



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 03 月 24 日

基础数据

03 月 24 日收盘价（港元）	10.82
总市值（亿港元）	571.54
总股本（亿股）	52.82

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外原材料】中国建筑国际（03311.HK）深度：高质量成长，优质红利属性彰显-2024.05.10

分析师：韩亦佳

S0190517080003
BOT963
hanyij@xyzq.com.cn

分析师：马睿晴

S0190524070010
请注意：马睿晴并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
maruiqing@xyzq.com.cn

中国建筑国际(03311.HK)

港股通（沪/深）

现金流大幅改善

投资要点：

事件：中国建筑国际公布 2024 年业绩：全年收入同比+1.2%至 1151 亿港元，归母净利润同比+2.1%至 93.6 亿港元。每股拟派息末期股息 28.5 港仙，全年派息比率为 33%。

点评：2024 年新签合同额顺利达标，公司以回款为核心，加强内地现金回款管控，影响 2024 年净利润低于预期，中国内地回款明显改善，经营性现金流净额同比增长约 3 倍至 20 亿港元。

- **科技驱动成长，2024 年新签合同额达标。**2024 年新签合同额同比增长 12.3%至 2113 亿港元，中标集团历史最大合约——合约额 611 亿港元的中国香港新界西堆填区扩建计划，以及中国澳门市场 2024 年最大的公屋项目，中国内地/中国香港/中国澳门/中国建筑兴业分别同比+4.3%/+27.0%/+4.9%/-4.2%至 1002/900/100/110 亿港元。分项目类型来看，2024 年科技带动类/投资带动类/建筑类新签合同额分别同比+17.7%/-19.3%/+48.8%，科技带动类新签合同额占比同比提升至 42%。
- **中国内地以回款为核心，加强现金回收力度，现金流显著改善。**2024 年建筑相关投资项目回购款占当年建筑相关投资项目收入比重提升 20ppt 至 92%。2024 年中国内地业务经营性现金实现净流入 10 亿港元，同时中国香港工程集中开工压力缓解，中国港澳经营性现金流亦明显好转，恢复至 10 亿港元水平，公司经营性现金流同比增长约 3 倍至 20 亿港元。
- **低融资成本筹措资金，2025 年 3 月溢价配售引入战略股东。**2024 年末有息负债增加 94 亿港元至 870 亿港元，净借贷比率同比+7.5ppt 至 73.6%。平均融资成本同比下降 0.35ppt 至 3.53%。2025 年 3 月，东方国际以 12.26 港元（较协议日收盘价溢价 0.49%）认购 2.45 亿新股，合计募资 29.99 亿港元，其中 5 亿港元用于偿还负债，5 亿港元用于 MIC 等建筑科技研发，其余用于正常运营；同时双方将就城市更新&旧改、盘活资产以及粤港澳大湾区业务协同方面进行双向赋能。
- **MIC 中国内地业务延拓顺利。**2024 年首次进入上海市场即落地 2 个标志性项目，其中徐汇区田林路 65 弄旧住房拆除重建项目有望成为全国规模最大采用模组化建造方式的城市更新项目，并成功进入青岛、重庆等二线城市。未来公司规划科技带动类业务向具备独立分拆条件迈进。

我们的观点：中国内地投资业务转型顺利，现金流改善取得明显成效，2025 年公司将恢复业务节奏，指引 2025 年净利润恢复至双位数增长，同时将继续以回款为核心，坚持科技驱动，经营性现金流净额有望持续好转，规划 2030 年之前结余现金流（股权自由现金流扣除股息）将转正。我们预计公司 25/26/27 年归母净利润分别同比+11.8%/+11.7%/+10.2%至 104.64/116.91/128.81 亿港元，3 月 24 日收盘价对应 2025 年潜在股息率为 5%，维持“增持”评级。

- **风险提示：**项目拓展不及预期、负债率上行风险、成本波动风险、回款不及预期

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万港元）	115,107	131,617	147,846	166,268
同比增长（%）	1.2	14.3	12.3	12.5
归母净利润（百万港元）	9,361	10,464	11,691	12,881
同比增长（%）	2.1	11.8	11.7	10.2
毛利率（%）	15.5	14.4	14.1	13.8
ROE（%）	14.7	15.0	15.1	15.0
每股收益（港元）	1.86	1.98	2.21	2.44
市盈率	5.8	5.5	4.9	4.4

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
现金流量表

单位:百万港元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
除税前(亏损)/溢利	12,939	13,898	15,500	17,053
折旧和摊销	765	748	748	748
经营活动现金流	2,007	-9,282	16,320	101,576
投资活动现金流	1,137	-261	-261	-261
融资活动现金流	-349	-3,328	-3,689	-4,038
现金净变动	2,795	-12,871	12,370	97,277
现金的期初余额	28,392	30,741	17,871	30,241
现金的期末余额	30,741	17,871	30,241	127,518

资产负债表

单位:百万港元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	171,841	183,980	202,965	223,881
贸易应收款	91,945	112,907	115,543	34,666
合约资产	28,217	32,264	36,242	40,758
应收合营企业款项	6,257	6,257	6,257	6,257
存货	453	453	453	453
货币资金	30,741	17,871	30,241	127,518
开发中物业	7,558	7,558	7,558	7,558
其它	6,670	6,670	6,670	6,670
非流动资产	99,763	100,510	101,257	102,005
物业、厂房及设备	6,180	6,180	6,180	6,180
投资物业	6,922	6,922	6,922	6,922
基建项目投资权益	3,307	3,307	3,307	3,307
于合营企业的权益	16,896	17,534	18,171	18,809
于联营公司的权益	6,505	6,772	7,040	7,308
特许经营权	2,838	2,680	2,522	2,364
贸易应收款	54,199	54,199	54,199	54,199
其它	2,915	2,915	2,915	2,915
资产总计	271,603	284,490	304,222	325,885
流动负债	123,778	126,259	134,584	143,859
短期借款	14,297	17,619	18,324	19,057
应付账款	89,540	91,344	98,963	107,506
合约负债	8,951	8,951	8,951	8,951
其他	10,990	8,345	8,345	8,345
非流动负债	71,402	74,203	77,116	80,146
长期借款及债券	70,025	72,826	75,739	78,768
其他	1,378	1,378	1,378	1,378
负债合计	195,181	200,463	211,700	224,005
拥有人应占权益	66,023	73,348	81,532	90,548
少数股东权益	2,665	2,945	3,256	3,597
永续资本证券	7,735	7,735	7,735	7,735
股东权益合计	76,423	84,027	92,522	101,880
负债及权益合计	271,603	284,490	304,222	325,885

数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位:百万港元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	115,107	131,617	147,846	166,268
营业成本	-97,260	-112,630	-126,973	-143,309
毛利	17,847	18,987	20,872	22,959
投资等其他收入	231	329	329	329
行政、销售等费用	-2,822	-3,027	-3,179	-3,575
应占合营企业溢利	638	638	638	638
应占联营企业溢利	268	268	268	268
财务费用	-3,222	-3,297	-3,428	-3,566
税前利润	12,939	13,898	15,500	17,053
所得税	-2,862	-2,783	-3,127	-3,459
净利润	10,077	11,114	12,373	13,593
非控股权益	345	279	311	342
永续资本债券持有人	371	371	371	371
归属股东净利润	9,361	10,464	11,691	12,881
EPS (港元)	1.86	1.98	2.21	2.44

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长性(%)				
营业收入增长率	1.2	14.3	12.3	12.5
归母净利润增长率	2.1	11.8	11.7	10.2
盈利能力(%)				
毛利率	15.5	14.4	14.1	13.8
净利率	8.8	8.4	8.4	8.2
ROE	14.7	15.0	15.1	15.0
偿债能力				
净资产负债率(%)	255	239	229	220
流动比率	1.39	1.46	1.51	1.56
速动比率	1.38	1.45	1.50	1.55
营运能力(次)				
资产周转率	0.44	0.47	0.50	0.53
应收账款周转率	0.79	0.79	0.87	1.87
每股资料(港元)				
每股收益	1.86	1.98	2.21	2.44
每股净资产	13.11	13.89	15.44	17.14
估值比率(倍)				
PE	5.8	5.5	4.9	4.4
PB	0.83	0.78	0.70	0.63
股息率	5.2%	5.5%	6.1%	6.8%

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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%
	行业评级	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
		推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 XIANGYU INVESTMENT (BVI) CO., LTD.、佛山市高明建设投资集团有限公司、淮安开发控股有限公司、都江堰市城乡建设集团有限公司、保定国家高新技术产业开发区发展有限公司、河南航空港投资集团有限公司、河南省豫融担保有限公司、济源济康科技有限公司、泉州市南翼投资集团有限公司、兰溪市国有资本运营有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、枣庄市基础设施投资发展集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、嵊州市交通投资发展集团有限公司、嵊州市投资控股有限公司、福建石狮国有资本运营集团有限责任公司、湖南金霞发展集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、福建红树林投资集团有限公司、漳州市龙海区国有资产投资经营有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、滨江国投有限公司、GF Financial Holdings BVI Ltd.、广发证券、广发证券、泰州港城投资集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、申万宏源(国际)集团有限公司、申万宏源证券有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、郑州建中建设开发(集团)有限责任公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、景德镇市城市发展集团有限责任公司、成都东方广益投资有限公司、青岛蓝谷投资发展集团有限公司、滕州信华投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、淄博市淄川区财金控股有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、北京银行、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、沂盛（维尔京）国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、开矿集团（开曼群岛）有限公司、山东能源集团有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、南阳城投控股有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮北市建设投资有限责任公司、稠州国际投资有限公司、江门高新技术工业园有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、安徽海螺水泥股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、天长市农业发展有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、徽商银行股份有限公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、盐城高新区投资集团有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、浙江德盛（BVI）有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、三水国际发展有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、唐山国控集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、贵溪市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、Mixin International Trading Co., Limited、河南中豫信用增进有限公司、南阳交通控股集团有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际（BVI）有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、福清市国有资产营运投资集团有限公司、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、郑州市金水控股集团有限公司、郑州地铁集团有限公司、漳州圆山发展有限公司、漳州高鑫发展有限公司、靖江港口集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、徽商银行、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD.、烟台国丰投资控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、万晟国际（维尔京）有限公司、新沂市交通文旅集团有限公司、XD 民生银行、常德财鑫融资担保有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、赣州城市投资控股集团有限公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、黄石产投控股集团有限公司、赤壁城市发展集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、江苏银行、无锡恒廷实业有限公司、四海国际投资有限公司、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、济南章丘控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd.、中国信达(香港)控股有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、资阳发展投资集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、南京银行、淄博市城市资产运营集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、中原豫资投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、九江银行、无锡市交通产业集团有限公司、保定市国控集团有限责任公司、海翼（香港）有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、重庆新双圈城市建设开发有限公司、Shenghai Investment Co., Limited、Coastal Emerald Limited、山东高速集团、青岛军民融合发展集团有限公司、泰兴市港口集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk