

评级: 买入 (维持)
市场价格:
分析师: 邢立力

执业证书编号: S0740518100001

电话: 021-20315138

Email: xingll@r.qizq.com.cn

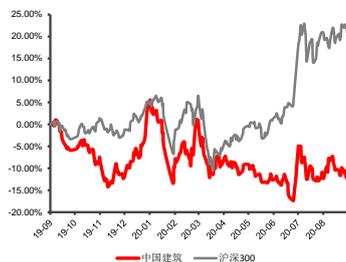
分析师: 曾明

执业证书编号: S0740518070008

Email: zengming@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	41,965.07
流通股本(百万股)	41,253.60
市价(元)	5.05
市值(百万元)	211,923.61
流通市值(百万元)	208,330.69

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 《中国建筑深度报告一: 藏器于身, 待时而动》20200701
- 《Q2 业绩加速修复, 周期价值显著低估》20200828

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1199324.5	1419836.6	1542900.0	1639400.0	1760000.0
增长率 yoy%	13.8%	18.4%	8.7%	6.3%	7.4%
净利润	38241.3	41881.4	45996.1	51165.5	56733.1
增长率 yoy%	16.1%	9.5%	9.8%	11.2%	10.9%
EPS (元)	0.87	0.97	1.10	1.22	1.35
P/E	5.9	5.3	4.7	4.2	3.8

■ **公司发布第四期股权激励方案(草案), 拟采取回购(或其他)方式授予股票规模不超过 10 亿股, 占公司总股本比例不超过 2.4%, 激励对象不超过 2800 人。本次股权激励回购规模、覆盖范围较前三期大幅提升, 根据公司的激励计划安排, 10 年之内授予的限制性股票所涉及的标的股票总量及公司其他有效的股权激励计划累计涉及的公司标的股票总量不得超过公司股本总额的 10%, 这意味着后续股权激励的潜在空间依然较大。本次股权激励短期有望形成强催化, 使得市场重新聚焦中国建筑的核心价值, 开启中建的价值回归之路, 核心逻辑如下:**

■ **需求认知的偏差:** 当下时点对建筑行业需求的判断本质上是对中周期的切换与短周期过渡叠加的认识。康波理论清晰地指向萧条阶段(康波各阶段划分的依据是中周期), 而 2008 年以来的宏观小周期已经演绎了三轮, 目前房地产与基建周期的关系正发生变化, 并伴随着中国财政体系的变革, 即中央与地方财权、事权的重新划分, 持续十年之久的需求波动形态正在异化。加之外部环境的以及宏观政策目标的重大变化, 中周期切换的线索已经比较清晰, 需求的小周期波动正向高位平稳的状态切换, 市场对此过于悲观。

建筑行业的需求在未来的一段时间在高位保持稳态, 波动弱化, 而由于行业集中度的快速提升, 头部企业可能超预期成长, 依据有三个方面: 1、城镇化依然在快速推进, 且正在发生质变。未来的城镇化是要素的城镇化, 大量农业人口在城市扎根将产生大量的需求, 另一方面都市圈加速推进将导致显著的结构特征; 2、“内循环”大基调下投资在扩大需求中的作用仍然重要, 而产业的转移与升级将产生较大可观的增量需求, 中国建筑工业厂房相关的订单已经呈现快速增长的势头; 3、固然房地产与基建难以出现强共振的局面, 但平稳的需求叠加行业集中度的快速提升, 中国建筑的成长仍然可能超预期。过去十年中国建筑的市占率提升超过一倍, 并且加速势头明显。

■ **装配式变革的地位:** 装配式建筑是行业供给侧端的重要变化, 虽然这一趋势已经持续很长时间, PC 也已经是成熟的模式, 但最近几年在房建需求旺盛与政策催化的共振下, 短期出现加速的趋势。我们认为装配式建筑对中国建筑的影响可以归纳为三个层面: 1、中国建筑是建筑行业龙头, 行业任何的重大变革都有中国建筑参与其中。中建科工自 2012 年起稳居钢结构行业榜首, 产能超过 120 万吨/年, 装配式构件设计总产能达 400 万立方米/年, 可支撑近 500 0 万平方米的建筑物。中国建筑是当之无愧的装配式建筑龙头; 2、装配式建筑的主体依然是国企央企, 中国建筑地位难以撼动。中国建筑行业是以国企央企为主体的, 行业的重大变革必然以国企央企的参与来完成, 且装配式建筑技术壁垒并不高; 3、综合型企业优势明显, 掌握施工需求者更为受益。中国建筑集设计、制造、施工于一体, 兼顾 PC 与钢结构, 具有最完整的产业链布局和最广的区域分布。虽然装配式是供给侧变革, 但随着供给逐渐饱和, 最终掌握需求者将更为受益。中国建筑在房建市场一家独大, 市占率约 16% 左右, 且集中度快速提升, 随着装配式建筑的渗透, 中国建筑将直接受益。

■ **严重低估的价值:** 作为建筑行业最优秀的企业之一, 中国建筑是典型的周期价值型标的, 2012 年以来公司年化投资收益率约 15%, 与 ROE 水平基本相当。目前公司 PE 对应 2021 年业绩为 4 倍, PB 为 0.6 倍, 估值水平处于历史底部, 严重低估。我们认为公司后续的价值重估将沿着四个方向进行: 1、装配式建筑不断推进, 公司龙头地位得到市场认可; 2、公司基本面的稳定性持续超预期; 中海逐渐进入业绩释放周期、基建经过两年收缩重新进入上升周期、现金流逐渐转正等; 3、疫情对市场的影响逐渐减弱, 流动性回归正常, 市场风格回归价值; 4、疫情之后全球经济重建, 基建投资等需求扩张, 比如美国抛出 1.5 万亿基建方案, 全球化逻辑修复。第四批股权激励有望成为短期的催化剂。我们预计公司 2020-2022 年收入增速分别为 8.7%、6.3%、7.4%, 归母净利润增速分别 9.8%、11.2%、10.9%, 基本每股收益分别为 1.10、1.22、1.35 元, 对应 PE 分别为 4.7X、4.2X、3.8X, 价值显著低估, 持续推荐, 维持买入评级。

■ **风险提示: 疫情反复风险、装配式建筑落地低预期、房地产政策收紧等**

图表 1: 中国建筑股权激励实施情况

	第一期	第二期	第三期	第四期
预案公告日	2013.4.21	2016.11.7	2018.7.27	2020.9.18
股东大会通过日	2013.5.31	2016.12.19	2018.12.3	
授予数量	14678万股, 占总股本0.49%	26013万股, 占总股本0.87%	59991万股, 占总股本1.43%	不超10亿股, 占总股本2.4%
授予对象	686人, 其中董事高管10人合计授予378万股, 占本次授予比例2.58%	1575人, 其中高管3人合计授予76.5万股, 占本次授予比例0.3%	2081人, 其中高管4人合计授予192万股, 占本次授予比例0.32%	不超过2800人, 主要包含对于实现公司战略目标所需要的公司董事、高级管理人员、中级管理人员和关岗位骨干员工
授予价格	1.79元/股	4.87元/股	3.47元/股	
回购价格	3.58元/股	9.08元/股	6.18元/股	
解锁条件	解锁前一个财务年度业绩实现:	解锁前一个财务年度业绩实现:	解锁前一个财务年度业绩实现:	自限制性股票授予日起2年为限售期, 限售期满后的3年为解锁期, 每年可解锁1/3; 三批的业绩考核目标分别为:
	(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%;	第一批, 解锁前一个财务年度业绩实现: (1) 净资产收益率不低于12%; (2) 净利润增长率不低于7%; (3) 完成经济增加值考核目标
	(2) 净利润三年CAGR不低于10%;	(2) 净利润三年CAGR不低于10%;	(2) 净利润三年CAGR不低于9.5%;	第二批, 解锁前一个财务年度业绩实现: (1) 净资产收益率不低于12.2%; (2) 净利润增长率不低于7%; (3) 完成经济增加值考核目标
	(3) 完成经济增加值考核目标	(3) 完成经济增加值考核目标	(3) 完成经济增加值考核目标	第三批, 解锁前一个财务年度业绩实现: (1) 净资产收益率不低于12.5%; (2) 净利润增长率不低于7%; (3) 完成经济增加值考核目标

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 盈利预测

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,362,008	1,461,506	1,608,990	1,746,755	1,894,185	营业收入	1,199,325	1,419,837	1,542,900	1,639,400	1,760,000
现金	317,501	292,441	335,443	429,935	435,727	营业成本	1,056,710	1,262,226	1,371,638	1,452,508	1,555,840
应收账款	167,553	153,962	196,697	175,894	224,106	营业税金及附加	16,195	17,220	20,058	22,132	22,880
存货	634,967	578,918	613,811	649,240	703,665	销售费用	3,650	4,331	4,629	4,918	5,280
合同资产	9,078	150,975	159,591	168,802	182,953	管理费用	23,352	27,685	30,087	32,132	34,496
其他	241,988	436,185	463,039	491,687	530,686	财务费用	15,336	7,912	8,734	8,991	9,900
非流动资产	499,832	572,946	602,234	632,143	662,697	研发费用	7,621	17,290	16,972	18,033	19,360
长期股权投资	65,994	74,917	82,917	90,917	98,917	资产及信用减值损失	10,466	3,538	5,424	5,523	6,198
固定资产	35,680	37,554	38,428	39,987	42,207	加: 投资净收益	5,646	4,213	4,757	4,872	4,614
在建工程	8,293	10,086	10,586	11,086	11,586	其他收益	24	-52	62	120	149
无形资产	11,594	16,409	17,514	18,599	19,687	营业利润	71,665	83,795	90,177	100,153	110,809
其他	378,270	433,980	452,789	471,555	490,300	营业外净收支	123	-2,327	-385	-300	-200
资产总计	1,861,840	2,034,452	2,211,224	2,378,898	2,556,881	利润总额	71,789	81,468	89,792	99,853	110,609
流动负债	1,066,574	1,145,728	1,223,954	1,300,194	1,388,567	所得税费用	16,439	18,263	20,377	22,636	24,990
短期借款	19,042	28,498	26,191	24,577	26,422	少数股东损益	17,109	21,324	23,419	26,051	28,886
应付账款	481,458	493,130	541,797	588,266	645,674	归属母公司净利润	38,241	41,881	45,996	51,166	56,733
其他	566,074	624,100	655,966	687,351	716,472	EBIT	82,263	91,944	101,398	112,693	124,398
非流动负债	366,002	386,889	420,042	439,078	447,670	EBITDA	90,939	100,992	110,689	122,379	134,623
长期借款	214,676	247,800	277,800	297,800	307,800						
其他	151,326	139,089	142,242	141,278	139,869						
负债总计	1,432,576	1,532,617	1,643,996	1,739,273	1,836,237	重要财务与估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	41,985	41,976	41,976	41,976	41,976	每股收益(元)	0.87	0.97	1.10	1.22	1.35
少数股东权益	185,303	224,638	253,910	286,317	322,583	每股净资产(元)	5.81	6.60	7.46	8.42	9.48
归属母公司股东权益	243,961	277,198	313,319	353,308	398,061	每股经营现金流(元)	0.25	(0.82)	0.35	0.65	0.58
负债和股东权益总计	1,861,840	2,034,452	2,211,224	2,378,898	2,556,881	ROIC(%)	7.75%	7.66%	7.51%	7.60%	7.73%
						ROE(%)	16.67%	16.07%	15.58%	15.35%	15.10%
						销售毛利率(%)	11.89%	11.10%	11.10%	11.40%	11.60%
						销售净利率(%)	4.62%	4.45%	4.50%	4.71%	4.86%
现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率(%)	76.94%	75.33%	74.35%	73.11%	71.82%
经营活动现金流	10,311	(34,220)	14,567	27,434	24,320	收入增长率(%)	13.78%	18.39%	8.67%	6.25%	7.36%
投资活动现金流	(32,813)	(19,813)	(25,748)	(28,707)	(30,431)	净利润增长率(%)	16.09%	9.52%	9.82%	11.24%	10.88%
筹资活动现金流	64,870	26,308	54,183	95,764	11,903	P/E	5.86	5.26	4.65	4.18	3.77
货币资金期初余额	273,253	317,501	292,441	335,443	429,935	P/B	0.88	0.77	0.68	0.61	0.54
货币资金期末余额	317,501	292,441	335,443	429,935	435,727	EV/EBITDA	6.13	5.84	5.58	5.20	4.81
现金净增加额	44,248	(25,059)	43,002	94,492	5,792						

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。