2020 年 08 月 30 日

证券研究报告•2020 年中报点评

中国建筑（601668）建筑装饰

买入（首次）

当前价：5.20 元

目标价：7.00 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

经营稳健、低估值，看好长期投资价值

投资要点

- **业绩总结：**公司 2020 年上半年实现营业收入 7281.9 亿元，同比增长 6.2%；实现归母净利润 198.4 亿元，同比下降 2.3%。 EPS 为 0.47 元。

  经营业绩稳中有进，订单规模稳步增长：2020 年集团一季度经营受到疫情冲击较大，二季度公司经营逐步进入正轨。上半年集团实现营业收入同比增长 6.2%，归母净利润同比下降 2.3%。其中 Q2 收入 4643.6 亿元，同比增长 19.7%；归母净利润 122.7 亿元，同比增长 7.1%。分业务来看，上半年公司房建类业务实现营业收入 4785.3 亿元，同比增长 7.5%，占比为 64.9%；基建业务收入增长 2.9%。报告期内新签合同总额同比增长 5.2%至 15101 亿元。其中，房建业务稳健发展，新签合同额 10617 亿元，同比增长 2.6%；基建业务新签 2,610 亿元，同比增长 23.6%；勘察设计 68 亿元，同比增长 23.2%。1-7 月公司新签合同额约 17471 亿元，同比增长 5.3%。

- **毛利率略微提升，财务、研发费用大幅上升：**公司上半年毛利率为 11.0%，同比增长 0.9 个百分点；净利率 2.7%，同比下降 0.2 个百分点。公司期间费用率为 4.3%，同比增长 1.1 个百分点。其中财务费用同比增长 55.5%，主要为利息费用及汇兑损失增加所致；研发费用同比增长 175.7%，主要是因为公司持续加大科技研发投入力度。公司资产负债率 76.0%，同比下降 0.6 个百分点。

- **全球建筑工程龙头，具备核心竞争力：**疫情期间，中建“火神山”、“雷神山”建设展现公司硬实力，组织编制相关标准和技术成果填补了国内应急医院快速建造技术空白，并在境内以及港澳、新加坡等地区累计建设 127 项应急工程项目，树立了中建品牌形象、进一步打开“一带一路”国际市场。同时，公司是全国装配式建筑龙头企业，装配式建筑由于资产占用较传统建筑高，近年呈现小企业出清市场整体向龙头集中的特点，未来龙头企业将持续受益。

- **盈利预测与投资建议：**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.05 元、1.16 元、1.28 元，对应 PE 为 5.0 倍、4.5 倍、4.1 倍。中国建筑在行业中估值最低，作为全球工程龙头企业，公司经营稳健、业绩增长稳定，在目前整体市场资金回报低的背景下公司价值突显。给予公司 2021 年 6 倍 PE，对应目标价为 7.0 元，给予“买入”评级。

- **风险提示：**宏观投资下行风险，疫情风险，地产销售不及预期风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1419836.59	1577725.51	1801769.26	2058158.06
增长率	18.39%	11.12%	14.20%	14.23%
归属母公司净利润（百万元）	41881.40	44024.00	48778.35	53654.55
增长率	9.52%	5.12%	10.80%	10.00%
每股收益 EPS（元）	1.00	1.05	1.16	1.28
净资产收益率 ROE	12.59%	12.32%	12.18%	11.99%
PE	5	5	4	4
PB	0.79	0.75	0.66	0.58

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

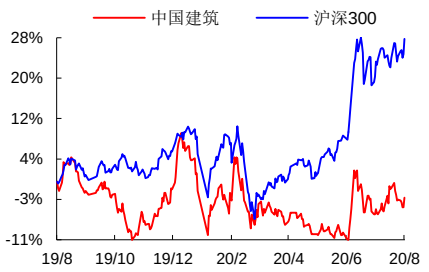
分析师：颜阳春

执业证号：S1250517090004

电话：021-58351883

邮箱：yyc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	419.65
流通 A 股(亿股)	412.54
52 周内股价区间(元)	4.77-6.09
总市值(亿元)	2,182.18
总资产(亿元)	21,754.48
每股净资产(元)	6.38

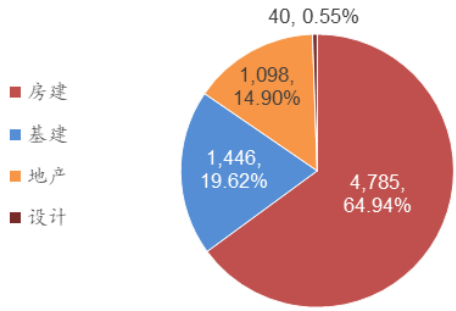
相关研究

1 公司是全球建筑龙头企业

中国建筑是我国专业化经营历史最久、市场化经营最早、一体化程度最高的投资建设集团，同时也是世界最大的工程承包商，公司在房屋建筑工程、基础设施建设与投资、房地产开发与投资、勘察设计等领域居行业领先地位。

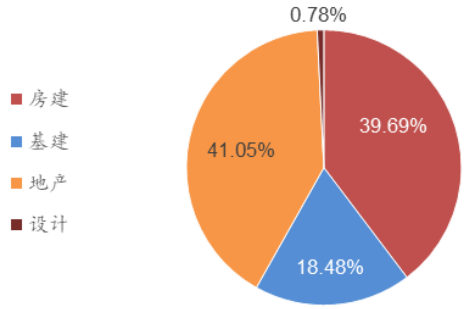
从营收结构来看，公司主要业务为房屋建筑工程、基础设施建设与投资、房地产开发与投资和勘察设计四大板块，20H1 营收分别占比约为 64.93%、19.62%、14.90%和 0.55%；其中房地产开发与投资业务营收同比增长 12.4%，是营收的主要增长点。从毛利贡献结构来看，地产和房建这两项业务对公司毛利润贡献较大，毛利占比分别为 41.05%、39.69%；地产业务销售毛利率达 29.0%，显著高于房建等其他业务。（注：分业务所占比例的分母系公司四大业务板块数据的直接加总。）

图 1：公司 2020 年上半年四大板块营收占比（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

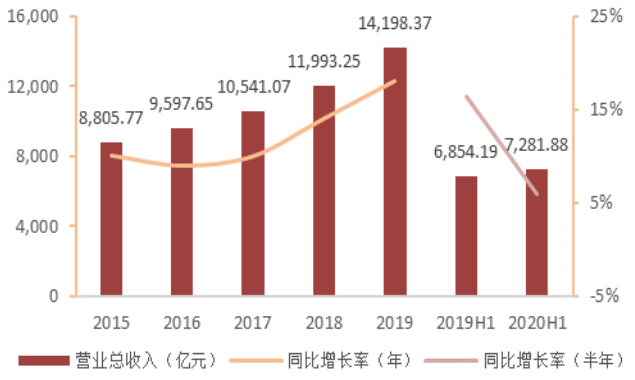
图 2：公司 2020 年上半年四大板块毛利占比



数据来源：Wind，西南证券整理

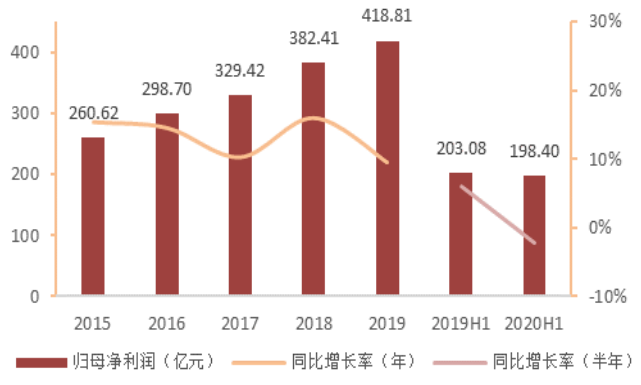
公司近年营收增长较为稳健，从 2015 年 8,805.77 亿增长到 2019 年 14,198.37 亿，复合增长率约为 12.69%。同时，公司近年归母净利润总体呈现上涨态势，从 2015 年的 260.62 亿到 2019 年的 418.81 亿，复合增长率达到 15.16%。2020 年上半年的营业收入和归母净利润同比增长率均有所下降，主要是因为一季度业务受疫情影响较大，二季度已恢复往年水平。

图 3：公司近年营业收入及增长情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司近年归属母公司股东的净利润及增长情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司房建业务 2020 年受到疫情影响，房建业务收入增速下滑至 10%，随着疫情影响的消除 2021-2022 年增速回到 15%；

假设 2：随着公司调整经营结果，基建业务增长较为迅速，维持 2019 年近 15%的基建业务增长速度，且毛利率保持不变。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
房屋建筑工程	收入	872366.12	959602.73	1103543.14	1269074.61
	增速	20.45%	10.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	6.70%	7.00%	7.00%	7.00%
基础设施建设与投资	收入	318105.34	365821.14	420694.31	483798.45
	增速	14.97%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	8.40%	8.40%	8.40%	8.40%
房地产开发与投资	收入	216979.83	238677.81	262545.59	288800.15
	增速	17.85%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	35.00%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	收入	1419836.59	1577725.51	1801769.26	2058158.06
	增速	18.39%	11.12%	14.20%	14.23%
	毛利率	11.0%	11.10%	10.90%	10.77%

数据来源：Wind，西南证券

选取建筑业 8 家市值最接近的国企作为参考，目前平均市盈率为 7.4 倍，中国建筑在同类公司中市盈率最低，作为全球工程龙头企业，公司经营业绩增长稳定，且在目前整体市场资金利率位于低位的背景下公司价值突显，目前估值明显偏低，具有较强投资价值。给予公司 2021 年行业平均 6 倍 PE，对应目标价为 7.0 元，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

代码	证券简称	总市值（亿元）	PE（19A）	PE（20E）	PE（21E）
601668.SH	中国建筑	2,182.18	5.3	5.0	4.5
601390.SH	中国中铁	1,348.94	5.8	5.6	5.1
601800.SH	中国交建	1,300.45	7.0	6.1	5.6
601186.SH	中国铁建	1,205.86	6.3	5.3	4.9
601669.SH	中国电建	631.85	8.8	8.5	8.1
601618.SH	中国中冶	584.41	8.7	7.0	7.3
601117.SH	中国化学	290.06	10.0	8.5	6.9

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1419836.59	1577725.51	1801769.26	2058158.06
营业成本	1262226.20	1405768.71	1607721.72	1839076.45
营业税金及附加	17220.00	19858.17	22402.79	25695.51
销售费用	4330.83	4806.95	5492.68	6272.49
研发管理费用	44975.42	47331.77	59458.39	67919.22
财务费用	7911.71	14199.53	21621.23	23668.82
资产减值损失	73.37	11180.00	170.00	2000.00
投资收益	4212.54	5500.00	4000.00	4500.00
公允价值变动损益	-484.75	-442.07	-444.01	-450.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	83795.09	79638.32	88458.44	97575.42
其他非经营损益	-2327.24	-1475.08	-1854.01	-2313.45
利润总额	81467.85	78163.24	86604.43	95261.97
所得税	18262.60	11724.49	12990.66	14289.30
净利润	63205.24	66438.75	73613.76	80972.67
少数股东损益	21323.84	22414.75	24835.41	27318.12
归属母公司股东净利润	41881.40	44024.00	48778.35	53654.55

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	63205.24	66438.75	73613.76	80972.67
折旧与摊销	9047.39	4873.33	4873.33	4873.33
财务费用	7911.71	14199.53	21621.23	23668.82
资产减值损失	73.37	11180.00	170.00	2000.00
经营营运资本变动	-36198.16	-221244.93	-39652.13	-51492.40
其他	-78259.63	1992.54	-11988.38	-3348.09
经营活动现金流净额	-34220.08	-122560.78	48637.81	56674.33
资本支出	-5226.52	0.00	0.00	0.00
其他	-14586.30	62521.63	3555.99	4049.85
投资活动现金流净额	-19812.81	62521.63	3555.99	4049.85
短期借款	9456.14	57401.92	636.61	-1660.81
长期借款	33124.81	0.00	0.00	0.00
股权融资	755.78	0.00	0.00	0.00
支付股利	-7052.85	-8376.28	-8804.80	-9755.67
其他	-9975.97	-123655.36	-21621.23	-23668.82
筹资活动现金流净额	26307.91	-74629.72	-29789.42	-35085.30
现金流量净额	-27082.39	-134668.87	22404.37	25638.88

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	292441.42	157772.55	180176.93	205815.81
应收和预付款项	235964.87	299178.83	332547.35	378515.16
存货	578917.62	643910.61	742726.23	847067.37
其他流动资产	354182.08	98665.96	112548.85	128436.00
长期股权投资	74916.90	74916.90	74916.90	74916.90
投资性房地产	76301.16	76301.16	76301.16	76301.16
固定资产和在建工程	47640.31	44702.85	41765.38	38827.92
无形资产和开发支出	18756.59	16914.30	15072.01	13229.72
其他非流动资产	355331.00	355237.42	355143.84	355050.26
资产总计	2034451.93	1767600.56	1931198.64	2118160.30
短期借款	28498.33	85900.25	86536.86	84876.05
应付和预收款项	567736.80	683344.44	771152.34	876707.15
长期借款	247800.43	247800.43	247800.43	247800.43
其他负债	688581.05	211095.99	221440.60	233291.25
负债合计	1532616.61	1228141.11	1326930.23	1442674.88
股本	41975.63	41965.07	41965.07	41965.07
资本公积	12027.61	12038.17	12038.17	12038.17
留存收益	205257.56	240905.28	280878.83	324777.71
归属母公司股东权益	277197.68	292407.06	332380.61	376279.49
少数股东权益	224637.64	247052.39	271887.80	299205.92
股东权益合计	501835.32	539459.45	604268.41	675485.42
负债和股东权益合计	2034451.93	1767600.56	1931198.64	2118160.30

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	18.39%	11.12%	14.20%	14.23%
营业利润增长率	16.93%	-4.96%	11.08%	10.31%
净利润增长率	14.19%	5.12%	10.80%	10.00%
EBITDA 增长率	5.31%	-2.03%	16.45%	9.71%
获利能力				
毛利率	11.10%	10.90%	10.77%	10.64%
三费率	4.03%	4.20%	4.80%	4.75%
净利率	4.45%	4.21%	4.09%	3.93%
ROE	12.59%	12.32%	12.18%	11.99%
ROA	3.11%	3.76%	3.81%	3.82%
ROIC	35.06%	22.20%	18.75%	18.19%
EBITDA/销售收入	7.10%	6.26%	6.38%	6.13%
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.83	0.97	1.02
固定资产周转率	38.78	43.72	54.35	68.13
应收账款周转率	8.30	8.77	8.27	8.44
存货周转率	2.06	2.28	2.31	2.31
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.93%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	75.33%	69.48%	68.71%	68.11%
带息债务/总负债	24.53%	35.28%	32.70%	29.96%
流动比率	1.28	1.43	1.46	1.48
速动比率	0.77	0.66	0.67	0.68
股利支付率	16.84%	19.03%	18.05%	18.18%
每股指标				
每股收益	1.00	1.05	1.16	1.28
每股净资产	6.61	6.97	7.92	8.97
每股经营现金	-0.82	-2.92	1.16	1.35
每股股利	0.17	0.20	0.21	0.23

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	100754.19	98711.18	114953.00	126117.57
PE	5.21	4.96	4.47	4.07
PB	0.79	0.75	0.66	0.58
PS	0.15	0.14	0.12	0.11
EV/EBITDA	-1.92	-0.92	-0.98	-1.11
股息率	3.23%	3.84%	4.03%	4.47%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn