

中国建筑 (601668)

证券研究报告

2021年04月30日

21Q1 业绩符合预期，重视公司成长性

21Q1 收入新签均高增，维持“买入”评级

公司发布 21Q1 季报，公司 21Q1 收入 4,047 亿，yoy+53%，较 19Q1 增长 36%，归母净利润 110 亿，yoy+46%，较 19Q1 增长 24%，收入及净利增速略超我们及市场预期。公司在手订单充足，收入有支撑；受益资质、技术等，房建/基建份额或延续提升；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，分红率或有提升空间。预计公司 21-23 年归母净利分别为 521/591/670 亿，维持“买入”评级。

三大业务齐头并进，21Q1 收入/新签均高增，盈利能力后续或迎修复

公司 21Q1 收入延续 20Q2 以来高速增长态势。分业务看，房建、基建、地产开发收入分别同增 51%、50%、76% (分别较 19Q1 增长 35%、38%、32%)，其中房建业务收入占比同减 1.1pct 至 65.8%。新签角度，21Q1 房建、基建新签分别 yoy+28%、51% (分别较 19Q1 增长 16%、80%)，新签合同额分别 2.1x、1.7x 于同期收入；地产开发合约销售额 yoy+48% (较 19Q1 增长 31%)，2.3x 于同期确认收入。21Q1 公司综合毛利率同减 0.4pct 至 8.8%，为历史较低水平，料受原材料涨价阶段性影响较多，不具有持续性。资产结构优化致财务费用支出减少，期间费用率同减 0.2pct 至 3.9%。21Q1 净利率及归母净利率分别同减 0.3、0.2pct 至 3.5%、2.7%。我们认为后续毛利率有修复空间，现阶段净利率处于底部位置。

两金周转继续提速，现金流处于历史较好水平

21Q1 末公司资产负债率 74.1%，较 20FY 末提升 0.4pct。21Q1 两金 (应收+存货+合同资产) 周转天数 244 天，同减 94 天 (较 19Q1 减少 32 天)，两金周转总体仍呈逐步提速趋势，显示公司压减两金工作积极成效。21Q1 经营性现金流净流出 458 亿，同比少流出 452 亿，净流出规模处于历史较低水平；投资性现金流净流出 76 亿，同比多流出 5 亿，总体平稳。现金流向好背景下，分红率提升持续性值得期待 (20FY 分红率同增 1.5pct 至 20.0%)。

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

我们判断十四五期间地产投资有一定韧性，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。我们维持公司 21-23 年盈利预测为 521/591/670 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/5.8x，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)	5.01	4.67	4.03	3.55	3.13
市净率(P/B)	0.76	0.70	0.62	0.55	0.48
市销率(P/S)	0.15	0.13	0.12	0.11	0.09
EV/EBITDA	1.18	1.13	(3.39)	(0.42)	(2.77)

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 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)	209,740.84
流通 A 股市值(百万元)	203,222.91
每股净资产(元)	7.18
资产负债率(%)	74.08
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



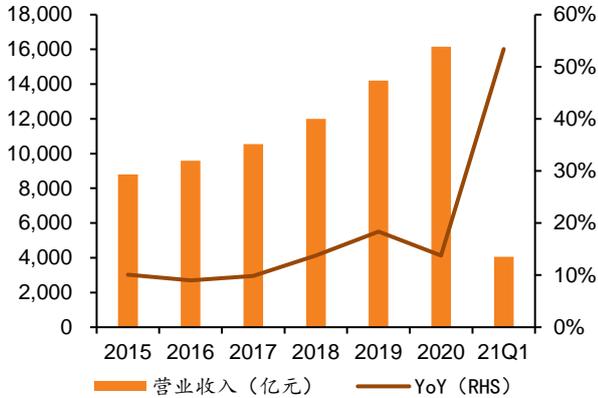
资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《中国建筑-年报点评报告:20Q4 收入、净利延续高增，20FY 分红率突破 20%》 2021-04-18
- 《中国建筑-季报点评:Q3 营收利润快速增长，第四期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

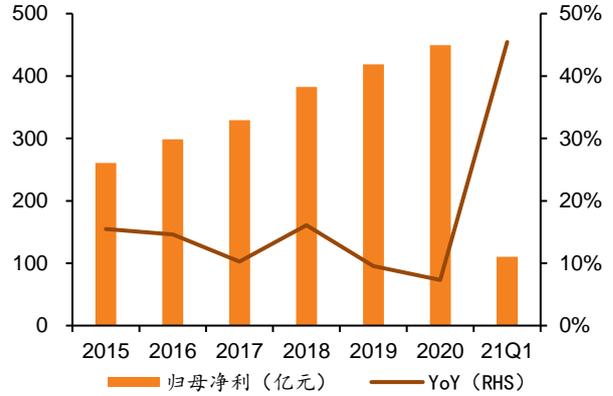
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近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		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
601390.SH	中国中铁	1,321.9	5.38	1.03	1.14	1.28	5.2	4.7	4.2
601186.SH	中国铁建	1,060.6	7.81	1.65	1.86	2.07	4.7	4.2	3.8
601800.SH	中国交建	1,105.7	6.84	1.00	1.21	1.35	6.8	5.7	5.1
601618.SH	中国中冶	677.7	3.27	0.38	0.43	0.49	8.6	7.6	6.6
601117.SH	中国化学	312.8	6.34	0.74	0.86	1.04	8.5	7.4	6.1
600068.SH	葛洲坝	330.6	7.18	0.93	1.24	1.40	7.7	5.8	5.1
601669.SH	中国电建	593.6	3.88	0.52	0.54	0.60	7.4	7.1	6.5
平均值							7.0	6.1	5.3
中位数							7.4	5.8	5.1
601668.SH	中国建筑	2,097.4	5.00	1.07	1.24	1.41	4.7	4.0	3.5

注：股价时间 2021/04/29；除中国建筑外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

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	5.01	4.67	4.03	3.55	3.13
市净率	0.76	0.70	0.62	0.55	0.48
EV/EBITDA	1.18	1.13	-3.39	-0.42	-2.77
EV/EBIT	1.28	1.20	-3.54	-0.44	-2.87

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