

2025 年 04 月 20 日

投资评级：买入（维持）

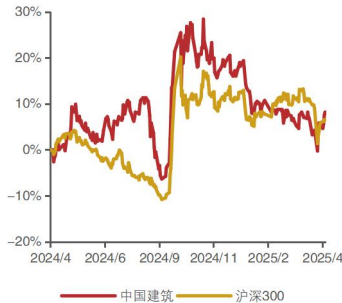
证券分析师

王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
邴悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

唐志玮
tangzhiwei@huayuanstock.com
林高凡
lingaofan@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 18 日

收盘价（元）	5.50
一年内最高/最低（元）	6.79/4.72
总市值（百万元）	227,262.15
流通市值（百万元）	227,262.15
总股本（百万股）	41,320.39
资产负债率（%）	75.81
每股净资产（元/股）	10.89

资料来源：聚源数据

中国建筑 (601668.SH)

——分红提升释放经营韧性，新签订单展现成长潜力

投资要点：

- **业绩有所承压，分红稳定彰显韧性。**公司 2024 年实现收入 21871.48 亿，同比-3.46%，归母、扣非归母净利润为 461.87、415.81 亿，同比-14.88%、-14.33%；其中 Q4 单季实现收入 5606.07 亿，同比-5.67%，归母、扣非归母净利润为 64.84、45.60 亿元，分别同比-38.89%、-39.03%。全年业绩承压主要受房地产行业深度调整及公司房建业务结构优化等因素影响，叠加减值计提显著增加，对利润形成较大拖累。2024 年公司拟派发现金分红 112.18 亿元（含税），分红比例为 24.29%，同比提升 3.47pct，股息率为 4.94%（截至 2025/4/18 收盘）。
- **传统与新兴产业协同发力，海外收入稳步增长。**分业务来看，2024 年公司房建、基建、房地产开发与投资、勘察设计业务分别实现收入 13,218.01 亿元、5,509.03 亿元、3,062.34 亿元和 108.22 亿元，同比下降 4.5%、1.0%、0.8%、7.9%；毛利率分别为 7.4%、10.0%、17.3%、21.0%，同比变动+0.1pct、+0.2pct、-0.9pct、-0.3pct，房建与基建业务盈利能力略有提升。公司持续推动产业结构优化，2024 年战略性新兴产业实现收入 2,241.8 亿元，占总收入的 10.25%，协同拉动整体增长动能。分区域看，境内实现收入 20,685.14 亿元，同比下降 3.8%；境外实现收入 1,186.33 亿元，同比增长 2.5%，海外市场呈稳步扩张态势。
- **新签订单稳步增长，工业厂房与能源工程表现亮眼。**2024 年公司新签建筑合同额达 40,808 亿元，同比增长 5.4%；其中境外新签合同 2,110 亿元，同比增长 20.3%，海外拓展势头良好。分业务看，房建、基建、勘察设计分别新签订单 26,516 亿元、14,149 亿元和 143 亿元，同比变动为-1.4%、+21.1%、-3.8%。房建业务结构持续优化，工业厂房、科教文卫设施、商业综合体等公共建筑领域新签合同占比提升至 65.6%。其中，工业厂房新签合同额 7,216 亿元，同比增长 16.0%，占房建合同比重上升至 27.2%，成为房建业务最大细分领域。基建业务中，能源工程、水务环保及水利水运板块维持高增长，新签合同总额占比提升至 53.7%。其中，能源工程新签合同额 5,008 亿元，同比增长 85.6%，占比跃升至 35.4%，成为基建业务中规模最大的细分领域。水务环保与水利水运新签额分别为 2,040 亿元和 544 亿元，分别同比增长 76.3%和 8.6%。房地产开发业务方面，合约销售额 4,219 亿元，同比下滑 6.5%；销售面积 1,461 万平方米，同比减少 21.4%。全年新增土储 882 万平方米，年末土地储备总量达 7,718 万平方米，土地资源保持充足。
- **毛利率小幅回升，现金流改善显著。**2024 年公司综合毛利率为 9.86%，同比+0.02pct，Q4 毛利率为 12.84%，同比+0.46pct。全年期间费用率为 4.95%，同比+0.24pct，销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.06、+0.06、+0.04、+0.07pct。资产及信用减值损失为 200.90 亿元，同比多损失 57.88 亿元，投资净收益为 15.05 亿元，同比减少 25.31 亿元，综合影响下净利率为 2.87%，同比-0.38pct，Q4 单季净利率为 1.89%，同比-0.94pct。全年经营活动现金净流入 157.74 亿，同比多流入 47.43 亿，收现比、付现比同比分别+1.28pct、+0.21pct 至 102.38%、102.19%。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 475.42、494.31、512.94 亿元，同比增速分别为+2.93%、+3.97%、+3.77%，当前股价对应的 PE 分别为 4.78/4.60/4.43 倍。公司作为行业龙头，在业务规模、盈利能力、资产质量等方面具备显著优势，安全边际

较高，具备估值修复空间。结合公司订单结构持续优化、重点细分领域保持高景气，维持“买入”评级。

➤ 风险提示。资金落地不及预期；订单收入转化节奏放缓；海外拓展不及预期。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,265,529	2,187,148	2,243,127	2,299,324	2,355,807
同比增长率（%）	10.24%	-3.46%	2.56%	2.51%	2.46%
归母净利润（百万元）	54,264	46,187	47,542	49,431	51,294
同比增长率（%）	6.50%	-14.88%	2.93%	3.97%	3.77%
每股收益（元/股）	1.31	1.12	1.15	1.20	1.24
ROE（%）	12.69%	9.99%	9.51%	9.17%	8.85%
市盈率（P/E）	4.19	4.92	4.78	4.60	4.43

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	424,396	381,332	334,660	278,850
应收票据及账款	768,390	728,861	797,778	875,054
预付账款	24,340	31,362	28,982	29,616
其他应收款	68,241	75,368	75,565	76,693
存货	772,147	809,231	816,121	838,677
其他流动资产	221,386	201,030	210,166	221,638
流动资产总计	2,278,900	2,227,184	2,263,272	2,320,527
长期股权投资	119,074	123,062	126,893	130,717
固定资产	59,474	52,361	45,909	40,356
在建工程	4,307	5,511	5,682	5,487
无形资产	35,249	34,578	34,765	35,780
长期待摊费用	1,511	1,852	1,771	1,267
其他非流动资产	690,747	681,536	680,745	678,985
非流动资产合计	910,362	898,900	895,765	892,592
资产总计	3,189,262	3,126,084	3,159,037	3,213,119
短期借款	115,666	135,243	147,243	155,243
应付票据及账款	844,282	738,070	722,316	708,815
其他流动负债	801,596	802,147	813,841	846,241
流动负债合计	1,761,544	1,675,460	1,683,401	1,710,299
长期借款	626,782	595,004	563,161	531,347
其他非流动负债	29,475	29,475	29,475	29,475
非流动负债合计	656,258	624,479	592,637	560,822
负债合计	2,417,802	2,299,939	2,276,037	2,271,121
股本	41,610	41,320	41,320	41,320
资本公积	10,723	11,013	11,013	11,013
留存收益	409,851	447,500	486,642	527,261
归属母公司权益	462,185	499,833	538,975	579,594
少数股东权益	309,276	326,312	344,024	362,404
股东权益合计	771,460	826,145	883,000	941,998
负债和股东权益合计	3,189,262	3,126,084	3,159,037	3,213,119

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	62,737	60,077	63,529	66,290
折旧与摊销	11,190	15,031	15,730	16,558
财务费用	19,462	21,473	21,466	21,308
投资损失	-1,505	-3,739	-3,093	-2,779
营运资金变动	-64,402	-97,010	-86,818	-94,167
其他经营现金流	-15,541	12,908	2,549	2,389
经营性现金净流量	11,941	8,741	13,361	9,599
投资性现金净流量	-2,511	-8,238	-8,435	-9,611
筹资性现金净流量	15,168	-43,567	-51,597	-55,798
现金流量净额	26,380	-43,064	-46,671	-55,810

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,187,148	2,243,127	2,299,324	2,355,807
营业成本	1,971,581	2,021,797	2,071,836	2,121,794
税金及附加	9,775	12,342	12,484	12,565
销售费用	8,724	8,948	9,172	9,397
管理费用	34,615	35,501	36,390	37,284
研发费用	45,459	46,623	47,791	48,965
财务费用	19,462	21,473	21,466	21,308
资产减值损失	-6,457	-6,406	-6,290	-6,384
信用减值损失	-13,634	-12,974	-12,735	-13,314
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1,505	3,739	3,093	2,779
公允价值变动损益	94	-10	25	36
资产处置收益	584	426	413	474
其他收益	938	1,137	1,147	1,074
营业利润	80,561	82,356	85,840	89,159
营业外收入	1,215	1,566	1,316	1,366
营业外支出	1,739	1,086	1,376	1,400
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	80,037	82,836	85,780	89,125
所得税	17,300	18,259	18,636	19,451
净利润	62,737	64,578	67,143	69,674
少数股东损益	16,550	17,036	17,713	18,380
归属母公司股东净利润	46,187	47,542	49,431	51,294
EPS(元)	1.12	1.15	1.20	1.24

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-3.46%	2.56%	2.51%	2.46%
营业利润增长率	-13.50%	2.23%	4.23%	3.87%
归母净利润增长率	-14.88%	2.93%	3.97%	3.77%
经营现金流增长率	74.58%	-26.80%	52.86%	-28.16%
盈利能力				
毛利率	9.86%	9.87%	9.89%	9.93%
净利率	2.87%	2.88%	2.92%	2.96%
ROE	9.99%	9.51%	9.17%	8.85%
ROA	1.45%	1.52%	1.56%	1.60%
估值倍数				
P/E	4.92	4.78	4.60	4.43
P/S	0.10	0.10	0.10	0.10
P/B	0.50	0.46	0.43	0.40
股息率	0.00%	4.35%	4.53%	4.70%
EV/EBITDA	11	10	10	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。