



2020年03月24日

买入(维持)

当前价： 5.11 元  
 目标价： 6.72-8.96 元

分析师：刘萍

执业编号：S0300517100001

电话：0755-83331495

邮箱：liuping\_bf@y kzq.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	1,199.32	1,357.05	1,442.69	1,560.26
(+/-)	13.8%	13.2%	6.3%	8.1%
归母净利润	38241	42857	47343	52100
(+/-)	16.1%	12.1%	10.5%	10.0%
EPS(元)	0.91	1.02	1.12	1.24
P/E	5.6	5.0	4.5	4.1

资料来源：粤开证券研究院

近期报告

《中国建筑(601668)——【联讯建筑公司点评】Q4 业绩超预期或因地产业务好转及基建企稳》2019-01-18

《中国建筑(601668)——【联讯建筑年报点评】中国建筑(601668)：毛利率显著提升，19 年房建和基建链双收益》2019-04-12

《中国建筑(601668)——【联讯建筑中报点评】中国建筑(601668)：营收高增长，毛利率下行拖累利润增速》2019-08-30

中国建筑(601668.SH)

# 粤开建筑公司深度：中国建筑(601688)质优价廉、增长确定

投资要点

### 中短期看，房地产补库存未结束，房建及地产行业将迎来竣工周期

始于 16 年的这轮周期中，销售去库存及土地补库存已经完成，目前处于第三步建安投资补库存的进行时，从期房销售面积和竣工面积的差值来看，本轮建安投资补库存尚未结束。而竣工周期的到来对行业来说意味着现金流的改善及毛利率的提升可能。

### 中长期看，房地产企业和建筑企业正在走向集中

近年，房地产行业集中度持续上升。从近五年前十大房地产企业合同销售额占总商品房销售额来看，这是一个必然趋势。2014、2015、2016、2017 以及 2018 年前十大房地产企业销售额占比总销售额分别为 15.78%、16.18%、19.87%、24.32%和 25.61%，五年复合增长率为 12.87%，截止 2019 年 11 月，前十大房地产企业市占率已达到 27.29%。

中长期来看，建筑业也正在开始走向集中，按照收入计算的 CR4 目前大约在 18%左右，而按照合同金额计算的 CR4 已经高达 30%；合同作为先行指标，显示未来建筑行业集中度将进一步提升。

### 房建业务绝对龙头地位稳固

公司是房建领域的绝对龙头，根据我们测算，公司房建业务截止 2017 年为止市场份额达到 9.89%，公司拥有房屋建筑特级资质 33 个，截止 2018 年年底，全国房屋建筑特级资质数量 450 个，公司占比约 7.3%，彰显房建行业龙头企业的实力。除此之外，公司在超高层建筑、机场等领域在国内也难逢对手。

### 基建项目特级资质众多，在核电等项目中亮点层出

中国建筑旗下拥有多个工程局，其中多个工程局拥有 3 特资质(拥有 3 个特级资质)，在总的 3 特资质企业占比 28.57%，处于行业的佼佼者。公司在基建行业累计获得 72 项詹天佑奖，仅次于两铁。

### 地产业务为列国内第一梯队

中国建筑地产业务主要由旗下中海地产统一管理，拥有中海地产、中海宏洋、中建地产三大房地产品牌，通过差异化的规划和定位及内部业务协同，使中国建筑的房地产开发与投资业务实现全面覆盖。

公司地产业务经过多年拓展，目前拥有写字楼、酒店、公寓、商业地产等持有型物业在 19 年上半年达 1048 万平方米，同比增长 27.8%，预期未来持有型物业面积还将持续上升。

目前中国建筑旗下地产业务拥有土地储备超过 1.3 亿平米，且 60%集中在一线及省会城市，为地产业务长期发展打下良好基础。



## 7 家甲级勘察设计企业彰显实力，储备众多高学历人才

中国建筑的勘察设计板块主要由 7 家具有甲级设计资质的大型勘察设计企业组成。自 1990 年以来，总共拥有 11 位“全国勘察设计大师”。勘察设计工作人员中，大学本科以上学历的员工占比逐渐上升，已达 61.5%。

## 公司将持续加大研发支出，加强科研能力以及人才储备

公司研发支出一直在稳步提升。2018 年公司研发费用 159.11 亿元，同比增长 28.47%。五年来研发支出占营收比重一直稳步上升，2018 年占营收比重 1.33%。研发项目业内数量第一，自十三五以来，已累计获得国家重大研发计划项目 9 项，居建筑施工企业第一位。近年来，成功研发 3D 打印试验田、废旧混凝土再生等技术。

## 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 13570.5 亿元、14427.0 亿元、15602.7 亿元，同比分别增加 13.20%、6.3%和 8.1%，净利润分别为 428.57 亿元、473.43 亿元和 521.00 亿元，同比分别增长 12.1%、10.5%和 10.0%。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.02、1.12 和 1.24 元，对应的 PE 分别为 5/5/4x。

公司已经树立国内房建领域的绝对龙头地位，地产业务、勘察设计业务均位于国内第一梯队，我们认为公司在资质、研发、经营管理方面均领先于行业，短期看，公司将受益于竣工周期到来的结算加快及地产收入确认，长期看，无论建筑还是地产均有龙头企业集中的趋势，公司保持增长的确定性强，我们认为公司目前估值未能反映公司内在价值，参考海外建筑及龙头地产估值，给予公司 2020 年 6-8 倍 PE，对应合理估值区间 6.72~8.96 元，重申“买入”评级。

## 风险提示：

- 1、新业务订单签订不理想导致收入确认低于预期；
- 2、应收账款风险；
- 3、房地产调控风险；



# 目 录

投资案件	1
投资评级与估值	1
关键假设点：	1
主要投资逻辑	1
股价上涨的催化剂：	1
核心风险提示：	1
一、中国建筑：中国最大的房屋建筑承包商	9
（一）公司简介：建筑工程行业领跑者	9
（二）公司股权：唯一一家中央直管建筑央企	10
（三）公司业务结构：房建占比超过 60%	10
（四）上市以来保持了较好的成长性	12
二、行业发展：地产补库存尚未完成，行业集中度有望提升	13
（一）房地产补库存尚未完成	13
不考虑疫情影响下，20 年地产建筑工程投资增速全年可能依然有 9-12%	14
（二）房地产行业集中度有提升趋势，未来龙头公司市占率将明显提升	14
（三）建筑业也将走向集中	14
三、房建业务优势突出，在市场处于龙头地位	16
（一）公司房建业务稳步发展	16
1、房建业务收入、订单持续较快增长	16
2、特级资质数量占比巨大	17
3、房建业务市场占有率逐年提升	18
4、超高层建筑数量位居中国第一	18
5、在机场航站楼及大型场馆建设中亮点层出	19
（二）公司基建业务不断发展	20
1、公司基建业务收入规模较快增长	20
2、基建业务市场份额	21
3、与基建企业横向对比	21
4、基建资质项目特级资质数量众多	22
5、基建明星亮点项目与重点转型项目	22
6、核电建设成果丰硕	22
7、荣获詹天佑奖项情况	22
（三）房地产开发与投资业务亮点层出	24
1、公司房地产业务收入规模较快增长	24
2、统一管理，多品牌运营	24
3、公司土地储备丰富	26
4、地产存货超六成集中在一线和省会城市	27
5、中海地产实力强劲，位列地产企业第一梯队	28
6、持有型物业面积超过千万平米	30
7、融资成本以及资产负债率低于同行	30
（四）勘察设计业务稳步发展	31
1、公司勘察设计业务平稳发展	31
2、甲级设计资质数量领先同行	31
3、勘察设计订单持续持续增长	31



4、ENR 排名靠前，设计项目亮点层出 .....	31
5、人才储备丰富，高素质人才占比上升 .....	31
四、公司技术与研发在建筑行业领先地位 .....	31
(一) 公司持续加大研发支出投入 .....	31
(二) 授权专利数量逐年上升 .....	31
(三) 技术中心旗下拥有多个研究院 .....	31
(四) 各领域人才储备均逐年增加，科研团队实力强劲 .....	31
(五) 公司 3D 打印技术亮眼，可打印超重大部件以及试验田 .....	31
五、持续推进央企改革 .....	31
(一) 公司已发布三期股权激励政策，第一期已全部解锁 .....	31
(二) 市场化债转股降低杠杆率 .....	31
六、主要财务指标对比 .....	31
七、盈利预测与投资评级 .....	41
相关假设 .....	41
盈利预测及估值： .....	41
风险提示 .....	41

## 图表目录

图表 1：中国建筑发展历程 .....	9
图表 2：特级资质个数 .....	10
图表 3：公司股权结构 .....	10
图表 4：公司收入结构（亿元） .....	11
图表 5：公司收入结构 1H2019 .....	11
图表 6：公司海外收入结构（亿元） .....	11
图表 7：近十年营业收入复合增速 18.50% .....	11
图表 8：近十年净利润复合增速 23.50% .....	11
图表 9：4 年滚动期房面积与竣工面积差值 .....	11
图表 10：土地购置和地产建筑工程投资之间有此消彼长的关系 .....	11
图表 11：土地购置和地产建筑工程投资之间有此消彼长的关系 .....	14
图表 12：2020 年地产建筑工程投资增速测算 .....	14
图表 13：房地产龙头企业市占率上升 .....	14
图表 14：按照收入计算的 CR4 市占率 .....	14
图表 15：按照新签合同金额计算的 CR4 市占率 .....	14
图表 16：房建营业收入与毛利五年增速 .....	16
图表 17：房建业务订单额快速增长 .....	16
图表 18：三家公司近五年毛利率对比 .....	17
图表 19：房屋建筑特级资质数量对比 .....	17
图表 20：房建业务市场占有率 .....	18
图表 21：北京第一高楼中国尊项目 .....	18
图表 22：平安金融中心 .....	18



图表 23 : 中国前十大高楼.....	19
图表 24 : 深圳国际会展中心.....	19
图表 25 : 北京大兴国际机场.....	19
图表 26 : 基建营业收入与毛利润同比增速.....	20
图表 27 : 基建业务占公司收入的比例持续提升.....	20
图表 28 : 基建营业收入与毛利润同比增速.....	20
图表 29 : 基建业务市占率.....	20
图表 30 : 基建业务毛利率对比.....	20
图表 31 : 三特级资质企业名单.....	20
图表 32 : 云南华丽高速公路营盘山隧道.....	20
图表 33 : 济青高铁.....	20
图表 34 : 中国建筑参与建设的十个核电站.....	20
图表 35 : 图表 37 : 核电业务贡献.....	20
图表 36 : 获奖情况.....	20
图表 37 : 近五年营业总收入与毛利润增速.....	20
图表 38 : 近五年营业总收入与毛利润增速.....	20
图表 39 : 股权结构图.....	20
图表 40 : 土地储备量同比增长.....	20
图表 41 : 近五年土地储备 ( 万平方米 ) .....	20
图表 42 : 三大地产土地储备占比.....	20
图表 43 : 地产存货区域分布.....	20
图表 44 : 图表 46 : 地产存货区域分布.....	20
图表 45 : 四大房地产企业毛利率对比.....	20
图表 46 : 四大房地产企业净利率对比.....	20
图表 47 : 中国海外发展有限公司市场占有率.....	30
图表 48 : 持有型物业面积.....	30
图表 49 : 利息支出/有息负债低于同行.....	30
图表 50 : 资产负债率.....	30
图表 51 : 设计勘察收入占比.....	30
图表 52 : 勘察设计营业总收入与毛利增速.....	30
图表 53 : 甲级资质数量对比.....	30
图表 54 : 勘察设计订单.....	30
图表 55 : 烟台机场.....	30
图表 56 : 成都双流机场 T2 航站楼.....	30
图表 57 : 大学本科以上学历员工占比.....	30
图表 58 : 研发支出情况.....	30
图表 59 : 图表 62 : 授权专利数量稳定上升.....	30
图表 60 : 授权专利数量位居行业第一.....	30
图表 61 : 图表 64 : 研发中心组织架构.....	30



图表 62 : 各领域方面人才储备每年增加.....	31
图表 63 : 图表 66 : 公司拥有多位高级研发人员.....	31
图表 64 : 股权激励计划时间表.....	31
图表 65 : 中国建筑毛利率.....	39
图表 66 : 中国建筑净利率.....	39
图表 67 : ROE.....	40
图表 68 : 期间费用率.....	40
图表 69 : 经营净现金/营业收入.....	40
图表 70 : 资产负债率.....	40
图表 71 : 存货周转率.....	40
图表 72 : 总资产周转率.....	40
图表 73 : PE-BAND 中国建筑 ( 601668.SH ) .....	41
图表 74 : 附录 : 公司财务预测表 ( 百万元 ) .....	41



## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 13570.5 亿元、14427.0 亿元、15602.7 亿元，同比分别增加 13.20%、6.3%和 8.1%；净利润分别为 428.57 亿元、473.43 亿元和 521.00 亿元，同比分别增长 12.1%、10.5%和 10.0%。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.02、1.12 和 1.24 元，对应的 PE 分别为 5/5/4x。

公司已经树立国内房建领域的绝对龙头地位，地产业务、勘察设计业务均位于国内第一梯队，我们认为公司在资质、研发、经营管理方面均领先于行业，短期看，公司将受益于竣工周期到来的结算加快及地产收入确认，长期看，无论建筑还是地产均有龙头企业集中的趋势，公司保持增长的确定性高，我们认为公司目前估值未能反映公司内在价值，参考海外建筑及龙头地产估值，给予公司 2020 年 6-8 倍 PE，对应合理估值区间 6.72~8.96 元，重申“买入”评级。

### 关键假设点：

假设一：根据公司历史订单结转情况及新签订单情况，我们预计公司 2019-2021 年收入增速分别为 13.20%、6.3%和 8.1%；

假设二：预计 2019-2021 年综合毛利率分别为 11.60%、11.72%和 11.75%；

### 主要投资逻辑

**行业层面，中短期看，我们认为房地产补库存尚未完成。**在我们的研究框架中，一个完整的地产小周期要经历 3 个过程：1、销售火爆去库存；2、土地补库存；3、建安投资补库存。

始于 16 年的这轮周期中，前两个过程已经完成，目前处于第三步建安投资补库存的进行时，从期房销售面积和竣工面积的差值来看，本轮建安投资补库存尚未结束。而竣工周期的到来对行业来说意味着现金流的改善及毛利率的提升可能。

中长期看，房地产行业正趋于走向集中，而建筑业也正在走向集中，而工业化的趋势也将促进行业的科技发展，有研发优势的企业将构建更高护城河。

#### 从公司层面看，技术研发、人才储备、施工资质、充足订单将推动公司持续发展

公司注重研发，2018 年公司研发费用 159.11 亿元，同比增长 28.47%，技术中心旗下拥有多个研究院，自“十三五”以来，已累计获得国家重大研发计划项目 9 项，居建筑施工企业第一位。2018 年公司主编 6 项全文强制性国家技术标准，评选出 74 项中建集团工法，获专利授权 4,435 项（发明专利 446 项），同比增长 21.77%，18 年获授权专利数量处于同行领先。

公司共拥有研发人员近 7000 人，博士近两百人。仅技术中心本部即拥有高级研发人员共 200 人，其中，行业内知名专家、学术带头人 40 名，拥有博士学位以上的高级研究人员 45 名。此外，聘请了 4 名工程院院士作为高端顾问团队，聘任了 20 余名国内外一流高校、科研机构的专家学者作为兼职教授，参与研发工作。

公司共拥有特级资质企业 37 家、特级资质 63 个，其中房屋建筑特级资质 32 个，公路工程特级资质 9 个，市政公用特级资质 19 个，化工石油特级资质 2 个，港口与



航道特级资质 1 个。在资质方面处于行业领先，成为巨大优势。

公司房建业务在手订单充裕助力未来业绩增长，积极抢占市场机遇。在经历了 15 年房地产市场低谷后，订单增长逐渐迎来复苏，在 18 年大幅上升。5 年 CAGR 达到 10.20%，2018 年全年新签合同额 16,801 亿元，同比增长 13.9%，预期未来还将获得持续增长。

## 股价上涨的催化剂：

- 1、**业绩超预期增长** 随着地产竣工周期的来临，公司房建业务的竣工结算有望加快，从而改善公司毛利率及现金流，而公司的地产业务有望迎来较快增长；公司业绩有超预期可能；
- 2、**国企改革持续推进**：公司是国企改革试点单位，也是最早推出股权激励的建筑央企之一，随着改革的持续推进，公司的经验效率及盈利能力还有提升空间，ROE 的提升也利于估值的提升。
- 3、**稳增长的持续推进及融资环境的改善**：促基建投资及稳地产投资是今年稳增长的必要手段，目前包括土地流转、“新基建”、“交通强国”等政策导向均显示政策将投资作为主要抓手，公司作为房建、基建、及地产的三重龙头，有望受益政策的推进。

## 核心风险提示：

- 1、基建业务订单签订增速下滑；
- 2、应收账款风险；
- 3、房地产调控风险；



## 一、中国建筑：中国最大的房屋建筑承包商

### (一) 公司简介：建筑工程行业领跑者

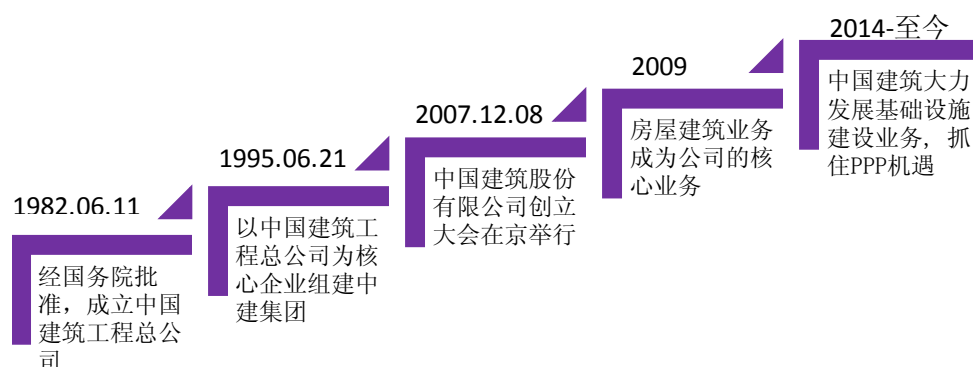
中国建筑股份有限公司(简称中国建筑)于2007年12月6日由中国建筑工程总公司、中国石油天然气集团公司、宝钢集团有限公司和中国中化集团公司作为发起人共同发起设立的股份有限公司。于2009年7月29日在上海证券交易所挂牌交易。

中国建筑股份有限公司是一家专业化经营历史最久、市场化经营最早、一体化程度最高的投资建设集团，在房屋建筑工程、基础设施建设与投资、房地产开发与投资、勘察设计等领域居行业领先地位。公司共拥有特级资质企业38家、特级资质64个，其中房屋建筑特级资质33个，公路工程特级资质9个，市政公用特级资质19个，化工石油特级资质2个，港口与航道特级资质1个。

公司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，具有全国布局的综合设计能力、施工能力和土地开发能力。

公司历史发展分为三个阶段。第一阶段，1982年6月11日，经国务院批准，成立中国建筑工程总公司，享有独立经营的自主权和独立法人资格。第二阶段，1995年6月21日，经国家经济贸易委员会批准，以中国建筑工程总公司为核心企业组建中建集团。第三阶段，2007年12月8日，中国建筑股份有限公司创立大会在京举行，标志着中建总公司整体重组改制顺利完成。第四阶段，从上市以来，房屋建筑工程收入占比一直超过百分之70%，房屋建筑业务成为公司的核心业务。第五阶段，自2014年以来中国建筑开始大力发展基础设施建设业务，其业务增长速度变快，截止2018年，基建业务收入占比超过23%。并且公司紧跟国家政策向导，抓住PPP机遇，截至2018年底，公司在施PPP项目309个，计划投资额4,450亿元，累计完成投资额1,113亿元，PPP业务涉及领域包括交通运输、水利建设、生态建设和环境保护、市政工程、综合管廊、城镇综合建设等。

**图表1：中国建筑发展历程**



资料来源：公司年报，粤开证券研究院

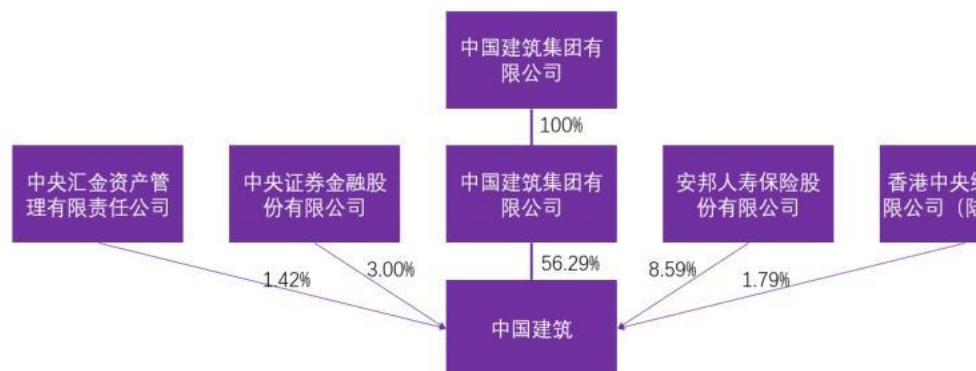

**图表2：特级资质个数**

特级资质(种类)	个数
房屋建筑特级资质	33
公路工程特级资质	9
市政公用特级资质	19
化工石油特级资质	2
港口与航道特级资质	1

资料来源：wind、粤开证券研究院

## (二) 公司股权：唯一一家中央直管建筑央企

中国建筑股份有限公司是我国建筑领域唯一一家由中央直接管理的国有央企，股权结构稳定。中国建筑集团有限公司近五年来持股比例一直在 56%以上，控股比例过半，为实际控制人，而中国建筑集团有限公司由国有资产监督管理委员会直接 100%控股；此外第二大股东为安邦人寿保险股份有限公司，通过二级市场购买中国建筑 11.06%的股份。之后有三家公司均持有中国建筑 1%以上的股份，分别为中国证券金融股份有限公司、香港中央结算有限公司(陆股通)和中央汇金资产管理有限责任公司持有 3%、1.68%和 1.42%的股份。前十大股东中除实际控制人之外，其他九家控股公司均为基金、证券、保险等投资公司。

**图表3：公司股权结构**


资料来源：wind，粤开证券研究院

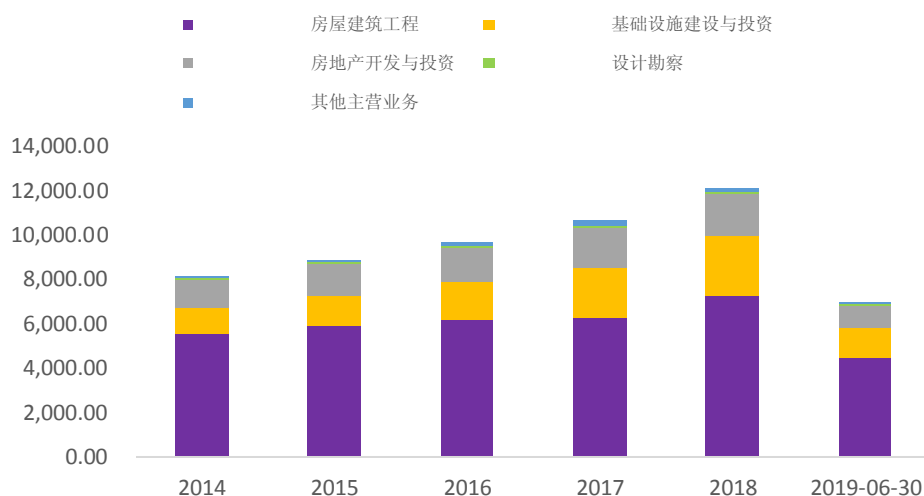
## (三) 公司业务结构：房建占比超过 60%

中国建筑营业收入主要来自建筑行业四大细分领域，分别为房屋建筑工程、基础设施建设与投资、房地产开发与投资以及设计勘察。2018 年，房屋工程建设收入占了 60.39%，在公司收入占比最大。基础设施建设与投资、房地产开发与投资以及设计勘察收入分别占比 23.07%、15.35%和 0.79%，还有少量其他主营业务收入占比 1.73%。

2019 年上半年，房屋工程建设收入占比 64.96%，占比有所提升。基础设施建设与投资、房地产开发与投资以及设计勘察收入分别占比 20.50%、14.26%和 0.74%，还有少量其他主营业务收入占比 1.35%。

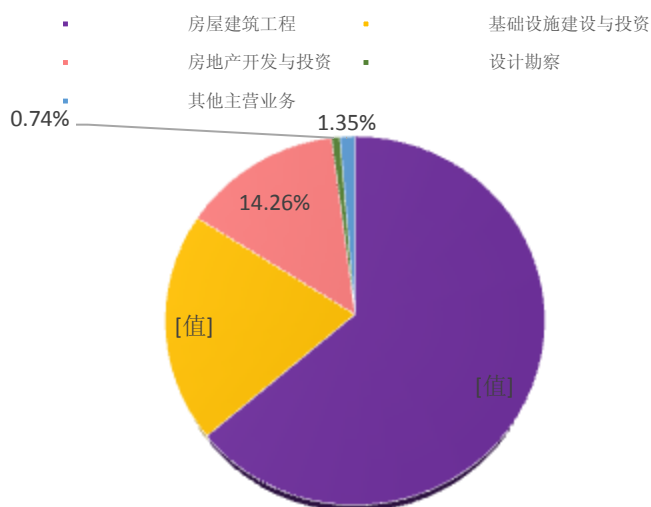


图表4：公司收入结构（亿元）



资料来源：wind，粤开证券研究院

图表5：公司收入结构 1H2019

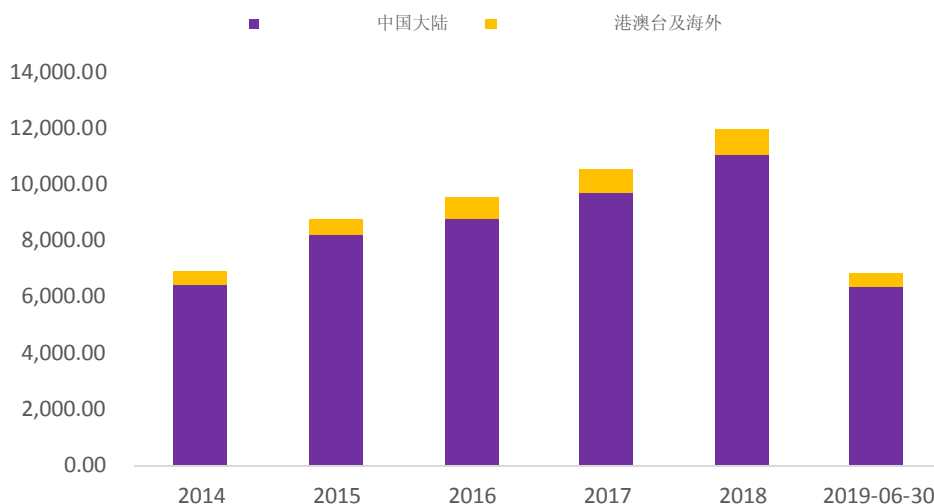


资料来源：wind，粤开证券研究院

从区域划分来看，近五年来，中国建筑在国内外收入结构保持稳定，国内业务收入占了主导地位，而海外业务则占了较小部分的收入。2018年，中国大陆主营业务收入占比92.47%，港澳台及海外收入占比7.53%。2019年上半年，中国大陆主营业务收入占比93.14%，港澳台及海外收入占比6.86%。



图表6：公司海外收入结构（亿元）



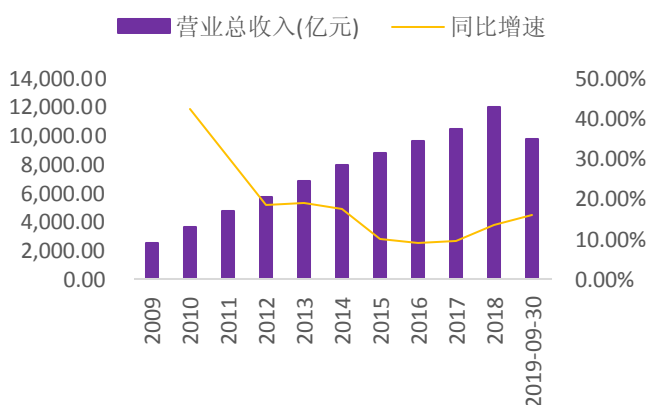
资料来源：wind，粤开证券研究院

#### （四）上市以来保持了较好的成长性

从公司过往的收入和利润增长情况看，大致跟房地产市场周期一致，公司的盈利增速分为三个阶段。第一阶段，2010年以前，收入和归属于母公司净利润保持较高增长。第二阶段，2010年到2014年公司收入增速跟随房地产投资增速的回落而明显回落。第三阶段，2016年后，随着房地产投资的复苏，公司收入与利润增速趋于平稳，2018年有小幅上升趋势。公司2018年营业收入1.20万亿元，同比增长13.78%；净利润382.41亿元，同比增长16.09%。2019年前三季度营业收入0.97万亿元，同比增长16.38%；净利润299.80亿元，同比增长9.82%。公司目标未来营业收入年平均增长9%，海外业务占比10%。

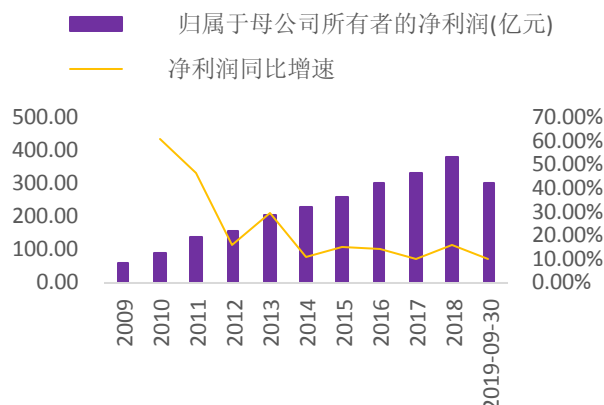
公司10年营业收入复合增速18.5%；净利润复合增速23.5%，收入过万亿，预计2019年净利润将超400亿，是当之无愧的建筑行业龙头。

图表7：近十年营业收入复合增速 18.50%



资料来源：wind，粤开证券研究院

图表8：近十年净利润复合增速 23.50%



资料来源：wind，粤开证券研究院



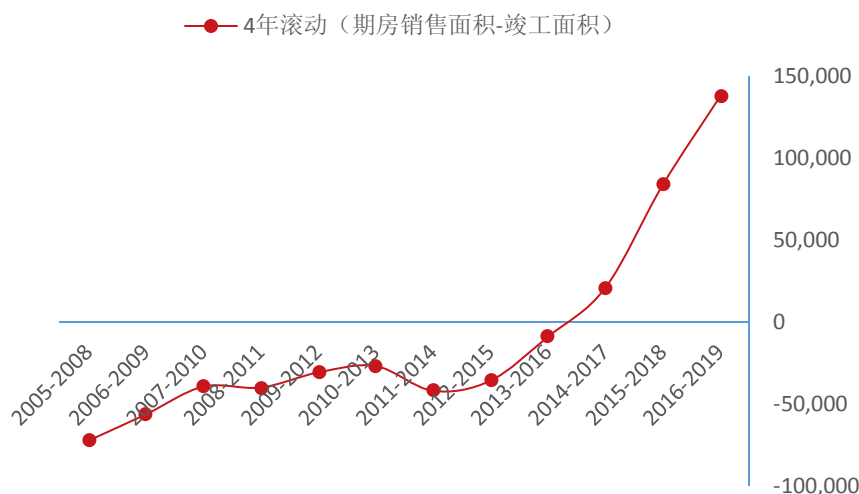
## 二、行业发展：地产补库存尚未完成，行业集中度有望提升

### (一) 房地产补库存尚未完成

在我们的研究框架中,一个完整的地产小周期要经历 3 个过程:1、销售火爆去库存;2、土地补库存;3、建安投资补库存。

始于 16 年的这轮周期中,前两个过程已经完成,目前处于第三步建安投资补库存的进行时,从期房销售面积和竣工面积的差值来看,本轮建安投资补库存尚未结束。

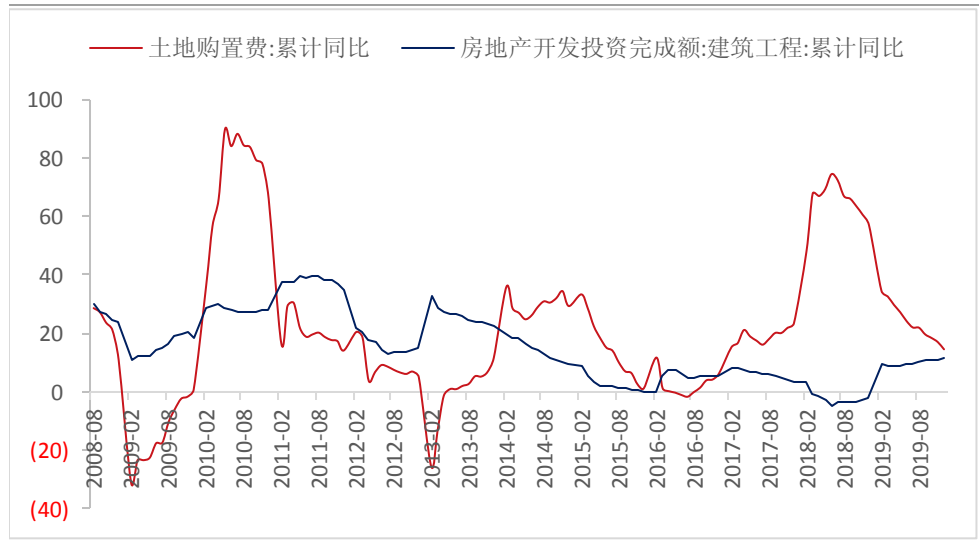
图表9：4 年滚动期房面积与竣工面积差值



资料来源：wind，粤开证券研究院

从历史上来看,房地产投资中,土地购置和建筑工程是一个此消彼长的关系,内在的逻辑也非常容易理解,开发商在资金始终不宽裕的情况下,花钱买地多了就没有多少钱推进建设,如果买地少了,可用于工程建设的资金就多。

图表10：土地购置和地产建筑工程投资之间有此消彼长的关系



资料来源：wind，粤开证券研究院



从土地购置费的先行指标土地成交价款来看，19 年土地成交价款增速已经负增长，从历史规律来看，土地购置费 2020 年大概率将继续下行，我们判断全年增速可能在 0 附近。

**图表11：土地购置和地产建筑工程投资之间有此消彼长的关系**



资料来源：wind，粤开证券研究院

**不考虑疫情影响下，20 年地产建筑工程投资增速全年可能依然有 9-12%**

因为土地购置周期非常好判断，大约为 4 年左右，而根据前面土地成交价款领先土地购置费的走势，2020 年显然还处于 17 年以来土地购置周期的下行阶段，因此今年大概率是一个土地购置的小年。

根据土地购置费和建筑工程投资之间此消彼长的关系，我们大致的一个测算思路是以 7%作为地产投资增速的底线，在不同土地购置费增速情况下测算建安工程投资增速，测算的结果显示 2020 年地产的建安工程投资可能在 8.9%-11.7%左右。

**图表12：2020 年地产建筑工程投资增速测算**

	2019A		2020E						
土地购置费增速%		-25	-20	-15	-10	-5	0	5	10
土地购置	41,675.39	31256.54	33340.31	35424.08	37507.85	39591.62	41675.39	43759.16	45842.93
建筑工程	75248.12	92357.87	90274.10	88190.34	86106.57	84022.80	81939.03	79855.26	77771.49
YOY		22.74	19.97	17.20	14.43	11.66	8.89	6.12	3.35
其它	16984.23	17833.44	17833.44	17833.44	17833.44	17833.44	17833.44	17833.44	17833.44
合计	132194.26	141447.86	141447.86	141447.86	141447.86	141447.86	141447.86	141447.86	141447.86

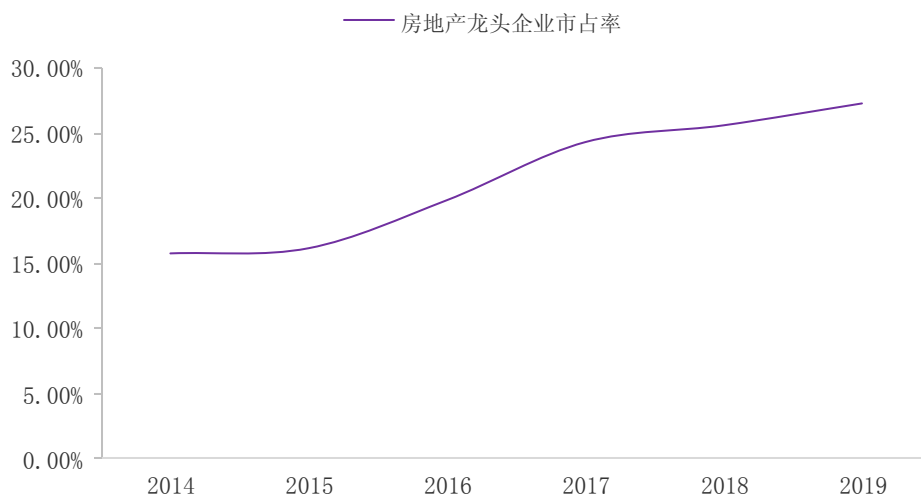
资料来源：wind，粤开证券研究院



## (二) 房地产行业集中度有提升趋势，未来龙头公司市占率将明显提升

近些年来，房地产行业集中度持续上升。从近五年前十大房地产企业合同销售额占总商品房销售额来看，这是一个必然趋势。2014、2015、2016、2017 以及 2018 年前十大房地产企业销售额占比总销售额分别为 15.78%、16.18%、19.87%、24.32%和 25.61%，五年复合增长率为 12.87%。截止 2019 年 11 月，前十大房地产企业市占率已达到 27.29%，这种趋势使我们相信房地产行业集中度有所提升，龙头企业将进一步抢占市场份额。

图表13：房地产龙头企业市占率上升

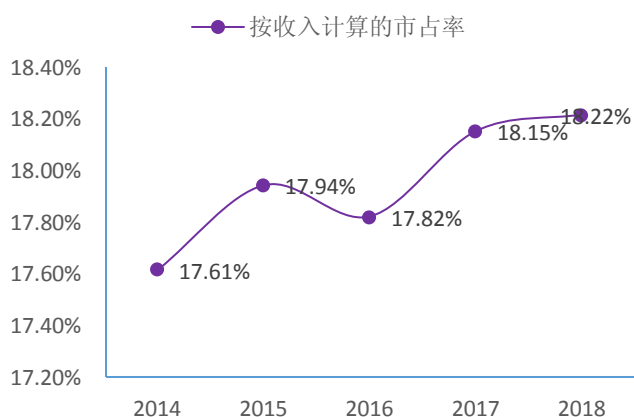


资料来源：Wind，粤开证券研究院

## (三) 建筑业也将走向集中

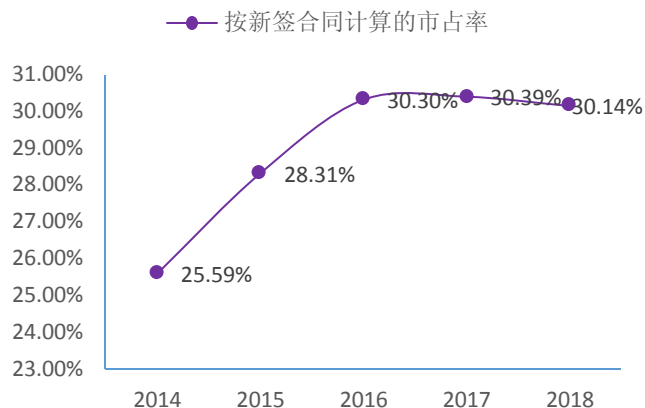
中长期来看，建筑业也正在开始走向集中。按照收入计算的 CR4 目前大约在 18%左右，而按照合同金额计算的 CR4 已经高达 30%；合同作为先行指标，显示未来建筑行业集中度将进一步提升。

图表14：按照收入计算的 CR4 市占率



资料来源：wind，粤开证券研究院

图表15：按照新签合同金额计算的 CR4 市占率



资料来源：wind，粤开证券研究院



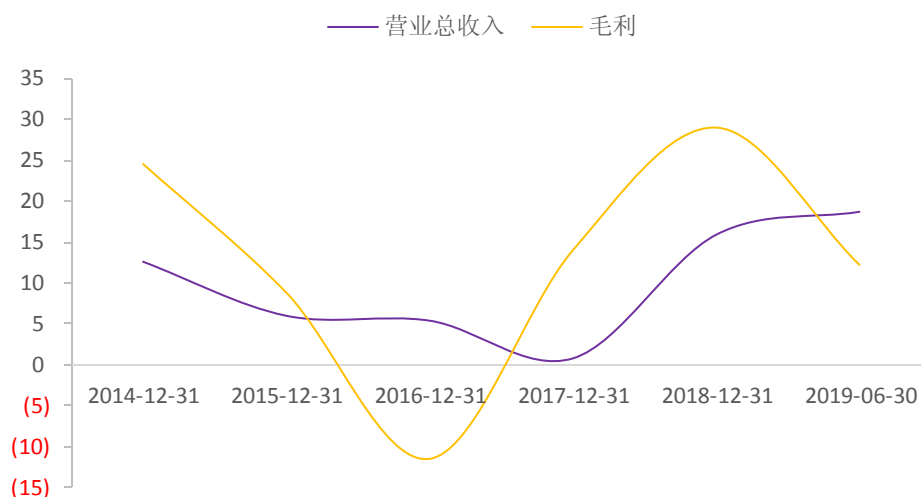
### 三、房建业务优势突出，在市场处于龙头地位

#### (一)、公司房建业务稳步发展

##### 1、房建业务收入、订单持续较快增长

房建业务是公司的基石以及核心业务，2018 年公司总业务份额 60.39% (19 年上半年占 64.96%)。公司房建业务五年收入 CAGR 8.03%，毛利润 CAGR 5.31%。

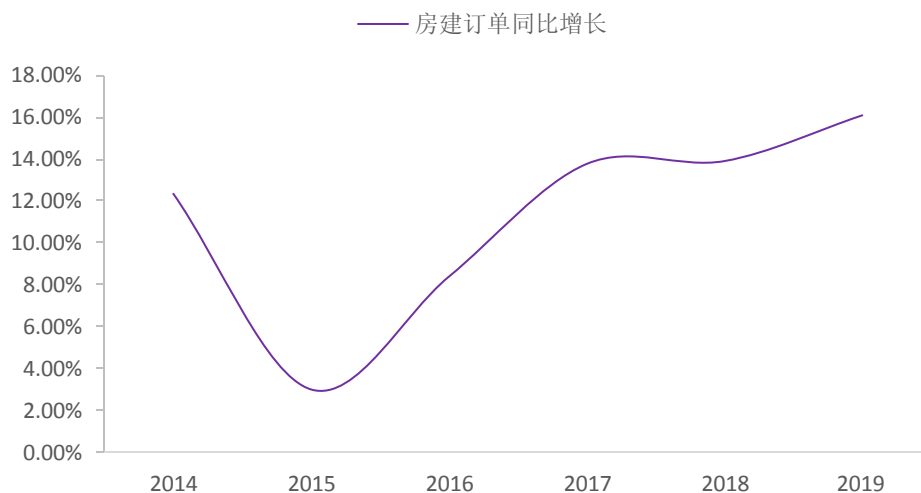
图表16：房建营业收入与毛利五年增速



资料来源：Wind，粤开证券研究院

公司房建业务在手订单充裕助力未来业绩增长，积极抢占市场机遇。在经历了 15 年房地产市场低谷后，订单增长逐渐迎来复苏，在 18 年大幅上升；2019 年新签合同额 19,504 亿元，同比增长 16.09%，六年 CAGR 达到 11.16%。

图表17：房建业务订单额快速增长



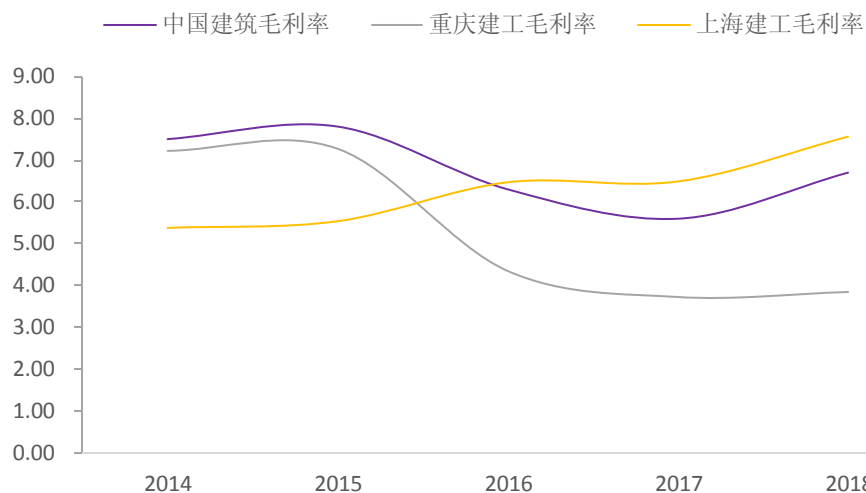
资料来源：公司年报，粤开证券研究院

对标可比公司，中国建筑房建业务毛利率处于行业中上游水平，截止 18 年年底，中



国建筑房建业务毛利率高于重庆建工 ( 3.85% ) , 而略低于上海建工毛利率 ( 7.56% ) 。但是从规模上来看, 这两家建筑公司远不及中国建筑, 重庆建工房建业务 2018 年实现营业收入 3.85 亿元, 而上海建工房建业务 2018 年实现营收 1124.70 亿元, 均远低于中国建筑房建规模。

图表18：三家公司近五年毛利率对比

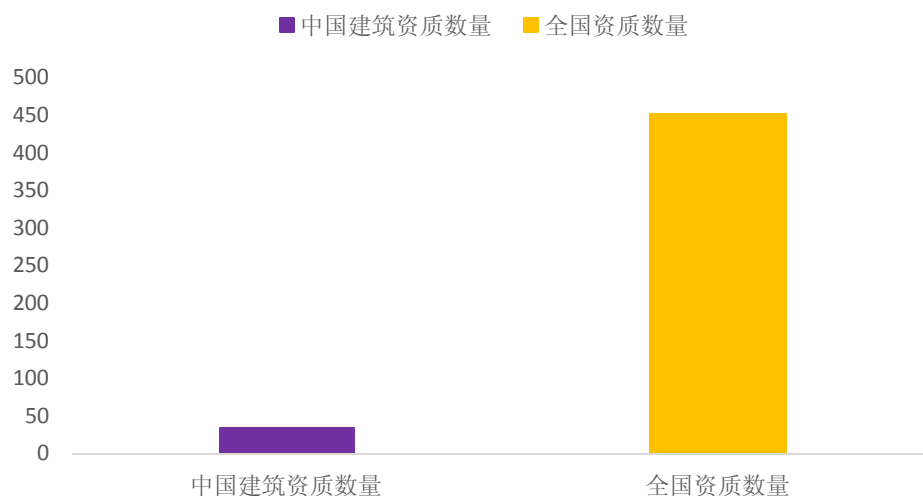


资料来源：Wind，粤开证券研究院

## 2、特级资质数量占比巨大

公司持续贯彻“转型升级”要求，加大获取高等级基础设施资质的力度。截止 2019 年 6 月，公司下属拥有特级资质企业 38 家、特级资质 64 个，其中房屋建筑特级资质 33 个，截止 2018 年年底，全国房屋建筑特级资质数量 450 个，中国建筑占比约 7.3%，彰显房建行业龙头企业的实力。

图表19：房屋建筑特级资质数量对比



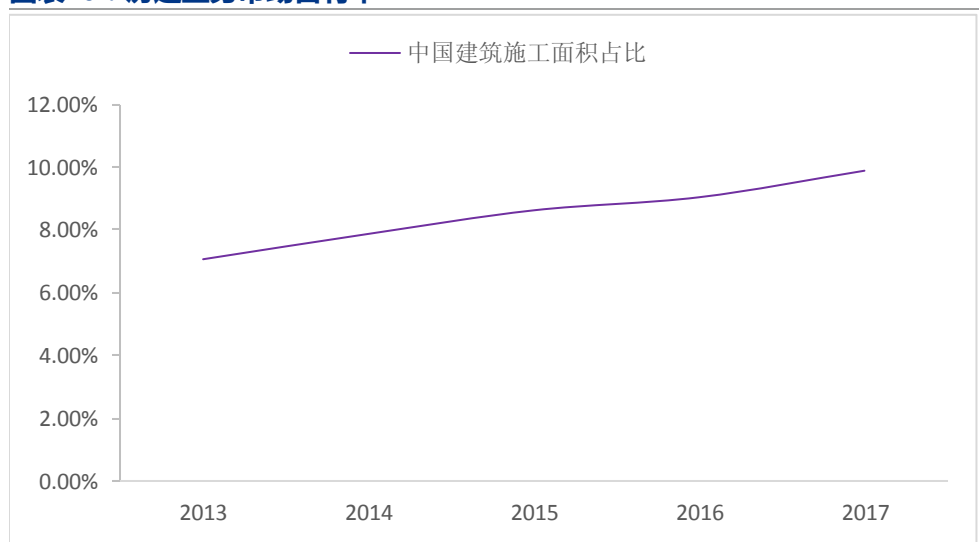
资料来源：Wind，粤开证券研究院



### 3、房建业务市场占有率逐年提升

为了计算房建业务市场占有率,我们依据中国建筑房建业务房施工面积占全国房建施工面积作为测算依据。中国建筑房建业务市场截止 2017 年为止市场份额达到 9.89%,同比增加 0.85 个百分点。随着房地产集中度的持续提升,我们预期房建业务市场份额还有上升空间。

图表20：房建业务市场占有率

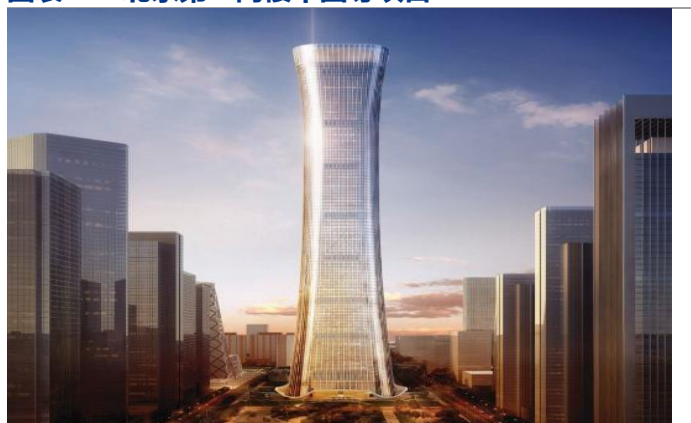


资料来源：Wind，粤开证券研究院

### 4、超高层建筑数量位居中国第一

中国建筑参与建设了国内 90%以上的超高层建筑,一次次刷新着城市的天际线。北京第一高楼“中国尊”主体结构封顶,以其 528 米的高度刷新首都天际线。“中国尊”创造了中国乃至世界 500 米以上超高层最快封顶的纪录,项目部创造了 8 项世界纪录、15 项中国纪录。高度 250 米的阿尔及利亚大清真寺宣礼塔、高度 530 米的天津周大福金融中心以及高 452 米的马来西亚吉隆坡标志塔均是中国建筑的杰作。2018 年,公司在超高层、大型公建、大跨度厂房等高端房屋建筑领域的优势更加稳固。公司中标 3 个 300 米以上及 1 个 400 米以上超高层项目。

图表21：北京第一高楼中国尊项目



资料来源：公司官网，粤开证券研究院

图表22：平安金融中心



资料来源：公司官网，粤开证券研究院



从中国排名前十大高楼的施工单位来看,有八栋高楼都是由中国建筑或是其子公司参与施工建筑的,占据了 80%,毫无疑问,中国建筑在中国建设超高楼的数量属于领先地位。鲁班奖是中国建筑行业工程质量的最高荣誉奖,目前中国建筑以 307 项“鲁班奖”,领跑建筑行业企业。

**图表23：中国前十大高楼**

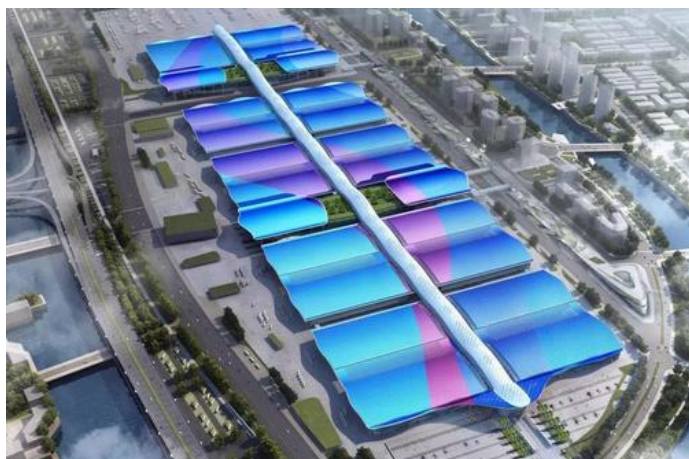
建筑名称	高度	施工单位
上海中心	632 米	上海建工
平安金融中心(深圳)	599 米	中建一局
天津 117 大厦	596.5 米	中建三局
广州周大福金融中心	530 米	中建三局、中建四局联合体
天津周大福滨海中心	530 米	中建八局
中国尊	528 米	中国建筑
台北 101 大厦	509 米	三星物工和 KTRT 联合体
上海环球金融中心	492 米	中国建筑、上海建工联合体
香港环球贸易广场	484 米	中国建筑、香港新辉建筑有限公司
长沙 IFS 大厦 T1	452 米	中建二局

资料来源：www.5ppt.net，粤开证券研究院

## 5、在机场航站楼及大型场馆建设中亮点层出

中国建筑承建多个机场项目。2019 年 6 月 30 日,最大的综合立体交通枢纽,北京大兴国际机场主要工程竣工,中国建筑旗下众多子公司设计了大兴机场南航基地生产运行保障设施运行及保障用房总包项目,承建了大兴机场热源工程、污水处理厂、市政交通路桥及管网工程、综合管廊、航站楼精装、航空公司生活服务设施等工程。

此外,公司在钢结构的应用上也驾轻就熟。2019 年 1 月深圳国际会展中心钢结构工程全面封顶,整体建成后,将成为全球最大的会展中心,项目钢结构总用钢量达 27 万吨,相当于 39 座埃菲尔铁塔用钢量;总建筑面积达 158 万平方米,相当于 6 座鸟巢大小。

**图表24：深圳国际会展中心**


资料来源：公司官网，粤开证券研究院

**图表25：北京大兴国际机场**


资料来源：公司官网，粤开证券研究院

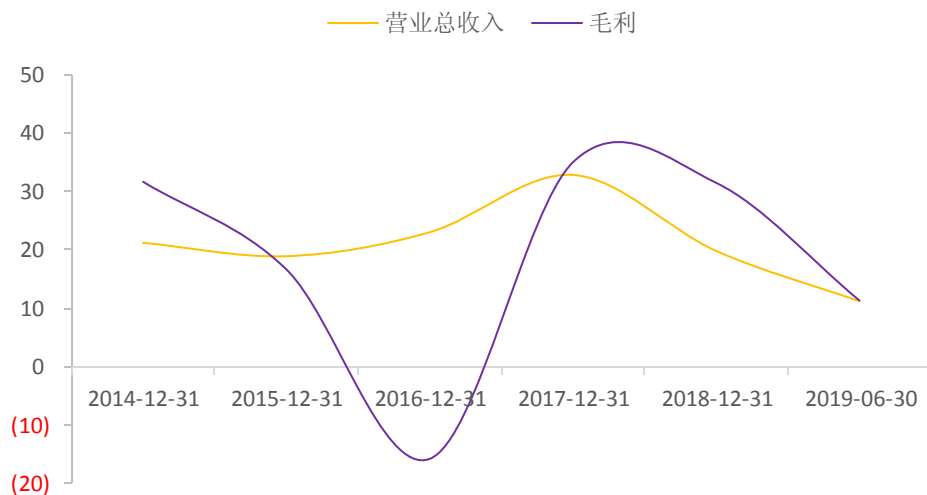


## (二) 公司基建业务不断发展

### 1、公司基建业务收入规模较快增长

中国建筑基建业务不断发展，在国内外城市轨道交通、高铁、特大型桥梁、高速公路、城市综合管廊、港口与航道、电力、矿山、冶金、石油化工、机场、核岛等基建领域快速发展，完成了众多经典工程。

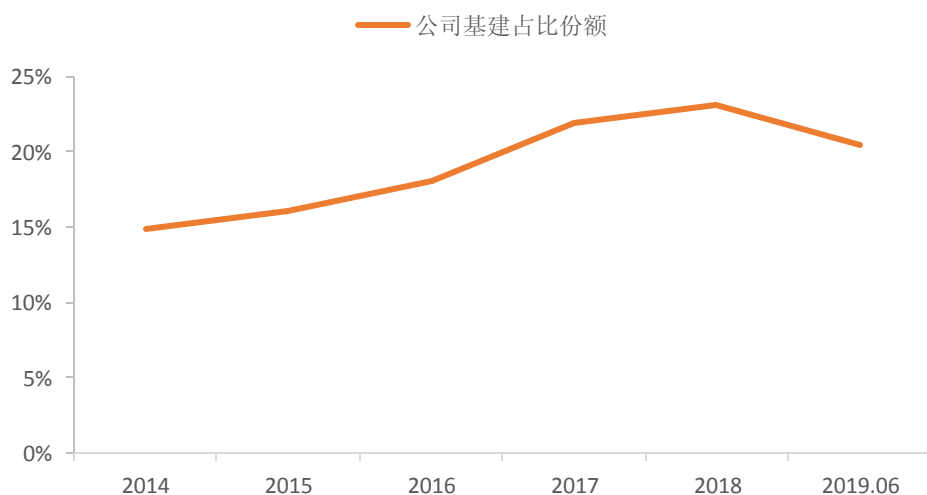
图表26：基建营业收入与毛利润同比增速



资料来源：Wind，粤开证券研究院

2018 年整个基建业务占公司总业务 23.07%，同比增加 1.16 个百分点，(19 年上半年占公司总业务 20.50%)，公司努力在“十三五”期末实现“532”产业结构调整。基建营业收入五年 CAGR 达 23.04%，毛利润五年 CAGR 达 18.07%。

图表27：基建业务占公司收入的比例持续提升

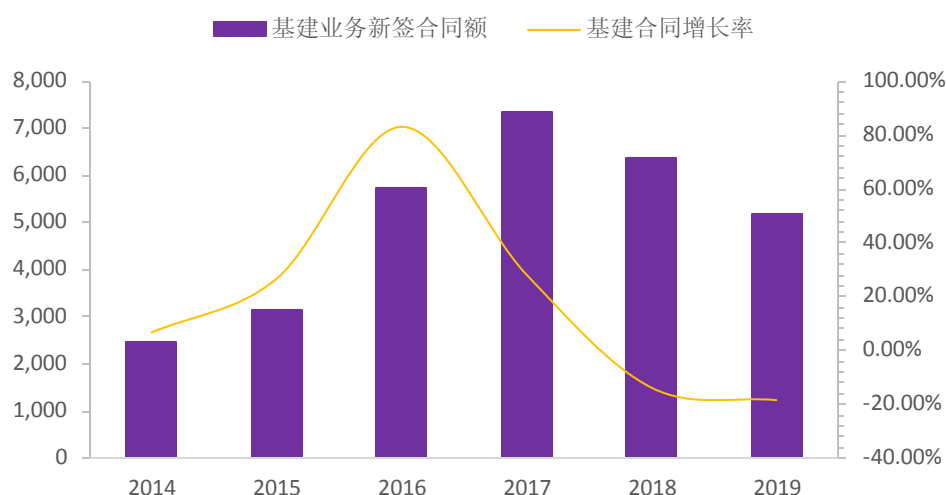


资料来源：Wind，粤开证券研究院

2018 年公司基建全年新签合同额达 6,355 亿元，同比下降 13.8%。2019 年新签合同额为 5183 亿元，同比下降 18.44%。订单合同额连续 4 年上升后迎来下降，主要受固定资产投资增速放缓、PPP 投资下滑等因素影响。



图表28：基建营业收入与毛利润同比增速

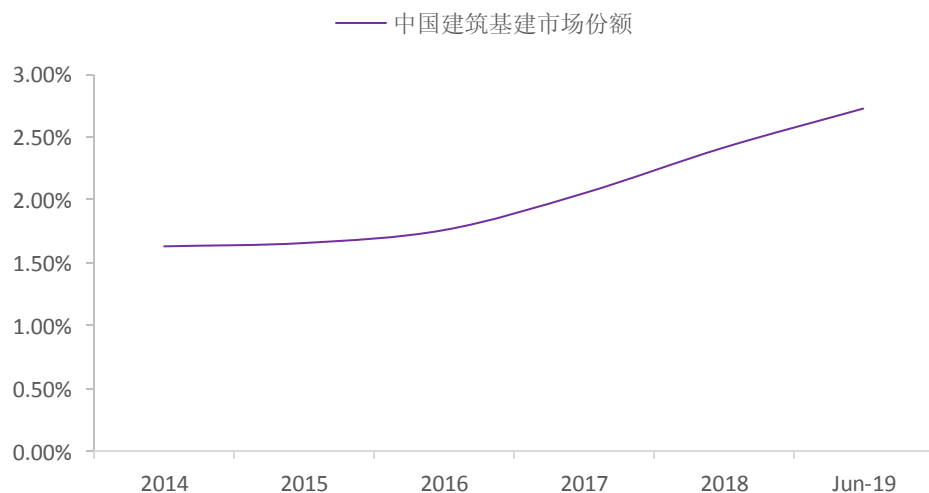


资料来源：Wind，粤开证券研究院

## 2、基建业务市场份额

尽管基建不是中国建筑最强的业务，但其市场份额近几年亦有小幅上涨。我们采用中国建筑每年基建业务营业收入除以基建投资完成额。18年市占率同比上升0.36个百分点，五年市占率累计增长0.79个百分点，截至19年6月末市占率达2.73%，比2018年末上升0.33个百分点。公司自18年以来主动收缩PPP类项目，造成基建业务增速的短期放缓，但考虑公司的综合实力以及行业走向集中的趋势，我们认为公司基建业务还有提升空间。

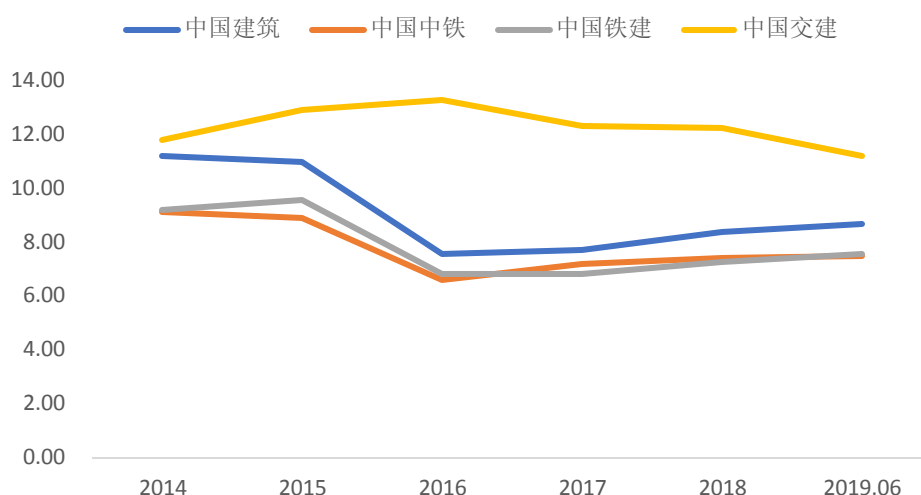
图表29：基建业务市占率



资料来源：Wind，粤开证券研究院

## 3、与基建企业横向对比

在基建业务方面，中国建筑毛利率水平位居第二。截止16年为止，中国建筑、中国中铁和中国铁建的基建业务均经历毛利率下降，原因是由于营改增的税收政策导致建筑行业整体的毛利率下滑。在16年之后毛利率趋于平稳，总体来说，中国交建毛利率居于领先地位，中国建筑毛利率略高于其他两家公司。


**图表30：基建业务毛利率对比**


资料来源：Wind，粤开证券研究院

#### 4、基建资质项目特级资质数量众多

在基建业务方面，公司亦加大获取高等级基础设施资质的力度，中国建筑及其子公司 3 特级资质企业共有 8 家，占总的 3 特级资质企业 28.57%。截止 2019 年 6 月止公司拥有公路工程特级资质 9 个，全国公路工程总的特级资质为 110 个，占比 8.18%。市政公用特级资质 19 个，全国市政公用总的特级资质为 108 个，占比 17.59%。

**图表31：三特级资质企业名单**

3 特级资质企业名单
中国建筑第八工程局有限公司
中国建筑第七工程局有限公司
中国建筑第六工程局有限公司
中国建筑第五工程局有限公司
中国建筑股份有限公司
中建三局第三建设工程有限公司
中建三局第一建设工程有限公司
中建三局集团有限公司

资料来源：超级建筑，粤开证券研究院

#### 5、基建明星亮点项目与重点转型项目

公司一些重点基础设施项目，包括济青高铁、渝贵铁路、唐曹铁路、哈佳铁路、潍日高速等项目建成通车，在基础设施专业领域综合竞争力进一步显现。轨道交通项目有较大斩获，中标深圳轨道交通 13 号线项目；公路领域聚焦重点项目，中标 G244 线打扮梁（陕甘界）至庆城段公路工程 PPP 项目、富会高速公路 EPC 项目。历时 20 个月的艰苦奋斗，公司承接的最长的公路隧道—云南华丽高速公路营盘山隧道顺利进入正洞施工。在水运港工领域，中标武汉大东湖深隧工程，是全国首条城市污水处理深隧；中标武汉市黄孝河、机场河水环境治理二期，是湖北省首个纳入全球基础设施中心项目库的 PPP 项目。

地下综合管廊和海绵城市是公司重点转型的基础设施业务，近几年来，公司充分发挥自身投资、建设、运营管理优势，集中资源，加大投资力度，逐步在地下综合管廊和海绵城市



市场形成了领先优势。截至目前,公司共获取综合管廊项目 51 个,总里程约 1,300 公里,计划投资额约 900 亿元;公司共获取海绵城市项目 12 个,计划投资额约 120 亿元。

图表32：云南华丽高速公路营盘山隧道



资料来源：公司官网，粤开证券研究院

图表33：济青高铁



资料来源：潍坊晚报，粤开证券研究院

## 6、核电建设成果丰硕

继日本福岛核电站出事之后,我国核电站建设一直处于停滞状态。2018年4月1日,生态环境部副部长、国家核安全局局长刘华对外表示,当年会有核电项目陆续开工建设。这是8年来国内官方首度正式确认重启核电产业。

公司从1987年建设我国大陆第一座大型商用核电站——广东大亚湾核电站,到十八大以来采用我国完全自主知识产权的第三代核电技术——“华龙一号”开工建设,从“学着做”到独立“智造”,从“跟着走”到“自主化”再到“走出去”,从“常规岛”到“核岛”再到“双核岛”,中国建筑向世界频频展现自己不断壮大的“核”实力、“核”贡献与“核”人才队伍。32年来中国建筑一共参与建设了十座核电站。

中国建筑的“核”实力毋庸置疑。用三个唯一概括：核系统外唯一一家独立承建核岛土建工程的建筑企业；核系统外唯一一家“常规岛-核岛土建一体化”建设的建筑企业；核系统外唯一一家具有安全壳里施工资质的土建施工单位（全国仅4家）。

中国建筑对中国的核电站做出了巨大贡献。累计参建核电机组25台,其中在建9台,约占全国在建机组的二分之一；参与在运在建机组年发电所节省的碳排放,相当于造林35.5万公顷,相当于50万个足球场；2项科技成果处于国际领先水平,10项科技成果处于国际先进水平；在核电领域拥有国家专利75项、省部级以上工法23项；参编国家标准1个,行业标准14个。

图表34：中国建筑参与建设的十个核电站

年份	名字
1987	大亚湾核电站
1996	岭澳核电站一期
2005	岭澳核电站二期
2007	红沿河核电站一期
2009	台山核电站一期
2010	阳江核电站
2012	田湾核电站二期
2014	陆丰核电站一期



年份	名字
2016	防城港核电站二期
2018	龙川核电站

资料来源：公司官网，粤开证券研究院

**图表35：图表 37：核电业务贡献**



资料来源：Wind，粤开证券研究院

## 7、荣获詹天佑奖项情况

公司累计詹天佑奖 76 项，与中国中铁以及中国铁建获得 130 项和 110 詹天佑奖略有差距，但以房屋建筑为主营业务的公司能获得这么多詹天佑奖实属不易、难能可贵。

**图表36：获奖情况**

詹天佑奖	数量
中国建筑	76
中国中铁	130
中国铁建	110

资料来源：公司官网，粤开证券研究院

## （三）房地产开发与投资业务亮点层出

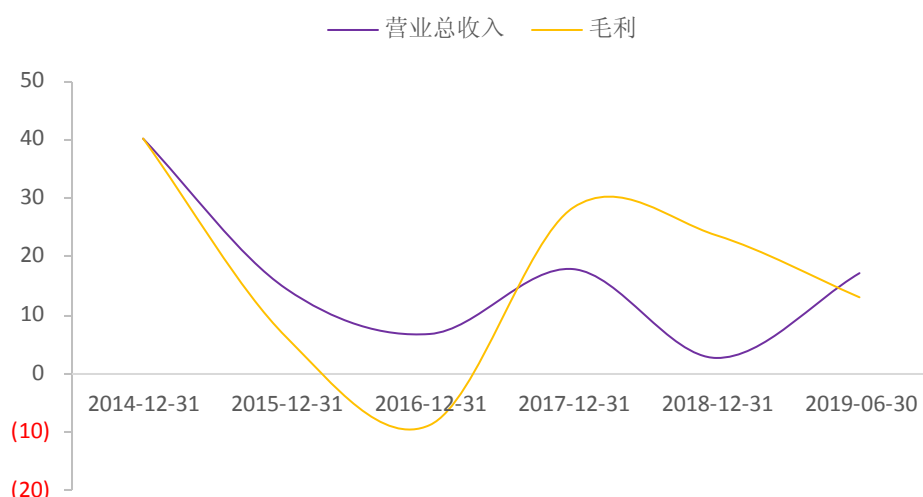
### 1、公司房地产业务收入规模较快增长

多年来，中国建筑房地产业务占比一直在 15%-17%之间，保持稳定，18 年占总业务比例 15.4%，占比下降 1.6 个百分点。2018 年营业收入 1,841 亿元，同比增长 2.7%，实现毛利 644.4 亿元，毛利率为 35.0%，同比增加 5.9 个百分点。19 年上半年房地产业务占总业务比例 14.26%，占比下降 1.09 个百分点。营业收入 977.1 亿元，同比增长 17.2%，实现毛利 319.2 亿元，毛利率为 32.7%，同比降低 1.2 个百分点。

房地产业务营业收入五年 CAGR 为 15.72%，毛利润五年 CAGR 为 16.62%。

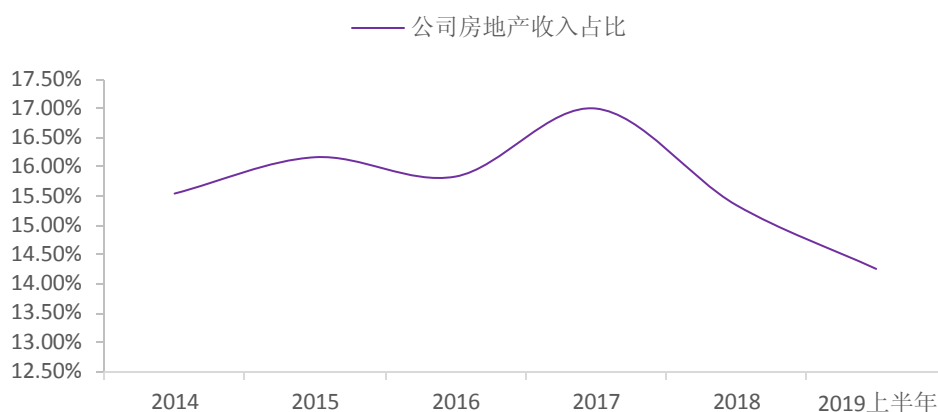


图表37：近五年营业总收入与毛利润增速



资料来源：Wind，粤开证券研究院

图表38：近五年营业总收入与毛利润增速



资料来源：Wind，粤开证券研究院

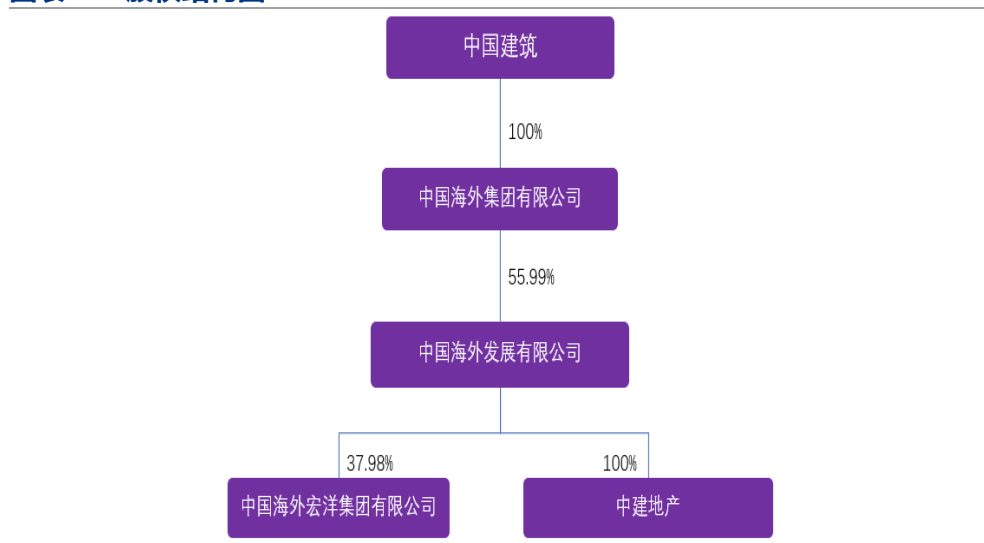
## 2、统一管理，多品牌运营

中国建筑地产业务主要由旗下中海地产统一管理，拥有中海地产、中海宏洋、中建地产三大房地产品牌，通过差异化的规划和定位及内部业务协同，使中国建筑的房地产开发与投资业务实现全面覆盖。

中海地产专注商业和中高端住宅开发，而中建地产则主要开发中端住宅和保障房。中海地产主要是一线二线城市楼盘的开发商，而中海宏洋是二线以下小城市的开发商，定位区域不同。为解决同业竞争问题，2015年，中海地产以338亿将中建地产及其关联地产公司收购，形成业务范围更广、资源利用率更高的地产公司。



图表39：股权结构图

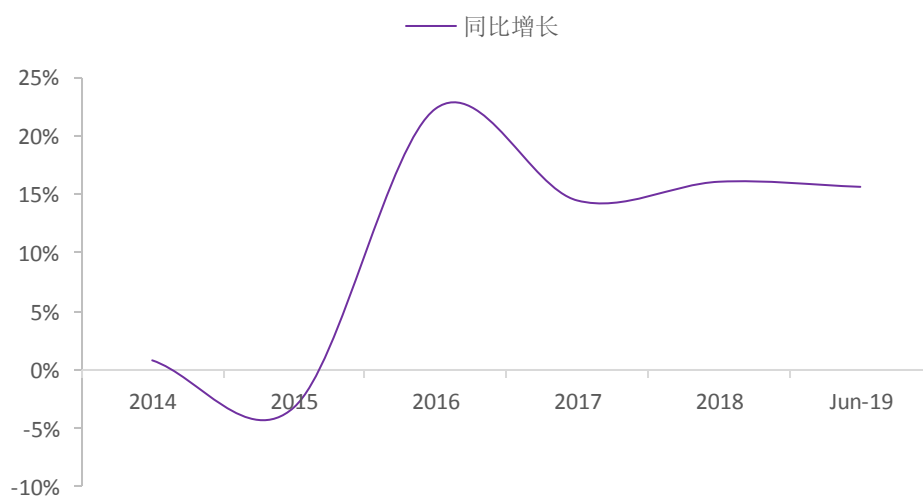


资料来源：wind，粤开证券研究院

### 3、公司土地储备丰富

中国建筑拥有中海地产、中海宏洋、中建地产三大房地产品牌，皆拥有大量的土地储备。18年中国建筑土地储备量同比增长16.07%，增速较去年增加1.59个百分点，19年上半年土地储备量同比增长15.64%。

图表40：土地储备量同比增长

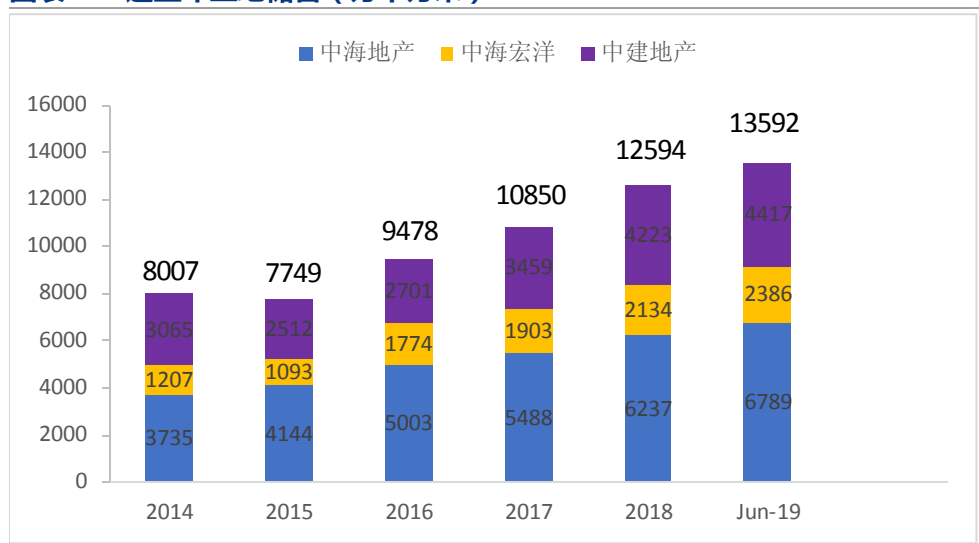


资料来源：公司官网，粤开证券研究院

三大地产子公司土地储备面积除15年之外有所下降，皆逐年上升。中海地产土地储备占比常年保持约50%左右，是中国建筑土地储备的主要来源。

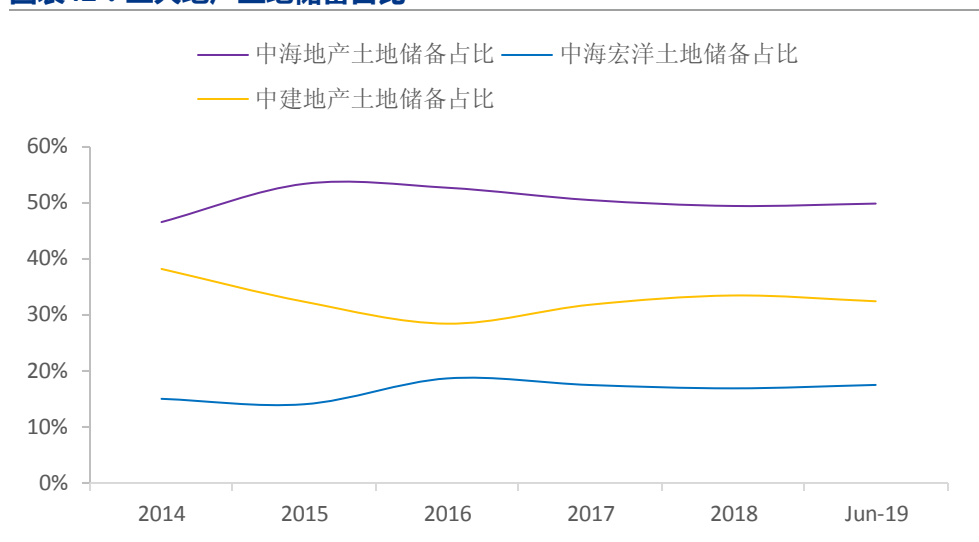


图表41：近五年土地储备（万平方米）



资料来源：公司官网，粤开证券研究院

图表42：三大地产土地储备占比



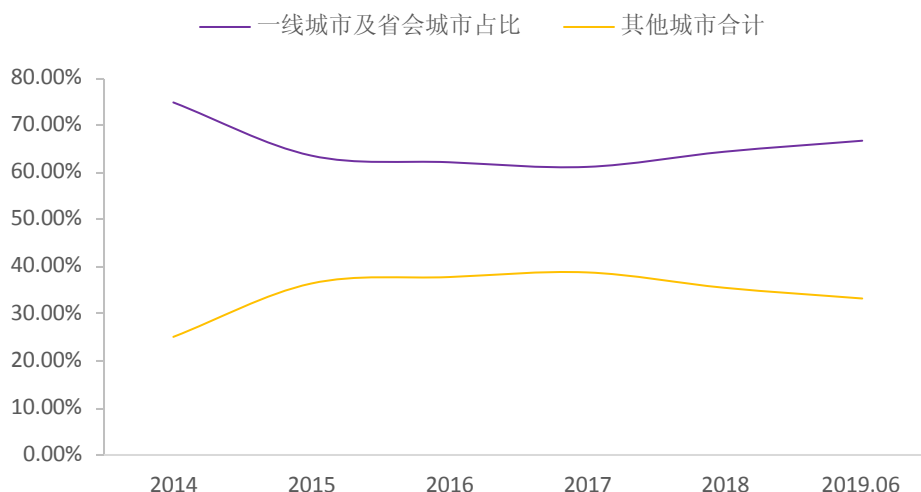
资料来源：公司官网，粤开证券研究院

#### 4、地产存货超六成集中在一线和省会城市

公司地产存货量主要集中在一线和省会城市，并且有集中程度常年稳定在 60%以上。其中 18 年一线城市土地存货占比 19.14%，同比增加 2.24%，省会城市土地存货占比 45.02%，同比增加 0.98%，其他城市土地存货占比 35.54%，同比下降 3.26%；19 年上半年一线城市土地存货占比 21.43%，比 18 年末增加 2.29 个百分点，省会城市土地存货占比 45.32%，比 18 年末增加 0.3 个百分点，其他城市土地存货占比 33.26%，比 18 年末下降 2.28 个百分点。预期未来土地存货 6 成以上集中在一线城市及省会城市，未来在一线城市还将有很大的开发空间。

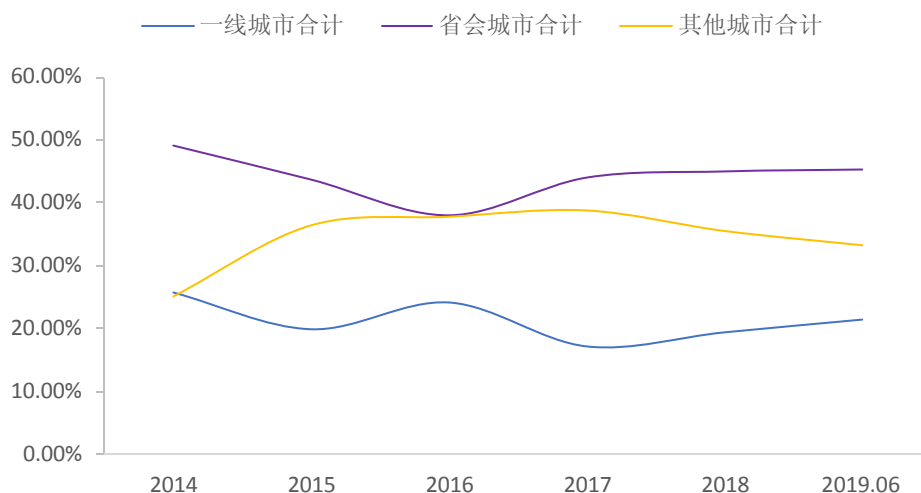


图表43：地产存货区域分布



资料来源：公司官网，粤开证券研究院

图表44：图表 46：地产存货区域分布



资料来源：公司官网，粤开证券研究院

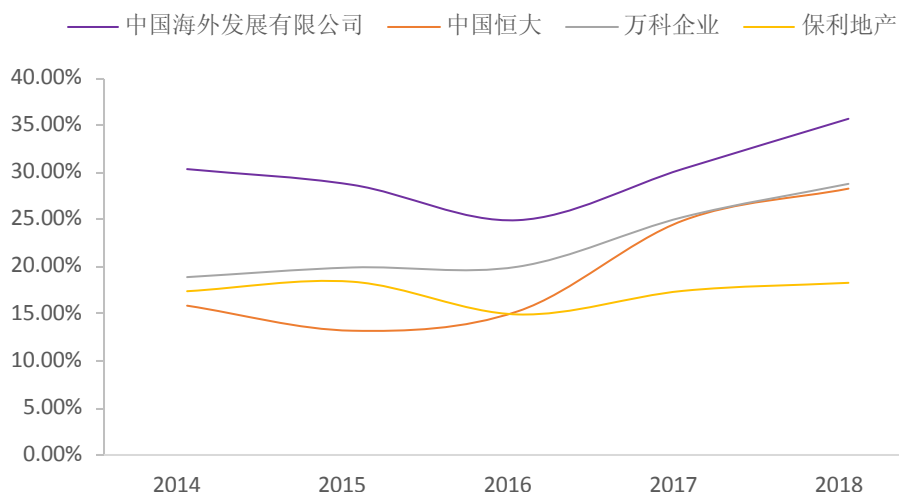
## 5、中海地产实力强劲，位列地产企业第一梯队

中海地产在港澳地区、英国、美国、澳大利亚、新加坡及国内经济活跃城市开展房地产开发业务。中海地产连续多年位居中国房地产企业品牌价值排行榜榜首。除住宅业务外，中海地产还是个国内最大的单一业权写字楼发展商之一，资产总值近千亿元

2018 年中海地产营业总收入 1505.13 亿元，营业利润 537.43 亿元，毛利率为 35.71%，净利率为 26.14%；19 年上半年营业总收入 833.4 亿元，营业利润 273.2 亿元，毛利率为 34.89%，净利率为 26.14%。



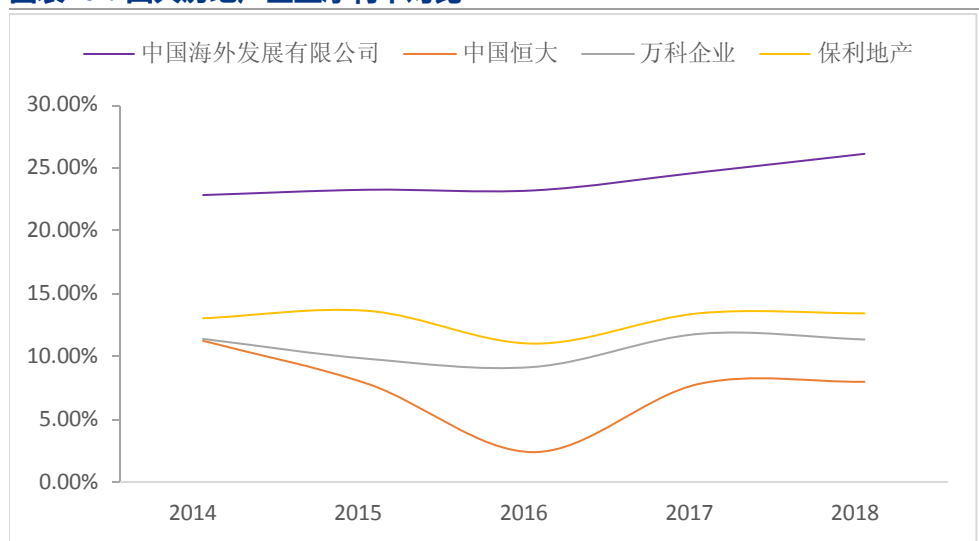
图表45：四大房地产企业毛利率对比



资料来源：Wind，粤开证券研究院

对比地产行业龙头公司保利地产、中国恒大以及万科，中海地产毛利率、净利率均高于同行。中海地产毛利率除 16 年略有下滑，其余年份均稳步上升，原因是 16 年受港澳地区地产形势和国内“营改增”的影响。

图表46：四大房地产企业净利率对比

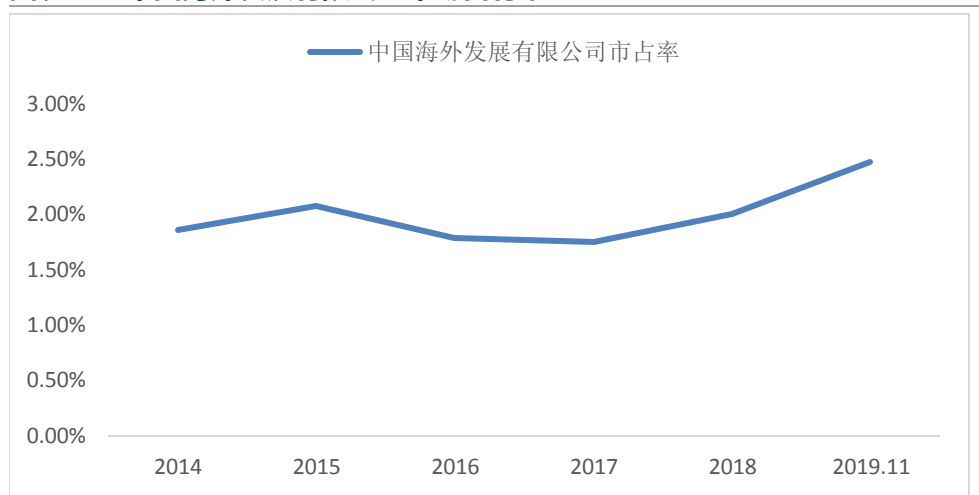


资料来源：Wind，粤开证券研究院

以销售额计算的市场占有率持续提升，2019 上半年达 2.47%，并且近五年来销售额一直排名房地产龙头企业前十，始终保持第一梯队。



图表47：中国海外发展有限公司市场占有率

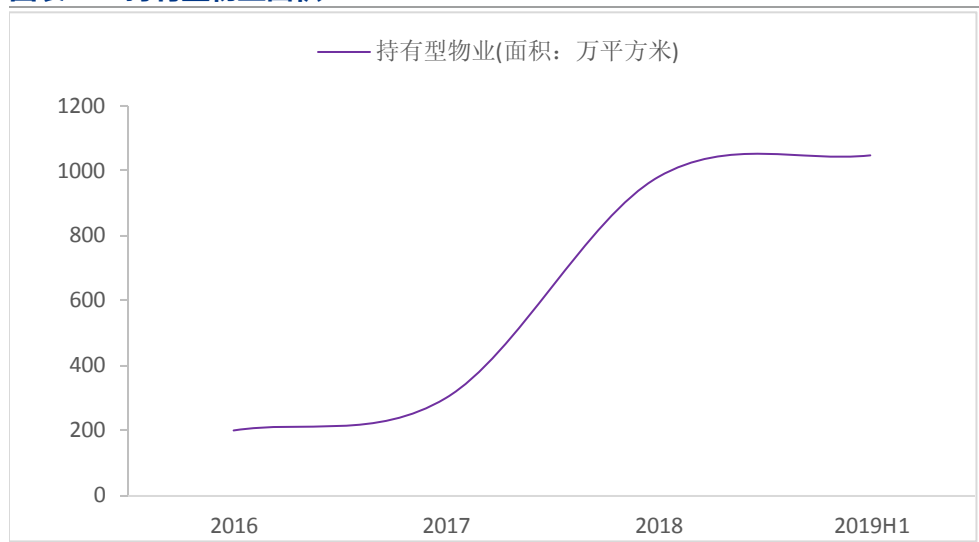


资料来源：Wind，粤开证券研究院

## 6、持有型物业面积超过千万平米

公司适应政策环境及政策变化，及时调整经营策略，适时拓展租赁住房、共有产权房等业务模式，拓展商业、养老、教育等业务领域，不断提高资产持有运营的管理水平和盈利能力，公司经过多年拓展，目前拥有写字楼、酒店、公寓、商业地产等持有型物业 981 万平方米 账面净值 735 亿元，占公司总资产 3.9% 在 18 年经历了大幅增长，同比增长 227%，19 年上半年达 1048 万平方米，同比增长 27.8%，公司持有型物业以成本法入账，如果以市场化估值，将高于现在账面价值。

图表48：持有型物业面积



资料来源：Wind，粤开证券研究院

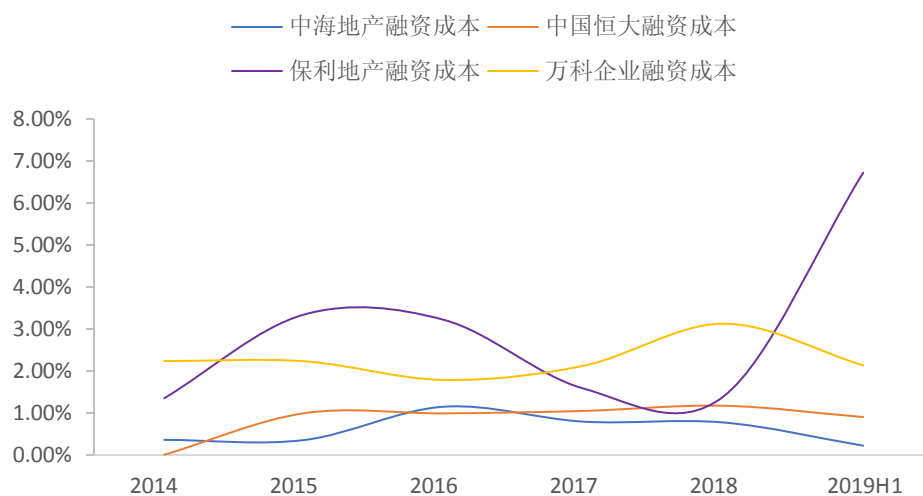
## 7、融资成本以及资产负债率低于同行

房地产企业的融资成本一直是我们关注的重点，它们的债务成本能很好显示它们的融资能力，我们用利息支出占有息债务的比例来测算企业的债务资本成本。中海地产一直以稳健经营著称，财务稳健是它们的经营理念，不允许有太高的财务风险。从债务融资成本来看，中海地产相较于其他三家龙头企业来看，近五年年平均融资成本低于同行，18 年债务资本



成本仅有 0.77%，19 年上半年债务资本成本低至 0.23%（因地产项目建设期利息资本化，因此该显著数据低于企业实际融资成本）。

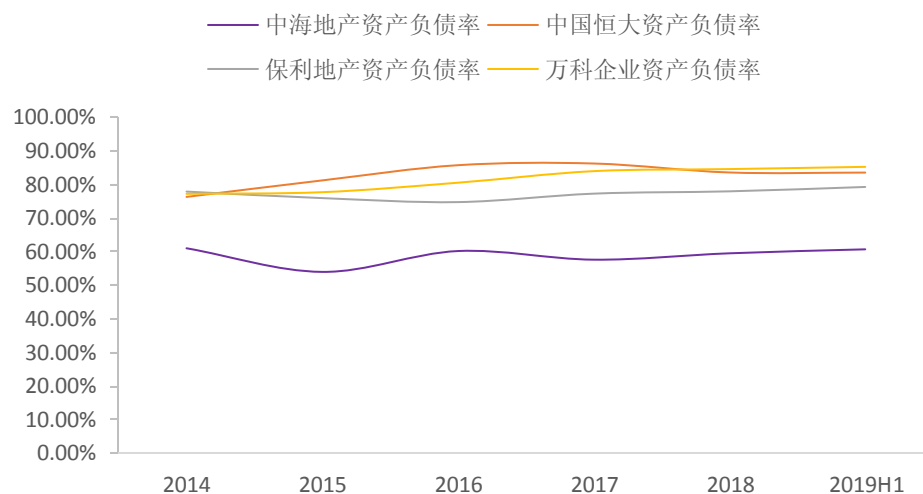
图表49：利息支出/有息负债低于同行



资料来源：Wind，粤开证券研究院

中海地产的资产负债率也低于同行，常年稳定在 50%到 60%之间。

图表50：资产负债率



资料来源：Wind，粤开证券研究院

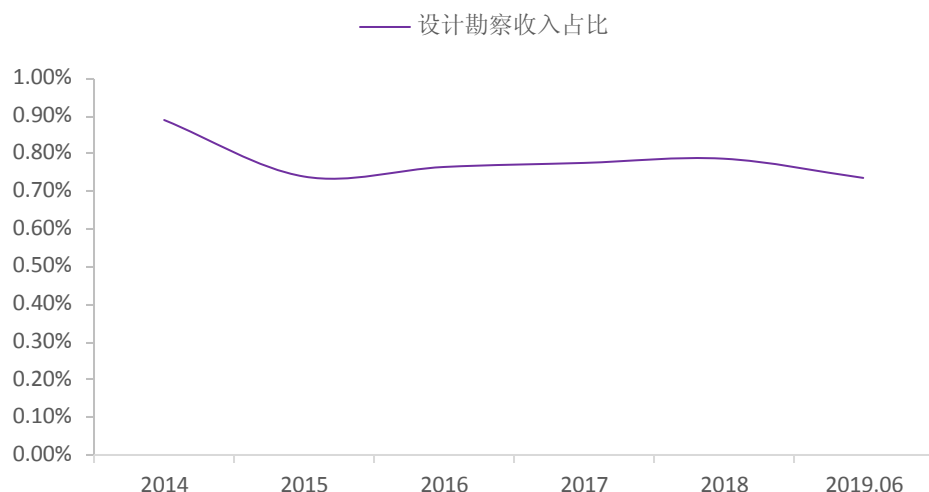
## （四）勘察设计业务稳步发展

### 1、公司勘察设计业务平稳发展

公司勘察设计业务健康平稳发展。2018 年勘察设计收入占比约 0.8%，2019 年上半年收入占比 0.74%，近五年来份额一直稳定在 0.7%-0.9%。



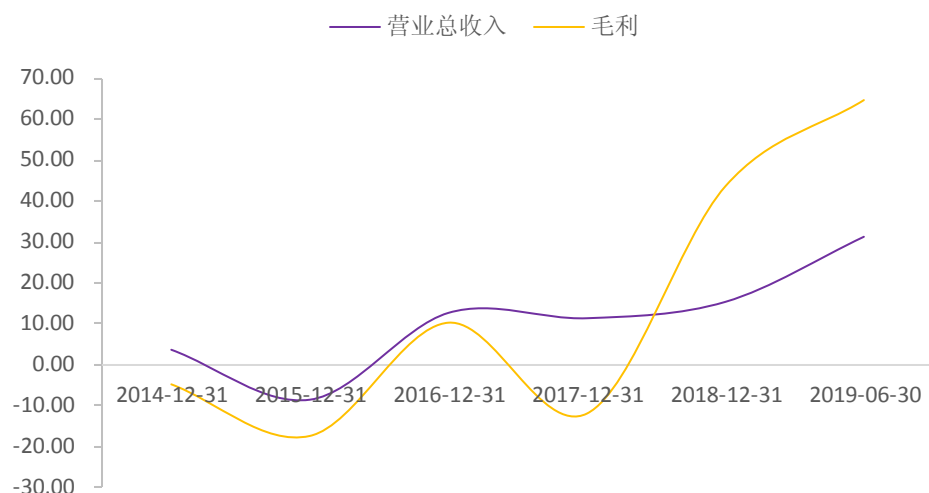
图表51：设计勘察收入占比



资料来源：Wind，粤开证券研究院

2019 年上半年实现营业收入 50.43 亿元，同比增长 31.3%；实现毛利 8.22 亿元，同比增长 64.68%。近 5 年勘察设计营业收入 CAGR 为 6.58%，近五年毛利润 CAGR 为 1.91%。

图表52：勘察设计营业总收入与毛利增速



资料来源：Wind，粤开证券研究院

## 2、甲级设计资质数量领先同行

工程设计综合甲级资质是我国工程设计资质等级最高、涵盖业务领域最广、条件要求最严的资质。中国建筑的勘察设计板块主要由 7 家具有甲级设计资质的大型勘察设计企业组成，甲级资质数量超过中国中铁以及中国铁建，略低于中国交建。中国建筑勘察设计实力可见一斑。

公司勘察设计业务覆盖建筑设计、城市规划、工程勘察、市政公用工程设计等诸多领域，在超高层、机场、酒店、体育建筑、博览建筑、古建筑等领域居国内领先地位。公司拥有建筑工程设计、市政工程设计、工程勘察与岩土等领域的专业技术人员近万人，高端专业人才总量居行业前列，并在设计原创、科技创新、标准规范等方面为行业的发展做出重要贡献。

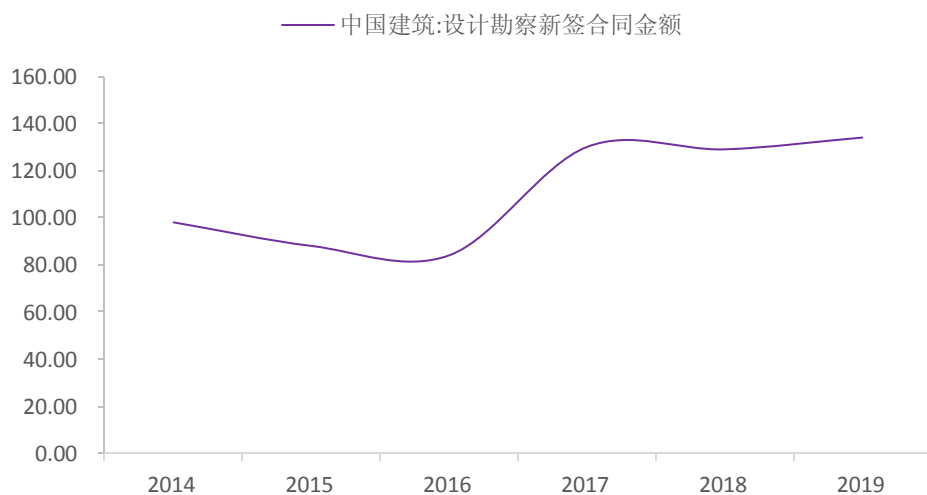

**图表53：甲级资质数量对比**

公司名称	甲级设计资质
中国建筑	7
中国交建	8
中国中铁	3
中国铁建	4

资料来源：搜狐新闻，粤开证券研究院

### 3、勘察设计订单持续增长

19 年勘察设计订单比去年略有增长，订单金额 134 亿元，同比增长 3.88%，六年 CAGR 为 7.46%。

**图表54：勘察设计订单**


资料来源：Wind，粤开证券研究院

### 4、ENR 排名靠前，设计项目亮点层出

公司在 2018 年 ENR“全球工程设计 150 强”榜单上位列第 31 位，排名较上年前进 6 位。新中标烟台机场等项目；成都双流机场 T2 航站楼获中国“詹天佑奖”。

**图表55：烟台机场**


资料来源：公司官网，粤开证券研究院

**图表56：成都双流机场 T2 航站楼**

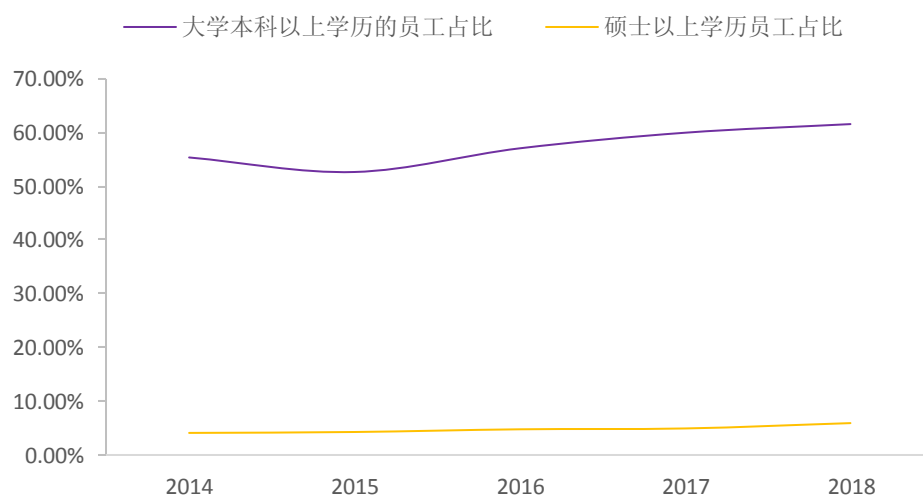

资料来源：公司官网，粤开证券研究院



## 5、人才储备丰富，高素质人才占比上升

在住建部公布的第八批“全国工程勘察设计大师”名单，中国建筑西北设计研究院有限公司总建筑师赵元超、中国建筑西南设计研究院有限公司总工程师冯远获此称号。从1990年建设部推出第一批“全国工程勘察设计大师”以来，共有五百余人获此称号，其中中国建筑的张锦秋、梨佗芬、郑国英、刘克良、冯远、赵元超等11位勘察设计领域的领军人物获此殊荣，占比达到2%。公司高素质人才占比逐渐上升，大学本科以上学历的员工占比逐渐上升，18年达到61.5%。硕士人才也每年稳定增加，18年硕士占比达5.96%，同比增加0.99%。

**图表57：大学本科以上学历员工占比**



资料来源：Wind，粤开证券研究院

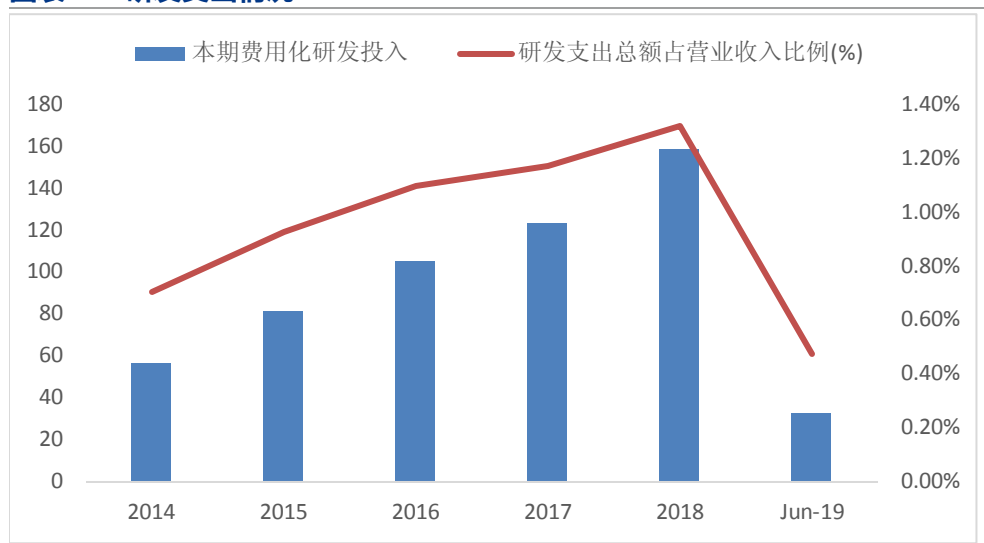
## 四、公司技术与研发在建筑行业领先地位

### （一）公司持续加大研发支出投入

中国建筑研发支出一直在稳步提升。2018年公司研发费用159.11亿元，同比增长28.47%，远超竞争对手上海建工（51.78亿）和重庆建工（3.93亿），2019年上半年研发费用32.64亿，同比增长319%（？）。五年来研发支出占营收比重一直稳步上升，2018年占营收比重1.33%。2019年上半年占营收比重0.48%。



图表58：研发支出情况

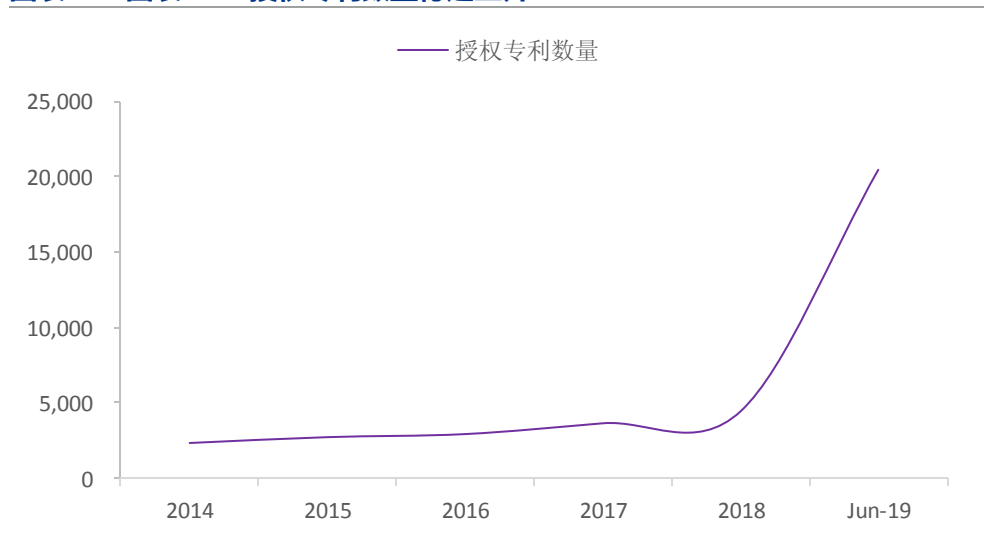


资料来源：公司年报，粤开证券研究院

## (二) 授权专利数量逐年上升

自“十三五”以来，已累计获得国家重大研发计划项目 9 项，居建筑施工企业第一位。在公司总部层面，立项土木工程智慧监测平台、智慧社区设计技术、地铁渣土处置技术等 33 项对行业发展具有重要影响的技术研发。

图表59：图表 62：授权专利数量稳定上升

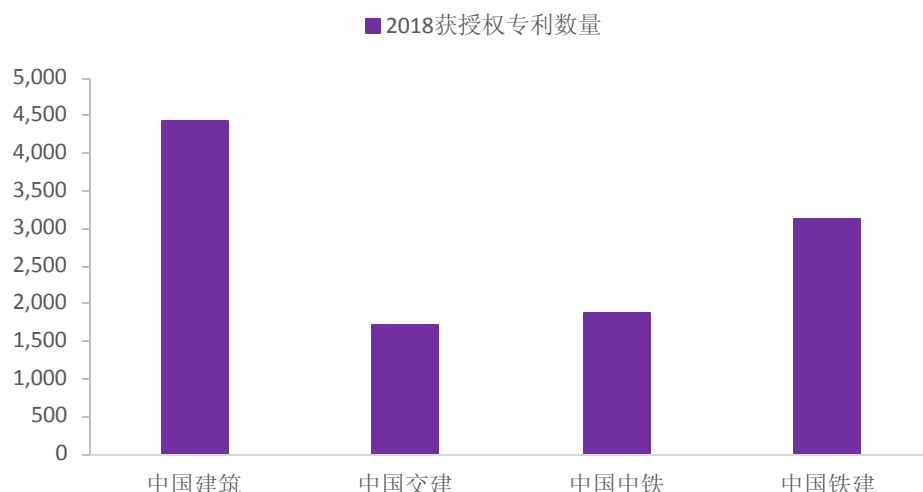


资料来源：公司年报，粤开证券研究院

2018 年公司主编 6 项全文强制性国家技术标准，评选出 74 项中建集团工法，获专利授权 4,435 项（发明专利 446 项），同比增长 21.77%，18 年获授权专利数量处于同行领先，在四大央企中排名第一，五年来授权专利稳定上升。至 2019 年 6 月末，公司拥有专利 20458 项，其中发明专利 2256 件。



图表60：授权专利数量位居行业第一



资料来源：公司年报，粤开证券研究院

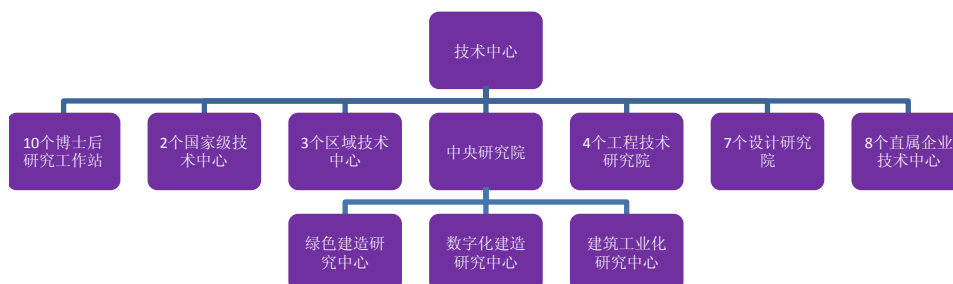
### (三) 技术中心旗下拥有多个研究院

中国建筑股份有限公司技术中心 2007 年被国家发改委等部门考核认定为国家级企业技术中心，主要负责打造高素质科技研发团队、搭建高水平实验研发平台、实施重大与超前性研发项目。

公司以中国建筑股份有限公司技术中心为龙头，打造了完善的技术研发体系，设有 1 个中央研究院（技术中心本部）、3 个区域技术中心、4 个工程技术研究院（所）、7 个设计研究院、8 个直属企业技术中心，拥有 2 个国家级企业技术中心、10 个博士后研究工作站。在科技部、技术中心本部的整体协调下，资源共享、分工合作，有序开展不同层次的研发工作。与国内外各类高校、科研单位、专业公司开展了广泛的技术合作，牵头、参加了中国 BIM 发展联盟等 10 个国家行业技术联盟，打造了以企业为研发主体、“产、学、研”相结合的开放型科技创新实施平台。

技术中心本部下设绿色建造、数字化建造、建筑工业化等三个研究中心，内设 7 个专业技术研究所、5 各职能管理部门，拥有 3 个大型实验平台、1 个产业推广平台、1 个博士后研究工作站。

图表61：图表 64：研发中心组织架构



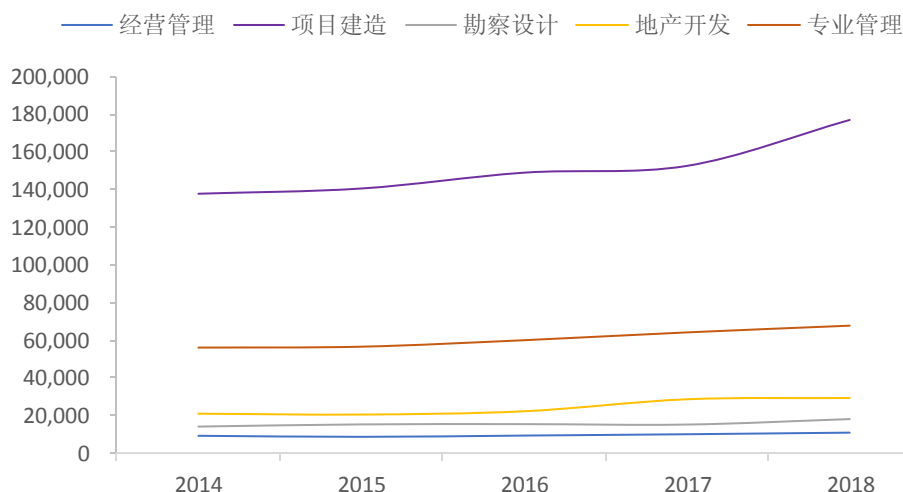
资料来源：公司官网，粤开证券研究院



## (四) 各领域人才储备均逐年增加，科研团队实力强劲

自 14 年以来，公司储备人数数量显著上升，18 年总员工数达到 302,827 人，同比增加 11.96%；其中项目建造人才储备达到 176,853 人，同比增加 15.99%；勘察设计人才储备达 18,098 人，同比增加 19.06%；地产开发人才储备 29,286 人，同比增加 2.36%；专业管理人才储备 67,671 人，同比增加 5.54%；经营管理人才储备达到 10,919 人，同比增加 8.44%。

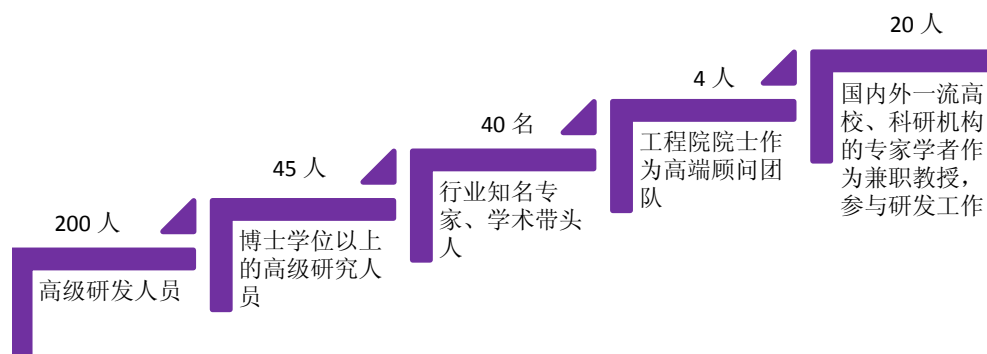
图表62：各领域方面人才储备每年增加



资料来源：公司年报，粤开证券研究院

截至 2018 年末，公司共拥有研发人员近 7000 人，博士近两百人。仅技术中心本部即拥有高级研发人员共 200 人，其中，行业内知名专家、学术带头人 40 名，拥有博士学位以上的高级研究人员 45 名。此外，聘请了 4 名工程院院士作为高端顾问团队，聘任了 20 余名国内外一流高校、科研机构的专家学者作为兼职教授，参与研发工作。

图表63：图表 66：公司拥有多位高级研发人员



资料来源：公司官网，粤开证券研究院



## （五）公司 3D 打印技术亮眼，可打印超重大部件以及试验田

中建钢构作为中国建筑子公司，拥有金属 3D 打印绿色建筑制造新技术。其中，这和传统意义的铸造部件是有差别的，是运用全新的金属 3D 打印技术生产多节点钢制部件，其中最大的部件重量达 300 公斤。这个 300 公斤重的多节点构件由一个机器人和一台智能变位机合作，约一周就能完成任务。与传统铸锻相比，电弧增材制造采用免模工艺，通过 3D 打印一次成型，其使用寿命远高于传统方式制作出的构件。

近期由中建技术中心研发并提供技术支持，中建二局华南公司参与实施的广东建设基地房屋 3D 打印项目在广东河源龙川动工。该项目预计 2019 年 10 月份投入使用，届时将成为国内首个原位 3D 打印建造技术“试验田”。该试验田占地面积约 230 平方米，分为上下两层。实施中将运用原位 3D 打印建造技术，将普通混凝土材料打印成墙体、构造柱等构件。3D 打印建造技术与传统的建造技术相比，具有数字化、智能化、机械自动化程度高等特点，同时可有效降低施工成本。将来，这块“试验田”生产出的 3D 打印技术成果将运用到深圳长圳公共住房项目中。

## 五、持续推进央企改革

### （一）公司已发布三期股权激励政策，第一期已全部解锁

自 2013 年以来，中国建筑已经发布三期股权激励政策，为激励员工努力完成业绩而不断实施股权激励政策。首期限限制性股票于 2013 年实施，公司利用自有资金从二级市场购买 146,780,000 股公司股票，用于实施股权激励计划，并于 2015、2016 和 2017 年分三批次全部完成解锁。第二期限限制性股票于 2016 年年底实施，一共授予 260,130,000 股公司股票，分三年三次解锁，其中已于 2019 年 2 月第一次解锁限制性股票，12 月第二次解锁限制性股票。第三期股权激励计划于 2018 年年底实施，目前还仍未解锁。

**图表64：股权激励计划时间表**

时间	事件
2013.06.01	首期限限制性股票激励计划结果公告
2015.07.10	首期股权激励计划第一次解锁
2016.07.13	首期股权激励计划第二次解锁
2017.02.14	第二期限限制性股票激励计划结果公告
2017.08.02	首期股权激励计划第三次解锁
2019.01.10	第三期限限制性股票激励计划结果公告
2019.02.14	第二期限限制性股票激励计划首次解锁
2019.03.28	首期部分限制性股票回购注销
2019.05.07	第二期部分限制性股票回购注销
2019.11.14	首期、第二部分限制性股票回购注销
2019.12.30	第二期限限制性股票激励计划第二次解锁
2019.12.30	第二、三期部分限制性股票回购注销

资料来源：公司公告，粤开证券研究院

### （二）市场化债转股降低杠杆率

国务院国资委目前已经制定了中央企业降杠杆、减负债、控风险的指导意见，并明确到 2020 年前中央企业的平均资产负债率红线为 75% 目前建筑央企纷纷推出市场化债转股方案。

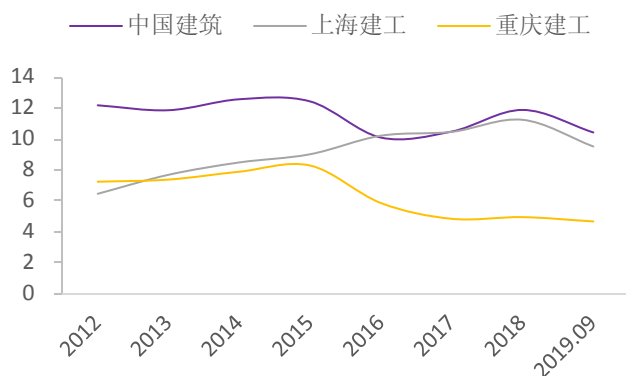


根据公司 2019 年 12 月 24 日公告,董事审议并一致通过《关于公司引入第三方投资者对所属部分三级子企业增资实施市场化债转股的议案》。同意引入第三方投资者对公司所属部分三级子企业(以下简称“标的公司”)进行总规模不超过 193 亿元的增资扩股,用以偿还标的公司或其母公司债务。标的公司获得增资后,中国建筑二级子企业仍然对标的公司保持绝对控股。

根据我们的测算,如果 193 亿债转股完全实施,大约可降低公司资产负债率约 1 个百分点,达到国资委 75%红线要求。

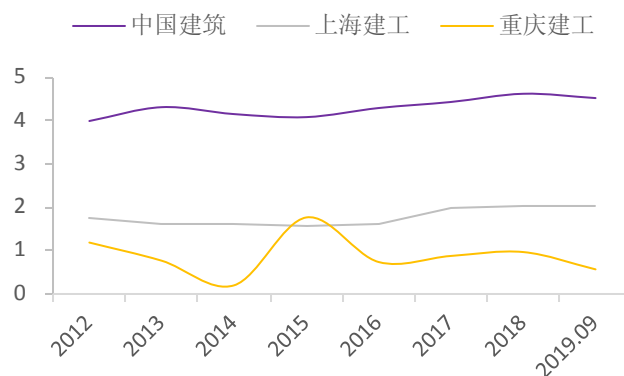
## 六、主要财务指标对比

图表65：中国建筑毛利率



资料来源：wind，粤开证券研究院研究院

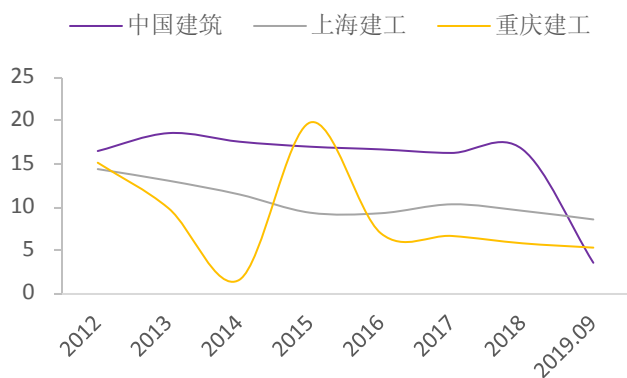
图表66：中国建筑净利率



资料来源：wind，粤开证券研究院研究院

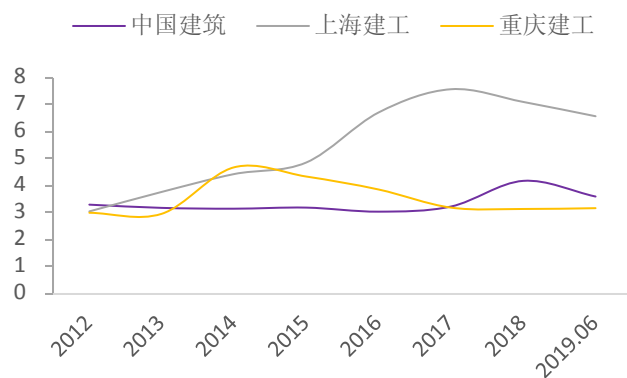


图表67 : ROE



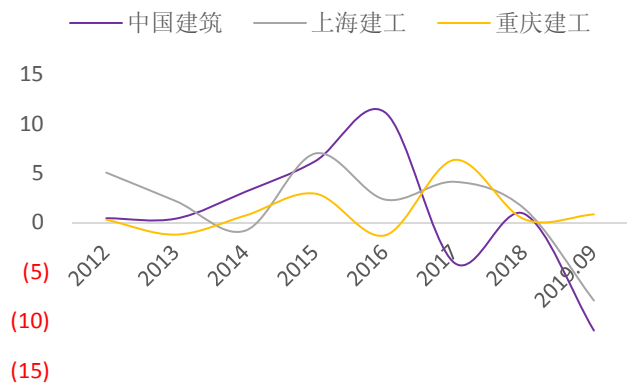
资料来源 : wind , 粤开证券研究院研究院

图表68 : 期间费用率



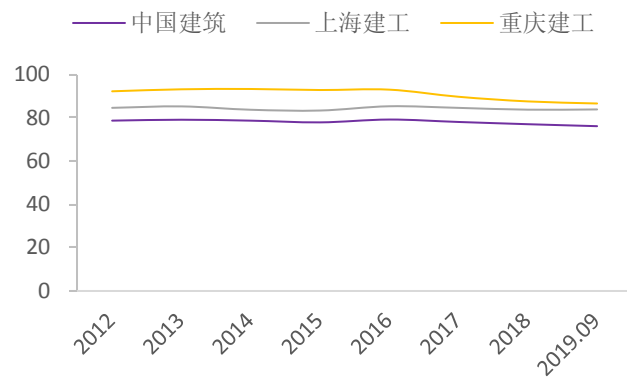
资料来源 : wind , 粤开证券研究院研究院

图表69 : 经营净现金/营业收入



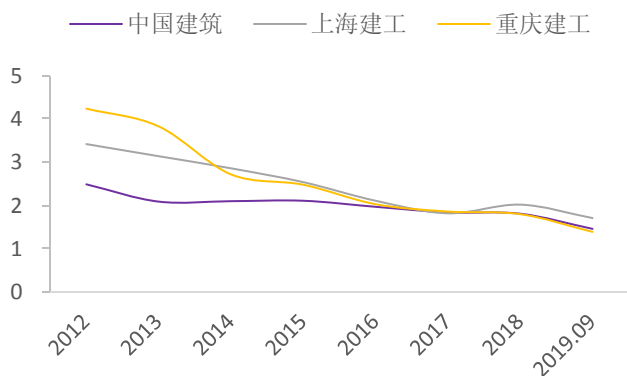
资料来源 : wind , 粤开证券研究院研究院

图表70 : 资产负债率



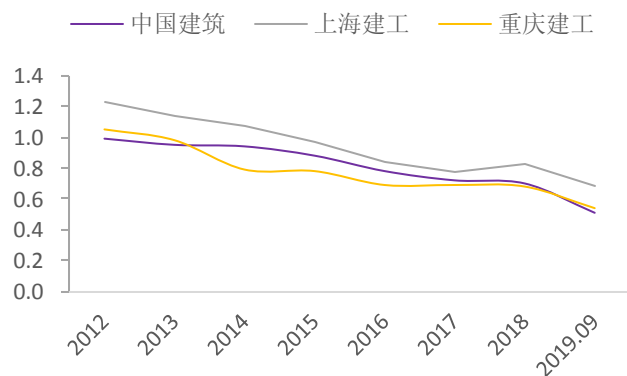
资料来源 : wind , 粤开证券研究院研究院

图表71 : 存货周转率



资料来源 : wind , 粤开证券研究院研究院

图表72 : 总资产周转率



资料来源 : wind , 粤开证券研究院研究院



## 七、盈利预测与投资评级

### 相关假设

假设一：根据公司历史订单结转情况及新签订单情况，我们预计公司 2019-2021 年收入增速分别为 13.20%、6.3%和 8.1%；

假设二：预计 2019-2021 年综合毛利率分别为 11.60%、11.72%和 11.75%；

### 盈利预测及估值：

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 13570.5 亿元、14427.0 亿元 15602.7 亿元，同比分别增加 13.20%、6.3%和 8.1% 净利润分别为 428.57 亿元、473.43 亿元和 521.00 亿元，同比分别增长 12.1%、10.5%和 10.0%。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.02、1.12 和 1.24 元，对应的 PE 分别为 5/5/4x。

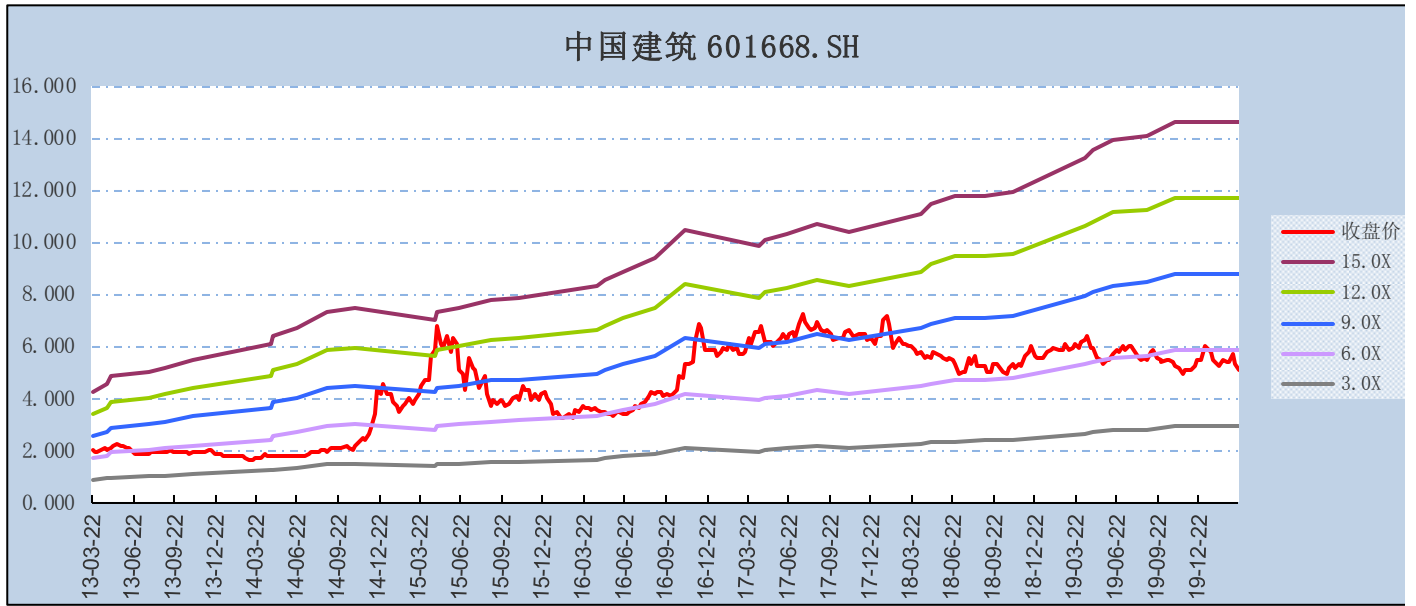
公司已经树立国内房建领域的绝对龙头地位，地产业务、勘察设计业务均位于国内第一梯队，我们认为公司在资质、研发、经营管理方面均领先于行业，短期看，公司将受益于竣工周期到来的结算加快及地产收入确认，长期看，无论建筑还是地产均有龙头企业集中的趋势，公司保持增长的确定性强，我们认为公司目前估值未能反映公司内在价值，参考海外建筑及龙头地产估值，给予公司 2020 年 6-8 倍 PE，对应合理估值区间 6.72~8.96 元，重申“买入”评级。

### 风险提示

- 1、新业务订单签订不理想导致收入确认低于预期；
- 2、应收账款风险；
- 3、房地产调控风险；



图表73 : PE-BAND 中国建筑 ( 601668.SH )



资料来源:wind, 粤开证券研究院


**图表74：附录：公司财务预测表（百万元）**

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	317501	344989	382822	426701	营业收入	1199325	1357050	1442697	1560269
应收款项	188991	260256	276682	299230	营业成本	1056710	1199565	1273547	1376899
存货净额	634967	664255	705035	762132	营业税金及附加	16195	17642	18755	20284
其他流动资产	162409	81423	86562	93616	销售费用	3650	3664	3895	4213
流动资产合计	1362008	1414878	1518253	1652188	管理费用	23352	32305	34317	37080
固定资产	43973	41693	38200	33427	财务费用	15336	16711	16026	15413
无形资产及其他	11594	11180	10766	10352	投资收益	5646	5000	5000	5000
投资性房地产	378270	378270	378270	378270	资产减值及公允价值变动	(10834)	(11942)	(12696)	(13730)
长期股权投资	65994	82994	92994	102994	其他收入	(7229)	0	0	0
资产总计	1861840	1929015	2038484	2177231	营业利润	71665	80222	88461	97650
短期借款及交易性金融负债	97089	90000	90000	90000	营业外净收支	123	100	400	400
应付款项	494871	563374	597961	646386	利润总额	71789	80322	88861	98050
其他流动负债	474615	436737	463571	501119	所得税费用	16439	18474	20438	22552
流动负债合计	1066574	1090111	1151532	1237506	少数股东损益	17109	18991	21080	23399
长期借款及应付债券	324121	324121	324121	324121	归属于母公司净利润	38241	42857	47343	52100
其他长期负债	41880	43880	45880	47880					
长期负债合计	366002	368002	370002	372002	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	1432576	1458113	1521534	1609507	净利润	38241	42857	47343	52100
少数股东权益	185303	194798	205338	217038	资产减值准备	3416	(1604)	(1815)	(2250)
股东权益	243961	276104	311611	350686	折旧摊销	8486	5356	6026	6707
负债和股东权益总计	1861840	1929015	2038484	2177231	公允价值变动损失	10834	11942	12696	13730
					财务费用	15336	16711	16026	15413
关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E	营运资本变动	(55100)	11456	(739)	(975)
每股收益	0.91	1.02	1.12	1.24	其它	(727)	11099	12355	13949
每股红利	0.76	0.25	0.28	0.31	经营活动现金流	5150	81106	75866	83261
每股净资产	5.79	6.55	7.40	8.32	资本开支	(2461)	(13000)	(13000)	(13000)
ROIC	11%	11%	12%	14%	其它投资现金流	(5031)	(5814)	(3198)	(3358)
ROE	16%	15.5%	15%	15%	投资活动现金流	(23575)	(35814)	(26198)	(26358)
毛利率	12%	12%	12%	12%	权益性融资	53620	0	0	0
EBIT Margin	8%	8%	8%	8%	负债净变化	28823	0	0	0
EBITDA Margin	9%	8%	8%	8%	支付股利、利息	(32230)	(10714)	(11836)	(13025)
收入增长	14%	13%	6%	8%	其它融资现金流	15867	(7089)	0	0
净利润增长率	16%	12%	10%	10%	融资活动现金流	62672	(17803)	(11836)	(13025)
资产负债率	87%	86%	85%	84%	现金净变动	44248	27489	37833	43879
息率	15.1%	5.0%	5.5%	6.1%	货币资金的期初余额	273253	317501	344989	382822
P/E	5.6	5.0	4.5	4.1	货币资金的期末余额	317501	344989	382822	426701
P/B	0.9	0.8	0.7	0.6	企业自由现金流	27578	83795	78668	86513
EV/EBITDA	15.3	15.3	14.7	14.2	权益自由现金流	72267	63839	66328	74645

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



## 分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017年10月加入粤开证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.ykzq.com