

中国建筑 (601668.SH)

业绩符合预期，新签合同额逆势增长

优于大市

核心观点

上半年营业收入同比+2.8%，归母净利润同比+1.7%。2024年上半年公司实现营业收入11446.2亿元，同比+2.8%，实现归母净利润294.5亿元，同比+1.7%。2024年第一/第二季度分别实现营业收入5493/5953亿元，同比+4.7%/+1.2%，分别实现归母净利润149.2/145.3亿元，同比+1.2%/+2.1%。受建筑行业下游需求下滑影响，公司上半年收入利润增速下滑，二季度收入增幅环比收窄，但利润增速逆势回升。

新签合同额逆势增长，境外新签合同额实现翻倍增长。2024年1-8月公司实现新签合同额28522亿元，同比+6.5%，其中建筑业新签合同额26183亿元，同比+9.7%。其中房屋建筑/基础设施/勘察设计新签合同额分别为17564/8527/92亿元，分别同比+1.6%/+31.6%/-3.2%。分地区看，境内新签合同额24769亿元，同比+6.7%，境外新签合同额1414亿元，同比+113.5%。

毛利率边际企稳。2024上半年公司整体毛利率为9.44%，较上年全年下滑0.39个百分点，较上年同期下滑0.14个百分点。前两个季度毛利率分别为8.09%/10.70%，较上年同期分别+0.00/-0.20个百分点，公司毛利率同比降幅明显收窄，出现初步企稳迹象。

费用支出相对刚性，期间费用率相对稳定略有上升。2024上半年公司期间费用率为4.21%，较上年全年下降0.50个百分点，较上年同期下降0.27个百分点，管理/研发/销售/财务费用分别为170.5/175.0/35.8/101.0亿元，分别同比+0.1%/-9.7%/+8.8%/-1.1%。公司通过加强精细化管理和费用管控，管理费用同比持平，研发费用明显压降，带动公司期间费用率下降。

合同资产大幅增长，付款压力仍然较大。2024上半年末公司应收票据及账款余额3154亿元，较年初增加21.2%，合同资产余额4993亿元，较年初增加49.1%，两项合计较年初增加2194亿元；应付票据及账款余额8254亿元，较年初增加1247亿元，增幅17.8%。合同资产大幅增长反映客户对工程进度的确认明显滞后，二季度合同资产的净增加值与营业收入的比值达到14.4%，为近三年最高值。各类应付款（包括长期应付款和其他应付款）的增幅在一季度收窄，但在二季度显著回升，反映公司仍然将面临较大付款压力。

现金流压力不减，收付现比延续同步下滑趋势。2024上半年公司实现经营活动产生的现金流入10016亿元，同比少流入794亿元，实现经营活动产生的现金流出10571亿元，同比少流出759亿元，实现经营性现金净流出-689亿元，同比多流出583亿元。从收现比和付现比看，一季度收现比/付现比分别为100.7%/118.7%，二季度收现比/付现比分别为75.3%/76.9%，二者均为公司近五年最低水平，首付现比延续2023年同步下滑的趋势，反映公司回款与付款节奏均有明显放缓，全产业链现金结算压力较大，公司作为总包方能够将回款比率下降的影响转移给上游分包商供应商。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。建筑行业新开工和投资落地均面临较大压力，地产投资低迷，地方政府化债工作持续推进，中国建筑凭借管理优势、融资成本优势和强大的品牌力快速提升市场份额。预测公司24-25年归母净利561/605亿元，每股收益1.34/1.44元，对应当前股价PE为4.1/3.8X，维持“优于大市”评级。

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

公司研究·财报点评

建筑装饰·房屋建设 II

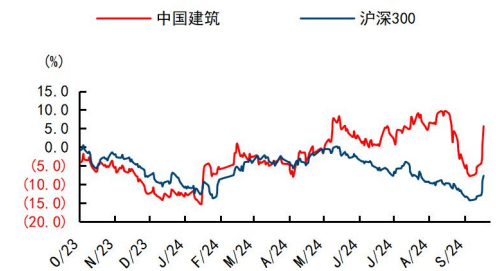
证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

证券分析师：朱家琪
021-60375435
zhujiaqi@guosen.com.cn
S0980524010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	5.46元
总市值/流通市值	227192/225609百万元
52周最高价/最低价	5.96/4.54元
近3个月日均成交额	963.41百万元

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) - 归母净利润同比增长 6.5%，龙头优势持续强化》——2024-04-23
- 《中国建筑 (601668.SH) - 三季度营收+17.5%，看好四季度业绩高速增长》——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) - 基建新签高增 42%，地产销售率先回暖》——2023-02-16

产行业持续下行的风险，国际经营风险，应收账款和合同资产减值风险。

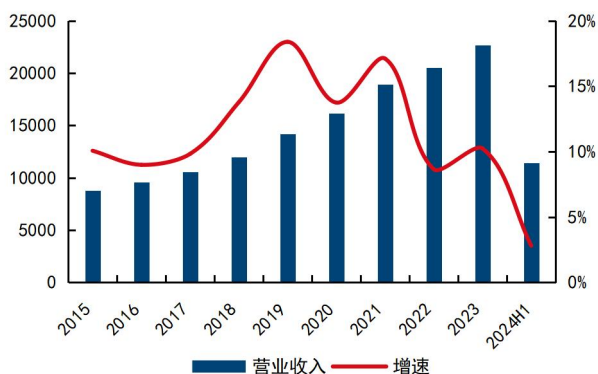
盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,055,052	2,265,529	2,379,938	2,498,935	2,623,882
(+/-%)	8.7%	10.2%	5.1%	5.0%	5.0%
净利润(百万元)	50950	54264	56149	60516	64155
(+/-%)	-0.9%	6.5%	3.5%	7.8%	6.0%
每股收益(元)	1.21	1.29	1.34	1.44	1.53
EBIT Margin	5.5%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
净资产收益率 (ROE)	13.3%	12.7%	11.9%	11.6%	11.3%
市盈率 (PE)	4.5	4.2	4.1	3.8	3.6
EV/EBITDA	18.3	18.7	19.4	19.0	18.7
市净率 (PB)	0.60	0.54	0.48	0.44	0.40

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

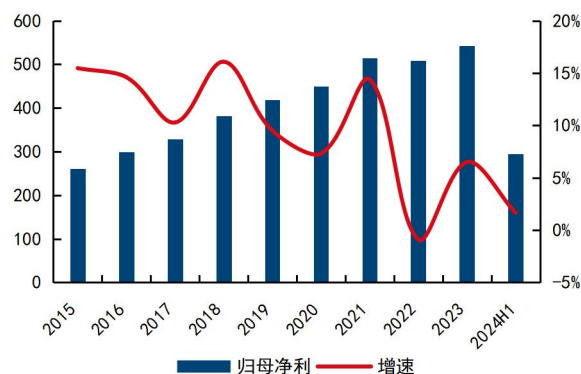
上半年营业收入同比+2.8%，归母净利润同比+1.7%。2024年上半年公司实现营业收入11446.2亿元，同比+2.8%，实现归母净利润294.5亿元，同比+1.7%。2024年第一/第二季度分别实现营业收入5493/5953亿元，同比+4.7%/+1.2%，分别实现归母净利润149.2/145.3亿元，同比+1.2%/+2.1%。受建筑行业下游需求下滑影响，公司上半年收入利润增速下滑，二季度收入增幅环比收窄，但利润增速逆势回升。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



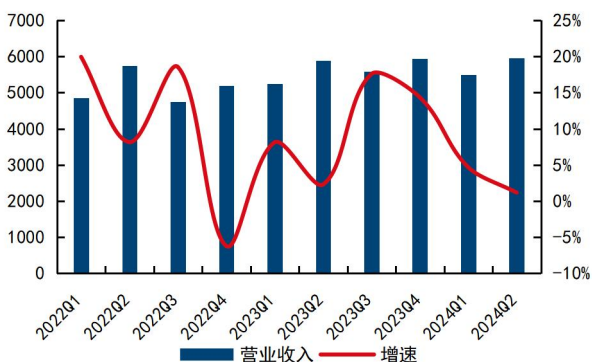
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



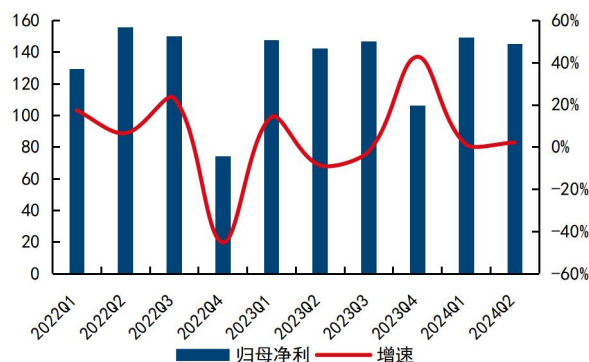
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

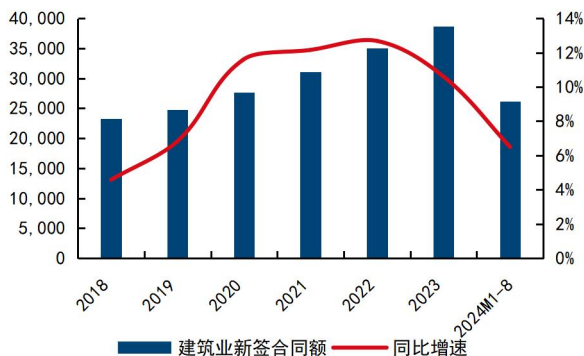
图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

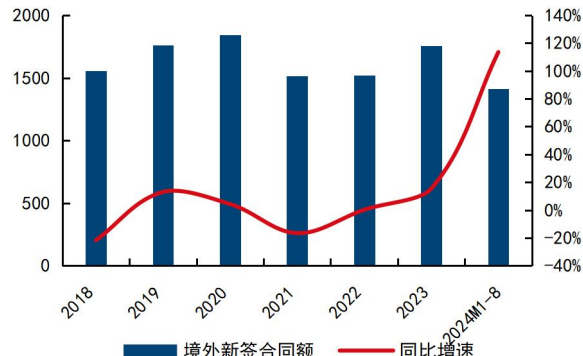
新签合同额逆势增长，境外新签合同额实现翻倍增长。2024年1-8月公司实现新签合同额28522亿元，同比+6.5%，其中建筑业新签合同额26183亿元，同比+9.7%。其中房屋建筑/基础设施/勘察设计新签合同额分别为17564/8527/92亿元，分别同比+1.6%/+31.6%/-3.2%。分地区看，境内新签合同额24769亿元，同比+6.7%，境外新签合同额1414亿元，同比+113.5%。

图5: 公司建筑业新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

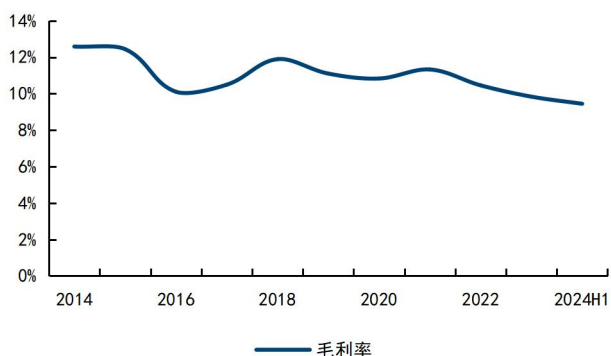
图6: 公司境外新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

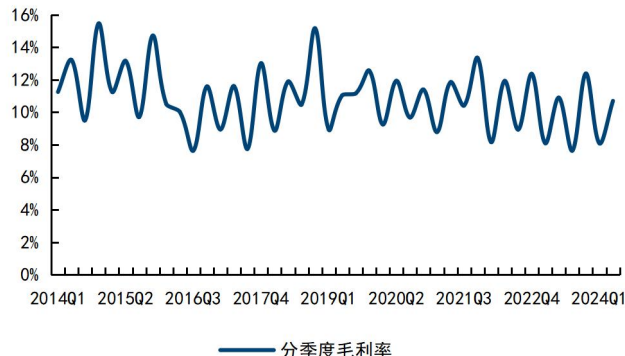
毛利率边际企稳。2024上半年公司整体毛利率为9.44%，较上年全年下滑0.39个百分点，较上年同期下滑0.14个百分点。前两个季度毛利率分别为8.09%/10.70%，较上年同期分别+0.00/-0.20个百分点，公司毛利率同比降幅明显收窄，出现初步企稳迹象。

图7: 公司整体毛利率变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

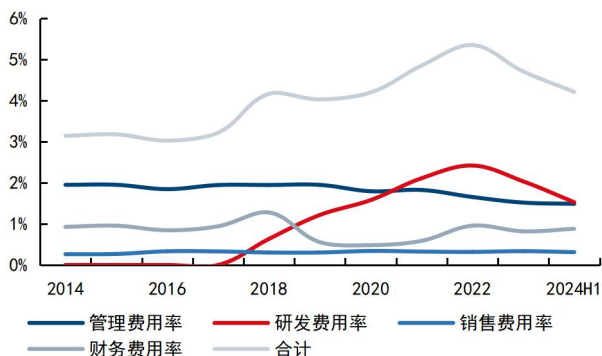
图8: 公司单季度毛利率变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

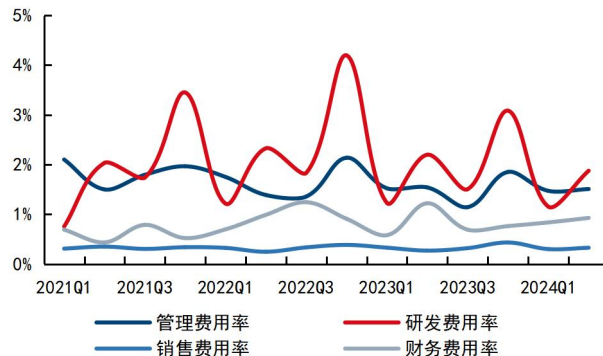
费用支出相对刚性，期间费用率相对稳定略有上升。2024上半年公司期间费用率为4.21%，较上年全年下降0.50个百分点，较上年同期下降0.27个百分点，管理/研发/销售/财务费用分别为170.5/175.0/35.8/101.0亿元，分别同比+0.1%/-9.7%/+8.8%/-1.1%。公司通过加强精细化管理和费用管控，管理费用同比持平，研发费用明显压降，带动公司期间费用率下降。

图9: 公司期间费用率变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

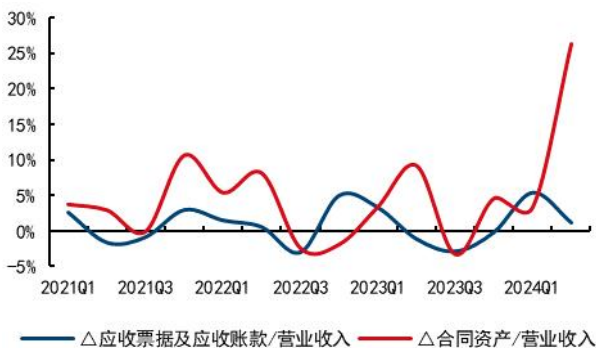
图10: 公司单季度各项费用率变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

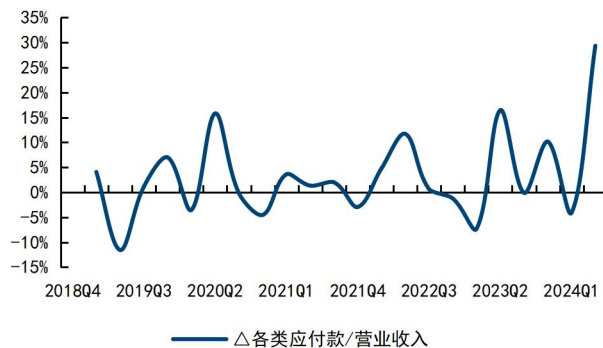
合同资产大幅增长, 付款压力仍然较大。2024 上半年末公司应收票据及账款余额 3154 亿元, 较年初增加 21.2%, 合同资产余额 4993 亿元, 较年初增加 49.1%, 两项合计较年初增加 2194 亿元; 应付票据及账款余额 8254 亿元, 较年初增加 1247 亿元, 增幅 17.8%。合同资产大幅增长反映客户对工程进度的确认明显滞后, 二季度合同资产的净增加值与营业收入的比值达到 14.4%, 为近三年最高值。各类应付款 (包括长期应付款和其他应付款) 的增幅在一季度收窄, 但在二季度显著回升, 反映公司仍然将面临较大付款压力。

图11: 公司合同资产增幅显著扩大 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

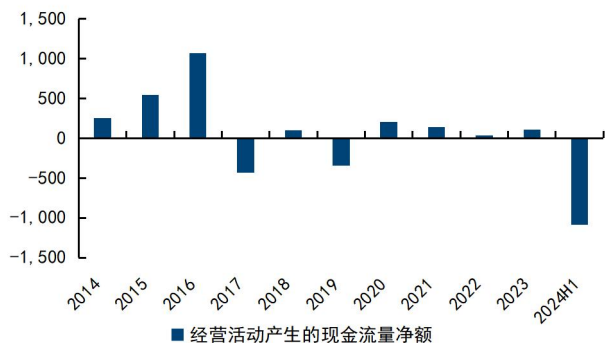
图12: 公司二季度应付款规模明显增加 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

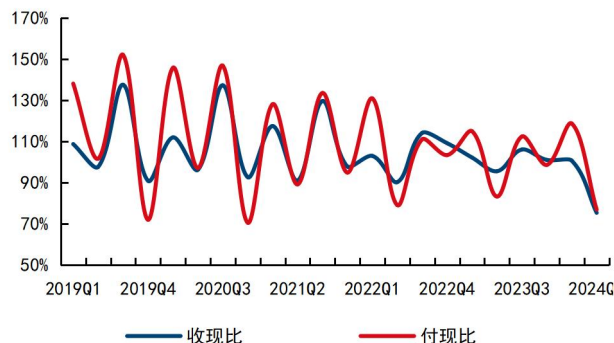
现金流压力不减, 收付现比延续同步下滑趋势。2024 上半年公司实现经营活动产生的现金流入 10016 亿元, 同比少流入 794 亿元, 实现经营活动产生的现金流出 10571 亿元, 同比少流出 759 亿元, 实现经营性现金净流出-689 亿元, 同比多流出 583 亿元。从收现比和付现比看, 一季度收现比/付现比分别为 100.7%/118.7%, 二季度收现比/付现比分别为 75.3%/76.9%, 二者均为公司近五年最低水平, 首付现比延续 2023 年同步下滑的趋势, 反映公司回款与付款节奏均有明显放缓, 全产业链现金结算压力较大, 公司作为总包方能够将回款比率下降的影响转移给上游分包商供应商。

图13: 公司经营现金流净额 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司单季度收现比和付现比 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持盈利预测, 维持“优于大市”评级。建筑行业新开工和投资落地均面临较大压力, 地产投资低迷, 地方政府化债工作持续推进, 中国建筑凭借管理优势、融资成本优势和强大的品牌力快速提升市场份额。预测公司 24-25 年归母净利润 561/605 亿元, 每股收益 1.34/1.44 元, 对应当前股价 PE 为 4.1/3.8X, 维持“优于大市”评级。

表 1: 可比公司估值

公司简称	收盘价	市值 (亿元)	EPS		PE	
			2024E	2025E	2024E	2025E
中国铁建	7.69	975	1.75	1.62	4.4	4.7
中国中铁	5.64	1293	1.36	1.31	4.1	4.3
中国交建	8.14	1143	1.4	1.51	5.8	5.4
中国建筑	5.46	2272	1.34	1.44	4.1	3.8

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	营业收入	2055052	2265529	2379938	2498935	2623882
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
流动资产合计	1874788	2048963	2295336	2445237	2602570	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)
资产总计	2652903	2903323	3137443	3274935	3419584	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	利润总额	88835	92995	98017	105640	111992
流动负债合计	1429303	1590433	1763626	1836278	1913061	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	归属于母公司净利润	50950	54264	56149	60516	64155
长期负债合计	543214	581820	581820	581821	581822	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1972516	2172252	2345447	2418099	2494883	净利润	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
负债和股东权益总计	2652903	2903323	3137443	3274935	3419584	公允价值变动损失	5072	5716	6004	6305	6620
						财务费用	19674	18577	19122	17090	16190
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	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	经营活动现金流	(48716)	(29051)	223688	77249	81479
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%	投资活动现金流	(25476)	(13218)	4831	(2002)	(828)
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%	融资活动现金流	81986	65805	(7164)	(8628)	(9975)
资产负债率	86%	85%	85%	84%	83%	现金净变动	7794	23537	221355	66619	70677
股息率	3.9%	4.6%	5.0%	5.6%	6.3%	货币资金的期初余额	327461	335254	358791	580146	646765
P/E	4.5	4.2	4.1	3.8	3.6	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	19.0	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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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