

# 中国建筑 (601668.SH)

## 施工盈利能力大幅提升，龙头经营韧性足价值待重估

营收业绩稳健增长，龙头经营韧性十足。2022H1公司实现营业收入10608亿元，同增13.2%；实现归母净利润285亿元，同增11.2%，显示出较强经营韧性。扣非归母净利润249亿元，同增1.4%，增速低于归母业绩主要系：1)报告期内下属子公司收购参股公司股权产生重估收益约12亿元(中海地产一季度收购雅乐居、世茂所持有的广州亚运城项目股权)。2)减值准备转回21亿元。分季度看，Q1/Q2分别实现营业收入4854/5753亿元，同增19.9%/8.1%；分别实现归母净利润129.2/155.8亿元，同增17.6%/6.4%，Q2增长有所放缓，主要系1)二季度地产收入增速环比下滑较多(Q1/Q2地产收入分别同比变动+34%/-8%)。2)二季度集中计提较多减值。分区域看，境内/境外分别实现收入10047/561亿元，同增13%/27%。

房建业务结构持续优化，基建盈利增长强劲。分业务看，2022H1公司房建/基建/房地产业务分别实现营收6794/2229/1520亿元，同增14.0%/15.2%/3.7%；实现毛利润472/243/319亿元，同比分别变动+18.6%/+36.8%/-13.1%。房建领域，公司持续加大高科技工业厂房、教育设施、医疗卫生设施等中高端房建项目开拓力度，推动业务结构优化，板块盈利质量明显提升。同时加强在超高层建筑、大跨空间结构、快速建造、绿色建造、智慧建造等领域核心优势，房建龙头地位持续稳固。基建领域，受益稳增长政策推动，业务实现快速增长，公路、轨交等传统基建类订单增速亮眼(YoY+49%/+39%)，抽水蓄能、分布式光伏、5G基站等新基建、新能源领域持续开拓，板块盈利大幅上升。地产业务坚持稳健经营战略，受地产行业整体形势及结算土地成本上升等因素影响盈利水平有所下滑，导致业绩负增长。

施工业务毛利率稳步提升，Q2现金流明显改善。2022H1公司毛利率10.2%，同比下滑0.32个pct，预计主要受地产业务拖累。分业务看，上半年房建/基建/房地产业务毛利率分别为6.9%/10.9%/21.0%，同比分别变动+0.2/+1.7/-4.1个pct，施工业务盈利能力持续提升。期间费用率为4.50%，同比提升0.39个pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动-0.05/-0.21/+0.34/+0.31个pct。管理费用率下行主要系公司加强费用管控力度；财务费用率上升主要系利息费用及汇兑损失较去年同期增加所致。资产(含信用)减值损失多计提约50亿元，新增计提预计主要为部分民营客户坏账准备金(其中应收账款信用减值计提70亿，合同资产计提13亿)。投资收益同比增加18亿元，主要系长期股权投资确认投资收益增加。少数股东权益占比降低5.26个pct。净利率小幅下滑0.05个pct至2.69%。上半年公司经营活动现金净流出689亿元，较去年同期多流出191亿元，主要因一季度部分子公司利用疫情平复期加快项目进程，付款比例提升。Q2单季现金流净流入536亿元，较去年同期多流入576亿元，边际明显改善。

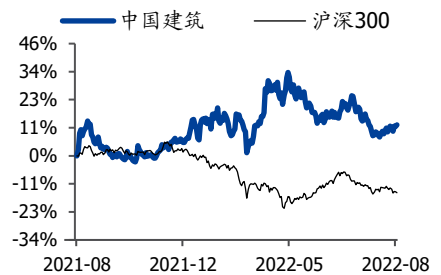
1-7月新签订单稳健增长结构优化，新开工与竣工明显加快。公司公告1-7月新签建筑施工合同19657亿元，同比增长13.4%，较1-6月放缓1个pct，其中新签房建合同14073亿元，同比增长7.9%，在地产行业低迷环境下仍实现稳健增长，彰显龙头韧性，预计主要系学校、卫生、园区、城市更新等政府公建类项目占比提升，业务结构优化有望促板块经营质量不断提高；新签基础设施建设合同5513亿元，同比增长30.8%，继续维持较高增速，在总订单中占比持续提升。1-7月新开工面积同比下滑9.2%，较1-6月跌幅收窄11.6个pct；竣工面积同比增长16.3%，较1-6月也

### 买入(维持)

#### 股票信息

行业	房屋建设
前次评级	买入
8月29日收盘价(元)	5.04
总市值(百万元)	211,349.54
总股本(百万股)	41,934.43
其中自由流通股(%)	97.38
30日日均成交量(百万股)	145.14

#### 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):再议稳增长龙头重估空间》2022-05-16
- 2、《中国建筑(601668.SH):收入业绩快速增长,龙头经营韧性十足》2022-04-29
- 3、《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》2022-04-16

大幅加速，均显示公司房建施工业务有明显加快。

**公司地产与施工两大业务价值均有望得到重估：**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，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。2) 施工业务基建属性有望不断增强，基础设施、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。

**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 3.8/3.4/3.1 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**应收账款减值风险、项目进度不达预期、地产毛利率大幅下行、疫情反复风险。

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）	4.7	4.1	3.8	3.4	3.1
P/B（倍）	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 8 月 29 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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	2192174	2388249	2621473	2784348	3005268
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	2192174	2388249	2621473	2784348	3005268

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	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
<b>现金净增加额</b>	-3866	33694	-38036	18864	4629

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	94291	100886	110439	123039	136349
所得税	23340	23154	25682	28722	32145
<b>净利润</b>	70950	77732	84757	94317	104204
少数股东损益	26006	26325	28641	32551	36165
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>成长能力</b>					
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
<b>获利能力</b>					
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
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标 (元)</b>					
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)	6.93	7.96	9.30	10.63	12.12
<b>估值比率</b>					
P/E	4.7	4.1	3.8	3.4	3.1
P/B	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	5.9	5.9	6.3	5.9	5.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 29 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