

公司研究

抄底优质土地资产，工程毛利率及回款有改善

——中国建筑（601668.SH）2022年半年度报告点评

买入（维持）

当前价：5.14元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

联系人：高鑫

021-52523872

xingao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	419.34
总市值(亿元)	2155.43
一年最低/最高(元)	4.32/6.11
近3月换手率	31.94%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.22	-6.78	16.63
绝对	2.59	-2.48	5.14

资料来源：Wind

相关研报

房建订单增长提速，拿地力度持续加大——中国建筑（601668.SH）2022年6月经营数据点评（2022-07-18）

基建订单增长强劲，销售额及新开工环比改善——中国建筑（601668.SH）2022年5月经营数据点评（2022-06-18）

大雪压青松，青松挺且直——中国建筑（601668.SH）深度跟踪报告（2022-05-31）

要点

事件：中国建筑发布2022年半年度报告。22H1，公司实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润10608/285/249亿元，同比+13%/+11%/+1%；22Q2，公司实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润同比+8%/+6%/-1%。

点评：

建筑业务盈利改善：基建订单高增长，毛利率显著提升。

22H1，公司房建业务/基建业务实现营业收入6794/2229亿元，同比+14%/+15%；房建/基建业务新签订单同比+9.1%/+31.1%；完成基础设施和房建经营性投资约290亿元，同比-37%；实现投资回款209亿元，同比-6%。房建/基建毛利率分别为6.9%/10.9%，同比+0.2/1.7pcts；工程业务毛利率同比改善主要由于：1) 集采优化成本；2) 竞争格局优化带来项目利润率提升；3) 建筑提标增质带来项目利润率改善。

地产抄底优质资产：行业下行期逆势加大拿地。

22H1，公司房地产业务实现营业收入/合约销售额1520/1860亿元，同比+4%/-15%，实现合约销售面积725万平方米，同比-28%。22H1，公司地产业务毛利率21%，同比-4.1pcts。22H1，公司房地产开发业务完成投资额1532亿元，同比+27%。22Q2，公司逆势加大拿地力度，新购置土地储备471万平方米，同比+42%。截至22Q2末，公司拥有土地储备约9588万平方米（静态库存5年）。中国建筑有望凭借其充沛的资金实力，在行业下行期实现地产业务的逆势扩张。

费用率略增，加大减值计提，少数股东损益减少增厚归母净利润。

22H1费用率约为4.5%，同增0.4pct，主要系汇兑损益影响。减值损失总计达86亿元，半年度减值规模创历史之最；除账龄减值外，公司审慎角度加大单项减值及合同资产减值力度，主要系地产商风险扩散影响所致。通常情况下工程款项偿付优先级较高，随着“保交付”等政策的推进，上述款项存转回可能性。少数股东损益同比减少约18亿元，主要由于合营联营地产项目结利减少。

22Q2经营性现金流亮眼，工程回款改善是主因。

22H1，其CFO为-689亿元，同比-191亿元；公司收现比为96%，同比-6pcts；22Q2，CFO为536亿元，同比+576亿元。经营性现金流在地产合约销售走弱且公司购置土地支出大幅增加的情景下改善，主要由于其加大对于房建/基建项目的回款催收力度所致。项目回款改善在经济下行背景下，尤显央企议价能力。

地产业务逆势扩张，建筑业务边际改善，维持“买入”评级：

中国建筑在建筑业、房地产行业的竞争力无可撼动。22H1，公司建筑业务盈利改善，房建及基建业务毛利率均同比回升；房地产业务在行业下行期加大拿地，有望在行业底部实现逆势扩张。22Q2经营性现金流显著改善，主要由于其加大了建筑业务回款催收力度所致，央企议价能力突显。维持公司22-24年归母净利润预测606.2亿元、715.05亿元、841.96亿元。现价对应公司22年动态市盈率3.6x，估值已至历史低位，配置价值显著，维持“买入”评级。

风险提示：房屋建设需求下滑风险，基建投资增速下滑风险，房地产业务拿地价格过高风险。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,615,023	1,891,339	2,118,084	2,349,811	2,596,823
营业收入增长率	13.75%	17.11%	11.99%	10.94%	10.51%
净利润 (百万元)	44,944	51,408	60,620	71,505	84,196
净利润增长率	7.31%	14.38%	17.92%	17.96%	17.75%
EPS (元)	1.07	1.23	1.45	1.71	2.01
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.96%	14.95%	15.38%	15.78%	16.10%
P/E	4.8	4.2	3.6	3.0	2.6
P/B	0.72	0.63	0.55	0.48	0.41

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-08-31, 注: 2020 年中国建筑总股本为 419.65 亿股, 2021 年为 419.48 亿股, 2022 年为 419.34 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,615,023	1,891,339	2,118,084	2,349,811	2,596,823
营业成本	1,440,132	1,677,137	1,879,009	2,081,898	2,295,468
折旧和摊销	8,590	9,500	9,557	11,477	13,746
税金及附加	15,896	14,779	14,896	15,864	16,831
销售费用	5,522	6,177	6,682	7,057	7,409
管理费用	28,983	34,534	35,580	38,288	40,621
研发费用	25,523	39,927	44,714	49,606	54,821
财务费用	7,798	11,124	14,985	17,836	19,722
投资收益	6,152	4,710	4,710	4,710	4,710
营业利润	94,482	100,601	119,526	136,978	156,893
利润总额	94,291	100,886	119,812	137,263	157,178
所得税	23,340	23,154	28,096	30,953	33,087
净利润	70,950	77,732	91,715	106,310	124,092
少数股东损益	26,006	26,325	31,095	34,804	39,896
归属母公司净利润	44,944	51,408	60,620	71,505	84,196
EPS(元)	1.07	1.23	1.45	1.71	2.01

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	20,272	14,361	16,524	29,905	41,666
净利润	44,944	51,408	60,620	71,505	84,196
折旧摊销	8,590	9,500	9,557	11,477	13,746
净营运资金增加	106,730	23,442	111,353	117,402	128,441
其他	-139,993	-69,987	-165,006	-170,480	-184,717
投资活动产生现金流	-52,628	-32,444	-119,836	-46,408	-46,408
净资本支出	-46,220	-28,321	-51,118	-51,118	-51,118
长期投资变化	86,439	100,839	0	0	0
其他资产变化	-92,846	-104,962	-68,718	4,710	4,710
融资活动现金流	30,818	52,483	142,569	56,623	47,508
股本变化	-11	-17	-14	0	0
债务净变化	34,230	76,358	165,572	84,310	78,883
无息负债变化	48,232	57,110	71,306	70,540	70,684
净现金流	-3,866	33,694	39,258	40,121	42,767

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	10.8%	11.3%	11.3%	11.4%	11.6%
EBITDA 率	6.8%	7.0%	7.0%	7.2%	7.6%
EBIT 率	6.2%	6.5%	6.5%	6.7%	7.0%
税前净利润率	5.8%	5.3%	5.7%	5.8%	6.1%
归母净利润率	2.8%	2.7%	2.9%	3.0%	3.2%
ROA	3.2%	3.3%	3.4%	3.6%	3.9%
ROE (摊薄)	15.0%	14.9%	15.4%	15.8%	16.1%
经营性 ROIC	10.5%	12.7%	10.9%	11.0%	11.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	74%	73%	73%	72%	71%
流动比率	1.32	1.34	1.29	1.32	1.35
速动比率	0.75	0.79	0.76	0.78	0.80
归母权益/有息债务	0.60	0.60	0.53	0.55	0.58
有形资产/有息债务	4.31	4.08	3.57	3.48	3.44

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	2,192,174	2,388,249	2,706,355	2,955,142	3,214,458
货币资金	295,857	327,461	366,718	406,839	449,606
交易性金融资产	244	72	72	72	72
应收账款	160,442	180,700	200,129	220,711	240,923
应收票据	31,989	17,746	19,873	22,047	24,365
其他应收款 (合计)	54,627	60,952	74,648	90,536	109,344
存货	675,125	703,446	788,287	873,747	963,565
其他流动资产	98,099	114,599	129,493	144,714	160,940
流动资产合计	1,577,630	1,714,055	1,921,397	2,134,714	2,361,033
其他权益工具	5,838	5,065	5,065	5,065	5,065
长期股权投资	86,439	100,839	100,839	100,839	100,839
固定资产	39,127	43,456	47,108	53,081	60,054
在建工程	10,933	3,707	19,117	30,675	39,343
无形资产	22,559	20,653	40,040	59,039	77,658
商誉	2,290	2,238	2,238	2,238	2,238
其他非流动资产	139,946	229,427	302,855	302,855	302,855
非流动资产合计	614,544	674,194	784,958	820,428	853,425
总负债	1,615,079	1,748,547	1,985,425	2,140,275	2,289,842
短期借款	29,317	59,946	205,518	269,827	328,711
应付账款	502,387	516,476	538,138	554,507	568,593
应付票据	5,266	7,553	8,462	9,376	10,338
预收账款	607	782	876	972	1,074
其他流动负债	66,462	75,999	83,825	91,824	100,349
流动负债合计	1,196,015	1,274,618	1,489,027	1,621,354	1,748,231
长期借款	292,897	334,736	354,736	374,736	394,736
应付债券	88,782	99,461	99,461	99,461	99,461
其他非流动负债	31,328	34,337	36,806	39,330	42,019
非流动负债合计	419,064	473,929	496,398	518,921	541,611
股东权益	577,095	639,702	720,931	814,867	924,616
股本	41,965	41,948	41,934	41,934	41,934
公积金	20,367	24,104	30,180	32,241	32,241
未分配利润	231,953	270,082	314,153	371,223	441,077
归属母公司权益	300,421	343,900	394,034	453,165	523,019
少数股东权益	276,674	295,802	326,897	361,701	401,597

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.34%	0.33%	0.32%	0.30%	0.29%
管理费用率	1.79%	1.83%	1.68%	1.63%	1.56%
财务费用率	0.48%	0.59%	0.71%	0.76%	0.76%
研发费用率	1.58%	2.11%	2.11%	2.11%	2.11%
所得税率	25%	23%	23%	23%	21%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.21	0.25	0.30	0.34	0.40
每股经营现金流	0.48	0.34	0.39	0.71	0.99
每股净资产	7.16	8.20	9.40	10.81	12.47
每股销售收入	38.48	45.09	50.51	56.04	61.93

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	4.8	4.2	3.6	3.0	2.6
PB	0.72	0.63	0.55	0.48	0.41
EV/EBITDA	9.8	8.7	9.4	9.1	8.6
股息率	4.2%	4.9%	5.7%	6.7%	7.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE