

稳步推进结构优化和去杠杆，盈利能力及质量均提升

——中国建筑（601668）2018 年报点评

2019 年 04 月 12 日

推荐/维持

中国建筑 | 财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营收 11993.25 亿，同增 13.78%，实现归母净利润 382.41 亿，同增 16.09%，实现扣非 375.36 亿，同增 17.9%；
- **业绩表现：**订单储备充裕且顺利释放推动全年业绩提速增长，Q4 业绩显著超预期。得益于近年来新签合同额保持较高增速、在工程项目顺利推进，报告期内营收/归母增速达到 13.8% (+4pp) / 16.1% (+5.8pp)，营收达成年初“超 1.1 万亿”目标；其中 Q4 毛利率 15.16% (+2.2pp)、费率 3.89% (-0.5pp)、净利率 4.88% (+0.7pp)，当季实现营收 3588 亿，增速 26.7%，同增 28.9pp、环增 24.3pp；实现归母 109 亿，增速 52.8%，同增 12.6pp、环增 47.4pp；
- **主要财务指标：**毛利率/费率同步提升，整体盈利能力略有提升。现金流大幅改善回正，应收周转强于同类央企。稳步推进去杠杆、负债率降 1pp、有息负债率较低。报告期内毛利率 11.89% (+1.4pp)，判断系业务结构优化和降本增效所致；销售/管理 (+研发) / 财务/期间费率为 0.3% (-0pp) / 2.58% (+0.6pp) / 1.28% (+0.3pp) / 4.17% (+1pp)，管理费同增 32% 系业务规模和团队费用扩大，研发费同增 173% 系加大科研投入力度所致，财务费同增 51% 系长期借款和应付债券随着业务规模扩大而增加；减值损失 105 亿 (+48%)，占净利润比例 18.9% (+3.8pp)；投资收益 56.46 亿 (+28%)，占净利润比例 10.2% (+0.7pp)；税率 22.9% (+0.1pp)；净利率 4.62% (+0.2pp)；收付现比为 103.77% (+3.5pp) / 107.5% (+2.3pp)，经营现金流为 103.11 亿 (+537.68 亿)，扭负为正系项目收到工程回款、销售回款增加，推动建筑主业和房地产业务现金净流量同比提高；公司应收周转率 7.9 高于其他中国交建 (6.5)、中国铁建 (5.9)、中国中铁 (5.6) 等主要央企；负债率 76.94% (-1pp) 基本符合预期，有息负债率 31% 低于中国交建 (44%)、中国铁建 (34%)、中国中铁 (33%) 等；
- **整体订单增速回落：房建保持强势、地产大幅增长、基建设计和海外订单显著下滑拖累整体。**全年新签建筑业合同额 23285 亿，增速 4.6% 较上年度回落 13.7pp。其中房建新签 16801 亿，同增 13.91% (+0.1pp)，2019.1-2 新签同增 53.6% 依然保持强势增长；地产销售额 2986 亿，同增 30.62% (+10pp)、结束多年在 10% 左右徘徊的局面；期末土地储备 10460 万方，同增 16.91% (+0.8pp)，后续凭借品牌定位和资源优势有望充分受益地产调控“因城施策、分类指导”带来的局部宽松；另一方面，受去杠杆全面深化、PPP 清库、基数较大等因素影响，基建新签 6355 亿，同减 13.76% (-42pp)；设计新签 129 亿，同减 0.77% (-56pp)；境外新签 1558 亿，同减 21.9% (-97pp)，主要系 2015-2017 在一带一路政策东风下公司承接海外业务量较大、基数较高所致；
- **业务结构向“房基地 532”目标稳步推进：基建订单下滑但增速坚挺，占比提升优化整体结构；地产销售爆发为来年收入增长蓄力；海外增速低于预期。**【1】房建收入 7242 亿，增速 15.9% (+15.1pp)，占比 60% (+1.1pp)，毛利率 6.7% (+1.3pp)；【2】基建收入 2767 亿，增速 19.8% (-13pp) 同比回落但仍领衔各项细分业务，收入增量对整体营收增量贡献比例为 32%，收入占比 23% (+1.2pp)，毛利率 8.4% (-0.3pp) 依然高于房建业务；【3】地产收入 1841 亿，增速 2.7% (-15.2pp)，占比 15% (-1.6pp)，毛利率 35% (+1.1pp)，我们判断受益于前期合约销售大幅增长，2019 年地产收入增速将会显著提升；【4】设计收入 94 亿，增速 15.4% (+4.1pp)，占比 1% (-)，毛利率 18% (+5pp)；【5】分区域看，境内收入 11090 亿，增速 14.4% (+4.3pp)，占比 92% (+0.5pp)，毛利率 11.9% (+1.6pp)；海外收入 903 亿，增速 6.2% (-0.6pp) 略低于预期，系多个重大项目落地速度慢于计划、上年同期基数高，收入占比 8% (-0.5pp)，毛利率 11.7% (-2.1pp)；
- **PPP 龙头，瞄准基建市场和高潜力细分领域，订单充沛，竞争力不断凸显。**

研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：王翩翩

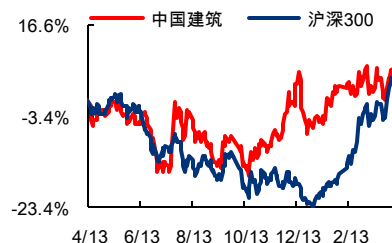
010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	6.35-8.7
总市值 (亿元)	2665.81
流通市值 (亿元)	2612.46
总股本/流通 A 股 (万股)	4198127/4114108
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.31

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《中国建筑（601668）2018 中报点评：牢据头部与国同运，转型升级步步为营》2018-08-30
- 2、《中国建筑（601668）2017 年半年报点评：建筑龙头订单和业绩稳增》2017-08-24
- 3、《中国建筑（601668）：房建龙头持续稳健发展》2012-04-20
- 4、《中国建筑调研快报：房建巨头，建筑市场游刃有余》2012-02-10

我们认为公司运用 PPP 模式不断拓展基建市场是驱动其业务结构优化的核心动力，当前基建订单较为充沛，并积极涉足管廊/海绵城市/轨交/水系治理等增速快、体量大的细分基建市场。公司 2015-2018 基建订单对应当期收入比例分别为 2.2 倍/3.3 倍/3.2 倍/2.3 倍，显著高于同期整体订单收入比的 1.9 倍/2.2 倍/2.3 倍/2.2 倍，亦高于房建业务订单收入比的 2 倍/2.1 倍/2.4 倍/2.3 倍。当前公司在施 PPP 项目 309 个，计划投资额 4,450 亿元，累计完成投资额 1,113 亿元，系 PPP 行业龙头；报告期内新签市政订单 2279 亿，对应当期收入比例高达 4.3 倍，在手管廊/海绵城市项目达 51 个/12 个，投资额为 900 亿/120 亿，均处于业内领先地位；

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 13369.75 亿元、14619.52 亿、15841.82 亿元；归母净利润分别为 430.22 亿元、473.8 亿元和 518.69 亿元；EPS 分别为 1.02 元、1.13 元和 1.24 元，对应 PE 分别为 6.2X、5.6X 和 5.1X。维持“推荐”评级。

■ **风险提示：**1、宏观经济风险；2、地产调控风险；3、海外业务风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,054,107	1,199,325	1,336,975	1,461,952	1,584,182
增长率（%）	9.83%	13.78%	11.48%	9.35%	8.36%
净利润（百万元）	46,649.02	55,350.20	61,841.72	68,081.71	74,640.93
增长率（%）	13.30%	18.65%	11.73%	10.09%	9.63%
净资产收益率（%）	15.34%	15.68%	18.57%	19.82%	20.98%
每股收益(元)	1.07	0.87	1.02	1.13	1.24
PE	5.93	7.30	6.20	5.63	5.14
PB	0.89	1.09	1.15	1.12	1.08

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表					单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1140151	1362008	1288830	1335512	1940937	营业收入	1054107	1199325	1336975	1461952	1584182				
货币资金	273253	317501	53433	23196	499680	营业成本	943539	1056710	1183908	1294114	1402065				
应收账款	137714	167553	183147	200267	217011	营业税金及附	14068	16195	18054	19741	21392				
其他应收	55547	56489	62972	68859	74616	营业费用	3488	3650	6685	7310	4753				
预付款项	32967	48612	69453	84370	104904	管理费用	20509	23352	39307	40935	32000				
存货	535887	634967	778460	797742	864287	财务费用	9940	15336	4359	6541	21989				
其他流动	34572	48230	58686	70287	80995	资产减值损失	7,049	10,466	11,512	12,664	13,930				
非流动资产	410833	499832	539361	580280	625207	公允价值变动	-461.49	-368.34	-27.79	-285.87	-227.34				
长期股权	49910	65994	72593	79853	87838	投资净收益	4,411	5,646	6,493	7,467	8,587				
固定资产	34395	35680	37464	39337	41304	营业利润	59698	71665	79615	87829	96412				
无形资产	11223	11594	12058	12058	12058	营业外收入	1,050	609	962	874	815				
其他非流	1342	2421	2905	2663	2784	营业外支出	348	486	369	401	418				
资产总计	1550983	1861840	1828191	1915792	2566144	利润总额	60400	71789	80208	88301	96809				
流动负债	886413	1066574	1004527	1015676	1569698	所得税	13751	16439	18367	20220	22168				
短期借款	31032	19042	19042	19042	504361	净利润	46649	55350	61842	68082	74641				
应付账款	433330	481458	470320	514100	556985	少数股东损益	13707	17109	18820	20702	22772				
预收款项	188750	176818	188750	187388	181150	归属母公司净	32942	38241	43022	47380	51869				
一年内到	67832	78047	78047	70242	63218	EBITDA	80911	98691	85183	95589	119632				
非流动负	322841	366002	387904	436206	501610	EPS (元)	1.07	0.87	1.02	1.13	1.24				
长期借款	185853	214676	257611	309133	370959	主要财务比									
应付债券	97946	109446	109541	105644	108210		率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E			
负债合计	1209254	1432576	1392430	1451881	2071308	成长能力									
少数股东	126974	185303	204123	224825	247596	营业收入增长	9.83%	13.78%	11.48%	9.35%	8.36%				
实收资本	30000	41985	41981	41981	41981	营业利润增长	16.69%	20.05%	11.09%	10.32%	9.77%				
资本公积	24883	11262	11262	11262	11262	归属于母公司	10.28%	16.09%	12.50%	10.13%	9.47%				
未分配利	138102	165628	165345	165079	164872	获利能力									
归属母公	214756	243961	231638	239086	247239	毛利率(%)	10.15%	11.54%	11.45%	11.48%	11.50%				
负债和所	1550983	1861840	1828191	1915792	2566144	净利率(%)	4.43%	4.62%	4.63%	4.66%	4.71%				
现金流	单位: 百万元					总资产净利润	7.81%	2.12%	2.05%	2.35%	2.47%				
量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	15.34%	15.68%	18.57%	19.82%	20.98%				
经营活动	-43457	10311	17931	28528	56337	偿债能力									
净利润	46649	55350	61842	68082	74641	资产负债率(%)	78%	77%	76%	76%	81%				
折旧摊销	11274	11690	12154	12156	12158	流动比率	1.29	1.28	1.28	1.31	1.24				
财务费用	9940	15336	4359	6541	21989	速动比率	0.68	0.68	0.51	0.53	0.69				
应收账款	936	-29839	-15594	-17120	-16744	营运能力									
预收帐款	8523	-11932	11932	-1362	-6238	总资产周转率	0.72	0.70	0.72	0.78	0.71				
投资活动	-45680	-32813	-44741	-49423	-54299	应收账款周转	7.63	7.86	7.62	7.63	7.59				
公允价值	-461	-368	-28	-286	-227	应付账款周转	2.52	2.62	2.81	2.97	2.96				
长期股权	0	0	-43771	-44109	-48520	每股指标 (元)									
投资收益	4411	5646	6493	7467	8587	每股收益(最新)	1.07	0.87	1.02	1.13	1.24				
筹资活动	34143	64870	-1074	-25247	450020	每股净现金流	-1.83	1.01	-0.66	-1.10	10.77				
应付债券	0	0	96	-3897	2566	每股净资产(最)	7.16	5.81	5.52	5.70	5.89				
长期借款	0	0	35504	32164	33834	估值比率									
普通股增	0	11985	-4	0	0	P/E	5.93	7.30	6.20	5.63	5.14				
资本公积	457	-13621	0	0	0	P/B	0.89	1.09	1.15	1.12	1.08				
现金净增	-54994	42368	-27885	-46141	452058	EV/EBITDA	3.71	3.75	7.95	7.82	6.80				

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

王翩翩

建筑行业研究员。清华大学土木工程硕士，曾任职于正荣地产、Hilti Group，对建筑产业链具备深入研究和理解，2018年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。