

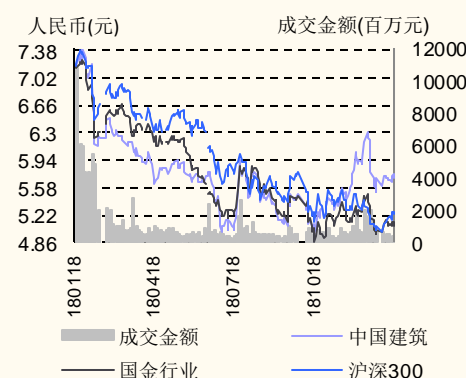
# 中国建筑 (601668.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.70 元  
 目标价格 (人民币): 7.00-7.00 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)	239,315.49
年内股价最高最低 (元)	7.41/4.96
沪深 300 指数	3111.42
上证指数	2559.64



## 业绩增长超预期，创建世界一流企业在路上

### 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	0.898	0.986	1.083
每股净资产 (元)	6.35	7.16	8.21	9.38	10.67
每股经营性现金流 (元)	3.57	-1.30	1.03	3.26	5.13
市盈率 (倍)	8.90	8.27	6.35	5.78	5.26
净利润增长率 (%)	14.61%	9.50%	15.22%	9.82%	9.86%
净资产收益率 (%)	15.68%	15.23%	15.30%	14.70%	14.20%
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

- 公司预计 2018 年归母业绩同增 10.2%-19.9%，超出市场预期。

### 经营分析

- 公司业绩超预期，基建复苏提振订单，地产解绑修复估值。1) 公司预计 2018 年归母业绩达 363-395 亿元，同增 10.2%-19.9%，业绩增速中枢达 15.1%，超出 wind 一致预期 (10%)。Q4 业绩达 90-120 亿元，同增 26%-70%，业绩增长明显提速。2) ①2018 年 1-11 月公司新签订单同增 6.3%，主要受基建订单增速 (-17%) 拖累，我们认为基建补短板将贯穿 2019 年，公司将深度受益基建复苏，基建订单有望回暖；②自菏泽取消限售起，近期多个城市对地产政策进行微调，2019 年地产行业“因城施策”将贯穿全年，地产调控或边际宽松，有望修复公司估值。
- 限制性激励计划彰显中长期信心；创世界一流企业改革有望提速。1) 12 月 26 日，公司第三期限限制性股票计划规定的限制性股票完成授予，授予价格 3.468 元/股，本次激励对象为 2081 人，授予数量月 6 亿股，占总股本的 1.4%。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。目前公司回购股票已完成，回购均价为 6.18 元/股高于当前股价，我们认为当前股价存较强安全边际。2) 国资委选定中国建筑等 10 家单位，作为创建世界一流示范企业，示范企业可自主决策、综合运用混改、员工持股、股权激励等各项国企改革政策，我们认为公司未来经营效率有望持续提升。
- 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。我们持续从央企去杠杆推荐建筑央企。1 月 14-15 日，中央企业、地方国资委负责人会议在京召开，国资委表示，今年将加大对央企金融业务和债务风险的管控，强调坚决完成负债率管控目标。目前央企去杠杆仍旧为央企发展的第一目标。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。而若公司希望在去杠杆的强约束下留有更大的负债增加额，则公司势必改善经营质量。公司 2018 年业绩中高速增长或成为未来趋势。

**盈利预测与投资建议:** 考虑公司业绩超预期，我们上调公司盈利预测，预计公司 2018/2019 年 EPS 为 0.9/0.99 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

### 相关报告

1. 《进入高质量发展阶段，限制性股票计划显信心-《2018-11-...》》，2018.11.29
2. 《业绩增速边际改善，PB 估值低于 1 的龙头-《2018-11-0...》》，2018.11.1
3. 《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
4. 《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

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	1,184,480	1,289,793	1,403,465
增长率		9.0%	9.8%	12.4%	8.9%	8.8%
主营业务成本	-771,039	-862,788	-943,539	-1,054,584	-1,143,823	-1,241,065
%销售收入	87.6%	89.9%	89.5%	89.0%	88.7%	88.4%
毛利	109,538	96,977	110,567	129,896	145,970	162,400
%销售收入	12.4%	10.1%	10.5%	11.0%	11.3%	11.6%
营业税金及附加	-31,962	-18,297	-14,068	-16,583	-18,057	-19,649
%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	-3,909	-4,256	-4,631
%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	-23,690	-25,151	-27,368
%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	85,715	98,506	110,753
%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	-11,741	-16,759	-19,401
%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	-6,270	-6,452	-6,789
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%	4.8%	5.0%	4.5%
营业利润	47,085	51,159	59,463	70,705	79,695	88,963
营业利润率	5.3%	5.3%	5.6%	6.0%	6.2%	6.3%
营业外收支	611	954	702	500	600	700
税前利润	47,697	52,113	60,165	71,205	80,295	89,663
利润率	5.4%	5.4%	5.7%	6.0%	6.2%	6.4%
所得税	-11,754	-10,941	-13,751	-16,377	-18,468	-20,622
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	54,828	61,827	69,040
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	37,683	41,384	45,464
净利率	3.0%	3.11%	3.10%	3.2%	3.2%	3.2%

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	54,828	61,827	69,040
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	11,164	12,426	13,844
非经营收益	6,849	123	903	14,541	17,963	20,333
营运资金变动	2,465	54,686	-99,856	-49,650	5,699	50,790
经营活动现金净流	54,464	107,168	-38,863	30,883	97,915	154,007
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	139,456	88,246	47,617
其他	-18,829	-23,594	-24,654	-27,249	-31,403	-34,818
筹资活动现金净流	27,677	2,471	31,920	112,207	56,842	12,798
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
应收账款	156,465	196,987	210,199	228,047	240,184	249,398
存货	387,589	494,269	535,887	658,754	720,765	788,841
其他流动资产	72,002	97,829	120,812	146,900	178,057	216,949
流动资产	832,467	1,109,946	1,140,151	1,313,700	1,424,007	1,545,187
%总资产	77.4%	79.7%	73.5%	70.6%	67.1%	64.2%
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%	29.4%	32.9%	35.8%
资产总计	1,074,905	1,391,953	1,550,983	1,861,203	2,122,302	2,405,681
短期借款	64,920	87,972	98,863	155,685	181,528	185,442
应付款项	489,147	653,902	710,582	812,049	894,535	1,013,459
其他流动负债	56,183	57,744	76,967	97,712	132,640	187,417
流动负债	610,251	799,618	886,413	1,065,446	1,208,704	1,386,317
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	139,520	141,704	145,221
负债	836,122	1,100,954	1,209,254	1,470,819	1,676,260	1,897,391
普通股股东权益	167,977	190,491	214,756	246,266	281,481	320,154
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	1,861,203	2,122,302	2,405,681

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.869	0.996	1.090	0.898	0.986	1.083
每股净资产	5.599	6.350	7.159	8.209	9.383	10.672
每股经营现金净流	1.815	3.572	-1.295	1.029	3.264	5.134
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%	15.30%	14.70%	14.20%
总资产收益率	2.42%	2.15%	2.11%	2.02%	1.95%	1.89%
投入资本收益率	8.67%	7.03%	7.67%	7.22%	7.19%	7.34%
增长率						
主营业务收入增长率	10.07%	8.99%	9.83%	12.37%	8.89%	8.81%
EBIT增长率	11.43%	-0.46%	25.53%	18.22%	14.92%	12.43%
净利润增长率	15.47%	14.61%	9.50%	15.22%	9.82%	9.86%
总资产增长率	16.95%	29.50%	11.42%	20.00%	14.03%	13.35%
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	11.9	11.9	11.5
偿债能力						
净负债/股东权益	19.63%	10.61%	30.68%	60.18%	70.79%	69.78%
EBIT利息保障倍数	6.9	7.1	7.3	7.3	5.9	5.7
资产负债率	77.79%	79.09%	77.97%	79.03%	78.98%	78.87%

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	0	3	13	23	52
增持	0	1	4	8	15
中性	0	2	2	4	6
减持	0	0	0	0	1
评分	0.00	1.83	1.42	1.46	1.41

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
4	2018-11-29	买入	5.58	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