

净利润略降，房建地产业务优化升级

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年报, 2022年全年实现营业收入2.1万亿元, 同比增长8.6%; 实现归母净利润509.5亿元, 同比降低1.2%, 实现摊薄EPS 1.22元。
- **基建业务营收增速高, 海外经营量质齐升。** 2022年全年实现营业收入2.1万亿元, 同比增长8.6%; 实现归母净利润509.5亿元, 同比降低1.2%, 主要系研发、财务费用同比分别多增98.3亿元、85.5亿元所致。分业务看, 房建业务实现营业收入12651亿元, 同比增长10.3%; 基建业务实现营收4935亿元, 同比增长20.0%; 房地产业务实现营业收入2820亿元, 同比下降14.8%; 勘察设计业务实现营业收入108亿元, 同比减少0.4%。22年公司抢抓国家适度超前开展基建投资的机遇, 基建业务增速亮眼, 占比从2020年的21.6%提升至2022年的24%, 在房地产承压的背景下, 基建拉动营收持续增长。分地区看, 境内业务实现营收1.9万亿, 同比增长8%, 境外业务实现营收1079亿元, 同比增加20.9%, 今年我国对外合作佳音频传, 公司乘“一带一路”之风, 实现海外经营量质齐升。
- **毛利率降低, 现金净流出增加。** 2022年公司实现毛利润2149亿元, 同比增长0.1%; 毛利率10.5%, 与上年同期相比减少0.9pp。其中, 房建、基建、房地产开发、勘察设计业务分别实现毛利率8%、10.5%、19%、20.8%, 房建业务毛利率同比+0.1pp、地产业务毛利率同比-2.1pp。2022年期间费用率5.4%, 同比+0.5pp, 主要是由于本年美元及港币兑人民币汇率变动较大, 导致汇兑损失较上年增长较多, 财务费用同比+74.2%。计提资产及信用减值损失共计135.5亿元。经营活动产生的现金流量净额38.3亿元, 同比-72.6%, 主要系本期支付的工程款、房地产开发款及购贷款增加所致。
- **中高端房建领域优势稳固, 订单结构持续优化。** 2022年公司完成新签合同额3.9万亿元, 同比增长10.6%, 公司在京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区等国家重点投资区域新签合同额3.5万亿元, 占比88.4%。房建业务新签合同额2.5万亿, 同比+12.7%; 基建业务新签合同额1.0万亿, 同比+20.3%; 勘察设计业务新签合同额136亿元, 同比+5.6%。公司在房建领域具备绝对优势, 坚持“高端市场、高端客户、高端项目”的营销策略, 订单结构持续优化, 公共建筑类项目新签合同额占比提升, 住宅地产类项目占比下降。分地区看, 境内业务新签合同额3.3万亿, 同比+13.3%, 境外业务新签合同额1520亿元, 同比+0.2%。截至2022年年末, 公司在手订单总金额7.1万亿, 其中, 已签订合同但尚未开工项目金额2.7万亿, 在建项目中未完工部分金额4.4万亿。
- **行业遇冷背景下, 地产销售保持稳健。** 房地产业务全年实现合约销售额4016亿元, 同比-4.9%; 合约销售面积1722万平方米, 同比下降19.7%; 全年新增土地储备1489万平方米, 本年新增土地储备超九成位于一、二线城市, 其中位于北京市、上海市、广州市等一线城市、直辖市及省会城市的新增土地储备占比超85%, 土地储备结构进一步优化。2022年, 中国TOP100房企累计销售额同比-42.3%, 行业遇冷背景下, 公司地产销售依旧保持稳健。2023年以来, 地产销售数据逐渐回暖, 跌幅持续缩窄, 我们认为中国建筑拥有中海地产、中建地产两大优质品牌, 有望在行业洗牌中获得快速增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年EPS分别为1.40元、1.65元、1.87元, 对应PE分别为5、4、4倍。同行业可比公司2023年平均估值7.12倍, 给予公司2023年6倍PE, 对应目标价8.40元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行风险、基建投资不及预期风险、海外地缘政治及金属价格波动风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	20550.52	23330.36	26678.80	30536.00
增长率	8.66%	13.53%	14.35%	14.46%
归属母公司净利润(亿元)	509.50	586.47	690.50	782.43
增长率	-0.89%	15.11%	17.74%	13.31%
每股收益EPS(元)	1.21	1.40	1.65	1.87
净资产收益率ROE	10.17%	10.93%	11.42%	11.65%
PE	5	5	4	4
PB	0.72	0.64	0.56	0.49

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 颜阳春
执业证号: S1250517090004
电话: 021-58351883
邮箱: yyc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	419.34
流通A股(亿股)	413.20
52周内股价区间(元)	4.74-6.58
总市值(亿元)	2,759.29
总资产(亿元)	23,953.22
每股净资产(元)	8.00

相关研究

1. 中国建筑(601668): Q3业绩喜人, 基建订单加速增长 (2022-10-31)
2. 中国建筑(601668): 抢抓政策机遇, 基建业务快速增长 (2022-08-31)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2022 年公司房屋建设业务新签订单增速 9.9%，增速有所提升，我们推测房建业务保持稳定增长，预计 2023-2025 房建领域建设规模增速 13.0%、13.0%、13.0%，毛利率维持 8%；

假设 2：公司基建业务优化转型，规模快速增长，2022 年新签订单同比增长 20.3%，维持高增长，预计基础设施建设业务 2023-2025 年建设规模每年增速为 20.0%，毛利率维持 10.5%；

假设 3：房地产开发与投资业务受国家宏观调控政策影响，2022 年销售金额与和销售面积同比下降 4.9%/19.7%，公司旗下中海地产及中建地产长期坚持稳健经营战略，财务指标优异，融资能力强，竞争优势有望进一步强化，地产业务保持一定成长性，但受到宏观大环境影响，我们推测地产业务增速小幅稳定增长，预计 2023-2025 年销售增速为 5%、10%、10%，毛利率维持 19.0%；

假设 4：公司持续推进勘察设计业务转型，提质增效保持稳健发展，毛利率保持在 21.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
房屋建设	收入	12650.8	14295.4	16153.8	18253.8
	增速	10.3%	13.0%	13.0%	13.0%
	毛利率	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
基础设施建设	收入	4935.0	5922.0	7106.4	8527.6
	增速	20.4%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
房地产开发与投资	收入	2820.5	2961.5	3257.6	3583.4
	增速	-14.8%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
设计勘察	收入	107.6	113.0	118.7	124.6
	增速	-0.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	20.8%	21.0%	21.0%	21.0%
合计	收入	20550.5	23330.4	26678.8	30536.0
	增速	17.1%	13.5%	14.4%	14.5%
	毛利率	10.5%	10.3%	10.3%	10.3%

数据来源：Wind，西南证券

同行业可比公司 2023 年平均估值 7.12 倍，给予公司 2023 年 6 倍 PE，对应目标价 8.40 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

代码	证券简称	股价 (2023/4/17)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600170.SH	上海建工	2.87	0.41	0.51		6.10	5.65	
601155.SH	新城控股	16.91	2.08	2.42	2.60	8.14	6.98	6.51
平均值						7.12	6.32	6.51

数据来源：wind，西南证券整理

风险提示

宏观经济下行风险、房地产政策变化风险、基建投资不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20550.52	23330.36	26678.80	30536.00	净利润	692.12	824.60	959.66	1091.62
营业成本	18401.82	20920.81	23933.00	27403.48	折旧与摊销	111.27	51.58	51.58	51.58
营业税金及附加	117.55	149.74	165.02	191.25	财务费用	196.74	204.45	205.57	229.33
销售费用	65.44	75.24	85.49	98.17	资产减值损失	-49.56	-41.87	-45.71	-43.79
研发管理费用	837.50	940.03	1079.04	1233.49	经营营运资本变动	-566.82	-979.27	-707.49	-694.94
财务费用	196.74	204.45	205.57	229.33	其他	-345.45	8.20	28.38	103.90
资产减值损失	-49.56	-41.87	-45.71	-43.79	经营活动现金流净额	38.29	67.70	491.99	737.70
投资收益	56.76	50.00	52.25	51.50	资本支出	-53.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-1.16	-2.31	-2.04	-1.47	其他	-61.30	-359.91	-314.84	-352.37
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-114.77	-359.91	-314.84	-352.37
营业利润	867.33	1045.91	1215.18	1386.54	短期借款	182.08	218.46	-200.00	-200.00
其他非经营损益	21.02	12.49	16.57	14.59	长期借款	642.35	600.00	650.00	630.00
利润总额	888.35	1058.40	1231.75	1401.13	股权融资	5.34	0.00	0.00	0.00
所得税	196.24	233.80	272.09	309.51	支付股利	0.00	-88.87	-101.16	-117.91
净利润	692.12	824.60	959.66	1091.62	其他	-664.56	-420.89	-173.41	-166.39
少数股东损益	182.61	238.13	269.16	309.20	筹资活动现金流净额	165.21	308.70	175.44	145.70
归属母公司股东净利润	509.50	586.47	690.50	782.43	现金流量净额	109.30	16.49	352.58	531.02
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3352.54	3369.03	3721.61	4252.63	成长能力				
应收和预付款项	3276.30	3685.00	4200.01	4832.66	销售收入增长率	8.66%	13.53%	14.35%	14.46%
存货	7715.49	8794.10	10120.44	11559.91	营业利润增长率	-13.78%	20.59%	16.18%	14.10%
其他流动资产	4403.56	1977.59	2109.92	2362.83	净利润增长率	-10.96%	19.14%	16.38%	13.75%
长期股权投资	1111.02	1111.02	1111.02	1111.02	EBITDA 增长率	-3.39%	10.77%	13.09%	13.25%
投资性房地产	1476.75	1476.75	1476.75	1476.75	获利能力				
固定资产和在建工程	538.44	515.89	493.35	470.80	毛利率	10.46%	10.33%	10.29%	10.26%
无形资产和开发支出	285.43	257.68	229.93	202.18	三费率	5.35%	5.23%	5.14%	5.11%
其他非流动资产	4369.51	4697.71	5131.05	5511.82	净利率	3.37%	3.53%	3.60%	3.57%
资产总计	26529.03	25884.77	28594.07	31780.60	ROE	10.17%	10.93%	11.42%	11.65%
短期借款	781.54	1000.00	800.00	600.00	ROA	2.61%	3.19%	3.36%	3.43%
应付和预收款项	6729.72	7730.70	8769.31	10065.31	ROIC	17.72%	17.23%	16.46%	16.44%
长期借款	3989.71	4589.71	5239.71	5869.71	EBITDA/销售收入	5.72%	5.58%	5.52%	5.46%
其他负债	8224.19	5023.04	5384.00	5872.22	营运能力				
负债合计	19725.16	18343.45	20193.02	22407.24	总资产周转率	0.82	0.89	0.98	1.01
股本	419.34	419.75	419.75	419.75	固定资产周转率	44.05	47.89	57.42	69.07
资本公积	118.08	118.08	118.08	118.08	应收账款周转率	8.89	8.94	9.07	9.05
留存收益	3219.23	3716.42	4305.76	4970.27	存货周转率	2.48	2.52	2.52	2.52
归属母公司股东权益	3843.22	4342.54	4933.12	5596.23	销售商品提供劳务收到现金营业收入	103.54%	—	—	—
少数股东权益	2960.65	3198.78	3467.94	3777.14	资本结构				
股东权益合计	6803.87	7541.33	8401.05	9373.37	资产负债率	74.35%	70.87%	70.62%	70.51%
负债和股东权益合计	26529.03	25884.77	28594.07	31780.60	带息债务/总负债	29.45%	36.13%	35.05%	33.51%
					流动比率	1.31	1.45	1.49	1.53
					速动比率	0.77	0.73	0.74	0.76
					股利支付率	0.00%	15.15%	14.65%	15.07%
业绩和估值指标					每股指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1175.34	1301.95	1472.33	1667.45	每股收益	1.21	1.40	1.65	1.87
PE	5.42	4.70	4.00	3.53	每股净资产	9.16	10.36	11.76	13.35
PB	0.72	0.64	0.56	0.49	每股经营现金	0.09	0.16	1.17	1.76
PS	0.13	0.12	0.10	0.09	每股股利	0.00	0.21	0.24	0.28
EV/EBITDA	-2.03	-1.64	-1.66	-1.72					
股息率	0.00%	3.22%	3.67%	4.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn