

中国建筑 (601668)

证券研究报告

2020年01月12日

地产订单高增、基建订单回暖，行业龙头增长优势愈发显著

公司近期公告 2019 年全年新签订单情况，全年新签合同总额 28640 亿，同增 9.0%。其中建筑业务 24821 亿，同增 6.6%，地产业务 3818 亿，同增 27.9%。点评如下：

基建订单增速 12 月快速回升，地产施工、销售全年高速增长

公司 2019 年订单呈现“建筑业务稳提升、地产业务高增长”态势。建筑业务新签订单增速在 2016 年之后首次出现复苏态势，增速为 6.6%，较 2018 年微幅提升，2019 年 12 月单月增速为 35.7%。其中房屋建筑业务为 19504 亿，同增 16.1%，为建筑业务提升的主要带动项，而基建业务为 5183 亿，全年负增长 18.4%，但 12 月单月增速为 28.1%，或因逆周期调节需求提升下半年多数项目审批招标加速。地产业务合约销售额为 3818 亿，同增 27.9%，旗下中海地产为地产业务主体，2019 年中海地产销售额位列第七，累计合约销售 3772 亿港元，公司地产销售额增速显著高于“销售 3000 亿以上”梯队的增速均值 12.7%。

2020 年房建订单韧性或延续存在，逆周期调节下基建订单有望逐步回升

在 2018 年以来地方政府隐性债务严监管下，部分地区政府订单付款进度或受到一定影响，2019 年公司战略性收缩基建订单承接规模，同时一方面通过紧抓回款环节经营现金流压力，另一方面充分把握 2019 年地产销售复苏、建安工程投资高韧性的市场环境，扩大地产施工与合约销售规模，从而维持业绩稳健增长。

我们认为在 2020 年上半年专项债对于基建支持力度加大、逆周期调节需求依然存在的情况下公司基建订单增速有望延续提升趋势，房建订单在竣工面积增速预期复苏的情况下依然具有较好韧性，而地产行业集中度提升趋势或在中期持续存在，公司地产销售业务同样有望维持稳健增长。

公司各大业务互补助推业绩稳健增长，估值前期利空因素或出现逆转

我们认为公司具有较强的业务结构优势，基建、房建、地产销售三项业务具有一定的互补性，从而推动公司整体业绩的稳健提升。公司前三季度实现营业收入 9736 亿元，同增 15.8%，且资产负债率有所下滑，加上自身相对于建筑民企的融资成本优势，公司未来订单有望逐步落地。目前专项债对于基建支持的显著提升、近期央行降准政策均有助于改善订单落地过程中的资金问题。

在投资行为方面，之前或由于一些利空因素持续在发挥作用，如央企换购 ETF 构成了实质性的减持和二级市场抛压，以及个别机构的减持行为；但在 2019 年末、2020 年初，投资行为方面的因素反而可能发生逆转，产生利好建筑板块估值提升的因素，比如 ETF 资金的大量配置。此外，从近一个月沪港北向资金流向来看，中国建筑进入近一个月净买入金额前十名内，我们认为随着外资以及 ETF 资金的逐步进入，公司或已进入估值修复的窗口期。

投资建议

公司在手订单充足，基建、房建、地产销售三项业务具有一定的互补性，从而推动公司整体业绩的稳健提升。随着近年来建筑央企龙头优势逐步显现，在目前逆周期调节需求提升以及央行降准背景下，建筑央企有望更加受益于宏观因素的改善，我们看好公司未来业绩的稳健增长，建议在目前估值位置上关注公司的投资机会。维持 19-21 年 EPS 1.02、1.12、1.24 元/股，对应 PE 为 5.8、5.3、4.8 倍，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	42,686.33	46,928.68	52,080.31
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)	7.52	6.48	5.80	5.28	4.76
市净率(P/B)	1.15	1.02	0.94	0.83	0.73
市销率(P/S)	0.23	0.21	0.18	0.16	0.15
EV/EBITDA	1.93	0.92	1.88	1.06	1.27

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	5.9 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	41,975.63
流通 A 股股本(百万股)	41,141.08
A 股总市值(百万元)	247,656.22
流通 A 股市值(百万元)	242,732.34
每股净资产(元)	5.81
资产负债率(%)	76.02
一年内最高/最低(元)	6.73/4.93

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

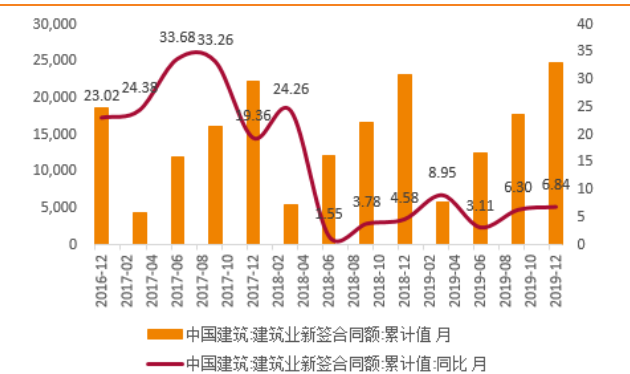


资料来源：贝格数据

相关报告

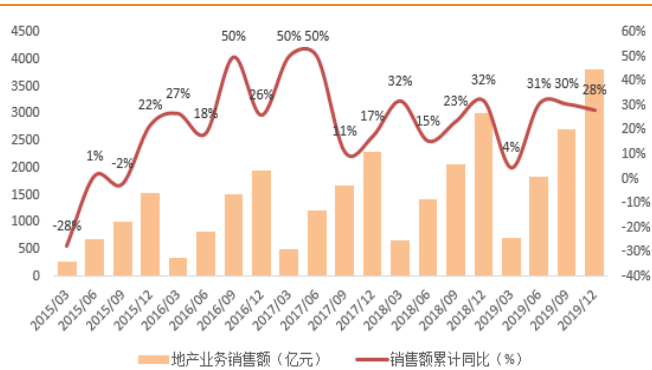
- 《中国建筑-季报点评:订单稳健增长，房建与基建营收提速，经营现金净流出增加》 2019-10-27
- 《中国建筑-半年报点评:地产业务增速回升，少数股东损益拖累归母利润增速》 2019-08-30
- 《中国建筑-年报点评报告:地产毛利率显著增加，盈利能力持续提升》 2019-04-13

图 1：建筑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 2：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

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	283,920.42	425,825.27	340,551.53
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
流动资产合计	1,091,607.9	1,308,490.9	1,425,907.7	1,612,188.7	1,723,176.8
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
非流动资产合计	410,832.57	499,831.81	510,715.50	548,040.74	585,306.27
资产总计	1,550,983.3	1,861,840.3	1,984,413.5	2,210,179.7	2,358,902.5
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
流动负债合计	886,412.69	1,066,574.4	1,094,176.6	1,192,479.7	1,308,605.0
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
非流动负债合计	322,841.43	366,001.59	418,661.42	485,658.67	448,548.69
负债合计	1,209,254.1	1,432,576.0	1,512,838.0	1,678,138.4	1,757,153.7
少数股东权益	126,973.67	185,303.07	208,288.02	233,557.31	261,600.55
股本	30,000.00	41,985.17	41,975.63	41,975.63	41,975.63
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	221,311.86	256,508.37	298,172.61
其他	(8,635.61)	7,819.56	(11,262.29)	(11,262.29)	(11,262.29)
股东权益合计	341,729.19	429,264.26	471,575.50	532,041.30	601,748.79
负债和股东权益总	1,550,983.3	1,861,840.3	1,984,413.5	2,210,179.7	2,358,902.5

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	46,649.02	55,350.20	42,686.33	46,928.68	52,080.31
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	17,535.84	21,026.27	23,493.12
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)	23,502.57	25,855.59	28,046.50
经营活动现金流	(43,456.93)	10,311.29	(29,631.14)	105,609.71	(7,355.83)
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)
投资活动现金流	(45,680.33)	(32,813.43)	1,438.23	(5,890.63)	(2,637.14)
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)	(35,851.61)	(20,422.28)	(23,033.24)
其他	(338,752.67)	(343,544.33)	(426,254.38)	(469,054.80)	(542,538.78)
筹资活动现金流	34,143.16	64,870.26	(5,387.35)	42,185.77	(75,280.76)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(54,994.11)	42,368.12	(33,580.26)	141,904.85	(85,273.73)

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
营业收入	1,054,106.5	1,199,324.5	1,379,282.61	1,502,197.7	1,652,328.3
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	17,535.84	21,026.27	23,493.12
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)
营业利润	59,697.73	71,665.30	85,051.65	93,369.74	103,747.14
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
利润总额	60,399.61	71,788.79	85,175.14	93,640.22	103,919.63
所得税	13,750.59	16,438.59	19,503.87	21,442.25	23,796.08
净利润	46,649.02	55,350.20	65,671.27	72,197.97	80,123.55
少数股东损益	13,707.22	17,108.88	22,984.95	25,269.29	28,043.24
归属于母公司净利润	32,941.80	38,241.32	42,686.33	46,928.68	52,080.31
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
成长能力					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
市盈率	7.52	6.48	5.80	5.28	4.76
市净率	1.15	1.02	0.94	0.83	0.73
EV/EBITDA	1.93	0.92	1.88	1.06	1.27
EV/EBIT	2.14	1.00	1.92	1.08	1.30

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