

中国建筑 (601668.SH) 三季度报点评

三季度收入明显提速，预计全年业绩仍将保持稳健增长

核心观点:

- **三季度收入明显提速，基建、地产业务占比上升**

公司前三季度实现营业收入 7709 亿元，同比增长 15%，其中三季度单季收入增速为 22.51%，环比大幅提升。分业务看，基建收入 1539 亿元，同增 61.1%，占比 20%；房地产开发收入 1144 亿元，同增 25%，占比 15%。今年三季度公司毛利率为 9.56%，同比上升 0.1 个百分点。

- **上期投资收益基数较高导致净利润增长放缓，现金流恶化**

公司前三季度期间费用率为 2.79%，同比下降 0.06 个百分点；资产减值损失同比下降 10 亿，可能是应收账款下降所致；投资收益同比下降 25.45 亿，主要是上期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。整体来看，2017 年三季度公司归母净利润为 257.82 亿元，同比增加 4.1%。公司付现比大幅提高且付现比下降，经营性现金流净额为 -752.5 亿元，大幅下降。

- **高基数下订单仍实现快速增长，基建订单尤为亮眼**

前三季度公司建筑业务新签合同额 1.6 万亿元，同比增长 25%（在去年 34.3% 的高基数下仍有较快增长）；分业务看，基建业务增长迅猛，新签合同额 5049 亿元，增速达 40.4%。地产业务方面，前三季度销售面积 1162 万 m²，较去年同期增长 7.4%；实现合约销售额 1678 亿元，增速达 10.9%

- **预计全年净利润增速将回到正常水平，维持“买入”评级**

公司前三季度收入实现快速增长，由于投资收益基数原因导致净利润增速放缓，预计全年将回到正常水平。公司前三季度新签订单情况也表现亮眼，在去年高基数下仍有较快增长，为未来业绩持续增长提供支撑。目前公司第二期限制性股票激励已经实施完毕，预计净利润三年复合增长率不低于 10% 等考核目标完成的概率较大。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 1.15、1.32、1.51 元，维持“买入”评级。

- **风险提示**

固定资产投资额增速下滑、项目推进不及预期风险。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	880,577	959,765	1,069,384	1,187,441	1,319,706
增长率(%)	10.07%	8.99%	11.42%	11.04%	11.14%
EBITDA(百万元)	64,471.04	64,548.22	80,078.46	89,114.77	97,981.30
净利润(百万元)	26,061.90	29,870.10	34,429.32	39,629.99	45,226.42
增长率(%)	15.47%	14.61%	15.26%	15.11%	14.12%
EPS(元/股)	0.869	0.996	1.148	1.321	1.508
市盈率(P/E)	7.30	8.90	8.43	7.32	6.41
市净率(P/B)	1.27	1.54	1.42	1.21	1.03
EV/EBITDA	3.69	4.61	4.91	5.09	4.98

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	9.67 元
前次评级	买入
报告日期	2017-10-30

相对市场表现



分析师: 姚 遥 S0260517070002
 18521722468
 gfyayao@gf.com.cn

相关研究:

- 中国建筑(601668.SH)年报 2017-04-13
 点评: 盈利水平、现金流达近年较高水平,持续受益于国家战略发展
- 中国建筑(601668.SH)公告 2017-01-19
 点评: 业绩增长稳健,基建订单增长迅速
- 中国建筑(601668.SH)深度报告: 业绩持续稳健增长,资产荒下公司估值有望持续提升

联系人: 张欣劼 18515295560
 zhangxinjie@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

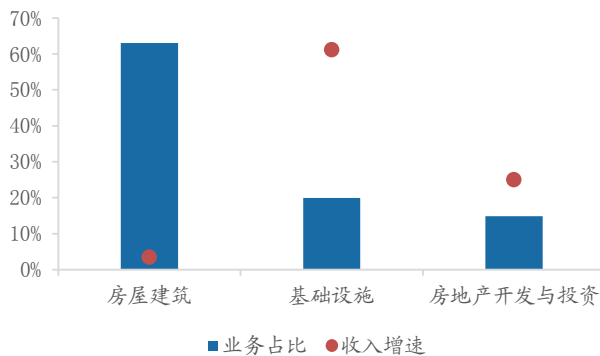
公司近日公布了 2017 年三季报，报告期内实现营业收入 7709 亿元，同比上升 15%；实现归母净利润 257.82 亿元，同比上升 4.1%；实现经营性现金流-752.55 亿元，同比下降 421.3 %。点评如下：

1、三季度收入明显提速，基建、地产业务占比上升

公司 2017 年三季度实现营业收入 7709 亿元，同比增长 15%，实现较快增长。其中，房屋建筑工程业务收入 4860 亿元，同增 3.4%，占比 63%；**基础设施建设与投资业务收入 1539 亿元，同增 61.1%，占比 20%**；房地产开发与投资业务收入 1144 亿元，同增 25.0%，占比 15%。

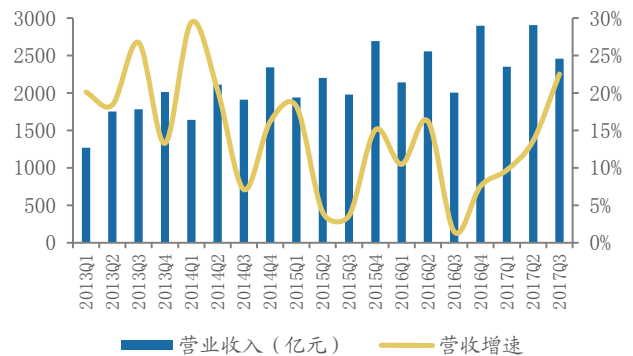
环比来看，公司三季度单季收入增速为 22.51%，环比持续提升（二季度单季增速为 13.61%，一季度为 9.70%）。

图1：公司前三季度营业收入业务占比与增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

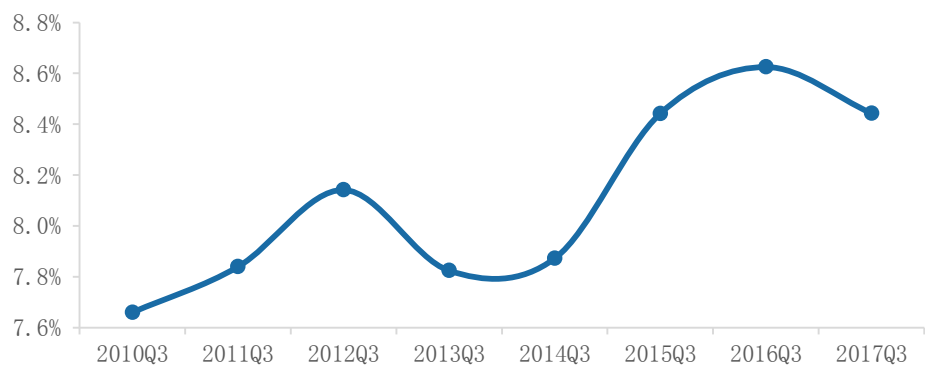
图2：公司单季营业收入（亿元）及增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

今年三季度公司毛利率为 9.56%，同比上升 0.1 个百分点。公司剔除营改增影响后的毛利率（（毛利-营业税金及附加）/销售收入）为 8.44%，同比下降 0.18 个百分点。

图3：公司剔除营改增影响后毛利率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

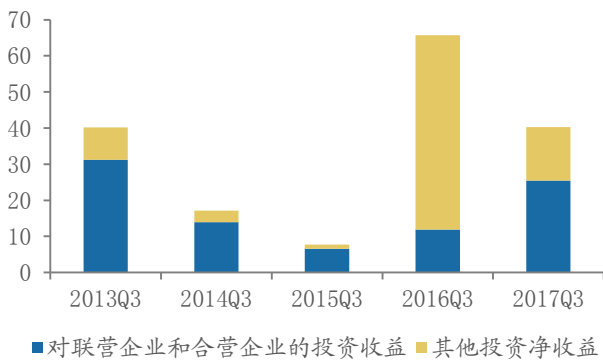
2、上期投资收益基数较高导致净利润增长放缓

费用方面，公司2017年三季度期间费用率为**2.79%**，同比下降**0.06个百分点**。其中，占比最大的管理费用率降低**0.08个百分点**；销售费用率下降**0.02个百分点**；财务费用率上升**0.04个百分点**，可能是中海地产完成收购中信物业组合等原因以及有息负债增加所致（其中长期借款同比增加**23.35%**，短期借款同比增加**50.4%**）。

前三季度**资产减值损失同比下降10亿**，可能是应收账款下降所致（2017Q3应收账款同比增速**-0.54%**，2016Q3为**2.03%**）。**投资收益同比下降25.45亿**，其中公司联营企业和合营企业的投资收益为**25.41亿元**，同比增长**114.1%**；但是上期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。

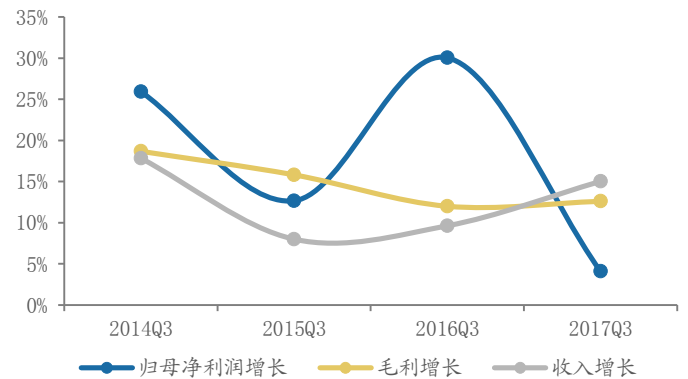
整体来看，2017年三季度公司归母净利润为**257.82亿元**，同比增加**4.1%**；净利率为**3.34%**，同比下降**0.35个百分点**。

图4：2017年前三季度投资净收益同比显著下降



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图5：收入增速高于净利润、毛利增速

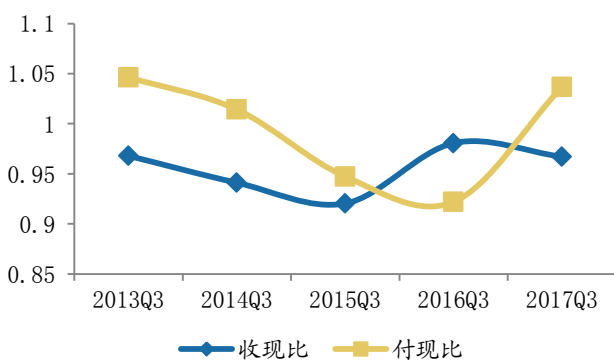


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

3、付现比大幅提高且付现比下降，经营性现金流恶化

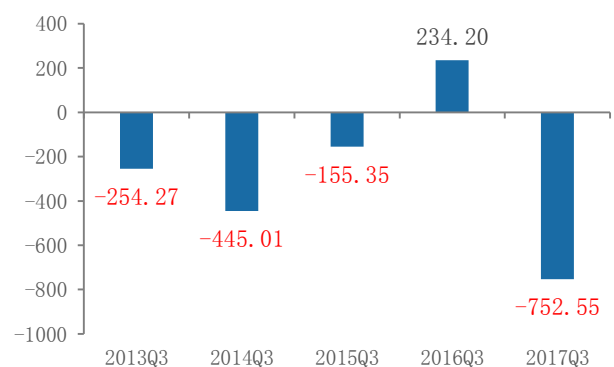
2017年三季度公司收现比同比下降**1.36个百分点**，付现比同比上升**11.49个百分点**，付现比增幅较大。三季度公司经营性现金流净额**-752.55亿元**，同比下降**421.32%**，大幅恶化。

图7：收付现比情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图8：经营活动产生的现金流量净额(亿元)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

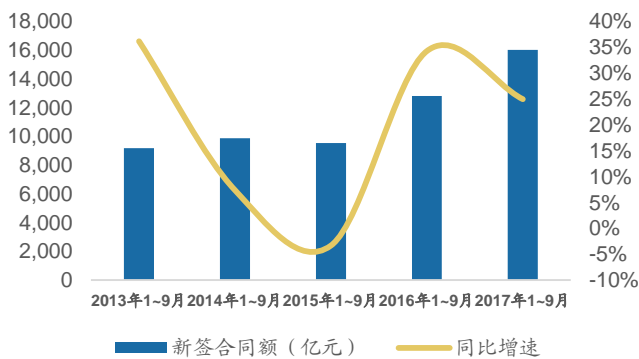
4、高基数下订单仍实现快速增长，基建订单尤为亮眼

建筑业务方面，前三季度公司新签合同额1.6万亿元，同比增长25%（在去年34.3%的高基数下仍有较快增长）；新开工面积达到2.32亿㎡，同比23.5%。各细分业务中，房屋建筑业务占比最高，新签合同额10901亿元，同比增长18.8%；基础设施业务增长迅猛，新签合同额5049亿元，增速达40.4%，成为促进公司订单增长的强劲动力；勘探设计业务占比小，新签合同额83亿元，也实现了40.1%的增幅。

房地产业务方面，前三季度合约销售面积1162万㎡，较去年同期增长7.4%；实现合约销售额1678亿元，增速达10.9%。

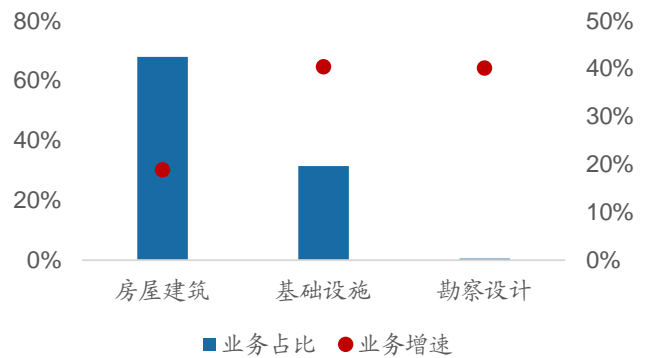
PPP方面，截止目前，在公司今年公告的109个项目中，PPP项目25个，财政部入库项目20个，其中13个处于执行阶段，4个处于采购阶段，2个处于准备阶段，1个处于识别阶段。

图9：公司历年建筑业新签合同情况



数据来源：公司半年报、广发证券发展研究中心

图10：2017年9月新签合同业务占比与各业务增速



数据来源：公司半年报、广发证券发展研究中心

5、投资建议

公司前三季度收入实现快速增长，由于投资收益基数原因导致净利润增速放缓，预计全年将回到正常水平。公司前三季度新签订单情况也表现亮眼，在去年高基数下仍有较快增长，为未来业绩持续增长提供支撑。目前公司第二期限制性股票激励已经实施完毕，预计净利润三年复合增长率不低于10%等考核目标完成的概率较大。预计公司17-19年EPS为1.15、1.32、1.51元，维持“买入”评级。

风险提示

固定资产投资额增速下滑、项目推进不及预期风险。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	831711	110994	103431	116786	131046
货币资金	216410	320860	229539	237488	250744
应收及预付	183930	227905	221029	255190	279999
存货	387589	494269	563123	654558	763592
其他流动资产	43782	66911	20627	20627	16127
非流动资产	242438	282008	313133	347933	383079
长期股权投资	26326	33477	36477	39477	42477
固定资产	24443	30026	25764	21820	18215
在建工程	10137	11275	12275	13275	14275
无形资产	11428	14694	14436	14181	13932
其他长期资产	170104	192536	224180	259180	294180
资产总计	107414	139195	134745	151579	169354
流动负债	610251	799618	694227	806747	922066
短期借款	25603	32319	0	41845	74349
应付及预收	535602	693830	654081	731580	819072
其他流动负债	49046	73469	40146	33322	28645
非流动负债	223608	299190	309125	341125	361125
长期借款	98325	143667	175667	207667	227667
应付债券	101172	121232	121232	121232	121232
其他非流动负债	24111	34290	12226	12226	12226
负债合计	833859	109880	100335	114787	128319
股本	30000	30000	30000	30000	30000
资本公积	23526	24426	24426	24426	24426
留存收益	95626	118190	148420	183850	224876
归属母公司股东权益	149313	173090	204446	239876	280902
少数股东权益	70805	100508	113536	128531	145643
负债和股东权益	107414	139195	134745	151579	169354

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	880577	959765	106938	118744	131970
营业成本	771039	862788	957099	106276	118113
营业税金及附加	31962	18297	14971	16624	18476
销售费用	2370	3208	3574	3969	4411
管理费用	17186	17718	20318	21374	23755
财务费用	8426	8114	10924	12628	14887
资产减值损失	3756	5366	5820	5009	3185
公允价值变动收益	-608	746	0	0	0
投资净收益	1855	6137	4000	4000	4100
营业利润	47085	51159	60678	69078	77956
营业外收入	865	1226	885	946	874
营业外支出	253	272	385	546	474
利润总额	47697	52113	61632	70032	78910
所得税	11754	10941	14175	15407	16571
净利润	35943	41172	47457	54625	62339
少数股东损益	9881	11302	13027	14995	17113
归属母公司净利润	26062	29870	34429	39630	45226
EBITDA	64471	64548	80078	89115	97981
EPS (元)	0.87	1.00	1.15	1.32	1.51

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	54604	107048	-11315	18903	36051
净利润	35943	41172	47457	54625	62339
折旧摊销	6451	6793	6657	6400	6053
营运资金变动	1605	53593	-77352	-54439	-45335
其它	10605	5489	11924	12317	12994
投资活动现金流	-17994	-4732	-36708	-36246	-36146
资本支出	-12599	-10866	-1708	-2246	-2246
投资变动	-3131	4301	-35000	-34000	-33900
其他	-2264	1833	0	0	0
筹资活动现金流	27415	120852	-43298	25292	13350
银行借款	111123	115242	-319	73845	52504
债券融资	101172	20060	0	0	-0
股权融资	15356	813	0	0	0
其他	-19091	94787	-10889	-16462	-19063
现金净增加额	64025	223168	-91321	7949	13256
期初现金余额	154069	216410	320860	229539	237488
期末现金余额	218095	439577	229539	237488	250744

注: 所有EPS都是按最新股本摊薄

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	10.1	9.0	11.4	11.0	11.1
营业利润增长	11.5	8.7	18.6	13.8	12.9
归属母公司净利润增长	15.5	14.6	15.3	15.1	14.1
获利能力(%)					
毛利率	12.4	10.1	10.5	10.5	10.5
净利率	4.1	4.3	4.4	4.6	4.7
ROE	17.5	17.3	16.8	16.5	16.1
ROIC	54.6	48.9	34.0	27.0	24.7
偿债能力					
资产负债率(%)	79.1	80.1	75.9	75.7	75.1
净负债比率	0.2	0.1	0.3	0.4	0.5
流动比率	1.36	1.39	1.49	1.45	1.42
速动比率	0.68	0.73	0.63	0.59	0.55
营运能力					
总资产周转率	0.89	0.78	0.78	0.83	0.82
应收账款周转率	7.28	7.06	7.02	6.64	6.76
存货周转率	2.09	1.94	1.71	1.64	1.56
每股指标(元)					
每股收益	0.87	1.00	1.15	1.32	1.51
每股经营现金流	1.82	3.57	-0.38	0.63	1.20
每股净资产	4.98	5.77	6.81	8.00	9.36
估值比率					
P/E	7.3	8.9	8.4	7.3	6.4
P/B	1.3	1.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	3.7	4.6	4.9	5.1	5.0

广发建筑工程行业研究小组

- 姚 遥： 分析师，美国普林斯顿大学土木工程博士，2015 年进入广发证券发展研究中心，2015-2016 年煤炭行业新财富第一名(团队)，水晶球第一名(团队)，2016 年社会服务行业新财富、水晶球第五名(团队)。
- 张欣劼： 研究助理，美国俄亥俄州立大学金融硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心，2016 年建筑工程行业新财富第五名(团队)，2016 年建筑工程行业水晶球第五名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。