

中国建筑 (601668)

证券研究报告

2022年01月24日

央企系列 1: 中海地产及存量资产均有较高弹性

公司是我国地产链核心资产，房建及地产开发业务均有领先优势

中国建筑是全球最大的综合性工程承包企业之一，业务涵盖房建工程、基建与投资、地产开发、勘察设计等，各业务承接业务量及技术水平均处国内第一梯队。公司是我国地产链核心资产，主要体现于两方面：

1) 房建为公司王牌及核心骨干业务，领先优势明显。公司房建业绩及技术实力等方面代表我国房建领域最高水平，施工面积角度，21 年公司在我国市场份额约 10.7%，公司房建业务新签及收入体量较主要竞争对手优势明显。21 年公司房建新签合同额 2.25 万亿，占建筑业务新签订单比例 75%，YoY +8%；21Q1-3 公司房建业务收入 8,099 亿，YoY +7%，占总收入比例 61%。

2) 核心地产主体中海地产有品牌影响力，经营有质量、有韧性。公司地产业务拥有中海地产 (21h1 末公司持有约 56% 股权)、中海宏洋、中建地产三大房地产品牌，其中中海地产为核心主体。21Q1-3 公司地产开发业务收入 2,178 亿，YoY +38%，占总收入比例为 16.3%。中海地产聚焦一二线城市的高端市场，连续多年位居中国房地产企业品牌价值榜榜首。据 2021/07 发布的《2021 上市房地产企业竞争力研究报告》，中海地产处于“三道红线”绿档范围，显示公司扎实经营质量。在“双集中”供地新政、金融监管持续强化等背景下，21 年行业整体承压，公司经营有韧性，据克而瑞，21 年中海地产新增土地货值排行业 No.4、权益销售额排行业 No.6)。

地产行业景气度迈入谷底，降息落地，后续更多政策支持可期

21H2 地产销售及投资数据疲弱，显示行业景气度逐步步入谷底；同时资金来源角度观测，销售回款及外部融资均有压力，地产开发商整体面临较大压力。22/1/17 MLF 降息 10BP，1/20 LPR 1Y 及 5Y 分别下调 10BP//5BP，降息或为地产需求边际企稳甚至向上注入更多信心，或可期待更多政策环节支持。此外，保障性住房建设或为房地产供给及产业链需求贡献可观边际增量。

建议重视公司资产重估弹性，维持前期业绩预测，维持“买入”评级

我们维持前期业绩预测，预计公司 21-23 年归母净利润 521/591/670 亿，YoY 分别为 16%/13%/13%，其中预计地产开发业务归母净利润 277/305/330 亿，预计房建基建等工程为主其他业务归母净利润分别为 244/286/339 亿。结合可比公司情况，综合考虑公司地产业务扎实经营质量及行业预期企稳、公司房建领域优势地位稳固及基建工程蓬勃发展势头、同时考虑到稳经济预期逐步升温，我们给予公司 22 年地产业务目标 PE 7.0x (对应该业务目标市值 2,133 亿)，房建基建等工程为主其他业务目标 PE 6.5x (对应该业务目标市值 1,862 亿)，合计给予公司 22 年目标市值 3,995 亿，对应公司 22 年整体 PE 约 6.8x (vs 最新收盘价对应公司 22 年 PE 3.8x)。维持“买入”评级，上调公司目标价至 9.52 元，建议重视公司资产重估弹性及估值修复空间。

风险提示：地产投资增速不及预期、基建投资增速不及预期、订单收入转化节奏明显放缓、现金回收效果低于预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,419,836.59	1,615,023.33	1,826,153.00	2,009,725.41	2,231,851.04
增长率(%)	18.39	13.75	13.07	10.05	11.05
EBITDA(百万元)	120,737.68	139,612.24	113,872.20	125,745.74	139,838.90
净利润(百万元)	41,881.40	44,944.25	52,088.66	59,115.64	66,979.72
增长率(%)	9.52	7.31	15.90	13.49	13.30
EPS(元/股)	1.00	1.07	1.24	1.41	1.60
市盈率(P/E)	5.41	5.04	4.35	3.83	3.38
市净率(P/B)	0.82	0.75	0.67	0.59	0.52
市销率(P/S)	0.16	0.14	0.12	0.11	0.10
EV/EBITDA	1.18	1.13	(3.42)	(0.31)	(2.80)

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/房屋建设
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	5.33 元
目标价格	9.52 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	41,948.17
流通 A 股股本(百万股)	40,835.37
A 股总市值(百万元)	223,583.73
流通 A 股市值(百万元)	217,652.51
每股净资产(元)	7.60
资产负债率(%)	73.97
一年内最高/最低(元)	5.48/4.38

作者

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtao@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 1 《中国建筑-季报点评:现金流延续改善, 稳中有进, 绿建引领行业》 2021-10-27
- 2 《中国建筑-半年报点评:21h1 扣非略超预期, 稳中有变, 引领行业变革》 2021-08-28
- 3 《中国建筑-公司点评:21h1 业绩稳健增长, 料有持续性, 新签有亮点》 2021-07-13

内容目录

1. 中国建筑：我国地产链王者，房建及地产开发均有领先优势.....	4
1.1. 公司代表我国房建最高水平，新签及收入规模优势明显.....	6
1.2. 核心地产主体中海地产有品牌影响力，经营有质量、有韧性.....	7
2. 地产景气度迈入谷底，降息落地，后续更多政策支持可期.....	10
3. 盈利预测与投资建议.....	12
4. 风险提示.....	14

图表目录

图 1：中国建筑主要业务情况	4
图 2：公司近年营收及同比增速	5
图 3：公司近年归母净利润及同比增速	5
图 4：公司新签合同情况（含地产销售）及变化	5
图 5：公司收入结构变化.....	5
图 6：综合毛利率及分部毛利率.....	5
图 7：公司毛利润结构变化	5
图 8：公司房建业务施工面积及市占率变化.....	6
图 9：公司房建新签合同额变化及占建筑业务新签比例.....	6
图 10：公司房建收入 vs 其他建筑央企（20FY 及 21H1）	6
图 11：公司房建新签 vs 其他建筑央企（20FY 及 21H1）	6
图 12：中国建筑旗下地产业务情况.....	7
图 13：公司房地产销售额及中海地产占比.....	7
图 14：公司房地产销售面积及中海地产占比	7
图 15：2021 年地产开发商新增货值及销售前十情况.....	8
图 16：H/A 上市公司“三道红线”情况.....	8
图 17：我国商品房单月销售面积及增速	10
图 18：我国商品房单月销售额及增速	10
图 19：我国商品房销售均价及变化.....	10
图 20：我国单月房地产开发投资完成额及增速.....	10
图 21：我国单月房屋新开工面积及增速	10
图 22：我国单月房屋竣工面积及增速	10
图 23：地产开发投资当月到位资金及变化.....	11
图 24：国内贷款到位资金及变化	11
图 25：定金及预收到位资金及变化.....	11
图 26：个人按揭贷款到位资金及变化.....	11
图 27：公司分部业绩预测情况.....	12
图 28：可比公司估值情况	13
图 29：中海地产及可比公司 ROE 比较.....	13

图 30: 中海地产及可比公司销售净利率比较	13
图 31: 中海地产及可比公司估值情况	14

1. 中国建筑：我国地产链王者，房建及地产开发均有领先优势

中国建筑是全球最大的综合工程承包商之一，建设、投资全面布局。中建总公司组建于1982年，按照政企分开的市场化原则，将原国家建工总局直属的第一至第六工程局、东北/西北/西南建筑设计院、西南综合勘察院、设备配件出口公司和天津材料配件公司划归中建总公司。是中央直属53家重要骨干企业之一。2007/12成立中国建筑股份有限公司（简称“中国建筑”，下文同），标志着中建总公司整体重组改制顺利完成；2009/07中国建筑在上交所整体上市（60168.SH），募资总额501.6亿。中国建筑是全球最大的综合性工程承包企业之一，代表中国房建领域最高水平。业务主要涵盖房建工程、基建与投资、地产开发与投资、勘察设计等，承接业务量及技术水平均处国内第一集团。21年《财富》世界500强榜单中位列第13位，其中连续9年位列《财富》中国500强前3；连续16次获国务院国资委年度考核A级。

图1：中国建筑主要业务情况



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

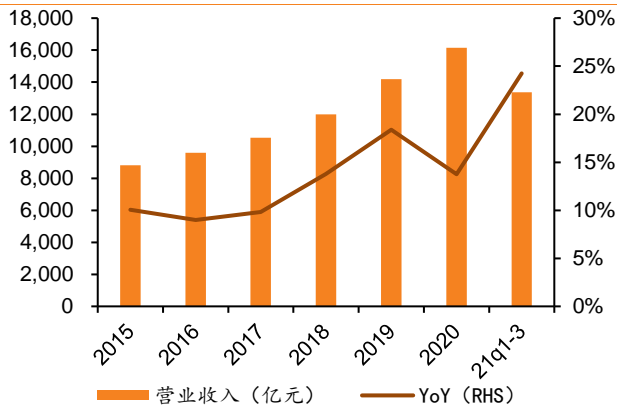
收入及新签均延续较快增长，基建亮眼；利润率房建继续修复、地产承压。

21q1-3 公司收入 1.34 万亿，yoy+24%（较 19 年同期 cagr +17%）；归母净利润 378 亿，yoy+22%（较 19 年同期 cagr+12%）；扣非归母净利润 365 亿，yoy+23%（较 19 年同期 cagr+14%）。分业务看，公司 21q1-3 房建/基建/地产开发收入分别 8,099/2,909/2,178 亿，yoy 分别+20%/22%/38%（较 19 年同期收入 cagr 分别为+16%/+15%/+23%），三大业务收入均延续较快增长。21q1-3 公司综合毛利率 10.5%，同比基本持平；其中房建/基建/地产开发毛利率分别 6.9%/ 9.2%/ 23.3%，yoy 分别+0.6/ +0.4/ -3.5pct，房建、基建毛利率向好，原材料价格持续上行背景下殊为不易，地产利润率则延续前期下滑趋势。21q1-3 归母净利润率同减 0.1pct 至 2.8%，源于费用率及减值影响阶段性波动。

21FY 公司新签建筑业务合同额 3.11 万亿，yoy+12%（较 19 年同期 cagr 为+12%）；其中房建/基建新签分别 2.25 万亿/ 8,439 亿，yoy 分别+8%/24%（较 19 年同期 cagr 分别+7%/

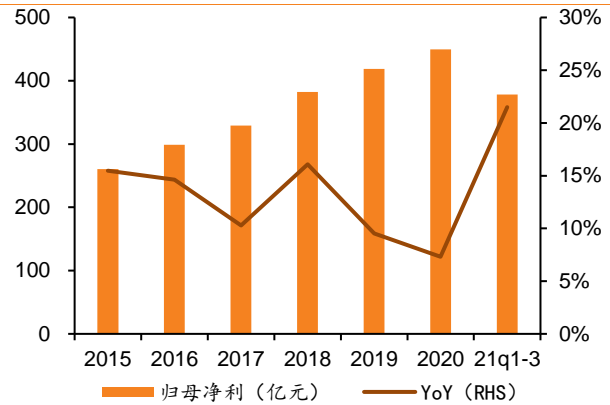
28%)。21FY 地产合约销售额 4,221 亿, yoy-2% (较 19 年同期 cagr 为+5%)。新签总体增长延续稳健增长态势, 房建及地产销售有韧性、基建增速亮眼; 新签订单规模充足, 支撑后续收入增长空间。

图 2: 公司近年营收及同比增速



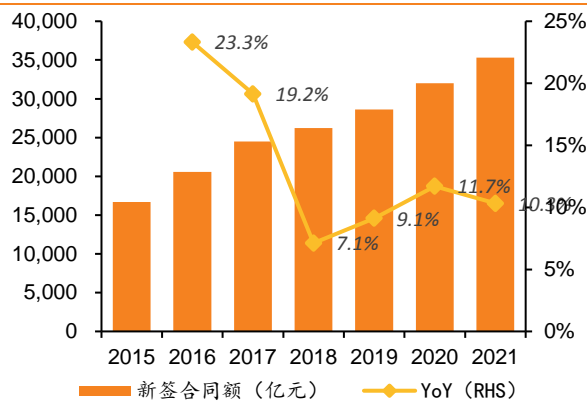
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 3: 公司近年归母净利润及同比增速



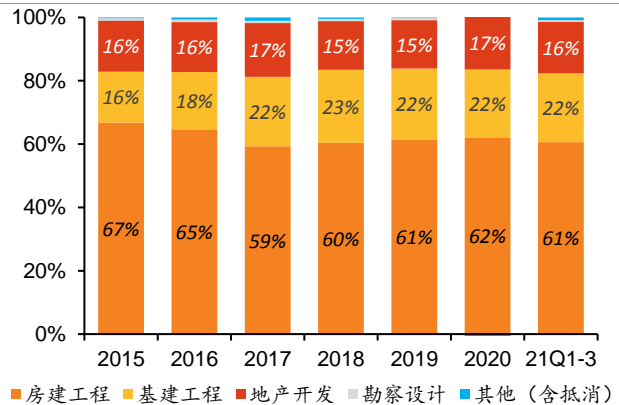
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 4: 公司新签合同情况 (含地产销售) 及变化



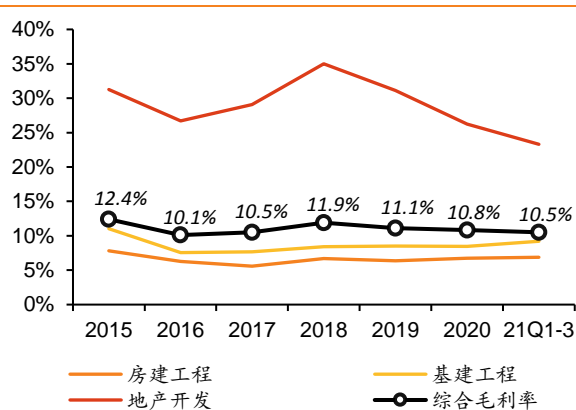
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 5: 公司收入结构变化



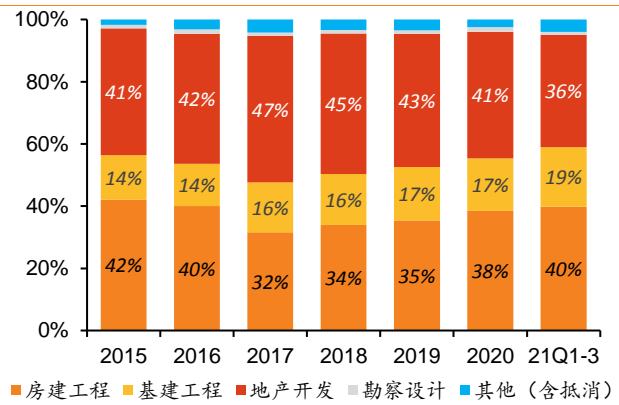
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 6: 综合毛利率及分部毛利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 7: 公司毛利润结构变化

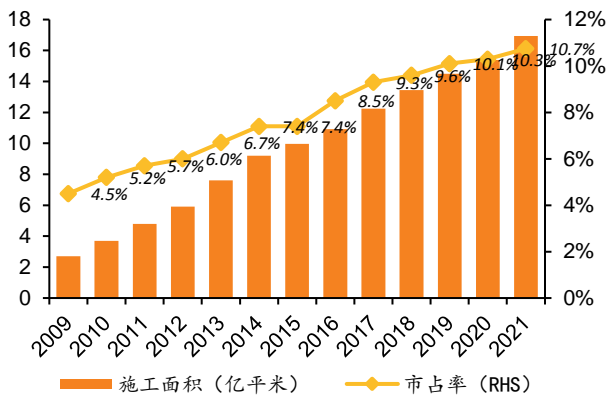


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

1.1. 公司代表我国房建最高水平，新签及收入规模优势明显

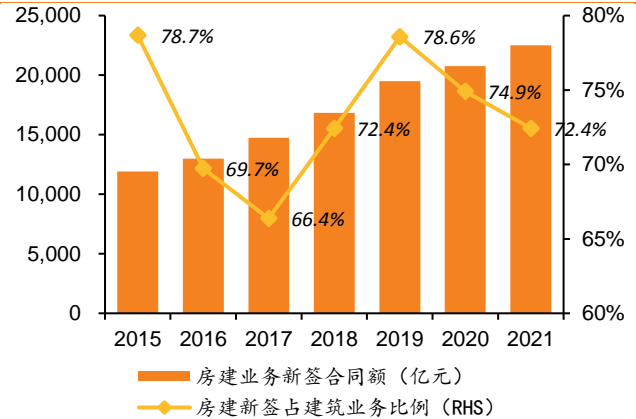
房建是公司王牌及核心骨干业务，领先优势明显。中国建筑在房屋建筑承包领域具有绝对优势，目标定位于中高端市场，坚持“高端市场、高端客户、高端项目”的营销策略和“低成本竞争、高品质管理”的企业经营策略，公司在民用建筑、公用建筑、工业建筑等诸多领域承建了大量高难度工程，包括一大批摩天大楼、大型场馆、洁净厂房、酒店、医院、学校等地标型建筑，代表着我国房建领域最高水平，是中国乃至全球房屋建筑领域的领先者。在中国，中国建筑投资建设了 90% 以上 300 米以上摩天大楼、3/4 重点机场等；粗略估计，每 25 个中国人中就有 1 人使用中国建筑建造的房子。施工面积角度，21 年公司在我国市场份额约 10.7%。房建新签订单占公司建筑业务订单比例近年大体在 70% 附近（其中 21 年房建新签合同额 2.25 万亿，占建筑业务新签订单比例为 74.9%）。公司房建业务新签及收入体量较房建主要竞争对手优势明显。21q1-3 公司房建业务收入为 8,099 亿，YoY +6.9%，增速同比提升 0.7pct，占总收入比例为 60.6%（vs 20 年同期为 62.9%），房建业务发挥定海神针作用，增长较稳健。

图 8：公司房建业务施工面积及市占率变化



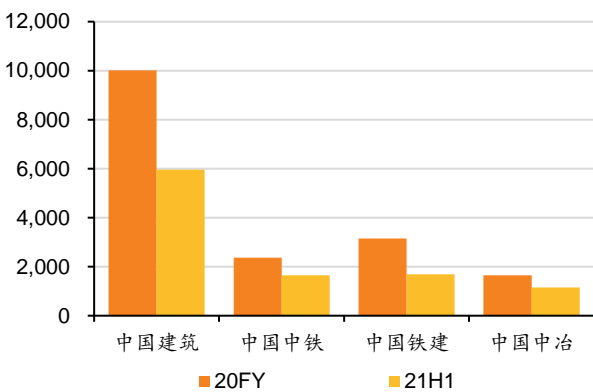
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 9：公司房建新签合同额变化及占建筑业务新签比例



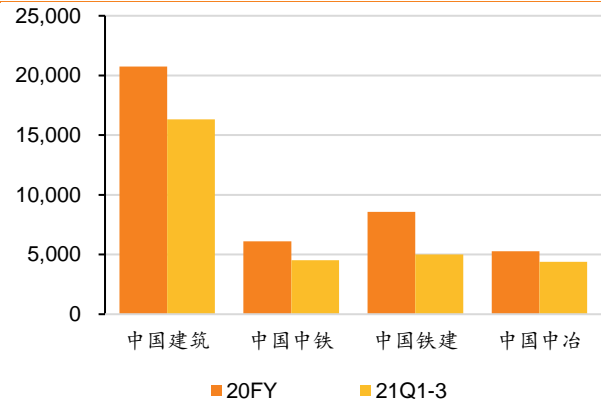
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 10：公司房建收入 vs 其他建筑央企（亿元，20FY 及 21H1）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 11：公司房建新签 vs 其他建筑央企（亿元，20FY 及 21H1）

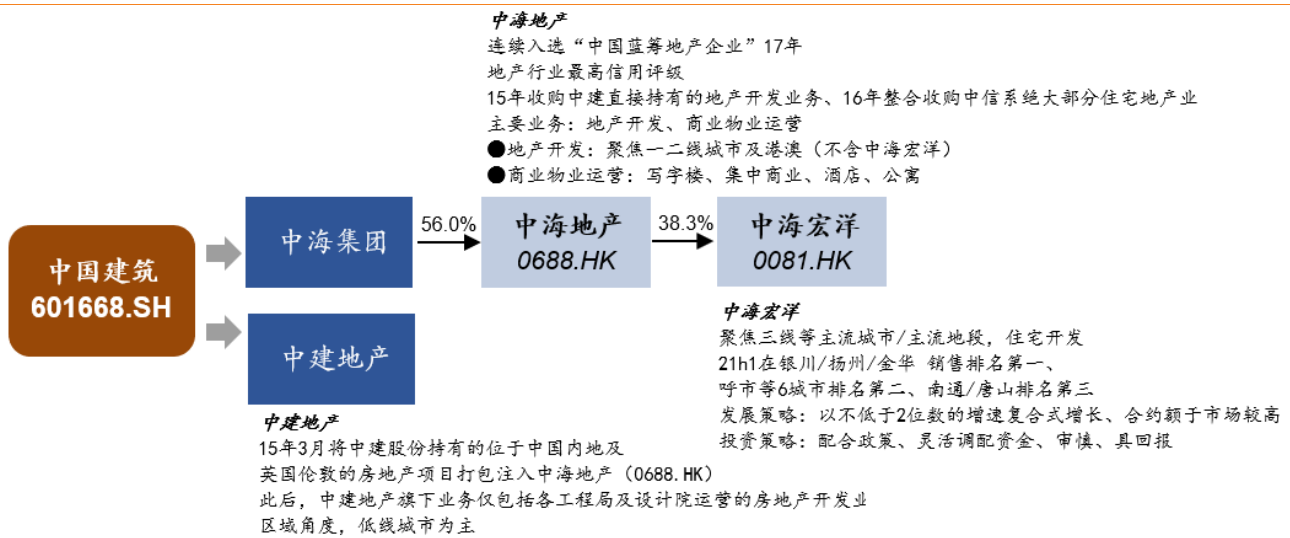


资料来源：各公司公告，天风证券研究所

1.2. 核心地产主体中海地产有品牌影响力，经营有质量、有韧性

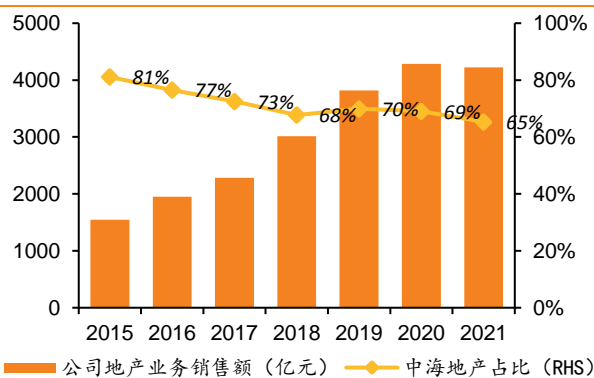
地产业务以中海地产为核心，有较强市场影响力。公司地产业务拥有中海地产（截止 21h1 末，公司持有约 56% 股权）、中海宏洋（截止 21h1 末，中海地产持有约 38% 股权）和中建地产（为公司旗下各工程局及设计院的房地产开发业务）三大房地产品牌，其中中海地产为核心，贡献绝大多数收入、贡献（如 21FY 公司房地产开发业务合约销售额及销售面积分别为 4,221 亿元、2,143 万平米，其中中海地产（不含中海宏洋）占比分别为 65%、61%）。定位上，中海地产聚焦一二线城市的高端市场，中海宏洋和中建地产更多定位于低线城市。21q1-3 公司房地产开发业务收入 2,178 亿，YoY +38%，增速同比+29pcts，占总收入比例达到 16.3%（vs 20 年同期为 14.7%）。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，20 年中海地产品牌价值评估达 1,216 亿元，信用评级持续保持业内领先；此外，中海地产在商业物业领域布局效果已开始显现，目前是国内最大的单一业权写字楼运营商（截止 20 年末，持有持有并运营管理写字楼 49 栋，20FY 新出租面积达 59 万平米）、自有办公品牌 OfficeZip 已进入 7 个城市（截止 20 年末，共 16 个项目）、全国购物中心布局初步成型（20 年末公司已投入运营管理购物中心项目 16 个），初步打通“投融资管理”资产管理全链条。

图 12：中国建筑旗下地产业务情况



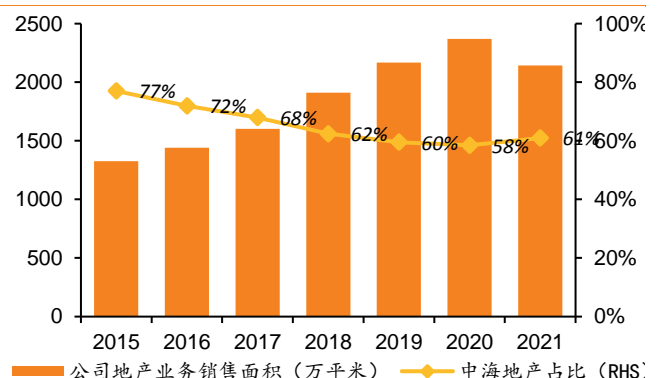
资料来源：公司公告，Wind，中海地产官网，todayir，天风证券研究所

图 13：公司房地产销售额及中海地产占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所；中海地产不含中海宏洋

图 14：公司房地产销售面积及中海地产占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所；中海地产不含中海宏洋

中海地产“三道红线”均在绿档，行业承压背景下经营有韧性。“三道红线”是衡量地产开发商经营质量及风险管控能力的相对直观指标，据《2021 上市房地产企业竞争力研究报告》（2021/07），A 股上榜 63 家房企调整后资产负债率平均值、中位数分别为 0.69、0.72，H 股上榜 59 家房企调整后资产负债率平均值、中位数分别为 0.71、0.72，其中中

海地产为 0.54，调整后资产负债率、净负债率、现金短债比均在“三道红线”中绿档范围，显示公司扎实经营质量。21 年在“双集中”供地新政、金融监管持续强化等诸多因素共同因素下，房地产行业整体面临较大挑战，消费者预期亦发生一定变化，市场分化加剧。根据克而瑞数据，21 年中海地产在新增货值、销售方面均仍位于 top10，其中 21 年中海地产新增土地货值 3,372 亿元，排名第 4，权益销售金额 3,467 亿元，排名第 6。

图 15：2021 年地产开发商新增货值及销售前十情况

排名	新增货值角度					销售角度				
	企业名称	新增土地货值 (亿元)	企业名称	新增土地价值 (亿元)	企业名称	新增土地建面 (万平)	企业名称	操盘金额 (亿元)	企业名称	权益销售金额 (亿元)
1	碧桂园	5,833	碧桂园	2,063	碧桂园	5,971	碧桂园	7,209	碧桂园	5,572
2	保利发展	2,995	万科地产	1,889	万科地产	2,802	万科地产	6,123	中国恒大	4,185
3	万科地产	3,940	保利发展	1,883	保利发展	2,763	融创中国	5,677	万科地产	4,032
4	中海地产	3,372	中海地产	1,593	新城控股	1,991	保利发展	4,900	保利发展	3,716
5	绿城中国	3,064	绿城中国	1,542	龙湖集团	1,912	中国恒大	4,356	融创中国	3,610
6	龙湖集团	2,881	华润置地	1,375	中海地产	1,302	中海地产	3,525	中海地产	3,467
7	华润置地	2,843	龙湖集团	1,241	绿城中国	1,226	绿城中国	3,509	绿地控股	2,613
8	招商蛇口	2,414	招商蛇口	1,191	华润置地	1,201	华润置地	2,950	华润置地	2,174
9	新城控股	2,165	融创中国	1,014	融创中国	1,104	招商蛇口	2,892	招商蛇口	2,043
10	中国金茂	2,018	建发房产	957	旭辉集团	1,093	金地集团	2,880	龙湖集团	2,029

资料来源：克而瑞，天风证券研究所

图 16：H/A 上市公司“三道红线”情况

证券简称	调整后 资产负债率	净负债率	现金短债比	证券简称	调整后 资产负债率	净负债率	现金短债比
1 正商实业	82.0	151.1	0.51	1 云南城投	97.6	1,292.3	0.08
2 上海证大	97.6	2,232.7	0.05	2 绿地控股	84.1	136.1	0.97
3 景瑞控股	80.1	115.0	0.94	3 嘉凯城	82.0	137.3	0.16
4 阳光 100 中国	76.2	191.4	0.24	4 新华联	81.3	238.5	0.28
5 富力地产	76.7	150.0	0.38	5 泛海控股	80.0	264.4	0.41
6 中国奥园	78.9	148.2	0.66	6 华远地产	79.4	183.0	0.58
7 港龙中国地产	82.2	136.9	0.56	7 光明地产	79.3	193.7	0.49
8 保利置业	76.5	105.2	1.67	8 栖霞建设	76.4	201.3	0.92
9 当代置业	82.0	125.4	1.10	9 格力地产	75.7	202.2	0.41
10 新力控股集团	73.2	98.3	0.78	10 珠江股份	87.5	132.8	1.67
11 禹洲集团	77.9	117.5	1.25	11 中交地产	83.4	204.8	1.43
12 融创中国	78.7	115.1	1.08	12 天地源	82.0	157.9	1.98
13 三盛控股	83.1	171.1	1.76	13 中洲控股	77.0	135.2	1.87
14 祥生控股集团	82.4	136.4	1.10	14 华发股份	76.5	158.9	1.12
15 首创置业	74.3	126.8	1.10	15 广宇发展	75.7	181.2	2.29
16 绿地香港	83.3	68.1	0.87	16 首开股份	75.4	153.2	1.37
17 融信中国	69.9	102.7	0.80	17 金融街	74.4	172.4	1.27
18 亿达中国	69.8	119.5	0.05	18 西藏城投	70.7	133.7	1.50
19 佳兆业集团	69.8	108.5	1.56	19 鲁商发展	84.8	98.1	0.72
20 绿景中国地产	61.8	92.6	0.48	20 美好置业	70.7	60.8	0.64
21 瑞安房地产	54.4	60.7	0.68	21 陆家嘴	65.2	127.3	0.20
22 路劲	65.4	82.6	0.82	22 光大嘉宝	67.1	106.8	2.21
23 大发地产	68.6	99.7	0.76	23 济南高新	86.2	(34.7)	2.82
24 朗诗地产	77.5	25.9	5.99	24 中南建设	79.8	92.3	1.41
25 建业地产	85.5	60.1	1.47	25 阳光城	79.1	91.2	1.68
26 旭辉控股集团	72.6	64.2	2.73	26 宋都股份	78.5	19.7	2.83
27 时代中国控股	78.6	80.7	1.76	27 荣安地产	75.6	69.8	1.69
28 力高集团	78.1	80.8	1.44	28 新城控股	75.5	31.7	3.01
29 花样年控股	72.5	90.1	1.37	29 荣盛发展	74.7	89.5	1.43
30 上坤地产	72.1	85.6	1.44	30 南山控股	74.3	92.1	1.76
31 合景泰富集团	75.1	69.0	1.61	31 蓝光发展	74.1	88.8	1.06
32 碧桂园	80.5	62.0	1.74	32 新黄浦	74.1	(26.0)	3.02
33 德信中国	74.2	82.7	1.28	33 大悦城	71.8	86.3	1.73
34 中梁控股	79.9	93.4	1.09	34 万科 A	71.7	19.0	2.32

35	雅居乐集团	72.3	72.6	1.09	35	滨江集团	71.7	83.6	2.34
36	绿城中国	75.0	85.9	1.31	36	香江控股	71.3	36.9	1.37
37	美的置业	77.6	99.6	1.52	37	北辰实业	71.1	95.9	1.38
38	正荣地产	76.6	84.6	1.81	38	金科股份	70.2	74.5	1.29
39	九龙仓集团	33.5	15.6	1.44	39	华侨城 A	70.0	73.4	2.23
40	天安	34.1	8.9	2.18	40	中国武夷	69.1	88.9	0.78
41	越秀地产	69.3	61.7	1.70	41	福星股份	66.9	70.5	0.53
42	万达酒店发展	57.1	(45.4)	2.45	42	荣丰控股	59.6	28.1	0.34
43	大悦城地产	53.0	35.6	1.91	43	粤泰股份	58.6	55.6	0.79
44	五矿地产	64.9	50.6	1.81	44	大名城	57.0	61.2	0.54
45	金地商置	65.1	18.4	3.55	45	浦东金桥	56.7	62.4	0.79
46	上实城市开发	58.5	32.1	2.60	46	市北高新	56.0	91.4	0.18
47	北京北辰实业	66.0	80.5	1.15	47	苏宁环球	42.3	22.5	0.51
48	中国海外发展	53.9	27.1	3.91	48	保利地产	69.9	56.6	2.26
49	合生创展集团	64.4	90.7	1.03	49	信达地产	69.5	68.1	1.11
50	世茂集团	68.5	55.2	1.67	50	金地集团	69.4	58.0	1.28
51	中国金茂	66.8	58.5	1.34	51	苏州高新	64.4	90.7	2.11
52	明发集团	68.8	6.6	1.05	52	广宇集团	62.0	30.5	5.10
53	龙湖集团	66.9	46.9	4.20	53	上实发展	60.0	57.2	1.58
54	华润置地	59.7	31.3	2.46	54	招商蛇口	58.2	28.1	1.61
55	宝龙地产	70.0	79.6	1.23	55	亚通股份	50.3	(14.9)	2.15
56	中骏集团控股	68.7	75.0	1.24	56	渝开发	47.5	(2.1)	2.76
57	弘阳地产	69.4	72.6	1.08	57	粤宏远 A	45.6	9.9	1.12
58	远洋集团	69.0	61.6	1.51	58	深振业 A	45.2	28.5	2.62
59	龙光集团	69.8	53.8	2.43	59	大龙地产	36.4	(34.0)	无短债
					60	凤凰股份	25.25	-28.83	3.87
					61	顺发恒业	14.38	-65.26	无短债
	均值	71.0	117.1	1.50	均值	68.5	105.2	1.49	
	中位数	72.3	80.8	1.31	中位数	71.7	86.3	1.38	

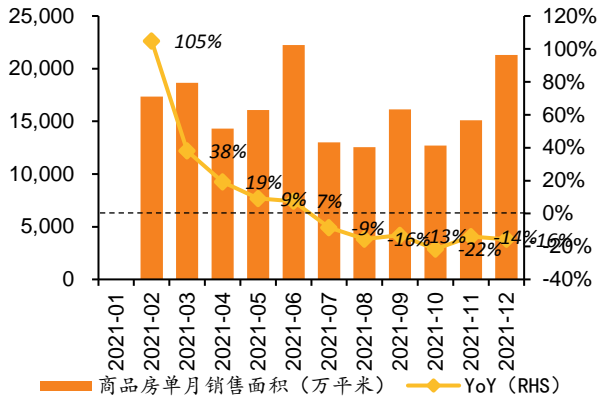
注：“三道红线”管控规则为，1) 红色档，3 项指标均触及红线，公司有息负债不得增加；2) 橙色档，2 项指标触及红线，有息负债规模年增速不得超过 5%；3) 黄色档，1 项指标触及红线，有息负债规模年增速可放宽至 10%；4) 绿色档，3 项指标均未触及红线，有息负债规模年增速可放宽至 15%。

资料来源：《2021 上市房地产企业竞争力研究报告》(中国社科院城市与竞争力研究中心等，2021/07)，天风证券研究所

2. 地产景气度迈入谷底，降息落地，后续更多政策支持可期

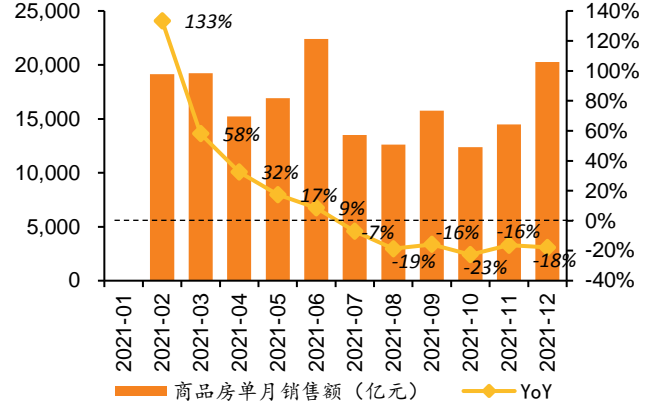
21H2 年地产销售及投资疲弱，行业景气度逐步迈入谷底。从表征地产行业景气度的主要数据指标来看，21 年全国商品房销售面积 YoY +1.9%，销售金额 YoY +4.8%；其中 12 月单月销售金额 YoY -17.8%，同比降幅较 11 月扩大 1.5pct，自 21H2 以来高基数压力逐渐显现。12 月单月单平销售均价 9,512 元，MoM -0.9%，YoY-2.5%，为年内最低，房企年末加大营销力度，延续以价换量加速库存去化。此外，21 年全国地产开发投资完成额 YoY +4.4%，其中 12 月单月 YoY -13.9%，环比连续 4 个月负增长；土地投资及施工投资均相对疲弱，21 年全年房屋新开工面积 YoY-11.4%，12 月单月 YoY-31.2%，21 年全年房屋竣工面积 YoY+11.2%，12 月单月 YoY+1.9%。

图 17：我国商品房单月销售面积及增速



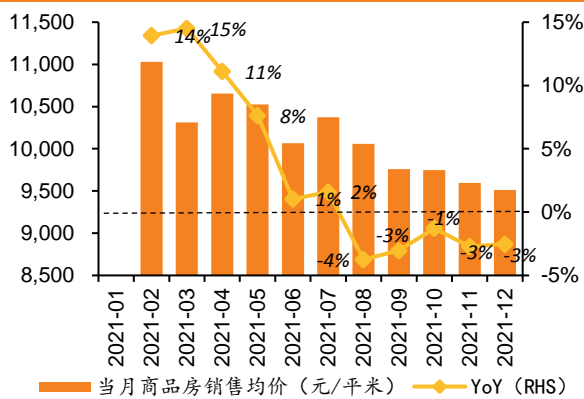
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：我国商品房单月销售额及增速



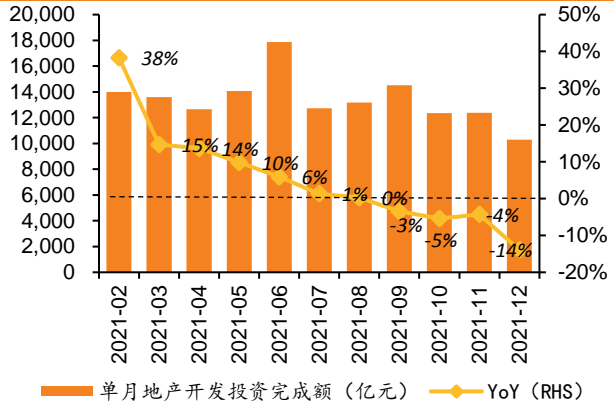
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：我国商品房销售均价及变化



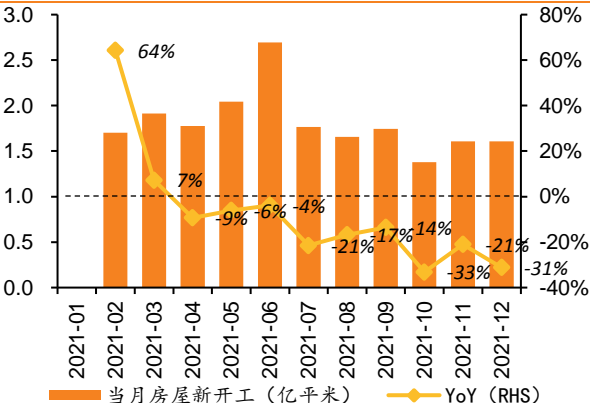
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：我国单月房地产开发投资完成额及增速



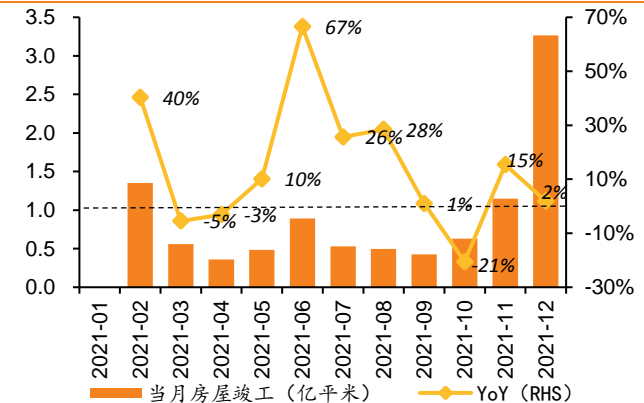
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：我国单月房屋新开工面积及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

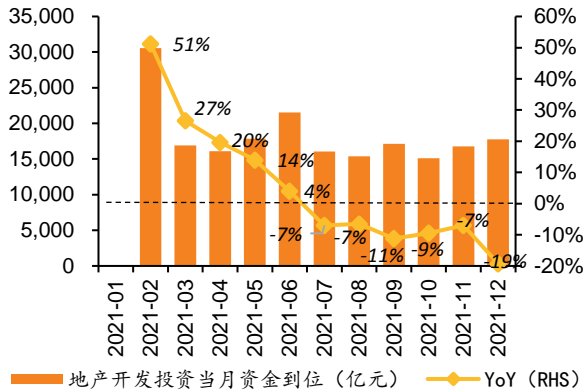
图 22：我国单月房屋竣工面积及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

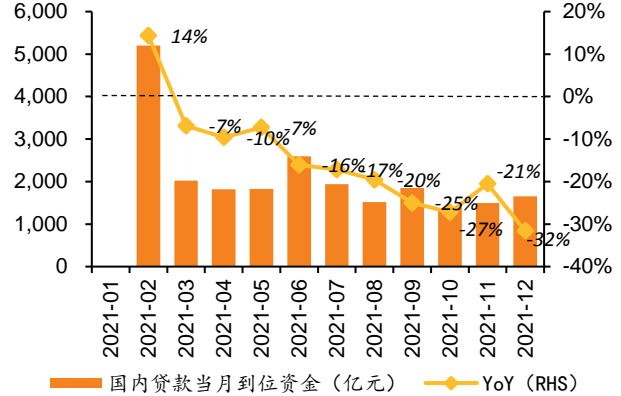
资金来源角度观察，地产开发商整体面临较大压力。资金到位角度，21 年全国地产开发企业到位资金 YoY+4.2%，较同期开发投资增速低 0.2pct；12 月单月到位资金 YoY -19.3%。主要项目来看，1) 销售回款方面，21 年全年定金及预收款 YoY +11.2%，12 月单月 YoY -25.9%，增速表现弱于同期商品房销售金额，或显示前期需求边际回落；21 年全年个人按揭贷款 YoY +8.0%，12 月单月 YoY -7.9%。2) 外部融资方面，21 年全年国内贷款 YoY -12.7%，12 月单月 YoY -31.6%，在当前的风险偏好下，地产再融资的宽松仅仅局限于优质的头部房企及央国企，地产开发商整体面临较大的资金压力背景下，信用层面变化值得关注。

图 23：地产开发投资当月到位资金及变化



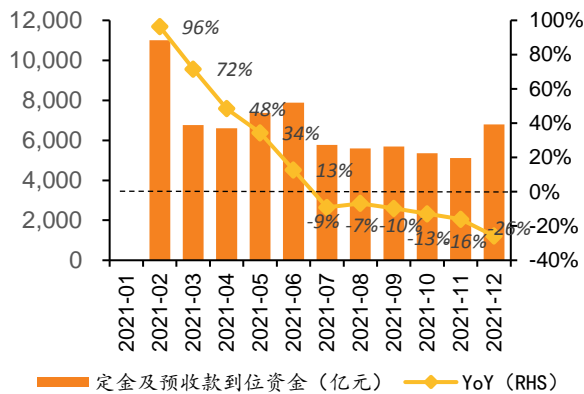
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：国内贷款到位资金及变化



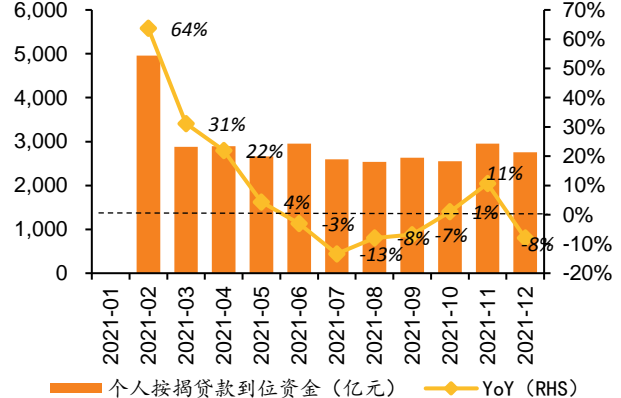
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：定金及预收到位资金及变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：个人按揭贷款到位资金及变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

降息落地，后续或可期待更多政策支持，保障性租赁住房或为供给贡献可观边际增量。21Q4 以来地方因城施策逐步升级，购房补贴、公积金、人才购房等支持政策叠加按揭宽松，支撑短期销售预期趋稳，但前期高基数压力下销售改善持续性仍需观察。22/1/17 MLF 降息 10BP，1/20 LPR 1Y 及 5Y 分别下调 10BP/5BP 至 3.7%、4.6%，降息或为地产需求边际企稳甚至向上注入更多信心，同时或可期待更多政策环节支持（如再融资约束、负债率考核、预售资金监管方面等）。此外，保障性住房建设或为房地产供给及产业链需求贡献可观边际增量，22/1/10 召开的全国住房和城乡建设工作会议明确 22 年建设筹集保障性租赁住房 240 万套（vs 21 年全国 40 个大中城市新筹集保障性租赁住房数量为 94.2 万套）。

3. 盈利预测与投资建议

我们维持前期业绩预测，预计公司 21-23 年归母净利润 521/591/670 亿，yoy 分别为 16%/13%/ 13%；其中我们预计 21-23 年地产开发业务归母净利润分别为 277/305/330 亿，房建及基建等工程为主其他业务归母净利润分别为 244/286/339 亿。

图 27：公司分部业绩预测情况

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
公司总收入（亿元）	11,993	14,198	16,150	18,262	20,097	22,319
其中：房建	7,242	8,724	10,011	11,137	12,095	13,236
其中：基建	2,767	3,181	3,484	3,871	4,542	5,401
其中：地产开发	1,841	2,170	2,713	3,171	3,380	3,591
收入 YoY	13.8%	18.4%	13.7%	13.1%	10.1%	11.1%
其中：房建	15.9%	20.5%	14.8%	11.2%	8.6%	9.4%
其中：基建	19.8%	15.0%	9.5%	11.1%	17.3%	18.9%
其中：地产开发	2.7%	17.9%	25.0%	16.9%	6.6%	6.2%
综合毛利率	11.9%	11.1%	10.8%	10.5%	10.4%	10.3%
其中：房建	6.7%	6.4%	6.7%	6.9%	7.0%	7.1%
其中：基建	8.4%	8.5%	8.5%	8.5%	8.7%	8.9%
其中：地产开发	35.0%	31.1%	26.2%	25.5%	25.0%	24.5%
销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	1.9%	1.9%	1.8%	1.6%	1.5%	1.4%
研发费用率	0.6%	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
财务费用率	1.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
利润总额	718	815	943	1,019	1,129	1,246
有效所得税税率	22.9%	22.4%	24.8%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润（亿元）	554	632	710	785	869	960
其中：房建基建等	214	265	307	337	375	416
其中：地产开发	339	367	403	448	495	543
其中（中海地产）	308	339	369	390	432	485
少数股东损益	171	213	260	264	278	290
其中：中海地产	135	149	162	171	190	213
归母净利润（亿元）	382	419	449	521	591	670
YoY	16.1%	9.5%	7.3%	15.9%	13.5%	13.3%
归母净利率	3.2%	2.9%	2.8%	2.9%	2.9%	3.0%
其中：房建基建等	183	201	209	244	286	339
其中：地产开发	199	218	241	277	305	330

资料来源：公司公告，天风证券研究所

地产、工程分部估值给予公司 22 年目标市值 3,995 亿，对应整体 PE 6.8x，上调公司目标价至 9.52 元，维持“买入”评级。因地产、工程业务商业模式有较大区别，我们采取分部估值法。地产业务可比公司选取经营质量较优、市场影响力较大的万科 A、招商蛇口、保利发展，22 年可比地产公司 PE 均值及中位数分别为 6.7x、6.6x，结合公司地产业务扎实的经营质量及地产行业景气度预期向上，我们认可给予公司地产业务 22 年 7.0x 目标 PE，给予公司该业务 22 年目标市值 2,133 亿元。房建基建等工程业务我们选取房建、基建工程领域有影响力央企（中国中铁、中国铁建、中国交建、中国中冶、中国电建）及上海建工（长三角区域房建影响力突出），22 年可比公司 PE 均值及中位数分别为 6.0x、6.4x，考虑到公司房建领域优势地位及较快的基建工程业务发展节奏，叠加稳经济预期逐步升温，我们认可给予公司房建基建等工程为主的企业业务 22 年 6.5x 目标 PE，给予公司该业务 22 年目标市值 1,862 亿。两部分业务合计我们给予公司 22 年目标市值 3,995 亿，对应 22 年整体 PE 约 6.8x，对应目标价 9.52 元（较前次上调），维持“买入”评级，建议重视公司资产重估弹性。

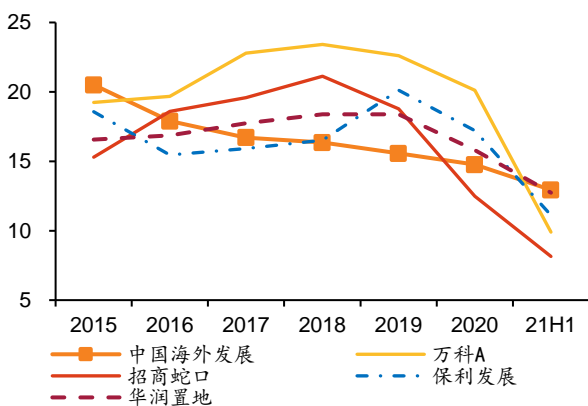
图 28：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS 元/股				P/E			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
601390.SH	中国中铁	1,462	6.38	1.03	1.14	1.28	1.43	6.2	5.6	5.0	4.5
601186.SH	中国铁建	1,043	8.23	1.65	1.88	2.11	2.37	5.0	4.4	3.9	3.5
601800.SH	中国交建	1,268	9.38	1.00	1.27	1.46	1.67	9.4	7.4	6.4	5.6
601618.SH	中国中冶	763	3.98	0.38	0.46	0.54	0.62	10.5	8.6	7.4	6.5
600170.SH	上海建工	305	3.42	0.38	0.43	0.48	0.53	9.1	7.9	7.1	6.4
平均值								8.0	6.8	6.0	5.3
中位数								9.1	7.4	6.4	5.6
000002.SZ	万科 A	2,436	21.64	3.57	3.39	3.55	3.83	6.1	6.4	6.1	5.7
001979.SZ	招商蛇口	1,083	13.67	1.55	1.72	1.93	2.19	8.8	7.9	7.1	6.3
600048.SH	保利发展	1,853	15.48	2.42	2.30	2.62	2.81	6.4	6.7	5.9	5.5
1109.HK	华润置地	2,728	38.25	4.18	2.30	5.02	5.60	9.1	16.6	7.6	6.8
平均值								7.6	9.4	6.7	6.1
中位数								7.6	7.3	6.6	6.0
601668.SH	中国建筑	2,236	5.33	1.07	1.24	1.41	1.60	5.0	4.3	3.8	3.3

注：股价时间 2022/01/21；除中国建筑外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

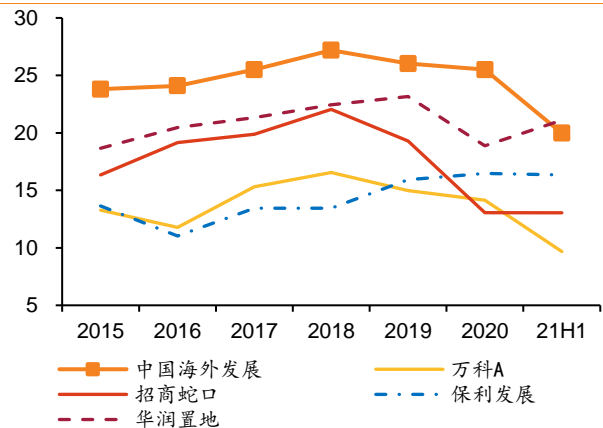
中海地产单独估值可占我们对公司整体地产业务估值比例 87.5%。事实上，考虑到地产开发企业的商业模式及收入确认节奏，净资产角度去衡量企业的价值或更优（因收入及利润确认通常在销售及回款发生后一段时间）。考虑到计算复杂性及不确定性，地产业务我们单独探讨中海地产（688.HK）以进一步确认我们前期对公司地产业务估值合理性。资产质量角度，ROE 及销售净利率作为两个衡量企业资产盈利能力（或资产质地）的指标，可比公司选取行业内有一定品牌力、经营相对稳健、央企背景为主的地产开发商，分别为万科 A、招商蛇口、保利发展、华润置地。15 年以中海地产 ROE 相对更稳健，前期偏低，近年行业去杠杆背景下，21H1 年化 ROE 首次超过所有可比公司；销售净利率角度，15-20 年公司销售净利率高于所有可比公司，并较部分企业有明显优势，21H1 仅低于华润置地。我们认为两个指标的演变及比较结果反映的是中海地产扎实的品牌力、稳健的经营能力，同时资产质量（土储质量等）有一定优势。结合可比公司估值情况，我们认为给予中海地产 22 年 0.9x PB 是相对合理的水平，对应中海地产合理价值 4,089 亿港元（3,334 亿元），结合中国建筑持股比例，中国建筑持有中海地产股权合理价值为 1,867 亿（占我们给予中国建筑地产业务目标市值 87.5% vs 21 年中海地产销售额占中国建筑整体比例 65.3%，或高于其对中建地产业务归母净利占比）。

图 29：中海地产及可比公司 ROE 比较



资料来源：Wind，天风证券研究所；21H1 数据经年化处理

图 30：中海地产及可比公司销售净利率比较



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：中海地产及可比公司估值情况

股票代码	公司名称	股价 元	市值 亿元	PB				PE			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
0688.HK	中国海外发展	23.45	2,567	0.67	0.61	0.56	0.53	4.8	4.6	4.2	3.8
000002.SZ	万科 A	21.64	2,436	1.12	0.97	0.86	0.76	6.0	6.4	6.1	5.7
001979.SZ	招商蛇口	13.67	1,083	1.34	1.02	0.93	0.85	9.4	7.9	7.1	6.3
600048.SH	保利发展	15.48	1,853	1.16	0.95	0.82	0.73	6.4	6.7	5.9	5.5
1109.HK	华润置地	38.25	2,728	1.13	0.86	0.76	0.68	7.5	6.9	6.2	5.6
	中海外均值			1.19	0.95	0.84	0.76	7.3	7.0	6.3	5.7
	中海外中位数			1.15	0.96	0.84	0.75	6.9	6.8	6.2	5.6

注：收盘价截止 2022/01/21，估值计算均使用 Wind 一致预期，H 股交易数据（股价/市值）均为港元，其他为人民币，1HKD=0.8152CNY。
资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 风险提示

地产景气度低于预期，包括地产销售、地产投资等低于预期。

基建投资增速不及预期，包括基建投资意愿、资金来源等低于预期。

订单收入转化节奏明显放缓。

现金回收效果低于预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	292,441.42	295,857.19	894,094.68	560,184.14	927,770.46
应收票据及应收账款	180,880.32	192,431.10	213,380.68	222,059.82	249,108.73
预付账款	55,084.55	42,243.35	81,459.44	53,834.31	91,839.99
存货	578,917.62	675,125.33	658,012.02	710,053.38	699,186.48
其他	296,718.37	294,036.38	306,545.15	314,106.03	326,506.24
流动资产合计	1,404,042.28	1,499,693.34	2,153,491.98	1,860,237.69	2,294,411.89
长期股权投资	74,916.90	86,439.06	86,439.06	86,439.06	86,439.06
固定资产	37,554.50	39,126.96	41,426.61	41,865.85	41,175.84
在建工程	10,085.81	10,933.09	6,595.85	4,005.51	2,433.31
无形资产	16,409.16	22,559.00	22,007.17	21,455.34	20,903.51
其他	433,979.58	455,485.67	465,164.56	474,843.46	484,522.35
非流动资产合计	572,945.95	614,543.77	621,633.25	628,609.22	635,474.07
资产总计	2,034,451.93	2,192,173.84	2,838,097.89	2,554,971.27	2,998,897.21
短期借款	28,498.33	29,317.10	29,217.10	29,017.10	29,017.10
应付票据及应付账款	500,160.04	507,652.56	790,565.01	579,287.29	924,682.91
其他	617,069.30	659,045.09	953,934.14	806,339.93	823,109.54
流动负债合计	1,145,727.68	1,196,014.75	1,773,716.24	1,414,644.32	1,776,809.56
长期借款	247,800.43	292,897.04	292,797.04	292,647.04	292,647.04
应付债券	99,596.60	88,782.47	94,189.53	94,189.53	92,387.18
其他	39,491.91	37,384.48	38,384.48	39,384.48	40,384.48
非流动负债合计	386,888.93	419,063.99	425,371.05	426,221.05	425,418.70
负债合计	1,532,616.61	1,615,078.74	2,199,087.30	1,840,865.38	2,202,228.26
少数股东权益	224,637.64	276,673.67	303,070.89	330,873.67	359,852.96
股本	41,975.63	41,965.07	41,948.17	41,948.17	41,948.17
资本公积	12,027.61	10,265.75	10,265.75	10,265.75	10,265.75
留存收益	217,285.17	252,320.61	293,991.54	341,284.05	394,867.83
其他	5,909.27	(4,130.00)	(10,265.75)	(10,265.75)	(10,265.75)
股东权益合计	501,835.32	577,095.10	639,010.60	714,105.89	796,668.96
负债和股东权益总计	2,034,451.93	2,192,173.84	2,838,097.89	2,554,971.27	2,998,897.21

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	63,205.24	70,950.38	52,088.66	59,115.64	66,979.72
折旧摊销	9,047.39	8,887.72	2,649.41	2,782.93	2,864.04
财务费用	10,179.76	7,986.28	9,102.25	9,890.92	12,161.94
投资损失	(4,212.54)	(6,151.62)	(6,709.74)	(7,115.84)	(7,617.69)
营运资金变动	(127,643.54)	(23,731.42)	516,637.54	(410,548.19)	287,433.84
其它	15,203.61	(37,669.56)	26,397.22	27,802.78	28,979.29
经营活动现金流	(34,220.08)	20,271.78	600,165.34	(318,071.76)	390,801.13
资本支出	28,556.90	30,732.41	(940.00)	(920.00)	(950.00)
长期投资	8,922.90	11,522.16	0.00	0.00	0.00
其他	(57,292.62)	(94,882.36)	22,553.81	4,804.14	5,630.80
投资活动现金流	(19,812.81)	(52,627.79)	21,613.81	3,884.14	4,680.80
债权融资	464,912.85	499,142.89	501,273.86	503,264.99	500,927.25
股权融资	(7,264.55)	(20,334.89)	(14,218.54)	(8,854.56)	(11,125.58)
其他	(431,340.39)	(447,989.95)	(510,596.98)	(514,133.35)	(517,697.29)
筹资活动现金流	26,307.91	30,818.05	(23,541.66)	(19,722.91)	(27,895.62)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(27,724.98)	(1,537.95)	598,237.49	(333,910.54)	367,586.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,419,836.59	1,615,023.33	1,826,153.00	2,009,725.41	2,231,851.04
营业成本	1,262,226.20	1,440,131.63	1,635,293.86	1,800,862.21	2,001,428.85
营业税金及附加	17,220.00	15,895.54	17,973.54	19,780.31	21,966.53
营业费用	4,330.83	5,522.27	6,244.18	6,871.87	7,631.39
管理费用	27,685.48	28,982.94	29,119.53	30,037.02	31,125.02
研发费用	17,289.94	25,522.55	28,859.07	31,760.10	35,270.40
财务费用	7,911.71	7,797.70	9,102.25	9,890.92	12,161.94
资产减值损失	73.37	(328.48)	4,149.77	4,566.93	5,071.69
公允价值变动收益	(484.75)	50.77	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4,212.54	6,151.62	6,709.74	7,115.84	7,617.69
其他	(4,423.81)	(9,185.06)	(13,419.48)	(14,231.69)	(15,235.38)
营业利润	83,795.09	94,481.86	102,120.54	113,071.89	124,812.92
营业外收入	1,294.03	809.17	809.17	809.17	809.17
营业外支出	3,621.27	1,000.43	1,000.00	1,000.00	1,000.00
利润总额	81,467.85	94,290.61	101,929.71	112,881.07	124,622.09
所得税	18,262.60	23,340.23	23,443.83	25,962.65	28,663.08
净利润	63,205.24	70,950.38	78,485.88	86,918.42	95,959.01
少数股东损益	21,323.84	26,006.13	26,397.22	27,802.78	28,979.29
归属于母公司净利润	41,881.40	44,944.25	52,088.66	59,115.64	66,979.72
每股收益 (元)	1.00	1.07	1.24	1.41	1.60

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	18.39%	13.75%	13.07%	10.05%	11.05%
营业利润	16.93%	12.75%	8.08%	10.72%	10.38%
归属于母公司净利润	9.52%	7.31%	15.90%	13.49%	13.30%
获利能力					
毛利率	11.10%	10.83%	10.45%	10.39%	10.32%
净利率	2.95%	2.78%	2.85%	2.94%	3.00%
ROE	15.11%	14.96%	15.51%	15.43%	15.33%
ROIC	71.97%	41.76%	34.39%	-33.83%	89.18%
偿债能力					
资产负债率	75.33%	73.67%	77.48%	72.05%	73.43%
净负债率	34.37%	35.23%	-61.47%	-7.97%	-53.58%
流动比率	1.28	1.32	1.25	1.36	1.33
速动比率	0.77	0.75	0.88	0.86	0.94
营运能力					
应收账款周转率	7.68	8.65	9.00	9.23	9.47
存货周转率	2.34	2.58	2.74	2.94	3.17
总资产周转率	0.73	0.76	0.73	0.75	0.80
每股指标 (元)					
每股收益	1.00	1.07	1.24	1.41	1.60
每股经营现金流	-0.82	0.48	14.31	-7.58	9.32
每股净资产	6.61	7.16	8.01	9.14	10.41
估值比率					
市盈率	5.41	5.04	4.35	3.83	3.38
市净率	0.82	0.75	0.67	0.59	0.52
EV/EBITDA	1.18	1.13	-3.42	-0.31	-2.80
EV/EBIT	1.28	1.20	-3.50	-0.31	-2.86

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com