

中国建筑(601668)/房屋建设

一个全新视角: PPP 基建打开低估龙头新空间

评级: 买入(维持)

市场价格: 9.64

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

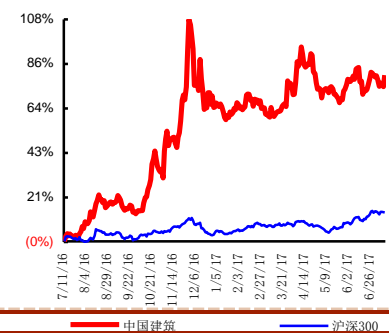
联系人: 程龙戈

电话: 021-20315190

Email: chenglg@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	30,000
流通股本(百万股)	29,687
市价(元)	9.7
市值(百万元)	291,000
流通市值(百万元)	287,961

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营收(百万元)	880,577	959,765	1,062,100	1,173,737	1,279,750
增长率 yoy%	10.07%	8.99%	10.66%	10.51%	9.03%
净利润	26,061.90	29,870.10	33,804.38	39,021.58	44,807.69
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	11.2	9.7	8.6	7.5	6.5
PEG	0.8	0.7	0.7	0.5	0.4
P/B	1.7	1.5	1.5	1.3	1.1

备注:

投资要点

- 公司过往低估的原因及其局限性:** 长期以来市场纠结于公司一半房地产、一半建筑施工的业务结构,认为房地产业务拖累了公司整体估值,以及对多元型业务结构的公司还应估值折价,这种观点导致了公司过去长期低估的状态。然而,这种观点忽视了至少两点:1)公司房地产业务具有极强的现金流水平,能为公司开展基建 PPP 业务提供强大支撑。房地产业务不仅不是拖累,反而是公司相对于其他建筑央企的独特优势,如果从开展 PPP 业务角度看,公司可能是最具潜在资金实力的建筑央企。2)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,因此不应简单地对所谓“多元型”业务结构就给予估值折价。
- 一个全新的估值视角:** 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,我们假设一种极端情况:假如将公司所有房地产业务变现(包括中国海外发展等房地产子公司旗下土地储备、在建及所持物业),按权益比例可回收约 2583 亿元现金;将回收的资金按 1:10 杠杆投资于 PPP 基建业务,则可承接约 2.6 万亿 PPP 项目,按 5 年工期、3.5% 净利率估算,未来五年将可年均新增 182 亿元 PPP 基建利润,加上存量建筑业务利润(2016 年约 150 亿元),则公司利润规模将达约 332 亿元;按照可比建筑央企平均 14 倍 PE 估值计算,理论市值应为 4648 亿元,较当前公司市值高出约 60%。
- 房地产销售势头良好,盈利稳健,现金流水平极佳。** 公司 2016 年及今年 1-5 月房地产业务合约销售额分别为 1951/955 亿元,同增 26.2%/53.3%,势头强劲,这为明后两年业绩稳健增长奠定坚实基础。旗下中海地产业绩尤为稳健优异,2011-2015 年业绩 CAGR 为 20%,去年合并中信地产低成本获取大量优质土地资源,继续巩固龙头地位。公司房地产业务现金流极佳,仅中海地产 2014/2015/2016 年销售回笼金额就高达 1177/1487/1890 亿港元,经营性现金流净额达 66/547/756 亿港元。
- 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/2017 年前 5 月基建订单同比增长 83%/49%。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%。
- 盈利预测、估值与投资建议:** 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 P/E 分别为 8.6/7.5/6.5 倍。从长期来看,PPP 基建业务已给出了未来在房地产行业下滑情景下公司如何持续增长的答案,房地产业务不仅不是公司未来业务拖累,还将通过 PPP 业务支撑公司持续增长,因此我们不认为因公司房地产业务占比高以及“多元型”业务结构就该给予低估值。参考建筑央企目前平均 14 倍 PE,以及考虑公司历史所表现出的业绩稳健性及当前市场风格,我们给予 15.82 元目标价(对应 2017 年 14 倍 PE)，“买入”评级。
- 风险提示:** 房地产调控超预期风险, PPP 进度不达预期风险。

内容目录

投资聚焦：一个全新的估值视角	- 6 -
1. 公司概况：国内顶级建筑工程+房地产综合企业集团	- 7 -
2. 主营分析：房地产与建筑施工双支柱，基建是未来增长点	- 9 -
2.1. 公司整体业务情况	- 9 -
2.2. 房地产是当前支柱业务	- 11 -
2.3. 房建施工是当前收入主力、利润又一支柱	- 12 -
2.4. 基建业务是未来增长点	- 13 -
2.5. 勘察设计业务实力领先	- 13 -
3. 房地产销售势头良好，盈利稳健，现金流水平极佳	- 14 -
3.1. 中海地产为行业盈利龙头，现金流水平极佳	- 14 -
3.2. 外延并购中信地产，低成本获取丰富土地储备，龙头地位继续巩固	- 18 -
3.3. 地产销售势头良好为明后两年业绩稳健增长奠定坚实基础	- 21 -
4. 借力 PPP 东风，基建订单放量促业务结构加速优化	- 21 -
4.1. 上半年 PPP 落地同比高增，政策规范利于行业长期健康发展	- 21 -
4.4. PPP 时代央企强者恒强，市占率快速提升	- 24 -
4.2. 基建业务放量有望提升公司整体毛利率	- 28 -
5. 紧跟一带一路机遇，十三五大力拓展海外业务	- 29 -
5.1. “一带一路”战略着眼长期，央企充当领头羊	- 29 -
5.2. 公司紧跟“一带一路”战略，加速布局海外市场	- 30 -
6. 央企改革先行者，股权激励充分激发活力	- 32 -
7. 盈利预测、估值与投资建议	- 34 -
7.1. 盈利预测	- 34 -
7.2. 房地产业务价值应予以重估	- 34 -
7.3. 历史优异表现当考虑估值溢价	- 36 -
7.4. 估值与投资建议	- 38 -
8. 风险提示	- 39 -

图表目录

图表 1: 中国建筑股权结构	- 7 -
图表 2: 中国建筑历史沿革	- 8 -
图表 3: 中国建筑营业收入及增速	- 9 -
图表 4: 中国建筑归母净利润及增速	- 9 -
图表 5: 2016 年主要央企人均创收情况	- 9 -
图表 6: 2016 年主要央企人均创利情况	- 9 -
图表 7: 中国建筑主营业务收入构成	- 10 -
图表 8: 中国建筑毛利构成	- 10 -
图表 9: 中国建筑累计新签订单及增速	- 10 -
图表 10: 中国建筑当年新签订单占上年收入比	- 10 -
图表 11: 中国建筑分区域业务占比	- 11 -
图表 12: 中国建筑前五客户营收及占比	- 11 -
图表 13: 中国建筑房地产业务营业收入	- 11 -
图表 14: 中国建筑合约销售额	- 11 -
图表 15: 中国建筑土地储备	- 12 -
图表 16: 中国建筑房建业务收入及增速	- 12 -
图表 17: 中国建筑房建新签合同额及增速	- 12 -
图表 18: 中国建筑新开工面积	- 13 -
图表 19: 中国建筑基建业务收入及增速	- 13 -
图表 20: 中国建筑基建新签合同额及增速	- 13 -
图表 21: 中国建筑勘察设计业务收入及增速	- 14 -
图表 22: 中国建筑勘察设计新签合同额及增速	- 14 -
图表 23: 中国海外发展历史沿革	- 15 -
图表 24: 2016 年房地产百强企业 TOP10	- 15 -
图表 25: 中海主营业务地域分布	- 16 -
图表 26: 中国海外发展营业总收入及增速	- 16 -
图表 27: 中国海外发展净利润及增速	- 16 -
图表 28: 中国海外发展房地产合约销售额及增速	- 17 -
图表 29: 中国海外发展房地产合约销售面积及增速	- 17 -
图表 30: 2016 年香港房地产主要企业财务数据对比	- 17 -
图表 31: 中国建筑现金流情况	- 18 -
图表 32: 中国海外发展现金流情况	- 18 -
图表 33: 100 大中城市成交土地溢价率	- 18 -

图表 34: 中海并购中信地产示意图	- 19 -
图表 35: 中国海外发展新增土地储备 (含中海宏洋)	- 19 -
图表 36: 中国海外发展土地储备 (含中海宏洋)	- 19 -
图表 37: 中海地产销售回笼资金及增速	- 20 -
图表 38: 中海地产土地储备分布表	- 20 -
图表 39: 中海地产土地储备分布图	- 20 -
图表 40: 中信地产土地储备分布表	- 21 -
图表 41: 中信地产土地储备分布图	- 21 -
图表 42: 中国建筑地产合约销售额及增速	- 21 -
图表 43: 中国建筑地产合约销售面积及增速	- 21 -
图表 44: 全国 PPP 项目成交情况 (亿元)	- 22 -
图表 45: 2015 年至今月度成交金额对比 (亿元)	- 22 -
图表 46: PPP 项目 2017 年 1-6 月累计落地金额及增速	- 22 -
图表 47: Shibor 各期限利率近期走势图汇总	- 23 -
图表 48: 55 号文 PPP 资产证券化部分要求	- 24 -
图表 49: PPP 模式转变基建市政投融资	- 24 -
图表 50: 建筑央企与地方政府签订的框架协议	- 25 -
图表 51: 七大央企 2016 年 PPP 订单情况	- 25 -
图表 52: 7 大央企 2016 年 PPP 订单情况	- 26 -
图表 53: 8 大央企订单占建筑行业比	- 26 -
图表 54: 中国建筑近两年公告新签 PPP 订单情况	- 26 -
图表 55: 中国建筑 2016 年至今已公告新承接的 PPP 订单情况	- 27 -
图表 56: 中国建筑房建累计新签合同及增速	- 28 -
图表 57: 中国建筑基建累计新签合同及增速	- 28 -
图表 58: 房建、基建订单占比历年变化	- 28 -
图表 59: 中国建筑“十三五”业务结构规划	- 29 -
图表 60: 中国建筑各业务毛利率	- 29 -
图表 61: 中国建筑 2020 年毛利率估算 (假设各业务毛利率保持 2016 年不变)	- 29 -
图表 62: 我国一带一路新签合同额及增速	- 30 -
图表 63: 我国一带一路月度完成额及增速	- 30 -
图表 64: 央企海外新签订单/对外承包当年新签合同	- 30 -
图表 65: 央企海外收入/对外承包工程完成营业额	- 30 -
图表 66: 2016 年 ENR 国际承包商国内前 10	- 31 -
图表 67: 2016 年对外承包工程业务新签合同额前 10	- 31 -
图表 68: 2016 年各建筑央企海外收入额 (亿元)	- 31 -

图表 69: 中国建筑海外业务收入额、增速及占比.....	- 31 -
图表 70: 2016 年各建筑央企海外新签订单额	- 32 -
图表 71: 中国建筑海外新签订单额、增速及占比.....	- 32 -
图表 72: 中国建筑 2016 年境外项目金额地区分布	- 32 -
图表 73: 中国建筑 2016 年境外项目数量地区分布	- 32 -
图表 74: 国家推进混改的相关举措.....	- 33 -
图表 75: 中国建筑两期股权激励计划对比.....	- 34 -
图表 76: 公司各项业务收入拆分(百万元)	- 34 -
图表 77: 公司旗下地产业务价值变现估算	- 35 -
图表 78: 建筑央企估值对比	- 35 -
图表 79: 主要房地产企业估值情况	- 36 -
图表 80: 主要建筑央企 2011-2016 年营收 CAGR	- 36 -
图表 81: 主要建筑央企 2011-2016 年利润 CAGR	- 36 -
图表 82: 主要建筑央企历年营业收入增速	- 37 -
图表 83: 主要建筑央企历年利润增速.....	- 37 -
图表 84: 主要建筑央企历年 ROE.....	- 37 -
图表 85: 主要建筑央企 PE 对比.....	- 37 -
图表 86: 中国建筑 2011 年至今 PE 和股息率情况.....	- 38 -
图表 87: 中国建筑与板块 PE 对比.....	- 38 -
图表 88: 两市 PE 排名后二十位公司 (剔除银行, 2017/7/10)	- 38 -
图表 89: 公司财务报表预测 (百万元)	- 40 -

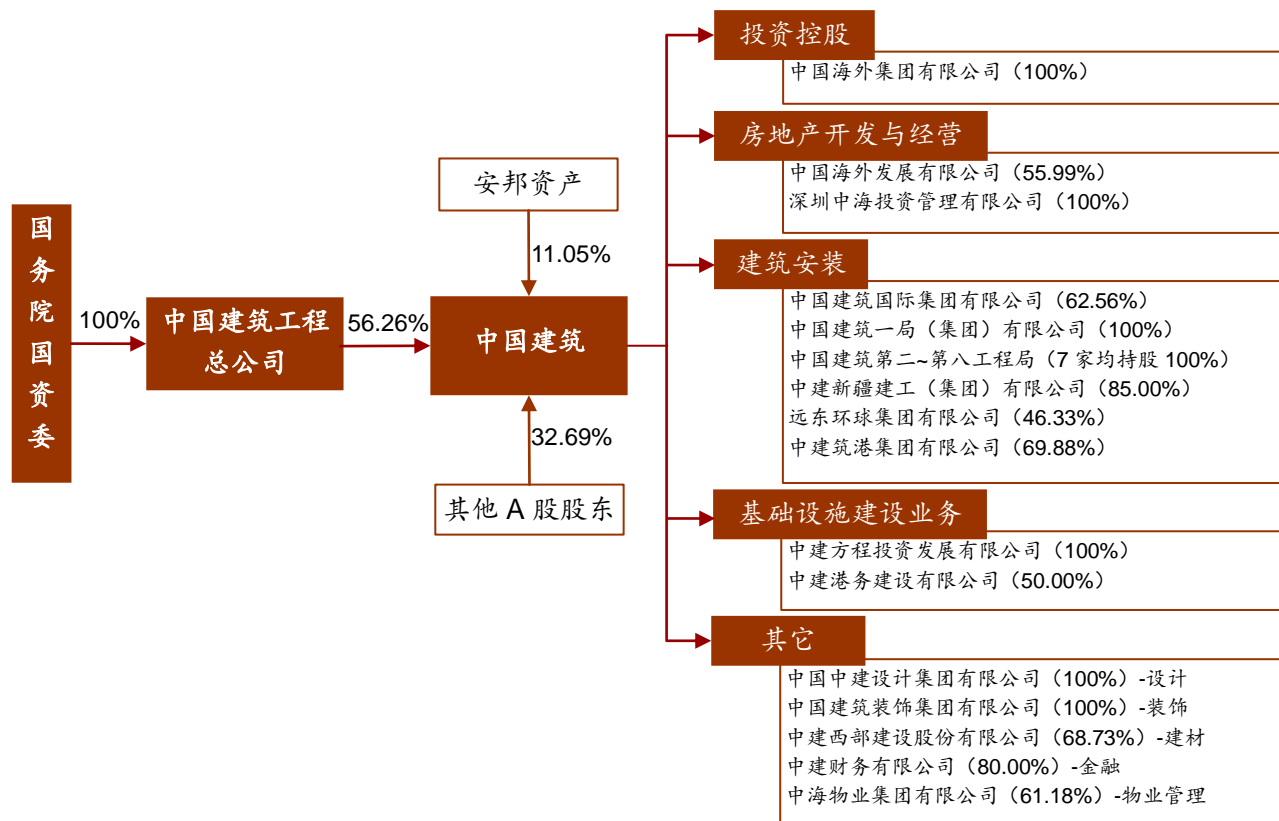
投资聚焦：一个全新的估值视角

- 长期以来市场纠结于公司一半房地产、一半建筑施工的业务结构，认为房地产业务拖累了公司整体估值，以及对多元型业务结构的公司还应估值折价，这种观点导致了公司过去长期低估值的状态。然而，这种观点忽视了至少两点：1) 公司房地产业务具有极强的现金流水平，能为公司开展基建 PPP 业务提供强大支撑。房地产业务不仅不是拖累，反而是公司相对于其他建筑央企的独特优势，如果从开展 PPP 业务角度看，公司可能是最具潜在资金实力的建筑央企。2) 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，因此不应简单地对所谓“多元型”业务结构就给予估值折价。
- 针对于此，本篇报告给出一个全新的估值视角：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，我们假设一种极端情况：假如将公司所有房地产业务变现（包括中国海外发展等房地产子公司旗下土地储备、在建及所持物业），按权益比例可回收约 2583 亿元现金；将回收的资金按 1:10 杠杆投资于 PPP 基建业务，则可承接约 2.6 万亿 PPP 项目，按 5 年工期、3.5%净利率估算，未来五年将可年均新增 182 亿元 PPP 基建利润，加上存量建筑业务利润（2016 年约 150 亿元），则公司利润规模将达约 332 亿元；按照可比建筑央企平均 14 倍 PE 估值计算，理论市值应为 4648 亿元，较当前公司市值高出约 60%。
- 我们预测公司 2017/2018/2019 年归母净利润分别为 338/383/433 亿元，EPS 分别为 1.13/1.28/1.44 元，当前股价对应三年 PE 分别为 8.6/7.6/6.8 倍。从长期来看，PPP 基建业务已给出了未来在房地产行业下滑情景下公司如何持续增长的答案，房地产业务不仅不是公司未来业务拖累，还将通过 PPP 业务支撑公司持续增长，因此我们不认为因公司房地产业务占比高以及“多元型”业务结构就该给予低估值。参考建筑央企目前平均 14 倍 PE，以及考虑公司历史所表现出的业绩稳健性及当前市场风格，我们给予 15.82 元目标价（对应 2017 年 14 倍 PE），“买入”评级。

1. 公司概况：国内顶级建筑工程+房地产综合企业集团

- 公司是中国最大的建筑工程+房地产综合企业集团，核心业务包括房屋建筑工程、房地产开发与投资、基础设施建设与投资以及设计勘察。公司现拥有各类施工、勘察、设计、工程监理、工程造价、工程咨询等经营资质共计 770 个，具有房屋建筑、公路工程、市政公用总承包 3 个特级资质，是国内唯一一家同时拥有“三特”资质、“1+4”资质和建筑行业工程设计甲级资质的建筑企业。公司在工业与民用建筑工程建设、大型公共设施建设以及大型工业设备安装等领域积累了大量技术优势，是我国最大的房建承包商、最大的房地产企业集团之一、土地储备面积最大的公司之一、一体化程度最高的建筑企业集团之一。
- 2016 年，公司居《财富》500 强 27 位，较上年前进 10 位；ENR 国际承包商排名第 14。2016 年 7 月，公司被确定为中央企业信息公开工作试点的 2 家企业之一，国企改革稳步推进。公司 2017 年一季度营业收入 2348.27 亿元，同比增长 9.7%；归母净利润 70.83 亿元，同比增长 11.03%，盈利与收入同步平稳增长，符合预期。

图表 1：中国建筑股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，截至 2017 年一季度最新股权结构显示，中国建筑工程总公司为公司第一大股东，持有 168.79

亿股，占总股本的 56.26%；安邦资产管理有限公司持有 33.17 亿股，占总股本的 11.05%；其他 A 股股东持有 99.54 亿股，占总股本的 32.69%。

- 公司旗下主要的子公司有 22 家，分布在投资控股、房地产开发与经营、建筑安装、基础设施建设业务、勘察设计、工业装饰、建筑建材以及金融等领域，其中建筑安装领域子公司分布最多。

图表 2：中国建筑历史沿革

时间	历史单位	历史单位沿革
1952 年 8 月 7 日	建筑工程部	中央人民政府委员会举行第十七次会议决定成立中华人民共和国建筑工程部，隶属于国务院的部级机构。
1955 年 4 月 7 日	建筑工程部、城市建设总局	国务院总理周恩来提请将城市建设局从建筑工程部划拨出来，成立直接隶属于国务院的城市建设总局。
1958 年 2 月 11 日	建筑工程部	第一届全国人民代表大会第五次会议决定将建筑材料工业部、建筑工程部和城市建设部合并成为建筑工程部。
1965 年 3 月 31 日	建筑工程部、建筑材料工业部	全国人民代表大会常务委员会决定将中华人民共和国建筑工程部分为中华人民共和国建筑工程部和中华人民共和国建筑材料工业部。
1970 年 6 月 22 日	国家基本建设革命委员会	中共中央批准《关于国务院各部门设立党的核心小组和革命委员会的请示报告》，决定国家建委、建筑工程部、建筑材料工业部、中共中央基建政治部合并，成立国家基本建设革命委员会。
1979 年 3 月	国家建工总局	撤销国家基本建设革命委员会，成立国家建工总局。
1982 年 6 月	中国建筑工程总公司	按政企分开原则，撤销国家建工总局，成立中国建筑工程总公司，原国家建筑工程总局直属第一、第二、第三、第四、第五、第六工程局，东北、西北、西南建筑设计院，西南综合勘察院，设备配件出口公司和天津材料配件公司，划归总公司建制。
1983 年 9 月	中国建筑工程总公司	中建总公司成建制地接收了原基建工程兵第 21、第 22 支队，分别组建为中国建筑第七、第八工程局。
1999-2000 年	中国建筑工程总公司	先后接收了与建设部脱钩的中国对外建设总公司、中国建设机械总公司、中国市政工程西北设计研究院有限公司等企业。
2007 年 12 月 10 日	中国建筑股份有限公司	由中国建筑工程总公司、中国石油天然气集团公司、中国中化集团公司、宝钢集团有限公司 4 家企业共同发起设立中国建筑股份有限公司。
2009 年 7 月 29 日	中国建筑股份有限公司	中国建筑在上海证券交易所 A 股成功上市，以 4.18 元/股的价格发行 120 亿股，募集资金 501.6 亿元，是 2009 年全球股市最大一单 IPO。

来源：网络资料整理、公司公告、中泰证券研究所

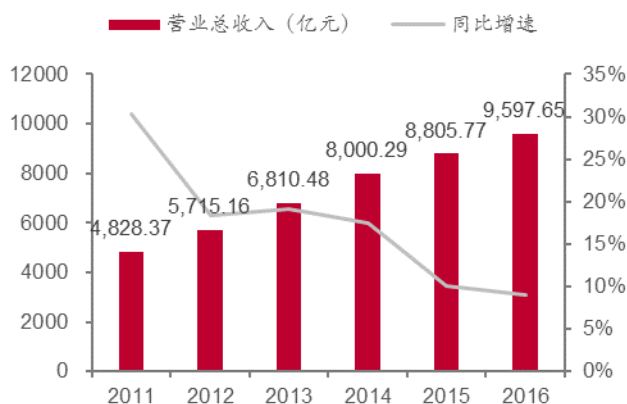
- 中国建筑股份有限公司的前身最早可以追溯至中央财政经济委员会总建筑处，为第一个五年计划做准备。在历史沿革中，先后经历了中华人民共和国建筑工程部、国家基本建设革命委员会、国家建工总局、中国建筑工程总公司，最终于 2007 年由中国建筑工程总公司、中国石油天然气集团公司、中国中化集团公司、宝钢集团有限公司 4 家企业共同发起设立中国建筑股份有限公司。2009 年 7 月中国建筑在 A 股上市，募资 501.6 亿元，是 2009 年全球股市最大一单 IPO。

2. 主营分析：房地产与建筑施工双支柱，基建是未来增长点

2.1. 公司整体业务情况

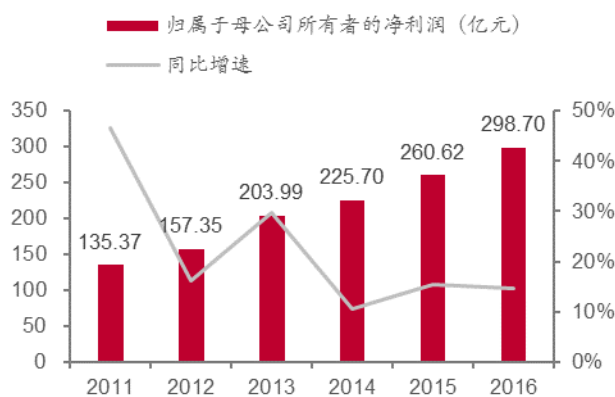
- 收入业绩稳健增长。**中国建筑是国内顶级的建筑+房地产综合企业，主营业务包括房屋建设工程、房地产开发与投资、基建与投资、设计勘察以及其他业务。公司 2013-2016 年营业总收入分别为 6811/8000/8806/9598 亿元，同比增长 19.17%/17.47%/10.07%/ 8.99%。归母净利润分别为 204/226/261/299 亿元，同比增长 29.64%/10.64%/15.47%/14.61%。收入与业绩均保持稳健增长。

图表 3：中国建筑营业收入及增速



来源：Wind，中泰证券研究所

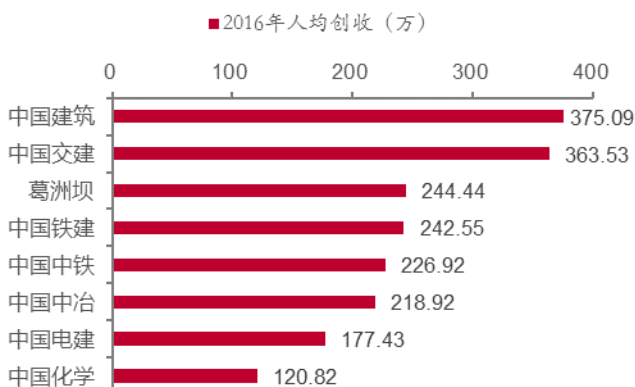
图表 4：中国建筑归母净利润及增速



来源：Wind，中泰证券研究所

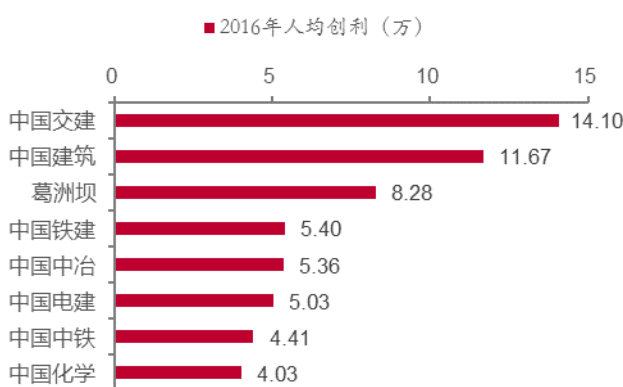
- 公司人均创收领先同业。**2016 年 8 个建筑央企人均创造营业收入额中中国建筑以 375.09 万元/人排名首位，同年人均创造归母净利润中中国建筑以 11.67 万元/人排名第二，仅次于中国交建的 14.10 万元/人。

图表 5：2016 年主要央企人均创收情况



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：2016 年主要央企人均创利情况

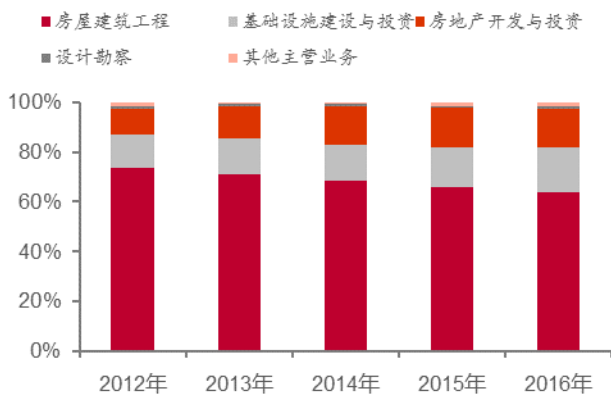


来源：Wind，中泰证券研究所

- 公司营业收入分业务占比中，房屋建筑工程占比最高，2016 年占比 63.77%，贡献了 39.78% 的毛利，呈逐年下降趋势。房地产开发与投资业务在主营业务收入构成中仅占 15.63%，却在总毛利中占据 41.60% 的**

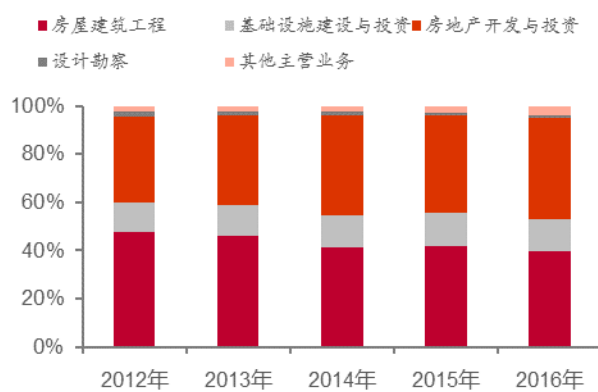
比重，是公司利润的主要来源。基建与投资业务收入占比为 17.88%，毛利占比为 13.47%，呈逐年上升趋势。另外设计勘察业务和其他业务占比较低，收入占比分别为 0.75%/1.98%，毛利占比分别为 1.37%/3.78%。

图表 7：中国建筑主营业务收入构成



来源：Wind，中泰证券研究所

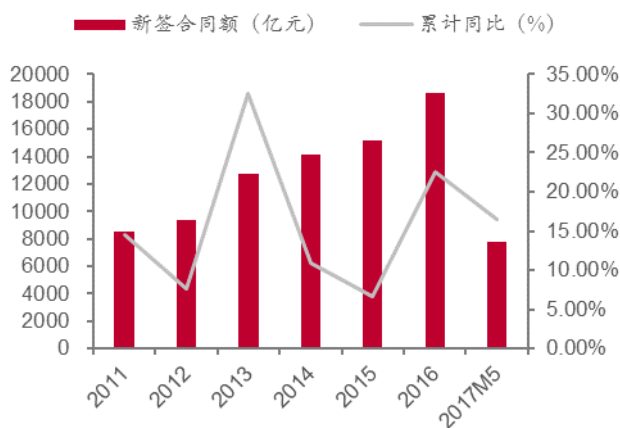
图表 8：中国建筑毛利构成



来源：Wind，中泰证券研究所

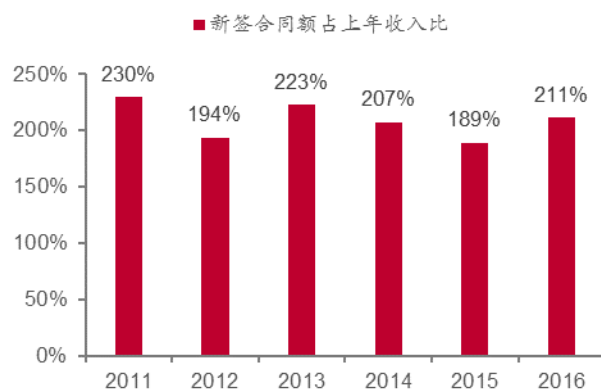
- **基建 PPP 带动 2016 年新签订单快速增长。**在基建 PPP 订单带动下，2016 年公司累计新签合同额 1.86 万亿，同比增长 22.5%，相比 2015 年的增速有较大回升。今年前五月订单仍保持较快增长。

图表 9：中国建筑累计新签订单及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

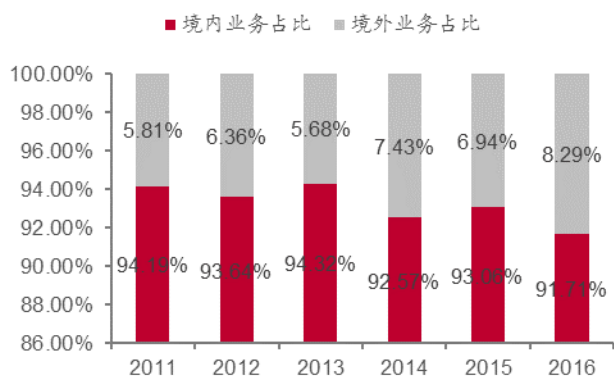
图表 10：中国建筑当年新签订单占上年收入比



来源：公司公告，中泰证券研究所

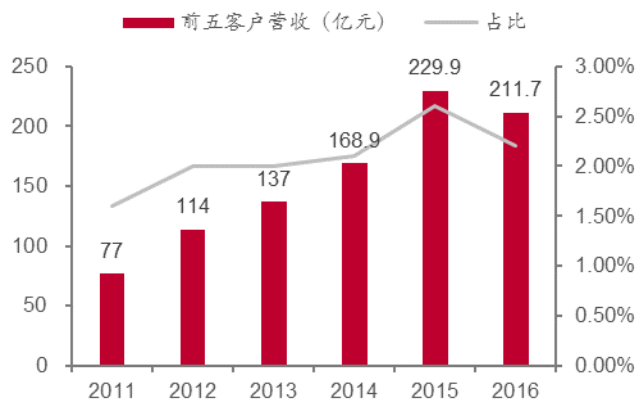
- **大客户业务量增长，海外业务比重提升。**截至 2016 年，公司海外业务占比 8.29%，出现明显上升。公司 2016 前 5 客户营收比重与 2015 年基本持平，2016 年为 211.7 亿元，占集团营收的 2.21%，较 2011 年有明显提升，表明公司正在不断注重大客户培育。

图表 11: 中国建筑分区域业务占比



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 中国建筑前五客户营收及占比

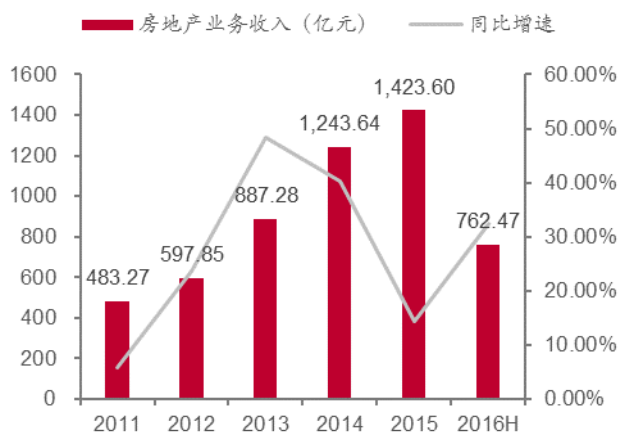


来源: Wind, 中泰证券研究所

2.2. 房地产是当前支柱业务

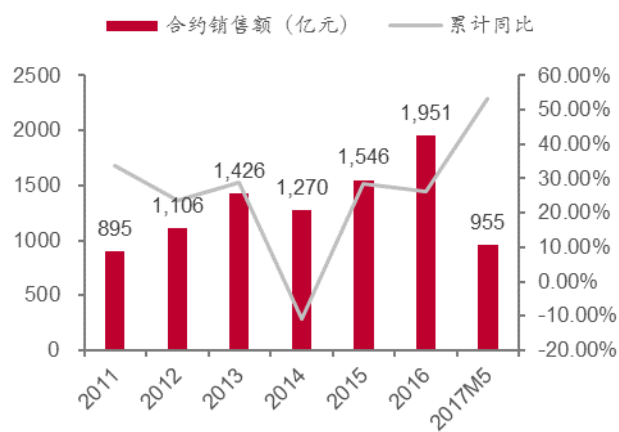
- 房地产开发是公司的支柱业务, 公司持续打造“中海地产”品牌, “中海地产”是中国海外集团房地产业务的品牌统称。经历 30 余年的品牌经营与实践, “中海地产”已发展成为中国房地产行业领导品牌。
- 2016 年, 中国建筑完成房地产业务营业收入 1519.78 亿元, 同比增长 6.76%。2016 年全年, 公司房地产合约销售额 1951 亿元, 同比增长 26.20%。公司年报资料显示, 公司房地产业务收入主要来自下属中海地产, 占比约 84%。2016 年由于中海地产收购中信地产与中信泰富持有的绝大部分住宅业务, 土地储备量创峰值, 期末达 7657 万平方米, 获取了新的经营资源与竞争优势, 拓展了公司地产业务未来的发展空间。

图表 13: 中国建筑房地产业务营业收入



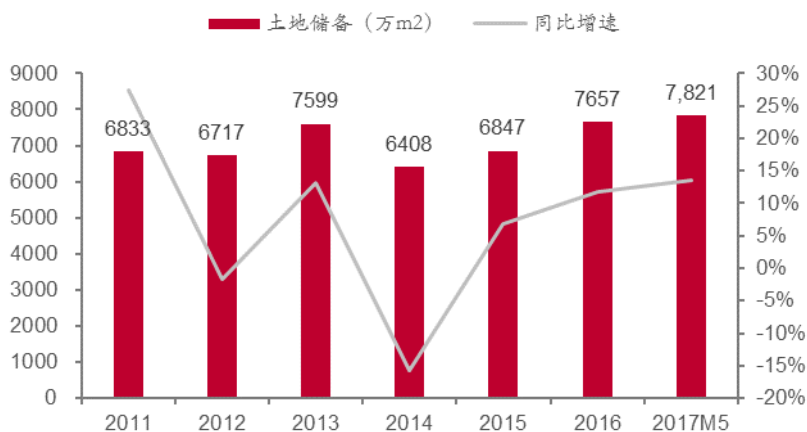
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 14: 中国建筑合约销售额



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 15: 中国建筑土地储备

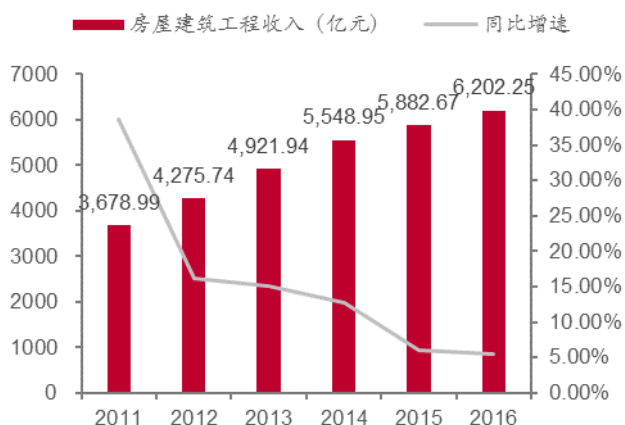


来源: Wind, 中泰证券研究所

2.3. 房建施工是当前收入主力、利润又一支柱

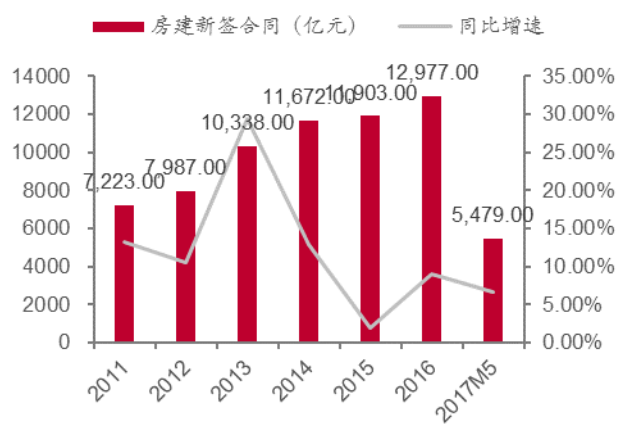
- 房建业务是公司目前业务支柱，收入的最主要来源。2016 年全年，公司房建业务新签合同额 12977 亿元，同比增长 9.02%；2016 年全年公司房建营收 6202.25 亿元，同比增长 5.43%。
- 为稳定公司房建业务的发展，公司主要实施了四项措施：一是深化高端营销，以总对总模式签署合作协议，提前锁定高端市场；二是确保大型项目的签订量，全年新签 10 亿元以上特大项目 308 个，大项目合同额占比近六成；三是集中大市场经营，华东、华南、华中三大区域合同额占比达六成以上；四是紧跟市场投资导向，教育、医疗、工业厂房等公建项目的增速均在 20% 以上。

图表 16: 中国建筑房建业务收入及增速

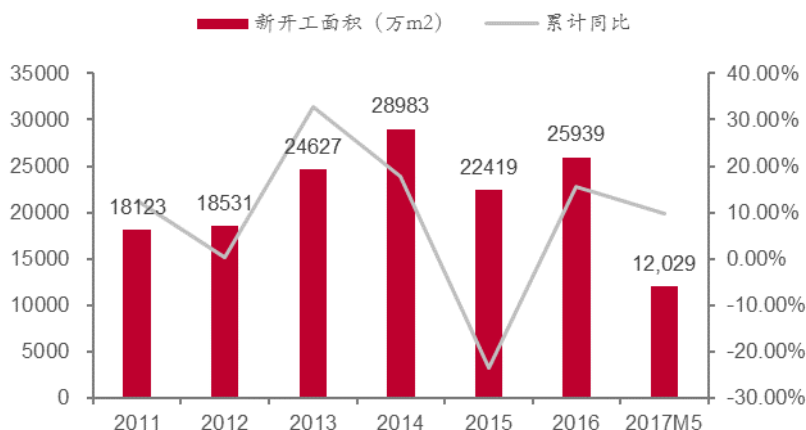


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 17: 中国建筑房建新签合同额及增速



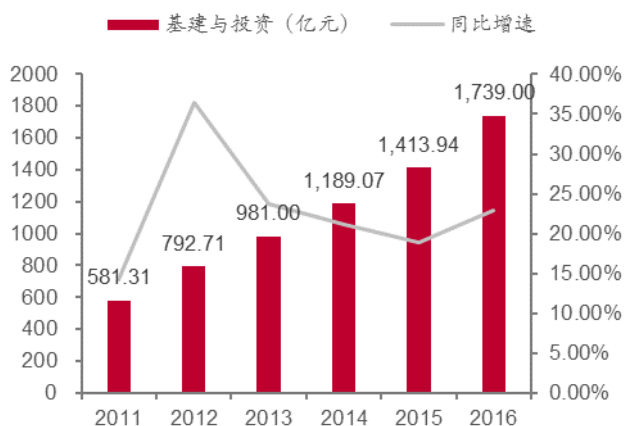
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 18: 中国建筑新开工面积


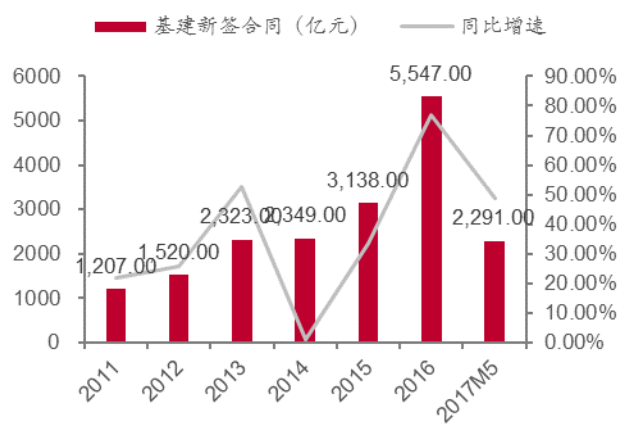
来源: Wind, 中泰证券研究所

2.4. 基建业务是未来增长点

- 公司是中国基础设施投资与建设的主力企业。**在公路、铁路、市政、水工、能源、石油化工、水务、环保、节能和远程通讯等基础设施领域业绩骄人，坚持节能环保、绿色可持续发展理念，注重基础设施事业高品质、高价值发展。
- 基建业务是公司目前的一个重要增长点。**公司基础设施业务飞速发展，业绩迎来突破性增长。公司紧跟“一带一路”、“京津冀一体化”和“长江经济带”三大国家战略，通过高端对接、融投资带动和商业模式创新等措施，不断提升基础设施业务投资、建设和运营水平。2016 年全年实现基建新签合同额 5547 亿元，同比增长 76.77%；2016 年全年实现基建营业收入 1739 亿元，同比增长 22.99%。基建订单与合同增速均显著快于房建业务，未来占比有望不断提升。

图表 19: 中国建筑基建业务收入及增速


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

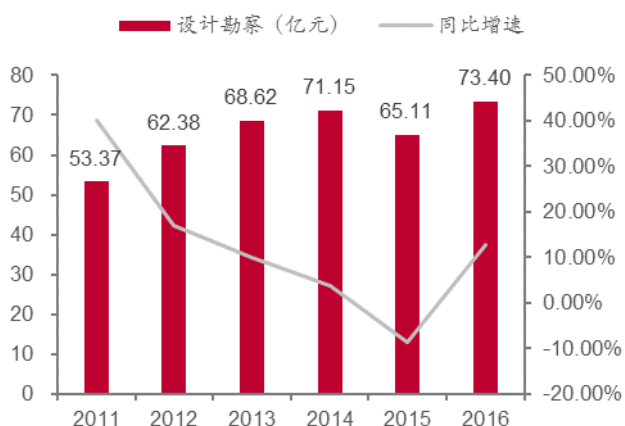
图表 20: 中国建筑基建新签合同额及增速


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

2.5. 勘察设计业务实力领先

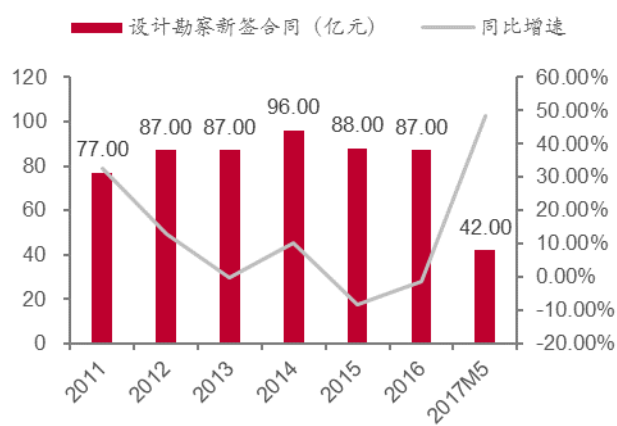
- 公司下属的中国中建设计集团有限公司，是中国最大的工程设计勘察企业集团，主要由 7 家具有甲级设计资质的大型设计勘察企业组成。市场范围分布在中国各主要经济区域，是所处地区领先的设计企业。
- 2016 年受宏观经济形势影响，作为建筑业上游的勘察设计业务受到冲击，公司勘察设计业务实现新签合同额 87 亿元，同比小幅下降 1.14%。2017 年前五月勘察设计订单同比增长约 48%，大幅改善，预示后续公司整体订单有望保持良好趋势。

图表 21：中国建筑勘察设计业务收入及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 22：中国建筑勘察设计新签合同额及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

3. 房地产销售势头良好，盈利稳健，现金流水平极佳

3.1. 中海地产为行业盈利龙头，现金流水平极佳

- 中国海外发展有限公司（中海发展）是中国建筑工程总公司旗下中国海外集团的房地产业务平台，公司于 1979 年在香港创立，1992 年在港交所上市（00688.HK），发行 8.2 亿股，募资 8.45 亿港元，中海发展于 2007 年入选恒生指数成份股。2010 年 3 月，中海以 15 亿港元收购控股光大地产 70% 股权的蚬壳电器 50.1% 股权，并将蚬壳电器更名为“中国海外宏洋”，中海宏洋主要布局于三四线城市。2013 年 8 月中国建筑宣布将旗下房地产业务注入中海，支付对价为中海向其发行总价 338.2 亿元的股票。中国建筑目前持有中国海外发展 55.99% 股票份额。

图表 23：中国海外发展历史沿革


来源：公开资料整理，中泰证券研究所

- **中国海外发展占据我国房地产企业盈利龙头地位。**2016年由国务院发展研究核心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院共同发布的2016年房地产百强企业排名中，中海在综合实力中排名第4，在盈利性中排名第1。

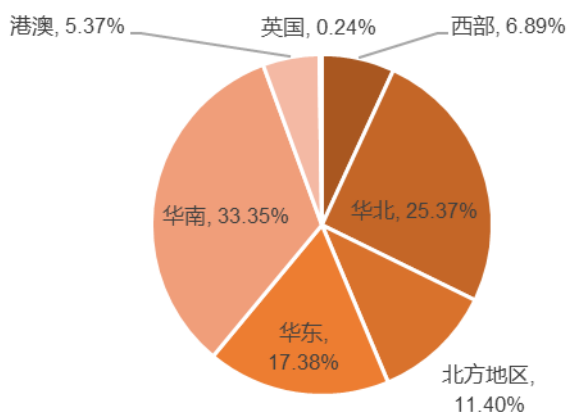
图表 24：2016 年房地产百强企业 TOP10

排名	2016 百强“综合实力 TOP10”	2016 百强“盈利性 TOP10”
1	万科企业股份有限公司	中国海外发展有限公司
2	保利房地产（集团）股份有限公司	华夏幸福基业股份有限公司
3	恒大地产集团有限公司	保利房地产（集团）股份有限公司
4	中国海外发展有限公司	旭辉控股（集团）有限公司
5	绿地控股集团股份有限公司	龙光地产控股有限公司
6	碧桂园控股有限公司	上海三盛宏业投资（集团）有限责任公司
7	绿城房地产集团有限公司	卓越置业集团有限公司
8	华润置地有限公司	中冶置业集团有限公司
9	龙湖地产有限公司	杭州滨江房产集团股份有限公司
10	华夏幸福基业股份有限公司	国瑞置业有限公司

来源：国务院发展研究核心企业研究所，清华大学房地产研究所，中国指数研究院，中泰证券研究所

- 从业务区域分布角度看，大陆境内业务占绝对比重，占总业务的 94%，港澳业务仅占 5%，而境内业务中华南地区和华北地区业务比重较大，分别占总业务的 33%和 25%。

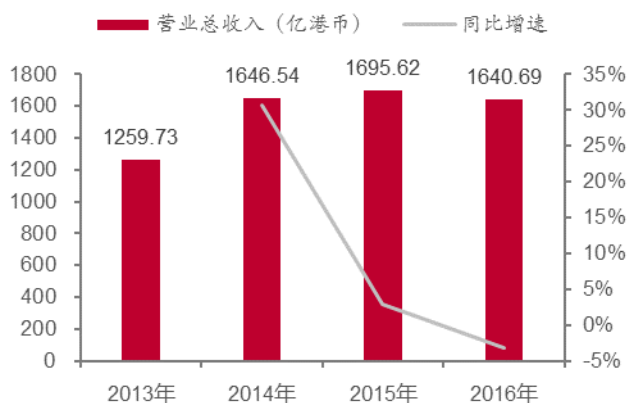
图表 25: 中海主营业务地域分布



来源: Wind, 中泰证券研究所

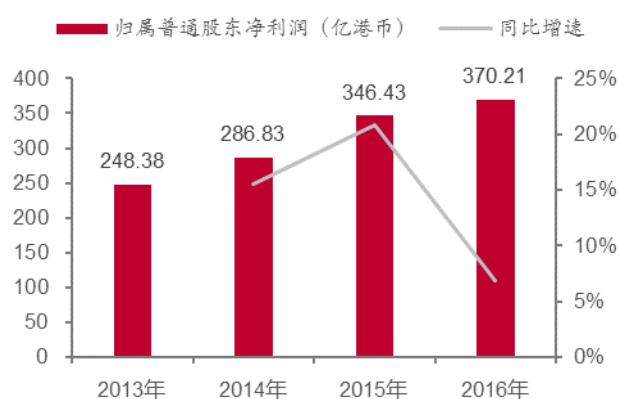
- 公司历史业绩及其稳定优异, 受国内地产环境先松后紧、人民币升值、并购整合等因素影响, 中海发展 2016 年业绩放缓。2011-2015 年公司业绩 CAGR=20%左右, 及其稳定优异。中海发展 2016 年营收港币 1641 亿元, 同比下降 3.24%; 归母净利润 370 亿港元, 同比增长 6.86%, 若剔除中信地产业务所产生的盈亏, 则归母净利润为同增 14.1%。

图表 26: 中国海外发展营业总收入及增速

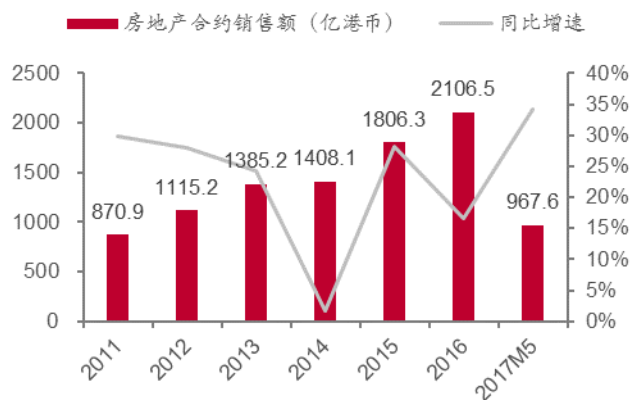


来源: 公司年报, 中泰证券研究所, 数据为公司追溯调整后数据

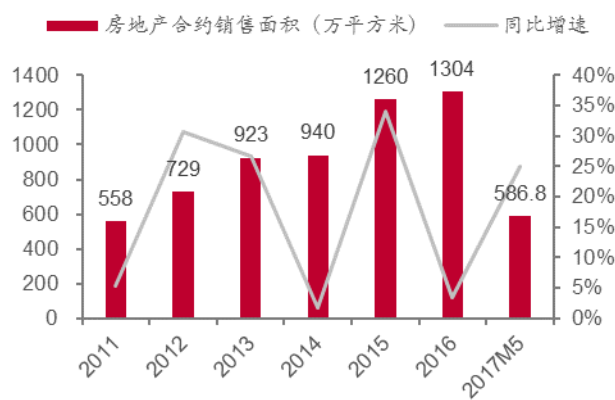
图表 27: 中国海外发展净利润及增速



来源: 公司年报, 中泰证券研究所, 数据为公司追溯调整后数据

图表 28：中国海外发展房地产合约销售额及增速


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 29：中国海外发展房地产合约销售面积及增速


来源：Wind，中泰证券研究所

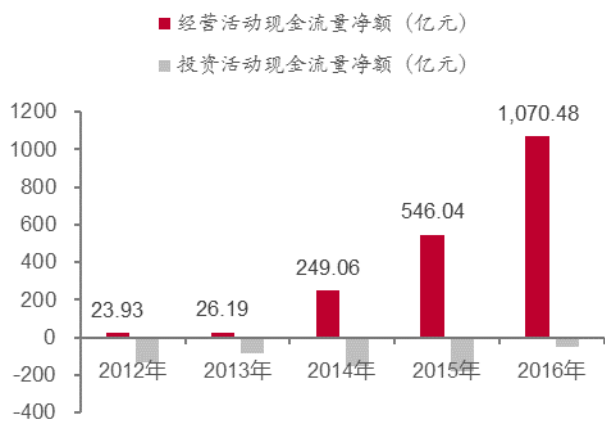
- 中国海外发展营运能力居同业首位，且利润优势明显。**香港主要房地产企业中，中国海外发展的资产周转率居首位，公司营运能力明显强于同业企业。同时公司 ROE 达到 16.66%，在十家企业中居第三名，利润优势明显。

图表 30：2016 年香港房地产主要企业财务数据对比

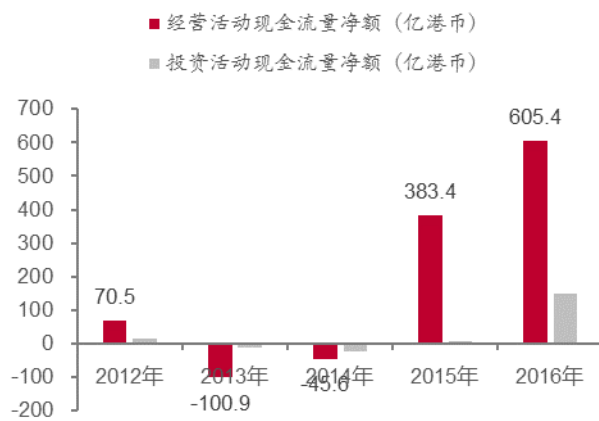
代码	简称	ROE	ROE 排名	资产周转率	资产周转率排名
0688.HK	中国海外发展	16.66	3	0.32	1
1109.HK	华润置地	16.75	2	0.27	3
2202.HK	万科企业	18.53	1	0.32	2
0001.HK	长和	8.37	4	0.25	4
0012.HK	恒基地产	8.32	5	0.07	9
1113.HK	长实地产	7.19	6	0.18	5
1972.HK	太古地产	6.68	9	0.06	10
0019.HK	太古股份公司 A	4.29	10	0.17	6
0004.HK	九龙仓集团	6.77	8	0.11	8
0016.HK	新鸿基地产	6.97	7	0.15	7

来源：Wind，中泰证券研究所

- 公司地产业务现金流优异。**中海 2015-2016 年经营活动现金流量分别净流入 383/605 亿港元，地产业务极大地提升公司近两年的现金流情况。公司经营活动现金流量净额近三年持续高速增长，2014-2016 年分别净流入 249/546/1070 亿元，而投资活动现金流量净额保持稳定。

图表 31：中国建筑现金流情况


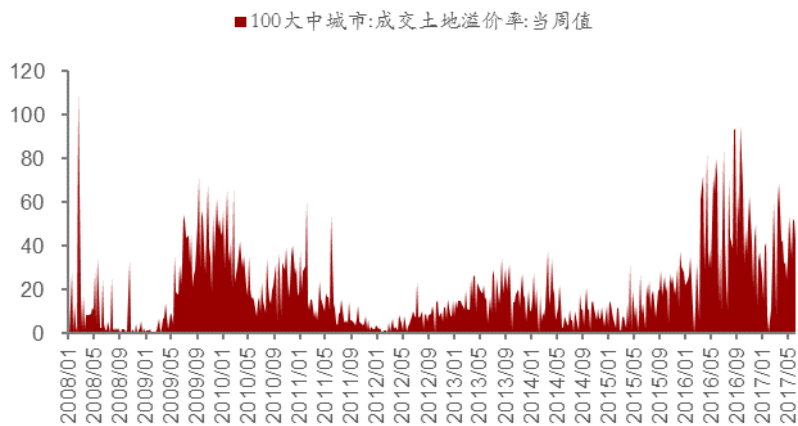
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 32：中国海外发展现金流情况


来源：Wind，中泰证券研究所

3.2. 外延并购中信地产，低成本获取丰富土地储备，龙头地位继续巩固

- **土地市场“地王”频现，并购获取土地资源方式优势大。**在 2016 年初至今热点城市土地市场成交价格不断攀升，“地王”频现，在这种市场背景下，传统招拍挂方式取得土地往往伴随着过高的土地溢价率。而相比之下，通过并购拥有土地资源的地产企业不仅获取地产资源速度较快，相较招拍挂成本更低。

图表 33：100 大中城市成交土地溢价率


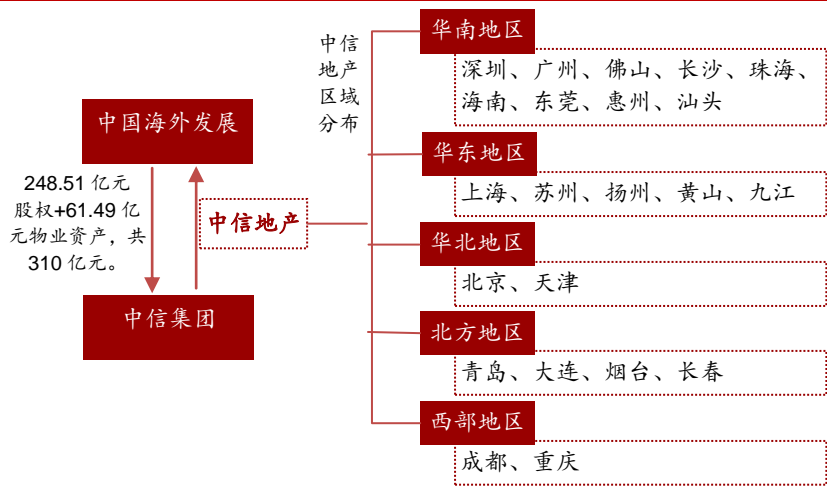
来源：Wind，中泰证券研究所

- **中国海外发展并购中信地产，巩固龙头地位。**2016 年 3 月 14 日，中海发布公告称，以 310 亿元的价格并购中信股份旗下的中信地产全部股权，以及中信泰富在国内的住宅地产，并购后中信股份的所有住宅业务实现剥离。
- 在该并购具体实施方案中，中海以增发股份和转让公司旗下资产作为交易对价购买中信地产业务，向中信集团以每股 27.13 港币的价格增发股票 10.96 亿股，股权价值约人民币 248.51 亿元，增发后占公司总股本的

10%，另外将价值约 61.49 亿元的物业资产转让给中信集团。

- 所购买的中信地产业务包括 121 个物业项目，截至 2016 年 4 月这些物业项目总建筑面积达 3155 万平方米，中信集团地产业务所持有的总权益建筑面积达 2352 万平方米，分布在国内 22 个重要经济城市中，大多数为一、二线城市，这些物业主要为开发中的物业和持有未来发展的物业，同时还有已落成的物业。以所持有的权益建筑面积计算，平均收购价格仅为 1318 元/平方米，价格明显低于市价。

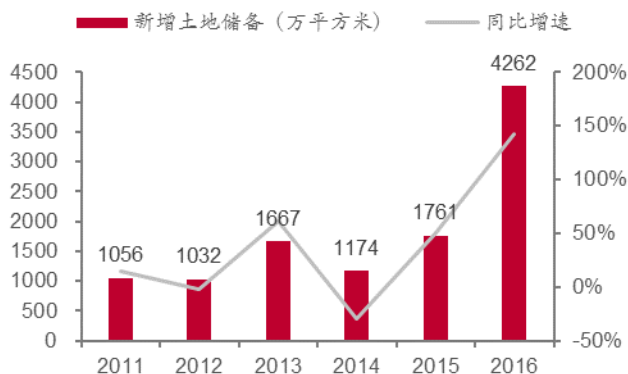
图表 34：中海并购中信地产示意图



来源：公司公告，中泰证券研究所

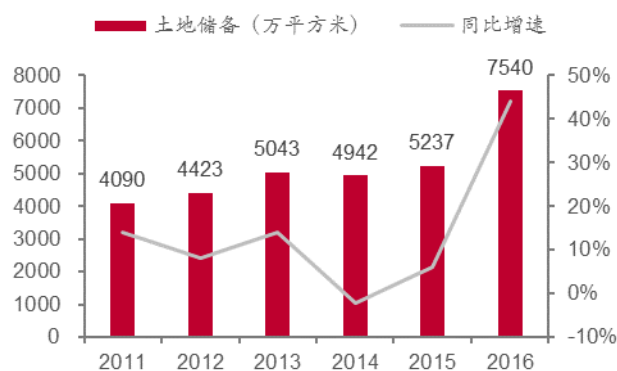
- 中国海外发展在 2016 年新购土地速度放缓，但土地储备存量在并购中信地产业务后创历史峰值。2016 年公司新购土地面积 972 万平方米，中海宏洋新增土地储备 135 万平方米，加上并购中信地产后新增的 3155 万平方米土地储备，公司 2016 年新增土地储备达 4262 万平方米，同增 142%；据 2016 年年报数据，中国海外发展土地储备存量已达 7540 万平方米，创历史峰值。

图表 35：中国海外发展新增土地储备（含中海宏洋）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 36：中国海外发展土地储备（含中海宏洋）

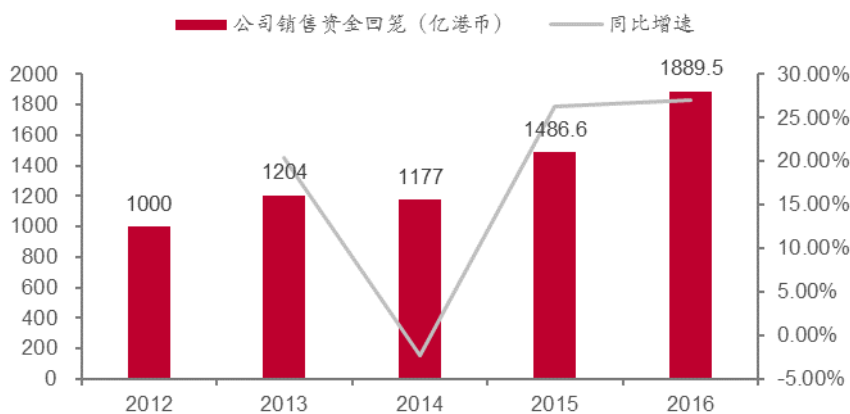


来源：Wind，中泰证券研究所

- 并购中信地产后土地储备压力减小，在手资金充裕。并购中信地产后带

来大量土地储备，公司土地费用支出大幅减小，再加上国内银行流动性有所改善，公司销售回笼资金在 2016 年达 1889.5 亿港元，为近 5 年新高，由于并购中信地产使用股权及资产置换，因此公司不仅获取大量土地储备，还手握大量资金可供公司进一步扩展地产业务。

图表 37：中海地产销售回笼资金及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

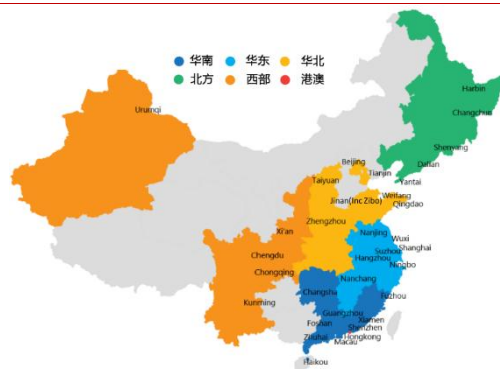
- 土地储备质量高，华北、华南地区占比大。整体来看，中海所拥有的土地储备较为优质，给公司未来业绩增长带来质量上的保证。中海地产旗下的土地储备主要集中在华北、华南地区和北方地区，三地区的土地储备占比分布为 28.43%/24.07%/20.94%。

图表 38：中海地产土地储备分布表

地区	楼面面积 (万平方米)	占比
华南	1366.6	24.07%
华东	610.4	10.75%
华北	1613.8	28.43%
北方	1188.6	20.94%
西部	878.8	15.48%
港澳	19.0	0.33%
总计	5677.2	100.00%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 39：中海地产土地储备分布图



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 并购的中信地产土地储备与公司重点覆盖城市重合。2016 年公司并购的中信地产业务给公司带来的 3155 万平方米土地储备中，主要集中在华南地区，与中海地产重点发展的华南地区业务重合。且中信地产土地储备均主要位于中海地产的十个重点城市中，3155 万平方米土地储备中有 2097 万平方米位于中海十个重点城市，占比 66.5%；2352 万平方米权益土地储备中有 1404 万平方米位于中海十个重点城市，占比 59.7%。

图表 40: 中信地产土地储备分布表

地区	总建筑物面积 (万平方米)	占比
华南	1432.4	45.4%
华东	508.0	16.1%
华北	479.6	15.2%
北方	328.1	10.4%
西部	407.0	12.9%
总计	3155.0	100%

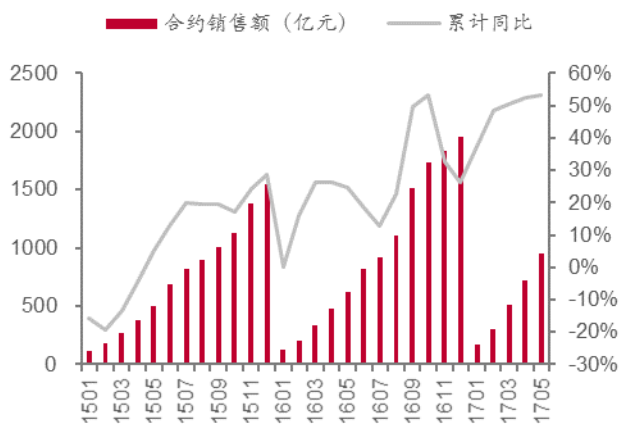
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 41: 中信地产土地储备分布图

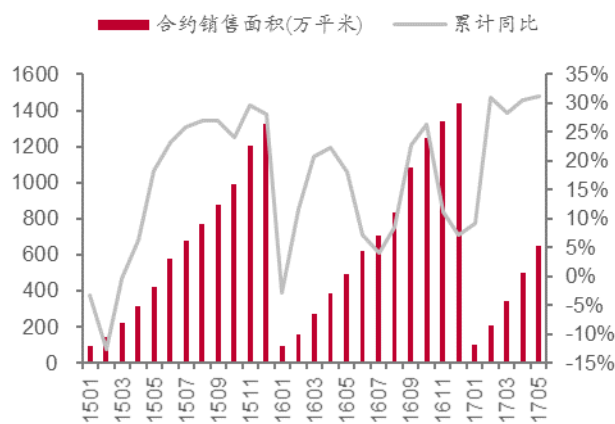

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

3.3. 地产销售势头良好为明后两年业绩稳健增长奠定坚实基础

- 2017 年 1-5 月公司地产业务合约销售额 955 亿元, 同增 53.3%, 较 1-4 月提升 0.8 个 pct, 自 1 月份以来持续加速, 势头强劲; 合约销售面积 650 万平方米, 同增 31.1%, 较 1-4 月提升 0.6 个 pct。其中 5 月单月销售额及销售面积分别增长 55%/33%。地产销售势头良好为明后两年业绩稳健增长奠定坚实基础

图表 42: 中国建筑地产合约销售额及增速


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 43: 中国建筑地产合约销售面积及增速


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

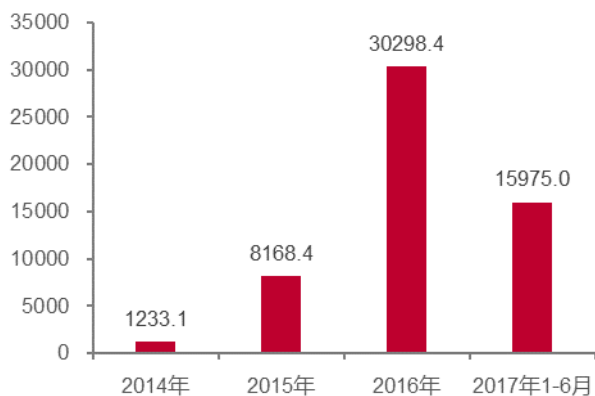
4. 借力 PPP 东风, 基建订单放量促业务结构加速优化

4.1. 上半年 PPP 落地同比高增, 政策规范利于行业长期健康发展

- 上半年 PPP 行业成交高增长。根据龙元明城公布数据, 1-6 月全国 PPP 累计成交金额 15975 亿元, 同比增长 52%, 其中 6 月单月成交 4058 亿元, 同比增长 26%, 环比增长 49%, PPP 订单高增速仍在持续。
- 利率上行不改今年行业高增长。即便在 50 号文出台及资金价格上涨背

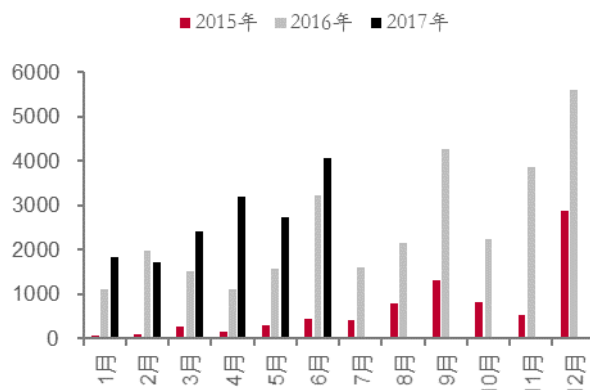
景下，上半年 PPP 订单高速增长仍在持续。我们认为近期 PPP 系列规范化政策利好 PPP 行业长远发展，而资金价格将逐渐向政府转嫁，双边浮动利率条款将是大趋势，该落地的政府项目不会因为当期价格贵一点就非要等到过几年利率降下来再做。尽管后续边际增速可能阶段性承压（预计政策和资金压力对后续 PPP 项目签约落地都会产生一定影响），但并不改变今年 PPP 行业高增长的性质。

图表 44：全国 PPP 项目成交情况（亿元）



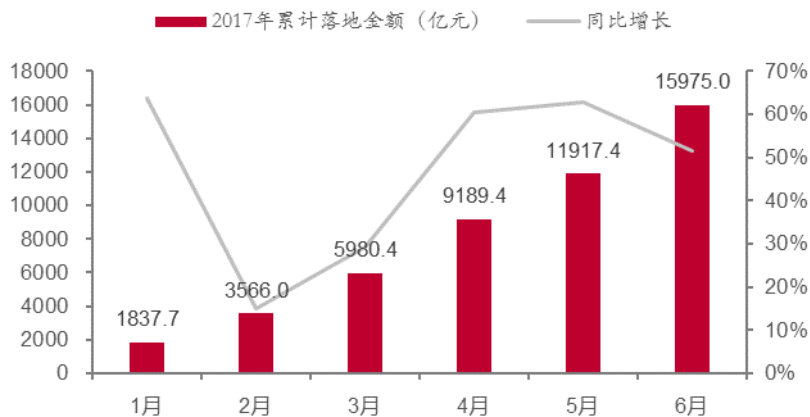
来源：龙元明城 PPP 研究中心, 中泰证券研究所

图表 45：2015 年至今月度成交金额对比（亿元）



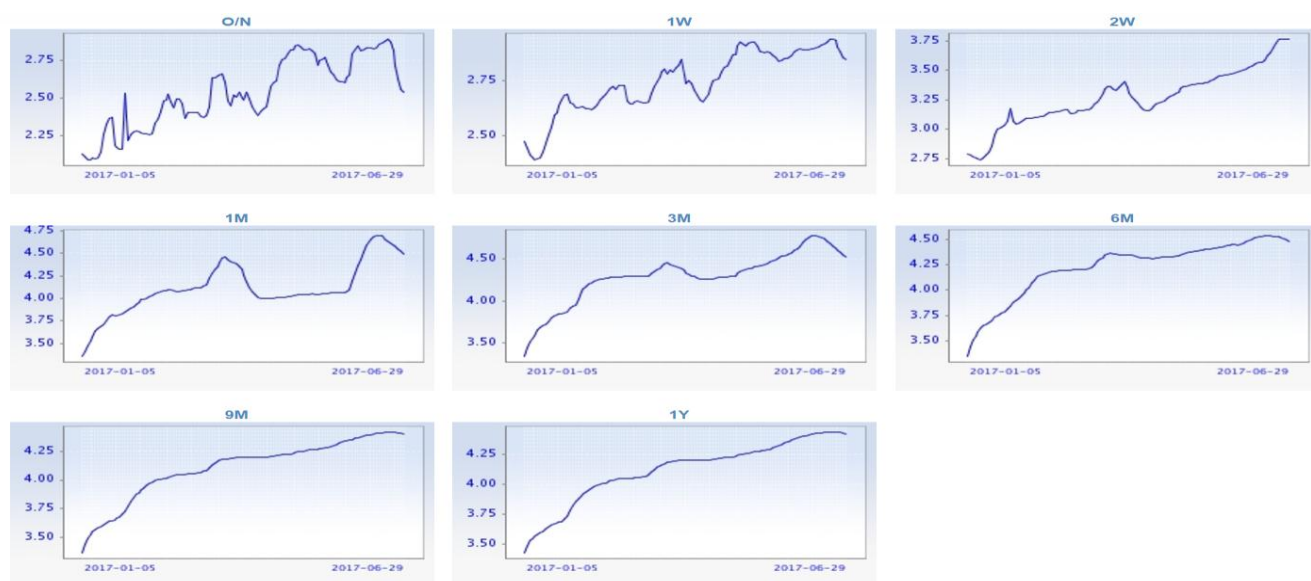
来源：龙元明城 PPP 研究中心, 中泰证券研究所

图表 46：PPP 项目 2017 年 1-6 月累计落地金额及增速



来源：龙元明城 PPP 研究中心和 PPP 知乎微信公众号根据公开招投标信息整理, 中泰证券研究所

- **近期利率出现下行，最紧张时刻可能已经过去。**近期，上海银行间各期限拆放利率 (Shibor) 开始出现下行，630 银行 MPA 考核之前的流动性紧张程度低于预期。6 月份以来十年期国债的收益率下行幅度明显，已从最高点 3.7% 回落至 3.5% 附近，市场对于流动性紧张程度的预期正在修正，目前市场预期逐渐转为今年三季度流动性好于二季度。

图表 47: Shibor 各期限利率近期走势图汇总


来源：中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心，中泰证券研究所

- **政策规范利于 PPP 可持续健康发展，堵住偏门只留合规 PPP 一条康庄大道。**5 月以来财政部接连下发 50 号文，财政部 87 号文，都旨在促进 PPP 健康可持续发展，要求地方政府、社会投资人转向合规的 PPP 项目。50 号文最主要的是限制地方政府通过融资平台违规举债投资项目，融资平台收到抑制后，政府只能转向 PPP 模式来进行基建项目投融资。87 号文堵住政府购买服务的偏门，进一步逼迫地方政府转向合规 PPP。
- **PPP 资产证券化迎重大突破，有望进入全面发展期。**6 月 19 日，财政部、中国人民银行、中国证监会发布了《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》。《通知》的推出体现了政府对 PPP 资产证券化的大力支持态度，坚定了社会各界参与 PPP 项目的积极性和信心，PPP 资产证券化迎重大利好。相比发改委与证监会去年 12 月推出的 2698 号文，此次《通知》有以下重大突破：1. 明确拓展了 PPP 可证券化基础资产，提出了 PPP 相关未来收益权、股权、PPPreits 等创新方向；2. 放宽了对 PPP 项目运营期限的要求，仅对股权证券化有运营期满 2 年的要求，对债权等证券化无运营期限要求，甚至鼓励探索在建设期进行资产证券化；3. 明确了使用者付费、政府付费、可行性缺口补助等不同类型的 PPP 项目都可进行资产证券化，可证券化 PPP 项目大为丰富；4. 本次财政部联手央行、证监会共同推动资产证券化，央行负责监管资产支持票据(ABN)，证监会负责监管资产支持证券(ABS)，PPP 资产证券化进入双引擎驱动时代。我们认为，此次《通知》极大的拓宽了 PPP 资产证券化的可操作性空间，有望促 PPP 资产证券化进入全面推广期。

图表 48: 55 号文 PPP 资产证券化部分要求

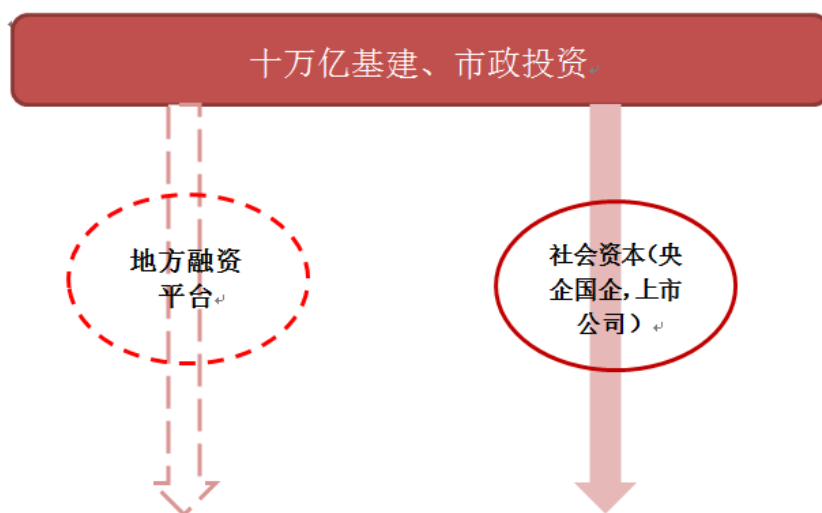
PPP 项目可资产证券化层面	具体条件
项目公司层面	对于运营阶段的项目，项目公司可以采用使用者付费、政府付费、可行性缺口补助等不同类型项下的收益权、合同债权作为基础资产，发行资产证券化产品。
项目公司股权层面	在项目运营满 2 年后，探索项目公司股东以能够带来现金流的股权作为基础资产，并约定控股股东及其他股东发行规模分别不得超过股权带来现金流现值的 50% 及 70%。
项目公司产业链层面	在项目运营阶段，为项目公司提供融资支持的各类债权人，以及为项目公司提供建设支持的承包商等企业作为发起人（原始权益人），可以合同债权、收益权等作为基础资产，按监管规定发行资产证券化产品，多渠道筹集资金，支持 PPP 项目建设实施。

来源：财政部官网，中泰证券研究所

4.4. PPP 时代央企强者恒强，市占率快速提升

- 自 2014 年以来的 PPP 推广政策，并非一个增量市场，而是用社会资本替代融资平台的替换市场。但在这个替换过程中，央企国企及上市建筑公司，凭借资金等综合实力快速提高市占率。其中，建筑央企凭借融资成本低、项目管理能力强、信誉好、资源组织能力强等诸多优势站在了基建投融资的中心地位。地方政府在失去融资平台融资弹性后，纷纷拥抱建筑央企希望后者成为其基建投融资的主办人。

图表 49: PPP 模式转变基建市政投融资



来源：中泰证券研究所

- 基建类订单正加速向大型央企集中，央企与地方政府间上千亿框架协议频频出现。据粗略统计七大建筑央企合计中标 PPP 订单在 1.7 万亿左右，占总落地 PPP 项目的 50%。借助 PPP 推广大潮，央企新签订单占行业总订单比也在 2014 年起快速提升，2016 年 8 大央企订单占比已达 29.11%。

图表 50: 建筑央企与地方政府签订的框架协议

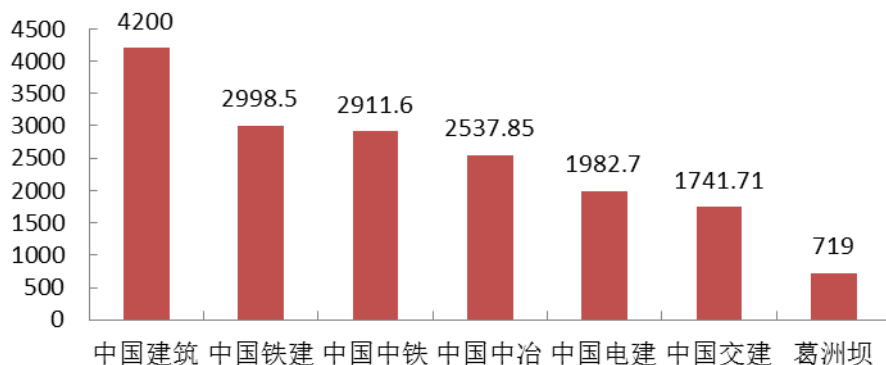
公司名称	公告日期	项目名称	金额 (亿)
中国中铁	2016/2/2	杭州政府、光大银行签署《战略合作框架协议》	1000
中国中铁	2016/3/3	昆明市人民政府签署了《战略合作框架协议》	1200
中国中铁	2016/4/9	河南省人民政府签署了《战略合作协议》	2500
中国中铁	2016/8/26	贵阳市人民政府签署《战略合作框架协议》	800
中国中铁	2016/11/22	武汉市人民政府签署了《战略合作框架协议》	1000
中国中铁	2017/3/16	与四川省人民政府签署了《战略合作框架协议》	3000
中国建筑	2016/3/22	西安市人民政府签署《战略合作框架协议》	800
中国建筑	2016/5/31	湖南省政府签署《“十三五”战略合作协议》	1000
中国建筑	2016/7/2	青海省人民政府签署《战略合作框架协议》	1000
中国建筑	2016/7/29	辽宁省人民政府签署《战略合作协议》	1500
中国建筑	2016/12/22	赤峰市人民政府签署《项目合作框架协议》	600
中国建筑	2016/12/22	河南省人民政府签署《战略合作协议》	1000
葛洲坝	2016/5/12	贵州省人民政府中国葛洲坝集团股份有限公司战略合作框架协议	600
葛洲坝	2016/6/3	关于加强重点流域水环境综合治理战略合作框架协议	500
葛洲坝	2016/7/12	云南省人民政府中国葛洲坝集团股份有限公司战略合作框架协议	500
葛洲坝	2016/7/20	贵州省发改委签订《铁路建设战略合作框架协议》	400
葛洲坝	2016/8/29	南京市六合区人民政府与中国葛洲坝集团股份有限公司战略合作框架协议	150
葛洲坝	2017/4/10	四川省人民政府中国葛洲坝集团股份有限公司战略合作协议	2000

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

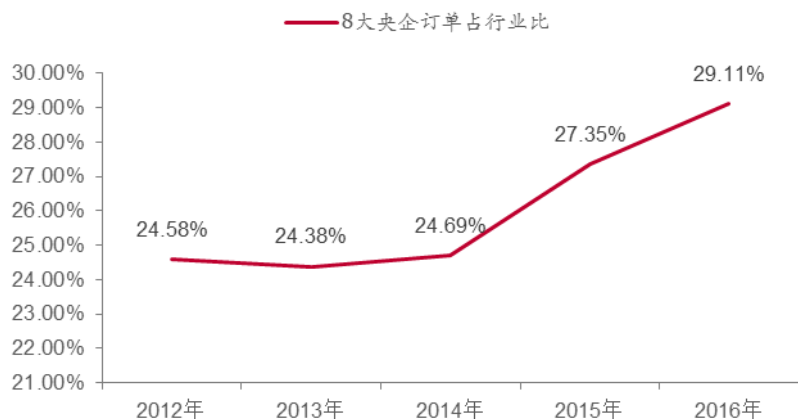
图表 51: 七大央企 2016 年 PPP 订单情况

公司	中标 PPP 金额	合同总金额	占比
中国中铁	2911.6	12350	24%
中国铁建	2998.5	12191	25%
中国建筑	4200.0	18612	23%
中国中冶	2537.9	5024	51%
中国电建	1982.7	3610	55%
葛洲坝	719.0	2136	34%
中国交建	1741.7	7308	24%
合计	17091.4	61231	28%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 52： 7 大央企 2016 年 PPP 订单情况


来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 53： 8 大央企订单占建筑行业比


来源：Wind, 中泰证券研究所

- 公司获取 PPP 项目具备极强优势，龙头地位凸显。**公司为建筑央企龙头，具有建筑全产业链优势，融资渠道顺畅，与地方政府合作关系良好，获取 PPP 项目具有明显优势。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。目前，全集团在施 PPP 项目 60 个，计划权益投资额 1148 亿元，已累计完成权益投资额 234 亿元。

图表 54： 中国建筑近两年公告新签 PPP 订单情况

年份	新签 PPP 订单额 (亿元)	新签 PPP 订单占收入比
2015 年	181.9	2.07%
2016 年	1157.4	13.14%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 55：中国建筑 2016 年至今已公告新承接的 PPP 订单情况

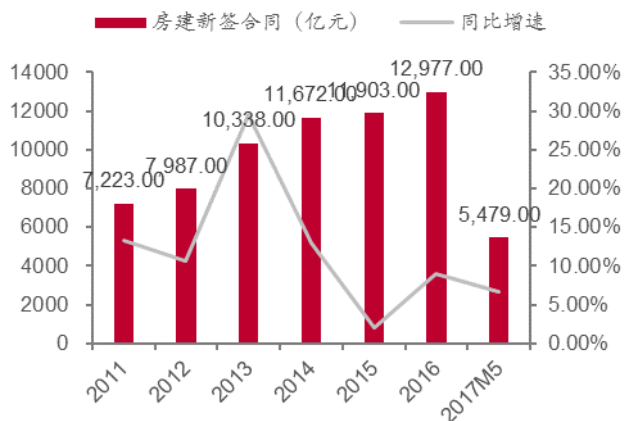
公告日期	项目名称	金额 (亿)
2016/1/26	重庆巴南区龙洲湾隧道 PPP 项目	26.3
2016/2/25	湖南长沙县城区扩容提质基础设施 PPP 项目	25.6
2016/3/23	贵州省正安至习水高速公路 PPP 项目	153
2016/4/26	湖北十堰地下综合管廊 PPP 项目	28.1
2016/5/24	湖南宁乡“十三五”国省干线公路及部分市政道路建设运营维护 PPP 项目	50
2016/7/25	河北石家庄国际展览中心 PPP 项目	30
2016/7/25	辽宁沈阳城市地下综合管廊（南运河段）PPP 项目	35.6
2016/8/27	河北石家高速公路 PPP 项目	116
2016/8/27	新疆石河子市地下综合管廊 PPP 项目	24
2016/8/27	吉林通化地下综合管廊及道路改造 PPP 项目	73.4
2016/9/28	湖南长沙地下管廊 PPP 项目	29.9
2016/9/28	福建漳州南江滨路工程 PPP 项目	24.1
2016/10/25	广东深汕特别合作区小漠国际物流港（一期）陆域形成及配套路网 PPP 项目	41.5
2016/10/25	山东淄博齐鲁化工区金山产业园基础设施建设 PPP 项目	27.8
2016/11/29	江苏徐州轨道交通 3 号线一期工程 PPP 项目	76.7
2016/11/29	山东威海中韩自贸区经贸交流中心及东部滨海新城配套市政道路 PPP 项目	63.8
2016/11/29	陕西西安地下综合管廊建设 PPP 项目 I 标段	30.1
2016/11/29	山东青岛市民健身中心 PPP 项目	20.6
2016/11/29	湖南张家界机场第二通道及杨家界大道 PPP 项目	20.6
2016/12/28	山东青岛蓝色经济职业技术学院及五所高中租赁型人才公寓建设 PPP 项目	24
2016/12/28	福建漳州台商投资区水环境综合整治 PPP 项目	36.9
2016/12/28	河北沧州大宗散货物流园区及码头 PPP 项目	34.2
2016/12/28	新疆石河子地下综合管廊 PPP 项目	24.1
2016/12/28	青海海东核心区地下综合管廊 PPP 项目	21.1
截至 2016 年底		1037.4
2017/1/24	内蒙古赤峰中环路快速化改造工程 PPP 项目	77
2017/1/24	湖北黄石大冶湖生态核心区地下综合管廊 PPP 项目	27.2
2017/2/24	湖南长沙黄花综合保税区（首期）PPP 项目	21.2
2017/3/24	重庆轨道交通九号线一期工程 PPP 项目	84
2017/3/24	山东济宁任城区基础设施提升工程（一期）PPP 项目	25.4
2017/4/28	山东淄博齐鲁化工区金山产业园基础设施建设 PPP 项目	22
2017/5/26	河南三门峡国道 310 洛三界至豫陕界段南移新建工程 PPP 项目	30.9
2017/5/26	陕西西安幸福林带建设工程 PPP 项目	30
2017/6/15	武汉黄陂区机场快线及路网建设工程 PPP 项目施工总承包合同（PPP 项目）	32.1
2017/6/15	安徽省淮南市中兴路、南纬七路及综合管廊 PPP 项目（PPP 项目）	7.2
2017/6/24	陕西西安未央区徐家湾地区综合改造 PPP 项目	25.7
2017/6/24	云南华坪至丽江高速公路 PPP 项目	100.3
2017/6/24	河南郑州轨道交通 3 号线一期工程 PPP 项目	48.8
2017/6/24	湖南长沙高新技术产业区路网工程 PPP 项目	36
2017/6/24	内蒙古呼和浩特哈拉更干沟综合治理一期工程及二期工程一标段 PPP 项目	29.6
2017/6/24	湖北武汉黄陂区前祁天骨干路网工程建设 PPP 项目	21.2
2017 年至今		618.6

来源：公司公告，中泰证券研究所

4.2. 基建业务放量有望提升公司整体毛利率

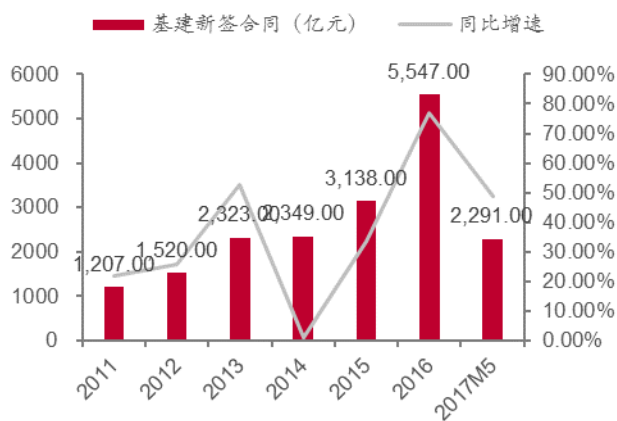
- **PPP 订单推动基建新签合同放量。**从基建业务订单整体上看，中国建筑基建订单在 2016 年年底达到 5547 亿元，同比增长 76.77%，实现爆发式增长，在订单中占比也由 2015 年的 21% 上升至 30%。相应的房建订单增速相对较慢，占比则有所下降。

图表 56：中国建筑房建累计新签合同及增速



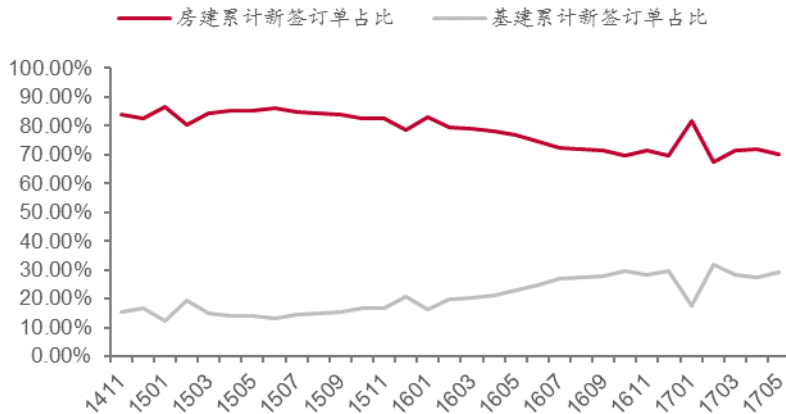
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 57：中国建筑基建累计新签合同及增速



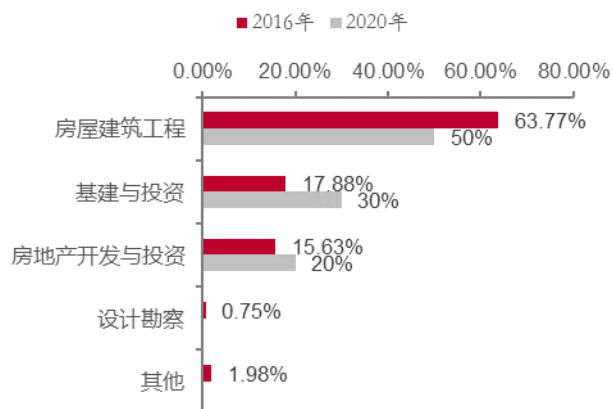
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 58：房建、基建订单占比历年变化

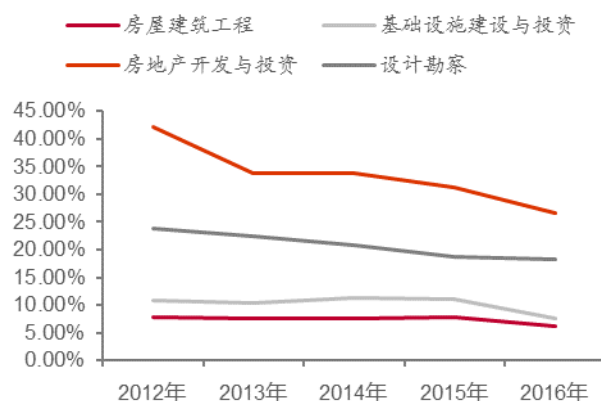


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **全力向基建业务转型，业务结构不断优化。**公司“十三五”中的主基调为“提质增效、转型升级”，即全力向基础设施领域转型和海外市场拓展，在“十三五”末期实现房地产业务、基建业务和房屋建设业务三者的比重为 2:3:5。公司基建业务毛利率明显高于房建业务毛利率，2016 年基建业务毛利率 7.6%，高于房建业务 6.3% 的毛利率，基建业务占比提升有利于公司整体毛利率的提高。

图表 59：中国建筑“十三五”业务结构规划


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 60：中国建筑各业务毛利率


来源：Wind，中泰证券研究所

- **基建占比提升公司盈利能力，未来业绩有望继续保持稳健增长。**若假设公司房建、地产、基建、勘察设计的毛利率保持 2016 年不变，以 2020 年房地产业务、基建业务和房屋建设业务三者的比重为 2:3:5 的结构进行粗略计算，可以得到 2020 年公司毛利率为 10.77% 左右（不考虑 PPP 业务毛利率的提升），相比于 2016 年提升 0.67 个 pct。假设公司其他各项费用率保持稳定，参考十三五规划收入年复合增长 9% 的假设，预计 2015-2020 年公司业绩复合增速有望达到 11%。

图表 61：中国建筑 2020 年毛利率估算（假设各业务毛利率保持 2016 年不变）

	毛利率（2016 年）	2020 年占比	2016 年毛利率	2020 年估计毛利率	毛利率提升幅度
房屋建筑工程	6.30%	50%	10.10%	10.77%	0.67%
基建与投资	7.60%	30%			
房地产开发与投资	26.70%	20%			

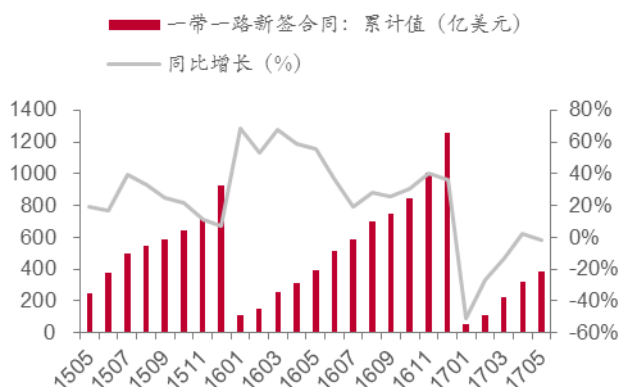
来源：Wind，中泰证券研究所

5. 紧跟一带一路机遇，十三五大力拓展海外业务

5.1. “一带一路”战略着眼长期，央企充当领头羊

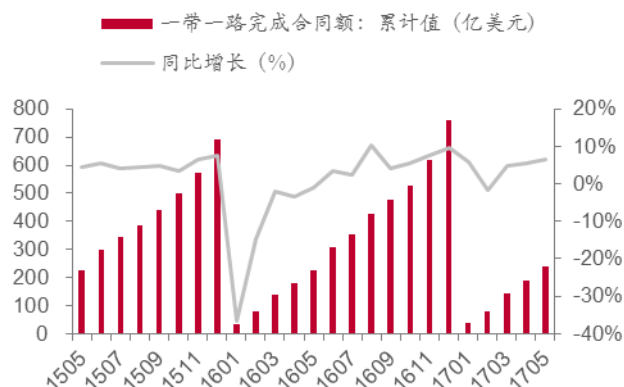
- **一带一路战略推进应着眼长期。**1-5 月我国在“一带一路”沿线国家完成合同额 240 亿美元，同比增长 6.7%，占对外承包工程完成额的 47.6%；新签项目 2128 个，新签合同额 384.7 亿美元，同比下降 1.6%，占我国对外工程新签合同额的 51%。年初至今海外工程订单增速显著低于预期。海外国家项目从立项到签约到生效到执行得周期较长，一带一路战略推进应着眼长期。

图表 62：我国一带一路新签合同额及增速



来源：商务部，中泰证券研究所

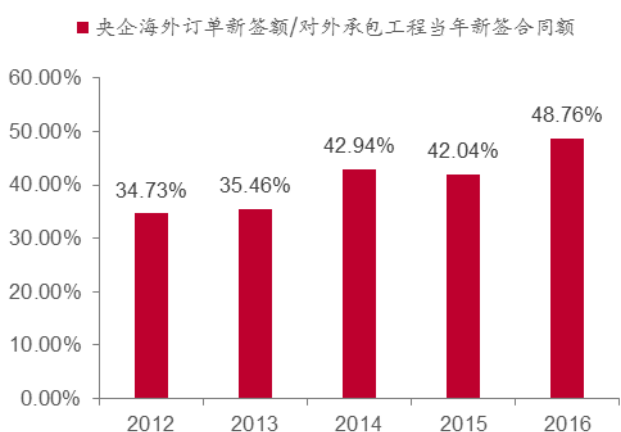
图表 63：我国一带一路月度完成额及增速



来源：商务部，中泰证券研究所

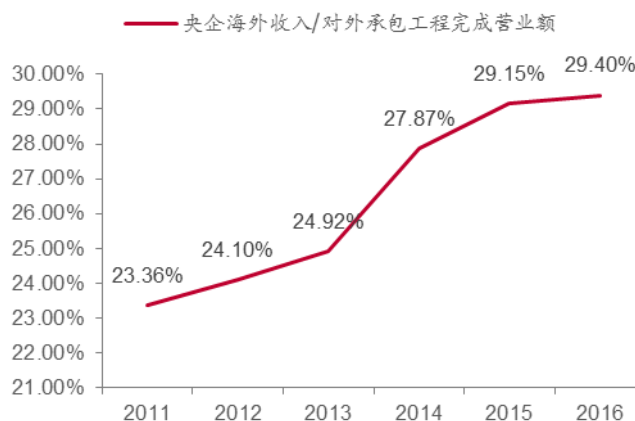
- **一带一路战略提供广阔空间，央企巨舰打头阵。**我们认为一带一路战略带来的影响主要有三点：1) 最实惠的政策是 2015 年二季度中信保的额度放开；2) 在自上而下的一带一路倡议号召下，建筑企业将更多的人力、资源向海外市场倾斜，更多的人力和企业资源必然带来更多的业务机会和订单落地。3) 在国际社会上宣传共商共建共享与合作共赢，能使得更多国家对中国企业放弃戒心、更加开放，促成原本有一定阻力的项目落地。一带一路倡议为中国建筑企业打开了一个广阔的外部成长空间。而建筑央企凭借雄厚的技术实力、良好的海外市场品牌、申请政策性贷款的便利性和强大的抗风险能力在这股潮流中走在前列，目前正处于快速扩张期。许多民企出海也需要搭乘央企这艘巨舰。建筑央企在海外新签额已经占我国当年对外新签合同额的接近一半，营业收入占比约 30%。

图表 64：央企海外新签订单/对外承包当年新签合同



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 65：央企海外收入/对外承包工程完成营业额



来源：Wind，中泰证券研究所

5.2. 公司紧跟“一带一路”战略，加速布局海外市场

- **公司海外业务规模国内领先。**中国建筑 2016 年位居美国 ENR 国际承包

商第 14 名，比 2015 年前进 3 名，在国内上榜企业中仅次于中国交建和中国电建。2016 年我国对外承包工程业务新签合同额排名中中国建筑总公司位居第一，超过华为技术有限公司，海外业务获取能力国内领先。

图表 66: 2016 年 ENR 国际承包商国内前 10

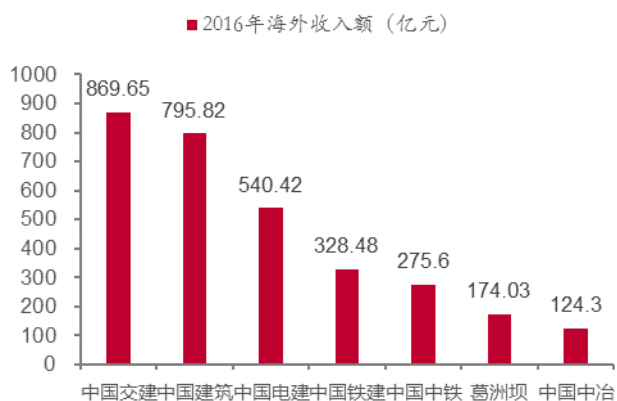
序号	2016 排名	2015 排名	企业名称
1	3	5	中国交通建设股份有限公司
2	11	11	中国电力建设股份有限公司
3	14	17	中国建筑股份有限公司
4	20	23	中国中铁股份有限公司
5	23	27	中国机械工业集团有限公司
6	45	44	中国葛洲坝集团股份有限公司
7	49	49	中国冶金科工集团有限公司
8	55	58	中国铁建股份有限公司
9	58	52	中信建设有限公司
10	60	47	中国土木工程集团有限公司

来源: ENR, 中泰证券研究所

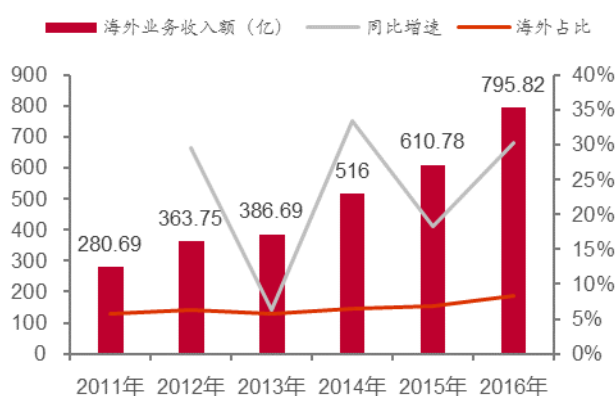
图表 67: 2016 年对外承包工程业务新签合同额前 10


来源: 商务部, 中泰证券研究所

- **十三五加大海外业务拓展，预计 2020 年提升海外收入占比至 10%。**中国建筑海外收入额在建筑央企中仅次于中国交建，2016 年达 795.82 亿元，同比增速 30.30%。截至 2017 年 5 月，中国建筑新签海外订单额 354 亿元，占有新签订单的 4.53%，同比增长 3.40%。公司在“十三五”期间将积极投身“一带一路”建设中，对于海外业务，公司设定的目标为海外业务占比达 10%，2016 年海外业务占比为 8.29%，仍有较大提升空间。

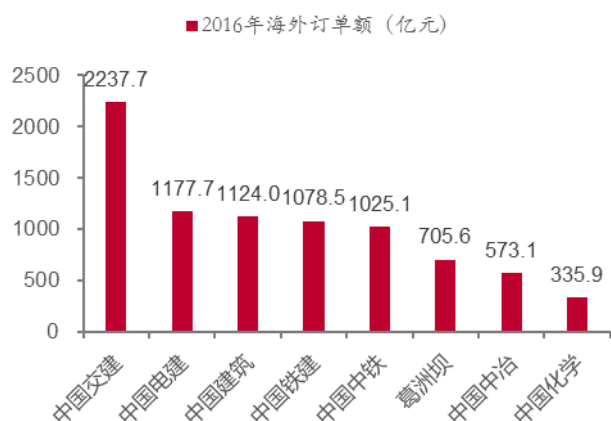
图表 68: 2016 年各建筑央企海外收入额 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 69: 中国建筑海外业务收入额、增速及占比


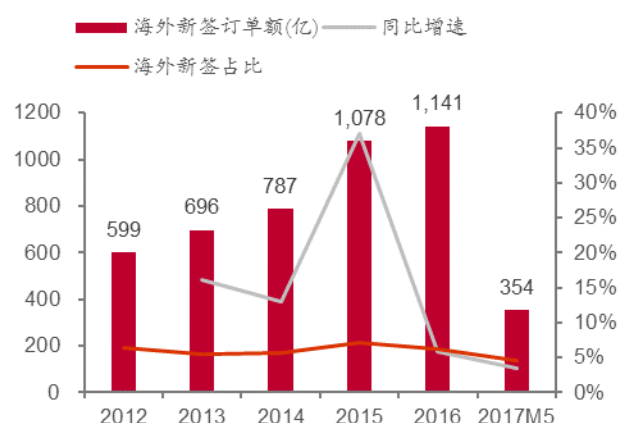
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 70：2016 年各建筑央企海外新签订单额



来源：公司公告，中泰证券研究所

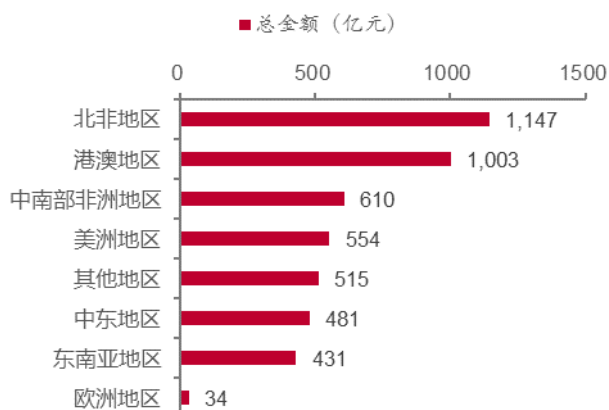
图表 71：中国建筑海外新签订单额、增速及占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

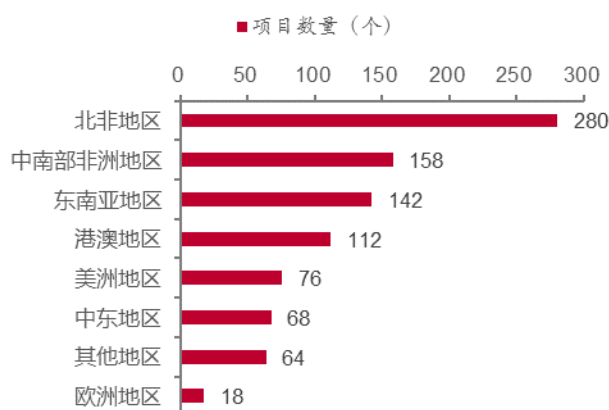
- 公司紧跟“一带一路”战略，全球网络布局完善。公司深耕海外市场，2016年在“一带一路”沿线65个国家中已进入44个国家市场，期内在沿线市场新签合同额547亿元，同比大幅增长33%。目前公司开展实质性经营的市场已升至53个，海外市场布局进一步扩大和优化。

图表 72：中国建筑 2016 年境外项目金额地区分布



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 73：中国建筑 2016 年境外项目数量地区分布



来源：公司年报，中泰证券研究所

6. 央企改革先行者，股权激励充分激发活力

- 国企改革是各项改革的重头戏。2016年12月14日-16日举行的中央经济工作会议中明确提出，要深化国企国资改革，加快形成有效制衡的公司法人治理结构、灵活高效的市场化经营机制。混合所有制改革是国企改革的重要突破口，按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐。在会议中所提到的基础性关键改革（国企、财税、金融、社保等）之中，国企改革位列首位。
- 自2016年下半年，国企改革受国家的重视程度在不断升温，预计2017为国改成效年。2016年7月4日的全国国企改革座谈会与2016年10

月 10 日的全国国企党建工作会两次强调要把国企做优做大。伴随着国企改革一系列会议的召开，国企改革受国家层面的重视程度在升温。

图表 74：国家推进混改的相关举措

时间	事件
2016 年 3 月 5 日	2016 年政府工作报告中提到要大力推进国有企业改革。
2016 年 7 月 4 日	习总书记在全国国企改革座谈会上提出要理直气壮做优做大国有企业。
2016 年 7 月 27 日	中央政治局会议强调要持续深化“放、管、服”和财税、金融、创新、国企等重点领域改革。
2016 年 9 月 28 日	发改委召开混改试点专题会，刘鹤提出推进混改是深化国企改革的重要突破口。
2016 年 10 月 10 日	习总书记在全国国企党建工作会上强调要坚定不移把国有企业做强做优做大。
2016 年 12 月 9 日	中央政治局会议强调要加快国企、财税、金融、社保等基础性关键性改革。
2016 年 12 月 16 日	中央经济工作会议强调混合所有制改革是国企改革的重要突破口。
2017 年 5 月 10 日	国务院办公厅发布《国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案》，梳理了国资监管职能，将精简 43 项监管事项。

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

- **央企改革先行者，连推两期股权激励方案。**早在 2011 年 4 月，中国建筑公布了股权激励计划草案，成为央企改革先行者。并于 2013 年实施了第一期股权激励计划，激励对象包括董事长、总裁在内的 686 名管理层及公司骨干。2016 年 11 月 7 日，公司公告推行第二期 A 股限制性股票计划，并于 2017 年 2 月 20 日完成计划。该计划最终授予人数 1575 人（包含 2 位公司副总裁和 1 位财务总监，以及 1572 位公司关键骨干人员），授予总股数 2.6 亿股（占总股本的 0.87%），授予价格 4.866 元/股（折价 47%），股票均为公司 A 股普通股股票。相比于第一期股权激励计划，第二期股权激励计划范围更广，充分绑定高管、骨干与股东利益，激发市值与业绩诉求。
- **股权激励划定未来增长底线。**第二期股权激励解锁条件为：前一年财务年度 1.净资产收益率不低于 14%；2.净利润三年复合增长率不低于 10%；3.完成经济增加值（EVA）考核目标。首期与第二期股权激励计划叠加预计将形成长达四年 10%复合增速的考核期（2016-2019 年），划定中长期稳健增长目标，考虑到目前公司的超低估值，该激励计划具有较强吸引力。

图表 75：中国建筑两期股权激励计划对比

	第一期	第二期
董事和高管人数	10	3
关键骨干人数	676	1572
授予数量（万股）	14678	26013
授予价格（元/股）	1.79	4.87
授予日收盘价（元/股）	3.27	9.16
折价率	-45.26%	-46.88%
授予日	2013年6月28日	2016年12月29日
限售期	2年	2年
解锁期	3年	3年
授予股票占比	0.4893%	0.8671%
缴纳总额（万元）	26274	126579

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **央企信息公开工作试点，旗下资产分拆上市重估潜力大。**除股权激励外，中国建筑还被纳入央企信息公开工作试点，改革董事会信息披露、财务信息公开制度。同时考虑到中国建筑旗下子公司众多，分拆上市有望实现价值重估。

7. 盈利预测、估值与投资建议

7.1. 盈利预测

- 经模型测算，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 8.6/7.5/6.5 倍。

图表 76：公司各项业务收入拆分(百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	880577.13	959765.49	1062100.02	1173737.15	1279749.76	1392443.06
同比增速(%)	10.07%	8.99%	10.66%	10.51%	9.03%	8.81%
房建业务	588267.19	620224.63	669843	710033	738434	767972
增速	6.01%	5.43%	8%	6%	4%	4%
房地产业务	142359.57	151977.8	167176	183893	198605	214493
增速	14.47%	6.76%	10%	10%	8%	8%
基础设施业务	141394.42	173899.7	217375	271718	334213	401056
增速	18.91%	22.99%	25%	25%	23%	20%
设计勘察业务	6,510.68	7,340.21	7707	8093	8497	8922
增速	-8.50%	12.74%	5%	5%	5%	5%

来源：公司公告，中泰证券研究所

7.2. 房地产业务价值应予以重估

- 长期以来市场纠结于公司一半房地产、一半建筑施工的业务结构，认为房地产业务拖累了公司整体估值，以及对多元型业务结构的公司还应估值折价，这种观点导致了公司过去长期低估值的状态。然而，这种观点忽视了至少两点：1) 公司房地产业务具有极强的现金流水平，能为公司开展基建 PPP 业务提供强大支撑。房地产业务不仅不是拖累，反而是公司相对于其他建筑央企的独特优势，如果从开展 PPP 业务角度看，公司可能是最具潜在资金实力的建筑央企。2) 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，因此不应简单地对所谓“多元型”业务结构就给予估值折价。
- 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，我们假设一种极端情况：假如将公司所有房地产业务变现（包括中国海外发展等房地产子公司旗下土地储备、在建及所持物业），按权益比例可回收约 2583 亿元现金；将回收的资金按 1:10 杠杆投资于 PPP 基建业务，则可承接约 2.6 万亿 PPP 项目，按 5 年工期、3.5% 净利率估算，未来五年将可年均新增 182 亿元 PPP 基建利润，加上存量建筑业务利润（2016 年约 150 亿元），则公司利润规模将达约 332 亿元；按照可比建筑央企平均 14 倍 PE 估值计算，理论市值应为 4648 亿元，较当前公司市值高出约 60%。

图表 77：公司旗下地产业务价值变现估算

子公司	项目	价值估算 (亿元)	中国建筑持子公司股权比例	假设变现后归属母公司价值 (亿元)
中国海外发展	土地储备	3049.32	55.99%	1707.31
中国海外发展	在建及已竣工物业	584.36	55.99%	327.18
中海宏洋	自建及投资持有物业	55.03	37.98%	20.9
中海宏洋	在建物业	485.87	37.98%	184.53
中海宏洋	土地储备	800.24	37.98%	303.93
中海宏洋	竣工物业	103.44	37.98%	39.29
合计		5078.25		2583.15

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 78：建筑央企估值对比

股票简称	股价		EPS		PE	
	2017/7/11	2017E	2018E	2017E	2018E	
中国铁建	12.11	1.16	1.30	10.44	9.32	
葛洲坝	11.17	0.94	1.14	11.88	9.80	
中国中铁	8.65	0.61	0.68	14.18	12.72	
中国交建	16.37	1.16	1.31	14.11	12.50	
中国中冶	4.99	0.31	0.36	16.10	13.86	
中国电建	7.98	0.52	0.60	15.35	13.30	

平均	13.68	11.92
----	-------	-------

来源: Wind, 中泰证券研究所

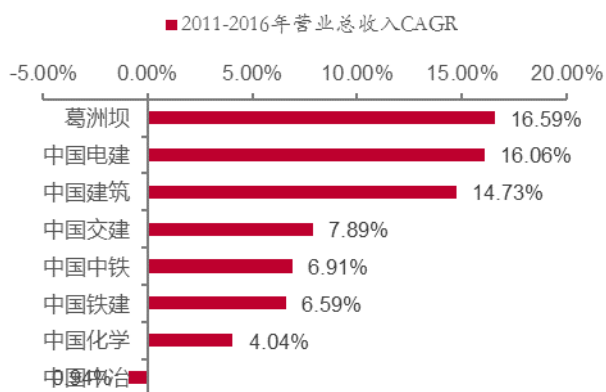
图表 79: 主要房地产企业估值情况

股票简称	股价		EPS		PE	
	2017/7/11	2017E	2018E	2017E	2018E	
万科 A	24.75	2.22	2.49	11.15	9.94	
保利地产	10.39	1.32	1.52	7.87	6.84	
金地集团	12.44	1.19	1.36	10.45	9.15	
绿地控股	7.70	0.83	1.00	9.28	7.70	
平均				9.69	8.41	

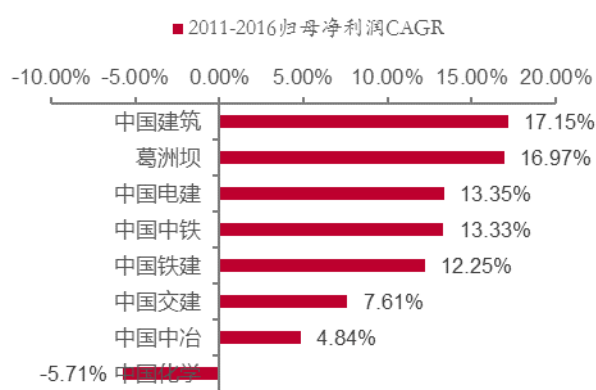
来源: Wind, 中泰证券研究所

7.3. 历史优异表现当考虑估值溢价

- 与其他建筑央企相比, 公司业绩更加稳健优异。与主要上市建筑央企相比, 公司业绩优秀, 估值最低。中国建筑自 2011 年至 2016 年, 收入 5 年复合增长率为 14.73%, 在主要建筑央企中排名第三 (葛洲坝与中国电建规模远小于中国建筑), 归属股东净利润复合增长率为 17.15%, 在主要建筑央企中排名第一。并且, 公司收入与净利润波动幅度较小, 2011-2016 年间业绩每年均保持 10% 以上增长。

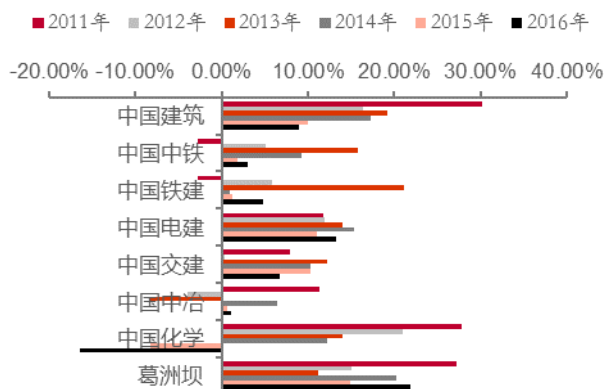
图表 80: 主要建筑央企 2011-2016 年营收 CAGR


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 81: 主要建筑央企 2011-2016 年利润 CAGR


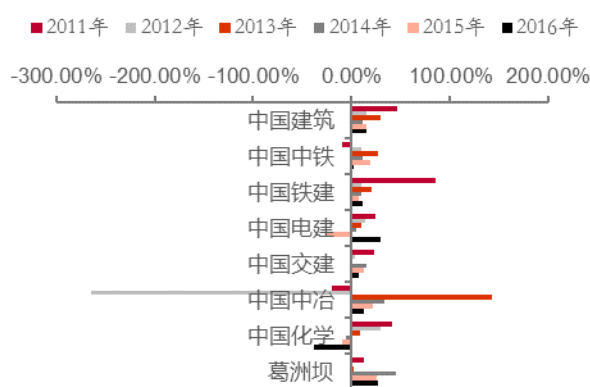
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 82: 主要建筑央企历年营业收入增速



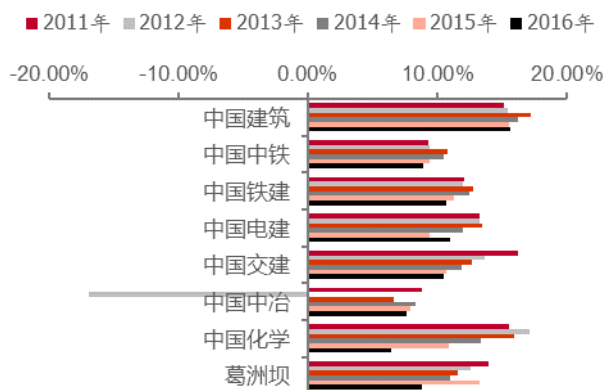
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 83: 主要建筑央企历年利润增速



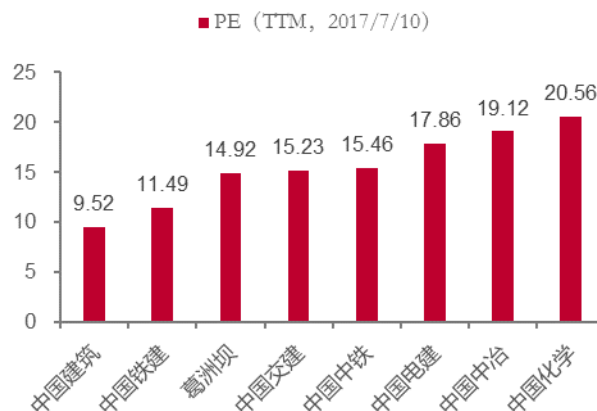
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 84: 主要建筑央企历年 ROE



来源: Wind, 中泰证券研究所

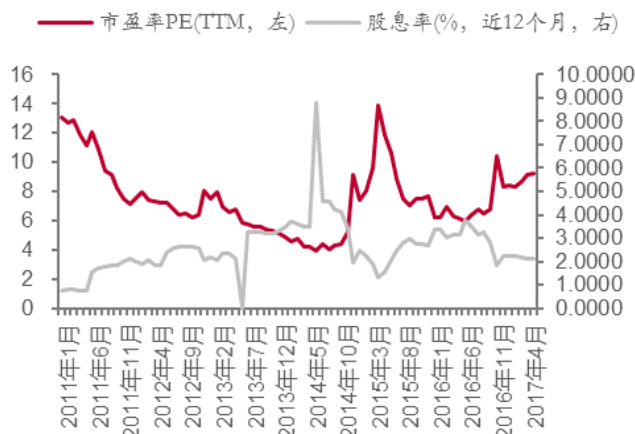
图表 85: 主要建筑央企 PE 对比



来源: Wind, 中泰证券研究所

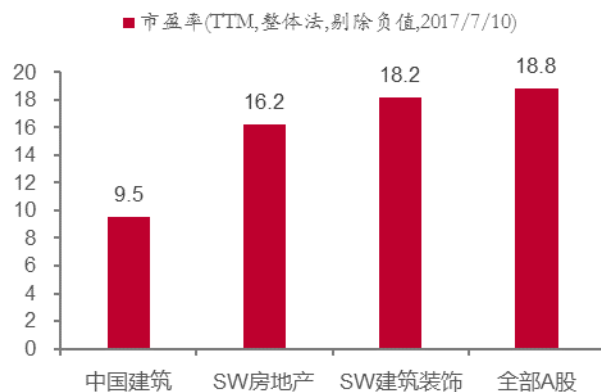
- 公司 2017 年 8.6 倍 PE 显著低于其他建筑央企，股息率 2%-3% 左右属于板块较高水平。不仅如此公司在全市场也属于估值最低个股之一。公司业绩稳定优异，估值处在市场洼地，极具吸引力。

图表 86: 中国建筑 2011 年至今 PE 和股息率情况



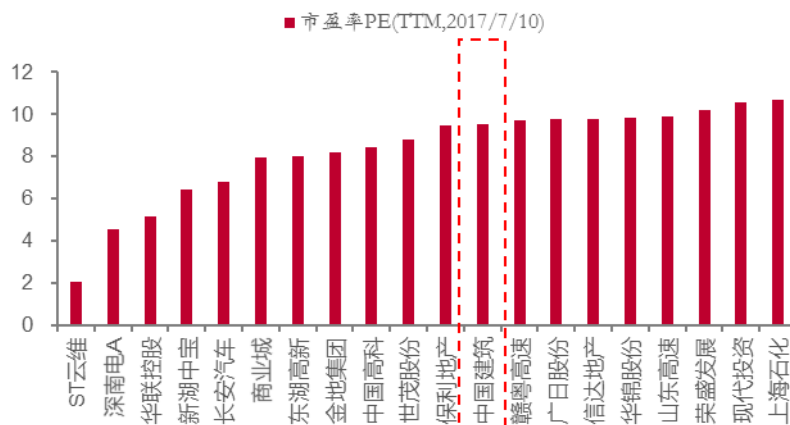
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 87: 中国建筑与板块 PE 对比



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 88: 两市 PE 排名后二十位公司 (剔除银行, 2017/7/10)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **安邦增持举牌, 侧面反映公司优质基本面和低估值。**2016 年 11 月, 安邦资产一个月内增持中国建筑 30 亿股, 占中国建筑总股本的 10%。截至 2017 年一季度, 安邦累计持股中国建筑 11.05% 股份。安邦举牌中国建筑侧面反映了公司优质的基本面和低估值。

7.4. 估值与投资建议

- 从长期来看, PPP 基建业务已给出了未来在房地产行业下滑情景下公司如何持续增长的答案, 房地产业务不仅不是公司未来业务拖累, 还将通过 PPP 业务支撑公司持续增长, 因此我们不认为因公司房地产业务占比高以及“多元型”业务结构就该给予低估值。
- 参考建筑央企目前平均 14 倍 PE, 以及考虑公司历史所表现出的业绩稳健性及当前市场风格, 我们给予 15.82 元目标价 (对应 2017 年 14 倍 PE), “买入”评级。

8. 风险提示

- 房地产调控超预期风险。
- PPP 进度不达预期风险。

图表 89: 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	2.1%	2.2%	2.6%	3.0%	3.4%
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)	11.2	9.7	8.6	7.5	6.5
公允价值变动损失	607.6	-746.5	-24.0	16.2	-2.8	PB(X)	1.7	1.5	1.5	1.3	1.1
财务费用	9,391.9	9,964.6	10,515.4	10,589.1	11,390.3	P/FCF	3.0	2.6	-8.1	-14.3	5.3
投资收益	-1,855.1	-6,131.5	-2,980.0	-2,100.0	-2,500.0	P/S	0.3	0.3	0.3	0.2	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	2.8	2.9	2.0
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	0.4
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	6.3	6.9	5.3	3.9
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	0.2	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。