

中国建筑（601668）深度研究报告

强推（维持）

目标价：6.6元

当前价：5.18元

从装配式角度看公司估值：被低估的价值洼地

- ❖ **装配式产能遥遥领先，技术实力强大。**中国建筑的装配式构件生产业务主要依托中建科工、中国建筑国际、中建科技三个下属机构开展，所生产的构件用于自供及外销，其中，中建科工为全国产值最高的钢结构企业，设计产能148万吨，仅次于鸿路钢构；海龙科技是中国建筑国际的子公司，在广东、安徽、山东、重庆四省拥有七个PC构件生产基地，预计全部达产后产能约165万方；中建科技的装配式业务则更为成熟，可同时承接装配式钢结构工程及装配式混凝土工程。中建科技在全国已布局20个PC工厂，估计产能在300万方以上。另外，西南设计院还下设6个PC和PS生产基地，中建三局、中建四局、中建五局、中建七局、中建设计也均被列为第一批“国家装配式建筑产业基地”。
- ❖ **十年业绩复合增速超20%，建筑龙头稳步前进。**公司上市至今营收规模从2604亿元增长至1.42万亿，归母净利润从57亿增长至419亿，十年复合增速各为18.5%、22.0%，营收增速更是在2019年再创新高，但受毛利率下滑、少数股东损益增加、以及预计负债计提增加影响，利润增速有所下滑，但整体看，公司在万亿体量的基础上仍保持着稳健经营，实属不易。分业务来看，2012年后房建业务占比逐渐降低，基建占比提升，近两年持稳，2019年公司房建、基建、地产开发、勘察设计收入各占总营收61.4%、22.4%、15.3%、0.7%。盈利方面，地产开发毛利率最高，30%左右，其次是勘察设计，一般在18%以上，主业房建和基建毛利率较低，约6%~8%。
- ❖ **装配式重塑成长逻辑，被低估的价值洼地。**公司历史最低PE（TTM）出现在2014年6月，约3.9x，PB约0.7x，也是最低值，当时的大盘同样处于低位，不到2100点。而当前位置，公司PE（TTM）、PB各为5.2x、0.8x，距离最低点仅剩13%~25%的下跌空间，具备较高的安全边际。我们认为，从公司角度来看，主业（传统基建房建）受益于逆周期调节加码，资金与项目都是在持续改善的，装配式业务虽然目前占比较低，但横向对比国内各家企业，公司综合实力强大，龙头地位稳固。从行业角度来看，我们认为装配式是建筑业转型升级的必由之路，商业模式的颠覆将会对行业生态与格局起到重要影响作用。
- ❖ **10亿股激励计划推出，估值修复再添催化。**9月17日，公司公布第四期A股限制性股票计划，计划向不超过2800位激励对象授予不超过10亿股公司股份（占总股本比例不超过2.4%），激励规模进一步扩大。我们复盘了2018年公司第三期A股限制性股票计划实施期间的股价表现，批复日到回购起始日这一区间，即10月15日至12月4日，公司股价上涨了18.86%，而同一时间段内，上证指数、沪深300、建筑指数（申万）的涨跌幅各为+3.81%、+4.52%、+7.39%。我们认为2018年年底公司股价的强势表现一方面是由于逆周期加码，基建相关个股受益，另一方面激励计划也起到了一定催化作用。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：**我们维持预计公司2020-2022年实现归母净利润462.39亿、508.72亿、556.71亿元，EPS各为1.10元、1.21元、1.33元/股，对应PE为5x、4x、4x。公司业绩稳健，抗风险能力较强，装配式建造实力强劲，给予2020年6倍估值，对应目标价6.6元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**基建投资不及预期，装配式业务推进不及预期，地产超预期收紧。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	1,419,837	1,593,961	1,761,132	1,929,610
同比增速(%)	18.4%	12.3%	10.5%	9.6%
归母净利润(百万)	41,881	46,239	50,872	55,671
同比增速(%)	9.5%	10.4%	10.0%	9.4%
每股盈利(元)	1.00	1.10	1.21	1.33
市盈率(倍)	5	5	4	4
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测注：股价为2020年9月22日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：王彬鹏

邮箱：wangbinpeng@hcyjs.com

执业编号：S0360519060002

联系人：王卓星

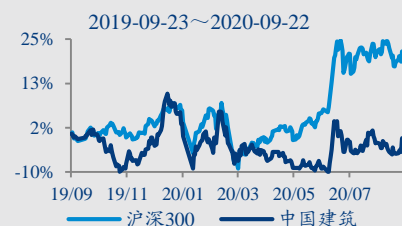
电话：021-20572580

邮箱：wangzhuoxing@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	4,196,507
已上市流通股(万股)	4,125,360
总市值(亿元)	2,173.79
流通市值(亿元)	2,136.94
资产负债率(%)	75.9
每股净资产(元)	6.6
12个月内最高/最低价	5.97/4.75

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《中国建筑（601668）2019年报点评：营收增速创新高，逆周期加码有望催化估值》

2020-04-26

《中国建筑（601668）2020年一季度点评：疫情影响Q1业绩，基建订单发力未来可期》

2020-04-30

《中国建筑（601668）2020年中报点评：业绩稳健毛利提升，工业化建造实力强劲》

2020-08-27

投资主题

报告亮点

我们仔细梳理了公司旗下的装配式资产，无论从构件产能来看还是从承接的项目难度来看，公司都在该领域具备国内顶级的实力，目前的估值并未充分反映公司强大的技术实力以及装配式行业持续向上的景气度。

投资逻辑

公司拥有全国产值最高的钢结构企业以及全资产能最大的 PC 构件生产企业，装配式实力遥遥领先，主业经营稳健，但估值却接近历史低位，当期 PE(TTM)、PB 各为 5.2x、0.8x，距离最低点仅剩 13%~25% 的下跌空间，具备较高的安全边际。另外，公司近期还公布了第四期 A 股限制性计划，激励规模进一步扩大，估值有望再添催化。

关键假设、估值与盈利预测

我们维持预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 462.39 亿、508.72 亿、556.71 亿元，EPS 各为 1.10 元、1.21 元、1.33 元/股，对应 PE 为 5x、4x、4x。公司业绩稳健，抗风险能力较强，装配式建造实力强劲，给予 2020 年 6 倍估值，对应目标价 6.6 元，维持“强推”评级。

目录

一、装配式资产梳理：PC、PS 产能均全国领先.....	5
（一）中建科工.....	5
（二）中国建筑国际.....	6
（三）中建科技.....	6
（四）西南设计研究院及其他.....	7
二、业绩稳健，估值底部，被低估的建筑龙头.....	7
三、10 亿股激励计划推出，估值修复再添催化.....	10
四、盈利预测及估值.....	12
五、风险提示.....	12

图表目录

图表 1	中建科工近三年营业收入	5
图表 2	中建科工近三年订单结构	5
图表 3	2019 年部分钢结构主要指标对比	5
图表 4	海龙科技组织架构及业务范围	6
图表 5	海龙科技基地及产能布局	6
图表 6	中建科技主要下属公司及其主业	7
图表 7	公司上市至今营收及同比增速	8
图表 8	公司上市至今归母净利润及同比增速	8
图表 9	中国建筑 2009 年至今各项业务占比	8
图表 10	中国建筑 2009 年至今各项业务毛利率（%）	8
图表 11	中国建筑 2012 年至今新签订单情况	9
图表 12	中国建筑 2012 年至今 PE（TTM）变化情况	10
图表 13	中国建筑第四期 A 股限制性股票计划	10
图表 14	公司第三期限限制性股票计划实施期间股价变化及大盘走势	12
图表 15	公司第三期限限制性股票计划实施期间股价相对上证指数变化	12
图表 16	公司 2019-2022 年盈利预测及估值	12

一、装配式资产梳理：PC、PS 产能均全国领先

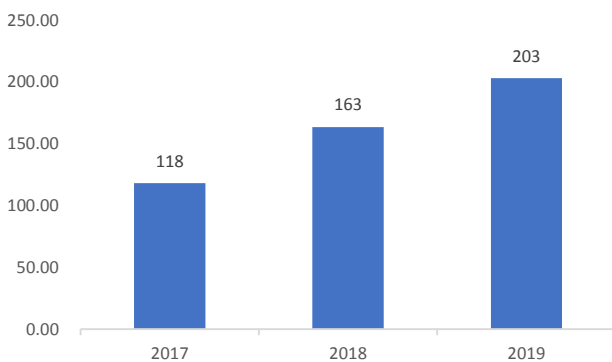
装配式产能遥遥领先，技术实力强大。中国建筑的装配式构件生产业务主要依托中建科工、中国建筑国际、中建科技三个下属机构开展，所生产的构件用于自供和外销，其中，中建科工为全国产值最高的钢结构企业，设计产能 148 万吨，仅次于鸿路钢构；海龙科技是中国建筑国际的子公司，在广东、安徽、山东、重庆四省拥有七个 PC 构件生产基地，预计全部达产后年产能约 165 万方；中建科技的装配式业务则更为成熟，可同时承接钢结构装配式工程及混凝土装配式工程，且均有代表性项目。中建科技在全国已布局了 20 个 PC 工厂，估计产能在 300 万方以上。另外，西南设计院还下设 6 个 PC 和 PS 生产基地，中建三局、中建四局、中建五局、中建七局、中建设计也均被列为第一批“国家装配式建筑产业基地”，中建一局、中建六局、中建东北院入选第二批装配式建筑产业基地。

（一）中建科工

公司钢结构设计产能达 148 万吨，年产值位列全国第一。中建科工是全国最大的钢结构产业集团，由中建三局、中建股份、中建四局、中建二局、中建八局、中建七局等共同出资设立，主营业务包括钢结构设计、构件制作与加工以及现场安装。截止 2019 年末，公司钢结构产品设计产能达到 148 万吨，仅次于鸿路钢构，生产基地主要位于江苏、四川、广东、天津和湖北五地，所生产的构件均用于自给，自给率约 80%，不对外销售。同时，公司还与河钢集团、柳钢集团等上游钢铁企业合作开发装配式产品，开拓市场份额。2019 年，公司实现收入 202.77 亿元，年产值位列全国钢结构企业第一名，净利润 2.87 亿元。

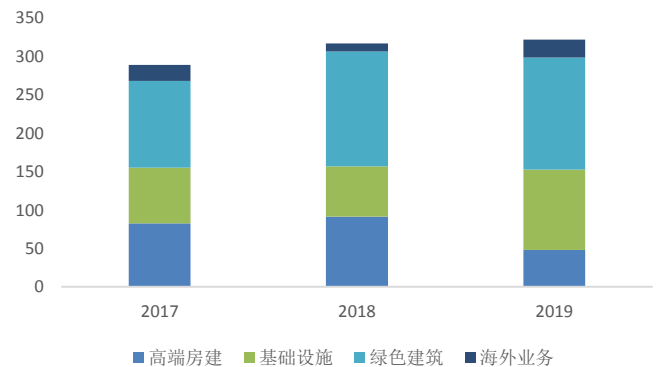
订单类型以绿色建筑、基础设施、高端房建为主。公司 2019 年新签订单 321.4 亿元，其中新签绿色建筑、基础设施、高端房建订单各 146.1 亿元、104.4 亿元、47.9 亿元，占比各为 45%、32%、15%，基础设施订单占比较 2018 年明显扩大。公司是中建股份旗下唯一的钢结构制造企业，实力强劲且股东资源强大，近年来来自系统内的合同占比约 15%~20%。

图表 1 中建科工近三年营业收入



资料来源：中诚信国际《中建科工集团有限公司 2020 年度跟踪评级报告》、华创证券

图表 2 中建科工近三年订单结构



资料来源：中诚信国际《中建科工集团有限公司 2020 年度跟踪评级报告》、华创证券

图表 3 2019 年部分钢结构主要指标对比

	新签订单额	营业收入	净利润	产能/产量 (万吨)
精工钢构	140.4	102.35	4.00	77.26 (产量)
鸿路钢构	149.4	107.55	5.59	240
杭萧钢构	85.7	66.33	4.69	56.4 (产量)
中建科工	321.3	202.77	2.87	148

资料来源：中诚信国际《中建科工集团有限公司 2020 年度跟踪评级报告》、公司年报、华创证券

（二）中国建筑国际

七大生产基地合计产能 165 万方。中国建筑国际是中建旗下承接香港建筑业务的重要子公司，主要业务分为投资建造、运营管理、产业导入及装配建筑四类，其中，装配建筑是依托旗下的“海龙建筑科技有限公司”开展。海龙科技于 1998 年进入香港市场，并在 2012-2013 年开始拓展内地装配式建筑业务。公司装配式建筑技术主要应用于工程承包、工程投融资、房地产开发、产业园开发、集成服务五大领域，产品品类包括住宅、酒店、写字楼、厂房、医院、学校等房建工程及桥梁、道路、隧道、地铁等基建工程。公司在广东、安徽、山东、重庆四省拥有七个生产基地，46 条生产线，预计全部达产后年产能约 165 万方。

图表 4 海龙科技组织架构及业务范围



资料来源：公司官网、华创证券

图表 5 海龙科技基地及产能布局

中建海龙基地及产能布局		
广东海龙	深圳基地	成立于 1993 年，现有生产线 4 条，年产能 10 万 m3 混凝土
	珠海基地	于 2019 年投产，设计有生产线 9 条，年产能 20 万 m3 混凝土
	海南基地	于 2020 年试生产，设计有生产线 7 条，年产能 20 万 m3 混凝土
安徽海龙	合肥基地	成立于 2013 年，现有生产线 8 条，年产能 30 万 m3 混凝土
	宿州基地	成立于 2017 年，现有生产线 4 条，年产能 15 万 m3 混凝土
山东海龙	济宁基地	成立于 2016 年，现有设计生产线 10 条，年产能 40 万 m3 混凝土
重庆海龙	重庆基地	成立于 2018 年，现有设计生产线 4 条，年产能 30 万 m3 混凝土
合计	7 个生产基地，46 条生产线，全部达产后年产能 165 万 m3 混凝土	

资料来源：公司官网、华创证券

（三）中建科技

预计 PC 产能达 300 万方。中建科技由中建股份 100% 持股并直接管理，在全国 15 个省（直辖市）设立了下属公司，已投资建设 20 个 PC 工厂，按单个工厂 15 万方的产能计算，预计合计产能达 300 万方。中建科技是国内装配式的龙头企业，公司技术实力强劲，PC 和 PS 领域均有代表性项目。以深圳分公司为例，其承接的裕璟幸福家园是深圳

市装配整体式剪力墙结构预制率、装配率最高的项目，坪山高新区综合服务中心是全国首个 EPC 装配式钢结构酒店会展综合体，建筑主体结构采用全钢结构，兰州市兰泰苹果园棚户区改造是西北首个纯钢结构住宅项目。

图表 6 中建科技主要下属公司及其主业

下属公司名称	主业类型
深圳分公司	EPC
华东分公司	EPC
山东分公司	EPC
贵州分公司	EPC-下设 PC 厂，产能 30 万方
四川分公司	EPC
雄安分公司	技术开发、技术服务、技术咨询、技术推广
天津分公司	集投资、科研、设计、加工、建造、运营、服务于一体的新型科技公司
成都公司	EPC-下设 PC 厂，产能 20 万方
北京公司	EPC
长春公司	EPC-下设 PC 厂，产能 15 万方
徐州公司	EPC-下设 PC 厂，产能 15 万方
绵阳公司	EPC-下设 PC 厂，产能 15 万方
上海公司	EPC
集成建筑	专注于集成与模块化建筑领域的专业化公司
绵阳科发管廊	PPP 项目公司-国内最大规模的全分片预制装配式综合管廊项目，国内首例采用分片预制装配建造并采用新型防水材料的地下综合管廊

资料来源：公司官网、华创证券

（四）西南设计研究院及其他

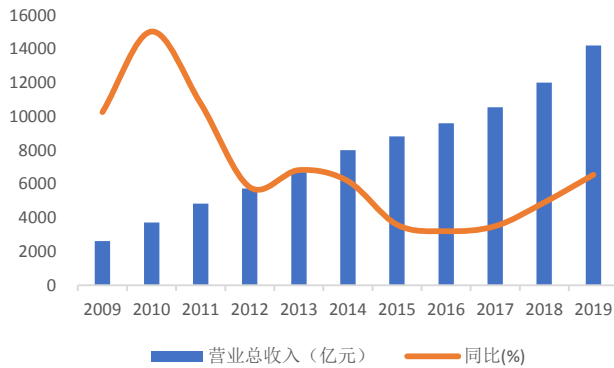
- 中建西南院由中建全资控股，是国内成立时间最早、专业最全、规模最大的国有甲级建筑设计院之一，业务范围涵盖设计咨询、工程承包和投资三大板块。西南院是全国第一批装配式建筑产业基地，下设 6 个预制 PC 及 PS 生产基地，总设计产能 130 万 m³。
- 中建三局下设 10 家装配式 PC 构件厂，截止 2017 年末，2 家已经投产，8 家正在推进，计划布局 17 家。
- 除以上五家企业外，中建四局、中建五局、中建七局、中建设计也均被列为“国家装配式建筑产业基地”。
- 2020 年 9 月，住建部公布第二批装配式建筑范例城市产业基地名单，中建一局、中建六局、中建东北院位列其中。

二、业绩稳健，估值底部，被低估的建筑龙头

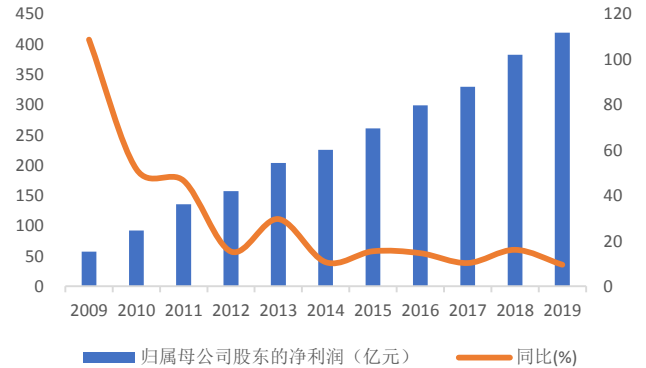
十年业绩复合增速超 20%，建筑龙头稳步前进。公司上市至今营收规模从 2604 亿元增长至 1.42 万亿，归母净利润从 57 亿增长至 419 亿，十年复合增速各为 18.5%、22.0%，营收增速更是在 2019 年再创新高，但受毛利率下滑、少数股东损益增加、以及预计负债计提增加影响，利润增速有所下滑，但整体看，公司在万亿体量的基础上仍保持着稳健经营，实属不易。分业务来看，2012 年后房建业务占比逐渐降低，基建占比提升，近两年持稳，2019 年公司房建、基建、地产开发、勘察设计收入各占总营收 61.4%、22.4%、15.3%、0.7%。盈利方面，地产开发毛利率最高，

30%左右，其次是勘察设计，一般在 18%以上，主业房建和基建毛利率较低，约 6%~8%。

图表 7 公司上市至今营收及同比增速



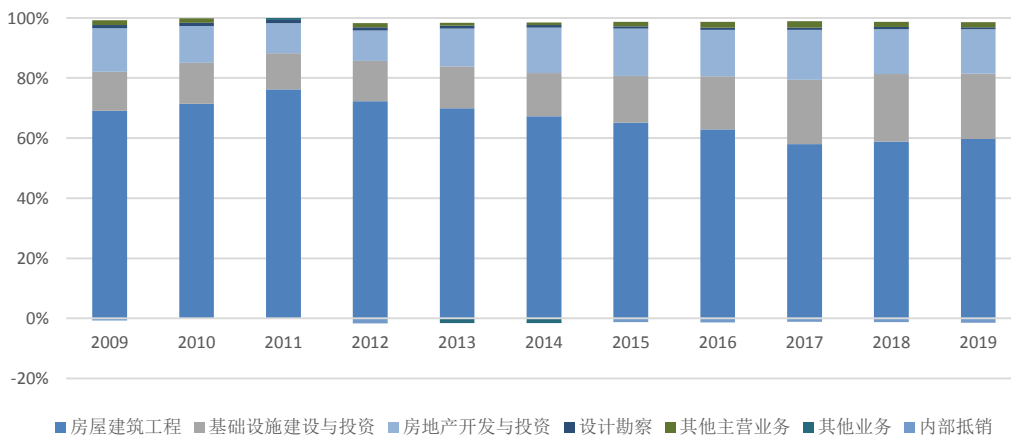
图表 8 公司上市至今归母净利润及同比增速



资料来源: wind、华创证券

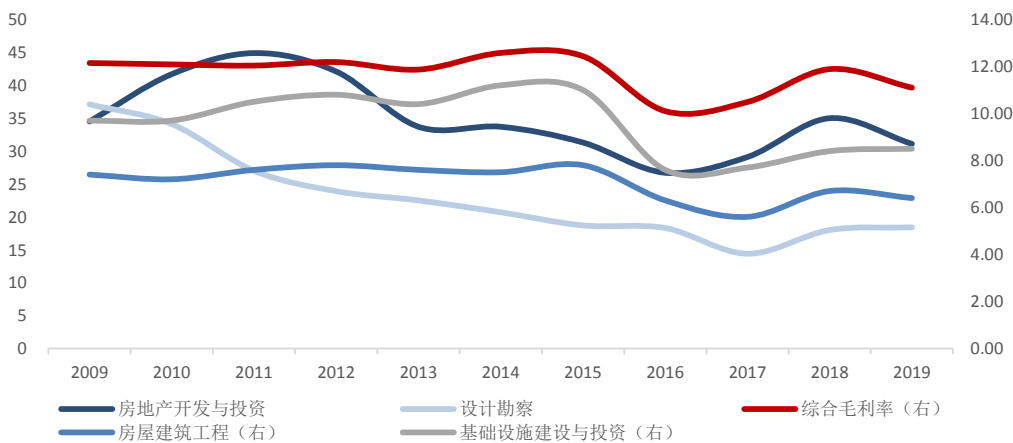
资料来源: wind、华创证券

图表 9 中国建筑 2009 年至今各项业务占比



资料来源: wind、华创证券

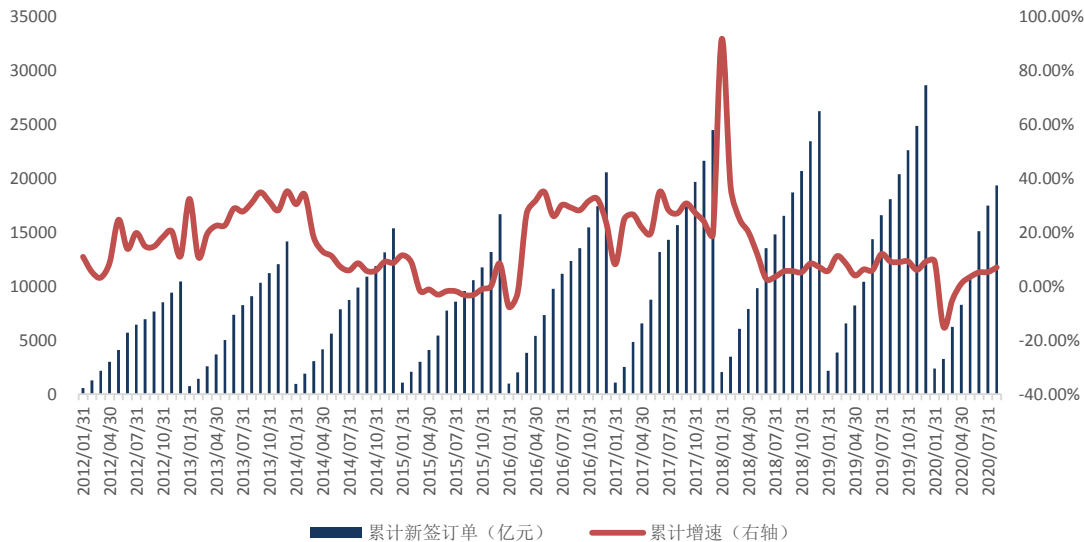
图表 10 中国建筑 2009 年至今各项业务毛利率 (%)



资料来源: wind、华创证券

订单方面，受益于2018年下半年以来的逆周期调节持续加码，公司新签订单增速缓慢回升，尽管20Q1受疫情影响新签订单节奏放缓，但Q2-Q3已显著回暖，截止8月末，公司今年新签订单1.93万亿，同比+7.0%，其中8月新签订单1872亿元，同比+25.8%。分业务类型看，基建订单同比+19.5%，房建订单同比+5.8%，勘察设计同比+11.8%，地产销售额同比-1.1%。

图表 11 中国建筑 2012 年至今新签订单情况



资料来源：wind、华创证券

装配式重塑成长逻辑，被低估的价值洼地。公司历史最低PE（TTM）出现在2014年6月，约3.9x，PB约0.7x，也是最低值，当时的大盘同样处于低位，不到2100点。而当前位置，公司PE（TTM）、PB各为5.2x、0.8x，距离最低点仅剩13%~25%的下跌空间，具备较高的安全边际。我们认为，从公司角度来看，主业（传统基建房建）受益于逆周期调节加码，资金与项目都是在持续改善的，装配式业务虽然目前占比较低，但横向对比国内各家企业，公司综合实力强大，龙头地位稳固。而从行业角度来看，我们认为装配式是建筑业转型升级的必由之路，商业模式的颠覆将会对于行业生态与格局起到重要影响作用：

- 1) 标准化生产有利于扩大规模效应，从而改变传统建筑业集中度较低的竞争格局；
- 2) “工厂预制构件+现场安装”的模式大大缩短了项目工期，料企业的现金流及周转都将随之改善；
- 3) EPC模式料仍将继续推广，但各环节间的专业壁垒更高，先发优势和技术优势会筑起更高的护城河。

图表 12 中国建筑 2012 年至今 PE (TTM) 变化情况


资料来源: wind、华创证券

三、10 亿股激励计划推出，估值修复再添催化

9 月 17 日，公司公布第四期 A 股限制性股票计划，计划向不超过 2800 位激励对象授予不超过 10 亿股公司股份（占总股本比例不超过 2.4%），激励规模进一步扩大。本次限制性股票的限售期为授予之日起的 2 年内，解锁期为限售期满的 3 年内，解锁前一年度业绩需满足：1）净资产收益率不低于 12%；2）净利润增长率不低于 7%；3）完成经济增加值(EVA)考核目标。

图表 13 中国建筑第四期 A 股限制性股票计划

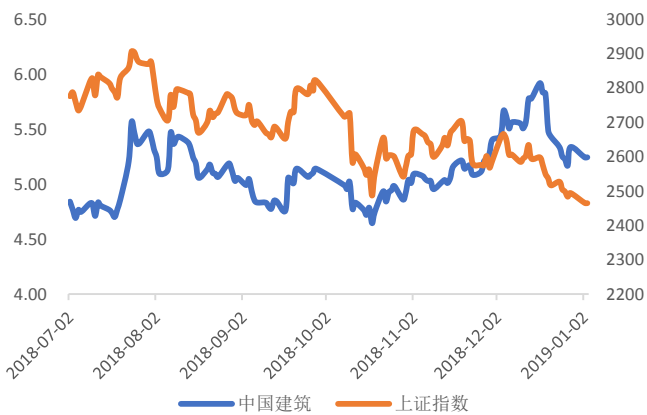
中国建筑第四期 A 股限制性股票计划	
预案公告日	2020-09-18
激励总数(万股/万份)	100,000.00
激励总数占总股本比例(%)	2.3829
有效期(年)	10.00
方案说明	本计划采用限制性股票作为激励工具。计划获授限制性股票的激励对象不超过 2,800 人，授予总股数不超过 10 亿股，授予总股数占公司股本总额的比例不超过 2.4%。授予价格不得低于股票票面金额，且原则上不得低于下列价格较高者：（一）股权激励计划草案公布前 1 个交易日的公司股票交易均价的 60%；（二）股权激励计划草案公布前 20 个交易日的公司股票交易均价的 60%。
激励授予条件	(一)限制性股票授予前一个财务年度,公司业绩达到以下条件:1.净资产收益率不低于 12%;2.净利润增长率不低于 7%;3.完成经济增加值(EVA)考核目标 (二)本公司未发生如下任一情形:1.最近一个会计年度的财务会计报告被注册会计师出具否定意见或者无法表示意见的审计报告;2.最近一个会计年度财务报告内部控制被注册会计师出具否定意见或无法表示意见的审计报告;3.最近 36 个月内出现过未按法律法规,公司章程,公开承诺进行利润分配的情形;4.法律法规规定不得实行股权激励的;5.证监会认定的其他情形 (三)根据绩效考核办法,限制性股票授予前一个财务年度,激励对象个人绩效考核结果达到合格及以上.其中:1.考核结果为良好及以上的激励对象,可以按照 100%的比例进行限制性股票的授予;2.考核结果为合格的激励对象,

中国建筑第四期 A 股限制性股票计划

	<p>可以按照 80% 的比例进行限制性股票的授予;3.考核结果为不合格的激励对象,不得进行限制性股票的授予</p> <p>(四)激励对象未发生如下任一情形:1.最近 12 个月内被证券交易所认定为不适当人选;2.最近 12 个月内被证监会及其派出机构认定为不适当人选;3.最近 12 个月内因重大违法违规行为被证监会及其派出机构行政处罚或者采取市场禁入措施;4.具有《公司法》规定的不得担任公司董事,高级管理人员情形的。</p>
期权行权特别条件	<p>限制性股票解锁前一个财务年度公司业绩达到以下条件:</p> <p>第一批解锁:</p> <p>① <u>净资产收益率</u>: 解锁的上一年度公司净资产收益率不低于 12.0%, 且不低于同行业平均业绩 (或者对标企业 75 分位值) 水平。</p> <p>② <u>净利润复合增长率</u>: 解锁的上一年度公司净利润较授予的上一年度净利润复合增长率不低于 7%, 且不低于同行业平均业绩 (或者对标企业 50 分位值) 水平。</p> <p>③ <u>经济增加值</u>: 完成国务院国资委经济增加值 (EVA) 考核目标。</p> <p>第二批解锁:</p> <p>① <u>净资产收益率</u>: 解锁的上一年度公司净资产收益率不低于 12.2%, 且不低于同行业平均业绩 (或者对标企业 75 分位值) 水平。</p> <p>② <u>净利润复合增长率</u>: 解锁的上一年度公司净利润较授予的上一年度净利润复合增长率不低于 7%, 且不低于同行业平均业绩 (或者对标企业 50 分位值) 水平。</p> <p>③ <u>经济增加值</u>: 完成国务院国资委经济增加值 (EVA) 考核目标。</p> <p>第三批解锁:</p> <p>① <u>净资产收益率</u>: 解锁的上一年度公司净资产收益率不低于 12.5%, 且不低于同行业平均业绩 (或者对标企业 75 分位值) 水平。</p> <p>② <u>净利润复合增长率</u>: 解锁的上一年度公司净利润较授予的上一年度净利润复合增长率不低于 7%, 且不低于同行业平均业绩 (或者对标企业 50 分位值) 水平。</p> <p>③ <u>经济增加值</u>: 完成国务院国资委经济增加值 (EVA) 考核目标。</p>

资料来源: wind、华创证券

激励计划对于公司股价具有一定催化作用。2018 年 7 月 27 日, 公司公布了第三期 A 股限制性股票计划 (草案), 10 月 15 日该计划获国资委批复, 12 月 4 日至次年 1 月 3 日为回购期。公司股价在 10 月 18 日见底, 之后虽然有波动, 但持续跑赢大盘。批复日到回购起始日这一区间, 即 10 月 15 日至 12 月 4 日, 公司股价上涨了 18.86%, 而同一时间段内, 上证指数、沪深 300、建筑指数 (申万) 的涨跌幅各为 +3.81%、+4.52%、+7.39%。我们以“公司股价累计涨跌幅-上证指数累计涨跌幅”这一指标来表示相对变化 (7 月 26 日为区间起点), 可以看到, 该指标在 10 月 15 日为 -0.27%, 12 月 4 日为 13.09%, 最高点达到 20.16% (12 月 17 日, 回购期内)。我们认为 2018 年年底公司股价的强势表现一方面是由于逆周期加码, 基建相关个股受益, 另一方面激励计划也起到了一定催化作用。

图表 14 公司第三期限制性股票计划实施期间股价变化及大盘走势


资料来源: wind、华创证券

图表 15 公司第三期限制性股票计划实施期间股价相对上证指数变化


资料来源: wind、华创证券 (注: 以 7 月 26 日为起点, 以“公司股价的累计涨跌幅-上证指数的累计涨跌幅之差”表示相对变化)

四、盈利预测及估值

我们维持预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 462.39 亿、508.72 亿、556.71 亿元, EPS 各为 1.10 元、1.21 元、1.33 元/股, 对应 PE 为 5x、4x、4x。公司业绩稳健, 抗风险能力较强, 装配式建造实力强劲, 给予 2020 年 6 倍估值, 对应目标价 6.6 元, 维持“强推”评级。

图表 16 公司 2019-2022 年盈利预测及估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	1,419,837	1,593,961	1,761,132	1,929,610
同比增速(%)	18.4%	12.3%	10.5%	9.6%
归母净利润(百万)	41,881	46,239	50,872	55,671
同比增速(%)	9.5%	10.4%	10.0%	9.4%
每股盈利(元)	1.00	1.10	1.21	1.33
市盈率(倍)	5	5	4	4
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源: wind、华创证券预测

五、风险提示

基建投资不及预期, 装配式业务推进不及预期, 地产超预期收紧。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	292,441	333,998	406,312	496,998
应收票据	26,918	30,220	33,389	36,583
应收账款	153,962	165,662	183,036	200,547
预付账款	55,085	61,794	68,162	74,622
存货	578,918	644,752	711,198	778,596
合同资产	150,975	169,490	187,266	205,181
其他流动资产	354,182	397,506	439,103	481,022
流动资产合计	1,461,506	1,633,932	1,841,200	2,068,368
其他长期投资	241,127	261,341	280,747	300,305
长期股权投资	74,917	70,755	73,136	72,246
固定资产	37,554	41,550	46,933	48,524
在建工程	10,086	10,586	10,936	11,657
无形资产	16,409	14,768	13,291	11,962
其他非流动资产	192,853	192,666	192,516	192,397
非流动资产合计	572,946	591,666	617,559	637,091
资产合计	2,034,452	2,225,598	2,458,759	2,705,459
短期借款	28,498	21,860	20,593	22,002
应付票据	7,030	7,887	8,699	9,524
应付账款	493,130	538,067	593,518	649,764
预收款项	450	505	558	612
合同负债	281,790	316,347	349,525	382,962
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	89,017	89,017	89,017	89,017
其他流动负债	245,812	268,405	290,055	312,004
流动负债合计	1,145,727	1,242,088	1,351,965	1,465,885
长期借款	247,800	283,305	314,279	348,593
应付债券	99,597	99,597	99,597	99,597
其他非流动负债	39,492	36,383	36,382	36,383
非流动负债合计	386,889	419,285	450,258	484,573
负债合计	1,532,616	1,661,373	1,802,223	1,950,458
归属母公司所有者权益	277,198	295,233	335,151	378,375
少数股东权益	224,638	268,992	321,385	376,626
所有者权益合计	501,836	564,225	656,536	755,001
负债和股东权益	2,034,452	2,225,598	2,458,759	2,705,459

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-31,554	47,330	60,755	70,977
现金收益	80,164	89,235	98,362	108,818
存货影响	56,049	-65,834	-66,446	-67,398
经营性应收影响	1,565	-19,211	-23,612	-24,164
经营性应付影响	-171,078	45,848	56,317	57,124
其他影响	1,746	-2,708	-3,866	-3,403
投资活动现金流	-19,813	11,161	7,469	12,975
资本支出	-17,529	-13,156	-15,258	-13,023
股权投资	-8,923	4,161	-2,381	890
其他长期资产变化	6,639	20,156	25,108	25,108
融资活动现金流	26,308	-16,934	4,090	6,734
借款增加	43,703	28,866	29,707	35,723
股利及利息支付	-37,387	-32,732	-37,023	-40,702
股东融资	29,815	23,806	25,496	30,432
其他影响	-9,823	-36,874	-14,090	-18,719

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,419,837	1,593,961	1,761,132	1,929,610
营业成本	1,262,226	1,415,965	1,561,890	1,709,905
税金及附加	17,220	20,721	22,014	23,155
销售费用	4,331	4,782	5,283	5,789
管理费用	27,685	30,285	33,462	36,663
研发费用	17,290	22,315	26,417	30,874
财务费用	7,912	8,339	9,094	10,866
信用减值损失	-3,612	-3,500	-4,200	-4,000
资产减值损失	73	-2,500	-3,300	-3,000
公允价值变动收益	-485	-515	-545	-575
投资收益	4,213	4,757	4,757	4,757
其他收益	302	302	302	302
营业利润	83,795	90,197	100,085	109,942
营业外收入	1,294	1,294	1,294	1,294
营业外支出	3,621	500	500	500
利润总额	81,468	90,991	100,879	110,736
所得税	18,263	20,397	22,614	24,824
净利润	63,205	70,594	78,265	85,912
少数股东损益	21,324	24,355	27,393	30,241
归属母公司净利润	41,881	46,239	50,872	55,671
NOPLAT	69,343	77,063	85,321	94,343
EPS(摊薄) (元)	1.00	1.10	1.21	1.33

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	18.4%	12.3%	10.5%	9.6%
EBIT 增长率	2.6%	11.1%	10.7%	10.6%
归母净利润增长率	9.5%	10.4%	10.0%	9.4%
获利能力				
毛利率	11.1%	11.2%	11.3%	11.4%
净利率	4.5%	4.4%	4.4%	4.5%
ROE	8.3%	8.2%	7.7%	7.4%
ROIC	14.4%	13.7%	13.2%	12.7%
偿债能力				
资产负债率	75.3%	74.6%	73.3%	72.1%
债务权益比	100.5%	94.0%	85.3%	78.9%
流动比率	127.6%	131.5%	136.2%	141.1%
速动比率	77.0%	79.6%	83.6%	88.0%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	41	36	36	36
应付账款周转天数	139	131	130	131
存货周转天数	173	156	156	157
每股指标(元)				
每股收益	1.00	1.10	1.21	1.33
每股经营现金流	-0.75	1.13	1.45	1.69
每股净资产	6.61	7.04	7.99	9.02
估值比率				
P/E	5	5	4	4
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	15	13	12	11

建筑建材组团队介绍

组长、首席分析师：王彬鹏

上海财经大学数量经济学硕士，4年建筑工程研究经验，曾就职于招商证券，2019年5月加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第一名。

研究员：王卓星

南京大学金融学硕士。2019年加入华创证券。

助理研究员：郭亚新

南开大学产业经济学硕士。2020年加入华创证券。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500