

基建发力，业务稳健增长，PPP和海外有望成为新增长点

中国建筑 (601668. SH)

推荐 维持评级

投资要点:

- **事件:**
公司公告 2015 年年度报告。
- **业绩稳健增长，同比增速仍保持较高水平。**公司 2015 年实现营业收入 8806 亿元，同比增长 10.1%，归属上市公司股东净利润 260.6 亿元，同比增长 15.5%；对应 EPS0.84 元/股，同比上升 12.00%，2015 年是建筑行业结构调整的一年，公司由于基础设施合同与海外业务的大幅增长，带来了营业业绩的良好表现，2015 年全年公司新签合同额 16740 亿元，同比增长 8.9%。
- **盈利能力基本持平，期间费用小幅上升，现金状况大幅改善。**公司 2015 年全年综合毛利率为 12.44%，同比下降 0.14pct；净利率下滑 0.07pct 至 4.08%，导致毛利率与净利率下降的主要原因是房地产行业去库存的影响，以及期间费用率的上升，期间费用率增加 0.04pct 至 3.18%，其中财务费用率保持持平，销售费用率以及财务费用率出现一定程度的上升。2015 年收现比、付现比分别为 0.90/0.74，同比分别下降 0.06pct 和 0.1pct，应收账款降低 2.43% 至 1155.57 亿元，经营性净现金流从 2014 年 249.06 亿元大幅上升 119.24% 至 546.04 亿元。公司现金流管理情况大幅改善
- **业务订单量活跃，公司一四季度盈利数据均显著上升。**公司全年建筑业务新签订单增长 7.1%，房地产业务销售额增长 28.8%，分地区来看，公司境外业务新签合同额增长 42.2%，海外订单大幅增长保证了公司整年业务的上升空间。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 2199.67 亿元、1976.08 亿元、1937.67 亿元、2692.35 亿元，分别同比增长 18.19%、4.06%、3.62%、15.07%，分别实现归母净利润 56.25 亿元、81.08 亿元、53.11 亿元、70.18 亿元，同比增长 21.59%、12.78%、4.41%、23.82%。一四季度公司营业收入利润均大幅上升，二三季度有小幅上升。
- **把握一带一路战略，公司海外业务进展迅速。**伴随我国“一带一路”战略的深入实施，国家近万亿美元的投资已经落实，公司积极开拓海外市场。2015 年全年实现新签合同额 1119 亿元，同比增长 42.2%，公司已经在“一带一路”沿线 65 个国家中的 43 个开展了业务，公司在巴基斯坦 28.9 亿元合同标志公司战略取得重大实质性成果，2016 年公司又签订了埃及新行政首都项目，公司不断取得重大实质性成果，未来海外业务有望成为公司业务的新的重要来源，业务发展前景光明。
- **积极开展 PPP 模式，打通千亿元业务通道。**PPP 自 15 年开始受到政策与市场关注之后，16 年开始了迅猛的增长，公司及时把握这一新兴业务模式，在 15 年全年批准实施 38 个项目，预计可带动超过千亿元的 EPC 合同额，16 年开年便与上海市青浦区签订新型城镇化 PPP 项目，总投资约 120 亿元，3 月份与西安市政府签订战略合作框架协议，将在“十三五”期间与西安市开展城市基建、综合开发大、民生等领域近 800 亿元的建设项目，公司不断模式创新，抓紧风险防范，未来公司 PPP 业务前景十分广阔。

分析师

周松

☎: 021-68596786

✉: zhousong_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515050001

市场数据 时间 2015-04-21

A 股收盘价(元)	5.54
A 股一年内最高价(元)	6.36
A 股一年内最低价(元)	4.93
上证指数	2952.89
市净率	1.09
总股本(亿股)	300
实际流通 A 股(亿股)	299.01
限售的流通 A 股(亿股)	0.99
流通 A 股市值(亿元)	1656.51

相关研究

《公司点评-中国建筑 601668: 业绩整体良好, 改革创新值得期待》 2015/10/30

《公司点评-中国建筑 601668: 业绩稳健增长, 改革创新持续推进》 2015/08/25

- **国企改革及创新业务拓展推动业绩估值持续提升。**整合中建直营地产与中海地产内部资源，提高市场竞争力，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。完成优先股的发行，有助于降低公司负债。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，我们略有调整盈利预测，预计公司 2016/17/18 年 EPS 分别为 0.95/1.02/1.10 元，给予公司 16 年 7-8 倍 PE，对应目标价为 6.7-7.6 元，维持“推荐”评级。

主要经营指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万）	880577	968635	1046126	1129816
增长率（%）	10.1	10.00	8.00	8.00
归母净利润（百万）	26061	28477	30485	32950
增长率（%）	15.5	9.27	7.05	8.08
每股收益	0.87	0.95	1.02	1.10
市盈率	6.3	5.8	5.4	5.0
市净率	1.0	1.0	0.8	0.7

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部，股价为 2016 年 4 月 21 日

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E	指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	800,029	880,577	968,635	1,046,126	1,129,816	货币资金	154,069	216,410	238,051	257,095	277,662
营业成本	699,364	771,039	848,143	915,994	989,274	存货	348,273	387,589	426,348	460,456	497,293
毛利率	12.6%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	应收账款	118,430	115,557	127,113	137,282	148,264
营业税金及附加	30,892	31,962	35,915	39,051	41,692	其他流动资产	96,604	112,910	136,585	160,630	186,058
营业费用	2,099	2,370	2,504	2,755	2,979	流动资产	717,377	832,467	928,097	1,015,463	1,109,277
营业费用率	0.26%	0.27%	0.26%	0.26%	0.26%	固定资产	22,884	24,443	28,889	30,720	31,250
管理费用	15,606	17,186	18,905	20,414	22,049	长期股权投资	23,311	26,326	26,326	26,326	26,326
管理费用率	1.95%	1.95%	1.95%	1.95%	1.95%	无形资产	9,239	8,913	17,358	16,867	16,351
财务费用	7,429	8,426	9,268	10,195	11,215	其他长期资产	146,296	182,756	179,476	178,819	179,523
财务费用率	0.93%	0.96%	0.96%	0.97%	0.99%	非流动资产	201,730	242,438	252,049	252,732	253,450
投资收益	2,321	1,855	2,041	2,245	2,469	资产总计	919,106	1,074,905	1,180,146	1,268,195	1,362,727
营业利润	42,214	47,085	51,200	54,808	59,469	短期借款	21,715	25,603	100,894	110,196	119,609
营业利润率	5.28%	5.35%	5.29%	5.24%	5.26%	应付账款	268,432	320,001	352,001	380,161	410,574
营业外收入	1,272	865	865	865	865	其他流动负债	254,492	264,647	248,313	262,974	278,848
营业外支出	150	253	279	293	307	流动负债	544,639	610,251	701,209	753,331	809,031
利润总额	43,336	47,697	51,786	55,380	60,026	长期负债	76,125	98,325	98,315	98,305	98,295
所得税	10,159	11,754	12,512	13,337	14,584	其他长期负债	101,430	127,546	127,086	127,076	127,065
所得税率	23.4%	24.6%	24.2%	24.1%	24.3%	非流动性负债	177,554	225,871	225,401	225,381	225,360
少数股东损益	10,607	9,881	10,797	11,558	12,493	负债合计	722,193	836,122	926,610	978,712	1,034,392
归母净利润	22,570	26,062	28,478	30,486	32,950	股本	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
净利率	2.82%	2.96%	2.94%	2.91%	2.92%	资本公积	28,680	23,526	23,526	23,526	23,526
EPS (元)	0.75	0.87	0.95	1.02	1.10	股东权益合计	134,602	149,152	171,934	196,322	222,683
						少数股东权益	57,894	70,805	81,602	93,160	105,653
						负债权益总计	919,106	1,074,905	1,180,146	1,268,195	1,362,727
现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E	指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	22,570	26,062	28,478	30,486	32,950	增长率 (%)					
少数股东权益	10,607	9,881	10,797	11,558	12,493	营业收入	17.47	10.07	10.00	8.00	8.00
折旧和摊销	5,491	6,451	1,156	1,289	1,353	营业利润	10.48	11.54	8.74	7.05	8.50
营运资金变动	-21,812	1,582	-59,472	-26,707	-28,227	净利润	10.65	15.47	9.27	7.05	8.08
其他	10,093	11,488	-10,988	8,560	9,355	利润率 (%)					
经营现金流	26,949	55,464	-30,030	25,186	27,924	毛利率	12.58	12.44	12.44	12.44	12.44
资本支出	-12,461	-12,599	-8,978	-95	-100	EBIT Margin	6.51	6.59	6.52	6.49	6.53
投资收益	1,301	1,300	2,041	2,245	2,469	EBITDA Margin	7.19	7.32	6.64	6.62	6.65
资产变卖	1,841	-2,264	-616	-647	-679	净利率	2.82	2.96	2.94	2.91	2.92
其他	-6,370	-5,039	-608	-608	-608	回报率 (%)					
投资现金流	-15,689	-18,601	-8,161	895	1,082	净资产收益率	16.77	18.37	17.74	16.56	15.73
发行股票	10,642	15,356	0	0	0	总资产收益率	2.62	2.79	2.71	2.68	2.71
负债变化	12,759	5,974	74,796	9,256	9,366	其他 (%)					
股息支出	0	2,437	-5,696	-6,097	-6,590	资产负债率	78.58	77.79	78.52	77.17	75.91
其他	-5,206	3,184	-9,268	-10,195	-11,215	所得税率	23.44	24.64	24.16	24.08	24.30
融资现金流	18,195	26,950	59,832	-7,037	-8,439	股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
现金及等价物	29,454	63,813	21,641	19,044	20,568						

资料来源: 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。

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 26 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：

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

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn