

2023年03月22日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 建筑央企市场化先锋，龙头“本固枝荣”

## —中国建筑（601668.SH）公司动态研究报告

### 买入（首次）

### 投资要点

分析师：黄俊伟 S1050522060002  
huangjw@cfsc.com.cn  
联系人：华潇 S1050122110013  
huaxiao@cfsc.com.cn

#### 基本数据

2023-03-22

当前股价（元）	6.09
总市值（亿元）	2554
总股本（百万股）	41934
流通股本（百万股）	41320
52周价格范围（元）	4.74-6.28
日均成交额（百万元）	1391.08

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

#### 相关研究

#### ■ 建筑龙头经营“本固枝荣”

公司是我国建筑领域由中央直管的国有骨干企业，经营业绩遍布一百多个国家和地区，业务布局涵盖投资开发、工程建设、勘察设计等板块。2022年Q1-Q3，公司营业总收入15352.74亿元，同比增长14.82%；归母净利润435.14亿元，同比增长15.05%；2011-2021年，公司营业总收入/归母净利润从4828.37/135.37亿元增长至18913.39/514.08亿元，CAGR为14.63%/14.27%，经营本固枝荣，业绩稳中有升。房建/基建/地产为公司三大核心主营业务，占公司2021年营收比重为60.7%/21.7%/17.5%，利润占比为24.28%/18.95%/56.52%。公司2022年Q1-Q3在房建、基建、地产业务营收分别为9751/3588/1803亿元，毛利率分别为7.2%/9.9%/19.3%。受益稳增长政策，房建/基建业务景气度回暖，营收同比高增20.4%/30.9%；受需求疲弱与疫情影响，地产业务承压下行，营收同比减少9.3%。

公司经营水平在八大建筑央企中名列前茅，龙头地位稳固。公司近十年维持约16%的净资产收益率，长期领跑八大建筑央企；应收账款周转率持续上行，2017-2021年由7.63次增加至11.09次，5年增长45.35%，回款能力不断提升；资产负债率稳中有降，2017-2021年减少6.1%。

#### ■ 房建基建市占率仍在提升，地产高弹性复苏彰显央企优势

施工业务方面，公司近年来在新领域订单承接力度加强：2022年前三季度工业厂房领域新签合同额2655亿元，同比增长96.6%；教育设施领域新签合同额1154亿元，同比增长48%，新领域订单高增对冲住宅领域订单下滑，带动整体房建订单新签合同额实现逆势增长。基建方面，2022年前三季度，公司抓住“适度超前开展基础设施投资”政策机遇，聚焦交通、环保、能源、水利等政策支持领域，实现了基建业务新签合同额30.9%的同比高增。整体来看，公司逐渐朝着综合性建筑企业进发，建筑业务市占率进一步提升。

地产业务承压，但显著好于其他房企，复苏受益显著。2022年，公司地产合约销售额同比下降4.9%，但下半年业绩强力

回升，转暖趋势显著。中指研究院数据显示，2022年TOP100房企销售额同比下降41.3%，公司房地产业务显著优于其他房企，有望随行业出清进一步提升市占率。

2023年1-2月，公司新签合同总额达6211亿元，同比增长30.2%。其中，房建/基建新签合同额4268/1389亿元，同比增长20.4%/55.1%；地产合约销售额535亿元，同比增长71.1%，央企优势充分体现。

### ■ 央国企价值重估正当时，公司市场化程度高/价值重估潜力大

2022年11月21日，证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上提出，要“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”。2023年1月，国资委召开中央企业负责人会议，将央企考核体系从“两利四率”调整为“一利五率”，将ROE替代净利率、营业现金比率替代营业收入作为考核标准。考核体系的变更有望促进公司改善现金流状况，为其未来发展提供长足动能。

公司在建筑央企里面市场化程度位居前列，体现在：1) 公司在8大建筑央企中最早于2013年实施了限制性股票激励计划，截至2020年已开展四期。公司于2020年12月23日进行了第四期A股限制性股票计划授予，激励对象为2765名，授予91,203.6万股，要求为ROE/扣非净利润复合增长率不低于12%/7%；2) 多个子公司分拆上市，如中国建筑国际(03311.HK)、中国海外发展、中国建筑兴业等均为中国建筑子公司，无论母公司还是三个上市子公司市值均保持稳定增长态势，充分体现长期价值属性。

在央国企价值重估的大背景下，公司ROE长期领先其他建筑央企，且估值水平已处于上市以来的绝对低位。截至2023年3月22日，公司PE(TTM)/PB仅为4.47/0.71，位于2013年以来的8.11%/7.62%分位。从股息率来看，公司当前股息率4.11%，股息率处于8大建筑央企中最高水平，此外，公司未分配利润/市值为3017.04亿/2554亿，分红率提升潜力大。

### ■ 盈利预测

预测公司2022-2025年收入分别为21264.05、23819.73、26362.31亿元，EPS分别为1.35、1.49、1.66元，当前股价对应PE分别为4.51、4.09、3.67倍，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

(1) 相关项目进展不及预期；(2) 投资不及预期；(3) 业务拓展不及预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入 (百万元)	1,891,339	2,126,405	2,381,973	2,636,231
增长率 (%)	17.1%	12.4%	12.0%	10.7%
归母净利润 (百万元)	51,408	56,568	62,484	69,711
增长率 (%)	14.4%	10.0%	10.5%	11.6%
摊薄每股收益 (元)	1.23	1.35	1.49	1.66
ROE (%)	8.0%	8.4%	8.7%	9.2%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	327,461	303,035	280,302	261,152
应收款	259,397	291,636	326,687	361,559
存货	703,446	802,809	896,796	994,999
其他流动资产	423,752	470,940	522,243	573,284
流动资产合计	1,714,055	1,868,420	2,026,029	2,190,994
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	44,077	44,077	44,077	44,077
固定资产	43,456	42,783	40,820	38,455
在建工程	3,707	1,483	593	237
无形资产	20,653	19,620	18,588	17,607
长期股权投资	100,839	100,839	100,839	100,839
其他非流动资产	505,540	505,540	505,540	505,540
非流动资产合计	674,194	670,264	666,379	662,677
资产总计	2,388,249	2,538,685	2,692,408	2,853,671
<b>流动负债:</b>				
短期借款	59,946	59,946	59,946	59,946
应付账款、票据	524,029	598,049	668,064	741,220
其他流动负债	366,908	366,908	366,908	366,908
流动负债合计	1,274,618	1,388,874	1,502,633	1,619,310
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	434,197	434,197	434,197	434,197
其他非流动负债	39,732	39,732	39,732	39,732
非流动负债合计	473,929	473,929	473,929	473,929
负债合计	1,748,547	1,862,802	1,976,562	2,093,239
<b>所有者权益</b>				
股本	41,948	41,934	41,934	41,934
股东权益	639,702	675,882	715,846	760,432
负债和所有者权益	2,388,249	2,538,685	2,692,408	2,853,671

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	77732	85535	94481	105409
少数股东权益	26325	28967	31997	35698
折旧摊销	9500	3930	3833	3651
公允价值变动	-237	-237	-237	-237
营运资金变动	-98959	-64535	-66582	-67439
经营活动现金净流量	14361	53661	63493	77082
投资活动现金净流量	-32444	2897	2852	2721
筹资活动现金净流量	-6342	-49355	-54517	-60823
现金流量净额	-24,425	7,203	11,828	18,980

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,891,339	2,126,405	2,381,973	2,636,231
营业成本	1,677,137	1,899,150	2,119,060	2,353,795
营业税金及附加	14,779	14,885	19,056	18,454
销售费用	6,177	4,253	7,146	5,272
管理费用	34,534	34,022	42,876	44,816
财务费用	11,124	13,452	14,088	14,624
研发费用	39,927	42,528	50,021	55,361
费用合计	91,762	94,255	114,131	120,074
资产减值损失	-9,211	-9,211	-9,211	-9,211
公允价值变动	-237	-237	-237	-237
投资收益	4,710	4,710	4,710	4,710
营业利润	100,601	110,728	122,338	136,521
加:营业外收入	832	832	832	832
减:营业外支出	547	547	547	547
利润总额	100,886	111,013	122,623	136,806
所得税费用	23,154	25,478	28,142	31,397
净利润	77,732	85,535	94,481	105,409
少数股东损益	26,325	28,967	31,997	35,698
归母净利润	51,408	56,568	62,484	69,711

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	17.1%	12.4%	12.0%	10.7%
归母净利润增长率	14.4%	10.0%	10.5%	11.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	11.3%	10.7%	11.0%	10.7%
四项费用/营收	4.9%	4.4%	4.8%	4.6%
净利率	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
ROE	8.0%	8.4%	8.7%	9.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	73.2%	73.4%	73.4%	73.4%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	7.3	7.3	7.3	7.3
存货周转率	2.4	2.4	2.4	2.4
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	1.23	1.35	1.49	1.66
P/E	5.0	4.5	4.1	3.7
P/S	0.1	0.1	0.1	0.1
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7

## ■ 建筑建材组介绍

**黄俊伟：**同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过 5 年建筑建材行业研究经验和 3 年建筑建材实业从业经验。

**华潇：**复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

## ■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。