

业绩增速降低, 估值处于低位

投资要点

- **事件:** 公司发布2024年中报, 中国建筑2024年H1实现营业收入11446亿元, 同比增长2.8%, 实现归属股东净利润294.5亿元, 同比增长1.6%, EPS 0.71元。
- **境内建筑业务运营稳健, 订单充分保障未来收入。** 公司位居2024年《财富》榜单世界500强榜单第14位、中国500强第4位, 是全球最大投资建设集团。2024年H1实现营业收入11446亿元, 同比增长2.8%, 实现归属股东净利润294.5亿元, 同比增长1.6%。其中房建规模7493亿元, 同比增长1.7%, 基建业务2695亿元, 同比增长11.7%, 地产业务收入下降8.7%, 海外业务收入达565亿元, 同比增长3.7%。公司1-6月新签订单24797亿元, 同比增长10.0%。
- **盈利能力略微下滑, 现金净流出同比增加。** 公司2023年H1毛利率9.4%, 同比下降0.1%, 主要是房建和基建业务盈利能力下滑所致; 净利率2.6%, 同比基本持平; 期间费用率4.21%, 同比下降0.3%, 分拆来看其中研发费用同比下降0.2%, 其他费用基本持平。经营性现金流-1087.7亿元, 去年同期-105.6亿元, 经营性现金流承压。
- **中高端房建领域优势稳固, 或受益于房市政策回暖。** 公司在房建领域具备绝对优势, 坚持“高端市场、高端客户、高端项目”的市场营销策略, 订单结构持续优化, 在京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区等国家重点投资区域业务占比高, 地产库存约一半在一线及省会城市, 在房市政策回暖下公司将大幅受益。
- **积极融入国家重大战略, 订单充沛保障公司业绩。** 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、黄河流域生态保护和高质量发展等区域重大战略, 在上述区域新签合同额占比达85.8%, 同时城市旧改及保障性公共建筑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, 如水利环保等领域的较快增长也为公司基建业务带来结构性机遇。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年EPS分别为1.39元、1.51元、1.67元, 对应PE分别为4、4、3倍, 估值处于较低位置, 给予公司2024年6倍PE, 对应目标价8.34元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行风险、基建投资不及预期风险、海外地缘政治风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	22655.29	23913.70	25452.65	27300.59
增长率	10.24%	5.55%	6.44%	7.26%
归属母公司净利润(亿元)	542.64	577.79	629.46	693.00
增长率	6.50%	6.48%	8.94%	10.09%
每股收益EPS(元)	1.30	1.39	1.51	1.67
净资产收益率ROE	10.06%	9.79%	9.75%	9.81%
PE	4	4	4	3
PB	0.52	0.47	0.42	0.38

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

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: Wind

基础数据

总股本(亿股)	416.10
流通A股(亿股)	413.20
52周内股价区间(元)	4.61-5.89
总市值(亿元)	2,088.84
总资产(亿元)	31,980.04
每股净资产(元)	10.49

相关研究

1. 中国建筑(601668): 经营稳健, 估值处于低位 (2023-09-06)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：根据 2024 年 H1 公司房屋建设业务新签合同额 15,320 亿元，我们推测房建规模增速会逐年下滑，预计 2024-2026 房建领域建设规模增速规模每年增速为 2%、3%、4%；

假设 2：公司基建业务优化转型，规模快速增长，2024H1 新签订单同比增长 34.9%，维持高速增长，但由于宏观影响，预计基础设施建设业务 2024-2026 年建设规模每年增速为 15.0%；

假设 3：房地产开发与投资业务受国家宏观调控政策影响，2024H1 年销售金额与和销售面积同比下降 20.6%/33.2%，公司旗下中海地产及中建地产长期深入研究和应对房地产市场新变化，强化精准投资，融资能力强，竞争优势有望进一步强化。地产业务保持一定成长性，但受到宏观大环境影响，我们推测地产业务增速会逐年略有上升，预计 2024-2026 年销售增速为 5.0%、5.0%、5.0%；

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 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
房屋建设	收入	13837.4	14114.2	14537.6	15119.1
	增速	9.4%	2.0%	3.0%	4.0%
	毛利率	7.3%	7.0%	7.0%	7.0%
基础设施建设	收入	5565.6	6400.5	7360.5	8464.6
	增速	12.8%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
房地产开发与投资	收入	3088.1	3242.5	3404.6	3574.8
	增速	9.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	18.2%	19.0%	19.0%	19.0%
设计勘察	收入	107.6	113.0	118.7	124.6
	增速	-0.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	20.8%	21.0%	21.0%	21.0%
合计	收入	22655.3	23913.7	25452.7	27300.6
	增速	10.2%	5.6%	6.4%	7.3%
	毛利率	9.8%	9.7%	9.8%	9.8%

数据来源：Wind, 西南证券

同行业可比公司 2024 年平均估值 8.28 倍，给予公司 2024 年 6 倍 PE，对应目标价 8.34 元，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

代码	证券简称	股价 (2024/8/30)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601669.SH	中国电建	4.80	0.84	0.86	1.00	5.73	5.58	4.79
601868.SH	中国能建	2.13	0.20	0.19	0.21	10.83	11.38	10.25
平均值						8.28	8.48	7.52

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)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22655.29	23913.70	25452.65	27300.59	净利润	735.40	783.65	853.50	939.74
营业成本	20427.24	21582.20	22958.74	24616.79	折旧与摊销	126.99	87.02	88.25	90.44
营业税金及附加	143.12	146.31	157.41	168.24	财务费用	185.77	174.14	178.21	195.12
销售费用	76.28	78.33	84.54	90.05	资产减值损失	-57.06	-53.31	-55.19	-54.25
研发管理费用	804.76	921.83	974.19	1022.36	经营营运资本变动	-506.01	25.61	-238.99	-283.47
财务费用	185.77	174.14	178.21	195.12	其他	-374.78	19.07	-4.38	104.10
资产减值损失	-57.06	-53.31	-55.19	-54.25	经营活动现金流净额	110.30	1036.18	821.41	991.68
投资收益	40.36	30.00	33.45	32.30	资本支出	-95.40	-70.00	-58.00	-78.00
公允价值变动损益	-0.09	-1.59	-0.94	-1.23	其他	-169.61	-453.58	-514.44	-505.82
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-265.02	-523.58	-572.44	-583.82
营业利润	931.32	985.99	1076.89	1184.86	短期借款	461.98	-243.52	-200.00	-200.00
其他非经营损益	-1.37	4.98	2.41	3.49	长期借款	591.42	600.00	650.00	630.00
利润总额	929.95	990.97	1079.30	1188.35	股权融资	2.27	0.00	0.00	0.00
所得税	194.56	207.32	225.80	248.62	支付股利	-105.97	-96.92	-101.91	-109.48
净利润	735.40	783.65	853.50	939.74	其他	-645.20	-372.82	-109.86	-228.34
少数股东损益	192.76	205.86	224.04	246.74	筹资活动现金流净额	304.50	-113.26	238.23	92.18
归属母公司股东净利润	542.64	577.79	629.46	693.00	现金流量净额	161.31	399.35	487.20	500.03
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3587.91	3987.25	4474.45	4974.49	成长能力				
应收和预付款项	3656.45	3750.28	4017.79	4321.61	销售收入增长率	10.24%	5.55%	6.44%	7.26%
存货	7963.43	8430.22	9040.94	9657.76	营业利润增长率	7.38%	5.87%	9.22%	10.03%
其他流动资产	5281.84	1912.44	2021.11	2136.39	净利润增长率	6.25%	6.56%	8.91%	10.10%
长期股权投资	1139.84	1139.84	1139.84	1139.84	EBITDA 增长率	5.85%	0.25%	7.71%	9.46%
投资性房地产	1584.91	1584.91	1584.91	1584.91	获利能力				
固定资产和在建工程	568.08	523.72	479.36	435.00	毛利率	9.83%	9.75%	9.80%	9.83%
无形资产和开发支出	351.18	379.97	395.52	428.89	三费率	4.71%	4.91%	4.86%	4.79%
其他非流动资产	4899.58	5431.18	5959.43	6489.36	净利率	3.25%	3.28%	3.35%	3.44%
资产总计	29033.23	27139.83	29113.36	31168.27	ROE	10.06%	9.79%	9.75%	9.81%
短期借款	1243.52	1000.00	800.00	600.00	ROA	2.53%	2.89%	2.93%	3.02%
应付和预收款项	7791.53	8034.03	8590.81	9225.50	ROIC	16.18%	15.51%	16.07%	16.56%
长期借款	4581.12	5181.12	5831.12	6461.12	EBITDA/销售收入	5.49%	5.22%	5.28%	5.39%
其他负债	8106.35	4921.65	5138.92	5299.34	营运能力				
负债合计	21722.52	19136.80	20360.86	21585.96	总资产周转率	0.82	0.85	0.90	0.91
股本	419.20	416.10	416.10	416.10	固定资产周转率	44.18	47.35	55.25	65.58
资本公积	120.50	120.50	120.50	120.50	应收账款周转率	8.22	7.91	8.13	8.09
留存收益	3654.18	4138.14	4665.70	5249.21	存货周转率	2.58	2.61	2.62	2.63
归属母公司股东权益	4276.10	4762.57	5288.00	5871.07	销售商品提供劳务收到现金营业收入	101.10%	—	—	—
少数股东权益	3034.60	3240.46	3464.50	3711.24	资本结构				
股东权益合计	7310.70	8003.03	8752.50	9582.31	资产负债率	74.82%	70.51%	69.94%	69.26%
负债和股东权益合计	29033.23	27139.83	29113.36	31168.27	带息债务/总负债	31.07%	37.13%	37.10%	36.99%
					流动比率	1.29	1.42	1.47	1.51
					速动比率	0.79	0.76	0.79	0.82
					股利支付率	19.53%	16.77%	16.19%	15.80%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	1244.09	1247.15	1343.36	1470.42	每股收益	1.30	1.39	1.51	1.67
PE	4.13	3.88	3.56	3.24	每股净资产	10.28	11.45	12.71	14.11
PB	0.52	0.47	0.42	0.38	每股经营现金	0.27	2.49	1.97	2.38
PS	0.10	0.09	0.09	0.08	每股股利	0.25	0.23	0.24	0.26
EV/EBITDA	-2.36	-2.98	-3.12	-3.26					
股息率	4.72%	4.32%	4.54%	4.88%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

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
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@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	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@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	高级销售经理	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
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
