

中国建筑 (601668)

地产业务厚积薄发，基建发力打造新引擎

推荐 (首次)

现价: 6.13 元

主要数据

行业	建筑
公司网址	www.cscec.com
大股东/持股	中国建筑工程/56.28%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	41,985
流通 A 股(百万股)	41,141
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	2,573.69
流通 A 股市值(亿元)	2,521.95
每股净资产(元)	5.66
资产负债率(%)	78.60

行情走势图



证券分析师

吴佳鹏 投资咨询资格编号
S1060519010001
WUJIAPENG804@PINGAN.COM.CN

严晓情 投资咨询资格编号
S1060517070005
021-20662256
YANXIAOQING384@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **建筑+地产双料龙头，激励充分释放增长动力：**公司是我国最大的建筑工程+房地产综合企业集团，旗下拥有地产、房建、基建和设计四大业务板块。公司控股股东为中建集团，持股比例为 56.28%。公司自上市以来保持稳健增长，2009-2017 年营收与归母净利润复合增速分别达 20.1%和 20.9%。作为最早实施股权激励的建筑央企，公司先后于 2013 年、2016 年和 2018 年实施了三期限限制性股票激励计划，充分释放了员工活力，彰显了公司长期发展信心。
- **地产业务销售快速增长，土储充足保障未来业绩：**公司旗下拥有中海地产（聚焦一二线核心）、中海宏洋（聚焦三四线）和中建地产（聚焦二线周边+三四线）三大地产品牌，2018 年地产合约销售达 3012 亿元（全国 TOP7），销售面积达 1912 万 m²，2014-2018 年复合增速分别达 24.1%和 15.6%。受三四线楼市高景气推动，2018Q1-Q3 中海宏洋与中建地产合约销售占比上升至 14%和 24%。凭借强大的项目管控力与资金实力，公司地产盈利能力始终处于行业前列。2016-2018 年，公司新增土储 3103/3211/3267 万 m²，累计新增土储位居国内房企前列，从存货结构看，一二线占比超过 60%。公司土储充足，将为地产业务发展提供有力保障。
- **房建业务保持稳健，行业龙头地位无可撼动：**公司作为国内房屋建筑承包行业的绝对龙头，代表着我国房屋建筑领域的最高水平。受房屋新开工面积高速增长推动，2018Q1-Q3 公司房建业务实现营收 5219 亿元（YoY+7.4%）、毛利 307.9 亿元（YoY+22%）。2018 年公司新签房建订单 16824 亿元（YoY+14.1%），房建业务新开工面积达 3.60 亿 m²（YoY+11.5%），房建业务新开工面积占全国比重上升至 17%，行业龙头地位无可撼动。
- **订单饱满叠加融资改善，基建业务将持续发力：**公司依托雄厚的资本实力，工程建设与项目投资并举，通过 BT、BOT、PPP 等模式积极参与基建项目。受此带动，2018Q1-Q3 基建业务分别实现营收 1934 亿元（YoY+25.6%

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	959,765	1,054,107	1,175,793	1,259,158	1,332,486
YoY(%)	9.0	9.8	11.5	7.1	5.8
净利润(百万元)	29,870	32,942	37,640	42,827	48,648
YoY(%)	14.6	10.3	14.3	13.8	13.6
毛利率(%)	10.1	10.5	10.7	10.7	10.8
净利率(%)	3.1	3.1	3.2	3.4	3.7
ROE(%)	14.1	13.7	13.7	13.8	13.8
EPS(摊薄/元)	0.71	0.78	0.90	1.02	1.16
P/E(倍)	8.6	7.8	6.8	6.0	5.3
P/B(倍)	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9

和毛利润 164 亿元 (YoY+40.6%)。公司在手订单充足, 2016/ 2017/ 2018Q1-Q3 基建新签订单收入比分别为 331%、319%和 221%, 占全国土木建筑业签订合同比重分别为 6.2%/ 9.4%/ 9.5%。伴随“稳增长”政策持续释放, 融资环境边际改善, 公司基建业务将持续发力, 维持稳健增长。

- **盈利预测与投资建议:** 作为国内顶级的建筑工程与房地产综合企业集团, 公司打造了“设计、投资、基建、房建”等“四位一体”的商业模式, 行业龙头地位稳固。展望未来, 公司房建与基建订单饱满, 凭借强大的资本实力与投融资能力, 板块业绩将持续释放; 此外, 公司地产业务已实现全国化布局, 充足的土储、优异的盈利能力和周转能力将保障未来业绩。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.90 元、1.02 元和 1.16 元, 对应当前 PE 分别为 6.8 倍、6.0 倍和 5.3 倍, 首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 1、房地产业务销售不及预期; 2、基建投融资项目落地不及预期; 3、房企资金收紧导致在手房建项目推进放缓; 4、应收账款风险。

正文目录

一、建筑+地产双料龙头，激励充分释放增长动力	6
1.1 中国建筑：建筑工程与房地产双料龙头	6
1.2 公司业绩稳定增长，盈利水平行业领先	7
1.3 股权激励不断加码，释放公司增长潜力	9
二、地产业务销售快速增长，土储充足保障未来业绩	10
2.1 地产业务销售快速增长，盈利能力保持领先	11
2.2 未结资源丰富+土储充足，保障公司未来业绩	15
三、房建业务保持稳健，行业龙头地位不可撼动	17
3.1 房建业务增速触底回升，盈利水平小幅改善	17
3.2 订单高增长提供业绩支撑，行业龙头地位持续稳固	19
四、订单饱满叠加融资改善，基建业务将持续发力	19
4.1 基建业务收入保持快速增长，毛利率有所提升	20
4.2 订单饱满叠加融资改善，2019年基建高增长无忧	21
五、盈利预测与投资建议	24
六、风险提示	25

图表目录

图表 1	中国建筑营收规模位居建筑央企之首	6
图表 2	18 年建成的全球前 20 高建筑中 12 栋为中建施工	6
图表 3	公司股权结构	7
图表 4	2018 年前三季度中国建筑营收同比增长 9.03%	8
图表 5	2018 年前三季中国建筑归母净利润同比增长	8
图表 6	中国建筑分板块收入占比情况	8
图表 7	中国建筑分板块毛利润占比情况	8
图表 8	公司盈利水平基本稳定	8
图表 9	各业务板块毛利率对比	8
图表 10	八大建筑央企净资产收益率 (ROE) 对比	9
图表 11	公司各期限限制性股票计划对比	9
图表 12	中国建筑各房地产产品牌土储构成情况	10
图表 13	2018 年全国房地产合约销售前十企业情况	11
图表 14	中国建筑房地产销售额保持快速增长	11
图表 15	中国建筑地产销售面积增速持续提升	11
图表 16	中国建筑与主流房企销售情况对比	12
图表 17	中国建筑房地产销售额分板块构成情况	12
图表 18	中国建筑地产销售面积分板块构成情况	12
图表 19	中国建筑地产板块销售额增速对比	12
图表 20	中国建筑地产板块销售面积对比	12
图表 21	中国建筑地产销售均价持续提升	13
图表 22	中国建筑房地产业务分板块销售均价对比	13
图表 23	2018 年前三季度地产业务收入同比增长 3.2%	13
图表 24	公司地产业务各分部营收占比情况	13
图表 25	公司房地产业务各分部收入增长情况	14
图表 26	中海地产营业收入与利润占比情况	14
图表 27	中国建筑地产业务毛利率持续回升	14
图表 28	中国建筑地产业务销售费用率低于同行	14
图表 29	中国建筑地产业务管理费用率低于同行	14
图表 30	中海发展净利率显著高于同行	14
图表 31	2018 年上半年公司预收房产款加速增长	15
图表 32	公司房产预售款覆盖地产业务收入倍数	15
图表 33	中国建筑地产业务新开工面积与竣工面积	15
图表 34	中国建筑地产业务未售存货快速增长	15
图表 35	中国建筑地产业务一、二线城市存货占比较高	16
图表 36	中国建筑历年新增土地储备情况	16

图表 37	中国建筑历年新增土地储备结构情况	16
图表 38	公司拿地面积占当期销售面积比重	16
图表 39	中国建筑与主流房企土储情况对比	17
图表 40	2018 年房屋开工面积增速持续提升	18
图表 41	公司 2018 年前三季房建营收同比增长 7.4%	18
图表 42	公司 2018 年前三季房建毛利润同比增长 21.8%	18
图表 43	公司 2018 年前三季度房建毛利率同比回升	18
图表 44	公司房建业务管理费用率与销售费用率情况	18
图表 45	2018 年公司房建业务新签合同同比增长 14.1%	19
图表 46	公司房建业务新开工与施工面积保持稳定增长	19
图表 47	公司房建业务收入与新签合同市场份额历史情况	19
图表 48	公司房建新开工与施工面积全国占比持续提升	19
图表 49	2018 年前三季基建业务营收同比增长 25.60%	20
图表 50	2018 年前三季基建业务毛利润同比增长 40.6%	20
图表 51	公司历年新签基建合同以交通工程为主	20
图表 52	公司新签交通合同构成情况	20
图表 53	2018 年前三季度基建业务毛利率为 8.5%	21
图表 54	公司中标 PPP 项目持续落地	21
图表 55	公司基建业务管理费用率与销售费用率情况	21
图表 56	2018 年前三季基建新签合同额同比减少 14.40%	22
图表 57	PPP 对中国建筑基建业务的带动明显	22
图表 58	公司基建业务市场份额稳步提升	22
图表 59	中国建筑 PPP 市占率领先	22
图表 60	2018 年前三季度公司 PPP 中标额同比增长 3%	22
图表 61	2018Q3 城镇综合建设项目投资同比下滑	22
图表 62	2018 年前三季度融投资建造项目投资增速放缓	23
图表 63	2018 年前三季度基建业务订单收入比为 221%	23
图表 64	PPP 管理库项目保持稳健增长	23
图表 65	2018 年基础设施建设投资增速触底回升	23
图表 66	建筑装饰各评级产业债的信用利差变化情况	23
图表 67	2019 年以来社会融资规模回升	23
图表 68	中国建筑盈利预测	24
图表 69	中国建筑 PE-Bands	25
图表 70	中国建筑 PB-Bands	25

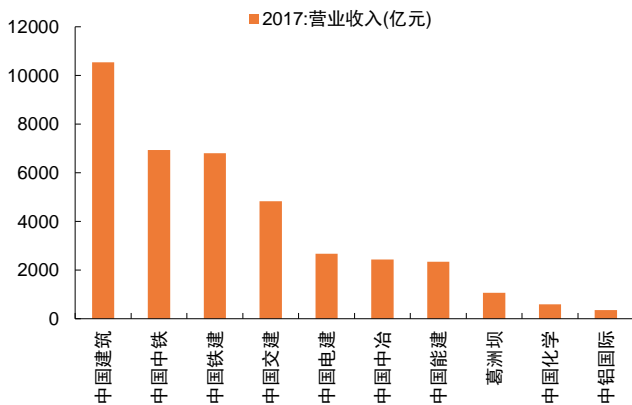
一、建筑+地产双料龙头，激励充分释放增长动力

1.1 中国建筑：建筑工程与房地产双料龙头

中国建筑是我国最大的建筑工程+房地产综合企业集团，营收规模位列建筑央企之首。作为世界上最大的工程承包商与国内领先的基建与地产投资商，公司在房屋建筑工程、基础设施建设与投资、房地产开发与投资、勘察设计等领域居行业领先地位。

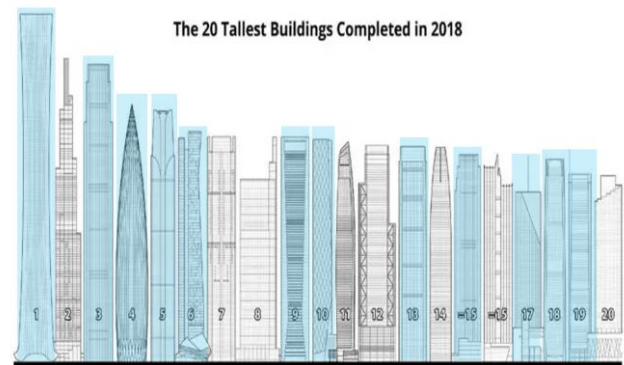
分板块看，公司作为国内房屋建筑承包商绝对龙头，在超高层、大跨度等高端建筑领域处绝对领先地位，建成了平安金融中心、上海环球金融中心、中信大厦等一系列地标性超高层建筑；地产方面，目前公司拥有中海地产、中海宏洋和中建地产三大品牌，构建了均衡的全国化布局；基建方面，公司依靠雄厚的资本实力，迅速发展为中国一流的基础设施投融资发展商，在 PPP 等投融资建造领域成绩斐然。

图表1 中国建筑营收规模位居建筑央企之首



资料来源：公司公告，平安证券研究所

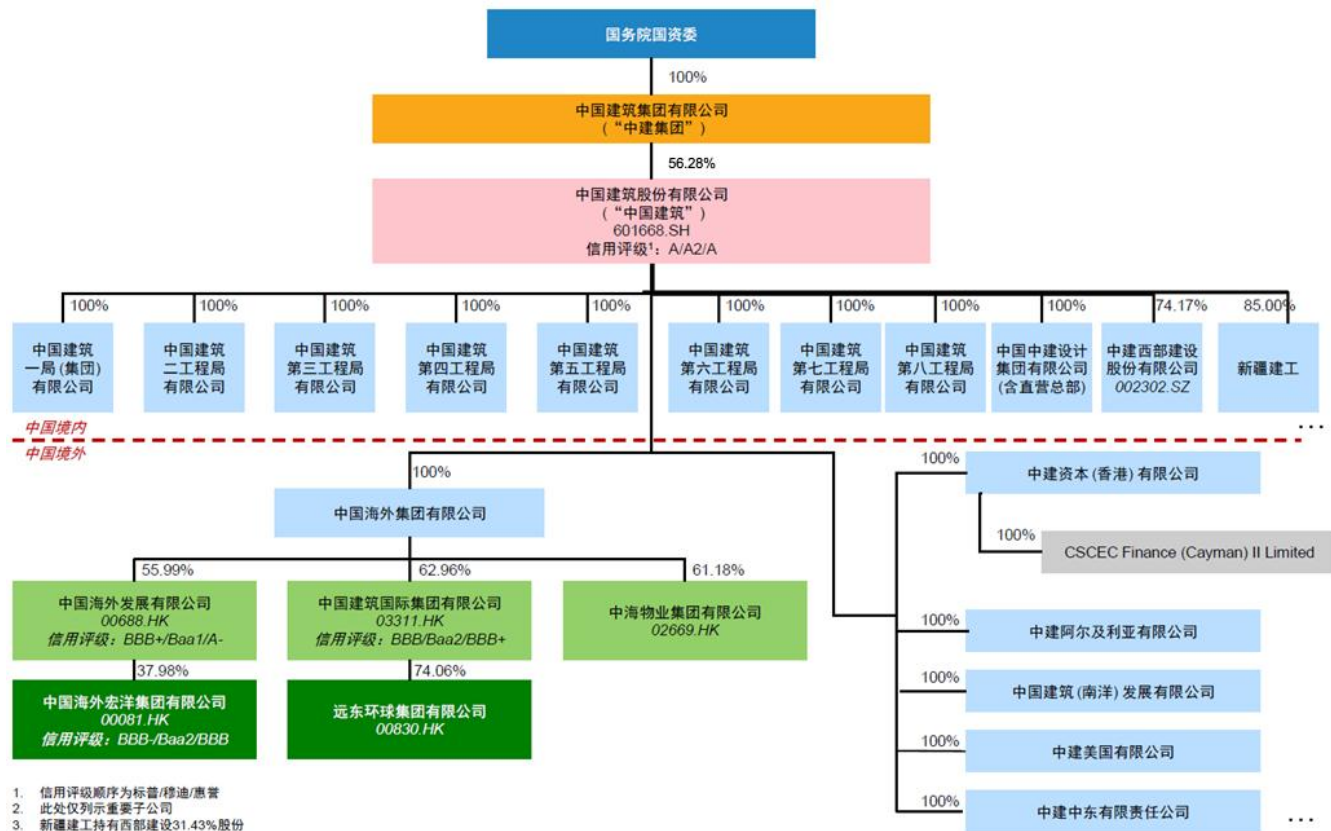
图表2 18年建成的全球前20高建筑中12栋为中建施工



资料来源：CTBUH，平安证券研究所

公司于 2009 年 7 月在上交所上市，目前实际控制人为国务院国资委，通过公司控股股东中建集团持有公司 56.28% 的股份。公司旗下拥有西部建设（002302.SZ）、中国海外发展（00688.HK）、中国建筑国际（00830.HK）和中海物业（02669.SZ）四家上市公司。

图表3 公司股权结构



1. 信用评级顺序为标普/穆迪/惠誉
 2. 此处仅列示重要子公司
 3. 新疆建工持有西部建设31.43%股份

备注：“中海宏洋”为中国海外发展有限公司控股子公司，本文中“中海发展”指中国海外发展有限公司，包含其控股子公司“中海宏洋”；“中海地产”特指中国海外发展有限公司本部地产业务，不包含“中海宏洋”。

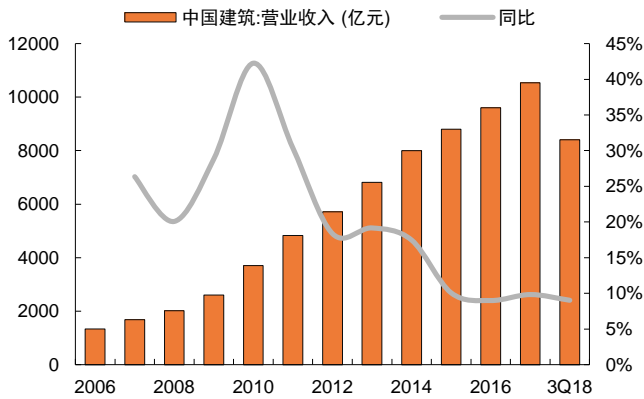
资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 公司业绩稳定增长，盈利水平行业领先

公司自上市以来保持稳健增长，2009-2017 年营收与归母净利润复合增速分别达 20.1%和 20.9%。2018 年以来，在国内经济下行压力日渐凸显的背景下，公司前三季度实现营业收入 8405 亿元，同比增长 9.03%，实现归母净利 273 亿元，同比增长 5.89%。公司预计 2018 年全年将实现归母净利 363 亿元~395 亿元，同比增长 10.2%~19.9%。从公司收入与利润结构看，2018 年前三季度，各项业务收入占比分别为房屋建筑工程（62%）、基础设施建设（23%）和房地产开发（14%），毛利润占比分别为房屋建筑工程（35%）、基础设施建设（19%）和房地产开发（43%）。

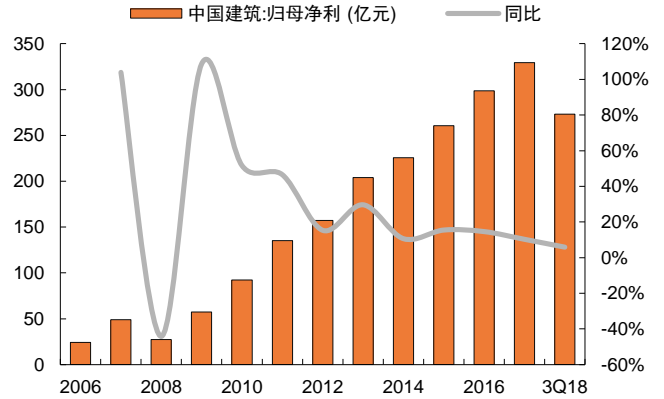
公司盈利水平行业领先，2018 年前三季度综合毛利率为 10.49%，同比提高 0.9pct，净利率为 3.25%，同比下滑 0.10pct。公司各子板块毛利率分别为房屋建筑工程（5.9%）、基础设施建设（8.5%）、房地产开发（32.5%）、设计咨询（12.0%）。公司 ROE 保持稳定，2017 年为 15.3%，在建筑央企中处于领先地位。

图表4 2018年前三季度中国建筑营收同比增长9.03%



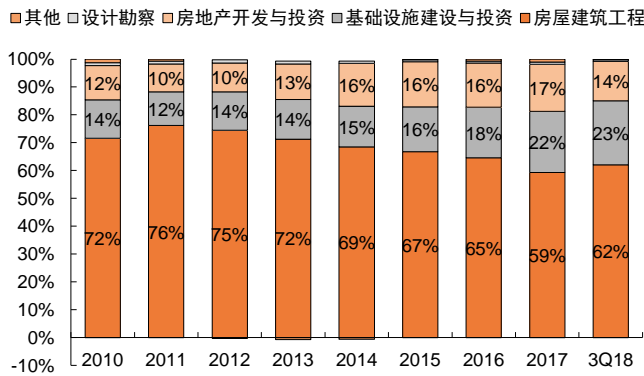
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 2018年前三季中国建筑归母净利润同比增长



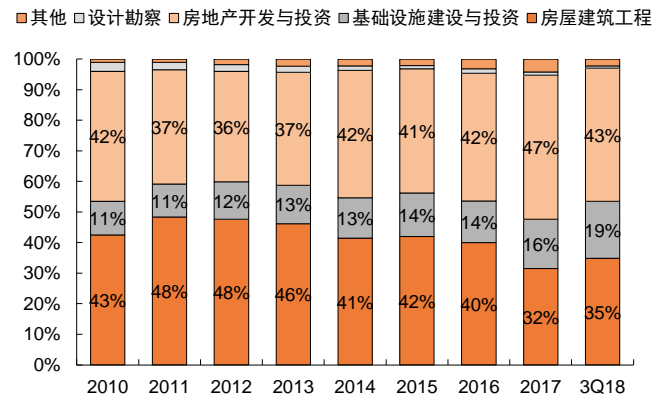
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 中国建筑分板块收入占比情况



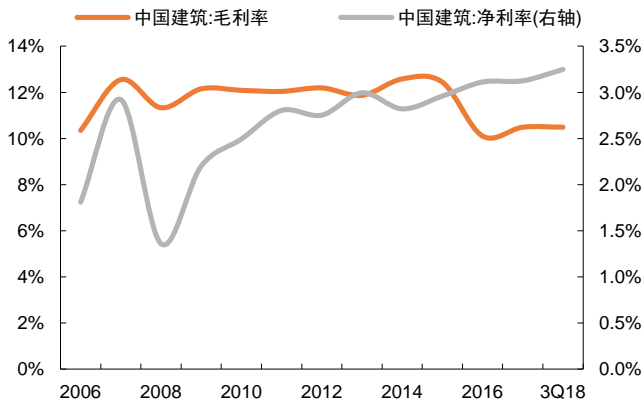
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 中国建筑分板块毛利润占比情况



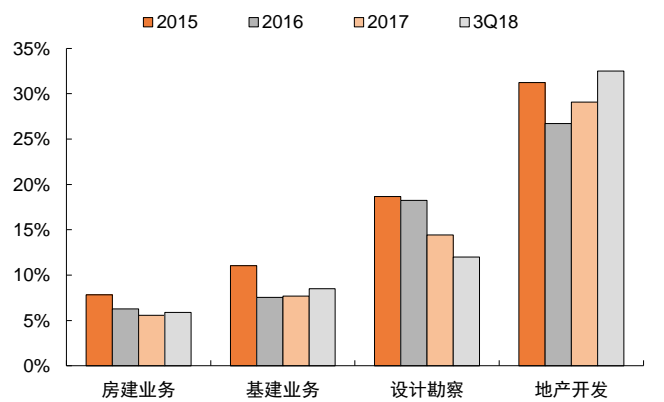
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司盈利水平基本稳定



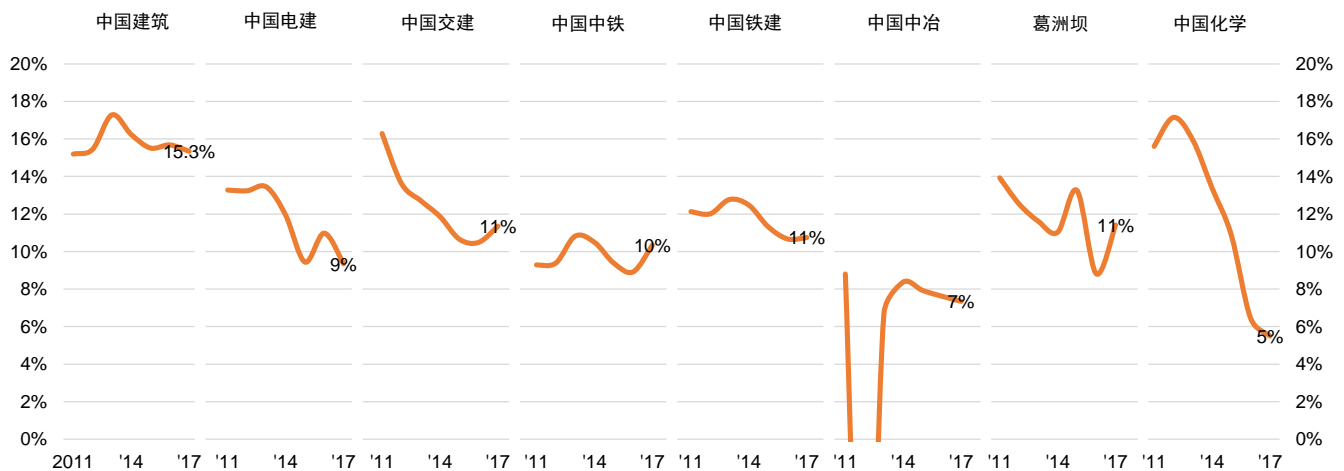
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 各业务板块毛利率对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 八大建筑央企净资产收益率 (ROE) 对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 股权激励不断加码，释放公司增长潜力

作为最早实施股权激励的建筑央企，公司先后于 2013 年、2016 年和 2018 年实施了三期限制性股票激励计划，其中：公司于 2018 年 12 月底完成了第三期限限制性股票计划授予，共授予 6.00 万股，占总股本 1.43%，覆盖公司高管（李百安、邵继江、黄克斯、薛克庆等 4 人）与关键骨干人员 2077 人，覆盖范围与激励力度均大于前两期。我们认为，公司股权激励不断加码，有助于释放公司增长潜力，彰显了公司长期发展信心。

图表11 公司各期限限制性股票计划对比

	第一期 A 股限制性股票计划	第二期 A 股限制性股票计划	第三期 A 股限制性股票计划
首次公告	2011-4-20	2016-11-8	2018-7-28
授予日	2013-6-28	2016-12-29	2018-12-26
授予数量	14678 万股，占总股本 0.49%； 其中，公司高管易军、官庆 2 人， 获授 45 万股/人，合计 90 万股，占 本次授予比例为 0.61%；曾肇河、 刘锦章、王祥明、李百安、邵继江、 陈国才、马泽平、孟庆禹 8 人，获 授 36 万股/人，合计 288 万股，占 本次授予比例为 1.96%；公司关键 骨干人员 676 人，共获授 14300 万 股，占本次授予比例 97.42%。	26013 万股，占总股本 0.87%； 其中，公司高管李百安、邵继江、薛 克庆 3 人，获授为 25 万股/人，合计 授予 75 万股，占本次计划授予总股 数的比例为 0.3%；公司关键骨干人 员 1572 人，共获授 25936.5 万股， 占本次授予比例为 99.71%。	59991 万股，占总股本 1.43%； 其中，李百安、邵继江、黄克斯、薛 克庆 4 人，获授 48 万股/人，合计授 予 192 万股，占本次授予比例为 0.32%；公司关键骨干人员 2077 人， 共获授 59799 万股，占本次授予比例 为 99.68%。
授予价格	1.79 元/股 (平均成交价：3.58 元/股)	4.866 元/股 (平均成交价：9.08 元/股)	3.468 元/股 (平均成交价：6.18 元/股)
授予人数	686 人	1575 人	2081 人
标的股票来源	二级市场回购。	二级市场回购。	回购本公司股份或其他形式。

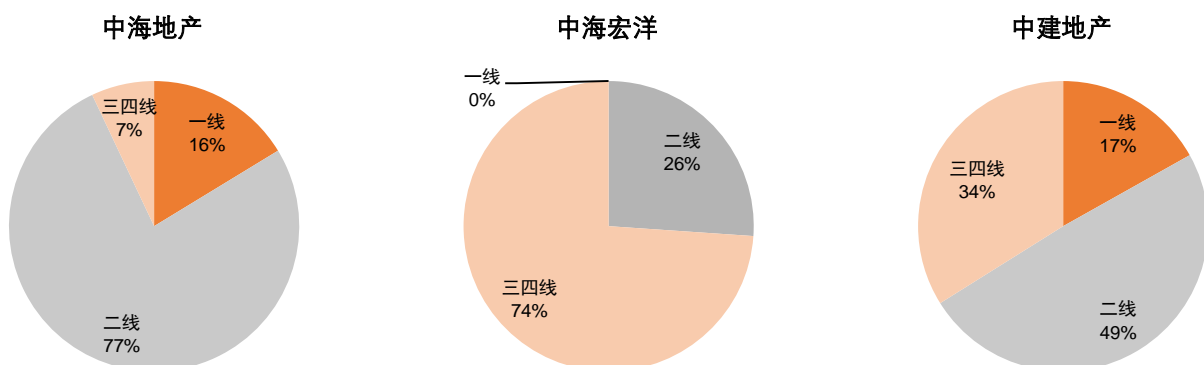
	第一期 A 股限制性股票计划	第二期 A 股限制性股票计划	第三期 A 股限制性股票计划
限售期	自限制性股票授予日起 2 年。	自限制性股票授予日起 2 年。	自限制性股票授予日起 2 年。
解锁期	授予日起 2 年内不能解锁， 2 周年（2015/6/28）解锁 1/3， 3 周年（2016/6/28）解锁 1/3， 4 周年（2017/6/28）解锁 1/3。	授予日起 2 年内不能解锁， 2 周年（2015/6/28）解锁 1/3， 3 周年（2016/6/28）解锁 1/3， 4 周年（2017/6/28）解锁 1/3。	授予日起 2 年内不能解锁， 2 周年（2015/6/28）解锁 1/3， 3 周年（2016/6/28）解锁 1/3， 4 周年（2017/6/28）解锁 1/3。
限制性股票授予条件	限制性股票授予前一个财务年度，公司业绩达到以下条件： 1.净资产收益率≥14%； 2.净利润三年复合增长率≥10%； 3.完成经济增加值（EVA）考核目标。	限制性股票授予前一个财务年度，公司业绩达到以下条件： 1.净资产收益率≥14%； 2.净利润三年复合增长率≥10%； 3.完成经济增加值（EVA）考核目标。	限制性股票授予前一个财务年度，公司业绩达到以下条件： 1.净资产收益率≥13.5%； 2.净利润三年复合增长率≥9.5%； 3.完成经济增加值（EVA）考核目标。
限制性股票解锁条件	限制性股票授予前一个财务年度，公司业绩达到以下条件： 1.净资产收益率≥14%； 2.净利润三年复合增长率≥10%； 3.完成经济增加值（EVA）考核目标。	限制性股票授予前一个财务年度，公司业绩达到以下条件： 1.净资产收益率≥14%； 2.净利润三年复合增长率≥10%； 3.完成经济增加值（EVA）考核目标。	限制性股票授予前一个财务年度，公司业绩达到以下条件： 1.净资产收益率≥13.5%； 2.净利润三年复合增长率≥9.5%； 3.完成经济增加值（EVA）考核目标。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、地产业务销售快速增长，土储充足保障未来业绩

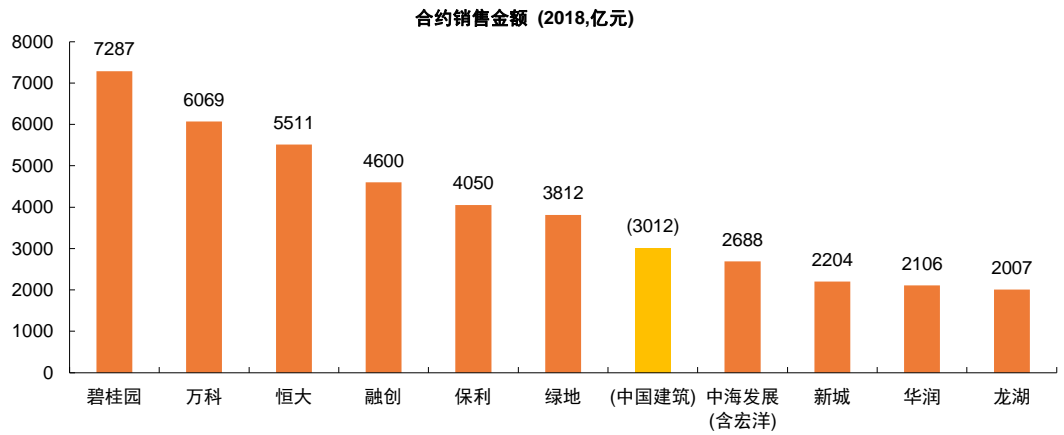
目前，中国建筑拥有中海地产、中海宏洋和中建地产三大房地产品牌。其中，中海地产作为国内房地产行业的领先品牌，主要业务布局在中国内地经济较活跃的一、二线城市以及港澳地区，中建地产和中海宏洋布局则以二线城市周边地区和三、四线城市为主。2015 年 3 月，公司以增资中国海外集团和认购中国海外发展新股的方式，完成了中建直营地产业务与中海地产的业务整合。2016 年 9 月，中海地产完成了对中信地产与中信泰富持有的绝大部分住宅业务的收购，进一步提升了公司一、二线城市的土地储备。

图表12 中国建筑各房地产品牌土储构成情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表13 2018年全国房地产合约销售前十企业情况



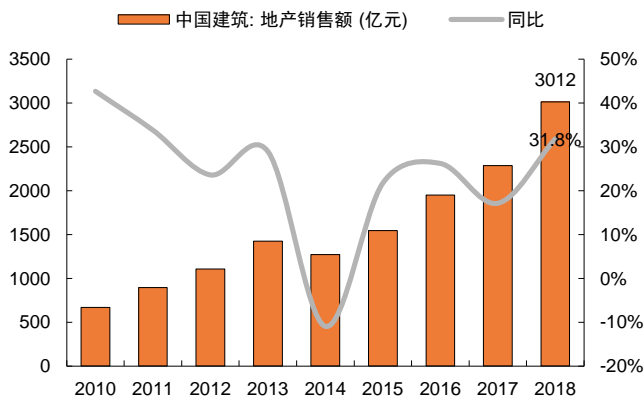
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.1 地产业务销售快速增长, 盈利能力保持领先

■ 2018年地产销售增速超30%, 中建系与宏洋贡献持续提升

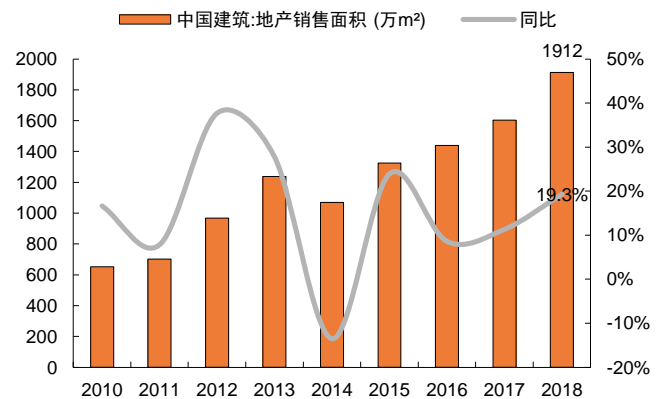
近四年来公司房地产销售额保持快速增长, 2018年销售额达3012亿元, 同比增长31.8%, 位列全国第七。2014-2018年复合增速达24.1%; 全年实现销售面积1912万m², 同比增长19.3%, 2014-2018年复合增速达15.6%。销售额构成方面, 由于2016年以来中建地产与中海宏洋销售额保持快速增长, 占公司地产销售额比重持续提升: 2018年前三季度各分部地产销售额占比分别为: 中海地产62%, 中建地产24%, 中海宏洋14%; 销售面积构成看, 分别为: 中海地产53%, 中建地产27%, 中海宏洋20%。2016年以来, 公司地产业务销售均价持续提升, 2018年前三季度为15753元/m², 同比增长10.5%。

图表14 中国建筑房地产销售额保持快速增长



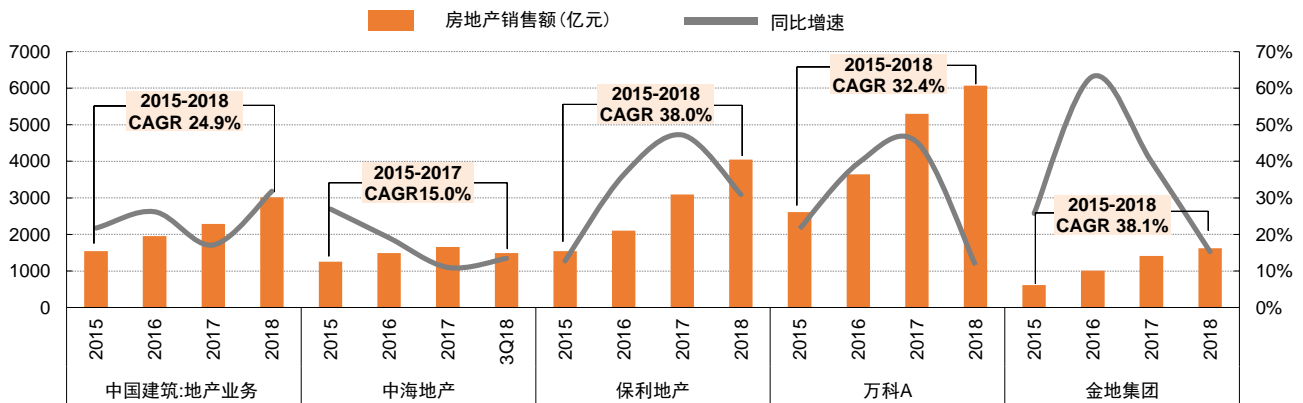
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表15 中国建筑地产销售面积增速持续提升



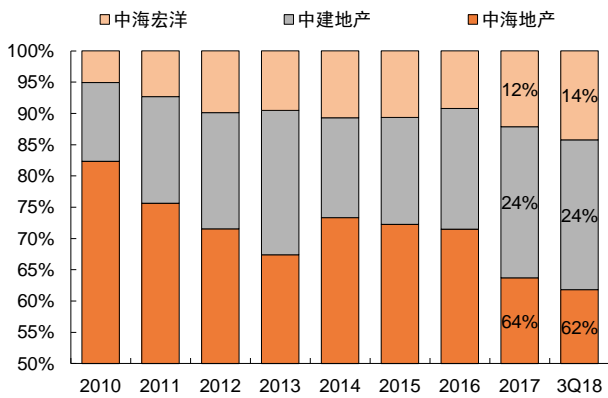
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表16 中国建筑与主流房企销售情况对比



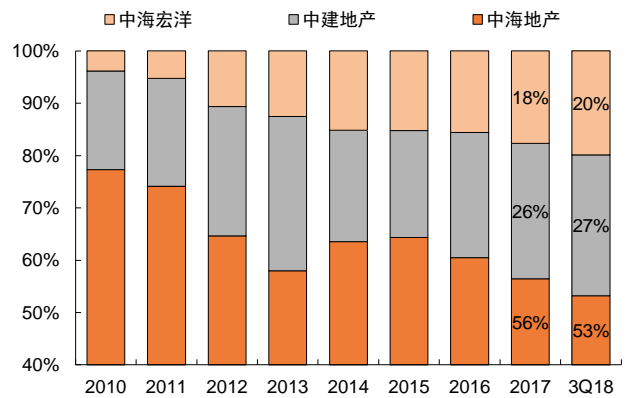
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表17 中国建筑房地产销售额分板块构成情况



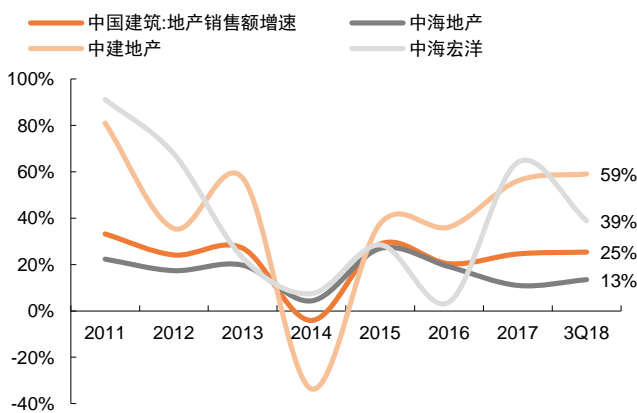
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表18 中国建筑地产销售面积分板块构成情况



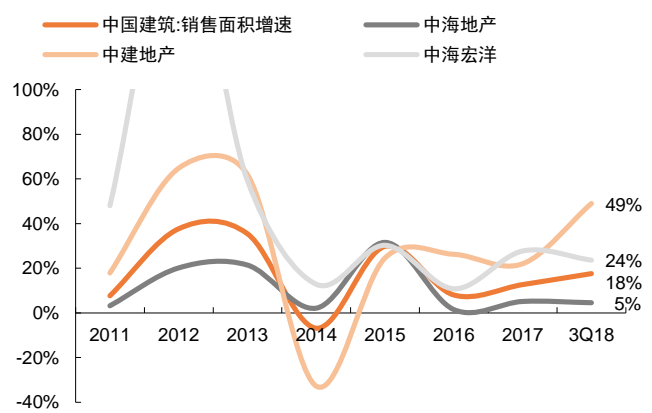
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表19 中国建筑地产板块销售额增速对比



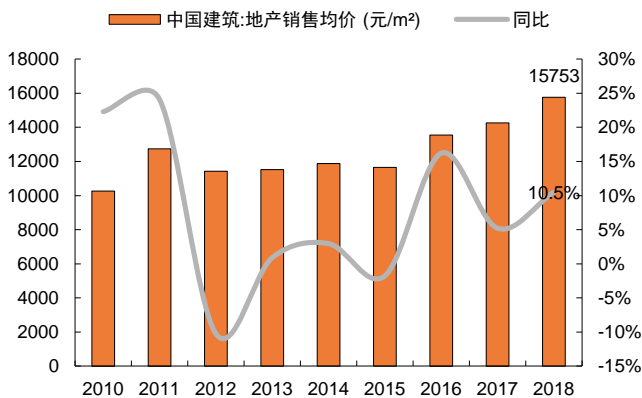
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表20 中国建筑地产板块销售面积对比



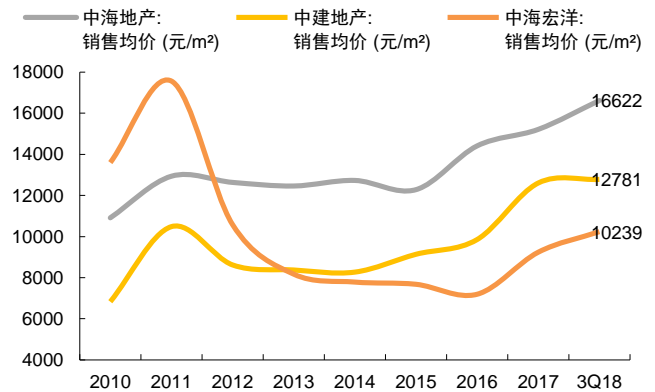
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表21 中国建筑地产销售均价持续提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表22 中国建筑房地产业务分板块销售均价对比

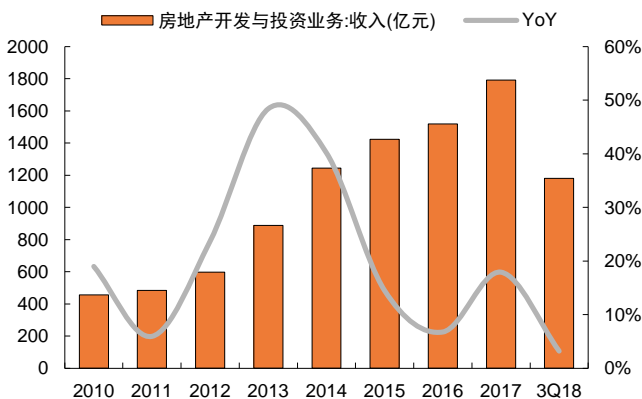


资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 地产业务利润贡献超三成，盈利能力行业领先

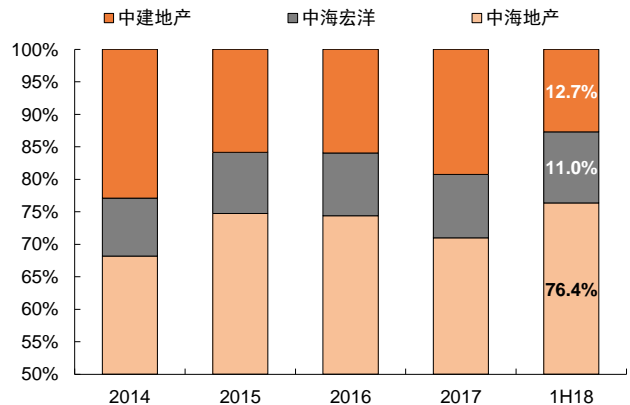
2018年前三季度，公司房地产业务实现收入1181亿元，同比增长3.20%，2018年上半年各分部营收占比分别为：中建地产（12.7%）、中海宏洋（11.0%）和中海地产（76.4%）。作为公司利润重要来源之一，2018年上半年中海发展（包括中海地产及中海宏洋）贡献利润比重达到25%。公司地产盈利水平长期处于行业领先地位，期间费用管控能力显著优于主流房企，其中：2018年上半年公司销售净利率达27.1%，高出行业平均水平接近10pcts。

图表23 2018年前三季度地产业务收入同比增长3.2%



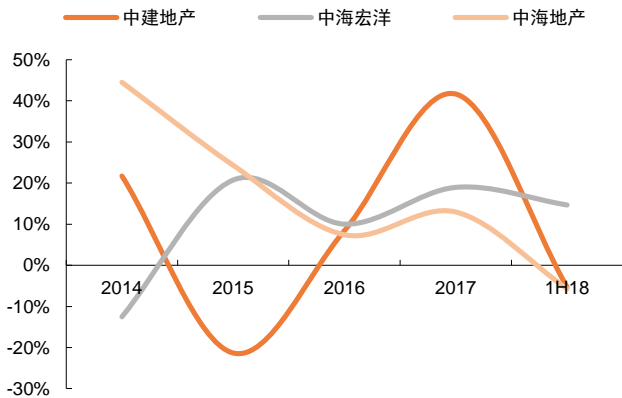
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表24 公司地产业务各分部营收占比情况



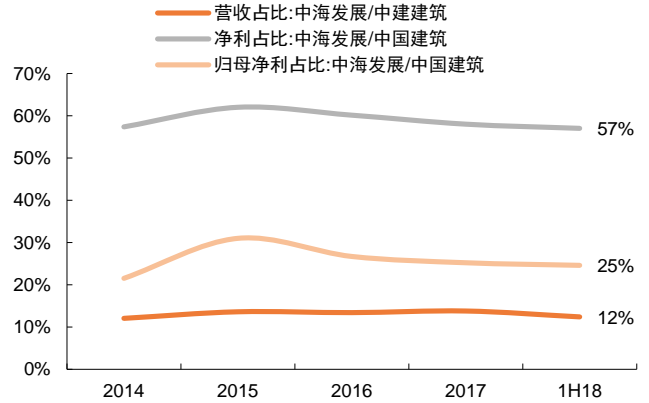
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表25 公司房地产业务各分部收入增长情况



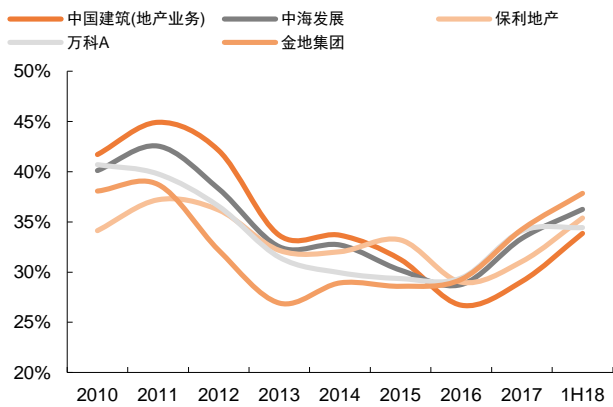
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表26 中海地产营业收入与利润占比情况



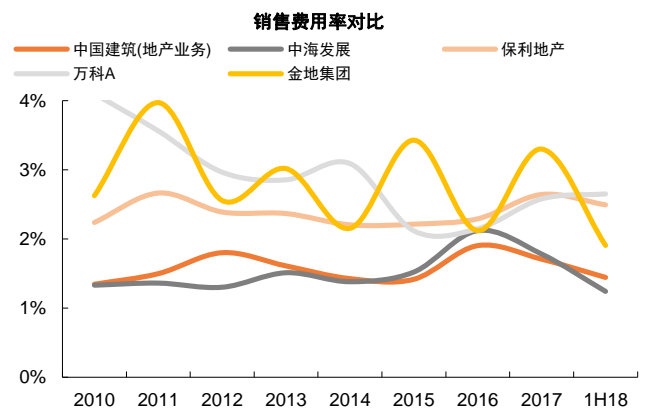
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表27 中国建筑房地产业务毛利率持续回升



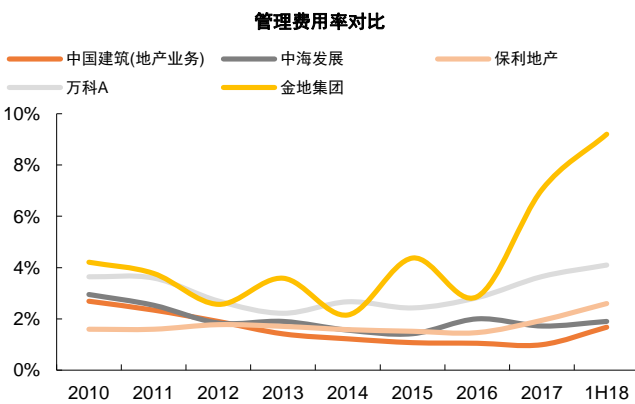
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表28 中国建筑房地产业务销售费用率低于同行



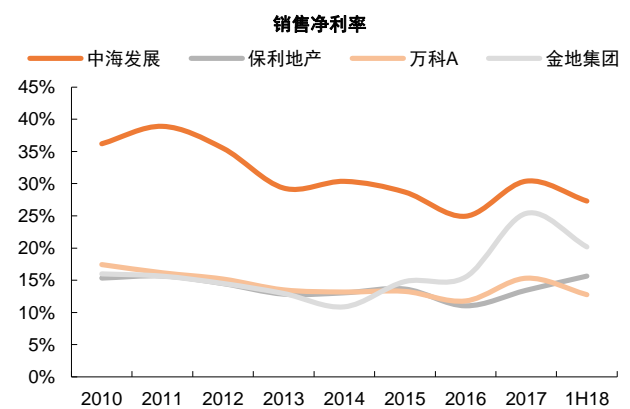
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表29 中国建筑房地产业务管理费用率低于同行



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表30 中海发展净利率显著高于同行

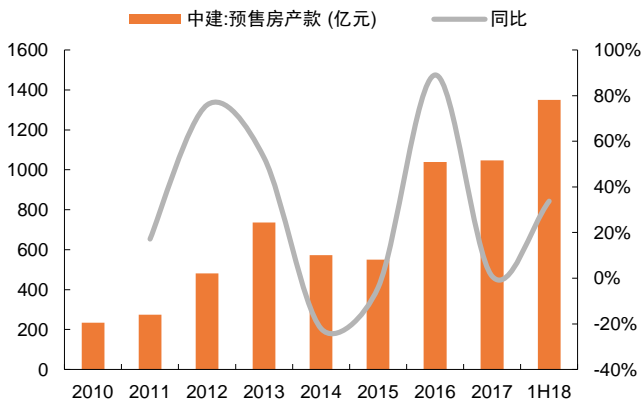


资料来源：Wind，平安证券研究所

2.2 未结资源丰富+土储充足，保障公司未来业绩

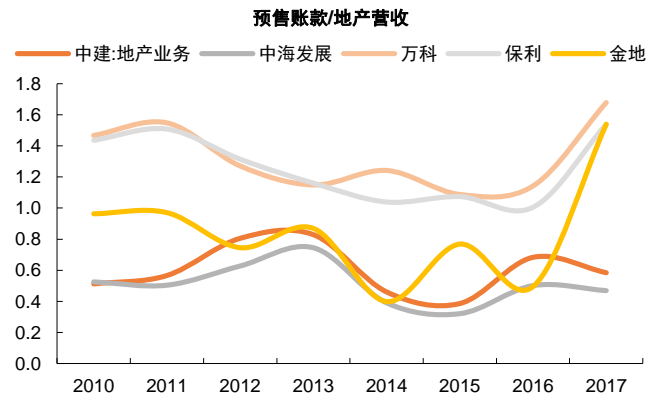
公司未结资源与土地储备丰富，未来业绩保障度较高。2018年以来，公司预售房产款快速增长，截至2018年中报达到1350亿元，同比增长33.7%。公司房地产业务新开工面积保持快速增长，2017年与2018年上半年增速分别达到50.5%与59.8%，房地产业务新开工面积增速与竣工面积增速的剪刀差不断走阔。截至2018年6月底，公司未售存货达到3905亿元，同比增长46.7%。随着在手项目结转提速，公司房地产业务业绩将加速释放。从土储方面看，公司2016-2018年新增土地储备分别为3103、3211、3267万平方米，累计新增土储位居主流房企前列，将为公司房地产业务未来发展提供有力支撑。

图表31 2018年上半年公司预收房产款加速增长



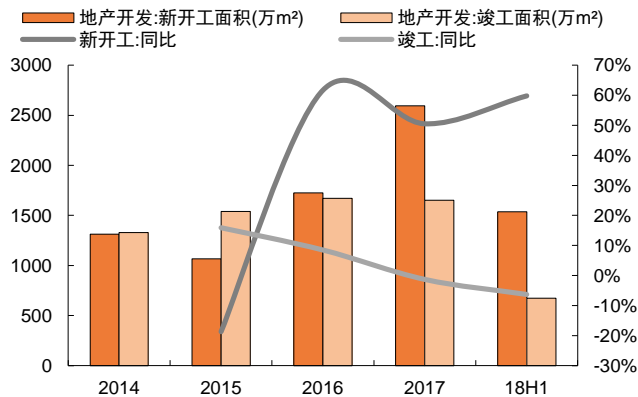
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表32 公司房产预售款覆盖房地产业务收入倍数



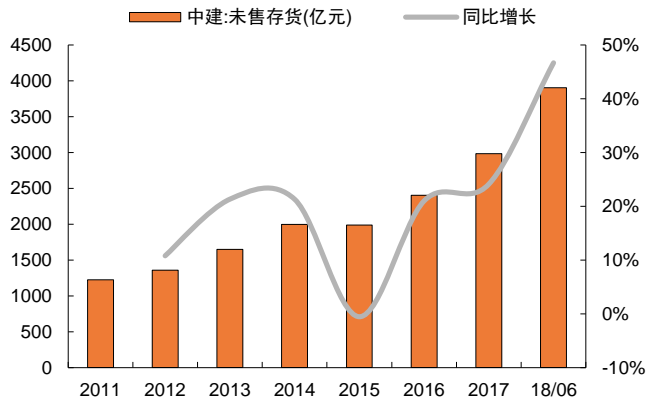
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表33 中国建筑房地产业务新开工面积与竣工面积



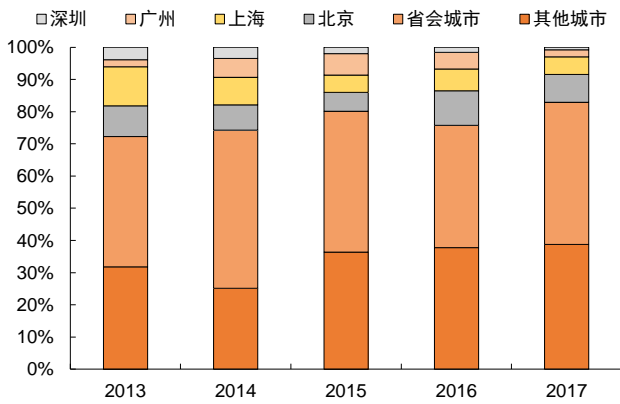
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表34 中国建筑房地产业务未售存货快速增长



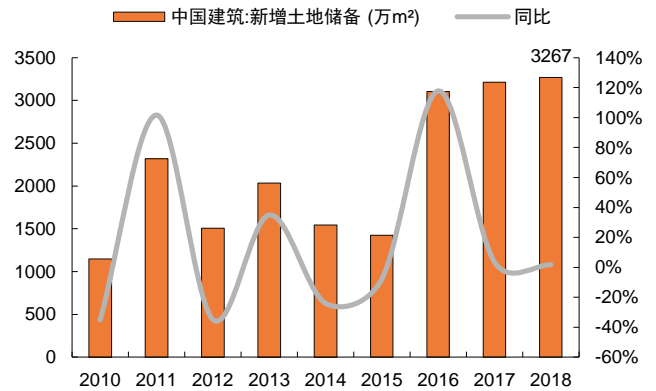
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表35 中国建筑地产业务一、二线城市存货占比较高



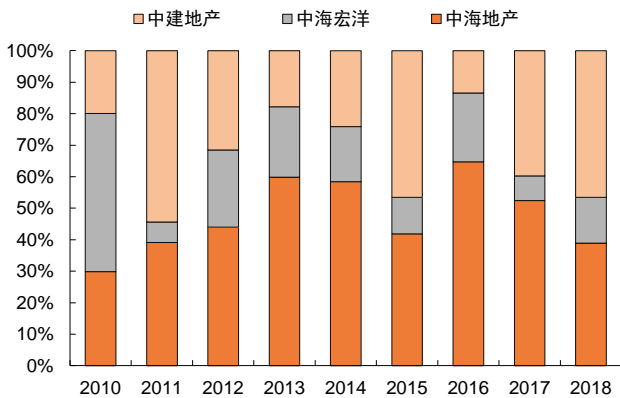
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表36 中国建筑历年新增土地储备情况



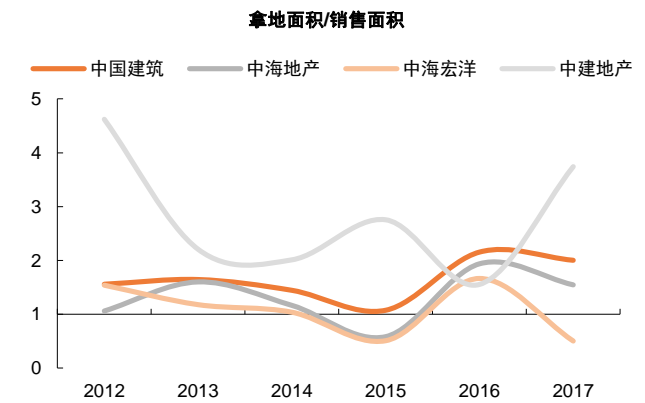
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表37 中国建筑历年新增土地储备结构情况



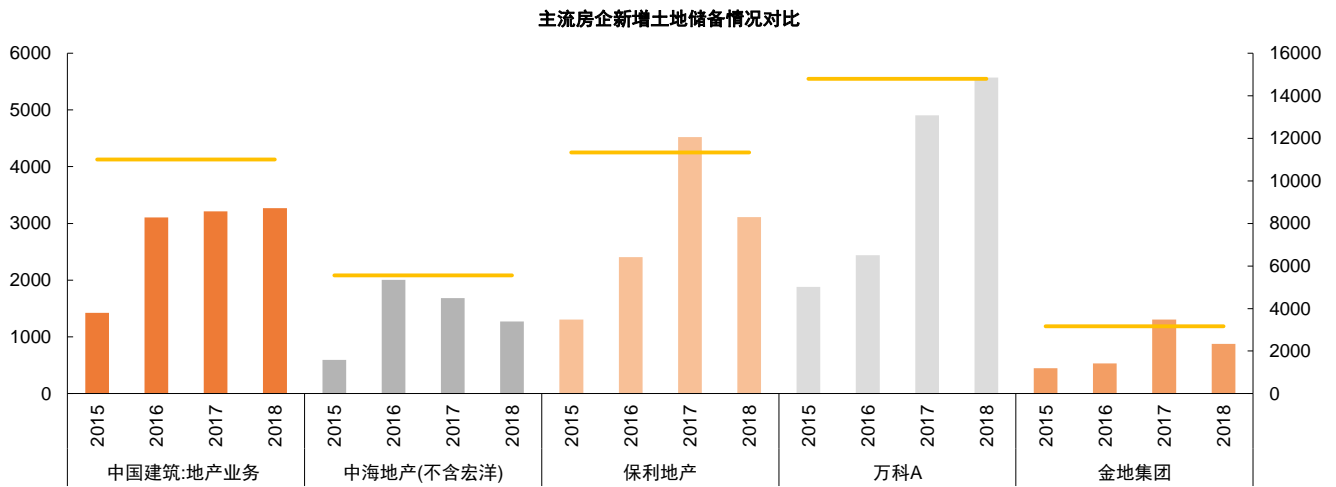
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表38 公司拿地面积占当期销售面积比重



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表39 中国建筑与主流房企土储情况对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

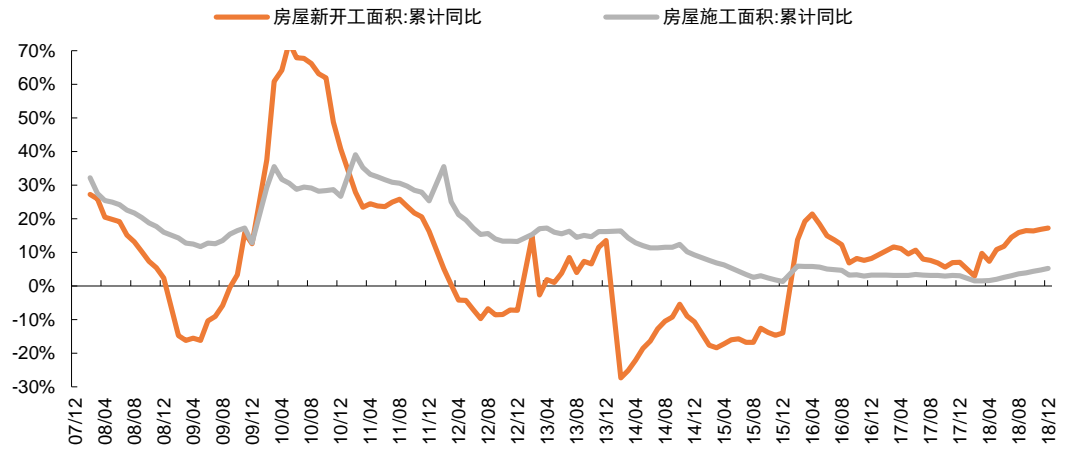
三、 房建业务保持稳健，行业龙头地位不可撼动

公司作为国内房屋建筑承包行业的绝对龙头，主要通过本部及下属八个工程局、中国建筑国际、中建国际等在境内外承揽工业及民用建筑的建设业务。公司业务目标定位于中高端市场，在超高层、大体量和大跨度建筑领域拥有领先的市场地位，承建了大量地标性建设工程，代表着我国房屋建筑领域的最高水平，是中国乃至全球房屋建筑领域的领先者。

3.1 房建业务增速触底回升，盈利水平小幅改善

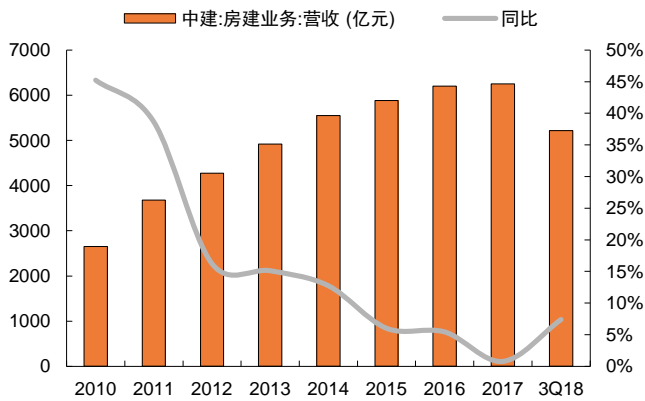
2018年以来，国内房屋新开工面积维持高速增长，带动公司房建板块营收增速同比回升，前三季度房建业务营业收入达5219亿元，同比增长7.4%，实现毛利润307.92亿元，同比增长21.8%。2018年以来，公司毛利率小幅改善，前三季度为5.9%，较去年同期增加0.7pct。公司管理费用率与销售费用率保持稳定，2018年上半年分别为1.63%和0.05%，较2017年同期分别增加0.01pct和0.03pct。

图表40 2018年房屋开工面积增速持续提升



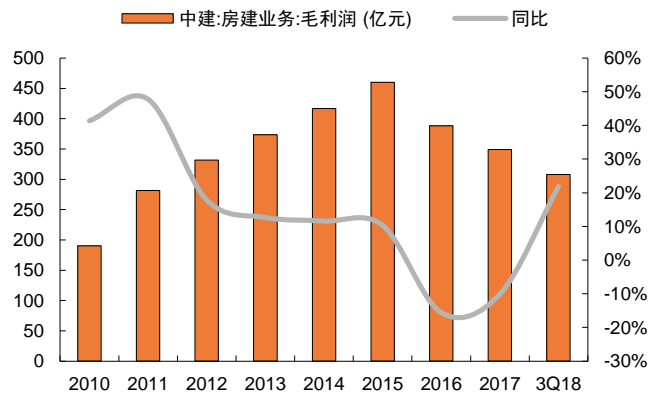
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表41 公司2018年前三季度房建营收同比增长7.4%



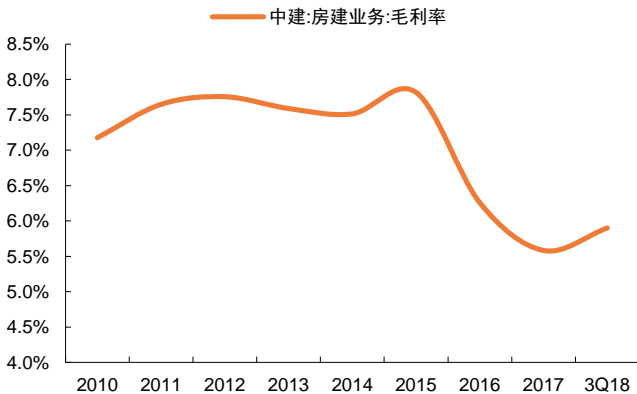
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表42 公司2018年前三季度房建毛利润同比增长21.8%



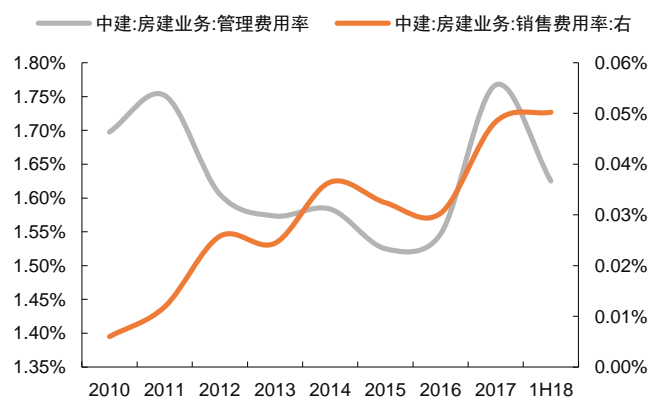
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表43 公司2018年前三季度房建毛利率同比回升



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表44 公司房建业务管理费用率与销售费用率情况

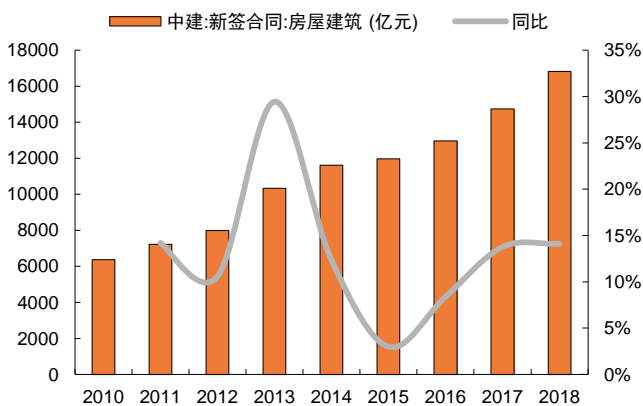


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

3.2 订单高增长提供业绩支撑，行业龙头地位持续稳固

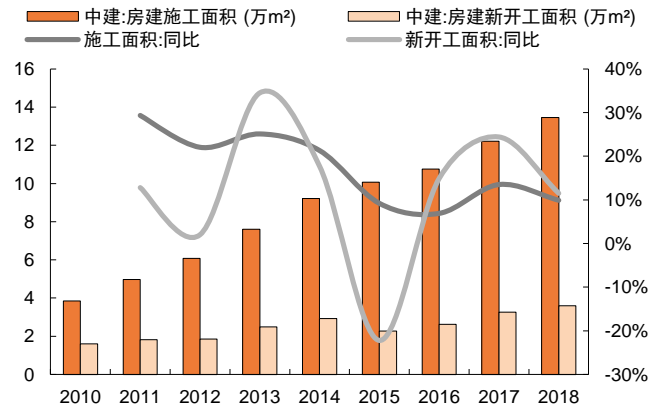
2018年以来，房企在融资环境持续收紧的背景下，纷纷加快储备项目开工，争取销售回款。受此推动，公司2019年新签房屋建筑合同16824亿元，同比增长14.1%；全年房建业务新开工面积3.60亿m²，同比增长11.5%。截止2018年底，公司房建业务施工面积达到了13.45亿m²，同比增长9.9%。公司房建业务市场份额稳步提升，截止2018年，公司房建业务新开工面积占全国房屋新开工面积比重达到17%，房建业务施工面积占全国房屋施工面积比重达到16%，较2010年均提升7pct，公司房建龙头地位持续稳固。

图表45 2018年公司房建业务新签合同同比增长14.1%



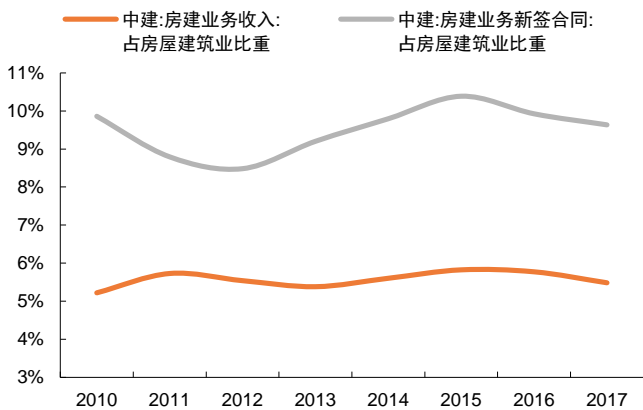
资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

图表46 公司房建业务新开工与施工面积保持稳定增长



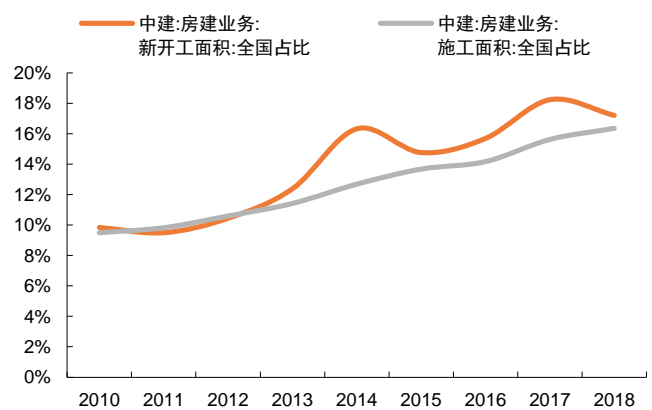
资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

图表47 公司房建业务收入与新签合同市场份额历史情况



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

图表48 公司房建新开工与施工面积全国占比持续提升



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

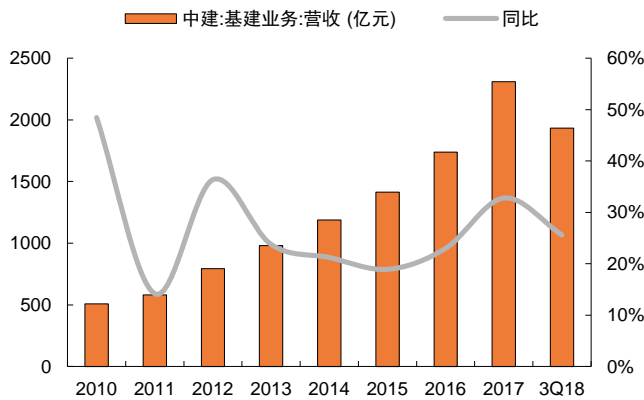
四、 订单饱满叠加融资改善，基建业务将持续发力

近年来，公司依托雄厚的资本实力，工程建设与项目投资并举，通过BT、BOT、PPP等模式参与基础设施建设，在市政、公路、城市轨道交通等领域持续扩张，快速成长为国内领先的基础设施投融资发展商。受益投融资建造模式的持续推广，公司基建业务收入保持快速增长，2010-2017年营业收入复合增长率达到24.1%。

4.1 基建业务收入保持快速增长，毛利率有所提升

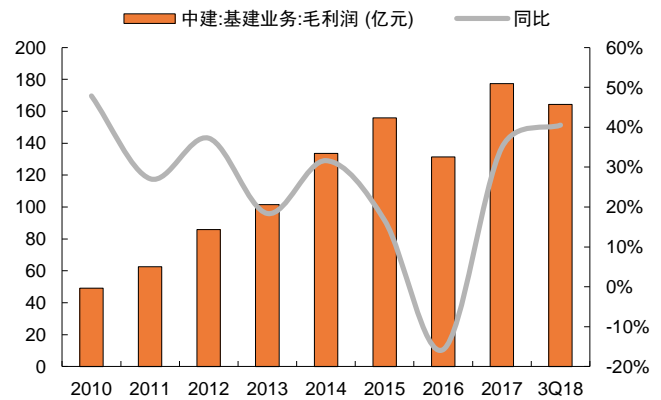
2018年前三季度，公司基建业务收入延续高增长，实现营业收入1934亿元，同比增长25.6%，实现毛利润164亿元，同比增长40.5%。2017年以来，伴随在手PPP项目逐步进入施工阶段，公司基建业务毛利率持续提升，2018年前三季度为8.5%，较2017年同期增加0.9pct；基建业务费用率保持稳定，2018年上半管理费用率与销售费用率分别为1.30%和0.01%，同比保持稳定。从业务结构上看，公司基建业务主要以市政道路、高速公路、城轨轨道交通、高铁等交通基建项目为主。除此以外，近年来在国家环保投资持续加码的背景下，供水及污水处理、环保等类型项目占比逐步提升，成为基建板块新的增长点。

图表49 2018年前三季基建业务营收同比增长25.60%



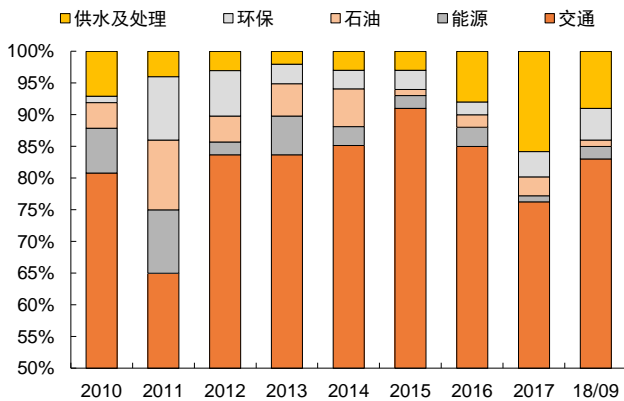
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表50 2018年前三季基建业务毛利润同比增长40.6%



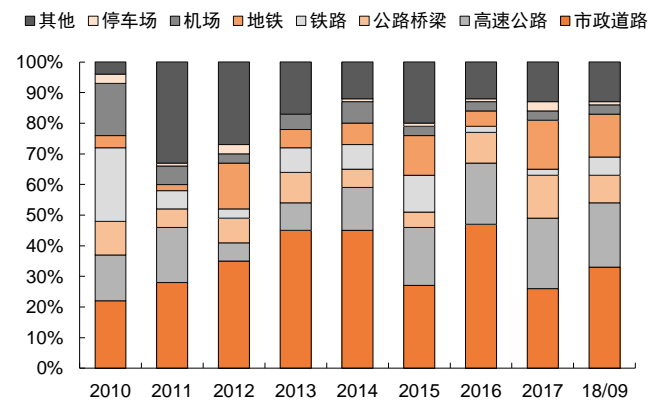
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表51 公司历年新签基建合同以交通工程为主



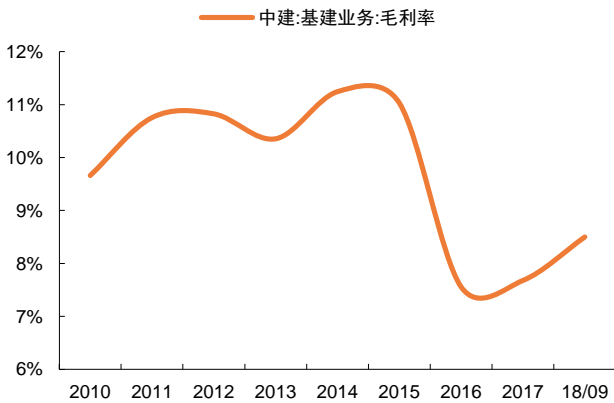
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表52 公司新签交通合同构成情况



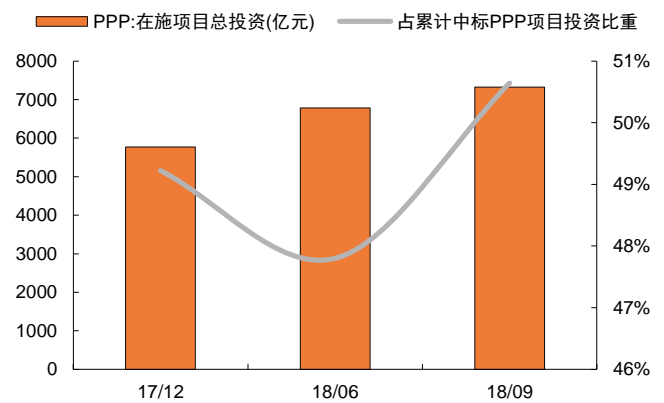
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表53 2018年前三季度基建业务毛利率为8.5%



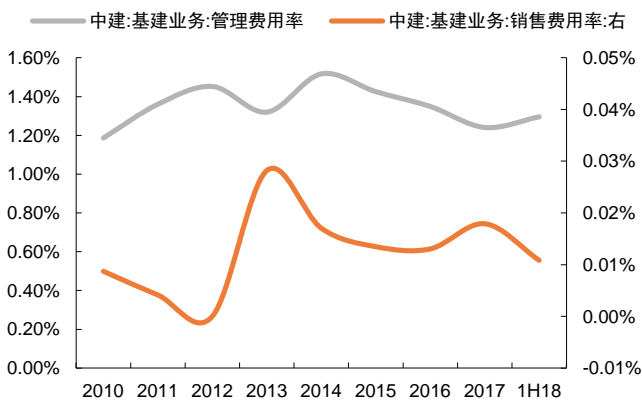
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表54 公司中标PPP项目持续落地



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表55 公司基建业务管理费用率与销售费用率情况



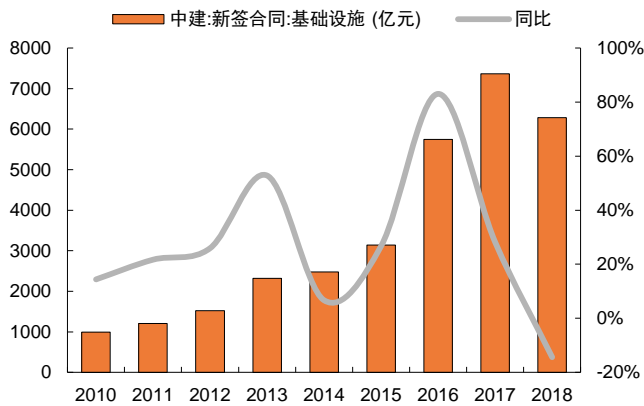
资料来源：公司公告，平安证券研究所

4.2 订单饱满叠加融资改善，2019年基建高增长无忧

公司基建业务快速发展，市场份额不断提升。2015年~2017年，公司积极发挥自身资本实力，承接了一系列采用BT、BOT、PPP模式的基础设施建设项目，推动公司基建业务新签合同快速增长，2015~2017年间新签合同复合增长率达到53.2%。伴随着基建业务的快速成长，公司在基建领域的市场份额也持续提升，2017年公司基建业务收入占土木工程建筑业收入总额比重达到9.5%，基建业务新签订单占土木工程建筑业订单总额比重达到4.1%。

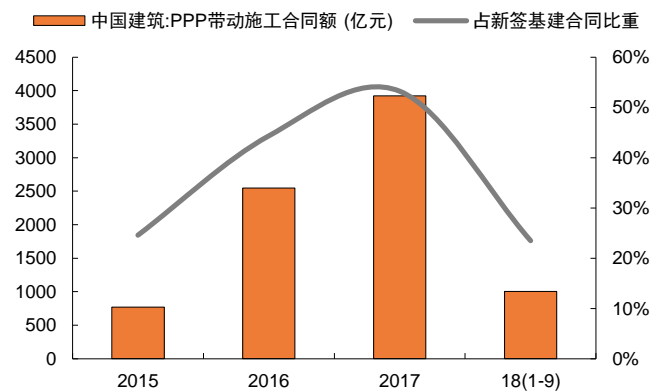
在手订单饱满叠加融资环境改善，2019年基建业务将延续稳健增长。2018年，受国内“去杠杆”政策与地方政府隐性债务清理影响，中建基建板块新签合同6282亿元，同比下滑14.40%，但整体规模仍处高位。目前，公司在手订单充足，2016年、2017年和2018年前三季度订单收入比分别为331%、319%和221%。随着2018年下半年以来，基建“补短板”政策持续释放，融资环境迎来边际改善，2019年公司基建业务将延续稳健增长。

图表56 2018年前三季度基建新签合同额同比减少14.40%



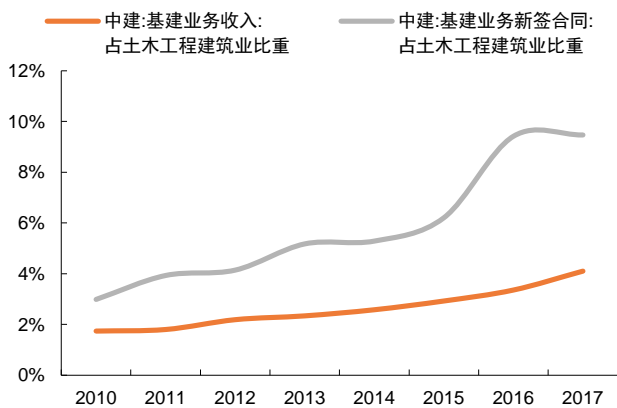
资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表57 PPP对中国建筑基建业务的带动明显



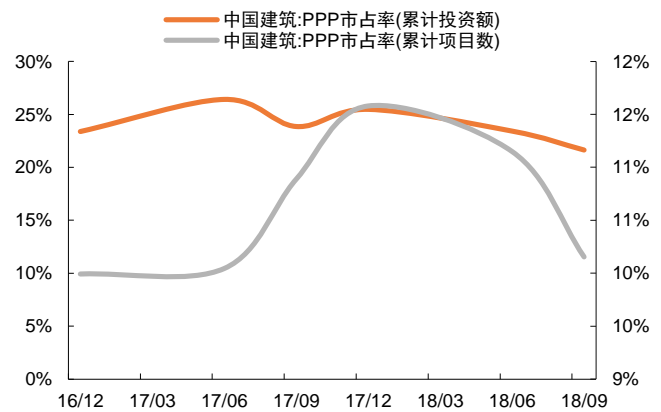
资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表58 公司基建业务市场份额稳步提升



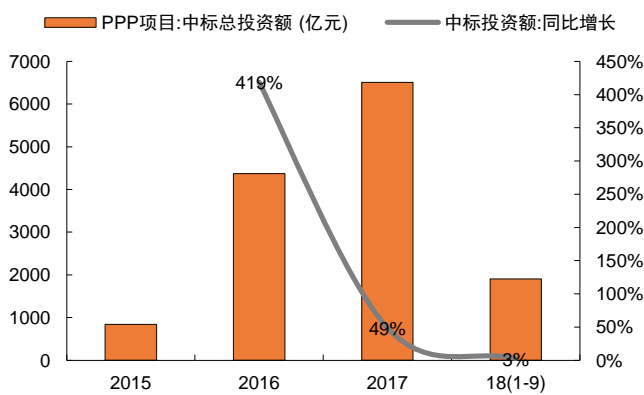
资料来源:Wind,平安证券研究所

图表59 中国建筑PPP市占率领先



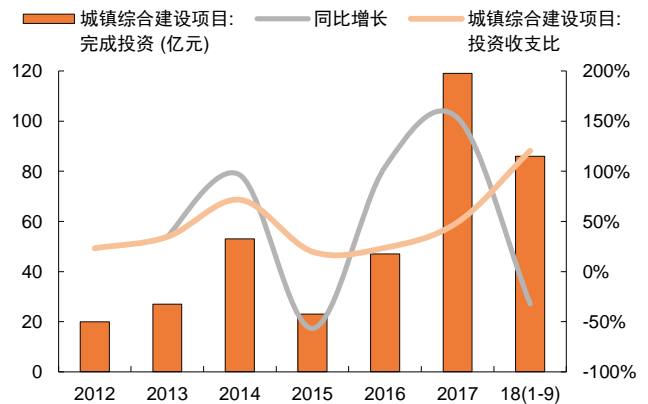
资料来源:Wind,平安证券研究所

图表60 2018年前三季度公司PPP中标额同比增长3%



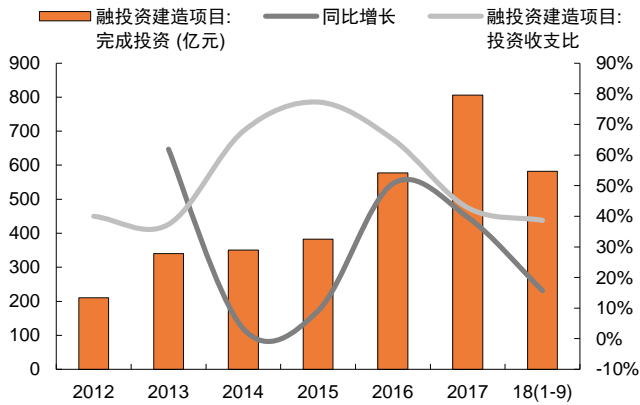
资料来源:公司公告,Wind,平安证券研究所

图表61 2018Q3城镇综合建设项目投资同比下滑



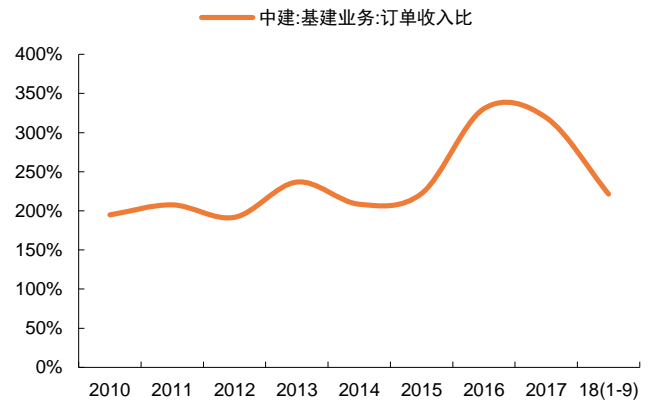
资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表62 2018年前三季度融投资建造项目投资增速放缓



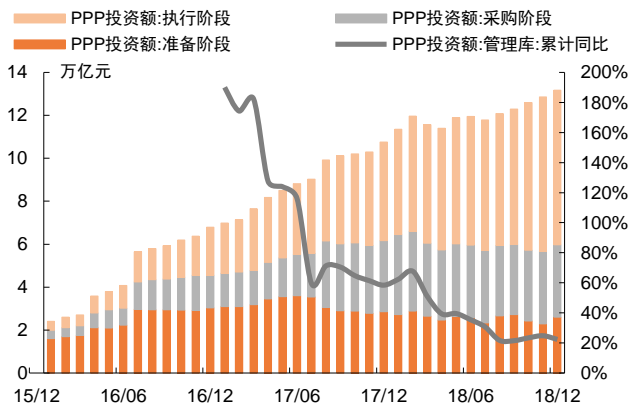
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表63 2018年前三季度基建业务订单收入比为221%



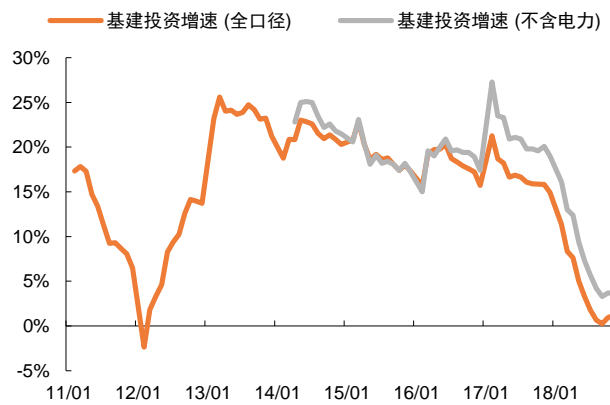
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表64 PPP管理库项目保持稳健增长



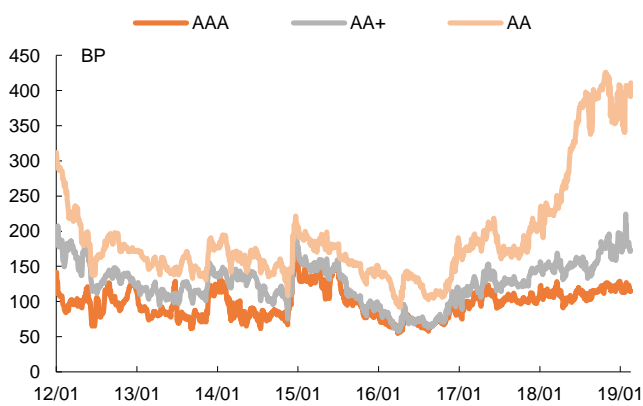
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表65 2018年基础设施建设投资增速触底回升



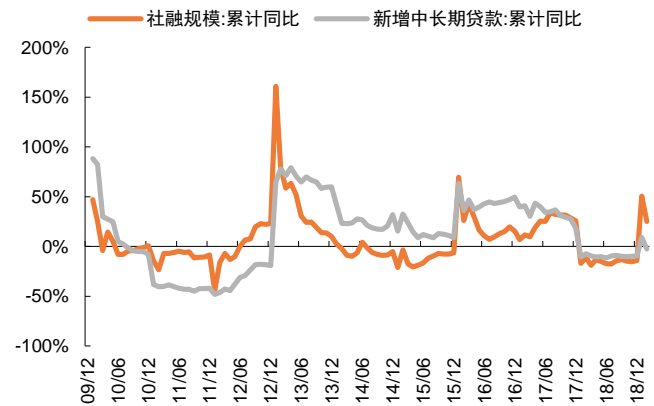
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表66 建筑装饰各评级产业债的信用利差变化情况



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表67 2019年以来社会融资规模回升



资料来源: 公司公告, Wind, 平安证券研究所

五、盈利预测与投资建议

中国建筑作为国内顶级的建筑工程与房地产综合企业集团，通过强化内部资源整合与业务协同，打造了“规划设计、投资开发、基础设施建设、房屋建筑工程”等“四位一体”的商业模式，行业龙头地位稳固。

展望未来，公司房建与基建板块订单饱满，凭借强大的资本实力与投融资能力，未来业绩将持续释放。另外，公司依托中海地产与各工程局实现了地产业务的全国化布局，公司充足的土地储备，优异的盈利能力和周转能力将保障未来业绩。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 376.40 亿元、428.27 亿元和 486.48 亿元，同比分别增长 14.3%、13.8%、13.6%，EPS 分别为 0.90 元、1.02 元和 1.16 元，对应当前 PE 分别为 6.8 倍、6.0 倍和 5.3 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

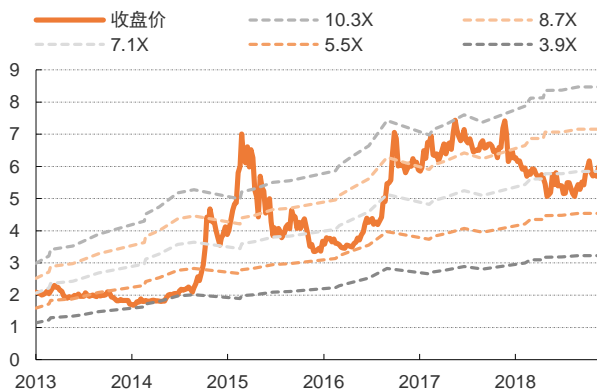
图表68 中国建筑盈利预测

单位：亿元	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
合计								
收入	6,810	8,000	8,806	9,598	10,541	11,758	12,592	13,325
收入 YoY	19.17%	17.47%	10.07%	8.99%	9.83%	11.54%	7.09%	5.82%
成本	6,002	6,994	7,710	8,628	9,435	10,501	11,238	11,883
毛利	808	1,007	1,095	970	1,106	1,257	1,353	1,442
毛利率(%)	11.87%	12.58%	12.44%	10.10%	10.49%	10.69%	10.75%	10.82%
房屋建筑工程								
收入	4,922	5,549	5,883	6,202	6,251	6,833	6,970	7,040
收入 YoY	15.11%	12.74%	6.01%	5.43%	0.78%	9.32%	2.00%	1.00%
成本	4,548	5,132	5,423	5,814	5,902	6,467	6,594	6,658
毛利	374	417	460	388	349	366	376	382
毛利率(%)	7.59%	7.51%	7.82%	6.26%	5.58%	5.36%	5.40%	5.42%
基础设施建设与投资								
收入	981	1,189	1,414	1,739	2,309	2,870	3,243	3,567
收入 YoY	23.75%	21.21%	18.91%	22.99%	32.79%	24.28%	13.00%	10.00%
成本	879	1,055	1,258	1,608	2,132	2,631	2,971	3,264
毛利	102	134	156	131	177	239	272	303
毛利率(%)	10.35%	11.25%	11.03%	7.56%	7.68%	8.32%	8.40%	8.50%
房地产开发与投资								
收入	887	1,244	1,424	1,520	1,792	1,744	2,058	2,387
收入 YoY	48.41%	40.16%	14.47%	6.76%	17.91%	-2.69%	18.00%	16.00%
成本	589	825	979	1,114	1,271	1,161	1,420	1,695
毛利	299	419	445	406	521	583	638	692
毛利率(%)	33.66%	33.67%	31.25%	26.70%	29.07%	33.41%	31.00%	29.00%
设计勘察								
收入	69	71	65	73	82	95	110	124

单位: 亿元	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入 YoY	10.01%	3.69%	-8.50%	12.74%	11.37%	16.72%	15.00%	13.00%
成本	53	56	53	60	70	84	96	108
毛利	15	15	12	13	12	12	14	15
毛利率(%)	22.49%	20.66%	18.66%	18.26%	14.45%	12.40%	12.50%	12.50%
其他业务合并								
收入	-48	-53	20	63	107	216	211	207
收入 YoY	257.73%	8.60%	-138.94%	209.16%	69.58%	100.97%	-2.00%	-2.00%
成本	-67	-75	-2	32	61	158	158	157
毛利	19	23	23	31	47	57	53	50
毛利率(%)	-39.42%	-42.95%	110.15%	49.04%	43.42%	26.46%	25.00%	24.00%

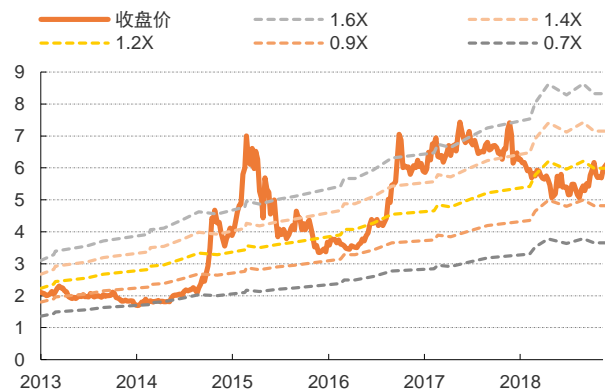
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表69 中国建筑 PE-Bands



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表70 中国建筑 PB-Bands



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

六、风险提示

- 1、房地产业务销售不及预期:** 由于房地产板块贡献了公司将近 1/3 的利润, 如果未来地产调控升级, 销售不及预期, 将导致地产业务与公司整体业绩不及预期;
- 2、基建投融资项目落地不及预期:** 公司是国内 PPP 行业龙头, 在手基建投融资项目较多。由于基建投融资项目落地程序较为复杂, 受融资、合同谈判等多方面因素影响, 如果未来基建投融资推进不及预期, 将导致基建业务业绩不及预期;
- 3、房企资金收紧导致在手房建项目推进放缓:** 公司房建业务中住宅、办公楼等商品房占比较高, 项目推进受甲方房企资金状况影响较大。如果未来房地产行业融资受阻, 或导致公司在手房建项目推进放缓, 房建板块业绩或不达预期。
- 4、应收账款风险:** 公司所在建筑工程行业垫资情况较为普遍, 应收账款水平较高。如果未来公司因应收账款回收不及预期而计提减值, 将对公司业绩造成不利影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1140151	1276160	1419019	1534025
现金	273253	291948	438652	449504
应收账款	137714	170553	159570	189778
其他应收款	55547	61615	63854	68922
预付账款	32967	38292	38020	42736
存货	535887	610632	616374	680978
其他流动资产	104782	103120	102549	102107
非流动资产	410833	499609	432847	432364
长期投资	49910	66578	82270	96983
固定资产	34395	34831	35414	36256
无形资产	11223	11393	11499	11653
其他非流动资产	315304	386807	303665	287471
资产总计	1550983	1775769	1851866	1966389
流动负债	886413	989548	1027892	1106621
短期借款	31032	40000	39800	39500
应付账款	433330	471945	484513	514032
其他流动负债	422051	477604	503579	553089
非流动负债	322841	397654	383178	358799
长期借款	283799	358611	344135	319756
其他非流动负债	39043	39043	39043	39043
负债合计	1209254	1387202	1411071	1465420
少数股东权益	126974	142636	160456	180699
股本	30000	41985	41985	41985
资本公积	24883	12883	12883	12883
留存收益	143625	185326	232940	287290
归属母公司股东权益	214756	245931	280339	320270
负债和股东权益	1550983	1775769	1851866	1966389

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-43457	18764	93303	28979
净利润	46649	53302	60647	68891
折旧摊销	6537	6234	7241	8171
财务费用	9940	7556	5504	2274
投资损失	-4411	-3759	-4105	-4654
营运资金变动	-99807	-44968	23596	-46143
其他经营现金流	-2365	400	420	440
投资活动现金流	-45680	-91651	63206	-3474
资本支出	17418	6091	4946	4203
长期投资	-20234	-16667	-15693	-14713
其他投资现金流	-48496	-102226	52459	-13983
筹资活动现金流	34143	91596	-9807	-14656
短期借款	-1287	8968	-200	-300
长期借款	18899	74813	-14476	-24379
普通股增加	0	12000	0	0
资本公积增加	457	-12000	0	0
其他筹资现金流	16074	7815	4869	10023
现金净增加额	-57629	18710	146702	10849

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1054107	1175793	1259158	1332486
营业成本	943539	1050118	1123837	1188269
营业税金及附加	14068	16461	16999	17989
营业费用	3488	3904	4176	4420
管理费用	20509	24692	25813	26650
财务费用	9940	7556	5504	2274
资产减值损失	7049	7433	8114	8532
公允价值变动收益	-461	-400	-420	-440
投资净收益	4411	3759	4105	4654
营业利润	59698	68989	78400	88566
营业外收入	1050	400	450	500
营业外支出	348	200	250	300
利润总额	60400	69189	78600	88766
所得税	13751	15887	17953	19875
净利润	46649	53302	60647	68891
少数股东损益	13707	15662	17820	20243
归属母公司净利润	32942	37640	42827	48648
EBITDA	76960	79452	88827	97878
EPS (元)	0.78	0.90	1.02	1.16

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入(%)	9.8	11.5	7.1	5.8
营业利润(%)	16.7	15.6	13.6	13.0
归属于母公司净利润(%)	10.3	14.3	13.8	13.6
获利能力				
毛利率(%)	10.5	10.7	10.7	10.8
净利率(%)	3.1	3.2	3.4	3.7
ROE(%)	13.7	13.7	13.8	13.8
ROIC(%)	8.6	7.4	7.8	8.3
偿债能力				
资产负债率(%)	78.0	78.1	76.2	74.5
净负债比率(%)	32.0	50.5	12.2	7.8
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	7.6	7.6	7.6	7.6
应付账款周转率	2.3	2.3	2.4	2.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.90	1.02	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	0.45	2.22	0.69
每股净资产(最新摊薄)	4.71	5.31	6.13	7.08
估值比率				
P/E	7.81	6.84	6.01	5.29
P/B	1.30	1.15	1.00	0.87
EV/EBITDA	6.8	7.9	5.6	5.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033