

中国建筑 (601668.SH)

业绩稳健符合预期，分红率提升现金流改善

业绩符合预期，毛利率下降、少数股东收益增加等影响利润增速。2020年公司实现营业收入16150亿元，同比增长13.7%；归属于母公司所有者的净利润449亿元，同比增长7.3%，整体符合预期。业绩增速低于收入增长，主要因：1) 毛利率下降。2) 子公司永续债、债转股及地产业务合作开发等导致少数股东收益增加。本期少数股东收益增加47亿元，其中归属中海地产少数股东收益增加33亿元，其他因素影响增加14亿元。分季度看，公司Q1-Q4收入分别增长-11%/20%/21%/21%，业绩分别增长-15%/7%/17%/16%，除第一季受疫情影响收入业绩下滑外，后三季度公司收入持续高增，业绩也逐步修复。2020年新签合同总额3.2万亿元，首破3万亿，同比增长11.6%。2021年的经营目标是：新签合同额超过3.5万亿元，较20年实际增长9%，营业收入超过1.76万亿元，增长9%。从历史上看，公司每年实际完成额均明显超过年初目标。分红方面，公司拟每10股派2.147元，合计分红约90亿元，增长16%，分红率为20%，较去年提升个1.5pct，当前股息率为4.1%。

房建保持较快增长，地产结算显著加速。分业务看，2020年房建业务实现收入10011亿元，同比增长14.8%，较前三季度加快2.4个pct，占总收入比为62%；基建业务实现收入3484亿元，同比增长9.5%，较前三季度加快1.5个pct，占总收入比为22%；房地产业务实现收入2713亿元，同比增长25%，增速达到近5年新高，较前三季度大幅加速16个pct。从毛利润情况看，房建/基建/地产分别实现毛利润673/295/711亿元，占比39%/17%/41%，同比增长21%/9%/5%，房建业务对增长贡献最明显，地产业务因毛利率下滑较大导致毛利润增长显著慢于收入增速。

毛利率有所下滑，经营性现金流显著改善，ROE维持高水平。盈利能力方面，2020年公司毛利率10.83%，YoY-0.27个pct，其中房建/基建/房地产业务毛利率YoY+0.3/+0/-4.9个pct。地产业务带动整体毛利率下行，主要因项目结算结构变化，高毛利率项目结算减少，以及部分地区限价影响。期间费用率4.20%，YoY+0.17个pct，其中销售/管理/研发/财务费用率YoY+0.04/-0.16/+0.36/-0.07个pct，管理费用率下降主要因疫情导致差旅费用减少，研发费用率提升较多主要因公司加大研发科技投入，财务费用率下降主要因汇兑收益增加。资产(含信用)减值损失与去年基本持平，投资收益增加19亿元，主要是因为长期股权投资确认投资收益增加。少数股东权益占比提升2.92个pct。归母净利率2.78%，YoY-0.17个pct。**收款及营运能力**方面，公司2020年经营活动现金净流入203亿元，而去年同期为净流出342亿元，主要因本期工程款、房地产销售回款增加，同时付现比下降，建筑、房地产业务现金流均改善所致。收现比与付现比分别为106%与107%，YoY+1/-2个pct。存货周转率/应收账款周转率分别为2.3/10.3次，YoY+0.2/+1.4次，总资产周转率小幅提升0.04次至0.76次，但由于资产负债率与净利率下降导致平均ROE下降0.5个pct至15.56%，仍处在行业领先水平，连续10年保持15%以上。

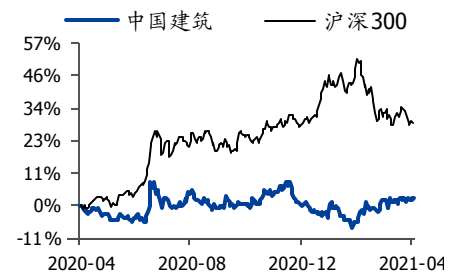
市占率持续提升，改革创新推进，低估值性价比优。公司施工领域市占率持续提升，以施工面积统计市占率由2009年的4.5%提升至2020年的10.3%，未来装配式建筑、项目大型化与综合化等趋势深化有望加速央企龙头市占率提升。地产领域“三条红线”等调控政策持续加码，也更有利于市场向经营稳健的央企龙头集中。公司积极推

买入 (维持)

股票信息

行业	房屋建设
前次评级	买入
04月16日收盘价	5.22
总市值(百万元)	218,969.44
总股本(百万股)	41,948.17
其中自由流通股(%)	96.89
30日日均成交量(百万股)	124.75

股价走势



作者

分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

相关研究

- 1、《中国建筑(601668.SH): 1月新签合同平稳开局, 新开工及竣工面积高增》2021-02-10
- 2、《中国建筑(601668.SH): 20年新签合同总额首破三万亿, 超额完成年初目标》2021-01-07
- 3、《中国建筑(601668.SH): 11月新签合同大幅加速, 地产销售表现强劲》2020-12-17



进改革增加活力,报告期内 4 家子企业纳入“重要领域混改试点”“双百行动”“科改示范行动”,7 家子企业实施职业经理人制度;开展第四期限制性股票授予,进一步扩大股权激励范围。此外公司加大科技投入,引领行业发展,研发全球首创“高空造楼机”等设备,在装配式领域布局完善,拥有全国首个具有自主知识产权的绿色装配式建筑智慧建造平台,拥有国内先进的全自动智能预制工厂。当前公司 21 年 PE 为 4.4 倍, PB (lf) 0.78 倍,仅高于历史最低点 10%, 低估值性价比优。

投资建议: 我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 497/544/591 亿元,同比增长 10.5%/9.4%/8.7%, EPS 分别为 1.18/1.30/1.41 元,当前股价对应 PE 分别为 4.4/4.0/3.7 倍,维持“买入”评级。

风险提示: 政策变化和 Execution 风险、海内外疫情变化风险、项目执行进度不达预期风险、融资环境收紧风险、房地产政策调控风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,419,837	1,615,023	1,832,989	2,032,663	2,225,972
增长率 yoy (%)	18.4	13.7	13.5	10.9	9.5
归母净利润 (百万元)	41,881	44,944	49,682	54,362	59,103
增长率 yoy (%)	9.5	7.3	10.5	9.4	8.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.00	1.07	1.18	1.30	1.41
净资产收益率 (%)	12.6	12.3	12.0	11.7	11.3
P/E (倍)	5.2	4.9	4.4	4.0	3.7
P/B (倍)	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 16 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1461506	1577630	1800964	1880428	2142789
现金	292441	295857	274948	304899	333896
应收票据及应收账款	180880	192431	249253	258913	297580
其他应收款	53187	54627	67737	67956	80642
预付账款	55085	42243	68220	54277	79870
存货	578918	675125	811501	852522	995757
其他流动资产	300996	317346	329305	341861	355045
非流动资产	572946	614544	646703	677368	706771
长期投资	74917	86439	102123	118382	134777
固定资产	37554	39127	44277	49126	53412
无形资产	16409	22559	24467	26193	28517
其他非流动资产	444065	466419	475836	483668	490065
资产总计	2034452	2192174	2447668	2557796	2849560
流动负债	1145728	1196015	1343295	1357493	1556560
短期借款	28498	29317	68828	104879	134579
应付票据及应付账款	500160	507653	627965	581225	700646
其他流动负债	617069	659045	646502	671389	721335
非流动负债	386889	419064	448847	464920	469508
长期借款	347397	381680	411463	427535	432124
其他非流动负债	39492	37384	37384	37384	37384
负债合计	1532617	1615079	1792143	1822413	2026068
少数股东权益	224638	276674	305421	336877	371076
股本	41976	41965	41965	41965	41965
资本公积	12028	10266	10266	10266	10266
留存收益	205258	242055	309393	384242	466938
归属母公司股东权益	277198	300421	350104	398506	452416
负债和股东权益	2034452	2192174	2447668	2557796	2849560

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-34220	20272	11852	24960	42778
净利润	63205	70950	78430	85817	93302
折旧摊销	7329	6845	7514	9362	11432
财务费用	7912	7798	8415	9393	9632
投资损失	-4213	-6152	-5105	-5279	-5187
营运资金变动	-112338	-62958	-77718	-74613	-66657
其他经营现金流	3884	3788	316	280	257
投资活动现金流	-19813	-52628	-34884	-35028	-35904
资本支出	20437	49498	16475	14407	13008
长期投资	-2887	-6849	-15684	-16259	-16395
其他投资现金流	-2263	-9979	-34093	-36880	-39291
筹资活动现金流	26308	30818	-37388	3968	-7578
短期借款	9456	819	0	0	0
长期借款	23276	34282	29783	16073	4588
普通股增加	-10	-11	0	0	0
资本公积增加	765	-1762	0	0	0
其他筹资现金流	-7180	-2511	-67171	-12104	-12166
现金净增加额	-27082	-3866	-60420	-6100	-704

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1419837	1615023	1832989	2032663	2225972
营业成本	1262226	1440132	1635289	1813785	1986901
营业税金及附加	17220	15896	18330	20327	22260
营业费用	4331	5522	5875	6463	7153
管理费用	27685	28983	34318	37267	41243
研发费用	17290	25523	27495	31710	34280
财务费用	7912	7798	8415	9393	9632
资产减值损失	73	-328	5499	6098	6678
其他收益	302	613	0	0	0
公允价值变动收益	-485	51	-316	-280	-257
投资净收益	4213	6152	5105	5279	5187
资产处置收益	131	166	0	0	0
营业利润	83795	94482	102557	112620	122754
营业外收入	1294	809	941	913	989
营业外支出	3621	1000	1364	1618	1901
利润总额	81468	94291	102134	111915	121843
所得税	18263	23340	23704	26098	28541
净利润	63205	70950	78430	85817	93302
少数股东损益	21324	26006	28748	31455	34199
归属母公司净利润	41881	44944	49682	54362	59103
EBITDA	104679	119228	117146	131687	145133
EPS (元)	1.00	1.07	1.18	1.30	1.41

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	18.4	13.7	13.5	10.9	9.5
营业利润(%)	16.9	12.8	8.5	9.8	9.0
归属于母公司净利润(%)	9.5	7.3	10.5	9.4	8.7
获利能力					
毛利率(%)	11.1	10.8	10.8	10.8	10.7
净利率(%)	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7
ROE(%)	12.6	12.3	12.0	11.7	11.3
ROIC(%)	9.8	10.2	9.5	9.5	9.5
偿债能力					
资产负债率(%)	75.3	73.7	73.2	71.2	71.1
净负债比率(%)	40.5	40.0	40.0	39.1	35.9
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	7.7	8.7	8.3	8.0	8.0
应付账款周转率	2.5	2.9	2.9	3.0	3.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.07	1.18	1.30	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.82	0.48	0.28	0.60	1.02
每股净资产(最新摊薄)	6.11	6.92	8.11	9.26	10.55
估值比率					
P/E	5.2	4.9	4.4	4.0	3.7
P/B	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.2	6.1	6.7	6.4	6.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 16 日收盘价

图表 1: 公司主要财务数据

单位: 百万元	2019年	2020年	2019一季单季	2019二季单季	2019三季单季	2019四季单季	2020一季单季	2020二季单季	2020三季单季	2020四季单季
营业收入	1,419,837	1,615,023	297,577	387,843	288,180	446,237	263,831	464,357	347,918	538,917
营业成本	1,262,226	1,440,132	270,985	345,016	256,021	390,205	239,430	408,949	314,257	477,495
毛利率	11.10%	10.83%	8.94%	11.04%	11.16%	12.56%	9.25%	11.93%	9.68%	11.40%
销售费用	4,331	5,522	902	963	1,024	1,442	935	1,189	1,111	2,287
管理费用	27,685	28,983	7,036	5,775	5,845	9,030	6,130	7,452	6,557	8,844
研发费用	17,290	25,523	675	2,590	2,510	11,515	1,009	7,991	4,712	11,811
财务费用	7,912	7,798	1,651	2,505	3,444	311	2,765	3,697	2,095	-759
销售费用率	0.31%	0.34%	0.30%	0.25%	0.36%	0.32%	0.35%	0.26%	0.32%	0.42%
管理费用率	1.95%	1.79%	2.36%	1.49%	2.03%	2.02%	2.32%	1.60%	1.88%	1.64%
研发费用率	1.22%	1.58%	0.23%	0.67%	0.87%	2.58%	0.38%	1.72%	1.35%	2.19%
财务费用率	0.56%	0.48%	0.55%	0.65%	1.20%	0.07%	1.05%	0.80%	0.60%	-0.14%
期间费用率	4.03%	4.20%	3.45%	3.05%	4.45%	5.00%	4.11%	4.38%	4.16%	4.12%
资产(含信用)减值损失	3,538	3,670	-62	-354	-367	-2,879	-127	-3,688	889	-744
投资收益	4,213	6,152	1,150	1,386	702	974	1,248	2,279	1,917	707
营业外收入	1,294	809	121	269	274	630	134	562	333	-219
营业外支出	3,621	1,000	63	86	114	3,359	35	146	119	701
税前利润	81,468	94,291	15,599	26,355	15,012	24,501	13,147	30,628	19,081	31,435
所得税	18,263	23,340	3,713	6,095	3,105	5,350	3,052	7,788	4,980	7,520
所得税率	22.42%	24.75%	23.80%	23.13%	20.68%	21.83%	23.21%	25.43%	26.10%	23.92%
少数股东权益占比	33.74%	36.65%	25.48%	43.48%	18.78%	37.86%	24.99%	46.29%	19.89%	42.26%
归母净利润	41,881	44,944	8,858	11,451	9,672	11,901	7,572	12,267	11,297	13,807
净利率	2.95%	2.78%	2.98%	2.95%	3.36%	2.67%	2.87%	2.64%	3.25%	2.56%
摊薄EPS(元)	1.00	1.07	0.21	0.27	0.23	0.28	0.18	0.29	0.27	0.33
经营性现金流净额	-34,220	20,272	-98,117	15,220	-23,778	72,455	-90,976	20,331	-17,768	108,685
收现比	106%	106%	109%	98%	138%	91%	112%	96%	137%	93%
付现比	110%	107%	138%	102%	152%	72%	146%	97%	147%	71%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com