



建筑工程业

2016.10.19

PPP/国改/基建提速，大建筑国企迎发展良机

评级: **增持**

上次评级: 增持

细分行业评级

土木工程建筑业	增持
装修装饰业	增持
其他建筑业	增持
建筑园林	增持

	韩其成 (分析师)	黄俊伟 (研究助理)	陈笑 (研究助理)
	021-38676162	021-38677905	021-38677906
	hanqicheng8@gtjas.com	huangjunwei@gtjas.com	chenxiao015813@gtjas.com
证书编号	S0880516030004	S0880115100010	S0880116010080

本报告导读:

因 PPP 加速、地产调控周期基建投资增速提升，大建筑国企业绩存超预期可能，同时国改从内生上提升大建筑国企估值水平，持续看好大建筑国企。

摘要:

● **大建筑国企阶段性上涨条件：催化剂是重要因素。**通过对中国中铁上市至今的 5 次阶段性上涨分析，具备超预期催化是大建筑国企出现“阶段性上涨”的最重要条件，如 2012 年 1 月至 2013 年 1 月年的基建复苏催化、2013 年 7 月的业绩超预期兑现催化，2014 年底的“一带一路”催化，以及目前的国改、PPP、基建投资增速有望提升的催化。此外，催化剂到来之前的估值水平决定上涨幅度，当前整体来讲大建筑国企估值偏低，大建筑国企估值从低到高以此为中国建筑（6 倍）、中国铁建、中国交建、葛洲坝、中国中铁、中国中冶、隧道股份（18 倍）。

● **大建筑国企目前具内外生增长条件，当前大建筑国企或存在业绩超预期催化剂。**当前国家大力推进 PPP 模式、国企改革，地产调控基建投资增速有望提升，且大建筑国企 2016 年订单较多出现大幅增长且目前为历史上最好的盈利能力情况下，大建筑国企业绩有望迎来非线性向上增长，而目前市场对大建筑国企未来业绩预测仍旧为线性外推，大建筑国企业绩将可能出现超预期兑现。

● **近期国改和 PPP 加速催化。**1) 大建筑国企国企改革事项多，如中国中铁和中国铁建存国改预期、中国交建（国有投资公司试点）、葛洲坝（中国能建推出股权激励计划）、中国建筑（央企信批试点）；2) 大建筑国企 PPP 竞争优势大，在融资成本和业务资质范围两个层面具有民企不可比拟的优势。如葛洲坝为 PPP 龙头之一，中国交建为交运和市政领域行业龙头而交运市政两个行业 PPP 项目规模最大，中国中冶在 PPP 业务上的进展有可能超预期；中国建筑作为最大的建筑企业，2016 年其 PPP 业务量承接较 2015 年全年已至少增长 640%；3) 近期国企改革和 PPP 催化多，国改方面如中国联通进入央企混改试点，央企重组可能进入关键窗口期，PPP 方面如两部委出台政策大力推进 PPP 落地，第三批万亿 PPP 示范项目推出料提升 PPP 落地速度。

● **推荐葛洲坝（600068）、中国中冶（601618）、中国中铁（601390）、中国铁建（601186）、中国交建（601800）、中国建筑（601668）。1)** 葛洲坝（中国能建推出股权激励计划+PPP 龙头之一+低估值）；2) 中国中冶（低估值+央企重组+PPP 或超预期）；3) 中国中铁+中国铁建（存国改预期+基建龙头+受益基建稳增长+订单增速快）；4) 中国交建（国有投资公司试点+交运市政 PPP 规模最大）；5) 中国建筑（央企信批试点+低估值高分红+PPP 订单增速快+受益基建稳增长）。

● **风险提示：**政策支持力度下降、业绩增长不及预期、地产调控风险等

相关报告

建筑工程业：《PPP 红利将持续释放，央企改革再上风口》

2016.10.16

建筑工程业：《PPP3 批示范项目，交运/市政/园林最受益》

2016.10.13

建筑工程业：《PPP 政策两部委大招频发，持续看好》

2016.10.12

建筑工程业：《两部委开展 PPP 创新工作，PPP 再获刺激》

2016.10.11

建筑工程业：《装配式建筑刺激超预期，钢结构行业质变在即》

2016.10.09

目录

1.大建筑国企“阶段性上涨”：催化出行情	4
1.1.中国中铁上市至今出现 5 次“阶段性上涨”行情	4
1.1.1.第一轮阶段性上涨-2008.11：牛市并非大建筑国企大幅上涨的“充要条件”	4
1.1.2.第二轮阶段性上涨（2012.1-2013.1），基建投资增速拐点变化催化	6
1.1.3.第三轮“阶段性上涨”（2013 年 7 月-11 月）：业绩催化	7
1.1.4.第四轮阶段性上涨（2014.7-2015.6）：“一带一路”催化	9
1.1.5.第五轮阶段性上涨（2016.6 至今）：PPP+国企改革催化	9
1.2.以史为鉴，催化剂叠加低估值为大建筑国企“阶段性上涨”最重要条件	9
1.3.当前情况下大建筑国企估值较低，具备 PPP、地产调控、国改催化剂	10
1.3.1.当前大建筑国企业绩仍旧偏低	10
1.3.2.大建筑国企业绩存超预期可能	11
1.4.地产调控基建增速或在 2017 年迎来增速拐点进一步催化大建筑国企	12
1.4.1.当前正处地产调控期，基建投资有望再次成为稳增长重器	12
1.4.2.地产调控期下基建投资提速滞后 6-9 个月	13
2.国企改革持续深化，2017 年迎多重催化剂	16
2.1.“1+N”政策体系加速完善，央企合并高峰在即	16
2.2.大建筑国企国改事项频繁	19
3. PPP 建筑央企优势大，红利兑现助力业绩超预期	20
3.1. PPP 规模持续扩大，政策推进决心坚定	20
3.1.1. PPP 近期获强刺激，政策推进 PPP 决心坚定	20
3.2.第三批 PPP 示范项目公布，PPP 落地再掀热潮	21
3.3.建筑国企拓展 PPP 业务优势大	25
4.推荐葛洲坝、中国交建、中国建筑、中国中冶、中国铁建、中国中铁	25
4.1.估值、国改、PPP、业绩四维度选股	25
4.2.推荐葛洲坝：PPP 重磅刺激利好，环保具第一主业潜力	26
4.3.推荐中国中冶：PPP/基建大发力，海外/新兴产业大发展	27
4.4.推荐中国建筑：PPP/基建持续发力，海外/国改值得期待	27
4.5.推荐中国交建：PPP/基建持续发力，海外/国改值得期待	27
4.6.推荐中国铁建：轨交市政爆发增长，引领 PPP/一带一路	28
4.7.推荐中国中铁：轨交订单高增 70%，提质增效成效显著	28
4.8.推荐隧道股份：196 亿轨交 PPP 订单，突破重围意义重大	28
5.风险提示	29

图表目录

表 1：中国中铁自上市以来共出现 5 次“阶段性上涨”	4
表 2：2012 年央行共实施两次降准两次降息，支撑实体经济	6
表 3：2014 年牛市开启之前，中国中铁估值接近历史最低估值水平	9
表 4：目前大建筑国企估值仍旧偏低	10
表 5：当前大建筑国企估值较历史上最低估值高，但考虑“一带一路、PPP、国改”等因素仍总体偏低	10
表 6：当前市场对大建筑国企业绩预测基本为线性外推	11
表 7：2016 年前三季度大建筑国企中中国建筑、中国中铁、中国铁建出现了大幅增长态势	11
表 8：大建筑国企净利率处于历史最好水平	12

表 9: 2010-2013 年间共有 3 次房地产市场调控	13
表 10: 国企改革中央“1+N”政策文件	16
表 12: 2016 年 6 月以来以来重大国企改革政策密集出台	17
表 11: 已有 20 家央企通过整合变为 9 家央企	17
表 13: 大建筑国企国企改革事项发生频繁	19
表 15: 大建筑国企改看点包括重组、员工持股计划、引入战投等多重方向	20
表 16: 众多建筑国企 2016 年至今签订的 PPP 订单超过 2015 年全年	25
表 17: 部分重点公司盈利预测表	29
附表: 建筑国企 2016 年 PPP 订单统计	30
图 1: 2008 年底至 2009 年中期, 基建投资增速保持加速上升态势	4
图 2: 2012 年 GDP 增速破 8, 稳增长力度大	6
图 3: 2012 年 CPI 持续下滑为宽松货币政策留有空间	6
图 4: 2012 年 2 月至 2013 年 2 月, 基建投资增速出现中周期复苏	7
图 5: 2012 年上半年, 房地产投资增速下滑, 更加凸显基建投资稳增长重要性	7
图 6: 2013 年 7 月, 中国中铁 H 股相对 A 股溢价超过 30%间接证明中国中铁 A 股估值偏低	8
图 7: 2013 年 7 月后, 基建投资累计增速呈缓慢下滑趋势	8
图 8: 2013 年 7 月至 2013 年 11 月, 房地产投资累计增持呈缓慢下滑趋势	8
图 9: 基建投资和地产投资存“跷跷板”效应, 地产调控下基建投资有望提速	12
图 10: 2010 年地产调控, 地产投资并未出现“断崖式下滑”	14
图 11: 2010 年地产调控商品房销售面积效果最明显	14
图 12: 2010 年地产调控基建投资增速未出现明显上升趋势	14
图 13: 2011 年 3 月地产调控时, 经济增速正处于持续下滑态势	15
图 14: 2011 年 3 月地产调控时, CPI 处于上升态势, 控物价是重点	15
图 15: 房地产投资增速在 2011 年地产调控后继续下行	15
图 16: 基建投资增速在 2012 年 2 月迎来拐点, 滞后地产调控约 10 个月	15
图 17: 2013 年 2 月地产调控后房地产投资增速持续下滑	15
图 18: 2013 年 2 月地产调控后 9 个月, 基建投资增速开始出现月度拐点上升变化	15
图 19: 财政部 PPP 入库项目数过万个	20
图 20: 第三批 PPP 示范项目大多数规模较小	21
图 21: 第三批 PPP 示范项目市政、交运、环保、城镇综合四个行业项目数最多	22
图 22: 第三批 PPP 示范项目交运、市政、城镇综合开发、环保四个行业投资额最大	22
图 23: 第三批 PPP 示范项目中旅游和科技类项目数量较第二批增速最快	22
图 24: 第三批 PPP 示范项目中交运、城镇综合开发、环保三行业投资金额较第二批增长最快	23
图 25: 第三批 PPP 示范项目中, 山东、云南、安徽、河北项目数最多	24
图 26: 第三批 PPP 示范项目中河北、云南、安徽、贵州、山东投资金额居前 5 位	24

1. 大建筑国企“阶段性上涨”：催化出行情

1.1. 中国中铁上市至今出现 5 次“阶段性上涨”行情

我们以中国中铁为例，以单月或者某个时间周期上涨幅度超过 20%（该时间周期内公司未出现明显下跌），来判定大建筑国企出现了所谓“阶段性上涨行情”，按照这个标准，中国中铁自上市以来一共出现了 5 次“阶段性上涨行情”，其中 2 次为股市“走牛”带来市场风险偏好大幅提升所带来的“阶段性上涨”行情，3 次为“估值+基本面改善”剪刀差所带来的估值修复“阶段性上涨”行情。

表 1：中国中铁自上市以来共出现 5 次“阶段性上涨”

时间	中国中铁上涨幅度	上证指数上涨幅度
2008 年 11 月	29%	8%
2012 年 1 月至 2013 年 1 月	29%	17%
2013 年 7 月至 2013 年 11 月	24%	12%
2014 年 7 月至 2015 年 6 月	450%	110%
2016 年 6 月至今	16%	6%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

1.1.1. 第一轮阶段性上涨-2008.11：牛市并非大建筑国企大幅上涨的“充要条件”

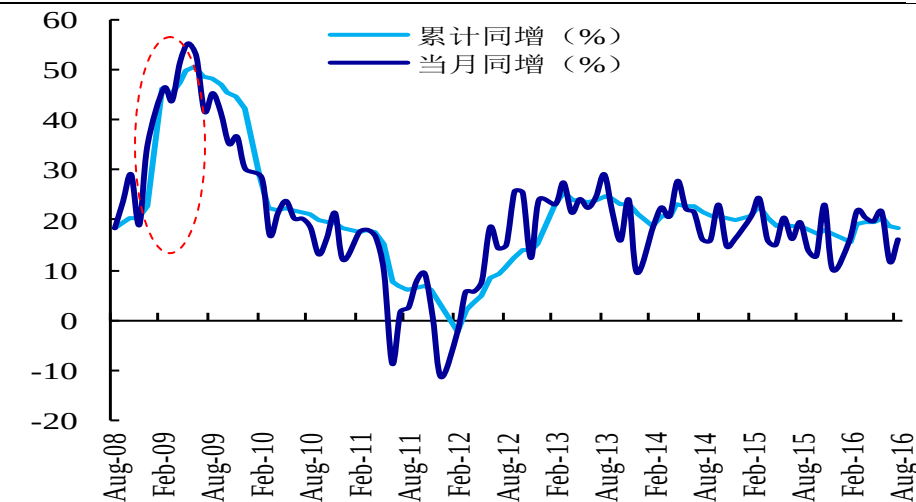
2008 年 11 月，股市开始进入牛市，2008 年 11 月至 2009 年 6 月期间，大盘大涨接近一倍，主要原因即为众人皆知的国家四万亿投资引致的大牛市。

这一轮行情中中国中铁仅在 2008 年 11 月出现了较大涨幅，单月涨幅达到 29%，而在该时间区间内的其他月份涨幅大幅跑输大盘，也就是说 2009 年当股市继续走牛时，中国中铁几乎没涨，为当年市场最大“熊股”之一。

我们认为，估值过高及业绩平平是 2009 年中国中铁未上涨的主因。

从整个行业来看，基建投资确实在 2009 年出现了高速增长。2007 年底，美国次贷危机爆发，全球金融危机蔓延，我国在 2008 年底适时推出“4 万亿投资计划”，基建投资增速迅速提升，2008 年 11 月基建投资增速约 19%，而次月基建投资增速则达到了 35%，且在 2008 年 11 月至 2009 年底均维持在 30%-50%的月度增速区间内。

图 1：2008 年底至 2009 年中期，基建投资增速保持加速上升态势



数据来源：wind，国泰君安证券研究

股市大幅上涨, 2008 年 11 月至 2009 年 6 月大盘指数上涨约 97% 接近翻倍, 同时基建投资保持了高速的增长, 但中国中铁在 2008 年 12 月至 2009 年 6 月期间几乎没涨, 其中原因值得深思, 这说明市场风险偏好提升和基本面改善并非大建筑国企出现“阶段性上涨”的充分条件。

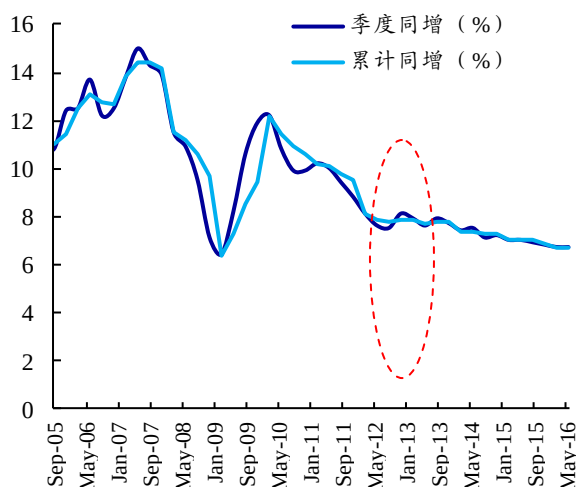
我们认为, 2009 年中国中铁之所以没涨的重要原因是公司的估值较高, 基本面虽改善但已用于“消化”公司的过高估值, 同时, 基本面改善并无业绩增长兑现, 加之 2007 年全球金融危机之后股市“断崖式”下跌, 在股市下跌的后半期 (2008 年 7 月至 2008 年 9 月), 中国中铁下跌较少存在补跌可能。

- 上述期间内, 中国中铁股价最高为 12.57 元/股, 最低为 4.28 元, 根据 wind, 市场一致预期中国中铁 2008 年 EPS 为 0.091 元, 这意味着中国中铁股价最高时 PE 估值高达 138 倍, 股价最低时 2008 年的 PE 估值也有 47 倍左右。同时, 市场一致预期中国中铁 2009 年 EPS 为 0.32 元/股, 2009 年股价最高 7.47 元, 最低为 5.09 元, 对应 2009 年的 PE 估值水平分别为 25 倍和 16 倍左右, 即便是股价最低的时候, 16 倍的估值在当时的市场环境下仍旧偏高。
- 中国中铁 2009 年业绩平平。2009 年一至四季度, 中国中铁业绩同比增速分别为 -84%、-76%、-22% 和 19%。在 2009 年股市走牛的上半年, 中国中铁业绩出现大幅下跌在较大程度打击市场对公司未来发展信心, 即便是基建投资大幅增长, 但中国中铁业绩增长并未兑现预期, 在估值较高时更加加大了市场投资公司的疑虑。
- 中国中铁上市时间为 2007 年 12 月 3 日, 上市之后不久股市便遭遇全球金融危机“黑天鹅”, 2007 年 11 月至 2008 年 10 月期间, 大盘下跌幅度约 71%, 众多股票大幅下跌, 中国中铁 2008 年上半年下跌超过 50%, 但大盘自 2008 年 7 月仍继续下跌至 9 月, 三个月继续下跌了超过 36%, 而同期中国中铁仅下跌约 13% (原因可能是因为公司彼时还是次新股且已破发), 因此当 2009 年股市大幅上扬时市场可能担心公司存在补跌可能。

1.1.2. 第二轮阶段性上涨（2012.1-2013.1），基建投资增速拐点变化催化

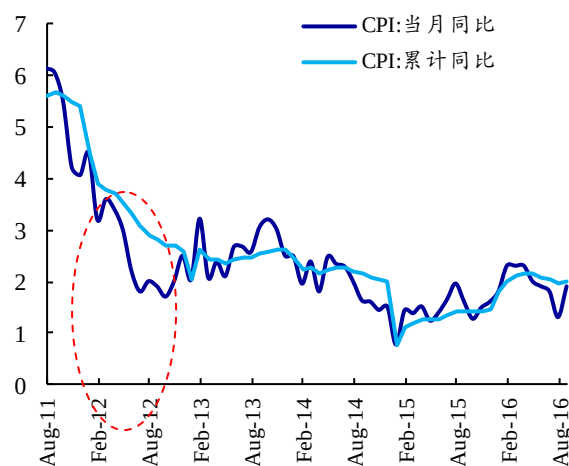
2011 年 12 月召开的中央经济工作会议上，政府确定了 2012 年稳中求进的工作总基调。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。从当时宏观经济运行情况来看，2012 年我国 GDP 增速自 2009 年中期以来首次破“8”，稳增长力度加大。同时，从 CPI 来看，2012 年我国 CPI 指数延续了 2011 年底的持续下滑态势，6 月 CPI 同比增速更是创下 2010 年 2 月以来新低，为宽松货币政策留下空间。

图 2：2012 年 GDP 增速破 8，稳增长力度大



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 3：2012 年 CPI 持续下滑为宽松货币政策留有空间



数据来源：wind，国泰君安证券研究

2012 年，中国央行在“稳增长”的背景下两次降息，两次下调存款准备金率，并首次实施不对称降息以支持实体经济。

表 2：2012 年央行共实施两次降准两次降息，支撑实体经济

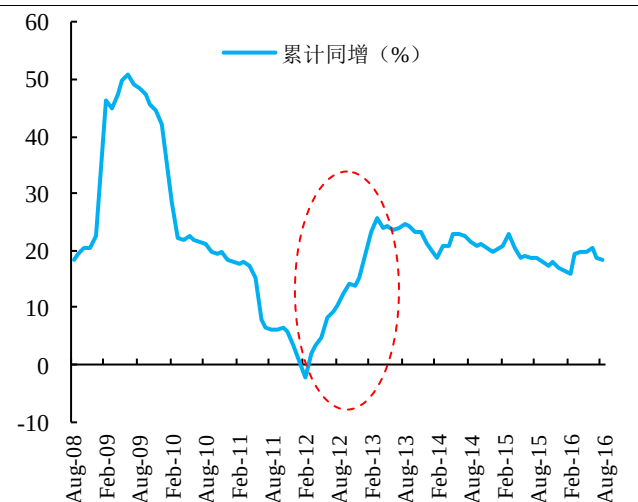
时间	调整
2 月 24 日	下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
5 月 18 日	下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
6 月 8 日	金融机构一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点（我国三年半以来首次降息）
7 月 6 日	金融机构一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点，一年期贷款利率基准利率下调 0.31 个百分点（首次实施不对称降息以支持实体经济）

数据来源：中新网，国泰君安证券研究

此外，2012 年 5 月 23 日国务院常务会议提出“将稳增长放在更加重要位置”、“根据形势变化加大预调微调力度，提高政策的针对性、灵活性和前瞻性”。投资是短期内提振经济的灵活且富有弹性的途径。稳增长，首先就是要稳投资。正因如此，2012 年国务院启动了一批事关全局、带动性强的重大项目。从 2012 年基建投资增速和房地产投资增速来看，基建投资增速进入了拐点上扬期，从 2012 年 2 月一直增速一

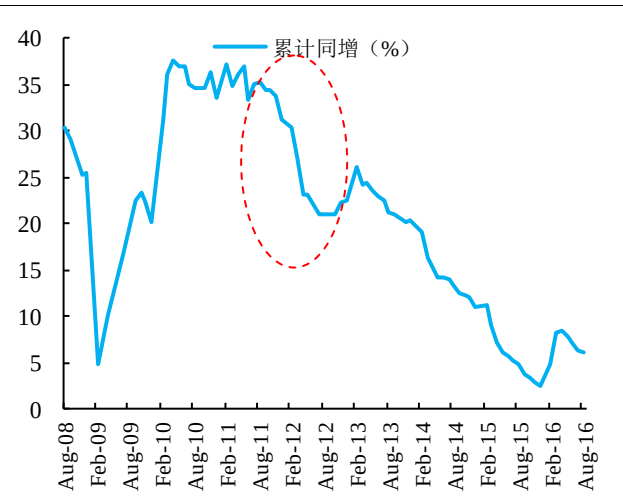
直持续上升至 2013 年 2 月，整个基建投资复苏周期长达一年。反观房地产投资，其投资增速自 2011 年 2 月持续下降（由于前期房地产调控），直至 2012 年下半年才开始出现复苏迹象，在房地产投资增速持续下滑的上半年，基建稳增长更加凸显重要性。

图 4：2012 年 2 月至 2013 年 2 月，基建投资增速出现中周期复苏



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 5：2012 年上半年，房地产投资增速下滑，更加凸显基建投资稳增长重要性



数据来源：wind，国泰君安证券研究

在上述背景下，大建筑国企迎来了 1 年期左右的慢牛行情，仍以中国中铁为例，该区间内中国中铁上涨约 29%，大盘上涨约 17%，中国中铁大幅跑赢大盘指数。

而且，从估值和业绩来看，中国中铁在该时间区间内，存在股价上涨的公司逻辑：

- **估值相对来讲较低。**从估值来看，根据 wind。中国中铁在 2012 年 1 月至 2013 年 1 月的慢牛行情中，中国中铁最低价为 2.37 元/股，对应 2012/13 年 PE 估值分别为 8/7 倍；中国中铁最高价为 3.41 元/股，对应 2012/13 年 PE 估值分别为 11/10 倍。
- **业绩出现拐点现象，兑现基本面改善预期。**从中国中铁业绩来看，2012 年 Q1 至 2013 年 Q1 五个季度的业绩同比增速分别为：-45%、-2.18%、+20%、+10%、+62%。需要说明的是，中国中铁在此轮“慢牛”行情中，上涨幅度 29% 中的 26%，是在 2012 年 8 月 31 日至 2013 年 1 月 25 日期间完成的。而该期间正是中国中铁业绩扭亏实现正增长的拐点期。这说明，大建筑国企的基本面改善，一定需要业绩兑现作为催化剂。

1.1.3. 第三轮“阶段性上涨”（2013 年 7 月-11 月）：业绩催化。

2013 年 7 月至 2013 年 11 月，中国中铁上涨幅度约 24%，而同期大盘指数上涨幅度为 12%。分析此轮中国中铁的“阶段性上涨”，我们认为，估值修复和业绩超预期增长是主要原因。

- **2013 年下半年中国中铁上涨之初估值较低。**2013 年 2 月至 2013 年

6月，大盘指数下跌月17%，中国中铁下跌约23%，2013年6月公司股价出现1年内最低价2.30元/股，根据当年市场研究报告，市场对中国中铁2013/14年的EPS预测大约为0.38/0.41元，照此计算，中国中铁股价最低时，对应2013/14年的估值水平仅6/5.8倍左右。当时中国中铁H股对A股溢价率最高超过了30%从侧面证明中国中铁A股估值偏低（中国中铁历史上H股对A股溢价有两个时期，第一个时期是2010年6月至2011年1月，中国中铁A股相对H股折价比例最低为约0.8，A股相对H股折价以中国中铁H股大幅下跌结束）。

图 6：2013 年 7 月，中国中铁 H 股相对 A 股溢价超过 30%间接证明中国中铁 A 股估值偏低

中国中铁[0390.HK] - AH比较

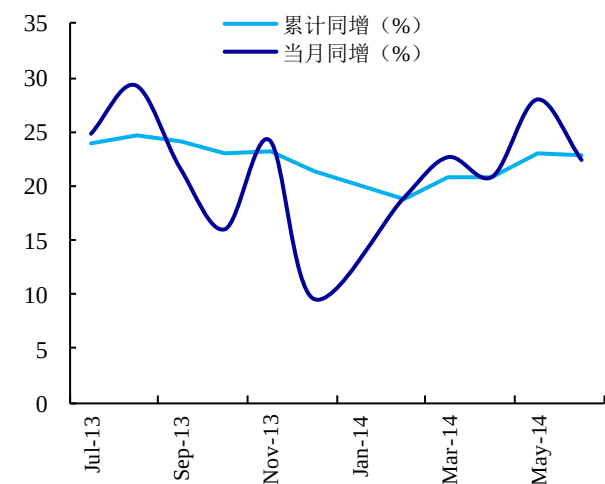


数据来源：wind，国泰君安证券研究

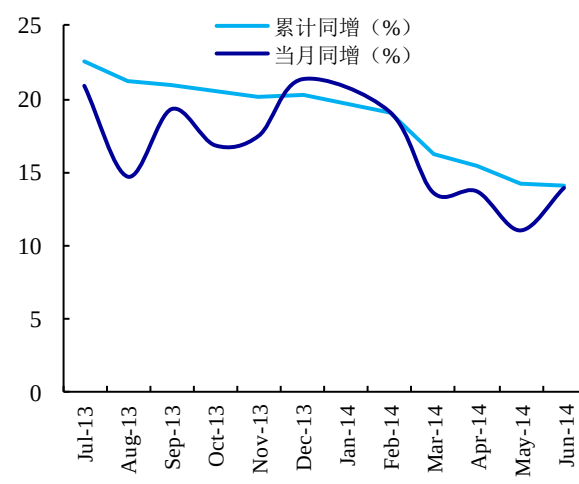
- **业绩超预期增长。**2013 年 Q1 至 2014 年 Q1，中国中铁 5 个季度业绩同比增速分别为 62%、46%、46%、27%。业绩开始兑现之前的基建投资高增长所带来的业绩高增长，且超出市场预期。
- **从行业基本面来看，基建投资增速缓慢下滑但并未影响中国中铁出现“阶段性上涨”行情。**2013 年 7 月至 2013 年 11 月期间，基建投资累计增速和房地产投资累计增速均呈现缓慢下滑态势，但可能由于“过于缓慢”，基建投资增速从边际增量上来看无法提供影响股价的“边际”影响，或者这种“边际影响”太小对股价没有影响。

图 7：2013 年 7 月后，基建投资累计增速呈缓慢下滑趋势

图 8：2013 年 7 月至 2013 年 11 月，房地产投资累计增速呈缓慢下滑趋势



数据来源: wind, 国泰君安证券研究



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

1.1.4. 第四轮阶段性上涨 (2014.7-2015.6): “一带一路”催化

和 2009 年的情况不同, 2014 年牛市出现之前, 中国中铁的估值达到了历史最低水平, 2014 年 3 月 10 日中国中铁预期 PE 估值仅 4.8 倍, 达到了历史最低水平, 且一直以该估值持续到牛市开启。

表 3: 2014 年牛市开启之前, 中国中铁估值接近历史最低估值水平

证券代码	证券简称	最低估值时间	最低估值时股价	最低估值时股价	最低 PE 估值	当时大盘指数最低值
601390.SH	中国中铁	2014 年 3 月 10 日	2.31	0.48	约 4.8	约 1995 点

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

和之前的“阶段性上涨”不同, 我们认为本轮“阶段性上涨”的原因为国家“一带一路”大战略, 国企改革政策推出引致市场对大建筑国企风险偏好提升, 从而 DDM 模型分母要求风险溢价下降, 带来估值提升的作用。且由于牛市之前中国中铁估值非常低, 由此导致了 2014 年中国中铁等大建筑国企出现了爆发式上涨, 涨幅均以几倍为单位。由于时间距离当前较近, 本文不作赘述。

1.1.5. 第五轮阶段性上涨 (2016.6 至今): PPP+国企改革催化

2016 年 6 月之前, 市场同样出现了大幅的下跌, 大建筑国企估值几乎下落到历史最低估值 (例如中国建筑达到了 5 倍 PE 估值水平, 葛洲坝达到了低于 7 倍的估值水平), 但 PPP 推进对建筑行业基本面改善影响较大, 且央企改革将改善管理提升大建筑国企估值水平。在低估值和基本面改善的剪刀差作用下, 2016 年 6 月至今开启了中国中铁历史上第 5 次“阶段性上涨”行情, 且我们认为目前仍旧处于这一行情之中。

1.2. 以史为鉴, 催化剂叠加低估值为大建筑国企“阶段性上涨”最重要条件

综合上文对于中国中铁历史上出现“阶段性上涨”行情的分析, 我们可以得到以下几点结论:

- 催化剂是大建筑国企出现“阶段性上涨”的最重要条件, 估值高低决定上涨幅度。
- 大建筑国企的“阶段性上涨”往往是, 低估值情况下的估值修复行情,

大建筑国企的“估值修复”需要各种因素催化，主要是宏观经济政策（例如基建投资拐点）和业绩超预期兑现。

- 除非整体市场大幅上涨，否则大建筑国企估值无法出现大幅上扬的可能。以中国中铁为例，其估值最高的两个时期，分别于 2009 年的牛市和 2014 年的牛市期间达到。但是，市场风险偏好提升并非带来大建筑国企估值提升的充分条件，2009 年牛市中国中铁估值并未大幅提升。
- 基建投资增速“趋势性”提升不是大建筑国企出现“阶段性上涨”的充分条件。

1.3. 当前情况下大建筑国企估值较低，具备 PPP、地产调控、国改催化剂

1.3.1. 当前大建筑国企业绩仍旧偏低

从目前估值来看，大建筑国企的估值仍旧处于偏低状态，根据我们统计，大建筑国企估值从高到低依次为隧道股份、中国中冶、中国中铁、葛洲坝、中国交建、中国铁建和中国建筑。隧道股份最高为 18 倍 PE 估值，中国建筑最低为 7 倍 PE 估值。

表 4：目前大建筑国企估值仍旧偏低

证券代码	证券简称	总市值（亿元， 10 月 17 日）	2016 年一致 预测净利润 （亿元）	2017 年一致 预测净利润 （亿元）	市净率	PE（2016）	PE（2017）
601668.SH	中国建筑	1,959	301	340	1.22	7	6
601390.SH	中国中铁	1,694	137	154	1.36	12	11
601186.SH	中国铁建	1,289	143	156	1.07	9	8
601800.SH	中国交建	1,754	175	191	1.52	10	9
600068.SH	葛洲坝	379	33	41	1.59	11	9
601618.SH	中国中冶	732	57	66	1.28	13	11
600820.SH	隧道股份	311	17	19	1.84	18	16

数据来源：wind，国泰君安证券研究

各个大建筑国企的历史最低 PE 估值分别为中国建筑（3.6）、中国铁建（4.2）、中国交建（4.4）、中国中铁（4.8）、隧道股份（6.5）、葛洲坝（7.6）、中国中冶（8.8），当前估值分别高于最低估值 67%、150%、114%、127%、188%、178%、58%和 48%。但当前大盘指数为 3041 点，而上述各大建筑国企的最低估值时，大盘指数不到 2000 点，当前大盘指数较之上涨了至少 50%。考虑到目前各大建筑国企估值当中包含了一带一路国家战略、国企改革、PPP 及转型等因素，我们认为当前各大建筑国企估值总体仍旧偏低。

表 5：大建筑国企当前估值对比历史最低估值，考虑大盘指数仍旧偏低

证券代码	证券简称	最低估值时间	最低估值时股价 （元/股）	预期 EPS （元/股）	最低 PE 估值	当时大盘指数最低值
601668.SH	中国建筑	2014 年 3 月 10 日	2.71	0.75	约 3.6	约 1995 点
601390.SH	中国中铁	2014 年 3 月 10 日	2.31	0.48	约 4.8	约 1995 点
601186.SH	中国铁建	2014 年 3 月 10 日	3.82	0.90	约 4.2	约 1995 点

601800.SH	中国交建	2014 年 3 月 10 日	3.57	0.81	约 4.4	约 1995 点
600068.SH	葛洲坝	2013 年 6 月 25 日	3.69	0.48	约 7.6	约 1850 点
601618.SH	中国中冶	2014 年 3 月 10 日	1.58	0.18	约 8.8	约 1995 点
600820.SH	隧道股份	2013 年 6 月 25 日	3.26	1.07	约 6.5	约 1850 点

数据来源：wind，国泰君安证券研究

1.3.2. 大建筑国企业绩存超预期可能

从市场一致预期来看，大建筑国企 2016 年及 2017 年业绩增速基本上为线性外推，以中国中铁为例，wind 一致预期的 2016/17 年业绩增速分别为 12%和 12%，未来业绩呈平稳增长。但在 PPP 落地加速、国企改革提升管理水平以及地产调控下基建投资增速有望提升的背景下，大建筑国企业绩存在超预期可能。

表 6：当前市场对大建筑国企业绩预测基本为线性外推

证券代码	证券简称	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
601668.SH	中国建筑	61%	47%	16%	30%	11%	15%	16%	13%
601390.SH	中国中铁	9%	-11%	10%	27%	11%	18%	12%	12%
601186.SH	中国铁建	-36%	85%	10%	20%	10%	11%	13%	9%
601800.SH	中国交建	38%	23%	3%	2%	14%	13%	11%	9%
600068.SH	葛洲坝	4%	13%	1%	1%	44%	17%	24%	23%
601618.SH	中国中冶	26%	-20%	-264%	-143%	33%	21%	20%	16%
600820.SH	隧道股份	53%	-7%	2%	12%	8%	6%	14%	14%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

从大建筑国企订单来看，中国建筑 2015 年订单增速仅为 7%，而 2016 年前三季度订单增速达到了 26%，中国中铁的订单增速则从 2015 年的 2%提升至 2016 年前三季度的 32%左右，可谓大幅提升，葛洲坝 2016 年前三季度订单虽然同比增速出现了-17%的下滑，但由于葛洲坝的环保业务、地产业务以及建筑业订单的绝对量较大，葛洲坝业绩仍存在超预期可能。

表 7：2016 年前三季度大建筑国企中中国建筑、中国中铁、中国铁建出现了大幅增长态势

公司	2011	2012	2013	2014	2015	2016 年前三季度 订单同比
葛洲坝	30%	40%	18%	16%	32%	-17%
中国电建	-	35%	22%	13%	38%	24%
中国中冶	1%	-7%	-4%	29%	22%	15%
中国建筑	15%	10%	36%	11%	7%	26%
中国交建	11%	12%	6%	12%	7%	上半年订单合计 2838(同比增 7.6%)
中国中铁	-22%	28%	27%	1%	2%	32%
中国铁建	-9%	16%	8%	-3%	15%	22%
隧道股份	5%	71%	21%	-14%	13%	上半年订单增速约 85%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

从大建筑国企盈利能力来看，根据最新的定期报告，大建筑国企盈利能力目前处于历史最佳水平，除中国交建之外，其他大建筑国企净利率均创历史新高，原因可能是营改增、财务费用下降等因素影响。

表 8：大建筑国企净利率处于历史最好水平

证券代码	证券简称	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 中期
601668.SH	中国建筑	3.97	3.98	3.99	4.31	4.15	4.08	4.57
601390.SH	中国中铁	1.75	1.57	1.66	1.80	1.75	1.90	1.99
601186.SH	中国铁建	0.92	1.72	1.79	1.78	1.95	2.23	2.32
601800.SH	中国交建	3.45	3.99	3.85	3.57	3.75	3.90	3.91
601669.SH	中国电建	3.18	3.47	3.43	3.59	3.16	2.75	3.73
600068.SH	葛洲坝	4.32	3.89	3.52	3.28	4.13	4.17	4.45
601618.SH	中国中冶	2.69	1.61	-4.73	1.52	2.01	2.28	2.95
600820.SH	隧道股份	3.64	3.64	5.39	5.58	5.57	5.61	6.26

数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究

1.4. 地产调控基建增速或在 2017 年迎来增速拐点进一步催化大建筑国企

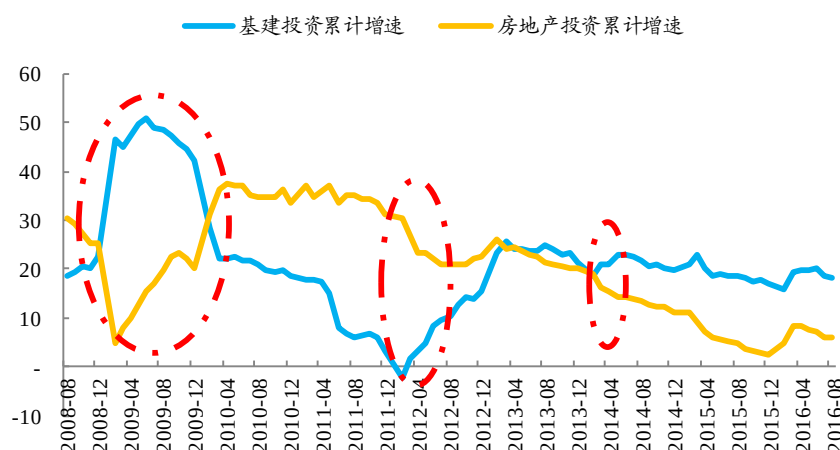
1.4.1. 当前正处地产调控期，基建投资有望再次成为稳增长重器

地产调控袭来，10 月 6 日福州和东莞先后出台限购政策，至此 2015 年至今房价上涨幅度最明显的 18 个城市全部发布了限购限贷令（北京、上海、南京、厦门、杭州、深圳、苏州、合肥、无锡、天津、成都、郑州、济南、武汉、广州、珠海、东莞、福州）。

从限购限贷的力度以及对地产商的管控强度看，本次地产调控主要有以下几点不同：1）限购城市范围大，以前主要是北上深限购，目前苏州、南京、杭州、天津、无锡、武汉、广州等城市也开始限购；2）大幅提高首付比，深圳二套房提高至七成；3）提高购房者门槛，深圳非户籍居民家庭购房缴纳个税或社保提高至 5 年。

地产调控下地产投资将有可能下滑，因此稳增长的重担就放在了基建投资上，从基建投资和地产投资的增速来看，我国地产投资和基建投资在某些时间段存在明显的“跷跷板”效应。

图 9：基建投资和地产投资存“跷跷板”效应，地产调控下基建投资有望提速



数据来源：wind，国泰君安证券研究

1.4.2. 地产调控期下基建投资提速滞后 6-9 个月

根据我们梳理，近 5 年以来，地产调控一共发生三次（不包含本次），分别为 2010 年 4 月，2011 年 3 月和 2013 年 2 月。

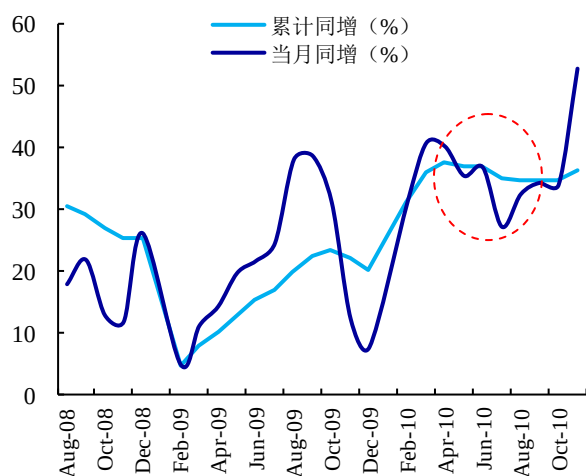
表 9:2010-2013 年间共有 3 次房地产市场调控

时间	背景	政策
2010.4	由于 09 年地王频出、通胀明显、各地成交量持续攀升，造成房地产的市场价格上涨过快，购房恐慌。2010 年 3 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 11.7%，其中新建住宅销售价格同比上涨 14.2%，新建商品住宅价格同比上涨 15.9%	1、对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍；2、对购买首套住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于 30%；3、4 月 17 日国务院下发《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，指出房价过高地区可暂停第三套及以上住房放贷。
2011.3	国八条出台，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产调控持续加码，措施进一步落实细化，在“调结构、稳物价”的大背景下，中央继续加强房地产调控	对贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不低于 60%，贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍；2、限购城市增加至 50 多个。
2013.2	“新国五条”颁布，出售自有住房按转让所得 20% 计征个税，房地产市场调控仍处在关键时期，房价上涨预期增强，不同地区房地产市场出现分化	对出售自有住房按规定应征收的个人所得税，通过税收征管、房屋登记等历史信息能核实房屋原值的，应依法严格按转让所得的 20% 计征；2、对房价上涨过快的城市，人民银行当地分支机构进一步提高第二套住房贷款的首付款比例和贷款利率；3、各地纷纷出台细则，“沪七条”、“穗六条”及“深八条”政策要求二套房首付比例提高到 70%。

数据来源：新浪房产，国泰君安证券研究

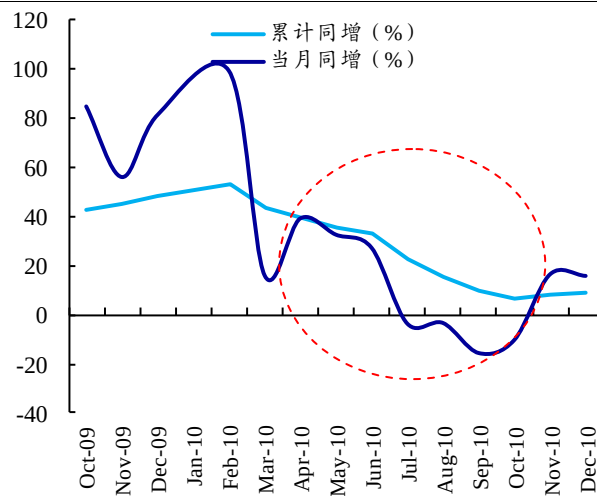
1) 2010 年 4 月地产调控。2010 年 4 月，在经济通胀较明显以及房价在 3 月涨幅过大的背景下，国务院下发《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，开启了地产调控周期。此轮调控见效最明显的是商品房销售面积，2010 年商品房销售面积累计同比增速自 4 月政策出台后立即开始下滑，至 10 月份时商品房销售面积同比增速仅不到 10%，而该指标在 4 月份时曾高达接近 40%。但从房地产投资增速来看，地产投资增速月度数据虽然出现了一定程度的下滑（从超过 40% 的月度同比增速下降至低于 30%），但总体来讲地产投资增速仍旧保持在较高的水平上，并未出现“断崖式”或“趋势性”下滑。

图 10: 2010 年地产调控, 地产投资并未出现“断崖式下滑”



数据来源: 各公司公告, 国泰君安证券研究

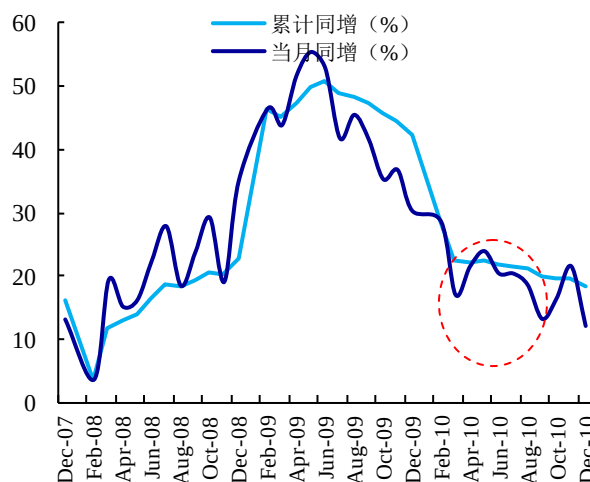
图 11: 2010 年地产调控商品房销售面积效果最明显



数据来源: 各公司公告, 国泰君安证券研究

在地产投资并未出现明显下滑的情况下, 2010 年地产的调控基建投资增速也未出现明显上升态势, 地产投资和基建投资的“跷跷板”效应不明显。我们认为原因可能是当时稳增长压力较小, 宏观经济政策是以降通胀为更为重要的目标。

图 12: 2010 年地产调控基建投资增速未出现明显上升趋势

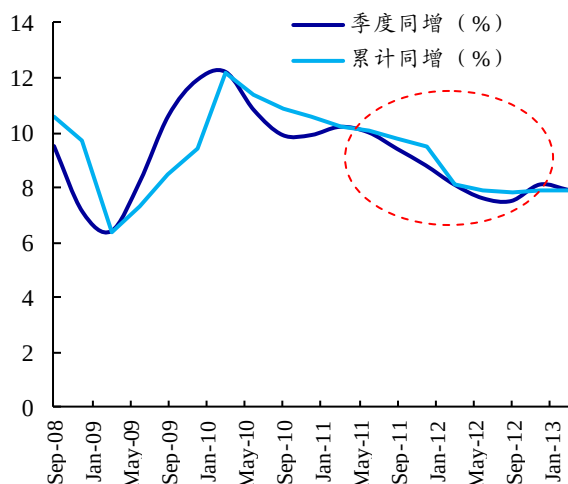


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2) 2011 年 3 月地产调控。2011 年宏观经济政策重在“调结构”和“控物价”，财政政策重在“调结构”和“稳增长”，货币政策转向“稳健”更加注重对差别存款准备金率的运用，货币信贷回归常态。

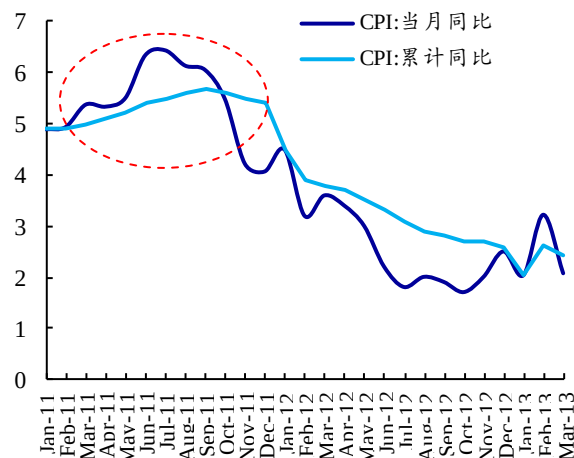
可以说, 2011 年 3 月的地产调控是 2010 年地产调控的出台, 2011 年 3 月之前 CPI 再次上扬, 月度同比增速迅速从 5% 上升到超过 7%, 控物价成为重点。国八条出台, “限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级, 房地产调控持续加码, 措施进一步落实细化。从 CPI 指数来看, 月度指数从 2011 年 6 月开始回落, 较地产调控政策延迟了 3 个月。

图 13: 2011 年 3 月地产调控时, 经济增速正处于持续下滑态势



数据来源: 各公司公告, 国泰君安证券研究

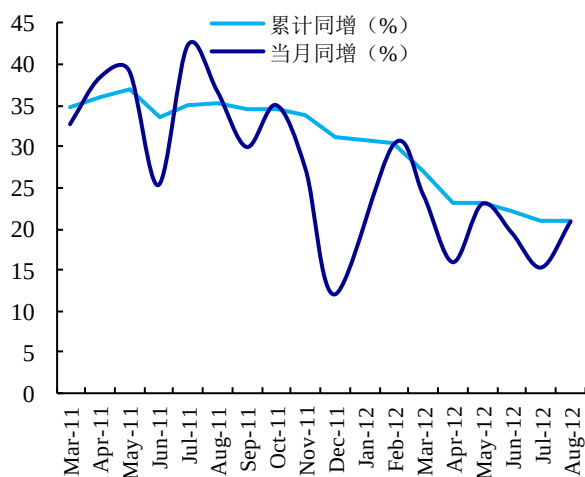
图 14: 2011 年 3 月地产调控时, CPI 处于上升态势, 控物价是重点



数据来源: 各公司公告, 国泰君安证券研究

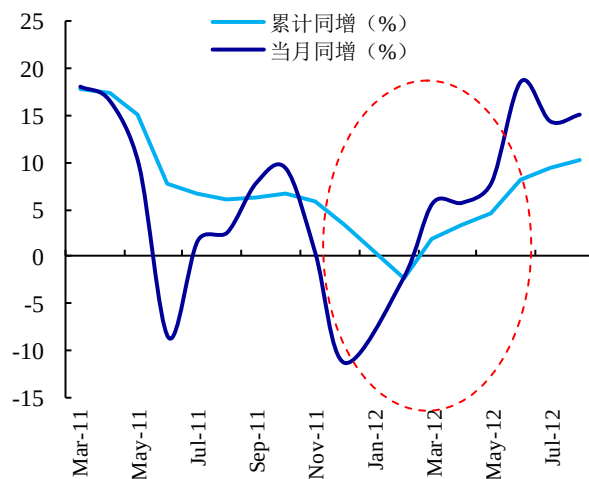
随着地产调控, 2013 年 2 月后房地产投资累计增速开始下滑, 同时稳增长压力趋大, 2011 年底, 国务院将稳增长列为 2012 年重要任务, 基建投资增速在 2 月左右到达底部, 随后开始了拐点向上的走势, 引致了中国中铁的第二次“趋势性行情”。

图 15: 房地产投资增速在 2011 年地产调控后继续下行



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 16: 基建投资增速在 2012 年 2 月迎来拐点, 滞后地产调控约 10 个月



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

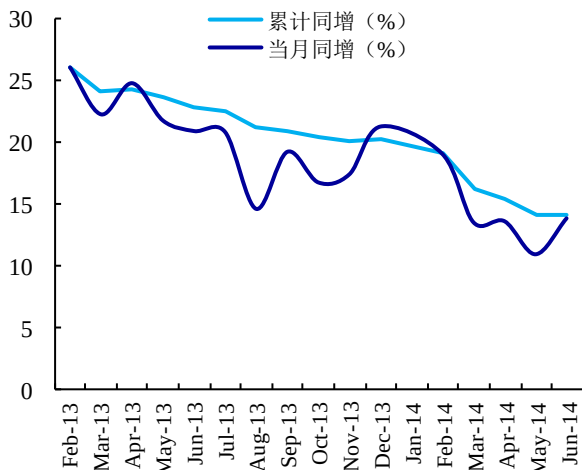
3) 2013 年 2 月地产调控。2013 年 2 月地产调控是之前地产调控的进一步细化, 新国五条”颁布, 出售自有住房按转让所得 20%计征个税, 房地产市场调控仍处在关键时期, 房价上涨预期增强, 不同地区房地产市场出现分化。从基建投资增速来看, 2013 年 11 月左右, 基建投资增速开始出现月度拐点上升趋势。

图 17: 2013 年 2 月地产调控后房地产投资增速持

请务必阅读正文之后的免责条款部分

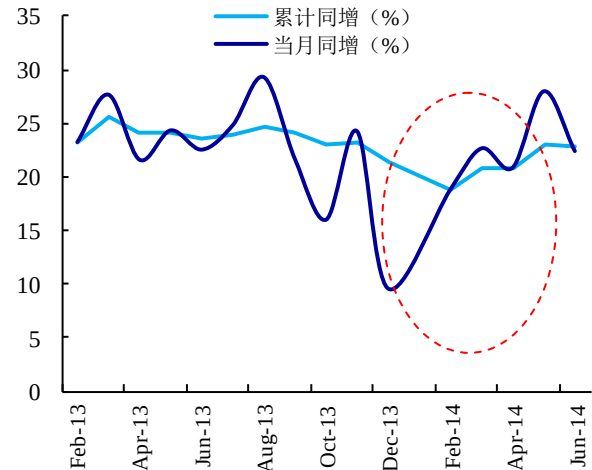
图 18: 2013 年 2 月地产调控后 9 个月, 基建投资

续下滑



数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究

增速开始出现月度拐点上升变化



数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究

2. 国企改革持续深化，2017 年迎多重催化剂

2.1. “1+N”政策体系加速完善，央企合并高峰在即

2015 年 9 月 14 日，国企改革“顶层设计”方案(即《关于深化国有企业改革的指导意见》)落地，此后相关配套文件陆续发布，目前“1+N”政策体系中 14 个专项改革意见已出台，改革的主体框架正日益完善。

表 10: 国企改革中央“1+N”政策文件

时间	相关文件	主要内容
2015 年 9 月 1 日	《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》	推进上市公司兼并重组，鼓励上市公司现金分红及回购股份。
2015 年 9 月 13 日	《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》	认真贯彻落实党中央、国务院战略决策，继续推进国有企业改革，切实破除体制机制障碍，坚定不移做强做优做大国有企业。
2015 年 9 月 15 日	《关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见》	加大对国有企业投资项目的推介力度，拓宽非国有资本的合作领域。
2015 年 9 月 20 日	《关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见》	保证国有企业改革发展的社会主义方向，提升国有企业的制度优势和竞争优势。
2015 年 9 月 23 日	《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	推进国有企业混合所有制改革，促进各种所有制经济共同发展
2015 年 11 月 10 日	《关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见》	切实加强和改进企业国有资产监督、防止国有资产流失。
2015 年 11 月 14 日	《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》	推进国有资产监管机构职能转变，改革国有资本授权经营体制，提高国有资本配置和运营效率
2015 年 12 月 29 日	《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》	准确界定不同国有企业功能，有针对性地推进国有企业改革。
2016 年 2 月 29 日	《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》	进一步激发广大技术和管理人员的积极性和创造性，促进国有科技型企业健康可持续发展。
2016 年 5 月 18 日	《中央企业深化改革瘦身健体工作方案》	将从五大方面对央企进行“瘦身健体”。
2016 年 7 月 1 日	《企业国有资产交易监督管理办法》	规范企业国有资产交易行为，加强企业国有资产交易

监督管理。

2016年7月17日 《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》 对推动中央企业结构调整与重组工作作出部署
 数据来源：新华网，凤凰网，新华财经等，国泰君安证券研究

2016年6月以来，国家高层一系列讲话和政策密集持续出台，国企改革试点工作也全面铺开。我们认为，央企结构调整与重组的文件有望出台，重组和结构调整将加快进行，第二批试点工作将全部铺开，重要行业关键领域将取得明显成效。

表 11：2016 年 6 月以来以来重大国企改革政策密集出台

时间	事件
6 月 2 日	国资委主任肖亚庆在中国五矿与中冶集团重组大会上透露，新组建的中国五矿已纳入国有企业改革试点。有关人士表示，中国五矿将开展的改革试点是国有资本投资公司试点。
6 月 21 日	央企混改第一批试点或近期启动，东北有望成改革重点区域。国企改革顶层设计“蓝图”基本形成。
6 月 27 日	习近平召开中央全面深化改革领导小组第二十五次会议并发表重要讲话时强调，地方是推进改革的重要力量。
7 月 4 日	习主席于全国国有企业改革座谈会作出指示并强调，“理直气壮做强做优做大国有企业”，“尽快在国企改革重要领域和关键环节取得新成效”；李克强总理同时作出批示。
7 月 6 日	员工持股改革试点将破冰，中央一级企业暂不试点。
7 月 14 日	国企改革全面铺开，第二批试点企业公布，选择神华集团、宝钢、武钢、中国五矿、招商局集团、中交集团、保利集团等 7 家企业开展国有资本投资公司试点；选择中国建材和中材集团、中远集团和中国海运、中电投集团和国家核电等 3 对开展重组企业试点。
8 月 18 日	国新公司、邮储银行、建设银行、深圳市投资控股有限公司共同出资设立的中国国有资本风险投资基金股份有限公司正式成立，设计规模 2000 亿元
9 月 25 日	中国诚通牵头发起成立中国国有企业结构调整基金股份有限公司，是深化推进国资国企改革、优化中央企业布局结构调整的重大战略举措
10 月 10 日	国务院同时公布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》和《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，债转股对国有企业深化改革确实有积极的帮助和推动作用

数据来源：新华网，凤凰网，新华财经等，国泰君安证券研究

在上述背景下，2016 年 7 月以来央企重组作为国改重头戏开始加码。自 2015 年底央企密集合并期后，2016 年 7 月，央企又掀起新一波合并高峰，7 月中国港中旅集团、中粮集团、国源煤炭资产管理有限公司三个央企合并集团诞生、8 月中国建材集团有限公司、中国航空发动机集团两个央企合并集团诞生、10 月宝钢股份吸收合并武钢股份。截至目前已有 20 家央企进行合并变为 9 家，全国央企数量由 112 家减少到 101 家，今年有望整合到 100 家以内。我们认为，央企密集合并为国企改革升温的重要信号，装备制造、建筑工程、钢铁、有色等领域的企业重组将集中资源形成合力、减少无序竞争和同质化经营，推进强强联合，统筹“走出去”参与国际竞争。

表 12：已有 20 家央企通过整合变为 9 家央企

时间	合并后集团	原集团	下属上市公司
2014 年 12 月	中国中车股份有限公司	中国南车 中国北车	中国中车（601766）

2015 年 5 月	国家电力投资集团	国家核电	露天煤业 (002128)、东方能源 (000958)、 中电远达 (600292)
		中国电力投资集团	漳泽电力 (000767)、上海电力 (600021)、 吉电股份 (000875)
2015 年 12 月	南光集团	南光集团	-
		珠海振戎公司	-
2015 年 12 月	中国五矿集团	中国五矿集团	*ST 金瑞 (600390)、中钨高新 (000657)、 株冶集团 (600961)
		中国冶金科工集团	五矿稀土 (000831)、五矿发展 (600058)、 中国中冶 (601618)
2015 年 12 月	中国远洋海运集团	中国远洋	中海海盛 (600896)、中海科技 (002401)、 中海发展 (600026)、中海集运 (601866)
		中国海运	中集集团 (000039)、中远投资 (600428)、 中远航运 (600428)、中国远洋 (601919)
2015 年 12 月	招商局集团	外运长航	长航凤凰 (000520)、外运发展 (600270)、 华北高速 (000916)、中集集团 (000039)
		招商局集团	招商地产 (000024)、深赤湾 A (000022)、 招商轮船 (601872)、招商证券 (600999)、 招商银行 (600036)
2016 年 7 月	中国港中旅集团	中国港中旅集团	华贸物流 (603128)
		中国国旅集团	中国国旅 (601888)
2016 年 7 月	中粮集团	中粮集团	中粮地产 (000031)、中粮屯河 (600737)
		中纺集团	中粮生化 (000930)、酒鬼酒 (000799)
2016 年 7 月	国源煤炭资产管理有限公司	中国国新	中国神华 (601088)、中储股份 (600787)
		诚通集团	岳阳林纸 (600963)、冠豪高新 (600433)
		中煤集团	上海能源 (600508)、中煤能源 (601898)
		神华集团	*ST 煤气 (000968)
2016 年 8 月	中国建材集团有限公司	中国建材	北新建材、中国巨石、洛阳玻璃、瑞泰科技 等
		中国中材	中材科技、中材国际、中材节能、祁连山、 天山股份、宁夏建材、国统股份、中材股份
2016 年 8 月	中国航空发动机集团	中航动力、中航动控、成发科技实际控制人变更为中国航空发动机集团	
2016 年 10 月	宝钢股份	公司拟向武钢股份全体换股股东发行 A 股股票, 换股吸收合并武钢股份, 宝钢股份为此次合并的合并方暨存续方	

数据来源: 新华网, 凤凰网, 新华财经等, 国泰君安证券研究

此外, 近期国企改革热点不断, 2016 年剩下不到两个月, 我们认为国企改革目前进入预期加速兑现期, 国企改革再上风口。如: 1) 10 月 9 日, 国资委党委在“贯彻落实习近平总书记关于国企国资改革发展重要指示”学习研讨会上提出, 大力调整布局结构, “清理退出一批、重组整合一批、巩固发展一批”; 2) 据中国证券报报道, “年内央企户数有望整合到百家之内, 混改试点及员工持股试点也有望年内启动”; 3) 中国联通列入混改第一批试点, 央企改革正聚集市场人气。

2.2. 大建筑国企改革事项频繁

大建筑国企为国改热点。大建筑国企作为“走出去”重要力量，且建筑业为完全竞争行业，本身具备国改条件，一直为国改热点。据凤凰财经报道，国资委 8 月 14 号表示当前国企改革试点全面铺开，选择诚通集团、中国国新开展国有资本运营公司试点，选择神华集团/宝钢/武钢/中国五矿/招商局集团/中交集团/保利集团等 7 家企业开展国有资本投资公司试点。此次央企改革试点涉及的建筑公司有：1) 涉及央企改革的建筑上市公司有：诚通集团（国有资本运营公司试点）旗下岳阳林纸，中国五矿整体并购中国中冶（央企重组），中交集团（国有资本投资公司试点）旗下中国交建，中材集团（央企重组）旗下中材国际，中国建筑（央企信息公开试点）。

表 13: 大建筑国企改革事项发生频繁

公司	时间	事件	国企改革方向
中国中冶	2015.12	公告正在筹划员工持股计划事项	员工持股
	2015.12	中国中冶与中国五矿集团公司实施战略重组，中冶集团整体并入中国五矿	控股股东战略重组
	2016.6	中国五矿与中冶集团重组大会在北京召开，并已被纳入国有企业改革试点	入选国改试点
中国建筑	2010.3	32.2 亿元收购公司控股股东中建总公司拟转让的深圳中海投 100% 股权	资产注入
	2012.3	18.2 亿元收购公司控股股东中建总公司持有新疆建工 85% 股权	资产注入
	2013.4	发布限制性股票激励计划	限制性股票激励
	2014.7	入选国企改革试点企业	入选国改试点
中国交建	2015.3	成立中交疏浚对公司疏浚业务板块进行重组整合	内部业务梳理
	2016.7	获得国有资产投资公司试点	国有资产投资公司试点
中国电建	2013.12	中国水电总计约 67.43% 股权划拨至中国电建集团	资产划拨
	2014.9	控股股东旗下顾问集团、北京院、华东院、西北院、中南院、成都院、贵阳院、昆明院等 8 家公司 100% 股权注入上市公司	资产注入
	2015.12	控股股东所持德昌风电 51%、24% 的股权划入上市公司体内	资产划拨
葛洲坝	2008.1	换股吸收合并中国葛洲坝水利水电工程集团有限公司	资产注入
	2014.5	启动试行工业、建筑子企业治理结构调整方案	内部业务整合
	2015.4	组建公路事业部，精简机构人员	内部业务整合
	2016.7	控股股东中国能建集团拟向 553 位激励对象授予总计约 2.88 亿股限制性股票	限制性股票激励
中国化学	2011.8	采取协议转让方式向控股股东中国化学集团收购其所持中国化学工程第四建设有限公司，收购价 1.6 亿元	资产注入
	2012.12	采取协议转让方式向控股股东中国化学集团收购其所持中国化学工程第十六建设有限公司 100% 股权，收购价 6585 万元	资产注入
中国铁建	2010.3	非公开发行 A 股股票不超过 10.35 亿股，控股股东铁建总公司拟以其拥有的部分资产和现金作为对价参与认购不超过 5.18 亿股	资产注入
	2015.2	以现金收购控股股东中铁建总公司持有的重庆铁发遂渝高速公路有限公司 80% 的股权	资产注入
隧道股份	2012	2012 上海城建集团资产注入，目前已基本完成核心资产注入	资产注入
	2016.6	城建集团于拟将其持有的公司 4.09 股股份无偿划转给国盛集团，划转完成后国盛集团将持有公司总股本的 20.39%；城建集团将持有总股本的 30.49%，仍为公司控股股东	股权划拨

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

根据我们梳理，大建筑国企的国改方向主要集中在资产重组、员工持股计划、集团整体上市、引入战投等方面。

表 14: 大建筑国企国改看点包括重组、员工持股计划、引入战投等多重方向

公司简称	国企改革看点	地区
中国中冶	央企重组，将整体并入中国五矿	央企
中国建筑	少数实施限制性股票激励计划的央企，央企信息公开试点	央企
中国交建	控股股东为国有资本投资公司试点	央企
隧道股份	集团资产超过 75% 已注入，国企改革预期强烈，市场预期方向为员工持股、引入战投等	上海
上海建工	集团已基本完成整体上市，已推出员工持股计划	上海
中国化学	资产注入	央企
中国中铁	存央企重组预期、资产置换	央企
中国铁建	存央企重组预期	央企
葛洲坝	存股权激励预期	央企

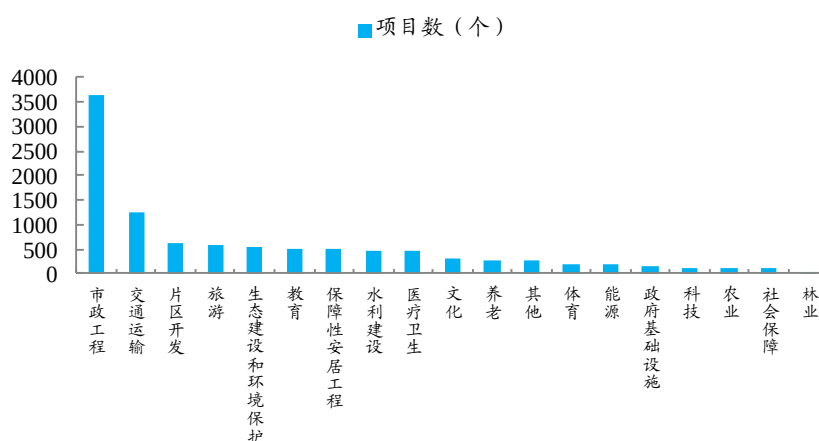
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3. PPP 建筑央企优势大，红利兑现助力业绩超预期

3.1. PPP 规模持续扩大，政策推进决心坚定

截至 8 月 31 日，财政部 PPP 项目库入库项目数为 10313 个，入库项目总规模达 12.3 万亿。从行业分布来看，市政工程、交通运输和片区开发是 PPP 项目数量最多的三个行业。

图 19: 财政部 PPP 入库项目数过万个



数据来源：财政部 PPP 中心，国泰君安证券研究

3.1.1. PPP 近期获强刺激，政策推进 PPP 决心坚定

1、10 月 11 日，发改委及住建部公布《关于开展重大市政工程领域政府和社会资本合作（PPP）创新工作的通知》，将在中小城市和市政领域深化 PPP 创新工作，每个省份选个 1 个中小城市进行 PPP 模式创新工作，同时遴选 2-3 各省份，每个省份选择 1-2 个相关市政行业，采取打破地域垄断、完善费价机制，支持省内外企业进行兼并重组提高集中度等方式开展 PPP 创新工作。我们认为，狠抓薄弱区域和行业 PPP 项目

落地率显示政府刺激 PPP 落地决心大。

2、10月12日，财政部发布《关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作工作的通知》，主要包括：1）“两个强制”：在垃圾处理、污水处理等公共服务领域，新建项目要“强制”采用 PPP 模式。在其他中央财政给予支持的公共服务领域，对于有现金流、具备运营条件的项目，要“强制”实施 PPP 模式识别论证；2）差别对待或歧视民企将不享受资金和政策支持。3）避免将当期政府购买服务支出代替 PPP 中长期的支出责任；4）对于涉及工程建设的 PPP 项目，已经依法选定社会资本合作方的，合作方依法能够自建或提供服务的可以不再进行招标。我们认为，强制污水处理等领域采用 PPP 模式，采用强力措施增加公平竞争等显示政策推进 PPP 强大决心，超越市场预期。

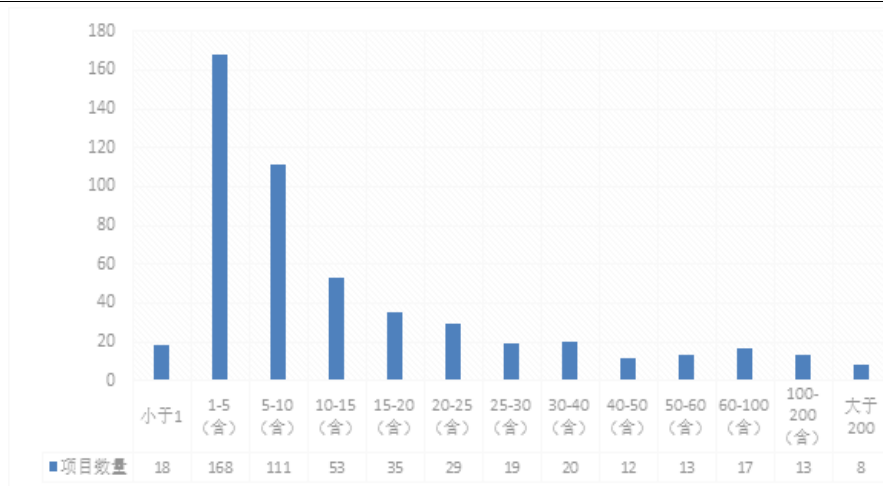
3、10月12日，发改委印发《促进民间投资健康发展若干政策措施》，主要包括：1）切实解决民企和国企公平竞争问题；2）支持符合条件的民营企业发行债券融资、IPO 等方式进行融资；3）要严格依照采购合同约定的付款时限和方式支付款项；4）应由地方政府偿还的工程款等款项，督促地方政府制定分期还款计划。我们认为，地方政府还款计划将大幅打消社会资金一直以来的疑虑，将促进 PPP 加速落地。

3.2. 第三批 PPP 示范项目公布，PPP 落地再掀热潮

10月13日，财政部公布第三批 PPP 示范项目清单，第三批共 516 个项目计划总投资金额 11708 亿元。同时，财政部也限定了 PPP 第三批示范项目落地时限，第一、二、第三批示范项目应分别于 2016 年底前、2017 年 3 月底前、2017 年 9 月底前完成采购。我们认为，第三批 PPP 示范项目出台将再次掀起 PPP 落地热潮，总规模 11708 亿超过第一批（1800 亿）和第二批（6589 亿）总和，按照前两批 PPP 示范项目截至 6 月底时的落地率（第一批落地率 76%，第二批落地率 45%）及第三批 PPP 示范项目落地时间表，从 2016 年 6 月至 2017 年 9 月总计 1 年半时间，需要落地的示范项目总投资额约为 1.58 万亿，PPP 落地料再掀热潮。

从第三批 PPP 示范项目投资规模分布来看，投资金额在 1-5 亿，项目数量为 168 个最多，投资金额在 5-10 亿的项目数排名第二。

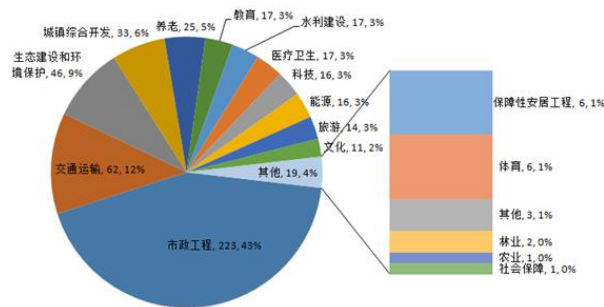
图 20：第三批 PPP 示范项目大多数规模较小



数据来源：财政部 PPP 中心

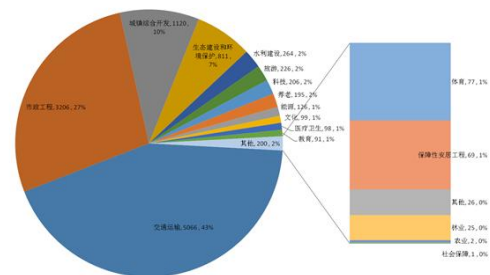
第三批示范项目覆盖了能源、交通运输、水利建设、生态建设和环境保护、市政工程、城镇综合开发、农业、林业、科技、保障性安居工程、旅游、医疗卫生、养老、教育、文化、体育、社会保障和其他 18 个一级行业。其中，市政工程、交通运输、生态建设和环境保护、城镇综合开发四类行业项目数最多，占比分别为 43%、12%、9%、6%，合计占比达 70%；交通运输、市政工程、城镇综合开发、生态建设和环境保护的投资额最大，占比分别为 43%、27%、10%、7%，合计占比达 87%。不难看出，无论是项目数还是投资规模，这四类一级行业占比均超过 2/3，说明第三批示范项目的行业集中度较高。

图 21：第三批 PPP 示范项目市政、交运、环保、城镇综合四个行业项目数最多



数据来源：财政部 PPP 中心

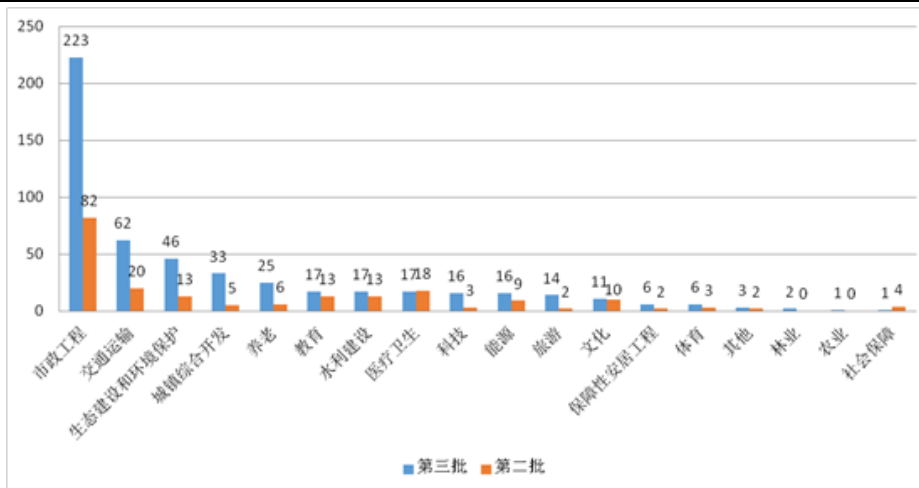
图 22：第三批 PPP 示范项目交运、市政、城镇综合开发、环保四个行业投资额最大



数据来源：财政部 PPP 中心

从行业类型看，与第二批相比，第三批示范项目增加了林业和农业两个一级行业，而且除医疗卫生和社会保障类项目有所减少外，其他行业的项目数量都有不同程度的增长，其中：占比最大的四类行业——市政工程，交通运输、生态建设与环境保护、城镇综合开发——增加项目数量最多，分别为 141、42、33、28 个；旅游和科技类项目数量增长速度最快，增长率分别达到 600%和 430%。

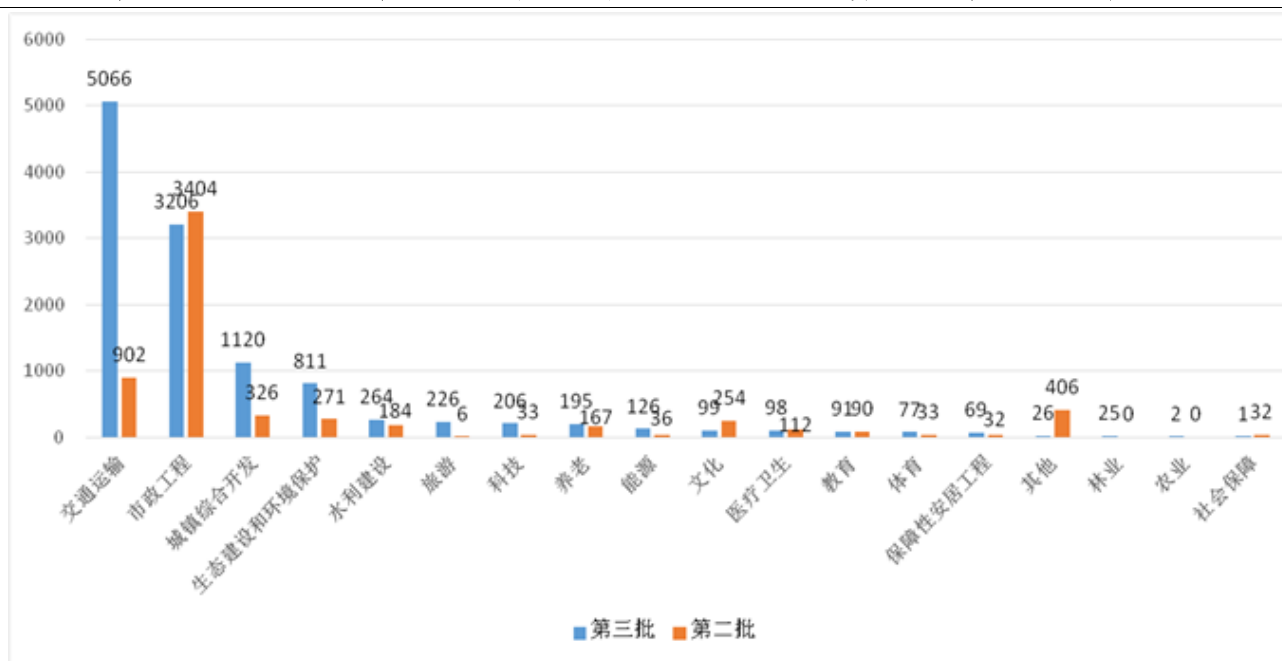
图 23：第三批 PPP 示范项目中旅游和科技类项目数量较第二批增速最快



数据来源：财政部 PPP 中心

从投资金额上看，交通运输类项目总投资规模超过 5000 亿元，其次为市政工程类项目，总投资额超过 3000 亿元，两者占比超过 70%。与第二批相比，第三批示范项目中交通运输、城镇综合开发、生态建设和环境保护类项目的投资金额大幅提升。新增投资额分别为 4164、794、540 亿元；市政工程、文化、医疗卫生、社会保障和其他类项目投资金额有所减少。

图 24：第三批 PPP 示范项目中交运、城镇综合开发、环保三行业投资金额较第二批增长最快

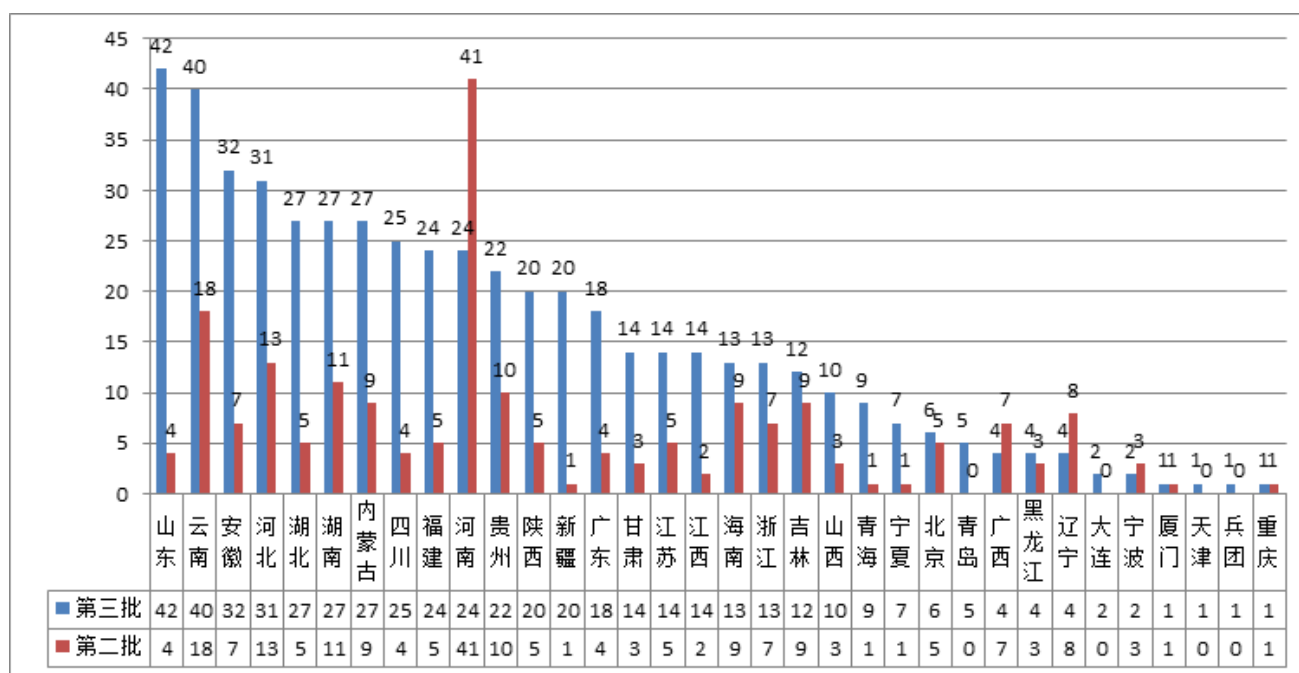


数据来源：财政部 PPP 中心

从项目数量上看，山东、云南、安徽、河北居前四位，湖北、湖南及内蒙古并列第五位，分别为 42 个、40 个、32 个、31 个、27 个、27 个、27 个，合计占项目总数的 43.8%，地区分布集中度相对较高。其中，内蒙古从第二批的 9 个项目增加至 27 个，是唯一进入项目总量前 5 的少数民族地区。除山东和云南外，其他地区总体上大致呈现等差式梯度递减，计划单列市中，青岛市项目数最多，如把青岛纳入山东省考虑，则山东省项目数量远超其他地区。中西部省份项目数量远多于东

部省份，一定程度上表明，中西部省份由于财力较为薄弱，相对东部地区，更倾向于采用 PPP 模式帮助缓解财政压力，“以时间换空间”，更好地提供公共服务。与第二批示范项目相比，大部分地区项目数量都有大幅增长；同时河南、广西、辽宁、宁波四个地区项目数量有不同幅度的下降。

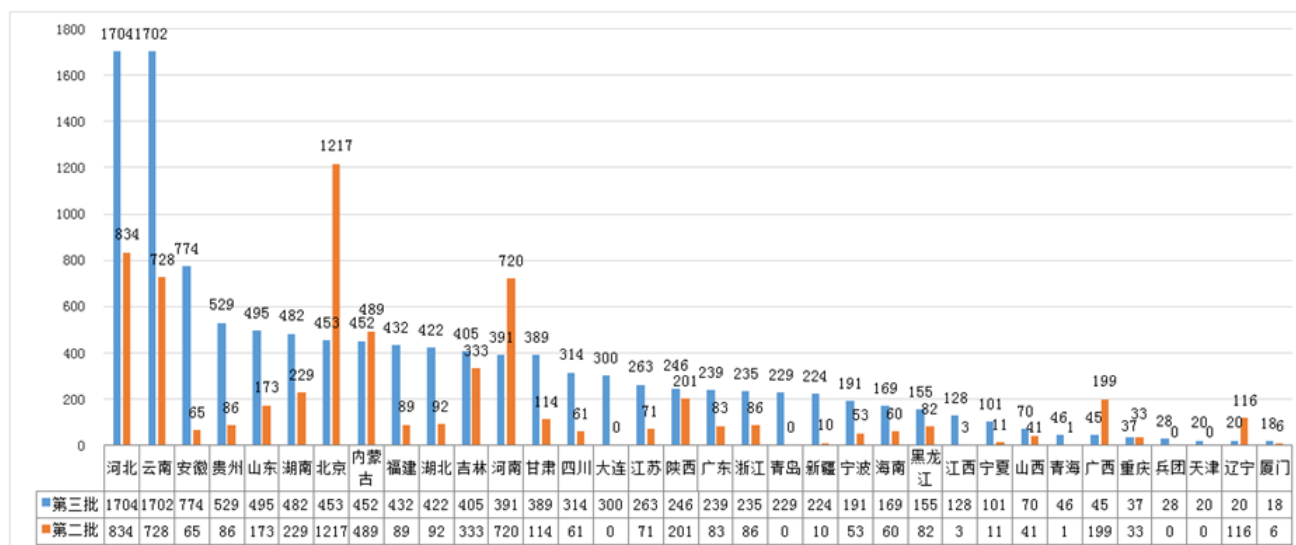
图 25：第三批 PPP 示范项目中，山东、云南、安徽、河北项目数最多



数据来源：财政部 PPP 中心

从投资规模上看，河北、云南、安徽、贵州、山东居前五位，分别为 1704 亿元、1702 亿元、774 亿元、529 亿元、495 亿元，合计占项目总投资额的 44.4%。除河北、云南和安徽外，其他地区的项目投资规模也基本呈现等差梯度递减。省级行政区域中，河北、云南两省项目投资规模相差不多，结合项目数量可知，河北的单个项目体量更大。计划单列市中，大连市投资规模远超其他计划单列市。中西部省份投资金额远高于东部省份，这与项目数量分布情况一致。与第二批示范项目相比，大部分地区的项目投资规模都有大幅增长，但北京、内蒙古、河南、广西和辽宁五个地区的项目规模则有不同幅度下降。

图 26：第三批 PPP 示范项目中河北、云南、安徽、贵州、山东投资金额居前 5 位



数据来源：财政部 PPP 中心

3.3. 建筑国企拓展 PPP 业务优势大

建筑国企无论在施工资质，资金实力以及便利的资金获取通道及较低的资金成本，和地方政府的关系上面，普遍较建筑民企有较大优势。2016 年较多建筑国企 PPP 订单增长迅速。根据我们统计，2015 年建筑国企共承接 PPP 订单约 1678 亿元，而 2016 年至今建筑国企已获得 PPP 订单约 4396 亿元（根据各公司公告累计相加而得）。

根据我们统计，建筑国企 2016 年 PPP 订单增速很快，截至目前时点，主要建筑国企 2016 年至今签订的 PPP 订单已超过 2015 年全年，且中国电建、中国建筑等国企 2016 年至今签订的 PPP 订单较 2015 年全年已实现大幅增长。

表 15：众多建筑国企 2016 年至今签订的 PPP 订单超过 2015 年全年

公司简称	2015	2016 至今（亿元）	2016 年至今 PPP 订单占 2015 年比重
中国电建	14.8	225.8	1526%
中国建筑	239.5	1772.6	740%
中国中冶	30.0	145.3	484%
中国交建	642.5	1125.5	175%
中国中铁	113.9	162.4	143%
葛洲坝	500.0	564.0	113%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究（注：2016 年至今订单为根据公司公告累计相加而得，但因订单未公告完整从而可能和实际数据有一定偏差）

4. 推荐葛洲坝、中国交建、中国建筑、中国中冶、中

国铁建、中国中铁

4.1. 估值、国改、PPP、业绩四维度选股

从估值角度来看推荐中国中冶、葛洲坝和中国建筑。根据前文，目前大建筑国企的 PE 估值水平较历史最低估值水平上浮比例从低到高依次为

中国中冶（历史最低估值 8.8 倍，当前估值上浮 48%）、葛洲坝（历史最低估值 7.6 倍，当前估值水平上浮 58%）、中国建筑（历史最低估值 3.6 倍，当前估值水平上浮 67%）。

从国企改革进展来看推荐中国交建、葛洲坝、中国建筑。中国交建目前被列为国有资本投资公司试点，葛洲坝间接控股股东中国能建前期推出股权激励计划，中国建筑成为央企信息披露试点。中国交建成为国有资本投资公司试点，未来金融属性有望大幅提升，葛洲坝间接控股股东推出股权激励计划，是近几年大型建筑央企推出股权激励计划的首次。

从 PPP 进展角度推荐葛洲坝、中国交建、中国中冶、中国建筑。大建筑企业在融资成本和业务资质范围两个层面具有民企不可比拟的优势，PPP 具有强大竞争力。葛洲坝除了央企所具备的优势之外，在 PPP 订单所带来的业绩弹性上较其他大建筑国企更有优势；中国交建的业务标签就是交通运输等领域的基建工程，而交通运输是目前 12 万亿 PPP 项目库中规模最大的细分子行业，且中国交建为国有资本投资公司试点，本身的战略定位可能就是投融资，和 PPP 业务发展契合；中国中冶在 PPP 业务上的进展有可能超预期，其订单中基建类订单占比已约 80% 左右，且公司大力开拓海绵城市等新兴基建业务；中国建筑作为最大的建筑企业，2016 年 PPP 承接量增速最快，根据前文，2016 年其 PPP 业务量承接较 2015 年全年已增长 640%。

从基建稳增长角度，推荐中国中铁、中国铁建、中国交建、中国中冶、葛洲坝。我们判断，在地产调控背景下，基建投资增速将有望进一步提升以稳定经济增长速度。大建筑国企几乎都为基建工程国内顶尖企业，将受益于基建稳增长。其中，中国中铁、中国铁建为国内基建领军企业，我们判断基建稳增长将会向新兴行业进行倾斜，例如轨道交通，而两个公司在轨道交通的订单 2016 年中期均出现爆发式增长，而且从订单总体增速来看，中国中铁、中国铁建 2016 年前三季度订单均出现了较大幅度增长，显示了两个公司在基建领域的强大实力。

4.2. 推荐葛洲坝：PPP 重磅刺激利好，环保具第一主业潜力

维持增持。我们维持预测公司 2016/17 年 EPS 为 0.77/1.01 元，考虑到 PPP 获重磅政策刺激且公司为 PPP 龙头之一，环保内生外延爆发增长可期，参考可比公司估值水平，维持目标价 11.55 元，对应 2016 年 15 倍 PE，增持。

四大环保方向均有龙头潜力。1) 再生资源回收利用：上半年营收约 50 亿，2016 年营收有望超百亿，据大连新闻网报道，公司再生资源回收利用业务将“未来 3 年内通过兼并重组方式实现在全国再生资源市占率达到 20% 以上”；2) 水务处理：已完全控股凯丹水务，根据中国能建官网，其目标为“三年内进入全国前三”；3) 分布式能源管理：总投资 12 亿元，5 年内有望达到超百亿营收规模；4) 固废处理：旗下具生活垃圾处理、固体废弃物资源化利用、中固科技三大业务平台，技术实力领先；5) 环保业务为公司战略转型方向之一，未来料成为公司第一主业，前景光明。

三维度奠定 PPP 龙头地位，未来 5 个季度业绩料持续高增。1) 2015 年至今签订 PPP 合同超 868 亿元（约为 2015 年营收的 1.05 倍），融资优势+施工资质优势+小央企三维度奠定公司 PPP 龙头地位；2) 建筑主业在手订单充裕（预计 2016 年初在手订单超 3000 亿），建筑业务增长确定性高；3) 房地产布局一二线城市受益地产销售爆发，水泥业管理优秀上半年 27 亿营收税前利润高达 4 亿，三季度进入销售旺季业绩有望继续增长；4) 三季报业绩料将开启未来 5 个季度业绩高增周期。

4.3. 推荐中国中冶：PPP/基建大发力，海外/新兴产业大发展

公司 2016H1 净利 24.16 亿元(+11.2%)基本符合预期，PPP 订单充足，坚实推进基建/房建业务转型，加速海外布局，维持 2016/2017 年 EPS 0.30/0.35 元。公司加码海绵城市/管廊等业务，后续国改将整合资源，且拟 3.8 元/股定增募资不超过 98 亿元投入基建/房产等业务及补流(证监会核准批复)，提升目标价至 5.3 元，2016 年约 17.7 倍 PE，维持增持。

PPP/基建大发力，海外布局/新兴产业加速推进。1)2016 年 H1 公司新签合同额 2442.4 亿元(+37.79%)，中标 PPP 项目 47 个，总投资超 1200 亿元，并制定严格项目回款风险规避措施；2)公司海外营收 48.9 亿元(+31.6%)，中标海外合同额 60.5 亿美元(+201%)；3)公司领跑新兴行业，新签非冶金工程合同额占比 89.9%，新设主题公园技术研究院等三个技术研究院，中标管廊 PPP 及施工总承包项目 13 个(投资额 146 亿元)，重庆市第一个海绵城市项目等，与云南昆明市等签订战略合作协议 16 份，涵盖成片区开发等。

4.4. 推荐中国建筑：PPP/基建持续发力，海外/国改值得期待

公司 2016H1 净利约 161 亿元(+17.2%)，基本符合此前预期。我们维持预测公司 2016/17 年 EPS 为 1/1.14 元。考虑积极财政基建投资加码，PPP 加速，新型城市化、“一带一路”沿线建筑市场前景广阔及国改预期强化，维持目标价 7.6 元，2016 年约 7.6 倍 PE，增持。

PPP/基建/海外发力，国改值得期待，高分红/高股息率凸显投资价值。1)前 7 月新签订单 10236 亿元(+32%)，房建/基建+12.7%/+145.9%；2)依托央企背景/过往 PPP 订单经验，PPP 业务有望高增长；3)基建/房地产业务增速大幅高于房建业务，向“532”结构调整目标迈进，其中基建业务占比 25%；4)随“一带一路”加速海外布局，前 7 月海外业务新签合同额同增超 45%；5)近 3 年平均现金分红率超 22%，股息率 3.11%，位于建筑板块前列，2016/17PE 估值仅 6.43/5.64 倍；6)中建材中材重组显示政府推进国改力度加大，公司近期获央企信息披露试点，国改推进激发活力。

4.5. 推荐中国交建：PPP/基建持续发力，海外/国改值得期待

公司 2016H1 净利约 70 亿元(+7.7%)，符合预期，积极财政加码基建对冲经济下滑，PPP 规模大落地提速对冲民间投资下滑，维持预测公司 2016/17 年 EPS 为 1.08/1.20 元。公司受益“一带一路”战略纵深推进、海外布局提速，维持目标价 14.2 元，2016 年约 13.1 倍 PE，增持。

PPP/基建大发力，海外业务坚实推进。1)公司 2016 年 H1 新签合同 2838 亿(+7.6%)，基建建设/投资类业务 1481 亿(+6.9%)/455 亿元(+62%)，在执行未完成合同 9423 亿(+8.7%)；2)当前货币政策边际效应下滑、基建

加码是大概率选择+PPP 规模大落地提速、“脱虚向 PPP” 将成趋势，积极财政叠加下半年 PPP 落地提速，将助力公司未来订单持续高增长；3) 公司 2016 年 H1 新签海外业务 893 亿元(+181%)、占比 31%+位列 ENR 全球最大国际承包商排行榜位列第 3、综合实力强，随“一带一路”纵深推进、配套金融不断完善，将加速海外布局；4) 中交集团已被国务院确定为国有资本投资公司试点，公司作为中交集团重要控股子公司、未来发展或迎重大机遇。

4.6. 推荐中国铁建：轨交市政爆发增长，引领 PPP/一带一路

报告期公司营收、净利润分别为 2667 和 58.2 亿元，分别同比增长 1.46pct/9.22pct，基本符合我们此前预期。我们维持公司 2016/17 年 EPS 为 1.00/1.10 元。考虑 PPP 叠加轨交/市政爆发，一带一路进入重点项目落实年，国企改革进入下半场且近期市场风险偏好提升，维持目标价 11.61 元，对应公司 2016 年 12 倍 PE，维持增持评级。

轨交市政大爆发，行业标杆引领 PPP/一带一路。1) 上半年新签合同 3757 亿元/+18%，其中铁路新签合同 977 亿元/+21%，公路 659 亿元/-0.68%，未完成订单合同约 1.83 万亿，订单收入比起 3 倍，受益于积极财政政策加码及一带一路重点项目落地；2) 报告期轨交/市政工程新签合同均约 311 亿元，分别同比大增 80%/189%，系轨交爆发所致；(预计未来 3 年投资 CAGR 高达 43%)；3) PPP 大爆发 (12 万亿)，一带一路重点项目落地及国企改革进入深化区，公司作为行业标杆性企业或将首当其冲。

4.7. 推荐中国中铁：轨交订单高增 70%，提质增效成效显著

报告期公司营收 2717 亿元/-0.60pct、净利润 54.6 亿元/+13.7pct，超出我们此前预期。我们维持公司 2016/17 年 EPS 为 0.57/0.61 元。考虑 PPP 叠加轨交双爆发，公司国企改革稳步推进、整合中铁二局资产，且近期市场风险偏好提升，提升目标价至 8.61 亿元，对应公司 2016 年 15 倍 PE，维持增持评级。

轨交订单大爆发，PPP/一带一路/国改亮点。公司 1) 上半年新签合同 4178 亿元/+26%，其中铁路新签合同 1012 亿元/+49%，一级市占率高达 48%，未完成订单合同约 1.89 万亿，订单收入比起 3 倍，受益于积极财政政策加码及一带一路重点项目落地；2) 报告期公司轨交新签合同 789 亿元，占总订单比重约 19%，同比大增 70%；公司为轨交龙头企业将受益轨交爆发 (预计未来 3 年投资 CAGR 高达 43%)；3) 12 万亿 PPP 仅落地 1 万亿 (执行期)，上有政策下有业绩，公司做为基建轨交龙头企业将受益。

4.8. 推荐隧道股份：196 亿轨交 PPP 订单，突破重围意义重大

我们维持预测公司 2016/17 年 EPS 分别为 0.55/0.66 元。考虑到轨交投资大爆发，轨交 PPP 落地确定性超预期，196 亿南京轨交 PPP 项目落地为近年来地方建筑国企承接的首单轨交 PPP 项目指向意义巨大，维持目标价 13.22 元，对应 2016/17 年 PE 估值分别约为 24/20 倍，增持。

196 亿轨交 PPP 大订单花落公司，突破央企重围意义重大。1) 近 2 年轨交 PPP 项目由央企垄断，此次拟中标的南京轨交 PPP 项目为公司自 2012 年昆明轨交 BT 项目后首单轨交投资订单，突破央企重围象征意义重

大；2)此次轨交 PPP 项目采用“地铁+物业”模式（南京首次尝试该模式），利用地产企业的强资金实力撬动杠杆，开启公司和地产企业联合投标轨交 PPP 项目的模式先例，将对后续公司和地产企业合作产生示范效应；3）我们判断未来 3 年轨交投资年复合增幅高达 43%，为增速最快基建细分行业之一，入库轨交 PPP 项目超万亿为市政 PPP 项目占比最高行业且“地铁+物业”模式或推出，政策推行轨交 PPP 模式力度大。

轨交 PPP 落地提升订单弹性，存国改预期公司迎变革年。1)此次 PPP 订单金额占 2015 年全年营收比重高达 73%，2016 年至今新 PPP 订单超 335 亿（上年同期无），上半年订单已同增超 85%，远超市场一致预期 2016 年业绩增速，业绩存大幅超预期潜力；2）外在因素轨交/PPP 提升行业景气度，内在因素投资运营布局（参与设立 10 亿规模产业基金投资类金融和运营企业）叠加国改深化，公司迎发展变革元年。

5. 风险提示

基建投资增速未上升。我们判断地产调控背景下，在稳增长约束下，基建投资增速会进入上升通道。但这个逻辑中还包括两个环节：1）地产调控背景下地产投资增速下滑；2）除了基建投资之外的其他途径无法带来稳增长结果。第一，通过历史来看，地产调控有可能使得地产投资增速下滑但也可能对地产投资增速无太大影响，地产调控可能更直接的影响是带来销售量的下滑和价格的下滑。但地产商是否减少投资可能还和其他因素有关。第二，地产投资增速下滑，但如果我国进出口，消费等领域出现大幅度上升，稳增长压力可能会减小，国家刺激基建投资的动力可能会减小。

业绩增长不及预期。大建筑国企的业务复杂，订单复杂，业绩预测中包含众多假设条件，因此业绩增长有可能不达预期。

PPP 订单增长不及预期。大建筑国企虽然具有承接 PPP 业务的天然优势，但国家最近的一系列政策可以很明显看出，国家有意加强民企的 PPP 竞争优势，反之则可能削弱大建筑国企的 PPP 竞争优势，从而导致 PPP 订单承接低于预期。

国企改革不及预期。国企改革事项涉及因素众多，最大的风险是时间的不可测性。因此国企改革在时间进展上有可能低于预期。

表 16：部分重点公司盈利预测表

证券代码	证券简称	收盘价(1017)	EPS			PE			PB	市值	评级
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E			
601668.SH	中国建筑	6.53	1	1.14	1.29	7	6	5	1.2	1959	增持
600820.SH	隧道股份	9.9	0.55	0.66	0.81	18	15	12	1.9	311	增持
600170.SH	上海建工	4.34	0.29	0.31	0.33	15	14	13	1.4	308	增持
600068.SH	葛洲坝	8.23	0.77	1.01	1.29	11	8	6	1.6	379	增持
601800.SH	中国交建	12.23	1.08	1.2	1.32	11	10	9	1.5	1754	增持
601186.SH	中国铁建	9.74	1	1.1	1.21	10	9	8	1.1	1289	增持
601390.SH	中国中铁	1.53	0.58	0.62	0.66	3	2	2	1.4	1694	增持

601618.SH 中国中冶 4.11 0.3 0.35 0.4 14 12 10 1.3 732 增持
 数据来源: wind, 国泰君安证券研究

附表: 建筑国企 2016 年 PPP 订单统计

公司	时间	订单名称	金额 (亿)	订单所处行业
葛洲坝	2015	贵阳综合保税区建设项目	130	市政工程
		唐山市丰南区基础设施建设及棚户区改造项目	139	市政工程
		海口市南渡江引水工程	36.2	水利工程
	合计		535.58	
	2016	泸州长江六桥及连接线工程和长江滨江路小关门至柏木溪项目	54.75	路桥
		遵义市汇川区基础设施及棚户区改造项目	109.21	片区开发
		贵阳至兴义铁路、六盘水至威宁铁路及都匀至凯里铁路项目	400	铁路
		与云南省人民政府战略合作框架协议	500-1000	综合
	合计		563.96	
中国电建	2015	广东茂名市水东湾城区引罗供水工程 PPP 项目	8.05	水利工程
		吉林省汪清县西大坡水利枢纽工程 PPP 项目	6.79	水利工程
		合计	14.84	
	2016	杭州大江东产业集聚区基础设施 PPP+EPC 项目	142.58	片区建设
		贵州双龙航空港经济区龙水路和建设大道基础设施 PPP 项目	57.54	片区开发
		浙江瓯飞工程瑞安垦区与南金公路连接线道路 PPP 项目	8.61	路桥
		兰州新区现代有轨电车 1 号线及 2 号线一期工程 PPP 项目	26.46	轨交
		章丘市第一批 PPP 项目	17.1	市政工程
	合计		225.83	
	2015	长沙高新区黄桥大道等三条道路 PPP 项目	15	市政工程
		来安县水环境综合治理及市政公用基础设施 PPP 项目	8	市政工程
		淮安(涟水)空港产业园电子商务产业园及安置房 PPP 项目	7	片区开发
		合计	30	
	2016	福建健康产业园(一期、二期)建设工程 PPP 项目	40	片区开发
		武汉阳逻经济开发区“阳逻之心”PPP 项目	13.7	片区开发
		重庆中美协同创新加速器及大数据学院 PPP 项目工程	7.5	其他
		佛山西站一期路网 PPP 项目建设工程施工总承包	13.2	交通运输
		黄石经济技术开发区新型城镇化及基础设施 PPP 建设项目	37.7	市政工程
		贵州省三都至荔波高速公路 PPP 项目	28	交通运输
		辽阳市大型人防公交枢纽(综合客运枢纽二期)工程	5.2	交通运输
	合计		145.3	
中国建筑	2015	长沙县星沙基础设施 PPP 合同	40.8	市政工程
		重庆巴南区龙洲湾隧道 PPP 项目	26.3	交通运输
		浙江台州湾大桥及接线工程 PPP 项目	45	交通运输
		福建福州海峡文化艺术中心 PPP 项目	35.3	其他
		重庆红岩村桥隧 PPP 项目	30	交通运输
		河北沧州经济开发区汽车产业园 PPP 建设项目	18.1	片区开发
		广东深汕特别合作区信息技术城市道路 PPP 项目	16	片区开发
		新建武汉至十堰铁路 HSSG-2 标段	28	交通运输

合计		239.5	
2016	河北石家庄国际展览中心 PPP 项目	30	会议中心
	辽宁沈阳城市地下综合管廊（南运河段）PPP 项目	35.6	管廊
	湖南宁乡“十三五”国省干线公路及部分市政道路 PPP 项目	50	路桥
	湖北十堰地下综合管廊 PPP 项目	28.1	管廊
	湖南长沙县城区扩容提质基础设施 PPP 项目	25.6	市政工程
	上海市青浦区重固镇新型城镇化 PPP 项目	120	片区开发
	河北省太行山等高速公路项目包（一）PPP 项目	470	交通运输
	张家界市机场第二通道及杨家界大道 PPP 项目	21	交通运输
	贵州省正安至习水高速公路 PPP 项目	152.82	交通运输
	徐州市轨道交通 3 号线一期工程 PPP 项目	135.3	交通运输
	中韩自贸区经贸交流中心及滨海新城配套市政道路 PPP 项目	80	市政工程
	沧州渤海新区大宗散货物流园区及码头 PPP 项	58	片区开发
	深汕特别合作区小漠国际物流港（一期）陆域形成及配套路网开发、建设和运营 PPP 项目	41	片区开发
	惠州市系列市政道路 PPP 项目	77.64	交通运输
	河北省石家庄高速公路 PPP 项目	377.19	交通运输
	青岛一汽大众（华东）生产基地配套 PPP 项目 63	63	市政工程
	曹妃甸基础设施工程一期 PPP 项目一标段及三标段	26	市政工程
	长沙市岳宁大道（岳麓区段）PPP 项目	11.35	交通运输
合计		1772.6	
2014	以 PPP 模式湖南新型城镇化综合开发项目	10	片区开发
合计		10	
2015	湖北省武汉岱家山大桥及两岸接线工程项目	12.21	交通运输
	江苏省句容市基础设施一期项目	9.5	市政工程
	湖南省湘潭市绕城线一期与鹤龄至南谷公路项目	11.24	交通运输
	青岛地铁 R3 线一期工程项目	135	交通运输
	哈尔滨地铁 3 号线二期工程项目	264.58	交通运输
	江苏金坛城乡基础设施一期项目	27.42	市政工程
	福建省泉惠石化工业区码头及配套工程项目（包括码头、管廊、填海等）	38.93	片区开发
	四川省西昌市城镇化项目	9.29	片区开发
	重庆港龙头作业区项目	23.48	片区开发
	江苏省南通港吕四港环抱式港池项目	20.09	市政工程
	浙江省湖州市吴兴区综合类项目	29.93	市政工程
	四川省泸州市合江县基础设施项目	20.62	市政工程
	贵州省铜仁至怀化高速公路（铜仁段）PPP 项目	40.22	交通运输
	合计	642.51	
2016	四川巴中市巴州区基础设施建设 PPP 项目	29.5	市政工程
	玉湛高速公路 PPP 项目	63	交通运输
	湖北省孝感市文化中心 PPP 项目	14.29	其他
	淮安市淮阴港区城东作业区及交通基础设施等投资建设项目	28.55	市政工程
	镇江市高校园区生活配套及基础设施综合投资建设项目	70	市政工程
	国道 107 改线官渡黄河大桥工程 PPP 项目	37.44	交通运输
	贵州省荔波至榕江高速公路 PPP 项目	104.8	交通运输

		黄骅港综合港区 PPP 项目	25	片区开发
		河北省太行山等高速公路项目包（一）（PPP）项目	470	交通运输
		吉林四平地下综合管廊 PPP 项目	62.78	市政工程
		海西高速公路 PPP 项目	47.08	交通运输
		武深高速公路 PPP 项目	38	交通运输
		武汉经济技术开发区黄冈产业园 PPP 项目	55.6	片区开发
		江苏涟水 PPP 项目	45	片区开发
		福建福州台商投资区 PPP 项目	26	片区开发
		湖南省湘潭市芙蓉大道复线及上瑞高速公路联络线 PPP 项目	8.5	路桥
		合计	1125.54	
中铁二局	2016	国道 321 泸州沱江二桥加宽改造 PPP 项目	5.89	路桥
	2014	马鞍山东部污水处理厂 PPP	1	污水处理厂
		黄山市 G205 国道改建和梅林南路新建项目	9.17	路桥
	2015	宣城一揽子 PPP 项目：青弋江大道 1 标上跨皖赣铁路立交桥等	17.32	路桥
		长沙空港城建设及综合开发 PPP 项目	54	片区开发
		327 国道韩城龙门至象山公路改建工程 PPP 项目	10.42	路桥
		水阳江大道闭合段工程和“涉铁”市政工程 PPP 项目	23	市政工程
中国中铁		合计	113.91	
		香溪长江公路大桥	21	路桥
	2016	肇庆市国道 321 线城市化道路改造二期工程 PPP 项目	28.4	路桥
		海口管廊长流组团 PPP 项目	76.28	管廊
		公主岭市地下综合管廊 PPP 项目	25.3	管廊
		柳州市官塘大桥工程	11.38	路桥
		合计	162.36	
岳阳林纸	2016	宁波国际海洋生态科技管委会	不低于 120	生态环境
中国铁建		太原市晋源东区综合管廊工程（PPP 项目）	8.9	管廊
		乌鲁木齐市轨道交通 2 号线一期 PPP 项目	126	轨交
	2016	宁夏石嘴山至固原城际铁路（吴忠至中卫段）PPP 项目	136.15	铁路
		昆明轨道交通 5 号线 PPP 项目	213.51	轨交
		厦门翔安新机场片区地下综合管廊 PPP 项目	14.77	管廊
		徐州市城市轨道交通 2 号线一期工程 PPP 项目	169.7	轨交
		福州火车北站南广场综合改造项目 PPP	20.88	市政工程
		合计	689.91	
	2015	贵州省新建地方铁路瓮安至马场坪线工程	50.4	铁路
		北京兴延高速公路 PPP 项目	130.96	路桥
		芜湖城南过江隧道工程 PPP 项目	43.5	路桥
		合计	224.86	

数据来源：各公司公告、官网，国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		