

# 中国建筑 (601668.SH)

归母净利润同比增长 6.5%，龙头优势持续强化

买入

## 核心观点

**营业收入增长 10.2%，归母净利润增长 6.5%。**2023 年，公司实现收入 22655 亿元，同比+10.2%，实现归母净利润 542.6 亿元，同比+6.5%。2023Q4 公司实现营业收入 5943 亿元，同比+14.5%，实现归母净利润 106.1 亿元，同比+43.1%。公司四季度收入和业绩增长较快主要原因为：上年 Q4 受疫情影响毛利率下降，导致基数较低，2023 年 Q4 归母净利润较 2021 年仍有 22% 的降幅，主要系毛利率略有下降，土地增值税和利息费用增加所致。

**新签合同保持双位数增长，境外新签显著回暖。**2023 年公司建筑业新签合同额 38727 亿元，同比+10.6%，其中房建新签 26894 亿元，同比+8.8%，基建新签 11685 亿元，同比+15.1%；境外新签合同额 1755 亿元，同比+15.4%，回升至疫情前 2019 年水平。2024 年 Q1 公司新签合同额 11107 亿元，同比+14.3%，其中房建/基建新签同比+11.4%/+23.2%，境外新签合同额 224 亿元，同比+38.4%，新签合同额保持较快增长趋势。

**房建业务逆势增长，市占率大幅提升。**2023 年全国房屋新开工面积 9.54 亿平方米，同比-20.9%，中国建筑房建新开工面积 3.77 亿平方米，同比+1.5%，以新开工面积衡量，公司的市场占有率由 2020 年的 15.3% 大幅提升至 2023 年的 39.6%。公司房建订单对地产行业的依赖程度有限，2023 年公司住宅新签合同额（不含保障房）6619 亿元，仅占房建新签合同额的 24.6%，公司具有相对较强的品牌优势和相对更低的融资成本，在市场调整阶段竞争力不断加强。

**地产销售修复，地产毛利率边际企稳。**2023 年公司实现合约销售面积 1858 万平方米，同比+7.9%，实现合约销售额 4514 亿元，同比+12.4%，其中公司旗下两大品牌中海地产/中建地产销售额分别为 2670/1844 亿元，分别占比 59.1%/40.9%，中建地产销售占比持续提升。2023 年公司地产业务实现收入 3088 亿元，同比+9.5%，毛利率 18.2%，同比下滑 0.8pct，在房地产行业持续调整的背景下，地产毛利率边际企稳。

**应收账款周转速度放缓，应收账款处置成本持续降低。**2023 年末，公司应收账款 3030 亿元，较上年末增加 22.0%，其中一年以内的应收账款占比 66.7%，较上年末上升 0.7pct，公司应收账款规模增长较快，应收账款周转率由 2022 年的 8.9 次下滑至 2023 年的 8.2 次。2023 年公司应收账款终止确认金额（包含保理和资产证券化）526 亿元，较上年减少 14.1%，折价费率（处置成本率）3.18%，较上年下降 0.33pct。

**减值规模维持高位，但占营收和利润的比例相对较低。**2023 年公司计提资产和信用减值损失合计 143.0 亿元，同比+5.6%，连续三年处于 120 亿以上高位。减值损失与营业收入和归母净利润的比值分别为 0.63% 和 26.4%，在同业中处于较低水平，对利润的影响相对较小。

**经营性现金流改善，收付现比例倒挂有所缓解。**2023 年公司经营活动产生的现金流量净额 110.3 亿元，较上年增加 188%，单四季度经营性现金流净额 27.3 亿元，同比-51.4%，反映年末回款压力仍然较大。2023 年公司收现比 101.1%，付现比 102.0%，收付现比较上年分比-2.44%/-3.16%，但仍维持在 100% 以上，收付现比之差-0.89pct，倒挂差额较上年收窄 0.73pct。

**风险提示：**宏观经济下行风险，地产和基建相关政策变化的风险，房地产行业

## 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：卢思宇

0755-81981872

lusiyu1@guosen.com.cn

证券分析师：朱家琪

021-60375435

zhujiaqi@guosen.com.cn

S0980524010001

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	6.20 - 7.20 元
收盘价	5.36 元
总市值/流通市值	223083/221477 百万元
52 周最高价/最低价	7.35/4.54 元
近 3 个月日均成交额	1195.82 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) - 三季度营收+17.5%，看好四季度业绩高增长》——2023-10-30
- 《中国建筑 (601668.SH) - 新签合同稳健增长，地产销售快速修复》——2023-09-01
- 《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

业持续下行的风险，国际经营风险，应收账款和合同资产减值风险。

**投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。**公司建筑业务逆势增长，地产业务边际企稳，行业龙头地位持续巩固。由于地产行业景气度能否企稳尚需观察，基建投资与地方债务之间的矛盾仍需化解，且公司仍然存在一定规模的潜在减值风险，小幅下调盈利预测，预测公司 24-25 年归母净利由 606/637 亿元下调至 561/605 亿元，每股收益由 1.44/1.52 下调至 1.34/1.44 元，对应当前股价 PE 为 4.0/3.7X，维持“买入”评级。

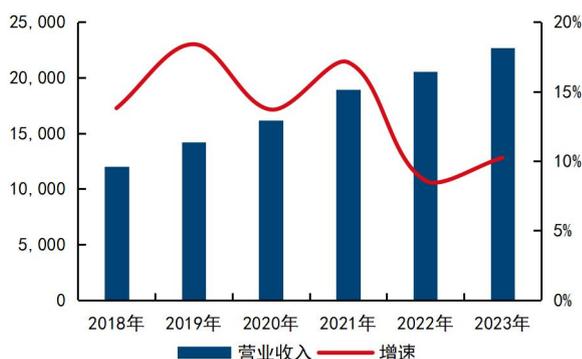
<b>盈利预测和财务指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
营业收入(百万元)	2,055,052	2,265,529	2,379,938	2,498,935	2,623,882
(+/-%)	8.7%	10.2%	5.1%	5.0%	5.0%
净利润(百万元)	50950	54264	56149	60516	64155
(+/-%)	-0.9%	6.5%	3.5%	7.8%	6.0%
每股收益(元)	1.21	1.29	1.34	1.44	1.53
EBIT Margin	5.5%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
净资产收益率 (ROE)	13.3%	12.7%	11.9%	11.6%	11.3%
市盈率 (PE)	4.4	4.1	4.0	3.7	3.5
EV/EBITDA	18.3	18.7	19.4	18.9	18.7
市净率 (PB)	0.58	0.53	0.48	0.43	0.39

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

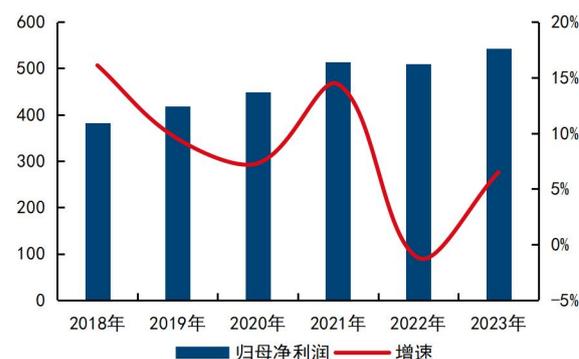
**营业收入增长 10.2%，归母净利增长 6.5%。**2023 年，公司实现收入 22655 亿元，同比+10.2%，实现归母净利 542.6 亿元，同比+6.5%。2023Q4 公司实现营业收入 5943 亿元，同比+14.5%，实现归母净利 106.1 亿元，同比+43.1%。公司四季度收入和业绩增长较快主要原因为：上年 Q4 受疫情影响毛利率下降，导致基数较低，2023 年 Q4 归母净利较 2021 年仍有 22%的降幅，主要系毛利率略有下降，土地增值税和利息费用增加所致。

图1：中国建筑营业收入及增速（单位：亿元、%）



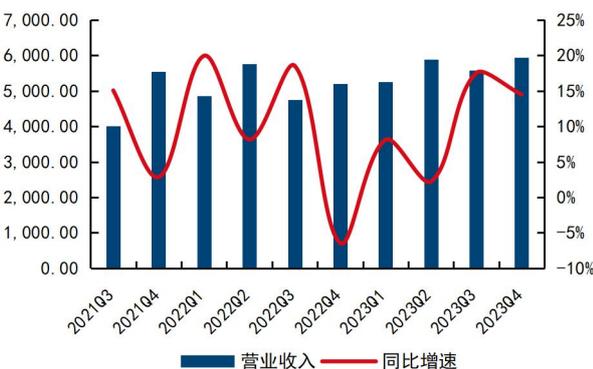
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：中国建筑归母净利润及增速（单位：亿元、%）



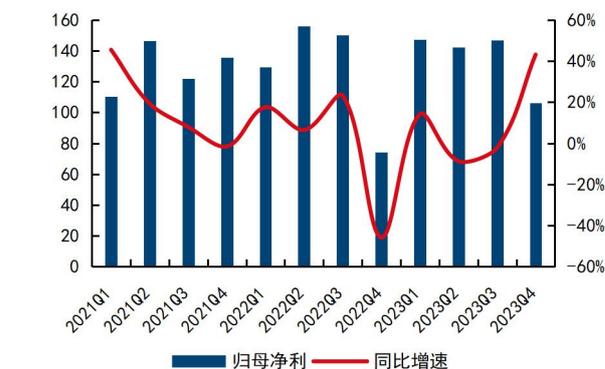
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：中国建筑单季度营收及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

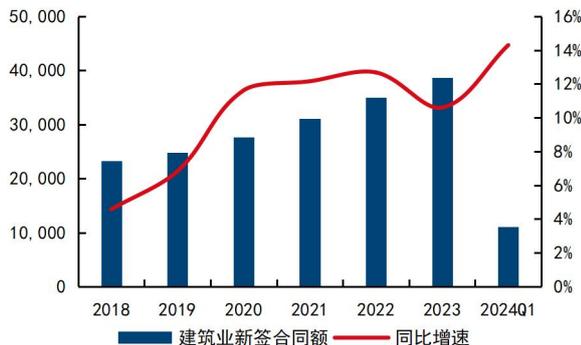
图4：中国建筑单季度归母净利及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

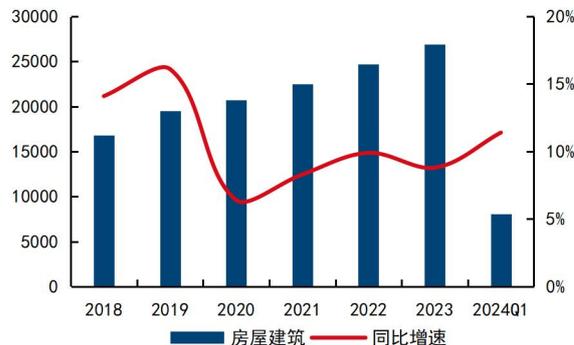
**新签合同保持双位数增长，境外新签显著回暖。**2023 年公司建筑业新签合同额 38727 亿元，同比+10.6%，其中房建新签 26894 亿元，同比+8.8%，基建新签 11685 亿元，同比+15.1%；境外新签合同额 1755 亿元，同比+15.4%，回升至疫情前 2019 年水平。2024 年 Q1 公司新签合同额 11107 亿元，同比+14.3%，其中房建/基建新签同比+11.4%/+23.2%，境外新签合同额 224 亿元，同比+38.4%，新签合同额保持较快增长趋势。

图5: 中国建筑建筑业新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



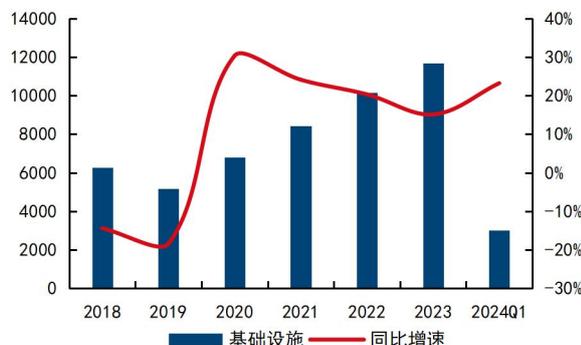
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 中国建筑房建新签合同额及增速 (单位: %)



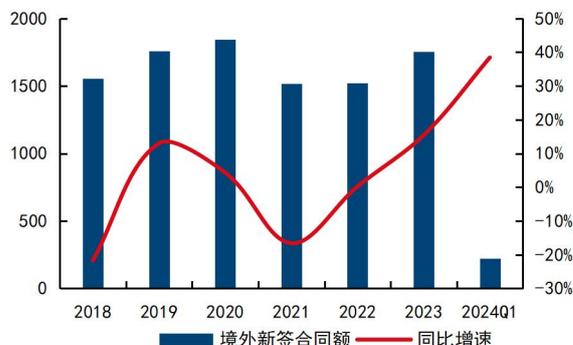
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 中国建筑基建新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 中国建筑境外新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**房建业务逆势增长, 市占率大幅提升。**2023年全国房屋新开工面积9.54亿平方米, 同比-20.9%, 中国建筑房建新开工面积3.77亿平方米, 同比+1.5%, 以新开工面积衡量, 公司的市场占有率由2020年的15.3%大幅提升至2023年的39.6%。公司房建订单对地产行业的依赖程度有限, 2023年公司住宅新签合同额(不含保障房)6619亿元, 仅占房建新签合同额的24.6%, 公司具有相对较强的品牌优势和相对更低的融资成本, 在市场调整阶段竞争力不断加强。

图9: 公司房建新开工面积及市场占有率 (单位: 万m<sup>2</sup>, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司房建竣工面积、收入及增速 (单位: 万m<sup>2</sup>, 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

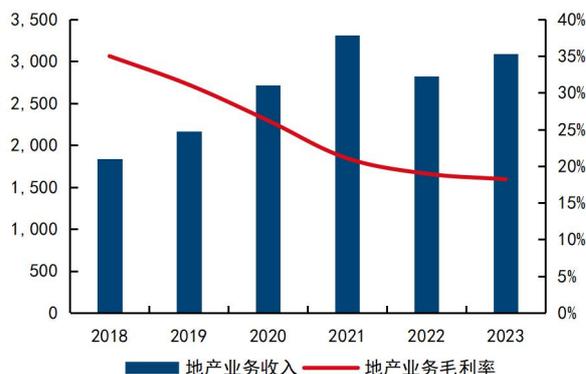
**地产销售修复，地产毛利率边际企稳。**2023 年公司实现合约销售面积 1858 万平方米，同比+7.9%，实现合约销售额 4514 亿元，同比+12.4%，其中公司旗下两大品牌中海地产/中建地产销售额分别为 2670/1844 亿元，分别占比 59.1%/40.9%，中建地产销售占比持续提升。2023 年公司房地产业务实现收入 3088 亿元，同比+9.5%，毛利率 18.2%，同比下滑 0.8pct，在房地产行业持续调整的背景下，地产毛利率边际企稳。

图11: 中国建筑房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

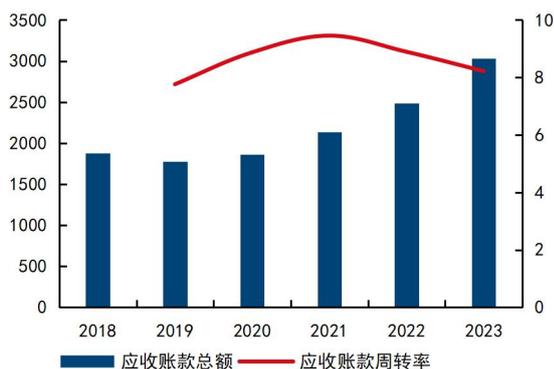
图12: 中国建筑房地产业务收入及毛利率(单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

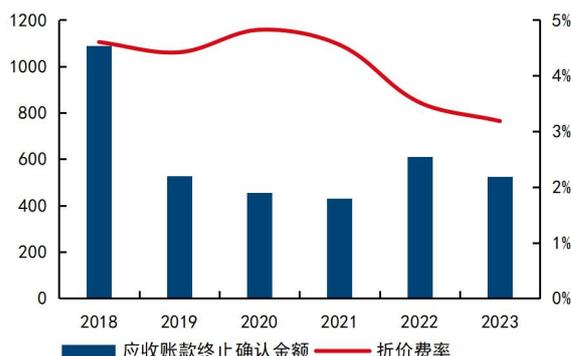
**应收账款周转速度放缓，应收账款处置成本持续降低。**2023 年末，公司应收账款 3030 亿元，较上年末增加 22.0%，其中一年以内的应收账款占比 66.7%，较上年末上升 0.7pct，公司应收账款规模增长较快，应收账款周转率由 2022 年的 8.9 次下滑至 2023 年的 8.2 次。2023 年公司应收账款终止确认金额（包含保理和资产证券化）526 亿元，较上年减少 14.1%，折价费率（处置成本率）3.18%，较上年下降 0.33pct。

图13: 公司应收总额及短期应收账款占比(单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

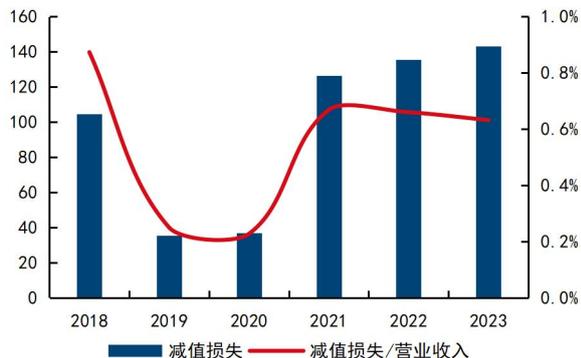
图14: 公司应收账款终止确认金额及折价费率(单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

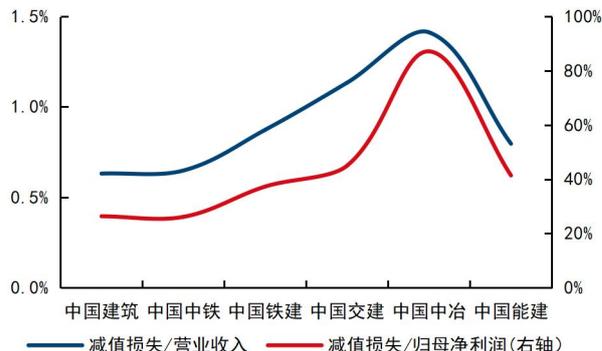
**减值规模维持高位，但占营收和利润的比例相对较低。**2023 年公司计提资产和信用减值损失合计 143.0 亿元，同比+5.6%，连续三年处于 120 亿以上高位。减值损失与营业收入和归母净利的比值分别为 0.63%和 26.4%，在同业中处于较低水平，对利润的影响相对较小。

图15: 公司历年减值损失和其与营收之比 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

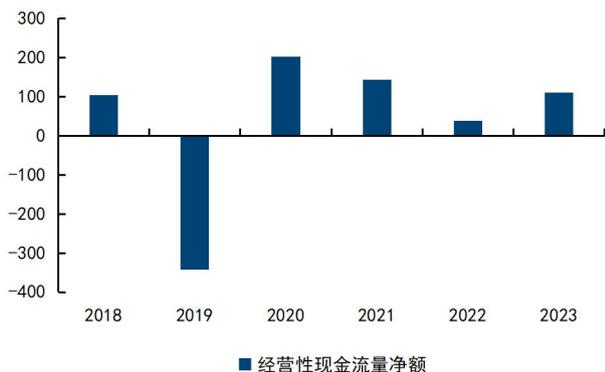
图16: 同行业公司 2023 年减值与营收和归母净利润之比 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

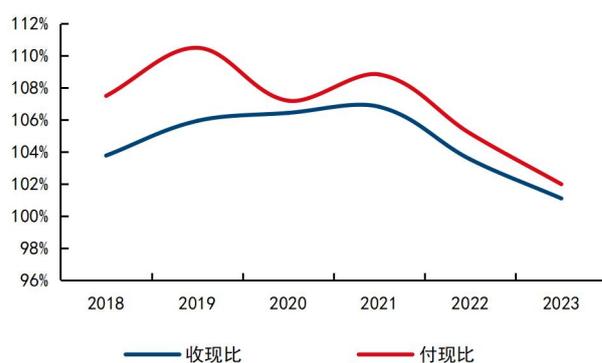
**经营性现金流改善, 收付现比倒挂有所缓解。**2023 年公司经营活动产生的现金流量净额 110.3 亿元, 较上年增加 188%, 单四季度经营性现金流净额 273.8 亿元, 同比-51.4%, 反映年末回款压力仍然较大。2023 年公司收现比 101.1%, 付现比 102.0%, 收付现比较上年分比-2.44%/-3.16%, 但仍维持在 100%以上, 收付现比之差-0.89pct, 倒挂差额较上年收窄 0.73pct。

图17: 公司经营性现金流量净额变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 公司收付现比变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**投资建议: 下调盈利预测, 维持“买入”评级。**公司建筑业务逆势增长, 地产业务边际企稳, 行业龙头地位持续巩固。由于地产行业景气度能否企稳尚需观察, 基建投资与地方债务之间的矛盾仍需化解, 且公司仍然存在一定规模的潜在减值风险, 小幅下调盈利预测, 预测公司 24-25 年归母净利由 606/637 亿元下调至 561/605 亿元, 每股收益由 1.44/1.52 下调至 1.34/1.44 元, 对应当前股价 PE 为 4.0/3.7X, 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	
				2024E	2025E	2024E	2025E
601390.SH	中国中铁	7.23	1,643	1.53	1.7	4.73	4.25
601186.SH	中国铁建	8.72	1,097	2.13	2.27	4.09	3.84
601618.SH	中国中冶	3.47	660	0.42	0.45	8.26	7.71
<b>601668.SH</b>	<b>中国建筑</b>	<b>5.36</b>	<b>2,231</b>	<b>1.34</b>	<b>1.44</b>	<b>4.00</b>	<b>3.72</b>

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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	335254	358791	580146	646765	717442	<b>营业收入</b>	<b>2055052</b>	<b>2265529</b>	<b>2379938</b>	<b>2498935</b>	<b>2623882</b>
应收款项	290407	336867	353227	370203	387995	营业成本	1840182	2042724	2142311	2248178	2360586
存货净额	771549	796343	836793	877573	920896	营业税金及附加	11755	14312	19040	19991	20991
其他流动资产	428325	502672	475988	499787	524776	销售费用	6544	7628	7854	8246	8659
<b>流动资产合计</b>	<b>1874788</b>	<b>2048963</b>	<b>2295336</b>	<b>2445237</b>	<b>2602570</b>	管理费用	33997	34402	37008	38793	40667
固定资产	53844	56808	45864	34763	23388	研发费用	49753	46074	48400	51570	54936
无形资产及其他	26204	32730	31422	30114	28806	财务费用	19674	18577	19122	17090	16190
投资性房地产	586965	650837	650837	650837	650837	投资收益	5676	4036	4445	4445	4445
长期股权投资	111102	113984	113984	113984	113984	资产减值及公允价值变动	(5072)	(5716)	(6004)	(6305)	(6620)
<b>资产总计</b>	<b>2652903</b>	<b>2903323</b>	<b>3137443</b>	<b>3274935</b>	<b>3419584</b>	其他收入	(56771)	(53074)	(56009)	(59559)	(63324)
短期借款及交易性金融负债	196338	252225	256471	260746	265091	营业利润	86733	93132	97034	105217	111289
应付款项	596048	700728	730935	760901	792521	营业外净收支	2102	(137)	983	423	703
其他流动负债	636916	637480	776220	814631	855449	<b>利润总额</b>	<b>88835</b>	<b>92995</b>	<b>98017</b>	<b>105640</b>	<b>111992</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1429303</b>	<b>1590433</b>	<b>1763626</b>	<b>1836278</b>	<b>1913061</b>	所得税费用	19624	19456	21551	23227	24624
长期借款及应付债券	502768	550485	550486	550487	550487	少数股东损益	18261	19276	20316	21896	23213
其他长期负债	40446	31334	31334	31334	31334	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>50950</b>	<b>54264</b>	<b>56149</b>	<b>60516</b>	<b>64155</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>543214</b>	<b>581820</b>	<b>581820</b>	<b>581821</b>	<b>581822</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1972516</b>	<b>2172252</b>	<b>2345447</b>	<b>2418099</b>	<b>2494883</b>	<b>净利润</b>	50950	54264	56149	60516	64155
少数股东权益	296065	303460	319648	336875	354907	资产减值准备	1538	750	(766)	(1091)	(1195)
股东权益	384322	427610	472348	519961	569795	折旧摊销	7442	8010	7290	7472	7535
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2652903</b>	<b>2903323</b>	<b>3137443</b>	<b>3274935</b>	<b>3419584</b>	公允价值变动损失	5072	5716	6004	6305	6620
						财务费用	19674	18577	19122	17090	16190
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(127214)	(112591)	138057	(14271)	(14861)
每股收益	1.21	1.29	1.34	1.44	1.53	其它	13496	14801	16953	18319	19227
每股红利	0.21	0.25	0.27	0.31	0.34	<b>经营活动现金流</b>	<b>(48716)</b>	<b>(29051)</b>	<b>223688</b>	<b>77249</b>	<b>81479</b>
每股净资产	9.16	10.20	11.27	12.40	13.59	资本开支	(9964)	(5299)	(276)	(276)	(276)
ROIC	6.38%	6.27%	6%	7%	8%	其它投资现金流	(5249)	(5037)	5107	(1726)	(552)
ROE	13.26%	12.69%	11.89%	11.64%	11.26%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(25476)</b>	<b>(13218)</b>	<b>4831</b>	<b>(2002)</b>	<b>(828)</b>
毛利率	10%	10%	10%	10%	10%	权益性融资	2058	40182	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	5%	5%	5%	负债净变化	64235	59142	1	1	1
EBITDA Margin	6%	6%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(9006)	(10485)	(11411)	(12904)	(14321)
收入增长	9%	10%	5%	5%	5%	其它融资现金流	(30529)	(71689)	4246	4275	4346
净利润增长率	-1%	7%	3%	8%	6%	<b>融资活动现金流</b>	<b>81986</b>	<b>65805</b>	<b>(7164)</b>	<b>(8628)</b>	<b>(9975)</b>
资产负债率	86%	85%	85%	84%	83%	<b>现金净变动</b>	<b>7794</b>	<b>23537</b>	<b>221355</b>	<b>66619</b>	<b>70677</b>
股息率	4.0%	4.7%	5.1%	5.7%	6.4%	货币资金的期初余额	327461	335254	358791	580146	646765
P/E	4.4	4.1	4.0	3.7	3.5	货币资金的期末余额	335254	358791	580146	646765	717442
P/B	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	企业自由现金流	(41837)	(14678)	242841	96024	100089
EV/EBITDA	18.3	18.7	19.4	18.9	18.7	权益自由现金流	(8131)	(27226)	232169	86967	91805

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