

2022年12月28日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

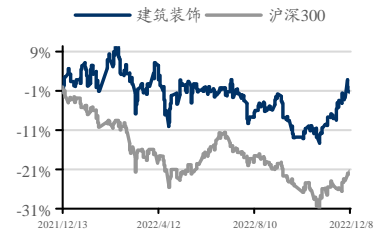
chenrobin@dwzq.com.hk

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，降杠杆成效显著。**（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。

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

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢黄诗涛、房大磊和石峰源的指导。

1. 基本面持续优化：市场份额稳步提升，降杠杆成效显著

订单和收入反映宏观周期性，龙头份额稳定提升。1) 建筑央企订单和收入端与宏观经济周期紧密相关：一方面，工程总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比较高，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。2) 建筑央企市占率提升趋势明显。2016年以来建筑央企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。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。3) 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。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。4) 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。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。

2. 估值底部回升：整体估值仍明显低于历史中枢

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。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。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。

3. 基建链条景气维持高位，建筑央企估值迎多重催化

稳增长实物需求进入落地期，基建链条景气维持高位。一方面，经济复苏动能不足，外需风险加大。另一方面，当前稳增长是宏观政策核心导向，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。交通等传统基础设施和新型基础设施是支持重点。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。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。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。

监管层连续表态央企估值，“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。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。

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。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。

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1: 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(香港)。(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、在手订单落地不及预期、新业务开拓不及预期的风险

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司
Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong
香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼
Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)
公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

