

证券研究报告—动态报告

建筑工程

建筑施工

中国建筑(601668)

买入

合理估值: 8.32-9.36 元 昨收盘: 6.35 元

(维持评级)

2019年04月12日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	41981/41141
总市值/流通(百万元)	266581/261245
上证综指/深圳成指	3190/10158
12个月最高/最低(元)	8.70/4.96

相关研究报告:

- 《国信证券-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
- 《国信证券-中国建筑(601668.SH): 主业稳健, 基建业务助力估值提升》——2018-11-02
- 《国信证券-中国建筑(601668.SH): 股权激励即将实施, 估值有望提升》——2018-11-30
- 《国信证券-中国建筑(601668.SH): 2018年业绩超预期, 有望维持高分红》——2019-01-21

证券分析师: 周松

电话: 021-60875163
E-MAIL: zhou song@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码:
S0980518030001

联系人: 江剑

电话: 021-60933161
E-MAIL: jiangjian@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

2018年年报点评

基建业绩提速, 订单回暖业绩释放动力足

● 业绩超预期, 房地产销售增速亮眼

2018年公司实现营收11993.25亿, 同比增长13.78%; 实现归母净利润382.41亿, 同比增长16.09%。各主要业务增长稳健, 其中主营业务房建实现收入7242.31亿, 同比增长15.9%; 基建实现收入2766.75亿, 同比增长19.8%; 房地产业务实现合约销售额2986亿元, 同比增长30.6%, 创下近五年最高增速。全年新签工程订单23233亿, 同比增长4.6%。

● 毛利率有所提升, 现金流改善

公司2018年ROE为15.97%, 同比提升0.15pct。毛利率为11.89%, 同比提升1.40pct, 毛利率提升主要是通过精细化管理降低了分包成本; 净利率为4.62%, 同比提升0.19pct。期间费用率为4.17%, 同比提升0.95pct; 其中管理费用率提升0.63pct至2.58%, 财务费用率提升0.34pct至1.28%, 销售费用率下降0.03pct至0.30%。总资产周转率为0.70次, 同比下降2.78%, 应收账款周转率为7.86次, 同比提升3.01%, 营运能力保持平稳; 资产负债率为76.94%, 同比下降1.03pct, 偿债能力有所提升。全年实现经营性净现金流103.11亿, 经营性净现金流/营业收入为0.86%, 同比提升4.98pct。

● Q4业绩增长大幅提速

公司2018Q1、Q2、Q3和Q4分别完成营收2701.61亿、3187.66亿、2515.83亿、3588.14亿, 同比增长15.05%、9.76%、2.42%、26.70%; 实现净利润81.45亿、109.93亿、81.62亿、109.42亿, 同比增长14.98%、0.35%、5.39%、52.83%。四季度公司业绩增长大幅提速。

● 2019年新签订单增速反弹, 股权激励保障三年业绩稳健增长

2019年1-2月公司新签订单达到3432亿, 同比增长13.5%, 增速大幅反弹, 全年公司的新签订单增速有望重返至10%以上。2018年公司实施了第三期限限制性股票激励计划, 并设置净利润三年复合增长率不低于9.5%的解锁条件, 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。

盈利预测与投资建议: 预计公司19-21年EPS为1.04/1.15/1.26元, PE分别为6.1/5.5/5.1倍。维持“买入”评级。

风险提示: 应收账款坏账, 固定资产投资放缓, 订单转化率不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,054,107	1,199,325	1,328,049	1,460,177	1,604,342
(+/-%)	9.8%	13.8%	10.7%	9.9%	9.9%
净利润(百万元)	32942	38241	43786	48254	52747
(+/-%)	10.3%	16.1%	14.5%	10.2%	9.3%
摊薄每股收益(元)	0.78	0.91	1.04	1.15	1.26
EBIT Margin	6.9%	8.3%	7.4%	7.4%	7.2%
净资产收益率(ROE)	15.3%	15.7%	17.5%	18.7%	19.8%
市盈率 PE	8.1	7.0	6.1	5.5	5.1
EV/EBITDA	17.5	15.7	16.6	16.1	15.8
市净率(PB)	1.24	1.09	1.06	1.03	1.00

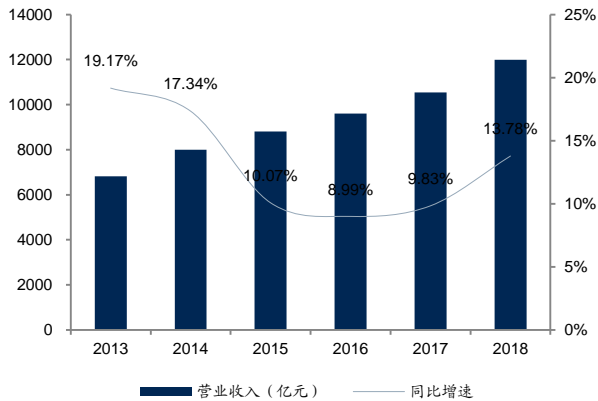
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩超预期，四季度净利润增长大幅提速

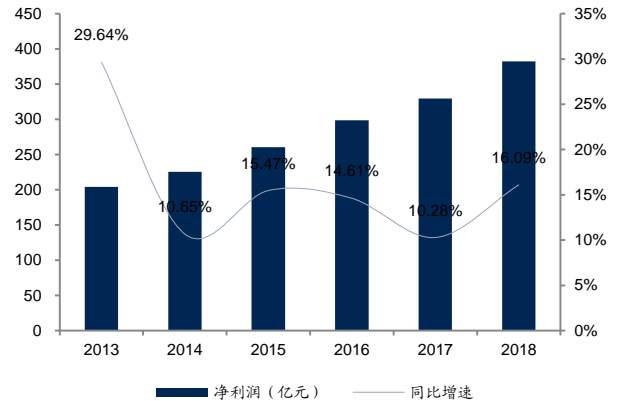
2018年公司实现营业收入11993.25亿，同比增长13.78%；实现归属于上市公司股东的净利润382.41亿，同比增长16.09%，业绩超预期；如果扣除非经常性损益，归母净利润增长率为17.90%。

图 1：公司 2018 年营收同比增长 13.78%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

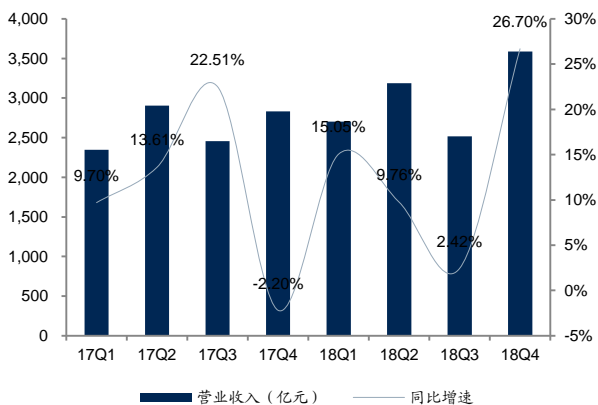
图 2：公司 2018 年归母净利润同比增长 16.09%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

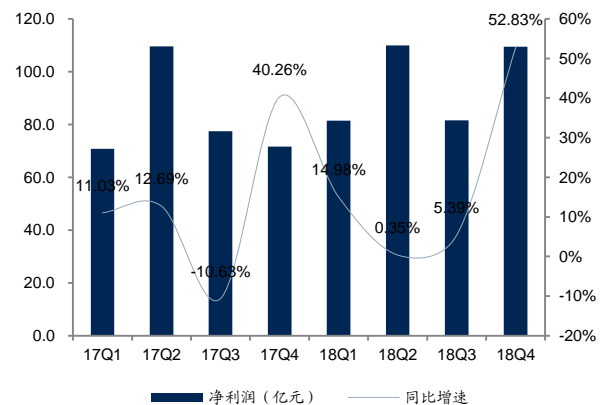
分季度来看，公司 2018Q1、Q2、Q3 和 Q4 分别完成营收 2701.61 亿、3187.66 亿、2515.83 亿、3588.14 亿，同比增长 15.05%、9.76%、2.42%、26.70%；实现净利润 81.45 亿、109.93 亿、81.62 亿、109.42 亿，同比增长 14.98%、0.35%、5.39%、52.83%。四季度公司业绩增长大幅提速。

图 3：公司 Q4 营收增长提速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司 Q4 净利润增长大幅提速

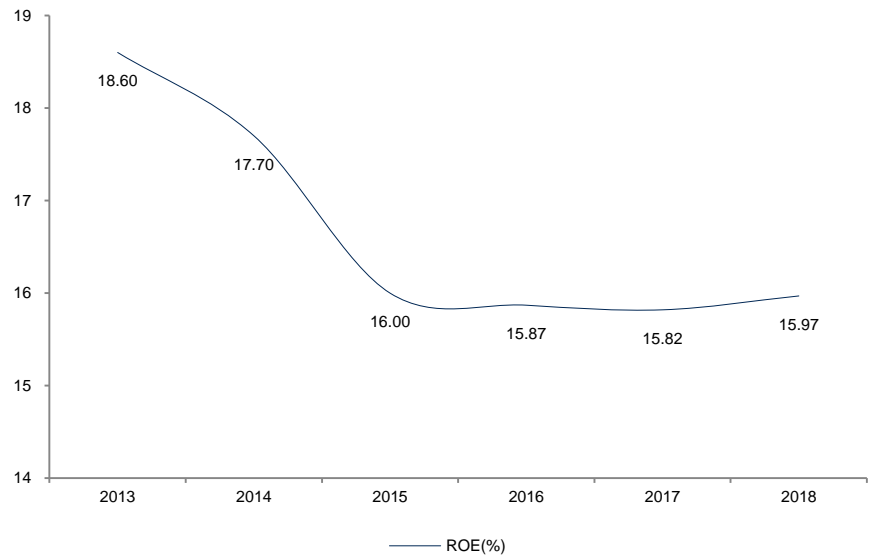


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

毛利率提升，期间费用率同比增加

2018 年公司的净资产收益率为 15.97%，同比提升 0.15pct。

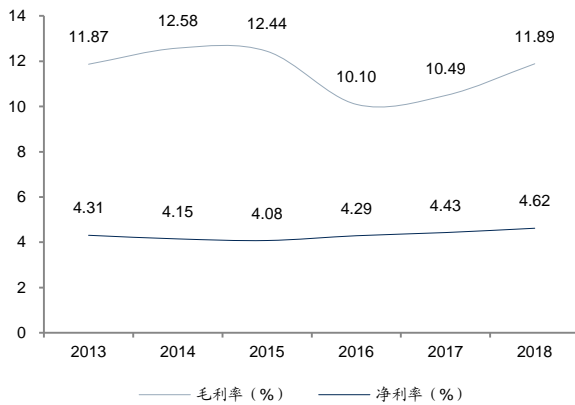
图 5: 公司的 ROE 有所提升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

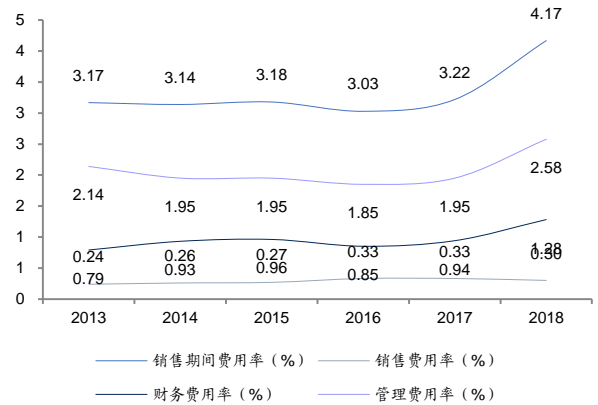
公司 2018 年的毛利率为 11.89%，同比提升 1.40pct，毛利率提升主要是通过精细化管理降低了分包成本；净利率为 4.62%，同比提升 0.19pct。期间费用率为 4.17%，同比提升 0.95pct；其中管理费用率提升 0.63pct 至 2.58%，财务费用率提升 0.34pct 至 1.28%，销售费用率下降 0.03pct 至 0.30%。

图 6: 公司的毛利率和净利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 公司的期间费用率同比上升

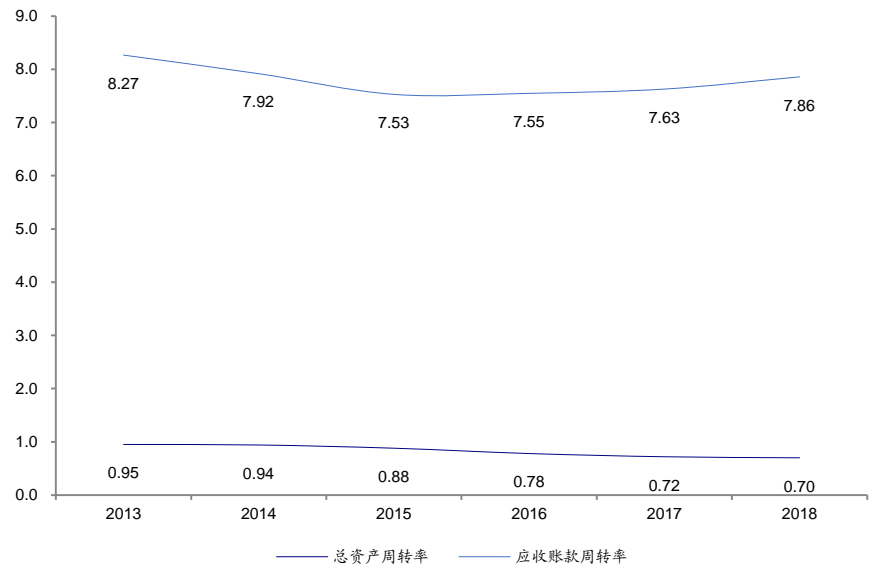


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

运营能力保持平稳，偿债能力有所提升

2018 年公司总资产周转率为 0.70 次，同比下降 2.78%，应收账款周转率为 7.86 次，同比提升 3.01%，营运能力保持平稳。

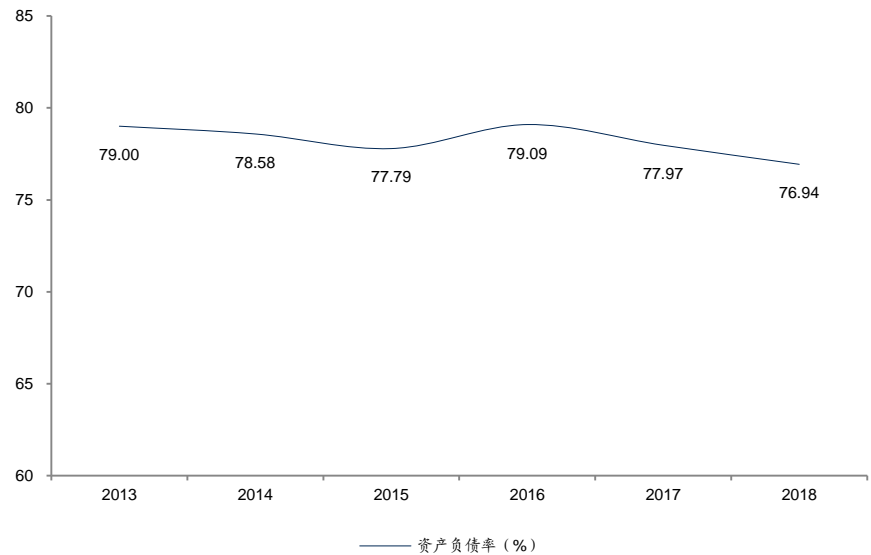
图 8: 公司近几年的总资产周转率和应收账款周转率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

截至 2018 年底, 公司的资产负债率为 76.94%, 同比下降 1.03pct, 偿债能力有所提升。

图 9: 公司近几年的资产负债率

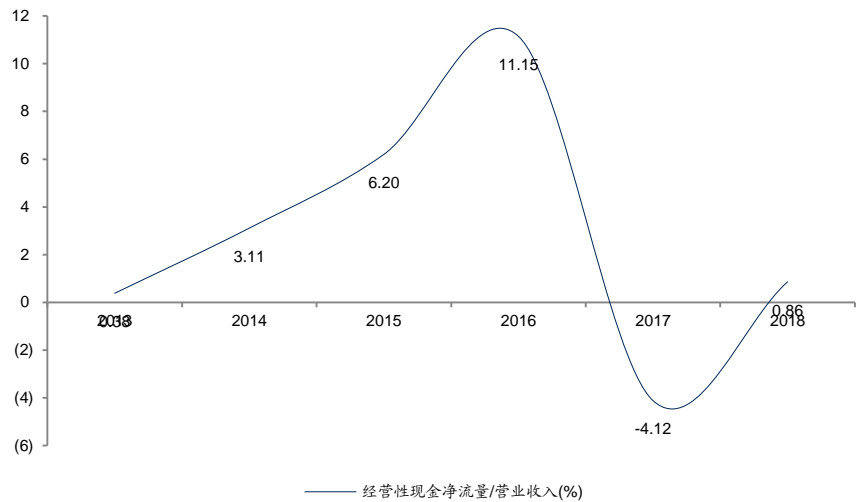


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

现金流有所改善

2018 年前三季度公司面临了较大的现金流压力, 四季度公司明显加强了应收款项的回收工作, 全年现金流顺利转正, 实现经营性净现金流 103.11 亿, 经营性净现金流/营业收入为 0.86%, 同比提升 4.98pct。

图 10: 公司的经营性净现金流大幅改善

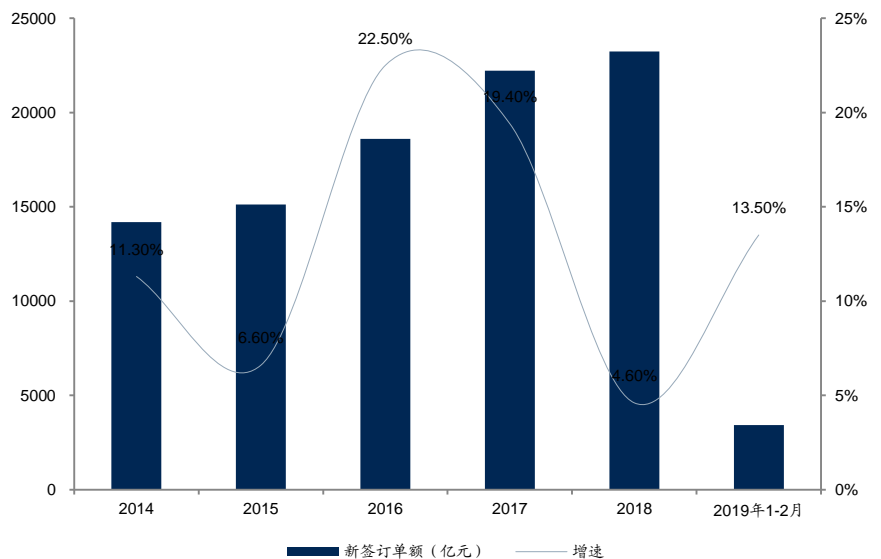


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

新签订单触底回升，基建订单稳居央企前四

公司 2018 年新签订单 23233 亿，同比增长 4.6%，受到宏观降杠杆、基建投资放缓等影响相对 2017 年有所放缓。根据公司最新公告，2019 年 1-2 月新签订单达到 3432 亿，同比增长 13.5%，增速触底回升。年初以来的宽松货币和积极财政政策未来大概率将延续下去，全年公司的新签订单增速有望重返至 10% 以上。

图 11: 公司 2019 年 1-2 月新签订单增速触底回升

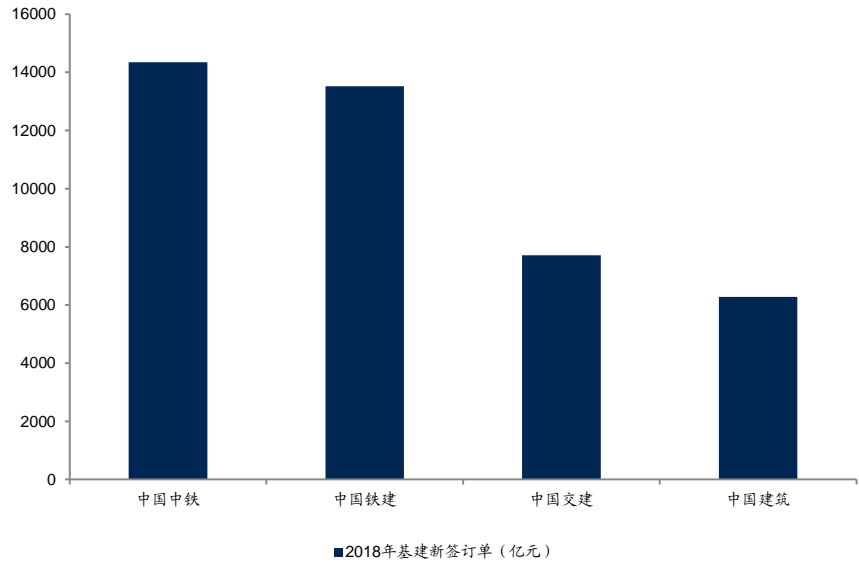


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2018 年新签订单中，基建订单达到 6282 亿，在总订单中占比 27.04%。在央企中，公司的基建订单规模稳居前四，且与第三名中国交建之间的差距逐渐缩

小，随着公司在基建领域的拓展力度不断增加，未来基建业务规模有望跻身前三强。

图 12: 公司 2018 年基建订单规模“稳四望三”



资料来源：公司公告，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 1: 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

盈利预测与估值

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 2: 公司业务收入拆分 (亿元)

收入预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
房建					
收入	6,250.84	7,242.31	7966.54	8683.53	9465.05
增长率	0.78%	15.86%	10.00%	9.00%	9.00%
毛利率	5.60%	6.68%	6.50%	6.50%	6.40%
基建					
收入	2,309.21	2,766.75	3181.76	3627.21	4116.88
增长率	32.79%	19.81%	15.00%	14.00%	13.50%
毛利率	7.70%	8.42%	8.00%	8.00%	8.00%
房地产					
收入	1,792.04	1,841.12	1988.41	2147.48	2319.28
增长率	17.91%	2.74%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率	29.10%	35.00%	32.00%	32.00%	31.00%
勘察设计					
收入	81.75	94.36	108.51	124.79	143.51
增长率	11.38%	15.43%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	14.40%	17.97%	17.00%	17.00%	18.00%
其他					
收入	229.19	207.50	217.88	228.77	240.21
增长率	19.30%	-9.46%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	24.60%	29.42%	25.00%	25.00%	28.00%
合计					
收入	10,541.07	11,993.23	13,280.47	14,601.75	16,043.40
增长率	9.83%	13.78%	10.73%	9.95%	9.87%
毛利率	10.51%	11.89%	11.04%	10.98%	10.77%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

可比公司估值

中国建筑的同业可比公司主要是上海建工等房建龙头，根据 wind 一致预期及我们的盈利预测数据，同行业可比公司 2019/2020 年估值均值为 12.94/10.40 倍，我们预测公司对应的估值为 6.10/5.50 倍，低于行业估值中枢水平。

表 3: 行业同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		投资评级
				2019E	2020E	2019E	2020E	
600170.SH	上海建工	3.98	354.40	0.38	0.48	10.47	8.29	买入
600491.SH	龙元建设	8.01	122.53	0.80	1.01	10.01	7.93	无评级
600284.SH	浦东建设	8.07	78.30	0.52	0.59	15.52	13.68	无评级
002062.SZ	宏润建设	4.57	50.38	0.34	0.40	13.44	11.43	无评级
601789.SH	宁波建工	4.69	45.78	0.32	0.39	14.66	12.03	无评级
000090.SZ	天健集团	7.98	114.70	0.59	0.88	13.53	9.07	无评级
	平均	6.22	127.68	0.49	0.63	12.94	10.40	--
601668.SH	中国建筑	6.35	2665.81	1.04	1.15	6.10	5.50	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及预测 (除上海建工和中国建筑外其他可比公司数据均来源于 wind 一致预期)

盈利预测与评级

根据公司的业务和订单情况, 预计公司 2019-2021 年净利润分别为 437.86/482.54/527.47 亿元, 分别同比增长 14.5%/10.2%/9.3%, 对应的 EPS 为 1.04/1.15/1.26 元, PE 分别为 6.1/5.5/5.1 倍。采用相对估值法给与公司 2019 年市盈率合理估值为 8-9 倍, 对应合理估值为 8.32-9.36 元, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	317501	303871	303871	303871	营业收入	1199325	1328049	1460177	1604342
应收款项	188991	209276	230097	252814	营业成本	1056710	1181393	1299884	1431610
存货净额	634967	711933	783299	862845	营业税金及附加	16195	17929	20442	23263
其他流动资产	162409	113928	125263	137630	销售费用	3650	4042	4444	4882
流动资产合计	1362008	1397148	1500670	1615301	管理费用	23352	25834	27915	28540
固定资产	43973	44786	46121	46224	财务费用	15336	11811	12065	12183
无形资产及其他	11594	11130	10667	10203	投资收益	5646	5398	5398	5398
投资性房地产	378270	378270	378270	378270	资产减值及公允价值变动	(10834)	(10834)	(10834)	(10834)
长期股权投资	65994	82078	98161	114245	其他收入	(7229)	0	0	0
资产总计	1861840	1913412	2033889	2164243	营业利润	71665	81604	89992	98427
短期借款及交易性金融负债	97089	97121	100789	102401	营业外净收支	123	593	593	593
应付款项	494871	554855	610475	672470	利润总额	71789	82197	90585	99021
其他流动负债	474615	451039	496081	545657	所得税费用	16439	18822	20743	22674
流动负债合计	1066574	1103016	1207344	1320528	少数股东损益	17109	19589	21588	23599
长期借款及应付债券	324121	324121	324121	324121	归属于母公司净利润	38241	43786	48254	52747
其他长期负债	41880	47049	52218	57387					
长期负债合计	366002	371170	376339	381508	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1432576	1474186	1583684	1702036	净利润	38241	43786	48254	52747
少数股东权益	185303	188382	191776	195486	资产减值准备	3416	1588	(255)	(169)
股东权益	243961	250844	258429	266721	折旧摊销	8486	5853	7174	8319
负债和股东权益总计	1861840	1913412	2033889	2164243	公允价值变动损失	10834	10834	10834	10834
					财务费用	15336	11811	12065	12183
关键财务与估值指标					营运资本变动	(55100)	(5603)	2053	1941
每股收益	0.91	1.04	1.15	1.26	其它	(727)	1491	3649	3878
每股红利	0.77	0.88	0.97	1.06	经营活动现金流	5150	57949	71709	77551
每股净资产	5.81	5.98	6.16	6.35	资本开支	(2461)	(18624)	(18624)	(18624)
ROIC	11%	11%	12%	13%	其它投资现金流	(5031)	0	0	0
ROE	16%	17%	19%	20%	投资活动现金流	(23575)	(34708)	(34708)	(34708)
毛利率	12%	11%	11%	11%	权益性融资	53620	0	0	0
EBIT Margin	8%	7%	7%	7%	负债净变化	28823	0	0	0
EBITDA Margin	9%	8%	8%	8%	支付股利、利息	(32230)	(36903)	(40669)	(44456)
收入增长	14%	11%	10%	10%	其它融资现金流	15867	32	3667	1612
净利润增长率	16%	14%	10%	9%	融资活动现金流	62672	(36870)	(37002)	(42844)
资产负债率	87%	87%	87%	88%	现金净变动	44248	(13629)	0	0
息率	12.1%	13.8%	15.3%	16.7%	货币资金的期初余额	273253	317501	303871	303871
P/E	7.0	6.1	5.5	5.1	货币资金的期末余额	317501	303871	303871	303871
P/B	1.1	1.1	1.0	1.0	企业自由现金流	27578	57841	73482	81110
EV/EBITDA	15.7	16.6	16.1	15.8	权益自由现金流	72267	48767	67847	73328

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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