安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 11 月 08 日

中国建筑（601668.SH）

公司快报

证券研究报告

建筑施工

股权激励激发业绩与市值动力，超低估值极具吸引力

■**事项：**公司公告第二期 A 股限制性股票计划（草案），拟向不超过 1600 人（主要包括公司董事、高级管理人员、中级管理人员及关键岗位骨干），授予总股数不超过 3.2 亿股限制性股票。股票来源为二级市场回购。限售期两年，期满后 3 年内匀速解锁。授予价格不低于以下价格较高者：股权激励计划草案公布前 1 个交易日交易均价的 60%;前 20 个、60 个或者 120 个交易日交易均价之一的 60%。授予条件和解锁条件为：前一年财务年度 1.净资产收益率不低于 14%；2.净利润三年复合增长率不低于 10%；3.完成经济增加值（EVA）考核目标。

■**股权激励计划绑定管理层与股东利益，划定长期稳健增长目标。**公司为央企股权激励的先行者，早在 2011 年 4 月就公布股权激励计划草案，最终于 2013 年正式实施第一期，激励对象为包括董事长、总裁在内的 686 名高管及骨干，股票来源为公司二级市场回购的 1.47 亿股，回购价 3.58 元/股，认购价 1.79 元/股，解锁条件与本次计划相同。首期计划授予的限制性股票已于 2015 年 7 月、2016 年 7 月达条件解锁前两批。此次激励对象范围更广，将充分绑定高管、骨干与股东的利益，提升管理效率。首期与第二期股权激励计划叠加预计将形成长达五年 10%复合增速的考核期（2016-2020 年），划定中长期稳健增长目标，考虑到目前公司的超低估值，该激励计划具有较强吸引力。

■**业绩订单加速，PPP 助力业务结构不断优化。**公司公告前三季度归母净利润同比增长 30%超出市场预期，受益于合并中信物业产生的大额投资收益，三季单季业绩同比增长 63%。公司公告 1-9 月新签订单约 12831 亿元，同比增长 34.3%，较 1-8 月增速加快 4.5 个 pct。分业务来看，房建同比增长 14.6%，较 1-8 月加快 3.9 个 pct；基建同比增长 141.2%，较 1-8 月加快 2.1 个 pct。基建快速增长主要受益于 PPP 项目加速落地及国家稳增长政策的发力。公司为建筑央企龙头，具有建筑全产业链优势，融资渠道顺畅，将借助 PPP 推广良机提升基建领域市占率，不断提高基建业务占比，改善业务结构，提高盈利能力。

■**地产销售势头良好，整合中信地产住宅业务进一步巩固龙头地位。**公司 1-9 地产合约销售额 1514 亿元，同比增长 49.7%；实现合约销售面积 1082 万平方米，同比增长 22.8%。销售额及面积增速均较 1-8 月显著加快，主要因 9 月地产形势较好且合并中信地产交易完成，销售并表。通过合并中信地产将增加一线及二线城市土地储备约 2352 万平方米，在地价不断大幅攀升的背景下支撑地产业务持续稳定发展，巩固中海地产行业龙头地位。

■**投资建议：**预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.08/1.17/1.36 元，当前股价对应三年 PE 分别为 7.6/7/6 倍。公司业绩优秀，积极探索央企改革，同时处在全市场估值洼地，极具吸引力，给予目标价 10.53 元（对应 2017 年 9 倍 PE），买入-A 评级。

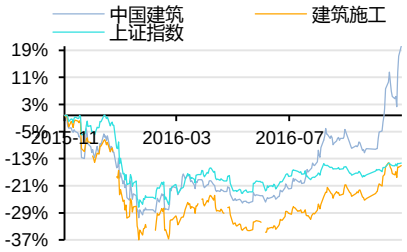
■**风险提示：**宏观经济大幅波动风险、PPP 落地低于预期风险、股权激励计划审批不通过。

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	10.53 元
股价（2016-11-07）	8.24 元

交易数据

总市值（百万元）	247,200.00
流通市值(百万元)	246,761.76
总股本（百万股）	30,000.00
流通股本(百万股)	29,946.82
12 个月价格区间	4.96/8.24 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	29.27	36.08	33.04
绝对收益	33.55	41.34	20.32

夏天 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514110001
xiatian@essence.com.cn
021-35082732

程龙戈 报告联系人
chenglg@essence.com.cn

相关报告

中国建筑：稳健主业与投资收益促 Q3 业绩超预期增长	2016-10-31
中国建筑：【安信建筑】中国建筑：基建与地产业务驱动中期业绩稳健增长，超低估值优势显著	2016-08-24
中国建筑：新签订单强劲增长，新开工持续加速	2016-08-16
中国建筑：房地产及施工有望驱动业绩快速增长，超低估值极具吸引力	2016-08-14
中国建筑：业绩稳健增长，基建及海外订单表现亮眼	2016-07-31

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	800,028.8	880,577.1	992,937.0	1,094,251.5	1,190,387.4
净利润	22,570.0	26,061.9	32,514.3	34,994.2	40,805.4
每股收益(元)	0.75	0.87	1.08	1.17	1.36
每股净资产(元)	4.63	5.60	5.75	6.69	7.74

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	11.0	9.5	7.6	7.1	6.1
市净率(倍)	1.8	1.5	1.4	1.2	1.1
净利润率	2.8%	3.0%	3.3%	3.2%	3.4%
净资产收益率	16.2%	15.5%	18.8%	17.4%	17.6%
股息收益率	2.1%	2.4%	2.9%	3.2%	3.7%
ROIC	33.5%	51.4%	40.4%	26.8%	37.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	800,028.8	880,577.1	992,937.0	1,094,251.5	1,190,387.4
减:营业成本	699,364.0	771,038.8	887,434.3	977,255.7	1,063,514.3
营业税费	30,891.8	31,961.6	11,915.2	9,301.1	6,309.1
销售费用	2,098.8	2,370.3	2,879.5	3,501.6	3,809.2
管理费用	15,605.8	17,186.3	20,851.7	22,979.3	24,998.1
财务费用	7,429.4	8,425.9	9,688.1	12,537.9	12,767.7
资产减值损失	4,524.3	3,756.3	5,800.0	4,980.0	4,930.0
加:公允价值变动收益	-222.1	-607.6	-129.4	61.9	1.9
投资和汇兑收益	2,321.0	1,855.1	6,900.0	2,100.0	2,050.0
营业利润	42,213.6	47,085.5	61,138.8	65,857.8	76,110.8
加:营业外净收支	1,122.5	611.3	770.1	618.9	618.6
利润总额	43,336.1	47,696.8	61,908.9	66,476.8	76,729.4
减:所得税	10,159.3	11,754.0	15,477.2	16,619.2	19,182.3
净利润	22,570.0	26,061.9	32,514.3	34,994.2	40,805.4

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	154,069.3	216,409.8	158,869.9	164,137.7	178,558.1
交易性金融资产	1,037.8	1,130.2	994.4	1,054.1	1,059.6
应收帐款	143,425.2	149,733.8	153,663.6	198,928.5	191,254.0
应收票据	5,355.1	6,731.3	15,333.9	15,062.0	18,004.4
预付帐款	31,129.0	27,464.9	71,139.0	42,874.2	85,338.3
存货	348,273.4	387,589.4	470,263.7	479,846.0	571,851.4
其他流动资产	34,086.8	43,407.1	49,850.9	44,400.3	48,034.0
可供出售金融资产	4,968.6	5,849.0	4,045.9	4,954.5	4,949.8
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	23,311.0	26,326.1	29,326.1	31,176.1	33,026.1
投资性房地产	25,268.0	30,597.9	38,597.9	46,597.9	50,597.9
固定资产	22,883.7	24,443.4	24,905.0	22,531.8	16,092.4
在建工程	6,704.1	10,136.8	5,468.4	2,984.2	1,592.1
无形资产	9,238.5	8,913.0	8,816.2	8,616.1	8,412.7
其他非流动资产	109,355.7	136,172.1	132,863.2	97,276.0	125,426.0
资产总额	919,106.2	1,074,904.9	1,164,138.1	1,160,439.4	1,334,196.9
短期债务	21,714.5	25,603.0	23,862.3	37,516.0	11,753.1
应付帐款	302,561.0	360,409.5	401,614.3	361,010.1	474,894.2
应付票据	12,514.3	14,218.2	16,978.1	16,776.9	20,220.9
其他流动负债	207,848.7	210,020.3	256,803.6	236,150.2	260,057.1
长期借款	76,124.7	98,324.9	80,000.0	90,000.0	100,000.0
其他非流动负债	101,429.5	127,546.3	127,546.3	118,840.7	118,840.7
负债总额	722,192.7	836,122.2	906,804.7	860,293.9	985,766.1
少数股东权益	57,894.0	70,805.3	84,722.6	99,586.0	116,327.6
股本	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0
留存收益	104,602.0	119,151.9	142,610.8	170,559.4	202,103.2
股东权益	196,913.5	238,782.7	257,333.4	300,145.4	348,430.8

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	17.5%	10.1%	12.8%	10.2%	8.8%
营业利润增长率	10.5%	11.5%	29.8%	7.7%	15.6%
净利润增长率	10.6%	15.5%	24.8%	7.6%	16.6%
EBITDA 增长率	14.6%	12.4%	27.7%	11.7%	12.9%
EBIT 增长率	13.8%	11.8%	27.6%	10.7%	13.4%
NOPLAT 增长率	15.2%	10.1%	27.0%	10.7%	13.4%
投资资本增长率	6.4%	-28.2%	61.8%	66.5%	-17.8%
净资产增长率	19.7%	21.3%	7.8%	16.6%	16.1%
利润率					
毛利率	12.6%	12.4%	10.6%	10.7%	10.7%
营业利润率	5.3%	5.3%	6.2%	6.0%	6.4%
净利润率	2.8%	3.0%	3.3%	3.2%	3.4%
EBITDA/营业收入	6.8%	7.0%	7.9%	8.0%	8.3%
EBIT/营业收入	6.2%	6.3%	7.1%	7.2%	7.5%
运营效率					
固定资产周转天数	10	10	9	8	6
流动营业资本周转天数	29	22	23	45	50
流动资产周转天数	300	317	318	307	309
应收帐款周转天数	55	60	55	58	59
存货周转天数	151	150	156	156	159
总资产周转天数	383	408	406	382	377
投资资本周转天数	49	40	39	58	60
投资回报率					
ROE	16.2%	15.5%	18.8%	17.4%	17.6%
ROA	3.6%	3.3%	4.0%	4.3%	4.3%
ROIC	33.5%	51.4%	40.4%	26.8%	37.0%
费用率					
销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%
财务费用率	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%
三费/营业收入	3.1%	3.2%	3.4%	3.6%	3.5%
偿债能力					
资产负债率	78.6%	77.8%	77.9%	74.1%	73.9%
负债权益比	366.8%	350.2%	352.4%	286.6%	282.9%
流动比率	1.32	1.36	1.32	1.45	1.43
速动比率	0.68	0.73	0.64	0.72	0.68
利息保障倍数	6.68	6.59	7.31	6.25	6.96
分红指标					
DPS(元)	0.17	0.20	0.24	0.27	0.31
分红比率	22.9%	23.0%	22.3%	22.7%	22.7%
股息收益率	2.1%	2.4%	2.9%	3.2%	3.7%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	33,176.8	35,942.8	32,514.3	34,994.2	40,805.4
加:折旧和摊销	5,490.7	6,451.0	7,803.6	9,457.6	10,334.9
资产减值准备	4,524.3	3,756.3	-	-	-
公允价值变动损失	222.1	607.6	-129.4	61.9	1.9
财务费用	7,977.9	9,391.9	9,688.1	12,537.9	12,767.7
投资损失	-2,321.0	-1,855.1	-6,900.0	-2,100.0	-2,050.0
少数股东损益	10,606.8	9,880.9	13,917.3	14,863.4	16,741.6
营运资金的变动	-33,000.2	-9,768.1	-54,274.1	-58,523.4	928.9
经营活动产生现金流量	24,906.3	54,603.6	2,619.9	11,291.5	79,530.4
投资活动产生现金流量	-15,466.7	-17,993.8	-2,525.2	-5,877.5	-7,889.9
融资活动产生现金流量	18,194.6	26,950.4	-57,634.5	-146.3	-57,220.1

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.75	0.87	1.08	1.17	1.36
BVPS(元)	4.63	5.60	5.75	6.69	7.74
PE(X)	11.0	9.5	7.6	7.1	6.1
PB(X)	1.8	1.5	1.4	1.2	1.1
P/FCF	4.3	2.6	-6.5	-7.5	5.5
P/S	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	3.5	1.7	2.6	3.0	2.0
CAGR(%)	14.5%	17.0%	16.5%	14.5%	17.0%
PEG	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4
ROIC/WACC	4.6	4.7	8.4	5.7	3.9
REP	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

夏天声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。