

2014年11月4日

群益香港研究部
hk_research@e-capital.com.hk
該股為合資格滬股通股票
目標價(元) 5.2元

中國建築(601668.SH)

Buy 買入

業績穩定增長，估值低廉

結論與建議：

公司前三季度業績穩定增長，房地產累計銷售額雖同比有所下降，但 Q3 已開始有所改善，限貸政策的放鬆將會促進 Q4 銷售額的持續增長。公司新開工增速維持在 26% 的較高水平，全年建築業務穩定增長已經確定。預計公司 2014 年、2015 年分別實現淨利潤 259 億元、300 億元，同比分別增長 27%、16%；EPS 分別為 0.86 元、1.0 元，對應 PE 分別為 4 倍、3 倍，PB 為 0.8 倍，估值安全邊際較高且絕對股價較低，給予買入建議。

公司基本資訊

產業別	建築裝飾
A 股價(2014/11/3)	3.59
上證綜指(2014/11/3)	2430.03
股價 12 個月高/低	3.59/2.72
總發行股數(百萬)	30000.00
A 股數(百萬)	29853.22
A 市值(億元)	1077.00
主要股東	中國建築工程總公司 (56.15%)
每股淨值(元)	4.42
股價/賬面淨值	0.79
股價漲跌(%)	一個月 三個月 一年
	2.4 8.4 10.0

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2012-8-28	3.05	買入
2013-04-19	3.58	買入

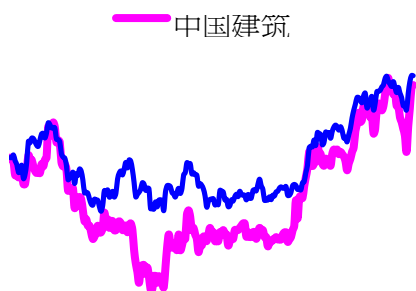
產品組合

房屋建築工程	71.8%
房地產開發與投資	13.5%
基礎設施建設與投資	13.2%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	4.2%
一般法人	60.3%

股價相對大盤走勢



■ **公司業績：**公司 Q1-Q3 實現營業收入 5660 億元，同比增長 18%；實現歸屬上市公司股東的淨利潤 169 億元，同比增長 26%；EPS 為 0.57 元，公司業績符合預期。從單季度來看，公司 Q3 共實現營業收入 1911 億元，同比增長 7.4%，實現淨利潤 50.8 億元，同比增長 9.7%。

■ **綜合費用率小幅下降，毛利率維持穩定：**公司前三季度營收實現 18% 的增長主要源自於經營規模的擴以及地產業務結算收入的增加。公司淨利潤增速高於營收增速主要是由於公司經營規模提升，綜合費用率小幅下降 0.3 個百分點至 2.8%。另外公司少數股東權益同比減少 10.6% 也推動了公司淨利潤的增加。從毛利率來看，公司前三季度毛利率為 11.4%，同比持平，房建業務毛利率雖有所下滑，但高毛利地產業務結算占比的提升對其進行了對沖，使得綜合毛利率維持穩定。

■ **公司 3Q 銷售開始好轉，預計 Q4 將持續改善：**Q1-Q3 公司實現銷售額約 1035 億元，同比下降 8.4%（其中中海 896 億，YOY+5.6%，中建地產 139 億，YOY-50%），銷售面積 891 萬平方米，同比下降 5.9%，公司銷售情況與全國房地產銷售水平相當。其中公司 Q3 單季共實現銷售面積 301 萬平方米，同比增長 30%，實現銷售金額 353 億元，同比增長 4%，銷售情況已開始有所改善。隨著限貸政策的放鬆，我們預計公司 Q4 的銷售面積和金額將持續回升，全年將實現銷售金額 1450 億，同比持平。

■ **新開工高速增長，新簽合同穩定增長：**Q1-Q3 公司新開工面積 2.3 億平方米，同比增長 26.6%，將會推動公司全年建築業務營收持續高速增長。期內公司累計實現新簽合同額約 9874 億元，同比增長 7.4%，有所放緩，但基於國家積極推動基礎設施建設和保障房建設，我們認為公司後續新簽合同增速將會有所提升。公司已于 9 月發行 20 億元永續中期票據，該票據無固定到期日，票面利率為 6.2%，利率較低。並且，未來公司還將發行優先股，我們認為這將有助於公司建築業務規模的持續擴張。

■ **分紅率持續提高，滬港通開通後估值有望提升：**公司 2013 年每 10 股派現 1.43 元，分紅率為 21.03%，公司表示後續將逐年提升分紅率，到 2020 年提升至 30% 左右，按目前收盤價計算，我們預計公司 2014 年的股息率將可達到 5.46%。我們認為公司的高分紅將會吸引長線資金的介入，隨著未來滬港通的開通，公司的估值將會有所提升。

■ **盈利預測：**我們預計公司 2014 年、2015 年分別實現淨利潤 259 億元、300 億元，同比分別增長 27%、16%；EPS 分別為 0.86 元、1.0 元，對應 PE 分別為 4 倍、3 倍，PB 為 0.8 倍，估值安全邊際較高且絕對股價較低，給予買入建議。

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014E	2015E
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	13537	15735	20399	25914	30003
YOY 增減	%	46.55%	16.24%	29.64%	27.04%	15.78%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.45	0.52	0.68	0.86	1.00
YOY 增減	%	45.16%	15.56%	30.77%	0.00%	0.00%
A 股市盈率(P/E)	X	8	7	5	4	3
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.00	0.14	0.19	0.23
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.00%	4.11%	5.46%	6.61%

預期報酬(Expected Return : ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy($ER \geq 30\%$)；買入 Buy($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral($10\% > ER > -10\%$)

賣出 Sell($-30\% < ER \leq -10\%$)；強力賣出 Strong Sell($ER \leq -30\%$)

附一：合并損益表

人民幣百萬元	2,011	2,012	2,013	2014E	2015E
營業額	482,837	571,516	681,048	810,447	956,328
經營成本	424,704	501,835	600,220	713,761	844,437
主營業務利潤	39,173	47,623	56,089	67,267	77,176
銷售費用	920	1,299	1,662	1,540	1,817
管理費用	11,138	13,402	14,549	16,209	18,935
財務費用	2,902	4,125	5,407	5,025	5,738
營業利潤	25,158	29,381	38,210	44,994	52,185
補貼收入	930	951	875	880	930
稅前利潤	25,892	30,161	38,799	45,704	52,915
所得稅	6,654	7,384	9,465	11,152	12,911
少數股東損益	5,702	7,041	8,935	8,638	10,001
淨利潤	13,537	15,735	20,399	25,914	30,003

附二：合并資產負債表

人民幣百萬元	2,011	2,012	2,013	2014E	2015E
貨幣資金	88,157	117,360	123,401	145,880	172,139
存貨淨額	150,342	254,382	322,382	380,910	449,474
應收帳款淨額	68,149	88,353	99,280	121,567	143,449
流動資產合計	409,401	521,981	616,537	655,652	773,669
長期投資淨額	21,134	23,026	21,354	22,000	22,000
固定資產合計	12,877	16,864	20,572	21,534	22,560
無形資產及其他資產合計	6,574	8,223	9,042	9,000	9,000
資產總計	505,829	651,694	783,821	794,536	914,459
流動負債合計	295,311	385,730	466,933	535,454	616,573
長期負債合計	92,082	126,410	152,325	157,800	168,300
負債合計	387,393	512,140	619,258	609,759	699,680
少數股東權益	29,332	37,696	46,527	46,194	53,695
股東權益合計	118,436	139,554	164,564	184,776	214,779
負債和股東權益總計	505,829	651,694	783,821	794,536	914,459

附三：合并現金流量表

百萬元	2,011	2,012	2,013	2014E	2015E
經營活動產生的現金流量淨額	4,231	5,114	3,762	4,150	4,730
投資活動產生的現金流量淨額	-23,420	-13,230	-8,370	-11,350	-12,140
籌資活動產生的現金流量淨額	35,788	35,616	11,366	29,680	33,668
現金及現金等價物淨增加額	16,247	27,473	6,333	22,480	26,258

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。