

中国建筑(601668)/房屋建设

10月订单增速超预期,新开工面积大幅反弹

评级: 买入(维持)

市场价格: 9.48

目标价格: 15.60

分析师: 夏天

执业证书编号: S0740517010001

电话: 021-20315190

Email: xiatian@r.qlzq.com.cn

分析师: 程龙戈

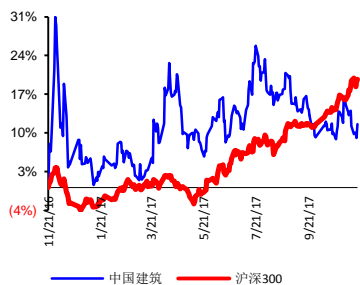
执业证书编号: S0740517080006

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)	29,732
市价(元)	9.48
市值(百万元)	284,400
流通市值(百万元)	281,857

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 一个全新视角: PPP 基建打开低估龙头新空间

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	1,078,394	1,192,965	1,302,146
增长率 yoy%	10.07%	8.99%	12.36%	10.62%	9.15%
净利润	26,061.90	29,870.10	33,764.47	38,945.65	43,687.90
增长率 yoy%	15.47%	14.61%	13.04%	15.35%	12.18%
每股收益(元)	0.87	1.00	1.13	1.30	1.46
每股现金流量	1.82	3.57	0.57	1.47	2.31
净资产收益率	15.52%	15.68%	17.27%	17.20%	16.73%
P/E	10.9	9.5	8.4	7.3	6.5
PEG	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5
P/B	1.7	1.5	1.5	1.3	1.1

备注:

投资要点

- 低基数下房建订单发力, 10月订单增速超预期, 新开工面积大幅反弹。**公司1-10月新签合同额17841亿元, 同增30.10%, 较1-9月提升5.10个pct, 其中10月单月同增104.76%, 略超预期, 主要因去年同期基数较低(单月同比下滑16.62%)。房建新签12027亿元, 同比增长25.70%, 较1-9月提升6.90个pct, 10月单月同比大幅增长187.24%, 主要因去年同期基数低(去年10月单月同减48.56%, 仅392亿元, 是2015年以来单月绝对值最低); 基建继续保持较快增长, 新签5717亿元, 同比增长40.20%, 较1-9月下降0.20个pct, 10月单月增长38.88%。分区域看, 1-10月境内/境外同比分别增长19.80%/68.00%, 较1-9月分别变化-2.70/+11.7个pct。1-10月, 新开工面积同增25.20%, 较1-9月提升1.70个pct, 其中10月单月同增41.12%, 较9月单月大幅提升30个pct。2016年以来, 地产行业销售与投资之间剪刀差持续存在, 去库存效果明显, 前期房企土地购置面积增加, 有较强补库存需求, 有望向新开工持续传导。
- 10月地产销售放缓, 地产板块人事调整后战略清晰, 持续稳健增长可期。**2017年1-10月公司地产业务合约销售额1856亿元, 同增6.80%, 较1-9月份下降4.10个pct; 合约销售面积1301万平方米, 同增4.10%, 较1-9月份下降3.30个pct。地产销售在9月起突然大幅放缓主要因去年9月起合并中信地产业务完成造成基数较高。今年5月, 颜建国接替肖肖出任中海地产董事局主席及行政总裁, 新任管理层制定2020年销售4000亿港元目标, 对规模提出要求, 未来发展有望进入新阶段。中海地产目标今年销售2310亿港元, 如顺利完成, 则17-20年地产销售CAGR为20%, 未来持续稳健发展可期。
- PPP推动基建订单规模跻身第一阵营, 业务结构不断优化。**截至9月末, 公司累计中标PPP项目总投资9780亿元, 是国内承接PPP最多的企业, 带动基建订单自2016年起爆发式增长。2015年仅为中国交建基建订单的58%, 2016年快速提升至94%, 与中国中铁、中国铁建之间的差距也大幅缩小, 已经跻身第一阵营。今年前三季度房建业务同比增长3.4%, 占比63%, 较2016年下降1.62pct; 基建业务收入同比大幅增长61.1%, 远超房建, 占比达到20%, 较去年底提升2个pct, 业务结构持续优化。虽然近期PPP行业监管趋严, 但公司在手基建订单覆盖收入比极高, 我们预计未来高毛利率基建业务占比提升趋势不改, 未来盈利能力也有望逐步提升。
- 业绩稳健估值较低, 在当前市场环境下极具吸引力。**2011年至2016年, 公司业绩CAGR为17.15%, 在建筑央企中排名第一, 并且波动较小, 但PE显著低于其他建筑央企平均13倍水平, 同时股息率2%-3%也处在上证50前列。当前PE/PB估值略高于历史中位数水平; PE估值与上证50和沪深300比值分别为0.78/0.64, 与历史中位数持平(历史最低值分别约0.6/0.5)。公司业绩稳定优异, 估值处在市场洼地, 在当前市场环境下对于长期资金有很强吸引力。
- 投资建议:** 我们预测公司2017/2018/2019年归母净利润分别为338/389/437亿元, 分别增长13%/15%/12%, EPS分别为1.13/1.30/1.46元, 当前股价对应三年PE分别为8.4/7.3/6.5倍, 给予目标价15.60元(对应2018年12倍PE), 买入评级。
- 风险提示:** PPP落地不达预期、海外经营风险、地产投资新开工等不达预期。

内容目录

1.10月订单增速超预期，新开工增速大幅反弹	- 4 -
1.1.低基数下房建订单发力，带动10月订单增速超预期	- 4 -
1.2.10月单月新开工增速大幅反弹	- 5 -
2.地产业务目标清晰，未来持续稳健发展可期	- 6 -
2.1.10月地产销售继续放缓，待结算资源充足	- 6 -
2.2.土地储备丰富，为地产业务发展提供良好基础	- 6 -
2.3.中海地产完成人事更换进入全新发展阶段	- 7 -
3.PPP推动基建高速发展，业务结构不断优化	- 8 -
4.业绩稳健估值较低，当前市场环境极具吸引力	- 11 -
5.投资建议	- 12 -
6.风险提示	- 12 -

图表目录

图表 1：新签合同额及增速	- 4 -
图表 2：单月新签合同额及增速	- 4 -
图表 3：房建新签合同额及增速	- 4 -
图表 4：房建单月新签合同额及增速	- 4 -
图表 5：基建新签合同额及增速	- 5 -
图表 6：基建单月新签合同额及增速	- 5 -
图表 7：境内新签合同额及增速	- 5 -
图表 8：境外新签合同额及增速	- 5 -
图表 9：新开工面积及增速	- 6 -
图表 10：新开工面积单月值及增速	- 6 -
图表 11：房地产合约销售额及增速	- 6 -
图表 12：房地产合约销售面积及增速	- 6 -
图表 13：公司新增土地储备	- 7 -
图表 14：公司土地储备情况	- 7 -
图表 15：主要房地产企业销售额历年排名	- 7 -
图表 16：中海地产历年毛利率	- 8 -
图表 17：中海地产历年净利率	- 8 -
图表 18：公司 PPP 订单累计签署情况	- 8 -
图表 19：公司 PPP 订单当年签署情况	- 8 -

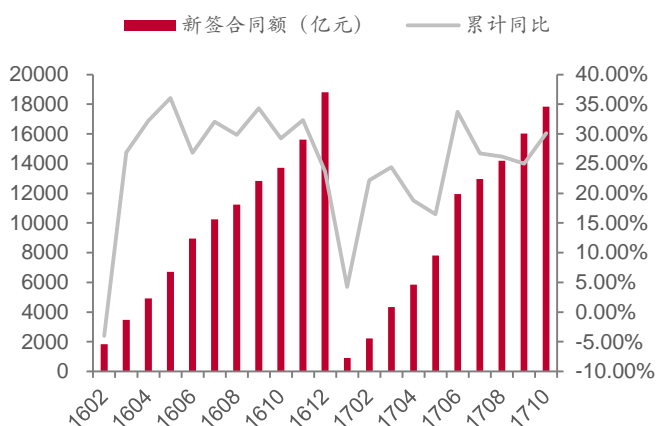
图表 20: 主要基建建筑央企新签基建类合同对比	- 9 -
图表 21: 公司基建和房建订单占比相对变化.....	- 9 -
图表 22: 基建历年营收及增速	- 10 -
图表 23: 公司各业务历年占比	- 10 -
图表 24: 中国建筑 2020 年毛利率估算 (假设各业务毛利率保持 2016 年不变) -	10 -
图表 25: 公司历年 PE 表现.....	- 11 -
图表 26: 公司历年 PB 表现.....	- 11 -
图表 27: 中国建筑 PE 相对上证 50	- 12 -
图表 28: 中国建筑 PE 相对沪深 300	- 12 -
图表 29: 中国建筑 PE 与主要板块对比	- 11 -
图表 30: 中国建筑 PE 与央企对比.....	- 11 -
图表 31: 建筑央企估值情况	- 12 -
图表 32: 公司财务报表预测 (单位百万元)	- 13 -

1.10 月订单增速超预期，新开工增速大幅反弹

1.1.低基数下房建订单发力，带动 10 月订单增速超预期

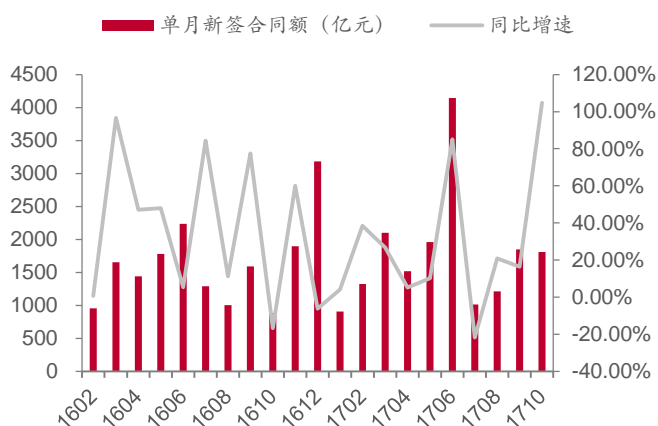
- 低基数下房建订单发力，10 月订单增速超预期。**公司 1-10 月份新签合同额 17841 亿元，同比增长 30.10%，较 1-9 月份提升 5.10 个 pct，其中 10 月份单月新签 1808 亿元，同比增长 104.76%，略超预期，主要因去年同期基数较低（同比下滑 16.62%）。1-10 月房建新签合同额 12027 亿元，同比增长 25.70%，较 1-9 月份提升 6.90 个 pct，10 月单月新签 1126 亿元，同比大幅增长 187.24%，主要因去年同期基数低（去年 10 月单月房建订单同比下滑 48.56%，仅 392 亿元，是 2015 年以来单月绝对值最低）；基建继续保持较快增长，新签合同额 5717 亿元，同比增长 40.20%，较 1-9 月份下降 0.20 个 pct，10 月单月新签 668 亿元，同增 38.88%。

图表 1：新签合同额及增速



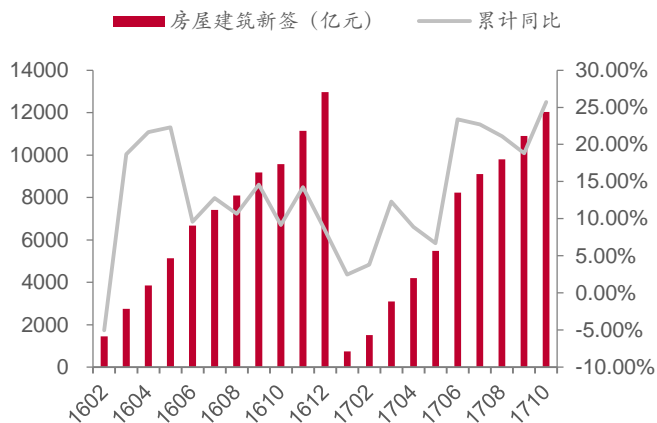
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：单月新签合同额及增速



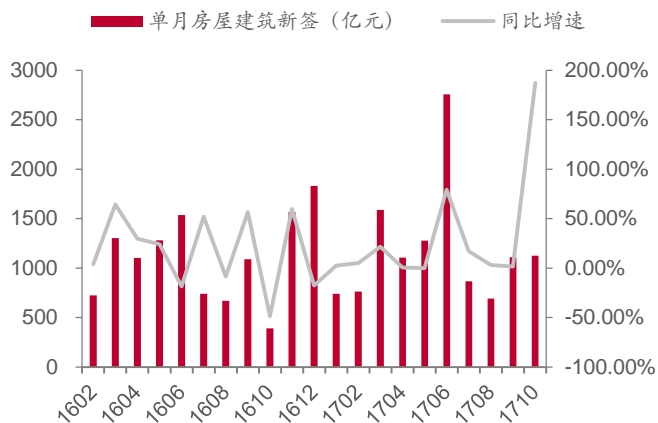
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：房建新签合同额及增速



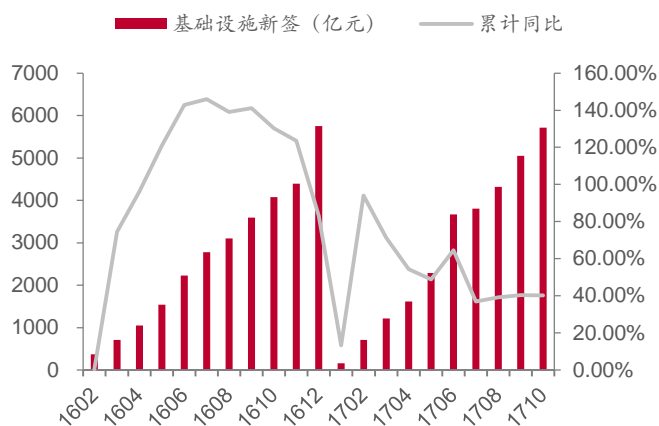
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：房建单月新签合同额及增速



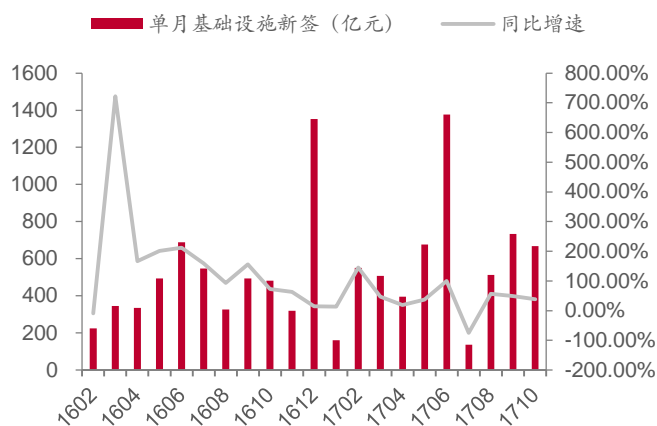
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5: 基建新签合同额及增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

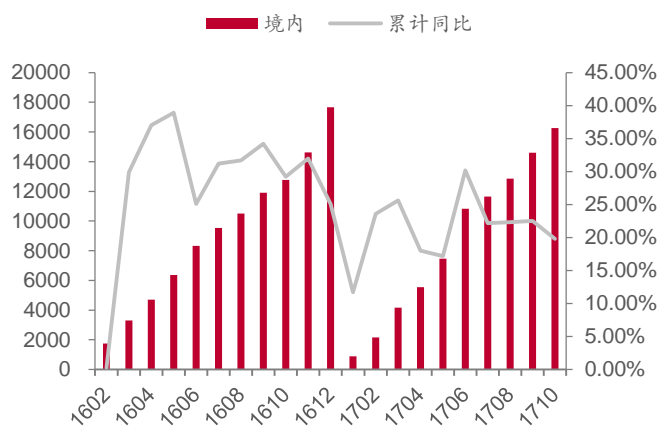
图表 6: 基建单月新签合同额及增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

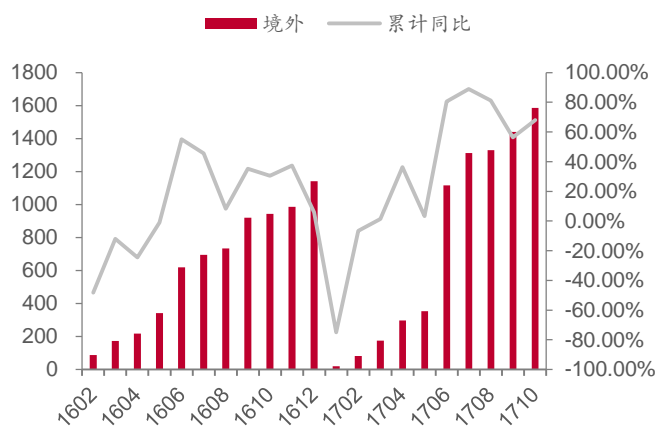
- **境外合同增速表现亮眼。**1-10 月境内新签合同额 16255 亿元, 同比增长 19.80%, 较 1-9 月份下降 2.70 个 pct, 10 月单月新签 1662 亿元, 同增 93.03%; 境外新签合同额 1586 亿元, 同比增长 68.00%, 较 1-9 月份提升 11.70 个 pct, 10 月单月新签 146 亿元, 同增 534.78%。

图表 7: 境内新签合同额及增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

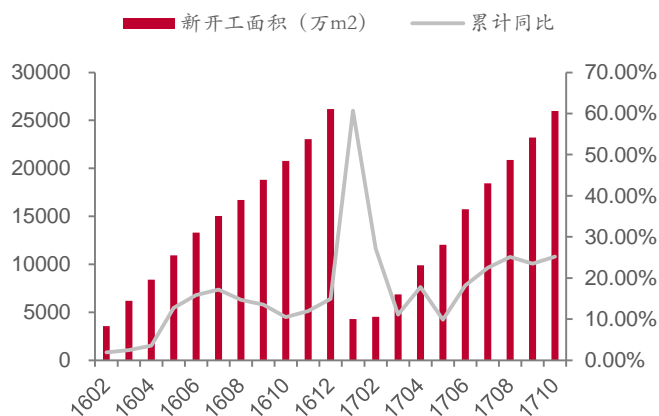
图表 8: 境外新签合同额及增速



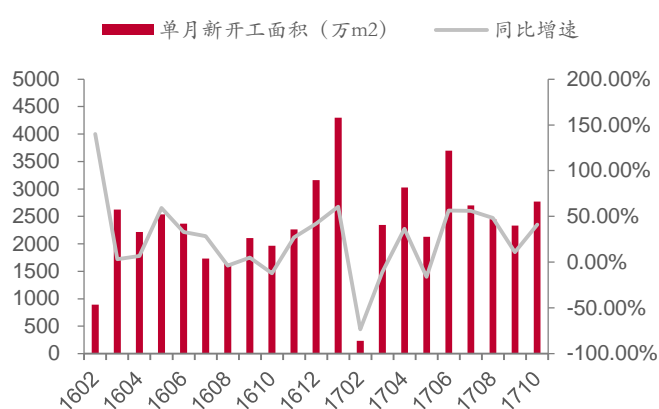
来源: Wind, 中泰证券研究所

1.2.10 月单月新开工增速大幅反弹

- 公司 1-10 月新开工面积 25988 万平方米, 同增 25.20%, 较 1-9 月份提升 1.70 个 pct, 其中 10 月单月新开工 2773 万平方米, 同增 41.12%, 较 9 月单月大幅提升 30 个 pct, 新开工面积增速迅速反弹。2016 年以来, 地产行业销售与投资之间剪刀差持续存在, 去库存效果明显, 前期房企土地购置面积增加, 有较强补库存需求, 有望向新开工持续传导。

图表 9：新开工面积及增速


来源：公司公告，中泰证券研究所

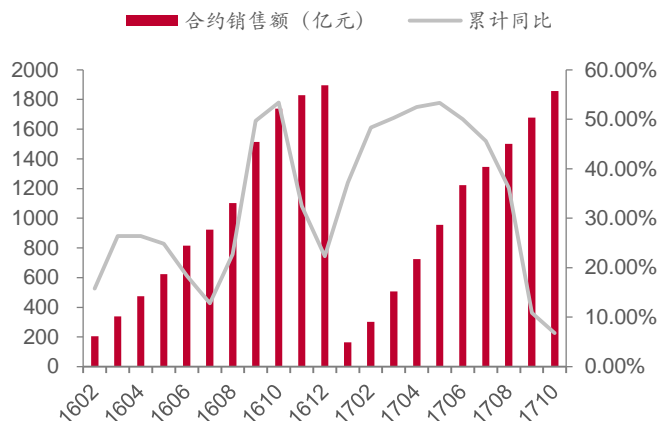
图表 10：新开工面积单月值及增速


来源：公司公告，中泰证券研究所

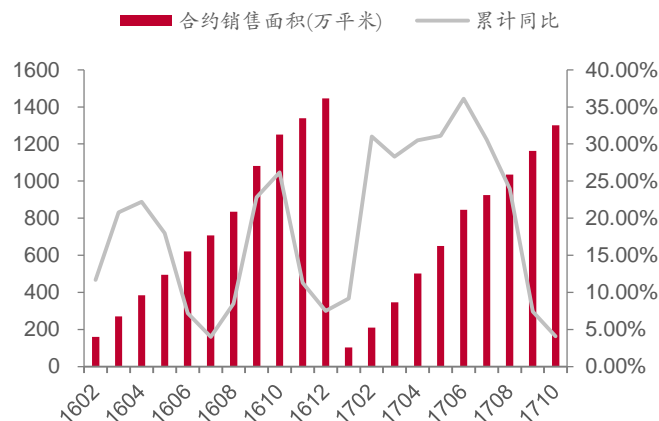
2.地产业务目标清晰，未来持续稳健发展可期

2.1.10 月地产销售放缓，待结算资源充足

- 地产销售基数较大致增速放缓，待结算资源充足保障未来业绩释放空间。2017 年 1-10 月公司地产业务合约销售额 1856 亿元，同增 6.80%，较 1-9 月份下降 4.10 个 pct；合约销售面积 1301 万平方米，同增 4.10%，较 1-9 月份下降 3.30 个 pct。地产销售自 9 月起增速放缓明显，主要原因是 2016 年 9 月起并购中信地产造成基数增大，同时行业整体放缓。1-9 月地产业务实现收入 1144 亿元，合约销售规模 1678 亿元，地产待结算资源充足，预计未来仍有业绩释放的较大空间，结合中海地产发展目标，未来稳健增长可期。

图表 11：房地产合约销售额及增速


来源：公司公告，中泰证券研究所

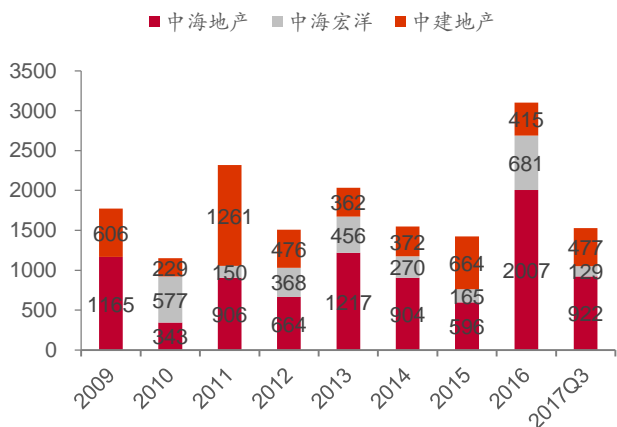
图表 12：房地产合约销售面积及增速


来源：公司公告，中泰证券研究所

2.2.土地储备丰富，为地产业务发展提供良好基础

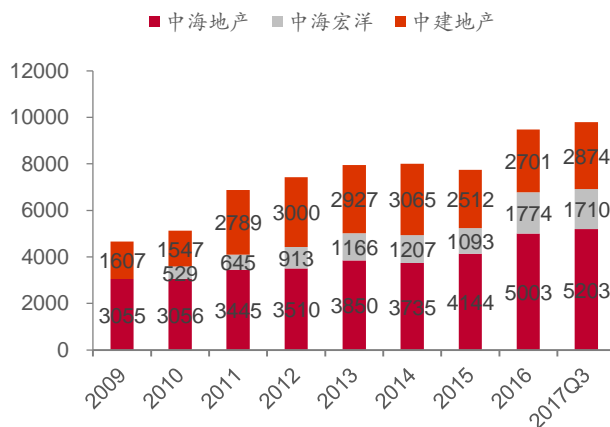
- 公司前三季度新增土地储备 1528 万平方米，较去年同期下降 18.07%，其中中海地产/中海宏洋/中建地产新增土地储备分别为 922/129/477 万平方米；截至 2017Q3，公司总土地储备 9787 万平方米，较去年同期增长 22.06%，其中中海地产/中海宏洋/中建地产新增土地储备分别为 5203/1710/2874 万平方米，公司土地储备丰富，为地产业务发展提供良好基础。

图表 13：公司新增土地储备（万平方米）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 14：公司土地储备情况（万平方米）



来源：公司公告，中泰证券研究所

2.3. 中海地产完成人事更换进入全新发展阶段

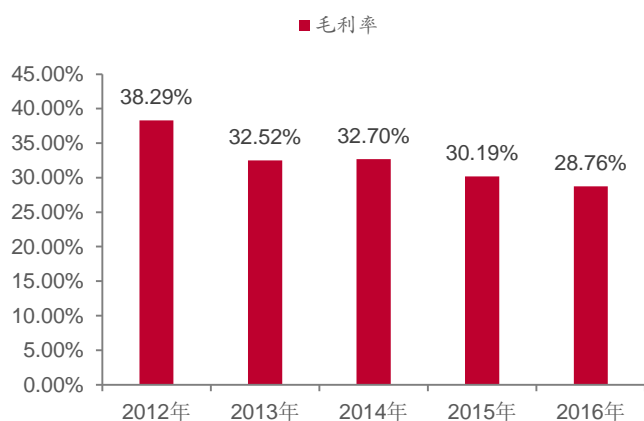
- **管理层人事调整顺利完成。**2016 年在完成中信地产收购后中海地产出现了管理层的更替，2016 年 11 月 15 日，中海地产郝建民因工作调整，决定辞任公司执行董事、主席兼行政总裁一职；年满 60 岁的肖肖接任郝建民。2017 年 5 月 8 日，中海地产执行董事兼主席肖肖辞任，颜建国出任董事局主席及行政总裁。颜建国此前曾就职于中海地产和龙湖地产，具有 27 年的行业经验。
- **中海地产发展进入新阶段，对规模提出要求，持续稳健发展可期。**中海地产盈利能力行业领先，同时销售额在 2011-2012 年曾排名第 2，仅次于万科，而之后销售规模排名逐年下滑，2017 年前 10 月中海房地产销售规模排名下滑至第 7，碧桂园、万科、恒大等地产龙头公司同期销售额已超 4000 亿元。颜建国掌舵中海地产后，对中海的未来定了调，并重新对规模提出要求，制定“2020 年冲 4000 亿港元规模”目标。2017 年前 9 月份，中海地产已经完成了全年 2310 亿港元销售目标的 80%。假设今年顺利完成目标，据此估算 17-20 年中海销售 CAGR 约为 20%，未来地产业务继续稳健发展可期。

图表 15：主要房地产企业销售额历年排名

指标名称	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年前10月
碧桂园	6	7	5	6	6	3	1
万科	1	1	1	1	1	2	2
恒大地产	3	5	6	5	3	1	3
融创中国	14	14	10	10	10	7	4
保利地产	5	4	4	4	5	6	5
绿地控股	4	3	2	2	2	4	6
中国海外发展	2	2	3	3	4	5	7
龙湖地产	7	9	11	14	14	12	8
华润置地	--	--	8	9	7	9	9
金地集团	10	11	12	15	12	10	10

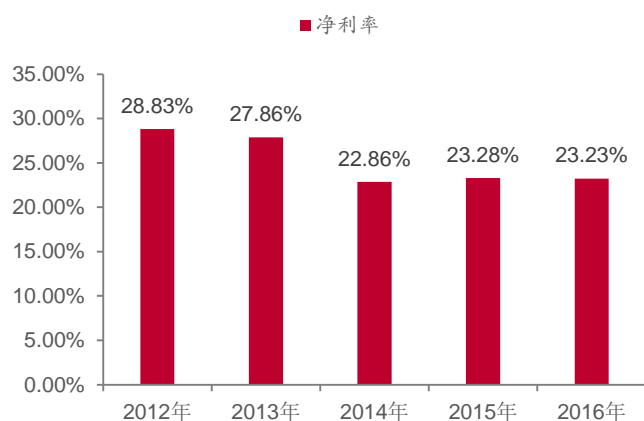
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 16: 中海地产历年毛利率



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 17: 中海地产历年净利率



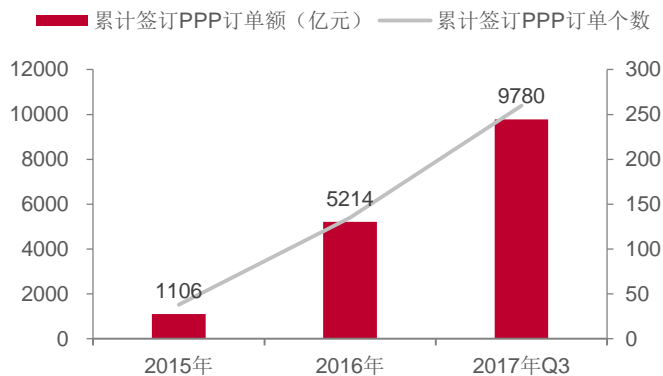
来源: Wind, 中泰证券研究所

3.PPP 推动基建高速发展, 业务结构不断优化

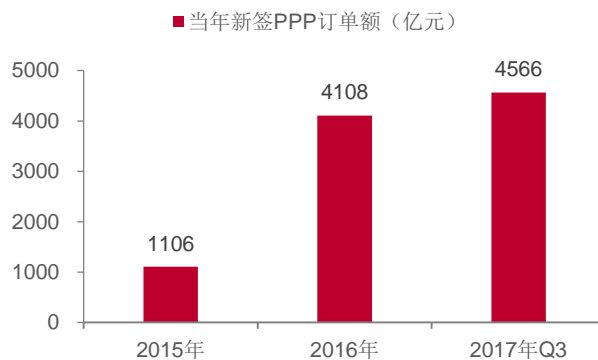
- PPP 提供了公司基建业务超车的捷径。**公司在品牌、资金方面承接 PPP 项目具备极强优势。截至 2017 年 9 月末, 公司累计中标 PPP 项目总投资 9780 亿元, 是国内承接 PPP 最多的企业。其中今年前三季度新签 PPP 总投资 4566 亿元, 超去年承接量。凭借着 PPP 业务的爆发增长, 目前公司基建订单前三季度达 5049 亿元, 已接近中国交建前三季度基建 5488 亿元的规模, 与中国中铁、中国铁建之间的差距也只在 2000 多亿。

图表 18: 公司 PPP 订单累计签署情况

图表 19: 公司 PPP 订单当年签署情况



来源：Wind，中泰证券研究所



来源：Wind，中泰证券研究所

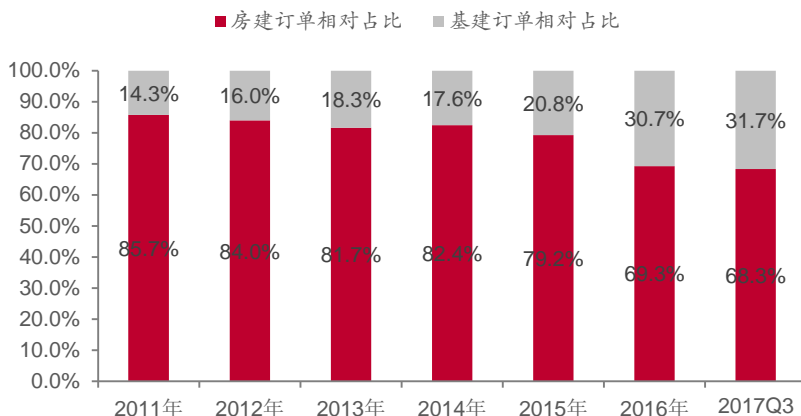
图表 20：主要基建建筑央企新签基建类合同对比

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017Q3
中国建筑	2323	2478	3140	5748	5049
中国交建	4506	4968	5395	6124	5488
中国铁建	6907	6873	8074	10593	7098
中国中铁	7313	7082	7689	9827	7575

来源：公司公告，其中中国铁建统计口径为工程承包合同，中泰证券研究所

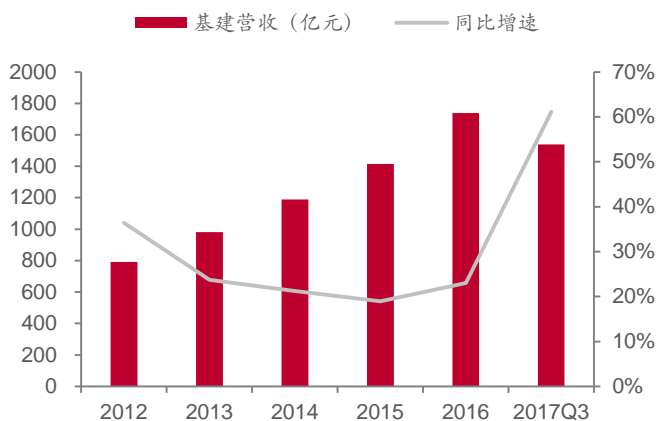
- 全力向基建业务转型，业务结构不断优化。**公司“十三五”中的主基调为“提质增效、转型升级”，即全力向基础设施领域转型和海外市场拓展，在“十三五”末期实现房地产业务、基建业务和房屋建设业务三者的比重为 2:3:5。公司新签订单情况已有结构上反应，2016 年公司新签基建订单相对占比较 2015 年提升了 10 个 pct，2017 年前 3 个季度继续提升。前三季度房屋建筑工程业务收入 4860 亿元，同比增长 3.4%，占比 63%，较 2016 年下降 1.62pct；基础设施建设与投资业务收入 1539 亿元，同比大幅增长 61.1%，占比达到 20%，较去年底提升 2 个 pct；房地产开发与投资业务收入 1144 亿元，同比增长 25.0%，占比 15%。高毛利率基建业务占比持续提升，业务结构持续优化。虽然近期 PPP 行业监管趋严，但公司在手基建订单与收入比极高，我们预计未来高毛利率基建业务占比提升趋势不改。

图表 21：公司基建和房建订单占比相对变化



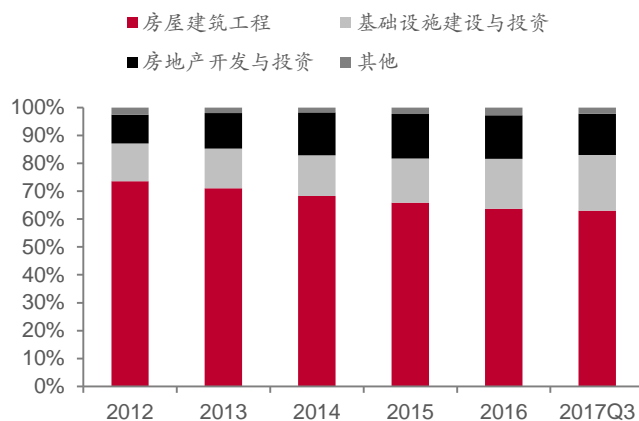
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 22: 基建历年营收及增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 23: 公司各业务历年占比



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 业务结构优化提升盈利能力, 未来业绩有望继续保持稳健增长。**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。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 2016-2020 年公司业绩复合增速有望达到 11%。

图表 24: 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)

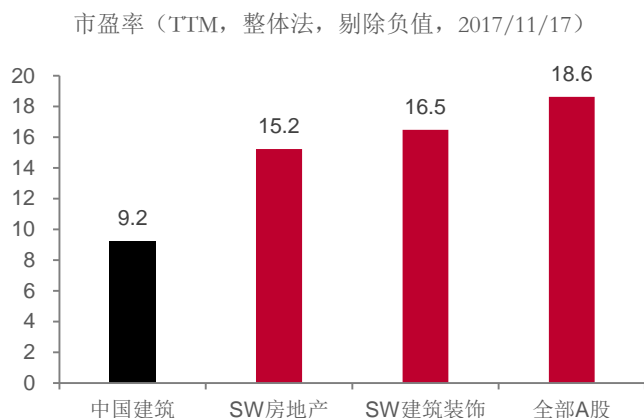
	毛利率 (2016 年)	2020 年占比	2016 年毛利率	2020 年估计毛利率	毛利率提升幅度
房屋建筑工程	6.30%	50%	10.10%	10.77%	0.67%
基建与投资	7.60%	30%			
房地产开发与投资	26.70%	20%			

来源: Wind, 中泰证券研究所

4.业绩稳健估值较低，当前市场环境极具吸引力

- 与主要建筑央企相比，公司业绩优秀，估值最低。中国建筑自 2011 年至 2016 年，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。公司 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。

图表 25：中国建筑 PE 与主要板块对比



来源：Wind，中泰证券研究所

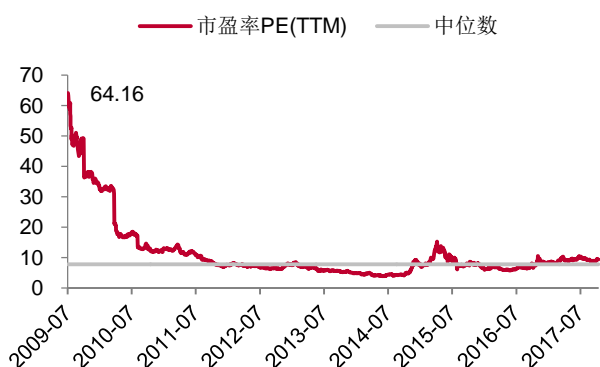
图表 26：中国建筑 PE 与央企对比



来源：Wind，中泰证券研究所

- 当前估值水平略高于历史中位数。上市至今公司历史 PETTM 中位数为 7.82 倍，最低值为 3.89 倍，最高值为 64.16 倍，当前为 9.2 倍，略高于历史中位数。历史 PBLF 中位数为 1.29 倍，最低值为 0.71 倍，最高值为 3.12 倍，当前为 1.48 倍，略高于历史中位数。

图表 27：公司历年 PE 表现



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 28：公司历年 PB 表现



来源：Wind，中泰证券研究所

- 相对指数估值与历史中位数持平。公司目前股价对应 PE 与上证 50 指数和沪深 300 指数 PE 比分别为 0.78/0.64，与历史中位数持平，该比值历史最低值分别对应约 0.6/0.5。

图表 29：中国建筑 PE 相对上证 50


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 30：中国建筑 PE 相对沪深 300


来源：Wind，中泰证券研究所

- 在当前市场环境下对于长期资金有很强吸引力。公司上市以来分红股息率多年位列上证 50 成份股前列。同时公司业绩稳定优异，估值处在市场洼地，被纳入 MSCI 成分股，在当前市场环境下对于长期资金有很强吸引力。

5. 投资建议

- 我们预测公司 2017/2018/2019 年归母净利润分别为 338/389/437 亿元，分别增长 13%/15%/12%，EPS 分别为 1.13/1.30/1.46 元，当前股价对应三年 PE 分别为 8.4/7.3/6.5 倍，给予目标价 15.60 元（对应 2018 年 12 倍 PE），买入评级。

图表 31：建筑央企估值情况

股票简称	股价	EPS		PE		PB
		2017E	2018E	2017E	2018E	
中国建筑	9.48	1.13	1.3	8.4	7.3	1.48
中国铁建	11.86	1.16	1.3	10.2	9.1	1.15
葛洲坝	9.24	0.89	1.07	10.4	8.6	1.06
中国中铁	8.73	0.66	0.76	13.2	11.5	1.33
中国交建	14.33	1.16	1.31	12.4	10.9	1.46
中国化学	6.27	0.52	0.62	12.1	10.1	1.10
中国中冶	5.05	0.3	0.34	16.8	14.9	1.30
中国电建	7.39	0.52	0.6	14.2	12.3	1.50

来源：Wind，中泰证券研究所（股价为 2017 年 11 月 17 日收盘价）

6. 风险提示

- PPP 落地不达预期风险、海外经营风险、地产投资新开工等不达预期风险。

图表 32: 公司财务报表预测 (单位百万元)

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	1,078,393.9	1,192,964.7	1,302,145.8	成长性					
减: 营业成本	771,038.8	862,788.3	968,415.4	1,069,877.6	1,166,761.8	营业收入增长率	10.1%	9.0%	12.4%	10.6%	9.2%
营业税费	31,961.6	18,297.2	15,097.5	14,315.6	14,323.6	营业利润增长率	11.5%	8.7%	17.9%	14.1%	12.4%
销售费用	2,370.3	3,207.6	3,127.3	3,817.5	4,166.9	净利润增长率	15.5%	14.6%	13.0%	15.3%	12.2%
管理费用	17,186.3	17,717.5	20,489.5	23,501.4	25,782.5	EBITDA增长率	12.4%	7.1%	19.9%	13.1%	12.4%
财务费用	8,425.9	8,114.4	10,701.6	10,959.1	12,675.8	EBIT增长率	11.8%	6.8%	19.8%	12.3%	12.8%
资产减值损失	3,756.3	5,365.5	3,200.0	3,800.0	3,600.0	NOPLAT增长率	10.1%	11.9%	18.3%	12.3%	12.8%
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%	47.5%	54.5%	-13.1%
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%	6.4%	14.9%	14.5%
营业利润	47,085.5	51,158.8	60,318.6	68,809.6	77,332.4	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%	10.2%	10.3%	10.4%
利润总额	47,696.8	52,112.8	60,943.6	69,319.5	77,933.4	营业利润率	5.3%	5.3%	5.6%	5.8%	5.9%
减: 所得税	11,754.0	10,940.5	13,407.6	15,250.3	17,145.3	净利润率	3.0%	3.1%	3.1%	3.3%	3.4%
净利润	26,061.9	29,870.1	33,764.5	38,945.7	43,687.9	EBITDA/营业收入	7.0%	6.9%	7.3%	7.5%	7.7%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	6.3%	6.2%	6.6%	6.7%	6.9%
货币资金	216,409.8	320,860.5	269,598.5	298,241.2	325,536.4	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	147,361.6	237,038.2	189,776.3	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	9,124.5	10,758.2	10,944.2	流动资产周转天数	317	364	346	333	335
预付账款	27,464.9	30,917.5	39,023.6	38,245.3	46,020.8	应收账款周转天数	60	63	56	58	59
存货	387,589.4	494,268.9	441,866.0	598,292.8	555,505.0	存货周转天数	150	165	156	157	159
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	441	411	405
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%	16.7%
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%	3.8%	3.7%	4.2%
固定资产	24,443.4	30,026.0	31,118.9	29,147.6	22,998.9	ROIC	51.4%	53.4%	42.8%	31.1%	40.4%
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	1,247,417.1	1,476,655.6	1,449,900.5	财务费用率	1.0%	0.8%	1.0%	0.9%	1.0%
短期债务	25,603.0	32,318.9	71,796.8	86,269.7	89,147.7	三费/营业收入	3.2%	3.0%	3.2%	3.2%	3.3%
应付账款	360,409.5	454,501.5	379,653.5	459,886.9	463,989.8	偿债能力					
应付票据	14,218.2	19,173.3	15,421.9	23,484.6	19,604.2	资产负债率	77.8%	79.1%	75.2%	75.9%	71.9%
其他流动负债	210,020.3	293,624.3	232,728.9	313,571.5	221,967.4	负债权益比	350.2%	378.3%	302.7%	315.0%	255.7%
长期借款	98,324.9	143,666.9	80,387.9	90,000.0	100,000.0	流动比率	1.36	1.39	1.38	1.40	1.49
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	0.75	0.72	0.79
负债总额	836,122.2	1,100,954.5	937,658.7	1,120,841.2	1,042,337.6	利息保障倍数	6.59	7.30	6.64	7.28	7.10
少数股东权益	70,805.3	100,508.3	114,279.8	129,403.4	146,503.5	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	0.32
留存收益	119,151.9	142,616.6	165,478.6	196,411.0	231,059.3	分红比率	23.0%	21.6%	22.5%	22.4%	22.2%
股东权益	238,782.7	290,998.8	309,758.4	355,814.3	407,562.8	股息收益率	2.1%	2.3%	2.7%	3.1%	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	33,764.5	38,945.7	43,687.9	EPS(元)	0.87	1.00	1.13	1.30	1.46
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	8.70
资产减值准备	3,756.3	5,365.5	-	-	-	PE(X)	10.9	9.5	8.4	7.3	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	10,701.6	10,959.1	12,675.8	P/FCF	3.0	2.5	-9.0	-14.5	5.1
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	13,771.5	15,123.6	17,100.1	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	-46,097.5	-28,383.6	-12,016.7	CAGR(%)	14.6%	13.9%	12.7%	14.6%	13.9%
经营活动产生现金	54,603.6	107,047.9	17,171.6	44,196.8	69,428.0	PEG	0.7	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	4.1	6.3	7.0	5.3	3.9
融资活动产生现金	26,950.4	-1,914.8	-63,279.0	-7,002.2	-36,045.5	REP	0.3	0.3	0.2	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。