

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

建筑装饰

建筑施工

**中国建筑 (601668)**

重大事件快评

**买入**

(维持评级)

2019年01月21日

# 2018年业绩超预期，有望维持高分红

证券分析师：周松

021-60875163

zhousong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518030001

联系人：江剑

021-60933161

jiangjian@guosen.com.cn

## 事项：

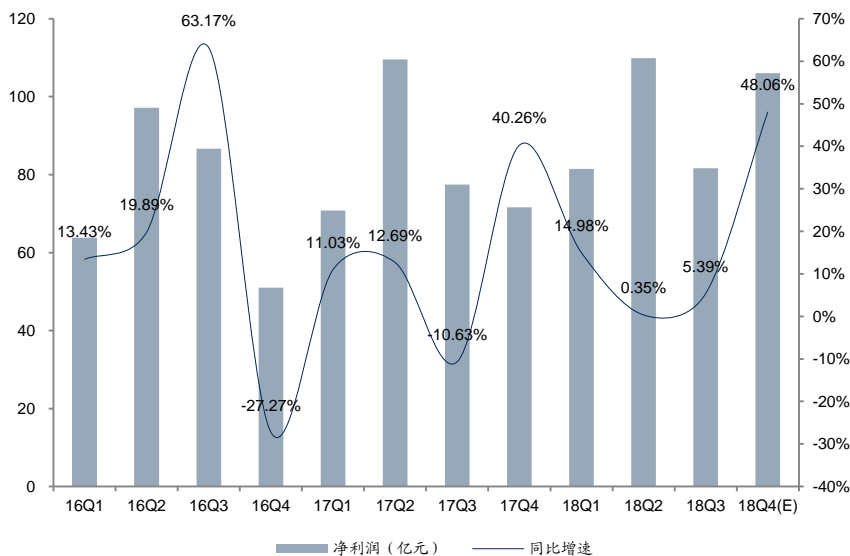
公司近期发布**2018年年度业绩预增公告**。预计2018年年度实现归属于上市公司股东的净利润为363亿元至395亿元，与上年同期相比将增加33.6亿元到65.6亿元，同比增加10.2%到19.9%。

## 评论：

### ■ 四季度业绩增长大幅提速，全年业绩或超预期

根据公司三季报披露，前三季度归母净利润为272.99亿，据此推算公司四季度实现归母净利润为90.01亿至122.01亿，同比增长25.71%至70.41%。公司第一、二、三季度的净利润增速分别为14.98%、0.35%和5.39%，如果四季度的业绩增长取中位数增长率48.06%，相对前三季度明显有大幅的提速，这也是近两年公司业绩最好的单季度。四季度业绩增长大幅提速可能来源于年底项目集中结算回款、补短板政策下项目资金落地加快等因素。

图1：公司四季度业绩增长大幅提速



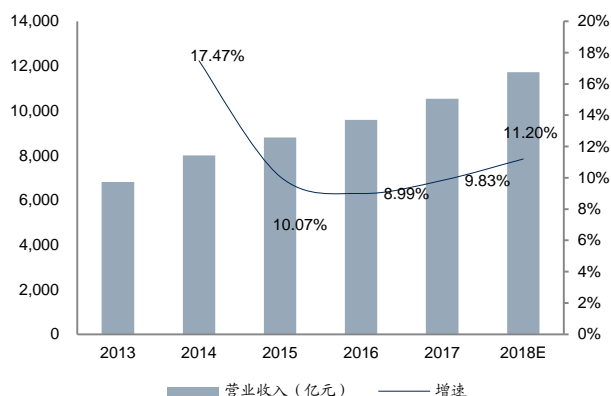
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

2017年公司完成营业收入10541.07亿元，同比增长9.83%；实现归母净利润329.42亿元，同比增长10.28%。

在2018年去杠杆、基建投资下滑等诸多不利因素影响下，公司的业绩增长动力依然强劲，全年业绩水平有望超预期。

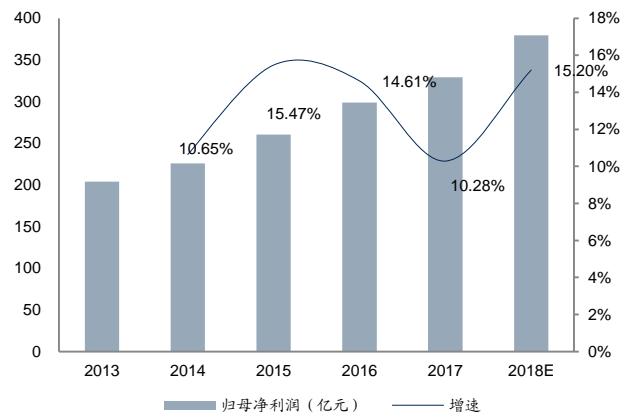
期。我们预计公司 2018 年将实现营业收入 11721.29 亿元，同比增长 11.20%，实现归母净利润 379.54 亿元，同比增长 15.20%。

图 2: 公司近几年营收情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理及预测

图 3: 公司近几年净利润情况

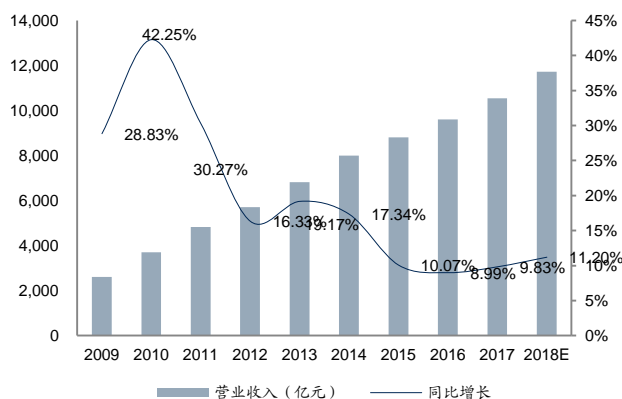


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理及预测

### ■ 上市至今经营业绩稳健，分红稳定比例高

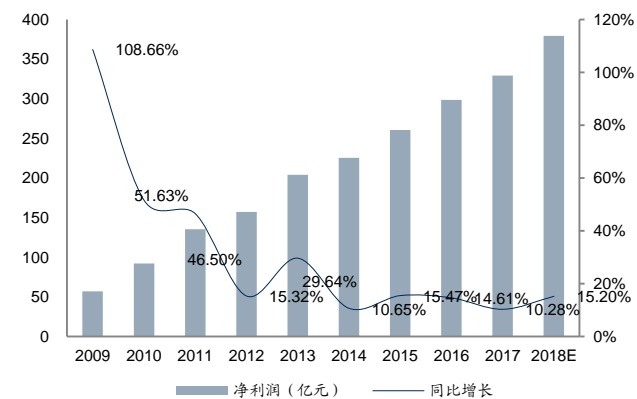
公司自上市以来业绩持续稳健增长，营收连续十年保持正增长，十年内 CAGR 达到 20.1%；净利润十年增长 6.62 倍，十年内 CAGR 达到 28.2%。

图 4: 公司上市至今营收连续保持正增长



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理及预测

图 5: 公司净利润十年增长 6.62 倍



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理及预测

从上市之初的高速发展，到目前公司已进入稳健增长的阶段。近三年公司保持着较高的分红比例，股息率稳定在 4% 左右，现金分红比例稳定在 20% 左右，从股息率上看公司是近几年龙头建筑企业中分红比例最高的。考虑到 2018 年业绩的超预期，分红有望继续保持在较高的水平。

表 1: 中国建筑近几年的股息率在八大央企中是最高的

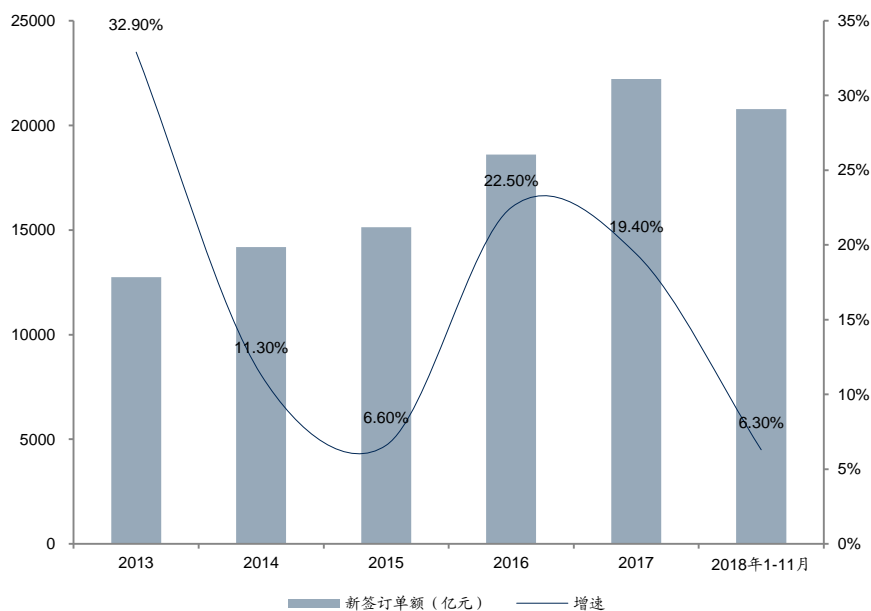
公司名称	股息率 (%)			现金分红比例 (%)		
	2017	2016	2015	2017	2016	2015
中国建筑	4.17	4.17	3.88	19.57	21.59	23.02
葛洲坝	3.87	2.97	2.53	26.35	27.94	30.03
中国中冶	2.04	1.80	1.65	23.25	23.13	21.89
中国交建	1.89	1.52	1.48	19.01	18.78	19.62
中国电建	1.87	1.72	1.55	19.22	19.30	20.23
中国化学	1.62	1.84	1.48	30.09	30.09	15.10
中国铁建	1.57	1.39	1.30	15.22	15.52	16.11
中国中铁	1.45	1.13	1.10	16.07	16.07	16.03

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### ■ 房建夯实主业, 在手订单充沛

公司 2018 年 1-11 月新签工程订单额 20778 亿, 同比增长 6.3%; 其中房建订单 15413 亿, 同比增长 17.7%, 在总订单中占比 74.18%; 基建订单 5249 亿, 受到基建投资整体回落影响, 同比下降 17.2%; 房地产业务实现合约销售额 2682 亿, 同比增长 28.2%。

图 6: 公司 2018 年 1-11 月新签工程订单同比增长 6.3%



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

因为公司未公告最新的在手订单余额(未完工订单)的情况, 我们根据公司近几年的新签工程订单和工程营收情况做了一个粗略测算。公司在路演材料中披露, 2017 年上半年在手工程订单余额(基建和房建)为 28995 亿元, 测算结果显示, 截至 2018 年 11 月底, 公司在手工程订单余额大约有 48550 亿元, 是 2017 年总营收的 4.61 倍。目前在手订单充沛, 公司未来业绩有较为充分的保障。

**表 2: 公司剩余合同金额数**

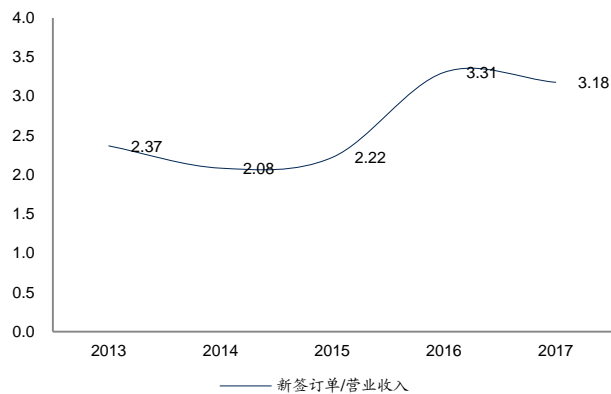
项目	金额 (亿元)
<b>2017 年上半年剩余合同总额</b>	<b>28995</b>
减: 2017 年下半年工程领域营业收入	4304
加: 2017 年下半年新签工程合同额	10261
<b>2017 年剩余合同总额 (预计)</b>	<b>34952</b>
减: 2018 年前三季度工程领域营业收入	7153
加: 2018 年 1-11 月新签工程合同额	20778
<b>截至 2018 年 11 月底剩余合同总额 (预计)</b>	<b>48550</b>

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

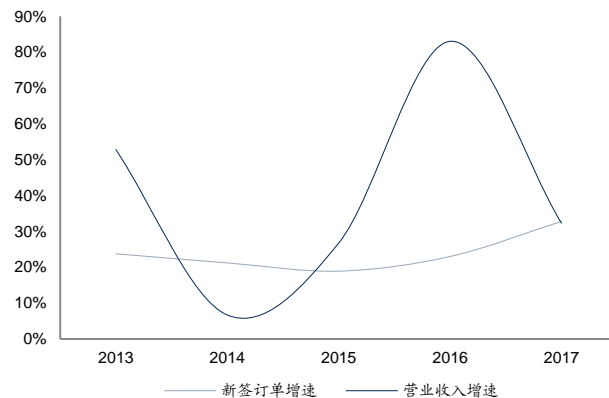
## ■ 基建和房地产业务板块被低估

### 高增长基建板块被低估

公司一直稳居房建板块龙头, 但近几年快速增长的基建业务显然没有得到相应的估值。具体来看, 公司 2017 年基建板块贡献毛利润 177.34 亿元, 占比总毛利润的 16%。考虑到公司基建业务的营收增速远低于订单增速, 未来随着基建订单的落地, 基建贡献的利润比例将会进一步提高。而基建板块当前的平均估值约为 12 倍, 明显高于公司的估值。

**图 7: 公司近几年新签基建订单均在当年营收的 2 倍以上**


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

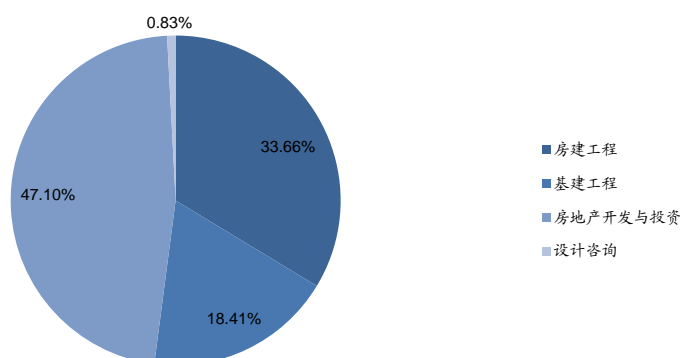
**图 8: 公司基建营收增速远低于基建订单增速**


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

### 高盈利地产板块估值低

公司的房地产业务主要依托旗下的中海地产展开, 是公司盈利能力最强的业务板块, 为公司贡献了将近一半的利润。

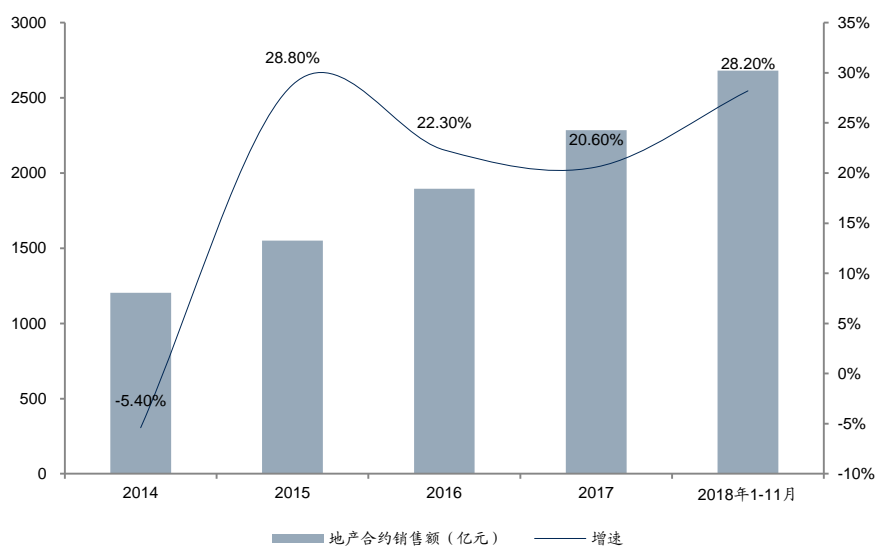
图 9：公司 2017 年地产板块贡献了 47.1%的毛利润



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2017 年，公司房地产业务在行业持续景气的带动下，业绩实现高速增长，完成合约销售额 2286 亿元，在所有房企中排名第七位，同比增长 20.6%，近三年 CAGR 达到 23.86%；受益于土地储备充足，公司 2018 年 1-11 月合约销售继续保持高增长，完成合约销售额 2682 亿元，同比增长 28.2%，业绩增长加速趋势明显。

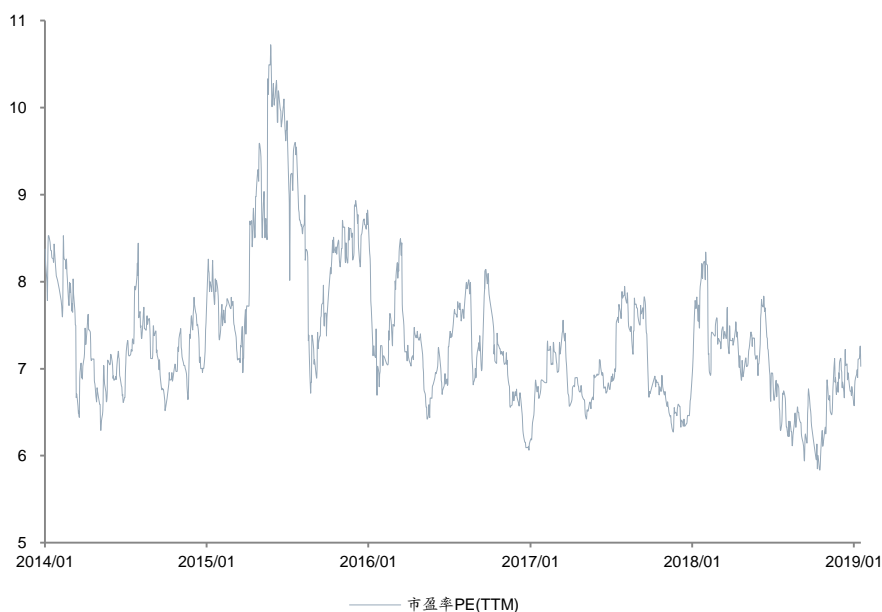
图 10：公司地产业务最近一年增长明显加速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

尽管中海地产业绩稳健、基本面优异，但目前其估值只有 7 倍左右，处在绝对的估值低点，距离历史估值中枢还存在一定上涨空间。

图 11: 公司地产板块当前的估值较低



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

### ■ 第三期股权激励计划规模空前，保障三年业绩稳健增长

公司于 2018 年底完成了第三期限制性股票激励计划的授予工作，以 3.468 元/股的价格向 2,081 名激励对象授予 A 股普通股股票 59,991 万股，占总股本的 1.43%，规模远超前两次股权激励计划。股票限售期为两年，期满后分三年解锁。限制性股票的解锁条件为 1) 净资产收益率不低于 13.5%；2) 净利润三年复合增长率不低于 9.5%；3) 完成经济增加值（EVA）考核目标。总的来说，该计划设定的考核目标基本符合我们对公司未来的业绩和财务预期，有利于充分激发核心员工活力，保障未来三年公司业绩的稳健增长。

表 3: 公司第三期股权激励计划的规模远超前两次

项目	第一期	第二期	第三期
授予人数	686	1575	2081
授予价格（元/股）	1.79	4.87	3.468
授予数量（万股）	14678	26013	59991
授予数量占比	0.49%	0.87%	1.43%
限售期	2 年	2 年	2 年
解锁期	3 年	3 年	3 年

资料来源: 公司公告，国信证券经济研究所整理

### ■ 盈利预测

我们将公司各业务进行分拆，具体每项的预测如下。

核心假设:

- (1) 房建业务趋于平稳, 保持稳健增长;
- (2) 基建业务在充沛订单的推动下, 实现较快增长, 毛利率稳中有升;
- (3) 房地产业务受益于土地储备充足, 保持较快增长, 毛利率趋于稳定;
- (4) 勘察设计及其他业务稳中向好, 增速与整体业务持平。

**表 4: 公司业务收入拆分 (亿元)**

收入预测	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>房建工程</b>					
收入	6,202.25	6,250.84	6594.64	6957.34	7305.21
增长率	5.43%	0.78%	5.50%	5.50%	5.00%
毛利率	6.30%	5.60%	5.60%	5.60%	5.50%
<b>基建工程</b>					
收入	1,739.00	2,309.21	2701.78	3134.06	3604.17
增长率	22.99%	32.79%	17.00%	16.00%	15.00%
毛利率	7.60%	7.70%	7.70%	7.80%	7.80%
<b>房地产开发与投资</b>					
收入	1,519.78	1,792.04	2078.77	2390.58	2701.36
增长率	6.76%	17.91%	16.00%	15.00%	13.00%
毛利率	26.70%	29.10%	29.50%	29.00%	29.00%
<b>勘察设计</b>					
收入	73.40	81.75	94.01	108.11	124.33
增长率	12.73%	11.38%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	18.30%	14.40%	14.40%	15.00%	15.00%
<b>其他业务</b>					
收入	192.12	229.19	252.11	277.32	305.05
增长率	40.66%	19.30%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	19.20%	24.60%	24.60%	25.00%	25.00%
<b>合计</b>					
收入	9,597.67	10,541.07	11,721.30	12,867.42	14,040.12
增长率	8.99%	9.83%	11.20%	9.78%	9.11%
毛利率	8.86%	9.44%	10.80%	10.98%	11.12%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

根据公司的业务和订单情况, 预计公司 2018-2020 年净利润分别 379.54/420.28/462.82 亿元, 分别同比增长 15.2%/10.7%/10.1%, 对应的 EPS 为 0.90/1.00/1.10 元, PE 分别为 6.3/5.7/5.2 倍。

	盈利预测和财务指标				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	959,765	1,054,107	1,172,129	1,286,741	1,404,011
(+/-)%	9.0%	9.8%	11.2%	9.8%	9.1%
净利润(百万元)	29870	32942	37954	42028	46282
(+/-)%	14.6%	10.3%	15.2%	10.7%	10.1%
摊薄每股收益(元)	0.71	0.78	0.90	1.00	1.10
EBIT Margin	6.0%	6.9%	7.2%	7.2%	7.2%
净资产收益率(ROE)	15.7%	15.3%	17.3%	18.8%	20.2%
市盈率 PE	8.0	7.3	6.3	5.7	5.2
EV/EBITDA	19.7	18.1	17.2	16.5	16.0
市净率(PB)	1.26	1.11	1.09	1.07	1.05

来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## ■ 估值与投资建议

### 可比公司估值

中国建筑的同业可比公司主要是建筑行业的龙头企业，根据 wind 一致预期数据，同行业可比公司 2018 年市盈率估值均值为 14.22 倍，我们预测公司对应的估值为 6.30 倍，低于行业估值中枢水平。

表 5: 行业同类公司估值比较 (截至 2019 年 1 月 17 日)

公司代码	公司名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS 2018E	PE 2018E	投资评级
600170.SH	上海建工	3.08	274.26	0.32	9.63	无评级
600491.SH	龙元建设	6.36	97.29	0.60	10.60	无评级
600939.SH	重庆建工	4.78	86.73	0.20	23.90	无评级
002062.SZ	宏润建设	3.98	43.88	0.31	12.84	无评级
600512.SH	腾达建设	2.30	36.77	0.12	19.17	无评级
601789.SH	宁波建工	3.26	31.82	0.25	13.04	无评级
000090.SZ	天健集团	4.99	71.72	0.48	10.40	无评级
	平均	4.11	91.78	0.33	14.22	--
601668.SH	中国建筑	5.70	2393.15	0.90	6.30	买入

资料来源: wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理预测 (除中国建筑外其他可比公司数据均来自于 wind 一致预期)

### 投资评级与建议

公司为建筑行业的绝对龙头，2018 年四季度业绩增长提速，全年业绩或超预期，高分红比例有望继续维持；公司整体估值偏低，其中高成长的基建板块和高盈利能力的地产板块均被市场低估，未来随着业绩逐渐释放，估值有望得到修复。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.90/1.00/1.10 元，PE 分别为 6.3/5.7/5.2 倍。维持“买入”评级。

## ■ 风险提示

应收账款坏账风险，固定资产投资放缓等。



## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	273253	270174	270174	270174
应收款项	210199	233734	256588	279973
存货净额	535887	595574	652450	710913
其他流动资产	67702	64070	70334	76745
<b>流动资产合计</b>	<b>1140151</b>	<b>1216661</b>	<b>1302657</b>	<b>1390915</b>
固定资产	42140	45594	49098	51463
无形资产及其他	11223	10774	10325	9876
投资性房地产	307559	307559	307559	307559
长期股权投资	49910	66344	82778	99212
<b>资产总计</b>	<b>1550983</b>	<b>1646933</b>	<b>1752417</b>	<b>1859025</b>
短期借款及交易性金融负债	98863	135462	148189	159066
应付款项	449302	499345	547032	596049
其他流动负债	338247	335601	368068	401498
<b>流动负债合计</b>	<b>886413</b>	<b>970409</b>	<b>1063289</b>	<b>1156614</b>
长期借款及应付债券	283799	283799	283799	283799
其他长期负债	39043	44936	50828	56721
<b>长期负债合计</b>	<b>322841</b>	<b>328734</b>	<b>334627</b>	<b>340520</b>
<b>负债合计</b>	<b>1209254</b>	<b>1299143</b>	<b>1397915</b>	<b>1497133</b>
少数股东权益	126974	128755	130727	132898
股东权益	214756	219035	223775	228994
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1550983</b>	<b>1646933</b>	<b>1752417</b>	<b>1859025</b>

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.78	0.90	1.00	1.10
每股红利	0.70	0.80	0.89	0.98
每股净资产	5.12	5.22	5.33	5.45
ROIC	9%	10%	11%	12%
ROE	15%	17%	19%	20%
毛利率	10%	11%	11%	11%
EBIT Margin	7%	7%	7%	7%
EBITDA Margin	8%	8%	8%	8%
收入增长	10%	11%	10%	9%
净利润增长率	10%	15%	11%	10%
资产负债率	86%	87%	87%	88%
息率	12.2%	14.1%	15.6%	17.2%
P/E	7.3	6.3	5.7	5.2
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	18.1	17.2	16.5	16.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1054107</b>	<b>1172129</b>	<b>1286741</b>	<b>1404011</b>
营业成本	943539	1045517	1145453	1247889
营业税金及附加	14068	15824	18014	20358
销售费用	3488	4102	5147	6318
管理费用	20509	22719	25540	28529
财务费用	9940	11758	12906	13437
投资收益	4411	4135	4135	4135
资产减值及公允价值变动	(7511)	(7511)	(7511)	(7511)
其他收入	235	0	0	0
营业利润	59698	68833	76304	84103
营业外净收支	702	756	756	756
<b>利润总额</b>	<b>60400</b>	<b>69589</b>	<b>77060</b>	<b>84858</b>
所得税费用	13751	15843	17543	19319
少数股东损益	13707	15793	17488	19258
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>32942</b>	<b>37954</b>	<b>42028</b>	<b>46282</b>

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>32942</b>	<b>37954</b>	<b>42028</b>	<b>46282</b>
资产减值准备	1684	1585	300	365
折旧摊销	7584	5317	6553	7626
公允价值变动损失	7511	7511	7511	7511
财务费用	9940	11758	12906	13437
营运资本变动	(99398)	(24714)	350	447
其它	(138)	195	1672	1807
<b>经营活动现金流</b>	<b>(49815)</b>	<b>27848</b>	<b>58414</b>	<b>64038</b>
资本开支	(2024)	(17418)	(17418)	(17418)
其它投资现金流	(10672)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(29130)</b>	<b>(33852)</b>	<b>(33852)</b>	<b>(33852)</b>
权益性融资	19425	0	0	0
负债净变化	42186	0	0	0
支付股利、利息	(29227)	(33674)	(37289)	(41063)
其它融资现金流	(14005)	36599	12727	10877
<b>融资活动现金流</b>	<b>31338</b>	<b>2925</b>	<b>(24562)</b>	<b>(30185)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(47607)</b>	<b>(3079)</b>	<b>0</b>	<b>(0)</b>
货币资金的期初余额	320860	273253	270174	270174
货币资金的期末余额	273253	270174	270174	270174
企业自由现金流	(37841)	28036	60993	68597
权益自由现金流	(9660)	55554	63752	69096

## 相关研究报告

- 《中国建筑 (601668.SH) 2018 年中报点评: 房建绝对龙头, 基建提速, 业绩稳健》 ——2018-08-30
- 《中国建筑 (601668.SH) 2018 年 1-8 月经营情况点评: 业绩稳健, 基建业务被严重低估》 ——2018-09-19
- 《中国建筑 (601668.SH) 2018 年三季度报点评: 主业稳健, 基建业务助力估值提升》 ——2018-11-02
- 《中国建筑 (601668.SH) 重大事件点评: 股权激励即将实施, 估值有望提升》 ——2018-11-30

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司 (以下简称“我公司”) 所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032