

中国建筑(601668)

报告日期: 2022年12月30日

核心受益稳增长的低估蓝筹, 基建放量/房建升级/地产优胜彰显龙头地位

——中国建筑首次深度覆盖报告

投资要点

建筑+地产绝对龙头高质量发展, 经营长期稳健

1) 公司是全球规模最大的投资建设集团, 系国内建筑+地产绝对龙头。公司业务横跨大建筑领域几乎所有行业, 并凭借丰富的资质经验及雄厚的技术实力, 构筑坚固护城河。稳增长背景下公司作为头部建筑央企核心受益, 2022年1-10月基建业务新签订单放量, 同比高增27%, 基建系公司业务结构优化重点方向; 房建业务新签订单逆势增长14%, 同时房建业务结构持续优化, 其中住宅类订单占比持续降低, 公司业务重心逐步向工业及公共建筑等中高端工程倾斜; 地产业务经营表现显著优于百强房企, 2022年前十月, 中建系房企整体在拿地金额位居TOP榜单第1名、销售端位居榜单第2名, 优胜龙头地位凸显。

2) 房建/基建/地产构成公司三大核心主业, 业绩长期稳中有进。2021年公司总营收1.89万亿元, 房建/基建/地产业务营收占比60.6%/21.7%/17.5%, 2011-2021年公司营收/归母净利CAGR分别+14.6%/+14.3%。22Q1-3公司实现营收/归母净利1.54万亿/435亿元, 同比+15%/+15%, 经营稳中有进, 龙头韧性凸显。

3) 经营质量稳中向好, ROE连续8年居建筑央企首位。2021年综合毛利率录得11.3%, 近十年均保持两位数以上; 资产负债率为73.2%, 较2016年压降5.9个百分点; 三大费用率常年控制在3.5%以内, 费用管控能力优异; ROE水平持续稳定在15%以上, 始终领跑八大建筑央企, 盈利能力突出。

基建充分受益稳增长, PPP项目投资逐渐迎来运营回报期

1) 基建系业务结构优化主要方向。充分受益于国家稳增长政策, 2022年1-10月公司基建新签订单累计7326亿元, 同比增长27%, 延续高增态势(2021年基建新签yoy+24%); 基建业务占总订单比例已达27%, 较去年同期占比提升2pct。

2) PPP项目系公司经营重要组成部分。截至22H1, 公司在手项目权益投资额已达归母净资产的1.8倍。随PPP业务逐步进入运营回报期, 公司在基建PPP项目的投资预计将逐步取得回报, 推动公司从“纯工程建设企业”, 到“投建营一体化”全产业链运作企业的战略性转型升级。

房建业务结构持续优化, 装配式建筑长坡厚雪助推高质量发展

1) 公司主动调整房建业务经营策略。22Q1-3住宅订单新签合同额约5090亿元, 同比下降24.9%, 占房建业务订单比例降至28.6%; 房建业务逐步延伸至客户信用高、违约风险低、竣工价值高的公共及工业建筑领域, 有效对冲地产景气度下行对住宅类订单的影响。2022年Q1-3公司在工业厂房领域新签合同额2655亿元, 同比增长96.6%; 在教育设施领域新签合同额1154亿元, 同比增长48.0%, 进一步巩固工业及公共建筑工程领域市场优势。

2) 装配式建筑赛道长坡厚雪, 十年市场规模将超5万亿, 公司在装配式全产业链均有深度布局, 有望助推公司房建业务实现纵深发展。公司始终致力于推动建筑建造方式变革, 深度参与装配式建筑的技术研发、构件生产、房屋设计以及投资建造等全产业链技术领域, 2022年上半年公司承建我国最高、最大的模块化建筑—北京亦庄蓝领公寓项目。当前公司投资建设的现代化装配式产业基地超过40家, PC构件设计总产能达400万立方米/年; 旗下中建科工连续9年蝉联全国钢结构行业榜首, 钢结构年产能超过120万吨。

地产业务表现显著优于百强房企, 深度受益供给侧改革, 隐型航母锋芒毕露

1) 2022年1-10月实现合同销售额3128亿元, 同比降低5.9%, 但8月、9月、10月连续三月单月销售额同比转正, 分别+18.4%、+25.8%、+25.9%, 边际显著转暖。根据中指研究院统计, 2022年前十月TOP100房企销售额均值为610亿元, 同比大幅降低43.4%, 公司地产业务表现显著优于其他房企。我们认为, 当前行业总量仍在持续出清, 淘汰赛没有结束, 中长期龙头集中度提升逻辑不变, 公司系头部地产央企有望优胜突围。

投资评级: 增持(首次)

分析师: 匡培钦
 执业证书号: S1230520070003
 kuangpeiqin@stocke.com.cn

研究助理: 陈依晗
 chenyanhan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 5.32
总市值(百万元)	223,091.18
总股本(百万股)	41,934.43

股票走势图



相关报告

2) 今年中建系拿地金额系 TOP100 榜第 1/销售金额跃居第 2。公司房地产业务版图辽阔，坐拥多家实力强劲子公司，旗下拥有“中海地产”和“中建地产”两大品牌。中建系房企在当前地产行业格局秩序重构时期积极经营，于销售、拿地端均逐步崭露头角，中建系房企 2022 年 1-10 月合计拿地金额维持 TOP 榜第 1，合计销售金额跃居第 2，地产界“隐形航母”阔步前行。

□ 多元业态布局成效显著，深厚资质+重仓科研构筑坚固护城河

1) 公司持续培育新动能，开展建筑全产业链布局。在勘察设计、生态环保、绿色建材等领域均处于国内领先地位，旗下坐拥多家细分龙头子公司：各龙头设计院、环能科技(300425.SZ)、西部建设(002302.SZ)；此外，公司是首批“走出去”建筑企业，系国内产能输出主力军，在境外 140 多个国家和地区均有布局，累计承建项目超 8000 余个，并不断向国际工程产业链高端迈进，2022Q1-3 公司境外业务收入同比增长 16%，经营情况明显改善。

2) 公司资质覆盖建筑全产业，拥有特级和综合甲级资质 68 个，其中拥有房建特级资质数量 34 个，排名全国第一。此外，公司持续重仓科研，目前拥有研发人员近 3 万人，2021 年研发费用 399 亿元，同比高增 56%，领跑 A 股上市企业；同时公司整体学历结构不断优化，当前本科以上学历的员工数已达 27 万，占所有员工数的 73%；硕士以上学历达到 3.1 万人，占比 8.4%，高素质人才数量、占比均逐年提升。

□ 央企改革先锋激发内生活力，中国特色估值体系建立过程核心受益者

1) 公司是最早实施股权激励的央企之一，从 2013 年起便开启了长达十年的股权激励计划。其中第四期于 2020 年 12 月完成授予，四期一批次于 2022 年 12 月开启解锁，均采用在二级市场回购再授予方式进行，对国有企业激励体制建设起到示范效应。公司还采用包括任期激励、分红激励等多元化激励体制；在子企业推行任期制和契约化管理，在 64 家子企业推行职业经理人制度；持续打造“双百企业”和“科改示范企业”，推进混合所有制改革试点，激发企业内生活力。

2) 有望核心受益特色估值体系建立进程：11 月 21 日，证监会主席易会满指出，估值高低直接体现市场对上市公司的认可程度，国有上市公司要“练好内功”，让市场更好地认识企业内在价值。当前公司估值水平已降至近十年最低区间，截止 12 月 29 日，公司 PE (TTM) 仅为 3.91 倍，市盈率处十年历史估值分位 2.9%；PB (LF) 仅 0.62 倍，市净率历史估值分位为 2.1%；我们认为，在中国特色估值体系构建过程中，中字头建筑央企将发挥核心作用，中国建筑作为我国地产+基建+房建标杆性龙头低估蓝筹央企，有望率先受益。

□ 盈利预测与估值

预计公司 2022-2024 年总营业收入分别为 21644/24189/26845 亿元，同比分别增长 14.44%/11.76%/10.98%，实现归母净利润 569/635/705 亿元，同比分别增长 10.74%/11.54%/11.00%，对应 EPS 为 1.36/1.51/1.68 元。现价对应 PE 为 3.92/3.51/3.17 倍，具备较高安全边际。基于分部估值法测算，2022 年业绩对应合理市值为 2705 亿元，超过当前市值 21.2%，当前估值偏低，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 风险提示

国内基建资金落地不及预期、地产行业基本面修复不及预期、客户信用违约风险、境内外疫情变化风险、人民币汇率波动风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1891339	2164417	2418944	2684493
(+/-) (%)	17.11%	14.44%	11.76%	10.98%
归母净利润	51408	56928	63496	70482
(+/-) (%)	14.38%	10.74%	11.54%	11.00%
每股收益(元)	1.23	1.36	1.51	1.68
P/E	4.34	3.92	3.51	3.17

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 公司概况：全球最大投资建设集团，建筑/地产双龙头经营稳健	7
1.1 世界一流建筑央企，综合竞争力独占鳌头	7
1.2 长期保持稳健成长，订单侧建筑工程稳增/地产销售承压仍优胜	10
1.3 经营质量稳中向好，ROE 连续 8 年居建筑央企首位	11
1.4 现金流有显著季节性特点，未来或将明显改善	12
2 建筑：基建充分受益本轮稳增长，房建迈入高质量发展阶段	14
2.1 建筑行业梳理：国民经济重要产业，行业集中度持续提升	14
2.1.1 基建端：政策支持+资金倾斜+项目充裕，基建将成稳增长主抓手	15
2.1.2 房建端：开工承压/竣工核心受益保交楼政策；新型城镇化催生结构化发展新需求	18
2.2 基建业务：规模快速扩张，“投建营”全产业链运作持续推进	20
2.2.1 公司业务结构优化重要方向，斩获境内外大批重点项目	20
2.2.2 PPP 业务逐步进入运营回报期，投建营全产业链运作促转型升级	21
2.3 房建业务：稳健增长的房建龙头，结构调整+技术赋能引领高质量发展	23
2.3.1 领军者规模稳健增长，非住宅类订单持续增加	23
2.3.2 高新技术赋能房建业务，装配式建筑推动高质量纵深发展	25
3 地产：行业景气度筑底，竞争格局优化，中建系锋芒毕露	28
3.1 地产行业梳理：政策端出现实质性拐点，供给侧结构优化助推龙头长牛	28
3.2 地产业务：公司重要创利板块，中建系“地产界隐形航母”阔步前行	31
3.3 核心平台-中海地产：行业标杆行稳致远，“工科中海”塑造盈利龙头	35
4 业务布局多点开花，海外经营+新兴业态打造新增长极	38
4.1 境外业务：国内产能输出主力军，向国际工程产业链高端迈进	38
4.2 勘察设计：业务平稳发展，高端专业人才造就国内领先地位	39
4.3 新兴业态：生态环保、绿色建材领跑，多家子企业系细分领域龙头	40
5 资质+科研构筑坚固护城河、四期股权激励彰显经营信心	43
5.1 资质齐全等级高+持续重仓科研，构筑坚固护城河	43
5.2 央企改革先锋激发内生活力，中国特色估值体系建立过程核心受益者	45
6 盈利预测及估值	47
6.1 盈利预测	47
6.2 估值分析	50
6.3 投资建议	51
7 风险提示	51

图表目录

图 1: 公司发展历程复盘: 深耕建筑七十载, 与共和国共同成长	7
图 2: 公司股权结构: 建筑业国家队, 坐拥 7 家上市公司, 多家二级子公司实力强劲	8
图 3: 公司业务结构: 主营业务四位一体, 境外及新业务稳步开拓	8
图 4: 2022H1 营收结构: 房建+基建贡献八成营收	9
图 5: 2022H1 毛利润结构: 房建+地产贡献核心利润	9
图 6: 2011-2022Q3 公司营业收入及同比增速 (亿元)	10
图 7: 2011-2022Q3 公司归母净利润及同比增速 (亿元)	10
图 8: 2022 年公司建筑新签合同额稳增, 韧性凸显; 地产合约销售额持续改善, 并显著优于百强房企表现	10
图 9: 2021 年资产负债率为 73.2%, 较 2016 年下降 5.9pct	11
图 10: 两金压降效果明显, 周转天数分别下降 51/15 天	11
图 11: 2011 年-2022Q3 年毛利率、期间费用率拆分	11
图 12: 2013 年至今中国建筑 ROE 稳居八大建筑央企首位	12
图 13: 2011 年-2021 年 ROE 杜邦分析拆解	12
图 14: 2011 年-2022Q3 经营、投资、筹资现金流净额 (亿元)	12
图 15: 公司经营活动现金流有显著季节性特点 (亿元)	12
图 16: PPP 承接力度及拿地节奏直接影响现金流表现	13
图 17: “控负债”也是影响经营现金流主要因素之一 (亿元)	13
图 18: 建筑行业产业链: 工程建设企业处于中游, 为建筑业核心环节	14
图 19: 2022 年 1-10 月基建固投明显加速, 地产表现延续弱势, 稳增长优先发力基建逻辑持续印证	16
图 20: 2022 年 1-11 月专项债发行累计发行值达 4 万亿, 6 月发行规模创出单月历史新高	17
图 21: 2022 年 1-10 月新开工面积同降 38%, 当前房建新开工数据依旧承压 (万平方米)	18
图 22: 2012 年至今各类房屋建筑竣工面积及同比增速 (亿平米)	19
图 23: 2021 年各类房屋建筑竣工面积结构占比	19
图 24: 2017 年至今基建业务营收及同比增速 (亿元)	20
图 25: 2020 年至今基建新签订单累计值及同比增速 (亿元)	20
图 26: 2021 年基建细分领域新签订单额及同比增速 (亿元)	20
图 27: 2021 年基建业务新签订单结构	20
图 28: 2017 年至今房建业务营收及同比增速 (亿元)	23
图 29: 2017 年至今房建业务毛利润及毛利率 (亿元)	23
图 30: 2019 年至今房建新签订单累计值及同比增速 (亿元)	23
图 31: 住宅工程新签业务订单占比逐年下降	24
图 32: 2021 年房建业务新签合同构成	24
图 33: 2021 年公司融资成本仅 2.56%	24
图 34: 中国建筑、国企房建施工面积及市占率 (亿平米)	24
图 35: 公司房屋建筑高新技术产品矩阵	25
图 36: 中建科技、中建钢构、海龙科技旗下设有多家装配式建筑生产基地	26
图 37: 2022 年 1-10 月全国商品房销售额同降 25.5%, 整体表现疲弱, 需求侧修复进入长周期 (亿元)	28
图 38: 2022 年 3 月以来房地产行业政策放松路径	29
图 39: 2017 年至今地产业务营收及同比增速 (亿元)	31
图 40: 2017 年至今地产业务毛利润及毛利率 (亿元)	31
图 41: 地产存货集中在一线和省会城市, 拿地权益占比高 (亿元)	31
图 42: 中海物业服务范围覆盖 141 座主要城市, 遍布全国	32

图 43: 公司拥有“中海地产”和“中建地产”两大房地产品牌.....	32
图 44: 2011 年至今中国海外发展营收及同比增速 (亿元)	35
图 45: 2011 年至今中国海外发展归母净利润同比增速 (亿元)	35
图 46: 2017 年至今中国海外发展三费变化.....	35
图 47: 2017 年至今中国海外发展三费控制为头部房企最优	35
图 48: 中国海外发展继续稳居“三道红线”绿档	36
图 49: 2022H1 年平均融资成本 3.44%, 呈稳中有降趋势.....	36
图 50: 2021 年国内七家龙头房企 ROE 杜邦分析一览	36
图 51: 2017 年至今中海新增土地建面及增速 (万平方米)	37
图 52: 2017 年至今中海总储备土地建面及增速 (万平方米)	37
图 53: 2017 年至今中国海外发展拿地金额分布 (按城市能级)	37
图 54: 2017 年至今中国海外发展拿地权益比	37
图 55: 2011 年至今境外业务营收及同比增速 (亿元)	38
图 56: 海外疫情最严重时期已过 (截止 2022 年 12 月初)	38
图 57: 21 世纪初至今, 我国过剩产能积累过程和国际工程承包行业发展进程.....	39
图 58: 2017 年至今勘察设计营收及同比增速 (亿元)	39
图 59: 2017 年至今勘察设计毛利率	39
图 60: 2015 年至今中建环能营收及同比增速 (亿元)	40
图 61: 2015 年至今中建环能归母净利润同比增速 (亿元)	40
图 62: 中建环能业已形成完备的环保设备产品体系	41
图 63: 2017 年至今西部建设营收及同比增速 (亿元)	41
图 64: 2017 年至今西部建设归母净利润及同比增速 (亿元)	41
图 65: 西部建设业务布局遍布国内 24 个省市、以及阿尔及利亚、马来西亚、印度尼西亚、柬埔寨等地.....	42
图 66: 2021 年研发人员学历结构.....	44
图 67: 2021 年研发人员年龄结构.....	44
图 68: 2018 年至今研发费用及研发费用率 (亿元)	44
图 69: 2015 年至今高素质人才数量、占比均逐年提升	44
图 70: 中国建筑十年四期股权激励一览.....	45
图 71: 中国建筑 PE Band (截止 2022 年 12 月 29 日)	46
图 72: 中国建筑 PB 估值分析 (截止 2022 年 12 月 29 日)	46
表 1: 2017-2022H1 中国建筑营收拆分一览 (亿元)	9
表 2: 2021 年 12 月至今国家层面重大基建稳增长政策汇总	15
表 3: 各类房屋建筑单位面积竣工价值测算.....	19
表 4: 2021 年 1 月至今重点新签基础设施建设项目	21
表 5: 公司 PPP 项目主要涉及市政工程、交通运输、公共建筑、生态环保等基建领域 (亿元)	21
表 6: 公司 PPP 项目投资历经三个阶段, 2022H1 在手权益投资额是归母净资产的 1.8 倍.....	22
表 7: 预计 2025 / 2030 年, 当年房屋 PC 构件市场需求约 6300 / 10000 万立方米, 市场空间接近 2300 / 3600 亿元	27
表 8: 预计 2025 / 2030 年, 当年房屋钢结构市场需求约 2300 / 5500 万吨, 市场空间接近 2500 / 6000 亿元.....	27
表 9: 房地产在各项重大经济指标中均占有重要份额 (截止 2021 年末)	28
表 10: 2018-2021 年全国各区域商品房销售金额同比增速.....	30
表 11: 中建系房企简介及主要业务布局一览.....	33
表 12: 2021 年及 2022 年 1-10 月中建系房企在拿地、销售端均表现积极 (亿元)	33
表 13: 2021 年及 2022 年 1-10 月, 房地产行业销售金额、拿地金额榜单 (亿元)	34
表 14: 7 家大型甲级勘察设计企业的人才储备 (按员工总数排序)	40

表 15: 中国建筑的房建工程特级资质数量排名行业第一(市值截止 2022 年 12 月 29 日)	43
表 16: 公司业务新签订单及地产合约销售额预测表(亿元)	47
表 17: 公司基建业务营收、利润预测(亿元)	48
表 18: 公司各业务板块营收、毛利率预测表	48
表 19: 简易盈利预测表(亿元)	49
表 20: 公司各业务板块对应行业可比公司估值表(2022.12.29)	50
表 21: 分部估值法下, 公司 2022 年业绩对应合理市值约 2705 亿元, 超过当前市值 21.2%(2022.12.29)	51
表附录: 三大报表预测值	52

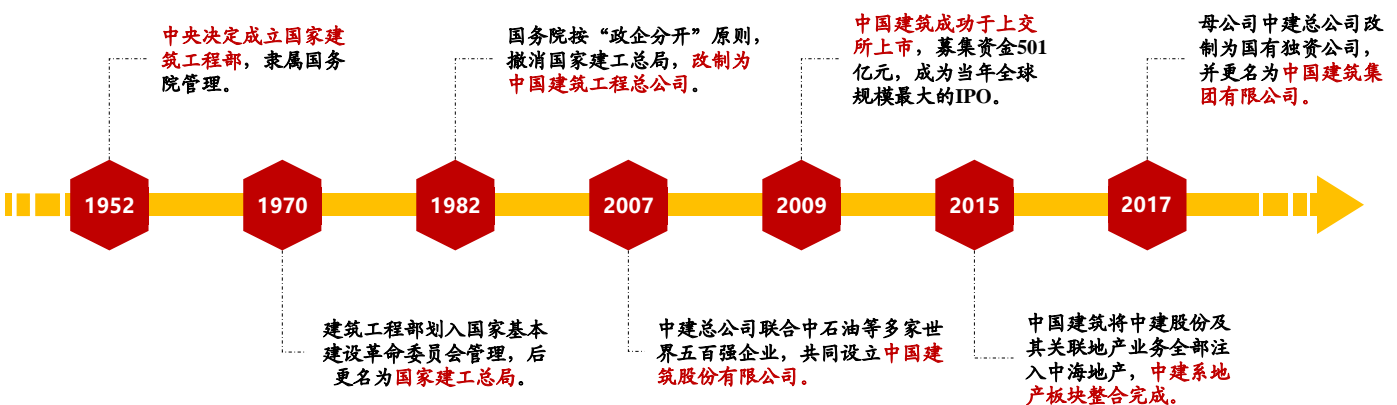
1 公司概况：全球最大投资建设集团，建筑/地产双龙头经营稳健

1.1 世界一流建筑央企，综合竞争力独占鳌头

全球性投资建设集团，建筑央企领军者。中国建筑是我国专业化发展最久、市场化经营最早、一体化程度最高、全球规模最大的投资建设集团，是建筑领域唯一由中央直接管理的国有骨干企业。公司业务范围横向跨越大建筑领域的几乎所有行业，纵向布局投资开发、工程建设、勘察设计、运营管理等多个板块，足迹遍布世界一百多个国家和地区。公司位列 2022 年《财富》世界 500 强第 9 位，中国企业 500 强第 3 位，稳居 ENR “全球最大 250 家工程承包商”第 1 位。

深耕建筑七十载，伴共和国共同成长。公司前身最早可以追溯至 1952 年成立的国家建筑工程部，建国初期成功完成了大庆、一汽等多个国家级重大建设项目；上世纪七十至八十年代，国家建筑工程部历经多次改制，于 1982 年正式更名为中建总公司；2007 年，中建总公司联合中石油、中化、宝钢等共同成立中国建筑股份公司；2009 年，中国建筑成功上市，募集资金 501 亿元，成为当年全球规模最大的 IPO；2015 年，中建系整合旗下地产业务，中海地产龙头地位得以巩固；2017 年，母公司中建总公司获国资委批准，改制为国有独资公司，并更名为中国建筑集团，企业内生活力得以激发。

图1：公司发展历程复盘：深耕建筑七十载，与共和国共同成长

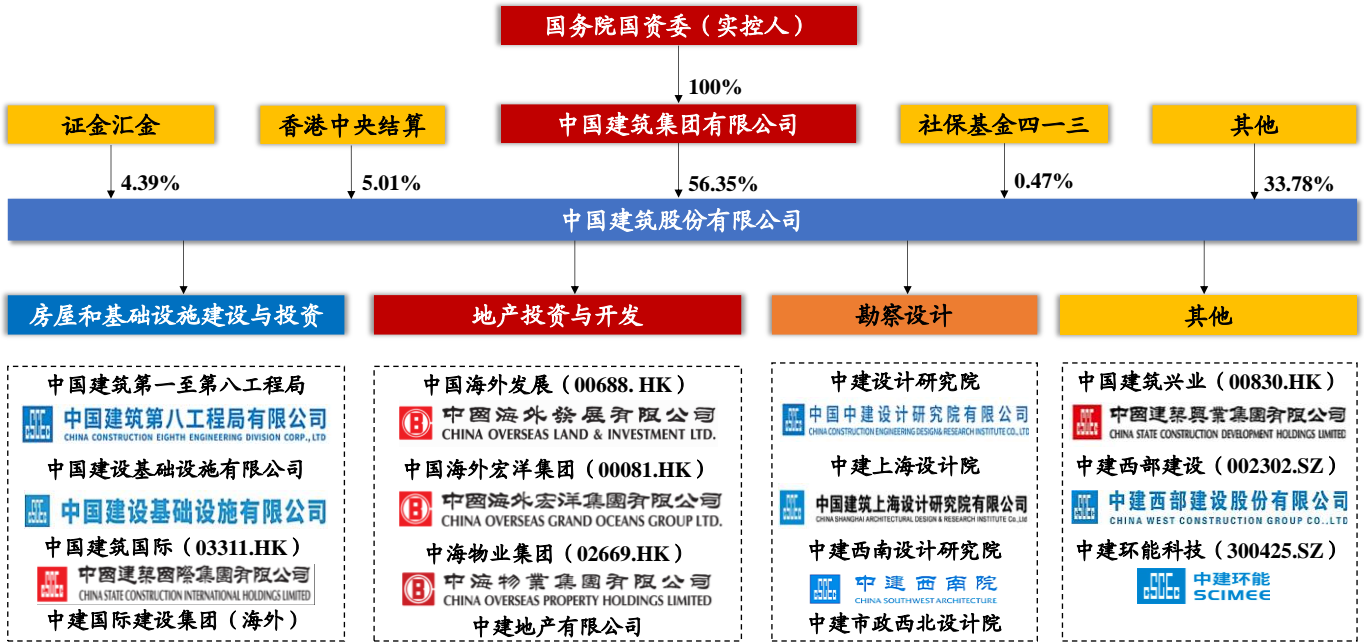


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司隶属于中国建筑集团，国务院国资委为实际控制人。公司具备得天独厚的央企背景，是名副其实的建筑业国家队。据 2022 年中报披露，中建集团持股比例达到 56.34%，证金、汇金及社保基金等国家队资金持股总计近 5%，其中 Q2 全国社保基金 413 组合环比 Q1 增持近 25.51%。

公司目前拥有上市公司 7 家，二级控股子公司 100 多家，综合竞争力位列国内建企首位，其中多家二级子公司为细分领域龙头。中国建筑旗下有：1) 龙头工程建设企业多家：包括中国建筑第一~第八工程局、中国建筑国际、中建国际建设、中建方程、中建新疆建工等。2) 上市地产企业 3 家：中国海外发展、中海宏洋、中海物业。3) 大型甲级设计院 7 家：包括中建设计院、中建西南院、中建西勘院、市政西北院等。4) 其他实力子公司多家：包括中国建筑兴业、西部建设、环能科技等。

图2: 公司股权结构: 建筑业国家队, 坐拥7家上市公司, 多家二级子公司实力强劲



资料来源: Wind, 公司官网, 浙商证券研究所

公司主营业务分为: 房屋建筑工程、基础设施建设、勘察设计、地产投资开发四大板块。同时, 公司积极拓展海外业务, 稳步建设“大海外平台”, 并持续布局建材制造、建筑装饰、建筑科技、水务环保、电子商务、金融服务等新业务领域。发展至今, 公司业务范围已实现建筑工程行业全覆盖。

图3: 公司业务结构: 主营业务四位一体, 境外及新业务稳步开拓



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

建筑业务贡献近八成营收；房建+地产贡献核心利润，基建毛利率连年提升。收入端：2022年H1公司实现营收10608亿元，其中建筑业务贡献核心收入，房建/基建业务实现6794/2229亿元，占比为64.1%/21.1%；地产/设计业务分别实现1520/50亿元，占比为14.3%/0.5%。毛利润端：公司22H1实现毛利润1082亿元，综合毛利率为10.2%，其中房建/地产贡献核心利润，占比分别为43.6%/29.5%，基建/设计毛利润占比分别为22.4%/0.8%，其中基建业务毛利率提升至10.9%，近年来呈现稳中有升态势。

图4：2022H1 营收结构：房建+基建贡献八成营收

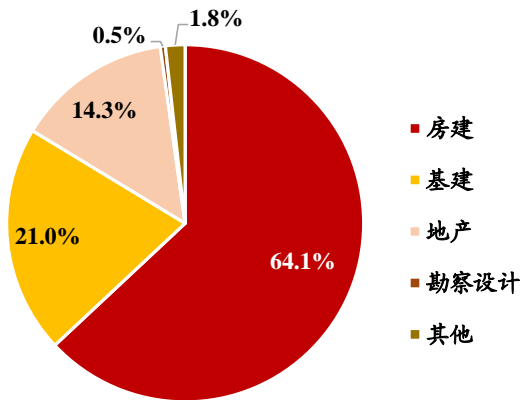
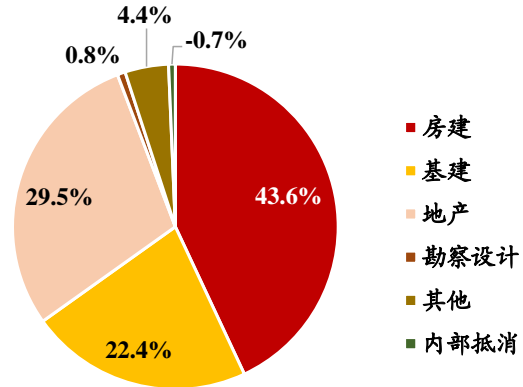


图5：2022H1 毛利润结构：房建+地产贡献核心利润



资料来源：Wind，浙商证券研究所

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表1：2017-2022H1 中国建筑营收拆分一览（亿元）

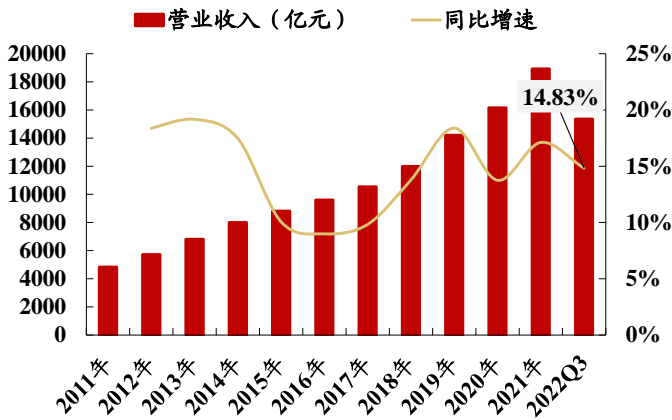
单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
总营业收入	10541	11993	14198	16150	18913	10608
YoY	9.83%	13.78%	18.39%	13.75%	17.11%	13.24%
综合毛利率	10.49%	11.89%	11.10%	10.83%	11.33%	10.20%
按产品分类						
房屋建筑工程	6251	7242	8724	10011	11471	6794
营收占比 (%)	59.30%	60.39%	61.44%	61.99%	60.65%	64.05%
YoY	0.78%	15.86%	20.45%	14.76%	14.58%	14.00%
毛利率 (%)	5.60%	6.70%	6.40%	6.70%	7.80%	6.95%
基础设施建设与投资	2309	2767	3181	3484	4100	2229
营收占比 (%)	21.91%	23.07%	22.40%	21.57%	21.7%	21.01%
YoY	32.79%	19.81%	14.97%	9.53%	17.66%	15.20%
毛利率 (%)	7.70%	8.40%	8.50%	8.50%	10.40%	10.88%
房地产开发与投资	1792	1841	2170	2713	3309	1520
营收占比 (%)	17.00%	15.35%	15.28%	16.80%	17.5%	14.33%
YoY	17.91%	2.74%	17.85%	25.03%	21.99%	3.70%
毛利率 (%)	29.10%	35.00%	31.10%	26.20%	21.10%	20.99%
设计勘察	82	94	99	106	108	50
营收占比 (%)	0.78%	0.79%	0.70%	0.66%	0.57%	0.47%
YoY	11.38%	15.43%	4.85%	7.21%	2.02%	1.30%
毛利率 (%)	14.40%	18.00%	18.40%	24.20%	21.10%	17.37%
其他主营业务	229	208	238	213	280	191
营收占比 (%)	2.17%	1.73%	1.68%	1.32%	1.48%	1.80%
YoY	19.30%	-9.46%	14.70%	-10.42%	31.50%	56.40%
毛利率 (%)	24.60%	29.40%	30.60%	27.30%	31.20%	24.85%
内部抵消	-122	-159	-213	-377	-355	-176
营收占比 (%)	-1.16%	-1.32%	-1.50%	-2.34%	-1.88%	-1.66%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2 长期保持稳健成长，订单侧建筑工程稳增/地产销售承压仍优胜

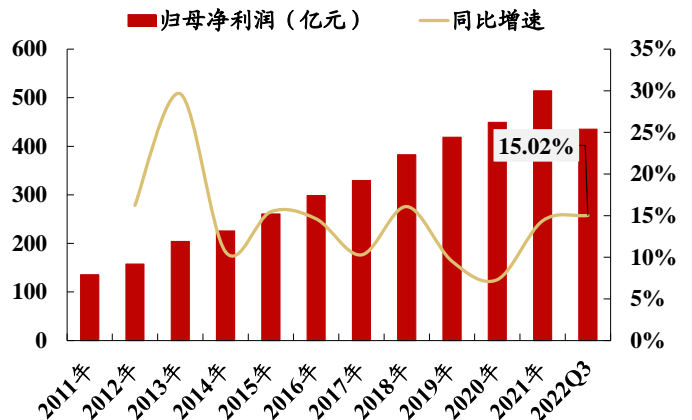
2021年公司实现收入1.89万亿元，系世界上市建企头名，同比增长17.11%，2011-2021年CAGR+14.63%，长期稳健经营展现优异成长性；对应录得归母净利润514亿元，同比增长14%，2011-2021年CAGR+14.27%，除2020年受疫情影响外，近十年业绩均保持两位数增速；2022年前三季度，面对国内外多重不利因素干扰公司仍录得营业收入、归母净利润同比增速+14.83%、+15.02%，经营韧性凸显。

图6：2011-2022Q3公司营业收入及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：2011-2022Q3公司归母净利润及同比增速（亿元）

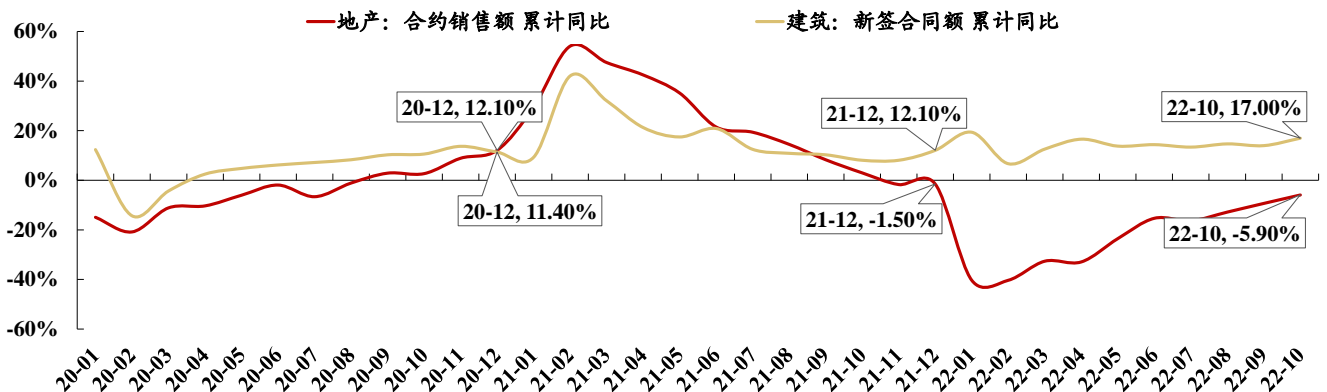


资料来源：Wind，浙商证券研究所

订单侧：建筑新签稳增，韧性凸显；地产销售边际显著转暖，仍显著优于国内百强房企。2021年公司新签合同额达3.53万亿元，同比增长10.32%；截止2021年末公司在手订单6.49万亿元，保障倍数约3.4倍，未来成长动能充沛；2022年1-10月公司新签订单累计3.04万亿元，同比稳增14.10%，核心受益国家稳增长政策。

1) **建筑**：2022年1-10月公司累计新签建筑业订单2.72万亿元，同比增长17.00%，在整体宏观经济承压及疫情区域性反复的情况下，仍保持两位数增速，展露优异业务开拓能力。2) **地产**：2022年受行业景气度筑底、需求侧弱势及区域疫情影响，公司地产销售端有所下滑，2022年1-10月实现合同销售额3128亿元，同比降低5.90%，但其中8月、9月、10月连续三月单月销售额同比转正，分别+18.38%、+25.83%、+25.94%，边际显著转暖。同时，根据中指研究院统计，2022年前10月TOP100房企销售额均值为610亿元，同比下降43.40%，公司作为头部央企具有良好的品牌认可度高，销售表现显著优于百强房企。

图8：2022年公司建筑新签合同额稳增，韧性凸显；地产合约销售额持续改善，并显著优于百强房企表现

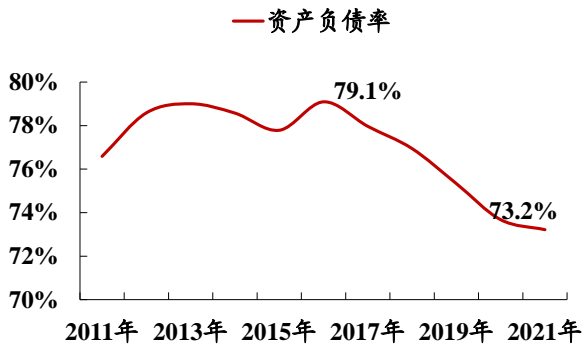


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3 经营质量稳中向好，ROE 连续 8 年居建筑央企首位

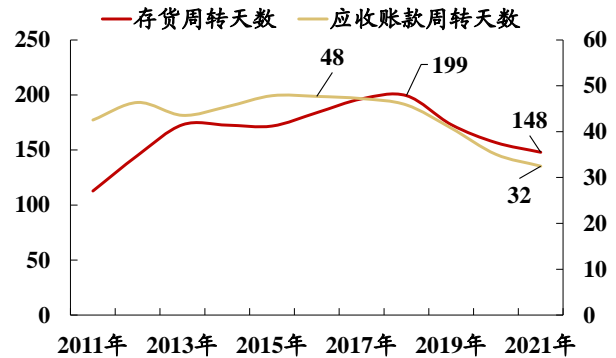
“六个专项行动”深化落实，多项财务指标持续向好。2020 年初，中建集团决定开展包括“深化巡视整改、低效无效资产清理、基础管理提升”在内的“六个专项行动”。2021 年公司资产负债率为 73.2%，较 2016 年下降 5.9 个 pct，无效资产得到进一步清理；存货/应收账款周转天数为 148/32 天，据前期高点分别下降 51/15 天，央企两金压降效果明显，公司运营能力持续向好。

图9：2021 年资产负债率为 73.2%，较 2016 年下降 5.9pct



资料来源：Wind，浙商证券研究所

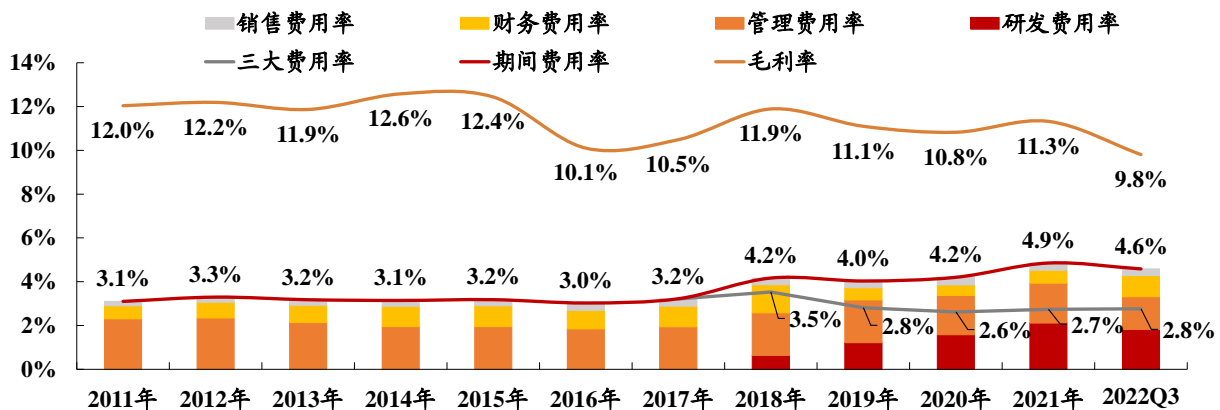
图10：两金压降效果明显，周转天数分别下降 51/15 天



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2021 年公司毛利率录得 11.3%，近十年保持在行业最高，盈利能力长期稳健；2021 年期间费用率为 4.9%，研发/管理/财务/销售费用率分别 2.1%/1.8%/0.6%/0.3%，整体费用率较去年同期增加 0.8 个 pct，主要系公司持续加大科技研发投入力度，其中营销财三大费用率仅为 2.7%，并呈现稳中有降趋势。2022 年 Q3 公司毛利率 9.8%，较 2021Q3 降低 0.68pct；期间费用率约 4.6%，较 2021 年末降低 0.27pct。总体看，公司多项财务指标系行业最优。

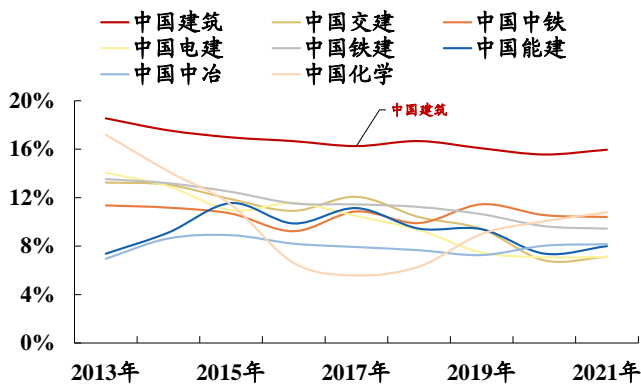
图11：2011 年-2022Q3 年毛利率、期间费用率拆分



资料来源：Wind，浙商证券研究所

ROE 水平连续 8 年稳居八大建筑央企第一，价值创造能力凸显。2021 年公司 ROE 约 16.0%，较 2020 年同比增长 0.4 个 pct，常年维持在 16% 水平线以上，目前已连续 8 年位居建筑央企首位。杜邦拆分看，2021 年公司总资产周转率达 0.83 次，同比提升 0.07 次；净利率为 2.72%，较 2020 年同比有所下滑；权益乘数为 7.11 倍，连续 3 年下降，系 2016 年以来最低。综合看，公司在近两年疫情冲击背景下，采取“提质增效”经营策略，仍然保证行业最强盈利能力。

图12: 2013年至今中国建筑ROE稳居八大建筑央企首位



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 2011年-2021年ROE杜邦分析拆解

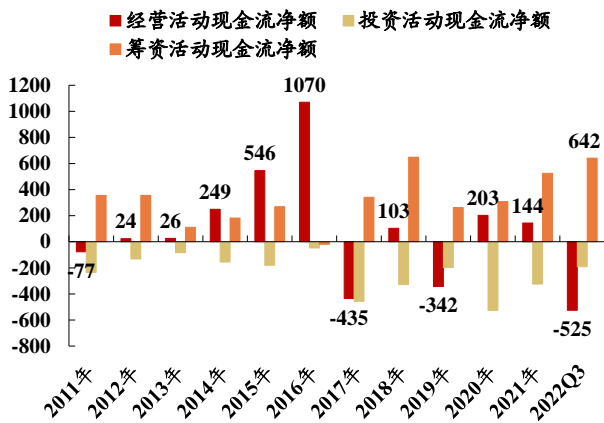
杜邦分析拆解				
时间	ROE	净利率	总资产周转率	权益乘数
2011年	16.3%	2.80%	1.07	5.43
2012年	16.5%	2.75%	0.99	6.06
2013年	18.6%	3.00%	0.95	6.53
2014年	17.6%	2.82%	0.94	6.62
2015年	17.0%	2.96%	0.88	6.50
2016年	16.7%	3.11%	0.78	6.88
2017年	16.3%	3.13%	0.72	7.26
2018年	16.7%	3.19%	0.70	7.44
2019年	16.1%	2.95%	0.73	7.48
2020年	15.6%	2.78%	0.76	7.32
2021年	16.0%	2.72%	0.83	7.11

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.4 现金流有显著季节性特点, 未来或将明显改善

受建筑、地产双主业特性影响, 现金流有明显季节性特点。从年度数据上看, 2021年经营活动现金流入144亿元, 连续两年保持正向流入, 收现比/付现比分别为107%/109%, 公司现金流情况趋好。从季度数据上看, 2022Q1-3公司经营现金流流出525亿元, 较去年同期多流出91亿元, 其中Q1/Q2/Q3分别-1225/+536/+164亿元, 其中2022Q1公司现金流大幅流出主要原因有: 1) 部分子公司Q1利用疫情平复期, 抢抓项目进度, 开工项目增多致付款比例增加。2) 与其建筑及地产双主业特性有关, 多数建企有年内先垫资后回款情况, 属行业普遍现象。2022Q3公司筹资现金流大幅流入642亿元, 较去年同期多流入102亿元, 主要系公司本期短长期借款以及发行债券收到现金增加所致。

图14: 2011年-2022Q3经营、投资、筹资现金流净额(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 公司经营活动现金流有显著季节性特点(亿元)



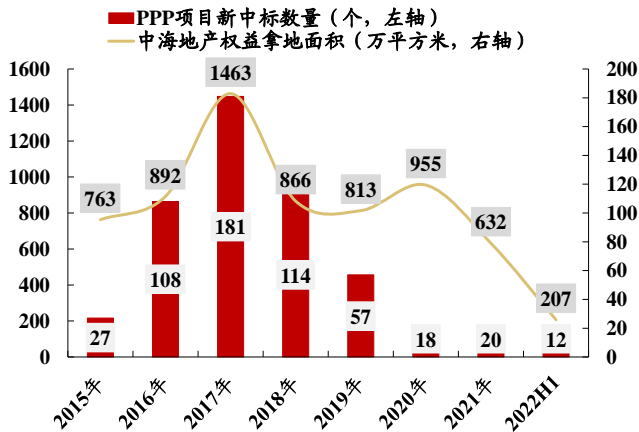
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

回顾近十年来中国建筑的现金流表现情况, 大致可以分为三个阶段:

- **2016年前:** 中建系旗下地产业务板块处于整合期, 并在2015年10月整合完毕, 主要子公司中海地产经营相对保守, 与同期万科、碧桂园、恒大等诸多民企采取高杠杆、高周转的经营策略在市场上大量拿地不同, 中海地产拿地相对谨慎, 房地产开发款及土地购置支出较少, 故2016年经营现金大幅流入, 同期投资及筹资活动现金流绝对值也相对较小。

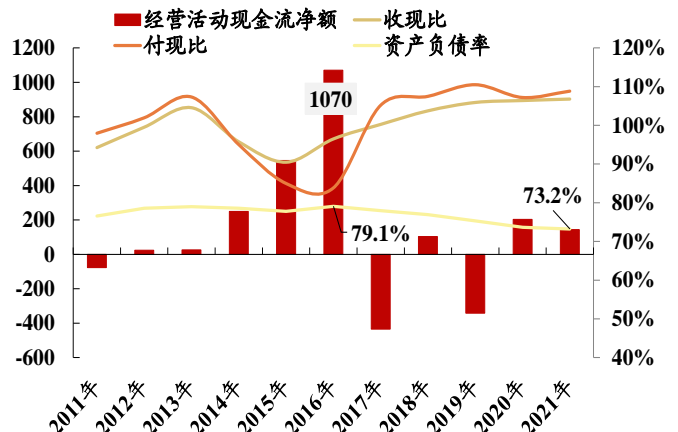
- **2017年-2019年:** 1) 中海地产逐步放开手脚, 积极投身房地产市场, 2017年的市场拿地权益面积和金额更是远超2016年, 深度影响经营活动现金流。2) 同期公司开始大力发展PPP业务, 中标项目数和中标金额达到顶峰, 每年投资额都在900亿元以上, PPP项目的回款周期较长, 带动的增量施工合同也将占用大量自有资金, 对经营现金流也造成较大压力。
- **2020年-至今:** 1) 2020年公司中标PPP项目数及金额明显减少, 中标金额下降83%, 承接项目数锐减至18个, 且PPP项目逐步进入运营回报期, 累计权益回款逐年增多, 投资现金流流出幅度大幅下降; 2) 同时中海地产拿地节奏稳步放缓, 权益拿地面积逐步减少, 伴随项目回款大于项目支出, 2020年-2021年经营活动现金流连续两年回正。

图16: PPP承接力度及拿地节奏直接影响现金流表现



资料来源: Wind, 公司公告, 中指研究院, 浙商证券研究所

图17: “控负债”也是影响经营现金流主要因素之一(亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

公司近年来现金流的表现同旗下地产子公司的拿地节奏和PPP项目的承接力度有直接关系, 此外, 公司近年来“控负债”也是影响经营现金流的主要因素之一。公司2016年收现比和付现比差值达到12.7pct, 同期经营现金流入也达到峰值, 此后公司开始控制负债, 付现比同步提升。随后多年公司经营现金流情况相对2016年面对较大压力。整体看, 中国建筑现金流的不稳定表现与其稳健的营收及业绩不符, 这一点长期受到投资者质疑。与市场观点不同的是, 我们认为未来中国建筑的现金流表现或将明显改善, 主要依据如下:

- **地产板块拿地节奏稳步放缓,** 2022年前10月中海地产权益拿地面积/金额为337万平米/691亿元, 同比下降46%/36%, 土地购置款不再高增, 对现金流压力预计将明显减少。
- **新承接PPP项目金额及数量维持低位,** 承接PPP项目力度将不再高增, 占用自有资金影响预计逐渐减少; 此外, 随着公司PPP项目持续步入运营回报期, 项目权益回款将同步提升, 公司现金流情况或将明显改善, 参见本文2.2.2。
- **公司当前负债率已经降到了合理区间, 现金流具备改善空间,** 2022年以来, 国资委政策要求已从“降杠杆”变为“稳杠杆”, 公司可凭借建筑业+地产业双龙头地位的高信用背书, 通过对上下游产业链的合理调配, 将负债率控制在合理区间, 获取较为优质的现金流。

2 建筑：基建充分受益本轮稳增长，房建迈入高质量发展阶段

2.1 建筑行业梳理：国民经济重要产业，行业集中度持续提升

从整体看：建筑业是国民经济的重要支柱产业，2021年全国建筑业总产值达29万亿元，同比增长11%，行业发展韧性凸显；建筑业增加值超8万亿元，占到国内全年生产总值的7%。建筑业的持续成长带动了建材、冶金、化工、家居、家电、物流等几十个相关产业发展，对我国经济社会发展、城乡建设和民生改善做出了重要贡献。

从需求侧看：建筑业的运行情况与固定资产投资密切相关，需求主要来自于全社会对固定资产的投资需求。按国家统计局口径，国内固定资产投资可以分为房地产开发投资、基建投资、制造业投资三部分，其中房地产投资具有较强的顺周期性特征，而基建投资则通常会在国民经济承压时展现逆周期调节属性。

从产业链看：建筑业上游主要为原材料生产和工程设备供应企业，如中国建材、海螺水泥、东方雨虹、三一重工等；中游为工程建设、设计咨询、装饰安装等企业，例如八大建筑央企、地方国企及民营建企等；下游包括房建和基建需求客户，如政府部门、地方城投公司、地产开发公司等。工程建设企业处于整个产业链中游，起到承上启下作用，为建筑业核心环节。

图18：建筑行业产业链：工程建设企业处于中游，为建筑业核心环节



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从竞争格局看：2021年建筑业CR8约为21.2%，属于垄断力较低、竞争度较高的低集中竞争型行业。据国家统计局统计，目前建筑企业登记注册数量达到11.7万家，市场参与者众多。从新签订单看，2021年建筑国企/民企新签订单分别为16.6/17.9万亿，比例约为48%/52%，建筑国企占比较去年增加1.2个pct，市占率持续提升。从当前时点来看，在整体经济环境承压背景下，部分地产公司信用风险或将逐步传导至行业中游，抗风险能力弱的建筑民企将面临巨大经营风险，订单承接也会愈加困难。未来随中小型民营建企因经营不善而加速出清，未来建筑业订单将继续向龙头靠拢，行业集中度有望进一步提升。

2.1.1 基建端：政策支持+资金倾斜+项目充裕，基建将成稳增长主抓手

从整体看，当前时点拉动国民经济的三架马车 1) 消费受区域疫情压制相对低迷，2022 年 1-10 月社零数据同比仅增长 0.6%，其中 10 月社零总额同比-0.5%，低于市场预期 1.7%，前值 2.5%，增速连续回落；2) 出口数据现隐忧，根据海关数据，中国 2022 年 10 月进出口总额 5116 亿美元，同比下降-0.4%，较上月下降 3.8%；出口同比下降 0.3%，结束自 2020 年 6 月起 28 个月的正增长。随着海外发展中经济体供给端持续修复，发达国家消费需求有所回落，出口端或将承压；3) 投资中地产投资疲弱，2022 年 1-10 月房地产投资开发总额同比降低 8.8%，10 月单月下降 16.0%，呈现加速下滑趋势。叠加当前时点就业情况承压，失业人口问题亟待解决，或将催生“以工代赈”需求。故我们认为基建将成为近期稳增长政策的主要抓手，基础设施建设投资将在宏观经济承压背景下，持续呈现其逆周期调节属性。

从政策端看：2021 年以来，国家和地方政府持续聚焦“两新一重”（新型基础设施建设、新型城镇化建设，以及交通、水利等重大工程建设）以及短板弱项等方面投资，不断提升国家新老基建建设水平。并且，从去年年底至今的一系列重要会议，多次提及适度超前开展基础设施建设，引导资金流入基建领域，彰显了国家稳增长决心和意志。

表2：2021 年 12 月至今国家层面重大基建稳增长政策汇总

时间	部门	会议/政策/文件	政策内容
2021 年 12 月 10 日	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，提出要适度超前开展基础设施投资。
2022 年 3 月 5 日	中央	政府工作报告	适度超前开展基础设施投资，建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施，加快城市燃气管道等管网更新改造，完善防洪排涝设施，继续推进地下综合管廊建设。
2022 年 4 月 26 日	中央	中央财经委员会第十一次会议	习总书记提出要构建现代化基础设施体系，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础。加强交通、能源和水利等基础设施建设，要适度超前布局有利于引领产业发展和维护国家安全的基础设施。
2022 年 5 月 25 日	国务院	《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》	盘活存量资产要尽快形成有效投资，精准有效支持“十四五”规划 102 项重大工程项目建设，加快项目前期工作，加强地方专项债等配套资金支持，促进项目落地实施、形成实物工作量。
2022 年 6 月 1、29 日	国务院	两次国常会	1) 调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，支持基础设施建设。2) 发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充基建项目资本金。
2022 年 7 月 12 日	国务院	《以工代赈通知》、《“十四五”新型城镇化通知》	1) 推动政府投资重点工程项目实施以工代赈，实施范围主要包括：交通、水利、能源、生态等 7 大领域。2) 到 2025 年新增城际铁路和市域铁路运营里程 3000 公里，推进管网更新改造和地下管廊建设。
2022 年 8 月 24 日	国务院	两次国常会	增加 3000 亿元以上政策性开发性金融工具额度，依法用好 5000 多亿元专项债结存限额，同时“核准开工一批基础设施等项目”。
2022 年 9 月 8 日	国务院	国常会	依法盘活地方 2019 年以来结存的 5000 多亿元专项债限额，10 月底前发行完毕，优先支持在建项目。
2022 年 9 月 21 日	国务院	国常会	要求狠抓政策落实，推动经济回稳向上；重点推进支持基础设施建设、设备更新改造等扩投资促消费政策落实。经济大省要挑大梁，共同巩固经济企稳基础、促进回稳向上。

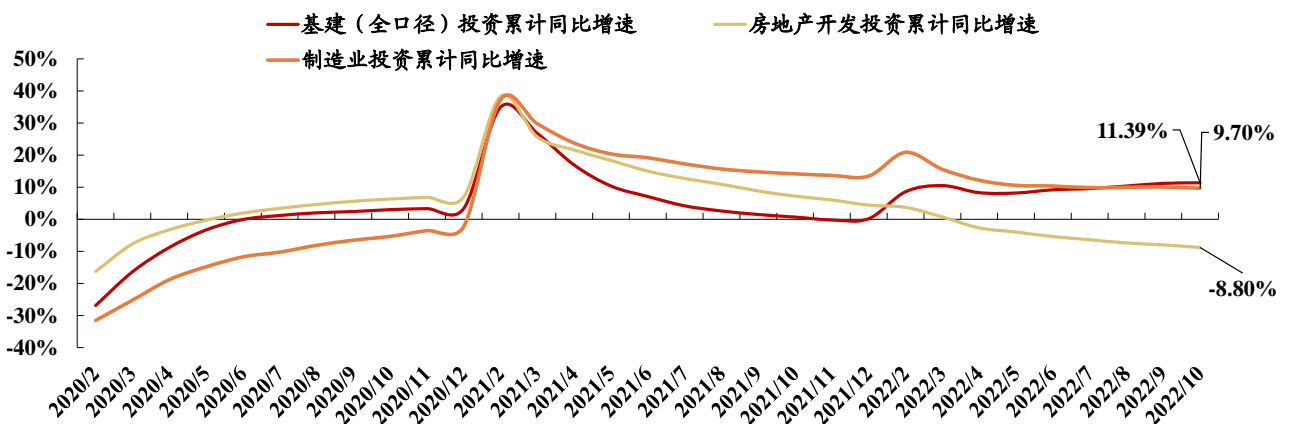
2022年9月26日	发改委	“基础设施建设”专题新闻发布会	将用好中长期贷款、地方政府专项债、政策性开发性金融工具等，增强社会资本参与投资的积极性。并以“十四五”规划 102 项重大工程以及“十四五”现代综合交通运输体系发展规划等项目清单为重点，坚持适度超前推进重大工程建设。
2022年10月26日	国务院	《第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案》	1) 用好结存 5000 多亿元专项债，与政策性开发性金融工具相结合，支持重点项目建设，注重创新机制，发挥对社会资本的撬动作用。引导商业银行扩大中长期贷款投放，为重点项目建设配足融资。2) 指导政策行用好足金融工具额度和 8000 亿元新增信贷额度，优先支持专项债券项目建设。鼓励商业银行信贷资金等通过银团贷款、PPP 等方式，按照市场化原则加大重要项目的中长期资金支持力度。
2022年11月7日	发改委	《关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展见》	提出将发挥重大项目牵引和政府投资撬动作用，支持民间投资参与 102 项重大工程等项目建设，以及用好政府出资产业引导基金来加大对民间投资项目的支持力度，并与相关部门明确了任务分工。
2022年11月10日	证监会	证监会监管部门	1) 将推动更多优质项目发行上市，进一步扩大 REITs 试点范围，尽快覆盖到新能源、水利、新型基础设施等领域，鼓励符合条件的民间投资项目发行 REITs，尽快推动相关项目落地。2) 借鉴境外成熟市场经验，结合我国国情，推动 REITs 专项立法；优化配套支持政策，推动全国社保基金、养老金、企业年金等配置型长期机构投资者参与 REITs 投资，为盘活存量资产提供中长期资金支持。

资料来源：政府网站整理、浙商证券研究所

从资金端看：国家稳增长政策导向态度坚决，政策持续引导资金流入，基础设施建设资金充裕。

- **基建固投稳增长**：2022年1-10月全国固定资产投资47.15万亿元，同比增长5.8%，基建（全口径）/地产/制造业投资完成17.0/11.4/21.1万亿元，同比+11.39%/-8.80%/+9.70%，基建明显加速，地产表现弱势，稳增长优先发力基建逻辑持续印证。

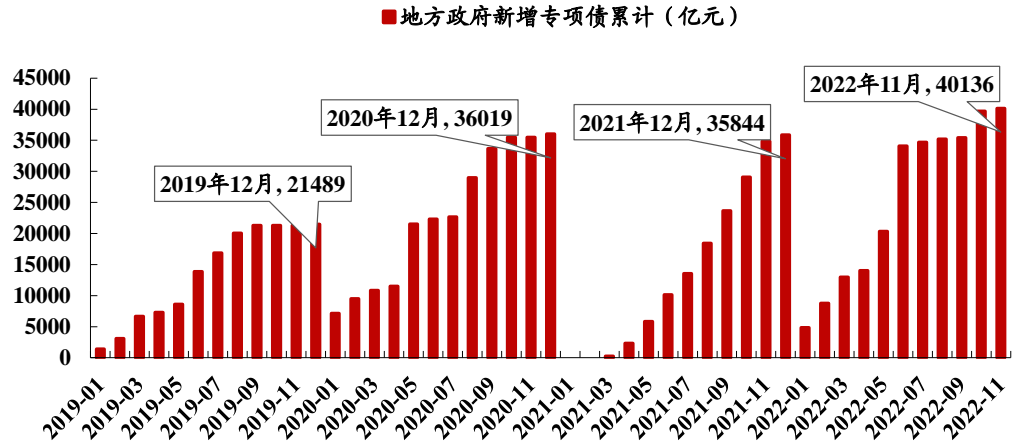
图19：2022年1-10月基建固投明显加速，地产表现延续弱势，稳增长优先发力基建逻辑持续印证



资料来源：Wind，浙商证券研究所

- **专项债资金加速流入：**截止 11 月全国地方政府新增专项债券达 4.02 万亿，发行总额首次突破 4 万亿。根据浙商建筑组专项债周度专题统计，新增专项债中超过 63% 投向市政、产业园、交通等基建领域。其中 6 月单月发行规模达到 1.37 万亿，创出历史新高。

图20: 2022 年 1-11 月专项债发行累计发行值达 4 万亿，6 月发行规模创出单月历史新高



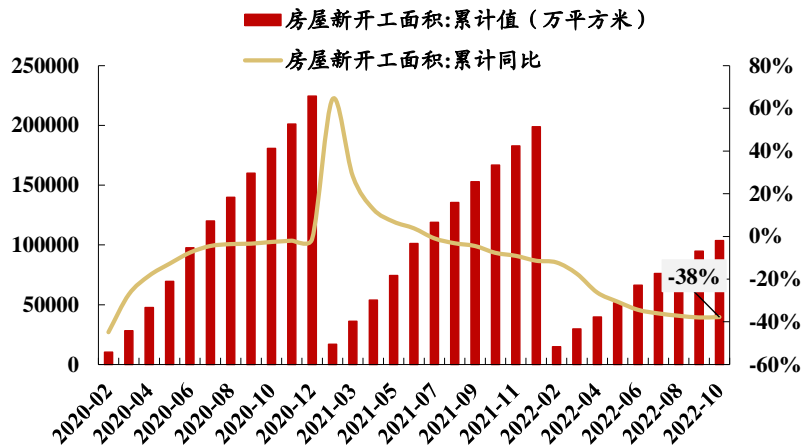
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

- **信贷、金融债券资金倾斜：**2022 年 6 月 1 日，国常会提出要调增政策性银行 8000 亿元信贷额度；6 月 29 日，再提出 3000 亿元金融债券支持基建；8 月末两次国常会进一步为基建增量资金保驾护航。10 月 26 日，国务院指出用好结存专项债，与政策性开发性金融工具相结合，发挥对社会资本的撬动作用。引导商业银行扩大中长期贷款投放，为重点项目建设配足融资。2) 指导政策行用好用足金融工具额度和 8000 亿元新增信贷额度，优先支持专项债券项目建设。鼓励商业银行信贷资金等通过银团贷款、PPP 等方式，按照市场化原则加大对重要项目建设的中长期资金支持力度。**随着稳增长政策的持续推进，我们预计将撬动更多相关社会资本金流入基建。**
- **基建 REITs 加速发行：**截至 11 月，沪深基础设施 REITs 数量已达 23 只，包括高速公路类型 7 只，产业园类型 7 只，保障房类型 4 只，生态环保类型 3 只，仓储物流类型 2 只，当前 REITs 合计募集资金规模已超 600 亿元，回收资金带动新项目投资额超过 3300 亿元，其中建筑央企发行有华夏中交 REIT 和国金铁建 REIT，两者分别于 2022 年 4 月和 7 月上市发行。**根据 7 月 13 日国家发改委提出：要适当简化基础设施 REITs 新购入项目申报要求。我们预计未来基建 REITs 发行有望持续提速。**

2.1.2 房建端：开工承压/竣工核心受益保交楼政策；新型城镇化催生结构化发展新需求

从开工端看：2021年我国房屋新开工面积19.9亿平方米，同比下降11%，连续两年下滑。2022年1-10月全国房屋新开工面积仅为10.4亿平米，同比大幅下降37.8%，降幅持续扩大，单月同比数据自2021年4月以来已持续18个月负增长，未来考虑到多数房企将迎来偿债高峰等因素，拿地、开工等投资活动在短期内较难实现实质性复苏，房屋建筑新开工数据预计继续承压。过去全国范围内各大城市“大兴土木”式的粗放型发展模式已然结束，房屋建筑行业面临新变革。

图21：2022年1-10月新开工面积同降38%，当前房建新开工数据依旧承压（万平方米）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

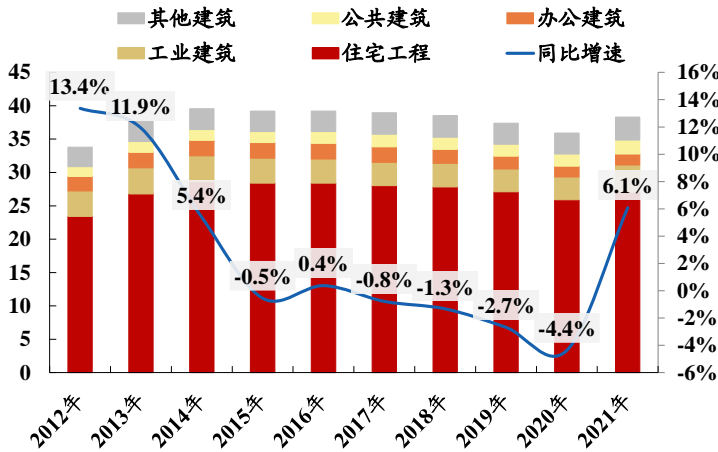
竣工端：我们认为，保交楼政策及资金的稳步落地主要利好房建行业竣工数据的边际改善，房建行业上游客户资金压力有望得以缓解。未来竣工端边际改善概率较大。

政策层面：自7月份停工停贷事件发酵以来，保交楼成为我国当前地产行业纾困的重要关键词。7月中央政治局会议中明确确定调“保交楼、稳民生”，随后各地政府积极响应中央号召推出稳地产政策。11月第二支箭、金融16条、保函通知、第三支箭等政策组合拳着重强调部署好落实好保交楼任务。

资金方面：7月以来，多地政府牵头，联动地方AMC、地方国企等多种形式的国有资本，共同成立房地产纾困基金。11月21日，央行及银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，在前期政策性“保交楼”专项借款（8.29国开行保交楼2000亿专项借款）的基础上，将面向6家商业银行推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划。11月28日，证监会决定在支持房地产企业股权融资方面调整优化5项措施，标志着供给端“三支箭”支持政策框架基本形成，“保项目、保企业”并行，保交楼再获增量支持资金。

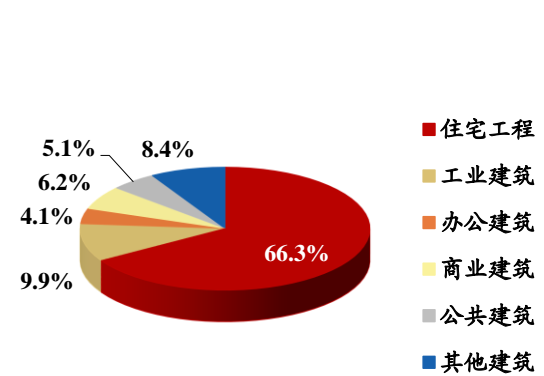
从总量和结构角度看，2021年我国房屋建筑竣工面积总计40.8亿平方米，同比增长6.1%，系近五年首次增加。拆分竣工数据看，房屋建筑可分为6大类：住宅、办公、商业、工业（厂房、仓库）、公共建筑（科研、教育、医疗）和其他建筑。住宅/商业及办公/工业/公共建筑竣工面积占比分别为66.3%/10.3%/9.9%/5.1%，其中住宅面积较去年占比同比降低1.0pct，工业和公共建筑占比同比提升1.4pct。随全国房地产投资开发力度减缓，我们预计未来住宅工程竣工占比将持续走低，工业及公共建筑占比将进一步提升。

图22: 2012年至今各类房屋建筑竣工面积及同比增速(亿平方米)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图23: 2021年各类房屋建筑竣工面积结构占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从单位面积竣工价值看: 据中国建筑业统计公布的2020年房屋建筑竣工价值数据测算, 房屋建筑各细分类别差异较大, 其中公共建筑(科研、教育、医疗)和工业建筑(厂房、仓库)单位竣工价值最高, 分别达到2381/2305元每平方米, 而住宅建筑的单位竣工价值最低, 约1833元每平方米。

表3: 各类房屋建筑单位面积竣工价值测算

指标名称	住宅	工业	办公	商业	公共建筑
竣工价值(亿元)	47491	7869	3456	5039	4329
面积(亿平方米)	25.91	3.41	1.63	2.57	18.18
单位面积竣工价值(元/平方米)	1833	2305	2123	1961	2381

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从需求端看: 2021年我国常住人口城镇化率达到64.72%, 同比增加0.83个pct。国家“十四五”规划和2035年远景目标提出, “十四五”末常住人口城镇化率提高到65%; 据中国社会科学院预测, 我国城镇化率2035年将达到72%, 2050年到80%, 从65%到80%, 后城镇化时代已然到来。目前我国城镇化率正以每年平均以一个百分点的速度提升, 每年有1000万人进入城市就业和生活, 到2035年我国城镇人口预计将超10亿, 必将带动城镇中公共服务设施、仓储储藏等方面产生的投资建设需求, 相关房建市场蕴含着强劲的发展动能、发展空间仍然较大。

2022年2月, 发改委发布《2022年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》, 指出要提高新型城镇化建设质量, 持续优化城镇化空间布局和形态, 加快推进新型城市建设, 提升城市治理水平。新型城镇化建设必将深刻影响房屋建筑业发展, 从细分领域来看, 未来公共建筑(老旧小区改造、保障房、科研、医疗、教育、文娱等)以及工业建筑(老旧厂区改造、高标准厂房、物流仓储等)将成为房建行业主要发展方向。

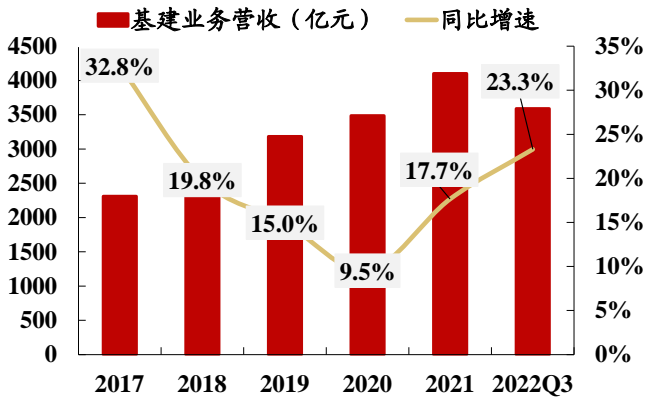
2.2 基建业务：规模快速扩张，“投建营”全产业链运作持续推进

2.2.1 公司业务结构优化重要方向，斩获境内外大批重点项目

2021年，公司基建业务实现营收4099亿元，同比增长18%，2017-2021年CAGR+19%。2021年对应实现毛利润428亿元，同比增长45%，毛利率10.4%，较去年提升1.9个pct，盈利能力渐强。2022年Q1-3基建业务营收达2229亿元，同比增长15%。2021年新签基建订单8439亿元，同比高增24%；2022年1-10月新签基建订单累计7326亿元，同比增长26.9%，在去年高增情况下继续延续扩张态势，表现亮眼。今年基建业务新签订单占总订单比例已达26.9%，去年同期24.8%，占比明显提升，系公司优化业务结构重要发力方向。

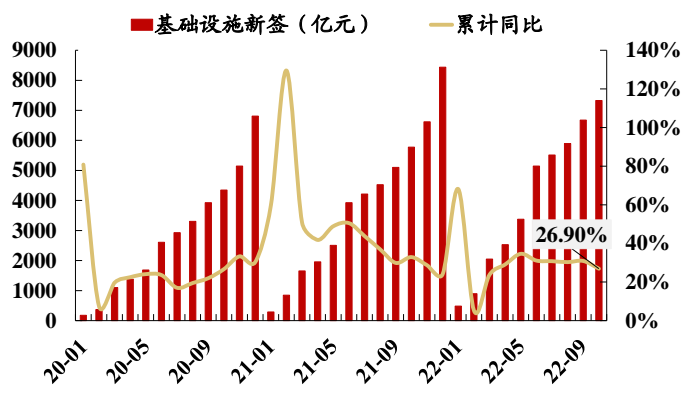
我们认为公司重点发展基建业务主要系：1)基建毛利率高于房建业务，发力基建有望提升公司盈利质量。2)基建项目多为“建设+运营”业务模式，有望增厚公司远期投资收益。3)基建为近期稳增长主抓手，是国家“两新一重”的重点发力方向，作为大型建筑央企在国家稳增长背景下承担更多责任。

图24：2017年至今基建业务营收及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

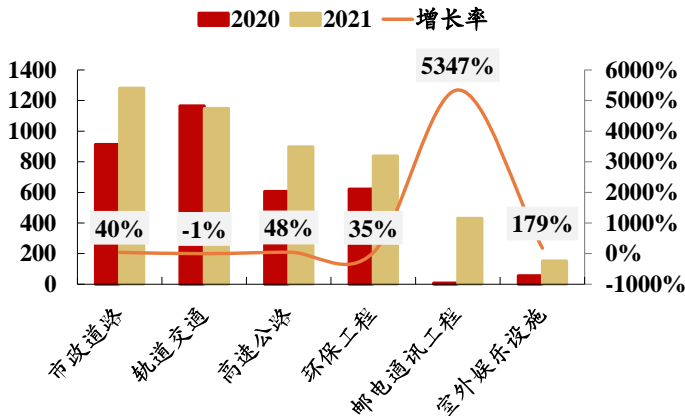
图25：2020年至今基建新签订单累计值及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

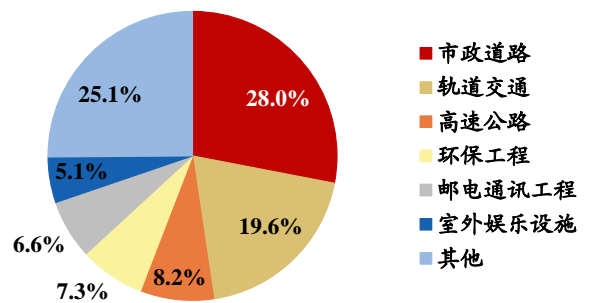
近年来公司持续开拓基建业务，聚焦重点领域，2021年公司主要发力市政道路、轨道交通、高速公路、环保工程四大领域，新签订单额占比分别为28.0%、19.6%、8.2%、7.3%。同时公司立足工程建设与项目投资并举，近年来承接境内外多项重要基建工程。2022年H1公司在公路/轨交/铁路/机场/生态环保领域新签595/583/89/289/346亿元，同比增长49%/39%/6%/57%/47%，公司全力践行国家稳增长政策，基建业务布局多点开花。

图26：2021年基建细分领域新签订单额及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图27：2021年基建业务新签订单结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表4: 2021年1月至今重点新签基础设施建设项目

项目名称	项目领域	项目特点/运营模式	项目金额(亿元)
广东广州芳村至白云机场城际施工总承包项目	城际铁路	股权+EPC	184.8
粤港澳大湾区深圳都市圈城际铁路 深圳至惠州城际前海保税区至坪地段工程2标(五和-坪地)	城际铁路	F+EPC	137.4
新建川藏铁路雅安至林芝段三区段站前工程	铁路	世纪工程	101.8
长春市城市轨道交通空港线(9号线)一期工程	轨道交通	东北首个轨交整线项目	82.7
沙特阿拉伯NEOM新城交通隧道二、三标段项目	隧道工程	沙特最大交通和公用基建项目, NEOM新城	78.6
郑州5G新基建通信工程项目	新基建	EPC	67.1
咸阳国际机场三期扩建工程东航站楼施工及管理总承包一标段	机场	EPC+M	63.6
福州现代物流城核心区开发项目(一期)	物流	股权+EPC	63.6
湖南长沙机场改扩建工程综合交通枢纽工程	机场	EPC	62.4
重庆轨道交通15号线一期工程	轨道交通	EPC	58.0
重庆轨道交通27号线工程项目	轨道交通	EPC	58.0
昆明巫家坝中央公园(二标段)施工总承包项目建设工程	市政工程	EPC	47.2
新建沪渝蓉高速铁路项目	高速铁路	沿江高铁通道重要组成	31.6
南充至成都高速公路扩容工程	高速公路	EPC	31.3
西兰卡普国际康养度假区EPC项目工程合同	康养	EPC	30.0
粤广东陆丰核电站5、6号机组常规岛土建工程	核电	粤东地区首个核电项目	26.3
中山市未达标水体综合整治系列项目	生态环保	EPC+O	25.9
湖南省沅江市中心城区水环境综合治理一期工程PPP项目	生态环保	TOT+BOT	23.9
澳大利亚东北干线项目设计施工总承包合同	高速公路	EPC	14.1 (美元)
中泰铁路曼谷-弄开段(一期项目:曼谷-呵叻段)4-3标段: 那瓦那空-班坡段土建工程合同	铁路	EPC	3.72 (美元)
韩国庆州产业园区场地清理与配套基础设施项目合同	产业园区	EPC	2.05 (美元)

资料来源:公司公告、浙商证券研究所

2.2.2 PPP业务逐步进入运营回报期, 投建营全产业链运作促转型升级

公司当前在手PPP项目数量多, 投资体量大, 近年来全面清理整改存量PPP项目, 合理控制PPP规模, 坚持PPP业务高质量发展。截至22H1, 公司在手PPP项目权益投资额总计6304亿元, 合计416个, 按运营项目类型分类, 主要集中在交通运输、市政道路、综合管廊、文体场馆、城镇综合和生态环保类等领域。

表5: 公司PPP项目主要涉及市政工程、交通运输、公共建筑、生态环保等基建领域(亿元)

PPP项目所属行业	权益投资(亿元)	占比
交通运输类	2457	39%
市政工程类	2109	33%
城镇综合开发类	882	14%
文体医疗及保障性安居工程类	588	9%
生态环保和其他类	268	4%
总计	6304	100%

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

中国建筑的 PPP 业务开展主要历经三个阶段：

- **2015 年-2017 年，快速发展期：**此阶段政府大力推广 PPP 模式，公司积极响应号召，三年累计中标 PPP 项目订单数超过 300 个，新增权益投资额近 4000 亿元。
- **2018 年-2019 年，清理整改期：**2018 年国家提出“严控地方政府新增隐性负债”，同期公司开始全面清理整改存量 PPP 项目，PPP 项目订单承接数量和投资增速明显回落。
- **2020 年-至今，合理控制期：**公司紧跟国家政策导向，合理控制 PPP 规模，坚持高质量发展，新增 PPP 项目数量和投资额均出现大幅下降，PPP 项目逐步进入运营回报期。

发展至今，PPP 权益投资额已达归母净资产的 1.8 倍，未来 PPP 项目的权益回款情况将深刻影响公司经营。据 2022 年半年报显示，公司当前在手 PPP 项目 416 个，权益投资额 6304 亿元，约为公司归母净资产的 1.8 倍（截至 2022H1，扣除永续债后归母净资产为 3484 亿元）。目前在手项目中处于前期准备 20 个、建设期 154 个、运营期 216 个，拟提前终止 26 个；进入运营期项目权益投资额约 3129 亿元，占比 49.6%，累计权益回款 615.4 亿元，达标率为 99.1%，回款实现率 94.7%。

表6：公司 PPP 项目投资历经三个阶段，2022H1 在手权益投资额是归母净资产的 1.8 倍

阶段	年份	新中标数量 (个)	中标权益 投资额(亿元)	在手项目数 (个)	在手权益 投资额(亿元)
快速发展期	2015 年	27	394	-	-
	2016 年	108	1870	60	1148
	2017 年	181	2732	142	2603
清理整改期	2018 年	114	1800	309	4450
	2019 年	57	900	373	5820
合理控制期	2020 年	18	154	387	7850
	2021 年	20	241	404	6553
	2022H1	12	549	416	6304

资料来源：公司 2015-2021 年报，浙商证券研究所

注：2018-2019 年新中标项目数未披露，2018/2019 年新中标项目数按照 2:1 测算。

随 PPP 业务逐步进入运营回报期，中国建筑多年在基建 PPP 项目的投资预计将逐步取得回报。我们认为，公司未来将真正实现从“纯工程建设企业”，到“投建营一体化”全产业链运作企业的战略性转型升级，通过持有优质运营资产，获得稳定收益，在建筑业存量竞争时代巩固龙头优势。

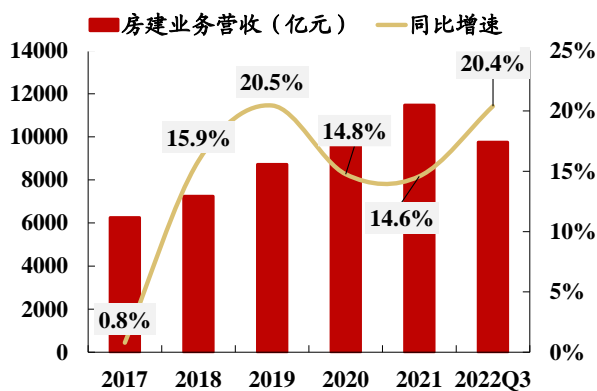
2.3 房建业务：稳健增长的房建龙头，结构调整+技术赋能引领高质量发展

2.3.1 领军者规模稳健增长，非住宅类订单持续增加

公司是国内房屋建筑领域领军者，业务范围涉及城市建设的全部领域与房屋工程项目的每个环节，在公建、民建、工业、国防等领域承建了诸多地标性建筑。

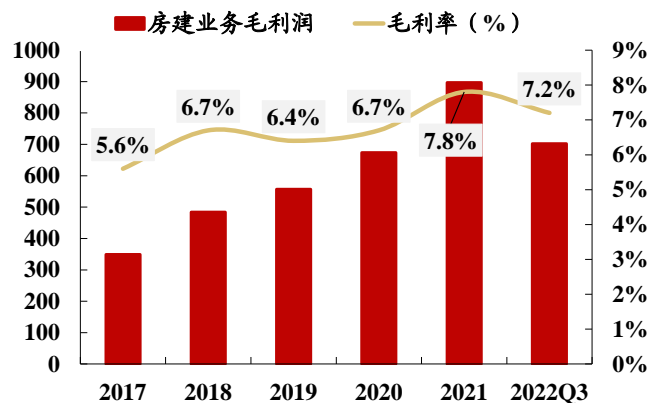
2021年公司房建业务实现营收11471亿元，占总营收比例达61%，是公司主要收入来源，营收同比增长15%，五年CAGR+13%；22Q1-3公司房建业务实现收入9751亿元，同比增长20.4%，在地产行业景气度筑底时期，规模仍实现稳健增长，经营韧性凸显。2021年公司实现毛利润897亿元，同比增长33%；毛利率录得7.8%，较去年大幅提升1.1pct，盈利能力逐年增强，精细化经营策略持续见效。

图28：2017年至今房建业务营收及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

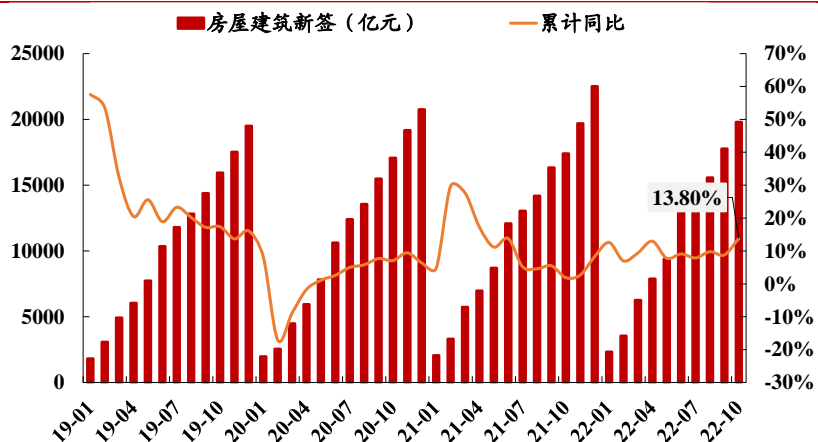
图29：2017年至今房建业务毛利润及毛利率（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2021年公司新签房建订单22506亿元，同比增长8.3%；2022年1-10月累计新签订单达19799亿元，同比增速13.8%，维持稳健态势，作为房建龙头，依托独特的集约优势和行业议价能力，继续抢占国内房建施工市场份额。近年来，公司坚持“高端市场、高端客户、高端项目”的经营策略，持续扩大在超高层、工业厂房、教育设施、医疗卫生设施等中高端房建领域优势，对冲地产行业景气度下行带来的住宅类订单需求下滑影响。

图30：2019年至今房建新签订单累计值及同比增速（亿元）

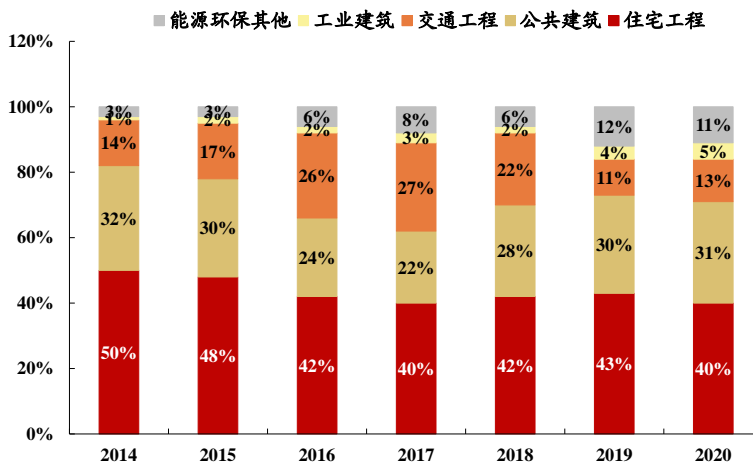


资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

近年来公司主动调整房建业务经营策略，持续优化订单结构，住宅工程新签业务订单占比逐年下降，2020年占建筑订单金额比40%，较2014年下降10 pct，非住宅类订单占比持续提升，业务逐步延伸至客户信用高、违约风险低、竣工价值高的公共及工业建筑领域。2022 Q1-3，公司在工业厂房业务领域新签合同额2655亿元，同比增长96.6%。在教育设施方面，新签合同额1154亿元，同比增长48.0%；进一步巩固公共建筑类项目优势。

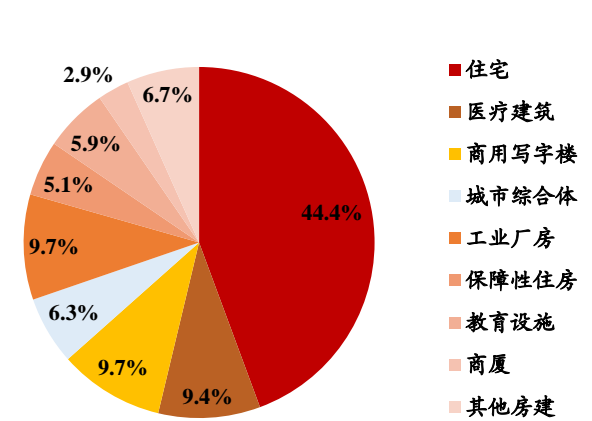
根据公司官网数据披露，2021年公司住宅工程新签合同额约9637亿元，同比下滑3%，占建筑订单金额比例约31%；22 Q1-3住宅订单新签合同额约5090亿元，同比下降24.9%，占房建业务订单比例降至28.6%，住宅类新签订单金额及占比均呈下滑趋势，房建类订单业务结构持续优化，公建及工业建筑类比例提升。

图31: 住宅工程新签业务订单占比逐年下降



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图32: 2021年房建业务新签合同构成

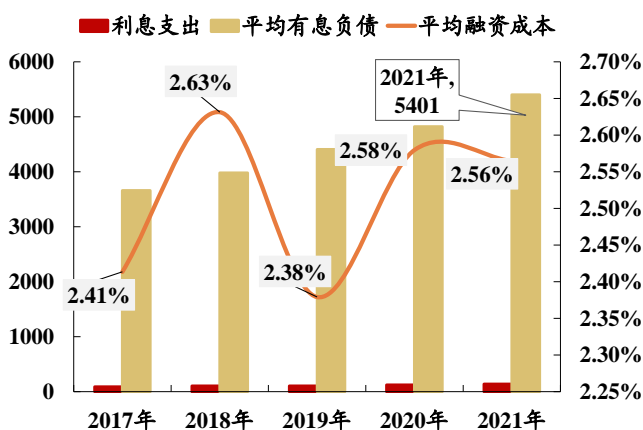


资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

在房建工程行业，企业开展业务深度依赖融资行为。中国建筑作为国内房建龙头央企，在资金成本方面具备先天优势，2021年公司融资成本仅为2.56%，近五年来始终处于最低区间，显著提升公司盈利空间。

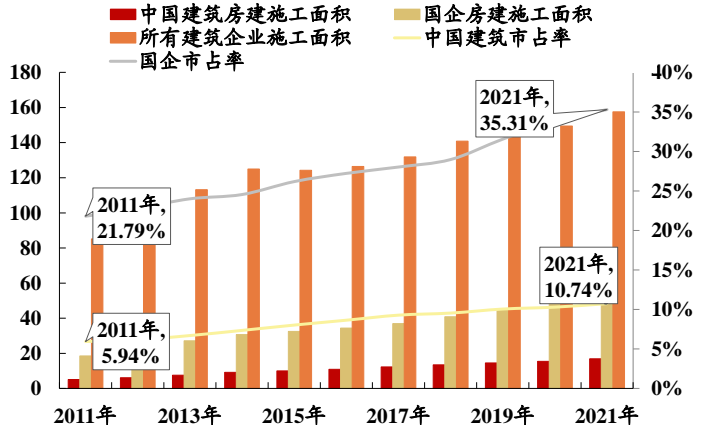
行业集中度加速提升，公司房建施工业务市占率持续上升。2021年国有建筑企业在手施工面积56亿平方米，占总施工面积比例达35%；而中国建筑的房屋建筑施工业务市占率（按面积口径统计）已达10.7%。公司在房建领域具有绝对优势，叠低资金成本优势，我们认为未来随房建行业集中度加速提升，公司有望持续占据国内房建市场份额。

图33: 2021年公司融资成本仅2.56%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图34: 中国建筑、国企房建施工面积及市占率(亿平米)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.3.2 高新技术赋能房建业务，装配式建筑推动高质量纵深发展

公司始终坚持数字化转型，积极推进装配式建筑、绿色低碳建筑、智能建造等技术创新，自主研发 ME-House 装配式钢结构产品、MiC 模块化集成建造产品、光储直柔产品矩阵、零能耗低碳建筑、高层建筑智能化集成平台（造楼机）、单塔多笼循环运行施工电梯、5G 塔机远程控制系统、装配式智慧建造平台、智能建造机器人等等行业尖端技术并相继投入应用，持续赋能房建业务，构筑公司建筑产品深厚护城河。

图35：公司房屋建筑高新技术产品矩阵



资料来源：公司官网，公司公众号，浙商证券研究所

中国建筑深度布局装配式技术全产业链，旗下拥有多个国家级产业基地

公司始终致力于推动建筑建造方式变革，深度参与装配式建筑的技术研发、构件生产、房屋设计以及投资建造等全产业链技术领域，2022 年 H1 更是承建我国最高最大的模块化建筑—北京亦庄蓝领公寓项目，完成 1504 个模块化箱房的吊装工作，彰显公司装配式技术的国内龙头地位。1) 在产能布局方面，截止2022年6月，公司投资建设的钢结构、混凝土构件生产厂超过 40 家，产能位居行业前列。公司装配式建筑预制构件设计总产能达到 400 万立方米/年，旗下中建科工集团自 2012 年起，连续 9 年蝉联建筑钢结构行业竞争力 50 强

企业榜首，年产能超过 120 万吨。2) 在融资赋能方面：旗下中国建筑国际成功发行 9.6 亿元人民币中期票据用于 MiC 装配式建筑领域“科技+”战略的实施；中建科技在上海证券交易所成功发行 3 亿元绿色可续期公司债券用于装配式建筑等绿色产业发展，公司运营多种金融工具赋能装配式技术研发。

旗下深耕装配式技术的重要子公司有：1) 中建科技：是模块化建造的头部企业，对标高端制造业。中建科技聚焦智能建造方式变革，在全国深度布局装配式基地，目前中建科技、中国建筑国际在全国重点区域投资建设了 35 个现代化的装配式产业基地。2) 中建科工：是中国最大的钢结构产业集团，在国内设有东西南北中五个区域公司并设置五大现代化钢结构制造基地，打造“中建钢构”、“中建科工”两大品牌。3) 海龙科技：是国家首批装配式建筑产业基地，目前在全国拥有 6 个生产基地，40 条生产线。海龙科技的 MiC 模块化建造法应用在了香港建设的三大战疫项目中，MiC 的建造速度快、工程质量好的优势得以显现。

图36: 中建科技、中建钢构、海龙科技旗下设有多家装配式建筑生产基地



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

装配式建筑长坡厚雪，十年市场规模将超 5 万亿，有望助推公司房建业务纵深发展。

装配式建筑在建材生产与建筑施工阶段的减碳降碳效果明显，系建筑业节能减排有效路径。短期看：装配式行业政策持续加码。近年来，上海、江苏、四川、湖南、浙江等多个省份都提出 2025 年新建建筑中装配式渗透率要超过 30%。长期看：我国人口结构老龄化提速，给建筑业带来的建筑工人减少、工人老化、用工成本提升问题日益凸显，而装配式建筑在节约人工成本方面优势显著，故普及装配式建筑势在必行。

2022 年 7 月 14 日，住建部及发改委印发《城乡建设领域碳达峰实施方案》提出，2030 年前，城乡建设领域碳排放达到峰值，要大力发展装配式建筑，推广钢结构住宅，到 2030 年装配式建筑占当年城镇新建建筑比例达到 40%，国家建筑业顶层设计持续助推装配式市场发展。

在我们的前述研报《拥抱“新能源+”系列研究之五：赋能、节能、产能，建筑工程行业三层次助力新能源+》中，依据国务院、国家卫健委等对人口预测值和人均住房面积，我们推算得到 2020-2030 年期间，年均新增房屋面积中枢为 23.0 亿平方米。在此基础上，根据住建部对装配式建筑渗透率指标要求，结合 PC/钢结构市场占比及单位价格，中性假设情景下：至 2025 年，PC 构件制造、钢结构工程市场空间有望分别达到 2300 亿元/年、2500 亿元/年；至 2030 年，PC 构件制造、钢结构工程市场空间有望分别突破 3600 亿元/年、6000 亿元/年。未来十年，我国装配式建筑工程市场预计可达 5 万亿。主要测算过程如下：

表7：预计 2025 / 2030 年，当年房屋 PC 构件市场需求约 6300 / 10000 万立方米，市场空间接近 2300 / 3600 亿元

指标	2025E			2030E		
	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
装配式建筑渗透率 (%)		30%		40.0%	45.0%	55.0%
其中：装配式 PC 结构占比 (%)	60%	65.0%	70%	45.0%	50.0%	55.0%
装配式 PC 结构房屋新增面积 (亿平方米)	3.6	4.5	5.4	4.1	5.8	7.8
PC 率/预制率 (%)		40%			50%	
PC 构件市场需求量 (万方)	5091	6286	7600	7159	10074	13684
当年 PC 构件市场空间 (亿元)	1842	2274	2750	2590	3645	4951

资料来源：国务院，住建部，国家统计局，国家卫健委，浙商证券研究所

表8：预计 2025 / 2030 年，当年房屋钢结构市场需求约 2300 / 5500 万吨，市场空间接近 2500 / 6000 亿元

指标	2025E			2030E		
	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
装配式建筑渗透率 (%)		30%		45.0%	50.0%	55.0%
其中：PS (装配式钢结构) 占比 (%)	30%	35.0%	40%	45.0%	50.0%	55.0%
PS (装配式钢结构) 房屋新增面积 (亿平方米)	1.8	2.4	3.1	4.1	5.8	7.8
当年房屋钢结构需求量合计 (万吨)	1727	2297	2947	3886	5469	7429
当年房屋钢结构工程市场空间 (亿元)	1900	2527	3242	4275	6016	8172

资料来源：国务院，住建部，国家统计局，国家卫健委，浙商证券研究所

总体看，我国建筑行业劳动力红利将逐渐消失，人工成本提升不可避免；传统湿作业施工模式污染问题严重，与国家生态环保要求背道而驰；建筑业绿色变革深化，装配式建筑减碳降碳效果凸显；叠加国家政策持续倾斜，我们认为装配式建筑系未来建筑业的朝阳增量市场。伴随装配式建筑的进一步推广，中国建筑将凭借良好的装配式技术储备和成熟的技术应用，持续推动房建业务的纵深高质量发展。

3 地产：行业景气度筑底，竞争格局优化，中建系锋芒毕露

3.1 地产行业梳理：政策端出现实质性拐点，供给侧结构优化助推龙头长牛

房地产在经济中依旧发挥重要作用。2021年全国房地产开发投资14.7万亿元，同比增长4.4%；全年增加值7.8万亿元，同比增长5.2%，占GDP为6.8%。但地产相关产业链条很长，涉及上游机械工程、钢铁建材、有色化工以及下游家具家电、装修装饰等多个行业，地产行业全产业链对GDP的实际贡献比例应该远不止7%，是国民经济重要支柱产业。

房地产业在我国各项重大经济指标中都占有重要份额，对消费、投资、就业等均影响巨大，对国家经济金融稳定和风险控制具有系统性影响。当前地产行业产业链中的建筑业容纳超过5000万城镇就业人口，是重要劳动密集型行业。综合看，房地产行业涉及产业链长，具备巨大的产业联动作用，是国民经济压舱石与稳定器。

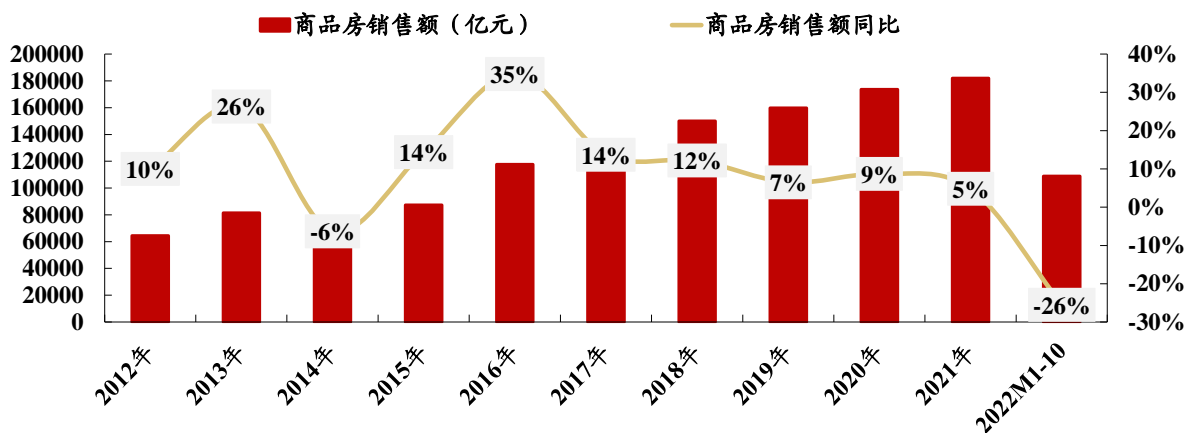
表9：房地产在各项重大经济指标中均占有重要份额（截止2021年末）

指标	绝对值	国家重大经济指标	占比
房地产销售额（万亿元）	18.2	国内生产总值	16%
房地产开发投资（万亿元）	14.8	全社会固定资产投资	27%
狭义统计房地产贷款（万亿元）	52.2	总贷款规模	27%
地产链相关的建筑业就业人数（万人）	5000	城镇就业人数	11%

资料来源：国家统计局，央行，住建部，Wind，浙商证券研究所

从销售端看：2021年TOP100中的部分高负债房企融资渠道收紧，难以通过“借新债还旧债”维系自身资金流动性，进而出现债务违约以及项目逾期交付，投资者与购房者信心相应减弱。2022年地产销售市场整体疲弱，2022年1-10月商品房销售额为10.9万亿元，同比大幅下降25.5%；商品房销售面积11.1亿平米，同比下降22.3%，整体表现疲弱，需求侧修复进入长周期。

图37：2022年1-10月全国商品房销售额同降25.5%，整体表现疲弱，需求侧修复进入长周期（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从政策端看：11月房地产行业政策出现实质性拐点，当前时点密集政策托底地产意愿明显。进入2022年以来，中央各部委陆续对房地产调控政策放松进行积极表态，从政策端放松路径看，主要存在4个关键时间节点：即3月适度放松阶段、7月稳民生阶段、9月刺激需求阶段、11月融资放松阶段。

1) 3月起全国累计134个城市出台超230次放松政策，具体放松的政策由地方政府自主决策，且地方政策放松有着先三线后二线再一线、力度从轻到重的趋势。

2) 下半年部分地区出现停工断贷事件，7月中央政治局会议中明确提出：因城施策用足用好政策工具箱，压实地方政府责任“保交楼、稳民生”；8.24国常会定调调控放松，允许地方“一城一策”运用信贷等政策，聚焦稳民生稳地产主基调。

3) 9月23日银保监会指出：房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转。9月29日，央行决定阶段性调整差别化住房信贷政策。9月30日，财政部指出：2023年末前符合条件的居民换购住房可享受个税退税优惠。同日，央行下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，5年以下和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%，这一阶段需求侧刺激政策持续出台。

4) 11月后行业政策端已出现实质性拐点。11月以来，“第二支箭+金融16条新政+保函通知+全国性商行信贷工作座谈会+第三支箭”地产政策组合拳密集出台，精准定调融资松绑，兼顾保交楼、稳项目、稳主体，当前时点密集政策托底地产意愿明显。

我们认为：当前房企资金面利好接连落地，有望引水开源助力行业供给端持续修复，但可观来看，行业整体基本面复苏仍然需观察，且政策端的放松效果仍未完全传导至需求端，结合银保监会对于房地产行业的“金融化泡沫化势头得到实质性扭转”定调，未来政策端仍存空间。

图38：2022年3月以来房地产行业政策放松路径



资料来源：央行，银保监会，住建部，浙商证券研究所

中长期看：人口是影响房地产长期需求总量的主要因素。当前我国人口增速放缓，房地产总量增长进入瓶颈期，但是相较发达国家来看，我国2021年城镇化率仅为64.72%，城镇化进程还有进一步提升的空间。

我们认为，未来地产行业的增长点，来自于城镇化率提升引导的区域性人口流动带来的结构性增长机会。2018-2021年五大城市群的商品房销售金额年均同比增速均在5.5%以上，其中长三角和粤港澳年均增速最高，分别为12.9%和13.8%。因此，对于一线、二线、强三线城市等人口净流入区域的地产市场需求将持续旺盛；对于深耕人口净流入城市的优质龙头地产，未来发展动能将充沛。

表10: 2018-2021年全国各区域商品房销售金额同比增速

销售金额同比增速	长三角	粤港澳	京津冀	成渝	长江中游	海峡西岸	山东半岛	中原	东北	西部
2018	12.90%	21.60%	-15.20%	15.60%	-21.40%	4.00%	6.30%	21.40%	6.96%	23.37%
2019	11.50%	14.50%	29.40%	-8.30%	36.80%	0.40%	7.80%	8.00%	2.76%	10.80%
2020	6.90%	12.10%	5.40%	-4.00%	2.10%	23.80%	4.70%	4.80%	-1.47%	5.13%
2021	20.10%	6.80%	19.40%	19.10%	13.30%	18.20%	11.10%	-20.10%	-10.26%	-2.80%
4年平均	12.85%	13.75%	9.75%	5.60%	7.70%	11.60%	7.48%	3.53%	-0.50%	9.12%

资料来源: 克而瑞, 国家统计局, 浙商证券研究所

从竞争格局看: 从销售端、拿地端两个维度考量, 具备央国企背景的高信用开发商经营韧性凸显, 凭借其坚实的偿债能力和优质的品牌口碑, 体现出强大抗周期性。

1) **销售端**: 2021年及2022年H1地产销售金额TOP10榜单中, 部分高杠杆房企排名出现下滑甚至跌出榜单。相比之下, 高信用龙头房企财务稳健, 拥有坚实的偿债能力和品牌口碑, 融资、销售、拿地等各方面竞争优势得到进一步加强。

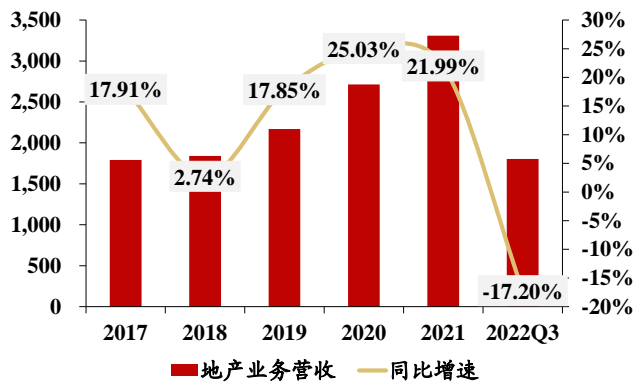
2) **拿地端**: 全国房企拿地金额整体回落明显, 但以中海、华润、绿城、建发为代表的央国企以及高信用民企滨江, 凭借其融资优势和更充裕的现金流, 依然保持较高拿地强度, 2022H1拿地金额/销售金额比值依旧维持在25%以上。

我们认为, 地产行业本轮需求修复系长周期修复, 需求侧长周期修复意味着淘汰赛没有结束, 房地产行业供给侧出清仍将持续, 行业中长期集中度提升逻辑不变。而龙头公司在周期下行时仍然能够补充优质土地储备, 后续市场修复期其更有优势推出货值以抢占市场修复先机, 实现“剩者为王”和“胜者为王”。

3.2 地产业务：公司重要创利板块，中建系“地产界隐形航母”阔步前行

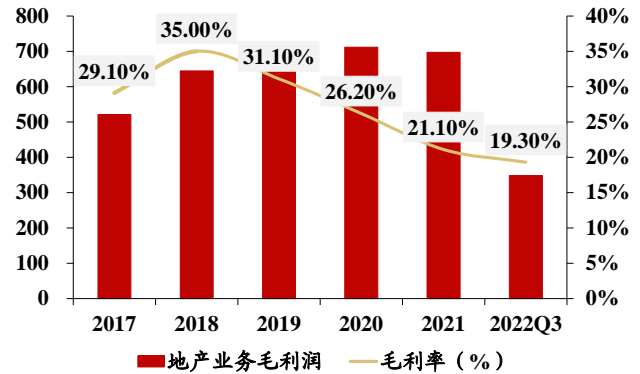
2021年，中国建筑地产业务实现营收3309亿元，同比增长22%，2017-2021年CAGR+17%，近五年营收规模快速成长，占总营收比例为18%。实现毛利润697亿元，毛利率21.1%，较去年降低5.1个pct，尽管毛利率有所下滑，但盈利能力仍高于基建和房建业务，系公司重要创利板块。2022Q1-3实现营收1803亿元，同比降低17.20%，毛利率19.30%，同比下降4.0pct，公司地产收入结转强度短期承压。

图39：2017年至今地产业务营收及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图40：2017年至今地产业务毛利润及毛利率（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

目前中国建筑的房地产业务主要涉及地产开发、物业管理两大板块。

- **地产开发业务：**2021年新购置土地储备1842万平方米，期末拥有土储面积10395万平方米，存货合计6765亿元，其中超过七成集中在一线和省会城市，2021年拿地主要集中在苏州、上海、北京等地，整体拿地权益占比约92%。
- **物业管理方面：**截止2021年末，公司拥有写字楼、酒店、公寓、商业地产等持有型物业1237万平方米，账面净值1227亿元，占公司总资产5.1%。持有型物业实现收入58.4亿元。旗下中海物业服务范围更是覆盖141座主要城市。

图41：地产存货集中在一线和省会城市，拿地权益占比高（亿元）

公司地产存货情况					
城市	2021年		2020年		变动幅度 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	
合计	6765	100	6507	100	4.0
一线城市	1912	28	1875	29	-1.7
--上海	479	7	413	6	16.0
--北京	917	14	1014	17	-17.6
--广州	309	5	183	3	68.9
--深圳	207	3	205	3	-3.1
省会城市	3119	46	2388	37	30.6
--济南	328	5	274	4	14.3
--武汉	304	5	299	5	-2.2
--成都	186	3	241	4	-22.8
--南京	255	4	166	3	46.2
其他城市	1734	26	2244	35	-22.7

公司2021年整体拿地情况		
拿地城市	拿地数量	数量占比
苏州	12	13.8%
上海	10	11.5%
北京	9	10.3%
天津	7	8.1%
其他	49	56.3%

拿地权益占比				
拿地企业	拿地数量	计划总投资 (亿元)	权益投资额	权益比例
中海地产	57	1364	1296	95%
中建地产	30	616	534	87%
整体	87	1979	1830	92%

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

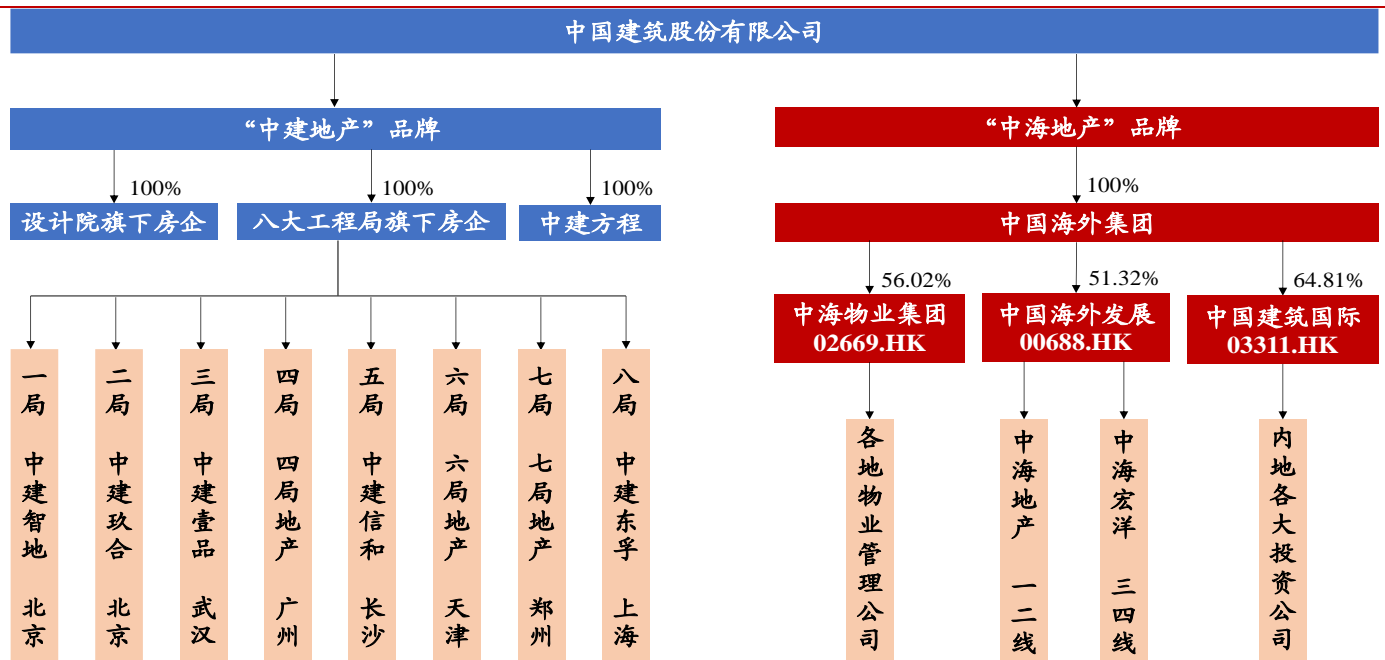
图42: 中海物业服务范围覆盖 141 座主要城市, 遍布全国



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

公司地产业务版图辽阔, 坐拥多家实力强劲子公司, 旗下有“中海地产”和“中建地产”两大房地产品牌。1) 中海地产: 是中海集团旗下房地产业务的统称, 主要包括中海地产、中海宏洋、中国建筑国际旗下的各大内地投资子公司; 2) 中建地产: 是中海地产品牌外其他地产业务统称, 主要包括中建股份旗下各院局级房企、中建方程等。中建系房企足迹遍布全国各线城市, 系地产界“隐形航母”。

图43: 公司拥有“中海地产”和“中建地产”两大房地产品牌



资料来源: Wind, 各公司官网, 浙商证券研究所

表11: 中建系房企简介及主要业务布局一览

中建系房企名称		各公司简介	主要业务布局
中海地产	中国海外发展 (00688.HK)	地产业务核心平台, 公司持有 51.3% 股份, 1992 年在港独立上市, 始终处国内房企领先地位。	深耕核心国内高能级城市, 聚焦国内一二线城市中高端市场。
	中海物业 (02669.HK)	物业管理业务核心平台, 是中国首批获得一级资质的物管品牌。2015 年在港上市, 多年位列物业百强企业 TOP10。	服务范围覆盖全国 141 座主要城市, 包括: 港澳、北上津渝以及各大省会城市
	中海宏洋 (00081.HK)	公司重要联营企业, 深耕三四线城市打造刚需及改善型产品, 系现今业内逆势扩张的高成长性房企。	深耕国内经济发达地区的具备高发展潜力的三四线中能级城市, 与中海地产业务布局形成互补。
	中国建筑国际 (03311.HK)	在港独立上市, 依托旗下投资子公司 (中建国际投资) 开展内房开业务。	重点投资区域有广东、安徽、山东、浙江、江苏、上海等经济发达地区。
中建地产	各院局级房企	由各大工程局、设计院直接设立, 采取属地化经营策略, 深耕当地区域。八局东孚、一局智地等多家子企业实力强劲。	总部分别位于北京、上海、广州、武汉、天津、长沙、郑州等多个区域核心城市, 各子公司围绕各自总部加速全国布局。
	中建方程	公司直系子公司, 中建旗下新型城镇化投资公司, 专注于棚改、保障房等城镇成片土地综合开发。	聚焦国内主要一、二线城市市场, 目前布局遍及北京、上海、天津、广东等国内十余个省市。

资料来源: 各公司官网, 各公司年报, 浙商证券研究所

地产行业新格局下, 中建系房企积极经营, 逐步崭露头角, 旗下子公司后起之秀频出。2022 年 1-10 月中建系整体拿地金额维持第 1, 销售业绩跃居第 2, 隐形航母阔步前行。

2021 年拿地端: 中建系权益拿地总金额达到 1761 亿元, 在房地产企业权益拿地金额 top100 榜单中超过碧桂园、万科、保利, 跃居榜单第 1 名。**2021 年销售端:** 中建系销售总额达到 5650 亿元, 超过保利、恒大, 高居榜单第 4 名。中建各工程局旗下房企有八局东孚、三局壹品、五局信和、一局智地、七局地产共计 5 家进入销售 TOP200 榜单, 合计销售额达 1259 亿元, 仅此 5 家便能超过华发、越秀等区域龙头房企, 跻身榜单前 30 名。

2022 年 1-10 月拿地端: 中建系权益拿地总金额 1165 亿元, 在拿地 TOP100 榜中继续位居第 1 名, 拿地额约为第二名华润的 1.44 倍/第三名保利的 2.07 倍。**2022H1 销售端:** 中建系销售总金额达到 3814 亿元, 超过保利、万科、华润, 小幅落后碧桂园, 位居销售业绩榜第 2 名。

表12: 2021 年及 2022 年 1-10 月中建系房企在拿地、销售端均表现积极 (亿元)

2021 年	中海地产	中海宏洋	一局智地	二局玖合	三局壹品	五局信和	七局地产	八局东孚	其他	中建系总计
拿地金额	1092	312	129	-	95	-	-	133	-	1761
拿地排名	4	19	58	-	81	-	-	56	-	1
销售金额	3678	712	181	-	326	214	92	447	-	5650
销售排名	6	57	135	-	102	127	166	75	-	4
2022M1-10	中海地产	中海宏洋	一局智地	二局玖合	三局壹品	五局信和	七局地产	八局东孚	其他	中建系总计
拿地金额	691	61	51	131	44	28	-	121	38	1165
拿地排名	2	41	58	20	76	-	-	22	91	1
销售金额	2340	328	142	-	361	241	40	361	-	3814
销售排名	4	54	91	-	50	49	133	51	-	2

资料来源: 中指研究院、公司公告、浙商证券研究所

表13: 2021年及2022年1-10月, 房地产行业销售金额、拿地金额榜单(亿元)

2021年			2022年1-10月			2021年			2022年1-10月		
企业	拿地金额 (亿元)	排名	企业	拿地金额 (亿元)	排名	企业	销售金额 (亿元)	排名	企业	销售金额 (亿元)	排名
中建系	1761	1	中建系	1165	1	碧桂园	7588	1	碧桂园	4044	1
碧桂园	1379	2	华润置地	809	2	万科	6203	2	中建系	3814	2
万科	1274	3	保利发展	563	3	融创中国	5976	3	保利发展	3631	3
保利发展	1272	4	建发地产	518	4	中建系	5650	4	万科	3386	4
华润置地	989	5	招商蛇口	511	5	保利发展	5439	5	华润置地	2295	5
绿城中国	969	6	绿城中国	447	6	中国恒大	4612	6	绿城中国	2289	6

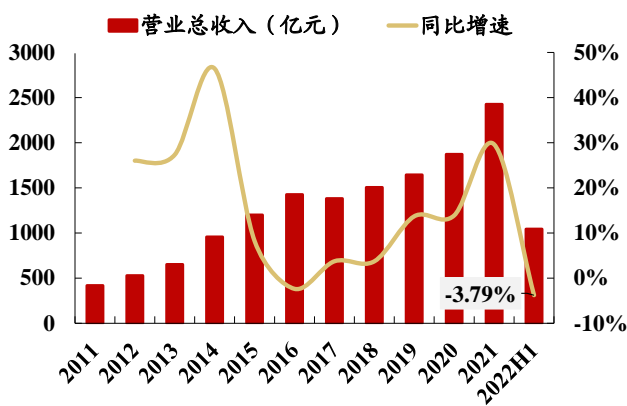
资料来源: 中指研究院、浙商证券研究所

3.3 核心平台-中海地产：行业标杆行稳致远，“工科中海”塑造盈利龙头

中国海外发展是中建旗下地产业务核心平台，中国建筑持有其51.3%股份，中海以先进经营理念，专注高品质项目精细开发，造就了“工科中海”的美誉，连续14年被评为“中国房地产行业领导品牌”，品牌价值蝉联行业第一，近十年来始终处于国内房企领先地位。

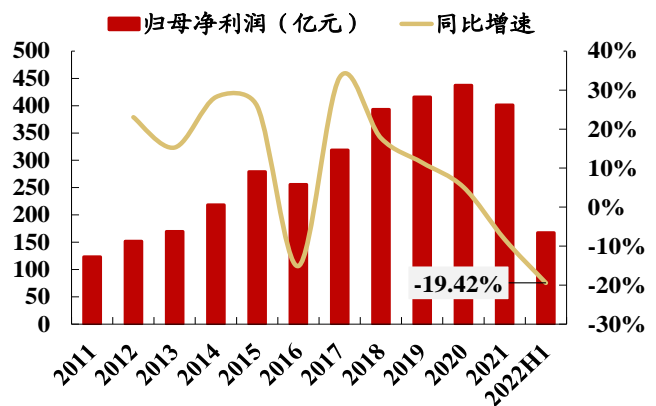
2021年公司实现营收2425亿元，同比增长30%，十年CAGR+19%；实现归母净利润402亿元，领先华润、保利等地产央企，继续领跑国内房企。2022H1受行业景气度影响，公司实现收入/归母净利润1044/167亿元，同比降低3.79%/19.42%，但仍系行业盈利之王。
销售端：公司2021年实现销售额/销售面积3695/1890亿元/万平，同比+2.4%/-1.0%，销售均价为1.95万元每平，销售回款率96%。2022年1-10月公司销售业绩为2340亿元行业排名第四，较去年提升两名，在行业低迷期仍保持领先表现，凸显“行稳致远”的经营韧性。

图44：2011年至今中国海外发展营收及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图45：2011年至今中国海外发展归母净利润同比增速（亿元）

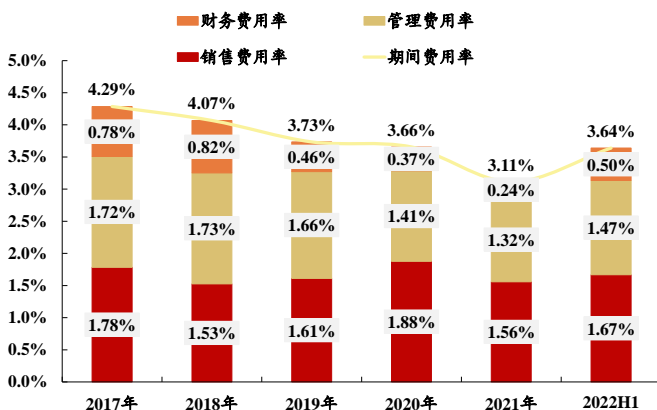


资料来源：Wind，浙商证券研究所

秉承“工科中海”的精细化经营理念，公司2022H1年管理/营销/财务费用率分别为1.47%/1.67%/0.50%，横向对比七家头部房企，中海的费用率连续五年行业最优，近十年始终稳定位于行业最低区间，显著区别于其他龙头房企费用率的波动走势。

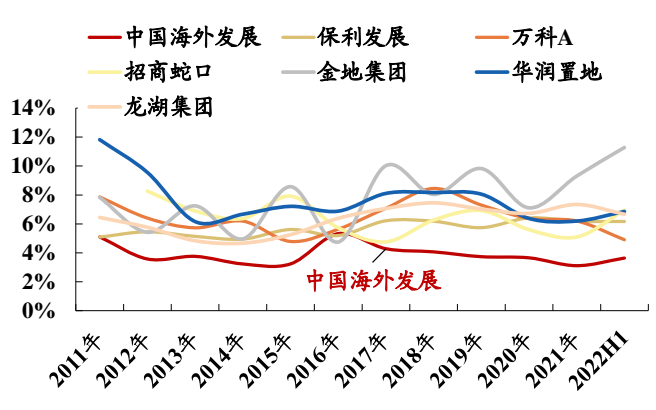
2022年H1公司剔除预资产负债率55%，净负债率35%，现金短债比2.4倍，继续稳居“三道红线”绿档。此外，公司2022年H1平均融资成本仅为3.44%，继续处于行业最低区间，连续五年呈现下降趋势，央企资金优势尽显。

图46：2017年至今中国海外发展三费变化



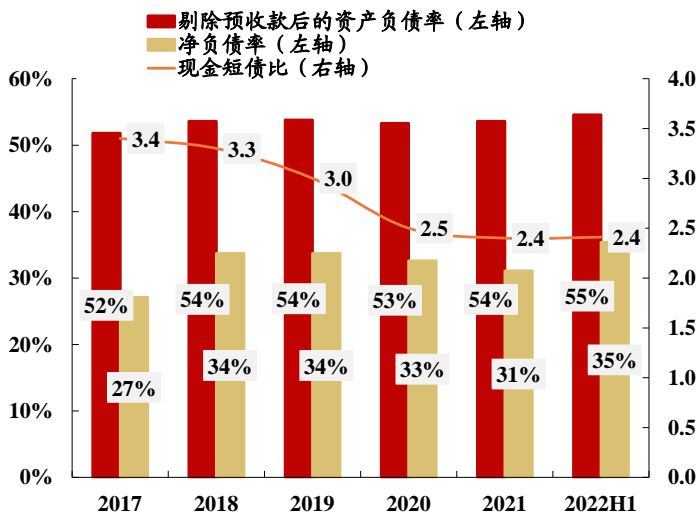
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图47：2017年至今中国海外发展三费控制为头部房企最优



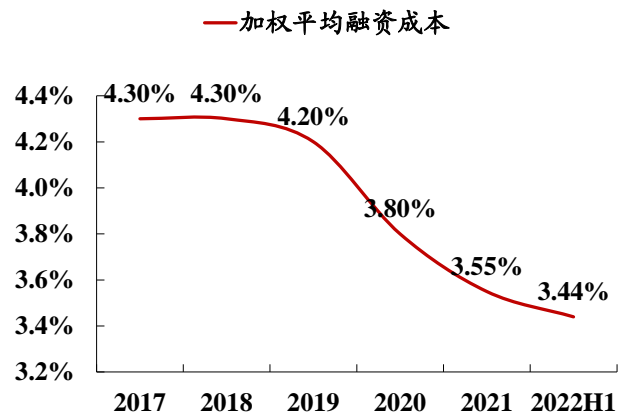
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图48: 中国海外发展继续稳居“三道红线”绿档



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图49: 2022H1年平均融资成本3.44%，呈稳中有降趋势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从2021年各龙头房企ROE拆分来看，中海与竞争对手在经营策略上有较大差异，多项指标系行业最优。2021年，中海地产净利率达到16.56%，总资产周转率0.29，两指标均系同业最高；而权益乘数仅为2.58，系同业最低，经营稳健、盈利能力位居行业前列。

图50: 2021年国内七家龙头房企ROE杜邦分析一览

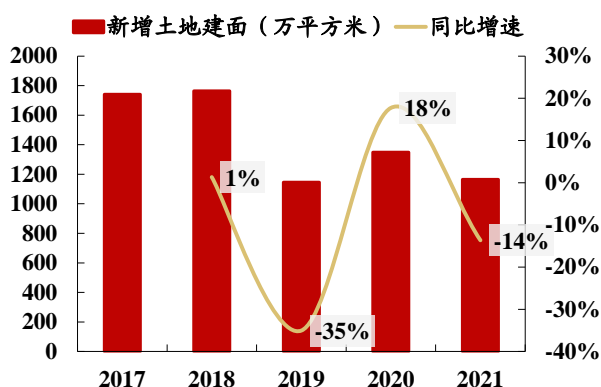
2021年龙头房企ROE杜邦分析拆解				
公司	ROE	净利率	总资产周转率	权益乘数
中国海外发展	12.2%	16.6%	0.29	2.58
保利发展	14.6%	9.6%	0.22	7.06
万科A	9.8%	5.0%	0.24	8.27
招商蛇口	9.9%	6.5%	0.20	7.59
金地集团	15.6%	9.5%	0.23	7.18
华润置地	15.1%	15.2%	0.23	4.23
龙湖集团	20.4%	10.7%	0.27	7.03

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

土储&拿地聚焦人口净流入城市，长期发展动能充足。2021年公司总土储8077万平方米，剔除宏洋后约5100万平方米，在手资源充裕且结构优质。2021年公司新增土地建面1165万平方米，总地价1378.9亿元，对应新增货值2882.2亿元，拿地权益比94%，连续两年维持高位。公司坚持深耕核心城市，聚焦高能级城市，2021年公司在二线城市拿地金额占比92%。长期发展动能充足。

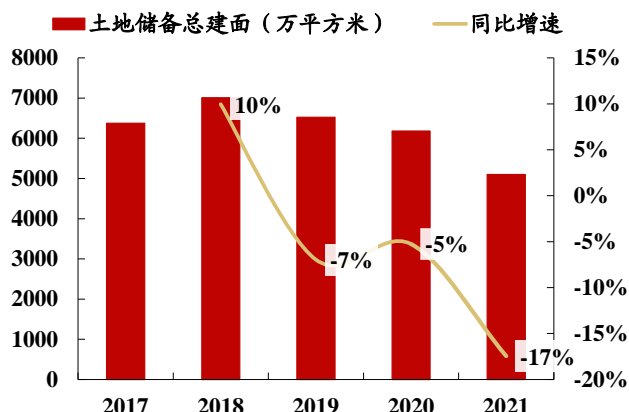
2022年H1公司累计拿地面积346万平方米，拿地金额457亿元，同比分别下降24%、18%，尽管数据有所下滑，但拿地相对其他房企较为积极；新增货值达到994亿元，位居地产行业第二名，市占率呈扩大态势。

图51: 2017年至今中海新增土地建面及增速(万平方米)



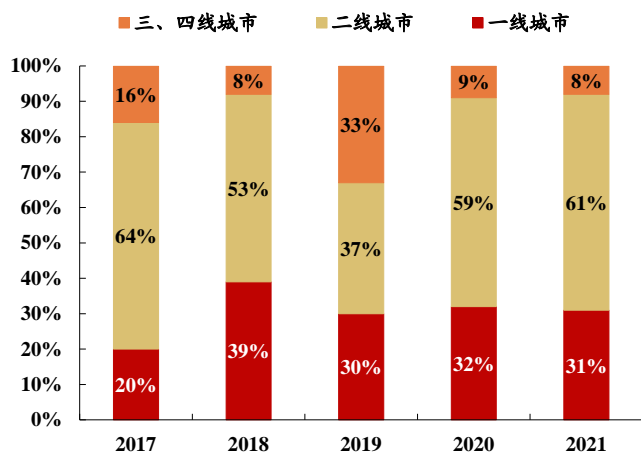
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图52: 2017年至今中海总储备土地建面及增速(万平方米)



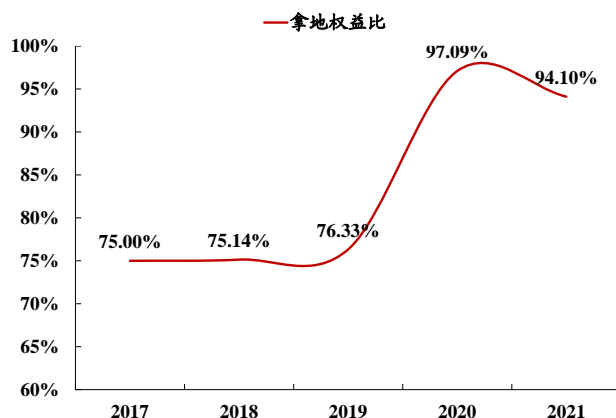
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图53: 2017年至今中国海外发展拿地金额分布(按城市能级)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图54: 2017年至今中国海外发展拿地权益比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们认为,中海地产系高信用龙头央企,负债率相对行业较低,资金成本优势显著,长期深耕国内一二线高端市场,盈利能力位居业内前列且仍有提升空间,长期发展动能充沛,未来市场占有率扩张可期。叠加地产市场持续洗牌,行业供给侧结构持续优化,预期中海地产未来有望成为我国房地产领域内的“优剩”和“优胜”龙头。

4 业务布局多点开花，海外经营+新兴业态打造新增长极

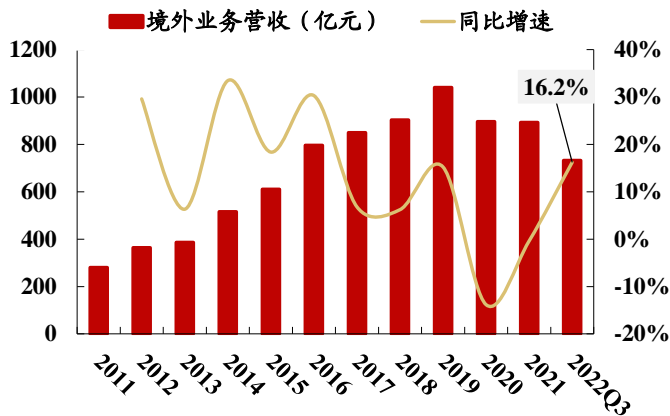
4.1 境外业务：国内产能输出主力军，向国际工程产业链高端迈进

中国建筑是我国第一批“走出去”的企业之一，公司境外业务最早可以追溯至上世纪五十年代，发展至今公司的海外管理和技术团队已接近万人，遍布在境外 140 多个国家和地区。境外累计承建项目 8000 余个，涵盖房建、交通、水利、工业、环保等多个专业领域。

2021 年，公司境外业务实现营收 893 亿元，同比略降 0.4%，降幅较 2020 年同比收窄 13.4 个 pct，在海外复杂局势和疫情扰动因素下，取得如此成绩殊为不易。2022 年 Q1-3 公司境外业务实现营收 732 亿元，同比提升 16.2%，境外经营情况明显改善。拉长时间维度，公司境外营收 2011-2021 年 CAGR+12.3%，规模接近翻三倍，海外业务拓展效果较为显著。

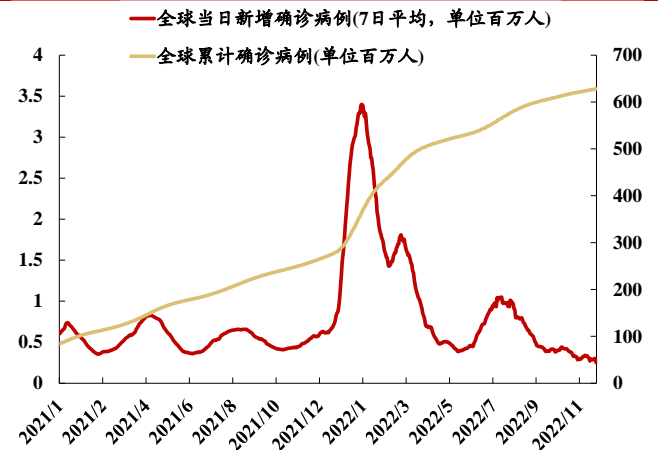
订单端：受多重因素影响，公司境外新签订单额于 2017 年见顶后，近五年未有超越。2022 年 1-10 月公司新签订单额为 1020 亿元，同比微降 2.0%。我们认为，当前节点海外疫情最严重时期已过，未来境外订单承接情况有望逐渐企稳复苏。

图55：2011 年至今境外业务营收及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图56：海外疫情最严重时期已过（截止 2022 年 12 月初）



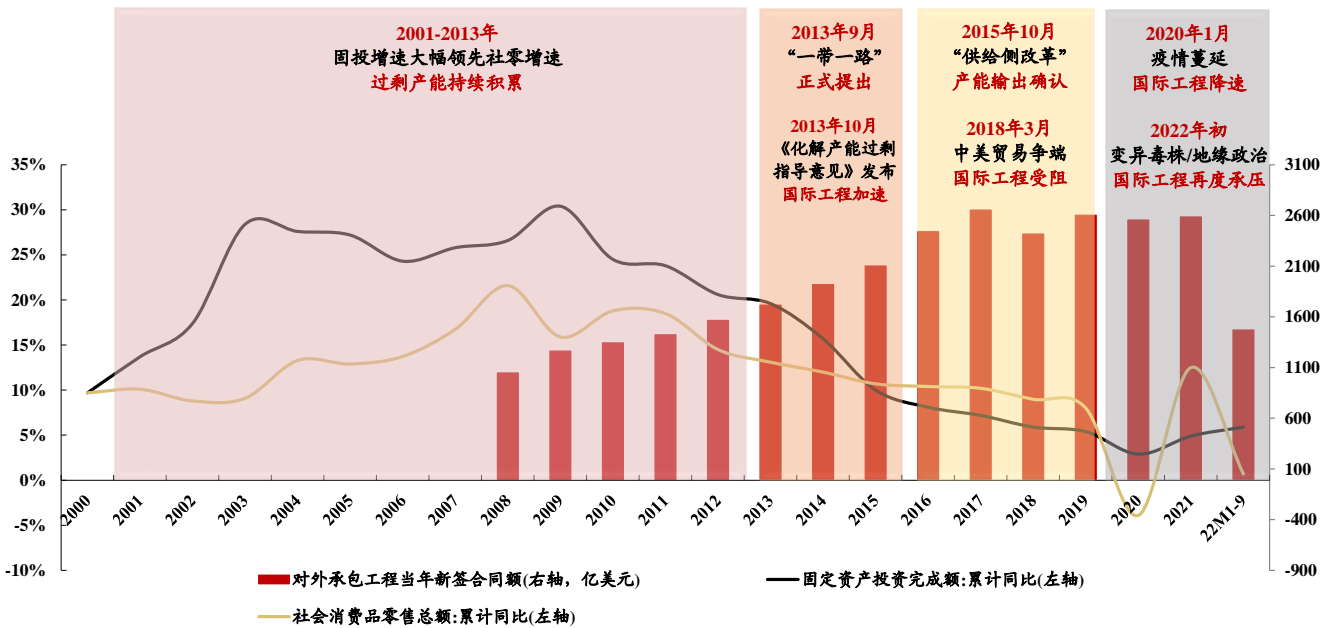
资料来源：Wind，浙商证券研究所

目前公司境外业务涉及领域由传统的房建、路桥市场，持续向铁路、地铁以及工业设施等领域纵深拓展，商业模式由传统的工程总承包向投建营一体化、特许经营等高端业务模式转型升级，且公司持续推进境外市场营销和项目高质量履约，海外整体经营不断向国际工程承包产业链高端迈进。

我们认为，未来随着全球疫情影响减缓，境外国家防疫政策持续放松，国际工程承包行业有望逐步回暖。整体来看，在亚洲、非洲、东欧、南美等新兴经济体国家中，建筑业领域尤其是基础设施建设方面，大部分发展中国家仍方兴未艾，境外工程承包市场规模依然很大。叠加国内产能过剩矛盾仍然存在，供给侧改革背景下，过剩产能输出势在必行。

2022 年 11 月 17 日，国家主席习近平应邀在泰国曼谷举行的亚太经合组织工商领导人峰会上发表题为《坚守初心 共促发展 开启亚太合作新篇章》书面演讲，强调中国将坚定不移推动构建亚太命运共同体，为亚太稳定繁荣做出更多贡献，中国将积极推进共建“一带一路”同各方发展战略对接，共同打造高质量亚太互联互通网络。结合国家领导人近期出席的一系列重大外事访问活动，我们认为十四五期间，国际工程尤其是一带一路沿线存在巨大发展机遇，中国建筑作为我国建筑行业龙头央企，境外业务将迎来新发展机遇。

图57: 21世纪初至今,我国过剩产能积累过程和国际工程承包行业发展进程

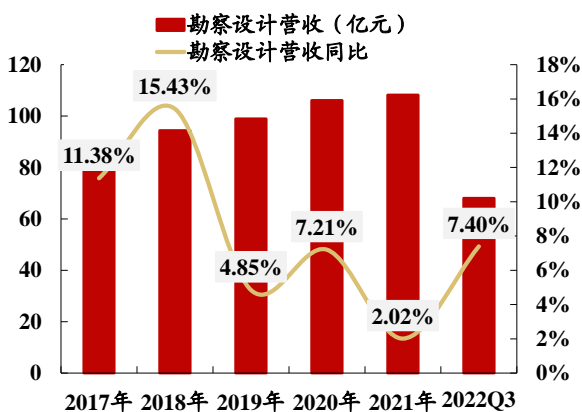


资料来源: 国家统计局, 商务部, 浙商证券研究所

4.2 勘察设计: 业务平稳发展, 高端专业人才造就国内领先地位

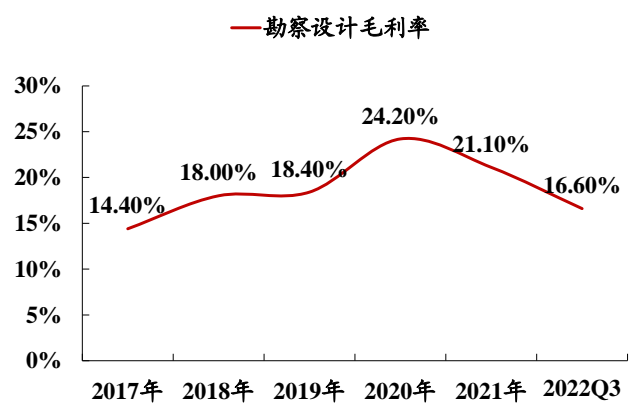
中国建筑是国内最大的建筑设计综合集团, 公司勘察设计板块主要由 7 家具有甲级设计资质的大型勘察设计企业组成, 业务覆盖建筑设计、城市规划、工程勘察等诸多领域。2021 年公司勘察设计业务实现营业收入 108 亿元, 同比增长 2.0%; 对应录得毛利润 23 亿元, 毛利率为 21.1%。22Q1-3 勘察设计业务实现营收 68 亿元, 同比增长 7.4%, 对应毛利率 16.6%, 受行业景气度影响同比下滑 2.7pct; 2022 年 1-11 月勘察设计业务新签合同额 116 亿元, 同比增长 7.4%, 公司勘察设计业务订单承接同比逆势增长, 领先地位凸显。

图58: 2017年至今勘察设计营收及同比增速(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图59: 2017年至今勘察设计毛利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

公司旗下的 7 家具有甲级设计资质的大型勘察设计企业, 总计拥有建筑工程设计、市政工程设计、工程勘察与岩土等领域的专业技术人员超 10000 人, 高端专业人才总量居行业前列。中国建筑勘设业务以雄厚的高端专业人才储备造就了其国内的领先地位。

表14: 7家大型甲级勘察设计企业的人才储备(按员工总数排序)

名称	员工总数	国家特殊津贴人数	人才储备情况
中建西南设计院	4700	26	工程勘察设计大师6人, 教授级高级建筑师、工程师176人, 高级建筑师876人, 国家级各类注册人员1100人。
中建东北设计研究院	2847	18	工程勘察设计大师2人, 中建首席专家2人, 各专业注册执业资格384人。教授级职称130人, 高级职称521人。
中建设计研究院	2600	4	各类国家级执业注册人员270余人; 教授级职称38人, 中、高级职称以上技术人员1000余人。
中国市政西北设计院	2600	12	省级勘察设计大师4人, 甘肃省领军人才5人, 教授级高级工程师75人, 高级职称836人, 中级职称683人。
中建上海设计院	1800	-	教授级高工100余人, 高工400余人, 国家一级注册建筑师、国家一级注册结构师、注册设备、电气工程师300余人。
中建西北设计院	1600	17	中国工程院首批院士1人, 工程设计大师2人, 教授级高工136人, 高级工程师565人, 优秀勘察设计师18人。
中建西南勘察设计院	1100	11	勘察设计创新带头人1人, 国家级各类注册人员300人。

资料来源: 各公司官网、浙商证券研究所

随着 BIM 数字化技术的普遍应用, 装配式建筑、建筑工业化、智能建造技术的快速推进, 公司勘察设计业务板块有望依托其行业领先的人才团队和技术储备, 在建筑业变革浪潮下迎来新风口, 并为中国建筑开展工程总承包业务提供强有力支撑。

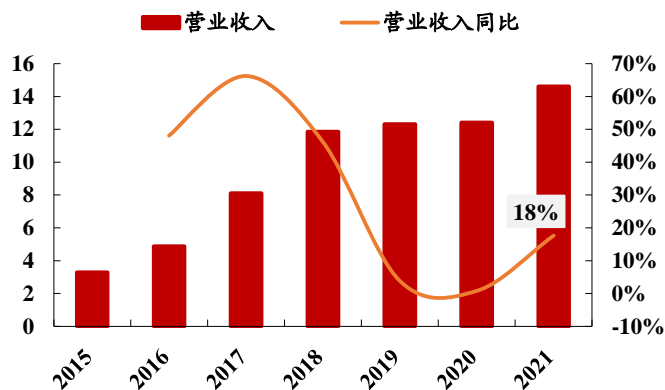
4.3 新兴业态: 生态环保、绿色建材领跑, 多家子企业系细分领域龙头

公司近年来加大新业务拓展力度, 主要业态包括新材料、新装备、新基建以及生态环保等领域, 充分发挥建筑+地产双龙头优势, 培育新动能。中国建筑依托旗下多家专业化子公司开展全产业链布局, 2021 年中建安装的丙烷脱氢核心装置市占率连续三年居全球第一; 中建装饰的玻璃幕墙业务保持行业前列; 而生态环保、绿色建材业务更是公司的重点发力方向, 主要由旗下环能科技和西部建设两家上市公司开展。

中建环能: “专精特新”小巨人企业, 在磁分离技术系国内细分龙头

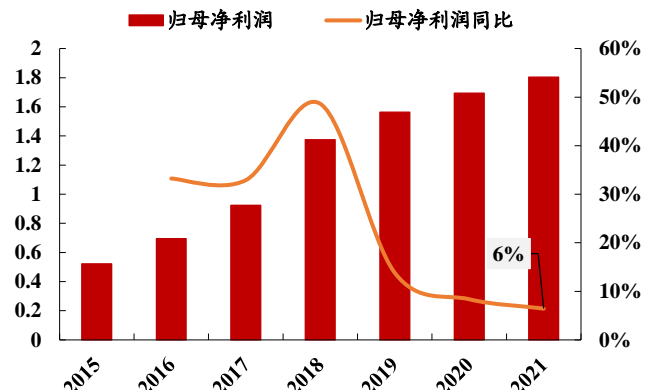
中国建筑以中建创新投资有限公司对中建环能进行实际控制, 间接持股比例为 27.05%。公司 2021 年实现营收 14.6 亿元, 同比增长 18%, 上市 7 年 CAGR+28%, 规模持续高速扩张; 实现归母净利润 1.8 亿元, 同比增长 6.5%; 截止 2022 年 Q3, 中建环能录得综合毛利率 31.76%, 系中建旗下上市企业盈利能力最强子公司。

图60: 2015年至今中建环能营收及同比增速(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图61: 2015年至今中建环能归母净利润同比增速(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

中建环能主营业务涉及：水处理成套设备、水环境运营、离心机及配套制造、市政污水投资运营、市政工程建设等领域。目前已形成完备的环保设备产品体系，包括磁沉淀产品、磁生化产品、格栅产品、污泥干化、旋流分离、离心机等，公司在磁分离水体净化设备制造细分领域是国内绝对龙头，系“专精特新”小巨人企业。

图62：中建环能业已形成完备的环保设备产品体系



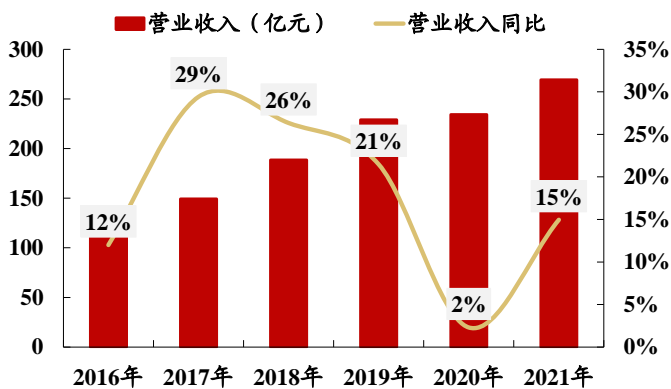
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

我们认为：随国家生态文明建设持续推进，环保设备需求确定性进一步加强，公司将凭借中建集团雄厚的实力及背景，承接更多环保业务，业绩有望迎放量增长。同时中建环能可凭借领先的技术优势带动中国建筑承接更多优质生态环保类订单，形成业务协同发展。

西部建设系国内领先的绿色建材服务商，预拌混凝土行业上市企业龙头

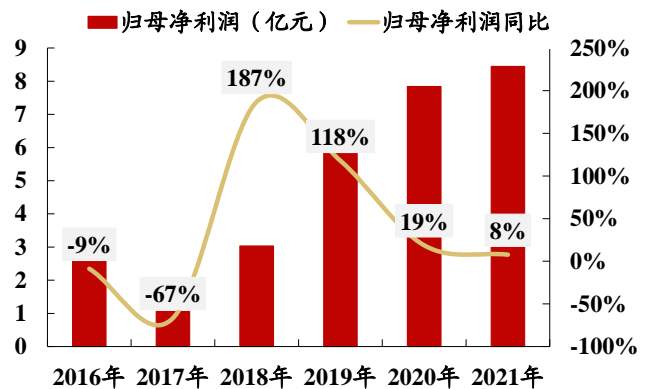
中国建筑通过新疆建工、第三、四、五、八工程局对西部建设直接/间接持股，为公司实际控制人。2021年，西部建设实现营收269亿元，同比增长15%，5年CAGR+13%，营业规模稳健扩张；对应录得归母净利润8.5亿元，同比增长7.7%，5年CAGR+52%。2022Q1-3公司实现营收/归母净利润182/5.8亿元。并拟定增引入中国水泥行业龙头海螺水泥作为长期战略投资者，进一步打通商业混凝土产业链上下游环节，降低原材料成本。

图63：2017年至今西部建设营收及同比增速（亿元）



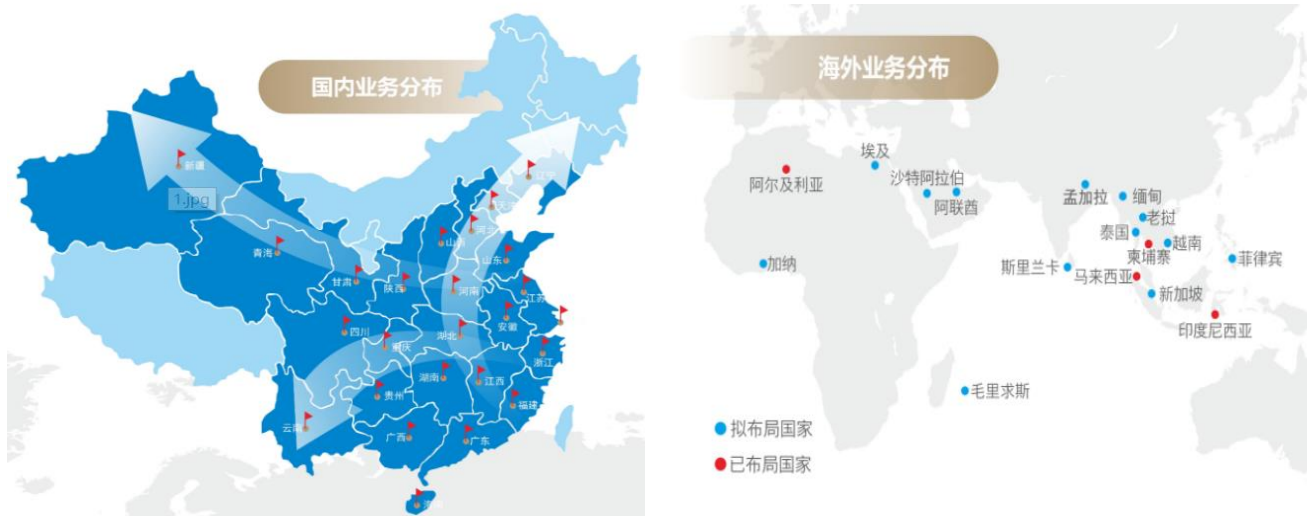
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图64：2017年至今西部建设归母净利润及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图65: 西部建设业务布局遍布国内 24 个省市、以及阿尔及利亚、马来西亚、印度尼西亚、柬埔寨等地



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

中建西部建设在中国 24 个省市、以及阿尔及利亚、马来西亚、印度尼西亚、柬埔寨等地建立了强大的生产供应能力与完善产业链, 现有预拌厂 166 座, 专业自动化混凝土生产线 348 条, 根据“中国混凝土网”数据, 公司近年来稳居中国预拌混凝土行业第二位, 为全国规模最大的专业预拌混凝土上市公司。

在今年稳增长背景下, 我们预计全社会固定资产投资规模将平稳增长, 下游市场的旺盛需求将带动公司建材产品销量快速增长, 同时西部建设可依托大集团背景继续获得优质订单和资源倾斜, 具备成长确定性, 盈利和估值有望修复。西部建设有望与母公司形成业务共振, 帮助中国建筑有效应对建材成本冲击, 增厚利润空间。

5 资质+科研构筑坚固护城河、四期股权激励彰显经营信心

5.1 资质齐全等级高+持续重仓科研，构筑坚固护城河

公司资质齐全等级高，构筑坚固护城河。截止 2021 年末，公司共拥有特级资质企业 41 家、工程设计综合甲级资质企业 1 家；拥有特级和综合甲级资质 68 个，其中建筑工程施工总承包特级 34 个、市政公用工程施工总承包特级 19 个、公路工程施工总承包特级 11 个、石油化工施工总承包特级 2 个、港口与航道施工总承包特级 1 个，设计综合甲级资质 1 个。

中国建筑资质覆盖建筑全产业链，特级和综合甲级资质（建筑业资质序列里的最高等级）数量仅落后于中国中铁、中国铁建两家基建央企，排名第 3；房建特级资质数量排名第一，公司建筑工程行业龙头地位得以彰显。

表15：中国建筑的房建工程特级资质数量排名行业第一（市值截止 2022 年 12 月 29 日）

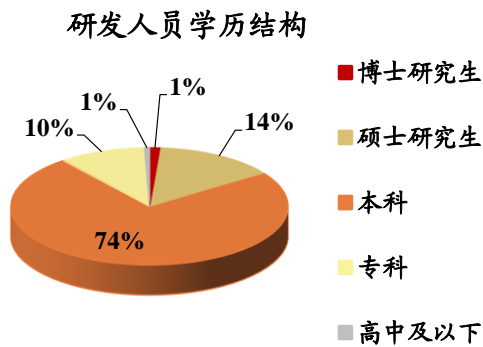
建企名称	当前市值（亿）	特级和综合甲级资质（个）	建筑工程特级资质（个）
中国建筑	2,231	68	34
中国中铁	1,356	75	19
中国交建	1,290	43	2
中国铁建	1,037	86	21
中国电建	1,048	37	4
中国能建	942	40	2
中国中冶	653	46	14
四川路桥	687	3	0
中国化学	481	12	0
浙江建投	227	5	1
上海建工	229	3	1
中国核建	200	2	1
陕西建工	153	15	9
山东路桥	106	1	1
安徽建工	82	8	2
重庆建工	66	1	1

资料来源：Wind，各公司年报，公司官网，浙商证券研究所

公司依托技术中心，打造完善的技术研发体系。中国建筑技术中心在 2007 年被发改委等部门考核认定为国家级企业技术中心。公司依托技术中心，陆续建立 1 个中央研究院（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，以及 4 个国家级企业技术中心、74 个省部级企业技术中心、41 家省部级科技创新平台，134 家高新技术企业、11 个博士后研究工作站。技术中心本部下设绿色建筑、数字化建造、建筑工业化三个研究中心，内设 7 个专业技术研究所、5 个职能部门，拥有 3 个大型实验平台、1 个产业推广平台以及其他各类科技创新平台 10 余家。

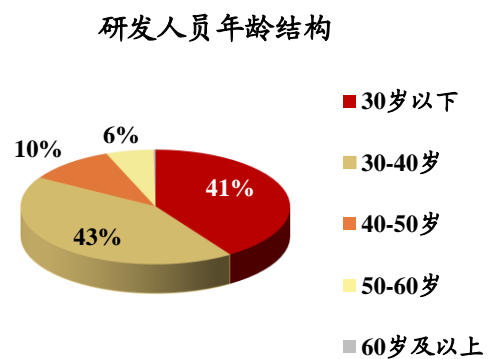
科研团队实力雄厚，高学历研发人员占比高，年龄结构优。截止 2021 年末公司拥有中国工程院院士 2 名，工程建设最高科学技术奖获得者 1 名，全国工程勘察设计大师 13 名。公司共拥有研发人员 29561 人，占公司总人数比例为 8.0%，其中博士/硕士研究生 366/4251 名，本科以上学历占比 89%，40 岁以下研发人员占比超 84%。

图66：2021 年研发人员学历结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图67：2021 年研发人员年龄结构

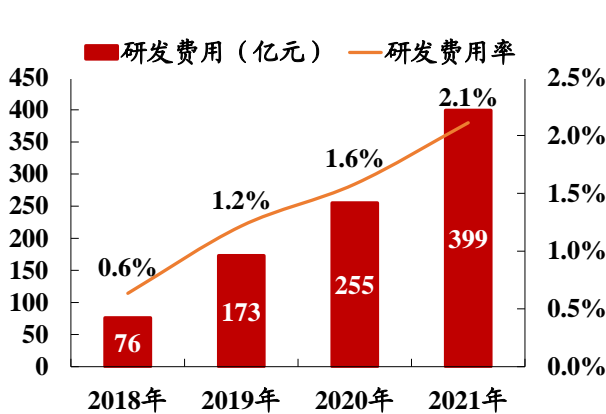


资料来源：Wind，浙商证券研究所

研发费用持续高增，继续领跑 A 股上市企业。2021 年公司全年投入科研经费 399 亿元，同比高增 56%，研发费用率达 2.1%，投入强度首次超过 2%，费用主要投向绿色建造、智能建造、建筑工业化，研究费用投入规模继续领跑 A 股上市公司。自 2018 年上市公司研发数据披露以来，公司研发费用 GACR+74%，较 2018 年已翻五倍。

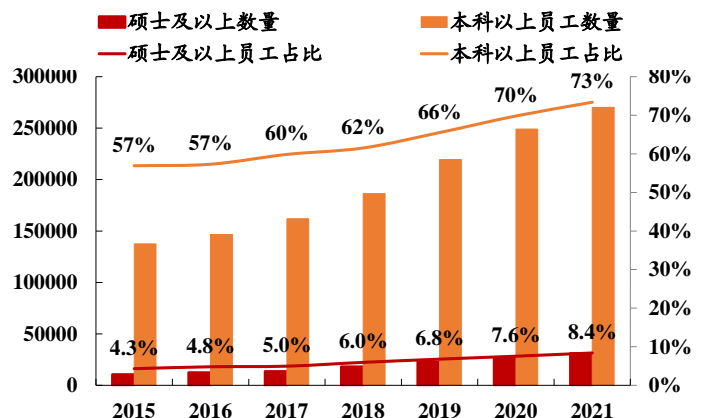
公司整体学历结构不断优化，高素质人才数量、占比均逐年提升。据公司年报披露，2021 中国建筑整体员工中，拥有大学本科以上学历的员工数已达 27 万，占所有员工数的 73%；硕士以上学历达到 3.1 万人，占比 8.4%，且占比均呈现逐年上升的趋势。

图68：2018 年至今研发费用及研发费用率（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图69：2015 年至今高素质人才数量、占比均逐年提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

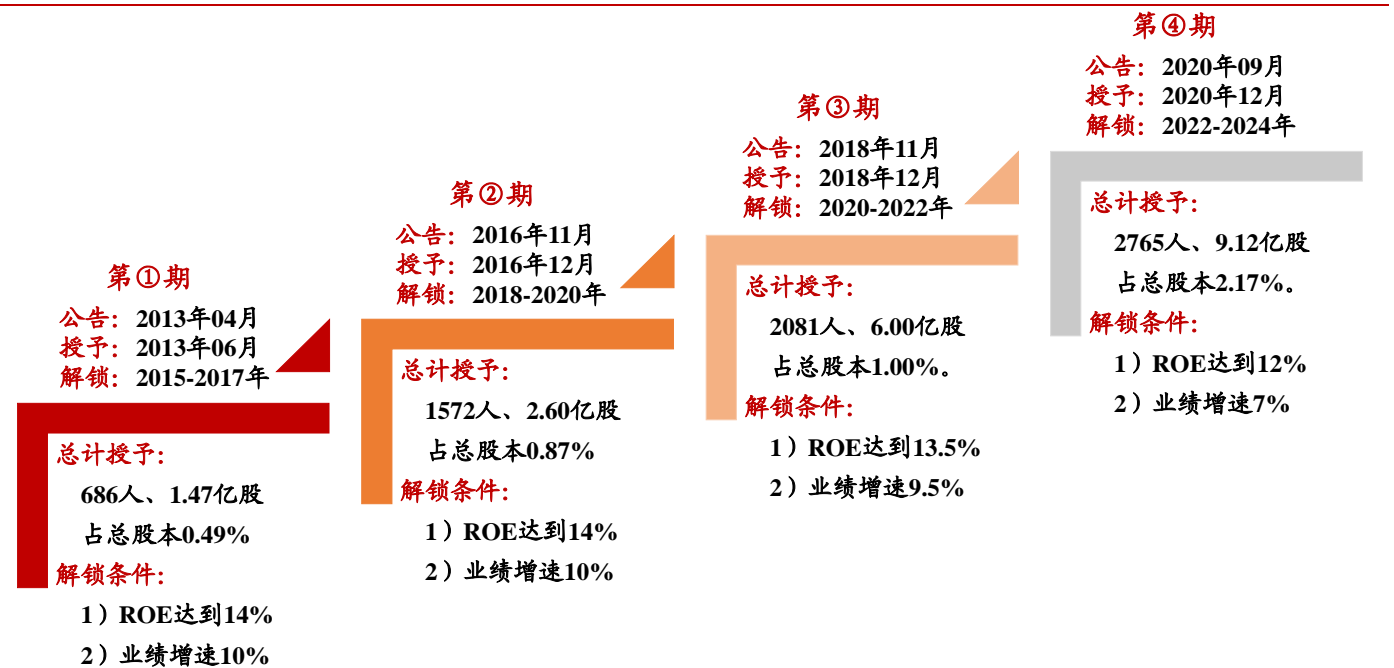
受益于公司科研团队的雄厚实力，2021 年公司获得国家科学技术进步奖 5 项，其中一等奖 2 项；詹天佑奖 15 项，鲁班奖 35 项，获奖数量和质量再创新高。中国建筑持续重仓科研，构筑公司坚固护城河。

5.2 央企改革先锋激发内生活力，中国特色估值体系建立过程核心受益者

2013年5月公司首期限制性股票激励计划获得国资委批复同意，成为首家整体上市的限制性股票激励央企试点单位，随后便开启了为期十年的中长期激励计划。截止目前，公司已经实施了四期股权激励计划，激励范围逐期扩大，覆盖人数逐年增多，其中第一、第二期均已经顺利解锁；第三期二批次已于2021年12月26日顺利解锁，第三期解锁进度已完成2/3，三期三批次将于2022年12月26日开启解锁；第四期于2020年12月完成授予，四期第一批次于2022年12月开启解锁，均采用在二级市场回购股票再授予方式进行。中国建筑的十年四期股权激励计划，对国有企业激励体系建设起到示范效应，是央企股权激励体制改革的先锋队。

股权激励实施9年来，公司ROE一直保持15.5%以上；营收、归母净利润年复合增长率均保持12%以上，历史年份均超额完成解锁条件，股权激励发挥较好效果。中国建筑的十年四期股权激励，长期绑定优秀管理者和关键技术人员，激发核心骨干团队的积极性，并把股票解锁业绩条件当作公司业绩底线，彰显公司长期稳健经营之信心。

图70：中国建筑十年四期股权激励一览



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

除股权激励以外，近年来中国建筑还采用多元化激励体制，前后在中建工程产业技术研究院、中建第一工程局等多家二级子公司采用了任期激励和分红激励等创新激励体制，激发各子公司上下“事业共建、价值共创”的经营活力；并持续推进子企业任期制和契约化管理，在64家子企业推行职业经理人制度，极大增强了公司改革发展动能。此外中国建筑扎实打造“双百企业”和“科改示范企业”，持续推进混合所有制改革试点，在治理机制和企业管理制度上日益完善。

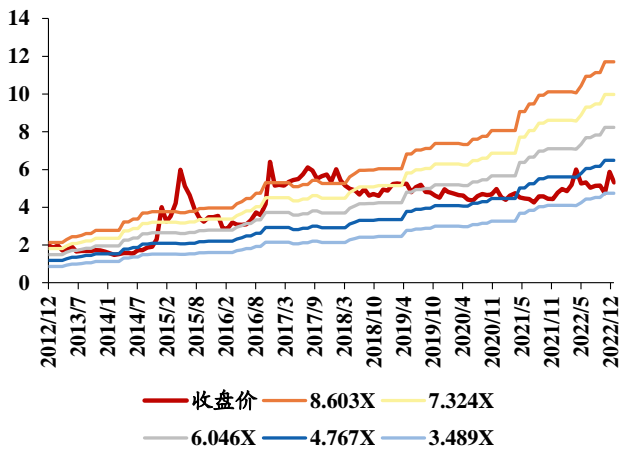
受到多元化激励体制影响，2021年公司累计16次获得中央企业负责人经营业绩考核A级，并成为上证50、富时中国A50指数成分股中唯一的建筑企业，以实际行动继续践行“国有企业改革三年行动”，作为央企改革先锋持续引领建筑行业。

建立中国特色估值体系核心利好建筑央企价值重估，中国建筑有望成为率先受益者

11月21日，证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上作主题演讲时指出，估值高低直接体现市场对上市公司的认可程度，国有上市公司要“练好内功”，让市场更好地认识企业内在价值。12月2日，上交所制定新一轮《中央企业综合服务三年行动计划》指出：
1) 服务推动央企估值回归合理水平，组织引导各类投资者走进央企、了解央企、认同央企。
2) 服务助推央企进行专业化整合，推动打造一批旗舰型央企上市公司
3) 服务完善中国特色现代企业制度。积极引导央企上市公司用好股权激励、员工持股等各类资本工具，不断完善实现高质量发展的体制机制。

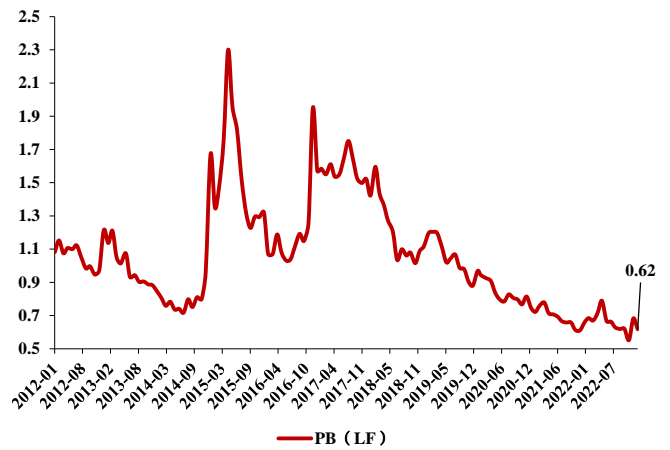
当前中国建筑估值水平已降至近十年最低区间，截止12月29日，公司PE(TTM)仅为3.91倍，市盈率处十年历史估值分位2.9%；PB(LF)仅0.62倍，市净率历史估值分位为2.1%；我们认为，在中国特色估值体系构建过程中，中字头建筑央企将发挥核心作用，中国建筑作为我国地产+基建+房建标杆性龙头低估蓝筹央企，有望率先受益。

图71：中国建筑 PE Band (截止 2022 年 12 月 29 日)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图72：中国建筑 PB 估值分析 (截止 2022 年 12 月 29 日)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6 盈利预测及估值

6.1 盈利预测

- **顶单端：基于公司战略规划及 2022 年实际订单承接情况，我们保守估计 2022-2024 年各业务板块新签订单情况如下：**
- 1) **房建**作为公司主要业务版图，近年来公司聚焦发展公共、工业建筑等多元业务板块，预计将有效对冲住宅订单下滑影响，我们认为“十四五”期间公司将继续发力非住宅建筑，拉动整体订单新签额，假设三年房建新签订单增速分别 13.0%/11.5%/9.8%。
 - 2) **基建**将成为今年稳增长主要抓手，在宏观经济承压背景下，发挥逆周期调节属性，公司也将基建业务作为业务结构优化的重点方向，今年 H1 基建承接订单同比高增 31%，预计今年基建订单增速将维持高位，三年基建新签订单增速分别 27.0%/18.0%/10.0%。
 - 3) **地产业务**目前正处于相对低迷期，公司 1-10 月合约销售额下滑 5.9%，预计将影响中短期公司地产业务板块收入。但展望“十四五”，我们认为中建系作为地产板块隐形航母，将逐步走出困境，实现剩者为王，在未来行业复苏期，作为高信用房企销售端将率先复苏，三年地产业务合约销售额增速分别-5.0%/5.0%/4.0%；
 - 4) **勘察设计**，随着 BIM 数字化技术、建筑工业化的快速推进，公司勘设业务将在建筑业变革浪潮下将迎来新风口。我们认为“十四五”期间公司设计类订单将延续平稳发展，三年勘察设计新签订单增速分别 7.0%/5.0%/5.0%

从而得到 2022-2024 年，公司新签合同额分别 40297/45358/49578 亿元，对应新签同比分别增加 14.17%/12.56%/9.30%，“十四五”期间保持高位稳健运行。

表16：公司业务新签订单及地产合约销售额预测表（亿元）

年份	房建	基建	地产	勘察设计	合计	同比增速
2018	16824	6282	2986	127	26271	7.08%
2019	19504	5183	3826	134	28689	9.20%
2020	20753	6810	4287	142	32008	11.57%
2021	22506	8439	4221	129	35295	10.27%
2022E	25432	10718	4010	138	40297	14.17%
2023E	28356	12647	4210	145	45358	12.56%
2024E	31135	13911	4379	152	49578	9.30%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

- **营收、毛利润端：**我们根据订单转结法来推测未来营收。以基建为例，公司基建业务分为交通类和非交通类项目，交通类基建项目建设期约 3-5 年，而非交通包括环保及市政类项目建设期较短，多在 2 年内可交付完工，故公司整体基建工期按四年考虑，并对当前公司两类业务的承接金额及工期进行加权平均，可得基建平均完工结算比例为 40%/30%/15%/15%；房建业务按三年考虑，比例为 30%/35%/35%；勘察设计业务当年内即可结算；地产合约销售额确认收入需要根据销售合同规定，或需要在预售期房屋建造进度达到确认收入条件才能转结，故我们按三年转结，比例为 30%/35%/35%。下表以基建业务订单转结营收为例，其他业务均按订单转结法预测，此处不再赘述。

表17: 公司基建业务营收、利润预测(亿元)

年份	基建订单增速	订单金额	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E	2023E	2024E
2018年	-14%	6282	40%	30%	15%	15%			
2019年	-17%	5183		40%	30%	15%	15%		
2020年	31%	6810			40%	30%	15%	15%	
2021年	24%	8439				40%	30%	15%	15%
2022E	27%	10718					40%	30%	15%
2023E	18%	12647						40%	30%
2024E	10%	13911							40%
订单累计完成额(亿元)			6048	5921	6322	7138	8618	10561	12232
订单转结营收系数			0.46	0.54	0.55	0.57	0.57	0.56	0.54
基建营收(亿元)			2767	3181	3484	4100	4912	5914	6605

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

➤ 下面我们基于公司各版块业务的发展现状, 对2022-2024年各版块利润端进行测算。

- 1) 房建: 随公司房建业务高质量发展逐步推进, 竣工价值较高的公建业务承接比例持续增多, 我们假设未来三年毛利率小幅提升, 分别为7.81%/7.83%/7.85%。
- 2) 基建: 由于基建业务是近期公司优化业务结构的重要方向, 故我们假设未来三年毛利率分别为10.50%/10.45%/10.43%。
- 3) 地产: 考虑行业景气度下行, 预计公司今年房地产业务毛利率略有下降, 但之后业务毛利率小幅回升, 故假设未来三年毛利率分别为21.00%/21.05%/21.10%。
- 4) 勘察设计: 考虑到公司将依托高端人才团队的雄厚技术能力, 承接更多技术壁垒较高订单, 业务毛利率维持较高水平, 假设三年毛利率分别为20.30%/20.10%/19.80%。
- 5) 其他业务: 考虑公司旗下中建环能等多家子公司系细分领域龙头, 我们认为公司新业务板块将延续强势, 维持较高利润率, 分别假设为28.70%/29.30%/28.50%。

表18: 公司各业务板块营收、毛利率预测表

单位: 亿元	2020	2021	2022E	2023 E	2024 E
总营业收入	16150	18913	21644	24189	26845
YoY	13.75%	17.11%	14.44%	11.76%	10.98%
综合毛利率(%)	10.83	11.33	11.06	10.91	10.84
毛利润	1747	2141	2394	2640	2911
其中: 房建	10011	11471	13207	14665	16337
YoY	14.76%	14.58%	15.13%	11.05%	11.40%
毛利率(%)	6.70	7.82	7.81	7.83	7.85
房建毛利润	671	897	1031	1148	1282
其中: 基建	3484	4100	4912	5914	6605
YoY	9.53%	17.66%	19.81%	20.40%	11.68%
毛利率(%)	8.50	10.40	10.50	10.45	10.43
基建毛利润	296	426	516	618	689
其中: 地产	2713	3309	3428	3439	3646
YoY	25.03%	21.99%	3.59%	0.33%	6.00%

毛利率 (%)	26.20	21.07	21.00	21.05	21.10
地产毛利润	711	697	720	724	769
其中: 勘察设计	106	108	116	122	128
YoY	7.21%	2.02%	7.15%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	24.20	21.08	20.30	20.10	19.80
勘察设计毛利润	26	23	24	24	25
其中: 其他业务	213	280	336	404	484
YoY	-10.42%	31.50%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	27.30	31.20	28.70	29.30	28.50
其他业务毛利润	58	59	60	61	62
其中: 内部抵消	-377	-355	-355	-355	-355
YoY	77%	-6%	0%	0%	0%
毛利率 (%)	3.88	-2.71	-2.00	-2.00	-2.00
内部抵消毛利润	-15	10	7	7	7

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

经过上述订单转结法测算以及对利润率的合理假设, 我们预测 2022-2024 年公司总营业收入分别为 21644/24189/26845 亿元, 对应 yoy 分别 14.44%/11.76%/10.98%; 综合毛利率分别 11.06%/10.91%/10.84%; 毛利润分别 2394 /2640 /2911 亿元。

- **净利润端: 核心假设 1)** 考虑 2022 年地产客户违约风险仍然存在, 我们保守估计今年资产和信用资产减值损失不会迅速好转。但未来随公司住宅订单占比逐步减低, 客户信用较高的基建业务占比持续增加, 我们认为 2023 年后此类减值影响或将逐步减少; **2)** 公司期间费用率预计将继续维持在行业较低水平, 控制在 5%以内; **3)** 随着公司运营类资产不断增加, 投资收益未来有望持续增厚。最终我们保守预测公司 2022-2024 年归母净利润分别 569/635/705 亿元, yoy 分别增加 10.74%/11.54%/11.00%。

表19: 简易盈利预测表 (亿元)

单位: 亿元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	18913	21644	24189	26845
YOY	-	14.44%	11.76%	10.98%
营业成本	16771	19250	21549	23934
YOY	-	14.78%	11.94%	11.07%
综合毛利率 (%)	11.33	11.06	10.91	10.84
归母净利润	514	569	635	705
YOY	-	10.74%	11.54%	11.00%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

6.2 估值分析

考虑公司各大业务估值存在显著差异，我们采用分部估值法测算公司价值，得到 2022 年对应合理市值为 2705 亿元。各业务板块可比公司选择考量过程、详细测算如下：

1) 考虑到公司房建业务范围涵盖住宅建筑、公共建筑及工业建筑的施工建造，因此我们选取房建业务占比较多的大型地方国企，上海建工、陕西建工作为可比公司；

2) 考虑到公司基建属性不断增强，近年不断承接城际铁路、轨道交通、高铁、高速公路等大型基建项目，故选取基建类龙头央企中国铁建、中国中铁作为可比公司。

3) 考虑到中建系处于地产央企龙头梯队，我们选取同样为“三道红线”绿档的优质地产央企龙头保利发展、华润置地、招商蛇口作为可比公司。

4) 考虑公司勘察设计业务旗下多个设计研究院系领域龙头，故我们选取工程咨询设计板块龙头公司苏交科、华设集团、设计总院进行参考。

分部测算情景下，预计房建、基建、地产、勘察设计等四大类业务 2022 年估值分别可给到 981、600、1082、43 亿元。根据分部估值法，公司 2022 年对应合理市值约 2705 亿元，超过当前市值 21.2%。

表20: 公司各业务板块对应行业可比公司估值表 (2022.12.29)

证券代码	证券简称	市值 亿元	PE			PB LF		
			2021A	TTM	2022E		2023E	2024E
房建								
600170.SH	上海建工	229	8.5	23.3	9.5	6.1	5.5	0.8
600248.SH	陕西建工	153	5.1	4.8	3.4	2.8	2.5	0.8
	加权平均	-	7.1	15.8	7.0	4.8	4.2	0.8
基建								
601390.SH	中国中铁	1281	5.2	4.5	4.1	3.7	3.3	0.5
601186.SH	中国铁建	965	4.3	4.1	3.5	3.1	2.8	0.5
	加权平均	-	4.8	4.3	3.8	3.4	3.1	0.5
地产								
1109.HK	华润置地	2191	5.9	7.0	6.0	5.4	4.8	0.9
600048.SH	保利发展	1797	6.8	6.7	6.4	6.0	5.4	1.0
001979.SZ	招商蛇口	983	10.2	14.1	10.6	9.4	8.2	1.2
	加权平均	-	7.1	8.3	7.0	6.4	5.7	1.0
勘察设计								
300284.SZ	苏交科	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
603018.SH	华设集团	51	6.4	7.8	7.3	6.3	5.5	1.3
603357.SH	设计总院	42	10.8	10.2	9.6	9.0	8.3	1.4
	加权平均	-	8.4	8.9	8.3	7.5	6.8	1.3
601668.SH	中国建筑	2231	4.3	3.9	3.9	3.5	3.2	0.6

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：除中国建筑 PE 根据浙商建筑组预测计算外，其余盈利数据采用 Wind 一致预期；华润置地市值已按当前汇率折算成人民币。

表21: 分部估值法下, 公司 2022 年业绩对应合理市值约 2705 亿元, 超过当前市值 21.2% (2022.12.29)

单位: 亿元	归母净利润			2022	
	2022E	2023E	2024E	PE	估值
房建	139.47	155.57	172.71	7.0	981
基建	156.55	174.62	193.86	3.8	600
地产	270.41	301.61	334.85	4.0	1082
勘察设计	5.12	5.71	6.34	8.3	43
估值合计					2705

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

注: 考虑到地产业务特殊情况, 这里取 2022 年对应 PE 值为 4.0

6.3 投资建议

投资建议: 预计公司 2022-2024 年总营业收入分别为 21644/24189/26845 亿元, 同比分别增长 14.44%/11.76%/10.98%, 实现归母净利润 569/635/705 亿元, 同比分别增长 10.74%/11.54%/11.00%, 对应 EPS 为 1.36/1.51/1.68 元。现价对应 PE 为 3.92/3.51/3.17 倍, 具备较高安全边际。基于分部估值法测算, 2022 年业绩对应合理市值为 2705 亿元, 超过当前市值 21.2%, 当前估值偏低, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

7 风险提示

- 1、国内基建资金落地不及预期。**2022 年新增地方专项债已超 4 万亿元, 此外国常会等重大会议引导各类政策增量资金投入基建, 整体看今年国家层面的基建资金可保无虞, 但如何撬动社会面的民间融投资流入基建, 地方能否及时拨付专项债资金, 资金能否尽快落地形成实物工作量仍存不确定性, 或影响公司未来基建业务进一步拓展。
- 2、地产行业基本面修复不及预期。**地产业务作为公司的主要创利板块, 若宽松政策落地效果不佳, 销售端长期低迷不及预期, 行业基本面边际修复受阻, 或将影响公司地产业务开展, 收入确认及利润率存不确定性。
- 3、客户信用违约风险。**地产行业已然形成行业竞争新格局, 下游部分客户销售侧承压, 资金端趋紧, 若不能妥善解决潜在的客户信用违约风险, 或将影响公司应收款项回款情况, 相关坏账或将增加公司资产及信用减值损失。
- 4、境内外疫情变化风险。**世界范围看新冠疫情仍具有不确定性, 叠加地缘政治风险的不确定性, 全球宏观经济发展或将承压。公司所处建筑业系劳动密集型行业, 未来疫情变化或将影响公司境内外的订单签订节奏及工程项目执行进度。
- 5、人民币汇率波动风险。**考虑公司境外业务规模较大, 外币交易、资产及负债规模将受到汇率波动影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1714055	2020761	2306428	2630953
现金	327461	439454	549994	682650
交易性金融资产	72	158	115	136
应收账款	198445	287103	350460	421278
其它应收款	60952	69694	77890	86441
预付账款	49378	57749	64648	71801
存货	703446	773791	851170	936287
其他	374302	392811	412152	432359
非流动资产	674194	730799	773814	802014
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	100839	110839	115839	115839
固定资产	43456	45264	46758	47623
无形资产	20653	21871	23627	25748
在建工程	3707	6471	6314	5209
其他	505540	546354	581276	607595
资产总计	2388249	2751560	3080242	3432967
流动负债	1274618	1494583	1655463	1819364
短期借款	59946	122889	147467	169587
应付款项	524029	643913	731603	824527
预收账款	782	895	1001	1111
其他	689861	726886	775393	824140
非流动负债	473929	525866	596644	677173
长期借款	334736	389126	454395	532717
其他	139193	136739	142249	144456
负债合计	1748547	2020449	2252107	2496537
少数股东权益	295802	326807	360345	398156
归属母公司股东权益	343900	404303	467790	538274
负债和股东权益	2388249	2751560	3080242	3432967

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	14361	44777	51453	51845
净利润	77732	87933	97034	108305
折旧摊销	9928	3635	3767	3926
财务费用	11124	16327	14856	15757
投资损失	(4710)	(5353)	(5963)	(6235)
营运资金变动	18455	24983	34844	30922
其它	(98167)	(82748)	(93084)	(100830)
投资活动现金流	(32444)	(36208)	(17835)	(1588)
资本支出	2897	(7365)	(4273)	(2828)
长期投资	(39973)	(30000)	(15000)	0
其他	4631	1157	1437	1240
筹资活动现金流	52483	103425	76922	82399
短期借款	30629	62943	24578	22120
长期借款	41839	54391	65269	78322
其他	(19985)	(13909)	(12924)	(18043)
现金净增加额	34400	111994	110540	132656

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1891339	2164417	2418944	2684493
营业成本	1677137	1924982	2154921	2393377
营业税金及附加	14779	16233	18384	20134
营业费用	6177	6710	7983	8859
管理费用	34534	38960	44267	49395
研发费用	39927	45886	52007	58522
财务费用	11124	16327	14856	15757
资产减值损失	(3418)	(1500)	(900)	(500)
公允价值变动损益	(237)	(100)	(168)	(134)
投资净收益	4710	5353	5963	6235
其他经营收益	1095	1500	1260	1040
营业利润	100601	113373	126682	140590
营业外收支	285	1700	598	861
利润总额	100886	115073	127280	141452
所得税	23154	27140	30246	33146
净利润	77732	87933	97034	108305
少数股东损益	26325	31005	33538	37811
归属母公司净利润	51408	56928	63496	70494
EBITDA	132533	140985	155902	171934
EPS (最新摊薄)	1.23	1.36	1.51	1.68

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	17.11%	14.44%	11.76%	10.98%
营业利润	6.48%	12.70%	11.74%	10.98%
归属母公司净利润	14.38%	10.74%	11.54%	11.02%
获利能力				
毛利率	11.33%	11.06%	10.91%	10.84%
净利率	4.11%	4.06%	4.01%	4.03%
ROE	15.96%	14.08%	13.57%	13.10%
ROIC	11.12%	10.14%	9.75%	9.43%
偿债能力				
资产负债率	73.21%	73.43%	73.11%	72.72%
净负债比率	27.22%	29.61%	30.51%	31.51%
流动比率	1.34	1.35	1.39	1.45
速动比率	0.79	0.83	0.88	0.93
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.84	0.83	0.82
应收账款周转率	11.09	9.83	8.43	7.78
应付账款周转率	3.29	3.34	3.18	3.12
每股指标(元)				
每股收益	1.23	1.36	1.51	1.68
每股经营现金	0.34	1.07	1.23	1.24
每股净资产	8.20	9.64	11.16	12.84
估值比率				
P/E	4.40	3.97	3.56	3.21
P/B	0.66	0.56	0.48	0.42
EV/EBITDA	5.16	5.28	4.87	4.46

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>