

2017年10月29日

中国建筑 (601668.SH)

前三季度营收及扣非后归母净利润增长强劲，基建、海外业务成绩斐然

■**事项：**公司发布2017年第三季度报告，前三季度累计实现营业收入7708.99亿元，同比增长15.03%。前三季度累计实现归属于上市公司股东的净利润257.82亿元，同比增长4.10%，扣非后同比增长24.70%。前三季度实现基本每股收益0.83元。1-9月，公司建筑业务新签合同额约16033亿元，同比增长25.0%。

■**前三季度营收快速增长，Q3净利润受去年同期非经常性损益金额较大影响同比出现回落：**公司2017Q1-Q3实现营业收入7708.99亿元（同比+15.03%），相当于公司2016年全年营收9597.65亿元的80.32%。分季度看，公司2017Q1、Q2、Q3单季分别实现营收2348.27亿元（同比+9.70%）、2904.27亿元（同比+13.61%）、2456.45亿元（同比+22.51%），前三季度营收同比均实现了较快正增长，增速逐季加快，Q3营收同比增速达到年内最高。**营收结构方面**，期内房建业务收入4860亿元，同比增长3.4%，占比63%；基建与投资业务收入1539亿元，同比大幅增长61.1%，占比20%；房地产业务收入1144亿元，同比增长25.0%，占比15%。**净利润方面**，公司2017Q1-Q3实现归属于上市公司股东的净利润257.82亿元（同比+4.10%），相当于公司2016年全年实现归母净利润298.70亿元的86.31%，创同期历史新高。分季度看，公司2017Q1、Q2、Q3分别实现归母净利润70.83亿元（同比+11.03%）、109.54亿元（同比+12.69%）、77.44亿元（同比-10.63%），Q3归母净利润同比出现回落拖累前三季度业绩增速，我们认为主要为16Q3受当期确认的投资收益（65.71亿元，同比+752%，因子公司中国海外发展收购中信集团物业组合）影响致使当期公司归母净利润基数较高，如剔除此因素影响，则17Q3较16Q3扣非归母净利润增速可达到62.5%。

■**销售净利率环比略有降低，前三季度经营性现金流累计净流出大幅增加：**公司三季报综合毛利率达到9.56%，较去年同期（9.46%）略增加了0.1个pct，较2017年中报（10.41%）有所降低，其中Q3单季毛利率为7.74%，高于去年同期（7.64%）但低于17Q2（11.61%）毛利水平，我们认为或为第三季度惯例结算项目较少以及今年受到上游原材料涨价等因素影响。**期间费用方面**，公司三季报期间费用率为2.79%，较去年同期（2.85%）略降，较2017年中报（3.01%）亦有所降低；其中管理费用较去年同期增加约12.84亿元（+10.06%），销售费用较去年同期增加约1.07亿元（+5.93%），财务费用较去年同期增加约9.88

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：**12.0元**
股价（2017-10-27）**9.67元**

交易数据

总市值(百万元)	290,100.00
流通市值(百万元)	287,505.57
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	7.02/11.15元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.31	-9.85	21.66
绝对收益	2.0	-4.82	31.73

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：2017H1 业绩稳健提升，基建、地产及海外业务共同发力/王鑫 2017-08-23
- 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

亿元 (+21.78%)。 **净利润率及 ROE 方面**，公司三季报销售净利率为 4.50%，较去年同期 (4.89%) 降低了 0.39 个 pct，较 2017 年中报 (4.85%) 亦有所降低；ROE (加权) 为 12.40%，较去年同期 (13.10%) 降低了 0.70 个 pct。 **资产减值方面**，公司前三季度资产减值损失较去年同期减少 -10.06 亿元 (-24.64%)，其中 17Q3 同比减少 11.34 亿元。 **现金流方面**，2017 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为 -752.55 亿元，较去年同期净流出大幅增加 986.75 亿元，主要由于付现的大幅增加，从公司中报披露信息可以看出经营性现金流出主要用于：1) 房地产业务，主要为拿地支出增加所致；2) 建筑业务，主要为支付分供商款项增加所致。

■ **货币资金余额有所减少，预收款项及存货较去年同期及年初均增加**：货币资金方面，期末公司货币资金余额为 2340.26 亿元，同比减少 240.93 亿元 (-9.3%)，较年初减少 27.1 %，资金支出主要为期内公司经营活动和投资活动产生的现金净流出较多所致。 **预收款项、应付账款及应收账款方面**，三季度末公司预收款项为 1945.54 亿元，同比增加 80.53 亿元 (+4.3%)，较年初增加 7.9%，我们判断主要为公司预收工程款增加及预收房地产售楼款增加所致。应付账款为 4435.73 亿元，同比增加 756.61 亿元 (+20.6%)，较年初增加 10.2%。应收账款为 1570.64 亿元，同比减少 8.49 亿元 (-0.05%)，较年初增加 13.3%。 **存货 (含已完工未结算) 方面**，存货为 5892.82 亿元，同比增加 644.72 亿元 (+12.3%)，较年初增加 19.2%，其中已完工未结算款部分较年初增加 32.5%，主要为期内公司新开工项目较多、部分项目结算周期较长导致已完工未结算款增加，同时公司房地产存货规模也有所上升。 **资本结构方面**，报告期末剔除预收账款后公司的资产负债率为 76.37%，同比提高 1.17 个 pct，与 2017 年中报持平，总体负债率水平仍偏高存在优化空间。

■ **新签合同大基数下仍保持强劲增速，基建及投资业务成为重要驱动**：根据公司公告显示，公司 2017 年上半年建筑业务新签合同额 16033 亿元 (同比+25.0%)。 **从业务结构来看**，房建业务新签合同额 10901 亿元 (同比+18.8%)，占建筑业务新签合同总额的 68.0%；基建与投资业务新签合同额 5049 亿元 (同比+40.4%)，占建筑业务新签合同总额的 31.5%；勘察设计业务新签合同额 83 亿元 (同比+40.1%)，占建筑业务新签合同总额的 0.5%。房建业务仍是公司建筑业务新签合同额增长的主要来源，基建与投资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**，境内新签合同额 14593 亿 (同比+22.5%)，占新签合同总额的 91.0%；境外新签合同额 1440 亿 (同比+56.3%)，占新签合同总额的 9.0%，境内外市场均实现了快速增长，境外市场增速更高。 **房地产业务方面**，期内公司房地产业务合约销售额约 1678 亿元，同比增长 10.9%；合约销售面积约 1162 万平方米，同比增长 7.4%；新增土地储备约 1399 万平米，期末拥有土地储备约 8077 万平米。地产新开工面积 1151 万平米，同比下降 0.4%；在建面积 2915

■**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)	11.1	9.7	8.5	7.4	6.5
市净率(倍)	1.7	1.5	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	2.1%	2.2%	2.7%	3.1%	3.5%
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

财务报表预测和估值数据汇总

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%
						运营效率					
						固定资产周转天数	10	10	9	7	4
						流动营业资本周转天数	22	13	24	24	23
						流动资产周转天数	317	364	362	353	354
						应收帐款周转天数	60	63	63	62	63
						存货周转天数	150	165	158	159	160
						总资产周转天数	408	463	453	430	423
						投资资本周转天数	40	32	42	40	34
						投资回报率					
						ROE	15.5%	15.7%	17.5%	17.3%	17.0%
						ROA	3.3%	3.0%	3.6%	3.5%	3.9%
						ROIC	36.9%	57.6%	61.2%	37.4%	69.6%
						费用率					
						销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
						管理费用率	2.0%	1.8%	1.9%	1.9%	1.8%
						财务费用率	1.0%	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%
						三费/营业收入	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
						偿债能力					
						资产负债率	77.8%	79.1%	76.2%	77.2%	74.1%
						负债权益比	350.2%	378.3%	320.4%	339.3%	286.1%
						流动比率	1.36	1.39	1.43	1.29	1.40
						速动比率	0.73	0.77	0.82	0.68	0.79
						利息保障倍数	6.59	7.30	7.46	7.53	7.91
						分红指标					
						DPS(元)	0.20	0.21	0.26	0.30	0.34
						分红比率	23.0%	21.6%	23.0%	23.0%	23.0%
						股息收益率	2.1%	2.2%	2.7%	3.1%	3.5%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	35,942.8	41,172.2	34,217.4	39,135.3	44,562.6	EPS(元)	0.87	1.00	1.14	1.30	1.49
加:折旧和摊销	6,451.0	6,793.4	6,098.9	6,098.9	6,098.9	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	8.5	7.4	6.5
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	9,046.6	10,263.1	11,054.7	P/FCF	3.0	2.6	-18.6	6.6	8.3
投资损失	-1,855.1	-6,131.5	-3,437.9	-3,810.2	-4,461.8	P/S	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
少数股东损益	9,880.9	11,302.1	12,946.5	14,817.5	16,864.8	EV/EBITDA	1.7	2.5	3.5	2.0	2.0
营运资金的变动	-9,768.1	38,071.5	-64,121.1	50,658.8	-62,296.5	CAGR(%)	14.5%	14.3%	12.4%	14.5%	14.3%
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	PEG	0.8	0.7	0.7	0.5	0.5
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	ROIC/WACC	4.0	6.3	6.7	4.1	7.6
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	REP	0.3	0.3	0.2	0.4	0.2

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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	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	
	巢莫雯			

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