

建筑央企：

新一轮国企改革有望推动基本面持续优化，看好估值持续修复机会

证券分析师：黄诗涛

执业证书编号：

S0600521120004

联系邮箱：

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师：房大磊

执业证书编号：

S0600522100001

联系邮箱：

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师：石峰源

执业证书编号：

S0600521120001

联系邮箱：

shify@dwzq.com.cn

研究助理：杨晓曦

执业证书编号：

S0600122080042

联系邮箱：

yangxx@dwzq.com.cn

2023年3月22日

- **宏观稳增长持续，行业景气度维持高位。** (1) 中央经济工作会议定调“稳”字当头，有望支撑基建投资维持5-10%的同比增长。2022年四季度以来建筑业PMI和央企订单增速高于近年来中枢，反映行业景气度维持高位。23年2月建筑业景气水平升至高位景气区间，业务活动预期指数为65.8%，连续三个月位于高位景气区间。 (2) 八大建筑央企2022Q4订单增速整体位居近年来中枢之上，2023年1-2月中国建筑、中国电建订单取得开门红。
- **近五年来央企基本面已有明显优化，国企改革深化提升行动有望进一步改善建筑央企经营质量。** (1) 建筑业份额近年来持续向央国企集中，在行业增速回落的背景下，建筑央企毛利率稳定反映竞争格局优化，新基建领域享受更高的毛利率。降杠杆成效显著，负债率和财务费用率明显下降。 (2) 新一轮国有企业改革正在谋划实施，2023年国务院国资委开始试行“一利五率”指标体系，提升净资产收益率和现金流考核权重，将指引建筑央企继续提升经营效率。 (3) 我们认为建筑央企净资产收益率优化主要通过总资产周转率的提升和净利率的提升，营业现金比率提升在于改善经营活动现金流量净额。 (4) 建筑央企近年来不仅着手存量优化，加快调整优化投资业务规模和结构，提出“提高订单质量”、“加强项目管理”、“加强资金、现金流管理”等措施，实施基础设施公募REITs发行等工作，同时战略外延开拓，推进“数字化转型”，布局多元业务等，未来建筑央企相关战略有望发力增效，利好经营质量和效率加速提升。
- **海外经营有望改善，“一带一路高质量发展”打开沿线市场空间。** (1) 2020年以来全球疫情等因素对建筑企业海外经营展业形成掣肘，推高成本费用，2023年有望改善。 (2) 二十大报告提出共建“一带一路”高质量发展，将进一步深化交通、能源和网络等基础设施的互联互通建设，开展更大范围、更高水平、更深层次的区域合作，也为建筑央国企参与一带一路沿线市场打开更大空间。 (3) 国际工程企业基本面有望持续改善，建筑央企作为“走出去”的主力军之一，海外收入比例仍有提升空间。随着“一带一路”相关金融、贸易政策加快出台，有望加速海外市场订单落地。
- **建筑央企估值整体处于中枢下方，迎来多重催化。** 与历史估值相比，当前多数建筑央企标的的市净率估值处于历史区间25%分位数左右。证监会提出探索建立具有中国特色的估值体系，上交所明确新一轮央企综合服务相关安排，有望推动央企估值回归合理水平。此外，2023年是“一带一路”倡议提出十周年，我国将举办首次“中国+中亚五国”元首峰会和第三届“一带一路”国际合作高峰论坛两大主场外交活动，相关政治、经济政策落地将提振建筑业务海外业务成长预期。
- **投资建议：建筑行业基本面共振向上，估值有多重催化因素，我们建议关注两条主线：** (1) 建筑央企估值重估机会值得重视：我们继续看好估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头企业估值持续修复机会，建议关注**中国交建、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国电建**等。 (2) “一带一路”方向：建议关注国际工程板块，个股建议关注**中工国际、北方国际、中材国际、中钢国际**等。
- **风险提示：宏观政策变化的风险、在手订单落地不及预期的风险、新业务开拓不及预期的风险。**

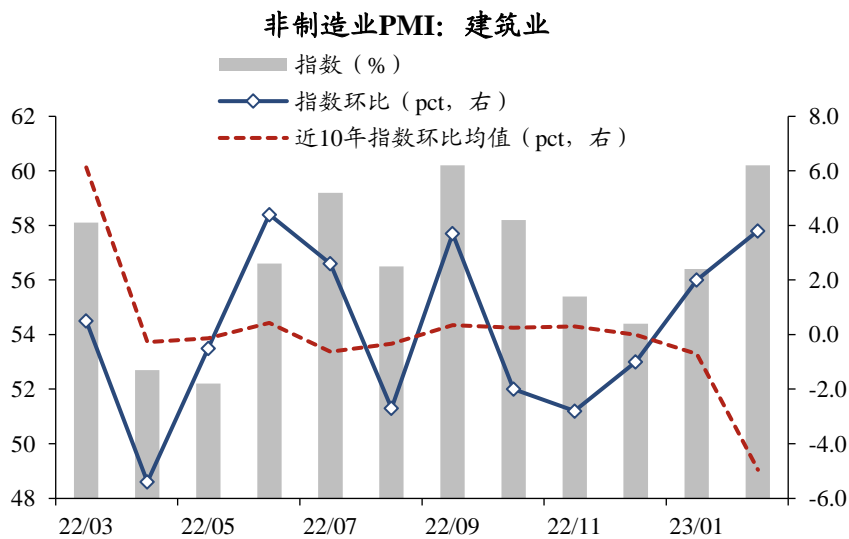


- 1 行业景气度维持高位，基建链条延续高增长，房建链条筑底修复
- 2 央企基本面持续优化：市场份额稳步提升，降杠杆成效显现
- 3 新一轮国企改革有望进一步提升建筑央企经营质量
- 4 海外经营有望改善，“一带一路高质量发展”打开沿线市场空间
- 5 估值：央企估值整体处于中枢下方，迎来多重催化
- 6 投资建议
- 7 风险提示

1 行业景气度维持高位，基建链条延续高增长，房建链条筑底修复

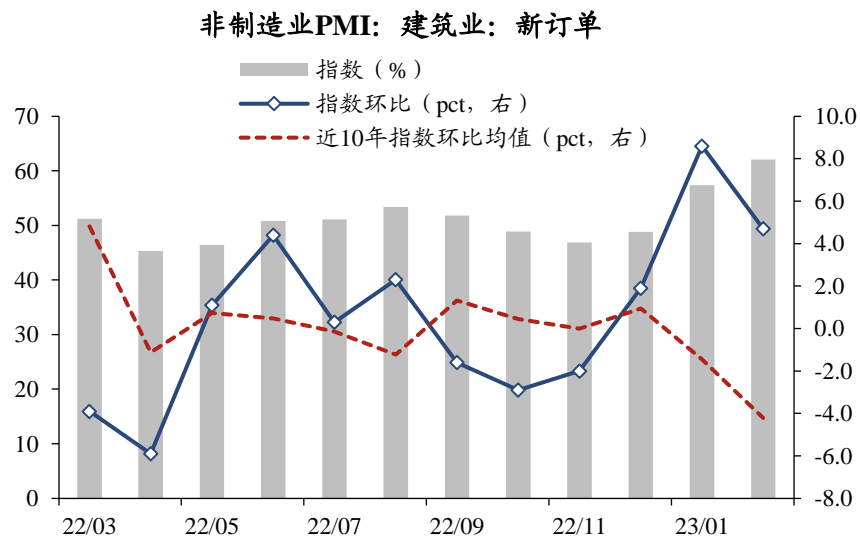
- 中央经济工作会议定调“稳”字当头，支撑基建投资维持5-10%的同比增长。**
 - 中央经济工作会议提出加大宏观政策调控力度，政策工具上积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力。
 - 政府工作报告提出今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长5%左右，要坚持稳字当头、稳中求进，保持政策连续性针对性，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效。赤字率拟按3%安排。着力扩大国内需求为重点工作之首，把恢复和扩大消费摆在优先位置，多渠道增加城乡居民收入，稳定大宗消费，推动生活服务消费恢复。政府投资和政策激励要有效带动全社会投资，今年拟安排地方政府专项债券3.8万亿元。
 - 防风险聚焦房地产市场，“确保房地产市场平稳发展”彰显政策持续性方向，利好竣工端需求修复以及新开工、施工规模企稳。
- 2022年四季度以来建筑业PMI和央企订单增速高于近年来中枢，反映行业景气度维持高位。**
 - 23年2月建筑业景气水平升至高位景气区间，反映2月份各地工程项目集中开复工，建筑业施工进度加快；其中从业人员指数升至58.6%，高于上月5.5个百分点，反映建筑业企业用工量明显增加；业务活动预期指数为65.8%，连续三个月位于高位景气区间，反映建筑业企业对市场发展保持乐观。
 - 八大建筑央企2022Q4订单增速整体位居近年来中枢之上，2023年1-2月中国建筑、中国电建订单取得开门红。

图：建筑业PMI指数及同比变动情况



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

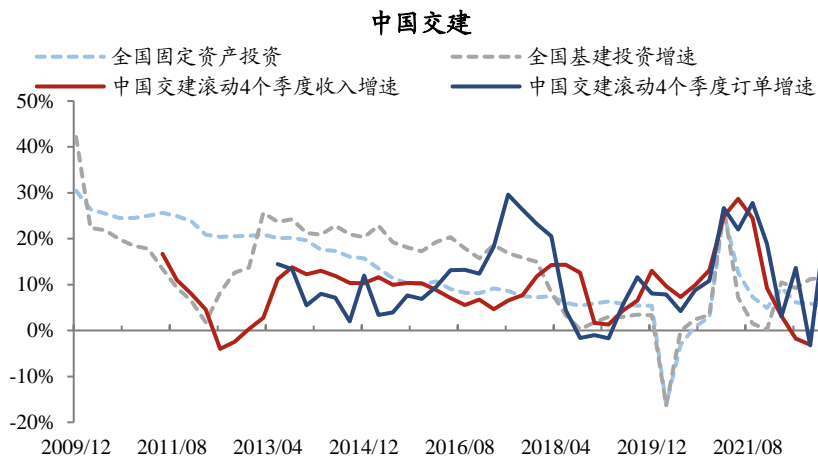
图：建筑业新订单指数及同比变动情况



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

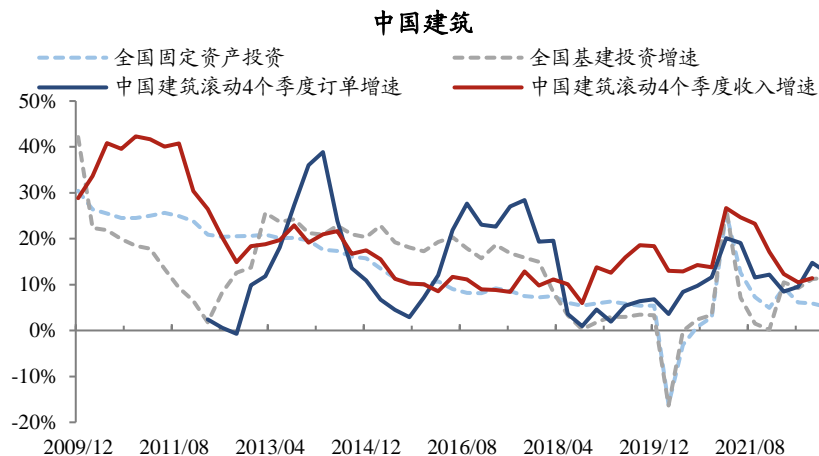
1 行业景气度维持高位，基建链条延续高增长，房建链条筑底修复

图：中国交建订单增速2022Q4明显回升



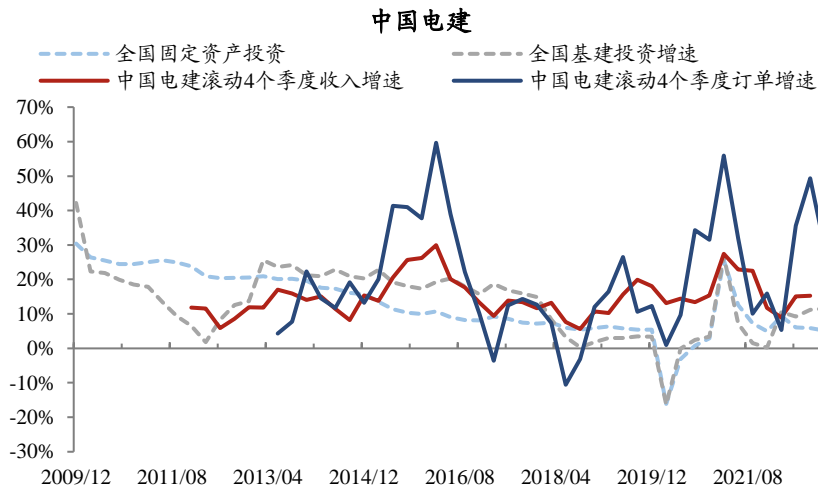
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：中国建筑订单增速高于近年来中枢



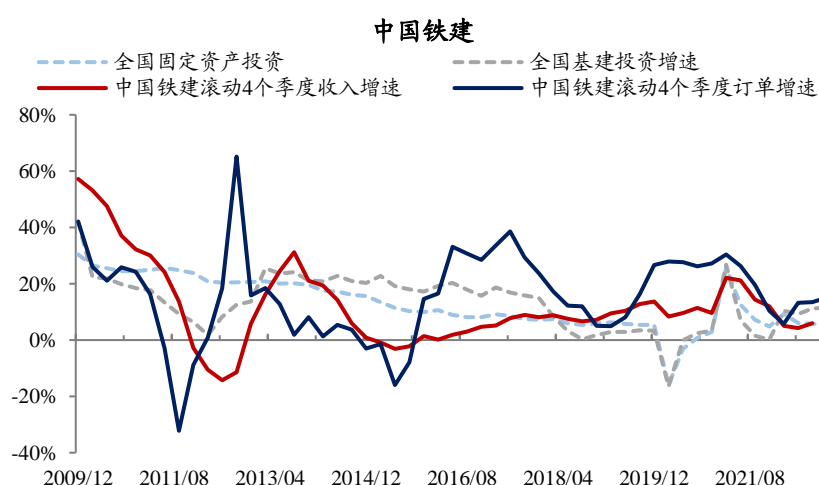
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：中国电建2022年以来订单增速持续高增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

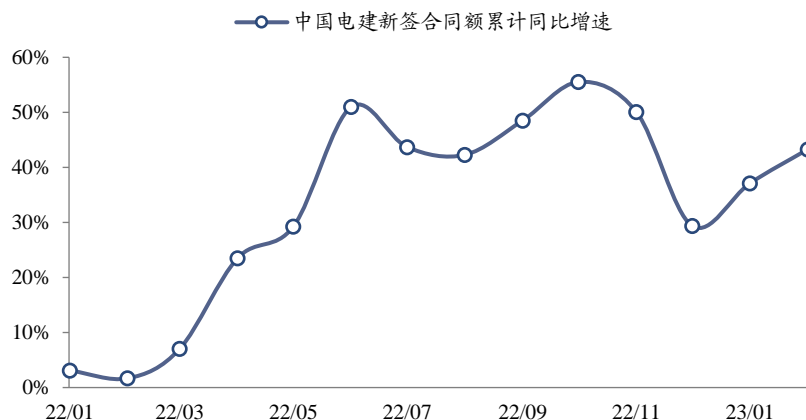
图：中国铁建2022年以来订单增速回升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

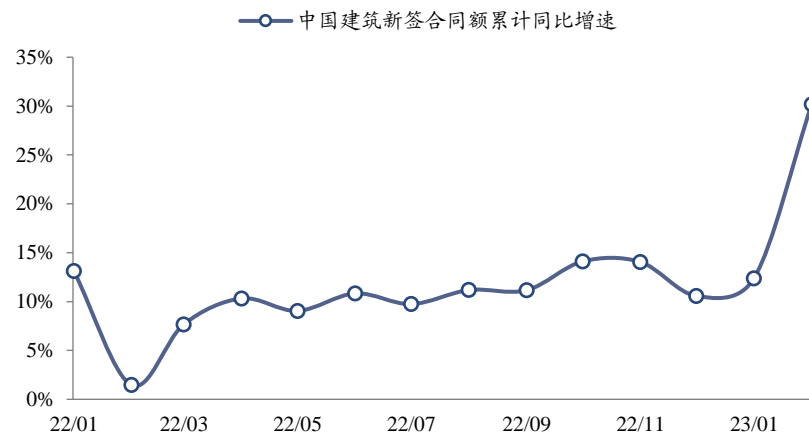
1 行业景气度维持高位，基建链条延续高增长，房建链条筑底修复

图：中国电建新签合同额累计同比增速



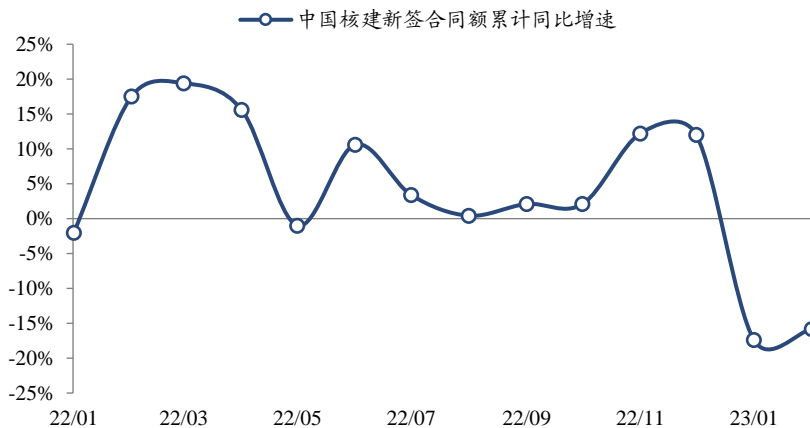
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：中国建筑新签合同额累计同比增速



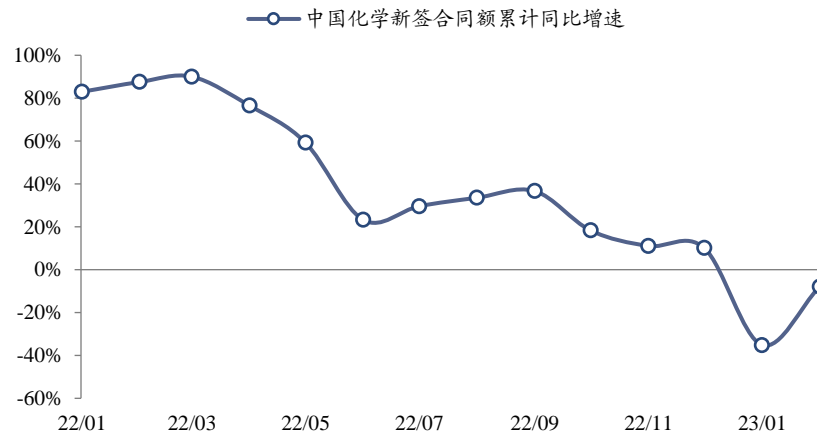
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：中国核建新签合同额累计同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：中国化学新签合同额累计同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2 央企基本面持续优化：市场份额稳步提升，降杠杆成效显著

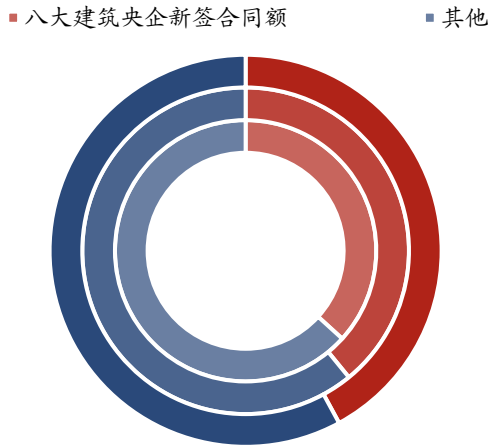
- **龙头央企市场份额稳定提升。**
- ✓ **建筑业份额近年来持续向央国企集中：**根据建筑业统计年鉴，2020年建筑业产值超过26万亿元，但企业数量达到11.7万个，单位企业规模仅有2.26亿元，近年来国有企业单位规模持续逆势明显扩张，反映市场份额持续向央国企提升。
- ✓ **建筑央企市占率提升趋势明显。2016年以来订单和收入增速高于基建投资增速和建筑业总产值增速，反映建筑央企市场份额稳步提升。**（1）建筑央企2016年以前收入和订单增速与宏观投资增速互有高低，但2016年以后稳定高于宏观投资增速，说明随着建筑行业体量增长的放缓，龙头企业借助自身融资和管理的优势，份额稳步提升。（2）2020/2021/2022年八大建筑央企新签合同额在行业中占比分别达到36.7%/39.1%/42.1%，份额持续提升。

表：建筑业年鉴显示国有企业平均规模提升幅度领先行业整体水平（亿元）

年份	建筑业企业平均产值	国有企业	集体企业	港澳台商投资企业	外商投资企业	其他
2015	2.23	6.04	1.32	2.02	2.43	2.09
2016	2.33	6.64	1.39	2.10	2.37	2.17
2017	2.43	7.65	1.50	2.39	2.51	2.24
2018	2.34	8.42	1.42	2.80	3.15	2.14
2019	2.39	9.27	1.59	3.06	3.13	2.18
2020	2.26	9.31	1.59	5.16	5.26	2.02

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图：八大建筑央企新签合同额在建筑业中的占比（由内到外依次为2020年、2021年、2022年）

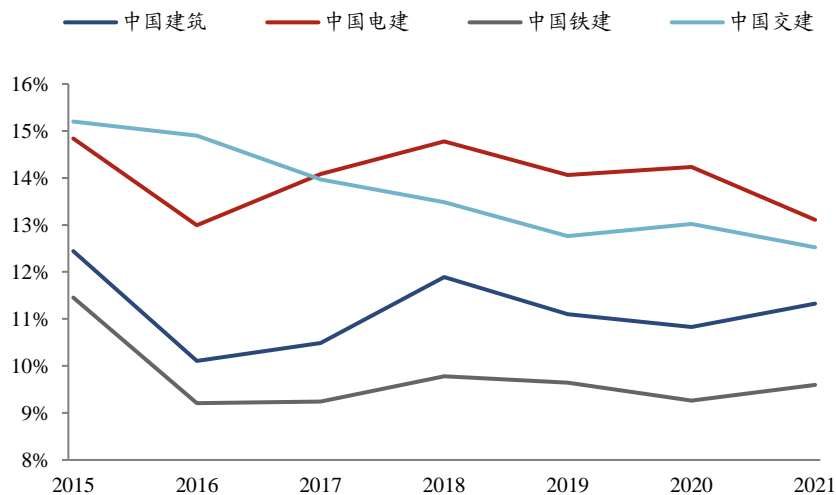


数据来源：公司公告，国家统计局，东吴证券研究所

2 央企基本面持续优化：市场份额稳步提升，降杠杆成效显著

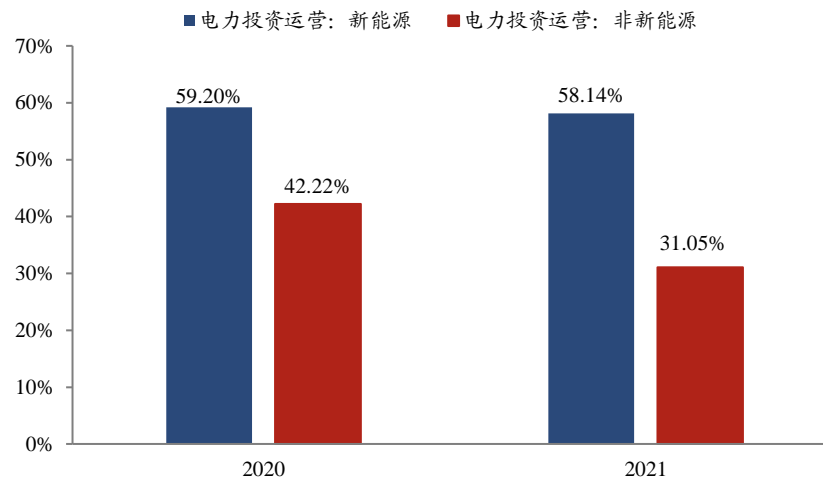
- 在行业增速回落的背景下，建筑央企毛利率稳定反映竞争格局优化，新基建领域享受更高的毛利率。
- ✓ 建筑央企毛利率未有明显的周期性波动，从中期趋势来看，若剔除营改增的影响，建筑央企2016年以后毛利率基本平稳，工程承包、勘察设计以及投资运营等业务毛利率趋势基本一致，整体较为平稳，主要是房地产开发相关业务毛利率明显下行，反映尽管行业增速放缓，但竞争格局稳中有所改善。
- ✓ 新基建领域毛利率高于传统领域，中国电建投资运营业务中新能源类项目的毛利率显著高于非新能源类，中国能建的投资运营类业务中综合交通、新能源及综合智慧能源业务的毛利率也显著高于生态环保类。

图：剔除营改增的影响，建筑央企毛利率较为稳定



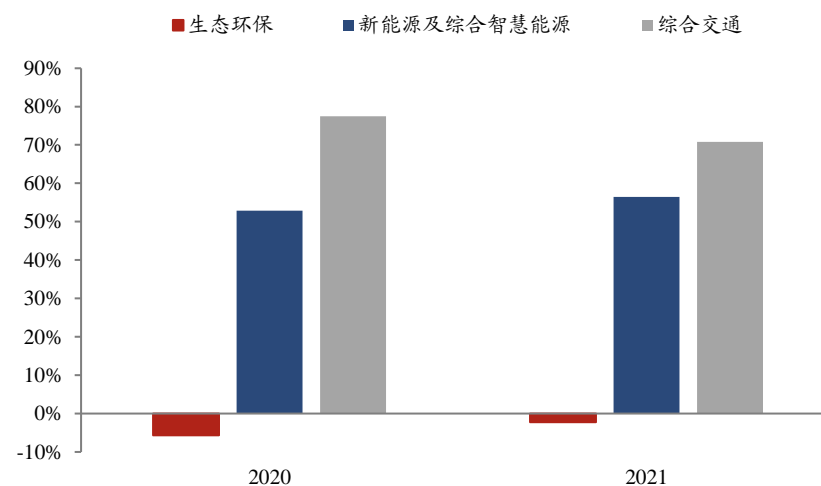
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：中国电建投资运营业务毛利率对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：中国能建投资运营业务毛利率对比



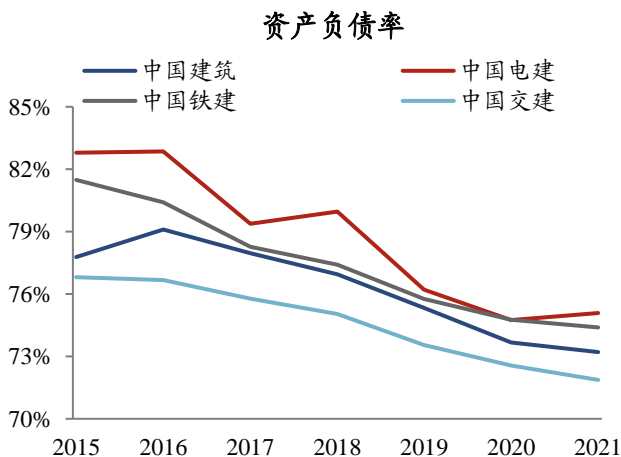
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2 央企基本面持续优化：市场份额稳步提升，降杠杆成效显著

■ 降杠杆成效显著，负债率和财务费用率明显下降。

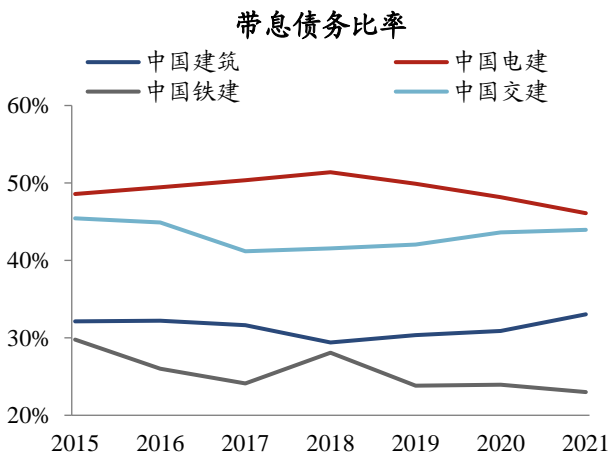
- ✓ **建筑央企降杠杆减负债成效显著，负债率较2015年已有明显的下降，资本结构优化。**（1）2017年8月国务院常务会议部署降低央企负债率工作，提出我国要多渠道降低企业债务，首次提出要建立严格的分行业负债率警戒线管控制度，对高于警戒线的企业在年度经营业绩考核中增加资产负债率的权重。（2）国资委也从2017年以来全面推进央企降杠杆减负债防风险工作。其中重点是分类管控负债率，国资委专门出台了降低负债率的指导意见，提出11条具体措施，制定了负债率分类管控方案，按照管控线和警戒线实施分类管控，与中央企业逐户签订三年负债率的目标。（3）2021年1月，国资委在央企经济运行情况新闻发布会上提出，将在巩固三年降杠杆工作成果的基础上，由降杠杆向稳杠杆转变，确保大多数企业负债率保持稳定。
- ✓ **降杠杆带来建筑央企财务费用率明显降低，有利于提升盈利稳定性。**过去建筑央企费用端波动的主导因素来自于财务费用，核心原因为建筑总包业态高杠杆经营，财务费用对盈利影响显著。在传统业务模式为主的背景下，杠杆率的约束也使得企业收入端的波动性减小，盈利的稳定性提高。

图：四家建筑央企的资产负债率明显下降



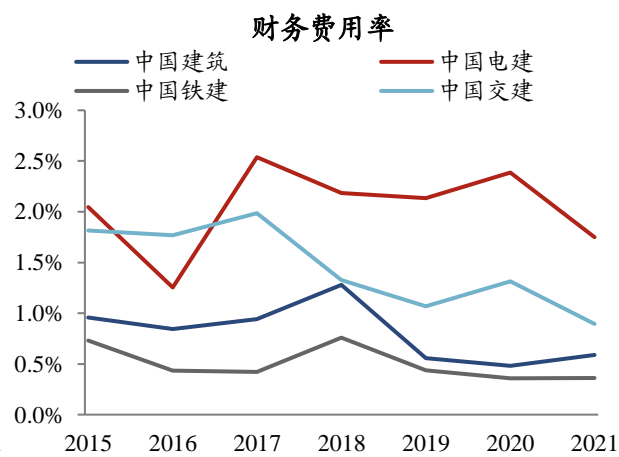
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：四家建筑央企的带息债务比率明显降低



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：四家建筑央企的财务费用率呈现压缩态势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2 央企基本面持续优化：市场份额稳步提升，降杠杆成效显著

■ 2020年以来，建筑央企、国际工程企业、代表性国企中已有中国建筑、中国交建、中国化学、中国中铁、中材国际、中钢国际、四川路桥、陕西建工启动实施了股权激励，不仅绑定高管、骨干的利益，也有望进一步激发公司业绩与市值动力。

表：建筑央企、国际工程企业、代表性国企2020年以来制定的股权激励计划

上市公司	预案公告日	首次实施公告日	激励对象	授予价格 (元/股)	激励总数 /公告日总股本	业绩解锁条件			
						行权期	ROE	净利润	其他
中国建筑	2020/9/18	2020/12/24	公司董秘及关键骨干人员 (2764人)	3.06	2.17%	第一期	≥12%	较上年增长率≥7%	<ul style="list-style-type: none"> ROE、净利润CAGR分别需不低于对标企业75分位、50分位或同行业平均水平 各期需达成国务院EVA目标
						第二期	≥12.2%	较上年增长率≥7%	
						第三期	≥12.5%	较上年增长率≥7%	
中国交建	2022/12/16	--	公司高管(3人)、中层管理人员和核心骨干员工(不超过665人)及其他激励对象(预留)	5.33	0.72%	第一期	≥7.7%	基期2021年, 2023年CAGR≥8%	<ul style="list-style-type: none"> 前两项指标需不低于对标企业75分位或同行业平均水平 各期需达成国务院EVA目标
						第二期	≥7.9%	基期2021年, 2024年CAGR≥8.5%	
						第三期	≥8.2%	基期2021年, 2025年CAGR≥9.0%	
中国化学	2022/8/16	2022/9/27	公司董事、高管(4人)及中层管理人员、核心骨干人员(481人)	4.81	0.98%	第一期	≥9.05%(扣非)	基期2021年, 2023年CAGR≥15%(归母扣非)	<ul style="list-style-type: none"> 前两项指标需不低于对标企业75分位或同行业平均水平 各期需达成国务院EVA目标
						第二期	≥9.15%(扣非)	基期2021年, 2024年CAGR≥15%(归母扣非)	
						第三期	≥9.25%(扣非)	基期2021年, 2025年CAGR≥15%(归母扣非)	
中国中铁	2021/11/23	2022/1/18	公司高管(4人)及中层管理人员、核心骨干人员(693人)	3.55	0.78%	第一期	≥10.5%(扣非)	基期2020年, 2022年CAGR≥12%(扣非)	<ul style="list-style-type: none"> 前两项指标需不低于对标企业75分位或同行业平均水平 各期需达成国务院EVA目标
						第二期	≥11.0%(扣非)	基期2020年, 2023年CAGR≥12%(扣非)	
						第三期	≥11.5%(扣非)	基期2020年, 2024年CAGR≥12%(扣非)	
中材国际	2021/12/21	2022/3/25	公司董事、高管(7人)及核心管理、业务、技术骨干(200人)	5.97	2.55%	第一期	≥14.9%	基期2020年, 2022年CAGR≥15.5%	<ul style="list-style-type: none"> 前两项指标需不低于对标企业75分位或同行业平均水平 各期需达成中材股份的考核目标, 且ΔEVA>0
						第二期	≥15.4%	基期2020年, 2023年CAGR≥15.5%	
						第三期	≥16.2%	基期2020年, 2024年CAGR≥15.5%	
中钢国际	2022/12/15	--	公司高管(6人), 其他核心管理、技术、业务等骨干人员(84人)及其他激励对象(预留)	6.24	0.94%	第一期	≥12.0%	基期2021年, 2023年CAGR≥12.5%(归母)	<ul style="list-style-type: none"> 前两项指标需不低于对标企业75分位或同行业平均水平 经营活动现金流量净额/营业收入≥5%
						第二期	≥12.3%	基期2021年, 2024年CAGR≥12.5%(归母)	
						第三期	≥12.6%	基期2021年, 2025年CAGR≥12.5%(归母)	
四川路桥	2021/10/21	2022/4/29	公司高管(2人), 公司管理人员及核心技术(业务)人员(306人)	4.24	0.92%	第一期	--	2022年扣非归母净利润不低于70亿元	<ul style="list-style-type: none"> 2022/2023/2024年营收分别不低于1000/1100/1200亿元 营收和净利润指标需不低于对标企业75分位或同行业平均水平, 应收账款周转率不低于5.7
						第二期	--	2023年扣非归母净利润不低于80亿元	
						第三期	--	2024年扣非归母净利润不低于90亿元	
陕西建工	2023/2/3	--	公司高管(3人)、其他核心管理人员(135人)、核心业务与技术骨干(397人)	2.28	1.19%	第一期	≥10.8%(归母)	基期2021年, 2023年CAGR≥10%	<ul style="list-style-type: none"> 前两项指标需不低于对标企业75分位或同行业平均水平 ΔEVA>0
						第二期	≥10.9%(归母)	基期2021年, 2024年CAGR≥10%	
						第三期	≥11.0%(归母)	基期2021年, 2025年CAGR≥10%	

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

2 央企基本面持续优化：市场份额稳步提升，降杠杆成效显著

■ 2020年以来中国电建、中国能建、中材国际、陕西建工、四川路桥实施了非公开发行，用于业务扩张和补充上市公司流动资金，非公开发行的落地不仅支撑企业加速扩张，同时也有利于企业优化杠杆水平。

表：建筑央企、国际工程企业、地方国企2020年以来启动的非公开发行

	中国电建	中材国际	中国能建	陕西建工		四川路桥	四川路桥	
预案日	2022年5月21日	2022年8月27日	2023年2月16日	2020年1月17日	2020年1月17日	2020年4月7日	2021年10月21日	2021年10月21日
定价基准日	2022年12月21日	2022年8月27日	--	2021年4月7日	2020年1月17日	2020年4月7日	2021年10月21日	2021年10月21日
发行日	2022年12月23日	2023年2月15日	--	2021年4月9日	2020年12月16日	2020年10月30日	2022年11月21日	2022年11月18日
发行价格(元/股)	6.44	8.45	--	3.53	3.84	3.99	6.4	6.23
发行日收盘价(元/股)	6.85	9.48	--	4.55	4.37	4.46	11.20	11.23
增发对象	机构投资者	中国建材总院	机构投资者	机构投资者	陕建控股、陕建实业	铁投集团	蜀道集团及其关联方	
增发数量(万股)	208,012	36,688	833,823	60,331	223,003	106,427	28,125	113,140
预计募集资金总额(亿元)	149.63	31	150	21.3	85.19	42.46	18	70.49
实际募集总额(亿元)	133.96	31	--	21.3	85.19	42.46	18	70.49
募集资金用途	(1) 精品工程承包类项目 (2) 战略发展领域投资运营类项目 (3) 海上风电勘察和施工业务装备采购类项目 (4) 补充上市公司流动资金	向中国建材总院发行股份及支付现金购买合肥院100%股权(其中以发行股份方式支付的对价占总交易对价的85%，以现金支付的对价占总交易对价的15%)	(1) 中能建哈密“光(热)储”多能互补一体化绿电示范项目 (2) 甘肃庆阳“东数西算”源网荷储一体化智慧零碳大数据产业园示范项目 (3) 中国能源建设集团浙江火电建设有限公司光热+光伏一体化项目 (4) 湖北应城300MW级压缩空气储能电站示范项目 (5) 乌兹别克斯坦巴什和赞克尔迪风电项目 (6) 补充上市公司流动资金	重组完成后，上市公司拟作为陕西省属建工板块资本运作平台，整合重组陕西省内零散的优质建筑业资产，未来上市公司将通过资本运作，进一步优化国资布局，促进业务协同，提高运营效率，快速实现建筑板块优质资产做强做优的目标，全面提升省属建工板块竞争优势		扣除发行相关费用后全部用于偿还银行借款和补充公司流动资金	本次交易拟注入优质交通基础设施建设资产。拟注入的标的公司资产盈利能力较强且具有良好的持续发展前景，交易完成后伴随四川路桥产业链的延伸以及现有业务协同效应的释放，将显著改善上市公司财务状况并增强其持续盈利能力，实现上市公司高质量发展	

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

3 新一轮国企改革有望进一步提升建筑央企经营质量

- **国企改革将继续深化提升。**（1）2023年政府工作报告中提出“深化国资国企改革，提高国企核心竞争力”，（2）国资委表示将突出高质量发展首要任务，国务院国有企业改革领导小组办公室正在紧锣密鼓研究谋划国企改革深化提升行动。（3）新一届国务院第一次全体会议指出“要进一步深化改革开放，谋划实施新一轮国有企业改革”。
- **2023年国务院国资委开始试行“一利五率”指标体系，提升净资产收益率和现金流考核权重。**
 - ✓ 近年来，为推动中央企业加快实现高质量发展，国资委探索建立了中央企业经营指标体系。2020年，首次形成“两利三率”指标体系，包括净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率和研发经费投入强度。2021年，为引导中央企业提高生产效率，增加了全员劳动生产率指标，完善为“两利四率”。2022年，针对“两利四率”指标，进一步提出“两增一控三提高”的总体要求，并通过预算管理和业绩考核等工作将指标分解到每一家中央企业，统领和推进各项重点工作。
 - ✓ 国资委在总结近几年工作成效基础上，结合国资央企新时代新征程新使命，对中央企业经营指标体系进行了优化调整，将“两利四率”调整为“一利五率”，2023年开始试行“一利五率”指标体系。（1）用**净资产收益率**替换净利润指标；（2）用**营业现金比率**替换营业收入利润率指标；（3）继续保留**资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率**指标。
- **2023年中央企业“一利五率”指标总体目标定为“一增一稳四提升”。**
 - ✓ **“一增”**是指利润总额增速要高于国民经济增速。2023年中央企业应继续将利润总额和劳动生产总值与国民经济增长目标有效衔接，深入开展提质增效工作，确保完成国资委下达的经营目标，力争取得更好业绩，在推动经济运行整体好转上勇挑大梁。
 - ✓ **“一稳”**是指资产负债率稳定在**65%左右**。将“资产负债率控制在65%以下”调整为“稳定在65%左右”，主要考虑当前既要保持中央企业稳健的财务结构，又要支持企业在经济复苏中加快结构调整，加大战略性投资力度，为转型发展提供必要的融资支持。为此，国资委下一步对负债率管控将坚持“有保有压，总体稳定”原则，对处于战略投入期且本身负债率较低、风险可控的企业可以允许负债率适度合理上升，但对负债率高于警戒线和管控线，且投资方向不符合主业实业要求、投资管理水平较差的企业还要坚定不移压降负债率。
 - ✓ **“四提升”**是指**净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率**要实现进一步提升。

3 新一轮国企改革有望进一步提升建筑央企经营质量

表：八大央企、其他央企和地方国企2019-2021年一利五率情况

年份		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
上市公司		利润总额增速				净资产收益率				资产负债率			
八大建筑央企	中国铁建	18.1%	11.6%	12.4%	11.6%	11.2%	10.6%	9.6%	9.4%	77.4%	75.8%	74.8%	74.4%
	中国交建	-4.2%	5.0%	-4.3%	12.9%	10.4%	9.4%	6.8%	7.1%	75.0%	73.5%	72.6%	71.9%
	中国电建	16.2%	7.3%	18.4%	3.3%	9.3%	7.5%	7.1%	7.1%	80.0%	76.2%	74.7%	75.1%
	中国能建	0.3%	10.6%	-6.0%	8.4%	9.4%	9.4%	7.4%	8.0%	75.6%	73.1%	71.0%	71.7%
	中国中铁	16.2%	38.0%	6.5%	12.6%	9.9%	11.5%	10.6%	10.4%	76.4%	76.8%	73.9%	73.7%
	中国中冶	6.1%	2.7%	21.8%	17.6%	7.7%	7.3%	8.0%	8.2%	76.6%	74.5%	72.3%	72.1%
	中国建筑	18.9%	13.5%	15.7%	7.0%	16.7%	16.1%	15.6%	16.0%	76.9%	75.3%	73.7%	73.2%
中国化学	21.8%	41.2%	16.2%	33.0%	6.3%	9.0%	10.1%	10.8%	63.9%	67.6%	70.1%	70.5%	
四大国际工程企业	中材国际	40.9%	6.1%	-24.6%	16.5%	16.8%	16.9%	10.8%	15.2%	70.5%	67.7%	67.1%	67.2%
	北方国际	18.2%	7.5%	5.7%	-10.6%	15.1%	15.4%	14.2%	10.5%	59.7%	63.0%	65.6%	64.6%
	中钢国际	9.1%	10.3%	6.4%	15.1%	9.7%	11.0%	11.2%	11.0%	70.6%	71.5%	70.8%	74.2%
	中工国际	-8.5%	-22.1%	-108.2%	380.7%	13.8%	10.7%	-0.8%	2.7%	48.5%	49.9%	50.7%	50.9%
代表性地方国企	安徽建工	2.0%	8.9%	35.6%	4.5%	9.5%	6.8%	8.7%	10.3%	84.3%	84.2%	83.6%	84.5%
	上海建工	18.2%	30.5%	22.3%	19.7%	9.6%	12.3%	9.6%	9.7%	83.6%	85.9%	86.3%	85.4%
	四川路桥	11.3%	43.4%	72.2%	86.7%	8.6%	11.5%	15.8%	22.4%	82.0%	82.3%	78.1%	77.7%
	陕西建工	24.2%	15.3%	82.4%	19.3%	11.7%	10.4%	30.3%	20.3%	66.9%	64.8%	90.5%	89.9%
	山东路桥	16.9%	17.4%	67.1%	86.6%	14.7%	11.8%	18.9%	19.3%	73.4%	74.3%	76.6%	76.0%
上市公司		营业现金比率				全员劳动生产率(万元)				研发经费投入强度			
八大建筑央企	中国铁建	0.7%	4.8%	4.4%	-0.7%	246.8	282.6	318.0	380.9	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%
	中国交建	1.9%	1.1%	2.2%	-1.8%	361.4	445.8	470.8	501.3	2.1%	2.3%	3.2%	3.3%
	中国电建	6.5%	2.7%	10.7%	3.5%	222.8	262.3	303.6	336.6	3.1%	3.3%	3.8%	3.6%
	中国能建	2.3%	4.4%	2.4%	2.7%	179.7	206.8	229.1	279.5	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%
	中国中铁	1.6%	2.6%	3.2%	1.2%	261.4	297.3	336.4	364.1	1.8%	2.0%	2.3%	2.3%
	中国中冶	4.9%	5.2%	7.0%	3.5%	299.6	343.6	396.1	510.9	2.9%	3.0%	3.1%	3.2%
	中国建筑	0.9%	-2.4%	1.3%	0.8%	396.0	423.8	452.6	513.5	1.3%	1.5%	1.8%	2.1%
中国化学	6.0%	4.6%	7.6%	1.6%	197.0	242.8	247.8	320.6	3.2%	3.2%	3.5%	3.5%	
四大国际工程企业	中材国际	-7.5%	1.0%	7.8%	6.1%	270.7	312.7	243.1	281.1	2.6%	2.5%	2.7%	3.2%
	北方国际	1.8%	-14.3%	-9.9%	11.5%	519.6	646.8	670.4	682.9	1.3%	1.2%	0.9%	1.2%
	中钢国际	14.7%	5.8%	10.3%	3.8%	451.3	712.0	762.7	843.3	0.3%	0.4%	1.5%	1.7%
	中工国际	27.9%	3.0%	4.3%	-4.8%	441.5	185.0	137.9	193.9	3.1%	5.7%	6.7%	5.8%
代表性地方国企	安徽建工	-5.3%	-14.2%	-8.2%	-7.7%	247.9	285.0	312.9	419.4	0.5%	0.9%	1.2%	1.7%
	上海建工	1.4%	2.2%	0.1%	3.7%	450.9	480.6	475.9	547.1	3.0%	3.0%	3.5%	3.5%
	四川路桥	8.1%	7.0%	5.4%	-1.2%	366.1	448.9	483.1	618.0	0.6%	1.4%	2.8%	3.4%
	陕西建工	1.5%	-3.4%	-2.1%	-1.9%	164.9	172.2	402.8	500.6	4.2%	4.3%	0.5%	0.5%
	山东路桥	5.6%	0.2%	2.8%	-4.1%	169.7	223.8	245.6	233.0	1.0%	1.4%	2.2%	2.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3 新一轮国企改革有望进一步提升建筑央企经营质量

图：杜邦分析法拆分建筑央企、国际工程企业、地方建筑国企的ROE水平

净资产收益率

		2018	2019	2020	2021
八大建筑央企	中国铁建	11.2%	10.6%	9.6%	9.4%
	中国交建	10.4%	9.4%	6.8%	7.1%
	中国电建	9.3%	7.5%	7.1%	7.1%
	中国能建	9.4%	9.4%	7.4%	8.0%
	中国中铁	9.9%	11.5%	10.6%	10.4%
	中国中冶	7.7%	7.3%	8.0%	8.2%
	中国建筑	16.7%	16.1%	15.6%	16.0%
	中国化学	6.3%	9.0%	10.1%	10.8%
四大国际工程企业	中材国际	16.8%	16.9%	10.8%	15.2%
	北方国际	15.1%	15.4%	14.2%	10.5%
	中钢国际	9.7%	11.0%	11.2%	11.0%
	中工国际	13.8%	10.7%	-0.8%	2.7%
代表性地方国企	安徽建工	9.5%	6.8%	8.7%	10.3%
	上海建工	9.6%	12.3%	9.6%	9.7%
	四川路桥	8.6%	11.5%	15.8%	22.4%
	陕西建工	11.7%	10.4%	30.3%	20.3%
	山东路桥	14.7%	11.8%	18.9%	19.3%

权益乘数

	2018	2019	2020	2021
中国铁建	5.45	5.26	5.01	4.96
中国交建	4.78	4.87	5.10	5.33
中国电建	7.82	7.88	7.54	7.61
中国能建	7.36	7.46	7.09	6.18
中国中铁	5.15	4.84	4.73	4.83
中国中冶	5.13	4.93	4.93	5.11
中国建筑	7.44	7.48	7.32	7.11
中国化学	3.02	3.13	3.46	3.66
中材国际	3.73	3.39	3.20	3.18
北方国际	2.93	2.86	3.09	3.16
中钢国际	3.19	3.50	3.52	3.72
中工国际	2.12	2.03	2.06	2.07
安徽建工	8.27	9.45	10.51	10.90
上海建工	7.08	7.38	8.30	8.70
四川路桥	5.87	6.21	5.52	5.03
陕西建工	2.89	2.93	10.21	12.00
山东路桥	4.61	5.32	6.16	6.25

总资产周转率

	2018	2019	2020	2021
中国铁建	0.8394	0.8309	0.7834	0.7859
中国交建	0.5422	0.5332	0.5177	0.5088
中国电建	0.4581	0.4566	0.4730	0.4852
中国能建	0.6111	0.6098	0.6023	0.6415
中国中铁	0.8288	0.8514	0.8640	0.8379
中国中冶	0.6785	0.7547	0.8293	0.9536
中国建筑	0.7028	0.7288	0.7642	0.8258
中国化学	0.8829	0.9782	0.8734	0.8787
中材国际	0.7078	0.7623	0.6702	0.9576
北方国际	0.8713	0.8445	0.7829	0.6974
中钢国际	0.5747	0.7915	0.7797	0.7211
中工国际	0.5535	0.5313	0.3647	0.3951
安徽建工	0.5585	0.5695	0.5806	0.6132
上海建工	0.8287	0.8685	0.7996	0.8326
四川路桥	0.5030	0.5740	0.5793	0.6797
陕西建工	1.0943	0.9660	1.3418	0.7756
山东路桥	0.7114	0.8314	0.7904	0.8308

归母净利率

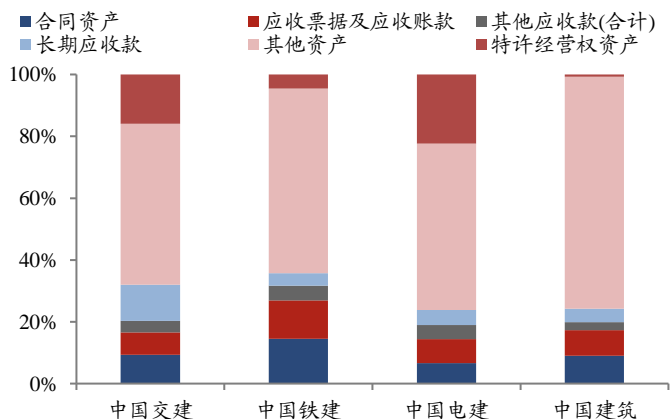
	2018	2019	2020	2021
中国铁建	2.5%	2.4%	2.5%	2.4%
中国交建	4.0%	3.6%	2.6%	2.6%
中国电建	2.6%	2.1%	2.0%	1.9%
中国能建	2.1%	2.1%	1.7%	2.0%
中国中铁	2.3%	2.8%	2.6%	2.6%
中国中冶	2.2%	1.9%	2.0%	1.7%
中国建筑	3.2%	2.9%	2.8%	2.7%
中国化学	2.4%	2.9%	3.3%	3.4%
中材国际	6.4%	6.5%	5.0%	5.0%
北方国际	5.9%	6.4%	5.8%	4.8%
中钢国际	5.3%	4.0%	4.1%	4.1%
中工国际	11.8%	9.9%	-1.1%	3.3%
安徽建工	2.1%	1.3%	1.4%	1.5%
上海建工	1.6%	1.9%	1.4%	1.3%
四川路桥	2.9%	3.2%	5.0%	6.6%
陕西建工	3.7%	3.7%	2.2%	2.2%
山东路桥	4.5%	2.7%	3.9%	3.7%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3 新一轮国企改革有望进一步提升建筑央企经营质量

- **建筑央企净资产收益率优化路径主要可通过总资产周转率的提升和净利率的提升。**
- ✓ **总资产周转率：**建筑工程企业总资产周转率除了受制于传统总包业务现金周期较长的因素外，主要是受到承接长周期PPP类投资项目的影 响，因此总资产周转率优化提升的路径在于：**(1) 调整优化业务结构**，在新签订单中合理控制长周期投资项目的占比，**(2) 盘活存量资产**，通过REITs等资产证券化手段将长周期运营类资产变现。
- ✓ **净利率：****(1) 毛利率的提升**可通过加大筛选优质项目的力度，以高品质换取高毛利率，加大集中采购的力度以降低成本，开拓毛利率更高的多元化业务等。**(3) 费用率的降低**可以通过强化精细化管理和加大费用管控力度实现。
- ✓ **杠杆率：**建筑央企当前资产负债率普遍高于国务院国资委提出的65%的目标水平，杠杆率提升的空间有限。
- **建筑央企营业现金比率提升在于改善经营活动现金流量净额：****(1)** 在承接项目过程中加大对项目回款情况的主动筛选；**(2)** 加大现金流管理力度；**(3)** 开拓账期更短的多元化业务。
- **“一利五率”考核体系下，建筑央企经营质量和效率有望进一步提升。****(1)** 对于总资产周转率，建筑央企近年来已经通过“强化投资管控、做优投资业务”等手段调整优化投资业务规模和结构，中国交建、中国铁建、中国电建也启动了基础设施公募REITs的发行工作。**(2)** 对于净利率，建筑央企提出“提高订单质量”、“加强项目管理”、提出“数字化转型”等。**(3)** 针对现金流，建筑央企提出“加强资金、现金流管理”等措施。**(4)** 随着“一利五率”对净资产收益率、营业现金比率考核权重的加强，建筑央企相关战略有望发力增效，利好其经营质量和效率进一步提升。

图：建筑央企其他应收款/长期应收款/特许经营权资产占比相对较大反映参与PPP类投资项目较多（2021年报）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

表：建筑央企参与基础设施公募REITs情况

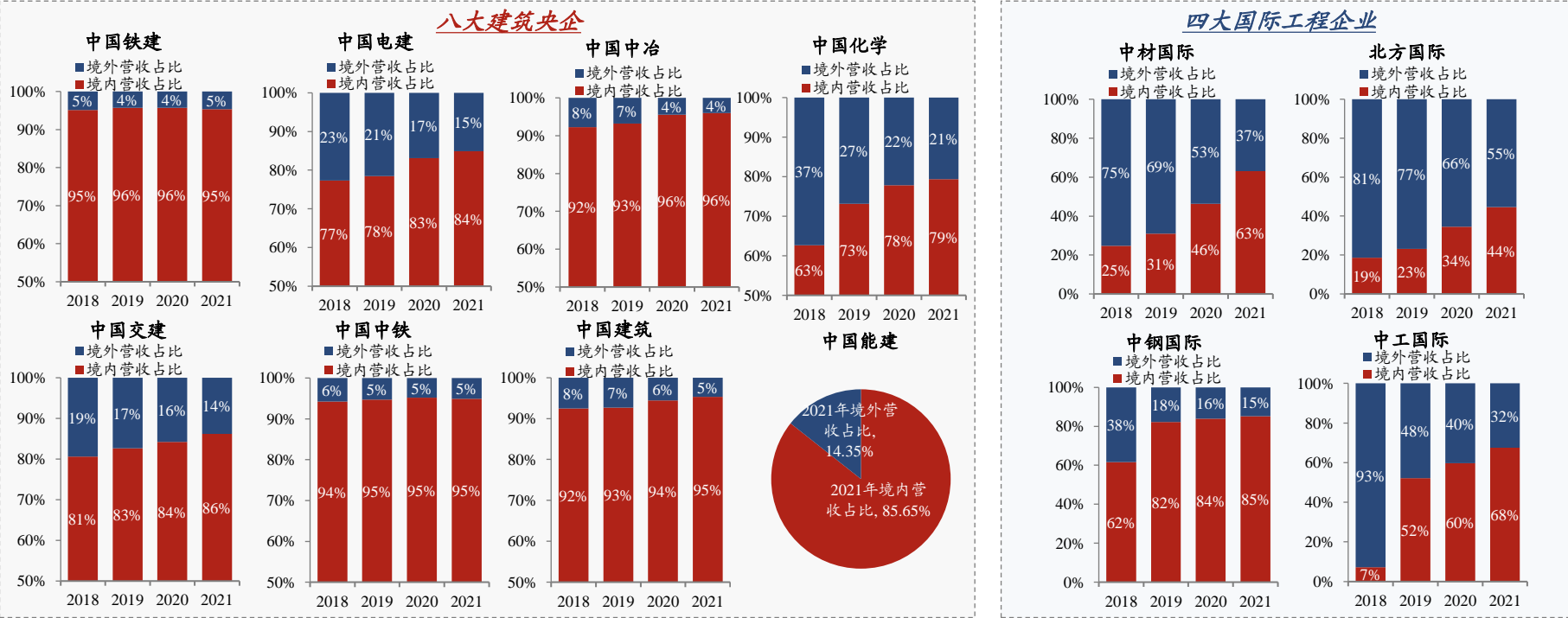
上市公司	产品名称	标的资产	募集净额 (亿元)	进展
中国交建	华夏中国交建REIT	湖北中交嘉通高速公路发展有限公司（简称中交嘉通）持有的武汉至深圳高速公路嘉鱼至通城段（简称嘉通高速）及其附属设施，嘉通高速主线全长90.975公里，总投资88.18亿元。	93.99	2022年4月8日完成发行
中国铁建	国金中国铁建REIT	重庆铁发遂渝高速公路有限公司持有的重庆至遂宁高速公路BOT项目重庆段，西接渝遂高速公路四川段，项目总投资42.3亿元，目前运营里程为93.46公里。	47.93	2022年6月22日完成发行
中国电建	-	五一桥水电站项目作为底层资产，总装机容量约13.7万千瓦。	-	2022年8月开展发行工作

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

4 海外经营有望改善，“一带一路”高质量发展”打开沿线市场空间

- **建筑企业海外经营有望改善。**2020年以来全球疫情等因素对建筑企业海外经营展业形成掣肘，推高成本费用，2023年有望改善。
- **共建“一带一路”高质量发展有望进一步打开海外业务拓展空间。**2013年首次提出“一带一路”倡议以来，我国累计与150多个国家、30多个国际组织签署了合作文件，二十大报告提出共建“一带一路”高质量发展，将进一步深化交通、能源和网络等基础设施的互联互通建设，开展更大范围、更高水平、更深层次的区域合作，也为建筑央企参与一带一路沿线市场打开更大空间。
- **国际工程企业基本面有望持续改善，建筑央企作为“走出去”的主力军之一，海外收入比例仍有提升空间。**(1) 随大环境改善，国际工程企业海外订单落地和执行速度有望加快。(2) 2021年八大建筑央企中海外的收入和订单占比中较高的中国交建、中国电建、中国化学、中国能建海外收入和订单占比均达到了10%以上，随着“一带一路”相关金融、贸易政策加快出台，有望加速海外市场订单落地。

图：建筑央企以及国际工程企业境内外营收比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4 海外经营有望改善，“一带一路高质量发展”打开沿线市场空间

表：建筑央企中东、中亚五国、俄罗斯订单情况

公司	国家	合同标的	合同总金额	时间
中东地区				
中国建筑	阿尔及利亚	阿尔及尔塔拉萨酒店项目	3.6亿美元	2017年
中国建筑	阿尔及利亚	国防部领空防卫局巴巴阿里总部项目	2.7亿美元	2017年
中国建筑	阿尔及利亚	阿尔及利亚空军司令总部	1.1亿美元	2017年
中国建筑	阿尔及利亚	埃及 CBD 项目工程包（1-18）合同（Package Contract）	30亿美元	2018年
中国建筑	阿尔及利亚	Cherchell 17KM 绕城高速公路项目4号补充合同	2.07亿美元	2018年
中国建筑	阿尔及利亚	53KM 高速公路希法段7号补充合同	2.03亿美元	2018年
中国建筑	阿尔及利亚	ZERALDA 海军指挥部新址项目施工合同	1.56亿美元	2018年
中国建筑	阿尔及利亚	阿尔及利亚杰勒法省4500t/d 熟料水泥生产线交钥匙工程合同	1.27亿美元	2018年
中国能建	阿联酋	阿联酋艾尔达美拉光伏项目分包施工合同	--	2022年
中国建筑	阿联酋	迪拜哈翔清洁燃煤电站一期工程	2亿美元	2017年
中国建筑	阿联酋	德拉海滨综合体 1#地块项目	1.1亿美元	2017年
中国建筑	阿联酋	迪拜 R881/3C2 - 迪拜平行路综合升级改造项目	2.2亿美元	2017年
中国建筑	阿联酋	迪拜阿基曼 482 套住房项目	1.7亿美元	2017年
中国建筑	阿联酋	迪拜沙迦国民住宅别墅项目	1.1亿美元	2017年
中国建筑	阿联酋	迪拜皇家珍珠项目承包合同	3.2亿美元	2018年
中国建筑	阿联酋	歌剧院大厦合同 Act One Act Two Project Contract	2.13亿美元	2018年
中国建筑	阿联酋	达马克运河城 B 座项目合同 Aykon City Tower B Project Contract	1.61亿美元	2018年
中国建筑	阿联酋	迪拜德拉滨海项目合同	1.53亿美元	2018年
中国建筑	阿联酋	达马克运河城 C 座项目合同 Aykon City Tower C Project Contract	1.4亿美元	2018年
中国建筑	阿联酋	富吉拉商业中心综合体项目建设工程施工分包协议	1.14亿美元	2018年
中国建筑	阿联酋	阿联酋迪拜 700MW 光热发电 EPC 项目施工 A 标段承包合同	1.13亿美元	2018年
中国建筑	阿联酋	阿布扎比利雅得城国民住宅项目施工总承包合同	5.77亿美元	2019年
中国建筑	阿联酋	伊提哈德铁路网二期 C0303 合同段设计与建造项目承包合同	4.18亿美元	2019年
中国建筑	阿联酋	迪拜歌剧院 B4 地块项目合同	2.06亿美元	2019年
中国建筑	阿联酋	Shindagha 区海滨大道双层桥项目合同	1.92亿美元	2019年
中国建筑	阿联酋	阿布扎比 PLOT V01 MAKERS DISTRICT 创客街区工程项目合同	1.47亿美元	2019年
中国建筑	阿联酋	玛丽娜维斯塔项目合同	1.17亿美元	2019年
中国建筑	阿联酋	德拉海滨综合体一期 9 号、10 号地块项目合同	1.15亿美元	2019年
中国建筑	阿联酋	380 National Housing at Al Seyouh 16, Sharjah	1.1亿美元	2019年
中国建筑	阿联酋	迪拜山庄地产购物中心入口基础设施工程和乌姆苏奎因街升级改造工程施工合同	2.12亿美元	2018年
中国铁建	阿联酋	阿联酋邦铁路二期 C0308 合同段设计和施工合同段设计和施工合同	48.47亿阿联酋迪拉姆	2019年
中国交建	阿联酋	阿联酋阿布扎比轨道吊项目	5.26亿元	2017年
中国建筑	埃及	埃及新首都中央商务区二期项目总承包合同	35亿美元	2018年
中国建筑	埃及	埃及苏伊士炼油及石化厂项目总承包合同	61亿美元	2018年
中国建筑	埃及	埃及新首都建设项目	30亿美元	2017年
中国建筑	埃及	埃及新行政区中央商务区（CBD）二期建设工程合同	35亿美元	2018年

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

4 海外经营有望改善，“一带一路高质量发展”打开沿线市场空间

续表：建筑央企中东、中亚五国、俄罗斯订单情况

公司	国家	合同标的	合同总金额	时间
中东地区				
中国建筑	埃及	埃及阿布塔磷酸厂项目工程总承包合同	8.51亿美元	2020年
中国建筑	埃及	埃及阿拉曼新城超高综合体项目工程合同	19.25亿美元	2021年
中材国际	埃及	埃及国防部卡夫拉谢赫住房建设工程总承包合同	69.32亿埃及镑	2021年
中国建筑	科威特	科威特工业园基础设施项目合作协议	1.01亿美元	2019年
中国电建	科威特	科威特T-1210东萨巴赫*阿哈迈德城房建和基础设施项目	14.49亿元	2021年
中国电建	科威特	科威特T-1158基础设施项目	15.47亿元	2019年
中国电建	科威特	波兰A2高速公路Lot4标段设计与施工项目	9.16亿元	2021年
中国能建	摩洛哥	摩洛哥卡萨布兰卡会议中心	--	2021年
中国电建	伊拉克	伊拉克米桑炼化厂项目EPC总承包合同	56.05亿元	2022年
中国电建	伊拉克	伊拉克Dabin集团6000吨/天水泥厂生产线及电厂项目	16.37亿元	2021年
中国电建	伊拉克	伊拉克DCCP日产6000吨水泥熟料生产线及电厂运维项目	26.19亿元	2021年
中国电建	伊拉克	伊拉克1GW光伏电站项目	47.17亿元	2021年
中国电建	伊拉克	伊拉克安巴尔沥青装置项目	25.69亿元	2022年
中国电建	伊拉克	伊拉克萨玛沃1.3BPSD石脑油炼化厂项目	43.58亿元	2017年
中国能建	沙特	沙特PIF二期2.6GW光伏项目	--	2022年
中国能建	沙特	沙特拉比格300兆瓦光伏电站EPC项目合同	12亿元	2021年
中国铁建	沙特	沙特麦地那基础设施开发项目（南北合并包）	64.61亿元	2022年
中国电建	沙特	沙特阿拉伯萨勒曼国王能源城基础设施及维护建筑工程项目	6.85亿元	2021年
中国电建	沙特	沙特阿拉伯阿美贾富拉工业配套设施工程项目	9.44亿元	2021年
中国电建	沙特	沙特阿拉伯阿美东西管线路地项目（6个标段）	22.22亿元	2020年
中国电建	沙特	沙特阿拉伯阿玛德商业园酒店公寓项目	6.72亿元	2020年
中国电建	沙特	沙特阿拉伯国家住房公司保障房三期项目	18.55亿元	2019年
中国电建	沙特	沙特萨拉曼国王国际综合港务设施项目	40.63亿元	2019年
中材国际	沙特	沙特 Yamama 日产万吨水泥生产线搬迁项目总承包合同	2.2亿美元	2022年
中钢国际	伊朗	伊朗ZARAND综合钢厂项目（EPC总承包）	45.33亿元	2018年
中钢国际	伊朗	100万吨综合钢厂项目总承包合同	31.08亿元	2016年
北方国际	伊朗	伊朗阿瓦士轻轨一号线项目合同	4.76亿美元	2017年
北方国际	伊朗	伊朗内政部406辆地铁车采购项目合同	4.95亿欧元	2017年
北方国际	伊朗	伊朗格什姆天然气转聚丙烯化工厂EPCF项目合同	101.3亿元	2017年
中国电建	卡塔尔	卡塔尔Al Kharsaa 800MW光伏电站项目	6.72亿元	2020年
中国电建	卡塔尔	卡塔尔路赛CP1项目变更令VO69-72	5.82亿元	2022年
中国建筑	伊拉克	伊拉克住房、教育、医疗设施、旅客服务中心等一揽子项目合同	13.95亿美元	2019年
北方国际	伊拉克	伊拉克贾贝尔巴赞水泥厂EPCC项目	4.45亿美元	2017年
中工国际	伊拉克	伊拉克九区天然气中央处理设施项目商务合同	4.12亿美元	2022年
中工国际	伊拉克	伊拉克九区原油中央处理设施项目商务合同	11.96亿美元	2022年
中国建筑	以色列	以色列海法 bayport 港口工程项目总承包合同	2.93亿美元	2018年
中国建筑	以色列	以色列特拉维夫绿线 G3-2 轻轨项目合同	5.17亿美元	2019年
中材国际	埃塞俄比亚	埃塞俄比亚莱米建材产业园 10000t/d 熟料水泥生产线建设工程 EPC 总承包合同书	21.03亿元	2021年

4 海外经营有望改善，“一带一路高质量发展”打开沿线市场空间

续表：建筑央企中东、中亚五国、俄罗斯订单情况

公司	国家	合同标的	合同总金额	时间
俄罗斯				
中国铁建	俄罗斯	莫斯科-喀山高速公路第五标段	52.16亿元	2020年
中国铁建	俄罗斯	俄罗斯萨哈林岛阿格涅瓦项目木材采伐及煤矿采剥工程	63.52亿元	2021年
中国电建	俄罗斯	俄罗斯波罗的海化工综合体（GCC）项目早期工程	30亿元	2020年
中国电建	俄罗斯	俄罗斯滨海边疆区多种农业生产综合体建设项目EPC合同	9.30亿元	2019年
中国电建	俄罗斯	俄罗斯阿迪格水电站建设项目	10.09亿元	2018年
中国化学	俄罗斯	俄罗斯波罗的海化工综合体项目	935.83亿元	2019年
中国化学	俄罗斯	帕亚哈项目基础设施装置EPC工程总承包	50亿美元	2019年
中国化学	俄罗斯	俄罗斯NFP日产5,400吨天然气制甲醇项目工程总承包合同	99.1亿元	2019年
中国化学	俄罗斯	250万吨/年炼油氢化裂解项目工程总承包合同	80.9亿元	2017年
中钢国际	俄罗斯	年产250万吨焦化项目EPC总承包合同	49.62亿元	2022年
中亚五国				
中国建筑	哈萨克斯坦	哈萨克斯坦共和国阿斯塔纳市“UniverCity”工程	2亿美元	2017年
中国建筑	哈萨克斯坦	哈萨克斯坦阿拉木图住宅小区项目设计、采购、施工总承包合同	8亿美元	2019年
中国电建	哈萨克斯坦	哈萨克斯坦西图尔盖斑岩铜矿开采总包项目	9.95亿美元	2022年
中国电建	哈萨克斯坦	哈萨克斯坦克孜勒套100MW光伏项目	5.06亿元	2020年
中国电建	哈萨克斯坦	哈萨克斯坦库尔特到布雷尔拜塔81KM公路项目	5.1亿元	2017年
中国化学	哈萨克斯坦	哈萨克斯坦IPCI项目	115.31亿元	2021年
北方国际	哈萨克斯坦	哈萨克斯坦阔克布拉克铁矿石选厂建设项目	7.1亿美元	2017年
中材国际	哈萨克斯坦	萨斯托比综合化工项目总承包合同	2.34亿美元	2019年
中工国际	哈萨克斯坦	哈萨克斯坦苏克天然气综合开发项目商务合同	11.96亿美元	2021年
中国电建	塔吉克斯坦	塔吉克斯坦格拉纳亚240MW水电站技改项目	5.31亿元	2017年
中国建筑	吉尔吉斯斯坦	吉尔吉斯斯坦亚洲之星农业产业合作区项目EPC工程总承包合同	1亿美元	2017年
中国能建	乌兹别克斯坦	乌兹别克斯坦布哈拉2x500MW风电项目勘察设计合同	--	2022年
中国中冶	乌兹别克斯坦	乌兹别克斯坦塔什干海螺水泥5000t/d熟料水泥生产线建筑工程01/02标段施工合同	10.6亿元	2021年
中材国际	乌兹别克斯坦	乌兹别克斯坦卡拉拉克日产5000吨熟料的水泥生产线总承包工程合同	2.73亿美元	2020年
中工国际	乌兹别克斯坦	塔什干第四届夏季亚洲青年运动会和第五届亚洲残疾人青年运动会现代体育场馆建设项目EPC	20.8亿元	2023年
中工国际	乌兹别克斯坦	索道等旅游基础设施工程项目合作	--	2022年
中工国际	乌兹别克斯坦	化工领域项目合作	4.4亿美元	2022年

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

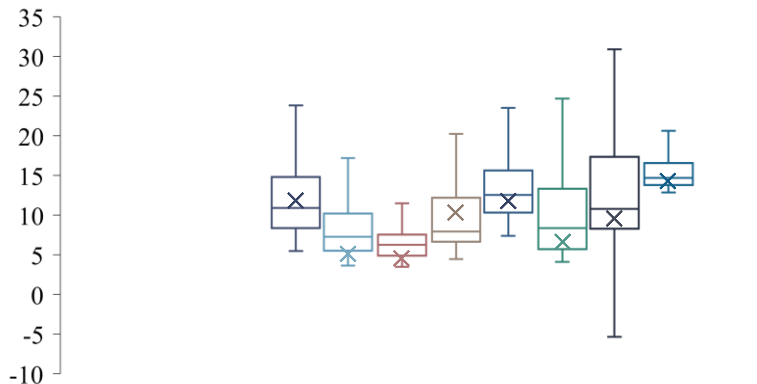
5 估值：央企估值整体处于中枢下方，迎来多重催化

- 与历史估值相比，当前多数建筑央企标的的市净率估值处于历史区间25%分位数左右。
- ✓ 建筑央企相对于全市场以及其他海外企业的相对估值仍处偏低水平。（1）相对沪深300指数，当前主要建筑央企标的的相对市净率和市盈率估值水平处于历史底部区域。（2）同等财务指标的前提下，国内建筑央企市盈率估值也低于海外建筑龙头：海外主要建筑龙头上市公司市盈率平均值为15倍左右，市净率平均值为2.5倍左右。
- ✓ 过去建筑央企的超额收益一般发生在经济下行见底期，即经济下行速度加快，宽货币开启的阶段。（1）反映在宏观指标上，M2同比增速出现止跌回升，宏观投资（固定资产投资/基建投资）增速见底回升。（2）建筑央企负超额收益一般发生在经济上行动力较强的阶段。反映在M1同比增速和宏观利率均显著上行。（3）若剔除行业重磅政策变化或主题性投资，宏观周期波动一般会带来建筑央企1-3个季度超额收益。涨幅大的主题性行情一般由政策触发。

图：八大建筑央企市净率/市盈率估值（“×”标注2023年3月22日PB/PE，其他横线分别表示区间最大、75%分位值、中位数、25%分位值、最小值）

八大建筑央企PE (TTM)

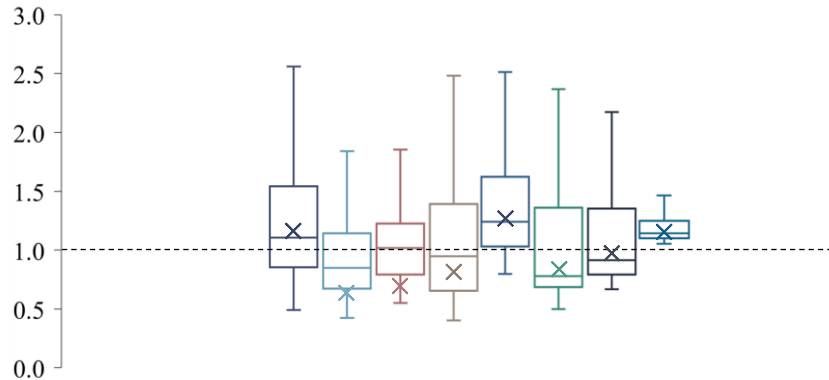
□ 中国电建 □ 中国铁建 □ 中国建筑 □ 中国交建
□ 中国化学 □ 中国中铁 □ 中国中冶 □ 中国能建



数据来源：Wind，东吴证券研究所

八大建筑央企PB (LF)

□ 中国电建 □ 中国铁建 □ 中国建筑 □ 中国交建
□ 中国化学 □ 中国中铁 □ 中国中冶 □ 中国能建



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5 估值：央企估值整体处于中枢下方，迎来多重催化

- **证监会提出探索建立具有中国特色的估值体系，上交所明确新一轮央企综合服务相关安排，有望推动央企估值回归合理水平。**
- ✓ 2022年5月27日，国资委发布了《提高央企控股上市公司质量工作方案》，指出国有上市公司“价值实现与价值创造不匹配等问题仍较突出”。
- ✓ 2022年10月20日，中证指数公司和中国国新旗下国新投资有限公司联合开发的“中证国新央企科技引领指数”“中证国新央企现代能源指数”和“中证国新央企股东回报指数”的发布安排正式公布。该指数是继中证国新央企综合指数之后，“1+N”系列央企指数公布的首批主题指数。上交所表示将与中国国新加强系统性协作，持续完善指数体系，加快推进ETF发行上市，为投资者提供更多高效便捷和丰富多元的央企投资工具，助推央企上市公司更好利用资本市场提高核心竞争力和增强核心功能，实现高质量发展。3月14日，9家头部基金公司上报了央企主题ETF。
- ✓ 2022年11月21日，证监会主席易会满在2022金融街论坛年会提出针对上市公司结构与估值问题，要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥，指出“上市公司尤其是国有上市公司，一方面要‘练好内功’，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值”。
- ✓ 2022年12月2日，上交所制定了新一轮央企综合服务相关安排，涉及央企上市公司的主要举措有三方面。一是服务推动央企估值回归合理水平；二是服务助推央企进行专业化整合，配合国务院国资委开展央企专业化整合，为央企整合提供更多工具和通道，推动打造一批旗舰型央企上市公司。三是服务完善中国特色现代企业制度。
- ✓ 2023年2月，证监会2023年系统工作会议指出，逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。
- **2023年是“一带一路”倡议提出十周年，我国将举办首次“中国+中亚五国”元首峰会和第三届“一带一路”国际合作高峰论坛两大主场外交活动，相关政治、经济政策落地将提振建筑业务海外业务成长预期。**

- **建筑行业基本面共振向上，估值有多重催化因素，我们建议从以下几个方向关注建筑板块的投资机会：**
- **（1）建筑央企估值重估机会值得重视：**2月建筑PMI提升3.8个百分点至60.2%，建筑业新订单提升4.7个百分点至62.1%，1-2月狭义和广义基建投资分别同比增长9%和12.2%，行业景气度持续回暖且保持高位，结合基建复工加快回暖，我们预计稳增长继续发力下基建市政链条景气有望加速提升；同时，政府工作报告中提出“深化国资国企改革，提高国企核心竞争力”，国资委此前也表示将突出高质量发展首要任务，国企改革持续深化，新的考核体系下，建筑央企经营质量和效率有望进一步提升，结合此前证监会提出的探索建立中国特色估值体系，建筑央企有望迎来基本面和估值共振，我们继续看好估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头企业估值持续修复机会，建议关注**中国交建、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国电建**等。
- **（2）“一带一路”方向：**此前政治局会议集体学习提及推动共建“一带一路”高质量发展，今年是一带一路倡议提出10周年，第三届“一带一路”高峰论坛召开可期，在丰富成果的基础上，预计更多政策支持有望出台，叠加近期多重外事活动事件催化，海外工程业务有望受益，建议关注国际工程板块，个股建议关注**中工国际、北方国际、中材国际、中钢国际**等。

表：相关上市公司盈利预测与估值表（截至2023年3月22日，按市净率升序排列）

股票简称	总市值 (亿元)	市净率 (LF)	归母净利润 (亿元)				一致预期归母净利润 (亿元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E				
中国铁建	1,198	0.59	246.9	274.9	310.2	346.5	4.9	4.4	3.9	3.5				
中国建筑	2,554	0.71	514.1	564.8	631.2	690.3	5.0	4.5	4.0	3.7				
中国中铁	1,692	0.73	276.2	311.3	349.5	392.2	6.1	5.4	4.8	4.3				
中国交建	1,514	0.77	179.9	201.0	224.1	249.7	8.4	7.5	6.8	6.1				
中国中冶	742	0.90	83.7	97.0	109.7	124.2	8.9	7.7	6.8	6.0				
中国电建	1,302	1.14	86.3	106.9	124.5	144.9	15.1	12.2	10.5	9.0				
中国能建	905	1.18	65.0	78.1	89.9	104.5	13.9	11.6	10.1	8.7				
中国化学	631	1.24	46.3	56.0	70.6	80.6	13.6	11.3	8.9	7.8				
中工国际	138	1.26	2.8	4.2	4.9	6.1	49.0	32.9	28.3	22.6				
中材国际	303	1.72	18.1	21.9	25.7	30.1	16.7	13.8	11.8	10.1				
中钢国际	106	1.72	6.5	6.2	7.7	9.0	16.3	17.1	13.7	11.8				
北方国际	158	2.07	6.2	8.6	10.4	13.0	25.3	18.4	15.2	12.1				
上海建工	247	0.86	37.7	25.5	41.9	45.2	6.5	9.7	5.9	5.5				
陕西建工	172	0.94	34.8	40.5	46.0	53.2	4.9	4.2	3.7	3.2				
山东路桥	127	0.99	21.3	25.0	31.0	36.5	5.9	5.1	4.1	3.5				
安徽建工	99	1.17	11.0	12.4	15.5	18.5	9.1	8.0	6.4	5.4				
四川路桥	817	2.05	55.8	111.1	139.9	168.0	14.6	7.4	5.8	4.9				

数据来源：Wind，东吴证券研究所。盈利预测来自Wind一致预期

(1) 宏观政策变化的风险。建筑业总需求与宏观投资紧密相关，宏观政策的变化会对建筑业需求带来波动，进而影响建筑央企订单和收入。

(2) 在手订单落地不及预期。在手订单的落地和施工进度影响建筑央企的收入确认。

(3) 新业务开拓不及预期的风险。建筑央企近年来开拓项目范围、扩大运营类资产规模，新业务开拓存在体量增长、利润率不及预期的风险。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。文中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；
- 增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；
- 中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；
- 减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；
- 中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；
- 减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园