

建筑装饰

央国企蓝筹估值重塑，价值品种迎来发展新阶段

央国企蓝筹迎来估值修复，长短逻辑兼具

上周证监会主席易会满在 2022 年金融街论坛年会上对如何建设“中国特色现代资本市场”进行了详细阐述。其中他提出要，“把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系”，“上市公司尤其是国有上市公司，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”。受此次事件催化，此前估值水平较低的央国企蓝筹均迎来较多上涨，其中大基建央企指数单周涨幅高达 10.81%，中国交建单周涨幅高达 23.49%，中国中铁、中国铁建和中国建筑单周涨幅 10% 左右。中长期来看，受益于一带一路、国企改革、涉房企业融资新规等事件催化，央国企蓝筹的业绩释放意愿动能有望提升，分红率有望明显改善，建议继续重点关注价值品种的投资价值。

行情回顾

上周建筑（中信）指数上涨 6.61%，沪深 300 指数上涨 0.67%，三级子板块中杨国企蓝筹居多的基建、房建板块涨幅居前，分别录得 10.01%、8.20% 的正收益。个股中深城交（+28.75%）、中国交建（+23.49%）、中国海诚（+21.70%）、中毅达（+15.11%）、汇通科技（+13.97%）涨幅居前。

投资建议

我们认为考虑到 23 年传统基建龙头或在高基数基础上增长动能有所回落，建议重点关注能源基建、专业工程等实际下游需求较好，细分板块景气度偏高的子行业，而涉房融资新规利好低估值板块整体修复，其中建议关注三条主线的投资标的：1) 专业工程：钢结构（鸿路钢构、利柏特），其余与民生相关的粮食安全（中粮科工）、供热节能（瑞纳智能）、半导体洁净室（亚翔集成、圣晖集成）等细分赛道亦值得关注；2) 建筑+：与新能源相关的中国电建、中国能建、苏文电能（与环保团队联合覆盖）、江河集团等；与化工相关的中国化学、三维化学、东华科技等；3) 低估值：近期地产政策放松利好央企蓝筹中国建筑，高弹性地方国企四川路桥、山东路桥、上海建工，此外重视一带一路为国际工程带来的板块性机会。

风险提示：基建&地产投资超预期下行；新能源&化工业务拓展不及预期；央企、国企改革提效进度不及预期。

证券研究报告

2022 年 11 月 27 日

投资评级

行业评级	强于大市(维持评级)
------	------------

上次评级	强于大市
------	------

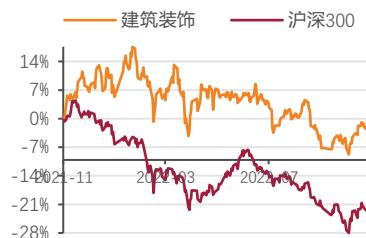
作者

鲍荣富	分析师 SAC 执业证书编号: S1110520120003 baorongfu@tfzq.com
-----	---

王涛	分析师 SAC 执业证书编号: S1110521010001 wangtaoa@tfzq.com
----	--

王雯	分析师 SAC 执业证书编号: S1110521120005 wangwena@tfzq.com
----	--

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《建筑装饰-行业研究周报:重点关注细分赛道高景气和价值品种动能提升》
2022-11-20

2 《建筑装饰-行业投资策略:细分赛道高成长，价值品种迎来发展新阶段》
2022-11-19

3 《建筑装饰-行业点评:单月增速放缓，重视消费建材等地产产业链预期改善》
2022-11-16

重点标的的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2022-11-25	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002541.SZ	鸿路钢构	33.68	买入	1.67	1.87	2.47	3.06	20.17	18.01	13.64	11.01
601669.SH	中国电建	7.69	买入	0.57	0.73	0.83	0.96	13.49	10.53	9.27	8.01
601868.SH	中国能建	2.43	买入	0.16	0.16	0.20	0.26	15.19	15.19	12.15	9.35
601668.SH	中国建筑	5.74	买入	1.23	1.34	1.52	1.73	4.67	4.28	3.78	3.32
600039.SH	四川路桥	11.64	买入	1.16	1.65	1.99	2.30	10.03	7.05	5.85	5.06
000498.SZ	山东路桥	7.27	买入	1.37	1.64	2.06	2.51	5.31	4.43	3.53	2.90
601886.SH	江河集团	8.90	买入	-0.89	0.56	0.71	0.89	-10.00	15.89	12.54	10.00
002060.SZ	粤水电	7.35	买入	0.27	0.33	0.44	0.57	27.22	22.27	16.70	12.89
300982.SZ	苏文电能	50.35	买入	2.15	2.52	3.34	4.30	23.42	19.98	15.07	11.71
603098.SH	森特股份	30.00	增持	0.06	0.75	1.14	1.56	500.00	40.00	26.32	19.23
601800.SH	中国交建	8.78	买入	1.11	1.28	1.44	1.62	7.91	6.86	6.10	5.42
601390.SH	中国中铁	5.83	买入	1.12	1.29	1.43	1.65	5.21	4.52	4.08	3.53
601186.SH	中国铁建	7.85	买入	1.82	2.00	2.24	2.50	4.31	3.93	3.50	3.14
601117.SH	中国化学	8.46	买入	0.76	0.99	1.29	1.47	11.13	8.55	6.56	5.76

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS，EPS 均为团队预计值。

注：苏文电能系与环保公用团队联合覆盖。

内容目录

1. 本周专题：央国企蓝筹估值重塑，价值品种迎来发展新阶段	3
2. 行情回顾	4
3. 投资建议	5
4. 风险提示	6

图表目录

图 1：营收口径八大建筑央企市占率测算（万亿元）	4
图 2：新签订单口径八大建筑央企市占率测算（万亿元）	4
图 3：中信建筑三级子行业上周（1114-1118）涨跌幅	5
图 4：建筑个股涨幅前五	5
图 5：代表性央企&国企涨幅	5

1. 本周专题：央国企蓝筹估值重塑，价值品种迎来发展新阶段

央国企蓝筹迎来估值修复，长短逻辑兼具。上周证监会主席易会满在 2022 年金融街论坛年会上对如何建设“中国特色现代资本市场”进行了详细阐述。其中他提出要，“把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系”，“上市公司尤其是国有上市公司，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”。受此次事件催化，此前估值水平较低的央国企蓝筹均迎来较多上涨，其中大基建央企指数单周涨幅高达 10.81%，中国交建单周涨幅高达 23.49%，中国中铁、中国铁建和中国建筑单周涨幅 10% 左右。中长期来看，受益于一带一路、国企改革、涉房企业融资新规等事件催化，央国企蓝筹的业绩释放意愿动能有望提升，分红率有望明显改善，建议继续重点关注价值品种的投资价值。

短期来看，建筑央国企估值处于历史底部区域，具备较好的向上弹性。截至 11 月 25 日收盘，SW 建筑整体 PE (TTM) /PB (LF) 位于 2010 年后的 15.0%/9.4% 分位，而 2010 年后的最低值为 7.9/0.8 倍，SW 建筑的 PE/PB 均处于 2010 年以来的估值底部区间内。从大基建蓝筹的估值情况来看，PE (TTM) 角度，中国建筑、中国铁建、中国中铁分别位于 2010 年以来 9.8%、6.4%、4.9% 分位；PB (LF) 角度，中国建筑、中国铁建、中国中铁等建筑央企同样处于低于 10% 分位的估值水平，而当前沪深 300 整体 PE (TTM) 处于 2010 年后 24.8% 分位，建筑估值纵向来看明显更低。

表 1：SW 建筑整体及主要建筑蓝筹 PE (TTM)，2010 年后分位值情况

	中国 建筑	中国 中铁	中国 铁建	中国 交建	中国 电建	中国 中冶	中国 化学	上海 建工	隧道 股份	中国 核建	SW 建筑	沪深 300
22 年 11 月 25 日 PE(倍)	4.2	4.8	4.2	7.5	10.7	7.8	9.5	24.9	7.3	12.1	9.6	11.1
2010 年后分位值	9.8%	4.9%	6.4%	44.6%	48.1%	5.3%	13.0%	89.8%	7.0%	4.1%	15.0%	24.8%
2010 年后最低值(倍)	3.5	4.1	3.6	4.4	5.5	-7.4	7.4	6.8	6.4	11.2	7.9	8.0

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：SW 建筑整体及主要建筑蓝筹 PB (LF)，2010 年后分位值情况

	中国建 筑	中国 中铁	中国 铁建	中国 交建	中国 电建	中国 中冶	中国 化学	上海 建工	隧道 股份	中国 核建	SW 建筑	沪深 300
22 年 11 月 25 日 PB(倍)	0.7	0.6	0.5	0.6	1.2	0.8	1.0	0.9	0.7	1.5	0.9	1.3
2010 年后分位值	5.8%	1.9%	2.5%	12.4%	54.1%	18.3%	19.8%	4.1%	2.6%	1.6%	9.4%	6.1%
2010 年后最低值(倍)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5	0.7	0.8	0.7	0.6	1.4	0.8	1.2

资料来源：Wind，天风证券研究所

基本面持续改善，转型和业务结构改善持续推进。收入和利润端来看，前三季度大基建央企（八大建筑央企）板块合计收入同比增长 18.70%，归母净利润同比增长 16.57%，展现出基建央企强劲的经营能力；从订单端来看，八大建筑央企在传统基建领域仍实现稳步增长，新能源、化工领域为代表的央企在新领域持续发力。中国电建、中国中铁 22Q1-3 订单同比分别 +48%/+35%，中国电建的新签合同额为同期收入的 2.0 倍，在手订单充沛；中国化学 22Q1-3 订单增速同比 +37%，在 21Q1-3 基数较高的情况下，订单仍保持较高增速；此外，中国铁建、中国交建、中国建筑 22 Q1-3 新签订单同比分别 +18%/+3%/+14%；而中国能建和中国中冶 21 年同期基数较高，但 22Q1-3 订单同比增速仍有 +17%/+7%。近年来，建筑央企在传统基建领域发力外，新能源、化工等新领域也多点开花，从传统的施工商业模式向新能源运营、化工产品生产等领域进行上下游延伸。

表 3：建筑央企累计订单同比增速情况（%）

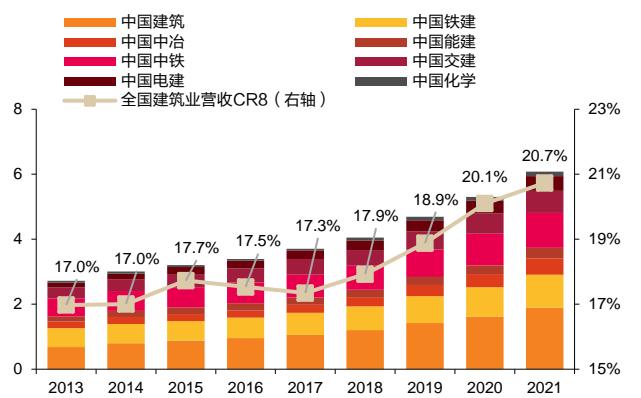
	20FY	21Q1	21H1	21Q1-3	21FY	22Q1	22H1	22Q1-3
中国交建	11%	80%	29%	37%	19%	5%	17%	3%
中国铁建	27%	35%	20%	13%	10%	2%	26%	18%
中国中铁	20%	-2%	19%	8%	4%	84%	17%	35%
中国中冶	29%	61%	32%	25%	18%	14%	5%	7%
中国建筑	12%	32%	21%	26%	12%	13%	14%	14%
中国电建	32%	56%	14%	4%	16%	7%	51%	48%
中国化学	11%	20%	45%	17%	7%	90%	23%	37%
中国能建	11%	91%	58%	45%	51%	0%	10%	17%

注：订单口径均为季度累计新签合同总额，其中中国建筑累计订单不含房地产销售合同金额；

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

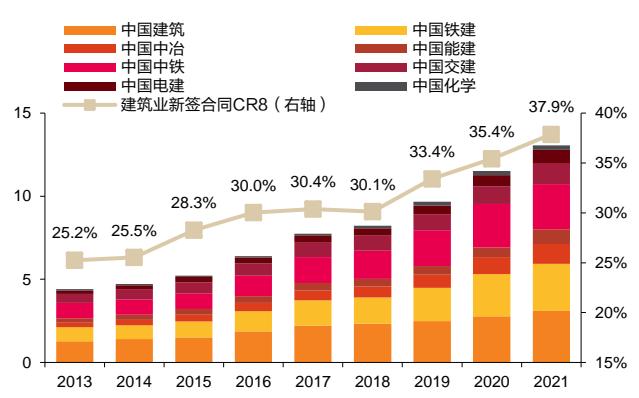
央企竞争优势显著，后续有望加速提升行业集中度。我们从订单和收入两个维度对市占率进行测算，用“新签订单额/建筑行业新签合同额”估算龙头的订单市占率，用“营业收入/建筑行业总收入”来估算龙头企业的收入市占率。从我们的测算来看，截至 2021 年，8 大建筑央企以营收口径测算的市占率为 20.7%，较 2016 年的 17.5% 提升 3.2pct，总体来看，2016 年之前央企市占率提升较为缓慢，2016 年之后市占率加速提升。**从订单市占率的角度来看**，截止 2021 年末，八大建筑央企订单市占率为 37.9%，相较于 2016 年提升 7.8pct，并且订单市占率相比于收入市占率大致高 17pct 左右，虽然从趋势上来看与收入市占率相同，但是提升幅度高于收入市占率，考虑到建筑行业具有订单领先收入的特征，建筑央企新签订单高增长也反映出后续市占率加速提升的趋势。

图 1：营收口径八大建筑央企市占率测算（万亿元）



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 2：新签订单口径八大建筑央企市占率测算（万亿元）

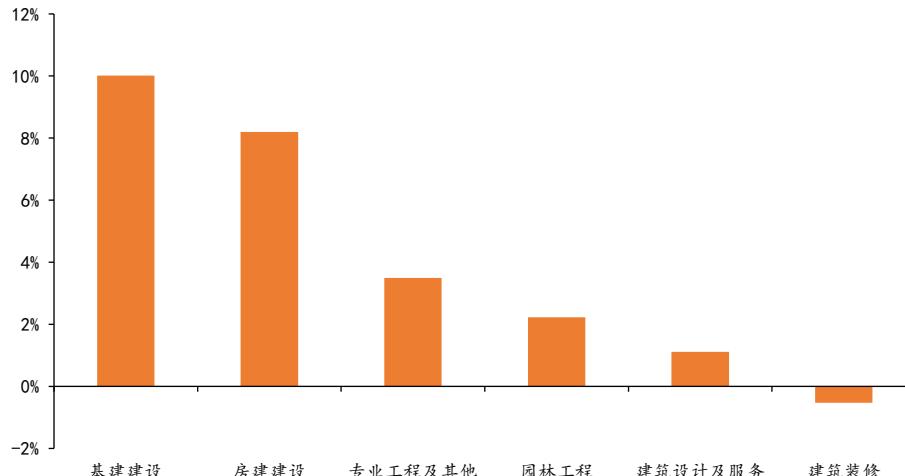


资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

2. 行情回顾

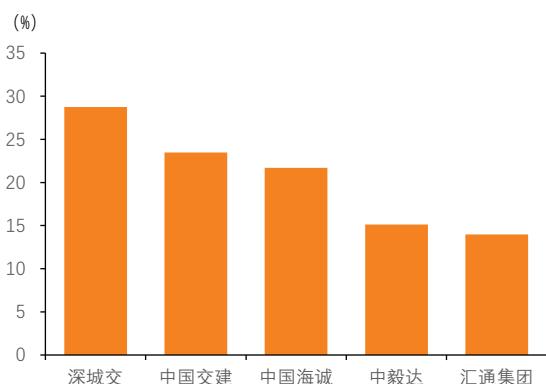
上周建筑（中信）指数上涨 6.61%，沪深 300 指数上涨 0.67%，三级子板块中杨国企蓝筹居多的基建、房建板块涨幅居前，分别录得 10.01%、8.20% 的正收益。个股中深城交（+28.75%）、中国交建（+23.49%）、中国海诚（+21.70%）、中毅达（+15.11%）、汇通科技（+13.97%）涨幅居前。

图 3：中信建筑三级子行业上周（1121-1125）涨跌幅



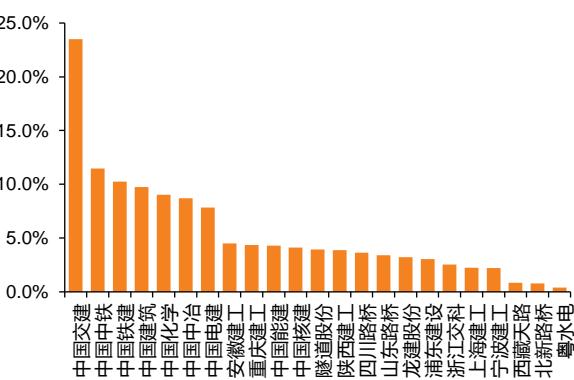
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：建筑个股涨幅前五



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：代表性央企&国企涨跌幅



资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 投资建议

布局细分高景气赛道，重视价值品种动能提升。考虑到 23 年传统基建龙头或在高基数基础上增长动能有所回落，建议重点关注能源基建、专业工程等实际下游需求较好，细分板块景气度偏高的子行业，而涉房融资新规利好低估值板块整体修复，其中建议关注三条主线的投资标的：1) 专业工程：钢结构（鸿路钢构、利柏特），其余建议关注与民生相关的粮食安全（中粮科工）、供热节能（瑞纳智能）、半导体洁净室（亚翔集成、圣晖集成）等细分赛道；2) 建筑+：与新能源相关的中国电建、中国能建、苏文电能（与环保团队联合覆盖）、江河集团等；与化工相关的中国化学、东华科技等，建议关注三维化学；3) 低估值：央企蓝筹中国建筑，高弹性地方国企四川路桥、山东路桥、上海建工，此外重视“一带一路”为国际工程带来的板块性机会。

趋势一：受益需求回暖以及高端制造趋势，重视专业工程景气回升

22 年以来制造业景气度回升明显，我们预计随着疫情影响逐渐减弱，制造业需求复苏趋势延续可期，专业工程领域的龙头公司充分受益，其中四大细分赛道值得关注：1) 钢结构：传统领域钢结构受益于需求回暖以及原材料压力减轻，行业盈利能力稳中向好；2) 粮食安全工程：二十大会议中，粮食安全被提及重要位置，下游粮食仓储物流景气有望贯穿十四五阶段；3) 供热节能工程：受益于双碳及新能源政策，供热节能领域的需求回暖

明显；4) 洁净室工程：洁净室工程行业技术壁垒高，受益于高端制造（半导体、生物医药）景气提升，行业渗透率有望提升。

趋势二：“建筑+”基本面持续兑现，产业链延伸趋势加强

22 年以来分布式光伏装机处于高景气阶段，BIPV 龙头企业森特、江河、东南均有订单落地，但总体来说业务仍处于发展前期，BIPV 龙头向上游组件生产延伸或成为趋势，此外绿电、储能等领域的景气有望贯穿十四五，产业链布局值得期待。当前己二腈、PBAT 等实业逐步迈入收获期，而龙头依托于传统化工工程优势向稀土顺丁橡胶、储能（熔盐储热、空气储能）、锂电材料等新领域不断拓展，化工向实业领域发展的范围有望进一步拓宽。

趋势三：重点关注基建结构性机会，央国企业绩释放动能增强

我们预计 22 年广义/狭义基建增速分别为 9.62%/7.05%，23 年广义/狭义基建增速分别为 5.78%/4.91%，传统基建投资或仍能保持个位数增长，真实需求主导的能源基建增速仍有望超过传统基建增速，23 年仍能维持 10%左右增长；此外，农村水利有望成为下一阶段以县城和农村为载体的基建建设的主要发力点，疫情防控、粮食安全等领域的民生基建需求亦值得重视。进入 23 年，涉房企业融资放开有望激发央国企发展动能，建筑央企中除中国建筑外都将满足融资新规要求，浦东建设、重庆建工、上海建工、隧道股份、安徽建工等地方国企亦受益，因此后续对于有融资诉求的央国企，其市值诉求或进一步提升，低估值板块整体业绩释放的意愿或有望提升。

4. 风险提示

基建&地产投资超预期下行：我们预计 2022H1 专项债的密集发行以及基建相关利好政策的密集出台推动今年下半年基建形成实物工作量，有望带动下半年基建景气度维持高位，若基建投资超预期下行，则宏观经济压力或进一步提升；

新能源&化工业务拓展不及预期：我们认为 2022 年是“建筑+新能源”、“建筑+化工”兑现成长逻辑的关键年份，若新能源和化工业务拓展不及预期，一定程度上会对公司的业绩和估值均有较大影响；

央企、国企改革提效进度不及预期：我们认为建筑央企、国企积极进行变革，通过横向拓展业务范围，纵向整合产业链下游，大股东增持改善上市公司经营效率，成本管理等措施，理顺业务发展脉络，改革激发内在增长活力，预计 2022 年地方国企仍有望体现高业绩弹性，后续激励、分红政策等有望成为估值提升催化剂，但若央企、国企改革提效进度不及预期，则对公司的利润和分红造成一定影响。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com