



# 国企改革考核优化，一带一路订单可期

## 建筑行业2023年中期投资策略

姓名：齐东（分析师）

证书编号：S0790522010002

邮箱：qidong@kysec.cn

## 1. 国企改革考核优化，建筑是边际影响最大行业之一

国务院国资委将中央企业2023年主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，推动中央企业提高核心竞争力，加快实现高质量发展。新设置的两个指标，对建筑行业影响较大，有望引导建筑企业提升ROE水平和利润含金量。

## 2. “一带一路”十周年，朋友圈不断扩大

2013年中国提出“一带一路”倡议。十年来，在各方共同努力下，“一带一路”朋友圈不断扩大，累计150多个国家、30多个国际组织签署了合作文件。我国与“一带一路”沿线国家的贸易往来日益紧密，将为建筑企业扩大海外市场提供良好契机。2022年，我国企业在“一带一路”沿线国家新签对外承包工程项目合同5514份，新签合同额8718.4亿元人民币，占同期我国对外承包工程新签合同额的51.2%；完成营业额5713.1亿元人民币，占同期总额的54.8%。

## 3. 预计房地产中期需求将震荡下行，基建投资仍将成为稳增长的重要力量

对新房销售的分析，我们与市场不同的观点：（1）不同年龄群体对房地产财富效应的感知差异，会影响未来的新房销售；（2）二手房对新房的替代性快速提升；（3）青年群体置业周期在潜移默化的拉长。预计房地产中期需求将震荡下行，基建投资仍将成为稳增长的重要力量。

## 4. 投资建议

预计后续稳增长将持续发力，建筑行业景气度有望保持高位，同时我国与“一带一路”沿线国家的贸易往来日益紧密，将为建筑企业扩大海外市场提供良好契机。从内在管理动作看，2023年国资委开始执行“一利五率”考核，纳入净资产收益率和现金流两个新指标，对建筑行业影响较大，有望引导建筑企业提升ROE水平和利润含金量。而且，此前证监会还提出探索建立中国特色估值体系，建筑央企有望迎来基本面、政策面和估值的共振，持续看好估值处于低位、业绩稳健的建筑央企龙头。

**5. 风险提示：**全球宏观经济下行；基建投资下行导致企业订单不及预期；建筑企业融资政策收紧。

# 目录

## CONTENTS

1

国企改革考核优化，建筑是边际影响最大行业之一

2

“一带一路”十周年，朋友圈不断扩大

3

中期判断，房地产需求将震荡下行

4

投资建议

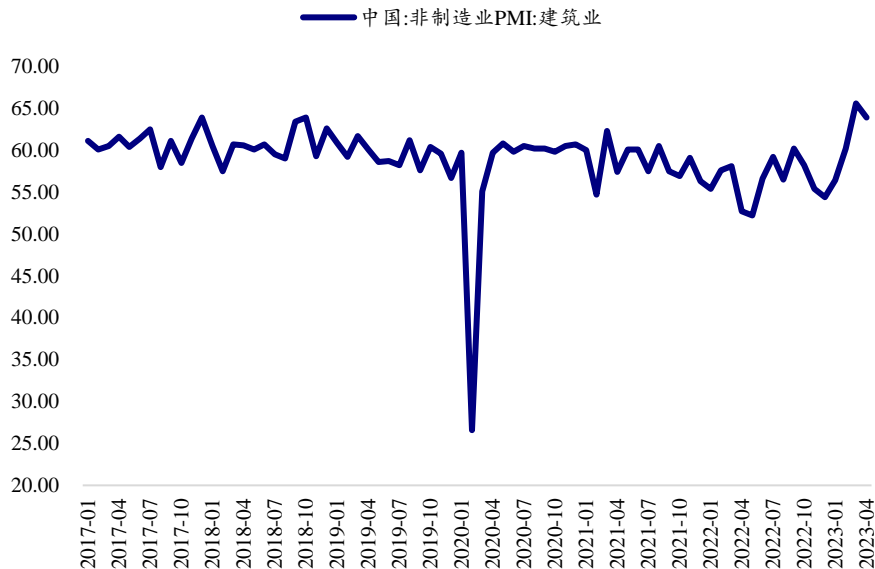
5

风险提示

# 1.1 国企改革考核优化，建筑是边际影响最大行业之一

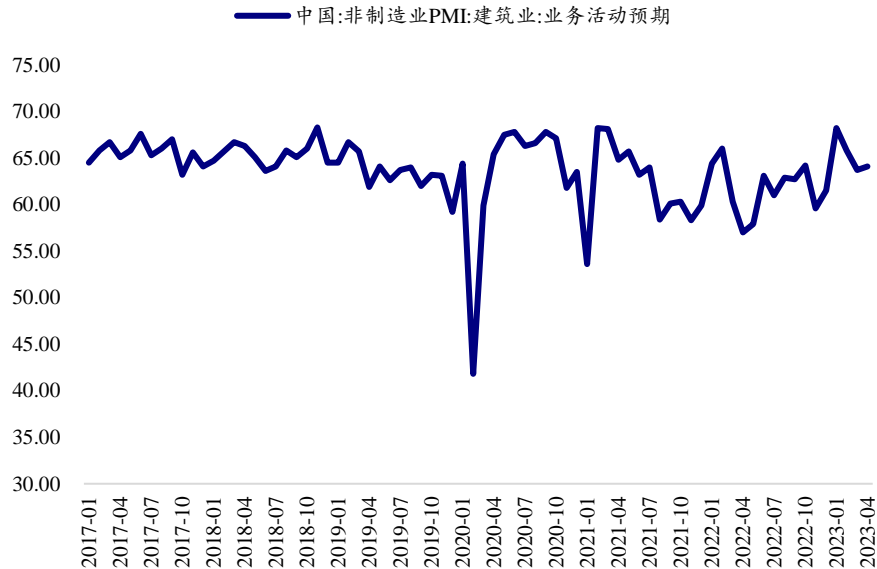
➤ 2022年四季度以来，建筑业PMI高于过往几年中枢水平，反映出建筑行业景气度维持高位。

图1：建筑行业PMI指数2023年以来持续走强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：建筑行业PMI指数（业务活动预期）2023年以来持续走强



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 为了落实党的二十大关于加快构建新发展格局、着力推动高质量发展的决策部署，国务院国资委将中央企业2023年主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，同时提出了“一增一稳四提升”的年度经营目标，推动中央企业提高核心竞争力，加快实现高质量发展。

表1：过往国务院国资委对国央企的考核指标有所调整

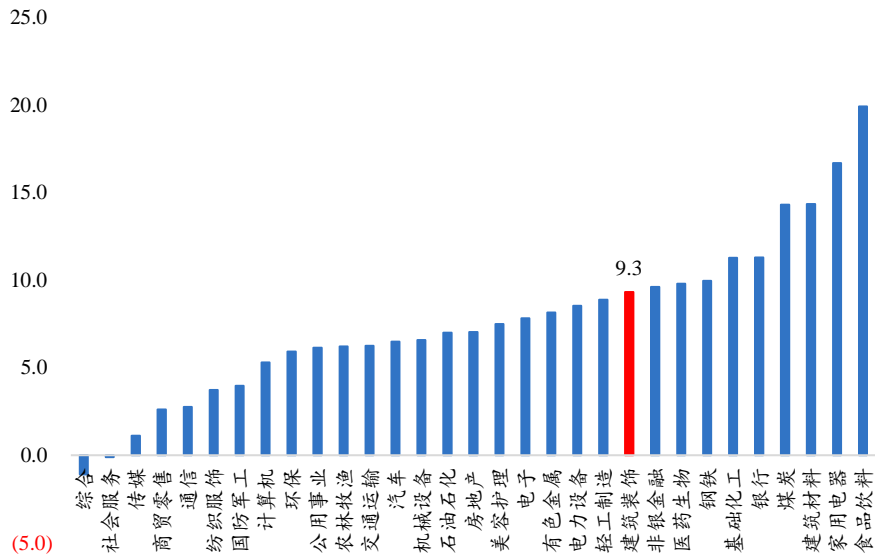
时间	国务院国资委考核要求
2019年	“两利一率”考核指标，即净利润、利润总额、资产负债率。
2020年	“两利三率”指标体系，即净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率、研发经费投入强度
2021年	“两利四率”，净利润、利润总额、全员劳动生产率指标，营业收入利润率、资产负债率、研发经费投入强度
2023年	“一利五率”（利润总额、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、净资产收益率、营业现金比率）。 目标为“一增一稳四提升”，“一增”即确保利润总额增速高于全国GDP增速，力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升。

资料来源：《优化中央企业经营指标体系推动加快实现高质量发展》（袁野）、《国资报告》、开源证券研究所

## 1.2 从新增指标看，对建筑行业影响较大

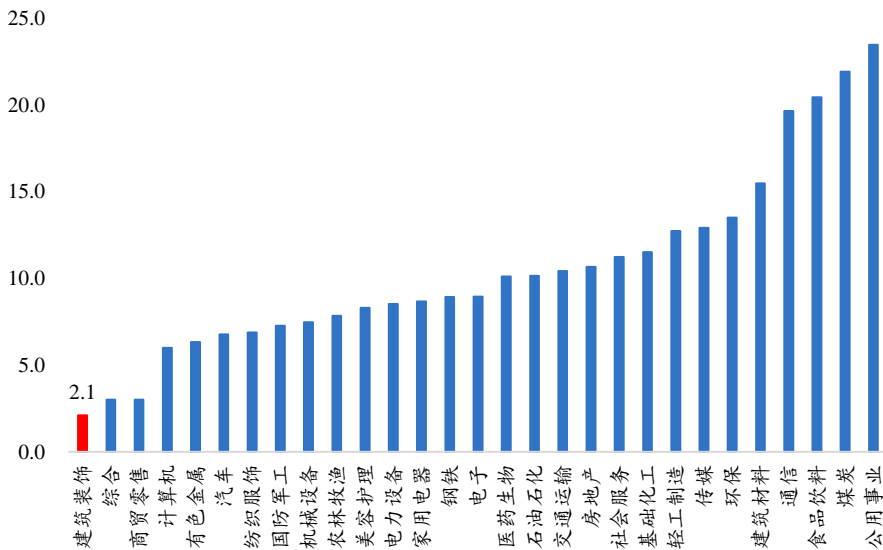
- ROE能够衡量企业权益资本的投入产出效率，反映企业为股东创造价值的 ability。
- 考核营业现金比率有利于推动中央企业更加关注现金流，体现了国资委“要有利润的收入和要有现金的利润”的监管要求。

图3：各行业2018-2022平均ROE水平（%），建筑处于中等水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：各行业2018-2022平均营业现金比例（%），建筑处于最低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

➤ 从业务领域看，建筑央企未来潜在发展空间仍然较大。

表2：主要建筑央企在业务领域上仍有很大拓展空间

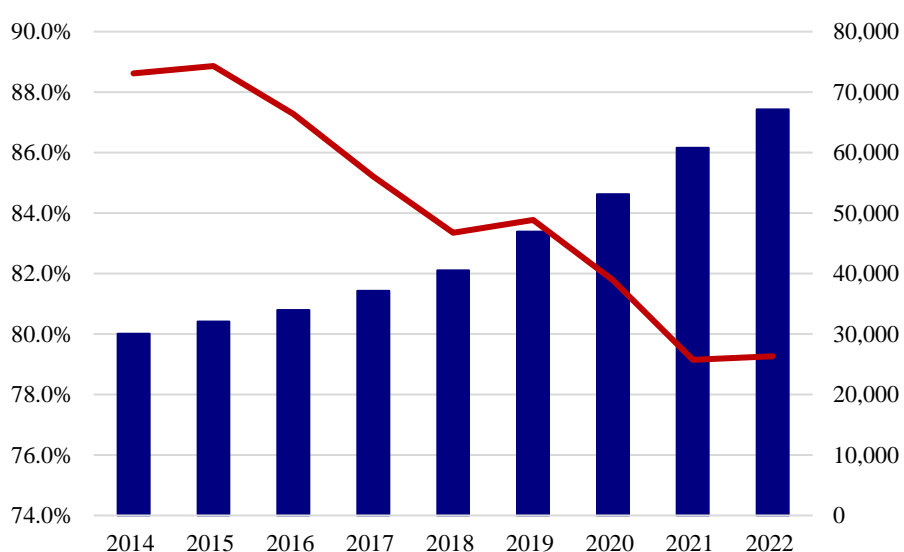
营收占比(%)	中国建筑	中国铁建	中国中铁	中国交建	中国中冶	中国电建
房屋建设	61.6					
基建建设	24.0	88.0	85.2	87.8	92.9	88.1
勘察设计	0.5	1.9	1.6	6.7		
房地产开发	13.7	5.7	4.6		3.8	
装备制造		2.3	2.2		2.1	
环保业务				2.5		
其他业务		物流贸易 8.7	资源开发 5.4	疏浚业务 7.1	资源开发 1.5	电力投资运营 4.2

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.3 建筑央企未来发展空间仍然充裕

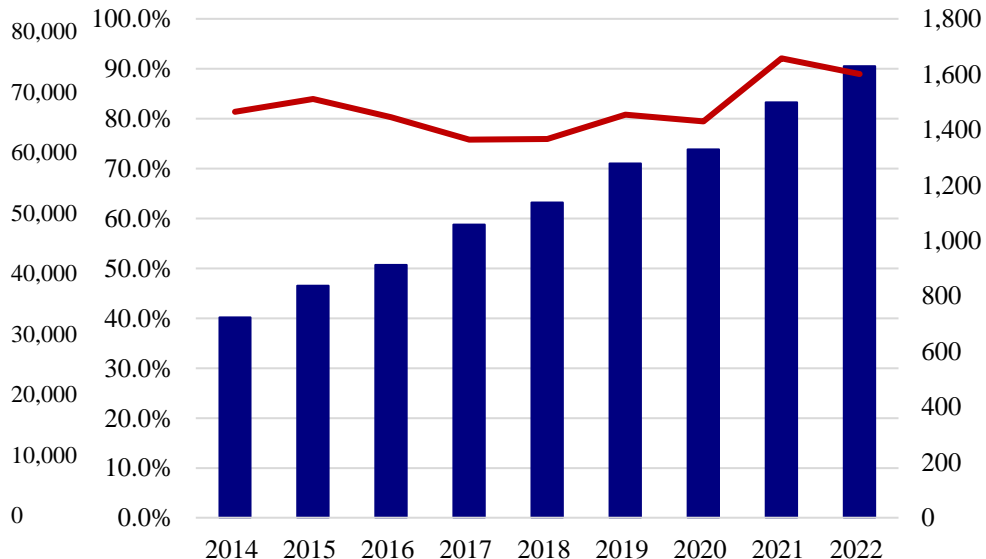
- 从行业集中度看，8家建筑央企整体营业收入和占建筑装饰全行业比例持续下滑，整体归母净利润和占建筑装饰全行业比例保持稳定，建筑央企未来仍然有充裕的发展空间。

图5：8家建筑央企整体营业收入（亿元，右轴）和占建筑装饰全行业比例（%，左轴），占比在持续下降



数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

图6：8家建筑央企整体归母净利润（亿元，右轴）和占建筑装饰全行业比例（%，左轴），占比保持稳定



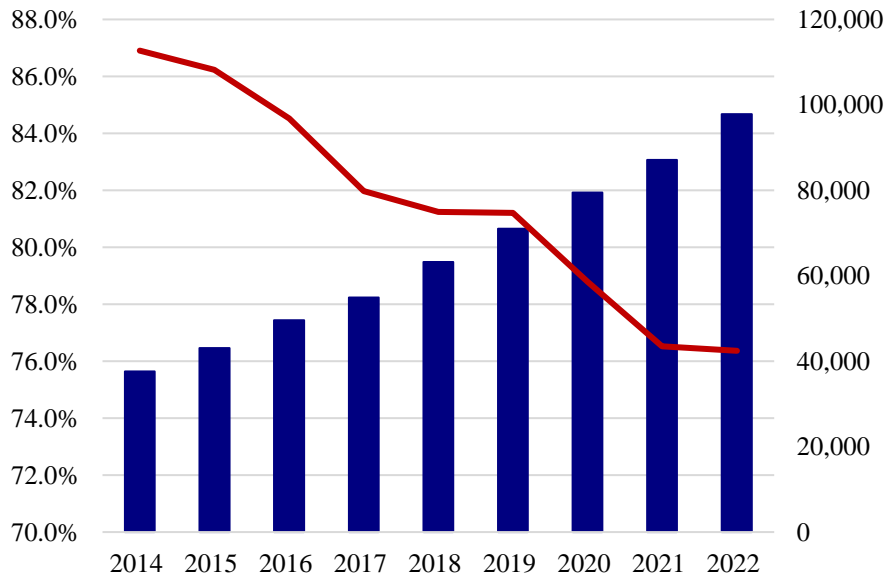
数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所



## 1.3 建筑央企未来发展空间仍然充裕

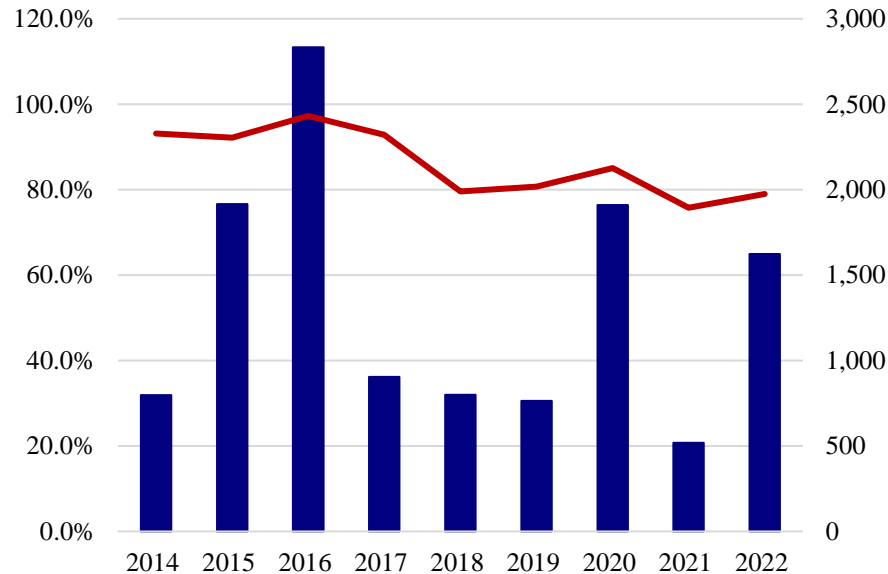
➤ 8家建筑央企整体总资产规模、经营活动现金流净额及占建筑装饰全行业比例持续下降。

图7：8家建筑央企整体总资产规模（亿元，右轴）和占建筑装饰全行业比例（%，左轴），占比在持续下降



数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

图8：8家建筑央企整体经营活动现金流净额（亿元，右轴）和占建筑装饰全行业比例（%，左轴），占比在持续下降



数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

➤ 多家建筑央企也都制定了股权激励计划，其解锁条件也普遍较高，有望引导建筑央企高质量发展。

表3：建筑央企股权激励普遍重视ROE和净利润增速

上市公司	规模 and 价格	解锁条件整理
中国建筑	第四期A股限制性股票授予数量：91203.6万股。授予价格：3.06元/股	1、2022-2024年，公司净资产收益率不低于12.0%、12.2%、12.5%，且不低于同行业平均业绩（或者对标企业75分位值）水平。2、净利润复合增长率：解锁的上一年度公司净利润较授予的上一年度净利润复合增长率不低于7%，且不低于同行业平均业绩（或者对标企业50分位值）水平。
中国交建	不超过11615万股。授予价格5.33元/股	1、以2021年业绩为基数，2023-2025年净利润复合增长率不低于8%、8.5%、9%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均水平；2、2023-2025年加权平均净资产收益率不低于7.7%、7.9%、8.2%，且不低于对标企业75分位值水平或同行业平均水平；3、2023年完成国务院国资委经济增加值(EVA)考核目标。
中国中铁	实际授予的限制性股票17072.44万股。授予价格：3.55元/股	1、以2020年为基准，2022-2024年的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润复合增长率不低于12%；2、扣非后加权平均净资产收益率分别不低于10.5%、11%、11.5%。
中国化学	不超过6066万股	1、2023-2025年扣除非经常性损益的加权平均净资产收益率不低于9.05%、9.15%、9.25%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业75分位值水平；2、以2021年业绩为基数，2023-2025年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润复合增长率不低于15%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业75分位值水平；3、完成国务院国资委经济增加值（EVA）考核目标

资料来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

1

国企改革考核优化，建筑是边际影响最大行业之一

2

“一带一路”十周年，朋友圈不断扩大

3

中期判断，房地产需求将震荡下行

4

投资建议

5

风险提示

## 2.1 “一带一路”十周年，朋友圈不断扩大

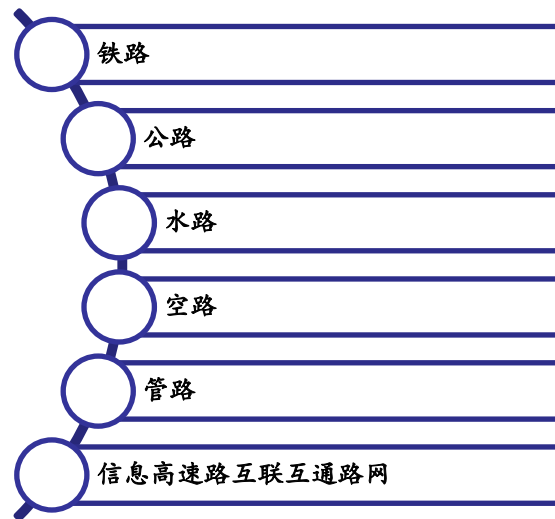
- 2013年中国提出“一带一路”倡议。十年来，在各方共同努力下，“一带一路”朋友圈不断扩大，累计150多个国家、30多个国际组织签署了合作文件。
- “六廊六路多国多港”是共建“一带一路”的主体框架。其中，“六廊”是指新亚欧大陆桥、中蒙俄、中国-中亚-西亚、中国-中南半岛、中巴和孟中印缅等六大国际经济合作走廊。

图9：“六廊”包括多条去往亚欧的经济走廊



资料来源：中国网、开源证券研究所

图10：“六路”涵盖各种联通方式

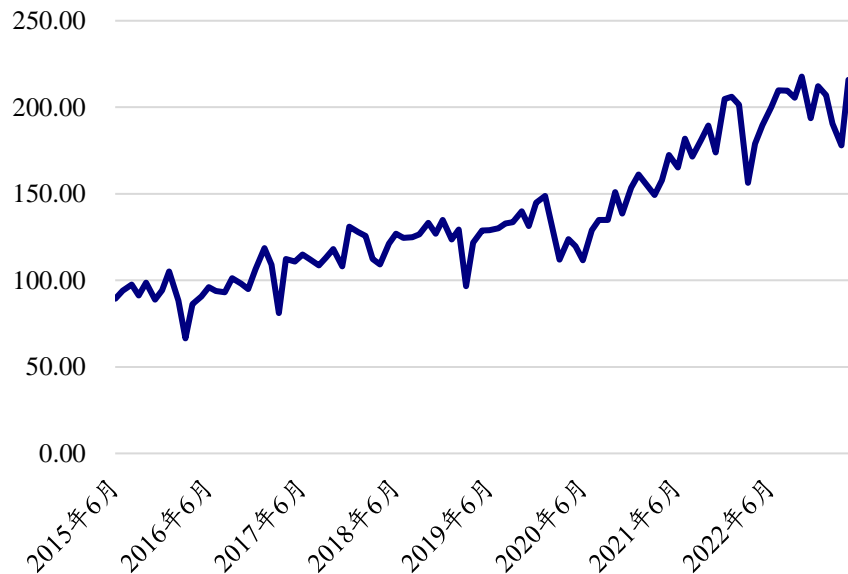


资料来源：中国一带一路网、开源证券研究所

## 2.2 一带一路为建筑企业扩大海外市场提供良好契机

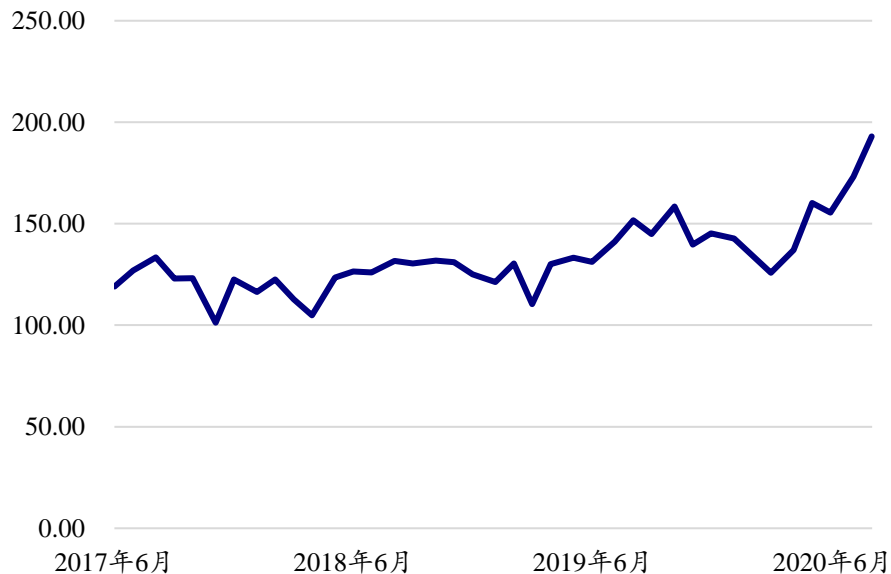
- 2023年是共建“一带一路”倡议提出的十周年，倡议提出以来，我国与“一带一路”沿线国家的贸易往来日益紧密，2013年至2022年，我国与沿线国家的进出口年均增长8.6%，2022年我国与沿线国家贸易继续保持了快速增长。

图11：一带一路贸易额指数持续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

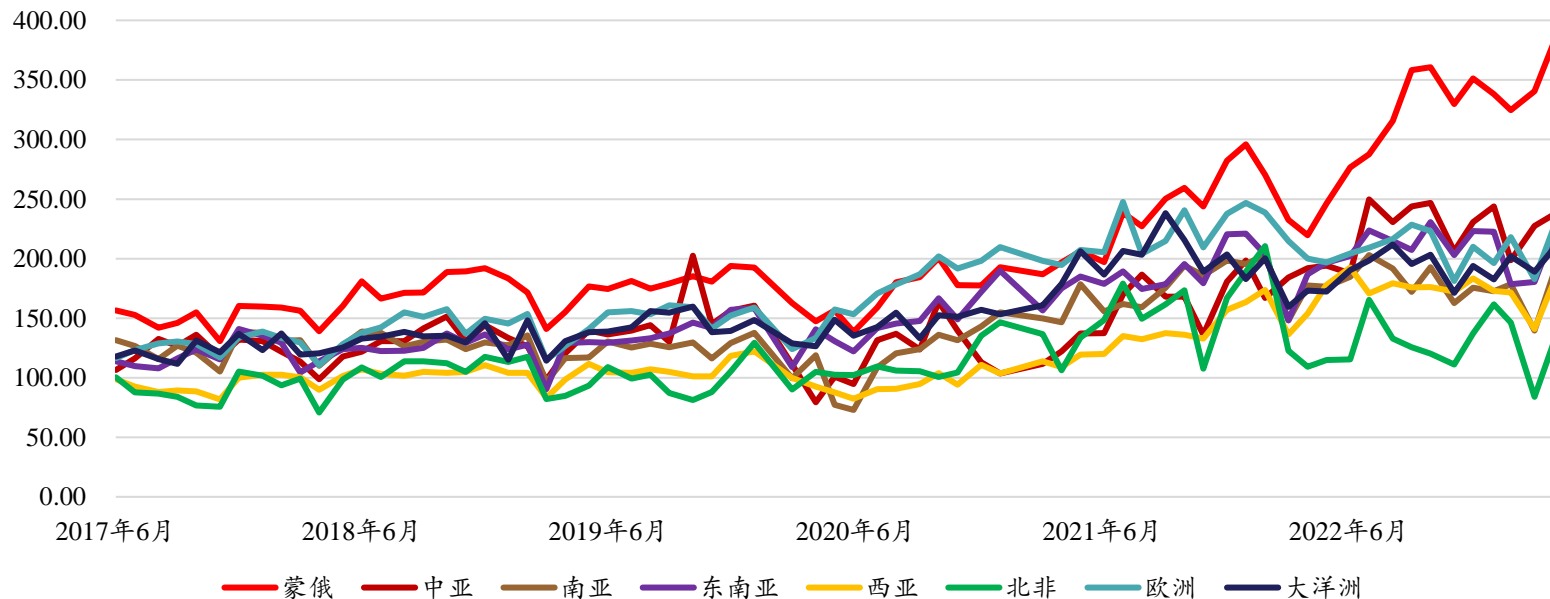
图12：一带一路货运量指数稳中有升



数据来源：Wind、开源证券研究所

➤ 分结构来看，蒙俄、中亚、欧洲贸易额指数增速较快。

图13：一带一路贸易额指数分区域拆分，其中蒙俄、中亚、欧洲贸易额指数增速较快



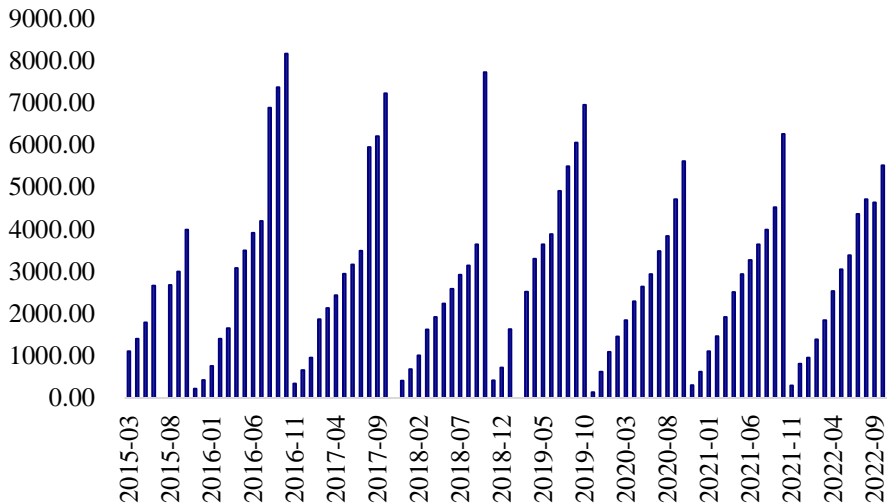
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2 一带一路为建筑企业扩大海外市场提供良好契机

- 对外承包工程方面，2022年，我国企业在“一带一路”沿线国家新签对外承包工程项目合同5514份，新签合同额8718.4亿元人民币，增长0.8%（折合1296.2亿美元，下降3.3%），占同期我国对外承包工程新签合同额的51.2%；完成营业额5713.1亿元人民币，下降1.3%（折合849.4亿美元，下降5.3%），占同期总额的54.8%。

图14：一带一路沿线国家新签合同数保持高位（份）

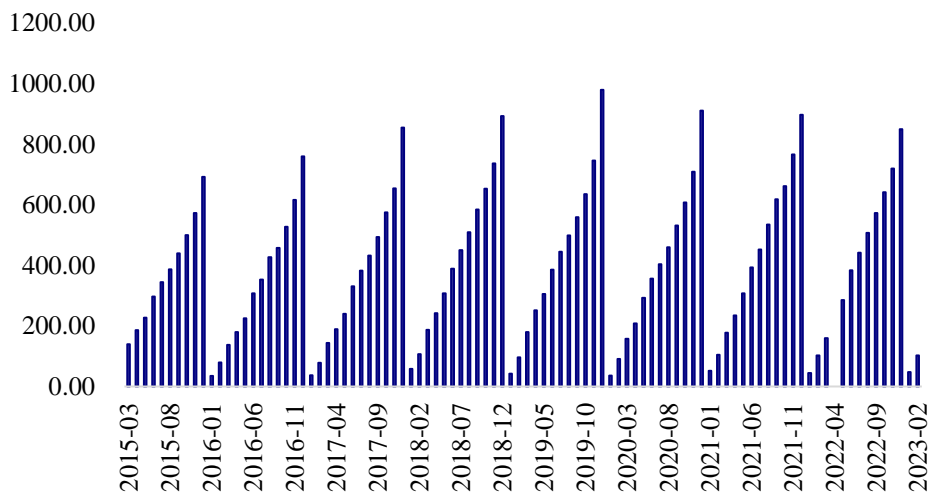
■ 中国:对外承包工程:新签合同数:一带一路沿线国家:累计值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：一带一路沿线国家对外承包工程完成营业额保持高位（亿美元）

■ 中国:对外承包工程:完成营业额:一带一路沿线国家:累计值



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

1

国企改革考核优化，建筑是边际影响最大行业之一

2

“一带一路”十周年，朋友圈不断扩大

3

中期判断，房地产需求将震荡下行

4

投资建议

5

风险提示



## 3.1 影响地产新房销售的因素分析

- 对新房销售的分析，我们与市场不同的观点（1）不同年龄群体对房地产财富效应的感知差异，会影响未来的新房销售；（2）二手房对新房的替代性快速提升；（3）青年群体置业周期在潜移默化的拉长。

图16：影响购房需求释放有三大核心变量

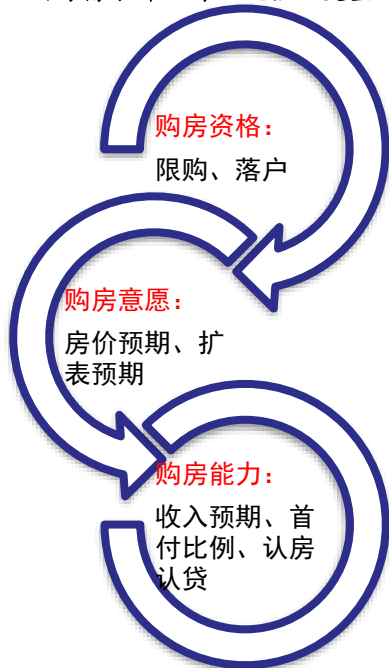


资料来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

## 3.2 中期判断，新房需求将震荡下行

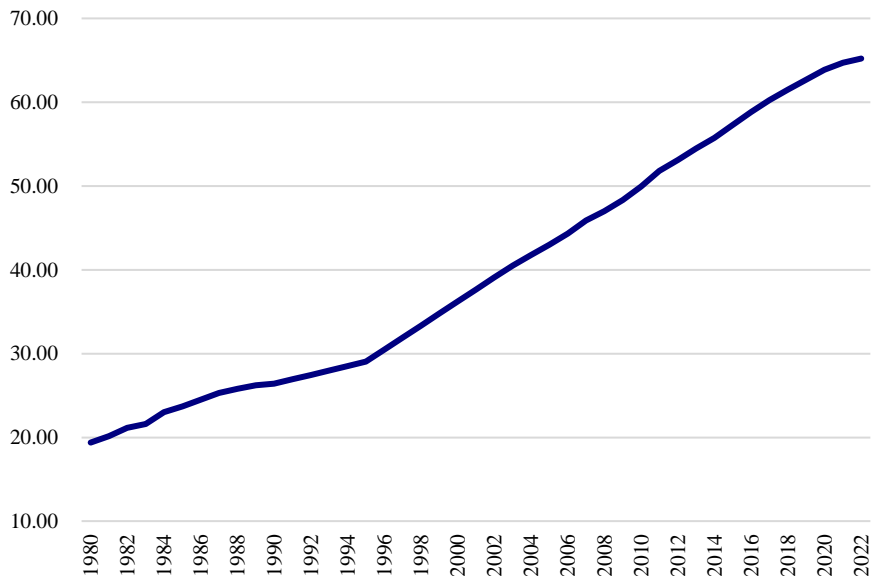
- 从主流国家的城镇化进程看，70%是主流国家城镇化率增速的拐点。2022年，我国城镇化率65.22%，仍有提升空间。

图17：影响购房需求释放有三大核心变量



资料来源：开源证券研究所

图18：1998年后中国城镇化率加速提升（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.2 中期判断，新房需求将震荡下行

- 从主流国家的城镇化进程看，70%是主流国家城镇化率增速的拐点。越过拐点后，城镇化率仍然会进一步提升，但增长速度大幅放缓。70-75%时长为65-70%的2.7倍，75-80%时长为65-70%的3.3倍。

表4：几个人口规模较大国家城镇化率拐点在70%左右

	美国	俄罗斯	日本	墨西哥	法国	巴西	韩国	平均值
世界人口排名 (2021)	3	9	11	10	20	5	27	
60%-65%城镇化率 提升需要年份	8	6		7		5	4	5.8
65%-70%城镇化率 提升需要年份	8	7	6	9	4	6	2	5.9
70%-75%城镇化率 提升需要年份	28	42	7	13	28	6	4	17.0
75%-80%城镇化率 提升需要年份	17	未达到	27	17	21	7	10	16.5
70-75%时长为65- 70%的倍数	3.50		1.17	1.44	7.00	1.00	2.00	2.69
75-80%时长为65- 70%倍数	2.13		4.50	1.89	5.25	1.17	5.00	3.32

数据来源：Wind、ourworldindata.org、开源证券研究所

- 从整体供需看，2000-2022年，全国商品住宅累计销售面积207.24亿平米，累计城镇人口增加值4.83亿人，人均商品住宅销售面积42.9平米。

表5：城镇人口增长逐渐放缓，预计中期商品住宅销售面积仍将收缩

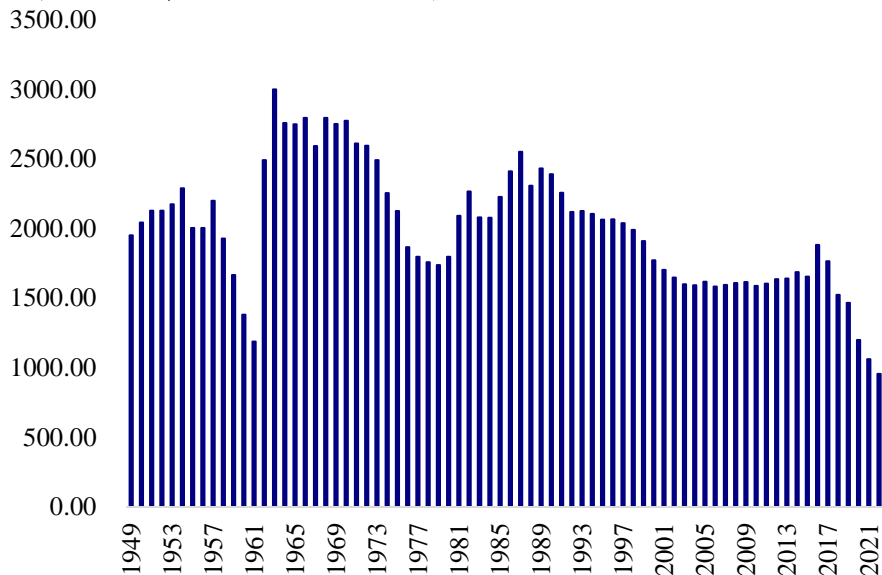
年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
商品住宅销售面积（万平方米）	16570	19939	23702	29779	33820	49588	55423	70136	59280	86185
城镇人口增加值（万人）	2158	2158	2148	2164	1907	1929	2076	2345	1770	2109
年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
商品住宅销售面积（万平方米）	93377	96528	98468	115723	105188	112412	137540	144789	147760	150144
城镇人口增加值（万人）	2466	2949	2248	2327	2236	2565	2622	2419	2090	1993
年份	2020	2021	2022							
商品住宅销售面积（万平方米）	154878	156532	114631							
城镇人口增加值（万人）	1794	1205	646							

数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

## 3.2 中期判断，新房需求将震荡下行

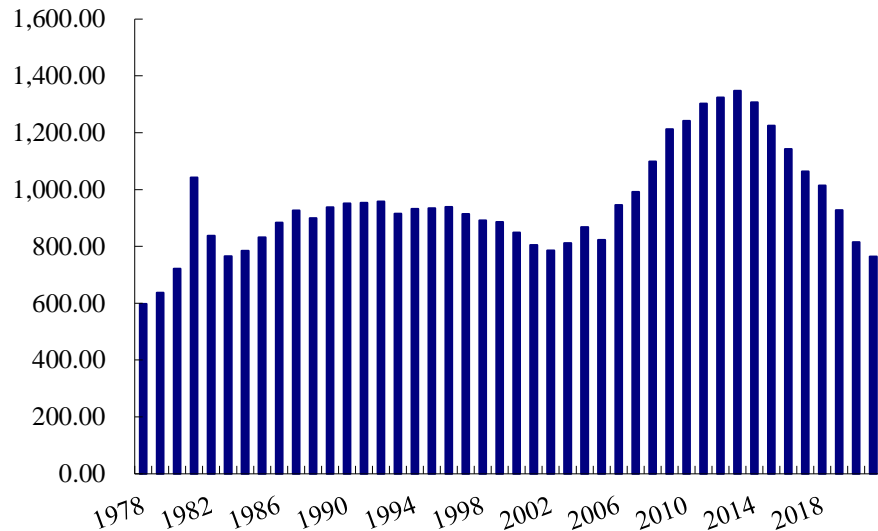
➤ 2022年出生人口数创建国以来新低；2021年结婚对数创1981年以来新低，未来几年改善性需求储备不足。

图19：2022年出生人口数创建国以来新低（万人）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2021年结婚对数创1981年以来新低（万对）



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

1

国企改革考核优化，建筑是边际影响最大行业之一

2

“一带一路”十周年，朋友圈不断扩大

3

中期判断，房地产需求将震荡下行

4

投资建议

5

风险提示

预计后续稳增长将持续发力，建筑行业景气度有望保持高位，同时我国与“一带一路”沿线国家的贸易往来日益紧密，将为建筑企业扩大海外市场提供良好契机。

从内在管理动作看，2023年国资委开始执行“一利五率”考核，纳入净资产收益率和现金流两个新指标，对建筑行业影响较大，有望引导建筑企业提升ROE水平和利润含金量。而且，此前证监会还提出探索建立中国特色估值体系，建筑央企有望迎来基本面、政策面和估值的共振，持续看好估值处于低位、业绩稳健的建筑央企龙头。

# 受益标的盈利预测与估值

表6：受益标的盈利预测与估值

股票代码	公司名称	评级	收盘价/元	总市值/亿元	归母净利润/亿元				P/E			
			2023/5/9	2023/5/9	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601668.SH	中国建筑	未评级	6.97	2,923	509.50	583.79	646.42	692.69	5.74	5.01	4.52	4.22
601186.SH	中国铁建	未评级	11.97	1,501	266.42	295.01	328.35	361.95	5.63	5.09	4.57	4.15
601390.SH	中国中铁	未评级	8.54	1,969	312.76	353.11	398.13	447.63	6.29	5.58	4.94	4.40
601800.SH	中国交建	未评级	12.01	1,615	191.04	214.77	238.81	264.96	8.45	7.52	6.76	6.09
601669.SH	中国电建	未评级	7.61	1,311	114.35	132.76	157.22	187.27	11.46	9.87	8.34	7.00
601868.SH	中国能建	未评级	2.67	961	78.09	91.30	107.82	122.95	12.31	10.53	8.92	7.82
603909.SH	建发合诚	买入	15.55	31	0.57	0.8	1.07	1.34	54.99	38.98	29.14	23.27

数据来源：Wind、开源证券研究所（已评级公司盈利预测来自开源证券研究所，未评级公司盈利预测来自Wind一致预期）



# 目录

## CONTENTS

1

国企改革考核优化，建筑是边际影响最大行业之一

2

“一带一路”十周年，朋友圈不断扩大

3

中期判断，房地产需求将震荡下行

4

投资建议

5

风险提示

- 全球宏观经济下行；
- 基建投资下行导致企业订单不及预期；
- 建筑企业融资政策收紧。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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

### 开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券