

# 建筑装饰行业海外专题报告

## 他山之石，可以攻玉——复盘万喜成功之路，建筑央企亟待转型

分析师：姚遥



SAC 执证号: S0260517070002

SFC CE.no: BMS332



021-60750610



gfyayao@gf.com.cn

### 核心观点：

- **法国建筑业发展历程：二战后基建复苏需求大，80年代至今经济滞涨增速放缓入寒冬。**法国建筑业经济增加值从1970年的88亿欧元增长至1126亿欧元，复合增速5.45%，根据年代将法国建筑业发展分为5个阶段：（1）1970s 迅速起步期，政府大力发展建筑业，危机中依然保持较快增速；（2）1980s 波动增长期，法国经济陷入滞涨，建筑业波动中发展；（3）1990s 发展停滞期，经济严重衰退，建筑业停滞不前；（4）2000s-2010s 稳步发展期，稳定增长后遭遇金融危机，建筑业增速出现下滑；（5）2010s 衰退期，金融危机中艰难自救，建筑业尚在寒冬。从历史看，法国建筑业经济增加值对GDP贡献逐渐提升，建筑业发展和经济环节祸福相依。国内建筑业GDP占总GDP比重逐年提升，近两年国家有关刺激基建投资政策逐渐增加，国内建筑企业要把握机会。
- **逆境中实现蜕变的法国建筑公司——万喜。**万喜自2000年以来，股价实现了7倍的增长，净利润从3亿欧元增长至18年的29.83亿欧元，实现近10倍增长。万喜的前身追溯到1899年成立的建筑集团SGE，后陆续发生收购、重组，涉足建筑、能源、特许经营等领域，开始多元化发展。2000年SGE与GTM合并形成了现在的万喜。2006年万喜收购了法国最大高速公路特许经营商ASF，加快特许经营业务的发展步伐，后通过多次收购活动，成功实现多元化的业务布局。目前万喜净利润增速较国内建筑企业更慢但更稳定，高分红股利政策是万喜股价持续走高的重要原因，而万喜能够维持高分红股利政策的秘诀在于其运营业务贡献的稳定现金流。
- **特许经营业务助力万喜成功蜕变，海外市场成为新的业绩增长点。**过去20年，万喜通过企业和特许经营项目的并购获取特许经营权拓宽市场，形成以道路、机场为主的多元化业务结构，特许经营业务逐渐成为万喜的业务名片。近年来万喜营业收入和利润稳步增长，承包业务是万喜的主要的收入来源，而特许经营业务是万喜主要的利润来源，2018年特许经营业务利润占比为64.5%。特许经营业务的优势：（1）运营业务毛利率高，推动万喜净利润持续增长；（2）运营期间现金流稳定，帮助万喜熨平经济周期，平缓营收增速。21世纪以来，法国经济增速较慢，国内建筑市场逐渐饱和，万喜逐步向海外发展，海外业务占比逐年增高，2018年海外业务营收占比43.1%，较2017年增长1.9%，海外业务增速高于国内成为新的营收增长点。
- **转型升级和海外扩张是国内建筑企业发展新机遇，保证现金流稳健提升估值水平。**国内建筑企业要借鉴法国万喜成功之路，加快转型升级拓展海外市场。如中国交建18年以PPP投资类项目合同额为1523亿元，BOT项目累计签订合同投资概算为3999亿元，特许经营权的账面价值也逐年增加，未来越来越多的优质项目进入运营期，有利于公司现金流改善。在市场布局上，国内建筑企业近几年海外业务营收逐步提升，随着“一带一路”建设的深入推进，海外市场有望快速增长。中国建筑近几年收入增速远超万喜，业绩增速逐渐趋同，这使得万喜的净利率相比国内建筑央企更高。此外，万喜的现金流更加稳定，经营性现金流常年维持在300亿人民币左右，而国内建筑企业经营性现金流波动较大。从盈利指标看，目前中国建筑与法国万喜ROE接近，但是中国建筑净利率低一点。万喜更稳定的增长和现金流造成了相对于中国建筑的估值溢价。
- **风险提示：**海外市场风险，“一带一路”项目风险，基建投资增速出现下滑，融资环境趋紧导致企业现金流下滑。

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：尉凯旋 021-60750610 yukaixuan@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
国检集团	603060.SH	CNY	21.97	2020/1/21	买入	25.00	0.70	0.87	31.61	25.25	22.85	17.83	15.15	16.07
精工钢构	600496.SH	CNY	3.25	2019/10/18	买入	4.60	0.20	0.30	16.33	10.94	8.04	6.22	6.94	9.08
鸿路钢构	002541.SZ	CNY	11.93	2020/1/7	买入	15.21	0.97	1.17	12.35	10.16	8.11	5.63	10.26	11.09
中国建筑	601668.SH	CNY	5.40	2019/10/26	买入	8.00	1.00	1.10	5.39	4.92	3.34	3.15	14.87	14.13
中国铁建	601186.SH	CNY	9.04	2019/11/1	买入	13.50	1.51	1.66	5.98	5.44	3.87	3.96	10.75	10.58
中国中铁	601390.SH	CNY	5.26	2019/11/5	买入	7.47	0.86	0.95	6.12	5.54	4.06	5.13	9.29	9.28
中国交建	601800.SH	CNY	7.88	2019/9/8	买入	12.60	1.26	1.36	6.27	5.79	5.82	5.61	10.42	10.13
苏文科	300284.SZ	CNY	7.72	2019/10/28	买入	10.72	0.67	0.81	11.45	9.52	6.54	5.16	14.98	15.26
中设集团	603018.SH	CNY	9.86	2019/10/26	买入	16.00	1.04	1.25	9.47	7.89	5.26	3.86	12.97	13.49
上海建工	600170.SH	CNY	3.13	2019/10/29	买入	4.44	0.38	0.43	8.35	7.26	2.53	2.38	9.85	10.18
金螳螂	002081.SZ	CNY	8.45	2019/10/25	买入	12.20	0.90	1.00	9.43	8.42	6.49	5.50	15.70	14.25
建研院	603183.SH	CNY	9.34	2019/10/23	买入	14.00	0.40	0.45	23.41	20.80	16.04	14.40	8.55	8.76
中国化学	601117.SH	CNY	7.35	2020/1/19	买入	8.20	0.63	0.78	11.72	9.39	1.69	1.46	8.48	9.63
中国铁建	01186.HK	HKD	8.37	2019/11/1	买入	12.60	1.68	1.85	4.97	4.52	3.87	3.96	10.75	10.58
中国中铁	00390.HK	HKD	4.54	2019/11/5	买入	6.12	0.96	1.06	4.74	4.29	4.06	5.13	9.29	9.28
中国交通 建设	01800.HK	HKD	5.70	2019/9/8	买入	7.33	1.40	1.51	4.07	3.76	5.82	5.61	10.42	10.13

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 中国铁建、中国中铁、中国交通建设港股数据中 EPS 数据按照最新港币与人民币汇率换算

## 目录索引

一、法国建筑业发展历程：二战后基建复苏需求大，80年代至今经济滞涨增速放缓入寒冬	6
(一) 二战后法国建筑业迅速崛起，90年代至今增速减慢尚未回暖	6
(二) 建筑业和经济环境祸福相依，建筑业增加值对GDP贡献大	8
(三) 国内建筑业GDP占比提升，国内建筑企业要把握时机促发展	8
二、逆境中实现蜕变的法国建筑公司——万喜	10
(一) 历史复盘：自上市来股价实现7倍增长	10
(二) 发展历程：并购重组实现多元业务布局	12
(三) 股价揭秘：充足现金流保障分红，业务模式提供稳定现金流	14
三、特许经营业务助力万喜成功蜕变，海外市场成为新的业绩增长点	19
(一) 外延并购拓宽市场，形成以道路、机场为主的多元化特许经营业务结构	19
(二) 公司业绩稳健提升，特许经营业务贡献逐年加大	21
(三) 运营业务毛利率高，运营期间现金流稳定	22
(四) 法国国内基建投资规模下滑，万喜积极开拓海外市场	24
四、转型升级和海外扩张是国内建筑企业发展新机遇，保证现金流稳健提升估值水平	27
(一) 国内建筑企业的特许经营业务发展，以中国交建为例	27
(二) “一带一路”政策推进，国内建筑企业迎来海外业务布局新机遇	31
(三) 启示：宏观环境提供蜕变机遇，建筑企业转型升级才能脱颖而出	33
五、风险提示	35

## 图表索引

图 1: 法国建筑业发展历程	6
图 2: 法国建筑业发展与 GDP 联动性强	6
图 3: 建筑业和经济环境相关性强, 建筑业 GDP 增速缓慢 (%)	8
图 4: 改革开放之后中国建筑业发展历程	9
图 5: 1952-2018 年中国建筑业增加值	9
图 6: 中法建筑业占 GDP 比重对比 (%)	10
图 7: 万喜股价自 2000 年至今实现 7 倍涨幅, 跑赢 CAC40 指数 620.9pct	11
图 8: 万喜 2000-2006 年 EPS 增速较快驱动股价上涨	12
图 9: 万喜 2008-2019 年估值在稳步上升	12
图 10: VINCI 重大发展历程	13
图 11: 主营业务构成	13
图 12: 万喜近几年 PE(TTM)高于国内建筑企业, 且更加稳定	14
图 13: 万喜 PB(MRQ)稳步提升远高于国内建筑企业	14
图 14: 近年来国内建筑企业的净利润增速较万喜更高, 但与基建投资增速相关性 强 (%)	15
图 15: 中国交建营收与万喜对比 (单位: 人民币)	16
图 16: 中国交建净利润与万喜对比 (单位: 人民币)	16
图 17: 万喜股利支付率保持在 40%以上, 每股股利逐年增加	17
图 18: 万喜较国内建筑企业的股利支付率更高 (%)	17
图 19: 特许经营业务是万喜经营性现金流的主要来源 (单位: 百万欧元)	17
图 20: 特许经营业务与承包业务盈利质量 (经营现金流/净利润) 对比	17
图 21: 万喜的经营现金流/净利润指标较国内建筑企业表现更好 (%)	18
图 22: 万喜特许经营业务构成	20
图 23: 高速公路业务贡献特许经营业务营业收入 70%以上	20
图 24: 特许经营业务中高速公路业务和机场业务的营业收入增速对比	21
图 25: 万喜特许经营机场业务分布	21
图 26: 万喜集团营收结构 (单位: 百万欧元)	22
图 27: 万喜集团利润结构 (单位: 百万欧元)	22
图 28: 万喜集团 2018 年营收结构	22
图 29: 万喜集团 2018 年利润结构	22
图 30: 万喜集团的毛利率稳定在 55%以上	23
图 31: 万喜集团净利率稳中有涨 (%)	23
图 32: 2003-2018 年万喜分业务净利率 (%)	23
图 33: 万喜发展特许经营业务前净利润受营建产出影响大 (营建产出 2015 年=100)	24
图 34: 万喜特许经营业务抗周期能力强, 净利润稳步提升 (营建产出 2015 年=100)	24
图 35: 法国固定资本形成总额在 2009 年剧烈下跌, 万喜海外业务的平均增速高 于国内业务成为新的营收增长点	25

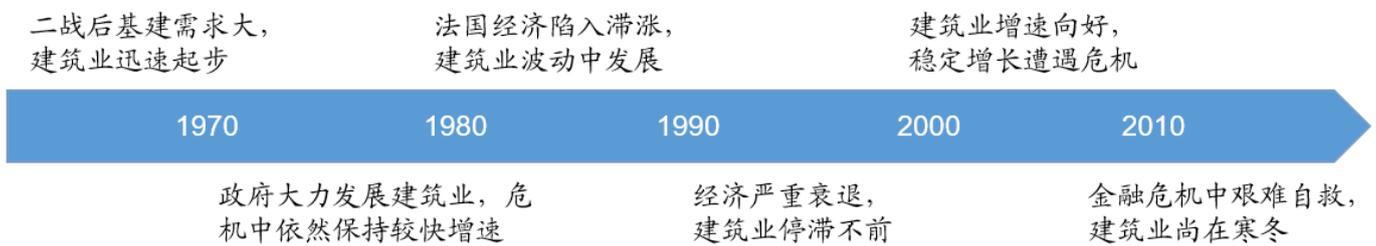
图 36: 万喜法国与海外营收情况 .....	25
图 37: 万喜法国与海外承包业务在手订单 .....	25
图 38: 万喜 2018 年海外收入分布情况 .....	26
图 39: 工程承包方式与特许经营方式形成协同效应 .....	28
图 40: 基建业务占中国交建营收约八成 .....	29
图 41: 基建业务是中国交建的主要利润来源 .....	29
图 42: 中国交建分业务净利率 (%) .....	29
图 43: 交建 BOT 类项目累计签订和完成投资情况 .....	30
图 44: 中国交建运营项目收入逐年增加 (单位: 亿元) .....	30
图 45: 中国交建特许经营权账面价值逐年上升 .....	30
图 46: 国内建筑企业海外业务营收自一带一路以来有所增长 (单位: 亿元) ...	32
图 47: 近年来国内建筑企业的新签合同额海外占比有上涨空间 (%) .....	32
图 48: 中国建筑与法国万喜营业收入对比 (单位: 亿元人民币) .....	34
图 49: 中国建筑与法国万喜净利润对比 (单位: 亿元人民币) .....	34
图 50: 中国建筑与法国万喜经营现金流对比 (单位: 亿元人民币) .....	34
图 51: 中国建筑与法国万喜资产负债率对比 .....	34
图 52: 中国建筑与法国万喜 ROE (摊薄) 对比 .....	35
图 53: 中国建筑与法国万喜净利率对比 .....	35
表 1: 2000-2018 年 VINCI 特许经营业务的发展轨迹 .....	19
表 2: PPP 模式分类 .....	27
表 3: 中国交建特许经营权类进入运营期项目 .....	31
表 4: 我国建筑企业历年国内及国外收入增速 .....	32
表 5: 中国交建近 3 年海外工程情况 .....	33
表 6: 万喜及国内建筑企业 PE (TTM) 估值对比 (单位: 倍) .....	35

# 一、法国建筑业发展历程：二战后基建复苏需求大，80年代至今经济滞涨增速放缓入寒冬

## （一）二战后法国建筑业迅速崛起，90年代至今增速减慢尚未回暖

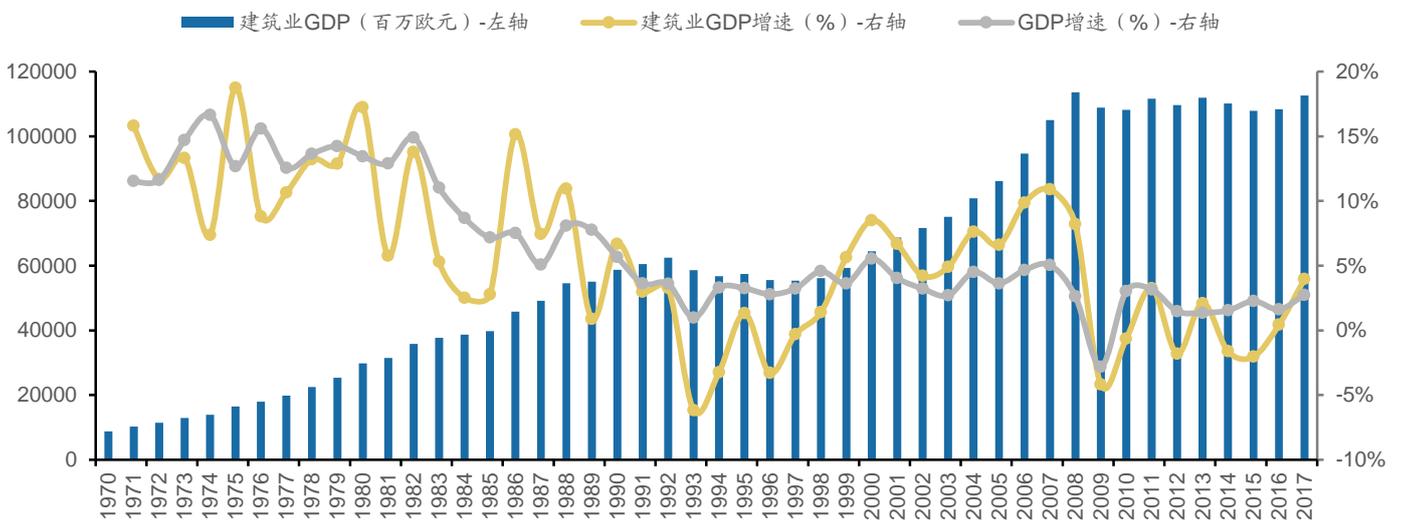
法国在二战后经济迅速发展，GDP不断增长。2018年法国GDP达到了2.353万亿欧元，排名世界第六。在三大产业对GDP的贡献中，第二产业占据了较大的比重，而在工业中占据主导地位的是传统工业部门，建筑业是其中的支柱。回顾法国过去近50年的建筑业发展历程，建筑业的GDP从88亿欧元增长至1126亿欧元，实现了5.56%的复合增长率，根据年代将法国建筑业发展史分为5个时间段：

图 1：法国建筑业发展历程



数据来源：广发证券发展研究中心

图 2：法国建筑业发展与 GDP 联动性强



数据来源：Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

### ➤ 1970s 迅速起步期（政府大力发展建筑业，危机中依然保持较快增速）

1970-1979年，建筑业GDP从0.88亿欧元增长至2.54亿欧元，复合增长率达到12.45%。70年代初期，法国经济高速发展，建筑业也保持较快增速，这得益于二战后法国政局相对稳定，战争中受到破坏的基础设施和建筑物亟待修复和重建。但70年代下半期，在石油危机和1974-1975年经济危机的打击下，法国经济陷入困难境地，与之

对比，建筑业作为经济逆周期的调节剂GDP依然保持较快增速。在70年代，建筑业GDP占总GDP平均份额为6.84%，在促进经济增长中起到了非常关键的作用。与此同时，法国社会稳定，住房矛盾缓和，居民生活也有了更高的要求。法国的建筑业为解决工程规模缩小，建造量分散，工业化住宅缺陷较多的问题，于1977年成立构件建筑协会(ACC)作为推动第二代建筑工业化的调研和协调中心开始发展建筑通用体系。

#### ➤ 1980s 波动增长期（法国经济陷入滞胀，建筑业波动中发展）

1980-1989年，建筑业GDP从2.98亿欧元增长至5.51亿欧元，复合增长率达到7.06%。此时，法国的经济增长速度较70年代有所下降，1980年-1982年法国爆发了二战后最严重的经济危机，国家陷入了较为严重的生产停滞和通货膨胀并存的“滞胀”局面，在80年代后半期通货膨胀状况有所改善，外贸逆差也逐渐缓和。80年代的经济增速虽处于低位，但得益于政府对建筑业较多的资本投入，建筑业GDP尽管不像70年代的迅猛发展，但在波动中保持了自身比较快的增长速度，依然是拉动经济增长的重要部分。在建筑业本身的发展上，法国政府调整了技术政策，推行构件生产与施工分离的原则，发展面向全行业的通用构配件的商品生产，继续推行“建筑通用体系”，法国的装配式建筑得到了大发展。

#### ➤ 1990s 发展停滞期（经济严重衰退，建筑业停滞不前）

1990-1999年，建筑业GDP从5.87亿欧元增长至5.94亿欧元，复合增长率0.12%。90年代，法国经济陷入了严重衰退，GDP在1993年出现了负增长，建筑业受宏观环境的影响，增长率在1993年达到了历史最低点-6.38%，1994年、1996年和1997年也皆为负值，建筑业从业人数持续减少。整个90年代，建筑业经济增加值停滞不前。在建筑业技术方面，自动化技术的采用提高了生产力，房屋建筑的涉及考虑了工业化构建，建筑工业化取得了明显进步。

#### ➤ 2000s-2010s 稳步发展期（稳定增长后遭遇金融危机，建筑业增速出现下滑）

2000-2009年，建筑业GDP从6.44亿欧元增长至10.88亿欧元，复合增长率为6.00%。21世纪初期的法国经济从严重衰退中逐渐复苏，GDP在2008年经济危机发生前都保持着较稳定的增长速度，建筑业也从90年代的衰退中恢复过来。随着建筑业增速的提升，建筑业就业人数也逐渐上升，2002-2007年，法国新增就业岗位中有41%归功于建筑业。然而，2008年的金融危机严重冲击了法国的房地产市场，其上游的建筑业也受到牵连，2009年建筑业GDP增长率骤降至-4.18%，2009年建筑业联合会主席表示2009年法国建筑业会丧失5万个工作岗位，建筑业就业人数下降遭遇了重大危机。

#### ➤ 2010s 衰退期（金融危机中艰难自救，建筑业尚在寒冬）

2010-2017年，建筑业GDP从10.81亿欧元增长至11.26亿欧元，复合增长率为0.59%。遭遇了金融危机后的法国通过政府对市场进行调节，2009年伊始，法国政府先后通过两项重大法案：融资法和加大建设与投资法案，试图刺激经济发展。房屋建设与市政工程领域主要从加大项目投资、简化审批手续、优化企业资金流动三方面入手，提出15项具体措施，其中包括为重大工程投资提供便利、增加住宅建设开支、放宽

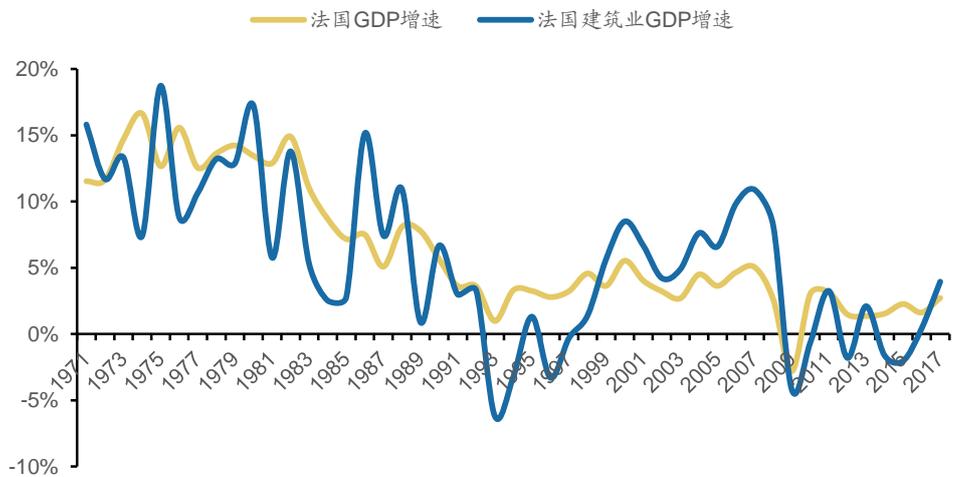
城市规划法规、加强银行担保和放宽贷款政策等。尽管法国政府为刺激经济发展针对性地做出了政策调整，法国GDP增速也由负转正，但经济的恢复仍然比较缓慢，近几年的GDP增速平均值仅为2.19%，建筑业增速平均值仅为0.46%。可见，在遭遇了重创后建筑业尚未复苏，还需有新的发展契机。

## （二）建筑业和经济环境祸福相依，建筑业增加值对 GDP 贡献大

在建筑行业，法国起步早，发展迅速，具备强劲的国际地位。回顾法国的建筑业发展历程，法国已将建筑行业发展成为本国的支柱性行业，对于整个法国经济的有着举足轻重的影响力。对于我国建筑行业而言，剖析法国建筑业并汲取经验实现长远发展是必要的。

**建筑业和经济环境祸福相依：**就法国的建筑业发展历史来看，法国GDP和建筑业GDP的增速呈现出一定的较为明显的相关性。二战对基础设施的破坏性带来了巨大的需求，法国建筑业就此繁荣起步，经历了十分迅速的发展阶段；进入70年代后，石油危机和经济危机使得生产和市场的矛盾日益尖锐，通货膨胀加剧，整体经济环境乏力，再加上法国基础设施的逐渐饱和，建筑业增速减慢。2008年的经济危机更是使得建筑业的增速骤降为负值，此后法国建筑业进入艰难自救的状态，宏观环境的不景气导致了建筑业无法进一步实现突破式增长，陷入衰退的局面。

图 3：建筑业和经济环境相关性强，建筑业 GDP 增速缓慢（%）



数据来源：Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

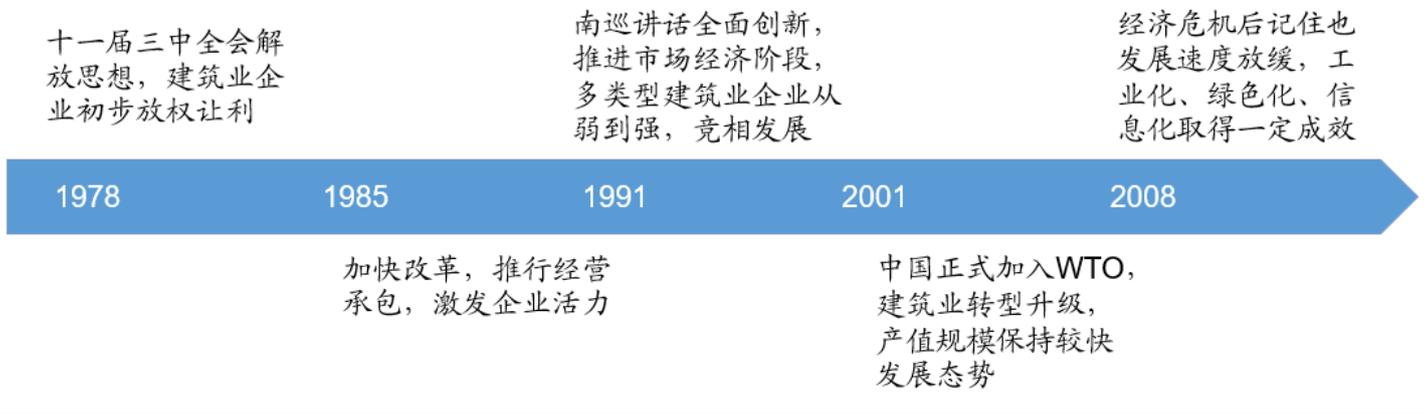
## （三）国内建筑业 GDP 占比提升，国内建筑企业要把握时机促发展

我国建筑行业的整体发展也和宏观政策和经济环境息息相关。改革开放以前，中国的国民经济体量小，工业落后，相对应地，建筑业发展不稳定，且份额较小，占比GDP在3.5%左右。从GDP和建筑业增加值同比来看，1978年以前两者波动较大，且建筑业的表现比GDP更不稳定，联动性强。

自改革开放开始，国家颁布一系列政策和文件来引导建筑业的发展，中国建筑业先后经历了（1）解放思想，初步放权让利阶段；（2）加快改革，推行经营承包阶段；（3）全面创新，推进市场经济阶段；（4）转型升级，保持快速增长阶段；（5）深

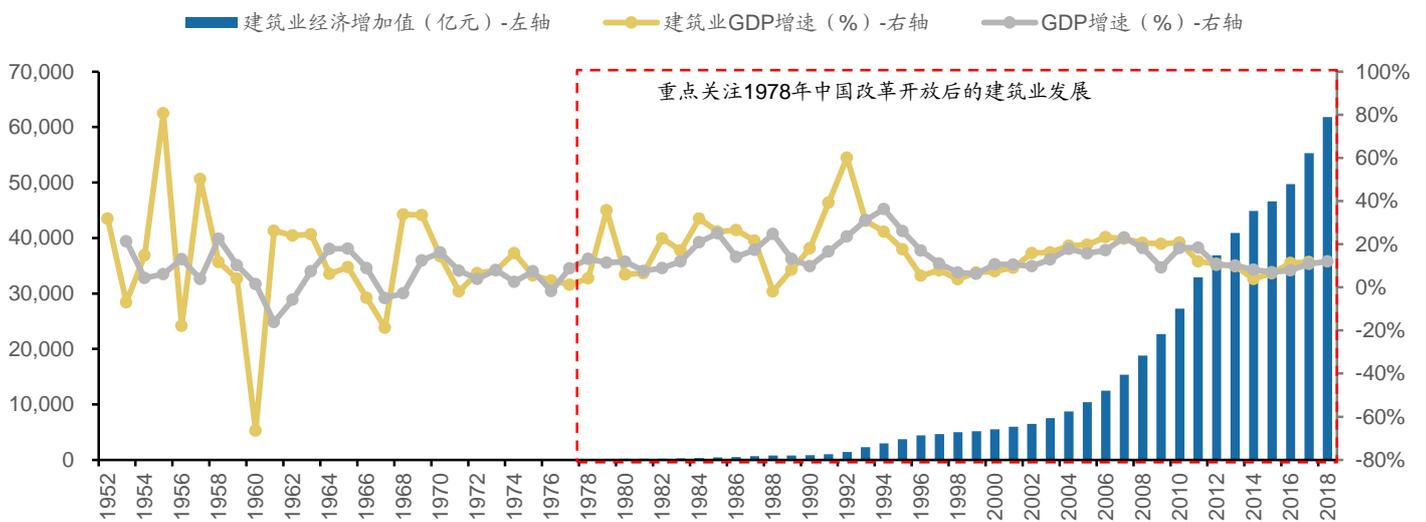
化改革，迈向高质量发展阶段。多年来建筑业实现了持续性的、大幅度的发展，主要依赖于我国经济发展造就的良好环境。总量上，建筑业增加值从1978年的138.9亿元到2018年的61808亿元，在GDP中的占比也从3.78%增加到6.72%，对国民经济的影响力不容小觑。

图 4：改革开放之后中国建筑业发展历程



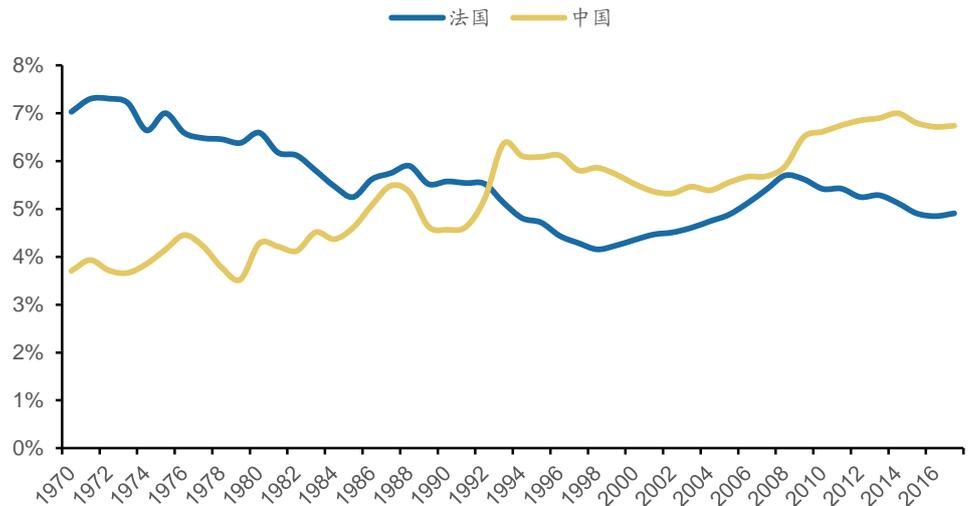
数据来源：广发证券发展研究中心

图 5：1952-2018 年中国建筑业增加值



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 6: 中法建筑业占 GDP 比重对比 (%)



数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

2017年建筑业“十三五规划”(2016-2020)出台,提出以完成全社会固定资产投资建设任务为基础,全国建筑业总产值年均增长7%,建筑业增加值年均增长5.5%,造就了建筑业增长的环境;同时,基建补短板政策也频繁提出,带动基建设计等子板块需求。

另一方面,一带一路给国内一大批建筑企业带来新的发展机遇,政策开放程度越来越大,商务部数据显示,2017年我国企业在“一带一路”沿线61个国家新签对外承包工程项目合同额达到1443.2亿美元,同比增长14.5%,占同期我国对外承包工程新签合同额的54.4%。

因此,建筑行业与国家发展命脉相连,行业的成长要结合具体的宏观环境,把握政策机遇促进发展。

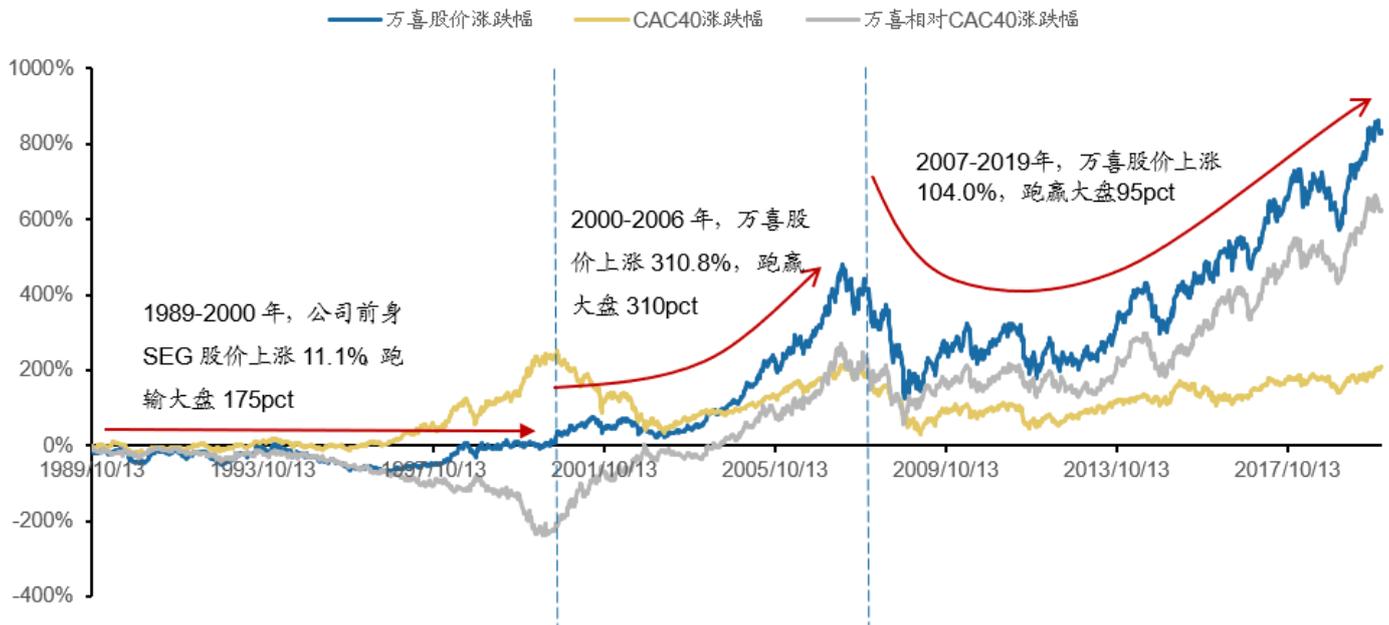
## 二、逆境中实现蜕变的法国建筑公司——万喜

法国最大的建筑公司是万喜(VINCI),万喜集团(VINCI)是一家拥有100多年历史的法国建筑企业,公司两大核心业务分别为承包和特许经营。在美国《工程新闻记录》(ENR)发布“全球前250家国际承包商”名单中,万喜在2010年排名第三,在2011-2012年排名第四,2013-2016年排名第五,2017年排名第四,2018年排名第五。

### (一) 历史复盘: 自上市来股价实现 7 倍增长

万喜集团自2000年上市以来,股价实现了7倍的增长,净利润从2000年的3亿欧元增长至2018年的29.83亿欧元,实现近10倍增长。

图 7: 万喜股价自 2000 年至今实现 7 倍涨幅, 跑赢 CAC40 指数 620.9pct



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

➤ **1989-2000年, 以承包业务为主, 业绩增长慢, 股价跑输大盘**

万喜经历了多次收购和重组, 从最初的水务公司转变成涉足建筑、能源、运营和特许经营的建筑服务企业。此阶段万喜以承包为核心业务, 净利率较低, 业绩增长较慢, 股价上涨仅11.1%, 跑输大盘175pct。

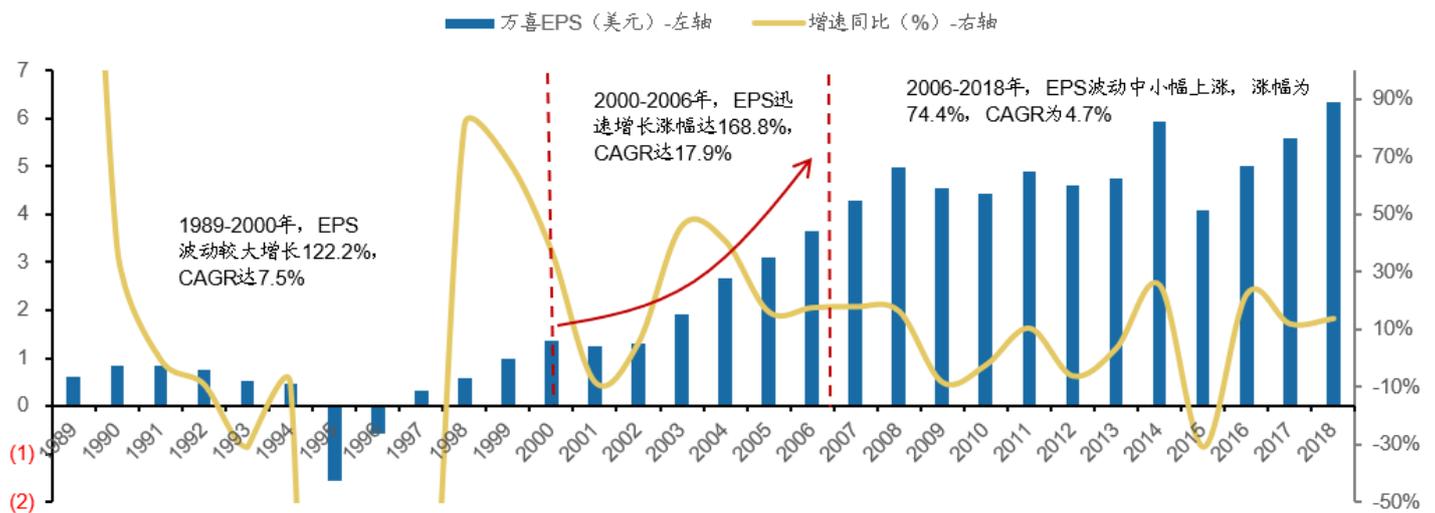
➤ **2000-2006年, 拓展特许经营业务, 业绩大幅增长, 股价攀升**

2000年, SGE与GTM强强联合, 万喜的承包业务和特许经营两大核心业务协同发展。2000-2006年间, 营业收入实现81.5%的增长, CAGR达7.7%, 净利润增长323.7%, CAGR达19.8%。与此同时, EPS迅速攀升, 涨幅达168.8%, CAGR达17.9%, 公司业绩的迅速增长是这一阶段股价上涨的主要原因。

➤ **2006年至今, 形成以特许经营为核心的业务结构, 高估值驱动高股价**

万喜自2006年收购法国最大的高速公路特许运营商ASF之后开始将核心业务向特许经营转移, 特许经营的高利率使得万喜的营业收入和净利润都保持着较好的增速。2006-2018年万喜营业收入增长72.2%, CAGR为5.6%, 净利润增长134.8%, CAGR为8.9%, 业绩增速较前一阶段有所下降, 但逐渐稳定。此时万喜的PE受金融危机的影响先下跌后逐渐上涨, 2008年10月至2019年12月万喜PE(TTM)累计上涨162.4%, 市场对万喜的高估值驱动了万喜股价的上涨。

图 8: 万喜 2000-2006 年 EPS 增速较快驱动股价上涨



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 9: 万喜 2008-2019 年估值在稳步上升



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

注释: 图中估值口径为PE (TTM)

## (二) 发展历程: 并购重组实现多元业务布局

万喜的前身追溯到1899年成立的建筑集团SGE。1899-1940年间, 由于法国电力和汽车工业的发展, SGE进入市政工程领域, 从事电气装置、发电等相关业务。1940-1999年间, SGE陆续被多个更大的公司收购、重组后, 涉足建筑、能源、运营、特许经营等领域, 开始多元化发展。2000年SGE与GTM合并形成了现在的万喜。2006年万喜收购了法国最大高速公路特许经营运营商ASF, 成为法国最大的公路特许经营服务商和欧洲领先的交通基础设施特许经营商。万喜自2000年成为独立公司运营以来, 通过多次收购活动, 成功实现多元化的业务布局, 不仅深耕法国市场, 近年来更是加大对美洲和亚洲地区的市场开拓, 成为全球知名的建筑服务企业。

图 10: VINCI 重大发展历程



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

从公司的主营业务来看, 特许经营和承包业务为公司两大核心业务。特许经营涉及高速公路、机场、其他基础设施三大细分板块, 承包业务具体又主要包含了能源、路桥、建筑三大细分板块。

- 特许经营业务提供的服务主要是建筑设计、成套工程、工程融资、项目管理等;
- 能源板块有四大领域——能源基础设施 (包括能源运输、电力输送与变电、城市照明)、工业能源 (电力输送、电力销售与计量、气体处理、火灾防护等)、服务 (能源网络、空调工程、火灾防护、大厦技术服务、保安服务)、电讯 (电信基础设施及企业视-数-声一体化传输网络);
- 路桥板块主要参与道路和桥梁建设, 其中包括普通道路和高速公路的设计、施工、改扩建和道路维护等, 另外它还开展市政、工业和商业设施的规划, 及工程物料生产和回收利用等项业务;
- 建筑板块开展民用工程、水利工程、多种技术维护、工程服务等多种业务。

图 11: 主营业务构成



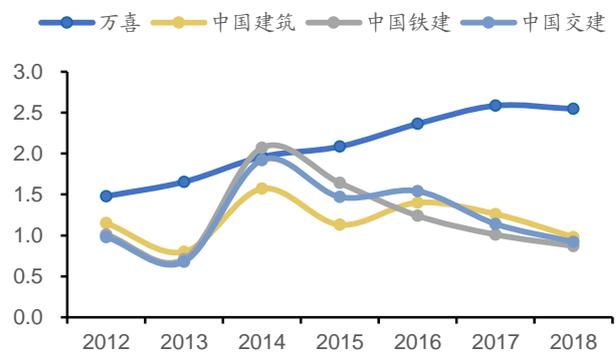
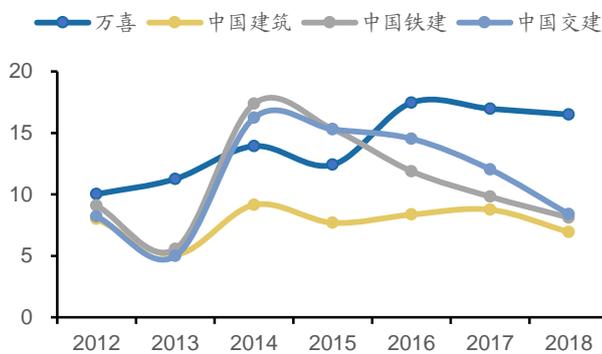
数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

(三) 股价揭秘: 充足现金流保障分红, 业务模式提供稳定现金流

估值远高于国内建筑企业, 市值位列全球第一: 福布斯杂志公布的2018年全球上市公司2000强排行榜中, 建筑行业上市公司按营业额排名, 中国有7家公司位列前10名。其中中国建筑、中国铁建和中国交建分别位列第1、3、4名, 万喜位列第5名, 但在市值排名中, 万喜以568万亿美元市值排名第一, 远超中国建筑404亿美元的市值。近年来, 万喜的市盈率和市净率在稳定中上涨, 2018年万喜市盈率达16.5倍, 市净率为2.54倍。近3年, 国内建筑企业市盈率和市净率与万喜的差距逐渐增大, 2018年中国建筑/中国铁建/中国交建的PE(TTM)分别6.94/8.12/8.39倍, 市净率仅为0.98/0.87/0.92倍。

图 12: 万喜近几年PE(TTM)高于国内建筑企业, 且更加稳定

图 13: 万喜PB(MRQ)稳步提升远高于国内建筑企业

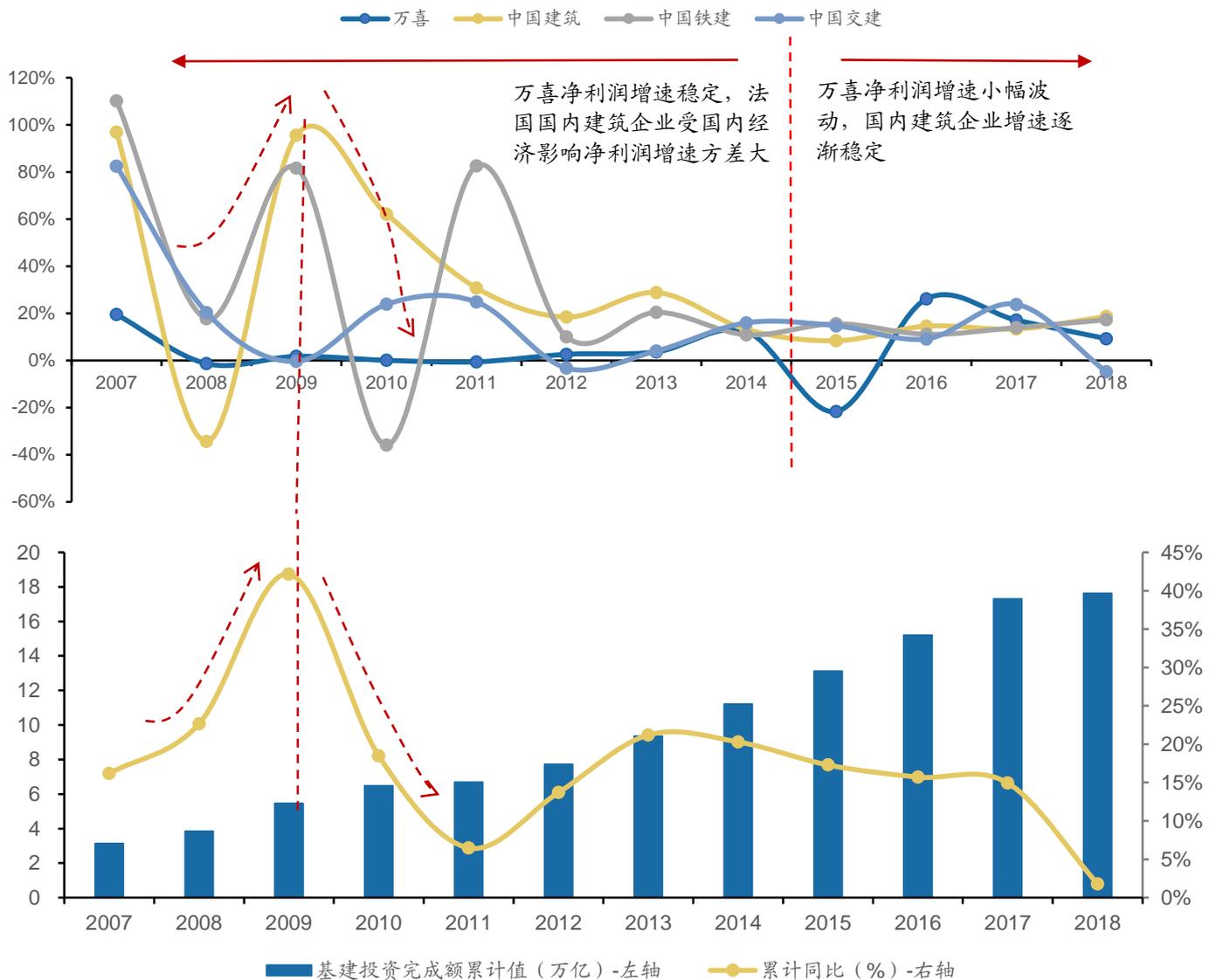


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

相对国内建筑企业, 万喜净利润增长较慢但更稳定: 万喜自2006年以来, 除2015年受法国宏观经济下行的影响有所波动外, 基本保持着10%的利润增速, 业绩增速较为平稳, 抵御宏观经济风险的能力较强。国内的建筑企业在2007年的净利润增速远高于万喜, 2007-2014年经历了激烈波动的阶段, 受基建投资的影响大, 2014年至今中国建筑/中国铁建/中国交建的净利润增速均值为13.6%/13.7%/11.7%高于万喜。

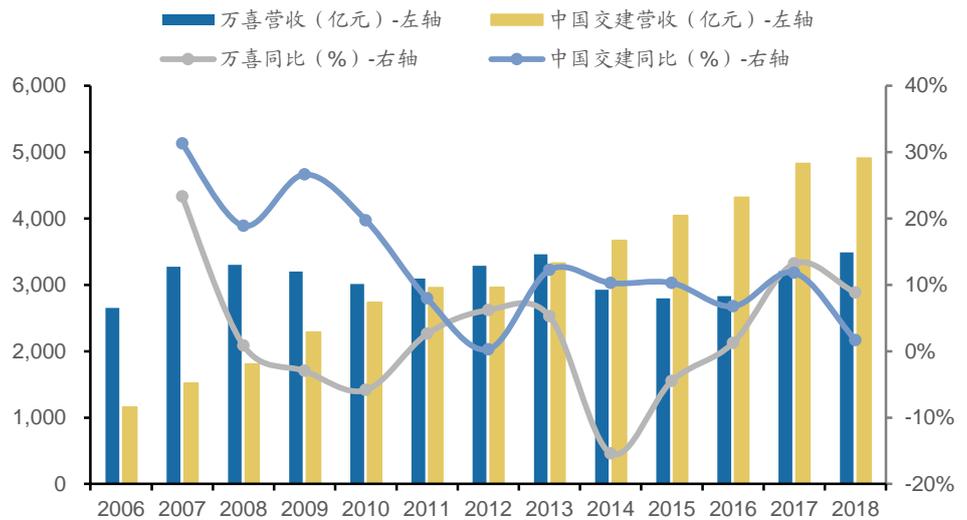
图 14: 近年来国内建筑企业的净利润增速较万喜更高, 但与基建投资增速相关性强 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

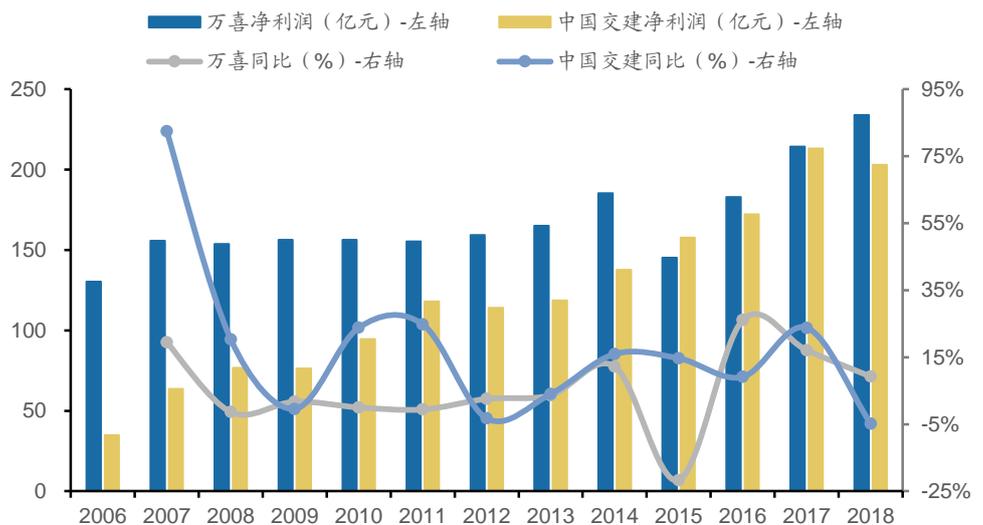
以营业收入较为接近万喜的中国交建为例, 中国交建2006-2018年营业收入从1155.96亿元增长324.7%至4908.72亿元, CAGR达12.8%, 净利润(非归母净利润)从34.92亿元增长481.2%至202.94亿元, CAGR达15.8%, 营业收入和净利润分别于2014年和2015年首次超过万喜, 且增速远高于万喜。中国交建的营收增速在2009年达到峰值26.6%, 在2012年降为0.3%, 与国内基建投资的增速相关性强, 抵抗行业周期能力有待提高。

图 15: 中国交建营收与万喜对比 (单位: 人民币)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 16: 中国交建净利润与万喜对比 (单位: 人民币)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

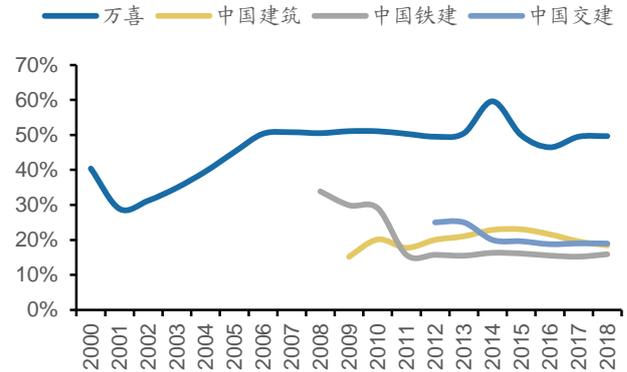
**高分红股利政策是万喜股价持续走高的重要原因:** 近年来, 万喜的净利润增速低于国内建筑企业, 但是估值却遥遥领先, 万喜的高分红股利政策是万喜估值较高的重要原因。万喜自2000年上市以来, 一直保持高分红股利政策, 股利支付率大多数年份保持在40%以上, 平均股利支付率达到46.27%, 2018年股利支付率为49.66%, 每股股利稳中有增, 2018年达到2.67欧元, 公司业务成熟, 盈利稳定, 给投资者以积极预期。国内建筑企业在股利政策上不及万喜, 中国建筑/中国铁建/中国交建近几年的股利支付率分别为19.96%/19.89%/20.91%, 基本维持在20%左右, 且有逐年下降的趋势。股利支付率水平也说明国内建筑公司盈利能力不够稳定尚在拓展业务的阶段, 公司估值仍有上升空间。

图 17: 万喜股利支付率保持在40%以上, 每股股利逐年增加



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

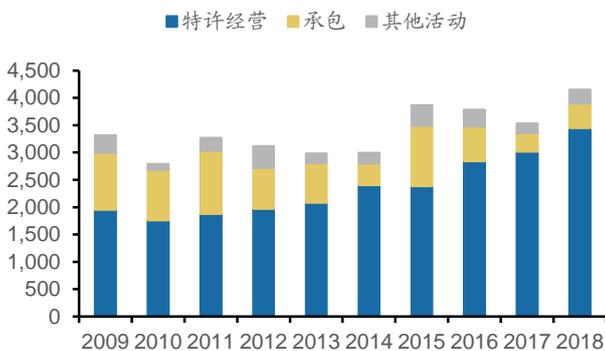
图 18: 万喜较国内建筑企业的股利支付率更高 (%)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

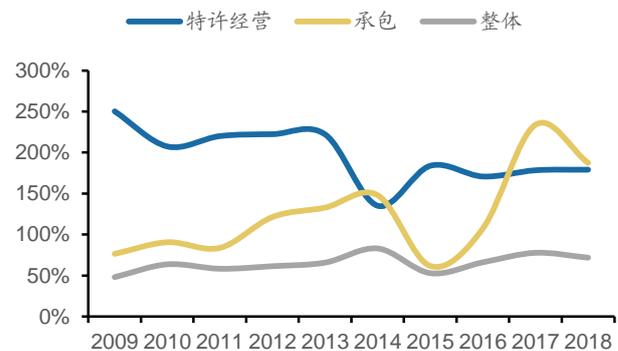
**运营业务贡献稳定现金流, 保障股利的持续发放:** 高分红股利政策需要良好的盈利能力和稳定的现金流作为支撑, 在特许经营模式下, 万喜在项目前期会分担公共部门的融资压力, 投入较大, 但项目进入运营期后, 万喜作为特许经营商与公共部门分担风险, 通过成熟的运营管理经验, 万喜能获得稳定的现金流量。过去10年, 万喜的现金流量小幅上涨, CAGR为2.5%, 特许经营业务的现金流量占比从58.7%增长至82.9%, 盈利能力强。以“经营现金流/净利润”来衡量盈利质量, 万喜的特许经营业务近10年该项指标均值为197.0%, 与之对比承包业务近10年均值为124.3%, 特许经营业务的盈利质量更好。

图 19: 特许经营业务是万喜经营性现金流的主要来源 (单位: 百万欧元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

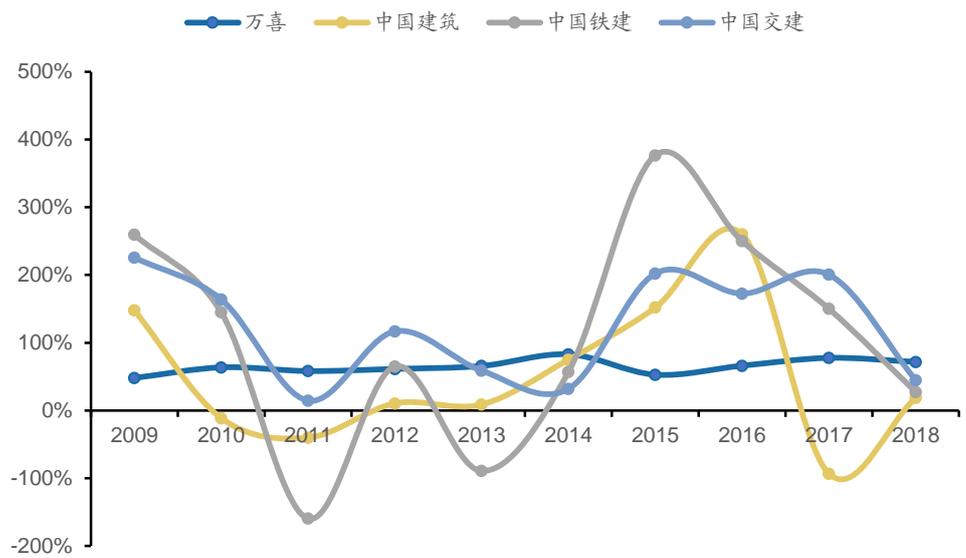
图 20: 特许经营业务与承包业务盈利质量 (经营现金流/净利润) 对比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

反观国内几大建筑企业近10年的盈利情况, 指标经营现金流/净利润的值波动范围大, 中国建筑和中国铁建分别在2010/2011/2017和2011/2013年出现负值, 该阶段国内建筑公司的盈利质量较差, 经营性现金流不稳定甚至无法收回。

图 21: 万喜的经营现金流/净利润指标较国内建筑企业表现更好 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 三、特许经营业务助力万喜成功蜕变，海外市场成为新的业绩增长点

万喜自2000年与法国著名的基础设施建设企业SUEZ旗下的GTM公司合并后，正式发展特许经营业务。过去20年，特许经营业务逐渐成为万喜的业务名片，帮助万喜实现业绩增长和股价增长7倍的成功蜕变。在法国国内固定资本形成额剧烈下跌，市场趋近饱和时，万喜加速向外扩展步伐，以海外市场实现业绩不断增长。如今，万喜作为欧洲领先的交通基础设施特许经营商，下设高速公路特许经营部、机场运营部、其他特许经营部，在全球20多个国家或地区开展业务。

#### （一）外延并购拓宽市场，形成以道路、机场为主的多元化特许经营业务结构

**通过企业和特许经营项目的并购获取特许经营权：**2000年，万喜和GTM合并开始设计特许经营领域。2006年，万喜收购ASF和Escota，成立高速公路特许经营部。2013年收购葡萄牙机场特许经营高速ANA，万喜的机场特许经营业务开始快速扩张。2016年收购日本关西机场，万喜跃居世界五大机场运营商之列。通过多次收购，万喜将特许经营业务范围逐渐扩大，市场也逐渐从欧洲拓展至美洲、亚洲和非洲地区。

表 1：2000-2018 年 VINCI 特许经营业务的发展轨迹

时间	事件
2000 年	SGE 和 GTM 合并：新集团采用 VINCI 的名称，成为特许经营和建筑领域的全球领导者
2001 年	VINCI 创建了 VINCI Park，成为世界停车场的领导者
2006 年	已经持有 Cofiroute 特许经营权的 VINCI 接管了 ASF 和 Escota 网络，并成立了 VINCI Autoroutes，成为欧洲领先的高速公路运营商
2011 年	VINCI 扩展到高速铁路特许经营区，南欧大西洋高速铁路在两小时内连接巴黎和波尔多，这是欧洲引入的最大的基础设施特许权之一
2013 年	收购葡萄牙机场特许公司 ANA，该公司为葡萄牙的 10 个机场提供了 50 年的特许经营权
2015 年	VINCI 与日本集团 Orix 合作，加速了其机场业务的发展，成为大阪两个关西地区机场的运营商 44 年 VINCI Airports 赢得了智利圣地亚哥国际机场的合同，这是南美洲第六大机场 VINCI 成为世界五大机场运营商之一，VINCI 机场在法国和世界各地运营着 34 个机场
2016 年	子公司 VINCI Highways 收购 Lamsac 以及 Lamsac 的电子收费运营商 PEX，成为秘鲁的高速公路特许经营商
2017 年	完成 ANAC 发起的招标，VINCI Airports 现在是巴西巴伊亚州 Salvador 机场的特许经营商 VINCI Highways 赢得德国新高速公路特许经营权
2018 年	VINCI 机场已完成 Belgrade 的机场特许经营权，确定了对美国、英国、哥斯达黎加和瑞典的 8 个机场的收购，VINCI Airports 成为 8 个新平台的运营商。

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

**业务多元化，道路和机场为主：**万喜的特许经营业务由三大板块组成，分别是VINCI AUTOROUTES（高速公路）、VINCI AIRPORTS（机场）、OTHER CONCESSIONS（法国以外地区的高速公路、铁路和文体场馆等）。其中，高速公路业务营业收入占特许经营营业收入的70%以上，机场业务的营业收入占比呈积极态势。近5年来，

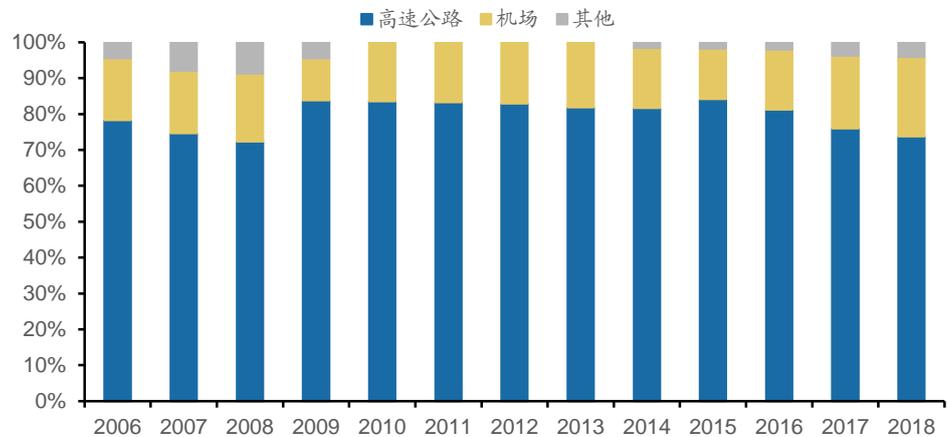
高速公路业务的营业收入增速平稳，占比有所下降，随着万喜特许经营机场收购项目的增加，机场业务的营业收入占比有所增长，收入增速高于高速公路业务成为了新的业务增长点。但总体来看，近期内，高速公路依旧是特许经营业务的主要收入来源。

图 22: 万喜特许经营业务构成



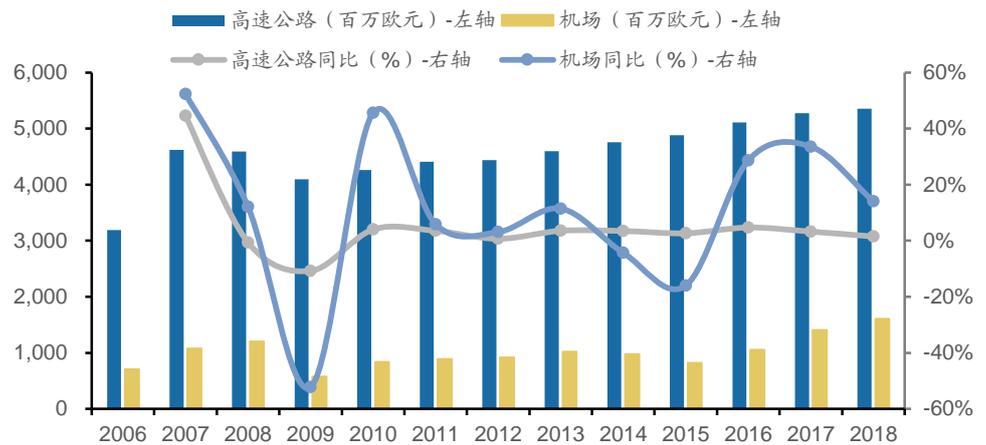
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图 23: 高速公路业务贡献特许经营业务营业收入 70%以上



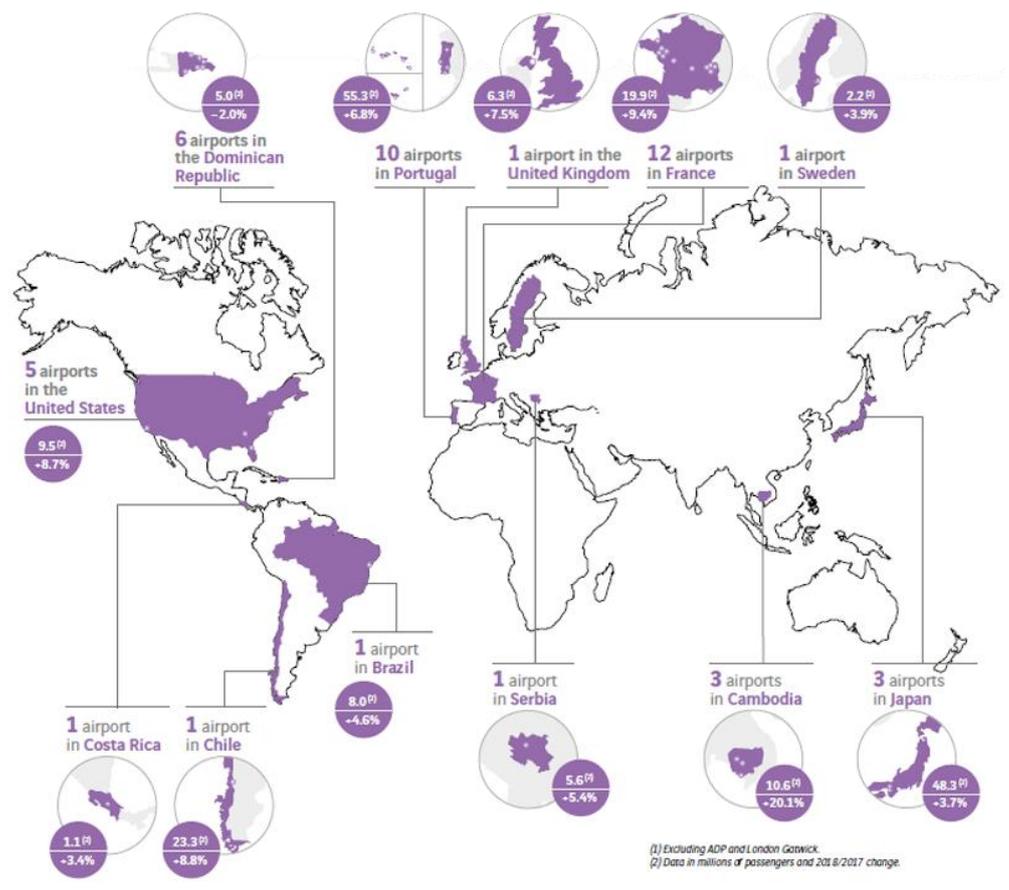
数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 24: 特许经营业务中高速公路业务和机场业务的营业收入增速对比



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 25: 万喜特许经营机场业务分布



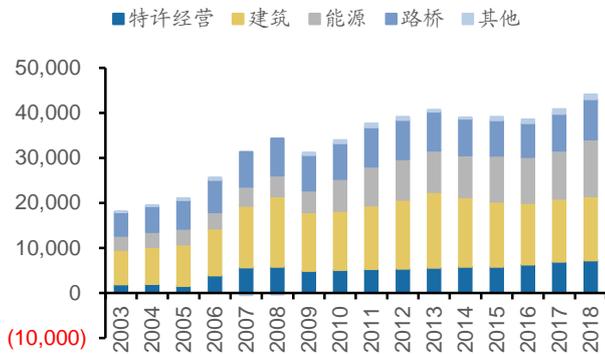
数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

## (二) 公司业绩稳健提升，特许经营业务贡献逐年加大

2003年-2018年万喜的营业收入从181亿欧元增长至442亿欧元，CAGR达6.1%，其中万喜的承包业务是其营业收入的主要来源，在三大细分板块中，建筑业务的营业

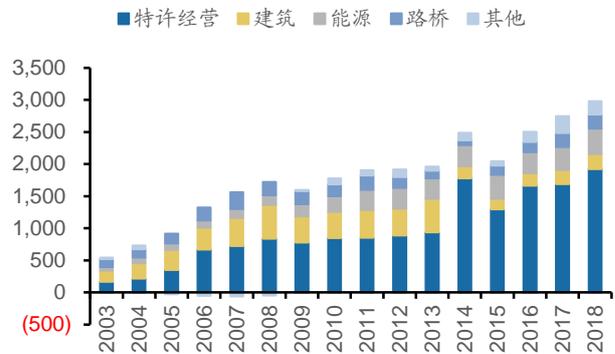
收入占比最高，2018年承包业务收入占总营业收入82.2%，其中建筑业务营业收入占32.7%，特许经营业务营业收入占比逐年增大，2018年占比达16.7%。2003年-2018年万喜净利润从5.4亿欧元增长至29.8亿欧元，CAGR达12.0%，特许经营净利润占比从30.3%增长至64.5%，CAGR达5.2%，为万喜提供了平稳增长的利润来源。

图 26: 万喜集团营收结构 (单位: 百万欧元)



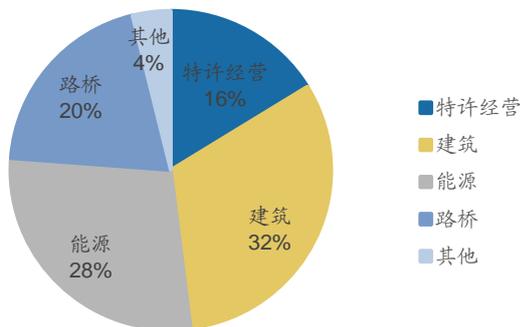
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 27: 万喜集团利润结构 (单位: 百万欧元)



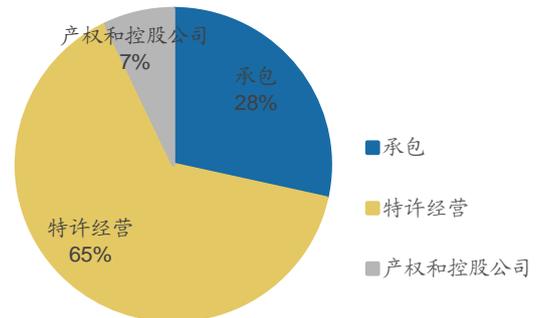
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 28: 万喜集团2018年营收结构



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 29: 万喜集团2018年利润结构



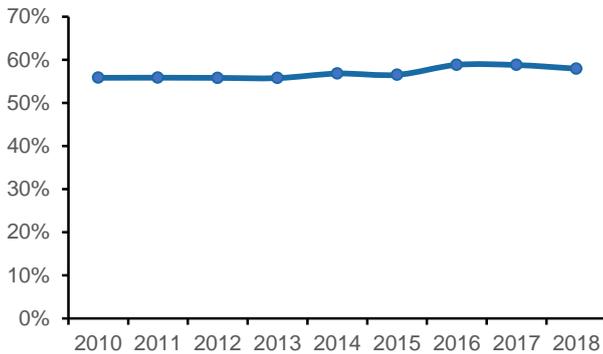
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

### (三) 运营业务毛利率高，运营期间现金流稳定

#### ► 特许经营业务毛利率高，推动万喜净利润持续增长

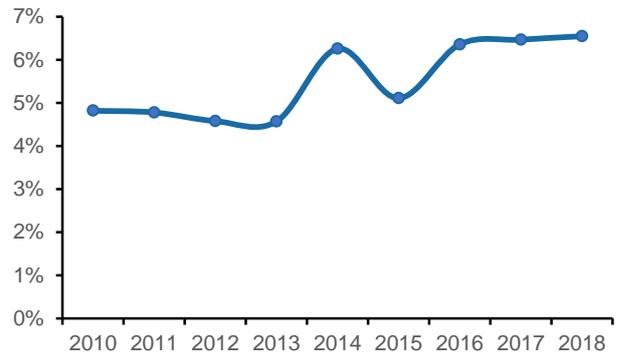
与承包业务不同，特许经营业务在项目运营期间投入较少，依靠成熟的管理和运营效率获得稳定而持续的现金流。近年来万喜重点推动高利润业务的发展，整体毛利率和净利率水平呈现稳步提升趋势，毛利率一直稳定在55%以上，净利率水平有所上涨。万喜集团分业务净利率差别较大，特许经营业务净利率呈上升趋势，2003年-2018年净利率从8.7%增长至26.5%，CAGR达7.7%，承包业务中，建筑业务净利率由2.3%下降至1.6%，能源业务净利率由1.7%小幅上升至3.2%，路桥业务净利率变动不大。特许经营的高利率是万喜多年来维持利润持续增长的重要原因。

图 30: 万喜集团的毛利率稳定在55%以上



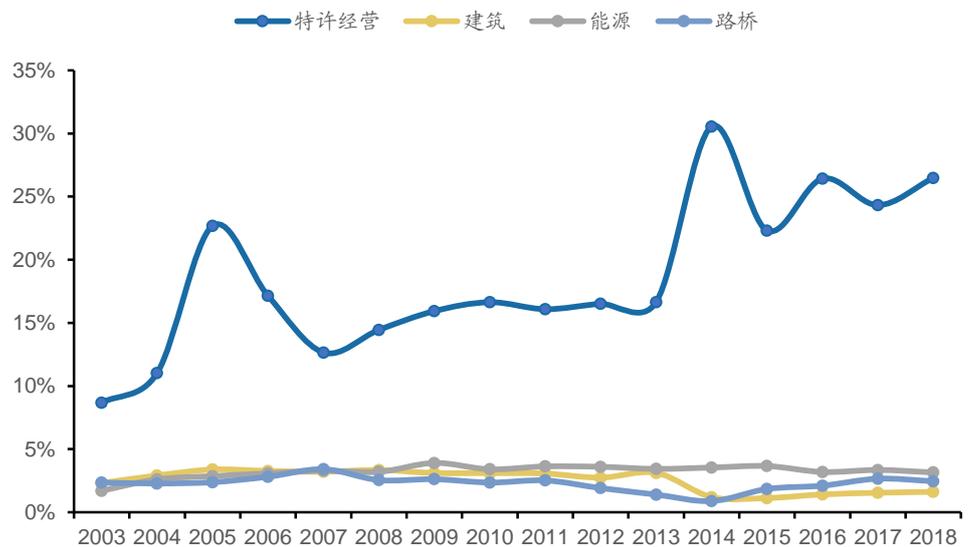
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 31: 万喜集团净利率稳中有涨 (%)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 32: 2003-2018 年万喜分业务净利率 (%)

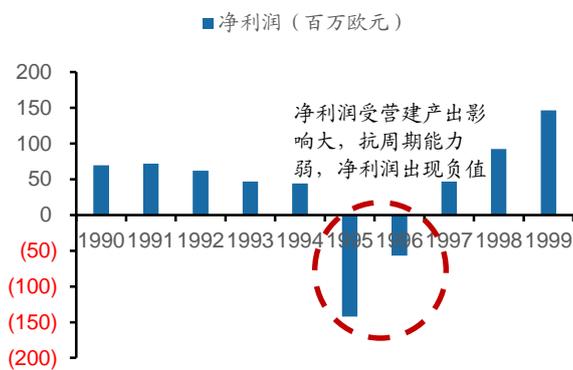
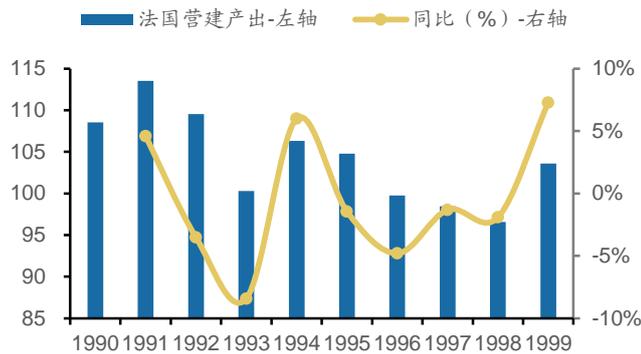


数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

➤ 运营业务帮助万喜熨平经济周期，平缓营收增速

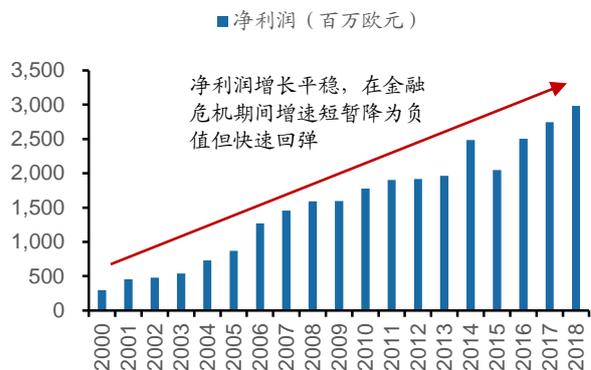
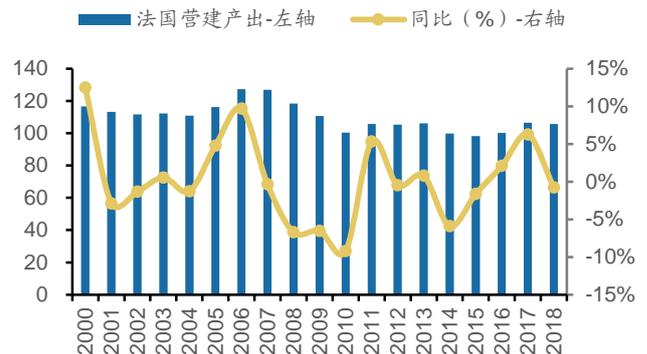
在2000年以前，万喜的特许经营业务占比很小，传统承包业务受宏观经济和基建投资的影响较大。1990-1996年，法国建筑行业低迷，营建产出增速剧烈减缓，万喜净利润也逐年下降，甚至在1995年和1996年出现连续亏损。与之对比，在2000年后，万喜的特许经营业务占比显著提高，净利润也增长平稳，在金融危机期间仅2009年出现负增长并快速回弹，抵抗周期波动的能力显著提升。

图 33: 万喜发展特许经营业务前净利润受营建产出影响大 (营建产出2015年=100)



数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 34: 万喜特许经营业务抗周期能力强, 净利润稳步提升 (营建产出2015年=100)

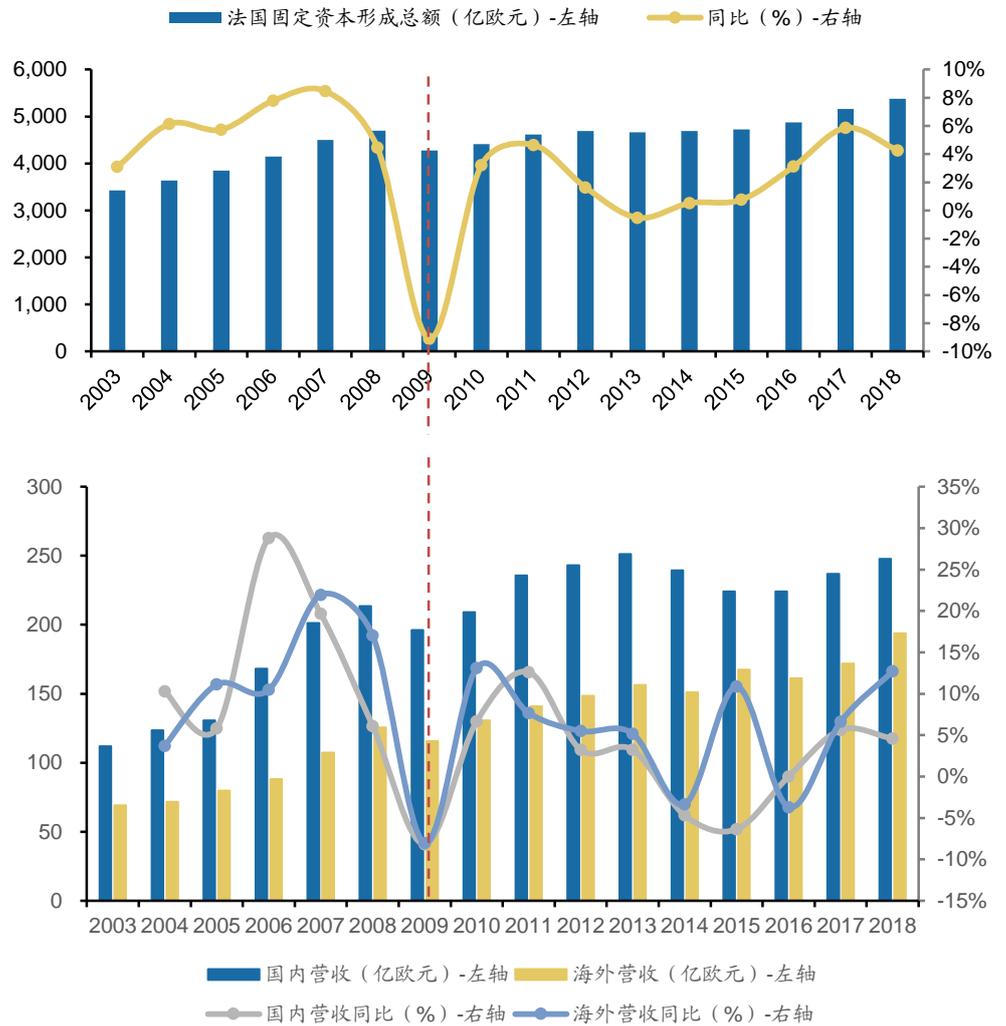


数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

#### (四) 法国国内基建投资规模下滑, 万喜积极开拓海外市场

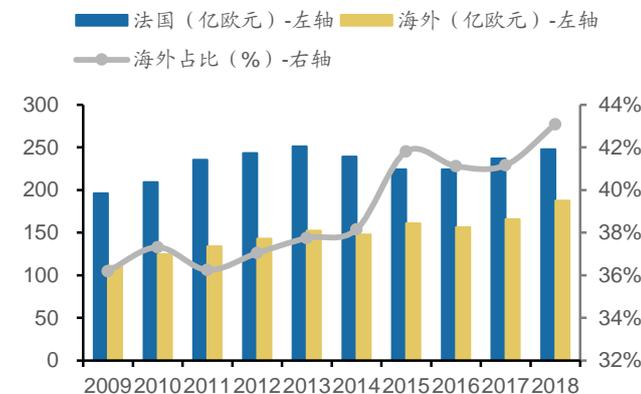
21世纪以来, 法国经济增速较慢, 国内建筑市场逐渐饱和, 万喜逐步向海外发展, 海外业务占比逐年增高。特别是2008年金融危机和2009年欧债危机以来, 法国经济受到影响, 国内固定资本形成总额跌入谷底, 万喜向外扩张的脚步加快, 通过大量海外并购来打开国外市场, 并结合公司的PPP模式和特许经营实现利润持续增长。从2015年开始, 万喜海外业务营收占比超过40%, 并且海外在手订单占比近年来持续在50%左右波动。

图 35: 法国固定资本形成总额在 2009 年剧烈下跌, 万喜海外业务的平均增速高于国内业务成为新的营收增长点



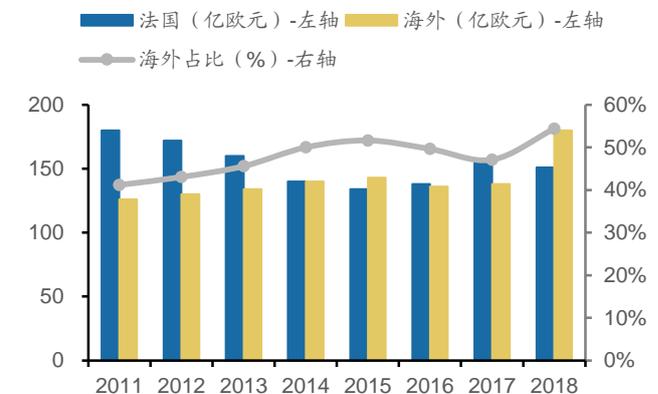
数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

图 36: 万喜法国与海外营收情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

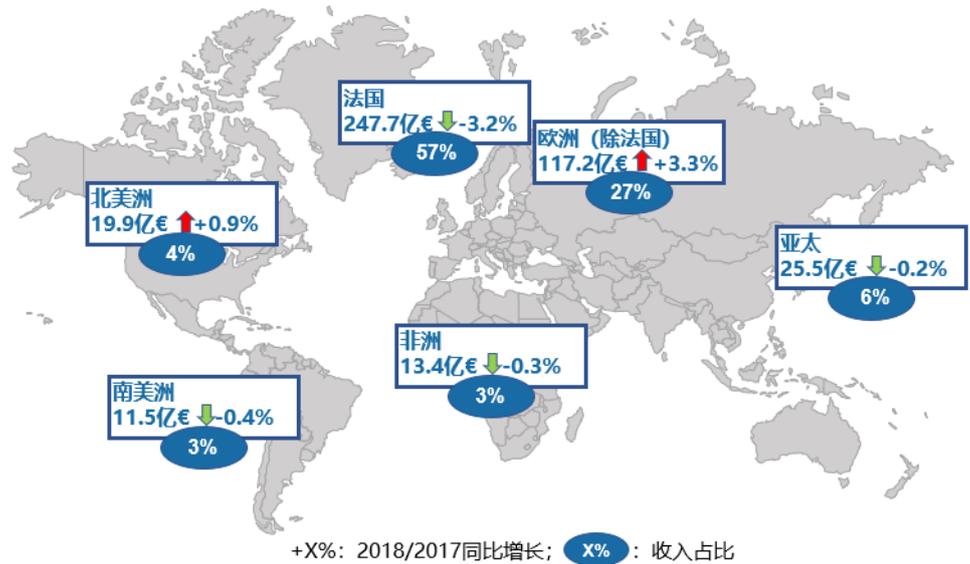
图 37: 万喜法国与海外承包业务在手订单



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

截止2018年，法国万喜国内业务占比57%，较2017年下降3.2%，欧洲除法国地区业务占比27%，较2017年上升3.3%，在亚太地区/北美洲/南美洲/非洲业务占比分别为6%/4%/3%/3%，万喜正通过海外市场的并购、战略联盟等方式，积极向美洲、非洲等市场拓展，未来海外业务的比重会继续上升。

图 38: 万喜 2018 年海外收入分布情况



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

## 四、转型升级和海外扩张是国内建筑企业发展新机遇， 保证现金流稳健提升估值水平

### （一）国内建筑企业的特许经营业务发展，以中国交建为例

#### ➤ PPP模式分类

国内的特许经营业务情况与国外不完全一样，特许经营类属于PPP项目类型的一种。据中国财政部的定义，PPP是指基础设施及公共服务领域建立的一种长期合作关系。通常模式是由社会资本承担设计、建设、运营、维护基础设施的大部分工作，并“通过使用者付费”及必要的“政府付费”获得合理投资回报。政府部门负责基础设施及公共服务的价格和质量监管，以保证公共利益最大化。

按照付费方式划分，PPP可以分为使用者付费类特许经营PPP模式、政府购买服务类PPP模式以及政府和项目收益相结合的付费方式。我国发展现阶段大量PPP项目是政府和项目收益相结合的付费方式，即使用者付费不足以覆盖项目成本，需要财政性资金补贴，这类PPP项目本质上依旧属于特许经营类。

按照私人部门在PPP项目所担任的职能划分，广义PPP模式包含多种类型，其中就包括私人部门介入运营和维护阶段的BOT模式。BOT模式即建设-运营-转交，具体运作流程是：政府采取特许经营权授权方式指定某一私营企业在既定期限内负责某一具体项目，该私营企业在政府所授予的权限范围内实施设计、融资、建设以及运营等，同时负责投资回收、债务偿还以及盈利等事宜，在特权期限结束后，政府收回其授予私营企业的项目及相应特许权限。

表 2：PPP 模式分类

分类标准	类别	定义/举例
付费方式	政府付费	政府对项目设施或服务付费，代表国家英国
	使用者付费	最终消费用户直接付费购买公共产品和服务，代表国家法国
	政府与项目收益结合	使用者付费不足以满足项目公司收回成本和合理回报时，由政府给予一定补助，代表国家中国
私人部门在 PPP 项目所担任的职能	私人部门没有介入运营阶段	DB、BT、DBM 模式
	私人部门介入运营和维护阶段	DBO、BTO、DBOM、BOT 模式
	私人部门在运营期间享有所有权	BOOT、BOO 模式

数据来源：德勤，广发证券发展研究中心

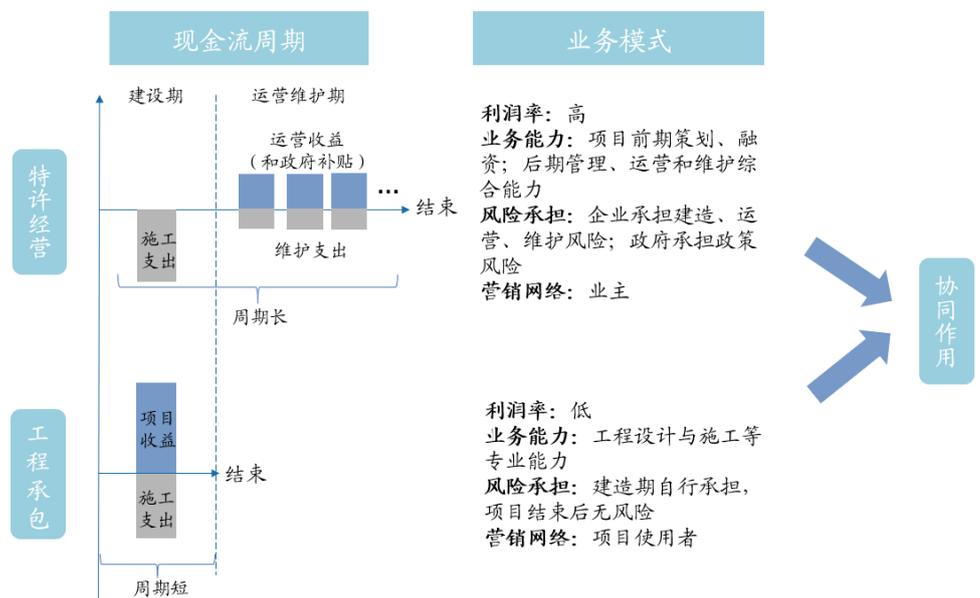
#### ➤ 特许经营类PPP模式与传统工程承包方式会发挥协同作用

相较于传统施工承包模式，特许经营PPP模式在现金流周期和业务模式上有自身优势，能和建筑公司自身的施工承包业务形成互补从而发挥协同作用，主要体现在：

（1）现金流协同，特许经营模式下，项目前期所需的资金大，但资金回收时间较长，

项目进入运营维护期后现金流稳定能改善公司经营性现金流，而工程承包项目回收期短，能支撑特许经营业务前期的大量投入。(2)业务模式协同：在业务能力方面，特许经营模式主要关注项目的前期的策划、融资以及后期的管理、运营、维护等综合能力，而工程承包方式则主要依靠公司的项目设计、施工能力，特许经营与工程承包一体化发展，为项目提供全周期服务，有利于围绕项目的整体价值链，获取最大限度的利润。在风险承担方面，特许经营模式主要承担建造、运营、维护风险，而工程承包则只负责建造期间的风险，特许经营模式的风险分散在不同的阶段。在营销网络方面，原有的工程承包业务面对业主（包括政府）形成较好的合作关系，公司在进一步积累自己专业能力的同时可利用合作关系覆盖更广泛的业务网络，发展特许经营业务。

图 39：工程承包方式与特许经营方式形成协同效应

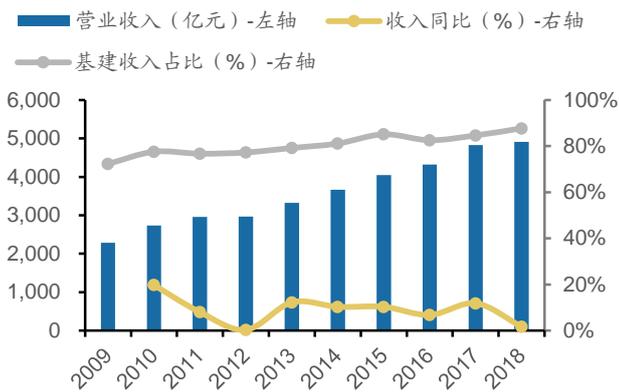


数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

➤ 中国交建的业务结构：基建业务为核心

国内建筑企业多数以承包业务作为自己的核心业务，也是营业收入和净利润的主要来源，以2018年净利润最接近万喜的中国交建为例，中国交建最核心的业务是基建建设，2018年基建建设的营业收入占总营业收入的87.7%，基建建设业务毛利润占总毛利润的79.6%，受国家基建投资影响收入和利润增速变化大。中国交建毛利率除设计业务外毛利率都在20%以下，基建建设的毛利率多年来维持在12%左右。

图 40: 基建业务占中国交建营收约八成



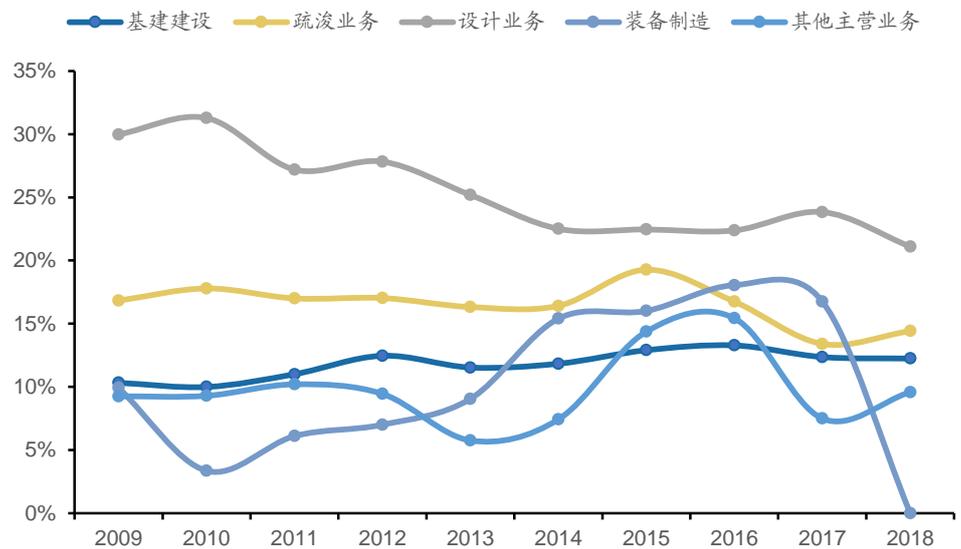
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 41: 基建业务是中国交建的主要利润来源



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 42: 中国交建分业务净利率 (%)



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

### 中国交建的PPP项目发展情况

中国交建近几年积极响应政府与社会资本合作的PPP发展模式，在市场开发过程中，重视项目质量、结构优化、产业布局、风险防控的有机结合，越来越多的优质PPP项目成功签约落地。按照中国交建年报的分类方法，PPP投资类项目包括BOT类项目、政府付费项目、城市综合开发项目。

**交建PPP投资类项目:** 2018年中国交建以PPP投资类项目形式确认的合同额为1523.25亿元，约占公司新签合同额的17%，同比减少18.76%，占比下降主要是受到国内PPP项目全面清查、金融监管落地、地方债务管控加强等政策的叠加影响。2020年专项债发行提速有望助推今年基建投资增速回升，未来的PPP项目增速有望逐步回暖。

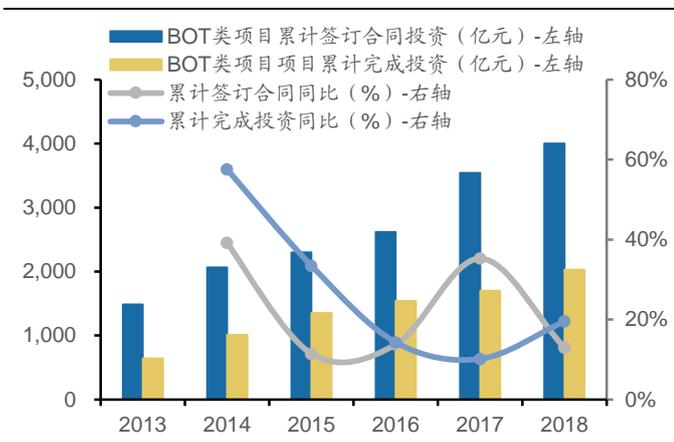
**交建特许经营权BOT类项目:** 截止2018年底，中国交建BOT项目累计签订合同投资

概算为3999.02亿元较2017年增长12.95%，累计完成投资金融为2030.09亿元较2017年增长19.52%，特许经营权BOT项目累计新签增速放缓，累计完成投资增速有所提升。

随着公司参与的BOT项目的增加，特许经营权的账面价值也逐年增加，占无形资产的比值稳定在90%以上且逐年提升。截止到2018年，中国交建特许经营权账面价值达1814.6亿元，占无形资产的比重为94.5%。

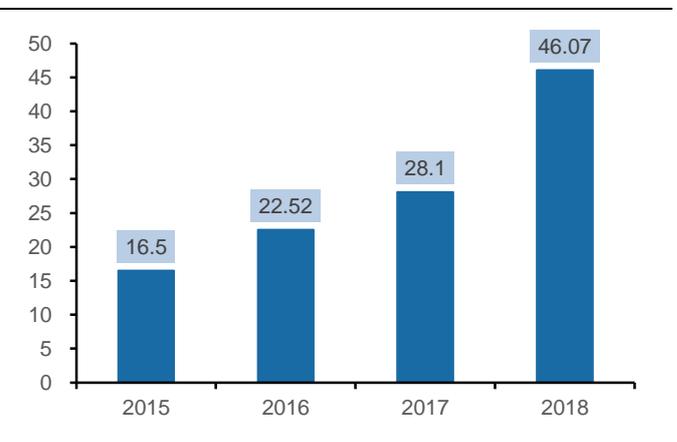
根据公司年报，2018年特许经营权类进入运营期项目共18个，运营收入为46.07亿元较2017年增长63.95%。虽然中国交建的运营收入占比总收入很小，但运营类项目贡献总收入的增速有所提升，未来随着越来越多的优质项目进入运营期，中国交建的运营收入有望稳健增长，有利于公司经营净现金流的改善，实现业务结构的优化。

图 43: 交建 BOT类项目累计签订和完成投资情况



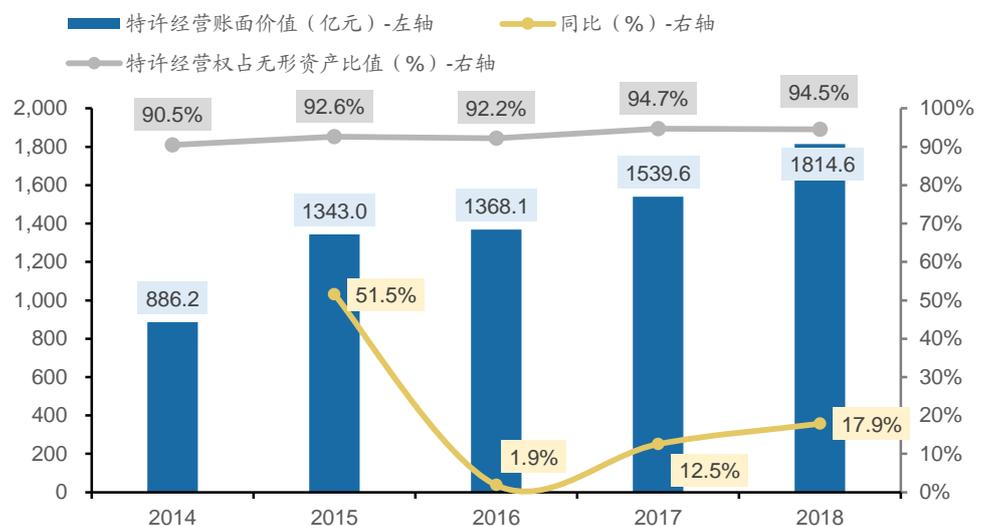
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 44: 中国交建运营项目收入逐年增加 (单位: 亿元)



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 45: 中国交建特许经营权账面价值逐年上升



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表 3: 中国交建特许经营权类进入运营期项目

序号	项目名称	累计投资金额 (亿元)	2018 运营收入 (亿元)	收费期限 (年)	已收费期限 (年)
1	云南省新嵩昆、宣曲、蒙文砚高速公路	310.22	7.16	30	1
2	贵州省道瓮高速公路	263.27	6.29	30	3
3	贵州省江瓮高速公路	160.64	6.79	30	3
4	首都地区环线高速公路通州至大兴段项目	98.07	0.73	25	0.5
5	贵州省沿德高速公路	106.73	0.91	30	3
6	贵州省贵黔高速公路	94.39	4.88	30	3
7	湖北省武深高速公路湖北嘉通段项目	90.85	0.62	30	2
8	重庆忠万高速公路	77.91	0.66	30	2
9	贵州省贵都高速公路	75.02	7.67	30	8
10	重庆永江高速公路	60.01	0.66	30	4
11	重庆九龙坡至永川高速公路	54.03	1.54	30	1
12	湖北省武汉沌口长江大桥项目	50.84	3.16	30	1
13	牙买加南北高速公路	49.72	1.9	50	3
14	湖北省咸通高速公路	31.07	0.82	30	5
15	广东省清西大桥及连接线	24.84	0.39	25	0.3
16	山西省翼侯高速公路	23.98	1.49	30	11
17	云南省宣曲高速公路马龙联络线	21.15	0.12	30	1
18	G109 内蒙古自治区清水河至大饭铺段	5.87	0.28	26	10
合计		1598.61	46.07		

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

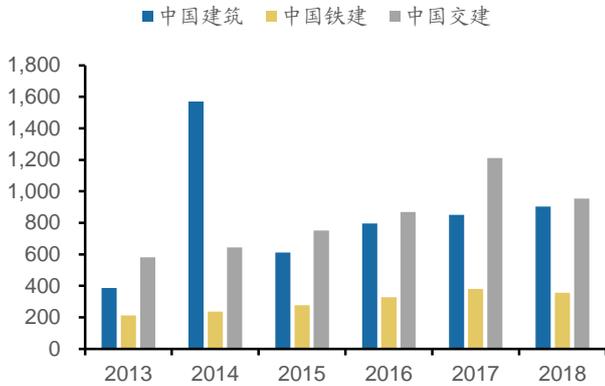
## (二) “一带一路”政策推进, 国内建筑企业迎来海外业务布局新机遇

反观国内建筑企业, 近几年顺应国家“走出去”政策, 迎接“一带一路”建设的新一轮发展机遇, 海外业务正迅速发展。近几年, 八大建筑央企除中国电建海外业务营收增速略低于国内业务营收增速外, 其他建筑央企海外业务营收增速皆高于国内业务营收增速。

具体来看, 中国建筑在2014年积极推行“大海外”发展战略, 在保持北非、美国、中东、南洋等传统地区的规模增长外, 成立非洲、拉美、中东欧、东盟及周边国家、中亚五大海外营销中心, 对“一带一路”相关国家形成营销覆盖, 强力拓展海外市场, 营收较2013年取得大幅增长, 近几年海外业务因多个重大项目落地慢于预期和上年同期基数较高等原因增速有所下降, 但中国建筑正不断完善海外市场, 海外营收正不断增加。中国铁建强力推动“海外优先”战略, 推动海外业务实现快速发展, 海外新签合同额海外占比稳定中略有提升, 根据公司经营数据公告, 2019Q3新签合同额海外业务占比为8.8%。中国交建则积极响应“一带一路”政策, 坚持以市场为导向, 统筹布局, 巩固现汇项目市场份额, 探索开拓新兴项目领域, 取得显著成效。公司年报显示, 近年来, 中国交建新进入克罗地亚、东帝汶、格鲁吉亚、多米尼加等国别市场, 在全球范围内的国别市场达139个, 海外市场正不断扩展中。

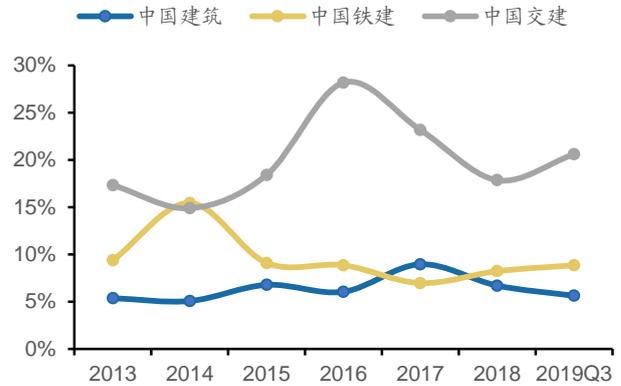
各建筑央企的海外业务体量大，海外业务营收占比有进一步提升空间。未来随着“一带一路”建设的深入推进，海外市场规模有望快速增长，国内建筑企业应把握好时代机遇，加快业务布局，为公司长期、持续发展奠定基础。

图 46: 国内建筑企业海外业务营收自一带一路以来有所增长 (单位: 亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 47: 近年来国内建筑企业的新签合同额海外占比有上涨空间 (%)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表 4: 我国建筑企业历年国内及国外收入增速

公司	收入同比增速	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	平均增速
中国建筑	国内	17.7%	20.0%	0.1%	27.4%	7.4%	10.1%	13.8%	13.8%
	国外	29.6%	6.3%	33.4%	18.4%	30.3%	6.8%	14.4%	19.9%
中国中铁	国内	3.2%	16.7%	9.8%	1.4%	3.7%	5.8%	7.0%	6.8%
	国外	24.4%	1.2%	20.5%	11.6%	-8.6%	51.2%	2.8%	14.7%
中国铁建	国内	6.1%	21.1%	0.5%	0.8%	4.1%	7.8%	8.0%	6.9%
	国外	1.3%	22.0%	11.1%	17.0%	18.9%	15.6%	-6.4%	11.4%
中国交建	国内	-2.1%	7.1%	10.2%	8.9%	4.7%	4.9%	9.4%	6.1%
	国外	20.6%	46.3%	10.4%	20.6%	15.8%	35.3%	-18.9%	18.6%
中国电建	国内	8.6%	18.1%	17.3%	26.0%	16.3%	9.9%	12.6%	15.6%
	国外	22.0%	5.2%	10.0%	27.5%	4.0%	17.0%	5.0%	13.0%
中国中冶	国内	-1.4%	-10.1%	6.6%	-1.1%	3.6%	10.2%	17.0%	3.5%
	国外	-33.7%	29.3%	2.2%	31.4%	-21.9%	27.4%	42.1%	11.0%
中国化学	国内	28.9%	12.1%	10.1%	-10.9%	-24.7%	6.3%	24.2%	6.6%
	国外	2.2%	27.9%	24.5%	2.3%	18.9%	20.5%	74.0%	24.3%
葛洲坝	国内	9.4%	12.3%	19.4%	12.2%	28.4%	3.7%	-3.3%	11.7%
	国外	45.6%	8.3%	21.7%	28.4%	-1.0%	18.4%	-14.5%	15.3%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表 5: 中国交建近 3 年海外工程情况

序号	项目名称	金额	单位
1	柬埔寨金港高速公路 BOT 项目	136.43	亿元
2	澳大利亚墨尔本西门隧道前期工程	125.26	亿元
3	澳大利亚墨尔本地铁隧道及站台项目	81.16	亿元
4	尼日利亚拉各斯自贸区莱基深水港一期项目	70.95	亿元
5	马来西亚东海岸铁路 EPC 项目(一期)	729.30	亿元
6	肯尼亚蒙内铁路运营维护项目	88.81	亿元
7	澳大利亚墨尔本地铁管理项目	69.05	亿元
8	澳大利亚悉尼地铁二期隧道及站台工程	62.31	亿元
9	刚果(布)黑角新港项目	23.00	亿美元
10	巴基斯坦机场 KKH 二期项目	13.15	亿美元
11	塞内加尔姆布尔——考拉克 EPC 项目	10.71	亿美元
12	马来西亚电气化南北铁路南部段	6.34	亿美元

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

### (三) 启示: 宏观环境提供蜕变机遇, 建筑企业转型升级才能脱颖而出

**宏观层面:** 建筑业与国家政策和宏观经济密切相关, 国内企业要在经济平稳时抓住政策机遇实现自身发展。法国建筑业把握住二战结束后基建需求大的时机顺应经济发展的浪潮迅速成长为对 GDP 贡献很大的支柱产业并保持着较快的增速, 建筑业逐渐停滞不前。而对比中国, 改革开放开始, 国家颁布一系列政策引导建筑业的发展, 建筑业增加值也实现了量级的跃升。如今, 基建补短板政策和“一带一路”等为国内建筑业提供了增长的环境, 国内企业要把握住机遇实现进一步发展。

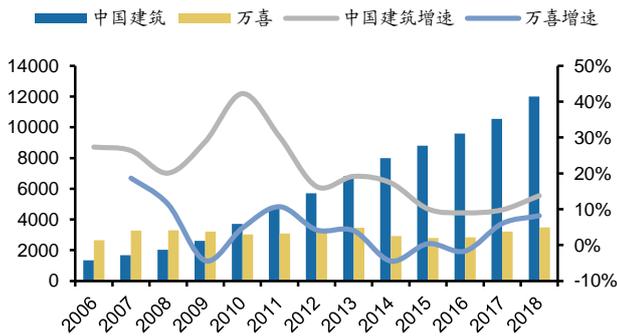
**微观层面:** 借鉴法国万喜发展之路, 加快转型升级拓展海外市场。万喜自上市以来实现股价 7 倍增长, 其关键核心在于特许经营业务带来的业务结构优化以及在国内市场趋于饱和时将海外业务作为新的营收增长点。国内建筑企业相对应的可以发展 PPP 模式, 其中使用者付费特许经营类 PPP 模式(包括介入运营和维护阶段的 BOT 模式)可以与现有的工程承包业务结合发挥协同效应, 帮助改善企业经营性现金流, 实现业务结构升级优化。近年来, 中国交建在 BOT 项目方面加速发展, 特许经营权账面价值不断提升, 运营业务占收入比值增速加快, 随着越来越多的优质项目进入运营期, 中国交建的现金流和业务结构将会有明显改善。此外, 国内建筑企业应把握住“一带一路”建设的发展机遇, 积极拓宽海外市场, 为公司长期、持续发展奠定基础。

万喜作为业务布局全球的综合性的建筑服务提供商, 是全球市值第一的建筑集团, 上市以来实现 7 倍的股价增长, 其发展经验值得借鉴。对比万喜和国内建筑公司的估值可以发现, 国内建筑公司除在 2014 年股市较为乐观时市盈率较万喜更高外, 近三年来 PE (TTM) 普遍低于万喜, 且有差距拉大的趋势, 而万喜的估值近年来十分稳定且有所增长。究其原因, 一方面在于万喜的业务发展经历了“去周期化”的过程, 受国内基建投资和经济环境的影响小, 能保持稳定的利润增速, 另一方面在于长期

发展的特许经营业务为公司提供充足的现金流，保障万喜高股利政策的执行。

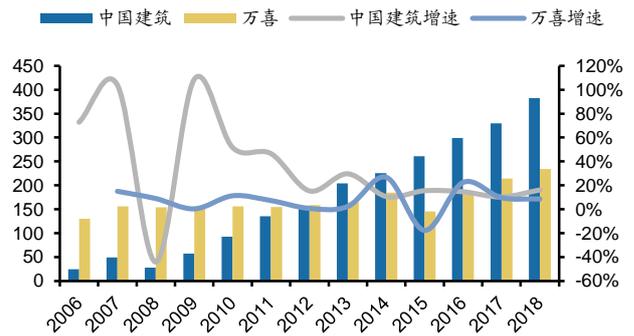
进一步对比法国万喜和中国建筑，从基本面看，中国建筑近几年收入增速远超万喜，但是业绩增速逐渐趋同，这使得万喜的净利率水平相比中国建筑更高。此外，万喜的现金流更加稳定，经营性现金流常年维持在300亿人民币左右，而中国建筑现金流波动较大。从盈利指标看，目前两家公司ROE接近，但是中国建筑净利率低一点。万喜更稳定的增长和现金流造成了相对于中国建筑的估值溢价。

图 48: 中国建筑与法国万喜营业收入对比 (单位: 亿元人民币)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 49: 中国建筑与法国万喜净利润对比 (单位: 亿元人民币)



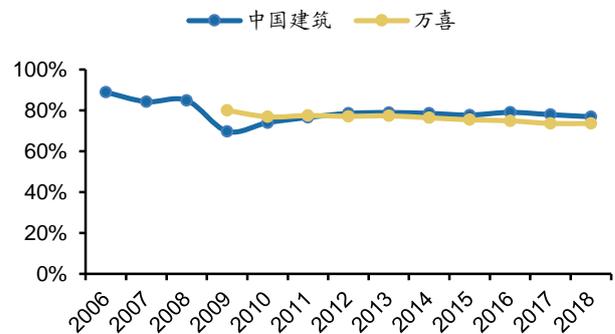
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 50: 中国建筑与法国万喜经营现金流对比 (单位: 亿元人民币)



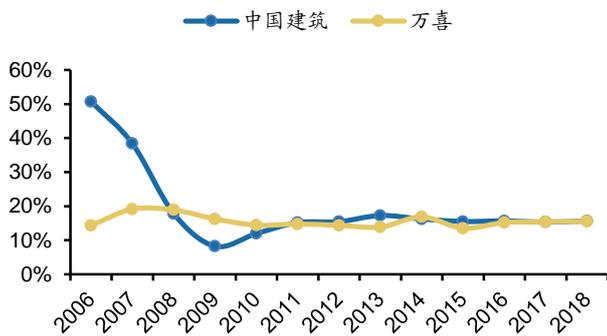
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 51: 中国建筑与法国万喜资产负债率对比



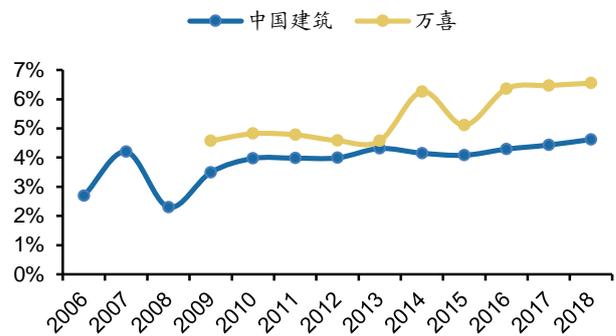
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 52: 中国建筑与法国万喜ROE (摊薄) 对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 53: 中国建筑与法国万喜净利率对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 6: 万喜及国内建筑企业 PE (TTM) 估值对比 (单位: 倍)

公司名称	2014	2015	2016	2017	2018
万喜	13.93	12.41	17.46	16.97	16.50
中国建筑	9.15	7.70	8.36	8.76	6.94
中国铁建	17.37	15.31	11.89	9.82	8.12
中国交建	16.23	15.30	14.53	12.04	8.39
中国中铁	19.44	22.28	14.89	13.40	8.83
中国电建	17.38	17.21	17.73	15.55	9.62
中国中冶	28.75	24.88	17.79	18.02	10.27
中国化学	13.55	13.72	13.91	20.55	13.99
葛洲坝	20.96	15.49	13.52	10.09	5.96

数据来源: 公司年报, Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

海外市场风险, “一带一路”项目推进风险, 基建投资增速出现下滑, 融资环境趋紧导致企业经营性现金流下滑。

## 广发建筑工程行业研究小组

姚 遥：首席分析师，美国普林斯顿大学工学博士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

尉 凯 旋：研究助理，复旦大学金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410 室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。