

中信证券研究部


罗鼎
 首席建筑&水泥分
 析师
 S1010516030001



杨畅
 建筑&水泥分析师
 S1010520050002

核心观点

公司公布上市后第四次股票回购计划，拟回购不超过 76.6 亿元股票，用于支持 9 月公布的股权激励计划。我们认为该次股票回购和与之对应的股权激励计划相比较过去三次范围更广，力度更大，将会健全公司的激励约束机制，增强未来业绩的稳定性。考虑到公司 1H20 业绩稳健，1-9 月新签订单稳增，土地储备优质，且受益于装配式行业的发展，我们维持 2020-2022 年净利润预测 462/507/554 亿元，对应 EPS 预测为 1.07/1.18/1.29 元，现价对应 PE 为 4.8x/4.3x/4.0x，维持“买入”评级。

■ 公司公告第四次回购，拟回购不超过 76.6 亿元股票用于限制性股票计划。公司公告未来 12 个月内，拟通过二级市场回购股票，用于限制性股票计划。拟用于回购的资金总额上限为人民币 76.60 亿元，回购价格不超过 7.66 元/股。公司拟回购股份不低于 5 亿股，最高不超过 10 亿股，占公司总股本的比例约 1.2%-2.4%。我们认为本次股份回购结合 9 月提出的股权激励计划，能够进一步完善公司治理结构，健全公司激励约束机制，吸引和保留优秀管理人才和骨干。公司在 2013/2016/2018 年分别进行了 3 次回购，此前三次回购分别回购 1.47/2.60/6.00 亿股，分别占股本比例 0.49%/0.87%/1.43%，分别使用资金 5.3 亿/23.6 亿/37.1 亿元。相比较于公司之前三次回购计划，此次回购计划规模更大，力度更强。

■ 回购计划为 9 月限制性股票激励计划提供支持，共同提升公司业绩稳定性，展现公司对于未来业绩信心。公司此次回购股份是为 9 月份发布的限制性股票激励计划提供支持。9 月股权激励计划拟授予总股数不超过 10 亿股，激励对象不超过 2,800 人，主要针对公司战略目标的实现有重要影响的董事、高级管理人员、中级管理人员和关键岗位骨干员工；限制性股票的授予条件为前一财务年度公司净资产收益率不低于 12%，净利润增长率不低于 7%，并完成国务院的 EVA 考核指标。9 月股权激励计划不论金额还是范围均超前三次股票激励计划。我们认为，此次回购和其为之服务的股权激励计划共同提升公司业绩稳定性，展现公司对于未来业绩信心。

■ 1H20 业绩稳健，三季度新签订单增速企稳回升，土地储备充足且优质。1H20 公司营收 7,282 亿元，同比+6.2%；毛利 798 亿元，同比+15.0%；营业利润 432 亿元，同比+3.7%；归母净利润 198 亿元，同比-2.3%。其中，归母净利润增速低于收入增速，主要为期间费用率上升、以及永续债付息使少数股东损益同比+9.3%所致。各项业务中，房建/基建/地产开发/勘探设计分别实现收入 4,785/1,445/1,098/40 亿元，同比+7.5%/+2.9%/+12.4%/-20.3%，毛利分别为 308/144/319/6 亿元，同比+37%/+16%/+0%/-26%，房建、基建、地产业务均表现稳健。公司 1-9 月新签合同总额 2.2 万亿元，同比+9.3%，增速相比 1-8 月增加 2.3pcts。其中建筑业务新签合同 2.0 万亿元，同比+10.3%，增速相比 1-8 月增加 2.0pcts。房建/基建/勘探新签合同分别为 1.5 万亿元/3,926 亿元/98 亿元，同比分别+7.7%/+22.0%/+14.7%。公司 20Q3 共计获得新签合同 7185 万亿元，同比+20.2%，公司 9 月末公司土地储备 12,601 万平方米，相比 8 月末环比增长 2.3%。各业务板块新签合同稳定，土地储备充足且优质。

中国建筑	601668
评级	买入（维持）
当前价	5.11 元
总股本	41,965 百万股
流通股本	41,254 百万股
52 周最高/最低价	6.09/4.95 元
近 1 月绝对涨幅	0.39%
近 6 月绝对涨幅	-0.39%
近 12 月绝对涨幅	-5.74%

- **装配式政策支持力度加大，公司作为装配式行业龙头发展空间广阔。**2020年9月3日，住建部等9部门发文《关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》，在已经连续出台装配式建筑规划，技术标准，目标，试点计划等一系列政策基础上进一步给出具体支持措施，许可在重污染天气下，装配式项目在非土石方作业的施工环节可以不停工，对达到绿色建筑星级标准的项目给予绿色金融支持等措施。公司作为国内装配式行业的龙头，在钢结构、预制混凝土等方面广泛布局，钢结构年产能超过120万吨，PC装配式构件设计年产能达400万立方米，可支撑近5,000万平米的建筑物。公司运用装配式建造系统化技术完成了“火神山”和“雷神山”两座应急防疫医院，具备坚实运用经验，在国家大力推动装配式建筑行业发展的背景下，或将受益于全国装配式建筑的发展。
- **风险因素：**股权激励及回购落地不及预期；基建、房建、地产业务增长不及预期等。
- **投资建议：**考虑公司充足的订单和存货储备，我们维持2020-2022年净利润预测462/507/554亿元，对应EPS预测为1.07/1.18/1.29元，现价对应PE为4.8x/4.3x/4.0x，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,199,325	1,419,837	1,622,455	1,832,877	2,052,238
营业收入增长率	13.8%	18.4%	14.3%	13.0%	12.0%
净利润(百万元)	38,241	41,881	46,070	50,601	55,341
净利润增长率	16.1%	9.5%	10.0%	9.8%	9.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.87	0.97	1.07	1.18	1.29
毛利率%	11.9%	11.1%	10.7%	10.5%	10.4%
净资产收益率 ROE%	15.7%	15.1%	14.6%	14.2%	13.7%
每股净资产	5.81	6.61	7.51	8.51	9.60
PE	5.9	5.3	4.8	4.3	4.0
PB	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年10月23日收盘价

表 1：中国建筑历次回购事件规模及影响梳理

日期	规模（万股）	占股本比例	规模（亿元）	公告日股价（前复权）	公告日后30天收益率	公告日后90天收益率	公告日后180天收益率	公告日后1年收益率
2013/6/1	14,678	0.49%	5.26	2.10	-13.5%	-12.2%	-10.0%	-17.4%
2016/12/20	26,013	0.87%	23.62	5.57	-0.9%	1.6%	7.5%	9.8%
2018/12/4	59,991	1.43%	37.06	5.66	-7.4%	4.3%	-7.3%	-13.9%
2020/10/23	不低于5亿股， 不超过10亿股	1.19%-2.38%	不超过76.6 亿人民币	5.11				

资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

利润表						资产负债表					
(百万元)						(百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,199,325	1,419,837	1,622,455	1,832,877	2,052,238	货币资金	317,501	292,441	235,256	302,425	338,619
营业成本	1,056,710	1,262,226	1,448,482	1,639,612	1,838,212	存货	634,967	578,918	690,263	781,345	875,986
毛利率	11.89%	11.10%	10.72%	10.54%	10.43%	应收账款	188,991	184,554	231,297	277,003	366,530
营业税金及附加	16,195	17,220	19,677	22,229	24,890	其他流动资产	220,549	405,592	467,512	518,326	562,194
销售费用	3,650	4,331	4,867	5,499	6,157	流动资产	1,362,008	1,461,506	1,624,328	1,879,098	2,143,329
营业费用率	0.30%	0.31%	0.30%	0.30%	0.30%	固定资产	35,680	37,554	37,024	36,142	34,739
管理费用	23,352	27,685	31,638	35,741	40,019	长期股权投资	65,994	74,917	88,917	100,917	110,917
管理费用率	1.95%	1.95%	1.95%	1.95%	1.95%	无形资产	11,594	16,409	15,939	15,445	14,927
财务费用	15,336	7,912	16,175	16,851	17,841	其他长期资产	386,564	444,065	474,629	506,444	539,843
财务费用率	1.28%	0.56%	1.00%	0.92%	0.87%	非流动资产	499,832	572,946	616,510	658,948	700,426
投资收益	5,646	4,213	5,055	5,561	6,117	资产总计	1,861,840	2,034,452	2,240,838	2,538,046	2,843,755
营业利润	71,665	83,795	89,180	97,965	107,155	短期借款	19,042	28,498	19,960	37,426	99,954
营业利润率	5.98%	5.90%	5.50%	5.34%	5.22%	应付账款	494,871	500,160	572,150	705,033	790,431
营业外收入	609	1,294	400	400	400	其他流动负债	552,662	617,069	680,359	738,751	822,139
营业外支出	486	3,621	534	561	589	流动负债	1,066,574	1,145,728	1,272,469	1,481,210	1,712,524
利润总额	71,789	81,468	89,046	97,804	106,966	长期借款	214,676	247,800	267,800	287,800	307,800
所得税	16,439	18,263	19,768	21,713	23,746	其他长期负债	151,326	139,089	137,479	138,608	119,398
所得税率	22.90%	22.42%	22.20%	22.20%	22.20%	非流动性负债	366,002	386,889	405,279	426,408	427,198
少数股东损益	17,109	21,324	23,208	25,491	27,878	负债合计	1,432,576	1,532,617	1,677,749	1,907,619	2,139,723
归属于母公司股东的净利润	38,241	41,881	46,070	50,601	55,341	股本	41,985	41,976	41,965	41,965	41,965
净利率	3.19%	2.95%	2.84%	2.76%	2.70%	资本公积	11,262	12,028	12,002	12,002	12,002
						归属于母公司所有者权益合计	243,961	277,198	315,244	357,091	402,818
						少数股东权益	185,303	224,638	247,846	273,336	301,215
						股东权益合计	429,264	501,835	563,089	630,428	704,033
						负债股东权益总计	1,861,840	2,034,452	2,240,838	2,538,046	2,843,755

现金流量表					
(百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	71,789	81,468	89,046	97,804	106,966
所得税支出	-16,439	-18,263	-19,768	-21,713	-23,746
折旧和摊销	8,676	9,047	8,355	9,749	11,313
营运资金的变化	-68,610	-112,338	-91,886	-5,506	-70,801
其他经营现金流	14,896	5,865	18,438	20,374	23,011
经营现金流合计	10,311	-34,220	4,185	100,709	46,742
资本支出	-18,624	-20,437	-7,373	-8,392	-9,411
投资收益	5,646	4,213	5,055	5,561	6,117
其他投资现金流	-19,836	-3,589	-44,375	-43,354	-42,751
投资现金流合计	-32,813	-19,813	-46,693	-46,185	-46,046
发行股票	53,620	29,815	-36	0	0
负债变化	317,534	361,567	9,522	38,249	62,953
股息支出	-7,054	-7,765	-7,988	-8,753	-9,614
其他融资现金流	-299,230	-357,309	-16,175	-16,851	-17,841
融资现金流合计	64,870	26,308	-20,459	11,915	34,742
现金及现金等价物净增加额	42,368	-27,725	-57,185	67,169	36,195

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	13.78%	18.39%	14.27%	12.97%	11.97%
营业利润增长率	20.05%	16.93%	6.43%	9.85%	9.38%
净利润增长率	16.09%	9.52%	10.00%	9.84%	9.37%
毛利率	11.89%	11.10%	10.72%	10.54%	10.43%
EBITDA Margin	7.31%	6.86%	5.57%	5.40%	5.27%
净利率	3.19%	2.95%	2.84%	2.76%	2.70%
净资产收益率	15.68%	15.11%	14.61%	14.17%	13.74%
总资产收益率	2.05%	2.06%	2.06%	1.99%	1.95%
资产负债率	76.94%	75.33%	74.87%	75.16%	75.24%
所得税率	22.90%	22.42%	22.20%	22.20%	22.20%
股利支付率	19.31%	19.07%	19.00%	19.00%	19.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。