

2017年04月19日

中国建筑 (601668.SH)

经营业绩百尺竿头更进一步，基建、海外及 PPP 业务齐头并进

■**事项：**公司 2016 年实现营业收入 9597.65 亿元，同比增加 8.99%；实现归属于上市公司股东的净利润 298.70 亿元，同比增加 14.61%，扣非后同比增加 15.90%。实现 EPS 0.96 元，拟每 10 股派红 2.15 元（含税）。

■**营收及利润在大基数下仍实现持续增长，基建业务占比提升较快：**公司 2016 年分别实现营业收入和归属于上市公司股东的净利润同比增速 8.99%、14.61%，营收增速低于净利润增速主要是受到营改增的影响。公司在 2015 年 8800 亿元营收及 260 亿元净利润的大基数下仍实现了较高的业绩增速。分季度来看，公司 2016Q1-Q4 分别实现营收同比增速 10.47%、16.21%、1.47%、7.55%，实现归属于上市公司股东的净利润同比增速 13.43%、19.89%、63.17%、-27.27%，我们认为 Q4 净利润增速出现下滑的主要原因为公司计提资产减值损失及确认非经常性损益。从市场结构来看，国内收入占比为 91.71%，海外收入占比为 8.29%（+1.35 个 pct），海外收入占比连续 4 年得到提升；从业务结构来看，房建业务仍是公司最主要收入来源，占比达到 64.6%，但近年来比重已逐渐降低（2014 年 69.4%、2015 年 66.7%），基建业务收入占比逐渐提升（2014 年 14.9%、2015 年 16.1%、2016 年 18.1%），地产业务收入占比近年来基本稳定在 15%-16% 区间。

■**建筑业务新签合同额快速增长，基建新签合同额大幅增加：**公司公告 2016 年建筑业务新签合同 18796 亿元（+23.7%），从市场结构来看，国内新签合同额占比 93.9%，增速+25.1%；海外新签合同额占比 6.1%，增速+5.8%。从业务结构来看，房屋建筑占比 68.98%，增速+8.4%；基础设施占比 30.58%，增速+83.1%；勘察设计占比 0.45%，增速-4.5%。尽管房屋建筑仍是公司主要新签合同来源，但基础设施新签合同增速较快，已成为新签合同额增长主要驱动因素。地产业务期内合约销售额达到 1896 亿元（+22.3%），期内合约销售面积 1445 万平方米（+7.5%），期末土地储备 7704 万平方米（+15.7%），完成投资额 1094 亿元（+8.0%）。

■**毛利率受营改增影响有所下滑，盈利能力仍维持在较高水平：**公司 2016 年实现销售毛利率 10.1%，同比下降 2.24 个 pct。从业务结构来看，公司房屋建筑、基础设施、勘察设计、房地产业务毛利率分别为 6.3%（-1.5 个 pct）、7.6%（-3.4 个 pct）、18.3%（-0.4 个 pct）、26.7%（-4.6 个 pct），毛利率下降主要受营改增等因素影响。从地区结构来看，公司国内业务毛利率为 10.5%（-2.2 个 pct），毛利贡献占比 95.0%；海外

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**11.8 元**
股价（2017-04-18）**10.00 元**

交易数据

总市值(百万元)	300,000.00
流通市值(百万元)	296,866.86
总股本(百万股)	30,000.00
流通股本(百万股)	29,686.69
12 个月价格区间	5.15/11.15 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.28	11.73	74.48
绝对收益	14.03	14.42	79.86

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005

sudy@essence.com.cn

021-35082325

王鑫

报告联系人

wangxin4@essence.com.cn

相关报告

- 中国建筑：股权激励激发业绩与市值动力，超低估值极具吸引力 2016-11-08
- 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

业务毛利率为 6.1% (-3 个 pct)，毛利贡献占比 5.0%。报告期内公司期间费用率为 3.0%，同比降低了 0.15 个 pct。销售净利率为 4.3%，同比提升了 0.2 个 pct。加权平均净资产收益率为 15.87%，资产负债率为 79.1%，均在建筑央企中处于较好的水平。

■**经营性净现金流达到历史最好水平，货币资金余额再创新高：**至 2016 年底，公司经营性净现金流为 1070.48 亿元，较 2015 年净流入大幅增加 524 亿元 (+96%)，现金净流入主要来自房地产业务 (690 亿元) 及建筑业务 (367 亿元)。投资性净现金流为 -47.32 亿元，较 2015 年净流出减少 133 亿元。公司货币资金余额达到 3208.60 亿元，同比增加 48.26%，为上市以来的历史最高，且自 2009 年以来 CAGR 达到 22.17%。报告期内公司应收账款同比增加 19.98%，占营收比例 14.45%。预收款项同比增加 57.38%，应付账款同比增加 25.76%，预收款项同比增幅较应付账款呈现较大增加，反映出公司当前在手业务执行状况较为理想。

■**大海外事业平台厚积薄发，PPP 项目助力基建业务突飞猛进：**公司全年新签海外合同额 (含地产) 1264 亿元，同比增长 13.0%；实现海外业务营收 796 亿元，同比增长 30.3%，首次突破百亿美元大关。公司已进入“一带一路”沿线 65 个重点国家中的 44 个，开展实质性经营的市场达到 53 个，报告期内在“一带一路”沿线市场新签合同额 547 亿元，同比增长 33%。公司公告截至 2016 年底，公司累计获取 PPP 投资项目 135 个 (2016 年内获取 PPP 投资项目 108 个)，涉及领域包括城市轨道交通、路桥工程、地下综合管廊、园区建设等。至报告期末公司 PPP 项目所带动的施工总承包合同额累计约 3398 亿元，由此我们判断，至 2016 年底公司在手 PPP 项目总投资额约 4850 亿元，其中基建类合同额约占 72%，公司凭借 PPP 项目实现了基建业务突飞猛进。

■**施行限制性股票计划，绑定管理层及核心员工利益，助力公司可持续发展：**公司已先后执行两期 A 股限制性股票计划，2016 年 11 月第二期计划为向不超过 1600 人 (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。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。我们认为公司作为当前大型建筑央企中少有的实施股权激励计划的企业，不仅体现了央企混改的思路，更有助于绑定管理层和核心员工与公司发展形成命运共同体，保障公司在较长时期内实现内生性、稳定、高效、可持续发展。

■**投资建议：**我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 9.3%、9.7%、9.7%，净利润增速分别为 12.9%、13.2%、13.0%，对应 EPS 分别为 1.12、1.27、1.44 元，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 11.8 元，相当于 2017 年 10.5 倍的动态市盈率。

■风险提示：宏观经济大幅波动风险，国内基建投资增速下滑风险，PPP项目执行不达预期风险，海外项目执行不达预期风险，项目回款风险等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	880,577.1	959,765.5	1,049,503.6	1,151,830.2	1,264,133.6
净利润	26,061.9	29,870.1	33,718.6	38,160.0	43,125.7
每股收益(元)	0.87	0.96	1.12	1.27	1.44
每股净资产(元)	5.60	6.35	6.51	7.51	8.64
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	11.5	10.0	8.9	7.9	7.0
市净率(倍)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
净利润率	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%	3.4%
净资产收益率	15.5%	15.7%	17.3%	16.9%	16.6%
股息收益率	2.0%	0.0%	2.6%	2.9%	3.3%
ROIC	36.9%	57.6%	60.0%	36.9%	69.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	880,577.1	959,765.5	1,049,503.6	1,151,830.2	1,264,133.6	成长性					
减:营业成本	771,038.8	862,788.3	939,830.4	1,030,081.7	1,129,503.4	营业收入增长率	10.1%	9.0%	9.3%	9.7%	9.7%
营业税费	31,961.6	18,297.2	19,940.6	21,884.8	24,045.6	营业利润增长率	11.5%	8.7%	12.5%	13.5%	13.1%
销售费用	2,370.3	3,207.6	3,028.6	3,424.6	3,792.4	净利润增长率	15.5%	14.6%	12.9%	13.2%	13.0%
管理费用	17,186.3	17,717.5	19,415.8	21,308.9	23,369.7	EBITDA 增长率	12.4%	7.1%	9.6%	11.4%	10.8%
财务费用	8,425.9	8,114.4	8,588.4	9,046.2	9,172.2	EBIT 增长率	11.8%	6.8%	11.6%	12.5%	11.6%
资产减值损失	3,756.3	5,365.5	4,548.7	4,556.9	4,823.7	NOPLAT 增长率	10.1%	11.9%	12.3%	12.5%	11.6%
加:公允价值变动收益	-607.6	746.5	-24.0	16.2	-2.8	投资资本增长率	-28.2%	7.9%	82.7%	-40.5%	54.9%
投资和汇兑收益	1,855.1	6,137.5	3,437.9	3,810.2	4,461.8	净资产增长率	21.3%	21.9%	6.0%	14.4%	14.2%
营业利润	47,085.5	51,158.8	57,564.9	65,353.5	73,885.6	利润率					
加:营业外净收支	611.3	954.0	896.0	820.4	890.1	毛利率	12.4%	10.1%	10.5%	10.6%	10.7%
利润总额	47,696.8	52,112.8	58,460.9	66,173.9	74,775.8	营业利润率	5.3%	5.3%	5.5%	5.7%	5.8%
减:所得税	11,754.0	10,940.5	11,984.5	13,565.6	15,329.0	净利润率	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%	3.4%
净利润	26,061.9	29,870.1	33,718.6	38,160.0	43,125.7	EBITDA/营业收入	7.0%	6.9%	6.9%	7.0%	7.1%
						EBIT/营业收入	6.3%	6.2%	6.3%	6.5%	6.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	10	10	9	7	5
						流动资产周转天数	22	13	24	24	22
						流动营业资本周转天数	317	364	364	355	356
						流动资产周转天数	60	63	63	62	63
						应收帐款周转天数	150	165	158	159	160
						存货周转天数	408	463	456	434	428
						总资产周转天数	40	32	43	40	35
						投资资本周转天数					
						投资回报率					
						ROE	15.5%	15.7%	17.3%	16.9%	16.6%
						ROA	3.3%	3.0%	3.7%	3.5%	4.0%
						ROIC	36.9%	57.6%	60.0%	36.9%	69.2%
						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%	1.8%	1.9%	1.9%	1.8%
						财务费用率	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
						三费/营业收入	3.2%	3.0%	3.0%	2.9%	2.9%
						偿债能力					
						资产负债率	77.8%	79.1%	75.6%	76.7%	73.0%
						负债权益比	350.2%	378.3%	310.5%	328.7%	270.5%
						流动比率	1.36	1.39	1.43	1.28	1.40
						速动比率	0.73	0.77	0.83	0.68	0.79
						利息保障倍数	6.59	7.30	7.70	8.22	9.06
						分红指标					
						DPS(元)	0.20	-	0.26	0.29	0.33
						分红比率	23.0%	0.0%	23.0%	23.0%	23.0%
						股息收益率	2.0%	0.0%	2.6%	2.9%	3.3%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	35,942.8	41,172.2	33,718.6	38,160.0	43,125.7	EPS(元)	0.87	0.96	1.12	1.27	1.44
加:折旧和摊销	6,451.0	6,793.4	6,098.9	6,098.9	6,098.9	BVPS(元)	5.60	6.35	6.51	7.51	8.64
资产减值准备	3,756.3	5,365.5	-	-	-	PE(X)	11.5	10.0	8.9	7.9	7.0
公允价值变动损失	607.6	-746.5	-24.0	16.2	-2.8	PB(X)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
财务费用	9,391.9	9,964.6	8,588.4	9,046.2	9,172.2	P/FCF	3.1	2.7	-13.8	8.1	10.4
投资损失	-1,855.1	-6,131.5	-3,437.9	-3,810.2	-4,461.8	P/S	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
少数股东损益	9,880.9	11,302.1	12,757.8	14,448.2	16,321.0	EV/EBITDA	1.7	2.5	3.7	2.1	2.1
营运资金的变动	-9,768.1	38,071.5	-60,186.8	51,176.2	-59,385.9	CAGR(%)	13.5%	13.0%	11.9%	13.5%	13.0%
经营活动产生现金流量	54,603.6	107,047.9	-2,485.0	115,135.5	10,867.3	PEG	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-17,993.8	-4,732.1	17,226.9	-1,390.8	3,332.9	ROIC/WACC	4.0	6.3	6.5	4.0	7.5
融资活动产生现金流量	26,950.4	-1,914.8	-20,751.3	-83,046.7	19,490.9	REP	0.3	0.3	0.3	0.4	0.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏多永声明，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