

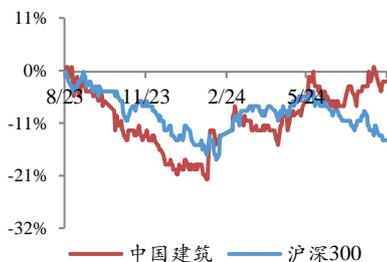
全球最大投资建设集团，低估值稳增长首选标的

投资评级：增持（首次）

报告日期：2024-08-14

收盘价（元）	5.51
近 12 个月最高/最低（元）	6.03/4.54
总股本（百万股）	41,620
流通股本（百万股）	41,320
流通股比例（%）	99.28
总市值（亿元）	2,293
流通市值（亿元）	2,277

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：杨光

执业证书号：S0010523030001

电话：13003192992

邮箱：yangg@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 全球最大投资建设集团之一，机制创新保持发展活力

作为全球规模最大的投资建设集团之一，中国建筑经营业绩遍布国内及海外 100 多个国家和地区，业务布局涵盖投资开发、工程建设、勘察设计、新业务等板块。中建全面实施子企业任期制和契约化管理，64 家子企业推行职业经理人制度，上市以来已实施 4 期限制性股票激励计划，累计覆盖员工 7107 人次。2023 年，公司实现营业收入 22655.29 亿元，同比增长 10%；实现归母净利润 542.64 亿元，同比增长 6.50%。2023 年公司新签合同金额为 43241 亿元，同比增长 10.79%。根据 2023 年年报披露，2024 年中国建筑计划实现新签合同额超过 4.5 万亿元、营业收入超过 2.38 万亿元。

● 三大业务：建筑主业市占率上升，地产开发聚焦核心都市圈

①房建：市占率逆势提升，工业厂房需求异军突起。我国建筑业住宅竣工规模不断收缩，短期预计持续探底；但全国厂房建筑房屋竣工面积创历史新高，建筑央企更加受益，2021-2023 年国企完成面积占比迅速提高到 16% 以上。中建在房屋建筑工程领域具备较大优势，在超高层、大型场馆、工业厂房等细分领域承接一大批地标性建筑。2023 年公司房建业务实现营业收入 13837 亿元，同比增长 9.4%；2024 年上半年，中标京东方、亿纬锂能、隆基绿能等知名企业的工程项目订单。

②基建：新签快速增长，市政轨交发力明显。2024 年上半年，全国基础设施投资（不含电力）同比增长 5.4%，增速持续回落；1-6 月，全国新增专项债发行 1.49 万亿，仅完成全年额度的 38.21%，项目资金不足拖累基建投资发力。展望下半年，中央政治局指出宏观政策要持续用力、更加用力，预计专项债发行节奏将有明显加速，为重大项目的实施提供资金保障。2023 年公司基建业务营收 5565.61 亿元，同比增长 12.78%；2024 年上半年，公司基建新签合同金额同比增长 34.9%，市政、交通领域均有所突破。

③地产开发：双品牌齐发力，合约销售额升至行业首位。公司房地产开发及运营业务主要由中国海外发展 (0688.HK) 和中建八大工程局负责，形成中海地产和中建地产两大系列品牌。2023 年公司地产合约销售额为 4514 亿元，同比增长 12.4%，首次成为行业首位；分平台来看，中海地产、中建地产全年合约销售额分别同比增长 4.9%、25.3%，中建八子逆势发力明显。2024 年 1-7 月，中建旗下有 6 家平台进入全国房地产销售额 TOP100 榜单（全口径）。同时公司土储结构不断优化，2023 年全年新增土地储备超九成位于一、二线城市。

● “一带一路”迈入高质量发展阶段，海外业务有望成为新发力点

中国建筑是我国第一批“走出去”的企业之一，在境外 140 多个国家和地区累计承建项目 8000 余个，涵盖房建、制造、能源、交通、水利等多个专业领域。2022 年以来港澳地区项目金额占比快速超过东南亚，成为最主要的境外业务来源地区。2023 年，公司实现境外营收 1158 亿元，同比增长 7.10%；境外新签订单增速为 15.46%，高于境内增速。随着高质量共建“一带一路”行动逐步落地实施，中国企业“走出去”将迎来发展机遇，预计未来海外业务有望成为中建新的发力点。

● 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 24389 亿元、25766 亿元、27427 亿元，对应归母净利润为 581 亿元、625 亿元、669 亿元，对应动态市盈率为 3.95 倍、3.67 倍、3.43 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

- (1) 地产行业波动风险；
- (2) 基建投资增速不如预期风险；
- (3) 国企改革进度不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22655	24389	25766	27427
收入同比 (%)	10.2%	7.7%	5.6%	6.4%
归属母公司净利润	543	581	625	669
净利润同比 (%)	6.5%	7.0%	7.6%	7.2%
毛利率 (%)	9.8%	9.8%	9.7%	9.6%
ROE (%)	12.7%	12.2%	11.6%	11.0%
每股收益 (元)	1.31	1.40	1.50	1.61
P/E	3.67	3.95	3.67	3.43
P/B	0.47	0.48	0.43	0.38
EV/EBITDA	5.20	4.93	3.93	3.21

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 全球最大投资建设集团，经营业绩稳步增长.....	6
1.1 航母级投资建设集团，机制创新保持发展活力.....	6
1.2 整体营收稳健增长，盈利水平略有下降.....	9
1.3 新签合同：整体金额增速稳定，重大项目占比显著下降.....	13
2 三大业务：建筑主业市占率上升，地产开发聚焦核心都市圈.....	15
2.1 房建板块营收稳增，市占率逆势逐年提升.....	15
2.1.1 住宅基本盘仍有压力，工业厂房异军突起.....	15
2.1.2 房建市占率稳步提升，新能源拉动厂房需求.....	16
2.2 基建板块重点发力，专业公司助力高质量发展.....	18
2.2.1 基建新签逆势增长，市政轨交发力明显.....	18
2.2.2 持续推进专业化策略，协同配合主业快速发展.....	20
2.3 地产销售额逆势增长，土储结构不断优化.....	22
3 “一带一路”迈入高质量发展阶段，海外业务有望成为新发力点.....	25
4 投资建议.....	28
风险提示：.....	30
财务报表与盈利预测.....	31

图表目录

图表 1 公司历史沿革	6
图表 2 公司业务结构	7
图表 3 中建设立或投资的重要子公司情况	7
图表 4 公司股权结构 (截止 2024 年 4 月 30 日)	8
图表 5 中建限制性股票激励计划情况	8
图表 6 公司营业收入及增速	9
图表 7 公司归母净利润及增速	9
图表 8 公司四大板块营收占比	10
图表 9 公司四大主要板块毛利率情况	10
图表 10 销售毛利率与销售净利率	10
图表 11 公司期间费用率情况	10
图表 12 2017-2024Q1 公司经营性现金流净额	11
图表 13 2022Q1-2024Q1 单季度现金流净额情况	11
图表 14 公司应收账款周转率和收现比	11
图表 15 公司资产负债率	11
图表 16 公司 ROE、销售净利率及 ROIC	12
图表 17 公司现金分红率和股息率	12
图表 18 2023 年建筑八大央企“一利五率”情况	12
图表 19 2019-2024H1 公司新签合同金额及增速	13
图表 20 2019-2024H1 公司新签合同各业务占比	13
图表 21 2022-2024Q1 公司房建业务新签合同额变化情况 (分领域)	13
图表 22 2022-2024Q1 公司基建业务新签合同额变化情况 (分领域)	13
图表 23 2021-2024H1 公司承接重大项目金额 (亿元)	14
图表 24 2021-2024H1 公司承接重大项目不同类型占比	14
图表 25 房屋建筑新签合同额中重大项目占比情况	14
图表 26 基础设施新签合同额中重大项目占比情况	14
图表 27 全国建筑业住宅竣工面积及同比增速	15
图表 28 全国房地产住宅竣工面积及同比增速	15
图表 29 制造业固定资产投资完成额及规模以上工业增加值累计同比	16
图表 30 全国厂房及建筑物竣工房屋价值及同比增速	16
图表 31 全国厂房及建筑物竣工面积及同比增速	16
图表 32 国有建筑业企业完成厂房及建筑物竣工面积及总体占比	16
图表 33 公司房建业务营业收入及同比增速	17
图表 34 公司房建业务毛利额及毛利率情况	17
图表 35 全国建筑业和公司房建施工面积及市占率	17
图表 36 全国建筑业和公司房建竣工面积及市占率	17
图表 37 2024H1 中建房屋建筑类重大项目工业需求代表	18
图表 38 全国固定资产投资基础设施 (不含电力) 累计同比增速	19
图表 39 全国专项债月度发行节奏 (单月占比, %)	19

图表 40 2023 年以来全国月度基建项目开工投资额不完全统计 (亿元)	19
图表 41 基建业务细分领域新签合同额情况	20
图表 42 公司基建业务营业收入及增速	20
图表 43 公司基建业务毛利额及毛利率情况	20
图表 44 中建 11 个专业化板块 2023 年经营情况	21
图表 45 公司跨板块项目专业化板块营收分布	21
图表 46 公司基建方向专业化板块营收分布	21
图表 47 中国建筑主要地产品牌	22
图表 48 中国海外发展地产项目主要布局城市	23
图表 49 2024 年 1-7 月中建地产各品牌在 TOP100 房地产企业中排名情况	23
图表 50 中建房地产业务合约销售面积及同比增速	23
图表 51 中建房地产业务合约销售额及同比增速	23
图表 52 中建和头部地产商合约销售额比较 (亿元)	24
图表 53 中建和头部地产商合约销售面积比较 (万平方米)	24
图表 54 公司房地产新增土储及期末土储情况	24
图表 55 公司境内外营收及增速	25
图表 56 公司境内外新签项目及增速	25
图表 57 公司境外项目总金额按地区划分情况	26
图表 58 2023 年境外项目总金额按地区划分情况	26
图表 59 公司境外新签合同中建筑业务占比情况	26
图表 60 公司 2023 年境外新签合同额按业务划分	26
图表 61 2019 年以来公司海外重大项目代表	26
图表 62 公司 PE-BAND (截止 2024 年 8 月 9 日)	28
图表 63 公司 PB-BAND (截止 2024 年 8 月 9 日)	28
图表 64 公司营业收入拆分	29

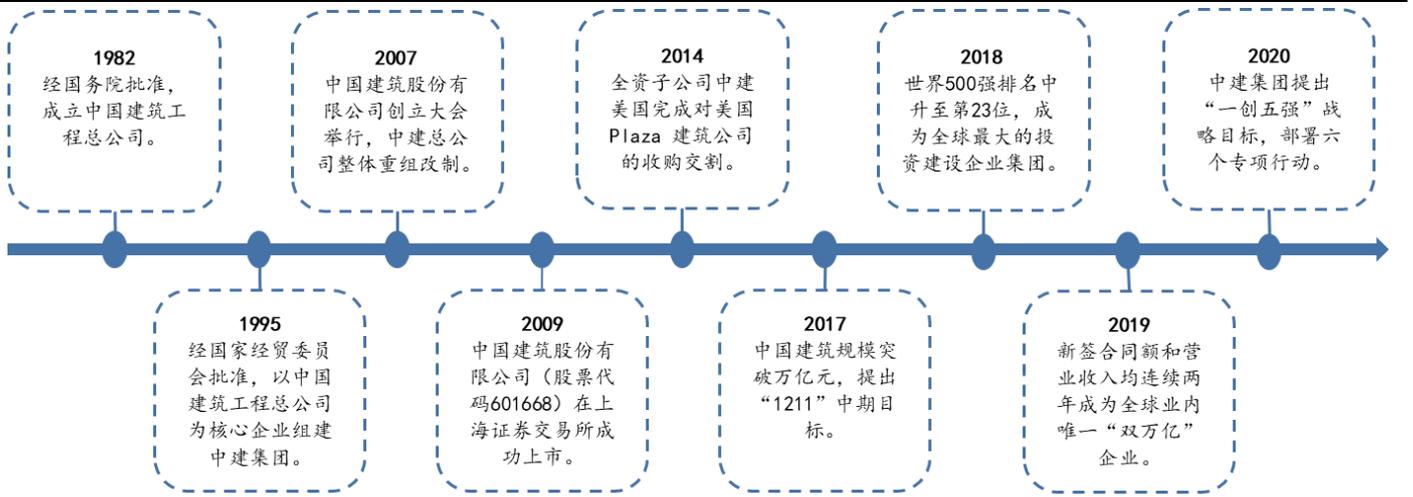
1 全球最大投资建设集团，经营业绩稳步增长

1.1 航母级投资建设集团，机制创新保持发展活力

中国建筑是全球最大的投资建设集团。1982年，原国家建筑工程总局撤销，组建成立中国建筑工程总公司；1992年，中建总公司下属企业中国海外集团有限公司，其核心板块中国海外发展有限公司（中国海外：0688HK）在香港上市，开创中资企业在香港业务资产直接上市的先河；1995年，以中国建筑工程总公司为核心企业组建中建集团；2007年，中建总公司整体重组改制顺利完成，成立中国建筑股份有限公司。

2009年，中国建筑在上交所成功上市，实现利润过百亿；2014年，中国建筑全资子公司——中建美国完成对美国 Plaza 建筑公司的收购交割，为中国建筑在海外的第一单并购交易；2017年，中国建筑规模突破万亿元，提出“1211”中期目标；2018年，在世界500强排名中升至第23位，成为全球最大的投资建设企业集团。2019年，中国建筑成为全球业内唯一实现新签合同额和营业收入连续两年“双万亿”企业；2020年，中建集团提出“一创五强”战略目标，部署六个专项行动；2023年，中国建筑位居《财富》世界500强榜单第13位、《财富》中国500强榜单第4位、《工程新闻记录》(ENR)“全球最大250家工程承包商”榜单首位。

图表 1 公司历史沿革



资料来源：公司官网，华安证券研究所

目前公司形成房屋建设、基建建设、房地产开发等主业，并延伸布局多元化产业。中国建筑业务布局涵盖投资开发（地产开发、建造融资、持有运营）、工程建设（房屋建筑、基础设施建设）、勘察设计、新业务（绿色建造、节能环保、电子商务）等板块，其中工程承包业务范围遍布国内及海外一百多个国家和地区，公司是世界最大的工程承包商，国内绝大多数300米以上的超高层建筑均由公司承建。中国建筑强化内部资源整合与业务协同，打造“规划设计、投资开发、基础设施建设、房屋建筑工程”四位一体的商业模式。

图表 2 公司业务结构

房屋建筑工程	基础设施建设与投资	房地产投资与开发	勘察设计	海外业务	新业务
住宅	市政工程	房地产开发	建筑设计	房建	建筑科技业务
保障性住房	交通运输工程	商业物业	城市规划	制造	电子商务业务
工业厂房	能源工程	教育养老	工程勘察	能源	水务环保业务
科教文卫体设施	水务及环保	物流	市政公用工程设计	交通	金融业务
商业综合	水利水运			水利	
其他	其他			工业	
				石化	
				危险废物处理	
				电讯	
				排污	

资料来源：公司 2023 年年报、公司官网，华安证券研究所

下属子公司各有业务侧重。中建承担着国家基础设施建设、城市化进程推进等重要任务，具体项目由设立或投资的重要子公司执行。①**建设施工**：中建一到八局，其中三局和八局 2023 年实现净利润过百亿，以及中国建筑的海外平台“中国建筑国际”、侧重基建设施的中建方程。②**地产开发及经营**：中海集团及中国海外发展 (0688.HK)，以中海地产为房地产业务品牌，中海物业 (2669.HK) 率先引进香港的成功物业管理经验，目前在中国物业管理行业处于领先地位。③**设计装饰等**：中建设计集团、中建西南院、中建装饰，负责工程设计与室内外装饰等业务。整体来看，中国建筑定位为战略管控型总部，对二级子企业坚持放活与管好相统一；二级子公司根据公司授权经营，根据承担责任的大小享有相应权限。

图表 3 中建设立或投资的重要子公司情况

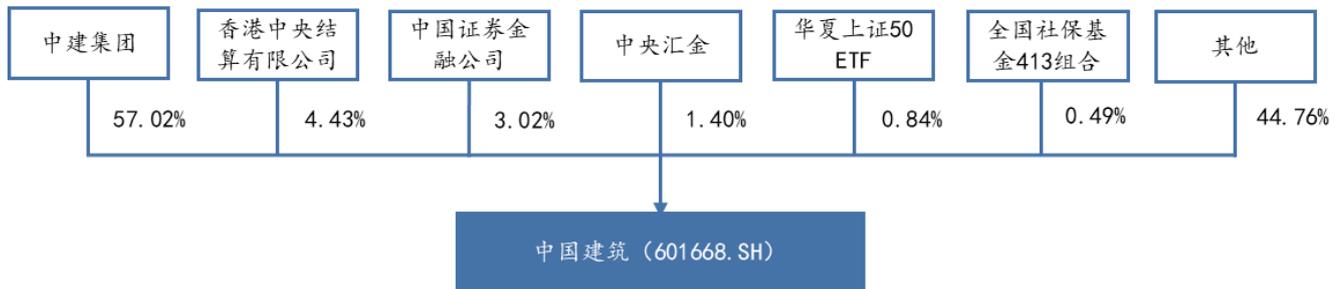
名称	业务性质	持股比例 (%)	净利润 (亿元)				
			2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
中海集团	投资控股	100%	296.15	432.52	426.70	264.11	296.15
中国海外发展	房地产开发与经营	56.10%	202.60	368.81	430.62	184.60	202.60
中国建筑国际	建筑安装	64.81%	83.24	51.31	61.77	75.50	83.24
中海物业	物业管理	61.18%	13.52	6.14	8.20	10.97	13.52
中建一局	建筑安装	100%	44.72	28.05	32.02	39.42	44.72
中建二局	建筑安装	100%	42.00	22.79	29.84	39.31	42.00
中建三局	建筑安装	100%	127.36	76.61	86.50	114.15	127.36
中建四局	建筑安装	100%	6.65	7.25	6.23	7.55	6.65
中建五局	建筑安装	100%	41.64	34.08	34.36	37.34	41.64
中建六局	建筑安装	100%	5.97	3.76	2.50	3.99	5.97
中建七局	建筑安装	100%	5.83	20.53	18.38	4.05	5.83
中建八局	建筑安装	100%	132.72	85.21	98.66	122.54	132.72
中建设计集团	工程勘察设计	-	4.51	0.86	0.99	-	-
中建西南院	工程勘察设计	100%	-	-	-	4.22	4.51
中建装饰	工业装修装饰	100%	1.40	0.20	-8.84	0.87	1.40
中建方程	基础设施建设业务	100%	9.64	15.75	13.77	13.45	9.64

资料来源：公司 2019-2023 年年报，华安证券研究所

注：持股比例为截止 2023 年底数据；从 2022 年起，公司年报“通过设立或投资等方式取得的重要子公司”部分不再包含“中建设计集团”，新增“中建西南院”相关信息

中建集团持股比例较高，近半年增持股份彰显长期信心。中建集团作为公司第一大股东，长期以来持股数量较为稳定，2019 年 1 月至 2023 年 9 月期间持股数量为稳定的 236 亿股，持股比例略高于 56%。2023 年 10 月，上市公司发布中建集团增持计划公告，截止 2024 年 4 月 30 日，中建集团持股比例上升为 57.02%，处于国内建筑八大央企中大股东持股比例较高水平。

图表 4 公司股权结构 (截止 2024 年 4 月 30 日)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司注重体制机制创新，设置股权激励等措施调动员工积极性。根据公司 2021 年年报披露，中建全面实施子企业任期制和契约化管理，64 家子企业推行职业经理人制度，极大激发各级子企业改革发展活力；探索实施多种形式的中长期激励，更大程度调动员工的工作积极性。截止到 2023 年底，公司已实施 4 期限制性股票激励计划，累计授予各层骨干员工共计 19.19 亿股的激励，累计覆盖员工 7107 人次。

图表 5 中建限制性股票激励计划情况

激励计划期数	授予时间	授予股数 (万股)	授予人数 (人)	授予人员构成	限制性股票解锁条件
第一期	2013 年 6 月 28 日	14678	686	董事长 1 人、总裁 1 人、副总裁 7 人、董事会秘书 1 人、公司骨干 676 人	1.授予日起两年为禁售期，并于 2015-2017 年分三批次分别匀速解锁 2.净资产收益率 (扣非) 不低于 14%，且不低于对标企业 75 分位值 3.净利润增长率 (扣非) 不低于 10%，且不低于对标企业 75 分位值 4.完成经济增加值 (EVA) 考核目标值 5.各年度归属于公司股东净利润及归属于公司股东净利润 (扣非) 均不低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不为负
第二期	2016 年 12 月 29 日	26013	1575	副总裁 2 人、财务总监 1 人，公司骨干 1572 人	1.授予日起 2 年为限售期，并于限售期满后不低于 3 年的解锁期内分三批次匀速解锁 2.净资产收益率 (扣非) 不低于 14%，且不低于对标

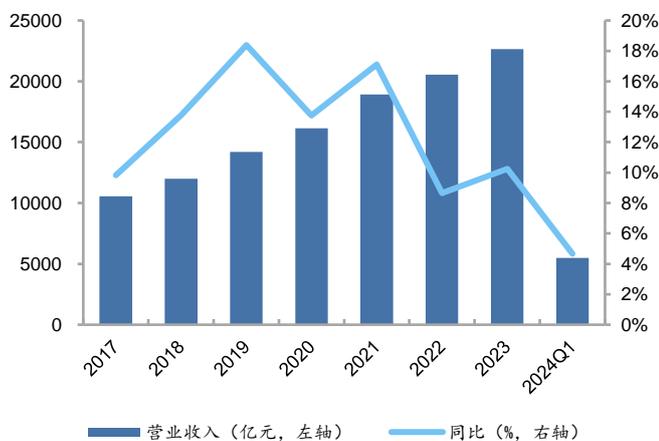
					企业 75 分位值 3.净利润三年复合增长率 (扣非) 不低于 10%, 且不低于对标企业 75 分位值 4.完成经济增加值 (EVA) 考核目标值
第三期	2018 年 12 月 26 日	59991	2081	副总裁 3 人、董 事会秘书 1 人, 公 司骨干 2077 人	1.授予日起 2 年为限售期, 并于限售期满后不低于 3 年的解锁期内分三批次匀速解锁 2.净资产收益率 (扣非) 不低于 13.5%, 且不低于对标企业 75 分位值 3.净利润三年复合增长率 (扣非) 不低于 9.5%, 且不低于对标企业 75 分位值 4.完成经济增加值 (EVA) 考核目标值
第四期	2020 年 12 月 23 日	91203.6	2765	董事会秘书 1 人、 公司骨干 2764 人	1.授予日起 2 年为限售期, 并于限售期满后不低于 3 年的解锁期内分三批次匀速解锁 2.三个批次解锁时的平均净资产收益率分别不低于 12%、12.2、12.5%, 且均不低于同行业平均业绩或对标企业 75 分位值 3.净利润复合增长率不低于 7%, 且不低于同行业平均业绩或对标企业 50 分位值 4.完成经济增加值 (EVA) 考核目标值

资料来源:公司 2021.1 第四期限制性股票授予公告, 2019.1 第三期限制性股票授予公告, 2017.2 第二期限限制性股票授予公告, 2013.7 首期限限制性股票授予公告, 华安证券研究所

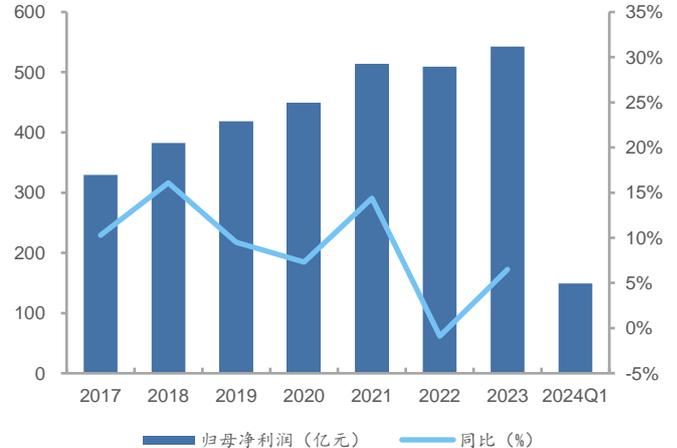
1.2 整体营收稳健增长, 盈利水平略有下降

公司 2023 年营收及归母净利润增速明显, 各板块业务均有提高。2023 年, 公司实现营业收入 22655.29 亿元, 同比增长 10%; 实现归母净利润 542.64 亿元, 同比增长 6.50%, 营收和归母净利润均保持稳定增长。2023 年公司传统板块基础设施建设与投资营收同比增长 12.8%, 房地产开发与投资同比增长 9.5%, 房屋建筑工程同比增长 9.4%, 勘察设计同比增长 9.1%。2024 年一季度, 公司营收为 5493.19 亿元, 归母净利润为 149.22 亿元, 较去年同期分别增长 4.67%、1.20%。

图表 6 公司营业收入及增速



图表 7 公司归母净利润及增速

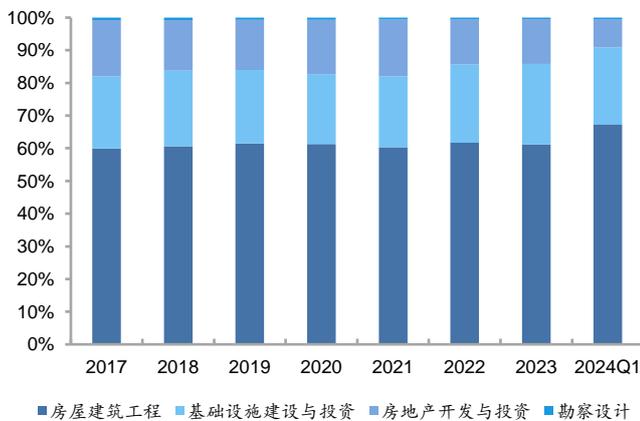


资料来源: Wind, 华安证券研究所

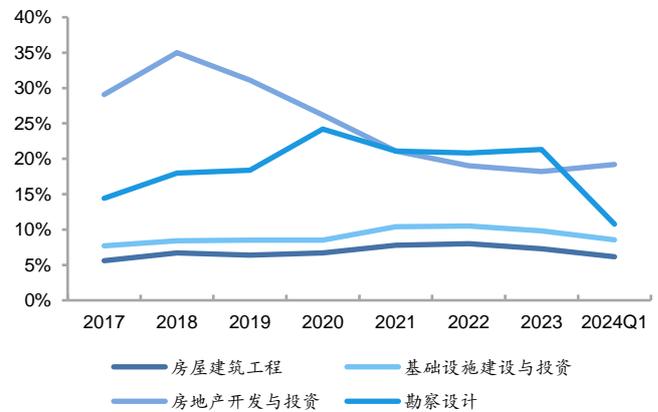
资料来源: Wind, 华安证券研究所

房屋建筑工程板块营收占比约 60%，基建及投资占比小幅上升。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、勘察设计等四大板块。其中，房屋建筑工程是公司核心业务，营收占比稳定在 60% 左右。截止 2024 年一季度，公司房屋建筑工程业务实现营收 3658 亿元，同比增长 6.1%。此外，基础设施建设与投资业务营收占比不断提升，由 2017 年的 22.13% 提升至 2023 的 24.62%。受地产行业景气度影响，房地产开发与投资业务营收占比呈下降趋势，截止 2024 年一季度，房地产开发与投资板块实现营业收入 465 亿元，同比降低 8.8%。各板块中，房地产开发与投资的毛利率较高，但近年来呈下降趋势。勘察设计业务 2020-2023 年毛利率较此前明显提升，且在 2022-2023 年超过房地产开发与投资业务。房建业务和基建业务的毛利率水平相对较低，长期稳定在 5%-10% 水平。

图表 8 公司四大板块营收占比



图表 9 公司四大主要板块毛利率情况

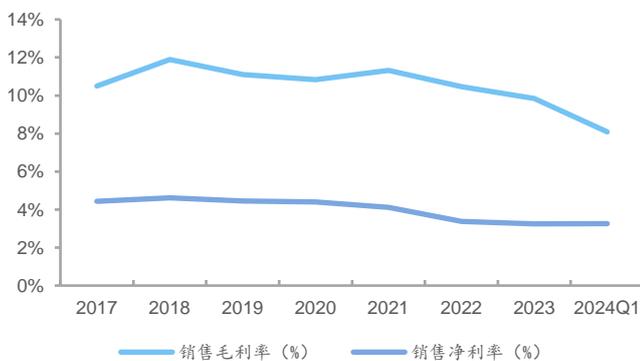


资料来源：公司 2017-2023 年年报、2024Q1 经营简报，华安证券研究所

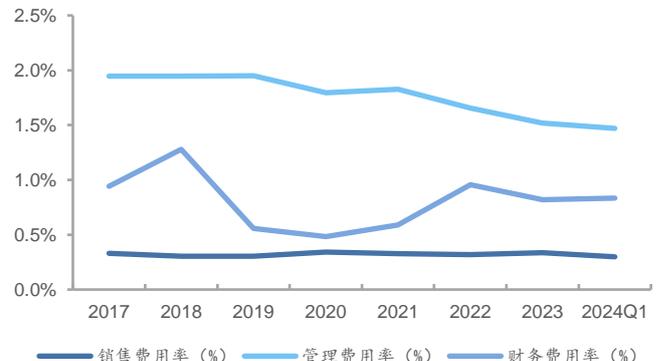
资料来源：公司 2017-2023 年年报、2024Q1 经营简报，华安证券研究所

毛利率中枢有所下移，净利率更为稳定。主要受地产板块影响，公司整体毛利率自 2021 年连续下降；受益于期间费用的严格管控，净利率降幅小于同期毛利率降幅。公司大力倡导规模经济，提高运营效率；2023 年，中建管理费用率为 1.52%，同比下降 0.13pct；财务费用率为 0.82%，同比下降 0.14pct，销售费用率为 0.34%，同比增长 0.02pct；2024 年一季度，公司管理费用率、财务费用率、销售费用率分别为 1.47%、0.83%、0.30%，三费占比整体呈下降趋势。

图表 10 销售毛利率与销售净利率



图表 11 公司期间费用率情况

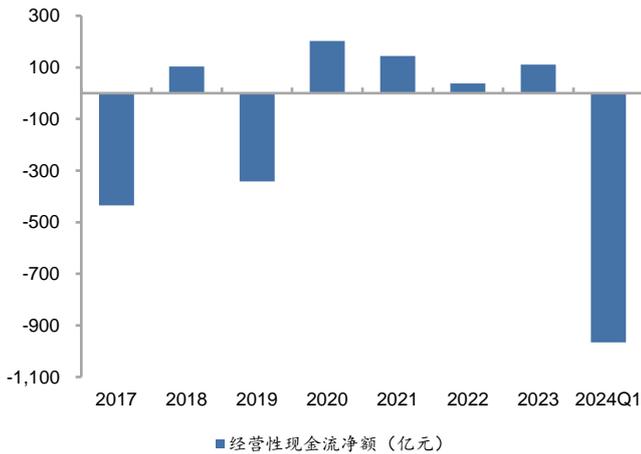


资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所

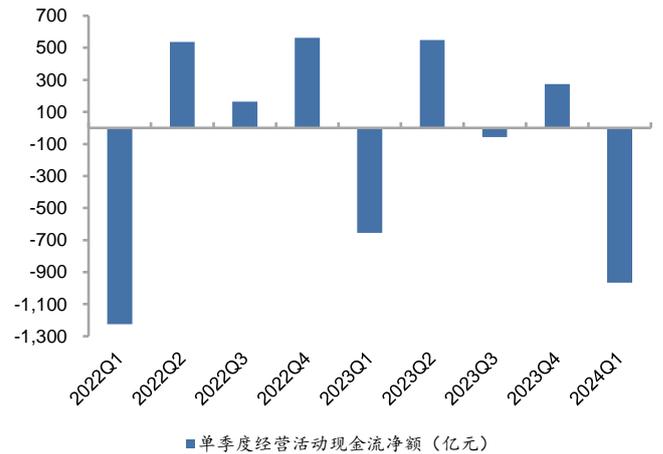
2023 年经营性现金流改善明显。自 2020 年以来，公司经营性现金流净额持续为正；2023 年经营性现金流净额为 110.30 亿元，同比增加 188.07%，主要由于 2022 年同期低基数，以及 2023 年加强现金流管理，收取工程款、购房款等增加所致。2024 年一季度，公司经营性现金流净额为-965.95 亿元，较历史数据相比处于合理水平。

图表 12 2017-2024Q1 公司经营性现金流净额



资料来源: Wind, 华安证券研究所

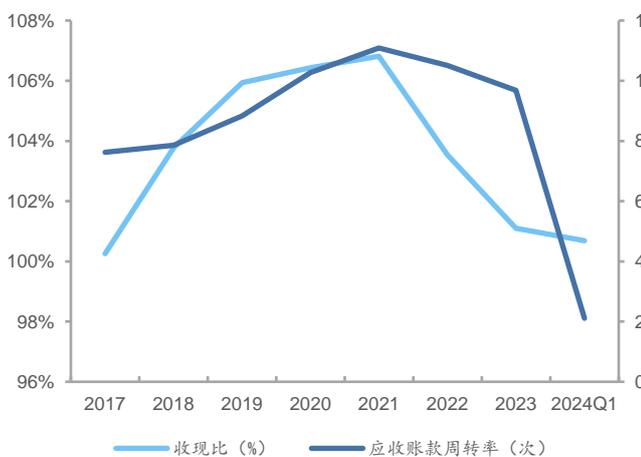
图表 13 2022Q1-2024Q1 单季度现金流净额情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

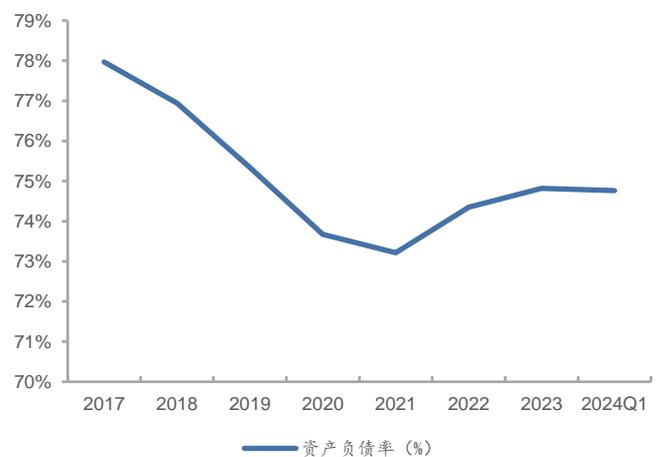
2021 年以来收款压力持续加大，资产负债率略有提升。受建筑行业资金流转紧张影响，公司收现比、应收账款周转率在 2021 年达到顶峰后快速下降。2023 年公司收现比为 101.10%，同比下降 2.44pct，应收账款周转率为 9.68 次，同比下降 0.83 次。2017-2021 年公司资产负债率持续改善，由 2017 年的 77.97% 下降至 2021 年的 73.21%；随后略有上升，2023 年公司资产负债率为 74.82%，同比增长 0.47pct；2024 年一季度，公司资产负债率为 74.76%，基本保持稳定。

图表 14 公司应收账款周转率和收现比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

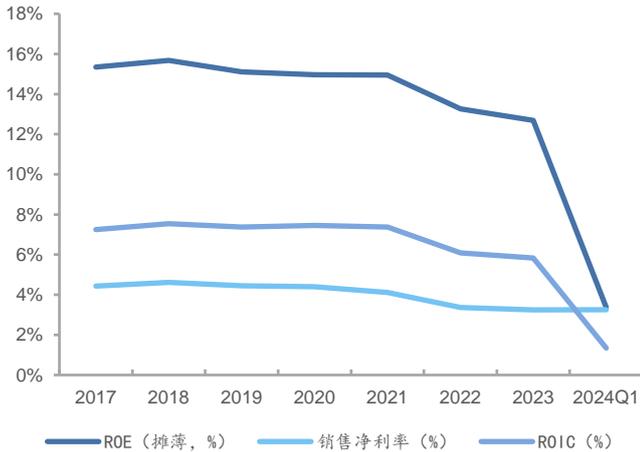
图表 15 公司资产负债率



资料来源: Wind, 华安证券研究所

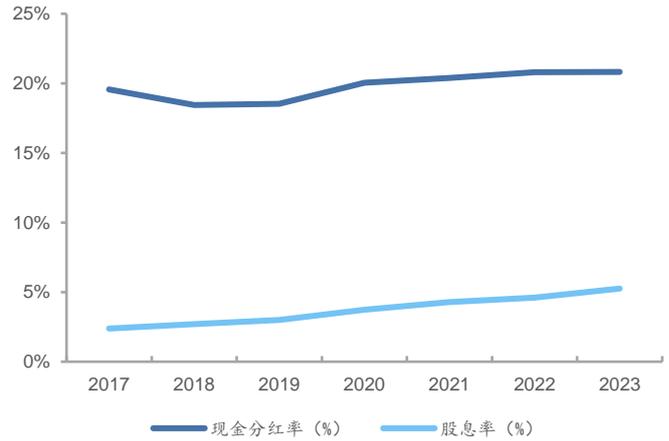
净资产收益率有所下降，股息率持续提升。2021 年以来，伴随净利率水平的下移，公司 ROE 和 ROIC 略有下降；2023 年，公司 ROE 为 12.69%，同比减少 0.57pct，ROIC 为 5.84%，同比减少 0.25pct，ROE 和 ROIC 均为近七年最低水平。但公司逐年强化股东回报意识，现金分红水平稳定上升，2023 年现金分红比例为 20.82%，在建筑八大央企中处于较高水平。公司股息率优势日渐明显，由 2017 年的 2.38% 提升至 2023 年的 5.26%。

图表 16 公司 ROE、销售净利率及 ROIC



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 17 公司现金分红率和股息率



资料来源: Wind, 华安证券研究所

“一利五率”指标表现优异。2023 年，国资委进一步优化中央企业经营指标体系，将指标体系由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，即利润总额、资产负债率、营业现金比率、净资产收益率、研发投入强度、全员劳动生产率，以推动中央企业提高核心竞争力，加快实现高质量发展。2023 年，中国建筑的利润总额、净资产收益率、全员劳动生产率在建筑业八大央企中排名靠前，资产负债率排名居中。

图表 18 2023 年建筑八大央企“一利五率”情况

建筑业八大央企	利润总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业现金比率 (%)	净资产收益率 (%)	研发投入强度 (%)	全员劳动生产率 (万元/人)
中国建筑	929.95	74.82%	0.49%	13.37%	2.00%	591.83
中国中铁	460.70	74.86%	3.04%	10.57%	2.38%	420.89
中国交建	363.64	72.74%	1.59%	8.16%	3.65%	523.51
中国铁建	388.28	74.92%	1.79%	8.69%	2.35%	425.35
中国电建	209.16	77.50%	3.66%	8.31%	3.82%	367.81
中国能建	140.11	75.96%	2.34%	7.52%	3.21%	346.00
中国中冶	137.65	74.61%	0.93%	6.50%	3.11%	637.80
中国化学	69.05	70.76%	5.12%	9.83%	3.51%	364.21

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

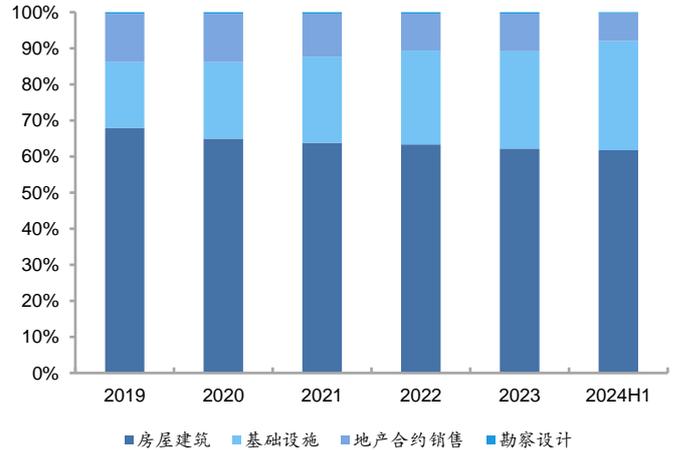
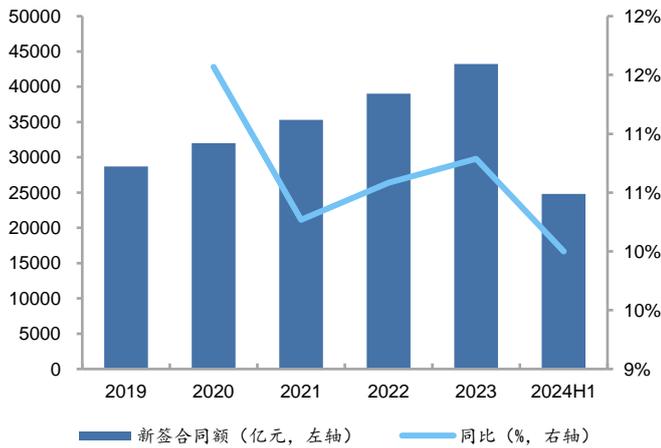
注: 全员劳动生产率 = (营业收入 + 期末库存商品余额 - 期初库存商品余额) / 员工总数

1.3 新签合同：整体金额增速稳定，重大项目占比显著下降

新签合同额增速稳定，房屋建筑占比缓慢下降。自 2020 年以来中建一直保持 10%-12% 新签合同额增速，2024H1 公司新签合同总金额为 24797 亿元，同比增长 10.00%。同时业务结构有所调整，房屋建筑新签合同占比由 2019 年的 67.99% 降至 2024H1 的 61.78%，而同期基础设施业务新签合同占比由 18.22% 提升至 30.21%。2023 年，公司地产合约销售额逆势同比增长 12.4%，2024H1 同比下降 20.6%。

图表 19 2019-2024H1 公司新签合同金额及增速

图表 20 2019-2024H1 公司新签合同各业务占比



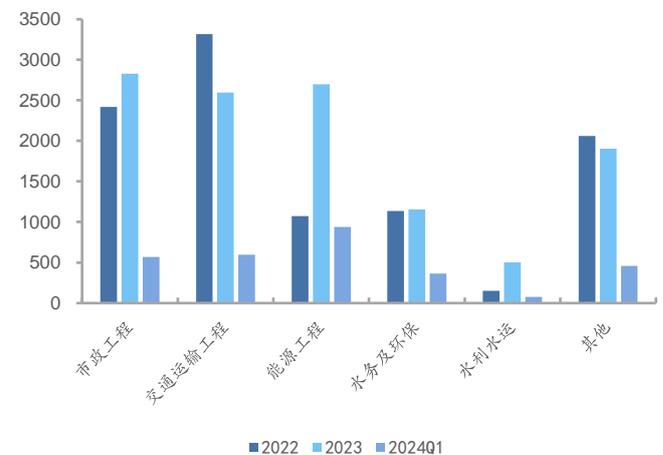
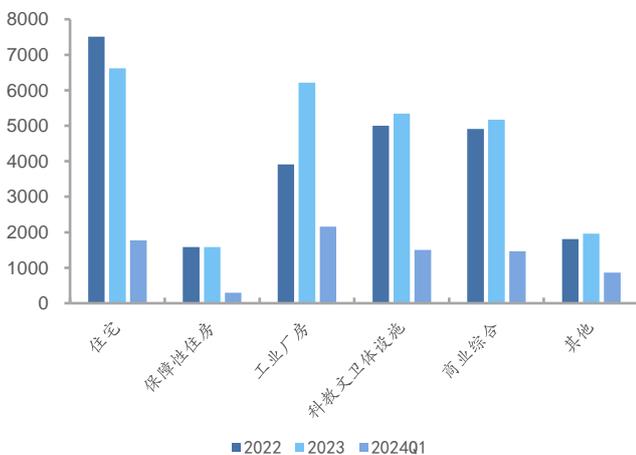
资料来源：公司 2019-2023 年年报、2024H1 经营简报，华安证券研究所

资料来源：公司 2019-2023 年年报、2024H1 经营简报，华安证券研究所

2023 年工业厂房、能源工程、水利水运合同额增长明显，住宅、交运工程领域有所下降。2023 年，中建调整合同披露口径，开始披露房建、基建业务的细分领域新签合同情况。相较于 2022 年，2023 年公司房建业务中工业厂房领域新签合同额增长明显，住宅领域则有所下降，同比分别为 58.91%、-11.82%；基建业务细分领域中，能源工程、水利水运领域新签合同额增长明显，同比增长分别为 151.35%、229.61%，交通运输工程领域新签合同额同比下降 21.65%。

图表 21 2022-2024Q1 公司房建业务新签合同额变化情况 (分领域, 亿元)

图表 22 2022-2024Q1 公司基建业务新签合同额变化情况 (分领域, 亿元)



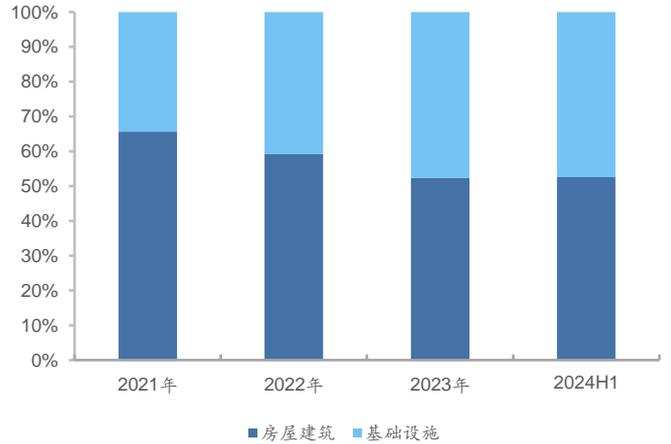
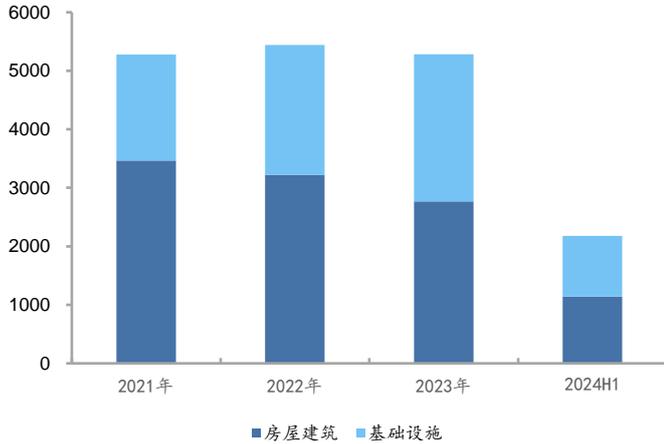
资料来源：公司 2022-2023 年年报、2024H1 经营简报，华安证券研究所

资料来源：公司 2022-2023 年年报、2024H1 经营简报，华安证券研究所

重大项目每年承接金额保持稳定，房屋建筑类重大项目占比逐年下降。2021-2023年间，公司每年所披露的重大项目金额在5300亿元左右。分类型来看，房屋建筑类重大项目占比及金额呈逐年下降趋势，基础设施类重大项目承接额则逐年上升。2023年，公司房屋建筑类重大项目承接额为2765.7亿元，同比下降14.13%，基础设施类重大项目承接额为2517.45亿元，同比增加13.52%。

图表 23 2021-2024H1 公司承接重大项目金额 (亿元)

图表 24 2021-2024H1 公司承接重大项目不同类型占比



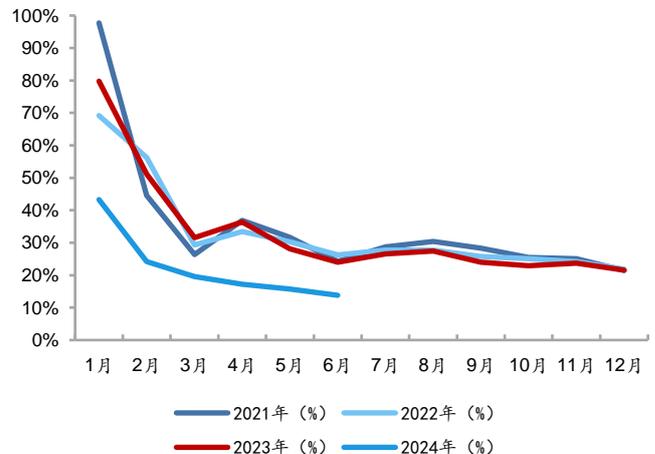
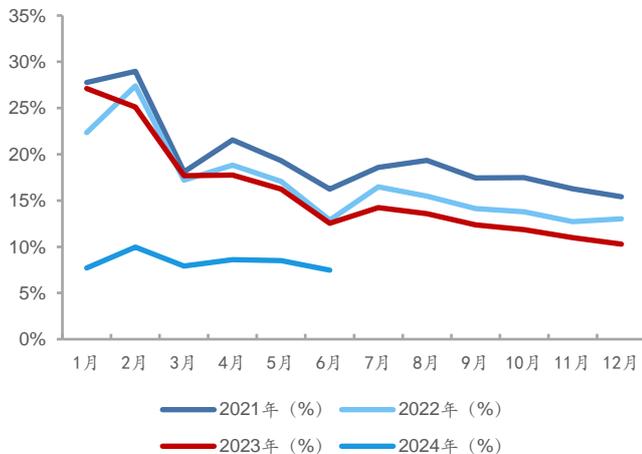
资料来源：公司 2021-2023 年年报、2024H1 经营简报，华安证券研究所

资料来源：公司 2021-2023 年年报、2024H1 经营简报，华安证券研究所

2024H1 重大项目占新签合同总额比例明显下降。相较于往年同期，2024H1 公司房屋建筑类、基础设施类新签合同中，重大项目所占比重均有明显下降；房屋建筑和基础设施类新签合同中重大项目占比仅为 7.47%、13.8%，较去年同期下降 5.09pct、10.2 pct。从年度数据来看，房屋建筑的重大项目占比呈现逐年下降趋势，基础设施的重大项目占比 2021-2023 年变化较小；我们认为主要和房建合同的类型变化较为相关，且建筑行业需求较弱时，重大项目的数量也较此前有所减少，这为建筑企业的管理能力带来更大考验。

图表 25 房屋建筑新签合同额中重大项目占比情况

图表 26 基础设施新签合同额中重大项目占比情况



资料来源：公司 2021-2023 年年报、2024H1 经营简报，华安证券研究所

资料来源：公司 2021-2023 年年报、2024H1 经营简报，华安证券研究所

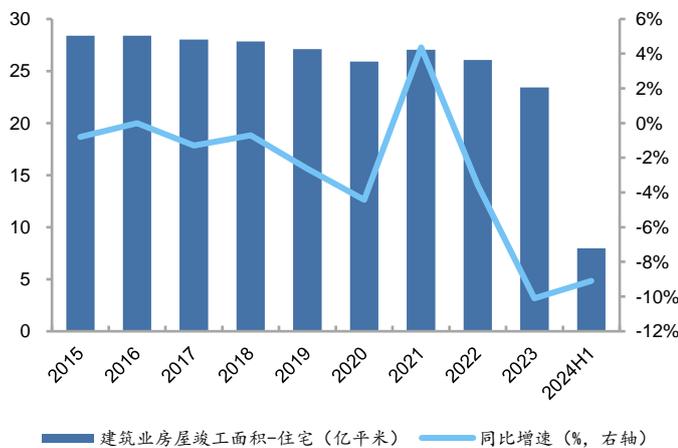
2 三大业务：建筑主业市占率上升，地产开发聚焦核心都市圈

2.1 房建板块营收稳增，市占率逆势逐年提升

2.1.1 住宅基本盘仍有压力，工业厂房异军突起

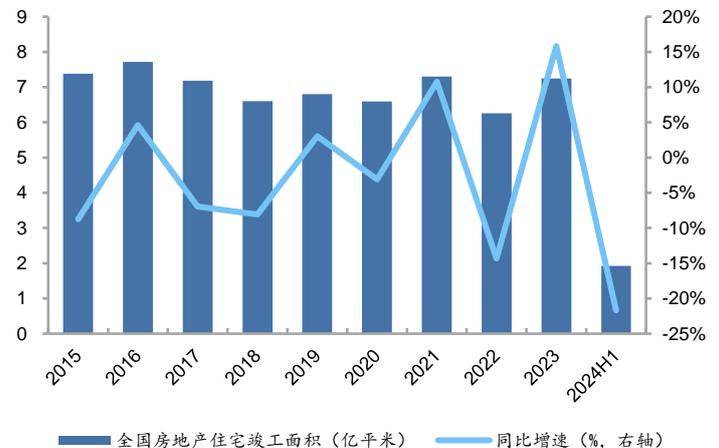
建筑业住宅竣工规模收缩，短期预计持续探底。我们通过两个维度的数据来观察住宅竣工面积，可以看到近十年住宅竣工面积整体呈现下降趋势。①**建筑业房屋竣工面积**：具备建筑业资质的总包及承包方施工完成的面积，包括城镇及农村投资项目，其中住宅细项在 2022-2024H1 同比增速快速下行，2023 年和 2024H1 同比增速均在-10%左右。②**房地产竣工面积**：由开发商按照投资项目填报房屋面积数据，其中住宅细项在 2016 年达到高峰期后，规模整体缓慢下降；2024 年上半年，尽管保交房政策持续推进，全国住宅竣工面积仍同比下降 21.7%，且累计增速没有收窄趋势。近两年土地购置面积和新开工面积持续下降，我们预计短期住宅项目的施工需求仍在探底的过程中，中长期有望随着地产政策的不断推出而改善。

图表 27 全国建筑业住宅竣工面积及同比增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 28 全国房地产住宅竣工面积及同比增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

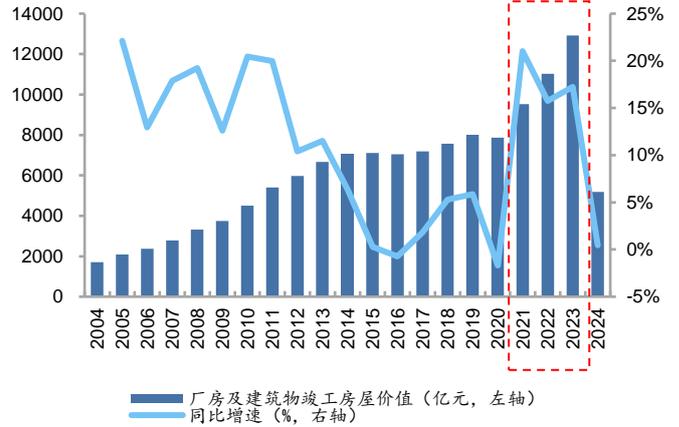
制造业投资规模显著复苏，带动全国厂房建筑房屋竣工金额快速提升。制造业是我国经济的重要支撑，根据国家统计局数据显示，2023 年在工业 41 个大类行业中，28 个行业增加值实现正增长；新动能相关行业增速更加明显，2023 年半导体器件专用设备制造、电子元器件与机电组件、集成电路制造增加值，分别同比增长 31.5%、29.8%、10.3%；2023 年，新能源汽车、太阳能电池、汽车用锂电池等“新三样”产品产量，同比增长 30.3%、54.0%、22.8%。高端制造业的持续景气，吸引更多地方政府和企业增加资本开支，由此产生产业园区和厂房产线建设等需求。在整体建筑行业订单相对低迷的背景下，2021-2023 年全国厂房建筑竣工金额同比增速攀升到 15% 以上。

图表 29 制造业固定资产投资完成额及规模以上工业增加值累计同比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

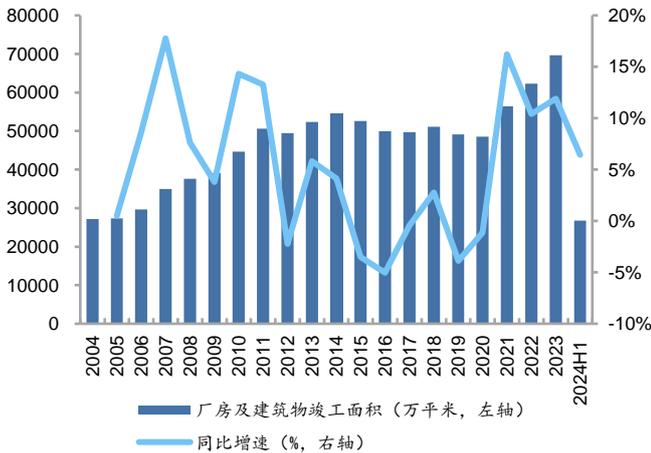
图表 30 全国厂房及建筑物竣工房屋价值及同比增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

全国厂房建筑房屋竣工面积创历史新高, 建筑央企更加受益。2021-2023 年, 全国厂房及建筑物竣工面积突破 5 亿平米, 同比增速超过 10%。2024 年上半年, 厂房及建筑物竣工面积为 2.68 亿平米, 较去年同期增长 6.43%, 增速有所回落。在过去三年的工业厂房市场, 由于资金优势和全国业务布局等因素, 国有建筑企业受益更为明显, 2021-2023 年国企完成面积占比迅速提高到 16%以上, 2010-2020 年该数据中枢仅为 11.39%; 2024H1, 国企完成竣工面积占比持续提升到 19.61%。

图表 31 全国厂房及建筑物竣工面积及同比增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 32 国有建筑业企业完成厂房及建筑物竣工面积及总体占比



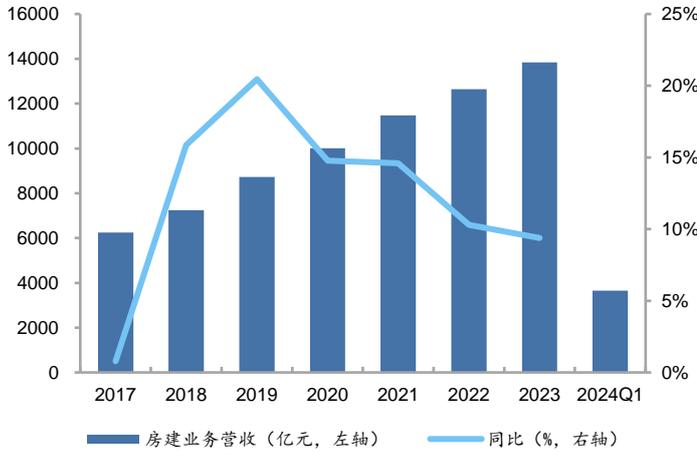
资料来源: Wind, 华安证券研究所

2.1.2 房建市占率稳步提升, 新能源拉动厂房需求

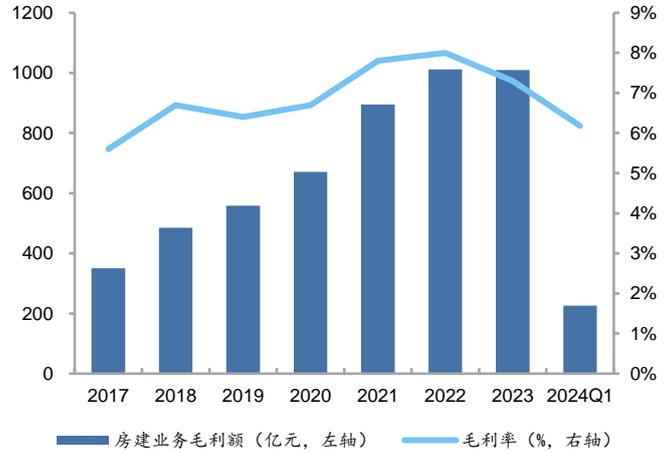
公司房建业务营收稳定增长, 盈利能力略有承压。中建在房屋建筑工程领域具备较大优势, 在超高层、大型场馆、工业厂房等细分领域承接一大批地标性建筑。自 2018 年以来, 公司房建业务营收逐年提升, 2018-2022 年均复合增速约 15%,

但受建筑行业下滑影响，增速有所放缓。在 2018-2022 年间公司毛利额稳定增长，年均毛利率保持在 7% 左右。2023 年公司房建业务实现营业收入 13837 亿元，同比增长 9.4%；盈利能力略有承压，毛利率为 7.3%，同比下降 0.7pct。

图表 33 公司房建业务营业收入及同比增速



图表 34 公司房建业务毛利额及毛利率情况

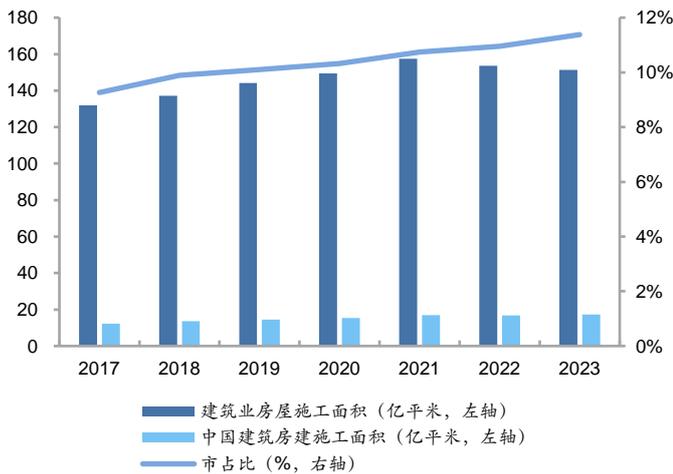


资料来源：公司 2017-2023 年年报、2024Q1 经营简报，华安证券研究所

资料来源：公司 2017-2023 年年报、2024Q1 经营简报，华安证券研究所

房建业务逆势上行，市占率逐年提升。在全国建筑行业整体放缓背景下，公司逆势加码房屋建设业务。2023 年公司房屋建设施工面积为 17.2 亿平方米，竣工面积为 2.6 亿平方米；2017-2023 年，中建房屋建设施工面积在整体建筑业占比由 9.26% 提升至 11.38%，房屋建设竣工面积占比由 4.11% 提升至 6.75%。

图表 35 全国建筑业和公司房建施工面积及市占率



图表 36 全国建筑业和公司房建竣工面积及市占率



资料来源：Wind，公司 2017-2023 年年报，华安证券研究所

资料来源：Wind，公司 2017-2023 年年报，华安证券研究所

新能源行业资本扩张拉动建设需求，中建具备丰富项目经验。2024 上半年，公司共披露重大项目 65 个，其中房屋建筑合同总额为 159.8 亿元。除了传统的地块开发业务以外，工业园区及厂房项目较为亮眼。根据公司披露的重大项目名称，我们可以看到中建获得了多个京东方、亿纬锂能、隆基绿能等知名企业的工程订单，

同时中建也中标了若干地方政府的产业园区建设项目；从项目涉及行业来看，新能源和信息化占比较高。

图表 37 2024H1 中建房屋建筑类重大项目工业需求代表

	中标单位	项目名称	项目金额 (亿元)
2024.1	中建一局	北京京东方第6代新型半导体显示器件生产线项目总包工程(A标段)	27.1
2024.2	中建三局	山东能源集团济南国际贸易产业园建设项目工程总承包(EPC)	29
2024.2	中建三局	广东韶关数字科技新型人工智能大数据中心建设工程勘察设计施工总承包(EPC)项目	25.5
2024.3	中建三局、 中建科工	陕西咸阳泾河新城光伏新能源产业园配套项目EPC工程总承包	45.2
2024.3	中建七局	湖北亿纬荆门储能工厂总承包工程	36.9
2024.4	中建一局	四川成都京东方第8.6代AMOLED生产线项目总包工程(B标段)	21.5
2024.5	中建三局	四川成都京东方第8.6代AMOLED生产线项目总包工程(A标段)	47
2024.5	中建八局、 中建科技	陕西咸阳经开区隆基光伏新能源产业园项目(EPC)	32.8
2024.5	中建八局	甘肃酒泉炎石零碳绿电先进材料产业园项目	23.4
2024.6	中建五局	青海海东丝绸云谷低碳算力产业园一期EPC项目	31.2

资料来源：公司 2024 年 1-6 月重大合同公告，华安证券研究所

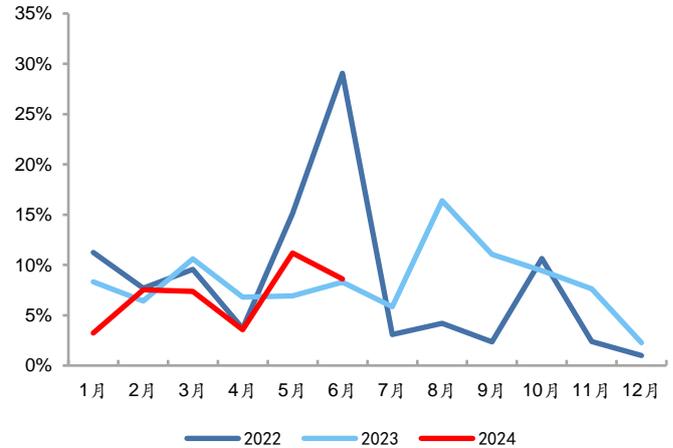
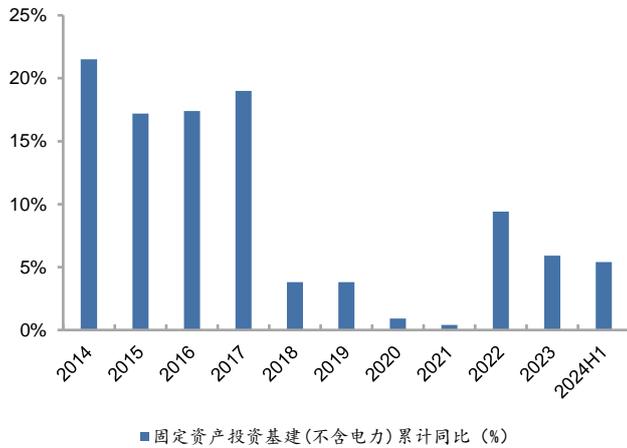
2.2 基建板块重点发力，专业公司助力高质量发展

2.2.1 基建新签逆势增长，市政轨交发力明显

专项债发行节奏偏慢，下半年基建投资有望加速。2024 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）为 24.54 万亿元，同比增长 3.9%；其中基础设施投资（不含电力）同比增长 5.4%，增速较 2022、2023 有所回落，细分领域中水利、航空运输、铁路等投资增速保持较高增速。从专项债发行节奏来看，2024 年 1-6 月，全国发行地方政府专项债总金额为 2.45 万亿元，月度发行金额在全年总额占比显著小于 2022、2023 年；1-6 月，全国新增专项债发行 1.49 万亿，仅完成全年额度的 38.21%。通常筹集资金到项目应用还需 3 个月以上时间，因此项目资金不足是基建投资增速回落的主要原因。

2024 年 7 月 30 日，中央政治局召开会议，指出宏观政策要持续用力、更加用力，要加强逆周期调节，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策；要加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设。预计下半年专项债发行节奏将有明显加速，为重大项目的实施提供资金保障。

图表 38 全国固定资产投资基建设施 (不含电力) 累计同比增速 图表 39 全国专项债月度发行节奏 (单月占比, %)

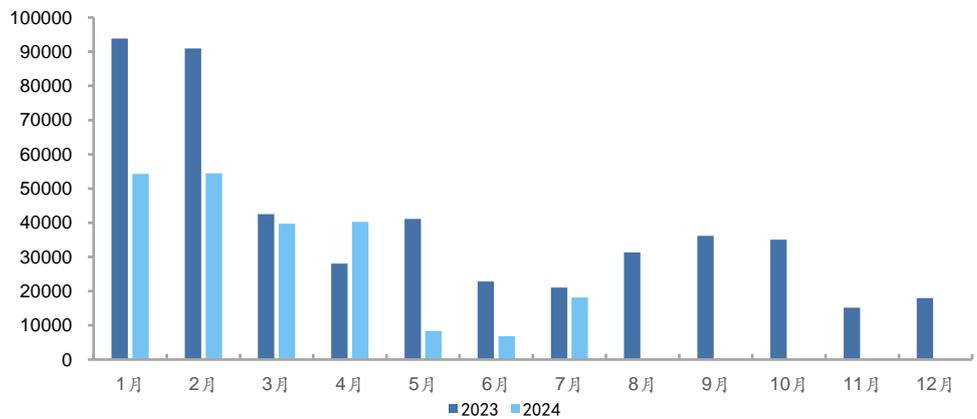


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

7月项目开工数量有所改善。根据 Mysteel 数据统计, 2024年7月, 全国基建项目投资总额为 18173 亿元, 环比增长 164.53%; 7月全国各地基建项目开工共计 3167 个项目, 环比增长 87.84%。

图表 40 2023 年以来全国月度基建项目开工投资额不完全统计 (亿元)



资料来源: Mysteel, 华安证券研究所

公司基建新签逆势高增, 能源水利增速显著。中国建筑采取建设工程建设和项目投资并举的方式, 依靠技术、管理和人才优势, 在国内外城轨、桥梁、桥梁、公路等领域快速发展。公司积极对接京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区、黄河流域等战略区域发展规划, 2023年在这几大区域新签合同额占比达到 86.2%、完成投资额占比 92.3%。目前, 公司在国内多个省级几十个重点城市, 建立基础设施投资建设长期战略合作关系。2023年, 公司基建业务新签合同额实现 11685 亿元, 同比增长 15.1%, 增速高于房建板块; 细分领域方面, 公司在市政、交运工程等领域取得一批重大工程, 能源工程、水务环保、水利水运领域有所突破。

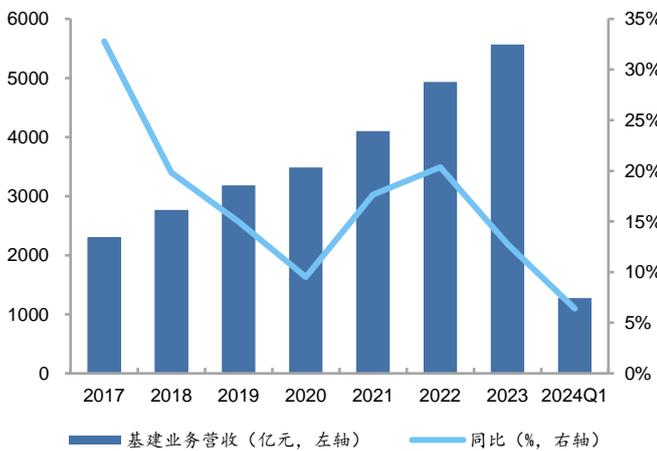
图表 41 基建业务细分领域新签合同额情况

序号	一级类别	二级类别	2023 年	2022 年	同比
1	市政工程	市政道路、邮电通讯工程、防卫防灾工程等	2,829	2,418	17.00%
2	交通运输工程	高速公路、铁路(含高铁)、城市轨道交通 机场、桥梁等	2,598	3,316	-21.70%
3	能源工程	光伏发电、风电、核电工程等	2,697	1,073	151.40%
4	水务及环保		1,157	1,134	2.10%
5	水利水运	水利、水运	501	152	229.60%
6	其他	石油化工工程等	1,903	2,059	-7.60%
合计			11,685	10,151	15.10%

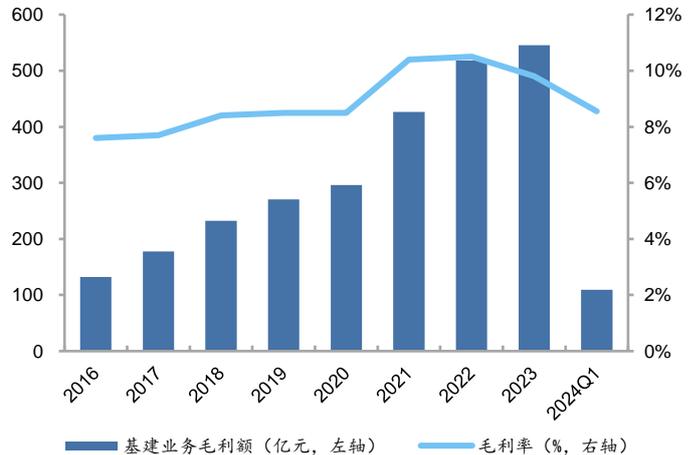
资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

基建营收稳健增长，毛利率近期承压明显。2023 年公司基建业务营收达 5565.61 亿元，同比增长 12.78%，占公司总营收 24.62%。从增速情况来看，公司基建业务营收增速于 2017 年-2023 年基本保持 10% 以上，但从 2022 年以来增速逐渐放缓。2016-2023 年，公司基建业务毛利率均值在 9% 左右，高于同期房建业务 2 个百分点以上；受益于近年来项目管理加强措施，2021-2023 年基建毛利率中枢有所提升。2024Q1，公司基建业务毛利率为 8.55%，环比略有下降，主要因为行业竞争激烈影响，项目报价较难有提高空间。

图表 42 公司基建业务营业收入及增速



图表 43 公司基建业务毛利额及毛利率情况



资料来源：公司 2016-2023 年年报、2024Q1 经营简报，华安证券研究所

资料来源：公司 2016-2023 年年报、2024Q1 经营简报，华安证券研究所

2.2.2 持续推进专业化策略，协同配合主业快速发展

专业化板块聚焦建筑创新技术应用。在开展传统主业的同时，中国建筑培育和发展了一批具有专业领域创新能力的专业公司，在以装配式建筑为代表的建筑工业化方面取得较大进展。截止 2023 年年报，公司涵盖 11 个专业化板块，为全业务领

域、全生命周期、全产业链提供坚实的产品基础和技术支持。代表性专业公司包括：
 ①**中建科技**：中建集团旗下科技创新平台，助力建筑行业向清洁低碳转型；②**中建装饰**：从事装饰和幕墙业务，推进绿色健康装修技术；③**中建科工**：中国最大的钢结构产业集团，旗下中建钢构在国内高端钢结构业务领域市占率第一；④**中建安装**：大型塔器、反应器现场制造能力居全国化工装备制造领域领先地位。

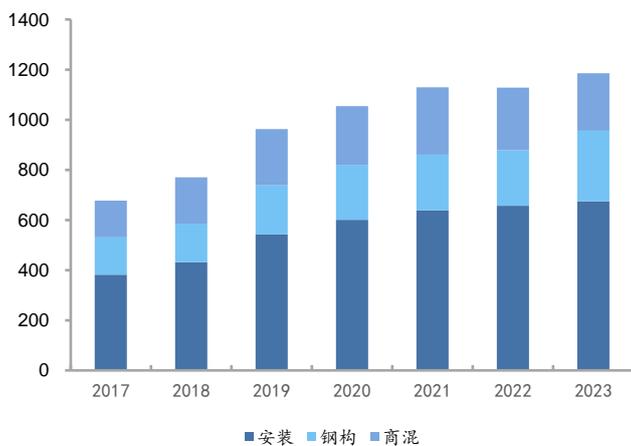
图表 44 中建 11 个专业化板块 2023 年经营情况

项目	板块名称	2023 新签合同 (亿元)	同比	2023 营收 (亿元)	同比 (%)	2023 毛利率
跨板块	安装	729	42.4%	674.7	2.6%	6.0%
	钢构	178	17.9%	281.7	27.1%	6.3%
	商混	579	1.2%	228.6	-8.0%	11.3%
房建	装饰	592	57.0%	493.8	12.6%	7.5%
	园林	105	105.9%	103.7	29.0%	8.5%
基建	市政	1,874	2.0%	920.5	3.9%	11.2%
	铁路	398	21.3%	276.2	78.5%	1.8%
	轨交	387	-58.7%	655.9	1.1%	5.3%
	路桥	1216	-26.4%	942.6	1.0%	7.6%
	电力	639	238.1%	97.6	42.0%	5.6%
	港工	206	43.1%	100.8	21.3%	9.3%
合计		6,903	2.24%	4,776.10	8.00%	7.5%

资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

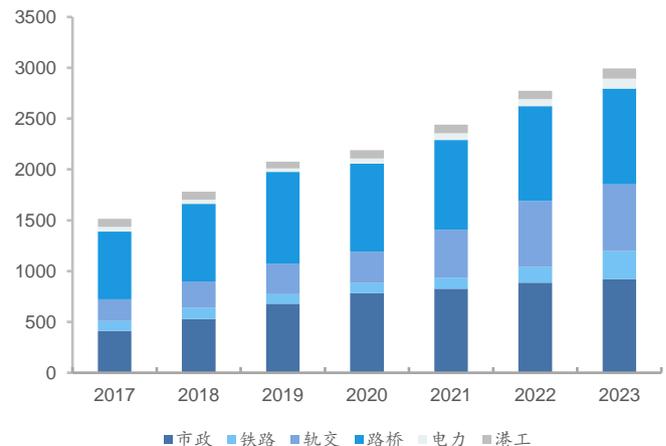
2023 年，公司专业板块新签合同 6903 亿元，同比增长 2.2%；实现营收 4776.1 亿元，同比增长 8%；实现营业利润 201.3 亿元，同比增长 11.8%。从细分情况来看，跨板块中安装业务为核心，基建专业板块主要包括市政、路桥、轨交等 6 个板块。

图表 45 公司跨板块项目专业化板块营收分布 (亿元)



资料来源：公司 2017-2023 年年报，华安证券研究所

图表 46 公司基建方向专业化板块营收分布 (亿元)

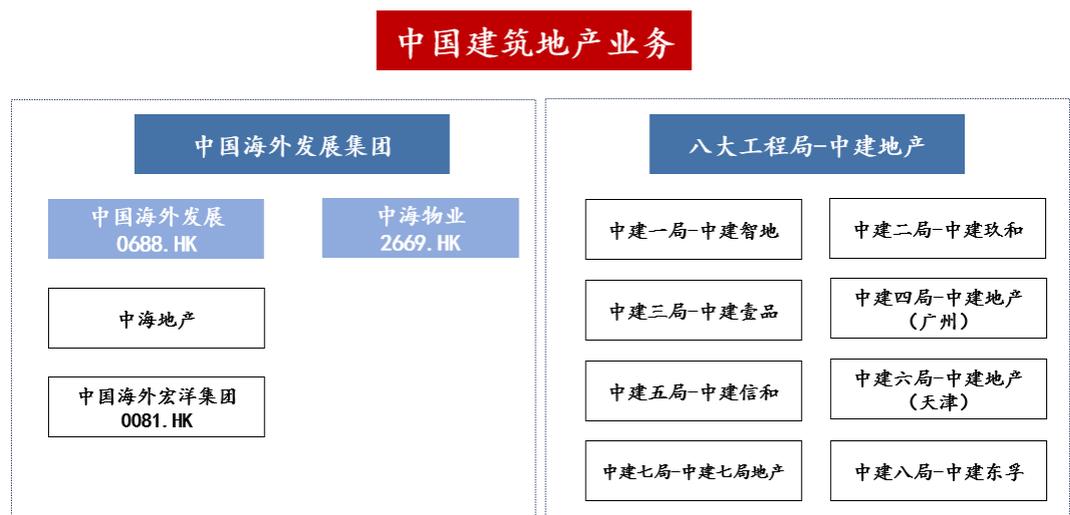


资料来源：公司 2017-2023 年年报，华安证券研究所

2.3 地产销售额逆势增长，土储结构不断优化

中国建筑旗下拥有中海地产和中建地产两大房地产品牌。中国建筑房地产开发及运营业务主要由中国海外发展 (0688.HK) 和中建八大工程局负责，形成中海地产和中建地产两大系列品牌。①中海地产：中国海外发展于 1992 年香港联交所上市，最初在中国香港和深圳两地开展业务，1998 年将地产业务重心逐渐转向内地，2010 年收购联交所上市公司蚬壳电器并改名为中国海外宏洋集团；2015 年中国建筑将除了八大工程局以外的所有地产业务，全部注入中国海外发展，中海地产从而获得集团较多地产资源；目前中海地产主要地位一二线城市的中高端项目，中海宏洋以三四线城市开发为主。②中建八子：中建八大工程局旗下各有一个地产平台，主要围绕各自属地总部开展地产开发、城市更新、资产运营、综合服务四大板块业务。八大工程局总部位置如下：中建一局（北京）、中建二局（北京）、中建三局（武汉）、中建四局（广州）、中建五局（长沙）、中建六局（天津）、中建七局（郑州）、中建八局（上海）。

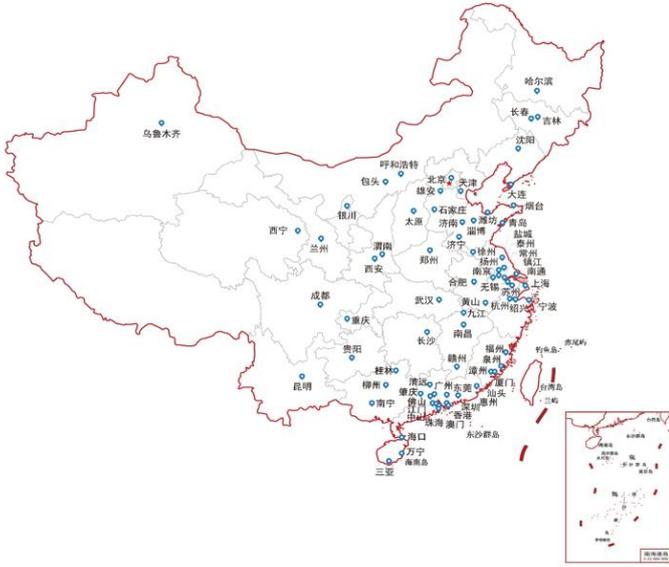
图表 47 中国建筑主要地产品牌



资料来源：第一财经，华安证券研究所

目前中国海外发展已拥有 44 年房地产开发经验，业务遍布 80 余个城市及多个国家和地区，建立“不动产开发”“城市运营”“创新业务”三大产业群。中建地产先后打造的中建东孚、中建壹品、中建信和、中建致合、中建置地等品牌，均保持在 2023 年中国房地产企业权益销售业绩排名百强。2024 年 1-7 月，中建旗下有 6 家平台进入全国房地产销售额 TOP100 榜单（全口径）。

图表 48 中国海外发展地产项目主要布局城市



图表 49 2024 年 1-7 月中建地产各品牌在 TOP100 房地产企业中排名情况

排名	企业简称	全口径金额 (亿元)	权益金额 (亿元)
2	中海地产	1616	1454.4
20	中建壹品	243.1	181.6
43	中建东孚	120.2	100.9
65	中建置地	81.7	74.9
72	中建信和	64.1	52.1
77	中建玖合	60.3	59.2

资料来源：公司官网、华安证券研究所

资料来源：克而瑞研究中心、华安证券研究所

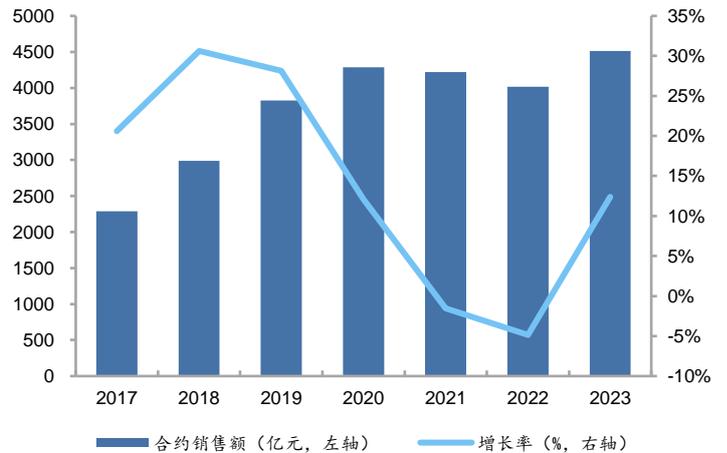
注：排名数值按照全口径销售金额为依据

2023 年中建房地产业务逆势增长，中建八子增速更为明显。2023 年，全国房地产销售面积 11.17 亿平方米，同比下降 8.5%，其中住宅销售面积下降 8.2%；房地产销售额 11.66 亿元，同比下降 6.5%，其中住宅销售额下降 6.0%。但中建房地产业务逆势上行，2023 年公司地产合约销售面积达到 1858 万平方米，同比增长 7.9%；合约销售额为 4514 亿元，同比增长 12.4%；分平台来看，中海地产全年实现合约销售额 2670 亿元，同比增长 4.9%，中建地产全年实现合约销售额 1844 亿元，同比增长 25.3%。

图表 50 中建房地产业务合约销售面积及同比增速



图表 51 中建房地产业务合约销售额及同比增速



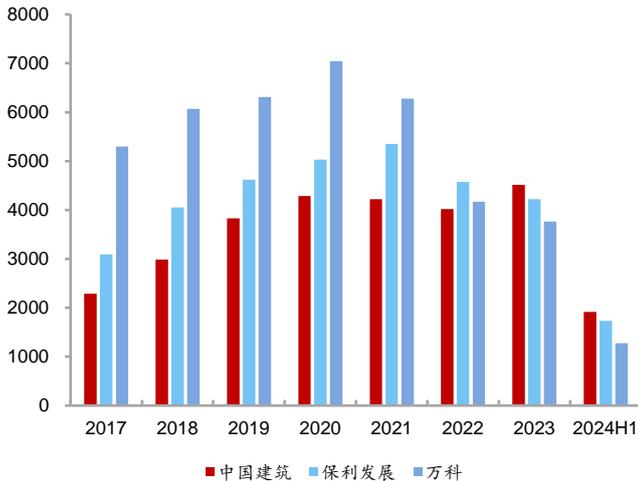
资料来源：公司 2017-2023 年年报、华安证券研究所

资料来源：公司 2017-2023 年年报、华安证券研究所

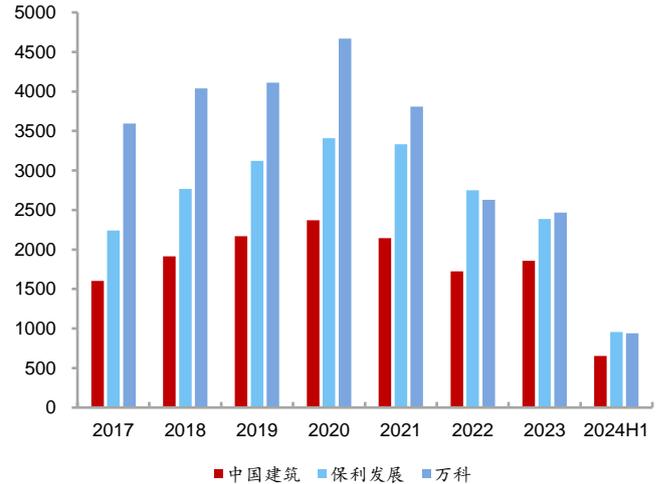
央国企资金优势尽显，2023 年公司合约销售额升至行业首位。在 2021 年之前，

中国建筑整体销售额较房地产头部企业存在一定距离，但随着部分房企出险，需求不振带来行业整体资金压力较大，中国建筑旗下地产平台凭借央企融资背景，仍保持一定开发强度，并提高存货去化速度。中建内部拥有中建财务公司和中建资本等专业金融平台，可开展境内外资金集中、贷款集中、结构化融资等业务，尽量降低融资成本。2022年，中国建筑合约销售额排名行业第三位，2023年公司逆势增长升至行业首位。从合约销售面积来看，2022-2024H1 中国建筑均少于头部两家公司，也从侧面反映销售单价更有优势，与公司聚焦高能级城市的布局思路相符。

图表 52 中建和头部地产商合约销售额比较 (亿元)



图表 53 中建和头部地产商合约销售面积比较 (万平方米)

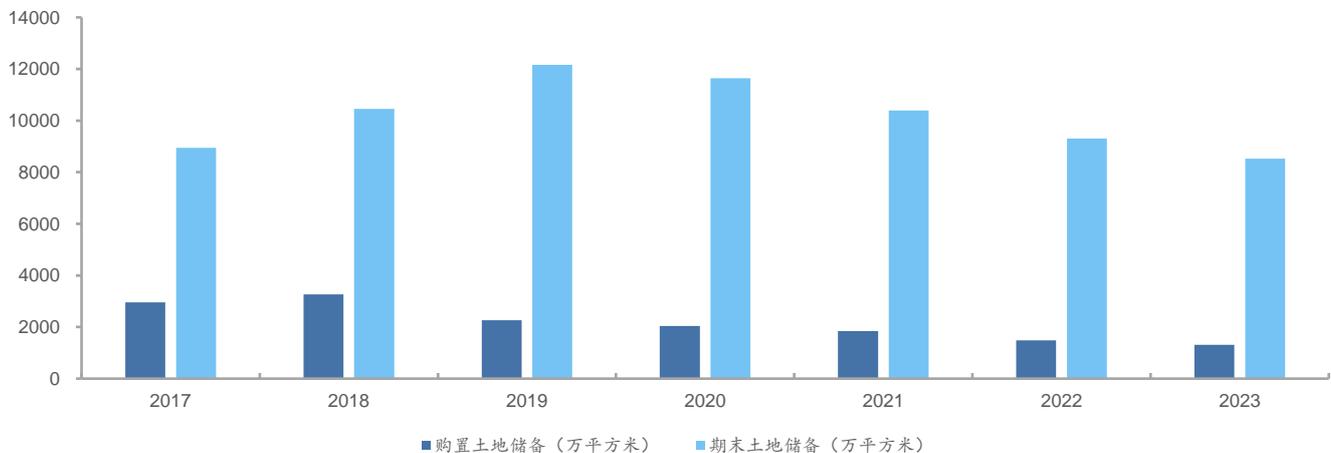


资料来源：公司 2017-2023 年年报、2024H1 简报、华安证券研究所

资料来源：公司 2017-2023 年年报、2024H1 简报、华安证券研究所

公司土储结构不断优化，新增土储有所减少。2023 年公司全年新购置土地 102 宗，期末土地储备 8523 万平方米，同比下降 8.4%，新增土地储备 1310 万平方米，同比下降 12.02%。本年新增土地储备超九成位于一、二线城市，其中位于北京市、上海市、广州市等一线城市、直辖市及省会城市的新增土地储备占比超 83%，土地储备结构进一步优化。

图表 54 公司房地产新增土储及期末土储情况



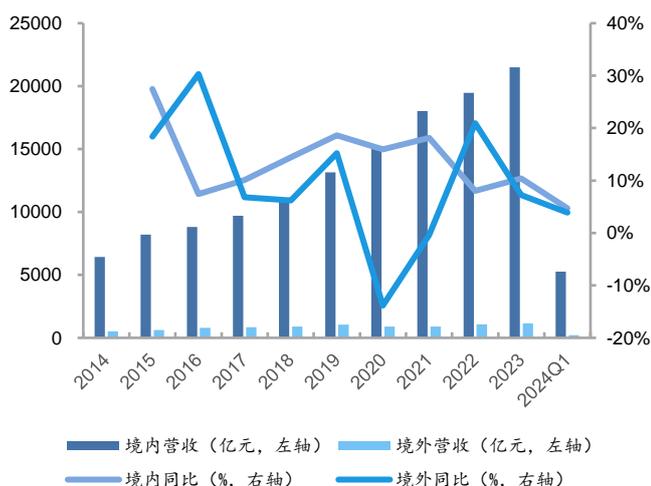
资料来源：公司 2017-2023 年年报，华安证券研究所

3 “一带一路”迈入高质量发展阶段，海外业务有望成为新发力点

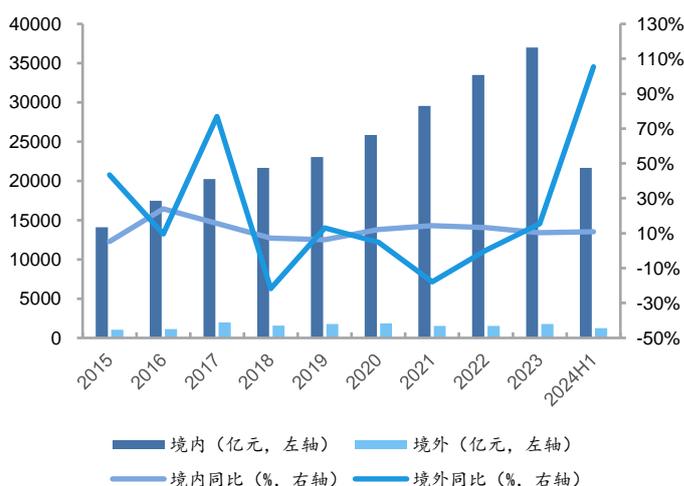
2023年境外新签同比增速高于境内业务，海外业务有望成为新发力点。中国建筑是我国第一批“走出去”的企业之一，海外业务最早可以追溯至新中国建国之初。至今公司在海外拥有近万名管理及工程技术人员，在境外140多个国家和地区累计承建项目8000余个，涵盖房建、制造、能源、交通、水利、工业、石化、危险物处理、电讯、排污/垃圾处理等多个专业领域。

2023年公司实现境外营收1157.6亿元，同比增长7.22%。从新签来看，2017年公司新签项目金额增速达到78%，主要由于当年签订印度尼西亚美加达卫星新城693.7亿元项目；2023年公司境内新签项目金额增速为10.38%，境外新签订单金额增速为15.46%，高于境内新签订单增速。在“一带一路”倡议以及对国企考核均进入高质量发展背景下，预计未来海外业务有望成为公司新的发力点。

图表 55 公司境内外营收及增速



图表 56 公司境内外新签项目及增速

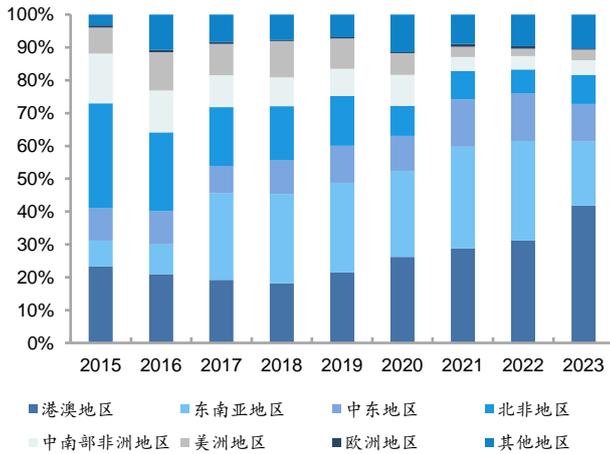


资料来源：公司 2014-2023 年年报、2024Q1 简报，华安证券研究所

资料来源：公司 2015-2023 年年报、2024H1 简报，华安证券研究所

港澳地区项目总金额增长迅速。2017-2021 年，公司境外项目金额以东南亚地区居多，2022 年以来港澳地区占比快速超过东南亚，2023 年港澳地区项目总金额占比达到 41.83% (含竣工结算、竣工未结算、在建及其他)。展望未来，随着高质量共建“一带一路”行动逐步落地实施，中国企业“走出去”将迎来新的发展机遇。公司大力实施海外高质量发展战略，积极参与共建“一带一路”国际合作，深耕重点国别市场，持续提升营销质量和履约品质，塑强海外深耕优势。

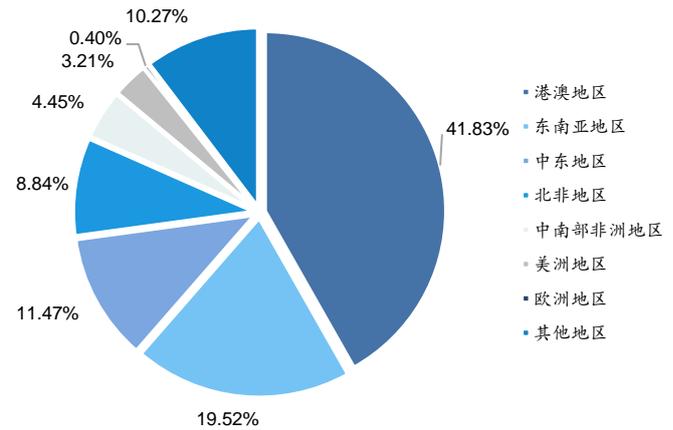
图表 57 公司境外项目总金额按地区划分情况



资料来源：公司 2015-2023 年年报、华安证券研究所

注：项目状态含已竣工已结算、已竣工未结算、在建及其他

图表 58 2023 年境外项目总金额按地区划分情况

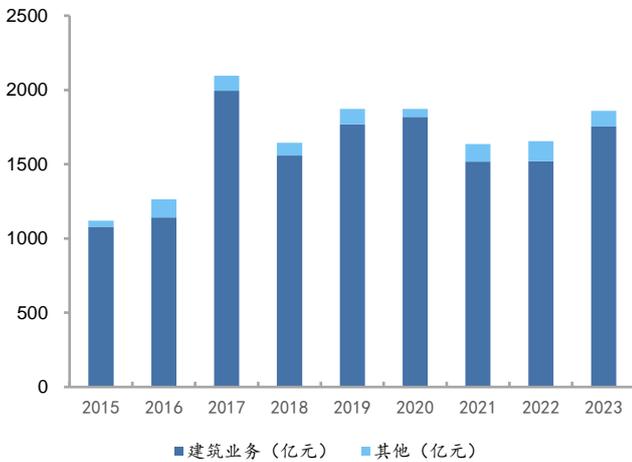


资料来源：公司 2023 年年报、华安证券研究所

注：项目状态含已竣工已结算、已竣工未结算、在建及其他

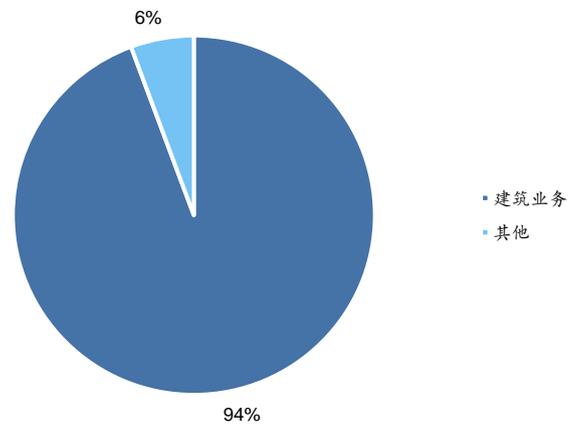
建筑业务为海外承接项目主要构成。2023 年公司境外新签合同中，建筑业务占比达 94%。同时公司积极探索融投资带动总承包、DB、EPC、BOT 等模式，尝试跨国并购等资本运作方式，推动海外业务提质增效。2023 年，公司发力新城建设运营业务，依托全产业链优势为所在国城市建设提供综合服务；成功签署埃及新首都 CBD 城市运营项目合作协议，为拓展海外超大型城市运营业务奠定了良好基础。

图表 59 公司境外新签合同中建筑业务占比情况



资料来源：公司 2015-2023 年年报、华安证券研究所

图表 60 公司 2023 年境外新签合同额按业务划分



资料来源：公司 2023 年年报、华安证券研究所

乘“一带一路”之风，我国建筑企业走出去的步伐不断加快，公司海外订单量呈现稳步增长态势，且工程项目大型化趋势明显。

图表 61 2019 年以来公司海外重大项目代表

签约/公布时间	签约国家	项目名称	签约金额 (亿元)
2019 年 1 月 26 日	越南	越南胡志明大运河城总承包工程项目	63

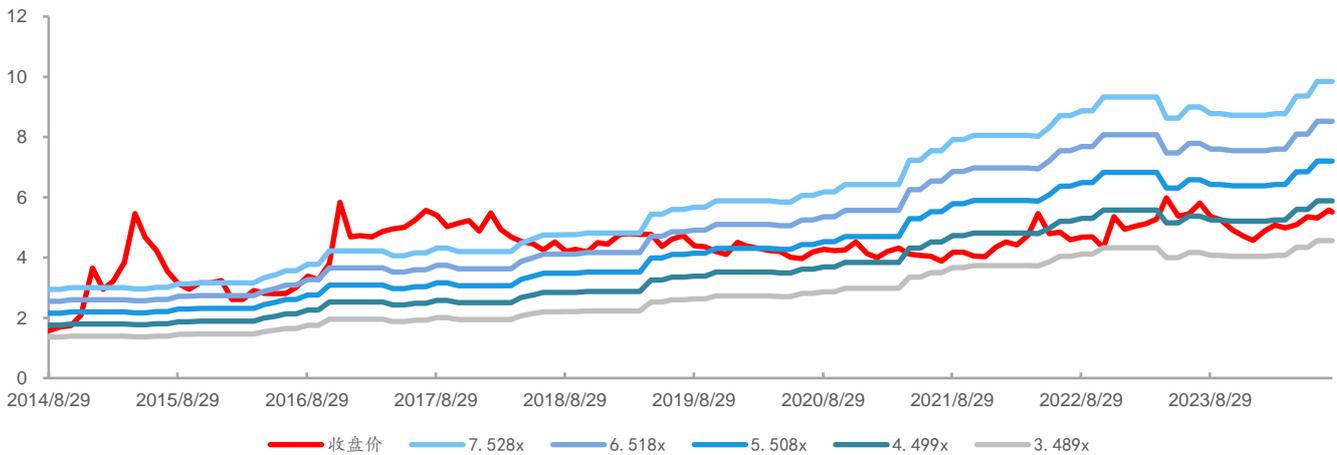
2019年1月26日	美国	美国迈阿密天际大厦工程项目	22.9
2019年1月26日	斯里兰卡	斯里兰卡中部铁路工程项目	61.9
2019年7月26日	新加坡	新加坡武林广场 (Bulim Square) 项目施工总承包	28.7
2019年7月26日	巴布亚新几内亚	巴布亚新几内亚国家石油大厦项目施工总承包	21.4
2019年8月28日	新加坡	新加坡南洋理工大学榜鹅新校区第一标段施工总承包	27.1
2019年9月24日	哈萨克斯坦	哈萨克斯坦阿拉木图市多套住宅小区 EPC 项目总承包	27
2019年12月10日	伊拉克	伊拉克住房、教育、医疗、游客服务综合设施和配套设施项目 施工总承包	98.2
2019年12月10日	以色列	以色列特拉维夫绿线地铁项目 EPC 总承包	37.1
2020年4月25日	埃及	埃及新河谷磷酸厂项目施工总承包	58.9
2020年6月23日	印尼	印尼雅加达印尼地标塔项目施工总承包	27.4
2020年10月24日	菲律宾	菲律宾马卡蒂地铁大交通项目 EPC 总承包	84.9
2021年4月28日	埃及	埃及阿拉曼新城超高综合体项目	125.6
2021年8月25日	新加坡	新加坡康宁山综合体项目	35
2022年2月26日	伊拉克	伊拉克纳西里耶国际机场项目工程总承包	23.4
2022年10月19日	沙特阿拉伯	沙特阿拉伯 NEOM 新城交通隧道 (山区部分) 二、三标段项目	78.6
2022年11月29日	阿联酋	阿联酋巴尼亚斯三期项目施工总承包	42.7
2023年2月1日	南非	南非 EB Cloete 立交桥翻新扩建项目	20.6
2023年2月1日	新加坡	新加坡红山政府组屋 C58 项目	24.5
2024年5月25日	阿联酋	阿联酋迪拜萨法二号住宅项目	27
2024年7月11日	沙特阿拉伯	沙特阿拉伯萨勒曼国王知识区项目	约 20.8 亿美元

资料来源：公司 2019-2024 年 7 月重大合同公告，华安证券研究所

4 投资建议

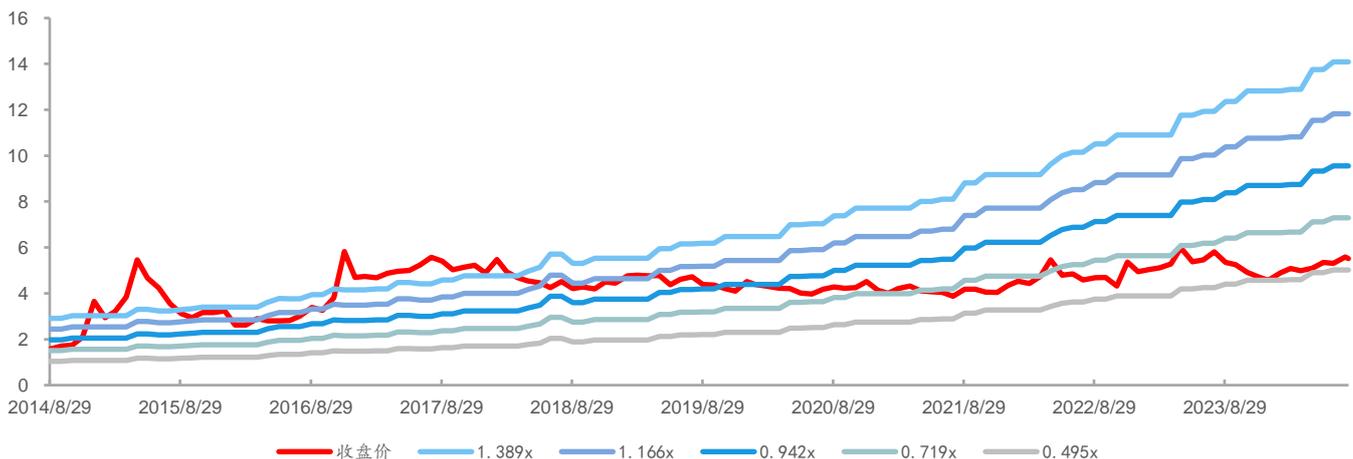
当前估值水平具备较大安全边际。截止 2024 年 8 月 9 日，公司收盘价对应 PE 为 4.21 倍，接近 10 年期 25%分位；对应 PB 0.54 倍，处于 10 年期最低分位。2024 年 1 月，国资委要求全面推开上市公司市值管理考核，量化评价中央企业控股上市公司市场表现，中国建筑作为建筑央企头部企业，有望持续加强市值管理。下半年，专项债发放环比加速，基建项目新签预计持续增长，地产利好政策不断推出，公司房建及房地产开发业务增速存在中长期修复预期，中建估值有望稳步提升。

图表 62 公司 PE-Band (截止 2024 年 8 月 9 日)



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 63 公司 PB-Band (截止 2024 年 8 月 9 日)



资料来源：Wind，华安证券研究所

中国建筑作为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、勘察设计等领域居行业领先地位。展望公司三大业务板块，房建业务新签合同增速持续收窄，预计营收增速也随之放缓；基建业务 2024 年上半年新签合同增速达到 34.9%，预计重点对 2026 年及以后收入起到主要支撑；房地产业务受行业影响，销售金额同比下行，预计营收增速将由正转负，但

降幅有望在 2026 年收窄。勘察设计及其他板块与主业协同性增强, 预计实现稳定增长。此外, 行业整体需求较弱, 工程项目竞争更加激烈, 公司盈利能力承压明显, 毛利率预计短期仍将处在缓慢下行阶段。

图表 64 公司营业收入拆分

	2023	2024E	2025E	2026E
1、房屋建筑工程				
营收 (亿元)	13837	14944	16080	17206
同比 (%)	9.4%	8.0%	7.6%	7.0%
毛利率 (%)	7.3%	7.3%	7.2%	7.1%
2、基础设施建设与投资				
营收 (亿元)	5566	6067	6431	7074
同比 (%)	12.8%	9.0%	6.0%	10.0%
毛利率 (%)	9.8%	10.2%	10.3%	10.3%
3、房地产开发与投资				
营收 (亿元)	3088	3212	3083	2991
同比 (%)	9.5%	4.0%	-4.0%	-3.0%
毛利率 (%)	18.2%	17.5%	17.3%	17.3%
4、勘察设计				
营收 (亿元)	117	126	134	141
同比 (%)	9.1%	7.0%	6.5%	5.0%
毛利率 (%)	21.3%	21.2%	20.9%	21.4%
5、其他				
营收 (亿元)	441	493	550	605
同比 (%)	13.8%	12.0%	11.5%	10.0%
毛利率 (%)	22.9%	23.0%	23.5%	24.0%
6、分部间抵销				
营收 (亿元)	-393.84	-452.92	-511.80	-588.56
同比 (%)	12.4%	15.0%	13.0%	15.0%
毛利率 (%)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
合计营收 (亿元)	22655	24389	25766	27427
同比 (%)	10.24%	7.65%	5.65%	6.45%
毛利率 (%)	9.80%	9.80%	9.67%	9.58%

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

根据公司 2023 年年报, 2024 年中国建筑力争实现新签合同额超过 4.5 万亿元、营业收入超过 2.38 万亿元。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 24389 亿元、25766 亿元、27427 亿元, 对应归母净利润为 581 亿元、625 亿元、669 亿元, 对应动态市盈率为 3.95 倍、3.67 倍、3.43 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示:

- (1) 地产行业波动风险;
- (2) 基建投资增速不如预期风险;
- (3) 国企改革进度不及预期风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	20490	23417	26202	29172	营业收入	22655	24389	25766	27427
现金	3588	5070	7183	9049	营业成本	20427	21998	23274	24800
应收账款	2577	2778	2934	3124	营业税金及附加	143	156	162	176
其他应收款	766	820	886	931	销售费用	76	85	88	91
预付账款	288	468	431	445	管理费用	34	373	386	409
存货	7963	8495	8613	8994	财务费用	186	170	178	174
其他流动资产	5308	5788	6154	6628	资产减值损失	-57	-65	-61	-58
非流动资产	8544	8811	8957	9092	公允价值变动收益	0	-1	-1	-1
长期投资	1140	1205	1253	1309	投资净收益	40	37	46	60
固定资产	527	547	568	580	营业利润	931	1001	1075	1152
无形资产	327	388	451	512	营业外收入	12	10	11	11
其他非流动资产	6549	6671	6686	6691	营业外支出	13	15	15	15
资产总计	29033	32228	35159	38264	利润总额	930	996	1071	1148
流动负债	15904	17841	19315	20933	所得税	195	209	225	241
短期借款	1244	1794	2354	2924	净利润	735	787	846	907
应付账款	6900	7071	7583	8143	少数股东损益	193	206	222	238
其他流动负债	7761	8977	9378	9867	归属母公司净利润	543	581	625	669
非流动负债	5818	6399	6999	7569	EBITDA	1251	1301	1391	1476
长期借款	4581	5191	5811	6411	EPS (元)	1.31	1.40	1.50	1.61
其他非流动负债	1237	1208	1188	1158					
负债合计	21723	24240	26314	28502					
少数股东权益	3035	3241	3463	3700					
股本	419	416	416	416					
资本公积	121	114	114	114					
留存收益	3736	4216	4851	5530					
归属母公司股东权益	4276	4747	5382	6061					
负债和股东权益	29033	32228	35159	38264					

现金流量表				
单位:亿元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	110	1225	1561	1361
净利润	735	787	846	907
折旧摊销	144	135	142	153
财务费用	193	242	280	317
投资损失	-40	-37	-46	-60
营运资金变动	-1031	-72	187	-108
其他经营现金流	1875	1030	812	1167
投资活动现金流	-265	-510	-339	-327
资本支出	-315	-178	-187	-187
长期投资	-48	-231	-197	-199
其他投资现金流	98	-100	45	59
筹资活动现金流	305	757	880	823
短期借款	462	550	560	570
长期借款	591	610	620	600
普通股增加	0	-3	0	0
资本公积增加	2	-6	0	0
其他筹资现金流	-751	-394	-300	-347
现金净增加额	161	1482	2113	1867

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	10.2%	7.7%	5.6%	6.4%
营业利润	7.4%	7.5%	7.4%	7.2%
归属于母公司净利	6.5%	7.0%	7.6%	7.2%
获利能力				
毛利率 (%)	9.8%	9.8%	9.7%	9.6%
净利率 (%)	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
ROE (%)	12.7%	12.2%	11.6%	11.0%
ROIC (%)	5.7%	5.4%	5.1%	4.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	74.8%	75.2%	74.8%	74.5%
净负债比率 (%)	297.1%	303.5%	297.5%	292.0%
流动比率	1.29	1.31	1.36	1.39
速动比率	0.44	0.49	0.57	0.63
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.80	0.76	0.75
应收账款周转率	9.68	9.11	9.02	9.05
应付账款周转率	3.20	3.15	3.18	3.15
每股指标 (元)				
每股收益	1.31	1.40	1.50	1.61
每股经营现金流薄)	0.27	2.94	3.75	3.27
每股净资产	10.20	11.41	12.93	14.56
估值比率				
P/E	3.67	3.95	3.67	3.43
P/B	0.47	0.48	0.43	0.38
EV/EBITDA	5.20	4.93	3.93	3.21

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。