

牢据头部与国同运，转型升级步步为营

——中国建筑（601668）2018 半年报点评

2018 年 08 月 30 日

推荐/首次

中国建筑

财报点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031

事件：

公司于 2018.8.28 发布 2018 半年报。2018 年上半年公司实现营业收入 5889.27 亿元，同比增加 12.1%；实现归母净利润 191.38 亿元，同比增加 6.1%；实现扣非归母净利润 188.58 亿元，扣非归母同比增加 6.5%。其中 Q2 实现营业收入 3187.66 亿，同增 9.76%；实现归母净利润 109.93 亿，同增 0.35%。

表 1：公司分季度财务数据

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	289564.8	234827.34	290427.35	245644.74	283207.07	270160.7	318766.0
增长率（%）	7.55%	9.70%	13.61%	22.51%	-2.20%	15.05%	9.76%
毛利率（%）	11.59%	8.94%	11.61%	7.74%	13.02%	8.87%	11.89%
期间费用率（%）	3.43%	3.09%	2.71%	2.58%	4.40%	3.20%	2.86%
营业利润率（%）	3.23%	5.06%	7.09%	4.80%	5.45%	5.09%	7.00%
净利润（百万元）	8412.06	9138.75	16315.52	9219.51	11975.25	10514.81	17029.17
增长率（%）	-22.08%	10.26%	23.98%	-18.49%	42.36%	15.06%	04.37%
每股盈利（季度，元）	0.17	0.24	0.37	0.26	0.24	0.27	0.26
资产负债率（%）	79.09%	78.13%	79.25%	79.38%	77.97%	77.61%	78.79%
净资产收益率（%）	2.89%	3.04%	5.33%	2.93%	3.50%	2.90%	4.52%
总资产收益率（%）	0.60%	0.66%	1.11%	0.60%	0.77%	0.65%	0.96%

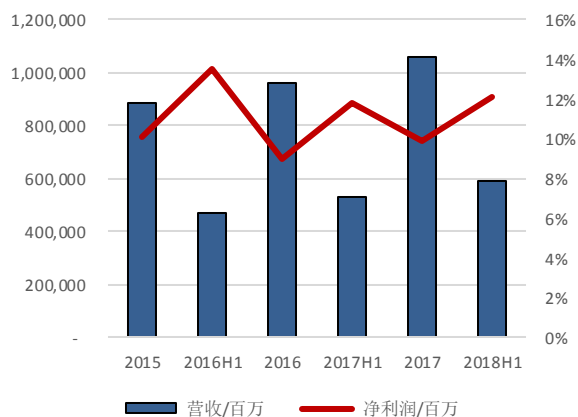
资料来源：公司公告、东兴证券

观点：

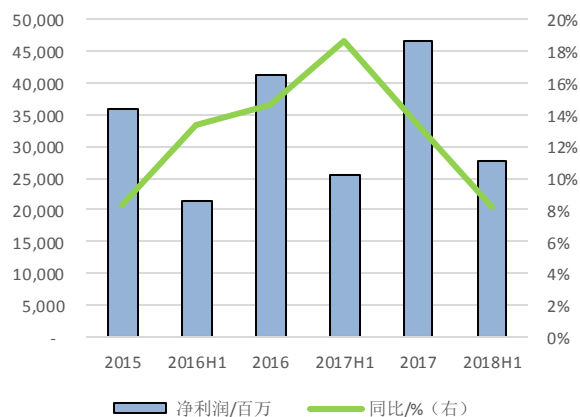
1. 业绩增速整体稳健、“532+10%”业务结构调整进展符合预期

- ◆ **业绩如预期稳健增长，二季度拖累增速。**2018H1 公司营收 5889 亿同增 12.1%，较 2017H1/2017 增速分别提高 0.3 个/2.3 个 pct；归母 191 亿同增 6.1%，较 2017H1/2017 增速分别下滑 5.9 个/4.2 个 pct。业绩增速基本符合预期，其中 Q2 营收/归母同增 9.8%/0.4%对整体增速有所拖累；
- ◆ **“房基地 532”业务结构调整目标进展基本符合预期。**公司在 2015 年基于对外部房地产市场判断和自身转型诉求，提出了房基地业务比例达到 5:3:2 的目标。报告期内基建收入增速 30%基本维持与去年相同的高增速，业务占比 21%同比提升 3 个 pct，距业务结构调整目标更进一步。地产收入增速-10%较去年同期 22%大幅滑落，占比 14%同减 4 个百分点，而房建业务同比增速 14%较去年有显著提升，收入占比 64%较去年同期 63%有所回升；

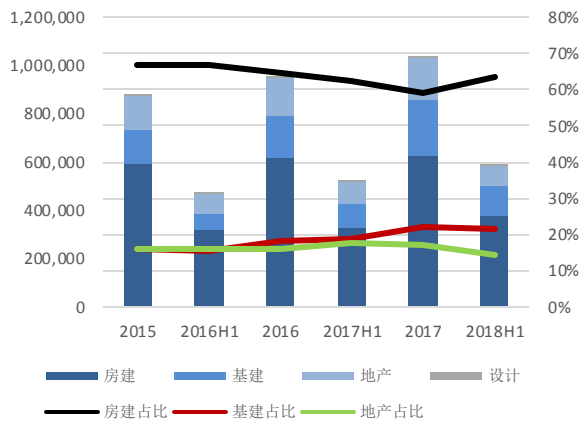
- ◆ 境外业务占比稳中有升, 有望于 2020 年达 10%。报告期内公司境外营收 389 亿, 占比 6.6%, 同比增加 1 个 pct, 基于公司在手充沛订单判断有望于 2020 年达成占比 10% 的目标;

图 1 2015-2018H1 营收及同比增速变化


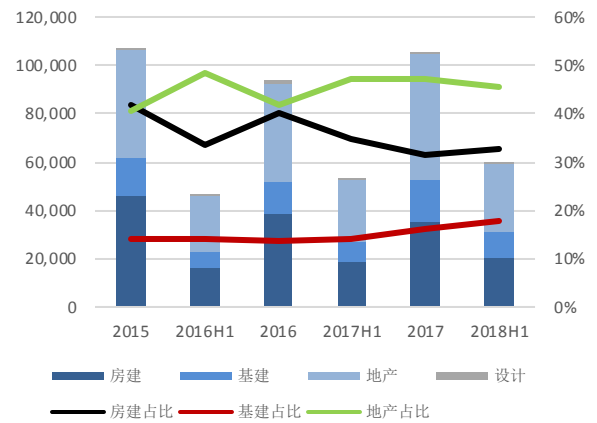
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 2 2015-2018H1 净利润及同比增速变化


资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 3 2015-2018H1 各业务收入及占比变化


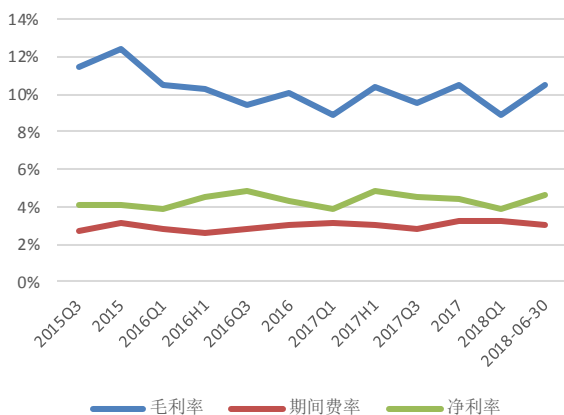
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 4 2015-2018H1 各业务毛利及占比变化


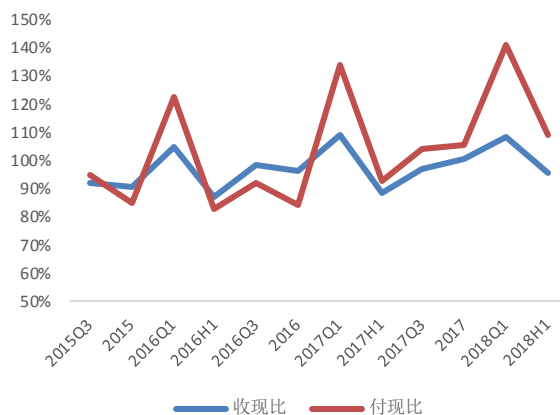
资料来源: Wind、东兴证券研究所

2. 整体盈利水平稳中有降, 付现比增幅较大致经营性现金流流出加大

- ◆ **经营稳健, 投资收益减少叠加税率上升致整体盈利水平稳中有降。**报告期内毛利率为 10.70%, 同比提高 0.1 个 pct, 其中房建毛利率 5.4% 微降 0.4 个 pct, 基建/地产为 8.7%/33.9% 分别同比增加 0.7/5.9 个 pct。销售/管理/财务费率分别为 0.25%/1.85%/0.92%, 较上年同期分别变化 0 个 /-0.1 个/0.1 个 pct, 均变化不大, 合计期间费率 3.01% 与上年同期持平。投资净收益 24 亿较上期 36.1 亿有所下降, 同时税率 23.91% 同比增加 1 个 pct, 致整体盈利水平稳中有降, 利率 4.68% 同比降低约 0.2 个 pct;
- ◆ **付现比增幅大于收现比致经营性现金流流出加大。筹资性现金流入大幅增加。**报告期内收付现比 95.4%/108.7% 分别同增 7.3 个/16 个 pct, 经营性现金流净额 -616 亿较去年同期 -587 亿流出加大, 系地产业务的拿地支出、工程款支付增加。投资性现金流净额 -94 亿较上年同期 -171 亿流出减少, 筹资性现金流净额 884 亿较上年同期 29 亿大幅增加, 系本期吸收投资、借款、发行债券增多所致。

图 5 2015Q3-2018H1 毛利率/期间费率/净利率变化


资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 6 2015Q3-2018H1 收付现比变化


资料来源: Wind、东兴证券研究所

3. 房建业务: 高端路线驱动收入超预期增长

- ◆ **新签订单维持高位。**2018H1 公司建筑业务新签合同 12,140 亿, 同比增速仅 1.5%, 其中基建业务同减 8.1%, 判断系去杠杆深化带来一系列负面影响所致, 房建新签合同额 8708 亿同增 5.8%起拉动作用, 对应当期房建收入比为 2.55 倍, 较 2016H1/2017H1 的 2.12 倍/2.51 倍略有提升。
- ◆ **高端路线驱动收入超预期增长。**按照国家城镇化发展规划, 2030 年我国城镇人口将接近 10 亿人, 房屋总建筑面积需求为 800-900 亿平方米, 市场空间仍然较大, 竞争也日趋激烈。报告期内公司房建收入同增 14%较 2016/2017 年的 5%/1%均有较大提升。公司秉承“大业主、大市场、大项目”的营销策略, 充分发挥大项目的支撑、带动作用, 继续压降三四线城市、中小地产商项目比重, 进一步提升营销质量, EPC 成为房建总承包新的亮点, 占房建新签约总额的 14.6%, 有望保持房建市场领军地位;

4. 基建业务: 借PPP布局基建卓有成效, 有望受益市场回暖

- ◆ **借势开拓基建市场卓有成效, 在手项目充裕推动收入持续高速增长。**公司自 2015 年起以 PPP 等融投资模式承接基建项目, 2016/2017 年新签基建业务同比增速分别高达 76.7%和 28.2%, 占当期基建收入比分别高达 7.6 倍和 3.2 倍。充沛订单推动 2016/2017 业务收入保持 23%/33%的高速增长, 且 2018H1 同增 30%势头不减。截止报告期末, 公司融投资建造带动的施工总承包合同额累计约 5,650 亿元, 其中基础设施类合同额约 4,323 亿元;
- ◆ **2018H1 新签订单显著降速但仍维持高位, 下半年有望充分受益基建市场回暖, 7 月新签订单同增 54%吹响反弹号角。**上半年广义基建投资增速仅 3.3%, 距 2017 年 13.9%大幅跌落, 原因包括去杠杆深化、PPP 清库、部分领域施工进度超前和供给侧改革影响。2018H1 新签基建订单同减 8.1%较前两年下滑显著, 但数额仍维持高位, 对应当期基建收入比为 2.8 倍。自 7.31 政治局会议确认边际宽松政策转向后, 铁路投资回调、发改委审批加速、专项债发行加速、西部省份开复工, 市场整体回暖, 基建投资有望 7 月筑底、8 月反弹, 订单有望加快释放, 我们判断公司新签订单有望于 Q3 逐渐企稳、Q4 实现复苏, 7 月新签订单同增 54%已吹响反弹号角;
- ◆ **有力拓展公路城轨与新型市政市场, 快速积累竞争优势。**公司重点开拓公路、城轨与新型市政(污水及垃圾处理、管廊、海绵城市)等高潜力基建市场, 在手城轨项目包括深圳 13 号线(135 亿)、大连 4 号线(180 亿)等, 截至 2017 年底已获取约 40 个管廊项目(PPP 类占 37 个)、总里程超 1000 公里、计

划权益投资额 786 亿，系管廊市场龙头；

- ◆ **授信额度充裕利好项目推进。**资管新规叫停“明股实债”后使众多 PPP 企业在项目资本金投入上承压加重，融资趋紧叠加 PPP 清库对企业项目融资构成挑战，公司作为 PPP 龙头，前期所承接 PPP 项目资本金基本已一次认缴到位，该批存量项目不构成新的资本金压力。当前授信额度充裕，且报告期内与建行继 2011 年后再次签订战略合作协议，获取授信额度和银团贷款支持。

5. 海外业务：借一带一路东风积极拓展海外市场，2018-19年将迎业绩释放高峰

- ◆ **借一带一路政策东风积极拓展海外市场战，积累充沛订单将于 2018-2019 年集中释放。**公司 2015-2017 境外业务新签订单和实现收入的 CAGR 分别为 39.3%/18%，远超公司同期整体的 21.1%/9.4%，两项指标在建筑板块七大央企中均居首位，出海战略效果显著。2016/2017 新签海外订单占当期海外收入占比分别高达 1.5 倍/2.6 倍，其中 2017 年新签 1988 亿同增 74.8%，占比 8.1%较 2015 年提高了 2 个 pct。充沛合同驱动收入持续增长，报告期内海外收入占比 6.6%同比提升 1 个 pct，距 2020 年 10%的目标仍有差距，我们判断公司前两年积累足量订单将于 2018-2019 年迎业绩释放高峰、推动海外收入提速。报告期内公司新签海外订单 473 亿，同减 57.6%，对应当期海外收入 1.2 倍，增速下滑系多个重大项目落地速度慢于预期以及上年同期基数高；
 - ◆ **海外业务盈利水平保持高位。**报告期内境外业务毛利率 13.8%，高于境内业务 10.3%的毛利率，同比增加 4.9 个 pct。判断原因包括三点：（1）系公司在海外项目多以 PPP/EPC 模式开展，利润水平相对较高；（2）在一带一路政策引导下回归沿线高潜力高毛利市场，公司 2017 年海外项目中东南亚羡慕占比 26.4%同增 17.3 个 pct，相应的北非占比 18%同减 6.1 个 pct；（3）大项目及高差异化项目（超高层）驱动，包括 100 亿美元的印尼美加达项目，目前履约回款情况良好。未来随着海外业务占比提高，公司业务结构有望进一步优化。
- 6. 报告期内 13 大专业子板块发展势头良好，新签合同额 3766 亿占比 28%、同增 13%，营收 1619 亿占比 27%、同增 15%，毛利 139 亿占比 22%、同增 10.4%。**其中我们看好多个市场前景良好、订单收入比高、体量大而收入增速快的板块的业务前景，包括安装、钢构、市政、轨交、路桥等，未来有望扩大对公司业绩贡献。

表 2 专业板块业务分析

项目	板块	2018H1				2017			
		新签订单/亿	营收/亿	订单收入比	同增	新签订单/亿	营收/亿	订单收入比	同增
跨板块	中建安装	373	234	1.6	15%	439	382	1.2	-2%
	中建钢构	178	91	1.9	13%	265	149	1.8	-6%
	中建商混	153	81	1.9	32%	267	147	1.8	29%
房建	中建装饰	155	141	1.1	10%	378	269	1.4	5%
	中建园林	15	9	1.6	52%	14	30	0.5	132%
基建	中建市政	1,363	334	4.1	21%	1,722	411	4.2	68%
	中建铁路	32	47	0.7	2%	123	98	1.3	-24%
	中建轨交	299	113	2.7	30%	812	215	3.8	27%
	中建路桥	597	380	1.6	35%	2,070	665	3.1	20%
	中建电力	69	17	4.2	-30%	33	46	0.7	13%
	中建筑港	58	31	1.9	5%	133	80	1.7	6%
地产	中建地产	413	106	3.9	-29%	629	346	1.8	42%
勘察设计	中建设计	60	37	1.6	20%	130	80	1.6	14%
合计		3765.5	1,619	2.3	15%	7,016	2,917	2.4	19%

资料来源: 公司公告、东兴证券

7. 第三期员工持股激励计划有望施行, 将继续释放业绩活力。公司于 7.28 审议通过了第三期 A 股限制性股票计划草案, 将基于一定考核, 对董事、高级管理人员以及对公司整体业绩和持续发展有直接影响的核心技术人员和管理骨干实行股权激励, 以进一步完善公司法人治理结构, 健全公司激励约束机制, 确保公司发展战略和经营目标的实现。本计划获授限制性股票的激励对象不超过 2200 人, 授予总股数不超过 6.6 亿股, 授予总股数占公司股本总额的比例不超过 1.6%

结论:

报告期内公司业绩增速保持稳健、业务结构调整进展基本符合预期, 整体盈利水平稳中有降, 付现比大幅增加致经营性现金流流出加大。

我们认为公司基本面持续向好: 房建业务新签订单维持高位、高端营销策略驱动收入超预期增长; 基建业务在手项目充裕推动收入持续高速增长, 下半年新签订单将受益政策转向、基建市场回暖, 有望于 Q3 逐渐企稳、Q4 实现复苏; 海外积累订单将于 2018-2019 年集中释放, 高位盈利水平有望促进业务结构进一步优化; 部分专业子板块发展势头良好, 有望扩大对公司业绩贡献; 第三期员工持股激励计划有望施行, 将继续释放业绩活力;

预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 11594.58 亿元、12774.36 亿元和 14072.06 亿元; 每股收益分别为 0.88 元、0.97 元和 1.07 元, 对应 PE 分别为 6.2X、5.6X 和 5.1X, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示: 宏观环境不确定性、行业挑战加剧、企业运营风险

表 3: 公司财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	959,765.49	1,054,106.50	1,159,457.96	1,277,435.75	1,407,206.14
增长率 (%)	8.99%	9.83%	9.99%	10.18%	10.16%
净利润 (百万元)	41,172.24	46,649.02	48,456.73	53,448.21	57,208.21
增长率 (%)	14.55%	13.30%	3.88%	10.30%	7.03%
净资产收益率 (%)	15.68%	15.34%	17.17%	18.64%	20.15%
每股收益(元)	0.96	1.07	0.88	0.97	1.07
PE	5.69	5.10	6.22	5.62	5.09
PB	0.86	0.76	1.07	1.05	1.02

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表 4: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表					单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1109946	1140151	1415948	1559410	1701760	营业收入	959765	1054107	1159458	1277436	1407206				
货币资金	320860	273253	371053	415899	443863	营业成本	862788	943539	1037315	1138936	1257536				
应收账款	138649	137714	174713	185491	200479	营业税金及附加	18297	14068	17684	20092	21128				
其他应收款	49489	55547	61099	67316	74154	营业费用	3208	3488	4234	4669	5137				
预付款项	30918	32967	35853	39195	42598	管理费用	17718	20509	24391	26756	29667				
存货	494269	535887	653650	711445	782084	财务费用	8114	9940	8541	13397	12032				
其他流动资产	24340	34572	49228	66545	84101	资产减值损失	5365.55	7049.49	8733.43	8854.77	11220.13				
非流动资产合计	282008	410833	425841	449228	483122	公允价值变动收益	746.46	-461.49	-107.54	59.14	-169.96				
长期股权投资	33477	49910	52453	57698	63468	投资净收益	6137.48	4410.92	4134.52	4272.72	4203.62				
固定资产	30,026	34,395	32,950	31,504	30,059	营业利润	51159	59698	62586	69063	74520				
无形资产	12122	11223	12345	11223	10101	营业外收入	1225.86	1050.16	1046.91	1107.64	1068.23				
其他非流动资产	1038	1342	1342	1342	1342	营业外支出	271.86	348.27	291.17	303.77	314.40				
资产总计	1391953	1550983	1841788	2008637	2184882	利润总额	52113	60400	63342	69867	75274				
流动负债合计	799618	886413	1074164	1210784	1360870	所得税	10941	13751	14885	16419	18066				
短期借款	32319	31032	202957	188656	169608	净利润	41172	46649	48457	53448	57208				
应付账款	402420	433330	369455	421250	482343	少数股东损益	11302	13707	11630	12669	12149				
预收款项	180227	188750	221459	263924	300083	归属母公司净利润	29870	32942	36827	40780	45059				
一年内到期的非	55654	67832	76010	79978	79749	EBITDA	74638	84463	76213	87942	92470				
非流动负债合计	301337	322841	414564	427789	436920	EPS (元)	0.96	1.07	0.88	0.97	1.07				
长期借款	143667	185853	265853	265853	265853	主要财务比率									
应付债券	121232	97946	106784	108654	104461		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				
负债合计	1100954	1209254	1488728	1638573	1797790	成长能力									
少数股东权益	100508	126974	138604	151272	163422	营业收入增长	8.99%	9.83%	9.99%	10.18%	10.16%				
实收资本(或股	30000	30000	41985	41985	41985	营业利润增长	8.65%	16.69%	4.84%	10.35%	7.90%				
资本公积	24426	24883	24883	24883	24883	归属于母公司净利	14.61%	10.28%	11.79%	10.73%	10.49%				
未分配利润	113212	138102	135903	133419	130756	获利能力									
归属母公司股东	190491	214756	214456	218792	223670	毛利率(%)	10.10%	10.49%	10.27%	10.57%	10.37%				
负债和所有者权	1391953	1550983	1841788	2008637	2184882	净利率(%)	4.29%	4.43%	4.18%	4.18%	4.07%				
现金流量	单位: 百万元					总资产净利润(%)	1.50%	2.15%	2.12%	2.00%	2.03%				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	15.68%	15.34%	17.17%	18.64%	20.15%				
经营活动现金流	107048	-43457	-107255	127379	136399	偿债能力									
净利润	41172	46649	48457	53448	57208	资产负债率(%)	79%	78%	81%	82%	82%				
折旧摊销	15,365	14,826	16,309	5,482	5,918	流动比率	1.39	1.29	1.32	1.29	1.25				
财务费用	8114	9940	8541	13397	12032	速动比率	0.77	0.68	0.71	0.70	0.68				
应付账款的变化	-23092	936	-36999	-10778	-14988	营运能力									
预收账款的变化	65707	8523	32709	42465	36159	总资产周转率	0.78	0.72	0.68	0.66	0.67				
投资活动现金流	-4732	-45680	-26021	-41888	-53931	应收账款周转率	7.55	7.63	7.42	7.09	7.29				
公允价值变动收	746	-461	-108	59	-170	应付账款周转率	2.66	2.52	2.89	3.23	3.11				
长期股权投资减	-35493	-134342	-12498	-27759	-36121	每股指标(元)									
投资收益	6137	4411	4135	4273	4204	每股收益(最新摊	0.96	1.07	0.88	0.97	1.07				
筹资活动现金流	-1915	34143	247642	-47765	-62133	每股净现金流(最新	3.35	-1.83	2.72	0.90	0.48				
应付债券增加	0	-23287	8838	1870	-4193	每股净资产(最新摊	6.35	7.16	5.11	5.21	5.33				
长期借款增加	0	0	80000	0	0	估值比率									
普通股增加	0	0	11985	0	0	P/E	5.69	5.10	6.22	5.62	5.09				
资本公积增加	900	457	0	0	0	P/B	0.86	0.76	1.07	1.05	1.02				
现金净增加额	100401	-54994	114367	37726	20335	EV/EBITDA	2.62	3.23	6.69	5.19	4.38				

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。