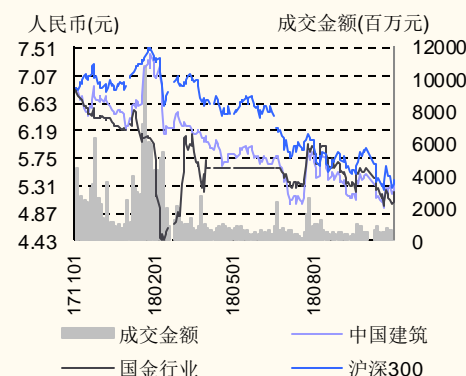


市场价格(人民币): 5.38元
 目标价格(人民币): 7.00-8.00元

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	41,624.38
总市值(百万元)	225,880.24
年内股价最高最低(元)	7.41/4.96
沪深300指数	3153.82
上证指数	2602.78



相关报告

- 1.《去杠杆紧信用背景下不错的成绩，静待H2宏观改善兑现-《2018.8.20》》
- 2.《稳如泰山步步高，低估龙头待修复-《2018-08-01公司深...》》，2018.8.2

刘妍雪 联系人
liuyanxue@gjzq.com.cn

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
(8621)60230241
huangjunwei@gjzq.com.cn

业绩增速边际改善，PB估值低于1的龙头

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.996	1.090	0.850	0.930	1.019
每股净资产(元)	6.35	7.16	8.14	9.24	10.44
每股经营性现金流(元)	3.57	-1.30	1.02	3.18	5.01
市盈率(倍)	8.90	8.27	6.18	5.64	5.15
净利润增长率(%)	14.61%	9.50%	9.06%	9.47%	9.57%
净资产收益率(%)	15.68%	15.23%	14.60%	14.09%	13.66%
总股本(百万股)	30,000.00	30,000.00	41,985.17	41,985.17	41,985.17

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司前三季度营收/业绩分别为 8405/273 亿元，分别同增 9%/5.9%。

经营分析

- 业绩增速边际回暖，现金流有所改善。1) 公司前三季度营收/业绩分别为 8405/273 亿元，同比+9%/5.9%，营收增速基本符合预期，业绩增速略低于预期。Q1/Q2/Q3 业绩分别同比+15%/0.35%/5.4%，Q3 业绩增速边际回暖。2) 前三季度毛利率为 10.5%同比+0.9pct，净利率为 4.5%与上年同期持平。3) 三费率同比+0.74pct 至 3.53%，主要系有息负债增加(Q3 末长短期借款+应付债券同增 21.8%)影响下财务费率提升 0.43pct。资产减值损失仅 23 亿同比降 26.1%。4) 公司应收账款周转天数同比-5.5 天至 46.3 天，收现比同比+3.56%至 100.57%，前三季度经营性现金流净额为-649.6 亿元，同增 13.7%，现金流好转。5) 公司资产负债率降 0.75pct 至 78.6%，去杠杆稳步推进中。
- 房建市占率/订单稳健增长，Q3 基建/地产营收增长迅猛。1) 房建: ①前三季度实现营收 5219 亿元同比+7.4%，毛利率提升 0.7pct 至 5.9%。Q3 单季营收 1469 亿元同比-6.7%增速放缓。②房建新签订单 1.23 万亿同增 12.5%实现稳健增长，Q3 末累计施工面积 12.6 亿平，市占率稳步提升 1.1pct 至 16.5%。2) 基建: ①前三季度营收为 1934 亿元同比+25.6%增速较快，毛利率提升 0.9pct 至 8.5%，Q3 单季营收 670.8 亿元同比+18%。②基建新签订单 0.43 万亿，同比-15.2% (主要系上年基数较大)。3) 地产: ①前三季度实现营收 1181 亿元同比+3.2%。毛利率提升 3.5pct 至 32.5%，Q3 单季营收 347 亿元同比+60%实现高增。②前三季度地产销售额达 2070 亿元同比+23.4%，Q3 末土地储备 9814 万平，按平均售价测算土地储备价值达 1.5 万亿元可有效保障公司稳健发展。
- 绝对估值、相对估值看公司低估值。1) 从相对估值来看，公司目前前瞻 PE 估值仅 6 倍，位于历史较低位置，低于其他地产龙头和基建龙头公司。2) 从绝对估值来看，公司 PB (MRQ) 估值仅 0.95 倍; 假设公司 2018 年股利支付率维持在 20%，则目前股价对应股息率达 3.15%。

投资建议

- 我们下调公司业绩预测，预计公司 2018/2019 年 EPS 0.85/0.93 元，维持目标价 7 元 (8*2018EPS)。

风险提示: 地产调控升级、宏观经济下行及政策变动、海外业务不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	880,577	959,765	1,054,107	1,148,608	1,252,766	1,365,110	货币资金	216,410	320,860	273,253	280,000	285,000	290,000
增长率	9.0%	9.0%	9.8%	9.0%	9.1%	9.0%	应收款项	156,465	196,987	210,199	221,140	233,289	242,582
主营业务成本	-771,039	-862,788	-943,539	-1,022,852	-1,111,306	-1,207,572	存货	387,589	494,269	535,887	638,932	700,275	767,553
%销售收入	87.6%	89.9%	89.5%	89.1%	88.7%	88.5%	其他流动资产	72,002	97,829	120,812	145,789	176,919	215,777
毛利	109,538	96,977	110,567	125,756	141,460	157,538	流动资产	832,467	1,109,946	1,140,151	1,285,861	1,395,483	1,515,911
%销售收入	12.4%	10.1%	10.5%	10.9%	11.3%	11.5%	%总资产	77.4%	79.7%	73.5%	70.1%	66.6%	63.8%
营业税金及附加	-31,962	-18,297	-14,068	-16,081	-17,539	-19,112	长期投资	188,149	216,183	343,293	474,293	618,293	774,293
%销售收入	3.6%	1.9%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	34,580	41,301	42,140	45,673	49,925	53,098
营业费用	-2,370	-3,208	-3,488	-3,790	-4,134	-4,505	%总资产	3.2%	3.0%	2.7%	2.5%	2.4%	2.2%
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	11,428	14,694	13,792	13,815	13,838	13,860
管理费用	-17,186	-17,718	-20,509	-22,972	-24,429	-26,620	非流动资产	242,438	282,008	410,833	547,502	698,295	860,494
%销售收入	2.0%	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	%总资产	22.6%	20.3%	26.5%	29.9%	33.4%	36.2%
息税前利润 (EBIT)	58,020	57,755	72,502	82,913	95,359	107,302	资产总计	1,074,905	1,391,953	1,550,983	1,833,364	2,093,778	2,376,405
%销售收入	6.6%	6.0%	6.9%	7.2%	7.6%	7.9%	短期借款	64,920	87,972	98,863	155,866	184,429	192,280
财务费用	-8,426	-8,114	-9,940	-11,744	-16,821	-19,596	应付款项	489,147	653,902	710,582	787,572	869,036	986,002
%销售收入	1.0%	0.8%	0.9%	1.0%	1.3%	1.4%	其他流动负债	56,183	57,744	76,967	96,202	131,084	185,806
资产减值损失	-3,756	-5,366	-7,049	-6,080	-6,276	-6,621	流动负债	610,251	799,618	886,413	1,039,640	1,184,549	1,364,089
公允价值变动收益	-608	746	-461	-400	400	400	长期贷款	98,325	143,667	185,853	265,853	325,853	365,853
投资收益	1,855	6,137	4,411	3,400	4,000	4,000	其他长期负债	127,546	157,670	136,989	139,501	141,684	145,201
%税前利润	3.9%	11.8%	7.3%	5.0%	5.2%	4.6%	负债	836,122	1,100,954	1,209,254	1,444,994	1,652,086	1,875,143
营业利润	47,085	51,159	59,463	68,089	76,662	85,484	普通股股东权益	167,977	190,491	214,756	244,252	277,131	313,126
营业利润率	5.3%	5.3%	5.6%	5.9%	6.1%	6.3%	少数股东权益	70,805	100,508	126,974	144,118	164,561	188,137
营业外收支	611	954	702	500	600	700	负债股东权益合计	1,074,905	1,391,953	1,550,983	1,833,364	2,093,778	2,376,405
税前利润	47,697	52,113	60,165	68,589	77,262	86,184	比率分析						
利润率	5.4%	5.4%	5.7%	6.0%	6.2%	6.3%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-11,754	-10,941	-13,751	-15,775	-17,770	-19,822	每股指标						
所得税率	24.6%	21.0%	22.9%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益	0.869	0.996	1.090	0.850	0.930	1.019
净利润	35,943	41,172	46,414	52,813	59,491	66,362	每股净资产	5.599	6.350	7.159	8.142	9.238	10.438
少数股东损益	9,881	11,302	13,707	17,144	20,443	23,576	每股经营现金净流	1.815	3.572	-1.295	1.024	3.175	5.009
归属于母公司的净利润	26,062	29,870	32,707	35,669	39,049	42,786	每股股利	0.200	0.215	0.215	0.187	0.206	0.226
净利率	3.0%	3.11%	3.10%	3.1%	3.1%	3.1%	回报率						
							净资产收益率	15.52%	15.68%	15.23%	14.60%	14.09%	13.66%
							总资产收益率	2.42%	2.15%	2.11%	1.95%	1.86%	1.80%
							投入资本收益率	8.67%	7.03%	7.67%	7.00%	6.97%	7.11%
							增长率						
							主营业务收入增长率	10.07%	8.99%	9.83%	8.97%	9.07%	8.97%
							EBIT增长率	11.43%	-0.46%	25.53%	14.36%	15.01%	12.52%
							净利润增长率	15.47%	14.61%	9.50%	9.06%	9.47%	9.57%
							总资产增长率	16.95%	29.50%	11.42%	18.21%	14.20%	13.50%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	48.5	48.3	47.8	46.0	45.0	43.0
							存货周转天数	174.2	186.5	199.3	228.0	230.0	232.0
							应付账款周转天数	139.3	152.8	161.7	170.0	170.0	170.0
							固定资产周转天数	10.1	11.4	11.9	12.3	12.2	11.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	19.63%	10.61%	30.68%	60.53%	72.15%	72.12%
							EBIT利息保障倍数	6.9	7.1	7.3	7.1	5.7	5.5
							资产负债率	77.79%	79.09%	77.97%	78.82%	78.90%	78.91%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	6	13	27	44
增持	1	1	4	8	11
中性	1	1	2	3	4
减持	0	0	0	1	1
评分	1.60	1.38	1.42	1.44	1.37

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-08-02	买入	5.68	7.00~8.00
2	2018-08-29	买入	5.54	7.00~8.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH