

建筑装饰

报告日期：2023 年 03 月 05 日

海外投资打开空间、国央企改革预期提升估值，推荐低估基建央企——基建行业推荐专题报告

投资要点

基建基本盘或将加速发力

- 1) **投资端**：2022 年全年基建固投累计同比+9.4%，较 2021 年提升 9.0pct。稳增长下，基建投资克服疫情等不利因素影响、持续企稳回升，投资维持高位增长。
- 2) **资金端**：7500 亿特别国债发行或带来一定资本金支持，准财政工具发力明显支撑基建 2022 年高增速；2022 年全国新增专项债 4.03 万亿、约 62.8%投入基建，2023 年以来约 65.3%新增专项债投入基建领域；今年地方政府新增专项债规模及投向基建比例有望维持高基数，带来资金端支持，我们认为基建或加速发力。
- 3) **项目端**：截至 2 月 21 日（二月初二），全国开复工率 86.1%，周环比+9.6pct，农历同比+5.7pct，项目开复工加快；华东/华中/西南/华南四大地区开复工率均在 80%以上，分别 92.9%/90.8%/85.1%/83.0%。结合“十四五”规划中 102 项重大工程项目建设提速，未来基建项目有活可干。

一带一路海外投资打开基建空间

2023 年是共建“一带一路”十周年，基础设施互联互通为优先领域和重要着眼点。

- 1) **总额看**，2022 年我国在“一带一路”沿线国家实现对外承包工程项目新签合同额 8718.4 亿元，同比+0.8%，占同期我国对外承包工程新签合同额的 51.2%；实现营业收入 5713.1 亿元，同比略降 1.3%，占同期总额的 54.8%。“一带一路”沿线国家订单及收入贡献额均已占我国对外工程承包总额的 50%以上。
- 2) **区域分布和基建投资领域看**，亚洲、非洲和拉美地区为“一带一路”沿线国家和地区投资较为集中地区。22H1，“一带一路”沿线国家和地区工程承包项目主要集中在能源、交通、冶金等领域，三大领域金额合计占新承揽大型工程承包业务总额的 82%。2020 年中国对外承包工程企业在“一带一路”共建国家完成营业额最多的前五大行业分别为交通、电力工程、一般建筑（民建、公建、商业建筑）、石油化工、通信工程，完成营业额合计占比达到 84.1%。

国央企改革推进或将带动估值回归理性

2022 年，国有企业改革三年行动圆满收官，提质增效初现。2023 年新一轮国企改革开始，央企“一利五率”目标为“一增一稳四提升”。当前建筑行业估值普遍偏低：

- 1) **从短期估值修复角度看**，截至 3 月 3 日收盘，建筑央企所处的基建市政/房建工程二级行业对应 PE-TTM 为 8.3/5.4 倍；对应 PB-LF 为 0.75/0.73 倍。
- 2) **从历史估值分位角度看**，截至 3 月 3 日收盘：基建市政工程二级行业 PE 估值、PB 估值分别处于 2012 年初以来 25.1%、15.6%分位；房建工程二级行业 PE 估值、PB 估值分别处于 2012 年初以来 16.7%、8.2%分位；均仍处估值底部。叠加此前提出的中国特色估值体系构建，建筑央企仍存在较大估值修复空间。

房建风险降低进一步推进估值回升

- 1) **过去三年房建链相关子板块业绩承压**，主要受到部分房地产行业客户坏账影响，2019 年/2020 年/2021 年八大建筑央企减值损失累计达到-286/-330/-490 亿元，拖累当期归母净利润比例达到 18%/20%/25%。
- 2) **地产“三支箭”政策出台，加速涉房建筑企业风险收敛**。房地产政策后，整个涉房建筑行业，风险大幅收窄。房建业务风险收敛、预期将进一步推动建筑央企价值提升。

基建发力优选两条主线，推荐低估值基建央企

当前龙头基建央企估值水平处近十年历史低区间，叠加涉房央企房建风险收敛、国央企改革深化及中国特色估值体系建立，基建央企价值有望回升。基于基建稳增长主抓手地位，我们认为基建发力优选两条主线：

行业评级：看好(维持)

分析师：匡培钦

执业证书号：S1230520070003
kuangpeiqin@stocke.com.cn

研究助理：陈依晗

chenyihan@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《基建投资适度超前、新型基建加快布局，“压舱石”助力稳增长——建筑装饰行业专题报告》 2023.01.20
- 2 《2023 年经济工作坚持稳字当头，基建央企有望持续高景气——建筑装饰行业分析》 2022.12.18
- 3 《中央经济工作会议定调稳增长，重点关注基建央企的估值回归——建筑装饰行业专题报告》 2022.12.17

- 1) 传统基建低估值，推荐中国中铁、中国铁建、中国建筑；
- 2) 新能源基建高景气，推荐中国电建、中国能建；以及以德才股份为代表的整个建筑装饰板块值得重点关注。

❑ **风险提示：**

基建资金落地不及预期，地产链修复不及预期，基建项目推进不及预期，国际工程承包业务开展不及预期。

正文目录

1 基建基本盘或将加速发力	5
1.1 基建行业抗跌属性强、逆周期效果明显，政策持续加码助力稳增长	5
1.2 资金端支持不断，新增地方专项债有望成为基建资金重要来源	6
1.3 节后项目开复工如期恢复，基建加速回暖	7
2 一带一路海外投资打开基建空间	10
2.1 “一带一路”倡议加快对外承包工程“走出去”进程	10
2.2 基建央企作为“走出去”主力，海外订单规模持续扩大	11
3 国企改革推进或将带动估值回归理性	12
3.1 国企改革如期收官，新一轮改革推进更高质量发展	12
3.2 中国特色估值体系构建，建筑央企估值或真正回归价值	12
4 房建风险降低进一步推进估值回升	14
5 投资建议	15
6 风险提示	16

图表目录

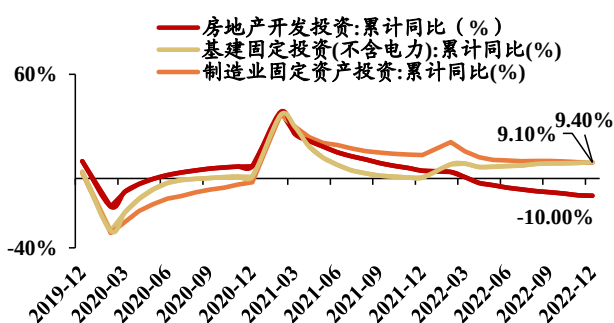
图 1: 2022 年, 地产/基建/制造业累计同比-10.0%/+9.4%/+9.1%.....	5
图 2: 2022 年, 交运/水利环保市政投资累计同比+9.1%/+10.3%.....	5
图 3: 2022 年初以来, 建筑装饰/基建/房建 (SW) 指数跑赢沪深 300 指数 17.5/24.3/35.3pct	5
图 4: 2023 年至今新增地方专项债额度约 65.3%投入基建领域, 1 月/2 月比例分别 67.0%/62.6%	7
图 5: 截至 2023 年 2 月 21 日 (二月初二), 全国开复工率 86.1%.....	8
图 6: 截至 2 月 21 日 (二月初二), 全国劳务到位率 83.9%.....	8
图 7: 2022 年一带一路沿线对外承包工程新签额占比 51.2%.....	10
图 8: 2022 年一带一路沿线对外承包工程营收占比 54.8%.....	10
图 9: 2020 年中国对外承包工程企业在“一带一路”共建国家完成营业额前二行业为交通、电力	10
图 10: 中国化学、中国铁建、中国建筑 22H1 境外收入增速位居前三, 增速均在 26%以上	11
图 11: 中国中铁、中国铁建、中国电建 2022 年境外订单新签增速位居前三, 增速均在 17%以上	11
图 12: 新一轮国企改革深化提升行动突出高质量发展首要任务, 改革重点在国有经济布局结构、公司治理、体制创新三大领域	12
图 13: 3 月 3 日, 建筑板块 PE/PB 对应仅 10.38/0.97 倍	13
图 14: 3 月 3 日, 基建市政/房建板块 PE 仅 8.27/5.39 倍	13
图 15: 3 月 3 日, 基建市政/房建板块 PB 仅 0.75/0.73 倍	13
图 16: 2019 /2020/2021 年八大建筑央企减值损失累计达到-286/-330/-490 亿元.....	14
表 1: 政策端继续适度超前开展投资, 加速构建现代化基础设施体系	6
表 2: 《“十四五”规划纲要》规划的 102 项重大工程中, 近七成为基建项目	8
表 3: 截至 2 月 21 日, 华东、华中总开工率达 90%以上领先全国其余区域, 开复工率市政>基建>房建.....	9
表 4: 建筑装饰板块个股估值表 (2023.3.3)	15

1 基建基本盘或将加速发力

1.1 基建行业抗跌属性强、逆周期效果明显，政策持续加码助力稳增长

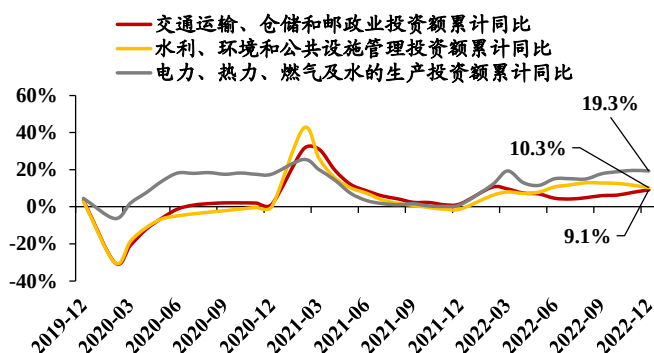
2022 年基建为全年经济主要增长动力源，托底经济效果显著。2022 年全年固定资产投资累计同比+5.1%（前值+5.3%）。具体领域看，基建（不含电力）/制造业/房地产投资累计增速分别+9.4%/+9.1%/-10.0%，12 月基建投资单月增速环比大增 3.7pct，增速创年内新高。基建细分领域看，2022 年全年，交运仓储邮政/水利环保市政投资/电热燃水投资累计同比分别+9.1%/+10.3%/+19.3%。其中铁路/公路/水利管理/公共设施管理投资分别+1.8%/+3.7%/13.6%/+10.1%。稳增长背景下，基建投资克服疫情等不利因素影响、持续企稳回升，重大项目投资建设提速；尤其 2022 年下半年以来，基建投资维持高位增长。

图1：2022 年，地产/基建/制造业累计同比-10.0%/+9.4%/+9.1%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：2022 年，交运/水利环保市政投资累计同比+9.1%/+10.3%

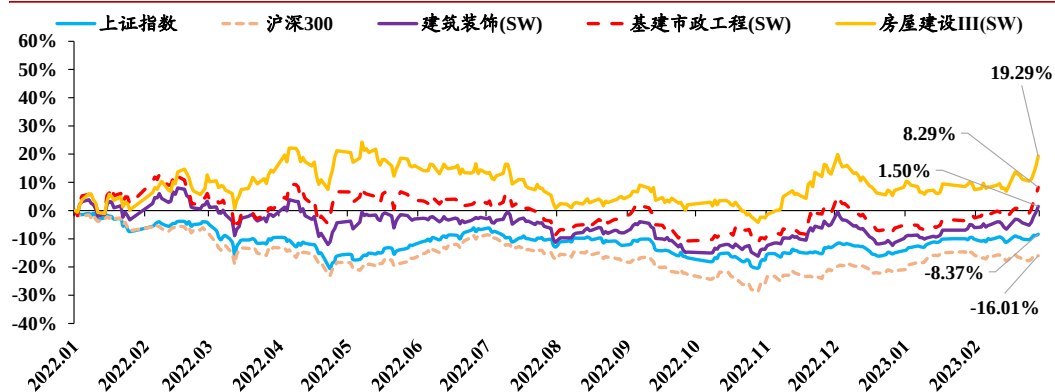


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2022 年全年，建筑装饰一级行业指数跑赢沪深 300 指数 10.68pct，房屋建设/基建市政工程全年展现较强抗跌属性。2022 年全年，建筑装饰一级行业指数下跌 10.96%，房建/基建市政工程指数涨跌幅分别+7.68%/-6.45%，大幅跑赢沪深 300 指数 29.32/15.18pct。

2023 年初至今，建筑装饰一级行业指数上升 12.7%，跑赢沪深 300 指数 6.46pct，细分板块基建市政/房建涨幅居前。截至 2023 年 3 月 3 日，基建市政工程/房建指数相对 2023 年初上升 14.17%/10.16%，大幅跑赢沪深 300 指数 7.93/3.92pct。

图3：2022 年初以来，建筑装饰/基建/房建（SW）指数跑赢沪深 300 指数 17.5/24.3/35.3pct



资料来源：Wind，浙商证券研究所

政策端，基建稳增长政策持续加码，2023 年基建或仍为稳经济大盘重要抓手。2022 年年底至今，中央多个重磅会议继续强调稳投资在稳住经济大盘的重要作用。回顾 2022 年情况，稳投资中，基建稳增长政策落地最迅速、效果最明显，成为稳就业惠民生最有效手段。

短期看，当前出口承压、消费疲软，投资端地产仍处筑底阶段，基础设施投资稳定增长对当前扩大国内需求、应对经济下行压力具有重要作用；**长期看**，重大基础设施项目的开工建设对稳增长、稳就业、保民生均具备重要保障作用，既利当前、又利长远，将有效助力增强投资对优化供给结构的关键作用。当前我国经济复苏基本面或仍存在强预期弱现实情况，我们认为 2023 年基建投资或仍系稳住经济大盘主要抓手。

表1：政策端继续适度超前开展投资，加速构建现代化基础设施体系

发布部门/会议	发布时间	政策内容
国家发改委 例行新闻会	2023 年 1 月 18 日	会议强调未来基建投资重点领域如下： 1) 基础设施等重点领域补短板为重点工作内容。 需围绕重点领域和薄弱环节，持续释放投资潜力。聚焦“十四五”规划 102 项重大工程，着力加快推进重大项目建设。 2) 适度超前开展基础设施投资，加强交通、能源、水利等重大基础设施建设，系统布局新型基础设施。 着力解决经济社会发展中的实际问题，加强补短板、强弱项、增后劲的重大项目推进力度。
国常会	2022 年 12 月 20 日	国务院常务会议召开，部署深入抓好稳经济一揽子政策措施落地见效，推动经济巩固回稳基础、保持运行在合理区间；部署持续做好稳就业保民生工作，兜牢民生底线。会议指出，实施稳经济一揽子政策和接续措施，为应对超预期因素冲击、推动经济运行由下滑转为回稳发挥了重要支撑作用。这些政策措施仍有释放效应空间，特别是重大项目和设备更新改造，在当前和未来一段时间对扩投资带消费仍将发挥重要作用。
中央经济 工作会议	2022 年 12 月 15-16 日	会议深入阐述了明年我国经济工作的总体要求和政策取向。会议强调“突出做好稳增长、稳就业工作”， 稳增长被置于更突出的位置。明年要坚持稳字当头、稳中求进 ，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。
中央、国务院	2022 年 12 月 14 日	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》印发并指出， 展望 2035 年消费和投资规模再上新台阶，未来基建行业发展主要关注以下 5 大板块：交通基础设施建设、能源基础设施建设、水利基础设施建设、城市设施规划建设和城市更新、生态环保设施建设。
中央财经委员会 第十一次会议	2022 年 4 月 26 日	习总书记在中央财经委员会第十一次会议提出，要构建现代化基础设施体系，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础。加强交通、能源和水利等基础设施建设， 要适度超前布局有利于引领产业发展和维护国家安全的设施。

资料来源：中央、国家发改委、国务院，浙商证券研究所

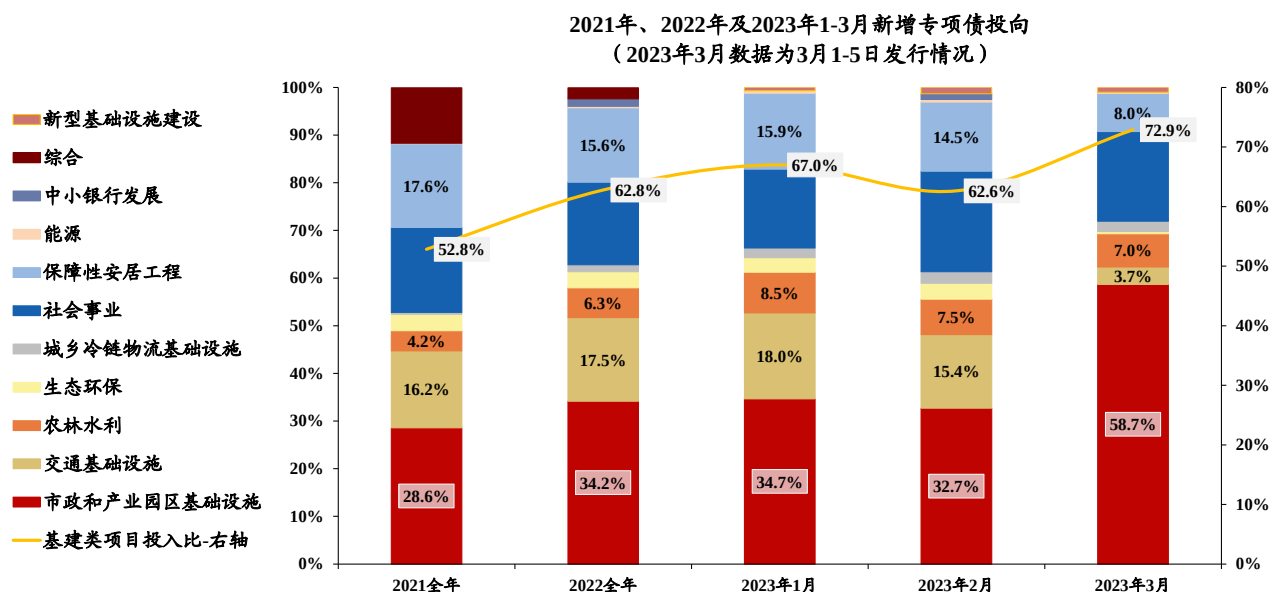
1.2 资金端支持不断，新增地方专项债有望成为基建资金重要来源

1) 7500 亿特别国债发行或带来一定资本金支持。2022 年 12 月，为筹集财政资金，支持国民经济和社会事业发展，财政部决定发行 2022 年特别国债 7500 亿元。本次特别国债发行，预期将大力缓解地方政府债券总量压力，对 2023 年宏观经济稳增长起到显著支撑作用。考虑到 2023 年稳增长或仍有较强需求，我们认为基建投资作为发力效果最显著路径，未来基建重大项目有望获得资本金落地倾斜。

2) 准财政工具发力明显支撑基建 2022 年高增速。2022 年 5 月起，政策性开发性银行新增 8000 亿元信贷额度、并新设 3000 亿元金融工具用于支持基础设施重大项目建设，8 月国常会追加 3000 亿政策性金融工具，加大对基建和重大项目支持力度。结合 2022 年全年基建投资增速看，基建投资增速为地产、制造业、基建三大投资领域增速第一，准财政工具发力效果显著，成为基建投资重要增量支持资金。

3) 地方政府新增专项债规模及投向基建比例有望维持高基数。2022 年全国地方政府新增专项债 4.03 万亿、约 62.8%投入基建领域；截至 2023 年 3 月 5 日，约 65.3%新增专项债额度投入基建领域；当前全国多省份获得的提前批额度相较 2022 年同比明显增长，预计提前批规模将大于 2021 年的 1.46 万亿，结合发改委对 2023 年全年专项债规模 3 倍把握要求，今年专项债规模有望维持高位，同时直接投入基建比例有望维系高水平，考虑专项债对民间资本的带动效应，将有效弥补卖地收入缺口，今年基建资金稳增空间可期。

图4：2023 年至今新增地方专项债额度约 65.3%投入基建领域，1 月/2 月比例分别 67.0%/62.6%



资料来源：财政部，Wind，浙商证券研究所

注：基建类投向—市政和产业园区基础设施、交通基础设施、农林水利、生态环保、城乡冷链物流和新型基础设施；社会事业包括医疗卫生、教育、文化旅游等多个项目

1.3 节后项目开复工如期恢复，基建加速回暖

扩内需顶层战略提出，关注交通、能源、水利、城市更新、小区旧造、生态环保、国际工程等细分板块。2022 年 12 月 14 日，中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022 - 2035 年）》，强调持续推进重点领域补短板投资，加快交通、能源、水利、物流、生态环保、社会民生基础设施建设，系统布局新型基础设施，推进以人为核心的新型城镇化；引导民间资本参与新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程和补短板领域建设；高质量共建“一带一路”，推进基础设施互联互通。

此前国家发改委表示，今年投资工作将重点聚焦“十四五”规划 102 项重大工程，加强交通、能源、水利等重大基础设施建设，系统布局新型基础设施。2 月 24 日，国家发改委召开推动“十四五”规划 102 项重大工程实施第二次会议，要求持续推动各类要素资源向 102 项重大工程项目倾斜配置。

从项目类型看，“十四五”规划 102 项重大工程，其中 55 项重大工程项目属于基础设施建设项目，分别对应到交通、现代能源体系、国家水网、农村和城镇建设等工程；其中 25 项与双碳目标直接相关，以能源为核心并分布在交通、城乡建设、农业等多个具体领域。通常来看，基建工程项目工期多为 3-5 年，2022 年系项目开工旺年，行业投资在未来三年将跑出新速度，更多实物量将加速落地。

表2: 《“十四五”规划纲要》规划的 102 项重大工程中, 近七成成为基建项目

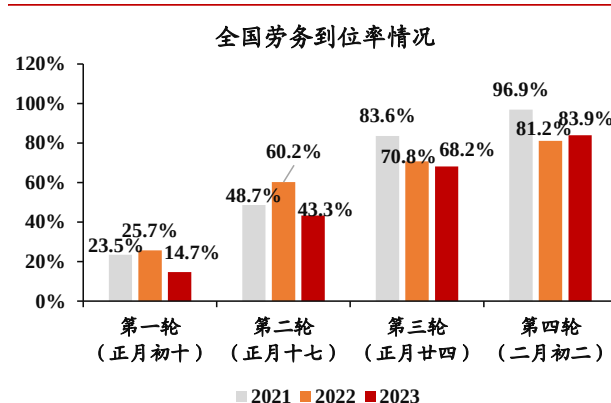
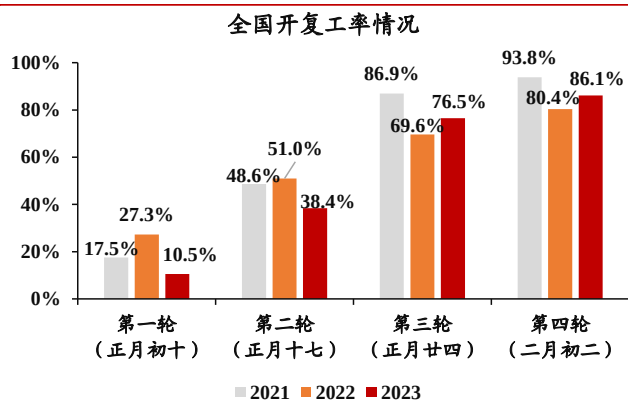
专栏名称	分项
专栏 2: 科技前沿领域攻关	新一代人工智能、深空深地深海和极地探测
专栏 5: 交通强国建设工程	战略骨干通道、高速公路、普通铁路、城市群和都市圈轨道交通、高速公路、港航设施、现代化机场、综合交通和物流枢纽。
专栏 6: 现代能源体系建设工程	大型清洁能源基地、沿海核电、电力外送通道、电力系统调节、油气储运能力
专栏 7: 国家水网骨干工程	重大引调水、供水灌溉、防洪减灾
专栏 8: 现代农业农村建设工程	高标准农田、现代种业、农业机械化、乡村基础设施、农产品冷链物流设施、农村人居环境整治提升
专栏 11: 新型城镇化建设工程	都市圈建设、城市更新、城市防洪排涝、县城补短板、现代社区培育、城乡融合发展
专栏 14: 重要生态系统保护和修复工程	青藏高原生态屏障、黄河重点生态区、长江重点生态区、南方丘陵山地带、东北森林带、北方防沙带
专栏 15: 环境保护和资源节约工程	大气污染物减排、水污染防治和水生态修复、医废危废处置和固废综合利用、城镇污水垃圾处理设施
专栏 16: 教育提质扩容工程	普惠性幼儿园、基础教育、职业教育、高等教育
专栏 17: 全民健康保障工程	疾病预防控制、国家医学中心、区域医疗中心、县级医院、中医药发展、全民建设地设施
专栏 20: 经济安全保障工程	粮食储备设施、油气勘探开发、煤制油气基地、电力安全保障

资料来源:《“十四五”规划纲要》, 浙商证券研究所

截至 2 月 21 日 (二月初二), 全国 12220 个工程项目第四轮开复工率为 86.1%, 周环比 +9.6pct, 农历同比 +5.7pct, 项目开复工率较前几轮有较明显提升, 开复工速度加快; 劳务到位率 83.9%, 周环比 +15.7pct, 农历同比 +2.8pct。节后第三周起, 项目开复工明显加快, 劳务人员到位情况也有显著提升, 节后项目开复工如期恢复。

图5: 截至 2023 年 2 月 21 日 (二月初二), 全国开复工率 86.1%

图6: 截至 2 月 21 日 (二月初二), 全国劳务到位率 83.9%



资料来源: 百年建筑网, 浙商证券研究所

资料来源: 百年建筑网, 浙商证券研究所

分区域看,截至 2 月 21 日, 华东、华中、西南、华南四大地区开复工率均在 80% 以上, 分别为 92.9%、90.8%、85.1%、83.0%, 领先全国其余区域。其中华北、西南及华中三大地区较去年农历同期提升最为显著, 农历同比均在 11% 以上; 东北、华南地区开复工情况表现较弱, 开复工率较去年有所降低。劳务人员到位方面, 除东北地区到位率较低, 其余区域劳务到位率均在 50% 以上, 华北、华中、华东地区劳务到位率较去年农历同期提升较多, 同比分别 +9.5%、6.3%、4.6%。

分项目类型看,截至 2 月 21 日, 基建/房建/市政开复工率分别 87.3%/84.1%/88.2%, 开复工进度上, 市政>基建>房建; 劳务到位率方面市政和基建也明显好于房建项目。2023 年春节假期较早, 前两轮开复工及劳务人员到位表现较弱, 恢复节奏较缓慢; 节后各地项目施工进度加快, 尤其基建、市政项目恢复速度较快, 第三轮、第四轮开复工情况显著好转, 预期基建将加速回暖。

表3: 截至2月21日, 华东、华中总开工率达90%以上领先全国其余区域, 开复工率市政>基建>房建

省份	开复工率 (%)	周环比 (%)	农历同比 (%)	劳务到位率 (%)	周环比 (%)	农历同比 (%)	开复工率(%)			劳务到位率(%)		
							基建	房建	市政	基建	房建	市政
全国	86.1%	9.6%	5.7%	83.9%	15.7%	2.8%	87.3%	84.1%	88.2%	86.5%	81.1%	85.9%
华北	63.6%	10.1%	14.9%	66.3%	6.8%	9.5%	58.6%	77.6%	66.2%	61.4%	79.9%	69.2%
东北	21.4%	7.1%	-19.5%	31.4%	18.6%	-17.7%	33.3%	12.5%	-	33.3%	30.0%	-
华东	92.9%	10.4%	7.5%	89.3%	16.5%	4.6%	96.7%	87.2%	97.7%	93.2%	81.7%	97.7%
华中	90.8%	7.2%	11.8%	86.6%	9.9%	6.3%	94.1%	66.7%	94.6%	94.4%	63.7%	86.8%
华南	83.0%	6.9%	-3.4%	84.6%	13.9%	-0.3%	77.2%	84.8%	90.1%	84.3%	83.9%	89.4%
西南	85.1%	14.1%	12.1%	84.2%	28.4%	4.0%	95.7%	66.9%	67.9%	77.6%	50.9%	62.6%
西北	58.7%	8.0%	-3.4%	51.5%	13.9%	-6.7%	50.0%	73.6%	34.8%	48.6%	40.7%	31.1%

资料来源: 百年建筑网, 浙商证券研究所

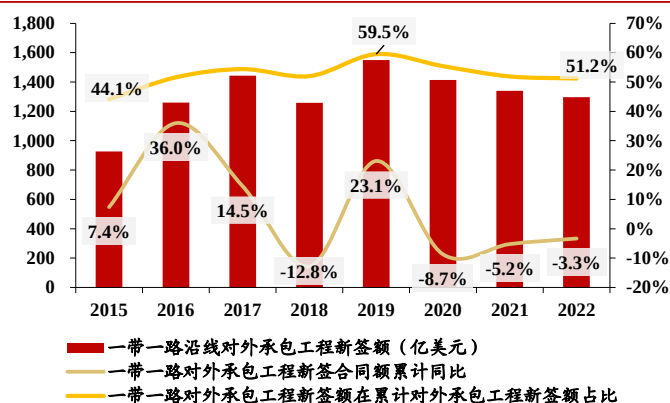
注: 1、项目开复工: 指工程项目的工作人员到岗并开展有效的施工作业, 包括新开工项目与复工项目。项目开工率=(新开工项目数+复工项目数)/项目总数; 2、劳务到位率: 工程项目中已到位务工人员人数/项目务工人员总数

2 一带一路海外投资打开基建空间

2.1 “一带一路”倡议加快对外承包工程“走出去”进程

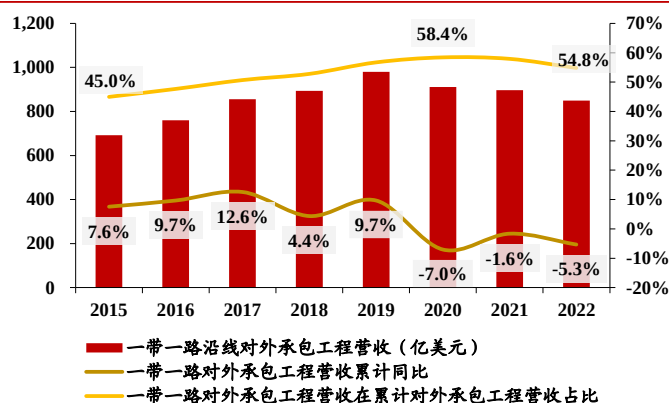
2023 年是共建“一带一路”倡议提出十周年，基础设施互联互通为优先领域和重要着眼点。一带一路沿线国家在我国对外承包工程业务中贡献比重持续加大。总额看，2022 年我国在“一带一路”沿线国家实现对外承包工程项目新签合同额 1296.2 亿美元，同比-3.3%，对应人民币 8718.4 亿元，同比+0.8%，占同期我国对外承包工程新签合同额的 51.2%；实现营业收入 849.4 亿美元，同比-5.3%，对应人民币 5713.1 亿元，同比略降 1.3%，占同期总额的 54.8%。“一带一路”沿线国家订单及收入贡献额均已占我国对外工程承包总额的 50%以上。

图7：2022 年一带一路沿线对外承包工程新签合同额占比 51.2%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：2022 年一带一路沿线对外承包工程营收占比 54.8%



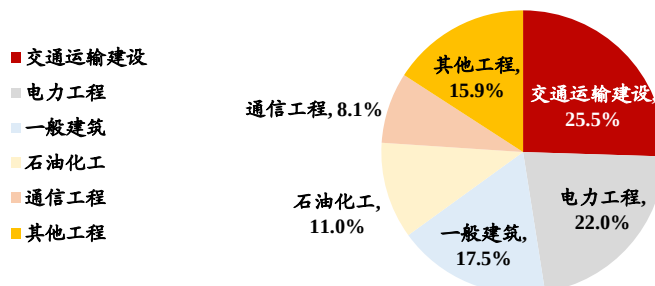
资料来源：Wind，浙商证券研究所

我国基础设施建设“走出去”成效显著，海外市场不断拓展、规模及范围持续扩大，市场结构逐步多元。分地区看，亚洲、非洲和拉美地区为“一带一路”沿线国家和地区投资较为集中地区，项目多投向越南、印度尼西亚、菲律宾、泰国、巴基斯坦、阿拉伯联合酋长国、刚果等多个国家及地区。

分投资领域看，《中国投资全球追踪》数据显示，22H1“一带一路”沿线国家和地区工程承包项目主要集中在能源、交通、冶金等领域，三大领域金额合计占新承揽大型工程承包业务总额的 82%。根据商务部披露数据，2020 年中国对外承包工程企业在“一带一路”共建国家完成营业额最多的前五大行业分别为交通、电力工程、一般建筑（民建、公建、商业建筑）、石油化工、通信工程，完成营业额 326.9、282.3、224.5、141.4、103.8 亿美元，合计占比达到 84.1%。

图9：2020 年中国对外承包工程企业在“一带一路”共建国家完成营业额前二行业为交通、电力

2020 年中国对外承包工程企业在“一带一路”沿线完成营业额的行业分布情况

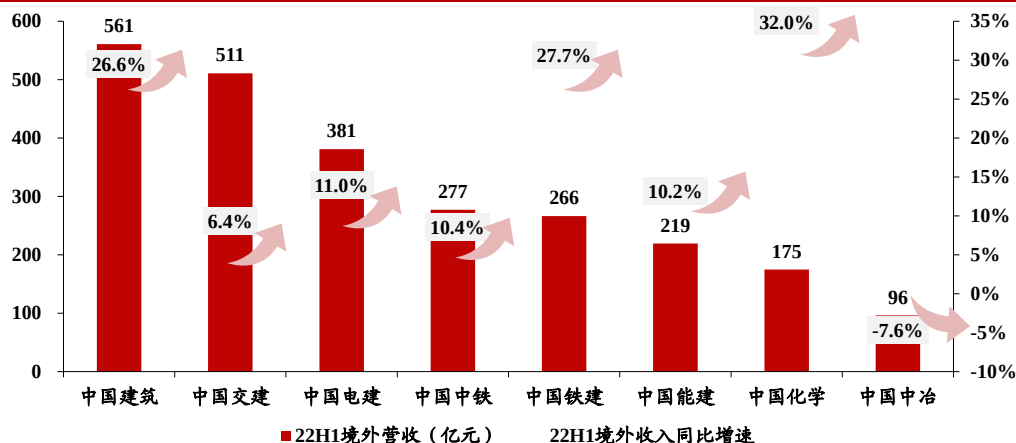


资料来源：商务部，浙商证券研究所

2.2 基建央企作为“走出去”主力，海外订单规模持续扩大

建筑央企作为对外承包工程“走出去”主力军，海外业务规模持续扩大，一带一路十周年打开央企境外业务成长新空间。从收入端看，2022 H1，中国建筑、中国交建、中国电建为八大建筑央企中境外业务收入排名前三位，收入分别为 561、511、381 亿元，占其总收入比例为 5.3%、14.0%、14.3%，毛利率分别录得 4.80%、9.74%、9.04%；中国化学、中国铁建、中国建筑 22H1 境外收入增速位居前三，增速分别 32.0%、27.7%、26.6%；境外收入占比上，中国化学、中国电建、中国交建、中国能建境外收入占比均在 10%以上，分别 23.2%、14.3%、14.0%、13.9%。

图10：中国化学、中国铁建、中国建筑 22H1 境外收入增速位居前三，增速均在 26%以上

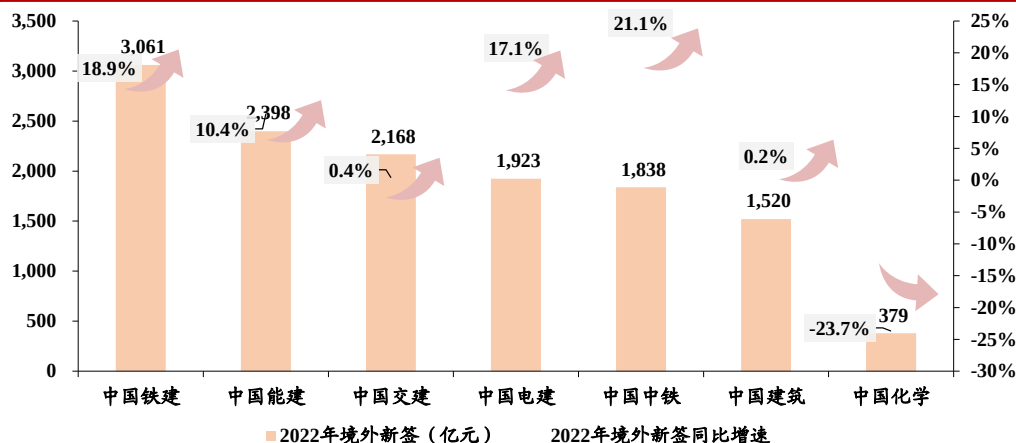


资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：按照 22H1 八大建筑央企境外收入绝对值排序

从订单新签看，2022 年七大建筑央企（去除中国中冶，2022 年境外新签订单尚未披露）境外新签订单合计 13286 亿元，较 2021 年同比增长 10.0%。境外业务已逐步克服多重不利因素，订单承接量恢复至疫情前 2019 年情况，建筑央企境外业务走出相对低迷期。从境外新签订单绝对额看，中国铁建、中国能建、中国交建位居前三，2022 年境外新签订单合同额分别 3061、2398、2168 亿元，在新签订单总额中占比分别 9.4%、22.9%、14.1%；从境外新签订单增速看，中国中铁、中国铁建、中国电建、中国能建 2022 年境外订单新签增速均在 10%以上，增速分别 21.1%、18.9%、17.1%、10.4%。

图11：中国中铁、中国铁建、中国电建 2022 年境外订单新签增速位居前三，增速均在 17%以上



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：按照 2022 年七大建筑央企境外新签订单绝对值排序，中国中冶境外新签订单尚未披露，未列示

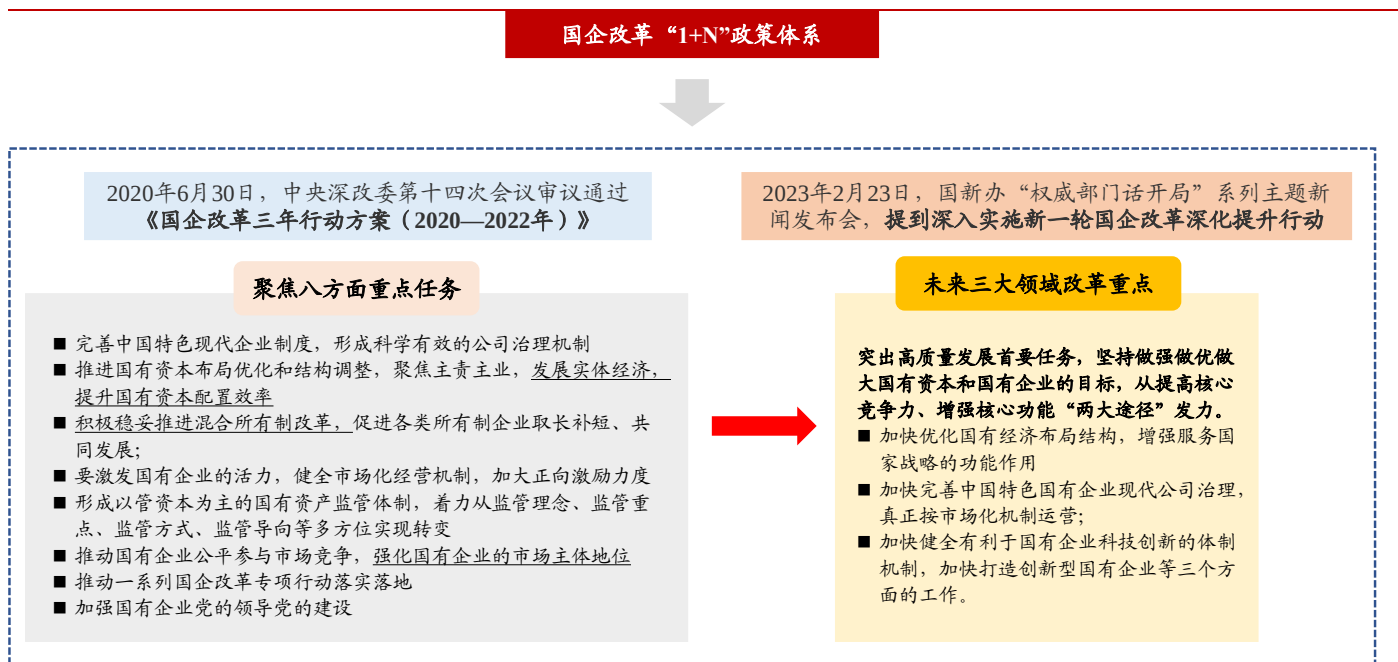
3 央企改革推进或将带动估值回归理性

3.1 国企改革如期收官，新一轮改革推进高质量发展

2022 年，国有企业改革三年行动圆满收官，提质增效初现；新一轮国企改革深化提升行动开始，国企经营质量及核心竞争力或将再获提升。

2023 年 1 月，国资委先后召开中央企业和地方国资委负责人会议，明确 2023 年中央企业“一利五率”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；“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。建筑央企“一利五率”经营指标体系正式提出，预期现金流、ROE 水平等经营指标将更受重视。我们认为，未来建筑央国企将更加重视盈利质量及现金流回款情况，头部经营效率有望进一步加强。

图12：新一轮国企改革深化提升行动突出高质量发展首要任务，改革重点在国有经济布局结构、公司治理、体制创新三大领域



资料来源：浙商证券研究所

3.2 中国特色估值体系构建，建筑央国企估值或真正回归价值

新一轮国企改革启动，建筑央国企经营质量有望再获提升，叠加此前中国特色估值体系构建，建筑央国企估值或迎重塑、回归真正价值区间。2022 年 11 月 21 日，易会满主席在 2022 金融街论坛年会上作主题演讲时指出，要探索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。估值高低直接体现市场对上市公司的认可程度，国有上市公司要“练好内功”，让市场更好地认识企业内在价值。

2023 年 3 月 3 日，国务院国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动，行动强调以做强做优做大国有资本和国有企业为根本目标，通过提升核心竞争力和增强核心功能两个途径，以价值创造为关键抓手，扎实推动企业高质量发展；并对国有企业效益效率、科技创新能力、战略性新兴产业布局等做了相关指示。叠加此前提出的中国特色估值体系构建，建筑央国企仍存在较大估值修复空间。近期建筑板块估值小幅修复，但仍处底部位置。

从短期估值修复角度看，截至3月3日收盘：

1) PE 估值：建筑装饰一级行业 PE-TTM 为 10.38 倍，建筑央企所处的基建市政工程、房建工程二级行业对应 PE-TTM 为 8.3、5.4 倍。

2) PB 估值：建筑装饰一级行业 PB-LF 为 0.97 倍，建筑央企所处的基建市政工程、房建工程二级行业对应 PB-LF 为 0.8、0.7 倍。

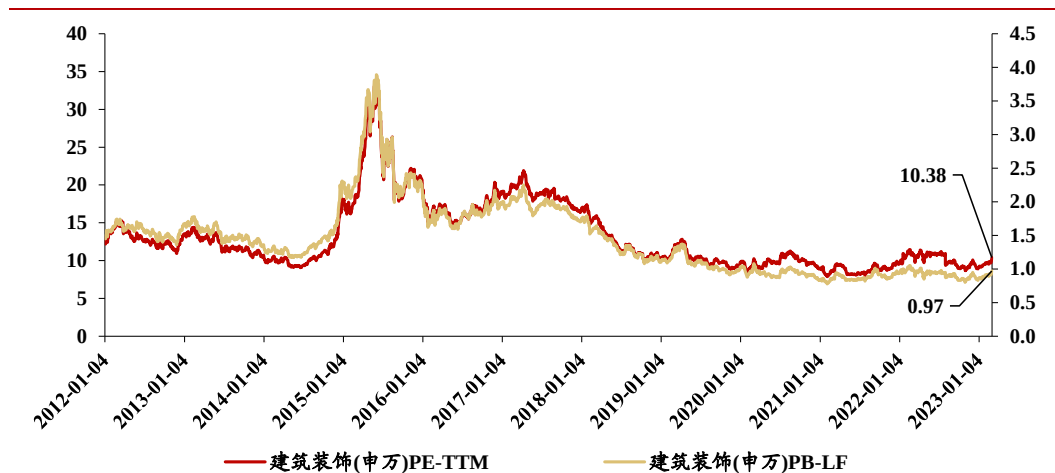
从历史估值分位角度看，截至3月3日收盘：

1) 建筑装饰一级行业 PE 估值、PB 估值分别处于 2012 年初以来 34.1%、25.0%分位。

2) 基建市政工程二级行业 PE 估值、PB 估值分别处于 2012 年初以来 25.1%、15.6%分位，仍处估值底部。

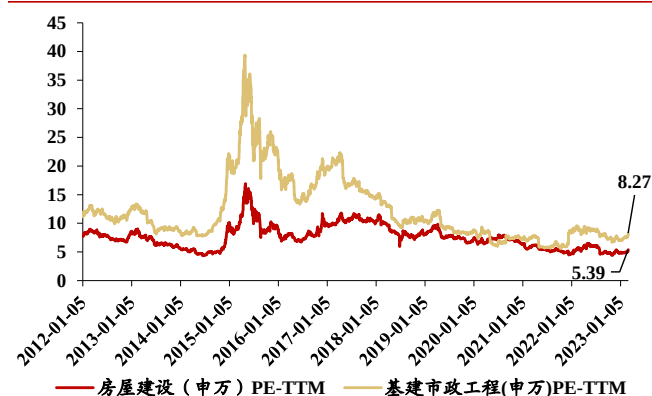
3) 房建工程二级行业 PE 估值、PB 估值分别处于 2012 年初以来 16.7%、8.2%分位，仍处估值底部。

图13：3月3日，建筑板块 PE/PB 对应仅 10.38/0.97 倍



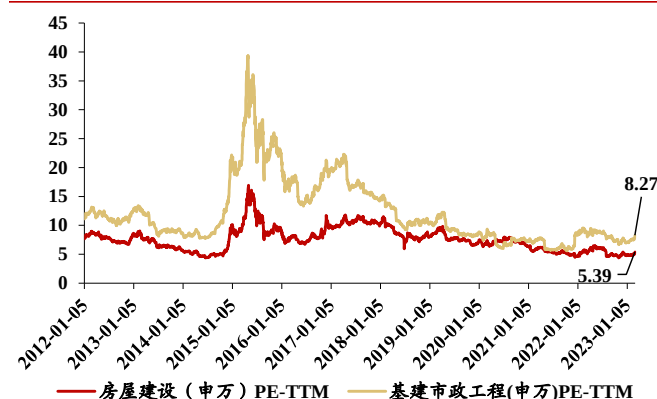
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14：3月3日，基建市政/房建板块 PE 仅 8.27/5.39 倍



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图15：3月3日，基建市政/房建板块 PB 仅 0.75/0.73 倍



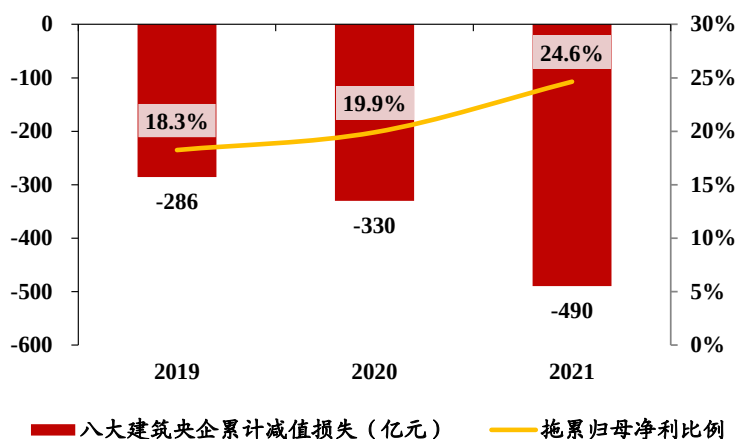
资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 房建风险降低进一步推进估值回升

房建链相关子板块承压，短期拖累建筑央企净利。从业绩角度来看，过去三年地产链及房建链相关子板块业绩承压，主要受到部分房地产行业客户坏账影响，计提较多损失准备所致。2019 年/2020 年/2021 年八大建筑央企减值损失累计达到-286/-330/-490 亿元，拖累当期归母净利润比例达到 18%/20%/25%。

地产“三支箭”政策出台，加速涉房建筑企业风险收敛。2022 年 11 月以来，地产政策组合拳密集出台，稳楼市“三箭齐发”，信贷、债券、股权支持政策相继发力，精准定调融资松绑，兼顾保交楼、稳项目、稳主体。市场信心提振，地产链信用风险呈现收敛态势，整个涉房建筑行业风险也大幅收窄，预期将进一步推动建筑央企国企价值提升。

图16： 2019 /2020/2021 年八大建筑央企减值损失累计达到-286/-330/-490 亿元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5 投资建议

当前龙头基建央企估值水平处近十年历史低区间，叠加涉房央企房建风险收敛、国企改革深化及中国特色估值体系建立，基建央企价值有望回升。基于基建稳增长主抓手地位，我们认为基建发力优选两条主线：

1) 传统基建低估值，推荐中国中铁、中国铁建、中国建筑；

2) 新能源基建高景气，推荐中国电建、中国能建；以及以德才股份为代表的整个建筑装饰板块值得重点关注。

表4：建筑装饰板块个股估值表（2023.3.3）

证券代码	证券简称	市值	PE						PB
		亿元	2020A	2021A	TTM	2022E	2023E	2024E	LF
建筑央企									
601868.SH	中国能建	1,042	22.3	16.0	14.2	13.3	11.5	10.0	1.2
601186.SH	中国铁建	1,206	5.4	4.9	4.7	4.4	4.0	3.6	0.5
601618.SH	中国中冶	765	9.7	9.1	8.5	7.8	6.9	6.1	0.9
601669.SH	中国电建	1,338	16.8	15.5	12.3	12.3	10.6	9.1	1.2
601390.SH	中国中铁	1,651	6.6	6.0	5.5	5.3	4.8	4.2	0.7
601668.SH	中国建筑	2,562	5.7	5.0	4.5	4.5	4.0	3.6	0.7
601800.SH	中国交建	1,743	10.8	9.7	9.2	8.6	7.7	7.0	0.7
601117.SH	中国化学	623	17.0	13.4	11.4	11.0	8.6	7.4	1.2
600970.SH	中材国际	264	23.3	14.6	13.5	12.4	10.4	8.8	1.5
601611.SH	中国核建	255	18.7	16.6	14.4	13.5	11.3	9.8	1.5
002051.SZ	中工国际	113	-135.2	40.1	29.8	27.0	23.1	18.5	1.0
000065.SZ	北方国际	108	14.3	17.3	17.1	13.0	10.5	8.7	1.4
000928.SZ	中钢国际	104	17.3	16.0	16.7	16.7	13.9	12.3	1.7
600970.SH	中材国际	264	23.3	14.6	13.5	12.4	10.4	8.8	1.5
建筑地方国企									
600039.SH	四川路桥	822	27.2	14.7	10.1	8.3	6.8	5.6	2.1
600170.SH	上海建工	248	7.4	6.6	25.3	9.5	5.9	5.5	0.9
600820.SH	隧道股份	181	8.0	7.6	7.6	5.9	6.1	5.2	0.7
600248.SH	陕西建工	177	6.2	5.1	5.5	4.4	3.8	3.3	1.0
000498.SZ	山东路桥	131	9.8	6.1	5.2	5.2	4.2	3.4	1.0
002061.SZ	浙江交科	115	11.5	11.9	8.9	8.0	7.9	5.9	0.9
600502.SH	安徽建工	105	12.9	9.6	9.1	8.5	6.9	5.8	1.2
600284.SH	浦东建设	74	16.6	13.8	11.6	11.0	8.6	6.8	1.0
建筑装饰装修									
605287.SH	德才股份	25	13.5	17.7	19.2	14.7	10.4	7.3	1.5
002081.SZ	金螳螂	149	6.3	-3.0	-2.9	11.3	9.4	8.1	1.2
601886.SH	江河集团	88	9.3	-8.8	-8.2	13.6	10.9	8.6	1.4

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：加粗数据采用浙商建筑预期，非加粗数据采用 Wind 一致预期

6 风险提示

- 1、基建资金落地不及预期
- 2、地产链修复不及预期
- 3、基建项目推进不及预期
- 4、国际工程承包业务开展不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>