

## 中国建筑 (601668. SH)

### 基建带动全年订单快速增长, PPP 有望驱动

#### 业绩加速

评级: **买入** 前次: 买入  
 目标价 (元): **11.8**  
 分析师: 夏天 分析师: 杨涛  
 S0740517010001 S0740516080005  
 021-20315190 021-20315167  
 xiatian@r.qlzq.com.cn yangtao@r.qlzq.com.cn  
 2017 年 01 月 18 日

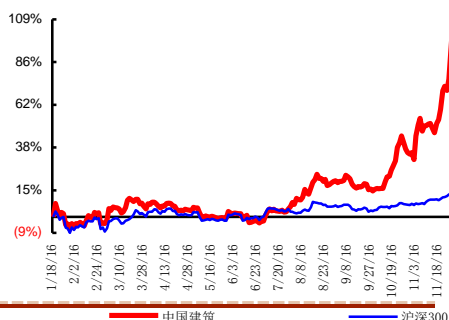
#### 基本状况

总股本(百万股)	30,000
流通股本(百万股)	29,947
市价(元)	8.6
市值(百万元)	258,000
流通市值(百万元)	257,543

#### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	800,028.7	880,577.1	992,936.9	1,094,251	1,190,387
营业收入增速	17.47%	10.07%	12.76%	10.20%	8.79%
归属于母公司的净利润	22569.9	26061.8	32514.3	35477.0	40824.2
净利润增长率	10.65%	15.47%	24.76%	9.11%	15.07%
摊薄每股收益 (元)	0.75	0.87	1.08	1.18	1.36
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
市盈率 (倍)	11.43	9.90	7.93	7.27	6.32
P/E	0.76	0.58	0.48	0.48	0.37
每股净资产 (元)	4.63	5.60	5.75	6.70	7.75
每股现金流量	0.83	1.82	0.09	0.37	2.65
净资产收益率	16.24%	15.52%	18.84%	17.66%	17.56%
市净率	1.86	1.54	1.49	1.28	1.11
总股本 (百万股)	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000

#### 股价与行业-市场走势对比



备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- **基建业务带动全年订单快速增长。**公司公告 2016 年 1-12 月建筑业务新签合同额 18612 亿元, 同增 22.5%, 较 1-11 月增速下降 9.8 个百分点。分业务来看, 房屋建筑新签 12977 亿元, 同增 8.5%, 较 1-11 月增速下降 5.7 个 pct; 基础设施新签 5547 亿元, 同增 76.7%, 较 1-11 月回落 46.9 个 pct。境内合同 17488 亿元, 同增 23.9%; 境外合同 1124 亿元, 同增 4.3%。房建业务新开工面积 25939 万平方米, 同增 13.8%, 较 1-11 月增速提高 1.9 个 pct。
- **政策调控及基数效应导致地产销售明显放缓。**2016 年 1-12 月地产业务合约销售额 1951 亿元, 同增 25.9%, 较 1-11 月增速回落 6.6 个 pct; 合约销售面积 1440 万平方米, 同增 7.2%, 较 1-11 月回落 4.1 个 pct。销售额及面积增速均较 1-11 月明显放缓, 主要因 10 月后地产调控加码效应逐步显现, 且 2015 年同期基数较高。
- **基建 PPP 订单占比提升, 有望驱动业绩加速增长。**公司基建订单高速增长主要受益于 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, 将不断提高基建业务占比。基建订单占比已由 2015 年的 20.7% 大幅提升至 2016 年的 29.8%。基建项目毛利率显著高于房建业务 (高出约 3-4 个 pct), 基建业务占比提升将驱动未来业绩加速增长。
- **业绩稳健增长, 低估值极具吸引力。**公司年报披露 2016 年全年签约目标 1.6 万亿, 目前已大幅超额完成目标。第二期股权激励计划已经授予完成, 划定 2016-2019 年复合增速 10% 的稳健增长目标。在 2017 年基建投资仍将扮演重要稳增长角色背景下, 低估值基建央企仍是优选方向。当前公司股价对应 2016/2017 年 PE 分别为 8.0/7.3 倍, 仍处在市场估值洼地。

- **投资建议：**预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.08/1.18/1.36 元，当前股价对应三年 PE 分别为 8.0/7.3/6.3 倍。公司业绩优秀，订单趋势强劲，综合考虑给予目标价 11.8 元（对应 2017 年 10 倍 PE），买入评级。
- **风险提示：**地产调控导致销售大幅下滑，PPP 项目进展不及预期。

**图表 1: 公司财务数据预测 (百万元)**

利润表	2014	2015	2016E	2017E	2018E	财务指标	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	成长性					
减: 营业成本	699,364.0	771,038.8	887,434.3	977,255.7	1,063,514.3	营业收入增长率	17.5%	10.1%	12.8%	10.2%	8.8%
营业税费	30,891.8	31,961.6	11,915.2	9,301.1	6,309.1	营业利润增长率	10.5%	11.5%	29.8%	9.2%	14.0%
销售费用	2,098.8	2,370.3	2,879.5	3,501.6	3,809.2	净利润增长率	10.6%	15.5%	24.8%	9.1%	15.1%
管理费用	15,605.8	17,186.3	20,851.7	22,979.3	24,998.1	EBITDA增长率	14.6%	12.4%	27.7%	12.0%	12.7%
财务费用	7,429.4	8,425.9	9,688.1	11,820.5	12,732.3	EBIT增长率	13.8%	11.8%	27.6%	11.0%	13.1%
资产减值损失	4,524.3	3,756.3	5,800.0	4,980.0	4,930.0	NOPLAT增长率	15.2%	10.1%	27.0%	11.0%	13.1%
加: 公允价值变动收益	-222.1	-607.6	-129.4	61.9	1.9	投资资本增长率	6.4%	-28.2%	61.8%	66.5%	-17.8%
投资和汇兑收益	2,321.0	1,855.1	6,900.0	2,300.0	2,050.0	净资产增长率	19.7%	21.3%	7.8%	16.9%	16.1%
<b>营业利润</b>	<b>42,213.6</b>	<b>47,085.5</b>	<b>61,138.8</b>	<b>66,775.2</b>	<b>76,146.2</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	1,122.5	611.3	770.1	618.9	618.6	毛利率	12.6%	12.4%	10.6%	10.7%	10.7%
<b>利润总额</b>	<b>43,336.1</b>	<b>47,696.8</b>	<b>61,908.9</b>	<b>67,394.1</b>	<b>76,764.8</b>	营业利润率	5.3%	5.3%	6.2%	6.1%	6.4%
减: 所得税	10,159.3	11,754.0	15,477.2	16,848.5	19,191.2	净利润率	2.8%	3.0%	3.3%	3.2%	3.4%
<b>净利润</b>	<b>22,570.0</b>	<b>26,061.9</b>	<b>32,514.3</b>	<b>35,477.1</b>	<b>40,824.3</b>	EBITDA/营业收入	6.8%	7.0%	7.9%	8.0%	8.3%
<b>资产负债表</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.3%</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.5%</b>
货币资金	154,069.3	216,409.8	158,869.9	164,137.7	178,558.1	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	1,037.8	1,130.2	994.4	1,054.1	1,059.6	固定资产周转天数	10	10	9	8	6
应收账款	143,425.2	149,733.8	153,663.6	198,928.5	191,254.0	流动营业资本周转天数	29	22	23	45	50
应收票据	5,355.1	6,731.3	15,333.9	15,062.0	18,004.4	流动资产周转天数	300	317	318	307	309
预付账款	31,129.0	27,464.9	71,139.0	42,874.2	85,338.3	应收账款周转天数	55	60	55	58	59
存货	348,273.4	387,589.4	470,263.7	479,846.0	571,851.4	存货周转天数	151	150	156	156	159
其他流动资产	34,086.8	43,407.1	49,850.9	44,400.3	48,034.0	总资产周转天数	383	408	406	382	377
可供出售金融资产	4,968.6	5,849.0	4,045.9	4,954.5	4,949.8	投资资本周转天数	49	40	39	58	60
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	23,311.0	26,326.1	29,326.1	31,176.1	33,026.1	ROE	16.2%	15.5%	18.8%	17.7%	17.6%
投资性房地产	25,268.0	30,597.9	38,597.9	46,597.9	50,597.9	ROA	3.6%	3.3%	4.0%	4.4%	4.3%
固定资产	22,883.7	24,443.4	24,905.0	22,531.8	16,092.4	ROIC	33.5%	51.4%	40.4%	26.9%	37.0%
在建工程	6,704.1	10,136.8	5,468.4	2,984.2	1,592.1	<b>费用率</b>					
无形资产	9,238.5	8,913.0	8,816.2	8,616.1	8,412.7	销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	109,355.7	136,172.1	132,863.2	97,276.0	125,426.0	管理费用率	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%
<b>资产总额</b>	<b>919,106.2</b>	<b>1,074,904.9</b>	<b>1,164,138.1</b>	<b>1,160,439.4</b>	<b>1,334,196.9</b>	财务费用率	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%
短期债务	21,714.5	25,603.0	23,862.3	36,937.8	11,152.6	三费/营业收入	3.1%	3.2%	3.4%	3.5%	3.5%
应付账款	302,561.0	360,409.5	401,614.3	361,010.1	474,894.2	<b>偿债能力</b>					
应付票据	12,514.3	14,218.2	16,978.1	16,776.9	20,220.9	资产负债率	78.6%	77.8%	77.9%	74.1%	73.8%
其他流动负债	207,848.7	210,020.3	256,803.6	236,150.2	260,057.1	负债权益比	366.8%	350.2%	352.4%	285.9%	282.3%
长期借款	76,124.7	98,324.9	80,000.0	90,000.0	100,000.0	流动比率	1.32	1.36	1.32	1.45	1.43
其他非流动负债	101,429.5	127,546.3	127,546.3	118,840.7	118,840.7	速动比率	0.68	0.73	0.64	0.72	0.68
<b>负债总额</b>	<b>722,192.7</b>	<b>836,122.2</b>	<b>906,804.7</b>	<b>859,715.7</b>	<b>985,165.6</b>	利息保障倍数	6.68	6.59	7.31	6.65	6.98
少数股东权益	57,894.0	70,805.3	84,722.6	99,791.1	116,540.4	<b>分红指标</b>					
股本	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0	DPS(元)	0.17	0.20	0.24	0.27	0.31
留存收益	104,602.0	119,151.9	142,610.8	170,932.6	202,490.9	分红比率	22.9%	23.0%	22.3%	22.7%	22.7%
<b>股东权益</b>	<b>196,913.5</b>	<b>238,782.7</b>	<b>257,333.4</b>	<b>300,723.7</b>	<b>349,031.3</b>	股息收益率	2.0%	2.3%	2.8%	3.1%	3.6%
<b>现金流量表</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
净利润	33,176.8	35,942.8	32,514.3	35,477.1	40,824.3	EPS(元)	0.75	0.87	1.08	1.18	1.36
加: 折旧和摊销	5,490.7	6,451.0	7,803.6	9,457.6	10,334.9	BVPS(元)	4.63	5.60	5.75	6.70	7.75
资产减值准备	4,524.3	3,756.3	-	-	-	PE(X)	11.4	9.9	7.9	7.3	6.3
公允价值变动损失	222.1	607.6	-129.4	61.9	1.9	PB(X)	1.9	1.5	1.5	1.3	1.1
财务费用	7,977.9	9,391.9	9,688.1	11,820.5	12,732.3	P/PCF	4.5	2.7	-6.8	-7.9	5.8
投资收益	-2,321.0	-1,855.1	-6,900.0	-2,300.0	-2,050.0	P/S	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
少数股东损益	10,606.8	9,880.9	13,917.3	15,068.5	16,749.3	EV/EBITDA	3.5	1.7	2.8	3.1	2.1
营运资金的变动	-33,000.2	-9,768.1	-54,274.1	-58,523.4	928.9	CAGR(%)	15.1%	17.0%	16.5%	15.1%	17.0%
<b>经营活动产生现金</b>	<b>24,906.3</b>	<b>54,603.6</b>	<b>2,619.9</b>	<b>11,062.2</b>	<b>79,521.5</b>	PEG	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4
投资活动产生现金	-15,466.7	-17,993.8	-2,525.2	-5,677.5	-7,889.9	ROIC/WACC	4.5	4.7	8.3	5.7	3.9
融资活动产生现金	18,194.6	26,950.4	-57,634.5	-116.9	-57,211.2	REP	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。