

# 中国建筑 (601668.SH)

## 行业供给侧改革加速，央企龙头价值待重估

**房地产行业供给侧改革加速，稳健央企龙头价值有望重估。**在“三条红线”严格监管下，2021年多杠杆较高的民营房企经营出现风险，预计未来将逐步退出市场或放缓扩张，房地产行业供给侧改革将加速，市场份额有望进一步向央企国企龙头集中。在竞争格局改善后，土拍溢价率有望回归理性水平，项目盈利能力有望改善。中国建筑旗下主要地产平台中海地产长期坚持低杠杆的经营战略，财务指标稳健，同时公司作为央企龙头，融资渠道顺畅，成本低，未来有望在合规要求下获取更多优质土地资源，或收购经营出现风险的房企项目，加速行业整合，实现市占率的持续提升，价值有望得到重估。

**施工业务市占率有望持续提升，业务结构不断优化。**近年来在反腐、营改增、金融监管、原材料价格波动、疫情冲击、地产信用风险等诸多因素影响下行业集中度已持续提升，公司市占率（施工面积）由2009年的4.5%提升至2021年的10.8%，未来央企集采优势、项目大型化与综合化、装配式发展等因素有望加速龙头市占率提升。公司近年来持续优化施工业务结构，业主为政府的基建及公共类项目占比不断提升，住宅类订单占比由2017年50%的高点下降至2021年前三季度的31%。项目结构的优化有望带动施工业务盈利能力及经营质量不断提高。

**国企改革有望激发经营活力，增强市值动力。**公司积极推进国企改革，2020年4家子企业纳入“重要领域混改试点”“双百行动”“科改示范行动”，7家子企业实施职业经理人制度。创新运用多种激励方式，在全公司开展第四期限制性股票授予，进一步扩大股权激励范围，在子公司中海发展实行限制性股票期权。今年是国企改革三年行动方案收官检验成效之年，多项改革有望充分激发公司经营活力，增强企业市值动力。

**估值处历史低位，股息率4%，稳增长政策发力有望带动估值修复。**截止至最新收盘日，公司PE(ttm)/PB(lf)分别为4.3/0.69倍（历史最低3.8/0.64倍）。2020年公司现金分红约90亿元，增长16%，分红率为20%，较19年提升1.5个pct，对应当前股息率为4.0%，具备一定安全边际。当前经济下行压力较大，从去年年底至今系列重要会议持续彰显当前稳增长决心，稳增长必要性、政策态度均较为明确，预计后续政策将持续发力见效，基建及地产行业预期有望不断改善。公司作为地产与施工央企龙头显著受益稳增长发力，估值有望迎来修复。

**投资建议：**我们预测公司2021-2023年归母净利润分别为495/541/587亿元，同比增长10%/9%/9%，对应EPS分别为1.18/1.29/1.40元，当前股价对应PE分别为4.4/4.1/3.7倍，PB(lf)0.71倍。分部估值合理市值为3111亿元，较当前市值高出38%，维持“买入”评级。

**风险提示：**部分房地产企业信用风险冲击、房地产调控风险、项目执行进度不达预期风险、监管政策变化风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,419,837	1,615,023	1,832,989	2,032,663	2,225,972
增长率yoy(%)	18.4	13.7	13.5	10.9	9.5
归母净利润(百万元)	41,881	44,944	49,546	54,050	58,700
增长率yoy(%)	9.5	7.3	10.2	9.1	8.6
EPS最新摊薄(元/股)	1.00	1.07	1.18	1.29	1.40
净资产收益率(%)	12.6	12.3	12.1	11.8	11.5
P/E(倍)	5.2	4.9	4.4	4.1	3.7
P/B(倍)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5

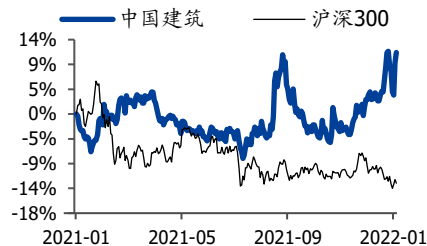
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年1月20日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

行业	房屋建设
前次评级	买入
1月20日收盘价(元)	5.40
总市值(百万元)	226,520.11
总股本(百万股)	41,948.17
其中自由流通股(%)	97.35
30日日均成交量(百万股)	239.50

### 股价走势



### 作者

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@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): 新签合同明显加速, 央企龙头价值有望重估》2022-01-09
- 《中国建筑(601668.SH): Q3业绩稳健增长, 现金流显著改善》2021-10-27
- 《中国建筑(601668.SH): Q2业绩处预告中值, 稳增长预期提升有望促估值修复》2021-08-28

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1461506	1577630	1800964	1880428	2142789
现金	292441	295857	274948	304899	333896
应收票据及应收账款	180880	192431	249253	258913	297580
其他应收款	53187	54627	67737	67956	80642
预付账款	55085	42243	68220	54277	79870
存货	578918	675125	811501	852522	995757
其他流动资产	300996	317346	329305	341861	355045
<b>非流动资产</b>	572946	614544	646703	677368	706771
长期投资	74917	86439	102123	118382	134777
固定资产	37554	39127	44277	49126	53412
无形资产	16409	22559	24467	26193	28517
其他非流动资产	444065	466419	475836	483668	490065
<b>资产总计</b>	2034452	2192174	2447668	2557796	2849560
<b>流动负债</b>	1145728	1196015	1352520	1369463	1571981
短期借款	28498	29317	78053	116849	150000
应付票据及应付账款	500160	507653	627965	581225	700646
其他流动负债	617069	659045	646502	671389	721335
<b>非流动负债</b>	386889	419064	448847	464920	469508
长期借款	347397	381680	411463	427535	432124
其他非流动负债	39492	37384	37384	37384	37384
<b>负债合计</b>	1532617	1615079	1801367	1834383	2041489
少数股东权益	224638	276674	305343	336618	370583
股本	41976	41965	41965	41965	41965
资本公积	12028	10266	10266	10266	10266
留存收益	205258	242055	305289	374363	449240
归属母公司股东权益	277198	300421	340958	386796	437488
<b>负债和股东权益</b>	2034452	2192174	2447668	2557796	2849560

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	-34220	20272	11916	25110	42973
净利润	63205	70950	78215	85325	92666
折旧摊销	7329	6845	7514	9362	11432
财务费用	7912	7798	8695	10035	10462
投资损失	-4213	-6152	-5105	-5279	-5187
营运资金变动	-112338	-62958	-77718	-74613	-66657
其他经营现金流	3884	3788	316	280	257
<b>投资活动现金流</b>	-19813	-52628	-34884	-35028	-35904
资本支出	20437	49498	16475	14407	13008
长期投资	-2887	-6849	-15684	-16259	-16395
其他投资现金流	-2263	-9979	-34093	-36880	-39291
<b>筹资活动现金流</b>	26308	30818	-46677	1074	-11224
短期借款	9456	819	0	0	0
长期借款	23276	34282	29783	16073	4588
普通股增加	-10	-11	0	0	0
资本公积增加	765	-1762	0	0	0
其他筹资现金流	-7180	-2511	-76461	-14999	-15812
<b>现金净增加额</b>	-27082	-3866	-69645	-8845	-4155

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1419837	1615023	1832989	2032663	2225972
营业成本	1262226	1440132	1635289	1813785	1986901
营业税金及附加	17220	15896	18330	20327	22260
营业费用	4331	5522	5875	6463	7153
管理费用	27685	28983	34318	37267	41243
研发费用	17290	25523	27495	31710	34280
财务费用	7912	7798	8695	10035	10462
资产减值损失	73	-328	5499	6098	6678
其他收益	302	613	0	0	0
公允价值变动收益	-485	51	-316	-280	-257
投资净收益	4213	6152	5105	5279	5187
资产处置收益	131	166	0	0	0
<b>营业利润</b>	83795	94482	102278	111978	121925
营业外收入	1294	809	941	913	989
营业外支出	3621	1000	1364	1618	1901
<b>利润总额</b>	81468	94291	101854	111273	121013
所得税	18263	23340	23639	25948	28347
<b>净利润</b>	63205	70950	78215	85325	92666
少数股东损益	21324	26006	28669	31275	33966
<b>归属母公司净利润</b>	41881	44944	49546	54050	58700
EBITDA	104679	119228	117146	131687	145133
EPS (元)	1.00	1.07	1.18	1.29	1.40

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	18.4	13.7	13.5	10.9	9.5
营业利润(%)	16.9	12.8	8.3	9.5	8.9
归属于母公司净利润(%)	9.5	7.3	10.2	9.1	8.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	11.1	10.8	10.8	10.8	10.7
净利率(%)	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6
ROE(%)	12.6	12.3	12.1	11.8	11.5
ROIC(%)	9.8	10.2	9.5	9.5	9.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	75.3	73.7	73.6	71.7	71.6
净负债比率(%)	40.5	40.0	42.0	41.4	38.5
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	7.7	8.7	8.3	8.0	8.0
应付账款周转率	2.5	2.9	2.9	3.0	3.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.07	1.18	1.29	1.40
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.82	0.48	0.28	0.60	1.02
每股净资产(最新摊薄)	6.11	6.92	7.89	8.98	10.19
<b>估值比率</b>					
P/E	5.2	4.9	4.4	4.1	3.7
P/B	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.2	6.1	6.8	6.5	6.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 1 月 20 日收盘价

## 内容目录

1. 地产业务：供给侧改革加速，央企龙头价值有望重估 .....	5
1.1. 地产行业供给侧改革加速，国企市占率大幅提升 .....	5
1.2. 经营稳健，优质央企龙头价值有望重估 .....	5
1.3. 2021 年地产销售平稳收官，12 月销售回暖 .....	7
2. 施工业务：市占率持续提升，结构不断优化 .....	7
2.1. 施工业务市占率持续提升，未来趋势不断强化 .....	7
2.2. 住宅类订单占比下降，业务结构持续优化 .....	9
2.3. 12 月新签订单明显加速，房建订单同比大增 .....	11
2.4. PPP 投入高峰已过，资产负债表持续改善 .....	12
3. 积极推进改革激发经营活力与市值动力 .....	14
4. 估值处于历史低位，分红率提升股息率具备吸引力 .....	15
4.1. 当前估值处于历史最低区间 .....	15
4.2. 2020 年分红率提升，当前股息率 4.0% .....	16
5. 受益稳增长政策发力，估值有望迎来修复 .....	17
5.1. 地产投资与销售持续下行，政策面有望边际回暖 .....	17
5.2. 基建稳增长政策明显发力 .....	18
6. 盈利预测、估值与投资建议 .....	19
7. 风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1: TOP30 房企中国企和民企的拿地金额市占率 .....	5
图表 2: 中国海外发展 ROE 杜邦分析情况 .....	6
图表 3: 中国海外发展与保利发展 2016-2020 年财务数据平均值对比 .....	6
图表 4: 中国海外发展归母净利润 (单位: 亿元人民币) .....	6
图表 5: 中国海外发展营业收入 (单位: 亿元人民币) .....	6
图表 6: 中国建筑新增土地储备面积与 100 城市成交住宅类土地规划建筑面积的比例 .....	7
图表 7: 中国建筑地产销售额累计增速 .....	7
图表 8: 中国建筑地产销售面积累计增速 .....	7
图表 9: 公司房建业务市占率持续提升 .....	8
图表 10: 未来龙头市占率加速提升的因素 .....	8
图表 11: 公司新签订单及与收入的比值 .....	9
图表 12: 公司在手订单情况 .....	9
图表 13: 公司新签订单结构占比 .....	10
图表 14: 2021 年前三季度新签房建合同构成比例 .....	10
图表 15: 2021 年前三季度各类房建订单增长情况 .....	10
图表 16: 公司房建业务与基建业务毛利率变化情况 .....	11
图表 17: 公司新签订单情况 .....	12
图表 18: 房建新签订单累计增速 .....	12
图表 19: 基建新签订单累计增速 .....	12
图表 20: 公司累计在施 PPP 项目个数 .....	13
图表 21: 公司累计在施 PPP 项目权益投资额 .....	13
图表 22: 每年新增在施 PPP 项目投资额 (亿元) .....	13

图表 23: 公司非流动资产增速.....	14
图表 24: 公司总资产周转率.....	14
图表 25: 公司下属子公司入选国企改革试点类型.....	14
图表 26: 公司股权激励情况.....	15
图表 27: 公司激励机制多样化.....	15
图表 28: 中国建筑历史 PE (ttm) .....	16
图表 29: 中国建筑历史 PB (Lf) .....	16
图表 30: 公司分红率与分红总金额.....	17
图表 31: 房地产投资累计同比与单月同比.....	17
图表 32: 房屋销售额累计同比与单月同比.....	18
图表 33: 房屋销售面积累计同比与单月同比.....	18
图表 34: 社零当月名义同比增速.....	18
图表 35: 近期各部门“稳增长”政策梳理.....	19
图表 36: 公司地产与施工利润估算情况.....	20
图表 37: 可比公司估值情况.....	20

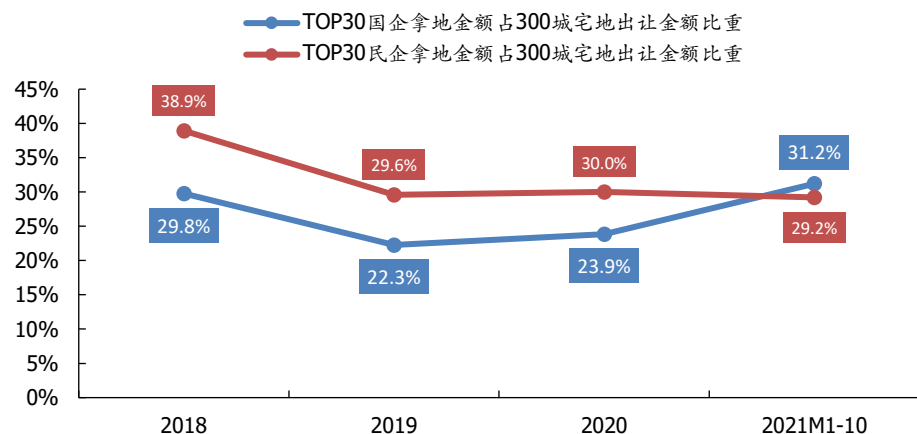
## 1. 地产业务：供给侧改革加速，央企龙头价值有望重估

### 1.1. 地产行业供给侧改革加速，国企市占率大幅提升

**央企拿地市占率明显提升。**在“三条红线”严格监管下，2021年多家杠杆较高的民营房企经营出现风险，预计未来将逐步退出市场或放缓扩张，房地产行业供给侧改革将加速，呈现“剩者为王”格局。资金和土地资源向财务稳健的绿档房企尤其是国企央企倾斜，同时龙头企业也有望对行业开展并购整合，市场份额有望进一步向央企国企龙头集中。2021年1-10月拿地金额top30房企中12家国企拿地金额占300城宅地出让金比例上升至31.2%，较2020年全年上升7.3%。

**竞争格局改善后，预计土拍溢价率有望回归理性，地产项目毛利率有望改善。**过去几年，由于部分激进民企采取高杠杆激进拿地策略，导致土拍环节竞争激烈，土地价格大幅升高，同时叠加政府对地产项目的限价和限售调控，地产项目盈利能力明显下降。此轮部分激进民营地产商退出市场或放缓扩张，行业竞争格局优化后，土拍市场竞争有望回归理性，项目盈利能力有望得到改善。

图表 1: TOP30 房企中国企和民企的拿地金额市占率



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.2. 经营稳健，优质央企龙头价值有望重估

**央企地产龙头经营稳健，杠杆率极低，财务指标优秀。**中国建筑持有港股上市公司中国海外发展（简称中海地产）56%的股权。中海地产是中国建筑旗下主要地产业务平台，2020年贡献归母净利润约190亿元，占中国建筑总归母净利润的42%。中海地产长期坚持低杠杆的经营战略，财务指标稳健。从2016-2020年的财务数据来看，中海地产ROE平均维持在15%左右，销售净利率达23%以上，是盈利能力最强的房企之一，总资产周转率平均为0.26，权益乘数平均值为2.5。与同是央企的保利发展相比，中海地产净利率大幅领先14个pct，总资产周转率持平，权益乘数则远低于保利发展6.33的水平。

图表 2: 中国海外发展 ROE 杜邦分析情况

年份	ROE	杜邦分析拆解		
		销售净利率	总资产周转率	权益乘数
2016	17.89%	23.2%	0.32	2.41
2017	16.71%	24.7%	0.27	2.49
2018	16.35%	26.1%	0.25	2.50
2019	15.57%	25.3%	0.24	2.57
2020	14.76%	23.5%	0.24	2.60

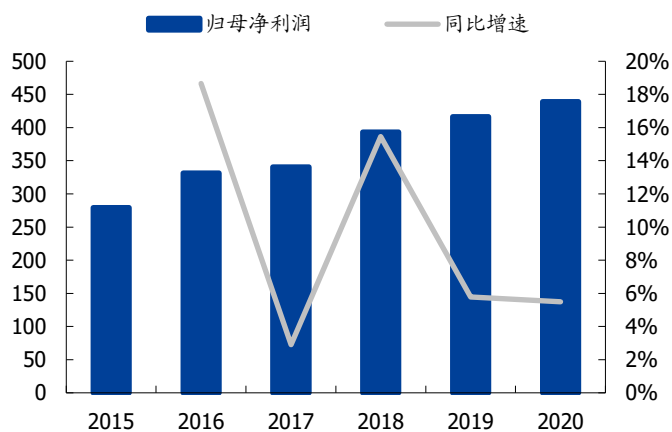
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 中国海外发展与保利发展 2016-2020 年财务数据平均值对比

公司	ROE	净利率	总资产周转率	权益乘数
保利发展	17.05%	10.40%	0.26	6.33
中国海外发展	16.26%	24.60%	0.26	2.51

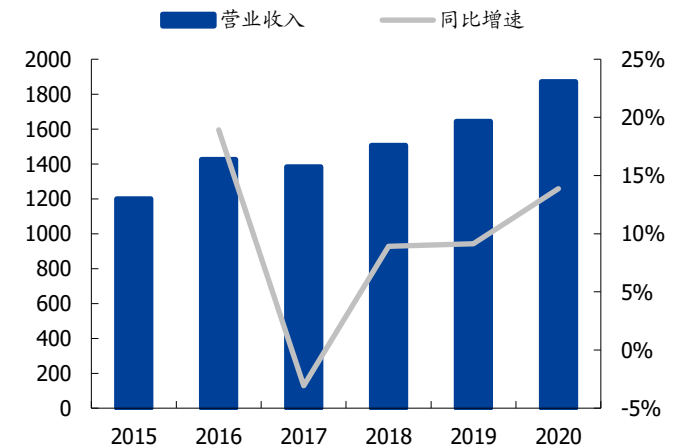
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 中国海外发展归母净利润 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 中国海外发展营业收入 (单位: 亿元人民币)

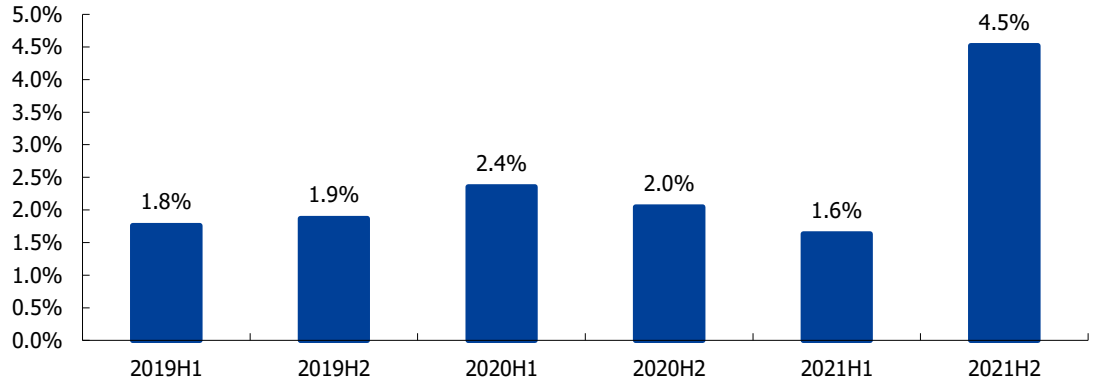


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司在 2021 年下半年逆势加大购地力度。公司 2021 年新购置土地储备面积 1842 万平方米, 分上下半年看, 上半年公司仅购置 609 万平方米, 下半年新增 1233 万平方米, 创出近三年同期新高。从公司购置土地储备面积占全国 100 城成交住宅类土地规划建筑面积比例看, 2019-2021 年上半年, 该比例在 1.5%-2.5% 间波动, 而到 2021 年下半年则快速上升至 4.5%。无论从绝对量还是土地购置占市场的比例来看, 都显示公司凭借着央企龙头优势, 在 2021 年下半年行业低迷时加大购地力度。

公司作为央企龙头, 融资渠道顺畅, 融资成本低, 未来有望在合规要求下获取更多优质土地资源, 或收购经营出现风险的房企项目, 加速行业整合, 实现市占率的持续提升, 价值有望得到重估。

图表6: 中国建筑新增土地储备面积与100城市成交住宅类土地规划建筑面积的比例

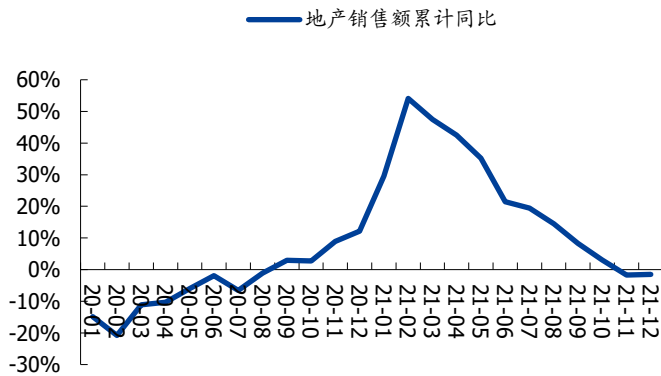


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.3. 2021年地产销售平稳收官, 12月销售回暖

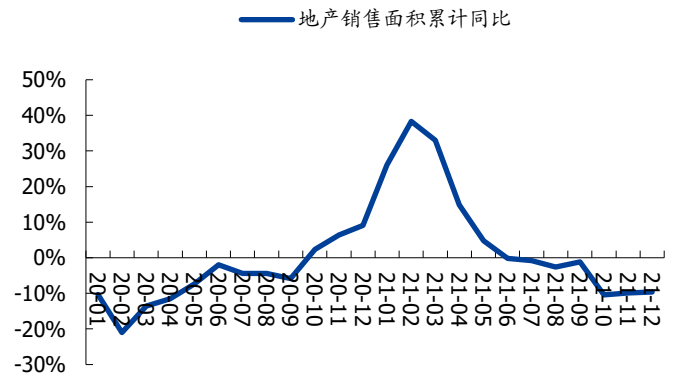
2021年1-12月份公司地产业务合约销售额4221亿元, 同比下滑1.5%, 较上月降幅收窄0.2个pct, 其中12月单月合约销售额585亿元, 同比下滑0.5%, 较11月34.2%的降幅明显收窄; 1-12月份合约销售面积2143万平方米, 同比下降9.6%, 较上月降幅收窄0.3个pct, 其中12月单月合约销售面积314万平方米, 同降7.9%。截至12月末, 公司在手土地储备为10541万平方米, 是2021年销售面积的近5倍, 土地储备较为充裕。

图表7: 中国建筑地产销售额累计增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表8: 中国建筑地产销售面积累计增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

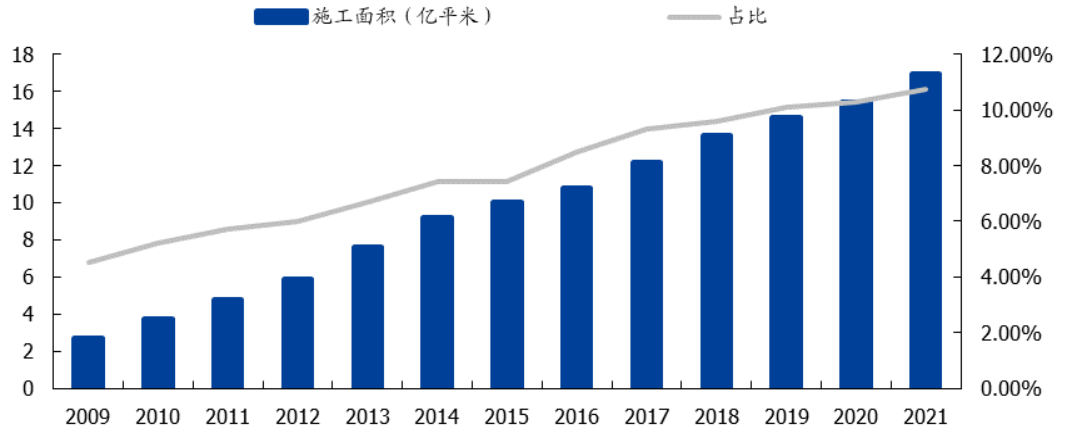
## 2. 施工业务: 市占率持续提升, 结构不断优化

### 2.1. 施工业务市占率持续提升, 未来趋势不断强化

公司施工业务市占率持续提升。以房建业务观察, 按照施工面积计算, 中国建筑房建市

占率由 2009 年的 4.5% 提升至 2021 年的 10.8%，是国内房建业务市占率最高的企业。公司 2021 年新签基建订单同比增长 24%，也显著快于全年基建投资增速，公司基建业务施工市占率预计也有明显提升。

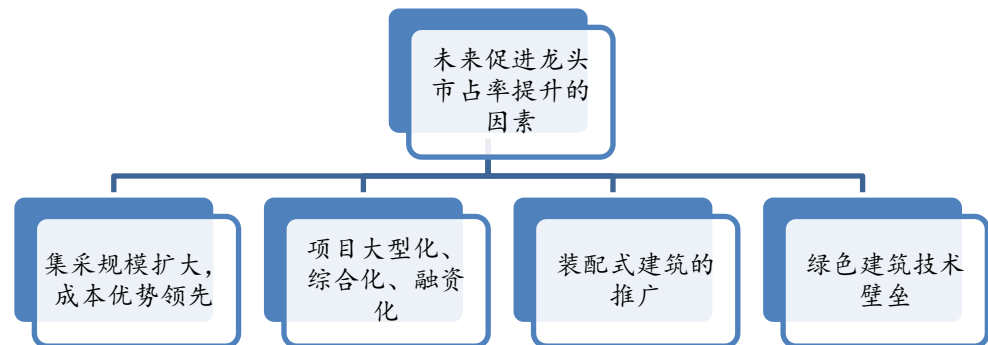
图表 9: 公司房建业务市占率持续提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**未来多个因素将加速央企龙头市占率提升趋势。**主要原因有：1) 央企集采规模逐步加大，产业链定价权增强，在原材料及劳务成本上升背景下，成本端规模优势将更明确地体现。2) 项目大型化、综合化、融资化趋势加速，小企业无力承接，而建筑央企具备全产业链综合服务能力，各方面资源可以更好匹配。3) 装配式浪潮已来，央企凭借着政府客户、土地、资金、技术等优势竞争实力更加突出，同时装配式制造属性增强，减少对现场人工的依赖，将更具规模效应，促强者更强。4) “碳中和”政策约束，建筑行业绿色化技术标准将构筑更高壁垒，龙头在技术、研发、资质等方面更具优势。以上多因素将促龙头市占率持续提升，在新时代加速行业供给侧改革。

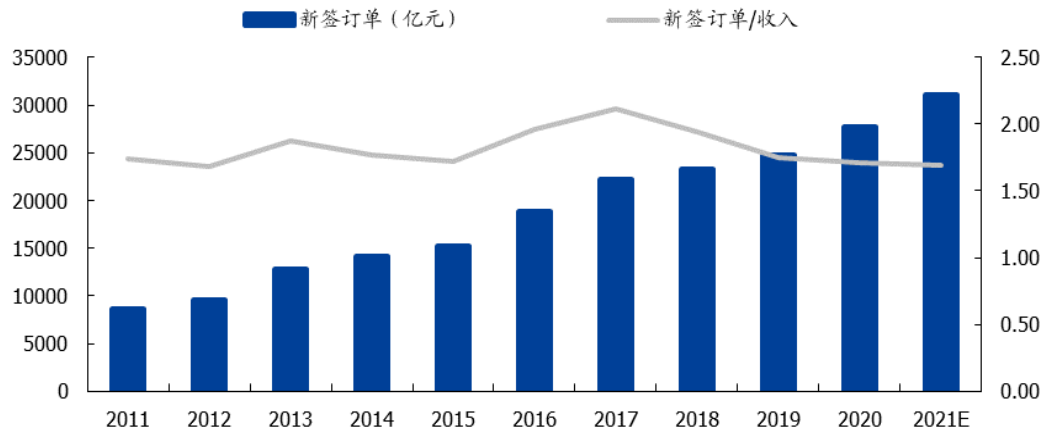
图表 10: 未来龙头市占率加速提升的因素



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

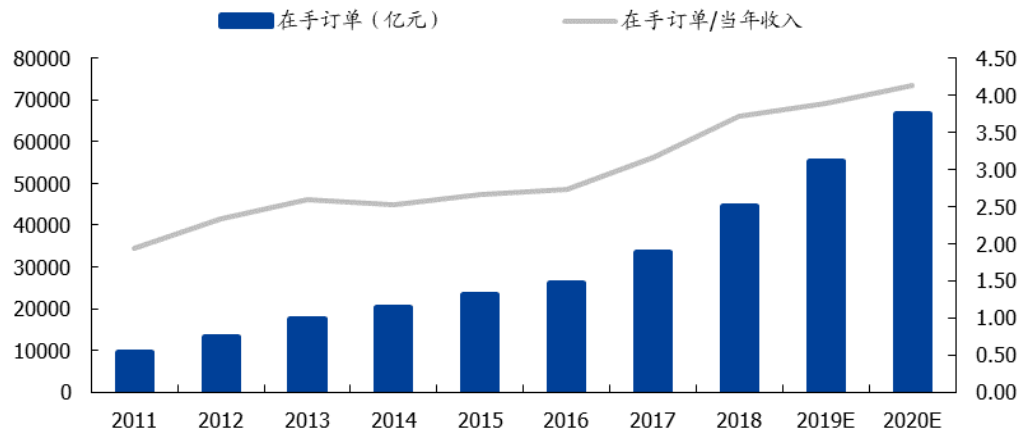
**在手订单充裕，订单保障倍数不断提升，未来收入有望持续稳健增长。**公司在手订单充裕，我们估算公司 2020 年底在手订单可达 6.69 万亿，是 2020 年收入的 4.1 倍。由于每年新签订单都大幅超过当年收入（1.7 倍左右），因此在手订单也将不断累积，订单保障倍数不断增加。

图表 11: 公司新签订单及与收入的比值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 公司在手订单情况

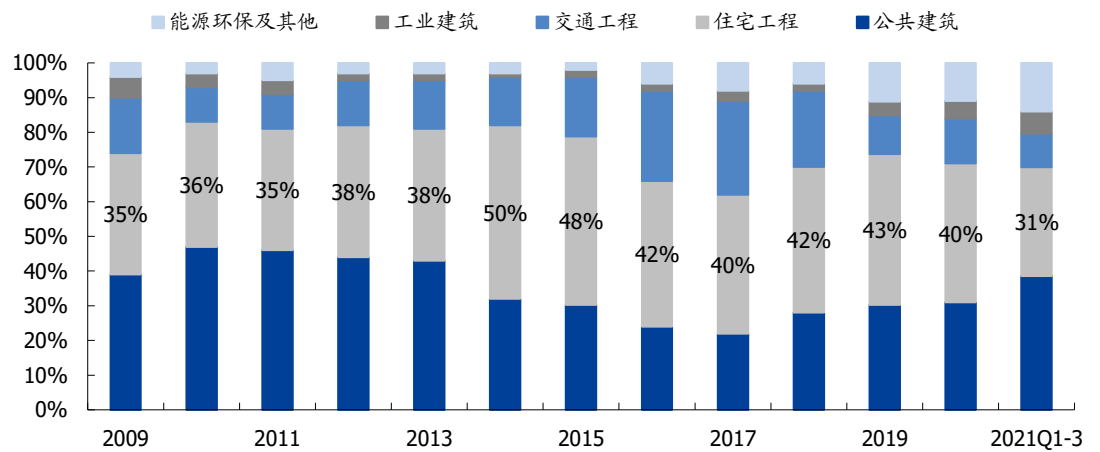


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.2. 住宅类订单占比下降，业务结构持续优化

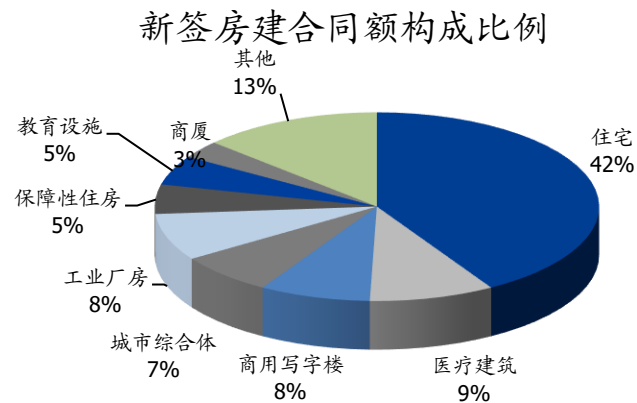
住宅类施工订单占比下降，基建及公共建筑类占比上升。近年来，公司持续优化施工类业务结构，住宅类订单占总施工订单的比例在 2014 年达到 50% 的高点后开始下降，2020 年占比降为 40%，2021 年前三季度占比进一步下降至 31.2%。具体结构来看：**1) 房建类订单中公共建筑类项目占比提升**，特别是医疗、工业厂房增长迅猛，2021 年前三季度分别增长 112%、40%。此外政府类公共项目，如城市更新、园区开发、片区开发等项目需求旺盛，有力支撑房建订单稳健增长。**2) 基建类订单占比提升**。2021 年基建新签订单 8439 亿元，同比增长 24%，占比为 27.2%，较 2020 年提升了 2.6 个 pct。

图表 13: 公司新签订单结构占比



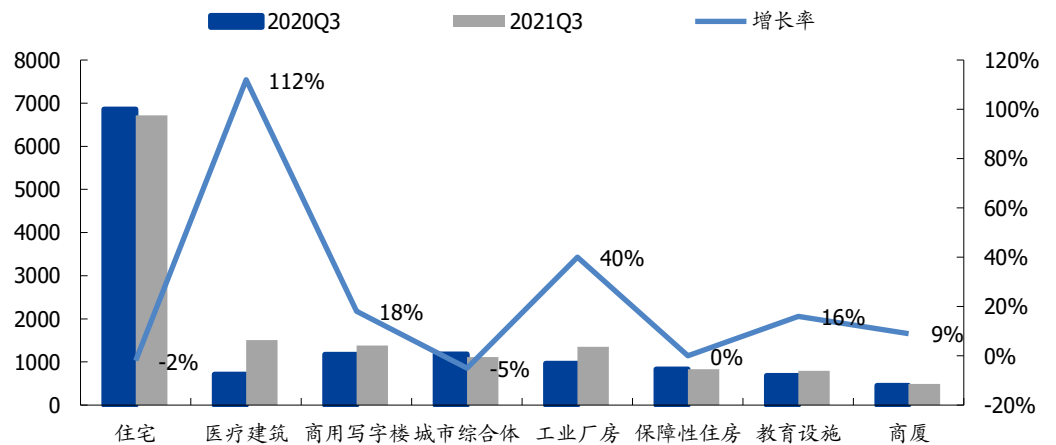
资料来源: 公司公告, 路演推介材料, 国盛证券研究所

图表 14: 2021 年前三季度新签房建合同构成比例



资料来源: 公司公告, 路演推介材料, 国盛证券研究所

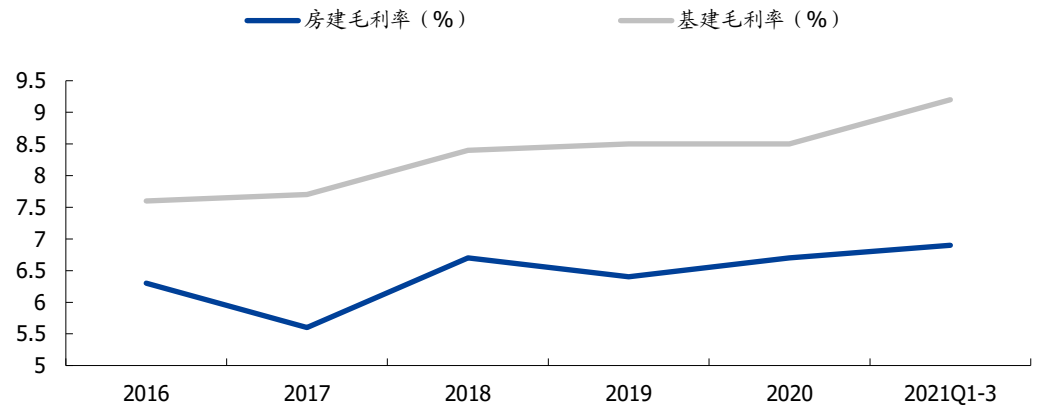
图表 15: 2021 年前三季度各类房建订单增长情况 (订单金额单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 路演推介材料, 国盛证券研究所

业务结构优化有望提升整体盈利能力，降低经营风险。2021年前三季度公司基建业务毛利率9.2%，明显高于房建业务6.9%的水平，基建业务占比的提升有望带动综合毛利率上升。此外，公司房建业务中低毛利率的住宅类订单占比下降，毛利率相对较高的公共类项目占比上升，因此房建施工业务整体毛利率近三年也在不断改善，2021年前三季度房建业务毛利率为6.9%，较2020年全年提升0.2个pct。在民营地产公司信用风险较高的时期，纯住宅类订单占比下降也有望降低公司整体施工业务的经营风险。

图表 16: 公司房建业务与基建业务毛利率变化情况

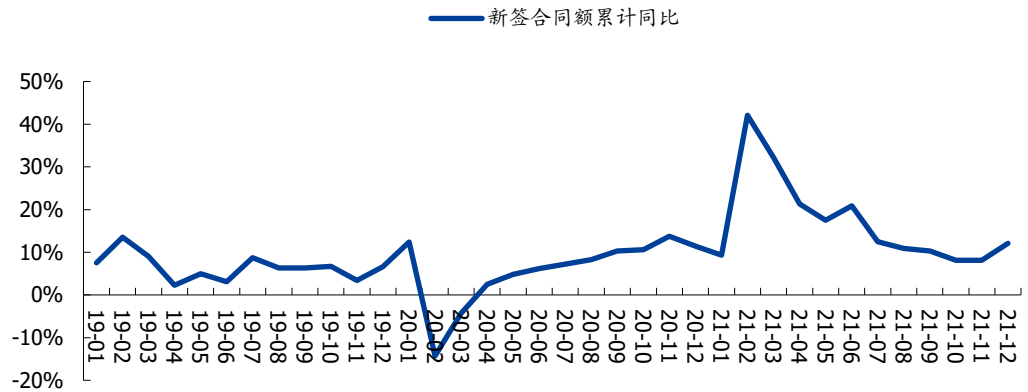


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 2.3. 12月新签订单明显加速，房建订单同比大增

**12月新签合同明显加速，房建表现亮眼。**公司2021年1-12月新签建筑业合同额31074亿元，同增12.1%，较1-11月加速4个pct；12月单月新签合同4661亿元，同比增长42.7%，较11月单月大幅加速35.0个pct，主要受房建业务强力带动。分业务板块看，1-12月房建新签合同额22506亿元，同增8.3%，较上月加速5.6个pct，12月单月新签2820亿元，同比增长78.5%，较上月加速69.9个pct。房建订单大幅增长主要因：1）城市更新、旧改、产业园等类型项目需求较好，部分大项目集中落地。2）政策微调，房地产行业整体环境略有改善。3）去年同期下滑20%，基数较低。1-12月份基建新签合同额8439亿元，同增24.1%，较上月放缓4.6个pct；12月单月新签1820亿元，同比增长9.3%，继续保持稳健增长。1-12月新开工面积3.85亿平方米，同比增长12.4%，较1-11月加速2.9个pct。

图表 17: 公司新签订单情况



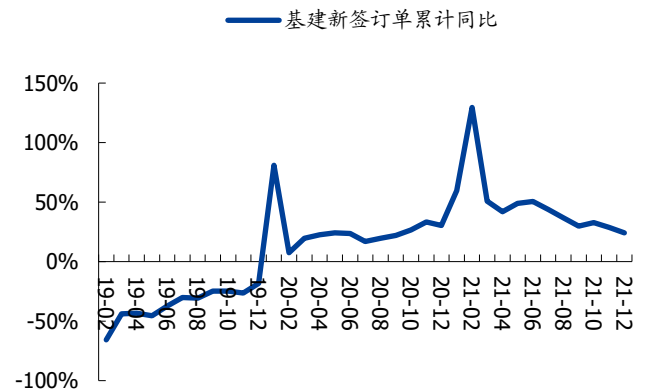
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: 房建新签订单累计增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 基建新签订单累计增速

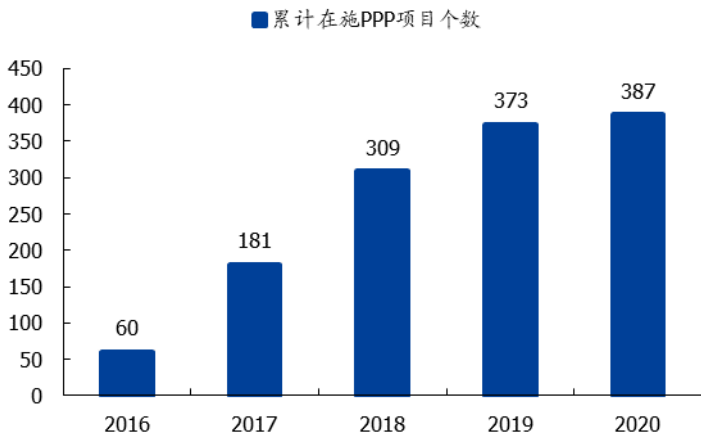


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2.4. PPP 投入高峰已过, 资产负债表持续改善

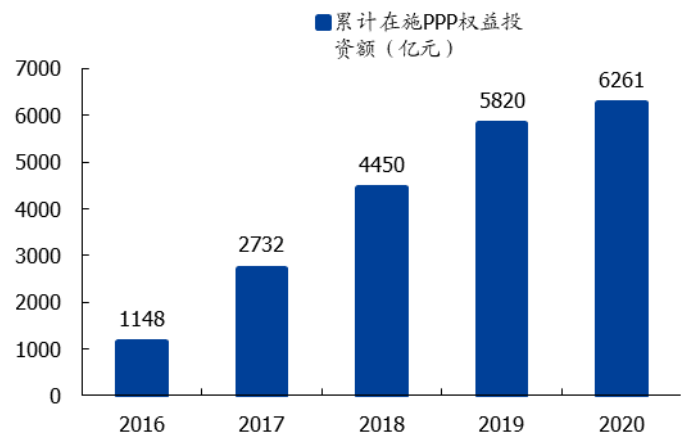
**PPP 投入高峰已过, 未来投入压力显著下降。**2015 年 PPP 模式开始推广, 在 2016-2017 年进入爆发式增长的阶段, 公司承接了较多的 PPP 项目。由于 PPP 项目需要使用自有资金投资, 因此在落地高峰期 (17-18 年) 央企普遍面临的较大的资本开支压力和融资压力。2018 年起 PPP 进入规范发展期, 央企新签 PPP 项目速度大幅放缓, 同时前期的部分项目完工进入回购期, PPP 投入的高峰预计已经过去。截至 2020 年底, 公司在施工 PPP 项目 387 个, 项目权益投资额 6261 亿元, 较 2019 年仅增加 441 亿元, 大幅低于前几年每年 1300 亿以上的新增额, 未来投资压力将显著下降。

图表 20: 公司累计在施 PPP 项目个数



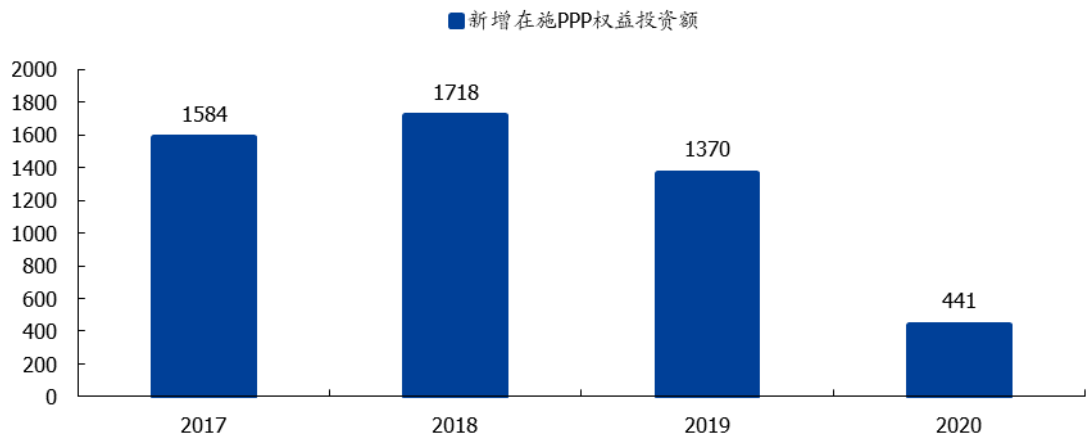
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 21: 公司累计在施 PPP 项目权益投资额



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

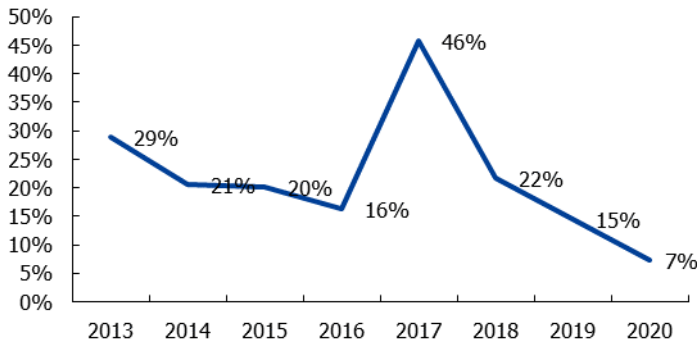
图表 22: 每年新增在施 PPP 项目投资额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

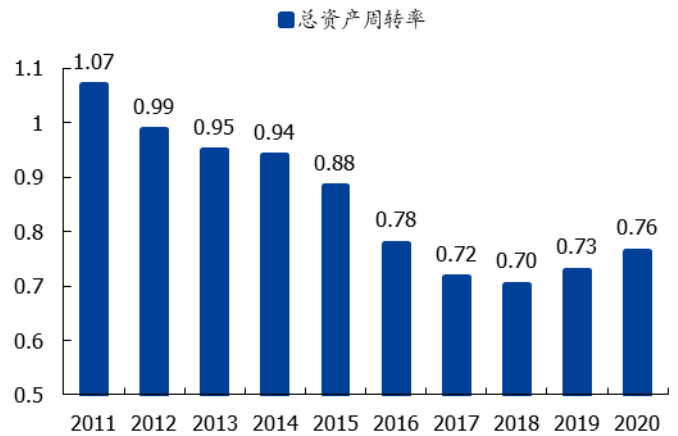
非流动资产增速大幅放缓, 资产周转率逐步回升, 资产负债表持续改善。由于 2017-2018 年 PPP 项目投入增加, 公司长期应收款、无形资产等非流动资产增长较快, 公司资产负债表变重, 总资产周转率下降。随着 PPP 投入减少, 公司非流动资产增长速度显著放慢, 2020 年非流动资产仅增长 7%, 大幅低于前三年平均 27% 的增速。公司整体资产负债表持续修复, 总资产周转率也在 2019 年起持续回升。2020 年公司总资产周转率小幅提升 0.04 次至 0.76 次。

图表 23: 公司非流动资产增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 公司总资产周转率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3. 积极推进改革激发经营活力与市值动力

公司积极推动改革，多家子公司列入国家国企改革试点单位。根据公司公告、官网、国资委官网信息，集团所属两家子企业（中建一局二公司、中建水务）纳入国资委牵头的“双百企业”，两家子企业（中建科工、中建科技）纳入“科改示范企业”，一家子企业（中建装饰）纳入由国家发改委牵头的“混改试点”。据国资委官网报道，公司积极推进试点公司改革，以中建一局二公司为例，公司积极引入外部投资者，公司注册资本由原 3.6 亿元增加至 5.33 亿元，由一元股东变为二元股东；首批 8 名职业经理人正式就位，成为中建集团首家实施职业经理人制度的三级公司，改革取得初步成效，中建一局二公司 2016 年-2019 年营业收入从 77.2 亿元增至 131 亿元，复合增速达到 19%。

图表 25: 公司下属子公司入选国企改革试点类型

国企改革类型	入选子公司
“双百企业”	中建一局二公司、中建水务
“科改示范企业”	中建科工、中建科技
“混改试点”	中建装饰

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**激励机制改革，激发员工活力。**  
**1) 股权激励。**根据公告，在全公司范围内，针对核心骨干，公司自 2013 年起推出了长达 10 年期的股权激励计划，目前已经成功实施四期，累计激励 7107 人次，授出股票 20.82 亿股（对应目前市值超 100 亿）。同时，在上市子企业中海发展实施股票期权激励。  
**2) 科技型子企业分红激励。**根据国资委网站文章披露，在下属中建工程产业技术研究院实行科技型子企业分红激励。  
**3) 任期激励。**在一局等 5 家二级单位试点任期激励等。根据国资委网站文章披露，中国建筑年子企业负责人的薪酬坚持业绩和绩效导向，同层级领导人员之间的薪酬差距一般可达 2-3 倍，年薪中与企业效益挂钩的绩效年薪占年薪的比重最高已达 80% 以上，发挥了较好的激励效果。

图表 26: 公司股权激励情况

激励计划	公告时间	授予人数	占总股本比例	考核 ROE	考核业绩增速	覆盖区间
第一期	2013年4月19日	686	0.49%	14%	10%	14年-16年
第二期	2016年11月8日	1575	0.87%	14%	10%	17年-19年
第三期	2018年11月17日	2081	1.43%	13.5%	9.5%	19年-21年
第四期	2020年9月18日	2765	2.17%	12%	7%	21年-23年

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 公司激励机制多样化

激励类型	涉及企业
股权激励	中国建筑、中国海外发展
科技型分红	中建工程产业技术研究院
任期激励	中建一局等 5 家二级单位

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**经理层成员任期制和契约化管理、职业经理人制度改革深入推进。**根据年报披露 2020 年, 公司旗下中建科工、中建科技、中建装饰等试点单位与经理层成员签订岗位聘任协议、年度和任期岗位目标责任书, 严格按照契约开展考核, 强化考核结果的刚性兑现。同时, 在 7 家子企业实行职业经理人制度改革。

## 4. 估值处于历史低位, 分红率提升股息率具备吸引力

### 4.1. 当前估值处于历史最低区间

公司当前估值已处于历史最低区间。公司上一轮估值最低点出现在 2013-2014 年熊市期间, 2014 年 7 月, 公司 PE/PB 分别为 3.89/0.71, 创出历史新低, 后续公司估值多年并未触及该低点。2021 年以来, 随着地产与建筑板块估值持续下移, 公司估值在 7 月 30 日跌破 2014 年的低点, PE/PB 分别为 3.84/0.66 倍, 再创历史新低。截止至最新收盘日, 公司 PE/PB 分别为 4.3/0.69 倍, 仍处于历史最低区间。

图表 28: 中国建筑历史 PE (ttm)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 中国建筑历史 PB (Lf)

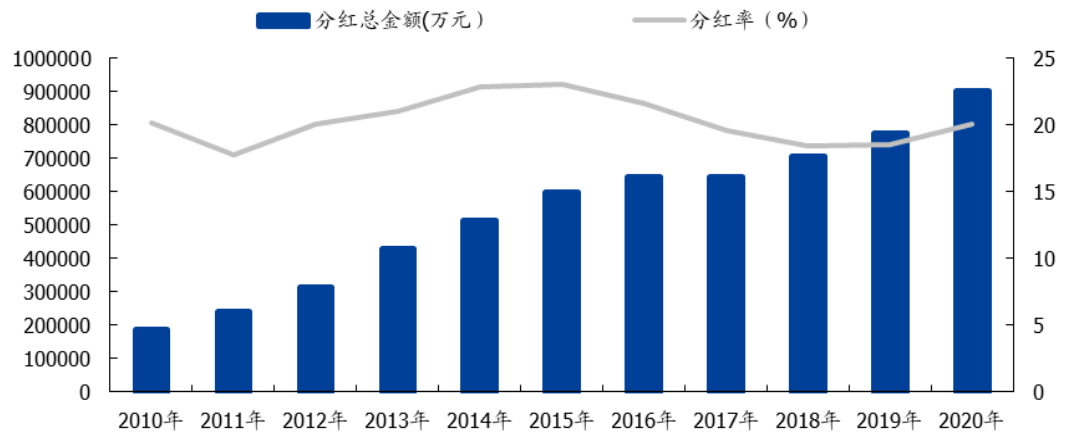


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

#### 4.2. 2020 年分红率提升，当前股息率 4.0%

分红率提升，当前股息率 4.0%。2020 年公司每 10 股派 2.147 元，合计分红约 90 亿元，增长 16%，分红率为 20%，较去年提升 1.5 个 pct，当前股息率为 4.0%。公司自 2009 年上市以来，持续进行现金分红，上市以来累计分配现金股利 604.5 亿元，占累计实现归母净利润的 20%。

图表 30: 公司分红率与分红总金额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

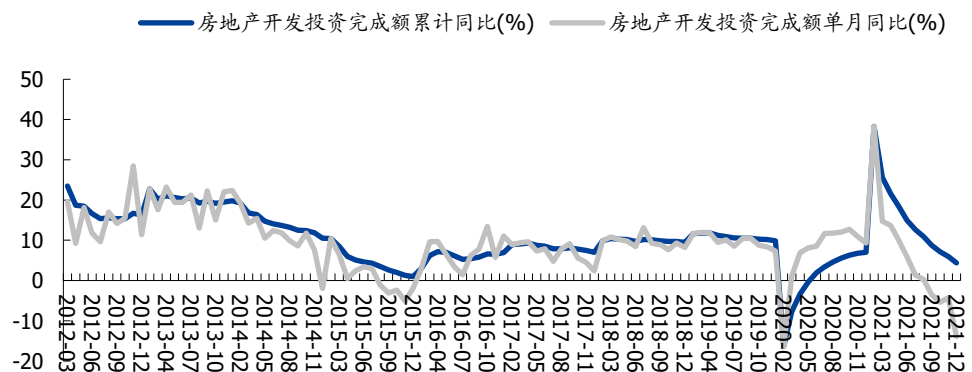
## 5. 受益稳增长政策发力，估值有望迎来修复

### 5.1. 地产投资与销售持续下行，政策面有望边际回暖

地产投资加速下行，保障房预计为稳投资方向之一。2021年地产投资同比增长4.4%，较1-11月放缓1.6个pct，12月单月同比下降13.9%，较11月降幅扩大9.6个pct，呈现加速下行趋势。12月单月看，销售面积同比增速-15.6%（前值-14.0%）、新开工面积同比-31.2%（前值-21.0%）、拿地面积同比-33.2%（前值-12.5%）、资金到位金额同比-19.3%（前值-7.0%）。大多数重要指标均出现大幅加速下行，房地产行业基本面探底仍需更多政策调整和时间等待。

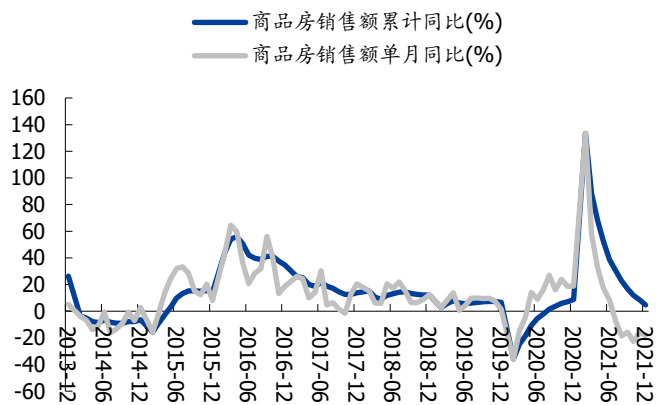
上周住建部在新闻发布会中表示要加大金融、土地、公共服务等政策支持力度，扩大保障性租赁住房供给，国常会在稳增长举措中也重点提出要加速推进城市保障性住房等领域建设，未来保障房有望承担共同富裕、房住不炒、经济稳增长三重任务，后续推动有望加快。

图表 31: 房地产投资累计同比与单月同比



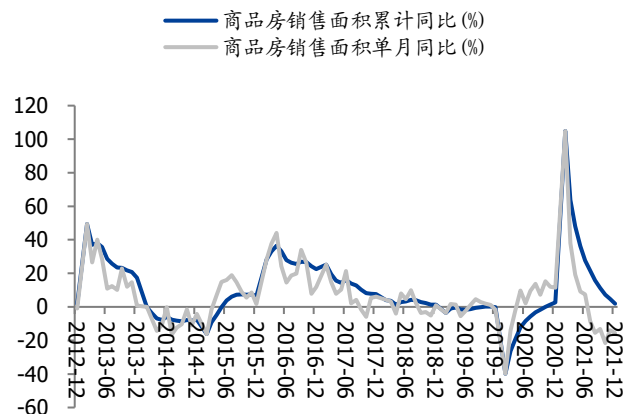
资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

图表 32: 房屋销售额累计同比与单月同比



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

图表 33: 房屋销售面积累计同比与单月同比



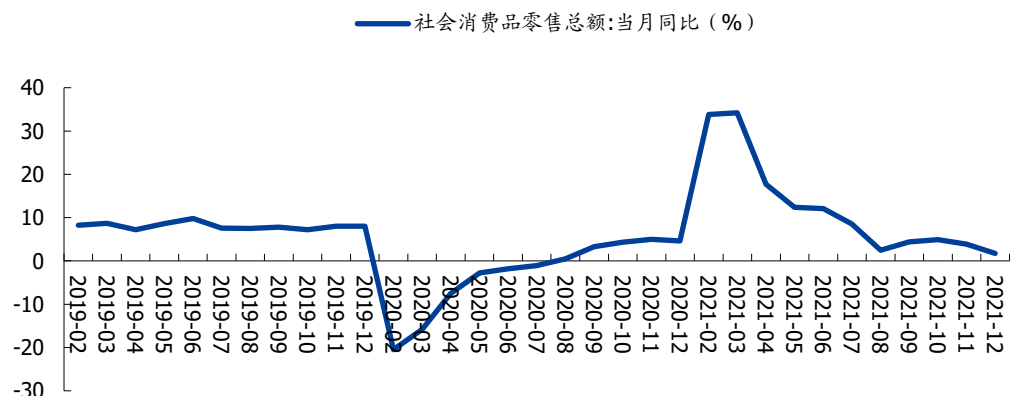
资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

## 5.2. 基建稳增长政策明显发力

**地产投资加速下行+消费低迷, 基建“稳增长”急迫性显现。**12月除地产主要经济数据指标加速下行外, 社零名义同比增长1.7%, 增速放缓2.2个pct, 受疫情反复影响, 消费仍较低迷。当前经济下行压力较大, 基建作为政府主导的投资领域有望在较短期见效, 发挥稳增长支柱作用。上周国常会指出要加快实施“十四五”重点规划项目, 要求“加快实施”、“做好保障”、“简化手续”、“抓紧实施”等表述均表明政府推动投资加快落地的急迫意愿。从去年年底至今系列重要会议持续彰显当前稳增长决心, 稳增长必要性、政策态度均较为明确, 预计后续政策将持续发力见效, 促今年基建投资预期不断改善。

**发改委力推重大项目加快落地, 审批立项等环节有望提速。**1月18日发改委在新闻发布会上表示:“适当超前开展基础设施投资, 加快推进‘十四五’102项重大工程项目, 尽快将去年四季度发行的地方政府专项债落实到具体项目, 抓紧发行已下达额度, 力争在一季度形成更多实务工作量。”发改委主管项目审批以及多部门之间的沟通协调, 预计后续项目相关环节有望加速推进, 尽快落地实施形成实物量。

图表 34: 社零当月名义同比增速



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

图表 35: 近期各部门“稳增长”政策梳理

日期	部门	政策/会议	重点内容
2021/11/24	国务院	国常会	面对新的经济下行压力,要加强跨周期调节,在继续做好地方政府债务管理、防范化解风险的同时,统筹做好今明两年专项债管理政策衔接,更好发挥专项债资金带动社会资金的作用,扩大有效投资,以利扩大内需、促进消费。
2021/12/6	央行	降准	自 12 月 15 日下调金融存款准备金率 0.5 个百分点,释放长期资金约 1.2 万亿元。
2021/12/6	中央	政治局会议	要推进保障性住房建设,支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求,促进房地产业健康发展和良性循环。会议还表示明年经济工作要稳字当头、稳中求进。
2021/12/10	中央	中央经济工作会议	指出我国经济当前面临“需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力”,重提“坚持以经济建设为中心”,新增强调“各地区各部门要承担起稳定宏观经济责任,各方面要积极推出有利于经济稳定的政策,政策发力适当靠前”、“适度超前开展基础设施投资”、“高度重视保障性租赁住房建设,加快完善长租房政策”。
2021/12/16	财政部	财政部	财政部副部长许宏才表示,近期财政部已向各地提前下达了 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿元。
2021/12/20	央行	央行	1 年期 LPR 下调 5 个基点至 3.8%,系 2020 年 4 月 20 日以来首次下调
2021/12/29	财政部	全国财政工作视频会议	充分挖掘国内需求潜力,发挥财政稳投资促消费作用。管好用好专项债券资金,拉动有效投资。适度超前开展基础设施投资,发挥政府投资引导带动作用。
2022/1/11	国务院	国常会	加快实施“十四五”规划《纲要》102 项重大工程项目和专项规划重点项目。围绕粮食能源安全、先进制造业、交通通信等基础设施、保障性住房等领域建设,做好融资、用地、用能等保障。要按照资金跟着项目走的要求,尽快将去年四季度发行的 1.2 万亿元地方政府专项债券资金落到具体项目。抓紧发行今年已下达的专项债,用好中央预算内投资,撬动更多社会投资,力争一季度形成更多实物工作量。
2022/1/11	住建部	新闻发布会	加大金融、土地、公共服务等政策支持力度,扩大保障性租赁住房供给,“十四五”期间,40 个重点城市初步计划新增 650 万套(间),基本完成 2000 年底前建成的约 21.9 万个城镇老旧小区改造任务。
2022/1/17	证监会	2022 年系统工作会议	继续保持 IPO、再融资常态化,坚守科创板“硬科技”定位,建设好创业板,办好北京证券交易所,规范发展私募股权和创投基金,推动拓宽基础设施公募 REITs 试点范围。
2022/1/17	央行	降息	进行 7000 亿元 1 年期 MLF 操作,到期 5000 亿元,净投放 2000 亿元,利率下调 10bp 至 2.85%。同时进行 1000 亿元 7 天期逆回购操作,到期 100 亿元,净投放 900 亿元,利率亦下调 10bp 至 2.1%。
2022/1/18	发改委	新闻发布会	适当超前开展基础设施投资,加快推进“十四五”规划 102 项重大工程项目,按照“资金跟着项目走”的要求,尽快将去年四季度发行的地方政府专项债券落实到具体项目,抓紧发行已下达额度,力争在一季度形成更多实物工作量。
2022/1/18	央行	新闻发布会	当前重点的目标是稳,政策的要求是发力。一是充足发力,把货币政策工具箱开得再大一些,保持总量稳定,避免信贷塌方;二是精准发力,要致广大而尽精微,金融部门不但要迎客上门,还要主动出击,按照新发展理念的要求,主动找好项目,做有效的加法,优化经济结构;三是靠前发力,抓紧做事,前瞻操作,走在市场曲线的前面,及时回应市场的普遍关切。

资料来源: 政府网站, 国盛证券研究所

## 6. 盈利预测、估值与投资建议

鉴于公司主营业务主要可划分为工程施工(房建+基建)与房地产 2 大板块,因此估值宜用分部估值法。

2020 年公司实现归母净利润 449.4 亿元,根据年报,其中由地产板块(为了简化起见,此处仅为中海地产贡献利润,中建地产分散在工程局中,将其放入施工业务中考虑)贡献的净利润约为 190 亿元,占比 42%;剩下 259 亿元为工程施工板块贡献。我们预测 2021 年公司归母净利润为 495 亿元,同比增长 10%,其中地产业务贡献 200 亿元,同比增长 5%;施工板块贡献 295 亿元,同比增长 14%。

图表 36: 公司地产与施工利润估算情况

	2018	2019	2020	2021E	2022E
总归母净利润 (亿元)	382	419	449	495	541
增速	16%	10%	7%	10%	9%
地产归母净利润 (亿元)	180	194	190	200	215
增速	11%	8%	-2%	5%	8%
施工归母净利润 (亿元)	202	225	259	295	325
增速	21%	11%	15%	14%	10%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

分部估值法测算公司合理市值 **3111 亿元**, 高出当前市值 **38%**。其中对于工程施工板块, 我们选取中国铁建、中国中铁、中国交建等 3 家大型传统施工企业作为可比公司, 取 2021 年平均估值为 5.8 倍, 以此为基准测算公司工程施工板块合理市值为 1711 亿元 ( $5.8 \times 295$ ); 对于房地产板块, 我们选取保利发展作为可比公司, 取 2021 年估值为 7 倍, 以此为基准测算公司房地产板块合理市值为 1400 亿元 ( $7 \times 200$ )。工程施工板块与房地产板块合计合理市值为 3111 亿元, 高出当前市值约 38%。

图表 37: 可比公司估值情况

公司名称	股价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
中国铁建	8.38	1.65	1.88	2.10	2.29	5.1	4.5	4.0	3.7
中国中铁	6.43	1.03	1.16	1.27	1.38	6.3	5.5	5.1	4.6
中国交建	9.54	1.00	1.27	1.45	1.65	9.5	7.5	6.6	5.8
平均						7.0	5.8	5.2	4.7
保利地产	16.09	2.42	2.31	2.37	2.45	6.6	7.0	6.8	6.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**投资建议:** 我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 495/541/587 亿元, 同比增长 10%/9%/9%, 对应 EPS 分别为 1.18/1.29/1.40 元, 当前股价对应 PE 分别为 4.4/4.1/3.7 倍, PB (lf) 0.71 倍, 维持“买入”评级。

## 7. 风险提示

**风险提示：**部分房地产企业信用风险冲击、房地产调控风险、项目执行进度不达预期风险、监管政策变化风险。

**部分房地产企业信用风险冲击：**恒大等房地产企业当前债务风险较高，如后续不能妥善处理，可能对合作企业造成业务冲击。相关企业应收账款等可能发生损失。

**房地产调控风险：**地产调控政策持续大幅收紧可能使得地产商资金紧张，行业销售放缓，对房建业务发展构成影响。

**项目执行进度不达预期风险：**建筑央企新签订单快速增长，但订单向收入转换受到多种因素影响，如果外部环境发生变化，可能存在项目执行进度低于预期的情况。

**监管政策变化风险：**目前对央企监管从“降杠杆”到“稳杠杆”，但后续政策可能根据实际情况发生变化。

### 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：021-38124100

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