

# 港澳建筑龙头，科技赋能高质量成长

华泰研究

2024年7月08日 | 中国香港

首次覆盖

建筑施工

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

14.49

研究员

SAC No. S0570517080007  
SFC No. BPW811

方晏荷

fangyanhe@htsc.com  
+(86) 755 2266 0892

研究员

SAC No. S0570522030002  
SFC No. BSH293

黄颖

huangying018854@htsc.com  
+(86) 21 2897 2288

联系人

SAC No. S0570122100047

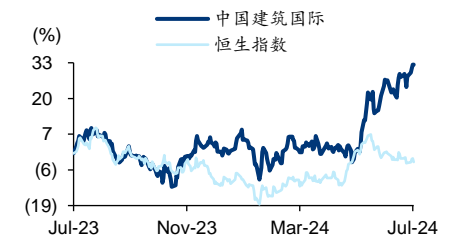
王玺杰

wangxijie@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

## 基本数据

目标价(港币)	14.49
收盘价(港币 截至7月5日)	11.02
市值(港币百万)	55,515
6个月平均日成交额(港币百万)	39.91
52周价格范围(港币)	7.25-11.18
BVPS(港币)	12.25

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

### 港澳建筑龙头，聚焦内地优质赛道，兼具成长与高质量

公司背靠中国建筑集团，是港澳地区最大的总承建商之一，也是内地领先的城市综合投资运营商。未来有望受益于：1) 香港不断推进北部都会区等大型项目；2) 澳门博企将追加 20% 非博彩投资；3) 内地专注保障房订购，拓展科技带动类业务，充分契合“三大工程”需求。公司 19-23 年归母净利润 CAGR 约 15%，业务结构调整见效，21-23 年 ROE、现金流不断改善。2008 年至今分红维持 30% 左右，若 24 年保持该水平对应股息率 5.8%。预计 24-26 年归母净利润为 104/118/134 亿港元，可比公司 24 年 Wind 一致预期 6xPE，考虑公司业绩稳健增长，科技赋能有望优化商业模式和盈利能力，给予 24 年 7xPE，目标价 14.49 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 香港积极上马大型建设计划，澳门博企将追加投资，龙头有望受益

公司 23 年香港地区收入、毛利分别占比 27% 和 9%，市占率 11%，新签订单增长 58%，香港政府投资积极，上马北部都会区、明日大屿等扩展土地容量的大型计划，据香港 24/25 年财政预算案，未来五年政府的基本工程开支每年约为 900 亿港元，相较过去五年均值 760 亿港元增长 18%。公司 2023 年澳门地区收入、毛利占比 9% 和 6%，22 年市占率 22%。2023 年澳门经济恢复较好，政府投资的公共工程有望延续，私人工程预计迎来改善，博企将在 22 年承诺的十年投资非博彩项目 1087 亿澳门元的基础上追加 20%。

### 内地聚焦优质赛道，发展科技、短周期投资类项目，现金流有效改善

2023 年内地收入、毛利分别占比 58% 和 79%，专注保障房订购，拓展科技带动类业务，在“三大工程”、“绿色建筑”等政策驱动下具备较好市场需求。投资业务模式调整成效明显，快周转、强运营带动内地经营性现金流持续改善。受此影响，公司 22 年整体经营性现金流净流入 2.12 亿港元，实现自 17 年起的首次转正，23 年巩固成果实现 5.0 亿港元净流入。公司充分利用 MiC 快速建造等科技+优势，获得高附加值、强影响力的科技带动项目，成功进入深圳、无锡、北京、广州、嘉兴等城市，截至 23 年底，已在内地布局 8 个装配式建筑生产基地，配备智能化生产线共 78 条，年产能 205 万 m<sup>2</sup>。

### 科技赋能：MiC 开启国内装配式 4.0 时代，依托高端幕墙积极拓展 BIPV

公司坚持科技赋能的业务战略，以旗下中建海龙科技、中建兴业作为科研高地，着力发展 MiC、BIPV 等科技型建筑业务。区别于传统建筑作业模式，科技带动业务产品化属性较强，有望驱动公司由粗犷服务业转向精细制造业，优化商业模式和盈利能力，提升差异化竞争力。23 年科技带动类新签合同同比增长 44.6%，占比提升 7.6pct 至 39.7%，25 年目标占比达到 50%。

风险提示：港澳投资低于预期；内地拓展低于预期；MiC 应用低于预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(港币百万)	101,975	113,734	125,586	141,495	157,989
+/-%	31.91	11.53	10.42	12.67	11.66
归属母公司净利润(港币百万)	7,957	9,164	10,425	11,830	13,361
+/-%	17.00	15.17	13.75	13.48	12.94
EPS(港币, 最新摊薄)	1.58	1.82	2.07	2.35	2.65
ROE(%)	12.26	13.35	13.80	14.14	14.39
PE(倍)	6.98	6.06	5.33	4.69	4.16
PB(倍)	0.85	0.77	0.70	0.63	0.57
EV EBITDA(倍)	7.91	7.10	6.87	6.54	6.27

资料来源: 公司公告、华泰研究预测



## 正文目录

<b>核心观点</b> .....	<b>5</b>
核心逻辑.....	5
区别于市场的观点.....	5
<b>港澳龙头地位稳固，聚焦内地优质赛道</b> .....	<b>6</b>
背靠中国建筑集团，立足港澳，高科技赋能.....	6
科技驱动发展：引领建筑行业新质生产力.....	11
MiC：高度集成的装配式建筑.....	11
BIPV：绿色低碳建筑重要助力.....	13
<b>三大市场齐头并进：港澳投资上行，内地细分赛道景气</b> .....	<b>15</b>
香港：政府投资积极，公司市占率有望进一步提升.....	15
澳门：私人工程有望回升，博企将追加投资.....	19
内地：专注优质区域，坚持短周期、快周转.....	21
中国建筑兴业：高端幕墙龙头，领军 BIPV.....	23
<b>目标价 14.49 港元，首次覆盖给予“买入”评级</b> .....	<b>28</b>
历史复盘：港澳/内地投资推进+业务转型/经营向好 =显著超额收益.....	28
盈利预测与估值.....	29
风险提示.....	30

## 图表目录

图表 1: 中国建筑国际发展历程 .....	6
图表 2: 中国建筑国际业务架构 .....	6
图表 3: 中国建筑国际股权结构图 .....	6
图表 4: 2017-2026 年中建国际营业收入及增速变化 .....	7
图表 5: 2017-2026 年中建国际归母净利润及增速变化 .....	7
图表 6: 2017-2023 年中建国际分业务收入变化情况 .....	7
图表 7: 2023 年中建国际各业务营业收入占比 .....	7
图表 8: 2017-2023 年公司各地区营业收入及变动 .....	8
图表 9: 2023 年公司各地区收入占比 .....	8
图表 10: 2017-2023 年公司分地区新签订单 .....	8
图表 11: 2023 年公司各地区新签订单占比 .....	8
图表 12: 2017-2023 年公司分地区毛利率 .....	9
图表 13: 2023 年公司各地区毛利润占比 .....	9
图表 14: 2017-2023 年中国建筑国际 ROE 分拆 .....	9
图表 15: 2017-2023 年中国建筑国际总资产周转率 .....	9
图表 16: 2017-2023 年中国建筑国际经营性、投资性现金流及净现比 .....	10
图表 17: 2017-2023 年中国建筑国际分地区现金流净额 .....	10
图表 18: 2010-2023 年中国建筑国际现金分红情况 .....	10
图表 19: 公司与其他建筑央企分红及股息率对比 .....	11
图表 20: 科技引擎驱动公司发展 .....	11
图表 21: 公司科技类订单占比 .....	11
图表 22: 中建海龙装配式建筑发展进程 .....	12
图表 23: 中建海龙科技装配式建筑产能分布 .....	13
图表 24: 中建海龙科技 MiC 产品 .....	13
图表 25: MiC 模块化集成建筑展现出高效率、高质量、绿色低碳、节材省工四大优势 .....	13
图表 26: 中国建筑兴业 BIPV 发展进程 .....	14
图表 27: 未来十年香港可开发土地供应达 3360 公顷 .....	15
图表 28: 2011-2023 年香港主要承建商完成工程总值 .....	15
图表 29: 24-26 年香港建造工程产值乐观预计可达 3100/3200/3300 亿港元 .....	15
图表 30: 香港基本工程开支 .....	16
图表 31: 香港医院病床数变化 .....	16
图表 32: 香港新落成房屋建屋量 (个) .....	17
图表 33: 香港 MiC 发展 .....	17
图表 34: 公司在香港地区市占率 .....	18
图表 35: 香港市场前五大建筑商排名 .....	18
图表 36: 香港地区盈利预测 .....	19
图表 37: 澳门建筑业总产值 .....	20
图表 38: 2022 年澳门建筑业各类承造工程产值占比 .....	20
图表 39: 2015-2022 年澳门各类承造工程产值变化 .....	20



图表 40: 2015-2022 年澳门各类承造工程产值占比变化.....	20
图表 41: 2014-2023 年公司在澳门市场收入及市占率 .....	21
图表 42: 2015-2023 年公司在澳门市场新签合同 .....	21
图表 43: 澳门地区盈利预测 .....	21
图表 44: 2019-2023 年公司内地新签合同结构变化.....	22
图表 45: 2017-2023 年公司内地新签合同及同比.....	22
图表 46: 中建海龙八大生产基地.....	22
图表 47: 内地地区盈利预测 .....	23
图表 48: 中国建筑兴业业务区域.....	24
图表 49: 中国建筑兴业幕墙业务拓展历程 .....	24
图表 50: 中国建筑兴业六大新型幕墙技术 .....	24
图表 51: 中国建筑兴业分部营收.....	25
图表 52: 中国建筑兴业分部新签订单.....	25
图表 53: 新加坡滨海湾金沙 .....	26
图表 54: 新加坡 Museum Station .....	26
图表 55: The Line .....	26
图表 56: The Mukaab .....	26
图表 57: 中国建筑兴业盈利预测.....	27
图表 58: 中国建筑国际股价复盘.....	29
图表 59: 公司 2024-2026 年营收预测.....	29
图表 60: 公司 2024-2026 年毛利率预测.....	30
图表 61: 公司 2024-2026 年费用预测.....	30
图表 63: 中国建筑国际 PE-Bands .....	31
图表 64: 中国建筑国际 PB-Bands .....	31

## 核心观点

### 核心逻辑

公司背靠中国建筑集团，是港澳地区最大的总承建商之一，也是内地领先的城市综合投资运营商。公司立足三大市场，有望齐头并进：1) 港澳市场市占率高，受整体需求驱动，未来有望受益于香港不断推进北部都会区、明日大屿等扩展土地容量的大型开发项目、澳门博企将追加 20% 非博彩项目投资；2) 内地市占率低，主要受自身发展战略影响，专注短周期投资保障房定购业务，有望受益于“三大工程”推进实施，同时拓展科技带动类业务，转向高壁垒景气赛道。19-23 年归母净利润持续较快增长，CAGR 约 15%，聚焦科技赋能、短周期投资类业务，结构调整逐见成效，21-23 年 ROE、现金流不断改善。2008 年至今分红水平长期维持 30% 左右，假设 24 年分红比率维持 30% 左右，对应股息率 5.8%。我们预计公司 24-26 年归母净利润为 104.3/118.3/133.6 亿港元，同比增速 13.8%/13.5%/12.9%。我们认为公司基本面稳健度较高、资产质量持续向好叠加高股息属性，具有较好投资价值。

### 区别于市场的观点

市场普遍认为建筑行业需求放缓，我们认为公司所在市场或赛道下游需求较好，优于整体建筑行业：1) 深耕港澳市场，市占率较高，香港政府投资积极，上马北部都会区、明日大屿等扩展土地容量的大型开发项目，2024-2033 年香港总房屋供应目标大约 44 万个单位，此前十年为 31.5 万个，2023-2027 年计划增加病床数 4600 个，较 2018-2022 年新增量增长约 70%。2023 年澳门经济恢复较好，政府投资的公共工程有望延续，私人工程方面，博企将在 22 年承诺的十年投资非博彩项目 1087 亿港元的基础上追加 20%。2) 内地市场规模较大，公司专注保障房定购业务，拓展科技带动类业务，在“三大工程”、“绿色建筑”等政策驱动下具备较好市场需求。

市场对于建筑企业存在固化印象，认为其毛利率低、应收账款较多导致资产质量和现金流较差。我们认为一方面，公司持续优化业务结构，聚焦科技赋能、短周期快周转的投资类业务，2021-2023 年 ROE、现金流持续改善。2023 年 ROE 约 15.3%，较 21 年提升 2.4pct；港澳业务现金流状况保持良好，2017-2023 年持续为正，同时随内地业务现金流转好，由 2021 年的净流出 5.51 亿港元转为 2022 年的净流入 2.12 亿港元，实现自 2017 年起的首次经营性现金流转正，2023 继续巩固现金流管控成果，实现 5.0 亿港元净流入。另一方面，科技带动类业务区别于传统建筑作业模式，技术壁垒提升，产品化属性日益增强，随着公司科技带动类业务占比持续提升，商业模式有望实现重要优化：

- 1) **MiC (模块化集成建筑)** 是高度集成的装配式建筑，不仅包含已装配完成的结构组件，还具备完整独立的装修和屋宇设备方案，被吊装到现场后仅需对齐、连接各设施模块接口和处理接缝，使得传统粗犷的施工管理方式得以向制造业的产品化以及精细化管理模式转变，有利于传统建筑企业提升利润率、周转率。中建海龙科技是公司旗下从事新型建造方式全产业链解决方案的科技公司，凭借 MiC 模块化集成建筑体系开启了国内装配式 4.0 时代，当前已由技术培育期进入快速扩张期，进入各类型建筑市场。截至 2023 年底，已建成 8 个装配式建筑生产基地，配备智能化生产线共 78 条，年产能 205 万 m<sup>2</sup>，已累计完成 331 个装配式项目，装配式建筑面积达到 2834 万 m<sup>2</sup>，类型涵盖住宅、酒店、写字楼、医院、学校、桥梁、隧道、地铁等。同时创新研发 MiC 新型建造方式，累计完成项目 72 个，总建筑面积 496 万 m<sup>2</sup>，供应 81021 个 MiC 模块。
- 2) **幕墙** 当前已经是装配化、产品化程度较高的一种建筑业务，公司依托中国建筑兴业的高端幕墙业务，积极发展 BIPV，进一步提升产品力。中国建筑兴业的“远东幕墙”品牌，是全球极具竞争力的专业公司，也是香港历史最悠久、规模最大、市占率最高的幕墙专业公司，拥有大量的幕墙施工经验和广泛优质的客户渠道资源。2021 年，公司携手龙焱能源科技，共同开发建筑光伏一体化产品开拓 BIPV 市场，并于远东珠海员工餐厅试行；2022 年中标首单 BIPV 项目，同年 9 月发布“Light S”系列 BIPV 产品；2023 年 5 月发布“Light-A”，标志着 BIPV 产品研发取得突破，同年 11 月中标深圳 OPPO 国际总部大厦项目，再次刷新世界幕墙工程难度记录，积极推进 BIPV 技术革新与应用。

## 港澳龙头地位稳固，聚焦内地优质赛道

### 背靠中国建筑集团，立足港澳，高科技赋能

中国建筑国际是港澳地区最大的总承建商之一，也是内地领先的城市综合投资运营商。公司于1979年开始在香港从事建筑业务，于2005年7月在港交所上市。经过四十多年的发展，中国建筑国际已形成“中国内地、香港、澳门、海外”四大业务区块，以“基建投资和建筑承包”为核心的双核驱动业务模式。截至2023年底，集团成功进入22个省，80余个城市，基本形成全国布局，在香港、澳门、中国内地和海外先后承建逾1,500项工程。

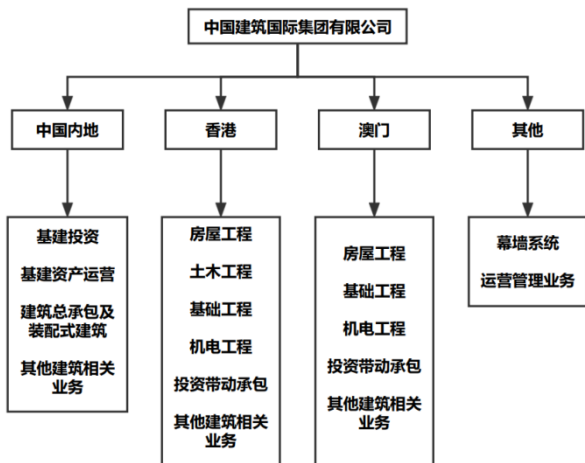
图表1：中国建筑国际发展历程



资料来源：公司官网、华泰研究

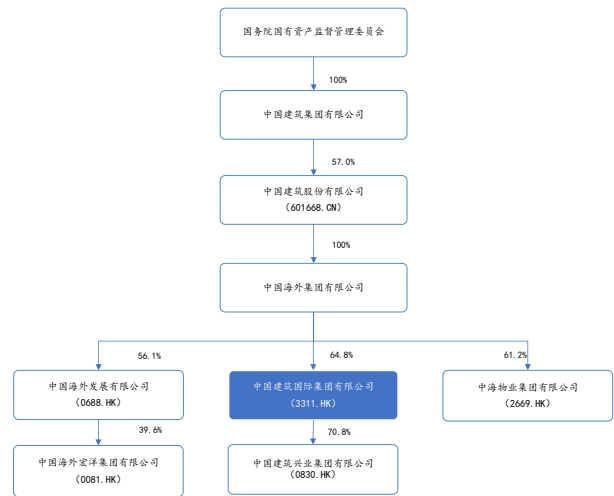
中国建筑国际系中国建筑股份旗下孙公司，经由中国海外集团有限公司持有公司股份64.8%，公司实控人为国务院国资委。相比集团旗下其他工程局，公司主要立足于港澳市场，内地则聚焦投资类、MIC等科技型业务领域发展。

图表2：中国建筑国际业务架构



注：“幕墙系统”通过上市子公司-中国建筑兴业集团有限公司（0830 HK）经营  
资料来源：Wind、公司公告、华泰研究

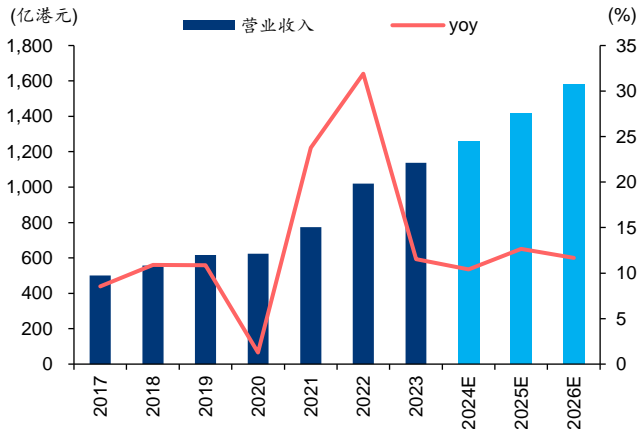
图表3：中国建筑国际股权结构



注：截至2024年7月7日  
资料来源：Wind、公司公告、华泰研究

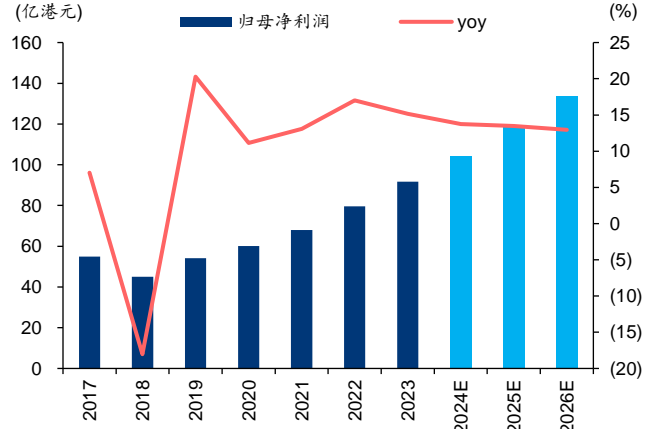
公司 2018-2023 年收入与利润总体保持稳定增长。公司营业收入总额由 2017 年的 501.53 亿港元稳步增长至 2023 年的 1,137.34 亿港元, CAGR 约为 14.62%, 2020 年受疫情影响, 收入增速较前期的 10% 左右放缓至 1.28%, 于 2021 年恢复至 23.78%, 2022 年继续增加至 31.9%, 2023 年营收增速有所回落, 同比增长 11.53%, 主要系 2022 年受疫情影响香港医院投资基数较大, 2023 年香港业务规模有所收缩。净利润方面, 2018 年受山西阳泉至娘子关一级公路车流量低于预期导致减值影响, 归母净利润有所下滑, 2019 年恢复稳步上升趋势, 2019-2023 年归母净利润 CAGR 约 15.29%, 2023 年实现归母净利润 91.64 亿港元, 同比增长 15.17%。

图表4: 2017-2026 年中建国际营业收入及增速变化



资料来源: Wind、华泰研究预测

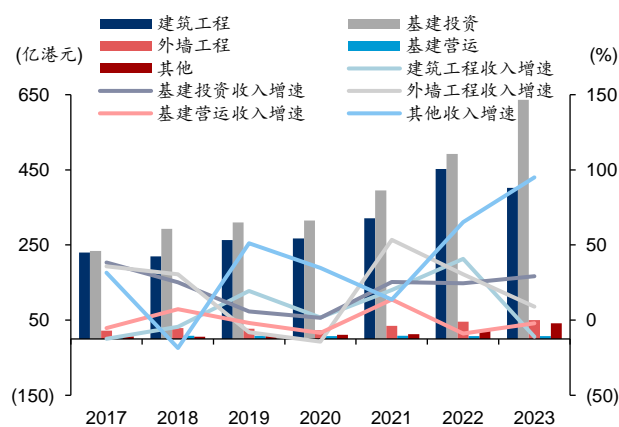
图表5: 2017-2026 年中建国际归母净利润及增速变化



资料来源: Wind、华泰研究预测

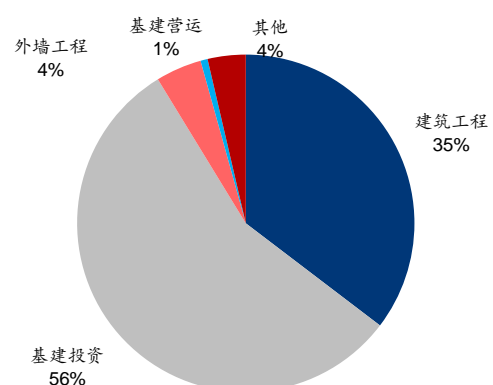
基建投资与建筑工程合约业务收入贡献最大, 合计占比在 2017-2023 年间均达 90% 以上。公司基建投资业务主要包括 PPP 及 GTR 所提供的建造服务的营业额及相关利息收入, 2023 年实现营收 635.93 亿港元, 占总营业收入 55.91%, 同比增长 29.14%; 2023 年建筑工程合约收入 402.15 亿港元, 占比 35.36%, 同比减少 11.07%; 公司外墙工程业务主要通过旗下子公司中国建筑兴业开展, 聚焦于幕墙业务, 2023 年实现营业收入 50.09 亿港元, 同比增长 8.98%, 占总营业收入比重 4.40%; 其他业务收入贡献较小, 主要为工业厂房改造、装配式建筑生产厂房及项目管理服务等, 2023 年因组装合成建筑业务增加而使得分部业绩快速增长, 同比增长 94.98% 至 41.42 亿港元。

图表6: 2017-2023 年中建国际分业务收入变化情况



资料来源: Wind、华泰研究

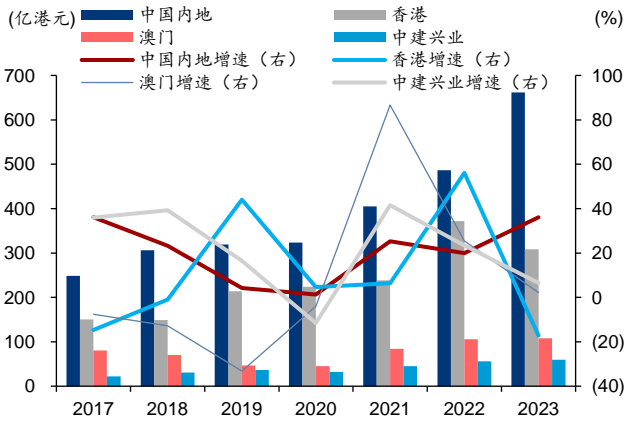
图表7: 2023 年中建国际各业务营业收入占比



资料来源: Wind、华泰研究

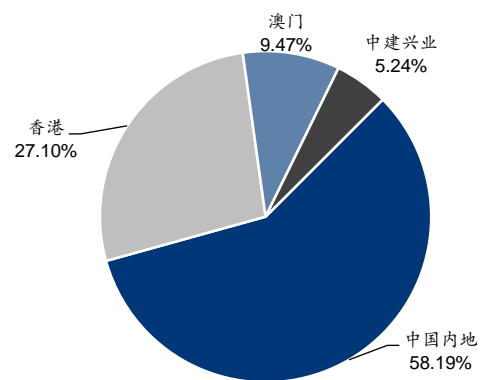
公司在港澳地区稳居当地建造业龙头地位，内地业务向短周期、快周转建筑投资项目转型，营收增速明显增加。内地业务在公司整体营业收入和毛利润总额中占据主体地位，2017-2021年，公司50%左右收入均来自内地，内地营收占比稳中有升，2022年公司在香港承建大量与疫情防控有关的建筑项目，带动香港地区营收占比有所提升。2023年，公司中国内地、香港、澳门以及中建兴业分别实现营业收入661.85/308.22/107.70/59.57亿港元，同比+36.10%/-17.18%/+2.17%/+6.60%，占比分别为58.19%/27.1%/9.47%/5.24%，较上年+10.5/-9.4/-0.9/-0.2pct。

图表8：2017-2023年公司各地区营业收入及变动



资料来源：Wind、华泰研究

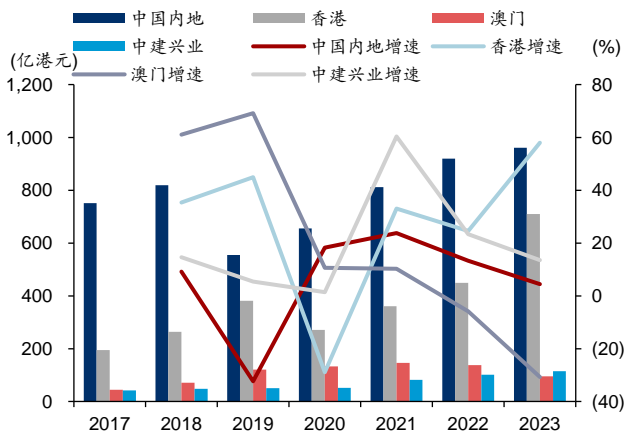
图表9：2023年公司各地区收入占比



资料来源：Wind、华泰研究

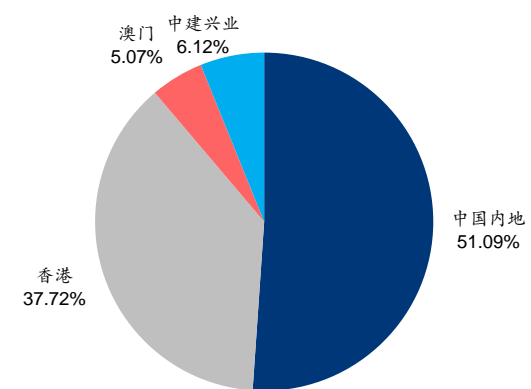
2023年新签订单稳定增长，24Q1重大项目落地带动新签高增长。2023年公司新签订单1880.18亿港元，同比增长16.98%，其中内地仍然是新签订单的主要贡献地区，新签960.55亿港元，同比增长4.49%，占新签总额的51.09%。公司在内地的业务模式持续优化，聚焦发展稳健、内生动能强的地区，并转向短周期、回款快的建筑投资优质项目，2023年投资带动类新签合同周期均在5年以内。香港地区新签同比增长相对最快，较上年同增57.97%至709.21亿港元，占比提升9.79pct至37.72%，主要系香港地区积极推动投资计划，同时公司在疫情中依靠科技、品牌优势，扩大香港市场份额。澳门地区仍保持领先地位，但受市场影响新签95.41亿港元，同比降低30.74%。中建兴业新签同比增长13.57%至115.01亿港元。2024Q1公司新签订单800.9亿港元，同比增长69.6%，主要系与法国威立雅集团组成联合体签约香港新界西堆填区扩建计划项目，合同金额611亿港元。

图表10：2017-2023年公司分地区新签订单



资料来源：Wind、华泰研究

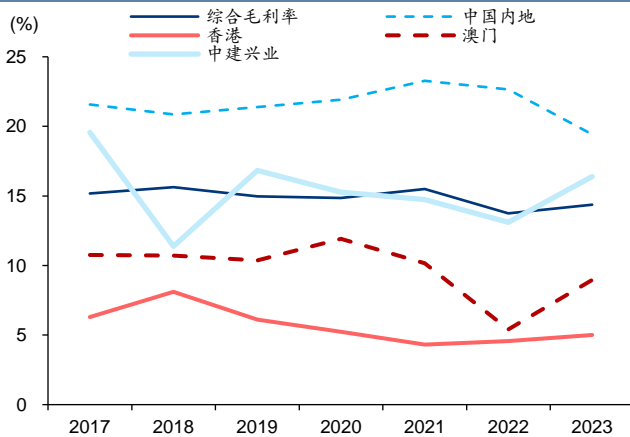
图表11：2023年公司各地区新签订单占比



资料来源：Wind、华泰研究

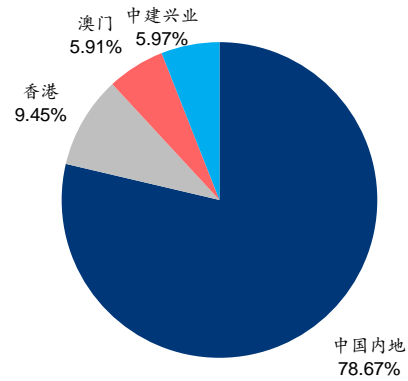
2017年以来公司综合毛利率稳定在15%左右，2022年下滑至13.75%，主要系澳门业务毛利率缩减，2023年回升至14.37%。分地区来看，2023年中国内地、香港、澳门、中建兴业分别实现毛利128.55/15.44/9.65/9.76亿港元，占比分别为78.67%/9.45%/5.91%/5.97%。内地毛利贡献最大，毛利率同样较高，2018-2021年逐年呈增长趋势，后逐渐降低，2023年内地业务毛利率为19.42%，同比下降3.23pct，主要系毛利率较低的短周期类、科技类项目占比提升所致。中建兴业次之，毛利率在15%上下波动，2020-2022年有所下滑，主要系疫情影响导致项目进度延迟及原材料供应链稳定性降低，2023年毛利率升至16.38%，同比提升了3.27pct。澳门市场2022年毛利率由10%左右水平降低至5.4%，主要系大部分澳门项目处于前期阶段，2023年回升至8.96%。香港市场毛利率最低，自2018年的8.1%逐年下降至2021年的4.3%，2023年提升至5.0%，毛利率整体偏低主要系香港地区劳动力市场供给受限导致人工成本相对较高。

图表12: 2017-2023年公司分地区毛利率



资料来源: Wind、华泰研究

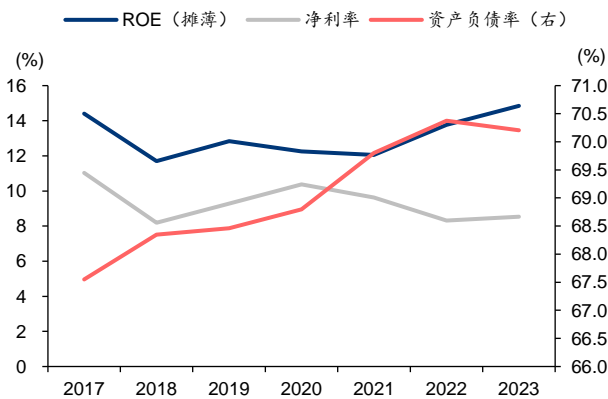
图表13: 2023年公司各地区毛利润占比



资料来源: Wind、华泰研究

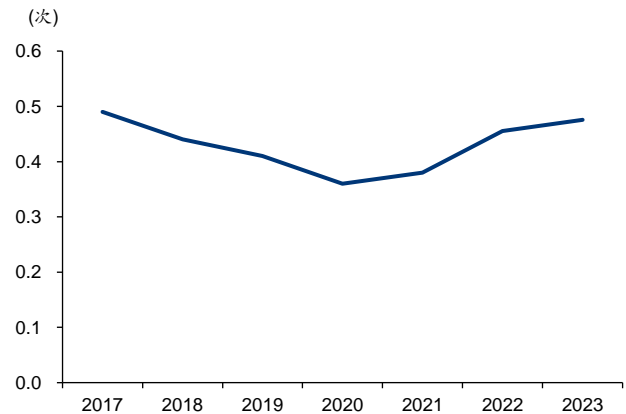
2023年ROE有所改善，主要系净利率和周转率提升带动。2021年以来，ROE呈现逐年提升态势，2023年同比继续提升1.08pct至14.85%。分拆来看，公司资产周转率自2020年起呈恢复态势，2023年资产周转率为0.48，营运能力有所改善，主要系科技赋能战略效果显著；资产负债率方面，由2017年的67.55%持续提升至2022年的70.37%，2023年同比下降0.17pct至70.20%；净利率方面，2020-2022年期间有所下滑，主要受澳门业务所拖累，2023年净利率恢复至8.54%，同比提升0.23pct。

图表14: 2017-2023年中国建筑国际ROE分拆



资料来源: Wind、华泰研究

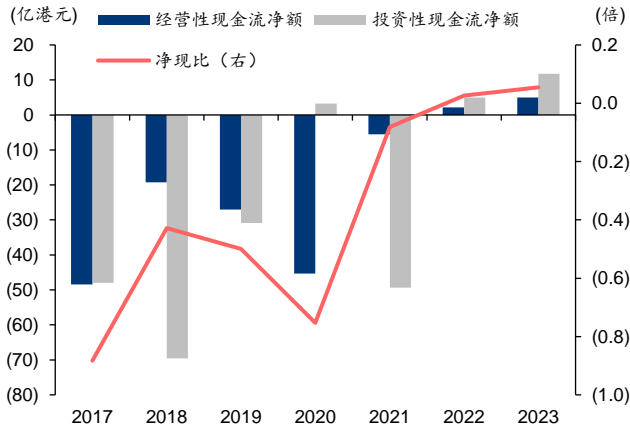
图表15: 2017-2023年中国建筑国际总资产周转率



资料来源: Wind、华泰研究

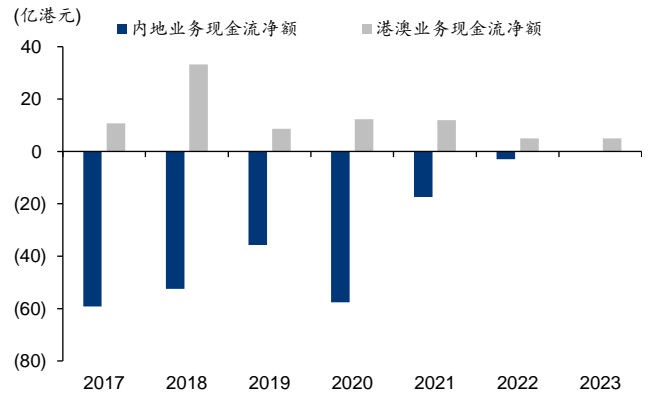
公司现金流持续改善，2023 年内地业务经营性现金流首次转正。港澳业务现金流状况保持良好，2017-2023 年持续为正，2023 年经营现金净流入 5.0 亿港元。2020 年起，因更多项目进入回款期加之内地业务转型成效明显，公司内地业务经营现金流出逐渐收窄，2023 年内地业务首次实现经营性现金流转正。总体看，随内地业务现金流转好，公司整体经营性现金流由 2021 年的净流出 5.51 亿港元转为 2022 年的净流入 2.12 亿港元，实现自 2017 年起的首次经营性现金流转正，2023 继续巩固现金流管控成果，实现 5.0 亿港元净流入。投资性现金流方面，2022 年由上年的 49.38 亿港元净流出转为流入 5.01 亿港元，主要系出售了一定低周转资产以提高流动性，2023 年投资性现金流增加 6.73 亿至 11.74 亿港元。

图表 16: 2017-2023 年中国建筑国际经营性、投资性现金流及净现比



资料来源: Wind、华泰研究

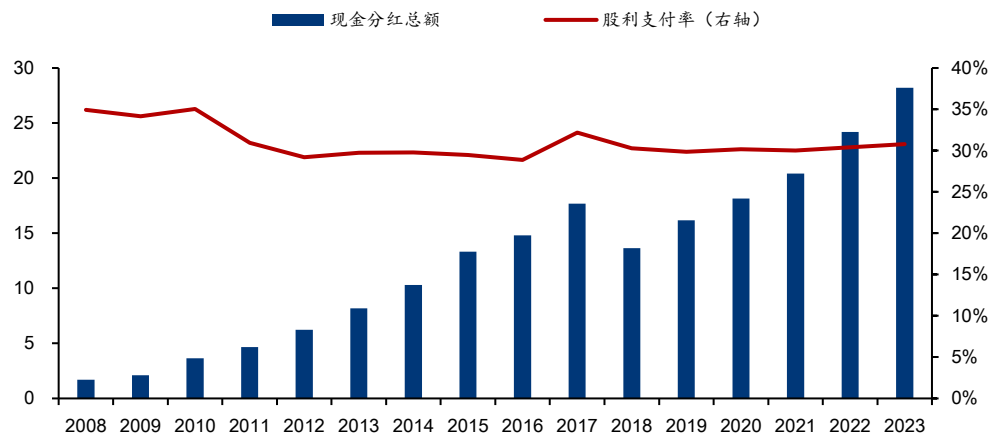
图表 17: 2017-2023 年中国建筑国际分地区现金流净额



资料来源: Wind、华泰研究

公司分红稳定，股利支付率自 2008 年至今长期维持在 30%左右，根据公司经营目标，假设 2024 年继续保持派息比率 30%左右，对应 24 年股息率 5.8%。低于中国铁建、中国交建 H 股股息率，但高于同类央企 A 股股息率。

图表 18: 2010-2023 年中国建筑国际现金分红情况



资料来源: Wind、公司公告、华泰研究

图表19：公司与其他建筑央企分红及股息率对比

		中国建筑		中国中铁		中国铁建		中国交建		中国建筑国际
		A股	A股	H股	A股	H股	A股	H股	H股	
股价(本位币)	2024/7/5	5.36	6.39	4.36	8.47	5.56	8.75	4.74	11.02	
EPS(本位币)	2023	1.29	1.35	1.48	1.92	2.10	1.46	1.60	1.82	
	2024E	1.40	1.49	1.63	2.08	2.28	1.58	1.73	2.07	
分红比率	2023	20.82%	15.52%	15.52%	18.21%	18.21%	20.00%	20.00%	30.78%	
	2024E	20.82%	15.52%	15.52%	18.21%	18.21%	20.00%	20.00%	30.78%	
股息率	2023	5.0%	3.3%	5.3%	4.1%	6.9%	3.3%	6.7%	5.1%	
	2024E	5.4%	3.6%	5.8%	4.5%	7.5%	3.6%	7.3%	5.8%	

注：除中国建筑国际为华泰研究预测外，其他公司2024年EPS预测均来自wind一致预期。  
资料来源：Wind，华泰研究预测

### 科技驱动发展：引领建筑行业新质生产力

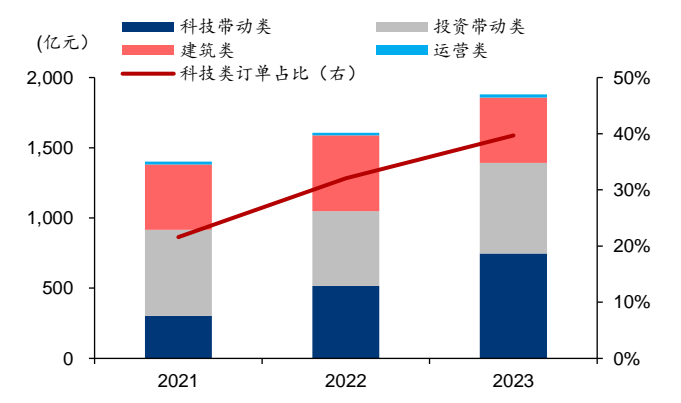
公司坚持科技赋能的业务战略，以旗下中建海龙科技、中建兴业作为科研高地，着力发展MiC、BIPV等科技型建筑业务，科技业务带来的差异化竞争力不断加强。2023年公司新签订单1880.2亿港元，科技类项目新签746.2亿港元，同比增加44.6%，占新签合同比例达到39.7%，较22年继续提升7.59pct。

图表20：科技引擎驱动公司发展



资料来源：公司官网、华泰研究

图表21：公司科技类订单占比



资料来源：公司官网、华泰研究

### MiC：高度集成的装配式建筑

MiC（模块化集成建筑）是高度集成的装配式建筑。MiC是采用一种“组装合成”的概念，在建筑方案及施工图设计时，根据建筑功能分区的不同将建筑拆分为不同的模块，再将模块进行高标准、高质量、高效率的规模化制作，然后运送至施工现场安装。传统装配式建筑与MiC的区别主要在于现场施工程序和组成元素两个方面。传统装配式的预制组件被运输到现场后，大部分剩余结构部分仍需使用传统建筑方法（安装模板、捆扎钢筋、浇筑混凝土）修建，结构件完成后才开始装修和管道铺设。MiC被吊装到现场后仅需对齐、连接各设施模块接口和处理接缝。组成元素方面，传统装配式的预制组件是预制外墙、预制楼板、预制板间墙、预制楼梯等，仅作为参与建筑的结构表现的基本单位，MiC不仅包含已装配完成的结构组件，还具备完整独立的装修和屋宇设备方案。

中建海龙科技是公司旗下从事新型建造方式全产业链解决方案的科技公司，凭借MiC模块化集成建筑体系开启了国内装配式4.0时代。MiC当前已由技术培育期进入快速扩张期，已进入各类型建筑市场。中建海龙科技1993年就已开启建筑工业化研究，是最早从事装配式设计的公司之一，1998年进入香港装配式建筑市场，2012年进军内地。中建海龙科技以打造原创技术“策源地”和现代产业链“链长”为发展方向，建立了丰富、领先的建筑工业化产品体系，率先实现装配式建筑由1.0向4.0时代的跨越。截至23年底，已布局深圳、珠海、合肥、宿州、重庆、济宁、江门8个装配式建筑生产基地，配备智能化生产线共78条，年产能205万㎡，建立海龙模方MiC七大系列产品，累计完成涵盖住宅、酒店、写字楼、医院、学校、桥梁、隧道、地铁等331个装配式项目，总建筑面积达2834万㎡。

图表22： 中建海龙装配式建筑发展进程



资料来源：中建海龙官网、华泰研究

MiC 技术是新型建筑工业化与智能制造的结合，产业链的“方案+产品”模式优化生产要素的组合方式，而复合型管理人员、产业工人及人机协同生产设备提升生产要素的质量，引入技术和数据等新生产要素则实现了技术进步和效率提升。中建海龙科技整合方案、建筑、结构、给排水、暖通、电气六大专业，实现模块拆分前置、装修深化前置等四大前置，将建筑项目在设计之初就拆分为不同的集成模块单元，再进行工厂自动化生产。因此 MiC 对工程项目积累、全产业链整合设计、制造业生产落地及精细化管理能力等均具有较高要求，技术壁垒较强。

中建海龙拥有钢结构 MiC、混凝土 MiC、电梯 MiC 等三大产品体系。2022 年 8 月，中国建筑国际在线发布“海龙模方”MiC 系列建筑产品。该系列建筑产品分为三大类，分别为 E 系列——海龙电梯 MiC 高层模方，适用于旧改的电梯加装解决方案；S 系列——海龙钢结构 MiC 高层模方，适用于商业裙房、写字楼、公寓的高层 MiC 解决方案；以及 C 系列——海龙混凝土结构 MiC 高层模方，适用于住宅的高层 MiC 解决方案。代表项目均打破相关领域全国记录，包括中国内地首个百米高混凝土 MiC 项目、在建单体最高的钢结构 MiC 项目、首个采用双轿厢 MiC 技术的高层建筑加装电梯项目等，实现高层 MiC 连接体系重大技术突破。

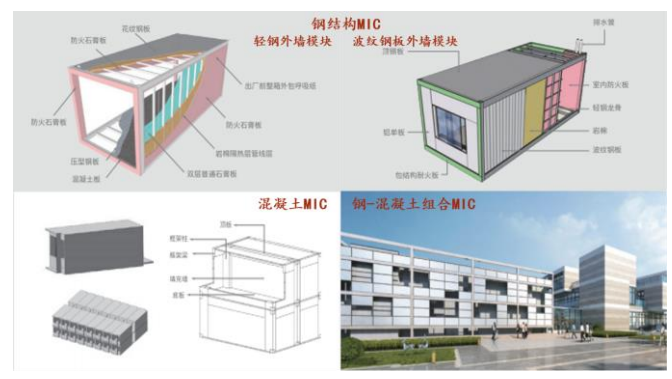
中建海龙科技目前是唯一一家同时拥有钢结构 MiC 和混凝土 MiC 技术体系与项目经验的综合服务商。钢结构 MiC 包括轻钢外墙模块和波纹钢板外墙模板，前者模块外立面可搭配多种饰面效果；后者可以有效的保护室内墙体，防止础碰开裂，并实现一级防水性能和良好的气密性能。钢结构 MiC 代表项目有北大屿山医院香港感染控制中心（全球首家全 MiC 负压隔离病房传染病医院）。混凝土 MiC 模块内包含框架结构，性能稳定，节点采用螺栓使得框架 MiC 可拆卸重复使用。钢-混凝土组合 MiC 则结合二者优点，适用于防腐、防火需求高的建筑，中建海龙珠海科技馆便是全国首例采用钢混 MiC 的复杂建筑。

图表23: 中建海龙科技装配式建筑产能分布



资料来源: 公司官网、华泰研究

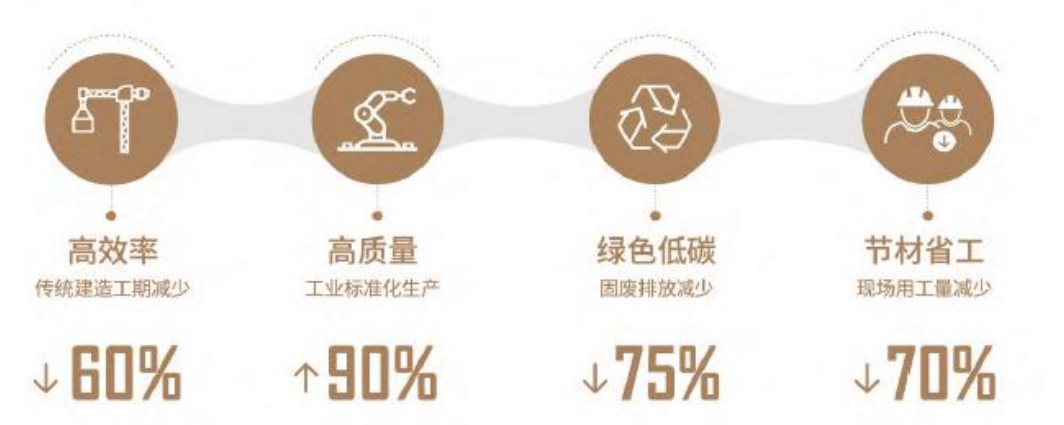
图表24: 中建海龙科技 MiC 产品



资料来源: 公司官网、华泰研究

**MiC 较传统建筑更环保，建设周期更短，建造成本更低。** MiC 是目前建筑工业化程度最高的绿色建造方式，中建海龙 MiC 在建筑项目全生命周期中，展现出高效率、高质量、绿色低碳、节材省工的四大优势，MiC 技术工期较传统建筑可减少 60% 以上，总用工量较传统建筑可减少 20% 以上，其中现场用工量可减 70%，建筑废弃物排放可减少 75%。不仅大幅降低了施工安全风险和现场用工量，同时建筑精度和质量以及施工效率都有所改善。在实际运用中，中建海龙基于全生命周期 BIM 技术，MiC 钢箱结构自动生产线实现了 24 小时不间断生产，推动产能不断释放。2021 年国际酒店项目 1660 个 MiC 单元，124 天完工；2022 年中央援港项目 17600 多个 MiC 单元，英标标准建造，66 天完成项目交付。以香港北大屿山医院香港感染控制中心为例，作为 MiC 模块化永久建筑医院，若是按照香港传统的工期，可能需要 3-4 年左右的时间，而中建海龙仅用了四个多月时间即完成。

图表25: MiC 模块化集成建筑展现出高效率、高质量、绿色低碳、节材省工四大优势



资料来源: 中建海龙官网、华泰研究

**BIPV: 绿色低碳建筑重要助力**

**BIPV (光伏建筑一体化)** 是一种将太阳能发电产品集成到建筑上的技术，即通过建筑物屋顶和立面与光伏发电集成起来，使建筑物本身能够利用太阳能发电，以满足自身用电需求，从而推动建筑从耗能向产能、节能转变。作为当前主要的两种光电建筑形式，BIPV 与 BAPV (光伏附着建筑) 不同，后者是将光伏发电系统直接附加在建筑上，光伏组件不作为建筑材料，适用于存量改造；而前者将光伏组件与建筑材料 (如外墙、窗等) 相结合，形成新的建筑材料，即“BIPV 组件”，如光伏屋顶、光伏幕墙等。

依托中国建筑兴业的高端幕墙业务，积极发展 BIPV。中国建筑兴业的“远东幕墙”品牌，是全球极具竞争力的专业公司，也是香港历史最悠久、规模最大、市占率最高的幕墙专业公司，拥有大量的幕墙施工经验和广泛优质的客户渠道资源。2021 年，公司与碲化镉技术龙头杭州龙焱能源科技签订战略合作协议。龙焱能源科技由国际光伏专家吴选之教授等人创建于 2008 年，承担了国家高技术研究发展计划（863 计划）先进能源领域课题，率先在中国实现了完全自主研发碲化镉薄膜太阳能技术产业化，是建筑光伏一体化（BIPV）应用的领跑企业。公司携手龙焱能源科技，在传统光伏组件产品基础上进行技术迭代，共同开发建筑光伏一体化产品，开拓 BIPV 市场，并于远东珠海员工餐厅试行。

**BIPV 试点项目落地，创新产品实现突破。**2022 年公司中标首单 BIPV 项目“山东省青岛市莱西青北高科园商业项目及 BIPV 光伏系统供应及安装工程”，合约额 1.01 亿港元，光伏幕墙业务实现商业项目突破。此外，公司于 2022 年成立‘智能幕墙研究中心’，同年 9 月发布“Light S”系列光伏幕墙一体化（BIPV）产品，该产品是新型的轻质仿石材光伏组件，具有美观、轻薄、耐火、抗风等多重属性，厚度仅 4 毫米，重量为传统石材的四分之一。此外，每 100 平方米的“Light S”光伏立面平均每年可发电 7000 度，约可满足 3 户居民每年所需电量，一面墙可减少 7 吨二氧化碳排放。2023 年 5 月公司发布最新研发光伏幕墙产品 Light-A（轻质仿铝板光伏组件），标志着 BIPV 产品研发取得突破。此外，公司于 11 月中标深圳 OPPO 国际总部大厦项目，再次刷新世界幕墙工程难度记录，积极推进 BIPV 技术革新与应用，并继续加强复杂玻璃幕墙设计建造核心技术研发，抢占市场先机，推动建筑行业数字化转型。

**图表26：中国建筑兴业 BIPV 发展进程**

时间	标志事件	具体内容
2021 年 9 月	开拓 BIPV 市场	与碲化镉技术龙头杭州龙焱能源科技签订战略合作协议，共同开发光伏建筑一体化产品
2022 年 7 月	试点项目试运营	远东珠海生产基地的光伏幕墙员工餐厅顺利完工并投入试运营，表面由顶部 192 块、立面 32 块光伏发电单元组成，光伏板安装面积为 322.56 平方米，采用碲化镉薄膜太阳能电池组件。光伏系统装机容量 36 千瓦，日均发电量约 80-110 度
2022 年 7 月	中标首单 BIPV 项目	中标山东省莱西青北高科园商业项目的幕墙及 BIPV 光伏系统供应及安装工程，合约金额约为 1.01 亿港元
2022 年 9 月	发布光伏幕墙产品 Light S	远东珠海最新研发的光伏幕墙产品 Light S（轻质仿石材光伏幕墙）于第二届澳门 BEYOND 国际科技创新博览会可持续发展峰会暨中国建筑国际集团 2022 年科技大会上亮相，标志着公司在 BIPV 领域的重大突破
2023 年	发布光伏幕墙产品 Light A	新发布 Light-A 和 Mega Light A 系列产品，性能较上代 Light-S 大幅提升；建设完成首条光伏幕墙生产线，并获得深圳计量院 BIPV 工程项目；珠海工厂光伏改造一期完成，可满足工厂自身 40%用电需求

资料来源：公司公告、华泰研究

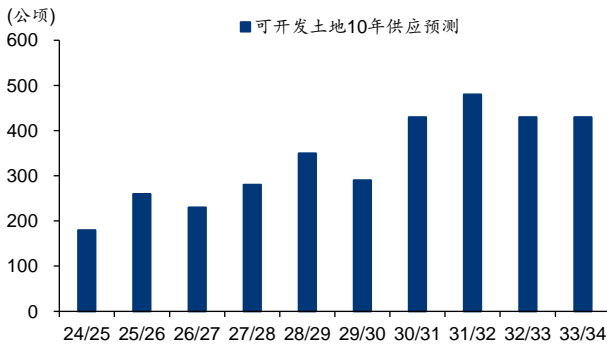
## 三大市场齐头并进：港澳投资上行，内地细分赛道景气

### 香港：政府投资积极，公司市占率有望进一步提升

预计未来十年香港可开发土地供应**3360公顷**，**2032年香港建造工程产值将达到2950-3750亿港元**，**2024-2029五年CAGR可达6.84%**。根据香港发展局的预测，未来十年（24/25年度-33/34年度）香港地区可开发土地供应总计约3360公顷，前五年呈波动上升趋势，29年起逐年递增至31年达到顶峰。第一年供应土地约180公顷，最后一年为430公顷。除尚未规划的部分，可开发供应土地中，政府、机构、社区设施、休憩及运输基建用地最多，其次为住宅用地，经济用地占比最低。

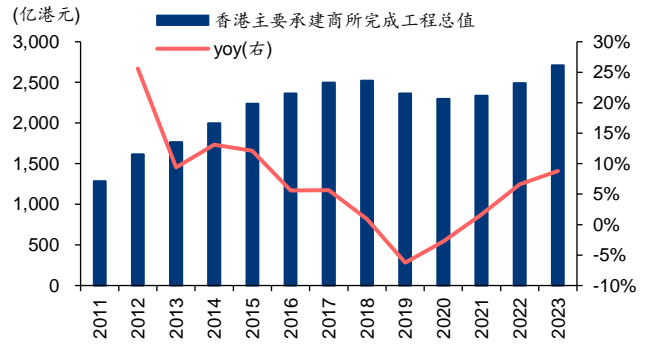
从主要承建商建造工程总产值来看，2011-2023年香港主要承建商所完成工程总值平均每年约2192亿港元，在2017年之前，工程总产值保持一个平稳增长的趋势，19年略有下降，19-21年总产值基本持平，主要系公共建筑拨款下降及私营产值受社会事件影响，在逐渐消除疫情影响及政府扩大基建后，22年恢复7%左右增长。据人民网，香港特首李家超2022年12月在“建造创新博览会2022”上表示，未来数年香港地区建造工程年均总产值将达到3000亿港元，并提到发展局将成立统筹“组装合成”建筑的跨部门督导委员会，加强“组装合成”供应链。据香港建造业协会的估计，24-26年香港建造工程产值乐观情况可达3100/3200/3300亿港元，谨慎情况可达2550/2600/2650亿港元。

图表27：未来十年香港可开发土地供应达3360公顷



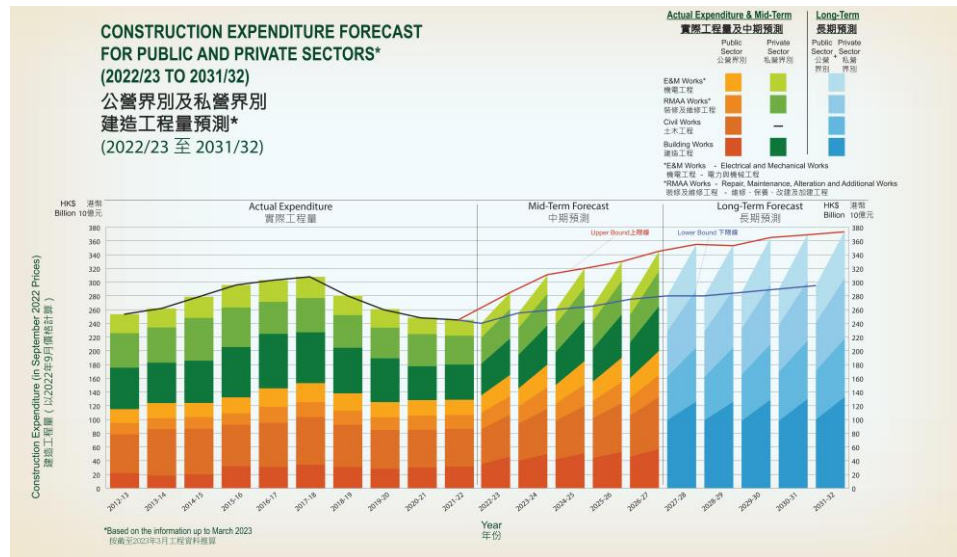
资料来源：香港发展局、华泰研究

图表28：2011-2023年香港主要承建商完成工程总值



资料来源：香港政府统计处、华泰研究预测

图表29：24-26年香港建造工程产值乐观预计可达3100/3200/3300亿港元

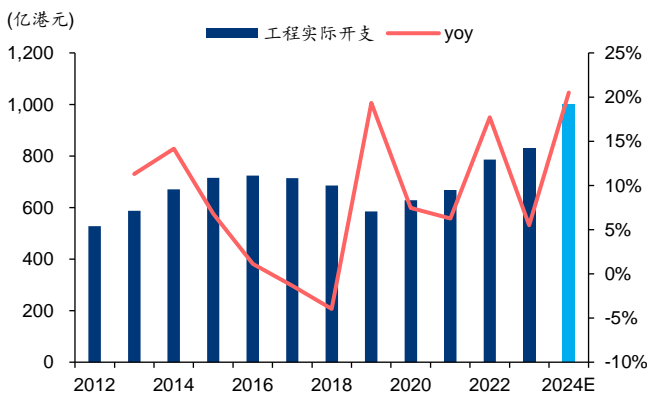


资料来源：香港建造业协会、华泰研究

**基础设施建设方面，预计未来五年每年香港基本工程开支约为 900 亿港元。**香港政府的工程实际开支(不包括房委会开支)自 2018 年 686 亿增加至 2023 年 830 亿港元，CAGR 为 3.89%，19 年有所下降，20 年后工程开支平稳增长。根据香港 24/25 年财政预算案，未来五年政府的基本工程开支每年约为 900 亿港元，相较过去五年均值 760 亿港元增长 17%。北部都会区、明日大屿等扩展土地容量的大型开发计划已提上日程，其中，北部都会区面积 300 平方公里、可容纳 250 万人生活，建成后将与深圳形成“双城三圈”的战略布局，为万亿级长期计划，参考香港 23 年施政报告，规划 2032 年之前完成新发展土地和落成新增单位各四成；明日大屿填海 10 平方公里，包括中部水域填海建交椅洲人工岛，及欣澳、龙鼓滩填海及屯门沿海发展，兴建连接路、海底隧道、铁路等于其他地区连接，最快 2025 年工程开建，其中首阶段“交椅洲人工岛计划”工程，特区政府预估总造价约 6240 亿港元。

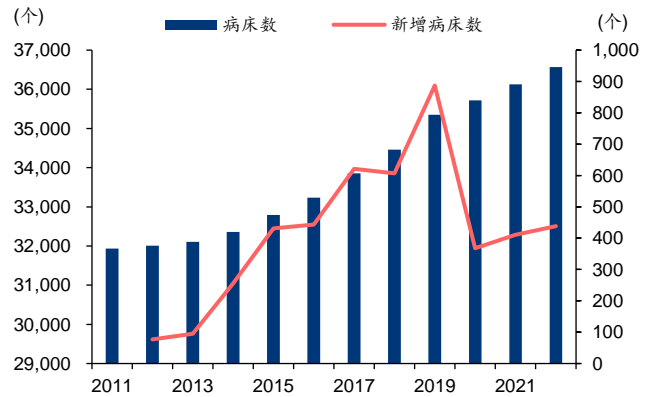
**2023-2027 年计划增加病床数 4600 个，相对 2018-2022 年新增 2711 个增长约 70%。**从细分领域看，医院建设提速，香港 22 年施政报告指出要全力推动预算共 2000 亿港元的第一个“十年医院发展计划”，2023-2027 年增加约 4600 张病床和约 80 间手术室。此前 2013-2017 五年间新增病床数为 1845 个，2018-2022 年新增病床数为 2711 个。医管局亦已经展开第二个“十年医院发展计划”的筹备工作，预算 2700 亿港元，投资额较上一个十年增长 35%，完成后可额外提供逾 9,000 张病床及其他新增医疗设施。此外，第二个发展计划还包括北部都会区医院网络建设。

图表30：香港基本工程开支



注：2024E 来自政府开支预算  
资料来源：香港发展局、华泰研究

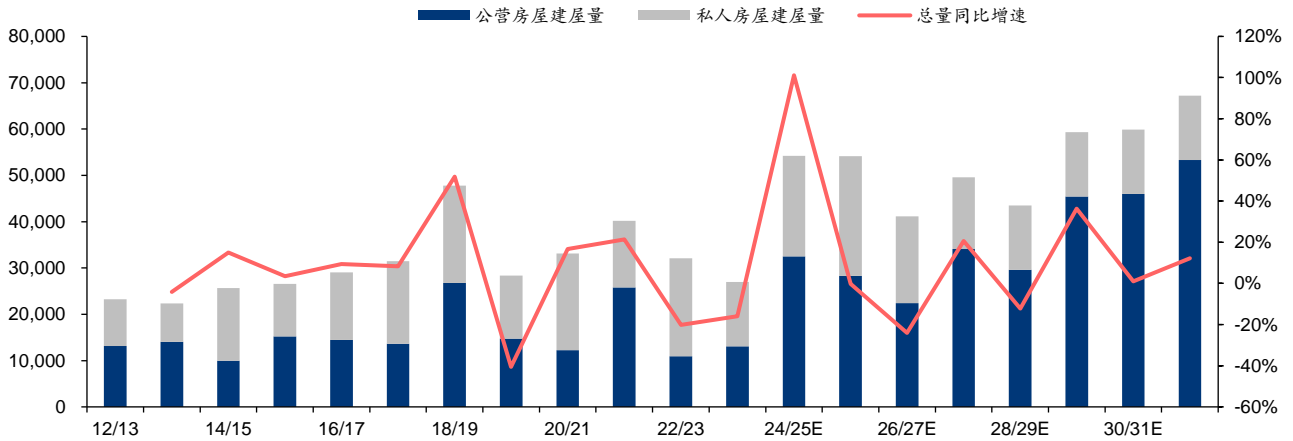
图表31：香港医院病床数变化



资料来源：香港政府统计处、华泰研究

**在房屋建设方面，未来十年香港总房屋供应目标大约 44 万个单位，此前十年为 31.5 万。**香港特区政府于 2023 年 10 月 31 日公布《长远房屋策略 2023 年周年进度报告》，报告提出，24-33 年香港总房屋供应目标维持在大约 44 万个单位，公私营房屋比例维持在 7:3。而根据 2023 年香港施政报告，在未来 10 年，已觅得足以兴建 41 万间公营房屋单位的土地（公营房屋需求为 30.8 万间），其中约三分之一预计在第一个五年期落成，余下约三分之二预计在第二个五年期落成。根据香港房屋局预测，23/24-27/28 香港公营房屋预测建屋量分别为 1.31/3.25/2.83/2.24/3.41 万个，总计 13.04 万。此外，根据香港发展局 2022 年 9 月的预测，香港 28/29-32/33 年公营房屋落成数量约 23.24 万个，占地面积 222.5 公顷。**年均来看，私屋方面**，基于团结香港基金最新出具的私屋落成预测报告，假设施政报告中提及的精简法定及行政发展程序等利好措施落实，预计私屋落成量在第一个五年期年均可达 1.9 万单位，第二个五年期年均约 1.39 万个单位，**公屋按房屋局预测**，建屋量将在 26-27 年度后迎来波动式高增长，在第二个五年期平均每年公营房屋建屋量约 4.3 万个单位。根据最新 24/25 年香港政府财政预算案，预计全年潜在土地供应可兴建约 1.5 万个单位，较《长远房屋策略》的 1.32 个单位年度估算需求高出近 14%。

图表32: 香港新落成房屋建屋量(个)



注: 22/23 年度为 22 年 4 月至 23 年 3 月, 依此类推

注: 受疫情影响, 原定于 2022/23 年度尾落成约 7 600 个公共租赁住房的竣工日期需延缓一至两个季度至 2023/24 年度, 以致 2022/23 年度落成的公屋数量较低。

注: 28/29-31/32 私屋落成量预测按年均 1.39 万单位取值。

资料来源: 香港房屋局、差饷物业估价署、团结香港基金、华泰研究预测

香港的公共房屋已广泛应用装配式建筑技术多年, 近年更进一步提升至“**组装合成**”建筑法 (MiC)。香港早在 2003 年就鼓励商品房建设领域推行装配式建筑, 2017 年则首次提出引进更先进的组合式建筑方式 (MiC), 至 2020 年, 香港要求超 300 平米的政府办公楼、学校等公共建筑必须采用 MiC 模式。

根据 2022 年施政报告介绍, 香港发展局将成立跨部门督导委员会, 专责统筹组装合成 (MiC) 等高效建筑的发展及精简相关的审批, 委员会于 2023 年制订加强组件供应链的措施, 包括为业界在“北部都会区”提供生产和储存用地、政府会利用短期内未有发展计划的政府和私人土地, 以标准简约设计和 MiC 在 5 年内快速兴建约 3 万个简约公屋。

23 年施政报告明确提出, 房委会预计在 28/29-32/33 年度新落成的公营房屋中, 不少于一半项目采用 MiC, 其余项目采用装配式设计, 房委会将继续应用创新建筑科技及研发第二代 (组装合成) 建筑法 MiC2.0 以提升效率。

24/25 年香港政府财政预算案提出, 为提升建造业生产力, 发展局辖下的跨部门督导委员会将在短期内制订多项措施, 以加强“组装合成”的应用。同时为推动“组装合成”作为大湾区的优势产业之一, 将与广东省政府加强合作, 促进“组装合成”组件的生产、进出口便利和外销能力, 特区政府亦会研究投资“组装合成”供应链的可能性。

图表33: 香港 MiC 发展

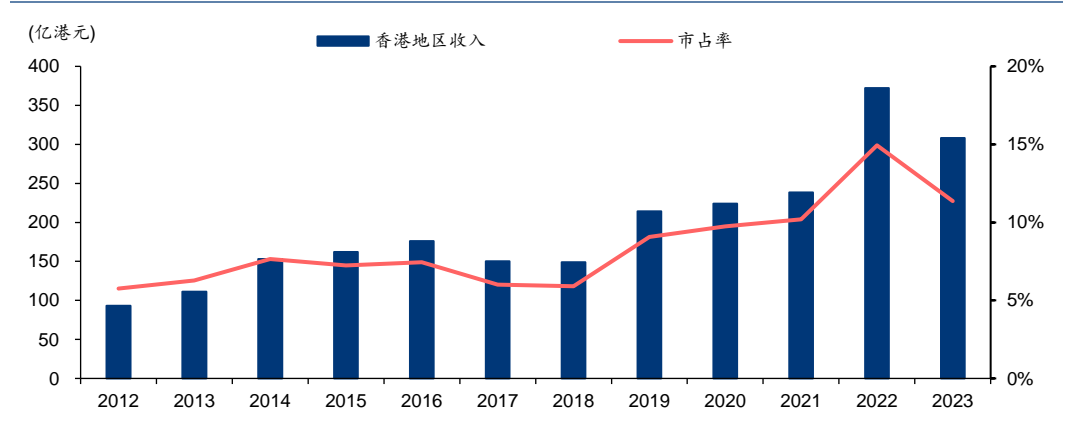
年份	相关内容
2003	香港发布环保创新建屋计划, 采用装配式外墙奖励 3% 的容积率, 鼓励商品房建设领域推行装配式建筑。
2017	香港行政长官林郑月娥在施政报告中首次提出, 香港要引进更先进的组合式建筑方式 (MiC)。香港屋宇署建立预先认可机制, 要求 MiC 结构建筑的供应商进入香港市场, 必须通过预先认可。
2019	香港开始大面积推广模块化建筑, 针对采用 MiC 模块化建筑的工程有 6% 的容积率奖励。
2020	香港要求面积超过 300 平方米的政府办公楼、学校、医院、宿舍必须采用 MiC 模块化建筑模式。

资料来源: 《粤港澳大湾区 MiC 模块化建筑创新实践》<sup>1</sup> (2021/11/8)、华泰研究

<sup>1</sup> 刘新伟. 粤港澳大湾区 MiC 模块化建筑创新实践[J]. 建筑, 2021(19):55-57.

公司 2023 年在香港市场市占率约 11.4%。公司作为香港大型建筑商之一，持有五个由工务局发出的最高等级的 C 牌建造执照，可竞标额不受限制的公共楼宇建筑、海港工程、道路与渠务、地盘开拓及水务工程。中建国际在香港地区市占率从 2012 年 5.76% 逐年上升至 2021 年 10% 左右，2022 年市占率取得显著突破，同比上升 4.74pct 至 14.94%，主要系公司承建了大量与防疫相关的建设，同时其他订单也有所增长，2023 年回落至 11.4%。

图表34：公司在香港地区市占率



资料来源：Wind、香港政府统计处、华泰研究

图表35：香港市场前五大建筑商排名

排名	公司名称	2023 年香港地区收入 (亿港元)	2023 年香港地区市占率
1	中国建筑国际	308.22	11.4%
2	惠记集团	124.95	4.6%
3	利基控股	122.90	4.5%
4	中国建筑兴业	82.22	3.0%
5	瑞安建业	81.16	3.0%

资料来源：Wind、华泰研究

公司在香港地区龙头地位稳固，有望充分受益于香港市场投资加速。公司已取得五项最高级别“丙组”认可公共工程承建商资格（俗称 C 级建造牌照），积极竞投各类政府医院工程领域。截至 2023 年末，公屋领域，公司已承建 15% 的公营房屋，平均每 15 个香港居民就有 1 个居住在公司建造的楼宇之中，2023 年中标九龙宏照道一期公屋项目等。医院领域，公司拥有丰富的香港地区医疗建设经验，累计参与 1/4 香港现有医院建设，总合约额超过 350 亿港元，建设医院病床数超过香港现有医院病床总数的 1/6，建设超过一半的香港新建检疫隔离单位。在疫情期间，快速高质量完成中央援港八个抗疫项目建设任务，2023 年更斩获了合约额超过 313 亿港元的“启德新急症医院 Site A 项目”和“威尔斯亲王医院第二期重建一阶段项目”两项医院工程。基建领域，公司承建沙中线会展站及西面铁路工程、中环湾仔绕道系列工程、将军澳至蓝田隧道及港珠澳大桥香港接线——观景山至香港口岸段、香港国际机场三跑道系统-北跑道改建工程等，2023 年中标北部都会区首单大型基建项目——元朗防洪坝项目。

MiC 领域，公司在大湾区拥有珠海、深圳两家 MiC 工厂布局及整合相关产业链的能力，适用于住宅的高层 MiC 技术已经成熟，将积极竞投各类 MiC 公营房屋等项目。公司不断为香港在 MiC 技术领域上的应用拓展做出贡献，先后建造了全球首间全 MiC 负压隔离病房的传染病医院，也是香港在该类建筑上的最大规模；建成香港首个 MiC 建造的多层医院，突破 MiC 技术在层高和位置上的限制，可用于建设超过 180 种不同尺寸的房间类型，实现香港 MiC 技术的较大进步。同时，结合自主研发的 DfMA、室内负压隔离方舱模块、MiC 负压隔离病房、MiC 模块化手术室等国际化医院系列产品，推出高标准、平疫结合的医疗解决方案。

预计公司 24-26 年香港地区营收为 436.2/555.5/682.6 亿港元。考虑到中建国际在香港地区建筑工程行业市占率较高，所以公司在香港地区业绩主要与行业规模挂钩，2022 年公司在香港市占率达到 14.9%，考虑到 2022 年由于公司承建了大量防疫相关建设，占比提升较多，2023 年回落至常规水平 11.4%，相比 2021 年及以前有所增长，故中长期来看，我们认为未来随着政府投资维持高位、政策支持 MiC，长期有利于公司市场份额持续提升。

细分业务来看，医疗领域，尽管防疫项目将有所减少，但随着共 4700 亿港元投资额的两个“十年计划”推进，以及公司在防疫期间的突出表现，预计公司该类业务将保持稳定增长。房屋工程领域持续受益于香港政府公共工程开支计划及 MiC 相关政策，北部都会区的建设将为公司带来基建领域大量机遇。综上，结合公司 2023 年在香港地区新签合同额 709.2 亿港元，同比增长 58.0%，表现出较强竞争实力，预计 2024-2026 年香港业务新签订单增速 15%/12%/10%，订单额为 816/913/1005 亿港元，根据 2018-2023 年合同转化率，剔除疫情期间抢工期转化率偏高的情况，新签订单增长过程中整体合同转化率通常有所降低，公司 2023 年合同转化率约 23.0%，我们预计未来随着新签订单维持较快增长，24-26 年合同转化率略有降低，分别为 21.0%/20.5%/20%，对应营收 374.2/447.0/513.0 亿港元。

利润方面，2021-2022 年承接大量防疫类基础设施，此类项目毛利率相对较低，2023 年已有所恢复，随着疫情项目影响逐步减少，预计 2024-2026 年毛利率将恢复至疫情前水平，分别为 5.2%/5.8%/6.2%。费用方面，2023 年大型项目陆续开工，新签订单高增长有望带动收入规模较快上行，预计 2024-2026 年费用率逐年降低为 1.6%/1.4%/1.3%。对应分部利润 13.5/19.7/25.1 亿港元。

图表 36：香港地区盈利预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
香港地区建筑工程市场规模	2499.19	2521.76	2364.37	2298.69	2337.21	2491.09	2710.00	2944.96	3040.08	3135.23
公司市占率	6.01%	5.90%	9.06%	9.74%	10.20%	14.94%	11.37%	12.71%	14.70%	16.36%
香港地区营收（亿港元）	150.13	148.75	214.21	224.00	238.44	372.14	308.22	374.24	447.01	512.99
毛利率	6.30%	8.11%	6.10%	5.23%	4.32%	4.57%	5.01%	5.20%	5.80%	6.20%
毛利（亿港元）	9.46	12.06	13.07	11.71	10.29	17.01	15.44	19.46	25.93	31.81
分部利润率	5.66%	7.87%	6.32%	4.42%	3.56%	3.42%	3.33%	3.60%	4.40%	4.90%
分部利润（亿港元）	8.49	11.71	13.53	9.90	8.50	12.71	10.26	13.47	19.67	25.14

资料来源：Wind、华泰研究预测

### 澳门：私人工程有望回升，博企将追加投资

澳门建筑业市场规模基本稳定。据澳门统计暨普查局数据，澳门建筑业总收益在 2015 年达到 933.5 亿澳门元后，于 2016-2018 年出现明显下降，主要系酒店及娱乐设施承造收益下降较快。2018-2021 年建筑业总收益则保持稳定，维持在 500-600 亿澳门元水准。2022 年，一方面受疫情影响，另一个方面博彩经营牌照重新竞投结果年底公布，此前大部分博企未敢过早安排新项目，澳门建筑业收益下跌 13.52% 至 489.3 亿澳门元。

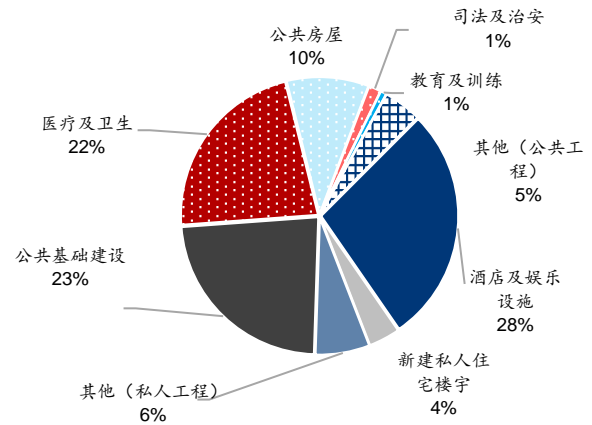
2021 年之前建筑业近半数产值来自酒店及娱乐设施等私人工程，近年来政府投资占比有所提升。承造工程分类型来看，公共工程，2015-2022 年期间占比稳定上升，从 2015 年 11.39% 上升至 2022 年的 61.99%，主要受益于医疗相关、公屋、轻轨及桥梁等项目的持续建设。其中基建占比最高，2022 年占公共工程的 37.64%。私人工程中，酒店及娱乐设施在 2016-2017 年下降较多，2017 年至 2021 年占比基本保持 50% 左右，其中 2021 年私人工程占比达到 61%，酒店及娱乐设施占比 48%。2022 年由于大型酒店设施相继完工，加上落成的私人住宅楼宇较前一年锐减，私人工程占比在 2022 年下降至 38.01%。

图表37: 澳门建筑业总产值



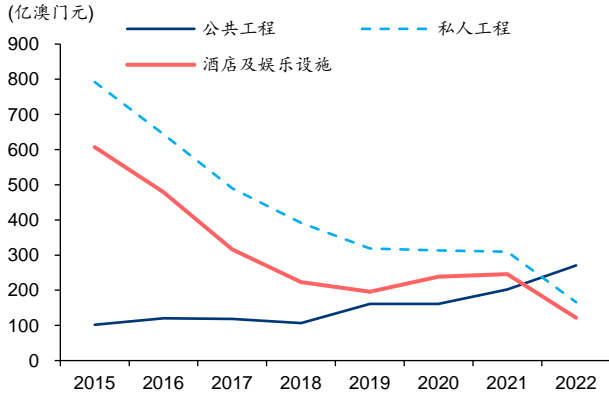
资料来源: 澳门统计暨普查局、华泰研究

图表38: 2022年澳门建筑业各类承造工程产值占比



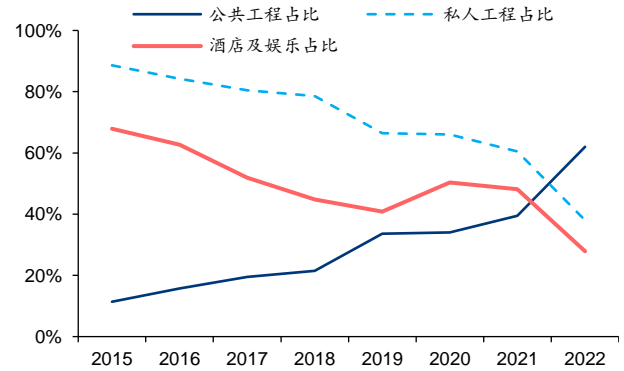
资料来源: 澳门统计暨普查局、华泰研究

图表39: 2015-2022年澳门各类承造工程产值变化



资料来源: 澳门统计暨普查局、华泰研究

图表40: 2015-2022年澳门各类承造工程产值占比变化

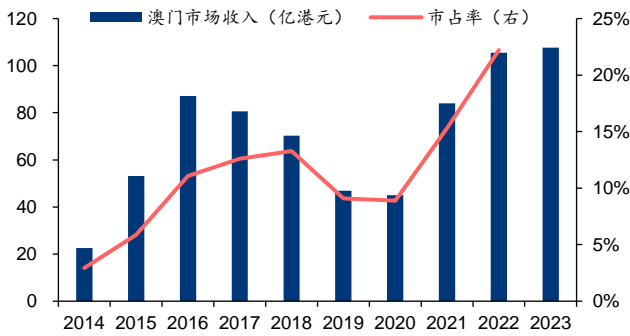


资料来源: 澳门统计暨普查局、华泰研究

随疫情防控优化及澳门经济修复, 博企将追加非博彩项目投资, 澳门建筑业将迎来新机遇。私人工程方面, 新的博彩合同生效, 博企陆续推出大型项目, 2022年末, 六大博彩经营公司在向政府的投标文件中承诺未来十年将投资 1188 亿澳门元, 其中 1087 亿为会展、娱乐、体育、康养等非博彩项目。2023 年博彩收入大幅增长 333.4%, 按约定六大公司对非博彩项目总投资须增加 20%。公共工程方面, 澳门政府亦有计划开展政府公共设施、公共房屋、大型基建的建设工作, 并通过东线工程、机场扩建等项目完善交通基础设施。其中, 澳门轻轨东线线路全长约 7.7 公里, 共设 6 个车站, 未来将推进澳门轻轨横琴线建设, 在横琴与国家高铁网及珠海市城市轨道线网联通, 融入内地轨道交通网。11 月, 政府发布《澳门特别行政区经济适度多元发展规划 (2024-2028 年)》提出对旅游、会展等产业规划, 并计划对应提升相关硬件。

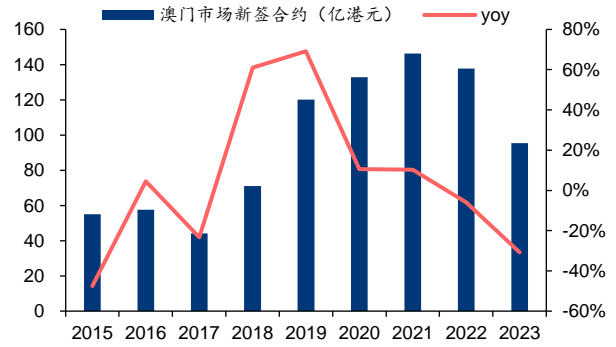
公司保持在澳门建筑市场占有率第一, 市场下行阶段保持经营韧性。公司在澳门地区市占率在 2016 年突破 10%, 2019-2020 年略有下降, 分别为 9.08%/8.88%, 2021 年公司在澳门收入达到 84 亿港元, 同比增长 86.65%, 从而带动市占率回升至 15.31%。2022 年在医院及酒店等大型项目的贡献下, 公司在澳门收入保持稳定增长, 同比提升 25.42%至 105.41 亿港元, 市占率大幅提升至 22.21%。新签合约方面, 17 年后公司新签合约快速增长, 18-21 年新签合约同比增速分别为 61%/69%/11%/10%, 2022 年新签合约约为 137.75 亿港元, 同比下滑 5.91%, 2023 年新签 95.41 亿元, 受短期市场环境的影响同比下滑 30.7%。

图表41: 2014-2023 年公司在澳门市场收入及市占率



资料来源: 澳门统计暨普查局、公司公告、华泰研究

图表42: 2015-2023 年公司在澳门市场新签合同



资料来源: 公司公告、华泰研究

预计公司 24-26 年澳门地区收入 103.9/107.9/116.6 亿港元，净利润为 9.3/10.0/11.0 亿港元。公司在澳门地区稳居市占率第一，营收规模受澳门地区经济水平与建筑业发展状况影响。2023 年澳门经济恢复较好，未来政府工程的长期投资计划保持稳健，私人工程有望改善投资，预计 2024-2025 年澳门建筑业产值将逐步恢复。公司 2023 年中标澳门历史上直径最大的盾构隧道项目——澳门轻轨东线南段工程、唯一医院工程——离岛医疗综合体康复医院，龙头地位进一步稳固，预计公司 2024-2026 年澳门地区市占率将维持 20% 以上。2024-2026 年新签订单额为 109.7/126.2/142.6 亿港元，公司 2020-2023 年合同转化率呈现逐年提升态势，2023 年为 34%，我们预计在新签订单逐步改善的过程中，公司仍将加快转化存量订单，24-26 年合同转化率有望延续稳中有升态势，分别为 35%/36%/37%，对应营收为 103.9/107.9/116.6 亿港元。

利润方面，2022 年因承接的澳门银河等大型项目处于开工初期，利润尚未结转，毛利率出现大幅下滑，随工程陆续推进，2023 年毛利率显著改善，提升至 9.0%，但仍未恢复至历史常规水平，预计 2024-2026 年毛利率将稳步提升，分别为 9.0%/9.3%/9.5%。费用方面，公司稳居市场龙头，预计费用率将稳定在 0.04%。对应分部利润 9.3/10.0/11.0 亿港元。

图表43: 澳门地区盈利预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
澳门建筑业全年产值 (亿港元)	507.21	548.83	474.62	474.62*	484.11	508.32	559.15
澳门地区新签合同额 (亿港元)	132.80	146.40	137.75	95.40	109.71	126.17	142.57
澳门地区待施工合同额 (亿港元)	177.10	243.30	242.60	207.80	192.87	191.84	198.59
澳门地区营收 (亿港元)	45.02	84.05	105.42	107.70	103.86	107.91	116.63
澳门市场市占率	8.90%	15.30%	21.30%	22.69%	21.45%	21.23%	20.86%
毛利率	11.90%	10.20%	5.40%	8.96%	9.00%	9.30%	9.50%
毛利 (亿港元)	5.37	8.53	5.7	9.65	9.35	10.04	11.08
分部利润率	11.30%	9.90%	5.20%	8.91%	8.95%	9.26%	9.46%
分部利润 (亿港元)	5.1	8.32	5.44	9.60	9.30	9.99	11.03

注: 2023 年澳门建筑业全年产值尚未公布, 为预测值。

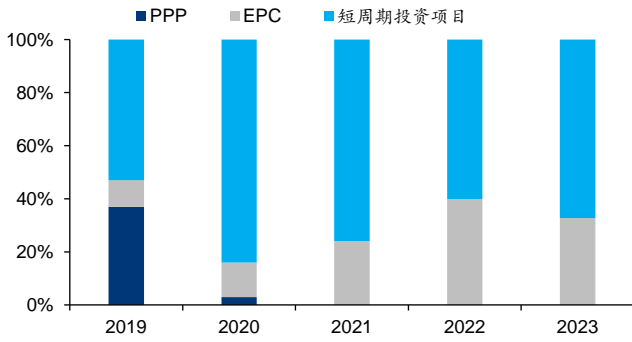
资料来源: 澳门统计暨普查局、Wind、华泰研究预测

### 内地: 专注优质区域, 坚持短周期、快周转

公司在内地市场业务主要分为基建投资、基建资产营运、建筑总承包及装配式建筑、其他建筑相关业务四类。基建投资方面，依托中建国际投资集团在中国内地开展投资业务，以基础设施和保障房投资为主，包括高速公路投资、市政工程投资、公共建筑投资和保障性住房投资，覆盖 22 个省份、80 余个城市，投资建造项目超 300 个，投资总额超 5000 亿港元。2019 年开始公司在内地积极推进保障房订购、工改、EPC 等短周期、快周转的经营模式，2021 年起公司在内地已无 PPP 新签合同，至 2022 年，公司投资带动类新签合同已经完全没有 5 年以上的长周期项目，内地新签投资项目正式进入“短周期”时代。基建资产运营方面，主要为收费公路运营，占比较小，2023 营收为 7.75 亿港元，同比减少 2.1%。

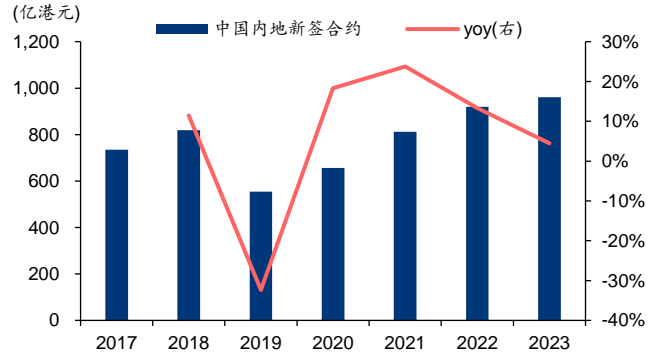
内地投资业务模式调整成效明显，受益于保障房建设推进。一方面公司不断优化在手项目组合，增加参与政府定向回购等现金回收周期短的项目，另一方面不断提升专业运营能力和运营效率，加快资金回流，形成投资闭环。公司在中国内地经营性现金流明显改善，2023年历史首次转正。此外，进一步聚焦优势区域，更加专注于经济发展前景稳健、长期有较强内生动能的地区，2023年长三角、大湾区等区域新签合同占比约90%。

图表44：2019-2023年公司内地新签合同结构变化



注：2022-2023年订单结构为估算值  
资料来源：公司官网、华泰研究

图表45：2017-2023年公司内地新签合同及同比



资料来源：公司官网、华泰研究

建筑总承包及装配式建筑方面，充分利用 MiC 快速建造等‘科技+’优势，广泛拓展各地需求迫切的医疗及防疫基础设施、公用设施、保障房项目等，获得高附加值、强影响力的科技带动项目。旗下中建海龙科技已在内地布局八大生产基地，推进“香港-大湾区-全国市场”的战略渗透。现已建成深圳、珠海、合肥、宿州、重庆、济宁、江门 8 个装配式建筑生产基地，配备智能化生产线共 78 条，年产能 205 万 m<sup>2</sup>。目前已累计完成 331 个装配式项目，装配式建筑面积达到 2834 万平米，类型涵盖住宅、酒店、写字楼、医院、学校、桥梁、隧道、地铁等。同时创新研发 MiC 新型建造方式，累计完成项目 72 个，总建筑面积 496 万 m<sup>2</sup>，供应 81021 个 MiC 模块。

图表46：中建海龙八大生产基地



资料来源：中国海龙官网、华泰研究

利用标准化 MiC 产品助推内地市场业务区域扩张，已成功进入北京、广州、嘉兴等城市。22年初，公司中标无锡 MiC 健康驿站，是公司 MiC 项目首次挺进长三角地区，目前公司正利用标准化 MiC 产品向全国挺进：学校 MiC 进入深圳、安徽、山东，在安徽建成广德未来科创城九年一贯制学校，为国内首个混凝土模块化学校、首个混凝土模块化堆叠框架体系建筑；在深圳建成长圳片区预制式学校，模块单元可灵活拆卸、异地建造，重复利用率可达 70%。以电梯 MiC 打开北京市场，完成北京华尊电梯加装项目、西城区桦皮厂胡同 8 号楼更新改建项目。

预计公司 24-26 年内地地区收入为 708.8/778.5/856.7 亿港元。公司进入“短周期”时代，近两年新签已无 PPP 项目，同时加速推广 MiC 等科技带动类项目，并计划于 2025 年达到 50% 的科技类订单占比。2022 年内地科技类订单占比为 33%，出于谨慎考虑，我们假设 2024-2026 年内地科技类占比为 35%/40%/45%，短周期投资项目以 5%/3%/0% 的增速稳步增长，对应公司新签订单总额 1043/1164/1270 亿港元。由于短周期项目占比逐渐提升，公司 2018-2023 年内地业务合同转化率稳定提升，至 2023 年达到 22%，考虑到近两年已无长周期项目，我们谨慎假设公司 2024-2026 年合同转化率保持 22%，则内地建筑投资类营收为 690.4/758.4/834.8 亿港元。基建运营类项目预计维持规模，其他类项目随装配式业务增加将保持平稳增长。预计 2024-2026 年内地业务总营收为 708.8/778.5/856.7 亿港元。

利润方面，内地主要业务毛利率随业务转型及科技带动类项目影响预计有望提升，但市场竞争加剧或成为负面影响，综合预计 2024-2026 年毛利率有望保持 2023 年水平，约 19.4%。内地业务发展稳健，预计 2024-2026 年费用率稳中有降，分别为 2.0%/1.9%/1.9%，对应分部利润 123.5/136.4/150.1 亿港元。

图表 47：内地地区盈利预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
新签合同额(亿港元)	811.50	919.28	960.55	1043.05	1163.87	1269.68
短周期投资项目(亿港元)	616.74	553.20	645.70	677.99	698.32	698.32
科技类 EPC(亿港元)	194.76	366.08	314.85	365.07	465.55	571.36
待施工合同额(亿港元)	1854.50	1938.23	2060.01	2214.39	2413.60	2631.60
建筑投资项目(亿港元)	394.89	468.46	644.95	690.40	758.37	834.75
基建运营(亿港元)	2.05	1.52	1.52	1.52	1.52	1.52
其他(亿港元)	8.35	16.33	15.38	16.92	18.61	20.47
营业收入(亿港元)	405.29	486.31	661.85	708.84	778.50	856.74
毛利率	23.27%	22.65%	19.42%	19.42%	19.42%	19.42%
毛利(亿港元)	94.33	110.15	128.55	137.67	151.20	166.40
分部利润率	21.67%	21.15%	17.46%	17.42%	17.52%	17.52%
分部利润(亿港元)	87.84	102.84	115.58	123.50	136.41	150.12

资料来源：Wind、公司官网、华泰研究预测

### 中国建筑兴业：高端幕墙龙头，领军 BIPV

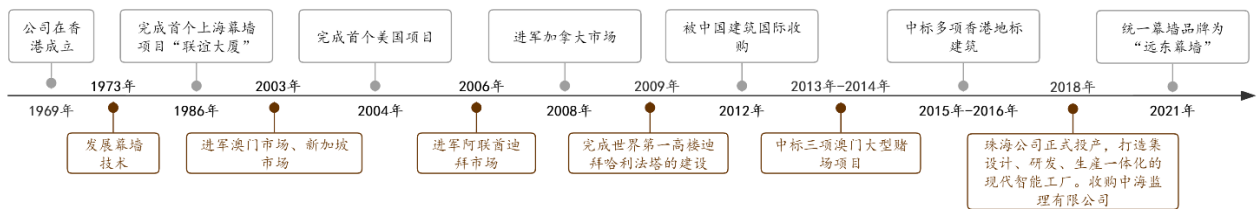
中国建筑兴业专为高端物业发展项目提供设计、采购、生产、安装一站式幕墙及建筑外墙解决方案。公司凭借精品质量和优质服务在市场形成良好企业品牌效应，荣获社会各界广泛认可。公司为配合业务快速发展，分别在珠海、上海、美国水牛城和加拿大魁北克设立了四个生产中心，截至 23 年 2 月，共计 25 条生产线，幕墙年产量超 70 万平方米。公司分别通过旗下幕墙旗舰企业远东幕墙(香港)、远东幕墙(澳门)、远东幕墙(上海)、远东幕墙(珠海)、远东幕墙(北美)以及远东幕墙(英国)开展全球业务。其中，远东幕墙(珠海)作为公司幕墙业务的最大生产工厂，致力于打造智能型生产基地，先后完成码件加工车间自动化建设，同时，引进国际先进滚弯设备，建成国内唯一掌握复杂型材弯曲技术的幕墙拉弯车间，全面提升生产核心竞争力。

图表48：中国建筑兴业业务区域



资料来源：中国建筑兴业官网、华泰研究

图表49：中国建筑兴业幕墙业务拓展历程



资料来源：中国建筑兴业官网、华泰研究

一站式服务打造品牌效应，大力发展新型幕墙科技。公司为高端项目提供包括来料检查、开料、加工、组装、唧胶、出货六大环节的一站式幕墙解决方案，形成了良好的品牌效应。此外，公司在运用 BIM 技术的基础上，持续开发新型幕墙技术，已形成了超高层幕墙技术、双曲复杂幕墙技术、双层呼吸式幕墙技术、防爆幕墙技术、防火幕墙技术、被动式幕墙技术六大核心技术，应用于世界第一高楼迪拜哈利法塔等多个代表项目。

图表50：中国建筑兴业六大新型幕墙技术

幕墙技术	代表项目/资质	项目说明
超高层幕墙技术	世界第一高楼迪拜哈利法塔	在满足幕墙特有功能的基础上，以精密的设计方案和创新的安装方式，克服超高压、超大结构位移带来的多项难点，以环保低辐射玻璃抵抗沙漠炎热气候
双曲复杂幕墙技术	香港中环美利道项目、澳门科学馆	打破传统幕墙 2D 设计模式，依托 BIM 技术与 3D 扫描技术在复杂玻璃幕墙设计中的建模应用，推动三维设计与生产加工的无缝对接
双层呼吸式幕墙技术	香港科学园项目	在幕墙组成中引入内循环呼吸系统，通过控制风流动方向和流量提高建筑整体的热工性能，防止幕墙结霜，达成节能环保功能
防爆幕墙技术	澳洲维多利亚警察	对幕墙构件进行爆炸荷载下的量化分析与差异设计以满足严苛的防爆要求
防火幕墙技术	深圳深业上城项目	根据建筑的实际防火需要，独立设计特有防火天窗系统，幕墙测试耐火时限远超现有标准，为全国首例
被动式幕墙技术	适用于香港及北美区域的被动式幕墙认证	为北美乃至全球第一个单元式玻璃幕墙被动式建筑认证，采用良好的围护结构热工性能+高气密性+高效热回收系统来实现超低能耗的舒适建筑的幕墙设计，实现“零能耗”的舒适建筑

资料来源：中国建筑兴业官网、华泰研究

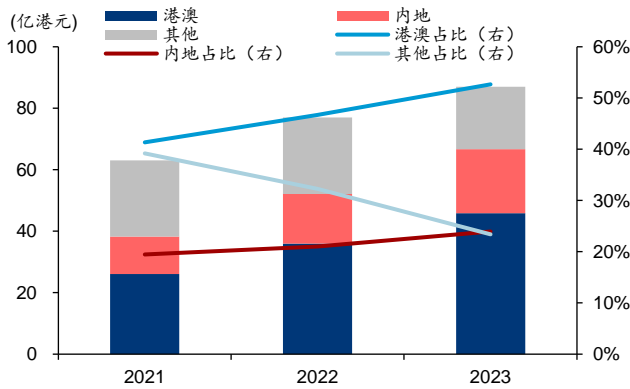
聚焦 BIPV 产品研发，发布 Light 系列多款产品，打造新增长点。公司与碲化镉技术龙头龙焱能源科技达成战略合作，共同开发 BIPV 产品，目前公司是极少数能够在立面实现真正 BIPV 的企业。2022 年 7 月，公司首次中标 BIPV 项目——山东省青岛市莱西青北高科园商业项目及 BIPV 光伏系统供应。公司成立了“智能幕墙研究中心”，2022 年 9 月，Light S（仿石材）在第二届澳门 BEYOND 国际科技创新博览会可持续发展峰会亮相。2023 年 5 月发布新产品 Light A 和 Mega Light-A（轻质仿铝板光伏组件），产品效率进一步提升。2023 年 11 月中标深圳欧加大厦项目幕墙工程，是目前全球最复杂曲面玻璃幕墙项目。

中国建筑兴业坚持“扩大港澳、拓展内地”的经营方针，2023 年改变海外业务战略，由“收缩海外业务”转变为“布局优质市场”：

大幅开拓港澳市场，在香港市场稳居龙头。公共建筑领域连续中标将军澳中医院与启德急症医院 B 地盘等项目，私营建筑独揽热门区域启德跑道区中的 8 单（全区域共推出 9 单），处于绝对领先地位；澳门地区紧抓市场扩张红利，中标澳门银河四期，为全球单体合约金额最大的建筑幕墙合约。2023 年港澳地区营业收入同比增长 27.42% 至 45.82 亿港元。新签订单方面，2023 年中标多个大型住宅和商业项目，包括威尔斯亲王医院、太古柴湾道 391 号住宅、新世界黄竹坑 5 期、港深科技园等大型幕墙项目。

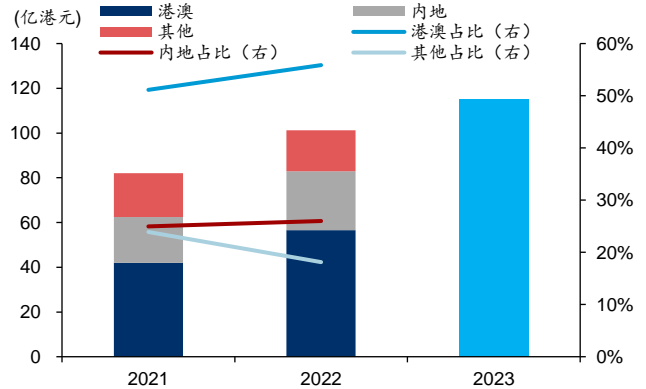
内地聚焦大市场大业主大项目，坚持差异化竞争。为打破内地幕墙市场低价竞争的困局，公司坚持差异化竞争，以“远东幕墙”为依托，凭借品牌、技术及项目经验切入内地市场，2023 年内地地区营收为 20.83 亿港元，同比增加 28.74%。新签订单方面，公司 2023 年中标多个内地标志性幕墙项目，包括 OPPO 国际总部大厦、深圳福田国际体育文化交流中心、北京新国展二期项目西区三标段、上海中微半导体、天府国际基金小镇二期等幕墙项目。

图表 51：中国建筑兴业分部营收



注：图中数据为中国建筑兴业披露口径。  
资料来源：中国建筑兴业官网、华泰研究

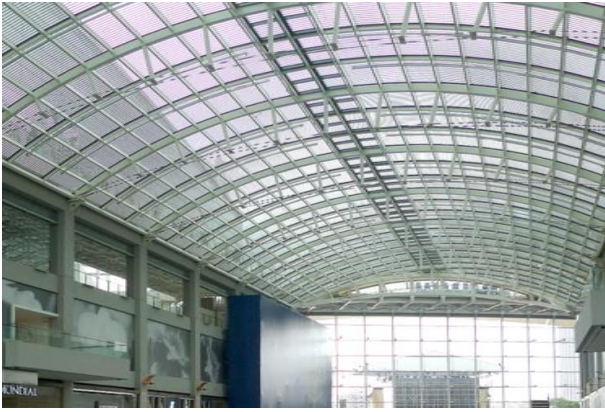
图表 52：中国建筑兴业分部新签订单



注：1) 图中数据为中国建筑兴业披露口径；2) 2023 年末分地区披露新签订单，故以全部新签订单列示。  
资料来源：中国建筑兴业官网、华泰研究

海外优质市场主要包括新加坡市场及中东市场。其中，新加坡市场环境良好，政治稳定，政府开明廉洁，经济发达，且公司分别于 2006 年及 2010 年在当地承接过 Museum Station 及滨海湾金沙幕墙项目，在当地已有一定基础。新加坡政府近年持续推出多项长期发展计划，并鼓励城市翻新（对满足要求的翻新重建项目奖励额外总建筑面积），有望为公司带来长期增量。例如，新一轮长期规划的启动发布，作为指导新加坡未来 40 至 50 年土地使用和交通系统的战略性规划，长期规划十年修编一次，2021 年启动第五轮规划的修编工作，目前已发布阶段成果，未来将持续推进公众合作，将规划策略转化为详细规划或方案予以落地；2022 年 6 月新加坡公布未来 50 年发展蓝图，包括：填海造“长岛”、把旧空军基地改为住宅区、发展更多地下空间、打造 4 条“自然绿道”等；2023 年 6 月公布裕廊湖区 10-15 年内新阶段发展和新地段相关细节，启动“第二 CBD”建设；2023 年 11 月宣布长岛发展计划，填海面积 800 公顷。根据公司 2023 年业绩推介材料，目前公司已广泛接触当地业主，开始拓展业务。

图表53: 新加坡滨海湾金沙



资料来源: 中建兴业官网、华泰研究

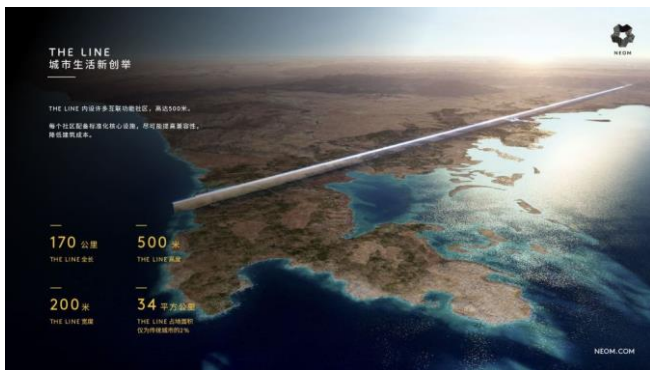
图表54: 新加坡 Museum Station



资料来源: 中建兴业官网、华泰研究

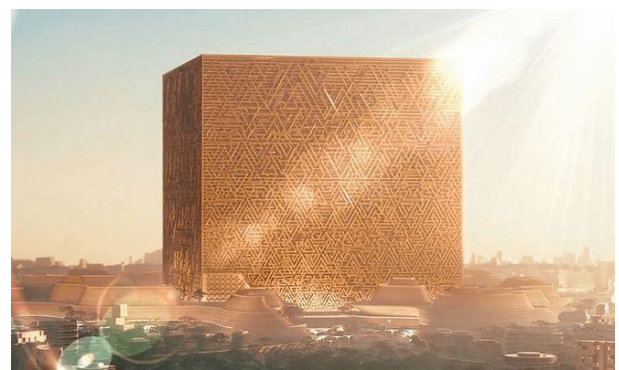
中东市场部分国家近年来持续推出大型城市开发、旅游景点、地标建筑规划, 如 2021 年沙特推出 The Line 智慧线性城市计划, 全长 170 公里, 高度 500 米, 宽 200 米, 项目总投资规模约 5000 亿美元, 且计划 100% 使用清洁能源, 公司 BIPV 产品契合城市规划设计, 有望充分受益; 此外, 2023 沙特王储对外宣布将在首都利雅得建造一座名为 The Mukaab 的立方体摩天大楼, 整个建筑边长 400 米、宽 400 米、高 400 米, 建成后将是“世界上最大的建筑结构之一”。根据公司 2023 年推介资料, 已积极跟进中东市场, 未来将根据具体合约条件, 审慎开展业务。

图表55: The Line



资料来源: Neom 官网、华泰研究

图表56: The Mukaab



资料来源: 中建兴业官网、华泰研究

预计中国建筑兴业 24-26 年营收为 68.9/81.5/93.5 亿港元。港澳市场, 香港施政报告提出庞大建设计划, 如北部都会区等大型长期投资计划, 澳门地区博彩经营牌照合约落地, 博企明确长期投资, 均有望扩大幕墙业务成交额。内地市场, 聚焦中高端市场, 紧抓优质客户、政府公建等机遇。此外, 海外方面, 中东地区 The Line 规划蕴藏了幕墙业务的重大机遇。因此保守预计公司 2024-2026 年新签合同将持续增长, 增长率为 10.0%/10.0%/10.0%, 新签合同额为 126.5/139.2/153.1 亿港元, 公司 2018-2023 年合同转化率在 25%~33% 区间波动, 2023 年为 25%, 我们预计未来新签合同保持平稳增速的情况下, 24-26 年合同转化率维持 25% 水平, 对应营收为 68.9/81.5/93.5 亿港元。

利润方面, 幕墙业务毛利率较高且较稳定, 疫情期间毛利率稍有下降, 2023 年显著恢复, 与 2019 年水平相当, 我们预计 2024-2026 毛利率有望维持 2023 年水平, 约 16.4%。费用端, 规模效应有所显现, 2023 年下降至 2.7%, 水平已经相对较低, 未来预计维持平稳, 对应分部利润 9.4/11.1/12.8 亿港元。

**图表57： 中国建筑兴业盈利预测**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
新签合同额(亿港元)	82.10	101.27	115.00	126.50	139.15	153.07
待施工合同额(亿港元)	108.50	134.03	162.40	203.73	240.97	276.42
营业收入(亿港元)	45.31	55.88	59.57	68.93	81.53	93.53
毛利率	14.74%	13.12%	16.38%	16.38%	16.38%	16.38%
毛利(亿港元)	6.68	7.33	9.76	11.29	13.35	15.32
分部利润率	8.98%	8.44%	13.64%	13.64%	13.64%	13.64%
分部利润(亿港元)	4.07	4.72	8.13	9.40	11.12	12.76

注：“营业收入”、“毛利”、“净利润”等指标为中国建筑国际披露的分部口径。

资料来源：Wind、中国建筑兴业官网、华泰研究预测

## 目标价 14.49 港元，首次覆盖给予“买入”评级

### 历史复盘：港澳/内地投资推进+业务转型/经营向好 = 显著超额收益

中国建筑国际 2010 年至今共有 5 个明显超额收益阶段（相对恒生指数），主要发生于香港十大基建、内地保障房/PPP 推进、公司新签及业绩较优、现金流向好、业务转型等阶段，公司股价收益跑赢恒生指数，具体表现如下：

**1) 2010 年 7 月-2011 年 1 月，绝对收益 252%，恒生指数涨幅 20%，超额收益 232%，该阶段行业层面主要受益于内地扩大基础设施建设与香港十大基建陆续上马，公司订单、业绩高增。**内地基建持续扩大投资，保障性住房加大建设力度，2010 年投资增速为 113%；香港建筑业市场保持增长，十大基建项目及其他大型项目先后展开。公司层面，1H10 新签订单同比增长 68.3%，盈利方面，依托公司在中国内地快速拓展和高盈利性的特点，毛利、净利同比+39.1%/+32.4%。全年新签订单同比增长 46%，营业额同比增长 216.2%，毛利、净利同比+88.2%/+69.0%，带动全年 ROE 提升 8.2pct；唐山滨海大道项目及山西阳孟高速公路项目通车，公司转向基建投资与运营并进阶段，转型战略初见成效。

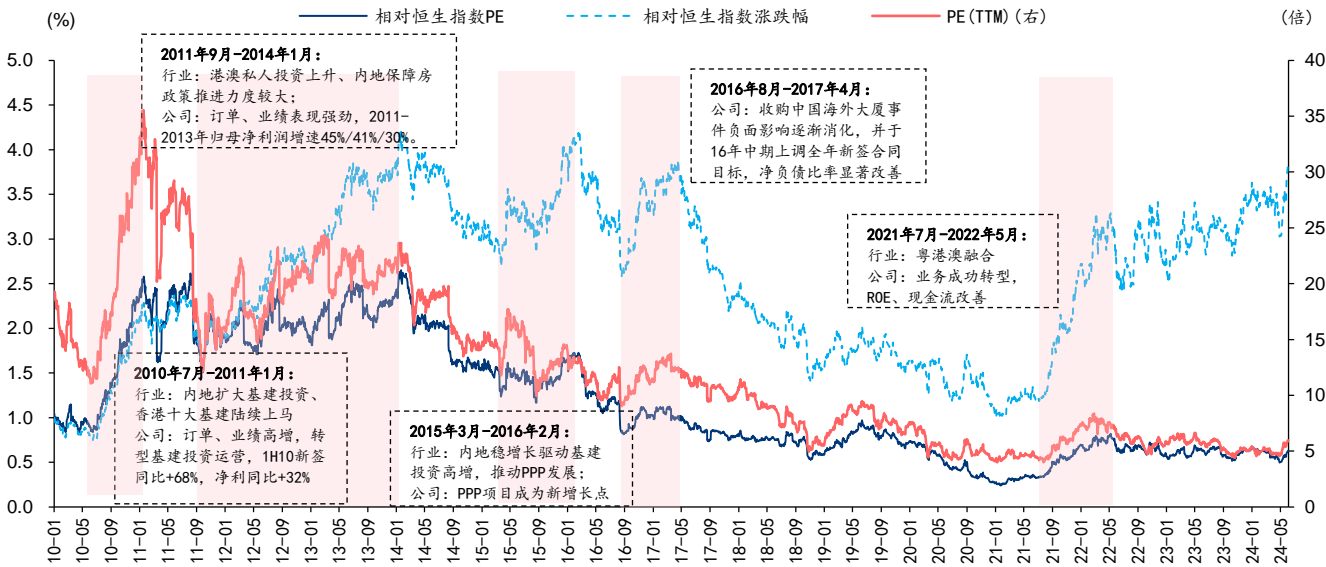
**2) 2011 年 9 月-2014 年 1 月，绝对收益 242%，恒生指数涨幅 27%，超额收益 215%，该阶段行情持续时间较长，主要受益于港澳私人投资上升，内地建筑业“十二五”规划公布及保障性住房政策推进，公司新签订单、业绩表现强劲。**行业层面，香港十大基建稳步推进，私人投资持续升温，澳门博彩业收益提升，拉动公共工程及私人投资；内地，8 月公布建筑业“十二五”规划，提出新建保障房 3600 万套，2011 年年底住建部提出 2012 年全国开工保障房套数不低于 700 万套，并首次提出完工计划，2012 年全国保障房完工将不低于 500 万套，投资额较上年增加 200 亿元。公司层面，2011-2013 年新签订单增速 21.5%/21.5%/23.7%，收入增速 36.74%/20.53%/24.14%；归母净利润增速 45.46%/41.4%/30.06%，毛利率持续增长。2012 年收购远东环球，进军玻璃幕墙，增强业务协同及国际开拓。

**3) 2015 年 3 月-2016 年 2 月，绝对收益 23%，恒生指数下跌 21%，超额收益 44%。**该阶段主要受内地稳增长政策及公司 PPP 订单催化。行业层面，“一带一路”、“京津冀一体化”、“长江经济带”等重大战略驱动内地基建投资高位增长；2015 年棚户区改造目标同比增长 22.9%；2015 年 5 月，发改委发布了第一批 1043 个 PPP 项目，总投资 1.97 万亿元，包括交通、公共服务等。公司层面，PPP 项目成为新增长点，香港新机场跑道及其他公共工程带来重大机遇。

**4) 2016 年 8 月-2017 年 4 月，绝对收益 54%，恒生指数涨幅 5%，超额收益 49%。**该阶段收购中国海外大厦事件负面影响逐渐消化，同时公司于 2016 年中上调全年新签合同目标，净负债比率显著改善，下半年经营有望进一步提速。新签方面，公司于 2016 年中报将全年目标从 780 亿港元上调至不少于 830 亿港元，利润率较高的 PPP 项目逐步进入施工阶段，有望于 16 年下半年加快贡献，带动利润率提升。

**5) 2021 年 7 月-2022 年 5 月，绝对收益 104%，恒生指数下跌 25%，超额收益 129%。**该阶段主要受益于粤港澳融合及公司业务成功转型，驱动 ROE、现金流改善。行业层面，2021 年 9 月中央先后发布《全面深化前海深港现代服务业合作区改革开放方案》、《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》两大规划，大力推进粤港澳大湾区建设。10 月香港公布《2021 年施政报告》，提及北部都会区规划及公屋建设。公司层面，装配式业务强劲发展，内地业务向短周期转型，盈利质量改善，1H21 内地经营性现金净流出大幅收窄至 9.7 亿港元；1H21 新签订单同比增长 40.4%，2021 年全年订单目标 1400 亿港元较过去两年平均同比增长 27%。

图表58：中国建筑国际股价复盘



注：相对恒生指数涨跌幅 = (区间末中国建筑国际收盘价/区间初中国建筑国际收盘价) / (区间末恒生指数收盘价/区间初恒生指数收盘价)

资料来源：Wind、华泰研究

### 盈利预测与估值

公司核心业务可被拆分为内地、香港、澳门三个地区及中国建筑兴业的幕墙业务。基于前文分析，1) **内地方面**，预计2024-2026年公司新签订单总额1043/1164/1270亿港元，营收为709/779/857亿港元；2) **港澳方面**，香港市场，预计2024-2026年香港业务新签订单额为816/913/1005亿港元，对应营收为374/447/513亿港元。澳门市场，预计2024-2026年新签订单额为110/126/143亿港元，对应营收为104/108/117亿港元；3) **中国建筑兴业**，预计2024-2026年新签合同额为127/139/153亿港元，对应营收为69/82/94亿港元。综上，公司2024-2026年总营收为1256/1415/1580亿港元。

图表59：公司2024-2026年营收预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
新签-内地(亿港元)	811.50	919.28	960.55	1043.05	1163.87	1269.68
新签-香港(亿港元)	360.50	448.96	709.20	815.58	913.45	1004.79
新签-澳门(亿港元)	84.05	105.42	95.40	109.71	126.17	142.57
新签-兴业(亿港元)	82.10	101.27	115.00	126.50	139.15	153.07
新签订单(亿港元)	1338.15	1574.93	1880.15	2094.84	2342.64	2570.11
yoy	30.82%	17.69%	19.38%	11.42%	11.83%	9.71%
营收-内地(亿港元)	405.29	486.31	661.85	708.84	778.50	856.74
营收-香港(亿港元)	238.00	372.00	308.22	374.24	447.01	512.99
营收-澳门(亿港元)	146.40	137.75	107.70	103.86	107.91	116.63
营收-兴业(亿港元)	45.31	55.88	59.57	68.93	81.53	93.53
营业总收入(亿港元)	773.10	1019.75	1137.34	1255.86	1414.95	1579.89
yoy	23.78%	31.91%	11.53%	10.42%	12.67%	11.66%

资料来源：Wind、华泰研究预测

**毛利率：**预计公司2024-2026年整体毛利率分别为14.2%/14.2%/14.2%。其中，内地毛利率为19.4%/19.4%/19.4%；香港毛利率为5.2%/5.8%/6.2%；澳门毛利率为9.0%/9.3%/9.5%；中国建筑兴业毛利率为16.4%/16.4%/16.4%。

图表60: 公司 2024-2026 年毛利率预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
综合毛利率	15.50%	13.75%	14.37%	14.16%	14.17%	14.22%
内地市场	23.27%	22.65%	19.42%	19.42%	19.42%	19.42%
香港市场	4.32%	4.57%	5.01%	5.20%	5.80%	6.20%
澳门市场	10.20%	5.40%	8.96%	9.00%	9.30%	9.50%
中国建筑兴业	14.74%	13.12%	16.38%	16.38%	16.38%	16.38%

资料来源: Wind、公司官网、华泰研究预测

**行政、销售及其他经营费用:** 预计公司 2024-2026 年综合费用率 2.3%/2.2%/2.2%。其中, 内地费用率为 2.0%/1.9%/1.9%; 香港费用率为 1.6%/1.4%/1.3%; 澳门费用率为 0.04%/0.04%/0.04%; 中国建筑兴业费用率为 2.7%/2.7%/2.7%。

图表61: 公司 2024-2026 年费用预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
综合费用率	2.95%	2.39%	2.31%	2.32%	2.21%	2.18%
内地市场	1.60%	1.50%	1.96%	2.00%	1.90%	1.90%
香港市场	0.75%	1.15%	1.68%	1.60%	1.40%	1.30%
澳门市场	0.25%	0.25%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
中国建筑兴业	5.76%	4.67%	2.74%	2.74%	2.74%	2.74%

资料来源: Wind、公司官网、华泰研究预测

综合我们对公司营业收入、毛利率及综合费用率的分析 and 预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 104.3/118.3/133.6 亿港元, 同比增速 13.8%/13.5%/12.9%。我们选取同样在港股上市的建筑央企中国中铁、中国中冶, 涉及装配式建筑业务的 A 股上市公司精工钢构、鸿路钢构, 涉及幕墙 BIPV 的江河集团作为可比公司。可比公司 24 年 Wind 一致预期 PE 为 6x, 考虑相对可比, 公司业绩稳健增长, 科技赋能的业务战略有望驱动公司由粗犷服务业转向精细制造业, 优化商业模式和盈利能力, 提升差异化竞争力。认可给予公司 24 年 7xPE, 目标价 14.49 港元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表62: 可比公司估值表 (2024/7/5)

公司名称	公司代码	股价 (本位币)	EPS (本位币)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
中国中铁	0390 HK	4.36	1.43	1.64	1.78	1.92	2.79	2.43	2.23	2.08
中国中冶	1618 HK	1.65	0.36	0.50	0.54	0.58	4.14	3.03	2.79	2.62
精工钢构	600496 CH	2.46	0.28	0.31	0.34	0.37	8.93	7.90	7.22	6.58
鸿路钢构	002541 CH	15.59	1.71	1.92	2.17	2.46	9.12	8.13	7.18	6.35
江河集团	601886 CH	4.89	0.59	0.70	0.84	0.97	8.29	6.95	5.84	5.03
<b>平均值</b>							<b>6.65</b>	<b>5.69</b>	<b>5.05</b>	<b>4.53</b>
中国建筑国际	3311 HK	11.02	1.82	2.07	2.35	2.65	6.06	5.33	4.69	4.16

注: 除中国建筑国际外, 盈利预测均来自 Wind 一致预期。

资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究

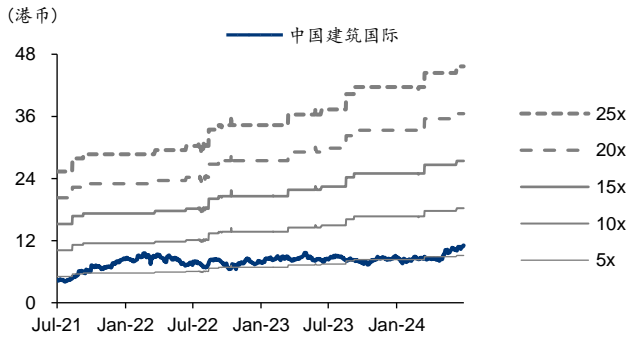
## 风险提示

**港澳市场投资低于预期的风险。** 公司是港澳地区最大的总承建商之一, 有望受益于港澳地区投资增长。但若港澳地区政府或私人部门基础设施和房地产项目投资等不及预期, 可能会造成市场竞争加剧、公司订单减少或项目规模缩小, 从而影响公司收入及利润。

**内地市场拓展低于预期的风险。** 公司聚焦优势区域, 内地投资业务模式调整成效明显, 有望受益于保障房建设推进, 但若内地基础设施和保障房投资放缓, 或政府回购等短现金周期项目不及预期, 可能会对公司订单及现金流造成不利影响。

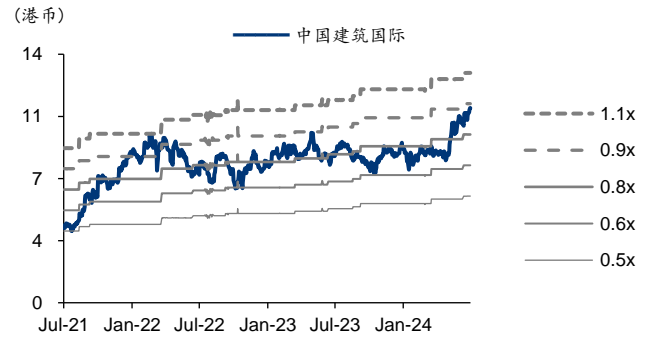
**MiC 应用低于预期的风险。** 公司首创 MiC 产品体系, 具备施工效率高、建造成本低、建设周期短等优势, 有望带动公司业务模式优化。但若 MiC 等建筑科技应用不及预期, 可能对预期的成本节约和效率提升效果产生不利影响, 从而影响公司利润率和竞争力。

图表63: 中国建筑国际 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表64: 中国建筑国际 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	101,975	113,734	125,586	141,495	157,989
销售成本	(87,957)	(97,395)	(107,809)	(121,443)	(135,528)
<b>毛利润</b>	<b>14,019</b>	<b>16,339</b>	<b>17,777</b>	<b>20,052</b>	<b>22,461</b>
销售及分销成本	(2,435)	(2,623)	(2,917)	(3,130)	(3,445)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(2,991)	(3,204)	(3,360)	(3,475)	(3,428)
应占联营公司利润及亏损	609.13	944.51	1,127	1,055	1,089
<b>税前利润</b>	<b>10,779</b>	<b>12,104</b>	<b>13,768</b>	<b>15,625</b>	<b>17,646</b>
税费开支	(2,309)	(2,391)	(2,719)	(3,086)	(3,485)
少数股东损益	512.59	548.90	624.40	708.60	800.26
<b>归母净利润</b>	<b>7,957</b>	<b>9,164</b>	<b>10,425</b>	<b>11,830</b>	<b>13,361</b>
折旧和摊销	(687.69)	(853.71)	(502.59)	(524.29)	(550.14)
EBITDA	14,458	16,162	17,631	19,624	21,624
EPS (港币, 基本)	1.58	1.82	2.07	2.35	2.65

### 资产负债表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	590.25	522.85	675.03	674.34	831.53
应收账款和票据	85,485	97,978	102,908	119,495	130,589
现金及现金等价物	23,881	28,463	30,195	29,345	26,797
其他流动资产	18,224	20,959	23,287	26,007	28,966
<b>总流动资产</b>	<b>128,180</b>	<b>147,923</b>	<b>157,065</b>	<b>175,521</b>	<b>187,184</b>
固定资产	4,870	5,665	5,807	5,884	6,168
无形资产	4,143	3,860	3,616	3,460	3,236
其他长期资产	91,657	91,827	96,621	101,388	106,878
<b>总长期资产</b>	<b>100,670</b>	<b>101,351</b>	<b>106,044</b>	<b>110,733</b>	<b>116,281</b>
<b>总资产</b>	<b>228,850</b>	<b>249,275</b>	<b>263,110</b>	<b>286,254</b>	<b>303,465</b>
应付账款	80,557	89,836	88,049	96,139	98,871
短期借款	16,787	19,383	22,590	25,095	27,599
其他负债	5,482	6,137	6,260	6,385	6,512
<b>总流动负债</b>	<b>102,825</b>	<b>115,355</b>	<b>116,899</b>	<b>127,619</b>	<b>132,983</b>
长期债务	48,297	51,427	55,784	57,424	59,057
其他长期债务	9,932	8,214	7,921	9,376	9,071
<b>总长期负债</b>	<b>58,229</b>	<b>59,642</b>	<b>63,705</b>	<b>66,800</b>	<b>68,128</b>
股本	125.94	125.94	125.94	125.94	125.94
储备/其他项目	65,465	71,615	79,219	87,840	97,559
股东权益	65,591	71,741	79,345	87,966	97,684
少数股东权益	2,205	2,536	3,161	3,869	4,670
<b>总权益</b>	<b>67,796</b>	<b>74,278</b>	<b>82,505</b>	<b>91,835</b>	<b>102,354</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	6.98	6.06	5.33	4.69	4.16
PB	0.85	0.77	0.70	0.63	0.57
EV EBITDA	7.91	7.10	6.87	6.54	6.27
股息率 (%)	4.36	5.08	5.78	6.56	7.41
自由现金流收益率 (%)	9.11	15.48	11.43	10.59	13.12

### 现金流量表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	14,458	16,162	17,631	19,624	21,624
融资成本	2,991	3,204	3,360	3,475	3,428
营运资本变动	(6,086)	(3,980)	(7,502)	(9,526)	(9,570)
税费	(2,309)	(2,391)	(2,719)	(3,086)	(3,485)
其他	(8,842)	(12,494)	(9,978)	(9,683)	(10,947)
<b>经营活动现金流</b>	<b>212.12</b>	<b>500.99</b>	<b>791.13</b>	<b>803.42</b>	<b>1,049</b>
CAPEX	(362.86)	(562.48)	(401.08)	(445.42)	(609.42)
其他投资活动	863.71	1,736	(41.32)	1,331	(54.91)
<b>投资活动现金流</b>	<b>500.84</b>	<b>1,174</b>	<b>(442.40)</b>	<b>885.69</b>	<b>(664.33)</b>
债务增加量	5,073	10,310	7,564	4,145	4,137
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(2,598)	(2,935)	(2,821)	(3,209)	(3,642)
其他融资活动现金流	(3,003)	(2,827)	(3,360)	(3,475)	(3,428)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(527.02)</b>	<b>4,548</b>	<b>1,383</b>	<b>(2,539)</b>	<b>(2,933)</b>
现金变动	185.94	6,223	1,732	(849.78)	(2,548)
年初现金	24,340	23,501	28,392	30,124	29,274
汇率波动影响	(1,025)	(1,333)	(160.49)	(185.37)	(449.87)
<b>年末现金</b>	<b>23,501</b>	<b>28,392</b>	<b>30,124</b>	<b>29,274</b>	<b>26,726</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	31.91	11.53	10.42	12.67	11.66
毛利润	16.99	16.55	8.80	12.80	12.01
营业利润	19.37	18.41	8.34	13.88	12.37
净利润	17.00	15.17	13.75	13.48	12.94
EPS	17.00	15.17	13.75	13.48	12.94
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利润率	13.75	14.37	14.16	14.17	14.22
EBITDA	14.18	14.21	14.04	13.87	13.69
净利润率	7.80	8.06	8.30	8.36	8.46
ROE	12.26	13.35	13.80	14.14	14.39
ROA	3.55	3.83	4.07	4.31	4.53
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	62.82	59.03	60.72	60.45	61.28
流动比率	1.25	1.28	1.34	1.38	1.41
速动比率	1.24	1.28	1.34	1.37	1.40
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.46	0.48	0.49	0.52	0.54
应收账款周转天数	281.20	290.36	287.92	282.92	284.92
应付账款周转天数	314.06	314.91	297.00	273.00	259.00
存货周转天数	1.96	2.06	2.00	2.00	2.00
现金转换周期	(30.90)	(22.50)	(7.08)	11.92	27.92
<b>每股指标 (港币)</b>					
EPS	1.58	1.82	2.07	2.35	2.65
每股净资产	13.02	14.24	15.75	17.46	19.39

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，方晏荷、黄颖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、黄颖本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司