

中国建筑 (601668.SH)

业绩增长超预期，房建基建盈利能力大幅提升

营收业绩保持较快增长超预期，分红率连续三年提升。2021年公司实现营业收入18913亿元，同比增长17.1%；实现归母净利润514亿元，同比增长14.4%，扣非归母净利润增长16.0%，整体表现略超预期。分季度看，Q1/Q2/Q3/Q4分别实现营业收入4047/5320/4003/5543亿元，同增53.4%/14.6%/15.1%/2.9%（较19年复合增速分别为16.6%/17.1%/17.9%/11.5%）；分别实现归母净利润110/146/122/136亿元，同增45.5%/19.2%/7.9%/-1.7%（较19年复合增速分别为11.5%/13.0%/12.3%/6.8%）。四季度业绩放缓主要因地产业环境变化，收入增速放缓以及减值计提增加。2022年的经营目标是：新签合同额超过3.85万亿元，较21年实际增长9%，营业收入超过2.01万亿元，增长6.3%。分红方面，公司拟每10股派2.5元，合计分红约104.9亿元，增长16.4%，分红率为20.4%，较去年提升0.4个pct，连续三年提升，当前股息率为4.1%。

房建、基建盈利增长强劲，地产收入高增、盈利小幅下降。分业务看，2021年公司房建/基建/地产业务分别实现营业收入11471/4100/3309亿元，同增14.6%/17.7%/22.0%；实现毛利润897/428/697亿元，同增+33.2%/+45.1%/-2.0%。房建领域，公司持续稳固中高端房建市场领先地位，在超高层、工业厂房、教育设施、医疗设施等领域中标多批重点项目，同时加快数字化转型，推进绿色建造、智慧建造发展，板块毛利率大幅提升，盈利增长强劲。基建领域，持续优化业务结构转型，板块盈利水平明显提升。地产业务坚持稳健经营战略，受地产调控及结算土地成本上升等因素影响毛利率有所下降，因此盈利出现小幅下滑。

毛利率提升明显，营运指标改善，ROE提升至16.0%。盈利能力方面，2021年公司毛利率11.33%，YoY+0.50个pct，其中房建/基建/地产业务毛利率YoY+1.1/+1.9/-5.1个pct。受益于板块业务结构转型升级，房建、基建业务毛利率明显提升，驱动整体毛利率在地产拖累影响下仍同比明显改善。期间费用率4.85%，YoY+0.65个pct，其中销售/管理/研发/财务费用率YoY-0.02/+0.03/+0.53/+0.11个pct，研发费用率提升较多主要因公司加大重大工程建造装备、装配式/BIM等核心技术研发投入；财务费用率提升主要因公司业务规模扩张致资金需求上升，利息费用有所增加。资产（含信用）减值损失多计提约90亿元，新增计提预计主要为某地产客户坏账准备金。投资收益减少14亿元，主要因长期股权投资确认投资收益有所降低。少数股东权益占比降低2.79个pct。归母净利率2.72%，YoY-0.06个pct。**收款及营运能力方面**，公司2021年经营活动现金净流入144亿元，较去年同期收窄59亿元，主要因本期：1)房地产开发投入增加。2)原材料价格上升，公司加大材料储备，成本支出增加。收现比与付现比分别为107%/109%，YoY+0/+2个pct。存货周转率/应收账款周转率分别为2.4/11.1次，YoY+0.1/+0.8次，总资产周转率提高0.06次至0.83次，驱动平均ROE提升0.4个pct至16.0%，盈利质量持续提升。

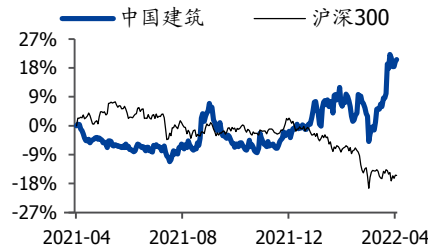
引领房地产行业新发展模式龙头，地产与施工两大业务均有望价值重估。当前政策支持和引导房地产行业积极探索新发展模式，未来行业有望进入良性循环和健康发展新阶段。我们理解新发展模式主要为：开发模式从“快周转、高杠杆”转向“竞品质”；供给模式坚持租购并举，加快保障房建设，注重存量运营；融资模式多元融资，保持健康财务结构，避免高杠杆。公司是引领房地产行业新发展模式龙头，地产与施工两大业务均有望价值重估：1)地产业务下属主要平台中海地产盈利能力长期保持行业一流，财务指标始终保持稳健审慎，杠杆率、融资成本均为行业最低区间，资产质量优异，在多数企业普遍采用“快周转、高杠杆”的时期已经在引领行业探索新的发展模式，未来竞争优势有望继续扩大。作为央企龙头受益行业供给侧改革加速，市占率有望持续提升，价值有望得到重估。假设给予公司施工业务22PE5X估值，当前市值隐含中海地产22PE仅4X，显著低于其他央企地产（招商蛇口PE11X、保利发展PE7X），修复空间巨大。2)施工业务基建属性有望不断增强，新发展模式下保障房业务有望快速增长，住宅业务回款风险显著降低，产业园区、市政、医疗等政府类项目占比提升，业务结构持续优化，未来公司施工业务的盈利能力有望不断提高，回款风险有望大幅下降，经营质量将明显提升，估值也有望向基建类企业靠拢。公司当前股价对应22年PE

买入（维持）

股票信息

行业	房屋建设
前次评级	买入
4月15日收盘价(元)	6.04
总市值(百万元)	253,322.79
总股本(百万股)	41,940.86
其中自由流通股(%)	97.36
30日日均成交量(百万股)	387.71

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

相关研究

1、《中国建筑(601668.SH)：引领房地产行业新发展模式龙头》2022-04-14

2、《中国建筑(601668.SH)：房建订单逆势增长，基建业务明显发力》2022-02-19

3、《中国建筑(601668.SH)：行业供给侧改革加速，央企龙头价值待重估》2022-01-22

为 4.5X，基建类央企中国交建 22 年 PE 为 7.5X，对比存在较大修复空间。

投资建议：我们预测公司 22-24 年归母净利润分别为 561/618/680 亿元，同比增长 9%/10%/10%，EPS 分别为 1.34/1.47/1.62 元/股，当前股价对应 PE 分别为 4.5/4.1/3.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：部分房地产企业信用风险冲击、监管政策变化风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,615,023	1,891,339	2,040,516	2,209,552	2,402,291
增长率 yoy（%）	13.7	17.1	7.9	8.3	8.7
归母净利润（百万元）	44,944	51,408	56,116	61,766	68,039
增长率 yoy（%）	7.3	14.4	9.2	10.1	10.2
EPS 最新摊薄（元/股）	1.07	1.23	1.34	1.47	1.62
净资产收益率（%）	12.3	12.2	11.7	11.6	11.4
P/E（倍）	5.6	4.9	4.5	4.1	3.7
P/B（倍）	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 4 月 15 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1577630	1714055	1915416	2046179	2235433
现金	295857	327461	367293	397719	408390
应收票据及应收账款	192431	198445	255003	264892	300353
其他应收款	54627	60952	63743	71281	75521
预付账款	42243	49378	49470	57567	58807
存货	675125	703446	789019	846491	965927
其他流动资产	317346	374374	390888	408229	426436
非流动资产	614544	674194	706058	738168	769834
长期投资	86439	100839	120167	139679	159302
固定资产	39127	43456	43409	44672	46552
无形资产	22559	20653	21705	23214	25017
其他非流动资产	466419	509246	520776	530603	538964
资产总计	2192174	2388249	2621473	2784348	3005268
流动负债	1196015	1274618	1397608	1449559	1552314
短期借款	29317	59946	137814	149377	155418
应付票据及应付账款	507653	524029	591876	597586	655115
其他流动负债	659045	690643	667918	702597	741781
非流动负债	419064	473929	499406	521966	541608
长期借款	381680	434197	459674	482234	501876
其他非流动负债	37384	39732	39732	39732	39732
负债合计	1615079	1748547	1897014	1971525	2093922
少数股东权益	276674	295802	324443	356994	393159
股本	41965	41948	41948	41948	41948
资本公积	10266	11261	11261	11261	11261
留存收益	242055	282925	355597	437453	529278
归属母公司股东权益	300421	343900	400016	455828	518187
负债和股东权益	2192174	2388249	2621473	2784348	3005268

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	20272	14361	37105	46807	37464
净利润	70950	77732	84757	94317	104204
折旧摊销	8888	9928	9037	10733	12898
财务费用	7798	11124	10320	9454	10258
投资损失	-6152	-4710	-5180	-5064	-5276
营运资金变动	-62958	-94019	-62088	-62866	-84789
其他经营现金流	1745	14306	260	233	170
投资活动现金流	-52628	-32444	-35980	-38013	-39457
资本支出	49498	31118	12535	12598	12044
长期投资	-6849	-6445	-19328	-19513	-19622
其他投资现金流	-9979	-7771	-42773	-44927	-47036
筹资活动现金流	30818	52483	-39161	10070	6621
短期借款	819	30629	0	0	0
长期借款	34282	52517	25477	22560	19642
普通股增加	-11	-17	0	0	0
资本公积增加	-1762	995	0	0	0
其他筹资现金流	-2511	-31641	-64638	-12490	-13021
现金净增加额	-3866	33694	-38036	18864	4629

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1615023	1891339	2040516	2209552	2402291
营业成本	1440132	1677137	1813345	1962612	2129591
营业税金及附加	15896	14779	15945	17265	18771
营业费用	5522	6177	6519	7142	7875
管理费用	28983	34534	38349	41151	44216
研发费用	25523	39927	42851	45296	50448
财务费用	7798	11124	10320	9454	10258
资产减值损失	-328	-3418	-7142	-7733	-9609
其他收益	613	768	0	0	0
公允价值变动收益	51	-237	-260	-233	-170
投资净收益	6152	4710	5180	5064	5276
资产处置收益	166	327	0	0	0
营业利润	94482	100601	110967	123729	136630
营业外收入	809	832	886	955	871
营业外支出	1000	547	1414	1646	1152
利润总额	94291	100886	110439	123039	136349
所得税	23340	23154	25682	28722	32145
净利润	70950	77732	84757	94317	104204
少数股东损益	26006	26325	28641	32551	36165
归属母公司净利润	44944	51408	56116	61766	68039
EBITDA	121270	133280	129795	146540	162628
EPS (元)	1.07	1.23	1.34	1.47	1.62

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	13.7	17.1	7.9	8.3	8.7
营业利润(%)	12.8	6.5	10.3	11.5	10.4
归属于母公司净利润(%)	7.3	14.4	9.2	10.1	10.2
获利能力					
毛利率(%)	10.8	11.3	11.1	11.2	11.4
净利率(%)	2.8	2.7	2.8	2.8	2.8
ROE(%)	12.3	12.2	11.7	11.6	11.4
ROIC(%)	10.2	10.0	8.8	9.1	9.2
偿债能力					
资产负债率(%)	73.7	73.2	72.4	70.8	69.7
净负债比率(%)	40.0	43.5	39.6	36.1	34.2
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	8.7	9.7	9.0	8.5	8.5
应付账款周转率	2.9	3.3	3.3	3.3	3.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.23	1.34	1.47	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.34	0.88	1.12	0.89
每股净资产(最新摊薄)	6.92	7.96	9.30	10.63	12.12
估值比率					
P/E	5.6	4.9	4.5	4.1	3.7
P/B	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.3	6.2	6.7	6.2	5.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 4 月 15 日收盘价

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中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
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	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：021-38124100

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