

## 建筑装饰

2014年12月30日

# 中国建筑 (601668)

——优先股核准发行，融资成本下降及地产销售回暖预期增强，估值提升将加速

报告原因：强调评级

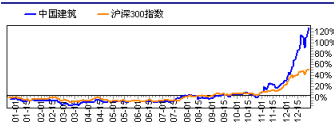
## 买入

维持

市场数据:	2014年12月29日
收盘价(元)	7.28
一年内最高/最低(元)	7.55/2.71
上证指数/深证成指	3168/10780
市净率	1.7
息率(分红/股价)	1.96
流通A股市值(百万元)	217331
注：“息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据:	2014年09月30日
每股净资产(元)	4.42
资产负债率%	79.89
总股本/流通A股(百万)	30000/2985
	3
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势:



### 相关研究

《中国建筑(601668)——较高稳定增长，低价、低市盈率、低估、高股息率，有望成为沪港通热点》  
2014/10/31

《中国建筑(601668)——待结算销售和在手订单丰厚，关注销售数据可能的好转》  
2014/08/26

### 证券分析师

陆玲玲 A0230513040001  
lull@swsresearch.com

研究支持  
李杨 A0230114080001  
liy@swsresearch.com

### 联系人

李杨  
(8621)23297818x7201  
liy@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

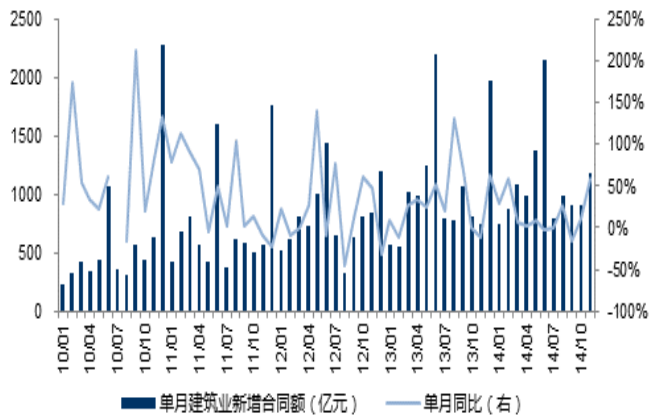
	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	681,048	19	20,399	30	0.68	11.9	17.3	11	4
14Q1-Q3	566,047	18	16,902	26	0.56	11.4	12.7		
2014E	827,222	21.5	24,058	17.9	0.80	12.0	16.9	9.1	7.8
2015E	960,040	16.1	28,394	18.0	0.95	12.1	16.7	7.7	6.7
2016E	1,121,29	16.8	33,800	19.0	1.13	12.3	16.5	6.4	6.3

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

### 投资要点:

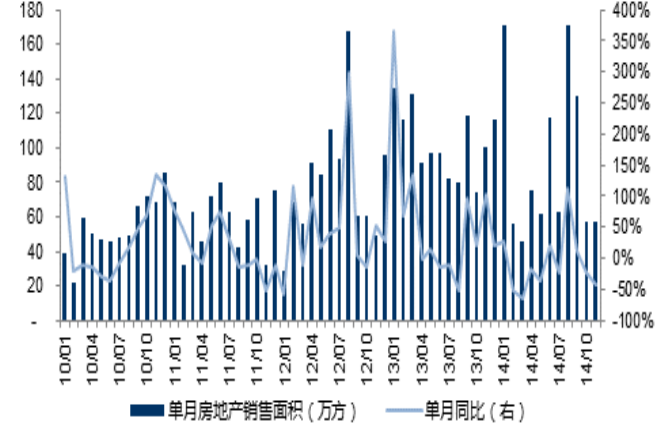
- **优先股发行获得证监会核准**：公司收到证监会批复，核准非公开发行不超过3亿股优先股（即可融资300亿元）。这次核准是优先股发行的最后一道程序，核准后6个月内公司需发行不少于1.5亿股；其余各次发行在24个月内完成。
- **略调整盈利预测，维持“买入”评级**：考虑到上半年新签建筑合同持续放缓会让公司在会计处理上倾向谨慎，我们略下调今年盈利预测并略上调15年盈利预测，预计14/15年增速为18%（26%）/18%（17%），EPS分别为0.80元/0.95元，对应PE为9.1X和7.7X。目标14年PE考虑中海地产部分10X，其他建筑工程为主部分15X，对应目标价10.22元。
- **我于大众的不同**：1、**中国建筑本次优先股发行带来三方面积极意义**：（1）**降低公司资产负债率和综合融资成本**。由于公司本次优先股发行在付息方式和偿还期限上有较大自主权，故该方案下优先股属于权益类融资工具，发行后公司资产负债率有望从3Q14的79.89%下降至77.4%，有助于公司拓宽融资渠道，降低综合融资成本；（2）**补充资金以撬动优质项目，并保障项目顺利推进**。300亿募集资金中48.3亿拟投向基础设施及其他项目，176.7亿补充重大工程承包项目营运资金，75亿补充一般流动资金；（3）**提升普通股股东收益**。中国建筑11-13年平均ROE为17.1%，显著高于优先股股息率（预计为6%左右），本次优先股发行有助于提升普通股股东收益。2、**中国建筑未来业绩增长的动力主要来自于**：（1）**受益“一带一路”战略推进，海外业务加速增长**。中国建筑在2014ENR全球国际工程承包商排名中位于20，在中国公司中位列第二，覆盖工程种类包括交通、能源、工业园区、商业楼宇和住宅等。2013年公司实现海外收入387亿元，占总收入5.7%。（2）**国内基建业务将保持较快增速，2015年全国基建投资增速有望从21%上升到25%**。今年前11个月，公司基建业务实现收入1836亿元，同比增长19.6%，高于房建业务10.1%的增速，1H14公司收入分部中，房建占72.3%，基建占13.3%，地产占13.6%，设计占0.8%；毛利润分部中，房建占47.8%，地产占37.7%，基建占12.9%，设计占1.6%。未来公司基建利润占比有望持续提高。（3）**在PPP项目上具备较强竞争力，未来有望成为新的利润增长点**。公司在资金、全产业链经营、政府关系等方面具有极强的优势：公司有较强的融资能力，并与国开行和多家商业银行签署战略合作协议；公司是唯一拥有房建、市政、公路三类特级总承包资质的企业，拥有从规划、勘察、设计、施工到房地产开发以及基础设施投资运营的完整产业链；业务辐射全国，八大工程局长期支持地方经济建设，与地方政府建立了良好关系，签了大量战略合作协议。3、**融资成本下降、地产销售回暖、国企改革在即，估值将迎加速提升**。融资成本不断下降，12月、1月的房地产销售数据有望持续强劲，而且由于地产整体投资疲软，政策面有望保持宽松，地产业务迎估值上调好时机，将来国企改革，分拆上市等也值得期待。

图 1：中国建筑 11 月单月新签建筑合同同比增长 58%



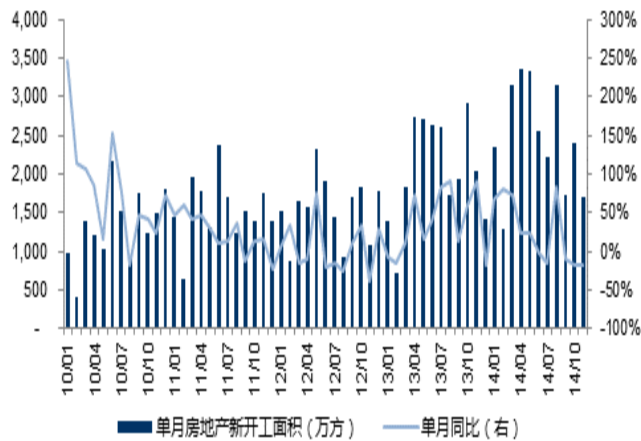
资料来源：公司公告，申万研究

图 2：11 月单月地产销售面积 57 万平方米，同比下滑 43.0%



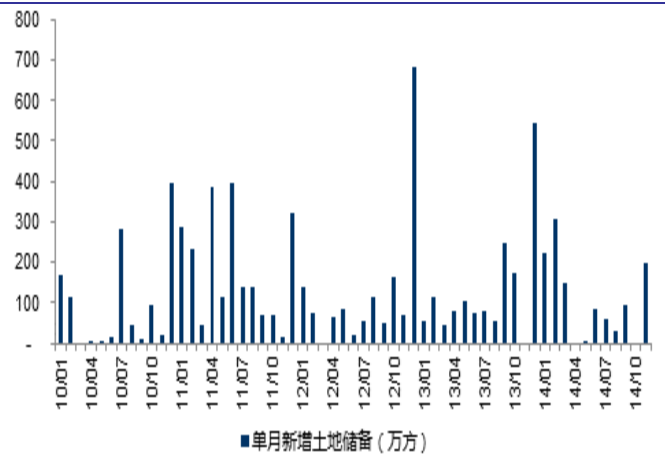
资料来源：公司公告，申万研究

图 1：中国建筑 11 月单月新开工面积 1686 万平方米，同比降 17.2%



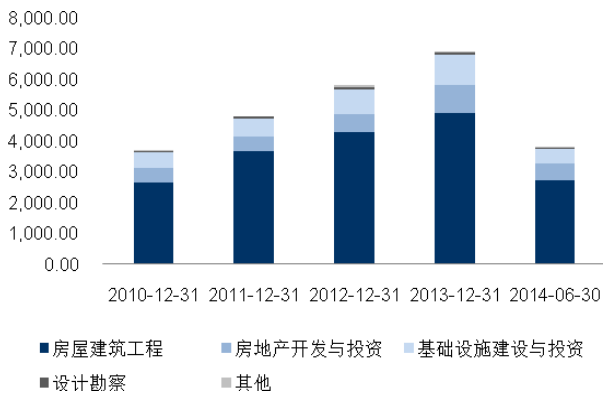
资料来源：公司公告，申万研究

图 32：11 月单月新增土地储备 196 万平方米



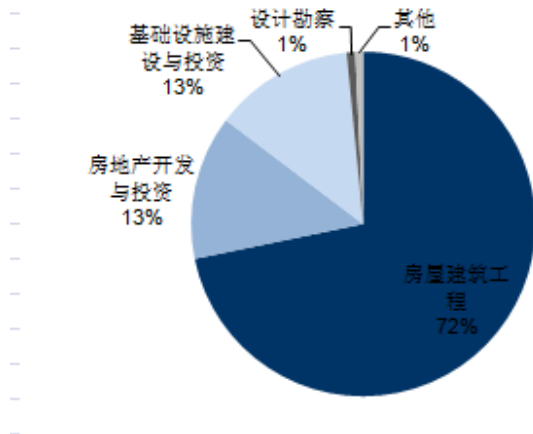
资料来源：公司公告，申万研究

图 4：公司各项主营业务收入（亿元）



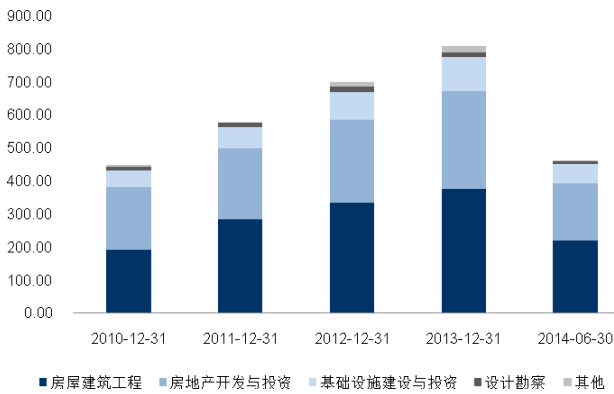
资料来源：公司公告，申万研究

图 5：2014 1H 各项主营业务收入占比



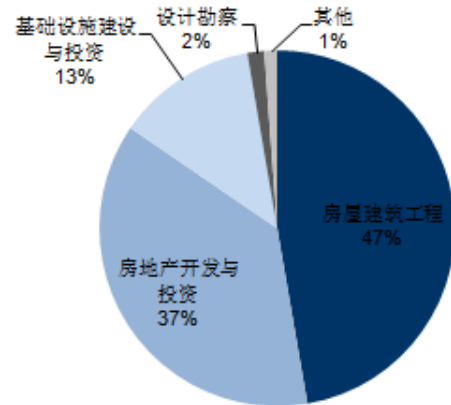
资料来源：公司公告，申万研究

图 6：公司各项业务毛利（亿元）



资料来源：wind，申万研究

图 7：2014H 各项业务毛利占比



资料来源：wind，申万研究

图 8：公司分地区营业收入（亿元）

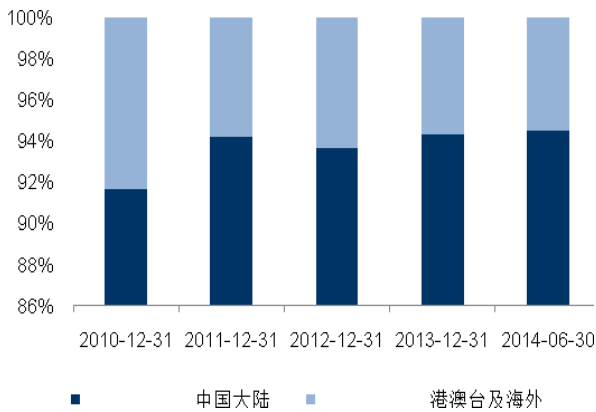
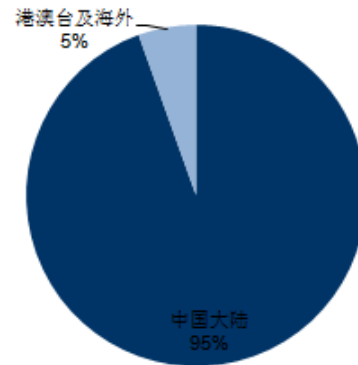


图 9：2014H 公司分地区营业收入占比



资料来源：wind，申万研究

资料来源：wind，申万研究

表 1：预计公司 14 和 15 年 EPS 分别为 0.80 元/0.95 元

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	491,290	571,516	681,048	827,222	960,040	1,121,291
二、营业总成本	467,486	545,331	648,244	787,956	912,877	1,064,162
其中：营业成本	432,185	501,835	600,220	727,756	843,816	983,504
营业税金及附加	19,181	22,057	24,739	30,049	34,945	40,815
销售费用	967	1,299	1,662	2,019	1,920	2,018
管理费用	11,479	13,402	14,549	16,544	19,201	21,865
财务费用	2,879	4,125	5,407	8,363	9,962	12,186
资产减值损失	796	2,613	1,666	3,223	3,033	3,773
加：公允价值变动收益	(218)	201	33	30	30	31
投资收益	1,785	2,996	5,374	5,911	6,502	7,153
三、营业利润	25,371	29,381	38,210	45,208	53,695	64,313
加：营业外收入	998	951	875	941	922	913
减：营业外支出	205	171	286	221	226	244
四、利润总额	26,164	30,161	38,799	45,929	54,392	64,981
减：所得税	6,718	7,384	9,465	11,332	13,561	16,376
五、净利润	19,446	22,777	29,333	34,597	40,831	48,605
少数股东损益	5,802	7,041	8,935	10,538	12,437	14,805
归属于母公司所有者的净利润	13,644	15,735	20,399	24,058	28,394	33,800
六、基本每股收益	0.45	0.52	0.68	0.80	0.95	1.13
全面摊薄每股收益	0.45	0.52	0.68	0.80	0.95	1.13

**表：中国建筑目标价 10.22 元**

预计 2014 权益净利润 (亿人民币)		
中国建筑	中国建筑除中海外部分	中国海外发展 (控股 53%)
241	132	108
目标 2014 年 PE (亿人民币)		
中国建筑	中国建筑除中海外部分	中国海外发展 (持股 53%)
12.7	15	10
目标市值 (亿人民币)		
中国建筑	中国建筑除中海外部分	中国海外发展 (控股 53%)
3067	1982	1084
<b>对应股价</b>	<b>10.22</b>	
目前市值 (亿人民币)		
中国建筑	中国建筑除中海外部分	中国海外发展 (控股 53%)
2166	1393	773
目前股价 14 年 PE (14/12/30)		
中国建筑	中国建筑除中海外部分	中国海外发展 (控股 53%)
9.0	10.5	7.1

资料来源：wind，申万研究

注：设人民币对港币汇率为 1:0.8

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。