

公司研究/季报点评

2017年10月30日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 9.67
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

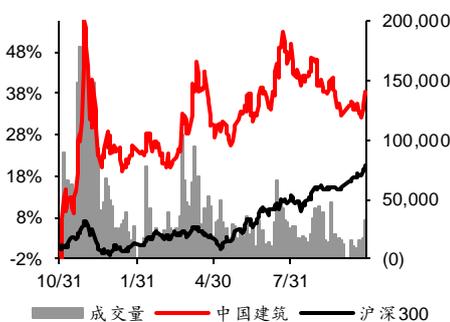
黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 021-28972059
fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1 《中国建筑(601668,买入): 业绩符合预期, 各项业务稳健发展》2017.08
- 2 《中国建筑(601668,买入): 订单全面超预期, 业绩高速增长可期》2017.07
- 3 《中国建筑(601668,买入): 基建 PPP 发展迅猛, 地产加速去化》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)	7.02-11.15
总市值(百万元)	290,100
总资产(百万元)	1,527,107
每股净资产(元)	6.91

资料来源: 公司公告

Q3 营收增长加速, 扣非业绩好于预期

中国建筑(601668)

Q3 收入确认加速, 基建订单高速增长向收入业绩传导

公司 1-9 月实现归母净利润 257.82 亿元, 同比增长 4.1%, Q3 单季度实现业绩 77.44 亿元, 同比下降 10.6%, 主要是去年同期收购导致基数较高。前三季度扣非后业绩 253.65 亿元, 同比增长 24.7%, 好于市场预期。主要是公司去年基建订单翻倍增长趋势开始向收入业绩传导。公司 1-9 月基建订单同比增长 40.4%, 基建收入同比增长 61.1%, 盈利能力整体稳定, 房建/地产业务稳健发展和转型, 维持“买入”评级。

基建地产拉动 Q3 收入高速增长, 高基数影响业绩增速

公司 2017 年前三季度累计实现营收 7709 亿元, 同比增长 15.0%, 高于 2017H1 的 11.8% 增速; Q3 单季度实现营收 2456 亿元, 同比增长 22.5%, 高于 Q1、Q2 的增速 9.7%、13.6%。前三季度房建/基建/地产收入分别同比增长 3.4%/61.1%/25.0%, 高于 2017H1 的 4.4%/33.0%/21.6%, 基建与地产业务是 Q3 收入高速增长的重要因素。公司前三季度累计实现归母净利润 257.82 亿元, 同比增长 4.1%, 实现扣非业绩 253.65 亿元, 同比增长 24.7%, 主要是去年同期处置子公司/长期股权投资产生投资收益 63.89 亿元导致非经常性损益较高, 全年预计该因素影响将减弱。

盈利能力整体稳定, 管理效率持续提升

公司前三季度毛利率为 9.56%, 较 2017H1 下降 0.85pct, 但仍高于去年同期 0.10pct; 前三季度净利率为 4.50%, 较 2017H1 下降 0.35pct, 也高于去年同期 0.10pct, 盈利能力整体保持稳定。公司前三季度期间费用率 2.79%, 较 2017H1 下降 0.22pct, 其中销售费用率持平, 管理费用率下降 0.08pct, 财务费用率下降 0.14pct, 提质增效效果进一步体现。公司 1-9 月经营现金净流出 752.55 亿元, 连续三个季度为负, 投资现金净流出 277.89 亿元, 我们预计与 PPP 等基础设施投融资业务的快速发展有关。

基建业务快速发展, 期待多元融资降杠杆

公司前三季度累计新签建筑合同 16033 亿元, 同比增长 25.0%, 其中基建与投资业务占比 31.49%, 同比增长 40.4%; 设计勘察业务 83 亿元, 同比增长 40.1%, 显示行业投资持续性较好, 公司基建收入有望维持较快增长。公司 9 月末资产负债率 79.38%, 较 2017 年 6 月末上升 0.13pct, 较去年同期上升 0.74pct, 我们预计与基建业务的快速发展有关。公司目前已发行 150 亿元优先股及 20 亿元永续债, 但相对 PPP 等投融资业务的发展规模仍然较小, 未来期待通过多元化融资渠道降低杠杆。

各项业务稳健发展, 维持“买入”评级

公司 1-9 月新签订单同比增长 25%, 房建/地产业务稳健发展和转型, 基建继续维持高速增长。新增土地储备 1399 万平方米, 较去年同期下滑 25%。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: 信贷整体继续偏紧、央企去杠杆导致 PPP 落地变慢等。

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)	11.13	9.71	8.54	7.57	6.80

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

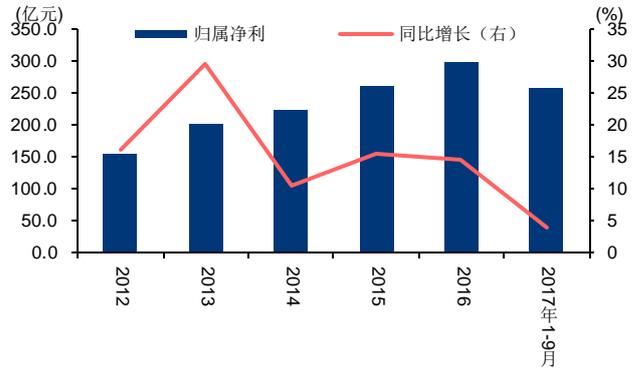
公司近期经营一览

图表1: 2012-2016年及2017年前三季度收入与增速



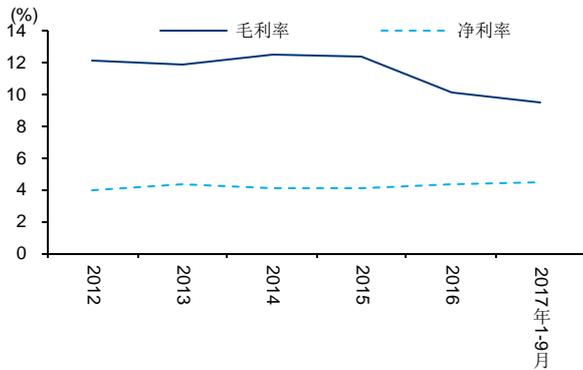
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 2012-2016年及2017年前三季度业绩与增速



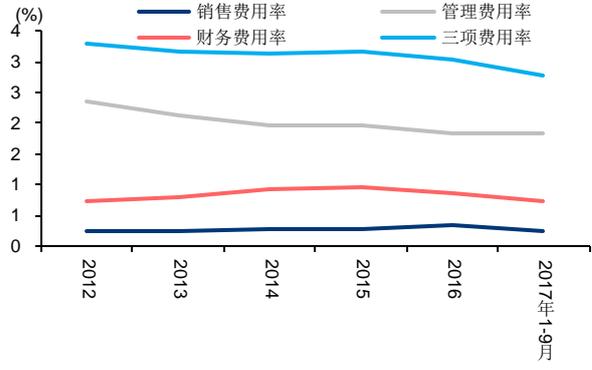
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 2012-2016年及2017年前三季度毛利率与净利率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

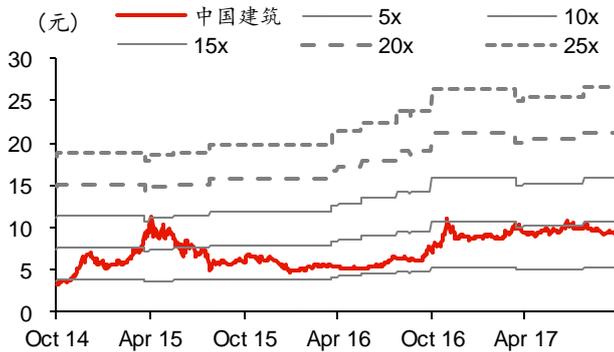
图表4: 2012-2016年及2017年前三季度期间费用率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

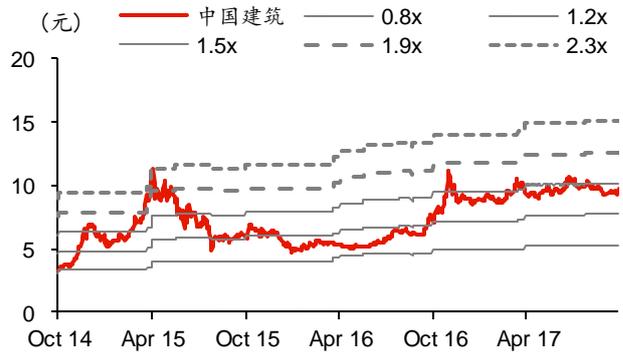
PE/PB - Bands

图表5: 中国建筑历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 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

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

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	1,141,867	1,244,635
营业成本	771,039	862,788	936,721	1,019,687	1,110,214
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)	11.13	9.71	8.54	7.57	6.80
PB(倍)	1.73	1.52	1.32	1.16	1.02
EV_EBITDA(倍)	5.57	5.24	4.70	4.12	3.68

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