

买入 维持
中国建筑 (601668)
2015年1月19日

建筑新开工回暖，新签订单企稳，地产销售依然承压

2015年1月16日收盘价 **6.68元**
合理价值区间：**7.52~8.46元**

建筑工程行业首席分析师：赵健
SAC 执业证书编号：S0850512080002
zhaoj@htsec.com
021-23219472

建筑工程行业高级分析师：张显宁
SAC 执业证书编号：S0850513070007
zxn6700@htsec.com
021-23219813

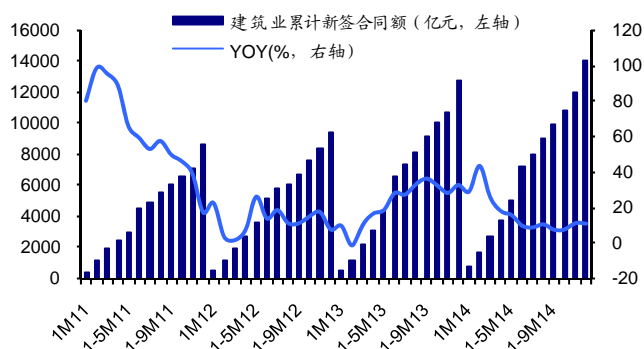
联系人：金川
jc9771@htsec.com
021-23219957

事项：

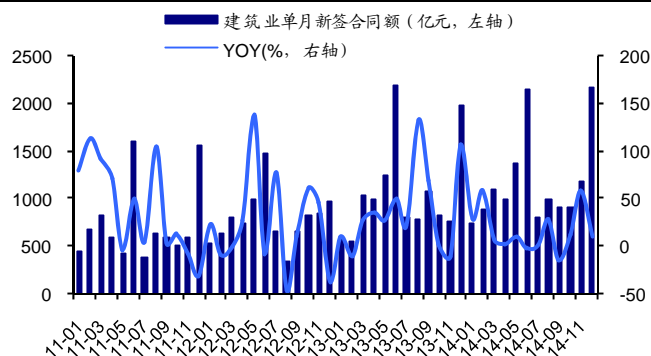
中国建筑 17 日公告了 2014 年 1-12 月经营数据。

简要评述：

- 建筑业务累计新签订单企稳，海外新签增速有所下滑。**公司 1-12 月建筑业务新签合同额 14117 亿元，同比增长 10.9%，其中 12 月份单月新签合同额 2156 亿元，同比增速 9.55%，较 11 月份新签订单增速有所下滑，主要原因是 13 年同期基数较高以及海外新签增速下降。从业务分部来看，1-12 月份房屋建筑累计新签 11672 亿元，同比增长 12.9%，基础设施累计新签 2349 亿，同比增长 1.1%，勘察设计累计新签同比增长 9.6% 至 96 亿元，从地区分部来看，1-12 月份海外新签 715 亿，同比上升 4.6%，增速有所下滑，国内新签 13402 亿，同比上升 11.1%。

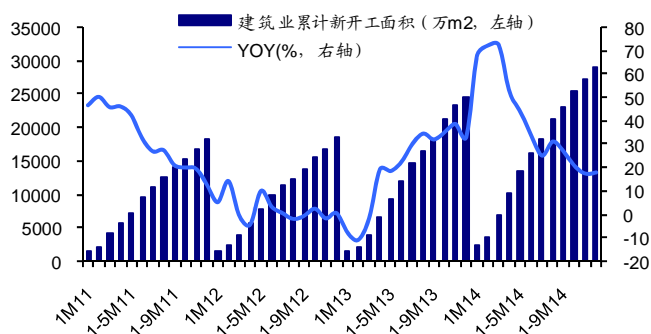
图 1 公司建筑业务累计新签合同额变化情况


资料来源：Wind，公司 1-12 月经营公告，海通证券研究所

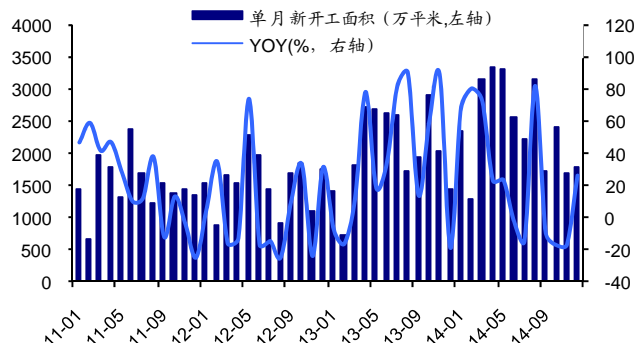
图 2 公司建筑业务单月新签合同额变化情况


资料来源：Wind，公司 1-12 月经营公告，海通证券研究所

- 建筑单月新开工面积增速大幅提升。**公司 1-12 月新开工面积为 28983 万平方米，同比增长 17.69%，增速相比 1-11 月相比略有上升，其中 12 月份新开工面积为 1792 万平米，同比上升 25.75%，与 11 月份大幅提升。

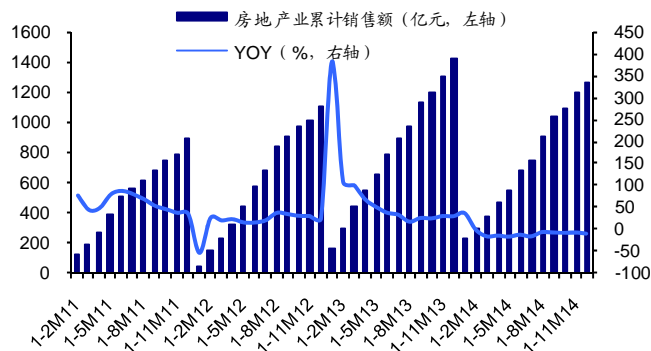
图3 公司建筑业务累计新开工面积变化情况


资料来源: Wind, 公司1-12月经营公告, 海通证券研究所

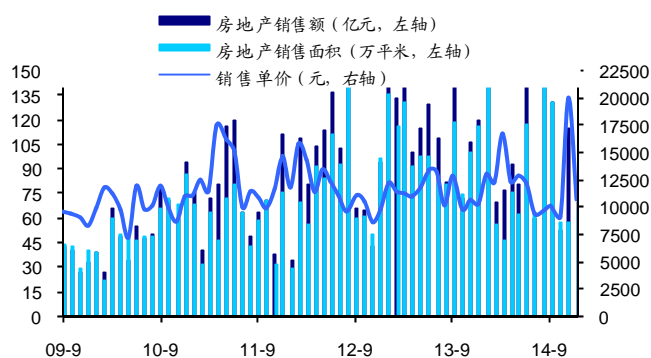
图4 公司建筑业务单月新开工面积变化情况


资料来源: Wind, 公司1-12月经营公告, 海通证券研究所

3. **地产销售继续下滑。**公司1-12月地产销售额为1270亿元，同比下降10.9%；销售面积为1070万平方米，同比下降13.5%。我们估计其中前12月份中海地产和中建地产销售额分别为1036亿和234亿。

图5 公司房地产业务累计销售额变化情况


资料来源: Wind, 公司1-12月经营公告, 海通证券研究所

图6 公司房地产业务单月经营指标变化情况


资料来源: Wind, 公司1-12月经营公告, 海通证券研究所

4. **估值及盈利预测。**地方政府投资放缓导致基建新签订单增速下滑，但建筑业务整体现金流情况较好；房地产业务依然承压，现金流较差。当前股价对应15年PE约为7倍，未来在地产政策放松和“一带一路”催化下，估值仍有提升空间。我们预计14-16年EPS分别为0.82元、0.94和1.05元，给予公司15年8-9倍PE，合理价值区间为7.52-8.46元，继续维持“买入”评级。

5. **风险提示：**地产销售低于预期，开工低于预期。

报表分析和预测

利润表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	681047.99	810785.17	957877.62	1104661.05
营业成本	600219.84	716504.48	848246.85	977548.77
营业税金及附加	24739.40	28377.48	33525.72	40320.13
营业税率(%)	3.63	3.50	3.50	3.65
销售费用	1662.43	1621.57	1724.18	2209.32
销售费用率(%)	0.24	0.20	0.18	0.20
管理费用	14549.21	16458.94	19157.55	23750.21
管理费用率(%)	2.14	2.03	2.00	2.15
财务费用	5407.20	3794.26	4353.33	5169.84
财务费用率(%)	0.79	0.47	0.45	0.47
期间费用率(%)	3.17	2.70	2.63	2.82
资产减值损失	1666.43	2012.77	2262.56	1546.73
投资收益	5406.34	4020.00	3520.00	4020.00
营业利润	38209.83	46035.68	52127.44	58136.05
营业外收入	875.24	1216.18	1149.45	1656.99
营业外支出	286.47	243.24	383.15	441.86
利润总额	38798.60	47008.62	52893.74	59351.18
所得税	9465.14	11752.16	13223.43	14837.79
所得税率(%)	24.40	25.00	25.00	25.00
少数股东损益	8934.95	10576.94	11504.39	12908.88
归属母公司股东净利润	20398.51	24679.53	28165.92	31604.50
EPS (元)	0.68	0.82	0.94	1.05

盈利指标 (%)	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	11.87	11.63	11.45	11.51
EBITDA Margin	6.43	6.26	6.11	5.83
EBIT Margin	5.86	5.90	5.77	5.51
营业利润率	5.61	5.68	5.44	5.26
净利率	3.00	3.04	2.94	2.86
ROA	2.84	3.06	3.13	3.11
ROE	18.55	19.22	18.68	17.94

盈利增长 (%)	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入增长率	19.17	19.05	18.14	15.32
主营利润增长率	16.00	16.64	16.28	15.95
EBITDA 增长率	20.61	15.97	15.30	10.06
EBIT 增长率	21.12	19.93	15.48	10.16
净利润增长率	29.64	20.99	14.13	12.21

偿债能力指标	2013	2014E	2015E	2016E
资产负债率	79.00	76.44	76.07	74.56
流动比率	1.32	1.37	1.37	1.40
速动比率	0.63	0.63	0.60	0.64
现金比率	0.26	0.22	0.22	0.24

经营效率指标	2013	2014E	2015E	2016E
应收账款周转天(天)	43.55	42.29	42.78	42.40
存货周转天数(天)	172.97	170.43	170.38	171.74
总资产周转率(次)	0.95	1.00	1.07	1.09

资料来源: 公司 2013 年年报, 海通证券研究所

资产负债表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	123400.70	107328.88	129707.09	153454.70
存货	322382.25	356031.07	446873.41	485841.74
应收账款	83593.81	106889.86	120778.79	139435.84
其他流动资产	87160.62	92440.69	101020.20	119520.43
流动资产	616537.37	662690.51	798379.49	898252.71
流动资产占比 (%)	0.79	0.80	0.83	0.84
固定资产	20572.04	25068.20	26492.42	25943.85
投资性房地产	16939.48	16939.48	16939.48	16939.48
无形资产	9042.22	9042.22	9042.22	9042.22
其他非流动资产	120729.99	117752.29	116089.83	115508.93
非流动资产	167283.73	168802.19	168563.94	167434.48
非流动资产占比 (%)	0.21	0.20	0.17	0.16
资产总计	783821.10	831492.70	966943.43	1065687.19
短期借款	21794.09	0.00	0.00	0.00
应付账款	214948.01	250776.57	296886.40	342142.07
其他流动负债	230190.43	232751.69	286640.19	300348.59
流动负债	466932.53	483528.26	583526.59	642490.66
流动负债占比 (%)	0.75	0.76	0.79	0.81
长期借款	139872.52	139872.52	139872.52	139872.52
其他长期负债	12452.54	12197.71	12197.71	12197.71
非流动性负债	152325.06	152070.22	152070.22	152070.22
非流动负债占比 (%)	0.25	0.24	0.21	0.19
负债合计	619257.58	635598.48	735596.81	794560.89
股本	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00
资本公积	29380.28	29380.28	29380.28	29380.28
留存收益	57751.95	79371.70	103312.73	130176.55
少数股东权益	46526.76	57103.70	68608.09	81516.97
股东权益合计	164563.52	195894.21	231346.62	271126.30
负债股东权益总计	783821.10	831492.70	966943.43	1065687.19

现金流量表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	20398.51	24679.53	28165.92	31604.50
折旧摊销	3894.05	2936.94	3303.11	3582.67
营运资金变动	-33108.64	-26102.73	-15574.99	-18708.27
其他	11434.91	11496.97	14606.26	15611.42
经营活动现金流	2618.83	13010.71	30500.29	32090.32
资本支出	-37278.09	-4454.40	-3063.86	-2452.21
投资收益	28908.00	4000.00	3500.00	4000.00
其他	0.00	20.00	20.00	20.00
投资活动现金流	-8370.09	-434.40	456.14	1567.79
债务变化	14641.35	-25588.35	-4353.33	-5169.84
股票发行	-917.35	0.00	0.00	0.00
其他	-2650.00	-3059.78	-4224.89	-4740.68
筹资活动现金流	11074.00	-28648.13	-8578.21	-9910.51
现金净流量	5322.75	-16071.82	22378.22	23747.61
每股经营性现金流(元)	0.09	0.43	1.02	1.07

信息披露

分析师声明

赵 健：建筑工程行业首席分析师

张显宁：建筑工程行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中材国际、龙元建设、中国建筑、海油工程、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶、中国水电、国海股份、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份、广田股份、瑞和股份、棕榈园林、铁汉生态、普邦园林、精工钢构、鸿路钢构、江河幕墙、中化岩土、成都路桥、苏交科。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。