

中国建筑 (601668.SH)

再议稳增长龙头重估空间

当前内需不足叠加疫情冲击，经济下行压力加大。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，预计后续政策将再加大力，基建及地产行业预期有望不断改善。公司作为地产开发与基建施工央企龙头核心受益稳增长发力，估值有望迎来强修复动力：

中海地产龙头优势显著，价值亟待重估。公司旗下主要地产平台中海地产长期注重产品口碑与经营可持续发展，盈利能力保持行业一流水平；长期坚持稳健审慎的财务策略，2021年末资产负债率 58.9%，净借贷比率为 32.3%，加权平均融资成本为 3.55%，各项指标均为行业最低区间；获得国际三大评级机构行业领先信用评级，为中国房地产行业唯一获得国际 A 评级的企业，资产质量优异。公司在多数企业普遍采用“快周转、高杠杆”的时期仍然坚持稳健、高品质的发展路线，未来竞争优势有望持续扩大。当前房地产行业供给侧改革加速，公司作为央企龙头，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，价值有望加速重估。假设给予公司施工业务 22PE5X 估值，当前市值隐含中海地产 22PE 仅 3.1X，显著低于其他央企地产（招商蛇口 PE10X、保利发展 PE7X），修复空间巨大。

施工业务基建属性不断增强，业务结构不断优化。公司历史估值长期明显低于其他基建类施工央企，我们认为主要原因是公司房建收入占比达 60%，市场对其中住宅施工业务的回款风险存在一定担忧。近年来公司持续进行业务结构调整，施工业务基建属性不断增强：1) 公司基建订单占比不断提升。2) 公司房建业务中产业园区、城市更新、片区开发、医疗、文化、市政等政府类业务近年来大幅增长，纯住宅订单占比已由高峰时的 50% 下降至 21 年的 32%。随着基建属性的增强，未来公司施工业务的盈利能力有望不断提高，回款风险有望大幅下降，经营质量将明显提升，估值也有望向基建类企业靠拢。公司当前股价对应 22 年 PE 为 4.4X，基建类央企中国交建 22 年 PE 为 8.1X，对比存在较大修复空间。

估值处历史低位，股息率 4.3% 具备一定安全边际。截止至最新收盘日，公司 PE (ttm) /PB (lf) 分别为 4.6/0.71 倍 (历史最低 3.8/0.64 倍)。2021 年公司拟现金分红约 105 亿元，增长 16.5%，分红率为 20.4%，连续三年提升，对应当前股息率为 4.3%，具备一定安全边际。

投资建议：我们预测公司 22-24 年归母净利润分别为 561/618/680 亿元，同比增长 9%/10%/10%，EPS 分别为 1.34/1.47/1.62 元/股，当前股价对应 PE 分别为 4.4/4.0/3.6 倍，分部估值为 3470 亿元，较当前市值高出 41%，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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,615,023	1,891,339	2,040,516	2,209,552	2,402,291
增长率 yoy (%)	13.7	17.1	7.9	8.3	8.7
归母净利润 (百万元)	44,944	51,408	56,116	61,766	68,039
增长率 yoy (%)	7.3	14.4	9.2	10.1	10.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.07	1.23	1.34	1.47	1.62
净资产收益率 (%)	12.3	12.2	11.7	11.6	11.4
P/E (倍)	5.5	4.8	4.4	4.0	3.6
P/B (倍)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5

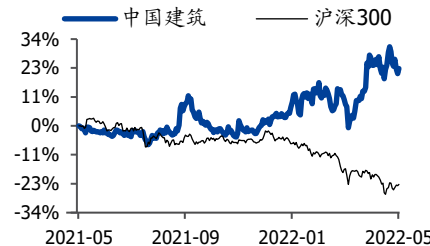
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 5 月 13 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	房屋建设
前次评级	买入
5月13日收盘价(元)	5.87
总市值(百万元)	246,192.84
总股本(百万股)	41,940.86
其中自由流通股(%)	97.36
30日日均成交量(百万股)	401.08

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

1、《中国建筑 (601668.SH)：收入业绩快速增长，龙头经营韧性十足》2022-04-29

2、《中国建筑 (601668.SH)：业绩增长超预期，房建基建盈利能力大幅提升》2022-04-16

3、《中国建筑 (601668.SH)：引领房地产行业新发展模式龙头》2022-04-14

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1577630	1714055	1915416	2046179	2235433
现金	295857	327461	367293	397719	408390
应收票据及应收账款	192431	198445	255003	264892	300353
其他应收款	54627	60952	63743	71281	75521
预付账款	42243	49378	49470	57567	58807
存货	675125	703446	789019	846491	965927
其他流动资产	317346	374374	390888	408229	426436
非流动资产	614544	674194	706058	738168	769834
长期投资	86439	100839	120167	139679	159302
固定资产	39127	43456	43409	44672	46552
无形资产	22559	20653	21705	23214	25017
其他非流动资产	466419	509246	520776	530603	538964
资产总计	2192174	2388249	2621473	2784348	3005268
流动负债	1196015	1274618	1397608	1449559	1552314
短期借款	29317	59946	137814	149377	155418
应付票据及应付账款	507653	524029	591876	597586	655115
其他流动负债	659045	690643	667918	702597	741781
非流动负债	419064	473929	499406	521966	541608
长期借款	381680	434197	459674	482234	501876
其他非流动负债	37384	39732	39732	39732	39732
负债合计	1615079	1748547	1897014	1971525	2093922
少数股东权益	276674	295802	324443	356994	393159
股本	41965	41948	41948	41948	41948
资本公积	10266	11261	11261	11261	11261
留存收益	242055	282925	355597	437453	529278
归属母公司股东权益	300421	343900	400016	455828	518187
负债和股东权益	2192174	2388249	2621473	2784348	3005268

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	20272	14361	37105	46807	37464
净利润	70950	77732	84757	94317	104204
折旧摊销	8888	9928	9037	10733	12898
财务费用	7798	11124	10320	9454	10258
投资损失	-6152	-4710	-5180	-5064	-5276
营运资金变动	-62958	-94019	-62088	-62866	-84789
其他经营现金流	1745	14306	260	233	170
投资活动现金流	-52628	-32444	-35980	-38013	-39457
资本支出	49498	31118	12535	12598	12044
长期投资	-6849	-6445	-19328	-19513	-19622
其他投资现金流	-9979	-7771	-42773	-44927	-47036
筹资活动现金流	30818	52483	-39161	10070	6621
短期借款	819	30629	0	0	0
长期借款	34282	52517	25477	22560	19642
普通股增加	-11	-17	0	0	0
资本公积增加	-1762	995	0	0	0
其他筹资现金流	-2511	-31641	-64638	-12490	-13021
现金净增加额	-3866	33694	-38036	18864	4629

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1615023	1891339	2040516	2209552	2402291
营业成本	1440132	1677137	1813345	1962612	2129591
营业税金及附加	15896	14779	15945	17265	18771
营业费用	5522	6177	6519	7142	7875
管理费用	28983	34534	38349	41151	44216
研发费用	25523	39927	42851	45296	50448
财务费用	7798	11124	10320	9454	10258
资产减值损失	-328	-3418	-7142	-7733	-9609
其他收益	613	768	0	0	0
公允价值变动收益	51	-237	-260	-233	-170
投资净收益	6152	4710	5180	5064	5276
资产处置收益	166	327	0	0	0
营业利润	94482	100601	110967	123729	136630
营业外收入	809	832	886	955	871
营业外支出	1000	547	1414	1646	1152
利润总额	94291	100886	110439	123039	136349
所得税	23340	23154	25682	28722	32145
净利润	70950	77732	84757	94317	104204
少数股东损益	26006	26325	28641	32551	36165
归属母公司净利润	44944	51408	56116	61766	68039
EBITDA	121270	133280	129795	146540	162628
EPS (元)	1.07	1.23	1.34	1.47	1.62

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	13.7	17.1	7.9	8.3	8.7
营业利润(%)	12.8	6.5	10.3	11.5	10.4
归属于母公司净利润(%)	7.3	14.4	9.2	10.1	10.2
获利能力					
毛利率(%)	10.8	11.3	11.1	11.2	11.4
净利率(%)	2.8	2.7	2.8	2.8	2.8
ROE(%)	12.3	12.2	11.7	11.6	11.4
ROIC(%)	10.2	10.0	8.8	9.1	9.2
偿债能力					
资产负债率(%)	73.7	73.2	72.4	70.8	69.7
净负债比率(%)	40.0	43.5	39.6	36.1	34.2
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	8.7	9.7	9.0	8.5	8.5
应付账款周转率	2.9	3.3	3.3	3.3	3.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.23	1.34	1.47	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.34	0.88	1.12	0.89
每股净资产(最新摊薄)	6.92	7.96	9.30	10.63	12.12
估值比率					
P/E	5.5	4.8	4.4	4.0	3.6
P/B	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.2	6.2	6.6	6.1	5.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 5 月 13 日收盘价

内容目录

1. 中海地产龙头优势显著，价值亟待重估	5
1.1. 中海地产龙头资产优质，价值被显著低估	5
1.1.1. 公司下辖中海地产，21年归母净利润贡献超30%	5
1.1.2. 多角度对比，中海地产竞争优势明显，资产极为优质	6
1.2. 地产调控政策有望持续放松，驱动估值修复	9
1.3. 地产行业供给侧改革加速，央企龙头市占率不断提升	11
1.4. 当前估值在龙头地产中显著偏低，亟待重估	11
2. 施工业务基建属性不断增强，业务结构持续优化	12
2.1. 施工业务基建属性增强，业务结构持续优化	12
2.2. 资产负债表持续改善，周转率显著回升	15
2.3. 施工业务市占率持续提升，未来趋势不断强化	16
3. 积极推进改革激发经营活力与市值动力	18
4. 估值处于历史低位，分红率提升股息率具备吸引力	20
4.1. 当前估值处于历史最低区间	20
4.2. 2021年分红率连续三年提升，当前股息率4.3%	21
6. 盈利预测、估值与投资建议	21
7. 风险提示	23

图表目录

图表 1: 中国建筑旗下地产业务情况	5
图表 2: 中国海外发展归母净利润 (单位: 亿元人民币)	5
图表 3: 中国海外发展营业收入 (单位: 亿元人民币)	5
图表 4: 公司历年毛利率同业对比	6
图表 5: 公司历年净利率同业对比	6
图表 6: 公司历年归母净利润同业对比 (亿元人民币)	6
图表 7: 公司与同业龙头公司期间费用率对比 (2021年)	7
图表 8: 公司历年 ROE 与同业对比	7
图表 9: 龙头房企 2021 年杜邦分析拆解	7
图表 10: 中国海外发展与保利发展 2017-2021 年财务数据平均值对比	8
图表 11: 公司历年净负债率	8
图表 12: 2021 年龙头房企净负债率对比	8
图表 13: 海外评级机构对公司评级	8
图表 14: 公司加权平均融资成本	9
图表 15: 2021 年公司有息负债结构 (亿港元)	9
图表 16: 房地产行业对于经济的重要性表现	10
图表 15: 部分城市房地产政策调整情况	10
图表 17: 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	11
图表 18: 公司与龙头房企估值对比	12
图表 19: 公司新签基建订单及增速	12
图表 20: 公司新签基建订单与房建订单	13
图表 21: 公司新签订单结构占比	13
图表 22: 2021 年新签房建合同构成比例	14

图表 23: 2021 年各类房建订单增长情况 (订单金额单位: 亿元)	14
图表 24: 公司房建业务与基建业务毛利率变化情况.....	15
图表 25: 公司累计在施 PPP 项目个数	15
图表 26: 公司累计在施 PPP 项目权益投资额.....	15
图表 27: 每年新增在施 PPP 项目投资额 (亿元)	16
图表 28: 公司总资产周转率.....	16
图表 29: 公司房建业务市占率持续提升	17
图表 30: 未来龙头市占率加速提升的因素	17
图表 31: 公司新签订单及与收入的比值	18
图表 32: 公司在手订单情况.....	18
图表 33: 公司下属子公司入选国企改革试点类型	19
图表 34: 公司股权激励情况.....	19
图表 35: 公司激励机制多样化.....	19
图表 36: 中国建筑历史 PE (ttm)	20
图表 37: 中国建筑历史 PB (Lf)	20
图表 38: 公司分红率与分红总金额.....	21
图表 39: 公司地产与施工利润估算情况	22
图表 40: 可比公司估值情况.....	22

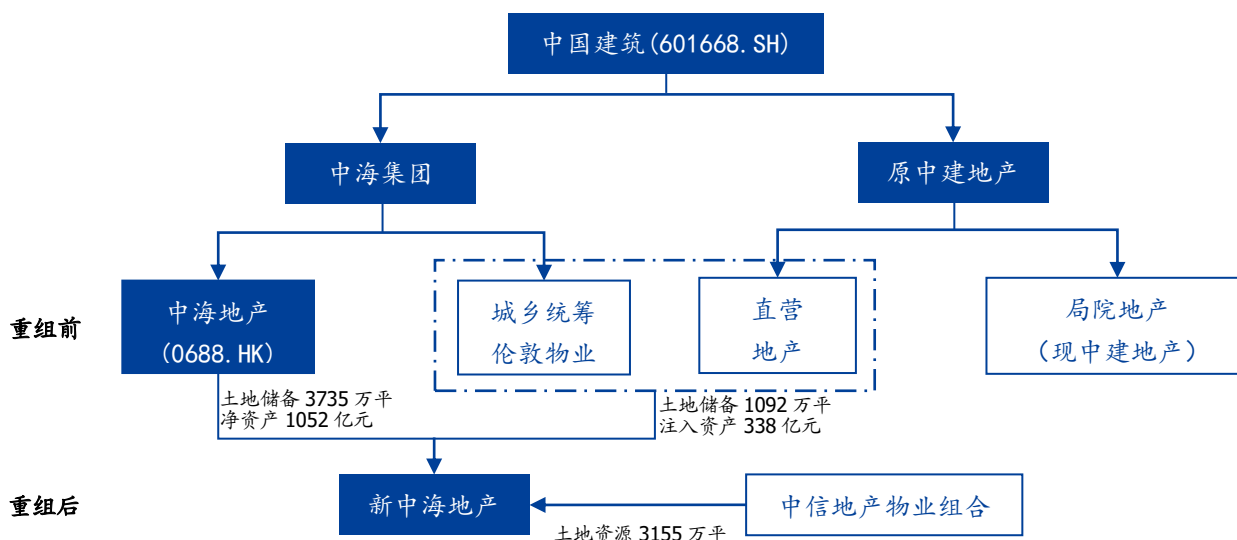
1. 中海地产龙头优势显著，价值亟待重估

1.1. 中海地产龙头资产优质，价值被显著低估

1.1.1. 公司下辖中海地产，21年归母净利润贡献超30%

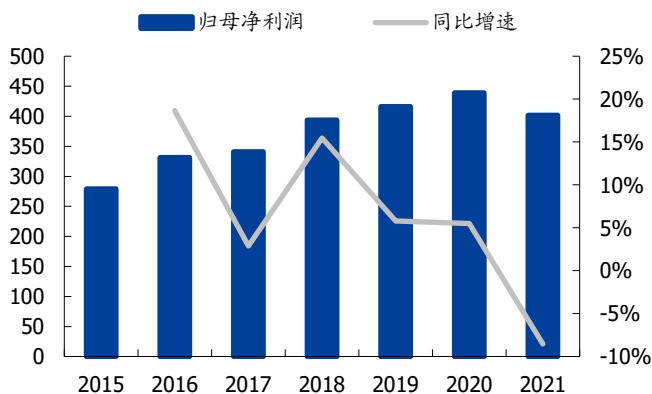
中国建筑持有港股上市公司中国海外发展（简称中海地产）56%的股权。中海地产是中国建筑旗下主要地产业务平台。根据年报披露，2021年公司地产业务贡献毛利润约697亿元，占总毛利润的33%；中海地产贡献归母净利润约165亿元，占总归母净利润的32%。

图表1：中国建筑旗下地产业务情况



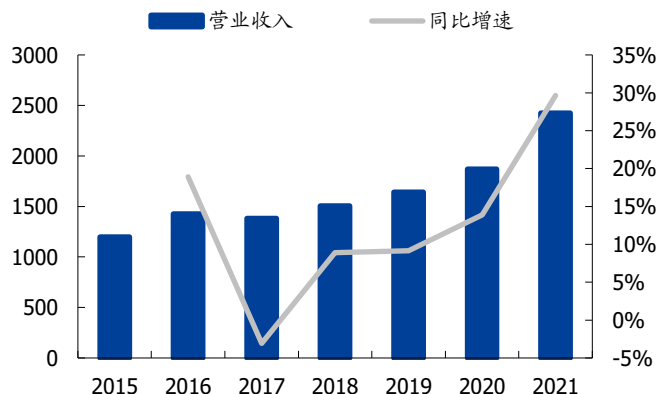
资料来源：整理自公司公告、中国建筑官网，国盛证券研究所

图表2：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3：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

1.1.2. 多角度对比，中海地产竞争优势明显，资产极为优质

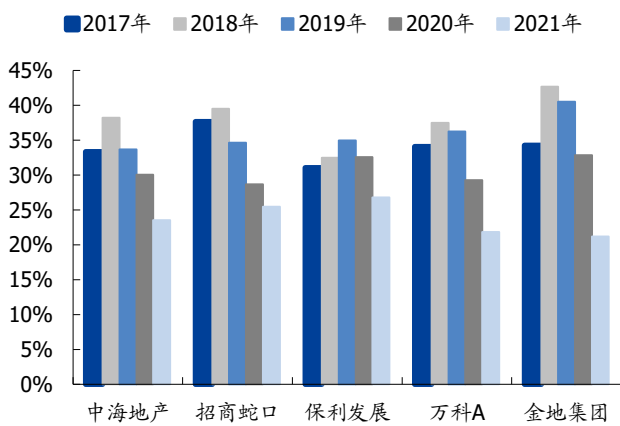
优势一：央企+外资双重背景，背靠全产业链大平台

中海地产背靠中建集团央企综合全产业链大平台，竞争优势明显。1) 拿地门槛逐渐提高，一二线土地资源向央企国企集中，公司具备央企背景优势明显。同时公司也具备外资背景，可以满足一些地方政府招商引资需求。2) 中国建筑集团具备设计、房建、基建、地产全产业链布局，集团内单位协同效果明显，可以共同出击获取综合性开发项目，为政府提供全方位服务，拿地渠道和方式更加多样。并且在项目建设过程中集团内上下游产业链互相配合，可以更好的保障质量、控制成本和进度。3) 中国建筑集团在多地承接政府重大项目，具备深厚的政企关系，可以给予公司多方面的资源支持。

优势二：盈利能力大幅领先，费用率控制能力优秀

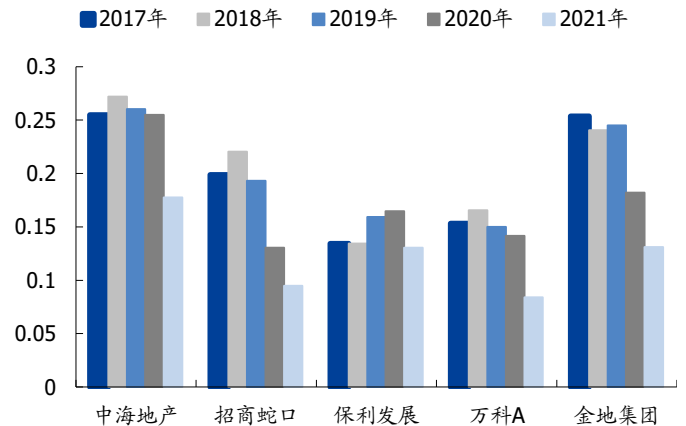
净利率及归母净利润规模均处大幅领先地位。公司历年毛利率和净利率均较高，2021年公司净利率17.8%，在房地产A股和H股龙头公司中均处于大幅领先地位。全年实现归母净利润402亿元，盈利规模位居第一。

图表4：公司历年毛利率同业对比



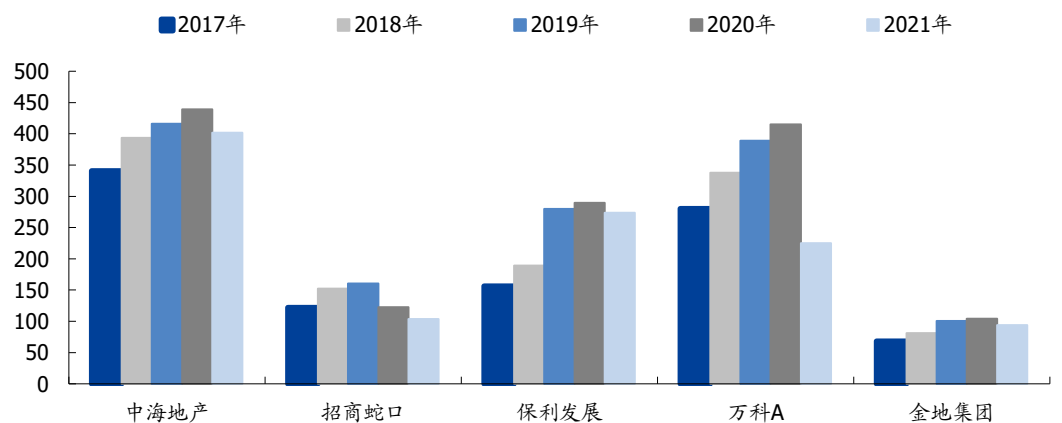
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表5：公司历年净利率同业对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表6：公司历年归母净利润同业对比（亿元人民币）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

费用率控制极为优异。公司在行业耕耘时间较长，积累了长期的现金流管控、周期风险对冲以及经营成本管控经验，2021年公司期间费用率仅3.1%，在龙头房企中明显较低，其中销售/管理/财务费用率均处于极低水平。

图表7：公司与同业龙头公司期间费用率对比（2021年）

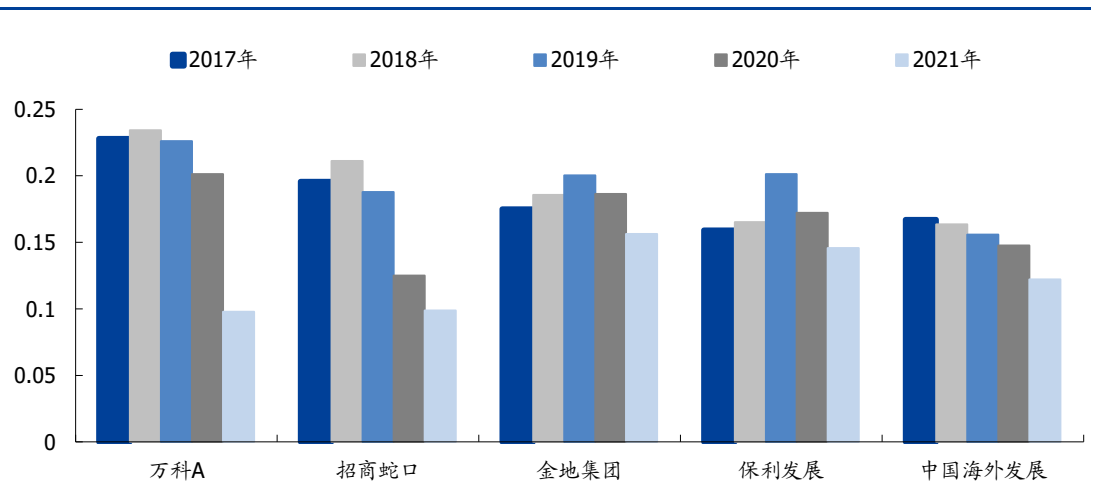
龙头房企	期间费用率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
万科A	6.2%	2.8%	2.4%	1.0%
招商蛇口	5.1%	2.4%	1.4%	1.2%
保利发展	6.2%	2.6%	2.4%	1.2%
金地集团	9.3%	3.1%	5.5%	0.7%
中国海外发展	3.1%	1.6%	1.3%	0.2%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

优势三：有息负债率极低，经营稳健

公司权益乘数极低，依靠较高周转与超高净利率保持稳健ROE水平。2021年公司ROE为12.21%，低于保利、金地，高于招商、万科。但从ROE杜邦分析拆解中看，公司归母净利润率达16.56%，是几家国企、央企龙头公司最高水平；权益乘数较低，仅2.58，未来具备较大扩张空间。从2017-2021年的平均财务数据来看，中海地产ROE平均维持在15%左右，归母净利润率达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2.55。与同是央企的保利发展相比，中海地产净利率大幅领先12个pct，总资产周转率基本持平，权益乘数则远低于保利发展6.66的水平。

图表8：公司历年ROE与同业对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表9：龙头房企2021年杜邦分析拆解

龙头房企	ROE	归母净利润率	总资产周转率	权益乘数
万科A	9.78%	4.97%	0.24	8.27
招商蛇口	9.88%	6.46%	0.20	7.59
金地集团	15.62%	9.48%	0.23	7.18
保利发展	14.58%	9.61%	0.22	7.06
中国海外发展	12.21%	16.56%	0.29	2.58

资料来源：Wind，国盛证券研究所

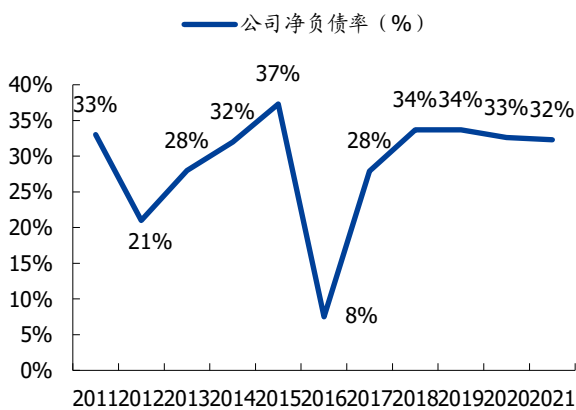
图表 10: 中国海外发展与保利发展 2017-2021 年财务数据平均值对比

公司	ROE	归母净利润率	总资产周转率	权益乘数
保利发展	16.87%	10.75%	0.24	6.66
中国海外发展	15.12%	23.23%	0.26	2.55

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

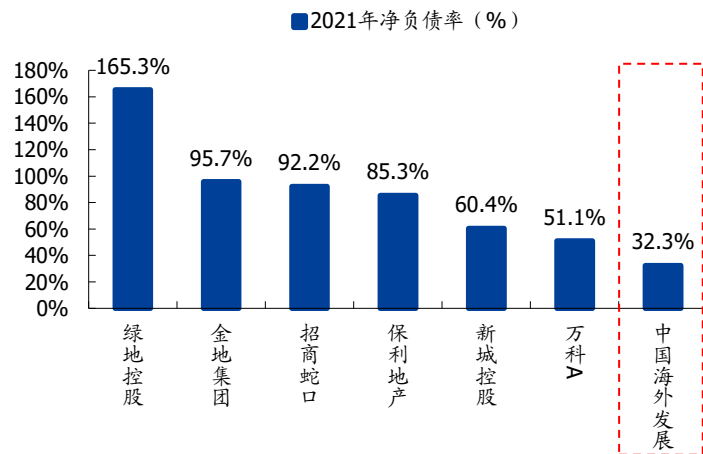
公司净负债率极低, 经营风格稳健。公司 2016 年由于并购中信资产包致净负债率大幅减小, 2017-2018 年大幅拿地, 资金支出加大, 净负债率有所回升。截至 2021 年末公司净负债率 32.3%, 但依然在龙头房企中净负债率极低, 未来加杠杆空间大。

图表 11: 公司历年净负债率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 2021 年龙头房企净负债率对比



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

公司保持业内极高信用评级。2021 年三大国际信用评级机构对公司信用评级分别为: 惠誉 A-/稳定、穆迪 Baa1/稳定、标准普尔 BBB+/稳定。另外, 附属公司中海地产集团有限公司亦获国内联合信用评级有限公司评级为 AAA/稳定。国内外评级机构连续多年给予公司高投资评级, 彰显资本市场对公司财务稳健性和偿债能力的高度认同。

图表 13: 海外评级机构对公司评级

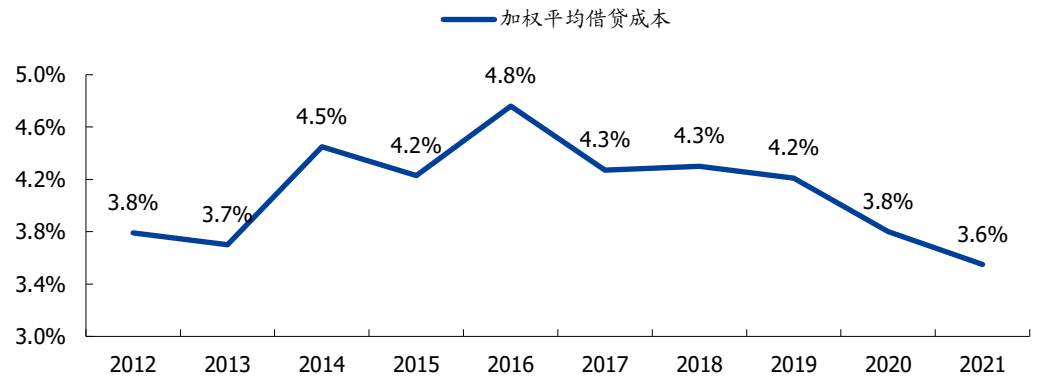
海外评级机构	简介
惠誉	A-/稳定
穆迪	Baa1/稳定
标准普尔	BBB+/稳定

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

优势四: 融资成本极低

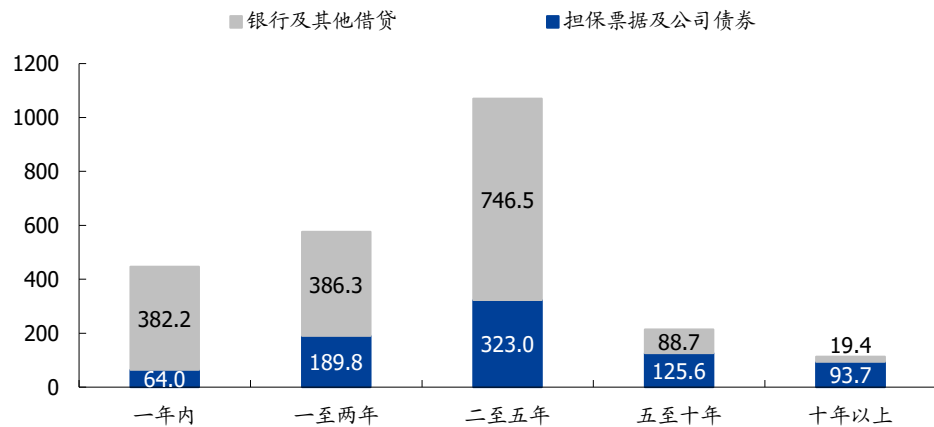
基于低负债率、高信用评级以及充裕的在手资金, 公司融资成本常年处于较低水平。2020 年, 公司融资成本仅 3.55%。公司在央企背书下, 融资渠道较为多元, 融资成本管控能力较强, 加权平均融资成本常年保持业内最低区间内。同时有息负债结构理想, 中长期负债占比高, 一年内到期债务仅 446 亿港元 (债券 64 亿港元+银行及其他借贷 382 亿港元), 占比约 18%。

图表 14: 公司加权平均融资成本



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 2021 年公司有息负债结构 (亿港元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2. 地产调控政策有望持续放松, 驱动估值修复

六部委积极表态稳地产, 政策信心得到有力提振。近期金融委召开会议, 提出切实振作一季度经济, 针对房企, 要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案, 提出向新发展模式转型的配套措施。随后人行、银保监会、证监会、财政部、外管局等部委响应表态稳定地产等关键行业预期, 如鼓励并购贷、推迟房地产税试点扩大、配合有力化解房地产企业风险等。政策信心再次得到有力提振。

房地产行业关联经济多个领域, 预计是后续稳增长政策发力重心之一。房地产行业是我国经济支柱产业之一, 其自身体量大, 且直接或间接关联多个行业, 拉动效果明显, 如果其持续走弱, 将对经济整体产生较大影响。首先房地产施工增速下行将影响上游水泥、钢铁、机械等多个行业的需求, 竣工放缓也将拖累下游装饰、家居、家电等消费需求。其次, 房地产土地出让收入占据地方政府性基金收入的比例较高, 如果土地出让收入明显放缓, 也将影响基建、棚改等相关领域发力。最后, 地产行业信用风险可能对部分银行、信托等金融机构产生冲击, 影响其融资投放意愿和能力。因此稳定地产行业的预期, 对前期政策进行适当调整, 使得地产行业恢复到平稳发展的态势, 预计将是后续稳增长政策的主要方向之一。

图表 16: 房地产行业对于经济的重要性表现

指标	绝对值 (万亿)	比例
房地产 GDP/总 GDP	7.5	7.30%
房地产销售额/总 GDP	17.6	17.10%
地产投资/总投资	14.1	27.30%
土地出让收入/地方政府总财力	8.4	44.30%
家具家电装修材料零售额/总零售额	1.2	8.80%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

后续地产政策仍有望继续放松,且力度有望加大,央行下调首套房贷利率,多地城市调整政策,有望促行业基本面预期不断改善。今年以来,多地政府已根据自身实际情况调整前期调控政策。广州、深圳、杭州、苏州等一线及强二线城市主要以下调房贷利率为主。其余城市则在下调首付比例、放松贷款限制、公积金贷款政策、取消限购、限售提供购房补贴等方面大幅放松政策。后续更多城市预计将放松前期过紧的调控,不排除部分强二线城市采取下调首付、取消限购限售、放款贷款认定标准等更强力政策。5月15日,人民银行、银保监会发布关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知,下调首套房房贷利率至5年期LPR减20个基点,地产稳增长政策再加码,有望促行业基本面不断改善,带动地产产业链估值修复。

图表 17: 部分城市房地产政策调整情况

日期	城市	主要政策
2月17日	菏泽	名下无住房且无个人住房贷款记录申请贷款购买普通住房首付比例可以执行20% (此前30%)
2月18日	重庆	有银行已经执行首套房首付20%的政策
2月18日	赣州	赣州首套房首付最低可降至20%
2月21日	广州	四大行同步下调广州地区房贷利率,首套房贷利率从此前的LPR+100BP (5.6%)下调至LPR+80BP (5.4%),二套房贷利率LPR+120BP (5.8%)下调至LPR+100BP (5.6%)
2月21日	苏州	多家银行房贷利率下调,首套房最低4.75%起
2月21日	佛山	非限购区域部分楼盘首付降低为2成
2月23日	杭州	春节后首套、二套房按揭利率均迎来下调,各大银行首套房利率基本稳定在5.6%~5.65%,个别银行最低可以做到5.5%,二套房利率则普遍在5.85%左右
2月23日	深圳	深圳多家银行已于1月份将首套房贷利率加点由45BP调低为30BP
2月25日	南通	多家银行首次购房、首次申请住房贷款的购房人首付比例从之前最低30%,降至最低20%
3月1日	上海	二手房房贷发放提速,部分银行已缩短至1个月以内
3月1日	郑州	取消“认房又认贷”,加大按揭投放,下调按揭利率
3月4日	德州	数家银行下调了个人住房贷款首付比例,首套房首付比由之前的最低30%降至最低20%
3月4日	昆明	放宽首付比要求,能享受20%低首付的购房人增多
3月13日	东莞	2022年首批集中土拍取消新房销售限价,下调竞买保证金,部分地块取消配建,同时对地价做了总额上限控制
3月21日	南宁	南宁市区已拥有一套住房的,再次购买普通商品住房的商贷最低首付比例由40%调整为30%
3月23日	哈尔滨	拟废止2018年开始实行的区域性房地产限售政策

资料来源: 各省市地方政府, 国盛证券研究所

1.3. 地产行业供给侧改革加速，央企龙头市占率不断提升

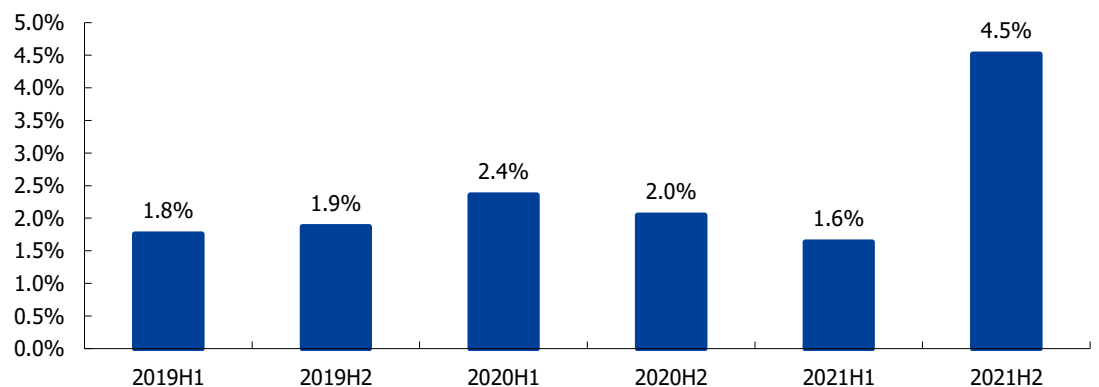
央企拿地市占率明显提升。在“三条红线”严格监管下，2021年多家杠杆较高的民营企业经营出现风险，预计未来将逐步退出市场或放缓扩张，房地产行业供给侧改革将加速，呈现“剩者为王”格局。资金和土地资源向财务稳健的绿档房企尤其是国企央企倾斜，同时龙头企业也有望对行业开展并购整合，市场份额有望进一步向央企国企龙头集中。2021年1-12月拿地金额top30房企中12家国企拿地金额占300城宅地出让金比例上升至31.2%，较2020年全年上升7.3%。

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。

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 18: 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

1.4. 当前估值在龙头地产中显著偏低，亟待重估

在当前央企地产龙头上市企业中，公司估值显著偏低。如果给予中国施工业务 22PE5X 估值，当前市值隐含中海地产 22PE 仅 3.1X，显著低于其他央企地产（招商蛇口 PE10X、

保利发展 PE7X)，修复空间巨大。

图表 19: 公司与龙头房企估值对比

公司	PE (ttm)	2022PE	PB (lf)	市值
万科 A	9.47	8.31	0.91	2,075
保利发展	6.91	6.51	1.06	1,895
招商蛇口	10.35	9.63	1.24	1,051
金地集团	5.93	5.54	0.89	562
中国建筑	4.60	4.31	0.71	2,453
中国海外发展	5.27	5.16	0.62	2,588

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2022/5/11 收盘价

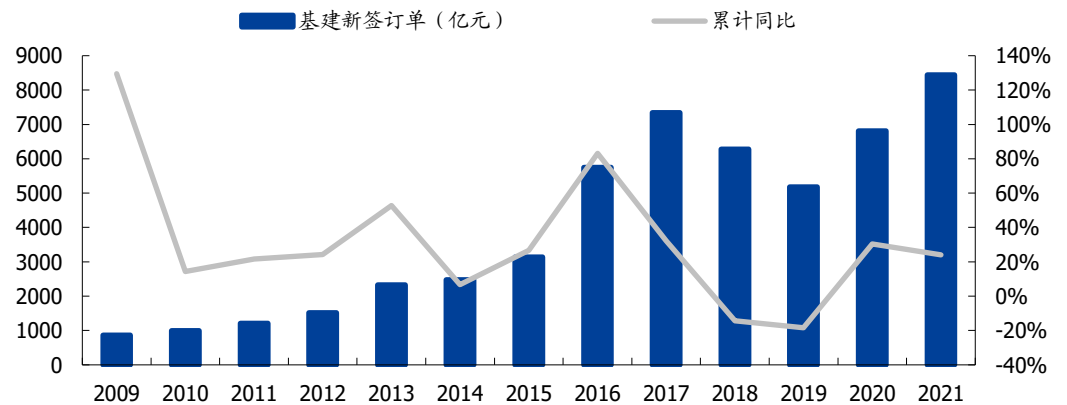
2. 施工业务基建属性不断增强，业务结构持续优化

2.1. 施工业务基建属性增强，业务结构持续优化

公司历史估值长期明显低于其他基建类施工央企，我们认为主要原因是公司房建收入占比达 60%，市场对其中住宅施工业务的回款风险存在一定担忧。近年来公司施工业务结构持续优化，基建属性不断增强，未来公司施工业务的盈利能力有望不断提高，回款风险有望大幅下降，经营质量将明显提升，估值也有望向基建类企业靠拢。公司当前股价对应 22 年 PE 为 4.3X，基建类央企中国交建 22 年 PE 为 8.0X，对比存在较大修复空间。

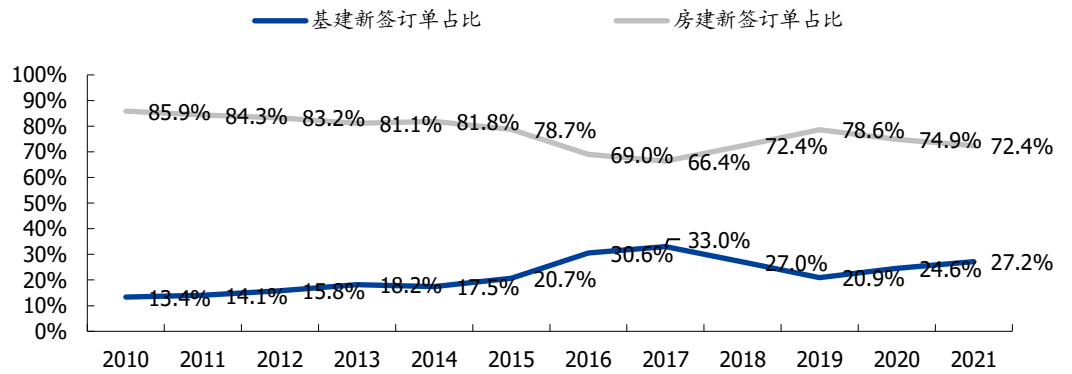
公司基建业务占比不断提升。公司的基础设施新签订单由 2009 年的 867 亿元增长至 2021 年 8439 亿元，年复合增长率达到 21%，增速高于公司新签订单整体增速。基础设施新签订单在总订单中的比例也从 2010 年的 13% 提升至 2021 年的 27%，成为公司重要业务方向之一。从收入构成上看，公司基础设施施工收入由 2009 年的 343 亿元增长至 2021 年的 4100 亿元，年复合增长率达到，在收入中的占比由 2009 年的提升至 2021 年的 13.3% 提升至 2021 年的 21.6%。由于基础设施业务收入增长速度快于公司整体收入增长，预计未来占比仍将提升。

图表 20: 公司新签基建订单及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

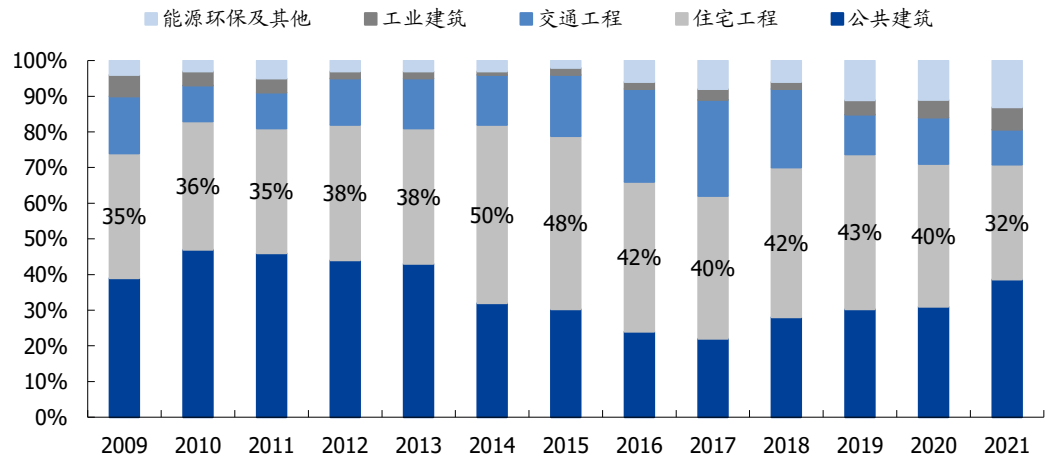
图表 21: 公司新签基建订单与房建订单



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

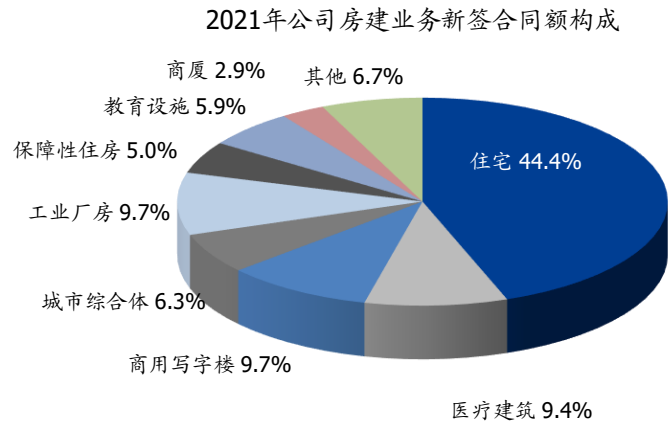
公司房建类的业务的基建属性也将不断增强, 主要体现在以下三方面: 1) 行业从“快周转、高杠杆”的高风险模式向“竞品质”的稳健模式转型, 同时央企与国企开发商市占率有望不断提升, 未来住宅施工业务回款风险有望大幅下降。2) 新模式下强调加快推进保障房与长租房建设, 这部分业主要是政府类企业, 基建属性更强, 公司在保障房领域经验丰富竞争力强, 未来相关订单有望持续快速增长。3) 公司房建业务中产业园区、城市更新、片区开发、医疗、文化、市政等政府类业务近年来大幅增长, 纯住宅订单占比已由高峰时的 50% 下降至 21 年的 32%,

图表 22: 公司新签订单结构占比



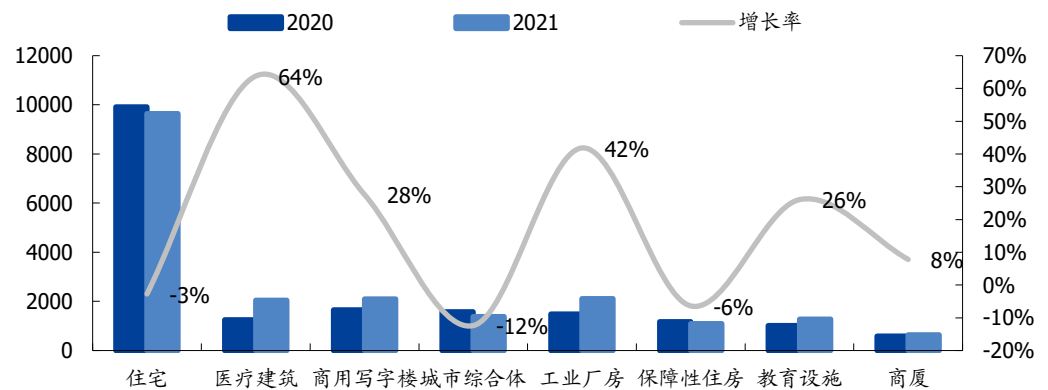
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 23: 2021 年新签房建合同构成比例



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

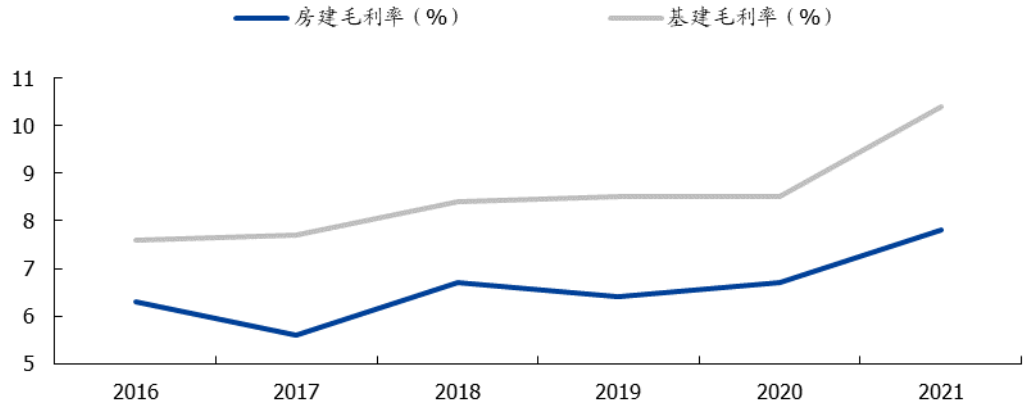
图表 24: 2021 年各类房建订单增长情况 (订单金额单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 公司官网披露投资者交流材料, 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 年公司基建业务毛利率 10.4%, 明显高于房建业务 7.8% 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 年房建业务毛利率为 7.8%, 较 2020 年全年大幅提升 1.1 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 25: 公司房建业务与基建业务毛利率变化情况

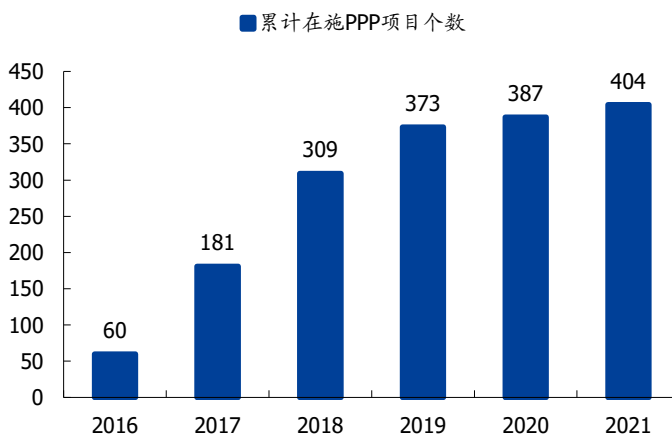


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2. 资产负债表持续改善, 周转率显著回升

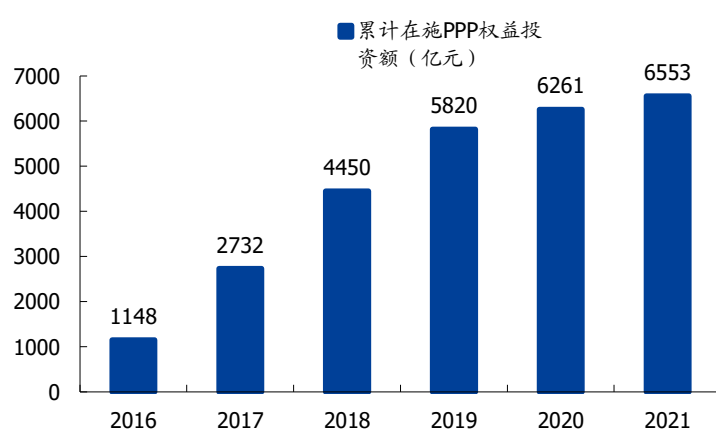
PPP 投入高峰已过, 未来投入压力显著下降。2015 年 PPP 模式开始推广, 在 2016-2017 年进入爆发式增长的阶段, 公司承接了较多的 PPP 项目。由于 PPP 项目需要使用自有资金投资, 因此在落地高峰期 (17-18 年) 央企普遍面临的较大的资本开支压力和融资压力。2018 年起 PPP 进入规范发展期, 央企新签 PPP 项目速度大幅放缓, 同时前期的部分项目完工进入回购期, PPP 投入的高峰预计已经过去。截至 2021 年底, 公司在施工 PPP 项目 404 个, 项目权益投资额 6553 亿元, 较 2020 年仅增加 292 亿元, 大幅低于前 2017-2019 每年 1300 亿以上的新增额, 未来投资压力将显著下降。

图表 26: 公司累计在施 PPP 项目个数



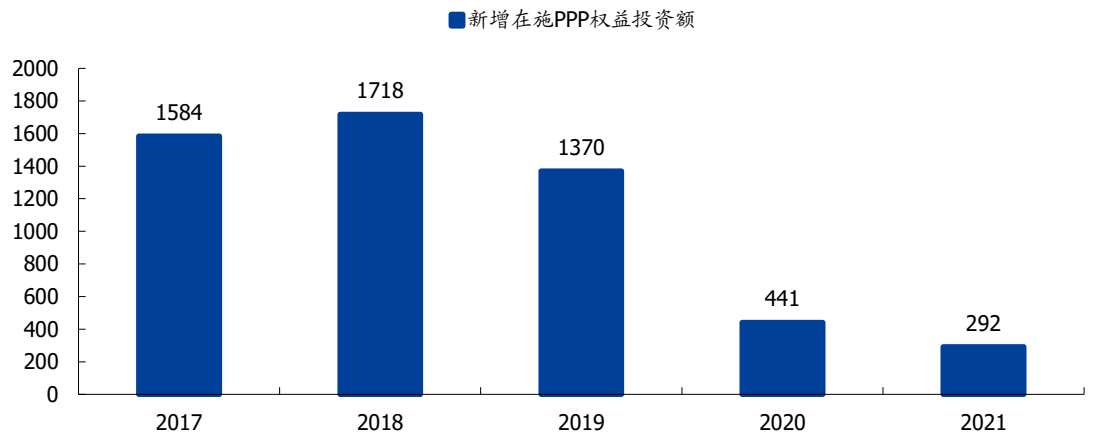
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 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

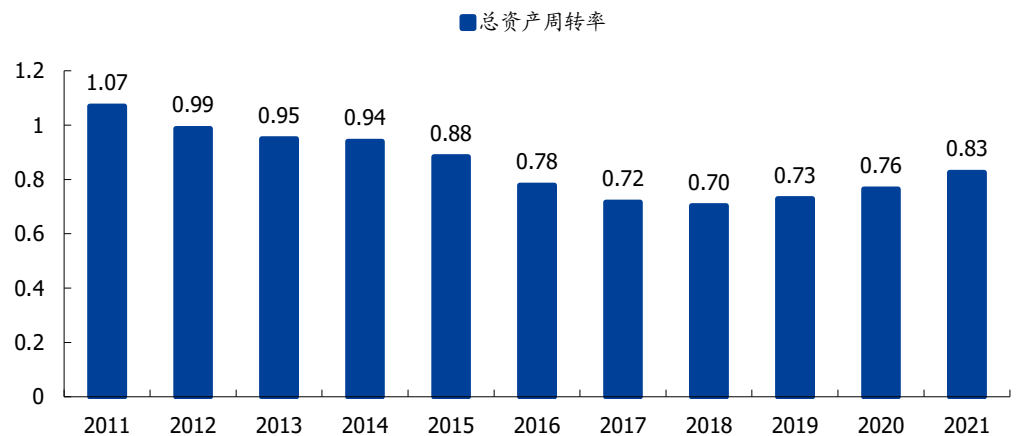
图表 28: 每年新增在施 PPP 项目投资额 (亿元)



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。2021 年公司总资产周转率提升 0.07 次至 0.83 次, 基本回到大规模承接 PPP 之前的水平。

图表 29: 公司总资产周转率

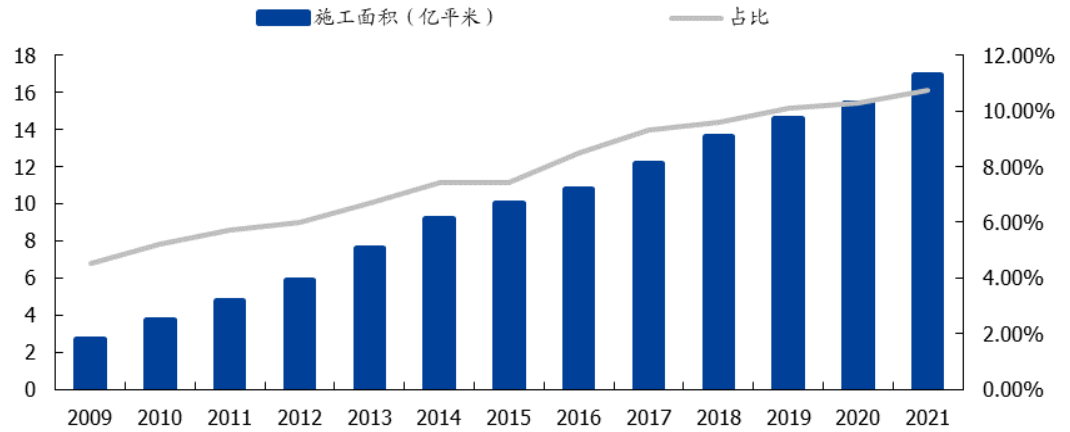


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.3. 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。

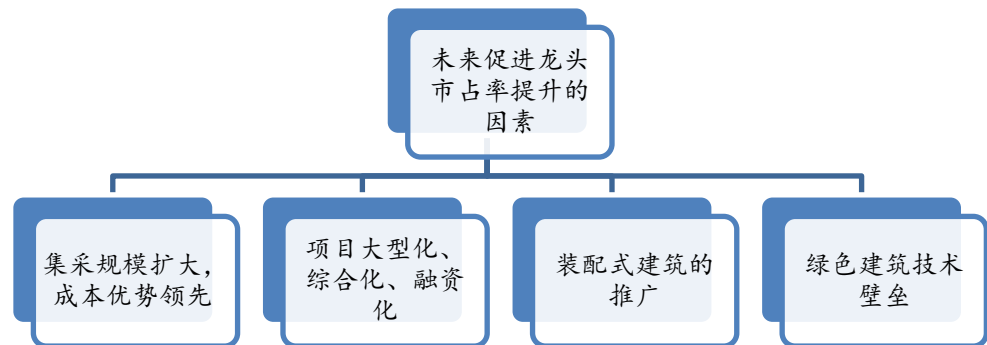
图表 30: 公司房建业务市占率持续提升



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。

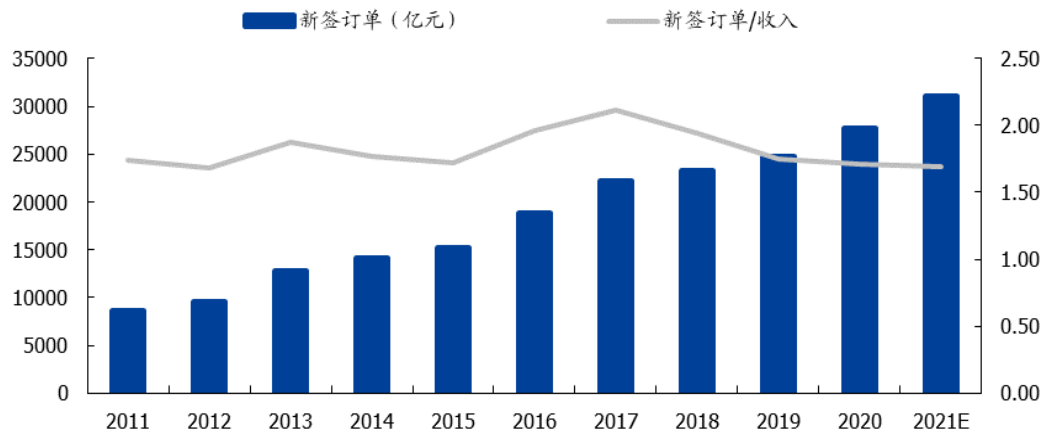
图表 31: 未来龙头市占率加速提升的因素



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

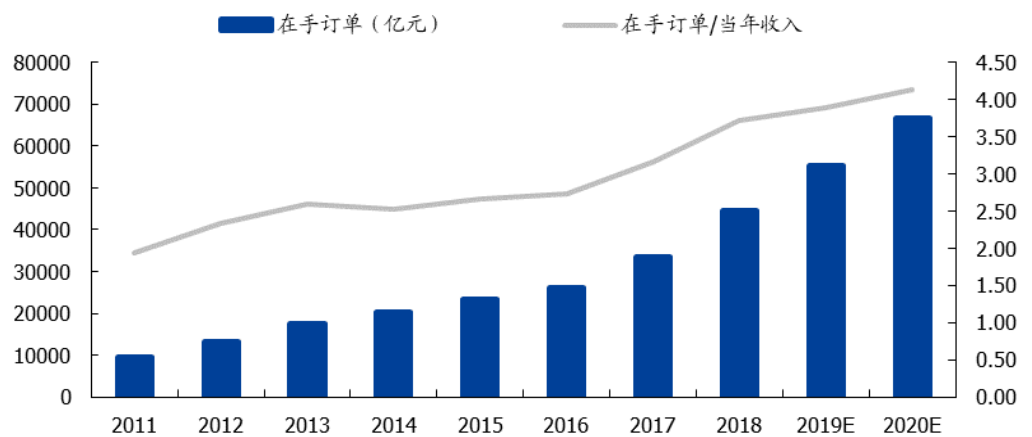
在手订单充裕，订单保障倍数不断提升，未来收入有望持续稳健增长。公司在手订单充裕，我们估算公司 2021 年底在手订单可达 6.69 万亿，是 2021 年收入的 4.1 倍。由于每年新签订单都大幅超过当年收入（1.7 倍左右），因此在手订单也将不断累积，订单保障倍数不断增加。

图表 32: 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 33: 公司在手订单情况



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 34: 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 35: 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 36: 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

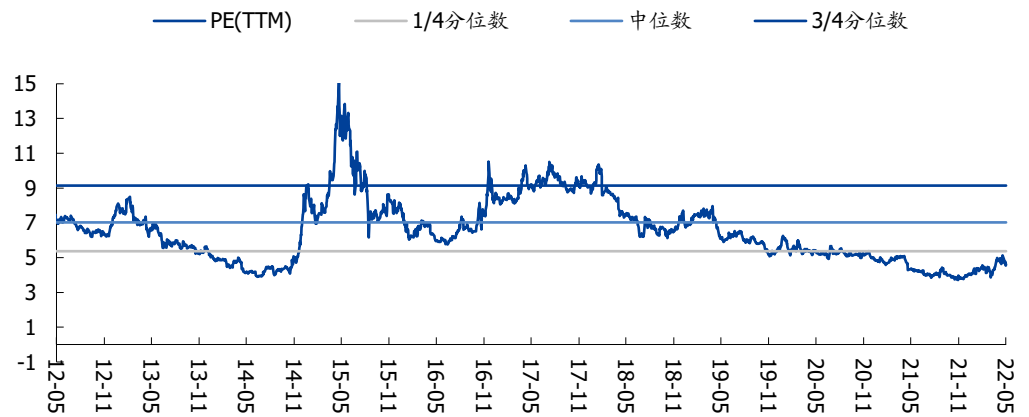
经理层成员任期制和契约化管理、职业经理人制度改革深入推进。 根据年报披露 2020 年, 公司旗下中建科工、中建科技、中建装饰等试点单位与经理层成员签订岗位聘任协议、年度和任期岗位目标责任书, 严格按照契约开展考核, 强化考核结果的刚性兑现。同时, 在 7 家子企业实行职业经理人制度改革。

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

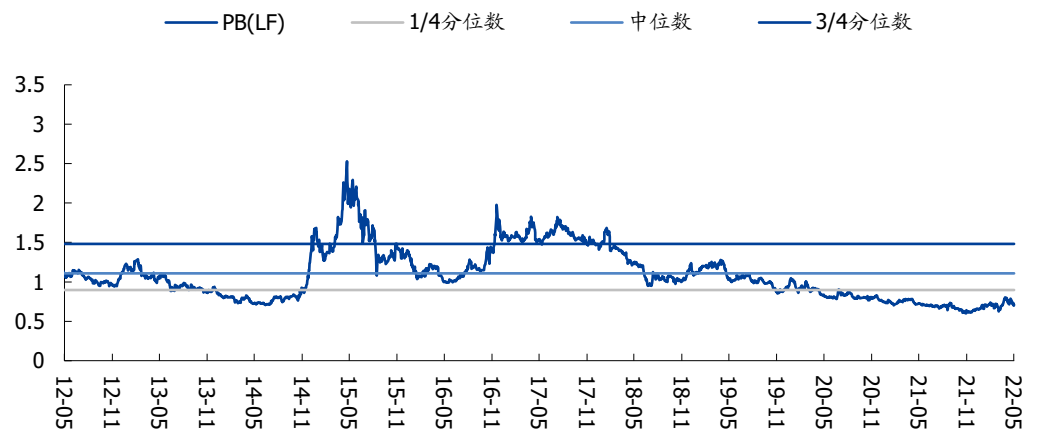
公司当前估值已处于历史最低区间。公司上一轮估值最低点出现在 2013-2014 年熊市期间，2014 年 7 月，公司 PE/PB 分别为 3.89/0.71，创出历史新低，后续公司估值多年并未触及该低点。2021 年以来，随着地产与建筑板块估值持续下移，公司估值在 7 月 30 日跌破 2014 年的低点，PE/PB 分别为 3.84/0.66 倍，再创历史新低。截止至最新收盘日，公司 PE/PB 分别为 4.3/0.71 倍，仍处于历史最低区间。

图表 37: 中国建筑历史 PE (ttm)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 中国建筑历史 PB (Lf)

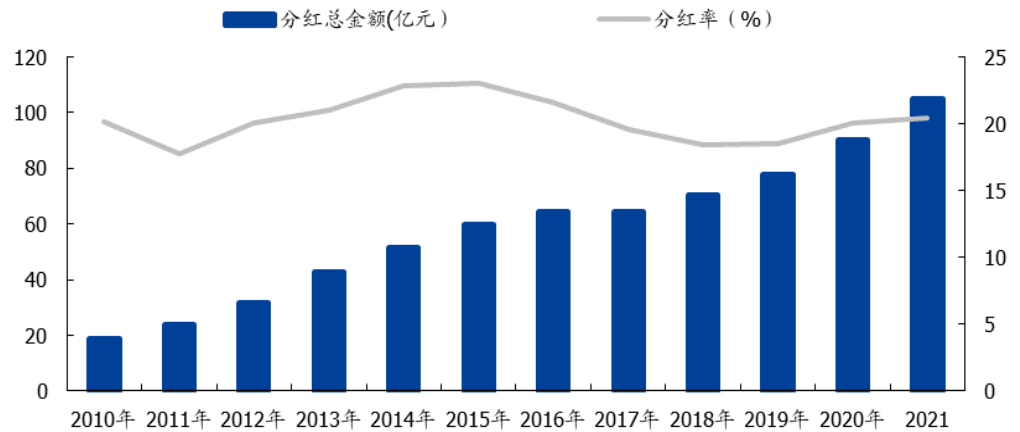


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2. 2021年分红率连续三年提升，当前股息率4.3%

分红率连续三年提升，当前股息率4.3%。2021年公司拟每10股派2.5元，合计分红约104.9亿元，增长16.4%，分红率为20.4%，较去年提升0.4个pct，连续三年提升，当前股息率约为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（包含2021年预计），占累计实现归母净利润的约20%。

图表 39: 公司分红率与分红总金额



资料来源: Wind, 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。

2021 年预计公司实现归母净利润 514 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 165 亿元；剩下 349 亿元为工程施工板块贡献。我们预测 2022 年公司归母净利润为 561 亿元，同比增长 9%，其中地产业务贡献 177 亿元，同比增长 7%；施工板块贡献 384 亿元，同比增长 10%。

图表 40: 公司地产与施工利润估算情况

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
总归母利润 (亿元)	382	419	449	514	561	618
增速	16%	10%	7%	14%	9%	10%
中海地产归母利润 (亿元)	180	194	190	165	177	191
增速	11%	8%	-2%	-13%	7%	8%
施工归母利润 (亿元)	202	225	259	349	384	427
增速	21%	11%	15%	35%	10%	11%

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 2022 年平均估值为 5.9 倍, 以此为基准测算公司工程施工板块合理市值为 2266 亿元 (5.9×384); 对于房地产板块, 我们选取保利发展作为可比公司, 取 2022 年估值为 6.8 倍, 以此为基准测算公司房地产板块合理市值为 1204 亿元 (6.8×177)。工程施工板块与房地产板块合计合理市值为 3470 亿元, 高出当前市值约 41%。

图表 41: 可比公司估值情况

公司名称	股价 (元) 2022/5/13	EPS (元/股)				PE (倍)			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
中国铁建	8.37	1.82	2.05	2.30	2.58	4.6	4.1	3.6	3.2
中国中铁	7.01	1.12	1.26	1.42	1.58	6.3	5.5	4.9	4.4
中国交建	10.45	1.11	1.28	1.45	1.59	9.4	8.1	7.2	6.6
平均						6.8	5.9	5.3	4.8
保利地产	16.59	2.29	2.43	2.61	2.85	7.3	6.8	6.4	5.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 可比公司估值取自 Wind 一致预期

投资建议: 我们预测公司 22-24 年归母净利润分别为 561/618/680 亿元, 同比增长 9%/10%/10%, EPS 分别为 1.34/1.47/1.62 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 4.7/4.3/3.9 倍, 分部估值为 3470 亿元, 较当前市值高出 41%, 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