业绩整体良好，改革创新值得期待

中国建筑（601668.SH）

推荐 维持评级

合理估值区间 8.4-10.0 元

核心观点：

- **收入增速有所下滑，盈利能力稳步提升。**公司 2015Q1-3 实现营业收入/归母净利润 6113.4/190.4 亿元，YOY+8.0%/12.7%；收入增速首次跌破两位数。扣非后归母净利润 189.0 亿元，YOY+15.0%，基本每股收益 0.60 元，业绩符合我们预期。公司 Q3 单季实现营业收入/归母净利润 1979/52.9 亿元，YOY+3.6%/4.4%。前三季度综合毛利率 11.4%，与上年同期持平；净利率 4.1%，同比上升 0.2pct。公司以其产业链完整、资源整合力强等优势，稳步拓展业务，业绩持续增长主要来自于房地产及海外业务发展势头良好。
- **期间费用控制良好，现金流继续改善。**期间费用率 2.77%，下降 0.01pct；其中管理费用率下降 0.06pct，管控效果显著，销售费用率同比上升 0.05pct，主要因地产销售业务扩大。经营性净现金流从去年同期的-445 亿元提高至 2015Q1-3 的-155 亿元，其中 Q3 单季实现净流入 138 亿元，主要受益于房地产市场改善。
- **产业结构持续优化，新签订单降幅收窄。**2015Q1-3 建筑业务新签合同额 9552 亿元，同比微降 3.3%，其中 9 月单月新签订单 896 亿元，同比下降 0.55pct，较 8 月份新签增速下滑 8.04%有所好转；待施合同达 21246 亿元，较年初增长 4.9%。公司四大板块业务占比有所调整，业务结构进一步优化。**（1）房建：**2015 Q1-3 营收 4468 亿元，YOY+8.4%，占比 73.8%，同比上升 0.41pct；**（2）基建：**基建业务快速发展，营收 839 亿元，YOY+2.4%，占比 13.9%，同比下降 0.73pct；**（3）房地产：**地产销售持续改善，2015 Q1-3 实现营收 700 亿元，YOY+11.6%，占比 11.6%，同比增长 0.38pct；**（4）设计勘察：**公司设计勘察业务营收 43.7 亿元，YOY-0.2%。
- **“一带一路”、“京津冀”、“长江经济带”三大战略区域驱动公司未来业务稳定增长：(1)一带一路：**公司 2015Q1-3 海外营收 374 亿元，YOY+19.5%，海外利润总额 36 亿元，YOY+91.2%，新签合同 618 亿元，同比增长 50.3%；预计在“一带一路”推动下，未来海外业务仍将较快增长。**(2)京津冀协同：**京津冀为公司多级总部所在地，未来“京津冀”地带交通一体化、城市综合开发、产业转移带来建筑需求巨大。**(3)长江经济带：**长江经济带是公司新签合同的主要分布区域，未来《长江经济带战略规划纲要》出台，黄金水道和立体交通建设以及新型城镇化和绿色生态建设等将带来多元化业务。
- **国企改革及创新业务拓展推动业绩估值持续提升。**(1) 公司积极推进内部整合，中建地产与中海地产整合后，市场竞争力提高，同时其他专业板块未来进行混改或分拆上市的预期推动估值提升。(2) 完成优先股的发行，有助于降低公司负债。(3) 成立中建发展作为创新业务平台，积极开展水务环保业务、分布式能源、新型建筑工业化等新业务。
- **盈利预测与估值：**结合公司发展趋势，我们预计公司 2015/16/17 年 EPS 分别为 0.84/0.93/1.02 元，给予 15 年 10-12 倍 PE，对应目标价为 8.4-10.0 元，维持“推荐”评级。

主要经营指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万）	800029	888918	980409	1080814
增长率（%）	17.5	11.1	10.3	10.2
归母净利润（百万）	22570	25175	27894	30694
增长率（%）	10.6	11.5	10.8	10.0
每股收益	0.75	0.84	0.93	1.02
市盈率	8.3	7.4	6.7	6.1
市净率	1.3	1.2	1.1	0.9

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部，股价为 2015 年 10 月 30 日收盘价

分析师

周松

☎：021-68596786

✉：zhousong_yj @chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515050001

特此鸣谢：

黄骥

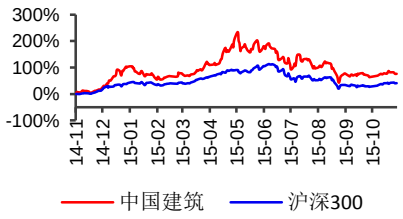
☎：021-68596760

✉：huangji @chinastock.com.cn

丁艳对此报告亦有贡献

市场数据	时间 2015.10.30
A 股收盘价(元)	6.21
A 股一年内最高价(元)	12.52
A 股一年内最低价(元)	3.36
上证指数	3382.56
市净率	1.16
总股本（万股）	3000000.00
实际流通 A 股(万股)	2990055.98
限售的流通 A 股(万股)	9944.02
流通 A 股市值(亿元)	1856.82

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

《公司点评报告-中国建筑（601668）：业绩稳健增长，改革创新持续推进》 2015/08/26

《公司点评报告-中国建筑（601668）：减值大增致业绩略低预期，改革创新值得期待》 2015/04/22

利润表(百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**681,048**	**800,029**	**888,918**	**980,409**	**1,080,814**
营业成本	600,220	699,364	781,031	860,286	947,117
毛利率	11.9%	12.6%	12.1%	12.3%	12.4%
营业税金及附加	24,739	30,892	34,324	37,465	40,869
营业费用	1,662	2,099	2,332	2,278	2,187
营业费用率	0.24%	0.26%	0.26%	0.23%	0.20%
管理费用	14,549	15,606	17,251	18,634	20,110
管理费用率	2.14%	1.95%	1.94%	1.90%	1.86%
财务费用	5,407	7,429	13,301	21,377	24,779
财务费用率	0.79%	0.93%	1.50%	2.18%	2.29%
投资收益	5,374	2,321	2,437	2,559	2,687
营业利润	**41,543**	**51,262**	**40,779**	**45,252**	**49,858**
营业利润率	6.10%	6.41%	4.59%	4.62%	4.61%
营业外收入	875	1,272	1,336	1,403	1,473
营业外支出	286	150	157	165	173
利润总额	**42,131**	**52,385**	**41,958**	**46,490**	**51,157**
所得税	9,465	10,159	8,392	9,298	10,231
所得税率	22.5%	19.4%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	8,935	10,607	8,392	9,298	10,231
归母净利润	**20,399**	**22,570**	**25,175**	**27,894**	**30,694**
净利率	3.00%	2.82%	2.83%	2.85%	2.84%
EPS（元）	**0.68**	**0.75**	**0.84**	**0.93**	**1.02**

资产负债表(百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	123,401	154,069	313,617	372,169	438,135
存货	322,382	348,273	388,942	424,109	462,181
应收账款	83,594	118,430	149,832	143,757	133,481
其他流动资产	87,161	96,604	103,491	107,166	112,797
流动资产	**616,537**	**717,377**	**955,882**	**1,047,202**	**1,146,593**
固定资产	20,572	22,884	24,898	26,360	28,313
长期股权投资	21,354	23,311	23,311	23,311	23,311
无形资产	9,042	9,239	9,239	9,239	9,239
其他长期资产	116,316	146,296	146,296	146,196	145,936
非流动资产	**167,284**	**201,730**	**203,744**	**205,106**	**206,800**
资产总计	783,821	919,106	1,159,626	1,252,309	1,353,393
短期借款	21,794	21,715	200,000	210,000	220,500
应付账款	214,948	268,432	299,777	330,197	363,525
其他流动负债	230,190	254,492	261,543	282,192	304,661
流动负债	**466,933**	**544,639**	**761,320**	**822,389**	**888,686**
长期负债	77,677	76,125	76,125	76,125	76,125
其他长期负债	74,648	101,430	101,132	101,132	101,132
非流动性负债	**152,325**	**177,554**	**177,256**	**177,256**	**177,256**
负债合计	**619,258**	**722,193**	**938,576**	**999,646**	**1,065,942**
股本	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
资本公积	29,380	28,680	28,680	28,680	28,680
股东权益合计	**164,564**	**196,913**	**221,050**	**252,663**	**287,450**
少数股东权益	46,527	57,894	66,286	75,584	85,815
负债权益总计	**783,821**	**919,106**	**1,159,626**	**1,252,309**	**1,353,393**

现金流量表（百万元）

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	20,399	22,570	25,175	27,894	30,694
少数股东权益	8,935	10,607	8,392	9,298	10,231
折旧和摊销	82,098	93,566	4,086	4,888	4,660
营运资金变动	259,602	299,757	-42,899	20,625	23,791
其他	-371,034	-426,500	8,806	16,495	20,672
经营现金流	**0**	**0**	**3,560**	**79,200**	**90,049**
资本支出	0	0	-6,100	-6,250	-6,353
投资收益	31,325	34,238	2,437	2,559	2,687
资产变卖	35,929	40,754	0	0	0
其他	-64,524	-73,691	0	0	0
投资现金流	**2,730**	**1,301**	**-3,663**	**-3,691**	**-3,666**
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	37,503	39,799	177,988	10,000	10,500
股息支出	0	0	-5,035	-5,579	-6,139
其他	-37,278	-37,114	-13,301	-21,377	-24,779
融资现金流	**225**	**2,685**	**159,651**	**-16,956**	**-20,418**
现金及等价物	**2,955**	**3,986**	**159,548**	**58,552**	**65,965**

主要财务指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率（%）					
营业收入	19.17	17.47	11.11	10.29	10.24
营业利润	20.04	23.40	(20.45)	10.97	10.18
净利润	29.64	10.65	11.54	10.80	10.04
利润率（%）					
毛利率	11.87	12.58	12.14	12.25	12.37
EBIT Margin	5.86	6.51	6.07	6.30	6.53
EBITDA Margin	17.91	18.20	6.53	6.80	6.96
净利率	3.00	2.82	2.83	2.85	2.84
回报率（%）					
净资产收益率	17.28	16.24	16.27	15.75	15.22
总资产收益率	2.77	2.82	2.58	2.46	2.51
其他（%）					
资产负债率	79.00	78.58	80.94	79.82	78.76
所得税率	22.47	19.39	20.00	20.00	20.00
股利支付率	5.69	5.68	20.00	20.00	20.00

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

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。

周松，建筑与工程行业证券分析师。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。本报告清晰准确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）

A 股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏交科（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）、围海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份(002325.SZ.)、亚厦股份(6002375.SZ)、尚荣医疗(002551.SZ)、普邦园林(002663.SZ)、棕榈园林（002431.SZ）、蒙草抗旱（300355.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

机构请致电：
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn