

【广发建筑&海外】中国建筑国际 (03311.HK)
Q3 收入提速，盈利水平提升
核心观点
● Q3 收入提速，盈利水平提升

公司 19Q1-3 营业额 405.62 亿港元，同比增长 6.18%；应占合营企业营业额为 12.66 亿港元，同比下降 28.71%；经营溢利及应占合营企业盈利 62.48 亿港元，同比增长 7.49%，对应利润率为 15.4%，较 18 年同期提升 0.2pct。分季度看，公司 Q3 营业额为 129.78 亿港元，同比增长 18.54%；经营溢利及应占合营企业盈利 18.8 亿港元，同比增长 20.5%，对应利润率为 14.5%，较 18 年同期提升 0.1pct，收入及盈利水平均有所提升。

● 新签订单略有下滑，经营性现金流有望持续好转

公司 19Q1-3 新签订单 815.8 亿港元，同比减少 9.79%，完成全年 1200 亿港元目标的 68%；截止 19 年三季度末，公司未完合约额约为 2435.3 亿港元，订单收入比高达 4.4 倍，在手订单充足有助于支撑公司未来收入持续增长。分地区看，预计内地受基建投资增速下滑以及 PPP 调控的影响订单增速将有所下滑。香港地区上半年订单增速较高，预计三季度受香港本地政治事件影响订单增速有所下滑。上半年现金流较高的港澳地区新签订单高增，预计公司下半年经营性现金流有望继续好转。

● 关联交易出售沈阳皇姑公司，加速资产周转

根据中国建筑兴业公告，中国建筑国际以 6.74 亿港元出售热电供应公司沈阳皇姑给子公司中国建筑兴业，此次关联交易，一方面对于母公司而言，有助盘活子公司资产，加速周转。另一方面，为中国建筑兴业培养新的业务增长点，更好的孵化管理运营项目，增厚收入及利润。中国建筑兴业近期通过沈阳皇姑热电为中国海外发展集团暖气管项目提供 3 年暖气管接驳服务。此外，根据公司公告，中国建筑国际全资子公司中建国际投资与中建五局及南宁国达成立浙江合营企业共同投资浙江项目。

● 盈利预测和投资评级

公司现金流优异的香港地区业务比重提升并成功发行约 4.84 亿美元 ABS，现金流有望进一步改善。随着下半年基建投资逐渐回暖，未来估值或将得到提升。我们预计 2019-2021 年公司净利润分别为 54.0/64.9/76.6 亿港元。公司 2019 年 PE 为 6.8 倍，而 PB 仅为 1.0 倍，PE 和 PB 水平均在同行中处于较低水平。维持 8.8 港元/股合理价值的观点和“买入”评级不变。

● **风险提示：**香港地区新签订单及收入确认放缓，基建投资增速下滑，项目执行不达预期风险，项目回款风险，工程订单下滑超预期风险等。

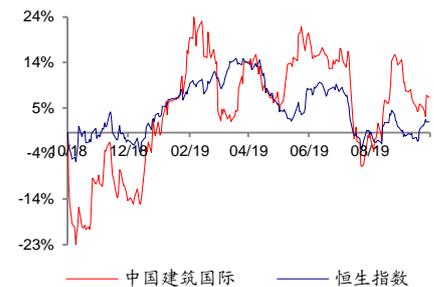
盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万港元)	50,250.9	55,770.8	62,742.7	70,711.6	81,456.7
增长率(%)	8.59%	10.98%	12.50%	12.70%	15.20%
EBITDA(百万港元)	7,508.5	9,301.0	9,003.7	9,910.5	11,322.1
净利润(百万港元)	5,490.1	4,500.1	5,403.3	6,489.1	7,657.3
增长率(%)	7.02%	-18.03%	20.07%	20.09%	18.00%
EPS(港元/股)	1.09	0.89	1.07	1.29	1.52
市盈率(P/E)	9.3	6.7	6.8	5.7	4.8
市净率(P/B)	1.3	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.9	5.7	8.4	8.4	8.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级
买入

当前价格	7.32 港元
合理价值	8.8 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-22

相对市场表现

分析师： 姚遥


SAC 执证号: S0260517070002



SFC CE No. BMS332



021-60750610



gfyayao@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发建筑&海外】中国建筑国际 (03311.HK) : 现金流改善明显，港澳地区订单高增 2019-08-23
- 【广发建筑&海外】中国建筑国际 (03311.HK) : 19Q1 业绩高增，新签订单稳步提升 2019-04-17
- 中国建筑国际 (03311.HK) : 2019-03-24 计提减值致 18 年业绩下滑，18 年下半年现金流好转

联系人： 尉凯旋 021-60750610
yukaixuan@gf.com.cn

资产负债表		单位: 百万港元				
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	55478	60263	71399	81290	88578	
货币资金	17571	17924	19225	23039	25893	
应收及预付	37173	29531	38950	44549	48340	
存货	628	3340	3758	4235	4878	
其他流动资产	106	9467	9467	9467	9467	
非流动资产	63041	75859	81134	87116	95067	
长期股权投资	13558	15486	15486	15486	15486	
固定资产	3819	4150	4481	4812	5143	
无形资产	6327	5041	5041	5041	5041	
其他长期资产	8733	11268	11268	11268	11268	
土地使用权	391	367	367	367	367	
可供出售投资	411	0	0	0	0	
其他非流动资产	29802	39548	44491	50142	57762	
资产总计	118518	136122	152534	168407	183644	
流动负债	51998	53630	73745	89118	103956	
短期借款	6480	2797	19826	31436	41572	
应付及预收	21966	24480	27566	31329	36030	
其他流动负债	23553	26353	26353	26353	26353	
非流动负债	28057	39414	39414	39414	39414	
长期借款	26801	38247	38247	38247	38247	
其他长期负债	1256	1167	1167	1167	1167	
负债合计	80055	93044	113159	128532	143370	
股本	126	126	126	126	126	
资本公积	14299	14540	14540	14540	14540	
留存收益	24036	26521	26921	27321	27721	
归属母公司股东权益	38088	38454	38854	39254	39654	
少数股东权益	375	4624	520	620	620	
负债和股东权益	118518	136122	152534	168407	183644	

利润表		单位: 百万港元				
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	50251	55771	62743	70712	81457	
营业成本	42537	46930	53407	60178	69151	
销售、行政及其他	1395	1395	2071	2333	2688	
财务费用	826	1475	1298	1237	1197	
投资及其他经营损益	1297	54	771	1129	1129	
营业利润	6319	7444	7265	8200	9617	
利润总额	6790	6024	6738	8092	9549	
所得税	1256	1649	1280	1538	1814	
净利润	5534	4375	5458	6555	7735	
少数股东损益	44	56	55	66	77	
归属母公司净利润	5490	4319	5403	6489	7657	
EBITDA	6682	7826	7705	8674	10125	
EPS (港元)	1.09	0.86	1.07	1.29	1.52	

现金流量表		单位: 百万港元				
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	-4846	-1925	-961	160	1364	
净利润	5490	4500	5403	6489	7657	
折旧摊销	364	382	440	474	508	
运营资金变动	-10843	-8933	-8932	-8931	-8930	
其他非现金调整	143	2126	2127	2128	2129	
投资活动现金流	-4800	-6954	-6954	-6954	-6954	
资本支出	-1430	-715	-715	-715	-715	
投资变动	-5430	-3157	-3157	-3157	-3157	
其他	2060	-3082	-3082	-3082	-3082	
筹资活动现金流	15253	9581	6646	5544	4197	
银行借款	9892	14908	12661	11975	11044	
股权融资	6307	0	0	0	0	
其他	-947	-5327	-6015	-6431	-6847	
现金净增加额	5607	703	-1269	-1250	-1393	
期初现金余额	11484	17571	17924	19225	23039	
期末现金余额	17571	17924	19225	23039	25893	

主要财务比率

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	8.6%	11.0%	12.5%	12.7%	15.2%
营业利润增长	18.7%	17.8%	-2.4%	12.9%	17.3%
归母净利润增长	-18.0%	-21.3%	25.1%	20.1%	18.0%
获利能力(%)					
毛利率	15.3%	15.9%	14.9%	14.9%	15.1%
净利率	11.0%	7.8%	8.7%	9.3%	9.5%
ROE	14.4%	10.2%	13.9%	16.4%	19.2%
ROIC	11.7%	9.5%	8.6%	9.0%	9.5%
偿债能力(%)					
资产负债率	68%	68%	74%	76%	78%
净负债比率	41%	54%	99%	117%	134%
流动比率	107%	112%	97%	91%	85%
速动比率	105%	106%	92%	86%	81%
营运能力(%)					
总资产周转率	49%	44%	43%	44%	46%
应收账款周转率	155%	167%	183%	169%	175%
存货周转率	7247%	2365%	1505%	1506%	1518%
每股指标 (港元)					
每股收益	1.09	0.86	1.07	1.29	1.52
每股经营现金流	-0.96	-0.38	-0.19	0.03	0.27
每股净资产	7.54	7.62	7.70	7.77	7.85
估值比率					
P/E	9.3	6.7	6.8	5.7	4.8
P/B	1.3	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.9	5.7	8.4	8.4	8.0

广发建筑工程行业研究小组

姚 遥：首席分析师，美国普林斯顿大学工学博士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

尉 凯 旋：研究助理，复旦大学金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。