



601668.SH

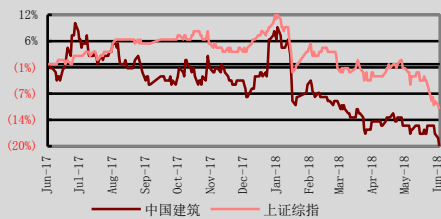
增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 7.73

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(15.2)	(6.0)	(10.5)	(20.1)
相对上证指数	(0.2)	3.4	(1.3)	(9.4)

发行股数(百万)	41,985
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	325,086
3个月日均交易额(人民币 百万)	602
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
中国建筑工程总公司	56

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年6月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰: 房屋建设

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100003

\*余斯杰为本报告重要贡献者

# 中国建筑

行业绝对龙头, 行业景气冲击安全性较高

公司规模庞大业绩稳健, 短期内基建和地产业务仍有增长空间

## 支撑评级的要点

- **房建业务: 地产销售平淡, 房建业务平稳增长:** 公司房建业务受到房地产行业固定资产投资较大。我们认为当前地产销售平淡, 库存较低, 不一定能带来地产补库存, 对应的房建业务新签订单未能有明显增长。考虑到公司新签订单水平常年为收入水平 2 倍, 预计未来 5-7 年公司房建业务依然将保持平稳增长。
- **地产业务: 短期地产销售有望回暖, 但长期增长不一定可持续:** 中海地产销售水平与房地产全行业销售增速高度相关。我们认为尽管当前处于限售限贷的强监管周期下, 但是 2017 年金融行业对资产管理行业的监管将导致一部分居民将资产配置在楼市, 该部分增量资金约为 3 万亿元, 将触发房地产行业的去库存。但长期而言, 房地产需求并无上升趋势, 而中海地产通过压缩工作人员成本和财务成本的方式获得高利润率的模式也不一定可持续。
- **基建业务: 经济转型影响至少将在 2020 年后才体现:** 未来基建投资大概率收紧。但考虑到公司 2017 年新签大量订单, 我们认为经济转型对公司基建业务的冲击至少将在 2020 年后才体现。

## 评级面临的主要风险

- 货币政策超预期收紧、地产投资未能回暖、地方政府财政紧缩

## 估值

- 预计 2018-2020 年公司营收分别为 11700.58 亿元, 12636.62 亿元, 13647.56 亿元; 归母净利润分别为 305.59 亿元, 336.44 亿元, 369.75 亿元; EPS 分别为 1.25, 1.38, 1.53。综合考虑公司增长预期以及整体规模, 给予 8 倍市盈率, 目标价 10.00 元。

## 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	959,765	1,054,107	1,170,058	1,263,663	1,364,756
变动(%)	9	10	11	8	8
净利润(人民币 百万)	29,870	32,942	30,559	33,645	36,975
全面摊薄每股收益(人民币)	1.040	1.147	1.252	1.384	1.527
变动(%)	19.7	10.3	(7.2)	10.1	9.9
市场预期每股收益(人民币)	1.040	1.147	1.235	1.377	1.539
全面摊薄市盈率(倍)	7.7	7.0	6.4	5.8	5.3
价格/每股账面价值(倍)	2.0	(22.0)	2.5	2.3	2.1
每股现金流量(人民币)	3.94	(0.36)	3.17	3.44	3.81
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.3	3.7	4.1	3.9	3.6
每股股息(人民币)	0.22	0.22	0.20	0.22	0.25
股息率(%)	2.8	2.8	2.6	2.8	3.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**损益表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	959,765	1,054,10	1,170,0	1,263,6	1,364,7
销售成本	862,788	943,539	1,053,0	1,137,2	1,228,2
经营费用	39,222	38,065	43,643	47,135	50,905
息税折旧前利润	55,718	64,361	58,775	62,521	66,296
折旧及摊销	6,793	7,729	3,858	4,139	4,224
经营利润(息税前利润)	48,925	56,632	54,917	58,382	62,073
净利息收入/(费用)	(8,114)	(9,940)	(11,431)	(10,373)	(9,164)
其他收益/(损失)	7,838	4,651	3,400	3,400	3,400
税前利润	40,811	46,692	43,486	48,009	52,909
所得税	10,941	13,751	12,926	14,364	15,934
少数股东权益	11,302	13,707	18,068	20,391	22,965
净利润	29,870	32,942	30,559	33,645	36,975
核心净利润	22,032	28,290	27,159	30,245	33,575
每股收益(人民币)	1.040	1.147	1.252	1.384	1.527
核心每股收益(人民币)	0.767	0.985	0.945	1.053	1.169
每股股息(人民币)	0.215	0.215	0.200	0.220	0.250
收入增长(%)	9	10	11	8	8
息税前利润增长(%)	(13)	16	(3)	6	6
息税折旧前利润增长(%)	(11)	16	(9)	6	6
每股收益增长(%)	20	10	(7)	10	10
核心每股收益增长(%)	(32)	28	(4)	11	11

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	40,811	46,692	43,486	48,009	52,909
折旧与摊销	6,793	7,729	3,858	4,139	4,224
净利息费用	8,114	9,940	11,431	10,373	9,164
运营资本变动	(16,335)	(12,422)	(22,295)	(24,305)	(28,850)
税金	53,156	46,534	17,129	16,100	14,988
其他经营现金流	(18,162)	(166,775)	(14,224)	(12,259)	(10,132)
经营活动产生的现金流	107,048	(43,457)	83,975	90,667	100,00
购买固定资产净值	10,866	16,406	50	15	5
投资减少/增加	(4,301)	18,869	(2,500)	(2,500)	(2,500)
其他投资现金流	12,649	68,253	4,669	5,727	6,937
投资活动产生的现金流	6,084	32,978	7,119	8,212	9,432
净增权益	(3,028)	16,908	0	0	0
净增债务	25,252	37,149	0	0	0
支付股息	6,450	6,450	6,000	6,600	7,500
其他融资现金流	(20,514)	(22,777)	(15,729)	(15,763)	(15,774)
融资活动产生的现金流	(4,740)	24,830	(21,729)	(22,363)	(23,274)
现金变动	110,297	(42,851)	69,314	76,501	86,156
期初现金	216,410	320,860	273,25	342,56	419,06
公司自由现金流	113,132	(10,479)	91,093	98,879	109,43
权益自由现金流	117,870	3,892	75,364	83,116	93,661

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	320,860	273,253	342,567	419,068	505,224
应收帐款	197,122	210,362	218,819	225,402	232,566
库存	494,269	535,887	545,890	553,400	561,691
其他流动资产	71,670	97,695	120,649	120,649	120,649
流动资产总计	1,109,9	1,140,1	1,227,9	1,318,5	1,420,1
固定资产	30,026	34,395	36,368	34,251	30,899
无形资产	12,122	11,223	10,849	10,475	10,101
其他长期资产	239,859	365,214	359,809	358,176	357,684
长期资产总计	282,008	410,833	407,026	402,903	398,684
总资产	1,391,9	1,550,9	1,634,9	1,721,4	1,818,8
应付帐款	421,593	449,302	476,305	497,078	519,512
短期债务	32,319	31,032	31,032	31,032	31,032
其他流动负债	345,706	406,079	419,830	437,456	459,327
流动负债总计	799,618	886,413	927,167	965,566	1,009,8
长期借款	143,667	185,853	185,853	185,853	185,853
其他长期负债	157,670	136,989	137,573	138,209	138,856
股本	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
储备	260,999	311,729	354,357	401,793	454,233
股东权益	290,999	341,729	384,357	431,793	484,233
少数股东权益	100,508	126,974	145,042	165,433	188,398
总负债及权益	1,391,9	1,550,9	1,634,9	1,721,4	1,818,8
每股帐面价值(人民币)	6.63	7.48	8.33	9.27	10.30
每股有形资产(人民币)	47.65	53.17	56.10	59.13	62.53
每股净负债/(现金)(人民币)	0.45	2.81	0.41	(2.23)	(5.20)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	5.8	6.1	5.0	4.9	4.9
息税前利润率(%)	5.1	5.4	4.7	4.6	4.5
税前利润率(%)	4.3	4.4	3.7	3.8	3.9
净利率(%)	4.3	4.4	4.2	4.3	4.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	6.9	6.5	3.4	3.6	3.9
净权益负债率(%)	4.4	23.6	3.1	(14.8)	(30.9)
速动比率(倍)	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	7.7	7.0	6.4	5.8	5.3
核心业务市盈率(倍)	10.6	8.2	8.6	7.7	6.9
市净率(倍)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	2.0	(22.0)	2.5	2.3	2.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.3	3.7	4.1	3.9	3.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	188.0	185.6	170.3	159.8	150.2
应收帐款周转天数	75.0	72.8	68.3	65.1	62.2
应付帐款周转天数	178.4	173.8	165.1	159.5	154.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	20.7	18.7	16.0	15.9	16.4
净资产收益率(%)	14.1	13.7	12.7	12.5	12.4
资产收益率(%)	3.0	3.0	3.0	3.1	3.3
已运用资本收益率(%)	15.4	11.2	10.9	12.6	14.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测