

## 中国建筑(601668)/房屋建设

## Q2 收入盈利小幅加速, 基建贡献持续加大

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 10.02

目标价格: 15.82

分析师: 夏天

执业证书编号: S0740517010001

电话: 021-20315190

Email: xiatian@r.qlzq.com.cn

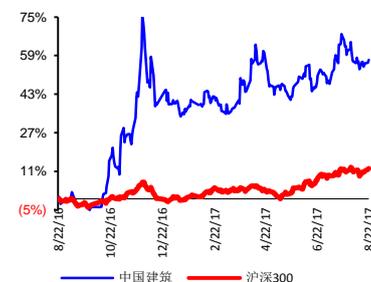
联系人: 程龙戈

电话: 021-20315190

Email: chenglg@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	30,000
流通股本(百万股)	29,732
市价(元)	10.02
市值(百万元)	300,600
流通市值(百万元)	297,912

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

17月新开工大幅增长, 订单增速有所回落

2 半年报预增 10%以上, 业绩稳健符合预期

3 房建基建、境内境外多点发力, 带动订单大幅增长超预期

**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	959,765	1,062,100	1,173,737	1,279,750
增长率 yoy%	10.07%	8.99%	10.66%	10.51%	9.03%
净利润	26,061.9	29,870.1	33,804.3	39,021.5	43,736.6
增长率 yoy%	15.47%	14.61%	13.17%	15.43%	12.08%
每股收益(元)	0.87	1.00	1.13	1.30	1.46
每股现金流量	1.82	3.57	0.66	1.44	2.36
净资产收益率	15.52%	15.68%	17.29%	17.23%	16.75%
P/E	11.5	10.1	8.9	7.7	6.9
PEG	0.8	0.7	0.7	0.5	0.5
P/B	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2

备注:

**投资要点**

- 业绩稳健增长符合预期, 业务结构不断优化。**公司 2017 上半年营业收入 525.25 亿元, 同比增长 11.83%; 归母净利润 180.38 亿元, 同比增长 12.03%, 符合预期。分季度看 Q1/Q2 单季收入分别增长 9.7%/13.61%, 归母净利润分别增长 11.03%/12.69%。分区域看公司境内收入 4880.8 亿元, 同比增长 11.41%, 占总收入的 92.92%; 境外收入 371.75 亿元, 同比增长 17.69%, 占总收入的 7.08%, 比上年同期增加 0.35 个 pct。公司报告期内房建/基建/地产收入分别增长 4.4%/33.0%/21.6%, 收入占比分别为 63%/18%/18%, 较去年变化-4/+3/+1 个 pct, 基建业务占比大幅提升, 业务结构不断优化。
- 实际毛利率大幅提升, 投资收益增厚利润, 上半年拿地较多致经营性现金流净流出增加。**2017 年上半年公司毛利率 10.41%, 较上年同期提升 0.17 个 pct, 考虑到营改增的影响, 实际毛利率改善幅度更大, 主要因房建毛利率提升, 以及高毛利基建、地产业务占比提高所致。三项费用率 3.01%, 较上年同期提升 0.36 个 pct, 其中销售/管理/财务费用率分别变动+0.02/+0.14/+0.2 个 pct, 财务费用率增加主要因为长期和短期借款增多、中海地产完成收购中信物业组合等原因导致相应的利息费用增加。资产减值损失较上年同期增加 1.28 亿元。投资收益较上年同期大幅增加 36.06 亿元, 主要系公司分步实现企业合并(子公司中海发展收购合营公司 Big Profit Enterprises Limited 剩余 50%股权)产生的收益较去年同期大幅增长。少数股东损益占净利润比提升 4.2 个 pct, 主要因投资收益大部分为非全资地产子公司产生。归母净利率小幅提升 0.01 个 pct, 为 3.43%。公司经营性现金流净额-587.26 亿元, 去年同期为 71.71 亿元。其中房地产业务净流出 240 亿, 比去年多流出了 556 亿, 主要因上半年拿地支出增加; 建筑业务比去年同期多流出 64 亿, 主要因开工增加支付分供商款项增加以及投标签约增长支付保证金等增多。上半年收现比/付现比分别为 88%/98%, 同比变动分别为+1/+10 个 pct。
- 新签合同快速增长, 新开工加速, 地产待结算资源充足。**公司 1-7 月新签合同额 12968 亿元, 同增 26.7%。其中房建/基建/勘察设计的新签合同额分别为 9101/3804/63 亿元, 同比增速分别为 22.7%/37.0%/39.1%。1-7 月新开工面积 18431 万平米, 同增 22.50%, 较 1-6 月份提升 4.30 个 pct, 其中 7 月单月新开工面积 2702 万平米, 同增 55.91%, 继续保持加速趋势。公司房地产合约销售额 2016 年全年/2017 年前 7 月同比增长 26%/46%呈加速趋势, 未来 1-2 年房地产业务丰厚利润的滞后结算效应将对业绩起到极强的向上驱动作用。
- PPP 优势显著, 推动基建订单大幅增长, 将成业绩有力增长点。**截止至报告期末, 公司累计中标 PPP 项目 200 个, 计划权益总投资额约 3170 亿元, 预计带动施工合同额约 4900 亿(其中 2017 年上半年中标 65 个, 权益投资额 906 亿元)。PPP 带动基建订单爆发式增长, 2016 年全年/2017 年前 7 月基建订单同比增长 83%/37%。今年上半年基建业务实现收入 970 亿元, 同比增长 33%, 占比 18.6%, 较去年同期增加 3 个 pct。预计随着高毛利率 PPP 基建业务收入占比提升, 公司盈利能力将得到显著提高。
- 海外业务加速发展, 境外房建、基建、地产均获得重大突破。**公司境外半年新签合同额(含房地产业务)首次突破千亿, 达到 1166 亿元, 同比增长 85.0%, 业务占比提升至 8.8%。房建、基建、地产业务海外均获得重大突破, 上半年成功签订 100 亿美元印尼美加达房建项目, 创公司海外最大订单记录; 在中澳两国总理见证下, 与澳大利亚企业签署 37.5 亿美元的基础设施项目合作备忘录, 成功打开澳洲市场。地产业务成功进入纽约曼哈顿高端房地产市场; 新获得新加坡一个地块的开发商, 在当地地产开发取得重要进展。

- **投资建议：**我们预测公司 2017/2018/2019 年归母净利润分别为 338/390/437 亿元，分别增长 13%/15%/12%，EPS 分别为 1.13/1.30/1.46 元，当前股价对应三年 PE 分别为 8.9/7.7/6.9 倍，给予目标价 15.82 元（对应 2017 年 14 倍 PE），买入评级。
- **风险提示：**PPP 落地不达预期风险、海外经营风险、地产投资新开工等不达预期风险。

图表 1：公司财务分析表格

单位：百万元	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2016 上半年	2017 上半年
营业收入	681,048	800,029	880,577	959,765	469,695	525,255
营业成本	600,220	699,364	771,039	862,788	421,577	470,557
毛利率	11.87%	12.58%	12.44%	10.10%	10.24%	10.41%
销售费用	1,662	2,099	2,370	3,208	1,061	1,288
销售费用率	0.24%	0.26%	0.27%	0.33%	0.23%	0.25%
管理费用	14,549	15,606	17,186	17,718	8,275	9,998
管理费用率	2.14%	1.95%	1.95%	1.85%	1.76%	1.90%
财务费用	5,407	7,429	8,426	8,114	3,143	4,539
财务费用率	0.79%	0.93%	0.96%	0.85%	0.67%	0.86%
三项费用率	3.17%	3.14%	3.18%	3.03%	2.66%	3.01%
资产减值损失	1,666	4,524	3,756	5,366	3,086	3,214
投资收益	5,374	2,321	1,855	6,137	2	3,608
营业外收入	875	1,272	865	1,226	414	659
营业外支出	286	150	253	272	61	85
税前利润	38,799	43,336	47,697	52,113	28,082	33,040
所得税	9,465	10,159	11,754	10,941	6,633	7,586
所得税率	24.40%	23.44%	24.64%	20.99%	23.62%	22.96%
少数股东权益占比	30.46%	31.97%	27.49%	27.45%	24.94%	29.14%
归母净利润	20,399	22,570	26,062	29,870	16,100	18,038
净利率	3.00%	2.82%	2.96%	3.11%	3.43%	3.43%
摊薄 EPS (元)	0.6800	0.7523	0.8687	0.9957	0.5367	0.6013
经营性现金流净额	2,619	24,906	54,604	107,048	7,171	-58,726
收现比	104.58%	95.77%	90.49%	96.50%	87.33%	88.14%
付现比	112.54%	99.92%	90.07%	89.25%	88.07%	98.00%

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2: 公司财务报表预测 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	880,577.1	959,765.5	1,062,100.0	1,173,737.2	1,279,749.8	成长性					
减: 营业成本	771,038.8	862,788.3	954,944.8	1,053,903.6	1,148,043.2	营业收入增长率	10.1%	9.0%	10.7%	10.5%	9.0%
营业税费	31,961.6	18,297.2	12,745.2	11,737.4	11,517.7	营业利润增长率	11.5%	8.7%	18.0%	14.2%	12.3%
销售费用	2,370.3	3,207.6	3,080.1	3,756.0	4,095.2	净利润增长率	15.5%	14.6%	13.2%	15.4%	12.1%
管理费用	17,186.3	17,717.5	20,179.9	23,122.6	25,339.0	EBITDA增长率	12.4%	7.1%	19.7%	13.0%	12.3%
财务费用	8,425.9	8,114.4	10,515.4	10,589.1	12,232.5	EBIT增长率	11.8%	6.8%	19.6%	12.2%	12.7%
资产减值损失	3,756.3	5,365.5	3,200.0	3,800.0	3,600.0	NOPLAT增长率	10.1%	11.9%	18.1%	12.2%	12.7%
加: 公允价值变动收益	-607.6	746.5	-24.0	16.2	-2.8	投资资本增长率	-28.2%	7.9%	44.4%	56.2%	-14.1%
投资和汇兑收益	1,855.1	6,137.5	2,980.0	2,100.0	2,500.0	净资产增长率	21.3%	21.9%	6.5%	14.9%	14.6%
营业利润	47,085.5	51,158.8	60,390.7	68,944.7	77,419.3	利润率					
加: 营业外净收支	611.3	954.0	625.0	509.9	601.0	毛利率	12.4%	10.1%	10.1%	10.2%	10.3%
利润总额	47,696.8	52,112.8	61,015.6	69,454.6	78,020.3	营业利润率	5.3%	5.3%	5.7%	5.9%	6.0%
减: 所得税	11,754.0	10,940.5	13,423.4	15,280.0	17,164.5	净利润率	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%	3.4%
净利润	26,061.9	29,870.1	33,804.4	39,021.6	43,736.6	EBITDA/营业收入	7.0%	6.9%	7.4%	7.6%	7.8%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	6.3%	6.2%	6.7%	6.8%	7.0%
货币资金	216,409.8	320,860.5	265,525.0	293,434.3	319,937.4	运营效率					
交易性金融资产	1,130.2	1,126.8	1,098.3	1,118.4	1,114.5	固定资产周转天数	10	10	10	9	7
应收账款	149,733.8	188,138.8	142,292.4	235,911.8	183,561.7	流动营业资本周转天数	22	13	19	35	40
应收票据	6,731.3	8,848.7	8,853.0	10,709.3	10,619.9	流动资产周转天数	317	364	348	333	336
预付账款	27,464.9	30,917.5	38,050.7	38,064.5	44,849.7	应收账款周转天数	60	63	56	58	59
存货	387,589.4	494,268.9	428,844.4	595,784.0	539,503.1	存货周转天数	150	165	156	157	160
其他流动资产	43,407.1	65,784.6	57,310.5	54,824.0	56,481.6	总资产周转天数	408	463	443	413	406
可供出售金融资产	5,849.0	10,371.2	7,062.9	7,761.0	8,398.4	投资资本周转天数	40	32	36	50	52
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	26,326.1	33,476.6	36,476.6	38,326.6	40,176.6	ROE	15.5%	15.7%	17.3%	17.2%	16.7%
投资性房地产	30,597.9	34,935.7	42,935.7	50,935.7	54,935.7	ROA	3.3%	3.0%	3.9%	3.7%	4.3%
固定资产	24,443.4	30,026.0	31,118.9	29,147.6	22,998.9	ROIC	51.4%	53.4%	43.7%	31.4%	41.1%
在建工程	10,136.8	11,274.8	6,037.4	3,268.7	1,734.4	费用率					
无形资产	8,913.0	12,122.1	11,731.1	11,235.2	10,734.6	销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	136,172.1	149,801.2	146,671.6	97,462.7	125,543.1	管理费用率	2.0%	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%
资产总额	1,074,904.9	1,391,953.3	1,224,008.4	1,467,983.9	1,420,589.5	财务费用率	1.0%	0.8%	1.0%	0.9%	1.0%
短期债务	25,603.0	32,318.9	65,339.2	79,308.9	79,532.0	三费/营业收入	3.2%	3.0%	3.2%	3.2%	3.3%
应付账款	360,409.5	454,501.5	368,050.5	458,954.9	450,099.7	偿债能力					
应付票据	14,218.2	19,173.3	14,940.7	23,385.0	19,012.6	资产负债率	77.8%	79.1%	74.7%	75.8%	71.3%
其他流动负债	210,020.3	293,624.3	228,202.9	312,756.6	216,561.2	负债权益比	350.2%	378.3%	295.1%	312.4%	248.4%
长期借款	98,324.9	143,666.9	80,000.0	90,000.0	100,000.0	流动比率	1.36	1.39	1.39	1.41	1.51
其他非流动负债	127,546.3	157,669.7	157,669.7	147,628.6	147,628.6	速动比率	0.73	0.77	0.76	0.73	0.81
负债总额	836,122.2	1,100,954.5	914,202.8	1,112,033.9	1,012,834.1	利息保障倍数	6.59	7.30	6.74	7.51	7.33
少数股东权益	70,805.3	100,508.3	114,296.1	129,449.1	146,568.3	分红指标					
股本	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0	DPS(元)	0.20	0.21	0.25	0.29	0.32
留存收益	119,151.9	142,616.6	165,509.5	196,500.9	231,187.1	分红比率	23.0%	21.6%	22.5%	22.4%	22.2%
股东权益	238,782.7	290,998.8	309,805.6	355,950.0	407,755.4	股息收益率	2.0%	2.1%	2.5%	2.9%	3.2%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	35,942.8	41,172.2	33,804.4	39,021.6	43,736.6	EPS(元)	0.87	1.00	1.13	1.30	1.46
加: 折旧和摊销	6,451.0	6,793.4	8,035.5	9,635.9	10,483.6	BVPS(元)	5.60	6.35	6.52	7.55	8.71
资产减值准备	3,756.3	5,365.5	-	-	-	PE(X)	11.5	10.1	8.9	7.7	6.9
公允价值变动损失	607.6	-746.5	-24.0	16.2	-2.8	PB(X)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
财务费用	9,391.9	9,964.6	10,515.4	10,589.1	12,232.5	P/FCF	3.1	2.7	-8.4	-14.8	5.5
投资收益	-1,855.1	-6,131.5	-2,980.0	-2,100.0	-2,500.0	P/S	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
少数股东损益	9,880.9	11,302.1	13,787.8	15,153.0	17,119.2	EV/EBITDA	1.7	2.5	2.9	3.1	2.1
营运资金的变动	-9,768.1	38,071.5	-43,372.6	-29,090.2	-10,211.0	CAGR(%)	14.7%	13.9%	12.8%	14.7%	13.9%
经营活动产生现金	54,603.6	107,047.9	19,766.5	43,225.6	70,858.2	PEG	0.8	0.7	0.7	0.5	0.5
投资活动产生现金	-17,993.8	-4,732.1	-5,154.6	-8,551.9	-6,087.2	ROIC/WACC	4.0	6.2	6.8	5.3	3.8
融资活动产生现金	26,950.4	-1,914.8	-69,947.4	-6,764.4	-38,267.9	REP	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

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。