

中国建筑国际 (03311.HK)

高周转求新卓有成效，装配式赋能价值重估

港澳内地驱动，“央企+外资”双重背景，尽享粤港澳大湾区建设红利。公司前身是中国建筑总公司在1979年于香港设立的中国海外建筑工程有限公司，2005年在港上市。目前由中国建筑旗下中国海外集团直接持股64.7%，具备央企+外资双重背景，竞争优势突出。公司业务主要分布在港澳和内地，在港澳地区主要开展基建、房建等施工业务，过去10年连续成为香港和澳门政府最大的承建商；在内地主营基建投资建设及运营、装配式建筑等业务，累计投资超4200亿港元。目前内地业务收入占比在50%以上，贡献毛利占比70%。粤港澳大湾区上升为国家战略，建设提速带来广阔机遇，深圳改革深化进一步释放红利，公司作为大湾区领先企业有望充分受益。公司2019年收入617亿港元，归母利润54亿港元，上市以来CAGR分别为17%/31%。

高周转业务占比提升，未来ROE与现金流有望持续改善。公司自2015年起顺应行业趋势大规模承接PPP项目，但2017年起由于内地PPP项目监管与融资收紧，PPP项目落地放缓，叠加项目周期长（10年以上），导致资产周转明显放慢，带动ROE持续下行。公司2019年积极拓展政府保障房定向回购等新类项目，业务结构调整取得明显成效。新项目周期短（一般4年回收全部投资），现金流更好（第二年累计现金流可回正）。2019年内地高周转新项目占比已达43.4%，2020上半年进一步上升至60%，PPP则下降至9%。随着高周转项目落地，公司未来ROE与现金流情况有望持续改善。

装配式技术龙头，科技赋能助力未来高质量发展。公司旗下拥有专业装配式平台海龙科技，在香港已有二十多年的项目经验储备，后将技术引入内地，1997年就获得深圳PC构件最高资质，客户包括香港政府部门，大型开发商等，累计完成房屋1900万平米，并拥有集成度与装配率更高的MiC技术，代表未来装配式发展趋势，形成差异化技术优势。公司在内地有6家现代化PC工厂，合计产能约145万方，位于全国前列，未来随着内地业务发展有望加速产能扩建。2020年前三季度实现收入/利润分别为15.51/2.27亿港元，同比分别增长134.6%/183.8%。除装配式外，公司还拥有涉及污水处理、隧道沉管、大型医院、大型酒店、BIM幕墙等多项核心建筑技术，科技赋能有望助力公司在目标市场市占率持续提升，带动未来更高质量发展。

投资建议：我们预计公司2020-2022年归属母公司股东净利润分别为59.6/66.3/73.4亿港元，EPS分别为1.18/1.31/1.45港元，当前股价对应PE分别为4.5/4.0/3.6倍。公司装配式技术实力强劲，竞争优势突出；高周转订单占比大幅提升，未来ROE与现金流有望改善，当前估值处于历史低位，股息率达6%。参考建筑龙头及装配式龙头估值情况，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：政策变化和 Execution 风险、海内外疫情变化风险、项目执行进度不达预期风险、融资环境收紧风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万港元)	55,626	61,670	65,068	72,938	79,634
增长率 yoy (%)	10.9	10.9	5.5	12.1	9.2
归母净利润(百万港元)	4,500	5,413	5,955	6,626	7,335
增长率 yoy (%)	-18.0	20.3	10.0	11.3	10.7
EPS 最新摊薄(港元/股)	0.89	1.07	1.18	1.31	1.45
净资产收益率(%)	10.6	11.2	11.0	10.9	10.8
P/E(倍)	5.9	4.9	4.5	4.0	3.6
P/B(倍)	0.63	0.53	0.48	0.43	0.38

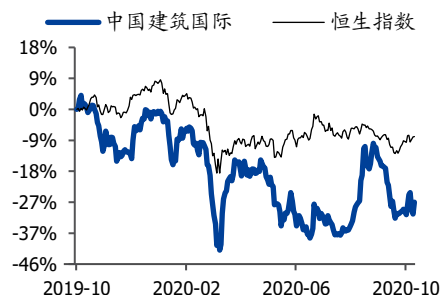
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	
最新收盘价(港元)	5.29
总市值(百万港元)	2,603.25
总股本(百万股)	492.11
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	

股价走势



作者

分析师	程龙戈
执业证书编号:	S0680518010003
分析师	何亚轩
执业证书编号:	S0680518030004
分析师	夏天
执业证书编号:	S0680518010001
分析师	廖文强
执业证书编号:	S0680519070003



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万港元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	60263	75500	80727	87802	99606
现金	17926	22624	19520	21881	23890
应收票据及应收账款	25321	30601	37892	38885	44940
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	266	501	308	599	392
存货	280	260	307	332	364
其他流动资产	16470	21514	22699	26104	30020
非流动资产	75859	85925	93400	101448	109947
长期投资	17364	20314	23264	26214	29164
固定资产	4150	4726	4522	4610	4600
无形资产	309	289	291	299	312
其他非流动资产	54036	60596	65323	70325	75871
资产总计	136122	161425	174127	189249	209553
流动负债	53630	71106	75215	83234	96820
短期借款	2796	10041	11518	19903	27304
应付票据及应付账款	36715	44699	44797	43741	50026
其他流动负债	14119	16366	18900	19590	19489
非流动负债	39414	39411	41707	41802	40765
长期借款	38245	35564	37860	37955	36918
其他非流动负债	1169	3847	3847	3847	3847
负债合计	93044	110517	116922	125037	137585
少数股东权益	746	978	1320	1701	2122
股本	5049	5049	5049	5049	5049
资本公积	38029	45859	45859	45859	45859
留存收益	0	0	6297	13304	21060
归属母公司股东权益	42332	49930	55885	62511	69846
负债和股东权益	136122	161425	174127	189249	209553

现金流量表 (百万港元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-1925	-2704	-1679	2118	4362
净利润	4557	5724	6297	7007	7756
折旧摊销	375	481	482	524	581
财务费用	1782	2279	2177	2388	2594
投资损失	-688	-2010	-2231	-2521	-2824
营运资金变动	-8933	-10395	-8403	-5279	-3745
其他经营现金流	982	1217	0	0	0
投资活动现金流	-6954	-3090	-5726	-6050	-6257
资本支出	0	0	-10	274	161
长期投资	0	0	-2950	-2950	-2950
其他投资现金流	-6954	-3090	-8686	-8726	-9045
筹资活动现金流	9581	10507	2824	-2092	-3498
短期借款	215	7245	0	0	0
长期借款	11447	-2681	2296	96	-1038
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	4615	7830	0	0	0
其他筹资现金流	-6696	-1887	528	-2188	-2460
现金净增加额	703	4712	-4581	-6024	-5392

利润表 (百万港元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	55626	61670	65068	72938	79634
营业成本	46930	52434	55040	61976	67513
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	1397	1682	1796	2028	2230
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	1782	2279	2177	2388	2594
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	1	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	688	2010	2231	2521	2824
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	6206	7284	8286	9066	10120
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	6206	7284	8286	9066	10120
所得税	1649	1561	1989	2059	2364
净利润	4557	5724	6297	7007	7756
少数股东损益	57	311	342	381	421
归属母公司净利润	4500	5413	5955	6626	7335
EBITDA	8454	9581	10944	11978	13295
EPS (元/股)	0.89	1.07	1.18	1.31	1.45

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	10.9	10.9	5.5	12.1	9.2
营业利润 (%)	-8.6	17.4	13.8	9.4	11.6
归属母公司净利润 (%)	-18.0	20.3	10.0	11.3	10.7
获利能力					
毛利率 (%)	15.6	15.0	15.4	15.0	15.2
净利率 (%)	8.1	8.8	9.2	9.1	9.2
ROE (%)	10.6	11.2	11.0	10.9	10.8
ROIC (%)	7.4	7.6	7.1	7.0	6.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.4	68.5	67.1	66.1	65.7
净负债比率 (%)	55.4	51.9	62.9	65.9	65.0
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
速动比率	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	1.9	2.2	1.9	1.9	1.9
应付账款周转率	1.2	1.3	1.2	1.4	1.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.89	1.07	1.18	1.31	1.45
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.38	-0.54	-0.33	0.42	0.86
每股净资产 (最新摊薄)	8.38	9.89	11.07	12.38	13.83
估值比率					
P/E	5.9	4.9	4.5	4.0	3.6
P/B	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.1	5.6	5.8	5.9	5.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 公司简介：港澳内地驱动，“央企外资”双重背景	5
1.1. 具备“央企”和“外资”双重背景，内地与港澳驱动	5
1.2. 投资加建筑驱动快速发展	6
1.3. 目前内地收入占比达 50% 以上，贡献毛利约 70%	8
1.4. 在手订单充裕，支撑未来稳健增长	9
2. 高周转订单占比提升，ROE 与现金流有望改善	10
2.1. PPP 项目长周期叠加政策规范，公司积极调整应对	10
2.2. 大力开拓定向回购等高周转项目，业务结构显著改善	11
2.3. 定向回购模式加速周转，将显著改善公司现金流与 ROE	12
3. 装配式技术领先，科技赋能助力更高质量发展	13
3.1. 装配式浪潮已来，是行业长期发展趋势	13
3.2. 公司装配式技术与产能领先，竞争优势突出	14
3.3. 六大科技赋能，未来更高质量发展	16
4. 港澳业务持续领先，尽享大湾区建设红利	17
4.1. 港澳业务持续领先	17
4.2. 具备国际领先经验，充分把握粤港澳大湾区建设红利	18
5. 盈利预测、估值与投资建议	20
6. 风险提示	22

图表目录

图表 1: 公司股权结构图	5
图表 2: 公司业务版图及布局情况	6
图表 3: 公司上市后三个发展阶段	7
图表 4: 公司上市以来收入增长情况	7
图表 5: 公司上市以来归母净利润情况	8
图表 6: 公司营业收入按地域分布	8
图表 7: 公司毛利润按地域分布	8
图表 8: 公司各区域业务毛利率	9
图表 9: 公司历年新签合同金额	9
图表 10: 公司在手未完工合同金额	10
图表 11: 公司前三季度经营情况	10
图表 12: 公司 ROE 与杜邦分析	11
图表 13: 2020 年上半年新签合同类型结构	11
图表 14: 2019 年上半年新签订单类型结构	11
图表 15: 公司温州某政府保障房定向回购项目现金流模拟测算 (单位: 百万元人民币)	12
图表 16: 公司浙江某 PPP 项目现金流模拟测算情况 (单位: 百万元人民币)	12
图表 17: 公司在手订单与收入的倍数	13
图表 18: 2016-2019 年全国装配式建筑新开工建筑面积	14
图表 19: 近 3 年三类地区装配式建筑新开工面积 (万平方米)	14
图表 20: PC 构件产能领先的部分企业情况	15
图表 21: 中建海龙与普通建筑企业参数对比	15
图表 22: 中建海龙产能利用率情况	15

图表 23: 公司拥有的六大核心技术优势	16
图表 24: 国内建筑央企在港公共工程资质情况	17
图表 25: 公司香港地区新签合同	17
图表 26: 公司澳门地区新签合同	17
图表 27: 公司香港地区营业收入	18
图表 28: 公司澳门地区营业收入	18
图表 29: 部分核心城市群前五大城市人口占全国人口比例.....	19
图表 30: 我国部分城市群数据与世界主要城市群数据对比.....	19
图表 31: 公司分地域收入预测 (单位: 亿港元)	20
图表 32: 公司分地域毛利率预测	20
图表 33: 公司近 5 年 PB-Band.....	21
图表 34: 公司近 5 年 PE-Band.....	21
图表 35: 建筑行业重点公司估值表	22

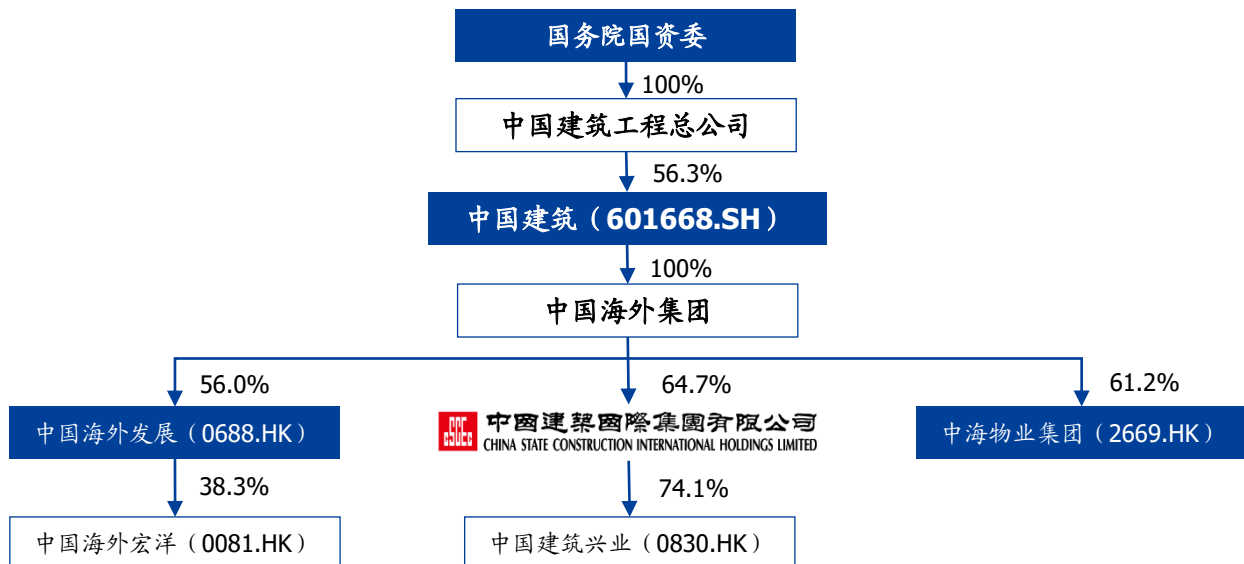
1. 公司简介：港澳内地驱动，“央企外资”双重背景

1.1. 具备“央企”和“外资”双重背景，内地与港澳驱动

具备“央企”和“外资”双重背景的建筑企业。公司前身是中国建筑工程总公司在1979年于香港设立的中国海外建筑工程有限公司，早年开始于香港从事建筑业务，2005年登陆香港联交所。公司目前是中国建筑（601668.SH）旗下中国海外集团的下属公司，直接控股股东是中国海外集团，持股64.7%，实际控制人为国务院国资委。公司是具备“央企+外资”背景的建筑企业，具备特殊竞争优势。

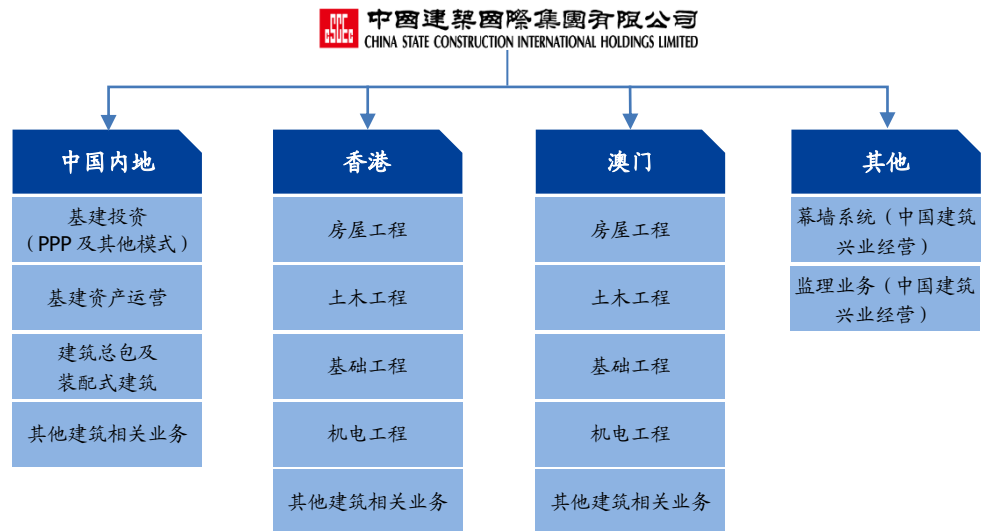
公司主要从事基建投资与建筑工程业务，项目主要分布在内地、香港、澳门。目前公司在港澳地区主要开展基建、房建等施工业务，过去10年连续成为香港和澳门政府最大的承建商；在中国内地主营业务为基建投资建设及运营、装配式建筑等业务，成功进入23个省、六十余个城市，全国布局基本形成，累计投资总额超过4200亿港元。

图表1：公司股权结构图



资料来源：Wind、公司公告，国盛证券研究所

图表 2: 公司业务版图及布局情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2. 投资加建筑驱动快速发展

从公司上市后的发展历程分析大致可以分为三个阶段: 1) 2005-2008 年: 2005 年公司上市, 2006 年, 公司从母公司收购中国建筑工程 (澳门) 有限公司进军澳门市场。此阶段公司业务主要局限在港澳市场, 主要从事施工业务, 毛利率较低, 在 10% 以下。2) 2009 年-2014 年: 2007 年, 公司通过收购深圳中海建筑有限公司开始进入中国内地市场, 并将中国内地市场作为重点市场培养。2009 年, 公司与母公司联营开拓内地基建投资业务, 并于 2010 年进入内地保障性住房市场。公司在此阶段把握了内地市场的快速增长红利, 通过 BT 等投资业务模式参与内地市场, 实现了收入业绩的快速增长。3) 2015-2019 年: 公司 2015 年起参与内地 PPP 市场, 开始业务发展迅速。但由于 2017 年底开始, 外部融资环境收紧, 去杠杆政策持续推进, 同时 PPP 规范升级, 导致公司业绩出现放缓, 2018 年出现了业绩 10 年间的首次负增长, 公司进行了积极调整应对, 2019 年逐步减少 PPP 项目签约量, 开始增加保障房定向回购等周转速度更快的投资类业务, 业绩出现反弹。

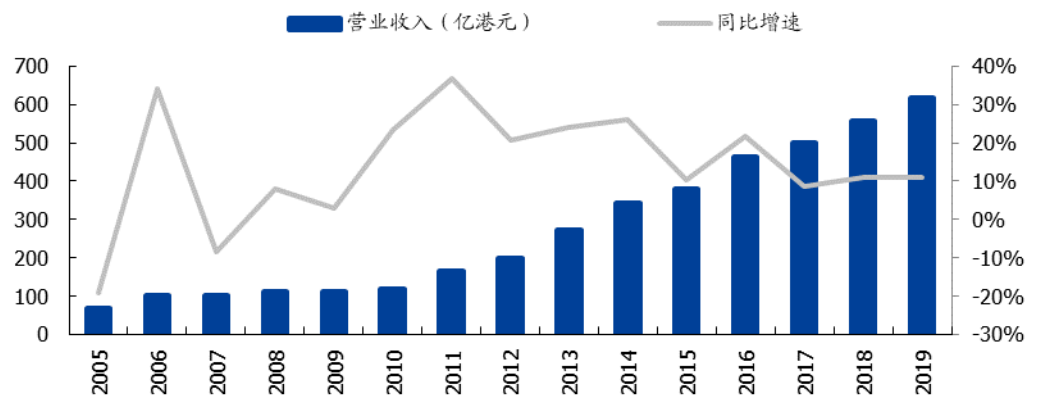
图表 3: 公司上市后三个发展阶段



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

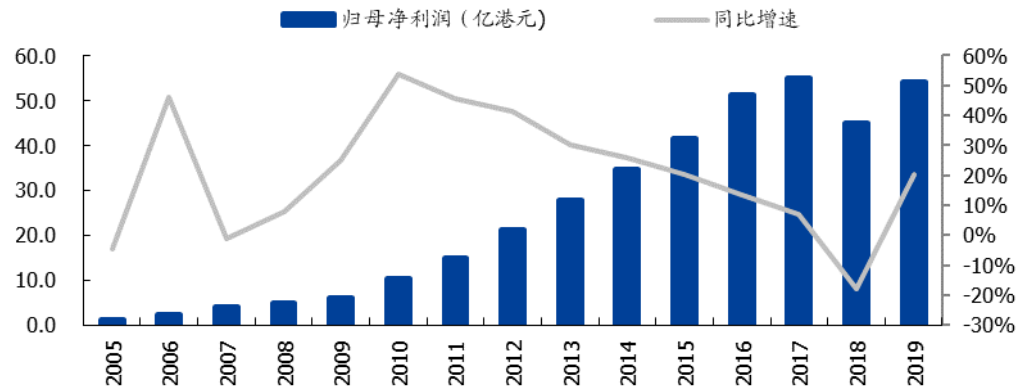
建筑和投资双轮驱动实现快速发展。2008年后, 公司抓住了内地快速发展的机遇, 营收与业绩均实现飞速发展。公司2005年-2019年收入从69亿港元增长至617亿港元, 14年CAGR为17%, 归母净利润由1.31亿港元增长至54亿港元, 14年CAGR为30.5%。公司收入在2008年后持续增长, 无下滑记录; 业绩仅在2018年出现下滑, 主要因PPP监管环境变化, 公司主动业务调整所致。

图表 4: 公司上市以来收入增长情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 公司上市以来归母净利润情况

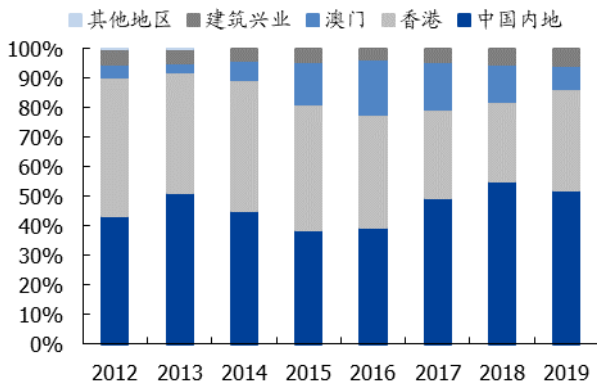


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3. 目前内地收入占比达 50% 以上, 贡献毛利约 70%

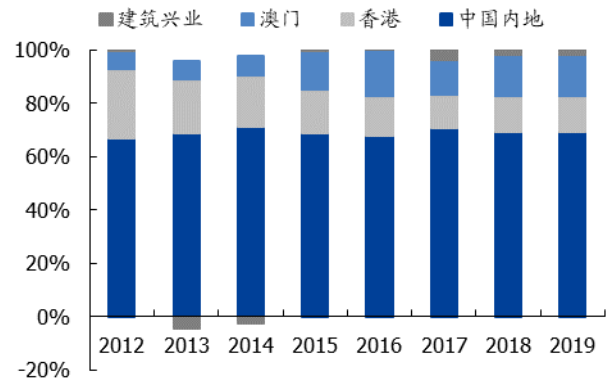
目前内地业务收入占比达 50% 以上, 贡献毛利润占比约 70%。随着内地业务的迅速发展, 2019 年内地收入达到 319 亿元港币, 占总收入的比例为 52%; 由于内地公司主要从事基建投资运营类业务, 毛利率较高, 一般达到 20% 以上, 明显高于港澳地区 (香港业务毛利率约 6.1%, 澳门约 10%), 因此毛利润占比达近 70%。

图表6: 公司营业收入按地域分布



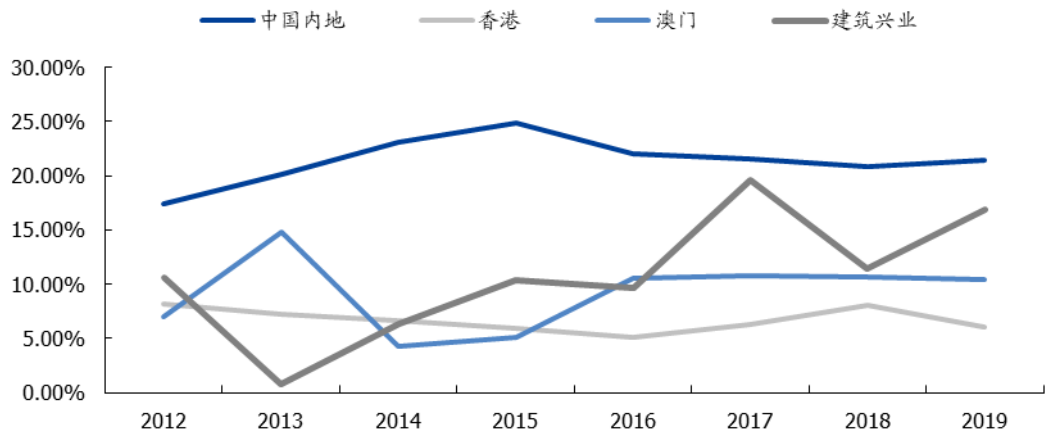
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 公司毛利润按地域分布



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 公司各区域业务毛利率

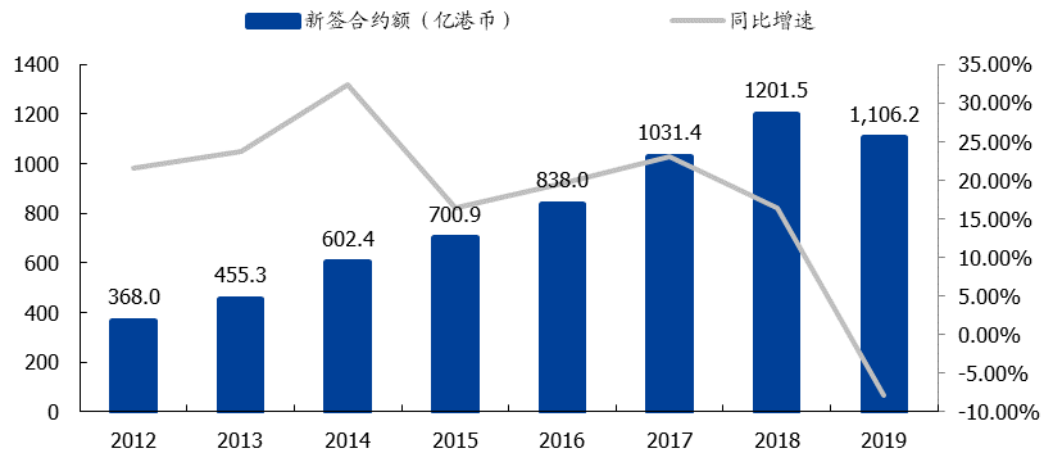


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.4.在手订单充裕，支撑未来稳健增长

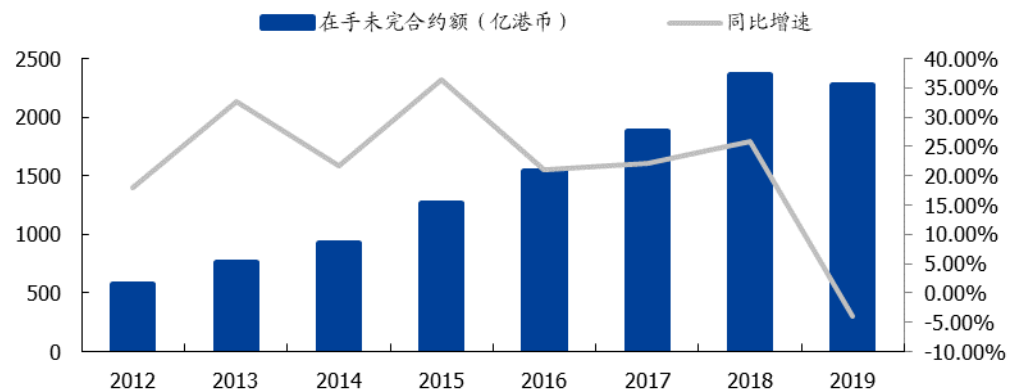
公司 2019 年新签订单 1106 亿港元，同比下滑 7.93%，是近年来首次下滑，主要因内地市场公司主动积极调内地业务结构，减少了 PPP 项目的承接，拓展了高周转的政府定向回购类项目占比。公司在手未完工合同充裕，2019 年末达到 2271 亿港元，是 2019 年收入的 3.68 倍，有望支撑公司未来稳健增长。

图表 9: 公司历年新签合同金额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 公司在手未完工合同金额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.5. 前三季度经营逐季提速, 稳步向全年目标迈进

2020年突发新冠疫情, 公司一季度经营受到较大影响, 但公司积极调整应对。随着内地疫情得到很好控制, 公司经营逐季度加速, 持续向好。2020年前三季度公司实现收入422.5亿港元, 同比增长4.2%, 较上半年提速2.5个pct, 实现经营溢利及应占合营公司盈利70.8亿港元, 同比增长13.3%, 较上半年提速1个pct, 新签合同771.4亿港元, 同比下降5.4%, 降幅较上半年收窄约9个pct。公司计划2020年全年实现净利润持续增长, 新签订单不低于1100亿港元, 派息比例约为净利润的30%¹。从前季度的经营情况看, 公司正稳步向全年目标迈进, 实现疫情中平稳发展, 逆境中彰显龙头实力。

图表 11: 公司前三季度经营情况

(亿港元)	2019H1	2020H1	同比	2019Q3	2020Q3	同比	2019Q1-3	2020Q1-3	同比
营业额	275.4	280	1.7%	130.2	142.5	9.4%	405.6	422.5	4.2%
经营溢利及应占合营企业盈利	43.7	49.1	12.4%	18.8	21.7	15.3%	62.5	70.8	13.3%
新签合同额	584.1	502.2	-14.0%	231.7	269.2	16.2%	815.8	771.4	-5.4%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 高周转订单占比提升, ROE与现金流有望改善

2.1. PPP项目长周期叠加政策规范, 公司积极调整应对

PPP项目周期较长, 叠加政策调整规范, 公司2017年后ROE出现明显下降。2015年起, 由于内地基建市场政策大力推进PPP项目, 公司顺应行业发展趋势, 加大对PPP项目承接力度, 2016-2018年内地新承接业务绝大部分均为PPP项目。但2017年下半年起, 政策逐步加强对PPP项目规范, 同时宏观去杠杆政策推进, 外部融资环境明显变化,

¹ 来源于公司官网业绩推介材料

导致 PPP 项目落地大幅放缓。由于 PPP 项目前期投资大，且回收期一般在 10 年以上，资金周转较慢。2016 年起当 PPP 项目逐步进入大规模建设后，总资产周转率开始明显下降。同时由于 2017-2018 年，外部融资环境收紧，PPP 项目融资进度变慢，公司为了推进在手 PPP 项目落地，债务规模上升，财务费用增加，同时公司计提了部分减值损失，导致净利率也出现较明显下降。周转率与净利率的下降，导致公司 ROE 在 2018 年达到近 10 年低点。

图表 12: 公司 ROE 与杜邦分析

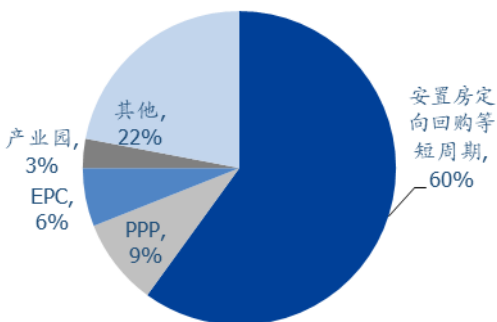
年份	ROE	总资产周转率	净利率	权益乘数
2010 年	22.4%	0.64	8.6%	4.04
2011 年	15.9%	0.61	9.2%	2.82
2012 年	15.8%	0.53	10.8%	2.75
2013 年	17.1%	0.53	10.2%	3.14
2014 年	17.4%	0.52	10.0%	3.36
2015 年	19.6%	0.54	11.0%	3.31
2016 年	20.2%	0.54	11.1%	3.39
2017 年	14.4%	0.42	10.9%	3.11
2018 年	11.7%	0.41	8.1%	3.54
2019 年	12.8%	0.38	8.8%	3.83

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2.大力开拓定向回购等高周转项目，业务结构显著改善

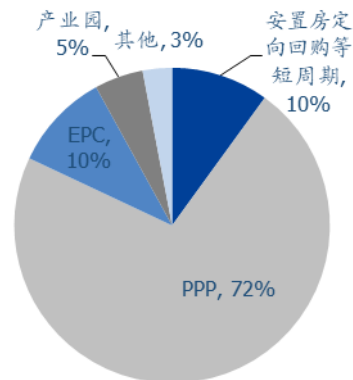
高周转项目占比大幅提升，公司转型取得重大进展。公司在 2019 年为了应对外部环境的变化，积极开拓新的周转更快的项目类型。公司在 2019 年与地方政府合作，在合规的前提下，创新的开发出保障房定向回购模式项目类型，相较于原 PPP 项目长达 10 年的合作期，这类项目周期更短，周转更快，收益率较高，可以更好的平衡公司规模增长与杠杆、现金流相平衡的策略。公司通过努力，2019 年内地新签 554 亿订单，虽较 2018 年有所下降，但其中保障房定向回购与其他高周转的新项目占比达到 43.4%，业务结构调整得到重大进展。2020 年上半年，公司继续推进业务结构升级，内地新签订单 214.6 亿元港币，其中保障房定向回购与其他高周转项目占比达到 60%，PPP 下降占比仅为 9%。而去年同期 PPP 订单占比为 72%。

图表 13: 2020 年上半年新签合同类型结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 2019 年上半年新签订单类型结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.3.定向回购模式加速周转，将显著改善公司现金流与 ROE

定向回购模式将加速订单周转，显著改善公司现金流。以公司新签的浙江温州某政府定向回购项目为例²，该项目整个周期仅为4年，其中包括两年的建设期。在该模式下，公司会参与前期拿地，并执行设计、投资、建造，政府承诺在完工后会定向回购所有安置房。该模式下，仅在第一年拿地时需要支付较高的拿地费用，但到第二年就可收到政府回款，当年现金流会显著回正，累计现金流基本打平，等到第四年完工后，投资和利润就全部收回，现金流大幅为正。而同在浙江的某 PPP 项目³，前三年建设期仅有现金流出，而累计回收现金流需要等到第10年才可回正。

图表 15: 公司温州某政府保障房定向回购项目现金流模拟测算 (单位: 百万元人民币)

年份	2019	2020	2021	2022	合计
现金支出	-390	-170	-160	-80	-800
现金流入	0	540	0	540	1080
当年净现金流	-390	370	-160	460	280
累计现金流	-390	-20	-180	280	280

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 公司浙江某 PPP 项目现金流模拟测算情况 (单位: 百万元人民币)

年份	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	合计
现金支出	-265	-210	-245										-720
现金流入				130	104	102	102	102	102	102	102	102	1050
当年净现金流	-265	-210	-245	130	104	102	102	102	102	102	102	102	330
累计现金流	-265	-475	-720	-590	-486	-384	-282	-180	-78	24	126	228	330

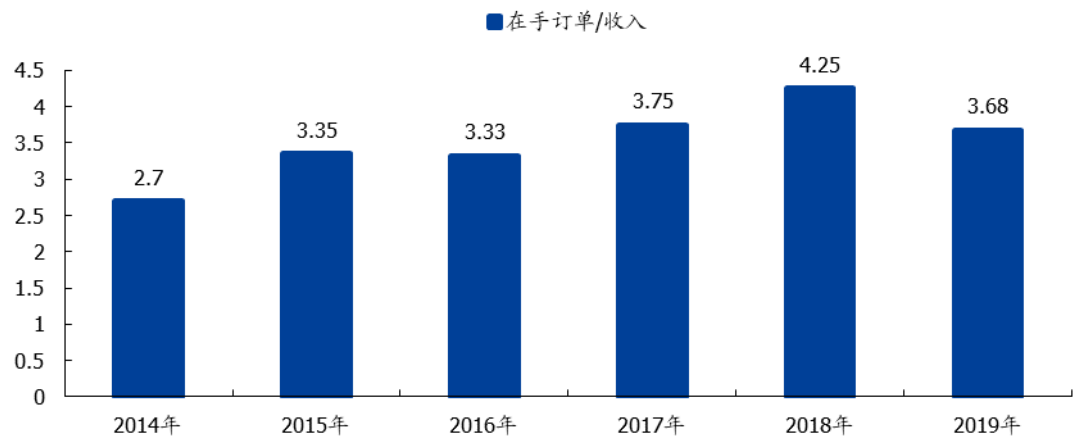
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

业务结构改善加快订单向收入转化，未来公司 ROE 与现金流有望改善。从公司历史上看，在未大规模签订 PPP 项目之前，公司在手订单与收入的比在 2-3 之间，随着 2017 年后 PPP 项目占比逐步提升，同时政策及融资趋严，导致落地变慢，公司在手订单与收入的比在 2018 年达到 4.25。随着 2019 年公司积极拓展政府定向回购等高周转的新项目，公司在手订单与收入的比值明显下降，显示项目订单向收入转化加速。随着未来高周转项目占比增加，公司项目落地将加快，资产周转率将提高，带动整体 ROE 提升。同时新项目也将显著改善公司现金流。此外，由于 PPP 项目减少，公司对外投资压力将下降，同时前期完工 PPP 项目将更多进入回购期，公司的净现金支出有望明显减少。

² 来源于公司官网业绩推介材料

³ 来源于公司官网业绩推介材料

图表 17: 公司在手订单与收入的倍数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

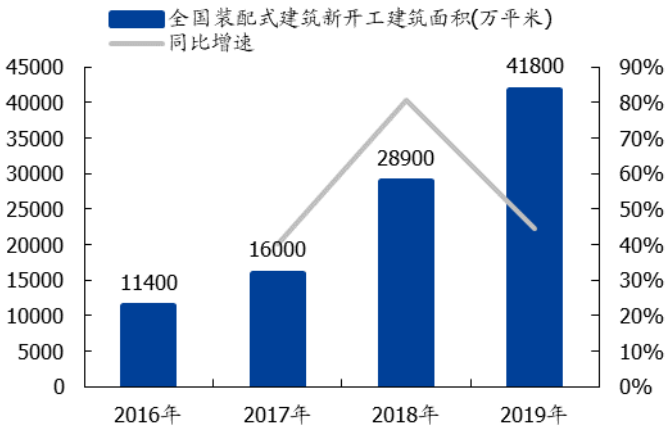
3. 装配式技术领先，科技赋能助力更高质量发展

3.1. 装配式浪潮已来，是行业长期发展趋势

2019年装配式建筑新开工面积大增45%，持续引领建筑行业变革。今年5月份住建部发布《2019装配式建筑发展概况》，2019年我国新开工装配式建筑4.2亿m²，较2018年增长45%，占新建建筑面积的比例约13.4%，近4年年均增长率55%。从区域上看，京津冀、长三角、珠三角三大重点推进地区新开工装配式建筑占全国的比重为47.1%，东部发达地区持续引领全国发展。从结构上看，2019年新开工装配式混凝土结构/钢结构分别占比65%/30%，装配式混凝土依然占主要比例。从应用领域上看，2019年商品房/公共建筑/保障性住房/其他用房的应用比例分别为41%/22%/13%/24%，装配式建筑在商品房中的应用逐步增多。总体来看，近年来装配式建筑呈现快速发展态势，在促进建筑产业转型升级、推动城乡建设领域绿色发展和高质量发展方面发挥了重要作用。

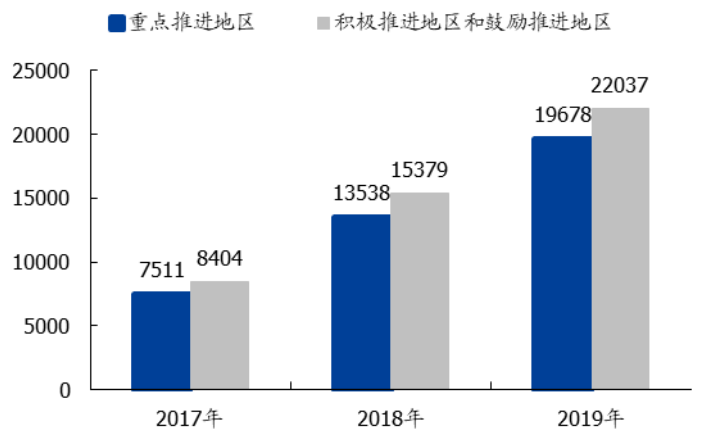
产业链迅速完善，已具备较强的量产能力。近年来我国装配式建筑的设计、生产、施工、装修等相关产业链公司快速成长，同时还带动了构件运输、装配安装、构配件生产等新型专业化公司发展。根据住建部统计数据，2019年我国拥有预制混凝土构配件生产线2483条，设计产能1.62亿m³；钢结构构件生产线2548条，设计产能5423万吨。2019年实现全装修建筑面积2.4亿m²，是2018年的2倍；新开工装配化装修4529万m²，是2018年的5.5倍。

图表 18: 2016-2019 年全国装配式建筑新开工建筑面积



资料来源: 住建部, 国盛证券研究所

图表 19: 近 3 年三类地区装配式建筑新开工面积 (万平方米)



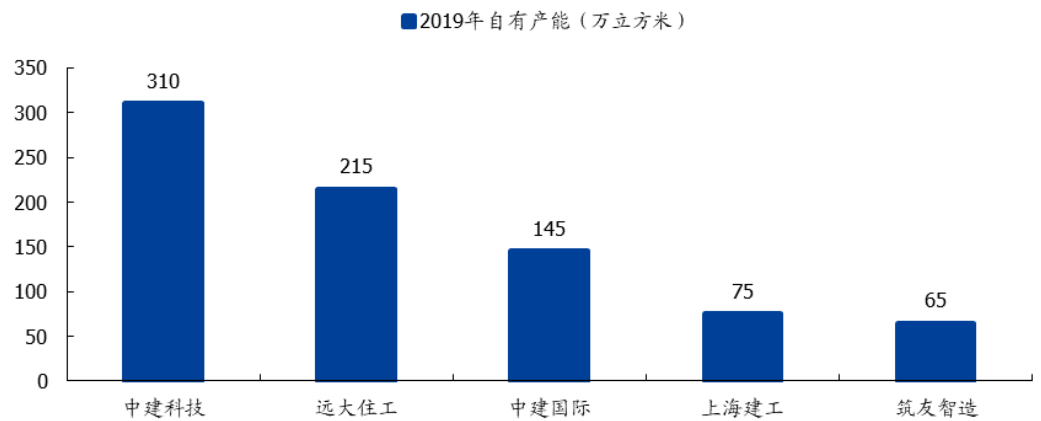
资料来源: 住建部, 国盛证券研究所

3.2. 公司装配式技术与产能领先, 竞争优势突出

公司旗下中建海龙科技长期服务香港市场, 技术经验积累深厚, **MiC** 引领行业发展。中建海龙科技是公司旗下专门从事装配式建筑产品的研发、设计与生产供应业务的专业公司。公司早期在香港积累了丰富的装配式建筑经验, 通过香港品质保证局 ISO9000 质量体系认证, 并将技术引进至内地, 1997 年就获得深圳市建设局颁发的混凝土预制构件专业最高级资质证书。公司为香港房屋署、路政署、渠务署、香港地铁、中海地产、信和集团、长江实业、恒基兆业、深圳地铁以及合肥重点局等二十多家业主供应一百多个房屋及土木项目的建筑产品。房屋工程总建筑面积达到 1900 万平方米。除了一般相对简单的构件生产, 公司还具备在香港应用较多的组拼合成建筑法 (MiC 技术), 可以集成墙体外墙面的瓷砖、内部的装饰, 还可以直接生产厨房和卫生间的立体构件, 直接在现场拼装完成即可。MiC 技术集成度与装配率更高, 代表未来的一种发展趋势, MiC 技术生产的构件毛利率更高, 是公司技术差异化和领先实力的体现。

公司中建海龙 **PC** 产能全国名列前茅, 预计未来会跟随内地项目扩展紧抓重点机遇市场, 加速产能扩建。目前, 海龙公司在广东省深圳市、珠海市, 安徽省合肥市、宿州市, 山东省济宁市以及重庆拥有以海龙为自主品牌的大型装配式建筑基地, 设计产能约 145 万方。据我们不完全统计, 公司拥有的自有产能仅次于中建科技、远大住工等龙头企业。随着公司内地保障房等需要装配式技术的政府类项目规模扩大, 我们预计公司后续有望根据项目需要, 紧抓重点机遇市场, 继续扩充产能, 保持装配式领域的领先优势。

图表 20: PC 构件产能领先的部分企业情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

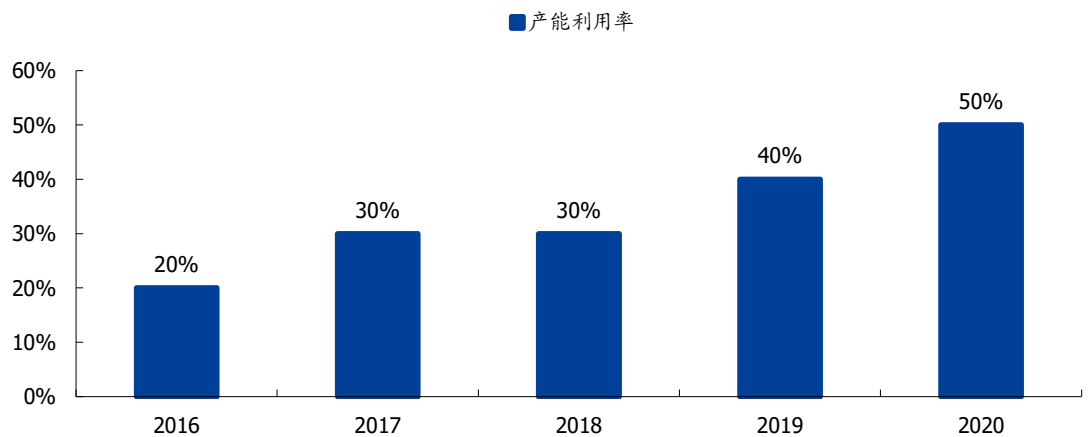
中建海龙生产效率和盈利能力领先, 加速开拓集团外业务。中建海龙成立近 30 年以来, 积累了丰富的装配式建筑领域经验, 生产效率和盈利能力等方面处于行业领先地位, 2019 年营业收入超 10 亿元, 利润超 1 亿元。近几年产能利用率持续提升, 2020 年目前产能利用率预计能达到 50%。目前公司积极开拓集团外部业务, 2020 年除供应集团内部项目需求外, 2020 年预计对外销售比例将达到 30%。中建海龙 2020 年前三季度实现收入 15.51 亿港元, 同比大幅增长 134.6%, 实现利润 2.27 亿港元, 同比大幅增长 183.8%, 主要因今年参与香港疫情防治医院建设, 需求集中爆发, 产能利用率大幅提升。

图表 21: 中建海龙与普通建筑企业参数对比

	中建海龙	普通建筑企业
工期	100 天	250-300 天
人均产值	240 万元	40 万元
毛利率	25%	7%
净利率	10%	2%

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 22: 中建海龙产能利用率情况



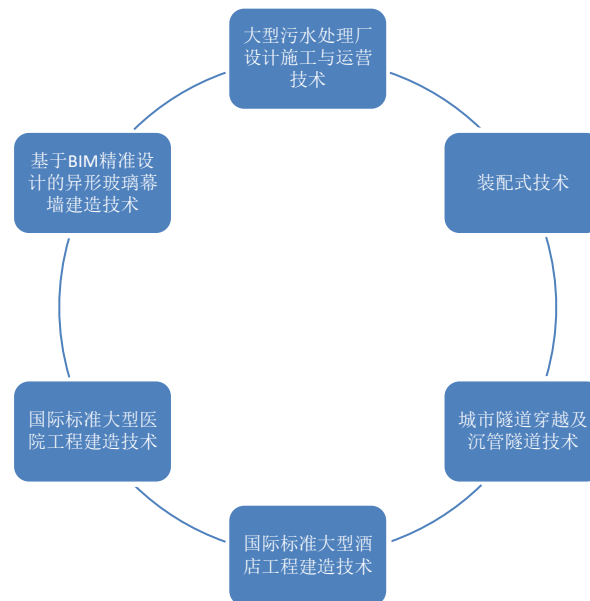
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司强技术叠加特殊背景在装配式市场强者恒强，政府保障房等目标市场市占率有望不断提升。公司在装配式技术方面积累深厚，有来自香港等较成熟市场的经验，同时拥有较为领先的自有产能。除此外，公司特殊的央企与外资背景在装配式领域的竞争优势将更加明显。首先，公司作为央企外资背景，与地方政府关系良好，客户资源储备丰富，获取保障房等政府方面项目有天然优势。第二，公司拥有全产业链服务能力，承接装配式EPC优势显著。第三，公司资金实力雄厚，与地方政府有紧密合作关系，能支持大规模资本开支快速建设构件工厂。第四，公司自身内部订单较多，可保障构件工厂有相对稳定需求，提升盈利能力。未来公司凭借着强大的装配式技术储备，与特殊的央企外资背景，在政府保障房等目标市场市占率有望不断提升。

3.3.六大科技赋能，未来更高质量发展

公司拥有六大核心技术优势，为企业赋能，实现未来更高质量发展。除了装配式技术外，公司还拥有大型污水处理厂设计施工与运营技术、城市隧道穿越及沉管隧道技术、国际标准大型医院工程建造技术、基于BIM精准设计的异形玻璃幕墙建造技术等六大核心技术，公司未来将巩固并强化六大科技体系，在获取优质项目、提高盈利能力、节约资金成本、提高周转水平方面，持续发挥重要作用。

图表 23: 公司拥有的六大核心技术优势



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4. 港澳业务持续领先，尽享大湾区建设红利

4.1. 港澳业务持续领先

公司是港澳地区建筑龙头企业，深耕港澳市场项目经验丰富。公司早在1979年就在香港开展建筑工程业务，2006年通过收购中国建筑工程（澳门）有限公司进入澳门建筑市场，经过多年发展，公司已成为港澳地区基建龙头企业，资质齐全。公司先后承建香港新机场客运大楼、香港迪士尼乐园、澳门永利度假村、澳门旅游塔、港珠澳跨海大桥等众多标志性项目，连续多年在港澳承建市场市占率排名前列，过去连续10年为港澳地区政府承建商。

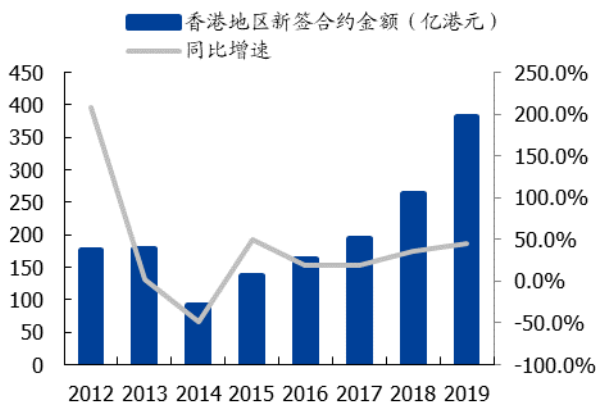
图表 24: 国内建筑央企在港公共工程资质情况

公司名称	母/子公司	建筑	海港工程	道路及渠务	地盘平整	水务
中国建筑工程(香港)有限公司	中国建筑国际	丙组	丙组	丙组	丙组	丙组
中国土木工程集团有限公司	中国铁建	-	-	-	丙组(试用期)	-
中国港湾工程有限责任公司	中国交建	丙组	丙组	丙组	丙组	丙组(试用期)
中国冶金科工集团有限公司	子公司中国中冶	丙组(试用期)	-	丙组	丙组(试用期)	丙组(试用期)
中国化学工程集团公司	子公司中国化学	-	-	丙组	-	丙组(试用期)
中国中铁	-	-	-	丙组	丙组(试用期)	丙组(试用期)
中国水利电力对外有限公司	三峡集团	丙组	丙组	丙组(试用期)	丙组	丙组(试用期)

资料来源: 香港特别行政区政府发展局, 国盛证券研究所

港澳市场仍有新的潜在发展机遇，公司2019年港澳订单实现快速增长。因经济下行压力加剧，两地政府都推出了扩大投资计划来应对。香港政府2019年提出运用《收回土地条例》来收回三类私人土地发展公营房屋，就东涌线沿线、屯门沿线及北环线展开详细规划和设计等多项发展措施，预计将为香港市场带来新的发展机遇。澳门政府也新推工程来积极应对经济下行。公司2019年新签香港地区订单381亿港元，同比增长44.9%；新签澳门地区订单120亿港元，同比增长69.2%。两地新签合同量均创历史新高。

图表 25: 公司香港地区新签合同



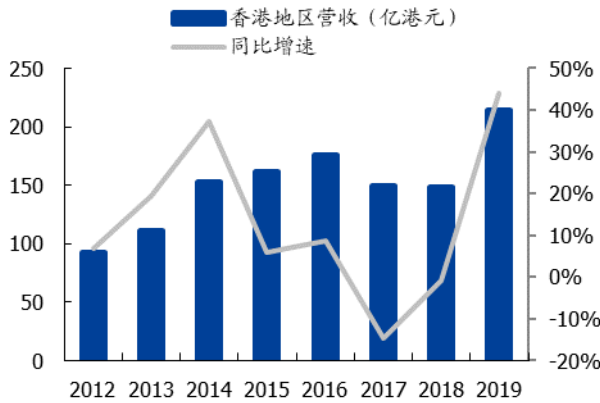
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 公司澳门地区新签合同



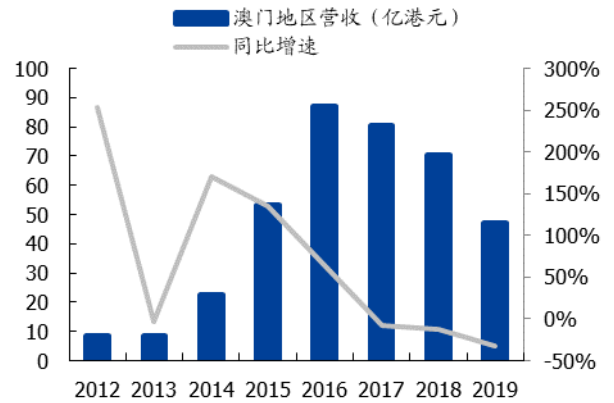
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 公司香港地区营业收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 公司澳门地区营业收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

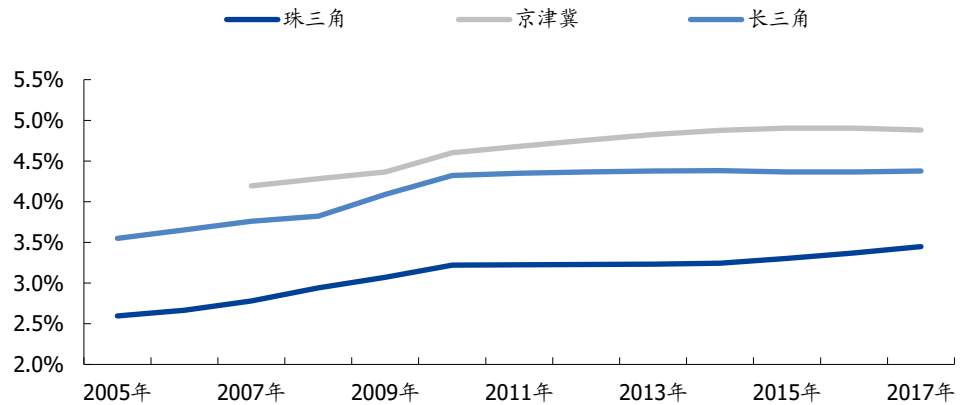
港澳地区建筑市场对外开放较早, 公司工程项目管理优势明显, 有望将成熟管理经验复制内地市场, 提升项目利润率。港澳地区建筑市场在很早就对外开放, 工程总承包等工程管理模式已经非常成熟, 公司在港澳工程项目管理工作中涉及到的管理程序相当完善, 包含项目准备、项目招投标管理、项目施工以及项目监督等, 并且严格按照管理规范对工程项目的各个阶段进行有效管理。而国内的建筑市场的工程项目管理目前仍处于发展阶段, 工程总承包等模式推广时间较短, 在项目管理上, 国内建筑企业的全过程项目管理经验仍在积累阶段, 管理效率不高以及管理层次较多, 导致管理成本偏高。公司有望将港澳成熟的工程项目管理经验带入内地建筑市场, 获得更高的项目利润。

4.2. 具备国际领先经验, 充分把握粤港澳大湾区建设红利

我国人口持续向核心城市群集聚, 珠三角流入有加速趋势。我们选取长三角、珠三角、京津冀三个核心城市群, 分别计算每个城市群前五大城市人口占全国人口比例的变化。总体看我国人口也在持续向核心城市群流入, 从 2005 年-2017 年, 长三角、珠三角、京津冀前五大核心城市人口占全国人口比分别提升了 0.83/0.85/0.69 个 PCT。近几年长三角与京津冀地区人口聚集速度开始放慢, 而珠三角则有加速趋势, 一方面这与部分特大型城市人口疏导政策有关, 另一方面也表明粤港澳地区的发展潜力对人才的集聚作用更加明显。

人口的持续流入将带来更多的基建、工业、居住需求, 从而带动相关基建和房建的投资。目前仅从静态的存量数据看, 我国核心城市群的基建等仍有潜力, 随着人口的进一步聚集, 预计核心城市群未来基建、地产、工业投资仍处在持续增长的过程。

图表 29: 部分核心城市群前五大城市人口占全国人口比例



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 我国部分城市群数据与世界主要城市群数据对比

地区	总 GDP (亿人民币)	人口 (万人)	面积(平方公里)	人口密度 (人/平方公里)	GDP 占比	人口占比	面积占比	人均 GDP (万元/人)
长三角城市群 (26 市)	165,404	15,270	211,700	721	20.2%	11.0%	2.2%	10.8
粤港澳大湾区 (港澳+广东 9 市)	101,246	6,862	56,000	1,225	12.3%	4.9%	0.6%	14.8
日本东京湾	93,117	3,613	13,562	2,664	33.0%	28.0%	3.6%	25.8
美国纽约湾区	99,635	2340	21,500	1,088	8.1%	7%	0.23%	42.6
美国旧金山湾区	50,402	768	16,650	461	4.1%	2%	0.18%	65.6

资料来源: 国家统计局, 日本国土交通省, 美国统计局, 国盛证券研究所

粤港澳大湾区建设带来广阔机遇, 深圳改革进一步深化释放红利, 公司作为大湾区领先企业有望充分受益。中共中央、国务院于 2019 年印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》, 从战略定位、空间布局等方面作出了总体规划和定性, 并且在科技创新、基础设施、共同参与“一带一路”建设等多个方面进行了规划。粤港澳大湾区建设升级为总书记亲自谋划、亲自部署、亲自推动的国家战略。粤港澳大湾区包括香港特别行政区、澳门特别行政区和广东省广州市、深圳市、珠海市、佛山市、惠州市、东莞市、中山市、江门市、肇庆市, 总面积 5.6 万平方公里, 总人口约 7000 万人, GDP 总量超过 10 万亿人民币, 与世界领先的城市群相比, 大湾区在基础设施、工商业配套、住宅、医疗科技等方面均有很大发展潜力, 未来建筑企业可施展空间广阔。此外, 近期中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《深圳建设中国特色社会主义先行示范区综合改革试点实施方案(2020-2025 年)》, 赋予深圳在重点领域和关键环节改革上更多自主权, 支持深圳在更高起点、更高层次、更高目标上推进改革开放, 将进一步释放改革红利, 加速粤港澳大湾区建设进程。公司作为深耕粤港澳大湾区的领先建筑企业, 且具备国际先进的管理技术和理念, 有望充分享受大湾区建设的蓬勃机遇。

5. 盈利预测、估值与投资建议

根据公司在手订单与各区域发展情况，我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 651/729/796 亿港元，同比分别增长 5.5%/12.1%/9.2%，归属母公司股东净利润分别为 59.6/66.3/73.4 亿港元，同比分别增长 10.0%/11.3%/10.7%。

图表 31: 公司分地域收入预测 (单位: 亿港元)

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E
收入合计	344.40	379.13	462.08	501.53	556.26	616.70	650.68	729.38	796.34
增速	26.65%	10.08%	21.88%	8.54%	10.91%	10.87%	5.51%	12.10%	9.18%
中国大陆	155.17	146.31	182.65	248.50	306.21	319.36	344.91	389.75	436.52
增速	11.92%	-5.71%	24.84%	36.05%	23.22%	4.29%	8.00%	13.00%	12.00%
中国香港	152.85	161.84	175.85	150.13	148.75	214.21	222.78	245.06	257.31
增速	37.3%	5.9%	8.7%	-14.6%	-0.9%	44.0%	4.00%	10.00%	5.00%
中国澳门	22.56	53.14	87.16	80.58	70.25	46.94	43.18	48.80	51.24
增速	169.9%	135.5%	64.0%	-7.5%	-12.8%	-33.2%	-8.0%	13.0%	5.0%
中国建筑兴业	13.82	17.84	16.42	22.31	31.06	36.19	39.81	45.78	51.27
增速	3.1%	29.1%	-8.0%	35.9%	39.2%	16.5%	10.0%	15.0%	12.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

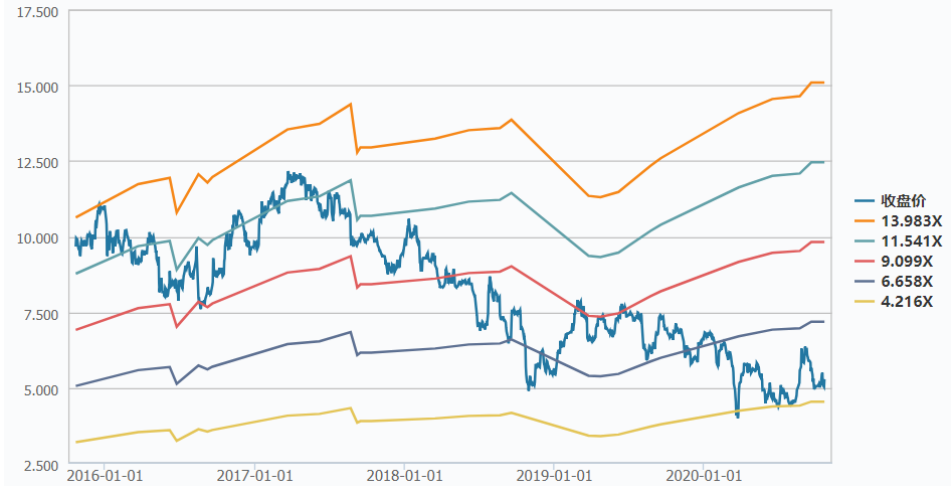
图表 32: 公司分地域毛利率预测

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E
综合毛利率	13.77%	13.27%	12.95%	15.18%	15.63%	14.97%	15.41%	15.03%	15.22%
中国大陆	23.04%	24.85%	22.05%	21.58%	20.85%	21.39%	22.50%	21.00%	21.00%
中国香港	6.61%	5.92%	5.08%	6.30%	8.11%	6.10%	6.00%	7.00%	7.00%
中国澳门	4.27%	5.05%	10.57%	10.75%	10.72%	10.37%	10.50%	10.50%	10.50%
中国建筑兴业	6.40%	10.32%	9.62%	19.59%	11.40%	16.83%	12.00%	12.00%	12.00%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

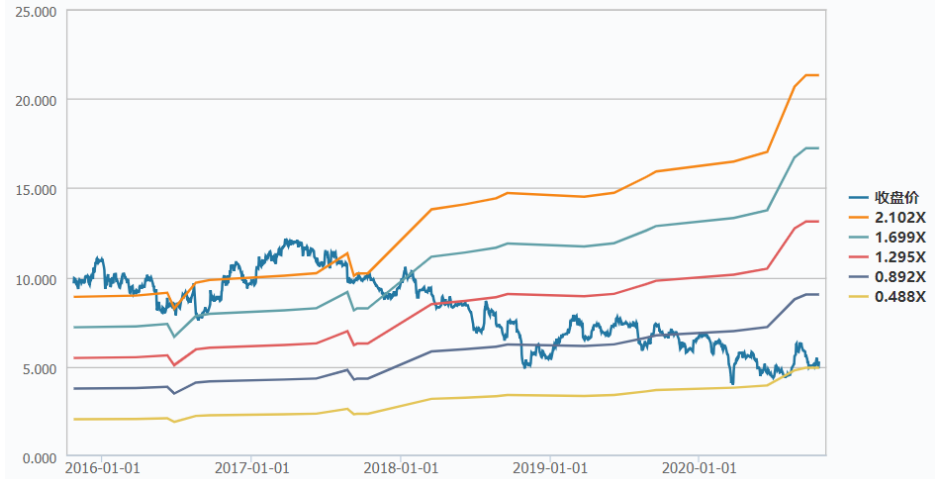
当前公司估值处于历史低位: 由于内地建筑行业环境变化, PPP 监管与融资政策趋严, 公司估值在 2017 年下半年起持续下滑。截止至 2020 年 10 月 20 日, 公司 PE (ttm) 为 4.9 倍, PB 为 0.52 倍, 基本处于历史最低区间。

图表 33: 公司近 5 年 PB-Band



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 公司近 5 年 PE-Band



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年归属母公司股东净利润分别为 59.6/66.3/73.4 亿港元, EPS 分别为 1.18/1.33/1.47 港元, 当前股价对应 PE 分别为 4.5/4.0/3.6 倍。公司装配式技术实力强劲, 竞争优势突出; 高周转订单占比大幅提升, 未来 ROE 与现金流有望改善, 当前估值处于历史低位, 股息率达 6%。参考港股与 A 股建筑龙头、装配式龙头估值情况, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 35: 建筑行业重点公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
中国建筑	5.07	1.00	1.10	1.21	1.32	5.1	4.6	4.2	3.8	0.79
中国铁建	8.40	1.49	1.68	1.87	2.06	5.6	5.0	4.5	4.1	0.65
中国中铁	5.37	0.96	0.93	1.04	1.15	5.6	5.8	5.2	4.7	0.67
中国交建	7.52	1.24	1.33	1.46	1.59	6.0	5.7	5.2	4.7	0.62
中国化学	5.45	0.62	0.69	0.79	0.89	8.8	7.9	6.9	6.1	0.82
葛洲坝	6.09	1.18	1.15	1.26	1.39	5.2	5.3	4.8	4.4	0.90
中国中冶	2.66	0.32	0.36	0.39	0.44	8.4	7.4	6.8	6.0	0.75
中国电建	3.97	0.47	0.52	0.56	0.62	8.4	7.6	7.1	6.4	0.71
中国交通建设(HK)	3.65	1.16	1.28	1.42	1.51	3.1	2.8	2.6	2.4	0.26
中国铁建(HK)	4.60	1.33	1.63	1.81	2.01	3.5	2.8	2.5	2.3	0.29
中国中冶(HK)	1.18	0.27	0.35	0.39	0.43	4.4	3.4	3.1	2.7	0.27
中国中铁(HK)	3.20	0.95	0.96	1.06	1.17	3.4	3.3	3.0	2.7	0.35
鸿路钢构	42.95	1.07	1.31	1.68	2.04	40.2	32.8	25.6	21.1	4.46
精工钢构	6.10	0.20	0.30	0.37	0.46	30.4	20.3	16.5	13.3	1.90
远大住工(HK)	30.15	1.39	1.53	1.98	2.41	21.7	19.7	15.2	12.5	3.83
亚厦股份	10.03	0.32	0.32	0.47	0.60	31.6	31.3	21.3	16.7	1.66

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2020 年 10 月 20 日收盘价, 人民币计价

6.风险提示

政策变化和 Execution 风险、海内外疫情变化风险、项目执行进度不达预期风险、融资环境收紧风险。

政策变化和 Execution 风险: 当前政策环境宽松, 逆周期调控加强, 基建投资快速回升。但政策可能根据经济具体情况进行调整, 在执行中也可能无法完全贯彻政策意图, 从而造成政策的效果不达预期, 影响基建投资等指标的后续情况。

海内外疫情变化风险: 当前国内疫情基本控制, 部分地区有所反复, 海外疫情仍处于大流行阶段, 部分国家新增病例创新高。全球疫情的走势对于中国外需有重大影响, 从而进一步影响国内政策和经济走势。

项目执行进度不达预期风险: 建筑企业订单执行受到政策、融资、天气、人员等多因素影响, 如果部分因素发生不利变化, 可能导致项目执行进度不达预期, 从而影响收入和利润的确认。

融资环境收紧风险: 上半年社融高增, 贷款、专项债、城投债加快发行, 资金整体充裕。如后续货币政策或金融监管政策发生重大改变, 收紧融资渠道, 可能造成资金紧张, 影响项目推进。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com