

中国建筑 (601668.SH)

Q3 营收与业绩继续加速，大额回购计划添强力

Q3 营收与业绩继续加速，房建基建业务发力明显。2020 前三季度公司实现营业收入 10761.06 亿元，同比增长 10.5%；归母净利润 311.37 亿元，同比增长 3.9%；扣非后归母净利润 297.06 亿元，同比增长 5.7%，业绩整体符合预期。业绩增长低于收入主要因费用率、减值上升及债转股的影响。分季度看，Q1/Q2/Q3 分别实现营业收入 2638/4644/3479 亿元，同增-11%/20%/21%；分别实现归母净利润 76/123/113 亿元，同增-15%/7%/17%，公司 Q3 单季度收入与业绩均实现加速。分业务板块看，房建/基建/地产业务分别实现营业收入 6766/2386/2776 亿元，同增 12.4%/8%/9%，较上半年增速变化+5/+5/-3 个 pct。基建房建业务发力明显，带动收入进一步提速。房地产收入增速略放缓，主要因去年三季度基数较高。

毛利率小幅提升，费用率上升，现金流流出收窄。2020 前三季度公司毛利率 11.0%，较上年同期提升 0.11 个 pct，其中房建/基建/地产/设计业务毛利率分别为 6.3%/8.8%/26.8%/16.3%，YoY+0.8/+0.9/-5.2/-1 个 pct，房建与基建业务毛利率提升驱动公司整体毛利率上升。期间费用率 4.24%，较上年同期上升 0.65 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动 0/-0.04/+0.68/+0.01 个 pct。资产（含信用）减值损失较上年增加 22.7 亿元，预计主要因疫情影响，公司出于谨慎对坏账减值计提增加。净利率小幅下滑 0.2 个 pct 至 2.89%。2020 年前三季度公司经营性现金流净流出 884 亿元，较去年同期流出收窄约 183 亿元。收现比/付现比分别为 113%/125%，同比变动 0/-3 个 pct。

1-9 月新签合同延续回升态势，地产销售额累计增速回正。公司 2020 年 1-9 月份新签建筑业合同额 19510 亿元，同增 10.3%，较上月加速 2 个 pct，增速自 2 月后持续加快。9 月单月新签 2555 亿元，同增 26.0%，较 8 月单月加速 5.4 个 pct。分业务板块看，1-9 月房建新签合同同增 7.7%，较上月加速 1.9 个 pct，继续保持较快增长；基建新签合同额同增 22%，较上月提速 2.5 个 pct。1-9 月份公司地产业务合约销售额 2776 亿元，同比增长 2.9%，累计增速实现今年来首次回正，其中 9 月单月合约销售额 388 亿元，同比增长 36.1%；1-9 月份合约销售面积 1477 万平米，同降 5.8%，降幅较上月略扩大 1.4 个 pct。在目前地产行业融资“三条红线”监管条件下，部分激进地产商融资将更加困难，更有利于报表稳健的央企龙头持续提升市占率。

通过大额股票回购计划，第四期股权激励稳步推进。公司近期公告通过回购股票方案，计划回购公司股份数量不低于 5 亿股，不超过 10 亿股，占总股本的比例约 1.19%-2.38%，拟用于回购的资金总额上限为 76.60 亿元，价格上限 7.66 元/股，回购股份全部用来实施公司限制性股票计划。公司近期公告第四期股权激励计划获国资委批准，待交付股东大会审议通过后正式实施。根据前三次的流程，公司一般在收到国资委批复后一个月内召开临时股东大会。新的股权激励计划有望激发公司的业绩与市值动力，同时形成了三年业绩连续增长 7%的考核期（2021-2023 年），划定中长期稳健增长目标，有望带来潜在估值催化。

投资建议：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 450/495/540 亿元，同比增长 7.5%/10.0%/9.1%，EPS 分别为 1.07/1.18/1.29 元，当前股价对应 PE 分别为 4.8/4.4/4.0 倍，PB (LF) 仅 0.81 倍，处于历史近 5 年最低区间。公司基本面趋势向上，第四期股权激励即将实施有望带来估值催化，维持“买入”评级。

风险提示：政策变化和 Execution 风险、海内外疫情变化风险、项目执行进度不达预期风险、融资环境收紧风险、房地产销售大幅下滑风险、股权激励计划未顺利实施风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,199,325	1,419,837	1,603,603	1,742,923	1,871,763
增长率 yoy (%)	13.8	18.4	12.9	8.7	7.4
归母净利润 (百万元)	38,241	41,881	45,002	49,515	54,008
增长率 yoy (%)	16.1	9.5	7.5	10.0	9.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.91	1.00	1.07	1.18	1.29
净资产收益率 (%)	12.9	12.6	12.1	11.9	11.6
P/E (倍)	5.7	5.2	4.8	4.4	4.0
P/B (倍)	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6

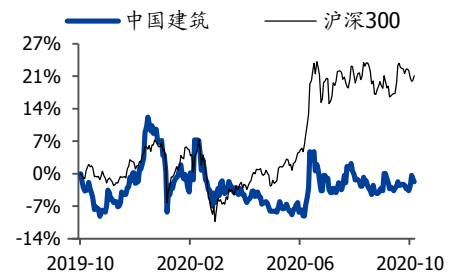
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	房屋建设
前次评级	买入
最新收盘价	5.15
总市值(百万元)	216,120.12
总股本(百万股)	41,965.07
其中自由流通股(%)	98.30
30 日日均成交量(百万股)	133.00

股价走势



作者

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

相关研究

- 《中国建筑 (601668.SH)：9 月新签合同继续加速，地产累计销售额增速转正》2020-10-22
- 《中国建筑 (601668.SH)：8 月合同持续回暖，股权激励有望带来估值催化》2020-09-19
- 《中国建筑 (601668.SH)：激励规模显著扩大，划定持续稳健增长目标》2020-09-18



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1362008	1461506	1831297	1671509	2094985
现金	317501	292441	293242	318719	342279
应收票据及应收账款	188991	180880	264565	200215	292355
其他应收款	56489	53187	70684	63948	80637
预付账款	48612	55085	62033	65260	71442
存货	634967	578918	791251	615615	830642
其他流动资产	115449	300996	349522	407753	477630
非流动资产	499832	572946	590834	606377	620403
长期投资	65994	74917	86878	99244	112003
固定资产	35680	37554	40063	40562	39853
无形资产	11594	16409	17191	18259	18988
其他非流动资产	386564	444065	446702	448312	449560
资产总计	1861840	2034452	2422131	2277885	2715388
流动负债	1066574	1145728	1473651	1275544	1660499
短期借款	19042	28498	68503	85644	125808
应付票据及应付账款	494871	500160	623168	596789	714331
其他流动负债	552662	617069	781980	593111	820360
非流动负债	366002	386889	386495	373848	352906
长期借款	324121	347397	347003	334356	313414
其他非流动负债	41880	39492	39492	39492	39492
负债合计	1432576	1532617	1860146	1649393	2013404
少数股东权益	185303	224638	247550	272761	300259
股本	41985	41976	41976	41976	41976
资本公积	11262	12028	12028	12028	12028
留存收益	171632	205258	259902	320409	386520
归属母公司股东权益	243961	277198	314434	355732	401725
负债和股东权益	1861840	2034452	2422131	2277885	2715388

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	10311	-34220	63301	58081	40884
净利润	55350	63205	67915	74725	81506
折旧摊销	7161	7329	7230	8570	9488
财务费用	15336	7912	10056	10231	10071
投资损失	-5646	-4213	-5102	-4843	-4951
营运资金变动	-68610	-112338	-16840	-30850	-55461
其他经营现金流	6720	3884	42	248	232
投资活动现金流	-32813	-19813	-20058	-19518	-18796
资本支出	18624	20437	5926	3178	1267
长期投资	-12877	-2887	-11961	-12671	-12759
其他投资现金流	-27066	-2263	-26093	-29011	-30288
筹资活动现金流	64870	26308	-82447	-30228	-38692
短期借款	-11989	9456	0	0	0
长期借款	40323	23276	-394	-12647	-20943
普通股增加	11985	-10	0	0	0
资本公积增加	-13621	765	0	0	0
其他筹资现金流	38173	-7180	-82053	-17581	-17749
现金净增加额	44989	-27082	-39204	8335	-16603

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1199325	1419837	1603603	1742923	1871763
营业成本	1056710	1262226	1424975	1547552	1663195
营业税金及附加	16195	17220	20551	21738	23666
营业费用	3650	4331	5109	5485	5815
管理费用	23352	27685	31269	33985	36498
研发费用	7621	17290	21488	23181	23210
财务费用	15336	7912	10056	10231	10071
资产减值损失	10466	73	8018	8715	8423
其他收益	323	302	312	307	310
公允价值变动收益	-368	-485	-142	-364	-340
投资净收益	5646	4213	5102	4843	4951
资产处置收益	70	131	100	116	108
营业利润	71665	83795	87508	96938	105915
营业外收入	609	1294	1045	1000	987
营业外支出	486	3621	1182	1409	1674
利润总额	71789	81468	87371	96528	105227
所得税	16439	18263	19457	21803	23721
净利润	55350	63205	67915	74725	81506
少数股东损益	17109	21324	22913	25210	27498
归属母公司净利润	38241	41881	45002	49515	54008
EBITDA	91971	104679	107088	118578	128308
EPS (元)	0.91	1.00	1.07	1.18	1.29

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	13.8	18.4	12.9	8.7	7.4
营业利润(%)	20.0	16.9	4.4	10.8	9.3
归属于母公司净利润(%)	16.1	9.5	7.5	10.0	9.1
获利能力					
毛利率(%)	11.9	11.1	11.1	11.2	11.1
净利率(%)	3.2	2.9	2.8	2.8	2.9
ROE(%)	12.9	12.6	12.1	11.9	11.6
ROIC(%)	9.3	9.8	9.9	10.2	10.3
偿债能力					
资产负债率(%)	76.9	75.3	76.8	72.4	74.1
净负债比率(%)	32.7	40.5	31.6	25.1	21.9
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	7.0	7.7	7.2	7.5	7.6
应付账款周转率	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.00	1.07	1.18	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	-0.82	1.51	1.38	0.97
每股净资产(最新摊薄)	5.27	6.11	6.99	7.98	9.07
估值比率					
P/E	5.7	5.2	4.8	4.4	4.0
P/B	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.8	6.1	6.0	5.4	5.2

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表1: 公司主要财务指标 (百万元)

	2016年	2017年	2018年	2019年	2019Q1-3	2020Q1-3	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入	959,765	1,054,107	1,199,325	1,419,837	973,599	1,076,106	347,918	464,357	263,831
营业成本	862,788	943,539	1,056,710	1,262,226	872,021	962,636	314,257	408,949	239,430
毛利率	10.10%	10.49%	11.89%	11.10%	10.43%	10.54%	9.68%	11.93%	9.25%
销售费用	3,208	3,488	3,650	4,331	2,889	3,236	1,111	1,189	935
管理费用	17,718	20,509	23,352	27,685	18,655	20,139	6,557	7,452	6,130
研发费用	0	0	7,621	17,290	5,775	13,712	4,712	7,991	1,009
财务费用	8,114	9,940	15,336	7,912	7,600	8,556	2,095	3,697	2,765
销售费用率	0.33%	0.33%	0.30%	0.31%	0.30%	0.30%	0.32%	0.26%	0.35%
管理费用率	1.85%	1.95%	1.95%	1.95%	1.92%	1.87%	1.88%	1.60%	2.32%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.64%	1.22%	0.59%	1.27%	1.35%	1.72%	0.38%
财务费用率	0.85%	0.94%	1.28%	0.56%	0.78%	0.80%	0.60%	0.80%	1.05%
期间费用率	3.03%	3.22%	4.17%	4.03%	3.59%	4.24%	4.16%	4.38%	4.11%
资产(含信用)减值损失	5,366	7,049	10,466	3,538	659	2,926	-889	3,688	127
投资收益	6,137	4,411	5,646	4,213	3,239	5,445	1,917	2,279	1,248
营业外收入	1,226	1,050	609	1,294	664	1,028	333	562	134
营业外支出	272	348	486	3,621	263	299	119	146	35
税前利润	52,113	60,400	71,789	81,468	56,967	62,856	19,081	30,628	13,147
所得税	10,941	13,751	16,439	18,263	12,913	15,820	4,980	7,788	3,052
所得税率	20.99%	22.77%	22.90%	22.42%	22.67%	25.17%	26.10%	25.43%	23.21%
少数股东权益占比	27.45%	29.38%	30.91%	33.74%	31.95%	33.80%	19.89%	46.29%	24.99%
归母净利润	29,870	32,942	38,241	41,881	29,980	31,137	11,297	12,267	7,572
净利率	3.11%	3.13%	3.19%	2.95%	3.08%	2.89%	3.25%	2.64%	2.87%
摊薄EPS(元)	0.7118	0.7850	0.9113	0.9980	0.7144	0.7420	0.2692	0.2923	0.1804
经营性现金流净额	107,048	-43,457	10,311	-34,220	-106,675	-88,413	-17,768	20,331	-90,976
收现比	97%	100%	104%	106%	113%	113%	137%	96%	112%
付现比	84%	105%	107%	110%	128%	125%	147%	97%	146%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com