

中国建筑 (601668)

公司研究/调研报告

经营稳健，业务结构持续调整

—中国建筑跟踪调研报告

公司调研报告/建筑

2018 年 09 月 25 日

报告摘要:

● 经营业绩稳增，各项指标维持稳健

从经营业绩来看，公司 18 年 H1 营收 5889.27 亿元，同比增长 12.12%，较上半年增速提升 0.29 个百分点，归母净利润 191.38 亿元，同比增长 6.10%。从盈利能力来看，毛利率、净利率分别为 10.50%，4.68%，较为稳定。从营运能力来看，应收账款周转率 4.09 次，较上半年有所提升，回款加快。公司作为体量最大的建筑央企，各项指标维持稳健水平，加之第三期限制性股票计划稳步推进，经营活力将持续释放，未来业绩有望持续稳增。

● 订单增速已至回升节点，公司有望提前进入业绩兑现期

截至 18 年 8 月，公司建筑业新签订单 14735 亿元，同比增长 3.90%，环比前两个月累计增速已有显著回升，其中房建新签 10658 亿元，同比增长 8.90%，基建订单 3995 亿元，同比降低 7.40%，与 6 月份订单相比已有所回升。单月来看，6 月单月新签订单 3434 亿元，已大幅增多，新增订单往往占用大量现金流，该数据提升印证公司三四季度资金流持续好转、基本面持续改善逻辑。

● 业务结构持续改善，地产、基建有望持续助力利润提升

板块结构持续调整，从 18 年 H1 各类业务收入来看，房建、基建、地产收入占比分别为 63.68%、21.45%、14.16%，从毛利结构来看，三大业务分别占比为 32.17%、17.60%、45.01%，基建、地产板块占比仍有提升趋势。尽管上半年基建板块承压、原材料涨价，地产行业资金链紧张，公司基建及地产板块毛利率仍然持续提升，较去年年底分别提升 1.04 和 4.76 个百分点。随着政策进一步支持，财政进一步宽松，高毛利地产、基建占比有望持续提升，三四季度利润有望加速兑现。

● 投资建议

公司是万亿级建筑央企，业务布局房建、基建、地产、设计咨询等领域，各项指标稳健，订单承接能力强，业绩有望持续增长。预计 2018-2020 年归母净利润分别为 364.86, 402.35, 441.16 亿元，对应 EPS 分别为 0.87, 0.96, 1.06 元，PE 为 6.3/5.7/5.2，维持“推荐”评级。

● 风险提示

基建投资大幅下滑，PPP 项目落地不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,054,107	1,162,430	1,266,922	1,380,435
增长率 (%)	9.8%	10.3%	9.0%	9.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	32,942	36,486	40,235	44,416
增长率 (%)	10.3%	10.8%	10.3%	10.4%
每股收益 (元)	1.07	0.87	0.96	1.06
PE (现价)	5.1	6.3	5.7	5.2
PB	0.8	0.9	0.8	0.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

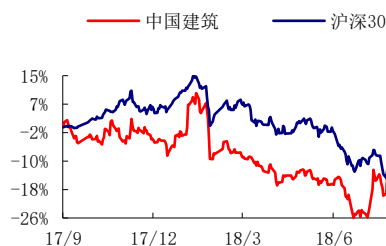
推荐 首次评级

当前价格: 5.49 元

交易数据 2018-9-21

近 12 个月最高/最低	10.67/5.01
总股本 (百万股)	41,985
流通股本 (百万股)	41,624
流通股比例 (%)	99.14
总市值 (亿元)	2,305
流通市值 (亿元)	2,285

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业 S0100513070009
电话：010-85127892
邮箱：taoyigong@mszq.com

研究助理：王介超

执业 S0100117060026
电话：010-85127433
邮箱：wangjiechao@mszq.com

相关研究

1. 中国建筑(601668):中报业绩符合预期，经营活力持续释放
2. 中国建筑(601668):经营活力持续释放，业绩高度锁定

目录

一、新增订单增速已回升，存量订单保持体量	3
（一）6-8 月新签订单快速释放，增速已至回升拐点.....	3
（二）公司待施合同保持体量，未来业绩有较高保障	3
二、业务结构持续优化，地产/基建有望持续助力利润提升	4
三、公司主要财务指标.....	5
四、风险提示.....	6

一、新增订单增速已回升，存量订单保持体量

(一) 6-8 月新签订单快速释放，增速已至回升拐点

截至 2018 年 8 月，公司累计新签建筑订单总金额 14735 亿元，同比增长 3.90%，其中房建订单 10658 亿元，同比增长 8.90%，基建订单 3995 亿元，同比降低 7.40%；地产签约销售金额 1813 亿元，同比增长 20.80%。

1-8 月累计新签建筑订单增速较已有明显回升，较 6 月份数据相比已回升 2.3 个百分点，其中房建增速回升较为明显，较 6 月份数据提升 3.1 个百分点，基建增速提升 0.7 个百分点。

从订单结构来看，公司坚持优化业务结构，长期以来基建与地产业务占比提升。但今年上半年融资环境偏紧，叠加 PPP 项目清库影响，基建新签项目暂时放缓。6-8 月新签订单快速释放，6 月以后累计新签订单已出现增速回升的趋势，基建/地产板块占比已有所回升，公司基建扩张的战略将继续推进。

图 1：公司新签建筑订单增速已出现回升拐点

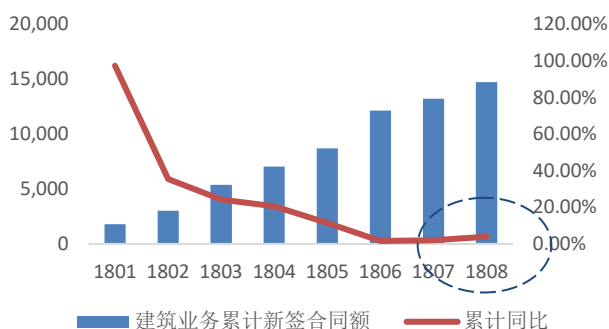
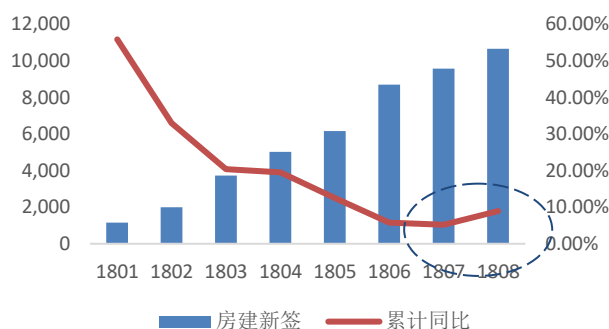


图 2：房建新签订单增速回升



资料来源：wind，民生证券研究院

资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：基建新签订单增速略有回升

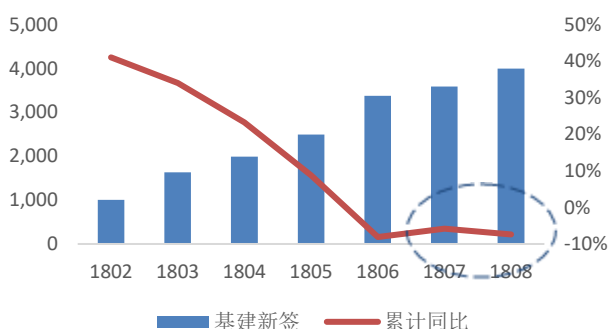
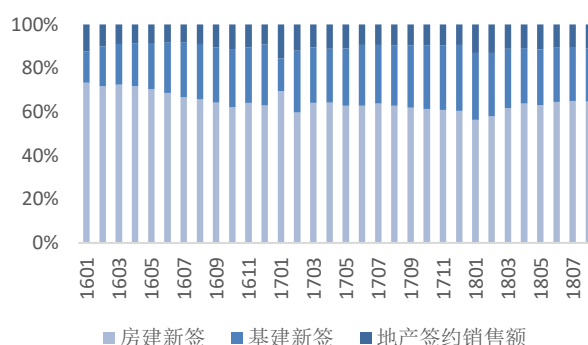


图 4：基建/地产占比略有回升



资料来源：wind，民生证券研究院

资料来源：wind，民生证券研究院

(二) 公司待施合同保持体量，未来业绩有较高保障

公司围绕房建、基建、地产、设计四大板块，打造“四位一体”商业模式，全产业链优

势愈加显著。作为国内最大的建筑企业，公司各个版块保持体量，未来业绩保障性较高。当前房建和基建在手订单

表 1: 中国建筑待施工订单情况

分部指标	2018H1	2017H1	增减 (%)
建筑业务新签合同额	12140	11955	1.5
房建	8708	8234	5.8
基建	3372	3667	-8.0
勘察设计	60	53	13.2
待施合同额 (房建+基建)	35172	28995	21.3

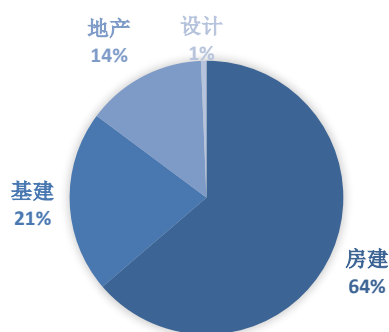
资料来源：民生证券研究院整理

二、业务结构持续优化，地产/基建有望持续助力利润提升

板块结构持续调整，从 18 年 H1 各类业务收入来看，房建、基建、地产收入占比分别为 63.68%、21.45%、14.16%，从毛利结构来看，三大业务分别占比为 32.17%、17.60%、45.01%，基建、地产板块占比仍有提升趋势。

尽管上半年基建板块承压、原材料涨价，地产行业资金链紧张，公司基建及地产板块毛利率仍然持续提升，较去年年底分别提升 1.04 和 4.76 个百分点。随着政策进一步支持，财政进一步宽松，高毛利地产、基建占比有望持续提升，三四季度利润有望加速兑现。

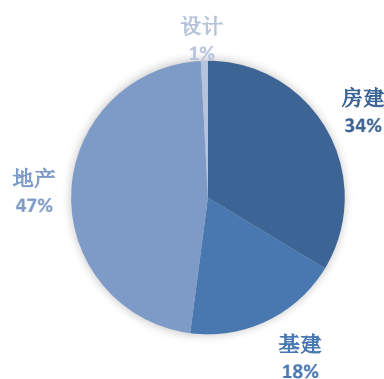
图 5: 2018H1 营收结构



资料来源：wind，民生证券研究院

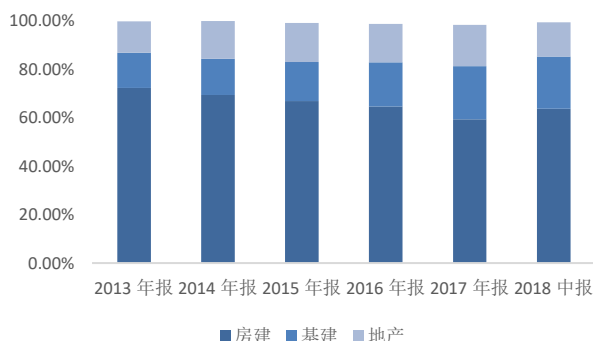
图 7: 业务结构稳步改善

图 6: 2018H1 毛利结构

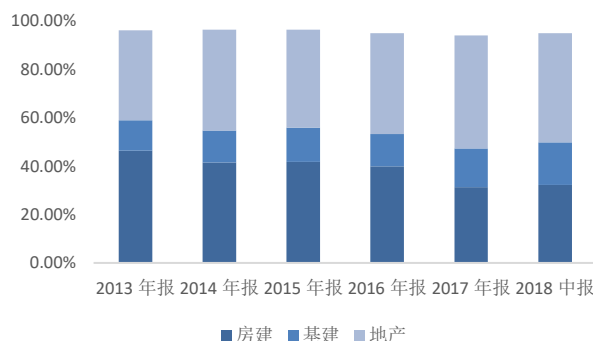


资料来源：wind，民生证券研究院

图 8: 地产基建助力毛利提升



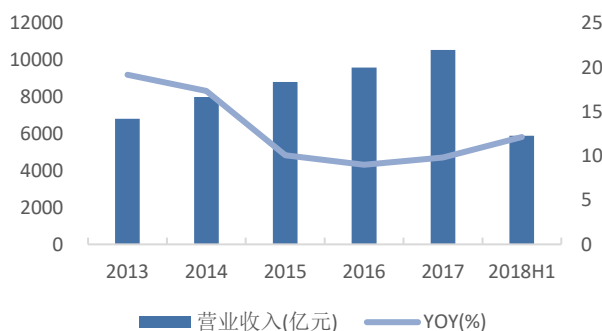
资料来源: wind, 民生证券研究院



资料来源: wind, 民生证券研究院

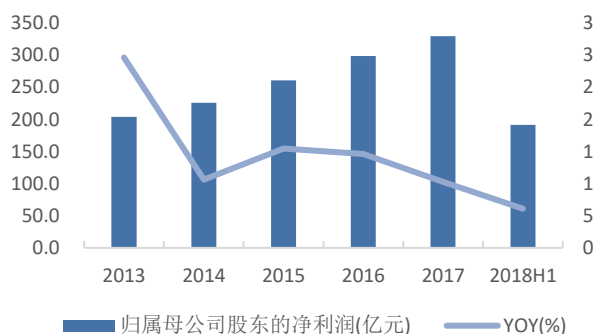
三、公司主要财务指标

图 9: 业绩增速稳中有升



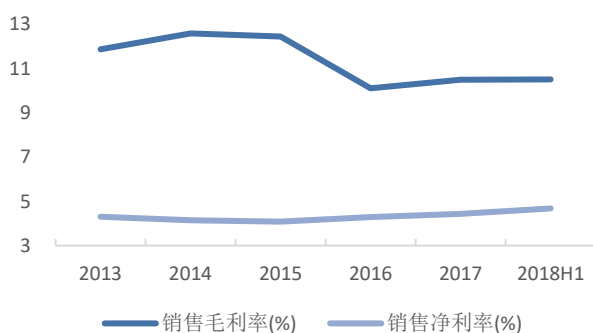
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 10: 归母净利润表现稳健



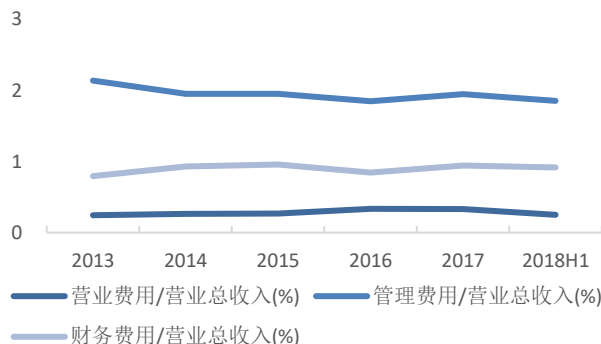
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 11: 盈利能力稳步提升



资料来源: wind, 民生证券研究院

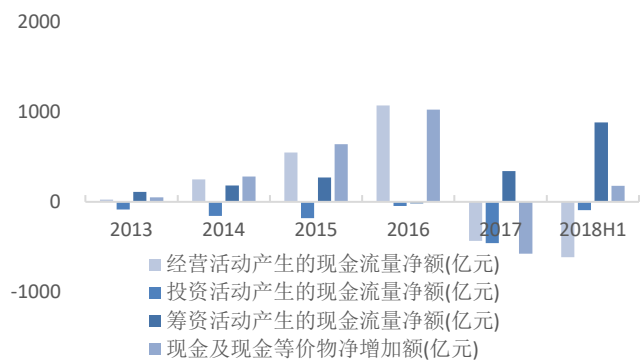
图 12: 费用率稳定稍降



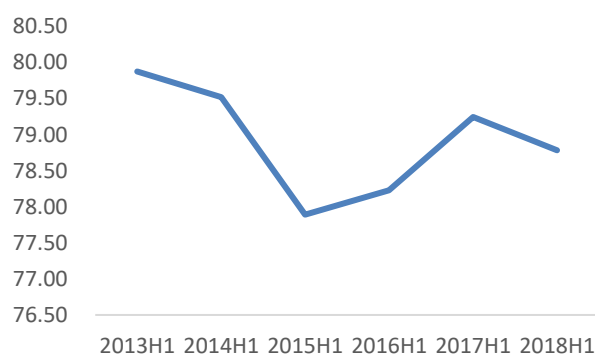
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 13: 净现金流结构性改善

图 14: 资产负债率有所下降



资料来源: wind, 民生证券研究院



资料来源: wind, 民生证券研究院

四、风险提示

基建投资大幅下滑, PPP 项目落地不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1,054,107	1,162,430	1,266,922	1,380,435
营业成本	943,539	1,037,144	1,128,517	1,228,015
营业税金及附加	14,068	15,112	17,737	20,707
销售费用	3,488	4,069	4,561	4,970
管理费用	20,509	22,667	24,705	26,918
EBIT	72,502	83,438	91,402	99,825
财务费用	9,940	11,834	11,766	11,388
资产减值损失	7,049	6,507	6,939	6,895
投资收益	4,411	4,560	4,773	4,642
营业利润	59,698	73,575	81,470	90,184
营业外收支	702	771	778	763
利润总额	60,400	74,346	82,248	90,947
所得税	13,751	16,728	18,506	20,463
净利润	46,649	57,618	63,743	70,484
归属于母公司净利润	32,942	36,486	40,235	44,416
EBITDA	80,232	92,335	100,991	110,363

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	273253	368759	419420	490468
应收账款及票据	169511	194751	215551	235873
预付款项	32967	36782	39964	43315
存货	542502	543266	604755	662770
其他流动资产	83278	83278	83278	83278
流动资产合计	1140151	1257024	1398821	1555112
长期股权投资	49910	49710	49510	49310
固定资产	34395	38232	42829	47096
无形资产	11223	10389	9633	8647
非流动资产合计	410833	414990	413094	409689
资产合计	1550983	1672014	1811915	1964801
短期借款	31032	31132	31232	31332
应付账款及票据	449302	477953	520061	565913
其他流动负债	29185	29185	29185	29185
流动负债合计	886413	946510	1019327	1098332
长期借款	185853	185853	185853	185853
其他长期负债	136989	136989	136989	136989
非流动负债合计	322841	322841	322841	322841
负债合计	1209254	1269351	1342169	1421173
股本	30000	41985	41985	41985
少数股东权益	126974	148106	171614	197682
股东权益合计	341729	402662	469747	543628
负债和股东权益合计	1550983	1672014	1811915	1964801

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	9.8%	10.3%	9.0%	9.0%
EBIT 增长率	25.5%	15.1%	9.5%	9.2%
净利润增长率	10.3%	10.8%	10.3%	10.4%
盈利能力				
毛利率	10.5%	10.8%	10.9%	11.0%
净利率	3.1%	3.1%	3.2%	3.2%
总资产收益率 ROA	2.1%	2.2%	2.2%	2.3%
净资产收益率 ROE	15.3%	14.3%	13.5%	12.8%
偿债能力				
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.8
现金比率	0.3	0.4	0.4	0.5
资产负债率	0.8	0.8	0.7	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	52.7	51.9	52.4	52.4
存货周转天数	201.5	188.6	193.0	194.4
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
每股指标（元）				
每股收益	1.1	0.9	1.0	1.1
每股净资产	7.2	6.1	7.1	8.2
每股经营现金流	(1.4)	2.8	1.5	2.0
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	5.1	6.3	5.7	5.2
PB	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.2	2.6	1.9	1.1
股息收益率	3.9%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	46,649	57,618	63,743	70,484
折旧和摊销	14,779	15,404	16,528	17,432
营运资金变动	(105,788)	37,557	(20,867)	(8,685)
经营活动现金流	(43,457)	115,603	64,129	84,109
资本开支	16,406	1,126	4,065	3,520
投资	(20,309)	(12,232)	(4,000)	(4,000)
投资活动现金流	(45,680)	(4,880)	709	1,122
股权募资	19,425	0	0	0
债务募资	37,149	(8)	0	0
筹资活动现金流	34,143	(15,217)	(14,177)	(14,182)
现金净流量	(54,994)	95,506	50,661	71,048

插图目录

图 1: 公司新签建筑订单增速已出现回升拐点	3
图 2: 房建新签订单增速回升	3
图 3: 基建新签订单增速略有回升	3
图 4: 基建/地产占比略有回升	3
图 5: 2018H1 营收结构	4
图 6: 2018H1 毛利结构	4
图 7: 业务结构稳步改善	4
图 8: 地产基建助力毛利提升	4
图 9: 业绩增速稳中有升	5
图 10: 归母净利润表现稳健	5
图 11: 盈利能力稳步提升	5
图 12: 费用率稳定稍降	5
图 13: 净现金流结构性改善	5
图 14: 资产负债率有所下降	5

表格目录

表 1: 中国建筑待施工订单情况	4
------------------------	---

分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。

王介超，高级工程师，一级建造师，咨询师（投资）。中国中冶工作近8年，主编钢铁行业国标GB/T 18916.31，拥有多项专利（发明专利1项），先后担任技术负责人，室主任，项目经理，并参与执行海外一带一路工程项目，有较为丰富的钢铁行业经验以及国内外项目管理经验。2017年5月加入民生证券从事钢铁、建筑、建材方向的研究工作。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。