

# 中国建筑 (601668.SH)

## Q2 业绩增长提速，现金流持续改善

**业绩稳增长彰显龙头韧性，减值收窄带动 Q2 业绩提速。** 2025H1 公司实现营业收入 11083 亿元，同降 3.2%；实现归母净利润 304 亿元，同增 3.2%；扣非归母净利润同增 2%，业绩增速符合预期，稳健增长彰显龙头经营韧性。**分季度看：** Q1/Q2 分别实现营业收入 5553/5530 亿元，同比+1%/-7%；分别实现归母净利润 150/154 亿元，同增 1%/6%，Q2 业绩增长明显提速，主要因：1) 单季减值同比少计提 14 亿元；2) 单季毛利率同比提升 0.3pct。**分地区看：** 境内/境外分别实现营收 10485/598 亿元，同比-4%/+6%。

**房建业务结构持续优化，基建维持稳健增长。** 分业务看，2025H1 公司房建/基建/地产业务分别实现营收 6964/2734/1319 亿元，同比-7%/+2%/+13%；分别实现毛利润 512/280/211 亿元，同比变动-2%/+2%/-7%。**房建领域，**住宅业务接单占比由 2024H1 的 22% 进一步下降至 19%，业务结构持续优化；**工业厂房**新签合同额同增 16%，占比同比提升 5pct 至 30%。**基建领域，**新签合同额同增 10%，维持较快增速，其中能源工程/市政/水利水运接单额同比高增 34%/44%/31%。**地产板块，**上半年发布中国建筑“好房子”营造体系，于 38 个项目启动实践；聚焦核心城市核心区域精准投资，新增土储 520 万平，均位于一二线及省会城市；整体地产销售额 1745 亿元，同降 9%，旗下中海地产权益销售额稳居行业前列。

**工程盈利能力稳步提升，减值计提大幅收窄。** 2025H1 公司毛利率 9.43%，同比基本持平，其中房建/基建/地产业务毛利率分别同比+0.4/持平/-3.4pct，工程盈利水平稳步提升。期间费用率 4.26%，同比小幅提升 0.04pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.05/+0.02/+0.04/-0.08pct，销售费率小幅提升主要因地产业务加大营销力度；财务费率下降主要因本期汇兑收益有所增加，总体费率基本稳定。资产(含信用)减值损失同比少计提 15 亿元，主要因存货跌价/合同资产减值损失同比减少 4/10 亿元。投资收益同增 2.7 亿元。所得税率同比-0.03pct。上半年归母净利润率 2.7%，同增 0.2pct；Q2 单季同比提升 0.34pct，盈利能力显著改善。

**现金流持续改善，股息率具备较强吸引力。** 上半年公司经营现金流净流出 828 亿元，同比少流出 259 亿元；投资性现金流净流出 11 亿元，同比少流出 79 亿元，经营+投资现金流较同期少流出 338 亿元(Q2 单季增加 292 亿元)，现金流延续改善，预计主要因：1) 公司深入推进投资项目回款治理，投资业务上半年贡献回款有所提升，叠加 PPP 等投资高峰已过，开支有所减少(经营性投资业务支出减少 70 亿元，回款增加 55 亿元)。2) 上半年部分房建项继续推进流出有所减少。1-7 月公司新签合同额同增 2%，维持稳健增长；地产合约销售额同降 7% (降幅持续窄于百强房企销售额)，近年来公司“地产+施工”市占率持续提升，经营韧性突出，同时积极落实大股东增持、提高分红率等市值管理措施，按 2024 年分红率(24.3%)对应 2025 年预期股息率 5%，具备较强吸引力。

**投资建议：** 公司上半年业绩维持稳健增长，Q2 业绩受益减值规模收窄显著提速，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 466/476/485 亿元，同增 1%/2%/2%，EPS 分别为 1.13/1.15/1.17 元/股，当前股价对应 PE 分别为 4.9/4.8/4.7 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,265,529	2,187,148	2,189,472	2,230,773	2,264,744
增长率 yoy (%)	10.2	-3.5	0.1	1.9	1.5
归母净利润(百万元)	54,264	46,187	46,584	47,577	48,512
增长率 yoy (%)	6.5	-14.9	0.9	2.1	2.0
EPS 最新摊薄(元/股)	1.31	1.12	1.13	1.15	1.17
净资产收益率(%)	12.7	10.0	9.3	8.9	8.5
P/E(倍)	4.2	5.0	4.9	4.8	4.7
P/B(倍)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 28 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
08 月 28 日收盘价(元)	5.56
总市值(百万元)	229,741.37
总股本(百万股)	41,320.39
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	223.44

### 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

### 相关研究

- 《中国建筑(601668.SH): 业绩逆势稳增长凸显韧性, 基建订单亮眼房建结构优化》 2025-04-28
- 《中国建筑(601668.SH): 现金流大幅改善, 分红率明显提升》 2025-04-16
- 《中国建筑(601668.SH): Q3 营收业绩承压, 经营性现金流明显改善》 2024-10-26

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2048963	2278900	2408825	2532633	2647775
现金	358791	424396	452939	487875	517954
应收票据及应收账款	260312	319423	344181	347078	348974
其他应收款	76555	68241	72982	74359	75491
预付账款	28779	24340	25685	26171	26571
存货	796343	772147	773333	793755	802059
其他流动资产	528184	670353	739705	803396	876726
<b>非流动资产</b>	854360	910362	914810	917162	917943
长期投资	113984	119074	119074	119074	119074
固定资产	52722	53105	53269	52439	50614
无形资产	32730	35249	36514	36679	36269
其他非流动资产	654924	702934	705954	708971	711987
<b>资产总计</b>	2903323	3189262	3323635	3449796	3565718
<b>流动负债</b>	1590433	1761544	1777995	1786019	1782761
短期借款	124352	115666	115666	115666	115666
应付票据及应付账款	700728	844282	844094	832096	810746
其他流动负债	765353	801596	818235	838257	856349
<b>非流动负债</b>	581820	656258	721258	786258	851258
长期借款	458112	524272	584272	644272	704272
其他非流动负债	123707	131986	136986	141986	146986
<b>负债合计</b>	2172252	2417802	2499252	2572276	2634018
少数股东权益	303460	309276	325899	342877	360189
股本	41920	41610	41610	41610	41610
资本公积	12050	10723	10723	10723	10723
留存收益	368000	402701	439886	476045	512913
归属母公司股东权益	427610	462185	498483	534642	571510
<b>负债和股东权益</b>	2903323	3189262	3323635	3449796	3565718

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	11030	15774	10298	18728	15506
净利润	73540	62737	63207	64556	65823
折旧摊销	14444	15022	12052	13148	14219
财务费用	19272	20416	22070	24020	25970
投资损失	-4036	-1505	-1752	-1785	-1812
营运资金变动	-103079	-95289	-101931	-96349	-102321
其他经营现金流	10890	14392	16651	15137	13626
<b>投资活动现金流</b>	-26502	-2511	-14399	-13352	-12814
资本支出	-31503	-11389	-13151	-12137	-11626
长期投资	-4827	-3265	-3000	-3000	-3000
其他投资现金流	9829	12143	1752	1785	1812
<b>筹资活动现金流</b>	30450	15168	30862	29561	27387
短期借款	46198	-8686	0	0	0
长期借款	59142	66159	60000	60000	60000
普通股增加	-15	-309	0	0	0
资本公积增加	242	-1327	0	0	0
其他筹资现金流	-75117	-40669	-29138	-30439	-32613
<b>现金净增加额</b>	16131	30212	28543	34936	30079

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	2265529	2187148	2189472	2230773	2264744
营业成本	2042724	1971581	1975773	2013137	2043898
营业税金及附加	14312	9775	10947	11154	11324
营业费用	7628	8724	8758	8923	9059
管理费用	34402	34615	34594	35692	36236
研发费用	46074	45459	45541	46400	47107
财务费用	18577	19462	19826	21291	22892
资产减值损失	-5706	-6457	-6000	-5500	-4000
其他收益	1366	938	876	892	906
公允价值变动收益	-9	94	0	0	0
投资净收益	4036	1505	1752	1785	1812
资产处置收益	229	584	876	892	906
<b>营业利润</b>	93132	80561	80536	82245	83852
营业外收入	1166	1215	1221	1227	1233
营业外支出	1303	1739	1747	1756	1765
<b>利润总额</b>	92995	80037	80009	81716	83320
所得税	19456	17300	16802	17160	17497
<b>净利润</b>	73540	62737	63207	64556	65823
少数股东损益	19276	16550	16624	16978	17311
<b>归属母公司净利润</b>	54264	46187	46584	47577	48512
EBITDA	126017	114521	111888	116155	120431
EPS (元/股)	1.31	1.12	1.13	1.15	1.17

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	10.2	-3.5	0.1	1.9	1.5
营业利润(%)	7.4	-13.5	0.0	2.1	2.0
归属母公司净利润(%)	6.5	-14.9	0.9	2.1	2.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	9.8	9.9	9.8	9.8	9.8
净利率(%)	2.4	2.1	2.1	2.1	2.1
ROE(%)	12.7	10.0	9.3	8.9	8.5
ROIC(%)	5.7	4.8	4.5	4.3	4.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	74.8	75.8	75.2	74.6	73.9
净负债比率(%)	61.4	56.9	57.7	57.6	58.0
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	9.7	7.6	6.6	6.5	6.6
应付账款周转率	3.2	2.6	2.4	2.4	2.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.31	1.12	1.13	1.15	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.38	0.25	0.45	0.38
每股净资产(最新摊薄)	10.35	11.19	12.06	12.94	13.83
<b>估值比率</b>					
P/E	4.2	5.0	4.9	4.8	4.7
P/B	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	5.2	6.0	6.3	6.3	6.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 28 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

#### 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

#### 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

#### 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