

**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: 6.06-7.07 元 昨收盘: 5.57 元

(维持评级)

2019年09月02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	2891/9398
12个月最高/最低(元)	6.68/4.96

**相关研究报告:**

《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

《国信证券-中国建筑(601668.SH): 基建业绩提速,订单回暖业绩释放动力足》——2019-04-13

**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。

**2019年中报点评**

# Q2 经营业绩提速,海外订单高增长

**●经营业绩稳健,少数股东损益影响利润**

2019年上半年公司实现营收6854.19亿,同比增长16.38%;实现归母净利润203.08亿,同比增长6.12%,净利润增速低于营收增速主要是由于少数股东损益的增加。各主要业务增长稳健,主营业务房建实现收入4452.31亿,同比增长18.7%;基建实现收入1404.88亿,同比增长11.2%;房地产业务实现合约销售额1843亿,同比增长30.6%。新签订单14360亿,同比增长6.0%。

**●盈利能力稳定,资产负债率持续下降**

公司2019年上半年毛利率为10.13%,由于地产业务盈利能力下滑同比下降0.37pct;净利率为4.69%,同比提升0.01pct。期间费用率为3.22%,同比提升0.07pct;其中管理费用率提升0.37pct至2.35%,财务费用率下降0.31pct至0.61%,销售费用率提升0.02pct至0.27%。总资产周转率为0.36次,同比提升2.86%,应收账款周转率为4.42次,同比提升8.07%;资产负债率为76.54%,比2018年下降0.40pct,偿债能力有所提升。实现经营性净现金流-828.97亿,经营性净现金流/净利润为-2.58%,同比下降0.34pct。

**●Q2 营收增长提速**

公司18Q3、Q4、19Q1和Q2分别完成营收2515.83亿、3588.14亿、2975.77亿、3878.43亿,同比增长2.42%、26.70%、10.15%、21.67%;实现净利润81.62亿、109.42亿、88.58亿、114.51亿,同比增长5.39%、52.83%、8.76%、4.16%。二季度公司营收增长明显提速。

**●高端房建领域优势突出,海外订单增速亮眼**

公司在教育设施、工业厂房等高端房屋建筑领域处于市场领先地位,上半年工业厂房新签合同额668.8亿元,同比增长175.8%;教育设施新签合同额348.6亿元,同比增长60.0%。报告期内,公司通过项目签约进入了喀麦隆、卢旺达、波黑等一系列新市场,海外新签订单827亿,同比大幅增长74.6%。

**●投资建议: 房建龙头,小幅下调盈利预测,维持“买入”评级**

小幅下调19-21年EPS至1.01/1.10/1.21元,PE分别为5.5/5.0/4.6倍。下调19年PE合理估值为6-7倍,对应价值6.06-7.07元,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	42207	46383	50912
(+/-%)	10.3%	16.1%	10.4%	9.9%	9.8%
摊薄每股收益(元)	0.78	0.91	1.01	1.10	1.21
EBIT Margin	6.9%	8.3%	7.2%	7.1%	7.0%
净资产收益率(ROE)	15.3%	15.7%	16.8%	18.0%	19.1%
市盈率 PE	7.1	6.1	5.5	5.0	4.6
EV/EBITDA	17.2	15.4	16.8	16.4	16.0
市净率(PB)	1.09	0.96	0.93	0.91	0.88

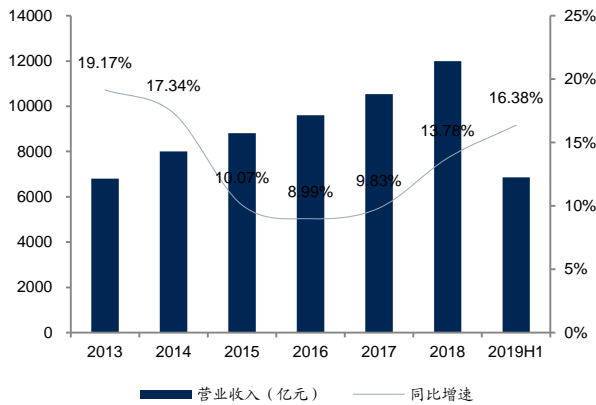
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 经营业绩稳健，Q2 营收增长提速

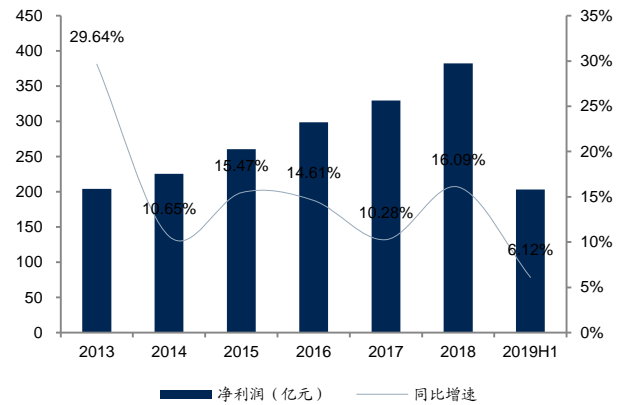
2019 年上半年公司实现营业收入 6854.19 亿，同比增长 16.38%；实现归属于上市公司股东的净利润 203.08 亿，同比增长 6.12%；如果扣除非经常性损益，归母净利润增长率为 1.50%。

图 1：公司 2019 年 H1 营收同比增长 16.38%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

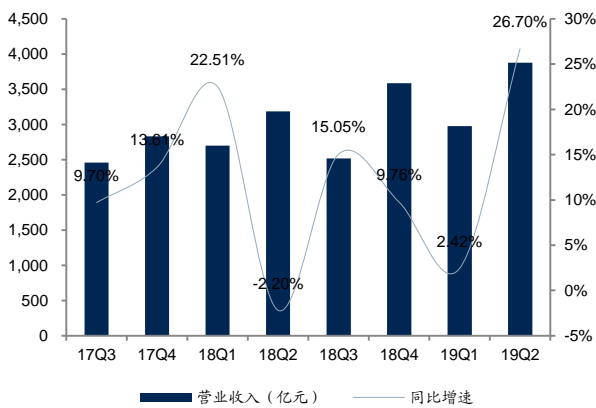
图 2：公司 2019 年 H1 归母净利润同比增长 6.12%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

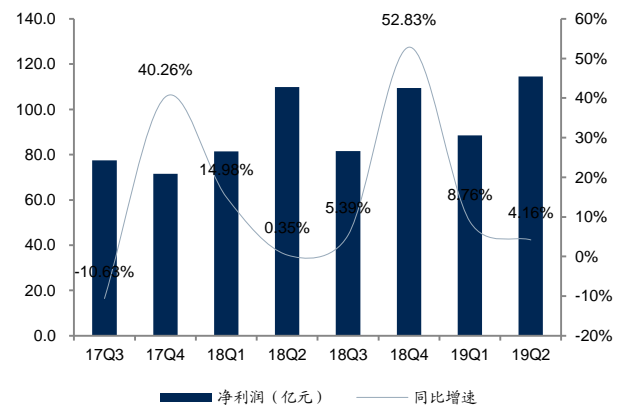
分季度来看，公司 18Q3、Q4、19Q1 和 Q2 分别完成营收 2515.83 亿、3588.14 亿、2975.77 亿、3878.43 亿，同比增长 2.42%、26.70%、10.15%、21.67%；实现净利润 81.62 亿、109.42 亿、88.58 亿、114.51 亿，同比增长 5.39%、52.83%、8.76%、4.16%。二季度公司营收增长明显提速。

图 3：公司 Q2 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 Q2 净利润增长有所放缓



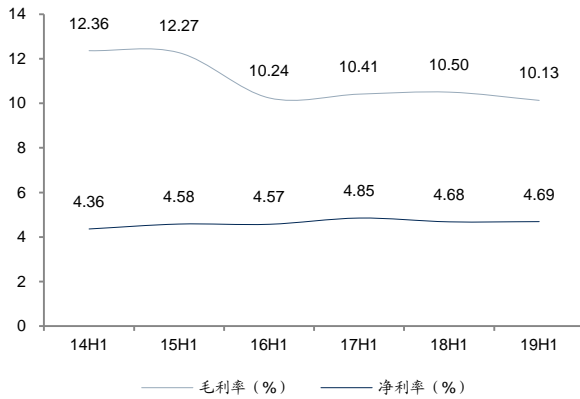
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 盈利能力稳定

公司 2019 年上半年的毛利率为 10.13%，同比下降 0.37pct；净利率为 4.69%，同比提升 0.01pct。期间费用率为 3.22%，同比提升 0.07pct；其中管理费用率提升 0.37pct 至 2.35%，财务费用率下降 0.31pct 至 0.61%，销售费用率提升

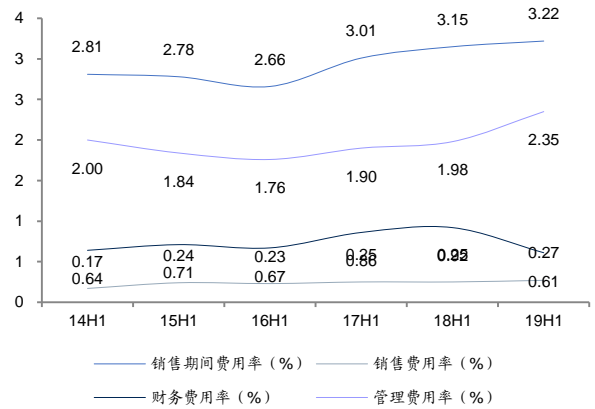
0.02pct 至 0.27%。

图 5: 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 6: 公司的期间费用率保持平稳

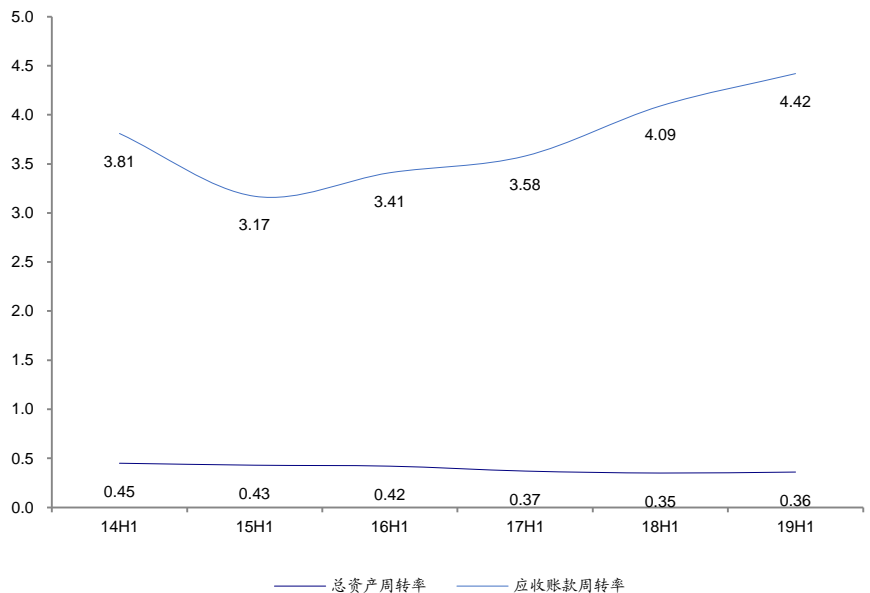


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 运营能力小幅提升, 资产负债率持续下降

2019 年上半年公司总资产周转率为 0.36 次, 同比提升 2.86%, 应收账款周转率为 4.42 次, 同比提升 8.07%, 运营能力小幅提升。

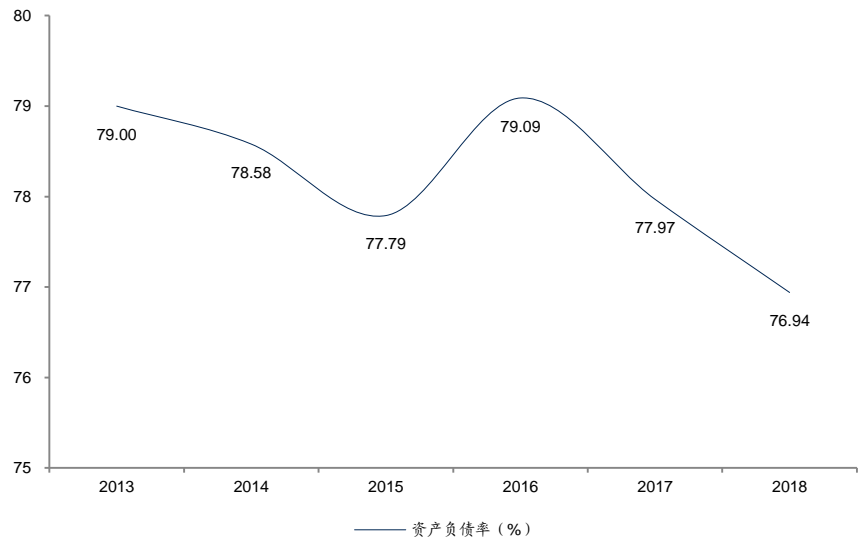
图 7: 公司近几年的总资产周转率和应收账款周转率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

截至 2019 年二季度末, 公司的资产负债率为 76.54%, 比 2018 年下降 0.40pct, 偿债能力有所提升。

图 8: 公司近几年的资产负债率

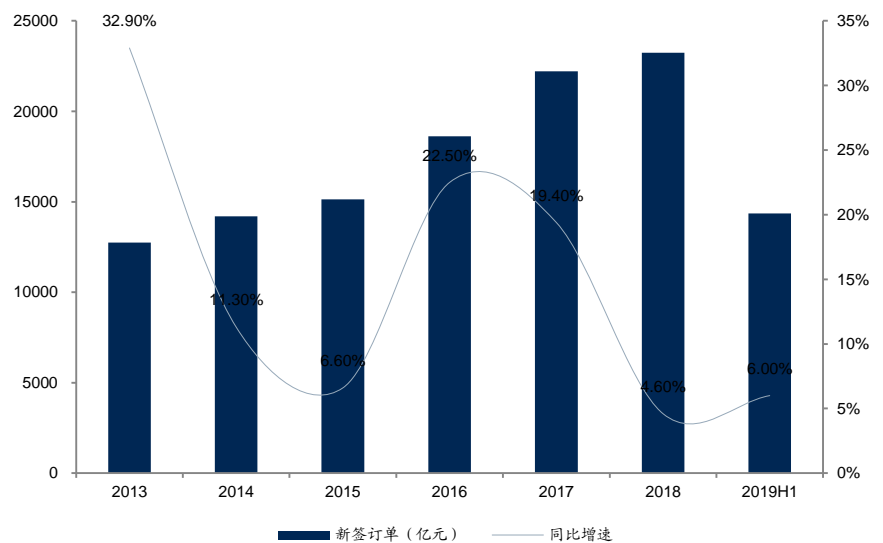


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 新签订单增速企稳，海外订单大幅反弹

公司 2019 年上半年新签订单 14360 亿, 同比增长 6.0%, 比 2018 年提升 1.4pct, 增速企稳回升; 其中主营业务房建新签订单 10351 亿, 同比增长 18.9%; 基建业务受到 PPP 投资下滑的影响, 实现新签订单 2112 亿, 同比下滑 37.4%; 房地产实现合约销售额 1843 亿, 同比增长 30.6%。

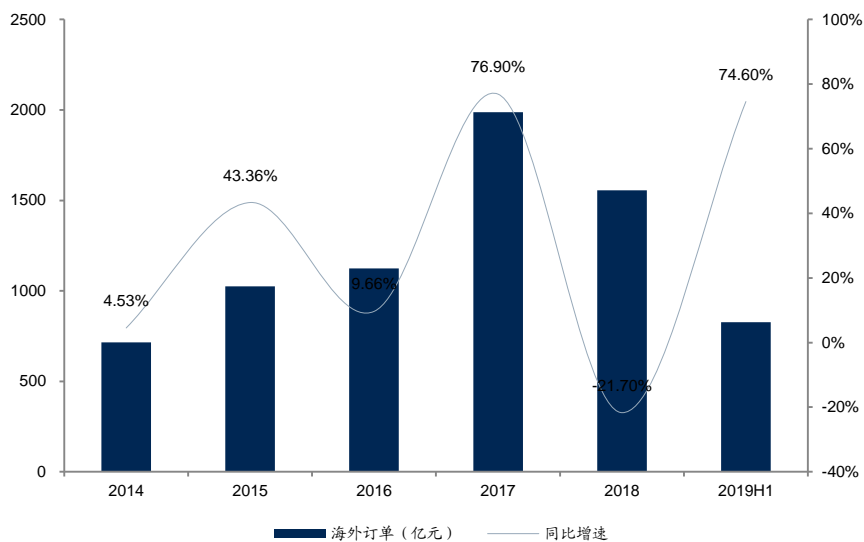
图 9: 公司 2019 年上半年新签订单同比增长 6%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2019 年上半年公司海外业务新签订单 827 亿，同比大幅增长 74.6%。海外订单的大幅反弹主要由于去年同期基数较低以及非洲和中东欧新市场的开拓取得较大进展。

图 10: 公司 2019 年上半年海外新签订单同比大幅增长 74.6%



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 1: 公司业务收入拆分 (亿元)**

收入预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>房建</b>					
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%
<b>基建</b>					
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%
<b>房地产</b>					
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%	30.50%	30.00%	30.00%
<b>勘察设计</b>					
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%	18.00%	17.00%	18.00%
<b>其他</b>					
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%	30.00%	29.00%	28.00%
<b>合计</b>					
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%	10.91%	10.75%	10.62%

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 9.75/8.04 倍, 我们预测公司对应的估值为 5.50/5.00 倍, 低于行业估值中枢水平。

**表 2: 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	3.64	324.12	0.38	0.48	9.58	7.58	买入
600491.SH	龙元建设	7.07	108.15	0.76	0.94	9.30	7.52	无评级
600284.SH	浦东建设	6.46	62.68	0.53	0.60	12.19	10.77	无评级
002062.SZ	宏润建设	3.46	38.15	0.35	0.41	9.89	8.44	无评级
600502.SH	安徽建工	4.34	74.70	0.58	0.72	7.48	6.03	买入
000090.SZ	天健集团	5.62	105.01	0.56	0.71	10.04	7.92	无评级
	平均	5.10	118.80	0.53	0.64	9.75	8.04	--
601668.SH	中国建筑	5.57	2338.36	1.01	1.10	5.50	5.00	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、安徽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, 小幅下调公司 2019-2021 年盈利预测至 422.07/463.83/509.12 亿元, 分别同比增长 10.4%/9.9%/9.8%, 对应的 EPS 为 1.01/1.10/1.21 元, PE 分别为 5.5/5.0/4.6 倍。采用相对估值法将公司 2019 年市盈率合理估值下调为 6-7 倍, 对应合理估值为 6.06-7.07 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	1183178	1303264	1433929
存货净额	634967	712997	785314	864228	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
<b>流动资产合计</b>	<b>1362008</b>	<b>1398212</b>	<b>1502685</b>	<b>1616684</b>	管理费用	23352	27025	28061	29663
固定资产	43973	44786	46121	46224	财务费用	15336	11800	12052	12187
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
<b>资产总计</b>	<b>1861840</b>	<b>1914477</b>	<b>2035904</b>	<b>2165626</b>	营业利润	71665	78640	86479	94981
短期借款及交易性金融负债	97089	96619	100718	102639	营业外净收支	123	593	593	593
应付款项	494871	555684	612046	673548	<b>利润总额</b>	<b>71789</b>	<b>79233</b>	<b>87072</b>	<b>95574</b>
其他流动负债	474615	452136	497381	546926	所得税费用	16439	18143	19938	21885
<b>流动负债合计</b>	<b>1066574</b>	<b>1104439</b>	<b>1210145</b>	<b>1323114</b>	少数股东损益	17109	18883	20751	22778
长期借款及应付债券	324121	324121	324121	324121	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>38241</b>	<b>42207</b>	<b>46383</b>	<b>50912</b>
其他长期负债	41880	47049	52218	57387					
<b>长期负债合计</b>	<b>366002</b>	<b>371170</b>	<b>376339</b>	<b>381508</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1432576</b>	<b>1475609</b>	<b>1586484</b>	<b>1704622</b>	净利润	38241	42207	46383	50912
少数股东权益	185303	188271	191533	195114	资产减值准备	3416	1588	(255)	(169)
股东权益	243961	250596	257887	265890	折旧摊销	8486	5853	7174	8319
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1861840</b>	<b>1914477</b>	<b>2035904</b>	<b>2165626</b>	公允价值变动损失	10834	10834	10834	10834
					财务费用	15336	11800	12052	12187
关键财务与估值指标					营运资本变动	(55100)	(4741)	2047	2049
每股收益	0.91	1.01	1.10	1.21	其它	(727)	1380	3517	3749
每股红利	0.77	0.85	0.93	1.02	<b>经营活动现金流</b>	<b>5150</b>	<b>57121</b>	<b>69699</b>	<b>75695</b>
每股净资产	5.81	5.97	6.14	6.33	资本开支	(2461)	(18624)	(18624)	(18624)
ROIC	11%	10%	11%	12%	其它投资现金流	(5031)	0	0	0
ROE	16%	17%	18%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(23575)</b>	<b>(34708)</b>	<b>(34708)</b>	<b>(34708)</b>
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)	(35572)	(39092)	(42909)
收入增长	14%	11%	10%	10%	其它融资现金流	15867	(470)	4100	1921
净利润增长率	16%	10%	10%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>62672</b>	<b>(36043)</b>	<b>(34992)</b>	<b>(40988)</b>
资产负债率	87%	87%	87%	88%	<b>现金净变动</b>	<b>44248</b>	<b>(13629)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	13.8%	15.2%	16.7%	18.3%	货币资金的期初余额	273253	317501	303871	303871
P/E	6.1	5.5	5.0	4.6	货币资金的期末余额	317501	303871	303871	303871
P/B	1.0	0.9	0.9	0.9	企业自由现金流	27578	56409	70756	78564
EV/EBITDA	15.4	16.8	16.4	16.0	权益自由现金流	72267	46841	65564	71089

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