

中国建筑 (601668)

地产业务增速回升，少数股东损益拖累归母利润增速

订单总体增长稳健，“一带一路”助力海外市场拓展

公司1-7月新签合同额14378亿元，同比增长8.7%。分业务来看，房建业务新签合同额11807亿元，同比增长23.3%，房建业务高端市场优势得到巩固提升。基础设施业务新签合同额2504亿元，受固定资产投资增速放缓、PPP投资下滑等因素影响同比下降30.1%。分区域看，境外业务新签合同额936亿元，同比增长32.9%；境内新签合同额13443亿元，同增7.3%。截至2019年6月末，公司在施PPP项目345个，计划投资额4950亿元，同增56.45%。预计未来PPP项目和海外新签额将继续增长。

业绩增长稳定，地产业务收入增速显著提高

上半年实现营收6854亿元，同比增长16.4%。其中房建营收4452.31亿，同增19.1%；基建营收1404.88亿，同增11.2%；地产营收977.11亿元，同比增速上涨至19.3%，中海地产贡献较大，销售额为1411亿元，同比增长41.5%。与PPP投资出表相关的SPV公司约43个，较18年末约37个有所增加，PPP出表收入约210亿，基本与上年持平，公司当前全面清理整改存量PPP项目，出表收入增速回落。上半年总体毛利率为10.13%，同比下降0.4个百分点。其中房建业务5.1%，略有下滑；基建业务8.7%，与上年持平；地产32.7%，下降1.2个百分点，或因公司拓展租赁住房、共有产权房等业务模式致成本增加所致。公司毛利率较高的地产业务增速回升，随着基建投资边际改善，下半年毛利率有望保持。

研发投入增幅显著，少数股东损益拖累归母利润增速

上半年公司期间费用率为3.22%，同增0.08个百分点。其中销售费用率和管理费用率均同增0.02个百分点；财务费用率同减0.31个百分点，主要是公司往来折现减少终止确认应收款项的保理手续费计入投资收益；公司本期加大科技研发投入力度，研发费用为32.64亿，同比增长319.3%。资产减值损失为12.06亿元，同比下降54.02%，主要在于今年房价地价回升，以前年度计提存货跌价准备转回较多。少数股东损益118.38亿元，同增40.83%，我们预计一方面因为今年子公司永续债利息较去年大幅增加，另一方面非全资子公司中海地产利润大幅增加。综合起来，上半年实现归母公司净利润203.08亿，同增6.1%，慢于收入增速。

二季度经营现金流有所好转，资产负债率持续小幅下降

公司报告期内收现比1.0245，同增7个百分点，付现比1.1766，同增9个百分点，变动不大。经营性现金流量净额为-828.97亿，较上年增加212.89亿净流出，但二季度净流入152亿元，压力较一季度有所缓解。资产负债率76.54%，较18年末小幅下降0.4个百分点。

投资建议

公司在手订单充裕，营收增速稳健，地产业务增速回升，海外业务有序拓展，加之公司第三期股权激励完成授予，业绩释放动力进一步增强。维持19-21年EPS 1.02、1.12、1.24元/股，对应PE为5.4、4.9、4.4倍。维持目标价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	1,379,282.61	1,502,197.78	1,652,328.34
增长率(%)	9.83	13.78	15.00	8.91	9.99
EBITDA(百万元)	76,986.89	102,715.95	104,920.73	116,828.77	129,732.74
净利润(百万元)	32,941.80	38,241.32	42,711.49	47,004.31	52,206.72
增长率(%)	10.28	16.09	11.69	10.05	11.07
EPS(元/股)	0.78	0.91	1.02	1.12	1.24
市盈率(P/E)	7.01	6.04	5.41	4.91	4.42
市净率(P/B)	1.08	0.95	0.88	0.77	0.68
市销率(P/S)	0.22	0.19	0.17	0.15	0.14
EV/EBITDA	1.93	0.92	1.62	0.74	0.91

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	5.57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)	233,835.65
流通A股市值(百万元)	229,155.79
每股净资产(元)	5.54
资产负债率(%)	76.54
一年内最高/最低(元)	6.73/4.91

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

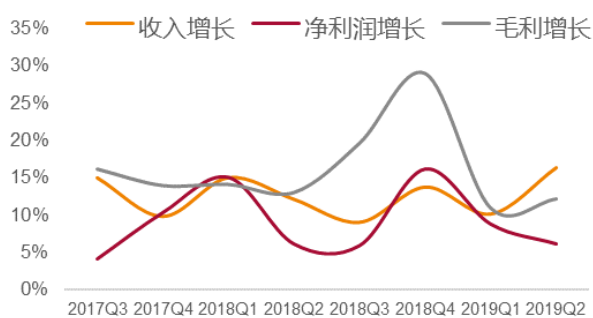


资料来源：贝格数据

相关报告

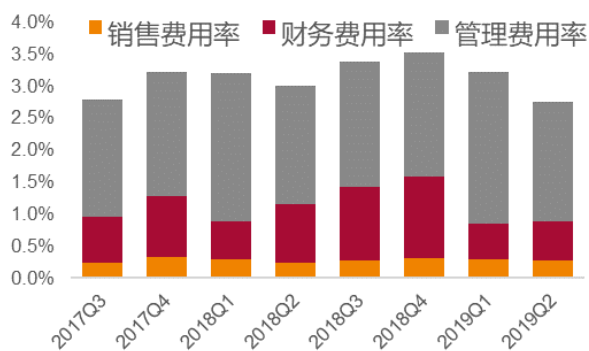
- 《中国建筑-年报点评报告:地产毛利率显著增加，盈利能力持续提升》2019-04-13
- 《中国建筑-公司点评:订单增速温和回升，股票回购彰显发展信心》2018-12-16
- 《中国建筑-季报点评:订单增速稳健、现金流改善、费用率有所增加》2018-11-05

图 1：成长能力



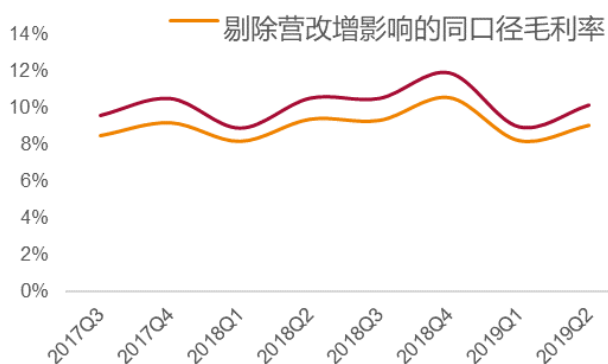
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：期间费用率



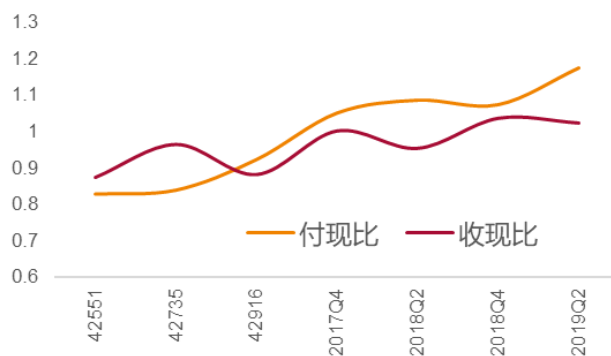
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：毛利率



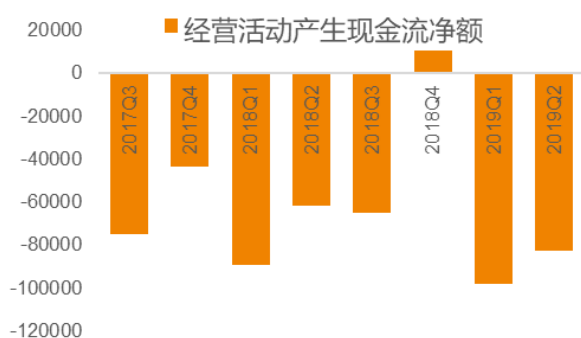
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：收付现比



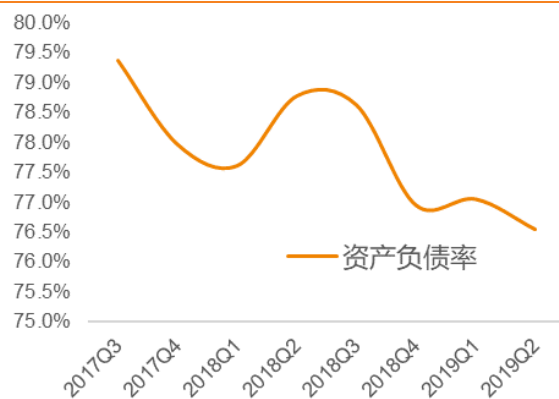
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：经营活动产生的现金流净额（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：资产负债率



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	293,962.26	445,964.55	370,860.01
应收票据及应收账款	154,651.50	188,991.22	259,384.56	232,953.33	309,930.01
预付账款	32,967.20	48,611.61	37,408.49	57,471.28	48,807.51
存货	535,887.23	634,967.09	710,135.35	751,561.95	854,376.43
其他	94,849.08	118,420.33	135,058.95	144,376.97	169,511.41
流动资产合计	1,091,607.9	1,308,490.9	1,435,949.6	1,632,328.0	1,753,485.3
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	37,111.72	37,116.98	36,266.36
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	381,487.17	411,245.18	441,003.18
非流动资产合计	410,832.57	499,831.81	500,715.50	528,040.74	555,306.27
资产总计	1,550,983.3	1,861,840.3	1,984,455.3	2,210,319.0	2,359,210.9
短期借款	31,031.64	19,042.19	10,000.00	15,000.00	10,000.00
应付票据及应付账款	449,302.22	494,870.56	598,043.66	587,795.75	713,113.82
其他	406,078.82	552,661.70	486,132.94	589,684.00	585,491.20
流动负债合计	886,412.69	1,066,574.4	1,094,176.6	1,192,479.7	1,308,605.0
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	1,512,838.0	1,678,138.4	1,757,153.7
少数股东权益	126,973.67	185,303.07	208,301.57	233,611.58	261,722.89
股本	30,000.00	41,985.17	41,981.27	41,981.27	41,981.27
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	221,334.50	256,587.74	298,353.11
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	471,617.34	532,180.59	602,057.27
负债和股东权益总	1,550,983.3	1,861,840.3	1,984,455.3	2,210,319.0	2,359,210.9

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	46,649.02	55,350.20	42,711.49	47,004.31	52,206.72
折旧摊销	7,729.30	8,675.59	2,333.24	2,432.76	2,492.48
财务费用	8,177.28	12,568.54	17,485.63	20,875.37	23,240.88
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	(178,699.26)	(37,283.82)	(109,478.18)	16,198.44	(105,611.39)
其它	77,097.63	(23,352.90)	23,516.12	25,896.31	28,114.57
经营活动现金流	(43,456.93)	10,311.29	(29,642.63)	105,575.16	(7,413.59)
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	(9,766.22)	(12,795.53)	(35,795.76)	(20,271.37)	(22,781.00)
其他	(338,752.67)	(343,544.33)	(426,256.89)	(469,073.71)	(542,564.06)
筹资活动现金流	34,143.16	64,870.26	(5,334.02)	42,317.77	(75,053.80)
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	(23,538.42)	152,002.29	(75,104.54)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,054,106.5	1,199,324.5	1,379,282.61	1,502,197.7	1,652,328.3
营业成本	943,539.12	1,056,709.59	1,213,970.53	1,319,198.74	1,449,377.99
营业税金及附加	14,068.33	16,195.00	18,625.05	20,284.83	22,312.10
营业费用	3,487.82	3,649.89	4,137.85	4,506.59	4,956.99
管理费用	20,508.77	23,351.89	27,751.17	30,359.42	33,377.03
研发费用	2,793.39	7,620.95	6,903.31	7,631.16	8,360.78
财务费用	9,939.51	15,336.28	17,485.63	20,875.37	23,240.88
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	(10,927.09)	(10,948.23)	(13,457.13)	(14,836.67)	(15,720.21)
营业利润	59,697.73	71,665.30	85,101.86	93,520.64	103,999.38
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	85,225.35	93,791.13	104,171.87
所得税	13,750.59	16,438.59	19,515.37	21,476.80	23,853.84
净利润	46,649.02	55,350.20	65,709.99	72,314.32	80,318.03
少数股东损益	13,707.22	17,108.88	22,998.50	25,310.01	28,111.31
归属于母公司净利润	32,941.80	38,241.32	42,711.49	47,004.31	52,206.72
每股收益(元)	0.78	0.91	1.02	1.12	1.24

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	9.83%	13.78%	15.00%	8.91%	9.99%
营业利润	16.69%	20.05%	18.75%	9.89%	11.20%
归属于母公司净利润	10.28%	16.09%	11.69%	10.05%	11.07%
获利能力					
毛利率	10.49%	11.89%	11.99%	12.18%	12.28%
净利率	3.13%	3.19%	3.10%	3.13%	3.16%
ROE	15.34%	15.68%	16.22%	15.74%	15.34%
ROIC	61.32%	72.42%	80.01%	43.50%	63.55%
偿债能力					
资产负债率	77.97%	76.94%	76.23%	75.92%	74.48%
净负债率	32.02%	24.16%	34.51%	16.10%	19.84%
流动比率	1.29	1.28	1.36	1.41	1.38
速动比率	0.68	0.68	0.71	0.78	0.73
营运能力					
应收账款周转率	6.98	6.98	6.15	6.10	6.09
存货周转率	2.05	2.05	2.05	2.06	2.06
总资产周转率	0.72	0.70	0.72	0.72	0.72
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	-0.71	2.51	-0.18
每股净资产	5.12	5.81	6.27	7.11	8.11
估值比率					
市盈率	7.01	6.04	5.41	4.91	4.42
市净率	1.08	0.95	0.88	0.77	0.68
EV/EBITDA	1.93	0.92	1.62	0.74	0.91
EV/EBIT	2.14	1.00	1.66	0.76	0.93

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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