

中国建筑 (601668.SH)

央企装配式领军者，低估值性价比优

实力强大的装配式央企航母。公司 2019 年新签房建订单近 2 万亿元，全国市占率约 10%，是规模最大房建企业，相关技术实力领先。公司是最早开展装配式业务的央企之一，拥有设计制造安装运维全产业链服务能力，在 PC 与钢构领域均有强大实力。PC 方面：1) 2015 年成立专业装配式平台中建科技，目前拥有 PC 构件产能 310 万方，计划 2024 年收入达 700 亿元，估算 19-24 年 CAGR 约 60%。2) 旗下中建国际海龙科技是专业装配式技术公司，服务香港市场超 20 年，具备成熟市场经验，拥有更先进装配率更高的组集成建筑法 (MiC) 技术，自营 PC 产能 145 万方。两平台合计 PC 构件产能超 450 万方，是国内自营产能最大集团之一，可支撑近 5000 万平米房屋建筑。钢构方面公司拥有全国最大的钢构集团中建科工，钢构产能 120 万吨，2019 年收入 195 亿元，各工程局也有钢构相关业务。

装配式领域竞争优势突出，未来市占率有望加速提升。公司具备央企背景，获取政府类装配式订单优势显著；具备全产业链服务能力，装配式 EPC 竞争力强；资金充裕，现成土地资源丰富，可支撑较大规模资本开支快速建立构件工厂，在装配式领域具备强大竞争优势。当前行业已在不断向龙头集中，装配式业务更高的进入门槛及更强的规模效应有望加速行业集中度的提升，公司作为装配式央企龙头未来将持续受益。

Q2 经营大幅反弹，趋势有望持续向上。公司今年 Q1/Q2 分别实现营收增速 -11%/20%；实现归母净利润增速 -15%/7%，在受疫情影响一季度承压的情况下，公司通过努力积极克服影响，Q2 营收与业绩均实现大幅加速，呈现出回稳持续向好态势。公司 1-7 月份新签订单 15409 亿元，同增 7.2%，增速较上月提升 1 个 pct，增速自 2 月后持续回暖，其中 7 月单月新签 2115 亿元，同增 13.7%。中海地产 1-8 月销售额同增 2%，也实现逆势增长。

当前估值处于历史底部，PB 仅高于最低点 11%。截止至 2020 年 9 月 11 日，公司 PE (ttm) 仅 5.08 倍，PB (lf) 仅 0.79 倍，均处于近 5 年的最低区间。公司历史 PE (ttm) 最低为 3.9 倍，PB 最低为 0.71 倍，均出现在 2014 年 6 月，目前公司 PB 仅高于最低点 11%。

投资建议：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 460/508/555 亿元，同比增长 9.9%/10.3%/9.3%，EPS 分别为 1.10/1.21/1.32 元，当前股价对应 PE 分别为 4.6/4.2/3.8 倍，PB 仅 0.79 倍，维持“买入”评级。

风险提示：政策变化和 Execution 风险、海内外疫情变化风险、项目执行进度不达预期风险、融资环境收紧风险、房地产销售大幅下滑风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,199,325	1,419,837	1,603,603	1,742,923	1,871,763
增长率 yoy (%)	13.8	18.4	12.9	8.7	7.4
归母净利润 (百万元)	38,241	41,881	46,017	50,754	55,493
增长率 yoy (%)	16.1	9.5	9.9	10.3	9.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.91	1.00	1.10	1.21	1.32
净资产收益率 (%)	12.9	12.6	12.3	12.1	11.8
P/E (倍)	5.5	5.0	4.6	4.2	3.8
P/B (倍)	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5

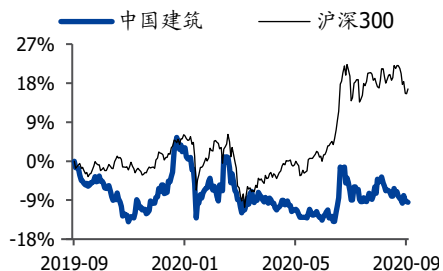
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	房屋建设
前次评级	买入
最新收盘价	5.02
总市值(百万元)	210,664.66
总股本(百万股)	41,965.07
其中自由流通股(%)	98.30
30 日日均成交量(百万股)	130.48

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

相关研究

- 《中国建筑 (601668.SH)：低估值央企装配式龙头，Q2 经营持续向好》2020-08-28
- 《中国建筑 (601668.SH)：疫情影响下 Q1 业绩符合预期，全年目标展现积极》2020-04-30
- 《中国建筑 (601668.SH)：收入高增，业绩稳健，稳定高 ROE 具备估值优势》2020-04-25



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1362008	1461506	1831297	1671509	2094985
现金	317501	292441	293242	318719	342279
应收票据及应收账款	188991	180880	264565	200215	292355
其他应收款	56489	53187	70684	63948	80637
预付账款	48612	55085	62033	65260	71442
存货	634967	578918	791251	615615	830642
其他流动资产	115449	300996	349522	407753	477630
非流动资产	499832	572946	590834	606377	620403
长期投资	65994	74917	86878	99244	112003
固定资产	35680	37554	40063	40562	39853
无形资产	11594	16409	17191	18259	18988
其他非流动资产	386564	444065	446702	448312	449560
资产总计	1861840	2034452	2422131	2277885	2715388
流动负债	1066574	1145728	1472119	1272143	1654855
短期借款	19042	28498	66971	82243	120164
应付票据及应付账款	494871	500160	623168	596789	714331
其他流动负债	552662	617069	781980	593111	820360
非流动负债	366002	386889	386495	373848	352906
长期借款	324121	347397	347003	334356	313414
其他非流动负债	41880	39492	39492	39492	39492
负债合计	1432576	1532617	1858614	1645991	2007761
少数股东权益	185303	224638	248067	273908	302163
股本	41985	41976	41976	41976	41976
资本公积	11262	12028	12028	12028	12028
留存收益	171632	205258	261134	323156	391085
归属母公司股东权益	243961	277198	315449	357986	405465
负债和股东权益	1861840	2034452	2422131	2277885	2715388

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	10311	-34220	64787	59802	42852
净利润	55350	63205	69446	76595	83748
折旧摊销	7161	7329	7230	8570	9488
财务费用	15336	7912	10010	10081	9797
投资损失	-5646	-4213	-5102	-4843	-4951
营运资金变动	-68610	-112338	-16840	-30850	-55461
其他经营现金流	6720	3884	42	248	232
投资活动现金流	-32813	-19813	-20058	-19518	-18796
资本支出	18624	20437	5926	3178	1267
长期投资	-12877	-2887	-11961	-12671	-12759
其他投资现金流	-27066	-2263	-26093	-29011	-30288
筹资活动现金流	64870	26308	-82400	-30078	-38418
短期借款	-11989	9456	0	0	0
长期借款	40323	23276	-394	-12647	-20943
普通股增加	11985	-10	0	0	0
资本公积增加	-13621	765	0	0	0
其他筹资现金流	38173	-7180	-82007	-17431	-17475
现金净增加额	44989	-27082	-37672	10205	-14361

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1199325	1419837	1603603	1742923	1871763
营业成本	1056710	1262226	1424975	1547552	1663195
营业税金及附加	16195	17220	20551	21738	23666
营业费用	3650	4331	5109	5485	5815
管理费用	23352	27685	31269	33985	36498
研发费用	7621	17290	19564	20915	20589
财务费用	15336	7912	10010	10081	9797
资产减值损失	10466	73	8018	8715	8423
其他收益	323	302	312	307	310
公允价值变动收益	-368	-485	-142	-364	-340
投资净收益	5646	4213	5102	4843	4951
资产处置收益	70	131	100	116	108
营业利润	71665	83795	89479	99353	108809
营业外收入	609	1294	1045	1000	987
营业外支出	486	3621	1182	1409	1674
利润总额	71789	81468	89342	98944	108122
所得税	16439	18263	19895	22349	24374
净利润	55350	63205	69446	76595	83748
少数股东损益	17109	21324	23429	25841	28254
归属母公司净利润	38241	41881	46017	50754	55493
EBITDA	91971	104679	109012	120843	130929
EPS (元)	0.91	1.00	1.10	1.21	1.32

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	13.8	18.4	12.9	8.7	7.4
营业利润(%)	20.0	16.9	6.8	11.0	9.5
归属于母公司净利润(%)	16.1	9.5	9.9	10.3	9.3
获利能力					
毛利率(%)	11.9	11.1	11.1	11.2	11.1
净利率(%)	3.2	2.9	2.9	2.9	3.0
ROE(%)	12.9	12.6	12.3	12.1	11.8
ROIC(%)	9.3	9.8	10.1	10.5	10.5
偿债能力					
资产负债率(%)	76.9	75.3	76.7	72.3	73.9
净负债比率(%)	32.7	40.5	31.3	24.4	20.9
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	7.0	7.7	7.2	7.5	7.6
应付账款周转率	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.00	1.10	1.21	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	-0.82	1.54	1.43	1.02
每股净资产(最新摊薄)	5.27	6.11	7.02	8.03	9.16
估值比率					
P/E	5.5	5.0	4.6	4.2	3.8
P/B	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	5.8	6.1	5.8	5.3	5.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 航母级装配式领军企业	4
1.1. 19年房建订单规模近2万亿，市占率第一	4
1.2. PC与钢构均有强大实力	5
1.2.1. PC构件自营产能余约450万方	5
1.2.2. 旗下中建钢构为全国规模最大钢构企业	6
2. 公司装配式业务竞争优势突出，未来市占率有望加速提升	7
2.1. 公司作为大型央企开展装配式业务竞争优势突出	7
2.2. 装配式推广背景下，行业集中度有望加速提升	8
3. Q2经营快速反弹，趋势有望继续向上	9
4. 投资建议	11
5. 风险提示	13

图表目录

图表 1: 公司房屋建筑新签订单金额及增速	4
图表 2: 公司房建业务施工市占率不断提升	4
图表 3: 中建科技新签订单及规划	5
图表 4: 中建科技营业收入及规划	5
图表 5: PC构件产能领先的部分企业情况	6
图表 6: 部分钢结构企业情况	7
图表 7: 建筑央企 2019 年新签订单	8
图表 8: 央企新签订单占行业比例不断上升 (2020 年为上半年数据)	9
图表 9: 单季度营业收入及增速	9
图表 10: 单季度归母净利润及增速	9
图表 11: 新签合同额及增速	10
图表 12: 单月新签合同额及增速	10
图表 13: 房建业务累计新签合同额及增速	10
图表 14: 房建业务单月新签合同额及增速	10
图表 15: 基建业务累计新签合同额及增速	11
图表 16: 基建业务单月新签合同额及增速	11
图表 17: 地产累计销售额及增速	11
图表 18: 地产单月销售额及增速	11
图表 19: 中国建筑 PE-band	12
图表 20: 中国建筑 PB-band	12
图表 21: 建筑央企估值情况表	13

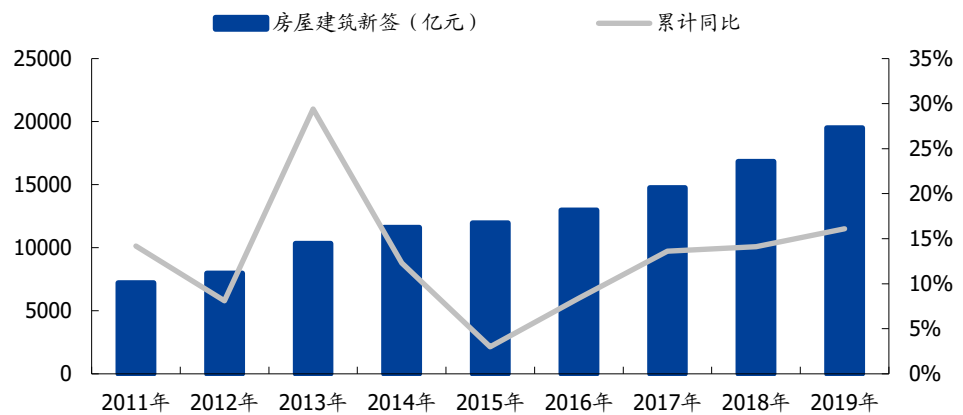
1. 航母级装配式领军企业

1.1. 19年房建订单规模近2万亿，市占率第一

公司 2019 年新签房建订单近 2 万亿，市占率为全国第一。公司 2019 年新签房屋建筑订单 1.95 万亿，同比增长 16.1%，增速达 2014 年的新高。房建行业未来增长虽放缓，但规模仍大，并且不断向龙头集中，按照施工面积计算，公司房建市占率由 2009 年的 4.5% 提升至 2019 年的 10.3%，是全国市占率最大的企业。

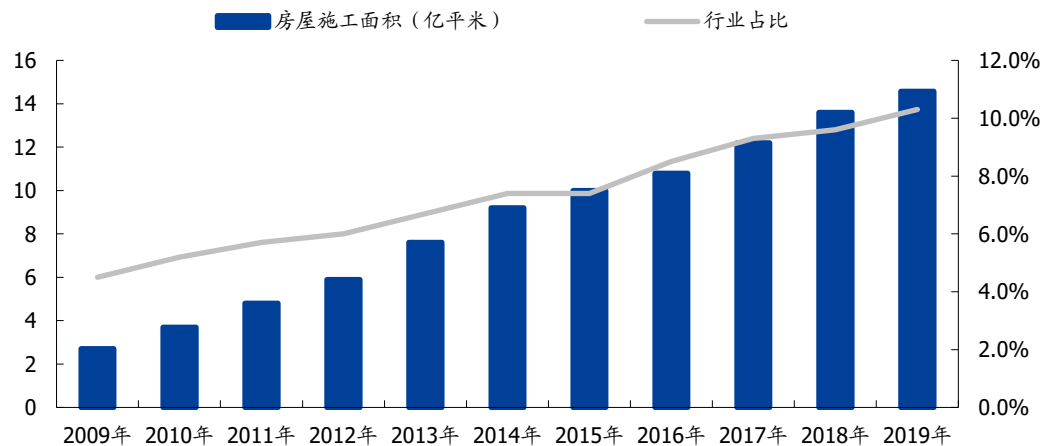
房建订单规模庞大，装配式业务充足，是最早开展装配式业务的央企之一。公司承接的房建订单规模庞大，近 2 万亿，其中不少是具备较高技术含量的代表性项目，需要使用装配式技术项目数量多，为公司累计了充分技术应用经验，构成较高的竞争壁垒。公司是国内最早开展装配式建筑业务的中央企业，具备设计制造施工一体化服务能力，因此业务模式以 EPC/施工总承包等模式为主。公司成立了专业的装配式业务平台公司中建科技，同时各个工程局也承接装配式业务。

图表 1: 公司房屋建筑新签订单金额及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 公司房建业务施工市占率不断提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2.PC 与钢构均有强大实力

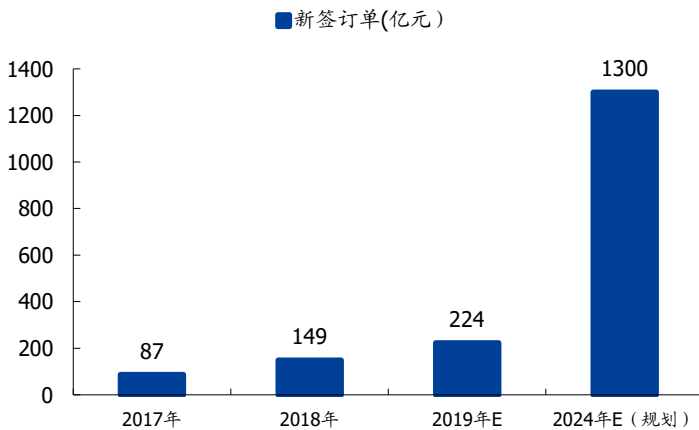
1.2.1.PC 构件自营产能余约 450 万方

公司目前旗下有两大平台拥有规模较大且集中的预制 PC 产能：1) 专注于装配式建筑的平台**中建科技**，拥有产能约 310 万方。2) 港股上市的孙公司**中国建筑国际**旗下的装配式建筑平台**中建海龙科技**，拥有产能约 135 万方。除此之外，部分工程局也积极开展装配式建筑施工业务，根据施工的需要也成立了一些自建的预制 PC 厂，这部分产能较为分散，单个工厂规模也较小。

中建科技：公司是中建集团开展装配式建筑业务、模块化建筑业务的投资平台、产业平台和技术平台，公司组建于 2015 年 4 月，注册资本 20 亿元，由中国建筑上市公司 100% 持股并直接管理，肩负着集团的“蓝海使命”。公司聚焦智慧装配建筑领域，系统打造集投资、规划、设计、生产、施工、运营、维护于一体的全生命期的绿色产业链，可承接各种大型装配式 EPC 项目。目前公司在全国 15 个省市有布局，成立了 22 个预制 PC 基地，共拥有约 310 万立方产能。这些预制 PC 工厂部分由中建科技控股，部分与集团内其他工程局合资建立，同时支撑中建科技自身与集团兄弟单位的装配式建筑业务。

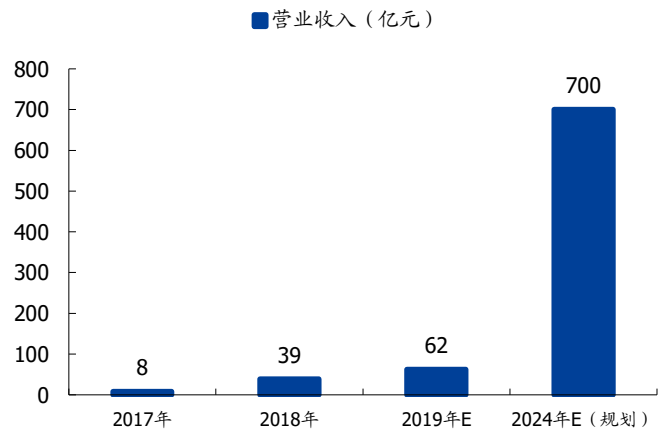
根据公司官网披露，中建科技 2018 年全年新签合同额 149 亿元，实现营业收入 39 亿元，同比分别增长 72.06%、361.54%，2019 年合同与营收同比增长也均在 50% 以上，连续多年快速增长。根据公司官方微信号，规划至 2024 年，新签订单达到 1300 亿，根据已有数据估算，2019-2024 年 5 年 CAGR 达到 42%；实现营业收入达到 700 亿元，估算 5 年 CAGR 达到约 62%。可见，中建科技对于未来装配式建筑业务发展具有充足信心。预计随着公司业务发展，未来中建科技将加大 PC 构件产能建设，聚焦未来装配式领域核心竞争环节，保持持续技术领先，来支撑集团装配式业务发展。

图表 3：中建科技新签订单及规划



资料来源：公司官方微信号，19 年数据为估算，国盛证券研究所

图表 4：中建科技营业收入及规划



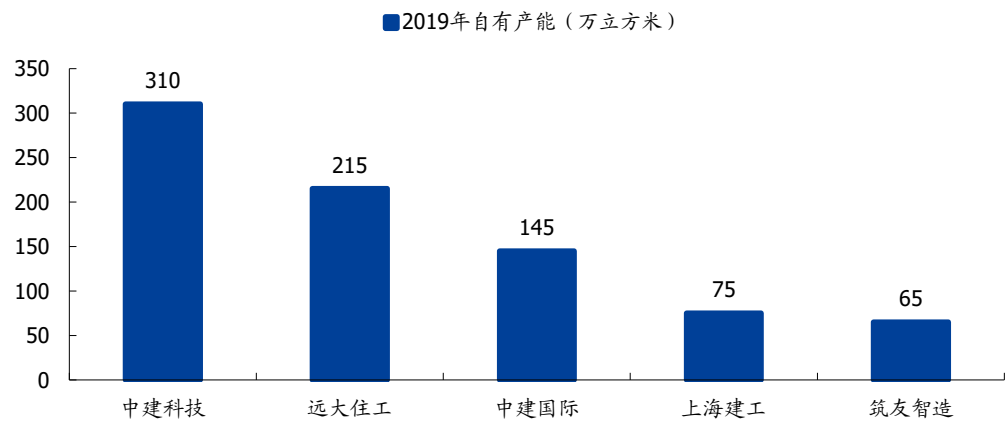
资料来源：公司官方微信号，19 年数据为估算，国盛证券研究所

中国建筑国际旗下的海龙科技：公司是中国建筑国际（港股上市 3311.HK）旗下专门从事装配式建筑产品的研发、设计与生产供应业务的专业公司。公司早期在香港积累了丰富的装配式建筑经验，通过香港品质保证局 ISO9000 质量体系认证，并将技术引进至内地，1997 年就获得深圳市建设局颁发的混凝土预制构件专业最高级资质证书。公司为香港房屋署、路政署、渠务署、香港地铁、中海地产、信和集团、长江实业、恒基兆业、深圳地铁以及合肥重点局等二十多家业主供应一百多个房屋及土木项目的建筑产品。房屋工程总建筑面积达到 1200 万平方米。除了一般相对简单的构件生产，公司还具备在香港应用较多的组装合成建筑法 (MiC 技术)，可以集成墙体外墙面的瓷砖、内部的装饰，还可以直接生产厨房和卫生间的立体构件，直接在现场拼装完成即可。MiC 技术集成度

与装配率更高，代表未来的一种发展趋势，MiC 技术生产的构件毛利率更高，是公司技术差异化和领先实力的体现。

据我们统计，中国建筑自营 PC 构件产能排全国第一。据不完全统计，单看直营的 PC 构件产能，中国建筑旗下两大平台的合计产能约为 450 万立方，排名全国第一。远大住工拥有自营产能 215 万立方，排名全国第二。上海建工旗下越有产能 75 万立方，排名第三。公司公告目前 PC 构件产能可支撑房屋建筑 5000 万平米，制造环节已具备较充足储备。

图表 5: PC 构件产能领先的部分企业情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2.2. 旗下中建钢构为全国规模最大钢构企业

中国建筑旗下中建科工集团有限公司（原中建钢构有限公司）是中国最大的钢结构产业集团，在国内，下设东西南北中五个区域公司、四大事业群及五大现代化钢结构制造基地，制造年产能超过 120 万吨。2019 年钢构实现收入 195 亿元，同比增长 26.8%。除中建科工外，部分旗下工程局根据业务需要也从事一些钢构业务。

图表 6: 部分钢结构企业情况

公司	性质	19 产能/加工量	2019 年收入	其他
中建科工	央企	120 万吨	195 亿元	中国建筑子公司，全国最大规模的钢构企业。以工程承包为主。除中建科工外，中建集团内部分工程局根据业务需要也有钢构业务。
中冶（上海）钢构	央企	60 万吨		中冶以原上海宝冶钢构为主体，整合中国二十冶、上海五冶的钢结构业务板块合并成立。全中冶集团钢构产能约 200 万吨。
中铁工业	央企	100 万吨以上	206 亿元	中国中铁将旗下桥梁钢结构龙头中铁山桥，中铁宝桥等注入。在大型桥梁重钢领域技术优势领先。
上海建工（江苏）钢构	地方国企	15 万吨		上海建工与合作方投资 10 亿元在江苏海门设立的大型钢构公司，年产 15 万吨，销售 30 万吨。
鸿路钢构	民企	240 万吨	107.5 亿元	专注于钢结构的加工制造。国内产能最大的钢结构企业，预计 2021 年达到 400 万吨产能。
精工钢构	民企	70 万吨	102.4 亿元	上市大型钢构集团，设计生产施工安装一体，转型 EPC。
杭萧钢构	民企	100 万吨	66.33 亿元	最早上市的钢构企业，拥有重钢生产线 20 余条、轻钢生产线 20 余条、其余生产线 40 余条
东南网架	民企	84 万吨	89.76 亿元	集设计、制作、安装于一体的民营大型钢结构上市企业。公司拥有四大生产基地，分别位于浙江、天津、广州、成都
富煌钢构	民企	22 万吨	37.4 亿元	较早成立的一家集钢结构设计、制作、安装与总承包为一体的上市企业
沪宁钢机	民企	60 万吨		未上市的钢构龙头企业

资料来源：各公司公告、各公司官网、国盛证券研究所

2. 公司装配式业务竞争优势突出，未来市占率有望加速提升

2.1. 公司作为大型央企开展装配式业务竞争优势突出

公司政府等大客户资源丰富，提供丰富装配式订单。央企地方政府客户与大型开发商客户资源丰富，近几年，地方政府与大型央企新签战略合作协议，进行片区整体开发合作，新签单体订单规模巨大，如中国建筑近期公告签署上海市黄浦区建国东路 67-71 街坊历史风貌保护及城市更新项目，总投资达 590 亿元，未来地方政府项目有望向具备较强综合开发实力的央企集中。而政府类项目，如医院、学校、公共建筑、保障房等多用装配式技术，公司获得大型装配式项目具备天然优势。

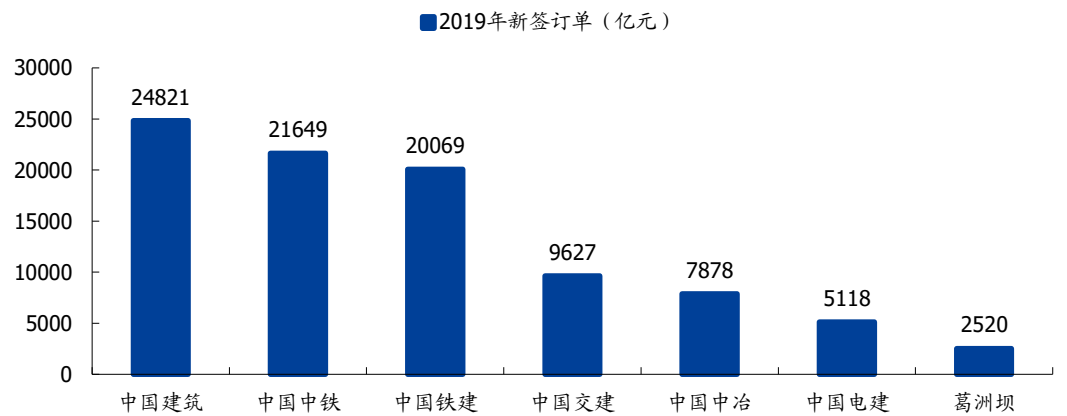
公司具备装配式全产业链综合服务能力强，装配式 EPC 模式竞争具备极强优势。装配式 EPC 项目是未来发展的方向，需要建筑商具备综合服务能力。公司具备投资、设计、施工、制造、运营等一条龙服务能力，承接综合性 EPC 项目具备极强优势。作为建筑央企公司融资成本较低，可以为客户提供相应的融资服务，相比民企更具备承接带有融资属性的大型项目。央企目前战略普遍定位在装配式 EPC 订单的承接，打通设计、制造、安装的全产业链布局，这也是符合央企本身竞争优势的选择。

公司资金实力雄厚，拥有较多现成土地资源，与地方政府有紧密合作关系，能支持大规

模资本开支快速建设构件工厂。装配式建筑的制造环节是业务持续快速发展的支撑和未来发展竞争的核心，但需要制造工厂大面积布局及较大的资本开支。公司具有雄厚的资金实力与较多的现成土地储备，并且与地方政府保持较密切合作关系，快速扩张产能优势巨大。并且由于公司自身装配式订单规模较大，在工厂布局时配合业务的承接，可以在前期就保障较高的产能利用率，提高制造业务的盈利能力。

公司自身内部订单较多，可保障构件工厂有相对稳定需求，提升整体盈利能力。建筑央企每年新签订单规模庞大，2019年中国建筑/中国中铁/中国铁建/中国交建/中国中冶/中国电建/葛洲坝等公司新签订单分别为2.5/2.2/2/0.96/0.79/0.51/0.25万亿元。公司在房建领域新签订单近2万亿元，自身内部订单资源丰富，可以保障自身构件工厂有相对稳定需求，维持一定产能利用率，提高制造环节整体盈利能力。

图表 7: 建筑央企 2019 年新签订单



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2. 装配式推广背景下，行业集中度有望加速提升

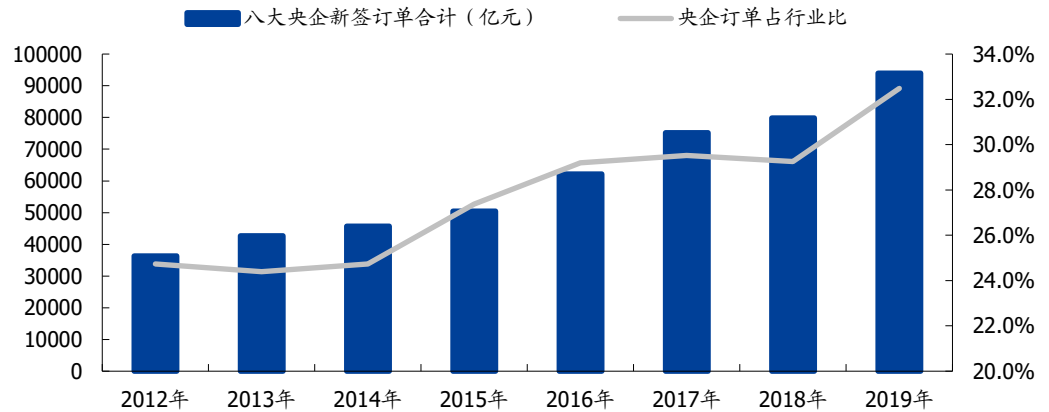
近几年行业集中度已经在不断提升。近几年以下几个因素使得行业集中度提升：1) 行业整体增速放缓，业主对施工方在质量、品牌、管理、融资等多方面提出更高要求，龙头优势更加明显，小型施工企业在成本端难以竞争。2) 去杠杆背景下，小型企业融资更加困难，信用风险暴露，具备央企背景的龙头企业则可以较低成本获得资金，在项目承接及执行方面优势越来越大。无明显竞争力的小型企业难逃破产或被收购的命运，行业供给侧改革有望加速。从央企新签订单占行业的比例看，2013年8大建筑央企新签订单3.63万亿，占行业总订单的24.7%。到2019年，央企合计新签订单达到9.40万亿，占行业总订单的比例上升至32.5%，市占率提升了7.8个pct。

在装配式推广的背景下，未来行业集中度有望加速提升。除了以上的因素外，我们认为装配式技术的推广有望加速行业集中提升，主要因为 1) 装配式项目具备更高的技术、经验、资金、综合性服务能力的门槛，多数中小企业缺乏各类资源，未做相关储备。2) 装配式业务的制造环节具备更强规模效应，强者恒强，大企业竞争优势得到进一步巩固和提升。3) 装配式项目施工环节减少对人的依赖，降低管理难度，缩短项目周期，有望突破传统施工的管理瓶颈。

未来装配式建筑行业发展趋势预测：以中国建筑为代表的央企作为全产业链服务龙头将占据领导地位，部分拥有显著制造优势的第三方制造龙头也将拥有一席之地。央企在资金、技术、客户资源等各个方面均具有突出优势，而装配式的推广将加强和巩固这些竞争优势，使得行业集中度加速提升。未来央企在装配式领域发展预计将是设计、制造、

施工一体化的 EPC 模式，处于行业领导地位。中国建筑作为房建领域规模最大，技术实力领先，装配式布局早的龙头标杆，有望占据更大市场份额。此外部分集中在制造环节的第三方龙头，如鸿路钢构、远大住工等，如果制造技术继续保持领先，成本和效率具备较大优势，也将拥有一席之地。

图表 8: 央企新签订单占行业比例不断上升

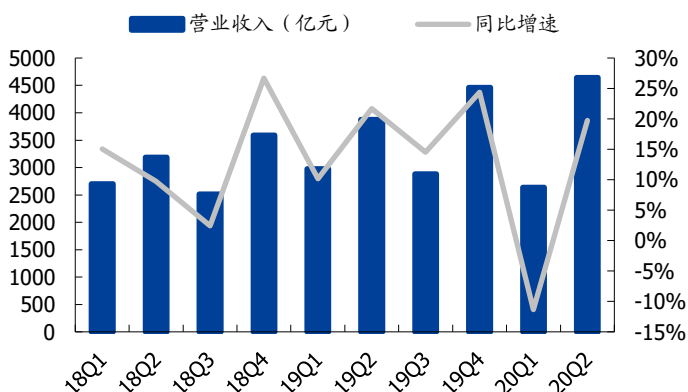


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.Q2 经营快速反弹，趋势有望继续向上

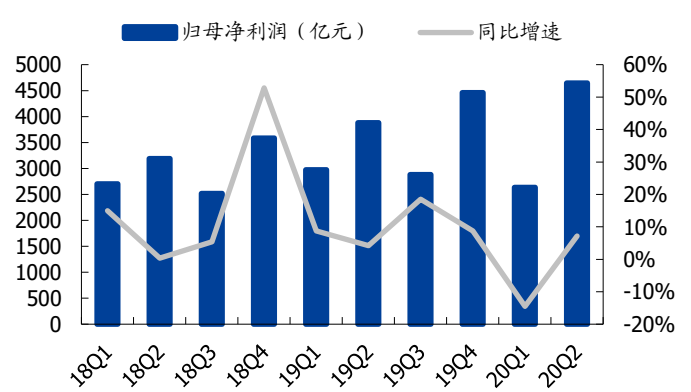
Q2 营收与业绩增速反弹，房建、基建、地产三大业务收入均实现稳健增长。2020H1 公司实现营收 7282 亿元，同增 6.2%；实现归母净利润 198 亿元，同降 2.3%，总体符合预期。业绩增长低于收入主要因费用率、减值上升及债转股的影响。分季度看，Q1/Q2 分别实现营收 2638/4644 亿元，同增-11%/20%；分别实现归母净利润 76/123 亿元，同增-15%/7%，在受疫情影响一季度承压的情况下，公司通过努力积极克服影响，Q2 营收与业绩均实现明显加速，呈现出回稳持续向好态势。分业务板块看，房建/基建/地产业务分别实现营收 4785/1446/1098 亿元，同增 7.5%/2.9%/12.4%，占比 66%/20%/15%，房建与基建业务增长稳健，地产业务收入确认明显加速。

图表 9: 单季度营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

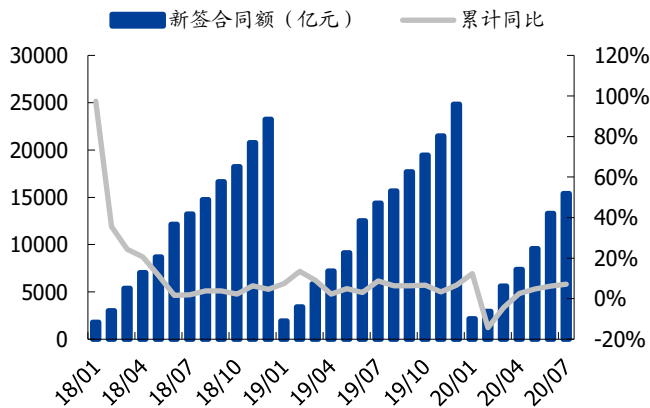
图表 10: 单季度归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

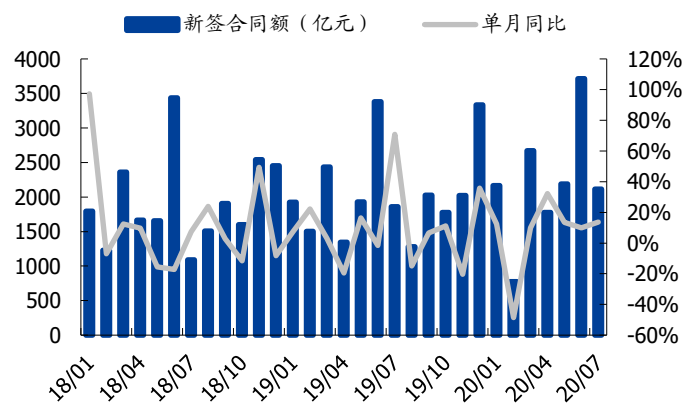
7月新签订单持续回暖。公司2020年1-7月份新签订单15409亿元，同增7.2%，增速较上月提升1个pct，增速自2月后持续回暖，其中7月单月新签2115亿元，同增13.7%。分业务看，1-7月新签房建订单同比增长5%，较上月提速2.4个pct；新签基建订单同比增长17%，较上月放缓6.6个pct。分地域看，1-7月境内新签订单增长7.1%，较上月加速1.9个pct；境外合同增长7.4%，放缓明显。1-7月份公司房地产业务合约销售额2062亿元，销售面积1148万平方米，分别同比下滑6.6%/4.4%。中海地产1-8月份销售金额2223亿元，同增2.1%，实现逆势增长。

图表 11: 新签合同额及增速



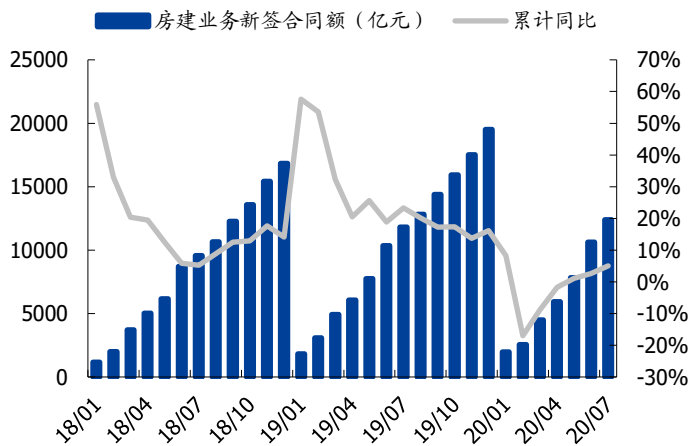
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 12: 单月新签合同额及增速



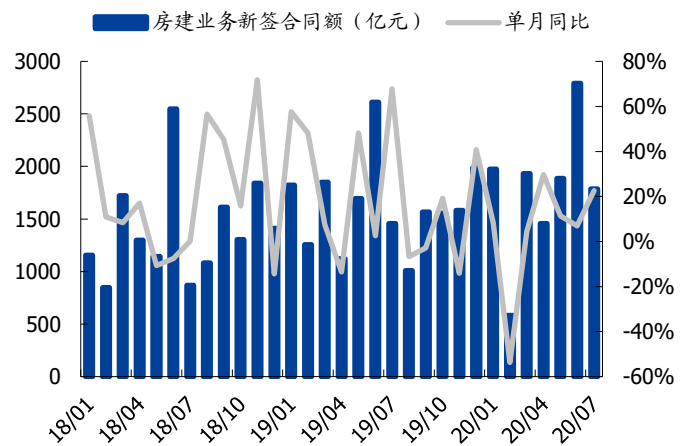
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 13: 房建业务累计新签合同额及增速



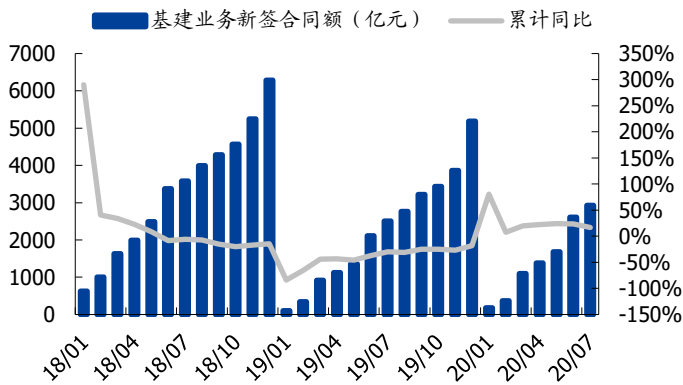
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 14: 房建业务单月新签合同额及增速



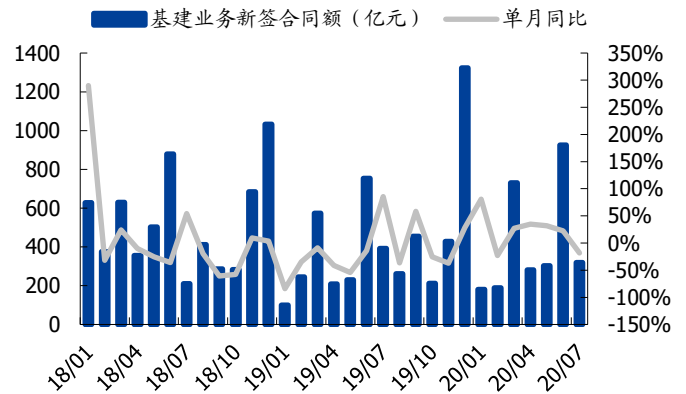
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 15: 基建业务累计新签合同额及增速



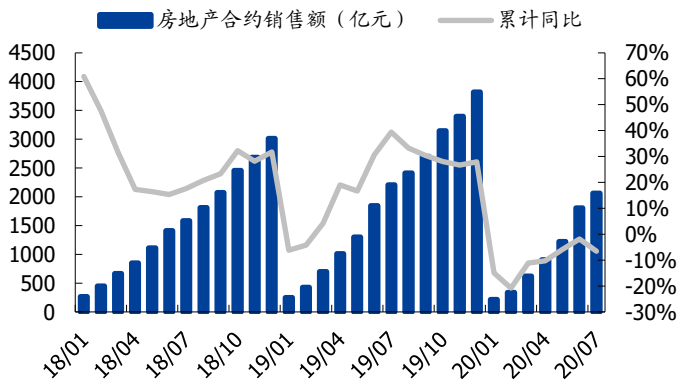
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 16: 基建业务单月新签合同额及增速



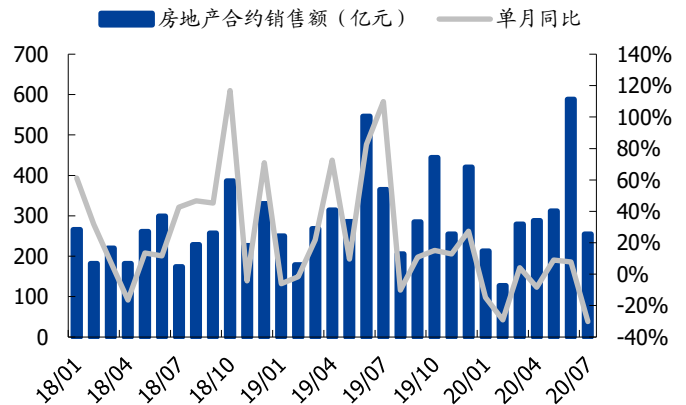
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 17: 地产累计销售额及增速



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 18: 地产单月销售额及增速

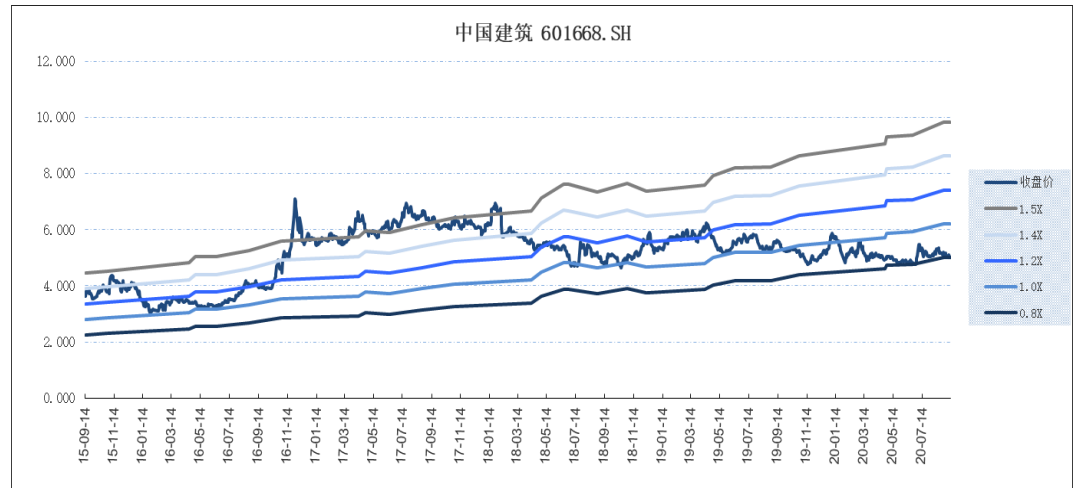


资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

4. 投资建议

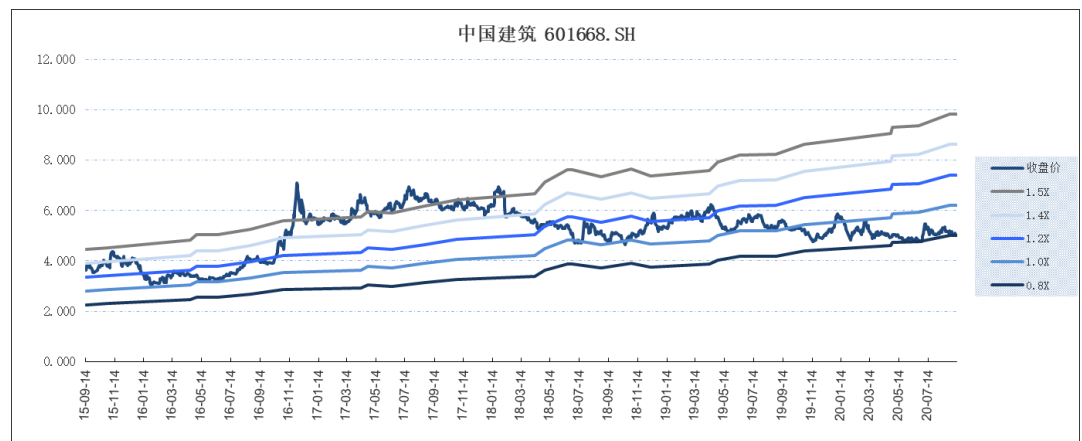
公司当前估值处于历史低位: 截止至 2020 年 9 月 11 日, 公司 PE (ttm) 仅 5.08 倍, PB (lf) 仅 0.79 倍, 均处于近 5 年的最低区间。公司历史 PE (ttm) 最低为 3.9 倍, PB 最低为 0.71 倍, 均出现在 2014 年 6 月。目前公司 PB 仅高于最低点 11%。

图表 19: 中国建筑 PE-band



资料来源: 国盛证券研究所

图表 20: 中国建筑 PB-band



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资建议: 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 460/508/555 亿元, 同比增长 9.9%/10.3%/9.3%, EPS 分别为 1.10/1.21/1.32 元, 当前股价对应 PE 分别为 4.6/4.2/3.8 倍, PB 仅 0.79 倍, 维持“买入”评级。

图表 21: 建筑央企估值情况表

股票简称	PE				PB	最低点 PB
	2019A	2020E	2021E	2022E		
中国建筑	5.0	4.6	4.2	3.8	0.79	0.71
中国铁建	5.8	5.1	4.6	4.2	0.67	0.61
中国中铁	5.7	5.9	5.2	4.7	0.68	0.59
中国交建	6.1	5.7	5.2	4.8	0.62	0.57
中国中冶	8.7	7.7	7.1	6.3	0.78	0.67
中国电建	8.3	7.5	7.0	6.3	0.70	0.61
葛洲坝	5.1	5.2	4.7	4.3	0.89	0.89
中国化学	8.9	8.0	7.0	6.2	0.83	0.81

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 收盘价为 2020 年 9 月 11 日

5. 风险提示

政策变化和 execution 风险、海内外疫情变化风险、项目执行进度不达预期风险、融资环境收紧风险、房地产销售大幅下滑风险。

政策变化和 execution 风险: 当前政策环境宽松, 逆周期调控加强, 基建投资快速回升。但政策可能根据经济具体情况进行调整, 在执行中也可能无法完全贯彻政策意图, 从而造成政策的效果不达预期, 影响基建投资等指标的后续情况。

海内外疫情变化风险: 当前国内疫情基本控制, 部分地区有所反复, 海外疫情仍处于大流行阶段, 部分国家新增病例创新高。全球疫情的走势对于中国外需有重大影响, 从而进一步影响国内政策和经济走势。

项目执行进度不达预期风险: 建筑企业订单执行受到政策、融资、天气、人员等多因素影响, 如果部分因素发生不利变化, 可能导致项目执行进度不达预期, 从而影响收入和利润的确认。

融资环境收紧风险: 上半年社融高增, 贷款、专项债、城投债加快发行, 资金整体充裕。如后续货币政策或金融监管政策发生重大改变, 收紧了融资渠道, 可能造成资金紧张, 影响项目推进。

房地产销售大幅下行: 当前地产投资韧性仍强, 地产销售也在快速恢复, 但如果后续地产调控政策发生变化或者居民收入受到疫情影响, 导致地产销售超预期下滑, 可能对于后续地产投资及整个产业链条发生不利影响。

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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

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：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

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