

# 中国建筑 (601668)

证券研究报告

2019年10月27日

## 订单稳健增长，房建与基建营收提速，经营现金净流出增加

公司近期公布了2019年第三季度报告，前三季度实现营业收入9736亿元，同比增长15.8%；归母公司净利润299.8亿元，同比增长9.8%，点评如下：

### 订单稳健增长，基础设施投资同比回暖，海外订单增长可期

前三季度，公司新签合同总额2.04万亿，同比增长9.0%；从主要业务来看，房建业务新签合同额1.4万亿，同增17.1%，房建业务依旧拥有较强优势。基础设施业务新签合同额3,219亿元，同降24.8%，较上半年好转12.6个百分点，或因9月全国基础设施投资增速同比较去年增长1.2个百分点，基础设施投资增速有所回弹。房地产业务实现销售额2699亿元，同增30.4%，业绩较为亮眼，房地产订单收入转化率提高。分区域看，1-9月境内业务1.67万亿，同增7.4%，境外业务994亿元，同减8.8%，系去年三季度承接数个特大海外项目的影响。

### 房建与基建营收增速有所提高，房地产或继续被调控

前三季度实现营业收入9736亿元，同增15.8%。其中，海外业务贡献营收638亿元，同增11.8%。按照业务来看，房建业务贡献营收6018亿元，同增15.3%。基础设施业务贡献营收2208亿元，同增14.3%。房地产业务贡献营收1450亿元，同增22.8%。本期内，营收总体增速较去年提高了6.8个百分点。其中，房建和基础设施分别较去年增速提高了7.9、5.8个百分点，四季度建筑业务或有亮点，而房地产业务较去年增速下降9.7个百分点，多项政策致住房市场持续降温，降温趋势或保持。

本期实现毛利率10.43%，同比小降0.06个百分点。房建业务毛利率5.5%，同比下降0.4个百分点。基础设施业务实现毛利率7.9%，同比下降0.6个百分点。房地产业务实现毛利率32.0%，同比下降了0.5个百分点，房地产业务高毛利率依旧是支撑总毛利率稳定的重要部分。可能因为去年研发成本归集问题致分部毛利率和总毛利率口径上有差异。

### 加大研发投入，整体费用率基本保持稳定

前三季度公司期间费用率3.59%，同增0.06个百分点。其中销售费用率为0.3%，波动较小。管理费用率为2.51%，同增0.41个百分点，或因公司业务规模扩大致人员与业务活动费用正常增长。财务费用率为0.78%，同比下降0.37个百分点，系往来折现减少，应收款项的保理手续费计入投资收益所致。研发费用率0.59%，同增0.44个百分点，系本期科技研发投入力度加大。最终实现归母公司净利润299.8亿元，同比增长9.8%。

### 回款能力好转，现金流压力依旧，继续响应“去杠杆”政策

公司报告期内收现比1.1283，同增12.56个百分点，或因公司抓回款战略见效，付现比1.2774，同增19.71个百分点，收付现比同时上升主要是由于政策要求清理清欠民营企业应收款问题，公司上游民营企业较多。综合起来经营性现金流量净额为-1066.75亿，同比多流出417.18亿。资产负债率为76.02%，较18年末下降0.92个百分点，“去杠杆”持续取得成效。

### 投资建议

公司订单充沛，房建、基建业务营收增速回升，地产业务营收增速回调，资产负债率稳定下降。维持19-21年EPS 1.02、1.12、1.24元/股，对应PE为5.3、4.9、4.4倍。维持目标价7.3元，维持“买入”评级。

**风险提示：**固定资产投资增速持续下行，地产业务调控风险，项目进度慢于预期

| 财务数据和估值     | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入(百万元)   | 1,054,106.50 | 1,199,324.53 | 1,379,282.61 | 1,502,197.78 | 1,652,328.34 |
| 增长率(%)      | 9.83         | 13.78        | 15.00        | 8.91         | 9.99         |
| EBITDA(百万元) | 76,986.89    | 102,715.95   | 104,920.73   | 116,828.77   | 129,732.74   |
| 净利润(百万元)    | 32,941.80    | 38,241.32    | 42,686.34    | 46,928.71    | 52,080.33    |
| 增长率(%)      | 10.28        | 16.09        | 11.62        | 9.94         | 10.98        |
| EPS(元/股)    | 0.78         | 0.91         | 1.02         | 1.12         | 1.24         |
| 市盈率(P/E)    | 6.92         | 5.96         | 5.34         | 4.86         | 4.38         |
| 市净率(P/B)    | 1.06         | 0.93         | 0.87         | 0.76         | 0.67         |
| 市销率(P/S)    | 0.22         | 0.19         | 0.17         | 0.15         | 0.14         |
| EV/EBITDA   | 1.93         | 0.92         | 1.69         | 0.89         | 1.12         |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|       |           |
|-------|-----------|
| 行业    | 建筑装饰/房屋建设 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级）  |
| 当前价格  | 5.43元     |
| 目标价格  | 7.3元      |

### 基本数据

|             |            |
|-------------|------------|
| A股总股本(百万股)  | 41,981.27  |
| 流通A股股本(百万股) | 41,141.08  |
| A股总市值(百万元)  | 227,958.27 |
| 流通A股市值(百万元) | 223,396.04 |
| 每股净资产(元)    | 5.81       |
| 资产负债率(%)    | 76.02      |
| 一年内最高/最低(元) | 6.73/5.15  |

### 作者

**唐笑** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517030004  
tangx@tfzq.com

**岳恒宇** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517040005  
yuehengyu@tfzq.com

**肖文劲** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519040001  
xiaowenjin@tfzq.com

### 股价走势

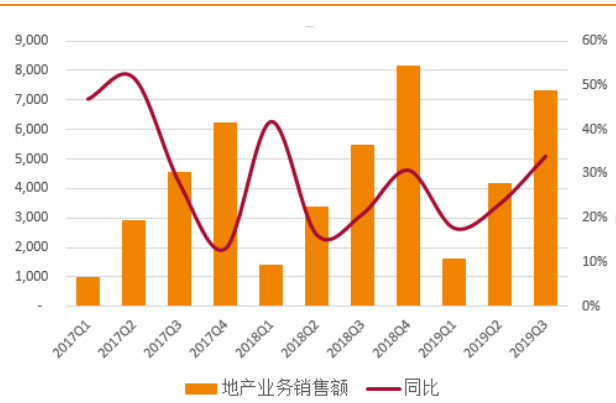


资料来源：贝格数据

### 相关报告

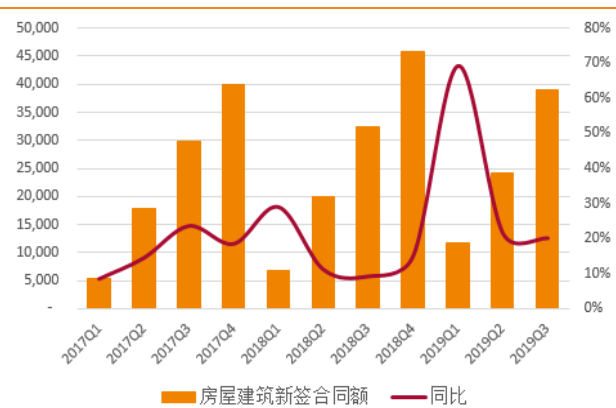
- 《中国建筑-半年报点评:地产业务增速回升，少数股东损益拖累归母利润增速》2019-08-30
- 《中国建筑-年报点评报告:地产毛利率显著增加，盈利能力持续提升》2019-04-13
- 《中国建筑-公司点评:订单增速温和回升，股票回购彰显发展信心》2018-12-16

图 1：房地产业务销售额及同比增速（亿元）



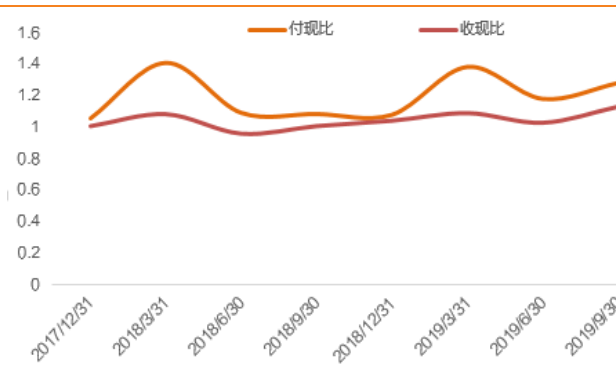
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：房屋建筑新签合同额及同比（亿元）



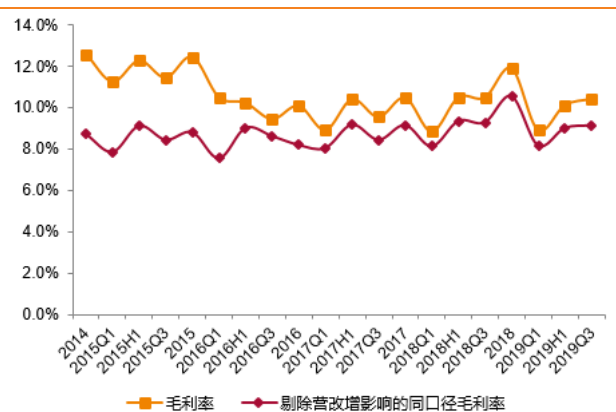
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：收付现比



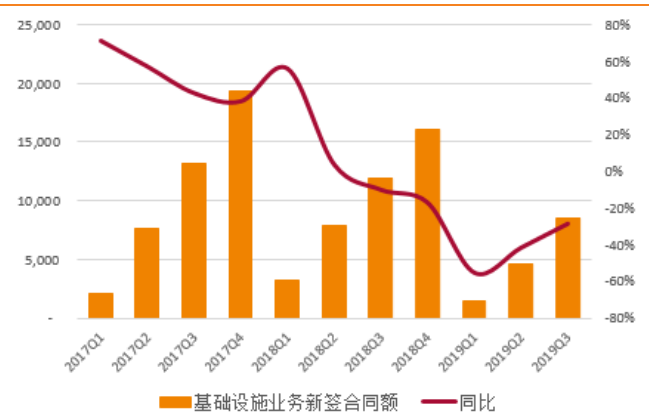
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：毛利率



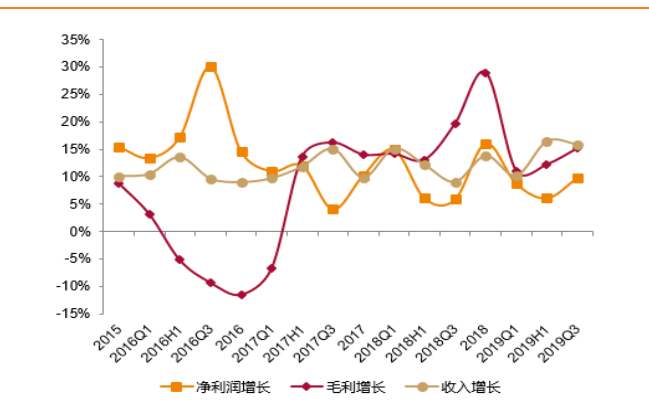
资料来源：wind、天风证券研究所

图 2：基础设施业务新签合同额及同比增速（亿元）



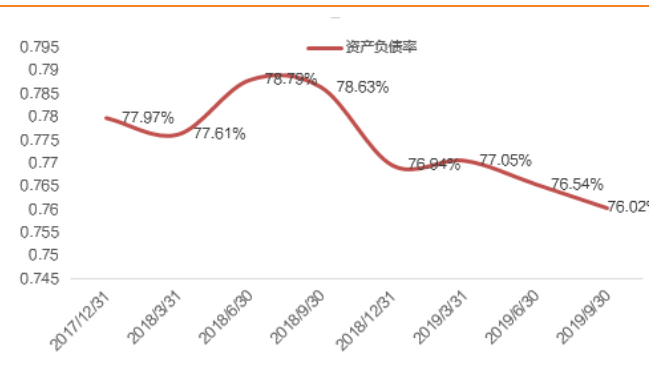
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：期间费用率



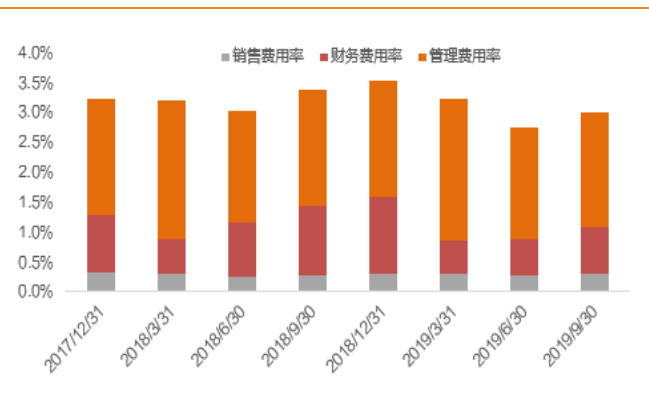
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：成长能力



资料来源：wind、天风证券研究所

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2017               | 2018               | 2019E              | 2020E              | 2021E              |
|-----------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 货币资金            | 273,252.96         | 317,500.68         | 283,926.08         | 425,830.97         | 340,557.27         |
| 应收票据及应收账款       | 154,651.50         | 188,991.22         | 259,384.56         | 232,953.33         | 309,930.01         |
| 预付账款            | 32,967.20          | 48,611.61          | 37,408.49          | 57,471.28          | 48,807.51          |
| 存货              | 535,887.23         | 634,967.09         | 710,135.35         | 751,561.95         | 854,376.43         |
| 其他              | 94,849.08          | 118,420.33         | 135,058.95         | 144,376.97         | 169,511.41         |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>1,091,607.9</b> | <b>1,308,490.9</b> | <b>1,425,913.4</b> | <b>1,612,194.4</b> | <b>1,723,182.6</b> |
| 长期股权投资          | 49,910.48          | 65,994.00          | 75,994.00          | 85,994.00          | 95,994.00          |
| 固定资产            | 34,395.28          | 35,679.99          | 37,111.72          | 37,116.98          | 36,266.36          |
| 在建工程            | 7,744.93           | 8,293.38           | 4,976.03           | 2,985.62           | 1,791.37           |
| 无形资产            | 11,222.86          | 11,594.20          | 11,146.58          | 10,698.97          | 10,251.36          |
| 其他              | 307,559.02         | 378,270.24         | 381,487.17         | 411,245.18         | 441,003.18         |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>410,832.57</b>  | <b>499,831.81</b>  | <b>510,715.50</b>  | <b>548,040.74</b>  | <b>585,306.27</b>  |
| <b>资产总计</b>     | <b>1,550,983.3</b> | <b>1,861,840.3</b> | <b>1,984,419.2</b> | <b>2,210,185.4</b> | <b>2,358,908.2</b> |
| 短期借款            | 31,031.64          | 19,042.19          | 10,000.00          | 15,000.00          | 10,000.00          |
| 应付票据及应付账款       | 449,302.22         | 494,870.56         | 598,043.66         | 587,795.75         | 713,113.82         |
| 其他              | 406,078.82         | 552,661.70         | 486,132.94         | 589,684.00         | 585,491.20         |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>886,412.69</b>  | <b>1,066,574.4</b> | <b>1,094,176.6</b> | <b>1,192,479.7</b> | <b>1,308,605.0</b> |
| 长期借款            | 185,852.81         | 214,675.61         | 270,000.00         | 340,000.00         | 300,000.00         |
| 应付债券            | 97,945.75          | 109,445.52         | 109,541.25         | 105,644.17         | 108,210.31         |
| 其他              | 39,042.87          | 41,880.46          | 39,120.18          | 40,014.50          | 40,338.38          |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>322,841.43</b>  | <b>366,001.59</b>  | <b>418,661.42</b>  | <b>485,658.67</b>  | <b>448,548.69</b>  |
| <b>负债合计</b>     | <b>1,209,254.1</b> | <b>1,432,576.0</b> | <b>1,512,838.0</b> | <b>1,678,138.4</b> | <b>1,757,153.7</b> |
| 少数股东权益          | 126,973.67         | 185,303.07         | 208,288.02         | 233,557.33         | 261,600.59         |
| 股本              | 30,000.00          | 41,985.17          | 41,981.27          | 41,981.27          | 41,981.27          |
| 资本公积            | 24,883.28          | 11,262.29          | 11,262.29          | 11,262.29          | 11,262.29          |
| 留存收益            | 168,507.85         | 182,894.16         | 221,311.87         | 256,508.40         | 298,172.67         |
| 其他              | (8,635.61)         | 7,819.56           | (11,262.29)        | (11,262.29)        | (11,262.29)        |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>341,729.19</b>  | <b>429,264.26</b>  | <b>471,581.17</b>  | <b>532,047.01</b>  | <b>601,754.53</b>  |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>1,550,983.3</b> | <b>1,861,840.3</b> | <b>1,984,419.2</b> | <b>2,210,185.4</b> | <b>2,358,908.2</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2017               | 2018               | 2019E              | 2020E             | 2021E              |
|----------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|--------------------|
| 净利润            | 46,649.02          | 55,350.20          | 42,686.34          | 46,928.71         | 52,080.33          |
| 折旧摊销           | 7,729.30           | 8,675.59           | 2,333.24           | 2,432.76          | 2,492.48           |
| 财务费用           | 8,177.28           | 12,568.54          | 17,535.81          | 21,026.21         | 23,493.06          |
| 投资损失           | (4,410.92)         | (5,646.31)         | (6,210.94)         | (6,832.04)        | (7,856.84)         |
| 营运资金变动         | (178,699.26)       | (37,283.82)        | (109,478.18)       | 16,198.44         | (105,611.39)       |
| 其它             | 77,097.63          | (23,352.90)        | 23,502.58          | 25,855.60         | 28,046.52          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(43,456.93)</b> | <b>10,311.29</b>   | <b>(29,631.14)</b> | <b>105,609.70</b> | <b>(7,355.85)</b>  |
| 资本支出           | 21,259.74          | 24,079.25          | 12,760.28          | 9,105.68          | 9,676.12           |
| 长期投资           | 16,433.93          | 16,083.52          | 10,000.00          | 10,000.00         | 10,000.00          |
| 其他             | (83,374.00)        | (72,976.20)        | (21,322.05)        | (24,996.31)       | (22,313.26)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(45,680.33)</b> | <b>(32,813.43)</b> | <b>1,438.23</b>    | <b>(5,890.63)</b> | <b>(2,637.14)</b>  |
| 债权融资           | 382,662.04         | 421,210.12         | 456,718.63         | 531,662.85        | 490,291.26         |
| 股权融资           | (9,766.22)         | (12,795.53)        | (35,845.94)        | (20,422.22)       | (23,033.19)        |
| 其他             | (338,752.67)       | (343,544.33)       | (426,254.38)       | (469,054.81)      | (542,538.79)       |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>34,143.16</b>   | <b>64,870.26</b>   | <b>(5,381.68)</b>  | <b>42,185.82</b>  | <b>(75,280.71)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00               | 0.00               | 0.00               | 0.00              | 0.00               |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(54,994.11)</b> | <b>42,368.12</b>   | <b>(33,574.59)</b> | <b>141,904.88</b> | <b>(85,273.69)</b> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2017               | 2018               | 2019E               | 2020E              | 2021E              |
|------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>1,054,106.5</b> | <b>1,199,324.5</b> | <b>1,379,282.61</b> | <b>1,502,197.7</b> | <b>1,652,328.3</b> |
| 营业成本             | 943,539.12         | 1,056,709.59       | 1,213,970.53        | 1,319,198.74       | 1,449,377.99       |
| 营业税金及附加          | 14,068.33          | 16,195.00          | 18,625.05           | 20,284.83          | 22,312.10          |
| 营业费用             | 3,487.82           | 3,649.89           | 4,137.85            | 4,506.59           | 4,956.99           |
| 管理费用             | 20,508.77          | 23,351.89          | 27,751.17           | 30,359.42          | 33,377.03          |
| 研发费用             | 2,793.39           | 7,620.95           | 6,903.31            | 7,631.16           | 8,360.78           |
| 财务费用             | 9,939.51           | 15,336.28          | 17,535.81           | 21,026.21          | 23,493.06          |
| 资产减值损失           | 7,049.49           | 10,465.90          | 12,035.78           | 13,239.36          | 14,563.30          |
| 公允价值变动收益         | (461.49)           | (368.34)           | 517.62              | 586.30             | 3.26               |
| 投资净收益            | 4,410.92           | 5,646.31           | 6,210.94            | 6,832.04           | 7,856.84           |
| 其他               | (10,927.09)        | (10,948.23)        | (13,457.13)         | (14,836.67)        | (15,720.21)        |
| <b>营业利润</b>      | <b>59,697.73</b>   | <b>71,665.30</b>   | <b>85,051.68</b>    | <b>93,369.79</b>   | <b>103,747.20</b>  |
| 营业外收入            | 1,050.16           | 609.18             | 609.18              | 756.17             | 658.18             |
| 营业外支出            | 348.27             | 485.69             | 485.69              | 485.69             | 485.69             |
| <b>利润总额</b>      | <b>60,399.61</b>   | <b>71,788.79</b>   | <b>85,175.17</b>    | <b>93,640.28</b>   | <b>103,919.69</b>  |
| 所得税              | 13,750.59          | 16,438.59          | 19,503.88           | 21,442.26          | 23,796.10          |
| <b>净利润</b>       | <b>46,649.02</b>   | <b>55,350.20</b>   | <b>65,671.30</b>    | <b>72,198.02</b>   | <b>80,123.59</b>   |
| 少数股东损益           | 13,707.22          | 17,108.88          | 22,984.95           | 25,269.31          | 28,043.26          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>32,941.80</b>   | <b>38,241.32</b>   | <b>42,686.34</b>    | <b>46,928.71</b>   | <b>52,080.33</b>   |
| 每股收益(元)          | 0.78               | 0.91               | 1.02                | 1.12               | 1.24               |

| 主要财务比率         | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 营业收入           | 9.83%  | 13.78% | 15.00% | 8.91%  | 9.99%  |
| 营业利润           | 16.69% | 20.05% | 18.68% | 9.78%  | 11.11% |
| 归属于母公司净利润      | 10.28% | 16.09% | 11.62% | 9.94%  | 10.98% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 毛利率            | 10.49% | 11.89% | 11.99% | 12.18% | 12.28% |
| 净利率            | 3.13%  | 3.19%  | 3.09%  | 3.12%  | 3.15%  |
| ROE            | 15.34% | 15.68% | 16.21% | 15.72% | 15.31% |
| ROIC           | 61.32% | 72.42% | 80.01% | 41.45% | 56.26% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 77.97% | 76.94% | 76.24% | 75.93% | 74.49% |
| 净负债率           | 32.02% | 24.16% | 36.64% | 19.89% | 24.88% |
| 流动比率           | 1.29   | 1.28   | 1.35   | 1.39   | 1.36   |
| 速动比率           | 0.68   | 0.68   | 0.70   | 0.76   | 0.70   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 应收账款周转率        | 6.98   | 6.98   | 6.15   | 6.10   | 6.09   |
| 存货周转率          | 2.05   | 2.05   | 2.05   | 2.06   | 2.06   |
| 总资产周转率         | 0.72   | 0.70   | 0.72   | 0.72   | 0.72   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.78   | 0.91   | 1.02   | 1.12   | 1.24   |
| 每股经营现金流        | -1.04  | 0.25   | -0.71  | 2.52   | -0.18  |
| 每股净资产          | 5.12   | 5.81   | 6.27   | 7.11   | 8.10   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 市盈率            | 6.92   | 5.96   | 5.34   | 4.86   | 4.38   |
| 市净率            | 1.06   | 0.93   | 0.87   | 0.76   | 0.67   |
| EV/EBITDA      | 1.93   | 0.92   | 1.69   | 0.89   | 1.12   |
| EV/EBIT        | 2.14   | 1.00   | 1.73   | 0.91   | 1.14   |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京   | 武汉   | 上海  | 深圳   |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |