

中国建筑（601668.SH）

龙头优势凸显，现金流持续改善

优于大市

核心观点

收入小幅下滑，回款压力增大拖累盈利。2024年公司实现营收21871亿元，同比-3.5%，实现归母净利润462亿元，同比-14.9%。其中2024Q4公司实现营业收入5606亿元，同比-5.7%，实现归母净利润65亿元，同比-38.9%。2024年公司归母净利润降幅大于收入降幅，主要原因有二：1）2024年公司计提信用/资产减值损失分别增加7.5/50.3亿元，同比+13.1%/+58.5%；2）2024年公司终止确认的金融资产金额有所增加，确认的终止确认损失增加14.1亿元，同比+84.4%，二者均与应收款质量下降相关。

新签订单逆势增长，地产销售彰显韧性。2024年公司全年建筑业新签合同额40808亿元，同比+5.4%，其中房屋建筑新签26516亿元，同比-1.4%，基础设施新签14149亿元，同比+21.1%，境内新签38697亿元，同比+4.7%，境外新签2110亿元，同比+20.3%。地产方面，2024年公司实现合约销售额4219亿元，同比-6.5%，实现合约销售面积1464亿元，同比-21.2%。

毛利率筑底回稳，费用率保持平稳。2024年公司整体毛利率为9.86%，同比上升0.03pct，其中房建/基建/地产毛利率分别为7.40%/10.03%/17.28%，同比+0.14/+0.20/-0.93pct，建筑业务毛利率筑底回稳有效抵消了地产业务毛利率下行。2024年公司期间费用率为4.95%，同比上升0.24pct，其中管理研发/销售费用分别同比+0.6%/-1.3%/+14.4%。销售费用增长主因地产业务加大广告投入，相应支付的费用增加。

经营性现金流连续五年为正，投资收支比显著改善。2024年公司经营活动产生的现金流量净额157.7亿元，连续五年为正。收现比/付现比分别为102.4%/102.2%，分别同比+1.3/+0.2pct。同时，公司严控新增投资项目质量，加大项目投资回款力度，投资收支比显著提升，2024年投资性现金流净流出25.1亿元，净流出规模为2006年以来最小值。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。受建筑地产行业下行影响，公司在手订单执行和回款周期拉长，收入和利润承压。2024年，公司新签订单保持稳健增长，现金管理成效显著，持续加大分红力度，彰显行业龙头投资价值。结合公司高质量发展目标，预计公司未来将持续控制经营风险，提升经营质效，预测未来三年归母净利润493/507/520亿元（前值605/642/677亿元），每股收益1.19/1.22/1.25元（前值1.44/1.53/1.62元），对应当前PE为4.54/4.41/4.30X，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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,265,529	2,187,148	2,281,402	2,314,845	2,370,926
(+/-%)	10.2%	-3.5%	4.3%	1.5%	2.4%
归母净利润(百万元)	54264	46187	49346	50717	52004
(+/-%)	6.5%	-14.9%	6.8%	2.8%	2.5%
每股收益(元)	1.29	1.11	1.19	1.22	1.25
EBIT Margin	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%	5.4%
净资产收益率(ROE)	12.7%	10.0%	9.9%	9.4%	9.0%
市盈率(PE)	4.2	4.8	4.54	4.41	4.3
EV/EBITDA	18.1	20.3	20.1	20.5	20.8
市净率(PB)	0.53	0.48	0.45	0.42	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

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	5.48元
总市值/流通市值	226436/226436百万元
52周最高价/最低价	6.79/4.72元
近3个月日均成交额	1150.19百万元

市场走势



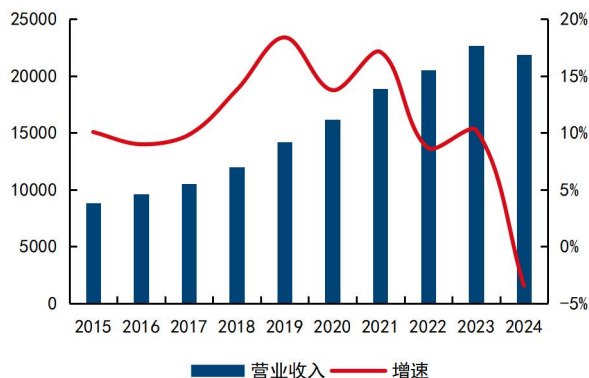
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国建筑(601668.SH)-业绩符合预期，新签合同额逆势增长》——2024-09-26
《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)-建筑业务韧性强，地产业务短期承压》——2023-04-27

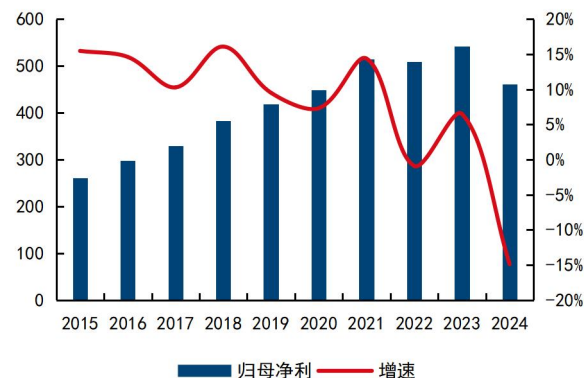
收入小幅下滑，回款压力增大拖累盈利。2024 年公司实现营收 21871 亿元，同比-3.5%，实现归母净利润 462 亿元，同比-14.9%。其中 2024Q4 公司实现营业收入 5606 亿元，同比-5.7%，实现归母净利润 65 亿元，同比-38.9%。2024 年公司归母净利润降幅大于收入降幅，主要原因有二：1) 2024 年公司计提信用/资产减值损失分别增加 7.5/50.3 亿元，同比+13.1%/+58.5%；2) 2024 年公司通过保理、资产证券化等形式终止确认的金融资产金额有所增加，确认的终止确认损失增加 14.1 亿元，同比+84.4%，二者均与应收款质量下降相关。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



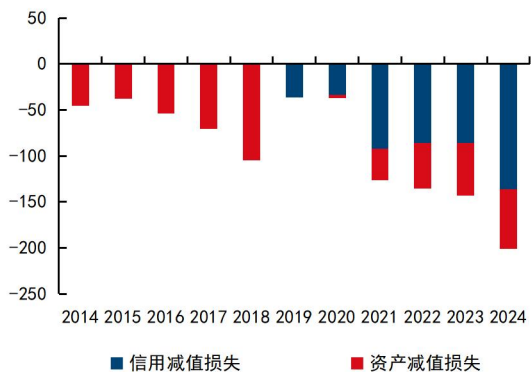
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



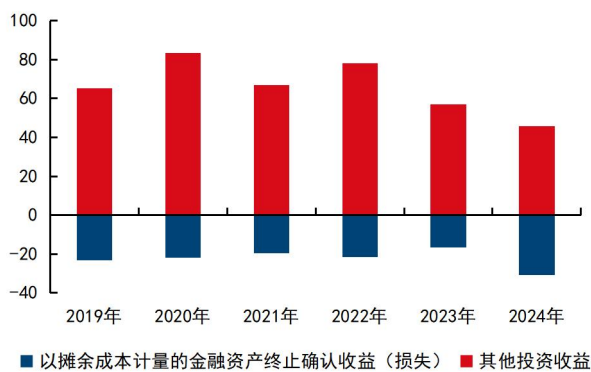
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：2024 年公司减值损失同比增加（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

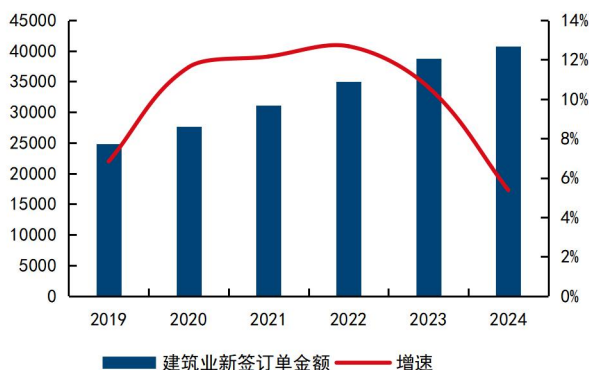
图4：2024 年公司投资收益同比下滑（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

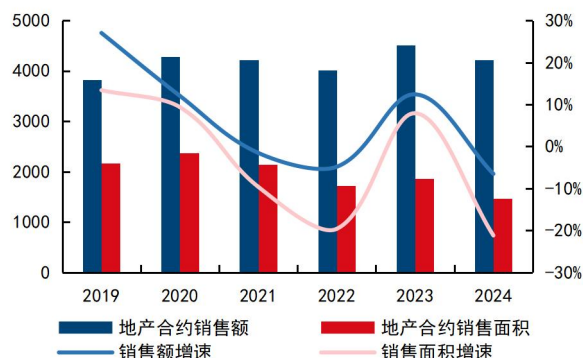
新签订单逆势增长，地产销售彰显韧性。2024 年公司全年建筑业新签合同额 40808 亿元，同比+5.4%，其中房屋建筑新签 26516 亿元，同比-1.4%，基础设施新签 14149 亿元，同比+21.1%，境内新签 38697 亿元，同比+4.7%，境外新签 2110 亿元，同比+20.3%。地产方面，2024 年公司实现合约销售额 4219 亿元，同比-6.5%，实现合约销售面积 1464 亿元，同比-21.2%。公司坚持聚焦一二线城市核心地段，旗下中海地产权益销售额位居行业第一，在地产行业低迷的环境下，上海中海顺昌玖里、北京中建宸园等一批优质楼盘逆势热销。

图5: 公司建筑业新签订单额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司地产销售额及销售面积 (单位: 亿元, 万m², %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

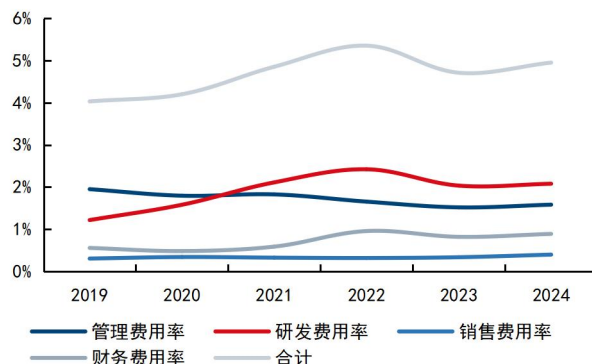
毛利率筑底回稳，费用率保持平稳。2024年公司整体毛利率为9.86%，同比上升0.03pct，其中房建/基建/地产毛利率分别为7.40%/10.03%/17.28%，同比+0.14/+0.20/-0.93pct，建筑业务毛利率筑底回稳有效抵消了地产业务毛利率下行。2024年公司期间费用率为4.95%，同比上升0.24pct，其中管理研发/销售费用分别同比+0.6%/-1.3%/+14.4%。销售费用增长主因地产业务加大广告投入，相应支付的广告费及业务宣传费、业务费和销售佣金等费用增加。

图7: 公司毛利率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

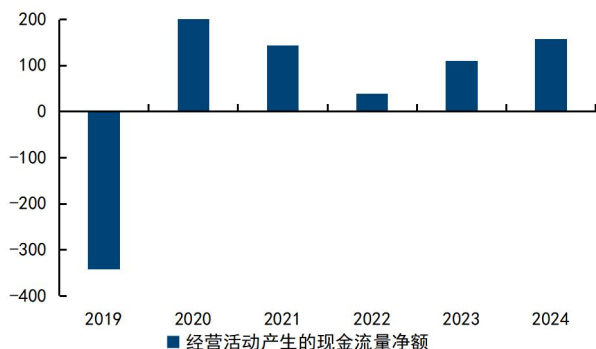
图8: 公司各项费用变动 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

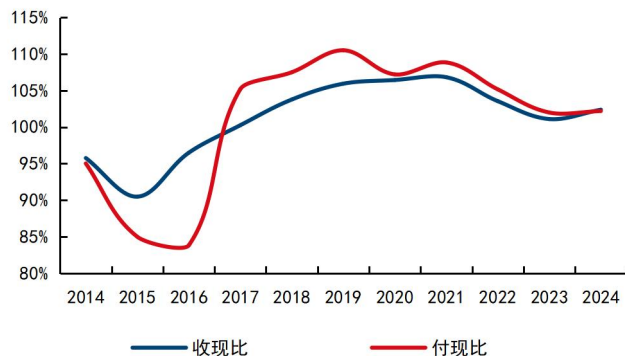
经营性现金流连续五年为正，投资收支比显著改善。2024年公司经营活动产生的现金流量净额157.7亿元，连续五年为正。收现比/付现比分别为102.4%/102.2%，分别同比+1.3/+0.2pct。同时，公司严控新增投资项目质量，加大项目投资回款力度，投资收支比显著提升，2024年投资性现金流入374.4亿元，同比+32.7%，投资性现金净流出399.5亿元，同比-27.0%，投资性现金流净流出25.1亿元，净流出规模为2006年以来最小值。

图9: 公司经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元)



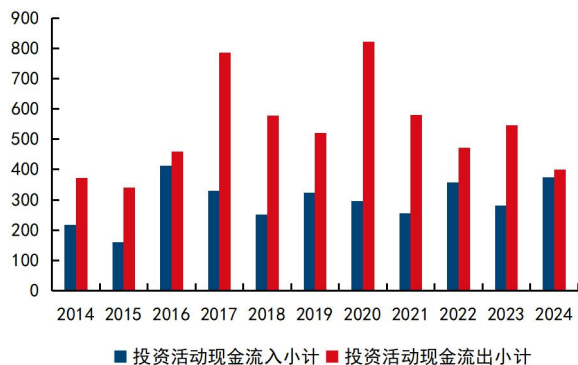
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司收现比与付现比变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司投资性现金流流入与流出规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司投资性现金流出情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 下调盈利预测, 维持“优于大市”评级。受建筑地产行业下行影响, 公司在手订单执行和回款周期拉长, 收入和利润承压。2024 年, 公司新签订单保持稳健增长, 现金管理成效显著, 持续加大分红力度, 彰显行业龙头投资价值。结合公司高质量发展目标, 预计公司未来将持续控制经营风险, 提升经营质效, 预测未来三年归母净利润 493/507/520 亿元 (前值 605/642/677 亿元), 每股收益 1.19/1.22/1.25 元 (前值 1.44/1.53/1.62 元), 对应当前 PE 为 4.54/4.41/4.30X, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	358791	424396	522416	606463	724797	营业收入	2265529	2187148	2281402	2314845	2370926
应收款项	264665	322988	332978	343276	353893	营业成本	2042724	1971581	2057510	2088612	2140861
存货净额	796343	772147	768305	776066	776066	营业税金及附加	14312	9775	9775	9775	9775
其他流动资产	188861	221371	223607	225865	228147	销售费用	7628	8724	9597	9738	10517
流动资产合计	2048963	2278900	2418489	2547588	2704885	管理费用	34402	34615	36371	36883	37576
固定资产	56808	57412	61351	56665	50191	研发费用	46074	45459	44550	45203	44717
无形资产及其他	32730	35249	40160	43807	46442	财务费用	18577	19462	19273	18565	17695
投资性房地产	221354	224487	224487	224487	224487	投资收益	4036	1505	1570	1593	1631
长期股权投资	113984	119074	122127	124265	125761	资产减值及公允价值变动	(5716)	(6362)	(7102)	(7206)	(7381)
资产总计	2903323	3189262	3350431	3485516	3645407	其他收入	(53074)	(57572)	(57832)	(57772)	(58635)
短期借款及交易性金融负债	252225	236599	246795	250413	256480	营业利润	93132	80561	85511	87886	90116
应付款项	700728	844282	917698	986772	1072579	营业外净收支	(137)	(524)	0	0	0
其他流动负债	180756	187705	195918	198856	203844	利润总额	92995	80037	85511	87886	90116
流动负债合计	1590433	1761544	1868845	1950203	2056366	所得税费用	19456	17300	18483	18996	19478
长期借款及应付债券	550485	622517	623961	624971	625679	少数股东损益	19276	16550	17682	18173	18635
其他长期负债	31334	33740	35184	36195	36902	归属于母公司净利润	54264	46187	49346	50717	52004
长期负债合计	581820	656258	659145	661166	662581	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	2172252	2417802	2527990	2611369	2718947	净利润	54264	46187	49346	50717	52004
少数股东权益	303460	309276	322724	336365	350165	资产减值准备	750	750	(6457)	0	0
股东权益	427610	462185	499716	537782	576294	折旧摊销	12200	12914	13451	13714	13979
负债和股东权益总计	2903323	3189262	3350431	3485516	3645407	公允价值变动损失	9	(94)	0	0	0
						财务费用	18577	19462	19273	18565	17695
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(117633)	(22228)	40847	28811	56905
每股收益	1.29	1.11	1.19	1.22	1.25	其它	14512	12003	19905	13640	13800
每股红利	0.27	0.25	0.28	0.30	0.32	经营活动现金流	(35897)	49532	117093	106882	136688
每股净资产	10.20	11.11	12.01	12.92	13.85	资本开支	0	(20675)	(15844)	(12675)	(10140)
ROIC	8%	8%	9%	9%	10%	其它投资现金流	5	(0)	0	0	0
ROE	13%	10%	10%	9%	9%	投资活动现金流	(2877)	(25765)	(18898)	(14813)	(11636)
毛利率	10%	10%	10%	10%	10%	权益性融资	1152	21229	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	5%	5%	5%	负债净变化	59142	66159	1444	1011	707
EBITDA Margin	6%	6%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(11298)	(10597)	(11815)	(12650)	(13491)
收入增长	10%	-3%	4%	1%	2%	其它融资现金流	(34529)	(90516)	10196	3618	6067
净利润增长率	7%	-15%	7%	3%	3%	融资活动现金流	62310	41839	(175)	(8022)	(6717)
资产负债率	85%	86%	85%	85%	84%	现金净变动	23537	65605	98020	84047	118334
股息率	5.0%	4.7%	5.3%	5.7%	6.0%	货币资金的期初余额	335254	358791	424396	522416	606463
P/E	4.2	4.8	4.54	4.41	4.30	货币资金的期末余额	358791	424396	522416	606463	724797
P/B	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	企业自由现金流	(10230)	61716	135337	127544	160669
EV/EBITDA	18.1	20.3	20.1	20.5	20.8	权益自由现金流	14382	39115	131870	117621	153573

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