

中国建筑 (601668.SH)

长周期视角看中国建筑

在手订单极为充裕，未来收入有望持续增长。从行业角度看，地产与基建行业未来增速虽放缓，但规模仍巨大，并且集中度不断提升。公司作为行业龙头预计未来5年内新签订单仍有望保持小幅增长。截止至2019年Q3末，公司在手订单为41516亿元，是2018年收入的3.5倍。同时每年新签订单都大幅超过当年收入（新签订单/收入平均1.85倍左右），在手订单不断累积，订单保障倍数不断增加。我们预计到2025年，公司收入有望达到2.1万亿，对应18-25年复合增速为8.5%。

业务结构改善，长期盈利能力有望不断提升。公司提出调结构收入目标为房建:基建:地产为5:3:2，并不断推进，高毛利率地产及基建业务占比提升带动盈利能力向上。若公司完成该结构目标，我们测算毛利率可达12.9%，相比于2018年提升1.0个pct。另外从历史数据看，公司归母净利率不断提升，自2009年的2.2%，提升至2018年的3.2%。我们假设公司2025年达到目标收入结构，收入为2.1万亿，归母净利率小幅提升至3.4%，对应18-25年业绩复合增速为9.3%。

现金流存在波动，但长周期看与利润基本匹配。由于公司双主业特性，经营性现金流存在波动（过去十年有三年为负），主要受拿地节奏与地产销售周期影响，若剔除地产业务，实际施工业务现金流较为平稳。2009年至2018年十年间，累计经营性现金流净额为1625亿元，累计归母净利润合计2143亿。现金流与利润的比值约为80%。公司过去十年自由现金流也有波动，其中两年为负，但整体保持较为健康的状态。十年累计实现自由现金流为2059亿元，与归母净利润基本匹配。未来看现金流会随着外部政策及融资环境波动，但长周期看公司的现金流与利润匹配度较好。

地产与施工互补打造稳定高ROE，当前估值处于历史低位。公司2011年后ROE始终保持在16%以上，是8个建筑央企中ROE最高的公司。在剔除中国海外发展影响后，公司施工业务ROE高达19%，主要特点是净利率较低，依靠高资产周转率与高权益乘数提升ROE水平。施工业务的经营特点与地产业务高净利率、超低权益乘数形成互补，使得公司整体经营稳健，ROE始终处于行业较高水平。当前公司PE(ttm)/PB分别为5.2/0.87倍，明显低于历史1/4分位数，与沪深300整体估值比也处于历史最低位。

投资建议：我们预测公司2019-2021年归母净利润分别为421/464/504亿元，同比增长10%/10%/9%，对应EPS分别为1.00/1.11/1.20元（2018-2021年CAGR9.6%），当前股价对应PE分别为5.1/4.6/4.2倍，分部估值有41%空间，当前PB仅0.87倍，股息率3.3%，我们认为目前已具有较强的投资价值，维持“买入”评级。

风险提示：融资环境改善不达预期风险，地产调控风险，基建政策效果不达预期风险，地产业务盈利能力下滑风险，股东减持影响等。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1054107	1,199,325	1,361,978	1,490,408	1,612,911
增长率 yoy (%)	9.8	13.8	13.6	9.4	8.2
归母净利润(百万元)	32941.8	38,241	42,107	46,419	50,405
增长率 yoy (%)	10.3	16.1	10.1	10.2	8.6
EPS 最新摊薄(元/股)	0.78	0.91	1.00	1.11	1.20
净资产收益率(%)	13.7	12.9	12.8	12.6	12.3
P/E(倍)	6.5	5.6	5.1	4.6	4.2
P/B(倍)	1.08	0.96	0.83	0.73	0.64

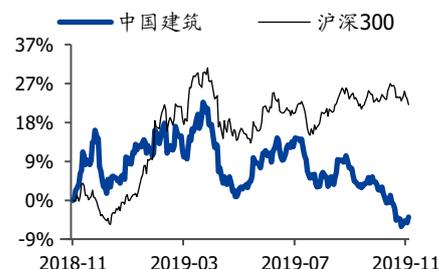
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	房屋建设
前次评级	买入
最新收盘价	5.07
总市值(百万元)	212,816.44
总股本(百万股)	41,975.63
其中自由流通股(%)	98.01
30日日均成交量(百万股)	107.57

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 杨涛

执业证书编号：S0680518010002

邮箱：yangtao1@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

相关研究

- 1、《中国建筑(601668.SH)：地产结算加快带动Q3业绩提速，基建收入有所回暖》2019-10-26
- 2、《中国建筑(601668.SH)：房建与地产收入加速，少数股东损益增加致业绩放缓》2019-08-29
- 3、《中国建筑(601668.SH)：7月新签订单加速，地产销售继续强劲》2019-08-18



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1140151	1362008	1576653	1621902	1787996
现金	273253	317501	392061	398986	431780
应收账款	137714	167553	179114	200242	210295
其他应收款	55547	0	63081	5948	68754
预付账款	32967	48612	44031	57347	52364
存货	535887	634967	704286	761892	826802
其他流动资产	104782	193376	194080	197486	198000
非流动资产	410833	499832	529319	555867	580820
长期投资	49910	65994	84337	102856	121627
固定投资	34395	35680	38680	40810	42384
无形资产	11223	11594	11656	11760	12015
其他非流动资产	315304	386564	394645	400442	404794
资产总计	1550983	1861840	2105971	2177770	2368816
流动负债	886413	1066574	1270443	1298167	1445748
短期借款	31032	19042	19042	130251	41301
应付账款	433330	481458	564899	580624	660621
其他流动负债	422051	566074	686502	587292	743825
非流动负债	322841	366002	351396	337775	317441
长期借款	283799	324121	309516	295895	275560
其他非流动负债	39043	41880	41880	41880	41880
负债合计	1209254	1432576	1621839	1635943	1763189
少数股东权益	126974	185303	205118	227164	251322
股本	30000	41985	53985	53985	53985
资本公积	24883	11262	-738	-738	-738
留存收益	143625	171632	220488	274747	334179
归属母公司股东收益	214756	243961	279014	314663	354305
负债和股东权益	1550983	1861840	2105971	2177770	2368816

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	-43457	10311	177817	-36937	195853
净利润	46649	55350	61922	68465	74564
折旧摊销	6537	7161	6815	8249	9506
财务费用	9940	15336	14143	14889	15238
投资损失	-4411	-5646	-2860	-2535	-2738
营运资金变动	-99807	-68610	97615	-126180	99195
其他经营现金流	-2365	6720	183	175	88
投资活动净现金流	-45680	-32813	-33624	-32437	-31809
资本支出	17418	18624	11144	8030	6181
长期投资	-20234	-12877	-18343	-18977	-18771
其他投资现金流	-48496	-27066	-40824	-43384	-44399
筹资活动净现金流	34143	64870	-69632	-34909	-42300
短期借款	-1287	-11989	0	0	0
长期借款	18899	40323	-14606	-13621	-20335
普通股增加	0	11985	12000	0	0
资本公积增加	457	-13621	-12000	0	0
其他筹资现金流	16074	38173	-55027	-21288	-21965
现金净增加额	-57629	44989	74560	-104284	121744

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1054107	1199325	1361978	1490408	1612911
营业成本	943539	1056710	1208691	1323243	1433815
营业税金及附加	14068	16195	18284	20067	21685
营业费用	3488	3650	4326	4635	5069
管理费用	20509	23352	29964	32789	35484
财务费用	9940	15336	14143	14889	15238
资产减值损失	7049	10466	9534	8942	8065
公允价值变动收益	-461	-368	-183	-175	-88
投资净收益	4411	5646	2860	2535	2738
营业利润	59698	71665	79714	88204	96204
营业外收入	1050	609	937	956	888
营业外支出	348	486	340	361	384
利润总额	60400	71789	80312	88798	96709
所得税	13751	16439	18390	20333	22145
净利润	46649	55350	61922	68465	74564
少数股东收益	13707	17109	19815	22046	24159
归属母公司净利润	32942	38241	42107	46419	50405
EBITDA	85950	99617	95821	108210	117260
EPS (元/股)	0.78	0.91	1.00	1.11	1.20

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	9.8	13.8	13.6	9.4	8.2
营业利润 (%)	16.7	20.0	11.2	10.6	9.1
归属母公司净利润 (%)	10.3	16.1	10.1	10.2	8.6
盈利能力					
毛利率 (%)	10.5	11.9	11.3	11.2	11.1
净利率 (%)	3.1	3.2	3.1	3.1	3.1
ROE (%)	13.7	12.9	12.8	12.6	12.3
ROIC (%)	9.7	10.2	10.0	9.3	10.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	78.0	76.9	77.0	75.1	74.4
净负债比率 (%)	32.0	24.2	-4.0	14.0	-10.3
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	7.6	7.9	7.9	7.9	7.9
应付账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.78	0.91	1.00	1.11	1.20
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.40	1.77	4.24	-0.88	4.67
每股净资产 (最新摊薄)	4.71	5.26	6.10	6.95	7.89
估值指标 (倍)					
P/E	6.46	5.57	5.05	4.58	4.22
P/B	1.08	0.96	0.83	0.73	0.64
EV/EBITDA	6.27	6.0	5.1	5.6	4.2

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 投资聚焦	4
2. 市占率提升、盈利结构改善促未来盈利持续增长	5
2.1. 行业增长放缓规模巨大，公司市占率持续提升	5
2.2. 在手订单十分充裕，未来收入有望持续增长	7
2.3. 业务结构改善，盈利能力有望不断提升	8
3. 现金流有波动，但长周期看与净利润基本匹配	10
4. 施工与地产互补，打造稳定高 ROE	10
5. 近期经营情况：10月订单加速，地产销售势头良好	12
6. 估值处于历史底部，性价比优	13
7. 投资建议	14
8. 风险提示	16

图表目录

图表 1: 地产销售面积及未来预测	5
图表 2: GIH 基建投资及预测 (亿美元)	6
图表 3: 公司房建业务施工市占率不断提升	6
图表 4: 公司基建业务市占率也在持续提升	7
图表 5: 新签施工订单 (亿元) 及与收入的比	7
图表 6: 公司在手订单与订单保障倍数	8
图表 7: 公司营业收入及预测 (亿元)	8
图表 8: 公司归母净利率处于提升趋势	9
图表 9: 公司收入结构变化	9
图表 10: 目标收入结构下公司毛利率提升幅度预测	10
图表 11: 公司自由现金流	10
图表 12: 公司经营性现金流净额	10
图表 13: 公司历年杜邦分析拆解	11
图表 14: 建筑央企 2018 年杜邦分析拆解对比	11
图表 15: 公司 ROE 分业务拆解	11
图表 16: 公司新签合同金额及增速	12
图表 17: 公司房建订单及增速	12
图表 18: 公司基建订单及增速	12
图表 19: 公司地产合约销售增速	13
图表 20: 公司地产合约销售面积增速	13
图表 21: 公司历史 PE (TTM)	14
图表 22: 公司历史 PB (LF)	14
图表 23: 公司与沪深 300 历史 PE (TTM) 的比值	14
图表 24: 公司与沪深 300 历史 PB (LF) 的比值	14
图表 25: 建筑施工板块可比公司估值表	15
图表 26: 地产板块可比公司估值表	15

1. 投资聚焦

本篇报告我们侧重从中长期角度来分析中国建筑的投资价值，具体分析了 1) 公司未来 5 年收入以及利润可能达到的规模。2) 长周期视角下现金流与利润匹配的情况。3) 公司高 ROE 的来源。4) 公司当前估值处在什么水平，以及分部估值的空间大小。我们认为公司 2025 年收入有望达到 2.1 万亿，归母净利润达到 714 亿，均保持 8%-10% 稳健复合增长；短期现金流波动较大，但长周期看与利润匹配度较高；公司依靠施工业务高周转、高杠杆与地产业务高盈利、超低杠杆特点的互补，打造持续稳定在 16% 以上的 ROE；当前绝对估值以及与沪深 300 的相对估值均处在历史较低水平，分部估值有 41% 的空间。综上，公司长期业绩增长稳定，ROE 维持较高水平，估值处于历史底部性价比优，维持“买入”评级。

订单充裕盈利能力提升，长期业绩稳健增长可期。从行业角度看，地产与基建行业未来增速虽放缓，但规模仍巨大，并且集中度不断提升。公司作为行业龙头预计未来 5 年内新签订单仍有望保持小幅增长。截止至 2019 年 Q3 末，公司在手订单为 41516 亿元，是 2018 年收入的 3.5 倍。同时每年新签订单都大幅超过当年收入（平均 1.85 倍左右），因此在手订单也将不断累积，订单保障倍数不断增加。我们预计到 2025 年，公司收入有望达到 2.1 万亿，对应 18-25 年复合增速为 8.5%。公司提出调结构收入目标为房建：基建：地产为 5:3:2，并不断推进，高毛利率地产及基建业务占比提升带动盈利能力向上。若公司完成该结构目标，我们测算毛利率可达 12.9%，相比于 2018 年提升 1.0 个 pct。另外从历史数据看，公司归母净利率不断提升，自 2009 年的 2.2%，提升至 2018 年的 3.2%。我们假设公司 2025 年达到目标收入结构，收入为 2.1 万亿，归母净利率小幅提升至 3.4%，对应 2018-2025 年业绩复合增速为 9.3%。

现金流存在波动，但长周期看与利润基本匹配。由于公司双主业特性，经营性现金流存在波动（过去十年有三年为负），主要受拿地节奏与地产销售周期影响，若剔除地产业务，实际施工业务现金流较为平稳。2009 年至 2018 年十年间，累计经营性现金流净额为 1625 亿元，累计归母净利润合计 2143 亿。现金流与利润的比值约为 80%。公司过去十年自由现金流也有波动，其中有两年为负，但整体保持较为健康的状态。十年累计实现自由现金流为 2059 亿元，与归母净利润基本匹配。未来看现金流会随着外部政策及融资环境波动，但长周期看公司的现金流与利润匹配度较好。

地产与施工互补打造稳定高 ROE，估值处于历史低位。公司 2011 年后 ROE 始终保持在 16% 以上，是 8 个建筑央企中 ROE 最高的公司。在剔除中国海外发展影响后，公司施工业务 ROE 高达 19%，主要特点是净利率较低，依靠高资产周转率与高权益乘数提升 ROE 水平。施工业务的经营特点与地产业务高净利率、超低权益乘数形成互补，使得公司整体经营稳健，ROE 始终处于行业较高水平。当前公司 PE (ttm)/PB 分别为 5.2/0.87 倍，明显低于历史 1/4 分位数，与沪深 300 整体估值比也处于历史最低位。

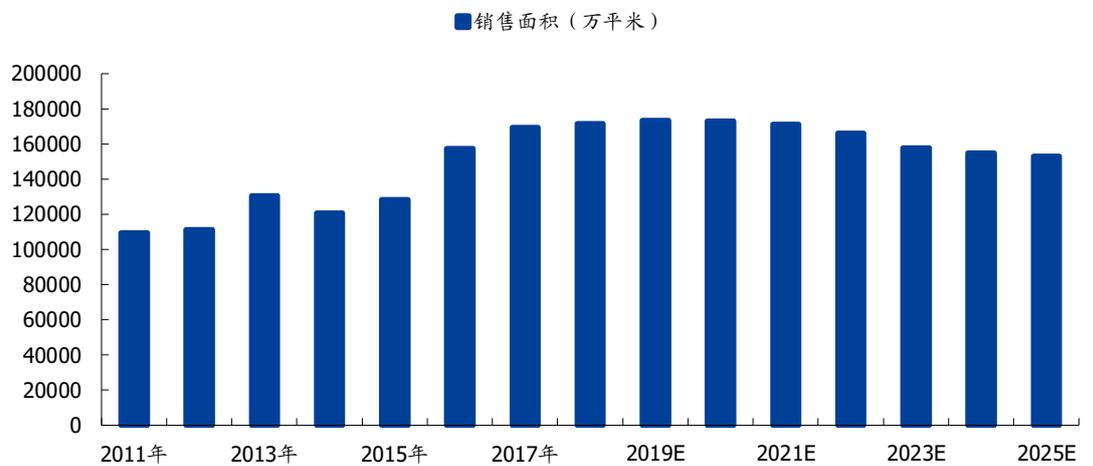
投资建议：我们预测公司 2019-2021 年归母净利润分别为 421/464/504 亿元，同比增长 10%/10%/9%，对应 EPS 分别为 1.00/1.11/1.20 元（2018-2021 年 CAGR 9.6%），当前股价对应 PE 分别为 5.1/4.6/4.2 倍，分部估值有 41% 空间，我们认为当前具备较强投资价值，维持“买入”评级。

2. 市占率提升、盈利结构改善促未来盈利持续增长

2.1. 行业增长放缓规模巨大，公司市占率持续提升

地产销售进入峰值时代，集中度不断提升。我国地产新房销售 2018 年成交面积为 17.2 亿平米，销售额 15 万亿元，再创新高。今年前 10 个月地产销售仍保持韧性。几个因素支撑未来地产行业需求：1) 我国城镇化率约为 60%，较世界发达国家 80% 水平仍有较大距离，并且地区间差异较大，特别是人口大省目前整体水平较低。2) 商品房累计销售人均仅 18 平米，很多人仍有改善需求。3) 重点城市圈对人口持续吸引，并产生外溢需求，相关城市圈不断加密。预计未来 5 年，整体新房销售额有望保持在 15 万亿左右的峰值，在政策平滑下预计不会出现断崖式的下跌。同时行业的集中度也在不断提升。

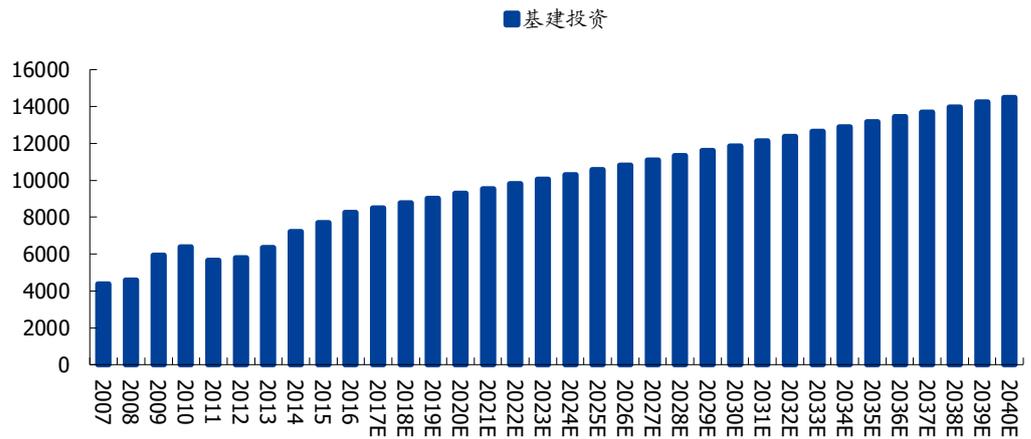
图表 1: 地产销售面积及未来预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

人均基建存量低，仍有较大空间。根据国家统计局披露，当前我国人均基建资本存量仅为发达国家的 20%-30% 左右，空间仍大。根据国际经济研究组织 GIH 对全球基础设施投资趋势展望，中国 2016-2040 年累计需要基础设施投资(与中国官方统计口径不一致)高达 28.4 万亿美元，年均投资 1.14 万亿美元。中国 2017 年的基础设施投资约 8510 亿美金，到 2040 年可达到 1.45 万亿美金，年复合增长率为 2.3%。而该机构假设中国 GDP 期间的复合增长率为 4.6%。未来年份中基建投资增速要慢于 GDP 整体增速。

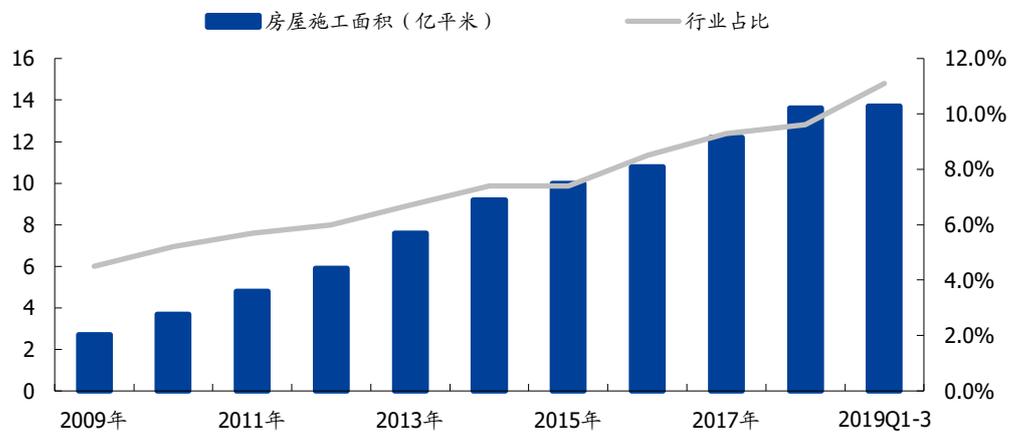
图表 2: GIH 基建投资及预测 (亿美元)



资料来源: GIH, 国盛证券研究所

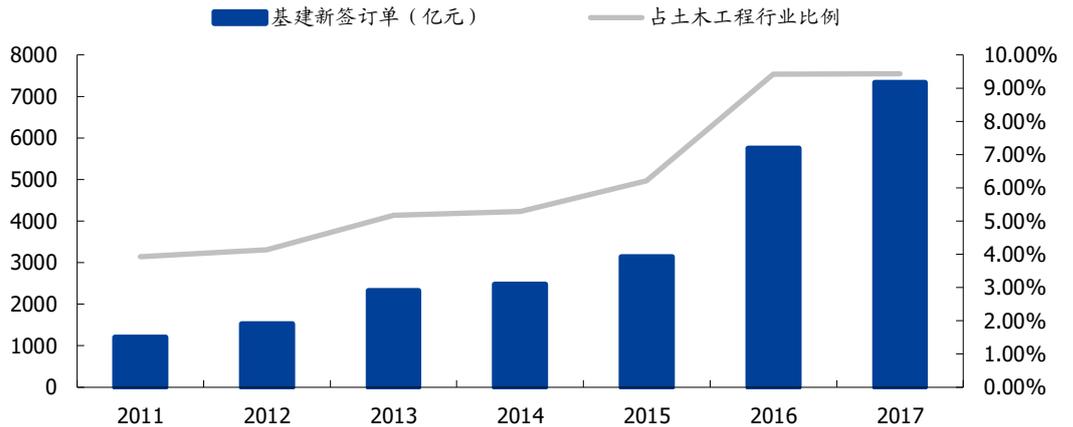
公司市占率持续提升。行业未来增长虽放缓，但规模仍大，并且不断向龙头集中。以房建业务观察，按照施工面积计算，公司房建市占率由 2009 年的 4.5% 提升至 2019 年的 11.1%。公司基建业务市占率也在不断提升，我们以公司新签基建合同金额与每年统计局公布的土木工程建筑业新签合同（包含交通、水利、海洋等除房建以外的施工订单）的比例来代表基建市占率。该比例自 2011 年的 3.93% 提升至 2017 年的 9.43%（2018 年数据未公布）。

图表 3: 公司房建业务施工市占率不断提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 公司基建业务市占率也在持续提升



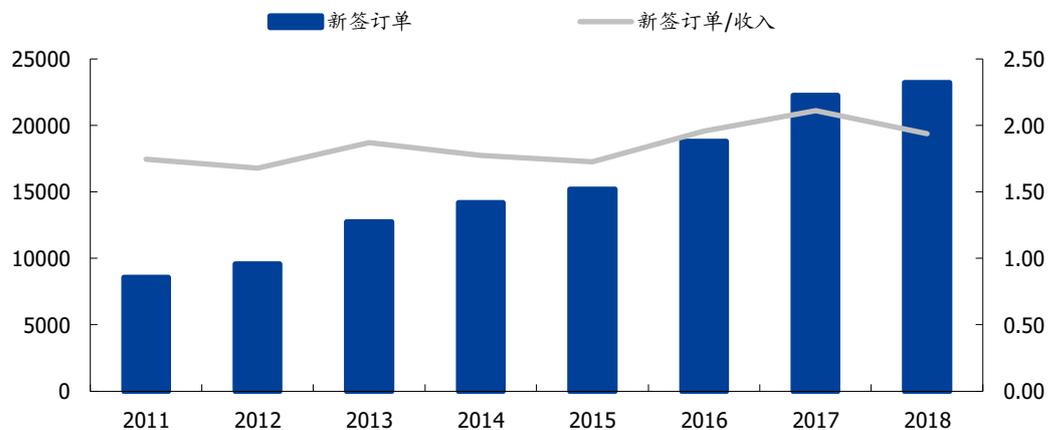
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

展望未来, 行业集中度有望加速提升。我们预计未来以下几个因素会加速行业集中度提升。1) 行业整体增速放缓, 业主对施工方在质量、品牌、管理、融资等多方面提出更高要求, 龙头企业优势更加明显。2) 龙头体量快速增加, 规模优势逐步凸显, 特别在原材料集采方面优势更加巨大, 小型施工企业在成本端难以竞争。3) 去杠杆背景下, 小型企业融资更加困难, 信用风险暴露, 具备央企背景的龙头企业则可以较低成本获得资金, 在项目承接及执行方面优势越来越大。无明显竞争力的小型企业难逃破产或被收购的命运, 行业供给侧改革有望加速。

2.2. 在手订单十分充裕, 未来收入有望持续增长

行业集中度提升未来订单有望持续稳定增长, 每年新签远超当年收入。由于行业集中度的提升, 我们预计未来5年内新签订单仍可保持小幅增长。历史上看, 公司每年新签订单持续增长, 均大幅超过收入, 订单与收入比平均在1.85倍。2018年公司新签施工订单2.3万亿元, 是当年收入的1.94倍。公司2019年1-10月份新签合同额19466亿元, 同增6.7%, 较上月提升0.4个pct, 其中10月单月新签1778亿元, 同增11.26%, 预计今年订单仍能保持稳健增长。

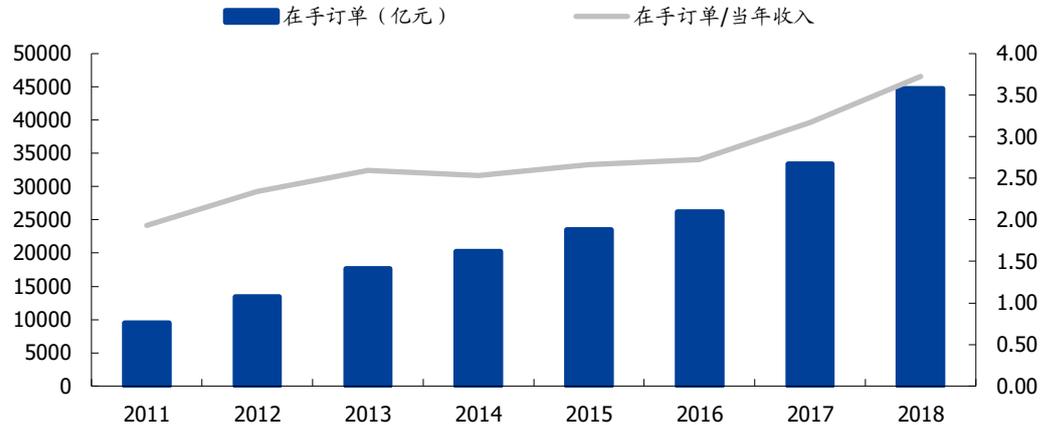
图表5: 新签施工订单 (亿元) 及与收入的比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

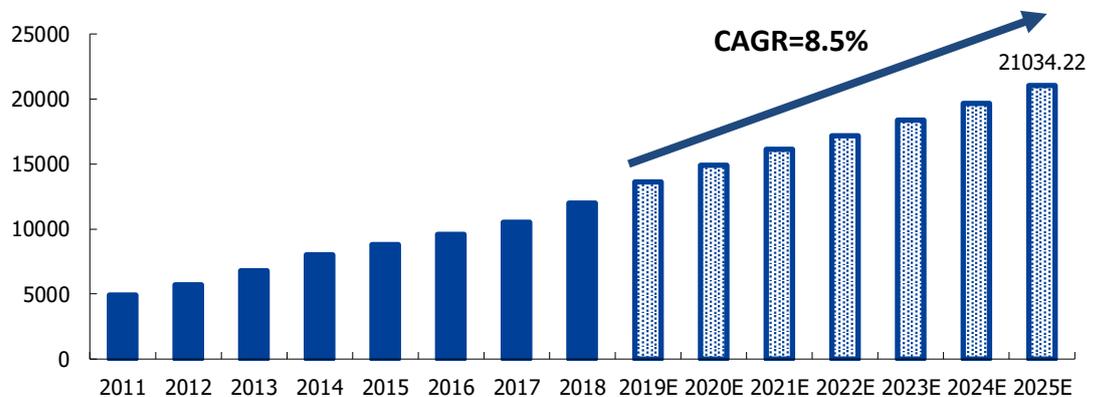
在手订单充裕，订单保障倍数不断提升，预计 2025 年收入可达 2.1 万亿。公司在手订单充裕，截止至 2019 年 Q3 末，公司在手订单为 41516 亿元，是 2018 年收入的 3.5 倍。由于每年新签订单都大幅超过当年收入（1.85 倍左右），因此在手订单也将不断累积，订单保障倍数不断增加。我们预计到 2025 年，公司收入有望达到 2.1 万亿，对应 18-25 年复合增速 8.5%。

图表 6: 公司在手订单与订单保障倍数



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 7: 公司营业收入及预测 (亿元)

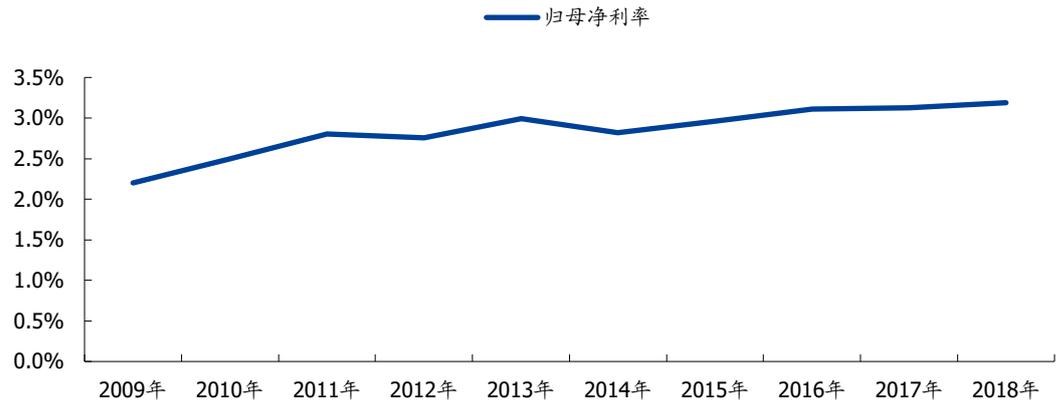


资料来源：Wind，国盛证券研究所

2.3. 业务结构改善，盈利能力有望不断提升

历史数据看费用率基本稳定，归母净利率不断提高。公司自 2009 年上市以来，期间费用率基本维持稳定在 3% 左右，2018 年跳升至 4.17%，主要因为去杠杆导致财务费用率提升以及研发费用核算的变化，2019 年财务费用已经明显回落，研发费用也基本稳定，期间费用率整体回落至 3.59%。公司归母净利率不断提升，自 2009 年的 2.2%，提升至 2018 年的 3.2%。

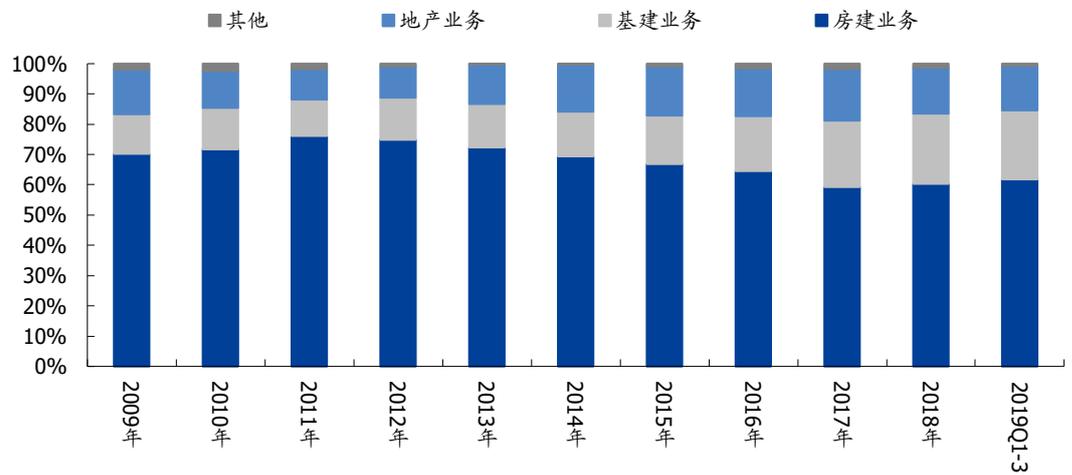
图表 8: 公司归母净利率处于提升趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

高毛利率基建与房地产业务占比优化, 未来盈利能力仍维持上升趋势。公司提出调结构收入目标为房建:基建:地产为 5:3:2。2018 年公司基建业务毛利率 8.4%, 地产毛利率 35%, 均高于房建业务 6.7%的毛利率。若假设公司房建、地产、基建、勘察设计的毛利率保持 2018 年不变, 以目标年份房地产业务、基建业务和房屋建设业务三者的比重为 2:3:5 的结构进行粗略计算, 可以得到目标年份公司毛利率为 12.9%左右, 相比于 2018 年提升 1.0 个 pct。我们假设公司 2025 年达到目标收入结构, 收入为 2.1 万亿, 假设归母净利率小幅提升至 3.4%, 则归母净利润可达 714 亿元, 对应 2018-2025 年复合增速为 9.3%。

图表 9: 公司收入结构变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 目标收入结构下公司毛利率提升幅度预测

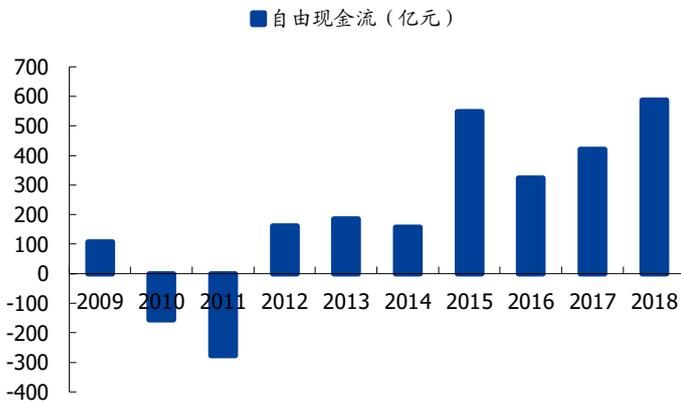
板块	分业务毛利率 (2018年)	目标占比	2018整体 毛利率	目标估计毛利率	毛利率提升幅度
房屋建筑工程	6.70%	50%	11.9%	12.9%	1.0%
基建与投资	8.40%	30%			
房地产开发与投资	35.00%	20%			

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3. 现金流有波动，但长周期看与净利润基本匹配

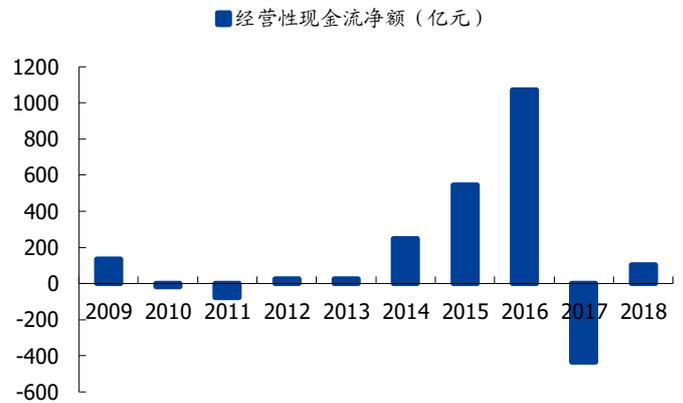
现金流存在波动，但长周期看与利润基本匹配。由于公司双主业特性，经营性现金流有一定波动（过去十年有三年为负），主要受拿地节奏与地产销售回款周期影响，若剔除地产业务，实际施工业务现金流较为平稳。2009年至2018年10年间，累计经营性现金流净额为1625亿元，累计归母净利润合计2143亿。现金流与利润的比值约为80%。公司10年自由现金流也有较大波动，其中有两年为负，但整体保持较为健康的状态。10年累计实现自由现金流为2059亿元，与归母净利润基本匹配。未来看现金流会随着外部政策及融资环境波动，但长周期看公司的现金流与利润匹配度较好。

图表 11: 公司自由现金流



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 公司经营性现金流净额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4. 施工与地产互补，打造稳定高 ROE

公司 ROE 水平建筑央企中领先，杜邦分解指标均衡，整体经营较稳健。公司 2011 年后 ROE 始终保持在 16% 以上的水平，是 8 个建筑央企中 ROE 最高的公司。公司销售净利率与权益乘数处在持续提升的趋势中。公司销售净利率在央企中排名第三，总资产周转

率在央企中排名第四，权益乘数排在第二，整体来看各项杜邦分解指标比较均衡，经营较稳健。

图表 13: 公司历年杜邦分析拆解

时间	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
2011年	16.28%	2.80%	1.07	5.43
2012年	16.48%	2.75%	0.99	6.06
2013年	18.55%	3.00%	0.95	6.53
2014年	17.56%	2.82%	0.94	6.62
2015年	16.98%	2.96%	0.88	6.50
2016年	16.67%	3.11%	0.78	6.88
2017年	16.26%	3.13%	0.72	7.26
2018年	16.67%	3.19%	0.70	7.44

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 建筑央企 2018 年杜邦分析拆解对比

公司名称	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
中国建筑	16.67%	3.19%	0.70	7.44
中国交建	10.40%	4.01%	0.54	4.78
葛洲坝	11.11%	4.63%	0.50	4.83
中国电建	9.33%	2.61%	0.46	7.82
中国中冶	7.66%	2.20%	0.68	5.13
中国化学	6.31%	2.37%	0.88	3.02
中国中铁	9.91%	2.32%	0.83	5.15
中国铁建	11.23%	2.46%	0.84	5.45

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

施工与地产互补，打造稳定高 ROE。在剔除中国海外发展影响后，公司的工程业务 ROE 高达 19.09%，大幅领先于其他建筑央企，具体来看工程业务销售净利率较低，仅 3.13%，主要是依靠高资产周转率与高权益乘数提升 ROE 水平。工程业务的经营特点与地产业务高净利率、超低权益乘数形成互补，使得公司整体经营稳健，ROE 始终处于行业较高水平。

图表 15: 公司 ROE 分业务拆解

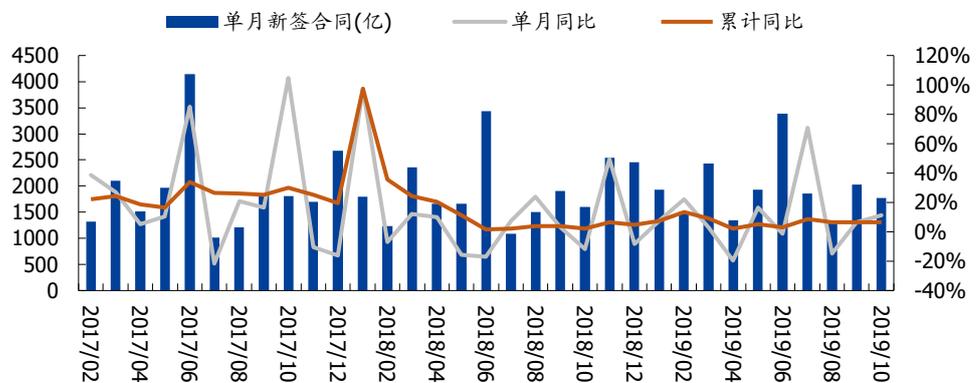
指标	中国建筑	中国海外发展 (中国建筑 2018 年年报数据)	中国建筑剔除中海
ROE	16.26%	13.85%	18.70%
销售净利率	3.13%	18.65%	2.00%
总资产周转率	0.72	0.29	0.79
权益乘数	7.26	2.55	11.86

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5.近期经营情况：10月订单加速，地产销售势头良好

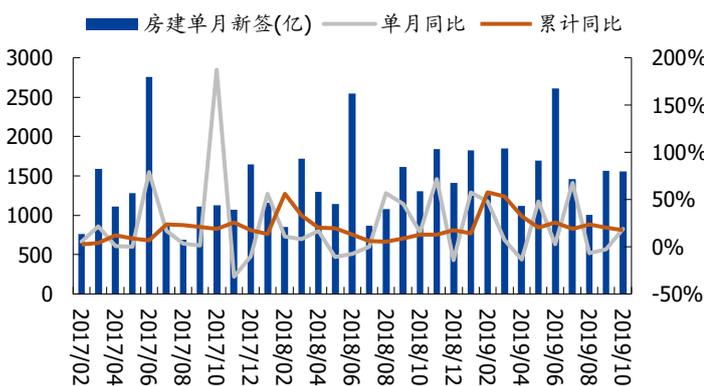
房建驱动10月订单加速。公司2019年1-10月份新签合同额19466亿元，同增6.7%，较上月提升0.4个pct，其中10月单月新签1778亿元，同增11.26%。分业务板块来看，1-10月份房建新签合同额同增17.4%，较上月提升0.2个pct，其中10月单月新签合同同增19.17%，今年以来房建订单表现持续较好，是公司订单增长的主要动力；1-10月份基建新签合同额同降24.9%，较上月降幅扩大0.1pct，其中10月单月新签下滑25.1%。分区域来看，1-10月境内/境外新签订单分别同增7.5%/-5.2%，较上月变动+0.1/+3.6个pct。1-10月新开工面积同比增长4%，较上月提速3.9个pct；竣工面积同比增长28%，较上月回落2.4个pct，仍维持高位。

图表16：公司新签合同金额及增速



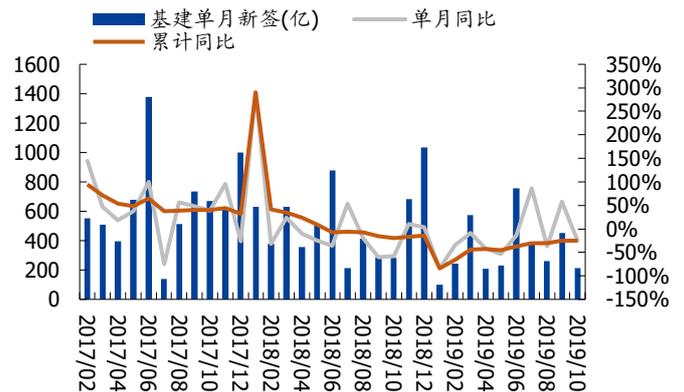
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表17：公司房建订单及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表18：公司基建订单及增速

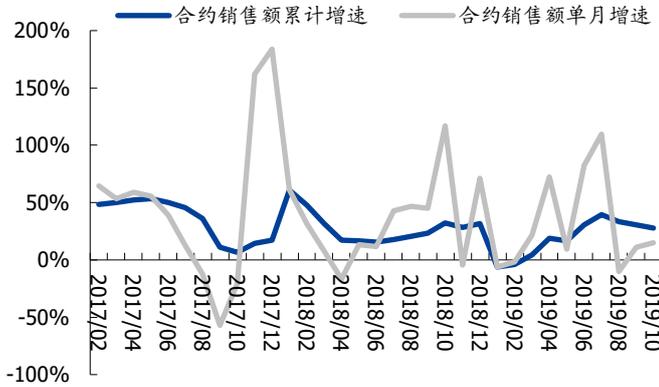


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

地产销售势头良好，待结算充裕收入有望加速。2019年1-10月份公司地产业务合约销售额3143亿元，同增28%，较上月放缓2.4个pct，其中10月单月合约销售额44亿元，同比增长15.03%；1-10月份合约销售面积1201万平米，同增12.8%，较上月提升5.3个pct，其中10月单月合约销售面积178万平米，同比增长7.88%。公司今年以

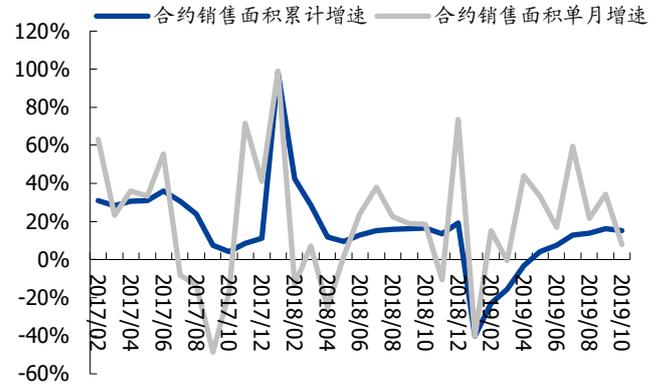
来销售趋势良好，增速在龙头中位居前列，目前待结算资源充足。今年前三季度房地产业务实现营业收入1450亿元，同比增长22.8%，较上半年加速5.6个pct，结算明显加快。公司2019年前10月新购置土地面积6779万平方米，同降46%，在房企融资环境收紧背景下，公司拿地节奏慢于去年。但截至10月末公司总土地储备9648万平方米，较为充裕。

图表 19: 公司地产合约销售增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: 公司地产合约销售面积增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

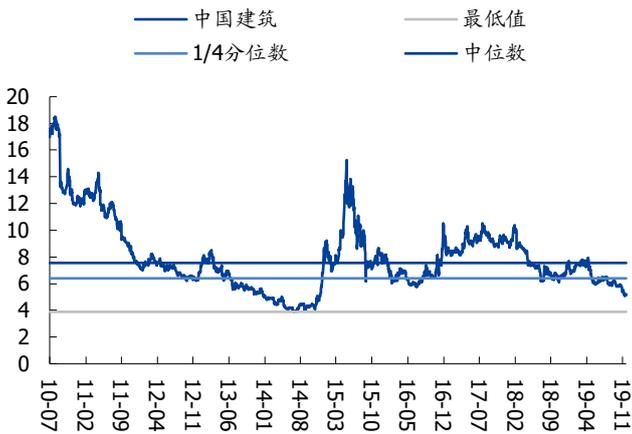
毛利率提升带动 Q3 业绩加速，基建收入增长有所回暖。公司 2019 年前三季度实现营业收入 9736 亿元，同比增长 15.8%；实现归母净利润 300 亿元，同比增长 9.8%。分季度看公司 Q1/Q2/Q3 单季收入分别增长 10%/22%/15%，Q3 收入增长有所放缓，主要因房建收入放缓；归母净利润分别增长 8.8%/4.2%/19%，Q3 业绩实现显著加速，主要因：1) 高毛利率地产收入结算加快带动毛利率提升，同时财务费用有所减少。2) 上半年子公司永续债提前计息，造成少数股东收益同比大增。分板块看，前三季度房建业务实现营业收入 6018 亿元，同比增长 15.3%，较上半年放缓 3.4 个 pct；基建业务实现营业收入 2208 亿元，同比增长 14.3%，较上半年加速 3.1 个 pct，主要因稳增长政策逐步开始发力。

6. 估值处于历史底部，性价比优

当前 PE/PB 分别为 5.2/0.87 倍，明显低于历史 1/4 分位数，仅高于 2013-2014 年熊市期间，已位于历史低位。PE 与沪深 300PE 的比值为 0.45，创出历史新低；PB 与沪深 300PB 的比值为 0.62，接近历史最低点。

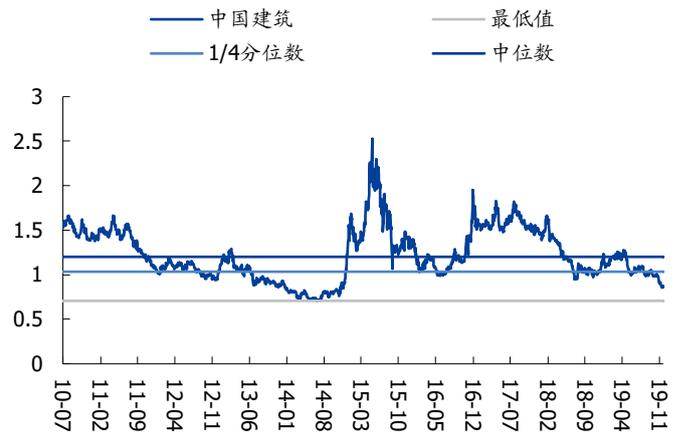
公司当前估值处于历史底部，除行业因素外，主要因股东大家保险减持因素影响。9 月 19 日，公司公告大家保险将持有的 2.47% 公司股份换购 ETF 基金，换购后仍持有公司 8.59% 的股份。但我们认为从长期角度看，公司已具备较强投资价值。

图表 21: 公司历史 PE (TTM)



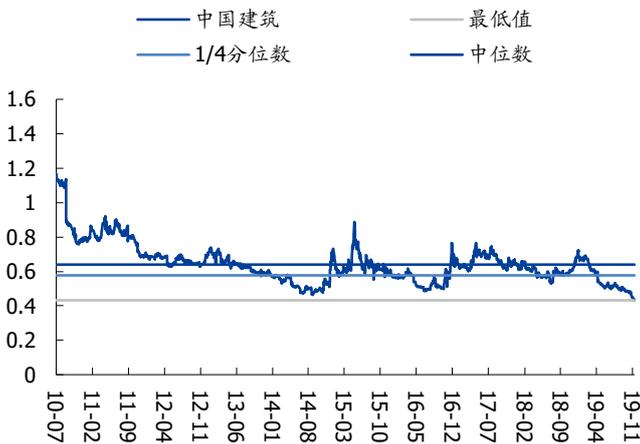
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 公司历史 PB (LF)



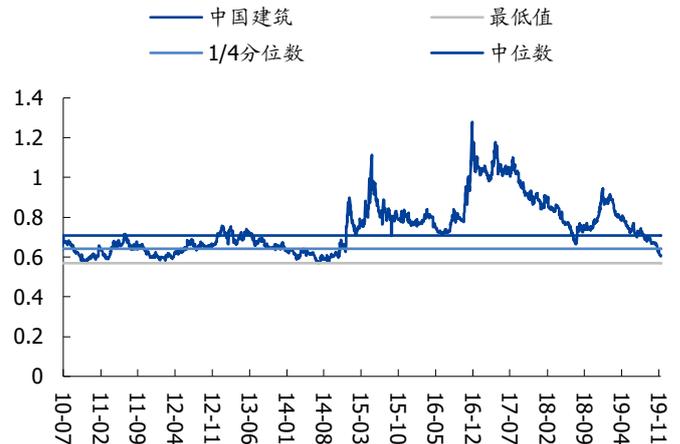
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 公司与沪深 300 历史 PE (TTM) 的比值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 公司与沪深 300 历史 PB (LF) 的比值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

7. 投资建议

鉴于公司主营业务主要可划分为工程施工（房建+基建）与房地产 2 大板块，因此估值宜用分部估值法。

2018 年公司实现归母净利润 382 亿元，根据年报，其中由地产板块（为了简化起见，此处仅为中海地产贡献利润，中建地产目前收入与利润贡献相对较小，且分散在工程局中，将其放入施工业务中考虑）贡献的净利润约为 180 亿元，占比 47%；剩下 202 亿元为工程施工板块贡献。我们预测 2019 年公司归母净利润为 421 亿元，其中地产业务贡献 202 亿元，施工板块贡献 219 亿元。

分部估值法测算公司市值还有 41% 的空间。其中对于工程施工板块，我们选取中国铁建、中国中铁等 7 个大型施工企业作为可比公司，取 2019 年平均估值为 7.3 倍，以此为

基准测算公司工程施工板块合理市值为 1599 亿元 (7.3×219)；对于房地产板块，我们选取保利地产、万科 A、招商蛇口、绿地控股等大型房地产龙头企业作为可比公司，取 2019 年平均估值为 6.9 倍，以此为基准测算公司房地产板块合理市值为 1394 亿元 (6.9×202)。工程施工板块与房地产板块合计合理市值为 2993 亿元，当前公司总市值 2128 亿元，对应还有 41% 的空间。

我们预测公司 2019-2021 年归母净利润分别为 421/464/504 亿元，同比增长 10%/10%/9%，对应 EPS 分别为 1.00/1.11/1.20 元 (2018-2021 年 CAGR9.6%)，当前股价对应 PE 分别为 5.1/4.6/4.2 倍，分部估值有 41% 空间，当前 PB 仅 0.87 倍，股息率 3.3%，维持“买入”评级。

图表 25: 建筑施工板块可比公司估值表

股票简称	股价	EPS(元)				PE				PB
	2019/11/22	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
中国铁建	9.36	1.32	1.50	1.69	1.86	7.1	6.2	5.5	5.0	0.79
中国中铁	5.61	0.75	0.80	0.89	1.00	7.5	7.0	6.3	5.6	0.76
中国交建	8.70	1.22	1.37	1.50	1.64	7.1	6.4	5.8	5.3	0.75
中国化学	6.13	0.39	0.57	0.71	0.83	15.7	10.8	8.6	7.4	0.96
葛洲坝	6.12	1.01	1.12	1.24	1.38	6.1	5.5	4.9	4.4	0.98
中国中冶	2.64	0.31	0.34	0.36	0.38	8.5	7.7	7.3	7.0	0.78
中国电建	4.09	0.50	0.56	0.63	0.69	8.2	7.3	6.5	5.9	0.75
平均值						8.6	7.3	6.4	5.8	0.82

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 地产板块可比公司估值表

股票简称	股价	EPS(元)				PE				PB
	2019/11/22	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
保利地产	14.37	1.58	2.06	2.50	2.97	9.1	7.0	5.7	4.8	1.41
万科 A	27.01	2.99	3.65	4.32	5.11	9.0	7.4	6.3	5.3	1.82
招商蛇口	18.33	1.93	2.32	2.83	3.43	9.5	7.9	6.5	5.3	2.22
绿地控股	6.53	0.93	1.19	1.47	1.80	7.0	5.5	4.4	3.6	1.06
平均值						8.7	6.9	5.7	4.8	1.63

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

8. 风险提示

融资环境改善不达预期风险，地产调控风险，基建政策效果不达预期风险，地产业务盈利能力下滑风险、股东减持影响等。

（1）融资环境改善不达预期风险

当前利率处于下行通道中，基建融资环境持续改善，但如果未来融资环境收紧，则会对地产和基建产业链的资金状态产生不利影响。

（2）地产调控风险

当前地产持续高压调控，且未来房地产政策仍然有进一步调控收紧的风险，并可能进一步影响到公司房地产与房建业务的开展。

（3）基建政策效果不达预期风险

近期基建政策持续回暖，基建投资增速处于温和复苏趋势，但后续效果仍然有待观察，可能存在效果不达预期的风险。

（4）地产业务盈利能力下滑风险

公司地产业务毛利率与净利率维持高位，超出行业平均水平。近两年公司在公开市场获取土地较多，成本相应提高，后续毛利率和净利率可能会受到一定影响。

（5）股东减持影响

由于股东大家保险前期换购 ETF 影响，公司股价承压。目前大家保险仍持有公司较高比例股份，如果未来进行减持，将会对股价产生一定影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com