

推荐（维持）

中国建筑（601668）研究报告

风险评级：中风险

业绩持续增长估值便宜 政策刺激受益直接

2018年10月9日

投资要点：

何敏仪

SAC 执业证书编号：

S0340513040001

电话：0769-23320072

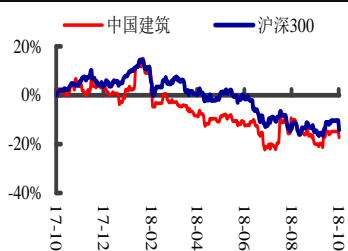
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

主要数据

2018年10月8日

| | |
|-----------|-----------|
| 收盘价(元) | 5.33 |
| 总市值(亿元) | 2,237.81 |
| 总股本(亿股) | 41,985.17 |
| 流通股本(亿股) | 41,624.38 |
| ROE(TTM) | 14.89% |
| 12月最高价(元) | 10.85 |
| 12月最低价(元) | 4.93 |

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

■ **公司简介。**中国建筑组建于1982年，是我国建筑领域唯一一家由中央直接管理的国有重要骨干企业。其中中国建筑工程总公司为公司控股股东，持股比例达56.28%。公司经营业绩遍布国内及海外一百多个国家和地区，主营包括房屋建筑工程、基础设施建设与投资、房地产开发与投资、设计勘察以及其他业务，营业收入平均每十二年增长十倍。公司营业收入、利润总额在102家中央企业中分别名列第4位、第6位。

■ **公司业绩持续平稳增长。**从公司多年来经营情况观察，其营业收入及净利润均实现持续较快的增长，平均每十二年能实现增长十倍的速度，令人满意。公司近4年营收及归属净利润复合增长率分别为11%和13%。业绩持续稳定增长预期较高，将持续为投资者创造价值。

■ **股权激励将进一步激发盈利增长。**公司近期公告，将开展第三次股权激励，行权条件为：ROE 不低于 13.5%；净利润三年复合增长率不低于9.5%；完成经济增加值（EVA）考核目标。公司也对18年的经营作出积极的计划部署，目标为实现新签合同额超2.6万亿，营收超1.1亿元。而从18年上半年经营情况看，公司新签订单额达1.21万亿，近三年复合增长率达16.1%。合计在手订单余额达4.2万亿，为营收的4倍，业绩保障度高。

■ **盈利预期与投资建议。**公司房建、基建及房地产三大核心业务均处于各自行业中的龙头领先地位，竞争优势突出，有望实现持续稳健的增长。另外通过强化内部资源整合与业务协同，实现进一步的发展壮大可期。在“一带一路”国家政策之下，在下半年预期PPP再次加快落地，同时政策出台刺激基建投资提速等利好之下，公司作为央企受益直接。

■ 预测公司18年—19年EPS分别为0.88元和0.98元，对应当前股价估值分别为6倍和5.5倍，估值便宜。从公司过往多年分红率水平来看，整体均超过20%；从当前股价计算，预计18年公司股息率约3.2%，对股价有较好的支撑作用。整体给予公司“推荐”投资评级。

■ **风险提示。**基建及房地产销售低于预期。

主要财务指标预测表

| 单位（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入（百万） | 1,054,106 | 1,161,625 | 1,274,070 | 1,395,489 |
| 增长率（%） | 9.83 | 10.20 | 9.68 | 9.53 |
| 净利润（百万） | 32,941.80 | 36,989.57 | 41,345.18 | 44,105.09 |
| 增长率（%） | 10.28 | 12.29 | 11.78 | 6.68 |
| 毛利率（%） | 10.49 | 10.30 | 10.20 | 10.10 |
| 净利率（%） | 3.13 | 3.18 | 3.25 | 3.16 |
| ROE(%) | 10.11 | 13.56 | 13.63 | 13.51 |
| 每股收益（元） | 1.10 | 0.88 | 0.98 | 1.05 |

资料来源：东莞证券研究所，Wind

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。请务必阅读末页声明。

目 录

| | |
|-----------------------------|---|
| 1. 公司简介..... | 3 |
| 2. 公司业务结构持续优化..... | 3 |
| 2.1 房建业务—世界级房建商..... | 5 |
| 2.2 基建业务—政策利好公司受益直接..... | 5 |
| 2.3 房地产开发与投资——强者愈强值得期待..... | 6 |
| 3. 公司业绩持续平稳增长..... | 6 |
| 4. 负债水平合理 融资具备优势..... | 7 |
| 5. 股权激励将进一步激发盈利增长..... | 7 |
| 6. 盈利预期与投资建议..... | 8 |

插图目录

| | |
|------------------------|---|
| 图 1：各业务合同额占比..... | 3 |
| 图 2：各业务收入占比..... | 3 |
| 图 3：公司各业务毛利占比..... | 4 |
| 图 4：公司各业务毛利率情况..... | 4 |
| 图 5：公司近年营收增长情况..... | 7 |
| 图 6：公司近年归属净利润增长情况..... | 7 |

表格目录

| | |
|--------------------------|---|
| 表 1：公司近几年各项业务收入占比变化..... | 4 |
| 表 2：公司盈利预测表..... | 8 |

1. 公司简介

中国建筑集团有限公司（简称中国建筑），正式组建于 1982 年，是我国专业化发展最久、市场化经营最早、一体化程度最高、全球规模最大的投资建设集团，也是我国建筑领域唯一一家由中央直接管理的国有重要骨干企业。其中中国建筑工程总公司为公司控股股东，持股比例达 56.28%。

中国建筑的经营业绩遍布国内及海外一百多个国家和地区，业务布局涵盖**投资开发**（地产开发、建造融资、持有运营）、**工程建设**（房屋建筑、基础设施建设）、**勘察设计**、**新业务**（绿色建造、节能环保、电子商务）等板块。在我国，中国建筑投资建设了 90% 以上 300 米以上摩天大楼、3/4 重点机场、3/4 卫星发射基地、1/3 城市综合管廊、1/2 核电站，每 25 个中国人中就有一人使用中国建筑建造的房子。

中国建筑营业收入平均每十二年增长十倍。2017 年，公司新签合同额超过 2 万亿元人民币，营业收入、利润总额在 102 家中央企业中分别名列第 4 位、第 6 位，第 13 次获得中央企业负责人经营业绩考核 A 级，位居 2018 年度《财富》世界 500 强第 23 位，《财富》中国 500 强第 3 位，全球品牌价值 500 强第 44 位，获得标普、穆迪、惠誉等国际三大评级机构信用评级 A 级，为全球建筑行业最高信用评级。

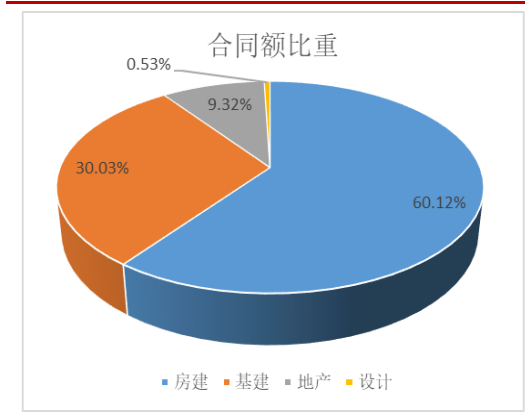
2. 公司业务结构持续优化

公司主营业务包括房屋建筑工程、基础设施建设与投资、房地产开发与投资、设计勘察以及其他业务。从 17 年各大业务收入比例来看，公司业务结构更加优化。其中，房建业务实现营业收入 6,251 亿元，同比增长 0.8%，仍是公司最主要收入贡献板块，但占比下降 5.3 个百分点至 59.3%；基建业务营业收入 2309 亿元，同比增长 32.8%，占比上升 3.8 个百分点至 21.9%；房地产业务营业收入 1792 亿元，同比增长 17.9%，占比上升 1.2 个百分点至 17%。而设计勘察业务收入则占 0.78%。

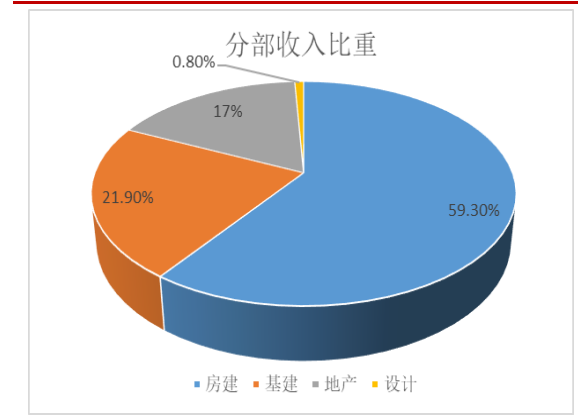
公司战略发展目标为实现房建、基建、地产的“532”产业结构。而从 17 年经营情况看，公司基建业务各项指标增速大幅高于房建板块，在全国市政工程、地下综合管廊和 PPP 项目中已拥有较高占有率；雄安新区建设开局获胜；“一带一路”业务市场开拓扎实推进，不断斩获一大批影响力较大的项目。为实现产业结构调整目标又迈进一步。

图1：各业务合同额占比

图2：各业务收入占比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

表1：公司近几年各项业务收入占比变化

| 近三年营业收入及占比情况 | | | | | | |
|---------------|----------------------|--------------|--------------------|--------------|--------------------|--------------|
| 分行业 | 2017年 | 占比 (%) | 2016年 | 占比 (%) | 2015年 | 占比 (%) |
| 房屋建筑工程 | 625,084,217 | 59.3 | 620,224,627 | 64.6 | 588,267,187 | 66.7 |
| 基础设施建设与amp;投资 | 230,920,666 | 21.9 | 173,899,696 | 18.1 | 141,394,421 | 16.1 |
| 房地产开发与投资 | 179,203,672 | 17.0 | 151,977,799 | 15.8 | 142,359,570 | 16.2 |
| 勘察设计 | 8,174,946 | 0.8 | 7,340,214 | 0.8 | 6,510,683 | 0.7 |
| 其他 | 22,919,437 | 2.2 | 19,211,550 | 2.0 | 13,657,573 | 1.6 |
| 分部间抵销 | -12,196,435 | -1.2 | -12,888,400 | -1.3 | -11,612,300 | -1.3 |
| 合计 | 1,054,106,503 | 100.0 | 959,765,486 | 100.0 | 880,577,134 | 100.0 |

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

图3：公司各业务毛利占比

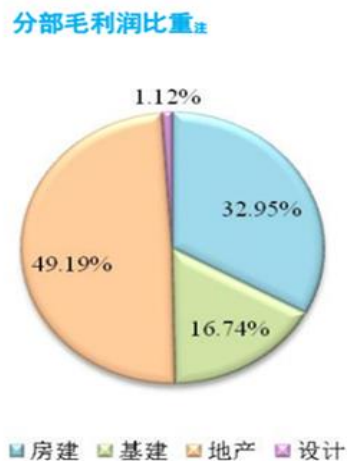
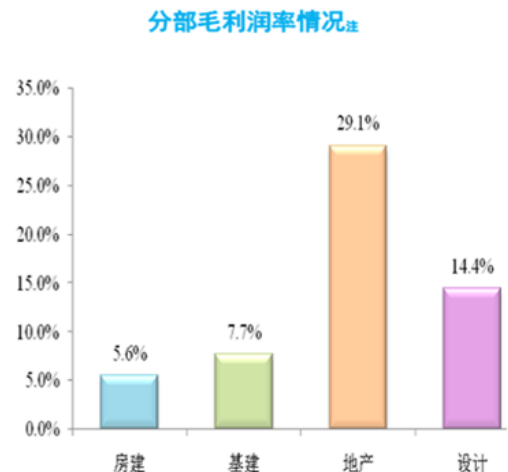


图4：公司各业务毛利率情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

2.1 房建业务—世界级房建商

中国建筑在房屋建筑领域具有绝对优势，代表着中国房建领域的最高水平，是中国乃至全球房屋建筑领域的领先者。业务范围涉及城市建设的全部领域与项目建设的每个环节，在公共建筑、办公、机场、酒店、科教、体育、人居、医疗、使馆、工业、国防军事等诸多领域，承建了大量地标性工程，在超高层建筑领域拥有综合领先优势。房建业务也为公司的最大收入来源，业务持续稳健增长，保持市场领先地位。

17 年全年新签合同额 14750 亿元，同比增长 13.8%；实现营业收入 6251 亿元，同比增长 0.8%；实现毛利 349.0 亿元，毛利率为 5.6%。同时在超高层、大型公建、大跨度厂房等优势更加鲜明。年内中标 300 米以上超高层 5 个，继续稳居行业之首；中标全球最大会展中心——深圳国际会展中心工程、全球最大单体医院——天津市第一中心医院扩建工程、国内首条具有自主知识产权的液晶面板生产线——河北固安第 6 代有源矩阵 AMOLED 面板生产线、2022 年杭州亚运会主场馆等一批高端房建项目。

另一方面，公司抓住城市更新、棚户区改造、共有产权房、租赁住房等结构性机会，着力发掘增量空间，狠抓项目品质，严守营销底线，确保房建业务规模、效益同步发展、相得益彰。加快推进总承包模式，加强装配式建筑等绿色智能建造业务实践，努力培育中国建筑区别于同行的独特竞争优势。而从当前房地产开发投资增速情况看，房屋建筑整体景气度理想，投资增速创近年新高，将有效保障公司业务增长。

2.2 基建业务—政策利好公司受益直接

公司立足工程建设与项目投资并举，一方面依靠技术、人才和管理优势，在国内外城市轨道交通、高铁、特大型桥梁、高速公路、城市综合管廊、港口与航道、电力、矿山、冶金、石油化工、机场、核岛等基建领域快速发展，完成了众多经典工程；另一方面，依靠雄厚资本实力，迅速发展成为中国一流的基础设施投融资发展商，在国内先后投资建设了一大批国家和地方重点工程，在 BT、BOT、PPP 等融投资建造模式领域备受信赖。

17 年公司基建业务迅猛发展，全年新签合同额达 7369 亿元，同比增长 28.2%；实现营业收入 2309 亿元，同比增长 32.8%；实现毛利 177.3 亿元，毛利率 7.7%。期内公司在基础设施业务领域市场竞争力不断增强。在轨道交通领域，全年新中标百亿元以上项目 3 个，通过深圳地铁 13 号线、南宁地铁 5 号线开创公司在同一城市实施 3 条地铁项目的先河。在公路领域，中标的云南华丽高速公路、新疆精伊高速公路等百亿元以上项目均为“一带一路”境内工程。在综合管廊领域，全年新中标项目 17 个，累计获取管廊项目约 40 个，总里程超过 1,000 公里，继续保持全国第一。在水运港工领域，成功中标江西井冈山航电枢纽，中标福州市国际食品物流产业园工程，使公司成为全行业第二家在内地开展填海业务的中央企业。

目前，公司与国内多个省（区）直辖市及几十个重点城市，建立了基础设施投资建设长

期战略合作关系。在海外，中国建筑基础设施足迹遍布北美、中美、港澳、东南亚、北非、中西非、南非、中东、中亚等区域的几十个国家和地区。

在贸易战带来的经济增速下滑背景下，国家 7 月底提出积极的财政政策更加积极，稳健的货币政策要松紧适度，以求稳定经济增速。同时再次积极推进基建投资补短板等。如部分基建项目审批恢复，包括 PPP 项目再次加速落地；城投债及地方政府专项债券加速发行，资金面得到支撑。预计公司新签订单及工程量将在基建投资回升之下有所提振，将带来公司基建业务的上升。政策刺激及资金支持作用下，基建投资提速，公司作为央企受益直接。

2.3 房地产开发与投资——强者愈强值得期待

房地产业务方面，中国建筑也是国内最具实力的房地产开发、融投资建造商，实力雄厚。旗下以中海地产为主要发展平台，处于行业领先地位。

公司 17 年实现合约销售额 2286 亿，同比增长 20.6%，合约销售面积 1587 万平米，同比增长 9.8%；实现营业收入 1792 亿元，同比增长 17.9%；实现毛利 521.0 亿元，毛利率为 29.1%。18 年前 6 月公司地产合约销售额 1410 亿元，比上年同期增长 15.3%；合约销售面积 955 万平方米，比上年同期增长 12.9%。1—6 月新购置土地储备 1402 万平方米，期末土地储备 9766 万平方米，土储体量较大，为未来几年持续较快发展奠定基础。

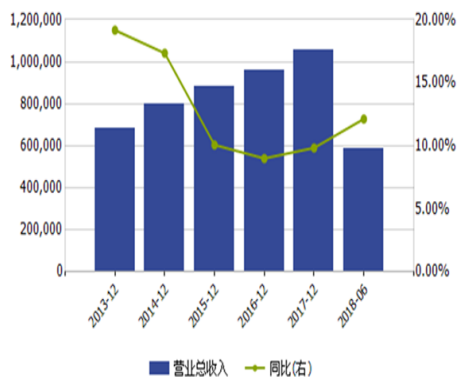
从公司房地产销售规模来看，其在行业内处于第一梯队位置。当前行业集中度加速提升，强者愈强趋势下，公司未来房地产业务规模进一步扩大，业绩提升值得期待。

整体看，公司各项业务均处于该行业内的龙头地位，公司持续强化内部资源整合与业务协同，各业务持续较快发展可期。

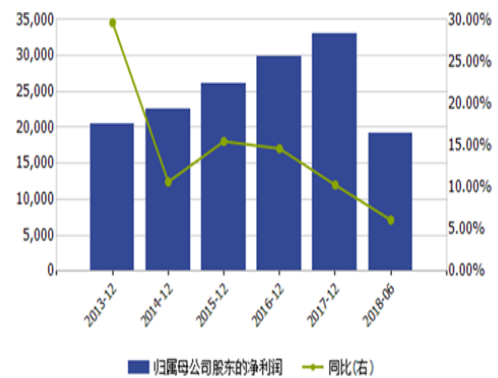
3. 公司业绩持续平稳增长

从公司多年来经营情况观察，其营业收入及净利润均实现持续较快的增长，平均每十二年能实现增长十倍的速度，令人满意。

近年来看，2013 年全年公司实现营业收入仅 6810 亿，实现营业利润 382 亿；归属净利润为 202 亿。到 2017 年，公司全年新签合约额约 2.45 万亿元，同比增长 18.6%；完成营业收入 10541 亿元，同比增长 9.8%，经营规模进一步扩大，成为全球首家产值过万亿的投资建设企业；归属于上市公司股东的净利润 329.4 亿元，同比增长 10.3%。公司位居“世界 500 强”第 24 位，继续保持建筑行业全球最高信用评级。公司近 4 年营收及归属净利润复合增长率分别为 11%和 13%。而公司 18 年的经营目标为：新签合同额超 2.6 万亿元，营业收入超 1.1 万亿元。公司业绩持续稳定增长预期较高，将持续为投资者创造价值。

图5：公司近年营收增长情况


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图6：公司近年归属净利润增长情况


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

4. 负债水平合理 融资具备优势

从负债情况看，公司资产负债结构得到改善和优化，整体负债水平相对合理，资金成本偏低优势明显。截止 17 年年末，公司资产负债率同比下降 1.1 个百分点至 78.0%。总资产同比增长 11.4%，比负债增长率（9.8%）高出 1.6 个百分点。公司应收账款周转率及应收账款周转天数分别为 6.9 次和 52 天，位居行业前列。

17 年全集团共新发行债券面值共计约 171.8 亿元；其中发行的 50 亿人民币中期票据票面利率 4.7%；境外 10 亿美元债券票息率低于 3.5%。截止 17 年末全集团带息负债总额 3,779 亿元，融资通道顺畅，将较好满足企业未来快速发展。

5. 股权激励将进一步激发盈利增长

公司近期公告，将开展第三次股权激励，行权条件为：ROE 不低于 13.5%；净利润三年复合增长率不低于 9.5%；完成经济增加值（EVA）考核目标。通过股权激励将进一步捆绑管理层及公司股东的利益，调动员工积极性提升公司活力。公司经营及盈利实现持续较快增长更有保障。

公司也对 18 年的经营作出积极的计划部署，目标为实现新签合同额超 2.6 万亿，营收超 1.1 亿元。而从 18 年上半年经营情况看，公司新签订单额达 1.21 万亿，近三年复合增长率达 16.1%。合计在手订单余额达 4.2 万亿，为营收的 4 倍，业绩保障度高。

6. 盈利预期与投资建议

从公司中报来看，18年上半年公司实现营业收入 5889.26 亿，同比增长 12.1%；实现利润总额 362 亿，同比增长 9.7%；归属上市公司股东净利润 191.37 亿，同比上升 6.1%；基本每股收益 0.42 元。公司转型升级持续深入，业绩实现平稳增长，符合预期。

公司房建、基建及房地产三大核心业务均处于各自行业中的龙头领先地位，竞争优势突出，有望实现持续稳健的增长。另外通过强化内部资源整合与业务协同，实现进一步的发展壮大可期。在“一带一路”国家政策之下，在下半年预期 PPP 再次加快落地，同时政策出台刺激基建投资提速等利好之下，公司作为央企受益直接。

预测公司 18 年—19 年 EPS 分别为 0.88 元和 0.98 元，对应当前股价估值分别为 6 倍和 5.5 倍，估值便宜。从公司过往多年分红率水平来看，整体均超过 20%；从当前股价计算，预计 18 年公司股息率约 3.2%，对股价有较好的支撑作用。整体给予公司“推荐”投资评级。

表 2：公司盈利预测表

| 科目（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业总收入 | 1054106.50 | 1161625.37 | 1274070.70 | 1395489.64 |
| 营业总成本 | 998593.05 | 1097629.83 | 1202138.33 | 1318294.69 |
| 营业成本 | 943539.12 | 1041977.95 | 1144115.49 | 1254545.19 |
| 营业税金及附加 | 14068.33 | 19166.82 | 18474.03 | 20932.34 |
| 销售费用 | 3487.82 | 3833.36 | 4204.43 | 4605.12 |
| 管理费用 | 20508.77 | 22651.69 | 24844.38 | 27212.05 |
| 财务费用 | 9939.51 | 10000.00 | 10500.00 | 11000.00 |
| 其他经营收益 | 3949.43 | 4000.00 | 4000.00 | 4000.00 |
| 公允价值变动净收益 | -461.49 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 4410.92 | 4000.00 | 4000.00 | 4000.00 |
| 营业利润 | 59462.89 | 67995.54 | 75932.37 | 81194.95 |
| 加营业外收入 | 1050.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 减营业外支出 | 348.27 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 60164.77 | 67995.54 | 75932.37 | 81194.95 |
| 减所得税 | 13750.59 | 15502.98 | 17160.72 | 18431.25 |
| 净利润 | 46414.18 | 52492.55 | 58771.66 | 62763.69 |
| 减少数股东损益 | 13707.22 | 15502.98 | 17426.48 | 18658.60 |
| 归母公司所有者的净利润 | 32941.80 | 36989.57 | 41345.18 | 44105.09 |
| 基本每股收益(元) | 1.10 | 0.88 | 0.98 | 1.05 |

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

| 公司投资评级 | |
|--------|--------------------------------|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上 |

| 行业投资评级 | |
|--------|----------------------------------|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上 |

| 风险等级评级 | |
|--------|--------------------------------|
| 低风险 | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告 |
| 中低风险 | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告 |
| 中风险 | 可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告 |
| 中高风险 | 新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告 |
| 高风险 | 期货、期权等衍生品方面的研究报告 |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn