

中国建筑 (601668)

证券研究报告

2021年04月18日

20Q4 收入、净利延续高增，20FY 分红率突破 20%

20Q4 收入、净利均高增，分红率均有提升空间，维持“买入”评级

公司发布 20FY 年报，20FY 实现营收 1.62 万亿，yoy+13.7%，归母净利润 449 亿，yoy+7.3%；其中单 20Q4 收入 5,389 亿，yoy+20.8%，归母净利 138 亿，yoy+16.0%，20Q4 收入及净利增速略超我们及市场预期。21FY 公司规划收入及新签分别超 1.76 万亿、3.50 万亿（较 20FY 分别 8.6%、9.4%）。公司在手订单充足，收入有支撑；受益资质、技术等，房建/基建份额或持续提升；降本增效、两金压减持续推进，盈利能力有修复空间；投资趋稳、经营性现金流向好或有持续性，分红率有提升空间。预计公司 21-23 年归母净利分别为 521/591/670 亿，维持“买入”评级。

20Q4 收入、归母净利均延续高双位数增长，订单收入转化节奏加快

公司 20Q1-4 单季收入 yoy 分别 -11%/20%/21%/21%，20Q1-4 单季度归母净利 yoy 分别 -15%/7%/17%/16%。20Q4 收入及归母净利增速延续高双位数增长。分业务 20FY 房建/基建/地产开发三大业务收入 yoy 分别为 15%/10%/25%，占总收入比例分别为 62%/22%/17%，房建/基建订单收入转化节奏加快，地产高周转延续。全年综合毛利率同减 0.3pct 至 10.8%，主因毛利率较低的房建收入占比提升及地产开发业务毛利率明显降低（同减 4.9pct 至 26.2%），房建、基建毛利率分别+0.3、+0.0pct 至 6.7%、8.5%。研发投入高强度，期间费用率+0.2pct 至 4.2%，少数股东损益影响继续加大；但减值影响边际减弱，投资收益贡献增加，20FY 归母净利率同减 0.2pct 至 2.8%。

20FY 房建、基建新签 yoy 分别 6%、31%，地产合约销售额 yoy 12%，期末在手订单金额 5.57 万亿，3.44 倍于同期收入，在手订单充足。21 年 1-2 月房建、基建新签 yoy 分别 30%、146%（较 19 年同期分别增长 8%、146%），同期地产合约销售额 yoy 为 54%（较 19 年同期增长 22%）。

两金周转继续加速，经营性现金流大幅好转，分红比率突破 20%

截止 20FY 末，公司资产负债率 73.7%，完成国资委考核目标，降负债行动卓有成效，后续继续降杠杆压力边际缓解。20FY 两金（应收+存货+合同资产）周转天数 228 天，同减 9 天，两金周转近年稳步提速。20FY 经营性现金流同比多流入 545 亿至净流入 203 亿、投资性现金流同比多流出 328 亿至净流出 526 亿（主因地产开发业务投资支出增加 12%至 3,109 亿）。20FY 公司拟分红 90 亿，分红比率 20.0%，较 19 年提升 1.5pct。

预计 21-23 年归母净利 YoY 分别为 16%/14%/13%，维持“买入”评级

我们判断地产投资有韧性，基建投资趋稳，央企受益资质、施工能力优势，中长期工程业务份额或持续提升。我们调整公司 21/22 年盈利预测至 521/591 亿（前值 525/575 亿），新增 23 年归母净利预测为 670 亿，预计 21-23 年 YoY 分别为 16%/14%/13%，当前可比公司 21 年 PE 均值及中位数分别为 6.1x/5.7x，认可给予公司 21 年 6x 目标 PE，对应目标价 7.44 元，维持“买入”评级。

风险提示：地产投资增速不及预期、基建投资增速不及预期、订单收入转化节奏明显放缓、现金回收效果低于预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,419,836.59	1,615,023.33	1,805,892.13	1,994,696.92	2,238,768.76
增长率(%)	18.39	13.75	11.82	10.45	12.24
EBITDA(百万元)	120,737.68	139,612.24	120,775.11	134,200.85	150,318.33
净利润(百万元)	41,881.40	44,944.25	52,089.63	59,119.66	66,989.62
增长率(%)	9.52	7.31	15.90	13.50	13.31
EPS(元/股)	1.00	1.07	1.24	1.41	1.60
市盈率(P/E)	5.23	4.87	4.20	3.70	3.27
市净率(P/B)	0.79	0.73	0.65	0.57	0.50
市销率(P/S)	0.15	0.14	0.12	0.11	0.10
EV/EBITDA	1.18	1.13	(3.31)	(0.36)	(2.71)

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/房屋建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.22 元
目标价格	7.44 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	41,948.17
流通 A 股股本(百万股)	40,644.58
A 股总市值(百万元)	218,969.44
流通 A 股市值(百万元)	212,164.72
每股净资产(元)	6.92
资产负债率(%)	73.67
一年内最高/最低(元)	5.70/4.68

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

股价走势



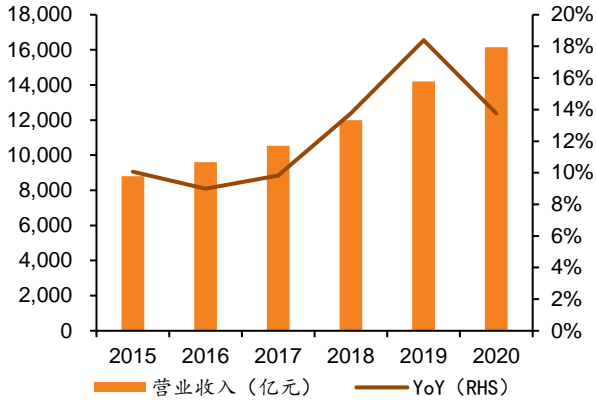
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中国建筑-季报点评:Q3 营收利润快速增长，第四限制性股票激励计划开启回购》 2020-10-29
- 《中国建筑-半年报点评:上半年营收增速转正，毛利率、研发费用率双升》 2020-08-29
- 《中国建筑-年报点评报告:19 全年收入提速，利润稳健，20Q1 基建订单逆势增长》 2020-05-03

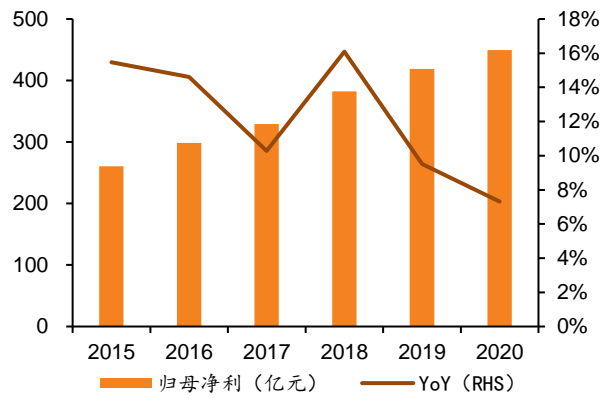
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司 2015–2020 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2015–2020 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			P/E		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
601390.SH	中国中铁	1,353.9	5.51	0.96	1.03	1.14	5.7	5.4	4.8
601186.SH	中国铁建	1,090.4	8.03	1.49	1.65	1.85	5.4	4.9	4.4
601800.SH	中国交建	1,105.7	6.84	1.24	1.00	1.26	5.5	6.8	5.4
601618.SH	中国中冶	704.6	3.40	0.32	0.38	0.43	10.7	9.0	7.9
601117.SH	中国化学	325.1	6.59	0.62	0.71	0.86	10.6	9.3	7.7
600068.SH	葛洲坝	339.4	7.37	1.18	0.93	1.30	6.2	7.9	5.7
601669.SH	中国电建	602.8	3.94	0.47	0.51	0.57	8.3	7.7	6.9
平均值							7.5	7.3	6.1
中位数							6.2	7.7	5.7
601668.SH	中国建筑	2,189.7	5.22	1.00	1.07	1.24	5.2	4.9	4.2

注：股价时间 2021/04/16；除中国铁建外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；中国中铁/中国铁建/中国交建/中国中冶/葛洲坝 20 年 EPS 为年报数据

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	292,441.42	295,857.19	899,176.92	566,187.17	943,520.53
应收票据及应收账款	180,880.32	192,431.10	208,878.27	223,306.07	249,322.89
预付账款	55,084.55	42,243.35	79,376.91	53,928.78	90,985.58
存货	578,917.62	675,125.33	635,568.70	712,393.76	689,494.49
其他	296,718.37	294,036.38	305,305.17	314,509.75	326,449.03
流动资产合计	1,404,042.28	1,499,693.34	2,128,305.97	1,870,325.52	2,299,772.51
长期股权投资	74,916.90	86,439.06	86,439.06	86,439.06	86,439.06
固定资产	37,554.50	39,126.96	41,426.61	41,865.85	41,175.84
在建工程	10,085.81	10,933.09	6,595.85	4,005.51	2,433.31
无形资产	16,409.16	22,559.00	19,642.54	16,726.08	13,809.62
其他	433,979.58	455,485.67	465,164.56	474,843.46	484,522.35
非流动资产合计	572,945.95	614,543.77	619,268.62	623,879.95	628,380.17
资产总计	2,034,451.93	2,192,173.84	2,810,547.25	2,560,329.84	2,997,163.94
短期借款	28,498.33	29,317.10	29,217.10	29,017.10	29,017.10
应付票据及应付账款	500,160.04	507,652.56	768,709.56	581,013.55	915,110.87
其他	617,069.30	659,045.09	946,587.13	805,664.42	822,616.96
流动负债合计	1,145,727.68	1,196,014.75	1,744,513.79	1,415,695.06	1,766,744.93
长期借款	247,800.43	292,897.04	292,797.04	292,647.04	292,647.04
应付债券	99,596.60	88,782.47	94,189.53	94,189.53	92,387.18
其他	39,491.91	37,384.48	38,384.48	39,384.48	40,384.48
非流动负债合计	386,888.93	419,063.99	425,371.05	426,221.05	425,418.70
负债合计	1,532,616.61	1,615,078.74	2,169,884.84	1,841,916.12	2,192,163.63
少数股东权益	224,637.64	276,673.67	304,721.93	335,177.51	368,172.40
股本	41,975.63	41,965.07	41,948.17	41,948.17	41,948.17
资本公积	12,027.61	10,265.75	10,265.75	10,265.75	10,265.75
留存收益	217,285.17	252,320.61	293,992.31	341,288.04	394,879.74
其他	5,909.27	(4,130.00)	(10,265.75)	(10,265.75)	(10,265.75)
股东权益合计	501,835.32	577,095.10	640,662.41	718,413.73	805,000.31
负债和股东权益总计	2,034,451.93	2,192,173.84	2,810,547.25	2,560,329.84	2,997,163.94

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	63,205.24	70,950.38	52,089.63	59,119.66	66,989.62
折旧摊销	9,047.39	8,887.72	5,014.05	5,147.56	5,228.67
财务费用	10,179.76	7,986.28	9,069.76	9,820.05	12,022.87
投资损失	(4,212.54)	(6,151.62)	(6,632.57)	(7,060.70)	(7,642.22)
营运资金变动	(127,643.54)	(23,731.42)	517,703.34	(414,648.06)	290,792.73
其它	15,203.61	(37,669.56)	28,048.26	30,455.58	32,994.89
经营活动现金流	(34,220.08)	20,271.78	605,292.46	(317,165.90)	400,386.57
资本支出	28,556.90	30,732.41	(940.00)	(920.00)	(950.00)
长期投资	8,922.90	11,522.16	0.00	0.00	0.00
其他	(57,292.62)	(94,882.36)	22,476.63	4,748.99	5,655.33
投资活动现金流	(19,812.81)	(52,627.79)	21,536.63	3,828.99	4,705.33
债权融资	464,912.85	499,142.89	501,273.86	503,264.99	500,927.25
股权融资	(7,264.55)	(20,334.89)	(14,186.05)	(8,783.69)	(10,986.51)
其他	(431,340.39)	(447,989.95)	(510,597.17)	(514,134.15)	(517,699.27)
筹资活动现金流	26,307.91	30,818.05	(23,509.36)	(19,652.85)	(27,758.54)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(27,724.98)	(1,537.95)	603,319.73	(332,989.75)	377,333.36

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,419,836.59	1,615,023.33	1,805,892.13	1,994,696.92	2,238,768.76
营业成本	1,262,226.20	1,440,131.63	1,607,763.75	1,774,399.57	1,990,987.95
营业税金及附加	17,220.00	15,895.54	17,774.12	19,632.39	22,034.62
营业费用	4,330.83	5,522.27	6,174.91	6,820.49	7,655.05
管理费用	27,685.48	28,982.94	32,408.24	35,796.50	40,176.57
研发费用	17,289.94	25,522.55	28,538.88	31,522.61	35,379.72
财务费用	7,911.71	7,797.70	9,069.76	9,820.05	12,022.87
资产减值损失	73.37	(328.48)	4,103.73	4,532.78	5,087.41
公允价值变动收益	(484.75)	50.77	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4,212.54	6,151.62	6,632.57	7,060.70	7,642.22
其他	(4,423.81)	(9,185.06)	(13,265.14)	(14,121.39)	(15,284.44)
营业利润	83,795.09	94,481.86	106,691.31	119,233.24	133,066.79
营业外收入	1,294.03	809.17	809.17	809.17	809.17
营业外支出	3,621.27	1,000.43	1,000.00	1,000.00	1,000.00
利润总额	81,467.85	94,290.61	106,500.48	119,042.41	132,875.96
所得税	18,262.60	23,340.23	26,362.60	29,467.16	32,891.45
净利润	63,205.24	70,950.38	80,137.89	89,575.25	99,984.51
少数股东损益	21,323.84	26,006.13	28,048.26	30,455.58	32,994.89
归属于母公司净利润	41,881.40	44,944.25	52,089.63	59,119.66	66,989.62
每股收益(元)	1.00	1.07	1.24	1.41	1.60

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	18.39%	13.75%	11.82%	10.45%	12.24%
营业利润	16.93%	12.75%	12.92%	11.76%	11.60%
归属于母公司净利润	9.52%	7.31%	15.90%	13.50%	13.31%
获利能力					
毛利率	11.10%	10.83%	10.97%	11.04%	11.07%
净利率	2.95%	2.78%	2.88%	2.96%	2.99%
ROE	15.11%	14.96%	15.51%	15.43%	15.34%
ROIC	71.97%	41.76%	34.98%	-34.27%	93.66%
偿债能力					
资产负债率	75.33%	73.67%	77.21%	71.94%	73.14%
净负债率	34.37%	35.23%	-62.11%	-8.76%	-54.98%
流动比率	1.28	1.32	1.26	1.37	1.34
速动比率	0.77	0.75	0.89	0.86	0.95
营运能力					
应收账款周转率	7.68	8.65	9.00	9.23	9.47
存货周转率	2.34	2.58	2.76	2.96	3.19
总资产周转率	0.73	0.76	0.72	0.74	0.81
每股指标(元)					
每股收益	1.00	1.07	1.24	1.41	1.60
每股经营现金流	-0.82	0.48	14.43	-7.56	9.54
每股净资产	6.61	7.16	8.01	9.14	10.41
估值比率					
市盈率	5.23	4.87	4.20	3.70	3.27
市净率	0.79	0.73	0.65	0.57	0.50
EV/EBITDA	1.18	1.13	-3.31	-0.36	-2.71
EV/EBIT	1.28	1.20	-3.46	-0.37	-2.80

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com