# 建筑装饰

证券研究报告
2023 年 01 月 09 日

## 建筑央企板块行情复盘、启示及展望

### 建筑央企三轮行情复盘及启示

2010 年以后建筑央企板块主要三轮明显行情：1）2014/09-2015/06，关键词国企改革、一带一路、流动性宽松，该阶段建筑央企指数累计上涨 339%，较沪深 300 指数、CS 建筑指数超额分别 139%、3%；2）2016/08-2017/04，关键词一带一路、PPP、基建投资高景气，该阶段建筑央企指数累计上涨 55%，较沪深 300 指数、CS 建筑指数超额分别 54%、15%；3）2021/02-2022/04，关键词基建投资逆周期调节经济增长、建筑央企转型，该阶段建筑央企指数累计上涨 44%，较沪深 300 指数、CS 建筑指数超额分别 96%、19%。整体上看，三轮行情阶段均有局部阶段建筑央企股价表现均独树一帜，股价变化更多为估值扩张为主（*以偏宏观层面事件驱动为主*），建筑央企业绩总体增长稳健且有韧性有强度。

### 建筑央企有什么变化?

1）“十四五”建筑央企基本面改善效果或更明显，同时重视转型进展及效果。建筑央企市场份额近年稳步提升，且新签份额绝对水平及近年提升幅度高于收入份额，13-21 年建筑央企整体新签、收入、利润增长稳健且保持强度，长周期盈利能力边际持续改善。“十三五”期间资产负债率稳步下降，对 ROE 产生一定冲击，同时可以观察到建筑央企两金周转在持续加快、现金循环周期稳步缩短。我们预计“十四五”建筑央企收入及利润增长继续保持较好强度，且随着项目管理趋于精细化等，盈利能力或持续改善。降杠杆告一段落，更重视经营质量及回款等，建筑央企 ROE 或有较好回升机会，同时现金流循环周期或稳步收窄，建筑企业内生增长动能持续强化。此外应重视中国电建、中国化学、中国能建为代表的建筑央企转型逐步进入“深水区”，收入利润结构或可看到明显优化、企业成长空间持续拓宽。

2）建筑央企改革如火如荼，夯实企业基本面持续改善动能。2020/06 中央全面深化改革委员会审核通过《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》，截止 2021 年底 70%目标任务顺利完成，22 年则为收官之年。22/05 国资委印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》，在前期国企改革三年行动方案基础上，对未来国企改革提出进一步要求，考核更加聚焦上市公司层面，2024 年底全面验收评价。国企改革三年行动收官在即，改革持续深化，建筑央企经营活力持续释放、增长动能持续夯实（*如建筑央企陆续推进上市公司整体股权激励等，其他形式的改革措施亦持续深化等*），监管等亦在积极助力（*如证监会主席易会满 2022/11 出席 2022 金融街论坛年会明确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；同时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。如 2022/12 上交所明确制定了新一轮央企综合服务相关安排，主要举措包括服务推动央企估值回归合理水平、服务助推央企进行专业化整合、服务完善中国特色现代企业制度*）。建筑央企推进改革有强度，夯实企业基本面持续改善动能。

### 基本面及事件催化或共振，建议重视建筑央企等投资机会

建筑央企基本面持续改善、部分转型加速赋予额外成长动能。国企改革深入推进、企业经营活力持续向上。“一带一路”持续突破（*如考虑明年举办的第三届一带一路高峰论坛、近期中国-阿拉伯区域合作互动等*），“二十大”后或为经济增长重要抓手之一，建筑央企作为“基建出海”主力军，关注进展。另一方面，建筑央企估值整体处于历史较低水平、企业价值重估有空间，我们看好建筑央企板块新一轮行情，推荐**中国建筑、中国交建、中国电建、中国能建**等。同时亦建议投资者重视专业国际工程公司，推荐**北方国际**等。

**风险提示：**建筑央企业绩及基本面变革低于预期；建筑央企改革及转型节奏低于预期；基建投资低于预期；一带一路推进节奏低于预期

**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**

**武慧东** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

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

**吴红艳** 联系人
wuhongyan@tfzq.com

**行业走势图**




资料来源：聚源数据

## 重点标的推荐

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价 2023-01-06 | 投资评级 | EPS(元) 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | P/E 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 601668.SH | 中国建筑 | 5.52 | 买入 | 1.23 | 1.34 | 1.52 | 1.73 | 4.49 | 4.12 | 3.63 | 3.19 |
| 601800.SH | 中国交建 | 8.16 | 买入 | 1.11 | 1.28 | 1.44 | 1.62 | 7.35 | 6.38 | 5.67 | 5.04 |
| 601669.SH | 中国电建 | 7.15 | 买入 | 0.57 | 0.73 | 0.83 | 0.96 | 12.54 | 9.79 | 8.61 | 7.45 |
| 601868.SH | 中国能建 | 2.31 | 买入 | 0.16 | 0.16 | 0.20 | 0.26 | 14.44 | 14.44 | 11.55 | 8.88 |
| 601390.SH | 中国中铁 | 5.62 | 买入 | 1.12 | 1.29 | 1.43 | 1.65 | 5.02 | 4.36 | 3.93 | 3.41 |
| 601186.SH | 中国铁建 | 7.82 | 买入 | 1.82 | 2.00 | 2.24 | 2.50 | 4.30 | 3.91 | 3.49 | 3.13 |
| 601117.SH | 中国化学 | 8.25 | 买入 | 0.76 | 0.99 | 1.29 | 1.47 | 10.86 | 8.33 | 6.40 | 5.61 |
| 601618.SH | 中国中冶 | 3.21 | 买入 | 0.40 | 0.49 | 0.56 | 0.65 | 8.03 | 6.55 | 5.73 | 4.94 |
| 000065.SZ | 北方国际 | 8.45 | 买入 | 0.62 | 0.86 | 1.09 | 1.30 | 13.63 | 9.83 | 7.75 | 6.50 |

资料来源：wind，天风证券研究所预测，注：PE=收盘价/EPS

# 内容目录

1. 建筑央企三轮显著行情复盘及特征 ..... 5
2. 建筑央企有什么变化? ..... 7
2.1. 建筑央企关键财务指标近年变化 ..... 7
2.2. 建筑央企近年国企改革动作频频 ..... 9
3. 建筑央企行情展望及投资建议 ..... 12
4. 风险提示 ..... 13
5. 附录 1：2010 年以来货币政策及经济环境简要探讨 ..... 14
6. 附录 2：国企改革、“一带一路”、PPP 近年变化梳理 ..... 17

# 图表目录

图 1：建筑央企指数 10 年以来三轮行情复盘及关键事件梳理 ..... 6
图 2：建筑央企指数 10 年以来三轮行情、较指数超额、估值波动及主要驱动因素简要探讨 ..... 6
图 3：建筑央企上市时间 ..... 6
图 4：建筑央企近年收入累计增速中位数变化 ..... 7
图 5：建筑央企近年归母净利累计增速中位数变化 ..... 7
图 6：建筑央企整体收入增速及中位数增速 ..... 7
图 7：建筑央企整体归母净利增速及中位数增速 ..... 7
图 8：建筑央企整体新签增速及中位数增速 ..... 8
图 9：建筑央企市场份额变化（收入及新签合同额两个口径） ..... 8
图 10：建筑央企收入、归母净利、新签 2013-2021 年复合增速 ..... 8
图 11：建筑央企资产负债率均值及中位数变化 ..... 9
图 12：建筑央企两金周转天数均值及中位数变化 ..... 9
图 13：建筑央企现金循环周期均值及中位数变化 ..... 9
图 14：建筑央企 ROE（平均）均值及中位数变化 ..... 9
图 15：建筑央企改革不完全梳理 ..... 10
图 16：建筑央企股权激励解锁条件 ..... 11
图 17：建筑央企指数 21 年以来累计收益及较指数超额 ..... 13
图 18：建筑央企估值情况及近期涨幅 ..... 13
图 19：大型金融机构人民币存款准备金率近年变化（%） ..... 15
图 20：10 年期国债到期收益率近年变化（%） ..... 15
图 21：我国近年 PMI 变化 ..... 15
图 22：中央政府及地方政府杠杆率变化（%） ..... 15
图 23：我国社融新增累计增速 ..... 15
图 24：广义及狭义基建投资累计增速 ..... 15
图 25：地方政府新增专项债预期额度变化 ..... 16
图 26：PPP 项目数分阶段情况（个） ..... 16

图 27：国企改革近年发展里程碑简要梳理.....17
图 28：国企改革重要事件/文件及内容梳理.....17
图 29：一带一路近年发展里程碑简要梳理.....19
图 30：一带一路重要事件/文件及内容梳理.....19
图 31：PPP 近年发展里程碑简要梳理.....21
图 32：PPP 重要事件/文件及内容梳理.....21

## 1. 建筑央企三轮显著行情复盘及特征

建筑央企大多集中于 2010 年前后上市，对于建筑央企的行情回顾我们选择 10 年为起点，构建建筑央企指数。10 年以后建筑央企主要有三轮明显行情：

**1）2014/09-2015/06，关键词国企改革、一带一路、流动性宽松：**该阶段建筑央企指数累计上涨 339%，其中较沪深 300 指数超额 139%，较 CS 建筑指数超额 3%。进一步可细分为两个阶段，a）2014/09-2014/12，建筑央企指数表现明显优于沪深 300 及建筑指数（*累计上涨 153%，较两个指数超额分别为 68%、32%*），我们认为主要催化是国企改革（*标志事件包括 2014/07 国资委启动“四项改革”试点、2014/10 国务院成立国有企业改革领导小组*）及沪港通催化（*2014/11/17 正式开通*）；b）2015/02-2015/06，表现为市场普涨大牛市，其中建筑指数有明显超额，我们认为主要驱动因素包括一带一路战略逐步落地、货币政策持续宽松（*2014/11 起连续多次降息降准*）。大的宏观经济背景角度，14h2 以来经济增长压力逐步加大，PMI 快速回落并跌破荣枯线。

**2）2016/08-2017/04，关键词一带一路、PPP、基建投资高景气：**该阶段建筑央企指数累计上涨 55%，其中较沪深 300 指数超额 54%，较 CS 建筑指数超额 15%。PPP 模式作为对冲化解地方政府隐性债务的新形式，16 年以来迎来快速发展（*17h1 末 PPP 项目数、总投资额分别为 13,554 个、16.4 万亿，较 16/01 末分别增长 94%、102%*），驱动基建投资、建筑企业新签收入等较快增长（*16 年、17 年广义/狭义基建投资增速分别为 16.8%/17.2%、13.9%/17.2%*）。此外，一带一路推进持续深入并进入实质落地阶段（*代表事件包括 16/04 中国与国际组织签署首份一带一路合作文件、17/05 召开首届一带一路国际合作高峰论坛*）。随着 17/04 以来财政部等陆续发布 50 号文、87 号文、92 号文，PPP 发展进入规范期，基建投资亦持续回落，地方政府化解隐性债务对于基建投资影响开始逐步显现，该轮行情亦在 17/04 基本结束。

**3）2021/02-2022/04，关键词基建投资逆周期调节经济增长、建筑央企转型：**该阶段建筑央企指数累计上涨 44%，其中较沪深 300 指数超额 96%，较 CS 建筑指数超额 19%。该阶段建筑央企上涨更多反映经济增长压力边际加大背景下，经济稳增长、逆周期调节预期持续升温（*如为呵护经济增长动能 21/07 央行全面降准 50bp*），更多反映“抗跌”特征。其中建筑央企指数在 21/06-21/09 上涨较多（*建筑央企该阶段指数上涨 55%，较沪深 300 指数超额 65%，较 CS 建筑指数超额 29%*），以中国电建、中国化学为代表建筑央企转型前景及效果被市场逐步认知。

整体来看，我们认为三段建筑央企行情相对共性的特点是估值扩张为主（*参考图 2*），与业绩短期变化关系较小（*如三段显著行情阶段及之后，建筑央企单季收入及利润增速没有发生显著变化，参考图 4、图 5*）。估值扩张则以偏宏观层面的事件驱动为主（*如对基建投资可产生重大影响的 PPP、一带一路、影响企业融资成本及意愿的货币政策等，以及对企业中长期发展前景有影响的国企改革*）。

图 1：建筑央企指数 10 年以来三轮行情复盘及关键事件梳理




资料来源：Wind，中国人民银行，中国政府网等，天风证券研究所

图 2：建筑央企指数 10 年以来三轮行情、较指数超额、估值波动及主要驱动因素简要探讨

| 时间区间 | 建筑央企指数涨幅 | 较沪深 300 超额 | 较 CS 建筑指数超额 | 建筑央企估值扩张 | 主要驱动因素 |
|---|---|---|---|---|---|
| **2014.09-2015.06** | **338.5%** | **138.8%** | **2.9%** | **323.1%** | **国企改革，一带一路，降息降准** |
| *其中：2014.09-2014.12* | *152.8%* | *67.6%* | *31.6%* | *143.8%* | *国企改革，一带一路酝酿* |
| *其中：2015.02-2015.06* | *118.8%* | *98.7%* | *-10.8%* | *119.7%* | *降息降准，一带一路深入实施推进* |
| **2016.08-2017.04** | **54.6%** | **54.0%** | **15.3%** | **51.4%** | **一带一路（偏事件）、PPP（新签及业绩）深入推进，社融高增，基建投资向上** |
| **2021.02-2022.04** | **43.9%** | **95.5%** | **19.2%** | **14.1%** | **经济逆周期调节预期升温，基建投资增速向上，建筑央企转型** |
| *其中：2021.06-2021.09* | *55.2%* | *64.5%* | *28.6%* | *65.9%* | *降准及经济逆周期调节预期升温，中国电建、中国化学为代表的建筑央企转型行情* |

注：建筑央企指数指九大建筑央企前复权股价涨幅（等权重）；估值扩张指 PE_ttm 在对应区间的变化幅度；主要驱动因素为我们分析

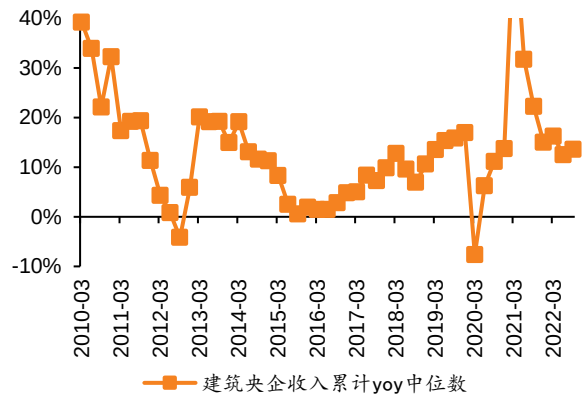
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：建筑央企上市时间

| 公司名称 | A 股代码 | A 股上市时间 | H 股代码 | H 股上市时间 |
|---|---|---|---|---|
| 中国建筑 | 601668.SH | 2009-07-29 | *n/a* | *n/a* |
| 中国中铁 | 601390.SH | 2007-12-03 | 0390.HK | 2007-12-07 |
| 中国铁建 | 601186.SH | 2008-03-10 | 1186.HK | 2008-03-13 |
| 中国交建 | 601800.SH | 2012-03-09 | 1800.HK | 2006-12-15 |
| 中国电建 | 601669.SH | 2011-10-18 | *n/a* | *n/a* |
| 中国化学 | 601117.SH | 2010-01-07 | *n/a* | *n/a* |
| 中国中冶 | 601618.SH | 2009-09-21 | 1618.HK | 2009-09-24 |
| 中国能建 | 601868.SH | 2021-09-28 | 3996.HK | 2015-12-10 |
| 中国核建 | 601611.SH | 2016-06-06 | *n/a* | *n/a* |

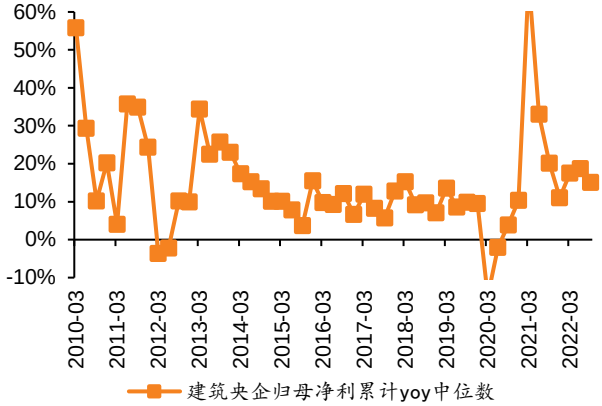
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：建筑央企近年收入累计增速中位数变化




资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：建筑央企近年归母净利累计增速中位数变化




资料来源：Wind，天风证券研究所

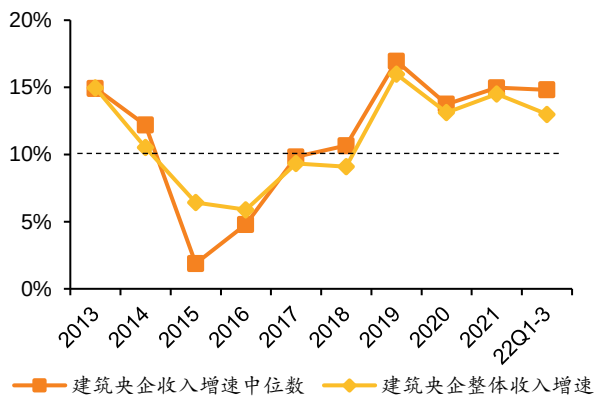
# 2. 建筑央企有什么变化?

## 2.1. 建筑央企关键财务指标近年变化

继续筛选上文建筑央企样本，我们选取数个关键财务指标以勾勒近年建筑央企经营情况变化。

**建筑央企市场份额近年稳步提升，13-21 年区间新签复合增速明显好于收入、利润复合增速，新签、收入、利润增长有韧性有强度，长周期盈利能力边际向好。**新签及收入视角，一个明显的趋势是建筑央企市场份额近年稳步提升，且“十三五”以来有边际加速趋势。我们测算 22q1-3 建筑央企新签及收入市场份额分别为 42.9%、23.1%( *vs 2013 年为 24.2%、16.7%* )。整体上看，建筑央企收入、利润增长稳定性较好，18 年以来基建投资增速出现较多下滑的背景下，建筑央企整体新签合同额、收入、利润增长保持较快水平，2013-2021 年建筑央企新签合同额、收入、归母净利 Cagr 分别为 15.3%、10.2%、11.1%，中位数为别为 16.0%、10.6%、12.2% ( *vs 广义及狭义基建投资同期 Cagr 分别为 9.2%、9.6%* )。整体上新签增速明显快于收入增速，反映扎实的收入增长动能；同时归母净利增速稍快于收入增速，反映长周期边际改善的盈利能力。

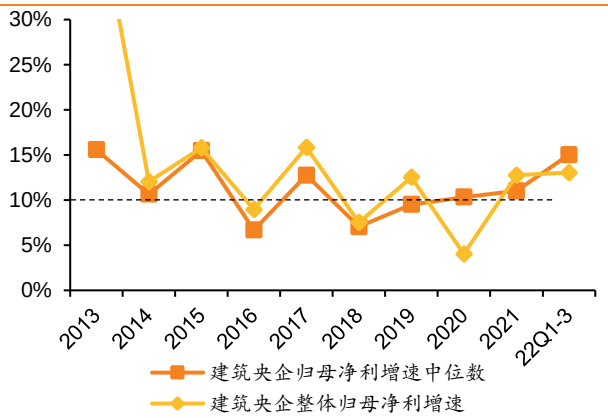
图 6：建筑央企整体收入增速及中位数增速




注：建筑央企样本为前文提到的九大建筑央企，下文同

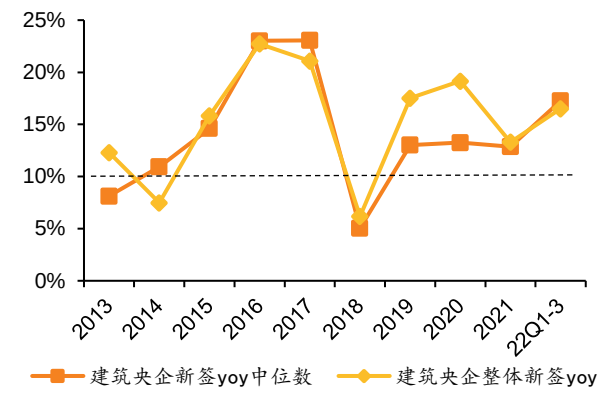
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：建筑央企整体归母净利增速及中位数增速



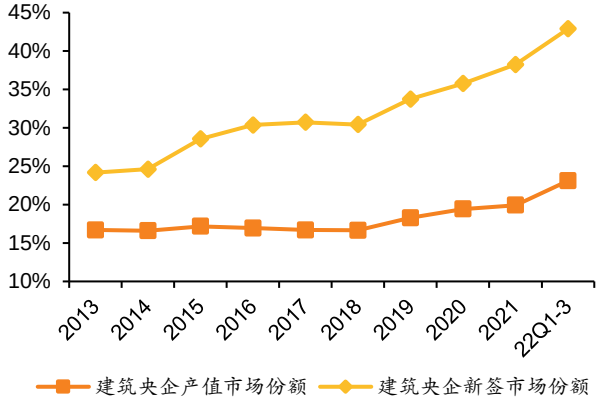

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：建筑央企整体新签增速及中位数增速




资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：建筑央企市场份额变化（收入及新签合同额两个口径）




资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：建筑央企收入、归母净利、新签 2013-2021 年复合增速

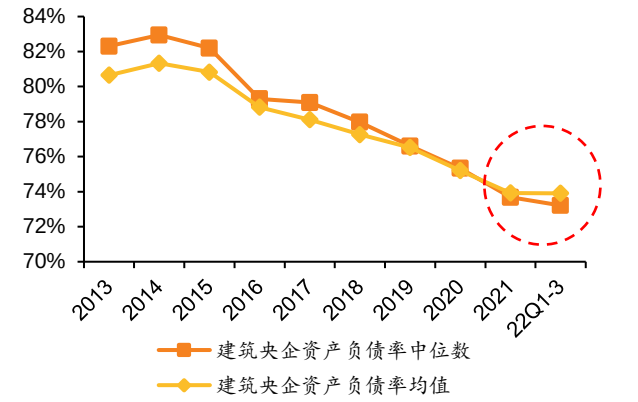
| | 收入 Cagr | 归母净利 Cagr | 新签 Cagr |
|---|---|---|---|
| 中国建筑 | 12.8% | 12.2% | 11.8% |
| 中国中铁 | 8.5% | 14.5% | 17.9% |
| 中国铁建 | 7.2% | 11.5% | 16.1% |
| 中国交建 | 9.5% | 5.0% | 11.2% |
| 中国电建 | 15.2% | 8.3% | 17.8% |
| 中国能建 | 9.7% | 21.2% | 15.8% |
| 中国化学 | 10.6% | 4.1% | 16.0% |
| 中国中冶 | 12.0% | 13.8% | 23.4% |
| 中国核建 | 10.6% | 12.4% | 14.7% |
| **建筑央企整体** | **10.2%** | **11.1%** | **15.3%** |
| 建筑央企中位数 | 10.6% | 12.2% | 16.0% |
| 广义基建投资 Cagr | 9.2% | | |
| 狭义基建投资 Cagr | 9.6% | | |

注：中国建筑收入及新签仅统计建筑业务，其他公司均为整体；

资料来源：Wind，天风证券研究所

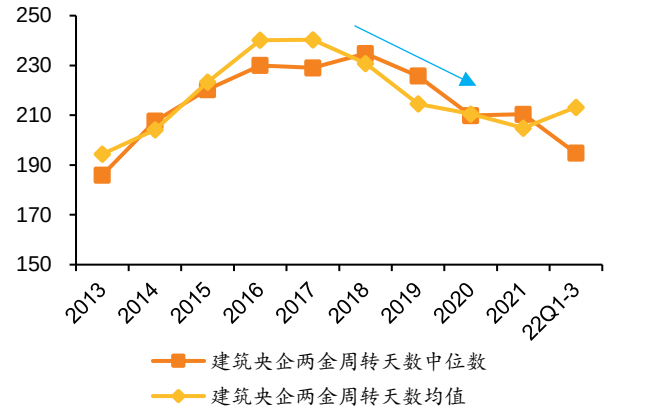
**建筑央企降杠杆告一段落，两金周转持续加快，“十四五”或可期待建筑央企 ROE 较好回升，现金循环周期或亦持续缩短。**在“十三五”建筑央企降低负债率约束下，主要建筑央企近年资产负债率以较快速度下降，20 年末样本建筑央企资产负债率中位数及均值分别为 75.3%、75.2%，较 13 年分别-7.0、-5.4pct，其为建筑央企“十三五”ROE 承压的核心原因（*2020 年样本建筑企业平均ROE 中位数及均值分别为8.3%、9.3%，较13 年分别-5.5、-5.0pct*）。但另一方面，建筑央企对于资产质量及利用效率重视程度稳步提升，建筑央企近年两金周转天数稳步下降（*2020 年样本建筑央企两金周转天数中位数及平均值分别为 210、211 天，分别较“十三五”初 2016 年减少 20、30 天*），部分对冲 ROE 下行压力。随着建筑央企降杠杆告一段落，建筑央企未来资产负债率预计平稳为主（*如 22q3 末建筑央企资产负债率均值及中位数分别为 73.2%、73.9%，较 21 年末分别仅-0.5、-0.0pct*），压减两金加快周转仍为企业工作重心之一（*20 年以来疫情对于两金周转节奏影响偏负面，该影响或偏阶段性*），两金周转节奏预计延续稳步加快趋势，整体盈利能力或持续边际改善，“十四五”或可期待建筑央企 ROE 较好回升。现金回收周期视角，近年保障农民工工资发放、清欠中小供应商欠款等，近年建筑央企现金循环周期边际有所拉长（如 21 年样本建筑央企现金循环周期中位数及均值分别 29、25 天，分别较 2019 年+7、+4 天），但综合考虑建筑企业两金周转持续加快有延续性、工人工资发放/中小企业欠款清欠边际进一步影响有限，后续建筑央企现金循环周期或持续缩短。

图 11：建筑央企资产负债率均值及中位数变化



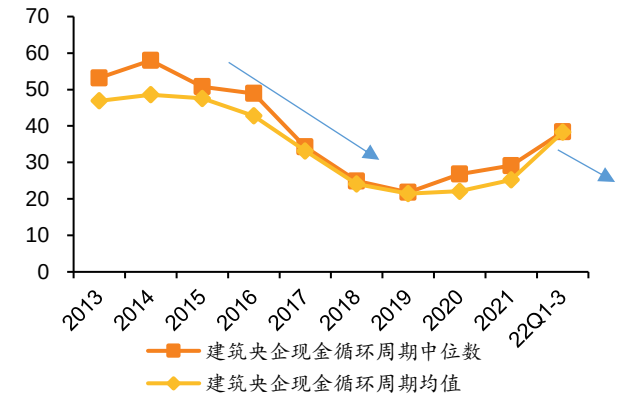

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：建筑央企两金周转天数均值及中位数变化



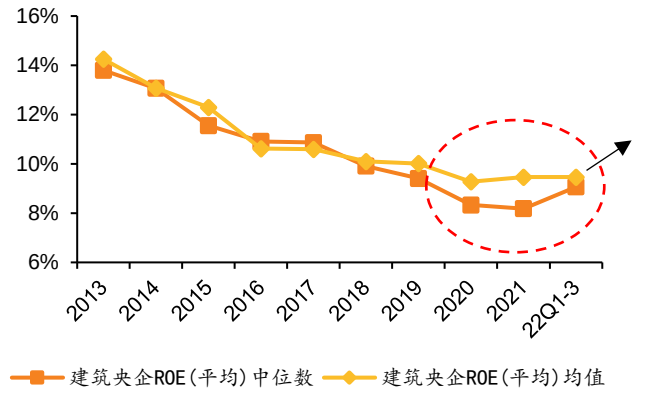

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：建筑央企现金循环周期均值及中位数变化




资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：建筑央企 ROE（平均）均值及中位数变化




资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 建筑央企近年国企改革动作频频

**建筑央企改革有强度有成效，股权激励等重磅举措持续落地，后续改革效果或持续显现。**十八届三中全会以来，国企改革逐步进入深水区。2020/06 中央全面深化改革委员会审核通过《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》，截止 2021 年底国企改革三年行动 70%目标任务顺利完成，22 年则为收官之年。2022/05 国资委印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》，改革重点落到央企控股上市公司层面，2024 年底全面验收评价，明确提出“2024 年央企控股上市公司科技投入强度原则上不低于市场同行业可比上市公司平均水平”、“2024 年底前基本完成上市平台调整盘活等”等，国企改革进一步深化。九大建筑央企作为央企代表，国企改革为近年工作重心之一，近年主要聚焦完善公司治理机制、推进董事会建设及经理层任期制和契约化管理、分拆上市推进布局优化和结构调整、重组并购进行混合所有制改革、股权激励提高增长活力等，相关工作/方案持续落地，改革效果正逐步显现。截止 2022/12/12，九大建筑央企中已有中国建筑（四期）、中国中铁（一期）、中国化学（一期）、中国核建（一期）、中国交建（拟）分别开展股权激励，股权激励对应业绩考核均对 ROE 稳步提升、有强度的净利润增长等有明确要求（*如 2022 年中国建筑、中国中铁、中国核建 ROE 要求分别为≥12.2%、10.5%、10.5%，中国建筑净利润较 2021 年复合增长率≥7%，中国中铁扣非归母净利润较 2020 年复合增长率≥12.0%、中国核建营业收入较 2018 年复合增长率≥13.5%*），后续股权激励或为建筑央企“标配”。公司治理持续优化、管理效率持续改善，同时越来越充分的激励与约束对充分调动业务骨干经营、管理积极性有重要意义，前文建筑央企关键财务指标变化部分反映改革成果。我们认为建筑央企国企改革推进保持强度、且总体风格务实而聚焦，为建筑央企高强度高质量发展奠定较好基础，

进一步的改革效果值得期待。

**图 15：建筑央企改革不完全梳理**

| | 中国建筑 | 中国交建 | 中国中铁 |
|---|---|---|---|
| 完善现代企业制度、混改、兼并重组等 | 1）公司及两家子企业入选国资委公司治理示范企业，入选数量位列央企第一；2）子企业董事会建设，通过建立专项制度、强化工作机制加强对外部董事的履职支撑服务，发挥外部董事占多数的董事会治理作用；3）实施子企业任期制和契约化管理，64家子企业推行职业经理人制度等；4）两家科改子企业中建科工、中建科技均获评国资委专项评估“标杆”等级，是唯一一家所属“科改示范企业”专项评估结果全部为“标杆”的中央企业。 | 1）党的领导融入公司治理体系向下穿透延伸，董事会建设做深做实，获评国资委公司治理示范企业。2）推动设计板块聚焦主业，提高设计业务核心竞争力，整合内外资源、提升品牌价值，筹划所属设计业务子公司重组上市；3）在部分子企业（双百、科改企业）探索实施超额利润分享、科技型企业分红等中长期激励措施等。 | 1）完善“权责法定、权责透明、协调运转、有效制衡”的公司治理机制；2）深化组织机构改革，优化管理、经营体系，系统推进“瘦身健体”，建立管理创新平台；3）推动业务结构改革，重组设立中国铁工投资、中海外、中铁信科；4）优化水务环保、设计咨询、工业制造等业务专业化布局，收购中铁装配、中铁长江院、中铁水利院，围绕主业，聚力发展；5）高铁电气分拆上市取得进展。 |
| 股权激励 | 是 | 否 | 是 |
| | **中国铁建** | **中国化学** | **中国中冶** |
| 完善现代企业制度、混改、兼并重组等 | 1）完善现代企业制度建设：制定加强子企业董事会建设、落实子企业董事会职权、完善董事会授权管理等配套的制度体系；2）优化产业布局和结构调整：确立“8+N”产业结构，加快布局绿色环保、城市运营等领域，加大新技术研发。作为交通强国建设试点单位，大型地下工程装备、智慧建造等工作取得有效进展；3）健全市场化经营机制：全面推动各级子企业实施经理层任期制和契约化管理；4）深化混合所有制改革：坚持“三因三宜三不”原则，引导二、三级企业采用分拆上市、股权转让等方式，推进混改。2021年公司控股子公司铁建重工在科创板挂牌上市，创建筑央企首例。 | 1）对标世界一流管理，33项重点任务全面完成。开展争创公司治理示范企业行动，明确16家示范企业创建对象名单。截止22年6月末累计完成三级综合公司改革83家，组建“核心层”作业层实体47家；2）推行经理层成员任期制和契约化管理，所属企业加快构建360度考核体系；3）深化三项制度改革，截止21年底所属企业新聘任管理人员竞争上岗比例超70%，员工公开招聘比例达到100%。推动混合所有制改革，完成5家二三级企业混改。华陆公司释放30%股权引入行业龙头万华化学，桂林公司并购重组上海华谊装备等 | 加强子企业董事会建设，进一步完善子企业治理体系，截止21年底实现84家纳入董事会应建范围的二三级子企业董事会“应建尽建”、“配齐配强”，全部完成外部董事占多数有关工作等 |
| 股权激励 | 否 | 是 | 否 |
| | **中国电建** | **中国能建** | **中国核建** |
| 完善现代企业制度、混改、兼并重组等 | 1）运用“双百改革”政策，推进子企业股权多元化，积极引入外部投资，盘活资金，优化资本结构；2）规范董事会建设、经理层契约化管理等 | 1）抓实试点专项，推动广东院、北京设备公司等2家企业成功入选国家发改委混改试点名录，易普力等7家企业入围国务院国资委“科改示范企业”；2）推进董事会建设、任期制和契约化管理等 | 1）截至2022年4月，改革三年行动任务基本完成，所属两家“双百企业”获评国资委2021年双百企业专项考核标杆企业；2）制定加强子公司董事会建设、子公司董事会职权、董事会授权管理等制度体系；3）优化业务布局和结构调整，中核二四重组中核岩土、中核华辰重组中核混凝土；4）推动各级子公司实施经理层任期制和契约化管理等 |
| 股权激励 | 否 | 否 | 是 |

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 16：建筑央企股权激励解锁条件

| 中国建筑 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---|---|---|
| ROE | ≥12.0%，且不低于同行业平均业绩（或者对标企业 75 分位值）水平 | ≥12.2%，且不低于同行业平均业绩（或者对标企业 75 分位值）水平 | ≥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 |
| 净利润复合增长率 | 较上一年度复合增长率≥7%，且不低于同行业平均业绩（或者对标企业 50 分位值）水平 | | |
| EVA | 完成国务院国资委经济增加值（EVA）考核目标 | | |
| 中国中铁 | 2022 | 2023 | 2024 |
| ROE（扣非） | ≥10.50%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平 | ≥11.00%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平 | ≥11.50%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平 |
| 扣非归母净利润复合增长率 | ≥12%（以 2020 年为基数），且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平 | | |
| EVA | 完成国务院国资委经济增加值（EVA）考核目标 | | |
| 中国化学 | 2023 | 2024 | 2025 |
| ROE（扣非） | ≥9.05%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平 | ≥9.15%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平 | ≥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 |
| 扣非归母净利润增速 | ≥15%（2021 年为基数），且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平 | | |
| EVA | 完成国务院国资委经济增加值（EVA）考核目标 | | |
| 中国核建 | 2021 | 2022 | 2023 |
| ROE | ≥10.5%，且不低于对标企业同期 75 分位水平 | ≥10.5%，且不低于对标企业同期 75 分位水平 | ≥10.9%，且不低于对标企业同期 75 分位水平 |
| 营业收入复合增长率 | ≥13.5%（以 2018 年为基数），且不低于对标企业同期 75 分位水平 | | |
| EVA | 完成集团考核要求，且△EVA 为正 | | |
| 中国交建 | 2023 | 2024 | 2025 |
| 净利润复合增长率 | ≥8%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平 | ≥8.5%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平 | ≥9%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平 |
| 加权平均净资产收益率 | ≥7.7%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平 | ≥7.9%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平 | ≥8.2%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平 |
| EVA | 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，天风证券研究所；中国建筑以最新一期股权激励为例

## 3. 建筑央企行情展望及投资建议

近期建筑央企较多上涨（*如中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建于2022/11/18-2022/12/16 这20个交易日均有9%-27%不同幅度上涨*），结合建筑央企过往行情特征，我们看好建筑央企新一轮行情前景。主要原因包括：

**1）建筑央企转型持续推进、基本面持续优化。**结合我们于第 2 章探讨，建筑央企收入利润增长预计继续保持较好强度，且随着项目管理趋于精细化等，盈利能力或持续改善。资产负债率进一步压减压力边际减弱、两金周转稳步加快，“十四五”建筑央企 ROE 或有较好回升机会，同时现金流循环周期或稳步收窄，建筑企业内生增长动能持续强化。另一方面，中国电建、中国化学、中国能建为代表的建筑央企转型逐步进入“深水区”，收入利润结构或持续优化、企业成长空间持续拓宽。

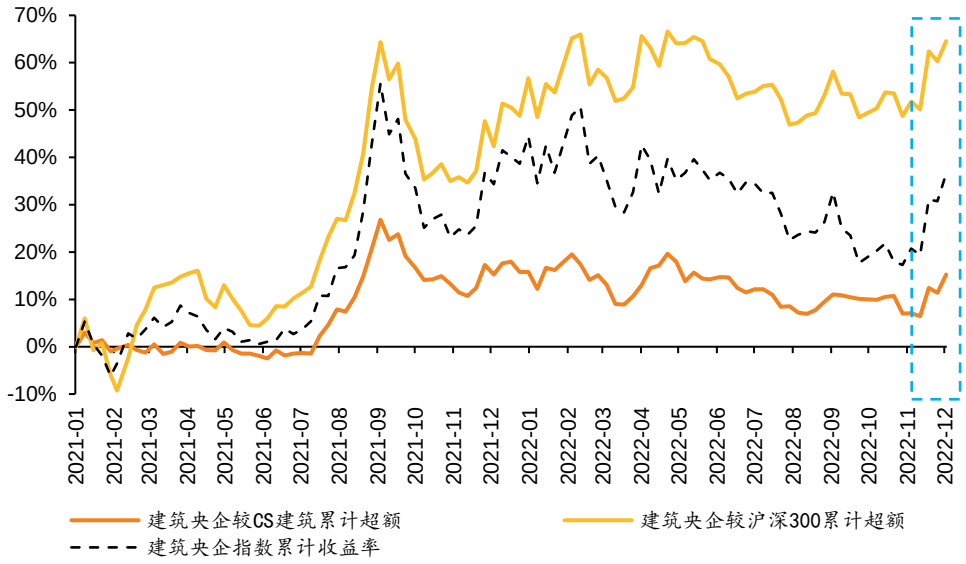
**2）关注国企改革持续深入及效果。**国企改革三年行动收官在即，改革持续深化，建筑央企经营活力持续释放、增长动能持续夯实（*如中国中铁、中国化学分别于21/22年推进上市公司整体股权激励等，股权激励后续或逐步成为建筑央企“标配”，同时其他形式的改革措施亦持续深化等*），监管等亦在积极助力（*如证监会主席易会满2022/11出席2022金融街论坛年会明确指出上市公司尤其是国有上市公司，一方面要“练好内功”，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；同时要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值。如2022/12上交所明确制定了新一轮央企综合服务相关安排，主要举措包括服务推动央企估值回归合理水平、服务助推央企进行专业化整合、服务完善中国特色现代企业制度*）。

**3）“一带一路”前景及催化值得重视。**2022/11 国家主席习近平于 APEC 会议上宣布考虑 2023 年召开第三届 “一带一路”国际合作高峰论坛、及 G20 峰会期间“一带一路”标志项目雅万高铁（*印尼及东南亚首条高铁、且全线采用中国技术/标准*）进行了试验运行及全面检测，标志着该项目取得圆满成功；此外 2022/12 中国-阿拉伯区域合作互动保持等，近期“一带一路”领域进展持续突破。基建作为“一带一路”重要内容，对于巩固强化我国经济增长动能、拓展建筑央企成长新动力等，均有较好积极意义。

**4）货币政策等或亦延续偏宽松。**国内经济环境视角，出口外贸阶段承压，疫后消费复苏预计需要过程，宏观经济增长动能恢复需要时间（*如2022/11官方及非官方PMI分别为48.0、49.4，均低于50*），货币政策等或亦偏宽松以支持经济发展。

整体上，建筑央企基本面持续改善、部分转型深入赋予额外成长动能。国企改革深入推进、企业经营活力持续向上；“一带一路”持续突破，建筑央企作为“基建出海”主力军，关注进展。另一方面，建筑央企估值整体处于历史较低水平、企业价值重估有空间，我们看好建筑央企板块新一轮行情，推荐**中国建筑、中国交建、中国电建、中国能建**等。同时亦建议投资者重视专业国际工程公司，推荐**北方国际**等。

图 17：建筑央企指数 21 年以来累计收益及较指数超额




资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：建筑央企估值情况及近期涨幅

| 公司代码 | 公司简称 | PE_ttm | 上市以来分位 | 近 5 年分位 | PB_mrq | 上市以来分位 | 近 5 年分位 | 近 30 日涨幅 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 601668.SH | 中国建筑 | 4.0 | 4.8% | 11.1% | 0.63 | 3.1% | 8.4% | 3.0% |
| 601390.SH | 中国中铁 | 4.6 | 1.6% | 4.9% | 0.56 | 1.0% | 3.1% | 5.1% |
| 601186.SH | 中国铁建 | 4.1 | 4.6% | 13.7% | 0.48 | 1.7% | 5.1% | 8.0% |
| 601800.SH | 中国交建 | 6.9 | 32.9% | 31.4% | 0.55 | 7.1% | 15.4% | 11.5% |
| 601669.SH | 中国电建 | 9.8 | 41.3% | 46.2% | 1.06 | 43.2% | 58.7% | -1.0% |
| 601117.SH | 中国化学 | 8.9 | 8.1% | 8.2% | 0.95 | 12.6% | 32.7% | 0.3% |
| 601618.SH | 中国中冶 | 7.4 | 1.9% | 4.7% | 0.74 | 10.3% | 15.0% | 1.9% |
| 601868.SH | 中国能建 | 13.0 | 2.5% | 2.5% | 1.07 | 4.4% | 4.4% | -3.0% |
| 601611.SH | 中国核建 | 11.4 | 0.4% | 0.5% | 1.43 | 0.3% | 0.3% | -3.4% |

资料来源：Wind，天风证券研究所；截止 2022/12/30 收盘价

## 4. 风险提示

**建筑央企业绩及基本面变革低于预期。**建筑央企新签、收入、利润、两金周转、现金流等关键财务指标若因建筑央企管理不当、宏观环境约束等存在低于预期风险，进而影响投资者对建筑央企价值估计。

**建筑央企改革及转型低于预期。**建筑央企改革是建筑央企经营活力进一步释放、经营指标有效好转的重要抓手，改革强度及节奏低于预期，或对建筑央企基本面持续改善趋势产生负面影响。建筑央企转型是建筑央企探寻额外增长动能的重要抓手，转型效果若低于预期，或影响建筑央企业绩增长前景。

**基建投资低于预期。**建筑央企工程主业与基建投资有一定关系，若基建投资强度低于预期，将影响建筑央企增长动能。

**一带一路推进节奏低于预期。**主要建筑央企海外业务均具备较好体量，一带一路持续推进是建筑央企规模效益增长的关键抓手之一，若一带一路推进节奏低于预期，将对建筑央企增长前景产生负面影响。

# 5. 附录 1：2010 年以来货币政策及经济环境简要探讨

**2010 年以来我国整体经历了四轮降息降准周期及经济环境简要探讨：**

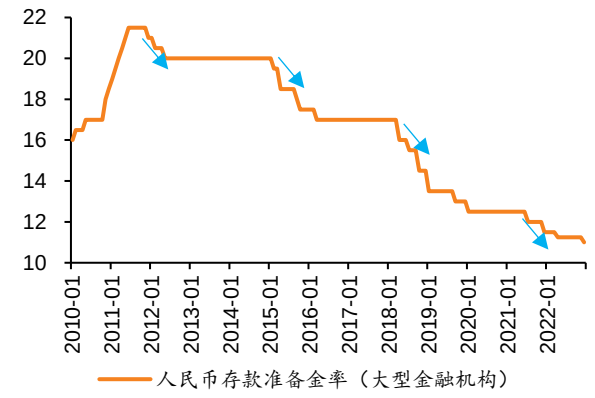
1）2011 年底至 2012 年（三次降准两次降息）：2011 年经济增速逐季回落（*我国单季不变价 GDP 同比增速 11q1-11q4 分别为 10.0%、9.4%、8.8%、8.1%，较快速度回落*），PMI 亦较快跌破荣枯线（*10q4 以来持续回落，国家统计局披露的 PMI 于 11/11 首次跌破 50 至 49.0，非官方 PMI 于 11/07 首次跌破 50 至 49.3*），显示较大的经济增长压力。2011 年底央行首次全面降准 50bp（*此后分别于 12/02、12/05 连续两次各全面降准 50bp*），此后 12/06、12/07 央行连续两次宣布降息（*12/06 下调金融机构一年期存款基准利率 25bp、12/07 为不对称降息，分别下调金融机构一年期存款基准利率 25bp 及下调一年期贷款基准利率 31bp*）。同时叠加项目批复加快，基建投资快速提升（*11 年、12 年、13 年广义/狭义基建投资增速分别为 3.3%/4.1%、15.3%/15.7%、21.3%/22.3%*），GDP 增速回落节奏明显放缓，但整体呈弱复苏态势。

2）2014 年底至 2015 年（六次降息五次降准）：13 年货币政策边际收紧，10 年期国债收益率于 13 年较快上升，前期积累的经济弱复苏动能 13h2 开始边际减弱，14h2 以来经济下行压力进一步加大（*14q2-15q1 单季不变价 GDP 同比增速分别为 7.6%、7.2%、7.3%、7.1%*），14h2 以来 PMI 亦较快回落并逐步跌破荣枯线。14/11 央行开启新一轮降息（*一年期贷款、存款基准利率分别下调 40bp、25bp*），标志着央行货币政策进入新一轮宽松周期，15 年连续五次降息（*金融机构一年期贷款基准利率累计下调 125bp 至 4.35%、一年期存款基准利率累计下调 125bp 至 1.5%*），同时连续五次降准（*大型金融机构存款准备金率累计下降 250bp 至 17.5%*）。此外 15 年国务院推出的“棚改三年计划”，棚改货币化对经济企稳亦扮演重要角色。15h2 以来 GDP 增速基本企稳，16 年社融恢复较好增长（*15 年、16 年、17 年社融新增增速分别为-6.4%、15.5%、46.9%*）、PMI 逐步走出泥淖，显示经济重回扩张区间。

3）2018 年至 19 年初（四次降准）：17/04、17/05、17/11，财政部等连续发布 50 号文、87 号文、92 号文，明确地方政府债务融资边界，叫停 PPP 模式异化为新的地方政府融资平台的趋势，PPP 模式进入规范发展期（*17h2 PPP 项目数、投资金额开始逐步收缩，前期快速增长趋势被扭转*），14 年开启推进的地方政府去杠杆逐步进入深水区（*标志事件为国务院发布的 43 号文《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》，地方政府杠杆率由 15 年末 21.4%降至 18/06 的 19.2%*），对经济增长负面影响开始逐步显现。此外外贸环境亦发生重大变化，18 年初美国开启“贸易战”，连续较大幅度对我国出口至美国商品加征关税。“内忧外患”背景下，17q2 起不变价 GDP 单季同比增速持续小幅回落（*17q2 为 7.0%，逐步回落至 19q4 的 5.8%*），17h2 以来广义/狭义基建增速较快速度回落（*17 年、18 年广义/狭义基建投资增速分别为 13.9%/17.2%、1.8%/3.6%*），18 年社融增速持续回落（*18 年新增社融增速-14.0%*）、PMI 持续回落（*于 18/12 官方/非官方 PMI 均跌破 50*）。18/04 起至 19 年初央行连续 4 次降准（*累计共下调存款准备金率 350bp*），引导市场利率稳步下行。此外，17 年财政部开始试点土地储备专项债券、18 年试点地方政府棚户区改造专项债券等项目收益专项债券，发行品种趋于多元，专项债发行开始放量（*17-20 年地方政府专项债发行限额分别为 8,000 亿、13,500 亿、21,500 亿、37,500 亿*），以对冲化解地方政府隐形债务风险背景下投资能力不足问题。

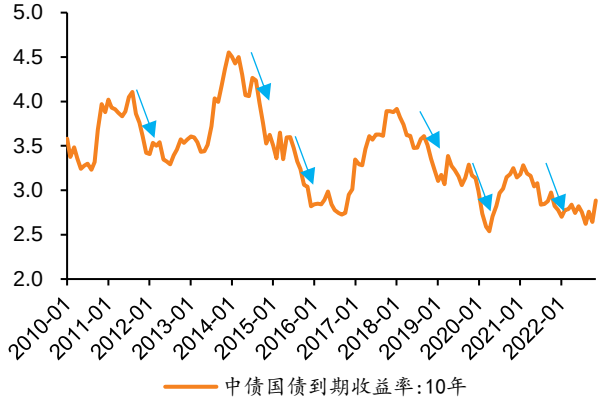
4）19 年之后（货币政策趋于稳健偏宽松，广泛使用结构性工具，21h2 以来四次全面降准）。全球经济增长动能在减弱，货币政策整体趋于稳健，央行推进贷款市场报价利率（LPR）改革，且降准等趋于结构性等。20 年新冠疫情对中国及全球经济产生较大影响，经济增长有压力且多种因素交织影响，货币政策趋于精准调控，广泛使用定向降准、MLF、TMLF 等结构性工具。经历 20h2-21h1 偏短周期经济较快向上（*影响因素包括出口景气向上、疫后赶工等*）后，21h2 以来经济增长压力持续显现，经济稳增长成为关键议题，流动性延续较宽松态势，其中 21h2 两次全面降准（*21/07、21/12 各降准 50bp*）、22 年迄今两次全面降准（*22/04、22/11 各降准 25bp*），10 年期国债到期收益率稳步下行，以精准调节经济增长动能。

图 19：大型金融机构人民币存款准备金率近年变化（%）



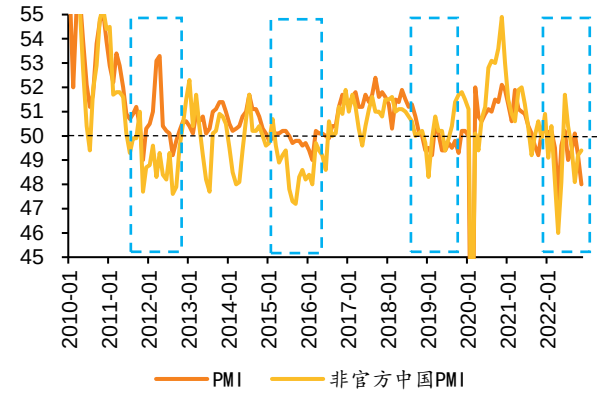

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：10 年期国债到期收益率近年变化（%）



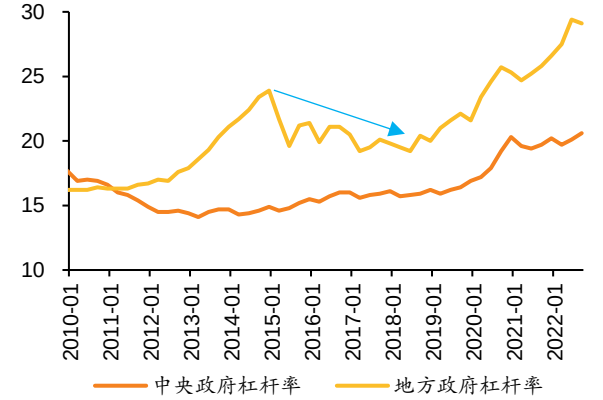

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：我国近年 PMI 变化



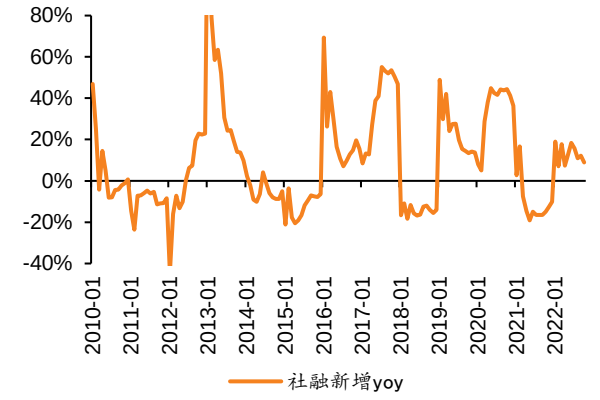

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：中央政府及地方政府杠杆率变化（%）



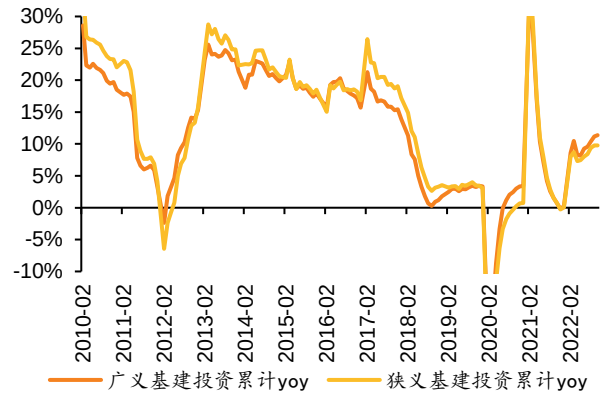

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：我国社融新增累计增速



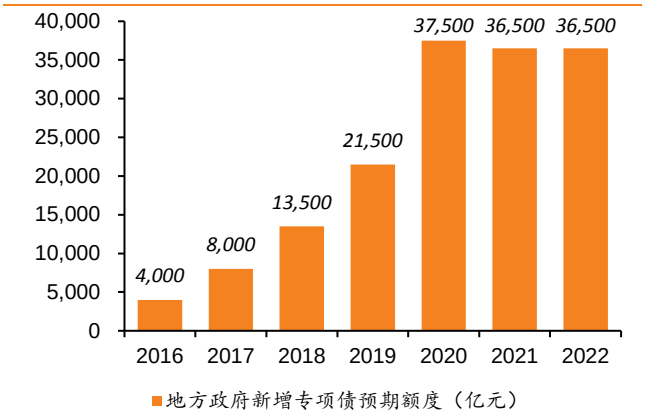

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：广义及狭义基建投资累计增速



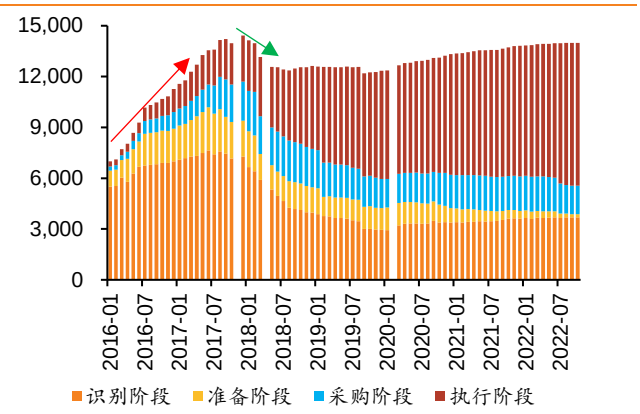

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：地方政府新增专项债预期额度变化




资料来源：Wind，天风证券研究所

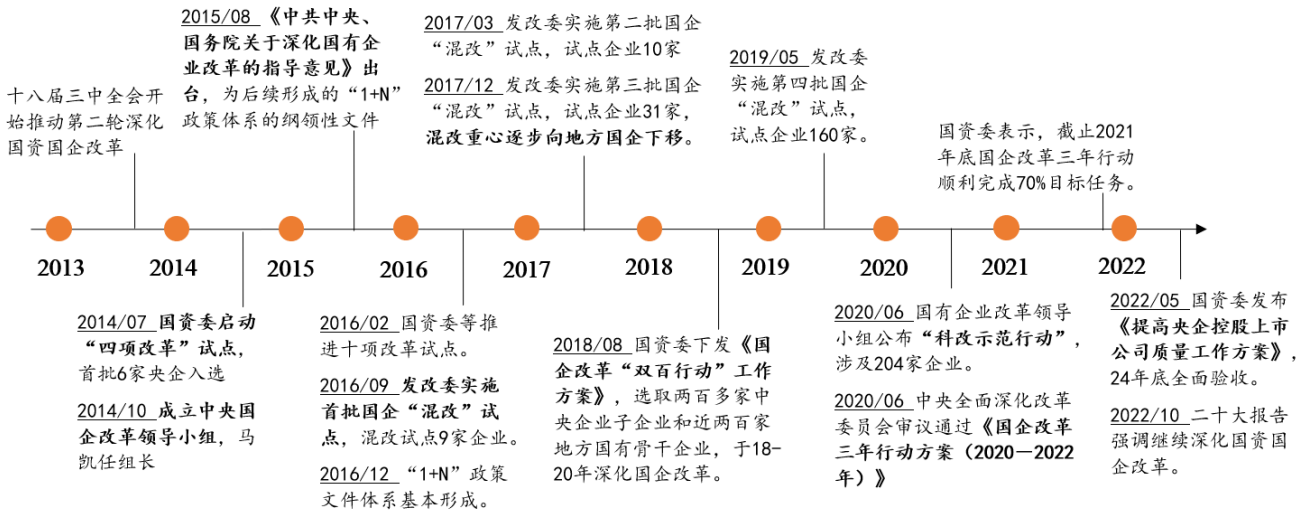
图 26：PPP 项目数分阶段情况（个）




资料来源：Wind，天风证券研究所

# 6. 附录 2：国企改革、“一带一路”、PPP 近年变化梳理

**图 27：国企改革近年发展里程碑简要梳理**




资料来源：中国政府网等，《国企改革三年纪-十八届三中全会以来深化国有企业改革进展与突破图谱》（国企改革·改革纪事）朱梓烨 2016/12，天风证券研究所

**图 28：国企改革重要事件/文件及内容梳理**

| 时间 | 事件/文件 | 内容 |
|---|---|---|
| **2013/11** | **十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》** | **启动第二轮国资国企改革**，《决定》提出积极发展混合所有制经济、以管资本为主加强国有资产监管、准确界定不同国有企业功能、推动国有企业完善现代企业制度等指导思想。 |
| **2014/07** | 国资委启动中央企业**“四项改革”试点** | 在 6 家试点央企完成国有资本投资运营公司试点、混合所有制试点、规范董事会制度试点以及纪检工作试点。 |
| 2014/10 | 中央国企改革领导小组在国务院设立，马凯任组长，办公室设在国资委 | 负责统筹规划并出台深化国企改革指导的指导意见。 |
| **2015/08** | **中共中央、国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》** | **新一轮国企改革序幕正式开启**，以此意见为统领、每一改革要点后续都出台了系列文件配套，称为“1+N”政策体系，作为顶层设计方案，为新一轮改革指明了方向。文件改革要点包括分类推进国有企业改革、完善现代企业制度、完善国有资产管理体制、发展混合所有制改革、强化监督防止国有资产流失、加强和改进党对国有企业的领导、为国有企业改革创造良好环境条件等方面。 |
| 2016/02 | 国资委、发改委、人社部宣布推进十项改革试点 | 针对内部管理、外部运营以及股权管理结构等问题提出十项改革。落实董事会职权试点、市场化选聘经营管理者试点、推行职业经理人制度试点、企业薪酬分配差异化改革试点、国有资本投资、运营公司试点、中央企业兼并重组试点、部分重要领域混合所有制改革试点、混合所有制企业员工持股试点、国有企业信息公开工作试点、关于剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题试点。 |
| 2016/07 | 全国国有企业改革座谈会召开 | 习近平作重要指示，国有企业“必须理直气壮做强做优做大”，李克强作批示 |
| 2016/09 | 中央企业产业重组合作整合座谈会召开 | 国资委主任肖亚庆要求进一步加快推进中央企业间产业重组合作整合 |
| **2016/09** | **发改委实施首批国企混改试点** | 在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等关系国计民生和经济安全的重要领域开展混合所有制改革试点，混改试点“6+1”，其中“6”为东航集团、联通集团、南方电网、哈电集团、**中国核建**、中国船舶六大央企，涉及的上市公司包括东方航空、中国联通、佳电股份、**中国核建**、中船科技、中船防务、**北新建材、中国巨石、凯盛科技、瑞泰科技、洛阳玻璃**、文山电力:“1”指的是浙江省省属国资集团旗下共有 8 家上市公司。 |
| **2016/12** | **“1+N”文件体系建成** | 总共出台了 7 个专项配套文件,国资委会同有关部门出台了 36 个配套文件。 |
| **2017/03** | **发改委实施第二批国企混改试点** | 第二批国企混改试点企业共 10 家，分别为中国长江三峡集团公司新设混合所有制配售电公司、中车产业投资有限公司、中国国际货运航空有限公司、中航信移动科技有限公司、中国联合网络通信股份有限公司、中国核燃料有限公司、湖南航天有 |

| | | |
|---|---|---|
| | | 限责任公司、中国盐业股份有限公司、中国黄金集团黄金珠宝有限公司、中粮资本投资有限公司。涉及上市公司长江电力、湖北能源、中国中车、南方汇通、中国联通、中国国航、东方锆业、中核科技、兰太实业、中金黄金、中粮地产、中粮生化。混改扩围升级趋势在配售电、电力装备、铁路装备、国防军工等重点领域愈加凸显。**混改逐步从三级以下子企业，向二级子企业提升，未来不排除继续向集团层面延伸。** |
| 2017/10 | 十九大报告 | 深化强调深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业 |
| **2017/12** | **发改委实施第三批国企混改试点** | 第三批央企混改试点企业共 31 家，其中中央企业子企业 10 家，地方国有企业 21 家，**混合所有制的试点将由央企向地方国企扩围，混改重心下移已成定势。**<br>10 家中央子企业涉及领域包括军工、油气能源等，其中油气能源类央企子企业至少 2 家，军工企业至少 2 家，这亦与发改委曾提及的“电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工”的七大重要行业吻合。参与 21 家第三批混改试点甄选的地方国企区域分布，涵盖了辽宁、黑龙江、浙江、湖南、贵州等地。<br>第三批央企混改试点涉及上市公司：石油方面：中国石油、中油资本、**中油工程**、大庆华科、中国石化、上海石化、泰山石油、四川美丰、岳阳兴长、石化机械、*ST 油服、山东海化、海油工程、中海油服；天然气方面：大众公用、长春燃气、深圳燃气;电信方面:号百控股、*ST 大唐、高鸿股份；电力方面：华能国际、大唐发电、申能股份、乐山电力、湖北能源、东方电气、佳电股份、**中国电建**；军工方面：飞亚达 A、航天电器、中直股份、中船防务、航天电子、凌云股份；民航方面：东方航空、南方航空、中国国航；铁路方面：大秦铁路、铁龙物流、广深铁路；其他：中国软件、包钢股份、沈阳机床。 |
| **2018/08** | **《国企改革“双百行动”工作方案》** | 国务院国有企业改革领导小组选取百余户中央企业子企业和百余户地方国有骨干企业，于 2018 年至 2020 年期间全面落实国有企业改革“1+N”政策要求。五突破一加强，在稳妥推进股权多元化和混合所有制改革方面率先突破；在健全法人治理结构方面率先突破；在完善市场化经营机制方面率先突破；在健全激励约束机制方面率先突破；在解决历史遗留问题方面率先突破；全面加强党的领导、党的建设 |
| **2019/05** | **发改委实施第四批国企混改试点** | 第四批试点企业共 160 家，其中中央企业系统 107 家，地方企业 53 家，资产总量超过 2.5 万亿元。<br>**第四批试点将积极稳妥推进装备制造、船舶、化工等领域企业战略性重组；持续推动电力、有色金属、钢铁、海工装备、环保、免税品等领域专业化整合。**机构预计未来会将混改重点放在地方国企上，以此达到引领和示范作用。<br>相关上市公司：商业类：中成股份、天虹股份、苏美达；高端装备制造领域：中国一重、上海电气、沈阳机床、秦川机床、中国卫星、航发动力等；船舶领域：*ST 船舶、中船防务、中远海控、中远海能等；化工领域：万华化学、鲁西化工、安迪苏、中国巨石、沧州大化、中国石化等；电力领域：长江电力、湖北能源、华能水电、文山电力等；有色金属领域：中国铝业、江西铜业、西部矿业、云铝股份等；钢铁领域：宝钢股份、鞍钢股份、华菱钢铁、太钢不锈等；海工装备领域：中船科技、**海油工程**、振华重工、中国重工、中海油服等；环保领域：三聚环保、首创股份、上海环境、创业环保、重庆水务等；免税品领域：中国国旅、兰生股份、海峡股份等。下一步公司改革的重点还是继续深化混合所有制改革，健全有效制衡的法人治理结构。相关上市公司：国投电力、国有资本、国投中鲁。 |
| 2020/04 | “科改示范行动”完成改革方案备案的“科改示范企业”名单公布 | 希望打造一批国有科技型企业改革样板和自主创新尖兵，并在此基础上复制推广成功经验，起到以点带面、引领示范的效果。204 户“科改示范企业”包括中央企业子企业和地方国有企业，其中，中央企业子企业有 138 家，占 68%；地方国有企业 66 家，占 32%。 |
| **2020/06** | **《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》发布** | 八个方面：一是完善中国特色现代企业制度；二是推进国有资本布局优化和结构调整；三是积极稳妥深入推进混合所有制改革；四是激发国有企业活力，健全市场化经营机制；五是形成以管资本为主的国有资产监管体制；六是推动国有企业公平参与市场竞争；七是推动一系列国企改革专项行动落实落地；八是加强国有企业党的领导党的建设 |
| 2022/01 | 2021 年央企经济运行情况新闻发布会 | 国企改革三年行动 70%目标任务顺利完成。 |
| 2022/05 | 国资委召开“地方国企改革三年行动推进会” | 要深入对照行动方案全面盘点、对标补差，锚定“三个明显成效”目标，要确保在形成更加成熟更加定型的中国特色现代企业制度和国资监管体制上取得明显成效，要确保在推动国有经济布局优化和结构调整上取得明显成效，要确保在提高国有企业活力和效率上取得明显成效。以更大力度决战决胜国企改革三年行动。 |
| 2022/05 | 国资委召开“深化国有控股上市公司改革争做国企改革三年行动表率专题推进会” | 深化国有控股上市公司改革，要锁定重点、破除难点，做强做精主责主业，实现板块归属清晰；调整优化股权结构，发挥积极股东作用；完善公司治理机制，选优用好独立董事；强化丰富正向激励，激发内生动力活力；练好内功夯实基础，提升价值引导预期。要把深化国有控股上市公司改革作为三年行动重要领域来抓。 |
| **2022/05** | **国资委印发《提高央企控股** | **2024 年底全面验收评价。**打造一批核心竞争力强、市场影响力大的旗舰型龙头上市 |

| | | |
|---|---|---|
| | **上市公司质量工作方案》** | 公司，培育一批专业优势明显、质量品牌突出的专业化领航上市公司。2024 年央企控股上市公司科技投入强度原则上不低于市场同行业可比上市公司平均水平；**2024 年底前基本完成上市平台调整盘活等**。 |
| 2022/09 | 国务院国企改革领导小组办公室召开巩固深化国企改革三年行动、补短板强弱项专题推进会 | 2022 年是国企改革三年行动的收官之年，央企和各地今年注重把工作重心由抓改革进度逐渐转移到提质量、求实效上。将聚焦包括公司治理的权责清晰、“三能”机制的普遍激活、资源优化配置的核心竞争力、国企上市公司的示范引领和提升国资监管效能五大类任务。 |
| **2022/10** | **二十大报告** | **深化国资国企改革**，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力，完善中国特色现代企业制度，弘扬企业家精神，加快建设世界一流企业。 |

资料来源：中国政府网等，《国企改革三年纪-十八届三中全会以来深化国有企业改革进展与突破图谱》（国企改革·改革纪事）朱梓烨 2016/12，天风证券研究所

**图 29：一带一路近年发展里程碑简要梳理**




资料来源：中国政府网，中国一带一路网等，天风证券研究所

**图 30：一带一路重要事件/文件及内容梳理**

| 时间 | 事件/会议 | 相关内容 |
|---|---|---|
| **2013/09** | **“丝绸之路经济带”首次提出** | 国家主席习近平在哈萨克斯坦纳扎尔巴耶夫大学演讲时提出，为了使欧亚各国经济联系更加紧密、相互合作更加深入、发展空间更加广阔，可以用创新的合作模式，共同建设“丝绸之路经济带”。习近平指出，这是一项造福沿途各国人民的大事业，可从加强政策沟通、道路联通、贸易畅通、货币流通、民心相通几个方面先做起来，以点带面，从线到片，逐步形成区域大合作 |
| **2013/10** | **“海上丝绸之路”首次提出** | 国家主席习近平在印度尼西亚国会演讲时指出，东南亚地区自古以来就是“海上丝绸之路”的重要枢纽，中国愿同东盟国家加强海上合作，使用好中国政府设立的中国-东盟海上合作基金，发展好海洋合作伙伴关系，共同建设 21 世纪“海上丝绸之路”。 |
| 2014/12 | 丝路基金有限责任公司成立 | 丝路基金是中长期开发投资基金，通过以股权为主的多种投融资方式，重点围绕“一带一路”建设推进与相关国家和地区的基础设施、资源开发、产能合作和金融合作等项目，确保中长期财务可持续和合理的投资回报 |
| **2015/03** | **国务院授权发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》** | **基础设施互联互通是“一带一路”建设的优先领域。**抓住交通基础设施的关键通道、关键节点和重点工程，优先打通缺失路段，畅通瓶颈路段，配套完善道路安全防护设施和交通管理设施设备，提升道路通达水平。推动口岸基础设施建设，畅通陆水联运通道，推进港口合作建设，增加海上航线和班次，加强海上物流信息化合作。加强能源基础设施互联互通合作，共同维护输油、输气管道等运输通道安全，推进跨境电力与输电通道建设，积极开展区域电网升级改造合作。 |
| 2015/11 | 31 个省市对接方案基本完成 | 各地结合自身比较优势，有针对性地提出本地区在参与推进“一带一路”建设中的地方定位。 |
| 2015/12 | 亚洲基础设施投资银行成立 | 亚投行主要宗旨是通过在基础设施及其他生产性领域的投资，促进亚洲经济可持续发展，创造财富并改善基础设施互联互通；与其他多边和双边开发机构紧密合作，推进区域合作和伙伴关系，应对发展挑战。 |
| **2016/04** | **中国与国际组织签** | 意向书强调，双方将共同规划推进互联互通和“一带一路“的具体行动，推动沿线各国政策对 |

| | | |
|---|---|---|
| | **署首份“一带一路”合作文件** | 接和务实合作 |
| 2016/08 | 推进“一带一路”建设工作座谈会 | 重点支持基础设施互联互通、能源资源开发利用、经贸产业合作区建设、产业核心技术研发支撑等战略性优先项目。切实推进关键项目落地，以基础设施互联互通、产能合作、经贸产业合作区为抓手，实施好一批示范性项目。 |
| **2016/11** | **“一带一路”倡议首次写入联合国大会决议** | 敦促各方通过“一带一路”倡议等加强阿富汗及地区经济发展，呼吁国际社会为“一带一路”倡议建设提供安全保障环境。 |
| **2017/05** | **首届“一带一路”国际合作高峰论坛** | 重点打造了五方面成果： 凝聚了广泛国际共识，明确了共同努力方向，推动了更多合作项目落地，构筑了完善支撑体系，拓展了全球伙伴关系网络 |
| 2018/08 | 推进“一带一路”建设工作 5 周年座谈会 | 加快形成金融支持共建“一带一路”的政策体系，有序推动人民币国际化，引导社会资金共同投入沿线国家基础设施、资源开发等项目，为走出去企业提供外汇资金支持。加强共建“一带一路”同京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等国家战略对接，促进西部地区、东北地区在更大范围、更高层次上开放，助推内陆沿边地区成为开放前沿，带动形成陆海内外联动、东西双向互济的开放格局。 |
| **2019/04** | **第二届“一带一路”国际合作高峰论坛** | 各方高度重视基础设施互联互通对经济增长的拉动作用，希望建设高质量的交通运输、资金、能源、数字、智力互联互通网络，继续为世界经济增长挖掘新动力。 |
| 2021/03 | “十四五”规划 | 推进基础设施互联互通，构建以新亚欧大陆桥等经济走廊为引领，以中欧班列、陆海新通道等大通道和信息高速路为骨架，以铁路、港口、管网等为依托的互联互通网络，打造国际陆海贸易新通道。聚焦关键通道和关键城市，有序推动重大合作项目建设。创新融资合作框架，发挥共建“一带一路”专项贷款、丝路基金等作用。建立健全“一带一路”金融合作网络，推动金融基础设施互联互通，支持多边和各国金融机构共同参与投融资。 |
| 2021/11 | 第三次“一带一路”建设座谈会 | 把基础设施“硬联通”作为重要方向，把规则标准“软联通”作为重要支撑，把同共建国家人民“心联通”作为重要基础，推动共建“一带一路”高质量发展，取得实打实、沉甸甸的成就。 |
| 2022/03 | 《关于推进共建“一带一路”绿色发展的意见》 | 到 2025 年，绿色基建、绿色能源、绿色交通、绿色金融等领域务实合作扎实推进，绿色示范项目引领作用更加明显，境外项目环境风险防范能力显著提升，共建“一带一路”绿色发展取得明显成效 |
| 2022/11 | 习总书记主席出席 G20 峰会并发表《共赢时代挑战共建美好未来》重要讲话 | 要推动更加包容的全球发展、推动更加普惠的全球发展；提出国际粮食安全合作倡议，期待同各方深化合作等 |
| **2022/11** | **雅万高铁试验运行成功** | 雅万高铁是印尼和东南亚的第一条高铁，是“一带一路”建设和中印尼两国务实合作的标志性项目，也是中国高铁首次全系统、全要素、全产业链在海外建设项目，全线采用中国技术、中国标准。项目建成后，雅加达和万隆之间的旅行时间将由现在的 3 个多小时缩短至 40 分钟。 |
| 2022/11 | 首届“一带一路”青年发展高峰论坛 | 论坛上成立了“国际青年侨商协作平台”，以团结各界爱国爱港的青年侨商，主动对接国家发展战略 |
| **2022/12** | **中国与阿尔及利亚签署重点领域三年（2022—2024）合作计划** | 主要聚焦于重点领域投资合作，是积极推进中阿共建“一带一路”倡议的重要举措。国家发展改革委将与阿外交和海外侨民部建立指导委员会，共同向两国企业推介交通、能源矿产、制造业及研发、信息技术、金融服务、医疗服务等 6 个重点领域潜在合作项目。 |
| 2022/12 | 习总书记出席在沙特阿拉伯首都利雅得举行的首届中阿峰会和中海峰会 | 开启中阿、中海关系新时代，在首届中阿峰会上提出中阿务实合作“八大共同行动”，在出席首届中海峰会时强调，未来 3 到 5 年，中国愿同海合会国家在五个重点合作领域作出努力。 |

资料来源：中国政府网，中国一带一路网等，天风证券研究所

图 31：PPP 近年发展里程碑简要梳理




资料来源：中国一带一路网等，《REITs 与 PPP 对比分析及未来展望》（李博闻），天风证券研究所

图 32：PPP 重要事件/文件及内容梳理

| 时间 | 事件/文件 | 内容和意义 |
|---|---|---|
| 2013/11 | 十八届三中全会 | 提出“职能转变、优化资源配置、深化改革开放”、“推进公共资源配置市场化，鼓励非公有制企业进入公共服务等特许经营领域” |
| **2014/05** | **财政部成立政府和社会资本合作（PPP）工作领导小组** | **标志着 PPP 进入全国推广阶段。** |
| 2014/09 | 《财政部关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》 | 拓宽城镇化建设融资渠道，促进政府职能加快转变，完善财政投入及管理方式，尽快形成有利于促进政府和社会资本合作模式发展的制度体系。 |
| **2014/10** | **《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（43 号文）** | 明确提出政府与企业的债务脱钩，2014 年以后，政府对融资平台新增债务不需要承担偿还或者救助责任，地方政府债券成为地方政府的主要负债。 |
| **2014/11** | **国务院出台《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》** | 鼓励社会资本通过特许经营等方式参与具备一定收益的基础设施项目等公益性事业投资、建设和运营，**PPP 开始进入高速发展阶段。** |
| **2014/11** | **财政部印发《政府和社会资本合作模式操作指南（试行）》** | 规范项目识别、准备、采购、执行、移交各环节操作流程。 |
| 2014/11 | 财政部发布《关于政府和社会资本合作示范项目实施有关问题的通知》 | 规范地推广运用政府和社会资本合作模式，保证 PPP 示范项目质量，形成可复制、可推广的实施范例，充分发挥示范效应。 |
| 2014/12 | 发改委发布《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》 | 鼓励和引导社会投资，增强公共产品供给能力，促进调结构、补短板、惠民生。 |
| 2014/12 | 财政部印发《政府和社会资本合作项目政府采购管理办法》 | 规范 ppp 项目政府采购行为。 |
| 2015/03 | 国家发改委和国家开发银行联合发文《关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知》 | 灵活运用基金投资、银行贷款、发行债券等各类金融工具，推进建立多元化、可持续的 PPP 项目资金保障机制。 |
| 2015/04 | 国家多部委联合发文《基础设施和公用事业特许经营管理办法》 | 鼓励和引导社会资本参与基础设施和公用事业建设运营，提高公共服务质量和效率，保护特许经营者合法权益。 |
| **2015/05** | **《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见》** | 促进在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式。 |
| 2016/12 | 财政部印发《财政部驻各地财政监察专员办事处实施地方政府债务监督暂行办法》 | 明确限制地方政府对融资平台注资行为，使地方政府难以通过注资的方式快速改善融资平台资产负债率，进而影响平台公司后续融资。 |
| **2017/04** | **财政部等发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（50 号文）** | 进一步规范约束地方政府融资行为，**明确禁止地方政府通过 PPP 等模式进行变相融资**。明确提出“地方政府不得以借贷资金出资设立各类投资基金，严禁地方政府利用 PPP、政府出资的各类投资基金等方式违法违规变相举债”。 |
| **2017/05** | **财政部发布《关于坚决纸质地方政府以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（87 号文）** | 规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资行为。明确建筑物新建改建扩建、多类基础设施建设工程等作为政府购买服务项目，严禁将非金融机构提供的融资行为纳入政府购买服务范围 |
| **2017/11** | **《财政部关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的** | 进一步规范 PPP 项目运作，纠正 PPP 中的不规范行为，推动 PPP 回归创新公共服务供给机制的本源，促进 PPP 事业可持续发展。 |

| | | |
|---|---|---|
| | **通知》（92 号文）** | |
| 2018/03 | 《财政部关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》 | 规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为，与地方政府债务管理等政策形成合力，共同防范和化解地方政府债务风险。 |
| 2019/03 | 财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》 | 严格规范 PPP 项目带来的地方政府隐性债务风险，进一步厘清政府与社会资本的合作模式，规范 PPP 项目的运作，补齐基础设施短板。 |
| **2019/05** | **国务院出台《政府投资条例》** | 对 PPP 项目投资和建设管理做出了更系统、更明确、更严格的规定，为 PPP 发展提供了全面、稳定、高层次的法律制度框架，其中提及的公共领域是 PPP 项目比较集中的领域，为社会资本参与政府投资项目提供了广阔空间和制度保障。 |
| 2019/06 | 国家发展改革委发布《关于依法依规加强 PPP 项目投资和建设管理的通知》 | 对新建、改建、扩建、技术改造等 PPP 项目要“全面、深入”开展可行性论证和审查。 |
| 2020/02 | 财政部政府和社会资本合作中心发布《关于加快加强政府和社会资本合作（PPP）项目入库和储备管理工作的通知》 | 进一步提高 PPP 项目入库和储备管理效率，加快加强项目入库和储备管理工作。 |
| 2020/03 | 《国务院关于授权和委托用地审批权的决定》 | 土地使用权审批一直是 PPP 项目提质增效中的堵点，该政策的公布增加了地方政府土地审批的自主权，减少了审批的流程，对土地使用权进行审批的时间将被大大缩短，地方政府与社会资本合作将更具有灵活性和及时性，有利于 PPP 项目高效推进。 |
| 2020/03 | 《政府和社会资本合作（PPP）项目绩效管理操作指引》 | 对 PPP 项目在全生命周期开展的绩效目标和指标管理、绩效监控、绩效评价及结果应用等项目管理活动进行了明确和规范。对提高公共服务供给质量和效率，保障合作各方合法权益具有重要和积极的意义。 |
| 2021/02 | 《引导社会资本参与盘活国有存量资产中央预算内投资示范专项管理办法》 | 该管理办法从支持的重点领域、重点区域、重点项目三个方面规定了支持的范围。采用 PPP 模式是支持重点项目盘活国有存量资产的重要方式，《管理办法》的发布有利于进一步激发社会资本方的投资热情。 |
| 2021/03 | 《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》 | 由此国资委对于央企和地方国企参与 PPP 都进行了严格控制。 |
| **2022/11** | **《关于进一步推动政府和社会资本合作（PPP）规范发展、阳光运行的通知》** | 从做好项目前期论证、推动项目规范运作、严防隐性债务风险、保障项目阳光运行四个方面进一步规范 PPP 发展路径。 |

资料来源：中国一带一路网等，《REITs 与 PPP 对比分析及未来展望》（李博闻），天风证券研究所

**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 | 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 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |