

公司研究/季报点评

2020年10月29日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 5.12
目标价格(元): 7.20

鲍荣富 SAC No. S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

方晏荷 SAC No. S0570517080007
研究员 SFC No. BPW811
0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

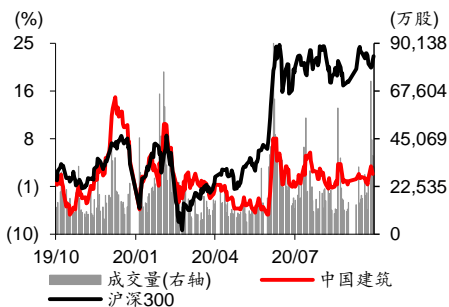
王涛 SAC No. S0570519040004
研究员 021-28972059
wangtao@htsc.com

武慧东 SAC No. S0570520100004
研究员 010-56793963
wuhuidong@htsc.com

相关研究

- 1 《中国建筑(601668 SH,买入): 四期激励计划出炉, 长期成长可期》2020.09
- 2 《中国建筑(601668 SH,买入): 基本面稳健回升, 看好估值修复》2020.08
- 3 《中国建筑(601668 SH,买入): 收入高增长, 业绩维持稳健增长》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

3Q20 新签、收入、净利再提速

中国建筑(601668)

3Q20 收入净利再提速, 回购或助力估值修复

10月29日公司发布2020年三季报, 报告期实现营收1.08万亿元, 同增10.5%, 实现归母净利311亿元, 同增3.9%。单Q3收入、归母净利分别为3,479亿元、113亿元, 分别同增20.7%、16.8%。房建、基建有韧性, 3Q20收入、新签均继续提速。截止3Q20末, 公司资产负债率为75.1%, 同减0.9pct, “降杠杆”压力已不大。前三季度经营性现金流同比少流出183亿至净流出884亿, 现金流向好。用于第四期限制性股票激励计划的大额回购事项或提振公司估值, 我们维持前期盈利预测, 认可给予21年目标PE 6倍, 对应目标价7.20元, 维持“买入”评级。

房建、基建有韧性, 3Q20 收入、新签继续提速

3Q20收入同增20.7% (vs 1Q20、2Q20分别为-11.3%、19.7%)。分业务看, 前三季度房建、基建、地产开发收入增速分别为12.4%、8.0%、9.0%, 增速分别同比+0.8、+0.9、-13.8pct。房建、基建继续提速, 推测受益疫情后项目赶工, 地产开发业务收入增速阶段性放缓。前三季度海外收入565亿, 同减11.5% (vs 1H20同减19.5%), 降幅收窄。前三季度公司建筑业务新签合同额1.95万亿, 同增10.3%, 疫情后新签延续逐月提速趋势; 同期房建、基建分别新签1.55万亿、3,926亿, 分别同增7.7%、22.0%, 房建新签增速稳步改善, 基建新签增速亮眼。前三季度房地产销售额2,776亿, 同增2.9%, 增速转正。

3Q20 毛利率阶段性承压, 净利率基本持平

前三季度公司综合毛利率10.5%, 同增0.1pct, 单3Q20综合毛利率9.7%, 同减1.3pct。分业务看, 前三季度房建、基建、地产开发毛利率分别为6.3%、8.8%、26.8%, 分别同比+0.7、+0.9、-5.2pct, 较1H20三业务毛利率分别变动-0.1、-1.1、-2.2pct。单3Q20主要业务毛利率均环比下滑, 推测源于项目结构影响, 判断房建、基建毛利率仍有向上空间。疫情影响管理效率、研发投入加大、部分项目回款节奏延后等致期间费用率、减值损失占收入比例均提升, 拖累盈利能力, 前三季度公司净利率同减0.1pct至4.4%, 但3Q20拖累边际减弱, 单季度净利率同比持平为4.1%。

大额回购或提振估值, 维持“买入”评级

公司近期公告股份回购报告书, 拟以不超过76.6亿回购公司5-10亿股(占总股本1.2%-2.4%), 回购股份用于实施第四期限制性股票激励计划。我们看好第四期激励计划对提升公司管理效率、经营活力的积极意义, 当前估值处于低位(现价对应动态PE仅5.2倍), 大额回购或提振公司估值水平。维持20-22年归母净利预测为453、505、554亿, 对应增速分别为8.3%、11.3%、9.7%。可比建筑/地产公司21年Wind一致预期PE均值分别为6.2、5.7倍, 认可给予公司21年6倍PE(地产业绩贡献约4成), 目标价7.20元(目标价前值7.13元), 维持“买入”评级。

风险提示: 地产业务利润增幅不及预期, 工程收入回暖不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	41,965
流通A股(百万股)	41,254
52周内股价区间(元)	4.77-6.09
总市值(百万元)	214,861
总资产(百万元)	2,199,762
每股净资产(元)	6.91

资料来源: 公司公告

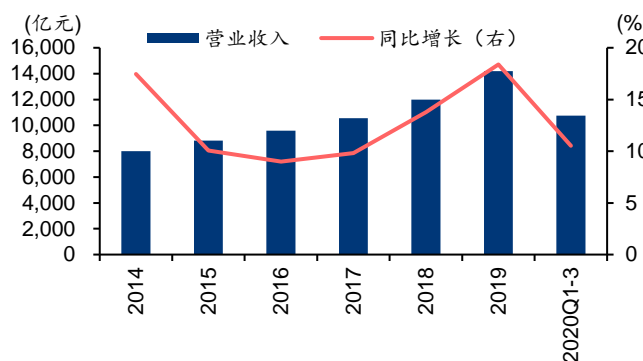
经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,199,325	1,419,837	1,557,259	1,712,762	1,846,658
+/-%	13.78	18.39	9.68	9.99	7.82
归属母公司净利润(百万元)	38,241	41,881	45,340	50,471	55,375
+/-%	16.09	9.52	8.26	11.32	9.72
EPS(元, 最新摊薄)	0.91	1.00	1.08	1.20	1.32
PE(倍)	5.65	5.16	4.77	4.28	3.90

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

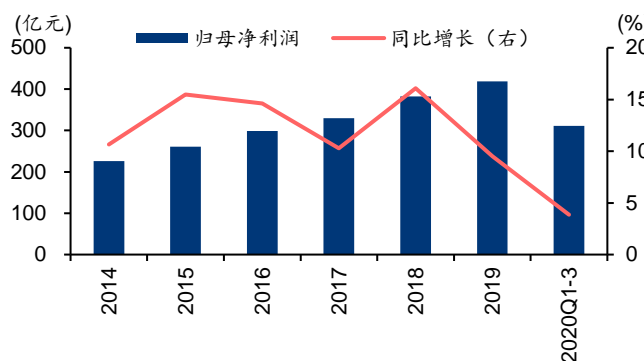
公司近期经营一览

图表1: 营业收入及同比增速



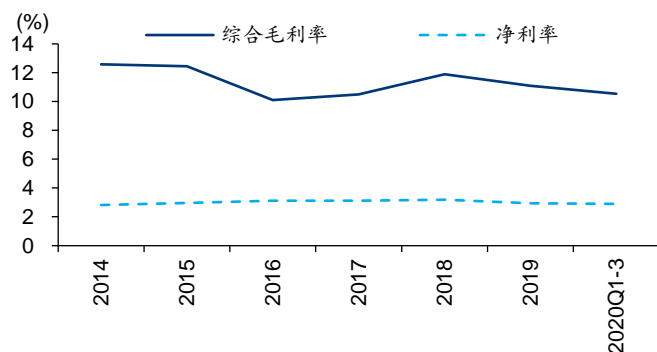
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 归母净利润及同比增速



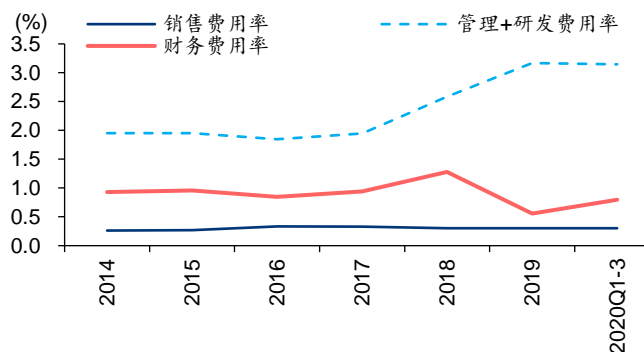
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 综合毛利率与净利率变化



资料来源: Wind、华泰证券研究所

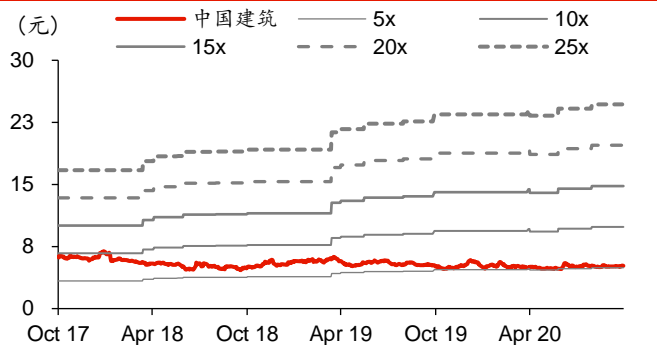
图表4: 各项费用率变化



资料来源: Wind、华泰证券研究所

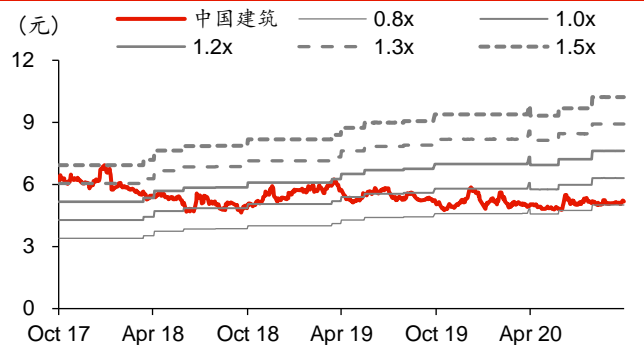
PE/PB - Bands

图表5: 中国建筑历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 中国建筑历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)				
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
A股地产											
000002 CH	万科A	3,127	26.92	3.35	3.85	4.44	5.03	8.0	7.0	6.1	
600048 CH	保利地产	1,881	15.72	2.34	2.72	3.21	3.73	6.7	5.8	4.9	
600606 CH	绿地控股	752	6.18	1.22	1.40	1.64	1.87	5.1	4.4	3.8	
601155 CH	新城控股	743	32.94	5.61	6.98	8.53	10.13	5.9	4.7	3.9	
001979 CH	招商蛇口	1,165	14.70	2.02	2.17	2.53	2.93	7.3	6.8	5.8	
平均								6.6	5.7	4.9	
A股工程											
601800 CH	中国交建	1,218	7.53	1.24	1.25	1.38	1.54	6.1	6.0	5.5	
601186 CH	中国铁建	1,138	8.38	1.49	1.65	1.83	2.01	5.6	5.1	4.6	
601390 CH	中国中铁	1,327	5.40	0.96	0.97	1.08	1.19	5.6	5.5	5.0	
601669 CH	中国电建	615	4.02	0.47	0.49	0.54	0.61	8.5	8.2	7.4	
平均								6.4	6.2	5.6	
601668 CH	中国建筑	2,161	5.15	1.00	1.08	1.20	1.32	5.2	4.8	4.3	

注：数据截至2020年10月28日收盘，20-22年EPS除中国建筑为华泰证券研究所预测外，其余公司均为Wind一致预测；

资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,362.00	1,461.50	1,694.09	1,933.33	2,146.75
现金	317,501	292,441	342,597	451,074	600,046
应收账款	167,553	153,962	212,427	231,708	241,336
其他应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	48,612	55,085	64,705	69,630	78,103
存货	634,967	578,918	784,047	863,125	881,543
其他流动资产	193,376	381,101	290,321	317,800	345,728
非流动资产	499,832	572,946	593,604	595,704	595,002
长期投资	65,994	74,917	74,917	74,917	74,917
固定投资	35,680	37,554	42,173	43,367	41,944
无形资产	11,594	16,409	18,336	20,167	21,903
其他非流动资产	386,564	444,065	458,179	457,254	456,238
资产总计	1,861,84	2,034,45	2,287,70	2,529,04	2,741,75
流动负债	1,066,57	1,145,72	1,304,24	1,448,25	1,557,03
短期借款	19,042	28,498	50,553	49,111	35,644
应付账款	481,458	493,130	622,904	677,956	722,290
其他流动负债	566,074	624,100	630,790	721,186	799,100
非流动负债	366,002	386,889	420,959	450,533	480,258
长期借款	324,121	347,397	380,403	410,542	439,972
其他非流动负债	41,880	39,492	40,556	39,991	40,287
负债合计	1,432,57	1,532,61	1,725,20	1,898,78	2,037,29
少数股东权益	185,303	224,638	247,722	273,419	301,613
股本	41,985	41,976	41,976	41,976	41,976
资本公积	11,262	12,028	12,028	12,028	12,028
留存公积	171,632	205,258	260,995	323,040	391,113
归属母公司股东权益	243,961	277,198	314,772	356,836	402,852
负债和股东权益	1,861,84	2,034,45	2,287,70	2,529,04	2,741,75

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	10,311	(34,220)	30,995	79,404	127,004
净利润	55,350	63,205	68,424	76,168	83,569
折旧摊销	8,676	9,047	8,910	11,158	13,234
财务费用	15,336	7,912	10,096	12,965	15,573
投资损失	(5,646)	(4,213)	(4,756)	(4,723)	(4,649)
营运资金变动	(68,610)	(112,338)	(52,054)	(16,625)	18,841
其他经营现金	5,206	2,166	375.14	461.96	435.36
投资活动现金	(32,813)	(19,813)	(25,250)	(8,966)	(8,334)
资本支出	18,624	20,437	14,436	11,709	13,072
长期投资	(12,877)	(2,887)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(1,313)	3,511	(10,815)	2,743	4,738
筹资活动现金	64,870	26,308	32,237	50,212	30,303
短期借款	(11,989)	9,456	22,055	(1,443)	(13,467)
长期借款	40,323	23,276	33,006	30,139	29,429
普通股增加	11,985	(9.54)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(13,621)	765.32	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	38,173	(7,180)	(22,824)	21,515	14,340
现金净增加额	44,989	(27,082)	37,982	120,650	148,973

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,199,32	1,419,83	1,557,25	1,712,76	1,846,65
营业成本	1,056,71	1,262,22	1,380,65	1,515,39	1,631,26
营业税金及附加	16,195	17,220	20,712	23,122	24,930
营业费用	3,650	4,331	4,516	4,796	4,986
管理费用	23,352	27,685	30,367	32,029	33,240
财务费用	15,336	7,912	10,096	12,965	15,573
资产减值损失	(10,466)	73.37	(4,627)	(5,500)	(6,280)
公允价值变动收益	(368.34)	(484.75)	(438.19)	(430.43)	(451.13)
投资净收益	5,646	4,213	4,756	4,723	4,649
营业利润	71,665	83,795	88,024	97,896	107,435
营业外收入	609.18	1,294	500.00	600.00	600.00
营业外支出	485.69	3,621	329.27	320.00	320.00
利润总额	71,789	81,468	88,195	98,176	107,715
所得税	16,439	18,263	19,771	22,008	24,146
净利润	55,350	63,205	68,424	76,168	83,569
少数股东损益	17,109	21,324	23,085	25,697	28,194
归属母公司净利润	38,241	41,881	45,340	50,471	55,375
EBITDA	94,323	106,650	110,831	121,540	131,176
EPS (元, 基本)	0.91	1.00	1.08	1.20	1.32

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	13.78	18.39	9.68	9.99	7.82
营业利润	20.05	16.93	5.05	11.21	9.74
归属母公司净利润	16.09	9.52	8.26	11.32	9.72
获利能力 (%)					
毛利率	11.89	11.10	11.34	11.52	11.66
净利率	4.62	4.45	4.39	4.45	4.53
ROE	12.89	12.59	12.16	12.09	11.86
ROIC	28.38	41.99	32.12	36.36	49.03
偿债能力					
资产负债率 (%)	76.94	75.33	75.41	75.08	74.31
净负债比率 (%)	32.72	40.49	38.59	26.52	10.48
流动比率	1.28	1.28	1.30	1.33	1.38
速动比率	0.49	0.55	0.49	0.55	0.62
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.73	0.72	0.71	0.70
应收账款周转率	7.86	8.83	8.50	7.71	7.81
应付账款周转率	2.31	2.59	2.47	2.33	2.33
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.00	1.08	1.20	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	(0.82)	0.74	1.89	3.03
每股净资产(最新摊薄)	5.27	6.11	7.00	8.00	9.10
估值比率					
PE (倍)	5.65	5.16	4.77	4.28	3.90
PB (倍)	0.98	0.84	0.74	0.64	0.57
EV_EBITDA (倍)	5.70	6.03	6.14	5.40	4.50

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，鲍荣富、方晏荷、王涛、武慧东，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师鲍荣富、方晏荷、王涛、武慧东本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com