

公司研究/中报点评

2017年08月22日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 10.02  
合理价格区间(元): 11.30~13.56

**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

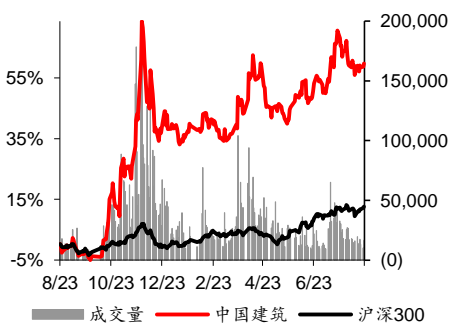
**王德彬** 执业证书编号: S0570516090001  
研究员 010-56793964  
wangdebing@htsc.com

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

相关研究

- 1 《中国建筑(601668,买入): 订单全面超预期, 业绩高增长可期》2017.07
- 2 《中国建筑(601668,买入): 基建 PPP 发展迅猛, 地产加速去化》2017.04
- 3 《中国建筑(601668,买入): 基建海外亮眼, 盈利现金流提升》2017.04

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)  | 29,732     |
| 52 周内股价区间 (元) | 6.09-11.15 |
| 总市值 (百万元)     | 300,600    |
| 总资产 (百万元)     | 1,374,796  |
| 每股净资产 (元)     | 6.59       |

资料来源: 公司公告

## 业绩符合预期, 各项业务稳健发展

### 中国建筑(601668)

#### 上半年业绩符合预期, 收入业绩环比加速增长

2017 年上半年, 公司实现营业收入 5,252.55 亿元, 同比增长 11.8%; 实现归母净利润 180.38 亿元, 同比增长 12.0% (扣非后同比增长 13.3%), 基本符合预期。其中 Q1、Q2 收入分别同比增长 9.7%、13.6%, 业绩分别同比增长 11.0%、12.7%, 二季度收入业绩环比显著改善。房建/基建/地产收入占比分别为 62.6%、18.5%、17.6%, 同比增长 4.4%、33.0%、21.6%, 毛利率为 5.8%、8.0%、28.0%, 基础设施业务连续两个季度收入同比增速超过 30%, 是推动公司收入业绩环比改善的重要因素。

#### 利息费用增加导致财务费用提升, 拿地增加经营现金流出

“营改增”影响下, 公司上半年毛利率仍然同比提升 0.2pct 至 10.4%, 主要是公司境外业务毛利率同比增加 3.5pct 和境内土地一级开发及钢材销售导致其他业务毛利率提升 2.6pct。报告期内, 公司期间费用率提升 0.35pct 至 3.01%, 主要是财务费用同比增长 44.4%, 其中借款增加和收购中信物业导致利息费用同比增加 29.2%, 汇兑收益增加 6.4 亿元。公司上半年经营活动净流出 587.3 亿元, 而去年同期净流入 717.1 亿元, 主要是拿地增加与施工供应商款增加, 其中地产业务净流出 240 亿元, 较去年同期多流出 556 亿元; 建筑业务净流出 262 亿元, 较去年同期增加流出 64 亿元。

#### 投资建设一体化加速, 基建业务持续高增长

公司上半年累计新签合同 1.20 万亿元, 同比增长 33.7%; 其中基础设施新签合同 3667 亿元, 同比增长 64.5%; 基础设施业务工程量新签面积 1,074 万平方米, 同比增长 73.8%; 基础设施收入占比提升 3.0pct 至 18.6%。公司继续加大以融投资建造、PPP 模式、融投资带动总承包等方式开展业务, 上半年公司融投资建造业务完成投资 258 亿元, 同比增长 34%, 期末融投资建造项目计划总投资 4,300 亿元, 已累计完成投资额 2,300 亿元, 带动施工总承包合同 3,800 亿元, 其中基础设施类占比 76%。期末累计获取 200 个 PPP 项目, 计划权益总投资 3,170 亿元, 预计带动施工 4,900 亿元。

#### 房地产业务加速去化和增加拿地, 海外业务平稳增长

上半年公司房地产业务加速去化, 实现合约销售额 1223 亿元, 同比增长 49.9%; 实现合约销售面积 846 万平方米, 同比增长 36.0%。房地产开发完成投资 755 亿元, 同比增长 155%; 新开工面积 962 万平米, 同比增长 16.9%; 新购置土地储备 791 万平方米, 同比增长 162.8%, 公司持有型物业模式愈加清晰。上半年公司海外业务平稳发展, 实现境外收入 371.7 亿元, 同比增长 17.7%; 新签境外订单 1,117 亿元, 同比增长 80.5%。

#### 新签订单高增长, 各项业务稳健发展, 维持“买入”评级

公司上半年新签订单超预期, 房建/地产业务稳健发展和转型, 基建继续维持高增长。预计公司 2017-19 年 EPS 为 1.13/1.28/1.42 元, 维持合理价格区间 11.30-13.56 元 (对应 17 年 10-12 倍 PE), 维持“买入”评级。

风险提示: 投资增速异常下滑, 地产调控风险, 海外战略重大变化等。

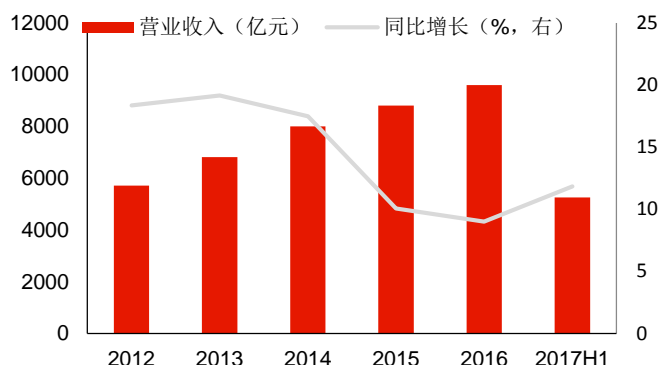
#### 经营预测指标与估值

| 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

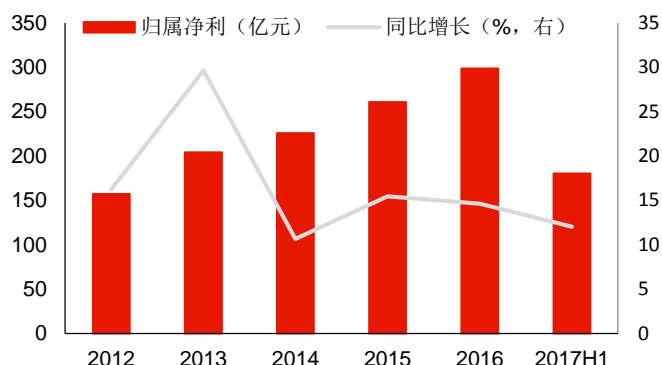
### 公司经营情况概览

图表1: 近五年公司收入及增长



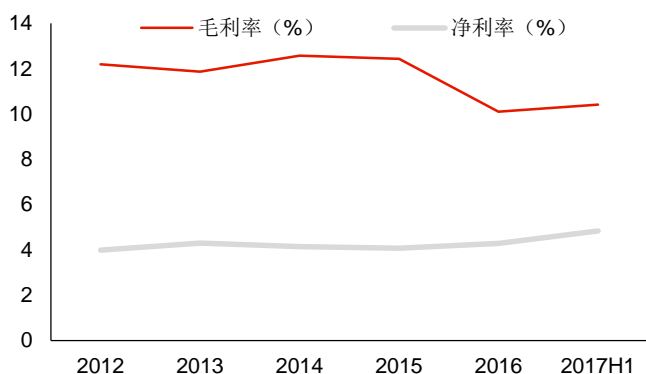
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 近五年公司归母净利润及增长



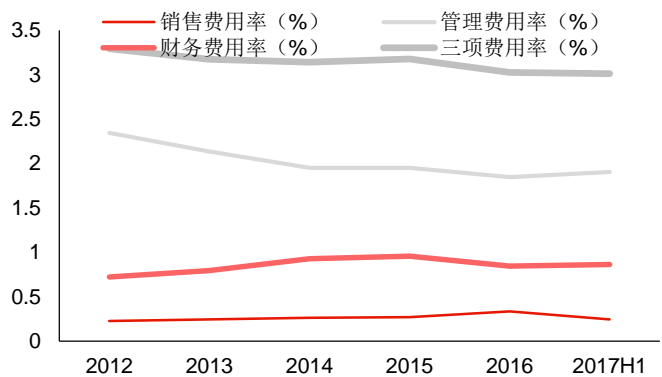
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 近五年公司提质增效显著



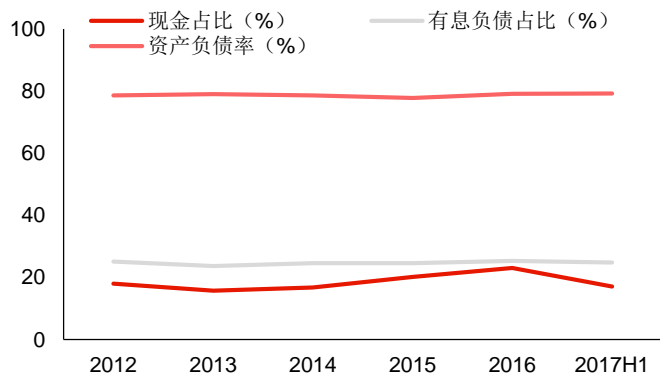
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: 近五年公司期间费用率趋于下降



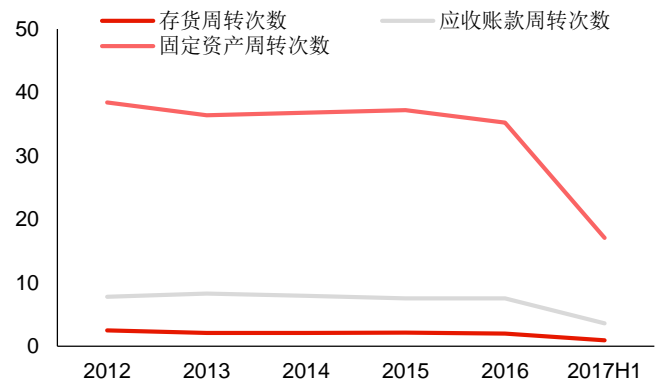
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表5: 近五年公司现金占比持续提升



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表6: 近五年公司营运能力仍有提升空间

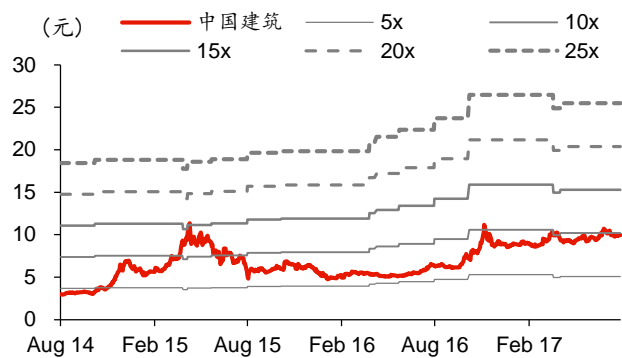


资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

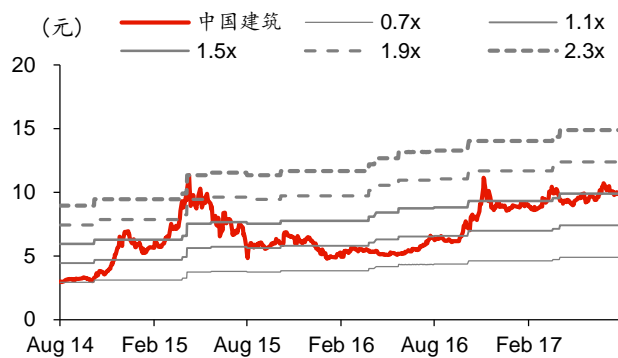
### PE/PB - Bands

图表7: 中国建筑历史 PE-Bands

图表8: 中国建筑历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所



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) |

### 利润表

| 会计年度 (百万元) | 2015     | 2016    | 2017E     | 2018E     | 2019E     |
|------------|----------|---------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入       | 880,577  | 959,765 | 1,047,200 | 1,141,860 | 1,244,630 |
| 营业成本       | 771,039  | 862,788 | 936,721   | 1,019,680 | 1,110,210 |
| 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  |

|        |        |         |        |        |        |
|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 现金净增加额 | 64,025 | 102,306 | 29,230 | 54,084 | 62,027 |
|--------|--------|---------|--------|--------|--------|

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：A0K809

©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

### 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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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: 86 755 82493932 / 传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

电话: 86 21 28972098 / 传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com