

**中国建筑(601668)/房屋建设 业绩稳健现金流优异，一带一路与PPP助力加速增长**
**评级：买入(维持)**

市场价格：10.24

目标价格：13.68

分析师：夏天

执业证书编号：S0740517010001

电话：021-20315190

Email: xiatian@r.qizq.com.cn

分析师：杨涛

执业证书编号：S0740516080005

Email: yangtao@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	30,000
流通股本(百万股)	29,687
市价(元)	10.24
市值(百万元)	307,200
流通市值(百万元)	303,992

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 PPP 驱动基建订单大幅增长，地产销售开年势头强劲
- 2 中国建筑：基建带动全年订单快速增长，PPP 有望驱动业绩加速
- 3 安邦再度大比例增持，估值修复加速

**公司盈利预测及估值**

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	880,577.1	959,765.4	1,082,229.	1,192,655.	1,297,436.
增长率 yoy%	10.07%	8.99%	12.76%	10.20%	8.79%
净利润	26,061.9	29,870.1	34,294.9	39,250.9	44,349.8
增长率 yoy%	15.47%	14.61%	14.81%	14.45%	12.99%
每股收益(元)	0.87	1.00	1.14	1.31	1.48
每股现金流量	0.83	1.82	-0.04	0.3	2.55
净资产收益率	16.24%	15.52%	17.51%	17.09%	16.89%
P/E	11.8	10.3	9.0	7.8	6.9
PEG	0.8	0.7	0.7	0.5	0.5
P/B	1.86	1.54	1.51	1.31	1.14

备注：

**投资要点**

- 业绩稳健增长，订单增速达近几年新高，业务结构不断优化。**公司 2016 年营业收入 9598 亿元，同比增长 9.0%，归母净利润 299 亿元，同比增长 14.6%，符合预期。业绩增长的主要原因为 Q3 合并中信地产产生大额投资收益以及期间费用率下降。分季度来看 Q1-Q4 单季收入分别增长 10.47%/16.21%/1.47%/7.55%，归母净利润分别增长 13.43%/19.89%/63.17%/-22.27%。分区域看境内收入 8802 亿元，同比增长 7.41%；海外收入 796 亿元，同比增长 30.28%，占收入比为 8.29%。公司报告期内房建/基建/地产收入分别增长 5.4%/23%/6.8%，收入占比分别为 65%/18%/16%，较去年变化-2/+2/0 个 pct，业务结构不断优化。2016 年新签合同额为 18796 亿元，同比增长 23.7%，增速达近几年来新高。其中房建/基建/勘察设计的签合同额分别为 12965/5748/84 亿元，同比增速分别为 8.4%/83.1%/-4.5%。拟向全体普通股股东每股派发现金股利 0.215 元(含税)，分红比例为 21.6%，当前股价对应股息率为 2.1%。
- 营改增导致毛利率下滑，投资收益大幅增长，费用率下降，现金流持续优异。**2016 年公司毛利率 10.10%，同比下降 2.34 个 pct，主要原因是受“营改增”收入核算口径变化影响。营业税金及附加占收入比下降 1.72 个 pct。三项费用率 3.03%，较去年下降 0.15 个 pct，其中销售/管理/财务费用率分别变动+0.07/-0.11/-0.11 个 pct，财务费用率降低主要由于汇兑损失较上年减少约 8 亿元，同时银行存款余额较期初大幅增加导致利息收入同比增加较多所致。资产减值损失较上年同期增加 16.09 亿元，主要是由于计提坏账损失较上年同期大幅增加，以及可供出售金融资产减值损失增加所致。投资收益大幅增加 42.8 亿元，主要受合并中信物业组合影响，公司用于支付交易对价的商业地产形成的投资收益数额较大。净利率上升 0.15 个 pct，为 3.11%。公司经营性现金流净额 1070 亿元，去年同期为 546 亿元，同比增长 96%，主要因房地产业务实现现金净流入 690 亿元，同比增加 452 亿元，建筑施工等业务净流入增加 72 亿元。地产业务现金流大幅改善的主要原因为 1) 房地产销售明显回暖，2) 中海地产收购中信地产实现土地储备，从而大幅减少土地购置成本。
- PPP 助推公司基建订单大幅增长，有望促业绩加速。**公司为建筑央企龙头，具有建筑全产业链优势，融资渠道顺畅，将借助 PPP 推广良机提升基建领域市占率，将不断提高基建业务占比，优化业务结构。公司 2016 年新签基建订单同比大幅增长 83%，创历史新高，占比由 2015 年的 21%提升至 28%。截至 2016 年底，公司累计获取 PPP 项目 135 个，计划权益投资额 2264 亿元，其中 2016 年度内获取 PPP 项目 108 个，计划权益投资额 1870 亿元，在施 PPP 项目 60 个，计划权益投资额 1148 亿元，已累计完成投资 234 亿元。PPP 项目施工毛利率显著高于原房建施工业务，有望驱动未来业绩加速。

- **地产 2017 年开年势头强劲，并购中信地产充实土地储备。**2016 年全年实现合约销售额 1896 亿元，同比增长 22.3%，合约销售面积 1445 万平方米，同比增长 7.5%；实现营业收入 1520 亿元，同比增长 6.8%。地产毛利率为 26.7%，同比下滑 4.6 个 pct，主要受港澳地区地产形势和国内“营改增”的影响，但仍处于行业领先地位。全年共新增土地储备约 2421 万平方米（含收购中信地产住宅业务），期末拥有土地储备约 7704 万平米。2017 年开年势头强劲，1-2 月公司地产业务合约销售额 303 亿元，同增 48.3%；合约销售面积 210 万平方米，同增 31.0%。其中 2 月单月销售额及销售面积分别增长 64%/63%，在去年同期高基数的情况下实现大幅增长。
- **紧跟一带一路战略，加速发展海外业务。**公司全年新签海外合约额(含房地产业务)1264 亿元，同比增长 13.0%；实现海外营业收入 796 亿元，同比大幅增长 30.3%，占总收入的 8.3%，首次突破百亿美元大关。当前一带一路战略预期持续提升，政策支持下一带一路海外工程未来将迎来大发展时期。公司紧跟战略，完善海外业务布局，已进入“一带一路”沿线 65 个重点国家中的 44 个，2016 年在沿线市场新签合同额 547 亿元，同比大幅增长 33%。公司海外收入规模在建筑央企中仅次于中国交建，近年来海外订单保持良好势头，十三五目标为海外业务占比提升至 10%，借助一带一路国家战略海外收入有望迎来快速增长。
- **投资建议：**预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 343/393/443 亿元，EPS 分别为 1.14/1.31/1.48 元，当前股价对应三年 PE 分别为 9.0/7.8/6.9 倍。公司业绩优秀，订单趋势强劲，综合考虑给予目标价 13.68 元（对应 2017 年 12 倍 PE），买入评级。

图表 1: 公司财务分析表格

单位: 百万元	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	571,515.84	681,047.99	800,028.75	880,577.13	959,765.49
YoY(%)	16.33	19.17	17.34	10.07	8.99
营业成本	501,835.39	600,219.84	699,364.00	771,038.77	862,788.33
毛利率	12.19%	11.87%	12.58%	12.44%	10.10%
销售费用	1,298.67	1,662.43	2,098.83	2,370.31	3,207.61
销售费用率	0.23%	0.24%	0.26%	0.27%	0.33%
管理费用	13,402.26	14,549.21	15,605.77	17,186.33	17,717.53
管理费用率	2.35%	2.14%	1.95%	1.95%	1.85%
财务费用	4,125.44	5,407.20	7,429.40	8,425.87	8,114.44
财务费用率	0.72%	0.79%	0.93%	0.96%	0.85%
三项费用率	3.29%	3.17%	3.14%	3.18%	3.03%
资产减值损失	2,612.60	1,666.43	4,524.26	3,756.31	5,365.55
投资收益	2,995.70	5,373.84	2,321.02	1,855.14	6,137.48
营业外收入	950.79	875.24	1,272.41	864.70	1,225.86
营业外支出	171.06	286.47	149.87	253.39	271.86
税前利润	30,160.93	38,798.60	43,336.10	47,696.79	52,112.79
所得税	7,384.24	9,465.14	10,159.29	11,753.98	10,940.55
所得税率	24.48%	24.40%	23.44%	24.64%	20.99%
少数股东权益占比	30.92%	30.46%	31.97%	27.49%	27.45%
归母净利润	15,735.24	20,398.51	22,569.97	26,061.90	29,870.10
YoY(%)	15.32	29.64	10.65	15.47	14.61
净利率	2.75%	3.00%	2.82%	2.96%	3.11%
摊薄 EPS (元)	0.52	0.68	0.75	0.87	1.00
经营性现金流净额	2,393.30	2,618.83	24,906.34	54,603.64	107,047.86
收现比	99.53%	104.58%	95.77%	90.49%	96.50%
付现比	106.62%	112.54%	99.92%	90.07%	89.25%

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。