

## 低估值高增长之“大象”，跌落之金

中国建筑 (601668.SH)

**推荐** 首次评级

### 核心观点:

- **建筑三大下游行业前景：“地产+基建”增速持续平稳，地产需求确定。** (1) 房建下滑、基建对冲，2014年1-10月基建投资增速22.4%、地产投资增速12.4%，“基建+地产”16.8%，未来增速持续平稳。(2) 地产确定性较强，地产限购限贷放开，政策调控趋向市场化，地产将维持常态增速，毛利率将下降至合理水平，主流地产开发商素质将提升，房建毛利率趋稳但订单质量有望提升。(3) 海外基建业务全面受益于“一带一路”国家战略。
- **过往业绩优异，未来三年业绩高度确定。** (1) 截至2014年9月末，公司建筑在手合同19,146亿元，地产已售未结算金额1646亿元，已分别覆盖我们预测的建筑、地产板块2014-15年收入的131%、76%。(2) 地产业务的增长潜力在于中建地产委托中海地产经营后，售价存在较大的提升空间(13年中海地产每平售价较中建地产高出55%)，因此需理性看待中建地产1-10月销售下降，我们判断可能是中海地产整合及惜售。此外中建地产尚有1000万方低成本变性土地。建筑盈利能力将持续提升，核心驱动力是城市综合开发、投资及海外拉动，管理改善带来期间费率下降。
- **从估值角度，国企改革逻辑类似于银行地产，但业绩持续性及资产质量又显著高于银行地产。** (1) 从PB的角度看，为保障国有资产不流失，PB必须达到1.1倍以上才能引进战投及员工持股等，按照这一逻辑，中国建筑PB若提高到1.1倍PB，潜在涨幅将达20%以上(按照我们预测2014年PB)。我们认为公司的资产质量显著好于银行，而业绩持续性确定性又好于地产，理应享受更高的估值水平。(2) 从相对估值、绝对估值角度来看，中国建筑均是A+H股中隐性折价率最高的公司。我们测算公司相对估值折价率为33%，SOTP折价率46%。
- **公司未来估值提升存多重契机。** (1) 沪港通推动估值快速修复。(2) 二次股权激励，板块分拆上市，混合所有制等国企改革预期推动估值提升。(3) 成立中建方程、收购Plaza以及城镇综合开发/投资拉动/拓展新业务等商业模式创新助力公司持续成长。(4) 发行优先股等有助公司降负债、提业绩。(5) 分红率较高，14年分红率有望达4.4%，对长线资金有较强吸引力。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、基建及地产投资下滑风险等。
- **盈利预测与估值。** 我们今年5月27日发布第一篇深度报告强烈推荐以来股价涨幅已达40%。8月27日第二篇深度报告我们更是将公司比作香港汇丰银行：“不会买，买中建，不要卖！”我们预测公司2014/15/16年EPS分别为0.80/0.92/1.03元，给予公司2014年7倍PE，对应目标价5.6元，维持“推荐”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	571516	692437	791999	885151	977140
增长率(%)	19.1	21.2	14.4	11.8	10.4
归母净利润(百万)	15735	20399	23963	27558	30859
增长率(%)	16.2	29.6	17.5	15.0	12.0
EPS	0.52	0.68	0.80	0.92	1.03
PE	7.97	6.15	5.23	4.55	4.06
PB	1.23	1.06	0.92	0.79	0.69

### 分析师

鲍荣富

☎: 021-20252629

✉: baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050003

### 联系人

周松

☎: 021-68596786

✉: zhousong\_yj@chinastock.com.cn

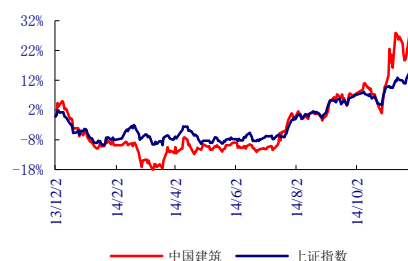
### 市场数据

时间 2014.11.27

A股收盘价(元)	4.04
A股一年内最高价(元)	4.11
A股一年内最低价(元)	2.71
上证指数	2682.84
市净率	1.03
总股本(万股)	3000000.00
实际流通A股(万股)	2985322.00
限售的流通A股(万股)	14678.00
流通A股市值(亿元)	1206.07

### 分析师

#### 相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

### 相关研究

- 1、《公司点评报告: 中国建筑(601668): 基建订单加速、房建放缓、设计大幅下降, 中海地产单月销售大增, 中建地产大幅下降》2014-11-19
- 2、《公司深度报告: 中国建筑(601668): 估值最低廉建筑龙头, 大象股春天到来》2014-08-07
- 3、《公司深度报告: 中国建筑(601668): 试水优先股, 大象也能跳舞》2014-05-27

利润表(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	571,516	692,437	791,999	885,151	977,140
营业成本	501,835	600,220	702,778	784,689	866,757
毛利率	12.2%	13.3%	11.3%	11.3%	11.3%
营业税金及附加	22,057	24,739	28,297	31,448	34,520
营业费用	1,299	1,662	1,901	2,037	2,151
营业费用率	0.23%	0.24%	0.24%	0.23%	0.22%
管理费用	13,402	14,549	16,641	17,713	18,577
管理费用率	2.35%	2.10%	2.10%	2.00%	1.90%
财务费用	4,125	5,407	7,572	9,268	10,165
财务费用率	0.72%	0.78%	0.96%	1.05%	1.04%
投资收益	2,996	5,374	5,643	6,094	6,581
<b>营业利润</b>	<b>34,606</b>	<b>52,932</b>	<b>39,326</b>	<b>45,295</b>	<b>50,766</b>
营业利润率	6.06%	7.64%	4.97%	5.12%	5.20%
营业外收入	951	875	919	965	1,013
营业外支出	171	286	301	316	332
<b>利润总额</b>	<b>35,386</b>	<b>53,520</b>	<b>39,945</b>	<b>45,944</b>	<b>51,447</b>
所得税	7,384	9,465	7,989	9,189	10,289
所得税率	20.9%	17.7%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	7,041	8,935	7,989	9,189	10,289
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>15,735</b>	<b>20,399</b>	<b>23,967</b>	<b>27,566</b>	<b>30,868</b>
净利率	2.75%	2.95%	3.03%	3.11%	3.16%
EPS (元)	0.52	0.68	0.80	0.92	1.03

现金流量表(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	15,735	20,399	23,967	27,566	30,868
少数股东权益	7,041	8,935	7,989	9,189	10,289
折旧和摊销	3,823	4,603	4,086	4,888	4,660
营运资金变动	-24,163	-33,304	-43,851	-9,487	-8,644
其他	-43	1,986	2,184	3,970	4,370
<b>经营现金流</b>	<b>2,393</b>	<b>2,619</b>	<b>-5,625</b>	<b>36,126</b>	<b>41,543</b>
资本支出	-9,739	-14,391	-6,100	-6,250	-6,353
投资收益	1,643	2,730	5,643	6,094	6,581
资产变卖	824	840	0	0	0
其他	-5,958	2,451	0	0	0
<b>投资现金流</b>	<b>-13,230</b>	<b>-8,370</b>	<b>-458</b>	<b>-156</b>	<b>228</b>
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	45,535	28,480	13,847	-7,215	-11,634
股息支出	-11,501	-16,014	-4,793	-5,513	-6,174
其他	1,517	-1,392	-7,572	-9,268	-10,165
<b>融资现金流</b>	<b>35,551</b>	<b>11,074</b>	<b>1,482</b>	<b>-21,996</b>	<b>-27,973</b>
<b>现金及现金等价物</b>	<b>24,715</b>	<b>5,323</b>	<b>-4,601</b>	<b>13,973</b>	<b>13,798</b>

资产负债表(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	117,360	123,401	118,800	132,773	146,571
存货	254,382	322,382	377,467	417,539	456,874
应收账款	81,164	83,594	101,465	113,399	125,184
其他流动资产	69,075	87,161	89,939	98,276	106,576
<b>流动资产</b>	<b>521,981</b>	<b>616,537</b>	<b>687,670</b>	<b>761,986</b>	<b>835,205</b>
固定资产	16,864	20,572	22,586	24,048	26,001
长期股权投资	23,026	21,354	21,354	21,354	21,354
无形资产	8,223	9,042	9,042	9,043	9,043
其他长期资产	81,599	116,316	116,316	116,216	115,956
<b>非流动资产</b>	<b>129,713</b>	<b>167,284</b>	<b>169,298</b>	<b>170,660</b>	<b>172,354</b>
<b>资产总计</b>	<b>651,694</b>	<b>783,821</b>	<b>856,968</b>	<b>932,647</b>	<b>1,007,559</b>
短期借款	27,710	21,794	35,896	28,681	17,047
应付账款	182,563	214,948	251,676	281,009	310,399
其他流动负债	175,457	230,190	226,473	248,791	270,963
<b>流动负债</b>	<b>385,730</b>	<b>466,933</b>	<b>514,045</b>	<b>558,481</b>	<b>598,409</b>
长期负债	66,984	77,677	77,677	77,677	77,677
其他长期负债	59,426	74,648	74,393	74,393	74,393
<b>非流动性负债</b>	<b>126,410</b>	<b>152,325</b>	<b>152,070</b>	<b>152,070</b>	<b>152,070</b>
<b>负债合计</b>	<b>512,140</b>	<b>619,258</b>	<b>666,115</b>	<b>710,551</b>	<b>750,479</b>
股本	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
资本公积	30,298	29,380	29,380	29,380	29,380
<b>股东权益合计</b>	<b>139,554</b>	<b>164,564</b>	<b>190,854</b>	<b>222,096</b>	<b>257,080</b>
少数股东权益	37,696	46,527	54,516	63,705	73,994
<b>负债股东权益总计</b>	<b>651,694</b>	<b>783,821</b>	<b>856,968</b>	<b>932,647</b>	<b>1,007,559</b>

主要财务指标					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>增长率(%)</b>					
营业收入	18.37	21.16	14.38	11.76	10.39
营业利润	29.04	52.95	(25.70)	15.18	12.08
净利润	16.24	29.64	17.49	15.02	11.98
<b>利润率(%)</b>					
毛利率	12.19	13.32	11.27	11.35	11.30
EBIT Margin	5.76	7.40	5.35	5.57	5.64
EBITDA Margin	6.43	8.07	5.87	6.12	6.12
净利率	2.75	2.95	3.03	3.11	3.16
<b>回报率(%)</b>					
净资产收益率	15.45	17.28	17.58	17.40	16.86
总资产收益率	2.56	3.02	3.11	3.30	3.43
<b>其他(%)</b>					
资产负债率	78.59	79.00	77.73	76.19	74.48
所得税率	20.87	17.69	20.00	20.00	20.00
股利支付率	6.64	5.45	20.00	20.00	20.00

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**鲍荣富，行业证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

**港股：**中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）等。

**A 股：**中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏文科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、国海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、普邦园林（002663.SZ）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)