

公司报告

招商證券(香港)有限公司  
證券研究部

焦一丁, CFA FRM 赵安博  
+86 755 8290 8475 +86 755 8285 2939  
jiaoyd@cmschina.com.cn zhaob@cmschina.com.cn

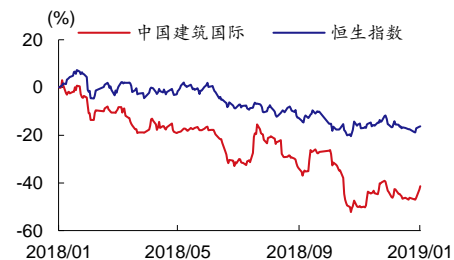
最新变动

n.a.

买入

前次评级	买入
股价	HK\$6.64
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$11.44 (+72%)
前次目标价:	HK\$11.44

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
3311 HK	3.4	(14.7)	(39.1)
恒生指数	(0.7)	(8.6)	(16.3)

行业: 建筑业

恒生指数	25875
国企指数	10134

重要数据

52周股价区间(港元)	5.38-12.5
港股市值(百万港元)	33526
日均成交量(百万股)	8.84
每股净资产(港元)	7.72

主要股东

中国海外集团有限公司	62.96%
总股数(百万股)	5049
自由流通量	100%

相关报告

1. 中国建筑国际(3311 HK) - 3季度业绩不及预期, 但市场过分悲观, 2018/10/24
2. 中国建筑国际(3311 HK) - 核心业务稳健增长, 股权融资风险有限, 2018/8/22
3. 中国建筑国际(3311 HK) - 关键在资金, 风险和回报的天平在倾斜, 2018/6/27
4. 中国建筑国际(3311 HK) - 澳门反向路演 - 投资业务平滑澳门建筑业务波动, 2018/5/24
5. 中国建筑国际(3311 HK) - 业绩小幅低于预期, 国内基建业务仍维持快速增长, 2018/3/18

中国建筑国际 (3311 HK)

内外因素转向正面, 买入时机已到

■ 中建国际关联公司远东环球(830 HK)公告收购中建国际运营资产, 公司实现现金流补充新突破

■ 央行1月4日宣布降准, 我们预计2019年仍有3次降准的可能性

■ 我们认为2019年后, 流动性将进入逐步宽松的通道, 公司业务推进速度也将伴随资金瓶颈的缓解而加速, 我们认为现在是底部建仓的良机; 我们维持公司11.44港元的目标价, 对应0.54倍2019年预测PEG

远东环球公告收购公司运营资产, 显示公司战略地位

公司间接控股远东环球75%的股份, 此次远东环球收购公司以南昌大桥和南昌中海新八一大桥收费权为收入来源的运营资产, 收购价格为2.95亿港元, 将分三批分别在交易后5日、6个月和1年内完成支付。由于公开信息有限, 我们基于2017年运营资产税后净利润, 对其折现计算出运营资产的价值为1.91亿港元。我们认为此次交易作价合理, 而更重要的是显示出中国海外集团(中建国际的母公司)对中建国际的定位将更加明确。公司在未来有望持续剥离运营资产, 并将其转化为现金流, 而此种转化将较市场化的资产证券化成本更低, 推进速度预计也将更快。

内外因素集中向好, 曙光已现

内部因素来看, 除了公司出售运营资产, 12月初公司也成功发行5亿美元永续债, 公司多元的融资初见成效; 而我们预计2019年公司将有更多利好释放。公司新订单仍保持健康增速, 截止2018年11月公司新订单同比增长12%, 但其中国建筑投资类项目的占比下降了5个百分点, 而港澳现金工程的占比则相应的上升了5个百分点。由于港澳业务的订单周期更短, 现金流更好, 在整体资金面并不宽松的情况下, 这是更优化的业务组合。外部因素方面, 央行1月4日宣布降准100个基点; 招商证券宏观团队预测2019年仍有3次降准可能性。2019年预计将持续有各部门的新指引出台, 都将持续成为公司股价上涨的催化剂。

建筑板块首选, 估值吸引

我们认为2019年整体建筑板块都将维持政策顺风, 标的选择上应关注2018年表现较差, 但实际业务并没有转差的公司。中建国际2018年至今的股价表现明显差于同业, 我们认为这主要是市场担忧公司PPP业务占比最大, 在流动性紧张的情况下表现较差, 但随着流动性转好, 我们认为公司向上的弹性则最大。我们维持公司目标价11.44港元, 对应9.9/8.2倍2018/19年预测市盈率, 或0.54倍2019年预测PEG。公司目前市盈率水平处于历史低点, 我们认为市场情绪过于悲观, 我们维持公司的买入评级。短期的催化剂为期待政策的持续宽松, 同时预计公司2019年将持续释放新的非股权融资方案。

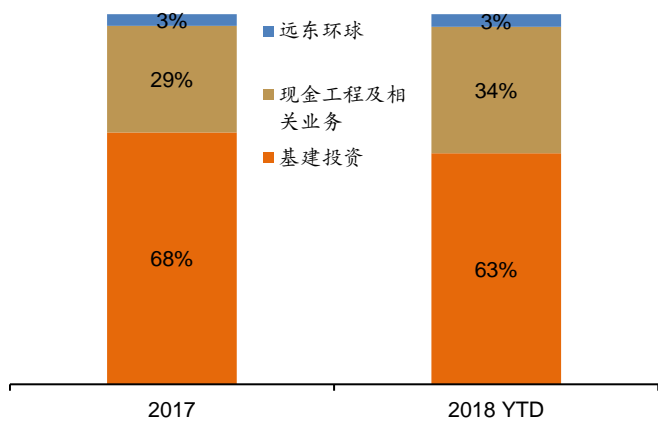
盈利预测及估值

百万港元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	46,208	50,153	61,047	74,004	85,300
同比增长(%)	21.9%	8.5%	21.7%	21.2%	15.3%
净利润	5,007	5,490	5,865	7,019	8,200
同比增长(%)	20.6%	9.6%	6.8%	19.7%	16.8%
每股盈利(元)	1.20	1.19	1.16	1.39	1.62
每股股息(元)	0.31	0.29	0.33	0.35	0.42
市盈率(x)	5.5	5.6	5.7	4.8	4.1
市净率(x)	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
ROE(%)	19.5%	14.3%	13.7%	14.6%	15.1%

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测, 基于2019年1月8日收盘价

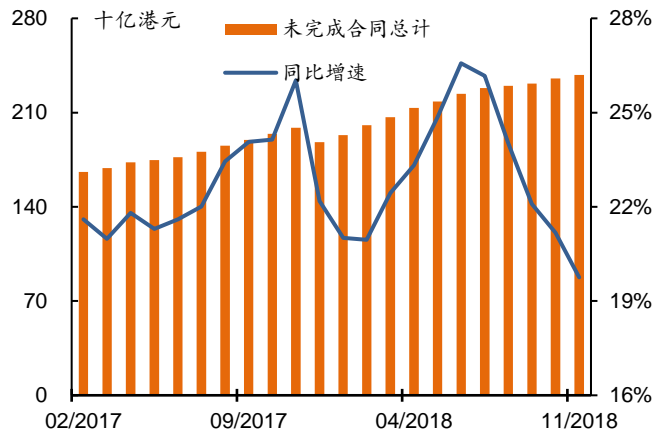
重点图表

图1: 新签订合同额占比



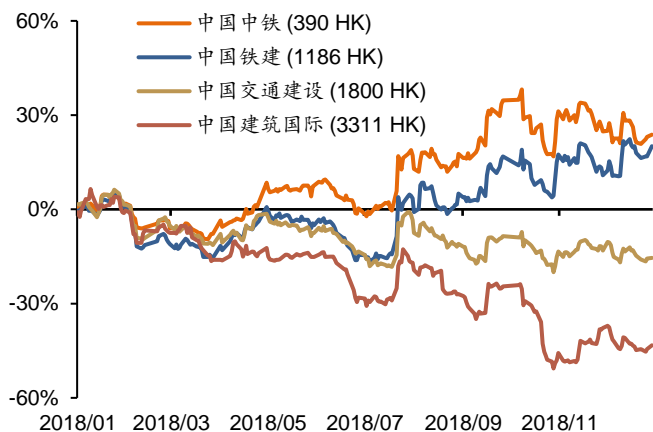
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图2: 未完成合同额及累计同比



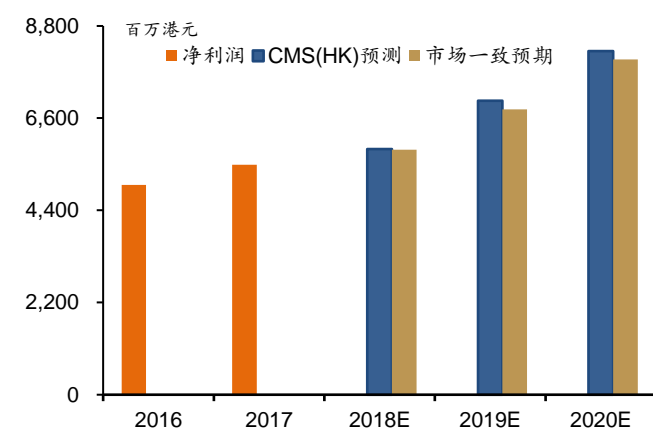
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图3: 2018年股价表现



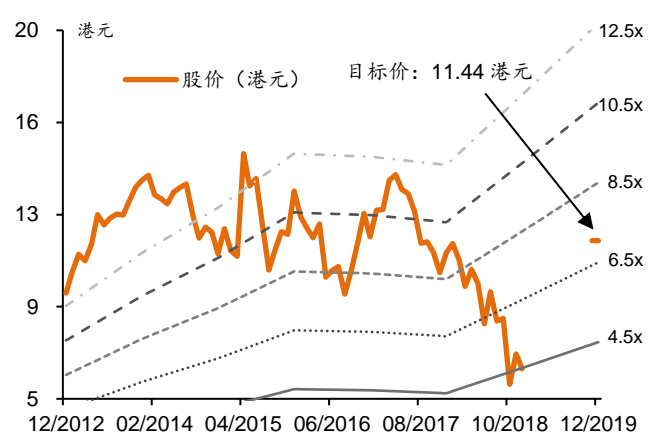
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图4: 净利润及预测



资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测

图5: 预测市盈率



资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测

图6: 预测市净率



资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测

图7: 运营资产预计利润及折现后估值

港币百万元	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Value Idea	17.38	17.38	17.38	17.38	n.a.	n.a.	n.a.
富天企业	20.05	20.05	20.05	20.05	20.05	20.05	20.05
折现利率	2.4%	2.6%	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%	3.0%
估值合计	190.70						

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图8: 同业比较

公司	代码	招商证券 评级	股价 (港元)	招商证券 目标价 (港元)	上涨 空间	市值 (百万美元)	EV/EBITDA (x)		市净率 (x)		市盈率 (x)		PEG (x)		ROE (%)		CAGR 2018e-20e		净负债 比率	
							2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	EPS	EBITDA	2018e	
<b>大型基建</b>																				
中国交建	1800.HK	买入	7.6	10.3	35.7%	23,821	11.1	9.3	0.5	0.4	5.4	4.7	0.3	0.3	9.7%	10.2%	15.9%	20.3%	55.6%	
中国中铁	0390.HK	中性	7.3	7.3	0.0%	23,101	6.7	6.2	0.8	0.7	7.4	6.7	0.9	0.8	11.2%	11.1%	8.7%	6.9%	5.4%	
中国铁建	1186.HK	中性	11.2	12.6	11.7%	21,763	6.3	5.5	0.7	0.7	6.4	5.5	0.6	0.5	11.6%	12.0%	11.2%	11.8%	净现金	
中国能建	3996.HK	中性	0.9	1.8	98.9%	3,409	4.7	4.2	0.4	0.4	4.0	3.6	0.4	0.3	11.7%	12.3%	11.3%	9.8%	6.0%	
行业平均						18,023	7.2	6.3	0.6	0.6	5.8	5.1	0.5	0.5	11.1%	11.4%	11.8%	12.2%	22.3%	
<b>中型基建</b>																				
中建国际	3311.HK	买入	6.6	11.4	72.3%	4,278	5.9	4.9	0.8	0.7	5.7	4.8	0.3	0.3	13.7%	14.6%	18.2%	16.8%	5.5%	
中机工程	1829.HK	中性	3.7	4.3	15.8%	1,969	-2.9	-2.1	0.7	0.7	5.3	4.2	0.3	0.2	13.8%	15.7%	18.4%	22.5%	净现金	
行业平均						3,123	1.5	1.4	0.8	0.7	5.5	4.5	0.3	0.2	13.8%	15.1%	18.3%	19.7%	5.5%	
<b>铁路设备</b>																				
中国通号	3969.HK	买入	5.7	6.7	16.1%	6,427	7.4	6.4	1.6	1.4	12.0	10.2	0.7	0.6	13.7%	14.5%	16.8%	16.0%	净现金	
城建设计	1599.HK	买入	3.1	4.7	52.1%	532	4.1	3.4	0.8	0.7	5.9	4.9	0.3	0.2	13.1%	14.0%	20.5%	18.8%	净现金	
中国中车	1766.HK	中性	8.0	6.8	-15.2%	37,555	10.3	9.0	1.3	1.2	16.7	13.9	1.3	1.1	7.9%	8.8%	12.6%	8.9%	净现金	
时代电气	3898.HK	中性	44.8	40.5	-9.6%	6,720	11.0	10.7	2.3	2.0	16.1	15.6	2.3	2.2	14.1%	13.0%	7.1%	6.6%	净现金	
铁建装备	1786.HK	中性	1.6	2.0	26.9%	310	0.7	0.6	0.4	0.4	8.8	7.1	0.6	0.5	4.3%	5.1%	13.6%	11.3%	净现金	
行业平均						10,309	6.7	6.0	1.3	1.1	11.9	10.4	1.0	0.9	10.6%	11.1%	14.1%	12.3%	n.a.	
<b>工程机械</b>																				
中联重科	1157.HK	买入	2.9	5.3	84.0%	3,917	14.3	12.9	0.5	0.5	11.5	9.0	0.5	0.4	4.4%	5.4%	23.7%	10.4%	53.6%	
中国龙工	3339.HK	买入	1.9	3.9	103.1%	1,060	3.4	3.2	0.8	0.7	5.1	4.6	0.6	0.5	15.5%	15.3%	9.1%	5.6%	17.8%	
行业平均						2,488	8.9	8.0	0.6	0.6	8.3	6.8	0.5	0.4	10.0%	10.4%	16.4%	8.0%	35.7%	
<b>矿山及港口设备</b>																				
三一国际	0631.HK	买入	2.5	4.7	84.6%	982	5.9	4.3	1.0	0.8	10.0	6.9	0.3	0.2	9.6%	12.4%	30.8%	25.3%	净现金	
<b>钢铁</b>																				
鞍钢股份	0347.HK	中性	5.3	7.1	33.1%	5,322	3.6	3.8	0.6	0.5	4.2	4.6	-2.0	-2.2	14.0%	11.9%	-2.1%	-2.1%	33.3%	
马鞍山钢铁	0323.HK	中性	3.4	3.7	10.7%	3,722	3.2	3.5	0.8	0.7	3.6	4.2	-0.7	-0.9	22.0%	17.0%	-4.9%	-1.5%	22.4%	
行业平均						4,522	3.4	3.7	0.7	0.6	3.9	4.4	-1.4	-1.5	18.0%	14.4%	-3.5%	-1.8%	27.8%	
<b>水泥</b>																				
海螺水泥	0914.HK	中性	36.8	43.0	16.8%	23,089	3.2	3.4	1.5	1.4	6.2	6.7	-2.4	-2.6	25.4%	21.2%	-2.6%	-2.4%	净现金	
中国建材	3323.HK	中性	5.1	6.7	31.1%	5,500	4.4	4.3	0.7	0.6	3.8	3.6	0.7	0.7	14.8%	13.8%	5.4%	3.5%	166.7%	
行业平均						14,295	3.8	3.9	1.1	1.0	5.0	5.1	-0.8	-1.0	20.1%	17.5%	1.4%	0.5%	166.7%	
<b>航空</b>																				
中国国航	0753.HK	买入	6.6	8.5	29.0%	14,891	7.0	5.8	0.9	0.8	13.1	8.9	0.4	0.2	7.0%	9.5%	35.8%	18.2%	45.6%	
中国东方航空	0670.HK	买入	4.3	5.5	28.2%	9,519	4.7	3.9	0.9	0.8	13.0	7.1	0.3	0.1	7.1%	11.5%	50.5%	17.5%	94.3%	
中国南方航空	1055.HK	中性	5.0	6.4	29.3%	11,004	5.2	4.4	0.8	0.7	8.4	6.0	0.3	0.2	9.6%	12.0%	25.9%	14.1%	60.4%	
行业平均						11,805	5.7	4.7	0.9	0.8	11.5	7.3	0.3	0.2	7.9%	11.0%	37.4%	16.6%	66.8%	

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测, 基于2019年1月8日收盘价

## 财务预测表

### 资产负债表

百万港元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>40,144</b>	<b>55,478</b>	<b>73,379</b>	<b>83,838</b>	<b>93,643</b>
现金	11,485	17,593	28,139	30,035	32,390
客户合约工程欠款	6,486	10,979	13,364	16,201	18,674
贸易及其他应收款	17,644	22,136	26,945	32,664	37,649
按金及预付款	429	299	450	446	426
关联公司应收款	629	0	0	0	0
存货	131	214	225	236	248
其他	3,341	4,256	4,256	4,256	4,256
<b>非流动资产</b>	<b>46,031</b>	<b>63,041</b>	<b>71,420</b>	<b>80,985</b>	<b>90,068</b>
物业、厂房及设备	2,494	3,819	4,089	4,319	4,621
于合营企业之权益	4,949	9,956	10,656	11,656	12,856
特许经营权	5,234	5,414	5,473	5,528	5,579
贸易及其他应收款	21,820	29,095	35,415	42,932	49,485
其他	11,533	14,757	15,787	16,551	17,527
<b>资产总计</b>	<b>86,174</b>	<b>118,518</b>	<b>144,799</b>	<b>164,823</b>	<b>183,712</b>
<b>流动负债</b>	<b>39,716</b>	<b>51,998</b>	<b>61,333</b>	<b>71,697</b>	<b>81,111</b>
贸易应付款、其他应付款及预提费用	29,000	33,194	40,405	48,980	56,457
相关应付	735	2,308	2,308	2,308	2,308
欠客户合约工程款	5,305	5,438	6,526	7,831	9,397
其他	4,676	11,058	12,095	12,578	12,949
<b>长期负债</b>	<b>20,788</b>	<b>28,057</b>	<b>40,710</b>	<b>45,021</b>	<b>48,299</b>
长期借款	15,849	20,592	32,556	36,907	40,244
其他	4,939	7,465	8,154	8,114	8,055
股本	112	126	126	126	126
留存收益	25,336	37,961	42,179	47,439	53,533
母公司所有者权益	25,448	38,088	42,305	47,565	53,659
少数股东权益	222	375	450	539	643
<b>负债及权益合计</b>	<b>86,174</b>	<b>118,518</b>	<b>144,799</b>	<b>164,823</b>	<b>183,712</b>

### 现金流量表

百万港元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,867</b>	<b>-4,846</b>	<b>1,924</b>	<b>2,459</b>	<b>5,008</b>
税前利润	6,012	6,790	7,243	8,776	10,252
折旧摊销	-1,202	-82	972	1,129	1,157
财务费用	688	1,070	1,569	1,793	1,943
营运资金变动	-10,465	-13,260	-12,837	-15,178	-12,858
其它	7,835	637	4,977	5,938	4,515
<b>投资活动现金流</b>	<b>-5,691</b>	<b>-4,800</b>	<b>-1,151</b>	<b>-1,834</b>	<b>-2,296</b>
资本支出	-178	-1,410	-580	-703	-810
其他投资	-5,513	-3,390	-571	-1,131	-1,486
<b>筹资活动现金流</b>	<b>6,498</b>	<b>15,253</b>	<b>9,772</b>	<b>1,270</b>	<b>-357</b>
借款变动	3,741	5,148	13,000	4,835	3,707
已付财务费用	-673	-1,045	-1,569	-1,793	-1,943
已付本公司股东股息	-1,403	-1,481	-1,647	-1,759	-2,106
其他	4,833	12,631	-11	-12	-14
<b>现金净增加额</b>	<b>3,674</b>	<b>5,607</b>	<b>10,546</b>	<b>1,896</b>	<b>2,355</b>

### 利润表

百万港元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	46,208	50,153	61,047	74,004	85,300
建筑及销售成本	-40,225	-42,537	-51,576	-62,464	-71,873
毛利	5,983	7,615	9,470	11,540	13,427
其他收入及其他收益净额	1,260	748	381	396	414
行政分销、销售及其他经营费用	-1,106	-1,395	-1,698	-2,058	-2,372
联营公司应占盈利	143	160	0	0	0
合营公司应占盈利	420	731	658	691	726
财务费用	-688	-1,070	-1,569	-1,793	-1,943
税前溢利	6,012	6,790	7,243	8,776	10,252
所得税费用净额	-1,005	-1,256	-1,304	-1,667	-1,948
本年溢利	5,130	5,534	5,939	7,108	8,304
本年应占溢利/(亏损):					
本公司股东	5,007	5,490	5,865	7,019	8,200
非控股权益	-123	44	74	89	104
每股基本盈利(港元)	1.20	1.19	1.16	1.39	1.62
每股盈利摊薄(港元)	1.20	1.19	1.16	1.39	1.62

### 主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>年成长率</b>					
营业收入	21.9%	8.5%	21.7%	21.2%	15.3%
毛利润	18.9%	27.3%	24.4%	21.9%	16.4%
净利润	20.6%	9.6%	6.8%	19.7%	16.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.9%	15.2%	15.5%	15.6%	15.7%
净利率	10.8%	10.9%	9.6%	9.5%	9.6%
ROE	19.5%	14.3%	13.7%	14.6%	15.1%
ROA	5.8%	4.6%	4.1%	4.3%	4.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	70.2%	67.5%	70.5%	70.8%	70.4%
净负债比率	6.8%	4.7%	5.5%	6.7%	6.7%
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.2	0.9	0.8	0.9	0.9
存货周转率	306.2	198.7	229.5	264.7	290.1
应收账款周转率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
应付账款周转率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
<b>每股资料(港元)</b>					
每股收益	1.20	1.19	1.16	1.39	1.62
每股经营现金	0.64	-0.96	0.38	0.49	0.99
每股净资产	5.72	7.62	8.47	9.53	10.75
每股股利	0.31	0.29	0.33	0.35	0.42
<b>估值比率</b>					
P/E	5.5	5.6	5.7	4.8	4.1
P/B	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.3	4.8	5.1	5.1	5.0

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html>或<http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

### 香港

招商证券(香港)有限公司  
 香港中环交易广场一期 48 楼  
 电话: +852 3189 6888  
 传真: +852 3101 0828