

# 中国建筑 (601668.SH)

## 建筑业务韧性强，地产业务短期承压

**买入**

### 核心观点

**营收增长 8.6%，归母净利下降 1.2%。**2022 年公司实现营业收入 20551 亿元，同比+8.6%，实现归母净利 510 亿元，同比-1.2%，营收规模首次突破两万亿元，受地产业务影响业绩有所承压。房建/基建/地产营业收入同比+10.3%/+20.0%/-14.8%，毛利率同比+12.2%/+20.5%/-23.3%。国内营收同比增长 8.0%，海外营收同比增长 20.9%，海外收入占比提升 0.6 个百分点。

**新签合同稳健增长，建筑业务韧性强。**2022 年公司建筑业务新签合同额 35015 亿元，同比增长 12.7%，其中房建/基建/设计新签合同额分别+9.9%/+20.3%/+5.6%。2023 年 1-3 月，房建/基建/设计新签合同额分别+15.5%/18.8%/28.4%，继续延续高增长趋势。房建新签中住宅业务占比持续下降，2022 年工业厂房/保障房/教育设施新签合同额增长 85.9%/44.3%/33.0%；基建业务中主要领域新签合同额均实现 30%以上增长，其中能源工程新签合同额增长 183.0%。

**地产业务短期承压，积极拿地复苏潜力强。**2022 年公司合约销售额同比下降 1.7%，远好于全国房地产销售额 26.6%的降幅。2023 年 Q1，公司合约销售额同比+82.8%，合约销售面积同比+74.8%，地产销售实现快速复苏。公司在土地行情较冷时期保持拿地强度，“中建系”地产 2022 年拿地货值 2696.4 亿元，2023 年 Q1 拿地货值 234.2 亿元，升至全行业第一。中建地产（除“中海地产”外的房地产业务）近年来增长较快，2022 年销售额占比提升至 36.7%，新增土储占比提升至 50.4%。

**信用减值规模有所下降，自由现金流改善明显。**2022 年公司计提资产减值损失 49.6 亿元，较上年增加 15.4 亿元，主要系地产存货减值计提较多所致。信用减值损失 85.9 亿元，较上年减少 6.2 亿元，工程应收款减值规模有所减少，投资类应收款项减值略有增加。2022 年公司经营性现金净流量为 38.3 亿元，比上年减少 105.3 亿元，但投资力度继续收缩，投资性现金流净额较上年少流出 209.7 亿元，自由现金流持续改善。

**风险提示：**宏观经济下行风险，国际经营风险，国企改革推进节奏不及预期。

**投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。**公司经营稳健，建筑业务韧性强，非传统领域订单快速增长，地产业务深耕一二线核心城市，逆势积极拿地，有望实现率先复苏。预测公司 23-25 年归母净利 565/610/642 亿元，每股收益 1.35/1.46/1.53 元，对应当前股价 PE 为 4.54/4.20/4.00X。公司股票合理估值区间在 6.87-7.97 元之间，相对于当前价格有 12%-30%的空间，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,891,339	2,055,052	2,307,412	2,555,921	2,791,321
(+/-%)	17.1%	8.7%	12.3%	10.8%	9.2%
净利润(百万元)	51408	50950	56488	61039	64214
(+/-%)	14.4%	-0.9%	10.9%	8.1%	5.2%
每股收益(元)	1.23	1.21	1.35	1.46	1.53
EBIT Margin	6.3%	5.5%	5.3%	5.1%	4.9%
净资产收益率 (ROE)	14.9%	13.3%	13.2%	12.8%	12.1%
市盈率 (PE)	5.1	5.2	4.7	4.3	4.1
EV/EBITDA	16.0	18.6	18.5	18.9	18.9
市净率 (PB)	0.77	0.69	0.62	0.55	0.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 建筑装饰·房屋建设 II

**证券分析师：任鹤**  
 010-88005315  
 renhe@guosen.com.cn  
 S0980520040006

**联系人：朱家琪**  
 021-60375435  
 zhujiaqi@guosen.com.cn

**联系人：卢思宇**  
 0755-81981872  
 lusiyu1@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	6.87 - 7.97 元
收盘价	6.30 元
总市值/流通市值	264187/260318 百万元
52 周最高价/最低价	6.65/4.68 元
近 3 个月日均成交额	1812.48 百万元

#### 市场走势



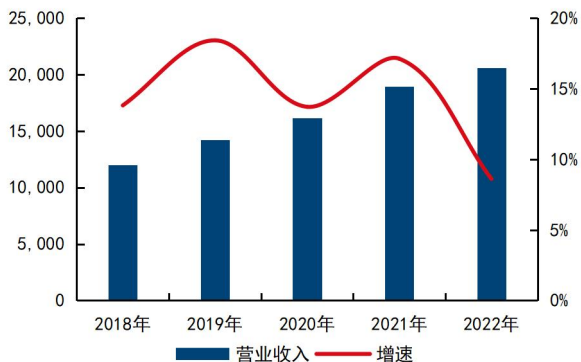
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《中国建筑 (601668.SH) - 基建新签高增 42%，地产销售率先回暖》——2023-02-16  
 《中国建筑 (601668.SH) - 建筑地产龙头的稳中求进之路》——2023-02-06

**营收增长 8.6%，归母净利润下降 1.2%。**2022 年公司实现营业收入 20551 亿元，同比+8.6%，实现归母净利润 510 亿元，同比-1.2%，营收规模首次突破两万亿元，受地产业务影响业绩有所承压。房建/基建/地产营业收入同比+10.3%/+20.0%/-14.8%，毛利润同比+12.2%/+20.5%/-23.3%。国内营收同比增长 8.0%，海外营收同比增长 20.9%，海外收入占比提升 0.6 个百分点。

图1：中国建筑营业收入及增速（单位：亿元、%）



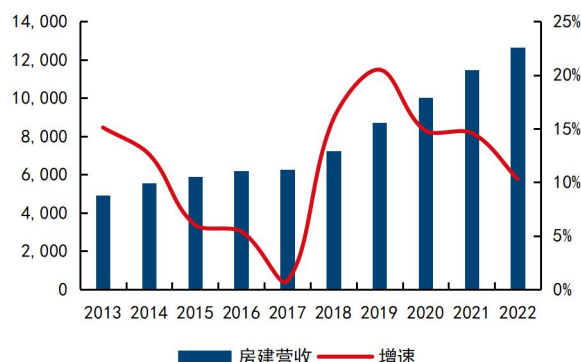
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：中国建筑归母净利润及增速（单位：亿元、%）



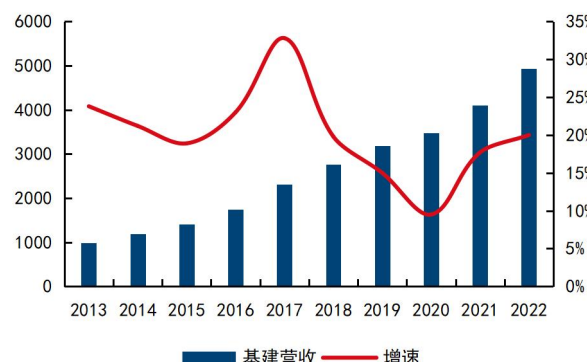
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：中国建筑房建业务营收及增速（单位：亿元、%）



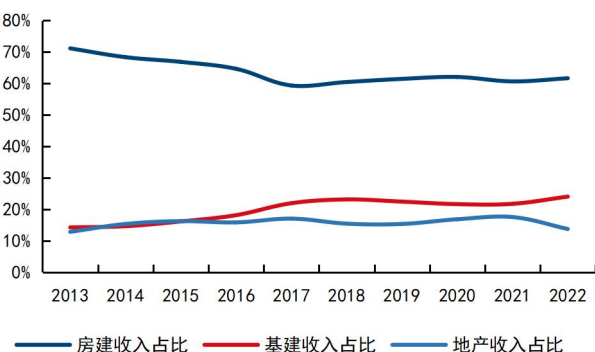
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：中国建筑基建业务营收及增速（单位：亿元、%）



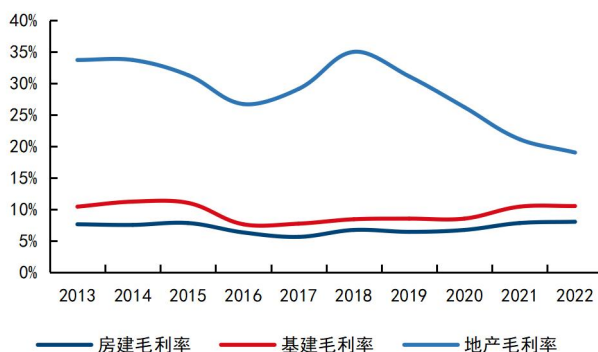
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：中国建筑业务收入结构变化（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

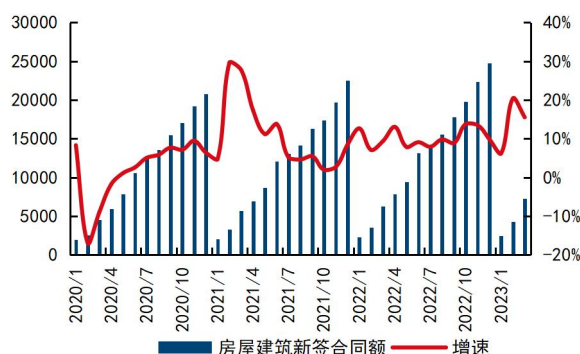
图6：中国建筑主营业务毛利率变化（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

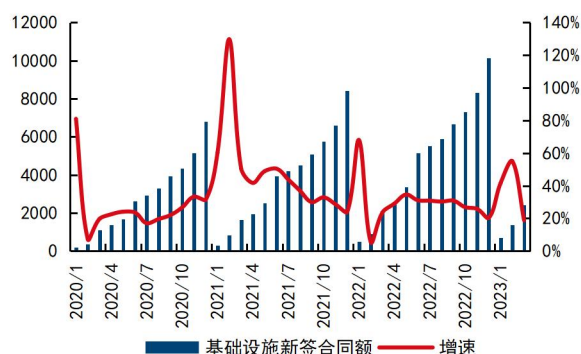
**新签合同稳健增长，建筑业务韧性强。**2022 年公司建筑业务新签合同额 35015 亿元，同比增长 12.7%，其中房建/基建/设计新签合同额分别+9.9%/+20.3%/+5.6%。2023 年 1-3 月，房建/基建/设计新签合同额分别+15.5%/18.8%/28.4%，继续延续高增长趋势。房建新签中住宅业务占比持续下降，2022 年工业厂房/保障房/教育设施新签合同额增长 85.9%/44.3%/33.0%；基建业务中主要领域新签合同额均实现 30%以上增长，其中能源工程新签合同额增长 183.0%。

图7：中国建筑房建新签合同额及同比增速（单位：亿元，%）



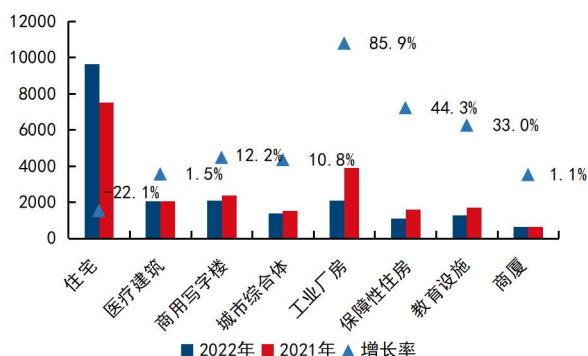
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：中国建筑基建新签合同额及同比增速（单位：%）



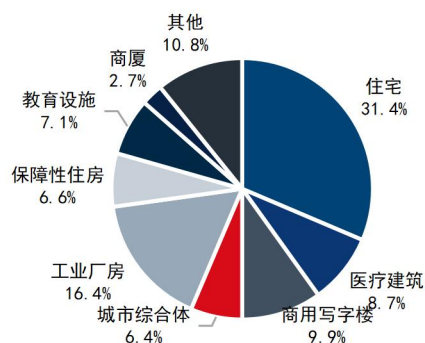
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：中国建筑房建细分新签及增速（单位：亿元，%）



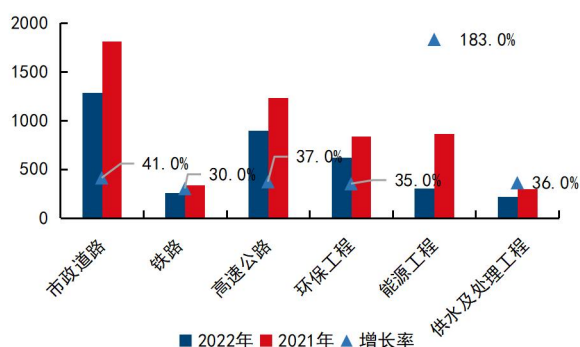
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：中国建筑房建新签构成（单位：%）



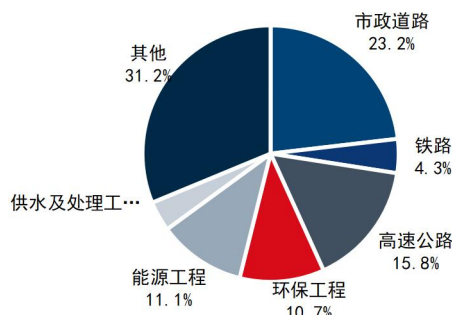
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：中国建筑基建细分新签及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

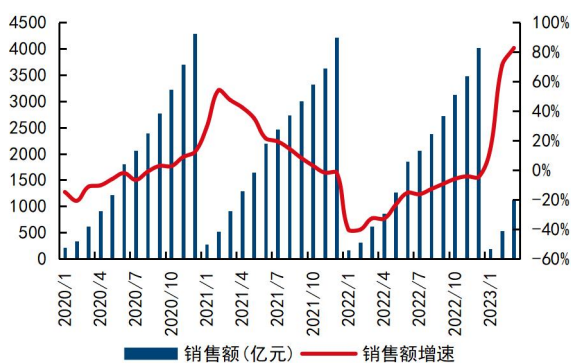
图12：中国建筑基建新签构成（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

地产业务短期承压，积极拿地复苏潜力强。2022年公司合约销售额同比下降1.7%，远好于全国房地产销售额26.6%的降幅。2023年Q1，公司合约销售额同比+82.8%，合约销售面积同比+74.8%，地产销售实现快速复苏。公司在土地行情较冷时期保持拿地强度，“中建系”地产2022年拿地货值2696.4亿元，2023年Q1拿地货值234.2亿元，升至全行业第一。中建地产（除“中海地产”外的房地产业务）近年来增长较快，2022年销售额占比提升至36.7%，新增土储占比提升至50.4%。

图13: 中国建筑地产销售额及增速（单位：亿元，%）



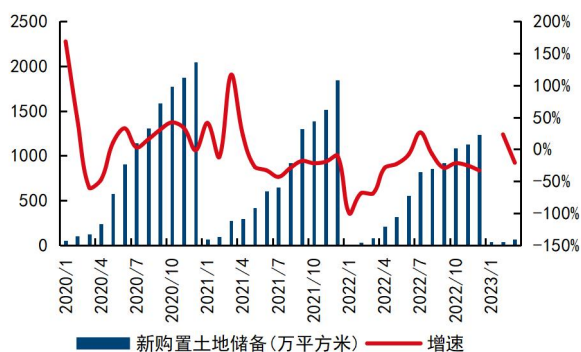
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14: 中国建筑地产销售面积及增速（单位：亿元，%）



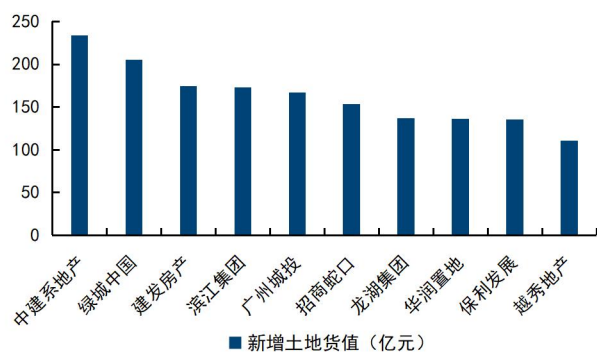
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图15: 中国建筑新购置土地储备及增速（单位：万平方米，%）



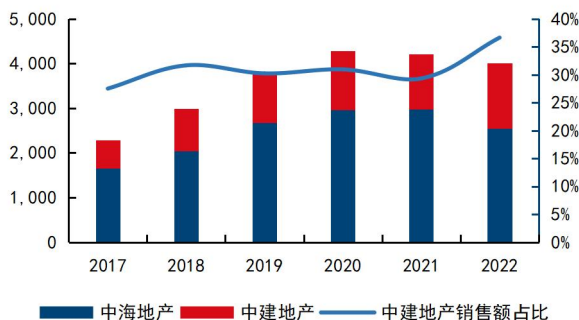
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图16: 2023年1-3月中国建筑新增土地货值（单位：亿元）



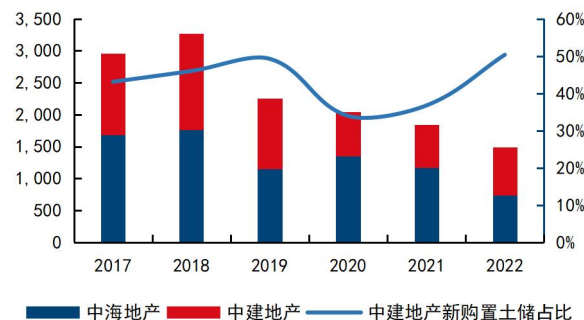
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图17: 中海地产和中建地产历年合约销售额（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

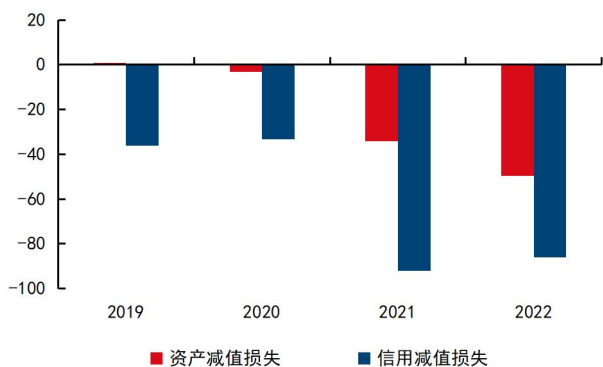
图18: 中海地产和中建地产历年新增土储（单位：万平方米）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

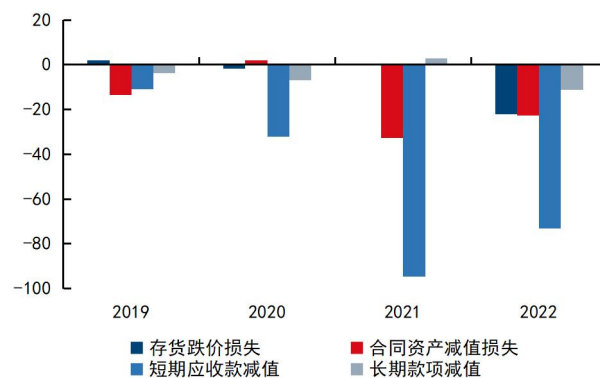
**信用减值规模有所下降，自由现金流改善明显。**2022 年公司计提资产减值损失 49.6 亿元，较上年增加 15.4 亿元，主要系地产存货减值计提较多所致。信用减值损失 85.9 亿元，较上年减少 6.2 亿元，工程应收款减值规模有所减少，投资类应收款项减值略有增加。2022 年公司经营性现金净流量为 38.3 亿元，比上年减少 105.3 亿元，但投资力度继续收缩，投资性现金流净额较上年少流出 209.7 亿元，自由现金流持续改善。

图19: 中国建筑减值损失情况（单位：亿元）



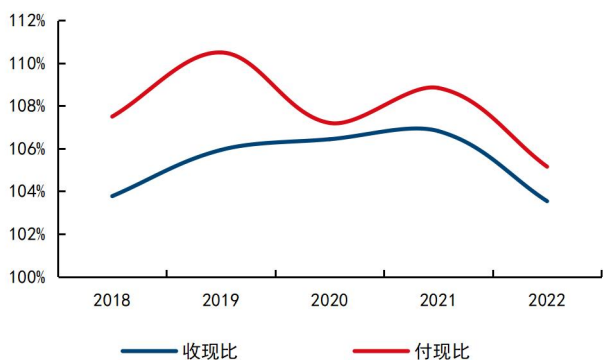
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图20: 中国建筑分类型减值情况（单位：亿元）



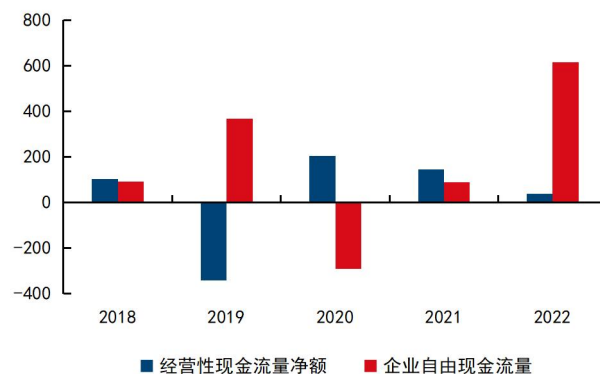
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图21: 中国建筑收现比和付现比变化（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22: 中国建筑经营性现金流和自由现金流（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。**公司经营稳健，建筑业务韧性强，非传统领域订单快速增长，地产业务深耕一二线核心城市，逆势积极拿地，有望实现率先复苏。预测公司 23-25 年归母净利 565/610/642 亿元，每股收益 1.35/1.46/1.53 元，对应当前股价 PE 为 4.54/4.20/4.00X。公司股票合理估值区间在 6.87-7.97 元之间，相对于当前价格有 12%-30%的空间，维持“买入”评级。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	327461	335254	355839	375001	392269	<b>营业收入</b>	<b>1891339</b>	<b>2055052</b>	<b>2307412</b>	<b>2555921</b>	<b>2791321</b>
应收款项	259397	290407	309762	350126	397668	营业成本	1677137	1840182	2060981	2288238	2502419
存货净额	703446	771549	884263	1034764	1150957	营业税金及附加	14779	11755	18459	20447	22331
其他流动资产	379746	428325	461482	511184	558264	销售费用	6177	6544	7614	8435	9211
<b>流动资产合计</b>	<b>1714055</b>	<b>1874788</b>	<b>2068412</b>	<b>2321183</b>	<b>2551301</b>	管理费用	34534	33997	42582	46952	51069
固定资产	47163	53844	74133	97112	120564	研发费用	39927	49753	55863	62646	69253
无形资产及其他	20653	26204	25156	24109	23062	财务费用	11124	19674	18707	20916	23079
投资性房地产	505540	586965	586965	586965	586965	投资收益	4710	5676	4445	4845	4933
长期股权投资	100839	111102	122626	135391	149332	资产减值及公允价值变动	(3655)	(5072)	(3001)	(1926)	(2103)
<b>资产总计</b>	<b>2388249</b>	<b>2652903</b>	<b>2877293</b>	<b>3164762</b>	<b>3431224</b>	其他收入	(48044)	(56771)	(61148)	(67797)	(74277)
短期借款及交易性金融负债	141304	196338	240161	311583	346725	营业利润	100601	86733	99364	106055	111764
应付款项	524029	596048	579854	621993	678452	营业外净收支	285	2102	1194	1648	1421
其他流动负债	609285	636916	749095	831144	908372	<b>利润总额</b>	<b>100886</b>	<b>88835</b>	<b>100558</b>	<b>107703</b>	<b>113185</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1274618</b>	<b>1429303</b>	<b>1569110</b>	<b>1764719</b>	<b>1933549</b>	所得税费用	23154	19624	23399	24524	25704
长期借款及应付债券	434197	502768	524822	549250	575929	少数股东损益	26325	18261	20671	22140	23267
其他长期负债	39732	40446	41247	42135	43104	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>51408</b>	<b>50950</b>	<b>56488</b>	<b>61039</b>	<b>64214</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>473929</b>	<b>543214</b>	<b>566069</b>	<b>591385</b>	<b>619032</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1748547</b>	<b>1972516</b>	<b>2135178</b>	<b>2356104</b>	<b>2552581</b>	净利润	51408	50950	56488	61039	64214
少数股东权益	295802	296065	312602	330314	348927	资产减值准备	3090	1538	1923	1710	2107
股东权益	343900	384322	429513	478344	529716	折旧摊销	6953	7442	7554	9558	11739
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2388249</b>	<b>2652903</b>	<b>2877293</b>	<b>3164762</b>	<b>3431224</b>	公允价值变动损失	3655	5072	3001	1926	2103
						财务费用	11124	19674	18707	20916	23079
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(128607)	(127214)	(66519)	(113782)	(74051)
每股收益	1.23	1.21	1.35	1.46	1.53	其它	18623	12966	14614	16002	16507
每股红利	0.21	0.25	0.27	0.29	0.31	<b>经营活动现金流</b>	<b>(44880)</b>	<b>(49246)</b>	<b>17062</b>	<b>(23547)</b>	<b>22618</b>
每股净资产	8.20	9.16	10.24	11.41	12.63	资本开支	(2987)	(9964)	(31720)	(35125)	(38353)
ROIC	8.41%	6.38%	6%	6%	6%	其它投资现金流	33931	(5249)	(7811)	6957	(2034)
ROE	14.95%	13.26%	13.15%	12.76%	12.12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>16545</b>	<b>(25476)</b>	<b>(51056)</b>	<b>(40933)</b>	<b>(54328)</b>
毛利率	11%	10%	11%	10%	10%	权益性融资	(706)	2670	0	0	0
EBIT Margin	6%	5%	5%	5%	5%	负债净变化	41839	64235	22054	24429	26678
EBITDA Margin	7%	6%	6%	5%	5%	支付股利、利息	(9006)	(10485)	(11298)	(12208)	(12843)
收入增长	17%	9%	12%	11%	9%	其它融资现金流	(5021)	(27653)	43823	71422	35143
净利润增长率	14%	-1%	11%	8%	5%	<b>融资活动现金流</b>	<b>59939</b>	<b>82516</b>	<b>54579</b>	<b>83643</b>	<b>48978</b>
资产负债率	86%	86%	85%	85%	85%	<b>现金净变动</b>	<b>31603</b>	<b>7794</b>	<b>20585</b>	<b>19162</b>	<b>17269</b>
股息率	3.4%	4.0%	4.3%	4.6%	4.9%	货币资金的期初余额	295857	327461	335254	355839	375001
P/E	5.1	5.2	4.7	4.3	4.1	货币资金的期末余额	327461	335254	355839	375001	392269
P/B	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	企业自由现金流	(33118)	(41837)	2860	(39566)	5252
EV/EBITDA	16.0	18.6	18.5	18.9	18.9	权益自由现金流	3700	(5256)	54382	40130	49235

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032