天风证券 TF SECURITIES

中国建筑（601668）

证券研究报告
2019 年 04 月 13 日

地产毛利率显著增加，盈利能力持续提升

订单增速稳健，2019 开年房建订单快速增长

公司 2018 年度累计新签订单额 2.63 万亿，同增 7.1%。受 2018 年地方债务清理、PPP 监管严格及金融政策收紧等调控因素的影响，基建投资增速放缓，订单增速较去年同期回落 11.5 个百分点。境内新签合同金额占比 82.7%，增速平稳；因多个重大项目落地速度慢于预期及上年同期基数高等原因，境外同减 21.9%。2019 年 1-2 月累计新签合同额 5359 亿，同增 77.2%，增速较去年同期上升 41.7 个百分点，房建业务贡献主要增长，订单增速回暖。2019 年，公司计划新签合同额 2.82 万亿，同增 4.4%，增速稳健。

四季度营收增速攀升，地产毛利率显著增加

2018 年公司营业收入同比增长 13.8%至 11993 亿元。房建和基建业务营收分别同增 15.9%和 19.8%，地产微幅增长，向“532”产业结构调整加速迈进。公司四季度单季营收增速同增 26.7%，主因四季度房建业务增速显著所致。2018 年与 PPP 出表相关的合营企业和联营企业约 37 个，而去年同期 31 个，公司与合营企业与联营企业的关联交易金额约 380 亿元，占营收的 3.2%，相比去年上升 0.4 个百分点。公司全面清理整改存量 PPP 项目，合理控制 PPP 拓展规模，致 PPP 项目推进放缓，基建增速亦有所回落。2019 年公司计划实现营收 1.27 万亿，同增 5.9%。2018 年公司毛利率较上年提升 1.4 个百分点，其中地产业务毛利率为 35%，同增 5.9 个百分点，主因前期土地获得成本低，利润空间扩大所致；房建毛利率同增 1.1 个百分点，或贡献部分毛利率增长。

期间费用率小幅提升，现金流情况好转

2018 年公司同口径期间费用率为 4.17%，同增 0.93 个百分点，增速显著。公司销售费用率同减 0.03 个百分点，基本持平；管理费用率同增 0.27 个百分点，主因业务扩张导致的职工薪酬、办公费及差旅费等增加；财务费用率同增 0.32 个百分点，系公司长期借款和应付债券相应增多；研发费用率同增 0.37 个百分点，因公司加大科技研发投入力度所致。资产减值损失增加 48.5%至 104.7 亿，或因受国内经济下行及财政压力影响，导致坏账损失计提有所增加。综合起来，18 年公司归母净利润同比增长 16.1%至 382.4 亿，净资产收益率 15.97%，较同期提升 0.15 个百分点。

现金流方面，收现比 1.04，付现比 1.07，基本与上年持平。公司经营性现金流净流入 103 亿，主因由于工程和销售回款情况良好。年末公司资产负债率继续下降 1.1 个百分点至 76.9%，全面完成预算压降目标。2018 年公司每股分红 1.68 元，分红率降低 1.14 个百分点至 18.44%。

投资建议

公司在手订单充裕，营收增速稳健，加之近期公司第三期股权激励完成授予，业绩释放动力进一步增强。综上，小幅上调 19-21 年 EPS 分别为 1.02、1.12、1.24 元/股（原 19-20 年预测 EPS 为 0.92、0.99 元/股），PE 为 6.3、5.7、5.1 倍。目标价由 7 元小幅上调至 7.3 元，维持“买入”评级。

风险提示：固定资产投资快速下滑，PPP 项目推进不达预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,054,106.50	1,199,324.53	1,311,957.39	1,445,010.77	1,592,657.33
增长率(%)	9.83	13.78	9.39	10.14	10.22
EBITDA(百万元)	76,986.89	102,715.95	104,655.65	117,177.76	129,650.69
净利润(百万元)	32,941.80	38,241.32	42,712.02	47,031.66	52,271.01
增长率(%)	10.28	16.09	11.69	10.11	11.14
EPS(元/股)	0.78	0.91	1.02	1.12	1.24
市盈率(P/E)	8.16	7.03	6.29	5.71	5.14
市净率(P/B)	1.25	1.10	1.02	0.90	0.79
市销率(P/S)	0.25	0.22	0.20	0.19	0.17
EV/EBITDA	1.93	0.92	0.03	1.32	(0.59)

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/房屋建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.35 元
目标价格	7.3 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	41,981.27
流通 A 股股本(百万股)	41,141.08
A 股总市值(百万元)	266,581.04
流通 A 股市值(百万元)	261,245.83
每股净资产(元)	5.11
资产负债率(%)	78.63
一年内最高/最低(元)	8.78/4.91

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com
岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com
肖文劲 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

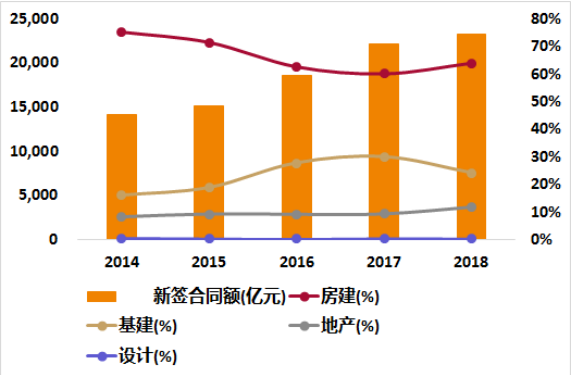
股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

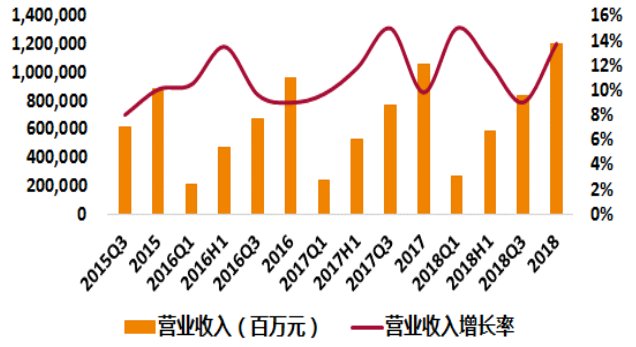
1 《中国建筑-公司点评:订单增速温和回升，股票回购彰显发展信心》2018-12-16
2 《中国建筑-季报点评:订单增速稳健、现金流改善、费用率有所增加》2018-11-05
3 《中国建筑-半年报点评:利润增速略不及预期，基建边际好转下有望提速》2018-08-30

图 1：订单及分业务增速状况



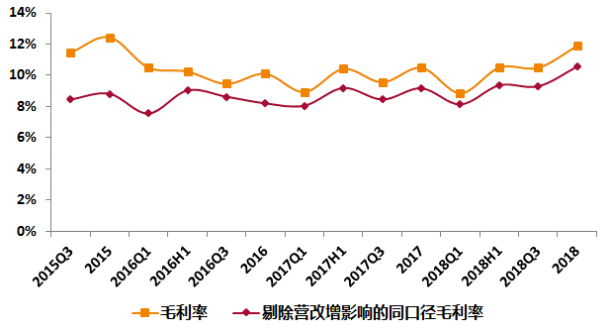
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：营业收入及增长率



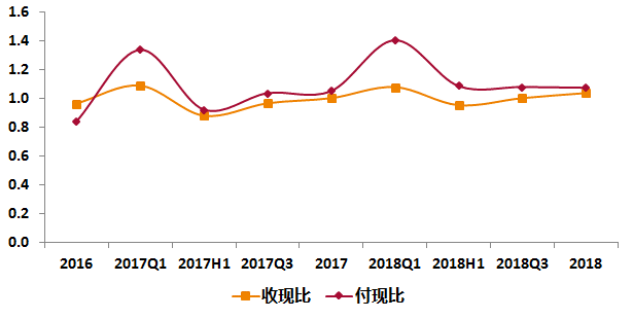
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：毛利率情况



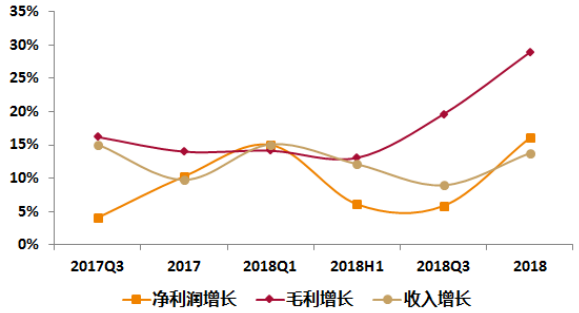
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：收现比/付现比



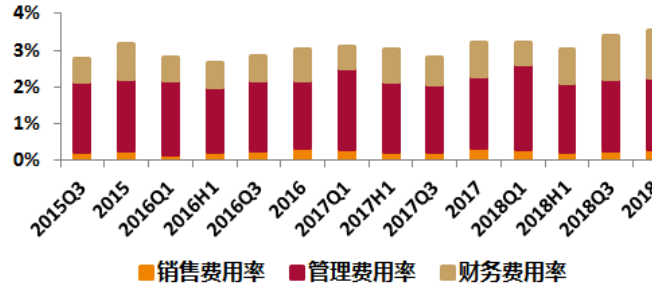
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：成长能力



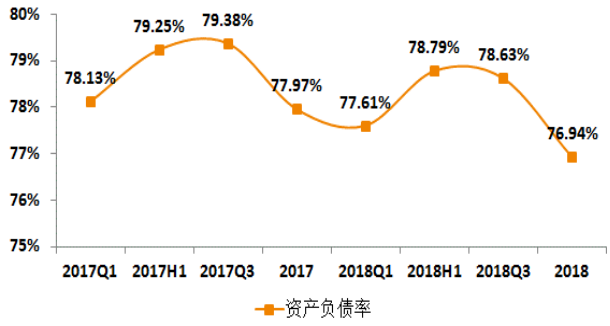
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：期间费用率情况



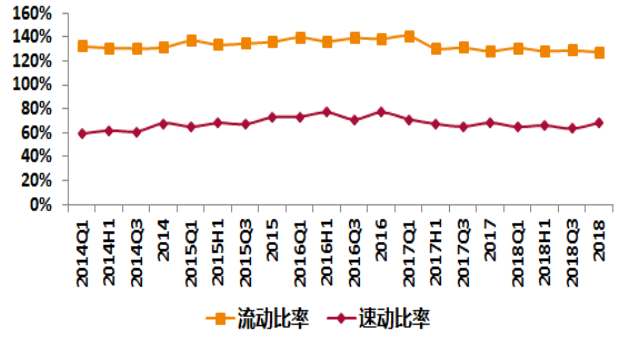
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：资产负债率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：流动比率/速动比率



资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	273,252.96	317,500.68	566,937.73	481,084.38	688,641.27
应收账款	193,260.95	167,552.94	227,146.27	207,581.73	271,565.38
预付账款	32,967.20	48,611.61	33,268.51	58,100.43	44,462.14
存货	535,887.23	634,967.09	645,398.24	762,212.13	787,571.86
其他	104,782.40	193,376.17	120,434.14	151,802.97	150,718.68
流动资产合计	**1,140,150.7**	**1,362,008.4**	**1,593,184.8**	**1,660,781.6**	**1,942,959.3**
长期股权投资	49,910.48	65,994.00	65,994.00	65,994.00	65,994.00
固定资产	34,395.28	35,679.99	30,337.85	23,211.72	15,015.22
在建工程	7,744.93	8,293.38	4,976.03	2,985.62	1,791.37
无形资产	11,222.86	11,594.20	11,146.58	10,698.97	10,251.36
其他	307,559.02	378,270.24	308,553.99	334,924.50	340,098.92
非流动资产合计	**410,832.57**	**499,831.81**	**421,008.45**	**437,814.81**	**433,150.86**
资产总计	**1,550,983.3**	**1,861,840.3**	**2,014,193.3**	**2,098,596.4**	**2,376,110.2**
短期借款	31,031.64	19,042.19	10,000.00	15,000.00	10,000.00
应付账款	505,859.59	481,457.76	637,489.90	590,728.07	747,112.13
其他	349,521.46	566,074.49	481,761.95	485,645.60	584,664.49
流动负债合计	**886,412.69**	**1,066,574.4**	**1,129,251.8**	**1,091,373.6**	**1,341,776.6**
长期借款	185,852.81	214,675.61	270,000.00	340,000.00	300,000.00
应付债券	97,945.75	109,445.52	109,541.25	105,644.17	108,210.31
其他	39,042.87	41,880.46	39,120.18	40,014.50	40,338.38
非流动负债合计	**322,841.43**	**366,001.59**	**418,661.42**	**485,658.67**	**448,548.69**
负债合计	**1,209,254.1**	**1,432,576.0**	**1,547,913.2**	**1,577,032.3**	**1,790,325.3**
少数股东权益	126,973.67	185,303.07	202,959.92	222,970.21	245,374.18
股本	30,000.00	41,985.17	41,985.17	41,985.17	41,985.17
资本公积	24,883.28	11,262.29	11,262.29	11,262.29	11,262.29
留存收益	168,507.85	182,894.16	221,334.98	256,608.72	298,425.53
其他	(8,635.61)	7,819.56	(11,262.29)	(11,262.29)	(11,262.29)
股东权益合计	**341,729.19**	**429,264.26**	**466,280.08**	**521,564.11**	**585,784.89**
负债和股东权益总	**1,550,983.3**	**1,861,840.3**	**2,014,193.3**	**2,098,596.4**	**2,376,110.2**

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**1,054,106.5**	**1,199,324.5**	**1,311,957.39**	**1,445,010.7**	**1,592,657.3**
营业成本	943,539.12	1,056,709.59	1,155,544.55	1,270,384.67	1,398,698.00
营业税金及附加	14,068.33	16,195.00	17,715.93	19,512.60	21,506.34
营业费用	3,487.82	3,649.89	3,992.66	4,397.58	4,846.91
管理费用	20,508.77	23,351.89	33,848.50	37,281.28	41,090.56
财务费用	9,939.51	15,336.28	17,374.06	20,931.19	23,131.94
资产减值损失	7,049.49	10,465.90	12,035.78	13,239.36	14,563.30
公允价值变动收益	(461.49)	(368.34)	517.62	586.30	3.26
投资净收益	4,410.92	5,646.31	6,210.94	6,832.04	7,856.84
其他	(8,133.70)	(3,327.28)	(13,457.13)	(14,836.67)	(15,720.21)
营业利润	**59,697.73**	**71,665.30**	**78,174.48**	**86,682.41**	**96,680.39**
营业外收入	1,050.16	609.18	609.18	756.17	658.18
营业外支出	348.27	485.69	485.69	485.69	485.69
利润总额	**60,399.61**	**71,788.79**	**78,297.97**	**86,952.90**	**96,852.88**
所得税	13,750.59	16,438.59	17,929.10	19,910.95	22,177.90
净利润	**46,649.02**	**55,350.20**	**60,368.87**	**67,041.95**	**74,674.98**
少数股东损益	13,707.22	17,108.88	17,656.85	20,010.29	22,403.97
归属于母公司净利润	**32,941.80**	**38,241.32**	**42,712.02**	**47,031.66**	**52,271.01**
每股收益（元）	0.78	0.91	1.02	1.12	1.24

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	46,649.02	55,350.20	42,712.02	47,031.66	52,271.01
折旧摊销	7,729.30	8,675.59	9,107.11	9,564.15	9,838.37
财务费用	8,177.28	12,568.54	17,374.06	20,931.19	23,131.94
投资损失	(4,410.92)	(5,646.31)	(6,210.94)	(6,832.04)	(7,856.84)
营运资金变动	(178,232.33)	17,970.07	161,285.07	(223,337.74)	175,504.17
其它	76,630.71	(78,606.79)	18,174.48	20,596.58	22,407.23
经营活动现金流	**(43,456.93)**	**10,311.29**	**242,441.80**	**(132,046.19)**	**275,295.87**
资本支出	21,259.74	24,079.25	2,760.28	(894.32)	(323.88)
长期投资	16,433.93	16,083.52	0.00	0.00	0.00
其他	(83,374.00)	(72,976.20)	8,677.95	5,003.69	7,686.74
投资活动现金流	**(45,680.33)**	**(32,813.43)**	**11,438.23**	**4,109.37**	**7,362.86**
债权融资	382,662.04	421,210.12	456,718.63	531,662.85	490,291.26
股权融资	(10,072.25)	(14,137.92)	(35,680.29)	(20,327.20)	(22,672.06)
其他	(338,446.63)	(342,201.94)	(425,481.32)	(469,252.17)	(542,721.04)
筹资活动现金流	**34,143.16**	**64,870.26**	**(4,442.97)**	**42,083.47**	**(75,101.84)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(54,994.11)**	**42,368.12**	**249,437.06**	**(85,853.35)**	**207,556.89**

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	9.83%	13.78%	9.39%	10.14%	10.22%
营业利润	16.69%	20.05%	9.08%	10.88%	11.53%
归属于母公司净利润	10.28%	16.09%	11.69%	10.11%	11.14%
获利能力					
毛利率	10.49%	11.89%	11.92%	12.08%	12.18%
净利率	3.13%	3.19%	3.26%	3.25%	3.28%
ROE	15.34%	15.68%	16.22%	15.75%	15.36%
ROIC	61.32%	72.42%	74.52%	-3175.51%	49.95%
偿债能力					
资产负债率	77.97%	76.94%	76.85%	75.15%	75.35%
净负债率	125.02%	128.90%	148.81%	100.52%	96.33%
流动比率	1.29	1.28	1.41	1.52	1.45
速动比率	0.68	0.68	0.84	0.82	0.86
营运能力					
应收账款周转率	5.53	6.65	6.65	6.65	6.65
存货周转率	2.05	2.05	2.05	2.05	2.06
总资产周转率	0.72	0.70	0.68	0.70	0.71
每股指标（元）					
每股收益	0.78	0.91	1.02	1.12	1.24
每股经营现金流	-1.04	0.25	5.77	-3.15	6.56
每股净资产	5.12	5.81	6.27	7.11	8.11
估值比率					
市盈率	8.16	7.03	6.29	5.71	5.14
市净率	1.25	1.10	1.02	0.90	0.79
EV/EBITDA	1.93	0.92	0.03	1.32	-0.59
EV/EBIT	2.14	1.00	0.03	1.44	-0.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com