招商证券（香港）有限公司
证券研究部

中国建筑国际 (3311 HK)

一季度收入下滑 15%符合预期，4 月已现反弹迹象

- **公司一季度收入下滑 15%，毛润率保持稳定，符合预期**
- **新订单增速同比下滑，公司认为内地业务下滑明显是因公司项目以投资类为主，推进速度较缓，而 4 月份已明显现起色，公司对全年保持乐观**
- **我们认为基建产业链高频数据在4月份开始出现明显反弹，预计将在中报中有所反应，我们维持全年乐观判断，维持公司买入评级**

一季度受疫情影响盈利下降符合预期，4月份已现反弹

公司一季度收入下降15%，其中建筑业收入同比下降14%，应占联营企业营业额同比下降48%。建筑业收入中，内地收入同比下降22%，港澳收入同比下降9%。目前除武汉和北京的业务外，公司业务均已恢复正常，而上述两地对整体收入影响不大。联营企业收入下降的原因是该部分收入主要来自路桥收费，而春节之后路桥都处于免费状态。目前有消息指出高速公路有可能在5月1日恢复收费，较之前的预期提前2个月。公司经营溢利及应占合营企业盈利同比下降15%，公司披露除收费路桥影响外，各板块毛利率保持稳定。公司保持全年盈利双位数增长目标不变。

公司一季度新订单下滑，港澳部分影响较小

公司一季度录得新订单141亿港元，同比下降59%。其中港澳部分受影响较小，港澳新订单占比从53%提升至80%。我们认为香港政府年初为应对之前的政治风波，已经制定了较为激进的投资计划，疫情导致短期项目延期，但长期来看香港的投资计划将不会放缓。澳门方面，横琴自贸区的建设在目前情况下有望大幅加快。横琴岛面积为澳门的三倍，澳门特首于近日表示，去年开始横琴只接受澳门企业项目，目前政府收到的项目申请总额约为4,000亿澳门元。而公司为澳门最大的建筑企业，市场基础扎实，预计在横琴岛的建设机会中占有先机。同时公司亦有可能借助横琴岛发展机遇和公司的澳门平台，拓展其他投资机会。公司内地新订单下滑明显，低于已公布订单水平的同业。公司认为这主要是由于公司订单以投融资类项目为主，推进速度较其他工程项目慢，而公司手头项目充足，签约进度仍在掌握之中。公司预计全年新订单仍将与2019年持平。

看好行业二季度强势反弹，维持买入评级

公司披露 4 月份以来开工和新订单增长势头强劲，并对全年增长保持乐观。这和我们对钢材消费量和工程机械销售数据的观察结果一致。公司在手订单充足，而公司转型导致内地订单总量出现阶梯式下滑并不意外，同时新订单覆盖倍数仍在健康范围。我们维持公司 7.4 倍 2020 年目标价市盈率乘数，对应目标价为 9.2 港元，维持买入评级。

盈利预测及估值

百万港元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业额	55,626	61,670	74,060	86,337	96,564
同比增长	10.9%	10.9%	20.1%	16.6%	11.8%
净利润	4,500	5,413	6,282	7,389	8,338
同比增长	-18.0%	20.3%	16.1%	17.6%	12.8%
每股盈利（港元）	0.89	1.07	1.24	1.46	1.65
每股股息（港元）	0.35	0.27	0.32	0.37	0.44
市盈率 (x)	6.6	5.5	4.7	4.0	3.6
市净率 (x)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
ROE	10.4%	10.6%	11.3%	12.1%	12.4%

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测，基于2020年4月22日收盘价

焦一丁, CFA FRM　　赵安博
+86 755 8290 8475　　+86 755 8285 2939
jiaoyd@cmschina.com.cn　　zhaoab@cmschina.com.cn

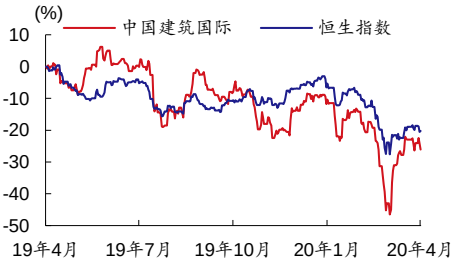
最新变动

2020年一季度业绩点评

买入

前次评级	买入
股价	5.9港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	9.2港元 （+56.0%）
前次目标价	9.2港元

股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
3311 HK	16.4	(22.5)	(26.1)
恒生指数	1.6	(10.8)	(20.3)

行业：建筑业	
恒生指数	23,893
国企指数	9,670
重要数据	
52周股价区间（港元）	4.22-8.6
港股市值（百万港元）	29,689
日均成交量（百万股）	6.03
每股净资产（港元）	8.35
主要股东	
中国海外集团有限公司	64.66%
总股数 （百万股）	5,049
自由流通量	35.34%

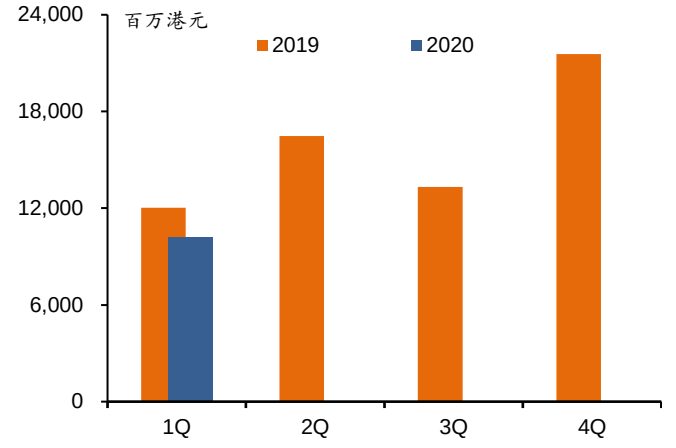
资料来源：彭博

相关报告

1. 中国建筑国际 (3311 HK) -业绩符合预期，内地新业务开花结果 (2020/3/25)
2. 中国建筑国际 (3311 HK) - 香港基建龙头受益于香港逆周期政策加码 (2020/3/6)
3. 中国建筑国际 (3311 HK) - 业绩转型持续进行，经营性利润持续增长 (2019/10/23)
4. 中国建筑国际 (3311 HK) - 业务增长符合预期，但汇率将影响报表利润 (2019/8/25)

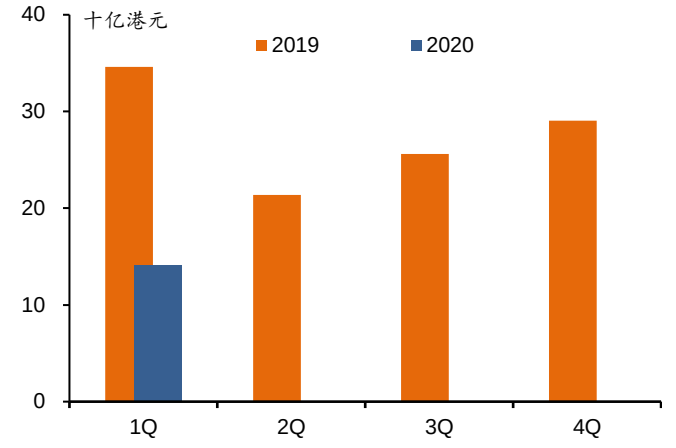
重点图表

图1：公司季度收入金额



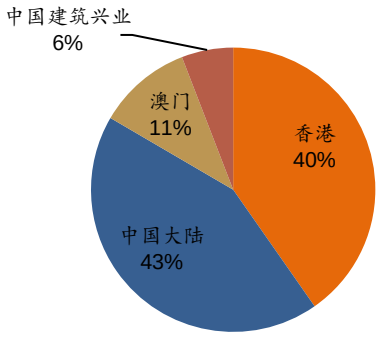
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图2：新签合约总额季度对比



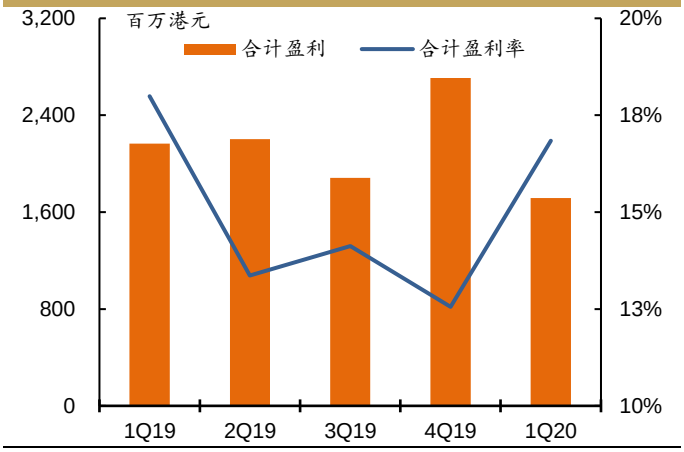
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图3：2020年公司收入占比预测



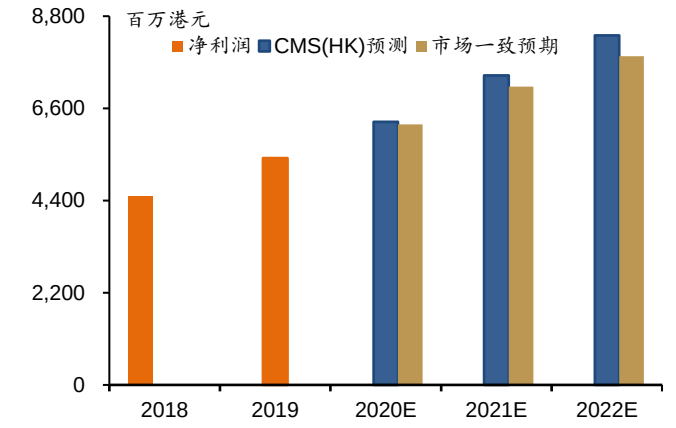
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图4：季度盈利及盈利率



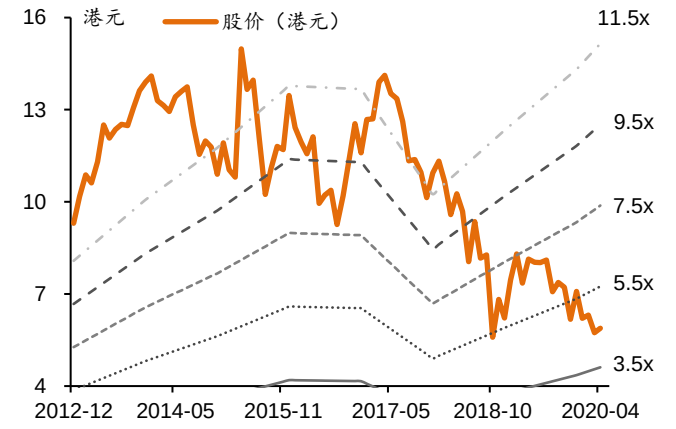
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图5：净利润及预测



资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图6：前瞻市盈率



资料来源：WIND、招商证券（香港）预测

图7: 同业比较

公司	代码	招商证券评级	股价（港元）	招商证券目标价（港元）	上涨空间(%)	市值（百万美元）	EV/EBITDA (x)		市净率（x）		市盈率（x）		PEG (x)		ROE (%)		CAGR 2020-22E (%)		净负债比率(%)
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	EPS	EBITDA	2020E
大型基建																			
中国中铁	390 HK	买入	4.6	6.1	34.4	19,340	8.0	7.3	0.4	0.3	4.5	4.1	0.3	0.3	9.1	9.3	9.7	8.0	44.1
中国铁建	1186 HK	买入	8.8	11.8	33.8	18,533	6.4	5.9	0.4	0.3	4.8	4.4	0.3	0.3	7.9	7.9	6.7	8.7	净现金
中国交建	1800 HK	中性	5.1	5.5	8.1	16,504	8.3	8.1	0.2	0.2	3.5	3.4	0.5	0.5	7.3	7.0	5.0	3.7	84.9
行业平均							7.6	7.1	0.3	0.3	4.3	4.0	0.4	0.4	8.1	8.1	7.1	6.8	64.5
中型基建																			
中建国际	3311 HK	买入	5.9	9.2	56.0	3,831	7.0	6.1	0.5	0.5	4.7	4.0	0.3	0.2	11.3	12.1	15.2	12.4	14.3
铁路设备																			
中国通号	3969 HK	买入	3.8	4.4	15.9	8,620	13.6	12.3	0.9	0.8	9.1	8.4	n.a.	n.a.	10.0	10.3	9.2	9.9	净现金
时代电气	3898 HK	中性	23.8	22.0	-7.6	3,610	7.2	6.6	n.a.	n.a.	9.8	9.7	n.a.	n.a.	10.8	10.0	1.3	5.5	净现金
行业平均							10.4	9.5	0.9	0.8	9.5	9.0	n.a.	n.a.	10.4	10.2	5.3	7.7	n.a.
工程机械																			
中联重科	1157 HK	买入	6.2	8.2	33.4	6,886	10.8	9.0	1.0	0.9	8.0	6.6	0.1	0.1	10.8	12.7	15.5	13.4	57.0
中国龙工	3339 HK	中性	2.7	2.4	-10.0	1,491	7.3	7.3	1.1	1.0	7.3	7.1	0.6	0.6	14.9	14.2	2.4	-0.4	净现金
行业平均							9.0	8.2	1.0	0.9	7.7	6.9	0.4	0.3	12.9	13.5	8.9	6.5	57.0
矿山及港口设备																			
三一国际	631 HK	买入	4.1	5.5	33.1	1,644	9.3	6.5	1.7	1.5	11.1	7.3	0.3	0.2	15.3	19.9	41.4	35.2	净现金

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测，基于2020年4月22日收盘价

财务预测表

资产负债表

百万港元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	60,263	75,500	70,593	71,447	72,088
现金	17,926	22,624	17,993	13,802	9,613
客户合约工程欠款	11,536	14,300	14,300	14,300	14,300
贸易及其他应收款	25,321	30,601	30,409	35,450	40,244
按金及预付款	266	501	392	382	404
关联公司应收款	338	328	328	328	328
存货	280	260	273	286	301
其他	4,595	6,886	6,898	6,898	6,898
非流动资产	75,859	85,924	103,608	116,035	128,057
物业、厂房及设备	4,150	4,726	4,450	4,742	5,107
于合营企业之权益	11,709	14,013	15,213	16,413	17,613
特许经营权	4,155	3,838	4,422	4,543	4,657
贸易及其他应收款	38,048	44,317	59,562	69,436	78,825
其他	17,798	19,030	19,960	20,902	21,855
资产总计	136,122	161,424	174,201	187,482	200,146
流动负债	53,630	71,106	69,242	75,194	79,630
贸易应付款、其他应付款及预提费用	36,715	44,699	49,445	53,197	55,025
相关应付	1,167	3,719	1,354	1,354	1,354
欠客户合约工程款	9,027	7,831	9,397	11,276	13,531
其他	6,721	14,857	9,047	9,367	9,720
长期负债	39,414	39,411	49,338	51,096	53,129
长期借款	32,034	29,348	38,073	40,959	44,133
其他	7,380	10,063	11,264	10,137	8,995
股本	126	126	126	126	126
留存收益	38,328	42,022	46,680	52,185	58,306
母公司所有者权益	38,454	42,148	46,806	52,311	58,433
少数股东权益	4,624	8,759	8,815	8,880	8,954
负债及权益合计	136,122	161,424	174,201	187,482	200,146

现金流量表

百万港元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-1,925	-2,704	-1,218	-506	-211
税前利润	6,206	7,284	7,922	9,318	10,515
折旧摊销	389	429	1,057	1,066	1,085
财务费用	1,782	2,279	2,236	2,394	2,565
营运资金变动	-12,530	-13,126	-13,899	-13,449	-12,343
其它	2,230	430	1,467	164	-2,034
投资活动现金流	-6,954	-3,090	-2,473	-2,601	-2,708
资本支出	-806	-586	-704	-820	-917
其他投资	-6,148	-2,504	-1,769	-1,781	-1,791
筹资活动现金流	9,581	10,507	-955	-1,084	-1,269
借款变动	12,815	4,559	2,915	3,206	3,527
已付财务费用	-1,758	-2,279	-2,236	-2,394	-2,565
已付公司股东股息	-1,767	-1,350	-1,624	-1,885	-2,217
其他	291	9,577	-10	-12	-14
现金净增加额	703	4,713	-4,646	-4,191	-4,189
期末现金及现金等价物余额	17,926	22,624	17,993	13,802	9,613

利润表

百万港元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业额	55,626	61,670	74,060	86,337	96,564
建筑及销售成本	-46,930	-52,434	-64,012	-74,723	-83,610
毛利	8,696	9,236	10,048	11,614	12,954
其他收入及其他收益净额	-360	637	539	514	491
行政分销、销售及其他经营费用	-1,397	-1,682	-1,732	-1,784	-1,802
联营公司应占盈利	343	920	828	870	913
合营公司应占盈利	705	453	475	499	524
财务费用	-1,782	-2,279	-2,236	-2,394	-2,565
税前溢利	6,206	7,284	7,922	9,318	10,515
所得税费用净额	-1,649	-1,561	-1,584	-1,864	-2,103
本年溢利	4,557	5,724	6,338	7,455	8,412
本年应占溢利/（亏损）					
本公司股东	4,500	5,413	6,282	7,389	8,338
非控股权益	39	50	56	65	74
每股基本盈利（港元）	0.89	1.07	1.24	1.46	1.65
每股盈利摊薄（港元）	0.89	1.07	1.24	1.46	1.65

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	10.9%	10.9%	20.1%	16.6%	11.8%
毛利润	14.2%	6.2%	8.8%	15.6%	11.5%
净利润	-18.0%	20.3%	16.1%	17.6%	12.8%
获利能力					
毛利率	15.6%	15.0%	13.6%	13.5%	13.4%
净利率	8.1%	8.8%	8.5%	8.6%	8.6%
ROE	10.4%	10.6%	11.3%	12.1%	12.4%
ROA	3.3%	3.4%	3.6%	3.9%	4.2%
偿债能力					
资产负债率	68.4%	68.5%	68.1%	67.4%	66.3%
净负债比率	12.4%	10.4%	14.0%	16.9%	19.7%
流动比率	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
速动比率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
营运能力					
资产周转率	0.9	0.8	1.0	1.2	1.3
存货周转率	167.5	201.8	234.6	260.9	278.0
应收账款周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
应付账款周转率	1.3	1.2	1.3	1.4	1.5
每股资料 (港元)					
每股收益	0.89	1.07	1.24	1.46	1.65
每股经营现金	-0.38	-0.54	-0.24	-0.10	-0.04
每股净资产	8.53	10.08	11.02	12.12	13.35
每股股利	0.35	0.27	0.32	0.37	0.44
估值比率					
P/E	6.6	5.5	4.7	4.0	3.6
P/B	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4

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%或以内
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关系。

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/cmshk/gb/disclosure.html 或 http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称"招商证券"）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券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。

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。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券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，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券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。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。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。且投资者应自行索取独立财务及／或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券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。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司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。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）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司　版权所有

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：+85 3101 0828