

公司报告

招商证券(香港)有限公司  
证券研究部

中国建筑国际 (3311 HK)

澳门反向路演 - 投资业务平滑澳门建筑业务波动

■ 中建国际澳门分公司依靠优秀的管理能力和中资背景, 成为澳门最大的建筑公司, 并在成本、劳工和产业链整合等多方面拥有绝对优势; 公司亦通过投资的方式, 入股房地产及水泥厂等项目

■ 中建澳门获委任为“中国与葡萄牙语国家商贸合作服务平台建设委员会”主任委员单位, 并成立葡萄牙分公司, 在葡语系国家具有先发优势

■ 中建国际 2018 年现金流仍面临严峻考验, 但“一带一路”基金有望在下半年推出; 在整体资金面收紧的情况下, 公司竞争力提升有望转化为加速资金的周转; 我们仍维持公司 14.94 港元的目标价, 维持买入评级

澳门公司拥有独特竞争力, 投资收入大幅平滑基建波动

澳门是一个社团社会, 需要强大的协调能力才能在其中存活, 但一旦确立了竞争优势也很难被赶超。中建澳门的港式管理带来高于澳门同业的安全水平、石排湾项目获得澳门历史上第一个“按时完工奖”、其他企业久攻不下的轻轨车场项目转为中建澳门承接后进度超预期、近期没有出现任何劳工上访等等因素均使中建澳门和业主与政府都建立了非常好的合作关系, 这保证了公司长期在澳门建筑市场中稳定的市场占有率。同时中建澳门配合主业进行投资, 投资回报有助平滑澳门建筑市场波动。公司入股濠尚住宅项目, 带来 6 亿港元议标建筑合同并有望获得超过 20 亿港元投资收益(2017 年公司澳门板块盈利为 8 亿港元)。公司入股澳门唯一水泥厂, 带来投资收益的同时使公司在需求旺季获得优先权, 加强竞争能力。公司预计澳门未来 5-10 年至少有 1,600 亿港元建筑项目推出, 而我们预计公司将保持 30% 左右的市场占有率; 公司预计中建澳门近期净利润增长速度将超过中建国际整体指引。

现金流仍紧张但同时产生独特竞争优势, 维持买入评级

公司的现金流情况仍较为紧张, 公司之前提示的资产证券化和与建行合作的 PPP 项目均由于监管加强的原因短期难以对公司现金流给予正面支撑, 但“一带一路”基金有望在下半年推出, 并用于回购公司一部分运营项目。在金融“去杠杆”和资管新规的影响下, 公司资质和杠杆水平严重影响公司取得贷款的能力, 虽然公司自身的低净借贷比率要求给公司较大的股权融资压力, 但是公司获取项目的能力进一步提升, 而公司也致力于将该优势转化为更快的资金周转效率。我们维持公司 14.94 港元的目标价, 应用 11.4 倍市盈率(历史平均市盈率\*10%潜在股权融资折价), 我们认为 1 季度基建市场开工较差已在股价中反映, 后续开工大概率回暖, 我们维持公司的买入评级。

盈利预测及估值

百万港元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	46,208	50,153	61,047	74,004	85,300
同比增长 (%)	21.9%	8.5%	21.7%	21.2%	15.3%
净利润	5,007	5,490	6,430	7,630	8,925
同比增长 (%)	20.6%	9.6%	17.1%	18.7%	17.0%
每股盈利 (元)	1.20	1.19	1.27	1.51	1.77
每股股息 (元)	0.31	0.29	0.33	0.38	0.45
市盈率 (x)	8.1	8.2	7.6	6.4	5.5
市净率 (x)	1.7	1.3	1.1	1.0	0.9
ROE (%)	19.5%	14.3%	14.9%	15.6%	16.1%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

焦一丁 谭璐  
+86 755 8290 8475 +86 755 8322 4117  
jiaoyd@cmschina.com.cn tanlu@cmschina.com.cn

最新变动

n.a.

买入

前次评级	买入
股价	HK\$9.74
12个月目标价 (上涨空间)	HK\$14.94 (+53%)
前次目标价:	HK\$14.94

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
3311 HK	(0.6)	(7.2)	(27.9)
恒生指数	1.4	3.2	20.7

行业: 建筑业

恒生指数	30666
国企指数	12091

重要数据

52周股价区间 (港元)	9.31-13.8
港股市值 (百万港元)	49179
日均成交量 (百万股)	8.83
每股净资产 (港元)	7.54

主要股东

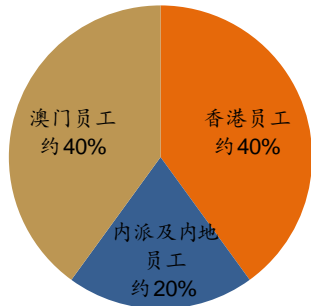
中国海外集团有限公司	64.6%
总股数 (百万股)	5049
自由流通股	42.07%

相关报告

1. 中国建筑国际 (3311 HK) - 业绩小幅低于预期, 国内基建业务仍维持快速增长, 2018/3/18
2. 中国建筑国际 (3311 HK) - 杭嘉反向路演: 安居房蓬勃发展, 2017/11/27
3. 中国建筑国际 (3311 HK) - 业绩靓丽, 但供股将摊薄盈利并影响市场情绪, 下调目标价, 2017/8/24

重点图表

图1: 中建澳门多元化的人员构成



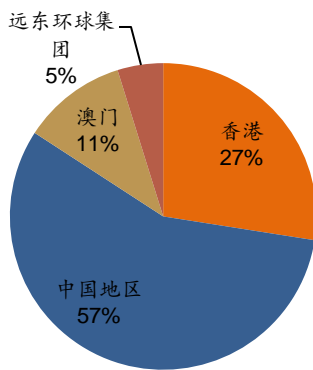
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图2: 参股濠尚住宅项目



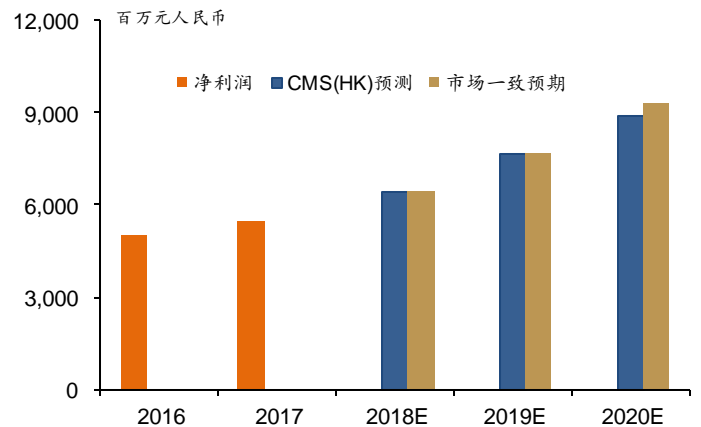
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图3: 公司2018年各地区收入占比预测



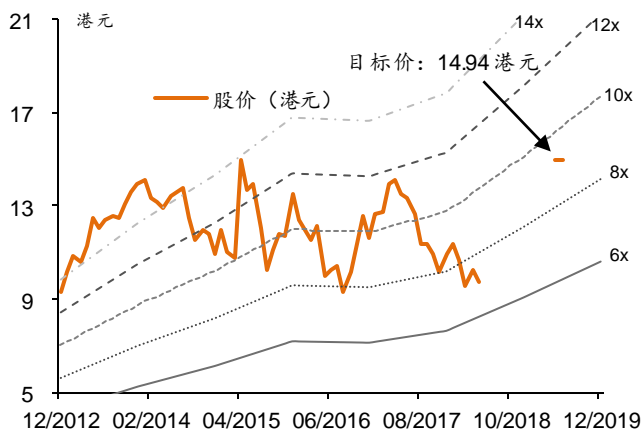
资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测

图4: 公司净利润及预测



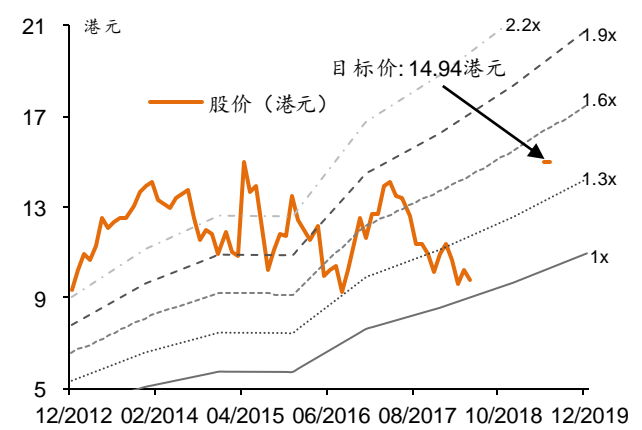
资料来源: 公司资料、Bloomberg、招商证券(香港) 预测

图5: 前瞻市盈率



资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测

图6: 前瞻市净率



资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测

图 7: 中建国际预测未来 5-10 年澳门建筑市场工程推出情况概览 (港元)

序号	工程类型	工程项目	合约额预计
1	政府工程 (约 700 亿)	公屋工程	400 亿
		社会施工和政府大楼	200 亿
		轻轨和桥隧等基建	100 亿
2	赌牌工程 (约 500 亿)	金沙伦敦人	80 亿
		银河三、四期	250 亿
		新濠影汇二期	100 亿
		永利路氹城二期	70 亿
3	其他工程 (约 400 亿)	闲置土地工程等	400 亿
合计			1,600 亿

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图 8: 同业比较

公司	彭博代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	市值 (百万美元)	EV/EBITDA (x)		市净率 (x)		市盈率 (x)		PEG (x)		ROE (%)		CAGR2017-19e		
							2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	EPS	EBITDA	
<b>大型基建</b>																			
中国交建	1800 HK	HKD	买入	8.5	10.7	28,503	8.9	7.1	0.5	0.5	5.6	5.0	0.5	0.4	9.7%	9.9%	5.5%	4.4%	
中国中铁	390 HK	HKD	中性	6.3	7.3	25,180	6.0	5.5	0.7	0.6	5.9	5.3	0.5	0.5	11.4%	11.3%	19.5%	10.9%	
中国铁建	1186 HK	HKD	中性	9.0	12.6	19,702	5.3	4.7	0.6	0.5	4.8	4.1	0.3	0.2	11.6%	11.8%	16.3%	11.2%	
中国能建	3996 HK	HKD	中性	1.3	1.8	4,895	4.8	4.3	0.6	0.5	5.4	4.8	0.4	0.4	11.7%	12.3%	11.5%	8.6%	
行业平均						19,570	6.2	5.4	0.6	0.5	5.4	4.8	0.4	0.4	11.1%	11.3%	13.2%	8.8%	
<b>中型基建</b>																			
中建国际	3311 HK	HKD	买入	9.7	14.9	6,265	6.9	5.8	1.1	1.0	7.6	6.4	0.4	0.3	14.9%	15.6%	12.8%	20.2%	
中机工程	1829 HK	HKD	中性	4.4	4.3	2,302	-1.1	-0.8	0.8	0.7	5.8	4.6	0.2	0.2	13.8%	15.7%	23.7%	19.6%	
行业平均						4,284	2.9	2.5	1.0	0.9	6.7	5.5	0.3	0.3	14.4%	15.7%	18.2%	19.9%	
<b>铁路设备</b>																			
中国通号	3969 HK	HKD	买入	6.4	7.9	7,211	6.1	5.4	1.6	1.5	10.9	9.6	0.8	0.8	15.7%	15.7%	19.4%	17.8%	
城建设计	1599 HK	HKD	买入	3.9	5.6	670	8.3	8.3	1.0	0.9	7.0	5.8	0.3	0.3	13.1%	14.0%	18.9%	-20.3%	
中国中车	1766 HK	HKD	中性	7.0	6.1	40,345	10.0	9.5	1.2	1.1	13.0	12.2	2.0	1.9	8.8%	8.8%	6.3%	4.8%	
时代电气	3898 HK	HKD	中性	38.5	40.5	5,758	8.2	8.0	1.8	1.6	12.8	12.5	4.3	4.1	14.1%	13.0%	8.0%	8.2%	
铁建装备	1786 HK	HKD	中性	2.2	2.0	424	2.6	2.2	0.5	0.4	8.0	6.5	0.3	0.3	5.8%	6.8%	161.7%	75.1%	
行业平均						10,882	7.0	6.7	1.2	1.1	10.4	9.3	1.6	1.5	11.5%	11.6%	42.9%	17.1%	
<b>工程机械</b>																			
中联重科	1157 HK	HKD	买入	3.6	5.2	4,929	23.3	19.0	0.6	0.6	16.2	11.8	0.4	0.3	3.6%	4.8%	20.1%	n.a.	
中国龙工	3339 HK	HKD	中性	4.0	3.9	2,186	6.9	6.5	1.5	1.4	9.8	8.8	0.9	0.8	15.5%	15.3%	24.1%	13.9%	
行业平均						3,558	15.1	12.7	1.1	1.0	13.0	10.3	0.7	0.6	9.6%	10.1%	22.1%	n.a.	
<b>矿山及港口设备</b>																			
三一国际	631 HK	HKD	买入	2.6	4.2	1,007	5.8	5.0	0.9	0.8	10.8	8.9	0.5	0.4	8.6%	9.5%	71.9%	51.2%	
<b>钢铁</b>																			
鞍钢股份	347 HK	HKD	买入	7.9	10.5	7,006	5.6	5.3	0.8	0.8	7.3	6.9	1.4	1.3	11.5%	11.0%	9.5%	8.0%	
马鞍山钢铁	323 HK	HKD	买入	3.9	6.2	4,256	4.5	4.2	0.8	0.7	5.0	4.6	0.6	0.5	17.2%	16.4%	13.0%	6.1%	
行业平均						5,631	5.0	4.8	0.8	0.7	6.1	5.8	1.0	0.9	14.4%	13.7%	11.2%	7.1%	
<b>水泥</b>																			
海螺水泥	914 HK	HKD	买入	47.6	53.0	29,104	5.2	5.1	1.9	1.7	10.0	9.6	2.6	2.5	20.4%	18.5%	15.8%	12.9%	

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测, 基于2018年5月23日收盘价

财务预测表

资产负债表

百万港元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>40,144</b>	<b>55,478</b>	<b>56,643</b>	<b>61,661</b>	<b>65,232</b>
现金	11,485	17,593	11,403	7,858	3,979
客户合约工程欠款	6,486	10,979	13,364	16,201	18,674
贸易及其他应收款	17,644	22,136	26,945	32,664	37,649
按金及预付款	429	299	450	446	426
关联公司应收款	629	0	0	0	0
存货	131	214	225	236	248
其他	3,341	4,256	4,256	4,256	4,256
<b>非流动资产</b>	<b>46,031</b>	<b>63,041</b>	<b>78,420</b>	<b>95,118</b>	<b>110,722</b>
物业、厂房及设备	2,494	3,819	4,089	4,319	4,621
于合营企业之权益	4,949	9,956	12,356	15,236	18,116
特许经营权	5,234	5,414	9,073	12,501	15,713
贸易及其他应收款	21,820	29,095	35,415	42,932	49,485
其他	11,533	14,757	17,487	20,131	22,787
<b>资产总计</b>	<b>86,174</b>	<b>118,518</b>	<b>135,063</b>	<b>156,779</b>	<b>175,954</b>
<b>流动负债</b>	<b>39,716</b>	<b>51,998</b>	<b>60,322</b>	<b>70,866</b>	<b>80,340</b>
贸易应付款、其他应付款及预提费用	29,000	33,194	40,405	48,980	56,457
相关应付	735	2,308	2,308	2,308	2,308
欠客户合约工程款	5,305	5,438	6,526	7,831	9,397
其他	4,676	11,058	11,083	11,747	12,178
<b>长期负债</b>	<b>20,788</b>	<b>28,057</b>	<b>31,577</b>	<b>37,145</b>	<b>40,323</b>
长期借款	15,849	20,592	23,452	29,425	33,306
其他	4,939	7,465	8,125	7,721	7,017
股本	112	126	126	126	126
留存收益	25,336	37,961	42,744	48,445	55,081
母公司所有者权益	25,448	38,088	42,870	48,572	55,208
少数股东权益	222	375	294	197	83
<b>负债及权益合计</b>	<b>86,174</b>	<b>118,518</b>	<b>135,063</b>	<b>156,779</b>	<b>175,954</b>

现金流量表

百万港元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,867</b>	<b>-4,846</b>	<b>-2,484</b>	<b>-2,203</b>	<b>99</b>
税前利润	6,012	6,790	7,941	9,540	11,159
折旧摊销	-1,202	-82	289	212	20
财务费用	688	1,070	1,188	1,480	1,653
营运资金变动	-10,465	-13,260	-16,437	-18,778	-16,458
其它	7,835	637	4,535	5,342	3,726
<b>投资活动现金流</b>	<b>-5,691</b>	<b>-4,800</b>	<b>-3,745</b>	<b>-4,555</b>	<b>-4,334</b>
资本支出	-178	-1,410	-580	-703	-810
其他投资	-5,513	-3,390	-3,165	-3,852	-3,524
<b>筹资活动现金流</b>	<b>6,498</b>	<b>15,253</b>	<b>39</b>	<b>3,214</b>	<b>356</b>
借款变动	3,741	5,148	2,885	6,636	4,313
已付财务费用	-673	-1,045	-1,188	-1,480	-1,653
已付本公司股东股息	-1,403	-1,481	-1,647	-1,929	-2,289
其他	4,833	12,631	-11	-13	-16
<b>现金净增加额</b>	<b>3,674</b>	<b>5,607</b>	<b>-6,190</b>	<b>-3,545</b>	<b>-3,879</b>

利润表

百万港元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	46,208	50,153	61,047	74,004	46,208
建筑及销售成本	-40,225	-42,537	-51,576	-62,464	-40,225
毛利	5,983	7,615	9,470	11,540	5,983
其他收入及其他收益净额	1,260	748	302	291	1,260
行政分销、销售及其他经营费用	-1,106	-1,395	-1,698	-2,058	-1,106
联营公司应占盈利	143	160	176	194	143
合营公司应占盈利	420	731	878	1,053	420
财务费用	-688	-1,070	-1,188	-1,480	-688
税前溢利	6,012	6,790	7,941	9,540	6,012
所得税费用净额	-1,005	-1,256	-1,429	-1,813	-1,005
本年溢利	5,130	5,534	6,511	7,727	5,130
本年应占溢利/(亏损):					
本公司股东	5,007	5,490	6,430	7,630	5,007
非控股权益	-123	44	82	97	-123
每股基本盈利(港元)	1.20	1.19	1.27	1.51	1.20
每股盈利摊薄(港元)	1.20	1.19	1.27	1.51	1.20

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>年成长率</b>					
营业收入	21.9%	8.5%	21.7%	21.2%	15.3%
毛利润	18.9%	27.3%	24.4%	21.9%	16.4%
净利润	20.6%	9.6%	17.1%	18.7%	17.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.9%	15.2%	15.5%	15.6%	15.7%
净利率	10.8%	10.9%	10.5%	10.3%	10.5%
ROE	19.5%	14.3%	14.9%	15.6%	16.1%
ROA	5.8%	4.6%	4.8%	4.9%	5.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	70.2%	67.5%	68.0%	68.9%	68.6%
净负债比率	6.8%	4.7%	10.9%	15.8%	18.8%
流动比率	1.0	1.1	0.9	0.9	0.8
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.2	0.9	1.1	1.2	1.3
存货周转率	306.2	198.7	229.5	264.7	290.1
应收账款周转率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
应付账款周转率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
<b>每股资料(港元)</b>					
每股收益	1.20	1.19	1.27	1.51	1.77
每股经营现金	0.64	-0.96	-0.49	-0.44	0.02
每股净资产	5.72	7.62	8.55	9.66	10.95
每股股利	0.31	0.29	0.33	0.38	0.45
<b>估值比率</b>					
P/E	8.1	8.2	7.6	6.4	5.5
P/B	1.7	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.3	4.8	5.0	4.9	4.8

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以上
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

### 监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外, 招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

### 香港

招商证券(香港)有限公司  
 香港中环交易广场一期48楼  
 电话: +852 3189 6888  
 传真: +852 3101 0828