中国建筑（601668.SH）

Q3 营收业绩承压，经营性现金流明显改善

施工放缓导致 Q3 营收业绩承压，政策发力有望促 Q4 边际修复。2024Q1-3 公司实现营业总收入 16265 亿元，同降 2.7%；实现归母净利润 397 亿元，同降 9.0%，扣非归母净利润同降 9.8%，业绩降幅大于收入主要因投资收益减少叠加减值损失增多。分季度看，Q1/Q2/Q3 分别实现营业收入 5493/5953/4819 亿元，同比+4.7%/+1.2%/-13.6%；实现归母净利润 149/145/103 亿元，同比+1%/+2%/-30%，Q3 单季营收业绩下滑，预计主要因业主资金紧张情况加剧，房建与基建施工节奏显著放缓。分地区看，Q1-3 境内/境外分别实现营收 15420/845 亿元，同比-3.2%/+8.9%，境外业务增势较好。展望后续，中央加杠杆以及化债增量政策可期，同时地产政策持续优化，预计将促进 Q4 行业基本面改善，公司业绩有望迎来修复。

施工业务结构持续优化，Q3 地产收入显著提速。分业务看，2024Q1-3 公司房建/基建/地产业务分别实现营收 10440/3845/1760 亿元，同比-3%/-1%/+2%，单季分别同比-14%/-22%/+31%；实现毛利润 731/351/307 亿元，同降 5.3%/2.6%/3%，单季分别同降 16%/29%/5%。1）房建板块积极参与高科技工业厂房、科教文卫体设施和城市更新等建设，业务结构持续优化。2024Q1-3 工业厂房新签合同额 5208 亿元，同增 26.4%，占比提升 5pct 至 26%；住宅订单占比同比下降 3pct 至 21%。2）基建板块持续拓展，Q1-3 新签订单同比增长 26%，能源工程、水务及环保等细分领域加速布局，订单分别同增 108%/50%，增速表现亮眼。3）地产板块持续加大销售去化及结算力度，Q3 收入有明显提速。

Q3 费用率有所提升，单季现金流明显改善。2024Q1-3 公司综合毛利率 8.8%，同比-0.1pct，其中房建/基建/地产业务毛利率分别同比减少 0.15/0.13/0.82pct，Q3 单季分别同比减少 0.1/0.6/5.1pct，地产盈利能力仍有所承压。Q1-3 期间费用率为 4.16%，同比-0.04pct，整体较为平稳，Q3 单季费用率同比+0.4pct，其中管理/财务费用率分别同比+0.18/+0.17pct，预计主要因本期营收规模下滑，费用支出相对刚性致占比提升。2024Q1-3 资产（含信用）减值损失多计提约 26 亿元。投资收益同比减少 4.4 亿元。少数股东损益占比提升 0.8 个 pct。归母净利率下滑 0.17pct 至 2.4%。Q1-3 公司经营活动现金净流出 770 亿元，较上年同期多流出 607 亿元；Q3 单季净流入 318 亿元，同比多流入 376 亿元，单季现金流明显改善。

体系化推进市值管理提升股东回报，化债等政策落地有望促估值修复。近期公司公告控股股东拟增持 6-12 亿元公司股票，以公告日收盘价计算增持股数约占总股本的 0.22%-0.45%，彰显集团层面对公司未来发展信心。公司公告表示要持续丰富市值管理“工具箱”，并研究出台市值管理制度、市值管理考核办法，预计后续增量措施有望进一步落地。分红方面提出要“保持稳定的利润分配政策，努力增加现金分红回报，努力实现每股分红逐年增长”，预计未来分红率有望提升。近期财政部表示最大规模化债措施即将出台，有望大幅减轻地方化债压力，促进基建资金面好转，加速公司相关业务回款，后续现金流及资产质量预计将得到改善，PB 估值有望加快修复。

投资建议：根据三季报情况，我们对公司盈利预测进行调整，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 502/511/517 亿元，同比-7%/+2%/+1%，EPS 分别为 1.21/1.23/1.24 元/股，当前股价对应 PE 分别为 5.2/5.1/5.1 倍，维持“买入”评级。

风险提示：应收账款减值风险、地产存货减值风险、地产销售大幅下滑风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,055,052	2,265,529	2,164,440	2,188,630	2,203,266
增长率 yoy（%）	8.6	10.2	-4.5	1.1	0.7
归母净利润（百万元）	50,950	54,264	50,241	51,070	51,669
增长率 yoy（%）	-1.2	6.5	-7.4	1.7	1.2
EPS 最新摊薄（元/股）	1.22	1.30	1.21	1.23	1.24
净资产收益率（%）	10.2	10.1	8.6	8.2	7.7
P/E（倍）	5.1	4.8	5.2	5.1	5.1
P/B（倍）	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	房屋建设 II
前次评级	买入
10 月 25 日收盘价（元）	6.29
总市值（百万元）	261,728.93
总股本（百万股）	41,610.32
其中自由流通股（%）	99.30
30 日日均成交量（百万股）	384.09

股价走势

作者

分析师　何亚轩
执业证书编号：S0680518030004
邮箱：heyaxuan@gszq.com
分析师　程龙戈
执业证书编号：S0680518010003
邮箱：chenglongge@gszq.com
分析师　李枫婷
执业证书编号：S0680524060001
邮箱：lifengting3@gszq.com
研究助理　张天玮
执业证书编号：S0680123060030
邮箱：zhangtianyi@gszq.com

相关研究

1、《中国建筑（601668.SH）：Q2 业绩稳增彰显龙头经营韧性，业务结构持续优化》 2024-08-30
2、《中国建筑（601668.SH）：如何看中国建筑分红的持续性？》 2024-07-28
3、《中国建筑（601668.SH）：从资产负债表看中国建筑的“底线价值”》 2024-07-14

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1874788	2048963	1891228	2192919	2060121
现金	335254	358791	340045	343845	346145
应收票据及应收账款	216823	260312	220675	265687	223927
其他应收款	73584	76555	66885	78158	67855
预付账款	37223	28779	34278	29483	34705
存货	771549	796343	672729	888990	768788
其他流动资产	440356	528184	556616	586755	618702
非流动资产	778115	854360	855994	867476	877281
长期投资	111102	113984	121658	129047	136332
固定资产	49844	52722	38216	34537	30190
无形资产	26204	32730	36090	39235	41886
其他非流动资产	590965	654924	660030	664656	668873
资产总计	2652903	2903323	2747222	3060395	2937403
流动负债	1429303	1590433	1347519	1580966	1386681
短期借款	78154	124352	192345	191551	209083
应付票据及应付账款	596048	700728	490653	703047	502610
其他流动负债	755100	765353	664521	686368	674988
非流动负债	543214	581820	611925	632804	644777
长期借款	502768	550485	580590	601470	613443
其他非流动负债	40446	31334	31334	31334	31334
负债合计	1972516	2172252	1959444	2213770	2031458
少数股东权益	296065	303460	321307	339447	357801
股本	41934	41920	41920	41920	41920
资本公积	11808	12050	12050	12050	12050
留存收益	321923	365418	419518	474427	529925
归属母公司股东权益	384322	427610	466471	507178	548144
负债和股东权益	2652903	2903323	2747222	3060395	2937403

现金流量表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3829	11030	6678	27177	15421
净利润	69212	73540	68087	69211	70023
折旧摊销	11127	12699	10240	10851	11439
财务费用	19674	18577	19282	20288	19990
投资损失	-5676	-4036	-5145	-4890	-4937
营运资金变动	-98406	-97446	-85515	-68104	-80855
其他经营现金流	7899	7696	-270	-178	-240
投资活动现金流	-11477	-26502	-6459	-17264	-16068
资本支出	25949	34056	-6040	4092	2520
长期投资	-8667	-3799	-7674	-7389	-7285
其他投资现金流	5804	3755	-20173	-20561	-20833
筹资活动现金流	16521	30450	-86958	-5318	-14586
短期借款	18208	46198	0	0	0
长期借款	64531	47717	30105	20880	11973
普通股增加	-14	-15	0	0	0
资本公积增加	-894	242	0	0	0
其他筹资现金流	-65310	-63692	-117063	-26198	-26559
现金净增加额	10930	16131	-86739	4595	-15233

利润表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2055052	2265529	2164440	2188630	2203266
营业成本	1840182	2042724	1953865	1975575	1989334
营业税金及附加	11755	14312	14069	14226	14321
营业费用	6544	7628	7164	7181	7239
管理费用	33997	34402	33549	33924	34151
研发费用	49753	46074	44371	43991	44286
财务费用	19674	18577	19282	20288	19990
资产减值损失	-4956	-5706	-11255	-11600	-11457
其他收益	1109	1366	1237	1302	1270
公允价值变动收益	-116	-9	-78	-110	-78
投资净收益	5676	4036	5145	4890	4937
资产处置收益	466	229	348	288	318
营业利润	86733	93132	87538	88215	88934
营业外收入	2318	1166	1282	1400	1541
营业外支出	216	1303	767	708	748
利润总额	88835	92995	88053	88907	89727
所得税	19624	19456	19966	19696	19704
净利润	69212	73540	68087	69211	70023
少数股东损益	18261	19276	17846	18141	18354
归属母公司净利润	50950	54264	50241	51070	51669
EBITDA	123981	133433	119738	123329	125563
EPS（元）	1.22	1.30	1.21	1.23	1.24

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	8.6	10.2	-4.5	1.1	0.7
营业利润(%)	-13.9	7.4	-6.0	0.8	0.8
归属于母公司净利润(%)	-1.2	6.5	-7.4	1.7	1.2
获利能力					
毛利率(%)	10.5	9.8	9.7	9.7	9.7
净利率(%)	2.5	2.4	2.3	2.3	2.3
ROE(%)	10.2	10.1	8.6	8.2	7.7
ROIC(%)	7.9	7.6	6.5	6.4	6.2
偿债能力					
资产负债率(%)	74.4	74.8	71.3	72.3	69.2
净负债比率(%)	57.4	63.5	62.8	60.9	60.4
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
应收账款周转率	9.9	9.5	9.0	9.0	9.0
应付账款周转率	3.3	3.2	3.3	3.3	3.3
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.22	1.30	1.21	1.23	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.27	0.16	0.65	0.37
每股净资产(最新摊薄)	9.00	10.06	10.99	11.97	12.95
估值比率					
P/E	5.1	4.8	5.2	5.1	5.1
P/B	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.7	7.7	9.0	9.1	9.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com