

**中国建筑(601668)/房屋建设**
**Q3 营收显著加速, 扣非净利润快速增长**
**评级: 买入(维持)**

市场价格: 9.67

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

分析师: 程龙戈

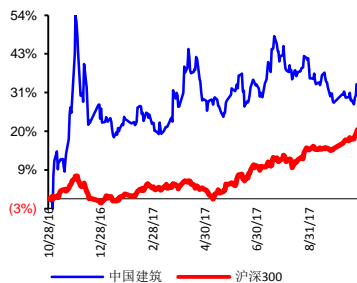
执业证书编号: S0740517080006

电话:

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)	9.67
市值(百万元)	290,100
流通市值(百万元)	287,506

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 新开工面积持续加速, 新签订单稳健增长
- 2 Q2 收入盈利小幅加速, 基建贡献持续加大
- 3 7月新开工大幅增长, 订单增速有所回落

**公司盈利预测及估值**

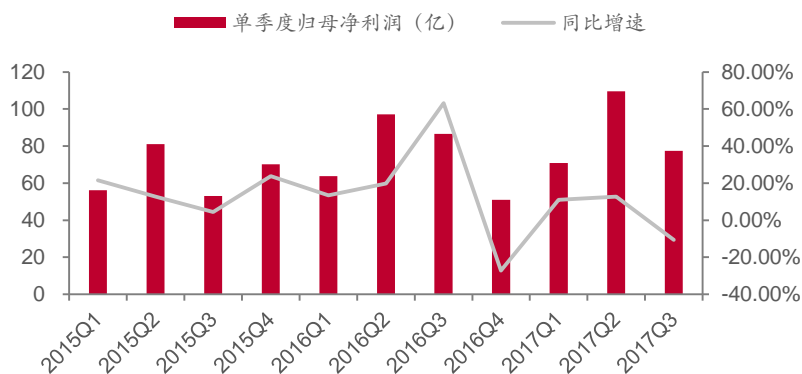
指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	880,577	959,765	1,062,100	1,173,737	1,279,750
增长率 yoy%	10.07%	8.99%	10.66%	10.51%	9.03%
净利润	26,061.9	29,870.1	33,804.3	39,021.5	43,736.6
增长率 yoy%	15.47%	14.61%	13.17%	15.43%	12.08%
每股收益(元)	0.87	1.00	1.13	1.30	1.46
每股现金流量	1.82	3.57	0.66	1.44	2.36
净资产收益率	15.52%	15.68%	17.29%	17.23%	16.75%
P/E	11.1	9.7	8.6	7.4	6.6
PEG	0.8	0.7	0.7	0.5	0.5
P/B	1.7	1.5	1.5	1.3	1.1

备注:

**投资要点**

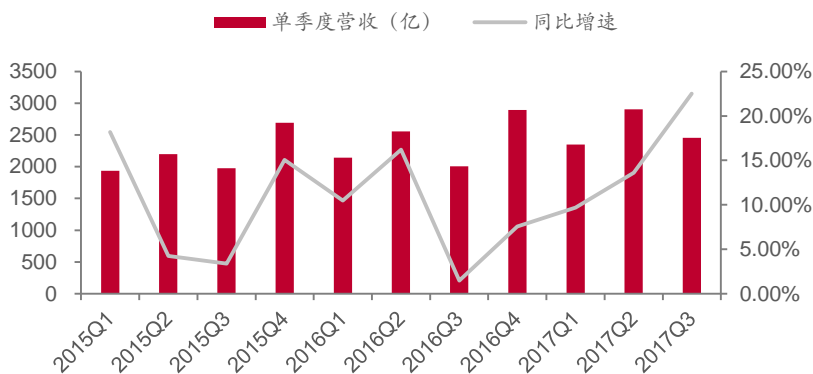
- Q3 营收显著加速, 扣非净利润快速增长。**公司 2017 前三季度营业收入 7708.99 亿元, 同比增长 15.03%; 归母净利润 257.82 亿元, 同比增长 4.1%, 扣除非经常性损益后归母净利润 253.65 亿元, 同比增长 24.7%。公司营收增速创 15 年以来新高, 主要因基建与地产收入大幅增长; 归母净利润增速较低而扣非后快速增长, 主要系去年同期收购中信地产交易产生大额投资收益计入非经常性收益(去年同期归母净利润增速达 30.05%, 基数较高)。分季度看 Q1-Q3 单季收入分别增长 9.7%/13.61%/22.51%, Q3 显著加速, 营收增速连续 5 个季度持续提升, 归母净利润分别增长 11.03%/12.69%/-10.63%。由于去年四季度公司归母净利润同比下滑 27.3%基数较低, 预计今年四季度业绩有望显著提速。
- 基建、地产收入大幅增长, 业务结构不断优化。**分板块看, 前三季度房屋建筑工程业务收入 4860 亿元, 同比增长 3.4%, 占比 63%, 较 2016 年下降 1.62pct; 基础设施建设与投资业务收入 1539 亿元, 同比大幅增长 61.1%, 占比达到 20%, 较去年底提升 2 个 pct; 房地产开发与投资业务收入 1144 亿元, 同比增长 25.0%, 占比 15%。高毛利率基建业务占比持续提升, 业务结构持续优化, 向着公司“532”结构目标推进, 后续盈利能力有望得到稳步提升。
- 毛利率小幅上升, 费用率控制较好, 经营活动现金流净流出增加。**2017 年前三季度公司毛利率 9.56%, 较上年同期小幅增加 0.10 个 pct, 主要因高毛利率基建、地产占比提升。税金及附加占收入比上升 0.28 个 pct。三项费用率 2.79%, 较上年同期小幅下降 0.06 个 pct, 其中销售/管理/财务费用率分别变动-0.02/-0.08/+0.04 个 pct。资产减值损失较上年同期减少 10.06 亿元。投资收益较上年同期减少 25.45 亿元, 主要系去年同期公司下属子公司中国海外发展收购中信物业组合的交易对价中包含处置 4 个项目公司增加了投资收益, 导致上年同期基数较高所致。净利率下降 0.35 个 pct, 为 3.34%。公司经营性现金流净额-752.55 亿元, 去年同期为 234.2 亿元, 同比下降 421.32%, 主要因本期拿地支出增加, 同时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。前三季度公司收现比/付现比分别为 97%/109%, 同比变动分别为-1/+11 个 pct。
- 新签合同保持较快增长, 新开工及地产销售放缓。**公司 1-9 月新签建筑业务新签合同额 16033 亿元, 同比增长 25.0%, 较 1-8 月略微放缓。其中, 房建/基建/勘察设计的新签合同额分别为 10901/5049/83 亿元, 同比增速分别为 18.8%/40.4%/40.1%。1-9 月新开工面积 23215 万平方米, 同比增长 23.5%, 较 1-8 月份下降 1.6 个 pct, 其中 9 月单月新开工面积 2334 万平方米, 同增 10.77%。1-9 月公司房地产合约销售额/销售面积分别同比增长 10.9%/7.4%, 较 1-8 月大幅放缓, 主要因去年 9 月起合并中信地产业务完成造成基数较高。
- 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 8.6/7.4/6.6 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：单季度归母净利润及增速**



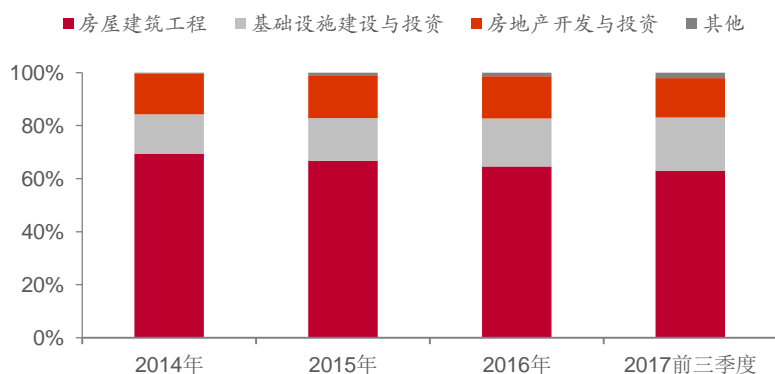
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 2：单季度收入及增速**

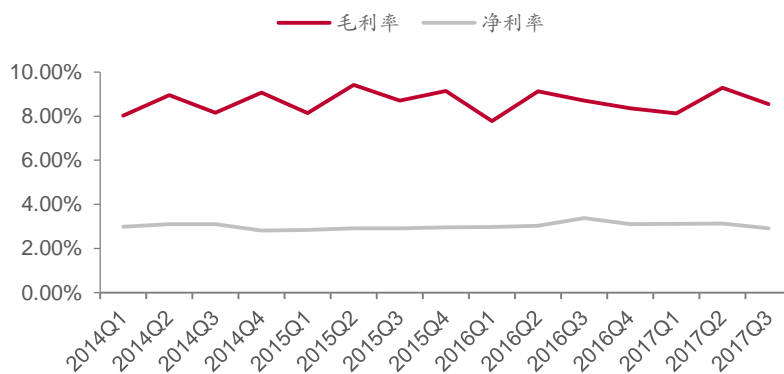


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 3：公司业务结构变化**



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 4：公司单季度毛利率及净利率**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 5：公司业务数据变化情况**

时间	新签合同 累计同比	房屋建筑新签 合同累计同比	基础设施新签 合同累计同比	境内新签合 同累计同比	境外新签合 同累计同比	新开工面积 累计同比	合约销售 额累计同 比	合约销售面 积累计同 比
1410	7.70%	7.50%	10.50%	7.20%	15.90%	20.50%	-9.50%	-7.20%
1411	11.20%	10.10%	19.60%	10.50%	24.80%	17.20%	-8.10%	-10.30%
1412	11.30%	12.30%	6.70%	11.10%	13.10%	17.70%	-5.40%	-9.70%
1501	28.88%	18.70%	215.60%	42.20%	-17.00%	33.42%	-15.80%	-3.20%
1502	17.69%	5.10%	137.90%	22.20%	-14.20%	-3.85%	-19.40%	-12.50%
1503	1.80%	-5.00%	73.00%	2.70%	-8.40%	-10.90%	-13.30%	-0.40%
1504	1.00%	-4.10%	49.70%	-0.50%	23.10%	-19.83%	-4.60%	6.40%
1505	-2.59%	-8.80%	65.30%	-4.20%	25.00%	-27.82%	5.20%	18.30%
1506	-2.10%	-3.70%	10.90%	0.70%	1.60%	-28.20%	12.80%	23.10%
1507	-2.98%	-4.90%	11.20%	-3.90%	12.90%	-29.60%	20.10%	25.80%
1508	-3.53%	-3.40%	-3.50%	-6.50%	53.80%	-31.94%	19.40%	27.00%
1509	-3.30%	-5.10%	9.20%	-5.80%	50.30%	-28.30%	19.40%	26.90%
1510	-1.60%	-4.20%	14.00%	-2.80%	20.00%	-26.30%	17.20%	24.00%
1511	-1.40%	-2.90%	7.10%	-2.10%	10.50%	-24.30%	24.20%	29.60%
1512	7.10%	3.00%	26.70%	6.90%	42.20%	-22.20%	28.80%	29.70%
1601	-8.70%	-12.70%	19.10%	-2.50%	-45.40%	-14.50%	0.20%	-2.90%
1602	-3.99%	-5.04%	0.27%	0.30%	-48.20%	1.94%	15.82%	11.70%
1603	26.90%	18.70%	74.50%	29.90%	-12.00%	2.50%	26.40%	20.80%
1604	32.21%	21.64%	96.25%	37.00%	-24.60%	3.60%	26.40%	22.20%
1605	36.07%	22.29%	120.95%	38.90%	-1.00%	12.72%	24.85%	18.00%
1606	26.80%	9.60%	142.80%	25.10%	55.10%	15.90%	18.40%	7.20%
1607	32.04%	12.76%	145.88%	31.20%	45.50%	17.19%	12.82%	4.00%
1608	29.86%	10.65%	139.06%	31.70%	8.20%	14.71%	22.72%	8.50%
1609	34.30%	14.60%	141.20%	34.20%	35.20%	13.50%	49.70%	22.80%
1610	29.24%	9.15%	130.34%	29.20%	30.40%	10.51%	53.40%	26.20%
1611	32.34%	14.24%	123.60%	32.00%	37.30%	11.93%	32.46%	11.30%
1612	23.70%	8.40%	83.10%	25.10%	5.80%	14.90%	22.30%	7.50%

---

1701	4.24%	2.49%	13.38%	11.70%	-75.00%	60.70%	37.20%	9.20%
1702	22.17%	3.79%	94.01%	23.60%	-6.60%	27.15%	48.30%	31.00%
1703	24.40%	12.30%	71.30%	25.60%	1.40%	11.10%	50.30%	28.30%
1704	18.80%	8.90%	54.30%	18.00%	36.20%	17.80%	52.50%	30.50%
1705	16.50%	6.70%	48.80%	17.20%	3.40%	9.90%	53.30%	31.10%
1706	33.70%	23.40%	64.50%	30.20%	80.50%	18.20%	50.00%	36.10%
1707	26.70%	22.70%	37.00%	22.20%	88.90%	22.50%	45.60%	30.60%
1708	26.20%	21.10%	39.10%	22.30%	81.20%	25.10%	36.10%	24.00%
1709	25.00%	18.80%	40.40%	22.50%	56.30%	23.50%	10.90%	7.40%

---

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6: 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	2.1%	2.2%	2.6%	3.0%	3.3%
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)	11.1	9.7	8.6	7.4	6.6
公允价值变动损失	607.6	-746.5	-24.0	16.2	-2.8	PB(X)	1.7	1.5	1.5	1.3	1.1
财务费用	9,391.9	9,964.6	10,515.4	10,589.1	12,232.5	P/FCF	3.0	2.6	-8.1	-14.3	5.3
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	0.2	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	2.8	2.9	2.0
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	6.3	6.9	5.3	3.9
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	0.2	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。