

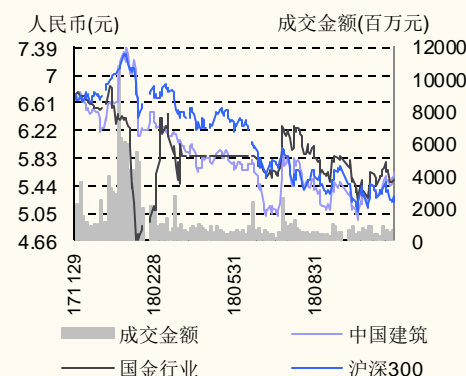
中国建筑 (601668.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.64 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)	236,796.38
年内股价最高最低 (元)	7.41/4.96
沪深 300 指数	3137.65
上证指数	2567.44



相关报告

1. 《业绩增速边际改善, PB 估值低于 1 的龙头-《2018-11-0...》, 2018.11.1
2. 《去杠杆紧信用背景下不错的成绩, 静待 H2 宏观改善兑现-《201...》, 2018.8.29
3. 《稳如泰山步步高, 低估龙头待修复-《2018-08-01 公司深...》, 2018.8.2

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

刘妍雪 联系人
 liuyanxue@gjzq.com.cn

进入高质量发展阶段, 限制性股票计划显信心

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	6.64	6.06	5.53
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

事件简评

- 公司 11 月 17 日公告第三期 A 股限制性股票计划草案修订稿, 公司拟采取回购本公司股份或者法律/行政法规允许的其他方式作为授予股票来源。

经营分析

- 央企去杠杆倒逼公司改善经营质量, 公司未来将进入高质量发展阶段。目前央企处于去杠杆大背景下, 我们判断将倒逼公司 2018-2020 年三年经营质量将逐步提升。根据我们测算, 假设 2020 年公司合并报表资产负债率目标为 75% 时, 当 2018-2020 年累计股权融资规模 (包括少数股东出资) 为 400 亿元, 净利润年复合增速为 10% 时, 2018-2020 年公司的总负债净增加额上限为 426 亿元。在此基础上, 我们将公司的总负债分拆为“产业链负债”、并表负债和融资性负债, 产业链负债一般随着经营规模的扩大而扩大, 公司历史上每年新增的“产业链负债”的最低规模为 500 亿元, 若假设未来产业链负债每年新增规模保持该水平, 则意味着公司的融资性负债和并表负债未来 3 年累计要下降 1074 亿元, 这势必需要改善公司的经营性现金流。若公司在去杠杆目标硬约束下想要提升总负债净增加额的上限, 则需要加大股权融资规模或提升业绩复合增速, 而无论采取何种方式加大股权融资规模都会稀释 EPS 而造成二级市场股价承压, 只有提升业绩增速的途径才是同时满足去杠杆约束和二级市场约束的最佳方式。因此, 无论是经营现金流改善抑或是业绩增速提升均将改善公司的经营质量。
- 回购股票带来阶段性增量资金, 解锁业绩增长目标不低于 9.5% 彰显信心。根据公告, 本次计划获授限制性股票的激励对象不超过 2200 人, 授予总股数不超过 6.6 亿股, 授予总股数占公司股本总额的比例不超过 1.6%。若采取回购方式, 按照 11 月 28 日收盘价 5.58 元计算, 公司将耗资约 36.8 亿元用于回购股票。当限售期结束后, 公司需每年解锁的限制性股票计提成本, 计提的成本大约为每年解锁的股票数量 * (授予日股价 - 授予价格), 我们判断对公司未来业绩整体影响较小。此次限制性股票激励计划解锁条件为解锁前 1 年 ROE 不低于 13.5%, 净利润增速不低于 9.5%, 从内部激励上划定了未来业绩增长底。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 2018/2019 年 EPS 0.85/0.93 元, 考虑到公司低估值高股息率, 近期地产融资边际改善, 维持买入评级。

风险提示: 宏观经济政策变动风险, 地产下行风险, 应收账款风险等

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	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
增长率		9.0%	9.8%	9.0%	9.1%	9.0%
主营业务成本	771,039	862,788	943,539	1,022,852	1,111,306	1,207,572
%销售收入	87.6%	89.9%	89.5%	89.1%	88.7%	88.5%
毛利	109,538	96,977	110,567	125,756	141,460	157,538
%销售收入	12.4%	10.1%	10.5%	10.9%	11.3%	11.5%
营业税金及附加	-31,962	-18,297	-14,068	-16,081	-17,539	-19,112
%销售收入	3.6%	1.9%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	-2,370	-3,208	-3,488	-3,790	-4,134	-4,505
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-17,186	-17,718	-20,509	-22,972	-24,429	-26,620
%销售收入	2.0%	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	58,020	57,755	72,502	82,913	95,359	107,302
%销售收入	6.6%	6.0%	6.9%	7.2%	7.6%	7.9%
财务费用	-8,426	-8,114	-9,940	-11,744	-16,821	-19,596
%销售收入	1.0%	0.8%	0.9%	1.0%	1.3%	1.4%
资产减值损失	-3,756	-5,366	-7,049	-6,080	-6,276	-6,621
公允价值变动收益	-608	746	-461	-400	400	400
投资收益	1,855	6,137	4,411	3,400	4,000	4,000
%税前利润	3.9%	11.8%	7.3%	5.0%	5.2%	4.6%
营业利润	47,085	51,159	59,463	68,089	76,662	85,484
营业利润率	5.3%	5.3%	5.6%	5.9%	6.1%	6.3%
营业外收支	611	954	702	500	600	700
税前利润	47,697	52,113	60,165	68,589	77,262	86,184
利润率	5.4%	5.4%	5.7%	6.0%	6.2%	6.3%
所得税	-11,754	-10,941	-13,751	-15,775	-17,770	-19,822
所得税率	24.6%	21.0%	22.9%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	35,943	41,172	46,414	52,813	59,491	66,362
少数股东损益	9,881	11,302	13,707	17,144	20,443	23,576
归属于母公司的净利润	26,062	29,870	32,707	35,669	39,049	42,786
净利率	3.0%	3.11%	3.10%	3.1%	3.1%	3.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	35,943	41,172	46,649	52,813	59,491	66,362
少数股东损益	9,881	11,302	13,707	17,144	20,443	23,576
非现金支出	9,208	11,187	13,442	10,974	12,251	13,676
非经营收益	6,849	123	903	14,544	18,025	20,528
营运资金变动	2,465	54,686	-99,856	-47,626	5,489	49,698
经营活动现金净流	54,464	107,168	-38,863	30,706	95,256	150,265
资本开支	-12,599	-10,866	-16,406	-8,343	-10,157	-10,206
投资	-4,431	-7,355	-20,309	-131,000	-144,000	-156,000
其他	-964	3,738	-8,965	3,000	4,400	4,400
投资活动现金净流	-17,994	-14,484	-45,680	-136,343	-149,757	-161,806
股权募资	15,356	813	19,425	0	0	0
债权募资	31,150	25,252	37,149	139,636	90,966	51,554
其他	-18,829	-23,594	-24,654	-27,252	-31,465	-35,013
筹资活动现金净流	27,677	2,471	31,920	112,384	59,501	16,541
现金净流量	64,148	95,154	-52,623	6,747	5,000	5,000

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	216,410	320,860	273,253	280,000	285,000	290,000
应收款项	156,465	196,987	210,199	221,140	233,289	242,582
存货	387,589	494,269	535,887	638,932	700,275	767,553
其他流动资产	72,002	97,829	120,812	145,789	176,919	215,777
流动资产	832,467	1,109,946	1,140,151	1,285,861	1,395,483	1,515,911
%总资产	77.4%	79.7%	73.5%	70.1%	66.6%	63.8%
长期投资	188,149	216,183	343,293	474,293	618,293	774,293
固定资产	34,580	41,301	42,140	45,673	49,925	53,098
%总资产	3.2%	3.0%	2.7%	2.5%	2.4%	2.2%
无形资产	11,428	14,694	13,792	13,815	13,838	13,860
非流动资产	242,438	282,008	410,833	547,502	698,295	860,494
%总资产	22.6%	20.3%	26.5%	29.9%	33.4%	36.2%
资产总计	1,074,905	1,391,953	1,550,983	1,833,364	2,093,778	2,376,405
短期借款	64,920	87,972	98,863	155,866	184,429	192,280
应付款项	489,147	653,902	710,582	787,572	869,036	986,002
其他流动负债	56,183	57,744	76,967	96,202	131,084	185,806
流动负债	610,251	799,618	886,413	1,039,640	1,184,549	1,364,089
长期贷款	98,325	143,667	185,853	265,853	325,853	365,853
其他长期负债	127,546	157,670	136,989	139,501	141,684	145,201
负债	836,122	1,100,954	1,209,254	1,444,994	1,652,086	1,875,143
普通股股东权益	167,977	190,491	214,756	244,252	277,131	313,126
少数股东权益	70,805	100,508	126,974	144,118	164,561	188,137
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
比率分析						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.869	0.996	1.090	0.850	0.930	1.019
每股净资产	5.599	6.350	7.159	8.142	9.238	10.438
每股经营现金净流	1.815	3.572	-1.295	1.024	3.175	5.009
每股股利	0.200	0.215	0.215	0.187	0.206	0.226
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%

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	1	11	14	31	48
增持	0	4	4	11	12
中性	0	2	2	4	4
减持	0	0	0	0	1
评分	1.00	1.47	1.40	1.41	1.35

来源：朝阳永续

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。

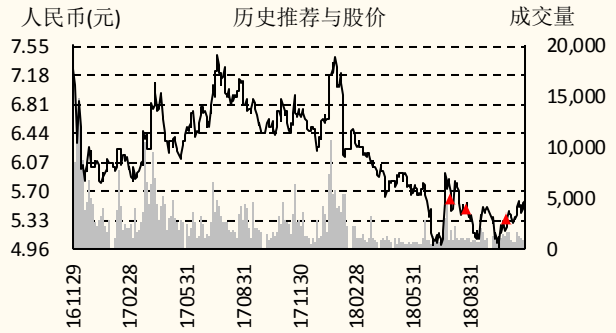
最终评分与平均投资建议对照：

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
3	2018-11-01	买入	5.38	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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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