

**评级: 买入 (首次)**

市场价格: 4.77

分析师: 邢立力

执业证书编号: S0740518100001

电话: 021-20315138

Email: xingll@r.qizq.com.cn

分析师: 曾明

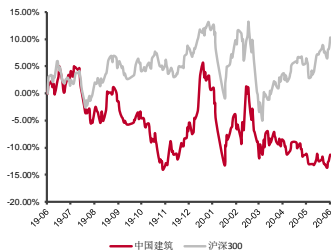
执业证书编号: S0740518070008

电话: 021-20315138

Email: zengming@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	41,965.07
流通股本(百万股)	41,253.60
市价(元)	4.77
市值(百万元)	200173.4
流通市值(百万元)	196779.7

**股价与行业-市场走势对比**

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1199325	1419837	1542900	1639400	1760000
YOY	13.8%	18.4%	8.7%	6.3%	7.4%
净利润	38241	41881	47009	51769	57017
YOY	16.1%	9.5%	12.2%	10.1%	10.1%
EPS	0.85	0.96	1.06	1.17	1.30
P/E	5.9	5.2	4.8	4.4	3.9
P/B	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5

备注: 股价取自6月30日收盘价

**投资要点**

- 公司简介:** 中国建筑是目前全球体量最大的建筑企业,成就其规模之最的不止是中国浩浩荡荡的城镇化进程,也是其优质的资源禀赋与追求卓越的基因,公司成立之后经过一系列合并扩张形成目前以八大工程局、七大甲级设计院、中海地产等为主体的组织架构,以房建、地产、基建为核心的横跨国内外的业务布局。中国建筑于2009年7月A股挂牌上市,形成包含中海地产、中国建筑国际在内的多家上市平台。中国建筑是唯一一家中央直属的建筑企业,2017年在国资委“中央企业负责人经营业绩考核A级企业名单”中位列第四,2019年成为十家创建世界一流示范央企之一。中国建筑是当之无愧的建筑龙头,是中国建筑行业的世界名片。作为一家年度新签订单超过2.6万亿、年收入接近1.2万亿的建筑巨头,中国建筑基本面的波动一定程度上是宏观周期的微观体现,公司股价的核心驱动因素与宏观周期密切相关。本文另辟蹊径,利用宏观小周期的框架对中国建筑的基本面与投资机会进行分析。
- 行业分析:** 在目前新冠疫情全球蔓延的背景下,周期定位的首要问题是分析疫情对宏观经济乃至地产、基建周期的扰动,我们的结论有三个方面:1、新冠疫情的爆发时点处于中周期的拐点上,中周期的切换将通过短周期的波动来实现。亚洲金融危机之后,中国经历了六轮库存周期,构成两个中周期。中国经济经历了国际化、城镇化、工业化共振驱动的内生扩张的十年,经历了次贷危机之后城镇化主导的杠杆驱动的十年,目前正处于新的中周期切换的拐点上;2、2008年以来中国宏观经济存在规则的小周期,其本质是经济增速回归过程中阶梯式的路径选择,房地产与基建周期是宏观小周期的主导变量。第四轮宏观小周期正逐渐启动,即第二过渡周期,房地产周期与基建周期的协同从全面逐渐走向局部协同;3、基建新一轮周期已经启动,本轮基建周期上升阶段至少持续5个季度,传统基建为主体,新基建为边际增量。一二线房地产周期有望复苏,房地产周期结构分化加剧。
- 公司分析: 短周期的基本面波动:** 房建、基建、地产是公司业务的三大核心版图,房建贡献收入、地产贡献利润、基建贡献弹性的格局依然保持。**房建业务: 崛起的阿尔法:** 受益于本轮房地产周期与行业集中度提升,公司房建订单连续三年高增长,收入增速最近两年显著提升。目前房地产总量面临较大的回归压力,但一二线周期的复苏与集中度的提升仍然为公司房建业务提供了扩张空间;**基建业务: 顺周期的阿尔法。**公司基建业务连续两年战略收缩,2020年在新一轮基建扩张过程中,有望迎来显著的反弹。2020年公司基建业务将呈现订单强势、收入偏弱的局面;**地产业务: 进击的中海地产。**中海地产从2017年开始进行人事更替、战略调整、股权激励等一系列变革,一改颓势,重回扩张通道,拿地积极,销售提速。公司目前货值、资金充足,持续扩张确定性高,2020年进入业绩释放周期;**中周期的初步分析:** 中国建筑穿越周期的要素可以分为三个方面:1、集中度提升将是公司保持规模以及扩张的核心驱动力,对海外市场的开拓力度将不断加大,国际化是中国建筑的宿命,我们测算公司未来十年规模扩张的增速中枢约为5%;2、随着规模扩张的放缓,公司的资金缺口将不断收敛,现金流改善是趋势,资产属性加强,大量投融资项目进入运营期,将沉淀一定规模的运营资产,重资产化是趋势,REITs是利器;3、存量格局下的行业竞争将以资源禀赋、创新研发、管理能力为核心,是加固护城河的阶段。
- 投资逻辑与盈利预测:** 根据复盘,中国建筑的股价波动与宏观小周期密切相关,长期来看,公司年化收益率接近ROE水平。短期来看,在宏观小周期的上升阶段,公司股价弹性较大,投资收益显著。新一轮宏观小周期已经开启,中国建筑正处于估值底部,在这样的前提下中国建筑的投资价值可以分两个层面,一方面从三年周期的视角来看,根据经验中国建筑仍然可以获得接近ROE的复合投资收益;另一方面,周期趋势的确认、第四期股权激励的实施以及分拆上市等其他因素决定短期股价或具备可观的弹性。我们预计公司2020-2022年新签订单增速分别为10.9%、6.7%、5.0%,收入增速分别为8.7%、6.3%、7.4%,归母净利润增速分别为12.2%、10.1%、10.2%,EPS分别为1.06、1.17、1.30元,对应PE4.8X、4.4X、3.9X,给予买入评级。虽然中国的宏观经济面临中周期的切换,转型升级是当下的主旋律,但在短期,城镇化依然是应对内外问题的关键,宏观小周期的逻辑依然在演绎。虽然建筑行业已经过了红花绽放的时代,但中国建筑优秀的禀赋、强大实力、卓越的基因依然有望在存量时代营造一片浓郁绿茵。
- 风险提示:** 疫情反复风险、基建投资房地产销售低预期、股权激励力度不及预期等

## 内容目录

前言 .....	- 6 -
公司简介 .....	- 6 -
优质禀赋与浩荡时运 .....	- 6 -
中国建筑的周期属性 .....	- 9 -
行业分析 .....	- 11 -
站在中周期的拐点上 .....	- 11 -
短周期的二次过渡 .....	- 13 -
对房地产与基建周期的判断 .....	- 14 -
公司分析 .....	- 17 -
房建业务：崛起的阿尔法 .....	- 18 -
基建业务：顺周期的高贝塔 .....	- 20 -
地产业务：进击的中海地产 .....	- 23 -
中海地产：几经辗转，重回扩张 .....	- 24 -
中海地产：深耕一二线，高利润、低杆杆 .....	- 26 -
中海地产：开启进击模式 .....	- 29 -
小结：确定的成长 .....	- 30 -
对中周期的初步展望 .....	- 31 -
规模扩张的驱动力：集中度提升与国际市场开拓 .....	- 31 -
商业模式的变化：现金流、资产属性与 REITs .....	- 34 -
核心竞争力的凸显：资源禀赋、创新研发与管理能力 .....	- 36 -
宏观小周期中的股价波动 .....	- 37 -
中国建筑股价波动复盘 .....	- 37 -
股价波动的周期解释 .....	- 38 -
投资逻辑与盈利预测 .....	- 41 -
宏观小周期的确认 .....	- 42 -
股权激励的实施 .....	- 42 -
其他催化因素 .....	- 43 -
盈利预测与投资建议 .....	- 44 -
风险提示 .....	- 44 -

## 图表目录

图表 1：中国建筑股权结构图 .....	- 6 -
图表 2：中国建筑核心指标（以 2009 年为基数） .....	- 7 -
图表 3：全球建筑巨头规模对比 .....	- 7 -
图表 4：中国建筑历史沿革 .....	- 7 -
图表 5：中国城镇化率 .....	- 8 -
图表 6：中国建筑集中度变化 .....	- 8 -

图表 7: 中国建筑业务框架 .....	- 8 -
图表 8: 中国建筑收入结构 .....	- 8 -
图表 7: 中国建筑管理费用率 .....	- 9 -
图表 8: 中国央企业管理费用率 .....	- 9 -
图表 9: 中国建筑新签订单同比增速 .....	- 9 -
图表 10: 中国建筑营收与利润同比增速 .....	- 9 -
图表 11: 建筑行业与中国建筑新签订单 .....	- 10 -
图表 12: 房地产销售与中国建筑房地产销售 .....	- 10 -
图表 13: 基建投资增速与中国建筑基建收入 .....	- 10 -
图表 14: 房地产建安投资增速与中国建筑房建收入 .....	- 10 -
图表 15: 中国建筑股价波动 .....	- 11 -
图表 16: 长波周期划分 .....	- 12 -
图表 17: 1998-2007 年经济指标 .....	- 12 -
图表 18: 名义 GDP 增速与社融存量增速 .....	- 13 -
图表 19: 中国政府部门与居民部门杠杆 .....	- 13 -
图表 20: 基建投资增速与房地产销售增速 .....	- 14 -
图表 21: 基建投资增速与房地产建安投资增速 .....	- 14 -
图表 22: 基建周期划分 .....	- 14 -
图表 23: 2020 年基建投资测算 .....	- 14 -
图表 24: 基建资金组合演变 .....	- 15 -
图表 25: 房地产销售、库存与土地成交 .....	- 16 -
图表 26: 国债利率与房地产销售面积增速 .....	- 16 -
图表 27: 房地产结构数据 .....	- 16 -
图表 28: 房地产建安投资 .....	- 16 -
图表 29: 百城土地成交 .....	- 16 -
图表 30: 中国建筑新签合同结构 (含地产) .....	- 17 -
图表 31: 中国建筑收入结构 .....	- 17 -
图表 32: 中国建筑毛利结构 .....	- 17 -
图表 33: 中国建筑施工业务订单与收入增速 .....	- 17 -
图表 34: 中国建筑房建收入与新签订单增速 .....	- 18 -
图表 35: 中国建筑房建订单结构 .....	- 18 -
图表 36: 房建业务细分数据以及集中度 .....	- 19 -
图表 37: 房地产销售全口径集中度 .....	- 19 -
图表 38: 房地产销售权益口径集中度 .....	- 19 -
图表 39: 中国建筑房建业务毛利率 .....	- 19 -

图表 40: 房建业务成本结构.....	- 19 -
图表 41: 百城土地成交与中国建筑新签订单增速.....	- 20 -
图表 42: 房地产建安投资与中国建筑房建收入增速.....	- 20 -
图表 43: 中国建筑基建核心指标 (2016 年毛利率、毛利润变化受营改增影响).....	- 21 -
图表 44: 中国建筑基建订单结构.....	- 21 -
图表 45: 中国建筑交通订单结构.....	- 21 -
图表 46: 中国建筑基建业务毛利率.....	- 22 -
图表 47: 基建业务成本结构.....	- 22 -
图表 48: 中国建筑基建订单增速与其他央企比较.....	- 22 -
图表 49: 中国建筑基建收入增速与其他央企比较.....	- 22 -
图表 50: 中国建筑房地产销售.....	- 23 -
图表 51: 中海与中建地产销售金额.....	- 23 -
图表 52: 中国建筑土地储备规模.....	- 23 -
图表 53: 中国建筑土地储备分布.....	- 23 -
图表 54: 中国建筑房地产收入以及增速.....	- 24 -
图表 55: 中国建筑房地产毛利润占比以及毛利率.....	- 24 -
图表 56: 中国海外发展历史沿革.....	- 25 -
图表 57: 中海地产规模排名.....	- 25 -
图表 58: 中海销售金额以及增速.....	- 26 -
图表 59: 主要房企净利润排名.....	- 26 -
图表 60: 2019 年拿地城市分布 (建安面积).....	- 26 -
图表 61: 2019 年拿地区域分布 (建安面积).....	- 26 -
图表 62: 土地储备城市分布 (建安面积).....	- 27 -
图表 63: 土地储备区域分布 (建安面积).....	- 27 -
图表 64: 中海地产经营特点.....	- 27 -
图表 65: 中海楼面均价.....	- 28 -
图表 66: 中海楼面价/销售均价.....	- 28 -
图表 67: 中海地产期间费用率.....	- 28 -
图表 68: 中海地产财务费用率.....	- 28 -
图表 69: 主要房企融资成本.....	- 28 -
图表 70: 颜建国履历.....	- 29 -
图表 71: 中海拿地面积 (不包括中海宏祥).....	- 29 -
图表 72: 中海销售金额 (全口径).....	- 29 -
图表 73: 中海竣工、新开工面积.....	- 30 -
图表 74: 中海收入与净利润增速.....	- 30 -

图表 75: 中海地产货值测算.....	- 30 -
图表 76: 中海地产货币资金.....	- 30 -
图表 77: 中国建筑未来三年规模扩张测算.....	- 31 -
图表 78: 中国建筑集中度提升.....	- 32 -
图表 79: 集中度提升幅度.....	- 32 -
图表 80: 中国建筑房建业务集中度提升.....	- 32 -
图表 81: 房建业务集中度提升幅度.....	- 32 -
图表 82: 日本建筑投资规模.....	- 33 -
图表 83: 国际工程进展情况.....	- 34 -
图表 84: 中国建筑海外业务.....	- 34 -
图表 85: OECD 国家基建投资波动.....	- 34 -
图表 86: 中国建筑现金流情况.....	- 35 -
图表 87: 中国建筑收现比与付现比.....	- 35 -
图表 88: 《关于推进 REITs 试点相关工作的通知》主要内容.....	- 35 -
图表 89: 中国建筑研发支出.....	- 36 -
图表 90: 中国建筑各项业务管理费用率.....	- 36 -
图表 91: 中国建筑科技创新.....	- 36 -
图表 92: 中国建筑股价与 PE.....	- 37 -
图表 93: 中国建筑股价波动.....	- 38 -
图表 94: 中国建筑 PE (TTM).....	- 38 -
图表 95: 中国建筑 PB(LR).....	- 38 -
图表 96: 中国建筑股价的周期性波动.....	- 39 -
图表 97: 中国建筑股价上涨宏观驱动力分析.....	- 39 -
图表 98: 中建新签订单与地产销售 (2012-2013 年).....	- 40 -
图表 99: 中建收入与利润增速 (2012-2013 年).....	- 40 -
图表 100: 中建新签订单与地产销售 (2014-2015 年).....	- 40 -
图表 101: 中建收入与利润增速 (2014-2015 年).....	- 40 -
图表 102: 中建订单与地产销售 (2016-2017 年).....	- 41 -
图表 103: 中建收入与利润增速 (2016-2017 年).....	- 41 -
图表 104: 中国建筑相对 PE.....	- 42 -
图表 105: 中国建筑 PE、PB.....	- 42 -
图表 106: 中国建筑 2020 年 1-5 月份基本面情况.....	- 42 -
图表 107: 中国建筑股权激励实施情况.....	- 43 -
图表 108: 中国建筑专业子板块.....	- 44 -
图表 109: 盈利预测.....	- 45 -

## 前言

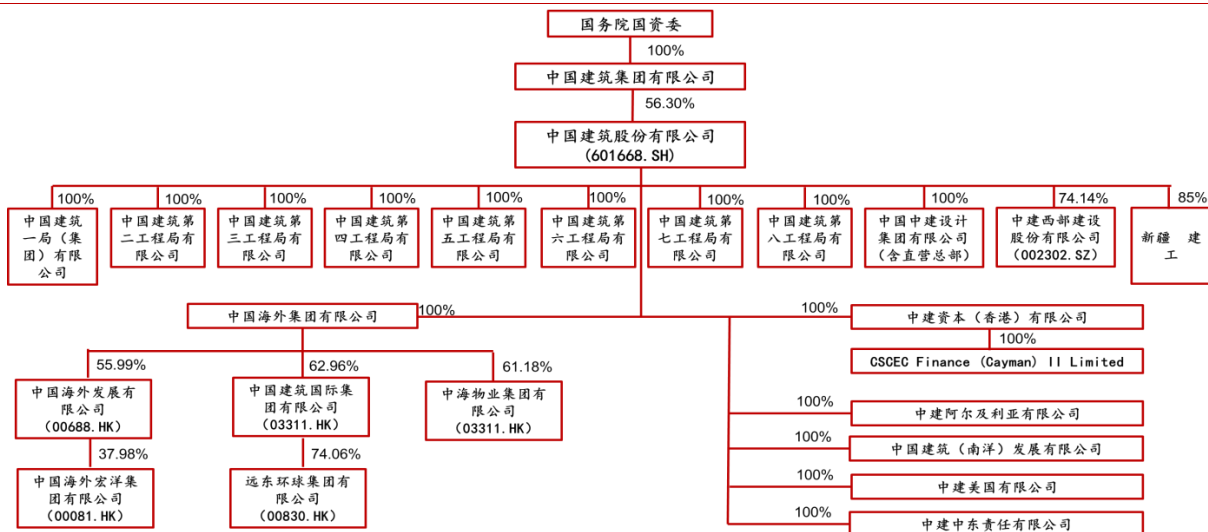
中国建筑是目前全球体量最大的建筑企业，成就其规模之最的不止是中国浩浩荡荡的城镇化进程，也是其自身优质的资源禀赋与追求卓越的基因。分析一家年度新签订单超过 2.6 万亿、年收入接近 1.2 万亿的建筑巨头是需要足够宏大的格局、视野和框架的，尤其是在当下，宏观经济正经历不平常的危机（新冠疫情）、不平凡阶段。对于中国建筑中长期投资价值的判断，需要置于十年维度的中周期切换的格局中，当前我们正站在中周期的拐点上；而从周期波动的特点来看，中周期的切换往往需要通过短周期的波动来实现，因此短期需要考虑的是宏观小周期的演绎方式。本文作为中国建筑深度研究系列的第一篇，我们将更多的篇幅放在短周期问题的研究上。本文分为六个部分，第一部分对中国建筑的竞争优势、历史沿革、周期属性进行论述；第二部分建立宏观小周期的框架，对基建和房地产周期进行分析；第三部分将中国建筑的业务进一步分拆为房建、地产、基建进行深入分析；第四部分在中周期框架下对中国建筑基本面的波动进行初步探讨；第五部分结合宏观小周期框架对中国建筑股价的波动进行复盘；第六部分是投资逻辑与盈利预测。

## 公司简介

### 优质禀赋与浩荡时运

中建总公司作为中国建筑的母公司组建于 1982 年，前身可追溯至原国家建筑工程总局直属的六大建筑工程局，后经过一系列合并扩张形成目前以八大工程局、七大甲级设计院、中海地产等为主体的组织架构，以房建、地产、基建为核心的横跨国内外的业务布局。中国建筑于 2009 年 7 月 A 股挂牌上市，形成包含中海地产、中国建筑国际在内的多家上市平台。

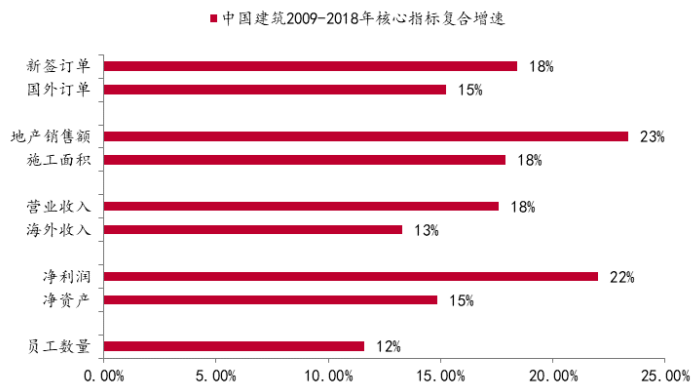
图表 1：中国建筑股权结构图



来源：公司官网，中泰证券研究所

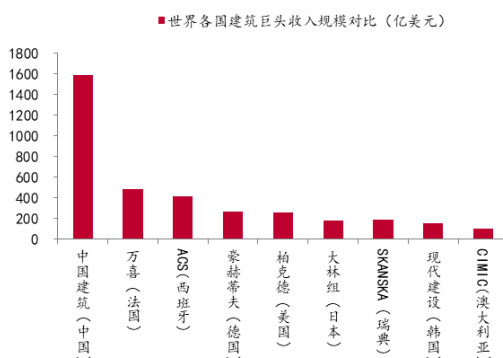
2009年上市以来，中国建筑实现卓越发展，建筑业务新签订单、营业收入、净利润、净资产复合增速分别高达18%、18%、22%、15%，2019年规模分别达到24863亿、14198亿、419亿、2772亿，分别是2009年的5.4倍、5.5倍、7.3倍、4.0倍，成为全球范围内规模最大的建筑企业。中国建筑的霸气扩张既得益于中国特色体制赋予的优质、雄厚的资源禀赋，也受益于我国浩浩荡荡城镇化进程创造的时运，更与其追求卓越、自我驱动的优秀基因分不开。

图表2：中国建筑核心指标（以2009年为基数）



来源：wind，中泰证券研究所

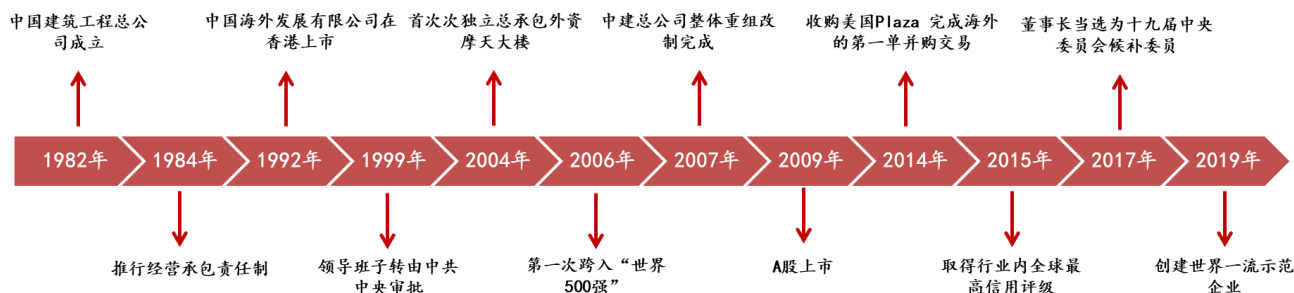
图表3：全球建筑巨头规模对比



来源：wind，中泰证券研究所

中国建筑是唯一一家中央直属的建筑企业，2017年在国资委“中央企业负责人经营业绩考核A级企业名单”中位列第四，2019年成为十家创建世界一流示范央企之一。中国建筑是当之无愧的建筑龙头，是中国建筑行业的世界名片。得天独厚的资源禀赋是公司持续实现规模扩张、高质量发展、走向世界的基石。

图表4：中国建筑历史沿革

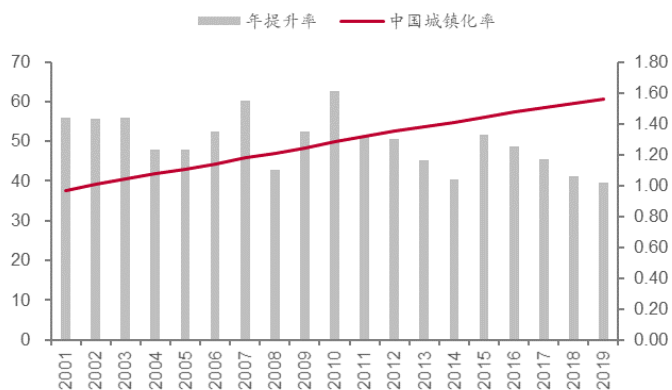


来源：公司公告，中泰证券研究所

最近十年，中国城镇化进程呈现浩荡推进之势，是中国建筑不断实现规模扩张的天时所在。以2009年为基数，截至2019年中国城镇化率提升12.3个百分点达到60.6%，基建投资规模增长2.2倍、房建投资规模增长2倍、房地产销售面积增长0.8倍。基建、地产主导的快速增长的固定资产投资为中国建筑提供了发挥资源禀赋的肥沃土壤，时势造英雄；同时中国建筑也不断强化核心竞争优势，开疆拓土，持续巩固市场地位。2019年中国建筑订单、收入市占率分别达到8.6%、6.1%，相比2009

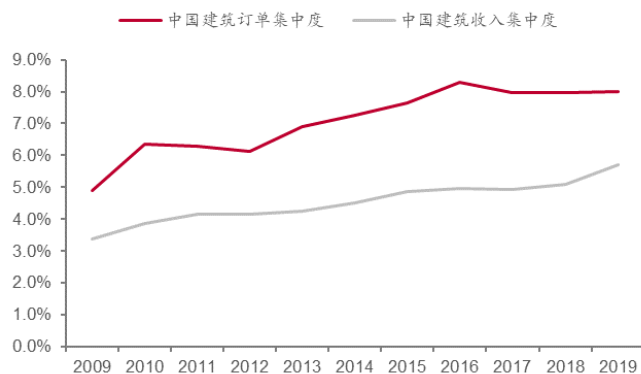
年分别提升 3.7 个百分点、2.6 个百分点。中国建筑投资建设了 90% 以上 300 米以上摩天大楼、3/4 重点机场、3/4 卫星发射基地、1/3 城市综合管廊、1/2 核电站，每 25 个中国人中就有一人使用中国建筑建造的房子。

图表 5: 中国城镇化率



来源: wind, 中泰证券研究所

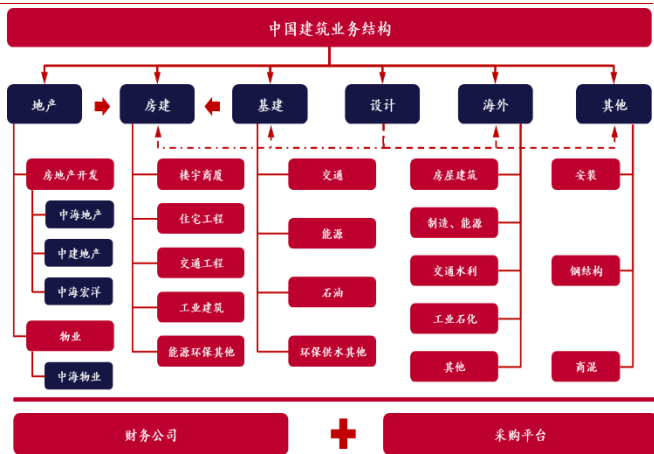
图表 6: 中国建筑集中度变化



来源: wind, 中泰证券研究所

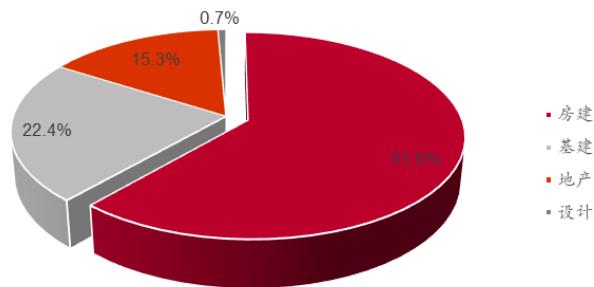
作为国内建筑行业的“航空母舰”，中国建筑业务布局十分广阔，地产、基建、房建、设计以及跨板块业务相互交织，渗透到建筑行业的各个细分领域，形成密集的业务网络。房建定位高端市场，执行“低成本竞争、高品质管理”策略；地产业务兼具中海地产、中建地产、中海宏洋三大品牌，追求高利润；基建是公司“532”战略下大力推进的板块，是公司业务增长的重要引擎；设计业务依托 7 大甲级设计子公司，在施工总承包模式快速推进的背景下，先导作用不断放大；国际化是中国建筑未来发展的必经之路，海外业务收入占比有望快速提升；贯穿各大业务之间的是高效的采购平台、强大的融资优势以及卓越的管理能力，保证了每个项目的物资供应、资金筹措与成本管控，中国建筑的管理费用率为建筑央企中最低。

图表 7: 中国建筑业务框架



来源: wind, 中泰证券研究所

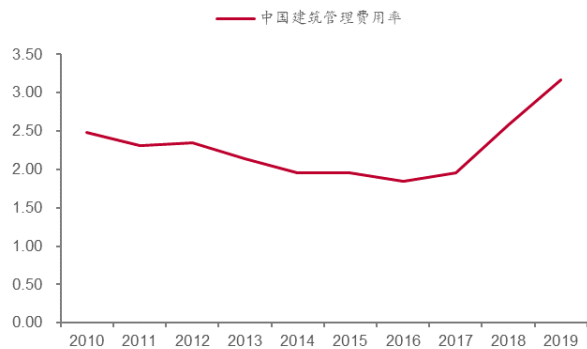
图表 8: 中国建筑收入结构



来源: wind, 中泰证券研究所

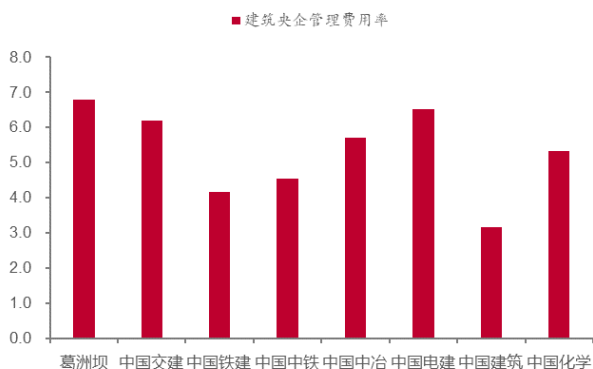


图表 9: 中国建筑管理费用率



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 中国央企业管理费用率

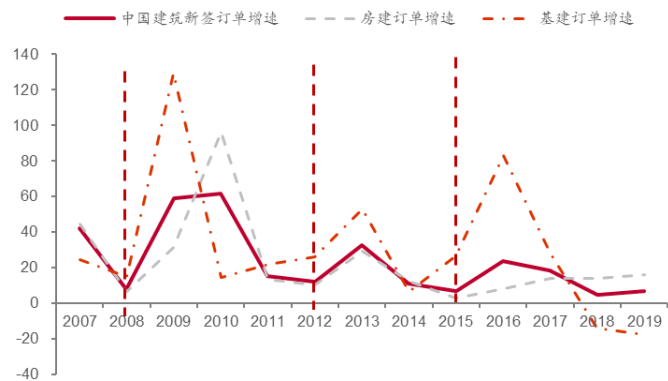


来源: wind, 中泰证券研究所

### 中国建筑的周期属性

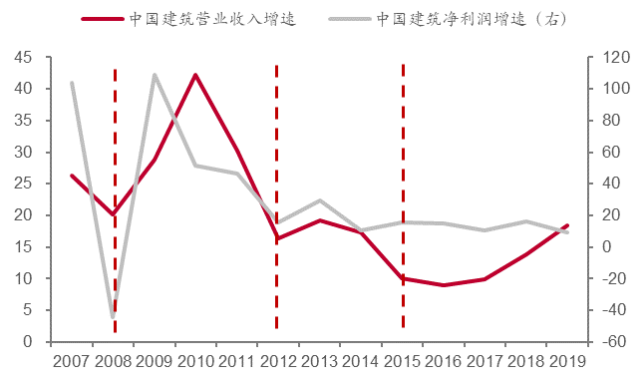
2008 以来的中国宏观经济呈现规则的小周期波动的特征。作为宏观小周期的主导变量, 房地产与基建两者相互缠绕决定了中国建筑房建、地产、基建三大板块业务的周期性波动特征, 从而决定了中国建筑基本面周期性波动的特点, 波动周期以年度数据可以划分为 2009-2012 年、2013-2015 年、2016-2019 年。中国建筑收入与利润增速在 2015 年之前波动变化与订单接近, 2016 年之后订单向收入和利润传导出现一定时滞, 订单施工周期拉长; 从周期的波动能级来看, 动能收敛趋势明显, 与 GDP 波动趋势一致。三轮周期中公司新签订单复合增速分别为 35.0%、16.6%、13.1%, 收入复合增速分别为 29.7%、15.5%、12.7%, 利润复合增速分别为 54.7%、18.3%、12.6%。中国建筑基本面波动的特点在很大程度上是宏观周期的微观体现。

图表 11: 中国建筑新签订单同比增速



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 12: 中国建筑营收与利润同比增速

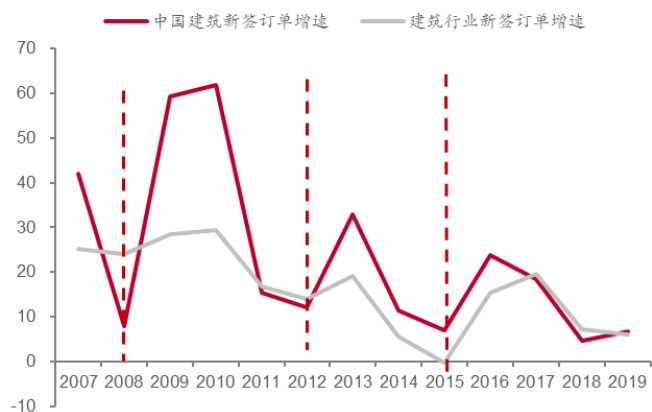


来源: wind, 中泰证券研究所

从中国建筑基本面指标与行业的关系来看, 公司新签订单的波动与建筑行业高度一致, 周期显著; 订单增速整体高于行业, 体现了中国建筑市

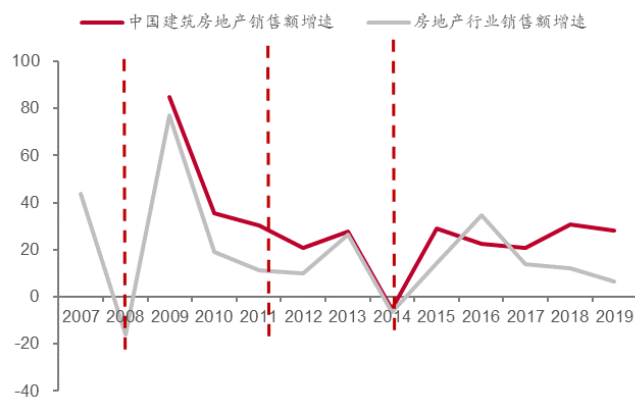
占率的不断提升。从细分业务来看，公司房建收入、地产销售均与行业波动特征高度相关，但从 2017 年开始，公司房建收入、房地产销售显著高于行业水平，这背后是行业加剧分化带来的集中度提升，也暗示着建筑与地产行业存量特征逐渐显现。

图表 13: 建筑行业与中国建筑新签订单



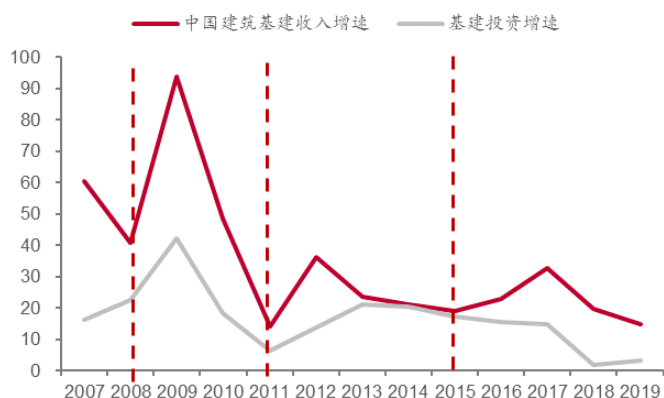
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 14: 房地产销售与中国建筑房地产销售



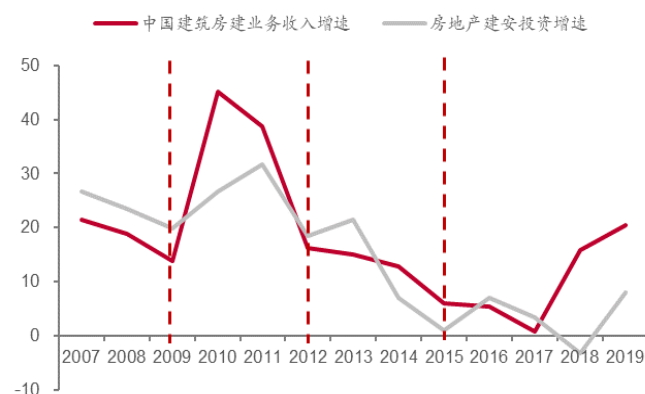
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 15: 基建投资增速与中国建筑基建收入



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 16: 房地产建安投资增速与中国建筑房建收入



来源: wind, 中泰证券研究所

2009 年 7 月上市以来,周期的力量始终是决定公司股价波动的核心因素。宏观小周期演绎过程中的政策催化以及基本面的波动主导了中国建筑股价周期性变化,即使是 2014-2015 年大牛市与一带一路主题催化下的最大一轮涨幅,也同样隐含一定的周期因素,后文会对中国建筑的股价波动进行系统的分析,在此不做赘述。总的来看,从周期的维度判断中国建筑基本面的变化以及投资机会是非常恰当的,对宏观经济周期、地产周期以及基建周期的分析是把握中国建筑短期基本面以及投资机会的关键。

图表 17: 中国建筑股价波动



来源: wind, 中泰证券研究所

## 行业分析

既然我们选择用周期的思路去分析中国建筑基本面和股价的波动,那么首先要解决的问题是周期定位。在目前新冠疫情全球蔓延的背景下,周期定位的首要问题是分析疫情对宏观经济乃至地产、基建周期的扰动。我们的结论有三个方面:1、新冠疫情的爆发时点处于中周期的拐点上,中周期的切换将通过短周期的波动来实现;2、2008年以来的第四轮宏观小周期正逐渐启动,即第二过渡周期,房地产周期与基建周期的协同从全面逐渐走向局部;3、基建新一轮周期已经启动,一二线房地产周期有望复苏,房地产周期结构分化加剧。

### 站在中周期的拐点上

我们在深度报告《经济危机与基建周期》中已经对中国宏观经济十年左右的中周期进行了探讨,为了增加结论的可信性,我们将借助部分长波理论。2016年1月周金涛先生在报告《再轮回与再平衡》中提出:2018年本轮中周期的下降期将使全球进入康波萧条期,即全球经济将在中周期的冲击中迎来康波衰退的第二次冲击,届时全球资产价格将会受到大幅冲击,或面临着重要的清算时刻。事后来看,周金涛先生对库存周期的判断是准确的,2018年是中美库存周期共振向下的阶段,而资产价格的清算发生在2020年年初,对于中周期的判断而言,误差已经很小了。无论是2018年还是2020年,宏观经济进入新的中周期是迹象越加清晰

图表 18: 长波周期划分

范·杜因长波周期	长波繁荣	长波衰退	长波萧条	长波回升	技术创新
第一波	1782-1802	1815-1825	1825-1836	1838-1845	纺织工业、蒸汽机
第二波	1845-1866	1866-1873	1873-1883	1883-1892	钢铁、铁路
第三波	1892-1913	1920-1929	1929-1937	1937-1948	电器、化学、汽车
第四波	1948-1966	1966-1973	1973-1982	1982-1991	汽车、计算机
第五波	1991-2005	2005-	—	—	信息技术、生物

来源:《涛动周期论》,中泰证券研究所

具体到我国的中周期,我们在《经济危机与基建周期》中对亚洲金融危机以来的二十年宏观经济的波动进行了系统的复盘,并归纳为两个阶段:亚洲金融危机-经济刺激-内生扩张、次贷危机-经济刺激-杠杆驱动,二十年的时间涵盖了六个库存周期,构成两个中周期。考虑到库存周期的运动具有被动性,我们将两个阶段的分水岭选在了 2008 年。亚洲金融危机之后,中国加入 WTO,宏观经济在国际化、工业化、城镇化的共振驱动下进入黄金发展阶段,大量外部资金的流入为中国城镇化的推进提供资金,而房地产与基建的快速扩张是经济发展的结果,这一时期 GDP 的持续快速增长并未造成政府部门、企业部门以及居民部门杠杆的显著上升,属于内生扩张阶段;2008 年之后正式进入杠杆驱动阶段,GDP 增速进入下行通道,宏观经济的波动呈现出规则的小周期,并成为分析房地产与基建短周期的基本依据。有意思的是,按照康波的划分,第一个阶段大部分时间处于康波繁荣阶段,而第二个阶段则处于康波衰退阶段。站在中周期的视角,经过十年的内生扩张、十年的杠杆驱动,我们正进入存量经济的阶段:一方面最近十年主导经济的基建与房地产在规模上逐渐确认顶部,另一方面随着两者的关系逐渐破裂,维系十年的经济增长范式(宏观小周期)也正在瓦解。

图表 19: 1998-2007 年经济指标

指标名称	单位	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2001-2007 年复合增速	
GDP	实际 GDP 增速	%	7.8	7.7	8.5	8.3	9.1	10	10.1	11.4	12.7	14.2	9.7	10.81
固定资产投资	固定资产投资	%	9.94	6.24	8.13	14.78	18.38	29.45	37.47	28.11	24.47	25.61	26.19	25.28
	制造业	%	-2.6	-6.31	10.34	25.87	31.46	62.18	36.42	39.23	29.06	34.71	30.7	36.57
	基建	%	34.59	4.19	7.94	4.81	6.04	34.55	24.89	27.05	21.36	16.19	22.67	19.23
	房地产开发投资	%	13.71	13.53	21.47	27.29	22.81	30.33	29.59	20.91	22.09	30.2	23.39	26.11
出口与国际收支	出口金额	亿美元	1837.12	1949.31	2492.03	2660.98	3255.96	4382.28	5933.26	7619.53	9689.78	12200.6	14306.93	—
	同比	%	0.5	6.11	27.84	6.78	22.36	34.59	35.39	28.42	27.17	25.91	17.26	25.47
支	经常账户	亿美元	314.71	211.14	205.19	174.05	354.22	430.52	689.41	1323.78	2318.43	3531.83	4205.69	—
	资本账户	亿美元	-63.21	51.8	19.22	347.75	322.91	548.73	1081.52	953.49	493.05	942.32	401.26	—
	外汇储备	亿美元	1449.59	1546.75	1655.74	2121.65	2864.07	4032.51	6099.32	8188.72	10663.44	15282.49	19460.3	—
货币	M2	%	15.3	14.7	13.99	14.4	16.78	19.6	14.6	17.57	16.94	16.72	17.82	16.65
	基础货币余额	%		7.29	8.54	9.21	13.27	17.07	11.38	9.32	20.85	30.59	27.26	15.74
	外汇占款	亿元		14792.4	14291.14	17856.43	23223.34	34846.92	52592.64	71211.12	98980.27	128377.32	168431.11	—
	外汇占款/基础	%		44	39.16	44.81	51.45	65.95	89.36	110.67	127.29	126.42	130.34	—
财政	全国公共财政收	亿元	9875.95	11444.08	13395.23	16386.04	18903.64	21715.25	26396.47	31649.29	38760.2	51321.78	61330.35	—
	同比	%	14.16	15.88	17.05	22.33	15.36	14.87	21.6	19.9	22.47	32.4	19.5	21.15
	土地出让金	亿元	507.7	514.33	595.58	1295.89	2416.79	5421.31	6412.18	5883.82	8077.64	12216.72	10259.8	—
	同比	%		1.31	15.8	117.58	86.5	124.32	18.28	-8.24	37.29	51.24	-16.02	53.97
	中央赤字		958.01	1791.6	2596.87	2596.27	3096.87	3197.68	3192.85	2999.5	2748.96	2000	1800	—

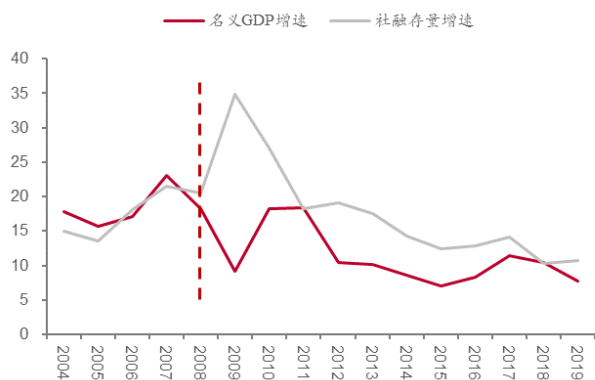
来源: wind, 中泰证券研究所

## 短周期的二次过渡

我们在深度报告《疫情对宏观小周期的扰动》中对次贷危机之后的宏观小周期进行了系统的复盘，由于篇幅的影响，在此仅罗列核心观点，详细推演可参考深度报告：1、次贷危机之后，我国 GDP 增速进入下降通道，工业化进入成熟阶段，宏观经济驱动力向城镇化倾斜，经济增长呈现显著的杠杆驱动特征。GDP 增速的回归是以小周期的波动来实现的，这是宏观小周期的本质。2、这一时期逆周期调节政策是决定宏观经济走势的主导力量之一，下降周期中内需外需周期的叠加放大了政策调控的难度。短期逆周期政策的逻辑出发点更多是在城镇化这个层面，这决定了房地产与基建是宏观小周期的主导变量，且两种周期在货币与财政的关联下密切缠绕。3、2008 年之后的宏观小周期存在清晰的内在联系，第一轮周期是“需求”的一次剧烈释放，第三轮周期是通过“供给侧”改革对积累问题的一次清理，第二轮周期是通过政治过渡为“供给侧”改革奠定基础，本质上是一轮过渡周期。4、宏观小周期中的核心指标存在一条清晰的传导链条，即内需外需共振冲击、逆周期政策发力、社融企稳、基建地产等早周期行业生产活动加快并扩散、工业企业利润改善、PPI 企稳回升、制造业产成品库存增加、制造业投资反弹。5、新冠疫情爆发的时点处于新旧宏观小周期的交界处，新一轮宏观小周期在一定程度上延循了前三轮周期的内在联系，只是经过供给侧改革之后，决定周期的供需力量发生反转，而房地产周期与基建周期也出现了局部的劈裂，原有的财政扩张模式已经逐渐没落，这决定了本轮周期的总量强度已经明显弱化，在一定程度上呈现显著的过渡属性，切向新的中周期。

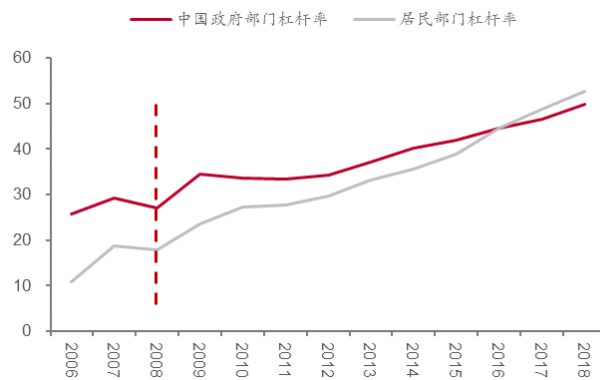
1

图表 20: 名义 GDP 增速与社融存量增速



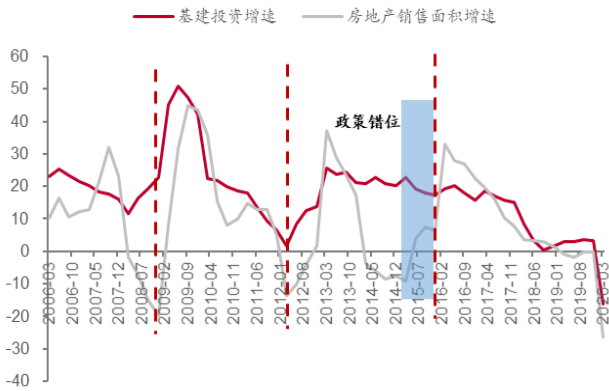
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 21: 中国政府部门与居民部门杠杆



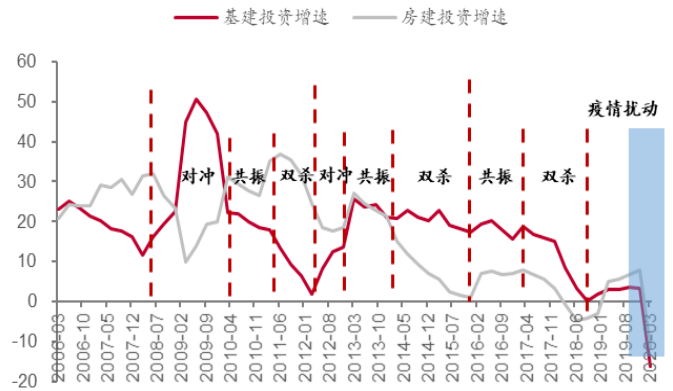
来源: BIS, 中泰证券研究所

图表 22: 基建投资增速与房地产销售增速



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 23: 基建投资增速与房地产建安投资增速



来源: wind, 中泰证券研究所

### 对房地产与基建周期的判断

新一轮基建周期已经启动。基建短周期的波动体现的是政策属性的波动，是政府扩张基建的意愿和能力匹配的问题。随着新冠疫情的冲击，基建扩张的定调已经比较明确，我们对本轮基建周期的判断有以下几个方面：1、2019 年是基建周期的磨底阶段，新冠疫情的扰动主要体现在基建周期的启动方式层面，2020 年全年基建投资增速在 10% 左右；2、从基建投资的结构来看，传统基建的主体地位短期难以动摇，新基建贡献边际增量；3、本轮基建上升周期至少持续五个季度，与前三轮基建上升周期基本一致；4、从基建资金组合来看，本轮基建周期中，中央加杠杆是相对确定的，地方政府增量资金最大来源为专项债，而基础设施 REITs 的推出造成中期基建投资的重要变革，公募 REITs 的发展将开启基建的内生循环，即存量带动增量。

图表 24: 基建周期划分



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 25: 2020 年基建投资测算

狭义基建增速假设	2020 年基建投资	2019 年 5-12 月基建投资	2020 年 5-12 月基建投资	2020 年 5-12 月增速
5.0%	160658	117768	129504	9.97%
10.0%	168309	117768	137155	16.46%
15.0%	175959	117768	144805	22.96%
20.0%	183610	117768	152456	29.46%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 26: 基建资金组合演变

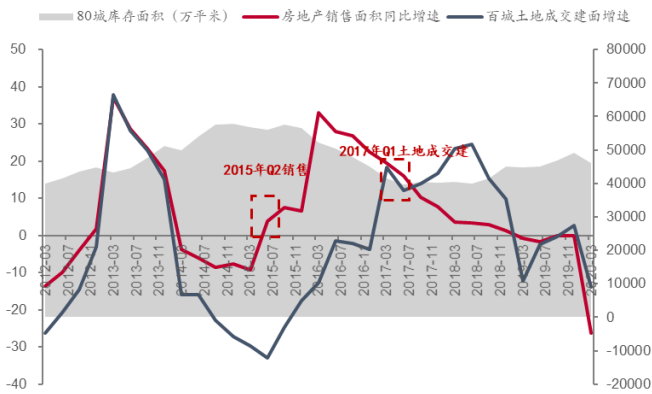
基建资金组合	第一轮周期: 2008-2011 年	第二轮周期: 2012-2015 年	第三轮周期: 2016-2019 年	第四轮周期: 2020 年—
基础资金	预算内资金★★	预算内资金★★	预算内资金★★★	预算内资金★★
	国内贷款★★★	国内贷款★	国内贷款★★	国内贷款★★★
	政府性基金★★★	政府性基金★★★	政府性基金★★★	政府性基金★★
阶段资金	城投债★	城投债★★★	城投债★★	城投债★★
		BT★★★		
		非标★★★	非标★	非标★
潜力资金			专项建设债★★★	
	地方政府一般债★	地方政府一般债★	地方政府一般债★★	地方政府一般债★★★
			普通专项债★★	普通专项债★★★
				特殊国债★
				基建公募 REITs★★
		PPP★	PPP★★★	PPP★★

来源: 中泰证券研究所。备注: ★表示较弱、★★表示中等、★★★表示强

**房地产周期有望结构性复苏。**2015 年以来的房地产周期漫长而复杂, 房地产销售在 17 亿平米左右的水平已经维持了 3 年。按照周期的均值回归逻辑, 2020 年是总量回归的年份且回归压力较大, 但由于房地产自身结构问题以及新冠疫情的扰动, 事情也并非如此简单。由于数据的限制, 我们粗略地将房地产数据划分为一二线与三四线。我们的结论有两个方面: 结构加剧分化仍然是房地产行业主要特征, 一二房地产周期有望复苏; 建安投资增速见顶回落, 节奏取决于一二线对冲力度。

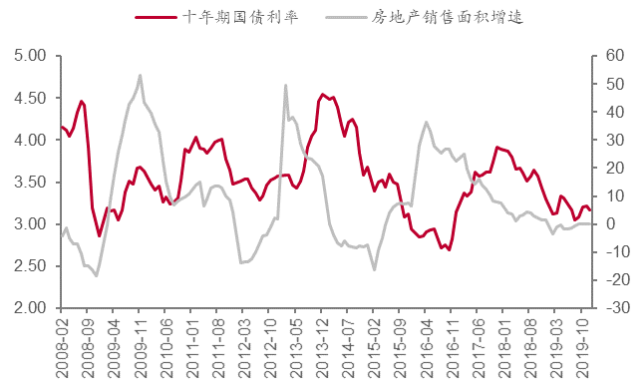
2015 年以来地产周期出现了显著的结构分化, 并成为拉长地产周期的原因之一。这种结构分化包括两个层面: 区域分化、销售与后端投资时滞拉长。本轮地产周期是在库存最高点开启的, 去库阶段相对较长, 2015 年二季度房地产销售面积增速已经转正, 而百城土地成交建面增速在 2017 年一季度转正, 正式进入补库阶段。拿地是分析后端新开工、施工、竣工的逻辑起点, 销售与补库时滞拉长了房地产链条的周期传导。而在销售层面, 2016 年四季度出现了显著的区域分化, 区域撕裂的主要原因在于因城施策造成的能级下沉与棚改对三四线城市销售的提振, 2017 年三四线城市销售再次冲高拉长了整体销售周期的持续时间。本轮房地产周期拉长的另一个原因是宽松的流动性配合。2018 年随着中美贸易问题的升级, 货币逐渐宽松, 新冠疫情的爆发进一步加剧了流动性宽松, 周期尾部遭遇宽松的流动性环境是周期拉长的重要原因。

图表 27: 房地产销售、库存与土地成交



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 28: 国债利率与房地产销售面积增速



来源: wind, 中泰证券研究所

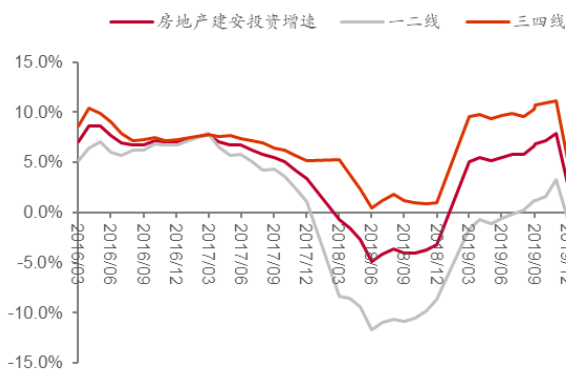
图表 29: 房地产结构数据

	2015-03	2015-06	2015-09	2015-12	2016-03	2016-06	2016-09	2016-12	2017-03	2017-06	2017-09	2017-12	2018-03	2018-06	2018-09	2018-12	2019-03	2019-06	2019-09	2019-12	2020-03
<b>全国商品房销售面积(万平方米)</b>	18254	50264	82908	128495	24299	64302	105185	157349	29035	74662	116006	169408	30088	77143	119313	171654	29829	75786	119179	171558	21978
YOY	-9.2%	3.9%	7.5%	6.5%	33.1%	27.9%	26.9%	22.5%	19.5%	16.1%	10.3%	7.7%	3.6%	3.3%	2.9%	1.3%	-0.9%	-1.8%	-0.1%	-0.1%	-26.3%
一二线 (YOY)	-10.6%	4.3%	8.7%	8.5%	<b>36.8%</b>	<b>31.3%</b>	<b>31.7%</b>	<b>24.3%</b>	6.7%	6.7%	-2.8%	-3.2%	-2.1%	0.6%	-0.3%	0.4%	-2.2%	-2.1%	-1.5%	-1.3%	-31.6%
三四线 (YOY)	-8.6%	3.7%	6.9%	5.6%	<b>31.4%</b>	<b>26.3%</b>	<b>24.5%</b>	<b>21.5%</b>	<b>25.8%</b>	<b>22.8%</b>	<b>17.1%</b>	<b>13.0%</b>	6.0%	4.5%	4.2%	1.7%	-0.3%	-1.6%	0.4%	0.5%	-24.3%
<b>全国新开工面积(万平方米)</b>	23724	67479	114814	154454	28281	77537	122655	166928	31560	85720	131033	178654	34615	95817	152583	209342	38728	105509	165707	227154	28203
YOY	-18.4%	-15.8%	-12.6%	-14.0%	19.2%	14.9%	6.8%	8.1%	11.6%	10.6%	6.8%	7.0%	9.7%	11.8%	16.4%	17.2%	11.9%	10.1%	8.6%	8.5%	-27.2%
一二线 (YOY)	-21.1%	-18.1%	-12.0%	-11.6%	<b>30.8%</b>	<b>26.5%</b>	<b>19.6%</b>	<b>14.2%</b>	8.8%	7.7%	-2.1%	-0.7%	-7.9%	-0.5%	6.4%	8.4%	8.0%	9.5%	11.1%	9.9%	-21.5%
三四线 (YOY)	-17.2%	-14.7%	-12.9%	-15.1%	14.0%	9.7%	0.9%	5.0%	<b>13.1%</b>	<b>12.1%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.2%</b>	<b>18.4%</b>	<b>17.9%</b>	<b>21.3%</b>	<b>21.4%</b>	<b>13.4%</b>	<b>10.4%</b>	7.6%	7.9%	-29.3%
<b>全国建安投资(亿元)</b>	14010	35947	57298	78303	15005	38710	61176	83802	16178	41302	64521	86629	16066	39295	61908	83877	16871	41445	65996	90519	14959
YOY	5.4%	2.5%	1.6%	0.9%	7.1%	7.7%	6.8%	7.0%	7.8%	6.7%	5.5%	3.4%	-0.7%	-4.9%	-4.1%	-3.2%	5.0%	5.5%	6.6%	7.9%	-11.3%
一二线 (YOY)	6.2%	0.4%	0.6%	0.9%	<b>5.2%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.7%</b>	<b>7.9%</b>	<b>5.8%</b>	4.3%	1.1%	-8.3%	-11.7%	-10.8%	-8.6%	-1.6%	-0.6%	1.2%	3.3%	-11.4%
三四线 (YOY)	4.8%	4.3%	2.5%	1.0%	<b>8.6%</b>	<b>9.0%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.4%</b>	<b>6.4%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.3%</b>	0.5%	1.2%	0.9%	<b>9.6%</b>	<b>9.6%</b>	<b>10.3%</b>	<b>11.1%</b>	-11.3%
<b>全国竣工面积(万平方米)</b>	16994	32941	50967	100039	20001	39546	57112	106128	23031	41524	57694	101486	20709	37131	51132	93550	18474	32426	46748	95942	15557
YOY	-8.2%	-13.8%	-9.8%	-6.9%	17.7%	20.0%	12.1%	6.1%	15.1%	5.0%	1.0%	-4.4%	-10.1%	-10.6%	-11.4%	-7.8%	-10.8%	-12.7%	-8.6%	2.6%	-15.8%
一二线 (YOY)	-1.0%	-17.1%	-11.4%	-7.9%	8.7%	<b>16.1%</b>	<b>12.1%</b>	<b>6.8%</b>	<b>12.3%</b>	4.3%	-1.3%	-9.1%	-10.1%	-11.0%	-10.6%	-5.0%	-13.2%	-14.9%	-8.1%	<b>3.7%</b>	-15.4%
三四线 (YOY)	-11.7%	-12.2%	-9.0%	-6.4%	<b>22.5%</b>	<b>21.9%</b>	<b>12.0%</b>	<b>5.7%</b>	<b>16.5%</b>	5.3%	2.1%	-1.8%	-10.1%	-10.4%	-11.7%	-9.2%	-9.7%	-11.7%	-8.8%	<b>2.0%</b>	-16.0%

来源: 中指数据库、wind, 中泰证券研究所

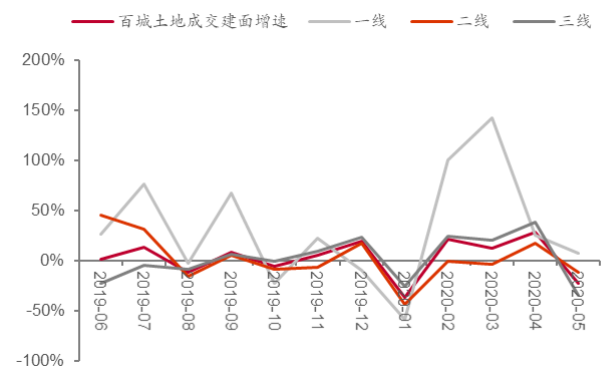
一二线地产周期复苏的逻辑有三个方面: **1、宽松的流动性**。新冠疫情造成全球流动性宽松, 中国也不例外; **2、政策的求稳姿态**。目前房地产面临较大的总量回归压力, 总量问题一定程度上需要通过结构对冲求解; **3、一二线房地产周期自身是出清的, 且存在较多政策束缚**。房地产施工的压力在二季度赶工需求释放后将逐渐体现, 一方面存量施工已经从 2018 年四季度持续 7 个季度, 时间相对较长; 而增量方面, 三四线新开工恢复相对较慢, 另外 5 月份以来拿地显著走弱, 为后续新开工的反弹蒙上阴影, 土地成交与施工的冲击或为政策的微调创造契机。

图表 30: 房地产建安投资



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 31: 百城土地成交



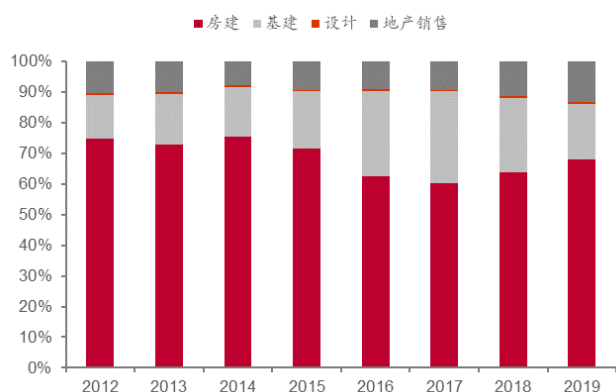
来源: wind, 中泰证券研究所



## 公司分析

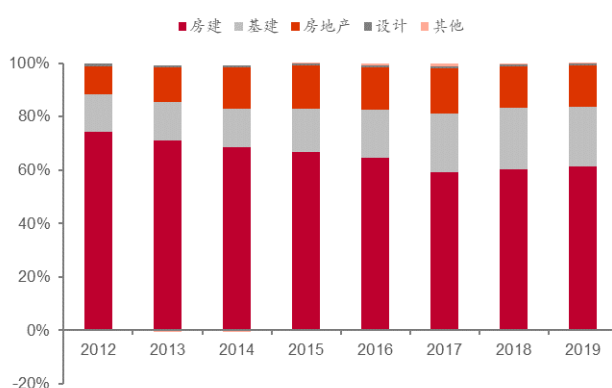
前文已经对中国建筑所处的周期背景进行了分析，这部分我们将在此基础上对中国建筑的各项业务进行分拆。公司目前业务特征可以归纳为四方面：1、新签合同结构上，房建、房地产销售持续强势，基建战略收缩。2019年公司新签合同总规模高达28689亿，同比增长9.2%，其中房建占比68%、房地产销售占比13.3%、基建占比18.2%。房建与房地产销售相比2017年的低点分别提升了7.9个百分点、4个百分点，而基建占比相较2017年的高点下降了11.8个百分点，业务结构的变化与公司532的目标出现背离。造成这一局面的原因一方面在于本轮房地产周期自身的强势，另一方面在于公司在房建市场强势的竞争力带来的集中度提升、中海地产的再次崛起与基建的主动收缩。2、收入与利润层面，房建贡献主要收入规模，地产决定利润总量的局面仍然没有改变。2019年房建占收入比重为61.4%，房地产、基建分别为15.3%、22.4%；毛利润方面，房地产占比为42.8%，房建、基建分别为35.3%、17.2%。3、新签订单向收入的结转出现了明显的时滞，主要原因在于宏观去杠杆造成PPP项目与房建订单施工节奏上的改变。

图表 32：中国建筑新签合同结构（含地产）



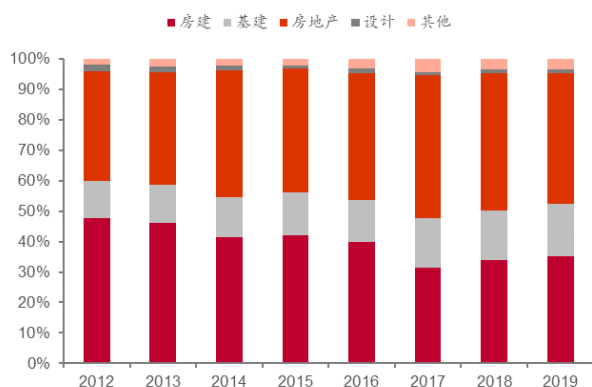
来源：wind，中泰证券研究所

图表 33：中国建筑收入结构



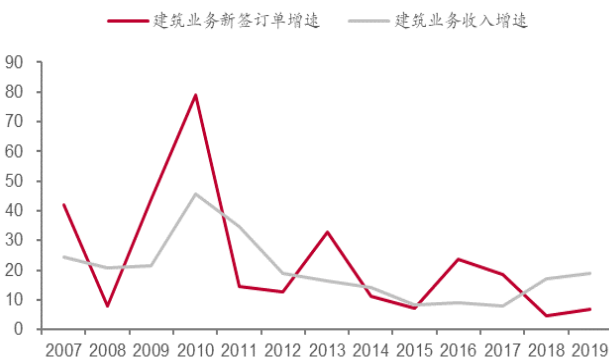
来源：wind，中泰证券研究所

图表 34：中国建筑毛利结构



来源：wind，中泰证券研究所

图表 35：中国建筑施工业务订单与收入增速



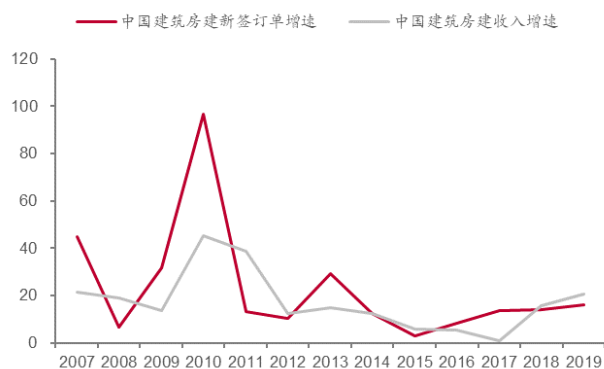
来源：wind，中泰证券研究所

## 房建业务：崛起的阿尔法

中国建筑在房屋建筑领域具有显著优势，代表着中国房建领域的最高水平，是中国乃至全球房屋建筑领域的领先者。公司房建业务范围涉及城市建设的全部领域与项目建设的每个环节，在公共建筑、办公、机场、酒店、科教、体育、人居、医疗、使馆、工业、国防军事等诸多领域承建了大量地标性工程，在超高层建筑领域拥有综合领先优势。公司坚持“大业主、大市场、大项目”的营销策略和“低成本竞争、高品质管理”的经营策略。

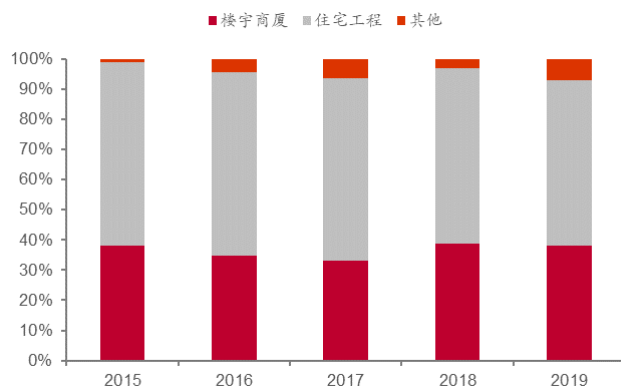
受益于 2015 年以来强势的房地产小周期，中国建筑房建业务实现快速发展，2017-2019 年公司新签订单复合增速高达 14.6%，2019 年规模高达 1.95 万亿，同比增长 16.1%。订单向收入结转存在时滞，2018 年公司房建业务开始改善，2018-2019 年收入增速分别为 15.9%、20.5%，2019 年收入规模达到 8723.7 亿。目前公司房建业务正处于施工高峰。从订单结构来看，2019 年住宅约占房建新签订单的 54.8%，楼宇商厦约占 38.2%，工业建筑等约占 7%。

图表 36：中国建筑房建收入与新签订单增速



来源：wind，中泰证券研究所

图表 37：中国建筑房建订单结构



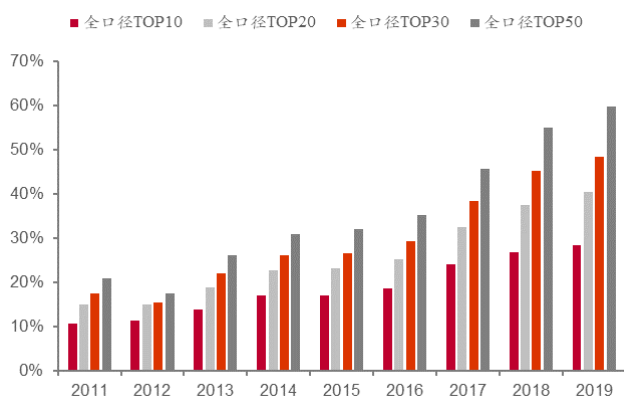
来源：wind，中泰证券研究所

中国建筑房建业务强势表现的另一个原因在于市场集中度的快速提升。从新签订单、施工面积、新开工面积、竣工面积四个维度测算的集中度情况来看，2017-2019 年中国建筑房建业务的市占率分别提升了 1.3 个百分点、2.1 个百分点、1.2 个百分点、11 个百分点，分别达到 11.2%、16.3%、16.9%、24.2%。如果将时间维度拉得更长一点，最近十年这一趋势依然体现得十分显著：相比 2009 年，中国建筑的新签订单、施工面积、新开工面积、竣工面积集中度分别提升了 4.3 个百分点、7.4 个百分点、8.2 个百分点、17 个百分点，提升幅度分别为 62.3%、83.1%、94.3%、236.1%。中国建筑房建业务集中度提升的驱动因素有两方面，一方面在于中国建筑一家独大的竞争格局和强劲的业务实力；另一方面在于房地产行业自身集中度的快速提升，中国建筑始终坚持“大业主”的经营战略，业主集中度的提升可以比较顺畅地传导至中国建筑的房建业务。

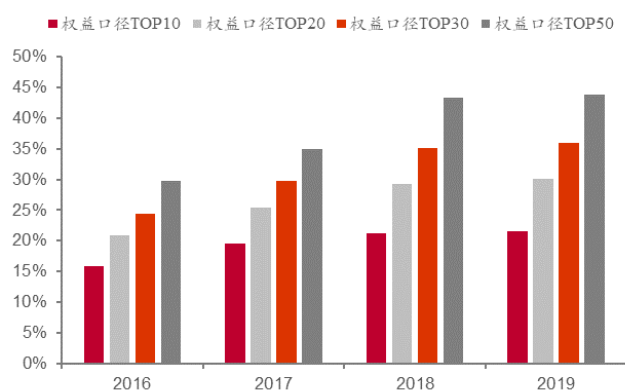
**图表 38: 房建业务细分数据以及集中度**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
房建新签合同 (亿)	3,246	6,378	7,223	7,987	10,338	11,614	11,962	12,965	14,750	16,801	19,506
YOY		96.49%	13.25%	10.58%	29.44%	12.34%	3.00%	8.38%	13.77%	13.91%	16.10%
集中度	<b>6.9%</b>	<b>9.9%</b>	<b>8.8%</b>	<b>8.5%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.8%</b>	<b>10.4%</b>	<b>9.9%</b>	<b>9.6%</b>	<b>10.2%</b>	<b>11.2%</b>
施工面积 (万平)	28,410	38,496	49,788	60,760	76,001	92,181	100,624	107,547	122,106	135,778	145,671
YOY		35.5%	29.3%	22.0%	25.1%	21.3%	9.2%	6.9%	13.5%	11.2%	7.3%
集中度	<b>8.9%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.8%</b>	<b>10.6%</b>	<b>11.4%</b>	<b>12.7%</b>	<b>13.7%</b>	<b>14.2%</b>	<b>15.6%</b>	<b>16.5%</b>	<b>16.3%</b>
新开工面积 (万平)	10,116	16,105	18,163	18,528	24,912	29,320	22,803	26,193	32,583	37,145	38,301
YOY		59.2%	12.8%	2.0%	34.5%	17.7%	-22.2%	14.9%	24.4%	14.0%	3.1%
集中度	<b>8.7%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.5%</b>	<b>10.4%</b>	<b>12.4%</b>	<b>16.3%</b>	<b>14.8%</b>	<b>15.7%</b>	<b>18.2%</b>	<b>17.7%</b>	<b>16.9%</b>
竣工面积 (万平)	5,269	5,822	6,316	8,134	9,498	9,925	13,441	14,030	17,218	19,013	23,220
YOY		10.5%	8.5%	28.8%	16.8%	4.5%	35.4%	4.4%	22.7%	10.4%	22.1%
集中度	<b>7.2%</b>	<b>7.4%</b>	<b>6.8%</b>	<b>8.2%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.2%</b>	<b>13.4%</b>	<b>13.2%</b>	<b>17.0%</b>	<b>20.3%</b>	<b>24.2%</b>

来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 39: 房地产销售全口径集中度**


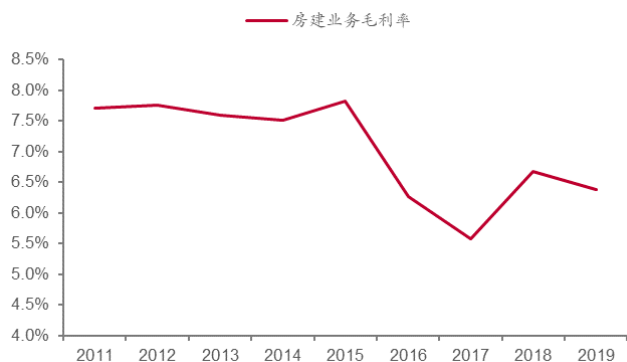
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 40: 房地产销售权益口径集中度**


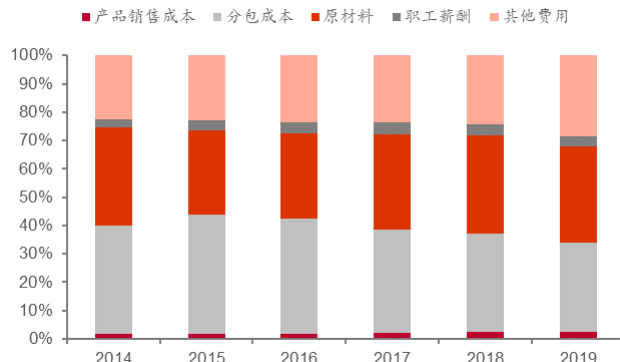
来源: wind, 中泰证券研究所

盈利方面, 房建业务毛利率基本消化了营改增的影响, 2018 年毛利率明显回升后, 2019 年小幅下滑 0.3 个百分点至 6.4%。通过对房建业务成本进一步分拆发现, 公司对销售成本、分包成本、原材料和职工薪酬四项主要成本的控制能力非常之强。四项成本之和占总成本的比重超过 70%, 2019 年为 71.3%, 相较 2014 年的 77.6% 下降 6.3 个百分点。2019 年, 公司四项主要成本占总成本比重分别下降 0.1 个百分点、3 个百分点、0.7 个百分点、0.4 个百分点。导致毛利率下降的主要因素在于其他成本的快速增长, 2019 年其他成本占总成本的比重为 28.7%, 上升了 4.3 个百分点, 连续两年出现明显上升。造成这一现象的原因一方面在于业务高速扩张过程中成本管控精细度降低, 另一方面可能与环保限产等因素有关。

**图表 41: 中国建筑房建业务毛利率**
**图表 42: 房建业务成本结构**



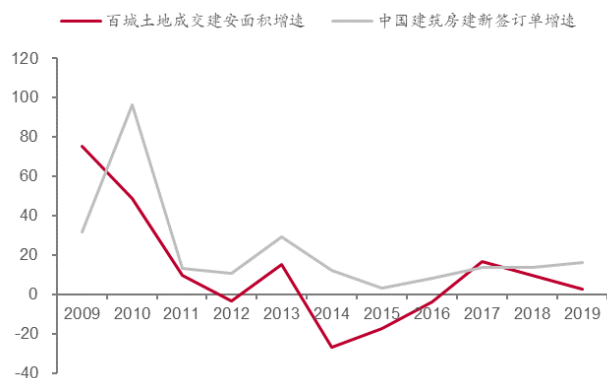
来源: wind, 中泰证券研究所



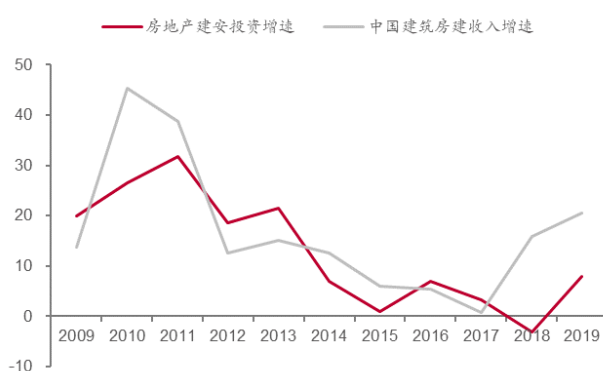
来源: wind, 中泰证券研究所

判断中国建筑短周期的房建业务的波动需要把握三个层面: 1、订单的变化需要结合拿地和集中度两个因素; 2、收入主要取决于在手订单的施工和结转情况; 3、盈利需要对各方面成本进行判断。

根据前文对房地产周期的判断, 虽然地产周期在总量上面临较大的回归压力, 但在结构上出现分化, 部分核心城市有望复苏。另外考虑到地方政府对土地财政的依赖以及当下财政较大的压力, 全年来看土地供应可能出现小幅收缩, 但核心城市的土地出让仍然可能呈现扩张趋势。公司房建业务主要位于核心城市, 行业总量压力对公司房建业务的传导可能相对有限, 加之集中度提升的因素, 我们认为公司全年实现 5% 以上的订单增长是可能的; 收入方面, 房建订单的持续快速增长下, 公司目前正处于施工高峰, 但考虑到房建收入连续两年高速增长造成的较高基数, 加之疫情对一季度施工产生较大的影响, 全年房建收入增速回落恐难以避免; 盈利能力的改善是重要看点, 房建业务的原材料成本有望延续 2019 年回落的趋势, 其他成本经过 2019 年大幅跳升, 较难出现明显的增长。

**图表 43: 百城土地成交与中国建筑新签订单增速**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 44: 房地产建安投资与中国建筑房建收入增速**


来源: wind, 中泰证券研究所

### 基建业务: 顺周期的高贝塔

中国建筑基建业务立足工程建设与项目投资并举，一方面依靠技术、人才和管理优势，在国内城市轨道交通、高铁、特大型桥梁、高速公路、市政道路、城市综合管廊等基建领域快速发展。另一方面，依靠雄厚资本实力，中国建筑迅速发展成为中国一流的基础设施投融资发展商，在 BT、BOT、PPP 等融投资建造领域备受信赖。基建业务始终是公司发展最快的业务板块之一，2010-2019 年十年期间，新签订单、营业收入复合增速分别高达 19.7%、24.9%，新签订单占比在 2017 年一季度达到 30%，收入占比从 2009 年的 13.2% 提升至 22.4%，毛利润占比相比 2009 年提升 6.5 个百分点达到 17%。

图表 45: 中国建筑基建核心指标 (2016 年毛利率、毛利润变化受营改增影响)

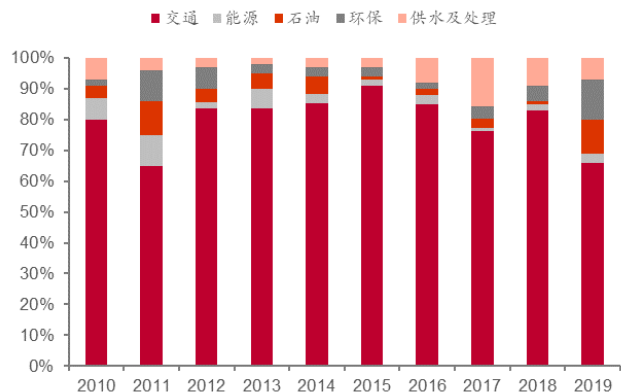
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
基建新签合同 (亿)	867	992	1207	1520	2323	2478	3140	5748	7369	6355	5226
YOY		14.4%	21.7%	25.9%	52.8%	6.7%	26.7%	83.1%	28.2%	-13.8%	-17.8%
占比	18.8%	12.3%	12.8%	14.2%	16.4%	16.1%	18.8%	27.8%	30.0%	24.2%	18.2%
营业收入 (亿)	343	509	581	793	981	1189	1414	1739	2309	2767	3181
YOY		48.4%	14.1%	36.5%	23.7%	21.2%	18.9%	23.0%	32.8%	19.8%	15.0%
占比	13.2%	13.7%	12.0%	13.9%	14.4%	14.9%	16.1%	18.1%	21.9%	23.1%	22.4%
毛利润 (亿)	33.27	49.19	62.52	85.82	101.58	133.71	155.97	131.4	177.34	233.09	271.26
YOY		47.9%	27.1%	37.3%	18.4%	31.6%	16.6%	-15.8%	35.0%	31.4%	16.4%
占比	10.50%	10.99%	10.87%	12.27%	12.60%	13.28%	14.15%	13.47%	15.90%	16.20%	17.02%
毛利率	9.70%	9.70%	10.50%	10.80%	10.40%	11.20%	11.00%	7.60%	7.70%	8.40%	8.50%

来源: wind, 中泰证券研究所

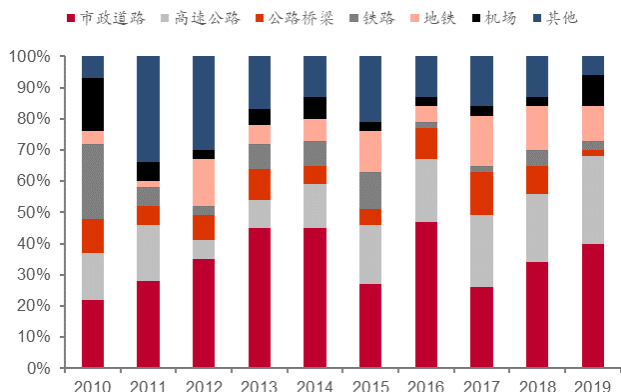
公司基建业务主要由交通、能源、石油、环保、供水及处理构成，2019 年新签订单占比分别为 66%、3%、11%、13%、7%，交通工程是基建业务的核心。从交通工程自身结构来看，市政道路、高速公路、地铁、地铁占比分别为 40%、28%、11%、10%，合计 89%。在 PPP 带动下，公司基建业务实现了高速发展，2015-2017 年公司累计承接 PPP 项目超过 300 个，权益投资金额 4996 亿，带动施工合同金额 7243 亿，这期间公司基建订单复合增速达到 43.8%。随着 PPP 相关政策的收紧，公司 2018-2019 年战略主动收缩，基建订单规模从 2017 年的 7369 亿下滑至 2019 年的 5226 亿，并导致交通工程订单占比从 2015 年的 91% 下降至 2019 年的 66%。在 PPP 收缩过程中，公司积极开拓其他细分领域，石油、环保等领域实现爆发，基建业务构成更加多元、平衡。

图表 46: 中国建筑基建订单结构

图表 47: 中国建筑交通订单结构



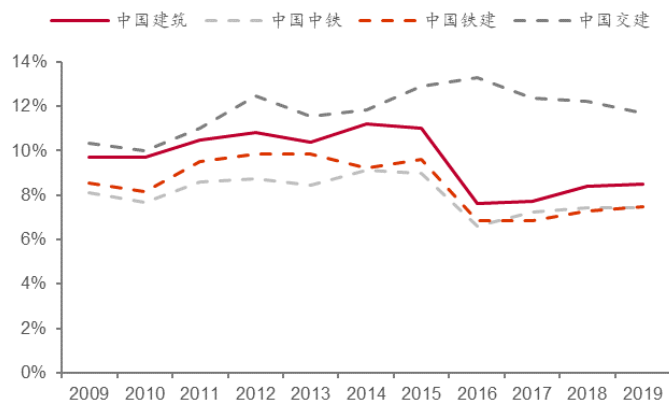
来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

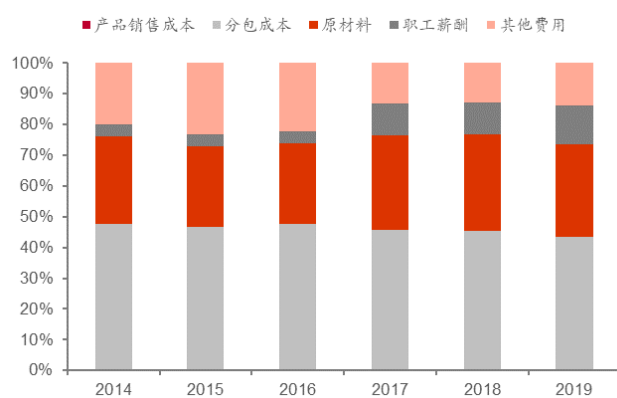
中国建筑基建业务毛利率低于中国交建，但高于中国中铁、中国铁建，2019 年公司基建业务毛利率为 8.5%，最近三年呈现不断上升的趋势，分包成本以及原材料占比的下降是毛利率提升的主要原因。公司基建业务弹性高于其他央企，无论是新签订单还是营业收入，周期性波动幅度均较大。2018、2019 年公司 PPP 业务战略收缩，导致基建新签订单出现收缩，而收入在存量订单的支撑下仍然保持了较快增长。2020 年基建业务收入端的压力可能会阶段性显现，但新签订单在周期力量的驱动下将出现较快的反弹，另外 2019 年公司已经有 50 多个 PPP 项目集中进入运营期，基建业务的现金流有望持续改善。

图表 48: 中国建筑基建业务毛利率



来源: wind, 中泰证券研究所

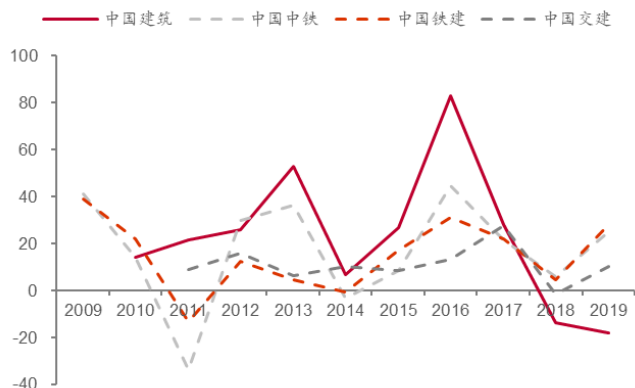
图表 49: 基建业务成本结构



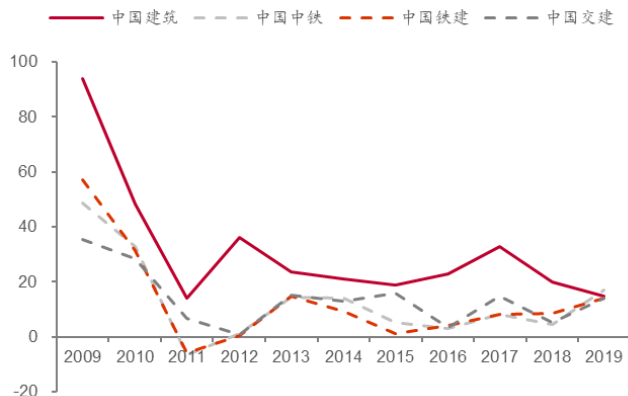
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 50: 中国建筑基建订单增速与其他央企比较

图表 51: 中国建筑基建收入增速与其他央企比较



来源: wind, 中泰证券研究所

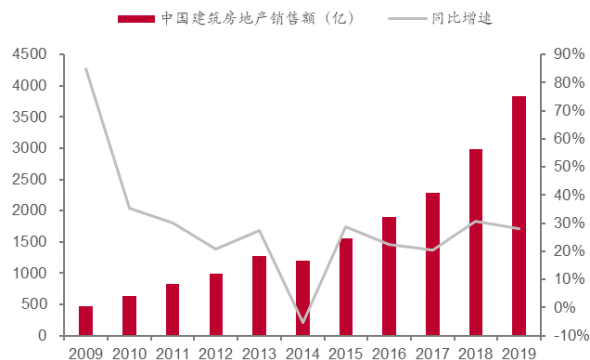


来源: wind, 中泰证券研究所

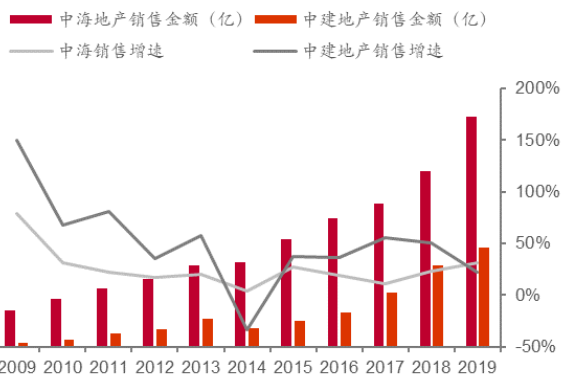
### 地产业务: 进击的中海地产

中国建筑拥有中海地产和中建地产两大房地产品牌。中海地产深耕粤港澳大湾区、长三角、京津冀等国家战略区域以及全国核心城市, 构建了均衡稳健的全国性战略布局, 品牌价值始终处于中国房地产行业领先地位。中建地产由各地工程局房地产业务组成, 充分发挥各工程局在投资、建设业务的综合优势, 将地产开发与工程施工、基础设施投资、城镇综合建设等业务进行有效协同, 深耕局院总部所在地和传统优势区域, 正在逐步形成产业链竞争优势。

公司积极把握市场机会, 最近五年房地产销售金额复合增速高达 26%, 市占率从 2015 年的 1.8% 提升至 2019 年的 2.4%, 2019 年公司房地产销售金额达到 3826 亿, 同比增长 28.1%。公司根据市场格局变化, 积极拿地, 聚焦一二线核心城市, 截至 2019 年末, 土储达到 1.22 亿平方米, 储备充足。从公司的存货结构来看, 一线占比 23.7%, 相比 2018 年提升 4.3 个百分点; 省会城市占比 43.4%, 其中济南、武汉、成都占比较高, 分别为 5.6%、4.9%、4.7%, 其他城市占比 32.9%。

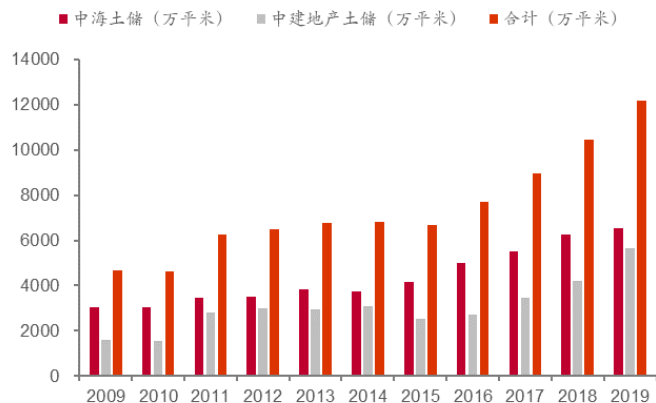
**图表 52: 中国建筑房地产销售**


来源: wind, 中泰证券研究所

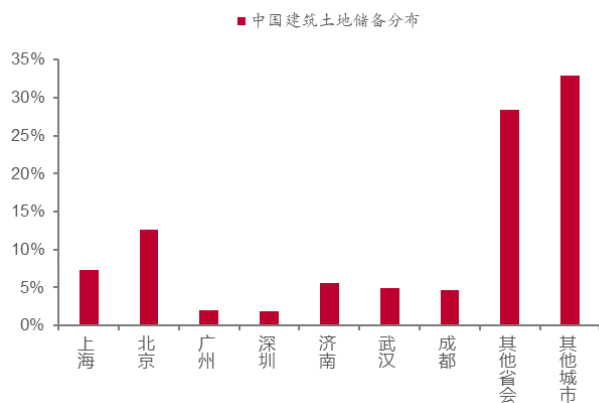
**图表 53: 中海与中建地产销售金额**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 54: 中国建筑土地储备规模**
**图表 55: 中国建筑土地储备分布**



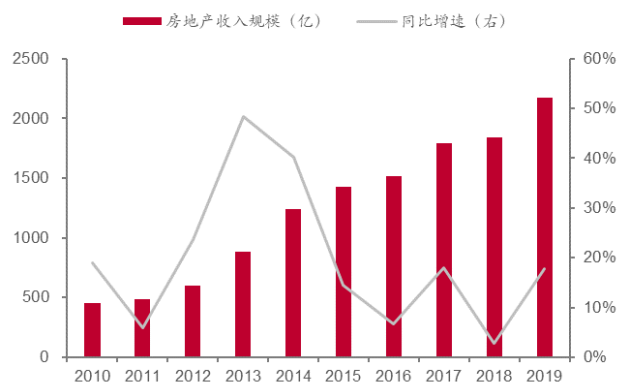
来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

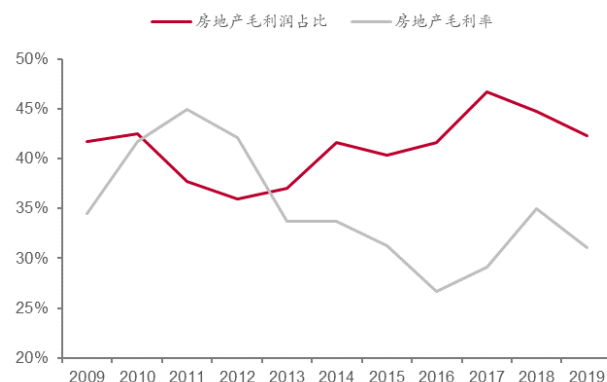
中国建筑的房地产业务以 15% 的收入占比贡献了超过 40% 的毛利润, 是公司利润的重要来源。中海地产长期以来以追求高利润为目标, 净利润显著高于行业平均水平, 这意味着中国建筑房地产业务在公司净利润中的占比将高于毛利润。相较于销售金额的快速增长, 公司房地产收入增速处于震荡波动的状态, 最近五年的收入复合增速为 11.8%, 2019 年收入规模为 2169.8 亿, 同比增长 17.9%。公司收入的波动主要受中海地产的影响。盈利方面, 公司毛利率在 2016 年出现明显下滑, 主要受中海地产并购中信资产包的影响, 2017-2018 年毛利率显著回升, 2019 年在行业整体盈利承压的背景下, 公司毛利率小幅回落至 31.1%。短期来看, 中海地产经过人事调整, 重归扩张模式, 是主导中国建筑房地产业务的核心变量, 也是接下来分析的重点。

图表 56: 中国建筑房地产收入以及增速



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 57: 中国建筑房地产毛利润占比以及毛利率



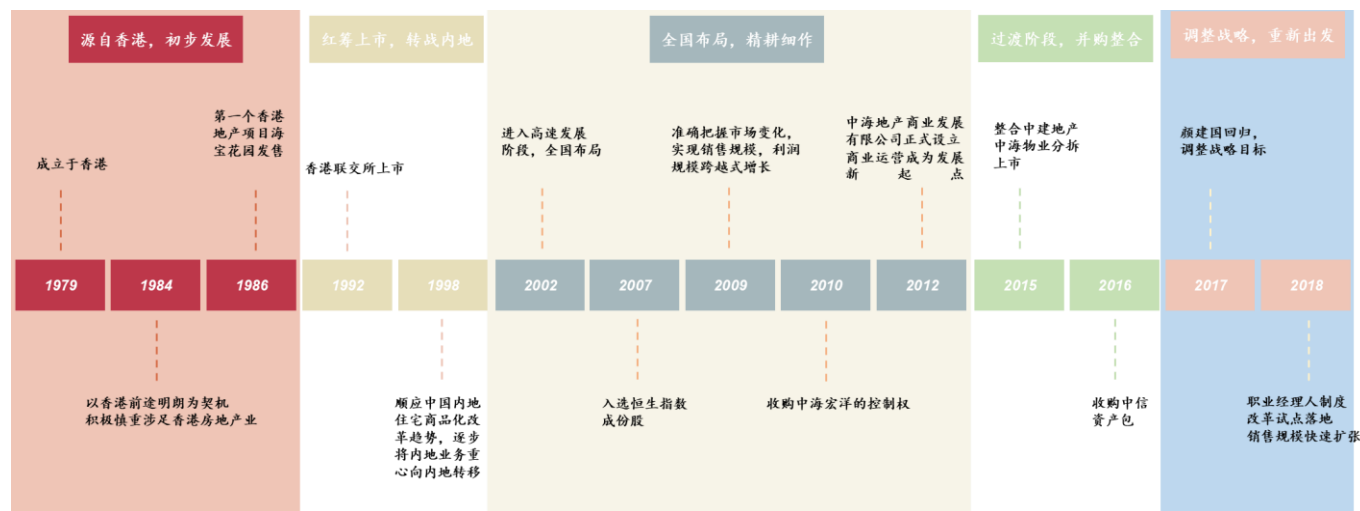
来源: wind, 中泰证券研究所

### 中海地产: 几经辗转, 重回扩张

中国海外发展 (以下简称中海地产) 1979 年在香港成立, 在房地产行业素有“黄埔军校”之称, 1992 年在香港联交所上市, 于 2007 年入选恒生指数成份股。公司 40 多年的峥嵘历程, 经历多个经济周期, 发展过程可以归纳为五个阶段: 源自香港、初步发展 (1979-1991 年), 红筹上市、转战内地 (1992-1999 年), 全国布局、精耕细作 (2000-2012 年), 过渡阶段、并购整合 (2013-2016 年), 战略调整、重新出发 (2017-至



今)。

**图表 58: 中国海外发展历史沿革**


来源: 公司官网, 中泰证券研究所

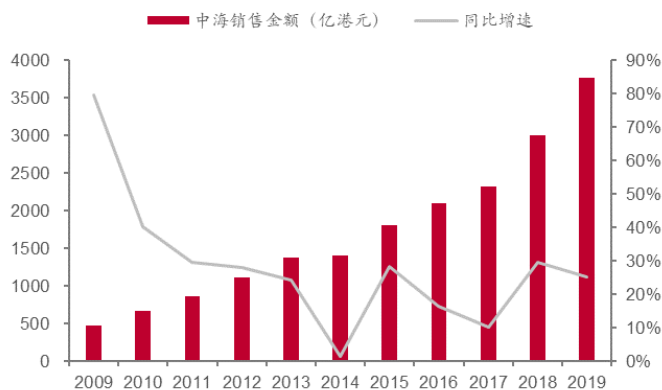
2013 年开始公司进入过渡阶段, 先后整合中建、中信两个资产包, 低价补充大量优质土地, 但由于公司管理层进入动荡调整期, 并购整合的效果并不显著, 且中海扩张速度减慢, 销售排名从之前的第四降至第七。2017 年颜建国董事长掌舵中海, 进行人事调整, 推行管理改革, 推升中海在中建集团中的地位, 经营层面强力补充土地储备, 销售增速显著提升, 公司进入新的发展阶段。

**图表 59: 中海地产规模排名**

排名	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产	中国恒大	碧桂园	碧桂园	碧桂园
2	绿城中国	保利地产	恒大地产	绿地集团	绿地集团	绿地集团	恒大地产	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产
3	保利地产	绿地集团	绿地集团	保利地产	万达集团	万达集团	绿地集团	碧桂园	中国恒大	中国恒大	中国恒大
4	中国海外发展	中国海外发展	保利地产	中国海外发展	保利地产	恒大地产	万达集团	绿地集团	融创中国	融创中国	融创中国
5	绿地集团	恒大地产	中国海外发展	恒大地产	中国海外发展	保利地产	中国海外发展	保利地产	保利地产	保利地产	保利地产
6	恒大地产	绿城中国	万达集团	万达集团	碧桂园	碧桂园	保利地产	中国海外发展	绿地控股	绿地控股	绿地控股
7	华润置地	万达集团	碧桂园	绿城中国	恒大地产	中国海外发展	碧桂园	融创中国	中国海外发展	中国海外发展	中国海外发展
8	富力地产	龙湖地产	龙湖地产	华润置地	华润置地	世茂房地产	华润置地	华夏幸福	龙湖地产	新城控股	新城控股
9	世纪金源	碧桂园	华润置地	碧桂园	世茂房地产	华润置地	融创中国	绿城中国	华夏幸福	华润置地	世茂房地产
10	碧桂园	富力地产	世茂房地产	世茂房地产	绿城中国	融创中国	华夏幸福	万达集团	华润置地	龙湖集团	华润置地

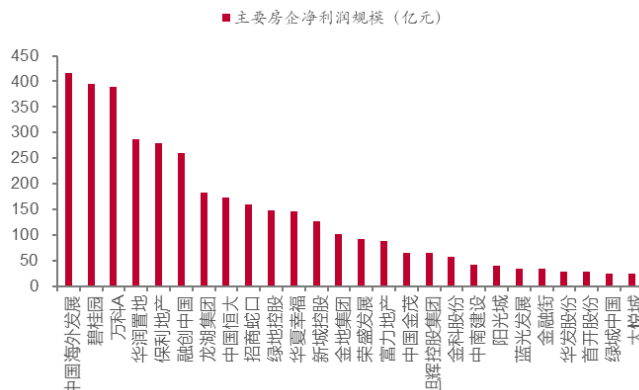
来源: 克而瑞, 中泰证券研究所

图表 60: 中海销售金额以及增速



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 61: 主要房企净利润排名

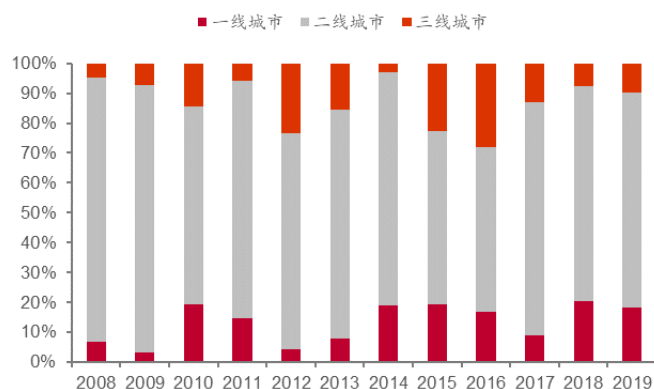


来源: wind, 中泰证券研究所

**中海地产: 深耕一二线, 高利润、低杠杆**

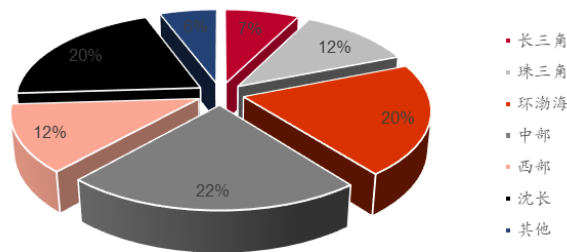
中海地产的业务布局路线十分清晰, 1988 年公司进入深圳, 1995 年已经完成对北上广深四大一线城市的布局。2000 年之后陆续进入成都、西安、长春, 完成对西南、西北、东北的进驻; 2014 年完成对中部五省核心城市的布局。公司在一二线的土地投资金额占比一直保持在 80% 以上。2019 年公司一二线拿地建筑面积占比 90%, 拿地金额占比 94%, 截至 2019 年末, 一二线土地储备建安面积占比 94%。从区域来看, 公司在长三角、珠三角、环渤海的土地储备长期保持在 50% 以上, 2019 年为 55.9%, 其中环渤海占比最高, 达到 31%。

图表 62: 2019 年拿地城市分布 (建安面积)

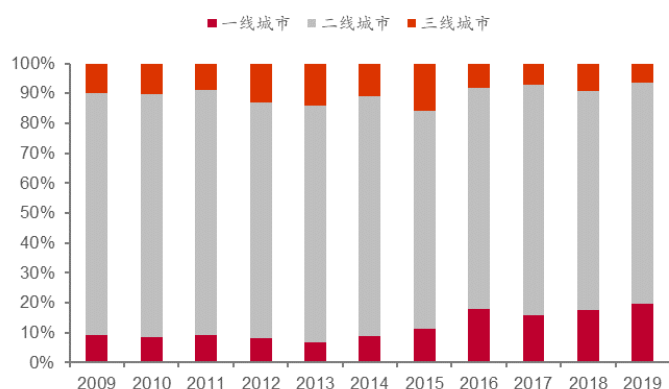


来源: 公司年报, 中泰证券研究所

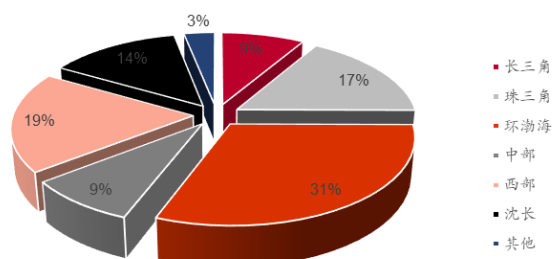
图表 63: 2019 年拿地区域分布 (建安面积)



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

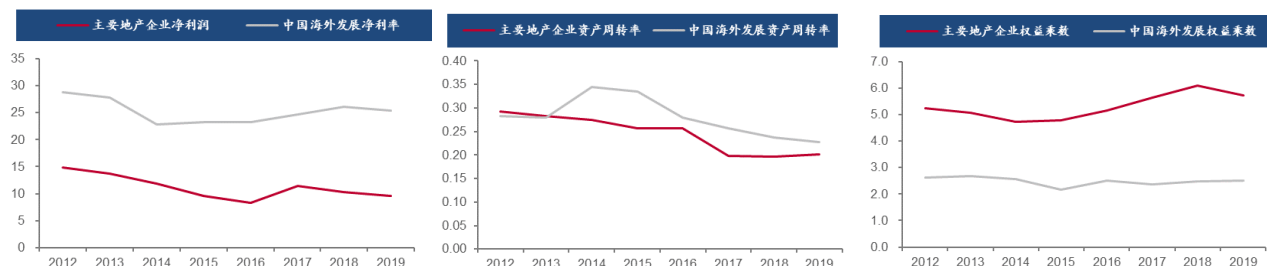
**图表 64: 土地储备城市分布 (建安面积)**


来源: 公司年报, 中泰证券研究所

**图表 65: 土地储备区域分布 (建安面积)**


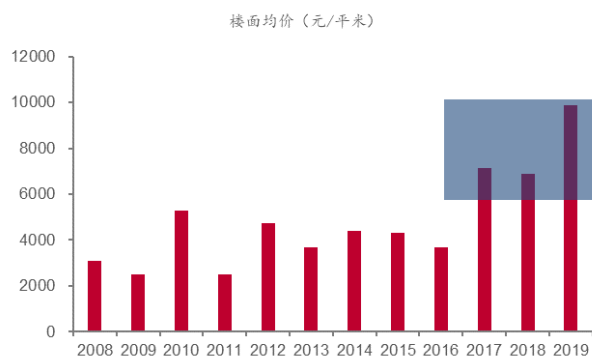
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

中海地产是房地产行业的利润之王, 2019 公司净利润超过 400 亿元, 稳居行业榜首。高利润、中周转、低杠杆是公司经营的主要特点, 尤其是高利润与低杠杆。公司净利润率长期保持在 20%-30% 区间, 显著高于行业平均水平的 10%-15%, 拿地优势、杰出的成本管控以及行业最低的融资成本是公司高利润率的主要支撑。公司杠杆始终保持较低水平, 权益乘数保持在 2.5 倍左右, 行业平均水平为 4-6 倍, 低杠杆经营是最近几年公司 ROE 略低于房地产龙头企业的原因之一。

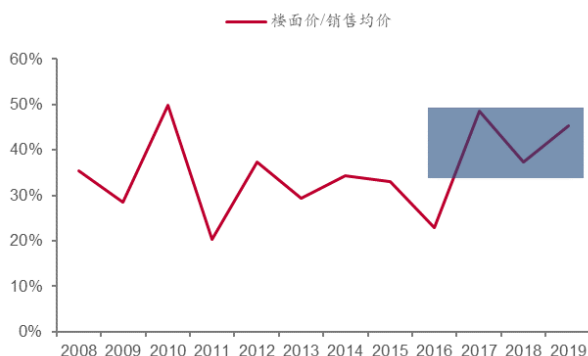
**图表 66: 中海地产经营特点**


来源: wind, 中泰证券研究所

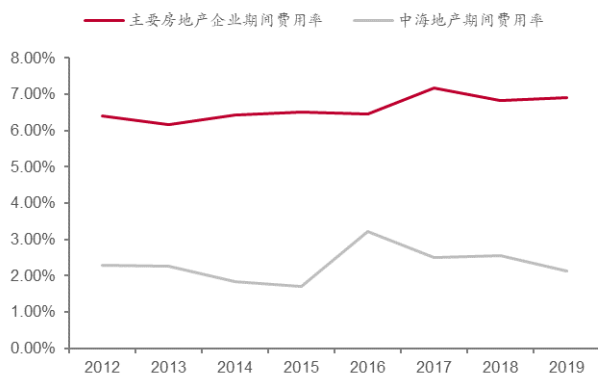
拿地优势、杰出的成本管控以及行业最低的融资成本是公司高利润率的主要支撑。公司背靠中建集团, 凭借良好的政企关系, 形成市场公开招拍挂、一二级土地联动、兼并收购等多种形式并存的拿地模式, 良好平衡了土地储备规模与拿地成本。2016 年之前公司拿地楼面均价始终保持低位, 2017 年开始公司加快扩张力度, 加大一二线核心城市布局, 拿地成本略有上升。公司在成本管控方面的能力是行业首屈一指的, 期间费用率大幅低于行业平均水平, 2019 年约为 2 个百分点, 而龙头企业平均在 7% 左右。另一方面公司拥有行业最低的融资成本, 2019 年融资成本仅为 4.2%, 加之自身杠杆较低, 有息负债率仅为 26%, 公司财务费用率远低于其他龙头房企。

**图表 67: 中海楼面均价**


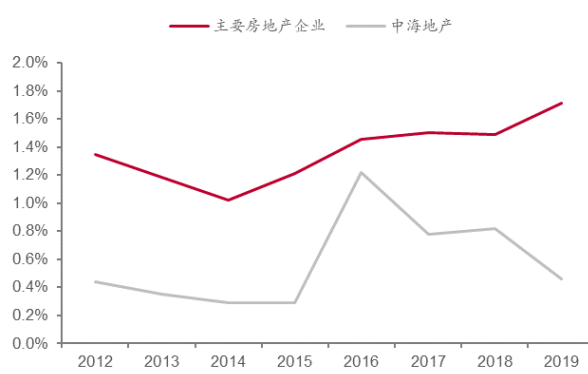
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

**图表 68: 中海楼面价/销售均价**


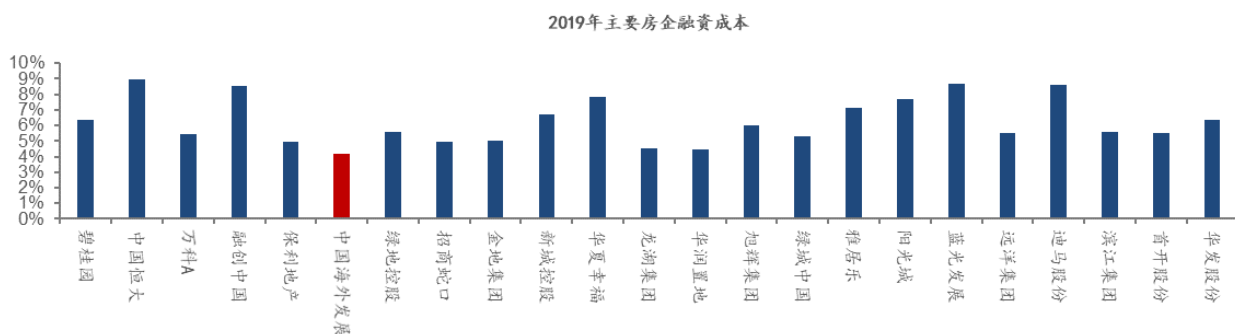
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

**图表 69: 中海地产期间费用率**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 70: 中海地产财务费用率**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 71: 主要房企融资成本**


来源: wind, 中泰证券研究所

### 中海地产：开启进击模式

**人事调整，股权激励。**2017 年开始颜建国掌舵中海地产，担任董事局主席兼行政总裁。凭借在中海地产和中建集团资深的从业经历，颜建国获得中建集团大力支持，在管理上推行了一系列改革，构建了新一届领导班子。目前公司绝大多数高管为中海地产或中建集团老将，经验丰富、团队稳定。人事调整之外，中海积极实施股权激励，2018 年 6 月公司制定全新期权激励计划，计划在十年内授出不超过股本 10% 的股份期权，分期实施，与中国建筑股权激励类似。2018 年 6 月 29 日，向 3 名董事、高管和符合条件的核心技术人才和管理人员授予 10732 万份股份期权，约占总股本 1%。目前公司人事调整基本结束，加之充分的激励，为公司后续的快速发展奠定了坚实的基础。

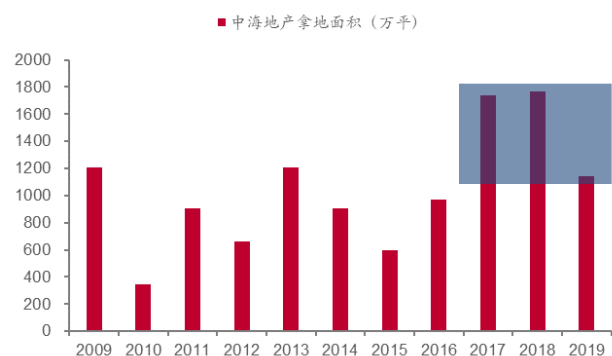
图表 72：颜建国履历



来源：公司官网，中泰证券研究所

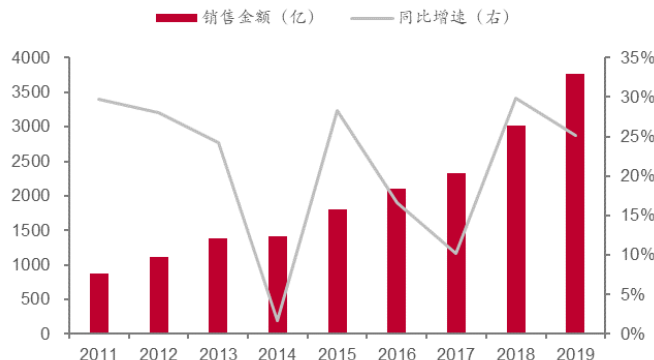
**扩张开启，业绩提速。**2017 年开始公司加快规模扩张步伐，拿地面积增长 79%，2019 年延续之前的节奏，全年拿地金额 1485 亿元，同比增长 22.2%。销售方面，最近两年公司销售金额复合增速高达 27.5%，高于行业 TOP10 企业的 18.5%，2019 年销售规模达到 3772 亿港元。随着拿地、销售的不断改善，2019 年公司收入增速重回两位数，业绩进入释放周期。

图表 73：中海拿地面积（不包括中海宏祥）

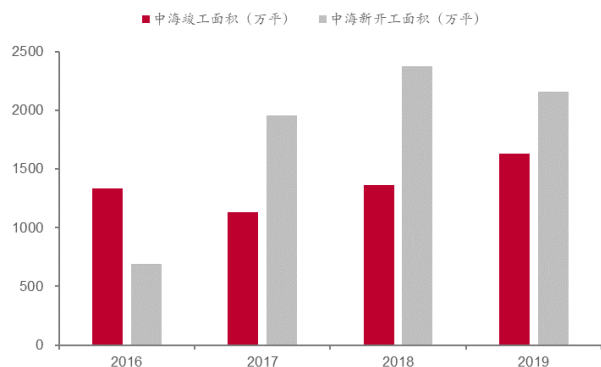


来源：wind，中泰证券研究所

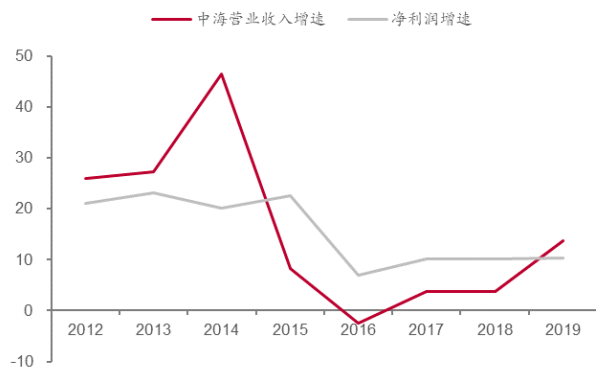
图表 74：中海销售金额（全口径）



来源：wind，中泰证券研究所

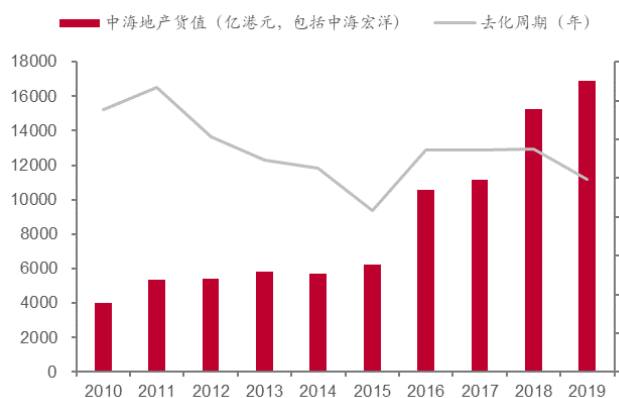
**图表 75: 中海竣工、新开工面积**


来源: wind, 中泰证券研究所

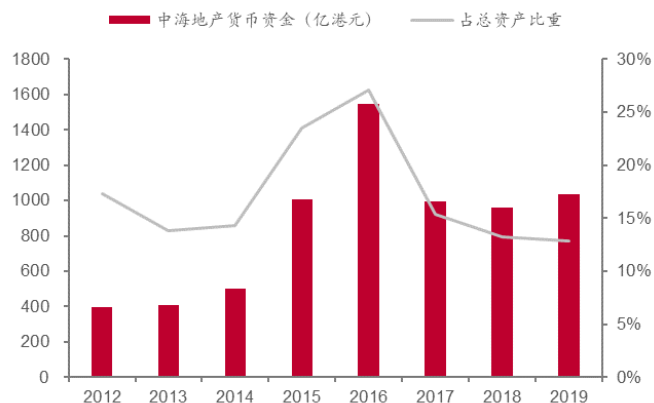
**图表 76: 中海收入与净利润增速**


来源: wind, 中泰证券研究所

**货值、资金充足, 持续扩张确定性高。**目前公司货值充足, 包括中海宏洋在内的货值高达 1.69 万亿, 去化周期接近 5 年。公司资产负债率处于行业较低水平, 账面现金超过 1000 亿港元, 资金充足, 扩表空间较大。充足的货值储备与资金储备叠加强劲的进取之心, 足以支撑公司未来三年的快速扩张。

**图表 77: 中海地产货值测算**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 78: 中海地产货币资金**


来源: wind, 中泰证券研究所

### 小结: 确定的成长

经过以上的分析可以得出三方面结论: 1、未来三年中国建筑的规模扩张是相对确定的, 集中度提升是公司在本轮弱周期中业绩扩张的重要驱动力; 2、由于房地产周期与基建周期的撕裂, 各部分业务的共振有所减弱, 新签订单、收入增长中枢可能小幅降低, 但业绩的平稳性将有所增强; 3、中海地产的再次崛起以及与中国建筑的融合是短期的亮点。

**图表 79: 中国建筑未来三年规模扩张测算**

日期	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
房建业务	新签订单	3246	6378	7223	7987	10338	11614	11962	12965	14750	16801	19506	21066	22120	23226
	YOY		96.5%	13.2%	10.6%	29.4%	12.3%	3.0%	8.4%	13.8%	13.9%	16.1%	8%	5%	5%
	订单转化率			21.8%	19.8%	19.3%	18.5%	17.3%	17.0%	15.8%	16.3%	17.1%	17.0%	16.5%	16.5%
	收入	1827	2654	3679	4276	4922	5549	5883	6202	6251	7242	8724	9753	10344	10958
	YOY		45.2%	38.6%	16.2%	15.1%	12.7%	6.0%	5.4%	0.8%	15.9%	20.5%	11.8%	6.1%	5.9%
	毛利率	7.4%	7.2%	7.6%	7.8%	7.6%	7.5%	7.8%	6.3%	5.6%	6.7%	6.4%	6.50%	6.60%	6.70%
基建业务	新签订单	867	992	1207	1520	2323	2478	3140	5748	7369	6355	5226	6533	7186	7545
	YOY		14.4%	21.7%	25.9%	52.8%	6.7%	26.7%	83.1%	28.2%	-13.8%	-17.8%	25.0%	10.0%	5.0%
	订单转化率			18.9%	21.3%	19.4%	18.8%	17.8%	15.3%	14.2%	14.2%	16.8%	16.8%	16.5%	16.5%
	收入	343	509	581	793	981	1189	1414	1739	2309	2767	3181	3043	3126	3508
	YOY		48.4%	14.1%	36.5%	23.7%	21.2%	18.9%	23.0%	32.8%	19.8%	15.0%	-4.3%	2.7%	12.2%
	毛利率	9.7%	9.7%	10.5%	10.8%	10.4%	11.2%	11.0%	7.6%	7.7%	8.4%	8.5%	8.6%	8.7%	8.8%
房地产业务	销售金额	469	668	891	1106	1426	1203	1550	1896	2286	2986	3826	4056	4461	4684
	YOY		42.4%	33.4%	24.1%	28.9%	-15.6%	28.8%	22.3%	20.6%	30.6%	28.1%	6%	10%	5%
	订单转化率			23.8%	22.4%	25.9%	33.3%	34.1%	32.7%	31.3%	25.7%	23.8%	23.0%	22.5%	22.5%
	收入	383	456	483	598	887	1244	1424	1520	1792	1841	2170	2500	2777	2970
	YOY		19.0%	5.9%	23.7%	48.4%	40.2%	14.5%	6.8%	17.9%	2.7%	17.9%	15.2%	11.1%	7.0%
	毛利率	34.5%	41.7%	44.9%	42.1%	33.7%	33.7%	31.3%	26.7%	29.1%	35.0%	31.1%	31.0%	31.5%	32.0%
设计咨询	新签订单	41	58	77	87	87	98	88	84	130	129	131	170	187	197
	YOY		41.5%	32.8%	13.0%	0.0%	12.6%	-10.2%	-4.5%	54.8%	-0.8%	1.6%	30%	10%	5%
	订单转化率			30.3%	28.1%	27.3%	26.2%	23.8%	27.2%	27.1%	27.5%	25.4%	25%	25%	25%
	收入	26.02	38.09	53.37	62.38	68.62	71.15	65.11	73.4	81.75	94.36	98.94	108	122	139
	YOY		46.4%	40.1%	16.9%	10.0%	3.7%	-8.5%	12.7%	11.4%	15.4%	4.9%	8.7%	13.6%	13.4%
	毛利率	37.1%	34.1%	27.0%	23.9%	22.5%	20.7%	18.7%	18.3%	14.4%	18.0%	18.4%	18.50%	18.50%	18.50%
其他	收入	24.3	47.2	31.7	-13.8	-48.4	-52.4	20.4	63.2	107.4	48.5	25.0	25.0	25.0	25.0
	毛利	17.7	42.2	25.5	-26.2	-67.4	-75.1	-2.1	32.2	60.7	0.7	-29.8	5.0	5.0	5.0
合计	新签订单	4623	8096	9398	10700	14174	15393	16740	20693	24535	26271	28689	31824.8	33954	35651.7
	YOY		75.1%	16.1%	13.9%	32.5%	8.6%	8.8%	23.6%	18.6%	7.1%	9.2%	10.9%	6.7%	5.0%
	收入	2604	3704	4828	5715	6810	8000	8806	9598	10541	11993	14198	15429	16394	17600
	YOY		42.3%	30.3%	18.4%	19.2%	17.5%	10.1%	9.0%	9.8%	13.8%	18.4%	8.7%	6.3%	7.4%
	毛利率	12.2%	12.1%	12.0%	12.2%	11.9%	12.6%	12.4%	10.1%	10.5%	11.9%	11.1%	11.1%	11.4%	11.6%

来源: wind, 中泰证券研究所

## 对中周期的初步展望

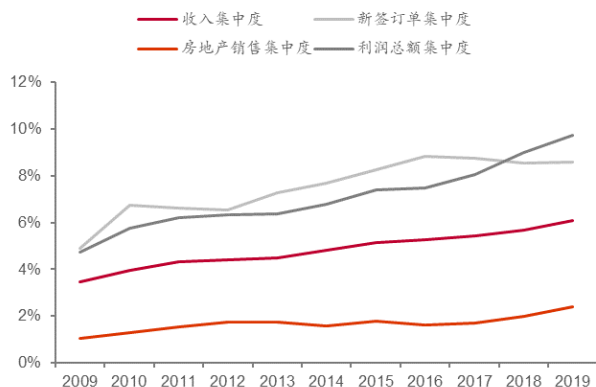
前文我们已经提到中国的宏观经济正面临中周期的切换, 存量时代已在咫尺, 这意味着房地产与基建正逐渐接近中周期意义上的总量顶部, 波动向上的趋势正在向缩量波动切换。站在这个时点, 尚很难描绘下个十年房地产与建筑行业的全貌以及中国建筑的扩张幅度, 但也并非毫无线索。中国建筑穿越周期的要素可以分为三个方面: 1、集中度提升将是公司保持规模以及扩张的核心驱动力, 公司对海外市场的开拓力度将不断加大, 国际化是中国建筑的宿命; 2、随着规模扩张的放缓, 公司的资金缺口将不断收敛, 现金流改善是趋势, 资产属性强化, 大量投融资项目进入运营期, 将沉淀一定规模的运营资产, 重资产化是趋势, REITs 是利器; 3、存量格局下的行业竞争将以资源禀赋、创新研发、管理能力为核心, 是加固护城河的阶段。

### 规模扩张的驱动力: 集中度提升与国际市场开拓

建筑行业总量扩张的逻辑正在削弱, 龙头企业的规模扩张未来将愈发依赖行业集中度的提升以及国际市场的开拓。以十年为周期考察中国建筑

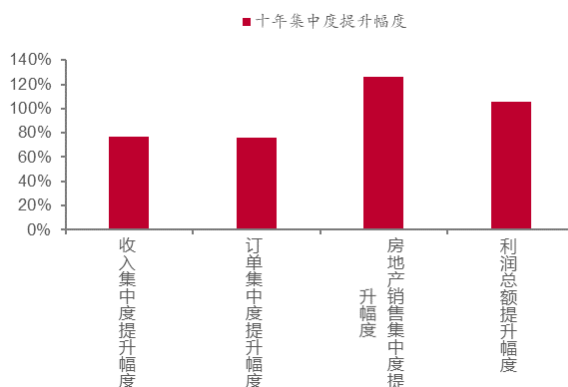
在建筑行业以及地产行业的市场份额的变化，2010-2019 年公司建筑业务新签订单集中度提升 76%至 8.6%，房地产销售金额集中度提升 127%至 2.4%，收入集中度提升 77%至 6.1%，利润总额集中度提升 105%至 9.7%，这一时期建筑行业整体处于增量扩张的阶段。随着行业存量属性的强化，集中度提升的速度会加快，2016 年以来已经可以清楚地看到这一趋势，因此我们有理由相信未来十年中国建筑的集中度提升将继续加速。

图表 80: 中国建筑集中度提升



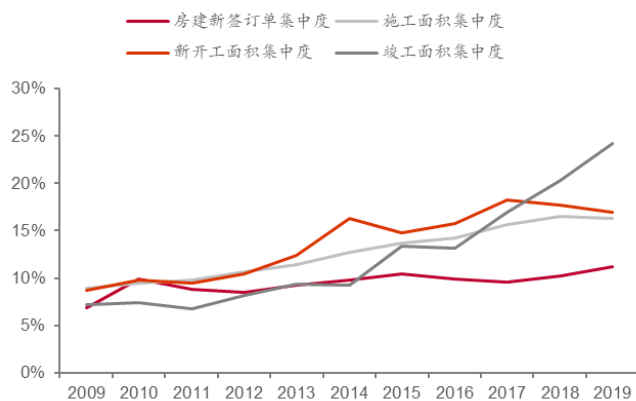
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 81: 集中度提升幅度



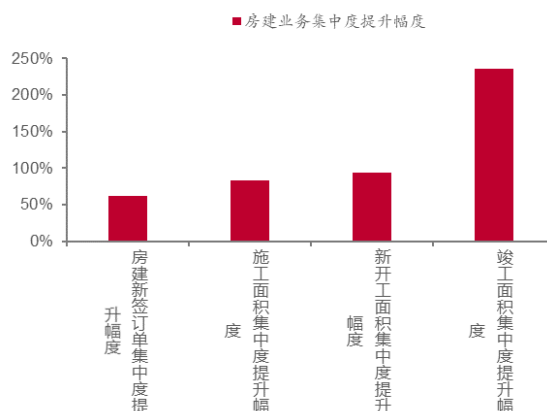
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 82: 中国建筑房建业务集中度提升



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 83: 房建业务集中度提升幅度



来源: wind, 中泰证券研究所

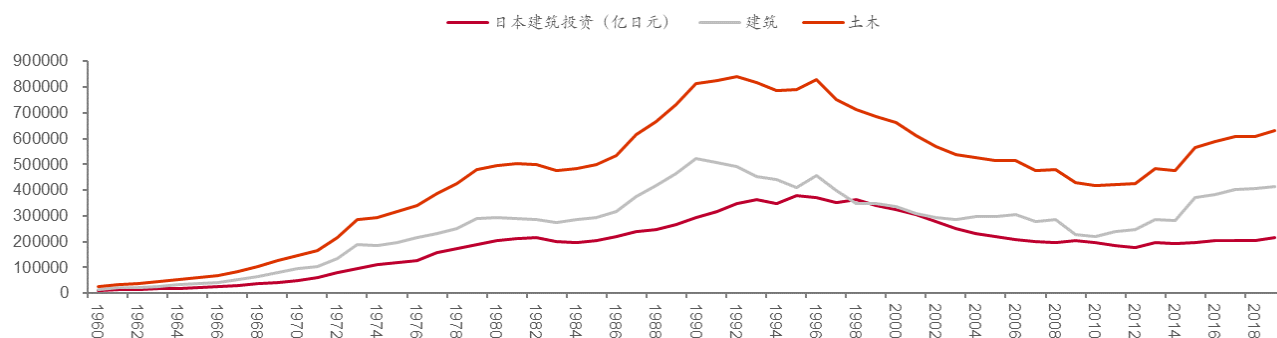
集中度与行业规模的乘积决定公司国内业务的成长空间。决定建筑行业空间的核心变量是城镇化，未来的十年中国城镇化率将从 60%向 70%进发，城镇化的形态向都市圈演变，人口的积聚效应将进一步强化。按照中国建筑年报的表述：按照国家城镇化发展规划，2030 年我国城镇人口将接近 10 亿人，房屋总建筑面积需求为 800-900 亿平方米（包括住宅房屋和公共建筑等），目前尚有较大缺口，房建市场的发展空间仍然较大。基建一方面受地方政府债务制约，一方面受中国产业结构调整过



程中新基建发力的影响，在新旧转换过程中的规模收敛趋势是确定的。

当下很难直接判断十年后建筑与地产行业的规模，但可以间接地从日本的发展轨迹进行模糊的匡算。从城镇化率的角度看，我们国家和 1960 年的日本类似，但日本建筑与基建行业投资规模见顶出现在上世纪 90 年代，这在一定程度上说明我们认为中国基建、地产总量即将见顶的假设是偏保守的。日本建筑、基建投资见顶之后十年内回落幅度约为 30%，触底则用了 20 年，回落约 50%。我们不妨粗略假设未来十年中国房地产、基建规模收缩 30%，如果中国建筑集中度在 2019 年基础上提升 1 倍、1.1 倍、1.2 倍、1.3 倍、1.4 倍、1.5 倍，对应十年复合增速分别为 3.4%、4.4%、5.3%、6.2%、7.7%，增长中枢在 5% 附近，这意味着 10 年后中国建筑国内业务体量是目前 1.6 倍左右。

图表 84：日本建筑投资规模

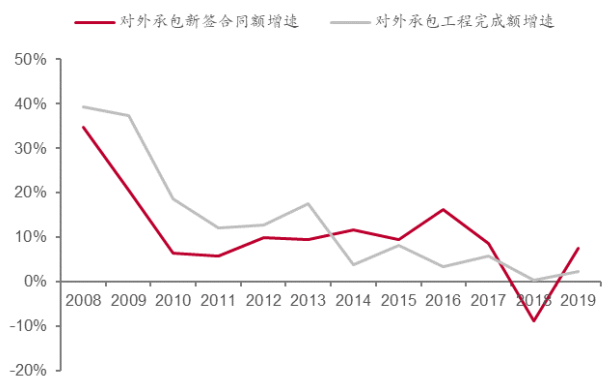


来源：wind, 中泰证券研究所

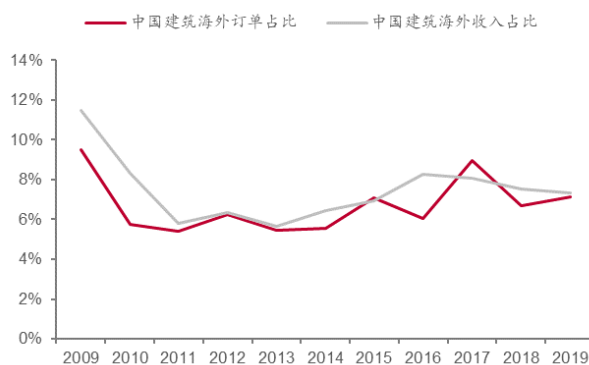
国内市场的饱和必然驱动企业开辟新的市场。中国建筑作为全球最大的建筑企业，进一步的国际化是必然的选择，在宏观政策层面，这也是一带一路不断推进的必然结果。中国建筑是中国最早开展国际工程承包业务的企业之一，经过持续几十年来的海外市场开拓和经营，公司海外工程承包业务涵盖了房屋建筑、制造、能源、交通、水利、工业、石化、危险物处理、电讯、排污/垃圾处理等多个领域，探索并成功实施海外地产开发。从中国建筑过去十年海外业务的发展来看，基本上与国内其他企业步伐一致，海外业务占比一直比较平稳，2019 年公司海外新签订单 1768 亿，占比 7.1%，实现收入 1040 亿，占比 7.3%，海外资产规模 1962 亿，占比 9.6%。2019 年公司位居 ENR“全球最大工程承包商 250 强”首位，“全球最大 250 家国际承包商”第 9 位，“全球工程设计公司 150 强”第 29 位，国际影响力可见一斑。

海外业务的拓展既需要市场自身的契机，也取决于一带一路战略的推进以及公司自身的开拓。本次新冠疫情对全球造成巨大的冲击，在经济重启以及重建过程中，基建有望成为普遍的政策工具选择，这一点从亚洲金融危机以及次贷危机过程中 OECD 国家基建投资波动可以得到验证。目前欧美国家基建老化，存在更新需求，新冠疫情为财政扩张提供了契机。中国建筑最近几年一直奉行“海外优先”的指导思想，但执行力度较中国交建等基建央企略显逊色，随着新董事长周乃翔先生的上任以及

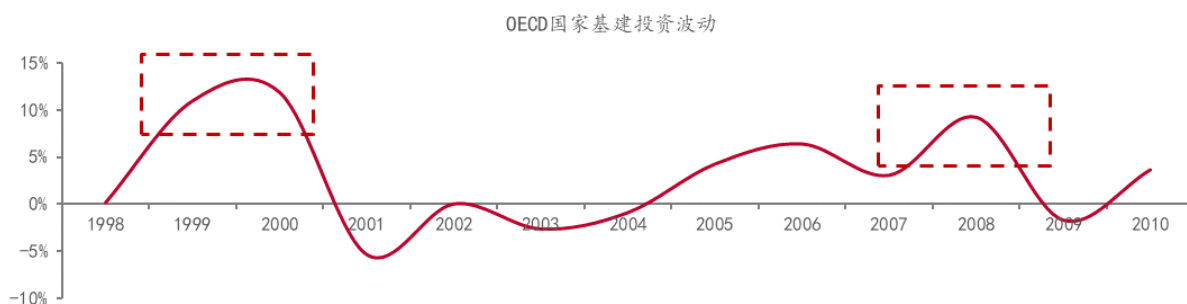
国内市场竞争的日益激烈，公司拓展海外市场的步伐有望明显加快。2020年前5月公司海外订单同比增长90%，是一个比较好的信号。海外业务将是未来公司规模扩张的重要驱动力，只是目前无法确定公司是否会像法国万喜等国际巨头一样，通过大量并购，建立重资产、重运营、多元化的国际业务格局。

**图表 85: 国际工程进展情况**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 86: 中国建筑海外业务**


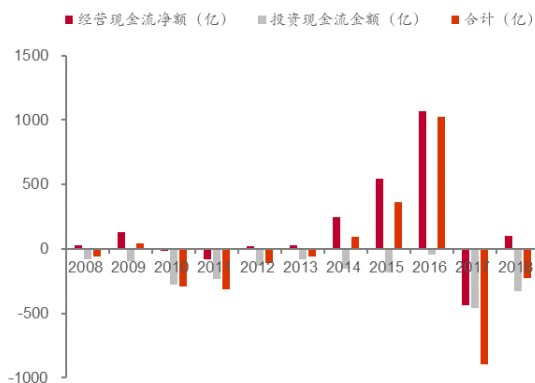
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 87: OECD 国家基建投资波动**


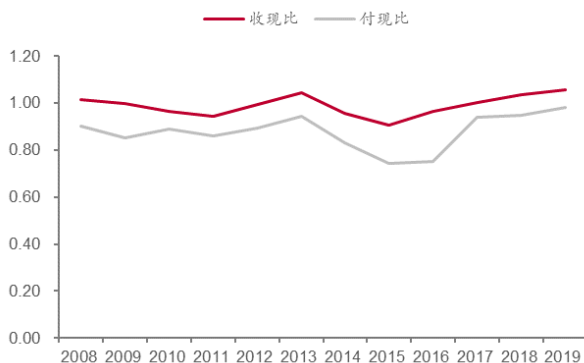
来源: wind, 中泰证券研究所

### 商业模式的变化: 现金流、资产属性与 REITs

用十年的时间维度去审视存量阶段中国建筑业务模式的变化，规模扩张的放缓必然带来现金流的改善。建筑行业的垫资属性导致公司在快速扩张过程中会出现资金缺口，而规模放缓过程中资金缺口会收敛。中国建筑最近两年正经历现金流最糟糕的阶段，规模扩张在加速、PPP 等投融资项目处于施工高峰、中海持续加大拿地力度，对公司资金造成较大压力。从中期角度来看，随着规模扩张的缓和，公司现金流的改善相对确定；另外公司收现比 2016 年以来呈现不断改善的趋势。公司付现比的恶化主要是 2018 年以来在国家政策要求下，公司加大对中小民企的资金支付造成的，属于短期波动。

**图表 88: 中国建筑现金流情况**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 89: 中国建筑收现比与付现比**


来源: wind, 中泰证券研究所

公司资产属性将不断加强。一方面在于房地产持有型物业的增加, 2019 年公司拥有写字楼、酒店、公寓、商业地产等持有型物业 1063 万平方米, 账面净值 830.8 亿, 占公司总资产的 4.1%; 实现收入 53.6 亿元, 实现利润 20.9 亿元, 房地产业务多元化是大势所趋。另一方面来自公司基建业务积累的大量 PPP 项目进入运营期所形成的资产, 仅 2015-2017 年公司累计承接 PPP 项目就已经超过 300 个, 权益投资金额 4996 亿, 2019 年公司已经有 50 多个 PPP 项目集中进入运营期。考虑到 PPP 已经是基建领域的常规模式, 公司未来基建扩张过程中, 仍然将保持一定规模的 PPP 项目, 基建运营资产从长期看将会形成可观的体量。运营资产规模的积累将在一定程度对冲规模扩张趋缓对利润的影响, 并改善公司的现金流。

REITs 的推行是关键变革。盘活存量资产是存量时代的主旋律之一。

《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》的发布标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。基建 REITs 的推行放量将揭开中国基建投资存量带动增量的新阶段, 也将优化基建的商业模式, 企业可以通过 REITs 将资产负债表做轻, 减少资金沉淀, 有利于进一步的扩张。中国建筑作为地产、基建领域的龙头, 是潜在受益最大的企业之一。

**图表 90: 《关于推进 REITs 试点相关工作的通知》主要内容**

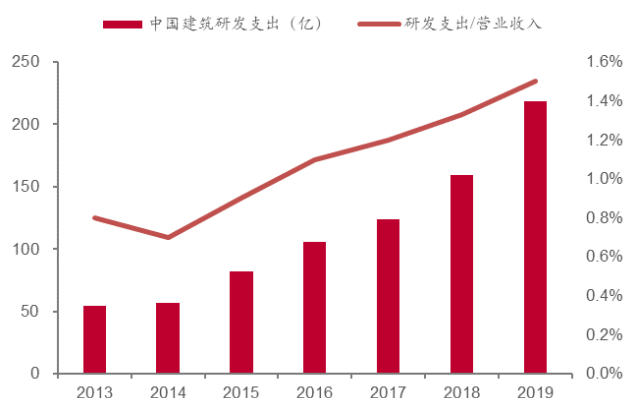
<b>重要意义</b>	短期看有利于广泛筹集项目资本金, 降低债务风险, 是稳投资、补短板的有效政策工具; 长期看有利于完善储蓄转化投资机制, 降低实体经济杠杆, 推动基础设施投融资市场化、规范化健康发展
<b>基本原则</b>	符合国家政策, 聚焦优质资产; 遵循市场原则, 坚持权益导向; 创新规范并举, 提升运营能力; 规则先行, 稳妥开展试点; 强化机构主体责任, 推动归位尽责; 完善相关政策, 有效防控风险
<b>时点项目要求</b>	优先支持京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域; 优先支持基础设施补短板行业, 包括仓储物流、收费公路等交通设施, 水电气热等市政工程, 城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目; 项目权属清晰, 具有成熟的经营模式及市场化运营能力, 已产生持续、稳定的收益及现金流, 投资回报良好, 并具有持续经营能力、较好的增长潜力; 发起人(原始权益人)及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全, 具有持续经营能力, 最近 3 年无重大违法违规行。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力

来源: 政府网站, 中泰证券研究所

### 核心竞争力的凸显：资源禀赋、创新研发与管理能力

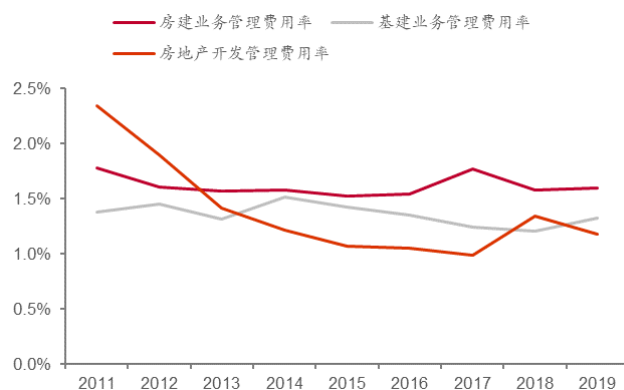
存量阶段的比拼将更加凸显核心竞争力，中国建筑的核心竞争力可以归纳为三个层面：资源禀赋、创新研发与管理能力。资源禀赋包括良好政企关系决定的获取项目和资金的能力、围绕地产基建构建的全产业链覆盖的业务格局以及在国家重大战略中的重要地位；创新研发指的是公司不断推进的技术升级与把握行业变革的能力，2019年中国建筑的研发支出高达218.7亿，规模为A股上市公司之最。建筑行业目前正处于转型升级的阶段，公司在绿色建造、智慧建造、建筑工业化（装配式建筑、模块化建筑工）等诸多领域均处于行业领军地位。基于强大的创新与研发能力，公司不断强化传统业务的竞争优势，把握引领行业发展趋势，在新业务领域实现领跑；中国建筑的管理能力在建筑行业首屈一指，房建、基建、地产三大业务的管理费用率均显著低于行业平均水平。

图表 91：中国建筑研发支出



来源：wind，中泰证券研究所

图表 92：中国建筑各项业务管理费用率



来源：wind，中泰证券研究所

图表 93：中国建筑科技创新

领域	参与规范编制/重大课题	部分成果
绿色建造	主编了《建筑工程绿色施工评价标准》、《建筑工程绿色施工规范》等国家标准，参编了《绿色建筑评价标准》、《公共建筑节能设计标准》、《绿色旅馆建筑评价标准》、《绿色博览建筑评价标准》等 10 余项国家标准；承担十三五国家重点研发计划项目中《绿色施工与智慧建造关键技术研究》等课题研究任务	开发了系列绿色建材、绿色施工技术，并形成成套技术；搭建了绿色建筑整体运营平台，充分发挥公司全产业链优势，实现“投资-开发-设计-建造-运营”的全生命周期一体化运作
智慧建造	主编了我国首部施工 BIM 国标《BIM 施工应用标准》，参编了《BIM 应用统一标准》等 4 本国家标准；协助住建部起草了《关于推进 BIM 应用的指导意见》、《中国建筑行业信息化发展报告》（2014、2015、2016）等行业技术政策和行业报告	结合工程实践创新 BIM 人才培养模式，建立了质量与数量均为国内一流的 BIM 人才团队建立了以 BIM 为基础的互联网+建筑的信息平台，集成 FRID、移动终端、云服务、大数据、3D 打印等信息化创新技术，实现建筑在“设计、生产、运输、建造、运维”全生命周期的信息交互和共享

**建筑工业化**

参与编制了《装配式混凝土结构技术规范》、《装配式钢结构技术规范》、《装配式建筑评价标准》和《近零能耗建筑技术标准》等国家标准，主编了《北京市装配式建筑评价标准》；成功发布中建《装配式建筑技术标准》、《中建科技装配式建筑全产业链技术体系》1.0版；承担了“十三五国家重点研发计划”中《建筑工业化领域的装配式建筑设计关键技术》、《装配式建筑高效施工关键技术》和《装配式建筑产业化关键技术》等3个课题。

成立了国内第一个装配式建筑院士专家工作站；牵头组建了中国建筑学会建筑产业现代化发展委员会；成为住建部新型建筑工业化集成建造工程技术研究中心主要成员单位；开发了“中建 MCB 装配式剪力墙住宅体系 2.0”；设计并实施了国内首个装配式 EPC 工程总承包项目、国内首个装配式 PC 结构被动式建筑示范工程

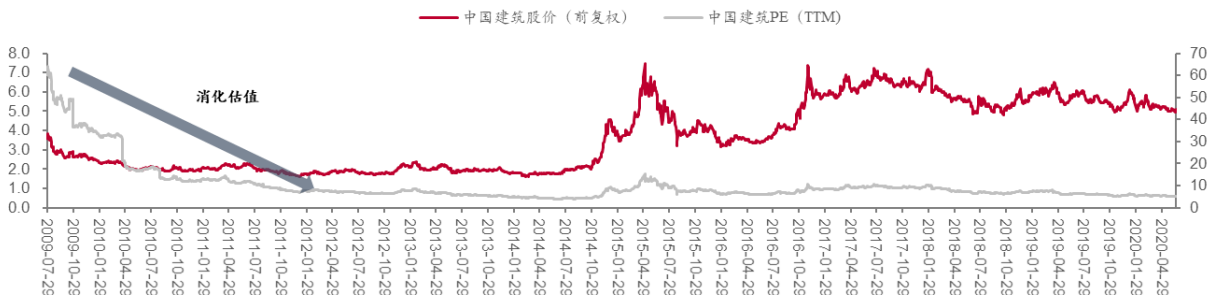
来源：公司官网, 中泰证券研究所

## 宏观小周期中的股价波动

### 中国建筑股价波动复盘

中国建筑于 2009 年 7 月 29 日上市，当时的宏观背景是次贷危机与四万亿财政刺激，建筑行业正处于高速扩张的状态，上市第一天公司动态 PE 一度达到 63 倍，从上市到 2011 年底公司一直处于消化估值的阶段，因此对中国建筑股价的复盘从 2012 年开始，2012 年也是 2008 年以来第二轮宏观小周期的起点。2012 年到 2020 年 5 月底，中国建筑累计涨幅为 205%，大幅高于建筑板块、沪深 300 和上证 50。这一时期公司净利润增长 209%，与股价涨幅相当。公司股价年化涨幅 14%，ROE 中枢 16.5%，比较接近。可以看出基本面是中国建筑股价的长期驱动因素。

**图表 94：中国建筑股价与 PE**



来源：wind, 中泰证券研究所

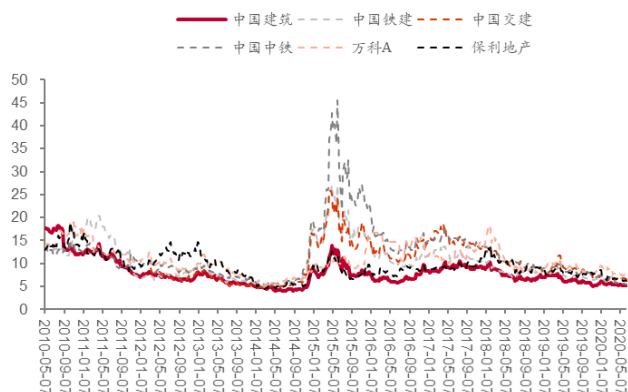
短期来看中国建筑的股价具有明显的波段。我们定义超过 30% 的涨幅构成一波可以参与的投资机会，2012 年以来公司出现 4 次行情，分别是 2012 年 9 月-2013 年 2 月（涨幅 36%）、2014 年 3 月-2015 年 5 月（涨幅 310%）、2016 年 1 月-2016 年 11 月（涨幅 126%）、2018 年 10 月-2019 年 4 月（涨幅 31%），四次行情都有超额收益，尤其是中间两次行情。中国建筑股价波段性的本质是其较强的周期性。结合长期和短期的股价波动特点可以看出，中国建筑是典型的周期价值型标的。

**图表 95: 中国建筑股价波动**

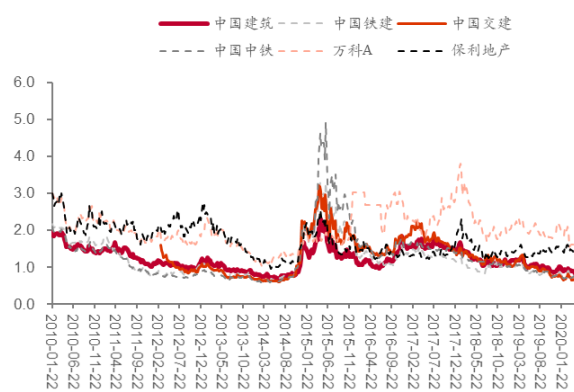
时间波段	2012-01—2020-05	2012-09—2013-02	2014-03—2015-05	2016-01—2016-11	2018-10—2019-04
中国建筑	205	36	310	126	31
建筑装饰(申万)	31	24	267	47	27
沪深 300	65	22	140	22	31
上证 50	74	27	133	25	24

来源: wind, 中泰证券研究所

从估值角度来看, 中国建筑长期以来介于地产龙头与基建龙头之间, 公司大多数时间都是建筑行业市盈率最低的公司。作为行业质地最好、业绩增长最稳定、ROE 最高的头部企业之一, 公司的估值显得不相匹配。如果按照分拆业务进行估值的思路, 公司长期被低估, 但这不是本篇报告的重点, 既然这一现象长期存在, 我们姑且假设其存在一定合理性。我们更加关注的是公司估值波动的驱动力, 而非相对其他公司的高与低。我们将更多运用前文搭建的周期框架进行分析。

**图表 96: 中国建筑 PE (TTM)**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 97: 中国建筑 PB(LR)**


来源: wind, 中泰证券研究所

### 股价波动的周期解释

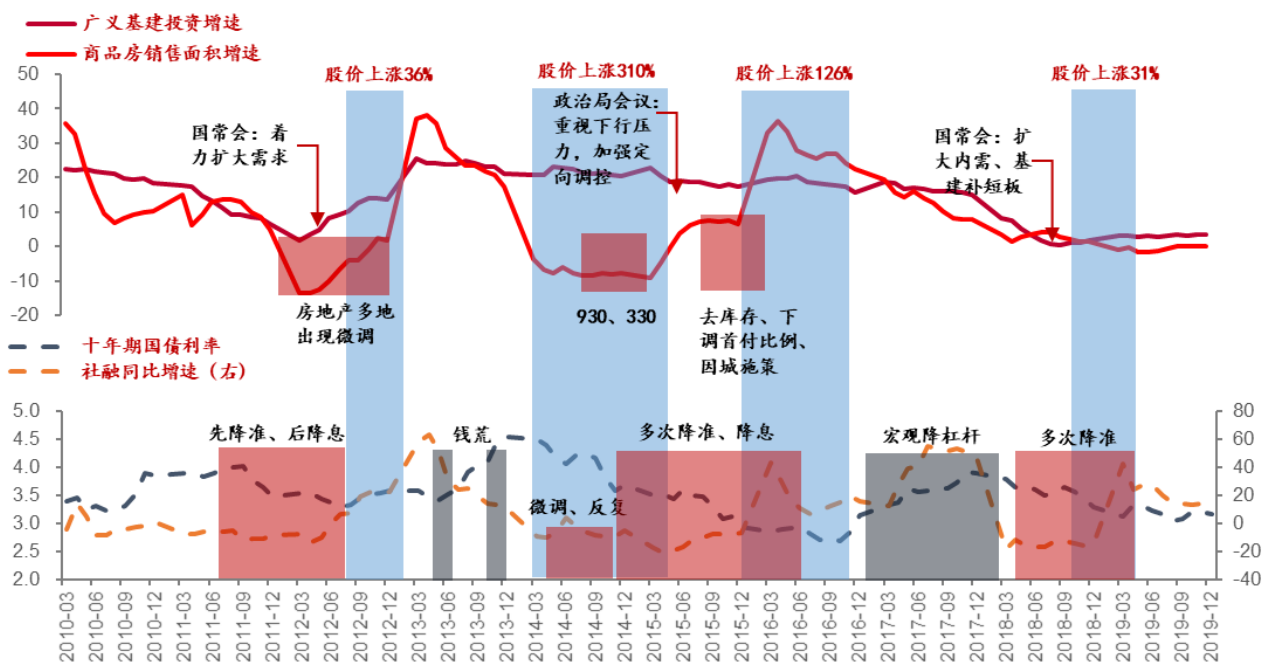
2012 年以来中国建筑四次行情有两次发生在宏观周期的上升阶段, 分别是 2012 年 9 月-2013 年 2 月、2016 年 1 月-2016 年 11 月, 两次发生在宏观周期的下降阶段, 分别是 2014 年 3 月-2015 年 5 月、2018 年 10 月-2019 年 4 月, 除了 2014 年 3 月-2015 年 5 月这波超级行情无法完全用周期的思路解释外, 其他三轮行情的核心逻辑均与宏观周期密切相关, 且这三次上涨均发生在社融改善的背景下。前文已经提出信贷周期是宏观小周期的先发驱动力, 而承接信贷扩张的核心主体是房地产和基建, 社融的改善伴随着房地产与基建周期的开启, 带来公司基本面与市场预期的改善, 股价随之上涨。

图表 98: 中国建筑股价的周期性波动



来源: wind, 中泰证券研究所

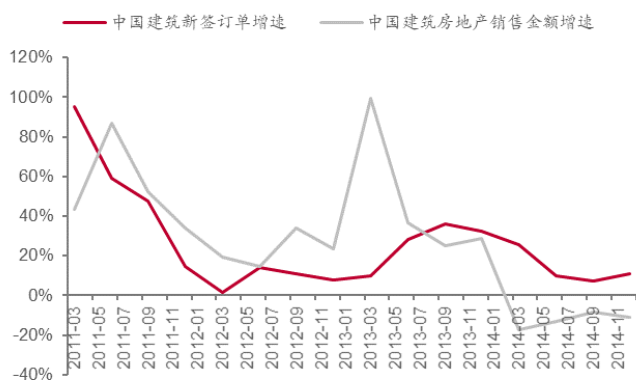
图表 99: 中国建筑股价上涨宏观驱动力分析



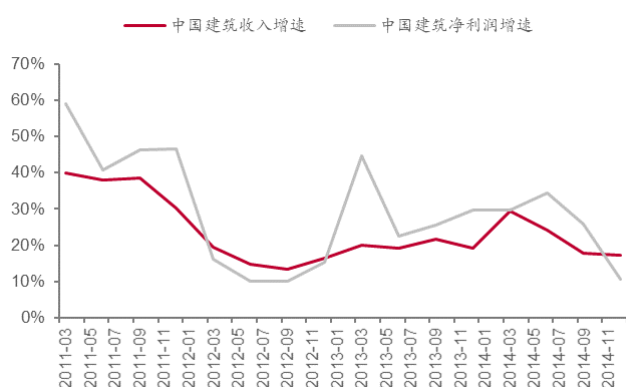
来源: wind, 中泰证券研究所

**第一波行情(2012年9月-2013年2月):** 按照宏观小周期的框架, 2012年是第二轮宏观小周期开启之年, 2011年11月30日央行决定于12月5日降准0.5个百分点, 货币政策拐点到来。2012年一季度开始, 多地房地产政策出现微调, 二季度国常会定调扩内需, 财政政策逐渐明朗。二季度社融数据改善, 三季度大幅上升。基建投资数据一季度触底回升, 房地产销售四季度累计增速回正, 2013年地产、基建共振。从中国建筑基本面变化来看, 三季度收入、利润触底, 四季度新签订单增速触底, 2013年全年各项数据保持强势。

中国建筑这轮行情在2012年9月开启, 包含了对十八大召开的诸多预期, 至2013年2月见顶, 上涨36%, 3月跟随大盘回调, 4、5月份反弹但未到达2月份的高点, 随着6月份钱荒的出现彻底终结, 虽然2013年公司基本面非常强势。

**图表 100: 中建新签订单与地产销售 (2012-2013 年)**


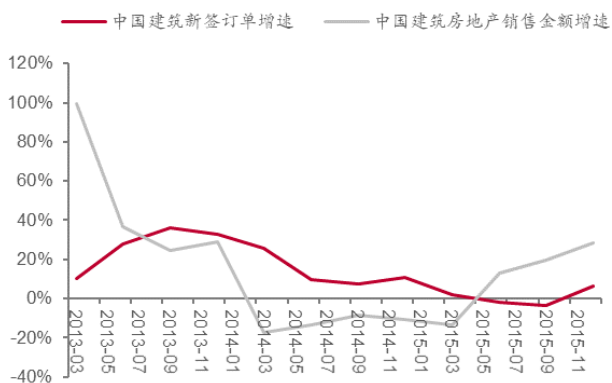
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 101: 中建收入与利润增速 (2012-2013 年)**


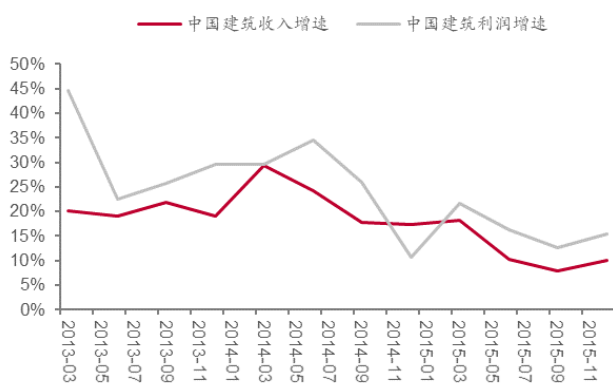
来源: wind, 中泰证券研究所

**第二波行情 (2014 年 3 月-2015 年 5 月):** 经过 2013 年的两次钱荒, 宏观小周期在 2014 年已经处于下行周期, 上证指数大幅杀跌, 2014 年一季度在 2000 点上下徘徊, 中国建筑股价一度跌至 1.61 元、PE4.4 倍、PB0.7 倍。这波行情在 3 月底触底启动, 先经过一段时间的估值修复, 幅度约 35%, 在 10 月 28 日开始迎来主升浪, 直至 2015 年 5 月初见顶, 最大涨幅高达 310%。

这波行情的最重要的背景是 2014-2015 年的大牛市, 而牛市的关键成因是 2014-2015 年较长时间的宽货币与紧信用的宏观环境, 分母端驱动、估值提升是这波行情的核心, 而“一带一路”主题从 2014 年四季度持续发酵是中国建筑乃至建筑板块涨幅靠前的另一个重要原因。

**图表 102: 中建新签订单与地产销售 (2014-2015 年)**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 103: 中建收入与利润增速 (2014-2015 年)**


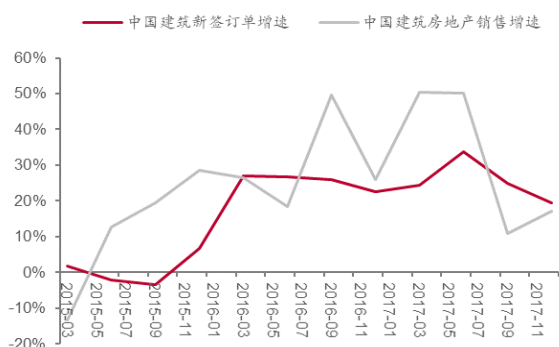
来源: wind, 中泰证券研究所

**第三波行情 (2016 年 1 月-2016 年 11 月):** 2016 年是第三轮宏观周期开启的年份, 货币政策与房地产政策在 2014 年四季度迎来拐点, 2015 年 4 月政治局会议强化稳增长基调, 财政与基建政策明朗。2016 年一季度政策的力度终于体现为社融的大幅改善、房地产销售的加速提升以及基建投资的明显反弹, 中国建筑基本面也进入快速上升通道, 尤其是新签订单和房地产销售。第三轮宏观小周期是由供给侧改革主导的强周期, PPP 是建筑行业供给侧改革的主线, 一带一路也进入快速推进的阶段。应该说这一阶段, 中国建筑处于 PPP 与一带一路的交叉点上, 在国家重

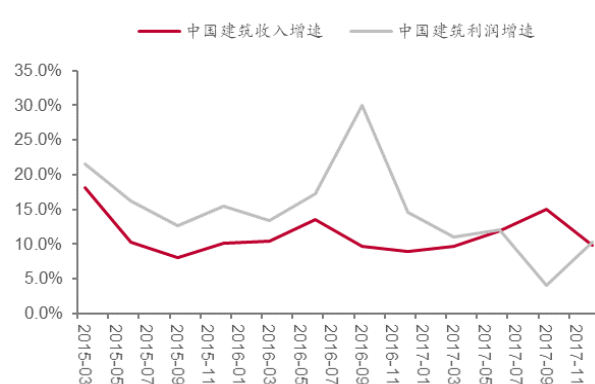


大战略的执行上扮演重要角色。基本面强势、故事性感、周期复苏共同造就了一波翻倍行情。

从行情的演绎过程来看，2016 年的上涨可以分为两个阶段，10 月份之前涨幅约为 35%，是对周期趋势的确认和反应，而 10 月开始安邦保险连续两次举牌带来了本轮行情的主升浪，我们认为安邦的举牌本质是对中国建筑核心资产价值的认可。2016 年 12 月 3 日证监会主席刘士余提出：希望资产管理人，不当奢淫无度的土豪、不做兴风作浪的妖精、不做坑民害民的害人精，5 日保监会发布《持续强化万能险监管 坚决遏制违规行为》，这波行情到达顶点，之后是横盘震荡阶段，直到 2017 年年下半年金融去杠杆大幕拉开，中国建筑股价进入下跌通道。

**图表 104: 中建订单与地产销售 (2016-2017 年)**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 105: 中建收入与利润增速 (2016-2017 年)**


来源: wind, 中泰证券研究所

**第四波行情 (2018 年 10 月-2019 年 4 月):** 这波行情发生在第三轮宏观周期的下降阶段，驱动行情的因素有两个层面，一方面 2018 年二季度中美贸易问题升级，三季度政策基调转向，货币开始宽松，市场对房地产、基建的预期好转。另一方面中国建筑实施第三批股权激励，回购股份 599991 万股，占总股本 1.43%，成为驱动行情的重要资金来源。12 月回购结束之后，股价有所回调，1 月发布业绩预告，年报超预期，股价反弹，4 月到达高点。行情结束的宏观层面的原因是一季度经济有所企稳后，逆周期政策兑现不及预期。

## 投资逻辑与盈利预测

前文用了较长的篇幅对中国建筑短周期和中周期的基本面、股价波动的周期特点进行了分析，接下来是对中国建筑投资机会的分析，核心结论是中国建筑目前具备较高的投资价值。目前中国建筑的估值与历史最低水平相当，与沪深 300 与上证 50 的相对估值已经创下新低。当然我们不能脱离周期的趋势讨论估值的高低，前文已经论述的比较清楚，新一轮宏观小周期已经开启，因此可以确认中国建筑正处于估值底部。在这样的前提下中国建筑的投资价值可以分两个层面，一方面从三年周期的视角来看，根据经验中国建筑或可以获得接近 ROE 的复合投资收益。另一方面是短期股价的弹性，决定短期股价弹性的因素主要有三方面：周期趋势的确认、股权激励的实施以及其他因素的催化。

图表 106: 中国建筑相对 PE



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 107: 中国建筑 PE、PB

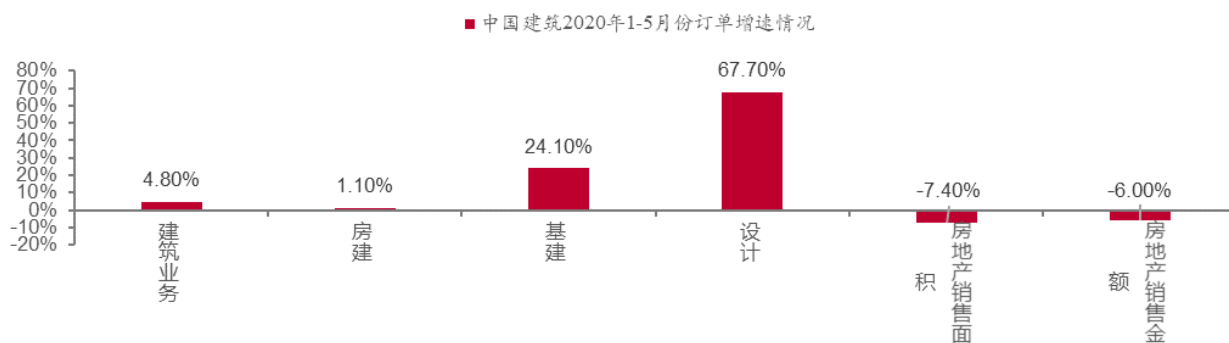


来源: wind, 中泰证券研究所

### 宏观小周期的确认

新一轮宏观小周期已经开启，并作为中周期切换的过渡，从目前的宏观指标来看，社融数据已经出现明显的上行趋势，房地产、基建数据在 5 月份已经可以看到比较明显的修复，一二线地产周期与基建的协同逐渐显现。而从中国建筑基本面来看，房建新签订单 5 月份增速回正，基建订单加速提升，房地产销售下滑幅度收窄至个位数。周期的复苏在宏观与微观逐渐得到确认，这一轮周期持续演绎的根本逻辑在于城镇化依然是中国应对内外问题的核心所在。在周期复苏的背景下，公司基本面的改善是确定的，但市场对此的认知需要一个过程。

图表 108: 中国建筑 2020 年 1-5 月份基本面情况



来源: wind, 中泰证券研究所

### 股权激励的实施

中国建筑是激励制度比较完善的建筑央企，公司从 2013 年开始进行了三次股权激励的授予，占公司总股本的比重累计为 2.79%，且激励力度逐渐加大。根据公司的激励计划安排，10 年之内授予的限制性股票所涉及的标的股票总量及公司其他有效的股权激励计划累计涉及的公司标的股票总量不得超过公司股本总额的 10%，这意味着未来三年公司股权激

励的潜在空间为总股本的 7.2%，空间巨大。股权激励实施不仅可以为公司业务的扩张注入强大的动力，另外也会为公司股价的上涨提供资金支撑。按照两年一期的授予节奏，2020 年是公司第四批股权激励的实施窗口期。

**图表 109: 中国建筑股权激励实施情况**

	第一期	第二期	第三期
股东大会通过日	2013. 5. 31	2016. 12. 19	2018. 12. 3
授予数量	14678 万股，占总股本 0.49%	26013 万股，占总股本 0.87%	59991 万股，占总股本 1.43%
授予对象	686 人，其中董事高管 10 人合计授予 378 万股，占本次授予比例 2.58%	1575 人，其中高管 3 人合计授予 76.5 万股，占本次授予比例 0.3%	2081 人，其中高管 4 人合计授予 192 万股，占本次授予比例 0.32%
授予价格	1.79 元/股	4.87 元/股	3.47 元/股
回购价格	3.58 元/股	9.08 元/股	6.18 元/股
解锁条件	解锁前一个财务年度业绩实现： (1) 净资产收益率不低于 14%； (2) 净利润三年 CAGR 不低于 10%； (3) 完成经济增加值考核目标	解锁前一个财务年度业绩实现： (1) 净资产收益率不低于 14%； (2) 净利润三年 CAGR 不低于 10%； (3) 完成经济增加值考核目标	解锁前一个财务年度业绩实现： (1) 净资产收益率不低于 13.5%； (2) 净利润三年 CAGR 不低于 9.5%； (3) 完成经济增加值考核目标

来源：wind, 中泰证券研究所

### 其他催化因素

2019 年 12 月证监会发布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，为中国建筑的价值重估提供了潜在的路径。公司长期实施“专业化”策略，造就和培育了一批管理机制健全、在各自细分专业领域具有创新能力和核心竞争力的专业公司。中建科工发展规模自 2012 年起稳居钢结构行业榜首；中建科技拥有国内先进的全自动智能预制工厂，装配式构件设计总产能达 400 万立方米/年，可支撑近 5,000 万平米的建筑物；中建智能具有国际先进水平的“中建云隧道智能管控系统”，是物联网技术在隧道暗挖施工管控过程中的典型应用。诸多优质专业子公司为公司分拆上市提供了广阔的空间，分拆上市不仅可以通过募集资金改善减轻资金压力，也有望进一步提升公司市值。另外国企改革的推进以及疫情之后美国等国家可能出现的基建扩张也有望对公司股价形成一定的催化。

**图表 110: 中国建筑专业子板块**

项目	板块名称	新签合同额	2019 营业收入	同比增长	2019 毛利	同比增长	2019 营业利润	同比增长
跨板块	安装	494	543.4	25.8	32.8	16.7	21.3	45.9
	钢构	316	195.2	26.8	13.9	12.8	5.5	5.0
	商混	426	224	21.9	23.0	12.2	8.0	64.6
房建	装饰	436	299.6	1.6	22.6	3.9	8.4	4.6
	园林	146	36	13.2	2.1	2.3	1.0	9.4
基建	市政	1135	678.1	28	95.5	29.7	54.2	19.6
	铁路	74	94.2	-13.9	-5.6	-	-6.0	-
	轨交	304	304.2	17.2	9.8	-45.1	5.6	-40.1
	路桥	854	899.7	18.1	76.6	2.4	50.5	9.0
	电力	73	35.1	-19.8	1.4	34.5	-0.1	-
	港工	85	65.1	-16.7	2.0	-53	-1.9	-

来源: wind, 中泰证券研究所

### 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2020-2022 年新签订单增速分别为 10.9%、6.7%、5.0%，收入增速分别为 8.7%、6.3%、7.4%，归母净利润增速分别 12.2%、10.1%、10.2%，EPS 分别为 1.06、1.17、1.30 元，对应 PE4.8X、4.4X、3.9X，给予买入评级。

虽然中国的宏观经济面临中周期的切换，转型升级是当下的主旋律，但在短期，城镇化依然是应对内外问题的关键，宏观小周期的逻辑依然在演绎。虽然建筑行业已经过了红花绽放的时代，但中国建筑的优秀禀赋、强大实力、卓越基因依然有望支撑公司在存量时代营造一片浓郁绿茵。

### 风险提示

- 1、新冠疫情出现反复:** 目前全球新冠疫情的走势存在较大的不确定性，疫情的反复可能造成二级市场出现动荡、政策预期混乱等
- 2、政策执行低预期:** 中国建筑所处的建筑行业 and 地产行业受政策影响较大，疫情期间政策执行的不确定性较大，可能导致基建投资、房地产销售不及预期
- 3、股权激励实施不及预期:** 根据报告对公司股权激励节奏的预测，2020 年是第四批股权激励实施的窗口期，但目前公司尚未确定具体时间和规模，股权激励的实施存在不确定性
- 4、部分假设不准确风险:** 本为对中国建筑未来十年的基本面进行了定性的分析，存在一些假设不够准确的风险

图表 111: 盈利预测

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1,362,008</b>	<b>1,461,506</b>	<b>1,656,737</b>	<b>1,796,408</b>	<b>1,998,376</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,199,325</b>	<b>1,419,837</b>	<b>1,542,900</b>	<b>1,639,400</b>	<b>1,760,000</b>
现金	317,501	292,441	403,586	505,773	586,099	营业成本	1,056,710	1,262,226	1,371,638	1,452,508	1,555,840
应收账款	167,553	153,962	209,073	176,668	237,450	营业税金及附加	16,195	17,220	20,058	21,312	22,880
存货	634,967	578,918	588,434	637,312	664,647	销售费用	3,650	4,331	4,783	5,246	5,808
合同资产	9,078	150,975	147,108	159,328	166,162	管理费用	23,352	27,685	30,087	32,132	34,672
其他	241,988	436,185	455,643	476,655	510,181	财务费用	15,336	7,912	7,420	8,531	9,718
<b>非流动资产</b>	<b>499,832</b>	<b>572,946</b>	<b>583,505</b>	<b>594,686</b>	<b>606,465</b>	研发费用	7,621	17,290	16,200	16,886	18,832
长期股权投资	65,994	74,917	82,917	90,917	98,917	资产及信用减值损失	10,466	3,538	5,262	6,082	5,251
固定资产	35,680	37,554	38,428	39,987	42,207	加: 投资净收益	5,646	4,213	4,757	4,872	4,614
在建工程	8,293	10,086	10,586	11,086	11,586	其他收益	24	-52	62	100	149
无形资产	11,594	16,409	17,514	18,599	19,687	<b>营业利润</b>	<b>71,665</b>	<b>83,795</b>	<b>92,271</b>	<b>101,694</b>	<b>111,762</b>
其他	378,270	433,980	434,060	434,097	434,068	营业外净收支	123	-2,327	-501	-664	-600
<b>资产总计</b>	<b>1,861,840</b>	<b>2,034,452</b>	<b>2,240,242</b>	<b>2,391,094</b>	<b>2,604,841</b>	<b>利润总额</b>	<b>71,789</b>	<b>81,468</b>	<b>91,770</b>	<b>101,030</b>	<b>111,162</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,066,574</b>	<b>1,145,728</b>	<b>1,252,198</b>	<b>1,301,090</b>	<b>1,409,358</b>	所得税费用	16,439	18,263	20,826	22,903	25,115
短期借款	19,042	28,498	26,191	24,577	26,422	少数股东损益	17,109	21,324	23,935	26,358	29,030
应付账款	481,458	493,130	541,797	588,266	645,674	<b>归属母公司净利润</b>	<b>38,241</b>	<b>41,881</b>	<b>47,009</b>	<b>51,769</b>	<b>57,017</b>
其他	566,074	624,100	684,211	688,247	737,262	EBIT	78,986	88,296	98,562	107,710	118,769
<b>非流动负债</b>	<b>366,002</b>	<b>386,889</b>	<b>422,131</b>	<b>453,052</b>	<b>479,691</b>	EBITDA	87,471	97,005	107,493	117,014	128,591
长期借款	214,676	247,800	277,800	307,800	337,800						
其他	151,326	139,089	144,331	145,252	141,890	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债总计</b>	<b>1,432,576</b>	<b>1,532,617</b>	<b>1,674,330</b>	<b>1,754,142</b>	<b>1,889,048</b>	每股收益 (元)	0.85	0.96	1.06	1.17	1.30
股本	41,985	41,976	41,976	41,976	41,976	每股净资产 (元)	5.81	6.60	7.45	8.38	9.42
少数股东权益	185,303	224,638	253,320	285,120	320,412	每股经营现金流 (元)	0.25	(0.82)	1.37	0.85	1.27
归属母公司股东权益	243,961	277,198	312,592	351,832	395,381	ROIC (%)	7.75%	7.66%	7.67%	7.64%	7.63%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,861,840</b>	<b>2,034,452</b>	<b>2,240,242</b>	<b>2,391,094</b>	<b>2,604,841</b>	ROE (%)	16.67%	16.07%	15.94%	15.58%	15.26%
						销售毛利率 (%)	11.89%	11.10%	11.10%	11.40%	11.60%
						销售净利率 (%)	4.62%	4.45%	4.60%	4.77%	4.89%
						资产负债率 (%)	76.94%	75.33%	74.74%	73.36%	72.52%
						收入增长率 (%)	13.78%	18.39%	8.67%	6.25%	7.36%
						净利润增长率 (%)	16.09%	9.52%	12.24%	10.12%	10.14%
						P/E	5.88	5.21	4.82	4.36	3.94
						P/B	0.86	0.76	0.69	0.61	0.54
						EV/EBITDA	6.32	6.04	5.77	5.56	5.29

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。