天风证券 TF SECURITIES

中国建筑（601668）

证券研究报告
2018 年 11 月 05 日

订单增速稳健、现金流改善、费用率有所增加

公司发布公告，18 年三季度实现收入 8405.10 亿，同增 9.03%；实现归母净利润 272.99 亿，同增 5.88%。点评如下：

订单充足保障业务，房建订单增速稳健、基建订单下滑

公司 2018 前三季度新签建筑业务订单为 16639 亿，为 2017 年营收 1.58 倍,同增 3.80%，较 2018H1 同比增速增加 2.20 个百分点。其中房屋建筑业务订单 12270 亿，同增 12.50%，较 2018H1 提速 6.70 个百分点，预计房建订单增速未来将稳定增长。受今年基建投资增速快速下滑影响，基础设施业务订单 4282 亿,同减 15.20%，在中央稳增长目标下增速有望回升。

营收增速平稳，年末营收结构有望持续优化，毛利率提升

公司 2018 年前三季度实现营收 8405.10 亿，同增 9.03%，同比和环比都小幅下降。分业务看，房建业务实现营收 5219 亿，同增 7.4%；基础设施业务实现营收 1934 亿，同增 25.6%，但增速已较去年同期和今年上半年快速下降；地产业务实现营收 1181 亿，同增 3.2%，由于前三季度销售额同比增长 23.36%，预期四季度有望提速。营收 532 结构目标不断趋近。2018 前三季度，公司实现毛利率为 10.49%，较去年同期增加 0.93 个百分点，主要系地产业务毛利率同比提高 3.5 个百分点。

费用率有所增加，净利率较去年同期有所提高

公司前三季度期间费用率为 3.38%，较去年同期提高 0.59 个百分点。其中销售费用率为 0.28%,基本保持稳定；管理费用率为 1.95%，较去年同期提高 0.13 个百分点，主要系员工人数增加叠加薪酬增长机制;财务费用率为 1.15%,较去年同期提高 0.43 个百分点，主要系有息负债规模扩大，受到当前融资收紧的环境影响；研发费用率 0.15%，基本不变。资产减值损失占收入比为 0.27%，较去年同期减少 0.13 个百分点,主要系公司维持了去年同期对无形资产与投资性房地产的计提减值准备。综上，公司前三季度净利率为 4.50%，与去年同期持平；归母净利润同增 5.88%，较去年同期提高 1.78 个百分点，但较二季度下降 0.2 个百分点。

经营现金流净额改善，资产负债率小幅下降

公司前三季度收现比为 1.0027，较去年同期提高 3.57 个百分点，主要系应收账款同比减少 4.32 个百分点；付现比为 1.0802，较去年同期提高 4.34 个百分点，主要系预付账款较去年同期增加 55.04 个百分点。综上，2018 前三季度经营活动现金流净额为-649.57 亿，相比去年同期少流出 54.9 亿。公司 2018 前三季度资产负债率为 78.63%，较去年同期减少 0.75 个百分点，国资委考核下负债率有望持续下降。

投资建议：公司在手订单充足，业绩有保障。公司作为最大的建筑公司经营稳健，但难免会受到当前基建投资增速快速下滑的影响，我们小幅下调 2018-2020 年 EPS 为 0.84、0.92、0.99 元/股（原预测为 0.87、0.97、1.07 元/股），对应 PE 为 6.5、5.9、5.5 倍，维持“买入”评级。由于全社会固定资产投资增速下滑影响整个行业估值水平，我们将公司目标估值由 2018 年预测 EPS 对应的 9 倍微调至 8.2 倍（与公司近 9 个月平均 PE-TTM 接近），相应下调公司目标价调至 7 元（原目标价 7.7 元）。

风险提示：全社会固定资产投资增速持续下滑，项目推进不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	959,765.49	1,054,106.50	1,160,418.20	1,258,900.83	1,367,627.12
增长率(%)	8.99	9.83	10.09	8.49	8.64
EBITDA(百万元)	65,925.20	76,986.89	77,442.74	86,025.52	90,169.81
净利润(百万元)	29,870.10	32,941.80	35,304.58	38,534.91	41,495.62
增长率(%)	14.61	10.28	7.17	9.15	7.68
EPS(元/股)	0.71	0.78	0.84	0.92	0.99
市盈率(P/E)	7.65	6.93	6.47	5.93	5.50
市净率(P/B)	1.20	1.06	0.96	0.86	0.77
市销率(P/S)	0.24	0.22	0.20	0.18	0.17
EV/EBITDA	2.47	1.93	1.06	0.66	0.19

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/房屋建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.35 元
目标价格	7 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	41,985.17
流通 A 股股本(百万股)	41,624.38
A 股总市值(百万元)	224,620.68
流通 A 股市值(百万元)	222,690.46
每股净资产(元)	5.11
资产负债率(%)	78.63
一年内最高/最低(元)	10.85/4.91

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com
岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com
肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com
陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com

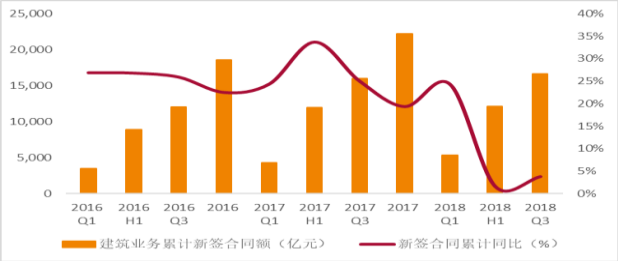
股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

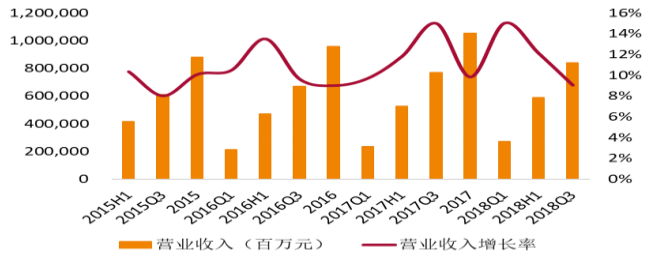
1 《中国建筑-半年报点评:利润增速略不及预期，基建边际好转下有望提速》2018-08-30
2 《中国建筑-年报点评报告:收入、利润稳健增长，地产业务利润率有所提升》2018-04-12
3 《中国建筑-公司点评:累计订单增速有所下降，商品房销售额增速成为亮点》2018-01-18

图 1：新签订单情况（单位：亿）



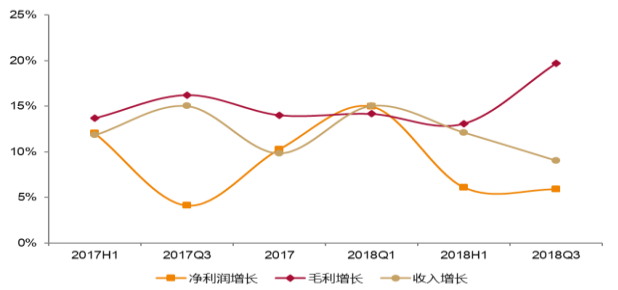
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：营收及其增长率



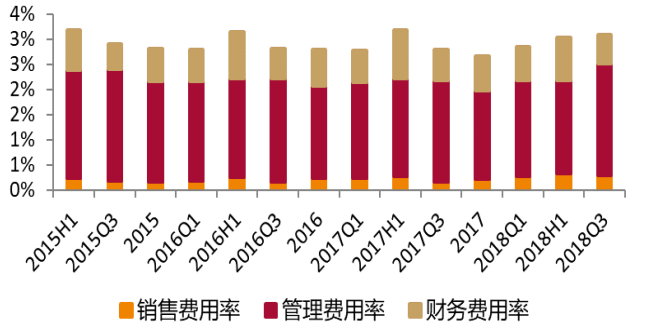
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：公司成长能力



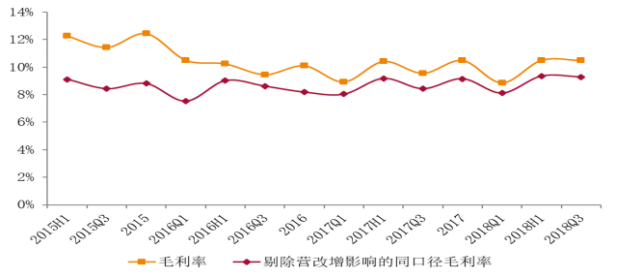
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：三项费用率



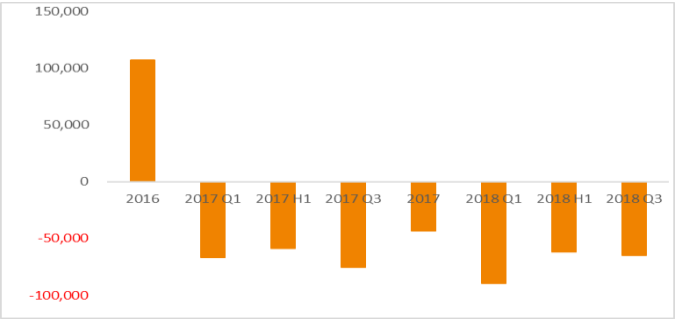
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：毛利率及 剔除营改增影响的同口径毛利率



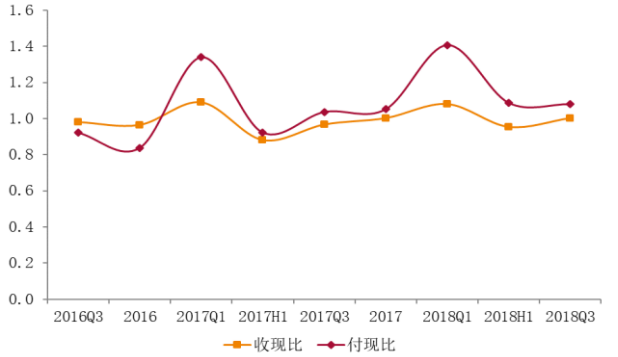
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：经营活动现金流净额（单位：百万）



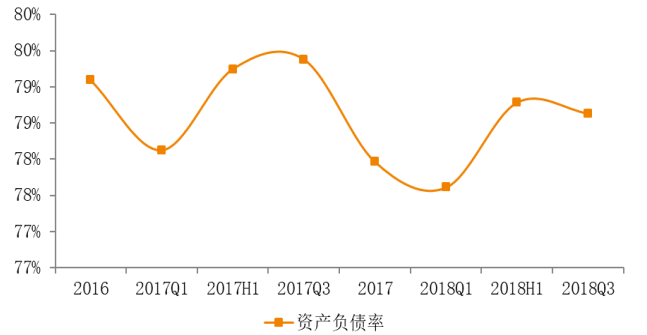
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：收付现比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	320,860.46	273,252.96	322,584.43	358,705.51	408,407.37
应收账款	188,138.76	193,260.95	219,332.19	226,158.17	256,929.56
预付账款	30,917.51	32,967.20	38,130.01	39,853.06	45,914.44
存货	494,268.89	535,887.23	587,497.32	619,035.02	681,457.90
其他	75,760.11	104,782.40	77,109.83	93,071.05	90,338.15
流动资产合计	**1,109,945.73**	**1,140,150.74**	**1,244,653.79**	**1,336,822.81**	**1,483,047.42**
长期股权投资	33,476.56	49,910.48	52,910.48	56,910.48	61,910.48
固定资产	30,026.03	34,395.28	37,711.65	39,827.59	41,129.92
在建工程	11,274.81	7,744.93	5,546.96	4,228.18	3,436.91
无形资产	12,122.13	11,222.86	10,862.32	10,491.97	10,111.81
其他	195,108.03	307,559.02	247,720.45	265,566.48	283,302.41
非流动资产合计	**282,007.55**	**410,832.57**	**354,751.86**	**377,024.70**	**399,891.53**
资产总计	**1,391,953.28**	**1,550,983.31**	**1,599,405.65**	**1,713,847.51**	**1,882,938.94**
短期借款	32,318.86	31,031.64	30,000.00	30,000.00	30,000.00
应付账款	454,501.47	505,859.59	557,264.06	602,755.12	666,695.25
其他	312,797.59	349,521.46	359,025.19	370,129.10	416,154.07
流动负债合计	**799,617.92**	**886,412.69**	**946,289.25**	**1,002,884.22**	**1,112,849.31**
长期借款	143,666.87	185,852.81	120,000.00	120,000.00	120,000.00
应付债券	121,232.47	97,945.75	120,000.00	130,000.00	140,000.00
其他	36,437.21	39,042.87	33,951.31	36,477.13	36,490.44
非流动负债合计	**301,336.55**	**322,841.43**	**273,951.31**	**286,477.13**	**296,490.44**
负债合计	**1,100,954.47**	**1,209,254.11**	**1,220,240.57**	**1,289,361.35**	**1,409,339.75**
少数股东权益	100,508.28	126,973.67	141,664.06	157,698.60	175,482.44
股本	30,000.00	30,000.00	41,985.17	41,985.17	41,985.17
资本公积	24,426.08	24,883.28	24,883.28	24,883.28	24,883.28
留存收益	142,616.57	168,507.85	195,515.85	224,802.38	256,131.58
其他	(6,552.11)	(8,635.61)	(24,883.28)	(24,883.28)	(24,883.28)
股东权益合计	**290,998.81**	**341,729.19**	**379,165.08**	**424,486.16**	**473,599.19**
负债和股东权益总	**1,391,953.28**	**1,550,983.31**	**1,599,405.65**	**1,713,847.51**	**1,882,938.94**

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**959,765.49**	**1,054,106.50**	**1,160,418.20**	**1,258,900.83**	**1,367,627.12**
营业成本	862,788.33	943,539.12	1,038,939.94	1,127,700.06	1,227,895.41
营业税金及附加	18,297.18	14,068.33	15,665.65	17,624.61	19,146.78
营业费用	3,207.61	3,487.82	3,597.30	3,902.59	4,239.64
管理费用	17,717.53	20,508.77	22,047.95	23,919.12	25,984.92
财务费用	8,114.44	9,939.51	11,211.78	12,996.78	9,900.00
资产减值损失	5,365.55	7,049.49	7,400.00	9,400.00	9,500.00
公允价值变动收益	746.46	(461.49)	(3,266.77)	1,397.86	740.34
投资净收益	6,137.48	4,410.92	5,000.00	5,000.00	5,000.00
其他	(13,767.88)	(8,133.70)	(3,466.46)	(12,795.71)	(11,480.69)
营业利润	**51,158.79**	**59,697.73**	**63,288.83**	**69,755.54**	**76,700.71**
营业外收入	1,225.86	1,050.16	1,000.00	800.00	600.00
营业外支出	271.86	348.27	291.17	303.77	314.40
利润总额	**52,112.79**	**60,399.61**	**63,997.65**	**70,251.77**	**76,986.31**
所得税	10,940.55	13,750.59	14,002.69	15,682.31	17,706.85
净利润	**41,172.24**	**46,649.02**	**49,994.97**	**54,569.46**	**59,279.46**
少数股东损益	11,302.14	13,707.22	14,690.39	16,034.54	17,783.84
归属于母公司净利	**29,870.10**	**32,941.80**	**35,304.58**	**38,534.91**	**41,495.62**
每股收益（元）	0.71	0.78	0.84	0.92	0.99

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	41,172.24	46,649.02	35,304.58	38,534.91	41,495.62
折旧摊销	6,793.38	7,729.30	2,942.14	3,273.20	3,569.10
财务费用	9,964.59	8,177.28	11,211.78	12,996.78	9,900.00
投资损失	(6,131.51)	(4,410.92)	(5,000.00)	(5,000.00)	(5,000.00)
营运资金变动	38,071.53	(178,232.33)	69,641.18	(12,094.22)	897.90
其它	17,177.63	76,630.71	11,423.62	17,432.40	18,524.18
经营活动现金流	**107,047.86**	**(43,456.93)**	**125,523.29**	**55,143.07**	**69,386.80**
资本支出	13,785.81	21,259.74	11,791.55	5,174.19	8,686.69
长期投资	7,150.46	16,433.93	3,000.00	4,000.00	5,000.00
其他	(25,668.39)	(83,374.00)	(7,600.02)	(21,831.16)	(24,312.55)
投资活动现金流	**(4,732.11)**	**(45,680.33)**	**7,191.53**	**(12,656.98)**	**(10,625.86)**
债权融资	352,871.73	382,662.04	322,862.81	338,782.73	349,825.79
股权融资	(6,875.48)	(10,072.25)	(14,251.19)	(11,813.45)	(8,752.41)
其他	(347,911.03)	(338,446.63)	(391,994.97)	(333,334.28)	(350,132.48)
筹资活动现金流	**(1,914.78)**	**34,143.16**	**(83,383.35)**	**(6,365.01)**	**(9,059.10)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**100,400.97**	**(54,994.11)**	**49,331.47**	**36,121.08**	**49,701.85**

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	8.99%	9.83%	10.09%	8.49%	8.64%
营业利润	8.65%	16.69%	6.02%	10.22%	9.96%
归属于母公司净利	14.61%	10.28%	7.17%	9.15%	7.68%
获利能力					
毛利率	10.10%	10.49%	10.47%	10.42%	10.22%
净利率	3.11%	3.13%	3.04%	3.06%	3.03%
ROE	15.68%	15.34%	14.87%	14.44%	13.92%
ROIC	57.59%	61.32%	62.84%	70.30%	70.08%
偿债能力					
资产负债率	79.09%	77.97%	76.29%	75.23%	74.85%
净负债率	122.09%	125.02%	145.94%	135.41%	124.97%
流动比率	1.39	1.29	1.32	1.33	1.33
速动比率	0.77	0.68	0.69	0.72	0.72
营运能力					
应收账款周转率	5.68	5.53	5.63	5.65	5.66
存货周转率	2.18	2.05	2.07	2.09	2.10
总资产周转率	0.78	0.72	0.74	0.76	0.76
每股指标（元）					
每股收益	0.71	0.78	0.84	0.92	0.99
每股经营现金流	2.55	-1.04	2.99	1.31	1.65
每股净资产	4.54	5.12	5.66	6.35	7.10
估值比率					
市盈率	7.65	6.93	6.47	5.93	5.50
市净率	1.20	1.06	0.96	0.86	0.77
EV/EBITDA	2.47	1.93	1.06	0.66	0.19
EV/EBIT	2.75	2.14	1.11	0.69	0.20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com