

2018年04月30日

中国建筑 (601668.SH)

## 一季度业绩增速较快，基建、地产持续强劲

■**事项**：公司发布 2018 年第一季度报告，报告期内实现营业收入 2,701.61 亿元，比上年同期增加 15.0%；实现归属于上市公司股东的净利润 81.45 亿元，比上年同期增加 15.0%，扣非后比上年同期增加 16.5%。实现基本 EPS 0.27 元（已扣除永续债计息及限制性股票影响），比上年同期增加 12.5%。

■**18Q1 营收及归母净利润增速较快，基建业务营收保持高速增长：营业收入方面**，2018Q1 公司实现营业收入 2,701.61 亿元，同比增长 15.0%。公司连续近 5 个季度（17Q1~18Q1）营收增速分别为 9.70%、13.61%、22.51%、-2.20%、15.0%，18Q1 增速同比提升了 5.3 个 pct，并超过 2017 年 4 个季度增速均值。从业务结构来看，报告期内房建业务实现营收 1,787 亿元，同比增长 12.2%，收入占比 66.1%（同比-1.7 个 pct）；基建业务实现营收 558 亿元，同比增长 33.5%，收入占比 20.7%（同比+2.7 个 pct）；房地产业务实现营收 319 亿元，同比增长 15.4%，收入占比与上年同期持平；设计勘察业务实现营收 19 亿元，同比增长 11.8%，收入占比与上年同期持平。18Q1 基建业务维持收入快速增长、占比提升，主要为公司近年来签订的基建项目大都处于在施工程状态、且一批特大型项目进入施工高峰期。**归母净利润方面**，2018Q1 公司实现归母净利润 81.45 亿元，同比增长 15.0%。公司连续 5 个季度（17Q1~18Q1）归母净利润增速分别为 11.03%、12.69%、-10.63%、40.26%、15.0%，18Q1 增速同比提升了 4.0 个 pct，且增速高于 17Q1-17Q3 增速。

■**毛利率同比持平，财务费用及经营性现金流出增加，负债率降低：毛利率方面**，18Q1 公司综合毛利率为 8.87%，较 17Q1 同比微降了 0.07 个 pct；较 2017 年全年降低了 1.62 个 pct。**期间费用方面**，18Q1 公司管理费用率为 2.31%，较 17Q1 增加 0.1 个 pct，主要为期内公司业务持续扩张致管理人员绩效薪酬相应增长；销售费用率为 0.29%，较 17Q1 基本持平；财务费用率为 0.59%，较 17Q1 微增 0.01 个 pct，主要为期内带息负债增加导致利息支出增加（短期借款同比增加 41.0%）。**存货方面**，18Q1 存货及其中已完工未结算分别较 17Q1 增加 12.0%、23.4%，主要为期内公司新开工项目较多，部分项目结算周期较长致已完工未结算款增加，同时房地产存货规模也有所上升。**现金流方面**，18Q1 经营活动产生的现金流量净额为 -892.51 亿元，较 17Q1 增加流出 224.59 亿元（-33.6%），主要为期内公司土地储备增加而导致经营性支出增加。筹资活动产生的现金流量净额为 445.30 亿元，较 17Q1 增加流入 336.45

公司快报

证券研究报告

建筑施工

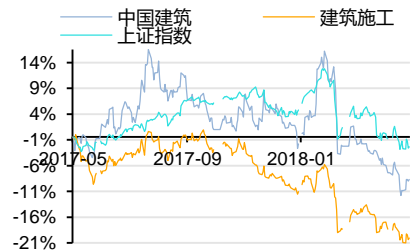
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价：**12.50 元**  
股价 (2018-04-27) **8.39 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	251,700.00
流通市值 (百万元)	249,448.99
总股本 (百万股)	30,000.00
流通股本 (百万股)	29,731.70
12 个月价格区间	8.11/10.70 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.83	-7.99	-7.35
绝对收益	-3.12	-21.37	-9.65

王鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070004  
wangxin4@essence.com.cn  
010-83321052

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005  
sudy@essence.com.cn  
021-35082325

### 相关报告

- 中国建筑：营收突破万亿，基建、地产及海外业务为主要增长点/王鑫 2018-04-12
- 中国建筑：新签增速持续强劲，地产销售再上台阶/王鑫 2018-03-20
- 中国建筑：新签合同规模再创新高，建筑、地产业务齐驱并进/王鑫 2018-01-18
- 中国建筑：前三季度营收及扣非后归母净利润增长强劲，基建、海外业务成绩斐然/王鑫 2017-10-29
- 中国建筑：2017H1 业绩稳健提升，基建、地产及海外业务共同发力/王鑫 2017-08-23

亿元(+309.1%)，主要为期内业务量增加而导致带息负债增加。**资本结构方面**，至 18Q1 期末公司资产负债率为 77.61%，剔除预收账款后的资产负债率为 74.35%，分别较 17Q1 降低了 0.52、0.04 个 pct。

■**新签合同保持较高增速，地产合约销售额及销售面积均约 3 成增速**：新签合同方面，一季报显示公司建筑业务新签合同额约 5,383 亿元，同比增长 24.3%。**从业务结构来看**，房屋建筑业务新签 3,723 亿元，同比增长 20.4%；基础设施业务新签 1,634 亿元，同比增长 34.0%；勘察设计业务新签 27 亿元，同比增长 28.6%。**分地区看**，2018Q1 境内新签 5,210 亿元，同比增长 25.3%；境外新签 173 亿元，同比微降 0.9%。**基建业务、国内市场新签仍保持较快增速**。从房建工程实物量来看，2018Q1 公司房建业务累计施工面积 103,550 万平方米，同比增长 11.6%；新开工面积 7,013 万平方米，同比增长 2.0%；竣工面积 2,268 万平方米，同比下降 7.9%。**地产业务方面**，2018Q1 公司地产业务合约销售额约 668 亿元，同比增长 31.8%，合约销售面积约 446 万平方米，同比增长 28.5%。**合约销售额及合约销售面积双双实现约 3 成增速**。公司新增土地储备约 945 万平米，期末拥有土地储备约 9,890 万平米；公司房地产新开工面积 437 万平米，同比增长 220.2%；竣工面积 46 万平米，同比下降 72.9%；在建面积 3,850 万平米，同比增长 53.3%。

■**投资建议**：我们预计公司 2018 年-2020 年的收入增速分别为 10.9%、11.1%、12.5%，净利润增速分别为 13.6%、15.9%、15.3%，对应 EPS 分别为 1.25、1.45、1.67 元，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 12.5 元，相当于 2018 年 10.0 倍的预期市盈率估值。

■**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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	959,765.5	1,054,106.5	1,169,340.7	1,298,960.5	1,460,860.9
净利润	29,870.1	32,941.8	37,410.5	43,369.9	50,026.4
每股收益(元)	0.96	1.07	1.25	1.45	1.67
每股净资产(元)	6.35	7.16	7.56	8.75	10.08

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	8.4	7.6	6.7	5.8	5.0
市净率(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.8
净利润率	3.1%	3.1%	3.2%	3.3%	3.4%
净资产收益率	15.7%	15.3%	16.5%	16.5%	16.5%
股息收益率	2.6%	2.4%	3.0%	3.4%	4.0%
ROIC	57.6%	61.3%	64.6%	47.5%	96.1%

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	959,765.5	1,054,106.5	1,169,340.7	1,298,960.5	1,460,860.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	862,788.3	943,539.1	1,044,158.5	1,156,462.4	1,296,642.4	营业收入增长率	9.0%	9.8%	10.9%	11.1%	12.5%
营业税费	18,297.2	14,068.3	15,786.1	17,536.0	19,721.6	营业利润增长率	8.7%	16.7%	13.2%	17.7%	14.7%
销售费用	3,207.6	3,487.8	3,641.6	4,228.2	4,820.8	净利润增长率	14.6%	10.3%	13.6%	15.9%	15.3%
管理费用	17,717.5	20,508.8	22,492.3	24,897.3	27,872.7	EBITDA 增长率	7.1%	16.8%	9.6%	15.4%	15.5%
财务费用	8,114.4	9,939.5	9,654.2	10,718.5	14,077.1	EBIT 增长率	6.8%	17.1%	11.3%	16.8%	16.7%
资产减值损失	5,365.5	7,049.5	7,816.2	10,115.6	11,241.6	NOPLAT 增长率	11.9%	14.9%	11.3%	16.5%	16.7%
加:公允价值变动收益	746.5	-461.5	-2,324.5	387.3	516.6	投资资本增长率	7.9%	5.6%	58.5%	-42.3%	87.1%
投资和汇兑收益	6,137.5	4,410.9	4,134.5	4,160.2	4,235.2	净资产增长率	21.9%	17.4%	8.1%	14.7%	14.4%
<b>营业利润</b>	51,158.8	59,697.7	67,601.9	79,550.1	91,236.6	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	954.0	701.9	755.7	803.9	753.8	毛利率	10.1%	10.5%	10.7%	11.0%	11.2%
<b>利润总额</b>	52,112.8	60,399.6	68,357.7	80,354.0	91,990.5	营业利润率	5.3%	5.7%	5.8%	6.1%	6.2%
减:所得税	10,940.5	13,750.6	15,380.5	18,240.3	20,881.8	净利润率	3.1%	3.1%	3.2%	3.3%	3.4%
<b>净利润</b>	29,870.1	32,941.8	37,410.5	43,369.9	50,026.4	EBITDA/营业收入	6.9%	7.3%	7.2%	7.5%	7.7%
						EBIT/营业收入	6.2%	6.6%	6.6%	6.9%	7.2%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	10	11	10	7	4
						流动营业资本周转天数	13	10	17	16	18
						流动资产周转天数	364	384	354	355	356
						应收帐款周转天数	63	65	63	64	64
						存货周转天数	165	176	164	168	168
						总资产周转天数	463	503	480	471	465
						投资资本周转天数	32	31	37	32	30
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	15.7%	15.3%	16.5%	16.5%	16.5%
						ROA	3.0%	3.0%	3.4%	3.4%	3.7%
						ROIC	57.6%	61.3%	64.6%	47.5%	96.1%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
						管理费用率	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
						财务费用率	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	1.0%
						三费/营业收入	3.0%	3.2%	3.1%	3.1%	3.2%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	79.1%	78.0%	76.4%	76.8%	75.1%
						负债权益比	378.3%	353.9%	324.5%	331.8%	300.9%
						流动比率	1.39	1.29	1.33	1.21	1.28
						速动比率	0.77	0.68	0.72	0.62	0.69
						利息保障倍数	7.30	6.98	8.00	8.42	7.48
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.21	0.21	0.25	0.29	0.33
						分红比率	21.6%	19.6%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	2.6%	2.4%	3.0%	3.4%	4.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	41,172.2	46,649.0	37,410.5	43,369.9	50,026.4	EPS(元)	0.96	1.07	1.25	1.45	1.67
加:折旧和摊销	6,793.4	7,729.3	7,086.9	7,086.9	7,086.9	BVPS(元)	6.35	7.16	7.56	8.75	10.08
资产减值准备	5,365.5	7,049.5	7,816.2	10,115.6	11,241.6	PE(X)	8.4	7.6	6.7	5.8	5.0
公允价值变动损失	-746.5	461.5	-2,324.5	387.3	516.6	PB(X)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.8
财务费用	9,964.6	8,177.3	9,654.2	10,718.5	14,077.1	P/FCF	2.2	4.4	11.5	4.6	4.2
投资损失	-6,131.5	-4,410.9	-4,134.5	-4,160.2	-4,235.2	P/S	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
少数股东损益	11,302.1	13,707.2	15,566.7	18,743.7	21,082.3	EV/EBITDA	2.5	1.9	2.0	0.8	1.0
营运资金的变动	38,071.5	-178,232.3	-65,745.6	25,574.8	-109,574.9	CAGR(%)	14.7%	15.1%	13.8%	14.7%	15.1%
<b>经营活动产生现金流量</b>	107,047.9	-43,456.9	5,329.7	111,836.6	-9,779.3	PEG	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	-4,732.1	-45,680.3	17,584.7	-77.4	2,576.8	ROIC/WACC	7.0	7.4	7.8	5.7	11.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	-1,914.8	34,143.2	-3,832.2	-79,354.3	47,677.6	REP	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1

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

王鑫、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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

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	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	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	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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