

2017年08月23日

中国建筑 (601668.SH)

2017H1 业绩稳健提升，基建、地产及海外业务共同发力

■**事项：**公司发布 2017 年半年度报告，实现营业收入 5252.55 亿元，同比增加 11.8%；实现归属于上市公司股东的净利润 180.38 亿元，同比增加 12.0%，扣除非经常性损益后为 177.00 亿元，同比增加 13.3%。实现 EPS 0.57 元（扣除优先股股息、永续债股息以及限制性股票影响后）。

■**2017H1 营收实现持续增长，基建及地产业务收入占比逐渐提升：**公司 2017 年上半年实现营业收入 5252.55 亿元（同比+11.8%），相当于 2016 年全年营收 9597.65 亿元的 54.73%。**从业务结构来看**，公司房建、基建、地产及勘察设计业务分别实现营收 3286.11 亿元（同比+4.4%）、970.36 亿元（同比+33.0%）、926.92 亿元（同比+21.6%）、32.19 亿元（同比+1.0%）。**基建业务收入增长 240.79 亿元，占公司营业收入增长总额的 43.1%**。房建业务仍是公司最主要的收入来源，占比达到 62.6%，但近年来比重已逐渐降低（2015H1 为 72.0%、2016H1 为 67.0%）；基建、房地产业务营收增速较快，占营业收入比重逐渐提升，基建业务 2017H1 占比达到 18.5%（2015H1 为 13.4%、2016H1 为 15.5%），房地产业务 2017H1 占比达到 17.6%（2015H1 为 13.9%、2016H1 为 16.2%）。**从市场结构来看**，国内业务实现营收 4880.80 亿元（同比+11.4%），收入占比为 92.9%（同比-0.4 个 pct）；海外业务实现营收 371.75 亿元（同比+17.7%），收入占比为 7.1%（同比+0.4 个 pct），海外收入规模创公司上市以来的新高。**分季度来看**，公司 Q1、Q2 分别实现营收 2348.27 亿元（同比+9.7%）、2904.27 亿元（同比+13.6%），Q2 营收环比增速达到 23.7%。

■**基建业务及海外新签合同额快速增长，地产业务土地储备大幅增加：**根据公司中报显示，公司 2017 年上半年建筑业务新签合同额 11955 亿元（同比+33.7%）。**从业务结构来看**，房建业务新签合同额 8234 亿元（同比+23.4%），占新签合同总额的 68.9%；基建业务新签合同额 3667 亿元（同比+64.5%），占新签合同总额的 30.7%；勘察设计业务新签合同额 53 亿元（同比+35.9%），占新签合同总额的 0.4%。房建业务仍是公司新签合同额增长的主要来源，基建业务新签合同增速较快，成为新签合同额增长的重要驱动因素。**从市场结构来看**，国内新签合同额 10837 亿（同比+30.2%），占新签合同总额的 90.6%；海外新签合同额 1117 亿（同比+80.5%），占新签合同总额的 9.3%，均实现了快速增长。**单月来看**，公司 6 月份新签合同额达到 4143 亿元（同比+85%），占上

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价：12.00 元
股价 (2017-08-22) 10.02 元

交易数据

总市值 (百万元)	300,600.00
流通市值 (百万元)	297,911.67
总股本 (百万股)	30,000.00
流通股本 (百万股)	29,731.70
12 个月价格区间	6.09/11.15 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.97	7.18	50.92
绝对收益	-6.36	14.15	57.58

王鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070004
wangxin4@essence.com.cn
010-83321052

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

- 中国建筑：7 月新签合同下滑，海外业务增速强劲/王鑫 2017-08-16
- 中国建筑：基建业务助推 H1 经营数据再创新高，房建、地产及海外新签订单亮点纷呈/苏多永 2017-07-23
- 中国建筑：Q1 业绩稳健增长，基建及地产业务增速显著/苏多永 2017-04-28
- 中国建筑：经营业绩百尺竿头更进一步，基建、海外及 PPP 业务齐头并进/苏多永 2017-04-19

半年新签合同额的 34.7%，为上半年单月最高值。2017H1 公司房地产业务期内合约销售额 1223 亿元（同比+49.9%），期内合约销售面积 846 万平方米（同比+38.1%），期末土地储备 8447 万平方米（同比+34.4%），新增土地储备约 791 万平方米（同比+127.3%）；新开工面积 962 万平方米（同比+16.9%），完成投资额 755 亿元（同比+155%）。

■**盈利能力稳健提升，海外业务毛利贡献提升，期间费用率略增：**报告期内，公司综合毛利率达到 10.4%，较 2016H1 提高了 0.2 个 pct，如考虑营改增的因素则公司毛利率实际提升幅度更高。从业务结构来看，公司房建、基建、房地产及勘察设计业务毛利率分别为 5.8%（同比+0.7 个 pct）、8.0%（同比-1.3 个 pct）、28.0%（同比-2.5 个 pct）及 17.5%（同比-0.7 个 pct），毛利贡献占比分别为 34.6%（同比+0.9 个 pct）、14.2%（同比+0.2 个 pct）、47.4%（同比-1 个 pct）、1.0%（同比-0.2 个 pct）。

从市场结构来看，公司国内业务毛利率为 10.5%（同比-0.07 个 pct），毛利贡献占比为 94.0%；海外业务毛利率为 8.9%（同比+3.5 个 pct），毛利贡献占比为 6.0%。期间费用方面，报告期内公司期间费用率为 3.0%，同比上升了 0.3 个 pct，其中管理费用率为 1.90%（同比+0.14 个 pct）、销售费用率为 0.25%（同比+0.02 个 pct）、财务费用率为 0.86%（同比+0.19 个 pct）。财务费用增加 13.96 亿元（同比+44.4%）的主要原因为公司长期和短期借款相应增多、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等。资产减值方面，报告期内公司发生资产减值损失 32.1 亿元，同比增加 1.2 亿元（+3.9%），主要是存货跌价损失增加 14.22 亿元。销售净利率为 4.9%，同比提高了 0.3 个 pct。ROE（加权）为 8.6%，同比基本持平。资产负债率为 79.3%。

■**经营及投资性净现金流流出增加，货币资金余额及预收款项同比增加：**截至报告期末，公司经营性净现金流为-587.3 亿元，较 2016 年同期净流出大幅增加 659.0 亿元（同比-919.0%），经营性现金净流出主要来自于：1）房地产业务（240 亿元，主要为拿地支出增加所致）；2）建筑业务（262 亿元，主要为支付分供应商款项增加所致）。投资性净现金流为-170.6 亿元，较 2016 年同期净流出增加 54.3 亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金和投资支付的现金增加所致。报告期末公司货币资金余额为 2513.7 亿元，较 2016 年同期增加 252.3 亿元（+11.2%），较期初减少 694.9 亿元，主要为 2017H1 经营活动和投资活动产生的现金净流出较多所致。报告期末公司应收账款为 1548.9 亿元，较 2016 年同期减少 51.6 亿元（-3.2%），较期初增加 162.4 亿元。报告期末公司预收款项为 1764.7 亿元，较 2016 年同期增加 527.9 亿元（+42.7%）；应付账款为 4386.4 亿元，较 2016 年同期增加 881.6 亿元（+25.2%）。

■**公司在手 PPP 订单优质充足，有望凭借自身优势承接更多项目：**根据公司中报显示，报告期内公司融投资建造业务完成投资额 258 亿元，

较 2016 年同期增加 34%。截止 2017 年 6 月底，公司已累计获取 PPP 项目约 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 亿元。公司融投资建造业务已带动实施的基础设施类合同额约 2900 亿元，占比约 76%，有力推进了公司向基建业务转型。我们预计今后两年公司现有的 PPP 项目将逐步落地，有望迎来 PPP 项目对公司业绩增长贡献的高峰期。从宏观环境来看，国家相关部委对于 PPP 项目的规范运作提出了更加清晰和严格的要求，我们认为相关资金及项目资源或将会更加向具有竞争优势的央企集中。公司作为承接 PPP 项目的龙头建筑央企，有望受惠于这一趋势，承接更多 PPP 订单。

■**投资建议：**我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 11.5%、11.8%、11.2%，净利润增速分别为 14.6%、14.4%、13.9%，对应 EPS 分别为 1.14、1.30、1.49 元，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 12.0 元，相当于 2017 年 10.5 倍的动态市盈率。

■**风险提示：**宏观经济大幅波动风险，国内基建投资增速下滑风险，PPP 项目执行不达预期风险，海外项目执行不达预期风险，项目回款风险等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	880,577.1	959,765.5	1,070,138.5	1,196,414.9	1,330,413.3
净利润	26,061.9	29,870.1	34,217.4	39,135.3	44,562.6
每股收益(元)	0.87	1.00	1.14	1.30	1.49
每股净资产(元)	5.60	6.35	6.52	7.55	8.71

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	11.5	10.1	8.8	7.7	6.7
市净率(倍)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.1
净利润率	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%	3.3%
净资产收益率	15.5%	15.7%	17.5%	17.3%	17.0%
股息收益率	2.0%	2.1%	2.6%	3.0%	3.4%
ROIC	36.9%	57.6%	61.2%	37.4%	69.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	880,577.1	959,765.5	1,070,138.5	1,196,414.9	1,330,413.3	成长性					
减:营业成本	771,038.8	862,788.3	958,309.0	1,069,953.8	1,188,724.3	营业收入增长率	10.1%	9.0%	11.5%	11.8%	11.2%
营业税费	31,961.6	18,297.2	20,332.6	22,731.9	25,306.3	营业利润增长率	11.5%	8.7%	14.2%	14.7%	13.9%
销售费用	2,370.3	3,207.6	3,088.2	3,557.2	3,991.2	净利润增长率	15.5%	14.6%	14.6%	14.4%	13.9%
管理费用	17,186.3	17,717.5	19,797.6	22,133.7	24,595.0	EBITDA 增长率	12.4%	7.1%	11.6%	13.4%	12.1%
财务费用	8,425.9	8,114.4	9,046.6	10,263.1	11,054.7	EBIT 增长率	11.8%	6.8%	13.8%	14.6%	13.1%
资产减值损失	3,756.3	5,365.5	4,548.7	4,556.9	4,823.7	NOPLAT 增长率	10.1%	11.9%	14.6%	14.6%	13.1%
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%	87.1%	-39.2%	55.4%
投资和汇兑收益	1,855.1	6,137.5	3,437.9	3,810.2	4,461.8	净资产增长率	21.3%	21.9%	6.2%	14.8%	14.6%
营业利润	47,085.5	51,158.8	58,429.7	67,044.7	76,377.1	利润率					
加:营业外净收支	611.3	954.0	896.0	820.4	890.1	毛利率	12.4%	10.1%	10.5%	10.6%	10.7%
利润总额	47,696.8	52,112.8	59,325.7	67,865.1	77,267.2	营业利润率	5.3%	5.3%	5.5%	5.6%	5.7%
减:所得税	11,754.0	10,940.5	12,161.8	13,912.3	15,839.8	净利润率	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%	3.3%
净利润	26,061.9	29,870.1	34,217.4	39,135.3	44,562.6	EBITDA/营业收入	7.0%	6.9%	6.9%	7.0%	7.0%
						EBIT/营业收入	6.3%	6.2%	6.3%	6.5%	6.6%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	10	10	9	7	4
货币资金	216,409.8	320,860.5	321,041.6	358,924.5	399,124.0	流动营业资本周转天数	22	13	24	24	23
交易性金融资产	1,130.2	1,126.8	1,098.3	1,118.4	1,114.5	流动资产周转天数	317	364	362	353	354
应收账款	149,733.8	188,138.8	186,409.7	226,334.9	237,988.7	应收账款周转天数	60	63	63	62	63
应收票据	6,731.3	8,848.7	8,392.4	9,980.5	11,173.5	存货周转天数	150	165	158	159	160
预付账款	27,464.9	30,917.5	32,969.8	42,043.7	38,965.0	总资产周转天数	408	463	453	430	423
存货	387,589.4	494,268.9	443,414.8	610,475.0	572,530.1	投资资本周转天数	40	32	42	40	34
其他流动资产	43,407.1	65,784.6	51,689.8	53,032.0	56,835.5	投资回报率					
可供出售金融资产	5,849.0	10,371.2	7,062.9	7,761.0	8,398.4	ROE	15.5%	15.7%	17.5%	17.3%	17.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	3.0%	3.6%	3.5%	3.9%
长期股权投资	26,326.1	33,476.6	33,476.6	33,476.6	33,476.6	ROIC	36.9%	57.6%	61.2%	37.4%	69.6%
投资性房地产	30,597.9	34,935.7	34,935.7	34,935.7	34,935.7	费用率					
固定资产	24,443.4	30,026.0	24,508.6	18,991.2	13,473.8	销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
在建工程	10,136.8	11,274.8	11,274.8	11,274.8	11,274.8	管理费用率	2.0%	1.8%	1.9%	1.9%	1.8%
无形资产	8,913.0	12,122.1	11,540.7	10,959.2	10,377.8	财务费用率	1.0%	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%
其他非流动资产	136,172.1	149,801.2	131,644.8	139,009.0	139,952.5	三费/营业收入	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
资产总额	1,074,904.9	1,391,953.3	1,299,460.4	1,558,316.4	1,569,620.8	偿债能力					
短期债务	25,603.0	32,318.9	98,863.8	110,580.6	126,331.4	资产负债率	77.8%	79.1%	76.2%	77.2%	74.1%
应付账款	360,409.5	454,501.5	373,604.4	578,112.9	490,999.9	负债权益比	350.2%	378.3%	320.4%	339.3%	286.1%
应付票据	14,218.2	19,173.3	15,060.8	23,848.4	20,051.5	流动比率	1.36	1.39	1.43	1.29	1.40
其他流动负债	210,020.3	293,624.3	242,044.4	298,992.7	305,098.6	速动比率	0.73	0.77	0.82	0.68	0.79
长期借款	98,324.9	143,666.9	131,894.6	53,988.9	79,035.7	利息保障倍数	6.59	7.30	7.46	7.53	7.91
其他非流动负债	127,546.3	157,669.7	128,881.9	138,032.6	141,528.0	分红指标					
负债总额	836,122.2	1,100,954.5	990,349.9	1,203,556.1	1,163,045.1	DPS(元)	0.20	0.21	0.26	0.30	0.34
少数股东权益	70,805.3	100,508.3	113,454.8	128,272.3	145,137.1	分红比率	23.0%	21.6%	23.0%	23.0%	23.0%
股本	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0	股息收益率	2.0%	2.1%	2.6%	3.0%	3.4%
留存收益	119,151.9	142,616.6	165,655.7	196,488.0	231,438.6						
股东权益	238,782.7	290,998.8	309,110.5	354,760.3	406,575.7						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.87	1.00	1.14	1.30	1.49
现金流量表						BVPS(元)	5.60	6.35	6.52	7.55	8.71
净利润	35,942.8	41,172.2	34,217.4	39,135.3	44,562.6	PE(X)	11.5	10.1	8.8	7.7	6.7
加:折旧和摊销	6,451.0	6,793.4	6,098.9	6,098.9	6,098.9	PB(X)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.1
资产减值准备	3,756.3	5,365.5	-	-	-	P/FCF	3.1	2.7	-19.2	6.8	8.6
公允价值变动损失	607.6	-746.5	-24.0	16.2	-2.8	P/S	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
财务费用	9,391.9	9,964.6	9,046.6	10,263.1	11,054.7	EV/EBITDA	1.7	2.5	3.7	2.1	2.1
投资损失	-1,855.1	-6,131.5	-3,437.9	-3,810.2	-4,461.8	CAGR(%)	14.5%	14.3%	12.4%	14.5%	14.3%
少数股东损益	9,880.9	11,302.1	12,946.5	14,817.5	16,864.8	PEG	0.8	0.7	0.7	0.5	0.5
营运资金的变动	-9,768.1	38,071.5	-64,121.1	50,658.8	-62,296.5	ROIC/WACC	4.0	6.3	6.7	4.1	7.6
经营活动产生现金流量	54,603.6	107,047.9	-5,273.6	117,179.5	11,819.9	REP	0.3	0.3	0.2	0.4	0.2
投资活动产生现金流量	-17,993.8	-4,732.1	17,226.9	-1,390.8	3,332.9						
融资活动产生现金流量	26,950.4	-1,914.8	-11,772.2	-77,905.8	25,046.8						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王鑫、苏多永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034