中国建筑 (601668.SH) 买入（首次评级）

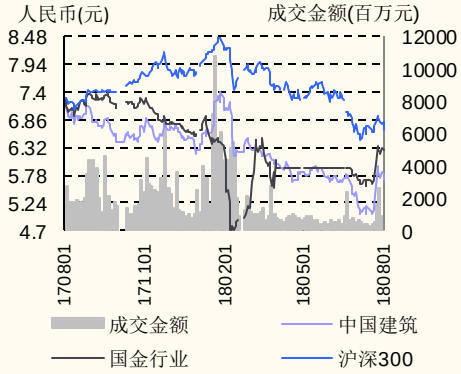
公司深度研究

市场价格（人民币）：5.68 元

稳如泰山步步升，低估龙头待修复

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	41,624.38
总市值(百万元)	238,475.79
年内股价最高最低(元)	7.41/5.01
沪深 300 指数	3447.39
上证指数	2824.53



公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.996	1.090	0.874	0.961	1.058
每股净资产(元)	6.35	7.16	8.15	9.28	10.54
每股经营性现金流(元)	3.57	-1.30	2.73	3.54	6.11
市盈率(倍)	8.90	8.27	6.80	6.18	5.61
净利润增长率(%)	14.61%	9.50%	12.16%	10.04%	10.09%
净资产收益率(%)	15.68%	15.23%	15.01%	14.50%	14.05%
总股本(百万股)	30,000.00	30,000.00	41,985.17	41,985.17	41,985.17

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **我们怎么看中国建筑的估值？**1）**PE 分部估值法：**参考可比地产/建筑公司，我们给予公司地产/建筑板块 PE 估值分别为 6/10 倍，目标市值 2891 亿元。2）**股息率估值法：**我们假设公司 2018 年股利支付率与过去三年均值持平（21.39%），参考 2018 年至今平均股息率（2.7%），公司 2018 年目标市值 2906 亿元。3）**净利润折现估值法：**公司在手订单可保障未来 7 年的净利润、假设公司 2018-2020 年订单增速为 0 的保守情况下三年新增订单可保障未来 7 年的净利润，我们对公司未来 14 年强确定性的净利润按 6%的折现率折现，预计公司合理市值为 3155 亿元。
- **建筑行业龙头，股权激励充分。**1）公司是中国最大的建筑房地产综合企业集团，房建、基建、地产三大业务发展良好，上市九年来，股利支付率稳中有增。2）公司为行业内首家实行股权激励的国企，2018 年 7 月发布第三期股权激励草案，行权条件要求 ROE 不低于 13.5%，净利三年复合增速不低于 9.5%，充分调动员工积极性，激发公司活力。
- **三大业务成就建筑龙头，稳中有增谋发展。1）房建业务**（营收占比 59%）为公司传统优势业务，代表中国房建最高水平，2017 年我国城镇化率 58.52%，距离海外“75%”的拐点尚远，城市化进程推进+住房需求升级+旧房拆迁将持续为房建业务提供驱动力，根据测算，2025 年伴随城镇化率提升带来新增住房需求近 5 亿平，改善性住房需求近 6.7 亿平，拆迁需求近 3 亿平，我们预计 2018-2025 年间房屋新开工面积复合增速达 **1.75%**，预计公司房建业务稳健发展。**2）地产业务**（业绩占比 53%）为公司利润的主要来源。旗下子公司中海地产 2017 年合约销售额超 2000 亿，位居地产行业第七位，是地产行业名副其实的龙头企业。公司土地储备充足，可满足销售面积未来三年有 **35%**的增速。**3）基建业务**为公司业务扩张的发力点，2016/2017 年新签合同同增 83%/28%。现阶段外忧内患，基建成为国家稳增长的重要抓手，同时公司作为龙头企业将深度受益城市群/雄安新区建设、“一带一路”及 PPP 政策，未来基建业绩有望稳中再迎增长。

投资建议

- 我们预计 2018/2019 年 EPS 0.87/0.96 元，给予目标价 7.11 元（8*2018EPS）。

风险

- 地产调控升级、宏观经济下行及政策变动、海外业务不及预期风险。

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号：S1130517050001
(8621)60230241
huangjunwei@gjzq.com.cn

内容目录

一、公司业务稳中有增，改制完成未来可期.....5
1. 三大业务行业领先，海外市场发展迅速.....5
2. 灵活机制激发活力，员工持股激励业绩.....6
二、三大业务成就建筑龙头，坚持稳中取胜谋发展.....8
1. 房建：显“定海神针”之功效，房建业务高品质固霸业.....8
1.1 放眼当下：订单/营收/毛利占比结构性调整，业绩保持稳健.....8
1.2 “低”毛利率 VS 高房建品质，以退为进巩固霸业.....8
1.3 展望未来：三大需求稳健增长，公司房建业务天花板未触.....10
2. 地产：强者恒强受益政策边际变化，两大基石保障地产业务稳中有进...12
2.1 地产业务毛利润贡献突出，业绩持续向好现潜力.....12
2.2 中海地产高层换血，战略调整稳中求进.....13
2.3 土地储备充足，保障未来地产业务平稳较快发展.....15
3. 基建：对冲宏观风险保稳增，城市群建设+“一带一路”强催化.....16
3.1 业务扩张发力点，新签合同/营收节节攀高.....16
3.2 国内：基建业务对冲宏观风险，城市群/雄安新区建设再掀基建高潮.....17
3.3 海外：海外订单表现靓丽，受益“一带一路”沿线旺盛需求.....21
3.4 基建 PPP 领域具备优势，龙头实力无惧监管趋严.....21
三、盈利预测与估值.....22
1. 盈利预测.....22
2. 估值.....24
2.1 PE 分部估值法（目标市值 2891 亿元，空间 21%）.....24
2.2 股息率估值法（目标市值 2906 亿元，空间 22%）.....25
2.3 净利润折现估值法（目标市值 3155 亿元，空间 32%）.....26
2.4 公司合理估值 2984 亿元，空间 25%.....27
四、风险提示.....27

图表目录

图表 1：公司 2017 年营收居八大央企之首.....5
图表 2：三大业务发展良好，稳中有增.....5
图表 3：业绩稳中向好，股息稳中有增.....5
图表 4：股权结构及主要控股公司.....7
图表 5：ROE 高于行业平均 4pct 左右.....8
图表 6：资产周转率高于平均水平.....8
图表 7：房建订单额占比下行，订单增速回暖.....8
图表 8：房建业务占比下滑无改业绩稳增趋势.....8
图表 9：2017H1 所有业务中房建业务毛利率最低.....9
图表 10：同行业对比中国建筑房建业务毛利率较高.....9

图表 11：上海环球金融中心 9
图表 12：央视新台址 9
图表 13：房建营收市占稳步提升 10
图表 14：房建施工面积市占率提升 10
图表 15：从政策目标看城市化进程继续推进 10
图表 16：日本城镇化率达 75%后增速锐减 10
图表 17：2018-2025 年城镇化进程带来的新购住房需求 11
图表 18：2018-2025 年改善性住房需求预测 11
图表 19：2018-2025 新增住宅及房屋总需求预测 11
图表 20：地产业务盈利水平高 12
图表 21：业务结构优化，预期地产业务占比仍将继续提升 12
图表 22：合约销售额与合约销售金额均呈直线增长，地产业务发展势头强劲 13
图表 23：中海地产高层换届三大调整助力公司发展稳中有进 13
图表 24：注重发展质量，中海地产经营利润率始终高于其他地产龙头企业（单位：%） 14
图表 25：2017 年中海取地数额大增，布局一线意图明显 14
图表 26：中海一改低成本稳健取地风格，上海获地平均溢价率超 60% 14
图表 27：未来住宅开发仍是中海核心业务，加大持有型物业投入 15
图表 28：土地储备保障公司地产销售业绩提升 16
图表 29：近年基建新签合同金额及占比持续高增 17
图表 30：基建业务营收逐年增长，毛利率维持较高水平 17
图表 31：全国固定资产/基建投资近年平稳增长 18
图表 32：近年来资本对 GDP 增长拉动力度趋弱，但在出口贡献为负的情况下投资拉动迹象明显 19
图表 33：回顾历史，国家利用基建稳增长迹象明显 19
图表 34：预计中国城镇化发展保障基建“10%”增速有“底线” 19
图表 35：公司新签道路业务量逐年高增 20
图表 36：雄安新区道路/地下管廊远期市场规模预计可达 11200/4800 亿 20
图表 37：2017 年中国建筑地下管廊项目中标情况 20
图表 38：2016 年公司境外项目遍布全球各地 21
图表 39：公司境外营收增速整体高于境内 21
图表 40：2017 年境外新签合同额同比高增 65.7% 21
图表 41：2017 年新签重大 PPP 合同总金额达 579 亿元 22
图表 42：三驾马车驱动公司业绩再创新高，预期 2018/2019/2020 年营收为 11759/13125/14616 亿元 23
图表 43：预计中国建筑 2018/2019/2020 年归母净利达 367/404/444 亿元 23
图表 44：预计中国建筑地产业务 2018/2019/2020 年归母净利达 194/214/236 亿元 24
图表 45：根据 PE 估值法给予地产板块 2018 年估值 6 倍 25

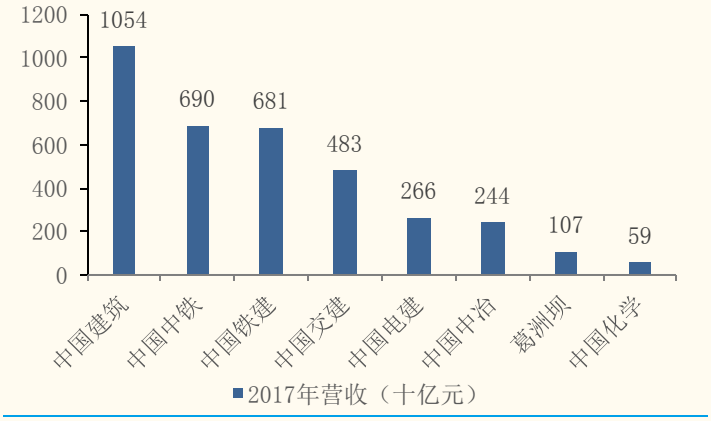
图表 46：根据 PE 估值法给予建筑板块 2018 年估值 10 倍 25
图表 47：八大央企股息率（%）中中国建筑处于高位.....26
图表 48：股息率视角预计公司 2020 年市值超 3500 亿元.....26
图表 49：折现估值法公司合理市值达 3155 亿元.....27

一、公司业务稳中有增，改制完成未来可期

1. 三大业务行业领先，海外市场发展迅速

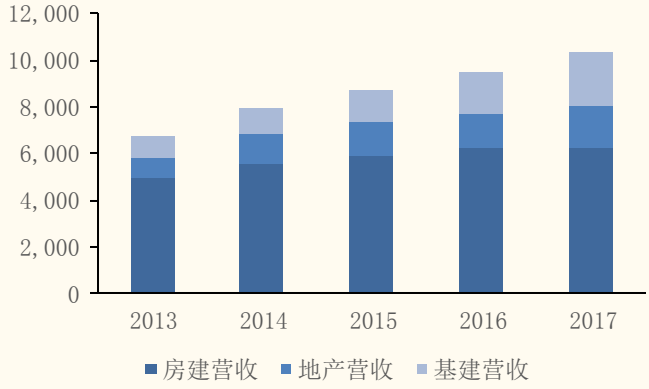
- **建筑行业龙头，三大业务稳中有增。**公司是中国最大的建筑房地产综合企业集团。近四年，公司“房建、基建、地产”三大业务发展良好，稳中有增。2017 年，房屋建筑工程/基础设施建设与投资/房地产开发与投资营收 6251/2309/1792 亿元，占比 59.3%/21.9%/17%，营收同比增长 17.9%/32.8%/0.8%。

图表 1：公司 2017 年营收居八大央企之首



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：三大业务发展良好，稳中有增

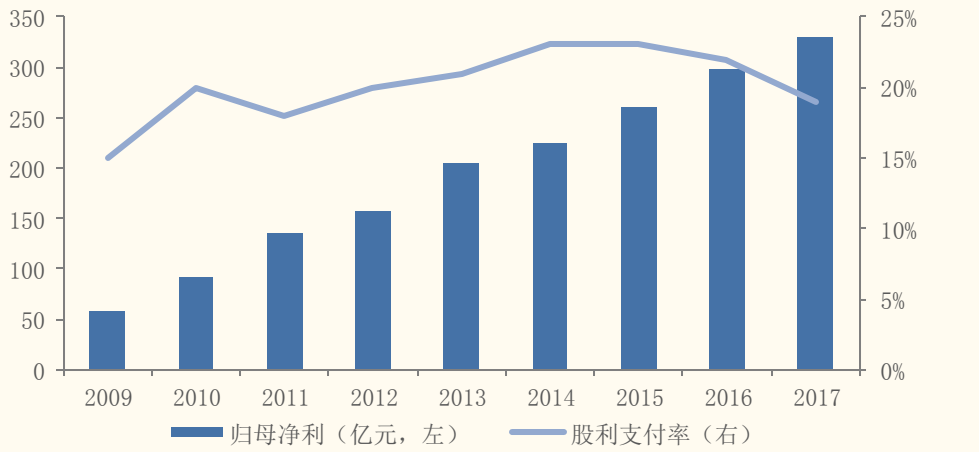


来源：Wind，国金证券研究所

- **房屋建筑工程：**公司是中国最大的房屋建筑承包商，目标定位于中高端建筑市场。其下属中建一局、中建二局等在公共建筑、办公、国防军事等领域承建了大量地标性工程。
- **基础设施建设与投资：**公司发挥技术优势承接工程建设项目，在国内外城市轨道交通、高速公路、城市综合管廊、港口与航道等基建领域完成了大量国家和地方重点工程。另一方面，公司利用资本优势，通过 BT、BOT、PPP 等多种模式参与项目的投融建。
- **房地产开发与投资：**1）公司地产业务拥有中海地产、中海宏洋、中建地产三大品牌，主要从事房地产的投资、开发、经营。2）中海地产是公司地产业务营收主要来源，2017 年合约销售额超 2000 亿，位居地产行业第七位，是地产行业名副其实的龙头企业。

- **业绩稳中向好，股息稳中有增。**公司上市久年以来，每年均实现分红派息。伴随归母净利的稳步增长，公司股利支付率也逐渐提高至 20%的水平。

图表 3：业绩稳中向好，股息稳中有增



来源：Wind，国金证券研究所

2. 灵活机制激发活力，员工持股激励业绩

- **灵活机制扁平管理，促进公司良性发展。**1）中国建筑集团有限公司为公司控股股东。截至 2018 年一季度，中国建筑集团持有公司股份数量约 169 亿股，占公司已发行总股份的 56.26%。2）公司是市场化经营最早的建筑企业集团之一，旗下子公司众多，通过灵活的机制和扁平化的模式进行运营和管理。对劳动密集型、成熟度较高的业务加大授权，加快市场反应速度，提高服务质量。对资本密集型、成熟度较低的业务采取集权，集中资源冲击目标市场，谋求快速突破。在强调授权的同时，强化内部控制，促进公司的良性发展。
- **改制完成，未来可期。**2017 年 11 月，公司控股股东中建总公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，改制后更名为中国建筑集团有限公司，由国资委代表国务院履行出资人职责。国企改制可以明确股权关系，规范企业治理，激发公司活力，进一步提高市场竞争力，为公司 2018 年的业绩注入新的动力。
- **公司系行业内首家实行股权激励的国企。**2013 年 6 月，公司实行第一次股权激励，授予价格为 1.79 元，调整后为 1.28 元。2016 年 12 月，公司实行第二次股权激励，授予价格为 4.87 元/股，调整后为 3.48 元/股。2018 年 7 月，公司开展第三次股权激励，行权条件要求 ROE 不低于 13.5%，净利三年复合增速不低于 9.5%，充分调动员工积极性，激发公司活力。

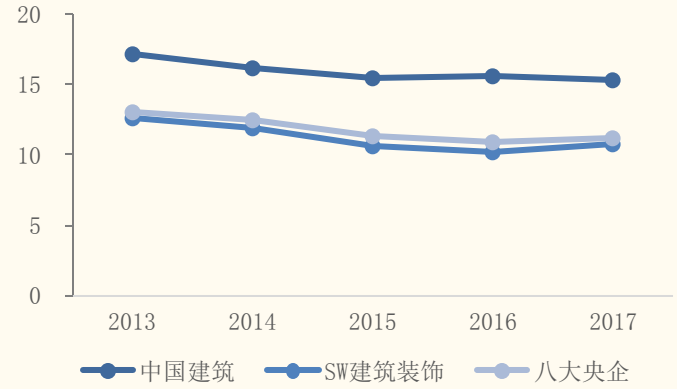
图表 4：股权结构及主要控股公司

来源：公司公告，国金证券研究所

3. 盈利营运能力俱佳，超过行业平均水平

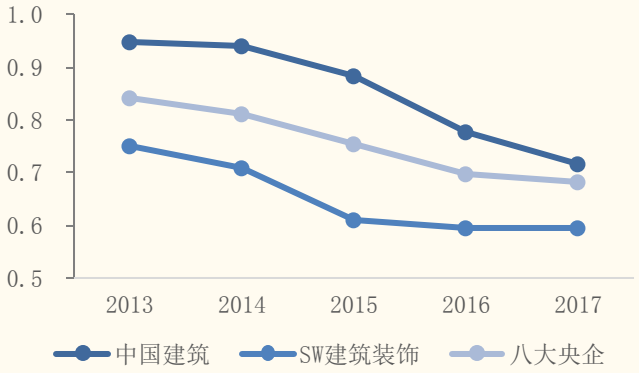
- **ROE、资产周转率超业内平均凸显公司盈利、运营能力。1）公司盈利能力突出。**2015/2016/2017 年 ROE 达 15.52%/15.68%/15.34%，高于行业平均水平约 4pct。**2）公司营运能力较强。**2015 年/2016 年/2017 年资产周转率为 0.85/0.76/0.72，均高于建筑装饰行业平均水平和建筑八大央企平均水平。

图表 5：ROE 高于行业平均 4pct 左右



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：资产周转率高于平均水平



来源：Wind，国金证券研究所

二、三大业务成就建筑龙头，坚持稳中取胜谋发展

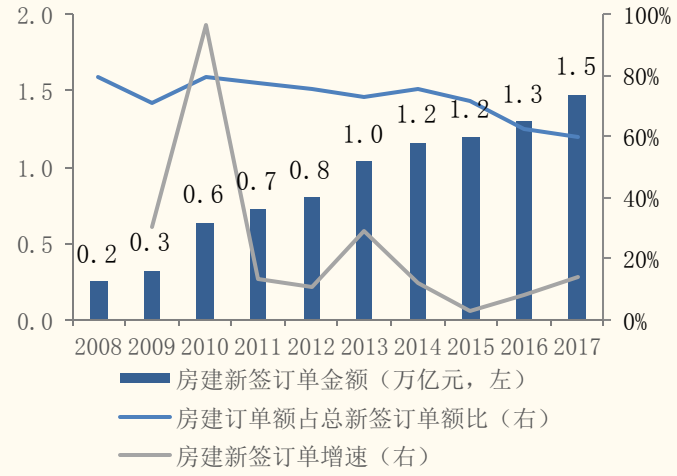
1. 房建：显“定海神针”之功效，房建业务高品质固霸业

- **矗立中国房建峰顶，稳健发展态势将延续。**1）房屋建筑工程为中国建筑传统优势业务，代表中国房建最高水平，在中高端市场占绝对优势，地位难以撼动。2）尽管伴随公司业务调整，房建业务重要性逐渐削减，但当前房建仍是公司的主要业务，订单增速回暖+市占率逐步提高巩固公司房建业务。3）未来城市化进程推进、住房需求升级、旧房拆迁将持续为房建业务提供驱动力，在公司市占率提高情况下，稳健发展长期态势不改。

1.1 放眼当下：订单/营收/毛利占比结构性调整，业绩保持稳健

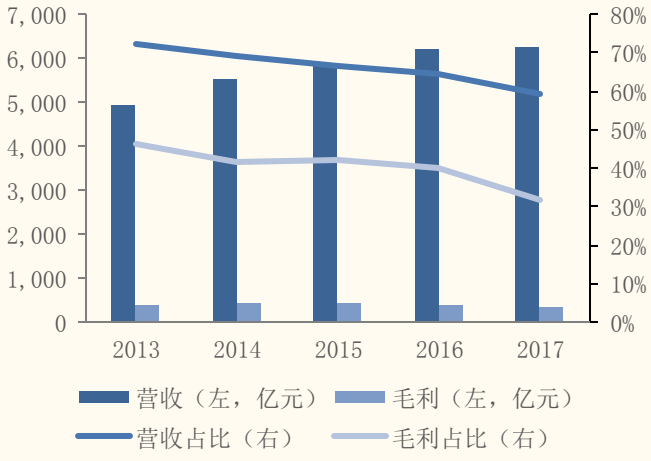
- **房建订单额回暖，占比略有下滑。**2017 年公司房建业务新签合同额约 1.5 万亿元，同比增长 13.6%，增速同比提升 5.4pct，订单继续回暖，逆转 2015 年底的增速疲态，但仍低于其他业务订单增速，2017 全年房建订单占总新签订单额 60.2%，占比略有下滑，较 2016 年下跌 2.5pct。
- **业务战略性调整，房建占比下降。**截至 2017 年底，房建业务营收/毛利为 6251/ 348.96 亿元，营收较 2016 年增长趋缓，毛利同期下跌 10pct。从占比来看，房建业务营收/毛利占比下滑至 59.3%/31.6%。公司业务面临战略性调整，房建业务趋于稳健。

图表 7：房建订单额占比下行，订单增速回暖



来源：wind，国金证券研究所

图表 8：房建业务占比下滑无改业绩稳增趋势

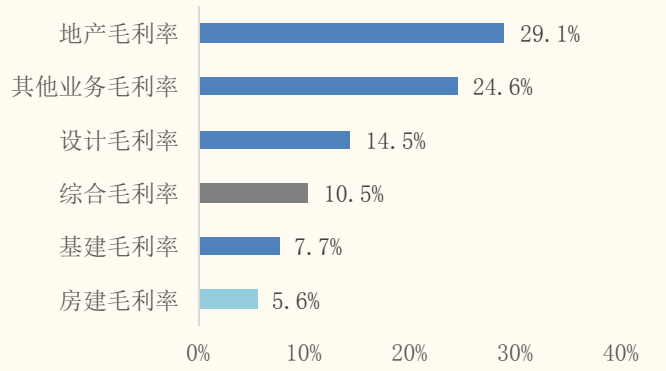


来源：wind，国金证券研究所

1.2 “低”毛利率 VS 高房建品质，以退为进巩固霸业

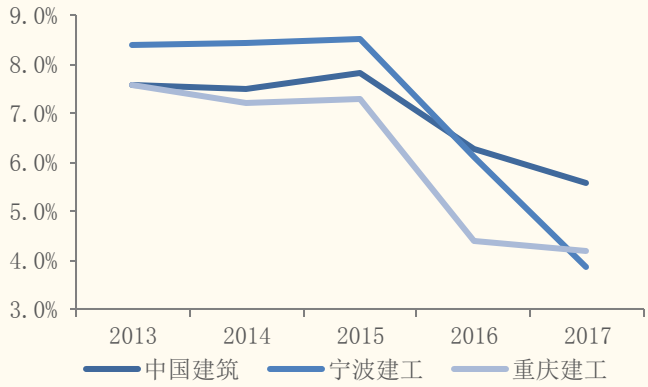
- **房建毛利率相较公司其他业务最低，同行业对比处高位。**1）根据公司 2017 年年报，房建业务毛利率仅 5.6%，为所有业务中最低，较综合毛利率低 4.91pct。2）纵向来看，公司房建业务毛利率在 2015 年前缓慢下行；2016 年受营改增影响，毛利率快速下滑，2017 年仅 5.6%，已处于较低位置。3）对标同类公司房建业务，公司毛利率仍处于较高位置，彰显公司竞争力。

图表 9：2017 年所有业务中房建业务毛利率最低



来源：wind，国金证券研究所

图表 10：同行业对比中国建筑房建业务毛利率较高



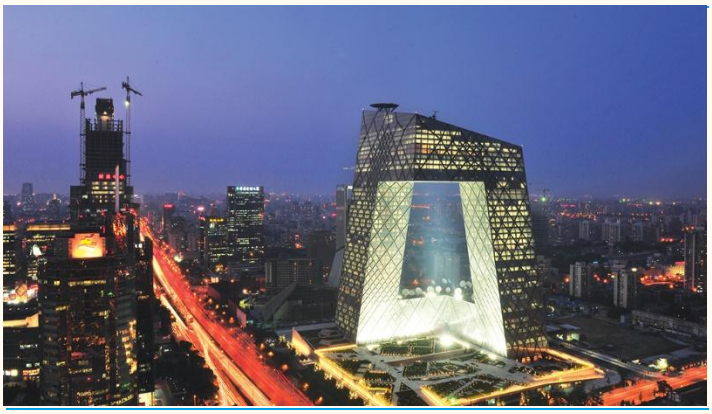
来源：wind，国金证券研究所

- **中国房建领跑者+高精尖项目缔造者。**1）公司获得“中国建筑千米级摩天大楼研究”等多个世界级领先科技成果，主持编制行业及国家及行业标准 72 项，以“高质量管理”向全国及全球各城市提供高标准项目和完善服务，在房建行业以质量顶尖、技术一流闻名。2）业务涉及城市建设的所有领域和每个环节，承建了大量地标性工程，上海环球金融中心、央视新台址等高水平建筑均出自中国建筑之手。

图表 11：上海环球金融中心

来源：公司官网，国金证券研究所

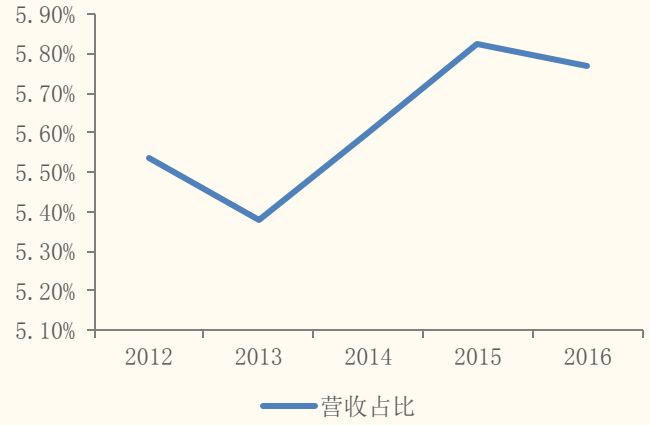
图表 12：央视新台址



来源：公司官网，国金证券研究所

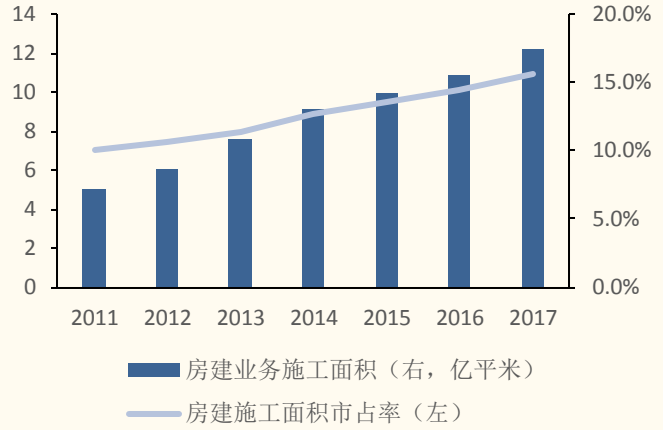
- **采用差异化经营，高端领域站稳脚跟。**1）目标定位于中高端市场，践行“大市场、大业主、大项目”的市场策略，区别于竞争对手走差异化道路。公司在超高层房屋建筑领域极具竞争优势，2016 年中标武汉绿地光谷中心城项目等多个 300 米以上超高层项目，2017 上半年承接武汉永清商务综合区项目 A1 塔楼、武汉绿地光谷中心城等 400 米以上超高层项目。2）公司下属子公司之间通过贯彻差异化策略，分别聚焦于不同的细分市场，形成各自优势领域，通过缔造高品质、差异化产品，打造房建领域护城河，巩固拓展市场份额。
- **高品质输出+差异化策略成效显著，市占率稳步提升。**房屋建筑工程属于“大行业，小公司”范畴，资金和技术壁垒不高，业务质量水平参差不齐，市场竞争白热化。然而公司始终输出高质量业务，在激烈竞争市场中市占率仍稳步提升。

图表 13：房建营收市占稳步提升



来源：wind，国家统计局，国金证券研究所

图表 14：房建施工面积市占率提升

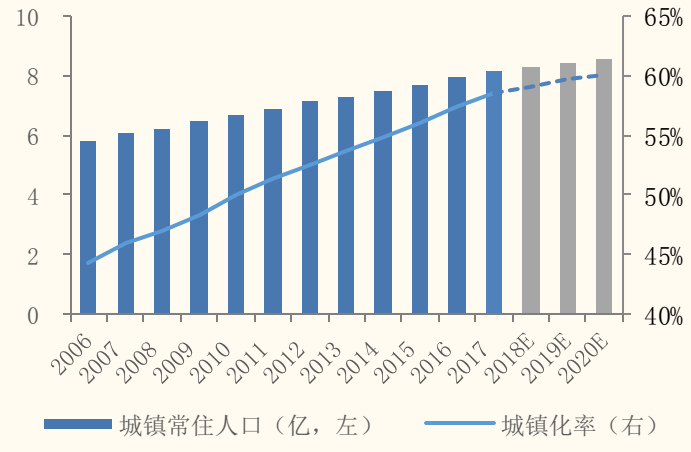


来源：国家统计局，国金证券研究所

1.3 展望未来：三大需求稳健增长，公司房建业务天花板未触

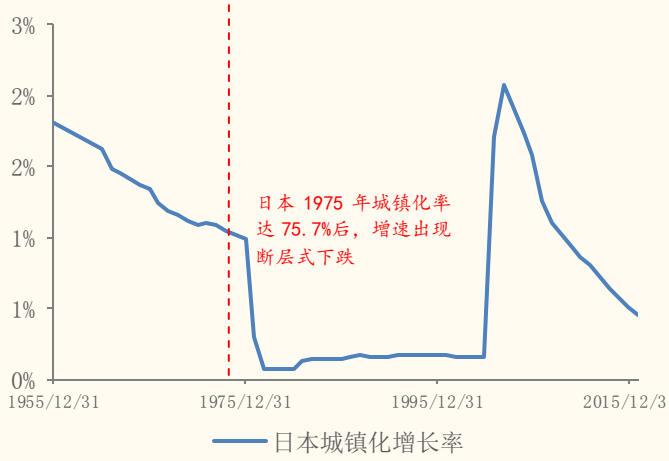
- **城镇化“60%”阶段性政策目标还未达成，房建事业发展空间尚存。**《国家人口发展规划（2016-2030 年）》提出，到 2020 年全国总人口目标为 14.2 亿，常住人口城镇化率达 60%，城镇常住人口达 8.5 亿人。2）2017 年我国城镇化率为 58.52%，城镇常住人口为 8.1 亿，距离 2020 年目标仍有一定距离。城镇常住人口稳步提升，为房屋建设需求保驾护航。
- **对标国外“75%”将成为我国城镇化拐点，城市化征途漫漫。**根据世界银行统计数据，日本在 1975 年城镇化率达到 75.7%，之后 1976 年城镇化增速即出现断崖式下跌。中国 2017 年城镇化率为 58.52%，年均增速为 2.27%，相当于日本 1955 年水平 58.4%，年均增速 1.81%，以此二者为基准年份，参考日本 1955-1975 期间年均复合增速 1.31%，结合二者基准年均增速比例，可推算中国基准年份至分界水平年份城镇化水平年均复合增速为 1.64%，城镇化达到分界水平 75%约在 2033 年。

图表 15：从政策目标看城市化进程继续推进



来源：wind，国金证券研究所

图表 16：日本城镇化率达 75%后增速锐减



来源：wind，国金证券研究所

- **城镇化进程带来 2025 新增住房面积需求近 5 亿平。**1）若以 2017 年为基年测算未来城镇化率和总人口，按照上述年均 1.64%的城市化水平复合增速测算（不考虑政策目标），2025 年城镇化率将达 66.7%。2）2000 年总人口为 12.7 亿，2017 年达 13.9 亿，年均人口增速为 0.53%，考虑到未来出生率降低，下调增速至 0.4%，按该水平测算得 2025 年人口达 14.4 亿，城镇常住人口达 9.6 亿，新增城镇常住人口

0.19 亿人。3）住建部数据显示，2016 年我国城镇人均居住面积为 36.6 平米。根据中国社科院专家张延群的论文《24 个大中城市人均住房面积及房价相对泡沫估算》，统计局的抽样方法高估了人口密集的大中城市的人均实际居住面积，研究显示 2005 年/2012 年人均居住面积估算值约为披露值的 63%/68%。假设 2016 年人均居住面积实际值为统计值的 70%，则 2016 年城镇人均居住面积实际为 25.6 平米，我们以该数据作为城镇新增人口的首套置业标准。

图表 17：2018-2025 年城镇化进程带来的新购住房需求

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
总人口（亿）	13.9	13.96	14.01	14.07	14.12	14.18	14.24	14.29	14.35
城镇化率	58.50%	59.50%	60.50%	61.40%	62.50%	63.50%	64.50%	65.60%	66.70%
城镇常住人口（亿）	8.13	8.3	8.47	8.64	8.82	9	9.19	9.37	9.57
城镇新增人口（亿）		0.17	0.17	0.17	0.18	0.18	0.18	0.19	0.19
人均居住面积（平米）	25.6	25.6	25.6	25.6	25.6	25.6	25.6	25.6	25.6
新增住宅面积需求（亿平米）		4.352	4.352	4.352	4.608	4.608	4.608	4.864	4.864

来源：wind，国金证券研究所

- **2025 年改善性住房需求约 6.7 亿平米。**随着人们收入提高对生活品质要求更高，居住空间扩展将成为刚性需求，催生大量改善型住房改造项目。据国家统计局数据显示，2012/2016 年我国城镇人均住宅面积为 32.9/36.6 平米。以实际值为统计值的 68%/70%计算，2012/2016 年城镇人均居住面积实际为 22.8/25.6 平米，2010-2016 年均增长率为 2.3%，假设保持该增速，则 2025 年人均居住面积达 31.4 平米，根据人均居住面积的增加，测算出 2025 年城镇常住人口的改善性住房需求将超 6.7 亿平。

图表 18：2018-2025 年改善性住房需求预测

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
城镇人均居住面积（平米）	26.21	26.80	27.42	28.04	28.68	29.34	30.01	30.70	31.40
新增人均居住面积		0.60	0.61	0.63	0.64	0.66	0.67	0.69	0.70
城镇常住人口（亿）	8.13	8.30	8.47	8.64	8.82	9.00	9.19	9.37	9.57
改善性住房需求（亿平米）		4.97	5.19	5.41	5.65	5.90	6.16	6.43	6.71

来源：wind，国金证券研究所

- **城镇住宅拆迁需求保持 3 亿平米。**根据第六次人口普查数据，2010 年我国城镇住房存量约为 200 亿平米，其中 1990 年前的住宅占比约为 22%，2000 年前的住宅占比超过 50%，相当大一部分会在未来面临拆除与更替。按住宅 70 年寿命推算的房屋年折旧率约为 1.5%，我们按 1.5%估算 2010 年前所建造的住房，假定未来城镇住宅拆迁面积保持在 3 亿平米。
- **未来十年房屋建筑新开工面积仍处于上升通道。**1）据 2012 年到 2017 年房屋新开工数据，住宅占总房屋新开工面积比例约 71%，2017 年整体房屋新开工面积 17.87 亿平米。2）根据之前的测算，我们按 71%估算整体房屋需求，到 2025 年住宅新开工面积约为 14.6 亿平方米，整体房屋新开工面积为 20.53 亿平米，年复合增长率约为 1.75%，房屋建筑需求仍处于上升通道。

图表 19：2018-2025 新增住宅及房屋总需求预测

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
购房需求（亿平米）	4.35	4.35	4.35	4.61	4.61	4.61	4.86	4.86
改善性需求（亿平米）	4.97	5.19	5.41	5.65	5.90	6.16	6.43	6.71
拆迁需求（亿平米）	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
新增住房面积总需求（亿平米）	12.32	12.54	12.76	13.26	13.51	13.77	14.29	14.57
新增房屋面积总需求（亿平米）	17.35	17.66	17.97	18.67	19.03	19.39	20.13	20.53

来源：wind，国金证券研究所

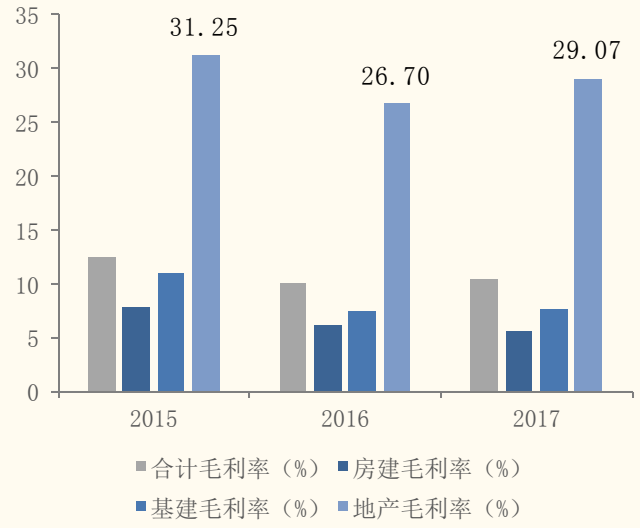
2. 地产：强者恒强受益政策边际变化，两大基石保障地产业务稳中有进

- **地产业务实力雄厚，两大基石保障地产业务稳中有进。1）板块盈利能力出众，三大品牌构建中建地产王国。**中国建筑地产板块盈利水平高，贡献近半毛利。其中子公司中海地产是公司地产业务营收主要来源，2017 年合约销售额超 2000 亿，位居地产行业第七位，是地产行业名副其实的龙头企业。**2）地产行业集中度提升加速，二线城市定向放松限购存机遇。**中海地产作为地产龙头或收益行业集中度提升，公司二线城市土地储备充足，预期未来销售业绩有提升。**3）土地储备+子公司高层换血保障业务稳中有进。**我们认为公司当前土地储备可满足地产板块稳步扩张，叠加中海地产董事长换届战略调整，地产业务发展提速可期。

2.1 地产业务毛利润贡献突出，业绩持续向好现潜力

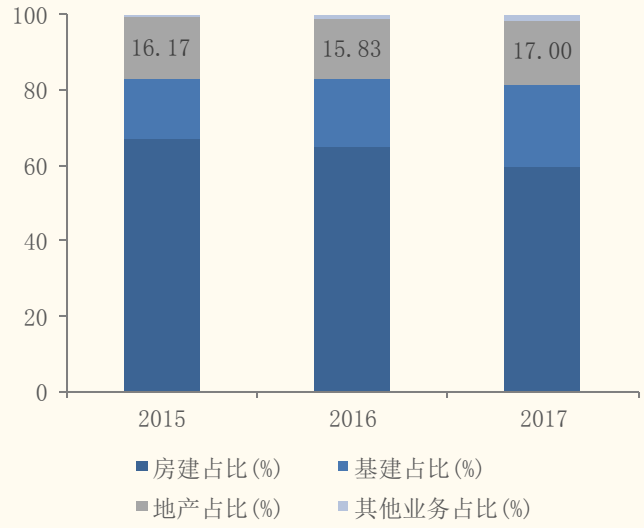
- **毛利率居核心业务之首，业务占比稳步提升。1）盈利水平高，16%业务占比贡献近半数毛利。**公司 2017 年地产业务营业收入约为 1792 亿，地产业务毛利润约 521 亿，营收占比仅 17%，毛利贡献达 47.1%。地产板块营收居三大核心业务末位，毛利贡献却为三大业务之首，2015 年/2016 年/2017 年地产业务毛利率分别为 31.25%/26.70%/29.07%,远高于公司同一时期总毛利率 12.44%/10.10%/10.49%。地产板块盈利水平高，是公司盈利重要支撑。**2）地产业务获重视，业务占比提升。**地产业务 2015 年/2016 年/2017 年业务占比分别为 16.17%/15.83%/17.00%，2017 年地产业务占比较 2015 年提升了近 1.0pct，预期公司未来业务结构继续优化，加大地产务支持力度，地产业务占比仍将继续提升。

图表 20：地产业务盈利水平高



来源：公司公告，国金证券研究所

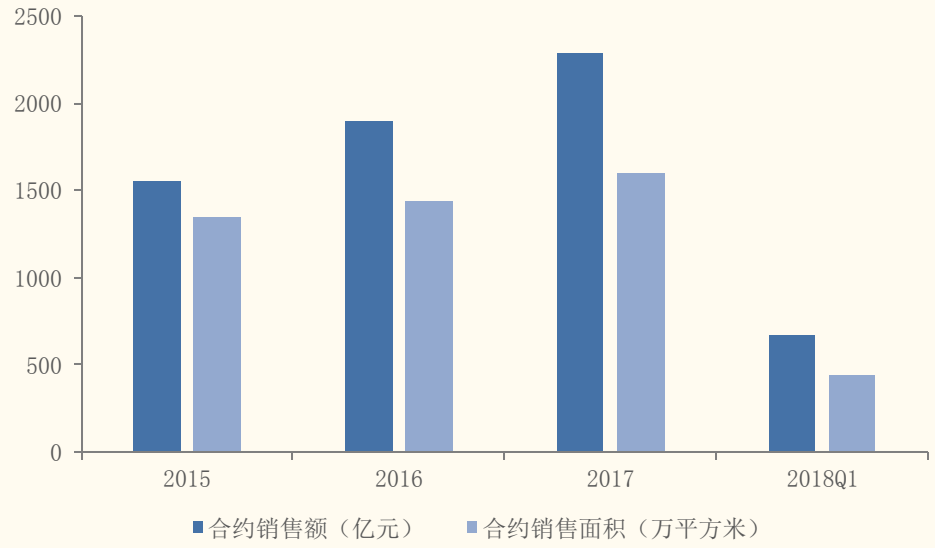
图表 21：业务结构优化，预期地产业务占比仍将继续提升



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司 2015 年/2016 年/2017 年合约销售额分别为 1550/1896/2285 亿元，合约销售面积分别为 1344/1445/1603 万平米。2018Q1 公司地产业务合约销售额约 668 亿元，同比增长 31.8%，合约销售面积约 446 万平方米，同比增长 28.5%。虽然今年政府加强房地产市场监管，公司地产业务增长势头不减，**合约销售额、合约销售面积均呈直线增长趋势，业绩持续向好。**

图表 22：合约销售额与合约销售金额均呈直线增长，地产业务发展势头强劲



来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 中海地产高层换血，战略调整稳中求进

- 2016 年 11 月 15 日，中海地产、中海宏洋、中海物业发布公告，宣布董事长郝建民辞职，由肖肖当选公司董事会主席、CEO。后颜建国出任执行董事兼任 CEO，2017 年 6 月，中海地产宣布颜建国正式成为公司董事长兼 CEO。颜建国走马上任后，**对经营战略、业务范围、理模式等方面进行调整**，力求稳中有进，实现突破。

图表 23：中海地产高层换届三大调整助力公司发展稳中有进

调整 1：经营战略调整

稳：继续强调运营效率，保持利润优势

进：寻求土地扩张，获地风格寻突破

调整 2：业务范围调整

稳：继续保持住宅开发核心地位

进：加大持有型物业投入

调整 3：管理模式调整

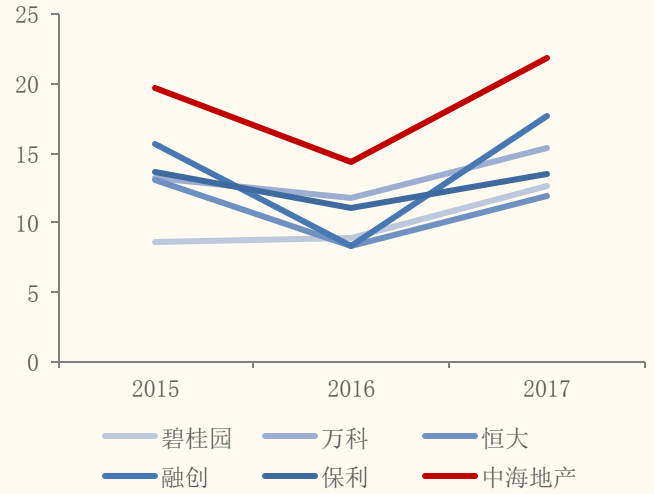
进：改纵向一体化为扁平式管理

来源：网络资料整理，国金证券研究所

- **经营战略：保质增量，获地风格更激进。1）稳：继续强调运营效率，注重业务扩张质量。**中海地产追求高效运营和有盈利支撑的规模增长，素有“利润之王”的称号。比较中海地产与 2017 年销售额排行前五的房企 2015 年/2016 年/2017 年经营利润率，中海地产占据明显优势，颜建国上任后曾表示“规模必须服从效益”，体现其保质的决心。 **2）进：寻求量的扩张，获地风格寻突破。**中海 2016 年除并购所得地块，自购地块共计 18 块，数目较小，仅一地块位于香港，其余均为二线城市地块。颜建国上任后提出 2017 年公司取地款 1000 亿港元的目标，最终实现 921 亿港元。公司 2017 年共计购得 76 地块，一线城市 9 幅，

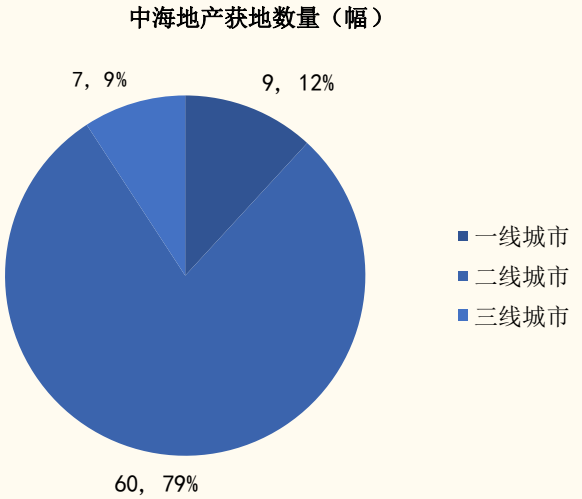
二线城市 60 幅，三线城市 7 幅，数额大幅提升，布局一线意图明确。取地风格更为激进，一改此前严控成本的稳健模式，以公司上海购地为例，2017 年公司于上海共取得 4 地块，其中 3 地块居溢价率前三，平均溢价率达 64.2%，高居各地产商之首。

图表 24：注重发展质量，中海地产经营利润率始终高于其他地产龙头企业（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

图表 25：2017 年中海取地数额大增，布局一线意图明显



来源：公司公告，国金证券研究所

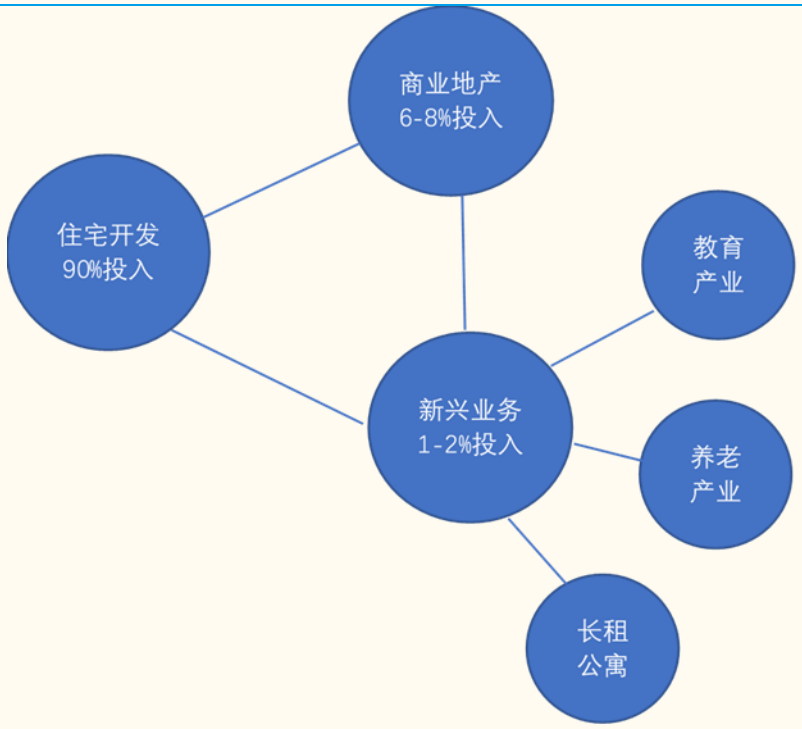
图表 26：中海一改低成本稳健取地风格，上海获地平均溢价率超60%

土地名称	类型	成交价（亿元）	成交楼板价（元/平方米）	建筑面积（平方米）	溢价率
松江区小昆山镇 SJS40001 单元 17-02 号地块	住宅	20.65	30893.62	66844.44	71.63%
松江区小昆山镇 SJS40001 单元 20-01 号地块	住宅	10.7	30044.8	35613.48	66.93%
松江区小昆山镇 SJS40001 单元 18-01 号地块	住宅	19.55	30583.08	63924.24	69.91%
奉贤区奉城镇 57-05 区域地块	住宅	17.55	14581.41	120358.7	48.79%

来源：上海市规划和国土资源管理局，上海土地市场，国金证券研究所

- **业务范围：住宅开发仍为核心，开拓持有型物业新方向。1）稳：继续保持住宅开发在公司业务中的核心地位。**颜建国在 2017 年中期业绩会上表示，未来公司 90%资源仍会投放在住宅开发业务中，维持住宅销售业务持续稳定产出。**2）进：加大持有型物业投入，寻找新业绩增长点。**截止 2017 年底中海地产共拥有 38 栋甲级写字楼、12 个购物中心、11 家星级酒店，商业地产共计 366 万平方米。颜建国在中期业绩会表示，未来中海计划 10%资源投入持有型业务，6-8%投入商业地产，1-2%投入养老地产、教育产业、长租公寓等新业务，计划至 2020 达到营收 50 亿港元目标，颜建国本人更是主管创新业务发展部。

图表 27：未来住宅开发仍是中海核心业务，加大持有型物业投入



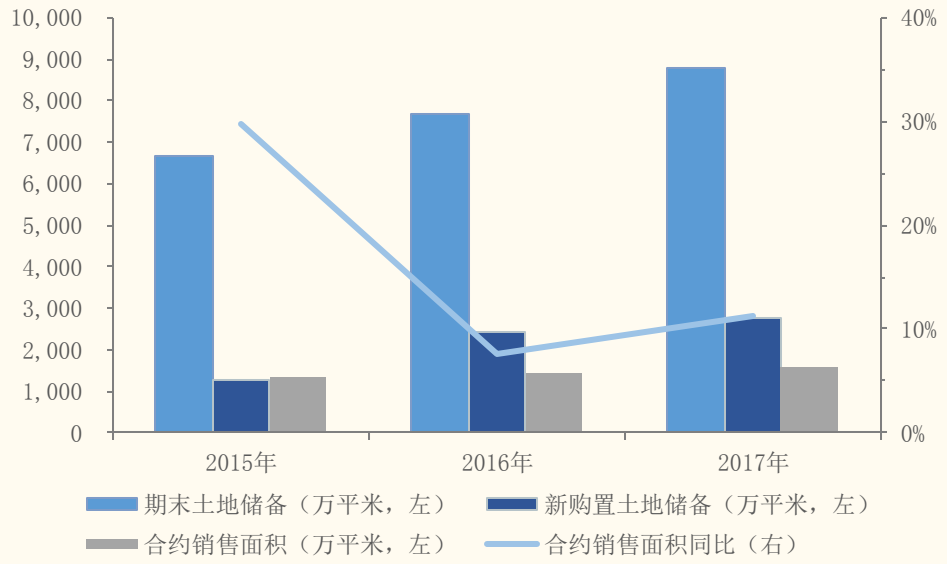
来源：CRIC，国金证券研究所

- **管理模式：改纵向一体化制度为扁平化管理。**此前中海地产运营模式为纵向一体化管理制度，总部负责获地、融资，工程公司负责工程，营销公司负责营销，一定程度抑制区域自主权，影响整体效率。颜建国上任后采取扁平化管理模式，减少管理层数目，取消工程公司和营销公司，改战略管控部为运营管理部并试行项目总监制，打造数字化平台以提高公司整体运营效率。

2.3 土地储备充足，保障未来地产业务平稳较快发展

- **多途径扩充土地储备，土地储备显优势。**土地储备是合约销售业绩重要保障，尽管 2016 年/2017 年国家全面加强房地产调控力度，公司仍然保持积极取地态势，总体土地储备和新购土地储备均呈增长趋势。除新购外，公司还积极通过其他途径获地，2016 年公司下属子公司中海地产通过并购中信地产获得约 2400 万土地储备。2017 年中国建筑土地储备 8947 万平米，位列上市房企土地储备面积榜第 6 名。
- **土地储备保障业绩，助力合约销售面积提升。**2016 年受房地产市场调控影响，地产业务合约销售面积同比增长仅 7.5%，公司扩充土地储备带动合约销售面积同比增速回升，2017 年合约销售面积同比增速达 9.8%，提升 2.3pct。2017 年公司土地储备超 8000 万平米，合约销售面积仅 1587 万平米，预期未来公司合约销售面积提升空间广阔。

图表 28：土地储备保障公司地产销售业绩提升



来源：公司公告，国金证券研究所

- 在手土地储备充足，未来数年平稳增长无忧。公司目前土地储备达 8947 万平米，2017 年合约销售面积 1587 万平米，目前在手土地可支撑公司未来 3 年销售面积以 35%的增速递增。

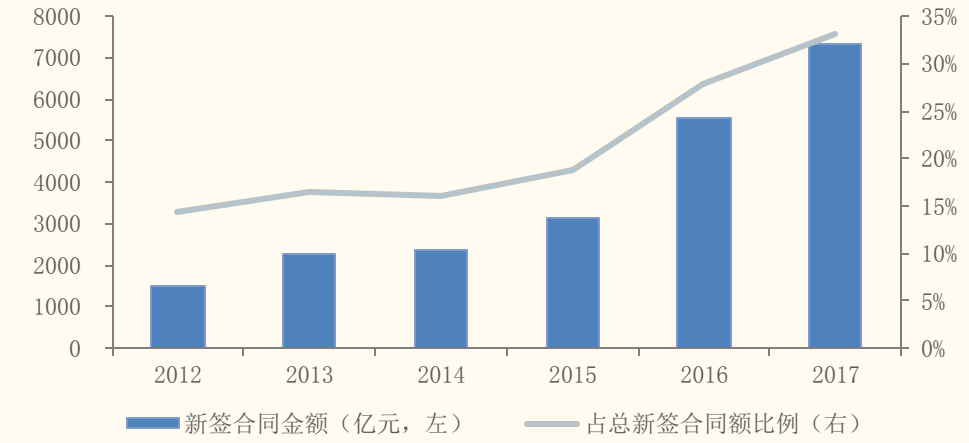
3. 基建：对冲宏观风险保稳增，城市群建设+“一带一路”强催化

- **技术人才管理实力雄厚，业务遍布海内外。**1）公司基建部门是中国一流的基础设施投融资发展商，立足工程建设与项目投资并举，技术、人才、管理和资金实力雄厚。2）公司将在借助基建业务对冲宏观风险保稳增的同时，深度受益城市群/雄安新区建设、“一带一路”政策东风及 PPP 项目的持续开拓，未来基建业绩有望稳中再迎增长。

3.1 业务扩张发力点，新签合同/营收节节攀高

- **结构转型着力基建，新签合同创出新高。**1）公司近年来基建业务新签合同额持续高增，在总合同额中的占比也逐年提升，显示基础设施建设与投资是公司近年业务扩张的重要方向之一。2）公司 2016 年年报指出，公司正积极开展产业结构转型，大力向基建业务倾斜，新开工项目大幅增加。2016、2017 两年基建业务新签订单额和占比增长速度显著高于较早年份，反映公司正将产业结构转型的目标落到实处。3）据公司年报，2017 年新签基建业务合同额达 7369 亿，占总新签合同额 33%，合同额绝对值和占比均创近年新高。

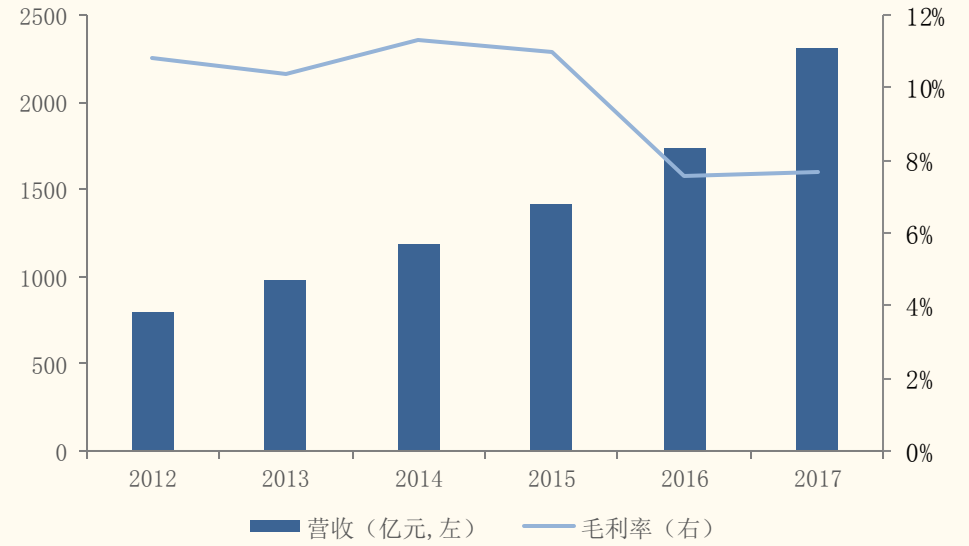
图表 29：近年基建新签合同金额及占比持续高增



来源：wind，国金证券研究所

- **营收逐年增长，毛利率维持较高水平。**伴随新签订单额逐年高增，公司基建业务营收也呈现逐年上升的趋势。2014 年基建业务营业收入首次突破千亿，2016 年达到 1739 亿元。2012-2015 年基建业务毛利率稳定维持在 11%左右的较高水平，2016 年毛利率为 7.6%与 2015 年相比下滑 3.4pct，或系公司同期基建业务新签订单增长迅速，新开工项目大幅增加使前期投入成本上升所致。2017 年营收为 2309 亿元，增速 33%，保持强盛的上升趋势。毛利率为 7.68%，基本维持稳定。

图表 30：基建业务营收逐年增长，毛利率维持较高水平

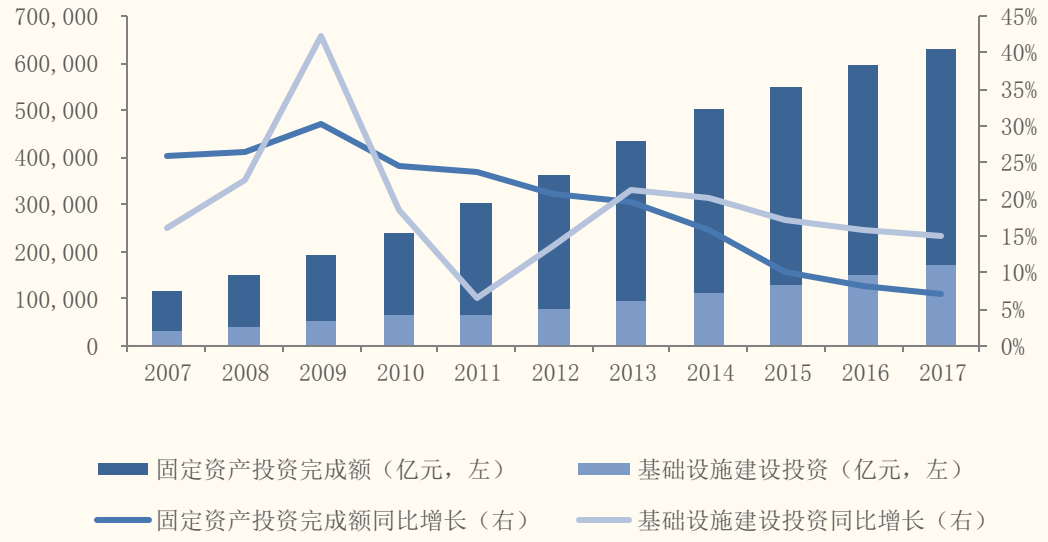


来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 国内：基建业务对冲宏观风险，城市群/雄安新区建设再掀基建高潮

- **国内基建投资维持高增速，利好公司业务拓展。**2015 年以来，全国固定资产投资完成额稳定增长，其中基础设施建设投资额 2015/2016/2017 年分别达到 13.1/15.2/17.3 万亿，增速稳定维持在 15%左右，全国基建投入维持较大力度，利好公司国内业务持续拓展。

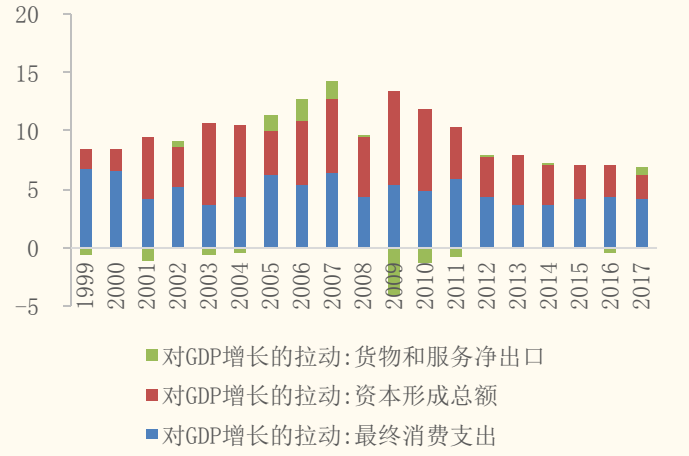
图表 31：全国固定资产/基建投资近年平稳增长



来源：wind，国金证券研究所

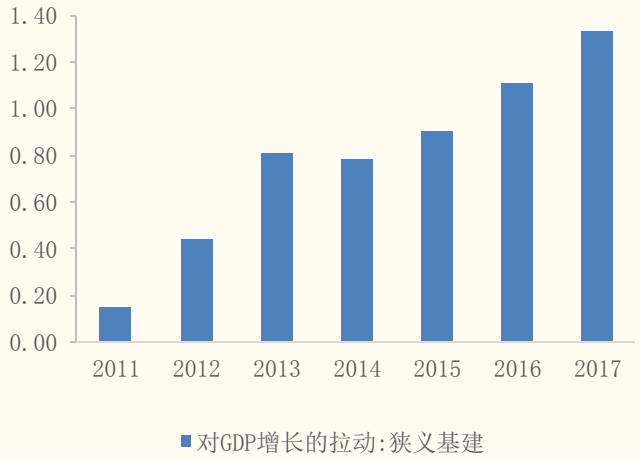
- **国家利用基建稳增长迹象明显，基建助公司对冲宏观风险。**1）2017 年，国内 GDP 增速达 6.9%，远超预期，消费、投资、出口三驾马车对 GDP 的增长的拉动分别为 4.1%/2.2%/0.6%，消费企稳，出口明显改善，回顾历史近年来资本形成对 GDP 增长拉动趋弱，但在 2009-2011 年出口拉动贡献为负的时候投资稳增长迹象明显。2）3 月 22 日特朗普签署备忘录，对从中国进口的商品征收高达 500 亿美元规模关税，并限制中国在美投资； 7 月 11 日特朗普公布对中国出口美国的 2000 亿美元商品加征 10%关税，覆盖 6031 个关税目标，贸易战再次升级，宏观风险进一步扩大。3）回顾历史，我国基建稳增长迹象明显。我们假设每年的狭义基建投资变动额为 ⊿II，每年的固定资产投资变动额为⊿IF，每年资本形成总额对 GDP 的拉动值为 CF，每年狭义基建投资对 GDP 的拉动值为 CI，则 CI=CF*（⊿II/⊿IF）。据此估算，狭义基建投资在 2011-2017 年对 GDP 增长的拉动逐年递增，分别为 0.15、0.44、0.81、0.78、0.90、1.11、1.33。**国家利用基建稳增长迹象明显**。4）2018 年 4 月 23 日召开的政治局会议提出“把加快调整结构与持续扩大内需结合起来，保持宏观经济平稳运行”，扩内需的说法属于近两年首次提及。5）李克强 7 月 23 日主持召开国务院常务会议，部署更好发挥财政金融政策作用，支持扩内需调结构促进实体经济发展，“激发社会活力，推动有效投资稳定增长”，宏观逻辑边际改善背景下看好基建逐步升温。

图表 32：近年来资本对 GDP 增长拉动力度趋弱，但在出口贡献为负的情况下投资拉动迹象明显



来源：wind，国金证券研究所

图表 33：回顾历史，国家利用基建稳增长迹象明显



来源：wind，国金证券研究所

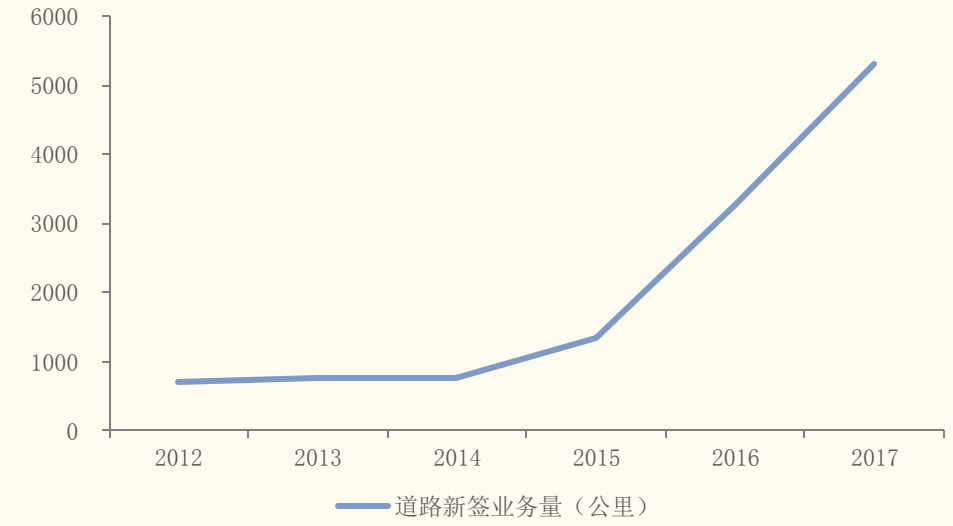
- **城市群建设春风吹至，建筑龙头深度受益。**1）国家“十三五”规划正式确立 19 个城市群，2017 年提出打造京津冀、长三角、珠三角三个世界级城市群。2）《京津冀协同发展规划纲要》《长江三角洲城市群发展规划》和《关于深化泛珠三角区域合作的指导意见》等城市群建设指导文件均提出加快区域基础设施建设、完善轨交网络等要求。3）对标日本 1955-1975 年间城市群带动下的城镇化进程，我们测算，中国城镇化发展足以保障基建 10%的 CAGR。4）2016 年集团旗下中国建筑国际集团有限公司签订 2.9 亿美元港珠澳大桥香港口岸 – 基础设施工程第 2 期（南面部份）项目，参与粤港澳城市群轨交建设，在其它城市群内也签订有多个基建项目。公司作为国内建筑业龙头，近年来新签道路业务量逐年高增，有望深度受益国内城镇化建设高潮。

图表 34：预计中国城镇化发展保障基建“10%”增速有“底线”

	中国	日本
基准年份（中国 2016 年，日本 1955 年）城镇化率	57.35%	58.40%
基准年份（中国 2016 年，日本 1955 年）城镇化率五年 CAGR	2.27%	1.81%
城镇化水平加速阶段与放缓增速阶段分界		75%
基准年份至分界水平年份城镇化水平年均复合增速	1.64%	1.31%
城镇化达到分界水平 75%年份	2033 年	1975 年
利用 2016 年-2033 年我国城镇化水平年均复合增速及历史城镇化率增速及基建投资增速弹性均值测算累计拉动基建投资		
		中国
基准年份（2016 年）基建投资（万亿人民币）		15.2
1995-2016 年历史城镇化率增速及基建投资增速弹性均值		6.3
基准年份至分界水平年份（2016 年-2033 年）基建投资年均复合增速		10.33%

来源：wind，世界银行，国金证券研究所

图表 35：公司新签道路业务量逐年高增



来源：公司公告，国金证券研究所

- **雄安新区建设迎高峰，远期道路里程数/综合管廊最高可达 1.6 万/4800 公里。**1）2018 年 1 月 3 日，京津冀协同发展工作推进会议表示，雄安新区将重点关注交通、产业、生态三个领域。根据会议精神及雄安新区规划，预计 2018 年包括公路、铁路、综合管廊等基础设施投入将加大。2）中共中央、国务院设立雄安新区的规划分为近中远三个阶段，规划发展面积分别为 100/200/2000 平方公里。2017 年 5 月，发改委印发《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》，要求城市道路交通网密度应达 8 公里 / 平方公里，城市新区新建道路综合管廊建设率达 30%。依照雄安新区开发规划，远期道路里程数可达 16000 公里，综合管廊最高达 4800 公里。3）根据世纪交通网、住建部印发的《城市综合管廊工程投资估算指标》（试行），市政道路平均造价约 0.7 亿元/公里，地下管廊平均造价约 1 亿元/公里，远期雄安新区道路和地下管廊市场规模可高达 16000 亿元。4）2016 年中国建筑综合管廊市场占有率超 4 成，管廊领域独占鳌头；2017 年公司先后中标综合管廊项目近 150 亿元。

图表 36：雄安新区道路/地下管廊远期市场规模预计可达 11200/4800 亿

	新区面积（平方公里）	预计道路里程数（公里）	道路市场规模（按 0.7 亿元/公里）	预计地下管廊长度（公里）	地下管廊市场规模（按 1 亿元/公里计算）
近期	100	800	560	240	240
中期	200	1600	1120	480	480
远期	2000	16000	11200	4800	4800

来源：世纪交通网，住建部，国金证券研究所

图表 37：2017 年中国建筑地下管廊项目中标情况

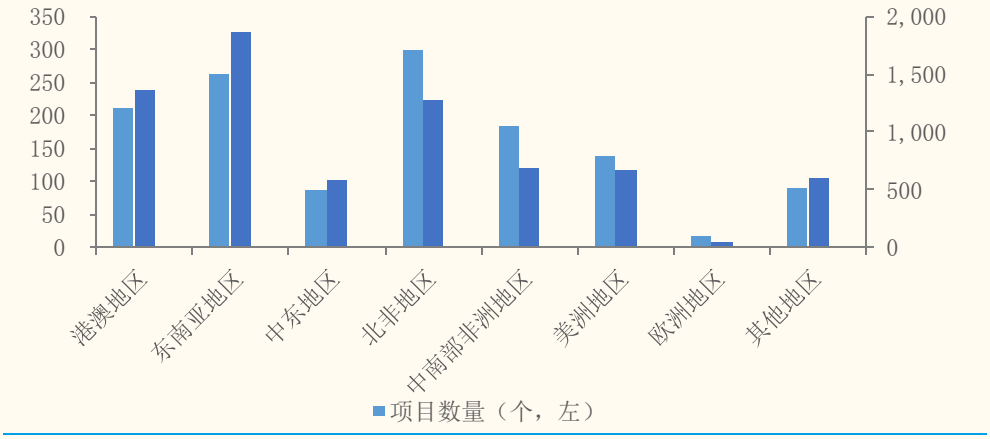
项目获得单位	项目名称	项目金额（亿元）
中建新疆建工(集团)有 限公司	四川成都北一线道路及综合管廊工程勘察设计施工总承包项目	24.00
中国建筑第三工程局	湖北黄冈城区地下综合管廊工程 PPP 项目	31.10
中建长江建设投资有限 公司	四川成都北一线道路及综合管廊工程勘察设计施工（EPC）项目	41.50
中国建筑第八工程局	山东日照岚山区油气公共管廊一期项目	23.00
中国建筑第三工程局	湖北黄石大冶湖生态核心区地下综合管廊 PPP 项目	27.20

来源：巨潮网，国金证券研究所

3.3 海外：海外订单表现靓丽，受益“一带一路”沿线旺盛需求

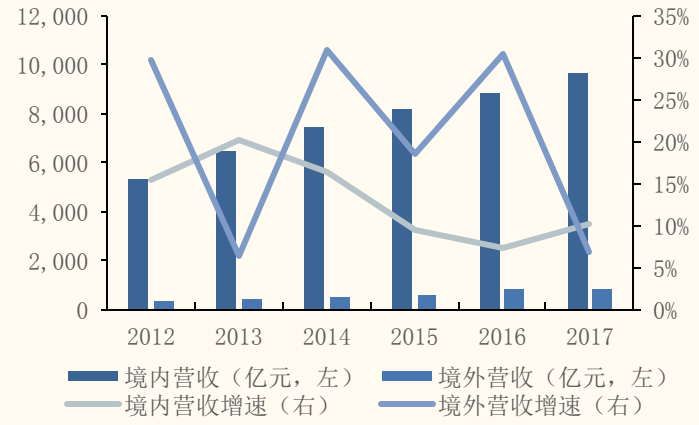
- **积极布局海外战略，订单高增表现靓丽。**1）公司积极布局“大海外”战略，持续加强海外业务协调管理，建立海外市场和项目信息报备系统。截至 2017 年公司境外项目共计 1287 个，项目总金额达 7088 亿人民币。2）2014 年至 2017 年，公司境外业务营收增速显著高于国内业务营收，境外项目遍布全球各地。3）公司境外新签合同额逐年增长，2017 年境外新签合同额同比大幅增长 65.7%，境外业务开拓正大步开展。

图表 38：2016 年公司境外项目遍布全球各地



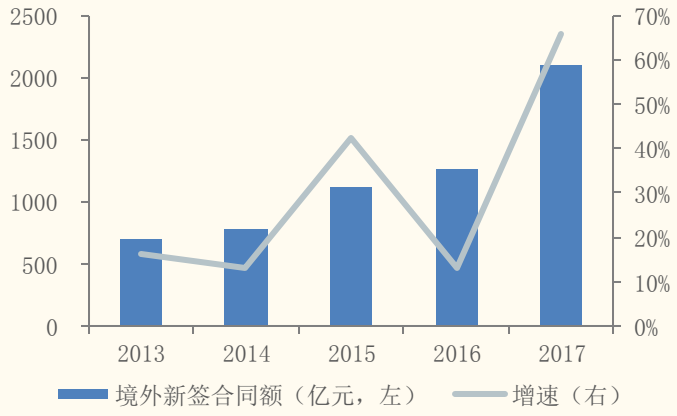
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 39：公司境外营收增速整体高于境内



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 40：2017 年境外新签合同额同比高增 65.7%



来源：公司公告，国金证券研究所

- **“一带一路”顶层设计持续催化公司海外业务高增。**1）2017 年十九大将“一带一路”写入党章，政策级别再度拔高。2）公司高度重视落实国家“一带一路”发展战略，大力推进市场营销，已进入“一带一路”沿线 65 个重点国家中的 45 个，2017 年在沿线市场新签合同额达 547 亿元，同比高增 125%。3）据亚开行报告，“一带一路”沿线亚洲地区 2016-2030 基建需求达 26 万亿美元，公司作为建筑实力雄厚的知名中国央企，将充分受益“一带一路”国内政策推动+沿线旺盛基建需求。

3.4 基建 PPP 领域具备优势，龙头实力无惧监管趋严

- **基建 PPP 领域具备优势，预计带动 4900 亿施工合同。**公司大力推进基础设施业务发展，在 PPP 项目领域形成领先优势。2017 年，公司新签重大 PPP 合同 9 个，总金额达 579 亿元。截止 2017 年底，公司

累计获取 PPP 项 316 个，计划权益总投资额约 4996 亿元，预计带动施工合同额约 4629 亿元。

图表 41：2017 年新签重大 PPP 合同总金额达 579 亿元

合同名称	合同金额（亿元）	签订日期
包头市城市水生态提升综合利用 PPP 项目-非经营性 PPP 项目施工合同	115.1	2017.12
西安市幸福林带建设工程 PPP 项目施工总承包合同	83.5	2017.6
西安市地下综合管廊建设 PPP 项目Ⅰ标段施工总承包合同	78.73	2017.1
青岛市地铁 8 号线工程 PPP 项目（B1 包）施工总承包合同	68.34	2017.2
安徽省高速公路 PPP 项目	66.5	2017.3
遵义市乐理至冷水坪高速公路 PPP 项目施工总承包合同	48.0	2017.6
木兰大道（三期）PPP 项目施工合同	46.9	2017.12
杭州奥体中心主体育馆，游泳馆和综合训练馆 PPP 项目	41.8	2017.12
盱眙港口、产业园及道路建设 PPP 项目工程施工合同	30.2	2017.11

来源：公司公告，国金证券研究所

- **监管趋严优胜劣汰，建筑龙头尽揽市场。**1）市场担心强监管下 PPP 发展将受到打压。而根据我们统计，被清理出库的 PPP 项目绝大多数是储备清单（处于识别、准备阶段）中项目，而管理库项目（处于准备、采购、执行阶段）受影响程度很小。2）截止至 6 月末，财政部 PPP 库共有项目 12394 个，金额 16.93 万亿，较 5 月末减少 172 个，金额减少 355 亿元。6 月入库项目数和金额有一定的回升，退库规模逐渐回落，行业正本清源仍在继续。3）PPP 规范化将抬高承接门槛，低资质企业将望之却步，促使龙头公司集中度提升，虽然从整体量上面降低 PPP“市场规模”，但质的提升则大幅降低社会资本长期风险，促进龙头企业长期稳定发展。

三、盈利预测与估值

1. 盈利预测

- **房建业务企稳，龙头地位难撼。**2017 年公司房建业务新签合同额约 1.5 万亿元，同比增长 13.6%，增速同比提升 5.4pct，订单逐步回暖。尽管当前公司业务面临结构性调整，房建占比略有下滑，但在城市化进程推进、住房需求升级、旧房拆迁等多重驱动力下，长期发展空间向好。2017 年房建业务营收增速下降 4.6pct，考虑目前处于公司业务战略调整阶段，保守预计公司 2018/2019/2020 年房建业务基本维稳（增速：0%），实现营收 6251 亿元。
- **基建业务成稳增长的重要抓手，多重催化剂下业绩有望步步高升。**2016 年以来公司积极开展产业结构转型，大力向基建业务倾斜。2017 年公司紧抓基建业务窗口期，城市群建设春风吹至、雄安新区建设高峰、海外一带一路沿线需求旺盛三大催化剂，基建业务发展迅猛，新签合同额绝对值和占比均创近年新高。考虑当前中美贸易战带来的宏观风险，国家利用基建稳增长迹象明显，看好基建业务逐步升温。预计 2018/2019/2020 年增速达 28%/25%/23%，对应基建业务营收 2956/3695/4545 亿元。
- **地产业务夯实土地储备基础，稳中有进。**公司多途径扩充土地储备，2017 年公司土地储备 8947 万平米，位列上市房企土地储备面积榜第 6 名。在手土地储备充足保障未来数年平稳增长无忧。此外地产业务子公司中海地产董事长换届战略调整为地产业务注入新鲜血液，整体运营效率有望持续提升。预计 2018/2019/2020 年地产业务实现增速 15%/13%/10%，对应地产业务营收 2061/2329/2562 亿元。
- **房建、基建、地产三驾马车驱动公司业绩再创新高。**结合三大业务营收情况，预期公司 2018/2019/2020 年营收为 11486/12528/13651 亿元，同比

增速分别为 8.96%/9.07%/8.97%，预期 2018/2019/2020 年毛利可达 1258/1415/1575 亿元。

图表 42：三驾马车驱动公司业绩再创新高，预期 2018/2019/2020 年营收为 11759/13125/14616 亿元

单位：亿元	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
房屋建筑工程							
收入	5549	5883	6202	6251	6251	6251	6251
同比（%）	12.60	6.00	5.40	0.78	0.00	0.00	0.00
合同额	11614	11962	12965	14750			
同比（%）	12.34	3.00	8.38	13.77			
毛利率(%)	7.50	7.80	6.30	5.6	5.5	5.5	5.5
基础设施建设与投资							
收入	1189	1414	1739	2309	2956	3695	4545
同比（%）	21.20	18.90	23.00	32.79	28.00	25.00	23.00
合同额	2478	3140	5748	7369			
同比（%）	6.67	26.72	83.06	28.20			
毛利率(%)	11.20	11.00	7.60	7.70	7.80	8.00	8.20
房地产开发与投资							
收入	1244	1424	1520	1792	2061	2329	2562
同比（%）	40.20	14.50	6.80	17.91	15.00	13.00	10.00
合同额	1203	1550	1896	2286			
同比（%）	-15.64	28.84	22.32	20.52			
毛利率(%)	33.70	31.30	26.70	29.10	30.00	30.00	30.00
设计勘察							
收入	71	65	73	82	90	99	109
同比（%）	3.70	-8.50	12.70	11.38	10.00	10.00	10.00
合同额	98	88	84	130			
同比（%）	12.64	-10.20	-4.55	54.76			
毛利率(%)	20.70	18.70	18.30	14.40	15.00	15.00	15.00
其他							
收入	(53)	20	63	107	129	154	185
毛利率(%)	0	110	49	43	40	40	40
营业总收入	8000	8806	9598	10541	11486	12528	13651
毛利	983	1095	973	1106	1258	1415	1575

来源：公司公告，国金证券研究所

- **预计公司 2018/2019/2020 年归母净利达 367/404/444 亿元。**考虑未来地产业务、基建业务扩张，销售费用、财务费用、资产减值损失有所提升，公司业务进一步多元化。预期公司 2018/2019/2020 归母净利润达 367/404/444 亿元。

图表 43：预计中国建筑 2018/2019/2020 年归母净利达 367/404/444 亿元

单位：亿元	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
收入	8000.29	8805.77	9597.65	10541.07	11486.08	12527.66	13651.10	
毛利润	1006.65	1095.38	969.77	1105.67	1257.56	1414.60	1575.38	
毛利率（%）	12.58%	12.44%	10.10%	10.49%	10.95%	11.29%	11.54%	
营业税金及附加	308.92	319.62	182.97	140.68	149.32	162.86	177.46	
营业税金及附加率（%）	3.86%	3.63%	1.91%	1.33%	1.30%	1.30%	1.30%	参考历史水平
销售费用	20.99	23.7	32.08	34.88	37.90	41.34	45.05	
销售费率（%）	0.26%	0.27%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	参考历史水平
管理费用	156.06	171.86	177.18	205.09	229.72	244.29	266.20	
管理费率（%）	1.95%	1.95%	1.85%	1.95%	2.00%	1.95%	1.95%	考虑公司股权激励激发企业

单位：亿元	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
								活力，管理费有所上升
财务费用	74.29	84.26	81.14	99.40	102.94	133.37	145.67	
财务费率（%）	0.93%	0.96%	0.85%	0.94%	0.90%	1.06%	1.07%	考虑未来基建业务业务量扩张，基建前期投入高或导致财务费用相应增加
资产减值损失	45.24	37.56	53.66	70.49	79.62	82.56	86.30	考虑公司业务扩张资产减值相应增加
投资收益	23.21	12.48	68.84	44.11	40	40	40	2016 年投资收益较高系子公司中海地产并购所致，未来将有所回落，
营业外收支	11.23	6.12	9.54	7.02	5	5	5	参考历史水平
所得税	101.59	117.54	109.41	137.51	160.78	183.81	207.85	
所得税率（%）	23.32%	24.64%	21.00%	22.68%	23.00%	23.00%	23.00%	参考历史水平
归母净利润	225.70	260.62	298.7	329.42	366.83	403.65	444.37	

来源：公司公告，国金证券研究所

2. 估值

2.1 PE 分部估值法（目标市值 2891 亿元，空间 21%）

- **分业务来看：预计地产业务 2018/2019/2020 年归母净利达 194/214/236 亿元，建筑业务 2018/2019/2020 年归母净利达 172/190/209 亿元。**1）公司地产业务主要来自中国海外发展（0688.HK）和中建地产，根据中国海外发展 2017 年年报，归母净利润为 341 亿元（按历史汇率折算），而中国建筑 2017 年年报披露额的中国海外发展净利润仅 271 亿元，差值较大，主要系中国海外发展的商业地产采取公允价值计量，而中国建筑采用成本法计量。我们主要选取中国建筑年报口径披露的中国海外发展净利润。2）目前中国建筑持股中海发展股权 56%，2016/2017 年中海发展为中国建筑净利润贡献占比约 46%；假设中建地产所得税率 25%，估算中建地产对中国建筑净利润贡献约 5%；我们假设公司未来三年净利润中地产占比维持在 53%的水平，则地产业务 2018/2019/2020 贡献归母净利润为 194/213/236 亿元，建筑业务贡献归母净利润为 172/190/209 亿元。

图表 44：预计中国建筑地产业务 2018/2019/2020 年归母净利达 194/214/236 亿元

单位：亿元	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
中国海外发展								
净利润	190.42	222.96	247.70	270.72	301.32	331.57	365.02	
持股比例	53%	61.18%	56%	56%	56%	56%	56%	假设持股比例保持 56%不变
归属中国建筑净利润	100.92	136.41	138.71	151.60	168.74	185.68	204.41	
占比	44.72%	52.34%	46.44%	46.02%	46.00%	46.00%	46.00%	参考历史水平
中建地产								
营业利润	15	14.7	20	28.7	34.24	37.67	41.47	
归属中国建筑净利润	11.25	11.03	15.00	21.53	25.68	28.26	31.11	假设所得税率为 25%
占比	4.98%	4.23%	5.02%	6.53%	7.00%	7.00%	7.00%	参考历史水平
占比合计	**49.70%**	**56.57%**	**51.46%**	**52.56%**	**53.00%**	**53.00%**	**53.00%**	
地产业务归母净利润	**112.17**	**147.43**	**153.71**	**173.13**	**194.42**	**213.93**	**235.52**	
建筑业务归母净利	**113.53**	**113.19**	**144.99**	**156.29**	**172.41**	**189.72**	**208.85**	

来源：公司公告，国金证券研究所

- **给予地产板块 2018 年 PE6 倍：**我们预计公司地产板块 2018 年归母净利润 194 亿元。考虑公司地产行业地位，选取可比地产龙头中国恒大、碧桂

园、保利地产，上述三家地产公司 2018 年平均 PE 为 5.6 倍，根据 PE 估值法给予公司地产板块 2018 年 PE 估值 6 倍，对应市值 1167 亿元。

图表 45：根据 PE 估值法给予地产板块 2018 年估值 6 倍

证券简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE	
		2016A	2017A	2018E	2017A	2018E
中国恒大	2286	56.57	292.20	539.82	7.82	4.23
碧桂园	2210	127.99	312.48	396.26	7.07	5.58
保利地产	1438	124.22	156.26	202.04	9.20	7.12
				平均	8.03	5.64
中国建筑地产板块	1167	153.71	173.13	194.42		6

来源：wind，国金证券研究所

- **给予建筑板块 2018 年 PE10 倍：**我们预计公司基建板块 2018 年归母净利润 172 亿元。对公司基建板块估值，选取其余七大建筑央企中国交建/中国中铁/中国铁建/中国电建/中国中冶/葛洲坝/中国化学进行对比，上述七家建筑公司 2018 年平均 PE 为 9.9 倍。参考 SW 建筑装饰 PE（TTM，整体法）为 11.75 倍，根据 PE 估值法给予公司建筑板块 2018 年 PE 估值 10 倍，对应市值 1724 亿元。

图表 46：根据 PE 估值法给予建筑板块 2018 年估值 10 倍

证券简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE	
		2016A	2017A	2018E	2017A	2018E
中国交建	1929	167.43	161.74	161.74	11.93	11.93
中国中铁	1621	125.09	160.67	180.21	10.09	9.00
中国铁建	1349	140	160.57	186.20	8.40	7.24
中国电建	867	67.72	73.67	81.96	11.77	10.58
中国中冶	680	53.76	60.61	68.08	11.22	9.99
葛洲坝	360	33.95	46.83	54	7.69	6.67
中国化学	348	17.7	15.57	24.93	22.35	13.96
				平均	11.92	9.91
中国建筑建筑板块	1724	144.99	156.29	172.41		10

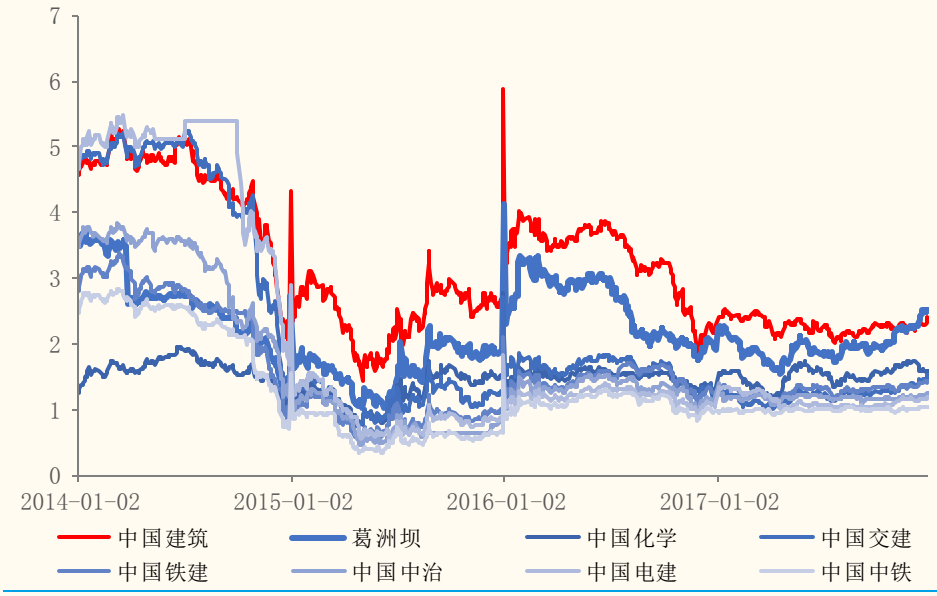
来源：wind，国金证券研究所

- **加总公司建筑板块和地产板块市值，公司目标市值 2891 亿元，对应 2018 年 PE 估值 7.88 倍，目前价格对应空间 21%。**

2.2 股息率估值法（目标市值 2906 亿元，空间 22%）

- **中国建筑股息率居高位，吸引资金流入有望修复估值。**对标八大央企，中国建筑股息率相对较高，基本位于 2%-3%间，7 月以来公司股息率超 4%，较之其他央企中国建筑更具投资吸引力。有望吸引资金流入抬高股价修复公司估值。

图表 47：八大央企股息率（%）中中国建筑处于高位



来源：wind，国金证券研究所

- **股利支付率及股息率不变的情况下，预计公司 2020 年市值超 3500 亿元。**1）我们预测 2018-2020 年归母净利同比增速达 12%/10%/10%。2）中国建筑股利支付率常年保持在 20%左右，2015-2017 年平均股利支付率为 21.39%，假定未来三年股利支付率维持在 21.39%的水平，则 2018-2020 年分红总额达 78/86/95 亿元。3）公司股息率自 2016 年末至今稳定在 2%-3%的水平，2018 年至今平均股息率为 2.7%，若未来股息率维持该水平，则公司 2018-2020 年市值分别为 2906/3198/3520 亿元，较目前市值增长 22%/34%/48%，空间较大。

图表 48：股息率视角预计公司2020 年市值超 3500 亿元

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润（亿元）	261	299	327	367	404	444
股利支付率	23.02%	21.59%	19.57%	21.39%	21.39%	21.39%
分红总额（亿元）			64	78	86	95
股息率				3%	3%	3%
市值（亿元）				2906	3198	3520

来源：wind，国金证券研究所

2.3 净利润折现估值法（目标市值 3155 亿元，空间 32%）

- **传统的现金流折现模型中公司的价值等于未来现金流的折现，我们认为，在建筑项目的完整周期内，公司的现金流净流入即净利润，公司在手订单可保障未来 7 年的净利润、假设公司 2018-2020 年订单增速为 0 的保守情况下三年新增订单可保障未来 7 年的净利润，我们对公司未来 14 年强确定性的净利润折现，预计公司合理市值为 3155 亿元（空间 32%）。**1）2017 年，公司新签房建/基建/地产订单 14750/7369/2286 亿元，新增土地储备 2960 亿元，在手土地储备 8947 亿元，完成房建/基建/地产营收 6251/2309/1792 亿元。2）回顾历史，公司历年新签订单均高于结转的营收，假设第 N 年待完成订单=第 N 年新签订单-第 N 年营收，我们假设公司在手订单为上市以来每一年的待完成订单的累计值，则公司房建/基建在手未完工订单达 4.6/1.6 万亿元，2017 年公司地产销售单价 1.4 万元/平米，土地储备 8947 亿元，在房价不涨的最保守假设下，公司在手土地未来可贡献营收达 1.28 万亿元，公司房建/基建/地产三大业务未来可结转营收与 2017 年的比值约为 7.4/6.9/7.2 倍，这意味着公司在手订单可保障公司未来 7 年的营业收入，我们假设公司 2018-2020 年承接的房建订单、基建订单、新增土地储备增速为 0，则未来 3 年订单与 2017 年比值约为 7.1/9.6/7.1

倍，这意味着公司未来三年订单 0 增长的情况下可保障公司未来 7 年的营业收入。3）我们假设公司在手订单在 2018-2024 年均匀结转营收，2018-2020 年三年订单在 2025-2031 年均匀结转营收，假设未来 14 年归母净利率水平与 2017 年（3.1%）持平，将未来 14 年净利润按 6%的折现率折现，公司市值达 3155 亿元。

图表 49：折现估值法公司合理市值达 3155 亿元

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
房建营收（亿元）	6587	6587	6587	6587	6587	6587	6587	6321	6321	6321	6321	6321	6321	6321
基建营收（亿元）	2284	2284	2284	2284	2284	2284	2284	3158	3158	3158	3158	3158	3158	3158
地产营收（亿元）	1841	1841	1841	1841	1841	1841	1841	1827	1827	1827	1827	1827	1827	1827
总营收（亿元）	10712	10712	10712	10712	10712	10712	10712	11307	11307	11307	11307	11307	11307	11307
净利（亿元）	332	332	332	332	332	332	332	351	351	351	351	351	351	351
NPV（亿元）	¥3155													

来源：wind，国金证券研究所

2.4 公司合理估值 2984 亿元，空间 25%

- 我们综合 PE 分部估值法、股息率估值法、折现估值法，给予公司目标市值 2984 亿元，目标价 7.11 元，空间 25%。

四、风险提示

- **地产调控升级风险：**由于地产板块贡献公司近一半的利润，如若地产调控进一步升级，销售不及预期，影响地产及公司整体业绩不及预期。
- **宏观经济下行及政策变动风险：**当前中美贸易战加大宏观环境的不确定性，如若后期金融监管趋严，货币环境收紧，地产板块融资压力加大，将对公司业绩造成不利影响。
- **海外业务不及预期风险：**公司积极拓展一带一路沿线业务，当前中美局势紧张，受政治、经济、文化及大国关系等影响，海外业务或遭损失。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	**880,577**	**959,765**	**1,054,107**	**1,148,608**	**1,252,766**	**1,365,110**
增长率		9.0%	9.8%	9.0%	9.1%	9.0%
主营业务成本	-771,039	-862,788	-943,539	-1,022,852	-1,111,306	-1,207,572
%销售收入	87.6%	89.9%	89.5%	89.1%	88.7%	88.5%
毛利	109,538	96,977	110,567	125,756	141,460	157,538
%销售收入	12.4%	10.1%	10.5%	10.9%	11.3%	11.5%
营业税金及附加	-31,962	-18,297	-14,068	-14,932	-16,286	-17,746
%销售收入	3.6%	1.9%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-2,370	-3,208	-3,488	-3,790	-4,134	-4,505
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-17,186	-17,718	-20,509	-22,972	-24,429	-26,620
%销售收入	2.0%	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润（EBIT）	58,020	57,755	72,502	84,062	96,611	108,667
%销售收入	6.6%	6.0%	6.9%	7.3%	7.7%	8.0%
财务费用	-8,426	-8,114	-9,940	-10,294	-13,337	-14,567
%销售收入	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%
资产减值损失	-3,756	-5,366	-7,049	-7,962	-8,256	-8,630
公允价值变动收益	-608	746	-461	-400	400	400
投资收益	1,855	6,137	4,411	4,000	4,000	4,000
%税前利润	3.9%	11.8%	7.3%	5.7%	5.0%	4.4%
营业利润	47,085	51,159	59,463	69,406	79,419	89,870
营业利润率	5.3%	5.3%	5.6%	6.0%	6.3%	6.6%
营业外收支	611	954	702	500	500	500
税前利润	47,697	52,113	60,165	69,906	79,919	90,370
利润率	5.4%	5.4%	5.7%	6.1%	6.4%	6.6%
所得税	-11,754	-10,941	-13,751	-16,078	-18,381	-20,785
所得税率	24.6%	21.0%	22.9%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	35,943	41,172	46,414	53,827	61,537	69,585
少数股东损益	9,881	11,302	13,707	17,144	21,173	25,148
归属于母公司的净利润	**26,062**	**29,870**	**32,707**	**36,683**	**40,365**	**44,437**
净利率	3.0%	3.11%	3.10%	3.2%	3.2%	3.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	35,943	41,172	46,649	53,827	61,537	69,585
少数股东损益	9,881	11,302	13,707	17,144	21,173	25,148
非现金支出	9,208	11,187	13,442	12,856	14,231	15,685
非经营收益	6,849	123	903	12,495	14,641	15,698
营运资金变动	2,465	54,686	-99,856	2,816	15,941	82,228
经营活动现金净流	**54,464**	**107,168**	**-38,863**	**81,994**	**106,349**	**183,196**
资本开支	-12,599	-10,866	-16,406	-8,343	-10,257	-10,406
投资	-4,431	-7,355	-20,309	-131,000	-144,000	-156,000
其他	-964	3,738	-8,965	3,600	4,400	4,400
投资活动现金净流	**-17,994**	**-14,484**	**-45,680**	**-135,743**	**-149,857**	**-162,006**
股权募资	15,356	813	19,425	0	0	0
债权募资	31,150	25,252	37,149	87,142	76,770	13,451
其他	-18,829	-23,594	-24,654	-26,646	-28,262	-29,642
筹资活动现金净流	**27,677**	**2,471**	**31,920**	**60,496**	**48,508**	**-16,190**
现金净流量	**64,148**	**95,154**	**-52,623**	**6,747**	**5,000**	**5,000**

资产负债表（人民币百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	216,410	320,860	273,253	280,000	285,000	290,000
应收款项	156,465	196,987	210,199	219,258	229,428	232,617
存货	387,589	494,269	535,887	588,490	639,381	678,226
其他流动资产	72,002	97,829	120,812	145,789	176,919	215,777
流动资产	832,467	1,109,946	1,140,151	1,233,537	1,330,728	1,416,619
%总资产	77.4%	79.7%	73.5%	69.3%	65.6%	62.2%
长期投资	188,149	216,183	343,293	474,293	618,293	774,293
固定资产	34,580	41,301	42,140	45,673	49,925	53,098
%总资产	3.2%	3.0%	2.7%	2.6%	2.5%	2.3%
无形资产	11,428	14,694	13,792	13,815	13,838	13,860
非流动资产	242,438	282,008	410,833	547,502	698,295	860,494
%总资产	22.6%	20.3%	26.5%	30.7%	34.4%	37.8%
资产总计	**1,074,905**	**1,391,953**	**1,550,983**	**1,781,040**	**2,029,023**	**2,277,112**
短期借款	64,920	87,972	98,863	143,371	187,739	177,487
应付款项	489,147	653,902	710,582	787,572	869,036	986,002
其他流动负债	56,183	57,744	76,967	96,202	131,084	185,806
流动负债	610,251	799,618	886,413	1,027,146	1,187,859	1,349,296
长期贷款	98,325	143,667	185,853	225,853	255,853	275,853
其他长期负债	127,546	157,670	136,989	139,501	141,684	145,201
负债	**836,122**	**1,100,954**	**1,209,254**	**1,392,500**	**1,585,396**	**1,770,349**
普通股股东权益	167,977	190,491	214,756	244,423	278,337	316,324
少数股东权益	70,805	100,508	126,974	144,118	165,291	190,439
负债股东权益合计	**1,074,905**	**1,391,953**	**1,550,983**	**1,781,040**	**2,029,023**	**2,277,112**

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.869	0.996	1.090	0.874	0.961	1.058
每股净资产	5.599	6.350	7.159	8.147	9.278	10.544
每股经营现金净流	1.815	3.572	-1.295	2.733	3.545	6.107
每股股利	0.200	0.215	0.215	0.187	0.206	0.226
回报率						
净资产收益率	15.52%	15.68%	15.23%	15.01%	14.50%	14.05%
总资产收益率	2.42%	2.15%	2.11%	2.06%	1.99%	1.95%
投入资本收益率	8.67%	7.03%	7.67%	7.53%	7.52%	7.88%
增长率						
主营业务收入增长率	10.07%	8.99%	9.83%	8.97%	9.07%	8.97%
EBIT增长率	11.43%	-0.46%	25.53%	15.94%	14.93%	12.48%
净利润增长率	15.47%	14.61%	9.50%	12.16%	10.04%	10.09%
总资产增长率	16.95%	29.50%	11.42%	14.83%	13.92%	12.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	48.5	48.3	47.8	46.0	45.0	43.0
存货周转天数	174.2	186.5	199.3	210.0	210.0	205.0
应付账款周转天数	139.3	152.8	161.7	170.0	170.0	170.0
固定资产周转天数	10.1	11.4	11.9	12.3	12.2	11.8
偿债能力						
净负债/股东权益	19.63%	10.61%	30.68%	47.00%	56.80%	50.66%
EBIT利息保障倍数	6.9	7.1	7.3	8.2	7.2	7.5
资产负债率	77.79%	79.09%	77.97%	78.18%	78.14%	77.75%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.00**

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH