

公司报告

中国交建 (1800 HK)

业绩放缓：短期因素还是长期增长乏力？

- 中国交建前3季度收入和利润增长较行业稍慢，但公司新订单增长和订单转化率良好，且业务结构更健康，我们仍看好公司长期发展
- 短期管理费用率和税率均产生负面影响，但我们认为相关影响已反映在市场预期之中，且对公司的长期影响有限
- 我们认为公司长期增长动力并没有被削弱，公司目前股价对应6.51倍前瞻市盈率，低于公司历史平均7.38倍，我们按0.8倍2017年预测PEG给予公司11.47港元的目标价，维持买入评级

业务模式和同业相比各有千秋，成长动力并不落后

虽然中国交建前3季度的收入和净利润的表现弱于同业（中国中铁（390 HK）和中国铁建（1186 HK）），但我们认为公司的长期增长动力和业务结构仍是行业中领先的。从增长的角度，公司前3季度新订单同比增长30%（同业平均26%）。虽然公司2016年新订单和未完成合同覆盖倍数为1.78和2.71，低于行业平均（1.82和3.02），但公司过去三年基建业务收入复合增长率超过行业平均2.9个百分点，反映公司一直以来都有较快的项目转化率。而公司过去三年基建业务未完成合同覆盖倍数也是行业中增长最快的。从业务结构的角度，前3季度公司铁路订单占比仅为4%，而同业其他企业占比均超过了25%。铁路业务短期瓶颈明显而毛利率相对较低，长期来看中国交建海外业务占比高和铁路业务占比比较少均较同业更占优势。

费用和税费存波动，但均为短期因素

公司前3季度业务不及同业的一个直接原因是管理费中的研发费用快速增长所导致。公司2011年以来管理费用率一直在增长而同业基本没有变化。公司给出的原因是公司希望通过提升研发费用来申请高新技术企业资质进而获得所得税优惠，实际上我们看到公司税率水平在行业中也一直处于较低的水平。而营业税改增值税对净利润较高的中国交建产生了更多的负面影响，该负面影响抵消了研发费用增长带来的税率优惠。我们认为，虽然营改增的负面影响将持续，但该影响已反映于盈利预测之中，公司长期的盈利增速将不再受到影响。

长期增长动力不变，维持买入评级

公司3季度业绩后股价跌幅明显，但我们认为公司海外业务优势不减，仍保持着与行业接近的收入增长速率且公司的业务组合毛利率更高、新订单增长更快。公司目前的12个月前瞻市盈率倍数为6.51倍，公司历史平均为7.38倍，且公司目前PEG为0.63倍，行业平均为0.71倍。我们按0.8倍2017年预测PEG给予公司11.47港元的目标价，对应9.17/8.38/7.42倍2017-19年预测市盈率，维持买入评级。

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	19,066	20,859	23,577
同比增长 (%)	13.2%	8.7%	10.8%	9.4%	13.0%
每股盈利 (元)	0.96	1	1.11	1.21	1.37
每股股息 (元)	0.17	0.18	1.13	1.25	1.37
市盈率 (x)	8.17	7.84	7.08	6.47	5.72
市净率 (x)	0.75	0.72	0.72	0.73	0.73
ROE (%)	9%	9%	11%	12%	13%

资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测

焦一丁 谭璐
86755-82908475 +86 755 83224117
jiaoyd@cmschina.com.cn tanlu@cmschina.com.cn

最新变动

N.A.

买入

前次评级	买入
股价	HK\$9.21
12个月目标价 (上涨空间)	HK\$11.47 (+25%)
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	(6.0)	(14.1)	4.8
恒生指数	2.2	16.4	27.5

行业：建筑业

恒生指数	29121
国企指数	11746

重要数据

52周股价区间 (港元)	8.45-11.74
港股市值 (百万港元)	40777
日均成交量 (百万股)	23.55
每股净资产 (港元)	10.38

主要股东

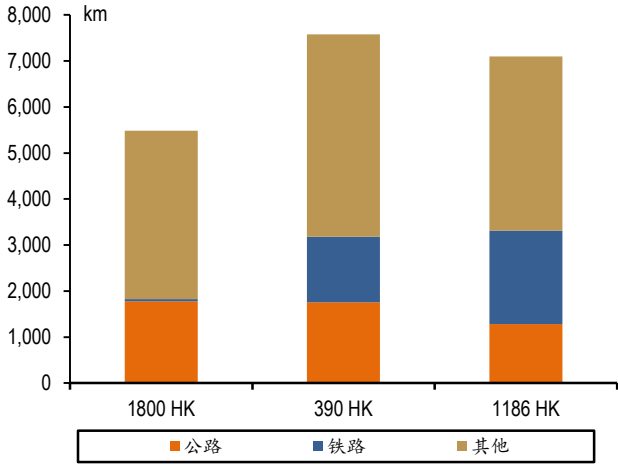
中国交通建设集团有限公司	63.84%
总股数 (百万股)	4428
自由流通量	100%

相关报告

1. 中国交建 (1800 HK) - 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

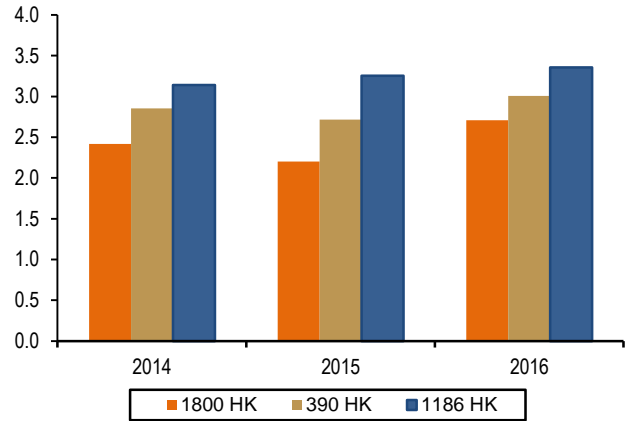
重点图表

图1: 截至2017年3季度本年累积基建新订单结构比较



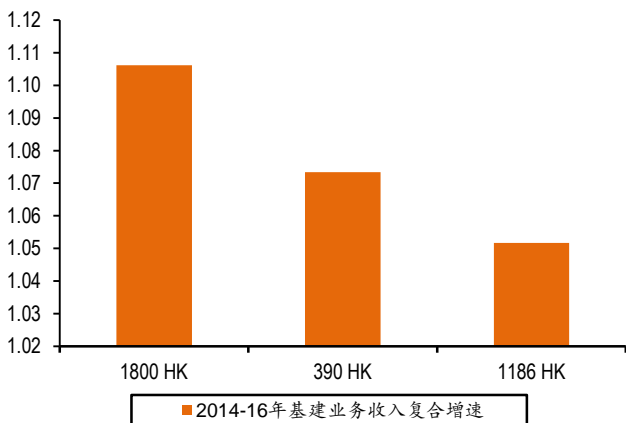
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图2: 基建未完成合同覆盖倍数比较



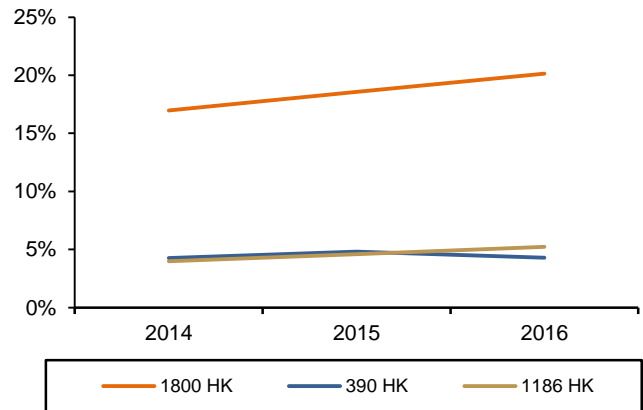
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图3: 2014-16年基建业务复合增速比较



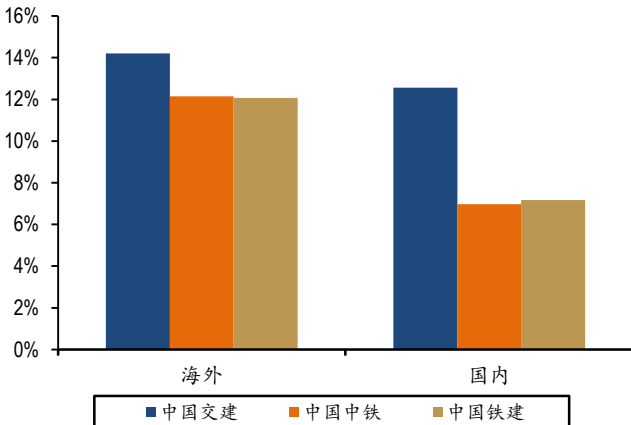
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图4: 海外收入占比比较



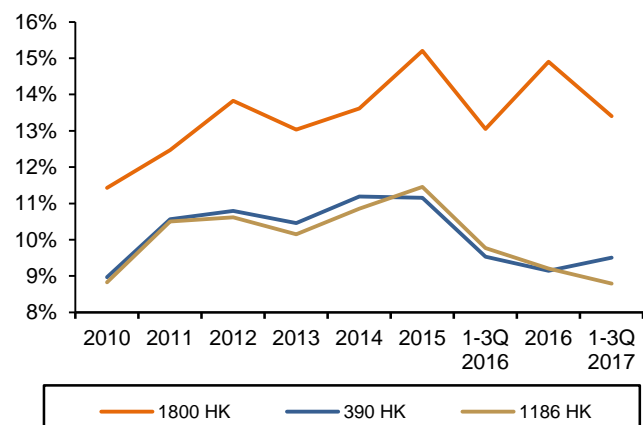
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图5: 海外业务毛利率比较



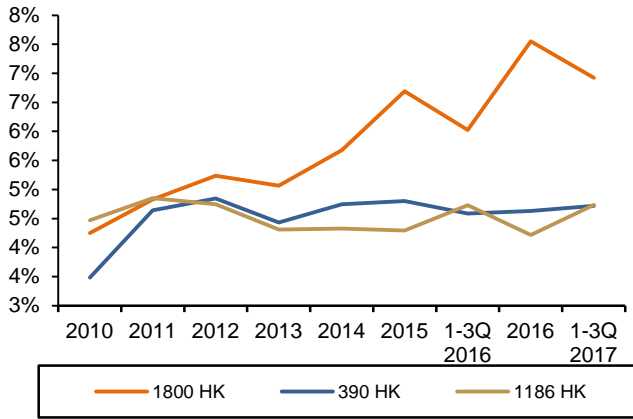
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图6: 整体毛利率比较



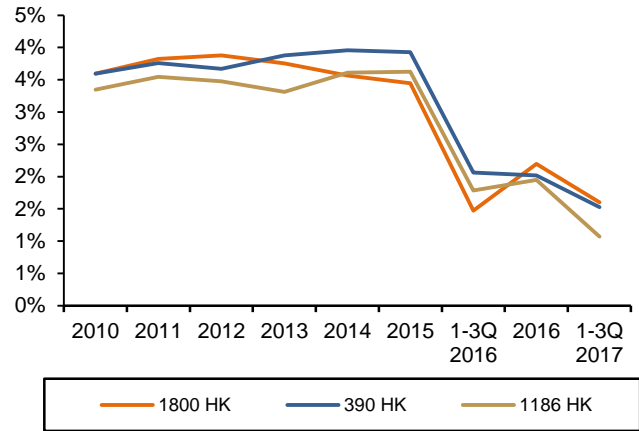
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图7: 管理费用率比较



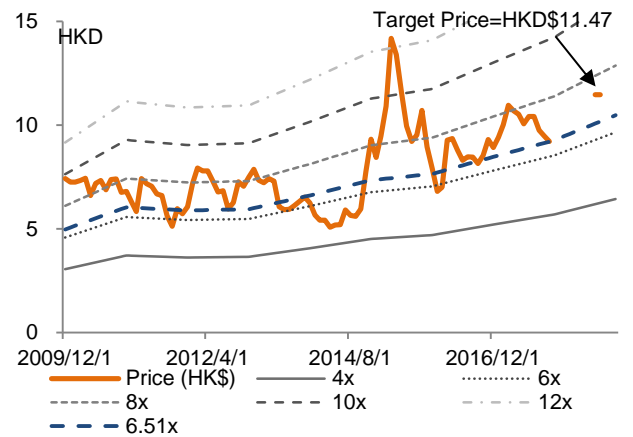
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图8: (营业税+所得税)/总收入比较



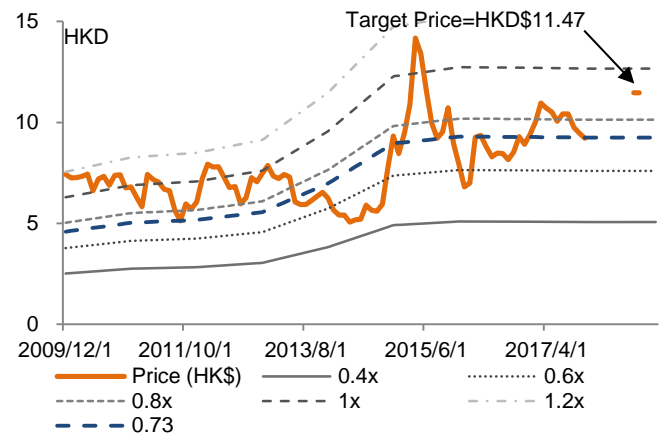
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图9: 前瞻市盈率



资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测

图10: 前瞻市净率



资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测

图11: 同业比较

公司	代码	评级	股价	目标价	市值 (百万港元)	2017E P/E	2018E P/E	2017E PEG	2017E P/B	2018E P/B	2017E ROE	2017E 净负债率
大型基建公司												
中国中铁	390 HK	中性	6.06	6.16	21,848	7.86	7.18	0.91	0.73	0.67	9.8%	10.7%
中国铁建	1186 HK	中性	9.50	12.56	18,026	6.97	6.34	0.62	0.76	0.69	10.9%	2.2%
中国交建	1800 HK	买入	9.21	11.47	24,521	7.08	6.47	0.63	0.72	0.73	10.5%	99.2%
中国能建	3996 HK	中性	1.33	1.52	3,993	6.75	6.08	0.66	0.42	0.39	11.4%	7.1%
行业平均						7.16	6.52	0.71	0.66	0.62	10.6%	29.8%
中型基建公司												
中建国际	3311 HK	买入	10.76	12.28	5,433	10.02	8.20	0.47	1.46	1.28	14.5%	净现金
中机工程	1829 HK	中性	4.87	4.33	2,009	8.51	8.15	1.03	1.04	0.96	12.2%	净现金
行业平均						9.26	8.17	0.75	1.25	1.12	13.4%	
铁路设备公司												
中国通号	3969 HK	买入	6.16	7.90	5,415	12.63	10.62	0.68	1.83	1.63	15.1%	净现金
时代电气	3898 HK	中性	44.65	38.23	5,249	16.13	14.75	1.72	2.44	2.15	15.2%	净现金
中国中车	1766 HK	中性	7.35	6.14	34,443	15.16	14.29	5.32	1.36	1.26	9.0%	0.8%
铁建装备	1786 HK	买入	2.51	3.00	381	8.65	7.02	0.42	0.57	0.54	6.6%	净现金
城建设计	1599 HK	买入	4.35	5.60	554	8.73	7.44	0.49	1.21	1.07	13.9%	净现金
行业平均						12.26	10.82	1.73	1.48	1.33	11.9%	
工程机械公司												
中联重科	1157 HK	买入	3.64	5.52	3,881	15.70	13.04	0.76	0.58	0.56	4.0%	33.7%
中国龙工	3339 HK	中性	3.33	1.29	1,425	36.28	32.24	2.09	1.70	1.65	4.7%	28.0%
行业平均						25.99	22.64	1.42	1.14	1.10	4.4%	30.9%
矿山及港口设备公司												
三一国际	631 HK	买入	1.34	1.89	407	14.23	12.04	0.79	0.54	0.52	3.9%	净现金
钢铁公司												
马鞍山钢铁	323 HK	买入	3.74	5.48	3,576	6.80	6.53	2.40	0.95	0.86	15.1%	5.1%
鞍钢股份	347 HK	买入	7.25	8.03	5,548	9.66	9.41	1.80	0.90	0.83	9.3%	48.8%
行业平均						8.23	7.97	2.10	0.93	0.85	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	370,889	380,115	393,413
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	28,348	28,936	29,751
流动资产	392,738	437,146	460,127	488,871	528,009
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	116,034	122,436	128,510
其他	3,315	6,414	6,414	6,414	6,414
总资产	731,313	801,082	831,016	868,986	921,422
本公司所有者应占资本及储备	143,623	139,892	137,431	134,740	131,697
拟派末期股息	3,101	19,431	21,527	23,550	26,620
非控制性权益	22,282	27,247	27,247	27,247	27,247
总权益	169,006	186,570	186,205	185,537	185,564
非流动负债	189,227	190,558	200,415	210,338	223,134
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	8,468	9,124
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	644,811	683,449	735,858
权益及负债总额	731,313	801,082	831,016	868,986	921,422

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	24,299	25,157	26,526
本年度利润	19,671	22,922	24,375	26,667	30,142
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	379	2,497	3,839
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	-9,273	-10,204	-10,947
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	-19,431	-21,527	-23,550
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	7,314	6,402	6,074
年初现金及现金等价物	71,823	94,960	108,720	116,034	122,436
年末现金及现金等价物	94,960	108,720	116,034	122,436	128,510

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	-32,886	-34,792	-37,746
其他费用	-875	-875	-923	-976	-1,059
营业利润	25,798	31,124	32,109	35,262	39,626
财务收入	3,701	3,093	3,236	3,387	3,598
财务费用净额	-10,212	-11,485	-11,448	-12,507	-13,672
关联企业利润	384	190	478	525	590
除所得税前利润	19,671	22,922	24,375	26,667	30,142
所得税费用	-3,758	-5,233	-4,779	-5,228	-5,909
本年度利润	15,913	17,689	19,597	21,439	24,233
以下人士应占:					
—本公司所有者	15,828	17,210	19,066	20,859	23,577
—非控制性权益	85	479	531	581	656
每股基本盈利 (元)	0.96	1	1.11	1.21	1.37

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%	10.8%	9.4%	13.0%
获利能力					
毛利率	12.3%	13.5%	13.7%	14.0%	14.2%
净利率	3.9%	4.0%	4.2%	4.3%	4.5%
ROE	9.4%	9.5%	10.5%	11.6%	13.1%
ROA	2.2%	2.2%	2.4%	2.5%	2.6%
偿债能力					
资产负债率	76.9%	76.7%	77.6%	78.6%	79.9%
净负债比率	95%	88%	99%	112%	127%
流动比率	1.05	1.03	1.04	1.03	1.03
速动比率	0.91	0.92	0.93	0.93	0.92
营运能力					
资产周转率	0.55	0.54	0.55	0.55	0.56
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	1.11	1.21	1.37
每股经营现金	1.97	1.73	1.41	1.46	1.54
每股净资产	10.45	10.84	10.82	10.78	10.78
每股股利	0.17	0.18	1.13	1.25	1.37
估值比率					
P/E	8.17	7.84	7.08	6.47	5.72
P/B	0.75	0.72	0.72	0.73	0.73

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。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