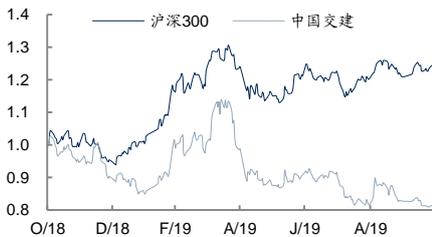


**证券研究报告—动态报告**
**建筑工程**
**建筑施工**
**中国交建(601800)**
**买入**
**2019年三季报点评**

(维持评级)

2019年11月01日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	16319/11747
总市值/流通(百万元)	136031/111834
上证综指/深圳成指	2939/9682
12个月最高/最低(元)	14.39/9.48

**相关研究报告:**

《国信证券-中国交建(601800.SH): 扣非业绩提速, 有望受益一带一路政策催化》——2019-04-03

《国信证券-中国交建-601800-2019年中报点评: 收入提速, 回购H股彰显信心》——2019-09-03

**证券分析师: 周松**

电话: 021-60875163  
 E-MAIL: zhousong@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码:  
 S0980518030001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 订单提速, 业绩企稳回升

**● 业绩略低于预期, 订单增长提速**

2019年前三季度公司实现营业收入3747亿元, 同比增长14%; 实现归母净利润133亿元, 同比增长3.7%, 收入增长较快主要受益于基建触底反弹以及投资项目营收加快。公司订单提速, 前三季度新签合同6,537亿元, 同比增长12%。其中基建建设、基建设计、疏浚和其他业务分别新签合同额为5,735亿元、290亿元、439亿元和73亿元, 分别同比增长12.6%、-8.6%、18.7%、59.7%; 新签订单基建订单中市政环保增长较快, 新签2500亿元, 同比增长87%, 占基建订单的44%。投资类项目的合同额为1,083亿元, 同比下降1.77%, 约占新签合同额的17%; 海外新签合同1,424亿元, 同比增长6.51%, 海外订单占公司新签合同额的22%。

**● 毛利率下降, 营运能力保持平稳**

公司2019年前三季度毛利率为11.82%, 同比下降1.36pct, 净利率为3.80%, 同比下降0.27pct, 毛利率下降主要是由于海外高盈利项目收入较前两年减少, 同时传统业务竞争加剧。期间费用率为7.37%, 同比下降0.49pct, 其中管理费用率下降0.16pct至6.03%, 财务费用率下降0.29pct至1.16%, 销售费用率下降0.02pct至0.19%。资产负债率为74.96%, 同比下降1.30pct。实现经营性净现金流-382亿, 现金流出略有增多, 去年同期为-304亿元。

**● 营收增长稳健**

分季度来看, 公司18Q4、19Q1、Q2、Q3分别完成营收1623亿元、1022亿元、1380亿元、1344亿元, 分别同比增长-7.51%、9.64%、19.89%、11.86%; 实现净利润68.2亿元、39.3亿元、46.5亿元、47.6亿元, 同比增长-22.97%、14.45%、-1.99%、1.66%。营收稳健增长。

**● 投资建议: 基建投资回暖, 维持“买入”评级**

今年以来基建投资不及预期, 公司业绩也略低于预期, 当前股价已经跌至近五年来新低, PB仅为0.8倍, 我们维持之前的盈利预测, 预计公司19-21年EPS分别为1.33/1.45/1.56元, 当前股价对应PE分别为7.2/6.6/6.1倍。我们认为合理估值区间8-9倍, 对应价格10.64-11.97元, 维持“买入”评级。

**● 风险提示: 应收账款坏账, 基建投资放缓, 订单落地不及预期等。**
**盈利预测和财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	482,804	490,872	540,611	591,921	647,821
(+/-%)	11.8%	1.7%	10.1%	9.5%	9.4%
净利润(百万元)	20581	19680	21509.78	23378.05	25306.68
(+/-%)	22.9%	-4.4%	9.3%	8.7%	8.2%
摊薄每股收益(元)	1.27	1.22	1.33	1.45	1.56
EBIT Margin	7.1%	8.6%	6.6%	6.6%	6.5%
净资产收益率(ROE)	11.4%	10.0%	10.9%	11.7%	12.7%
市盈率(PE)	7.5	7.8	7.2	6.6	6.1
EV/EBITDA	18.2	16.9	20.8	19.6	18.6
市净率(PB)	0.85	0.78	0.78	0.77	0.77

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 业绩略低于预期，订单增长提速

2019年前三季度公司实现营业收入3747亿元，同比增长14%；收入增长主要受益于基建触底反弹以及投资项目营收加快；实现归母净利润133亿元，同比增长3.7%，净利润增速小于营收增速主要是公司的毛利率出现下滑。

图 1：公司收入及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

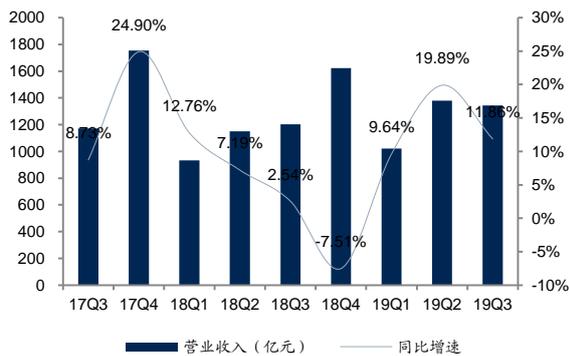
图 2：公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

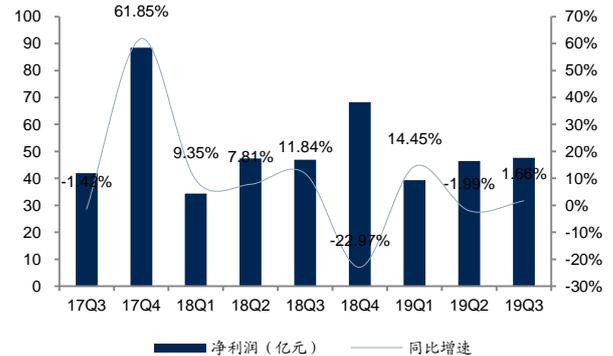
分季度来看，公司 18Q4、19Q1、Q2、Q3 分别完成营收 1623 亿元、1022 亿元、1380 亿元、1344 亿元，分别同比增长-7.51%、9.64%、19.89%、11.86%；实现净利润 68.2 亿元、39.3 亿元、46.5 亿元、47.6 亿元，同比增长-22.97%、14.45%、-1.99%、1.66%。营收稳健增长。

图 3：公司单季度收入及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度利润及增速

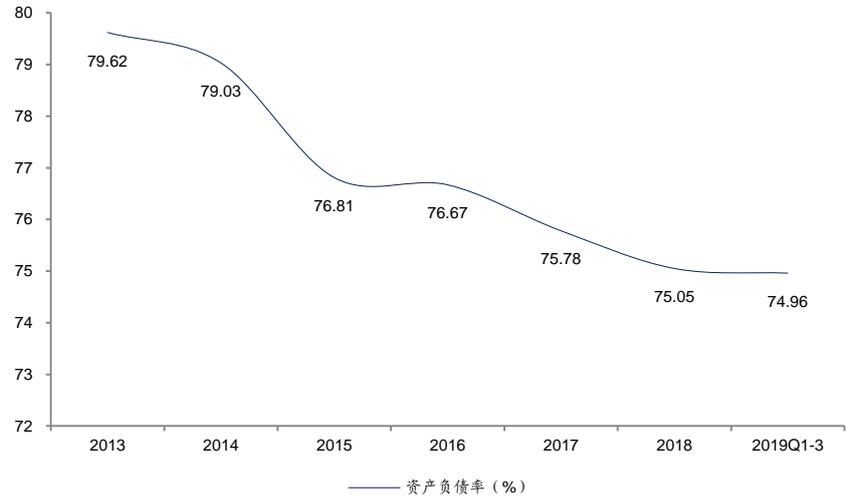


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 营运能力保持平稳，资产负债率小幅提升

截至 2019 年三季度末，公司的资产负债率为 74.96%，同比下降 1.30pct。公司自 2013 年以来资产负债率连续 5 年实现下降，当前偿债能力较为稳定。

图 5：公司近几年的资产负债率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 盈利预测与估值

我们将公司各业务进行分拆，具体每项的预测如下。

#### 核心假设：

- (1) 基建建设业务在充足订单推动下，业绩保持较快增长；
- (2) 基建设计业务受益于工程订单的推动，持续保持较快增长；
- (3) 疏浚业务面临增长压力，增速放缓；
- (4) 装备制造业务在 2017 年剥离后，后续不计入公司业务收入。

**表 1: 公司业务收入拆分 (亿元)**

收入预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>基建建设</b>					
收入	4,086.67	4,304.88	4778.42	5256.26	5781.88
增长率	14.67%	5.34%	11.00%	10.00%	10.00%
毛利率	12.36%	12.24%	12.20%	12.10%	12.10%
<b>疏浚</b>					
收入	340.85	327.74	344.13	361.33	379.40
增长率	12.59%	-3.85%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	13.40%	14.42%	14.40%	14.00%	14.00%
<b>勘察设计</b>					
收入	269.65	315.57	328.19	341.32	351.56
增长率	2.42%	17.03%	4.00%	4.00%	3.00%
毛利率	23.83%	21.10%	22.00%	22.00%	22.00%
<b>装备制造及其他</b>					
收入	348.71	159.27	164.05	168.97	174.04
增长率	1.19%	-54.33%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	17.43%	14.71%	14.50%	15.00%	16.00%
<b>内部抵消收入</b>					
收入	-217.85	-198.74	-208.68	-208.68	-208.68
增长率	38.77%	-8.77%	5.00%	0.00%	0.00%
毛利率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>合计</b>					
收入	4,828.03	4,908.72	5,406.11	5,919.20	6,478.21
增长率	11.83%	1.67%	10.13%	9.49%	9.44%
毛利率	13.97%	13.49%	13.43%	13.26%	13.21%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

### 可比公司估值

中国交建的同业可比公司主要是中国中铁等建筑施工龙头企业, 根据 wind 一致预期及我们的盈利预测数据, 同行业可比公司 2019/2020 年估值均值为 10.7/9.0 倍, 我们预测公司对应的估值为 7.2/6.6 倍, 低于行业可比公司估值平均水平。

**表 2: 行业同类公司估值比较**

公司 代码	公司 名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		投资评级
				2019E	2020E	2019E	2020E	
601669.SH	中国电建	4.68	716.0	0.55	0.6	8.5	7.8	无评级
601611.SH	中国核建	7.05	185.1	0.44	0.53	16.0	13.3	无评级
600039.SH	四川路桥	3.33	120.2	0.41	0.5	8.1	6.7	买入
601390.SH	中国中铁	6.01	1315.1	0.8	0.89	7.5	6.8	无评级
002060.SZ	粤水电	2.92	35.1	0.21	0.26	13.9	11.2	无评级
002062.SZ	宏润建设	3.45	38.0	0.35	0.41	9.9	8.4	无评级
	平均	4.57	401.6	0.46	0.53	10.7	9.0	--
601800.SH	中国交建	9.52	1519.2	1.33	1.45	7.2	6.6	买入

资料来源: wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理及预测 (除中国交建、四川路桥外其他可比公司数据均来源于 wind 一致预期)

### 投资建议与评级

公司前三季度营收增长稳健,但由于海外高毛利项目减少以及国内竞争加剧导致公司毛利率下滑,净利润增速低于预期;同时今年以来基建投资增速也不及预期,1-9月基建投资增速仅为3.44%,比2018年仅提升1.65pct。公司当前股价已经跌至近五年来新低,PB仅为0.8倍,我们维持之前的盈利预测,预计公司2019-2021年净利润分别为215/234/253亿元,分别同比增长9.3%/8.7%/8.2%,对应EPS分别为1.33/1.45/1.56元,当前股价对应PE分别为7.2/6.6/6.1倍。我们认为合理估值区间8-9倍,对应价格10.64-11.97元,维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	134368	127775	127775	127775	营业收入	490872	540611	591921	647821
应收款项	121307	133599	146279	160093	营业成本	424671	467985	513442	562254
存货净额	46862	51928	56739	61922	营业税金及附加	1802	1985	2173	2379
其他流动资产	115921	127667	139784	152985	销售费用	1177	1296	1419	1553
<b>流动资产合计</b>	<b>481502</b>	<b>504013</b>	<b>533622</b>	<b>565820</b>	管理费用	21227	33906	36051	39348
固定资产	55825	88371	118238	145365	财务费用	6506	8199	9178	10137
无形资产及其他	191986	188786	185586	182386	投资收益	1909	3631	3631	3631
投资性房地产	189499	189499	189499	189499	资产减值及公允价值变动	(288)	(3451)	(3451)	(3451)
长期股权投资	41664	51237	60810	70383	其他收入	(11933)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>960476</b>	<b>1021906</b>	<b>1087755</b>	<b>1153453</b>	营业利润	25177	27420	29836	32330
短期借款及交易性金融负债	79722	96442	119603	139034	营业外净收支	272	394	394	394
应付款项	242167	268347	293210	319994	<b>利润总额</b>	<b>25449</b>	<b>27815</b>	<b>30231</b>	<b>32724</b>
其他流动负债	157981	174706	190648	208168	所得税费用	5155	5634	6124	6629
<b>流动负债合计</b>	<b>479870</b>	<b>539495</b>	<b>603461</b>	<b>667196</b>	少数股东损益	613	670	729	789
长期借款及应付债券	214940	214940	214940	214940	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>19680</b>	<b>21510</b>	<b>23378</b>	<b>25307</b>
其他长期负债	25984	26892	27800	28709					
<b>长期负债合计</b>	<b>240924</b>	<b>241833</b>	<b>242741</b>	<b>243649</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>720794</b>	<b>781328</b>	<b>846202</b>	<b>910845</b>	净利润	19680	21510	23378	25307
少数股东权益	42504	42531	42561	42593	资产减值准备	(5653)	27	21	24
股东权益	197178	198047	198992	200015	折旧摊销	9768	9494	12178	14916
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>960476</b>	<b>1021906</b>	<b>1087755</b>	<b>1153453</b>	公允价值变动损失	288	3451	3451	3451
					财务费用	6506	8199	9178	10137
关键财务与估值指标					营运资本变动	(13366)	14736	12127	13038
每股收益	1.22	1.33	1.45	1.56	其它	5678	0	8	8
每股红利	1.17	1.28	1.39	1.50	<b>经营活动现金流</b>	<b>16395</b>	<b>49218</b>	<b>51163</b>	<b>56743</b>
每股净资产	12.19	12.24	12.30	12.37	资本开支	(5653)	(42318)	(42318)	(42318)
ROIC	9%	7%	8%	8%	其它投资现金流	(11481)	0	0	0
ROE	10%	11%	12%	13%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(27909)</b>	<b>(51890)</b>	<b>(51890)</b>	<b>(51890)</b>
毛利率	13%	13%	13%	13%	权益性融资	3402	0	0	0
EBIT Margin	9%	7%	7%	7%	负债净变化	39394	0	0	0
EBITDA Margin	11%	8%	9%	9%	支付股利、利息	(18885)	(20640)	(22433)	(24284)
收入增长	2%	10%	9%	9%	其它融资现金流	(32860)	16720	23161	19431
净利润增长率	-4%	9%	9%	8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>11561</b>	<b>(3920)</b>	<b>728</b>	<b>(4853)</b>
资产负债率	79%	81%	82%	83%	<b>现金净变动</b>	<b>47</b>	<b>(6593)</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>
息率	12.3%	13.4%	14.6%	15.8%	货币资金的期初余额	134321	134368	127775	127775
P/E	7.8	7.2	6.6	6.1	货币资金的期末余额	134368	127775	127775	127775
P/B	0.8	0.8	0.8	0.8	企业自由现金流	24237	10173	12955	19357
EV/EBITDA	16.9	20.8	19.6	18.6	权益自由现金流	30772	20355	28796	30705

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032