

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

中国交建 (1800 HK)

反向路演纪要：龙头的价值在于借助国家资源形成竞争优势

■ 公司组织参观了在建的港珠澳大桥，其中难度最高的人工岛建造和沉管隧道由中国交建完成，其展现技术水平世界领先

■ 建设港珠澳大桥为中国交建提供了实现技术突破的平台，在其中取得的经验和技能使中国交建在同类型项目中占有垄断级的优势

■ 我们认为短期政府对 PPP 的紧缩政策并不会对大型基建企业造成重大负面影响，中国交建拥有高毛利的业务组合和同业最高的海外业务占比，是我们大型基建企业的首选，给予公司 12.21 港元的目标价，买入评级

港珠澳大桥，桥梁建设的皇冠之珠

港珠澳大桥工程建设内容包括：港珠澳大桥主体工程、三地口岸、香港及珠海连接线。大桥主体工程采用桥隧组合方式，大桥主体工程全长约 29.6 公里，海底隧道长 6.7 公里。中国交建承担了其中 90% 的设计工作和 70% 的施工建设。其中岛隧工程开创了诸多人类建造史的先河。其中首创深插式钢圆筒筑岛，每个钢圆筒重 500 吨，由振华重工 (600320 SH) 制造，节省工期 2.5 年；首创半刚性沉管建造隧道，单个沉管重 7.8 万吨，运输途中排水量超过辽宁号；为解决世界性软土地基的问题，采用了复合地基和组合地基的方案，在水下 30 米的基床精度达到 4 厘米。在工程期间，公司完成了 100 多项测试研究，创造了 500 多项技术专利，实现了 40 多项创新。公司预计整个项目均可取得与公司同类项目相当的盈利水平。而中国交建在该项目上获得的声誉、技术、经验都具有巨大的价值。未来在填海建岛和沉管隧道两个领域，中国交建将享受巨大的先发优势。

92号文及192号文，PPP规管不等于降速

我们认为，虽然政府对PPP项目库的清理和对国企参与PPP提出了更多的限制必然影响市场情绪，但对企业实际盈利的影响是极有限的。1) 清理的项目主要来自财政收入较弱的省市，基建占比小也不是大型国企青睐的项目类型；2) 目前大型国企的未完成合同覆盖倍数均在2.5倍以上，项目储备足够应对短期订单小幅波动；3) 我们多次强调PPP仅为支付方式，建安部分仍只有国企才有产能完成，而退出部分PPP项目更有利于部分国企的资产负债表健康。对应中国交建而言，其PPP规模不到30%上限的两成半而其不断扩张的海外收入也减轻了PPP规管带来的影响。

基期调整至2018年，上调目标价至12.21港元

我们基于0.66倍行业平均PEG，调整基期至2018年，上调公司目标价至12.21港元，对应10.36/9.24/7.99倍2017-19年预测市盈率，是我们在大型基建企业中的首选。

盈利预测及估值

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业额	403,616	429,972	453,357	479,621	520,348
同比增长 (%)	10.3%	6.5%	5.4%	5.8%	8.5%
归属母公司净利润	15,828	17,210	18,054	20,241	23,393
同比增长 (%)	13.2%	8.7%	4.9%	12.1%	15.6%
每股盈利 (元)	0.96	1	1.05	1.18	1.36
每股股息 (元)	0.17	0.18	0.19	0.21	0.24
市盈率 (x)	7.65	7.34	7.00	6.24	5.40
市净率 (x)	0.70	0.68	0.63	0.58	0.54
ROE (%)	9%	9%	9%	10%	10%

资料来源：公司资料、招商证券(香港)预测

焦一丁

谭璐

86755-82908475

86755-83224117

jiaoyd@cmschina.com.cn tanlu@cmschina.com.cn

最新变动

目标价上调

买入

前次评级	买入
股价	HK\$8.67
12个月目标价 (上涨空间)	HK\$12.21 (+41%)
前次目标价:	HK\$11.47

股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
1800 HK	(8.1)	(17.3)	(6.5)
恒生指数	1.7	12.7	27.1

行业：建筑业

恒生指数	29138
国企指数	11518

重要数据

52周股价区间 (港元)	8.45-11.74
港股市值 (百万港元)	38386
日均成交量 (百万股)	23.59
每股净资产 (港元)	10.38

主要股东

中国交通建设集团有限公司	63.84%
总股数 (百万股)	4428
自由流通量	100%

相关报告

1. 中国交建 (1800 HK) - 业绩放缓：短期因素还是长期增长乏力？, 2017/11/12
1. 中国交建 (1800 HK) - 海外业务是未来发展的加速器，但费用率提升趋势不确定, 2017/9/6
2. 中国交建 (1800 HK) - “一带一路”的领跑者, 2017/5/12

重点图表

图1: 港珠澳大桥示意图



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图2: 通过沉管方式建造人工岛



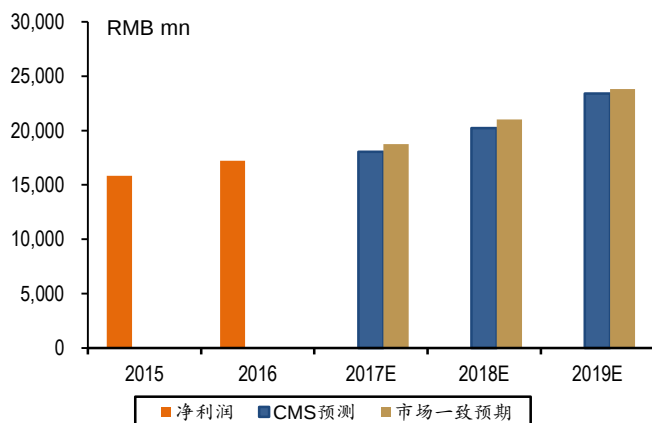
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图3: 沉管隧道预制件工厂



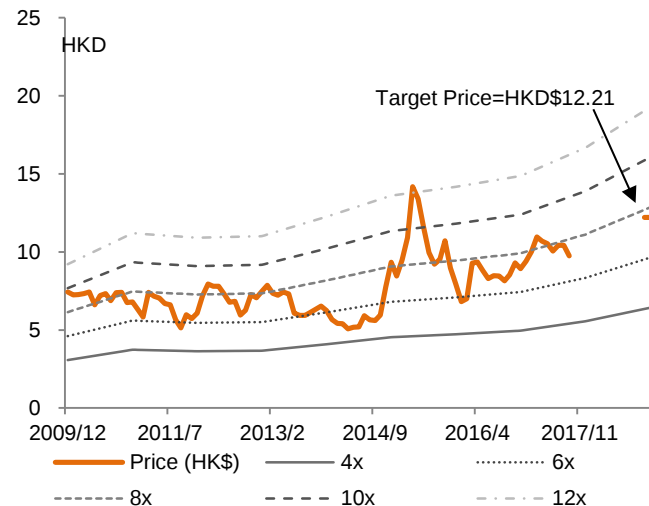
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图4: 公司净利润预测对比



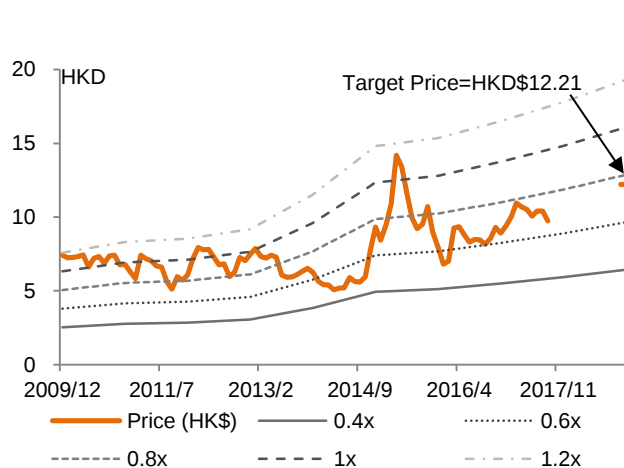
资料来源: 公司资料、Bloomberg、招商证券 (香港) 预测

图5: 前瞻市盈率



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图6: 前瞻市净率



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图7: 同业比较

公司	代码	评级	股价 (港元)	目标价 (港元)	市值 (百 万港币)	2017E P/E	2018E P/E	2017E PEG	2017E P/B	2018E P/B	2017E ROE	2017E 负债率
大型基建公司												
中国中铁	390 HK	中性	5.82	6.16	215,097	7.47	6.82	0.87	0.69	0.64	9.8%	10.7%
中国铁建	1186 HK	中性	9.19	12.56	179,017	6.64	6.03	0.59	0.72	0.66	10.9%	2.2%
中国交建	1800 HK	买入	8.70	12.21	232,191	7.00	6.24	0.51	0.63	0.58	9.3%	84.7%
中国能建	3996 HK	中性	1.34	1.52	40,227	6.76	6.09	0.66	0.43	0.39	11.4%	7.1%
行业平均						6.97	6.30	0.66	0.62	0.57	10.3%	26.2%
中型基建公司												
中建国际	3311 HK	买入	10.42	12.28	52,309	9.64	7.89	0.46	1.40	1.23	14.5%	净现金
中机工程	1829 HK	中性	4.99	4.33	20,381	8.59	8.22	1.04	1.05	0.97	12.2%	净现金
行业平均						9.11	8.06	0.75	1.22	1.10	13.4%	
铁路设备公司												
中国通号	3969 HK	买入	5.82	7.90	51,157	11.87	9.98	0.64	1.72	1.53	15.1%	净现金
时代电气	3898 HK	中性	44.95	38.23	52,720	16.12	14.74	1.72	2.44	2.14	15.2%	净现金
中国中车	1766 HK	中性	7.19	6.14	363,252	14.77	13.93	5.19	1.32	1.23	9.0%	0.8%
铁建装备	1786 HK	中性	1.91	3.00	2,964	6.69	5.42	0.32	0.44	0.42	6.6%	净现金
城建设计	1599 HK	买入	4.44	5.60	5,752	9.03	7.69	0.50	1.25	1.11	13.9%	净现金
行业平均						11.70	10.35	1.67	1.43	1.29	11.9%	
工程机械公司												
中联重科	1157 HK	买入	3.33	5.52	36,838	14.08	11.69	0.68	0.52	0.50	4.0%	33.7%
中国龙工	3339 HK	中性	2.75	1.29	11,856	30.02	26.68	1.73	1.41	1.36	4.7%	28.0%
行业平均						22.05	19.18	1.21	0.96	0.93	4.4%	30.9%
矿山及港口设备公司												
三一国际	631 HK	买入	1.21	1.89	3,710	12.89	10.90	0.72	0.49	0.47	3.9%	净现金
钢铁公司												
马鞍山钢铁	323 HK	买入	3.76	5.48	39,503	6.92	6.65	2.44	0.97	0.88	15.1%	5.1%
鞍钢股份	347 HK	中性	7.44	8.03	57,126	9.77	9.51	1.82	0.91	0.84	9.3%	48.8%
行业平均						8.34	8.08	2.13	0.94	0.86	12.2%	26.9%

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
非流动资产	338,575	363,936	370,666	379,973	393,369
物业、厂房及设备	67,973	66,775	66,217	66,284	67,000
租赁预付款项	10,036	10,676	10,676	10,676	10,676
无形资产	141,345	143,380	146,142	148,876	151,591
关联企业投资	12,589	18,751	18,751	18,751	18,751
贸易及其他应收款	77,816	95,558	100,755	106,592	115,643
其他	28,816	28,796	28,126	28,794	29,708
流动资产	392,738	437,146	475,201	520,732	578,870
存货	51,904	45,554	48,032	50,814	55,129
贸易及其他应收款	167,914	190,485	203,112	217,277	238,328
应收客户合同工程款项	74,645	85,973	86,536	91,930	99,628
现金及现金等价物	94,960	108,720	131,108	154,297	179,371
其他	3,315	6,414	6,414	6,414	6,414
总资产	731,313	801,082	845,867	900,706	972,239
本公司所有者应占资本及储备	143,623	139,892	153,231	168,366	186,088
拟派末期股息	3,101	19,431	19,933	20,497	21,148
非控制性权益	22,282	27,247	27,247	27,247	27,247
总权益	169,006	186,570	200,412	216,109	234,483
非流动负债	189,227	190,558	201,060	211,485	225,031
借款	168,578	173,996	191,396	210,535	231,589
贸易及其他应付款	7,121	9,454	9,847	10,417	11,302
其他流动负债	13,528	7,108	8,925	8,168	8,941
流动负债	373,080	423,954	444,395	473,111	512,724
贸易及其他应付款	257,379	292,990	307,594	325,366	352,942
应付客户合同工程款项	25,499	27,198	27,198	27,198	27,198
借款	86,605	99,484	109,432	120,376	132,413
其他非流动负债	3,597	4,282	171	171	171
总负债	562,307	614,512	645,456	684,596	737,756
权益及负债总额	731,313	801,082	845,867	900,706	972,239

现金流量表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流量	31,913	29,719	23,172	24,038	26,161
本年度利润	19,671	22,922	23,082	25,877	29,907
所得税费用	8,515	9,677	5,509	5,749	6,074
折旧摊销	830	-7,924	-5,964	-9,757	-13,530
运营资本变动	2,897	5,044	546	2,169	3,709
其他经营活动现金变动	-45,473	-38,705	-7,712	-8,551	-9,505
投资活动现金流量	-13,342	-9,749	-4,318	-5,157	-6,111
购置物业、厂房及设备	-37,999	-26,442	-3,394	-3,394	-3,394
购买无形资产	5,868	-2,514	0	0	0
其他投资活动现金变动	36,424	22,102	6,928	7,701	8,418
筹资活动现金流量	48,013	33,853	27,348	30,083	33,091
借款增加额	0	1,500	0	0	0
已付利息	-14,462	-12,763	-15,705	-17,275	-19,003
派付予本公司股东的股息	-2,778	-3,079	-3,230	-3,621	-4,185
其他筹资活动现金变动	5,651	2,591	-1,485	-1,485	-1,485
现金及现金等价物增加净额	22,864	13,116	22,388	23,189	25,074
年初现金及现金等价物	71,823	94,960	108,720	131,108	154,297
年末现金及现金等价物	94,960	108,720	131,108	154,297	179,371

利润表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	403,616	429,972	453,357	479,621	520,348
销售成本	-353,862	-372,073	-391,289	-412,622	-446,226
毛利	49,754	57,899	62,068	67,000	74,122
其他收入	3,000	3,800	4,007	4,239	4,599
销售及营销费用	-696	-846	-901	-953	-1,034
管理费用	-26,129	-30,760	-34,246	-35,751	-38,266
其他费用	-875	-875	-923	-976	-1,059
营业利润	25,798	31,124	30,749	34,303	39,106
财务收入	3,701	3,093	3,323	3,570	3,891
财务费用净额	-10,212	-11,485	-11,448	-12,507	-13,672
关联企业利润	384	190	458	511	582
除所得税前利润	19,671	22,922	23,082	25,877	29,907
所得税费用	-3,758	-5,233	-4,525	-5,073	-5,863
本年度利润	15,913	17,689	18,557	20,804	24,044
以下人士应占：					
—本公司所有者	15,828	17,210	18,054	20,241	23,393
—非控制性权益	85	479	502	563	651
每股基本盈利 (元)	0.96	1	1.05	1.18	1.36

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	10.3%	6.5%	5.4%	5.8%	8.5%
毛利润	26.7%	16.4%	7.2%	7.9%	10.6%
净利润	13.2%	8.7%	4.9%	12.1%	15.6%
获利能力					
毛利率	12.3%	13.5%	13.7%	14.0%	14.2%
净利率	3.9%	4.0%	4.0%	4.2%	4.5%
ROE	9.4%	9.5%	9.3%	9.6%	10.3%
ROA	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%	2.5%
偿债能力					
资产负债率	76.9%	76.7%	76.3%	76.0%	75.9%
净负债比率	95%	88%	85%	82%	79%
流动比率	1.05	1.03	1.07	1.10	1.13
速动比率	0.91	0.92	0.96	0.99	1.02
营运能力					
资产周转率	0.55	0.54	0.54	0.53	0.54
存货周转率	6.82	8.17	8.15	8.12	8.09
应收账款周转率	1.64	1.50	1.49	1.48	1.47
应付账款周转率	1.34	1.23	1.23	1.23	1.23
每股资料 (元)					
每股收益	0.96	1	1.05	1.18	1.36
每股经营现金	1.97	1.73	1.35	1.40	1.52
每股净资产	10.45	10.84	11.65	12.56	13.62
每股股利	0.17	0.18	0.19	0.21	0.24
估值比率					
P/E	7.65	7.34	7.00	6.24	5.40
P/B	0.70	0.68	0.63	0.58	0.54

资料来源：公司报表、招商证券（香港）预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/qb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外, 招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828