



标配

证券分析师:

吴骏燕 S0630517120001
wjyan@longone.com.cn



相关研究

《石油石化龙头企业价值凸显，聚焦附加值提升——国企对标世界一流系列》

国企对标世界一流系列：建筑央企篇

——建筑行业深度报告

投资要点:

- 通过将国内十大建筑央企与海外各地区建筑龙头从经营和估值指标的对比，我们认为我国建筑龙头业绩稳健，ROE与海外差距缩小，但估值偏低，关键可能在于投资回报率偏低，现金获取能力较弱。为此我们提出以下建议：
 - 进一步提升净利率水平，优化订单质量，相对淡化规模；加强项目精细化管理，借助信息化等手段提升施工项目管理效率，从而降低管理成本，提升项目盈利水平。
 - 拓展盈利能力更高的新业务，合理增强外延式并购能力。建筑央企可凭借自身产业链优势地位，资金、客户、品牌实力，向产业链上下游延伸，通过合适的收并购模式，进入或拓展新能源、新材料、矿业等盈利水平较高的新业务。
 - 盘活存量资产，灵活运用再融资渠道和REITs等金融工具。随着 PPP 项目的资金逐步收回以及通过发行REITs，无形资产特许经营权变成可供出售金融资产和现金收益，资产结构得以优化，项目回报率得以提升。
- 充分利用“一带一路”合作背景，积极开拓海外优质市场。我国建筑龙头国际化仍有待提升，海外项目是机会也是挑战，需在项目设计、实施、运营全链条加强风险管理，提升成本管控精度，优化项目进度。
- 展望未来，建筑央国企在“一利五率”新考核体系引导下，有望更加重视现金流与ROE，淡化规模增长，商业模式有望明显优化，经营质量有望不断提升，价值重估空间较大。建议关注目前PB仍小于1的建筑龙头，或国际工程龙头以及有新业务布局的相关企业：中国交建、中国中铁、中材国际、中国化学、中国中冶、中国能建等。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，稳增长力度不及预期风险，一带一路推进不及预期。

正文目录

| | |
|------------------------------------|-----------|
| 1. 海外建筑龙头商业模式及经营情况 | 4 |
| 1.1. 欧洲：法国万喜&西班牙 ACS | 4 |
| 1.2. 美国：AECOM&福陆 | 5 |
| 1.3. 日韩：韩国现代&日本大林组、鹿岛建设 | 6 |
| 2. 国内建筑龙头经营情况对标 | 8 |
| 2.1. 我国建筑龙头业绩稳健 | 8 |
| 2.2. 我国建筑龙头国际化有待提高 | 8 |
| 2.3. 我国建筑龙头多依靠内生增长，资金回收能力待增强 | 10 |
| 2.3.1. 流动资产：应收和存货 | 10 |
| 2.3.2. 非流动资产：商誉和无形资产 | 11 |
| 2.3.3. 资产负债率 | 12 |
| 2.3.4. 经营性现金流 | 12 |
| 3. 国内建筑龙头估值对标 | 13 |
| 3.1. 我国建筑龙头 ROE 追赶海外 | 13 |
| 3.2. 我国建筑龙头 PB 普遍偏低 | 13 |
| 3.3. 我国建筑龙头分红率稳定，具有提升空间 | 14 |
| 4. 结论及投资建议 | 14 |
| 5. 风险提示 | 15 |

图表目录

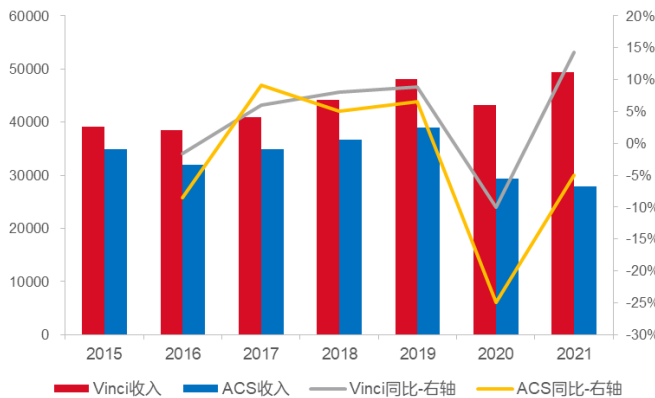
| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1 近年万喜、ACS 营业收入及同比 (百万欧元) | 4 |
| 图 2 近年万喜、ACS 归母净利润及同比 (百万欧元) | 4 |
| 图 3 近年万喜营业收入结构占比 | 4 |
| 图 4 近年万喜净利润结构占比 | 4 |
| 图 5 近年 ACS 营业收入结构占比 | 5 |
| 图 6 近年 ACS 净利润结构占比 | 5 |
| 图 7 近年 AECOM、福陆营业收入及同比 (百万美元) | 5 |
| 图 8 近年 AECOM、福陆归母净利润及同比 (百万美元) | 5 |
| 图 9 近年 AECOM 营业收入结构占比 | 5 |
| 图 10 近年 AECOM 毛利结构占比 | 5 |
| 图 11 近年福陆营业收入结构占比 | 6 |
| 图 12 近年福陆营业利润结构占比 | 6 |
| 图 13 近年日韩三家建筑企业营业收入同比 | 6 |
| 图 14 近年 AECOM、福陆归母净利润及同比 (百万美元) | 6 |
| 图 15 近年现代建设营业收入结构占比 | 7 |
| 图 16 近年现代建设营业利润结构占比 | 7 |
| 图 17 近年大林组营业收入结构占比 | 7 |
| 图 18 近年大林组营业利润结构占比 | 7 |
| 图 19 近年鹿岛建设营业收入结构占比 | 7 |
| 图 20 近年鹿岛建设营业利润结构占比 | 7 |
| 图 21 近年十大建筑央企营业收入 (亿元) | 8 |
| 图 22 2007 年至今十大建筑央企营收增速 (%) | 8 |
| 图 23 近年十大建筑央企净利率 (%) | 8 |
| 图 24 海外建筑龙头净利率 (%) | 8 |
| 图 25 2015-2021 年海外建筑龙头海外营业收入占比 (%) | 9 |
| 图 26 2015-2021 年国内十大建筑央企海外营业收入占比 (%) | 9 |
| 图 27 近年海外建筑龙头应收账款占总资产比例 | 10 |
| 图 28 近年海外建筑龙头存货占总资产比例 | 10 |
| 图 29 近年十大建筑央企应收账款占总资产比重 | 11 |
| 图 30 近年十大建筑央企存货占总资产比重 | 11 |
| 图 31 近年海外建筑龙头商誉占总资产比例 | 11 |
| 图 32 近年海外建筑龙头无形资产占总资产比例 | 11 |
| 图 33 近年十大央企商誉占总资产比重 | 12 |
| 图 34 近年十大建筑央企无形资产占总资产比重 | 12 |
| 图 35 近年海外建筑龙头资产负债率情况 | 12 |
| 图 36 近年十大建筑央企资产负债率情况 | 12 |
| 图 37 近年海外建筑龙头经营性净现金情况 (百万美元) | 13 |
| 图 38 近年十大建筑央企经营性净现金情况 (亿元) | 13 |
| 图 39 近年海外建筑龙头 ROE 情况 (%) | 13 |
| 图 40 近年十大建筑央企 ROE 情况 (%) | 13 |
| 图 41 近年海外建筑龙头 PB 情况 | 14 |
| 图 42 近年十大建筑央企 PB 情况 | 14 |
| 图 43 近年海外建筑龙头股利支付比率情况 (%) | 14 |
| 图 44 近年十大建筑央企分红率情况 (%) | 14 |
| 表 1 近 5 年进入国际承包商 250 强的中国内地企业情况 | 10 |

1.海外建筑龙头商业模式及经营情况

1.1.欧洲：法国万喜&西班牙 ACS

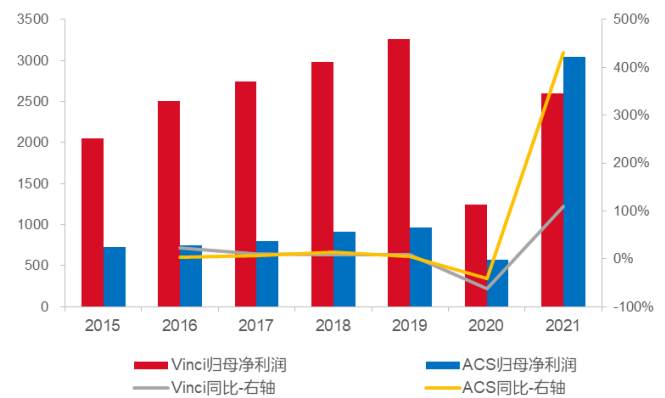
从收入、归母净利润及同比增速来看，欧洲代表建筑龙头万喜和 ACS 在 2020 年均遭受了较大的疫情冲击，2021 年均向上修复。而 ACS 较万喜营收增速波动更大，主要由于其购入或卖出资产（2021 年将工业业务出售给万喜），而万喜近年来基本保持稳定，且业绩更为稳健持续。

图1 近年万喜、ACS 营业收入及同比（百万欧元）



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

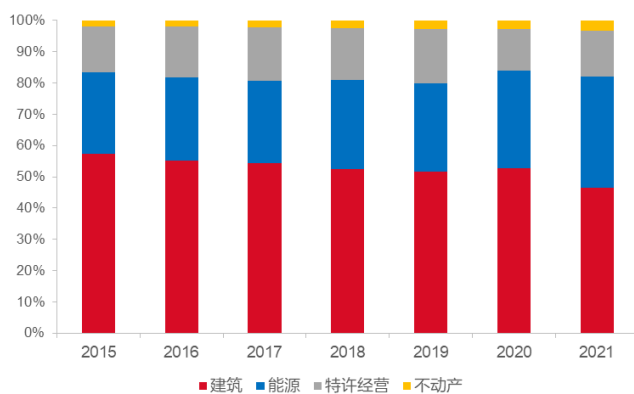
图2 近年万喜、ACS 归母净利润及同比（百万欧元）



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

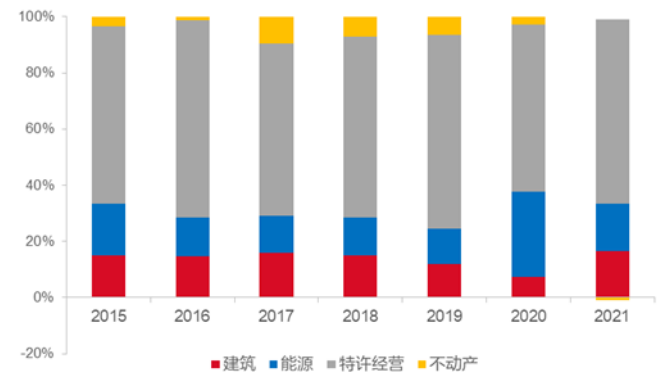
从业务结构来看，万喜的特许经营业务收入占比不高但是其重要的利润来源。万喜四大业务板块中，建筑业务产生的收入最大，近年营业额占比均在 50% 左右。万喜特许经营业务额虽然只占收入的 15% 左右，却是集团主要的盈利业务，净利润占比 60% 以上。

图3 近年万喜营业收入结构占比



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

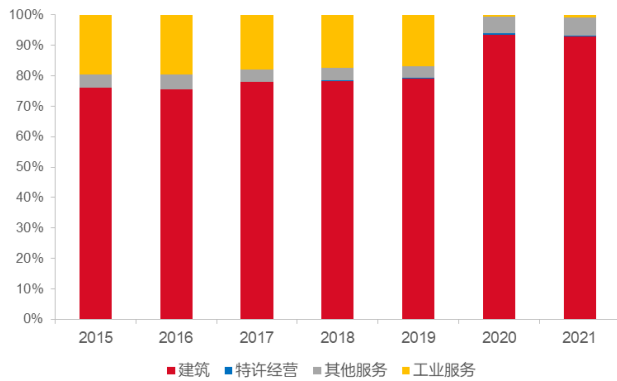
图4 近年万喜净利润结构占比



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

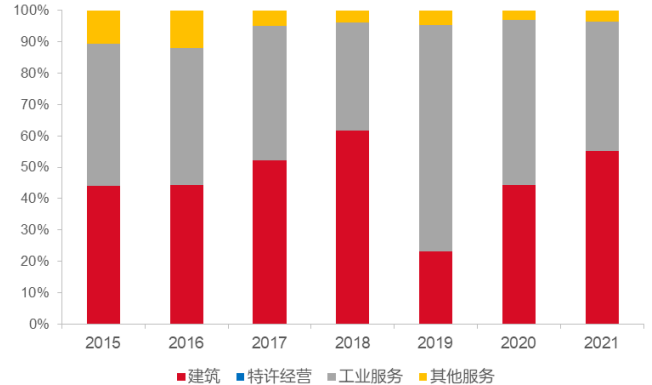
ACS 建筑营收占比最大，工业服务盈利最好。公司的建筑业务主要由两大子公司贡献业绩：Hochtief 和 Dragados，其中前者曾为国际工程巨头，于 2011 年由 ACS 增持控股 42.6%。为公司贡献 40% 以上净利润的主要是工业服务，主要分为两大类，一是电力、油气和工业工程的 EPC 项目；二是管网工程、特殊安装工程和控制系统工程，涉及能源、通信和控制系统部门工业，安装和维护基础设施等，这一部分收入占比仅 20% 不到，净利润贡献却长期高于 40%。但 2021 年公司剥离部分工业业务出售给万喜。

图5 近年 ACS 营业收入结构占比



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图6 近年 ACS 净利润结构占比

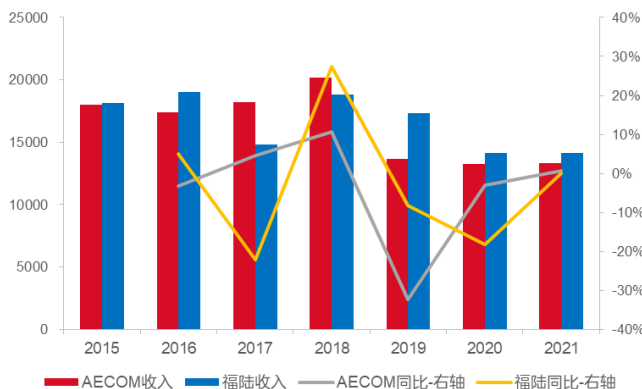


资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

1.2.美国：AECOM&福陆

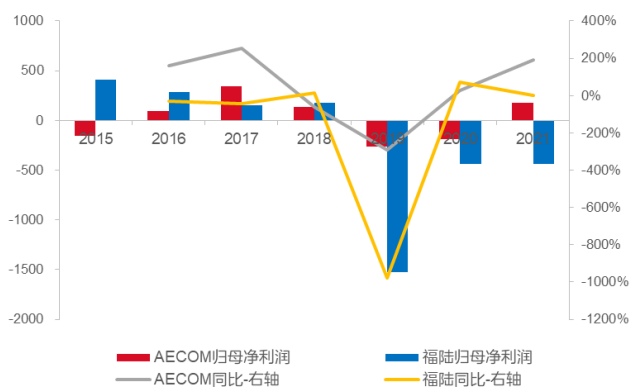
近年来美国 AECOM 和福陆公司业绩波动都比较大。尤其受到疫情影响，福陆于 2019 年多个油气工程被推迟或取消建设，其业务收益当年降幅较大。整体来看，美国建筑行业处于景气较低时期，疫后恢复也较为缓慢。

图7 近年 AECOM、福陆营业收入及同比（百万美元）



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

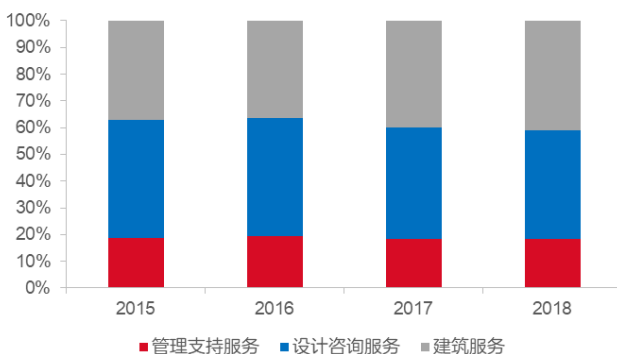
图8 近年 AECOM、福陆归母净利润及同比（百万美元）



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

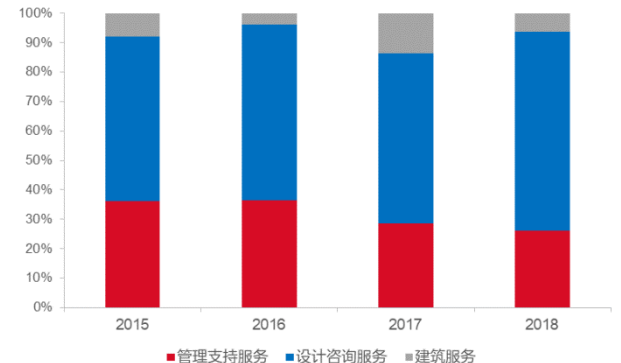
从业务结构来看，AECOM 贡献主要业绩的是设计咨询服务（由于 2019 年起公司统一按业务区域分类，故数据提取截至 2018 年），营收占比 40%以上，毛利占比 60%左右。公司 2014 年收购知名体育馆建设公司 Hunt 进军建筑服务领域，建筑服务收入占比提升至 37%，但这一领域盈利能力却处于相对较弱水平。

图9 近年 AECOM 营业收入结构占比



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

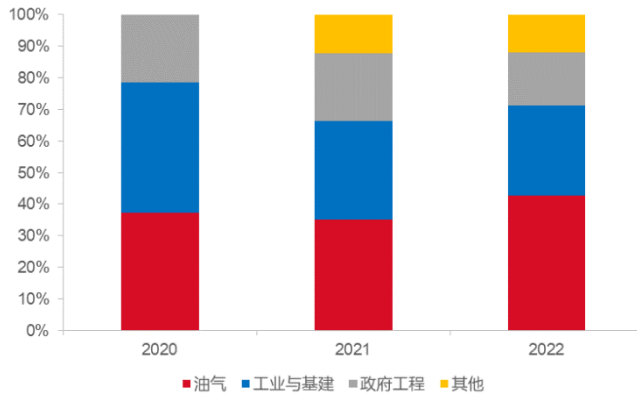
图10 近年 AECOM 毛利结构占比



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

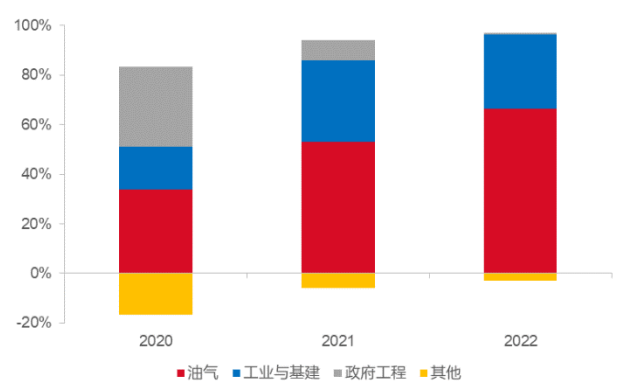
福陆的主要业务分为油气工程、工业与基建、政府工程及其他业务（因公司年报自 2020 年起重新划定业务分类，故提取自 2020 年起）。其中油气工程是公司最主要的业务板块，年均收入占比约 40%，营业利润同样占比稳定。

图11 近年福陆营业收入结构占比



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图12 近年福陆营业利润结构占比

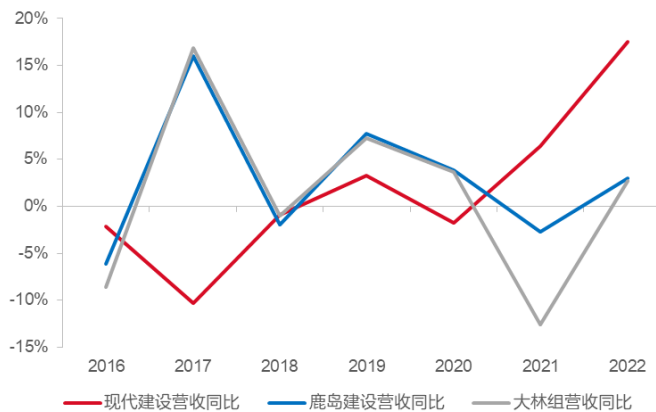


资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

1.3.日韩：韩国现代&日本大林组、鹿岛建设

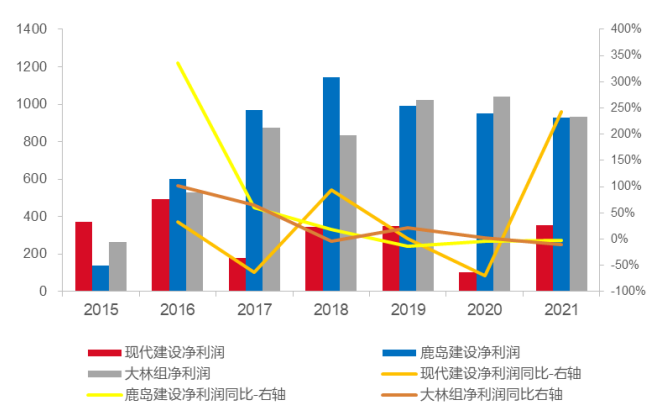
韩国现代建设相比日本两家建筑企业营收增速近几年表现更好，总体呈现向上态势。但韩国现代建设盈利能力稳定性不如日本两家企业。日本两家建筑企业在 2015-2017 年业绩有较大增长，或和日本私人住宅投资兴起有关，后整体利润表现平稳，2020 年受益东京奥运会和残运会的举办，日本国内基建更新需求较好，削弱了一定的疫情影响。

图13 近年日韩三家建筑企业营业收入同比



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

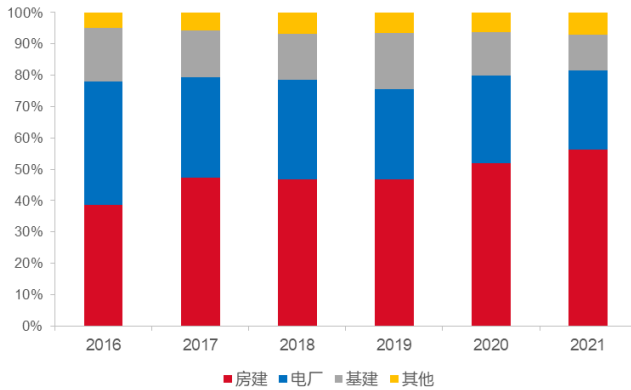
图14 近年 AECOM、福陆归母净利润及同比(百万美元)



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

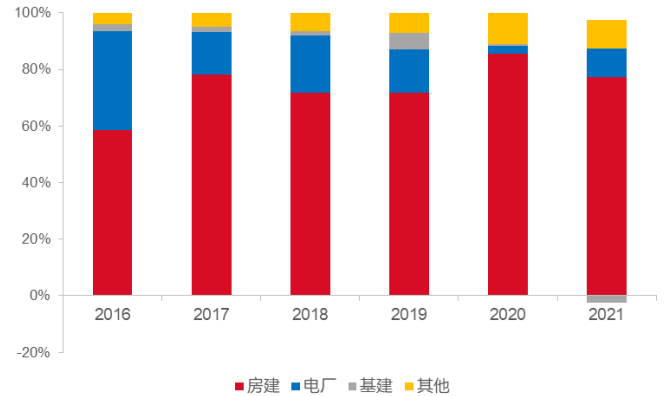
韩国现代工程建设以房建和电厂建设业务为主，房建盈利能力有所提升。公司是韩国最大的建筑和土木工程公司之一。业务主要涉及房屋建设和电厂建设，两者共占营收比近八成。近年来，房建业务占比有所提升，同时利润贡献也逐步提升，而电厂利润贡献相对减少。

图15 近年现代建设营业收入结构占比



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

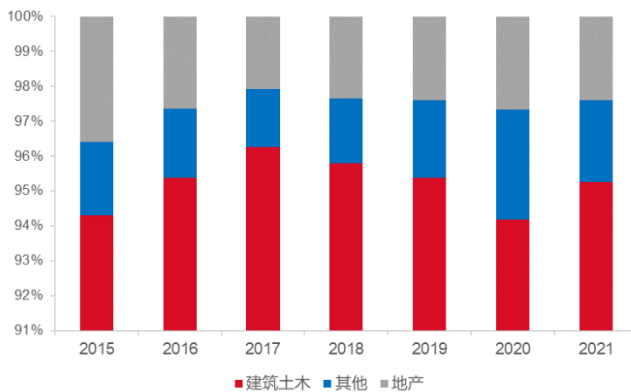
图16 近年现代建设营业利润结构占比



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

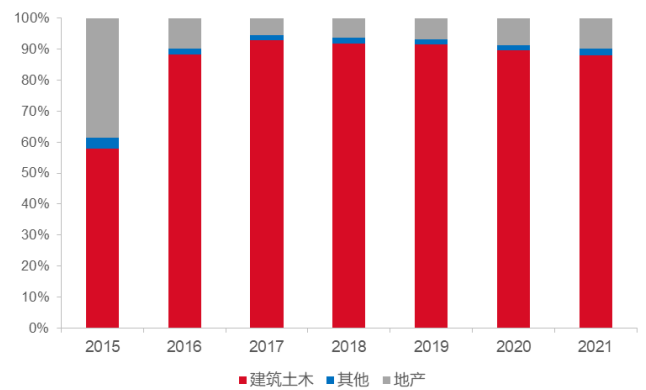
大林组收入结构稳定, 建筑土木工程盈利能力较强。日本大林组, 与鹿岛、清水、大成、竹中齐名, 被共同称为日本的“大手五社”(指总承包型的综合工程公司)。近年来, 大林组主要业务建筑土木工程以及房地产建设业务收入占比较为稳定, 而建筑业务占营业利润比例近九成。

图17 近年大林组营业收入结构占比



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

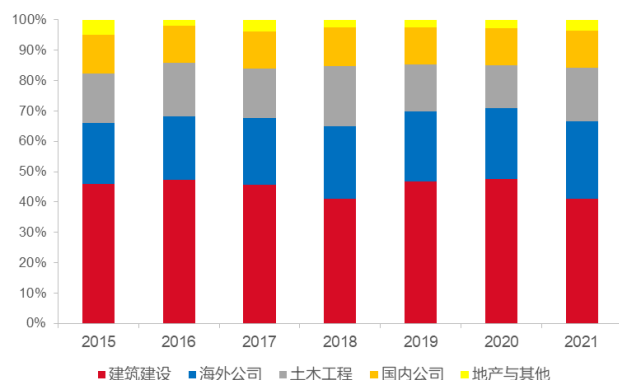
图18 近年大林组营业利润结构占比



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

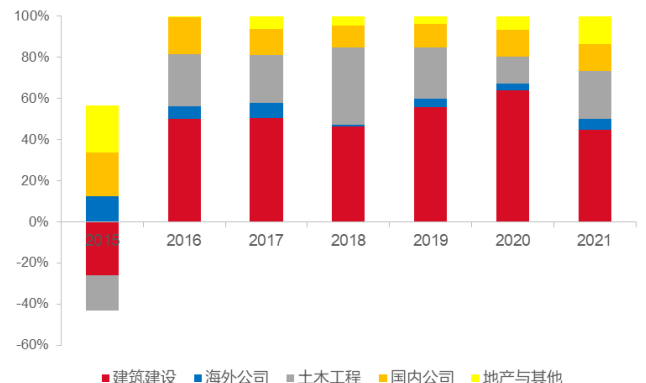
鹿岛建设将业务分为建筑建设、海外公司、土木工程、国内公司、地产与其他五大业务, 近年营收结构稳定。营业利润方面, 除2015年建筑土木业务有较大降幅以外, 2016年后利润结构也较为稳定, 建筑建设业务为主要贡献者, 占营业利润比40%以上。

图19 近年鹿岛建设营业收入结构占比



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

图20 近年鹿岛建设营业利润结构占比



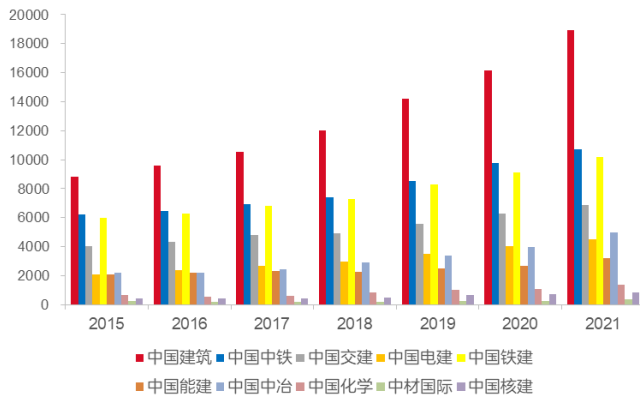
资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

2.国内建筑龙头经营情况对标

2.1.我国建筑龙头业绩稳健

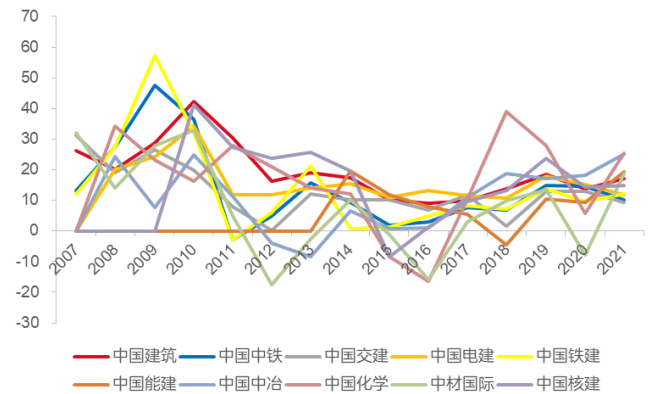
近年国内十大央企收入绝对值逐年提升，增速受基数影响有所回升。自 2015 年以来，国内十大央企收入 CAGR 均值约为 10%，高于海外建筑样本企业整体水平。从收入同比增速来看，受基数影响，近年营收增速整体呈现恢复向上态势，但若将周期拉长至 2007 年，我国建筑行业营收增速是有所放缓的。

图21 近年十大建筑央企营业收入（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

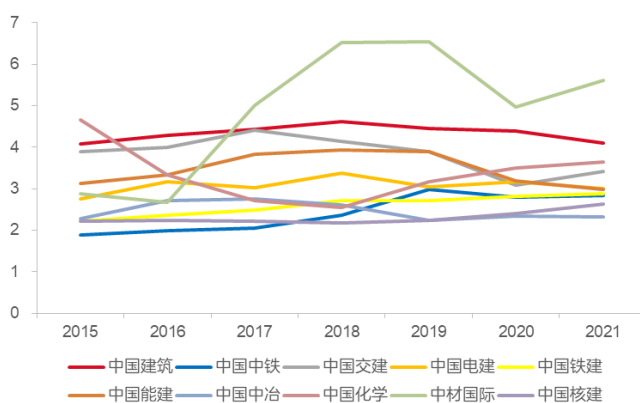
图22 2007 年至今十大建筑央企营收增速（%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

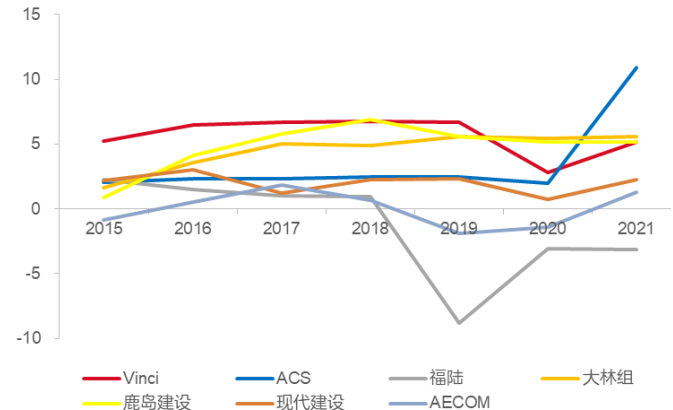
从净利率来看，我国净利率与海外企业相近，且更为稳定，大部分区间在 1%~4%之间，中材国际近年净利率提升明显，达到 5%以上；海外企业中，净利率保持较高水平的是西班牙 Vinci，这和它的经营模式有很大关系，其以经营特许权为主的业务模式，增强了其穿越周期的能力。

图23 近年十大建筑央企净利率（%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图24 海外建筑龙头净利率（%）

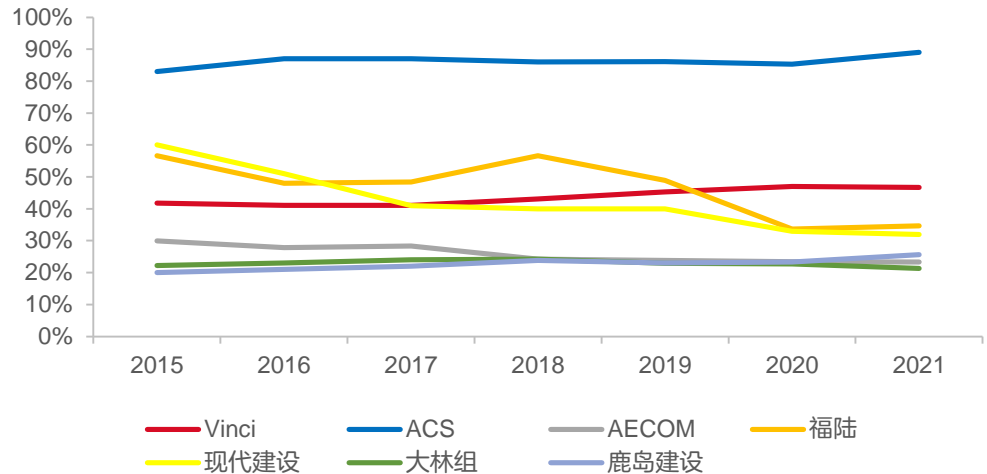


资料来源：Wind，东海证券研究所

2.2.我国建筑龙头国际化有待提高

欧美国家海外业务占比高于日韩。其中 ACS 海外业务占比近年一直在 80%以上，国际化程度高，已连续九年蝉联 ENR 国际承包商榜首。日本企业相对海外业务收入占比较低，不超过 30%。整体来看，除了美国的 AECOM 和福陆公司，韩国的现代建设公司海外业务收入占比在逐年下滑，其余海外企业的国际收入占比均维持稳定或上升趋势。

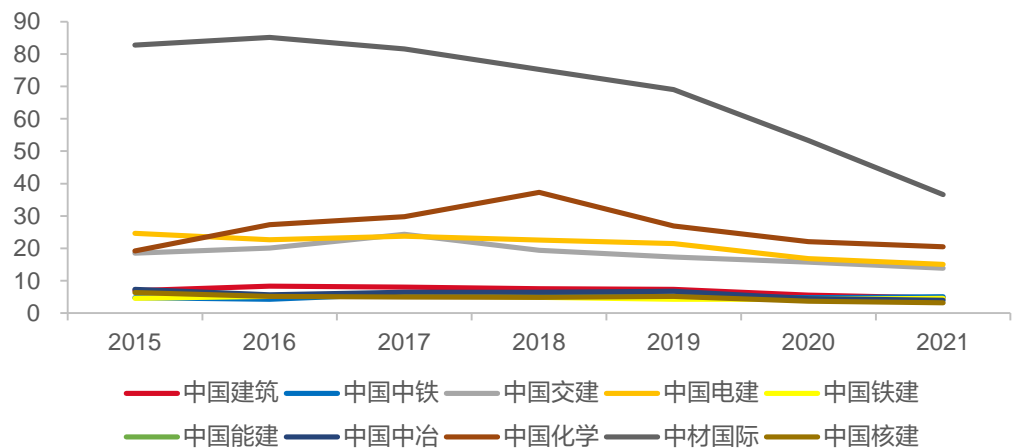
图25 2015-2021年海外建筑龙头海外营业收入占比(%)



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

十大建筑央企整体国际化水平较低,海外业务有待进一步开拓。国内十大建筑央企海外收入占总收入的比重绝大多数在 30%以下,国际化程度较低。近两年受到疫情影响,我国央企海外业务均有不同程度收缩。若以 2019 年之前的情况来看,海外收入占比常年较高且稳定的有中材国际、中国电建、中国化学、中国交建。其中,中材国际作为全球水泥工程服务龙头企业,更是在 2019 年前曾具有 80%以上的海外业务占比。但由于国内产能减量置换政策、节能减排等环保政策、水泥行业盈利情况等因素,国内水泥工程市场热度不减,中材国际国内业务收入逐渐反超海外业务。

图26 2015-2021年国内十大建筑央企海外营业收入占比(%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

从近五年 ENR 国际承包商 250 强中我国企业表现来看,我国企业的国际影响力呈现出稳定增长的趋势,特别是自新冠疫情以来,叠加地缘政治及冲突等因素,保持这样的发展趋势对于中国内地企业而言是非常具有挑战的。展望未来,随着“一带一路”倡议的深入推进,我国建筑企业的国际化程度有望加速提升。而如何实现规模和内涵双重意义上的实力提升,是新的发展时期面对的核心问题,管理能力的提升和基于技术和工具应用的成本控制水平的提高是企业竞争的关键。

表1 近5年进入国际承包商250强的中国内地企业情况

| 年份 | 企业数量 | 前100强企业数量 | 海外市场营业收入合计(亿美元) | 比重(%) |
|------|------|-----------|-----------------|-------|
| 2021 | 79 | 26 | 1129.5 | 28.4 |
| 2020 | 78 | 27 | 1074.6 | 25.6 |
| 2019 | 74 | 25 | 1200.1 | 25.4 |
| 2018 | 76 | 27 | 1189.7 | 24.4 |
| 2017 | 69 | 25 | 1141 | 23.7 |

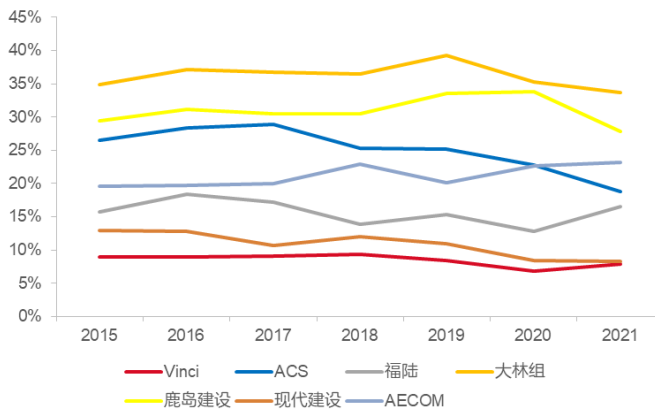
资料来源：2018-2022年度ENR国际承包商250强名单，东海证券研究所

2.3.我国建筑龙头多依靠内生增长，资金回收能力待增强

2.3.1.流动资产：应收和存货

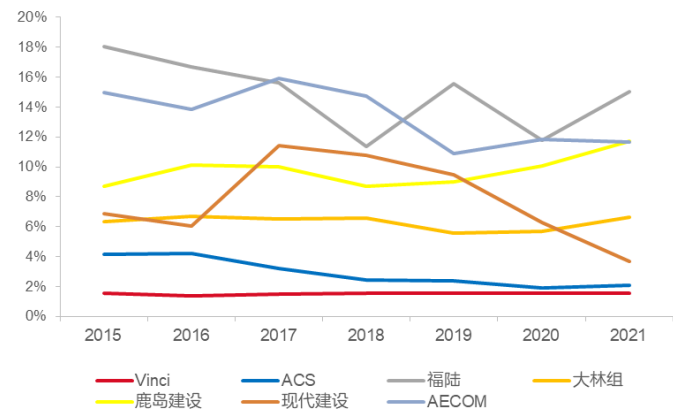
海外建筑企业中，日韩企业应收账款占总资产比重较欧美企业普遍偏高，区间在40%左右，而欧美企业一般在10%-25%。其中，万喜应收占比最低，不到10%；ACS近年应收占比有所下降。从存货看，海外企业均处于较低水平，近年来各家企业存货占比基本低于15%。

图27 近年海外建筑龙头应收账款占总资产比例



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

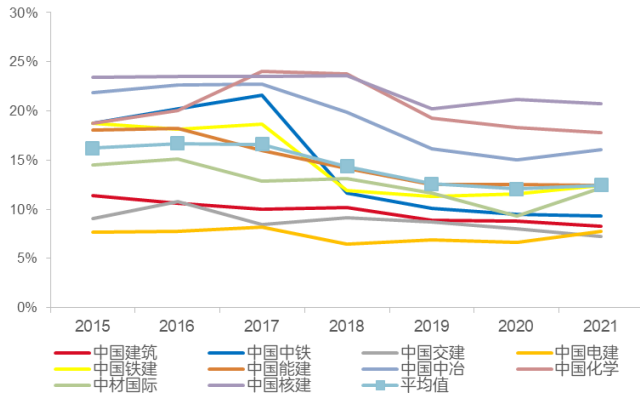
图28 近年海外建筑龙头存货占总资产比例



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

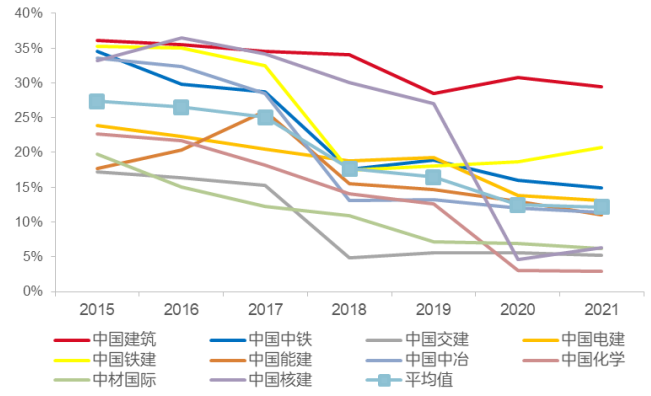
我国应收占比较低，存货占比较高。我国十大央企大部分应收账款占总资产比例在5%~15%区间，中国核建应收款比例较高，超过20%。存货方面，相较于海外公司常年较低的存货水平，我国十大建筑央企在2018年以前存货占总资产比重均值超25%，2018年后随着降杠杆、降两金的指导思想下，建筑央企加快了资产运营效率，存货占资产比重均值降至15%，其中，中国交建、中国化学、中材国际、中国核建存货占比低于6%。

图29 近年十大建筑央企应收账款占总资产比重



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图30 近年十大建筑央企存货占总资产比重

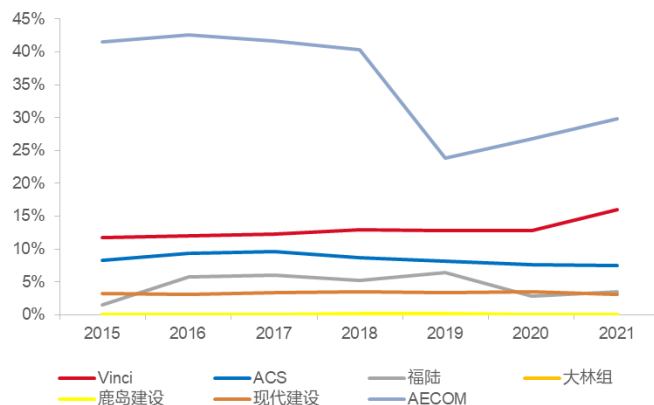


资料来源: Wind, 东海证券研究所

2.3.2.非流动资产: 商誉和无形资产

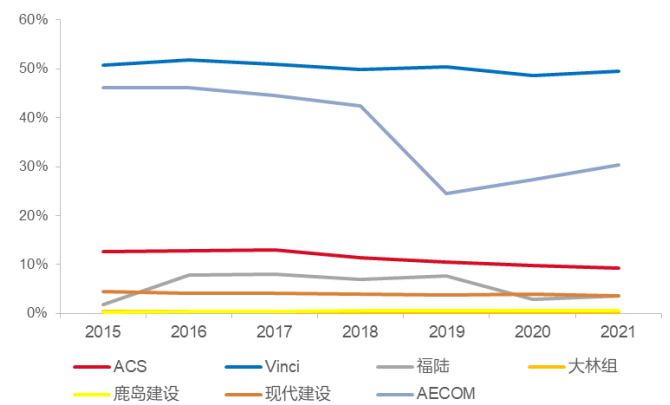
海外企业多注重并购扩张, 商誉占比较高; 以特许经营权为主的公司其他无形资产占比高。从商誉来看, AECOM 商誉占总资产比重较大, 2015、2016 年已超过 40%, 主要在于 AECOM 实行并购扩张的策略。同时, 万喜、ACS、福陆均有超过 5% 的商誉占比, 这些企业也都曾采用并购的方式进行发展。从无形资产来看, 万喜无形资产占总资产比例最高, 其次是 AECOM 和 ACS, 他们都有特许经营权业务。

图31 近年海外建筑龙头商誉占总资产比例



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

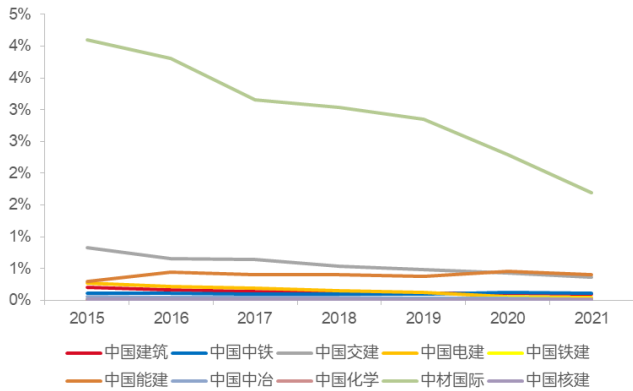
图32 近年海外建筑龙头无形资产占总资产比例



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

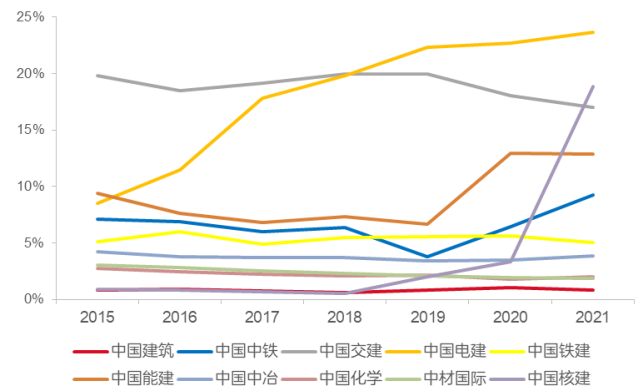
我国十大建筑央企商誉占比较低, 主要依靠内生性增长; 无形资产占比较高的企业主要是特许经营权占有较大比重。从商誉来看, 我国十大央企除中材国际之外, 商誉占总资产比例均不足 1%, 表明进行兼并和收购行为较少, 与海外多通过兼并收购发展的业务模式有明显不同。从无形资产占比来看, 中国交建近年比例一直在 20% 左右, 这与它一直开展特许经营权业务有关。近年来, 也有不少央企无形资产比重有所增加, 包括中国电建、中国能建、中国核建和中国中铁。这和部分 2015-2018 年推进的 PPP 或 BOT 项目进入运营期有关。

图33 近年十大央企商誉占总资产比重



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图34 近年十大建筑央企无形资产占总资产比重

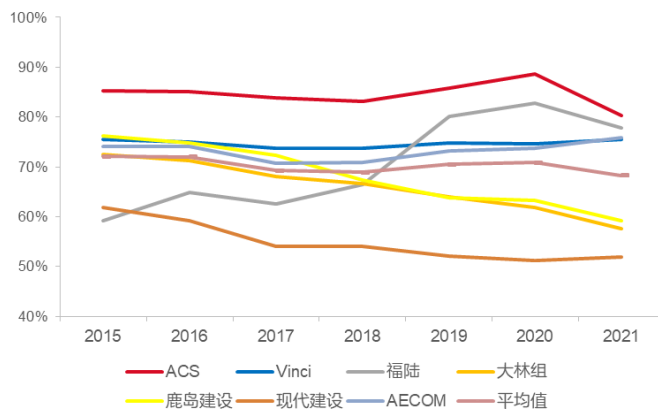


资料来源: Wind, 东海证券研究所

2.3.3.资产负债率

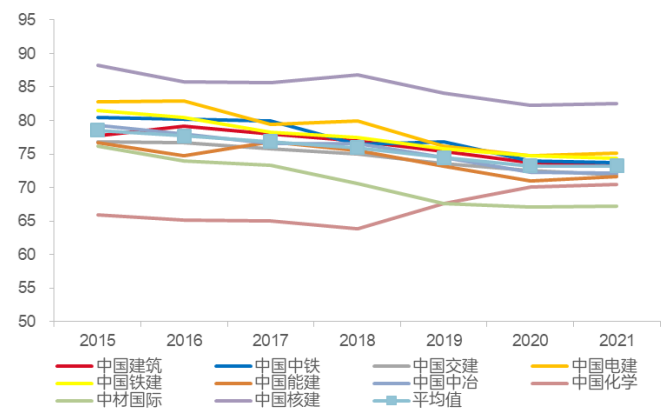
从资产负债率来看,我国十大建筑央企负债水平高于海外同行约5个百分点。国内与国际大型建筑企业的资产负债率均处于较高水平,大多数年份位于60%~80%。2021年,我国十大央企资产负债率均值为73.24%,海外七家建筑龙头代表的资产负债率均值为68.33%。近几年国内建筑企业严控资产负债率警戒线,几乎都将资产负债率控制在75%以下,其中中材国际的资产负债率最低,2021年为67.21%。

图35 近年海外建筑龙头资产负债率情况



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

图36 近年十大建筑央企资产负债率情况



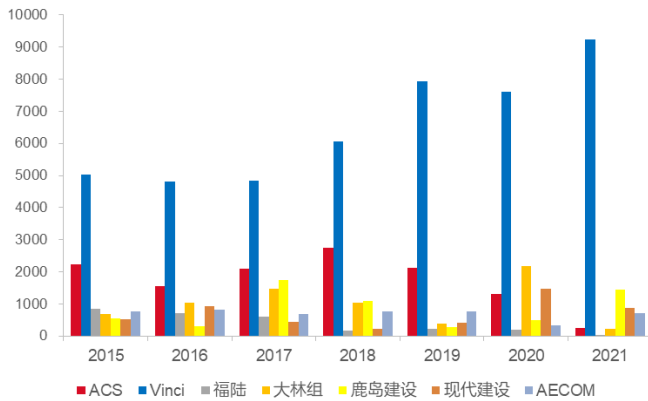
资料来源: Wind, 东海证券研究所

2.3.4.经营性现金流

欧洲建筑公司现金流入较为可观,日韩近年呈持续净流入。在欧洲企业中,最为稳定的是万喜,无论是绝对额还是增速都遥遥领先;美国企业中 AECOM 现金流入较为稳定,而福陆近年有逐步下降的趋势;日韩建筑企业近年经营性现金流均保持了净流入。

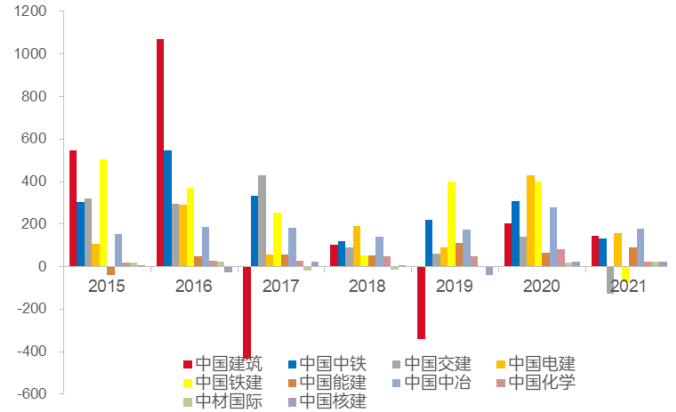
国内十大建筑央企经营现金流净额波动较大,从近年情况来看,现金流相对稳定的有中国中铁、中国电建、中国化学和中国中冶。我们认为,建筑央企今后还是需加强现金流管理、优化投资项目结构,进一步改善现金流情况。

图37 近年海外建筑龙头经营性净现金情况（百万美元）



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图38 近年十大建筑央企经营性净现金情况（亿元）



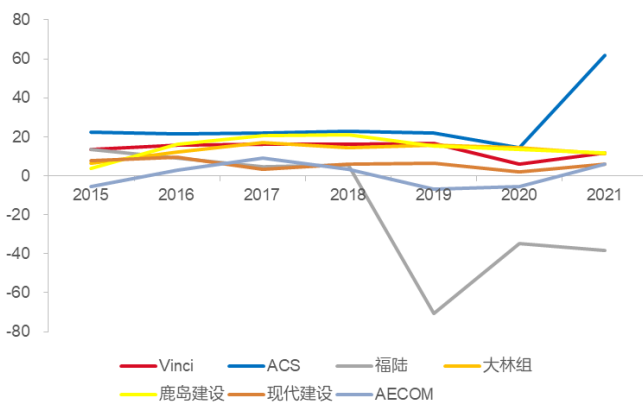
资料来源：Wind，东海证券研究所

3.国内建筑龙头估值对标

3.1.我国建筑龙头 ROE 追赶海外

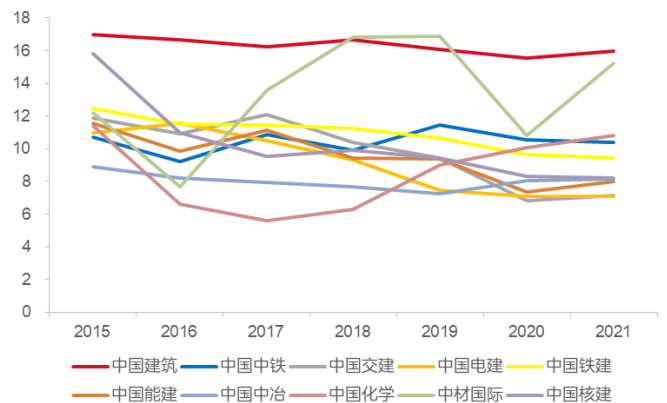
我国十大建筑央企 ROE 水平稳健，近两年与海外缩小差距。海外建筑企业中 ROE 较为稳定且相对高位的是欧洲的两家龙头，Vinci 和 ACS，在疫情前均值分别有 15% 和 20%。美国建筑企业 ROE 相对偏低，不超过 10%，近三年波动较大。而日本两家企业大林组和鹿岛建设近年 ROE 中枢提升至 15% 左右。我国十大央企整体 ROE 更为稳健，均为正值，其中，中国建筑 ROE 较高且稳定，常年在 17% 左右。近三年 ROE 仍有上升趋势的是中材国际和中国化学。其中中材国际虽然波动较大，但近年整体趋势向上，ROE 也向 15% 靠拢。但整体看大部分央企 ROE 仍集中在 10% 附近。近三年由于疫情原因，海内外建筑业均受冲击，我国建筑龙头 ROE 与海外差距有所缩小，整体均值均在 10% 左右。

图39 近年海外建筑龙头 ROE 情况(%)



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图40 近年十大建筑央企 ROE 情况 (%)

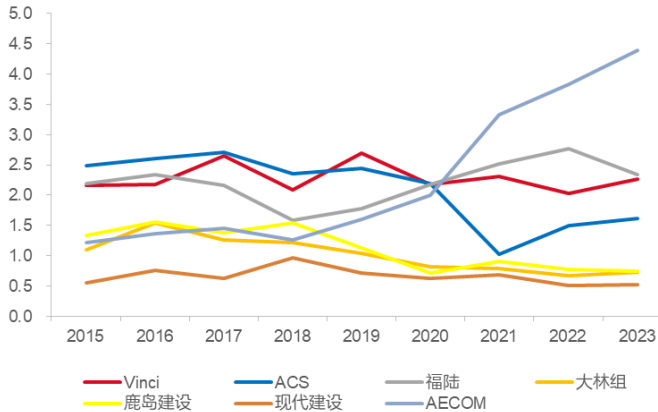


资料来源：Wind，东海证券研究所

3.2.我国建筑龙头 PB 普遍偏低

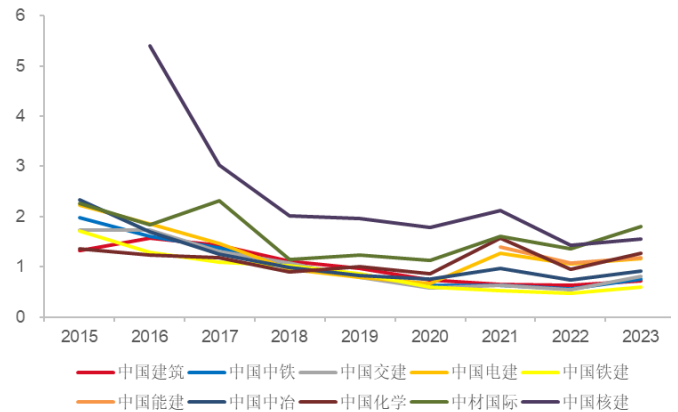
我国十大建筑央企 PB 近两年虽有抬升，但大多数数值小于 1。而海外建筑代表企业除日韩三家 PB 也小于 1 以外，其余 PB 均在 2 之上。

图41 近年海外建筑龙头 PB 情况



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所
注: 2023 年 PB 数据截至 2023/3/23 日

图42 近年十大建筑央企 PB 情况



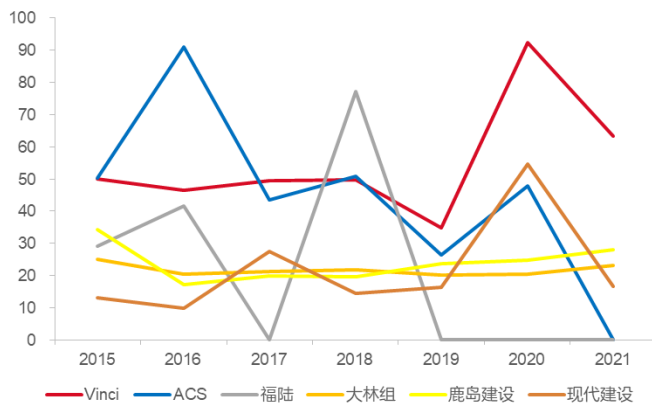
资料来源: Wind, 东海证券研究所

3.3.我国建筑龙头分红率稳定，具有提升空间

我国十大建筑央企历年股利支付比率较为稳定，均值在 15%~20%之间。海外建筑龙头股利支付比率更为波动，往往在效益好的时候进行大量的现金分红。从近年情况来看，欧洲建筑龙头分红率都高达 40%左右，日本建筑龙头分红率也有 20%以上的水平。因此整体上看，我国建筑央企分红率不及海外建筑龙头，具有较大提升空间。

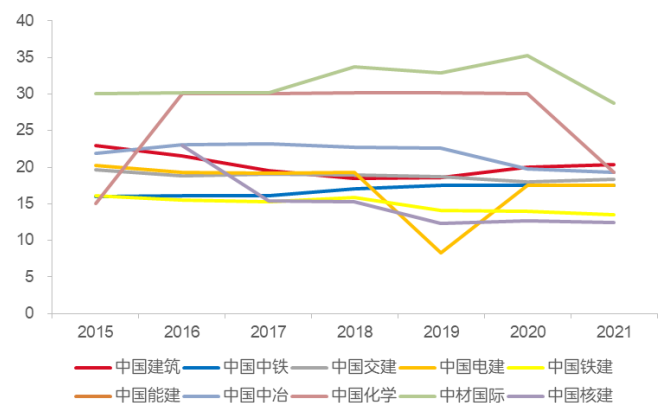
分红比例的提升离不开现金流的支持。2022 年 10 月证监会明确恢复涉房上市公司再融资，打开了涉房建筑企业股权再融资渠道；基础设施公募 REITs 市场蓬勃发展，成为建筑企业盘活资产的重要渠道。两个渠道打通共助现金流改善，目前大型建筑央企中，已有中国能建发布定增预案，中国交建和中国铁建试水公募 REITs 发行取得成功。融和退的工具加持，现金流改善状况下建筑企业分红比例仍有提升可能性。

图43 近年海外建筑龙头股利支付比率情况 (%)



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

图44 近年十大建筑央企分红率情况 (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

4.结论及投资建议

通过将国内十大建筑央企与海外各地区建筑龙头从经营和估值指标的对比，我们认为我国建筑龙头业绩稳健，ROE 与海外差距缩小，但估值偏低，关键可能在于投资回报率偏低，现金获取能力较弱。为此我们提出以下建议：

- 1) 进一步提升净利率水平,优化订单质量,相对淡化规模;加强项目精细化管理,借助信息化等手段提升施工项目管理效率,从而降低管理成本,提升项目盈利水平。
- 2) 拓展盈利能力更高的新业务,合理增强外延式并购能力。建筑央企可凭借自身产业链优势地位,资金、客户、品牌实力,向产业链上下游延伸,通过合适的收并购模式,进入或拓展新能源、新材料、矿业等盈利水平较高的新业务。
- 3) 盘活存量资产,灵活运用再融资渠道和 REITs 等金融工具。随着 PPP 项目的资金逐步收回以及通过发行 REITs,无形资产特许经营权变成可供出售金融资产和现金收益,资产结构得以优化,项目回报率得以提升。
- 4) 充分利用“一带一路”合作背景,积极开拓海外优质市场。我国建筑龙头国际化仍有待提升,海外项目是机会也是挑战,需在项目设计、实施、运营全链条加强风险管理,提升成本管控精度,优化项目进度。

展望未来,建筑央国企在“一利五率”新考核体系引导下,有望更加重视现金流与 ROE,淡化规模增长,商业模式有望明显优化,经营质量有望不断提升,价值重估空间较大。建议关注目前 PB 仍小于 1 的建筑龙头,或国际工程龙头以及有新业务布局的相关企业:中国交建、中国中铁、中材国际、中国化学、中国中冶、中国能建等。

5.风险提示

1、宏观经济波动风险:若全球宏观经济不佳,影响整体宏观面需求不景气,建筑作为贡献 GDP 的重要支柱产业,或将受较大影响。

2、稳增长力度不及预期风险:我国稳增长政策中,基建和地产作为重要国民产业承担重要作用。若政策力度不及预期,基建和地产需求不及预期,或将直接影响建筑企业业绩稳定性。

3、“一带一路”推进不及预期:若受不可抗力或国际地缘政治等因素影响,“一带一路”政策推进不及预期,相关国际工程企业或我国建筑企业向外走出去策略或受影响,海外工程项目实施具有一定风险性。

一、评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--------|----|------------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20% |
| | 看平 | 未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间 |
| | 看空 | 未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20% |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间 |
| | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15% |

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089