

公司研究/公告点评

2019年01月18日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 5.70
合理价格区间(元): 6.94~7.92

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

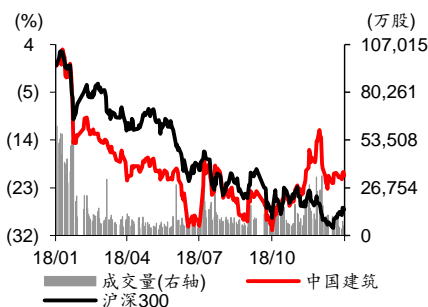
方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

王涛 021-28972059
联系人 wangtao@htsc.com

相关研究

- 1《中国建筑(601668,买入): 股权激励成功过会, 业绩稳健估值低》2018.12
- 2《中国建筑(601668,买入): 收入增速放缓, 单季费用支出增速快》2018.10
- 3《中国建筑(601668,买入): 工程类收入高速增长, 费用拖累业绩》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	41,985
流通 A 股 (百万股)	41,024
52 周内股价区间 (元)	4.96-10.67
总市值 (百万元)	239,315
总资产 (百万元)	1,819,756
每股净资产 (元)	5.66

资料来源: 公司公告

Q4 经营延续向好, 盈利提升业绩超预期

中国建筑(601668)

Q4 经营向好提速, 18 年全年业绩超预期

公司公告 2018 年实现归母净利润 363-395 亿元, 同比增长 10.2-19.9%; 预计实现扣非归母净利 351-387 亿元, 同比增长 10.3-21.6%, 超市场和我们的预期, 预增的主要原因是主业经营稳中有升, 业务结构调整初见成效。我们预计或与高毛利地产结算加快、基建盈利提升有关。考虑到 2019 年信用环境和基建补短板均有望呈现边际改善, 我们根据公司 2018 年业绩预增情况, 小幅上调 2018-2020 年 EPS 至 0.91/0.99/1.10 元 (原 0.86/0.94/1.04 元), 当前价格对应 19 年 5.8xPE, 维持“买入”评级。

地产基建毛利率提升, Q4 业绩大幅增长

根据公司预增业绩, 我们测算公司 18Q4 单季度实现归母净利 90-122 亿元, 同比增长 25.7-70.4%, 大幅超过 18 年 Q1-Q3 单季度增速 15.0%、0.4%、5.4%。18Q4 单季度实现扣非归母净利 82-118 亿元, 同比增长 26.5-82.2%, 也大幅高于 18 年前三季度累计增速 6.2%。2018 年上半年, 公司基础设施建设与投资业务毛利率 8.7%, 较 17H1 提升 0.7pct; 房地产开发与投资业务毛利率 33.9%, 较 17H1 提升 5.9pct。且公司 2018 年前三季度综合毛利率 10.49%, 较 17 年同期提升 0.93pct, 因此我们预计公司 Q4 单季业绩和扣非业绩均实现大幅增长, 或主要与高毛利率的基建项目和地产业务加快结算有关。

补短板加快基建订单降幅收窄, 地产销售同比大增

公司 2018 年 1-11 月累计实现新签合同额 2.35 万亿元, 完成全年目标的 90%, 同比增长 8.44%, 大幅高于 18H1 的 2.82%。其中累计新签建筑合同额 2.08 万亿元, 同比增长 6.32%, 11 月单月增长 49.38%, 房建订单同比增长 17.7%, 维持两位数增速; 基建订单同比下降 17.2%, 降幅环比收窄; 勘察设计订单增长 12.0%, 后续施工业务有望延续向好。公司前 11 月地产合约销售额 2682 亿元, 同比大幅增长 28.2%。

三期股权激励成功授予, 回购均价 6.18 元/股

2018 年 12 月 21 日, 公司完成回购第三期激励计划所需限制性股票, 回购均价 6.18 元/股, 实际使用资金 37.06 亿元, 并于 2018 年 12 月 26 日向 2081 人完成授予, 授予价 3.468 元/股。此次股票激励计划覆盖人数和授予规模均较前两次更广, 解锁要求前一财年 ROE 不低于 13.5%, 净利润三年 CAGR 不低于 9.5%, 充分显示公司管理层对未来发展的信心。

小幅上调 2018-2020 年业绩预测, 维持“买入”评级

由于公司 2018 年业绩预增区间超过我们预测的增速 9%, 且 2019 年补板和信用改善有望推动在手订单加快落地。我们小幅上调公司 2018-2020 年毛利率至 10.95%/11.03%/11.17% (原 10.60%/10.74%/10.93%), 对应 2018-2020 年 EPS 0.91/0.99/1.10 元 (原 0.86/0.94/1.04 元)。2019 年可比地产建筑公司 PE 均值 5.5-6.9x, 考虑公司的龙头地位和激励效应, 认可给予公司 19 年 7-8 倍 PE, 目标价 6.94-7.92 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 基建补短板低于预期, 地产销售大幅下滑, 经营现金流恶化等。

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	959,765	1,054,107	1,172,230	1,270,758	1,383,517
+/-%	8.99	9.83	11.21	8.41	8.87
归属母公司净利润 (百万元)	29,870	32,942	38,169	41,536	45,998
+/-%	14.61	10.28	15.87	8.82	10.74
EPS (元, 最新摊薄)	0.71	0.78	0.91	0.99	1.10
PE (倍)	8.01	7.27	6.27	5.76	5.20

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司经营与估值概览

图表1: 公司盈利预测调整表

	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入增速 (%)	11.21	8.41	7.62	11.21	8.41	8.87	0.00	0.00	1.25pct
毛利率 (%)	10.60	10.74	10.93	10.95	11.03	11.17	0.35pct	0.29pct	0.24pct
期间费用率 (%)	3.50	3.46	3.46	3.50	3.46	3.46	0.00	0.00	0.00
净利率 (%)	3.06	3.10	3.18	3.26	3.27	3.32	0.20pct	0.17pct	0.14pct
归母净利润 (亿元)	359.16	394.43	435.05	381.69	415.36	459.98	6.27%	5.30%	5.73%
EPS (元)	0.86	0.94	1.04	0.91	0.99	1.10	6.27%	5.30%	5.73%

资料来源: 华泰证券研究所

图表2: 可比公司估值表

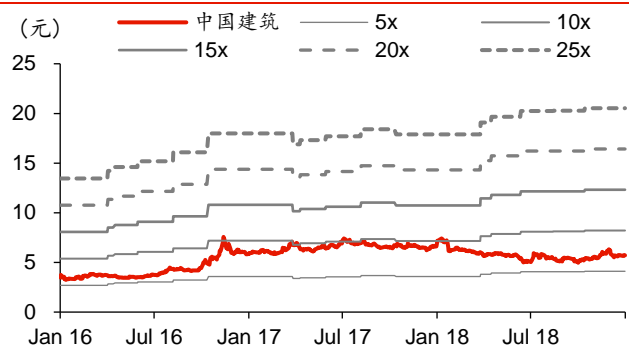
证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)			PE (倍)			CAGR	PEG (2018)
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E		
A股地产											
000002.SZ	万科A	2756.48	24.97	2.54	3.22	4.01	9.83	7.76	6.23	25.55%	0.38
600048.SH	保利地产	1400.04	11.77	1.32	1.68	2.02	8.93	7.03	5.83	23.74%	0.38
600606.SH	绿地控股	760.51	6.25	0.74	0.92	1.13	8.41	6.80	5.55	23.17%	0.36
601155.SH	新城控股	584.94	25.92	2.67	4.14	5.51	9.70	6.27	4.70	43.63%	0.22
001979.SZ	招商蛇口	1432.22	18.12	1.55	1.98	2.45	11.72	9.14	7.40	25.85%	0.45
平均							9.72	7.40	5.94		
港股地产											
1109.HK	华润置地	2110.47	30.45	3.32	4.07	4.72	9.17	7.49	6.45	19.26%	0.48
3333.HK	中国恒大	2892.53	22.05	1.86	3.97	4.74	11.87	5.56	4.65	59.79%	0.20
1918.HK	融创中国	1132.38	25.70	2.50	3.54	5.43	10.29	7.26	4.73	47.52%	0.22
2007.HK	碧桂园	2043.37	9.44	1.20	1.62	2.12	7.84	5.82	4.45	32.69%	0.24
0960.HK	龙湖地产	1334.16	22.45	2.12	2.56	3.17	10.59	8.76	7.09	22.24%	0.48
0688.HK	中国海外发展	2974.61	27.15	3.72	4.05	4.70	7.30	6.70	5.78	12.35%	0.59
平均							9.51	6.93	5.52		
A股工程											
601800.SH	中国交建	1761.43	10.89	1.27	1.37	1.51	8.56	7.92	7.20	9.06%	0.94
601186.SH	中国铁建	1461.16	10.76	1.18	1.41	1.61	9.10	7.61	6.68	16.74%	0.54
601390.SH	中国中铁	1603.67	7.02	0.70	0.81	0.93	9.98	8.63	7.57	14.82%	0.67
600068.SH	葛洲坝	291.48	6.33	1.02	1.21	1.45	6.22	5.22	4.37	19.39%	0.32
601669.SH	中国电建	757.30	4.95	0.48	0.52	0.58	10.28	9.43	8.57	9.51%	1.08
平均							8.83	7.76	6.88		
601668.SH	中国建筑	2393.15	5.70	0.78	0.91	0.99	7.27	6.27	5.76	12.29%	0.59

注: 数据截至2019年1月17日收盘, 除中国建筑18/19年EPS为华泰证券研究所预测外, 其余公司均为Wind一致预测。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

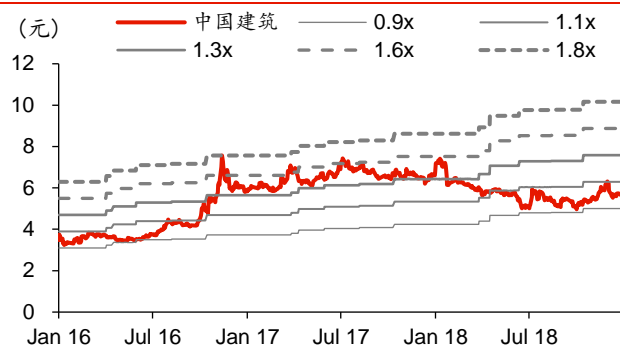
PE/PB - Bands

图表3: 中国建筑历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,109,946	1,140,151	1,347,051	1,484,977	1,646,790
现金	320,860	273,253	307,788	482,688	439,905
应收账款	138,649	137,714	203,589	161,657	241,163
其他应收账款	49,489	55,547	61,772	66,964	72,906
预付账款	30,918	32,967	36,473	39,504	42,939
存货	494,269	535,887	630,451	625,809	739,673
其他流动资产	75,760	104,782	106,979	108,354	110,205
非流动资产	282,008	410,833	347,318	356,469	358,026
长期投资	33,477	49,910	49,910	49,910	49,910
固定投资	30,026	34,395	38,351	39,594	38,560
无形资产	12,122	11,223	9,666	8,055	6,442
其他非流动资产	206,383	315,304	249,390	258,910	263,114
资产总计	1,391,953	1,550,983	1,694,369	1,841,446	2,004,817
流动负债	799,618	886,413	944,314	1,011,041	1,089,495
短期借款	32,319	31,032	50,000	70,000	70,000
应付账款	402,420	433,330	482,348	505,105	563,533
其他流动负债	364,879	422,051	411,966	435,936	455,963
非流动负债	301,337	322,841	359,752	389,680	418,596
长期借款	143,667	185,853	215,853	245,853	275,853
其他非流动负债	157,670	136,989	143,899	143,827	142,743
负债合计	1,100,954	1,209,254	1,304,066	1,400,721	1,508,091
少数股东权益	100,508	126,974	142,856	160,139	179,279
股本	30,000	30,000	42,000	42,000	42,000
资本公积	24,426	24,883	12,883	12,883	12,883
留存公积	118,190	143,625	192,864	226,003	262,863
归属母公司股东权益	190,491	214,756	247,447	280,586	317,446
负债和股东权益	1,391,953	1,550,983	1,694,369	1,841,446	2,004,817

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	107,048	(43,457)	(16,297)	154,612	(40,992)
净利润	41,172	46,649	54,051	58,819	65,138
折旧摊销	5,963	6,537	8,060	10,120	12,059
财务费用	8,114	9,940	13,069	13,444	14,362
投资损失	(6,137)	(4,411)	(3,100)	(3,300)	(3,300)
营运资金变动	54,889	(99,807)	(80,726)	71,509	(120,299)
其他经营现金	3,047	(2,365)	(7,651)	4,020	(8,953)
投资活动现金	(4,732)	(45,680)	12,107	(7,725)	(6,979)
资本支出	13,134	17,418	10,000	10,000	10,000
长期投资	7,355	20,234	(18,141)	2,000	1,198
其他投资现金	15,757	(8,028)	3,966	4,275	4,219
筹资活动现金	(1,915)	34,143	38,725	28,014	5,189
短期借款	6,716	(1,287)	18,968	20,000	0.00
长期借款	45,342	42,186	30,000	30,000	30,000
普通股增加	0.00	0.00	12,000	0.00	0.00
资本公积增加	900.01	457.20	(12,000)	0.00	0.00
其他筹资现金	(54,873)	(7,213)	(10,244)	(21,986)	(24,811)
现金净增加额	102,306	(57,629)	34,535	174,900	(42,783)

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	959,765	1,054,10	1,172,23	1,270,75	1,383,51
营业成本	862,788	943,539	1,043,87	1,130,63	1,228,93
营业税金及附加	18,297	14,068	15,591	17,155	18,677
营业费用	3,208	3,488	3,879	4,321	4,842
管理费用	17,718	20,509	24,031	26,051	28,362
财务费用	8,114	9,940	13,069	13,444	14,362
资产减值损失	5,366	7,049	5,300	7,000	8,000
公允价值变动收益	746.46	(461.49)	(300.00)	0.00	0.00
投资净收益	6,137	4,411	3,100	3,300	3,300
营业利润	51,385	59,698	69,288	75,454	83,639
营业外收入	957.07	1,050	988.22	1,004	1,006
营业外支出	229.73	348.27	292.94	300.85	306.12
利润总额	52,113	60,400	69,983	76,157	84,339
所得税	10,941	13,751	15,932	17,338	19,201
净利润	41,172	46,649	54,051	58,819	65,138
少数股东损益	11,302	13,707	15,882	17,283	19,140
归属母公司净利润	29,870	32,942	38,169	41,536	45,998
EBITDA	65,463	76,174	90,417	99,018	110,061
EPS (元, 基本)	0.71	0.78	0.91	0.99	1.10

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	8.99	9.83	11.21	8.41	8.87
营业利润	9.13	16.18	16.06	8.90	10.85
归属母公司净利润	14.61	10.28	15.87	8.82	10.74
获利能力 (%)					
毛利率	10.10	10.49	10.95	11.03	11.17
净利率	3.11	3.13	3.26	3.27	3.32
ROE	15.68	15.34	15.42	14.80	14.49
ROIC	21.83	18.33	16.63	22.46	17.53
偿债能力					
资产负债率 (%)	79.09	77.97	76.96	76.07	75.22
净负债比率 (%)	21.04	23.54	25.59	27.39	27.43
流动比率	1.39	1.29	1.43	1.47	1.51
速动比率	0.76	0.68	0.76	0.85	0.83
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.72	0.72	0.72	0.72
应收账款周转率	6.93	7.67	7.70	7.80	7.70
应付账款周转率	2.39	2.26	2.28	2.29	2.30
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.78	0.91	0.99	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	2.55	(1.03)	(0.39)	3.68	(0.98)
每股净资产(最新摊薄)	4.54	5.11	5.89	6.68	7.56
估值比率					
PE (倍)	8.01	7.27	6.27	5.76	5.20
PB (倍)	1.26	1.11	0.97	0.85	0.75
EV_EBITDA (倍)	5.38	4.63	3.90	3.56	3.20

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

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：91320000704041011J。

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：A0K809

©版权所有 2019 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

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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