

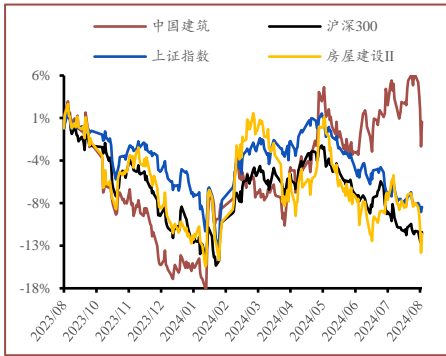
工程持续稳健增长，地产毛利率改善

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)

基本数据	2024-08-30
收盘价(元)	5.39
流通股本(亿股)	413.20
每股净资产(元)	10.49
总股本(亿股)	416.10

最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

相关报告

- 《房建业务结构持续优化，房开业务毛利率回升》 2024-05-05
- 《业绩略超预期，经营现金流亦有改善》 2024-04-21
- 《房建结构持续优化，综合盈利能力略有承压》 2023-10-27

核心观点

- ❖ **事件:** 2024H1 营收 11446 亿元同增 2.8%; 归母净利润 294.5 亿元同增 1.6%; 2024Q2 营收 5953 亿元同增 1.2%; 归母净利润 145.28 亿元同增 2.1%。
- ❖ **工程业务结构持续优化，工建、能源、水务、水利等板块支撑建筑新签较快增长。** 收入端来看，房建、基建、房开、勘察设计业务 2024H1 分别实现收入 7493.4/2694.7/1163.8/54.25 亿元，分别同比 1.7%/11.7%/-8.7%/2.8%; 分别实现毛利率 6.9%/10.2%/19.4%/17%，同比-0.2pct/-0.3pct/1.3pct/-0.1pct。订单情况来看，公司 2024H1 建筑业实现新签 22882 亿元同增 13.7%。分业务看，公司房建、基建、勘察设计分别实现新签 15320/7491/72 亿元，分别同比 5.7%/34.9%/-9.2%，房建业务中住宅占比下降，工业厂房、其他（市政配套建筑等）新签实现快速增长，分别实现新签 3891/2133 亿元分别同增 26.1%/42.5%；基建业务中能源、水务及环保、水利水运、其他（石油石化等）订单实现高增，分别实现新签 2609/794/277/1408 亿元，分别同比 230.4%/49.2%/42.5%/44.0%。
- ❖ **盈利能力略有下降，经营现金流同比大幅净流出。** 公司 2024H1 销售毛利率为 9.44%同降 0.13pct；期间费用率 4.21%同降 0.27pct，其中公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.31%/1.49%/1.53%/0.88%，同比变动 0.02pct/-0.04pct/-0.21pct/-0.04pct，研发费用率减少得益于公司健全研发投入制度、提高研发投入效益；资产及信用减值损失率 0.79%同增 0.23pct；归属净利率 2.57%同降 0.03pct。公司 2024H1 经营性活动现金流净流出 1087.69 亿元，较上年同期多流出 982.09 亿元，主要是因为销售商品、提供劳务收到的现金减少；收现比 87.50%同降 11.15pct；付现比 97.26%同降 1.16pct；截至 2024H1 公司应收账款及票据、存货+合同资产、应付账款及票据、预收账款+合同负债规模为 3153.8/13257.3/8254.4/3203.5 亿元，较年初变动 21.15%/17.19%/17.80%/0.79%。
- ❖ **投资建议:** 我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 543.6/545.2/558.2 亿元，同比增速 0.2%/0.3%/2.4%，对应 PE 分别为 4.0/4.0/3.9 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 宏观经济下行风险，稳增长力度不及预期，客户信用风险。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2055052	2265529	2337243	2408688	2535350
收入增长率(%)	8.58	10.24	3.17	3.06	5.26
归母净利润(百万元)	50950	54264	54358	54522	55822
净利润增长率(%)	-1.16	6.50	0.17	0.30	2.38
EPS(元/股)	1.23	1.31	1.31	1.31	1.34
PE	4.41	3.67	4.01	4.00	3.91
ROE(%)	13.26	12.69	11.57	10.63	10.02
PB	0.59	0.47	0.46	0.42	0.39

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 30 日收盘价计算)

中国建筑 2024H1 季报点评全文：

- ❖ **事件：**公司公告 2024H1 实现营收 11446 亿元同增 2.8%；归母净利润 294.5 亿元同增 1.6%；实现扣非归母净利润 269.5 亿元同增 1.9%。其中，2024Q2 单季营业收入为 5953 亿元同增 1.2%；归母净利润 145.28 亿元同增 2.1%；扣非后归母净利润 122.1 亿元同增 3.0%。
- ❖ **工程业务结构持续优化，工建、能源、水务、水利等板块支撑建筑新签较快增长。**收入端来看，房屋建筑、基础设施建设与投资、房地产开发与投资、勘察设计业务 2024H1 分别实现收入 7493.4/2694.7/1163.8/54.25 亿元，分别同比 1.7%/11.7%/-8.7%/2.8%；分别实现毛利率 6.9%/10.2%/19.4%/17%，同比-0.2pct/-0.3pct/1.3pct/-0.1pct。订单情况来看，公司 2024H1 建筑业实现新签 22882 亿元同增 13.7%。分业务看，公司房屋建筑、基础设施、勘察设计分别实现新签 15320/7491/72 亿元，分别同比 5.7%/34.9%/-9.2%，房屋建筑业务中住宅占比下降，工业厂房、其他（市政配套建筑等）新签实现快速增长，分别实现新签 3891/2133 亿元分别同增 26.1%/42.5%；公司积极抢抓基建重点领域发展机遇，基建支柱优势进一步塑强。基建业务中能源、水务及环保、水利水运、其他（石油石化等）订单实现高增，分别实现新签 2609/794/277/1408 亿元，分别同比 230.4%/49.2%/42.5%/44.0%。公司境外营销质量继续提升，2024H1 公司境内、境外分别实现新签 21651/1231 亿元，分别同比 10.9%/105.4%。
- ❖ **房地产销售虽然疲软，但中海发展盈利能力持续修复。**2024 上半年地产政策延续宽松主基调，如需求端首付比例降低、房贷利率下限取消等政策，但短期内地产需求依旧疲软。公司地产业务合同销售额 1915 亿元同降 20.6%；合约销售面积 655 万平方米同降 33.2%。根据半年报，中国海外发展 2024H1 实现营收 880.6 亿元同降 4.9%，净利润 99.38 亿元同增 16.3%，净利率 11.3% 同增 2.1pct。公司 2024H1 新购置土地 28 宗、新增土地储备 341 万平方米同增 3%，其中，中海地产新增土储 116.9 万平方米，中建地产新增土地储备 224.5 万平方米（一线城市购地金额占比 74.7%）。公司新增土储主要位于一线及省会城市，土储结构进一步优化；公司期末土地储备约 8631 万平方米同降 1.4%，其中中海地产 3600 万平方米同降 8.1%。物业方面来看，截止 24H1 公司持有物业持有型物业 1439 万平方米，账面净值 1567 亿元，占公司总资产 4.9%，24H1 实现营收 38.4 亿元同增 25.5%。
- ❖ **盈利能力略有下降，经营现金流同比大幅净流出。**公司 2024H1 销售毛利率为 9.44%同降 0.13pct；期间费用率 4.21%同降 0.27pct，其中公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.31%/1.49%/1.53%/0.88%，同比变动 0.02pct/-0.04pct/-0.21pct/-0.04pct，研发费用率减少得益于公司健全研发投入制度、提高研发投入效益；资产及信用减值损失率 0.79%同增 0.23pct；归母净利率 2.57%同降 0.03pct。公司 2024H1 经营性活动现金流净流出 1087.69 亿元，较上年同期多流出 982.09 亿元，主要是因为销售商品、提供劳务收到的现金减少；收

现比 87.50%同降 11.15pct；付现比 97.26%同降 1.16pct；截至 2024H1 公司应收账款及票据、存货+合同资产、应付账款及票据、预收账款+合同负债规模分别为 3153.8/13257.3/8254.4/3203.5 亿元，较年初变动 21.15%/17.19%/17.80%/0.79%。

- ❖ **投资建议：**我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 543.6/545.2/558.2 亿元，同比增速 0.2%/0.3%/2.4%，对应 PE 分别为 4.0/4.0/3.9 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济下行风险，稳增长力度不及预期，客户信用风险。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2055052.07	2265529.24	2337242.83	2408688.34	2535350.00	成长性					
减:营业成本	1840182.38	2042723.83	2106722.25	2167446.30	2278652.70	营业收入增长率	8.6%	10.2%	3.2%	3.1%	5.3%
营业税费	11755.22	14311.66	14724.63	15174.74	15719.17	营业利润增长率	-13.9%	7.4%	4.0%	3.2%	7.0%
销售费用	6543.63	7628.18	7869.65	7948.67	8239.89	净利润增长率	-1.2%	6.5%	0.2%	0.3%	2.4%
管理费用	33996.78	34402.18	35759.82	36852.93	38537.32	EBITDA 增长率	-5.1%	7.5%	2.0%	5.4%	6.8%
研发费用	49753.24	46073.57	47446.03	49859.85	52988.82	EBIT 增长率	-6.8%	7.4%	4.4%	5.4%	7.1%
财务费用	19673.76	18577.07	18758.13	21971.55	23657.89	NOPLAT 增长率	-5.8%	9.0%	3.0%	5.4%	7.1%
资产减值损失	-4955.81	-5706.21	-6100.00	-6380.00	-7350.00	投资资本增长率	13.0%	11.1%	8.9%	6.6%	5.9%
加:公允价值变动收益	-116.30	-9.44	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	6.0%	7.4%	8.7%	8.4%	8.3%
投资和汇兑收益	5675.52	4036.06	4207.04	4335.64	4563.63	利润率					
营业利润	86733.09	93132.31	96890.18	99955.40	106914.25	毛利率	10.5%	9.8%	9.9%	10.0%	10.1%
加:营业外净收支	2102.35	-136.83	-98.13	-98.13	-98.13	营业利润率	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.2%
利润总额	88835.44	92995.47	96792.05	99857.27	106816.12	净利率	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%	3.3%
减:所得税	19623.67	19455.76	21294.25	21968.60	23499.55	EBITDA/营业收入	5.7%	5.5%	5.5%	5.6%	5.7%
净利润	50950.30	54264.17	54358.42	54522.07	55822.11	EBIT/营业收入	5.0%	4.9%	4.9%	5.1%	5.1%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	335254.10	358790.90	351495.81	398540.12	454986.79	固定资产周转天数	8	8	8	7	6
交易性金融资产	20.15	14.85	14.85	14.85	14.85	流动营业资本周转天数	32	33	43	54	58
应收帐款	210431.62	257698.66	257485.99	256622.84	261548.19	流动资产周转天数	314	312	318	318	317
应收票据	6390.92	2613.16	2695.88	2778.29	2924.39	应收帐款周转天数	34	37	40	38	37
预付帐款	37223.16	28778.60	29494.11	30344.25	31901.14	存货周转天数	144	138	138	136	133
存货	771548.60	796342.90	813580.88	825175.10	854783.53	总资产周转天数	442	441	453	452	446
其他流动资产	123911.88	134570.63	142570.63	148570.63	152570.63	投资资本周转天数	229	232	247	259	261
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	13.3%	12.7%	11.6%	10.6%	10.0%
长期股权投资	111102.15	113983.97	123983.97	131983.97	137983.97	ROA	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.7%
投资性房地产	147675.21	158491.48	158491.48	158491.48	158491.48	ROIC	5.8%	5.7%	5.4%	5.3%	5.4%
固定资产	49844.41	52721.58	50013.70	45605.83	39597.95	费用率					
在建工程	3999.70	4086.88	4536.88	4786.88	4836.88	销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
无形资产	26203.63	32730.14	36230.14	37800.14	38450.14	管理费用率	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	269804.87	318154.07	342513.74	342513.74	342513.74	财务费用率	1.0%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%
资产总额	2652903.31	2903322.52	2979268.32	3075472.96	3199813.23	三费/营业收入	2.9%	2.7%	2.7%	2.8%	2.8%
短期债务	78154.16	124352.13	154352.13	174352.13	194352.13	偿债能力					
应付帐款	585744.27	689957.84	632016.68	620130.47	632959.08	资产负债率	74.4%	74.8%	73.3%	72.0%	70.9%
应付票据	10303.98	10770.19	10533.61	10235.16	10127.35	负债权益比	289.9%	297.1%	275.0%	257.2%	243.1%
其他流动负债	84744.73	102330.74	112330.74	117330.74	119330.74	流动比率	1.31	1.29	1.34	1.39	1.43
长期借款	398970.89	458112.46	498112.46	518112.46	528112.46	速动比率	0.44	0.44	0.45	0.48	0.51
其他非流动负债	4672.98	1584.38	1535.39	1535.39	1535.39	利息保障倍数	5.76	5.50	4.79	4.64	4.72
负债总额	1972516.40	2172252.41	2184896.01	2214445.15	2267114.56	分红指标					
少数股东权益	296064.77	303460.22	324599.60	347966.20	375460.67	DPS(元)	0.25	0.27	0.00	0.00	0.00
股本	41934.43	41919.51	41619.95	41619.95	41619.95	分红比率	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21
留存收益	324108.30	368000.11	411203.22	454492.12	498668.51	股息收益率	4.7%	5.6%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	680386.91	731070.11	794372.31	861027.81	932698.67	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	1.23	1.31	1.31	1.31	1.34
净利润	50950.30	54264.17	54358.42	54522.07	55822.11	BVPS(元)	9.16	10.20	11.29	12.33	13.39
加:折旧和摊销	13301.92	14444.38	12057.87	12707.87	13257.87	PE(X)	4.4	3.7	4.0	4.0	3.9
资产减值准备	13547.72	14302.48	14800.00	15380.00	16850.00	PB(X)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
公允价值变动损失	116.30	9.44	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	19031.89	19271.89	24139.99	26243.99	27635.99	P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
投资收益	-5675.52	-4036.06	-4207.04	-4335.64	-4563.63	EV/EBITDA	5.1	5.2	5.9	5.5	5.0
少数股东损益	18261.46	19275.54	21139.38	23366.60	27494.47	CAGR(%)					
营运资金的变动	-103720.02	-103079.39	-112147.89	-96999.08	-60532.05	PEG	—	0.6	23.1	13.3	1.6
经营活动产生现金流量	3828.93	11030.12	8499.98	57802.20	75555.81	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-11477.25	-26501.52	-55737.37	-17280.75	-12827.43	REP					
融资活动产生现金流量	16520.63	30450.20	39725.83	6306.38	-6498.19						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 30 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。