

中国建筑 (601668.SH)

新签合同稳健增长，地产销售快速修复

买入

核心观点

营收增长 4.9%，归母净利增长 1.6%。上半年公司实现营业收入 11133 亿元，同比+4.91%，实现归母净利 189.7 亿元，同比+1.61%。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+8.4%/+8.0%/-16.1%，毛利同比+10.7%/+3.9%/-27.7%。国内营收同比+5.3%，海外营收同比-2.8%，海外收入占比同比下降 0.4 个百分点。

建筑业新签合同稳健增长，合同结构持续优化。1-7 月，公司建筑业新签合同额 21779 亿元，同比+12.7%，其中房建新签 15721 亿元，同比+11.7%，基建新签 5969 亿元，同比+8.3%。房建新签中，住宅新签合同下降 13.0%，工业厂房、商用写字楼、教育等公建领域新签分别+73.3%/+34.1%/+37.6%，基建新签中，市政、能源、铁路、水利等重点领域新签分别+30.1%/115.6%/213.8%/162.0%。

地产销售快速修复，地产毛利率触底后有望企稳。上半年公司地产业务实现收入 1275.5 亿元，同比-16.1%，地产业务毛利率 18.1%，较上年同期下降 2.9 个百分点，在行业整体景气度下行的情况下仍然保持了相对较高的毛利率水平。1-7 月公司实现合约销售额 2690 亿元，同比增长 30.4%，实现合约销售面积 1091 万平方米，同比增长 34.6%。公司充分发挥央企背景优势，销售额逆势快速修复，在手存货质量相对较高，当前地产存货有 51.7% 位于一线城市和省会城市。

整体拿地偏谨慎，“中建地产”相对加力。上半年公司旗下两大地产品牌“中海地产”和“中建地产”分别实现合约销售额 1542 亿元和 870 亿元，中建地产销售占比 36.1%，较以往继续维持在高位。上半年公司地产业务新增土储 330 万平方米，同比-40.8%，公司 2021-2022 年逆势拿地力度较大，而今年上半年拿地趋向于谨慎。从拿地主体看，中海地产新增土储 190 万平方米，中建地产新增土储 140 万平方米，分别下降 46.9% 和 29.6%，中建地产拿地占比 42.4%。

风险提示：宏观经济下行风险，房地产行业持续下行的风险，国际经营风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。公司建筑业务新签订单稳健增长，住宅订单持续缩减，重点公建和基建领域新签合同快速提升增长，地产销售快速修复，行业龙头地位持续巩固。预计公司 23-24 年归母净利 535/580 亿元，每股收益 1.28/1.38 元，对应当前股价 PE 为 4.4/4.1X，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	2,204,660	2,442,102	2,667,019
(+/-%)	17.1%	8.7%	7.3%	10.8%	9.2%
净利润(百万元)	51408	50950	53527	58035	61036
(+/-%)	14.4%	-0.9%	5.1%	8.4%	5.2%
每股收益(元)	1.23	1.21	1.28	1.38	1.46
EBIT Margin	6.3%	5.5%	5.3%	5.1%	4.9%
净资产收益率 (ROE)	14.9%	13.3%	12.5%	12.3%	11.7%
市盈率 (PE)	4.6	4.6	4.4	4.1	3.9
EV/EBITDA	15.8	18.4	18.5	18.8	18.9
市净率 (PB)	0.69	0.61	0.55	0.50	0.45

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
 lusiuyu1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	6.20 - 7.94 元
收盘价	5.63 元
总市值/流通市值	236007/232634 百万元
52 周最高价/最低价	7.35/4.68 元
近 3 个月日均成交额	1060.50 百万元

市场走势



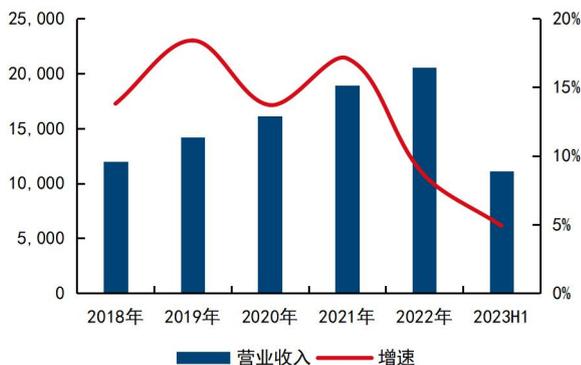
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国建筑 (601668.SH) - 建筑业务韧性较强，地产业务短期承压》——2023-04-27
- 《中国建筑 (601668.SH) - 基建新签大增 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

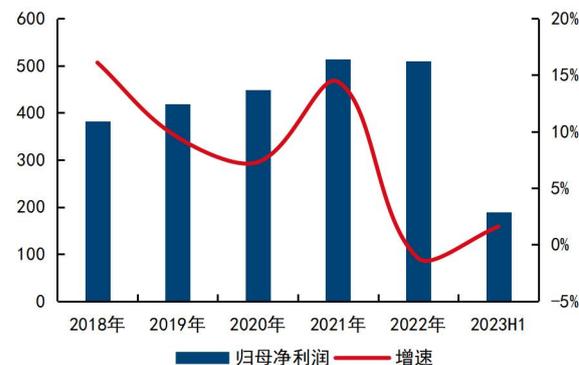
营收增长 4.9%，归母净利增长 1.6%。上半年公司实现营业收入 11133 亿元，同比+4.91%，实现归母净利 189.7 亿元，同比+1.61%。受地产业务影响业绩有所承压。房建 / 基建 / 地产营业收入同比 +8.4%/+8.0%/-16.1%，毛利同比 +10.7%/+3.9%/-27.7%。国内营收同比+5.3%，海外营收同比-2.8%，海外收入占比同比下降 0.4 个百分点。

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

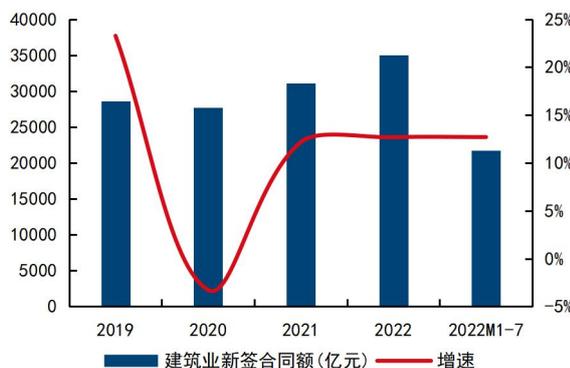
图2：中国建筑归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

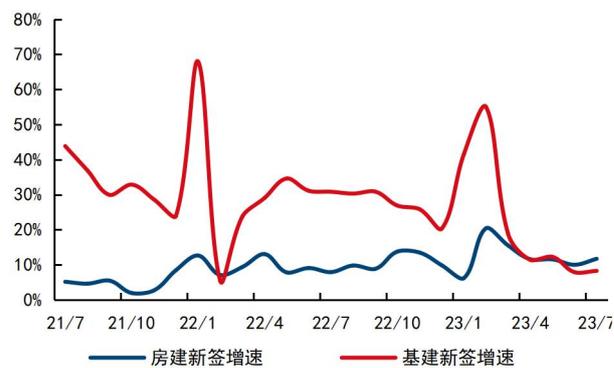
建筑业新签合同稳健增长，合同结构持续优化。1-7月，公司建筑业新签合同额 21779 亿元，同比+12.7%，其中房建新签 15721 亿元，同比+11.7%，基建新签 5969 亿元，同比+8.3%。房建新签中，住宅新签合同下降 13.0%，工业厂房、商用写字楼、教育等公建领域新签分别+73.3%/+34.1%/+37.6%，基建新签中，市政、能源、铁路、水利等重点领域新签分别+30.1%/115.6%/213.8%/162.0%。

图3：中国建筑建筑业新签合同额及增速（单位：亿元，%）



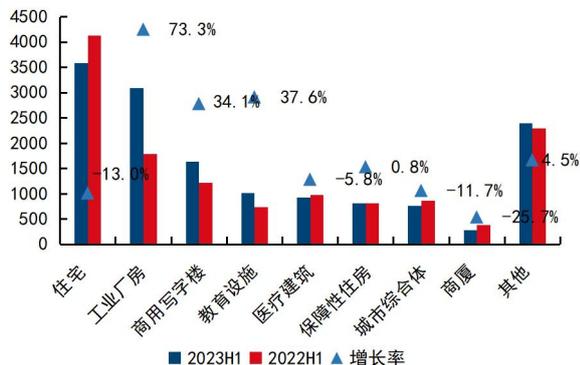
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：中国建筑房建和基建新签合同额增速（单位：%）



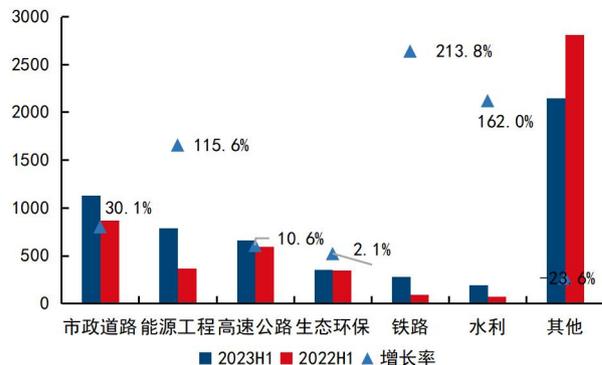
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 中国建筑房建新签合同结构及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

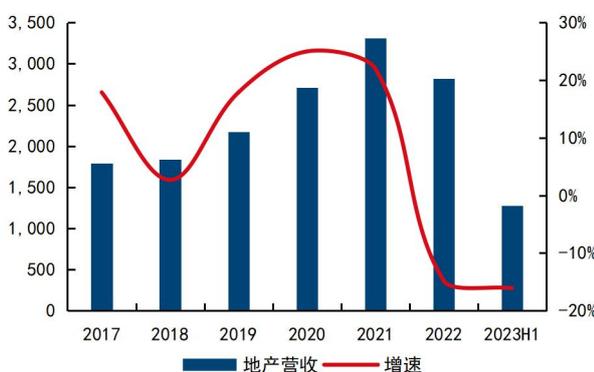
图6: 中国建筑基建新签合同结构及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

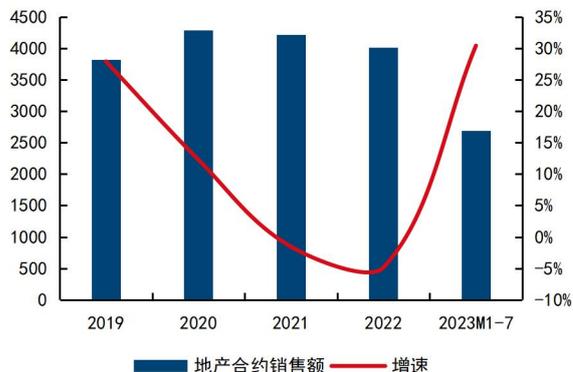
地产销售快速修复, 地产毛利率触底后有望企稳。上半年公司地产业务实现收入1275.5亿元, 同比-16.1%, 地产业务毛利率18.1%, 较上年同期下降2.9个百分点, 在行业整体景气度下行的情况下仍然保持了相对较高的毛利率水平。1-7月公司实现合约销售额2690亿元, 同比增长30.4%, 实现合约销售面积1091万平方米, 同比增长34.6%。公司充分发挥央企背景优势, 销售额逆势快速修复, 在手存货质量相对较高, 当前地产存货有51.7%位于一线城市和省会城市。

图7: 中国建筑地产业务收入及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 中国建筑地产业务合约销售额及增速 (单位: 亿元, %)

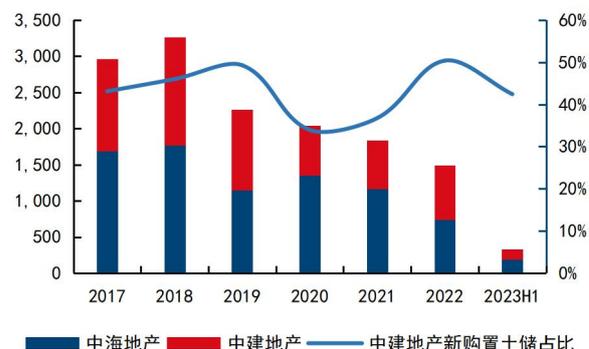


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

整体拿地偏谨慎, “中建地产”相对加力。上半年公司旗下两大地产品牌“中海地产”和“中建地产”分别实现合约销售额1542亿元和870亿元, 中建地产销售占比36.1%, 较以往继续维持在高位。上半年公司地产业务新增土储330万平方米, 同比-40.8%, 公司2021-2022年逆势拿地力度较大, 而今年上半年拿地趋向于谨慎。从拿地主体看, 中海地产新增土储190万平方米, 中建地产新增土储140万平方米, 分别下降46.9%和29.6%, 中建地产拿地占比42.4%。

图9：中海地产和中建地产业地产销售额及中建地产占比（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：中海地产和中建地产新增土储面积及中建地产占比（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

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。公司建筑业务新签订单稳健增长，住宅订单持续缩减，重点公建和基建领域新签合同快速提升增长，地产销售快速修复，行业龙头地位持续巩固。预计公司 23-24 年归母净利润 535/580 亿元，每股收益 1.28/1.38 元，对应当前股价 PE 为 4.4/4.1X，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	收盘价	总市值	EPS		PE	
				2023E	2024E	2023E	2024E
601390.SH	中国中铁	6.70	1536	1.43	1.61	4.66	4.15
601186.SH	中国铁建	8.80	1102	2.18	2.42	4.01	3.62
601618.SH	中国中冶	3.64	695	0.57	0.66	6.42	5.55
601668.SH	中国建筑	5.63	2360	1.28	1.38	4.40	4.08

资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

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	347457	366168	383030	营业收入	1891339	2055052	2204660	2442102	2667019
应收款项	259397	290407	295968	334534	379959	营业成本	1677137	1840182	1969202	2186339	2390983
存货净额	703446	771549	844762	988514	1099485	营业税金及附加	14779	11755	17637	19537	21336
其他流动资产	379746	428325	440932	488420	533404	销售费用	6177	6544	7275	8059	8801
流动资产合计	1714055	1874788	1986184	2227745	2448021	管理费用	34534	33997	40732	44908	48841
固定资产	47163	53844	74133	97112	120564	研发费用	39927	49753	53375	59856	66169
无形资产及其他	20653	26204	25156	24109	23062	财务费用	11124	19674	18447	20356	22466
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	122113	134310	147630	资产减值及公允价值变动	(3655)	(5072)	(3001)	(1926)	(2103)
资产总计	2388249	2652903	2794552	3070242	3326241	其他收入	(48044)	(56771)	(58716)	(65069)	(71260)
短期借款及交易性金融负债	141304	196338	220055	288596	322797	营业利润	100601	86733	94093	100753	106161
应付款项	524029	596048	553951	594192	648111	营业外净收支	285	2102	1194	1648	1421
其他流动负债	609285	636916	715634	793998	867753	利润总额	100886	88835	95287	102401	107582
流动负债合计	1274618	1429303	1489641	1676786	1838660	所得税费用	23154	19624	22172	23317	24431
长期借款及应付债券	434197	502768	524822	549250	575929	少数股东损益	26325	18261	19588	21050	22115
其他长期负债	39732	40446	41211	42059	42985	归属于母公司净利润	51408	50950	53527	58035	61036
长期负债合计	473929	543214	566033	591310	618914	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1748547	1972516	2055674	2268095	2457574	净利润	51408	50950	53527	58035	61036
少数股东权益	295802	296065	311735	328575	346267	资产减值准备	3090	1538	1923	1710	2107
股东权益	343900	384322	427144	473571	522400	折旧摊销	6953	7442	7554	9558	11739
负债和股东权益总计	2388249	2652903	2794552	3070242	3326241	公允价值变动损失	3655	5072	3001	1926	2103
						财务费用	11124	19674	18447	20356	22466
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(128607)	(127214)	(52072)	(108645)	(70673)
每股收益	1.23	1.21	1.28	1.38	1.46	其它	18623	12966	13747	15130	15585
每股红利	0.21	0.25	0.26	0.28	0.29	经营活动现金流	(44880)	(49246)	27680	(22287)	21897
每股净资产	8.20	9.16	10.19	11.29	12.46	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%	12.53%	12.25%	11.68%	投资活动现金流	16545	(25476)	(50542)	(40365)	(53707)
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)	(10705)	(11607)	(12207)
收入增长	17%	9%	7%	11%	9%	其它融资现金流	(5021)	(27653)	23717	68541	34201
净利润增长率	14%	-1%	5%	8%	5%	融资活动现金流	59939	82516	35065	81362	48672
资产负债率	86%	86%	85%	85%	84%	现金净变动	31603	7794	12203	18711	16862
股息率	3.8%	4.4%	4.5%	4.9%	5.2%	货币资金的期初余额	295857	327461	335254	347457	366168
P/E	4.6	4.6	4.4	4.1	3.9	货币资金的期末余额	327461	335254	347457	366168	383030
P/B	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	企业自由现金流	(33118)	(41837)	13105	(38909)	3878
EV/EBITDA	15.8	18.4	18.5	18.8	18.9	权益自由现金流	3700	(5256)	44721	38339	47393

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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