

建筑装饰

2019年10月27日

中国建筑 (601668)

——建筑新签订单好转，地产销售结算快速增长

报告原因：有业绩公布需要点评
买入 (维持)

市场数据： 2019年10月25日	
收盘价(元)	5.43
一年内最高/最低(元)	6.73/5.27
市净率	0.9
息率(分红/股价)	3.09
流通A股市值(百万元)	223396
上证指数/深证成指	2954.93/9660.44

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2019年09月30日	
每股净资产(元)	6.31
资产负债率%	76.02
总股本/流通A股(百万)	41981/41141
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

 李峙屹 A0230517070004
lizy@swsresearch.com

研究支持

 黄颖 A0230519080001
huangying@swsresearch.com

联系人

 黄颖
(8621)23297818×021-23297204
huangying@swsresearch.com

投资要点：

- 公司2019年前三季度收入增速15.8%，归母净利润增速9.8%，符合我们的预期，收入增速高于归母净利润增速主要归因于降杠杆推进引致少数股东损益大幅增加。2019年前三季度公司实现营业收入9736亿元，同比增长15.8%，实现归母净利润300亿元，同比增长9.8%。其中19Q3单季实现营业收入2882亿元，同比增长14.6%，实现净利润96.7亿元，同比增长18.5%。
- 地产业务结算释放大量收入利润。分业务来看，房建业务实现营业收入6018亿元，同比增长15.3%，占比较去年同期降低0.39个百分点至61.8%，毛利率下滑0.4个百分点至5.5%；基建业务实现营业收入2208亿元，同比增长14.3%，占比降低0.32个百分点至22.7%，毛利率同比降低0.5个百分点至7.9%；房地产实现营业收入1450亿元，同比增长22.8%，占比提升0.79个百分点至14.9%，毛利率同比降0.5个百分点至32.0%，仍然维持30%以上较高水平，毛利润贡献比例提升1.4个百分点至45.8%；勘察设计实现营业收入64亿元，同比增长14.6%，毛利率同比增加0.7个百分点至17.3%。
- 前三季度综合毛利率小幅微降0.06个百分点，期间费用率(含研发费用)提升0.06个百分点，地产业务存货跌价准备转回转销带动资产减值减少，综合影响下净利率微增0.02个百分点，但少数股东损益大幅增加使得归母净利润率降低0.17个百分点。2019年前三季度公司综合毛利率为10.4%，同比下滑0.06个百分点，主要系建筑和地产业务毛利率均有一定下降所致。加回研发费用，期间费用率同比提升0.06个百分点至3.59%，其中销售费用率为0.3%，同比小幅增加0.02个百分点，主要系地产销售加大广告投入费用同比增长24%所致；管理费用率降低0.04个百分点至1.9%，研发费用率为0.59%，同比增加0.44个百分点；往来折现减少、保理手续费计入投资收益使得财务费用率同比降低0.37个百分点至0.78%。公司资产及信用减值损失占营业收入比重同比减少0.2个百分点至0.07%，综合影响下净利率提升0.02个百分点至3.59%，但前三季度产生少数股东损益141亿元，同比增长33.7%，使得归母净利润率降低0.17个百分点。
- 业务规模增长叠加降杠杆、支持民企清欠工作，经营性现金流出增加。公司2019年前三季度经营活动现金流量净额为-1067亿元，同比多流出417亿元。前三季度收现比113%，较去年同期提升12.6个百分点，公司应收票据及应收账款较18年末减少156亿元，考虑到会计准则调整，(合同资产+存货)增加947亿元(调整18年末数据)，(预收款+合同负债)减少231亿元，长期应收款减少1145亿元，其他非流动资产增加1441亿元；付现比128%，同比大幅增加19.7个百分点，主要系公司持续推进减负债降杠杆和民营企业清欠工作所致，其中应付票据及应付账款较18年末减少236亿元，预付款增加4.33亿元。截至9月末，公司资产负债率较18年末下降0.9个百分点至76.0%。
- 在手订单充沛，建筑行业集中度持续提升，地产业务土储优质操盘能力强，具备强扩张能力。19年前三季度公司建筑业务新签合同额1.77万亿，同比增长6.3%，其中房建业务新签1.44万亿(同比+17.2%)，基建业务新签合同3219亿元(同比-24.8%)，降幅较上半年收窄12.6个百分点，勘察设计新签合同86亿元(同比-1.9%)。公司房屋施工面积占比逐年提升，从09年至19年6月末已提升7.2个百分点至11.7%，存量经济下，龙头效应不断凸显，当前施工景气度较高，公司凭借绝对优势可有效抢占房建业务头部订单，有望实现质、量齐升。地产业务1-9月实现销售额2699亿元(同比+30.4%)，销售面积1568万方(同比+16.2%)，其中中海地产(含中海宏洋)销售额同比增长28.2%，开启扩张之路，且兼顾高利率水平，中海19年6月末净负债率约为31%，未来具备较强扩张能力。截至19年9月末，公司地产业务土储充足，约为9695万方，是18年销售面积的4.7倍，且存货超六成集中在一线和省会城市，具备优良市场环境。
- 维持盈利预测，维持“买入”评级：预计公司19-21年净利润分别为439.4亿/500.9亿/551.0亿，增速分别为15%/14%/10%，对应PE分别为5.4X/4.7X/4.3X，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	1,199,325	973,599	1,357,942	1,518,346	1,681,920
同比增长率(%)	13.8	15.8	13.2	11.8	10.8
归母净利润(百万元)	38,241	29,980	43,943	50,091	55,104
同比增长率(%)	16.1	9.8	14.9	14.0	10.0
每股收益(元/股)	0.87	0.68	1.00	1.15	1.26
毛利率(%)	11.9	10.4	11.7	12.0	12.2
ROE(%)	15.7	11.3	15.7	15.3	14.9
市盈率	6		5	5	4

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



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,054,107	1,199,325	1,357,942	1,518,346	1,681,920
其中: 营业收入	1,054,107	1,199,325	1,357,942	1,518,346	1,681,920
减: 营业成本	943,539	1,056,710	1,198,869	1,336,247	1,477,257
减: 税金及附加	14,068	16,195	18,337	20,503	22,712
主营业务利润	96,499	126,420	140,736	161,596	181,951
减: 销售费用	3,488	3,650	4,734	5,164	5,364
减: 管理费用	17,715	23,352	26,379	29,650	34,229
减: 研发费用	2,793	7,621	8,657	9,933	10,916
减: 财务费用	10,136	15,336	17,456	18,271	19,296
经营性利润	62,366	76,461	83,510	98,578	112,146
减: 资产减值损失	7,049	10,466	2,723	1,829	2,082
减: 信用减值损失	0	0	6,786	8,155	7,621
加: 投资收益及其他	4,608	5,646	5,432	6,073	6,728
营业利润	59,708	71,665	79,433	94,667	109,171
加: 营业外净收入	692	123	608	587	541
利润总额	60,400	71,789	80,041	95,254	109,712
减: 所得税	13,751	16,439	18,543	22,164	25,595
净利润	46,649	55,350	61,498	73,090	84,117
少数股东损益	13,707	17,109	17,555	22,999	29,013
归属于母公司所有者的净利润	32,942	38,241	43,943	50,091	55,104
全面摊薄总股本	30,000	41,985	41,981	41,981	41,981
每股收益 (元)	1.07	0.87	1.00	1.15	1.26

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: 在计算基本每股收益时, 将其他权益工具股息影响从归属于母公司股东的净利润中予以扣除, 2019-2021 年其他权益工具股息影响每年预测值为 20 亿

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

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

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

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。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。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的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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。

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。