

中国建筑 (601668)

推荐

行业：房屋建设

业绩稳健增长，基建地产齐发力

事件：公司公布 2017 年半年度报告，上半年实现营业收入 5252.55 亿元，同比增长 11.83%；实现归母净利润 180.38 亿元，同比增长 12.04%；基本每股收益 0.57 元，同比增长 11.8%。

投资要点：

◇ **业绩稳健增长，基建、地产表现强劲。**公司 2017 上半年分别实现营业收入、归母净利润 5252.55、180.38 亿元，同比增长 11.83%、12.04%。业绩高速增长主要源于公司新签合同保持高速增长，在施工程项目顺利推进，各主营业务收入保持稳定增长。分业务来看，公司上半年房建、基建、地产、设计业务分别实现营业收入 3286.11、970.36、926.92、32.19 亿元，同比增长 4.43%、33.00%、21.57%、1.00%，营收占比为 61.83%、18.26%、17.44%、1.00%房建业务仍是公司业绩的主要来源，基建和地产业务成为业绩增长主要动力。

◇ **毛利率上升提升净利率水平，经营性现金流有所恶化。**2017 上半年公司整体毛利率为 10.41%，较去年同期增长 0.17pct。营业税金及附加费率、期间费用率分别为 1.24%、3.01%，分别较去年同期上升 0.01、0.35pct。叠加以上因素影响，公司 2017 上半年净利率提升至 4.85%，较去年同期上升 0.28pct。此外，公司上半年经营性现金流状况有所恶化，经营性现金流量净额为-587.26 亿元，同比下降 918.94%，主要系报告期内拿地支出增加及支付分供商款项增加，地产和房建业务分别较去年同期多流出 556、64 亿元。

◇ **PPP+“一带一路”驱动订单增长，股权激励增添发展动力。**受益于国内 PPP 及海外“一带一路”，公司新签合同总额实现快速增长。2017 上半年公司新签合同 11955 亿元，同比增长 33.68%；其中，海外新签合同额首次突破千亿，达 1166 亿元，同比增长 80.5%。充足的订单储备，为公司业绩增长提供保障。同时，公司于 2016 年 12 月 29 日进行第二期激励股票授予，授予股数占总股本的 0.867%，较第一期激励范围更广，这有利于充分激发管理团队和骨干员工的工作积极性，提高公司经营效率，促进公司业绩快速释放和提升。

◇ **给予“推荐”评级。**预计公司 17~19 年归母净利润为 338.87、383.68、431.09 亿元，对应 EPS 为 1.13、1.28、1.44，对应 PE 分别为 8、7、6 倍。给予公司未来 6-12 个月 12 倍 PE，对应目标价 12.11 元，给予“推荐”评级。

◇ **风险提示：**PPP 项目落地慢于预期，应收账款无法收回，房地产调控升级。

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	959765	1069525	1173407	1284337
收入同比(%)	9%	11%	10%	9%
归属母公司净利润	29870	33887	38368	43109
净利润同比(%)	15%	13%	13%	12%
毛利率(%)	10.1%	10.4%	10.5%	10.6%
ROE(%)	15.7%	15.4%	15.2%	14.9%
每股收益(元)	1.00	1.13	1.28	1.44
P/E	10.05	8.86	7.83	6.97
P/B	1.58	1.37	1.19	1.04
EV/EBITDA	5	5	4	4

资料来源：中国中投证券财富研究部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人：伊真真

S0960117010022

0755-88320893

yizhenzhen@china-invs.cn

6-12个月目标价：12.11

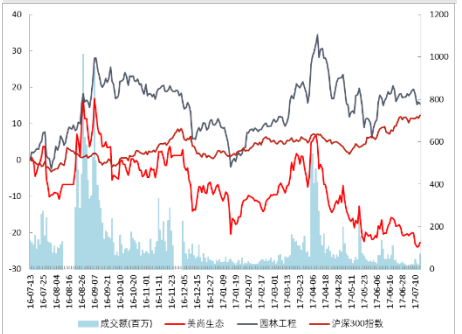
当前股价：10.28

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	30,000
流通股本(百万股)	29,732
总市值(亿元)	3,084
流通市值(亿元)	3,056
成交量(百万股)	347.92
成交额(百万元)	3,537.86

股价表现



相关报告

1.业绩稳健增长，基建、地产表现强劲

2017 上半年公司实现营业收入 5252.55 亿元，同比增长 11.83%；实现归母净利润 180.38 亿元，同比增长 12.04%。业绩高速增长主要源于公司新签合同保持高速增长，在施工程项目顺利推进，各主营业务收入保持稳定增长。分季度来看，2017 年 Q1、Q2 公司分别实现营业收入 2348.27、2904.27 亿元，分别较去年同期增长 9.70%、13.61%，归母净利润分别为 70.83、109.54 亿元，分别较去年同期增长 11.03%、12.69%，Q2 公司营业收入和归母净利润增速显著提升。

图 1 公司营业收入情况（亿元）

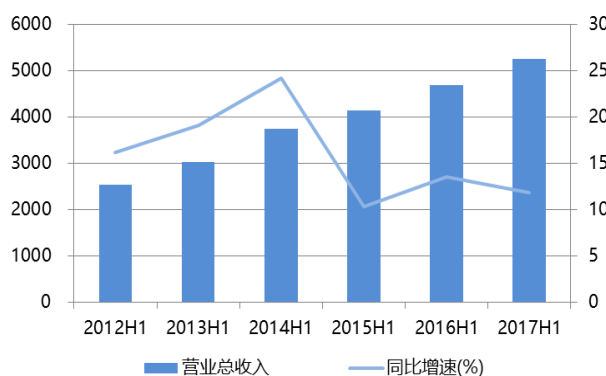
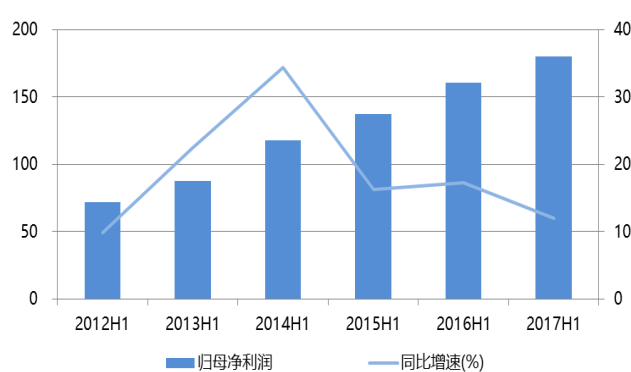


图 2 公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

分业务来看，公司上半年房屋建筑工程业务实现收入 3286.11 亿元，同比增长 4.43%，业务占比为 61.83%，比去年同期下降 4.4pct；基础设施建设与投资业务实现收入 970.36 亿元，同比增长 33.00%，业务占比为 18.26%，比去年同期提升 3.0pct；房地产开发与投资业务实现收入 926.92 亿元，同比增长 21.57%，业务占比为 17.44%，比去年提升 1.5pct；设计勘察业务实现收入 32.19 亿元，同比增长 1.00%，业务占比为 0.61%。房建业务仍是公司业绩的主要来源，而基建与地产业务成为推动公司业绩增长的主要动力。

图 3 营业收入分布情况（亿元）

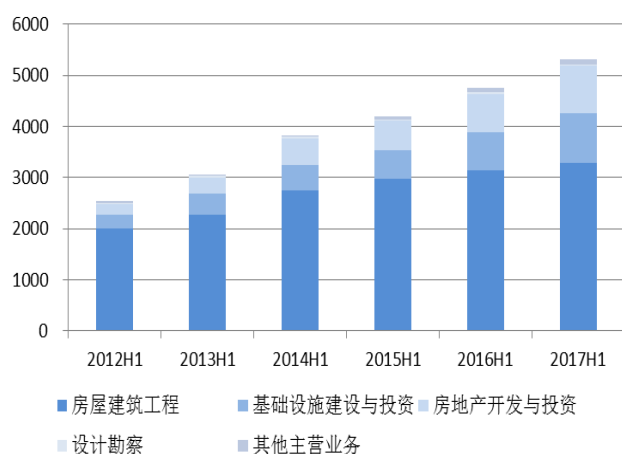
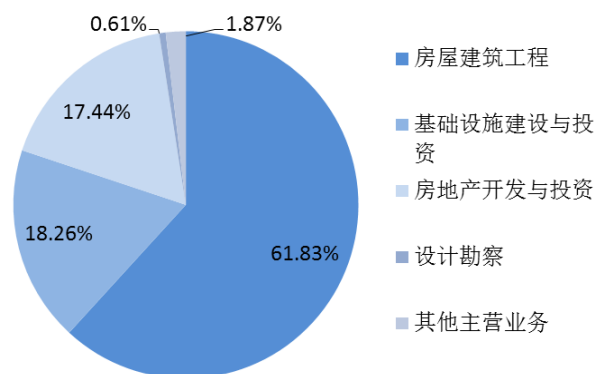


图 4 营业收入业务分布情况



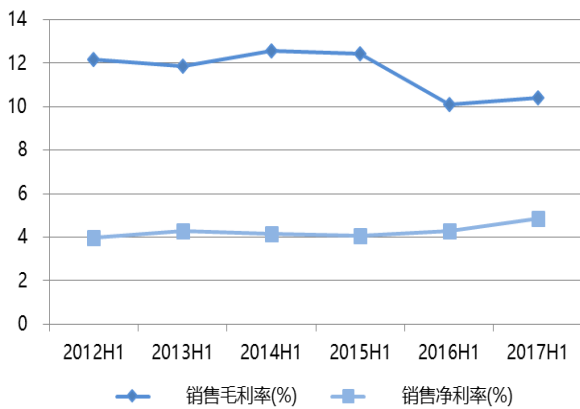
资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

2.毛利率上升提升净利率水平，费用率有所上升

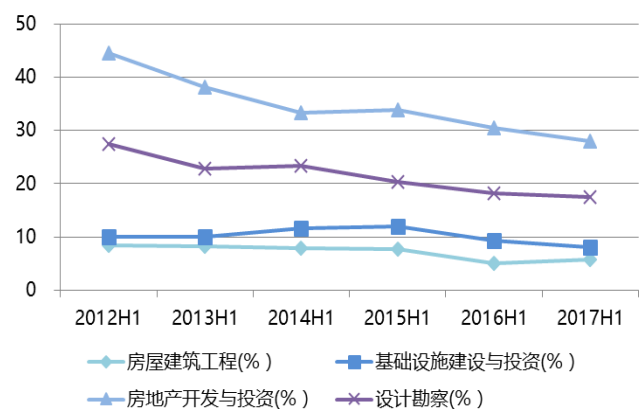
2017 上半年综合公司毛利率为 10.41%，较去年同期上涨 0.17pct。分业务来看，房屋建筑工程业务毛利率为 5.80%，比去年同期提升 0.70pct；基础设施建设与投资业务毛利率为 8.00%，比去年同期下降 1.30pct；房地产开发与投资业务毛利率为 28.00%，比去年同期下降 2.50pct；设计勘察业务毛利率为 17.50%，比去年同期下降 0.70pct。公司综合毛利率上升主要源于：1) 业务占比最大的房建业务毛利率有所上升；2) 公司业务结构有所优化，高毛利的基建、地产业务收入占比提升。受毛利率上升影响，公司净利率有所提升。2017 年上半年公司净利率提升至 4.85%，较去年同期上升 0.28pct。

图 5 公司毛利率与净利率情况



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

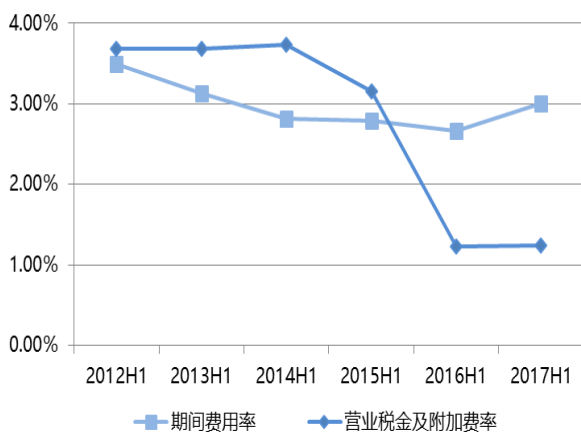
图 6 公司各业务毛利率情况



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

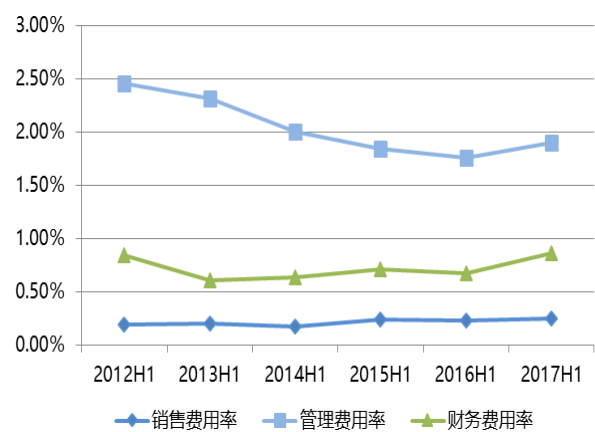
2017 年上半年公司相关费用率有所上升，其中，营业税金及附加费率为 1.24%，较去年同期上升 0.01pct。上半年公司期间费用率为 3.01%，较去年同期上升 0.35pct。分项来看，上半年公司财务费用率为 0.86%，比去年同期增长 0.19pct，主要是收购中信物业组合导致相应的利息费用增加；公司管理费用率为 1.90%，比去年同期增长 0.14pct，主要系报告期内业务规模扩大，管理人员和业务活动增多导致费用随之增长；公司销售费用率为 0.25%，比上年同期增长 0.02pct，是受到房地产销售额大幅上涨影响，相应支付的广告费及业务宣传费、业务费和销售佣金等增长较快。

图 7 期间费用率与营业税金及附加费率情况



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 8 销售费用、管理费用和财务费用情况



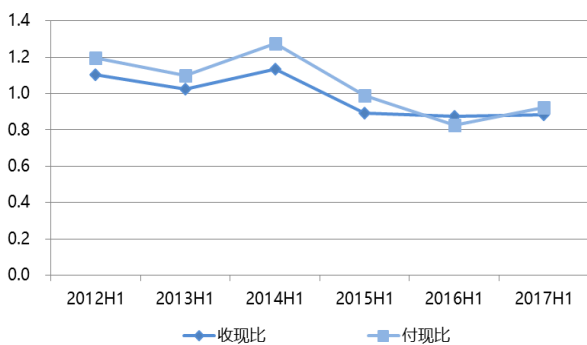
资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

3. 付现比提升导致经营性现金流大幅下跌

从收现比和付现比来看，公司上半年收现比为 88%，比上年同期增长 1pct。公司付现比上半年上升至 92%，比上年同期增长 10pct，主要系拿地支出增加及支付分供商款项增加所致，其中房地产业务现金净流出 240 亿元，较上年同期多流出 556 亿元；建筑业务现金净流出 262 亿元，较上年同期多流出 64 亿元。

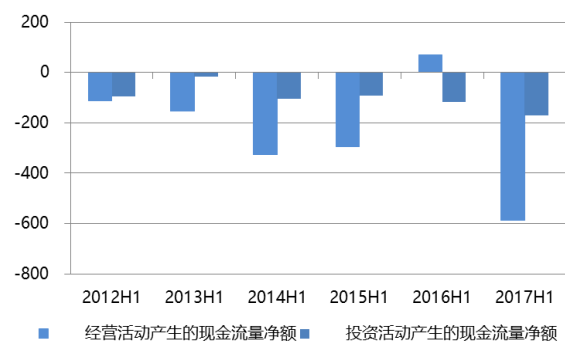
现金流出大幅增加导致公司经营性现金流显著恶化，2017 年上半年公司经营活动产生的现金流量净额为-587.26 亿元，同比下降 918.94%。另外，上半年公司投资现金流量净额为-170.56 亿元，同比下降 46.72%，主要系报告期内购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金和投资支付的现金增加所致。

图 9 收现比和付现比变化情况



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 10 经营及投资现金流净额 (亿元)



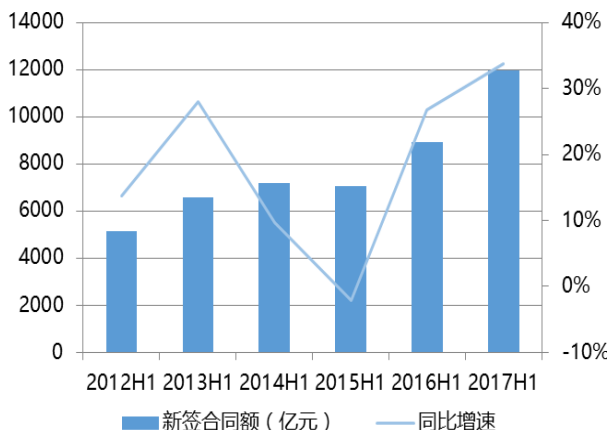
资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

4. PPP 助力基建业务拓展，新签订单高速增长

2017 年上半年公司建筑业务呈良好发展态势，新签合同总额实现快速增长，新签合同额 11955 亿元，同比增长 33.68%。分业务来看，新签房建合同 8234 亿元，同比增长 23.37%，业务占比为 62.48%；新签基建合同 3667 亿元，同比增长 64.52%，业务占比为 27.83%；新签设计合同 53 亿元，同比增长 35.90%，业务占比为 0.04%。公司各分项业务均维持了较好的增长趋势，其中基建业务新签合同增速最高，业务占比进一步提升，公司拓展基建业务的效果明显。未来随着基建订单的落地与执行，公司业务结构有望持续优化。

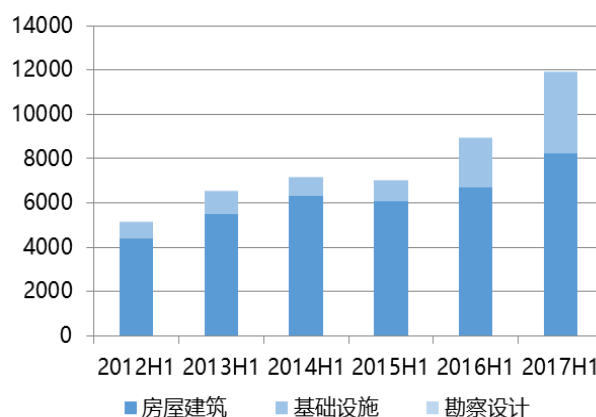
目前国家大力推广 PPP 模式在基建领域的运用，PPP 项目投资市场逐渐形成，未来 PPP 模式有望成为基建领域的主流模式。在此背景下，公司积极探索并运用 PPP 模式，大力推进基础设施业务发展，在 PPP 领域取得了重大进展。截止 2017 上半年末，公司已累计获取 PPP 项目约 200 个，计划权益总投资额约 3170 亿元，预计带动施工合同额约 4900 亿元，涉及城市轨道交通、路桥工程、地下综合管廊、园区建设等领域。同时，以 PPP 为主要模式的融投资建造业务已带动实施的施工总承包合同额累计约 3800 亿元，其中基础设施类合同额约 2900 亿元，占比达 76%，有力推进了公司向基础设施业务的转型。可见，PPP 模式已经成为推动公司基建业务成长的核心力量，未来随着积极运用 PPP 模式，公司基建业务有望获得快速成长。

图 11 2012H1-2017H1 新签合同额及增速情况



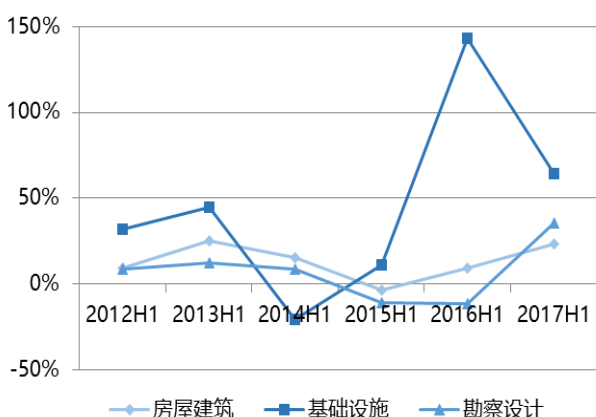
资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 12 2012H1-2017H1 分项业务新签合同额情况



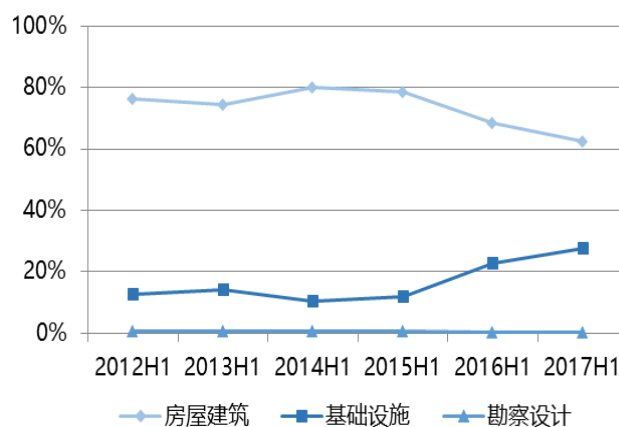
资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 13 2012H1-2017H1 分项业务合同额增速情况



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 14 2012H1-2017H1 分项业务合同额占比情况



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

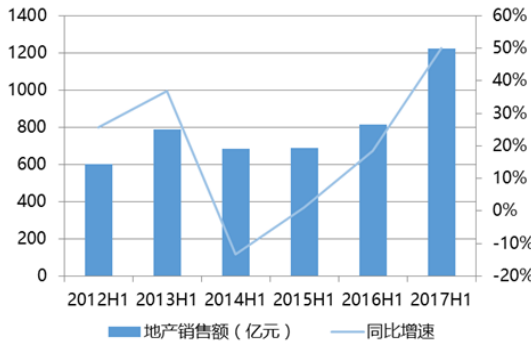
5.地产业务稳健发展，行业龙头效应凸显

公司拥有中海地产、中海宏洋、中建地产三大房地产品牌，其中中海地产是公司最主要的房地产业务平台，2016年公司房地产业务收入有84%来自于中海地产。中海地产业务主要集中在一二线城市，定位高端地产业务，是我国房地产盈利龙头企业。在地产业务调控升级的背景下，房地产行业竞争格局将会呈现分化，房地产龙头企业有望演绎强者恒强，在融资、销售、投资、土地储备方面脱颖而出。2017年上半年公司房地产业务实现快速发展，地产业务销售额为1223亿元，同比增长49.9%，业务占比为9.3%；合约销售面积846万平方米，同比增长36.0%；房地产开发业务完成投资额755亿元，较上年同期增长155%。

2016年中海地产加快资本运营与业务结构调整，收购中信地产与中信泰富持有的绝大部分住宅业务，获得了建筑面积达2352万平方米的土地储备。2017年上半年公司共新增土地储备约791万平方米，期末拥有土地储备约8447万平方米，充足的土地储备为公司地产业务成长奠定了坚实基础。同时，中海地产不断调整和丰富业务结构，向商业地产、养老、教育、海外市场业务拓展，有利于对冲房地产调控带来的风险，为公

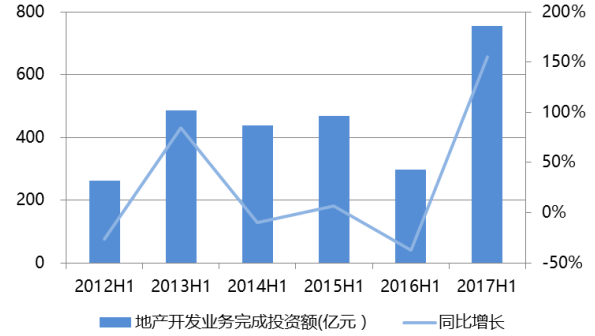
司创造更多的利润增长点。

图 15 2012H1-2017H1 公司地产销售额及增速情况



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 16 2012H1-2017H1 公司地产完成投资额情况

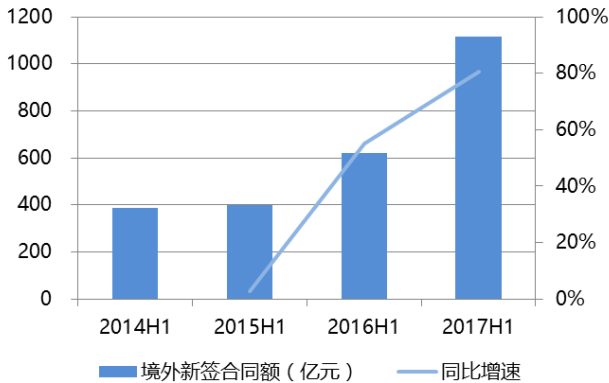


资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

6. 紧跟“一带一路”潮流，境外业务加速拓展

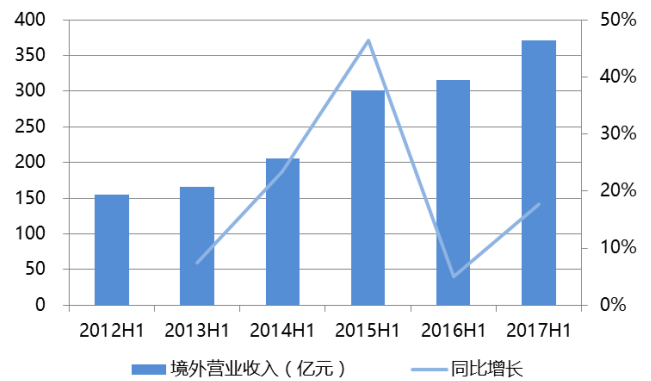
在“一带一路”战略推行的背景下，公司发挥其在海外市场的资源与经验优势，大力拓展境外业务，已进入“一带一路”沿线 65 个国家中的 44 个国家。2017 上半年公司境外业务加速发展，新签合同额首次突破千亿，达 1166 亿元，同比增长 80.5%，业务占比提升至 8.8%；实现营业收入 372 亿元，同比增长 17.7%，营收占比为 7.08%，比上年同期增长 0.35pct。随着“一带一路”战略纵深推进，公司有望通过海外业务的“1+N”布局，促进海外业务快速成长。

图 17 2014H1-2017H1 公司境外新签合同额情况



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 18 2012H1-2017H1 公司境外营业收入情况



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

7. 连推二期股权激励方案，激发公司业绩潜能

公司是建筑央企改革先锋，也是目前唯一进行了两次股权激励的建筑央企。公司曾在 2013 年实施第一限制性股票激励计划，激励对象为公司董事、高级管理人员及关键骨干人员，授予人数为 686 人，激励数量占当年总股本的 0.49%，限售期为 2 年，成交均价为 3.58 元/股，认购价为 1.79 元/股。该期股票激励计划于 2015-2017 年分三批次匀速解锁，分别已于 2015 年 7 月、2016 年 7 月和 2017 年 7 月达成解锁条件，并上市流通。股权激励业绩条件深度绑定员工利益，有效地激发了管理层和骨干员工的工作动力，促进公司业绩稳健增长。

2016年11月7日，公司公告推行第二期A股限制性股票激励计划，并于2016年12月29日进行授予。第二期股票激励计划以4.87元/股的价格向1575名激励对象授予2.6亿股公司股票，此次股票激励计划授予股数占当时总股本的0.867%，限售期为2年，将于2018-2020年分三次匀速解锁。第二期股票激励较第一期激励范围扩大、对象增多，授予价4.87元，相较于公司目前股价10.28元，具有很强的激励效果，能够激发公司高管和核心骨干人员的工作积极性与创造性，进一步激发公司业绩潜能。

表1 公司二期股票激励计划概况

	第一期股票激励计划	第二期股票激励计划
董事和高管人数	10	3
关键骨干人数	676	1572
授予数量(万股)	14678	26013
授予股票占比	0.4893%	0.8671%
授予价格(元/股)	1.79	4.87
授予日收盘价(元/股)	3.27	9.16
缴纳总额(万元)	26274	126579
折价率	-45.26%	-46.88%
授予日	2013年6月28日	2016年12月29日
限售期	2年	2年
解锁期	3年	3年
完全解锁日	2017年6月27日	2020年12月28日
股权激励解锁条件	2015-2017年解锁前满足：前一个财务年度 (1) 净资产收益率不低于14%； (2) 净利润增长率不低于10%； (3) 完成国务院国资委下达的经济增加值考核目标	2018-2020年解锁前满足：前一个财务年度 (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) 完成国务院国资委下达的经济增加值考核目标

资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	110994	118304	132969	148521
现金	320860	341652	406127	472054
应收账款	138649	150444	164720	181295
其它应收款	49489	46901	53460	59058
预付账款	30918	35674	38313	42039
存货	494269	514774	570366	626853
其他	75760	93601	96710	103913
非流动资产	282008	301061	305722	310164
长期投资	33477	40000	42000	45000
固定资产	30026	31727	31377	30248
无形资产	12122	12816	13379	13941
其他	206383	216517	218965	220974
资产总计	139195	148410	163541	179537
流动负债	799618	848004	930059	101428
短期借款	32319	35000	37000	39000
应付账款	402420	417551	464559	509849
其他	364879	395454	428501	465438
非流动负债	301337	303423	325565	347693
长期借款	143667	143667	143667	143667
其他	157670	159756	181898	204026
负债合计	110095	115142	125562	136198
少数股东权益	100508	113179	127625	143819
股本	30000	30000	30000	30000
资本公积	24426	24426	24426	24426
留存收益	118190	164775	197143	234251
归属母公司股东权益	190491	219501	252169	289577
负债和股东权益	139195	148410	163541	179537

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	107048	47443	61706	65388
净利润	41172	46558	52814	59302
折旧摊销	5963	7094	8578	10070
财务费用	8114	7984	8138	8581
投资损失	-6137	-4017	-4051	-4239
营运资金变动	54889	-10356	-6775	-11150
其它	3047	180	3002	2824
投资活动现金流	-4732	-33199	-9294	-13081
资本支出	13134	3000	5000	7000
长期投资	7355	24133	5000	6000
其他	15757	-6066	706	-81
筹资活动现金流	-1915	6548	12063	13620
短期借款	6716	2681	2000	2000
长期借款	45342	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	900	0	0	0
其他	-54873	3867	10063	11620
现金净增加额	102306	20792	64475	65927

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019
营业收入	959765	1069525	11734	12843
营业成本	862788	958738	10500	11480
营业税金及附加	18297	20321	22295	24402
营业费用	3208	3209	3520	3853
管理费用	17718	20321	22295	24402
财务费用	8114	7984	8138	8581
资产减值损失	5366	4829	5008	4948
公允价值变动收益	746	300	300	300
投资净收益	6137	4017	4051	4239
营业利润	51159	58441	66425	74669
营业外收入	1226	1113	1109	1130
营业外支出	272	245	256	255
利润总额	52113	59309	67279	75544
所得税	10941	12751	14465	16242
净利润	41172	46558	52814	59302
少数股东损益	11302	12671	14446	16194
归属母公司净利润	29870	33887	38368	43109
EBITDA	65236	73519	83141	93319
EPS (元)	1.00	1.13	1.28	1.44

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019
成长能力				
营业收入	9.0%	11.4%	9.7%	9.5%
营业利润	8.7%	14.2%	13.7%	12.4%
归属于母公司净利润	14.6%	13.4%	13.2%	12.4%
获利能力				
毛利率	10.1%	10.4%	10.5%	10.6%
净利率	3.1%	3.2%	3.3%	3.4%
ROE	15.7%	15.4%	15.2%	14.9%
ROIC	21.7%	23.5%	26.2%	28.4%
偿债能力				
资产负债率	79.1%	77.6%	76.8%	75.9%
净负债比率	21.04%	21.77%	20.36	19.29
流动比率	1.39	1.40	1.43	1.46
速动比率	0.76	0.78	0.81	0.84
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.74	0.75	0.75
应收账款周转率	7	7	7	7
应付账款周转率	2.39	2.34	2.38	2.36
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.13	1.28	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	3.57	1.58	2.06	2.18
每股净资产(最新摊薄)	6.35	7.32	8.41	9.65
估值比率				
P/E	10.05	8.86	7.83	6.97
P/B	1.58	1.37	1.19	1.04
EV/EBITDA	5	5	4	4

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中国中投证券财富研究部建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 10 年证券行业从业经验。

伊真真,中国中投证券财富研究部建筑行业研究员, 毕业于武汉大学经济管理学院, 管理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司财富研究部

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编: 200082 传真: (021) 62171434

