

公司研究/季报点评

2019年10月28日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 5.43  
合理价格区间(元): 6.97-7.58

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

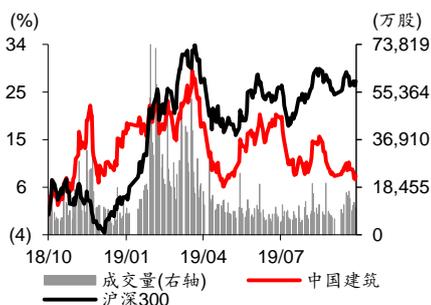
**王涛** 执业证书编号: S0570519040004  
研究员 021-28972059  
wangtao@htsc.com

**王雯** 021-38476718  
联系人 wangwen@htsc.com

相关研究

- 1《中国建筑(601668 SH,买入): 地产/房建发力,少数股权影响利润》2019.08
- 2《中国建筑(601668,买入): Q4 经营大幅改善致全年利润超预期》2019.04
- 3《中国建筑(601668,买入): Q4 经营延续向好,盈利提升业绩超预期》2019.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# Q3 利润增速回升,地产结算继续加快

## 中国建筑(601668)

### 业绩符合预期,维持“买入”评级

公司发布 19 年三季报, 19 年前三季度实现营收 9736 亿元, yoy+15.8%, 归母净利润 300 亿元, yoy+9.8%, 符合市场的预期, 扣非归母净利润增速 4.4%, 我们判断与企业合并收益及坏账冲回好于 18 年同期有关。19 年前三季度 CFO 净额-1067 亿元, 同比多流出 417 亿元, 收现比 113%, 同比升 13pct。我们认为公司 Q3 业绩增速环比提升显著 (14pct), 基建收入增速回暖, 地产结算加快, 且投资性物业仍存在较大升值空间, 较高的 ROE 对长期投资者具备吸引力, 预计 19-21 年 EPS 为 1.01/1.12/1.24 元, 对应目标价 6.97-7.58 元/股, 维持“买入”评级。

### 基建收入增长回暖, 地产结算加快推动单季毛利率提升

Q1/Q2/Q3 单季度收入增速 10.2%/21.7%/14.6%, Q3 收入增长有所放缓, 其中 Q3 房建/基建/地产收入增速 6.7%/19.8%/36.2%, 环比 Q2 分别变化 -20/19/5pct, 房建增速高位回落, 基建收入增速明显回暖, 地产结算继续加快。我们认为 Q4 公司基建订单有望加快转化, 过去几个季度新签订单连续高增长对收入端的提振有望延续。19 年前三季度公司毛利率 10.4%, 较去年同期下降 0.06pct, 其中房建/基建/地产毛利率分别变化 -0.4/-0.5/-0.5pct, 19Q3 单季度毛利率 11.2%, 同比提升 0.7pct, 主要与高毛利率的房地产业务结算加快有关。

### Q3 利润增长提速, 财务费用率改善, 盈利能力增强

Q1/Q2/Q3 单季度归母净利增速 8.8%/4.2%/18.5%, Q3 业绩加速主要系: 1) 少数股东损益环比减少 75%, 与 H1 永续债利息计提较多有关, 下半年对利润影响减少; 2) 高毛利率的房地产业务结算加快以及资产减值损失冲回; 3) 财务费用同比减少 21%。19Q1-3 公司资产减值 (含信用) 损失同比减少 71%, 销售/管理 (含研发)/财务费用率分别为 0.3/2.5/0.8%, 同比变化 0.02/0.41/-0.37pct, 综合影响下, 19Q1-3 公司净利率 4.5%, 同比上升 0.02pct。19Q1-3 资产负债率 76%, 同比下降 0.52pct, 总资产/应收账款/存货周转率分别为 0.51/6.01/1.45 次, 同比上升 0.01/0.17/0.21pct。

### 业绩增长稳健, 维持“买入”评级

19Q1-3 建筑业务新签订单同比增长 6.3%, 其中房建/基建/设计同比变动 17.2%/-24.8%/-1.9%, 9 月单月新签订单同比增长 6.5%, 房建/基建/设计同比分别变动 -2.8%/+58.2%/+60%, 基建订单改善明显, 前三季度地产销售额同比增长 30.4%, 地产销售持续高增长, 为后续业绩增长提供保障。由于此前房建业务收入增速和毛利率预测略高, 根据前三季度情况, 我们略微调低, 调整后 19-21 年 EPS 为 1.01/1.12/1.24 元 (前值 1.03/1.15/1.26 元), 当前可比地产/建筑公司 19 年 Wind 一致预期 PE6.9/7.3 倍, 认可给予公司 19 年 6.9-7.5 倍 PE, 目标价 6.97-7.58 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 地产销售额高增长持续性不及预期, 工程毛利率下行超预期。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	41,981
流通 A 股 (百万股)	41,141
52 周内股价区间 (元)	5.19-6.68
总市值 (百万元)	227,958
总资产 (百万元)	1,944,644
每股净资产 (元)	6.31

资料来源: 公司公告

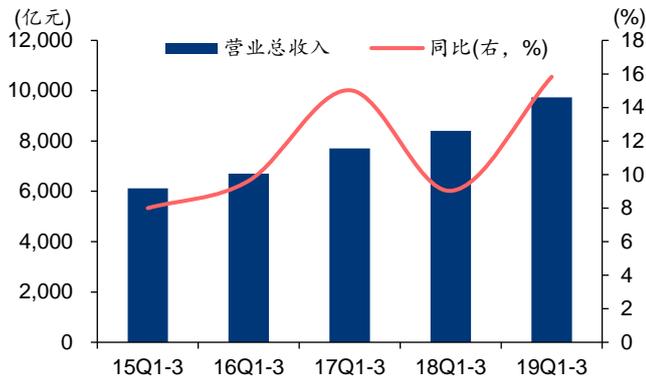
## 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,054,107	1,199,325	1,359,900	1,495,891	1,622,455
+/-%	9.83	13.78	13.39	10.00	8.46
归属母公司净利润 (百万元)	32,942	38,241	42,487	47,226	52,111
+/-%	10.28	16.09	11.10	11.15	10.34
EPS (元, 最新摊薄)	0.78	0.91	1.01	1.12	1.24
PE (倍)	6.92	5.96	5.37	4.83	4.37

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

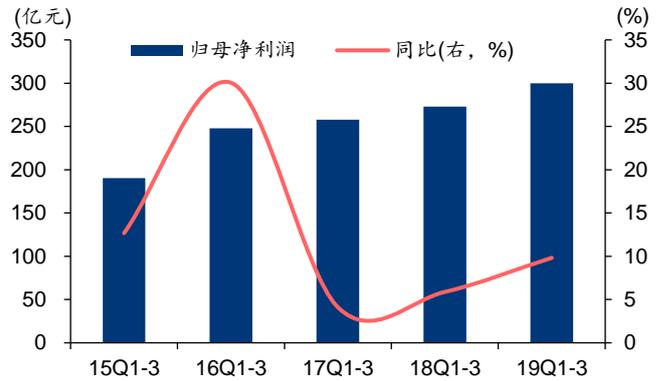
## 公司经营情况及可比公司估值表

图表1: 公司历年三季报营收及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司历年三季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: 可比公司估值表

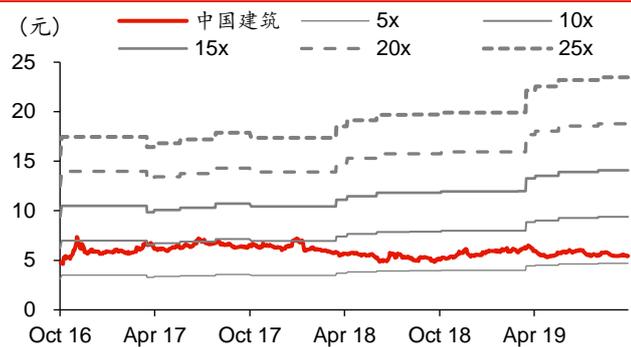
证券代码	证券名称	总市值/当前价格		EPS (元)			PE (倍)		
		(亿元)	(元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
A股地产									
000002.SZ	万科A	3048.19	26.97	2.99	3.64	4.31	9.03	7.40	6.25
600048.SH	保利地产	1852.90	15.53	1.58	2.05	2.49	9.80	7.58	6.23
600606.SH	绿地控股	859.07	7.06	0.93	1.19	1.46	7.55	5.95	4.83
601155.SH	新城控股	755.78	33.49	4.65	6.35	8.30	7.20	5.28	4.03
001979.SZ	招商蛇口	1560.66	19.72	1.93	2.36	2.87	10.24	8.36	6.86
	平均						8.76	6.91	5.64
港股地产									
1109.HK	华润置地	2321.86	33.50	3.50	3.89	4.47	9.58	8.61	7.49
3333.HK	中国恒大	2389.37	18.20	2.85	2.57	2.84	6.39	7.08	6.41
1918.HK	融创中国	1594.66	35.90	3.73	5.61	7.21	9.63	6.40	4.98
2007.HK	碧桂园	2309.44	10.68	1.60	1.95	2.31	6.67	5.49	4.63
0960.HK	龙湖地产	1862.58	31.20	2.72	3.14	3.79	11.47	9.95	8.24
0688.HK	中国海外发展	2760.96	25.20	4.10	4.49	5.16	6.15	5.61	4.89
	平均						8.31	7.19	6.11
A股工程									
601800.SH	中国交建	1601.30	9.90	1.22	1.36	1.50	8.14	7.27	6.59
601186.SH	中国铁建	1326.72	9.77	1.32	1.51	1.68	7.40	6.46	5.80
601390.SH	中国中铁	1444.77	5.88	0.70	0.80	0.89	8.40	7.39	6.58
601669.SH	中国电建	688.46	4.50	0.50	0.55	0.61	8.95	8.12	7.37
	平均						8.22	7.31	6.59
601668.SH	中国建筑	2279.58	5.43	0.91	1.01	1.12	5.96	5.37	4.83

注: 数据截至10月25日收盘, 19/20年EPS除中国建筑为华泰证券预测外, 其余公司为Wind一致预测。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

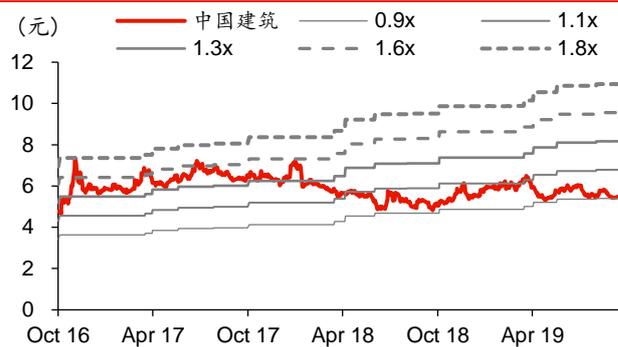
**PE/PB – Bands**

**图表4： 中国建筑历史 PE-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表5： 中国建筑历史 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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,140,151	1,362,008	1,511,821	1,651,815	1,835,460
现金	273,253	317,501	380,231	396,012	429,517
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收账款	55,710	56,489	64,052	70,458	76,419
预付账款	32,967	48,612	41,935	46,009	49,874
存货	535,887	634,967	801,613	876,186	1,015,790
其他流动资产	242,333	304,440	223,989	263,150	263,860
非流动资产	410,833	499,832	444,938	461,177	463,675
长期投资	49,910	65,994	66,288	66,288	66,288
固定投资	34,395	35,680	39,703	40,742	39,362
无形资产	11,223	11,594	13,328	15,062	16,814
其他非流动资产	315,304	386,564	325,619	339,086	341,211
资产总计	1,550,983	1,861,840	1,956,759	2,112,992	2,299,135
流动负债	886,413	1,066,574	1,077,146	1,142,864	1,231,507
短期借款	31,032	19,042	30,000	46,814	34,570
应付账款	449,302	494,871	574,912	598,778	673,506
其他流动负债	406,079	552,662	472,234	497,272	523,432
非流动负债	322,841	366,002	392,205	421,996	452,558
长期借款	185,853	214,676	244,676	274,676	304,676
其他非流动负债	136,989	151,326	147,529	147,321	147,883
负债合计	1,209,254	1,432,576	1,469,351	1,564,860	1,684,066
少数股东权益	126,974	185,303	205,092	227,088	251,360
股本	30,000	41,985	41,981	41,981	41,981
资本公积	24,883	11,262	11,262	11,262	11,262
留存公积	143,625	171,632	229,072	267,800	310,466
归属母公司股东权益	214,756	243,961	282,315	321,044	363,709
负债和股东权益	1,550,983	1,861,840	1,956,759	2,112,992	2,299,135

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(43,457)	10,311	35,690	10,281	56,700
净利润	46,649	55,350	62,276	69,222	76,382
折旧摊销	6,537	7,161	8,422	10,525	12,480
财务费用	10,136	15,336	18,303	21,949	23,318
投资损失	(4,608)	(5,646)	(5,382)	(5,341)	(5,406)
营运资金变动	(99,807)	(68,610)	(426,466)	247,432	(434,772)
其他经营现金	(2,365)	6,720	378,537	(333,505)	384,698
投资活动现金	(45,680)	(32,813)	10,387	(9,886)	(8,991)
资本支出	17,418	18,624	10,000	10,000	10,000
长期投资	20,234	12,877	(17,786)	2,517	1,650
其他投资现金	(8,028)	(1,313)	2,602	2,632	2,659
筹资活动现金	34,143	64,870	16,653	15,386	(14,204)
短期借款	(1,287)	(11,989)	10,958	16,814	(12,244)
长期借款	42,186	28,823	30,000	30,000	30,000
普通股增加	0.00	11,985	(3.90)	0.00	0.00
资本公积增加	457.20	(13,621)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(7,213)	49,673	(24,301)	(31,428)	(31,960)
现金净增加额	(57,629)	44,989	62,730	15,781	33,505

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,054,10	1,199,32	1,359,90	1,495,89	1,622,45
营业成本	943,539	1,056,71	1,198,15	1,314,53	1,424,95
营业税金及附加	14,068	16,195	18,087	20,195	21,903
营业费用	3,488	3,650	3,944	4,188	4,381
管理费用	17,715	23,352	33,998	36,649	38,128
财务费用	10,136	15,336	18,303	21,949	23,318
资产减值损失	7,049	10,466	12,436	14,301	16,446
公允价值变动收益	(461.49)	(368.34)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4,608	5,646	5,382	5,341	5,406
营业利润	59,708	71,665	80,358	89,417	98,727
营业外收入	1,040	609.18	810.71	781.72	762.63
营业外支出	348.27	485.69	397.22	418.55	422.63
利润总额	60,400	71,789	80,772	89,780	99,067
所得税	13,751	16,439	18,496	20,558	22,685
净利润	46,649	55,350	62,276	69,222	76,382
少数股东损益	13,707	17,109	19,789	21,996	24,271
归属母公司净利润	32,942	38,241	42,487	47,226	52,111
EBITDA	76,381	94,163	107,083	121,890	134,525
EPS (元, 基本)	0.78	0.91	1.01	1.12	1.24

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	9.83	13.78	13.39	10.00	8.46
营业利润	16.20	20.03	12.13	11.27	10.41
归属母公司净利润	10.28	16.09	11.10	11.15	10.34
获利能力 (%)					
毛利率	10.49	11.89	11.89	12.12	12.17
净利率	3.13	3.19	3.12	3.16	3.21
ROE	15.34	15.68	15.05	14.71	14.33
ROIC	18.62	20.14	19.77	18.16	18.01
偿债能力					
资产负债率 (%)	77.97	76.94	75.09	74.06	73.25
净负债比率 (%)	23.54	21.76	24.01	25.53	24.78
流动比率	1.29	1.28	1.40	1.45	1.49
速动比率	0.68	0.68	0.65	0.67	0.66
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.70	0.71	0.74	0.74
应收账款周转率	15.38	428.81	6.50	6.50	6.40
应付账款周转率	2.22	2.24	2.24	2.24	2.24
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.91	1.01	1.12	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.04)	0.25	0.85	0.24	1.35
每股净资产(最新摊薄)	5.12	5.81	6.72	7.65	8.66
估值比率					
PE (倍)	6.92	5.96	5.37	4.83	4.37
PB (倍)	1.06	0.93	0.81	0.71	0.63
EV_EBITDA (倍)	4.78	3.88	3.41	3.00	2.72

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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。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，不构成所述证券的买卖出价或征价。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。

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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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。

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力。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。

本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。

全资子公司华泰金融控股（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：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 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

### 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