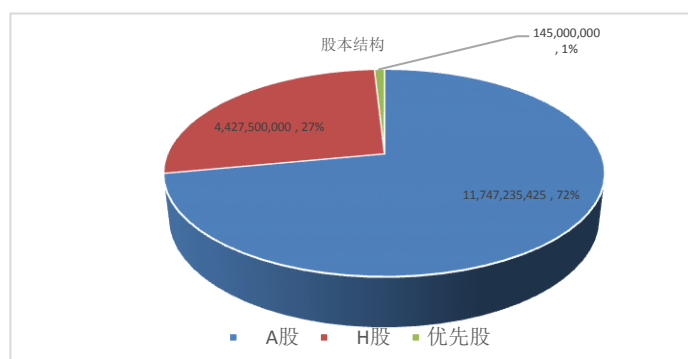
中国交建总股本 163.20 亿股，其中 A 股 117.47 亿股，H 股 44.28 亿股，优先股 1.45 亿股，大股东中交集团直接持有 103.25 亿股，占比 63.84%，股权集中，A 股目前流通部分占比 6.11%，（不含证金、汇金）。

图 3：股东分布情况



资料来源：Wind 华金证券研究所

图 4：股本结构



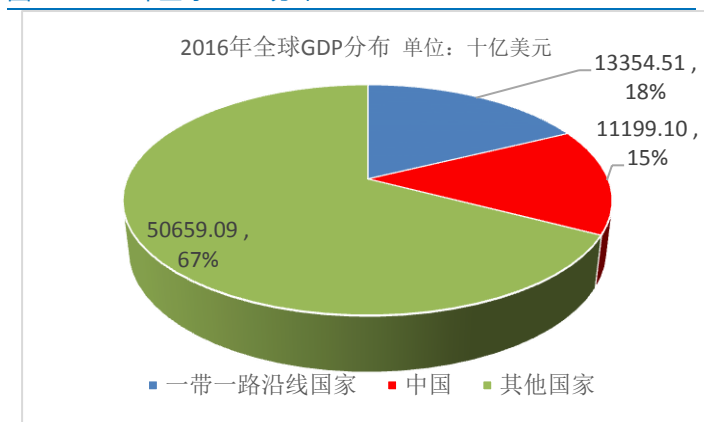
资料来源：Wind 华金证券研究所

二、业务发展方向与国家战略高度契合，市场空间广阔

（一）一带一路沿线国家基建状况落后，市场空间广阔

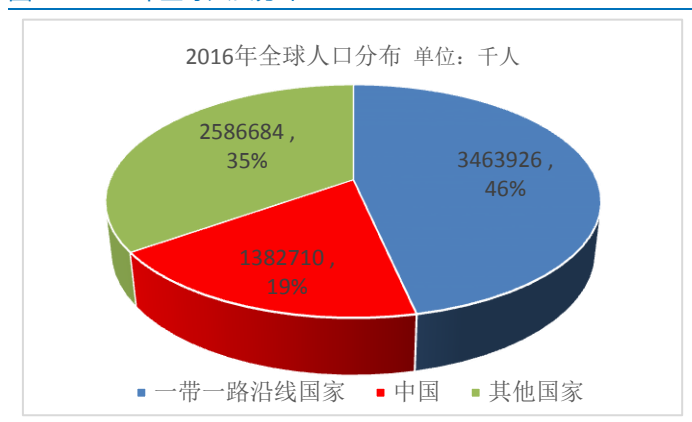
据测算,2016年底一带一路沿线66个国家GDP总和13万亿美元,人口近35亿,中国GDP11万亿美元,中国人均GDP是一带一路沿线国家平均水平的2倍左右,这也意味着“一带一路”沿线很多国家经济发展状况落后于中国,据亚洲开发银行的预测,2010至2020年10年间,亚太区域基础设施建设需要投入8万亿美元。中国2016年基建投入为15.2万亿元,一带一路沿线66个国家十年平均建筑业增加值为7562亿美元/年,即使不考虑一带一路的推动,市场空间仍然广阔。

图 5：2016 年全球 GDP 分布



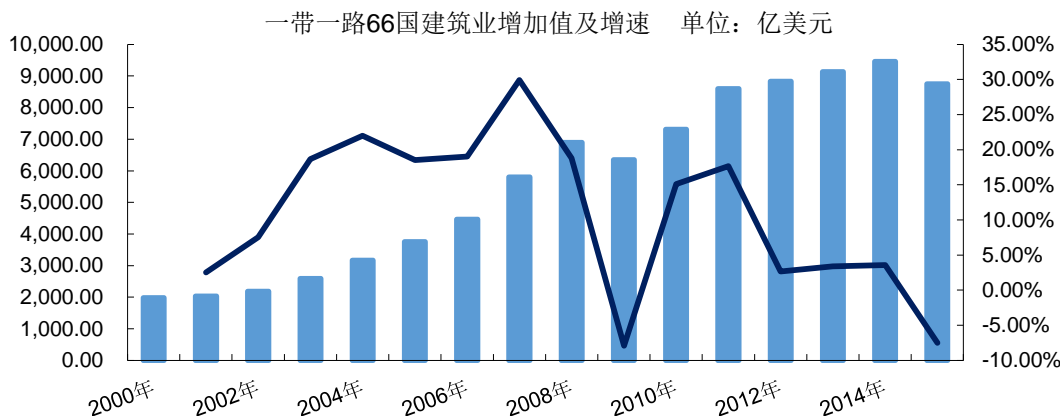
资料来源：Wind 华金证券研究所

图 6：2016 年全球人口分布



资料来源：Wind 华金证券研究所

图 7：2000 年-2015 年一带一路沿线 66 国建筑业增加值



资料来源：Wind 联合国统计数据 华金证券研究所

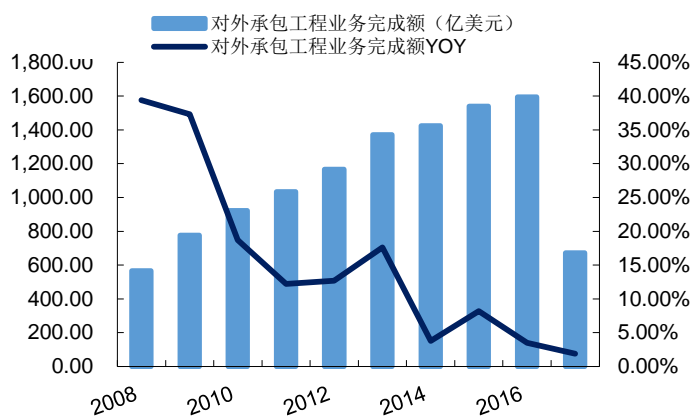
（二）一带一路进入战略落地阶段，中巴、中亚、东南亚、南亚等节点国家开启基建模式

1、一带一路进入战略落地阶段，首先推动建筑企业走出去

一带一路提出 3 年有余，从无到有、由点及面，取得长足进展，伴随着一带一路的推进将会对中国对外投资产生重大的积极影响，在主要沿线国家、主要经济走廊相关国家的投资会持续高速增长，将助推基建投资落地。

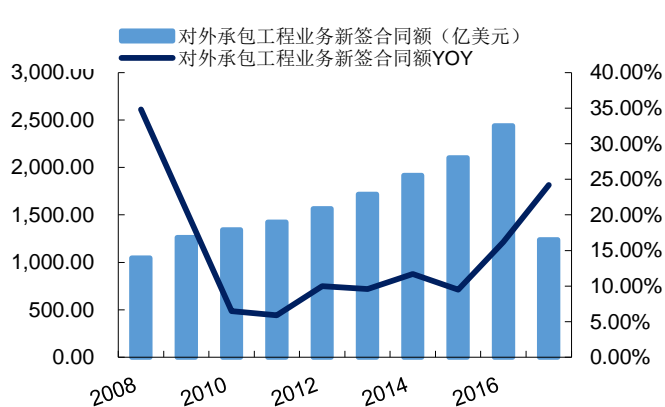
根据商务部最新发布的数据显示，2016 年全年，我企业对“一带一路”沿线国家直接投资 145.3 亿美元；对外承包工程新签合同额 1260.3 亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的 51.6%；完成营业额 759.7 亿美元，占同期总额的 47.7%。截至 2016 年底，我企业在“一带一路”沿线国家建立初具规模的合作区 56 家，累计投资 185.5 亿美元，入区企业 1082 家，总产值 506.9 亿美元，上缴东道国税费 10.7 亿美元，为当地创造就业岗位 17.7 万个。

图 8：对外承包工程业务完成额



资料来源：Wind 商务部 华金证券研究所

图 9：对外承包工程业务新签订合同额



资料来源：Wind 商务部 华金证券研究所

2、中巴、中亚丝绸之路经济带建设提速，一带一路节点地区开启基建模式

中巴经济走廊起点在喀什，终点在巴基斯坦瓜达尔港，全长 3000 公里，北接“丝绸之路经济带”、南连“21 世纪海上丝绸之路”，是贯通南北丝路关键枢纽，是一条包括公路、铁路、油气和光缆通道在内的贸易、能源走廊，也是“一带一路”的重要组成部分。中巴两国将在沿线建设交通运输和电力设施，预计总工程费将达到 450 亿美元，计划于 2030 年完工。

2016 年底，巴铁瓜达尔港正式开航，不仅会带动整个巴基斯坦的经济发展，还将成为乌兹别克斯坦、塔吉克斯坦等中亚内陆国家最近的出海口，担负起中东产油国、中亚资源国与中国新疆等西部省份资源、贸易中转站，同时还将把中国绕经马六甲海峡的石油运输缩短 85%，经济、政治意义巨大，影响深远。

图 10：喀喇昆仑公路



资料来源：公司网站 华金证券研究所

图 11：瓜达尔港



资料来源：互联网 华金证券研究所

图 12：中巴铁路规划



资料来源：互联网 华金证券研究所

图 13：泛亚铁路规划



资料来源：互联网 华金证券研究所

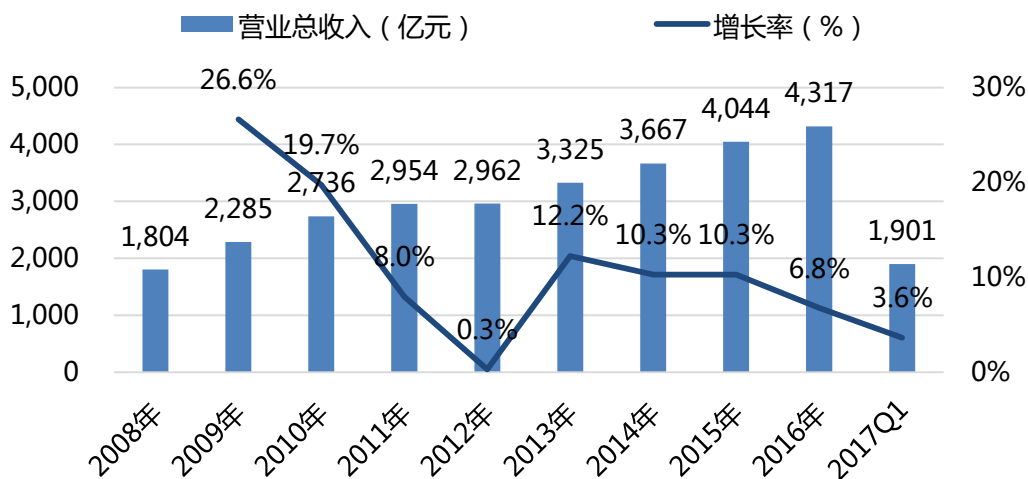
新疆做为连接中巴、中亚丝绸之路的重要节点，中巴、中亚等丝绸之路经济带建设提速，十三五期间投资增长想象空间大，2017 年固定资产投资 1.5 万亿，同比增 50%，其中公路建设投资 2000 亿元、铁路建设投资 347 亿元、机场建设投资 143.5 亿元、水利建设投资 360 亿元、“电化新疆”建设投资 1810 亿元以上。

（三）公司深度介入以港口、公路、铁路、产业园区和城市综合体业务的基建浪潮，业务和业绩加速增长

1、新签订单高增长，营业收入稳健增长，长期发展动力十足

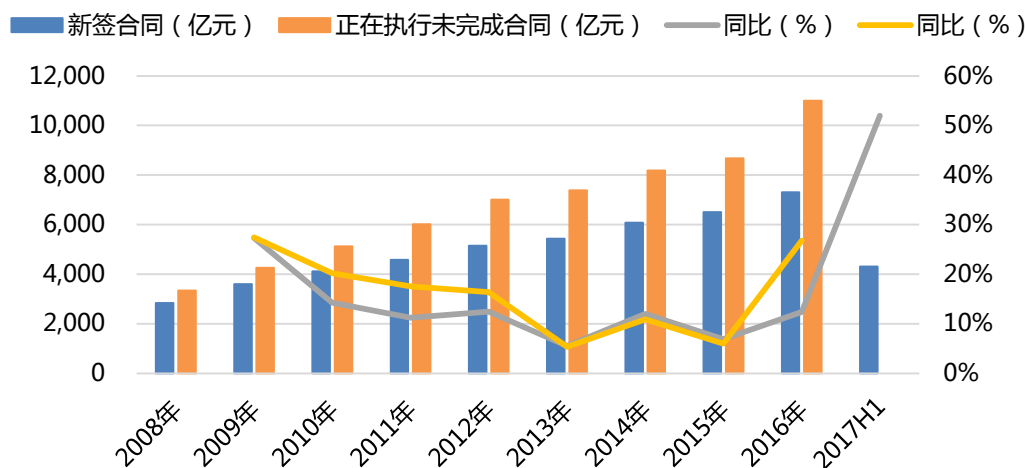
伴随着国家战略一带一路的快速推进和全球经济的复苏，公司依托在全球路桥建设、港湾建设与疏浚、港机制造等领域的竞争优势，持续发力中俄、中亚、南亚之间的路上丝绸之路和以港口建设、港机设备为抓手的海上丝绸之路建设，大量海外订单逐渐由框架协议转入落地实施阶段，全年海外业务有望保持快速增长，成为一带一路建设名副其实的急先锋和领头羊。上半年公司新接订单 4312 亿元，同比增长 52%，未完成订单预计超过 1.3 万亿元以上。

图 14：营业收入金额及增速



资料来源：Wind 华金证券研究所

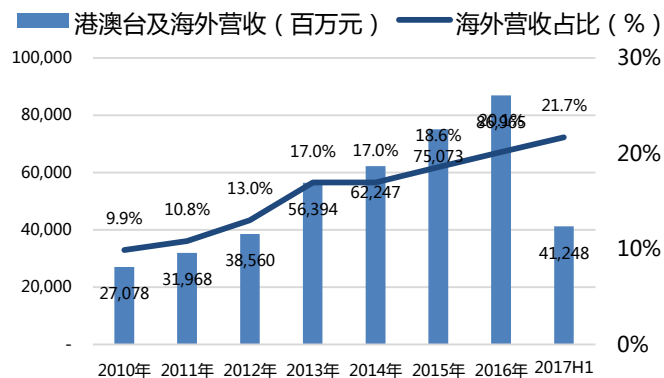
图 15：新签合同额及未完工合同



资料来源：Wind 华金证券研究所

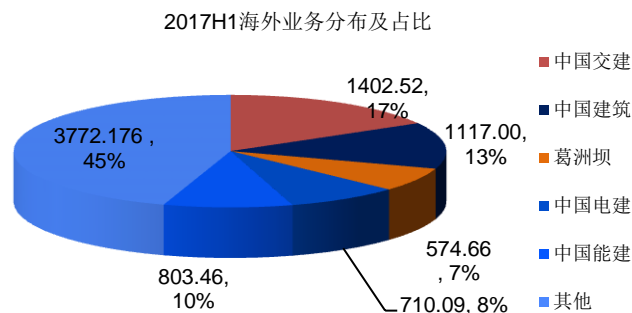
2、海外业务新签订单高增长，公司深度介入以港口、公路、铁路、产业园区和城市综合体业务的基建浪潮

图 16：海外地区营收及占比



资料来源：Wind 华金证券研究所

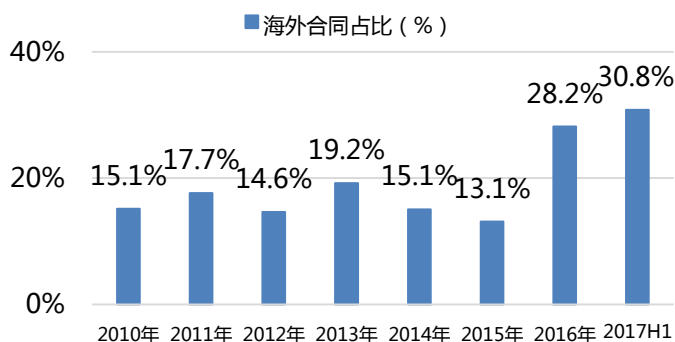
图 17：2017H1 中国企业海外业务分布及占比



资料来源：Wind 华金证券研究所

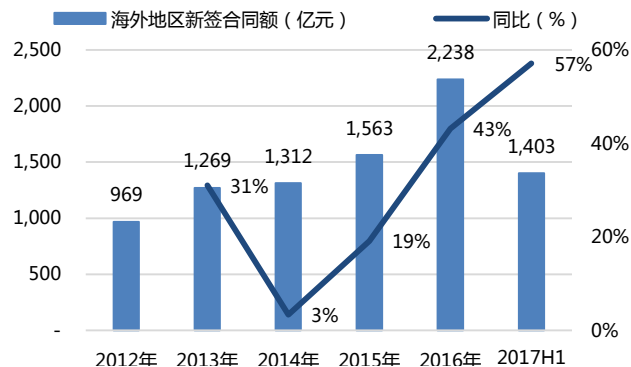
2017 年上半年，海外工程业务新签合同额 1403 亿元，同比增速 57%。公司深耕国外项目几十年，连续 11 年保持 ENR 排名中国上榜企业第 1 名（按海外项目收入计算），在一带一路沿线国家和地区累计修建公路 10320 公里、桥梁 152 座、深水泊位 95 个、机场 10 座，在实施的铁路项目超过 2080 公里。

图 18：海外地区订单占比



资料来源：Wind 华金证券研究所

图 19：海外地区订单金额及增速



资料来源：Wind 华金证券研究所

图 20 : ENR 排名

ENR's 2017 Top 250 International Contractors

001-100 101-200 201-250		
RANK 2017	RANK 2016	FIRM
1	1	ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS SA, Madrid, Spain†
2	2	HOCHTIEF AKTIENGESELLSCHAFT, Essen, NRW, Germany†
3	3	CHINA COMMUNICATIONS CONSTRUCTION GROUP LTD., Beijing, China†
4	4	VINCI, Rueil Malmaison, France†
5	5	BECHTEL, San Francisco, Calif., U.S.A.†
6	9	BOUYGUES, Paris, France†
7	7	TECHNIP, Paris, France†
8	10	SKANSKA AB, Stockholm, Sweden†
9	8	STRABAG, Vienna, Austria†
10	11	POWER CONSTRUCTION CORP. OF CHINA, Beijing, China†

资料来源 : ENR 华金证券研究所

(四) 公司在港口、公路、海外铁路等基建项目上竞争优势明显

1、海外项目布局、人才储备、管理水平具有优势

公司从事国外项目 50 余年，已在全球 135 个国家和地区开展实质业务，在 103 个国家和地区设立了 193 个驻外机构。公司作为工程建设领域的龙头企业，国际化水平在央企中处于领先地位，在海外已积累了大量项目储备，在“一带一路”沿线 66 个国家追踪了多类项目，运作并促成了一批起点高、影响深、规模大的“一带一路”项目和互联互通项目，已成为“一带一路”战略的推动者之一。

图 21 : 全球业务布局



资料来源 : 公司网站 华金证券研究所

公司重点项目内容包括公路、桥梁、隧道、机场、港口、铁路、运河、资源开发、城市综合体开发建设、工业投资、园区开发建设等。东南亚方向，有铁路、公路、港口、电网、油气管线等，中亚方向有中吉乌铁路、中塔公路二期以及中亚天然气管 D 线，东北亚方向则包括中俄合作项目等，南亚方向有中巴经济走廊项目，主要为雷科特至伊斯兰堡公路项目，全长约 487 公里，连接喀喇昆仑公路一期线路，斯里兰卡港口等。以港口核心签约的产业园已达 17 个以上，主要项目有斯里兰卡科伦坡港口城市发展项目；马尔代夫综合基建项目，包括机场、吹填、岛屿之间交通及相关配套设施；肯尼亚蒙巴萨自由贸易区开发项目，规划占地约 3000 英亩，定位为综合型自由贸易区，功能主要包括转口贸易、出口加工、保税仓储等。

图 22：肯尼亚蒙内铁路



资料来源：公司网站 华金证券研究所

图 23：南苏丹朱巴国际机场



资料来源：公司网站 华金证券研究所

2、专注基建业务，各细分行业均为龙头

基建业务占公司业务的 87%以上，在基建设计、基建建设、疏浚行业中均处于领导地位，是中国最大的国际工程承包公司、是中国最大的设计公司、中国最大的高速公路投资商、拥有中国最大的民用船队。在基建设计和建设领域，公司具有承建项目类型全面、产业链完善、国际业务突出等竞争优势；在疏浚领域，公司是全球最大的疏浚企业，在国内沿海疏浚市场占据了绝大部分的市场份额。

3、人均营收、毛利率和净利率均在同行业前列

公司管理水平在国内建筑央企中处于行业领先地位，人均营业收入 364 万元/年，2014 年-2016 年年均毛利率 13.78%，净利率 4.26%，各项指标远高于行业平均水平，呈逐步上升趋势。

表 1：同类大央企对比表

	2017 年 H1					2016 年			2014-2016 年均值	
	海外订单 (亿元)	海外订 单占比	基建订单 (亿元)	基建订 单占比	新签订单 (亿元)	营收(亿 元)	员工人数 (个)	人均营收(万元 /人)	毛利率 (%)	净利率 (%)
中国 交建	1402.52	32.52%	3763.77	87.28%	4312.40	4317.43	118765	363.53	13.78%	4.26%
中国 建筑	1117.00	9.34%	3667.00	30.67%	11955.00	9597.65	255878	375.09	13.95%	3.03%
中国	803.46	31.97%	-	-	2513.26	2222.62	133625	166.33	13.66%	4.24%

能建	中国	710.09	25.81%	-	-	2751.23	2386.96	134681	177.23	14.57%	3.88%
电建	葛洲	574.66	45.63%	-	-	1259.36	1002.54	41014	244.44	11.71%	4.17%
坝	中国	286.20	5.09%	4751.80	84.59%	5617.30	6394.07	283511	225.53	11.20%	2.91%
中铁	中国	256.30	8.60%	-	-	2980.00	2195.58	100290	218.92	10.50%	2.18%
中冶	中国	225.71	48.50%	-	-	465.40	530.76	43929	120.82	10.06%	1.88%
化学	中国	123.74	2.24%	4547.47	82.43%	5517.01	6293.27	259460	242.55	12.96%	2.34%
铁建											

资料来源：公司公告 华金证券研究所

4、分红金额高，重视投资者回报

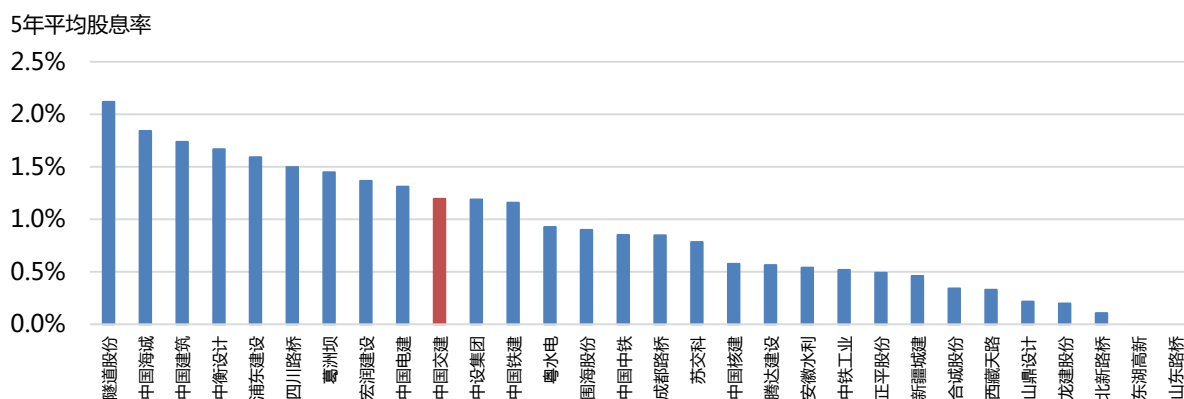
公司重视投资者回报, 2012年A股上市以来累计分红超过150亿元, 年均分红30亿元, 现金分红比例为19.3%, 近五年平均股息率为1.2%, 各项财务指标高于行业平均水平。

表2：上市以来分红对比

证券简称	单次分红均值（百万元）	累计分红总额（百万元）
中国交建	3004.78	15023.90
中国铁建	1460.68	12288.06
中国中铁	1178.79	11685.47
中国电建	1048.70	6292.20
葛洲坝	315.77	5052.32
中国核建	183.75	183.75
中国建筑	37.72	30179.1

资料来源：Wind 华金证券研究所

图24：股息率对比



资料来源：Wind 华金证券研究所

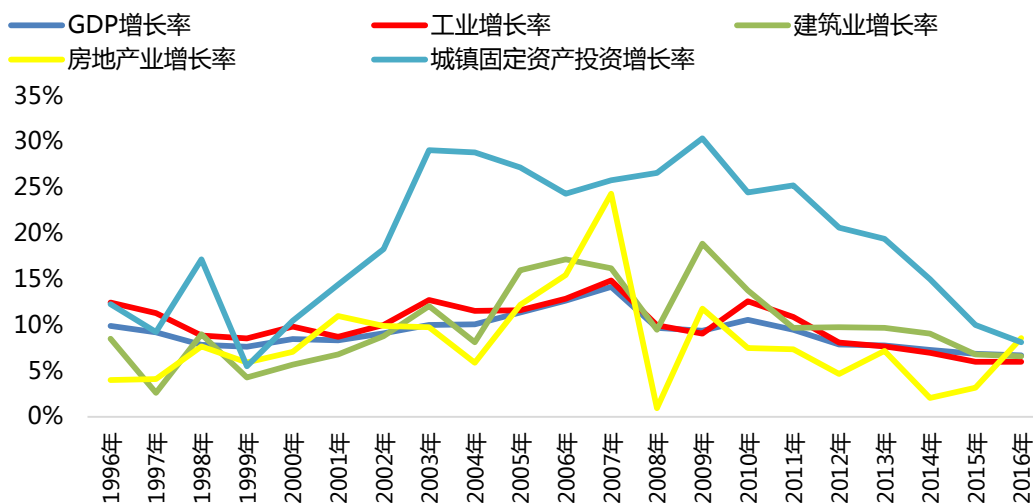
三、国内基建投资高增长，PPP 助力，产融结合发力，由工转商，区域建设深度介入，利润率稳步提升

(一) 未来 5 年经济增长与稳定最可靠的动力---投资

1、未来 5 年基建投资增速预计不低于 15%

从 1996 年-2015 年国家统计局数据看，工业在 GDP 的比重大约 35%-50% 其增长率在 2008 年金融危机时出现了大的波动，但从 2010 年开始一直在下降，2015 年增长率只有 1%，这也从侧面认证了出口商品、内部工业活动、商品消费对 GDP 增长贡献不大。

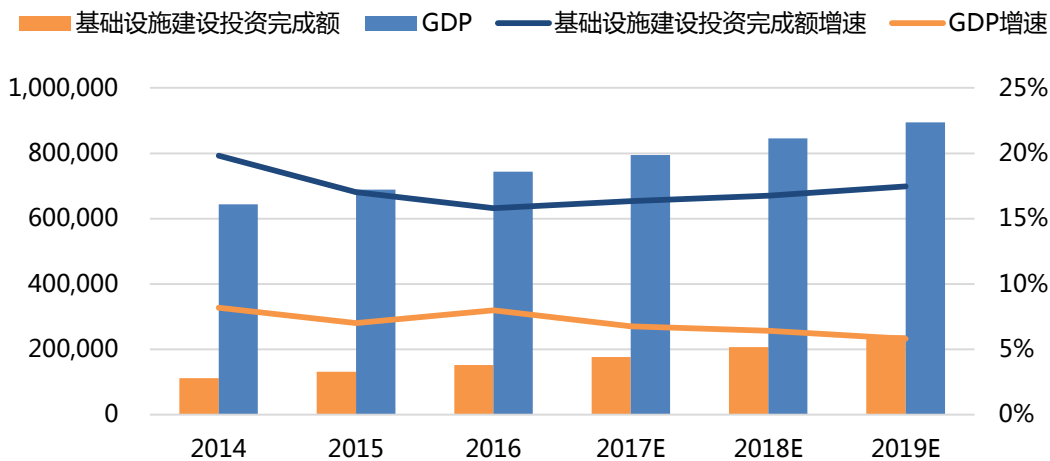
图 25：近二十年城镇固定资产投资、GDP、工业、建筑业、房地产增长率



资料来源：Wind 国家统计局 华金证券研究所

基建行业过去十年保持 20%左右的年均增速，“十三五”规划下数据依然非常乐观，未来几年基建投资增速预计不会低于 15%，2016 年基建投资规模 15.2 万亿，同比增 15.7%，预计 2017 年基建投资规模 17 万亿左右。

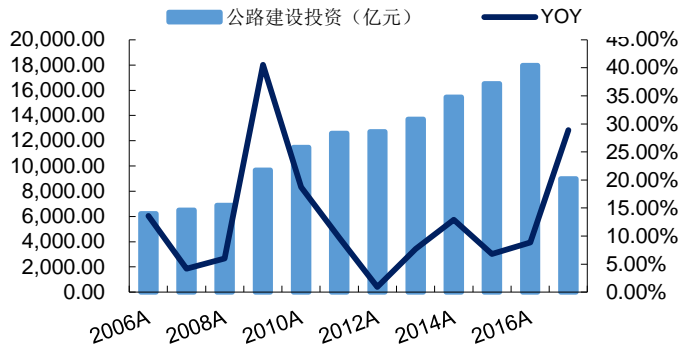
图 26：基础设施建设投资完成额及增速预测



资料来源：Wind 国家统计局 华金证券研究所

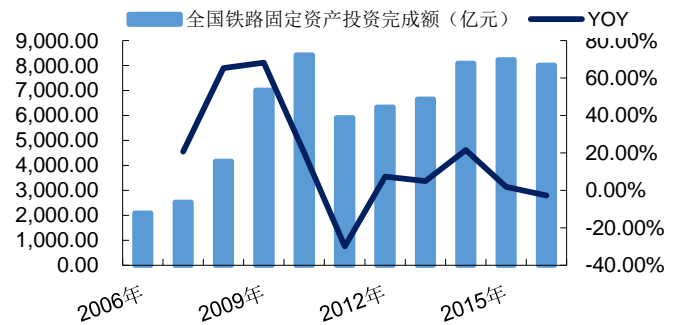
2017 年上半年公路水路完成固定资产投资 9673 亿元，同比增长 23.8%，其中公路建设完成投资 8976 亿元，水运建设完成投资 562 亿元。

图 27：公路固定资产投资



资料来源：Wind 华金证券研究所

图 28：铁路固定资产投资



资料来源：Wind 华金证券研究所

2、近 3 年基础设施重点投资内容数据分析及展望：

表 3：近三年基础设施按构成分类投资金额表

按构成分分类	2016 年	2015 年	2014 年
交通运输、仓储和邮政业	53,628	48,972	42,984
其中：铁路运输业	7,748	7,730	7,801
道路运输业	32,937	28,611	24,566
水利、环境和公共设施管理业	68,647	55,673	46,274
其中：水利管理业	8,725	7,249	6,290
公共设施管理业	56,776	46,175	38,183

资料来源：国家统计局 华金证券研究所

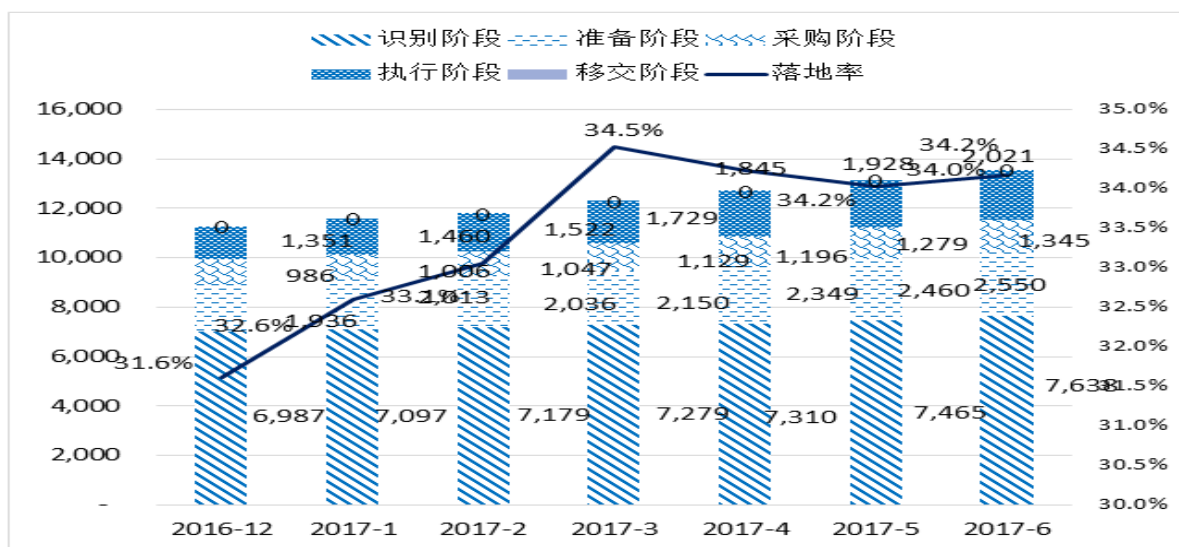
道路运输和水利、公共设施管理业投入年均增幅 20% 以上，PPP 模式为投资高速增长，提供了强大的动力，未来几年仍将维持 20% 以上的增幅；铁路运输基本持平保持相对稳定，不能维持高增长主要受制于铁路运营市场化程度过低，铁总负债规模过高，无法引入社会资本有关。

(二) PPP 激活基建投资增长的新钥匙

1、PPP 的规模持续扩大，第四批示范项目如期而来

根据财政部 PPP 中心的最新统计显示：截至 2017 年 6 月末，全国入库项目有 13554 个，总投资额达 16.4 万亿元，覆盖全国 31 个省（自治区、直辖市）及新疆兵团，19 个行业领域。其中，已签约落地项目 2,021 个，总投资 3.3 万亿元，环比净增落地项目 93 个、投资额 1,483 亿元；比去年末净增 670 个、10,629 亿元；同比净增 1,402 个、22,402 亿元。目前各部门与 PPP 相关的各项政策不断出台，推广力度空前。2017 年新增落地项目预计可达 3-4 万亿元。

图 29：PPP 项目情况及落地率

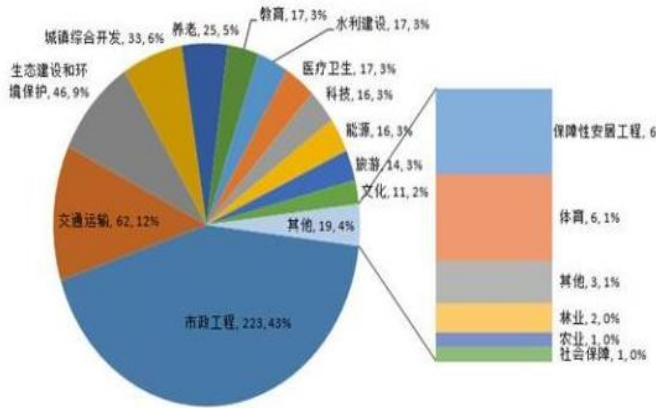


资料来源：财政部 华金证券研究所

财政部第四批 PPP 示范项目申报筛选工作现已启动，优先支持民企参与。PPP 近年来在我国实现了快速发展，示范项目由 2014 年 12 月公布的第一批 30 个发展到 2016 年第三批 516 个，计划投资金额 1.17 万亿。此次第四批项目预计超过 750 个，投资 1.5 万亿以上，规模庞大。

图 30：财政部第三批 PPP 示范项目行业分布

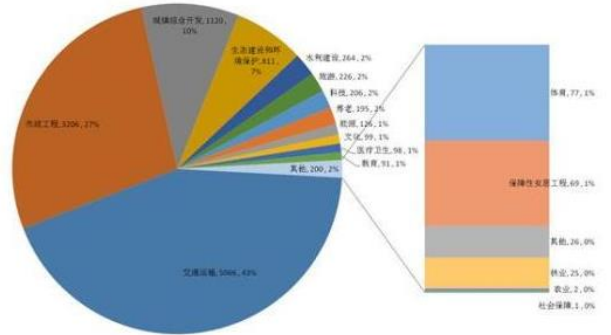
第三批示范项目行业分布



资料来源：财政部 华金证券研究所

图 31：财政部第三批 PPP 示范项目投资规模及比例

第三批示范项目投资规模及其比例

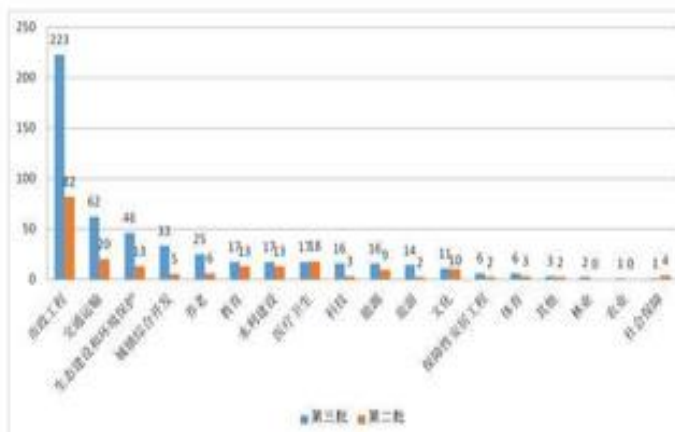


资料来源：财政部 华金证券研究所

2、各路资金风云际会,交通类、市政工程类 PPP 大干快上

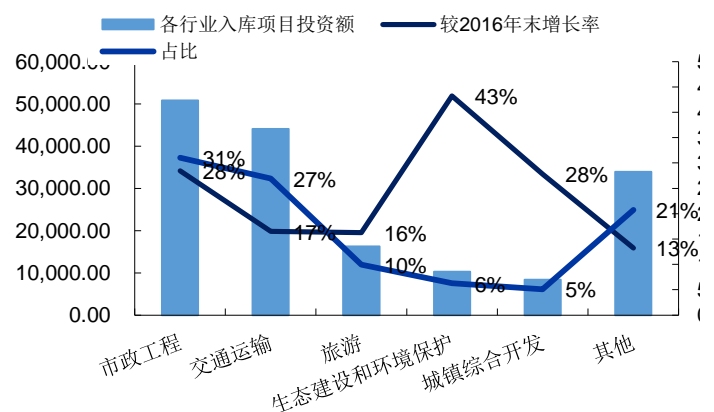
PPP 模式方兴未艾，不必担心未老先衰，如果 PPP 的发展逻辑在 2017 年就证伪，那后面未签约的 PPP 项目部分将不能推进。对比超过 10 万亿以上未签约 PPP 项目可能面临尴尬的境地，政府仍有使用政策影响银行贷款和通过财政手段为参与 PPP 项目的社会资本提供低息贷款等方式，短期为 PPP 增信。PPP 项目越早获签，得到的回报越丰厚。产业基金、信贷资金、资本市场、资产证券化 (ABS) 各路社会资金和地方政府万亿资金正在涌向 PPP 行业，2017 年将是首批 PPP 项目集中开花结果的一年，2017 年也将是 PPP 新订单的丰收年。

图 32：财政部第三批与第二批示范项目一级行业数量分布



资料来源：财政部 华金证券研究所

图 33：PPP 入库项目投资额、占比及增长率

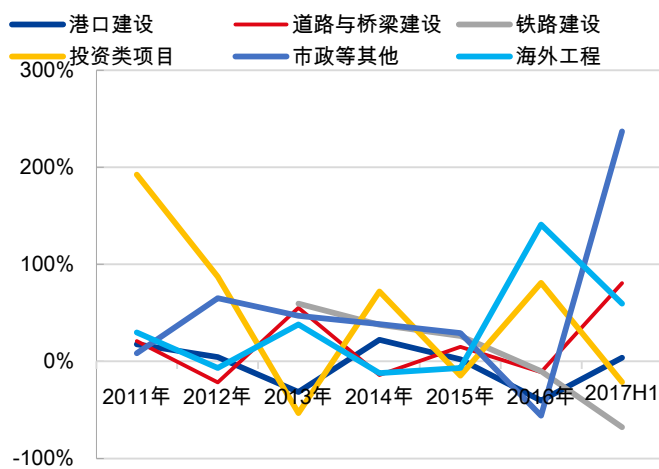


资料来源：财政部 华金证券研究所

(三)公司通过产融结合发力,金融工具助力,PPP项目轻车熟路,收益率稳步提升

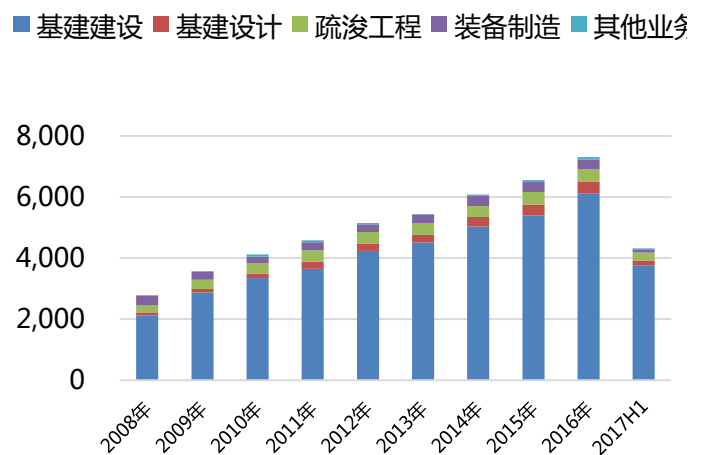
公司投资类项目经验丰富,以产融结合为出发点,在交通基础设施开发建设领域,探索绿地投资、股权投资、股权置换、参与股权基金、项目债券、资产证券化、发行永续债等多种形式,加快推进财务公司和产业基金、融资租赁、信托等新业务的开展,构建起金融产业对业务发展的支撑体系,投资类订单大幅增长近 80%,市政业务增长 237%。上半年新签投资类订单 327 亿元,全年预算近 1800 亿元,2016 年底累计签订 PPP 项目形式为主的投资类项目合计 7266 亿元;完成投资 2883 亿元,已形成较大规模存量资产,运营状况优良。

图 34 : 公司市政工程业务等基建建设项目新签合同增速



资料来源: Wind 华金证券研究所

图 35 : 分业务新签合同金额



资料来源: Wind 华金证券研究所

表 4 : 近一年重大 PPP 项目

序号	项目名称	金额 (亿元)	业务板块
1	甘肃省 G569 北山至仙米寺一级公路 PPP 项目 (注)	187	基建建设
2	河北省太行山等高速公路 PPP 项目 (注)	145.7	基建建设
3	广西省玉林至广东省湛江高速公路 BOT 项目 (广东段)	108.86	基建建设
4	贵州省荔波至榕江高速公路 PPP 项目	105.5	基建建设
5	新疆乌鲁木齐轨道交通 4 号线一期 PPP 项目 (参股)	82.87	基建建设
6	江苏省淮安市淮安区交通基础设施 PPP 项目	60	基建建设
7	广东省惠州潼湖生态智慧区市政基础设施 PPP 项目	37.35	基建建设
8	福建省泉州南安海峡科技生态城 A 片区 PPP 项目	34.13	疏浚业务
9	江苏省淮安市淮阴港区城东作业区交通基础设施等工程 PPP 项目	28.55	装备制造
10	江苏省盐城市响水港小蟒作业区二期码头工程 PPP 项目	27.13	基建设计
11	湖南省湘潭潭摄司经易俗河至花石公路一期工程 PPP 项目	16	装备制造
12	湖南省常德阳明湖市政道路及管网建设工程 PPP 项目	15.36	疏浚业务
13	河北省黄骅港综合港区防波堤延伸及码头建设 PPP 项目	14.37	疏浚业务
14	天津宝坻九园公路改建通行服务 PPP 项目 (注)	7.11	基建设计

资料来源: 公司公告 华金证券研究所

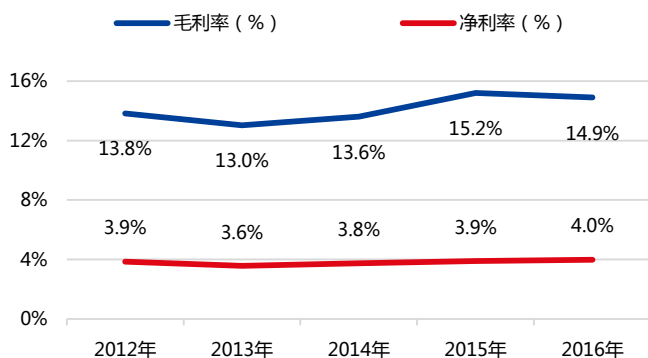
公司通过成立产业基金等金融手段,资产证券化工作率先取得破题进展,降低集团带息负债,后续有望在 PPP 资产证券化持续突破。近 5 年公司毛利率和净利率稳步提高,未来伴随 PPP 项目占比提升有望继续提高。

表 5：落地产业基金

基金名称	基金总规模 (亿元)
基础设施投资基金	815
中交建信基金	200
中交建壹期基金	150
区域交通投资基金	150
城市轨道交通基金	50
中交南沙房地产基金	100
舟山“南山美庐”商住项目基金	10
北京朝阳土地一级开发项目基金	45.15
合计	1520.15

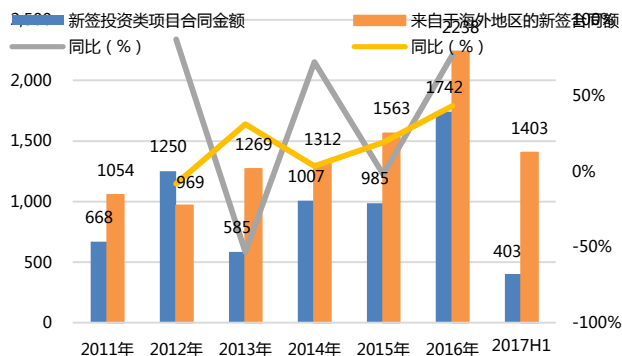
资料来源：公司网站 公告 华金证券研究所

图 36：近 5 年毛利率和净利率



资料来源：Wind 华金证券研究所

图 37：投资类项目和海外业务



资料来源：Wind 华金证券研究所

（四）由工转商，五商中交，区域建设深度介入，全产业链模式

1、由工转商战略升级---五商中交

公司实施由工到商的战略升级,致力于成为全球知名的工程承包商、城市综合体开发运营商、特色房地产商、基础设施综合投资商、海洋重工与港口机械制造集成商,从规划设计、投融资,到交通基础设施建设与运营的全产业链,具备能提供一揽子服务和直通终端定制服务的新模式。

如：国外项目科伦坡港口城项目,集围海造地、一级土地开发和房地产开发为一体,将为科伦坡再造一个全新的中央商务区,项目一级土地开发投资 14 亿美元,将带动二级开发超过 130

亿美元，港口城项目将对斯里兰卡经济、民生的发展带来巨大推动作用，将为斯里兰卡民众创造约 8.3 万个就业机会。

图 38：斯里兰卡港口城



资料来源：公司网站 华金证券研究所

2、区域建设深度介入，全产业链模式

中国交建精准对接国家战略，坚守“做政府与经济社会发展急所的责任分担者、区域经济发展的深度参与者、政府购买公共服务的优质提供者”的三者定位，着眼于深层次对接地方发展需求，企业战略、产业布局和能力结构得到全面提升，发挥全产业链优势，在区域投资、建设、运营交通基础设施、市政公共设施、产业新城等项目上发力。公司与广东省、广州市、深圳市、东莞市等政府签订了全面深化战略合作协议，在广东的投资总额已经超过 2100 亿元，开发项目有广州之窗商务港、中交汇通中心、中交汇通·横琴广场、中交蓝色海湾等项目，均成为所在区域的地标和高端商务综合体。

图 39：港珠澳大桥



资料来源：公司网站 华金证券研究所

图 40：商务综合体项目



资料来源：公司网站 华金证券研究所

利用公司丰富的国际化经营实践经验和庞大的海外营销网络，以及境外园区建设开发的优势，有效整合国际、国内资源，组织实施境外产业园区基础设施开发，帮助中国企业到境外投资，拉动国内产业集群式走出去，实现企业“组团落户”境外园区。

表 6：近一年重大项目汇总

序号	项目名称	金额（亿元）
1	马来西亚东海岸铁路 EPC 项目（一期）	729.3
2	甘肃省 G569 北山至仙米寺一级公路 PPP 项目（注）	187
3	河北省太行山等高速公路 PPP 项目（注）	145.7
4	香港国际机场第三跑道系统-填海拓地工程项目	122.62
5	广西省玉林至广东省湛江高速公路 BOT 项目（广东段）	108.86
6	贵州省荔波至榕江高速公路 PPP 项目	105.5
7	广东省广州南沙新区横沥岛尖城市综合体项目	102.41
8	新疆乌鲁木齐轨道交通 4 号线一期 PPP 项目（参股）	82.87
9	塞内加尔姆布尔-考拉克（MBOUR-KAOLACK）EPC 项目	74.29
10	江苏省镇江市高校园区城市生活配套及基础设施综合投资建设项目	70
11	江苏省淮安市淮安区交通基础设施 PPP 项目	60
12	江苏省常州市天宁开发区东扩综合开发项目	60
13	乌干达东线及北线标准轨距铁路网项目	58.96

资料来源：公司公告 华金证券研究所

四、国企改革的践行者

（一）由央企改革而生

2005 年国企改革浪潮来袭,中国港湾与中国路桥以改革创新的重组方式设立中交集团,2006 年中国交建成为首家在港股整体上市的央企。合并前,中国港湾是主要从事港口设计及兴建、疏浚及港口机械制造业务领先的国有企业,而中国路桥则为主要从事道路及桥梁设计及建设领先的国有企业。

（二）2005 年央企改革典范,公司高速增长

经过合并整合,公司快速发展,2017 年中交集团居《财富》500 强 103 位,在国资委 2016 年经营业绩测试评价中利润总额、经济增加值、成本费用总额占营业总收入比重、应收账款周转率四项考核指标均获满分,再次荣获 A 级企业荣誉,成为建筑央企中唯一获得国资委“十二连 A”的企业。

（三）新的历史机遇,改革又将释放红利

国务院国资委新一轮“四项改革”试点工作,主要由国有资本投资公司试点,混合所有制经济试点,人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点,派驻纪检组试点。

2016 年公司成功入选国有资本投资运营平台试点,公司以“五商中交”为核心,发展“一台六柱”的业务板块,“一台”是指以管资本为主,将中交集团打造成为基础设施领域的投资控股集团,“六柱”是指根据集团现有产业基础和优势,进行六大支柱产业方向布局,打造世界领先的交通基础设施投资建设运营产业集团,新一轮改革很有可能又一次成为国企改革的典范,有望全面激发公司活力,目前初步方案已提交国资委审核。

2017 年 7 月 19 日,中国交建及境外子公司向中交集团协议转让所持振华重工 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。本次交易完成后,公司仍直接持有振华重工 16.24%的 A 股,中交集团则成为振华重工的控股股东。8 月 8 日,中交集团公布将发行 160 亿元可交换公司债券,后续改革动作有望加速。

五、盈利预测与估值

鉴于振华重工股权转让事宜尚未完成，属于一次性收益，暂不考虑其影响，我们预测 2017 年至 2019 年公司营业收入分别为 4716 亿元、5210 亿元和 5759 亿元，净利润分别为 195 亿元、222 亿元，263 亿元，每股收益分别为 1.20 元、1.37 元和 1.63 元，给予“买入-A”建议，6 个月目标价为 24 元，相当于 2018 年 17.5 倍的动态市盈率。

建议积极关注港股中国交建（1800HK），中交优先股（360015、360017），集团可交换公司债券及下属子公司绿城中国（3900HK）、中房地产（000736）、振华重工（600320、900947）。

表 7：A 股可比公司估值一览表

证券代码	证券简称	EPS				BPS				8月24日 收盘价
		2015	2016	2017E	2017 PE	2015	2016	2017E	2017 PB	
002060.SZ	粤水电	0.18	0.22	0.14	29.39	4.33	4.55	2.41	1.62	4.10
600170.SH	上海建工	0.31	0.28	0.26	14.70	3.37	2.95	2.74	1.38	3.88
000498.SZ	山东路桥	0.34	0.38	0.52	15.77	2.71	3.10	2.97	2.73	8.23
601611.SH	中国核建	0.38	0.33	0.34	35.65	2.87	2.76	3.06	4.12	12.13
600502.SH	安徽水利	0.50	0.34	0.52	16.41	4.92	3.18	3.23	2.41	8.54
601618.SH	中国中冶	0.24	0.25	0.31	16.64	2.65	2.93	3.43	1.45	5.16
600326.SH	西藏天路	0.26	0.38	0.59	18.55	3.27	3.59	3.46	3.22	10.90
600491.SH	龙元建设	0.22	0.28	0.44	26.23	3.76	4.18	4.49	2.30	11.43
601669.SH	中国电建	0.38	0.47	0.52	15.52	3.60	4.05	5.07	1.58	8.13
601117.SH	中国化学	0.58	0.36	0.51	13.89	5.30	5.57	6.03	1.17	7.08
600820.SH	隧道股份	0.47	0.53	0.61	16.04	5.30	5.66	6.15	1.70	9.73
601390.SH	中国中铁	0.53	0.52	0.62	14.06	5.72	5.62	6.60	1.28	8.71
601668.SH	中国建筑	0.84	0.96	1.14	8.43	5.03	5.78	6.94	1.44	9.62
600068.SH	葛洲坝	0.58	0.69	0.93	11.41	4.40	4.89	7.34	1.39	10.64
601800.SH	中国交建	0.95	0.97	1.20	12.94	7.90	8.67	10.41	1.50	15.53
601186.SH	中国铁建	0.98	1.03	1.16	10.39	8.22	9.04	10.52	1.15	12.08
总和		7.74	7.99	9.82	276.03	73.35	76.53	84.85	30.46	145.89
算术平均		0.48	0.50	0.61	17.25	4.58	4.78	5.30	1.90	9.12
中位数		0.43	0.38	0.52	15.65	4.36	4.36	4.78	1.54	9.17

资料来源：Wind 华金证券研究所

表 8：港股可比公司估值一览表

证券代码	证券简称	EPS			2017 PE	9月22日收 盘价
		2015	2016	2017E		
1800.HK	中国交通建设	0.96	1.00	1.20	8.24	9.89
3311.HK	中国建筑国际	1.03	1.20	1.02	11.28	11.46
3996.HK	中国能源建设	0.19	0.14	0.16	8.91	1.42
1186.HK	中国铁建	0.98	1.03	1.17	8.57	9.88
0390.HK	中国中铁	0.53	0.52	0.66	11.09	6.41

资料来源：Wind 华金证券研究所

表 9：主营业务分项预测表（单位：万元）

		2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
基建建设	营业收入	22,882,681	26,326,646	29,724,212	34,419,355	35,637,979	38,974,850	43,582,862	48,764,864
	增长率		15.05%	12.91%	15.80%	3.54%	9.36%	11.82%	11.89%
	营业成本	20,030,782	23,290,138	26,227,012	29,978,176	30,906,248	33,795,092	37,781,983	42,264,508
	毛利率	12.46%	11.53%	11.77%	12.90%	13.28%	13.29%	13.31%	13.33%
基建设计	营业收入	1,646,743	1,938,874	2,092,911	2,444,398	2,632,790	2,952,820	3,320,986	3,738,102
	增长率		17.74%	7.94%	16.79%	7.71%	12.16%	12.47%	12.56%
	营业成本	1188442.156	1,450,420	1,621,874	1,895,304	2,043,619	2,269,681	2,541,551	2,798,717
	毛利率	27.83%	25.19%	22.51%	22.46%	22.38%	23.14%	23.47%	25.13%
疏浚业务	营业收入	3,201,758	3,278,490	2,801,014	3,354,156	3,027,301	3,424,102	3,497,264	3,573,503
	增长率		2.40%	-14.56%	19.75%	-9.74%	13.11%	2.14%	2.18%
	营业成本	2,656,592	2,743,549	2,326,250	2,707,933	2,520,191	2,833,026	2,891,503	2,947,780
	毛利率	17.03%	16.32%	16.95%	19.27%	16.75%	17.26%	17.32%	17.51%
装备制造	营业收入	1,928,919	2,414,595	2,659,518	2,400,606	2,591,461	2,762,147	2,993,733	3,218,263
	增长率		25.18%	10.14%	-9.74%	7.95%	6.59%	8.38%	7.50%
	营业成本	1,793,864	2,196,053	2,250,065	2,016,294	2,123,700	2,280,152	2,450,370	2,634,148
	毛利率	7.00%	9.05%	15.40%	16.01%	18.05%	17.45%	18.15%	18.15%
其他	营业收入	645,864	370,360	419,075	430,212	589,600	404,100	475,302	512,393
	增长率		-42.66%	13.15%	2.66%	37.05%	-31.46%	17.62%	7.80%
	营业成本	584,924	349,072	387,987	368,374	498,644	341,262	400,917	431,691
	毛利率	9.44%	5.75%	7.42%	14.37%	15.43%	15.55%	15.65%	15.75%

资料来源：Wind 华金证券研究所

六、风险提示

（一）海外业务风险

一带一路沿线国家众多，大多规模不大并属于发展中国家，项目金额大，施工周期长，易受大国博弈的影响，国家内部矛盾、领导代际交接、政权变动、法律体系等对公司项目都会造成很大的影响。

（二）基建投资和 PPP 项目落地不及预期

基建投资受国家宏观调控影响较大，PPP 项目投资期限长，存在由于政策变动造成不及预期的可能。

（三）汇率波动的风险

一带一路 60 余个国家和地区，很多都是新兴经济体，汇率极易发生较大的波动，伴随业务的扩张，面临着一定的汇率风险。

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
营业收入	404,420.5	431,743.4	471,556.4	520,965.1	575,852.8	年增长率					
减:营业成本	342,943.3	367,404.8	400,718.2	441,916.2	487,339.0	营业收入增长率	10.3%	6.8%	9.2%	10.5%	10.5%
营业税费	10,315.2	4,490.5	4,998.5	5,522.2	6,046.5	营业利润增长率	9.1%	14.6%	17.1%	13.1%	20.0%
销售费用	696.4	846.2	924.2	1,021.0	1,128.6	净利润增长率	13.0%	6.7%	16.2%	14.2%	18.4%
管理费用	22,940.4	27,744.2	30,132.5	33,237.6	36,048.4	EBITDA 增长率	7.5%	11.7%	15.4%	12.4%	13.9%
财务费用	7,345.0	7,631.7	8,760.5	10,117.8	10,705.8	EBIT 增长率	7.9%	11.6%	16.5%	13.7%	16.2%
资产减值损失	4,309.0	4,447.2	3,352.4	3,487.7	3,089.8	NOPLAT 增长率	12.0%	6.3%	17.6%	14.9%	15.1%
加:公允价值变动收益	-102.3	162.0	-122.8	92.4	-116.0	投资资本增长率	26.5%	-3.9%	33.7%	10.4%	8.0%
投资和汇兑收益	2,752.3	1,889.3	2,320.8	2,378.6	2,378.6	净资产增长率	28.3%	10.3%	8.8%	9.0%	9.8%
营业利润	18,521.1	21,230.1	24,868.2	28,133.5	33,757.4	盈利能力					
加:营业外净收支	889.0	995.2	734.7	810.5	846.8	毛利率	15.2%	14.9%	15.0%	15.2%	15.4%
利润总额	19,410.2	22,225.3	25,602.9	28,944.0	34,604.2	营业利润率	4.6%	4.9%	5.3%	5.4%	5.9%
减:所得税	3,627.6	5,003.0	5,587.2	6,080.4	7,536.9	净利润率	3.9%	3.9%	4.1%	4.3%	4.6%
净利润	15,696.3	16,743.1	19,458.8	22,227.5	26,314.3	EBITDA/营业收入	8.4%	8.8%	9.3%	9.5%	9.8%
						EBIT/营业收入	6.4%	6.7%	7.1%	7.3%	7.7%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	76.8%	76.7%	76.6%	76.6%	75.8%
货币资金	98,077.2	114,637.2	141,466.9	156,289.5	172,755.8	负债权益比	331.1%	328.7%	326.7%	328.2%	313.6%
交易性金融资产	151.7	497.4	324.5	411.0	315.6	流动比率	1.05	1.03	1.12	1.11	1.11
应收帐款	108,209.8	124,220.1	127,774.4	155,775.3	155,633.1	速动比率	0.72	0.72	0.78	0.78	0.77
应收票据	2,436.3	2,853.8	3,538.5	3,755.1	4,402.9	利息保障倍数	3.52	3.78	3.84	3.78	4.15
预付帐款	19,408.8	17,912.5	22,138.5	22,894.3	26,397.1	营运能力					
存货	125,742.7	131,527.0	149,222.3	162,262.3	179,801.0	固定资产周转天数	47	46	42	36	28
其他流动资产	37,945.9	45,498.7	43,370.8	42,271.8	43,713.8	流动营业资本周转天数	-17	-34	-26	-12	-9
可供出售金融资产	22,321.8	21,679.3	22,068.8	22,023.3	21,923.8	流动资产周转天数	332	346	353	356	352
持有至到期投资	279.8	130.9	246.2	219.0	198.7	应收帐款周转天数	94	97	96	98	97
长期股权投资	12,946.0	19,134.3	25,632.1	30,814.0	36,770.0	存货周转天数	109	107	107	108	107
投资性房地产	2,598.7	2,876.7	3,419.3	4,157.2	4,676.7	总资产周转天数	606	639	637	628	612
固定资产	54,377.3	56,180.8	54,088.3	48,857.7	42,189.9	投资资本周转天数	142	145	152	166	164
在建工程	13,192.1	10,160.4	6,968.4	4,930.9	3,101.1	费用率					
无形资产	145,044.0	148,304.9	175,538.9	200,215.8	217,821.6	销售费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
其他非流动资产	88,318.8	105,849.1	92,444.3	94,983.1	97,559.9	管理费用率	5.7%	6.4%	6.4%	6.4%	6.3%
资产总额	731,050.8	801,463.1	868,242.3	949,860.3	1,007,261.1	财务费用率	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%
短期债务	61,060.7	63,629.6	75,590.9	90,249.8	110,822.8	三费/营业收入	7.7%	8.4%	8.4%	8.5%	8.3%
应付帐款	173,970.0	207,890.3	194,048.9	224,769.8	230,010.9	投资回报率					
应付票据	13,150.1	14,446.6	16,562.8	17,324.0	19,905.2	ROE	10.7%	10.5%	11.1%	11.5%	12.3%
其他流动负债	123,437.8	137,378.3	148,399.9	159,185.6	165,950.1	ROA	2.2%	2.1%	2.3%	2.4%	2.7%
长期借款	134,560.8	146,751.0	179,079.8	186,218.5	188,434.2	ROIC	15.0%	12.6%	15.4%	13.2%	13.8%
其他非流动负债	55,308.5	44,410.0	51,089.3	50,269.3	48,589.6	分红指标					
负债总额	561,488.0	614,505.8	664,771.6	728,016.8	763,712.7	DPS(元)	0.19	0.19	0.24	0.27	0.33
少数股东权益	22,325.3	27,290.9	27,847.8	28,483.9	29,237.0	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	159,448.2	177,184.8	198,136.7						
股东权益	169,562.8	186,957.3	203,470.7	221,843.4	243,548.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.97	1.04	1.20	1.37	1.63
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	9.10	9.87	10.86	11.95	13.25
净利润	15,782.6	17,222.2	19,458.8	22,227.5	26,314.3	PE(X)	17.1	16.0	13.8	12.0	10.2
加:折旧和摊销	8,425.7	9,556.8	10,392.7	11,243.6	11,900.9	PB(X)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2
资产减值准备	4,309.0	4,447.2	-	-	-	P/FCF	25.9	6.8	18.5	12.2	10.8
公允价值变动损失	102.3	-162.0	-122.8	92.4	-116.0	P/S	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
财务费用	5,812.6	8,121.0	8,760.5	10,117.8	10,705.8	EV/EBITDA	8.7	7.3	7.3	6.6	5.8
投资损失	-2,719.4	-1,889.3	-2,320.8	-2,378.6	-2,378.6	CAGR(%)	13.2%	16.3%	13.3%	13.2%	16.3%
少数股东损益	86.3	479.2	556.9	636.1	753.1	PEG	1.3	1.0	1.0	0.9	0.6
营运资金的变动	-2,751.4	-27,114.5	-15,845.1	-3,745.8	-7,767.5	ROIC/WACC	2.0	1.7	2.1	1.8	1.9
经营活动产生现金流量	31,911.1	29,722.9	20,880.2	38,193.0	39,411.9						
投资活动产生现金流量	-45,471.6	-38,707.8	-34,461.5	-32,293.7	-25,715.3						
融资活动产生现金流量	36,425.1	22,100.4	40,411.0	8,923.3	2,769.7						

资料来源: 贝格数据 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A 一正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B 一较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张仲杰声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn