

中国建筑国际 (03311.HK)

港澳工程龙头尽享湾区融合红利, MiC 科技赋能加速成长

中建旗下唯一港澳工程平台, 持续开拓内地投资类业务。中国建筑国际系中建集团旗下唯一港澳建筑业务平台, 2008年起进入内地市场开拓 BT、PPP 等投资类项目, 内地收入/业绩占比持续提升, 2023 年达 58%/81%。2013-2023 年公司营收/业绩 CAGR 分别达 15%/13% (2023 年同增 11.5%/15.1%), 近年来在宏观扰动、地产下行等影响下仍维持稳健增长, 经营韧性较强, 且综合毛利率、净利率等指标显著优于其他建筑央企龙头, 盈利能力优异。

投资业务模式优化, 盈利质量持续提升。受长周期 PPP 项目承接影响, 公司总资产周转率自 2016 年起明显下行, 致 ROE 由 22% 的高点下降至 12%, 2019 年起公司为加快周转、改善现金流, 积极创新项目模式, 与地方政府开拓保障房定向回购等 GTR 类短周期项目, 2019-2021 年内地投资业务结构显著优化, 2021 年已无 PPP 类项目, GTR 类项目占比提升至 76%, 带动整体订单转化明显提速, 2023 年现金流已连续两年回正, 内地现金流首次平衡, ROE 大幅提升至 15.3%。

MiC 产品引领装配式发展, 科技赋能加速成长。公司旗下中建海龙布局装配式全产业链, 港澳地区预制件市占率第一, 业务实力强劲; 2019 年公司首创 MiC 模块化产品, 可将 90% 施工工序移至工厂完成, 工期缩短 80%、总用工量减少 20%, 覆盖模块化住宅、学校、酒店公寓等多个应用场景, 系装配式技术迭代至 4.0 的集成应用。2020 年公共卫生事件催生港内快速建造需求, MiC 渗透率加速提升, 当前港区政府要求 300 平方米以上公共建筑必须采用 MiC, 内地规划 2025 年装配式渗透率提升至 30%, MiC 发展空间广阔。除 MiC 快速建造技术外, 公司另储备有复杂幕墙施工、复杂环境隧道建造等六大核心科技, 2023 年科技带动类签单同比高增 45%, 占比 40% (规划 25 年提升至 50%), 对比传统建筑业务, 科技类项目利润率更优, 且周转显著快于投资项目, 有望带动公司商业模式持续改善。

内地保障房政策持续发力, 后续建设有望提速。我国保障房体系包括公租房、配售型住房及保障性租赁住房三大类, 2021 年《22 号文》出台, 提出加快推进保障房建设, “十四五”住建部规划新建 900 万套保障房, 预计拉动投资额近 3 万亿。2023 年保障房政策持续发力, 8 月国常会审议通过《14 号文》, 要求加快建设配售型保障房, 今年初以来多个重点城市已出台配售型保障房建设规划, 预计 2024 年各类保障房投资额有望达 6395 亿。保障房对于地产行业转型、稳定投资具有重要意义, 后续建设预计显著提速。公司内地保障房定向回购业务占比近 80%, MiC 产品特性与保障房批量化、标准化建设需求较为契合, 后续受益保障房建设提速, 内地业务有望较快增长。

政策大力推动粤港澳一体化, 区域龙头尽享湾区融合红利。近年来粤港澳一体化融合持续加速, 带动互联互通基建需求上行, 2023 年广东省重大项目中约有 6758 亿投向大湾区建设。2021 年 4 月香港提出北部都会区发展策略, 2023 年 10 月发布《行动纲领》, 计划于未来 10-20 年内大力开发北部都会区, 有望贡献 3 万亿港元投资, 预计新增超 50 万套住宅单位, 房建需求持续旺盛。公司为粤港澳工程龙头, 港内市占率约 15%、澳门连续三年市占率超 50%, 龙头地位凸显, 后续随着湾区融合提速、工程需求上行, 公司区域订单有望延续高增。

投资建议:我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别 106/120/134 亿港元, 同比增长 15%/13%/12%, 对应 EPS 分别为 2.10/2.38/2.66 港元。当前股价 PE 分别 4.6/4.0/3.6 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 房建投资大幅下行风险, 项目执行进度不及预期风险, MiC 应用不及预期风险等。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	101,975	113,734	127,270	142,347	156,620
增长率 yoy (%)	31.9	11.5	11.9	11.8	10.0
归母净利润 (百万元)	7,957	9,164	10,569	11,966	13,396
增长率 yoy (%)	17.0	15.2	15.3	13.2	12.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.58	1.82	2.10	2.38	2.66
净资产收益率 (%)	12.5	13.1	12.7	12.6	12.4
P/E (倍)	6.1	5.3	4.6	4.0	3.6
P/B (倍)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5

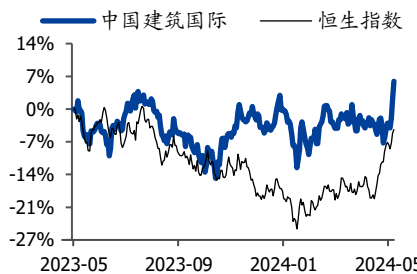
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 5 月 13 日收盘价 单位: 港元

买入 (首次)

股票信息

行业	重型基建
5月13日收盘价(港元)	9.60
总市值(百万港元)	48,361.12
总股本(百万股)	5,037.62
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	4.37

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

研究助理 李枫婷

执业证书编号: S0680122060010

邮箱: lifengting3@gszq.com

相关研究



内容目录

1. 公司概况：港澳工程龙头及内地领先投资运营商	5
1.1. 公司简介：中建旗下港澳业务平台，科技赋能投建营全产业链发展	5
1.2. 业务结构：内地业务贡献主要业绩，政府类客户占比超 80%	6
1.3. 经营业绩：营收业绩稳健增长，盈利能力优异	8
2. 投资业务模式优化，盈利质量持续提升	12
2.1. 大力开拓 GTR 等短周期项目，业务结构大幅优化	12
2.2. GTR 模式加速周转，ROE 及现金流显著改善	13
3. MIC 产品引领装配式发展，科技赋能加速成长	15
3.1. 旗下中建海龙布局装配式全产业链，MIC 产品优势显著	15
3.2. 中建兴业幕墙市占率港内第一，具备六大复杂幕墙施工技术	18
3.3. 六大核心建筑科技赋能，打造新业绩增长点	20
4. 内地保障房政策持续发力，后续建设有望提速	22
4.1. 保障房体系逐步完善，“十四五”保障房建设投资达 3 万亿	22
4.2. 14 号文奠定房地产“双轨制”发展方向，配售型保障房建设有望提速	24
4.3. 2024 年保障房预计投资额 6395 亿，公司内地业务有望快速增长	26
5. 政策大力推动粤港澳一体化，区域龙头尽享湾区融合红利	28
5.1. 粤港澳一体化融合加速，带动互联互通基建需求上行	28
5.2. 香港发布北部都会区建设纲领，房建需求预计持续旺盛	29
5.3. 公司为粤港澳工程龙头，有望受益湾区融合提速	32
6. 盈利预测、估值与投资建议	34
7. 风险提示	37

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	5
图表 2: 公司股权结构	6
图表 3: 公司营业收入结构（分区域）	6
图表 4: 公司分区域业绩占比	7
图表 5: 公司主要业务板块	7
图表 6: 2009-2023 年公司新签订单结构（分项目类型）	8
图表 7: 2009-2023 年公司新签订单结构（分客户）	8
图表 8: 公司营业收入及同比增速	9
图表 9: 公司归母净利润及同比增速	9
图表 10: 公司分业务及综合毛利率	9
图表 11: 公司毛利率同业对比	9
图表 12: 公司 SG&A 费用占收入比	10
图表 13: 公司财务费用率	10
图表 14: 公司利润表拆解（金额单位：亿港元）	10
图表 15: 公司归母净利率同业对比	11
图表 16: 公司新签合同额及同比增速	11
图表 17: 公司 ROE 自 2016 年起明显下行	12
图表 18: 公司内地新签订单结构	12
图表 19: 公司内地新签合同额及同比增速	12

图表 20: 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)	13
图表 21: 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)	13
图表 22: 公司在手订单占收入比	13
图表 23: 2018 年来公司 ROE 逐步改善	14
图表 24: 公司总资产周转率稳步恢复	14
图表 25: 内地及港澳板块经营现金流净额 (单位: 亿港元)	14
图表 26: 公司经营性及投资性现金流 (单位: 亿港元)	14
图表 27: 中建海龙装配式全产业链布局	15
图表 28: MiC 施工工序及核心优势	16
图表 29: 公司混凝土 MiC	16
图表 30: 公司钢结构 MiC	16
图表 31: 公司 SEC 三大产品系列	17
图表 32: 我国装配式建筑面积及渗透率提升趋势	18
图表 33: 中建兴业幕墙产线分布	18
图表 34: 公司六大核心幕墙施工技术	19
图表 35: 中国建筑兴业 BIPV 系列产品	20
图表 36: 公司六大核心技术	20
图表 37: 公司 2021-2023 年营收结构	21
图表 38: 公司 2021-2023 年新签订单结构	21
图表 39: 我国保障性住房制度体系	22
图表 40: 22 号文具体政策规定	23
图表 41: 2021-2025 年我国保障房建设情况	23
图表 42: 14 号文完善配售型保障房供给体系	24
图表 43: 《关于规划建设保障性住房的指导意见》(14 号文)	25
图表 44: 2023 年保障房建设相关政策	26
图表 45: 重点城市配售型保障房建设套数	27
图表 46: 2024 年保障房投资测算	27
图表 47: 粤港澳大湾区重点政策	28
图表 48: 广东省重点项目中粤港澳大湾区基建投资额	29
图表 49: 香港过去十年建造工程总量及同比增速	29
图表 50: 香港未来十年建造工程总量及同比增速预测	29
图表 51: 香港建造工程量结构 (分项目类型)	30
图表 52: 香港建造工程量结构 (分业主类型)	30
图表 53: 北部都会区时间轴及规划图	30
图表 54: 《北部都会区行动纲领》四大发展区域	31
图表 55: 《北部都会区行动纲领》四大发展区域新增住宅规划	32
图表 56: 公司香港地区收入及市占率	33
图表 57: 公司港澳地区订单及分地区订单增速	33
图表 58: 主营业务拆分预测表	35
图表 59: 可比公司估值表	36

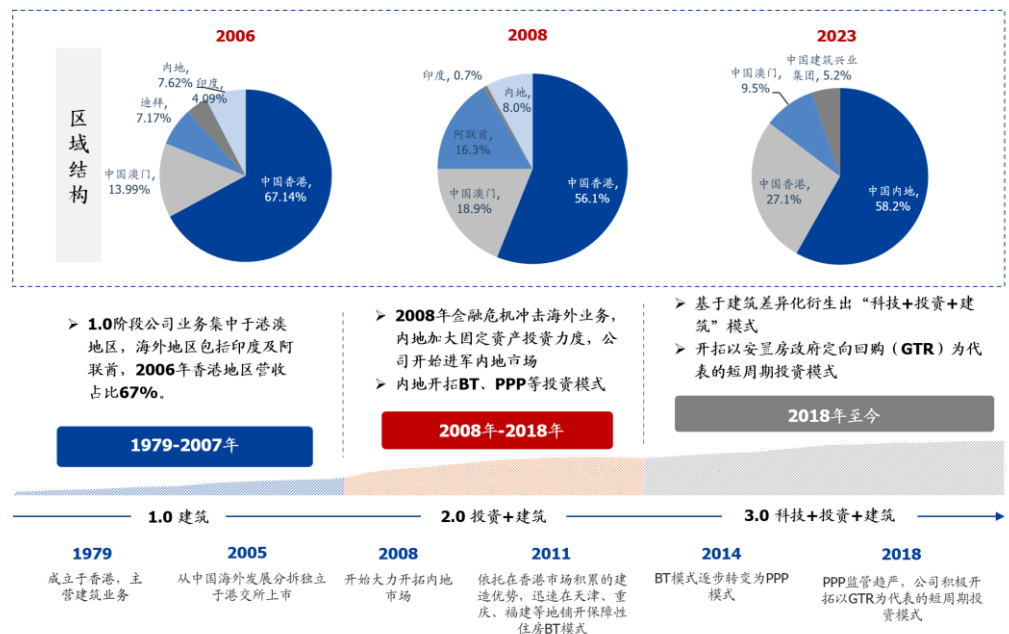
1. 公司概况：港澳工程龙头及内地领先投资运营商

1.1. 公司简介：中建旗下港澳业务平台，科技赋能投建管全产业链发展

历史沿革

港澳工程龙头，布局“科技+投建管”全产业链。中国建筑国际隶属于中国建筑集团，为集团内唯一港澳建筑业务平台及境内基础设施投资旗舰平台，公司自1979年起于香港从事建筑工程业务，2005年从中国海外发展分拆独立于港交所上市，2008年起进入内地市场，开拓保障房BT、PPP等投资类模式，并逐步向以GTR为代表的短周期投资模式转型，同时持续推动“科技赋能”战略，依托领先建筑科技强化竞争壁垒。当前公司已发展为港澳最大总承建商之一、内地领先城市综合投资运营商，构建以“科技+投资+建筑+资产运营”四位一体的业务模式，截止2023年末公司成功进入22省、80余城市，基本形成全国布局，在香港、澳门、内地及海外先后承建1500多项工程。

图表1：公司历史沿革

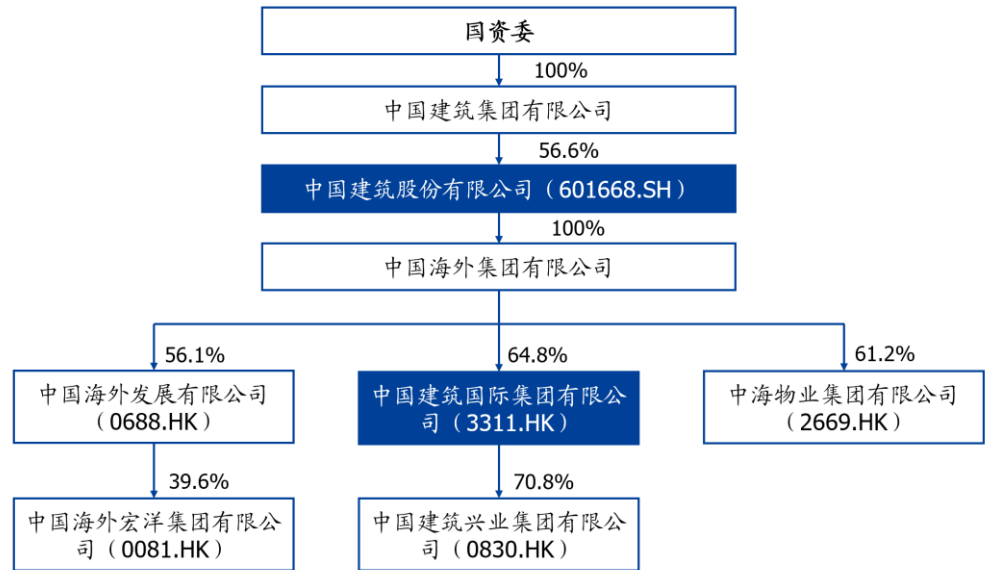


资料来源：公司推介会PPT，公司公告，国盛证券研究所

股权结构

第一大股东中海集团系中国建筑全资子公司，持股比例64.8%。截至2023年末，公司第一大股东中海集团持有公司64.8%股份，中海集团系中国建筑全资子公司，旗下共五家公司于港交所上市，其中中国建筑兴业（主营幕墙工程）为中国建筑国际控股子公司（持股比例70.8%）。实控人中国建筑为全球最大投资建设集团，2022年《财富》全球500强排名第九、中国500强排名第三，综合实力强劲。

图表 2: 公司股权结构

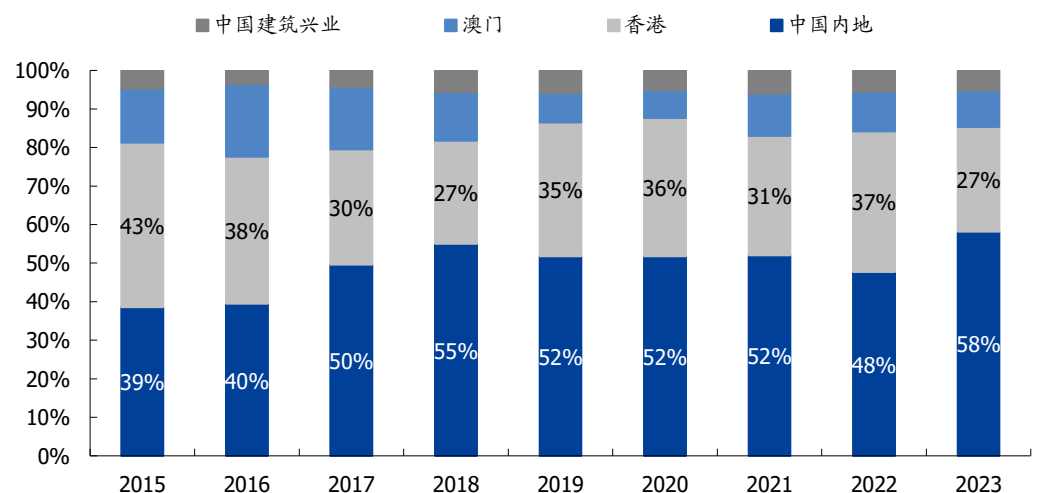


资料来源: 2023 年业绩推介会, 国盛证券研究所

1.2. 业务结构: 内地业务贡献主要业绩, 政府类客户占比超 80%

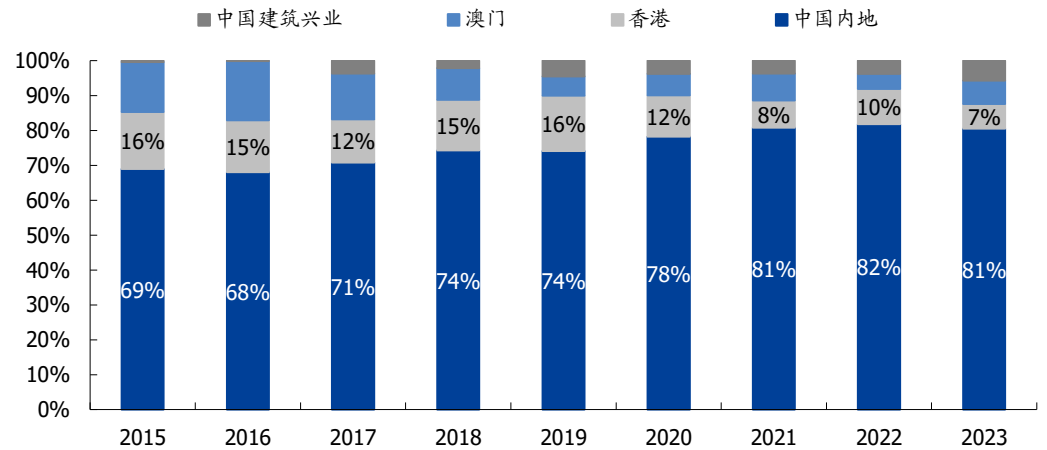
内地收入占比近 60%，业绩贡献比超 80%。分板块看，公司业务包括内地、香港、澳门及中国建筑兴业，2023 年营收占比分别为 58%/27%/10%/5%，其中港澳业务包括房建、基建等各类工程项目，内地业务以建筑投资类项目为主。公司自 2008 年起进入内地市场，开拓投资类业务，2015 年起受益 PPP 等投资类项目增长，内地收入占比大幅提升，2023 年达 58%，利润占比 81%，贡献主要业绩。

图表 3: 公司营业收入结构 (分区域)



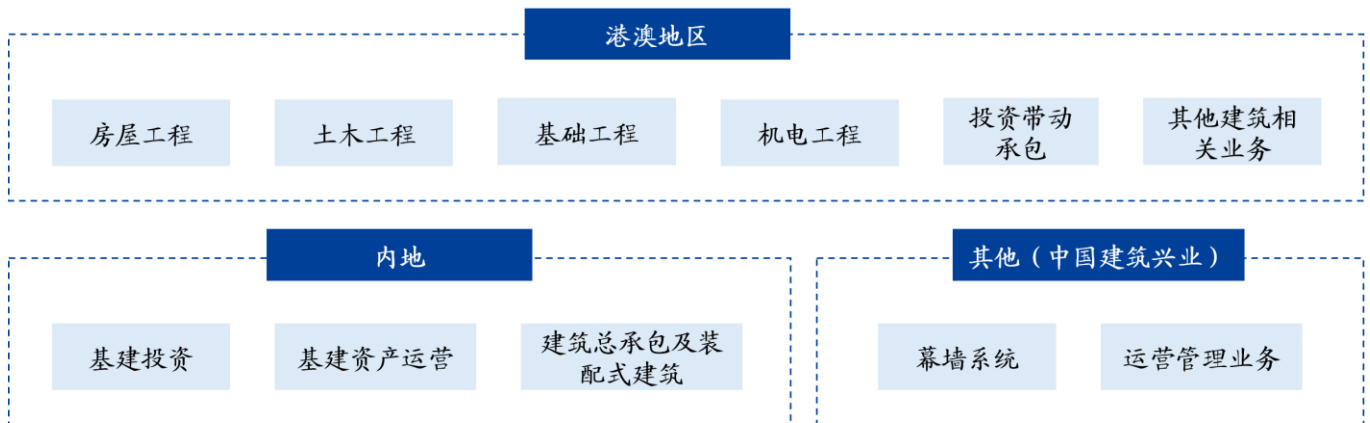
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 公司分区域业绩占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

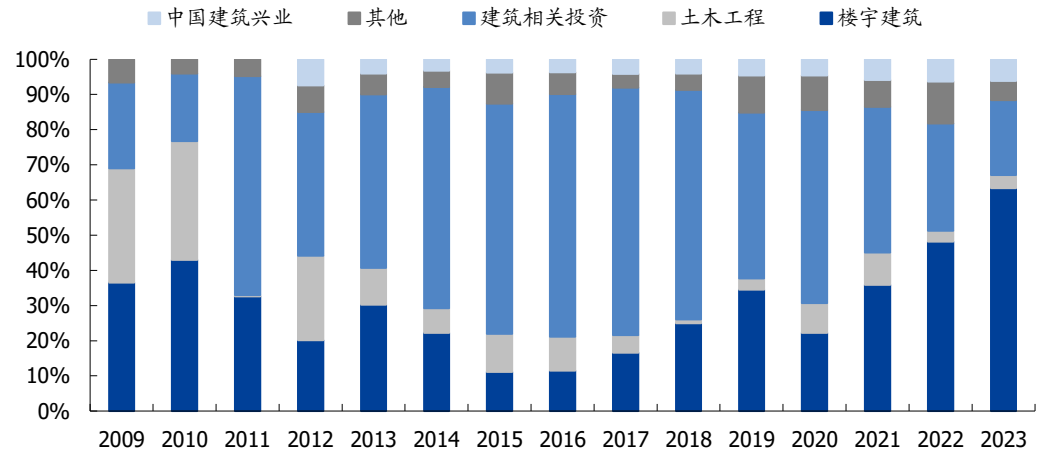
图表 5: 公司主要业务板块



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

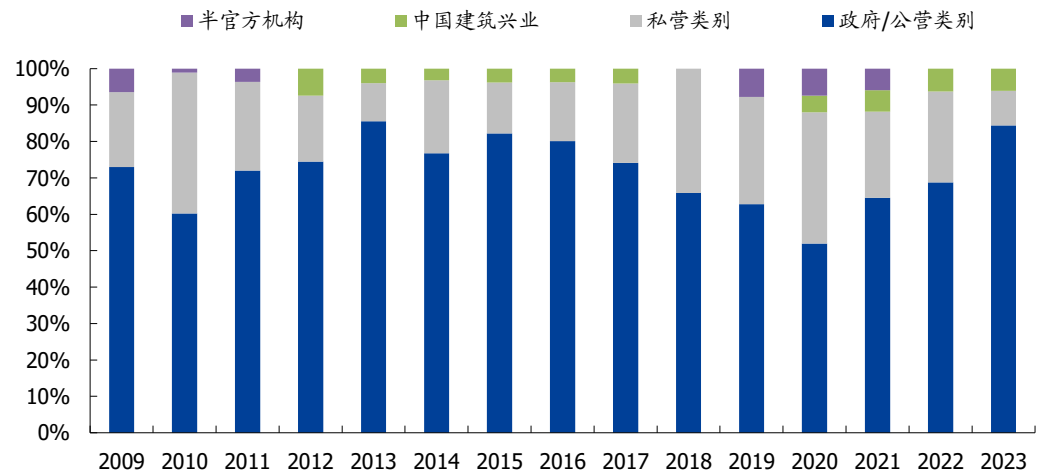
从签单口径看, 房建工程占比超 60%、政府/公营主体为主要客户。2023 年公司累计新承接工程 1880 亿港元, 其中房建工程/投资类业务分别占比 63.4%/21.3%, 投资类订单占比于 2017 年达到高点, 2019 年明显回落 (PPP 退潮), 其他业务中土木工程/其他建筑工程/中国建筑兴业订单分别占比 3.7%/5.5%/6.1%。从客户类型看, 政府/公营主体为主要业主, 2023 年公营/私营客户订单占比分别为 84.4%/9.5%。

图表 6: 2009-2023 年公司新签订单结构 (分项目类型)



资料来源: 公司公告、公司业绩推介会 PPT, 国盛证券研究所

图表 7: 2009-2023 年公司新签订单结构 (分客户)

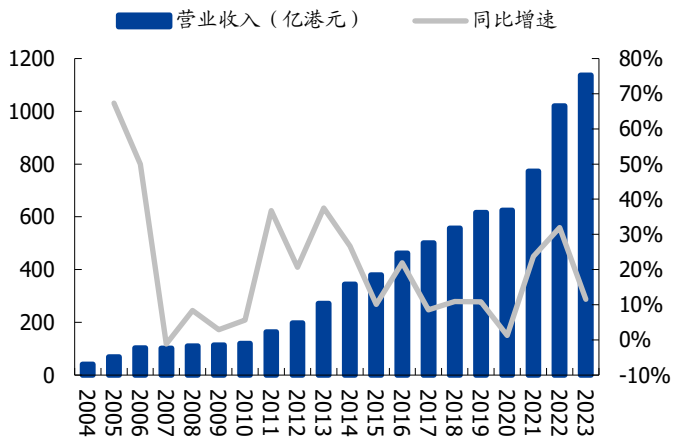


资料来源: 公司公告、公司业绩推介会 PPT, 国盛证券研究所

1.3. 经营业绩: 营收业绩稳健增长, 盈利能力优异

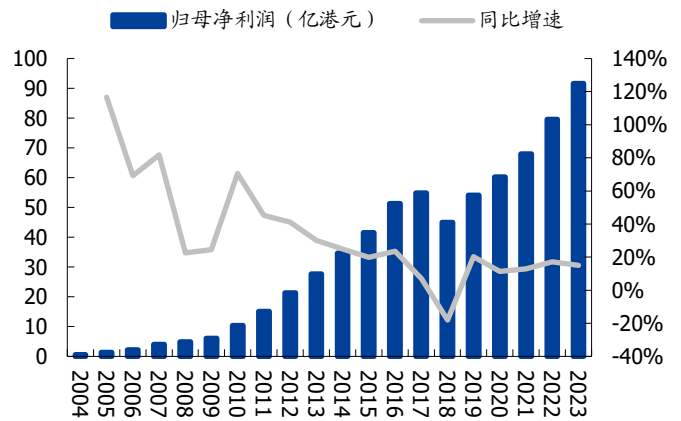
营收业绩维持稳健增长, 经营韧性较强。公司上市后发展历程大致可分为四个阶段: 1) 2005-2008 年: 业务集中于港澳市场, 以施工项目为主, 毛利率较低 (10%以下)。2) 2009-2014 年: 2007 年公司收购深圳中海建筑进军内地市场, 开拓 BT 类投资项目, 依托内地投资高增红利, 公司营收业绩快速增长, 盈利能力显著提升 (2009-2014 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 25%/41%)。3) 2015-2018 年: 内地 PPP 项目快速增长, 公司投资类业务占比显著提升, 2015-2017 年营收/业绩维持稳健增长。2017 年底起外部融资环境趋紧、去杠杆政策推进, 叠加 PPP 规范升级, 公司投资类业务规模有所回落, 2018 年业绩出现 10 年内首次负增长。4) 2019 年至今: 公司自 2019 年起积极调整业务结构, 降低 PPP 签约量, 增加保障房定向回购等高周转投资项目, 业绩稳步恢复。2013-2023 年公司总体营收/业绩 CAGR 分别为 15%/13% (2023 年同增 11.5%/15.1%), 近年来在宏观因素扰动、地产下行等影响下仍维持较稳健增长, 经营韧性较强。

图表 8: 公司营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

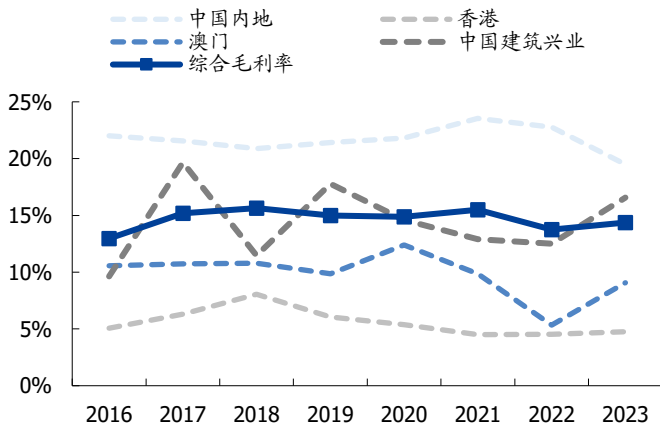
图表 9: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

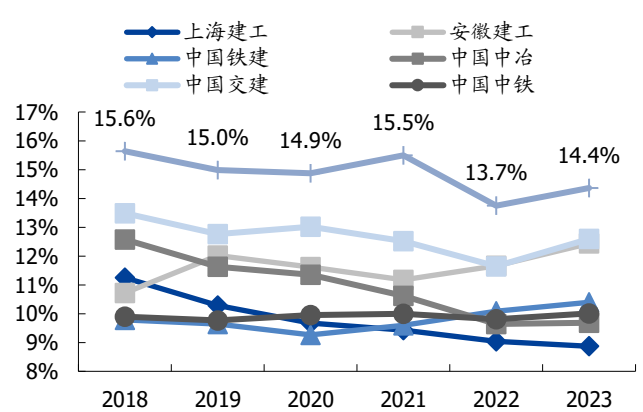
综合毛利率显著优于同业。2023 全年公司综合毛利率 14.4%，其中内地/香港/澳门/中国建筑兴业毛利率分别为 19.5%/4.8%/9.1%/16.6%，内地业务毛利率较高，主要因内地以投资类项目为主，港澳多为施工项目。2008 年起受益内地投资类业务开拓，公司毛利率持续提升，2017-2021 年稳定在 15%-16% 左右，2022 年下滑至 13.7% 主要因香港地区收入同比高增 55%，2023 年内地业务占比提升，整体毛利率恢复至 14.4%，显著高于同业央企龙头，盈利能力较强。

图表 10: 公司分业务及综合毛利率



资料来源: 公司业绩推介会 PPT, Wind, 国盛证券研究所

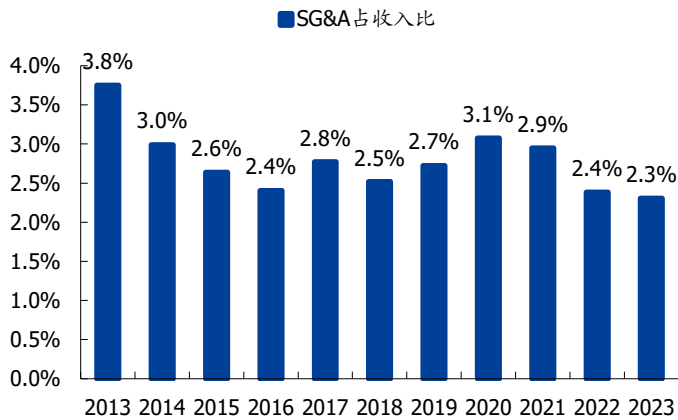
图表 11: 公司毛利率同业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

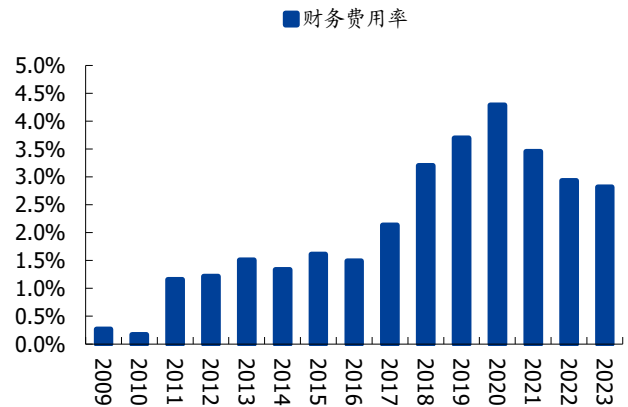
经营费用率管控良好，财务费用率持续下行。近年来公司 SG&A (销售、行政及其他经营费用) 占收入比持续下行，2021-2023 年分别为 2.9%/2.4%/2.3%，费用率管控优异；财务费用率自 2011 年起有所上升，主要因投资类业务开拓对资金需求较大，近年来公司持续优化融资渠道，降低融资成本，2023 年财务费用率 2.8%，同比下降 0.1pct。

图表 12: 公司 SG&A 费用占收入比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 公司财务费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

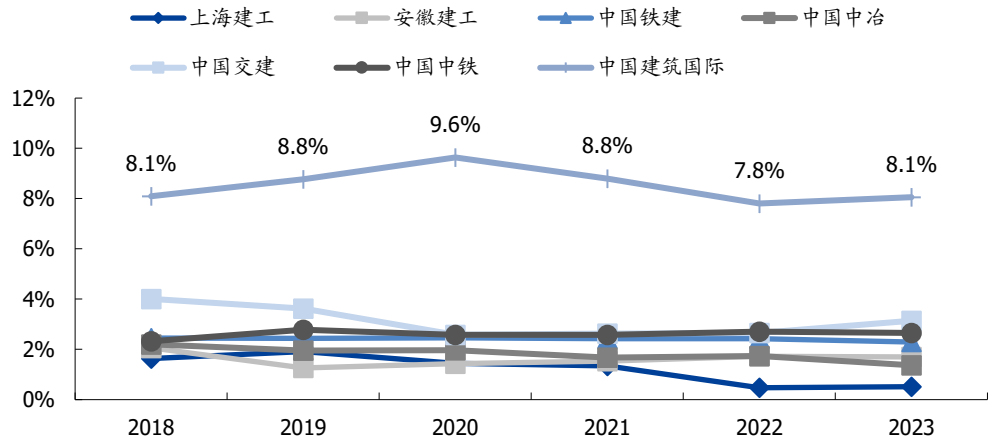
净利率大幅优于同业可比。2023 年受益毛利率恢复、费用率持续下行, 公司归母净利率同比上行 0.3pct 至 8.1%, 大幅优于同业央企国企 (中国中铁、上海建工等建筑央企净利率约 1%-3%)。

图表 14: 公司利润表拆解 (金额单位: 亿港元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入	462.1	501.5	556.3	616.7	624.6	773.1	1019.8	1137.3
同比增速	21.9%	8.5%	10.9%	10.9%	1.3%	23.8%	31.9%	11.5%
分板块:								
中国内地	182.5	248.7	306.0	319.5	323.5	402.0	486.4	661.9
同比增速	24.7%	36.3%	23.0%	4.4%	1.3%	24.3%	21.0%	36.1%
香港	176.1	149.9	149.1	214.0	224.2	239.7	372.2	308.2
同比增速	8.8%	-14.8%	-0.6%	43.5%	4.8%	6.9%	55.3%	-17.2%
澳门	87.3	80.7	70.1	46.9	45.0	85.0	105.0	108.0
同比增速	64.6%	-7.6%	-13.2%	-33.1%	-4.0%	89.1%	23.5%	2.9%
中国建筑兴业	16.2	22.1	31.2	36.4	31.9	46.4	56.1	59.1
同比增速	-9.2%	36.4%	41.2%	16.8%	-12.5%	45.6%	20.9%	5.4%
营业成本	402.2	425.4	469.3	524.3	531.7	653.3	879.6	974
毛利率	13.0%	15.2%	15.6%	15.0%	14.9%	15.5%	13.7%	14.4%
分板块:								
中国内地	22.0%	21.6%	20.9%	21.4%	21.8%	23.5%	22.8%	19.5%
香港	5.1%	6.3%	8.1%	6.0%	5.4%	4.5%	4.5%	4.8%
澳门	10.6%	10.7%	10.8%	9.9%	12.4%	9.9%	5.3%	9.1%
中国建筑兴业	9.6%	19.7%	11.5%	17.8%	14.6%	12.9%	12.5%	16.6%
投资收益	12.6	7.5	-3.6	6.4	9.8	12.0	15.8	6.5
SG&A 费用	11.1	13.9	14.0	16.8	19.2	22.8	24.3	26.2
SG&A 费用率	2.40%	2.77%	2.52%	2.72%	3.07%	2.95%	2.38%	2.31%
财务费用	6.9	10.7	17.8	22.8	26.8	26.7	29.9	32.0
财务费用率	1.49%	2.13%	3.20%	3.70%	4.29%	3.45%	2.93%	2.82%
税前利润	60.1	67.9	62.1	72.8	82.4	93.9	107.8	121.0
所得税	10	12.6	16.5	15.6	17.6	19.5	23.1	23.9
净利润	50.1	55.3	45.6	57.2	64.8	74.4	84.7	97.1
净利率	10.8%	11.0%	8.2%	9.3%	10.4%	9.6%	8.3%	8.5%
少数股东损益	-1.2	0.4	0.6	3.1	4.6	6.4	5.1	5.5
归母净利润	51.3	54.9	45.0	54.1	60.2	68.0	79.6	91.6
同比增速	23.6%	7.0%	-18.0%	20.2%	11.3%	13.0%	17.1%	15.1%
归母净利率	11.1%	10.9%	8.1%	8.8%	9.6%	8.8%	7.8%	8.1%

资料来源: Wind, 公司公告, 公司业绩推介会 PPT, 国盛证券研究所

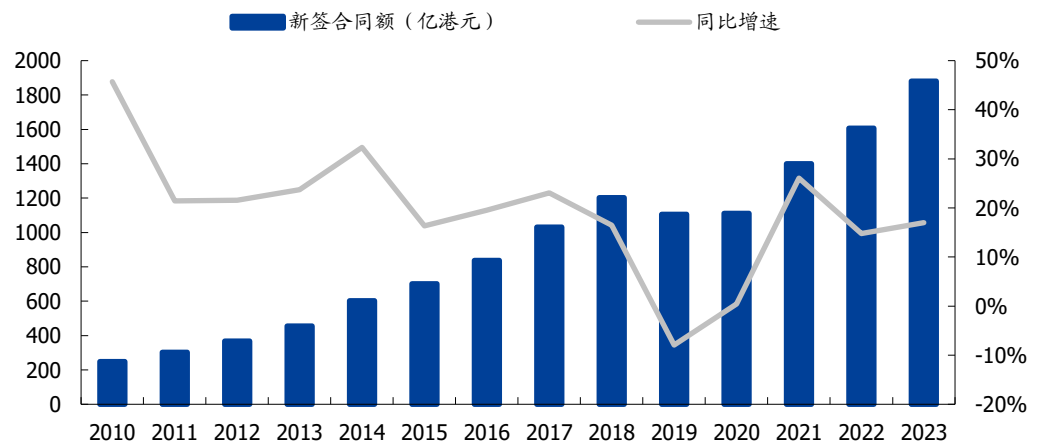
图表 15: 公司归母净利率同业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

新签订单稳健增长，在手订单充裕。2019年起公司为应对PPP退潮，积极调整业务结构，加大GTR等短周期项目开拓力度，2020年起新签订单增长逐步恢复，2021-2023年公司新承接工程额分别同增26%/15%/17%。截止2023年末，公司未完合同额3500.5亿港元，订单保障倍数3.1，在手订单充裕。

图表 16: 公司新签合同额及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 投资业务模式优化，盈利质量持续提升

2.1. 大力开拓 GTR 等短周期项目，业务结构大幅优化

受 PPP 项目承接影响，2016 年起公司 ROE 明显下行。2016 年起内地基建政策大力推行 PPP 模式，公司新承接项目基本均为 PPP 项目。由于 PPP 项目前期投资量较大，且回收期多在 10 年以上，导致公司资产周转率自 2016 年起明显下行。2018 年起 PPP 监管趋严，项目融资进度放缓，公司为推进在手 PPP 项目，债务规模提升，财务费用增加，同时公司计提了部分减值损失，整体净利率持续下行，叠加资产周转放缓，公司整体 ROE 明显下降，2018 年降低至 11.8%。

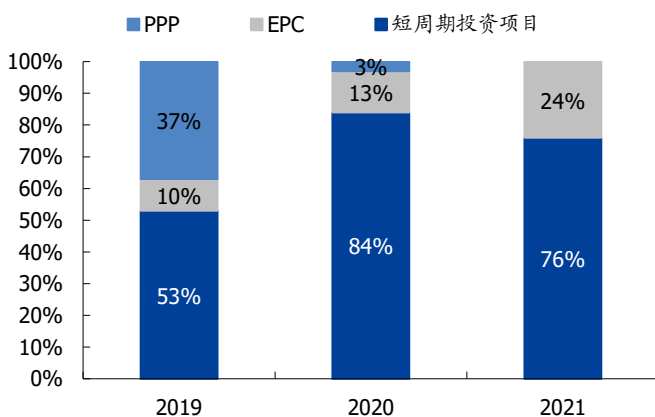
图表 17: 公司 ROE 自 2016 年起明显下行

年份	ROE	总资产周转率	归母净利率	权益乘数
2010	23.2%	0.76	8.6%	3.6
2011	21.4%	0.72	9.2%	3.2
2012	18.5%	0.62	10.8%	2.8
2013	18.7%	0.62	10.2%	3.0
2014	19.2%	0.59	10.0%	3.3
2015	20.3%	0.56	10.9%	3.3
2016	22.0%	0.59	11.1%	3.4
2017	17.3%	0.49	10.9%	3.2
2018	11.8%	0.44	8.1%	3.3
2019	13.4%	0.42	8.8%	3.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

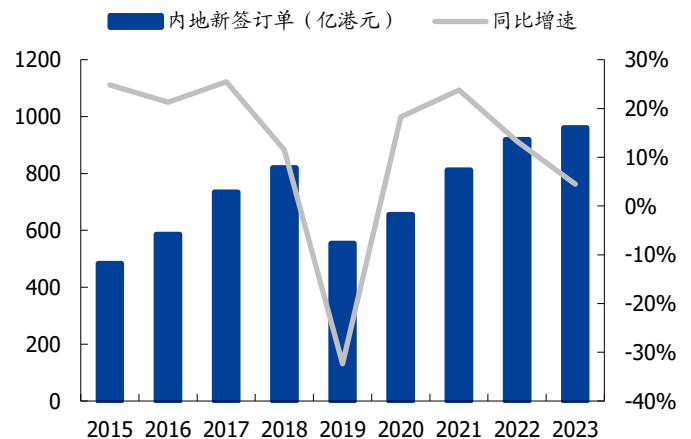
大力开拓政府定向回购 (GTR) 等短周期项目，业务结构大幅优化。2019 年起公司为加快周转、改善现金流，积极创新项目模式，与地方政府合作开拓保障房定向回购等 GTR 类短周期项目。GTR 项目周期约 4 年 (建设期 2 年)，集团参与土地招拍挂、设计、投资及建设，建成后由政府定向采购全部安置房，项目周转显著快于 PPP 模式。2019-2021 年公司内地订单中 PPP 项目占比大幅下降，2021 年起已无新签 PPP 项目，GTR 等短周期投资项目占比 76%。得益于 GTR 模式开拓，2020 年起公司内地订单恢复稳健增长，2019-2023 年复合增速达 15%。

图表 18: 公司内地新签订单结构



资料来源: 公司业绩推介会 PPT, 国盛证券研究所

图表 19: 公司内地新签合同额及同比增速



资料来源: 公司公告, 公司业绩推介会 PPT, 国盛证券研究所

2.2. GTR 模式加速周转，ROE 及现金流显著改善

GTR 模式加速项目周转，现金流仅 4 年即可回正。以公司温州某政府保障房定向回购项目为例，该项目总周期 4 年，公司仅第一年需支付较高拿地费用（3.9 亿元），第二年即可获得首笔政府回款（5.4 亿），待第四年完工拿到政府尾款（5.4 亿）后累计现金流即大幅回正（净流入 2.8 亿）。而同在浙江的某 PPP 项目前三年建设期仅有现金流出，累计现金流需第 10 年回正。

图表 20: 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: 公司业绩推介会 PPT, 国盛证券研究所

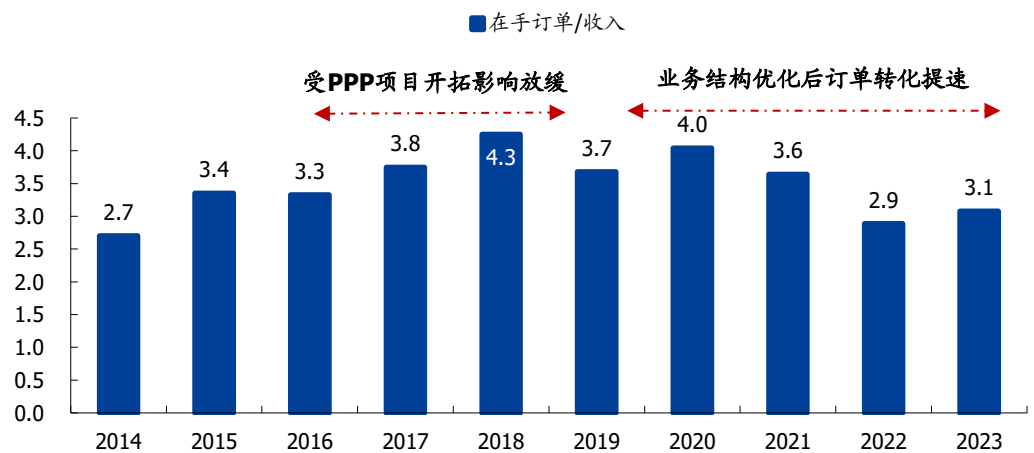
图表 21: 公司浙江某 PPP 项目现金流模拟测算情况 (单位: 百万元人民币)

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: 公司业绩推介会 PPT, 国盛证券研究所

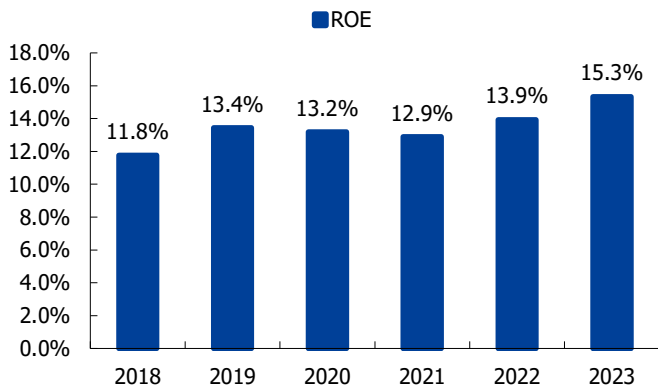
业务结构优化加速订单转化，ROE 及现金流显著改善。自 2019 年公司调整业务结构以来，公司订单转化进程显著提速，2019 年在手订单占收入比由 2018 年的 4.3 倍大幅下降至 3.7 倍，2022-2023 年降至约 3 倍；总资产周转率自 2020 年起回升，2023 年达 0.48，周转提速带动整体 ROE 明显改善，2019-2023 年公司 ROE 由 2018 年的低点(12%)逐步回升至 15.3%，提前完成 2025 年 ROE 目标。从现金流看，2023 年公司经营现金流已连续两年回正，全年现金净流入 5 亿港元，其中内地现金流自 2017 年首次平衡，港澳板块现金流净流入 5 亿港元；投资现金流净流入 12 亿港元，现金流显著改善。

图表 22: 公司在手订单占收入比



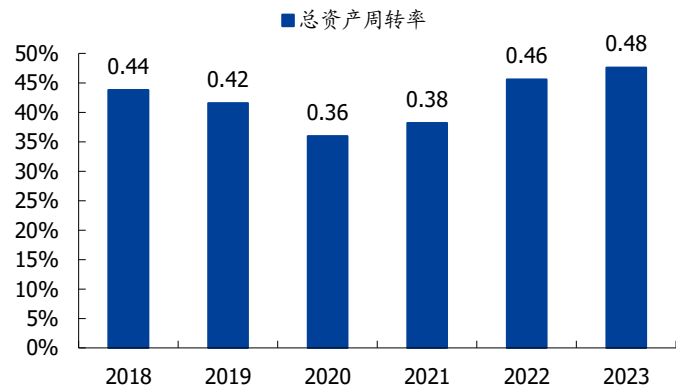
资料来源: 公司业绩推介会 PPT, Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 2018 年来公司 ROE 逐步改善



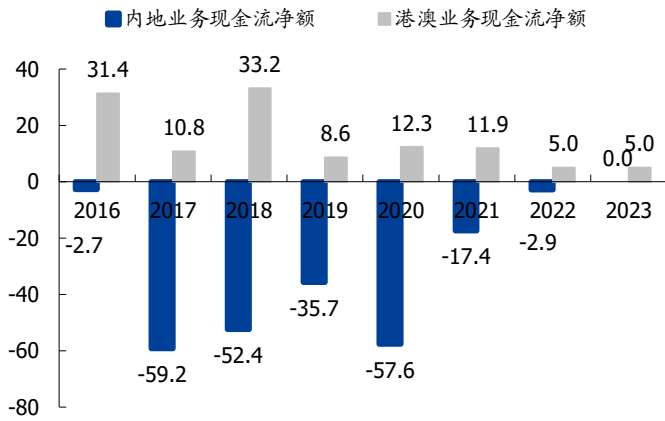
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 公司总资产周转率稳步恢复



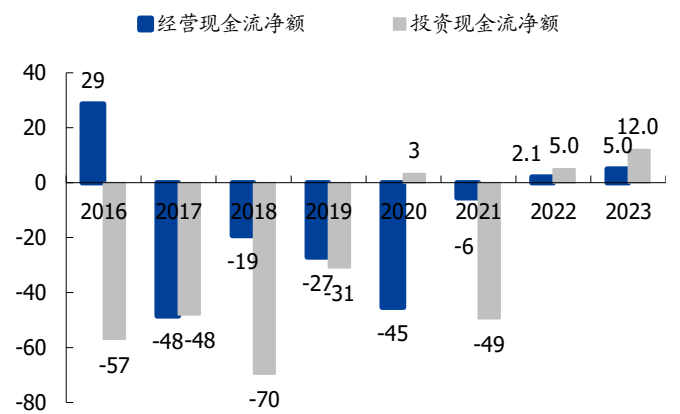
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 内地及港澳板块经营现金流净额 (单位: 亿港元)



资料来源: 公司业绩推介会 PPT, 国盛证券研究所

图表 26: 公司经营性及投资性现金流 (单位: 亿港元)



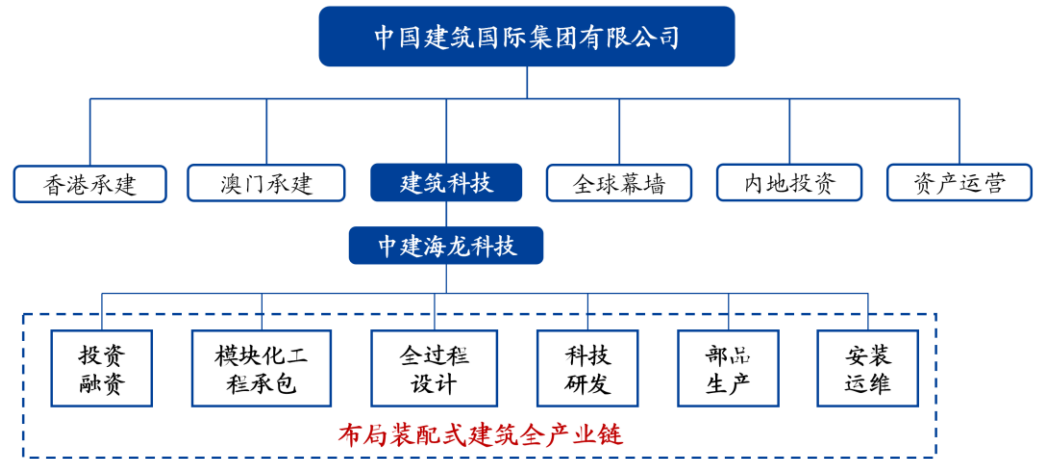
资料来源: 公司业绩推介会 PPT, 公司公告, 国盛证券研究所

3. MiC 产品引领装配式发展，科技赋能加速成长

3.1. 旗下中建海龙布局装配式全产业链，MIC 产品优势显著

旗下中建海龙装配式建筑实力强劲，港澳地区预制件市占率第一。中建海龙成立于1993年，为中国建筑集团旗下从事“新型建造方式全产业链解决方案”的科技公司，1998年海龙进入香港装配式建筑市场，成为香港房屋署认可供应商。公司自2003年起持续提升产品质量和科技含量，逐渐成为装配式建筑行业领导品牌之一，在港澳地区预制构件市占率排名第一。当前中建海龙装配式建筑业务覆盖部品生产、模块化建筑总承包、投融资、全过程设计全产业链，累计承接装配式项目331个，总建筑面积2834万平。以装配式建筑原创技术“策源地”和现代产业链“链长”为发展方向，中建海龙持续探索建筑前沿科技，自主研发MiC模块化集成体系，开辟国内装配式4.0时代，获国内首批“国家住宅产业化基地”、“国家装配式建筑产业基地”，综合实力强劲。

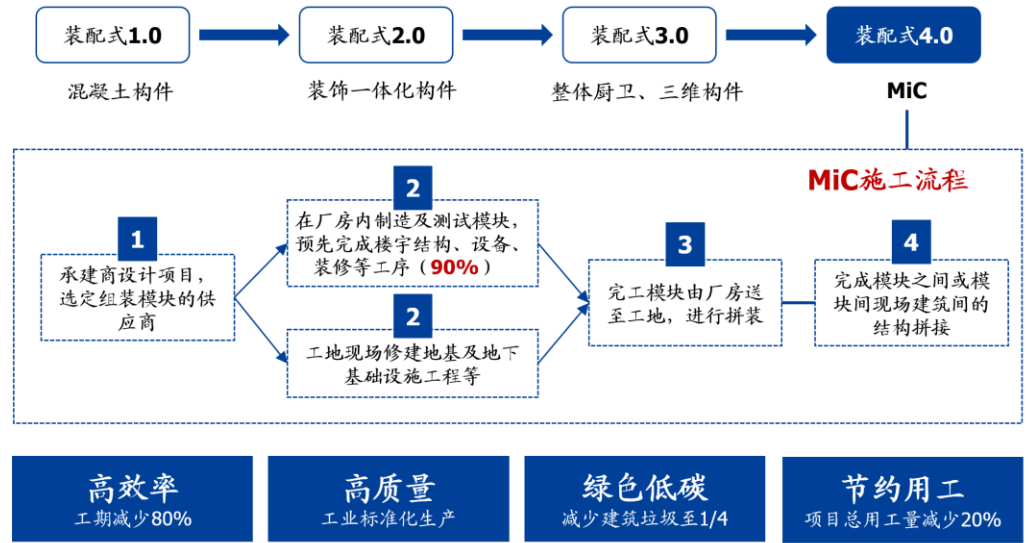
图表 27: 中建海龙装配式全产业链布局



资料来源：中建海龙官网，国盛证券研究所

首创 MiC 模块化集成体系，变革传统建造模式。公司于2019年创新研发 MiC（装配式建筑组装合成技术，Modular Integrated Construction）新型建造方式，该技术可将大部分工地工序移至厂房，现场仅需简单拼装，有效缓解劳动力不足及用工成本攀升问题。MiC 技术标志着公司装配式建筑迭代至 4.0 版本，模块采用框架结构，可单独承受载荷，工厂内可实现模块结构、装修、水电、设备管线等 90% 施工工序，运输至工地后依靠可靠连接技术快速组合拼装成建筑整体，较传统现场浇筑施工模式节约工期 80%、减少项目总用工量 20%，建筑垃圾减少至传统模式的四分之一，同时依托工厂标准化管理有效提升项目质量，在施工效率、施工质量、绿色低碳、缩短工期等方面具备显著优势。

图表 28: MiC 施工工序及核心优势



资料来源: 中建海龙官网, 中国建筑国际官网, 海龙说装配式建筑, 国盛证券研究所

公司同时具备混凝土及钢结构 MiC 技术, 研发“S、E、C”三大系列产品。公司 MiC 技术分为混凝土及钢结构两大类, 其中混凝土 MiC 在现场通过框架式模块的干式连接, 形成模块化堆叠式框架结构, 或以隔墙式模块作为模板, 在现场浇筑混凝土, 形成混凝土模块化现浇框架/剪力墙建筑; 钢结构 MiC 采用海龙专利连接技术, 可快速刚性连接, 或以“钢框架支撑+MiC 箱体”形成钢结构建筑。公司“海龙模方”MiC 系列建筑产品分为三大类——S 系列(钢结构)、E 系列(电梯)以及 C 系列(混凝土结构), 应用场景覆盖模块化住宅、学校、酒店公寓、加装电梯等多个领域, 产品矩阵丰富。

图表 29: 公司混凝土 MiC



资料来源: 中建海龙官网, 国盛证券研究所

图表 30: 公司钢结构 MiC



资料来源: 中建海龙官网, 国盛证券研究所

图表 31: 公司 SEC 三大产品系列

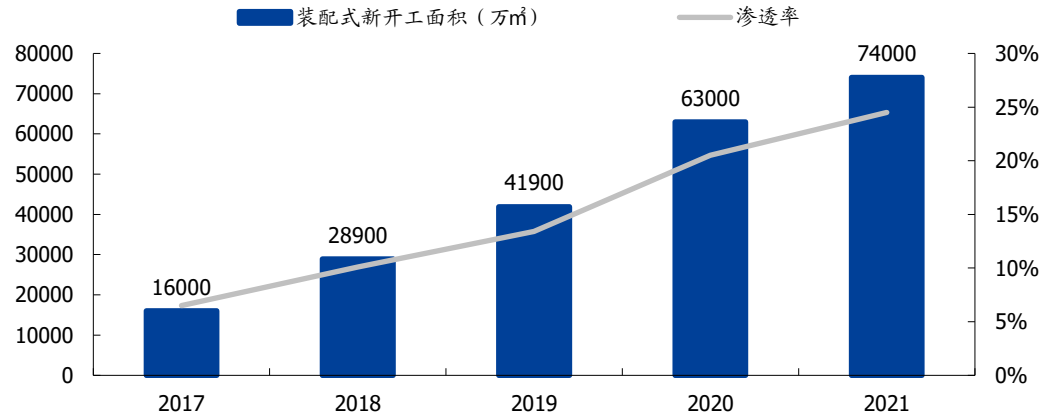


资料来源：中国建筑国际官网，中建海龙官网，国盛证券研究所

公共卫生事件催生快速建造需求，香港 MiC 渗透率加速提升。2020 年受公共卫生事件影响，医疗隔离中心供不应求，公司依托 MiC 技术实现香港方舱医院（现为北大屿山医院香港感染控制中心）4 个月完工（传统模式需 3-4 年），且满足香港永久建筑标准，为全国首个永久性全 MiC 项目。2021 年起公司成功推广运用 MiC 技术至多元化场景，除隔离设施、负压病房医院外，已应用至酒店、公寓、标准化住宅等多种建筑类型。截至 2024 年 2 月，公司累计完成 MiC 项目 36 个，总建筑面积 170 万平，供应 36549 个模块，当前香港特区政府已规定超过 300 平米建筑面积的公共建筑必须采用 MiC，后续 MiC 渗透率有望加速提升。

内地规划 2025 年装配式渗透率提升至 30%，MiC 发展空间广阔。根据《“十四五”建筑业发展规划》，我国规划到 2025 年装配式建筑占新建建筑的比例达 30% 以上，以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超 300 万的其他城市为积极推进地区。2017-2021 年我国装配式建筑渗透率持续提升，2021 年达 24.5%，重点推进地区渗透率达 52.1%；积极推进地区和鼓励推进地区渗透率达 47.9%。当前公司在全国设有深圳、珠海、香港等 8 个生产基地，产能布局完善，依托 MiC 产品体系优势，公司进一步扩大内地市场，2023 年 MiC 产品成功进入北京、广州、嘉兴等城市，创下多个业内第一。MiC 为装配式技术应用集成产品，后续随着内地装配式渗透率持续提升，有望进一步打开全国市场，发展空间广阔。

图表 32: 我国装配式建筑面积及渗透率提升趋势

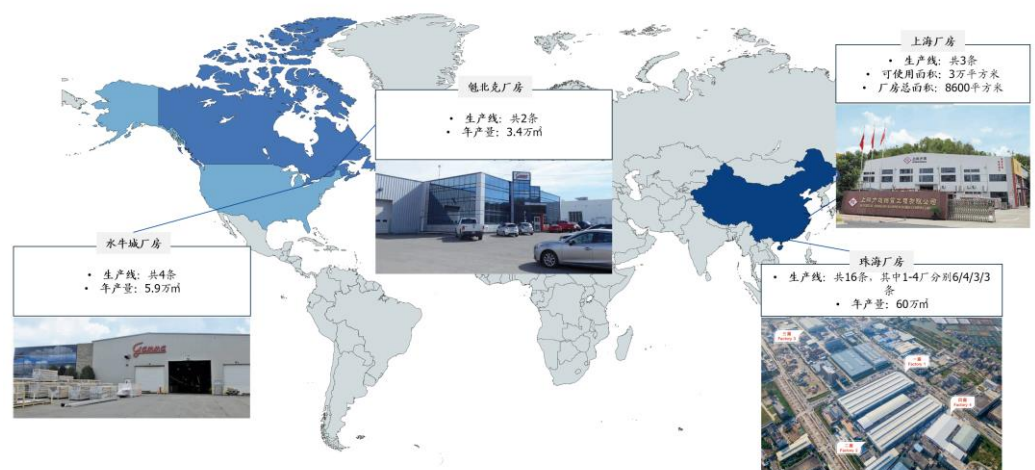


资料来源: 住建部, CCPA, 国盛证券研究所

3.2. 中建兴业幕墙市占率港内第一, 具备六大复杂幕墙施工技术

中建兴业系香港规模最大幕墙公司, 六大核心技术打造差异化竞争优势。中国建筑兴业有限公司于1969年在香港成立, 2012年加入中国建筑国际集团, 系中建国际旗下幕墙业务专业子公司, 历经多年发展已成为香港历史最悠久、规模最大、市占率最高的幕墙专业公司, 自有品牌远东幕墙具备较强国际竞争力。公司幕墙生产中心覆盖珠海、上海、美国水牛城、加拿大魁北克四地, 共计25条生产线, 年产量超69.3万平方米。公司积极推动幕墙创新技术研发, 具备超高层幕墙、双曲复杂幕墙、双层呼吸式幕墙、防爆幕墙、防火幕墙、被动式幕墙等六大核心技术, 可满足超高风压、异形设计、环保节能、防火防爆等不同建筑场景需求, 曾参与迪拜哈利法塔、香港美利道、澳洲极光之塔等地标性建筑项目, 技术实力领先。

图表 33: 中建兴业幕墙产线分布



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 34: 公司六大核心幕墙施工技术



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司 **Light** 系列产品覆盖多种 **BIPV** 场景，绿色建筑发展驱动渗透率提升。公司在光伏幕墙领域推出 **Light-S**（轻质仿石材光伏组件）及 **Light-A**（仿铝板光伏组件）系列产品，可取代传统建材，包括石材、铝板等，采用框架式或幕墙集成式方法快速安装，适用于大部分应用场景。每 100 平方米 **Light-S/A** 光伏立面平均每年发电 0.7/1.2 万度，减少二氧化碳排放 7/10 吨，按照 2024 年 2 月全国代理购电平时段平均价格 0.65 元/度，以节省用电成本=发电量*度电价格计算，每 100 平方米 **Light-S/Light-A** 材料每年能够分别节省业主 4520/7750 元。2022 年 3 月住建部发布《“十四五”建筑节能与绿色建筑规划》，目标到 2025 年城镇新建建筑全面执行绿色建筑标准，完成既有建筑节能改造面积 3.5 亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑 0.5 亿平方米以上，全国新增建筑太阳能光伏装机容量 0.5 亿千瓦以上。2022 年 4 月起《建筑节能与可再生能源利用通用规范》正式实施，该规范为强制性工程建设规范，全部条文必须严格执行，《通用规范》提出“新建建筑应安装太阳能系统”、“太阳能建筑一体化应用系统的设计应与建筑设计同步完成”，后续光伏建筑渗透率预计持续提升。

图表 35: 中国建筑兴业 BIPV 系列产品

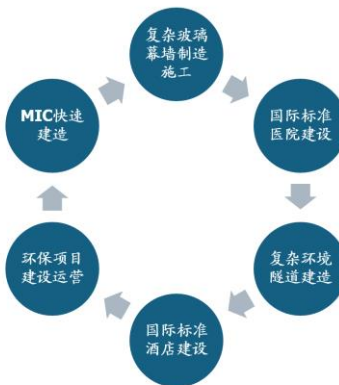


资料来源: 中国建筑兴业官网, 国盛证券研究所

3.3. 六大核心建筑科技赋能, 打造新业绩增长点

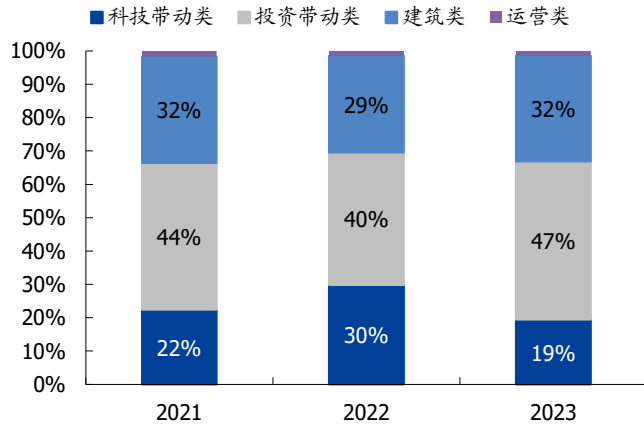
六大核心技术打造工程差异化优势, 科技带动类业务增长显著。公司基于丰富工程技术及管理经验持续创新, 形成包括 MiC 快速建造、复杂幕墙处理技术在内的六大核心科技, 2023 全年实现科技带动类营收 221 亿, 占比 19%; 新签科技类带动订单 746 亿, 占比 40%, 同比高增 45%, 后续科技类业务占比有望持续提升 (公司规划 2025 年科技带动类合约项目占比达 50%)。对比传统建筑工程业务, 科技类项目利润率更优, 且周转显著快于投资型项目, 成长性优异, 有望带动公司商业模式持续改善。

图表 36: 公司六大核心技术



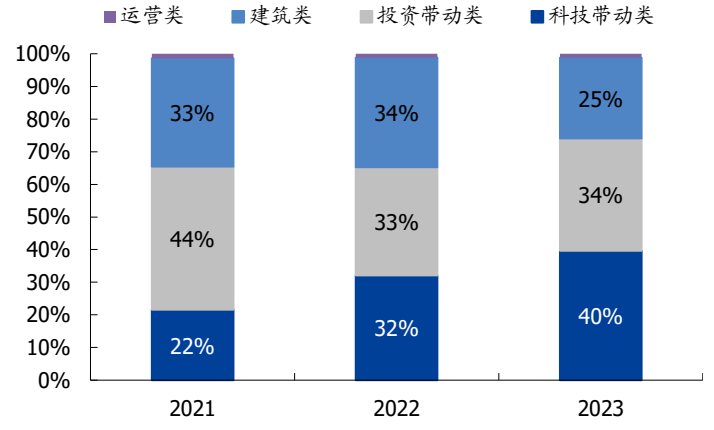
资料来源: 公司推介会 PPT, 国盛证券研究所

图表 37: 公司 2021-2023 年营收结构



资料来源: 公司推荐会 PPT, 国盛证券研究所

图表 38: 公司 2021-2023 年新签订单结构



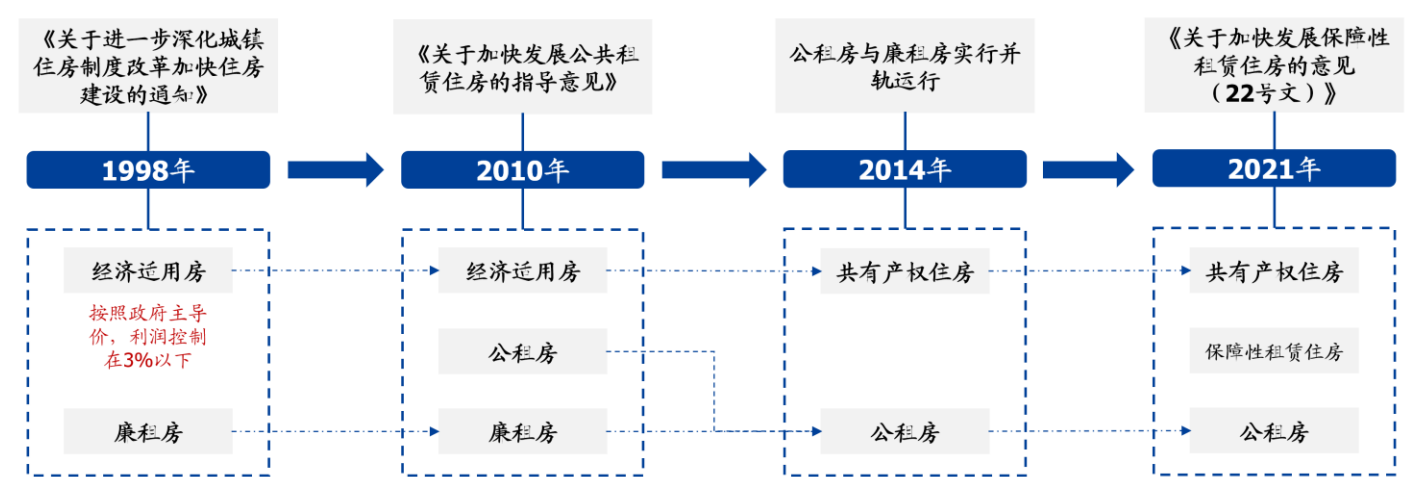
资料来源: 公司推荐会 PPT, 国盛证券研究所

4. 内地保障房政策持续发力，后续建设有望提速

4.1. 保障房体系逐步完善，“十四五”保障房建设投资达3万亿

我国保障房体系包括公租房、共有产权住房及保障性租赁住房三大类。我国自1998年起停止住房实物分配，逐步实行住房分配货币化，同时开始建立和完善以经济适用房（针对中低收入）为主、包括廉租房（针对最低收入）的住房供应体系。2010年国务院发布《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》，提出大力发展公租房，用于满足中低收入家庭基本住房需求，2014年起两类保障租赁房并轨运行，统称“公租房”。2021年国务院印发《关于加快发展保障性租赁住房的意见（22号文）》，明确我国保障房体系由公租房（租赁型）、保障性租赁住房（租赁型）和共有产权住房（购置型）组成，其中公租房主要由政府投资建设，保障性租赁住房鼓励多主体投资、多渠道供给。22号文为保障性租赁住房首个顶层设计制度，相关项目可享受土地支持、中央补助资金、税费减免、金融信贷等支持型政策。

图表 39: 我国保障性住房制度体系



资料来源：北京市人民政府，中央人民政府，国盛证券研究所

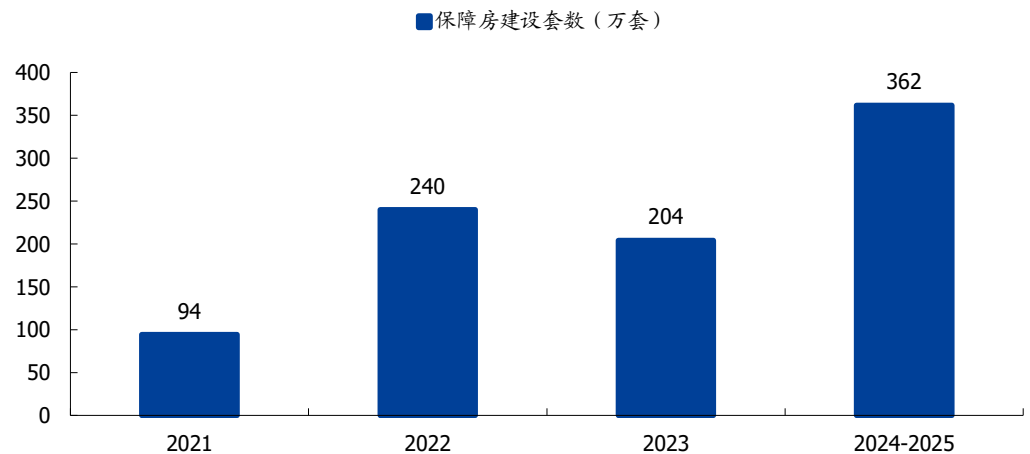
图表 40: 22 号文具体政策规定

类别	规定项目	具体内容
基础制度	对象标准	保障性租赁住房主要解决符合条件的新市民、青年人等群体的住房困难问题，以建筑面积不超过 70 平方米的小户型为主，租金低于同地段同品质市场租赁住房租金，准入和退出的具体条件、小户型的具体面积由城市人民政府按照保基本的原则合理确定。
	参与主体	保障性租赁住房由政府给予土地、财税、金融等政策支持，充分发挥市场机制作用，引导多主体投资、多渠道供给，坚持“谁投资、谁所有”。
	供需匹配	城市人民政府要摸清保障性租赁住房需求和存量土地、房屋资源情况，结合现有租赁住房供求和品质状况，从实际出发，因城施策，采取新建、改建、改造、租赁补贴和将政府的闲置住房用作保障性租赁住房等多种方式，切实增加供给，科学确定“十四五”保障性租赁住房建设目标和政策措施，制定年度建设计划，并向社会公布。
	监督管理	城市人民政府要建立健全住房租赁管理服务平台，加强对保障性租赁住房建设、出租和运营管理的全过程监督，强化工程质量安全监管。
	地方责任	各地区人民政府对本地区发展保障性租赁住房工作负总责，要加强组织领导和监督检查。
支持政策	土地支持	保障房土地可来源于经营性建设用地、企事业单位自有土地（变更为居住用地，无需补交土地价款）、产业园区配套用地（生活区比例由 7% 提高至 15%，提高部分用于建设宿舍型保障房）、新供应国有建设用地和存量闲置房屋，另外允许将闲置和低效利用的商业办公、旅馆、厂房、仓储、科研教育等非居住存量房屋进行改建。
	简化流程	各地要精简保障性租赁住房项目审批事项和环节，构建快速审批流程，提高项目审批效率。
	补助资金	中央通过现有经费渠道，对符合规定的保障性租赁住房建设任务予以补助。
	税费减免	保障房取得认定后，住房租赁企业向个人出租按 5% 征收率减按 1.5% 缴纳增值税。企事业单位等向个人、专业化规模化住房租赁企业出租住房，减按 4% 税率征收房产税。
	金融支持	加大保障性租赁住房建设运营的信贷支持力度，鼓励债券、险资共同发力。

资料来源：国务院，国盛证券研究所

“十四五”规划建设保障房 900 万套，预计拉动投资额近 3 万亿。根据住建部规划，“十四五”期间全国初步计划建设筹集保障性租赁住房近 900 万套，预计可拉动 3 万亿总投资额，年均投资额约 6000 亿，约占 2023 年房地产开发投资的 5%。2021-2023 年全国筹建保障房数量分别达 94.2/240/204 万套（2022-2023 年为规划值），对应 2024-2025 年待新建套数 362 万套，投资额约 1.2 万亿。

图表 41: 2021-2025 年我国保障房建设情况

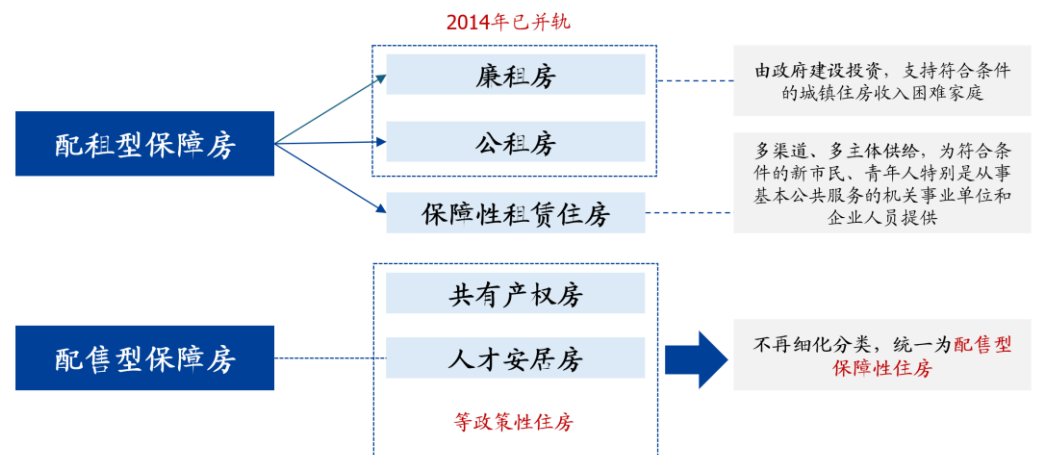


资料来源：人民咨询，央视网，国盛证券研究所

4.2. 14号文奠定房地产“双轨制”发展方向，配售型保障房建设有望提速

保障房建设指导意见（14号文）出台，完善配售型保障房供给政策。2023年8月国常会审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见（14号文）》，会议提出“推进保障性住房建设，有利于保障和改善民生，有利于扩大有效投资，是促进房地产市场平稳健康发展、推动建立房地产业发展新模式的重要举措”，保障房地位进一步提升，中长期看预计将逐步形成“保障房、商品房”双轨制供给格局。根据14号文，后续将加快保障房建设和筹集，各地方政府应加强统筹指导，制定保障房发展目标，同时保障用地供给。该政策进一步规范了保障房配售管理，要求对保障性住房实施严格的封闭管理，同时要求在保留现有公租房、保障性租赁住房的基础上，将人才住房、共有产权住房等政策性住房进行梳理，调整新建项目为该指导意见规定的配售型保障房，进一步完善配售型保障房供给体系。

图表 42: 14号文完善配售型保障房供给体系



资料来源: 《关于规划建设保障性住房的指导意见》, 国盛证券研究所

图表 43: 《关于规划建设保障性住房的指导意见》(14号文)

分类	表述
目的	在大城市 加大保障性住房建设和供给 ,提高保障性住房在住房总供给中的比例,解决工薪收入群体住房困难,稳定工薪收入群体住房预期,为落实房子是用来住的、不是用来炒的定位提供住房支撑。 推动建立房地产业转型发展新模式 ,让商品住房回归商品属性,满足改善性住房需求,促进稳地价、稳房价、稳预期,推动房地产业转型和高质量发展。
住房保障体系	协调好保障性住房与商品住房、保障性租赁住房等的关系。 继续发展用于配租的保障性住房 ,对困难家庭提供公共租赁住房保障,对新市民、青年人提供保障性租赁住房,鼓励将空置的商业办公楼改建为宿舍型保障性租赁住房。城市人民政府应当 对用于销售的人才住房、共有产权住房等政策性住房的政策进行梳理,将新建项目调整为本指导意见规定的用于配售的保障性住房或商品住房 。
试点范围	以需定建。 支持城区常住人口 300 万以上的大城市率先探索实践,具备条件的城市要加快推进 ,暂不具备条件的要做好政策和项目储备。商品住房库存大的城市,可改建或收购存量商品住房用作保障性住房,盘活闲置土地和房屋,避免重复建设造成浪费。政府应尽力而为、量力而行,根据经济能力、房地产市场情况和各类困难群体住房需求。区分轻重缓急,稳慎有序推进。
资金来源	按照工薪收入群体可负担、项目资金可平衡、发展可持续的原则, 由政府划拨地和负责建设配套设施,采取市场化方式运作,按保本微利原则配售 。应做好项目风险评估,凡是因之新增地方政府隐性债务的,一律不得实施。对符合条件的保障性住房项目, 中央通过现有资金安排渠道适当给予补助。将符合条件的保障性住房项目纳入地方政府专项债券支持范围 。在城区常住人口 300 万以上的大城市试点利用住房公积金发放保障性住房开发贷款。
保障对象	重点针对 住房有困难且收入不高的工薪收入群体,以及城市需要的引进人才等群体 。以家庭为单位,保障对象只能购买一套保障性住房。已享受过房改房等政策性住房的家庭申请保障性住房,需按规定腾退原政策性住房。
用地供给	保障性住房以划拨方式供应土地,仅支付相应的土地成本。要充分利用依法收回的已批未建土地、房地产企业破产处置商品住房和土地、闲置住房等建设筹集保障性住房。在符合规划、满足安全要求、尊重群众意愿的前提下、支持利用闲置低效工业、商业、办公等非住宅用地建设保障性住房,变更土地用途,不补缴土地价款,原划拨的土地继续保留划拨方式城市人民政府对项目的建设规模等规划指标予以支持优化。优先安排在交通便利、公共设施齐全区域,防止因位置偏远、交通不便等造成房源长期空置。
配售规则	配售价格按基本覆盖划拨土地成本和建安成本、加适度合理利润的原则测算确定 。加强配套设施建设和公共服务供给,确保与保障性住房同步规划、同步建设、同步交付,把好质量关,相关建设投入不得摊入保障性住房配售价格。
运营管理	对保障性住房实施严格的封闭管理 。禁止以任何方式违法违规将保障性住房变更为商品住房流入市场。工薪收入群体购买的保障性住房不得长期闲置。如长期闲置、确需转让、因辞职等原因离开机关事业单位或企业的由城市人民政府按规定予以回购。封闭管理的具体办法由城市人民政府制定。住房和保障对象档案,实行全国联网。”
税费减免	免征城镇土地使用税、印花税,在商品住房中配套建造按比例免征。免收各项行政事业性收费和政府性基金,包括防空地下室易地建设费、城市基础设施配套费、教育费附加和地方教育附加等。转让旧房作为保障性住房房源且增值额未超过扣除项目金额 20%的,免征土地增值税。对保障性住房经营管理单位回购保障性住房继续作为保障性住房房源的,免征契税。支持个人公积金贷款,对个人减按 1%征收契税。

资料来源:《关于规划建设保障性住房的指导意见》,国盛证券研究所

保障房供给政策持续发力,后续建设有望提速。2023年4月、7月两次政治局会议均提及加大保障性住房供给,8月《14号文》出台、9月国务院召开规划建设保障性住房工作部署电视电话会议,再次强调保障房建设对于房地产转型及拉动投资的重要性,提出应“运用改革创新的办法着力解决好建多少、怎么建、资金怎么平衡、怎么配售、怎么管理等一系列重点问题,确保善做善成”。10月中央金融工作会议及12月中央经济工作会议均强调应加快推进保障性住房等“三大工程”建设,预计2024年保障房建设将进入加速期。

图表 44: 2023 年保障房建设相关政策

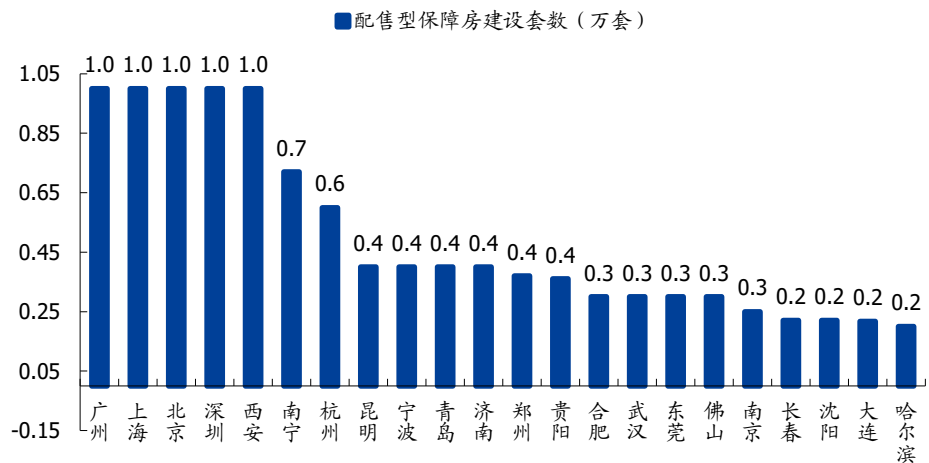
日期	政策/会议	具体内容
4月28日	中共中央政治局会议	规划建设保障性住房
7月21日	国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》	高效综合利用土地资源, 统筹处理各方面利益诉求, 并把城中村改造与保障性住房建设结合好
7月24日	中共中央政治局会议	要加大保障性住房建设和供给
8月25日	国常会审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》	做好保障性住房的规划设计, 用改革创新的办法推进建设, 确保住房建设质量, 同时注重加强配套设施建设和公共服务供给
9月4日	规划建设保障性住房工作部署电视电话会议召开	保障房建设有利于缓解大城市住房矛盾、有力有序推进房地产转型和高质量发展、更好拉动投资消费、促进宏观经济持续向好
9月28日	财政部、住建部、税务总局发布《关于保障性住房有关税费政策的公告》	对保障性住房项目建设用地免征城镇土地使用税; 对个人购买保障性住房, 减按 1% 的税率征收契税等
10月30日	中央金融工作会议	促进金融与房地产良性循环, 健全房地产企业主体监管制度和资金监管, 完善房地产金融宏观审慎管理, 一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求, 因城施策用好政策工具箱, 更好支持刚性和改善性住房需求, 加快保障性住房等“三大工程”建设, 构建房地产发展新模式
11月16日	财政部提前下达 2024 年保障性安居工程补助预算	提前下达 2024 年部分中央财政城镇保障性安居工程补助资金预算, 共计 425 亿元
12月11-12日	中央经济工作会议	加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”

资料来源: 新华社, 新京报, 中国经济时报, 每日经济新闻, 澎湃新闻, 财政部, 国盛证券研究所

4.3. 2024 年保障房预计投资额 6395 亿, 公司内地业务有望快速增长

多地出台配售型保障房建设规划, 35 个重点城市 2024 年累计规划约 11 万套。14 号文提出“保障性住房建设坚持以需定建, 支持城区常住人口 300 万以上的大城市率先探索实践”, 政策出台后, 各重点城市陆续发布 2024 年配售型保障房建设规划。根据不完全统计, 截至 2024 年 2 月, 35 个 300 万人口以上城市累计规划新增配售型保障房 10.96 万套, 按单套投资额 33.3 万元计算, 有望带动新增投资 365 亿元, 政策驱动下, 后续配售型保障房建设规划有望陆续出台, 建设套数预计将持续提升。

图表 45: 重点城市配售型保障房建设套数



资料来源: 各省市地方政府官网、观点网、澎湃新闻、光明网等公开网站梳理, 国盛证券研究所

考虑保租房投资规划, 2024年保障房整体投资额预计达6395亿。根据住建部“十四五”900万套保障性租赁住房建设规划, 2024-2025年仍有362万套保租房待建, 对应投资额12060亿, 2024年平均需完成投资额6030亿, 加总新增配售型保障房规划, 2024年保障房总投资额预计达6395亿。

图表 46: 2024年保障房投资测算

保障性租赁住房		
项目	数值	备注
“十四五”建设套数 (万套)	900	住建部规划
2024-2025年待建	362	规划减2021-2023完成值
“十四五”累计投资额 (亿元)	30000	住建部披露
2024-2025年待投资额 (亿元)	12060	按照建设套数占规划比*总投资额
2024年投资额 (亿元)	6030	2024-2025年投资额/2
配售型租赁住房		
项目	数值	备注
2024年规划套数 (万套)	10.96	35个重点城市披露
单套投资额 (万元)	33.33	十四五总投资/建设套数
2024年投资额 (亿元)	365	
保障房累计投资 (亿元)	6395	配售+租赁型

资料来源: 央视网、人民资讯、各省市地方政府官网、观点网、澎湃新闻、光明网等公开网站梳理, 国盛证券研究所

公司内地安置房定向回购业务占比已达76%, 后续依托MiC技术有望持续开拓内地市场。公司自2018年起于内地市场开拓安置房政府定向回购(GTR)为代表的短周期投资项目, 2021年GTR类项目占内地订单比例已达76%。从建造模式看, 保障房具有批量建造、个性化程度低等特点, 与装配式建造形式较为契合, 我国已有多个省市强制保障房应用装配式工程。公司布局装配式建筑全产业链, 自主研发MiC产品体系, 可将传统建造模式中90%工序移至工厂完成, 节约80%工期。2023年4月公司参与承建的全国首个混凝土模块化高层保障房项目(深圳龙华樟坑径)顺利完成结构封顶, 项目周期仅1年, 该项目由深圳市人才安居集团投资建设, 项目效率及质量获人才安居集团及深圳市政府广泛认可, 后续随着保障房建设提速, 有望进一步加大推广。

5. 政策大力推动粤港澳一体化，区域龙头尽享湾区融合红利

5.1. 粤港澳一体化融合加速，带动互联互通基建需求上行

政策持续推动粤港澳大湾区建设，粤港澳一体化融合提速。粤港澳大湾区包括香港、澳门两个特别行政区，及广州、深圳、珠海等九市，总面积约 5.6 万平方公里，2022 年大湾区总人口已超过 8600 万，地区生产总值超 13 万亿元。2017 年 7 月 1 日发改委与粤港澳三地政府共同签署《深化粤港澳合作推进大湾区建设框架协议》，标志着粤港澳大湾区建设正式上升为国家战略。2019 年 2 月 18 日，中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，《纲要》从加快基础设施互联互通、建设国际科创中心、构建具有国际竞争力的产业体系等多个方面对大湾区建设进行了部署，提出应充分发挥粤港澳优势，深化内地与港澳合作，进一步提升粤港澳大湾区在国家经济发展和对外开放中的支撑引领作用，建成国际一流湾区和世界级城市群。2021 年 9 月 5 日、6 日，国务院先后印发《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》、《全面深化前海深港现代服务业合作区改革开放方案》，进一步深化粤澳、粤港合作，加快粤港澳一体化融合。

图表 47: 粤港澳大湾区重点政策

时间	政策文件	主要内容
2010.4	《粤港合作框架协议》	推动粤港产业优势互补，促进中心城市协同发展
2016.3	国家“十三五”规划	推动粤港澳大湾区和跨省区重大合作平台建设
2017.7	《深化粤港澳合作推进大湾区建设框架协议》	标志着粤港澳大湾区建设正式上升为国家战略
2019.2	《粤港澳大湾区发展规划纲要》	从加快基础设施互联互通、建设国际科创中心、构建具有国际竞争力的产业体系等多个方面对大湾区建设进行了部署
2021.9	《全面深化前海深港现代服务业合作区改革开放方案》	扩大前海合作区范围，明确了推动前海合作区全面深化改革开放的目标
2021.9	《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》	划定了“粤澳深度合作区”的实施范围、战略定位与发展目标

资料来源：搜狐新闻，中央人民政府，发改委，国盛证券研究所

粤港澳加速融合有望带动互联互通基建投资增长。交通基建互联互通为城市群融合基础，《粤港澳大湾区发展规划纲要》将“加快基础设施互联互通”作为大湾区七大发展目标之一，包括构建现代化的综合交通运输体系、优化提升信息基础设施、建设能源安全保障体系、强化水资源安全保障四大方面，其中交通运输体系建设包括提升珠三角港口群国际竞争力、建设世界级机场群、畅通对外综合运输通道、大湾区快速交通网络建设等五大目标。2023 年广东省安排省重点项目 1530 个，总投资约 8.4 万亿，年度计划投资 1 万亿，其中约有 1491 亿投向加快建设“轨道上的大湾区”，4900 亿投向加速粤港澳大湾区基础设施互联互通，大湾区基础设施年度投资额 6758 亿，后续随着大湾区融合进一步深化，互联互通需求将持续提升，有望带动区域基建投资持续增长。

图表 48: 广东省重点项目中粤港澳大湾区基建投资额

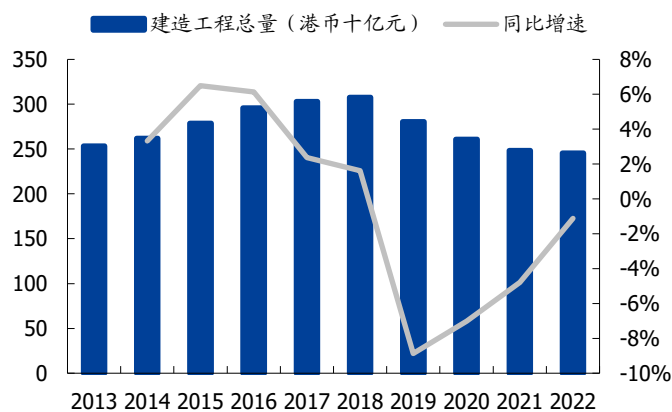
项目	类型	项目个数	年度投资(亿元)
粤港澳大湾区		991	6758
加快建设“轨道上的大湾区”	铁路	35	
	综合交通枢纽	8	1491
	城市轨交	28	
加速粤港澳大湾区基础设施互联互通		371	4900
推进粤港澳大湾区国际创新中心建设		28	85

资料来源: 南方日报, 国盛证券研究所

5.2. 香港发布北部都会区建设纲领, 房建需求预计持续旺盛

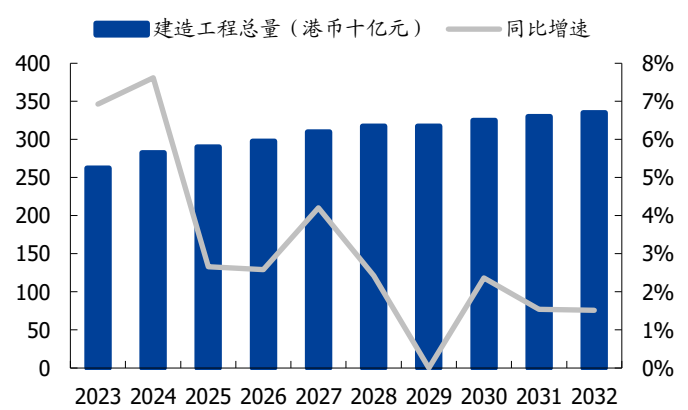
近十年香港建造工程量规模保持稳定, 后续预计维持稳健增长。根据香港建造业议会统计, 2022 年香港建造业工程量 2455 亿港元, 整体规模稳定, 其中基建/房建/改扩建/机电工程分别占比 22%/34%/25%/19%; 公营/私营类项目占比分别为 53%/47%。基建方面, 近年来香港特区政府持续加大基建投资, 2022 年开工港深西部铁路、将军澳线南延线等多项重大工程, 后续基建投资预计稳健增长; 房建方面, 近年来香港房屋供不应求问题持续凸显, 提高房屋供应量系施政报告重点方向, 预计后续房建投资将呈现较快增速, 驱动整体工程市场维持稳健增长。据香港建造业议会预测, 2024 年香港建造工程总量预计达 2825 亿港元, 同增 7.6%, 2023-2032 年复合增速约 3%。

图表 49: 香港过去十年建造工程总量及同比增速



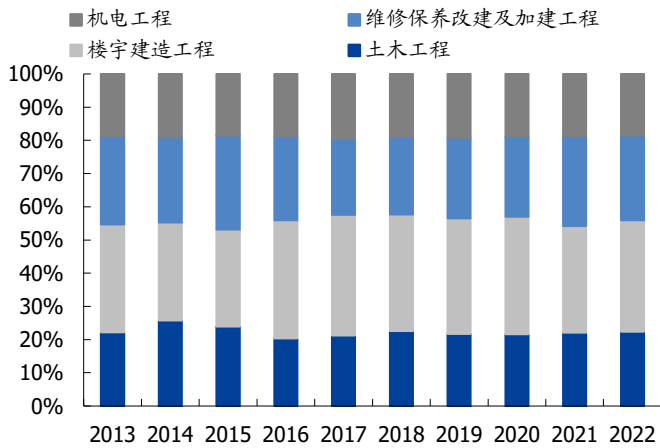
资料来源: 香港建造业议会, 国盛证券研究所

图表 50: 香港未来十年建造工程总量及同比增速预测



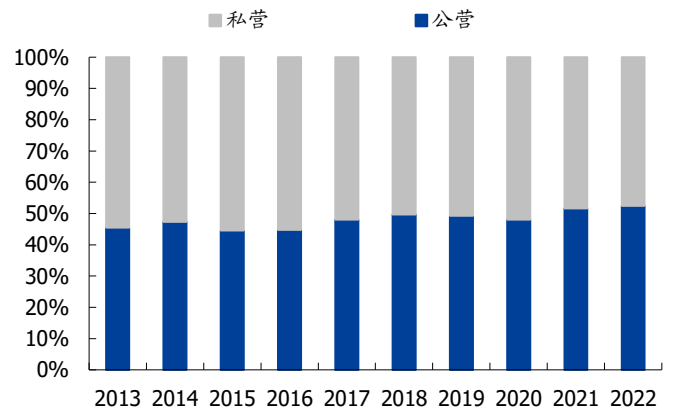
资料来源: 香港建造业议会, 国盛证券研究所

图表 51: 香港建造工程量结构 (分项目类型)



资料来源: 香港建造业议会, 国盛证券研究所

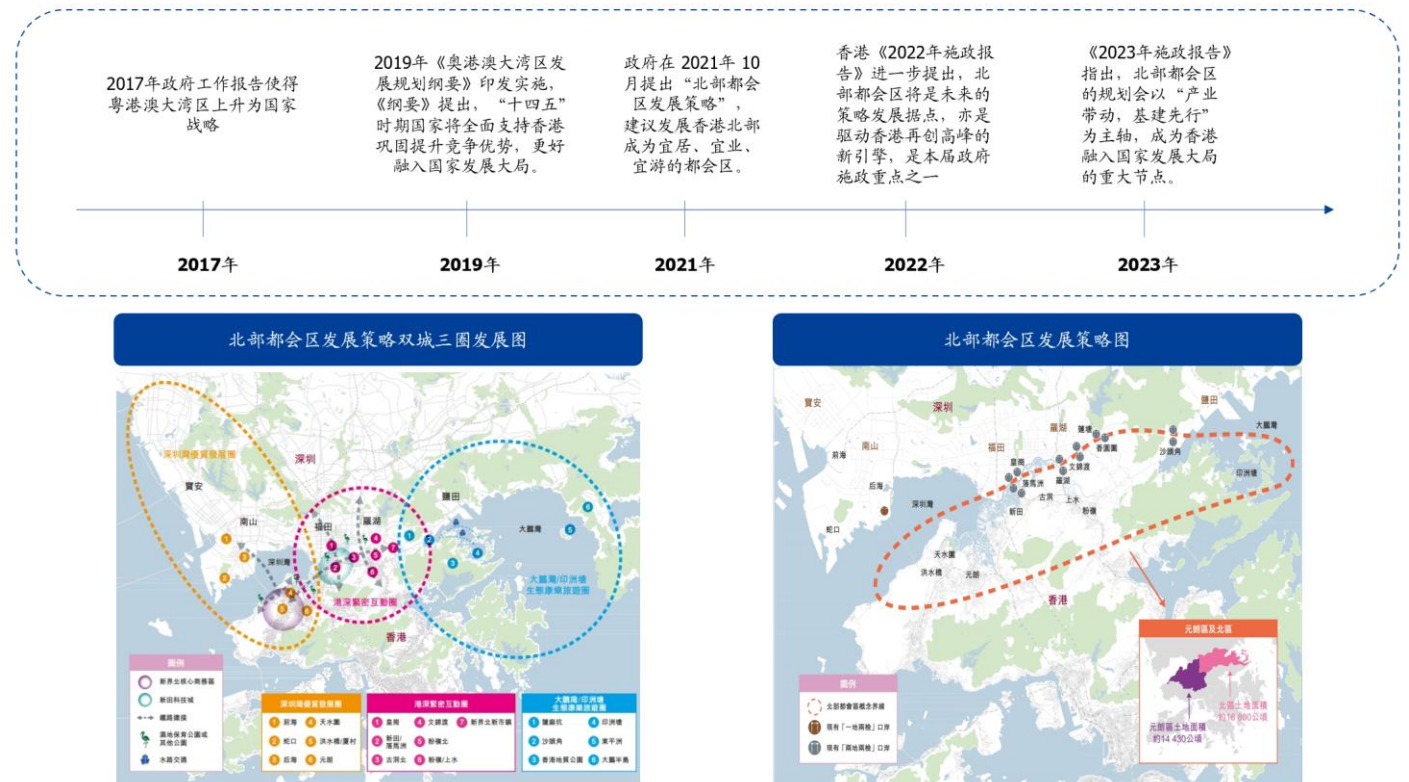
图表 52: 香港建造工程量结构 (分业主类型)



资料来源: 香港建造业议会, 国盛证券研究所

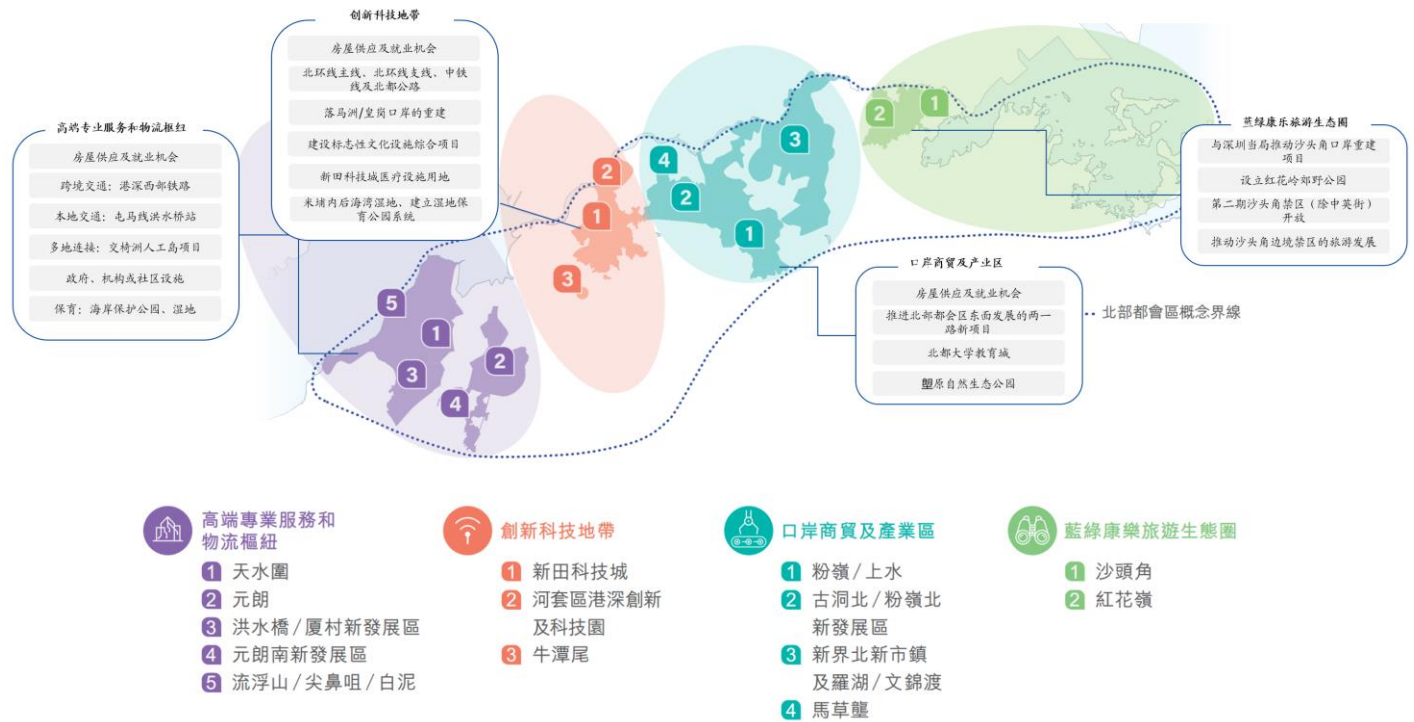
香港特区政府提出北部都会区发展策略, 加速粤港融合进程。为契合十四五规划提出的“完善港澳融入国家发展大局”战略, 香港特区政府于 2021 年 4 月提出北部都会区发展策略, 建议发展香港北部成为宜居、宜业、宜游的都会区。北部都会区覆盖香港新界北部地区, 包括元朗区、北区、大埔区、上水区和粉岭区等, 区域总面积约 3 万公顷, 约占香港总面积的三分之一。香港《2022 年施政报告》进一步提出“北部都会区将是未来的策略发展据点, 亦是驱动香港再创高峰的新引擎, 是本届政府施政重点之一”, 《2023 年施政报告》表示北部都会区规划将以“产业带动, 基建先行”为主轴, 成为香港融入国家发展大局的重大节点。2023 年 10 月香港发布《北部都会区行动纲领》, 明确划定北部都会区四大发展区域, 具体包括开拓土地房屋、基建先行、促进大湾区融合、产业导向&职住平衡等多个发展目标。

图表 53: 北部都会区时间轴及规划图



资料来源: 人民网, 规划司, 《北部都会区行动纲领 2023》, 《北部都会区发展策略双城三圈发展格局》, 《北部都会区发展策略》, 国盛证券研究所

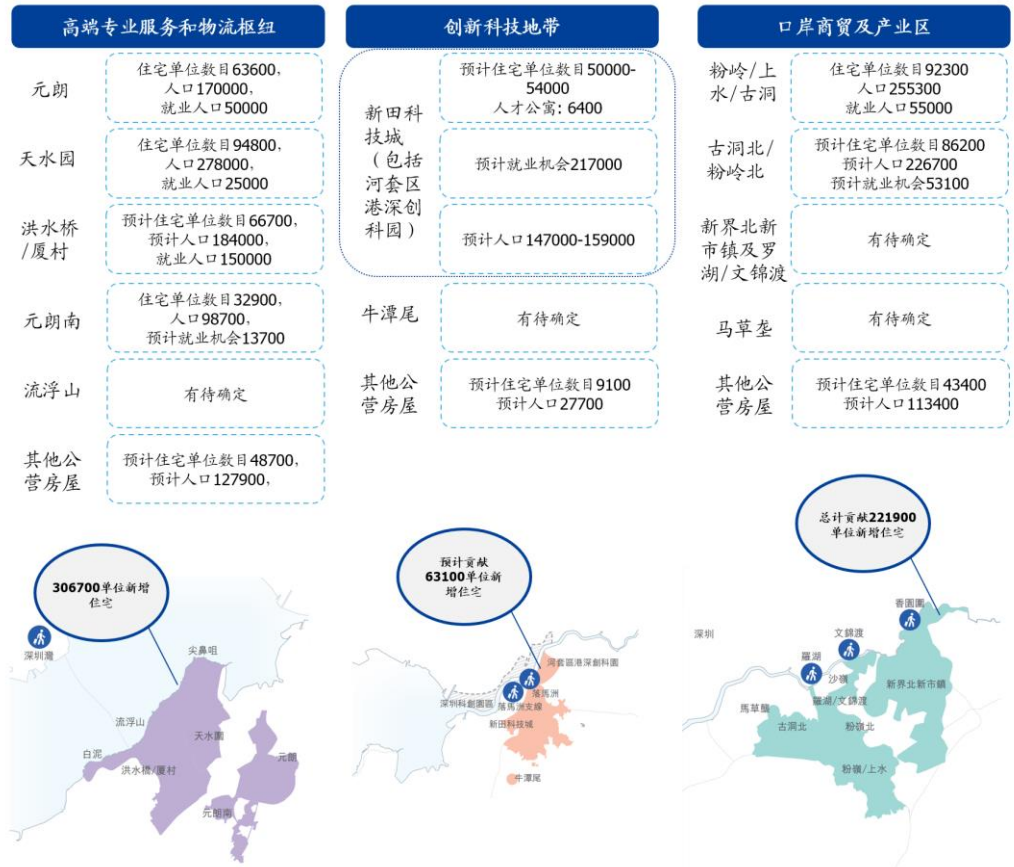
图表 54: 《北部都会区行动纲领》四大发展区域



资料来源:《北部都会区行动纲领》，国盛证券研究所

北部都会区有望贡献3万亿港元投资，预计新增超50万套住宅单位。根据普华永道测算，北部都会区配合新兴科技产业发展有望创造年均7000-7500亿港元的生产总值，未来投资总额有望达3万亿港元，其中解决房屋供应问题为北部都会区重要发展策略之一。根据《北部都会区行动纲领》，未来北部都会区将成为土地供应的主要来源，新发展土地可提供超过50万个新住宅单位，全面发展后预计可容纳250万人，占香港现有人口的三分之一。按各区域规划看，高端专业服务和物流枢纽/创新科技地带/口岸商贸及产业区分别计划新增住宅单位30.67/6.31/22.19万套，合计59.17万套。根据《行动纲领》，香港政府规划于2027年前完成所有主要发展项目启动收地程序、2032年前完成平整新发展土地和落地新增单位各四成，预计未来10-20年内北部都会区建设将带动大量房建投资，香港房建需求预计持续旺盛。

图表 55: 《北部都会区行动纲领》四大发展区域新增住宅规划

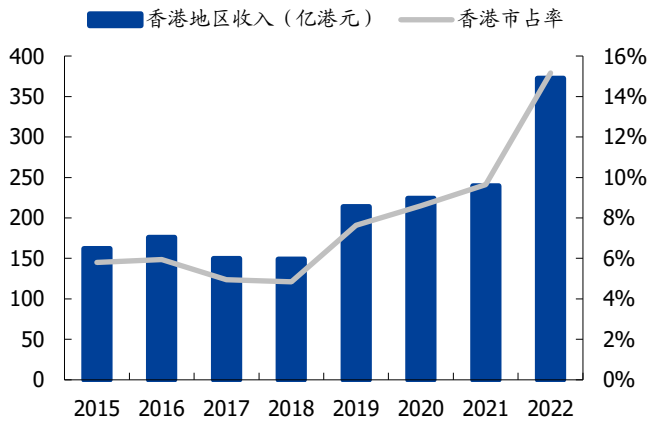


资料来源: 《北部都会区行动纲领》, 国盛证券研究所

5.3. 公司为粤港澳工程龙头, 有望受益湾区融合提速

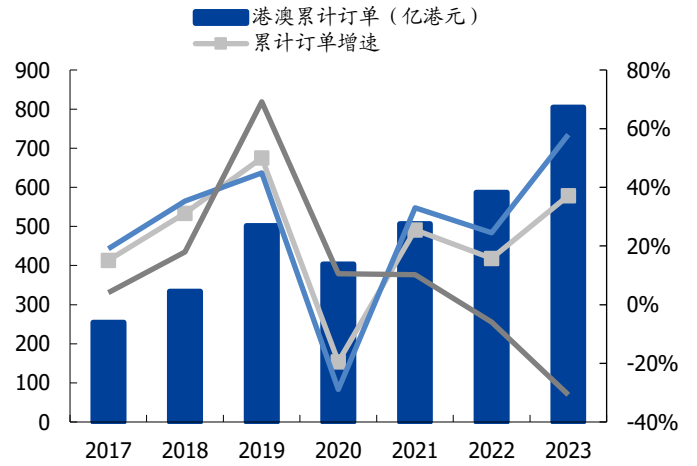
公司自 1979 年起在香港开展建筑工程业务, 2006 年通过收购中国建筑工程(澳门)有限公司进入澳门建筑市场, 经多年市场开拓, 已发展为港澳地区基建及房建工程龙头, 先后承建香港新机场客运大楼、香港迪士尼乐园、澳门永利度假村、澳门旅游塔、港珠澳跨海大桥等多个标志性项目。按公司香港地区营收/香港建造工程量计算, 2022 年公司香港市占率约 15%, 且近年来持续提升, 龙头地位凸显; 澳门地区连续三年市占率超过 50%, 在大型工程项目领域优势显著。2023 年公司港澳订单合计新签合同额 805 亿港元, 同增 37%, 其中香港/澳门地区订单分别同比 58%/-31%, 后续随着粤港澳大湾区融合提速、北部都会区建设落地, 港澳地区工程需求预计维持高位, 有望带动公司区域订单延续较快增长。

图表 56: 公司香港地区收入及市占率



资料来源: 香港建造业协会, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 57: 公司港澳地区订单及分地区订单增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

6. 盈利预测、估值与投资建议

营业收入：预计 2024-2026 年营业收入分别 1273/1423/1566 亿港元，同比增长 12%/12%/10%。

1) 内地业务：得益于 GTR 类项目开拓，公司内地订单自 2020 年起恢复较快增长，2023 年板块实现营收高增 36%，全年订单同增 4.5%，年末在手订单 2056 亿港元，仍较充裕，后续随着内地保障房建设提速，公司内地业务有望维持稳健增长，我们假设 2024-2026 年内地业务分别同增 10%/15%/12%。

2) 中国香港：2023 年香港地区收入同比下降 17%，主要因 2022 年基数较高；全年新签订单同比高增 58%，预计主要受益于北部都会区建设带动房建需求上行。2024 年起香港地区收入预计将逐步恢复，假设 2024-2026 年港区营收分别同增 25%/12%/8%。

3) 中国澳门：2021-2022 年公司澳门业务营收快速增长，同增 89%/24%，2023 年澳门板块同增 3%，全年新签澳门订单同比下降 31%，预计澳门地区后续营收增长有所承压，假设 2024-2026 年澳门地区营收分别同比-10%/-8%/+5%。

4) 中国建筑兴业：中国建筑兴业系中国建筑国际旗下幕墙业务子公司，营收规模相对较小，假设后续营收保持稳定，2024-2026 年均同增 5%。

毛利率：预计 2024-2026 年公司综合毛利率 13.7%/13.9%/14.0%。1) 内地业务：由于 GTR 类项目毛利率低于 PPP 项目，GTR 占比持续提升预计将带动内地毛利率小幅下滑，假设 2024-2026 年内地毛利率分别为 19.3%/19.2%/19.0%。2) 香港业务：香港地区以工程业务为主，毛利率偏低，后续随着 MiC 渗透率提升，利润率有望逐步上行，假设 2024-2026 年香港毛利率分别为 4.80%/4.85%/4.90%。3) 澳门/中国建筑兴业毛利率假设稳定在 9%/15%。

图表 58: 主营业务拆分预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	1020	1137	1273	1423	1566
增长率	31.9%	11.5%	11.9%	11.8%	10.0%
中国内地	486.4	661.9	728.1	837.3	937.8
增长率	21.0%	36.1%	10.0%	15.0%	12.0%
中国香港	372.2	308.2	385.3	431.5	466.0
增长率	55.3%	-17.2%	25.0%	12.0%	8.0%
中国澳门	105.0	108.0	97.2	89.5	93.9
增长率	23.5%	2.9%	-10.0%	-8.0%	5.0%
中国建筑兴业	56.09	59.14	62.10	65.20	68.46
增长率	20.9%	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利 (亿元)	140.2	163.3	174.9	197.8	219.7
中国内地	110.8	129.0	138.3	159.1	178.2
中国香港	16.8	14.7	18.5	20.9	22.8
中国澳门	5.6	9.8	8.8	8.1	8.5
中国建筑兴业	7.0	9.8	9.3	9.8	10.3
毛利率	13.7%	14.4%	13.7%	13.9%	14.0%
中国内地	22.8%	19.5%	19.3%	19.2%	19.0%
中国香港	4.5%	4.8%	4.8%	4.9%	4.9%
中国澳门	5.3%	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%
中国建筑兴业	12.5%	16.6%	15.0%	15.0%	15.0%
期间费用率	5.3%	5.1%	4.2%	3.9%	3.8%
SG&A	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
财务费用率	2.9%	2.8%	1.9%	1.6%	1.5%
归母净利润 (亿元)	79.6	91.6	105.7	119.7	134.0
增长率	17.1%	15.1%	15.3%	13.2%	12.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 单位: 港元。

我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别 106/120/134 亿港元, 同比增长 15%/13%/12%, 对应当前股价 PE 分别为 4.6/4.0/3.6 倍。我们选取上海建工、安徽建工、中国铁建等房建央国企作为同业对比, 2024-2026 年可比 PE 均值分别为 6.6/6.0/5.4 倍。公司系港澳工程龙头及内地领先投资运营商, 近年来依托内地 GTR 类项目开拓持续优化业务模式, 盈利质量显著改善, 后续依托 MiC 等科技赋能有望进一步提升盈利水平, 叠加内地保障房建设提速、粤港澳融合带动区域基建上行, 公司未来业绩有望维持稳健增长, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 59: 可比公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元/股)				PE				PB
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
上海建工	2.40	0.18	0.20	0.22	0.25	13.7	12.0	10.7	9.6	0.70
安徽建工	5.10	0.91	1.03	1.17	1.32	5.6	5.0	4.4	3.9	0.86
中国铁建	8.88	1.92	2.09	2.25	2.37	4.6	4.2	3.9	3.7	0.47
中国中冶	3.37	0.42	0.46	0.51	0.55	8.1	7.4	6.7	6.1	0.69
中国中铁	6.81	1.35	1.49	1.62	1.75	5.0	4.6	4.2	3.9	0.58
平均值						7.4	6.6	6.0	5.4	0.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价截至 2024/5/13, 盈利预测来自 Wind 一致预期。

7. 风险提示

房建投资大幅下行风险，项目执行进度不及预期风险，MiC应用不及预期风险等。

- 1) **房建投资大幅下行风险：**公司业务受房建投资影响较大，我们预计随着内地保障房建设提速、香港房建需求上行，未来签单有望维持稳健增长，但如若房建投资大幅下行，可能会对公司订单造成不利影响。
- 2) **项目执行进度不及预期风险：**公司签单执行受到政策、融资等多种因素影响，如若项目执行进度不及预期，可能影响收入转化过程。
- 3) **MiC应用不及预期风险：**公司首创MiC产品体系，有望变革传统建造模式，对比传统工程业务科技类项目利润率更高，有望带动公司业务模式优化。如若MiC等建筑科技应用不及预期，可能影响公司盈利质量。

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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层
 邮编：100077
 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：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 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