

收入、订单依旧维持较高增速

——中国交建 (601800.SH) 2019 年三季度报点评

跨市场公司简报

A 股：买入（维持）

当前价：9.52 元

H 股：买入（维持）

当前价：6.07 港元

分析师

孙伟风 (执业证书编号：S0930516110003)
021-52523822
sunwf@ebsecn.com

联系人

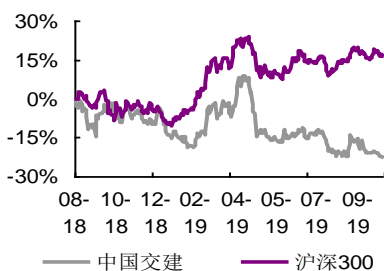
武慧东

wuhuidong@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：161.75
总市值(亿元)：1539.84
一年最低/最高(元)：9.48/14.39
近3月换手率：5.87%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.13	-15.46	-43.34
绝对	-6.13	-14.92	-18.23

资料来源：Wind

相关研报

单二季度收入增速亮眼，H 股回购力度较大——中国交建 (601800.SH/1800.HK) 2019 年半年报点评

..... 2019-09-01

事件：

公司发布 2019 年三季度报。报告期，公司实现营收 3746 亿元，同增 14%；实现归母净利润 133 亿元，同增 3.7%。业绩增速低于我们预期。单三季度，公司营收 1344 亿元，同增 11%，增速环减 7pcts；归母净利润，同增 1.7%，增速环增 3.7pcts。

公司公告，决定终止挂牌转让子公司中交疏浚（集团）。H 股回购计划尚待 11 月 15 日股东大会通过后方能实行。

点评：

◆收入、订单增速有回落，但累计增速尚在预期之内

公司单三季度收入增速较单二季度高点有回落，但前三季度依旧维持两位数增长，表明公司现有订单的转化率有一定提高。前三季度，累计新签订单 6536 亿元，同增 12%。其中，基建建设、疏浚工程、其他业务新签同增 13%、19%、60%；基建设计新签同减约 9%。单三季度，基建建设、基建设计、疏浚工程、其他业务新签同比 4%、20%、-23%、57%。基建建设带动累计订单保持两位数增长。其中，市政与环保项目市场开拓最为显著，新签 2500 亿元，同增 87%，占基建建设订单比重达 44%；相应，传统业务如港口、公路等新签有一定回落。

◆毛利率仍处在底部区间

报告期，公司综合毛利率 11.8%，同减 1.4pcts；单三季度，公司综合毛利率 11.7%，环增 0.3pct。公司综合毛利率仍处在历史底部，主要原因有 1) 公司投资业务、海外业务等高盈利项目占收入比重降低，结构变化导致利润率下滑；2) 传统业务竞争有加，公司项目回报率回归行业平均水平。

报告期，公司三项费用率 7.7%，同减 0.5pct。单三季度，三项费用率约为 7.7%，同减 0.1pct；环减 0.2pct。费用率降低主要为财务费用率有降低。

◆期待经营性现金流改善

报告期，公司经营性现金流净流出 382 亿元，同增约 25%；单三季度，经营性现金流净流入 15 亿元，同减约 41%。经营性现金流承压主要为前三季度用于材料采购、分包商的锁定等方面支出较多，但项目回款仍有滞后。公司应收账款催收仍将持续推进，年末业主结算回款将惯性提速，全年经营性现金流大概率转正。投资性现金流净流出规模约 397 亿元，同增 16%。主要由于 PPP 投资类项目支出需求，以及长期资产支持规模增加所致。19 年公司对投资项目总体新签规模控制在 1500 亿左右，前三季度按公司所占股权比重确认的投资类新签合同额约为 1082 亿元，判断全年投资类新签规模可控。

◆收入及订单维持较高增速，维持“买入”评级

公司为国内基建龙头企业。收入及订单维持较高增速，毛利率虽阶段性下滑，但费用控制得力。H股回购计划将加强股东回报力度。考虑到收入结构变化，下调对公司综合毛利率的预期，并小幅下调2019-2021年盈利预测至EPS1.27元、1.40元及1.58元（原值为1.35元、1.50元及1.70元）。A股现价对应动态市盈率8x；H股现价对应动态市盈率4x。维持A/H股“买入”评级。

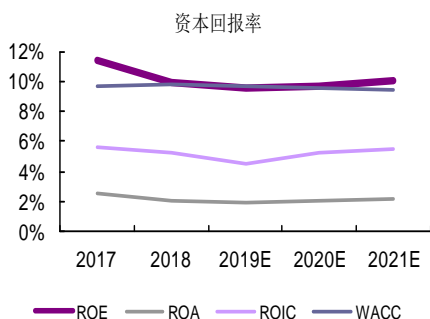
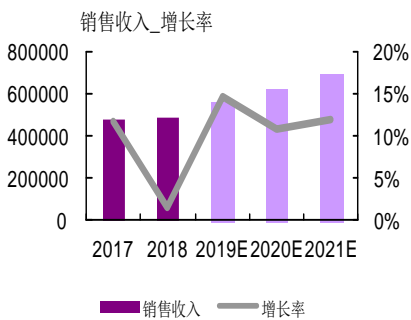
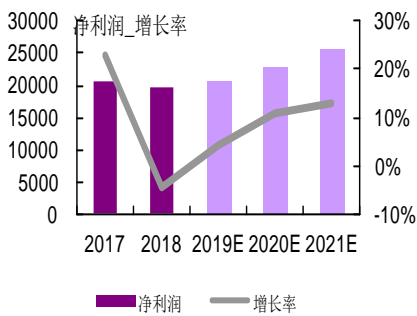
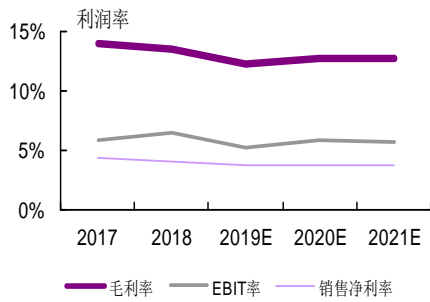
◆风险提示：

少数股东损益快速上升，基建投资快速下滑，回购进度不及预期

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	482,804	490,872	563,047	624,604	700,106
营业收入增长率	11.83%	1.67%	14.70%	10.93%	12.09%
净利润（百万元）	20,581	19,680	20,485	22,677	25,628
净利润增长率	22.92%	-4.37%	4.09%	10.70%	13.02%
EPS（元）	1.27	1.22	1.27	1.40	1.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.35%	9.98%	9.58%	9.75%	10.09%
P/E（A股）	7	8	8	7	6
P/E（H股）	4	4	4	4	4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年10月30日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	482,804	490,872	563,047	624,604	700,106
营业成本	415,372	424,671	493,908	545,062	611,040
折旧和摊销	10,016	10,132	19,231	20,808	22,465
营业税费	1,895	1,802	1,689	1,874	2,100
销售费用	994	1,177	1,239	1,374	1,540
管理费用	30,321	31,241	34,909	38,725	43,407
财务费用	9,582	6,506	5,875	7,671	8,521
公允价值变动损益	-85	-248	0	0	0
投资收益	7,095	1,909	2,000	2,000	2,000
营业利润	26,638	25,177	25,657	28,330	31,930
利润总额	26,553	25,449	25,957	28,630	32,230
少数股东损益	738	613	800	800	800
归属母公司净利润	20,581	19,680	20,485	22,677	25,628

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	850,235	960,476	1,065,693	1,148,570	1,235,560
流动资产	449,545	481,502	536,282	586,856	647,961
货币资金	134,321	134,368	152,023	168,643	189,029
交易型金融资产	3,366	404	404	404	404
应收帐款	68,045	83,455	95,613	106,299	119,148
应收票据	4,071	4,341	4,979	5,524	6,192
其他应收款	39,993	33,511	38,277	42,462	47,595
存货	130,113	46,862	54,511	60,163	67,455
可供出售投资	25,908	0	0	0	0
持有到期金融资产	104	0	0	0	0
长期投资	30,889	41,664	42,462	43,262	44,062
固定资产	44,415	48,798	72,923	96,052	117,864
无形资产	162,593	191,986	182,386	173,267	164,604
总负债	644,294	720,794	808,459	871,775	936,656
无息负债	378,860	426,131	485,114	530,882	588,877
有息负债	265,434	294,663	323,344	340,894	347,778
股东权益	205,942	239,682	257,234	276,795	298,905
股本	16,175	16,175	16,175	16,175	16,175
公积金	30,199	30,294	32,343	33,142	33,142
未分配利润	97,283	110,676	125,379	143,341	164,651
少数股东权益	24,671	42,504	43,304	44,104	44,904

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	42,741	9,098	40,992	46,380	61,365
净利润	20,581	19,680	20,485	22,677	25,628
折旧摊销	10,016	10,132	19,231	20,808	22,465
净营运资金增加	-25,237	-4,031	1,237	7,885	6,884
其他	37,381	-16,684	39	-4,989	6,388
投资活动产生现金流	-45,619	-50,312	-46,019	-38,800	-38,800
净资本支出	-40,274	-37,938	-40,000	-40,000	-40,000
长期投资变化	30,889	41,664	-800	-800	-800
其他资产变化	-36,234	-54,039	-5,219	2,000	2,000
融资活动现金流	24,309	38,631	22,682	9,041	-2,180
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-596	29,229	28,682	17,549	6,885
无息负债变化	30,384	47,272	58,983	45,768	57,996
净现金流	20,477	-1,784	17,654	16,620	20,385

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	11.83%	1.67%	14.70%	10.93%	12.09%
净利润增长率	22.92%	-4.37%	4.09%	10.70%	13.02%
EBITDA 增长率	5.77%	9.02%	15.89%	17.52%	9.78%
EBIT 增长率	6.59%	11.78%	-7.55%	23.60%	10.82%
估值指标					
PE	7	8	8	7	6
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	10	12	11	9	9
EV/EBIT	14	15	18	15	13
EV/NOPLAT	18	19	21	18	16
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	13.97%	13.49%	12.28%	12.73%	12.72%
EBITDA 率	7.99%	8.57%	8.66%	9.18%	8.99%
EBIT 率	5.92%	6.51%	5.25%	5.84%	5.78%
税前净利润率	5.50%	5.18%	4.61%	4.58%	4.60%
税后净利润率 (归属母公司)	4.26%	4.01%	3.64%	3.63%	3.66%
ROA	2.51%	2.11%	2.00%	2.04%	2.14%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.35%	9.98%	9.58%	9.75%	10.09%
经营性 ROIC	5.66%	5.25%	4.54%	5.25%	5.55%
偿债能力					
流动比率	1.01	1.00	0.97	0.97	0.99
速动比率	0.72	0.91	0.87	0.87	0.89
归属母公司权益/有息债务	0.68	0.67	0.66	0.68	0.73
有形资产/有息债务	2.55	2.57	2.70	2.83	3.05
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.27	1.22	1.27	1.40	1.58
每股红利	0.24	0.23	0.24	0.27	0.30
每股经营现金流	2.64	0.56	2.53	2.87	3.79
每股自由现金流(FCFF)	1.46	0.11	0.25	0.24	0.64
每股净资产	11.21	12.19	13.23	14.39	15.70
每股销售收入	29.85	30.35	34.81	38.62	43.28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼