

Q3 单季度业绩下滑不改全年业绩增长趋势

季报点评

◆ **事件:** 公司发布 2017 年三季度报, 前三季度实现营收 4702.77 亿元, 同比增长 6.46%; 归母净利润 110.36 亿元, 同比增长 19.37%。其中第三季度实现营收 1715.26 亿元, 同比增长 0.88%; 归母净利润 33.28 亿元, 同比下降 12.03%。

◆ **点评:**

◆ **单季度毛利率略有下降:**

2017 年前三季度公司实现综合毛利率 9.12%, 较去年同期数据 9.02% 上升 0.1 个百分点, 较中报数据 9.25% 降低 0.13 个百分点; 公司第三季度单季实现毛利率 8.90%, 同比下降 3.68%。毛利率下降的主要原因一是第三季度钢筋水泥等原材料价格上涨导致公司业务成本上升; 二是第三季度铁路项目进入收尾工作的较多, 致使成本增加; 三是 PPP 投资增速加快, 带动新开工项目增多; 四是部分项目所在地受到环保督察的影响, 项目进展缓慢。此外, 公司前三季度净利率为 2.36%, 同比增长 11.85%。

◆ **期间费率略微上升, 应付票据同比增加:**

公司前三季度期间费率为 5.24%, 较去年同期增加 0.1 个百分点; 具体来说, 销售/管理/财务费率分别为 0.42%/4.27%/0.53%, 较去年同期上升 0.01/上升 0.12/下降 0.02 个百分点。我们认为, 销售费率增长主要源于公司本年加大营销力度, 管理费率增长主要系是职工薪酬增长和加大了研发费用投入所致。1-9 月公司应付票据 439.05 亿元, 同比增加 28.10%, 主要原因是公司利用良好的商业信用, 适当延迟现金支付时间, 加大资金集中收益, 推进票据手段结算。

◆ **经营性现金流累计净流出增加:**

前三季度经营活动产生的现金流量净额为 -152.46 亿元, 较去年同期净流出大幅增加 153.95 亿元, 主要源于应收账款同比增加 15.29%, 存货同比增长 10.01%, 二者共计较去年同期增加 440 亿元, 是造成现金流出的根本原因。公司已制定四季度清收清欠计划, 预计全年经营性净现金流将会回正。

◆ **新签订单稳健增长, 业绩增长保障度高:**

2017 年前三季度公司新签合同额 8980 亿元, 同比增长 23.7%, 其中铁路新签合同额 1426.4 亿元, 同比下降 38.6%; 公路新签合同额 1752.5 亿元, 同比大涨 129.6%, 市政及其他业务新签合同额 4396.5 亿元, 同比增长 34.7%, 带动公司核心业务板块基建建设的大幅增长。其他业务板块中, 勘察设计与咨询服务新签订单 179.7 亿元, 同比增长 50.3%, 增幅可观; 工业设备零部件制造与房地产开发分别同比增长 25.5% 和 23.6%。

◆ **地产市场仍有较大空间, 房地产开发业务发展可期:**

截止到第三季度末, 我国今年累计商品房销售面积达 11.6 亿平方米, 同比增长 10.30%, 房屋新开工面积 13.10 亿平方米, 同比增长 6.8%。随着城镇化的进一步推进, 预计房地产市场在未来将迎来新一轮增长。公司前三季度累计新增土地储备 38.94 万平方米, 同比增长 56.9%, 开工面积达 247 万平方米, 同比增长 46.2%。截止 2017 年中, 公司可供未开发的土地储备面积 1391 万平方米, 可供未开发的建筑面积 1923 万平方米, 为公司未来房地产开发业务提供了强力保障。

◆ **持续海外战略, 基建建设面向:**

公司经营区域分布于全球 60 多个国家和地区, 在基建建设行业处于领先地位, 拥有中国唯一的高速铁路建造技术国家重点实验室, 是帮助中国在国际打响“中国制造”品牌的企业之一。今年公司前三季度新签境外合同额 518 亿元, 同比减少 34.6%, 但不减公司“走出去”的决心, 依托在国际市场上的良好声誉, 公司未来将实现强大的产能向外溢出。

◆ **财务预测与估值:** 预计公司 2017~2019 年实现归母净利 163/187/209 亿元, 同比增长 28.7%/15.0%/12.0%, 对应 EPS 为 0.71/0.82/0.92 元。当前股价对应 2017~2019 年的 PE 为 12.6/11.0/9.8 倍, 维持“**推荐**”评级。

◆ **风险提示:** PPP 落地不及预期; 海外业务风险; 账款回收风险。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(亿元)	6241	6,434	6,769	7,154	7,578
增长率(%)	1.9	3.1	5.2	5.7	5.9
净利润(亿元)	123.3	126	163	187	209
增长率(%)	17.8	2.4	28.7	15.0	12.0
毛利率(%)	11.2	9.1	9.7	10.0	10.1
净利率(%)	2.0	2.0	2.4	2.6	2.8
ROE(%)	9.4	9.0	11.3	12.5	13.6
EPS(摊薄/元)	0.54	0.55	0.71	0.82	0.92
P/E(倍)	16.63	16.2	12.6	11.0	9.8
P/B(倍)	1.57	1.5	1.4	1.4	1.3

资料来源: 新时代证券研究所

推荐 (维持评级)

分析师

王小勇 (执业证书编号: S0280517070001)

0755-82312484

wangxiaoyong1@xsdzq.cn

研究助理

王斌 (执业证书编号: S0280117080044)

wangbin1@xsdzq.cn

王萌 (执业证书编号: S0280117090007)

wangmeng@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.10.27

收盘价(元): 8.98

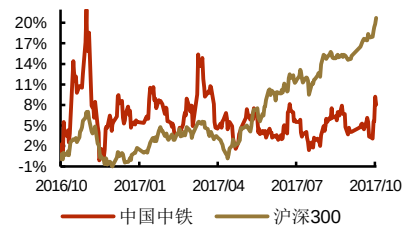
总股本(亿股): 186.37

总市值(亿元): 1,673.59

一年最低/最高(元): 8.28/10.63

近 3 月换手率: 11.3%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.04	-6.27	-15.31
绝对	3.22	2.07	4.9

相关研报

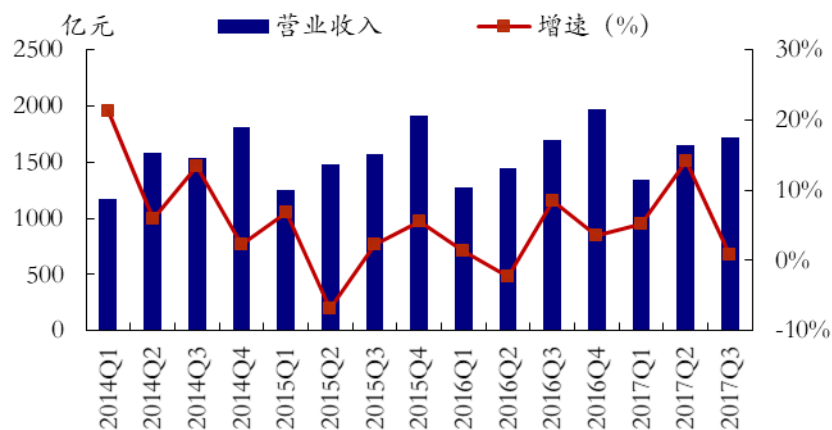
新签订单加速, 中报业绩亮眼

2017-08-30

基建及海外业务大幅扩张, 未来业绩增长可期

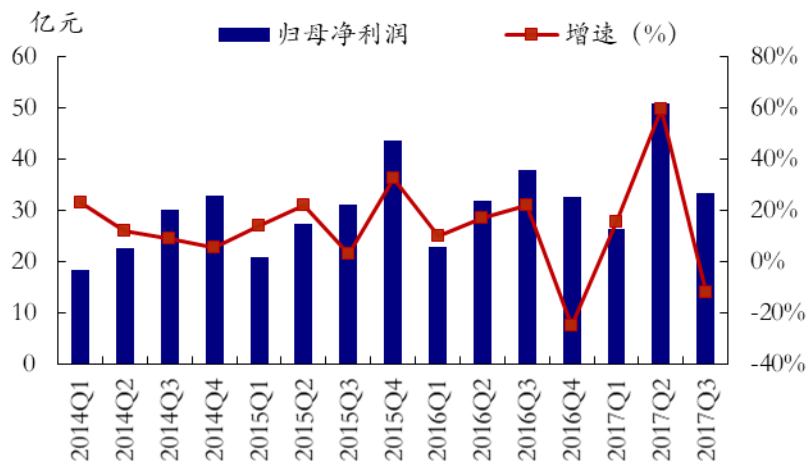
2017-08-05

附图 1：公司单季度营业收入变化（亿元）



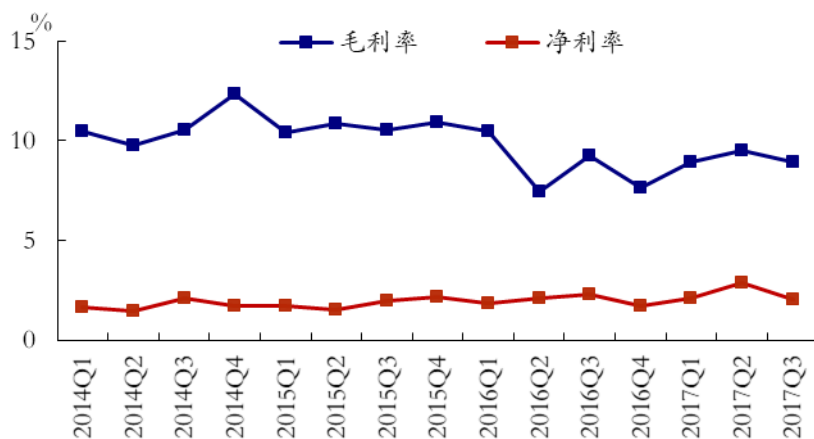
资料来源：公司财报，新时代证券研究所

附图 2：公司单季度归母净利变化（亿元）



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

附图 3：公司单季度毛利率、净利率变化



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(亿元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(亿元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	5654	5949	5961	6205	6508	营业收入	6241	6434	6769	7154	7578
现金	1007	1241	1026	1000	1000	营业成本	5545	5845	6116	6442	6811
应收账款	1317	1405	1438	1520	1610	营业税金及附加	200	80	84	89	94
其他应收款	371	366	386	408	432	营业费用	23	26	27	28	30
预付账款	194	179	168	185	199	管理费用	266	271	285	301	319
存货	2468	2248	2436	2566	2714	财务费用	24	21	27	29	28
其他流动资产	297	509	506	527	553	资产减值损失	35	39	30	30	30
非流动资产	1483	1596	1547	1493	1444	公允价值变动收益	-0	-0	0	0	0
长期投资	81	116	125	125	125	投资净收益	10	14	15	17	19
固定资产	449	488	543	536	531	营业利润	157	166	216	251	284
无形资产	508	518	466	419	377	营业外收入	13	18	18	18	18
其他非流动资产	445	474	413	412	411	营业外支出	7	5	5	6	7
资产总计	7137	7545	7508	7698	7952	利润总额	164	178	229	263	295
流动负债	4704	5066	5186	5326	5525	所得税	45	50	64	74	82
短期借款	555	562	500	602	554	净利润	119	128	165	190	213
应付账款	2364	2644	2752	2899	3065	少数股东损益	-5	2	2	3	3
其他流动负债	1786	1860	1934	1826	1906	归属母公司净利润	123	126	163	187	209
非流动负债	1038	987	787	787	787	EBITDA	250	262	378	415	440
长期借款	636	590	410	410	410	EPS(元)	0.54	0.55	0.71	0.82	0.92
其他非流动负债	402	397	377	377	377						
负债合计	5743	6054	5973	6113	6312						
少数股东权益	88	88	91	94	97	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
股本	228	228	228	228	228	成长能力					
资本公积	418	414	414	414	414	营业收入(%)	1.9	3.1	5.2	5.7	5.9
留存收益	660	761	801	848	901	营业利润(%)	5.6	5.1	30.5	16.4	12.9
归属母公司股东权益	1306	1403	1444	1491	1543	归属于母公司净利润(%)	17.8	2.4	28.7	15.0	12.0
负债和股东权益	7137	7545	7508	7698	7952	获利能力					
						毛利率(%)	11.2	9.1	9.7	10.0	10.1
						净利率(%)	2.0	2.0	2.4	2.6	2.8
						ROE(%)	9.4	9.0	11.3	12.5	13.6
						ROIC(%)	4.7	4.8	6.7	7.8	8.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	80.5	80.2	79.6	79.4	79.4
						净负债比率(%)	19.7	17.7	14.5	13.2	12.1
						流动比率	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2
						速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
						应收账款周转率	4.5	4.7	4.8	4.8	4.8
						应付账款周转率	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.54	0.55	0.71	0.82	0.92
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	2.39	1.20	1.24	1.29
						每股净资产(最新摊薄)	5.72	6.14	6.32	6.53	6.75
						估值比率					
						P/E	16.63	16.25	12.62	10.97	9.80
						P/B	1.57	1.46	1.42	1.38	1.33
						EV/EBITDA	16.13	15.4	10.6	9.7	9.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王小勇，新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间11年，地产行业从业4年，重庆建筑大学毕业。

王斌，建筑工程行业助理分析师，同济大学土木工程学士、硕士，工程设计从业2年，证券从业1年。

王萌，建筑工程行业助理分析师，伦敦大学学院商业经济学硕士，2017年8月加入新时代证券。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 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。

推荐： 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： 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： 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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代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。新时代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。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代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。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐 销售经理 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>