

建筑装饰

2020年09月17日

中国建筑 (601668)

——第四期限制性股票激励有望带动行业龙头估值修复

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2020年09月17日

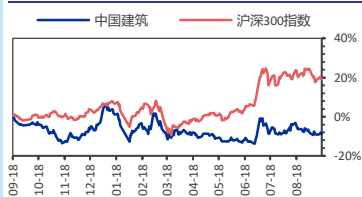
收盘价(元)	5.05
一年内最高/最低(元)	6.2/4.76
市净率	0.8
息率(分红/股价)	3.66
流通A股市值(百万元)	208331
上证指数/深证成指	3270.44/13015.19

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020年06月30日

每股净资产(元)	6.62
资产负债率%	75.95
总股本/流通A股(百万)	41965/41254
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

李峙屹 A0230517070004
lizy@swsresearch.com

研究支持

黄颖 A0230519080001
huangying@swsresearch.com

联系人

黄颖
(8621)23297818×021-23297204
huangying@swsresearch.com

投资要点：

- **事件：公司公告第四期限制性股票激励计划草案**，拟采取回购或者法律允许的其他方式向不超过 2800 名激励对象授予不超过 10 亿股限制性股票（占公司总股本不超过 2.4%），到期分三年解锁，解锁条件为：1）公司净资产收益率不低于 12%；2）净利润增长率不低于 7%；3）完成经济增加值（EVA）考核目标。
- **有别于大众的认识：1）公司是建筑央企中唯一完成三期限限制性股票激励计划并且开启第四期的企业，公司治理优异，员工激励到位。**公司第一期限限制性股票激励于 2013 年 6 月授予，数量为 1.46 亿股，授予人数 686 名，第二期限限制性股票激励于 2016 年 12 月授予，数量为 2.60 亿股，授予人数 1575 名，第三期限限制性股票于 2018 年 12 月授予，数量为 5.99 亿股，授予人数 2081 名；相比于前三期激励计划，第四期计划拟授予股数大幅增长至 10 亿股，覆盖人数可达 2800 人，激励力度进一步扩大，持续充分的激励显示出公司对于核心员工发展的重视，从历史情况来看，公司激励期最终实现业绩均超额完成解锁目标，我们认为此次激励也将进一步夯实公司稳定增长预期。2）**低估值价值龙头，存量经济下集中度提升趋势明显。**公司项目经验丰富、管理水平优异、融资能力突出，存量经济下具备不断提升市占率的能力，20 年 1-7 月公司实现新签合同 1.75 万亿，同比增长 5.3%，其中房建业务新签 1.24 万亿（同比+5.0%），基建业务新签合同 2930 亿元（同比+17.0%），勘察设计新签合同 76 亿元（同比+12.5%），公司房屋施工面积占比逐年提升，09 年至 19 年末已提升 5.6 个百分点，20 年上半年继续提升 2.0 个百分点至 12.1%。3）**行业复工加速，历史估值底部配置价值突出。**回顾过往十五年，建筑股获得超额收益的方法是在总量扩张周期内寻找机会，2020 年稳增长态度明确，财政和货币政策重回扩张，信用环境获得实质性改善，建筑行业阶段性需求提升明显，中国建筑作为行业龙头，估值水平处于历史 5%分位以下，业绩增速稳定，市场认知度高，我们认为第四期限限制性股票激励将构成重要上行催化带动公司估值修复。
- **维持盈利预测，维持买入评级：**预计公司 20-22 年净利润分别为 456.2 亿/501.8 亿/556.1 亿，增速分别为 9%/10%/11%，对应 PE 分别为 4.6X/4.2X/3.8X，维持买入评级。
- **风险提示：**公司房地产业务不及预期；降杠杆考核收入增速不及预期

财务数据及盈利预测

	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,419,837	728,188	1,610,752	1,795,980	1,981,207
同比增长率(%)	18.4	6.2	13.4	11.5	10.3
归母净利润(百万元)	41,881	19,840	45,618	50,182	55,611
同比增长率(%)	9.5	-2.3	8.9	10.0	10.8
每股收益(元/股)	1.00	0.47	1.09	1.20	1.33
毛利率(%)	11.1	11.0	10.6	10.8	10.9
ROE(%)	15.1	7.1	14.4	14.0	13.7
市盈率	5		5	4	4

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,199,325	1,419,837	1,610,752	1,795,980	1,981,207
其中: 营业收入	1,199,325	1,419,837	1,610,752	1,795,980	1,981,207
减: 营业成本	1,056,710	1,262,226	1,440,369	1,601,641	1,765,086
减: 税金及附加	16,195	17,220	19,535	21,782	24,028
主营业务利润	126,420	140,390	150,848	172,557	192,093
减: 销售费用	3,650	4,331	5,042	5,756	6,458
减: 管理费用	23,352	27,685	30,349	34,406	35,904
减: 研发费用	7,621	17,290	22,551	29,095	34,671
减: 财务费用	15,336	7,912	9,226	9,817	10,630
经营性利润	76,461	83,172	83,680	93,483	104,430
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	0	-3,612	-2,832	-4,119	-5,071
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-10,466	73	-534	108	-446
加: 投资收益及其他	5,670	4,161	5,673	6,052	6,933
营业利润	71,665	83,795	85,987	95,523	105,845
加: 营业外净收入	123	-2,327	-504	-903	-1,245
利润总额	71,789	81,468	85,483	94,621	104,600
减: 所得税	16,439	18,263	18,438	20,462	22,554
净利润	55,350	63,205	67,044	74,159	82,046
少数股东损益	17,109	21,324	21,426	23,977	26,435
归属于母公司所有者的净利润	38,241	41,881	45,618	50,182	55,611
全面摊薄总股本	41,985	41,976	41,965	41,965	41,965
每股收益 (元)	0.91	1.00	1.09	1.20	1.33

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。