

基建业务放量, 地产业务持续发力

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年年度报告。2017年实现营业收入10541.1亿元, 同比增长9.8%, 实现归属股东净利润329.4亿元, 同比增长10.3%, EPS1.1元。
- **业绩稳步增长, 基建及地产业务推动业绩增长:** 公司2017年营业收入同比增长9.8%, 基建及地产业务贡献收入增量。房建收入6250.8亿元, 同比略微增长0.8%, 占比59.3%; 基建业务收入2309.2亿元, 同比大幅增长32.8%, 占比21.9%; 地产业务收入1792.0亿元, 同比增长14.1%, 占比17.0%。公司未来将稳步发展、以“532产业结构”为目标继续调整业务结构, 受益于公司行业内的龙头地位, 预计未来几年基建及地产业务仍将为公司贡献可观的业绩。
- **盈利能力有所提升, 现金流大幅流出:** 公司2017年毛利率10.5%, 同比上升0.4个百分点, 主要受益于业务结构优化, 毛利率较高的基建、地产业务占比提升。净利率4.4%, 同比上升0.1个百分点。期间费用率3.2%, 同比上升0.2个百分点, 其中, 管理费用率上升0.1个百分点至1.9%, 财务费用率上升0.1个百分点至0.9%, 销售费用与上期持平。经营性现金流-434.6亿元, 较去年同期1070.5亿元减少1505.0亿元, 主要因PPP项目加速落地, 购买商品、劳务支付现金大幅增加所致。
- **PPP项目加速落地, 基建业务放量:** 公司PPP项目加速落地, 截至2017年末, 在施PPP项目142个, 计划权益投资额2603亿元, 同比增长126.7%。受益于PPP模式推动, 基建业务放量, 收入增速达32.8%, 同时毛利率提升0.1个百分点至7.7%。2017年, 公司新增PPP项目181个, 计划权益投资额2732亿元, 同比大幅增长46.1%; 新签基建订单7369亿元, 同比增长28.2%, 高于整体订单增速9.8个百分点, 基建订单的快速增长将改善公司整体施工盈利水平。
- **地产业务持续发力, 土地储备进一步提升:** 2017年, 公司地产业务持续发力, 地产销售额同比增长20.6%, 毛利率显著提升2.4个百分点至14.1%, 盈利能力处于行业前列。公司土地储备8947亿元, 同比增长16.1%, 购置土地2960亿元, 同比增长22.3%, 充足的土地储备为公司地产销售的增长提供了有效的保障。
- **“一带一路”持续推进, 看好“大海外”布局:** 公司经过几十年的海外市场开拓、经营, 已完成较合理的“大海外”市场布局, 2017年新签海外订单1995亿元, 大幅增长74.8%。公司将继续加大海外拓展力度, 随着“一带一路”的推进, 海外业务占比将逐步提升。
- **盈利预测与评级:** 公司2017年新签订单22249亿元, 同比增长18.4%, 充裕的新签订单量为未来良好的业绩释放提供了可靠保障。由于公司2017年收入增速及业绩增速略低于之前的预期值(原预计收入增速10.2%、业绩增速15.0%), 故相应小幅下调盈利预测。预计2018-2020年EPS分别为1.21元、1.35元、1.52元, 对应PE为7倍、6倍、6倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** PPP项目推进或不及预期, 基建及地产业务推进或不及预期, 海外市场经营的风险。

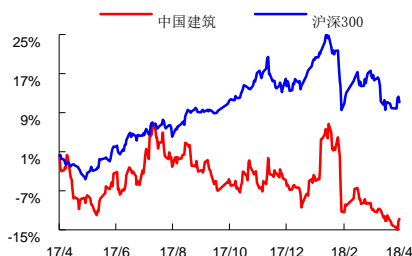
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1054106.50	1156606.59	1269005.40	1416378.46
增长率	9.83%	9.72%	9.72%	11.61%
归属母公司净利润(百万元)	32941.80	36432.88	40364.59	45458.43
增长率	10.28%	10.60%	10.79%	12.62%
每股收益EPS(元)	1.10	1.21	1.35	1.52
净资产收益率ROE	13.65%	13.97%	13.64%	13.54%
PE	8	7	6	6
PB	1.22	1.15	1.00	0.88

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 颜阳春
执业证号: S1250517090004
电话: 021-58351883
邮箱: yyc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	300.00
流通A股(亿股)	297.32
52周内股价区间(元)	8.47-10.7
总市值(亿元)	2,577.00
总资产(亿元)	15,509.83
每股净资产(元)	7.16

相关研究

1. 中国建筑(601668): 业绩增长稳健, 经营结构持续优化 (2017-11-01)

关键财务指标:

图 1: 2017 年实现营业收入 10541.1 亿元, 同比增长 9.8%



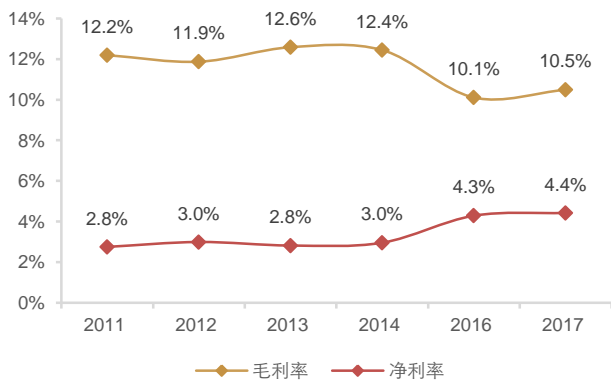
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 2: 2017 年实现归母净利润 329.4 亿元, 同比增长 10.3%



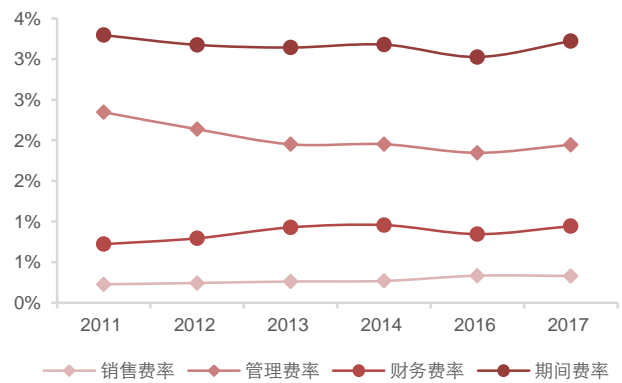
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 3: 2017 年毛利率 10.5%, 较上年提高 0.4 个百分点



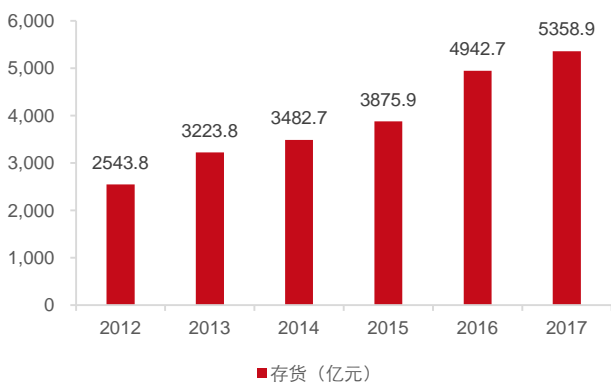
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 2017 年期间费用率 3.2%, 较上年提高 0.2 个百分点



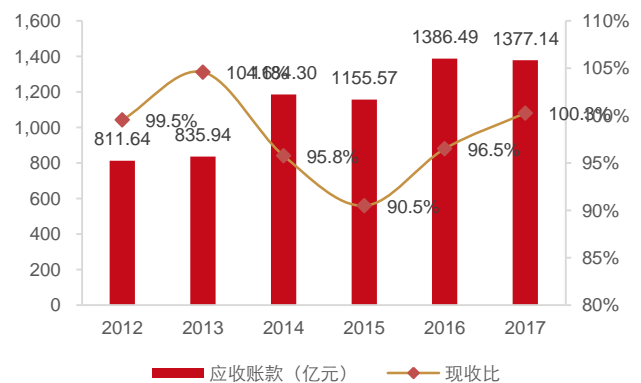
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 2017 年存货 5358.9 亿元, 较上年增加 416.2 亿元



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 2017 年现收比 100.3%, 较上年提高 3.8 个百分点



数据来源: Wind, 西南证券整理

关键假设：

假设 1：公司经营结构持续优化，基建及地产业务工程增量明显，2018-2020 年基建业务工程增速分别为 23%、25%、23%，地产业务工程增量分别为 18%、20%、15%；房建业务工程增速保持稳定，2018-2020 年增量分别为 2%、4%、4%。

假设 2：各项业务毛利保持稳定。

假设 3：公司项目持续落地、税率、期间费用维持在相对稳定水平。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
房屋建筑工程	收入	625084.2	637585.9	663089.3	689612.9
	yoy	1%	2%	4%	4%
	毛利率	6%	5%	5%	5%
基础设施建设与投资	收入	230920.7	284032.4	355040.5	436699.9
	yoy	33%	23%	25%	23%
	毛利率	8%	8%	8%	8%
房地产开发与投资	收入	179203.7	211460.3	253752.4	291815.3
	yoy	18%	18%	20%	15%
	毛利率	29%	28%	28%	28%
设计勘察	收入	8175.0	8221.0	9207.6	10312.5
	yoy	11%	12%	12%	12%
	毛利率	14%	14%	14%	14%
其他主营业务	收入	22919.4	27503.3	112.0	134.4
	yoy	19%	20%	20%	20%
	毛利率	25%	20%	20%	20%
内部抵销	收入	-12196.4	-12196.4	-12196.4	-12196.4
	yoy	-5%	0%	0%	0%
	毛利率	-	-	-	-
合计	收入	1054106.5	1156606.6	1269005.4	1416378.5
	yoy	10%	10%	10%	12%
	毛利率	10%	10%	11%	11%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1054106.50	1156606.59	1269005.40	1416378.46	净利润	46649.02	51592.76	57160.47	64373.88
营业成本	943539.12	1036428.23	1134730.52	1262472.83	折旧与摊销	7729.30	4250.91	4250.91	4250.91
营业税金及附加	14068.33	15382.87	18146.78	21245.68	财务费用	9939.51	12295.52	13821.09	15721.93
销售费用	3487.82	3701.14	4187.72	5665.51	资产减值损失	7049.49	6700.00	7200.00	9000.00
管理费用	20508.77	22119.11	24409.04	27191.50	经营营运资本变动	4498.10	-9817.08	-4373.99	-7535.34
财务费用	9939.51	12295.52	13821.09	15721.93	其他	-119322.36	-6589.52	-10775.22	-3256.64
资产减值损失	7049.49	6700.00	7200.00	9000.00	经营活动现金流净额	-43456.93	58432.59	67283.26	82554.74
投资收益	4410.92	30.00	30.00	30.00	资本支出	-4657.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-461.49	-83.19	-71.01	-140.15	其他	-41022.89	-51510.42	-50041.01	-50110.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-45680.33	-51510.42	-50041.01	-50110.15
营业利润	59697.73	59926.53	66469.23	74970.87	短期借款	-1287.22	-31031.64	0.00	0.00
其他非经营损益	701.89	770.83	778.38	763.11	长期借款	42185.94	0.00	0.00	0.00
利润总额	60399.61	60697.36	67247.61	75733.98	股权融资	457.20	0.00	0.00	0.00
所得税	13750.59	9104.60	10087.14	11360.10	支付股利	-6449.10	-6588.36	-7286.58	-8072.92
净利润	46649.02	51592.76	57160.47	64373.88	其他	-763.66	-42648.31	-8821.09	-10721.93
少数股东损益	13707.22	15159.88	16795.88	18915.45	筹资活动现金流净额	34143.16	-80268.31	-16107.67	-18794.84
归属母公司股东净利润	32941.80	36432.88	40364.59	45458.43	现金流量净额	-57629.16	-73346.14	1134.57	13649.74
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	273252.96	199906.82	201041.39	214691.13	成长能力				
应收和预付款项	243165.98	269462.29	296853.39	329971.39	销售收入增长率	9.83%	9.72%	9.72%	11.61%
存货	535887.23	589946.50	652428.43	722786.48	营业利润增长率	16.69%	0.38%	10.92%	12.79%
其他流动资产	87844.57	92679.40	96383.18	101239.44	净利润增长率	13.30%	10.60%	10.79%	12.62%
长期股权投资	49910.48	49910.48	49910.48	49910.48	EBITDA 增长率	17.10%	-1.15%	10.55%	12.30%
投资性房地产	57113.03	57113.03	57113.03	57113.03	获利能力				
固定资产和在建工程	42140.21	39368.61	36597.00	33825.40	毛利率	10.49%	10.39%	10.58%	10.87%
无形资产和开发支出	13372.81	11935.41	10498.02	9060.62	三费率	3.22%	3.30%	3.34%	3.43%
其他非流动资产	248296.04	298254.13	348212.23	398170.32	净利率	4.43%	4.46%	4.50%	4.54%
资产总计	1550983.31	1608576.67	1749037.14	1916768.29	ROE	13.65%	13.97%	13.64%	13.54%
短期借款	31031.64	0.00	0.00	0.00	ROA	3.01%	3.21%	3.27%	3.36%
应付和预收款项	684747.81	748600.66	823476.92	915989.19	ROIC	35.97%	39.88%	41.53%	44.54%
长期借款	185852.81	185852.81	185852.81	185852.81	EBITDA/销售收入	7.34%	6.61%	6.66%	6.70%
其他负债	307621.85	304910.55	320620.88	339538.79	营运能力				
负债合计	1209254.11	1239364.02	1329950.61	1441380.79	总资产周转率	0.72	0.73	0.76	0.77
股本	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00	固定资产周转率	32.73	35.04	41.97	51.57
资本公积	24883.28	24883.28	24883.28	24883.28	应收账款周转率	6.92	7.12	7.03	7.10
留存收益	143624.57	173469.08	206547.10	243932.61	存货周转率	1.81	1.82	1.82	1.83
归属母公司股东权益	214755.52	227079.09	260157.10	297542.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.26%	—	—	—
少数股东权益	126973.67	142133.55	158929.43	177844.88	资本结构				
股东权益合计	341729.19	369212.64	419086.53	475387.50	资产负债率	77.97%	77.05%	76.04%	75.20%
负债和股东权益合计	1550983.31	1608576.67	1749037.14	1916768.29	带息债务/总负债	26.04%	22.90%	21.34%	19.69%
					流动比率	1.29	1.26	1.25	1.24
					速动比率	0.68	0.62	0.60	0.59
					股利支付率	19.58%	18.08%	18.05%	17.76%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	77366.54	76472.96	84541.23	94943.70	每股收益	1.10	1.21	1.35	1.52
PE	7.92	7.16	6.47	5.74	每股净资产	7.16	7.57	8.67	9.92
PB	1.22	1.15	1.00	0.88	每股经营现金	-1.45	1.95	2.24	2.75
PS	0.25	0.23	0.21	0.18	每股股利	0.21	0.22	0.24	0.27
EV/EBITDA	-0.69	-1.03	-1.54	-2.04					
股息率	2.47%	2.52%	2.79%	3.09%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn