

601668.SH

增持

原评级：未有评级

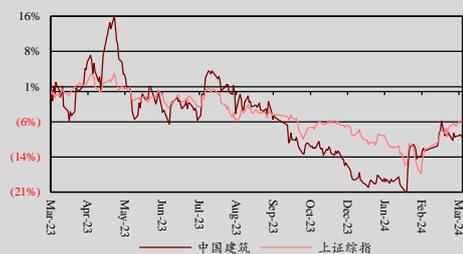
市场价格：人民币 5.29

板块评级：中性

## 本报告要点

- 中国建筑首次覆盖深度报告

## 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	11.6	3.3	9.1	(9.4)
相对上证综指	8.4	(3.3)	7.3	(4.0)

发行股数(百万)	41,619.95
流通股(百万)	41,320.39
总市值(人民币 百万)	220,169.55
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,065.21
主要股东	
中国建筑集团有限公司	56.6122

资料来源：公司公告，Wind，中银证券  
以2024年3月12日收市价为标准

## 相关研究报告

- 《中国建筑》20190118
- 《中国建筑》20181101
- 《中国建筑》20180902

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰：房屋建设II

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

## 中国建筑

## 建筑地产双龙头，稳健经营，提质增效

中国建筑是地产、建筑行业龙头企业，订单及业绩规模稳步增长。短期视角下稳增长及地产宽松政策环境利于公司业务发展，长期视角下公司经营质量有望不断提升。目前公司估值水平处于较低区间，未来有望回升。首次覆盖，给予增持评级。

## 支撑评级的要点

- **建筑、地产双龙头，经营稳健：**中国建筑是我国建筑、地产行业龙头企业，主营房建、基建、地产开发、设计勘察等业务。上市以来公司新签订单及业绩规模稳步增长，穿越多个周期，收入结构、经营质量日益改善。
- **股价周期性特征显著：**公司股价走势与建筑和地产行业发展态势关系密切，周期性特征明显，在基建稳增长行情和地产复苏行情启动时随行业指数抬升获得较高收益；安邦举牌、业绩超预期、股权激励等事件也带动公司股价上涨。
- **短期来看，稳增长及地产宽松政策环境利于公司业务发展：**2024年，我国“稳增长、稳预期、稳就业”政策方向不变，宏观政策逆周期和跨周期调节继续强化。地方政府专项债新增额度较2023年继续提升，且从2024年开始将连续几年发行超长期特别国债用于国家重大战略实施。资金供给相对充足，预计2024年基建投资较高增速有望持续。叠加2023年地产宽松政策持续落地，利于公司业务发展。
- **长期来看，公司经营策略稳健，经营质量有望不断提升：**1) 地产业务领域，中海地产秉持稳健发展理念，土地储备均位于经济发达地区，去化难度较低，负债压力明显低于同业；坚持“主流城市、主流地段、主流产品”的投资策略使中海形成差异化竞争优势，盈利能力较同业企业更强。此轮地产下行周期已历两年，行业集中度不断提升，中国建筑地产板块同样具备市占率提升的逻辑。2) 施工业务领域，公司基建订单金额及占比不断提升，2022年新签基建订单占比已达到29.0%，当年基建业务收入占比达到24.0%。公司房建订单结构持续优化，2023H1住宅订单占比低于30%，工业厂房、保障性住房等新签订单占比不断提升。建筑央企在资金成本、市场资源等方面具备优势，近年行业新签订单逐渐向央企集中，中国建筑市占率不断提升。3) 专业工程领域，中国建筑产业链布局齐全，下属公司涉及装配式建筑、钢结构、环保、混凝土等各个专业领域，并取得较多发展成果。以装配式建筑为例，中建海龙独创的MiC模块化建筑技术开辟国内装配式建筑新时代，与普通建筑企业相比，工期、人均产值、利润率等方面均有明显优势。

## 估值

- 我们认为短期内政策环境利于公司业务发展，长期经营质量有望稳步提升。我们预计2023-2025年公司可实现营业收入**21,659.20、23,334.39、25,193.20**亿元，归母净利润分别为**532.45、590.24、670.78**亿元，EPS分别为**1.28、1.42、1.61**元，PE分别为**4.1、3.7、3.3**倍。首次覆盖，给予**增持**评级。

## 评级面临的主要风险

- 房地产行业复苏不及预期，基建投资增速不及预期，专业工程推进不及预期。

## 投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	1,891,339	2,055,052	2,165,920	2,333,439	2,519,320
增长率(%)	17.1	8.7	5.4	7.7	8.0
EBITDA(人民币 百万)	118,057	112,575	121,806	133,826	152,487
归母净利润(人民币 百万)	51,408	50,950	53,245	59,024	67,078
增长率(%)	14.4	(0.9)	4.5	10.9	13.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.24	1.22	1.28	1.42	1.61
市盈率(倍)	4.3	4.3	4.1	3.7	3.3
市净率(倍)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(倍)	3.9	5.3	5.0	4.7	4.3
每股股息(人民币)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
股息率(%)	5.0	4.7	5.0	5.6	6.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 目录

<b>中国建筑：业绩稳步增长的建筑地产双龙头</b> .....	<b>6</b>
地产、建筑行业双龙头，业绩稳步增长.....	6
股价复盘：周期性显著.....	8
<b>地产业务：稳健经营，剩者为王</b> .....	<b>18</b>
行业端：宽松政策不断加码.....	18
中国建筑地产业务以中海为核心.....	23
中海地产：稳健经营策略占优.....	25
<b>施工业务：结构优化，市占率提升</b> .....	<b>29</b>
新签订单：基建占比提升，住宅占房建比重下降.....	29
市占率：行业订单向央企集中，项目综合化趋势驱动中建市占率进一步提升.....	30
城市更新为公司发展注入新动能.....	35
<b>专业工程：布局全面，成果斐然</b> .....	<b>38</b>
装配式建筑上升为国家战略，中建海龙 MiC 开启装配式新时代.....	38
<b>估值分析与盈利预测</b> .....	<b>44</b>
估值分析.....	44
盈利预测.....	45
可比公司分部估值法.....	46
<b>投资建议</b> .....	<b>48</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>49</b>

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 中国建筑历史沿革.....	6
图表 2. 公司股权结构集中，参控股公司业务覆盖范围全面.....	6
图表 3. 2009-2023 公司建筑业新签订单及同比增速（单位：亿元）.....	7
图表 4. 2009-2023 公司商品房销售金额及同比增速（单位：亿元）.....	7
图表 5. 2009-2023H1 公司营业收入及同比增速（单位：亿元）.....	7
图表 6. 2009-2023H1 公司归母净利及同比增速（单位：亿元）.....	7
图表 7. 公司房屋建筑工程业务营收占比超 60%.....	8
图表 8. 房屋建筑工程及房地产开发投资业务毛利占比较高.....	8
图表 9. 2009-2023H1 公司主要业务毛利率水平.....	8
图表 10. 公司新签基建订单占比逐渐提升（单位：亿元）.....	8
图表 11. 公司历史股价相对申万建筑装饰行业收益情况.....	8
图表 12. 公司历史股价相对申万房地产行业收益情况.....	9
图表 13. 2012-2023 年中国建筑周期性上涨及主要驱动因素梳理.....	9
图表 14. 2009-2011 年公司收益率跑输申万建筑装饰指数.....	9
图表 15. 2009-2011 年公司收益率跑输沪深 300 指数.....	9
图表 16. 2009-2011 年，中国建筑处于消化高估值阶段（单位：倍，元）.....	10
图表 17. 中国建筑股价及沪深 300 指数走势（2012-2013 年）.....	10
图表 18. 2011 年 GDP 增速不断下滑，稳增长预期升温（单位：%）.....	11
图表 19. 2012-2013 年基建和地产投资完成额 ttm 同比增速持续提升.....	11
图表 20. 2012Q3 公司营收及利润增速降至低点，随后反弹.....	11
图表 21. 2013 年公司建筑业订单及商品房销售表现较好.....	11
图表 22. 中国建筑股价及沪深 300 指数走势（2014-2015 年）.....	11
图表 23. 2014-2015 年 GDP 增速继续下滑（单位：%）.....	12
图表 24. ttm 口径下 2014-2015 年基建和地产投资完成额同比增速不断下滑.....	12
图表 25. 中国建筑股价及沪深 300 指数走势（2016-2017 年）.....	13
图表 26. 2016-2017 年 GDP 维持低速增长态势（单位：%）.....	13
图表 27. 2016-2017 年，基建与地产投资共振.....	13
图表 28. 棚改货币化安置启动后，商品房待售面积持续下降（单位：万平方米）.....	14
图表 29. 中国建筑股价及沪深 300 指数走势（2018-2019 年）.....	14
图表 30. 2018-2019 年 GDP 增速继续走低（单位：%）.....	15
图表 31. 中美贸易争端致出口数据下滑严重.....	15
图表 32. 2018.4-2019.9，央行 6 次降准.....	15
图表 33. 2018-2019 年商品房待售面积持续负增长（单位：万平方米）.....	15
图表 34. 2018-2019 年基建、地产投资完成额增速.....	15

图表 35. 中国建筑股价及沪深 300 指数走势 (2020-2022 年)	16
图表 36. 2020-2022 年我国经济下行压力增加 (单位: %)	16
图表 37. 地产政策收紧导致商品房库存持续累积 (单位: 万平方米)	16
图表 38. 稳增长预期形成, 基建投资完成额重回高增长	16
图表 39. 中国建筑股价及沪深 300 指数走势 (2023 年)	17
图表 40. 2006-2023 年, 房地产已经经历四轮完整周期	18
图表 41. 房地产各轮周期及主要政策	18
图表 42. 2020 年以来, 地产开发企业资金来源中国内贷款占比下降	19
图表 43. 房地产开发企业资金来源-其他资金结构	19
图表 44. 2021 年以来我国房地产开发投资增速持续下滑 (单位: 亿元)	19
图表 45. 2021Q2 起我国房屋新开工面积深陷负增长区间 (单位: 万平方米)	19
图表 46. 2022 年我国房地产投资占固定资产投资完成额比重超 20%	20
图表 47. 2022 年我国房地产投资占 GDP 比重超 10%	20
图表 48. 与其他发达国家相比, 我国城镇化率还有约 20% 的提升空间	20
图表 49. 2021-2023 年中央层面房地产行业相关政策	21
图表 50. 2021-2023 年地方层面房地产行业相关政策	22
续图表 50. 2021-2023 年地方层面房地产行业相关政策	23
图表 51. 中国建筑旗下地产品牌简介	24
图表 52. 2008-2023H1 中海地产当年新增土储规模 (单位: 万平方米)	25
图表 53. 2008-2022 年中海地产当年总土地储备规模 (单位: 万平方米)	25
图表 54. 中海地产当年新增土地储备地区分布情况 (单位: 万平方米)	25
图表 55. 中海地产总土地储备地区分布情况 (单位: 万平方米)	25
图表 56. 中海地产 ROE 略低于行业平均水平, 主要系公司权益乘数较低 (单位: %)	26
图表 57. 中海地产净利率明显高于同业平均水平 (单位: %)	26
图表 58. 中海地产总资产周转率与同业平均水平接近 (单位: 次)	26
图表 59. 中海地产权益乘数显著低于同业平均水平 (单位: 倍)	26
图表 60. 中海地产毛利率高于其他七家房企毛利率平均值 (单位: %)	27
图表 61. 中海地产期间费用率明显低于同业平均水平 (单位: %)	27
图表 62. 中海地产销售费用率低于同业平均水平 (单位: %)	27
图表 63. 中海地产管理费用率低于同业平均水平 (单位: %)	27
图表 64. 中海地产财务费用率低于同业平均水平 (单位: %)	27
图表 65. 2015-2023 年销售金额排名前十房企	28
图表 66. 中国建筑新签房建、基建及勘察设计订单占比情况	29
图表 67. 中国建筑房建、基建、地产开发、勘察设计等业务收入占比情况	29
图表 68. 近年基建新签订单增速超过房建 (单位: 亿元)	29
图表 69. 房建订单中住宅占比逐年下降, 工业厂房、商用写字楼等占比增加	29
图表 70. 公司年度新签订单规模是收入规模的 1.5 倍以上 (单位: 亿元)	30
图表 71. 公司在手订单充足, 未来收入有保障 (单位: 亿元)	30

图表 72. 建筑行业新签订单增速趋于下行 (单位: 亿元) .....	30
图表 73. 建筑行业新签订单向建筑央企集中 (单位: 亿元) .....	30
图表 74. 公司建筑业施工面积行业占比不断提升 (单位: 万平方米) .....	31
图表 75. 新签订单口径下, 中国建筑市占率持续提升 (单位: 亿元) .....	31
图表 76. 工程总承包 (EPC) 相关政策规定 .....	32
图表 77. 中国建筑部分工程总承包 (EPC) 项目 .....	33
图表 78. 建筑行业绿色化、智能化相关政策 .....	34
图表 79. 中国建筑绿色化、智能化转型措施及案例 .....	35
图表 80. 中央层面城市更新相关政策 .....	36
图表 81. 中国建筑部分城市更新项目公告主要内容 .....	37
图表 82. 中国建筑下属部分专业领域企业概况 .....	38
图表 83. 装配式建筑相关政策规定 .....	39
续图表 83. 装配式建筑相关政策规定 .....	40
图表 84. 中建海龙是中国建筑国际 (3311.HK) 下属建筑科技公司 .....	40
图表 85. 截至 2023 年 10 月, 中建海龙已布局 7 个装配式建筑生产基地, 能够辐射长三角、成渝和粤港澳大湾区等主要经济圈 .....	41
图表 86. 中建海龙七大系列“模”方产品介绍 .....	42
续图表 86. 中建海龙七大系列“模”方产品介绍 .....	43
图表 87. 中国建筑估值水平已降至历史较低位 (单位: 倍) .....	44
图表 88. 与其他建筑央企相比, 中国建筑 PE(TTM) 长期处于较低水平 (单位: 倍) .....	44
图表 89. 与其他建筑央企相比, 中国建筑 PB 水平也较低 (单位: 倍) .....	45
图表 90. 中国建筑盈利预测 (单位: 亿元) .....	46
图表 91. 施工业务可比公司估值表 .....	47
图表 92. 地产业务可比公司估值表 .....	47
损益表(人民币 百万) .....	50
现金流量表(人民币 百万) .....	50
财务指标 .....	50
资产负债表(人民币 百万) .....	50

## 中国建筑：业绩稳步增长的建筑地产双龙头

### 地产、建筑行业双龙头，业绩稳步增长

中国建筑是由中建总公司、中国石油集团、宝钢集团和中化集团作为发起人共同设立的股份有限公司。各方于2007年11月2日签订了《中国建筑股份有限公司发起人协议》，中建总公司作为中国建筑的主发起人，将房屋建筑工程、基础设施建设与投资、房地产开发与投资、设计勘察及其他业务相关的净资产作为出资投入其中，其他发起人各以货币出资。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之一，在房屋建筑工程、基础设施建设与投资、房地产开发与投资、勘察设计等领域均居行业领先地位。2009年7月，中国建筑在上海证券交易所上市（股票简称：中国建筑，股票代码：601668.SH）。

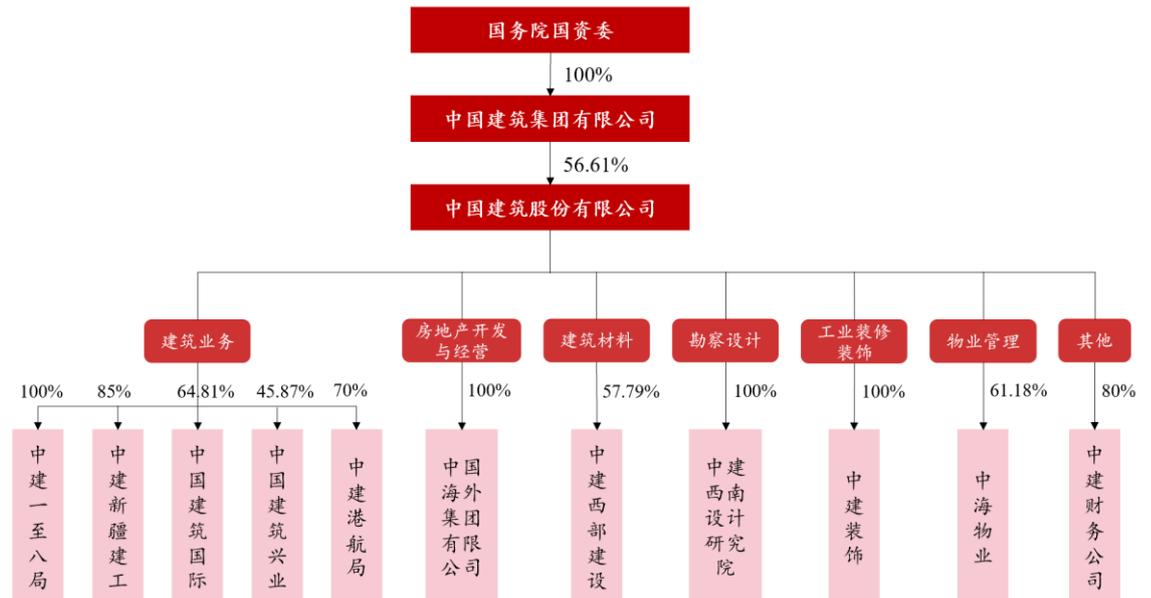
图表 1. 中国建筑历史沿革



资料来源：公司官网，中银证券

**公司实控人为国资委，股权结构集中。**中国建筑实际控制人为国务院国资委。2023 年三季报显示，第一大股东中国建筑集团有限公司对中国建筑的持股比例为 56.37%，前十大股东合计持股比例为 67.48%，股权结构较为集中。2023 年 10 月 25 日至 2024 年 1 月 18 日，控股股东中建集团累计增持公司 10,084.59 万股 A 股股份，持股比例达到 56.61%。公司旗下主要参控股公司业务涵盖房地产开发与经营、建筑材料、勘察设计、建筑安装、建筑装饰、物业管理等建筑全产业链，业务覆盖范围全面。

图表 2. 公司股权结构集中，参控股公司业务覆盖范围全面



资料来源：iFind，中银证券

注：股权结构数据截至 2024 年 1 月 18 日，旗下参控股公司数据截至 2023 年中报

公司上市以来，新签订单规模及业绩稳步增长。2009-2023 年，公司建筑业新签订单金额从 4,123 亿元增长至 38,707 亿元，CAGR+17.4%；商品房销售金额从 469 亿元增长至 4,514 亿元，CAGR+17.6%。新签订单金额提升带动公司营收规模快速增长。2009-2022 年，公司营业收入从 2,603.8 亿元增长至 20,550.5 亿元，CAGR+17.2%，公司综合毛利率水平保持相对稳定。

图表 3. 2009-2023 公司建筑业新签订单及同比增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2009-2023 公司商品房销售金额及同比增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2009-2023H1 公司营业收入及同比增速（单位：亿元）



资料来源：公司财报，中银证券

图表 6. 2009-2023H1 公司归母净利润及同比增速（单位：亿元）



资料来源：公司财报，中银证券

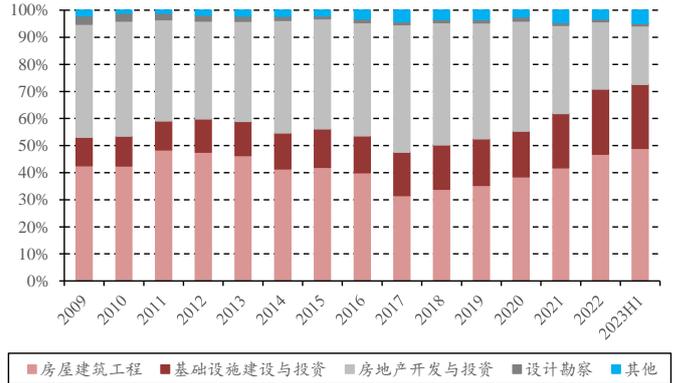
房屋建筑工程业务是公司主要业务，营收占比超过 60%。中国建筑主营业务为房屋建筑工程、基础设施建设与投资、房地产开发与投资、勘察设计等。其中房屋建筑工程营收占比最高，超过 60%；受地产下行及稳增长政策影响，公司基建业务新签订单规模不断提升，从 2014 年的 2,349 亿元增长至 2022 年的 10,151 亿元，CAGR+20.1%，使得基建业务收入占比不断提升，从 2014 年的 14.9% 提升至 2022 年的 24.0%。公司房地产开发与投资收入占比不到 20%，但该业务毛利率水平较高，2009-2021 年贡献的毛利占比均在 30% 以上。2022 年受宏观环境影响，基建业务毛利贡献提升，地产投资毛利占比则下降至 24.9%。

图表 7. 公司房屋建筑工程业务营收占比超 60%



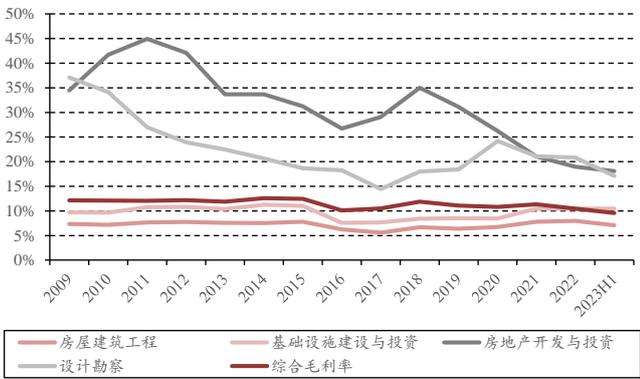
资料来源：公司财报，中银证券

图表 8. 房屋建筑工程及房地产开发投资业务毛利占比较高



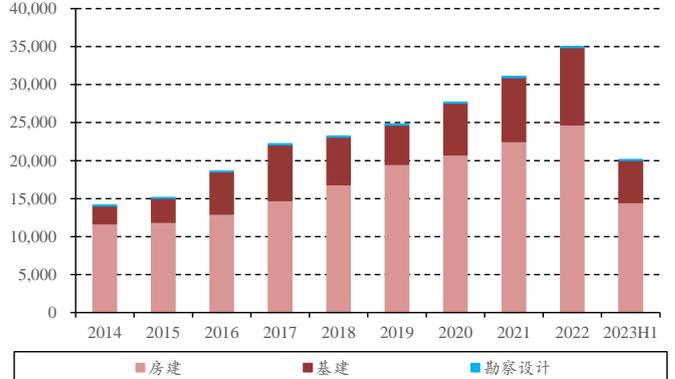
资料来源：公司财报，中银证券

图表 9. 2009-2023H1 公司主要业务毛利率水平



资料来源：公司财报，中银证券

图表 10. 公司新签基建订单占比逐渐提升 (单位：亿元)

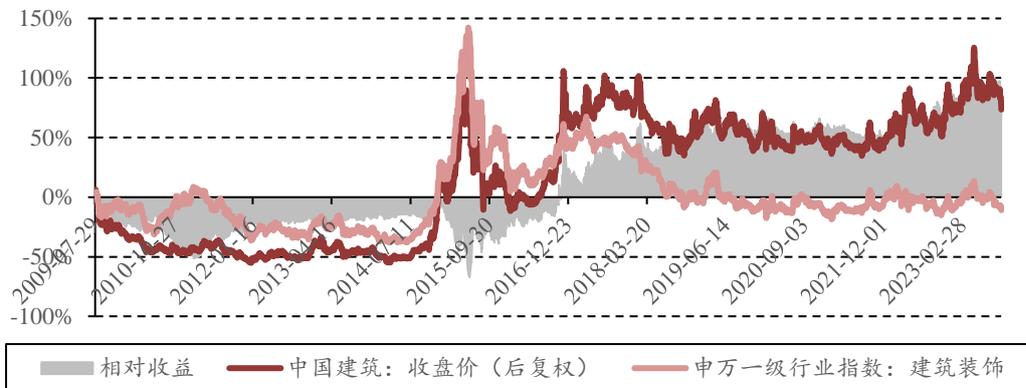


资料来源：公司财报，中银证券

## 股价复盘：周期性显著

复盘中国建筑历史股价相对收益走势，可以发现公司股价与建筑装饰行业和房地产行业走势具有较强关联性。

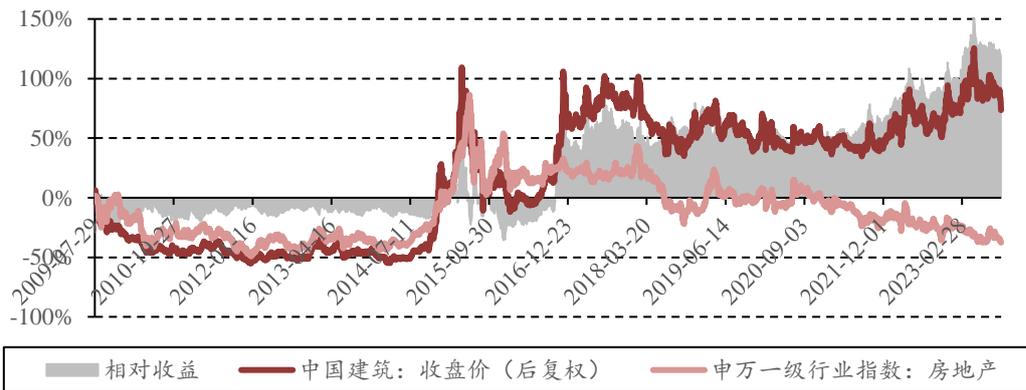
图表 11. 公司历史股价相对申万建筑装饰行业收益情况



资料来源：iFind，中银证券

注：中国建筑收益率=当日收盘价/上市当日收盘价-1，申万建筑收益率=当日行业指数/中国建筑上市当日行业指数-1，相对收益=中国建筑收益率-申万建筑收益率

图表 12. 公司历史股价相对申万房地产行业收益情况



资料来源: iFind, 中银证券

注: 中国建筑收益率=当日收盘价/上市当日收盘价-1, 申万房地产收益率=当日行业指数/中国建筑上市当日行业指数-1, 相对收益=中国建筑收益率-申万房地产收益率

中国建筑股价走势与建筑和地产行业发展态势关系密切, 呈现较为明显的周期性特征。经济下行、稳增长行情加速启动时, 货币政策、财政政策趋于宽松, 基建投资增速回升, 建筑指数随之抬升, 中国建筑可跟随建筑指数取得较高的超额收益。社融宽松、地产销售回暖往往是复苏行情开端, 中国建筑可跟随地产指数取得较高的绝对收益。

图表 13. 2012-2023 年中国建筑周期性上涨及主要驱动因素梳理

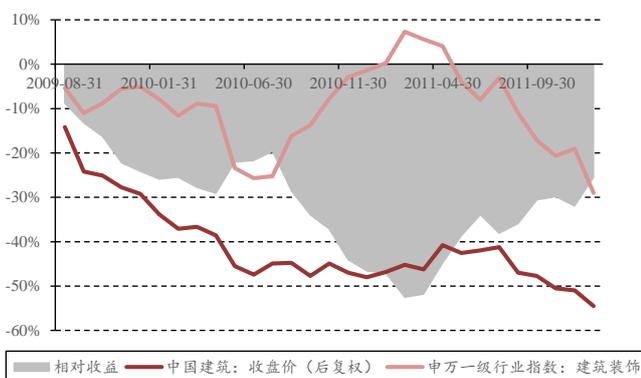
时段	中国建筑股价最高涨幅 (%)	超额收益 (%)	主要驱动因素
2012.09-2013.02	41.23	17.37	基建地产共振, 公司基本面回暖
2014.03-2015.05	363.39	236.97	牛市背景, 国企改革, “一带一路”, PPP
2016.01-2016.11	133.33	112.70	前期政策落地, 棚改货币化安置, 安邦两度举牌
2018.07-2019.03	27.87	15.94	政策趋于宽松, 中国建筑第三期股权激励
2021.07-2022.06	41.87	65.04	定调稳增长, 基建投资高速增长
2022.11-2023.05	49.44	34.61	中特估, “一带一路”

资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

注: 超额收益为中国建筑相对于沪深 300 指数的超额收益

**2009-2011: 消化高估值阶段。**中国建筑于 2009 年 7 月 29 日上市, 正处于四万亿政策刺激下建筑行业高速扩张的阶段。上市首日公司动态市盈率一度超过 60 倍, 从上市至 2011 年底公司均处于消化估值阶段, 收益率明显跑输沪深 300 指数。

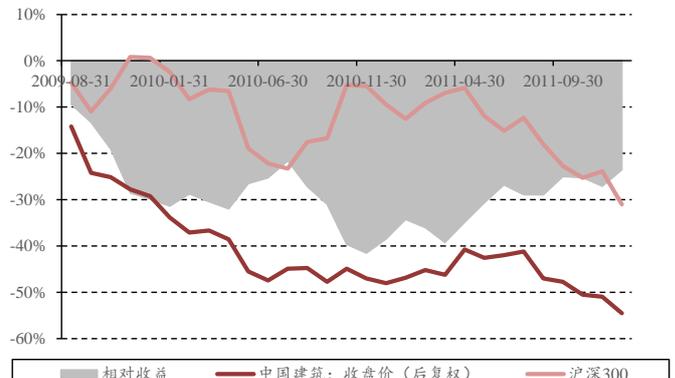
图表 14. 2009-2011 年公司收益率跑输申万建筑装饰指数



资料来源: 公司财报, 中银证券

注: 中国建筑收益率=当日收盘价/上市当日收盘价-1, 申万建筑收益率=当日行业指数/中国建筑上市当日行业指数-1, 相对收益=中国建筑收益率-申万建筑收益率

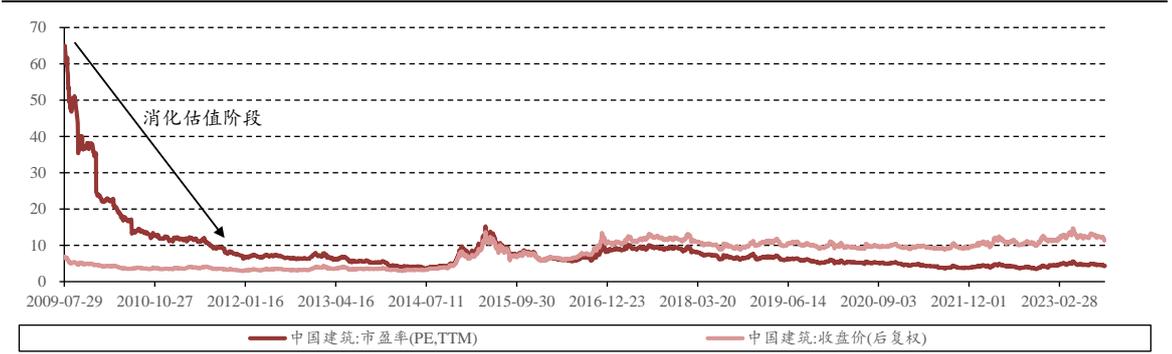
图表 15. 2009-2011 年公司收益率跑输沪深 300 指数



资料来源: 公司财报, 中银证券

注: 中国建筑收益率=当日收盘价/上市当日收盘价-1, 沪深 300 指数收益率=当日收盘指数/中国建筑上市当日收盘指数-1, 相对收益=中国建筑收益率-沪深 300 指数收益率

图表 16. 2009-2011 年，中国建筑处于消化高估值阶段（单位：倍，元）



资料来源：iFind，中银证券

**2012-2013: 稳增长预期升温, 基建投资增速回升。**2011 年, 四万亿计划对经济的拉动作用逐渐减弱, 基建和地产投资增速下滑; 叠加欧债危机影响, 全球贸易景气度持续下行, 导致我国 GDP 增速逐季下滑, 稳增长预期不断升温。2011 年 12 月, 中央经济工作会议定调“稳增长为第一任务”, 同月央行降准降息, 货币政策转向宽松; 2012 年继续实行积极的财政政策, 安排财政赤字 8000 亿元。稳增长政策下基建投资快速回升, 投资增速从 2012 年 2 月的-2.4%提升至 2012 年 12 月的 24.2%; 2012 年地产投资单月增速均在 9% 以上, 商品房销售面积累计增速在四季度回正。2013 年基建和地产共振。从基本面角度来看, 中国建筑收入和净利润增速在 2012 年三季度触底, 建筑业新签合同增速在四季度降至 3.3%, 2013 年各项数据则明显反弹, 表现强势。

2012 年 4 季度起公司基本面开始回暖, 且 2013 年全年表现均较好。但中国建筑这波上涨行情从 2012 年 9 月开始, 到 2013 年 2 月见顶, 涨幅达到 41.2%; 4 月份跟随大盘回调但未达到 2 月份高点, 6 月份钱荒的出现使行情彻底终结, 未能延续全年。

图表 17. 中国建筑股价及沪深 300 指数走势（2012-2013 年）



资料来源：iFind，中银证券

注：中国建筑收益率=当日收盘价/2012 年首个交易日收盘价-1，沪深 300 指数收益率=当日收盘指数/2012 年首个交易日收盘指数-1，相对收益=中国建筑收益率-沪深 300 指数收益率

图表 18. 2011 年 GDP 增速不断下滑, 稳增长预期升温(单位: %)



资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 19. 2012-2013 年基建和地产投资完成额 ttm 同比增速持续提升



资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 20. 2012Q3 公司营收及利润增速降至低点, 随后反弹



资料来源: iFind, 中银证券

图表 21. 2013 年公司建筑业订单及商品房销售表现较好



资料来源: iFind, 中银证券

**2014-2015: 大牛市背景下, 公司股价涨幅显著。**中国建筑第三波行情出现在 2014 年 3 月至 2015 年 5 月, 上涨幅度超过 360%。该轮上涨主要依托于 2014-2015 年的大牛市背景, 以及国企改革、“一带一路”、PPP 的提出和落地。2014-2015 年, GDP 增速水平持续下滑, 基建、地产投资完成额增速趋缓, 我国经济进入低速增长期, 宏观调控政策由“稳增长”向“调结构”转变。

图表 22. 中国建筑股价及沪深 300 指数走势 (2014-2015 年)



资料来源: iFind, 中银证券

注: 中国建筑收益率=当日收盘价/2014 年首个交易日收盘价-1, 沪深 300 指数收益率=当日收盘指数/2014 年首个交易日收盘指数-1, 相对收益=中国建筑收益率-沪深 300 指数收益率

## 国企改革

2013年11月，十八届三中全会决定积极发展国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济，推动国有企业完善现代企业制度，以规范经营决策、资产保值增值、公平参与竞争、提高企业效率、增强企业活力、承担社会责任为重点，进一步深化国有企业改革，国企改革大幕正式拉开。2014年7月，国务院国资委发布四项改革试点，标志着央企层面的改革工作正式展开。2015年8月，党中央、国务院颁布了《关于深化国有企业改革的指导意见》，出台多个配套文件，形成了“1+N”政策体系，明晰了全面深化国企改革的主要思路。

## “一带一路”

2013年9月和10月，国家主席习近平在出访中亚和东南亚国家期间，先后提出共建“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”的重大倡议，合称“一带一路”倡议。2014年12月，中国外汇储备、中国投资责任有限公司、中国进出口银行和国家开发银行共同出资设立丝路基金，重点在“一带一路”发展进程中寻找投资机会并提供相应的投融资服务。2015年，国家发改委等部门联合发布《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，成为“一带一路”的顶层设计框架。

## PPP

2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《意见》）。《意见》提出，要赋予地方政府依法适度举债融资权限，加快建立规范的地方政府举债融资机制，坚决制止地方政府违法违规举债。同时，《意见》提出推广使用政府与社会资本合作（PPP）模式，鼓励社会资本通过特许经营等方式，参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。

图表 23. 2014-2015 年 GDP 增速继续下滑（单位：%）



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 24. ttm 口径下 2014-2015 年基建和地产投资完成额同比增速不断下滑



资料来源：国家统计局，中银证券

**2016-2017：前期政策落地+安邦举牌，中国建筑股价再次高涨。**2015年4月，中央政治局会议强化稳增长基调，稳健的货币政策趋于宽松，积极的财政政策力度加大。2016-2017年，我国GDP保持低速稳健增长态势，前期“一带一路”、PPP等政策逐步兑现，2015年6月棚改货币化安置政策的实施推动商品房库存快速去化，地产投资触底回升。中国建筑此轮上涨行情分为两个阶段，2016年1-8月，基建和地产投资共振带动中国建筑股价涨幅超过30%；2016年10-11月，安邦举牌中国建筑使公司股价升至高点，涨幅超50%。

图表 25. 中国建筑股价及沪深 300 指数走势 (2016-2017 年)



资料来源: iFind, 中银证券

注: 中国建筑收益率=当日收盘价/2016 年首个交易日收盘价-1, 沪深 300 指数收益率=当日收盘指数/2016 年首个交易日收盘指数-1, 相对收益=中国建筑收益率-沪深 300 指数收益率

### 棚改货币化安置

2015 年 6 月, 国务院颁布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》, 棚改补偿模式由实物货币安置并重转向货币安置优先, 棚改进入 2.0 时代。2015 年 8 月, 住建部发布《关于进一步推进棚改货币化安置的通知》, 提出按照原则上不低于 50% 的比例确定本地区棚改货币化安置目标, 对库存大、消化周期长的地区要进一步提高棚改货币化安置比例。棚改货币化政策对房地产市场行情产生了明显的推涨作用, 商品房库存下滑, 地产投资增速回升。

### 安邦举牌

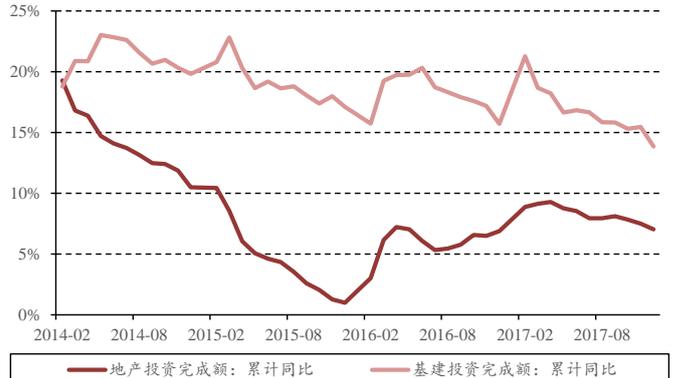
2016 年 11 月 17 日, 安邦资产通过“安邦资产-共赢 3 号集合资产管理产品”持有中国建筑 15 亿股普通股, 占公司普通股总股本的 5%; 2016 年 11 月 18 日至 21 日, 安邦资产通过二级市场买入方式增持公司普通股 3.63 亿股, 合计持有 18.63 亿股公司普通股, 占公司普通股总股本的 6.21%; 2016 年 11 月 24 日, 安邦资产合计持有公司普通股 30 亿股, 占公司普通股总股本的 10%。安邦资产举牌中国建筑一定程度上表明其对公司未来发展前景和盈利能力的看好, 也推动了公司股价快速上涨。2016 年 11 月中国建筑股价涨幅超过 50%。

图表 26. 2016-2017 年 GDP 维持低速增长态势(单位:%)



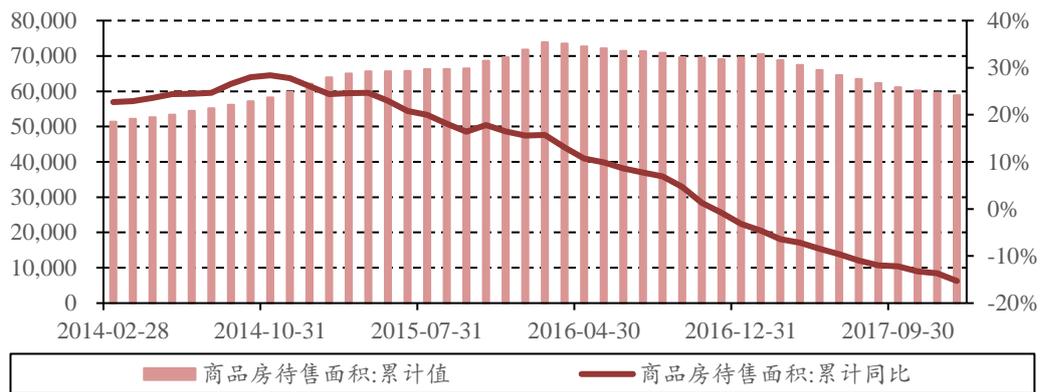
资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 27. 2016-2017 年, 基建与地产投资共振



资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 28. 棚改货币化安置启动后，商品房待售面积持续下降（单位：万平方米）



资料来源：国家统计局，中银证券

**2018-2019：政策趋于宽松，中国建筑第三期股权激励推升股价。**2018年7月至2019年4月，中国建筑股价涨幅超过30%。2018年二季度，中美贸易争端加剧，我国出口增速中枢下降，经济下行压力增加。货币政策由偏紧开始转向谨慎放松，2018年4月至2019年9月，人民银行先后6次降低金融机构存款准备金率。商品房待售面积持续负增长，地产投资增速维持较高水平；但坚决遏制地方政府隐性债务增量、发行地方政府专项债置换城投债以及PPP项目集中清库导致基建投资资金规模下滑，市场对建筑行业未来订单持续性信心不足，基建投资增速开始下滑。

2018年7月，中国建筑开启第三期限限制性股票激励计划，向不超过2200名激励对象授予不超过6.6亿股限制性股票，授予总股数占公司股本总额的比例不超过1.6%。该股票激励计划成为驱动行情的重要资金来源。12月回购结束后股价有所回调，2019年随着基建和地产投资增速回升，且中国建筑2018年业绩预告显示公司当年业绩表现较好，公司股价再次反弹。

图表 29. 中国建筑股价及沪深 300 指数走势（2018-2019 年）



资料来源：iFind，中银证券

注：中国建筑收益率=当日收盘价/2018年首个交易日收盘价-1，沪深300指数收益率=当日收盘指数/2018年首个交易日收盘指数-1，相对收益=中国建筑收益率-沪深300指数收益率

图表 30. 2018-2019 年 GDP 增速继续走低 (单位: %)



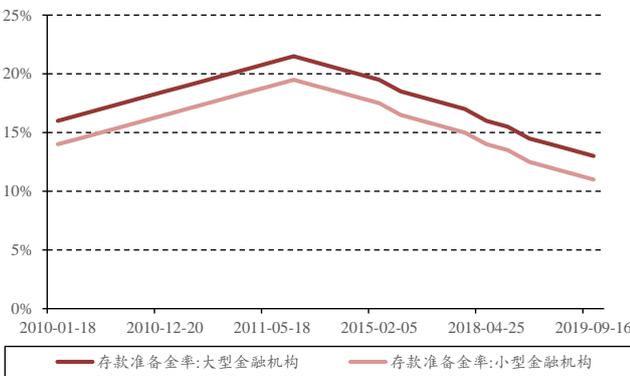
资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 31. 中美贸易争端致出口数据下滑严重



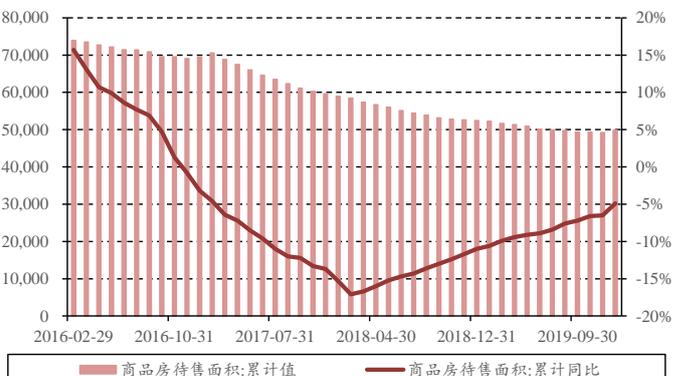
资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 32. 2018.4-2019.9, 央行 6 次降准



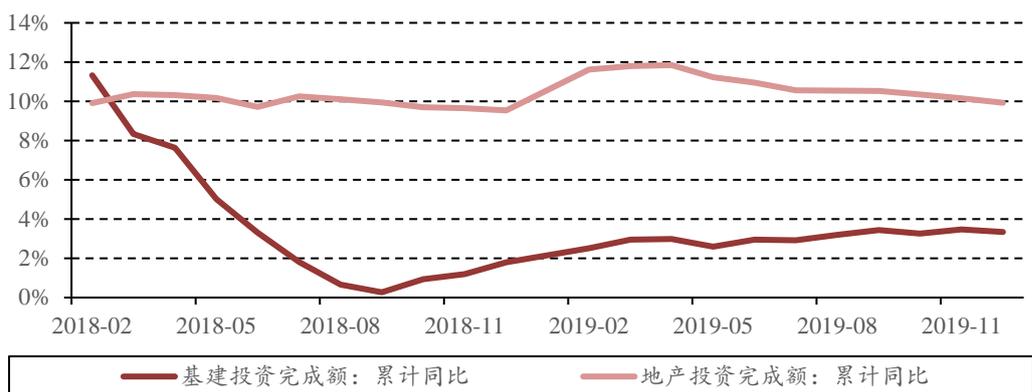
资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 33. 2018-2019 年商品房待售面积持续负增长 (单位: 万平方米)



资料来源: 国家统计局, 中银证券

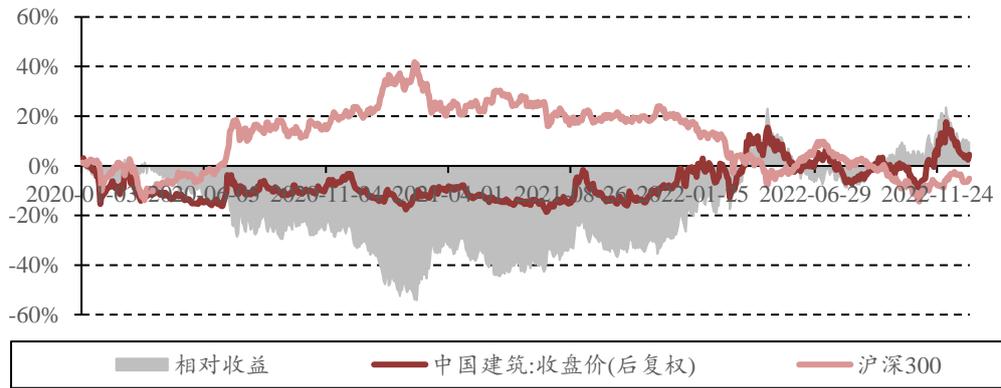
图表 34. 2018-2019 年基建、地产投资完成额增速



资料来源: 国家统计局, 中银证券

**2020-2022: 稳增长预期形成, 基建投资高速增长, 中国建筑从中受益。**2020 年以来, 新冠疫情影响叠加地产行业政策持续收紧, 我国经济下行压力加大。2021 年 7 月, 中央政治局会议文件中删除“不急转弯”、“稳增长压力较小”等相关表述, 基建投资拉动经济增长预期提升。2021 年 12 月, 中央经济工作会议要求 2022 年经济工作要“稳字当头、稳中求进”, “保证财政支出强度, 加快支出进度, 适度超前开展基础设施投资”, 基建稳增长正式确认。2022 年, 我国单月平均基建投资增速超过 10%。2021 年 7 月至 2022 年 6 月, 中国建筑股价涨幅超过 40%。

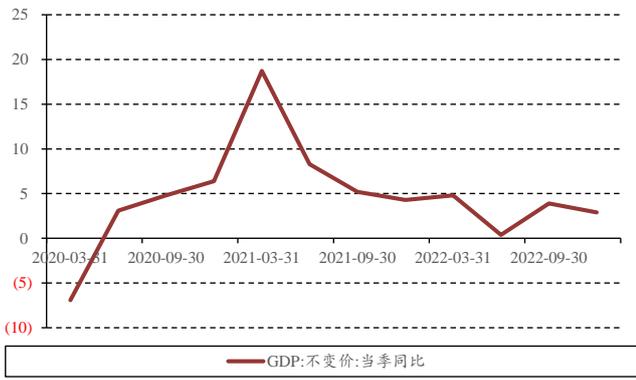
图表 35. 中国建筑股价及沪深 300 指数走势 (2020-2022 年)



资料来源: iFind, 中银证券

注: 中国建筑收益率=当日收盘价/2020 年首个交易日收盘价-1, 沪深 300 指数收益率=当日收盘指数/2020 年首个交易日收盘指数-1, 相对收益=中国建筑收益率-沪深 300 指数收益率

图表 36. 2020-2022 年我国经济下行压力增加 (单位: %)



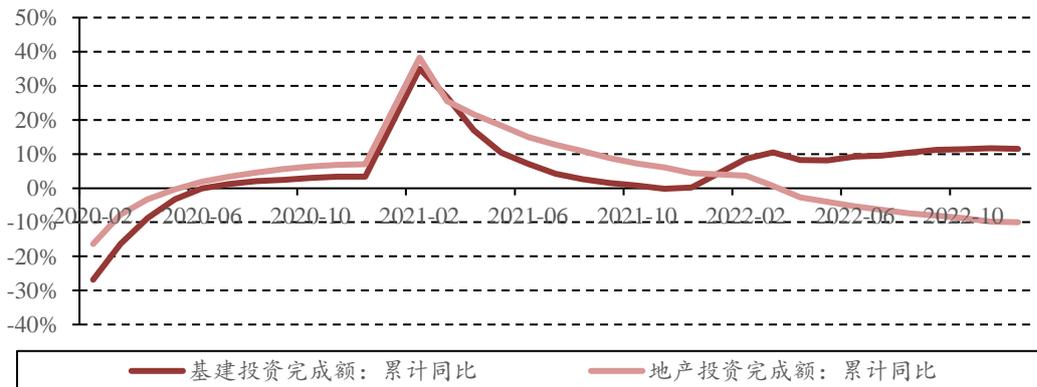
资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 37. 地产政策收紧导致商品房库存持续累积 (单位: 万平方米)



资料来源: 国家统计局, 中银证券

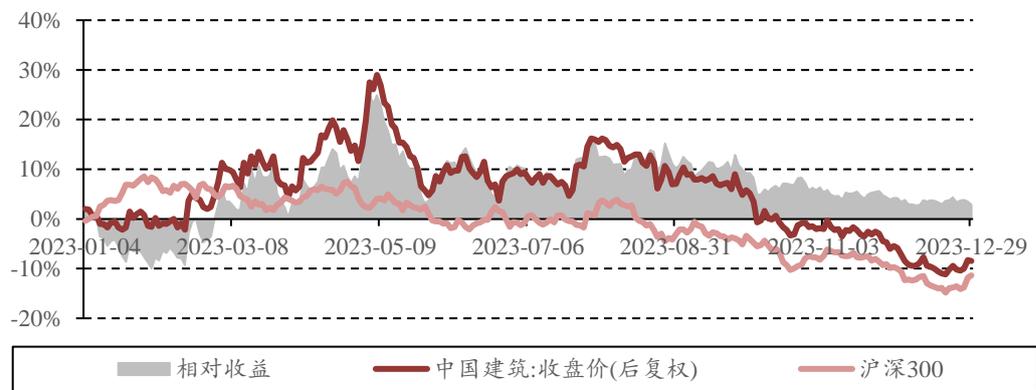
图表 38. 稳增长预期形成, 基建投资完成额重回高速增长



资料来源: 国家统计局, 中银证券

**2023年：“中特估”、“一带一路”十周年等主题投资推动股价上涨。**2022年11月，中国证监会主席易会满在金融界年会论坛上发表主题演讲，提出“探索建立具有中国特色的估值体系”，上市公司尤其是国有上市公司，要加强专业化战略性整合，提升核心竞争力，让市场更好地认识企业的内在价值。2022年12月，上海证券交易所发布《中央企业综合服务三年行动计划》，提出“服务推动央企估值回归合理水平”。2023年1月，国务院国资委召开中央企业负责人会议，将中央企业考核指标体系由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，促进中央企业更加注重经营质量，实现高质量发展。2023年3月，《政府工作报告》提出“提高国企核心竞争力，完善中国特色国有企业现代公司治理”。中国特色估值体系在较短时间被反复提及，为重新评估央企内在价值并反映在股价中提供了较大的想象空间。2023年恰逢“一带一路”倡议提出十周年，我国已与150多个国家、30多个国际组织签署了200多份共建“一带一路”合作文件，形成3000多个合作项目，拉动近万亿美元投资规模。中国建筑作为建筑行业规模最大的中央企业，也是“一带一路”中率先出海的领军企业，2022年11月至2023年5月公司股价上涨幅度接近50%。

**图表 39. 中国建筑股价及沪深 300 指数走势（2023 年）**



资料来源：iFind，中银证券

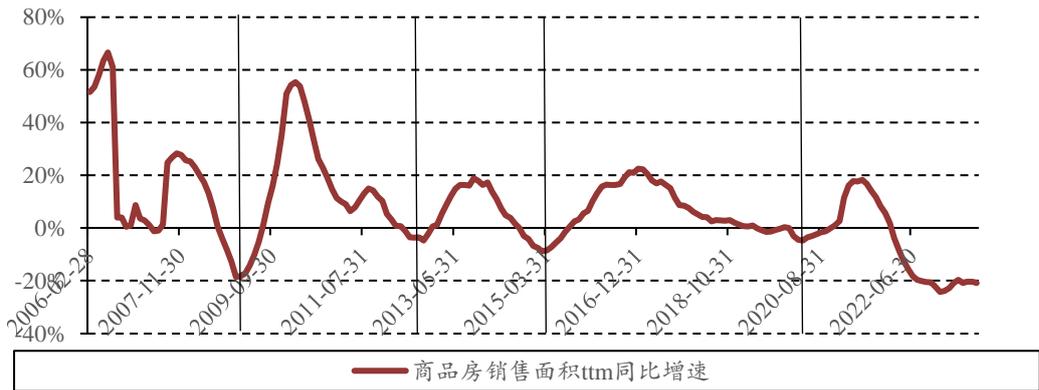
注：中国建筑收益率=当日收盘价/2023年首个交易日收盘价-1，沪深300指数收益率=当日收盘指数/2023年首个交易日收盘指数-1，相对收益=中国建筑收益率-沪深300指数收益率

## 房地产业务：稳健经营，剩者为王

### 行业端：宽松政策不断加码

2006 年至今，我国房地产行业历经四轮完整周期，目前仍处于下行趋势中。以商品房销售面积 ttm 同比增速作为划分依据，2006-2023 年，我国房地产行业已经经历四轮完整周期。2020Q2 至今，地产处于新一轮周期中，ttm 口径下商品房销售面积增速先增后降，目前仍处于下行趋势中。

图表 40. 2006-2023 年，房地产已经经历四轮完整周期



资料来源：iFind，中银证券

图表 41. 房地产各轮周期及主要政策

周期	时段	上行周期	下行周期
第一轮	2006Q1-2009Q1	货币供应量处于高位，城镇化加速	2007 年 9 月，规定二套房最低首付比例不得低于 40%
第二轮	2009Q2-2012Q3	2008 年 10 月，房贷利率七折优惠	2009 年 12 月，国四条 2010 年 1 月，国十一条 2011 年 1 月，新国八条
第三轮	2012Q4-2015Q1	2011 年 12 月，首提降准，M2 回升	2013 年 2 月，新国五条 2013 年 11 月，多城出台限购政策
第四轮	2015Q2-2020Q1	2014 年 5 月，限购基本松绑 2014 年 9 月，930 新政 2015 年 330、831、930 新政	2016 年 9 月，重启限购 首提“房住不炒”定位
2020Q2 至今		低基数	2020 年 8 月，“三道红线”

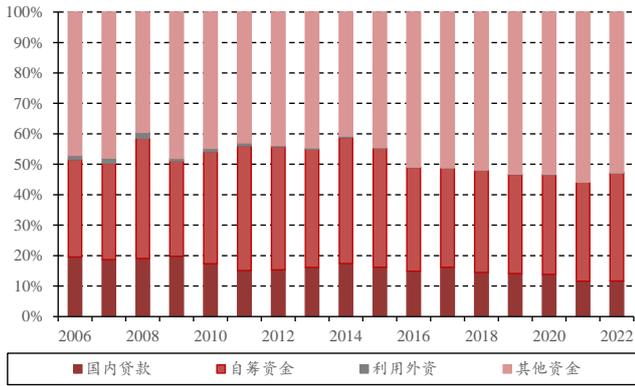
资料来源：中国政府网，克而瑞，中银证券

在 2006 年以后的四轮房地产周期中，第四轮周期（2015Q2-2020Q1）延续时间最长。2014 年“930”新政和 2015 年“330”新政出台后，2015 年二季度房地产销售面积增速已经转正；2015 年 6 月出台的棚改货币化安置政策进一步推动了房地产行业库存去化，房企以高杠杆、高周转模式快速向低能级城市下沉，对三四线城市商品房销售形成提振作用。2018 年中美贸易问题升级导致货币政策逐渐放宽，2020 年新冠疫情爆发进一步加剧了流动性宽松，周期尾部与流动性宽松的叠加是造成本轮周期拉长的重要原因。

2020 年 8 月，央行、银保监会等机构要求房地产企业满足“三道红线”要求，即剔除预收款项后资产负债率不超过 70%、净负债率不超过 100%、现金短债比大于 1。在这三个指标之上，将房企划为四档，并对其有息负债增加规模进行限制。但即使满足这三个条件的“绿档”房企，其有息债务规模年增速也只放宽至 15%。“三道红线”政策的出台给房企高周转模式按下停止键，导致房地产企业难以通过举债扩大规模和偿还债务，而要更多依赖于销售回款。

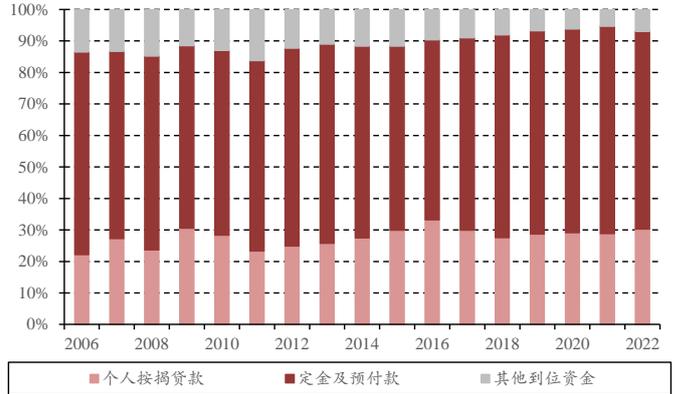
“三道红线”政策出台后，开发商融资受到限制，高周转模式难以为继，导致多家房企出现流动性问题。2021 年下半年，以恒大为代表的房企信用危机事件频发，流动性不足导致房企新开工和推盘放缓，销售下行。反映到数据上，2021 年 7 月，房地产开工面积单月同比降幅超 20%，环比上月扩大 17.7 个百分点；8 月房地产销售面积同比降幅超 15%，环比上月降幅也明显扩大。

图表 42. 2020 年以来，地产开发企业资金来源中国内贷款占比下降



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 43. 房地产开发企业资金来源-其他资金结构



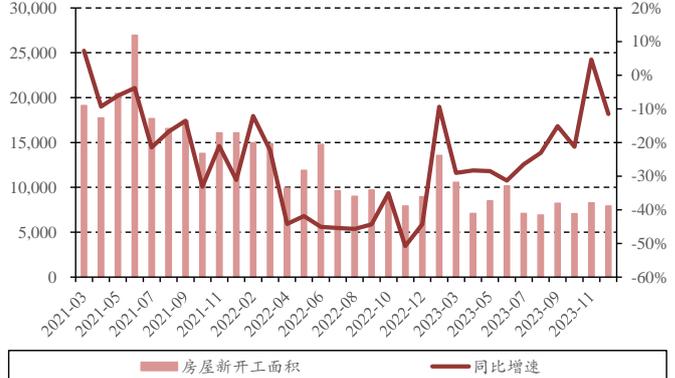
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 44. 2021 年以来我国房地产开发投资增速持续下滑 (单位：亿元)



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 45. 2021Q2 起我国房屋新开工面积深陷负增长区间 (单位：万平方米)



资料来源：国家统计局，中银证券

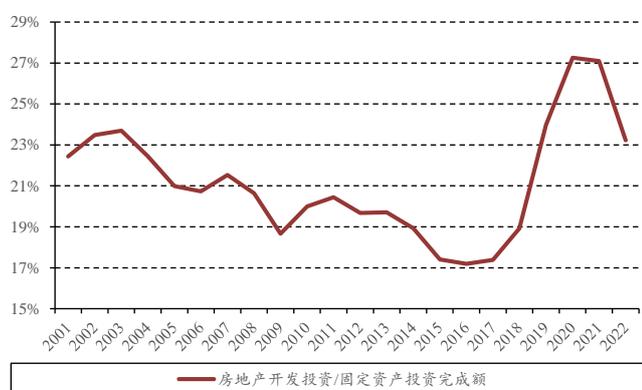
2022 年疫情反复，对房地产行业的打击进一步加重，多地烂尾楼项目频频出现也进一步挫伤了购房者对房地产行业的信心。截至 2023 年 12 月，地产销售和开工数据仍处于负增长区间。

但考虑到房地产行业仍是我国经济增长的重要支柱产业，且我国城镇化率仍有较大的提升空间，因此**地产政策端具备稳定行业需求的动力，住房需求也具备进一步释放的潜力**。2021 年 9 月以来，中央层面持续释放对房地产行业的维稳信号。2021 年 9 月央行首次提出“两个维护”：维护房地产市场健康发展，维护住房消费者的合法权益。房地产行业政策纠偏信号明确。2022 年 4 月中央政治局会议强调“支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”，政策指向更加明确，在激活居民住房刚需及改善性需求的同时，也拓宽了房企融资渠道。2022 年 11 月，“金融十六条”出台，以“三支箭”为核心的融资端优化政策持续推进。2023 年，地产宽松政策力度加大。3 月两会政府工作报告提出“加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求”；4 月中央政治局会议提出“推动建立房地产业发展新模式”。7 月中央政治局会议为房地产行业定调，提出要“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”、“加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产”。11 月，央行、金融监管总局和证监会举办的金融机构座谈会要求一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷。继续用好“第二支箭”支持民营房企发展融资，支持房企通过资本市场合理股权融资。

地方层面，2023年8月以来高能级城市成为政策宽松实施主体，核心城市松绑力度加大。2023年8月30日，广州、深圳率先落地执行首套房“认房不用认贷”政策，9月1日，北京、上海跟进执行。限购方面，南京、合肥、济南等14个二线城市全面取消限购政策，一线城市中广州放松了近郊限购政策。限贷方面，广州、深圳商贷首付比例已降至首套房30%、二套房40%，北京、上海首套房首付比例均降至30%；杭州等部分核心二线城市首付比例降至首套房25%、二套房35%。普宅认定标准方面，深圳、北京、上海等一线城市均对普通住宅标准进行了优化，增加普通住宅占比，进一步降低了购房门槛。

供给方面，“三大工程”建设加快推进。城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设和保障性住房建设合称“三大工程”；2023年4月中央政治局会议上提出在超大特大城市积极稳步推进三大工程建设；7月国务院审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，明确三大工程建设的重要性。

图表 46. 2022 年我国房地产投资占固定资产投资完成额比重超 20%



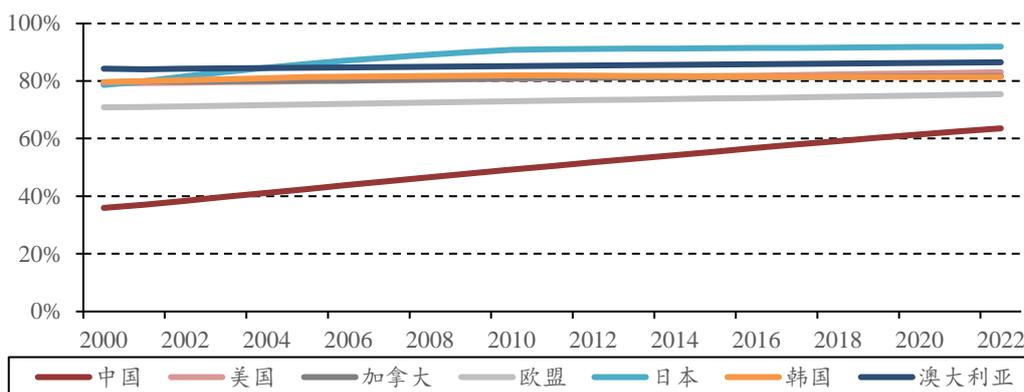
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 47. 2022 年我国房地产投资占 GDP 比重超 10%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 48. 与其他发达国家相比，我国城镇化率还有约 20% 的提升空间



资料来源：世界银行，Wind，中银证券

图表 49. 2021-2023 年中央层面房地产行业相关政策

时间	部门	文件/会议	相关内容
需求端	2021 年 9 月	中国人民银行 政策委员会 2021 年 第三季度例会	明确“ <b>维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益</b> ”。
	2022 年 4 月	中央政治局	中央政治局会议 强调支持各地从当地实际出发完善房地产政策， <b>支持刚性和改善性住房需求</b> ，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展
	2022 年 7 月	中央政治局	中央政治局会议 强调因城施策用足用好政策工具箱， <b>支持刚性和改善性住房需求</b> ，压实地方政府责任， <b>保交楼、稳民生</b> 。
2023 年 3 月	《政府工作报告》		<b>加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题</b> 。有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。
供给端	2023 年 4 月	中央政治局	中央政治局会议 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展， <b>推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房</b> 。
	2023 年 7 月	中央政治局	中央政治局会议 要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱， <b>更好满足居民刚性和改善性住房需求</b> ，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产
	2023 年 9 月	中国人民银行 政策委员会 2023 年 第三季度例会	中国人民银行货币 加大对“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度， <b>推动建立房地产业发展新模式</b> ，促进房地产市场平稳健康发展。
	2023 年 7 月	住建部	住建部企业座谈会 要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施；继续做好保交楼工作，加快项目建设交付，切实保障人民群众的合法权益。
	2022 年 10 月	二十大报告	
融资端	2023 年 2 月	证监会 证监会启动不动产私募投资基金试点工作。此次试点工作是健全资本市场功能， <b>促进房地产市场盘活存量，支持私募基金行业发挥服务实体经济功能的重要举措</b> 。	
	2023 年 10 月	中央金融工作会议 会议强调“ <b>要促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求</b> ”。	
	2023 年 11 月	中国人民银行、金融 监管总局、中国 证监会	中国人民银行、金融 监管总局、中国 证监会联合召开金融 机构座谈会 会议强调 <b>各金融机构要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷</b> 。
2023 年 11 月	中国人民银行、银 保监会	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》 为保持房地产融资平稳有序，通知提出， <b>稳定房地产开发贷款投放，支持个人住房贷款合理需求，稳定建筑企业信贷投放，支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，保持债券融资基本稳定，保持信托等资管产品融资稳定</b> 。	

资料来源：中国人民银行，中国政府网，中国人大网，住建部，中银证券

图表 50. 2021-2023 年地方层面房地产行业相关政策

	时间	部门	文件/会议	相关内容
认房不认贷	2023 年 8 月	广州市人民政府	《关于优化我市个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》	明确居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时， <b>家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。</b>
	2023 年 8 月	深圳市住房和建设局	《关于优化我市个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》	深圳居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时， <b>家庭成员在我市名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。</b> 通知自 2023 年 8 月 31 日起施行。
	2023 年 9 月	上海市住房城乡建设管理委、上海市房屋管理局、中国人民银行上海市分行、国家金融监督管理总局上海监管局	《关于优化我市个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》	居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时， <b>家庭成员在我市名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。</b>
放松限购	2023 年 10 月	杭州市住房保障和房产管理局	《关于优化调整房地产市场调控措施的通知》	按照新政，杭州市住房限购范围由原来的上城区、拱墅区、西湖区、滨江区、萧山区、余杭区、临平区、钱塘区、富阳区缩减为上城区、拱墅区、西湖区、滨江区。同时， <b>杭州市户籍家庭在本市限购范围内限购 2 套住房</b> ；非本市户籍家庭在本市市区范围内有缴纳城镇社保或个人所得税记录的，可在本市限购范围内限购 1 套住房。
	2023 年 12 月	北京市住房和城乡建设委员会	《关于调整优化本市普通住房标准和个人住房贷款政策的通知》	<b>（一）降低首付款比例。</b> 对于贷款购买首套住房的居民家庭，最低首付款比例不低于 30%。对于贷款购买二套住房的居民家庭，所购住房位于城六区（东城、西城、朝阳、海淀、丰台、石景山区）的，最低首付款比例不低于 50%；所购住房位于城六区以外的，最低首付款比例不低于 40%。 <b>（二）个人住房贷款年限最长 30 年。</b>
	2023 年 12 月	宁波市高新区	《高新区住房购房补贴实施办法》	对符合条件的新建商品住房购房人一次性给予 <b>购房完税金额（即税收完税证明中记载的计税总额）1%的货币补贴</b> ，最高不超过 6 万元；对符合条件的二手住房购房人一次性给予 <b>购房完税金额 1%的货币补贴</b> ，最高不超过 4 万元。
放松限贷	2023 年 8 月	中国人民银行、国家金融监督管理总局	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	对于贷款购买商品住房的居民家庭， <b>首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 30%</b> 。首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点。
	2023 年 12 月	北京市住建委、中国人民银行北京市分行、国家金融监督管理总局北京监管局、北京住房公积金管理中心、国家税务总局北京市税务局	《关于调整优化本市普通住房标准和个人住房贷款政策的通知》	调整首套房、二套房的首付比例， <b>首套房首付比例统一降至 30%，二套房首付比例最低为 40%</b> 。
	2023 年 12 月	上海市住房城乡建设管理委、上海市房屋管理局、上海市规划资源局、上海市财政局、上海市税务局	《关于调整本市普通住房标准的通知》	首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减 10 个基点，最低首付款比例调整为不低于 30%。二套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加 30 个基点，最低首付款比例调整为不低于 50%。在自贸区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 6 个行政区全域实行差异化政策，二套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加 20 个基点，最低首付款比例调整为不低于 40%。

资料来源：各省市政府官网，中银证券

续图表 50. 2021-2023 年地方层面房地产行业相关政策

时间	部门	文件/会议	相关内容
2023 年 12 月	上海市住房和城乡建设管理委、上海市房屋管理局、上海市规划资源局、上海市财政局、上海市税务局	《关于调整本市普通住房标准的通知》	规定可以享受优惠政策的普通住房，应同时满足以下条件：一是五层以上(含五层)的多高层住房，以及不足五层的老式公寓、新式里弄、旧式里弄等；二是单套住房建筑面积在 144 平方米以下(含 144 平方米)。
	北京市住建委、中国人民银行北京市分行、国家金融监督管理总局北京监管局、北京住房公积金管理中心、国家税务总局北京市税务局	《关于调整优化本市普通住房标准和个人住房贷款政策的通知》	自 2024 年 1 月 1 日起，本市享受税收优惠政策的普通住房，应同时满足以下条件：住宅小区建筑容积率在 1.0 (含) 以上；单套建筑面积在 144 平方米 (含) 以下；实际成交价格低于确定的价格标准，其中五环内单价低于 85000 元/平方米，五至六环之间单价低于 65000 元/平方米，六环以外单价低于 45000/平方米。

资料来源：各省市政府官网，中银证券

## 中国建筑地产业务以中海为核心

中国建筑旗下拥有中海地产和中建地产两大房地产品牌，中国海外宏洋（0081.HK）则是中国海外发展（0688.HK）的联营公司，与中国海外发展共享“中海地产”品牌。

**中海地产：**是中国建筑下属中国海外集团（股票代码：0688.HK，股票简称：中国海外发展）房地产业务的品牌统称，在粤港澳大湾区、长三角、京津冀等国家战略区域的多个经济活跃城市开展房地产开发业务，构建了均衡稳健的全国性战略布局。

**中建地产：**是中国建筑各局院地产业务所使用的品牌，主要进行一、二线城市中端地产开发，以及三、四线城市地产项目的属地化经营。

**中国海外宏洋：**中国海外发展的联营公司。2010 年，中国海外发展收购港交所上市公司蚬壳电器工业（集团）有限公司，并将其更名为中国海外宏洋集团有限公司（0081.HK）。中海宏洋较中海地产更加下沉，主要布局二三四线城市。中海宏洋与中海地产数据分开统计，且中海宏洋经营数据不计入中国建筑地产数据中。

图表 51. 中国建筑旗下地产品品牌简介

中建旗下地产品品牌	简介	2023 年 销售金额 (亿元)	2023 年 拿地金额 (亿元)	
<b>中国海外发展 (0688.HK)</b>				
中海地产	隶属于中国建筑集团有限公司，1979 年创立于香港，1992 年在香港联交所上市（股票代码：00688.HK，简称“中国海外发展”），2007 年入选恒生指数成份股。公司拥有 44 年房地产开发与不动产运营管理经验，业务遍布港澳及内地 80 余个城市及美国、英国、澳大利亚、新加坡等多个国家和地区。	3,098.0	1,101.0	
<b>中国建筑各局院地产业务</b>				
中建一局	中建智地	成立于 1993 年，是中国建筑旗下 100% 控股的房地产业务经营运作平台，拥有房地产开发一级资质， <b>聚焦京津、长三角两大城市圈及海南</b> ，布局地产开发、商业运营、物业服务三大业务板块。	275.1	107.0
中建二局	中建玖和	成立于 2007 年，注册资本金 65 亿元，是中国建筑第二工程局有限公司全资子公司。中建玖合下设北京、华东、华南三大区域平台， <b>已经形成京津冀、长三角、粤港澳大湾区为核心的市场格局。</b>	258.3	54.0
中建三局	中建壹品	成立于 1992 年，2021 年重组为中建壹品。公司按照“ <b>立足湖北，面向全国</b> ”的市场布局方向， <b>持续深耕武汉城市圈，加速做大粤港澳大湾区、成渝双城经济圈、京津冀城市群，重点突破长三角区域</b> ，快速形成“1+4+N”的投资区域战略布局，力争在“十四五”末形成年销售额超百亿以上的“东西南北中”五大核心产出区。	518.8	146.0
中建四局	中建四局 城市发展 投资有限公司	成立于 2012 年，是中建四局旗下唯一一家房地产开发运营公司，具备强大的建筑施工支持和强劲的房地产开发能力，业务板块涵盖地产投资开发、城市运营服务、资产运营三大业务线。公司在全国范围内形成“1+N”的市场布局（ <b>粤港澳大湾区为核心地区，国家中心城市为主要区域</b> ），以品质住宅开发为基本盘、创新业态为突破点，逐步拓展物业服务、高端商业、甲级写字楼、星级酒店等，不断创新业务模式，提升开发能力，实现规模突破，成为中建四局战略转型升级的主力军。	30.6	
中建五局	中建信和	成立于 2003 年 6 月，是中国建筑第五工程局有限公司旗下的城市运营服务平台。业务涵盖住宅开发、商业运营、绿色生态、物业服务、新型城镇化五大板块， <b>经营地域立足湖南、辐射全国、发展海外。</b>	152.8	80.0
中建六局	中建地产（天津） 有限公司	成立于 1997 年，是中建六局旗下房地产业务的唯一运营平台，形成了安居系、城系、悦系、旅居系、府院系五大成熟产品系。		
中建七局	中建七局 地产集团	成立于 2010 年 12 月，是中国建筑第七工程局有限公司旗下地产开发服务业务的唯一平台公司。公司 <b>布局河南、福建、江苏、陕西、安徽五个省份，以郑州、苏州、福州为中心辐射周边核心城市</b> ，目前已进驻 13 个城市，开发项目近五十个，形成了“院、府、苑、郡”四大产品系，取得了良好的品牌效应和社会效益。	96.1	
中建八局	中建东孚	成立于 2008 年 5 月，是中国建筑第八工程局有限公司旗下从事城市综合开发服务业务的专业平台公司，拥有房地产开发一级资质。中建东孚以城市综合开发服务商为战略定位，充分发挥「投资、开发、建设、运营」四商一体的行业领先优势，整合全产业链资源，着力打造“地产开发、资产运营、新型城镇化”三大产品线，培育以“客户体验、智慧社区、产业配套服务”为核心的支撑性保障综合服务能力，形成“3+1”的业务体系，以符合自身发展特点的商业模式，实现快速可持续发展。	526.5	179.0
<b>中国海外发展联营企业</b>				
中国海外宏洋		中国海外发展有限公司的联营公司。2010 年，中国海外发展收购香港联交所上市公司蚬壳电器工业（集团）有限公司，并将其正式更名为中国海外宏洋集团有限公司(0081.HK)。中海宏洋与中国海外发展共享“中海地产”品牌， <b>业务布局主要覆盖二三四线城市。</b>	428.2	83.0

资料来源：各公司官网，中银证券

## 中海地产：稳健经营策略占优

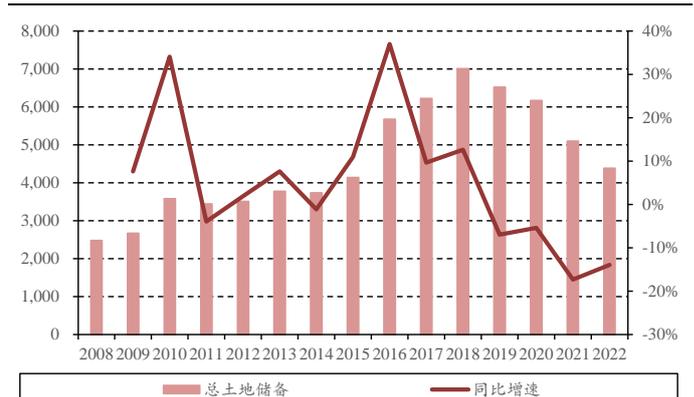
中海地产土地储备主要分布在经济较为发达的一二线城市，去化速度更快。中海地产凭借行稳致远的发展策略，坚持“主流城市、主流地段、主流产品”的投资策略，聚焦高能级城市，坚持高品质发展、稳中求进。梳理公司每年新增土地储备及总土地储备分布地区可以发现，2016-2023H1，公司超过 90%的土地储备均位于一线城市、省会城市以及经济较为发达的强二线城市。2022 年及 2023 年上半年，中海地产新增土地储备全部位于一二线城市。中海地产稳健的投资策略以及在高能级城市较为充足的土地储备，为公司地产开发项目后续顺利去化打下了坚实基础。

图表 52. 2008-2023H1 中海地产当年新增土储规模(单位：万平方米)



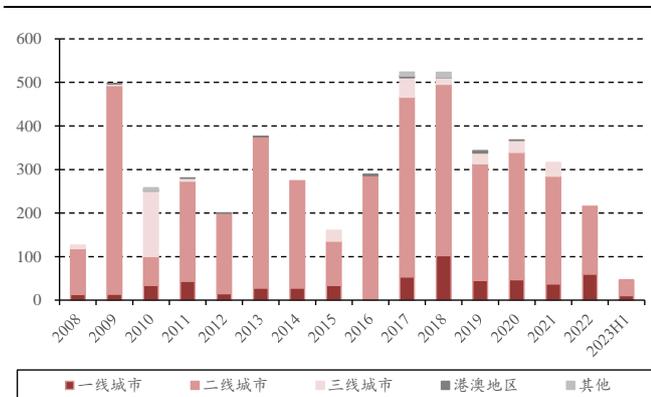
资料来源：公司财报，中银证券

图表 53. 2008-2022 年中海地产当年总土地储备规模(单位：万平方米)



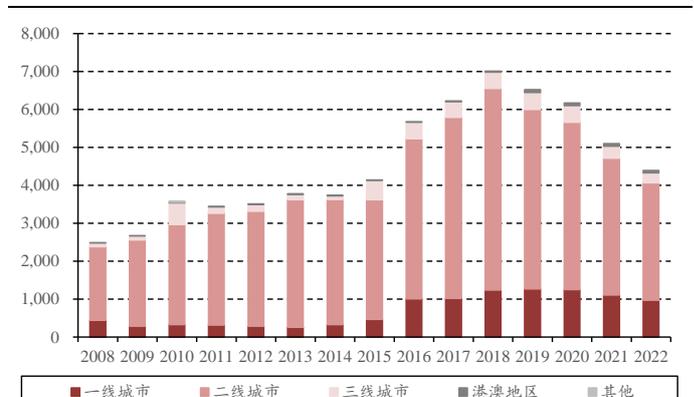
资料来源：公司财报，中银证券

图表 54. 中海地产当年新增土地储备地区分布情况 (单位：万平方米)



资料来源：公司财报，中银证券

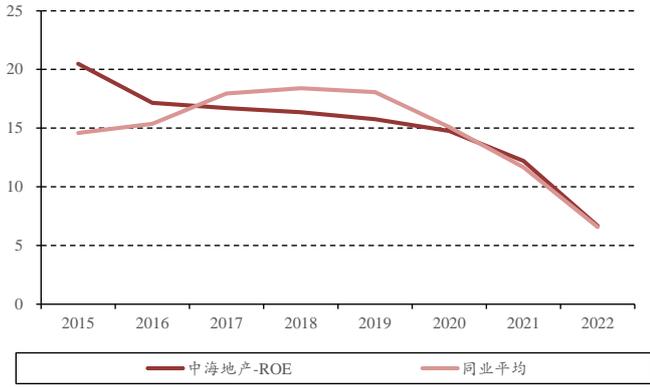
图表 55. 中海地产总土地储备地区分布情况 (单位：万平方米)



资料来源：公司财报，中银证券

与其他房地产企业相比，中海地产财务指标表现更优。根据中指研究院统计的 2023 年房企销售排名情况，我们选取排名前八位的房企与中海地产进行财务指标对比。

图表 56. 中海地产 ROE 略低于行业平均水平，主要系公司权益乘数较低（单位：%）



资料来源：公司财报，中银证券

图表 57. 中海地产净利率明显高于同业平均水平(单位:%)



资料来源：公司财报，中银证券

图表 58. 中海地产总资产周转率与同业平均水平接近(单位：次)



资料来源：公司财报，中银证券

图表 59. 中海地产权益乘数显著低于同业平均水平（单位：倍）



资料来源：公司财报，中银证券

**中海地产 ROE 略低于同业平均水平，主要系公司权益乘数较低。**与其他七家房企 ROE 平均水平相比，中海地产 ROE 略低，进一步拆分可知，2015-2020 年，中海地产净利率保持在 24% 以上，比其他七家头部房企平均净利率水平高出约 10 个百分点；2021 年地产政策收紧、需求逐渐下滑导致房企净利率有所下降，中海地产净利率随之下滑，但仍比其他房企平均净利率水平高出约 6 个百分点，在盈利能力方面具备明显优势。

进一步探究公司维持业内较高净利率水平的原因可知，中海地产致力于开发高品质住宅和商业地产，在产品竞争力方面形成差异化优势，毛利率较同业企业平均值高出 1-2 个百分点。2022 年，中海地产毛利率为 21.29%，较其他七家房企毛利率平均值高出 2.27 个百分点。同时，中海地产费用控制能力更强，期间费用率明显更低。2022 年，中海地产期间费用率为 4.20%，较其他七家房企平均期间费用率低了 1.83pct；2022 年中海地产销售/管理/财务费用率分别为 2.17%/1.44%/0.59%，分别低于其他七家房企平均值 0.30/1.02/0.42pct。公司对销售和管理费用预算进行严格控制，并通过数字化系统持续提升管理效能；公司融资成本较低，在财务费用率方面也具备优势。

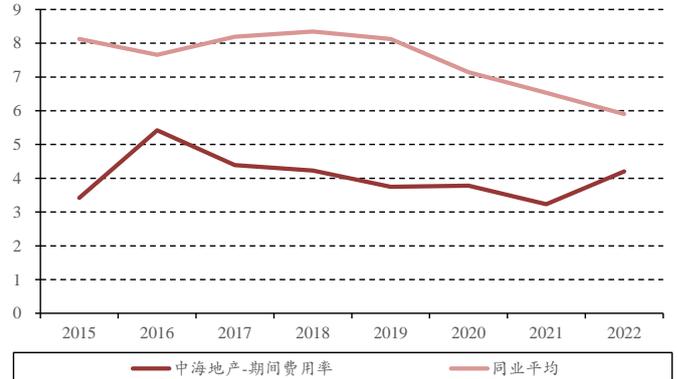
**中海地产权益乘数较低，经营稳健。**“十三五”期间，房地产行业进入快速扩张阶段，头部房企纷纷下沉至低能级城市，房企“高杠杆、高负债、高周转”的“三高”模式逐渐形成，权益乘数迅速放大。而中海地产坚持“主流城市、主流地段、主流产品”的高端化战略，经营稳健，业绩增速虽低于其他头部房企，但负债压力也明显较低。2015-2022 年，中海地产权益乘数持续位于 2-3 倍区间，明显低于其他七家房企 4-7 倍的平均水平。

图表 60. 中海地产毛利率高于其他七家房企毛利率平均值 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 中银证券

图表 61. 中海地产期间费用率明显低于同业平均水平 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 中银证券

图表 62. 中海地产销售费用率低于同业平均水平 (单位: %)



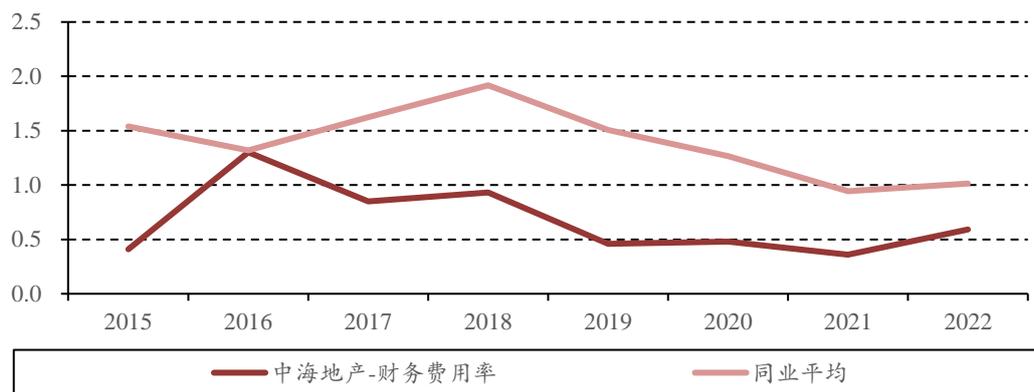
资料来源: 公司财报, 中银证券

图表 63. 中海地产管理费用率低于同业平均水平 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 中银证券

图表 64. 中海地产财务费用率低于同业平均水平 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 中银证券

房地产行业洗牌阶段, 稳健型经营策略占优。2020年8月出台的“三道红线”政策迫使房地产企业降低扩张速度、减轻负债压力, 大量前期激进扩张的房企出现信用风险, 房地产行业进入洗牌阶段。中海地产凭借低杠杆、低融资成本、项目及土储区位较优、费用控制能力较强等优势, 销售额排名快速提升。根据中指研究院数据, 2023年, 中海地产销售额达到3,098亿元, 排名第三。

图表 65. 2015-2023 年销售金额排名前十房企

排名	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	中国恒大	中国恒大	中国恒大	中国恒大	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	保利发展
2	碧桂园	万科	碧桂园	碧桂园	万科	中国恒大	万科	保利发展	万科
3	万科	碧桂园	万科	万科	中国恒大	万科	融创中国	万科	<b>中海地产</b>
4	绿地集团	绿地集团	绿地控股	绿地控股	融创中国	融创中国	保利发展	华润置地	华润置地
5	万达集团	保利地产	融创中国	融创中国	保利发展	保利发展	中国恒大	绿城中国	绿城中国
6	<b>中海地产</b>	<b>中海地产</b>	保利地产	保利发展	绿地控股	<b>中海地产</b>	<b>中海地产</b>	<b>中海地产</b>	招商蛇口
7	保利地产	融创中国	<b>中海地产</b>	<b>中海地产</b>	<b>中海地产</b>	绿地控股	绿城中国	招商蛇口	碧桂园
8	华润置地	华夏幸福	华夏幸福	华润置地	新城控股	世茂集团	招商蛇口	金地集团	建发房产
9	华夏幸福	绿城中国	华润置地	新城控股	世茂房地产	华润置地	华润置地	龙湖集团	龙湖集团
10	荣盛发展	万达集团	龙湖地产	华夏幸福	华润置地	绿城中国	绿地控股	建发房产	金地集团

资料来源：克而瑞，中指研究院，中银证券

## 施工业务：结构优化，市占率提升

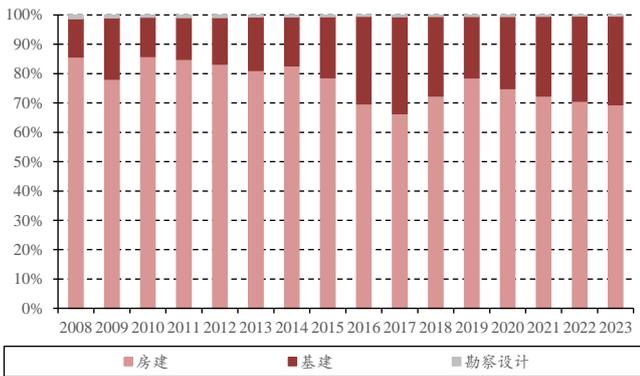
### 新签订单：基建占比提升，住宅占房建比重下降

基建订单占比不断提升，施工业务结构持续优化。中国建筑施工业务包含房建和基建，2008-2018年，公司房建业务新签订单占比维持在70%以上，随着房地产行业政策收紧、大批房企出现信用危机，中国建筑开始逐渐调整施工业务结构，施工领域基建属性不断增强：

1) 新签订单方面，公司新签基建订单金额及占比不断提升。2008-2023年，中国建筑新签基建订单金额从377.8亿元提升至11,685.0亿元，年均复合增速达到25.7%，超过公司新签订单总额及房建订单增速水平；新签基建订单占比由2008年的13.0%提升至2023年的30.2%，基建业务收入占比也由2008年的8.8%提升至2022年的24.0%。

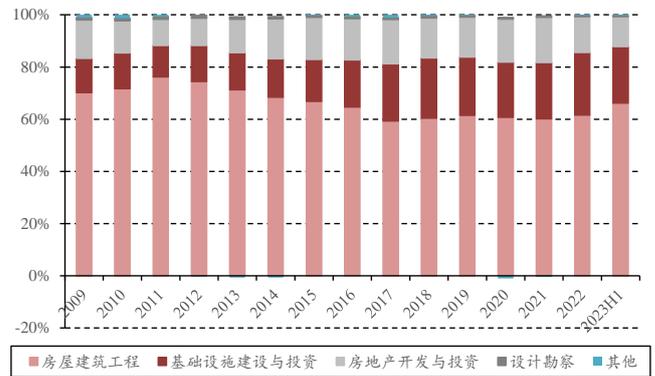
2) 新签房建订单方面，住宅占比逐年下降，工业厂房、商用写字楼等比重增加。2020年以来，公司房建订单内部结构占比不断优化，住宅订单占比已由2020年的53.2%下降至2022年的35.2%，2023年上半年，新签住宅订单规模进一步收缩，占比下降至29.6%。商用写字楼、工业厂房、教育设施等新签订单占比不断提升。

图表 66. 中国建筑新签房建、基建及勘察设计订单占比情况



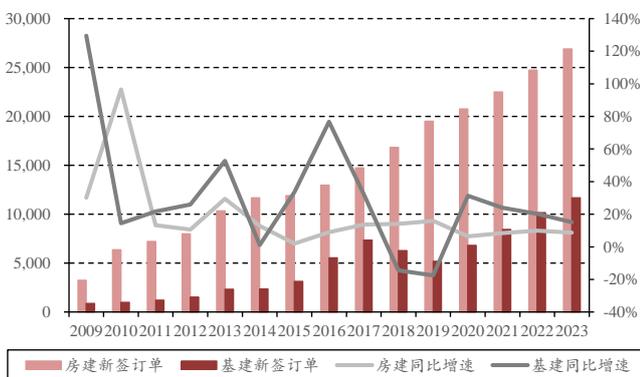
资料来源：国家统计局，公司公告，中银证券

图表 67. 中国建筑房建、基建、地产开发、勘察设计等业务收入占比情况



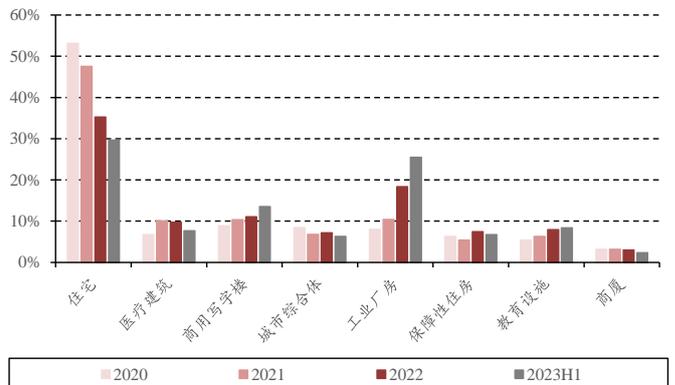
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 68. 近年基建新签订单增速超过房建（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，公司公告，中银证券

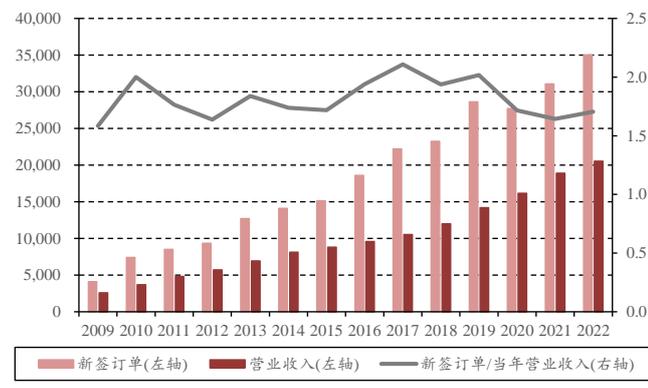
图表 69. 房建订单中住宅占比逐年下降，工业厂房、商用写字楼等占比增加



资料来源：国家统计局，中银证券

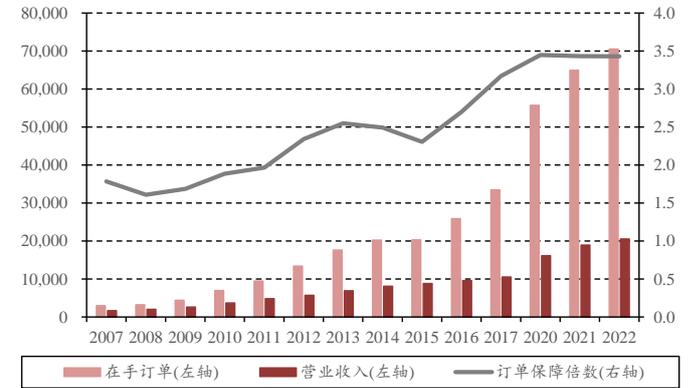
在手订单充足，订单保障倍数持续提升，未来收入有保障。截至2022年末，中国建筑在手订单总金额为70,507亿元，是当年营收规模的3.4倍，在手订单规模充足。2009-2022年，公司年度新签订单金额均为公司当年收入的1.6-2.1倍左右，在手订单规模及订单保障倍数不断提高，为公司未来收入增长提供保障。

图表 70. 公司年度新签订单规模是收入规模的 1.5 倍以上 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 71. 公司在手订单充足, 未来收入有保障 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 中银证券

## 市占率: 行业订单向央企集中, 项目综合化趋势驱动中建市占率进一步提升

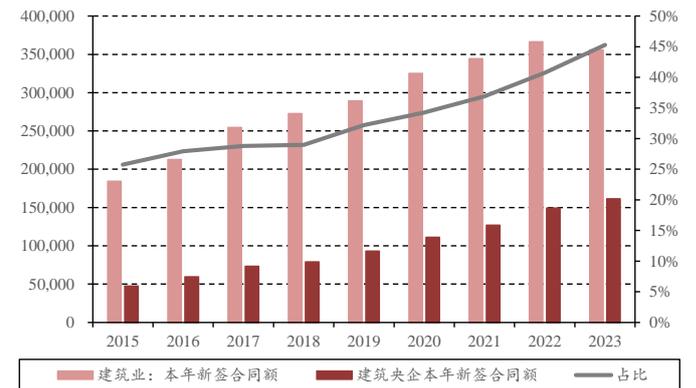
建筑行业新签订单向建筑央企集中, 中国建筑市占率持续提升。近年来, 建筑行业新签订单增速趋于下行, 建筑央企新签订单增速水平好于行业表现, 市占率不断提升。2015-2023年, 建筑央企新签订单金额占行业新签订单比重从25.8%快速上升至45.3%, 中国建筑市占率也不断提升: 1) 从房屋建筑施工面积口径来看, 中国建筑市占率从2009年的4.8%提升至2023年的12.4%; 2) 从新签订单口径来看, 公司市占率从2009年的4.9%上升至2023年的10.9%。

图表 72. 建筑行业新签订单增速趋于下行 (单位: 亿元)



资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 73. 建筑行业新签订单向建筑央企集中 (单位: 亿元)



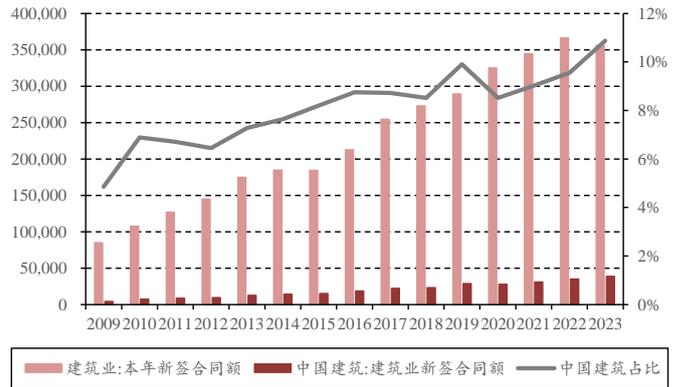
资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 74. 公司建筑业施工面积行业占比不断提升（单位：万平方米）



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 75. 新签订单口径下，中国建筑市占率持续提升（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，中银证券

**中国建筑作为建筑央企龙头企业，未来市占率有望进一步上升：**1) 建筑项目呈现大型化、综合化趋势，EPC 模式日益兴起，要求承建企业具有较强的综合实力和充足的资金规模。近年来，城市片区综合开发、大型产业园区建设、保障性住房建设等项目数量快速增长，此类项目体量大、建设内容综合性较强，对承建企业的综合能力提出了更高要求；2018 年以来地方政府融资平台管控力度不断升级，EPC（Engineering Procurement Construction，设计-采购-施工一体化）项目模式兴起。EPC 项目体量较大，对公司资金规模有较高要求。建筑央企综合实力较强，具备全产业链服务优势，且企业信誉较好、融资成本较低，能够满足大型综合项目及 EPC 项目的建设需求。2) 建筑行业绿色化和智能化趋势加强，建筑央企在研发、技术、资质等方面具备领先优势。

**2016 年以来，住建部、国务院办公厅、国家发改委等部门出台多项推进工程总承包（EPC）项目发展模式相关政策文件。**2016 年，住建部发布《关于进一步推进工程总承包发展的若干意见》，要求开展工程总承包试点，并明确了联合体投标、资质准入、工程总承包商承担的责任等问题；2017 年，国务院办公厅出台《关于促进建筑业持续健康发展的意见》，指出要加快推行工程总承包。政府投资工程应带头推行工程总承包，装配式建筑原则上也应采用工程总承包模式。同年住建部出台《建设项目工程总承包管理规范》，对总承包相关的承发包管理、合同和结算、参建单位的责任和义务等方面作出了具体规定。2020 年 7 月和 11 月，住建部分别发布了《推动智能建造与建筑工业化协同发展指导意见》、《建设工程企业资质管理制度改革方案》，要求加快培育具有智能建造系统解决方案能力的工程总承包企业，大力推行工程总承包。2021 年起，浙江、湖北、黑龙江、上海等省市也陆续出台地方性政策推行工程总承包模式发展，多数规定“政府投资项目、国有资金占控股或主导地位的项目应优先带头采用工程总承包模式”。

图表 76. 工程总承包 (EPC) 相关政策规定

日期	部门	文件名称	主要内容
2016.05	住建部	《关于进一步推进工程总承包发展的若干意见》	要求开展工程总承包试点, 并明确了联合体投标、资质准入、工程总承包商承担的责任等问题。
2017.02	国务院办公厅	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	加快推行工程总承包。 <b>装配式建筑原则上应采用工程总承包模式。政府投资工程应完善建设管理模式, 带头推行工程总承包。</b> 加快完善工程总承包相关的招标投标、施工许可、竣工验收等制度规定。
2017	住建部	《建设项目工程总承包管理规范》	对总承包相关的承发包管理、合同和结算、参建单位的责任和义务等方面作出了具体规定, 随后又相继出台了针对总承包施工许可、工程造价等方面的政策法规。
2019.12	住建部、国家发改委	《房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包管理办法》	明确规定主要工程材料、设备、人工价格与招标时基期价相比, 波动幅度超过合同约定幅度的部分, 风险由建设单位承担。
2020.07	住建部	《推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》	<b>加快培育具有智能建造系统解决方案能力的工程总承包企业</b> , 统筹建造活动全产业链, 推动企业以多种形式紧密合作、协同创新, 逐步形成以工程总承包企业为核心、相关领先企业深度参与的开放型产业体系。
2020.11	住建部	《建设工程企业资质管理制度改革方案》	积极培育全过程工程咨询服务机构, 为业主选择合格企业提供专业化服务。 <b>大力推行工程总承包, 引导企业依法自主分包。</b>
2021.02	浙江省住建厅、浙江省发改委	《关于进一步推进房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包发展的实施意见》	按照国资先行、稳步推进原则, <b>适宜采用工程总承包的政府投资项目、国有资金占控股的项目带头实施工程总承包。</b> 钢结构装配式建筑原则上采用工程总承包方式。单独立项的专业工程项目, 可采用工程总承包方式。鼓励社会资本投资项目、政府和社会资本合作 (PPP) 项目采用工程总承包方式。大力培育工程总承包单位, <b>鼓励各地培育一批综合实力较强、合同履行情况良好、质量安全管理水平较高, 具有工程总承包综合管理能力的骨干企业。鼓励设计、施工企业通过联合、兼并、参股、重组等多种形式, 进一步做大做强。</b>
2021.02	湖北省住建厅、湖北省发改委等三部门	《湖北省房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包管理实施办法》	建设内容明确、技术方案成熟、能够以工程项目清单描述发包人大部分要求的政府投资项目或国有企业投资项目应优先采用工程总承包方式, 鼓励社会投资项目采用工程总承包方式, 装配式建筑原则上采用工程总承包方式。
2021.02	黑龙江省住建厅	《关于在全省房屋建筑和市政基础设施领域工程项目实行工程总承包和全过程工程咨询服务的函》	<b>下列房屋建筑和市政基础设施工程项目, 应当推行工程总承包:</b> 1. 政府投资或国有投资占主导的建筑面积 1 万平方米及以上的教育、卫生、科技、体育、文旅、棚改、公租房等房屋建筑工程; 2. 政府投资或国有投资占主导的总投资额 1000 万元及以上市政基础设施综合性工程; 3. 总投资额 1000 万元及以上的城镇老旧小区改造工程; 4. 装配式建筑工程。
2021.04	上海市住建委	《上海市建设项目工程总承包管理办法》	<b>建设内容明确、技术方案成熟的项目, 适宜推行工程总承包模式; 鼓励市、区 (特定地区管委会) 重大建设项目、重点产业类项目带头推行工程总承包模式。</b> 市、区 (特定地区管委会) 行业管理部门应当积极倡导条件成熟的保障性住房、学校、医院等房屋建筑项目和中、小型市政基础设施、交通、园林绿化、水利项目选择推行工程总承包模式。 <b>推行工程总承包模式的项目, 应当率先在规划、设计、施工等阶段全过程应用 BIM 技术。</b>

资料来源: 住建部, 国务院, 浙江省住建厅, 湖北省住建厅, 黑龙江省住建厅, 上海市住建委, 中银证券

图表 77. 中国建筑部分工程总承包 (EPC) 项目

合同类型	合同名称	签约主体	合同金额(亿元)
基础设施建设	南山智造 (红花岭基地) 城市更新项目 (一期) 设计采购施工总承包 (EPC) 合同	中建二局第二建筑工程有限公司	57.00
	现代设施渔业科技产业园 (优质三文鱼产业链示范基地)、现代设施渔业科技产业园 (名优水产种质创新与苗种繁育示范基地) 工程总承包 EPC 项目合同	中国建筑一局 (集团) 有限公司	54.84
	广东省揭阳市揭东区玉湖镇 978MW 生态农业与光伏旅游 EPC 总承包项目合同	中建二局第三建筑工程有限公司、中建中环生态环保科技有限公司、中建中环工程有限公司	43.33
	团结湖大数据智能产业园 PPP 项目 EPC 工程总承包合同	中国建筑第八工程局有限公司	41.26
	预制菜科创产业园及食联生态项目 EPC 项目总承包合同	中国建筑一局 (集团) 有限公司	36.13
	山东省通信基站新基础设施建设工程总承包 (EPC) 项目合同	中国建筑第六工程局有限公司	32.36
	鲁甸县 2022 年茨院商旅物流园等专债项目 (EPC) 总承包合同	中国建筑第五工程局有限公司	32.12
	怀远县环保新材料产业园一期、二期、三期 EPC 项目合同	中建八局第二建设有限公司	32.04
	伊拉克纳西里耶国际机场 EPC 工程总承包合同	中国建筑股份有限公司	3.67 亿美元
	泾河新城光伏新能源产业园项目 (一期) EPC 工程总承包合同	中国建筑第八工程局有限公司、中建八局西部发展有限公司	123.52
	古雷乡村振兴精细化工富民示范产业园一期项目工程总承包合同	中国建筑第四工程局有限公司	91.25
	福安市城区北部片区综合开发项目工程总承包合同	中国建筑一局 (集团) 有限公司	54.12
	烟台国际医用同位素创新应用基地项目 EPC 工程总承包合同	中建八局第一建设有限公司	46.80
	中国农业银行内蒙古数据中心建设项目 EPC 总承包施工合同	中建三局集团有限公司	39.90
	日照海韵广场智慧物贸综合体 EPC 总包合同	中建八局第二建设有限公司	32.00
宁德市东侨广场项目 (设计采购施工总承包) 工程总承包合同	中建海峡建设发展有限公司	31.23	
世界计算 长沙智谷项目第一区设计、采购、施工 (EPC) 总承包合同	中国建筑第五工程局有限公司	30.18	
北京市大兴区西红门镇宏政街东侧地块房地产开发 EPC 项目工程总承包合同	中建三局集团北京有限公司	30.13	
河套应急医院和方舱医院建设项目工程总承包 (EPC) 合同	中建科工集团有限公司	5.15 亿美元	
印度金奈新建宿舍 EPC 项目合同	中国建筑潇湘 (印度) 有限公司	1.02 亿美元	
中心城区综合物流园项目 (一、二期) 工程总承包合同	中国建筑第五工程局有限公司	49.35	
蒙苏经济开发区零碳产业园隆基新能源科技产业园扩建项目 (EPC 模式) 合同	中国建筑第八工程局有限公司	42.58	
桂林新区职业教育校区设计-采购-施工 (EPC) 工程总承包合同	中国建筑第八工程局有限公司	35.43	
黄浦区 CPPQ-A4-3 地块项目 (长岭 雅居建设项目) 勘察设计施工总承包 (EPC) 项目	中建三局第一建设工程有限责任公司	35.16	
两江新区龙兴新城智能网联新能源产业园基础设施配套项目 EPC 总承包合同	中国建筑第八工程局有限公司	35.00	
龙口科创中心项目勘察+工程总承包 (EPC) 合同	中建八局第一建设有限公司	31.82	
泾河绿能清洁能源产业发展中心 (产业发展引擎区) 项目 EPC 工程总承包合同	中国建筑第八工程局有限公司、中建三局集团有限公司	31.75	
房屋建设			

资料来源: 公司公告, 中银证券

建筑行业是国民经济的重要支柱产业，碳排放量较高，亟待实现绿色转型。2020年9月，习近平主席提出“碳达峰、碳中和”目标后，2021年9月，中共中央、国务院印发《关于完整准确全面贯彻新发展理念 做好碳达峰碳中和工作的意见》，要求“推进城乡建设和管理模式低碳转型、大力发展节能低碳建筑、加快优化建筑用能结构”。在建筑行业向绿色低碳化转型的过程中，智能建造有望为建筑业转型提供科学技术支撑和新的战略机遇。住建部先后发布了《关于推进建筑信息模型应用的指导意见》（2015）、《2016-2020年建筑业信息化发展纲要》、《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》（2020），使得建筑设计、施工建造和建筑运营管理等各个环节都在迈向智能化。BIM（建筑信息模型）、大数据、AI（人工智能）、物联网等新兴技术也支撑建筑业持续进行绿色低碳转型。在研发、技术、资质等方面具备领先优势的建筑央企有望成为建筑业绿色低碳智能化转型的排头兵。

图表 78. 建筑行业绿色化、智能化相关政策

时间	部门	文件/会议名称	主要内容
2015年6月	住建部	《关于推进建筑信息模型应用的指导意见》	到2020年末，以下新立项项目勘察设计、施工、运营维护中，集成应用BIM的项目比率达到90%：以国有资金投资为主的大中型建筑；申报绿色建筑的公共建筑和绿色生态示范小区。
2020年7月	住建部、国家发改委等多部委	《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》	节能环保，绿色发展。在建筑工业化、数字化、智能化升级过程中，注重能源资源节约和生态环境保护，严格标准规范，提高能源资源利用效率。
2021年9月	中共中央、国务院	《关于完整准确全面贯彻新发展理念 做好碳达峰碳中和工作的意见》	推进城乡建设和管理模式低碳转型、大力发展节能低碳建筑、加快优化建筑用能结构。
2022年1月	住建部	《“十四五”建筑业发展规划》	提出以建设世界建造强国为目标，大力发展并形成涵盖全产业链的智能建造产业体系。
2022年10月	-	二十大报告	推动经济社会发展绿色化、低碳化是实现高质量发展的关键环节，要加强推动能源清洁低碳高效利用， <b>推进工业、建筑、交通等领域清洁低碳转型。</b>

资料来源：中国政府网，预制构件网，中银证券

中国建筑坚持绿色建造，将绿色低碳发展理念融入生产经营全过程，着力推动建造方式变革，积极推动绿色设计、绿色施工和绿色运营，提升全产业链的绿色竞争力，走在全球绿色建造变革的最前列。公司在污染防治、资源综合利用、建筑工业化发展、产业数字化推进、数字产业化探索等方面发力，持续推动建筑行业向绿色化、智能化转型。

图表 79. 中国建筑绿色化、智能化转型措施及案例

措施	内涵	案例
坚持绿色建造		
加强污染防治	公司深入贯彻落实《建筑工程绿色施工规范》要求，制定《绿色施工方案》，把绿色施工融入到项目施工的各个环节，最大限度减少建造污染。	在施工过程中采取降尘、降噪措施，对光污染、固废和排水进行管控，保护土壤。
综合利用资源	围绕“四节一环保”理念，坚持科学管理，不断建立健全绿色施工管理制度，建设资源节约型，环境友好型企业。	自主研发盾构渣土原位资源化利用生产线“中建造石机”
发展环保产业	发挥专业优势，发展污水处理、垃圾处理等环保产业，减少废弃物的产生，塑造中建环保业务品牌。	中建二局建设西南地区最大生物产城全埋式污水处理厂； 中建三局投资、建设、运营华中地区最大固废循环经济产业园核心项目。
数字化赋能转型发展		
加强数字化管理	以“促进数字经济和实体经济深度融合”为工作导向，强化落实数字化转型“一把手”负责制。围绕人工智能应用、数据与信息共享、智慧财务、物联网应用、业务赋能等目标，实现智能化的产业互联。	自主开发“综合管理信息系统（IMS 系统）”，实现主业管理全流程信息化，管控活动 100% 线上流转。
建筑工业化	公司以装配式建筑体系引领建造方式变革，满足新发展理念下的大型化、规模化、数智化等建设需求，攻克超大面积、超高难度、超短工期要求等现代建设难题，持续驱动建筑业新型建造方式的发展，不断增强建筑业的科技支撑力和产业带动力。	引入 MiC（Modular Integrated Construction，模块化集成建筑）建造技术，一年完成 5 栋 28 层、99.7 米高的深圳龙华樟坑径地块保障房项目。该项目是全国建设速度最快的保障房项目，也是全国第一个混凝土 MiC 模块化高层建筑和全国第一个 BIM 全生命周期数字化交付 MiC 项目。
推进产业数字化	推动技术迭代升级，积极布局研发建筑工业机器人，促进施工现场的智能化生机与改造，持续提高施工建造的质量与进度，降低工人劳动强度。聚焦共性需求进行布局，逐步推动数字化升级和智能化改造，“建筑物联网物模型规则平台”等三项成果入选工信部“物联网示范项目”。	中建一局自主研发施工管理“X-MEN”机器人； 中建三局自主研发测量机器人。
探索数字产业化	依托上万个在建项目、45 万家上下游企业，积极搭建建筑产业互联网，实施数字化升级和智能化改造。	中建八局 BIM 数字化示范应用项目完成“模型转换中心、多元化建模中心、工业化模版中心”三中心详细设计；中建西南院“基于 BIM 的数字设计云平台”2.0 版上线，基本实现对建筑设计业务的全面覆盖。

资料来源：中国建筑《2022 可持续发展报告》，中银证券

## 城市更新为公司发展注入新动能

城市更新是“十四五”规划重要内容。2020 年 3 月发布的《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中提出要“加快推进城市更新，改造提升老旧小区、老旧厂区、老旧街区和城中村等存量片区功能；2021 年 3 月的政府工作报告及五年规划中制定了“十四五”时期的城市更新目标，要完成 2000 年底前建成的 21.9 万个城镇老旧小区改造。2021 年 8 月，住建部出台通知，要求在实施城市更新行动中要严格控制大规模拆除、增建、搬迁，鼓励城市更新由“开发模式”向“经营模式”转变。2022 年 10 月，“加快转变超大特大城市发展方式、实施城市更新行动”写入二十大报告；2023 年，中央层面会议多次提及保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施等三大工程建设，持续推动城市更新项目落地。

图表 80. 中央层面城市更新相关政策

时间	部门	政策/会议名称	具体内容
2020 年 3 月	中央政府	《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	<b>加快推进城市更新</b> ，改造提升老旧小区、老旧厂区、老旧街区和城中村等存量片区功能。
2021 年 3 月	政府工作报告及五年规划		<b>“十四五”时期的城市更新目标</b> ：完成 2000 年底前建成的 21.9 万个城镇老旧小区改造；基本完成大城市老旧厂区改造；改造一批大型老旧街区；因地制宜改造一批城中村。
2021 年 8 月	住建部	《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》	1) <b>严格控制大规模拆除、增建、搬迁</b> 。2) 鼓励推动由“开发方式”向“经营模式”转变，探索政府引导、市场运作、公众参与的城市更新可持续模式，政府注重协调各类存量资源，加大财政支持力度，吸引社会专业企业参与运营，以长期运营收入平衡改造投入， <b>鼓励现有资源所有者、居民出资参与微改造</b> 。
2022 年 3 月	国家发改委	《2022 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	有序推进城市更新，因地制宜改造一批大型老旧街区和城中村。注重修缮改造既有建筑，防止大拆大建。
2022 年 10 月	二十大报告		<b>加快转变超大特大城市发展方式、实施城市更新行动</b> ，加强城市基础设施建设，打造宜居、韧性、智慧城市。
2023 年 4 月	中央政治局会议		<b>在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，规划建设保障性住房</b> 。
2023 年 7 月	住建部	《关于扎实有序推进城市更新工作的通知》	1) 坚持政府引导、市场运作、公众参与。2) 加强存量资源统筹利用。3) <b>健全城市更新多元投融资机制</b> ，加大财政支持力度，鼓励金融机构在风险可控、商业可持续前提下，据供合理信贷支持，创新市场化投融资模式，完善居民出资分担机制，拓宽城市更新资金渠道。4) 建立政府、企业、产权人、群众等多主体参与机制，鼓励企业依法依规盘活闲置低效存量资产，支社会力量参与。
2023 年 7 月	国务院常务会议	《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》	1) 要坚持稳中求进、积极稳妥。成熟一个推进一个，实施一项做成一项。2) 要坚持城市人民政府负主体责任，加强组织实施，科学编制改造规划计划，多渠道等措施改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求， <b>并把城中村改造与保障性住房建设结合好</b> 。3) 要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，激励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营。
2023 年 7 月	中央政治局会议		要加大保障性住房建设和供给， <b>积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设</b> ，盘活改造各类闲置房产
2023 年 7 月	超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议		城中村改造是一项复杂艰巨的系统工程，要从实际出发，采取 <b>拆除新建、整治提升、拆整结合</b> 等不同方式分类改造。
2023 年 8 月	央行及国家外汇管理局	2023 年下半年工作会议	强调落实好“金融 16 条”，加大对 <b>住房租赁、城中村改造、保障性住房建设</b> 等金融支持力度。
2023 年 12 月	中央经济工作会议		加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。

资料来源：国家发改委，住建部，央行，国务院，国家外汇管理局，中银证券

**城市更新项目体量大、周期长、成本高，房企自身需要具备较强的资金运作、统筹协调、规划落实和建设运营能力。**城市更新项目开发周期长、占用资金量大，对企业融资能力和资本运作能力有较高的要求；项目需要对接业主、政府等多方，考验企业的沟通协调能力。城市更新项目体量普遍较大，项目启动阶段如何规划、二级开发阶段是否能落实前期规划设计，都对公司的规划落实和建设运营能力提出了较高要求。

中国建筑资金实力雄厚、资本运作能力强，政企关系较好，能够及时获得城中村改造项目信息，获得先发优势。公司深耕一二线城市，对超大特大城市的城市规划、产品设计等具有丰富经验，较强的项目建设运营能力也能够较大幅度保障项目质量。

2023 年 11 月 2 日，中国建筑公告下属子公司中建八局参与投资广州市黄埔区双沙社区城市更新项目，项目占地面积约 112.15 万平方米，预计总投资额 289.3 亿元；2023 年 12 月 5 日，公司公告下属子公司中建二局参与投资广州市黄埔区文冲东城市更新项目，项目占地面积约 74.27 万平方米，预计总投资额 252.83 亿元；2024 年 1 月 19 日，公司公告下属子公司中建三局参与投资广州市白云区黄边村城市更新项目，项目占地面积约 39.11 万平方米，预计总投资额约 110.43 亿元。

图表 81. 中国建筑部分城市更新项目公告主要内容

公告日期	子公司	项目名称	占地面积 (万平方米)	预计总投资额 (亿元)	持股比例 (%)
2023.11.02	中建八局	广州市黄埔区双沙社区城市更新项目	112.15	289.3	34.30
2023.12.05	中建二局	广州市黄埔区文冲东城市更新项目	74.27	252.83	34.30
2024.01.19	中建三局	广州市白云区黄边村城市更新项目	39.11	110.43	51.30

资料来源：公司公告，中银证券

## 专业工程：布局全面，成果斐然

除房建、基建等传统建筑工程业务以外，中国建筑也在持续发展装配式建筑、钢结构、环保等多个专业领域，优势不断增强，取得了较多成果。其中，子公司中建国际旗下的中建海龙科技有限公司原创研发了 MiC 模块化集成建筑新型建造方式，具有高效率、高质量、绿色低碳、节材省工等多种优势，符合建筑行业的绿色化、智能化发展趋势。

图表 82. 中国建筑下属部分专业领域企业概况

	所处行业	主营业务	成就
中建科工	钢结构	主营钢结构、工程、产品、投资运营等业务，均含基础设施。	研发了 GD-Building（钢框架+三板建筑）和 ME-House（模块化建筑）两大钢结构装配式建筑体系。连续 11 年蝉联全国钢结构行业竞争力排名榜首，旗下中建钢构获评“国家级制造业单项冠军示范企业”。
中建环能 (300425.SZ)	环保	主营市政、流域及村镇水环境治理，冶金、煤炭等工业水处理及回用，工业过程及固废处理处置等业务。	拥有国家级绿色工厂制造示范基地、院士（专家）创新工作站、博士后创新实践基地等，2015 年登陆创业板（股票代码：300425.SZ），是“专精特新”小巨人企业。
中建西部建设 (002302.SZ)	建筑材料	主营预拌混凝土及相关业务，拥有包括水泥、外加剂、商品砂浆、砂石骨料、运输泵送、科研检测在内的完整产业链。	截至 2022 年末，公司商品混凝土产能达到 10,749 万方，在全国排名第二。
中建安装	建筑安装	主营以机电安装、能源化工及工业、城市发展更新（市政环保水务、旧城改造）、新型基础设施建设为核心的工程承包，以隧道装备、化工设备、新能源设备、金属装饰产品为核心的装备制造，以及投资运营三大业务板块。	丙烷脱氢核心装置产品市场占有率稳居全球第一。
中建装饰	建筑装饰	主营室内装饰、建筑幕墙、风景园林、城市更新、展览陈列、古建板块的设计、投资与施工等业务，是装饰行业旗舰企业。	已荣获“鲁班奖”超过 170 项，国家优质工程奖 138 项，詹天佑奖 10 项，全国建筑工程装饰奖 502 项，是中国装饰行业内获得重要奖项最多的企业集团，并在 2019 年通过国家高新技术企业认定。
中建国际 (3311.HK)	建筑工程	采用综合业务模式的科技、投资、建筑、资产运营综合企业，主营基建投资和运营、建筑工程、装配式建造、幕墙工程等业务，是港澳地区最大的总承建商之一，2005 年登陆港交所（股票代码：3311.HK）。	旗下中建海龙科技有限公司原创研发 MiC 模块化集成建筑新型建造方式，同时掌握混凝土 MiC 和钢结构 MiC 两大核心技术，具有高效率、高质量、绿色低碳、节材省工等多种优势。

资料来源：公司官网，中银证券

## 装配式建筑上升为国家战略，中建海龙 MiC 开启装配式新时代

**新型建筑工业化加速推进，装配式建筑板块前景良好。**2016 年 9 月，国务院办公厅发布《关于大力发展装配式建筑的指导意见》，要求以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区，因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑。2017 年 5 月，住建部发布《建筑业发展“十三五”规划》，进一步细化新建建筑中装配式建筑的比重要求：到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15% 以上，其中重点推进地区达到 20% 以上，积极推进地区达到 15% 以上，鼓励推进地区达到 10% 以上。2020 年，新冠疫情爆发对应急救治设施的需求加大，卫健委和住建部 2020 年 2 月发布的《新型冠状病毒肺炎应急救治设施设计导则（试行）》建议“新冠肺炎应急救治设施鼓励优先采用装配式建造方式，新建工程项目宜采用整体式、模块化结构”。2021 年，双碳行动的提出扩大了装配式建筑、钢结构住宅等绿色建造方式的需求和发展空间。2022 年 1 月，住建部发布的《“十四五”建筑业发展规划》中提出“到 2035 年，国内装配式建筑占新建建筑的比例达到 30% 以上”。装配式建筑是建筑建造方式的重大变革，是推进供给侧结构性改革、推进新型城镇化和建筑工业化发展、推进绿色建筑发展的重要举措，并已上升为国家战略。在政策推动下，装配式建筑成为我国建筑行业的重要发展方向。

图表 83. 装配式建筑相关政策规定

时间	部门	文件名称	主要内容
2016年9月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》	以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过300万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区，因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑。实施绿色建筑全产业链发展计划，推行绿色施工方式，推广节能绿色建材、装配式和钢结构建材，2020年城镇绿色建筑面积占新建建筑面积比重提高到50%。
2017年1月	国务院办公厅	《“十三五”节能减排综合工作方案》	批准《装配式混凝土建筑技术标准》为国家标准，编号为GB/T51231-2016，自2017年6月1日起实施。
2017年1月	住建部	《装配式混凝土建筑技术标准》	
2017年3月	住建部	关于印发《“十三五”装配式建筑行动方案》《装配式建筑示范城市管理办法》《装配式建筑产业基地管理办法》的通知	重点做好装配式建筑产业发展规划，合理布局产业基地，实现市场供需基本平衡。
2017年5月	住建部	《建筑业发展“十三五”规划》	到2020年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上，其中重点推进地区达到20%以上，积极推进地区达到15%以上，鼓励推进地区达到10%以上。
2018年1月	住建部	《装配式建筑评价标准》	《装配式建筑评价标准》为国家标准，自2018年2月起实施，原国家标准《工业化建筑评价标准》同时废止。
2018年3月	住建部	《住房城乡建设部建筑节能与科技司关于印发2018年工作要点的通知》	推进装配式建筑发展。研究编制装配式建筑领域技术体系框架，组织梳理装配式建筑关键技术，推动编制装配式建筑团体标准，提高装配式建筑设计、生产、施工、装修等环节工程质量，提升装配式建筑技术及部品部件标准化水平。
2019年2月	住建部	《关于开展农村住房建设试点工作的通知》	决定开展农村住房建设试点工作，并要求应用绿色节能新技术工艺。探索装配式建筑、被动式阳光房等建筑应用技术，注重绿色节能技术设施与农房的一体化设计。
2019年3月	住建部	《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司2019年工作要点的通知》	开展钢结构装配式住宅建设试点，推动试点项目落地，在试点地区保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、易地扶贫搬迁中，明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式，推动建立成熟的钢结构装配式住宅建设体系。
2019年4月	住建部	《装配式内装修技术标准（征求意见稿）》	对装配式建筑内装修从设计、生产、施工、验收到维护五大环节的技术标准做出规范。
2020年2月	卫健委、住建部	《新型冠状病毒肺炎应急救治设施设计导则（试行）》	建议：新冠肺炎应急救治设施鼓励优先采用装配式建造方式，新建工程项目宜采用整体式、模块化结构。结构形式选择优先考虑轻型钢结构等装配式建筑。
2020年5月	住建部	《关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》	大力发展装配式建筑，积极推广钢结构装配式住宅，推行工厂化预制、装配化施工、信息化管理的建造模式。鼓励创新设计、施工技术与装备，优先选用绿色建材，实行全装修交付，减少施工现场建筑垃圾的产生。在建设单位主导下，推进建筑信息模型（BIM）等技术在工程设计和施工中的应用，辅助施工现场管理，提高资源利用率。
2020年7月	住建部等13部门	《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》	提出要加快建筑工业化升级，大力发展装配式建筑，推动建立以标准部品为基础的专业化、规模化、信息化生产体系。
2020年7月	住建部等7部门	《绿色建筑创建行动方案》	提出要推广装配化建造方式，大力发展钢结构等装配式建筑，新建公共建筑原则上采用钢结构。推动装配式装修。打造装配式建筑产业基地，提升建造水平。
2020年8月	住建部等8部门	《住房和城乡建设部等部门关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》	加快新型建筑工业化发展，以新型建筑工业化带动建筑业全面转型升级，打造具有国际竞争力的“中国建造”品牌，推动城乡建设绿色发展和高质量发展。
2021年3月	国务院	《第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	“十四五”期间，发展智能建造，推广绿色建材、装配式建筑和钢结构住宅，建设低碳城市。
2021年10月	国务院	《关于印发2030年前碳达峰行动方案的通知》	推广绿色建材和绿色建造方式，加快推进新型建筑工业化，大力发展装配式建筑，推广钢结构住宅，推动建材循环利用。强化绿色设计和绿色施工管理，加强县城绿色低碳建设。
2022年1月	住建部	《“十四五”建筑业发展规划》	到2035年，国内装配式建筑占新建建筑的比例达到30%以上。大力发展装配式建筑，完善钢结构建筑标准体系，推动建立钢结构住宅通用技术体系，健全钢结构建筑工程计价依据，以标准化为主线引导上下游产业链协同发展，积极推进高品质钢结构住宅建设，鼓励学校、医院等公共建筑优先采用钢结构。

资料来源：国务院，住建部，国家发改委，卫健委，中银证券

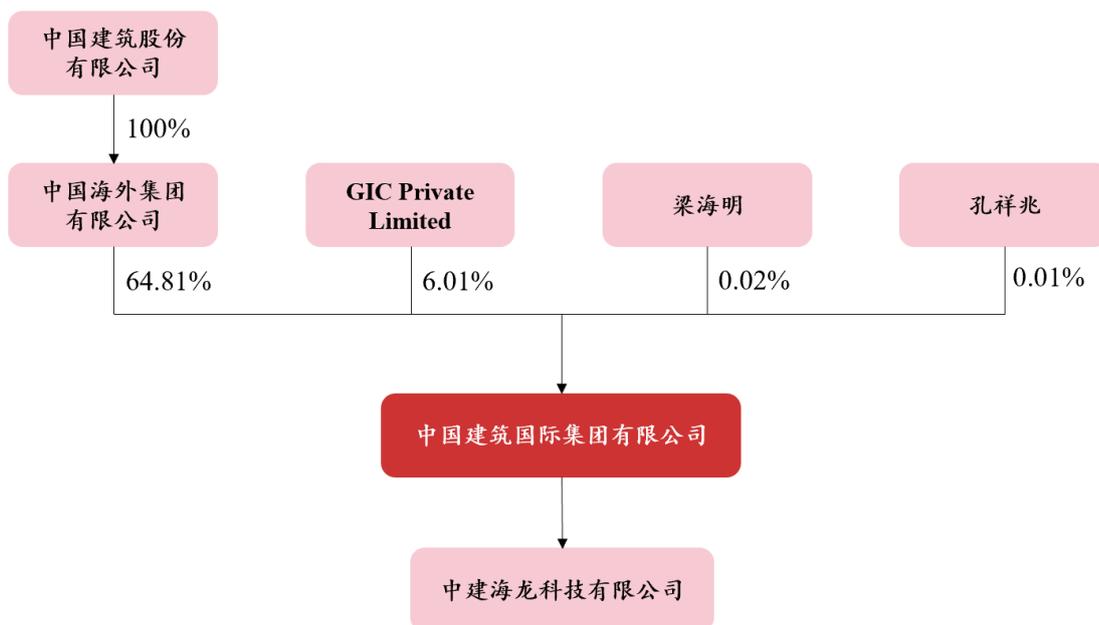
续图表 83. 装配式建筑相关政策规定

时间	部门	文件名称	主要内容
2022 年 4 月	国家发改委	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	推动绿色建筑规模化发展, 大力发展装配式建筑, 积极推广绿色建材, 加快建筑节能改造。
2022 年 5 月	国务院办公厅	《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》	大力发展绿色建筑, 推广装配式建筑、节能门窗、绿色建材、绿色照明, 全面推行绿色施工。
2023 年 10 月	住建部	《住房城乡建设部办公厅关于征集装配式建筑可复制可推广技术体系和产品的通知》	为贯彻落实党中央、国务院关于大力发展装配式建筑的决策部署, 充分发挥装配式建筑产业基地的示范带动作用, 总结推广先进经验和成果, 推动装配式建筑高质量发展, 助力好房子建设, 住建部决定组织开展装配式建筑可复制可推广技术体系和产品征集工作。

资料来源: 国务院, 住建部, 国家发改委, 卫健委, 中银证券

中建海龙为中国建筑国际 (3311.HK) 下属建筑科技公司, 独创 MiC 模块化建筑技术, 装配式建筑技术水平领先行业。中建海龙科技有限公司是中国建筑国际集团有限公司旗下从事“新型建造方式全产业链解决方案”的科技公司, 拥有甲级设计资质、房建一级、地基基础一级资质, 设计研发和智能建造能力在国内处于领先地位, 在港澳市场的占有率稳居首位。

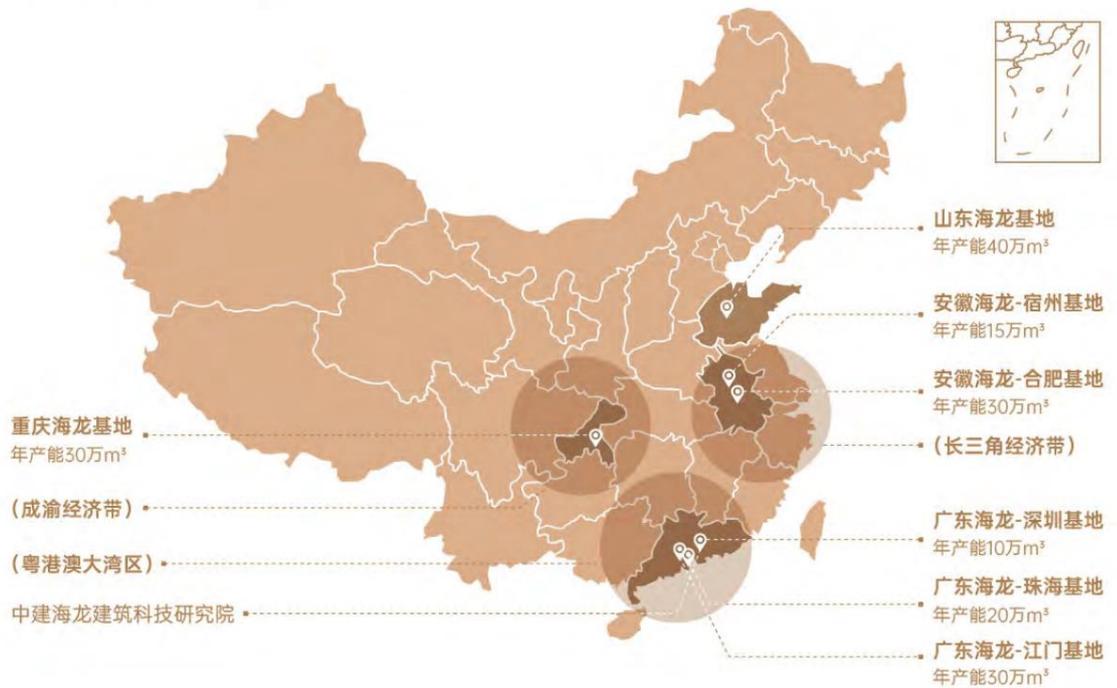
图表 84. 中建海龙是中国建筑国际 (3311.HK) 下属建筑科技公司



资料来源: iFind, 中银证券

中建海龙自 1993 年开启建筑工业化研究, 不断探索建筑前沿科技, 凭借 MiC 模块化集成建筑体系开辟国内装配式 4.0 新时代。根据中建海龙企业宣传册, 截至 2023 年 10 月, 中建海龙已完成布局 7 个装配式建筑生产基地, 基地分布在山东、安徽、广东、重庆等省市, 业务能够覆盖长三角经济带、成渝经济带和粤港澳大湾区等国家重点发展区域。生产基地占地面积合计约 101.4 万 m<sup>2</sup>, 配备智能化生产线共 60 条, 年产能达 175 万 m<sup>3</sup>。其中, 广东海龙珠海基地是目前全国最先进的装配式 4.0 工厂。

图表 85. 截至 2023 年 10 月，中建海龙已布局 7 个装配式建筑生产基地，能够辐射长三角、成渝和粤港澳大湾区等主要经济圈



资料来源：中建海龙 MiC 产品手册，中银证券

**“像造汽车一样造房子”，中建海龙 MiC 技术开启装配式建筑 4.0 时代。**中建海龙创新研发 MiC (Modular Integrated Construction) 模块化集成建筑，在方案或施工图设计阶段将建筑根据功能分区划分为若干模块，在工厂内完成模块的结构、装修、水电、设备管线、卫浴设施等所有施工工序、进行高标准工业化预制后，在现场通过可靠连接技术快速组合拼装，最大程度上把建筑从工地搬进工厂，实现“像造汽车一样造房子”。根据中建海龙 MiC 产品手册，与传统建造方式相比，MiC 模块化集成建筑方式具备高效率、高质量、绿色低碳、节材省工的优势，较传统建筑工期节省 60%、工业化程度提升 90%、固废排放减少 75%、现场用工量减少 70%。

从结构形式来看，MiC 主要分为钢结构 MiC 和混凝土 MiC 两类，中建海龙是同时拥有两大技术体系和项目应用的综合服务商。

**混凝土 MiC:** 由框架梁、框架柱、轻质填充墙、底板、顶板围成的六面体。模块内包含框架结构，性能稳定。节点采用螺栓连接，框架 MiC 可拆卸重复使用。适用于住宅、公寓、酒店、别墅、宿舍、宅基地自建房和临时周转住房等场景。

**钢结构 MiC:** 模块由钢柱、钢梁、顶部钢板以及混凝土组合楼板组成，外围护结构采用的是轻钢龙骨墙体。模块外立面可搭配多种饰面效果。适用于商业、办公、医院、酒店、中小学、幼儿园、展厅、旅游地产等业态。

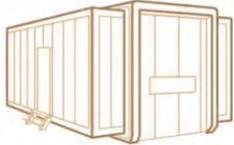
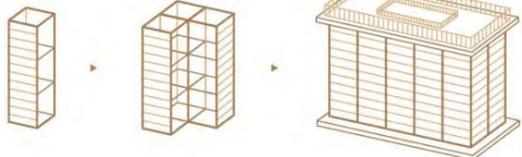
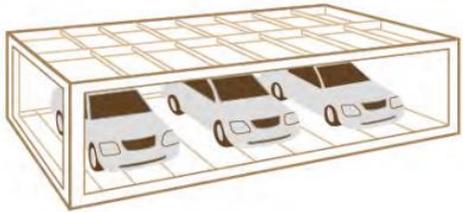
**目前，中建海龙已经形成七大系列“模”方产品。**包括混凝土模块化集成建筑 (C 系列)、钢结构模块化集成建筑 (S 系列)、I-BOX 模块化集成建筑 (I 系列)、电梯模块化集成建筑 (E 系列)、自部署模块化集成建筑 (T 系列)、水处理模块化集成建筑 (W 系列) 和停车库模块化集成建筑 (P 系列)，适用于多元化的应用场景，涵盖公寓、酒店、住宅、医院、学校、写字楼、展厅、公共图书馆、老旧小区、污水处理建筑、低多层立体停车库等多种建筑。截至 2023 年 10 月，中建海龙已经完成 70 个 MiC 项目，总建筑面积达 295 万 m²，供应 78,759 个 MiC 模块。中建海龙 MiC 模块化集成建筑业务已遍布全国 11 个省和直辖市，16 余个城市，拥有丰富的高标准项目建设管理经验。

图表 86. 中建海龙七大系列“模”方产品介绍

产品系列	应用场景	模块组合示意
<b>混凝土模块化集成建筑 (C 系列)</b> 混凝土高层结构体系	适用高度 < 150m, 适用于高层住宅、公寓、酒店等	
<b>混凝土模块化集成建筑 (C 系列)</b> 混凝土低多层结构体系	适用高度 < 24m, 适用于低多层教学楼、宿舍、酒店、公寓、办公楼及民用住宅	
<b>钢结构模块化集成建筑 (S 系列)</b> 钢结构高层结构体系	适用高度 < 100m, 适用于高层酒店、住宅、医院、学校、写字楼、展厅等民用建筑	
<b>钢结构模块化集成建筑 (S 系列)</b> 钢结构低多层结构体系	适用高度 < 24m, 适用于低多层酒店、住宅、医院、学校、写字楼、展厅等民用建筑	
<b>I-BOX 模块化集成建筑 (I 系列)</b>	小型医疗治疗站、移动工作站、公共图书馆、公共洗手间、社区工作站、政务空间、露营休闲、主题展厅、商业空间	
<b>电梯模块化集成建筑 (E 系列)</b>	老旧小区、学校、工厂、商业、医院、酒店等加装电梯业态	

资料来源: 中建海龙 MiC 产品手册, 中银证券

续图表 86. 中建海龙七大系列“模”方产品介绍

产品系列	应用场景	模块组合示意
自部署模块化集成建筑 (T 系列)	休闲度假、临时办公、街头商业等建筑	<p>模块单元</p> 
水处理模块化集成建筑 (W 系列)	水资源利用、污水处理等建筑	<p>模块单元</p> 
停车库模块化集成建筑 (P 系列)	低多层立体停车库等建筑	<p>模块单元</p> 

资料来源：中建海龙 MiC 产品手册，中银证券

## 估值分析与盈利预测

### 估值分析

纵向对比可知，目前中国建筑估值水平处于上市以来的较低水平。截至2024年3月12日收盘，中国建筑市盈率(PE,TTM)为4.31倍，市净率(PB)为0.54倍，均处于公司上市以来的较低水平。

图表 87. 中国建筑估值水平已降至历史较低位（单位：倍）

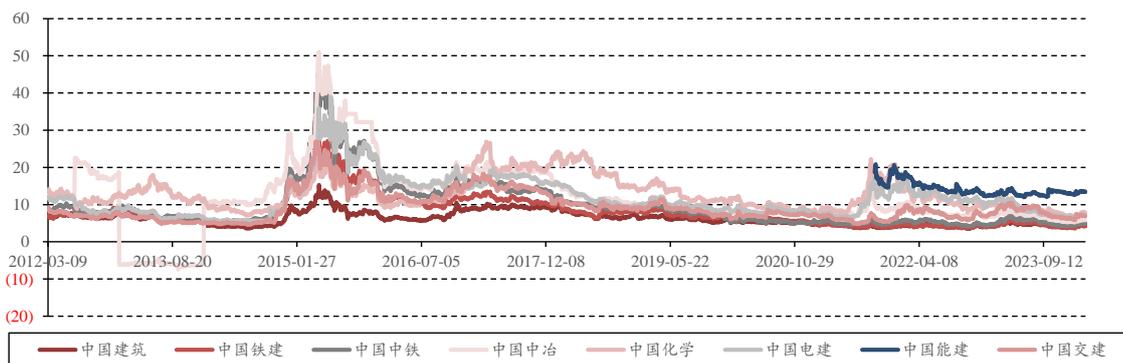


资料来源：iFind，中银证券

注：数据截至2024年3月12日收盘

与其他建筑央企进行横向对比可知，中国建筑市盈率(PE,TTM)和市净率(PB)长期处于较低水平。我们认为主要原因是中国建筑以房建和地产开发为主要业务，且经营策略偏向稳健，在房地产行业“三高”模式盛行阶段业绩增速不及其他企业，导致估值水平较低。2020年以来随着房地产政策逐步收紧、行业信用风险显现，市场对房地产业发展信心不足。中国建筑虽对收入结构进行快速调整，不断提升基建收入占比水平，但目前房建及房地产开发业务仍为公司主要业务，2023H1 相关收入合计占比超过75%，市场对地产行业缺乏信心也导致不愿给予相关企业较高估值。

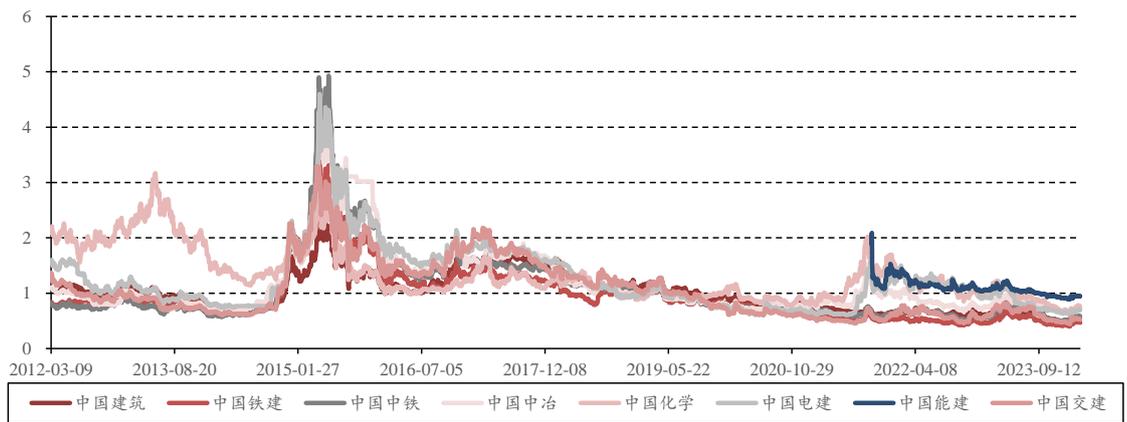
图表 88. 与其他建筑央企相比，中国建筑 PE(TTM)长期处于较低水平（单位：倍）



资料来源：iFind，中银证券

注：数据截至2024年3月12日收盘

图表 89. 与其他建筑央企相比，中国建筑 PB 水平也较低（单位：倍）



资料来源：iFind，中银证券

注：数据截至 2024 年 3 月 12 日收盘

## 盈利预测

假设 1：随着公司在房屋建筑领域的市占率逐步提升，我们认为公司房建业务收入将保持稳步增长，假设 2023-2025 年房建收入增速分别为 8.0%/8.0%/7.0%。房建业务结构日益优化也有望使得毛利率提升，假设 2023-2025 年公司房建业务毛利率分别为 8.0%/8.3%/8.6%。

假设 2：2023 年 12 月，中央经济工作会议召开并定调 2024 年经济工作。“稳增长、稳预期、稳就业”政策方向不变，宏观政策逆周期和跨周期调节继续强化，我们预计 2024 年基建投资增速有望保持较高水平。中国建筑主动调整收入结构，不断提升基建业务占比，预计未来公司基建业务收入增速将逐渐提升，假设 2023-2025 年公司基建业务收入增速分别为 10.0%/12.0%/13.0%。公司承建的大型 EPC 项目数量增加有望进一步提升毛利率，假设 2023-2025 年公司基建业务毛利率分别为 10.5%/10.8%/11.0%。

假设 3：2023 年地产政策转向宽松，但当年地产投资及新开工仍处于负增长区间，市场对地产行业发展信心尚未恢复。假设 2023-2025 年公司地产业务收入持续同比下降但降幅逐年缩小，收入增速分别为 -18.0%/-10.0%/-8.0%，毛利率保持 17.5%。

假设 4：设计勘察及其他业务占比较低，假设其 2023-2025 年收入规模保持 5.0% 稳定小幅增长，毛利率稳定在约 21.0%。

综上，我们预计 2023-2025 年公司可实现营业收入 **21,659.20、23,334.39、25,193.20** 亿元，归母净利润分别为 **532.45、590.24、670.78** 亿元，EPS 分别为 **1.28、1.42、1.61** 元，PE 分别为 **4.1、3.7、3.3** 倍。首次覆盖，给予**增持**评级。

图表 90. 中国建筑盈利预测（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>房屋建筑工程</b>						
收入	10,011.01	11,470.86	12,650.82	13,662.89	14,755.92	15,788.83
成本	9,337.75	10,574.00	11,644.11	12,569.85	13,531.18	14,430.99
毛利	673.26	896.86	1,006.71	1,093.03	1,224.74	1,357.84
毛利率	6.73%	7.82%	7.96%	8.00%	8.30%	8.60%
<b>基础设施建设与投资</b>						
收入	3,484.35	4,099.77	4,934.98	5,428.48	6,079.90	6,870.28
成本	3,189.31	3,671.68	4,418.93	4,858.49	5,423.27	6,114.55
毛利	295.04	428.09	516.05	569.99	656.63	755.73
毛利率	8.47%	10.44%	10.46%	10.50%	10.80%	11.00%
<b>房地产开发与投资</b>						
收入	2,712.92	3,309.43	2,820.45	2,312.77	2,081.49	1,914.97
成本	2,001.62	2,612.29	2,285.52	1,908.03	1,717.23	1,579.85
毛利	711.30	697.14	534.93	404.73	364.26	335.12
毛利率	26.22%	21.07%	18.97%	17.50%	17.50%	17.50%
<b>设计勘察</b>						
收入	106.07	108.21	107.64	113.02	118.67	124.61
成本	80.39	85.40	85.22	89.29	93.75	98.44
毛利	25.68	22.81	22.42	23.73	24.92	26.17
毛利率	24.21%	21.08%	20.83%	21.00%	21.00%	21.00%
<b>合计</b>						
收入	16,150.23	18,913.40	20,550.53	21,659.20	23,334.39	25,193.20
成本	14,401.31	16,771.36	18,401.82	19,448.16	20,903.74	22,513.54
毛利	1,748.92	2,142.04	2,148.71	2,211.05	2,430.65	2,679.66
毛利率	10.83%	11.33%	10.46%	10.21%	10.42%	10.64%
收入增速	13.75%	17.11%	8.66%	5.39%	7.73%	7.97%
净利润	709.50	777.32	692.12	723.29	801.79	931.64
净利增速	12.25%	9.56%	-10.96%	4.50%	10.85%	16.19%
归母净利润	449.44	514.08	509.50	532.45	590.24	670.78

资料来源：iFind，中银证券

## 可比公司分部估值法

考虑到勘察设计等其他业务在中国建筑营业收入中占比较低，相应的利润贡献比重也较低，因此我们将中国建筑的主营业务分为施工（包含房建和基建）业务和地产业务，并分业务选取可比公司进行估值。考虑到中国建筑在施工和地产行业的领先地位，在施工领域，我们选取了中国中铁、中国铁建和中国交建三家建筑央企作为可比公司，上述公司 2024 年 PE 平均值为 4.53 倍；在地产领域，我们选取了万科、保利发展和华润置地三家房企作为可比公司，上述公司 2024 年 PE 平均值为 5.62 倍。

我们预计 2023/24 年中国建筑施工业务归母净利润为 441.0/500.1 亿元，地产业务归母净利润为 91.4/89.1 亿元。中国建筑施工业务虽然仍以房建为主，但公司正在逐步改善施工业务结构，提升基建施工业务占比，增加在基建市场的份额；地产业务虽然受到房地产行业下行的大趋势影响，但中海地产销售规模在行业内领先，财务指标优秀，土地储备多位于经济较好的一、二线城市，市场占有率不断提升。2024 年 3 月 12 日公司股价为 5.29 元，对应 2024 年 PE 仅 3.67 倍，低于各业务可比公司 PE 均值。首次覆盖，给予**增持**评级。

图表 91. 施工业务可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (人民币,元)	总市值 (人民币,亿元)	归母净利 (人民币, 亿元)			PE		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
601390.SH	中国中铁	8.44	1586.52	312.76	346.67	386.33	4.4	4.65	4.18
601186.SH	中国铁建	11.46	1140.68	266.42	288.91	318.53	3.94	4.01	3.64
601800.SH	中国交建	11.28	1343.11	191.04	212.23	234.94	6.81	6.37	5.76
<b>平均值</b>							<b>5.05</b>	<b>5.01</b>	<b>4.53</b>

资料来源: Wind, 中银证券

注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期, 收盘价时间为 2024 年 3 月 12 日

图表 92. 地产业务可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (人民币,元)	总市值 (人民币,亿元)	归母净利 (人民币, 亿元)			PE		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
000002.SZ	万科 A	10	1193.07	226.18	205.46	206.75	9.36	5.49	5.46
600048.SH	保利发展	9.96	1192.26	183.47	120.37	162.91	9.87	9.85	6.96
1109.HK	华润置地	22.45592	1588.972	280.92	298.3	326.15	8.11	4.86	4.44
<b>平均值</b>							<b>9.11</b>	<b>6.73</b>	<b>5.62</b>

资料来源: Wind, 中银证券

注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期, 收盘价时间为 2024 年 3 月 12 日

## 投资建议

**短期来看，稳增长及地产宽松政策环境利于公司业务发展：**2024年，我国“稳增长、稳预期、稳就业”政策方向不变，宏观政策逆周期和跨周期调节继续强化。地方政府专项债新增额度较2023年继续提升，且从2024年开始将连续几年发行超长期特别国债用于国家重大战略实施。资金供给相对充足，预计2024年基建投资较高增速有望持续。叠加2023年地产宽松政策持续落地，利于公司业务发展。

**长期来看，公司经营策略稳健，经营质量有望不断提升：**

1) 地产业务领域，中海地产秉持行稳致远的发展策略，坚持“主流城市、主流地段、主流产品”的投资策略，土地储备均位于经济发达的一二线城市和省会城市，去化难度相对较低；坚持开发高品质住宅和商业地产也使中海地产在产品领域形成了差异化竞争优势，盈利能力较同业企业明显更强。稳健经营策略也使得中海地产负债压力明显低于其他房企。此轮地产下行周期已历两年，行业集中度不断提升，中国建筑地产销售排名持续提升，具备市占率提升的逻辑。

2) 施工业务领域，公司基建订单金额及占比不断提升，2023年新签基建订单占比已达到30.2%，且公司房建订单结构自2020年以来持续优化，2023H1住宅订单占比降至30%以下，工业厂房、商用写字楼、教育设施等新签订单占比不断提升。建筑央企在资金成本、市场资源等方面具备优势，近年建筑行业新签订单逐渐向央企集中，中国建筑市占率不断提升。

3) 专业工程领域，中国建筑产业链布局齐全，下属公司涉及装配式建筑、钢结构、环保、混凝土等各个专业领域，并取得较多发展成果，符合建筑行业绿色化、智能化发展趋势。以装配式建筑为例，中建海龙独创的MiC模块化建筑技术开辟国内装配式建筑新时代，与普通建筑企业相比，工期、人均产值、利润率等方面均具备明显优势。

截至2024年3月12日，中国建筑估值水平已接近历史最低水平，与其他建筑央企以及分业务选取可比公司相比，公司的估值水平也较低。我们认为短期内稳增长及地产宽松政策环境利于公司业务发展，长期经营质量有望稳步提升。

我们预计2023-2025年公司可实现营业收入**21,659.20、23,334.39、25,193.20**亿元，归母净利润分别为**532.45、590.24、670.78**亿元，EPS分别为**1.28、1.42、1.61**元，PE分别为**4.1、3.7、3.3**倍。首次覆盖，给予**增持**评级。

## 风险提示

**房地产行业复苏不及预期：**地产宽松政策出台后行业复苏迹象仍较弱，若行业复苏不及预期，公司地产业务业绩表现可能走弱。

**基建投资增速不及预期：**“稳增长、稳预期、稳就业”仍为 2024 年经济工作主要基调，但基建稳增长落地情况未知，基建投资增速可能不及预期。

**专业工程推进不及预期：**装配式建筑、钢结构等专业领域受政策推进力度影响较大，若行业发展不及预期，可能影响公司相应业务。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,891,339	2,055,052	2,165,920	2,333,439	2,519,320
营业收入	1,891,339	2,055,052	2,165,920	2,333,439	2,519,320
营业成本	1,677,137	1,840,182	1,944,816	2,090,374	2,251,354
营业税金及附加	14,779	11,755	12,996	14,001	12,597
销售费用	6,177	6,544	7,125	7,576	8,163
管理费用	34,534	33,997	38,082	40,745	44,088
研发费用	39,927	49,753	44,130	51,099	55,831
财务费用	11,124	19,674	20,977	22,198	23,730
其他收益	768	1,109	830	902	947
资产减值损失	(3,418)	(4,956)	(4,251)	(3,876)	(3,856)
信用减值损失	(9,211)	(8,592)	(6,886)	(6,939)	(6,712)
资产处置收益	327	466	320	371	385
公允价值变动收益	(237)	(116)	(116)	(116)	(116)
投资收益	4,710	5,676	5,513	5,299	5,496
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	100,601	86,733	93,202	103,089	119,700
营业外收入	832	2,318	1,320	1,490	1,709
营业外支出	547	216	588	450	418
利润总额	100,886	88,835	93,934	104,129	120,992
所得税	23,154	19,624	21,605	23,950	27,828
净利润	77,732	69,212	72,329	80,179	93,164
少数股东损益	26,325	18,261	19,084	21,155	26,086
归母净利润	51,408	50,950	53,245	59,024	67,078
EBITDA	118,057	112,575	121,806	133,826	152,487
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.24	1.22	1.28	1.42	1.61

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1,714,055</b>	<b>1,874,788</b>	<b>1,979,887</b>	<b>2,135,230</b>	<b>2,301,315</b>
现金及等价物	327,461	335,254	324,888	350,016	377,898
应收账款	180,700	210,432	210,720	243,005	246,863
应收票据	17,746	6,391	11,658	7,787	13,207
存货	703,446	771,549	787,315	888,221	916,348
预付账款	49,378	37,223	38,409	42,884	44,669
合同资产	215,697	262,511	331,738	341,827	408,624
其他流动资产	219,628	251,428	275,160	261,491	293,706
<b>非流动资产</b>	<b>674,194</b>	<b>778,115</b>	<b>823,340</b>	<b>880,247</b>	<b>948,870</b>
长期投资	128,409	139,823	139,823	139,823	139,823
固定资产	43,456	49,844	45,143	39,419	33,153
无形资产	20,653	26,204	30,078	33,453	36,327
其他长期资产	481,676	562,244	608,297	667,553	739,567
<b>资产合计</b>	<b>2,388,249</b>	<b>2,652,903</b>	<b>2,803,227</b>	<b>3,015,477</b>	<b>3,250,185</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,274,618</b>	<b>1,429,303</b>	<b>1,543,139</b>	<b>1,682,562</b>	<b>1,831,367</b>
短期借款	59,946	78,154	131,705	161,672	215,449
应付账款	516,476	585,744	624,363	676,314	724,528
其他流动负债	698,197	765,404	787,071	844,576	891,389
<b>非流动负债</b>	<b>473,929</b>	<b>543,214</b>	<b>519,075</b>	<b>523,999</b>	<b>530,689</b>
长期借款	334,736	398,971	376,982	380,935	388,186
其他长期负债	139,193	144,243	142,093	143,064	142,503
<b>负债合计</b>	<b>1,748,547</b>	<b>1,972,516</b>	<b>2,062,214</b>	<b>2,206,561</b>	<b>2,362,056</b>
股本	41,948	41,934	41,620	41,620	41,620
少数股东权益	295,802	296,065	315,149	336,304	362,390
归属母公司股东权益	343,900	384,322	425,864	472,612	525,739
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2,388,249</b>	<b>2,652,903</b>	<b>2,803,227</b>	<b>3,015,477</b>	<b>3,250,185</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	77,732	69,212	72,329	80,179	93,164
折旧摊销	11,900	13,302	14,173	14,996	15,768
营运资金变动	(84,163)	(48,092)	(39,391)	(28,653)	(39,228)
其他	8,892	(30,593)	(34,214)	(49,209)	(58,050)
<b>经营活动现金流</b>	<b>14,361</b>	<b>3,829</b>	<b>12,896</b>	<b>17,312</b>	<b>11,653</b>
资本支出	(31,118)	(25,949)	(6,250)	(6,450)	(6,650)
投资变动	(46,268)	(37,932)	2,947	2,580	2,764
其他	44,942	52,403	2,029	1,805	1,986
<b>投资活动现金流</b>	<b>(32,444)</b>	<b>(11,477)</b>	<b>(1,274)</b>	<b>(2,065)</b>	<b>(1,901)</b>
银行借款	72,468	82,443	31,563	33,919	61,029
股权融资	(16,843)	(89,149)	(11,703)	(12,276)	(13,951)
其他	(3,142)	23,226	(41,848)	(11,762)	(28,948)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>52,483</b>	<b>16,521</b>	<b>(21,989)</b>	<b>9,881</b>	<b>18,129</b>
<b>净现金流</b>	<b>34,400</b>	<b>8,872</b>	<b>(10,366)</b>	<b>25,128</b>	<b>27,882</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	17.1	8.7	5.4	7.7	8.0
营业利润增长率(%)	6.5	(13.8)	7.5	10.6	16.1
归属于母公司净利润增长率(%)	14.4	(0.9)	4.5	10.9	13.6
息税前利润增长率(%)	11.4	(6.5)	8.4	10.4	15.1
息税折旧前利润增长率(%)	13.3	(4.6)	8.2	9.9	13.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	14.4	(0.9)	4.5	10.9	13.6
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	5.6	4.8	5.0	5.1	5.4
营业利润率(%)	5.3	4.2	4.3	4.4	4.8
毛利率(%)	11.3	10.5	10.2	10.4	10.6
归母净利润率(%)	2.7	2.5	2.5	2.5	2.7
ROE(%)	14.9	13.3	12.5	12.5	12.8
ROIC(%)	6.7	5.6	5.7	5.8	6.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	11.1	10.5	10.3	10.3	10.3
应付账款周转率	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
管理费用率(%)	1.8	1.7	1.8	1.7	1.8
研发费用率(%)	2.1	2.4	2.0	2.2	2.2
财务费用率(%)	0.6	1.0	1.0	1.0	0.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.2	1.2	1.3	1.4	1.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.1	0.3	0.4	0.3
每股净资产(最新摊薄)	8.3	9.2	10.2	11.4	12.6
每股股息	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	4.3	4.3	4.1	3.7	3.3
P/B(最新摊薄)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.9	5.3	5.0	4.7	4.3
价格/现金流(倍)	15.3	57.5	17.1	12.7	18.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371