

公司研究/中报点评

2020年08月31日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 8.04
目标价格(元): 9.28

鲍荣富 SAC No. S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

王涛 SAC No. S0570519040004
研究员 021-28972059
wangtao@htsc.com

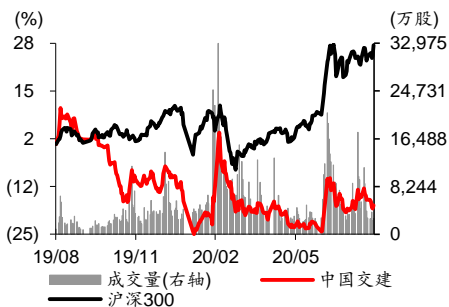
方晏荷 SAC No. S0570517080007
研究员 SFC No. BPW811
0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

王雯 SAC No. S0570119080192
联系人 021-38476718
wangwen@htsc.com

相关研究

- 1 《中国交建(601800 SH,增持): 营收高增长, 毛利率下降拖累业绩》2020.04
- 2 《中国交建(601800 SH,增持): Q3 毛利率降幅收窄, 看好 Q4 基本面回暖》2019.10
- 3 《中国交建(601800 SH,增持): 收入向好盈利承压, H 股回购显信心》2019.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

Q2 营收向好, BOT 与减值拖累利润

中国交建(601800)

Q2 营收向好, 运营业务与减值拖累利润, 维持“增持”评级

8月28日公司发布20年中报, H1实现营收2465亿元, yoy+2.4%, 归母净利润51亿元, yoy-40.5%, 扣非归母净利润45亿元, yoy-37.9%。20H1CFO净流出406亿元, 同比多流出8亿元。公司Q2实现了9.1%的收入同比增速, 但H1高速公路免费、国内外工程受疫情拖累等因素使公司运营业务利润同比下降, 信用减值损失同比增加。我们认为H2上述不利因素有望得到部分消除, 公司盈利能力或呈现回升趋势。公司预计于8月/10月分批赎回优先股(8月批次已完成), 其股息对未来EPS的影响也有望减弱。我们预计20-22年EPS1.16/1.34/1.46元, 维持“增持”评级。

Q2 收入增速环比提升, 盈利能力下降对利润影响大

20H1 公司工程/设计/疏浚/其他收入同比增速 3.1%/3.1%/3.3%/1.9%, Q1/Q2 单季度营收同比增速-6.7%/9.1%, Q2 单季度收入呈现回暖。20H1 公司毛利率/净利率 11.68%/2.62%, 同比下行 0.2/1.19pct, 信用减值损失/投资收益占收入比重同比变动 0.44/-0.73pct, 对净利率影响显著。20H1 工程/设计/疏浚/其他业务净利润同比增速-12.7%/-26.9%/-32.0%/-62.5%, 我们认为公司较高的海外业务收入占比以及较大的运营资产规模, 是公司上半年利润增速弱于其他基建央企的重要原因。随着高速公路恢复收费及国内工程项目结转速度加快, 我们预计公司H2利润有望恢复正增长。

经营效率总体稳健, H2 部分利润拖累因素有望缓解

H1 工程/设计/疏浚业务毛利率同比变动-0.25/-2.48/+1.07pct, 其中工程业务毛利率下降主要系疫情下境内外部分项目停工, 防疫费用增加以及境外个别项目确认预计损失所致。20H1 公司销售/管理/财务/研发费用率同比变化-0.01/+0.01/-0.22/+0.09pct, 总体稳健。H1 公司信用减值和投资收益(BOT运营相关)变动对利润总额的负贡献为28.55亿元, 而H1利润总额总计同比下降29.87亿元, 在剔除两项因素影响后利润总额降幅较小。我们预计上述两项对H1利润造成重大影响的科目, 其在下半年对利润的影响或较小, 随着公司营收复苏, 下半年公司基本面有望明显好转。

订单总体稳健, 期待下半年基本面恢复, 维持“增持”评级

H1 公司新签订单yoy+7.3%, H1末在手订单2.26万亿元, 订单饱满。考虑到上半年公司利润受特定因素影响较大, 且公司收入占比较高的海外业务仍具有一定不确定性, 在扣除其他权益工具股息影响下, 我们调低20-22年预测EPS为1.16/1.34/1.46元(前值1.25/1.37/1.47元), 当前可比公司20年Wind一致预期平均PE7.34倍。公司H1末公司特许经营权类资产2361亿元, 占资产比重19.2%, 资产绝对量和资产占比均明显领先可比公司, 公司工程业务盈利能力也处于行业前列, 认可给予公司20年8倍PE, 对应目标价9.28元(前值8.75-10.00元), 维持“增持”评级。

风险提示: 投资类业务现金流出超预期; 疫情对公司业务影响超预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	16,175
流通A股(百万股)	11,747
52周内股价区间(元)	7.33-10.98
总市值(百万元)	130,045
总资产(百万元)	1,232,556
每股净资产(元)	14.10

资料来源: 公司公告

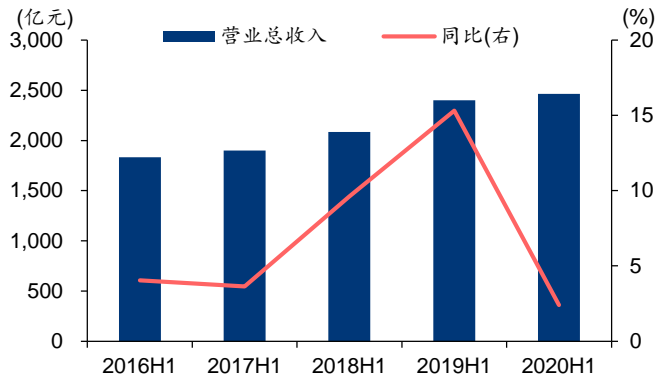
经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	490,872	554,792	600,813	649,548	702,580
+/-%	1.67	13.02	8.30	8.11	8.16
归属母公司净利润(百万元)	19,680	20,108	20,167	23,109	25,056
+/-%	(4.37)	2.17	0.30	14.59	8.42
EPS(元, 最新摊薄)	1.15	1.16	1.16	1.34	1.46
PE(倍)	6.97	6.91	6.94	6.00	5.50

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

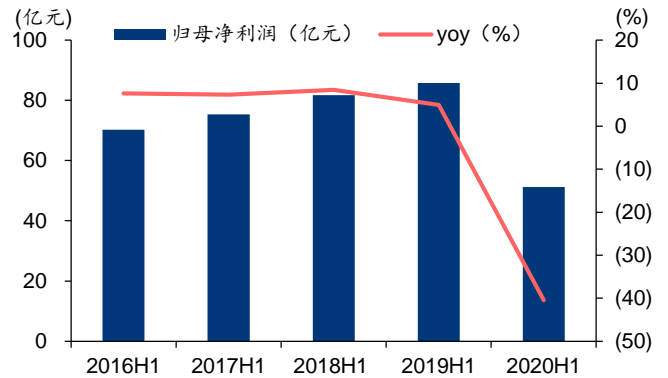
经营情况及可比公司估值表

图表1: 公司 2016-2020 年中报营收及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司 2016-2020 年中报归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度 (pct)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E
营收 (亿元)	6095.16	6583.40	7050.10	6008.13	6495.48	7025.80	-1.43%	-1.34%	-0.34%
收入增速 (%)	9.90	8.00	7.10	8.30	8.10	8.20	-1.60	0.10	1.10
毛利率 (%)	12.90	12.90	12.80	12.30	12.60	12.50	-0.60	-0.30	-0.30
期间费用率 (%)	7.27	7.18	7.14	6.87	6.90	6.84	-0.40	-0.28	-0.30
净利率 (%)	3.60	3.60	3.60	3.40	3.60	3.60	-0.20	0.00	0.00
归母净利润 (亿元)	216.66	235.20	251.58	201.67	231.09	250.56	-6.92%	-1.75%	-0.41%
EPS (元)	1.25	1.37	1.47	1.16	1.34	1.46	-7.20%	-2.19%	-0.68%

注: EPS 均为扣除其他权益工具股息后的计算结果, EPS 与归母净利润调整幅度不同, 主要系估测的其他权益工具股息有所不同, 导致归属于母公司普通股股东的净利润与归母净利润调整幅度不同。

资料来源: 华泰证券研究所

图表4: 可比公司估值表

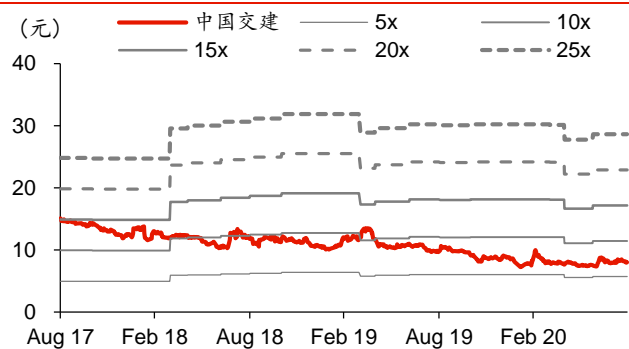
证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	目标价 (元)	评级	EPS (元)				PE (倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600170 CH	上海建工	286.72	4.20	增持	0.44	0.45	0.51	0.56	7.30	7.09	6.33	5.72
601186 CH	中国铁建	1205.86	10.78-12.32	买入	1.49	1.66	1.84	2.03	5.97	5.36	4.83	4.38
601390 CH	中国中铁	1348.94	6.72	增持	0.96	0.97	1.08	1.18	5.70	5.64	5.07	4.64
601669 CH	中国电建	631.85	5.69~6.25	增持	0.47	0.48	0.51	0.58	8.73	8.53	8.07	7.14
601618 CH	中国中冶	584.41	3.24	增持	0.32	0.35	0.39	0.44	8.86	8.07	7.27	6.45
000498 CH	山东路桥	62.73	7.02	买入	0.55	0.75	0.85	1.05	10.12	7.47	6.58	5.34
600039 CH	四川路桥	163.40	4.80	增持	0.46	0.48	0.55	0.69	9.60	9.22	7.99	6.41
	平均								8.04	7.34	6.59	5.73
601800 CH	中国交建	1300.45	9.28	增持	1.16	1.16	1.34	1.46	6.91	6.94	6.00	5.50

注: 数据截至 2020 年 8 月 28 日收盘, 上海建工、中国铁建、中国中铁、中国电建、中国中冶、山东路桥、四川路桥目标价和评级均来自华泰证券, 20-22 年 EPS 除中国交建为华泰证券预测外, 其余公司均为 Wind 一致预测;

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

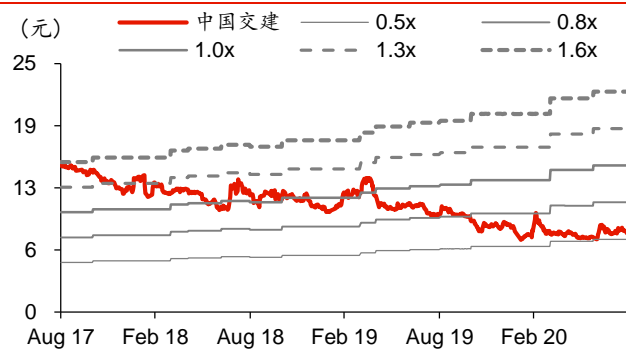
PE/PB - Bands

图表5: 中国交建历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 中国交建历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	481,502	528,769	474,379	520,942	552,002
现金	134,368	125,439	36,649	13,137	7,280
应收账款	83,455	95,933	101,054	113,672	116,682
其他应收账款	33,813	37,778	39,751	44,067	46,595
预付账款	14,270	22,008	17,280	25,195	20,747
存货	46,862	62,070	88,513	138,681	168,859
其他流动资产	168,734	185,540	191,131	186,190	191,838
非流动资产	478,974	591,630	639,221	689,647	743,675
长期投资	41,664	52,058	63,081	73,864	84,626
固定投资	48,798	47,100	49,358	51,545	53,445
无形资产	192,131	223,526	228,833	234,866	241,526
其他非流动资产	196,380	268,947	297,949	329,371	364,078
资产总计	960,476	1,120,39	1,113,60	1,210,58	1,295,67
流动负债	479,870	526,016	542,583	665,653	776,599
短期借款	45,358	50,685	40,000	123,087	221,203
应付账款	214,841	239,689	250,583	277,775	294,392
其他流动负债	219,670	235,641	252,000	264,790	261,004
非流动负债	240,924	298,005	251,589	203,017	152,632
长期借款	214,940	263,011	216,596	168,024	117,638
其他非流动负债	25,984	34,993	34,993	34,993	34,993
负债合计	720,794	824,020	794,173	868,670	929,231
少数股东权益	42,504	66,226	69,107	72,258	75,450
股本	16,175	16,175	16,175	16,175	16,175
资本公积	25,054	31,002	31,002	31,002	31,002
留存公积	115,916	134,594	153,032	175,418	199,799
归属母公司股东权益	197,178	230,153	250,320	269,660	290,996
负债和股东权益	960,476	1,120,39	1,113,60	1,210,58	1,295,67

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	9,098	5,931	14,081	17,351	27,659
净利润	20,294	21,620	23,048	26,260	28,247
折旧摊销	10,132	0.00	17,182	18,882	20,722
财务费用	6,506	5,931	5,425	5,846	6,425
投资损失	(1,909)	(1,675)	(1,639)	(1,658)	(1,657)
营运资金变动	(24,436)	0.00	(29,565)	(31,487)	(25,376)
其他经营现金	(1,488)	(19,945)	(368.74)	(491.23)	(703.16)
投资活动现金	(50,312)	(65,714)	(62,765)	(67,158)	(72,390)
资本支出	38,818	63,760	27,698	28,567	29,537
长期投资	(12,485)	(9,665)	(11,024)	(10,783)	(10,762)
其他投资现金	(23,980)	(11,619)	(46,090)	(49,374)	(53,615)
筹资活动现金	38,631	50,923	(40,107)	(56,792)	(59,241)
短期借款	(16,429)	5,327	(10,685)	0.00	0.00
长期借款	37,142	48,071	(46,415)	(48,572)	(50,385)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(430.99)	5,948	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	18,348	(8,422)	16,994	(8,220)	(8,856)
现金净增加额	(1,784)	(8,601)	(88,790)	(106,599)	(103,973)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	490,872	554,792	600,813	649,548	702,580
营业成本	424,671	484,003	527,043	567,985	615,079
营业税金及附加	1,802	2,112	2,223	2,403	2,600
营业费用	1,177	1,158	1,202	1,299	1,265
管理费用	21,227	21,735	20,428	22,085	23,185
财务费用	6,506	5,931	5,425	5,846	6,425
资产减值损失	(40.29)	(93.70)	(4,500)	(4,770)	(5,056)
公允价值变动收益	(247.88)	793.02	153.43	232.86	393.10
投资净收益	1,909	1,675	1,639	1,658	1,657
营业利润	25,177	26,593	28,342	32,293	34,760
营业外收入	472.91	305.29	400.34	380.75	374.70
营业外支出	201.36	184.42	263.44	226.75	231.93
利润总额	25,449	26,714	28,479	32,447	34,903
所得税	5,155	5,094	5,430	6,187	6,655
净利润	20,294	21,620	23,048	26,260	28,247
少数股东损益	613.34	1,512	2,881	3,151	3,192
归属母公司净利润	19,680	20,108	20,167	23,109	25,056
EBITDA	43,479	37,330	50,785	58,675	66,351
EPS (元, 基本)	1.15	1.16	1.16	1.34	1.46

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	1.67	13.02	8.30	8.11	8.16
营业利润	(5.48)	5.62	6.58	13.94	7.64
归属母公司净利润	(4.37)	2.17	0.30	14.59	8.42
获利能力 (%)					
毛利率	13.49	12.76	12.28	12.56	12.45
净利率	4.01	3.62	3.36	3.56	3.57
ROE	8.47	7.29	7.22	7.68	7.71
ROIC	9.82	8.63	6.58	6.69	6.75
偿债能力					
资产负债率 (%)	75.05	73.55	71.32	71.76	71.72
净负债比率 (%)	75.06	83.41	94.33	105.50	113.42
流动比率	1.00	1.01	0.87	0.78	0.71
速动比率	0.53	0.50	0.34	0.26	0.23
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.53	0.54	0.56	0.56
应收账款周转率	6.14	6.00	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	1.87	1.86	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.15	1.16	1.16	1.34	1.46
每股经营现金流(最新摊薄)	2.47	0.81	0.87	1.07	1.71
每股净资产(最新摊薄)	10.68	12.35	13.60	14.79	16.11
估值比率					
PE (倍)	6.97	6.91	6.94	6.00	5.50
PB (倍)	0.75	0.65	0.59	0.54	0.50
EV_EBITDA (倍)	8.10	11.85	9.83	9.58	9.34

免责声明

分析师声明

本人，鲍荣富、王涛、方晏荷，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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、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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师鲍荣富、王涛、方晏荷本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com