

公司研究/季报点评

2017年04月26日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 9.5  
合理价格区间(元): 11.30~12.43

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**黄骥** 执业证书编号: S0570516030001  
研究员 021-28972066  
huangji@htsc.com

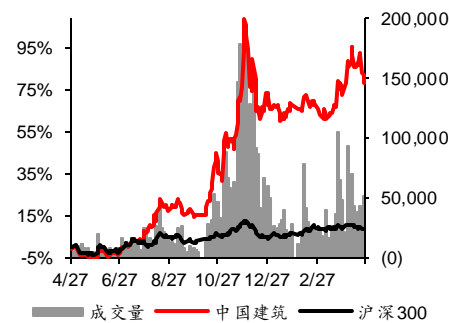
**王德彬** 执业证书编号: S0570516090001  
研究员 010-56793964  
wangdebing@htsc.com

**方晏荷** 021-28972059  
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1 《中国建筑(601668,买入): 基建海外亮眼, 盈利现金流提升》2017.04
- 2 《中国建筑(601668,买入): 海外大单落地, 基建 PPP 助成长》2017.03
- 3 《中国建筑(601668): 二级交易结构优化, 龙头迎风而上》2016.11

股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本(百万股)	30,000
流通 A 股(百万股)	29,687
52 周内股价区间(元)	5.15-11.15
总市值(百万元)	285,000
总资产(百万元)	1,391,953
每股净资产(元)	6.35

资料来源: 公司公告

# 基建 PPP 发展迅猛, 地产加速去化

## 中国建筑(601668)

事件

公司披露 2017 年一季报, Q1 实现营业收入 2348.27 亿元, 同比增长 9.7%; 实现归母净利润 70.83 亿元, 同比增长 11.0% (扣非后增长 9.1%), EPS 为 0.24 元。期末总资产 1.37 万亿元, 较期初下降 1.2%。经营活动现金净流出 667.92 亿元, 较去年净流出规模增长 77.3%。

基建业务发展迅猛, 订单业绩逐渐释放

2017Q1 公司实现营收 2348.27 亿元, 同比增长 9.7%。其中基础设施业务收入 418 亿元, 占比约 18%, 与 2016 年全年相当; 同比增速超过 30%, 高于去年全年 23% 的增速。Q1 公司实现归母净利润 70.8 亿元, 同比增长 11.0%, 主要是基础设施和房地产业务盈利占比继续提升。2017 年 1-3 月, 公司建筑业务新签合同额 4332 亿元, 同比增长 24.4%, 其中基础设施建设与投资 1219 亿元, 同比增长 71.3%, 继续保持快速增长态势; 先导指标设计勘察 21 亿元, 同比增长 20.3%, 全年基建业务预计大幅增长。

房地产业务加速去化, 拿地整体保持稳定

2017Q1 公司房地产业务合约销售额约 507 亿元, 同比增长 50.3%; 合约销售面积约 347 万平方米, 同比增长 28.3%。受此影响, 公司一季度销售费用大幅增长 98.1% 至 7.07 亿元, 销售费用率 0.30%; 期内实现投资收益 4.97 亿元, 同比增长 26.1%, 我们预计主要是海外宏洋一季度业绩增长较多。从实物量来看, 公司 Q1 新开工面积 6878 万平方米, 同比增长 11.1%; 竣工面积 2463 万平方米, 同比增长 40.1%, 显著高于新开工面积。期末公司土地储备约 7805 万平米, 同比增长 15.96%。

低估值高分红, 建筑蓝筹标杆吸引力强

公司 2016 年拟每 10 股派息 2.15 元 (税前), 分红比例达 21.59%, 近三年分红比例均较高, 分别为 21.03%、22.86%、23.02%。公司 2009 年上市以来, 净资产收益率始终保持在 14% 以上, 且于去年年末授予实施了第二期限制性股票激励计划, 以 4.866 元/股价格授予了 26013 万股, 充分彰显了对未来成长的信心。公司目前价格对应 17 年 8.39 倍 PE, 在所有建筑股中估值最低, 低估值高分红吸引了保险等机构关注, 与 2016 年末相比, 3 月末公司前十大股东中, 安邦资管增持比例由 10.57% 上升至 11.05%。

看好公司基建 PPP/海外拓展带来的盈利改善, 维持“买入”评级

公司基建业务发展迅猛, PPP 订单加快落地; 房地产业务加速去库存, 整体维持稳定增长。受益于一带一路推进, 公司海外订单和业绩稳步上升。基于公司业务结构将更加优化和盈利能力持续提升的大逻辑, 我们预计公司 2017-19 年 EPS 为 1.13/1.28/1.42 元, 认可合理价格区间为 11.30-12.43 元 (对应 17 年 10-11 倍 PE), 维持“买入”评级。

风险提示: 基建投资下滑、地产调控风险、海外项目落地周期长等。

经营预测指标与估值

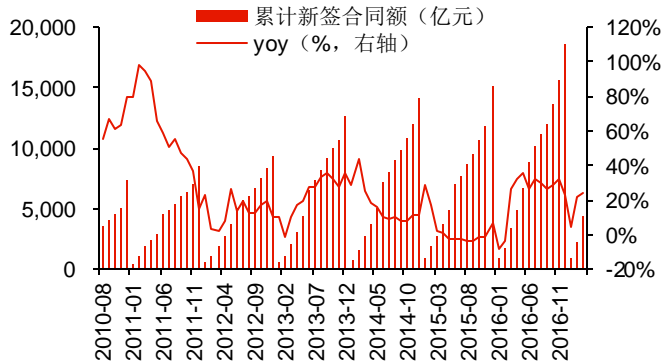
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	880,577	959,765	1,047,200	1,141,867	1,244,635
+/-%	10.07	8.99	9.11	9.04	9.00
归属母公司净利润(百万元)	26,062	29,870	33,953	38,309	42,643
+/-%	15.47	14.61	13.67	12.83	11.31
EPS (元, 最新摊薄)	0.87	1.00	1.13	1.28	1.42
PE (倍)	10.94	9.54	8.39	7.44	6.68

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

### 经营情况概览

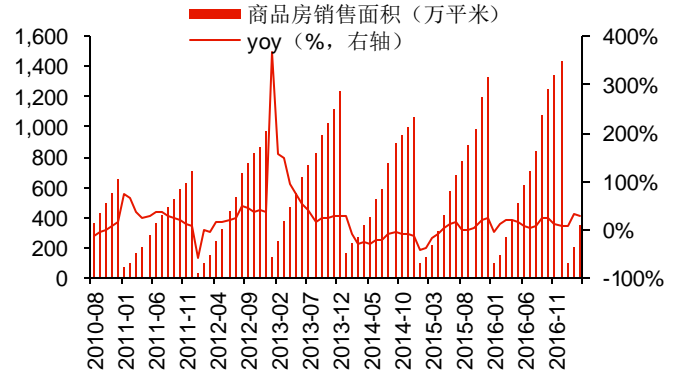
2017年1-3月，公司建筑业务新签合同额4332亿元，同比增长24.4%，其中基础设施建设与投资1219亿元，同比增长71.3%，继续保持快速增长态势。2017Q1公司房地产业务加速去化，期内实现合约销售额约507亿元，同比增长50.3%；合约销售面积约347万平方米，同比增长28.3%。

图表1: 建筑新签合同额及同比增速



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表2: 商品房销售面积及同比增速



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

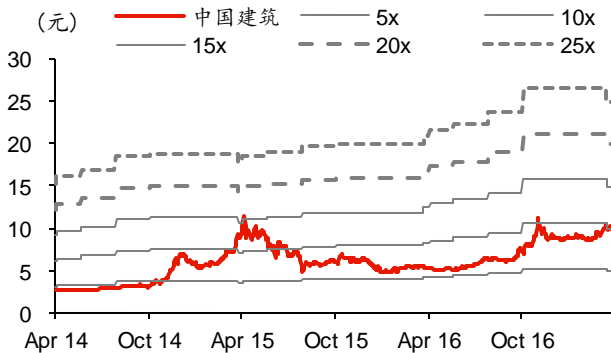
图表3: 截止2017年3月末，公司前十大股东及持股情况

股东名称	期末持股数量(股)	比例(%)	股东性质
中国建筑工程总公司	16,879,068,569	56.26	国有法人
安邦资管共赢3号	3,000,000,009	10.00	其他
中央汇金资产管理有限公司	425,730,300	1.42	国有法人
香港中央结算有限公司	208,051,053	0.69	境外法人
安邦资管盛世精选3号	199,143,303	0.66	其他
全国社保基金一零一组合	158,734,542	0.53	其他
国泰君安证券股份有限公司	129,687,599	0.43	其他
安邦资管共赢2号	118,102,155	0.39	其他
工行-上证50ETF	106,707,020	0.36	其他
北京凤山投资有限责任公司	89,648,070	0.30	其他

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

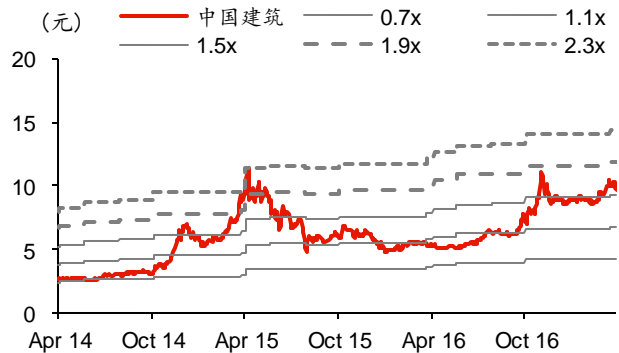
### PE/PB - Bands

图表4: 中国建筑历史PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5: 中国建筑历史PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	832,467	1,109,946	1,172,907	1,298,310	1,437,148
现金	216,410	320,860	350,091	404,175	466,202
应收账款	115,557	138,649	151,280	164,956	179,802
其他应收账款	34,177	49,489	53,998	58,879	64,178
预付账款	27,465	30,918	33,567	36,540	39,784
存货	387,589	494,269	503,952	554,853	607,155
其他流动资产	51,269	75,760	80,019	78,908	80,027
非流动资产	242,438	282,008	271,642	279,579	281,788
长期投资	26,326	33,477	33,478	33,478	33,478
固定资产投资	24,443	30,026	36,256	38,586	38,025
无形资产	8,913	12,122	15,118	18,084	21,021
其他非流动资产	182,756	206,383	186,791	189,430	189,264
资产总计	1,074,905	1,391,953	1,444,549	1,577,889	1,718,936
流动负债	610,251	799,618	805,655	862,932	927,694
短期借款	25,603	32,319	29,378	26,986	27,440
应付账款	320,001	402,420	436,903	475,600	517,824
其他流动负债	264,647	364,879	339,374	360,346	382,431
非流动负债	225,871	301,337	306,272	337,000	362,934
长期借款	98,325	143,667	167,209	192,093	218,591
其他非流动负债	127,546	157,670	139,063	144,907	144,344
负债合计	836,122	1,100,954	1,111,927	1,199,932	1,290,629
少数股东权益	70,805	100,508	113,355	127,850	143,986
股本	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
资本公积	23,526	24,426	24,426	24,426	24,426
留存公积	95,626	118,190	164,841	195,680	229,895
归属母公司股	167,977	190,491	219,267	250,106	284,321
负债和股东权益	1,074,905	1,391,953	1,444,549	1,577,889	1,718,936

### 现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	54,604	107,048	38,778	55,818	62,537
净利润	35,943	41,172	46,800	52,804	58,778
折旧摊销	5,849	5,963	7,526	9,868	11,994
财务费用	8,426	8,114	6,773	7,166	7,288
投资损失	(1,855)	(6,137)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
营运资金变动	2,653	54,889	(16,591)	(16,370)	(14,741)
其他经营现金	3,588	3,047	(3,730)	4,350	1,218
投资活动现金	(17,994)	(4,732)	(4,689)	(13,001)	(12,299)
资本支出	13,506	13,134	10,000	10,000	10,000
长期投资	3,706	7,355	(7,048)	1,342	701.51
其他投资现金	(781.31)	15,757	(1,738)	(1,659)	(1,597)
筹资活动现金	26,950	(1,915)	(4,859)	11,267	11,788
短期借款	3,888	6,716	(2,941)	(2,392)	453.54
长期借款	22,200	45,342	23,542	24,884	26,498
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(5,154)	900.01	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	6,016	(54,873)	(25,460)	(11,225)	(15,163)
现金净增加额	64,025	102,306	29,230	54,084	62,027

### 利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	880,577	959,765	1,047,20	1,141,86	1,244,63
营业成本	771,039	862,788	936,721	1,019,68	1,110,21
营业税金及附加	31,962	18,297	19,964	21,769	23,728
营业费用	2,370	3,208	3,500	3,816	4,160
管理费用	17,186	17,718	19,530	20,896	23,150
财务费用	8,426	8,114	6,773	7,166	7,288
资产减值损失	3,756	5,366	4,345	4,551	4,573
公允价值变动收益	(607.58)	746.46	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,855	6,137	2,000	2,000	2,000
营业利润	47,085	51,159	58,368	65,982	73,522
营业外收入	864.70	1,226	1,113	1,109	1,130
营业外支出	253.39	271.86	245.37	255.54	254.87
利润总额	47,697	52,113	59,236	66,836	74,397
所得税	11,754	10,941	12,436	14,031	15,619
净利润	35,943	41,172	46,800	52,804	58,778
少数股东损益	9,881	11,302	12,847	14,495	16,135
归属母公司净利润	26,062	29,870	33,953	38,309	42,643
EBITDA	61,361	65,236	72,667	83,015	92,804
EPS(元)	0.87	1.00	1.13	1.28	1.42

### 主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	10.07	8.99	9.11	9.04	9.00
营业利润	11.54	8.65	14.09	13.04	11.43
归属母公司净利润	15.47	14.61	13.67	12.83	11.31
获利能力(%)					
毛利率	12.44	10.10	10.55	10.70	10.80
净利率	2.96	3.11	3.24	3.35	3.43
ROE	15.52	15.68	15.48	15.32	15.00
ROIC	21.26	21.75	21.69	22.67	23.76
偿债能力					
资产负债率(%)	77.79	79.09	76.97	76.05	75.08
净负债比率(%)	19.52	21.04	22.68	22.90	23.37
流动比率	1.36	1.39	1.46	1.50	1.55
速动比率	0.72	0.76	0.82	0.86	0.89
营运能力					
总资产周转率	0.88	0.78	0.74	0.76	0.76
应收账款周转率	7.00	6.93	6.59	6.59	6.59
应付账款周转率	2.62	2.39	2.23	2.23	2.24
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.00	1.13	1.28	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	1.82	3.57	1.29	1.86	2.08
每股净资产(最新摊薄)	5.60	6.35	7.31	8.34	9.48
估值比率					
PE(倍)	10.94	9.54	8.39	7.44	6.68
PB(倍)	1.70	1.50	1.30	1.14	1.00
EV_EBITDA(倍)	5.49	5.16	4.63	4.05	3.63

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com