

# 中国建筑 (601668)

## 全球投建一体巨擘, 提质增效+科创转型筑基未来

买入 (首次)

2023年05月07日

证券分析师 黄诗涛  
 执业证书: S0600521120004  
 huangshitao@dwzq.com.cn  
 证券分析师 房大磊  
 执业证书: S0600522100001  
 fangdl@dwzq.com.cn  
 证券分析师 石峰源  
 执业证书: S0600521120001  
 shify@dwzq.com.cn  
 研究助理 杨晓曦  
 执业证书: S0600122080042  
 yangxx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,055,052	2,320,025	2,582,009	2,829,225
同比	9%	13%	11%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	50,950	57,213	61,426	66,340
同比	-1%	12%	7%	8%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.21	1.36	1.46	1.58
P/E (现价&最新股本摊薄)	5.70	5.07	4.72	4.37

关键词: #市占率上升 #股权激励

### 投资要点

- **全球建筑行业领军者, 提供城市建设一揽子服务:** 公司是全球领先的投资建设集团, 全球规模最大的工程承包商, 全国唯一一家中央直属的建筑企业, 2022 年实现营业收入 20551 亿元, 同比+8.7%, 房建/基建/地产占比分别为 61.6%/24.0%/13.7%, 建筑业务毛利率的提升一定程度上对冲了房地产开发业务利润水平下降的压力。
- **基建为“稳增长”重要支撑, 房地产主体信用修复持续推进:** (1) **基建:** 1-3 月广义/狭义基建保持+10.8%/+8.8%的高增长, 政府工作报告强调稳增长扩内需, 全年 GDP 增速目标定为 5%, 预计基建为今年经济增长的重要抓手; (2) **房建:** 1-3 月全国房屋竣工面积同比+14.7%, 预计主要受益于“保交楼”推进; 新开工 1-3 月同比下滑 19.2%, 仍处于弱复苏进程中; 住宅在房建总体中占比略降, 新型城镇化有望推动公建需求增加; (3) **房地产开发:** 1-3 月全国商品房销售金额同比+4.1%, 2022 年 2 月以来首次回正; 政府工作报告弱化对于调控的表述, 融资端政策加速出台改善优质房企资产负债情况, 行业下行周期有望破局。
- **公司是投建一体化龙头, 创新业务多点开花:** (1) **房建业务:** 公司 2022 年房建业务新签合同额 24278 亿元, 住宅类占比降至 35%, 结构转型卓有成效; 公司项目承接竞争优势突出, 2017-2022 年施工面积市占率由 9.3%提升至 10.8%; 公司积极推进新型建筑工业化和智慧建造, 推动施工生产转型升级。 (2) **基建业务:** 公司高度重视基建业务发展, 营业收入和毛利额 5 年复合增速高达 16.4%/23.8%, PPP 项目逐渐进入运营期, 现金回款有望好转; (3) **房地产开发:** 中海地产 2022 年全口径销售额为行业第六, 近年来拿地加速向重点城市聚拢, 布局以高能级为主; 中建地产为各工程局开展地产开发业务使用的品牌, 工程局房建业务优势突出, 且各地政府鼓励央国企进行地产开发, 中建地产规模逆势增长, 2022 年销售额同比+18.9%; (4) **海外业务:** 公司在“一带一路”沿线设立分支机构, 多年蝉联 ENR 全球承包商 250 强榜首; 工程承揽向高端房建和基础设施领域转变, 坚持推行高质量发展战略; (5) **新业务:** 公司积极探索新领域业务, 上市子公司中西部建设是国内领先的建材产业综合服务商, 中建环能致力成为先进的环境技术产品与解决方案提供商。
- **国企改革排头兵, 股权激励目标多年成功兑现:** 公司实施了为期十年的中长期激励计划, 第一至三期所有批次和第四期第一批已经解锁; 公司还对科技型子公司实行分红激励、对试点单位实施以超额利润分享的任期激励等, 打造多元化激励机制。
- **盈利预测与投资评级:** 基建景气维持高位、地产景气筑底复苏, 公司作为全球规模最大的工程承包商, 新一轮国企改革驱动经营质量进一步提升, “一带一路”倡议带来海外发展新机遇; 公司估值低于可比公司平均, 有望持续修复。我们预测 2023-2025 年归母净利润分别为 572.1/614.3/663.4 亿元, 5 月 5 日收盘价对应市盈率分别为 5.1/4.7/4.4 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 房地产行业景气恢复不及预期; 基建投资增速不及预期; “一带一路”提振海外业务不及预期; 国企改革推进不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.92
一年最低/最高价	4.68/7.05
市净率(倍)	0.74
流通 A 股市值(百万元)	285,937.10
总市值(百万元)	290,186.28

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.29
资产负债率(% ,LF)	74.48
总股本(百万股)	41,934.43
流通 A 股(百万股)	41,320.39

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 公司概况：全球建筑行业领军者，提供城市建设一揽子服务</b> .....	<b>6</b>
1.1. 全球领先的投资建设集团，“国家队”背景赋予公司得天独厚竞争优势.....	6
1.2. 业绩稳健增长，加强研发力度，经营与财务指标优化显著.....	8
<b>2. 行业概况：基建为“稳增长”重要支撑，房地产主体信用修复持续推进</b> .....	<b>11</b>
2.1. 建筑行业：基建为“稳增长”重要支撑，房建结构有望受益于新型城镇化实现优化.....	11
2.1.1. 基建端：“稳增长”推动基建实物工作量加速落地，行业集中度加速提升.....	11
2.1.2. 房建端：竣工受益于保交楼加速回暖，新开工仍承压，非住宅业态有望扩容.....	13
2.2. 地产行业：需求处于弱复苏进程，供给侧政策支持有望推动经营主体信用修复.....	14
<b>3. 公司业务：建筑+地产双龙头，创新业务多点开花</b> .....	<b>17</b>
3.1. 房建业务：加速业务转型抵御行业风险，开展创新业务赋能效率提升.....	17
3.1.1. 公司是房建领域龙头，加速推进业务结构转型.....	17
3.1.2. 积极推进新型建筑工业化、智慧建造等，赋能房建业务高效开展.....	19
3.2. 基建业务：公司高度重视基建板块发展，PPP项目陆续进入运营期.....	21
3.2.1. 基建业务强劲增长，部分对冲地产下行压力.....	21
3.2.2. PPP项目：运营情况平稳向好，合理控制规模，资产质量稳步提升.....	23
3.3. 地产开发：中海地产为公司地产业务经营主体，中建地产业绩逆势保持韧性.....	24
3.3.1. 中海地产：资源向核心城市聚拢，财务指标健康可控.....	26
3.3.2. 中建地产：坚持属地化经营，产业链竞争优势突出.....	30
3.4. 海外业务：践行高质量发展战略，共建“一带一路”有望推动公司海外订单高增.....	31
3.5. 新兴业态：积极探索生态环保、建筑新材料等，培育发展新动能.....	32
<b>4. 国企改革排头兵，股权激励目标多年成功兑现</b> .....	<b>35</b>
<b>5. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>37</b>
5.1. 建筑央企超额收益发生在宽货币至宽信用阶段，主题性行情由政策触发.....	37
5.2. 公司当前估值水平处于历史中枢之下.....	38
5.3. 盈利预测与投资建议.....	39
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>41</b>

## 图表目录

图 1: 中国建筑与母公司中建集团的发展历程.....	6
图 2: 中国建筑是中央直属的建筑企业, 下属子公司包含多家细分领域龙头 (截至 2023 年一季报) .....	7
图 3: 主营业务包含房建、基建、房地产投资与开发、勘察设计四大板块, 高度重视海外业务和新业务开展.....	7
图 4: 公司营业收入及同比变动情况.....	8
图 5: 公司毛利额及毛利率情况.....	8
图 6: 公司分业务营业收入占比情况.....	8
图 7: 公司分业务毛利率情况.....	8
图 8: 公司期间费用率变化情况.....	10
图 9: 公司净利润与净利率情况.....	10
图 10: 公司带息债务与资产负债率情况.....	10
图 11: 公司存货、应收账款、总资产周转率情况.....	10
图 12: 公司经营活动净现金流、收现比、付现比情况.....	11
图 13: 出口/零售/房地产投资同比增速情况 .....	12
图 14: 广义/狭义基建投资高基数下同比继续高增 .....	12
图 15: 1-3 月全国专项债发行与去年同期持平 (亿元) .....	12
图 16: 三大类基建投资累计同比增速情况.....	12
图 17: 建筑业 PMI: 商务活动指数 .....	13
图 18: 建筑业 PMI: 业务预期指数 .....	13
图 19: 房地产开发投资完成额和建筑工程分项累计同比增速.....	13
图 20: 房屋新开工与竣工面积累计同比增速.....	13
图 21: 各类房屋竣工面积及同比增速 (亿平) .....	14
图 22: 各类房屋竣工面积占比情况.....	14
图 23: 全国商品房销售额及销售面积累计同比情况.....	14
图 24: 一二线城市销售面积同比增速整体高于三四线.....	15
图 25: 高低能级城市房价指数趋势出现分化.....	15
图 26: 央企/民企境内债券、银行借款融资利率 (%) .....	15
图 27: 2022 年央国企拿地规模明显较高.....	16
图 28: 公司房建业务营业收入及同比增速.....	17
图 29: 公司房建业务毛利额及毛利率情况.....	17
图 30: 公司房建业务简介及代表性项目 .....	18
图 31: 公司房建业务新签合同额及同比增速.....	18
图 32: 公司房建业务新签合同额中住宅类占比逐年下降 (由内到外分别为 2020/2021/2022 年) .....	18
图 33: 全国和公司房建施工面积及公司市占率 (亿平) .....	19
图 34: 全国和公司房建竣工面积及公司市占率 (亿平) .....	19
图 35: 公司建筑工业化经营主体及产品矩阵.....	20
图 36: 公司钢结构和混凝土构件新签合同额情况.....	20
图 37: 公司智慧制造领域实现成果.....	21
图 38: 公司基建业务营业收入及同比增速.....	21
图 39: 公司基建业务毛利额及毛利率情况.....	21

图 40:	公司基建业务新签合同额及同比增速.....	22
图 41:	2022 年基建业务分项目类型新签订单占比情况.....	22
图 42:	公司基建业务细分新签合同额和增长率 (亿元) .....	22
图 43:	公司在手 PPP 项目权益投资额及同比增速.....	24
图 44:	公司 PPP 项目应收款及同比增速.....	24
图 45:	公司运营期 PPP 项目类型占比.....	24
图 46:	公司在手 PPP 项目类型占比.....	24
图 47:	公司旗下地产业务品牌矩阵.....	25
图 48:	公司房地产开发投资业务营业收入及同比增速.....	25
图 49:	公司房地产开发投资业务毛利额及毛利率情况.....	25
图 50:	公司房地产业务合约销售额及同比增速.....	26
图 51:	公司房地产业务合约销售面积及同比增速.....	26
图 52:	公司房地产新增土储及同比增速.....	26
图 53:	公司房地产累计土储及同比增速.....	26
图 54:	公司地产存货情况.....	26
图 55:	中海地产营业收入及同比增速.....	27
图 56:	中海地产净利润及同比增速.....	27
图 57:	公司 2022 年末土地储备分布.....	29
图 58:	公司债务融资成本情况.....	29
图 59:	中建地产营业收入及同比增速.....	31
图 60:	中建地产历年销售额及同比增速.....	31
图 61:	公司海外业务营业收入及同比增速.....	32
图 62:	公司海外业务毛利额及毛利率.....	32
图 63:	公司海外业务新签合同额情况.....	32
图 64:	中建环能营业收入及同比增速.....	33
图 65:	中建环能归母净利润及同比增速.....	33
图 66:	中建环能业务矩阵.....	33
图 67:	西部建设业务矩阵.....	34
图 68:	西部建设营业收入及同比增速.....	35
图 69:	西部建设归母净利润及同比增速.....	35
图 70:	建筑央企在宽货币至宽信用阶段具有超额收益, 主题性行情一般由政策触发 (截至 2023 年 4 月 28 日) .....	38
图 71:	中国建筑 PE-Band (截至 2023 年 5 月 5 日) .....	38
图 72:	中国建筑 PB-Band (截至 2023 年 5 月 5 日) .....	39
表 1:	公司 2017-2022 年分业务业绩拆分情况.....	9
表 2:	公司净资产收益率情况以及杜邦拆分.....	11
表 3:	八大建筑央企净资产收益率情况.....	11
表 4:	2022 年下半年以来主要供给端融资支持政策.....	16
表 5:	公司 2022 年基建业务新签主要订单情况.....	22
表 6:	2017-2022 年国内房地产企业销售排行榜 .....	27
表 7:	公司 2017-2022 年重要城市拿地情况 .....	28
表 8:	龙头房企 2017-2022 年主要经营及财务指标情况 .....	30

表 9: 中建旗下各局院地产 2018-2022 年销售排行榜位次情况 .....	31
表 10: 公司十年四期股权激励一览 .....	35
表 11: 公司股权激励目标完成情况 .....	36
表 12: 八大央企“一利五率”情况 .....	37
表 13: 公司收入及毛利端预测简表 (亿元) .....	39
表 14: 公司盈利预测简表 (亿元) .....	40
表 15: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2023 年 5 月 5 日) .....	40



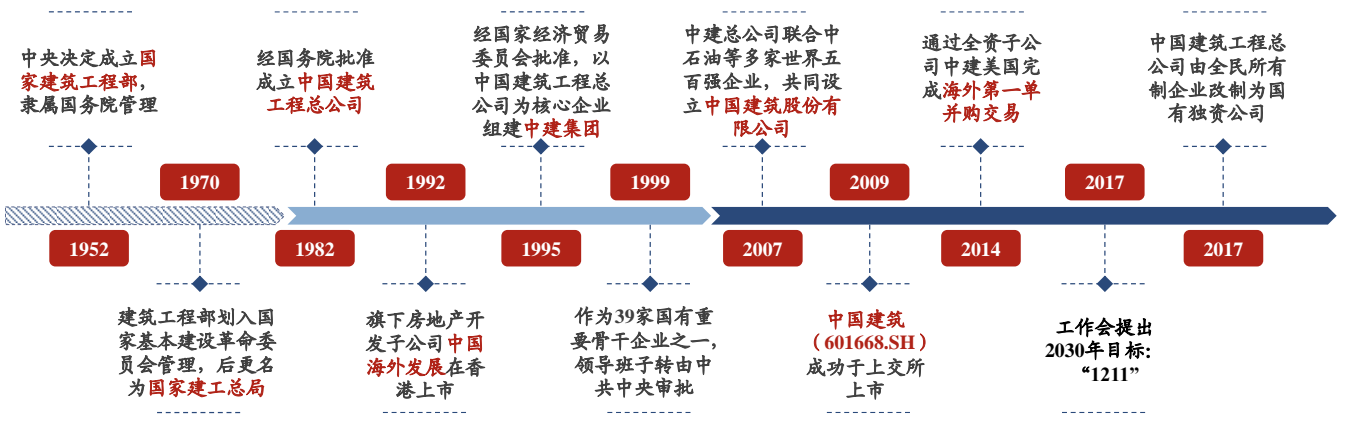
## 1. 公司概况：全球建筑行业领军者，提供城市建设一揽子服务

### 1.1. 全球领先的投资建设集团，“国家队”背景赋予公司得天独厚竞争优势

中国建筑是全球领先的投资建设集团，全球规模最大的工程承包商，是建筑行业的领军者。公司前身最早可追溯至 1952 年国家建筑工程部成立，彼时承建了一系列国防和国家重点工程建设安装施工；1970 年建工部和同时期并存的国家建委、建筑材料工业部、中央基建政治部进行整合，成立国家基本建设革命委员会，1979 年拆分为直属国务院领导的国家建筑工程总局和国家城市建设总局等多个机构，1982 年响应“政企分开”原则进一步改制，成立中国建筑工程总公司；2007 年，中建总公司联合中石油等多家世界知名企业成立子公司中国建筑，2012 年在上交所上市；2017 年混合所有制改革、国有资本投资公司试点、董事会建设等改革任务多点开花，中国建筑母公司中建总公司也响应国家号召，改制为国有独资公司中建集团。

根据公司 2022 年年报，公司现为全球最大的工程承包商和投资建设集团之一，位列《财富》世界五百强第九位、中国五百强第三位，ENR“中国承包商 250 强”首位，业务遍布国内及海外一百多个国家和地区，涉及城市建设的全部领域与项目建设的每个环节，在房屋建设领域拥有绝对优势，国内绝大多数的 300 米以上超高层建筑，众多技术含量高、结构形式复杂的建筑均由公司承建。

图1：中国建筑与母公司中建集团的发展历程



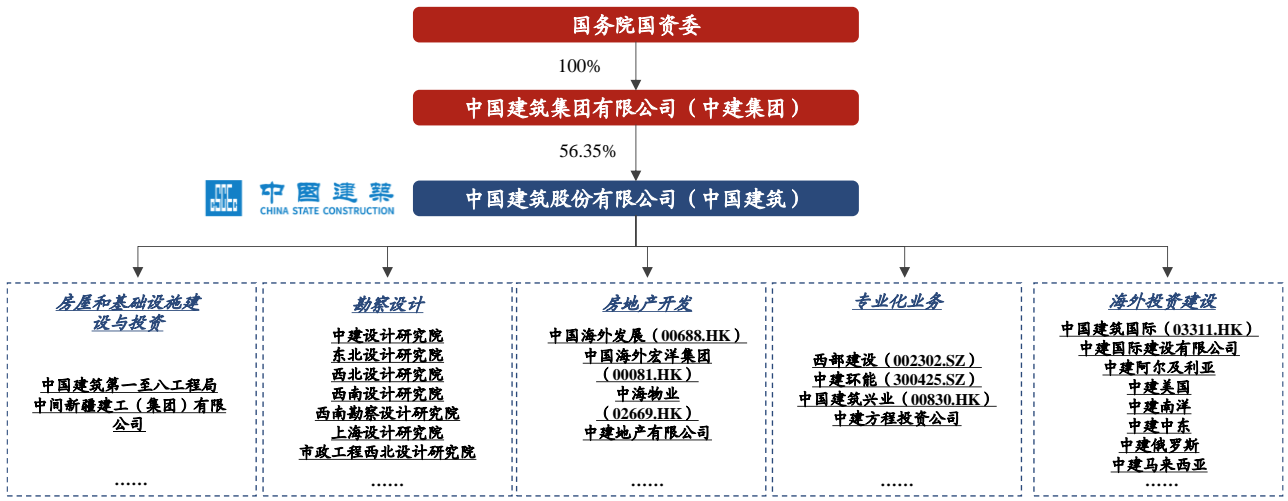
数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

公司为全国唯一一家由中央直属的建筑企业，“国家队”背景赋予公司开展业务时得天独厚的竞争优势。公司控股股东为中建集团，截至 2023 年一季报持股比例为 56.35%，实控人为国资委。公司是中央直接管理的 53 家国有重点骨干企业之一，同时也是建筑领域唯一一家由中央直接管理的国有重要骨干企业，开展国内特大工程项目以及重要的大型对外承包工程项目建设任务时，“国家队”背景赋予公司得天独厚的竞争优势。

公司旗下子公司中已有 7 家实现上市，二级公司分工明确，多家子公司为细分领域龙头。境内子公司方面，子公司西部建设(002302.SZ)、中建环能(300425.SZ)分别于 2009 年 11 月、2015 年 2 月在深交所上市；境外子公司方面，中国海外集团旗下主要从

事建筑业务的中国建筑国际(03311.HK),从事专业化业务的中国建筑兴业(00830.HK)、从事房地产开发业务的中国海外发展(00688.HK)、中国海外宏洋集团(00081.HK)以及从事物业管理业务的中海物业(02669.HK)实现在香港上市;非上市子公司方面,公司旗下也不乏中建三局、中建八局、中建地产等优质品牌以及中建设计院、中建西南院等大型甲级设计院;截至2022年底,公司共拥有特级资质企业42家、工程设计综合甲级资质企业1家。

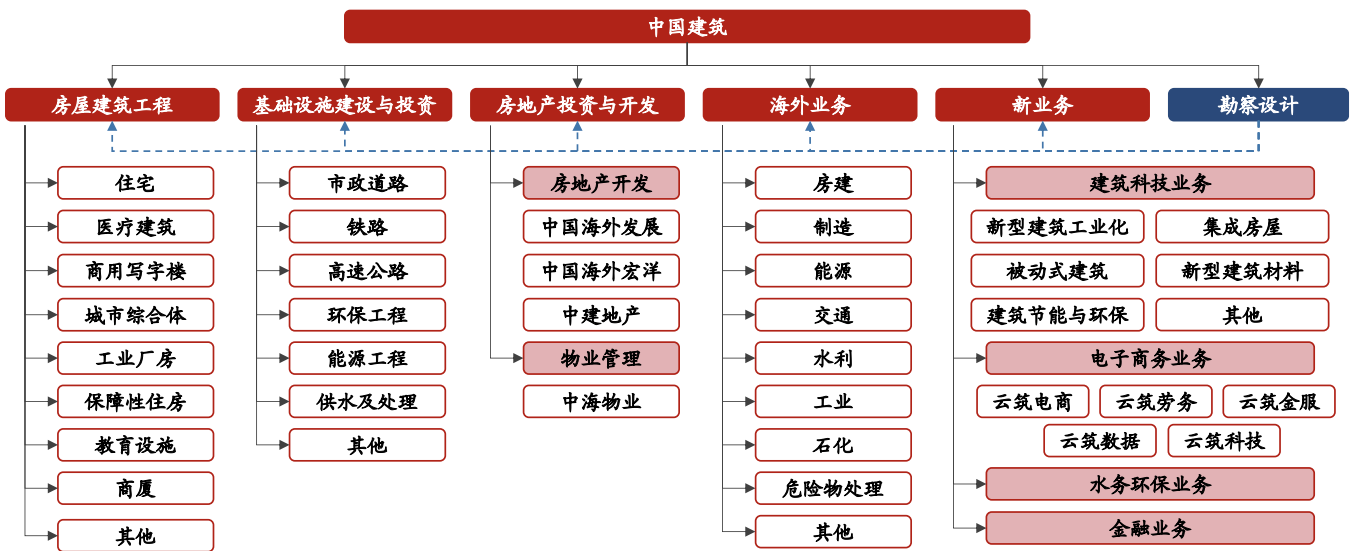
图2: 中国建筑是中央直属的建筑企业, 下属子公司包含多家细分领域龙头(截至2023年一季报)



数据来源: 公司官网, 公司公告, 东吴证券研究所

公司主营业务可分为房屋建筑工程、基础设施建设与投资、房地产投资与开发、勘察设计四大板块。公司重视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, 为城市建设提供全领域、全过程、全要素的一揽子服务。此外公司同时高度重视海外业务和建筑科技、电子商务、水务环保、金融业务等新业务的开展, 是国内建筑行业的“航空母舰”。

图3: 主营业务包含房建、基建、房地产投资与开发、勘察设计四大板块, 高度重视海外业务和新业务开展

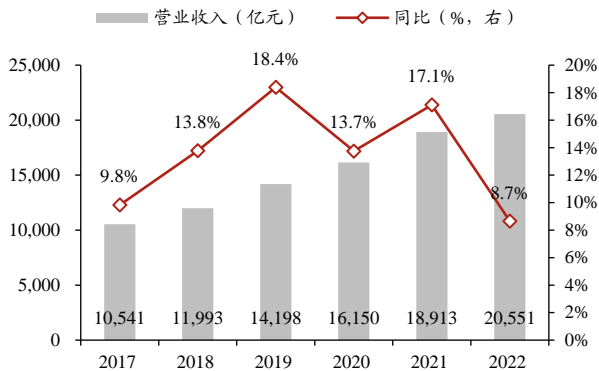


数据来源: 公司官网, 公司公告, 东吴证券研究所

## 1.2. 业绩稳健增长，加强研发力度，经营与财务指标优化显著

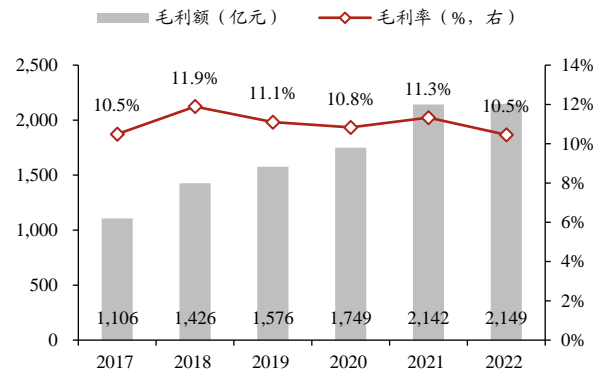
公司营业收入稳健增长，毛利率水平保持稳定。2022 年公司实现营业总收入 20551 亿元，同比+8.7%，公司近年来经营发展稳中有进，2022 年在严峻复杂的大环境下收入仍然实现了相对稳定的增长；2022 年公司实现毛利额 2149 亿元，毛利率为 10.5%，近年来毛利率中枢基本为 10-12% 左右。

图4：公司营业收入及同比变动情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

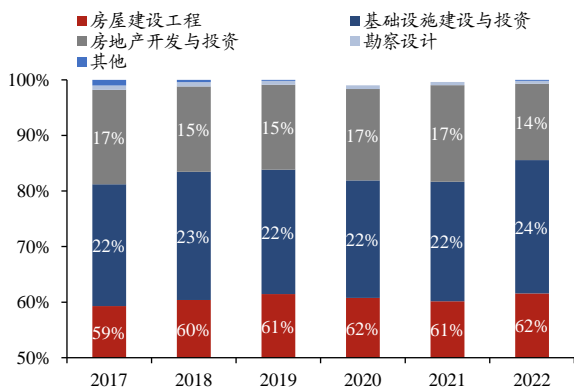
图5：公司毛利额及毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

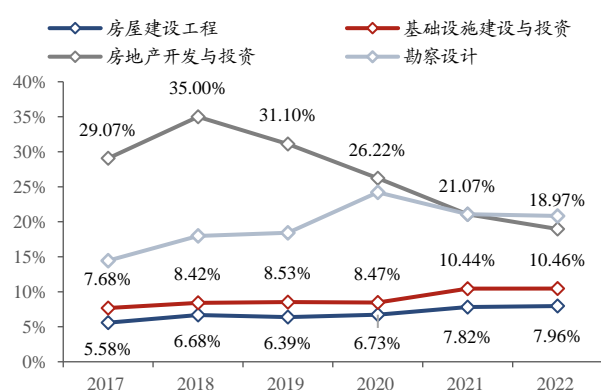
房建业务贡献六成以上营收，基建、地产业务为重要补充，建筑业务毛利率的提升一定程度上对冲了房地产开发业务利润水平下降的压力。2022 年公司房建/基建/房地产业务分别实现营业收入 12651/4935/2820 亿元，在公司主营业务收入中的占比分别为 61.6%/24.0%/13.7%。2019 年之前公司房地产开发与投资业务毛利率高达 30%，贡献的利润占比显著大于收入占比，然而 2020 年后受到政策调控力度收紧、行业景气程度下行的影响，公司地产业务毛利率迅速由 31.1% 下行至 19.0%；但在此期间，公司加强工程承包项目成本管控、推动智慧建设降低人工成本等，2019-2022 年房建业务毛利率由 6.4% 上升至 8.0%，基建业务毛利率由 8.5% 上升至 10.5%，一定程度上对冲了房地产业务毛利率下行的压力。

图6：公司分业务营业收入占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：公司分业务毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



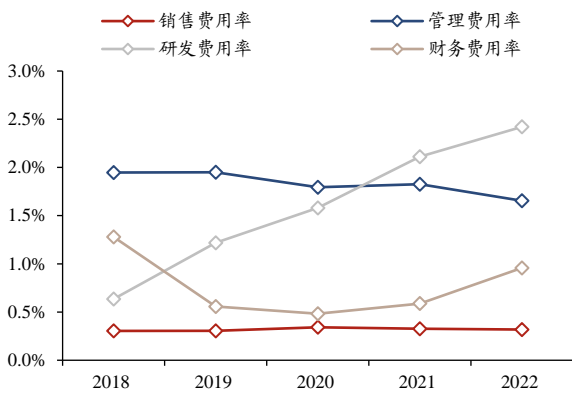
表1: 公司 2017-2022 年分业务业绩拆分情况

		2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
<b>营业总收入</b>	亿元	<b>10,541</b>	<b>11,993</b>	<b>14,198</b>	<b>16,150</b>	<b>18,913</b>	<b>20,551</b>
yoy	%	9.8%	13.8%	18.4%	13.7%	17.1%	8.7%
<b>营业总成本</b>	亿元	<b>9,435</b>	<b>10,567</b>	<b>12,622</b>	<b>14,401</b>	<b>16,771</b>	<b>18,402</b>
<b>毛利额</b>	亿元	<b>1,106</b>	<b>1,426</b>	<b>1,576</b>	<b>1,749</b>	<b>2,142</b>	<b>2,149</b>
毛利率	%	10.5%	11.9%	11.1%	10.8%	11.3%	10.5%
<b>1.1.房屋建筑工程</b>							
营业收入	亿元	6,251	7,242	8,724	10,011	11,471	12,651
yoy	%	0.8%	15.9%	20.5%	14.8%	14.6%	10.3%
营业成本	亿元	5,902	6,759	8,167	9,338	10,574	11,644
毛利额	亿元	349	484	557	673	897	1,007
毛利率	%	5.6%	6.7%	6.4%	6.7%	7.8%	8.0%
<b>1.2.基础设施建设与投资</b>							
营业收入	亿元	2,309	2,767	3,181	3,484	4,100	4,935
yoy	%	32.8%	19.8%	15.0%	9.5%	17.7%	20.4%
营业成本	亿元	2,132	2,534	2,910	3,189	3,672	4,419
毛利额	亿元	177	233	271	295	428	516
毛利率	%	7.7%	8.4%	8.5%	8.5%	10.4%	10.5%
<b>1.3.房地产开发投资</b>							
营业收入	亿元	1,792	1,841	2,170	2,713	3,309	2,820
yoy	%	17.9%	2.7%	17.9%	25.0%	22.0%	-14.8%
营业成本	亿元	1,271	1,197	1,495	2,002	2,612	2,286
毛利额	亿元	521	644	675	711	697	535
毛利率	%	29.1%	35.0%	31.1%	26.2%	21.1%	19.0%
<b>1.4.勘察设计</b>							
营业收入	亿元	82	94	99	106	108	108
yoy	%	11.4%	15.4%	4.9%	7.2%	2.0%	-0.5%
营业成本	亿元	70	77	81	80	85	85
毛利额	亿元	12	17	18	26	23	22
毛利率	%	14.4%	18.0%	18.4%	24.2%	21.1%	20.8%
<b>1.5.其他主营业务</b>							
营业收入	亿元	229	208	238	213	280	387
yoy	%	19.3%	-9.5%	14.7%	-10.4%	31.5%	38.0%
营业成本	亿元	173	146	165	155	193	305
毛利额	亿元	56	61	73	58	87	82
毛利率	%	24.6%	29.4%	30.6%	27.3%	31.2%	21.2%
<b>1.6.分部间抵消</b>							
营业收入	亿元	-122	-159	-213	-377	-355	-350
yoy	%	-5.4%	30.2%	34.2%	77.1%	-5.9%	-1.4%
营业成本	亿元	-112	-146	-195	-363	-365	-337
毛利额	亿元	-10	-13	-18	-15	10	-14
毛利率	%	8.0%	8.2%	8.5%	3.9%	-2.7%	3.9%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

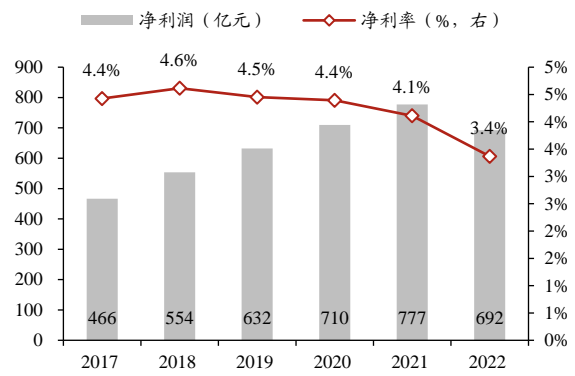
期间费用水平逐年增长，研发费用率的提升贡献主要增量，主要是公司加大科技研发投入力度所致。公司 2022 年期间费用率为 5.4%，期间费用率自 2019 年后已经连续 4 年上升；分项来看销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.3%/1.7%/2.4%/1.0%，其中销售/管理费用率基本稳定、财务费用率略有波动，研发费用率逐年提升为公司期间费用率提升的主要驱动因素；近年来国资委鼓励央国企加大研发投入，并于 2021 年将研发经费投入强度加入国企改革考核体系，公司积极响应国资委号召，深入实施创新驱动发展战略，加大科技研发投入力度，研发费用率已连续 2 年超过管理费用率水平。根据公司年报，截至 2022 年底公司共有 1 个国家数字建造技术创新中心、5 个国家企业技术中心（含分中心）、75 个省部级企业技术中心，建立 48 家省部级科技创新平台，拥有 155 家高新技术企业，且于 2022 年被评为国资委 2019-2021 年任期“科技创新突出贡献企业”。

图8：公司期间费用率变化情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

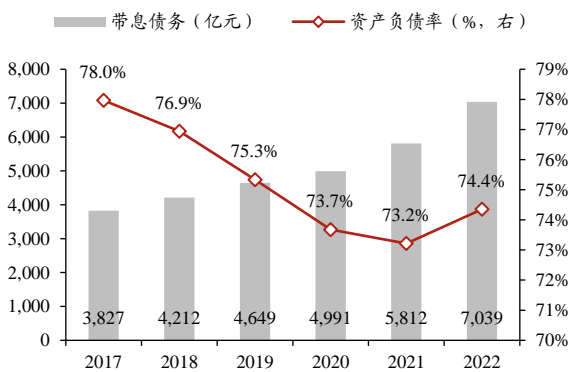
图9：公司净利润与净利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

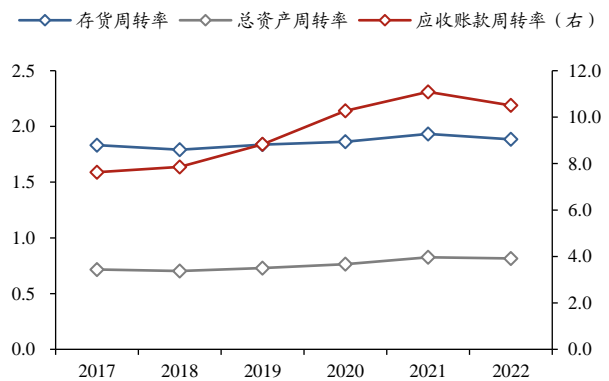
公司深入落实集团“六专行动”，多项财务指标明显改善。为全面落实中央巡视整改部署，着力推动实现中建集团高质量发展和“一创五强”战略目标，2020 年初中建集团启动“六个专项行动”，并于 2022 年升级为“2+6 行动体系”；公司低效无效资产清理、基础管理提升方面取得显著成效，财务指标和经营效率明显向好，资产结构方面，截至 2022 年末公司资产负债率为 74.4%，较 2017 年实现 3.6pct 的压降，经营效率方面，公司应收账款周转率、总资产周转率等均较 2017 年实现了一定程度的提升。

图10：公司带息债务与资产负债率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

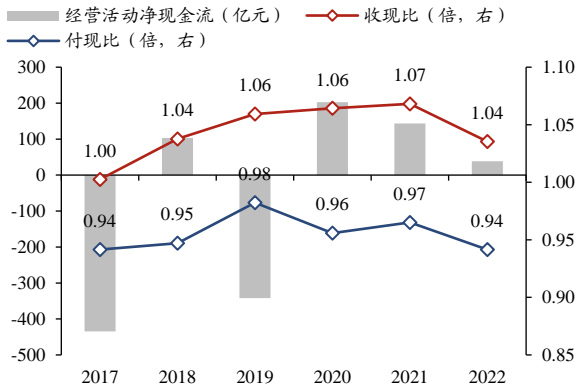
图11：公司存货、应收账款、总资产周转率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司经营活动净现金流已连续 3 年为正，净资产收益率近年来虽有承压，但仍优于其余建筑央企。2022 年公司实现经营活动净现金流 38.3 亿元，收现比/付现比分别为 1.04/0.94，公司经营活动净现金流已连续 3 年为正，且收现比多年来高于付现比，体现了公司对于现金的良好管控；公司 2022 年净资产收益率为 14.0%，利润率水平下滑使得净资产收益率近年来承压下降，但仍稳居八大建筑央企首位。

图12: 公司经营活动净现金流、收现比、付现比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2: 公司净资产收益率情况以及杜邦拆分

	净资产收益率	总资产周转率	归母净利润率	权益乘数
2016	16.67%	0.7781	3.11%	6.8817
2017	16.26%	0.7164	3.13%	7.2621
2018	16.67%	0.7028	3.19%	7.4399
2019	16.07%	0.7288	2.95%	7.4762
2020	15.56%	0.7642	2.78%	7.3173
2021	15.96%	0.8258	2.72%	7.1089
2022	13.99%	0.8153	2.48%	6.9225

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

表3: 八大建筑央企净资产收益率情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>中国建筑</b>	<b>17.0%</b>	<b>16.7%</b>	<b>16.3%</b>	<b>16.7%</b>	<b>16.1%</b>	<b>15.6%</b>	<b>16.0%</b>	<b>14.0%</b>
中国铁建	12.5%	11.5%	11.4%	11.2%	10.6%	9.6%	9.4%	9.5%
中国交建	11.9%	10.9%	12.1%	10.4%	9.4%	6.8%	7.1%	7.0%
中国电建	11.0%	11.6%	10.5%	9.3%	7.5%	7.1%	7.1%	8.3%
中国能建	11.6%	9.9%	11.1%	9.4%	9.4%	7.4%	8.0%	8.0%
中国中铁	10.7%	9.2%	10.9%	9.9%	11.5%	10.6%	10.4%	10.9%
中国中冶	8.9%	8.2%	7.9%	7.7%	7.3%	8.0%	8.2%	9.0%
中国化学	11.4%	6.6%	5.6%	6.3%	9.0%	10.1%	10.8%	10.7%

数据来源：各公司公告，Wind，东吴证券研究所

## 2. 行业概况：基建为“稳增长”重要支撑，房地产主体信用修复持续推进

### 2.1. 建筑行业：基建为“稳增长”重要支撑，房建结构有望受益于新型城镇化实现优化

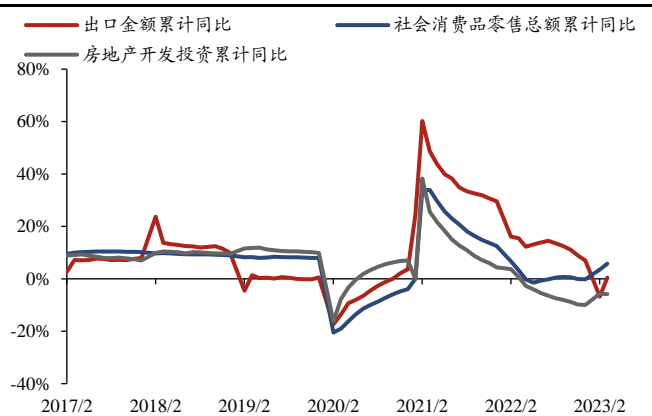
#### 2.1.1. 基建端：“稳增长”推动基建实物工作量加速落地，行业集中度加速提升

政府工作报告强调稳增长扩内需，全年 GDP 增速目标定为 5%。中央经济工作会议定调“稳”字当头，提出加大宏观政策调控力度，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力；政府工作报告提出 2023 年 GDP 增长目标为 5%，宏观政策延

续稳增长、稳就业、稳物价、稳信心的整体基调，着力扩大国内需求为重点工作之首，把恢复和扩大消费摆在优先位置，政府投资和政策激励要有效带动全社会投资；财政部今年拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元。

**经济增长目标达成具有挑战性，预计基建将仍然为今年经济增长的重要抓手。**2023 年 1-3 月社会消费品零售总额同比+5.8%、出口总额同比-0.8%，房地产开发投资同比降幅收窄至-5.8%；相比之下，1-3 月广义/狭义基建在高基数下继续保持+10.8%/+8.8%的高增长，分项来看电力/热力/燃气及水的生产和供应业投资、交通运输/仓储与邮政业投资、水利/环境和公共设施管理业投资 1-3 月同比分别+22.3%、+8.9%、+7.8%。项目端，春节过后各地积极推进重大项目开工，且 2022 年第二批金融工具支持的项目自去年 Q4 起陆续分批开工，将在今年贡献实物工作量；资金端，1-3 月全国新增专项债发行 15181 亿元，与去年同期基本保持相同体量。在消费和出口数据仍处于修复进程的背景之下，我们预计 2023 年经济增长目标的达成仍需要基建的托底支撑。

图13: 出口/零售/房地产投资同比增速情况



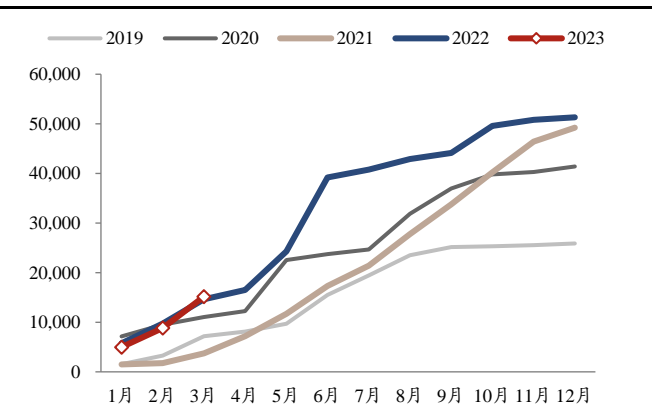
数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

图14: 广义/狭义基建投资高基数下同比继续高增



数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

图15: 1-3 月全国专项债发行与去年同期持平 (亿元)



数据来源：财政部，Wind，东吴证券研究所

图16: 三大类基建投资累计同比增速情况



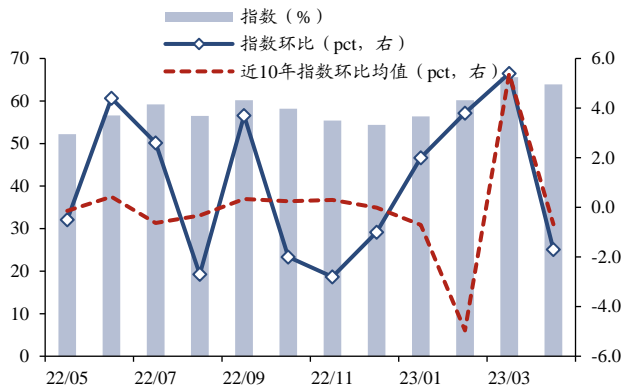
数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

**2022 年四季度以来建筑业 PMI 持续高于近年来中枢，行业景气度维持高位。**23 年 4 月建筑业商务活动指数为 63.9%，环比 3 月下滑 1.7 个百分点，景气水平仍位于高位区间；业务活动预期指数为 64.1%，连续五个月位于高位景气区间，反映建筑业企业对



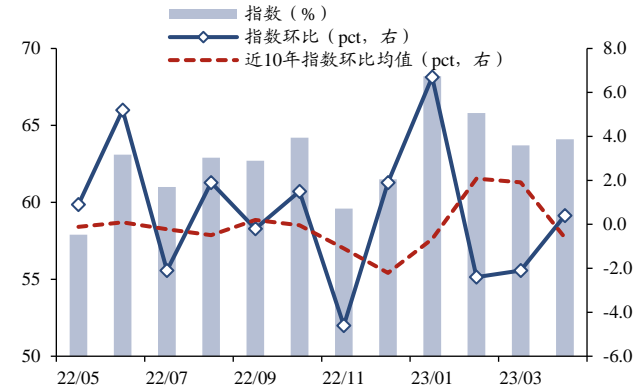
市场发展保持乐观。

图17: 建筑业 PMI: 商务活动指数



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

图18: 建筑业 PMI: 业务预期指数



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

2.1.2. 房建端: 竣工受益于保交楼加速回暖, 新开工仍承压, 非住宅业态有望扩容

2022 全年房地产开发投资增速快速下行, 2023 年以来累计同比降幅有所收窄。2022 年房地产开发投资增速下行, 根据国家统计局数据, 2022 年全年全国实现房地产开发投资额 13.3 万亿元, 同比下滑 10.0%, 其中建筑工程分项实现开发投资额 7.9 万亿元, 同比下滑 10.8%; 按业态来看, 住宅开发实现投资额 10.1 亿元, 同比下滑 9.5%, 住宅开发投资完成额占比达 76%, 仍然是房地产开发投资增速的主要决定因素。

竣工端受益于保交楼政策加速回暖, 新开工继续承压。今年 1-2 月/1-3 月全国房屋竣工面积分别实现累计同比+8.0%/+14.7%, 自 2022 年 2 月转负以来连续两个月实现转正, 预计主要是受益于“保交楼”政策的持续推进; 但新开工今年 1-3 月累计同比下滑 19.2%, 同比降幅较 1-2 月扩大 9.8pct, 行业仍处于弱复苏进程之中。

图19: 房地产开发投资完成额和建筑工程分项累计同比增速



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

图20: 房屋新开工与竣工面积累计同比增速

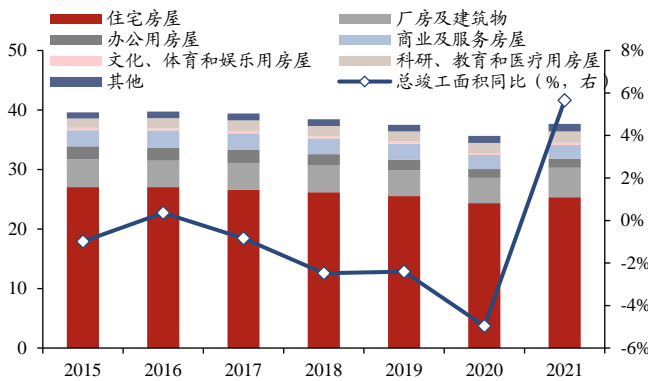


数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

住宅房屋在房建总体中占比略降, 新型城镇化有望推动非住宅类房建需求增加。根据建筑业统计年鉴, 2021 年我国房屋建筑业实现竣工面积 37.7 亿平, 同比+5.7%, 其中住宅房屋实现竣工面积 25.3 亿平, 同比+4.1%, 住宅房屋竣工面积的占比由 2019 年的

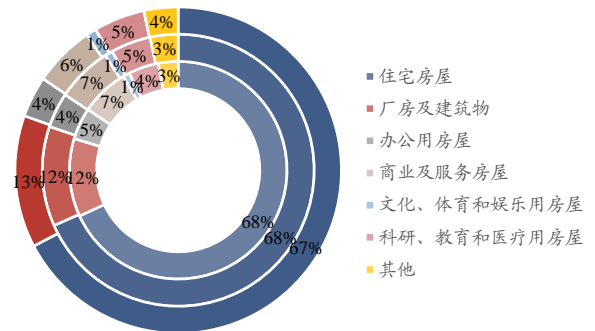
68.1%略降至 2021 年的 67.3%；根据政府工作报告，截至 2022 年底我国常住人口城镇化率为 65.2%，“十四五”规划提出的“常住人口城镇化率提高到 65%”的目标提前实现，新型城镇化亟待加速推进；2022 年 12 月科技部、住建部印发《“十四五”城镇化与城市发展科技创新专项规划》，其中提出“加强城市发展规律与城镇空间布局研究”、“城乡格局进一步提高综合配套设施”等，有望带动城市内公共建筑需求的提升，推动非住宅类房建项目占比增加。

图21: 各类房屋竣工面积及同比增速 (亿平)



数据来源: 建筑业统计年鉴, Wind, 东吴证券研究所

图22: 各类房屋竣工面积占比情况

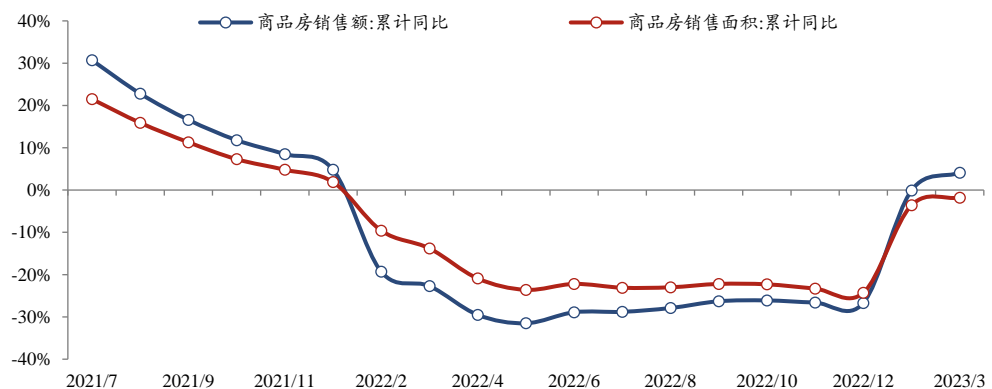


数据来源: 建筑业统计年鉴, Wind, 东吴证券研究所

## 2.2. 地产行业: 需求处于弱复苏进程, 供给侧政策支持有望推动经营主体信用修复

**供需双重承压导致地产行业景气度自 2021 年起加速下滑。**供给侧, 2020 年下半年以来“三道红线”、贷款集中度管理、预售资金监管收紧、土地供应“两集中”等一系列政策收紧, 导致房企出现资金短缺甚至资金链断裂的情况, 拿地和新开工迅速下滑, 大量风险房企迅速出清; 需求侧, 受到宏观经济整体下行、疫情反复等影响, 且居民由于个别房企违约、停贷风波、收入预期下降等因素导致对于行业信心不足, 行业需求整体也迅速恶化, 2022 年全国商品房实现销售额 13.3 万亿, 同比-26.7%, 销售面积 13.6 万方, 同比-24.3%。

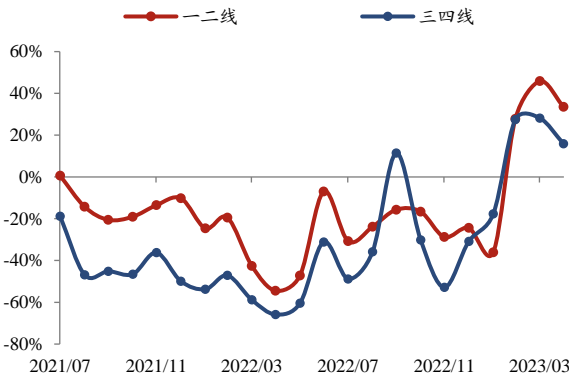
图23: 全国商品房销售额及销售面积累计同比情况



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

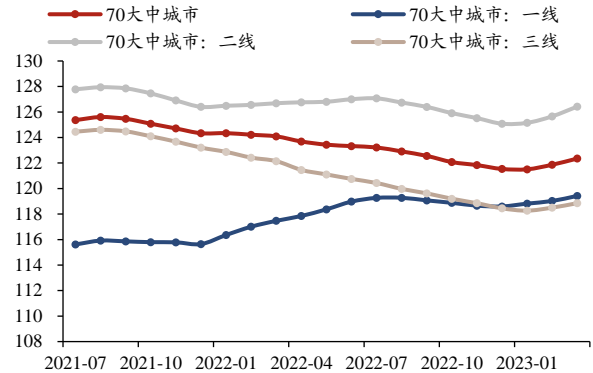
年初以来房地产行业景气度弱复苏，成交向高能级城市聚集，城市之间分化加速。今年1-3月全国商品房累计销售金额为3.1万亿元，同比+4.1%，自2022年2月以来首次回正；累计销售面积为3.0万方，同比降幅收窄至-1.8%。对房管局的日度高频数据进行梳理，4月单月样本一二线城市销售面积+33.6%、样本三四线城市+15.9%，三四线成交量复苏弱于一二线；从统计局的70大中城市分城市能级的房价指数来看，一二线城市房价水平也先于三四线城市出现回暖，反映了不同能级城市间景气程度出现分化。

图24：一二线城市销售面积同比增速整体高于三四线



数据来源：Wind，东吴证券研究所

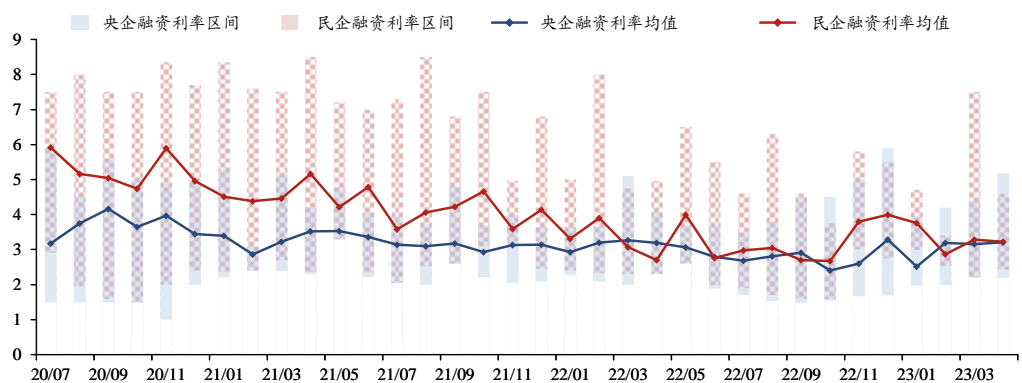
图25：高低能级城市房价指数趋势出现分化



数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

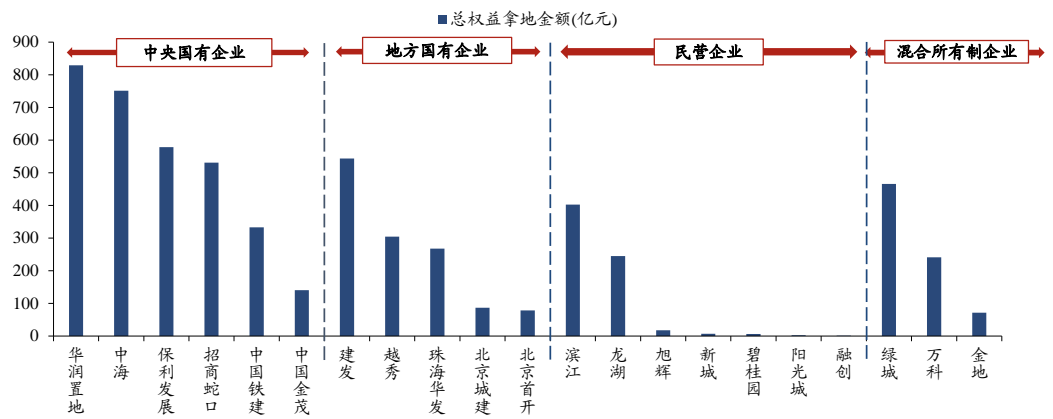
**“国进民退”趋势加速，央国企信用风险低，在行业下行期融资能力优势突出，积极扩充土地储备。**融资方面，行业信用风险显现、“三道红线”约束等因素使得资金紧张的民企很难进行再融资，而央国企由于具备良好的信用优势，在行业下行期可保持原有融资规模、甚至实现逆势融资；从债券融资利率来看，2020年7月以来央企融资利率均值要显著低于民企融资利率均值，且央企融资利率上限整体更低，融资通道保持畅通；拿地方面，资金端保持充足水平进一步有助于央国企逆势增加土储，2021年下半年以来土地成交市场也出现了央国企或城投公司托底的现象，民营企业拿地态度整体趋于谨慎，拿地规模占比也持续收缩。

图26：央企/民企境内债券、银行借款融资利率（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图27: 2022 年央国企拿地规模明显较高



数据来源: 中指院, 东吴证券研究所

信用修复是行业复苏的先决条件, 最新政府工作报告中强调“防范风险”, 弱化对于调控的表述, 融资端政策加速出台改善优质房企资产负债情况, 行业下行周期有望破局。最新政府工作报告中对于房地产行业的表述新增“有效防范化解优质头部房企风险, 改善资产负债状况”, 且在表态中弱化了对于“房住不炒”的表述; 2022 年 10 月以来, 国家对于房企的融资支持由“保项目”转向“保信用主体”, “第一支箭”银行信贷支持、“第二支箭”债务融资支持、“第三支箭”股权融资松绑、支持发挥 REITs 盘活房企存量资产等供给侧政策接连出台, 有助于改善优质房企资产负债情况, 在行业景气整体弱复苏背景之下预计供给侧政策将持续保持宽松。

表4: 2022 年下半年以来主要供给端融资支持政策

日期	部门	政策内容
2022/10/21	证监会	允许存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在 A 股市场融资: 自身及控股子公司涉房的, 最近一年一期房地产业务收入、利润占当期相应指标的比例不超过 10%; 参股子公司涉房的, 最近一年一期房地产业务产生的投资收益占当期利润的比例不超过 10%。
2022/11/08	交易商协会、中债增	(1) 交易商协会表示要继续推进并扩大民企债券融资支持工具, 预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资, 龙湖、新城、万科、金地等房企已推进; (2) 中债增表示要加大对民营房企增信服务力度, 已对龙湖、美的置业等中票出具发债信用增进函。
2022/11/23	各大银行	中行、工行、交行、农行、建行等与万科、龙湖等多家房企签署战略合作协议, 为其提供意向性授信额度。
2022/11/21	证监会	证监会主席: 要密切关注房地产行业面临的困难挑战, 支持实施改善优质房企资产负债表计划, 继续支持房企合理债券融资需求, 支持涉房企业开展并购重组及配套融资, 支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资。
2022/11/28	证监会	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资, 恢复上市房企和涉房上市公司境内及境外再融资。
2022/11/28	证监会	进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用, 允许符合条件的私募股权基金管理人设立不动产私募投资基金投资存量住宅地产、商业地产、基础设施。



2023/02/20	中基协	启动不动产私募投资基金试点工作，投资范围包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等。
2023/02/24	央行、银保监会	（1）加大对租赁住房开发建设的信贷支持力度，创新团体批量购买租赁住房信贷产品，支持发放住房租赁经营性贷款，创新对住房租赁相关企业的综合金融服务； （2）拓宽住房租赁市场多元化投融资渠道，包括增强金融机构住房租赁贷款投放能力、拓宽住房租赁企业债券融资渠道、创新住房租赁担保债券、稳步发展REITs、引导保险资金等各类社会资金有序投资住房租赁领域。

数据来源：政府各部门官网，东吴证券研究所

### 3. 公司业务：建筑+地产双龙头，创新业务多点开花

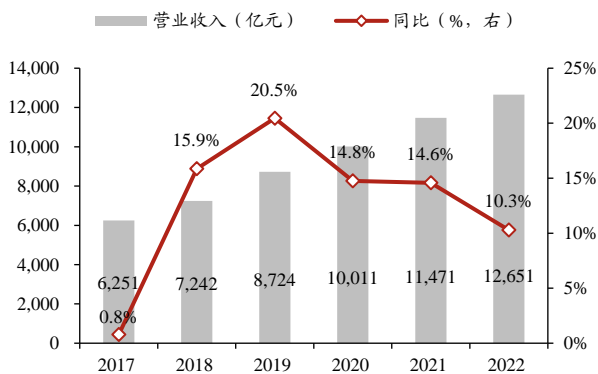
#### 3.1. 房建业务：加速业务转型抵御行业风险，开展创新业务赋能效率提升

##### 3.1.1. 公司是房建领域龙头，加速推进业务结构转型

中国建筑在房建领域具有绝对优势，代表着我国乃至全球房建的最高水平。公司的房建业务定位于中高端市场，坚持“高端市场、高端客户、高端项目”的市场营销战略和“低成本竞争、高品质管理”的企业经营策略，在房屋品质和成本管控方面具有绝对领先优势，致力于为客户提供各种高、大、精、尖、难、特建筑项目全过程一站式综合服务；公司在超高层、大型场馆、工业厂房、办公楼、酒店、医院、学校等细分领域，承建了一大批地标性建筑，代表着我国乃至全球房屋建筑领域的领先水平，承建了包括央视新台址、上海环球金融中心、G20峰会会址、北京望京 SOHO 等一系列地标性大型建筑工程。

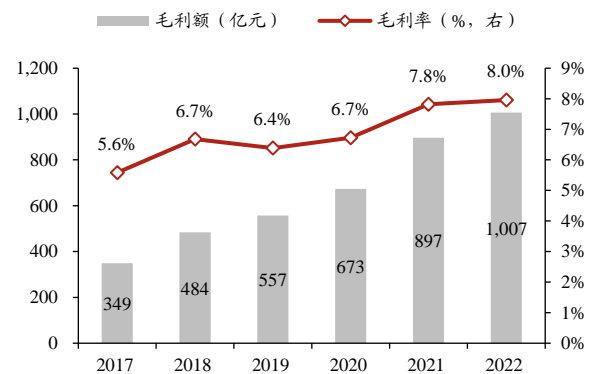
2022 年公司房建业务实现营业收入 12651 亿元，同比增长 10.3%，实现毛利润 1007 亿元，毛利率为 8.0%；公司营业收入维持稳增趋势，主要是由于 2020 年之前行业景气周期区间多数项目进入竣工结算期；毛利率自 2019 年以来保持正向增长，体现公司高端化战略成效显著。

图28：公司房建业务营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图29：公司房建业务毛利润及毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图30: 公司房建业务简介及代表性项目

- 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，是中国乃至全球房屋建筑领域的领先者。
- 业务范围涉及城市建设的全部领域与项目建设的每个环节，在公共建筑、办公、机场、酒店、科教、体育、人居、医疗、使馆、工业、国防军事等诸多领域，承建了大量地标性工程，在超高层建筑领域拥有综合领先优势。
- 中国建筑致力于为境内外客户提供设计并实施各种高、精、尖建筑项目的一站式综合服务，坚持“大业主、大市场、大项目”的营销策略和“低成本竞争、高品质管理”的企业经营策略，通过不断挖掘自身潜力，严格控制产品制造成本和工程质量，追求客户满意度等一系列措施，向全国及全球业主提供国际标准的工程质量和完善服务。

央视新台址

上海环球金融中心

北京望京SOHO

京东方厂房

G20峰会会址

国家游泳中心（水立方）

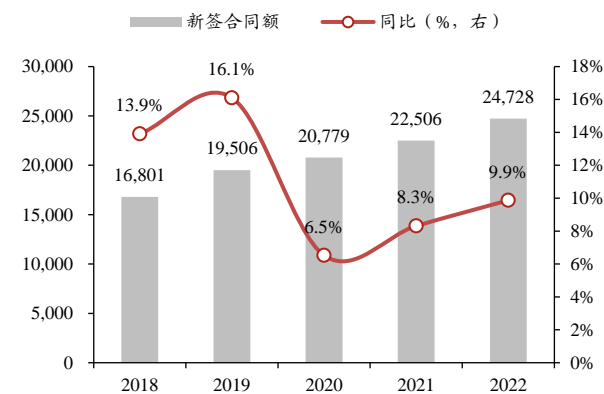
国家海洋博物馆

北京大学国际医院

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

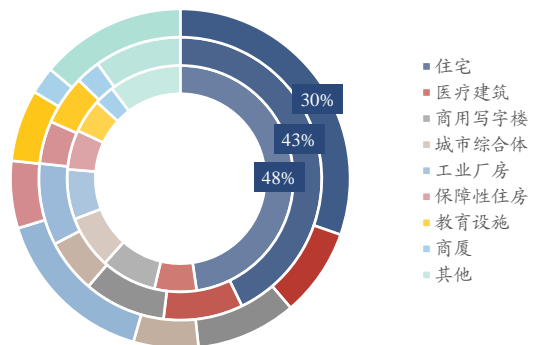
房建新签合同额增速逆势上行，一方面是由于公司业务结构实现优化，住宅类项目占比逐年下降。公司 2022 年房建业务实现新签合同额 24728 亿元，新签合同增速于 2020 年受到地产行业调控趋严影响出现明显下滑，公司积极调整订单结构，住宅类订单占比由 2020 年的 48% 降至 2022 年的 30%，业务逐步向优质公共建筑项目延伸，工业厂房/商用写字楼/教育设施/医疗建筑等公共建筑订单的占比相应地出现提升趋势，分别由 7%/8%/5%/6% 提升至 16%/10%/7%/8%，整体新签合同增速由 6.5% 提升至 9.9%，在地产行业景气加速下行期间订单增速逆势上行，体现了公司在地产行业下行期业务结构调整卓有成效。

图31: 公司房建业务新签合同额及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图32: 公司房建业务新签合同额中住宅类占比逐年下降（由内到外分别为 2020/2021/2022 年）

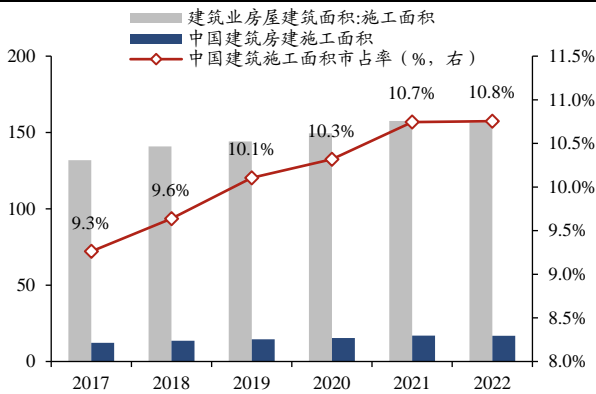


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

另一方面，公司基于大型化和综合化项目承接的优势实现市占率逐年提升，也推动了新签订单的逆势上行。建筑行业体量增长放缓背景之下，公司坚持“大业主”的经营战略，凭借着得天独厚的国资背景、强劲的业务实力和集采优势，在项目承接中竞争优

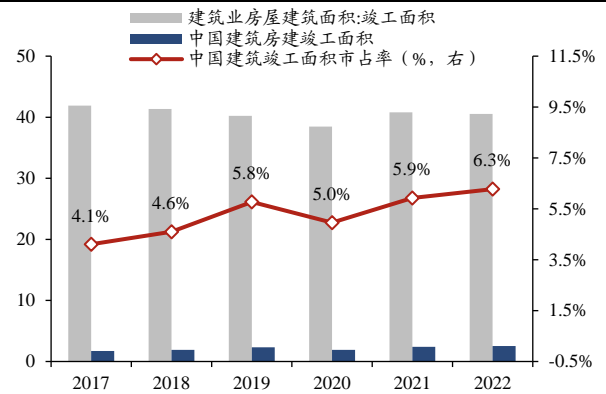
势突出，2017-2022 年公司施工面积口径市占率由 9.3%提升至 10.8%、竣工面积口径市占率由 4.1%提升至 6.3%，份额持续提升。

图33: 全国和公司房建施工面积及公司市占率 (亿平)



数据来源: 国家统计局, 公司公告, 东吴证券研究所

图34: 全国和公司房建竣工面积及公司市占率 (亿平)



数据来源: 国家统计局, 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.1.2. 积极推进新型建筑工业化、智慧建造等，赋能房建业务高效开展

公司积极推进以装配式建筑为代表的新型建筑工业化，赋能创新业务开展。2022 年公司混凝土构件新签合同额 39.8 亿，同比+0.8%，钢结构制造新签合同额 162 亿，同比+54.1%。

钢结构业务领域，子公司中建科工在国内五大区域和北非、中东设立钢结构制造基地，年产能超过 120 万吨，并且进一步研发了钢结构+三板建筑和模块化建筑两大钢结构建筑体系，广泛应用于学校、医院、写字楼、产业园、酒店等应用场景，旗下中建钢构获评“国家级制造业单项冠军示范企业”。

PC 混凝土领域，子公司中建科技自主研发全球首个装配式建筑智慧平台，拥有 24 个新型建筑工业化制造基地和国内水平最高的模块化产品生产链；中建海龙作为中国建筑国际旗下从事建筑新型建造方式全产业链解决方案的科技公司，现已在国内建成 6 个装配式建筑生产基地，年产能达到 145 万方混凝土。

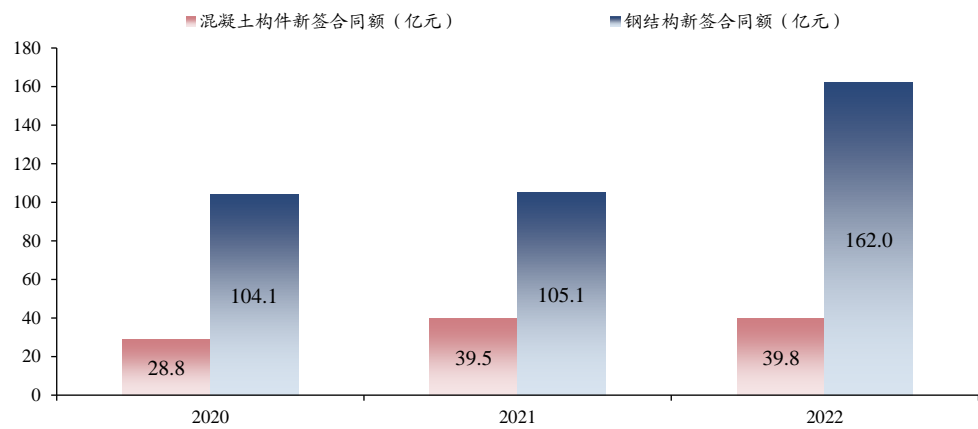


图35: 公司建筑工业化经营主体及产品矩阵

钢结构业务		装配式建筑	
<b>中建科工集团有限公司</b> CHINA CONSTRUCTION SCIENCE AND INDUSTRY CORPORATION LTD.		<b>中建科技集团有限公司</b> CHINA CONSTRUCTION SCIENCE & TECHNOLOGY GROUP CO., LTD.	
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>钢结构业务:</b> 公司在国内五大区域和北非、中东设立钢结构制造基地, 年产能超过<b>120万吨</b></li> <li>■ <b>工程业务:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>研发了<b>GS-Building (钢框架+三板建筑)</b>和<b>ME-House (模块化建筑)</b>两大钢结构装配式建筑体系;</li> <li><b>GS-Building</b>广泛应用于学校、医院、写字楼、产业园、住宅(酒店), 在全国已建成超<b>400</b>个项目, 建筑面积超过<b>4000万</b>平方米;</li> <li><b>ME-House</b>借助国内最先进的钢结构模块化产品生产线, 广泛应用于酒店、数据中心、野外营房等场景</li> </ul> </li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>装配式建造业务:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>拥有<b>24</b>个新型建筑工业化制造基地以及国内领先的智能化生产线</li> <li>自主研发全球首个装配式建筑智慧平台, 自主研发国际领先的<b>装配式钢混组合架</b>等装配式建造技术体系, 规模化应用于住宅、学校、酒店会展综合体等高品质装配式建筑产品</li> </ul> </li> <li>■ <b>模块化业务:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>以房间作为一个模块单元, 房间的机电、管线、家具、装饰、幕墙等<b>90%</b>在工厂完成预制生产;</li> <li>拥有<b>华南(深汕)模块化智能制造工厂</b>, 配有国内智能化水平最高的模块化产品生产线</li> </ul> </li> </ul>	
<b>福州海峡国际会展中心</b> 		<b>预制装配式剪力墙结构体系</b> 	
<b>北京至雄安新区城际铁路京雄站房项目</b> 		<b>预制装配式框架结构体系</b> 	
<b>广州歌剧院</b> 		<b>PS钢结构结构体系</b> 	
<b>迪拜哈翔燃煤电厂</b> 		<b>预制装配式组合结构设计体系</b> 	
		<b>烟台莱山滨海健康驿站项目 (352个MODULES)</b> 	
		<b>香港将军澳中医医院 (2500个MODULES)</b> 	
		<b>深圳福四幼儿园 (421个MODULES)</b> 	
		<b>香港古湖北第29区特建福利综合大楼 (1764个MODULES)</b> 	

数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

图36: 公司钢结构和混凝土构件新签合同额情况

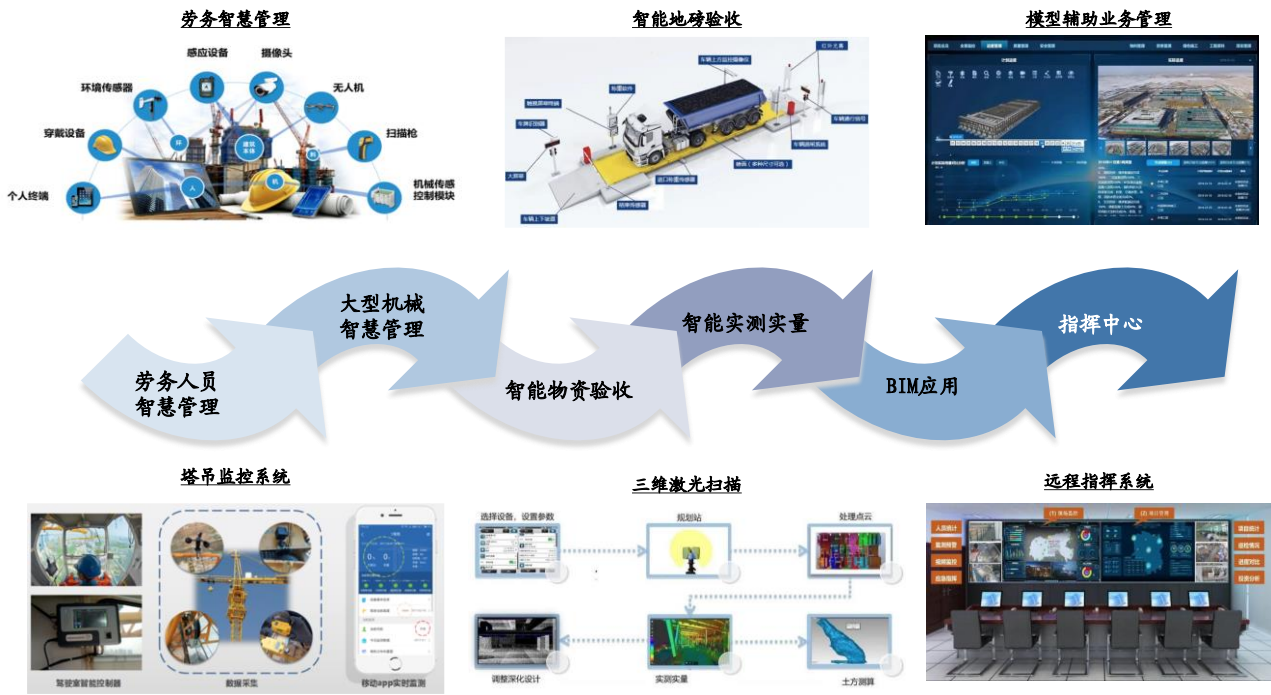


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

**智慧建造领域, 公司积极推进智慧工地标准化, 推动施工生产转型升级。**智慧工地是智慧城市在建筑施工领域的延伸, 是建筑工地信息化转型和创新的热点; 母公司中建集团 2020 年编制《中国建筑智慧工地应用标准》, 对于加速推进智慧工地标准化、指导和规范应用实践具有重大意义; 中建智慧工地可实现劳务人员智慧管理、智能视频监控、大型机械智慧管理、智能物资验收、变形智能检测、环境智慧管理、智能实测实量等应用场景, 实现检查维护实时跟踪、运行风险实时控制、验收质量数量双控、能耗自动控制 and 节能施工等, 提升施工生产效率。



图37: 公司智慧制造领域实现成果



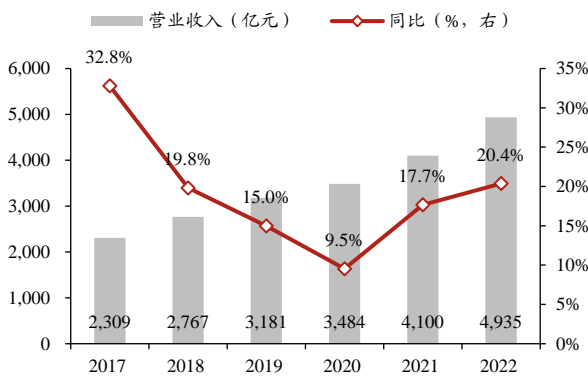
数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

### 3.2. 基建业务: 公司高度重视基建板块发展, PPP项目陆续进入运营期

#### 3.2.1. 基建业务强劲增长, 部分对冲地产下行压力

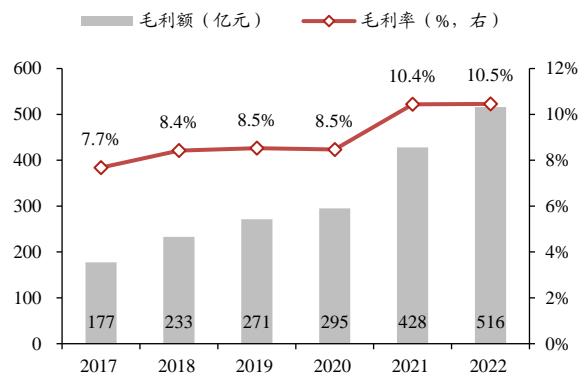
公司高度重视基建业务发展, 近3年基建业务强劲增长。公司立足工程建设与项目投资并举, 一方面依靠技术、人才和管理优势, 在国内外城市轨道交通、高铁、特大型桥梁、高速公路、城市综合管廊、港口与航道、电力、矿山、冶金、石油化工、机场、核岛等基建领域快速发展; 另一方面依靠雄厚资本实力, 迅速发展成为中国一流的基础设施投融资发展商, 在国内投资建设了一大批国家和地方重点工程。2022年公司基建业务实现营业收入4935亿元, 同比+20.4%, 实现毛利额516亿元, 毛利率10.5%, 近5年基建业务营业收入和毛利额复合增速分别高达16.4%/23.8%, 毛利率高于房建业务。

图38: 公司基建业务营业收入及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

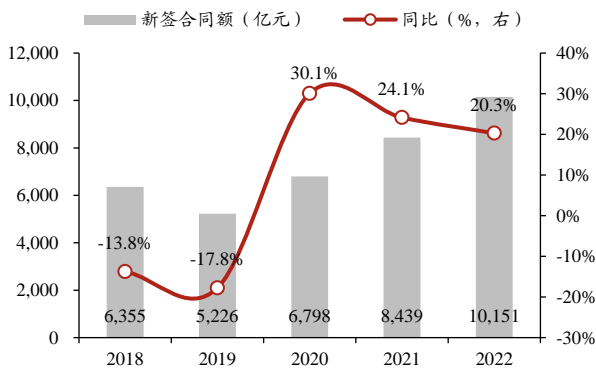
图39: 公司基建业务毛利额及毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

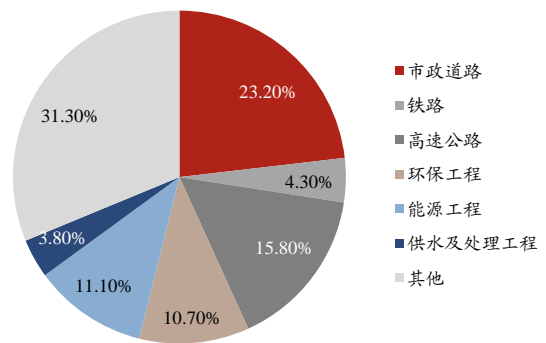
订单结构方面，公司基建业务主要立足于城市建设。其中市政道路/高速公路领域保持高速增长，2022年新签合同额同比分别+41.2%/+37.2%；生态环保领域持续发力，2022年环保/能源/供水及处理工程在总订单中占比分别为10.7%/11.1%/3.8%；铁路领域创历史新高，2022年实现新签合同额328亿元。公司2022年新签包括广西从江-融安-荔浦高速、龙胜-峒中口岸高速、武汉都市区环线系列项目等超百亿项目以及亚洲最大城市内湖水环境治理示范项目等重大工程，发力基建业务有助于部分化解房建、房地产开发业务过度依赖地产链的风险，另一方面也是积极响应国家“稳增长”政策的体现。

图40: 公司基建业务新签合同额及同比增速



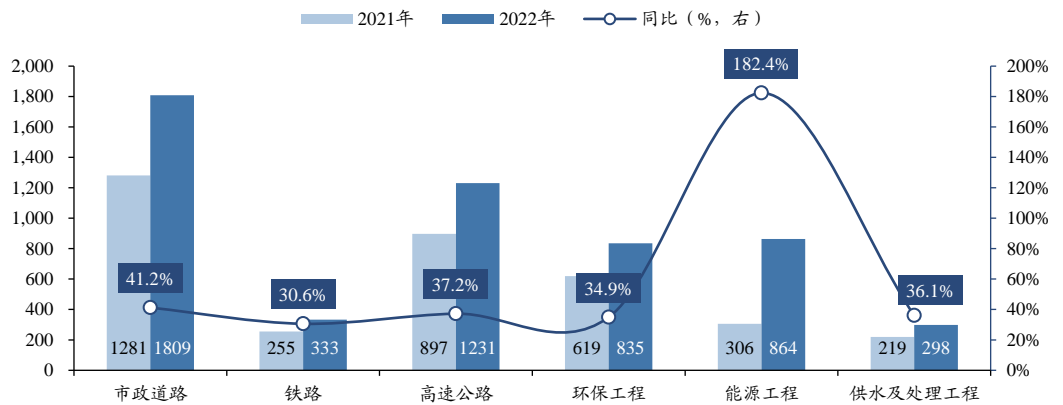
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图41: 2022年基建业务分项目类型新签订单占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图42: 公司基建业务细分新签合同额和增长率 (亿元)



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

表5: 公司2022年基建业务新签主要订单情况

序号	合同名称	合同金额 (亿元)
1	芳村至白云机场城际施工总承包项目合同	183.5
2	广西龙胜-峒中口岸公路（上林至南宁段）PPP项目施工总承包合同	98.4
3	蒙苏经济开发区隆基新能源科技产业园项目（EPC模式）合同	97.0
4	济南国际贸易中心项目合作方征集项目施工合同	83.1
5	灌阳（湘桂界）至天峨（下老）公路（江永至桂林（广西段））一期工程PPP项目施工总承包合同	78.0

6	武汉都市区环线汉南长江大桥及接线工程投资人 HNTZ-1 标段工程总承包合同	73.0
7	信阳市北环路快速化改造项目（含附属配套设施）EPC 工程总承包合同	64.9
8	长沙机场改扩建工程 T3 航站楼施工总承包项目	62.5
9	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	57.0
10	大理市中心城区城市更新“十四五”市政基础设施建设项目工程总承包合同	55.4
11	广州白云国际机场三期扩建工程 T3 航站楼工程合同	55.1
12	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	54.8
13	重庆轨道交通 27 号线工程（YCK40+524.3~YCK51+102）施工总承包合同	51.9
14	零陵至道县高速公路项目施工承包合同	45.0
15	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	43.3
16	团结湖大数据智能产业园 PPP 项目 EPC 工程总承包合同	41.3
17	厦门新机场项目一机场工程一航站区工程一施工一标段项目合同	39.0
18	临沂市兰山区精装家居产业园片区基础设施建设项目合同	39.0
19	福州市轨道交通 2 号线东延线一期工程建设工程施工合同	37.1
20	预制菜科创产业园及食联生态项目 EPC 项目总承包合同	36.1
21	上合广场地下空间综合开发利用及配套基础设施建设工程总承包项目合同	35.5
22	四川省德阳市旌湖两岸、东湖山、文化娱乐城生态修复和功能完善项目合同	34.4
23	余杭组团 YH-18 单元（高铁枢纽中心）杭州西站北综合体项目（西区）总承包工程合同	32.9
24	山东省通信基站新基础设施建设工程总承包（EPC）项目合同	32.4
25	鲁甸县 2022 年茨院商旅物流园等专债项目（EPC）总承包合同	32.1
26	怀远县环保新材料产业园一期、二期、三期 EPC 项目合同	32.0
27	新建沪渝蓉高速铁路武汉至宜昌段汉川东至宜昌北站前工程 WYZQ-4 标段施工承包合同	31.6
28	南充至成都高速公路扩容工程土建施工合同（LJ6）	31.3
29	巴南区智慧应急产业园项目施工合同	30.6
30	青岛市地铁 15 号线一期工程土建施工 2 标段项目合同	30.3
31	荆州李埠长江公铁大桥 LBTJ-2 框架合同	30.3
32	武汉都市区环线汉南长江大桥及接线工程合同	30.0

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2.2. PPP 项目：运营情况平稳向好，合理控制规模，资产质量稳步提升

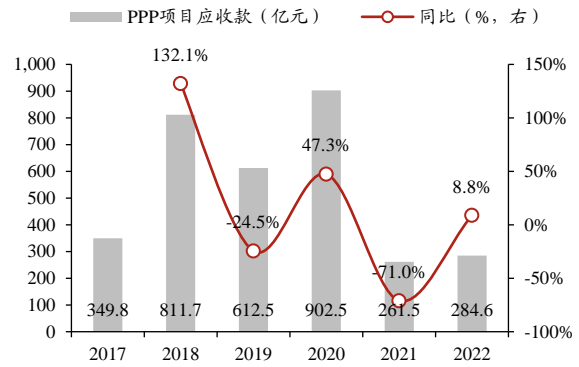
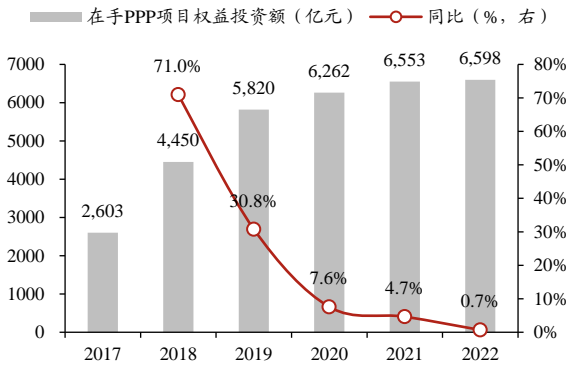
PPP 项目逐步进入运营期，项目投向以交通、市政和城综开发为主。截至 2022 年末，公司在手 PPP 项目共有 445 个，对应权益投资额为 6598 亿元，已进入运营期的 PPP 项目共有 251 个，占比 52.9%，对应权益投资额 3487.8 亿元，已实现回款 739 亿元。从项目类型来看，公司 PPP 类项目投向以市政工程、交通运输和城市综合开发为主，截至 2022 年末市政工程/交通运输/城镇综合开发/文体医疗及保障房/生态环保及其他在手项目占比分别为 40%/31%/13%/10%/6%。

公司近年来加大资产质量管理力度，压降应收款规模，项目进入运营期有望改善现金流。国家前期大力推广 PPP 模式，公司大力践行国家号召，2016 年开始大力增加 PPP 项目承接，2019 年之前投资体量增长较快，此阶段在手项目权益投资额体量也迅速增长，与此同时导致现金流在一定程度上承压；2020 年以来公司加强资产质量管理力度，合理控制 PPP 项目规模，在手 PPP 项目权益投资额增速收缩至个位数，

PPP 项目应收款规模也实现迅速压降，2022 年已完成年度运营绩效考核的项目达标率为 98.6%；随着项目逐步向运营期转化，公司现金回款有望持续好转，现金流进一步改善。

图43: 公司在手 PPP 项目权益投资额及同比增速

图44: 公司 PPP 项目应收款及同比增速

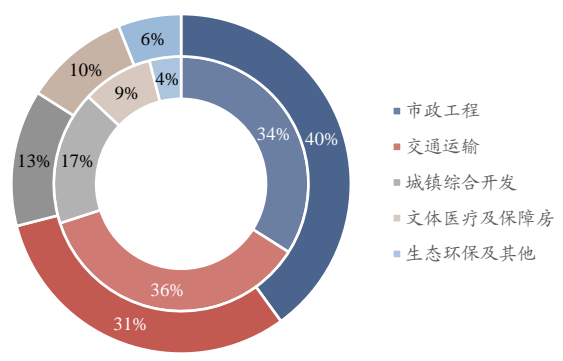
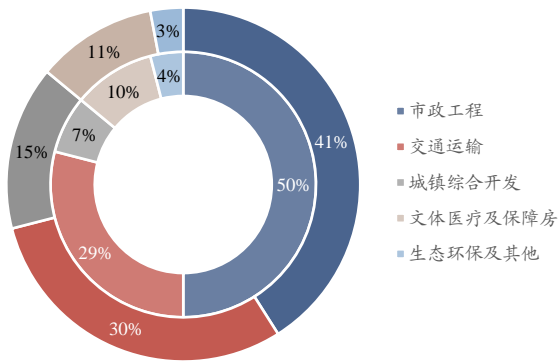


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图45: 公司运营期 PPP 项目类型占比

图46: 公司在手 PPP 项目类型占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

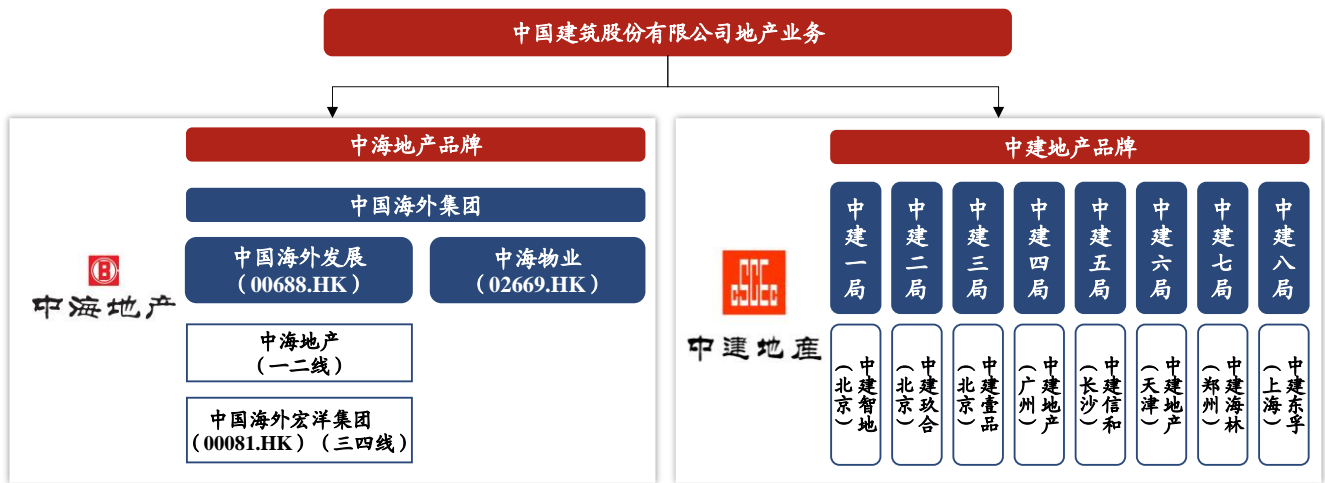
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.3. 地产开发：中海地产为公司地产业务经营主体，中建地产业绩逆势保持韧性

公司房地产开发业务主要通过中海地产、中建地产两大平台开展，中海地产聚焦高能级城市，中建地产业务辐射全国。中海地产品牌包含中国海外集团旗下中国海外发展（00688.HK）、中海物业（02669.HK）以及中海宏洋（00081.HK）三家子公司，但中海宏洋地产经营数据最终不参与中国建筑地产业务并表；中建地产品牌是中国建筑旗下各工程局以及设计院开展地产业务所使用的统一品牌。中海地产深耕粤港澳大湾区、长三角、京津冀等国家战略区域以及全国核心高能级城市，在我国房地产行业连续多年位列 TOP10；中建地产业务主要定位于一二线城市的中端地产项目以及三四线城市地产项目的属地化经营，尽管规模上相较中海地产有一定差距，但在 2020 年以来地产调控加强的背景下，各局院地产凭借央企母公司优势逆势拿地布局，积极参与市场开发，2022 年多家公司跻身销售排行榜 TOP100。



图47: 公司旗下地产业务品牌矩阵

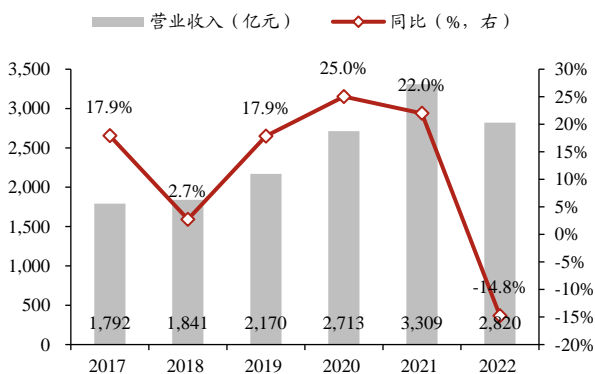


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

备注: 中国海外宏洋集团不参与公司并表

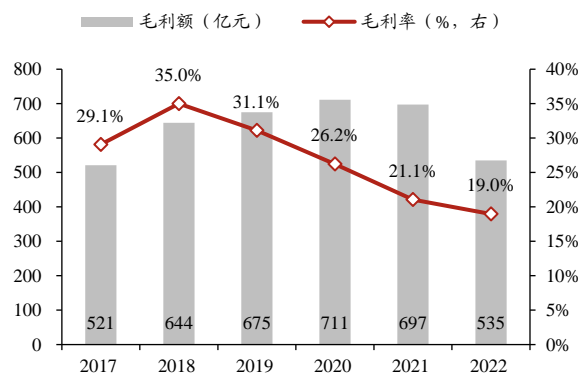
公司地产业务表现优于行业, 中建地产销售额逆势上行。2022 年公司地产业务实现营业收入 2820 亿元, 同比下滑 14.8%, 实现毛利额 535 亿元, 毛利率为 19%, 同比回落 2.1pct。新签合同方面, 中海地产/中建地产分别实现合约销售额 2544/1472 亿元, 同比-14.7%/+18.9%, 实现合约销售面积 1015/707 万方, 同比-23.2%/-13.9%; 土储方面, 中海地产/中建地产分别新增土地储备 739/750 万方, 同比分别-36.6%/+10.8%, 截至 2022 年末累计土储分别为 4389/4914 万方, 同比-13.9%/-7.2%; 公司地产存货多集中于一线及省会城市, 截至 2022 年末一线/省会/其他城市存货货值分别为 2606/3188/2167 亿元, 分别占比 34.9%/42.8%/22.3%。总体来看在行业下行期虽然公司地产业务整体也受到影响, 但中建地产业务开展逆势保持韧性, 合约销售额保持正增长, 新增土储规模首次超越中海地产, 加速全国布局。

图48: 公司房地产开发投资业务营业收入及同比增速



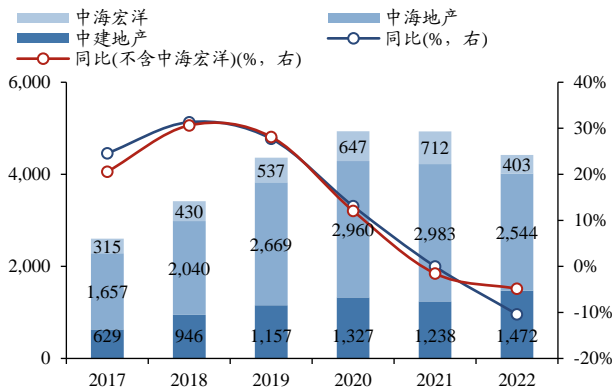
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图49: 公司房地产开发投资业务毛利额及毛利率情况



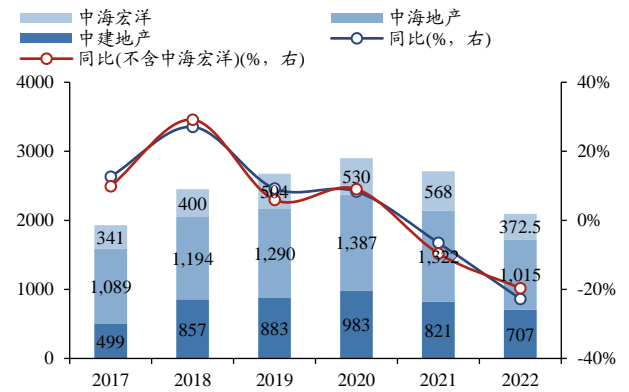
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图50: 公司房地产业务合约销售额及同比增速



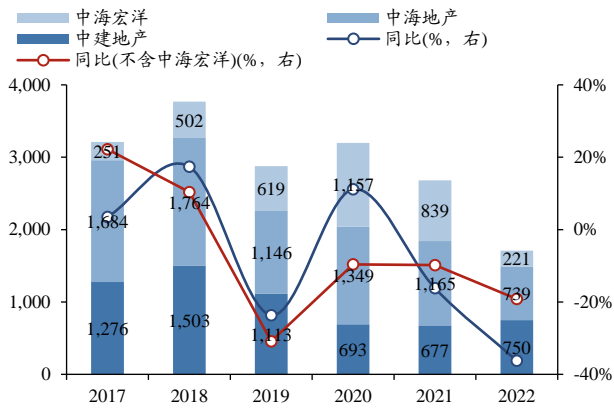
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图51: 公司房地产业务合约销售面积及同比增速



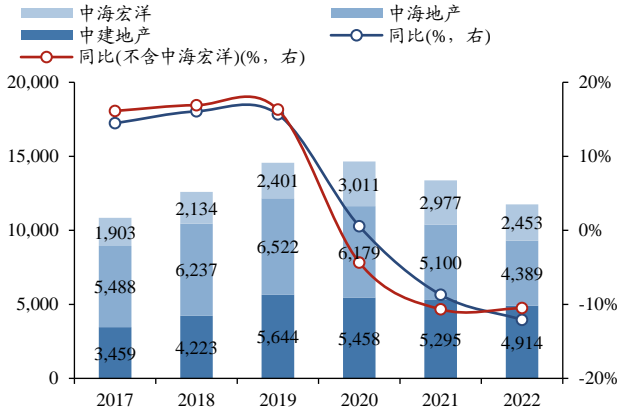
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图52: 公司房地产新增土储及同比增速



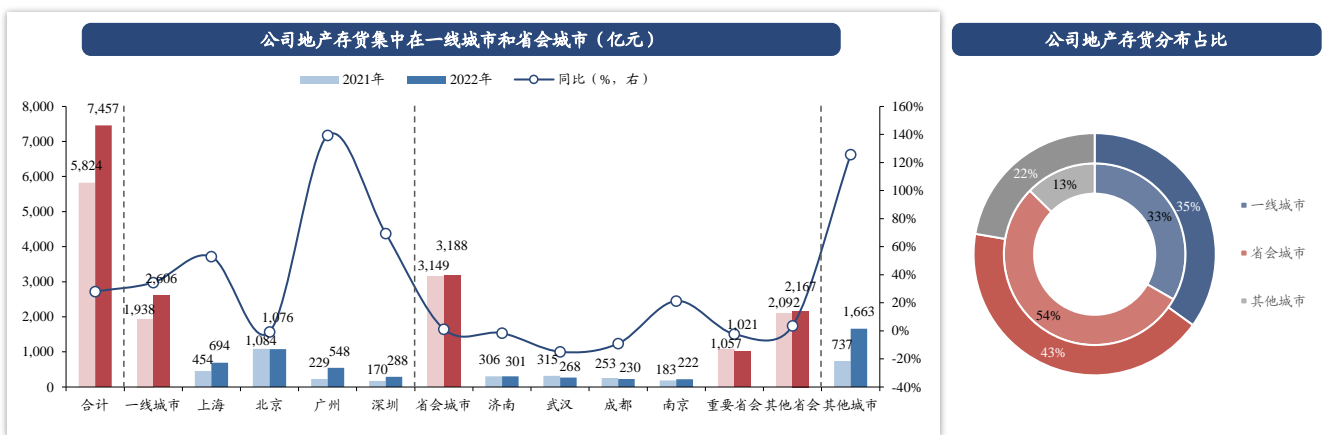
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图53: 公司房地产累计土储及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图54: 公司地产存货情况



数据来源: 公司官网, 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.3.1. 中海地产: 资源向核心城市聚拢, 财务指标健康可控

稳健发展的行业龙头, 专业聚焦地产主业。中海地产是公司旗下主要从事地产业务的平台, 近年来坚定“成为国际卓越的国际化不动产开发运营集团”的发展目标, 坚持

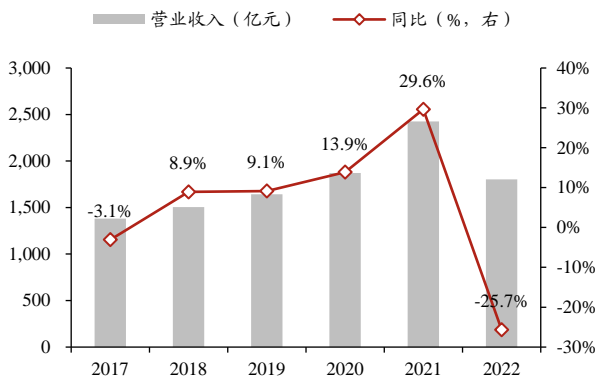
“主流城市、主流地段、主流产品”的发展定位，始终坚持地产主业。2022 年公司业绩和利润水平受外部市场影响相应出现下行，实现营业收入 1803.2 亿元，同比下滑 25.7%，实现净利润 232.6 亿元，同比下滑 42.1%；公司 2022 年实现合约销售额 2544 亿元，同比下滑 14.7%，降幅水平低于行业，市占率逆势提升；据中指院数据，公司 2017-2022 年连续 6 年位列行业销售榜单前十（全行业 4 家），2022 年全口径销售额位列行业第六。

表6: 2017-2022 年国内房地产企业销售排行榜

排名	2017年		2018年		2019年		2020年		2021年		2022年	
	企业名称	销售额(亿元)	企业名称	销售额(亿元)	企业名称	销售额(亿元)	企业名称	销售额(亿元)	企业名称	销售额(亿元)	企业名称	销售额(亿元)
1	碧桂园	5500	碧桂园	7146	碧桂园	7715	碧桂园	7888	碧桂园	7588	碧桂园	4643
2	万科	5238	万科	6067	万科	6312	中国恒大	7038	万科	6203	保利发展	4408
3	中国恒大	5151	中国恒大	5824	中国恒大	6262	万科	7011	融创中国	5976	万科	4172
4	融创中国	3600	融创中国	4600	融创中国	5556	融创中国	5750	保利发展	5439	华润置地	3013
5	保利发展	3066	保利发展	4066	保利发展	4698	保利发展	5028	中国恒大	4612	绿城中国	3003
6	绿地控股	2725	绿地控股	3860	绿地控股	3880	中海地产	3603	中海地产	3677	中海地产	2960
7	中海地产	2100	中海地产	2952	中海地产	3387	绿地控股	3567	绿城中国	3509	招商蛇口	2926
8	龙湖集团	1550	新城控股	2204	新城控股	2748	世茂集团	3003	招商蛇口	3268	金地集团	2218
9	华夏幸福	1460	华润置地	2106	世茂集团	2608	华润置地	2900	华润置地	3158	龙湖集团	2033
10	绿城中国	1453	龙湖集团	2007	华润置地	2425	绿城中国	2892	绿地控股	2903	建发房产	1700

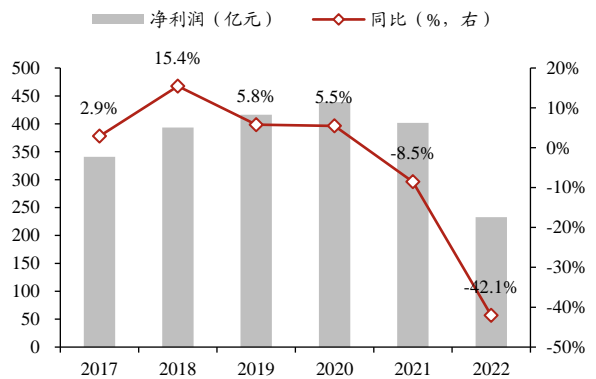
数据来源：中指院，东吴证券研究所

图55: 中海地产营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图56: 中海地产净利润及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司拿地加速向重点城市聚拢，布局以高能级为主。我们梳理公司 2017-2022 年新 增土储情况，并单列公司 2017-2022 年中 4 年以上有新增拿地的城市，发现公司 2022 年更加重视对于北上广深和重要省会城市的布局，2022 年拿地建面分别为 221.1/364.8 万方，占比分别达到 30%/49%，分别较 2021 年提升 12.4/12.9pct；与此同时，对于其他非重点布局的、有 3 年及以上未拿地的城市，2022 年公司未新增土储，体现公司拿地加速向业务集中开展的城市聚拢，对于在新城市和在业务开展较少的城市拿地持谨慎态度。根据年报披露口径，截至 2022 年末公司在一线城市/强二线城市/其他城市土储货值占比 分别为 43.5%/32.1%/24.4%。

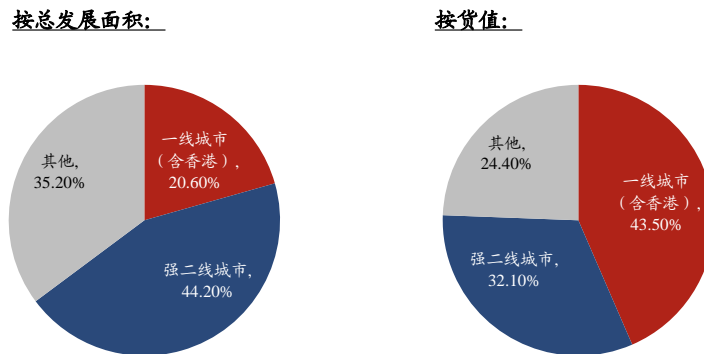
表7: 公司 2017-2022 年重要城市拿地情况

城市	拿地数量 (宗)						拿地建面 (万方)					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>一线城市</b>												
上海	2	5	2	3	0	1	42.6	54.4	17.9	53.4	0.0	17.0
北京	5	6	4	5	4	9	84.6	135.8	99.7	115.2	60.8	142.3
深圳	0	1	2	2	4	3	0.0	12.4	43.3	22.3	90.5	50.2
广州	1	4	3	2	4	1	26.7	157.5	40.6	23.6	52.5	11.6
<b>总计</b>	<b>8</b>	<b>16</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>154.0</b>	<b>360.1</b>	<b>201.5</b>	<b>214.5</b>	<b>203.7</b>	<b>221.1</b>
<b>占比</b>	<b>11%</b>	<b>27%</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>35%</b>	<b>9%</b>	<b>21%</b>	<b>18%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>	<b>30%</b>
<b>重要省会/直辖市</b>												
天津	3	1	2	1	4	2	24.1	24.2	36.6	44.4	86.3	24.6
长沙	1	1	2	2	1	2	61.4	34.3	59.4	96.5	28.4	99.7
长春	5	3	2	1	2	0	160.4	141.3	54.2	8.1	89.8	0.0
宁波	3	1	2	1	0	3	56.3	10.7	39.6	3.2	0.0	49.5
重庆	2	2	0	1	4	2	40.7	59.1	0.0	23.3	22.3	43.7
南京	6	1	0	2	4	1	120.8	45.7	0.0	29.7	75.7	12.7
哈尔滨	1	3	3	4	1	0	25.9	44.1	38.4	72.0	35.3	0.0
沈阳	1	1	3	3	2	0	7.6	45.0	62.8	91.2	51.3	0.0
成都	3	1	1	1	0	4	242.8	18.2	18.7	18.3	0.0	67.7
西安	4	1	2	0	0	2	188.1	56.9	35.6	0.0	0.0	47.4
武汉	2	2	1	2	0	0	32.6	27.6	53.0	137.6	0.0	0.0
南昌	0	2	0	1	1	1	0.0	38.8	0.0	14.2	11.7	19.5
郑州	5	1	2	0	1	0	106.1	13.9	48.2	0.0	23.5	0.0
<b>总计</b>	<b>36</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>1,066.8</b>	<b>559.9</b>	<b>446.6</b>	<b>538.4</b>	<b>424.3</b>	<b>364.8</b>
<b>占比</b>	<b>47%</b>	<b>33%</b>	<b>38%</b>	<b>30%</b>	<b>35%</b>	<b>43%</b>	<b>61%</b>	<b>33%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>	<b>36%</b>	<b>49%</b>
<b>其他重要城市</b>												
佛山	3	2	1	1	2	0	41.3	44.1	23.1	42.9	67.0	0.0
东莞	2	0	1	3	2	2	27.2	0.0	12.3	40.4	51.8	38.7
厦门	2	0	1	1	3	4	24.5	0.0	18.4	9.8	74.2	70.7
苏州	6	2	1	1	5	0	67.2	31.3	18.5	19.0	97.6	0.0
青岛	1	4	0	1	0	2	9.9	279.0	0.0	25.7	0.0	36.7
大连	1	0	3	2	0	1	53.3	0.0	76.5	21.5	0.0	7.3
香港	1	1	4	1	0	0	11.5	5.5	47.5	4.5	0.0	0.0
<b>总计</b>	<b>16</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>234.9</b>	<b>359.8</b>	<b>196.3</b>	<b>163.9</b>	<b>290.6</b>	<b>153.4</b>
<b>占比</b>	<b>21%</b>	<b>15%</b>	<b>21%</b>	<b>16%</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>	<b>13%</b>	<b>21%</b>	<b>18%</b>	<b>12%</b>	<b>25%</b>	<b>21%</b>
<b>其他城市</b>												
<b>总计</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>10</b>	<b>23</b>	<b>13</b>	<b>0</b>	<b>286.9</b>	<b>425.0</b>	<b>276.4</b>	<b>431.9</b>	<b>246.6</b>	<b>0.0</b>
<b>占比</b>	<b>21%</b>	<b>25%</b>	<b>19%</b>	<b>36%</b>	<b>23%</b>	<b>0%</b>	<b>16%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>32%</b>	<b>21%</b>	<b>0%</b>
<b>总计</b>	<b>76</b>	<b>60</b>	<b>52</b>	<b>64</b>	<b>57</b>	<b>40</b>	<b>1,742.5</b>	<b>1,704.8</b>	<b>1,120.7</b>	<b>1,348.7</b>	<b>1,165.2</b>	<b>739.3</b>

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所



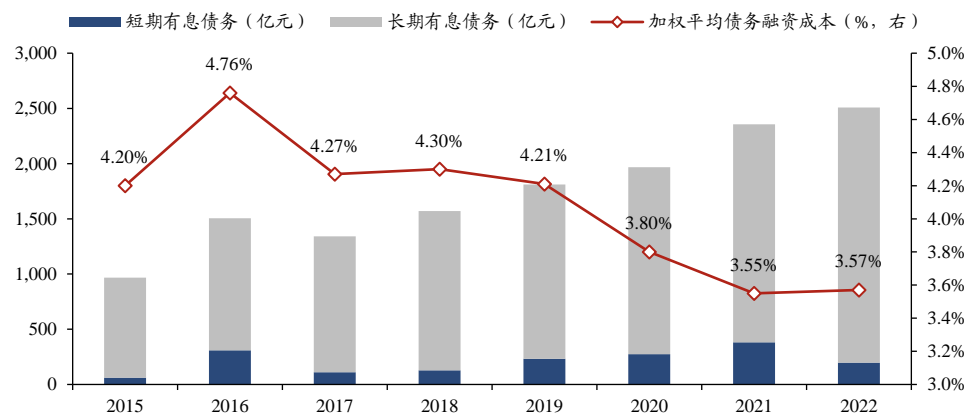
图57: 公司 2022 年末土地储备分布



数据来源: 公司官网, 公司公告, 东吴证券研究所

公司几年来加权平均债务融资成本走低, 央企背景构建融资优势。公司 2022 年成功发行银行间市场首单房企绿色中票、全国当期规模最大的碳中和 CMBS, 并完成央行支持的首单并购贷等, 截至 2022 年末公司短期有息债务余额 197 亿元, 长期有息债务余额 2310 亿元, 2022 年加权平均债务融资成本仅为 3.57%; 2020 年之后在房地产行业整体信用风险暴露加速的背景下公司债务融资成本逆势下行, 有息债务规模不降反增, 一方面是由于利率较高的境外债融资规模陆续到期、新增融资规模减少, 另一方面央企背景也为公司融资提供了便利。国内外评级机构连续多年给予公司内房股最高投资评级, 2022 年三大国际评级机构惠誉、穆迪、标普对公司的信用评级和评级展望分别为 A-/稳定、Baa1/稳定、BBB+/稳定。

图58: 公司债务融资成本情况



数据来源: 公司公告, 中指院, 东吴证券研究所

公司在保证财务指标稳健的前提下高质量发展。虽然在行业下行期公司业绩和利润水平难免受到影响, 但公司费用管理能力显著, 期间费率在行业龙头中也表现突出, 从而使得公司销售净利率水平在龙头房企中也能位居前列; 2022 年末公司剔除预收账款的资产负债率为 59.2%、净负债率为 37.6%、现金短债比为 5.59, 财务指标在第一梯队房企中位居前列; 公司 ROE 略低于第一梯队房企平均水平, 主要是由于财务杠杆较低。

表8: 龙头房企 2017-2022 年主要经营及财务指标情况

公司	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2017	2018	2019	2020	2021	2022					
						销售净利率						剔除预收账款的资产负债率					
保利发展	14.7%	14.7%	17.5%	17.8%	13.8%	10.1%	66.4%	65.9%	67.4%	68.7%	68.0%	68.4%					
万科	15.7%	16.6%	15.0%	14.1%	8.4%	7.4%	75.4%	84.2%	75.5%	70.4%	68.4%	67.6%					
碧桂园	12.6%	12.7%	12.6%	11.7%	7.8%	-0.7%	83.4%	83.8%	82.7%	80.5%	75.7%	71.2%					
华润置地	21.3%	22.4%	23.2%	18.9%	17.6%	15.6%	70.0%	61.0%	56.4%	59.7%	60.4%	59.0%					
绿城中国	6.3%	3.9%	6.4%	8.7%	7.6%	6.9%	80.2%	71.8%	73.5%	71.9%	71.1%	71.2%					
招商蛇口	21.8%	24.3%	21.3%	14.0%	10.1%	5.2%	65.8%	69.2%	55.0%	56.6%	58.7%	60.1%					
龙湖集团	22.8%	18.0%	17.5%	15.6%	14.2%	13.1%	70.7%	64.2%	66.5%	66.9%	67.4%	64.8%					
平均水平	16.5%	16.1%	16.2%	14.4%	11.3%	8.2%	73.1%	71.4%	68.1%	67.8%	67.1%	66.1%					
中海地产	<u>25.5%</u>	<u>27.2%</u>	<u>26.0%</u>	<u>25.5%</u>	<u>17.8%</u>	<u>13.6%</u>	<u>57.6%</u>	<u>53.6%</u>	<u>60.1%</u>	<u>60.1%</u>	<u>59.0%</u>	<u>59.2%</u>					
						净资产收益率						现金短债比					
保利发展	15.9%	16.5%	20.1%	17.2%	14.6%	9.4%	2.30	2.32	2.09	2.25	2.63	2.16					
万科	22.8%	23.4%	22.6%	20.1%	9.8%	9.5%	2.64	1.89	1.66	2.17	2.26	1.98					
碧桂园	31.8%	32.2%	28.9%	21.4%	14.3%	-3.0%	2.05	1.80	2.14	1.74	1.86	1.37					
华润置地	17.7%	18.4%	18.4%	15.8%	15.1%	11.9%	2.10	3.13	2.89	2.46	1.96	1.56					
绿城中国	8.6%	3.7%	9.0%	12.7%	13.4%	7.8%	1.70	2.48	0.87	1.34	2.26	2.46					
招商蛇口	19.6%	21.1%	18.8%	12.5%	9.9%	4.1%	1.38	1.36	1.35	1.48	1.73	1.94					
龙湖集团	22.8%	18.0%	17.5%	15.6%	14.2%	13.1%	4.77	3.84	4.36	4.20	6.08	3.49					
平均水平	19.9%	19.0%	19.3%	16.5%	13.0%	7.5%	2.42	2.40	2.19	2.23	2.68	2.14					
中海地产	<u>16.7%</u>	<u>16.4%</u>	<u>15.6%</u>	<u>14.8%</u>	<u>12.2%</u>	<u>6.7%</u>	<u>7.81</u>	<u>6.57</u>	<u>4.00</u>	<u>3.91</u>	<u>3.40</u>	<u>5.59</u>					
						净负债率											
保利发展	86.5%	80.6%	56.9%	56.6%	55.1%	63.6%											
万科	8.8%	30.9%	34.7%	18.9%	30.6%	44.6%											
碧桂园	54.6%	49.6%	46.4%	55.6%	45.5%	40.0%											
华润置地	35.9%	34.8%	32.5%	31.3%	29.1%	35.6%											
绿城中国	55.7%	63.4%	98.2%	84.1%	44.0%	66.3%											
招商蛇口	58.5%	48.7%	29.3%	28.7%	36.2%	42.2%											
龙湖集团	47.8%	53.1%	51.1%	46.9%	46.9%	58.3%											
平均水平	49.7%	51.6%	49.9%	46.0%	41.0%	50.1%											
中海地产	<u>20.9%</u>	<u>28.5%</u>	<u>30.5%</u>	<u>27.1%</u>	<u>29.6%</u>	<u>37.6%</u>											

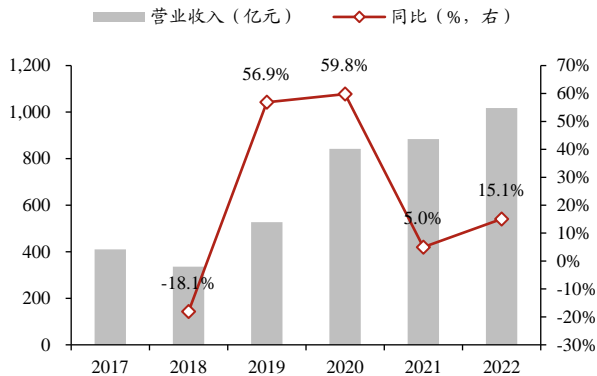
数据来源: 各公司公告, Wind, 中指院, 东吴证券研究所

### 3.3.2. 中建地产: 坚持属地化经营, 产业链竞争优势突出

中建地产为公司旗下各工程局开展地产开发业务使用的统一品牌, 主要业务为一二线城市的中端地产业务和三四线城市的属地化经营。一到八局旗下地产开发平台总部分别位于北京、北京、武汉、广州、长沙、天津、郑州、上海, 业务开展主要是在聚焦总部城市的同时辐射周边, 其中中建东孚(八局)体量最大, 自2018年起连续5年进入房企销售TOP100。地产行业新格局下, 中建地产系列品牌由于工程局母公司的房建业务背景, 产业链优势突出, 且各地政府鼓励央国企进行地产开发, 营收和销售额逆势增长, 2022年营收同比+15.1%, 新签合同额同比+18.9%, 且除中建东孚外, 中建壹品(三局)、中建信和(五局)、中建玖合(二局)、中建智地(一局)在行业低迷期表现突出,

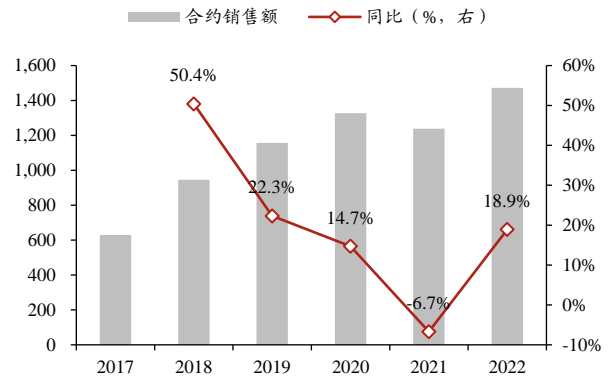
跻身 2022 年销售 TOP100。

图59: 中建地产营业收入及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图60: 中建地产历年销售额及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表9: 中建旗下各局院地产 2018-2022 年销售排行榜位次情况

2018			2019			2020			2021			2022		
排名	企业名称	销售额 (亿元)	排名	企业名称	销售额 (亿元)	排名	企业名称	销售额 (亿元)	排名	企业名称	销售额 (亿元)	排名	企业名称	销售额 (亿元)
57	中建东孚	528	62	中建东孚	528	66	中建东孚	504	75	中建东孚	446	42	中建东孚	505
			91	中建壹品	302							52	中建壹品	402
												75	中建信和	287
												87	中建玖合	204
												89	中建智地	204

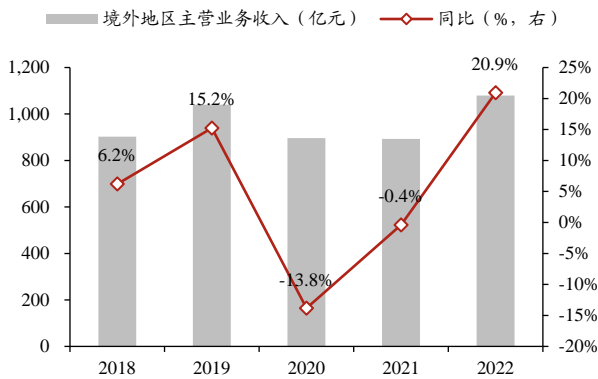
数据来源: 中指院, 东吴证券研究所

### 3.4. 海外业务: 践行高质量发展战略, 共建“一带一路”有望推动公司海外订单高增

“一带一路”倡议提出十周年, 驱动我国与沿线国家基建合作明显增加, 重点领域成果显著。2023 年是共建“一带一路”倡议提出十周年, 过去 10 年我国与 151 个国家、32 个国际组织签署 200 余份共建“一带一路”合作文件, 与沿线国家进出口年均增长 8.6%, 双向投资不断迈上新台阶。总体来看“一带一路”重要事件能够带动我国对沿线国家的投资, 并且由于沿线国家多为发展中国家, 对房建和基建具有旺盛需求。

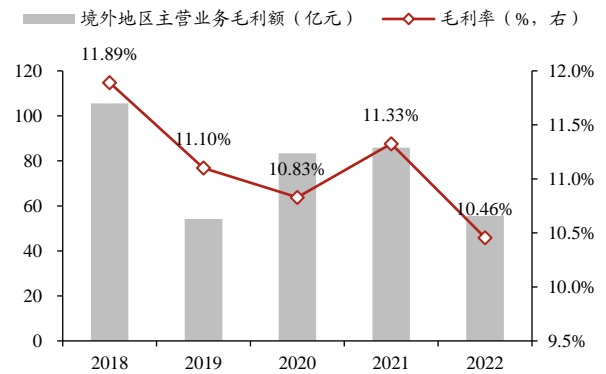
公司坚持海外高质量发展战略, 稳健推进国际化发展。中建集团作为央企中第一批“建设世界一流示范企业”, 致力在创新能力、质量效益、品牌价值、治理水平、国际影响等方面走在前列、争当先锋, 加快建设具有全球竞争力的世界一流企业; 作为中国最早“走出去”的企业, 公司以共建“一带一路”为统领, 在东盟及周边、中亚、中东欧、拉美、非洲等“一带一路”沿线设立多个分支机构, 不断扩大市场份额, 建设了包括埃及新首都中央商务区项目、莫斯科中国贸易中心项目、泰国曼谷素万那普机场项目、中国政府援柬体育场项目等一系列标杆项目, 连续多年蝉联 ENR 全球承包商 250 强榜首; 且公司近年来坚持推动业务转型, 在工程承揽方面由普通房建向高端房建和基础设施领域转变, 坚持推行海外高质量发展战略。

图61: 公司海外业务营业收入及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

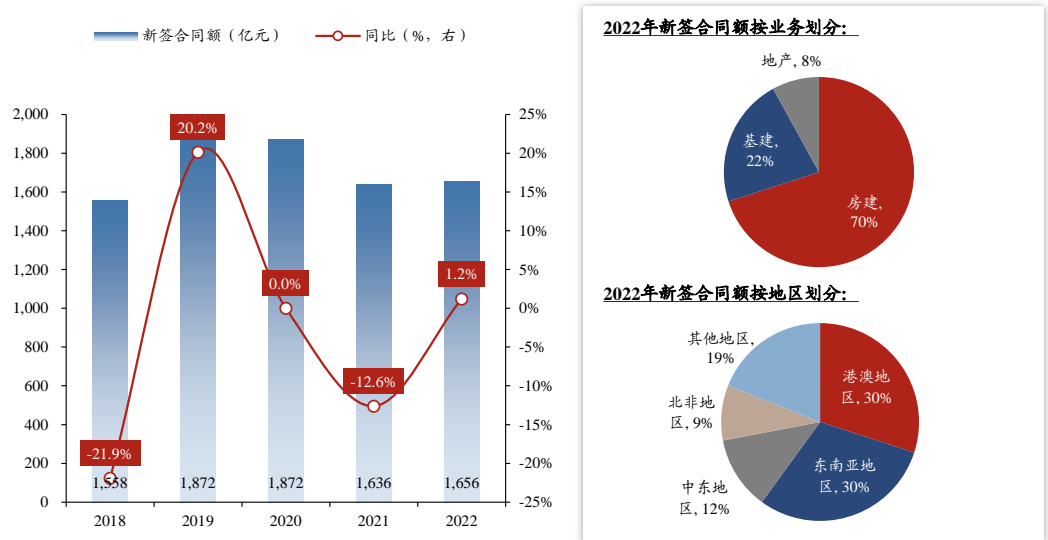
图62: 公司海外业务毛利额及毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

随着全球宏观经济环境趋于稳定, 疫情影响减缓, 公司海外业务开展有望进一步好转。2022 年公司境外地区实现主营业务收入 1080 亿元, 同比增长 20.9%, 实现新签合同额 1656 亿元, 同比增长 1.2%, 按业务划分房建/基建/地产占比分别为 70%/22%/8%; 2022 年 11 月 18 日习近平总书记于 APEC 峰会宣布中方将考虑举办第三届“一带一路”国际合作高峰论坛, 为亚太和全球发展繁荣注入新动力, 今年 5 月中亚五国元首峰会即将召开, “一带一路”相关事件有望加速海外订单落地, 公司作为我国建筑行业龙头, 海外业务开展有望进一步打开增长空间。

图63: 公司海外业务新签合同额情况



数据来源: 公司公告, 中指院, 东吴证券研究所

### 3.5. 新兴业态: 积极探索生态环保、建筑新材料等, 培育发展新动能

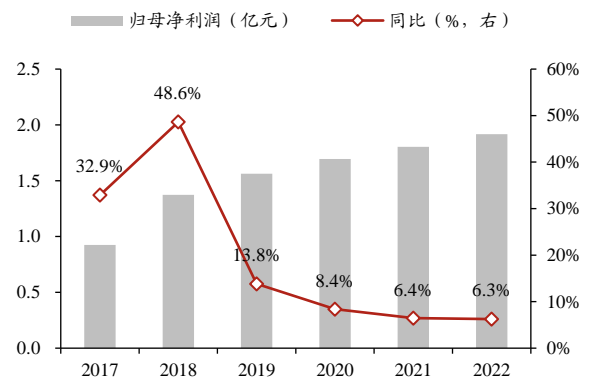
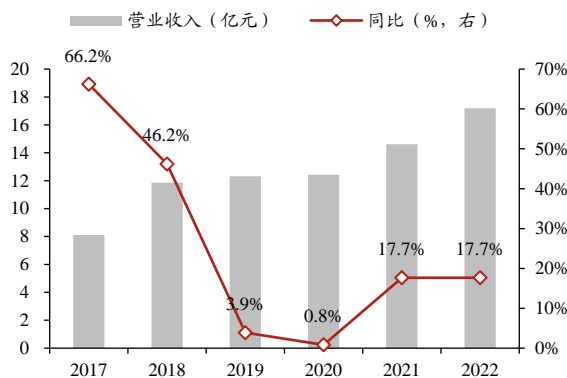
公司近年来加大新业务的发展力度, 积极探索新技术、新产品、新业态, 深入探索水务环保、电子商务、智慧运营、环保装备制造、建筑新材料等新业务领域, 围绕产业链部署创新链, 培育发展新动能, 多家子公司领跑细分行业。



中建环能（300425.SZ）是隶属于公司的环保上市企业，致力成为先进的环境技术产品与解决方案提供商。公司是“专精特新”小巨人企业，在成都、北京、苏州设立技术研发中心，在市政、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领域为客户提供技术产品及服务，立足以西南、华北、华东、华南、华中为核心的区域市场布局，快速响应客户需求。公司已形成完善的产品线和产品体系，包括磁分离、磁沉淀、孔板格栅、磁生化、离心脱水、污泥干化等为主的近20大类创新产品。公司2022年实现营业收入17.2亿元，同比+17.7%，实现归母净利润1.9亿元，同比+6.3%。

图64：中建环能营业收入及同比增速

图65：中建环能归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图66：中建环能业务矩阵

**市政、流域及村镇水环境治理、工业水处理及回用业务领域**

**离心泵及工业过程业务领域**

**市政污水处理**

**市政污水处理厂提质增效解决方案**

中建环能凭借国际先进的磁分离水处理技术，开发出了磁凝沉淀技术，出水SS可以达到5mg/L以下；TP可以达到0.05mg/L以下，非常适用于我国现有污水处理厂提标改造和新建污水处理厂深度处理，以及城镇污水强化一级处理

广东江门污水处理厂提标改造

**垃圾渗滤液处理解决方案**

中建环能提供环卫系统的垃圾压缩中转站压滤液处理和垃圾填埋场渗滤液处理解决方案

成都市金牛区西华生活垃圾中转站压滤液处理

**污泥减量化解决方案**

中建环能的SDDR污泥低温蒸汽加热除湿设备能够将85%含水率以下的污泥处理到最低10%含水率，在市政脱水污泥、工业脱水污泥危废脱水污泥等领域实现减量化，节省污泥最终处置费用从而带来可观的经济效益。

江苏某化纤新材料公司

污泥类型：矿渣污泥    污泥量：550T/D    脱水率：由90%至95%  
 脱水含水率：50%    平面含水率：1.5%    设备规格：S200\*8000-1.0

**流域水环境治理**

**河湖及景观水治理解决方案**

中建环能以磁分离水体净化技术为依托，结合生化处理技术、生物生态水体修复技术、膜技术、污泥处置技术等手段综合发力，在流域水环境治理领域，为客户提供投资、研发、咨询、设计、设备制造、建设、运营于一体的河湖水质达标与生态修复整体解决方案，恢复河湖“河畅、水清、岸绿、景美”的生态环境。

武汉机场河高品质控源截污项目

**村镇水环境治理解决方案**

中建环能针对农村污水分布分散、水量小、水质变化大、污水可生化性强等特点，开发了一系列集成一体化设备和车载设备，提供村镇生活污水治理、应急水环境修复、应急供水、污泥处理等方案，为建设美丽乡村贡献科技力量。

江苏江阴吉村庄生活污水连片治理项目

**工业污水处理**

**冶金废水处理解决方案**

中建环能为攀钢、柳钢、首钢、鞍钢、唐钢、本钢、武钢、宝钢等钢铁企业提供了几百多项冶金废水处理服务，拥有完整的钢铁冶金废水处理、钢铁工业总排水、托管运营、合同能源管理等整体解决方案与技术服务体系，可以为钢铁冶金废水处理提供全方位服务。

秦皇岛某钢铁公司宽厚板炉环水净化项目

**煤炭矿井水处理解决方案**

中建环能结合自身技术优势，为矿井水处理提供设计、成套设备供应、工程总承包、调试、运营管理为一体的全方位服务。

扎鲁特旗某煤矿疏干水治理

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

西部建设（002302.SZ）是国内领先的建材产业综合服务商，专注于混凝土及相关业务，拥有水泥、外加剂、商品砂浆、砂石骨料、运输泵送、科研检测等完整的产业链。公司在中国24个省市、以及阿尔及利亚、马来西亚、印度尼西亚、柬埔寨等地建立了

33 / 43

东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

强大的生产供应能力与完善的产业链，与清华大学、武汉大学等知名高校和研究机构建立了紧密的产学研关系，拥有预拌混凝土行业唯一的国家认定企业技术中心、首家国家级博士后科研工作站，自主研发的超高层泵送混凝土、超高清混凝土、清水混凝土、泡沫混凝土、防辐射混凝土等产品，已被成功用于中国结构第一高楼——天津 117 大厦（597 米）、世界第三大清真寺——阿尔及利亚嘉玛大清真寺等地标性建筑，引领行业向高科技、绿色化、智能化发展。

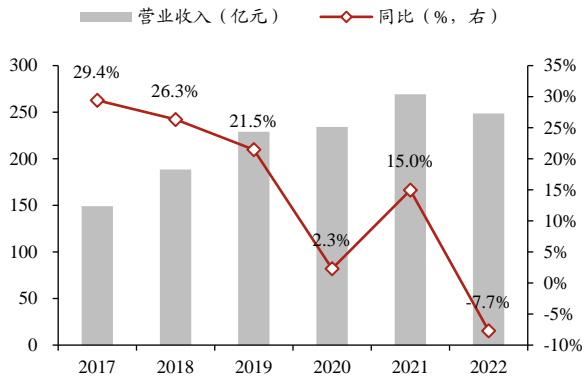
公司 2022 年实现营业收入 248.6 亿元，同比-7.7%，实现归母净利润 5.5 亿元，同比-34.8%。消费和制造业投资有望随着经济重启逐级向上，“三支箭”的有序落地也将助力房地产加快筑底企稳复苏，混凝土行业需求仍将以基建为主要支撑，下半年随着房地产调整政策的推进兑现，对于行业需求的拉动将逐渐显现。

图67：西部建设业务矩阵



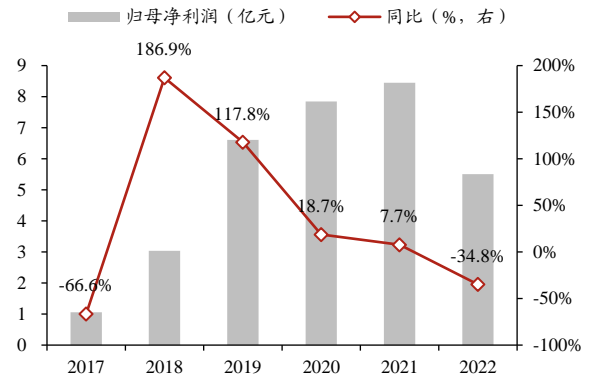
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图68: 西部建设营业收入及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图69: 西部建设归母净利润及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

#### 4. 国企改革排头兵，股权激励目标多年成功兑现

公司实施多元化激励机制，为国央企股权激励排头兵。为了进一步激发核心骨干创效潜能、促进企业实现高质量发展，在国务院国资委鼓励企业试点股权激励的政策背景下，经批准，中建集团以中建股份上市股票为标的，实施了为期十年的中长期激励计划；除此之外，公司还对科技型子公司实行分红激励、对中建一局等试点单位实施以超额利润分享的任期激励等，全面打造“事业共建、价值共创、利益共享、风险共担”的激励约束机制。

公司 2013 年以来累计开展 4 期股权激励，涉及激励对象 7107 人次，涵盖从公司董事、高级管理人员，到中级管理人员、一线优秀项目经理、科研技术专家、高技能人才、关键岗位骨干等，激励范围力求精准，体现企业战略和经营理念，聚焦核心板块和核心人才，充分绑定高管、骨干与股东的利益，提升管理效率。截至目前公司已经解锁第一至三期激励计划所有批次和第四期第一批次，充分激发公司业绩提升动力。

表10: 公司十年四期股权激励一览

	第一期	第二期	第三期	第四期
预案公告日	2013/06/01	2016/12/20	2018/12/04	2020/12/08
授予日期	2013/06/29	2016/12/30	2018/12/27	2020/12/24
考核业绩期	2014-2016 年	2017-2019 年	2019-2021 年	2021-2023 年
授予人数	686 人	1575 人	2081 人	2765 人
激励总数(万股/万份)	14,678	26,013	59,991	91,204
占总股本比例	0.49%	0.87%	1.43%	2.17%
授予价格 (元/股)	1.79	4.87	3.47	3.06
首次授予当日股价 (元/股)	3.27	8.86	5.52	4.97



解锁条件	1.净资产收益率不低于14%;	1.净资产收益率不低于14%;	1.净资产收益率不低于13.5%;	1.2021-2023年净资产收益率分别不低于12%、12.2%、12.5%;
	2.净利润增长率不低于10%;	2.净利润三年复合增长率不低于10%;	2.净利润三年复合增长率不低于9.5%;	2.净利润增长率不低于7%;
	3.完成经济增加值(EVA)考核目标。	3.完成经济增加值(EVA)考核目标。	3.完成经济增加值(EVA)考核目标。	3.完成经济增加值(EVA)考核目标。
	上述净资产收益率和净利润增长率原则上不低于对标企业75分位值水平。	上述净资产收益率和净利润增长率原则上不低于对标企业75分位值水平。	上述净资产收益率和净利润增长率原则上不低于对标企业75分位值水平。	上述净资产收益率和净利润增长率原则上不低于对标企业50分位值水平。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表11：公司股权激励目标完成情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>目标值</b>								
ROE	14%	14%	14%	14%	14%	14%/13.5%	13.5%	13.5%/12%
净利润增长率	10%	10%	10%	10%	10%	10%/9.5%	9.5%	9.5%/7%
EVA (亿元)	107	136	233	194	201	288	352	431
<b>实际值</b>								
ROE	16.42%	15.39%	15.45%	15.27%	15.66%	15.84%	14.76%	16.00%
净利润增长率	12.30%	19.90%	15.87%	14.98%	14.34%	13.46%	10.28%	10.90%
EVA (亿元)	166	156	236	203	299	384	473	606

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2023年国务院国资委开始试行“一利五率”指标体系，提升净资产收益率和现金流考核权重，总体目标定为“一增一稳四提升”。为推动中央企业加快实现高质量发展，国资委探索建立了中央企业经营指标体系，2023年国资委在总结近几年工作成效基础上，结合国资央企新时代新征程新使命，对中央企业经营指标体系进行了优化调整，将“两利四率”调整为“一利五率”，总体目标定为“一增一稳四提升”：“一增”是指利润总额增速要高于国民经济增速；“一稳”是将“资产负债率控制在65%以下”调整为“稳定在65%左右”，国资委下一步对负债率管控将坚持“有保有压，总体稳定”原则，对处于战略投入期且本身负债率较低、风险可控的企业可以允许负债率适度合理上升，但对负债率高于警戒线和管控线，且投资方向不符合主业实业要求、投资管理水平较差的企业还要坚定不移压降负债率；“四提升”是指净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率要实现进一步提升。公司盈利能力较为稳定，净资产收益率、全员劳动生产率等均优于行业平均，随着“一利五率”对净资产收益率、营业现金比率考核权重的加强，公司相关战略有望发力增效，利好经营质量和效率进一步提升。



表12: 八大央企“一利五率”情况

年份	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
上市公司	利润总额增速					净资产收益率				
中国铁建	18.1%	11.6%	12.4%	11.6%	7.6%	11.2%	10.6%	9.6%	9.4%	9.5%
中国交建	-4.2%	5.0%	-4.3%	12.9%	7.7%	10.4%	9.4%	6.8%	7.1%	7.0%
中国电建	16.2%	7.3%	18.4%	3.3%	3.7%	9.3%	7.5%	7.1%	7.1%	8.3%
中国能建	0.3%	10.6%	-6.0%	8.4%	4.8%	9.4%	9.4%	7.4%	8.0%	8.0%
中国中铁	16.2%	38.0%	6.5%	12.6%	13.3%	9.9%	11.5%	10.6%	10.4%	10.9%
中国中冶	6.1%	2.7%	21.8%	17.6%	9.8%	7.7%	7.3%	8.0%	8.2%	9.0%
<b>中国建筑</b>	<b>18.9%</b>	<b>13.5%</b>	<b>15.7%</b>	<b>7.0%</b>	<b>-12.1%</b>	<b>16.7%</b>	<b>16.1%</b>	<b>15.6%</b>	<b>16.0%</b>	<b>14.0%</b>
中国化学	21.8%	41.2%	16.2%	33.0%	11.0%	6.3%	9.0%	10.1%	10.8%	10.7%
	营业现金比率					全员劳动生产率 (万元)				
中国铁建	0.7%	4.8%	4.4%	-0.7%	5.1%	246.8	282.6	318.0	380.9	406.7
中国交建	1.9%	1.1%	2.2%	-1.8%	0.1%	361.4	445.8	470.8	501.3	527.7
中国电建	6.5%	2.7%	10.7%	3.5%	5.4%	222.8	262.3	303.6	336.6	348.2
中国能建	2.3%	4.4%	2.4%	2.7%	2.2%	179.7	206.8	229.1	279.5	319.2
中国中铁	1.6%	2.6%	3.2%	1.2%	3.8%	261.4	297.3	336.4	364.1	386.9
中国中冶	4.9%	5.2%	7.0%	3.5%	3.1%	299.6	343.6	396.1	510.9	602.4
<b>中国建筑</b>	<b>0.9%</b>	<b>-2.4%</b>	<b>1.3%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.2%</b>	<b>396.0</b>	<b>423.8</b>	<b>452.6</b>	<b>513.5</b>	<b>537.3</b>
中国化学	6.0%	4.6%	7.6%	1.6%	1.0%	197.0	242.8	247.8	320.6	337.6
	资产负债率					研发经费投入强度				
中国铁建	77.4%	75.8%	74.8%	74.4%	74.7%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.3%
中国交建	75.0%	73.5%	72.6%	71.9%	71.8%	2.1%	2.3%	3.2%	3.3%	3.3%
中国电建	80.0%	76.2%	74.7%	75.1%	76.9%	3.1%	3.3%	3.8%	3.6%	3.6%
中国能建	75.6%	73.1%	71.0%	71.7%	74.8%	--	--	--	2.8%	2.9%
中国中铁	76.4%	76.8%	73.9%	73.7%	73.8%	1.8%	2.0%	2.3%	2.3%	2.4%
中国中冶	76.6%	74.5%	72.3%	72.1%	72.3%	2.9%	3.0%	3.1%	3.2%	3.2%
<b>中国建筑</b>	<b>76.9%</b>	<b>75.3%</b>	<b>73.7%</b>	<b>73.2%</b>	<b>74.4%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.4%</b>
中国化学	63.9%	67.6%	70.1%	70.5%	70.0%	3.2%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%

数据来源: 各公司公告, Wind, 东吴证券研究所

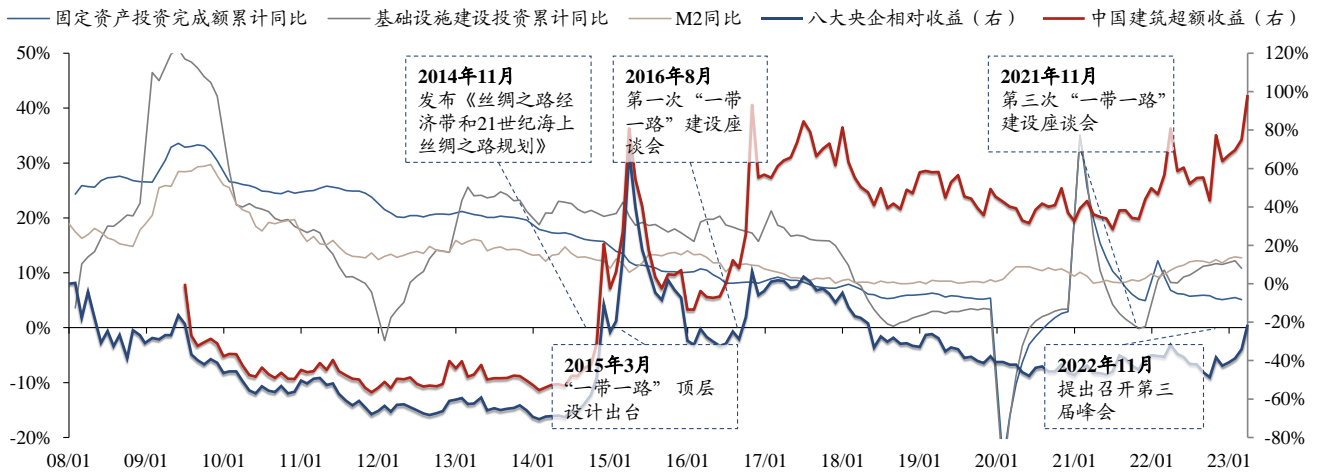
## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 建筑央企超额收益发生在宽货币至宽信用阶段, 主题性行情由政策触发

建筑央企的超额收益一般发生在经济下行见底期, 即经济下行速度加快, 宽货币开启的阶段。反映在宏观指标上, M2 同比增速出现止跌回升, 宏观投资 (固定资产投资/基建投资) 增速见底回升, 若剔除行业重磅政策变化或主题性投资, 宏观周期波动一般会带来建筑央企 1-3 个季度超额收益。

涨幅大的主题性行情一般由政策触发。除了宏观周期对建筑央企的基本面和估值带来影响, 产生周期性超额收益以外, 建筑央企在历史上也数次发生涨幅大的主题性行情, 一般是由宏观与市场层面共振, 或者由影响重大的行业政策触发, 例如“一带一路”倡议触发的 2014Q3-2015Q1 和 2016Q3-2017Q1 两轮行情。

图70: 建筑央企在宽货币至宽信用阶段具有超额收益, 主题性行情一般由政策触发 (截至 2023 年 4 月 28 日)



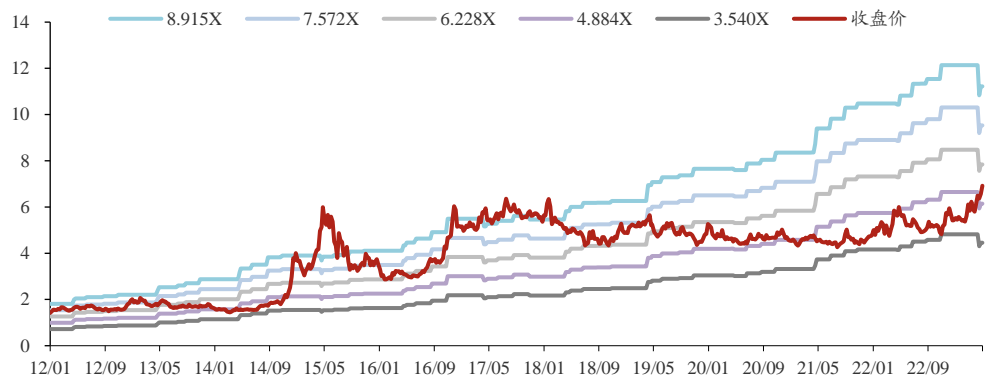
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 5.2. 公司当前估值水平处于历史中枢之下

公司当前估值水平位于历史中枢之下。5月5日收盘价对应 PB-LF 为 0.74 倍, 对应 PE-TTM 为 5.5 倍, 均处于历史区间 25%分位左右。

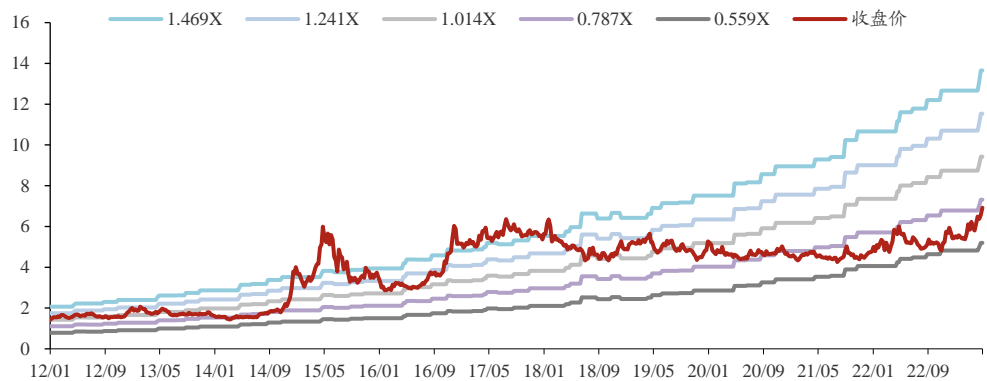
当前稳增长主线清晰, 基建链条景气维持高位, 房建及房地产开发景气筑底复苏, 公司作为全球规模最大的工程承包商, 新一轮国企改革驱动经营质量进一步提升, “一带一路”倡议带来海外发展新机遇; 公司估值低于可比公司平均, 有望持续修复。

图71: 中国建筑 PE-Band (截至 2023 年 5 月 5 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图72: 中国建筑 PB-Band (截至 2023 年 5 月 5 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 5.3. 盈利预测与投资建议

根据公司目前在手订单及行业情况, 我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 23200/25820/28292 亿元, 分别同比+12.9%/+11.3%/+9.6%, 其中房屋建筑工程业务营业收入分别为 14169/15586/16833 亿元, 基础设施建设与投资业务营业收入分别为 5675/6470/7311 亿元, 房地产开发投资业务营业收入分别为 3187/3570/3927 亿元, 勘察设计业务营业收入分别为 113/119/125 亿元; 我们预测公司毛利率、期间费用率保持稳定水平, 2023-2025 年归母净利润分别为 572/614/663 亿元。

表13: 公司收入及毛利端预测简表 (亿元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>16,150</b>	<b>18,913</b>	<b>20,551</b>	<b>23,200</b>	<b>25,820</b>	<b>28,292</b>
yoy	13.7%	17.1%	8.7%	12.9%	11.3%	9.6%
毛利率	10.8%	11.3%	10.5%	10.9%	10.7%	10.6%
<b>分业务:</b>						
<b>房屋建筑工程</b>	10,011	11,471	12,651	14,169	15,586	16,833
yoy	14.8%	14.6%	10.3%	12.0%	10.0%	8.0%
毛利率	6.7%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
<b>基础设施建设与投资</b>	3,484	4,100	4,935	5,675	6,470	7,311
yoy	9.5%	17.7%	20.4%	15.0%	14.0%	13.0%
毛利率	8.5%	10.4%	10.5%	11.5%	10.8%	10.5%
<b>房地产开发投资</b>	2,713	3,309	2,820	3,187	3,570	3,927
yoy	25.0%	22.0%	-14.8%	13.0%	12.0%	10.0%
毛利率	26.2%	21.1%	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>勘察设计</b>	106	108	108	113	119	125
yoy	7.2%	2.0%	-0.5%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	24.2%	21.1%	20.8%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>其他主营业务</b>	213	280	387	406	427	448
yoy	-10.4%	31.5%	38.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	27.3%	31.2%	21.2%	21.2%	21.2%	21.2%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表14: 公司盈利预测简表 (亿元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16,150	18,913	20,551	23,200	25,820	28,292
yoy	13.7%	17.1%	8.7%	12.9%	11.3%	9.6%
营业成本	14,401	16,771	18,402	20,681	23,060	25,286
毛利额	1,749	2,142	2,149	2,519	2,760	3,006
毛利率	10.8%	11.3%	10.5%	10.9%	10.7%	10.6%
销售费用	55	62	65	74	82	90
销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	290	345	340	384	427	468
管理费用率	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
研发费用	255	399	498	562	625	685
研发费用率	1.6%	2.1%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
财务费用	78	111	197	222	247	271
财务费用率	0.5%	0.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
净利润	710	777	692	854	917	990
销售净利率	4.4%	4.1%	3.4%	3.7%	3.6%	3.5%
归母净利润	449	514	510	572	614	663
归母净利率	7.3%	14.4%	12.3%	7.4%	8.0%	8.0%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们选取八大央企中的其余七家作为可比公司, 公司 5 月 5 日市盈率 (TTM)、市净率 (LF) 均低于可比公司平均水平。中国建筑是全球领先的投资建设集团, 业务涉及城市建设的全部领域与项目建设的每个环节, 在房屋建设领域拥有绝对优势, 且近年来基建业务端持续发力; 基建链条景气维持高位、房建及房地产开发景气筑底复苏、国企改革持续推进, 有助于公司经营和财务指标持续优化, 且公司作为全球规模最大的工程承包商, 将充分受益于“一带一路”倡议提出十周年的发展机遇, 估值水平有望进一步提升。公司 5 月 5 日收盘价对应 2023-2025 年 PE 分别为 5.1/4.7/4.4 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

表15: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2023 年 5 月 5 日)

股票简称	总市值 (亿元)	市净率 (LF)	市盈率 (TTM)	归母净利润 (亿元)				市盈率			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
中国铁建	1,668	0.7	6.2	266.4	298.8	331.4	364.2	6.3	5.6	5.0	4.6
中国交建	2,050	0.8	10.5	191.0	214.8	235.6	259.4	10.7	9.5	8.7	7.9
中国中铁	2,240	0.9	7.1	312.8	355.9	400.5	450.5	7.2	6.3	5.6	5.0
中国中冶	941	1.0	8.6	102.7	118.7	138.6	159.4	9.2	7.9	6.8	5.9
中国电建	1,333	1.1	11.4	114.4	133.4	155.8	184.3	11.7	10.0	8.6	7.2
中国能建	1,126	1.2	14.1	78.1	91.1	106.6	123.4	14.4	12.4	10.6	9.1
中国化学	626	1.2	11.3	54.2	65.4	77.1	88.8	11.6	9.6	8.1	7.0
平均值		1.0	9.9					10.1	8.8	7.6	6.7
中国建筑	2,902	0.7	5.5	509.5	572.1	614.3	663.4	5.7	5.1	4.7	4.4

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

备注: 中国交建、中国建筑盈利预测来自东吴证券研究所, 其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期



## 6. 风险提示

**(1) 房地产行业景气恢复不及预期。**公司房建业务、房地产开发业务在总营收中的占比近八成，订单情况与房地产行业景气程度密切挂钩；当前房地产行业景气程度正处于弱复苏阶段，若恢复不及预期，可能将影响公司新签订单情况。

**(2) 基建投资增速不及预期。**公司近年来重视基建建设业务的开展，若基建投资增速不及预期，可能将影响公司整体业绩。

**(3) “一带一路”提振海外业务不及预期。**公司是全球最大的工程总承包商，若“一带一路”提振海外业务不及预期，可能将影响公司海外收入规模。

**(4) 国企改革推进不及预期。**此轮国企改革提出“一利五率”和“一增一稳四提升”，有助于激励公司经营指标进一步优化，若国企改革推进节奏不及预期，可能将影响公司经营与财务指标改善的推进节奏。

## 中国建筑三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1,874,788</b>	<b>2,114,580</b>	<b>2,362,506</b>	<b>2,619,426</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,055,052</b>	<b>2,320,025</b>	<b>2,582,009</b>	<b>2,829,225</b>
货币资金及交易性金融资产	335,274	376,965	423,787	476,665	营业成本(含金融类)	1,840,182	2,068,136	2,305,983	2,528,622
经营性应收款项	258,704	297,363	318,296	348,809	税金及附加	11,755	13,271	14,769	16,184
存货	771,549	872,655	991,980	1,105,078	销售费用	6,544	7,387	8,222	9,009
合同资产	262,511	296,359	329,825	361,404	管理费用	33,997	38,380	42,714	46,804
其他流动资产	246,750	271,238	298,618	327,470	研发费用	49,753	56,168	62,511	68,496
<b>非流动资产</b>	<b>778,115</b>	<b>809,813</b>	<b>842,518</b>	<b>876,093</b>	财务费用	19,674	22,210	24,719	27,085
长期股权投资	111,102	123,602	136,602	150,102	加:其他收益	1,109	1,252	1,393	1,527
固定资产及使用权资产	56,779	59,216	61,466	63,579	投资净收益	5,676	6,407	7,131	7,814
在建工程	4,000	3,500	3,290	3,283	公允价值变动	-116	-131	-146	-160
无形资产	26,204	27,754	29,304	30,854	减值损失	-13,548	-15,295	-17,022	-18,651
商誉	2,339	2,339	2,339	2,339	资产处置收益	466	526	585	641
长期待摊费用	1,288	1,298	1,313	1,333	<b>营业利润</b>	<b>86,733</b>	<b>107,231</b>	<b>115,033</b>	<b>124,195</b>
其他非流动资产	576,404	592,104	608,204	624,604	营业外净收支	2,102	2,373	2,641	2,894
<b>资产总计</b>	<b>2,652,903</b>	<b>2,924,393</b>	<b>3,205,024</b>	<b>3,495,520</b>	<b>利润总额</b>	<b>88,835</b>	<b>109,605</b>	<b>117,675</b>	<b>127,089</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,429,303</b>	<b>1,558,933</b>	<b>1,692,589</b>	<b>1,830,139</b>	减:所得税	19,624	24,212	25,994	28,074
短期借款及一年内到期的非流动负债	196,338	196,338	196,338	196,338	<b>净利润</b>	<b>69,212</b>	<b>85,393</b>	<b>91,680</b>	<b>99,015</b>
经营性应付款项	596,778	655,510	708,783	770,286	减:少数股东损益	18,261	28,180	30,255	32,675
合同负债	337,693	372,264	415,077	455,152	<b>归属母公司净利润</b>	<b>50,950</b>	<b>57,213</b>	<b>61,426</b>	<b>66,340</b>
其他流动负债	298,493	334,821	372,391	408,362	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.21	1.36	1.46	1.58
非流动负债	543,214	611,408	679,602	747,796	EBIT	103,118	136,683	147,810	160,110
长期借款	398,971	459,165	519,359	579,553	EBITDA	116,420	158,195	170,020	183,055
应付债券	103,797	111,797	119,797	127,797	毛利率(%)	10.46	10.86	10.69	10.62
租赁负债	4,841	4,841	4,841	4,841	归母净利率(%)	2.48	2.47	2.38	2.34
其他非流动负债	35,605	35,605	35,605	35,605	收入增长率(%)	8.58	12.89	11.29	9.57
<b>负债合计</b>	<b>1,972,516</b>	<b>2,170,341</b>	<b>2,372,191</b>	<b>2,577,935</b>	归母净利润增长率(%)	-1.16	12.29	7.36	8.00
归属母公司股东权益	384,322	429,807	478,333	530,410					
少数股东权益	296,065	324,245	354,499	387,174					
<b>所有者权益合计</b>	<b>680,387</b>	<b>754,051</b>	<b>832,832</b>	<b>917,585</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,652,903</b>	<b>2,924,393</b>	<b>3,205,024</b>	<b>3,495,520</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,829	46,930	55,946	66,039	每股净资产(元)	8.93	10.01	11.17	12.41
投资活动现金流	-11,477	-45,554	-46,258	-46,871	最新发行在外股份(百万股)	41,934	41,934	41,934	41,934
筹资活动现金流	16,521	38,796	35,580	32,170	ROIC(%)	6.16	7.32	7.20	7.13
现金净增加额	10,930	40,172	45,268	51,338	ROE-摊薄(%)	13.26	13.31	12.84	12.51
折旧和摊销	13,302	21,512	22,210	22,944	资产负债率(%)	74.35	74.22	74.01	73.75
资本开支	-23,466	-10,101	-10,573	-11,065	P/E(现价&最新股本摊薄)	5.70	5.07	4.72	4.37
营运资本变动	-98,406	-95,605	-94,660	-92,263	P/B(现价)	0.78	0.69	0.62	0.56

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

