

建筑装饰行业深度报告

建筑央企：估值多重催化，基本面共振向上

增持（维持）

投资要点

- **基本面持续优化中：市场份额稳步提升，降杠杆成效显现。**（1）建筑央企订单和收入端与宏观经济周期紧密相关，呈现周期性，收入增速趋势基本与基建投资同步，订单增速领先基建投资2-3个季度左右。（2）近年来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，订单占比持续增加，反映建筑央企市场份额稳步提升。在行业增速回落的背景下，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。（3）近年来央企推进降杠杆减负债防风险工作，负债率较2015年已有明显的下降，资本结构优化，降杠杆也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。随着央企转向稳杠杆和融资端约束政策的放松，建筑央企ROE和中长期成长性有望进一步打开。（4）此外随着房企流动性风险的改善、减值影响减小，净利率也有望迎来修复。
- **估值底部回升：整体估值仍明显低于历史中枢。**（1）历史复盘：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。涨幅大的主题性行情一般由政策触发。（2）当前估值仍明显低于历史中枢：当前建筑央企估值仍处于2012年以来的底部区域，多数标的的市净率处于历史区间25%分位数以下，市盈率处于历史区间25%分位数左右。相对沪深300指数，当前主要建筑央企标的的相对估值水平处于历史底部区域，同等财务指标的前提下，国内建筑央企市盈率估值明显低于海外建筑龙头。
- **基建链条景气维持高位，建筑央企估值迎多重催化。**（1）经济上行动能不足，稳增长仍是核心政策导向，“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力”，“发挥投资的关键作用”，交通等传统基础设施和新型基础设施仍是重点支持方向，随着宏观政策工具效能有望进一步释放，支撑基建投资继续加速和实物需求落地。（2）证监会首提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。（3）明年有望召开第三届“一带一路”国际合作高峰论坛，建筑央企作为“走出去”的主力军，中国交建、中国电建、中国化学、中国能建等公司2021年海外收入和订单占比均达到10%以上，其海外业务有望迎来新的开拓机遇。（4）国内公募REITs政策持续落地，加速市场机制完善和规模扩大，有利于当前持有较多运营类基建资产的央企提供存量优质资产的市场化退出路径，利好运营类资产价值重估。
- **投资建议：**建筑央企估值处10年历史估值底部，与此同时集中度持续提升，当前稳增长主线清晰，基建市政链条景气高位。（1）看好估值仍处历史低位、业绩稳健的建筑龙头央企估值持续修复机会，建议关注中国交建、中国中铁、中国铁建、中国建筑等；（2）看好需求结构有亮点，绿电运营加速成长的估值提升机会，建议关注中国电建、中国能建
- **风险提示：**宏观政策变化、在手订单落地不及预期、新业务开拓不及预期的风险。

2022年12月11日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

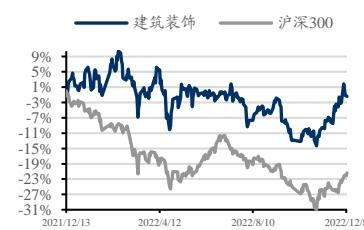
fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书：S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《继续看好低估值建筑央企估值修复》
2022-12-04

《降准利好稳增长链条，继续看好板块估值修复》
2022-11-27

2022-12-04

内容目录

1. 基本面持续优化：市场份额稳步提升，降杠杆成效显现	5
1.1. 订单和收入反映宏观周期性，但龙头份额稳定提升	5
1.2. 建筑央企降杠杆成效显现，负债率和财务费用率明显下降	7
2. 估值底部回升：整体估值仍明显低于历史中枢	10
2.1. 历史复盘：超额收益发生在宽货币至宽信用阶段，大级别行情由政策触发	10
2.2. 当前估值仍明显低于历史中枢	14
3. 基建链条景气维持高位，建筑央企估值迎多重催化	16
3.1. 稳增长实物需求进入落地期，基建链条景气维持高位	16
3.2. 监管层连续表态央国企估值，“一带一路”迎来新机遇，有望推动建筑央企估值修复 ...	19
3.3. 基础设施 REITs 落地利好运营类资产价值重估	20
4. 投资建议	22
5. 风险提示	23

图表目录

图 1: 中国交建收入增速与订单增速及宏观投资增速对比.....	5
图 2: 中国铁建收入增速与订单增速及宏观投资增速对比.....	5
图 3: 中国电建收入增速与订单增速及宏观投资增速对比.....	6
图 4: 中国建筑收入增速与订单增速及宏观投资增速对比.....	6
图 5: 建筑央企新签额在建筑业中的占比 (由内到外依次为 2020 年、2021 年、2022Q1-Q3)	6
图 6: 剔除营改增的影响, 建筑央企毛利率较为稳定.....	7
图 7: 中国电建投资运营业务毛利率对比.....	7
图 8: 中国能建投资运营业务毛利率对比.....	7
图 9: 四家建筑央企的资产负债率明显下降.....	8
图 10: 四家建筑央企的带息债务比率有所降低.....	8
图 11: 中国交建收入财务费用率和净利率对比宏观利率.....	8
图 12: 中国铁建收入财务费用率和净利率对比宏观利率.....	8
图 13: 中国电建收入财务费用率和净利率对比宏观利率.....	9
图 14: 中国建筑收入增速与订单增速与宏观投资增速对比.....	9
图 15: 四家建筑央企的财务费用率.....	9
图 16: 四家建筑央企的资产及信用减值损失占净利润的比例.....	9
图 17: 四家建筑央企 ROE (TTM) 对比	10
图 18: 建筑央企在宏观投资上行前期有一定超额收益.....	11
图 19: 建筑央企在宽货币的前期有一定的超额收益.....	11
图 20: 建筑央企在利率显著上行期有一定的负超额收益.....	12
图 21: 建筑龙头央企几轮主要机会的宏观、政策和行业基本面背景.....	12
图 22: 几轮主要机会的宏观、政策和行业基本面背景.....	12
图 23: 八大建筑央企 PB 估值处于历史区间的水平	14
图 24: 八大建筑央企 PE 估值处于历史区间的水平	14
图 25: 建筑板块市净率低于 2012 年以来 25% 分位数	15
图 26: 建筑板块市盈率低于 2012 年以来 25% 分位数	15
图 27: 建筑央企相对于沪深 300 指数整体的市净率情况.....	15
图 28: 建筑央企相对于沪深 300 指数整体的市盈率情况.....	15
图 29: 海外主要建筑龙头企业市盈率估值情况.....	16
图 30: 海外主要建筑龙头企业市净率估值情况.....	16
图 31: 2022 年名义和实际 GDP 同比增速明显下行 (%)	16
图 32: M2 同比增速明显加快, 但社融未明显放量 (%)	16
图 33: 地产投资持续下行, 但基建投资明显加速.....	17
图 34: 专项债累计发行节奏明显快于往年 (亿元)	17
图 35: 美欧制造业 PMI 走弱显示经济景气下行 (%)	17
图 36: 我国进出口金额单月增速明显放缓.....	17
图 37: 基建投资三大类行业同比增速.....	19
图 38: 水泥发货量与直供量占比反映重点工程实物需求已经开始落地.....	19
图 39: 2021 年八大建筑央企营收境内外比重.....	20
图 40: 2021 年八大建筑央企订单境内外比重.....	20

表 1: 宏观投资、货币和信用、利率指标与建筑央企收益率的关联.....	10
表 2: 政策性开发性金融工具对接项目主要集中在交通、市政和产业园区领域（以浙江省部分披露的项目为例）.....	18
表 3: 主要建筑上市公司特许经营权账面价值.....	21
表 4: 2020 年以来公募 REITs 市场相关政策梳理	21
表 5: 建筑央企参与 REITs 产品发行情况	22
表 6: 建筑央企重点公司盈利预测与估值表.....	23

1. 基本面持续优化：市场份额稳步提升，降杠杆成效显现

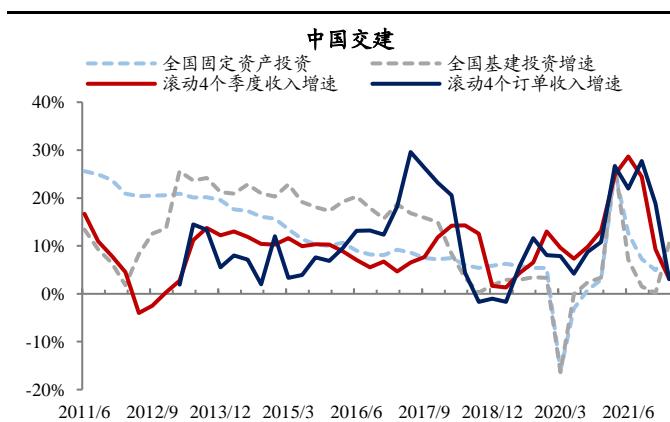
1.1. 订单和收入反映宏观周期性，但龙头份额稳定提升

建筑央企订单和收入端与宏观经济周期紧密相关，反映其周期性。一方面，工程总承包是当前主要业务模式，且以交通、市政为代表的传统基建以及房建订单在典型建筑央企订单中占较高比重，同时在固定资产投资中占比稳定。另一方面，上述领域项目门槛和专业性要求一般，市场竞争程度较高，龙头企业订单获取与收入端、毛利率表现受行业周期影响较大。

建筑央企收入增速趋势基本与基建投资同步，订单增速领先基建投资 2-3 个季度左右。其中虽然中国建筑订单结构中房建的比重高于基建比重，但与宏观投资波动也显现了较强的一致性，原因在于市政房建投资在每轮宽信用稳增长周期中跟随基建投资和地产投资的加速也有显著的扩张。

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 Q1-3 八大建筑央企新签合同额在行业中占比分别达到 34.7%/38.9%/43.4%，集中度不断提升。

图1：中国交建收入增速与订单增速及宏观投资增速对比



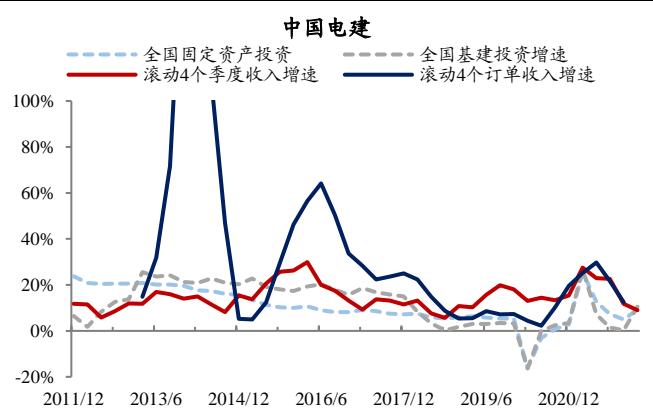
数据来源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

图2：中国铁建收入增速与订单增速及宏观投资增速对比



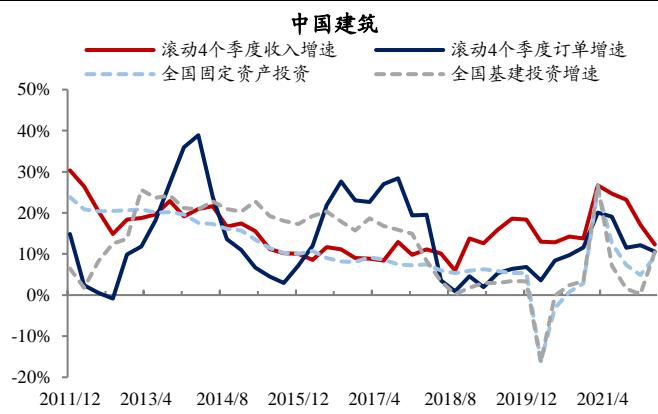
数据来源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

图3：中国电建收入增速与订单增速及宏观投资增速对比



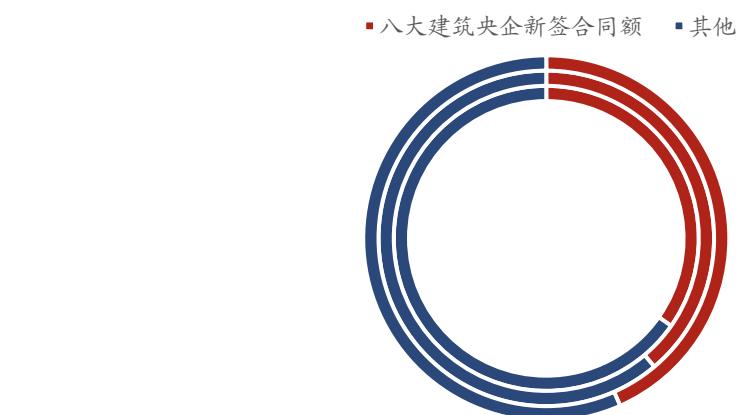
数据来源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

图4：中国建筑收入增速与订单增速及宏观投资增速对比



数据来源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

图5：建筑央企新签额在建筑业中的占比（由内到外依次为2020年、2021年、2022Q1-Q3）



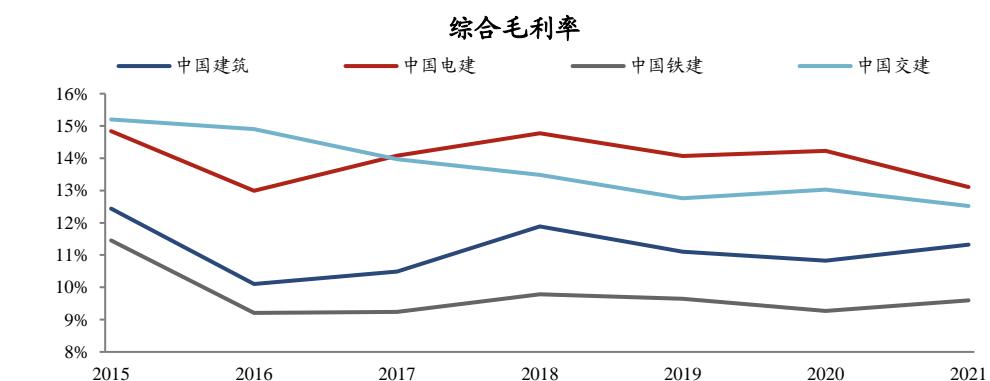
数据来源：Wind、东吴证券研究所

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。

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。

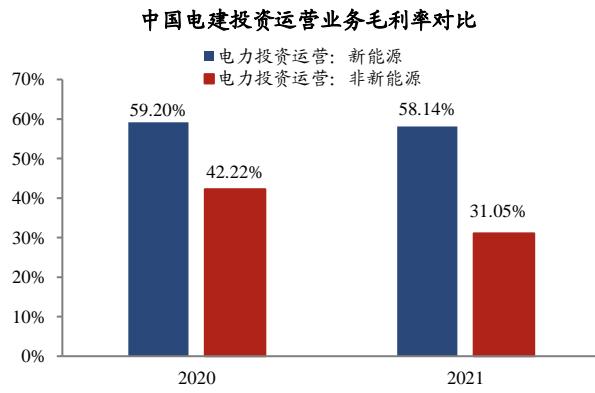
此外新基建领域毛利率高于传统领域，中国电建投资运营业务中新能源类项目的毛利率显著高于非新能源类，中国能建的投资运营业务中综合交通、新能源及综合智慧能源业务的毛利率也显著高于生态环保类。

图6：剔除营改增的影响，建筑央企毛利率较为稳定



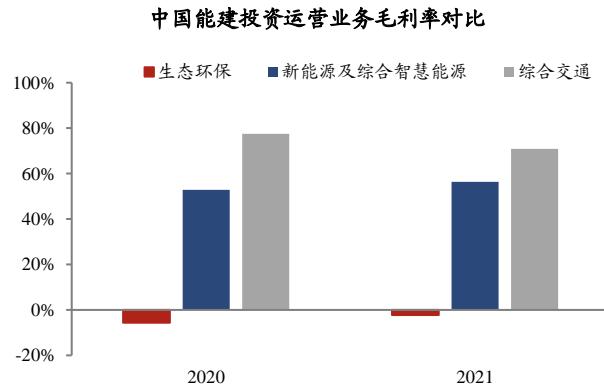
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图7：中国电建投资运营业务毛利率对比



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图8：中国能建投资运营业务毛利率对比

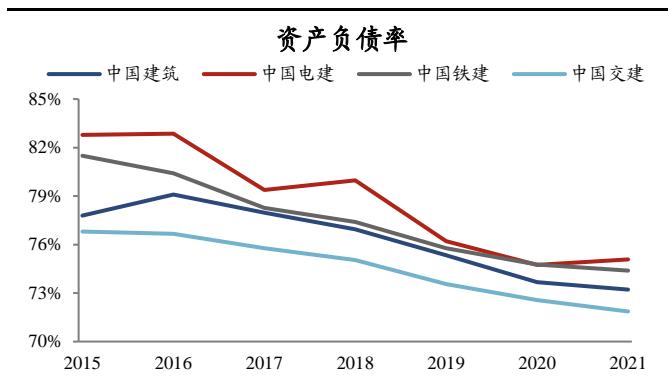


数据来源：Wind、东吴证券研究所

1.2. 建筑央企降杠杆成效显现，负债率和财务费用率明显下降

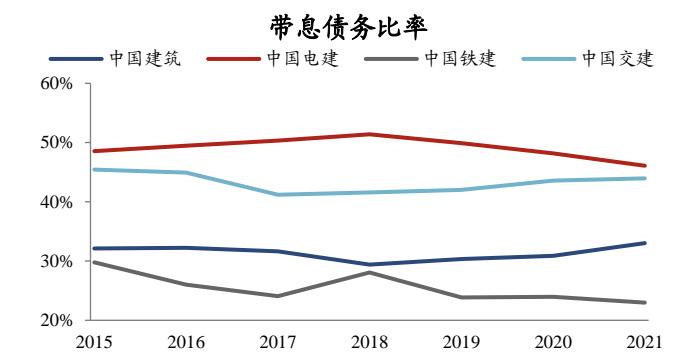
建筑央企降杠杆减负债成效显现，负债率较 2015 年已有明显的下降，资本结构优化。(1) 2017 年 8 月国务院常务会议部署降低央企负债率工作，提出我国要多渠道降低企业债务，首次提出要建立严格的分行业负债率警戒线管理制度，对高于警戒线的企业在年度经营业绩考核中增加资产负债率的权重。(2) 国资委也从 2017 年以来全面推进央企降杠杆减负债防风险工作。其中重点是分类管控负债率，国资委专门出台了降低负债率的指导意见，提出 11 条具体措施，制定了负债率分类管控方案，按照管控线和警戒线实施分类管控，与中央企业逐户签订三年负债率的目标。(3) 2021 年 1 月，国资委在央企经济运行情况新闻发布会上提出，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。

图9：四家建筑央企的资产负债率明显下降



数据来源: Wind、公司公告、东吴证券研究所

图10：四家建筑央企的带息债务比率有所降低



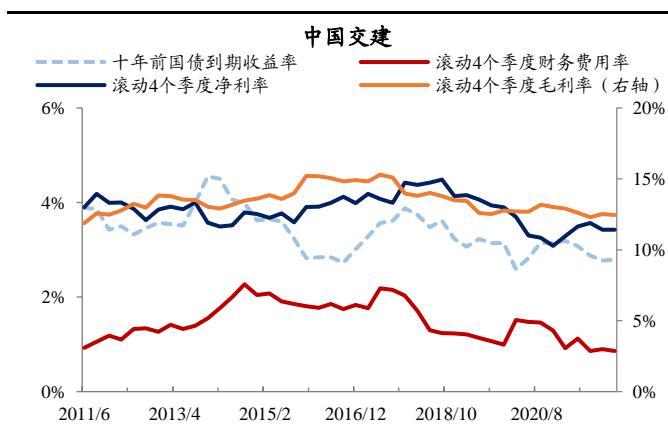
数据来源: Wind、公司公告、东吴证券研究所

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。

(1) 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。

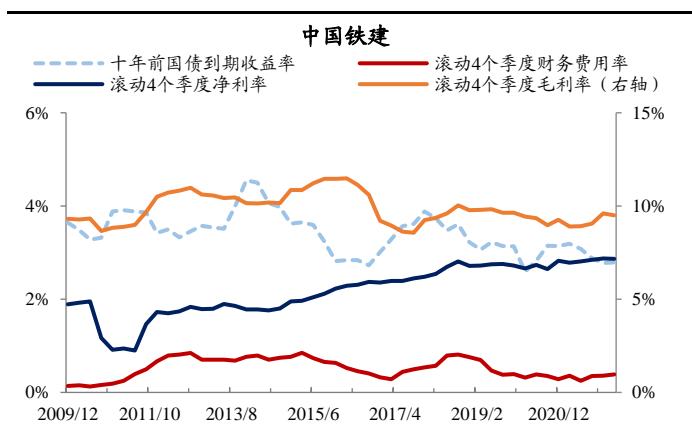
(2) 财务费用的影响呈现明显的周期性，源于宏观利率的波动对企业负债端融资成本的影响。2016年以前，建筑央企净利率与财务费用率有一定的负相关性，反映融资成本是决定利润率的主要因素。2016年以后，财务费用率随宏观利率呈现下行趋势，但净利率改善的弹性较弱，受到毛利率波动影响。

图11：中国交建收入财务费用率和净利率对比宏观利率



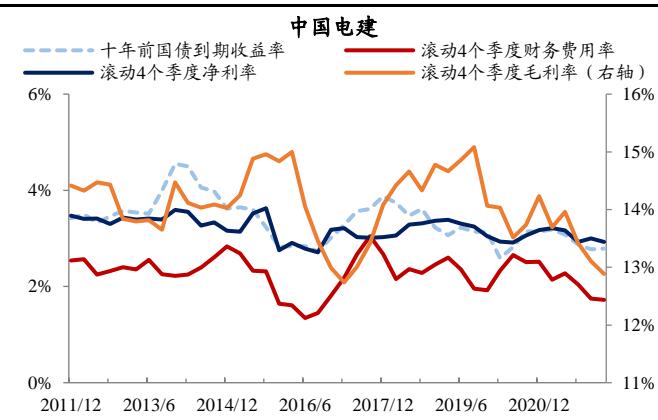
数据来源: Wind、公司公告、东吴证券研究所

图12：中国铁建收入财务费用率和净利率对比宏观利率



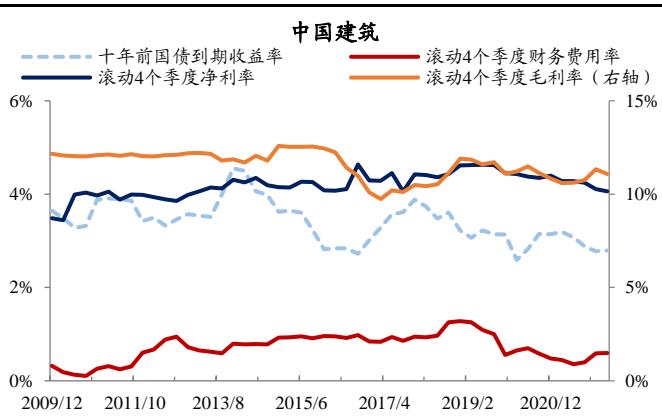
数据来源: Wind、公司公告、东吴证券研究所

图13：中国电建收入财务费用率和净利率对比宏观利率



数据来源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

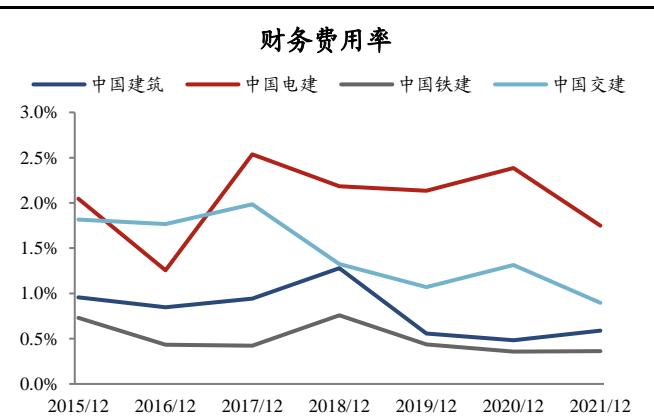
图14：中国建筑收入增速与订单增速与宏观投资增速对比



数据来源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

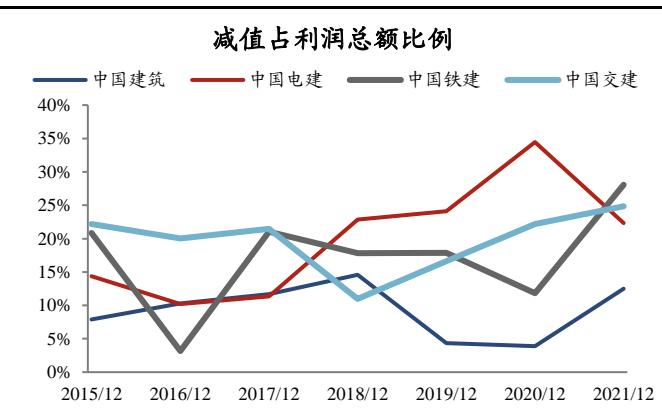
2020年以来下游房企信用风险逐步暴露等因素导致减值损失对利润端的侵蚀加剧，随着房企流动性风险的改善，净利率也有望迎来修复。(1)一方面，客户信用风险的暴露导致房建业务比重相对较高的上市公司合同资产或合同履约成本计提减值的比重加大，另一方面，以单项计提坏账准备增多导致公司信用减值损失大幅增加。(2)2022年11月以来地产纾困和支持政策密集落地，有利于房企流动性风险的化解和保交楼任务的完成，同时也将有助于地产产业链信心的修复。若后续下游房企信用风险改善，建筑央企净利率也有望迎来修复。

图15：四家建筑央企的财务费用率



数据来源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

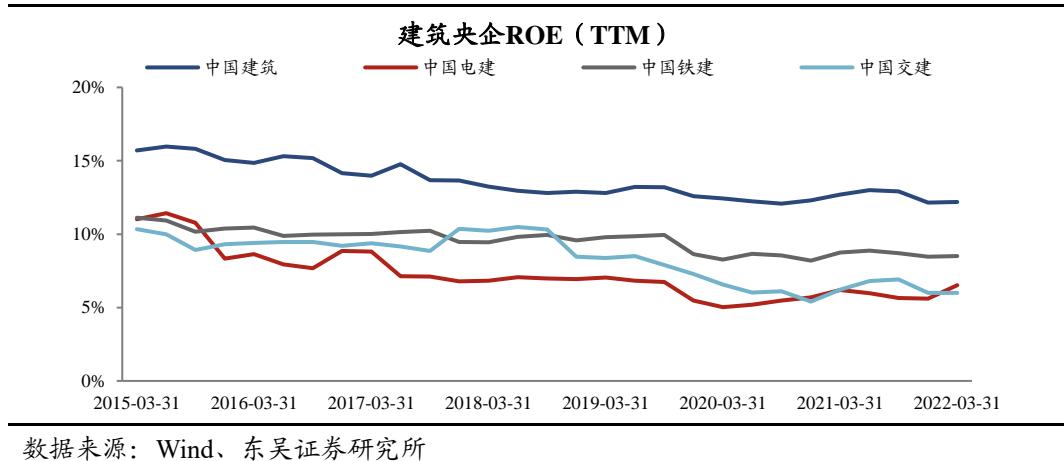
图16：四家建筑央企的资产及信用减值损失占净利润的比例



数据来源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

建筑央企近年来主动降低杠杆率影响规模扩张和ROE水平，随着财务杠杆率企稳，公司ROE和中长期成长性有望增强。近期证监会也表态放松房企涉房企业融资，尽管当前多数建筑央企PB估值有待修复至1倍以上，但长期来看融资条件的放松有利于降低负债率，优化资本结构，利好中长期扩张。

图17：四家建筑央企 ROE (TTM) 对比



2. 估值底部回升：整体估值仍明显低于历史中枢

2.1. 历史复盘：超额收益发生在宽货币至宽信用阶段，大级别行情由政策触发

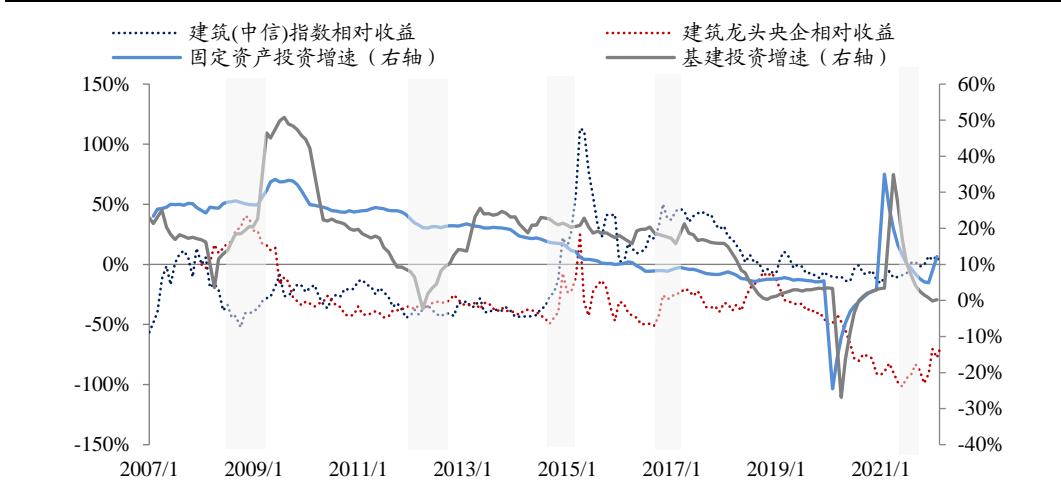
建筑央企的超额收益一般发生在经济下行见底期，即经济下行速度加快，宽货币开启的阶段。**(1)**反映在宏观指标上，M2 同比增速出现止跌回升，宏观投资（固定资产投资/基建投资）增速见底回升。**(2)**建筑央企负超额收益一般发生在经济上行动力较强的阶段。反映在 M1 同比增速和宏观利率均显著上行。**(3)**若剔除行业重磅政策变化或主题性投资，宏观周期波动一般会带来建筑央企 1-3 个季度超额收益。

表1：宏观投资、货币和信用、利率指标与建筑央企收益率的关联

宏观变量	典型指标	建筑央企收益率与其的关联
投资	固定资产投资、基建投资	建筑央企在宏观投资增速见底回升的前期有一定超额收益，拐点基本与基建投资增速同步或略有领先
货币和信用	M1 增速、M2 增速、社融	建筑央企在宽货币的前期有一定超额收益。
利率	十年期国债到期收益率	宏观利率上行期，建筑央企有一定的负超额收益。

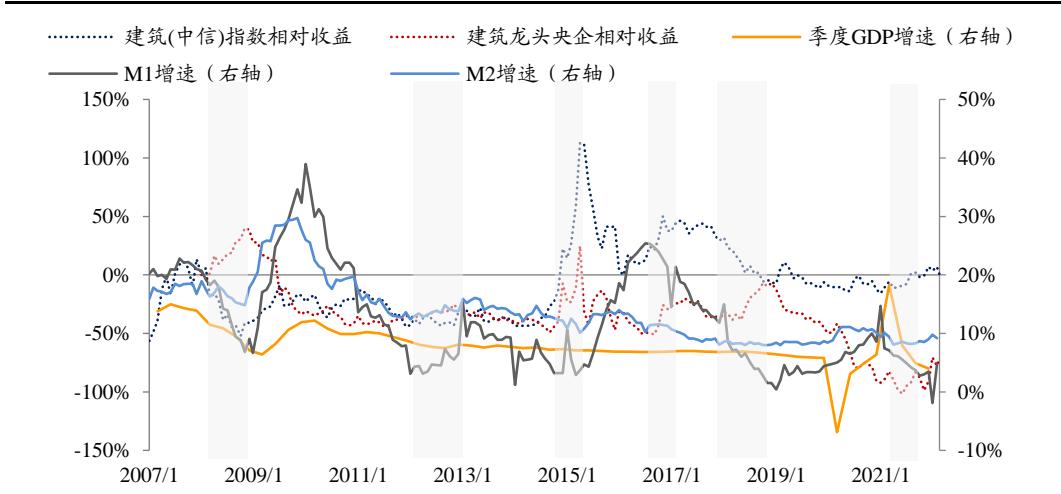
数据来源：东吴证券研究所

图18：建筑央企在宏观投资上行前期有一定超额收益



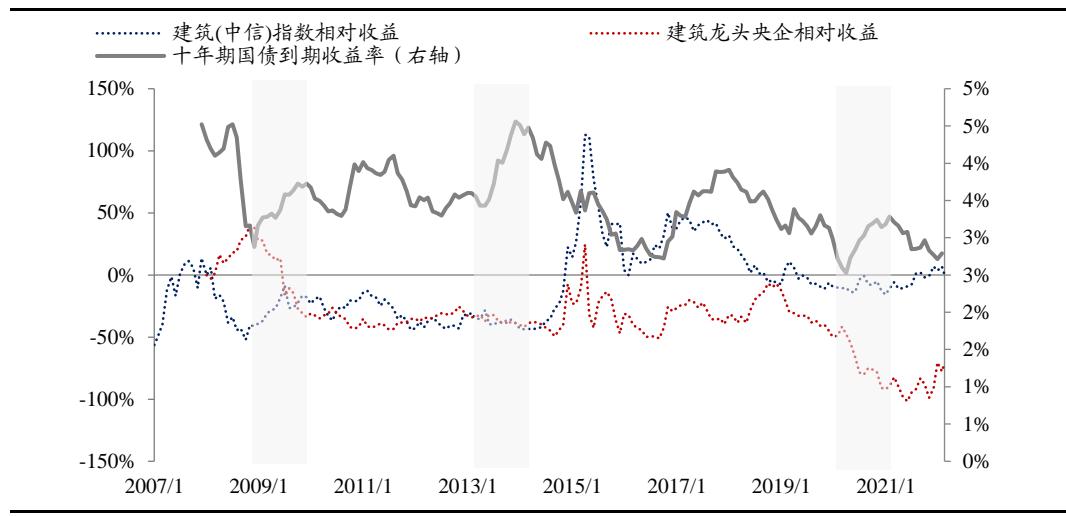
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图19：建筑央企在宽货币的前期有一定的超额收益



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图20：建筑央企在利率显著上行期有一定的负超额收益



数据来源：Wind、东吴证券研究所

涨幅大的主题性行情一般由政策触发。除了宏观周期对建筑央企的基本面和估值带来影响，产生周期性超额收益以外，建筑央企在历史上也数次发生涨幅大的主题性行情，一般是由宏观与市场层面共振，或者由影响重大的行业政策触发。典型的行情包括“四万亿投资计划”触发的2008Q2-Q4行情，以及一带一路倡议触发的2014Q3-2015Q1和2016Q3-2017Q1两轮行情。

图21：建筑龙头央企几轮主要机会的宏观、政策和行业基本面背景

	中信建筑指 数绝对收益	建筑指数相 对收益	建筑龙头央 企绝对收益	建筑龙头央 企相对收益	季度 GDP 增速	固定资产投 资增速	基建投资增速
2008Q2	-23.9%	2.5%	-11.8%	14.5%	10.9%	26.8%	16.3%
2008Q3	-7.3%	13.0%	2.7%	23.0%	9.5%	27.6%	19.3%
2008Q4	3.5%	18.6%	3.8%	18.9%	7.1%	26.6%	22.7%
2014Q4	67.3%	43.5%	177.6%	153.8%	7.3%	15.7%	20.3%
2016Q3	9.7%	6.2%	4.2%	0.7%	6.8%	8.2%	17.9%
2016Q4	13.7%	12.2%	32.8%	31.3%	6.9%	8.1%	15.7%
2017Q1	6.0%	3.7%	8.1%	5.8%	7.0%	9.2%	18.7%
2021Q3	12.1%	13.1%	26.0%	27.0%	4.9%	7.3%	1.5%
2021Q4	4.7%	0.1%	-0.6%	-5.1%	4.0%	4.9%	0.2%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

图22：几轮主要机会的宏观、政策和行业基本面背景

	M2 增 速	M1 增速	社融存 量增速	十年期国 债到期收 益率	央行货币政 策执行报告 经济表述	政治局会议通 稿表述
2008Q2	17.4%	16.8%		4.5%	坚持“区别对待、有保有压”，引导金 融机构加大对“三农”、小企业和灾后 恢复重建等重点领域和薄弱环节的信 贷投入	

					实行适度宽松的货币政策，确保货币信贷稳定增长及金融体系流动性充足，促进经济平稳较快增长，支持扩大内需，维护币值稳定和金融稳定，加大金融对经济增长的支持力度。
2008Q3	15.8%	11.4%	3.7%		把促进经济平稳较快发展作为金融宏观调控的首要任务，认真执行适度宽松的货币政策，确保银行体系流动性充足，促进货币信贷合理平稳增长，引导金融机构优化信贷资金投向。
2008Q4	15.8%	8.1%	20.5%	2.8%	牢牢把握发展大势，全面深化改革，保持宏观政策连续性和稳定性，创新宏观调控思路和方式，有针对性进行预调微调，扎实做好各项工作，实现了经济社会持续稳步发展，经济发展形势总体是好的。
2014Q4	11.7%	3.2%	14.3%	3.6%	坚持稳中求进工作总基调和宏观政策要稳、微观政策要活的总体思路，更加主动适应经济发展新常态，把转方式调结构放在更加重要位置
2016Q3	11.0%	25.1%	12.5%	2.7%	结构性改革营造中性适度的货币金融环境，在保持流动性合理充裕的同时，注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险
2016Q4	11.5%	22.6%	12.8%	3.0%	要针对当前经济发展新常态特征更加明显的实际，继续坚持适度扩大总需求，以推进供给侧结构性改革为主线，注重预期引导，要深化、细化、具体化政策组合，加大工作落实力度，确保实现今年经济社会发展预期目标，确保实施“十三五”规划良好开局。
2017Q1	11.5%	18.2%	15.7%	3.3%	进一步完善调控模式，强化价格型调节和传导，完善宏观审慎政策框架，畅通政策传导渠道和机制，抑制资产泡沫，
					贯彻落实创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，坚持以提高发展质量和效益为中心，保持政策的连续性和稳定性，继续实施稳健中性的货币政策，着力增强金融支持供给侧结构性改革力度。
2021Q3	8.3%	4.3%	10.0%	2.9%	全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，及时解决经济运行中的突出矛盾和问题，确保经济平稳健康发展，确保供给侧结构性改革得到深化，确保不发生系统性金融风险。
					完善货币供应调控机制，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配

2021Q4	8.7%	3.1%	10.3%	2.8%
--------	------	------	-------	------

发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，注重充分发力、精准发力、靠前发力，既不搞“大水漫灌”，又满足实体经济合理有效融资需求

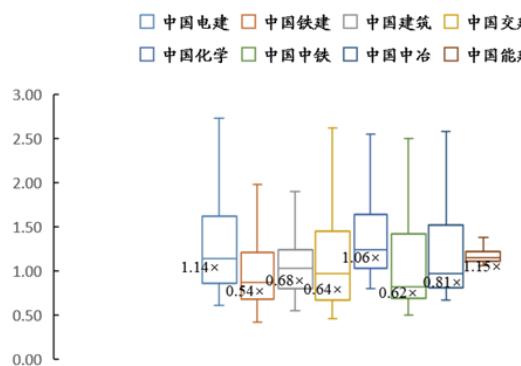
经济工作要稳字当头、稳中求进。宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。

数据来源：Wind、中国人民银行、新华社、东吴证券研究所整理

2.2. 当前估值仍明显低于历史中枢

与历史估值相比，当前建筑央企估值仍处于 2012 年以来的底部区域，多数标的的市净率处于历史区间 25% 分位数以下，市盈率处于历史区间 25% 分位数左右。与此同时，建筑板块（中信）市净率处于 2012 年以来的 25% 分位数左右，建筑板块（中信）市盈率则略高于中位数。

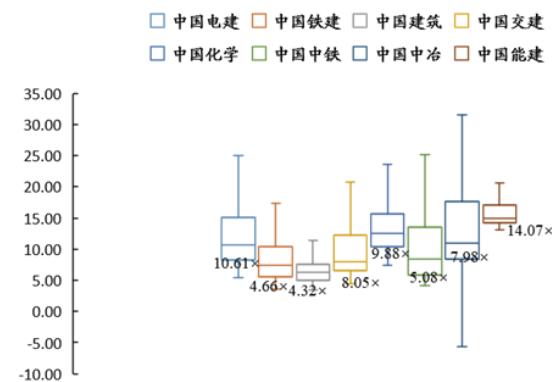
图23：八大建筑央企 PB 估值处于历史区间的水平



注：“x”标注当前 PB，其他横线分别表示区间最大、75%分位数、中位数、25%分位数、最小值，样本区间 2012/3/9-2022/12/07

数据来源：Wind、东吴证券研究所

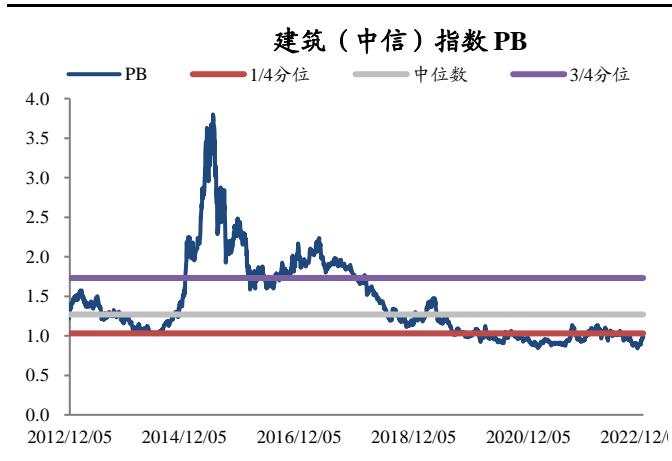
图24：八大建筑央企 PE 估值处于历史区间的水平



注：“x”标注当前 PE，其他横线分别表示区间最大、75%分位数、中位数、25%分位数、最小值，样本区间 2012/3/9-2022/12/07

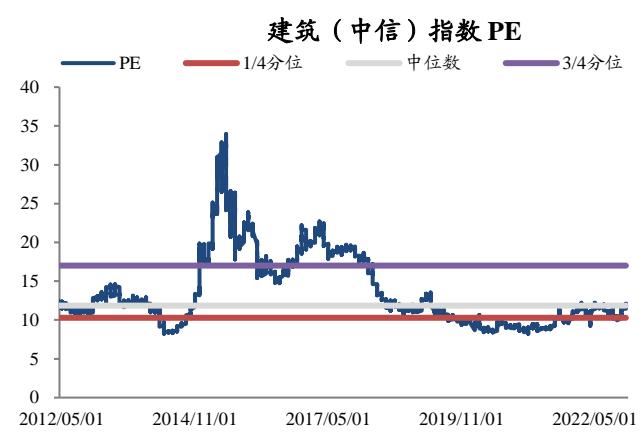
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图25：建筑板块市净率低于 2012 年以来 25%分位数



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图26：建筑板块市盈率低于 2012 年以来 25%分位数



数据来源：Wind、东吴证券研究所

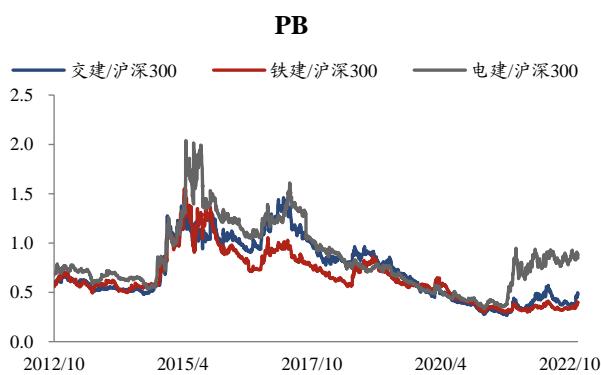
建筑央企相对于全市场以及其他海外企业的相对估值仍处偏低水平。

(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。

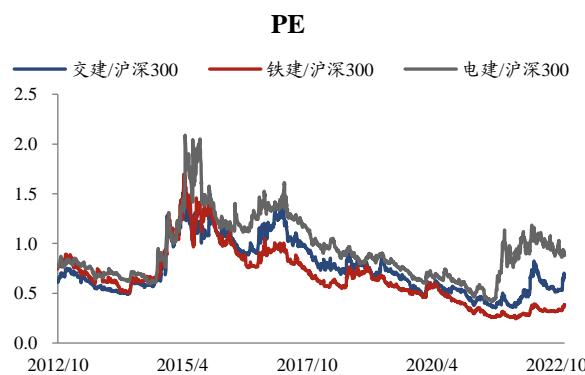
(2) 同等财务指标的前提下，国内建筑央企市盈率估值也低于海外建筑龙头：海外主要建筑龙头上市公司市盈率平均值为 15 倍左右，市净率平均值为 2.5 倍左右。市盈率估值较高的 VINCI 和 AECOM 主要特点是持续且较为稳定的盈利增速，市净率估值较高的 Hochtief 和 AECOM 主要特点是较低的杠杆率。从 ROE 和业绩增速的角度，海外建筑龙头上市公司指标均低于建筑央企，国内建筑央企与 VINCI 可比度更高。

图27：建筑央企相对于沪深 300 指数整体的市净率情况

图28：建筑央企相对于沪深 300 指数整体的市盈率情况

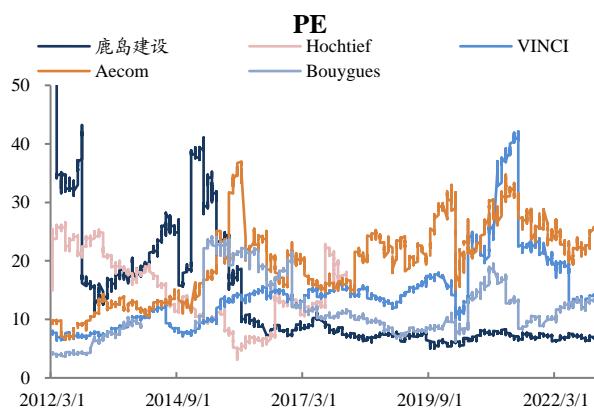


数据来源：Wind、东吴证券研究所



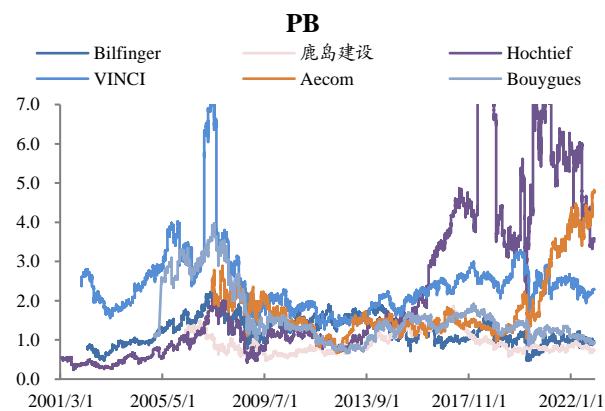
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图29：海外主要建筑龙头企业市盈率估值情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图30：海外主要建筑龙头企业市净率估值情况



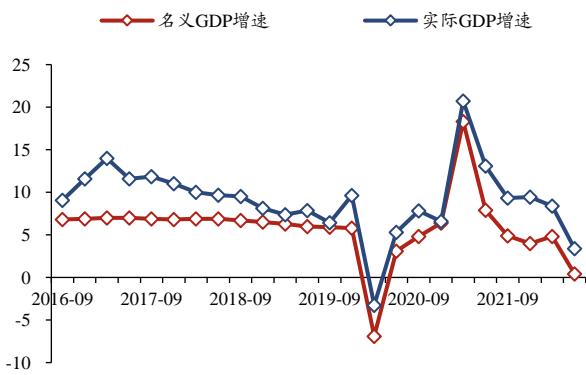
数据来源：Wind、东吴证券研究所

3. 基建链条景气维持高位，建筑央企估值迎多重催化

3.1. 稳增长实物需求进入落地期，基建链条景气维持高位

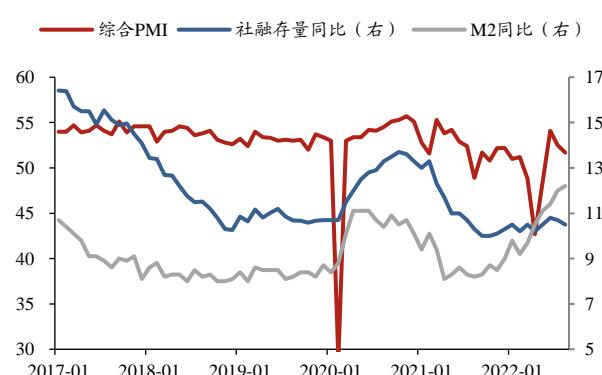
经济上行动能不足，稳增长仍是核心政策导向。**(1) 经济复苏动能不足，外需风险加大：**外部环境方面，发达经济体通胀粘性较强，收紧货币政策的取向短期仍可能延续，全球经济复苏动能趋弱，近期 IMF 再次下调 2023 年全球经济同比增速 0.2 个百分点至 2.7%。内部环境方面，国内经济恢复发展的基础还不牢固，经济增速处在低位，社融和信贷数据反映信用扩张动能较弱。**(2) 稳增长是宏观政策核心导向：**12 月 6 日政治局会议提出“2023 年要坚持以经济建设为中心，坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力。要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用”。11 月 22 日国务院常务会议继续提出“要深入落实稳经济一揽子政策措施，稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现较好结果”。

图31：2022年名义和实际GDP同比增速明显下行(%)



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图32：M2同比增速明显加快，但社融未明显放量(%)



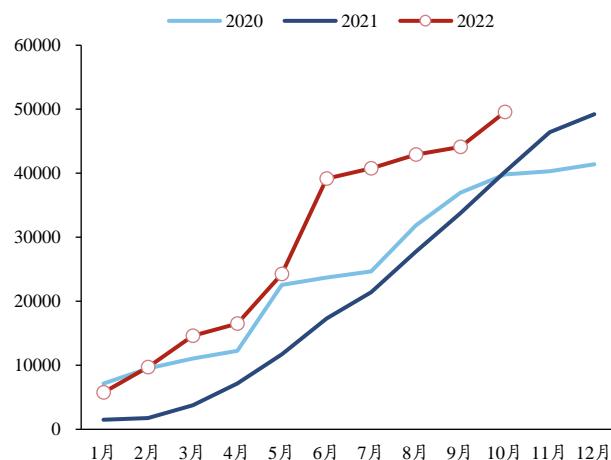
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图33：地产投资持续下行，但基建投资明显加速



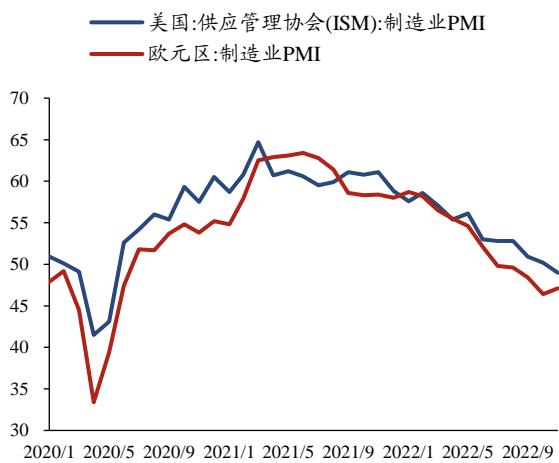
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图34：专项债累计发行节奏明显快于往年（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图35：美欧制造业PMI走弱显示经济景气下行（%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图36：我国进出口金额单月增速明显放缓



数据来源：Wind、东吴证券研究所

稳增长政策以扩大有效投资为核心着力点，聚焦“推动重大项目加快建设、加快设备更新改造落地、稳定和扩大消费”等方面。下半年“接续发力”继续推出增量政策工具，进入集中落地期。财政政策方面，2022年以来预算内支出中基建类支出占比较去年同期明显提升；类财政工具方面，截至2022年10月末，两批金融工具合计已投放7400亿元，各银行为金融工具支持的项目累计授信额度已超3.5万亿元。

交通等传统基础设施和新型基础设施是支持重点。（1）7月29日国务院常务会议指出，支持的项目要符合“十四五”等规划，既利当前又惠长远，主要投向交通、能源、物流、农业农村等基础设施和新型基础设施，不得用于土地储备和弥补地方财政收支缺口等。（2）8月31日国常会提出将老旧小区改造、省级高速公路等纳入政策性开发性金融工具支持的领域。（3）财政部在政策例行吹风会表示专项债结存余额将重点支持交通

基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施，市政和产业园区基础设施，国家重大战略项目、保障性安居工程，以及新能源项目和新型基础设施项目建设。预计在结构中传统基建仍然占据重要的位置，新型基建则有望在体量上具备更大的弹性。

表2：政策性开发性金融工具对接项目主要集中在交通、市政和产业园区领域（以浙江省部分披露的项目为例）

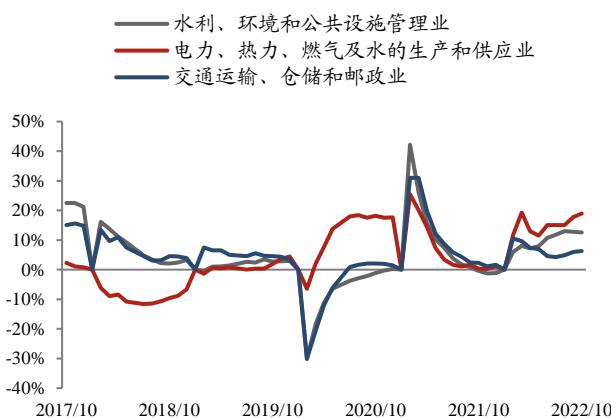
项目	项目类型	放款主体	基金投资额	项目总投资
浙西南江海联运中心港建设	水运	国开行	3.00亿元	25亿元
曹娥江引水工程慈溪中部通道基础设施配套工程	水利	农发行	1.32亿元	13亿元
苏台高速公路南浔至桐乡段及桐乡至德清联络线（二期）	公路	国开行	1.38亿元	180亿元
甬舟高速公路复线金塘至大沙段工程	公路	农发行	10.75亿元	109亿元
新建宁波至舟山铁路	铁路	国开行	23.67亿元	270亿元
新建铁路南通至苏州至嘉兴至宁波项目(浙江段)	铁路	国开行	15.52亿元	599亿元
杭州萧山机场站枢纽及接线工程	航运	国开行	25.80亿元	383亿元
东苕溪防洪后续西险大塘达标加固工程(杭州市段)	水利	国开行	5.00亿元	58亿元
丽水港青田港区温溪作业区(浙西南江海联运中心港)	水运	国开行	1.50亿元	25亿元
宁海清溪水库	水利	农发行	5.33亿元	53亿元
缙云县丽缙智能装备高新技术产业园	产业园区	农发行	1.40亿元	14亿元
湖州安吉数字物流港	产业园区	农发行	2.50亿元	30亿元
开化县国家公园城市 EOD 项目	园林	国开行	1.20亿元	77亿元
义乌市江东污水厂三期扩建工程	市政	国开行	1.00亿元	14亿元
青田县中部引水工程、油竹体育中心前广场及停车场工程	市政	农发行	1.03亿元	7亿元
乐清中心城区新型城镇化（一期）	市政	农发行	7.90亿元	80亿元
兰溪港铁公水多式联运枢纽铁路专用线项目	交通	建行	1.42亿元	14亿元
兰溪经济开发区“一区两园”基础设施改造	产业园区	/	0.70亿元	7亿元
北仑区防洪排涝提升及水资源综合治理工程	水利	农发行	2.98亿元	10亿元
湖州吴兴织里港物流产业园	产业园区	农发行	0.75亿元	7.5亿元
宁波临港经济示范区	产业园区	农发行	4.88亿元	49亿元
宁波舟山港六横公路大桥工程（二期）	交通	农发行	13.2亿元	132.89亿元

数据来源：地方政府网站、东吴证券研究所

从落地情况来看，宏观政策工具效能有望进一步释放，支撑基建投资继续加速和实物需求落地，投资增速的加快将拉动建筑业需求回升。(1)金融工具支持的重大项目加速开工，考虑到重大项目施工周期长，有望持续贡献实物需求。第一批3000亿元金融工具支持的项目在今年第三季度已实现全部开工建设，第二批金融工具支持的项目也将按计划在今年第四季度分批实现开工建设。(2)财政政策接续支撑，新增的5000多亿元专项债地方结存限额于10月底前发行完毕，2023年财政政策有望继续发力。

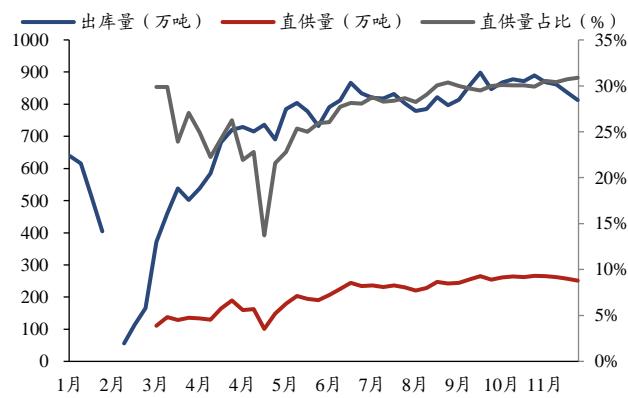
三季度以来水利、环境和公共设施管理业以及交通运输、邮政和仓储业两大类投资同比增速已有明显加快，水泥整体发货率尤其是直供到重点工程的量有明显提升，反映重大项目开始拉动实物需求。

图37：基建投资三大类行业同比增速



数据来源：Wind、国家统计局、东吴证券研究所

图38：水泥发货量与直供量占比反映重点工程实物需求已经开始落地



数据来源：Wind、国家统计局、东吴证券研究所

3.2. 监管层连续表态央国企估值，“一带一路”迎来新机遇，有望推动建筑央企估值修复

低估值央国企估值修复迎来催化，证监会首提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。

(1) 今年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”。

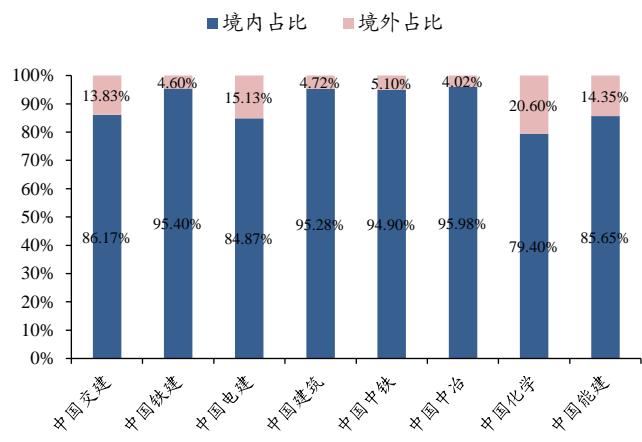
(2) 11月21日，证监会主席易会满在2022金融街论坛年会提出针对上市公司结构与估值问题，要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥，指出“上市公司尤其是国有上市公司，一方面要‘练好内功’，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值。”

(3) 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。

明年有望召开第三届“一带一路”国际合作高峰论坛，建筑央企作为“走出去”的主力军，其海外业务有望迎来新的开拓机遇。(1) 11月18日习近平总书记于APEC峰会宣布：中方将考虑于2023年举办第三届“一带一路”国际合作高峰论坛，“一带一路”合作有望进入新的发展阶段。二十大报告也提出推动共建“一带一路”高质量发展。(2) 基础设施是互联互通的基石，是“一带一路”建设的优先领域。“我国与其他国家共同推进基础设施建设，一系列基础设施建设项目有序落地，未来致力于实现更大范围、更加便

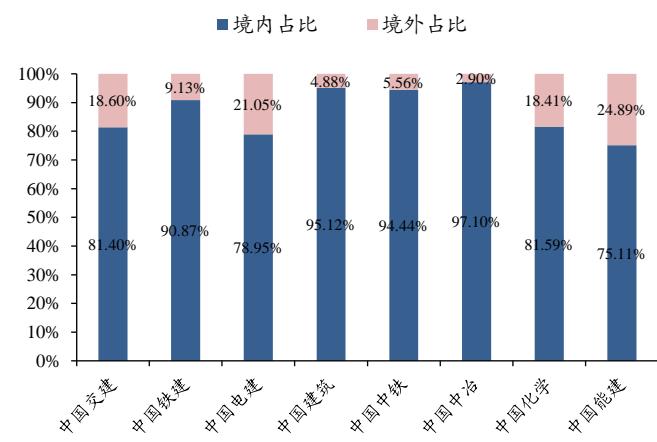
捷的互联互通。(3)建筑央企是“走出去”的主力军。2021年八大建筑央企中海外的收入和订单占比中较高的中国交建、中国电建、中国化学、中国能建海外收入和订单占比均达到了10%以上。

图39：2021年八大建筑央企营收境内外比重



数据来源：Wind、国家统计局、东吴证券研究所

图40：2021年八大建筑央企订单境内外比重



数据来源：Wind、国家统计局、东吴证券研究所

3.3. 基础设施 REITs 落地利好运营类资产价值重估

政策持续落地推动基础设施 REITs 市场扩容发展。2020 年 4 月，证监会和发改委联合发布 40 号文标志着我国公募 REITs 试点工作正式启动，当前国内公募 REITs 市场已经进入了发行加速期和扩募完善期。(1)一方面，政策支持公募 REITs 基金项目范围，例如 19 号文提出将能源基础设施、保障性租赁住房、停车场以及水利、旅游设施纳入试点行业，并且聚焦存量和改扩建有机结合的项目资产。对于存量资产较多、建设任务重、负债率较高的国企，政策给予了重点支持，将明显受益。(2)另一方面，政策推动公募 REITs 完善扩募机制，沪深交易所发布《新购入基础设施项目（试行）》文件以及发改委办公厅 617 号文鼓励已上市的公募 REITs 基金通过扩募等方式筹集资金购入优质资产，扩大原始权益人融资规模。

基础设施 REITs 的推进以及国内市场的机制完善和规模扩大，有利于当前持有较多运营类基建资产的央企提供存量优质资产的市场化退出路径。尤其是对于特许经营权资产占比相对较大的中国电建、中国交建、中国核建，通过公募 REITs 市场盘活存量资产，一方面有利于推动在手运营类资产价值重估，另一方面有利于优化现金流和资产整体的回报率，增强公司的滚动投资能力和可持续经营能力。中国交建发行了央企首单公募 REITs，华夏中国交建 REIT、国金中国铁建 REIT 分别于 2022 年 4 月、7 月上市，中国电建也启动了公募 REITs 的申报工作。

表3：主要建筑上市公司特许经营权账面价值

证券简称	2022H1 特许经营					
	归母净利润 (22H1, 亿元)	当前市值 (亿元)	无形资产净值 (22H1, 亿元)	权账面净值 (22H1, 亿元)	市值/无形资产净值	市值/特许经营资产净值
中国电建	61.02	1156	2616.17	2350.08	0.44	0.49
四川路桥	36.59	707.1	307.03	296.95	2.30	2.38
中国交建	110.3	1516	2392.89	2343.69	0.63	0.65
北新路桥	0.2	67.98	141.45	140.99	0.48	0.48
重庆建工	2.19	72.46	67.94	63.92	1.07	1.13
中国铁建	134.74	1192	721.44	639.10	1.65	1.87
中国能建	27.94	1030	643.83	531.25	1.60	1.94
北方国际	3.89	94.76	15.66	11.39	6.05	8.32
隧道股份	5.40	171.7	44.56	41.14	3.85	4.17
中国中铁	151.26	1525	1435.00	1267.85	1.06	1.20
中国中冶	715.0	625.85	223.34	144.39	2.80	4.33
中国核建	8.19	219.0	340.82	334.34	0.64	0.66

数据来源：Wind、上市公司半年报、东吴证券研究所

表4：2020年以来公募REITs市场相关政策梳理

日期	政策文件	政策机构	重要内容
2020/4/30	关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知	中国证监会、国家发展改革委	基础设施 REITs 试点项目聚焦重点区域(京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等国家级新区和经济开发区)、聚焦重点行业(仓储物流、收费公路、水电气热、城镇污水垃圾处理、固废危废处理等)、聚焦优质项目(权属清晰、持续经营、稳定现金流等)
2020/8/6	公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)	中国证监会	80%以上基金资产投资于基础设施资产支持证券，并持有其全部份额；基金通过基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权；采取封闭式运作，收益分配比例不低于合并后基金年度可供分配金额的90%。
2021/1/13	关于建立全国基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目库的通知	国家发展改革委办公厅	基础设施 REITs 试点项目库包含意向项目、储备项目和存续项目3类项目。对符合条件的入库储备项目和使用募集资金投资的新项目，我委将采取投资补助等方式安排中央预算内投资，支持项目顺利实施。
2021/6/29	关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点工作的通知	国家发展改革委	区域方面，将基础设施 REITs 试点项目的区域扩展到全国；行业方面，将能源基础设施，停车场项目市政基础设施，保障性租赁住房，具有供水、发电等功能的水利设施，及具有较好收益的旅游基础设施加入试点行业；项目条件方面，对已能够实现长期稳定收益的项目，可适当降低运营年限3年的要求。
2021/12/29	关于加快推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs)有关工作的通知	国家发展改革委办公厅	做到项目“愿入尽入、应入尽入”，不得以任何理由拒绝项目入库；在严格保证质量的前提下进一步优化工作流程、提高工作效率，及时向我委申报符合条件的项目；加强与各部门的沟通协调，尽可能压缩项目准备周期。
2022/5/19	关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见	国务院办公厅	区域方面，补充两类盘活存量资产的重点地区；行业方面，新增两个重点领域，聚焦存量和改扩建有机结合的项目资产，以及长期闲置但具有较大开发利用价值的项目资产；重点企业方面，强调对参与的各类市场主体一视同仁，重点支持存量资产较多、建设任务重、负债率较高的国有企业，也鼓励民营企业参与盘活国有存量资产、积极盘活自身存量资产。同时，鼓励建立健全扩募机制，探索建立多层次基础

		设施 REITs 市场。
2022/7/13	关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)新购入项目申报推荐有关工作的通知	国家发展改革委办公厅 鼓励已上市的基础设施 REITs 通过扩募等方式筹集资金购入优质资产；对新购入项目申报要求进行合理简化，对申报推荐程序进行完善；各地要主动协调有关部门，在依法合规的前提下，重点围绕土地使用、PPP 合同或特许经营协议签订、国有资产转让、相关手续证书办理等，对项目合规性手续完善工作给予积极支持。

数据来源：发改委、国务院办公厅、证监会、东吴证券研究所

表5：建筑央企参与 REITs 产品发行情况

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：上市公司公告、东吴证券研究所

4. 投资建议

建筑央企估值处 10 年历史估值底部，与此同时集中度持续提升，当前稳增长主线清晰，基建市政链条景气高位。

- (1) 看好估值仍处历史低位、业绩稳健的建筑龙头央企估值持续修复机会，建议关注 **中国交建、中国中铁、中国铁建、中国建筑** 等；
- (2) 看好需求结构有亮点，绿电运营加速成长的估值提升机会，建议关注 **中国电建、中国能建** 等。

表6：建筑央企重点公司盈利预测与估值表

股票简称	市值 (2022/12/8)	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
中国交建	1,497	0.63	179.93	203.91	228.62	253.01	8.3	7.3	6.5	5.9
中国建筑	2,474	0.68	514.08	568.40	634.94	703.15	4.8	4.4	3.9	3.5
中国铁建	1,203	0.55	246.91	277.59	311.00	346.82	4.9	4.3	3.9	3.5
中国电建	1,153	1.14	86.32	107.85	124.29	145.11	13.4	10.7	9.3	7.9
中国中铁	1,527	0.62	276.18	312.43	349.93	393.80	5.5	4.9	4.4	3.9
中国能建	1,034	1.16	65.04	77.94	91.15	106.43	15.9	13.3	11.3	9.7
中国中冶	719	0.81	83.75	97.32	111.14	126.71	8.6	7.4	6.5	5.7
中国化学	539	1.06	46.33	56.81	71.68	85.01	11.6	9.5	7.5	6.3

数据来源：Wind、东吴证券研究所。（注：一致预期归母净利润来自于 Wind）

5. 风险提示

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。

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。

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。

免责声明

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提供。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。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，并注明出自为东吴证券研究所，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>