

## 强烈推荐-A (首次)

## 中国建筑 601668.SH

目标估值: NA

当前股价: 4.89 元

2021 年 06 月 06 日

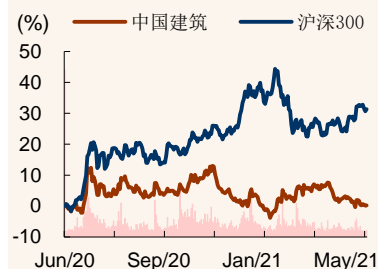
### 业绩持续稳定优异, 低估值龙头价值凸显

#### 基础数据

上证综指	3592
总股本(万股)	4194817
已上市流通股(万股)	4064458
总市值(亿元)	2051
流通市值(亿元)	1988
每股净资产(MRQ)	7.4
ROE(TTM)	15.5
资产负债率	74.1%
主要股东	中国建筑集团有限公司
主要股东持股比例	56.31%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-9	0
相对表现	-5	-13	-33



资料来源: 贝格数据、招商证券

#### 相关报告

1、《中国建筑(601668)——业绩稳定增长, 新签订单增速回升》  
2019-10-28

2、《中国建筑(601668)——基本面优质估值低, 地产链业务力保增长》  
2019-08-29

唐笑

tangxiao2@cmschina.com.cn  
S1090521050001

岳恒宇

010-57782816  
yuehengyu@cmschina.com.cn  
S1090521050002

研究助理

贾宏坤

jiahongkun@cmschina.com.cn

□ **业绩持续稳增长, 盈利能力优于同业。**公司营收、净利润常年保持稳定高增速, 2010-2020 年营收复合增速达到 15.86%, 归母净利润复合增速达到 17.14%, 均优于同业。公司盈利能力行业领先, 主因房地产业务毛利占比较高所致。近年来资本结构持续优化, 2020 年底资产负债率已降至 73.67%, 圆满完成降杠杆目标。目前在手订单充裕, 新签订单一直保持较高增速, 2020 年新签订单实现逆势增长达 3.2 万亿元, 同比增长 11.57%。2021 年公司全年新签订单目标为 3.5 万亿元, 预计同比增长 9.35%。

□ **我们关注以下几项公司核心竞争力:**

□ **1) 市占率持续提升, 规模经济助力降本增效。**公司市占率不断提升, 2020 年达到 6.12%, 规模经济为企业降本增效提供强有力支撑。成本方面, 公司销售与管理费用率常年低于同业水平, 且呈长期缓慢下行趋势; 效率方面, 公司人均创收持续增加且优于同业水平, 未来随着市占率的进一步提升, 公司成本预计将继续缓慢下行, 效率持续提升。

□ **2) 加大股权激励力度, 驱动业绩高质量发展。**公司过去共实施了四期限制性股票激励计划, 且不断扩大激励力度和范围, 有助于释放公司增长潜力, 彰显了公司长期发展信心。激励与业绩挂钩, 有利于激发企业员工积极性与创新性, 此外, 授予条件相当于底部参考值, 对于业绩有一定支撑。

□ **3) 积极布局装配式领域, PS、PC 领域双管齐下。**公司是行业内最早开展装配式建筑业务的中央企业之一, 在钢结构、预制混凝土等方面均有广泛布局。目前公司通过中建科工、中建科技和海龙建筑已在 PS、PC 市场站稳脚跟, 伴随装配式需求的增长, 未来产能有望进一步扩大, 提升市场份额。

□ **4) 积极拓展海外业务, 助力业务长期增量。**公司是中国最早开展国际工程承包业务的企业之一, 经过持续几十年来的海外市场开拓和经营, 已形成了较为合理的海外市场布局。2020 年受新冠疫情影响海外业务表现不佳, 但目前全球经济复苏预期比较强烈, 中长期来看全球经济前景继续向好, 公司的海外业务有望逐步恢复并长期稳定增长。

□ **投资建议:** 公司质地显著优异, 具有高分红、高 ROE、高业绩确定性和低估值的优势。目前公司在手订单充足, 股票激励、市占率的逐步提升有助于公司体质增效, 随着装配式业务的积极布局和海外业务的持续推进, 未来业绩有望继续稳定增长。预计公司 2021-2023 年 EPS 为 1.18、1.32、1.49 元/股, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

□ **风险提示:** 宏观经济下行风险、海外项目进度不及预期、装配式业务拓展不及预期

#### 财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	1419837	1615023	1769126	1962383	2163962
同比增长	18%	14%	10%	11%	10%
营业利润(百万元)	83795	94482	103552	113941	127996
同比增长	17%	13%	10%	10%	12%
净利润(百万元)	41881	44944	49336	55516	62348
同比增长	10%	7%	10%	13%	12%
每股收益(元)	1.00	1.07	1.18	1.32	1.49
PE	4.9	4.6	4.2	3.7	3.3
PB	.7	.7	.6	.5	.5

资料来源: 公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

## 正文目录

一、业绩持续稳定增长，盈利能力优于同业 .....	5
1、营收、净利润常年保持稳定高增速 .....	5
2、地产贡献利润，房建贡献营收 .....	5
3、经营现金流明显改善，降杠杆目标圆满完成 .....	7
4、订单保持高增长，结构优化平稳对冲风险 .....	7
二、多项核心竞争力助公司稳固市场地位 .....	9
1、市占率持续提升，规模经济助力降本增效 .....	9
2、加大股权激励力度，驱动业绩高质量发展 .....	9
3、积极布局装配式领域，PS、PC 领域双管齐下 .....	11
(1) 中建科工是国内最大的钢结构集成建造商 .....	11
(2) 中建科技和海龙建筑科技是 PC 业务主要平台 .....	13
4、积极拓展海外业务，助力业务长期增量 .....	14
三、公司质地优良，具有显著的投资价值 .....	15
四、盈利预测与估值 .....	17
1、盈利预测 .....	17
2、公司估值 .....	18
五、投资建议 .....	18
六、风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1: 2010-2020 年公司与同业营收增速对比 .....	5
图 2: 2010-2020 年公司与同业归母净利润增速对比 .....	5
图 3: 2010-2020 年公司收入构成（按业务） .....	6
图 4: 2010-2020 年公司毛利构成（按业务） .....	6
图 5: 公司与建筑央企销售毛利率对比 .....	6
图 6: 公司与建筑央企销售净利率对比 .....	6
图 7 公司各业务板块毛利率对比 .....	6
图 8: 公司与其他建筑央企收现比 .....	7
图 9: 公司与其他建筑央企付现比 .....	7
图 10: 经营净现金流和投资净现金流（亿元） .....	7

图 11: 公司与其他建筑央企资产负债率对比 .....	7
图 12: 2012-2020 年公司与同业新签订单增速对比 .....	8
图 13: 2011-2020 年公司新签订单构成 (按业务) .....	8
图 14: 公司房建、基建、设计订单增速 .....	8
图 15: 2013-2020 年公司新签境内外订单及增速 .....	8
图 16 2010-2020 年公司市占率走势图 .....	9
图 17: 公司与其他建筑央企销售与管理费用率对比 .....	9
图 18: 公司与其他建筑央企人均创收对比 (万元) .....	9
图 19 我国新建装配式建筑面积预测 .....	11
图 20 中建科工国内工厂布局情况 .....	12
图 21: 中建科工智慧工厂管理平台操作演示 .....	13
图 22: 中建科工智能制造生产线现场图 .....	13
图 23: 中建科技德国 PC 工厂综合生产线 .....	13
图 24: 中建科基于视觉技术的钢筋笼绑扎机器人 .....	13
图 25: 香港鲤鱼门隔离防疫中心 .....	14
图 26: 香港竹篙湾隔离中心 .....	14
图 27: 公司承建的巴拿马国家会展中心 .....	15
图 28: 公司承建的马来西亚吉隆坡标志塔 .....	15
图 29: 公司海外新签订单及增速 .....	15
图 30: 公司海外营收及增速 .....	15
图 31: 公司历年现金分红总额以及股利支付率 .....	16
图 32: 建筑央企股息率对比 (2021 年 6 月 1 日) .....	16
图 33: 建筑央企历年 ROE 对比 .....	16
图 34: 杜邦三项对公司 ROE 上涨贡献的趋势 .....	16
表 1: 公司各期限限制性股票激励计划对比 .....	10
表 2: 海龙工厂区域分布 .....	14
表 3: 三大主营业务销售预测表 .....	17
表 4: 费用率预测表 .....	17
表 5: 利润表预测 .....	18
表 6: 可比公司 PE (截至 2021 年 6 月 1 日收盘数据) .....	18

附：财务预测表 ..... 20

## 一、业绩持续稳定增长，盈利能力优于同业

中国建筑集团有限公司正式组建于 1982 年，是我国专业化经营历史最久、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，目前形成以八大工程局、七大甲级设计院、中海地产等为主体的组织架构，以房建、地产、基建为核心的业务布局。公司于 2009 年 7 月在 A 股成功上市（股票代码 601668.SH），同时拥有中海地产、中国建筑国际等在内的 7 家上市公司。目前公司是全球建筑行业唯一新签合同额、营业收入达到“双万亿”的企业。

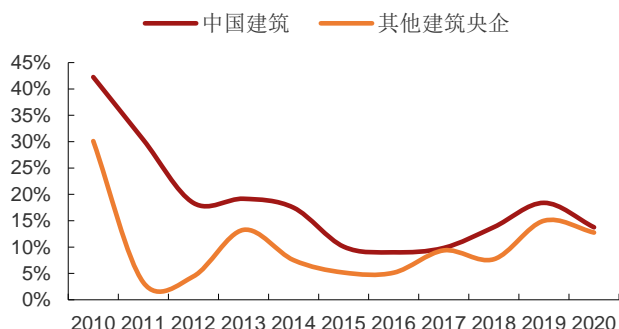
分板块看，中国建筑在房屋建筑领域具有绝对优势，代表着中国房建领域的最高水平，承建了大量地标性工程，如北京中国尊、深圳华润大厦等，在超高层建筑领域拥有综合领先优势；地产方面，旗下拥有中海地产和中建地产两大房地产品牌，构建了均衡稳健的全国化布局；基建方面，公司依靠雄厚的资本实力，迅速发展成为中国一流的基础设施投融资发展商，在国内先后投资建设了一大批国家和地方重点工程，在 BT、BOT、PPP 等投融资建造模式领域备受信赖。

### 1、营收、净利润常年保持稳定高增速

公司长期以来保持较高的业绩增速，2010-2020 年营收复合增速达到 15.86%，较其他 7 家建筑央企高出 7.57 个百分点，同时过去 10 年每年的营收增速均高于同业水平；2010-2020 年归母净利润复合增速达到 17.14%，较其他 7 家建筑央企高出 6.70 个百分点。

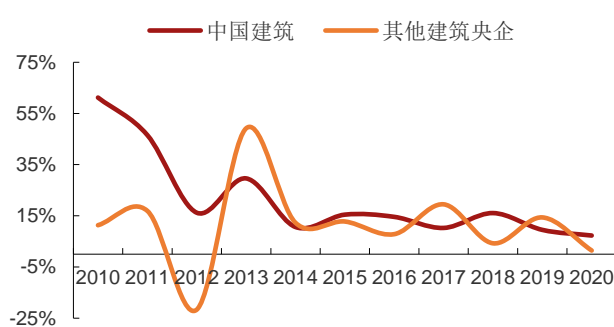
尽管 2020 年受新冠疫情冲击的影响，宏观经济出现下滑，公司仍凭借多元化业务保持稳定增长，营收增速、净利润增速分别为 13.75%、7.31%，高于同业水平。受低基数影响，2021 年一季度公司营收、净利润增速高达 53.41%、45.45%，公司 2021 年全年营收目标为 1.76 万亿元，同比增长约 9%。在经济基本面企稳的情况下，预计未来业绩仍将保持稳定增长。

图 1：2010-2020 年公司与同业营收增速对比



资料来源：wind、招商证券

图 2：2010-2020 年公司与同业归母净利润增速对比



资料来源：wind、招商证券

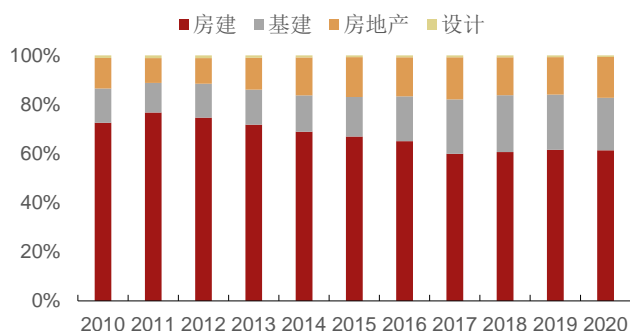
### 2、地产贡献利润，房建贡献营收

从业务结构上看，房建主要贡献收入，地产主要贡献利润，地产毛利率显著高于房建。2020 年房建占收入比重为 61%，贡献约 39% 的毛利，而地产占收入比重为 17%，贡

献约 42% 的毛利。

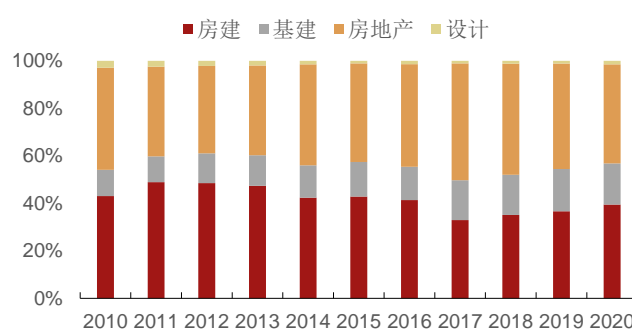
公司盈利能力行业领先，过去 10 年公司的毛利率与同业水平大致相当，2020 年毛利率为 10.83%，较其他建筑央企低 0.53 个百分点，主因地产业务毛利率下降所致；而公司净利率始终优于同业，2020 年净利率为 4.39%，较其他建筑央企高出 1.47 个百分点，主因地产业务毛利占比较高所致。

图 3：2010-2020 年公司收入构成（按业务）



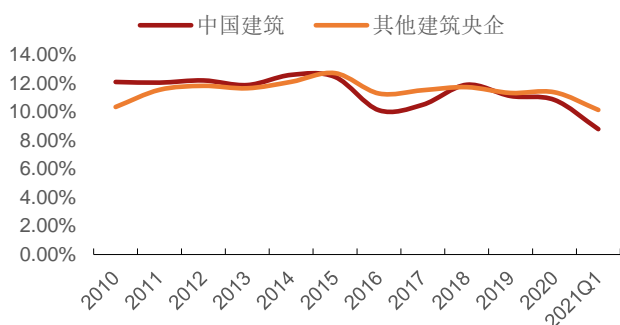
资料来源：wind、招商证券

图 4：2010-2020 年公司毛利构成（按业务）



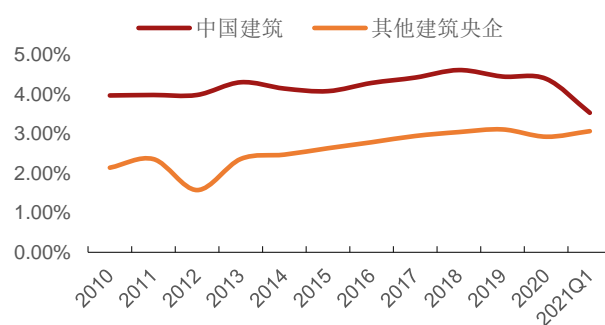
资料来源：wind、招商证券

图 5：公司与建筑央企销售毛利率对比



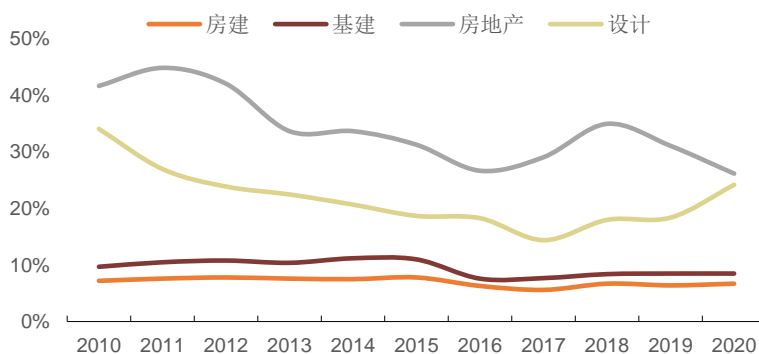
资料来源：wind、招商证券

图 6：公司与建筑央企销售净利率对比



资料来源：wind、招商证券

图 7 公司各业务板块毛利率对比



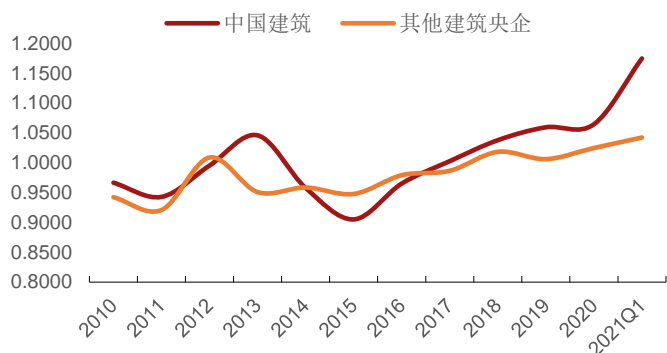
资料来源：wind、招商证券



### 3、经营现金流明显改善，降杠杆目标圆满完成

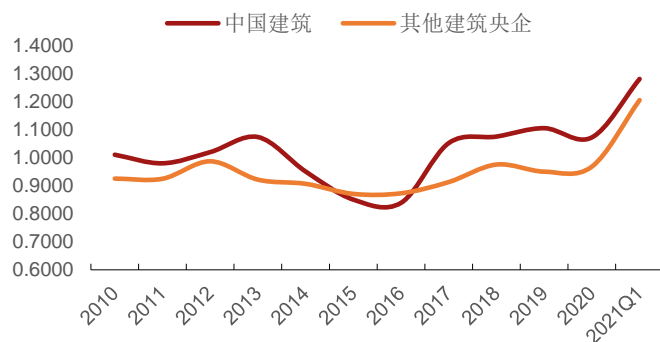
公司长期以来收现比高于同业，且有加速上升的趋势，说明公司收入的变现能力较强。2020 年公司收现比为 1.0643，较同业水平高出 3.98 个百分点。公司的付现比也高于同业，说明公司占用上游供应商的资源较少，但从长期看，可能因此而树立了良好的信誉。2020 年公司付现比为 1.0720，较同业高出 10.4 个百分点。

图 8：公司与其他建筑央企收现比



资料来源：wind、招商证券

图 9：公司与其他建筑央企付现比



资料来源：wind、招商证券

公司经营性现金流明显好转。公司始终高度关注现金流，并采取一切措施确保经营性现金净流入，追求公司的持续健康发展。2020 年公司经营性现金流净额为 202.72 亿元，同比由负转正，主因项目收到的工程款、房地产销售回款增加，建筑主业、房地产业务现金流改善所致。

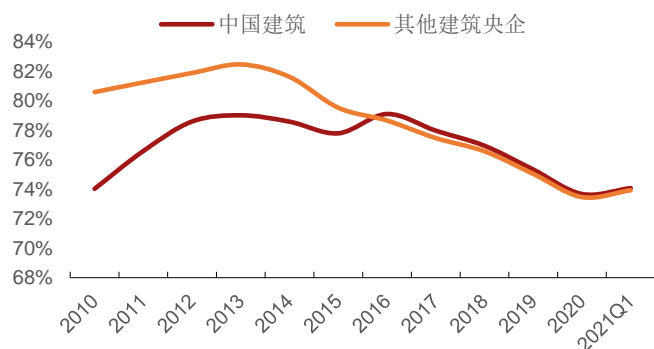
公司资本结构持续优化，2016 年以后，建筑央企资产负债率直线下降，主要是因为当时宏观“去杠杆”成为了经济政策的重要导向，降杠杆工作对企业来讲也是实现健康发展的前提。按照国资委确定的合理资产负债率标准（工业企业为 70%，非工业企业为 75%），截至 2020 年底公司资产负债率已降至 73.67%，降杠杆目标圆满完成。

图 10：经营净现金流和投资净现金流（亿元）



资料来源：wind、招商证券

图 11：公司与其他建筑央企资产负债率对比



资料来源：wind、招商证券

### 4、订单保持高增长，结构优化平稳对冲风险

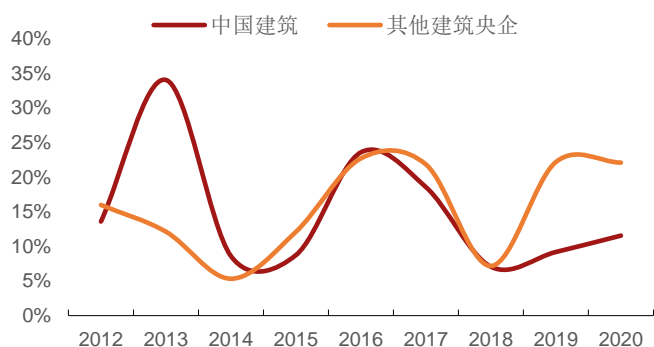
近 10 年公司保持较高订单增速，2010-2020 年公司累计新签订单复合增速为 14.71%，较其他建筑央企低 0.84 个百分点，与同业水平大致相当。2020 年公司订单实现逆势增长，累计新签订单 3.2 万亿元，同比增长 11.57%。其中，房建、基建、勘察设计订单

分别增长 6.53%、30.08%、9.16%。2021 年 1 季度累计新签订单 7414 亿元，同比增长 32.09%，主要受低基数影响。2021 年公司全年新签订单目标为 3.5 万亿元，预计同比增长 9.35%。

从订单结构来看，房建仍是核心主业，2020 年因疫情影响，公司的房建订单有所放缓，占比由 2019 年的 68% 降至 2020 年的 65%。国家为应对疫情加大了基建逆周期调节，公司中标了一批重大基础设施建设项目，基建占比由 2019 年的 18% 升至 2020 年的 21%。随着 2021 年中国经济的持续恢复，以及逆周期调节政策力度的减弱，我们预计公司基建订单增速将下降至合理水平，房建订单继续保持平稳增长。

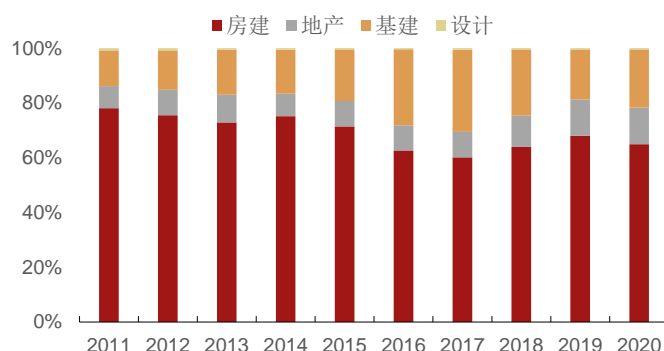
分区域看，国内需求旺盛，海外订单增速下滑。2020 年公司境外业务新签合同额 1845 亿元，同比增长 4.83%，增速同比下滑 8.28 个百分点，主要受海外疫情影响；境内新签合同额 2.59 万亿元，同比增长 12.14%，增速同比上升 5.76 个百分点，主因基建增速大幅提升所致。公司紧抓“一带一路”带来的机遇，积极稳妥开拓海外市场，推动海外业务不断发展壮大。我们预计，随着国外疫情逐步得到控制，公司境外业务有望稳定推进。

图 12: 2012-2020 年公司与同业新签订单增速对比



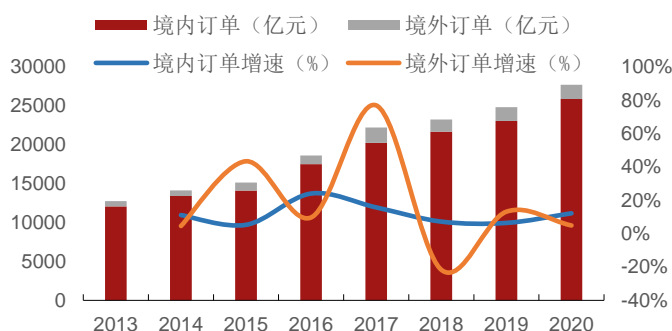
资料来源: wind、招商证券

图 13: 2011-2020 年公司新签订单构成（按业务）



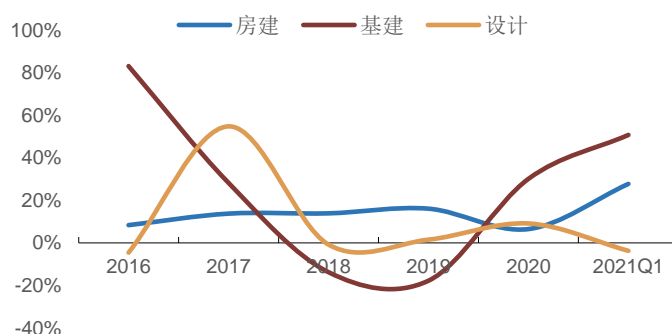
资料来源: wind、招商证券

图 14: 公司房建、基建、设计订单增速



资料来源: wind、招商证券

图 15: 2013-2020 年公司新签境内外订单及增速



资料来源: wind、招商证券



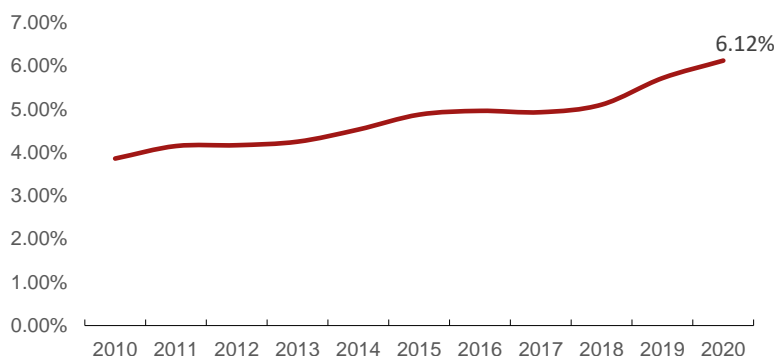
## 二、多项核心竞争力助公司稳固市场地位

### 1、市占率持续提升，规模经济助力降本增效

2010-2020 年公司市占率持续上升，已由 2010 年的 3.86% 上升至 2020 年的 6.12%，且在 2018 年后有加速上升的趋势。我们认为，在经历了建筑业景气度的快速下滑后，建筑企业“马太效应”开始显现，部分中小企业可能逐步退出市场，2020 年疫情或加速了行业出清速度，未来强者恒强趋势或加剧，预计公司通过稳定增长将在未来持续获取更高的市场占有率。

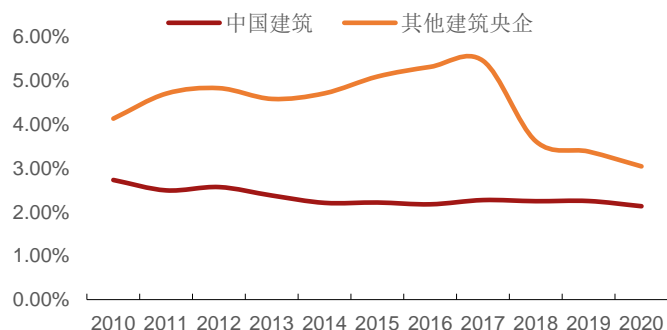
公司市占率的不断提升为规模经济提供强有力支撑，形成强大的核心竞争力，持续推进企业降本增效工作。成本方面，公司销售与管理费用率常年低于同业水平，且呈长期缓慢下行趋势，2020 年销售与管理费用率为 2.14%，较其他建筑央企低 0.91 个百分点；效率方面，公司人均创收持续增加且优于同业水平，2020 年人均创收约 453 万元，较其他建筑央企高出 107 万元。我们认为，未来随着市占率的进一步提升，公司成本将继续缓慢下行，效率继续提升。

图 16 2010-2020 年公司市占率走势图



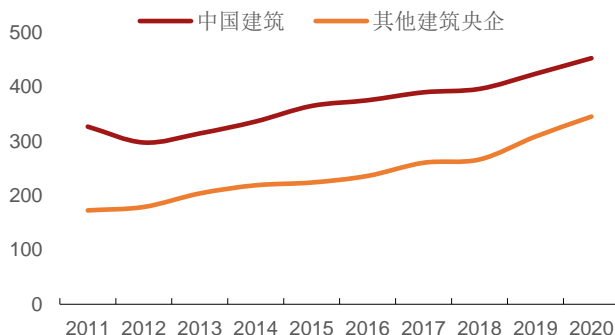
资料来源：wind、招商证券

图 17：公司与其他建筑央企销售与管理费用率对比



资料来源：wind、招商证券

图 18：公司与其他建筑央企人均创收对比（万元）



资料来源：wind、招商证券

### 2、加大股权激励力度，驱动业绩高质量发展

公司是最早实施股权激励的建筑央企，先后于 2013 年、2016 年、2018 年和 2020 年共实施了四期限制性股票激励计划。其中，公司于 2020 年 12 月 24 日公布第四期股票激励计划，以授予价格 3.06 元/股向 2765 名激励对象授予 A 股限制性股票 91203.6 万股，进一步扩大股权激励范围。此次股票激励方案授予股数占目前总股本的 2.17%，规模超过前三期。我们认为，公司股权激励不断加码，有助于释放公司增长潜力，彰显了公司长期发展信心。激励与业绩挂钩，有利于激发企业员工积极性与创新性，此外，授予条件相当于底部参考值，对于业绩有一定支撑。

本次授予条件进一步放宽，净资产收益率要求从不低于 13.5% 下调至不低于 12%，净利润三年复合增长率从不低于 9.5% 下调至 7%。公司下调授予条件主要考虑当下受国际贸易摩擦和国际金融形势变化，以及新冠肺炎疫情的持续影响，2021 年中国经济虽持续恢复，但不宜盲目乐观，随着逆周期调节政策力度减弱，基建和房地产投资面临放缓压力。因此本次业绩指标的下调有助于对冲未来市场的不确定性，同时保留业绩上行的潜力。由于前三次均超预期完成业绩指标，且目前公司在手订单充足，未来 3 年业绩增长仍有较强支撑，在宏观经济不出现大幅下行的情况下，我们认为公司大概率能够达成指标。

表 1：公司各期限限制性股票激励计划对比

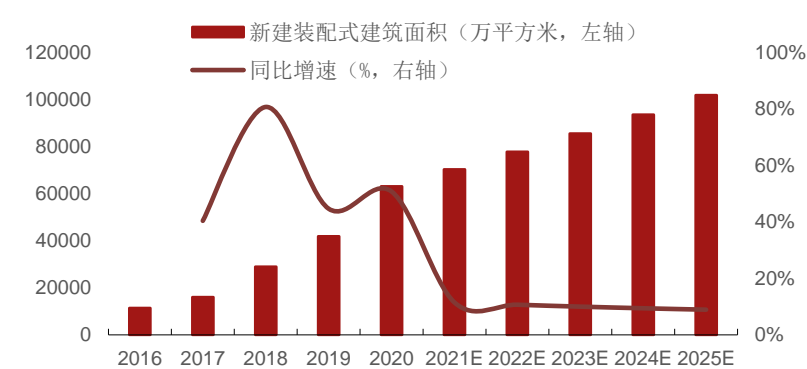
	第一期	第二期	第三期	第四期
最早公告日期	2013/5/21	2016/11/08	2018/7/28	2020/9/18
授予数量	14678 万股（其中，易军、官庆 2 位高管，获授 45 万股/人，共计 90 万股；曾肇河、刘锦章、王祥明、李百安、邵继江、陈国才、马泽平、孟庆禹 8 人，获授 36 万股/人，合计 288 万股；公司关键骨干人员 676 人，共获授 14300 万股）	26013 万股（其中，李百安、邵继江、薛克庆 3 位高管，获授 25.5 万股/人，共计获授 76.5 万股；公司关键骨干人员 1572 人，共获授 25936.5 万股）	59991 万股（其中，李百安、邵继江、黄克斯、薛克庆 4 位高管，获授 48 万股/人，共计获授 192 万股；公司关键骨干人员 2077 人，共获授 59799 万股）	91203.6 万股（其中，薛克庆获授 72 万股，公司关键骨干人员 2764 人共获授 91131.6 万股）
占总股本比例	0.49%	0.87%	1.43%	2.17%
授予人数	686 人	1575 人	2081 人	2765 人
标的股票来源	回购	回购	回购	回购
授予日期	2013/6/28	2016/12/29	2018/12/26	2020/12/23
授予价格	1.79 元/股（平均成交价：3.58 元/股）	4.866 元/股（平均成交价：9.08 元/股）	3.468 元/股（平均成交价：6.18 元/股）	3.06 元/股
禁售期	2 年	2 年	2 年	2 年
解锁期	3 年	3 年	3 年	3 年
授予条件	授予前一个财务年度，公司业绩达到以下条件： 1、净资产收益率不低于 14%； 2、净利润增长率不低于 10%； 3、完成经济增加值（EVA）考核目标	授予前一个财务年度，公司业绩达到以下条件： 1、净资产收益率不低于 14%； 2、净利润增长率不低于 10%； 3、完成经济增加值（EVA）考核目标	授予前一个财务年度，公司业绩达到以下条件： 1、净资产收益率不低于 13.5%； 2、净利润增长率不低于 9.5%； 3、完成经济增加值（EVA）考核目标	授予前一个财务年度，公司业绩达到以下条件： 1、净资产收益率不低于 12%； 2、净利润增长率不低于 7%； 3、完成经济增加值（EVA）考核目标
解锁条件	同授予条件	同授予条件	同授予条件	同授予条件

资料来源：公司公告、招商证券

### 3、积极布局装配式领域，PS、PC 领域双管齐下

在劳动力紧缺、环保趋严的背景下，2016 年国务院颁布《关于大力发展装配式建筑的指导意见》，大力发展装配式建筑，提出到 2025 年使装配式建筑占比达到 30%，至此装配式建筑进入快速发展期。目前我国装配式行业形成了以 PC（装配式混凝土）结构为主，PS（钢结构）为辅的格局。根据住建部数据，全国新建装配式建筑面积从 2016 年的 1.14 亿平方米增长至 2020 年的 6.3 亿平方米，年均复合增速高达 53.32%。2020 年装配式建筑面积占新开工比例为 20.5%，距离 2025 年 30% 的目标仍有一定差距。假设未来每年新建建筑面积增速为 2%；2025 年装配式建筑面积占比参考下限值 30%，期间按线性插值计算，我们保守预计 2025 年新建装配式建筑面积将达到 10.18 亿平方米，年均复合增速为 10.07%，市场空间依旧广阔。

图 19 我国新建装配式建筑面积预测



资料来源：住建部、中国政府网、招商证券

公司是行业内最早开展装配式建筑业务的中央企业之一，在钢结构、预制混凝土等方面均有广泛布局，具备从设计端至施工端的全产业链竞争优势。钢结构业务主要由旗下中建科工负责，PC 业务主要由中建科技和海龙建筑科技负责。

#### （1）中建科工是国内最大的钢结构集成建造商

中建科工（原中建钢构）是中国最大的钢结构产业集团，主营业务为高端房建、基础设施工程，在国内外承建了一大批体量大、难度高、工期紧的标志性建筑，如上海环球金融中心、深圳平安金融中心、北京大兴国际机场等项目。目前中建科工采取全球化的战略布局，在国内，以“东西南北中”五大区域覆盖全国，并建立与之相对应的制造基地，形成年产能超过 120 万吨的钢结构制造产业集群；在全球，中建科工在中东、北非、南亚、东南亚等建筑市场与国际巨头同台竞技，同时将经营触角延伸到北美、澳洲等地，彰显“中国建造”的实力和自信。

图 20 中建科工国内工厂布局情况



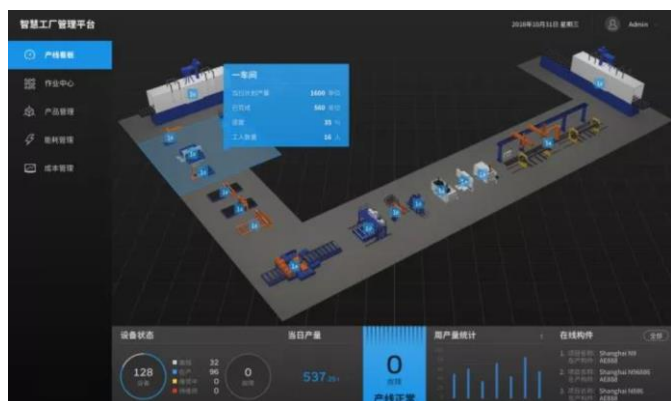
资料来源：中建科工官网、招商证券

与钢结构民营企业相比，中建科工在施工端优势明显。中建科工具有建筑工程施工总承包特级资质，通过钢结构专业承包、EPC、PPP 等模式，在国内外承建了一大批体量大、难度高、工期紧的标志性建筑。其中，创造了国内钢结构施工史上“最早”“最高”“最大”“最快”的业绩。2020 年 2 月的深圳应急医院建设为例，项目参照武汉火神山、雷神山医院模式，中建科工在短短 20 天的时间内建设完成占地面积 6.8 万平方米、建筑面积 5.9 万平方米、可提供 1000 张床位（含 ICU16 床）的应急院区，体现出公司强大的组织、施工与管理能力。

此外，中建科工在智能制造端取得显著的科技成果，其参与完成的“建筑钢结构数字化制造关键装备、技术及工程应用”科技成果获得“国际领先水平”认定。中建科工还打造了全国首条建筑钢结构智能制造生产线，通过对建筑钢结构制造全工序智能化设备、基于智能控制集成技术的一体化工作站的研发，大幅提升了钢结构制造效率；通过对“无人”切割下料、机器人高效焊接、物流仓储过程定向分拣、自动搬运、立体存储等钢结构制造新工艺新技术的研发，推进了建筑钢结构制造自动化进程；车间智能物流系统与智能化集成系统的开发应用，让工序衔接更加高效、智能、互通，实现“无人化”生产。



图 21: 中建科工智慧工厂管理平台操作演示



资料来源: 建智汇、招商证券

图 22: 中建科工智能制造生产线现场图



资料来源: 建智汇、招商证券

## (2) 中建科技和海龙建筑科技是 PC 业务主要平台

中建科技是公司 PC 业务的主要平台，是我国装配式建筑领域的“国家高新技术企业”和首批“全国装配式建筑产业基地”，被住建部列为装配式建筑的龙头企业，致力于以智能建造推动生产方式变革。目前，中建科技已在建筑工业化领域成功打造了多个国内“第一”，如全国第一家拥有装配式建筑设计研究院、全国第一家全面引进德国 PC 工厂综合生产线、全国第一家在 PC 工厂研发应用钢筋笼绑扎机器人等。

产能方面，中建科技在全国投资建设了 20 多个现代化的装配式产业基地，装配式构件设计总产能达 400 万立方米/年，可支撑近 5000 万平米的建筑物。

图 23: 中建科技德国 PC 工厂综合生产线



资料来源: 中建科技官网、招商证券

图 24: 中建科基于视觉技术的钢筋笼绑扎机器人



资料来源: 中建科技官网、招商证券

除中建科技外，海龙建筑科技是中国建筑国际旗下专门从事装配式业务的专业公司。海龙自成立近 30 年以来，生产经营能力不断提高，生产效率和盈利能力等方面均处于行业绝对领先地位。目前在广东省深圳、珠海、海南，安徽省合肥、宿州，山东省济宁以及重庆拥有 7 大生产基地，设计产能达 145 万立方米，海南生产基地（产能 20 万立方米）正在建设，除供应集团内部项目需求外，2020 年对外销售比例预计将达 30%。此外，公司计划未来在海南省、华东地区及新加坡进行市场拓展及新厂建设，进一步扩大产能、提升市场占有率及影响力。

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

表 2: 海龙工厂区域分布

区域	基地分布	成立时间	生产线	年产能 (万立方米)
华南	广东海龙-深圳基地	1993	4	10
	广东海龙-珠海基地	2019	9	20
	广东海龙-海南基地	计划 2020 年试生产	7	20
华东	安徽海龙-合肥基地	2013	8	30
	安徽海龙-宿州基地	2017	4	15
	山东海龙-济宁基地	2016	10	40
西南	重庆海龙-重庆基地	2018	4	30

资料来源: 海龙建筑科技网、招商证券

海龙的装配式建筑组装合成技术 (MiC) 已达到行业领先水平。MiC 是指将建筑物先拆分成一个个模块, 每一个模块在工厂进行生产、组装、加工、装修等, 当送到工地现场时, 每个模块内基本达到精装修入住前的程度, 如预制厕所、预制外墙等都是立体构件, 与中国内地的装配式平面构件相比, 其装配率更高, 产品复杂程度更高, 带来的附加值也更多。2020 年公司承建的香港鲤鱼门及竹篙湾紧急防疫观察隔离中心就应用了此技术建设。

图 25: 香港鲤鱼门隔离防疫中心



资料来源: 海龙建筑科技官网、招商证券

图 26: 香港竹篙湾隔离中心



资料来源: 海龙建筑科技官网、招商证券

建筑央企在装配式领域大有可为。目前, 装配式领域的 PC、PS 龙头均以民营企业为代表, 他们在行业发展早期率先实现布局, 享受到更多行业红利。不过, 目前装配式行业仍在快速发展, 建筑央企已经察觉并开始积极布局装配式行业, 由于央企在品牌、资源、技术、资金等方面具有较强实力, 预计同样能在装配式行业发展中取得不俗的成绩。以中国建筑为代表, 目前通过中建科工、中建科技和海龙建筑已在 PS、PC 市场站稳脚跟, 伴随装配式需求的增长, 未来产能有望进一步扩大, 提升市场份额。

#### 4、积极拓展海外业务, 助力业务长期增量

目前国内建筑市场趋于饱和, 海外市场的拓展为建筑业带来增量契机。作为全球最大的建筑企业, 公司也是中国最早开展国际工程承包业务的企业之一, 经过持续几十年来的海外市场开拓和经营, 已形成了较为合理的海外市场布局。公司奉行“海外优先”的指导思想, 深入践行国家“一带一路”倡议, 截至 2019 年底, 实质经营国别已增加至 77 个。在项目运作方面, 除传统的总承包模式外, 公司还积极探索融投资带动总承包、DB、EPC、BOT 和 PPP 等项目运作模式, 同时积极尝试跨国并购等资本运作方式, 努力推进海外业务的提质增效。



公司在国际市场拥有优秀的品牌美誉度和行业影响力。2020 年公司位居 ENR “全球最大工程承包商 250 强” 首位，连续 3 年位列 ENR 国际承包商前十强，位列英国 Brand Finance “2020 年全球品牌价值 500 强” 行业首位。2020 年标普、穆迪、惠誉三大国际评级机构将中国建筑评级维持为 A/A2/A，展望均为“稳定”，连续 6 年保持行业内全球最高信用评级。

图 27: 公司承建的巴拿马国家会展中心



资料来源：中国建筑官网、招商证券

图 28: 公司承建的马来西亚吉隆坡标志塔

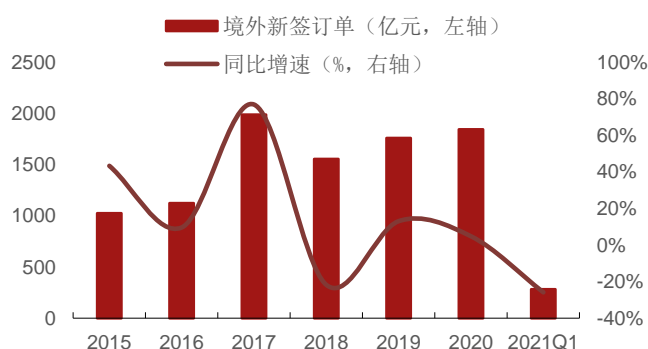


资料来源：中国建筑官网、招商证券

2020 年新冠疫情对全球造成严重冲击，全球经济出现下滑，公司境外业务受到一定冲击。2020 年公司境外营收同比下降 13.83%，境外新签订单同比增长 4.83%，但较 2019 年增速下降 8.28 个百分点。不过随着各国疫苗的正式供应以及政府的刺激措施，全球经济正逐步恢复并有望重回正轨，而基建有望成为各国普遍的政策工具选择，对于恢复经济活力和增加就业具有重要意义。

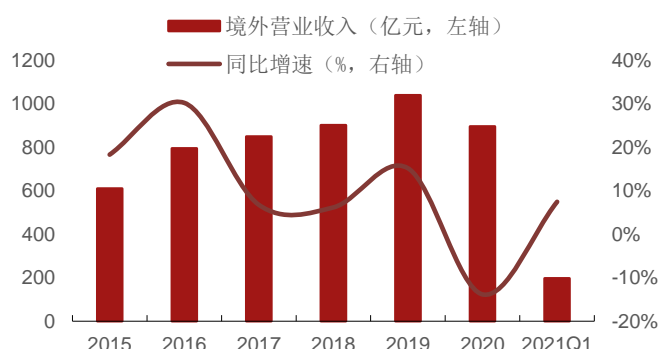
同时，国际货币基金组织在新的《世界经济展望》报告中预测，在 2020 年全球经济收缩 3.3% 后，2021 年预计全球经济将增长 6%，2022 年为 4.4%。我们认为，短期之内各国之间的复苏进度存在差异，并且可能出现局部危机，如印度疫情再次爆发，但是中长期来看全球经济前景良好，公司的海外业务有望长期稳定增长。

图 29: 公司海外新签订单及增速



资料来源：wind、招商证券

图 30: 公司海外营收及增速



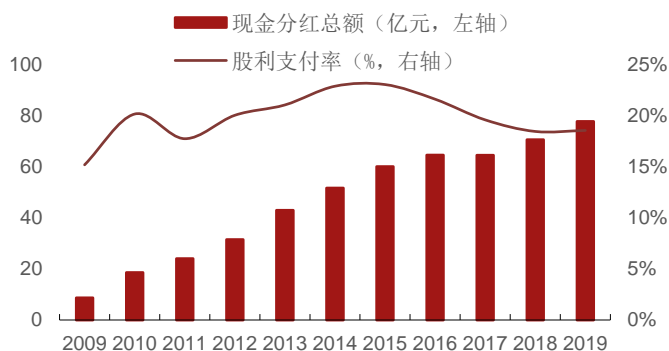
资料来源：wind、招商证券

### 三、公司质地优良，具有显著的投资价值

综合前文分析，从分红、ROE、估值角度来看，我们认为公司具有较强的投资吸引力，主要观点如下：

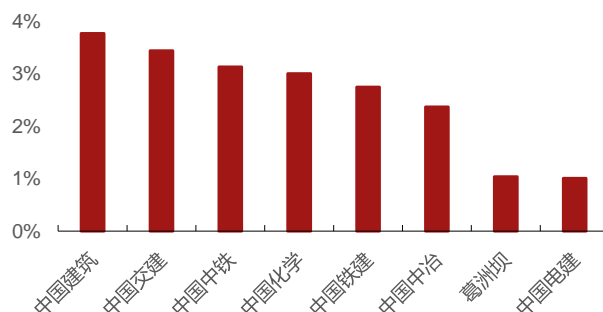
**1) 高分红:** 公司长期以来保持较高且持续增长的分红水平, 良好的公司业绩是高分红的有力支撑。公司自 2009 年上市以来, 现金分红总额年均复合增速为 24.45%, 且近几年股利支付率保持在 18% 以上, 目前公司股息率为 3.79%, 高于其他建筑央企。

图 31: 公司历年现金分红总额以及股利支付率



资料来源: wind、招商证券

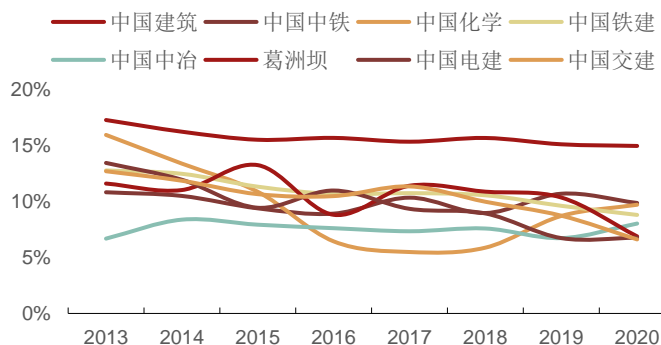
图 32: 建筑央企股息率对比 (2021 年 6 月 1 日)



资料来源: wind、招商证券

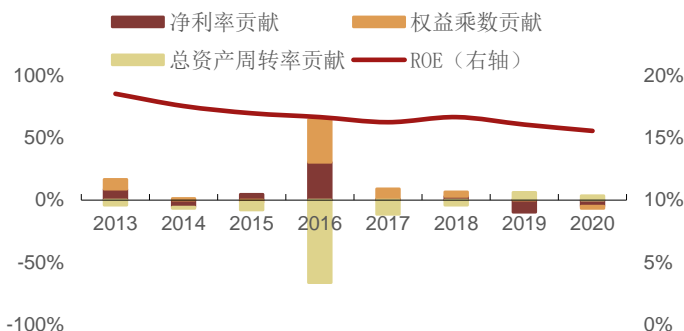
**2) 高 ROE:** 公司资产收益率 (ROE) 始终保持在 15% 以上的水平, 且一直高于其他建筑央企。2019-2020 年公司 ROE 略有下降, 由 2018 年的 16.67% 下降至 2020 年的 15.56%。通过杜邦三项拆分来看, 净利率的下滑对 ROE 形成拖累, 2019-2020 年净利率对 ROE 变动的贡献分别为 -9.80%、-4.86%。为应对地产业务毛利率的下降, 公司加大对高周转项目的比例, 提高资产周转效率, 对冲毛利率下滑带来的影响。2019-2020 年总资产周转率对 ROE 变动的贡献分别为 5.51%、3.52%。展望未来, 我们认为公司或将继续优化业务结构, 优先选择高质量项目, 有望保持 ROE 的长期稳定。

图 33: 建筑央企历年 ROE 对比



资料来源: wind、招商证券

图 34: 杜邦三项对公司 ROE 上涨贡献的趋势



资料来源: wind、招商证券

**3) 低估值:** 目前公司估值处于历史低位, 我们认为公司的估值水平已经反映、甚至过分反映了行业景气下滑的情况, 即使逆周期调节政策的逐步退出可能也很难影响行业景气、尤其很难影响行业龙头的经营。目前的估值水平可能是未来一个较长时期的较低位置, 同时高景气度的装配式行业正快速发展, 对于建筑业景气度有一定的支撑作用。因此, 我们认为未来几年公司估值将处于稳定阶段, 甚至当基本面超预期向好时, 估值将会迎来回升。

综上所述, 我们认为公司兼具高分红、高 ROE、高业绩确定性和低估值的优势, 且这些特性将在未来得以持续, 具有较强的投资吸引力。

## 四、盈利预测与估值

### 1、盈利预测

目前公司在手订单充足，对未来业绩增长有较强支撑，同时结合过去历史业绩表现，预计未来仍将保持稳定增长。我们的预测如下：

**假设 1：基建业务方面**，2020 年国内采取了基建逆周期调节政策，公司基建业务保持一定增速。2021 年中国经济正持续恢复，随着逆周期调节政策力度的减弱，预计未来基建业务或将放缓。我们预测基建业务 2021-2023 年收入增速分别为 1.5%、6.6%、6.4%。

**假设 2：房地产业务方面**，2020 年受疫情影响，地产也起到了一定的逆周期调节作用，维持在高位运行。不过“房住不炒”依然是政策基调，尽管公司旗下中海地产没有面临“三道红线”的问题，但房地产融资政策趋向收紧，预计未来房地产业务增速将有所下降。我们预测房地产业务 2021-2023 年收入增速分别为 9.3%、8.8%、8.6%。

**假设 3：房建业务方面**，公司新签订单中房建订单占比超 6 成，结合过去业绩表现，房建业务有穿越周期的特性，其增速往往由基建业务和房地产业务决定。我们预测房建业务 2021-2023 年收入增速分别为 12.7%、13.2%、11.8%。

表 3：三大主营业务销售预测表

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>房屋建筑工程</b>					
销售收入（百万元）	872,366	1,001,101	1,128,641	1,277,058	1,428,006
增长率（YOY）	20.5%	14.8%	12.7%	13.2%	11.8%
毛利率	6.4%	6.7%	6.7%	6.8%	7.0%
<b>基础设施建设与投资</b>					
销售收入（百万元）	318,105	348,435	353,732	377,078	401,022
增长率（YOY）	15.0%	9.5%	1.5%	6.6%	6.4%
毛利率	8.5%	8.5%	8.3%	8.3%	8.3%
<b>房地产开发与投资</b>					
销售收入（百万元）	216,980	271,292	296,414	322,617	350,298
增长率（YOY）	17.9%	25.0%	9.3%	8.8%	8.6%
毛利率	31.1%	26.2%	28.5%	29.0%	29.0%
销售收入合计（百万元）	1,419,837	1,615,023	1,769,126	1,962,383	2,163,962
增长率（YOY）	18.4%	13.7%	9.5%	10.9%	10.3%
平均毛利率	11.1%	10.8%	11.2%	11.2%	11.3%

资料来源：wind、招商证券

**假设 4：**公司市占率不断提升，规模经济助力企业降本增效，我们预测公司销售和管理费用率将出现小幅下降。未来公司在科技研发上的投入力度或将进一步加大，预测研发费用率将小幅上升。

表 4：费用率预测表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.31%	0.34%	0.32%	0.31%	0.30%
管理费用率	1.95%	1.79%	1.78%	1.75%	1.73%
研发费用率	1.22%	1.58%	1.65%	1.70%	1.75%

资料来源：wind、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 17691、19624、21640 亿元，分别增长 9.5%、10.9%、10.3%；归属于母公司净利润分别为 493.36、555.16、623.48 亿元，分别增长 9.8%、12.5%、12.3%，EPS 分别为 1.18、1.32、1.49 元。

表 5：利润表预测

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1419837	1615023	1769126	1962383	2163962
营业成本	1262226	1440132	1571238	1743233	1920353
营业税金及附加	17220	15896	17412	19314	21298
营业费用	4331	5522	5661	6083	6492
管理费用	27685	28983	31490	34342	37437
研发费用	17290	25523	29191	33361	37869
财务费用	7912	7798	9137	11938	12359
资产减值损失	(3538)	(3670)	(5891)	(4781)	(5336)
公允价值变动收益	(485)	51	(302)	(245)	(166)
其他收益	302	613	429	448	496
投资收益	4344	6318	4321	4407	4848
营业利润	83795	94482	103552	113941	127996
营业外收入	1294	809	793	714	785
营业外支出	3621	1000	980	882	971
利润总额	81468	94291	103365	113772	127811
所得税	18263	23340	26278	29016	32623
少数股东损益	21324	26006	27751	29241	32840
归属于母公司净利润	41881	44944	49336	55516	62348
EPS (元)	1.00	1.07	1.18	1.32	1.49

资料来源：wind、招商证券

## 2、公司估值

我们选取有 wind 一致预期的 6 家建筑央企作为可比公司，从行业中位数来看，2021-2023 年的 PE 分别为。结合公司盈利预测结果和可比公司中位数 PE 估值，我们给予公司 2021 年 PE 为 5.19 倍。

表 6：可比公司 PE（截至 2021 年 6 月 1 日收盘数据）

公司名称	2021E	2022E	2023E
中国中铁	4.71	4.21	3.78
中国铁建	4.11	3.68	3.28
中国交建	5.67	5.11	4.68
中国电建	7.00	6.33	5.32
中位数	5.19	4.66	4.23

资料来源：wind、招商证券

注：可比公司 2021-2023 年 PE 为 wind 一致预期

## 五、投资建议

公司质地显著优异，具有高分红、高 ROE、高业绩确定性和低估值的优势。目前公司在手订单充足，股票激励、市占率的逐步提升有助于公司体质增效，随着装配式业务的积极布局和海外业务的持续推进，未来业绩有望继续稳定增长。预计公司 2021-2023 年 EPS 为 1.18、1.32、1.49 元/股，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

## 六、风险提示

- 1、宏观经济下行风险：**当前我国人口老龄化逐步加深，经济增速持续下滑，建筑行业发展速度整体放缓。2021 年中国经济虽持续恢复，但不宜盲目乐观，随着逆周期调节政策力度减弱，基建和房地产投资或将面临下行压力。
- 2、海外项目进度不及预期：**受逆全球化思想冲击，大国间战略博弈加剧，国际形势不确定性因素和风险增加。特别是个别国家安全形势不稳定，加大了海外市场经营的难度。若后续海外疫情再次出现反弹，预计将加大市场开拓难度，增加项目成本及工期压力。
- 3、装配式业务拓展不及预期：**过去几年装配式行业发展迅速，新建装配式建筑面积复合增速超 50%，而早期涉及装配式较多的多是民营企业，其布局已趋于完善。若市场继续按照政策要求 2025 年新建装配式建筑面积占比不低于 30%作为下限，行业增速将放缓，对于公司今后扩充市场份额造成阻碍。



## 附：财务预测表

## 资产负债表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1461506	1577630	1863943	2102751	2345183
现金	292441	295857	367804	465561	542035
交易性投资	902	244	573	409	491
应收票据	26918	31989	34291	38453	42174
应收款项	153962	160442	159202	194762	208150
其它应收款	0	54627	59839	65712	79708
存货	578918	675125	801322	875092	947871
其他	408365	359345	440911	462763	524754
<b>非流动资产</b>	572946	614544	652873	623817	637899
长期股权投资	74917	86439	75783	79046	80423
固定资产	37554	39127	40564	41825	42724
无形资产	18757	24849	25958	27011	27541
其他	441718	464128	510568	475935	487211
<b>资产总计</b>	<b>2034452</b>	<b>2192174</b>	<b>2516816</b>	<b>2726569</b>	<b>2983083</b>
<b>流动负债</b>	1145728	1196015	1380443	1453242	1541907
短期借款	28498	29317	32249	32894	32236
应付账款	500160	507653	637435	670823	731660
预收账款	282240	310086	362133	388973	428192
其他	334830	348959	348626	360552	349819
<b>长期负债</b>	386889	419064	467386	505033	561119
长期借款	247800	292897	328525	370328	427874
其他	139089	126167	138860	134705	133244
<b>负债合计</b>	<b>1532617</b>	<b>1615079</b>	<b>1847829</b>	<b>1958275</b>	<b>2103026</b>
股本	41976	41965	41960	41957	41955
资本公积金	30502	16061	10045	9307	9565
留存收益	204720	242395	284136	330790	383255
少数股东权益	224638	276674	332846	386240	445281
归属于母公司所有者权益	277198	300421	336141	382054	434776
<b>负债及权益合计</b>	<b>2034452</b>	<b>2192174</b>	<b>2516816</b>	<b>2726569</b>	<b>2983083</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	(34220)	20272	50766	37485	54801
净利润	41881	44944	49336	55516	62348
折旧摊销	9047	8888	9742	10108	10433
财务费用	10180	7986	9137	11938	12359
投资收益	(4213)	(6152)	(4447)	(4610)	(5179)
营运资金变动	(109464)	(61529)	(41356)	(64220)	(58131)
其它	18348	26134	28355	28753	32972
<b>投资活动现金流</b>	(19813)	(52628)	(17110)	48553	6857
资本支出	(20437)	(49498)	(14603)	(13922)	(13333)
其他投资	624	(3130)	(2507)	62475	20190
<b>筹资活动现金流</b>	26308	30818	38291	11719	14817
借款变动	54455	75154	47374	37599	38466
普通股增加	(10)	(11)	(5)	(3)	(2)
资本公积增加	(808)	(14440)	(6016)	(738)	258
股利分配	(7054)	(7765)	(7595)	(8862)	(9882)
其他	(20275)	(22120)	4532	(16277)	(14023)
<b>现金净增加额</b>	<b>(27725)</b>	<b>(1538)</b>	<b>71947</b>	<b>97756</b>	<b>76475</b>

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1419837	1615023	1769126	1962383	2163962
营业成本	1262226	1440132	1571238	1743233	1920353
营业税金及附加	17220	15896	17412	19314	21298
营业费用	4331	5522	5661	6083	6492
管理费用	27685	28983	31490	34342	37437
研发费用	17290	25523	29191	33361	37869
财务费用	7912	7798	9137	11938	12359
资产减值损失	(3538)	(3670)	(5891)	(4781)	(5336)
公允价值变动收益	(485)	51	(302)	(245)	(166)
其他收益	302	613	429	448	496
投资收益	4344	6318	4321	4407	4848
<b>营业利润</b>	83795	94482	103552	113941	127996
营业外收入	1294	809	793	714	785
营业外支出	3621	1000	980	882	971
<b>利润总额</b>	81468	94291	103365	113772	127811
所得税	18263	23340	26278	29016	32623
少数股东损益	21324	26006	27751	29241	32840
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>41881</b>	<b>44944</b>	<b>49336</b>	<b>55516</b>	<b>62348</b>

## 主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>年成长率</b>					
营业收入	18%	14%	10%	11%	10%
营业利润	17%	13%	10%	10%	12%
净利润	10%	7%	10%	13%	12%
<b>获利能力</b>					
毛利率	11.1%	10.8%	11.2%	11.2%	11.3%
净利率	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	2.9%
ROE	15.1%	15.0%	14.7%	14.5%	14.3%
ROIC	8.1%	7.6%	7.3%	7.3%	7.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	75.3%	73.7%	73.4%	71.8%	70.5%
净负债比率	18.0%	18.7%	18.2%	18.2%	17.9%
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	2.1	2.3	2.1	2.1	2.1
应收帐款周转率	7.7	8.7	9.2	9.2	9.0
应付帐款周转率	2.5	2.9	2.7	2.7	2.7
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	1.00	1.07	1.18	1.32	1.49
每股经营现金	-0.82	0.48	1.21	0.89	1.31
每股净资产	6.60	7.16	8.01	9.11	10.36
每股股利	0.19	0.18	0.21	0.24	0.26
<b>估值比率</b>					
PE	4.9	4.6	4.2	3.7	3.3
PB	.7	.7	.6	.5	.5
EV/EBITDA	16.9	15.3	13.8	12.4	11.2

敬请阅读末页的重要说明

Page 20

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**唐笑：**12 年证券从业研究经验，曾任职于广发证券、天风证券担任建筑行业首席分析师，2021 年 5 月入职招商证券。

**岳恒宇：**CPA 非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，7 年建筑工程行业研究经验，2021 年 5 月入职招商证券。

**贾宏坤：**同济大学硕士，通过 CFA 二级，1 年建筑工程行业研究经验，2021 年 5 月入职招商证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。