

业绩增速下滑，现金流持续改善

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报，中国建筑 2024 年实现营业收入 21871.5 亿元，同比下降 3.5%，实现归属股东净利润 461.9 亿元，同比下降 14.9%，EPS1.12 元。拟派发红利每股 0.27 元。
- **境内建筑业务运营有所承压，订单增速放缓。**公司位居 2024 年《财富》榜单世界 500 强榜单第 14 位、中国品牌价值 500 强第 13 位，是全球最大投资建设集团。2024 年实现营业收入 21871.5 亿元，同比下降 3.5%，实现归属股东净利润 461.9 亿元，同比下降 14.9%。分业务来看，房建规模 12955 亿元，同比下降 4.5%，基建业务 5459 亿元，同比下降 1.0%，地产业务收入下降 0.8%，海外业务收入达 1186 亿元，同比增长 2.5%。公司 2024 年新签订单 45027 亿元，同比增长 4.1%；其中基建合同增长 21.1%。
- **盈利能力略微下降，经营性现金流大幅改善。**公司 2024 年毛利率 9.9%，同比基本持平；净利率 2.1%，同比下降 0.3 个百分点；期间费用率 4.9%，同比上升 0.2 个百分点，分拆来看除研发费用同比略微下降外，其他费用基本略增。经营性现金流 157.7 亿元，较去年同期 110.3 亿元增加 47.4 亿元，大幅改善。
- **积极融入国家重大战略，加强海外市场开拓。**公司积极参与京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展等区域重大战略，同时新型城镇化建设给公司带来巨大市场。此外今年基建部分领域增长较为景气，如水利电力等领域的较快增长也为公司基建业务带来结构性机遇。公司全面参与高质量共建“一带一路”，2024 年境外订单 2110 亿元，同比增长 20.3%，公司大力实施海外高质量发展战略，持续推动海外业务量质齐升。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.18 元、1.25 元、1.31 元，对应 PE 分别为 5、4、4 倍，估值处于较低位置，给予公司 2025 年 6 倍 PE，对应目标价 7.08 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**房地产行业下行风险、基建投资不及预期风险、海外地缘政治风险。

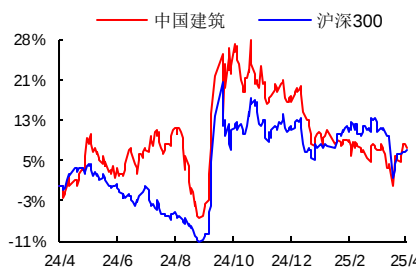
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	21871.48	22190.28	22916.26	24271.98
增长率	-3.46%	1.46%	3.27%	5.92%
归属母公司净利润（亿元）	461.87	488.04	515.95	542.23
增长率	-14.88%	5.67%	5.72%	5.09%
每股收益 EPS（元）	1.12	1.18	1.25	1.31
净资产收益率 ROE	8.13%	7.99%	7.87%	7.71%
PE	5	5	4	4
PB	0.49	0.45	0.42	0.38

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：颜阳春
执业证号：S1250517090004
电话：021-58351883
邮箱：yyc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	413.20
流通 A 股(亿股)	413.20
52 周内股价区间(元)	4.77-6.54
总市值(亿元)	2,256.09
总资产(亿元)	31,892.62
每股净资产(元)	10.89

相关研究

1. 中国建筑（601668）：业绩增速降低，估值处于低位（2024-09-10）

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：根据 2024 年公司房屋建设业务新签合同额 26516 亿元，我们推测房建规模增速会逐年下降，预计 2025-2027 房建领域建设规模增速规模每年增速为-2%、-1%、0%；

假设 2：公司基建业务优化转型，规模快速增长，2024 新签订单同比增长 21.1%，维持高增长，但实际开工、施工受制于资金面紧缺影响，预计基础设施建设业务 2025-2027 年建设规模每年增速为 10.0%；

假设 3：房地产开发与投资业务受房地产成交量下行影响，预计 2025-2027 年销售增速为-1.0%、-1.0%、-1.0%；

假设 4：公司持续推进勘察设计业务转型，提质增效保持稳健发展，毛利率保持在 21.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
房屋建设	收入	13218.0	12953.7	12824.1	12824.1
	增速	-4.5%	-2.0%	-1.0%	0.0%
	毛利率	7.4%	7.0%	7.0%	7.0%
基础设施建设	收入	5509.0	6059.9	6968.9	8362.7
	增速	-1.0%	10.0%	15.0%	20.0%
	毛利率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
房地产开发与投资	收入	3062.3	3031.7	3001.4	2971.4
	增速	-0.8%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
	毛利率	17.3%	17.0%	17.0%	17.0%
设计勘察	收入	108.2	105.0	101.8	98.8
	增速	-7.9%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
	毛利率	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
合计	收入	21871.5	22190.3	22916.3	24272.0
	增速	-3.5%	1.5%	3.3%	5.9%
	毛利率	9.9%	9.6%	9.5%	9.4%

数据来源：Wind，西南证券

同行业可比公司 2025 年平均估值 8.1 倍，公司目前对应 5 倍 PE，估值处于较低位置，给予公司 2025 年 6 倍 PE，对应目标价 7.08 元，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

代码	证券简称	股价 (2025/4/17)	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601868.SH	中国能建	2.26	0.22	0.24	0.26	10.2	9.3	8.7
601800.SH	中国交建	9.34	1.54	1.63	1.74	6.0	5.7	5.3
		平均值				8.1	7.5	7.0

数据来源：wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21871.48	22190.28	22916.26	24271.98	净利润	627.37	662.41	700.47	736.09
营业成本	19715.81	20070.09	20750.06	21982.14	折旧与摊销	134.61	93.04	94.28	96.46
营业税金及附加	97.75	112.85	111.83	120.11	财务费用	194.62	188.62	167.12	178.07
销售费用	87.24	83.92	88.24	92.91	资产减值损失	-64.57	-86.00	-75.28	-80.64
研发管理费用	800.74	804.35	833.44	881.77	经营营运资本变动	153.84	379.87	12.47	-96.33
财务费用	194.62	188.62	167.12	178.07	其他	-888.14	0.40	11.27	165.10
资产减值损失	-64.57	-86.00	-75.28	-80.64	经营活动现金流净额	157.74	1238.34	910.32	998.75
投资收益	15.05	5.00	8.35	7.23	资本支出	-83.90	-70.00	-58.00	-78.00
公允价值变动损益	0.94	-0.43	-0.62	-0.27	其他	58.80	-433.85	-506.33	-502.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-25.11	-503.85	-564.33	-580.12
营业利润	805.61	849.02	898.00	943.30	短期借款	-86.86	-156.66	-200.00	-200.00
其他非经营损益	-5.24	-3.95	-4.38	-4.24	长期借款	661.59	600.00	650.00	630.00
利润总额	800.37	845.07	893.62	939.06	股权融资	-16.36	0.00	0.00	0.00
所得税	173.00	182.66	193.15	202.97	支付股利	0.00	-84.07	-87.31	-91.00
净利润	627.37	662.41	700.47	736.09	其他	-406.69	-193.07	-176.92	-201.35
少数股东损益	165.50	174.37	184.52	193.86	筹资活动现金流净额	151.68	166.20	185.77	137.65
归属母公司股东净利润	461.87	488.04	515.95	542.23	现金流量净额	302.12	900.69	531.76	556.29
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4243.96	5144.66	5676.41	6232.70	成长能力				
应收和预付款项	4120.04	3839.49	4034.15	4300.04	销售收入增长率	-3.46%	1.46%	3.27%	5.92%
存货	7721.47	7877.65	8238.62	8679.88	营业利润增长率	-13.50%	5.39%	5.77%	5.04%
其他流动资产	6703.53	2151.15	2223.00	2329.98	净利润增长率	-14.69%	5.58%	5.75%	5.09%
长期股权投资	1190.74	1190.74	1190.74	1190.74	EBITDA 增长率	-8.78%	-0.37%	2.54%	5.04%
投资性房地产	1562.42	1562.42	1562.42	1562.42	获利能力				
固定资产和在建工程	574.12	527.51	480.91	434.30	毛利率	9.86%	9.55%	9.45%	9.43%
无形资产和开发支出	376.87	401.94	413.78	443.43	三费率	4.95%	4.85%	4.75%	4.75%
其他非流动资产	5399.48	5903.11	6396.14	6894.48	净利率	2.87%	2.99%	3.06%	3.03%
资产总计	31892.62	28598.66	30216.18	32067.97	ROE	8.13%	7.99%	7.87%	7.71%
短期借款	1156.66	1000.00	800.00	600.00	ROA	1.97%	2.32%	2.32%	2.30%
应付和预收款项	9205.21	8458.30	8919.34	9522.13	ROIC	13.81%	15.18%	15.84%	16.30%
长期借款	5242.72	5842.72	6492.72	7122.72	EBITDA/销售收入	5.19%	5.10%	5.06%	5.02%
其他负债	8573.43	5008.51	5102.00	5274.53	营运能力				
负债合计	24178.02	20309.53	21314.06	22519.38	总资产周转率	0.72	0.73	0.78	0.78
股本	416.10	413.20	413.20	413.20	固定资产周转率	41.33	43.70	49.69	58.55
资本公积	107.23	107.23	107.23	107.23	应收账款周转率	6.47	6.29	6.68	6.65
留存收益	3998.68	4405.54	4834.18	5285.41	存货周转率	2.48	2.54	2.56	2.59
归属母公司股东权益	4621.85	5022.00	5450.46	5903.08	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.38%	—	—	—
少数股东权益	3092.76	3267.13	3451.65	3645.51	资本结构				
股东权益合计	7714.60	8289.13	8902.11	9548.59	资产负债率	75.81%	71.02%	70.54%	70.22%
负债和股东权益合计	31892.62	28598.66	30216.18	32067.97	带息债务/总负债	30.53%	38.53%	38.82%	38.66%
					流动比率	1.29	1.44	1.49	1.53
					速动比率	0.86	0.85	0.88	0.91
					股利支付率	0.00%	17.23%	16.92%	16.78%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	1134.84	1130.68	1159.40	1217.83	每股收益	1.12	1.18	1.25	1.31
PE	4.90	4.64	4.39	4.18	每股净资产	11.19	12.15	13.19	14.29
PB	0.49	0.45	0.42	0.38	每股经营现金	0.38	3.00	2.20	2.42
PS	0.10	0.10	0.10	0.09	每股股利	0.00	0.20	0.21	0.22
EV/EBITDA	-3.04	-3.90	-4.29	-4.61					
股息率	0.00%	3.71%	3.86%	4.02%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn