

中国建筑

601668.SH

审慎增持 (维持)

**1-9 月经营情况点评:
订单逐步提速, 基建订单持续高增长**

2020年10月22日

市场数据

市场数据日期	2020-10-22
收盘价(元)	5.05
总股本(百万股)	41965.07
流通股本(百万股)	41253.60
总市值(百万元)	211923.61
流通市值(百万元)	208330.68
净资产(百万元)	277772.96
总资产(百万元)	2175448.10
每股净资产	6.62

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1419837	1623295	1822247	2023312
同比增长	18.4%	14.3%	12.3%	11.0%
净利润(百万元)	41881	46945	52097	57482
同比增长	9.5%	12.1%	11.0%	10.3%
毛利率	11.1%	11.2%	10.9%	10.8%
净利率	2.9%	2.9%	2.9%	2.8%
净资产收益率(%)	15.1%	14.7%	14.1%	13.5%
每股收益(元)	0.95	1.07	1.19	1.32
每股经营现金流(元)	-0.82	0.67	2.12	2.15

相关报告

《中国建筑: 股票激励稳固业绩增速, 关注龙头估值修复机会》2020-9-18
《中国建筑: Q2 收入增长 20%, 现金流持续改善》2020-8-28
《中国建筑: 3 月订单增长近 10%, 现金流有所改善》2020-04-30

分析师:

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

投资要点

- **中国建筑发布 1-9 月经营情况简报:** 公司累计新签合同额 22286 亿元, 同比增长 9.3%。建筑业新签合同额 19510 亿元, 同比增长 10.3%。其中, 房建、基建、勘察设计分别同比增长 7.7%、22.0%、14.7%。分季度来看, Q1、Q2、Q3 单季度新签合同额同比分别变动-4.3%、15.5%、20.2%。
- **房建订单增速稳步回升, 基建订单持续高增长。** 1-9 月房建、基建、勘察设计业务新签订单同比分别增长 7.7%、22.0%、14.0%。公司作为全球最大的房建施工企业, 疫情影响下 1-9 月房建订单仍增长稳健, 且 Q2 以来单月订单增速基本保持 2 位数。基建订单则在国内基建需求回暖的带动下加速放量。
- **国内需求旺盛, 9 月海外订单有所回暖。** 1-9 月境内、境外订单同比分别增长 9.9%、17.1%。从月度数据来看, 境内、境外订单增速呈现“剪刀差”。国内订单 3 月以来随着复工复产逐步加速, 6 月以来单月增速均超 17%。境外订单 6 月开始大幅下滑, 9 月单月有所回暖, 同比增速达 491.3%。
- **股票激励稳固业绩增速, 关注龙头估值修复机会。** 1) 中国建筑推出第四期 A 股限制性股票计划草案, 激励股票来源主要是二级市场回购的方式, 授予条件放宽业绩增速至 7%, 我们认为大概率为保底值, 未来业绩增速任然值得期待; 2) REITs 试点落地渐近, 公司基础设施资产价值有望重估。一方面, REITs 将为下游基建投资注入新动力, 增益建企订单业绩, 并持续优化建企业务结构; 另一方面, REITs 将驱动市场对拥有优质运营资产的建企价值重估。
- **盈利预测与评级:** 我们维持公司的盈利预测, 预计 2020-2022 年的 EPS 分别为 1.07 元、1.19 元、1.32 元, 10 月 22 日收盘价对应的 PE 分别为 4.7 倍、4.2 倍、3.8 倍, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 宏观经济下行风险、基建投资不达预期、房地产销售不及预期、在手订单落地不及预期、海外业务开拓不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

- **中国建筑发布 1-9 月经营情况简报:** 公司累计新签合同额 22286 亿元, 同比增长 9.3%。建筑业新签合同额 19510 亿元, 同比增长 10.3%。其中, 房建、基建、勘察设计分别同比增长 7.7%、22.0%、14.7%。

点评

- **公司 1-9 月建筑业新签合同额 19510 亿元, 同比增长 10.3%。**
 - 1) 分月度来看, 1-9 月单月建筑业新签合同额分别为 2166 亿元、774 亿元、2673 亿元、1777 亿元、2188 亿元、3716 亿元、2115 亿元、1546 亿元、2555 亿元, 同比分别变动 12.4%、-48.6%、9.9%、32.3%、13.4%、9.9%、13.7%、20.6%、26.0%。除 2 月疫情影响下增速出现大幅下滑, 其余月份均保持快速增长, 6 月以来增速有明显提升。
 - 2) 分季度来看, Q1、Q2、Q3 单季度建筑业新签合同额分别为 5613 亿元、7681 亿元、6216 亿元, 同比分别变动-4.3%、15.5%、20.2%。
- **房建订单增速稳步回升, 基建订单持续高增长。**
 - 1) 分业务来看, 1-9 月房建、基建、勘察设计业务新签订单分别为 15485 亿元、3926 亿元、98 亿元, 同比分别增长 7.7%、22.0%、14.0%。
 - 2) 房建订单占公司建筑业新签订单的比重接近 80%, 仍是公司最主要的业务。公司作为全球最大的房建施工企业, 疫情影响下 1-9 月房建订单仍保持稳健增长, 且 Q2 以来单月订单增速基本保持 2 位数, 我们判断 Q4 房建订单仍有进一步加速的空间。
 - 3) 基建订单则在国内基建需求回暖的带动下加速放量, 1-9 月累计增速达 22%, 8 月、9 月单月增速分别达 44%、37%。8 月以来, 专项债发行再度进入高峰, 8 月、9 月新增专项债 6307 亿元、4687 亿元, 投向基建的比例接近 50%, 10 月底之前仍有约 4000 亿新增专项债发行落地。我们认为随着专项债加速落地, 基建需求仍将持续释放, Q4 基建订单高增速有望维持。
- **国内需求旺盛, 9 月海外订单有所回暖。**
 - 1) 分地区来看, 1-9 月境内、境外分别新签建筑业订单 18346 亿元、1164 亿元, 同比分别增长 9.9%、17.1%。
 - 2) 从月度数据来看, 境内、境外订单增速呈现“剪刀差”。1-2 月受春节假期和疫情影响, 公司国内订单增速低迷, 1 月、2 月增速分别为 3.2%、-56.9%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

3月以来随着复工复产逐步加速,国内订单增速迅速恢复,除5月为9.3%,其余月份增速均超过17%。而公司境外订单1-5月累计增速超过90%,但6月开始海外疫情发酵,6-8月订单同比分别大幅下滑34.0%、78.9%、34.3%,海外订单9月单月有所回暖,同比增速达491.3%。

- 从实务量指标来看,1-9月建筑业施工面积、新开工面积、竣工面积分别同比变动3.9%、-10.0%、-21.6%。其中,9月单月施工面积、新开工面积、竣工面积分别同比变动-83.8%、-21.6%、41.9%。受疫情和6月以来连续降雨的影响,公司建筑业务竣工端表现最为低迷,1-9月出现大幅下滑。预计随着10月以来天气转好,赶工将成为必然动作,Q4竣工端有望加速回暖。

- **股票激励稳固业绩增速,关注龙头估值修复机会。**

1)公司于2020年9月18日公告第四期A股限制性股票计划草案,计划向不超过2800名关键员工授予不超过10亿股公司股份,授予股份总数占公司股本总额的比例不超过2.4%。激励股票来源主要是二级市场回购的方式。此次股票激励计划的授予条件再度放宽,净资产收益率要求从不低于13.5%下调至不低于12%,净利润三年复合增长率从不低于9.5%下调至7%。一方面,中国建筑收入体量规模今年预计将超过1.5万亿,市占率超过6%,是建筑业航母级的绝对龙头。但考虑到建筑业整体增速放缓,行业分散且集中度提升缓慢,建筑业的市场竞争仍然十分激烈,我们认为公司此次放宽授予条件符合实际情况。另一方面,从中国建筑业实际完成情况来看,三次股票激励计划均大幅超预期完成业绩指标,我们判断此次业绩增速下调至7%大概率可以认为是保底值,公司未来3年业绩增长任然值得期待。

2)REITs试点落地渐近,公司基础设施资产价值有望重估。一方面,REITs将为下游基建投资注入新动力,增益建企订单业绩,并持续优化建企业务结构;另一方面,REITs将驱动市场对拥有优质运营资产的建企价值重估。过去20年内部分上市建筑企业通过BOT、PPP等模式积攒了一部分资质优异、运营表现良好的基础设施资产,包括收费公路、铁路、水电、风电、光伏、水务、管廊等,代表公司包括中国建筑为首的大型建筑央企。长期以来,这部分沉淀资产估值在企业整体估值体系内受到压制,考虑到未来REITs化的可能,将其对标现有同业上市标的,存在一定估值提升空间。另一方面,REITs化能帮助这类建企在项目特许经营期到期前即通过证券化方式回笼资金,改善建企现金流,降低负债率和融资成本,进一步改善市场对建企估值逻辑。

- **盈利预测与评级:**我们维持公司的盈利预测,预计2020-2022年的EPS分别为1.07元、1.19元、1.32元,10月22日收盘价对应的PE分别为4.7倍、4.2倍、3.8倍,维持“审慎增持”评级。

风险提示：宏观经济下行风险、基建投资不达预期、房地产销售不及预期、在手订单落地不及预期、海外业务开拓不及预期。

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1461506	1630883	2031929	2325321
货币资金	292441	344097	451918	566778
交易性金融资产	902	900	900	900
应收账款	153962	170401	249503	277033
其他应收款	53187	76030	94041	103923
存货	578918	854396	962057	1069177
非流动资产	572946	599338	630932	660045
可供出售金融资产	0	9853	9853	9853
长期股权投资	74917	96388	120014	146499
投资性房地产	76301	81000	90927	100960
固定资产	37554	35325	29967	22584
在建工程	10086	5066	2558	1304
油气资产	0	0	0	0
无形资产	16409	15830	15332	14835
资产总计	2034452	2230222	2662861	2985367
流动负债	1145728	1180920	1463908	1625456
短期借款	28498	0	0	0
应付票据	7030	14184	14435	15613
应付账款	493130	576755	665666	739785
其他	617069	589981	783807	870059
非流动负债	386889	482507	554101	628928
长期借款	247800	327800	392175	461759
其他	139089	154706	161926	167169
负债合计	1532617	1663427	2018009	2254384
股本	41976	41976	41976	41976
资本公积	12028	12028	12028	12028
未分配利润	197541	255874	306438	362158
少数股东权益	224638	248401	274846	303979
股东权益合计	501835	566795	644852	730983
负债及权益合计	2034452	2230222	2662861	2985367

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	41881	46945	52097	57482
折旧和摊销	7329	7877	8577	8937
资产减值准备	-33748	28658	9943	5085
无形资产摊销	786	600	600	600
公允价值变动损失	-485	-485	-485	-485
财务费用	7912	17788	18443	20911
投资损失	-4213	-4756	-4723	-4649
少数股东损益	21324	23763	26445	29133
营运资金的变动	-91081	115033	13476	22357
经营活动产生现金流量	-34220	28272	88919	90255
投资活动产生现金流量	-19813	-31414	-37031	-39068
融资活动产生现金流量	26308	54798	55932	63673
现金净变动	-28350	51656	107821	114860
现金的期初余额	317501	292441	344097	451918
现金的期末余额	289150	344097	451918	566778

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1419837	1623295	1822247	2023312
营业成本	1262226	1441887	1623576	1804353
营业税金及附加	17220	19688	22101	24539
销售费用	4331	5018	5593	6219
管理费用	27685	40582	43734	46536
财务费用	7912	17788	18443	20911
资产减值损失	-73	9200	9600	11000
公允价值变动	-485	-485	-485	-485
投资收益	4213	4756	4723	4649
营业利润	83795	93404	103439	113919
营业外收入	1294	1023	1045	1079
营业外支出	3621	3031	3000	3114
利润总额	81468	91397	101484	111884
所得税	18263	20688	22942	25269
净利润	63205	70709	78542	86615
少数股东损益	21324	23763	26445	29133
归属母公司净利润	41881	46945	52097	57482
EPS(元)	0.95	1.07	1.19	1.32

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	18.4%	14.3%	12.3%	11.0%
营业利润增长率	16.9%	11.5%	10.7%	10.1%
净利润增长率	9.5%	12.1%	11.0%	10.3%

盈利能力

毛利率	11.1%	11.2%	10.9%	10.8%
净利率	2.9%	2.9%	2.9%	2.8%
ROE	15.1%	14.7%	14.1%	13.5%

偿债能力

资产负债率	75.3%	74.6%	75.8%	75.5%
流动比率	1.28	1.38	1.39	1.43
速动比率	0.77	0.65	0.72	0.76

营运能力

资产周转率	72.9%	76.1%	74.5%	71.6%
应收帐款周转率	830.4%	953.1%	792.3%	701.5%

每股资料(元)

每股收益	0.95	1.07	1.19	1.32
每股经营现金	-0.82	0.67	2.12	2.15
每股净资产	6.60	7.59	8.81	10.17

估值比率(倍)

PE	5.3	4.7	4.2	3.8
PB	0.8	0.7	0.6	0.5

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn