

证券研究报告—动态报告/公司快评

建筑装饰

中国建筑 (601668)
买入

建筑施工

2018年1-8月经营情况点评

(维持评级)

2018年9月19日

业绩稳健，基建业务被严重低估

证券分析师：周松

021-60875163

zhousong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518030001

联系人：江剑

021-60933161

jiangjian@guosen.com.cn

事项：

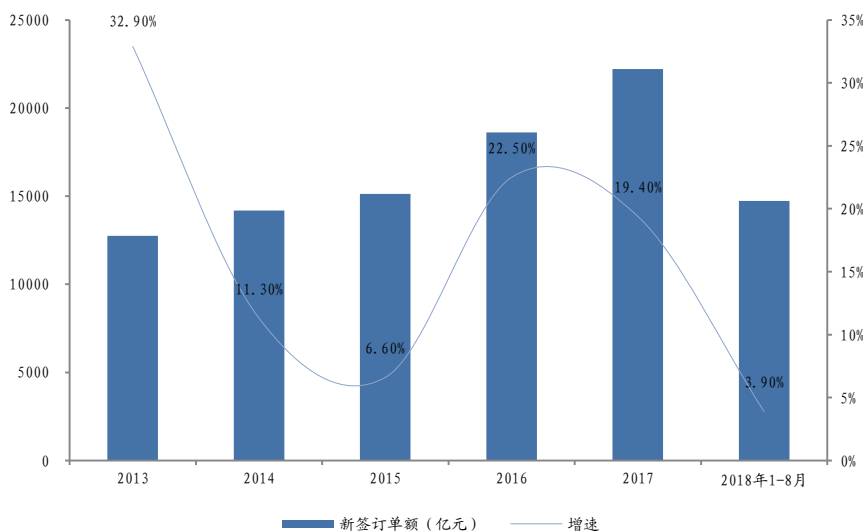
公司发布最新经营情况简报，2018年1-8月份建筑施工业务新签订单14735亿元，较上年同期增长3.9%；房地产业务实现合约销售额1813亿元，较上年同期增长20.8%。

评论：

■ 新签建筑施工订单高增长，在手订单充沛

近几年，公司新签工程订单持续保持快速增长。其中2017年新签工程订单额达到22216亿元，超过当年营收的2倍，同比增长19.4%，近三年CAGR达到16.1%。2018年1-8月订单增速有所放缓，同比只增长了3.9%，主要是受去年同期基数较大以及今年基建和海外订单大幅回落影响，四季度在基建投资回暖的推动下有望回升。

图1：公司今年1-8月新签工程订单同比增长3.9%



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

因为公司未公告最新的在手订单余额（未完工订单）的情况，我们根据公司近几年的新签工程订单和工程营收情况做了一个粗略测算。公司在路演材料中披露，2017年上半年在手工程订单余额（基建和房建）为28995亿元，测算结果显示，截至2018年8月底，公司在手工程订单余额大约有43798亿元，实际情况很有可能更多，超过工程

板块营收的 5 倍，接近 2017 年总营收的 4 倍。目前在手订单充沛，公司未来业绩有较为充分的保障。

表 1: 公司剩余合同金额数

项目	金额 (亿元)
2017 年上半年剩余合同总额	28995
减: 2017 年下半年工程领域营业收入	4304
加: 2017 年下半年新签工程合同额	10261
2017 年剩余合同总额 (预计)	34952
减: 2018 年上半年工程领域营业收入	5889
加: 2018 年 1-8 月新签工程合同额	14735
截至 2018 年 8 月底剩余合同总额 (预计)	43798

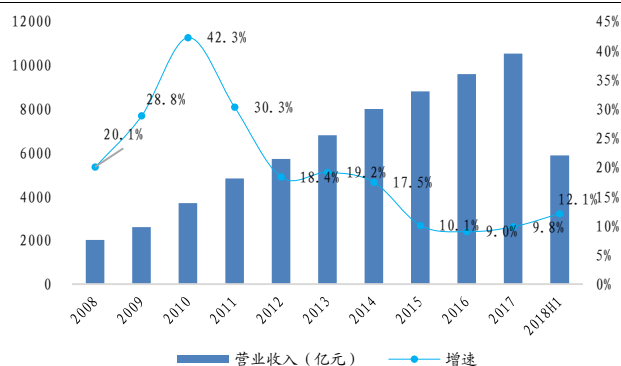
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 业绩稳健, 营收连续十年正增长, 净利润十年增长十二倍

2017 年, 公司完成营业收入 10541 亿元, 同比增长 9.8%; 实现归母净利润 329 亿元, 同比增长 10.3%。公司自上市以来业绩持续稳健增长, 营收连续十年保持正增长, 十年内 CAGR 达到 20.1%; 净利润十年增长 12.7 倍, 十年内 CAGR 达到 28.2%。

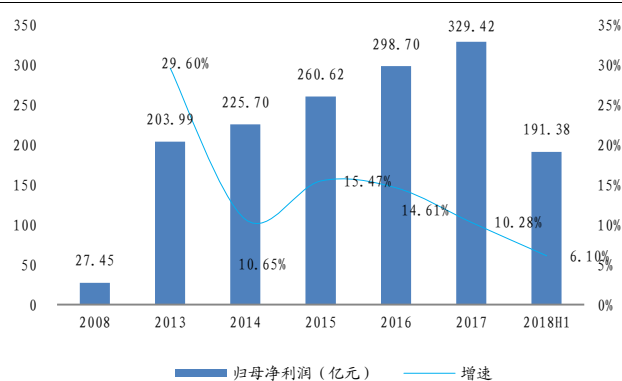
2018 年上半年, 公司业绩继续保持稳健增长, 完成营业收入 5889 亿元, 同比增长 12.1%; 实现归母净利润 191 亿元, 同比增长 6.1%。

图 2: 公司营收连续 10 年保持正增长, 2018H1 增长 12.1%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司净利润十年增长 12.7 倍, 2018H1 增长 6.1%

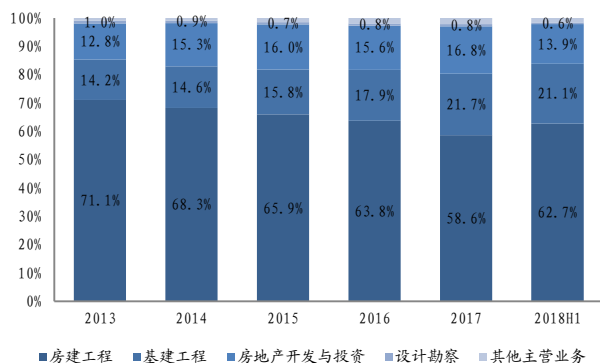


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

■ 聚焦“532”比例, 业务结构持续优化

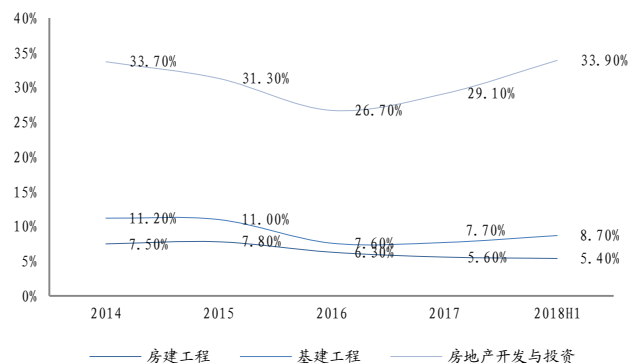
近几年, 公司提出将在“十三五”期末实现房建、基建、地产“5: 3: 2”的产业结构目标, 目前已取得了显著成绩。毛利率较低的房建业务占比从 2013 年的 71.1% 下降到 2018 年上半年的 62.7%。发展空间较大且毛利率较高的基建业务从 14.2% 提升到 21.1%; 高盈利能力的房地产业务占比从 12.8% 提升到 13.9%。

图 4: 公司房建业务占比逐年下降, 基建业务逐年提升



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司基建业务和房地产业务毛利率高于房建业务



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

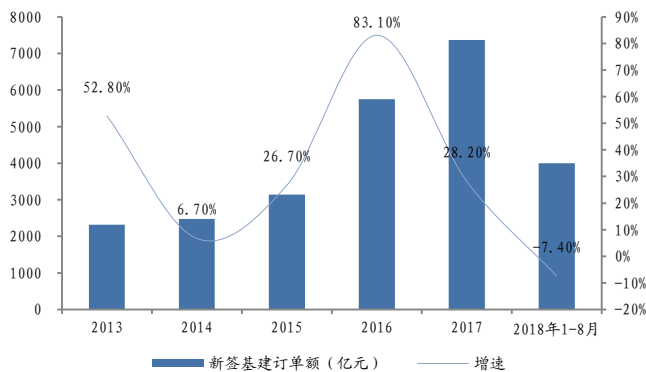
■ 基建订单增速亮眼, 未来业绩有望加速释放

基建订单高速增长, 央企基建排位“稳四望三”

近几年, 公司充分发挥自身的品牌优势和资金实力, 大力拓展基建项目, 推动基建业务实现了快速增长。

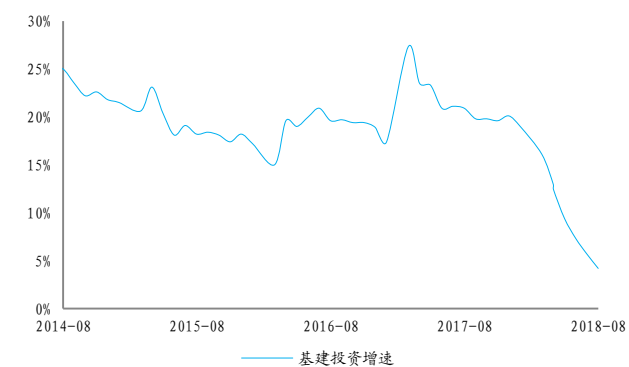
2017 年, 公司基建业务新签订单 7369 亿元, 同比增长 28.2%, 连续三年保持 20% 以上增长, 近五年 CAGR 达到 38.0%。2018 年 1-8 月受基建投资整体下滑的影响, 订单增速出现一定负增长。

图 6: 公司基建新签订单近三年均保持在 20% 以上增长



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

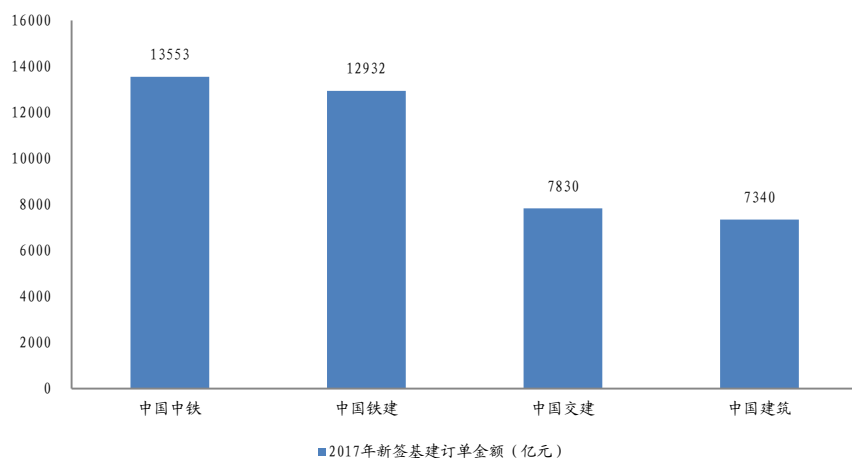
图 7: 今年以来基建投资整体下滑严重



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

中国中铁、中国铁建和中国交建是我国铁路、公路、市政等基建领域的传统领先企业, 过去一直被视为基建领域的主要龙头。近几年, 公司在基建领域的快速增长, 已经助推公司的新签订单规模逼近中国交建, 逐渐成为基建领域的龙头企业。

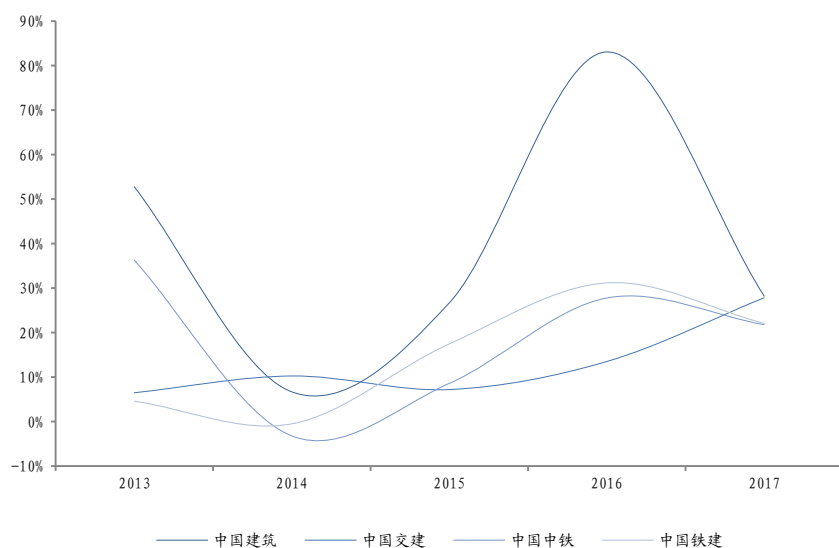
图 8: 公司 2017 年新签基建订单规模“稳四望三”，已成基建龙头



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司近几年在基建领域的增速远高于其他三家基建龙头企业。2013 年至 2017 年，中国中铁、中国铁建、中国交建、中国建筑新签订单 CAGR 分别为 20.4%、14.4%、12.8%和 38.0%。

图 9: 公司近几年新签基建订单增速远高于其他三家基建龙头

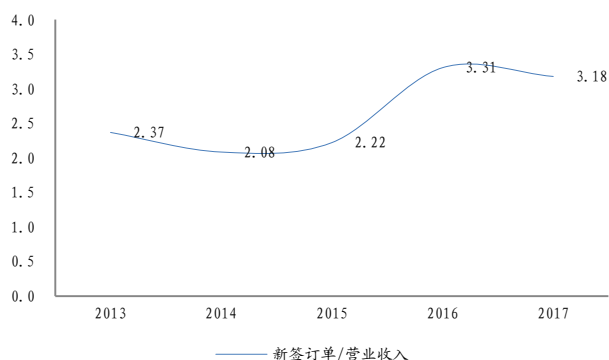


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

基建营收增速落后订单，有望加速释放

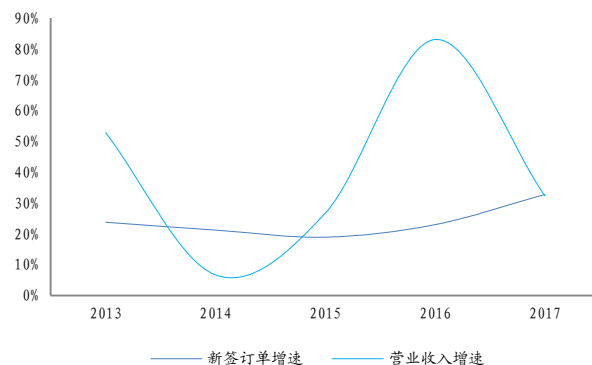
虽然公司基建营收保持较快增长，但无论从规模还是增速来看，公司的基建订单均还没有完全得到释放。2017 年，公司基建营收的规模不到当年基建订单规模的三分之一，近五年营收的复合增速也低于订单复合增速 15.2pct。受施工工期影响，建筑施工企业营收往往会在订单签订后 1-3 年得到实现，因此，公司未来几年基建营收有望加速释放。

图 10: 公司近几年新签基建订单均在当年营收的 2 倍以上



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司基建营收增速远低于基建订单增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

■ 基建和房地产业务板块被明显低估

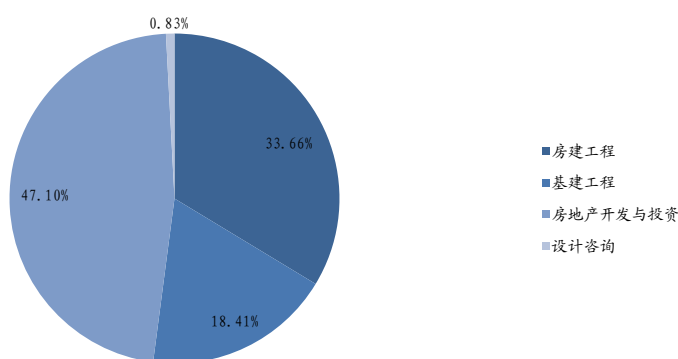
高增长基建板块被低估

公司一直稳居房建板块龙头，但近几年快速增长的基建业务显然没有得到相应的估值。具体来看，公司 2017 年基建板块贡献毛利润 177.34 亿元，占比总毛利润的 16%，未来随着基建订单的落地，基建贡献的利润比例将会进一步提高，按基建板块当前的平均估值 11.3 倍，明显高于公司当前的估值。

高盈利地产板块估值低

公司的房地产业务主要依托旗下的中国海外发展 (00688.HK) 展开，是公司盈利能力最强的业务板块，为公司贡献了将近一半的利润。

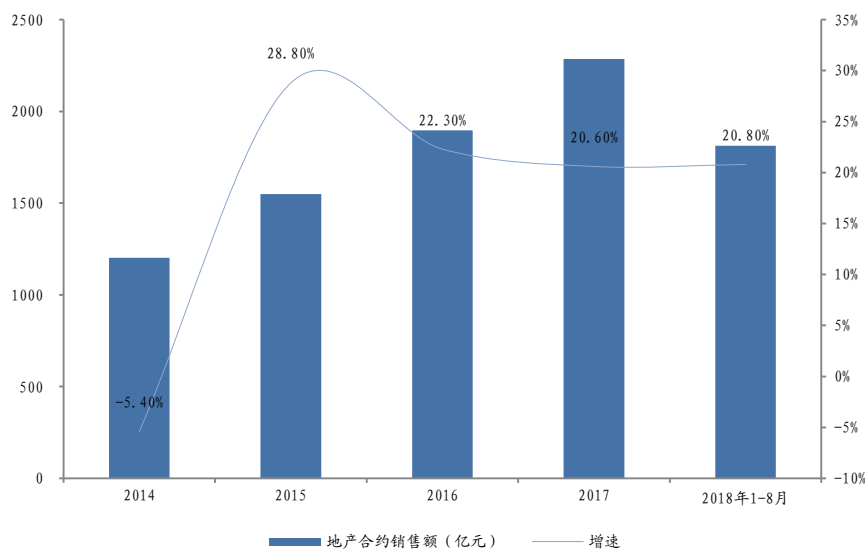
图 12: 公司 2017 年地产板块贡献了 47.1% 的毛利润



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2017 年，公司房地产业务在行业持续景气的带动下，业绩实现高速增长，完成合约销售额 2286 亿元，在所有房企中排名第七位，同比增长 20.6%，近三年 CAGR 达到 23.86%；受益于土地储备充足，公司 2018 年 1-8 月合约销售继续保持高增长，完成合约销售额 1813 亿元，同比增长 20.8%。

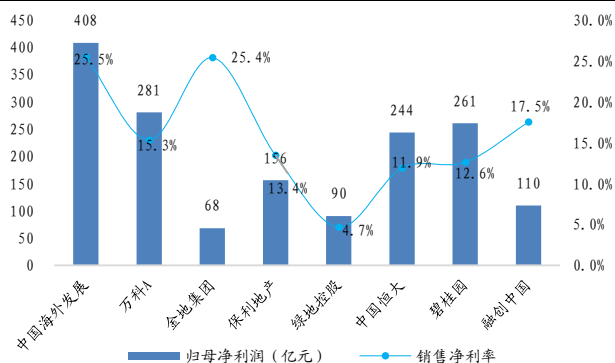
图 13: 公司地产业务的合约销售额近三年 CAGR 达到 23.86%



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

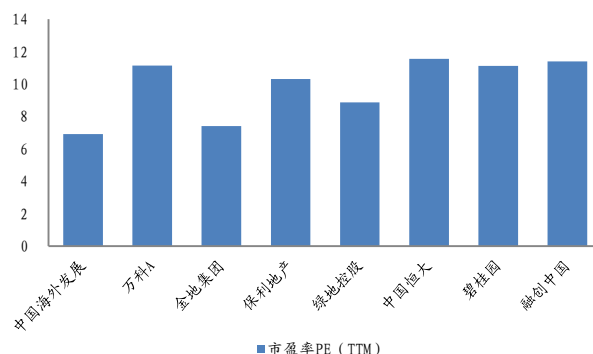
尽管中国海外发展业绩稳健、基本面优异，但与国内主要的房地产龙头企业相比，估值却是最低的，这与公司在房地产领域的地位和盈利能力不相符，被低估。

图 14: 中国海外发展在八大房企中盈利能力最强



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 中国海外发展在八大房企中市盈率最低



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

■ 盈利预测与估值

公司作为国内最大的建筑央企，在房建、基建、房地产等领域都具备雄厚的实力。我们将公司各业务进行分拆，具体每项的预测如下。

核心假设:

- (1) 房建业务趋于平稳，保持缓慢增长；
- (2) 基建业务在充沛订单的推动下，实现较快增长，毛利率稳中有升；
- (3) 房地产业务受益于土地储备充足，保持较快增长，毛利率趋于稳定；
- (4) 勘察设计及其他业务稳中向好，增速与整体业务持平。

表 2: 公司业务收入拆分 (亿元)

收入预测	2016	2017	2018E	2019E	2020E
房建工程					
收入	6,202.25	6,250.84	6563.38	6891.55	7236.13
增长率	5.43%	0.78%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	6.30%	5.60%	5.60%	5.50%	5.50%
基建工程					
收入	1,739.00	2,309.21	2609.41	3000.82	3450.94
增长率	22.99%	32.79%	13.00%	15.00%	15.00%
毛利率	7.60%	7.70%	7.70%	7.80%	7.80%
房地产开发与投资					
收入	1,519.78	1,792.04	2060.85	2369.97	2678.07
增长率	6.76%	17.91%	15.00%	15.00%	13.00%
毛利率	26.70%	29.10%	29.00%	29.00%	29.00%
勘察设计					
收入	73.40	81.75	94.01	108.11	124.33
增长率	12.73%	11.38%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	18.30%	14.40%	14.40%	15.00%	15.00%
其他业务					
收入	192.12	229.19	252.11	277.32	305.05
增长率	40.66%	19.30%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	19.20%	24.60%	24.60%	25.00%	25.00%
合计					
收入	9,597.67	10,541.07	11,579.76	12,647.78	13,794.52
增长率	8.99%	9.83%	9.85%	9.22%	9.07%
毛利率	8.86%	9.44%	10.72%	10.96%	11.15%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

可比公司估值

中国建筑的同业可比公司主要是中国铁建等建筑央企, 根据 wind 一致预期数据, 同行业可比公司 2018/2019 年估值均值为 9.52/8.22 倍, 而公司的估值仅为 5.80/5.20 倍, 是行业中最底的, 低于平均水平。

表 3: 行业同类公司估值比较

公司代码	公司名称	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
				2018E	2019E	2018E	2019E
601618.SH	中国中冶	3.36	64,897	0.33	0.37	10.24	9.07
601186.SH	中国铁建	9.79	129,690	1.41	1.62	6.95	6.06
601390.SH	中国中铁	7.17	159,080	0.80	0.91	8.96	7.88
601800.SH	中国交建	11.12	158,883	1.38	1.52	8.06	7.32
601669.SH	中国电建	5.16	78,943	0.53	0.59	9.71	8.71
601117.SH	中国化学	6.60	32,558	0.50	0.64	13.18	10.25
	平均	7.20	140,008	0.83	0.94	9.52	8.22
601668.SH	中国建筑	5.08	213,284	0.88	0.98	5.80	5.20

资料来源: wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理预测 (其他可比公司数据均来源于 wind)

盈利预测与评级

根据公司的业务和订单情况，预计公司 2018-2020 年净利润分别 369.07/410.27/455.95 亿元，分别同比增长 12.0%/11.2%/11.1%，对应的 EPS 为 0.88/0.98/1.09 元，PE 分别为 5.8/5.2/4.7 倍。维持“买入”评级。

■ 主要财务指标

	盈利预测和财务指标				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	959,765	1,054,107	1,157,975	1,264,777	1,379,452
(+/-%)	9.0%	9.8%	9.9%	9.2%	9.1%
净利润(百万元)	29870	32942	36907	41027	45595
(+/-%)	14.6%	10.3%	12.0%	11.2%	11.1%
摊薄每股收益(元)	0.71	0.78	0.88	0.98	1.09
EBIT Margin	6.0%	6.9%	7.1%	7.2%	7.2%
净资产收益率(ROE)	15.7%	15.3%	16.9%	18.4%	19.9%
市盈率 PE	7.1	6.5	5.8	5.2	4.7
EV/EBITDA	19.5	17.8	17.2	16.4	15.8
市净率(PB)	1.12	0.99	0.97	0.95	0.93

来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

■ 风险提示

应收账款坏账风险，固定资产投资放缓，房地产投资下降等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	273253	270174	270174	270174
应收款项	210199	230911	252208	275076
存货净额	535887	588866	641414	698136
其他流动资产	67702	63296	69134	75402
流动资产合计	1140151	1206357	1286040	1371898
固定资产	42140	45594	49098	51463
无形资产及其他	11223	10774	10325	9876
投资性房地产	307559	307559	307559	307559
长期股权投资	49910	66344	82778	99212
资产总计	1550983	1636628	1735800	1840008
短期借款及交易性金融负债	98863	134736	147380	158410
应付款项	449302	493721	537779	585336
其他流动负债	338247	331814	361840	394287
流动负债合计	886413	960271	1046999	1138033
长期借款及应付债券	283799	283799	283799	283799
其他长期负债	39043	44936	50828	56721
长期负债合计	322841	328734	334627	340520
负债合计	1209254	1289005	1381626	1478553
少数股东权益	126974	128705	130631	132770
股东权益	214756	218917	223544	228686
负债和股东权益总计	1550983	1636628	1735800	1840008

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.78	0.88	0.98	1.09
每股红利	0.70	0.78	0.87	0.96
每股净资产	5.12	5.21	5.32	5.45
ROIC	9%	10%	11%	12%
ROE	15%	17%	18%	20%
毛利率	10%	11%	11%	11%
EBIT Margin	7%	7%	7%	7%
EBITDA Margin	8%	8%	8%	8%
收入增长	10%	10%	9%	9%
净利润增长率	10%	12%	11%	11%
资产负债率	86%	87%	87%	88%
息率	13.7%	15.4%	17.1%	19.0%
P/E	6.5	5.8	5.2	4.7
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	17.8	17.2	16.4	15.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1054107	1157975	1264777	1379452
营业成本	943539	1033808	1126183	1225580
营业税金及附加	14068	15633	17707	20002
销售费用	3488	4053	5059	6208
管理费用	20509	22450	25112	28038
财务费用	9940	11741	12872	13404
投资收益	4411	4135	4135	4135
资产减值及公允价值变动	(7511)	(7511)	(7511)	(7511)
其他收入	235	0	0	0
营业利润	59698	66914	74468	82843
营业外净收支	702	756	756	756
利润总额	60400	67669	75223	83599
所得税费用	13751	15406	17125	19032
少数股东损益	13707	15357	17071	18972
归属于母公司净利润	32942	36907	41027	45595

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	32942	36907	41027	45595
资产减值准备	1684	1585	300	365
折旧摊销	7584	5317	6553	7626
公允价值变动损失	7511	7511	7511	7511
财务费用	9940	11741	12872	13404
营运资本变动	(99398)	(23821)	593	404
其它	(138)	146	1625	1775
经营活动现金流	(49815)	27646	57609	63276
资本开支	(2024)	(17418)	(17418)	(17418)
其它投资现金流	(10672)	0	0	0
投资活动现金流	(29130)	(33852)	(33852)	(33852)
权益性融资	19425	0	0	0
负债净变化	42186	0	0	0
支付股利、利息	(29227)	(32745)	(36400)	(40453)
其它融资现金流	(14005)	35873	12644	11030
融资活动现金流	31338	3128	(23756)	(29423)
现金净变动	(47607)	(3079)	0	(0)
货币资金的期初余额	320860	273253	270174	270174
货币资金的期末余额	273253	270174	270174	270174
企业自由现金流	(37841)	27434	59791	67556
权益自由现金流	(9660)	54239	62493	68233

相关研究报告

《中国建筑（601668）2018年中报点评：被低估的基建龙头，业绩稳健》——2018-08-30

《建筑工程行业2018年中报总结：行业增速放缓，设计咨询、化学工程高增长，投资迎来拐点》——2015-09-05

《建筑工程行业9月投资策略：政策放松，重点推荐补短板基建、设计咨询和装饰龙头》——2018-09-07

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032