



经营指标体系优化，央企估值修复可期

建筑装饰

► **新考核体系重点是提升盈利质量。**2023年国资委将中央企业全年主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，提出了“一增一稳四提升”的年度经营目标，重点的变化在于：

- 1) 新增 ROE 指标替换净利润指标：在保持利润总额高于 GDP 增速考核的同时，对 ROE 的关注体现了国资委考核对盈利质量的重视，判断建筑央企订单质量将提升，对低毛利项目容忍度会降低。
- 2) 营业现金比率替换营业收入利润率指标。体现出政策导向是更加关注现金流的安全，更加关注可持续投资能力的提升，从而全面提高企业经营业绩的“含金量”。从投资角度上来说，现金流提升将显著增加企业价值。
- 3) “稳杠杆”提升确定性：我们认为对于央企资产负债率考核由“控杠杆”微调至“稳杠杆”后，能够为央企经营提供一定灵活性，使得央企有更大可能参与优质项目。

► **央企估值修复持续性可期。**仅根据传统的 PB-ROE 估值框架，ROE 的修复将带动 PB 估值修复，目前部分央企建筑公司估值仍处于 1PB 以下，在近 5 年历史中处于 30 百分位左右，安全边际仍然较高，看好估值修复可持续。关注中国建筑 (0.68xPB)、中国交建 (0.72xPB)、中国铁建 (0.52xPB)、中国中铁 (0.64xPB)、中国电建 (1.13xPB)、中国能建 (1.12xPB)、中国化学 (1.18xPB, 和化工团队联合覆盖)、中国中冶 (0.84xPB) 等。

► **一带一路十周年，相关资产或迎价值重估。**2023 年是一带一路构想提出十周年，在当前国际关系日益割裂，地缘冲突可能加剧的背景下，与一带一路国家保持良好的战略合作关系对我国重要性日益提升。目前部分央企在一带一路国家拥有一定矿业资源储备，过往由于部分国家政治不稳定，相关资产估值较低。我们认为在一带一路重要性提升背景下，央企相关资产或迎价值重估，进一步提升估值修复空间。

► **风险提示。**原材料价格上涨，需求不及预期，地缘政治风险，系统性风险。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：戚舒扬

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

联系电话：

分析师：郁暘

邮箱：yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521050001

联系电话：

正文目录

1. 加快实现高质量发展，央企估值修复主线可期.....	3
1.1. 本轮国改：建筑央企规模提升，盈利能力制约估值抬升.....	3
1.2. 央企将进入高质量发展，有利于开启估值修复行情.....	5
1.3. 一带一路合作或进一步提升估值上限.....	8
2. 风险提示	9

图表目录

图 1 央企收入及增速动能显著	3
图 2 央企收入增速快于 GDP 增速	3
图 3 新签订单口径央企市场份额上升	3
图 4 央企资产负债率下降	4
图 5 央企毛利率未明显提升	4
图 6 央企 ROE 表现一般	4
图 7 2019 年至今建筑板块涨幅排名靠后	5
图 8 中国建筑：房建毛利率 VS 市政基建毛利率	6
图 9 中国中冶：工程承包毛利率 VS 矿业开发毛利率	7
表 1 央企估值处于低位	5
表 2 央企新旧考核体系对比	6
表 3 六大央企不断开辟新的成长曲线	6
表 4 中冶重点氢能冶钢项目	7
表 5 中国中冶半导体多晶硅项目	7
表 6 电建重点抽水蓄能项目	8
表 7 中铁重点新能源 EPC 项目	8
表 8 中国中冶部分矿产资源情况	8
表 9 中国中铁矿产资源情况	9

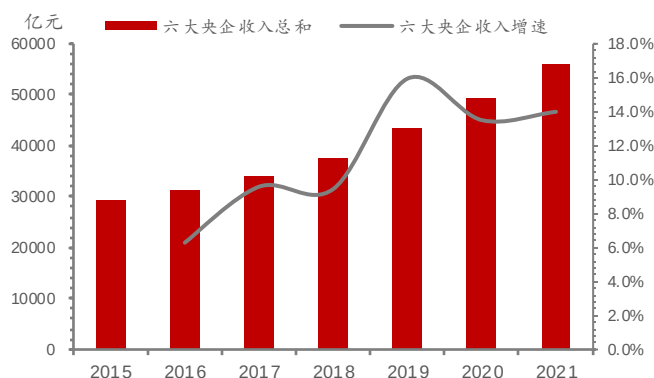
1. 加快实现高质量发展，央企估值修复主线可期

1.1. 本轮国改：建筑央企规模提升，盈利能力制约估值抬升

新时期国改在建筑央企中效果显著。2015年8月24日，中共中央、国务院印发了《关于深化国有企业改革的指导意见》，全面提出了新时期国有企业改革的目标任务和重大举措，其后陆续推出与其相配套的一些政策文件，初步形成“1+N”政策体系。在经历了几年的试点和专项行动后，于2020年中确定了为期三年，以“抓重点、补短板、强弱项”为主要目标的全面落实阶段，而就建筑央企来看，7年央企改革效果显著，具体包括：

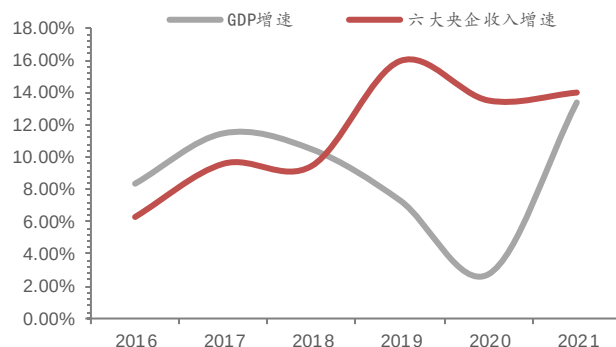
收入增速稳定超 GDP，市场份额提升：以中国建筑、中国交建、中国铁建、中国中铁、中国中冶、中国电建六家代表企业为样本，2015-2021年，建筑央企收入复合增速11.42%（期间年均GDP增速8.9%），新签订单口径市占率由17.67%提升至22.84%，体现较强的上升动能。

图1 央企收入及增速动能显著



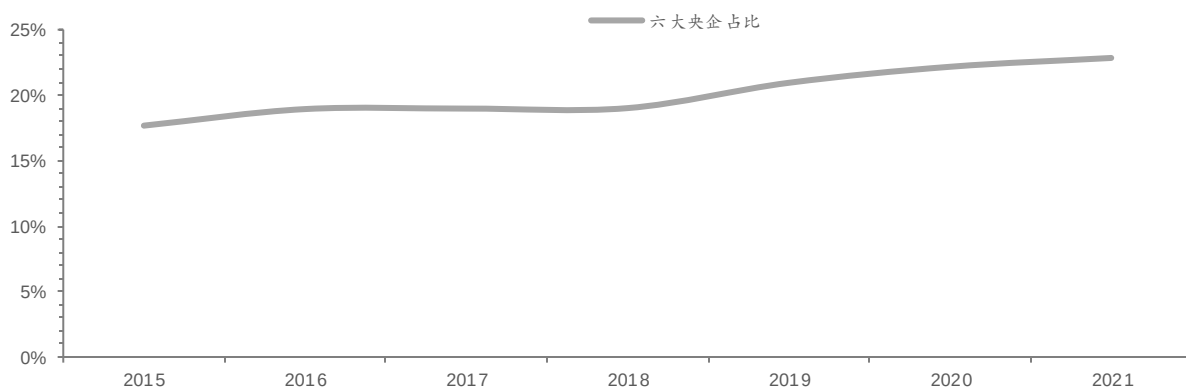
资料来源：Wind，华西证券研究所

图2 央企收入增速快于 GDP 增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

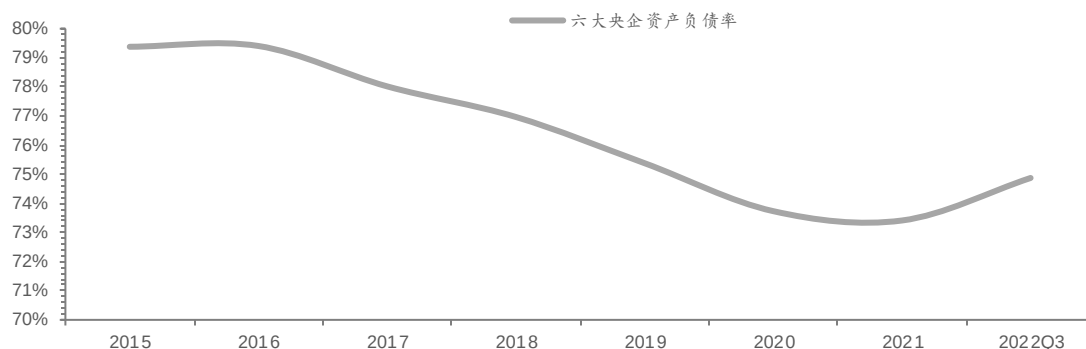
图3 新签订单口径央企市场份额上升



资料来源：Wind，华西证券研究所

控杠杆表现优秀：同样以上述六家企业为样本，2015-2022Q3，建筑央企资产负债率由79.38%降低至74.87%。

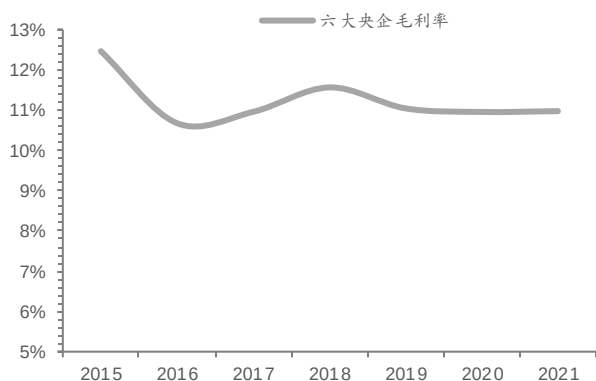
图 4 央企资产负债率下降



资料来源：Wind，华西证券研究所

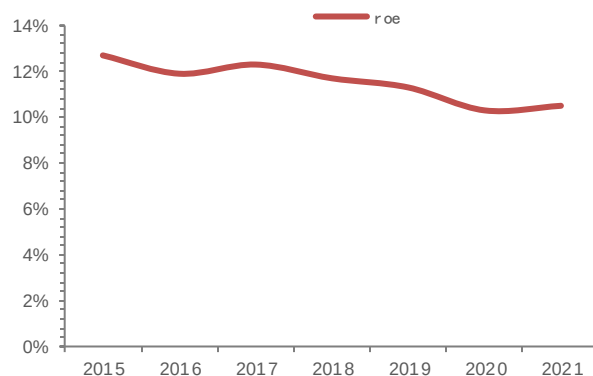
央企实现做大及去杠杆的同时，其盈利能力并未显著提升制约了二级市场估值。根据 Wind 数据，以上述企业为样本，2015 年央企毛利率 12.5%，ROE12.7%，2021 年两项数据分别为 11.0%和 10.5%，我们判断主要原因是由于承担一定的社会责任，并且基建本身带有一定公益属性，因此影响了盈利能力；而盈利能力未获提升也影响了建筑央企估值及在二级市场的表现。根据 Wind 数据，2019 年 1 月 1 日至今，建筑板块（央国企建筑权重较大）整体涨幅 6%，在所有行业中排名靠后，截止到 3 月 9 日收盘（已经历了一波反弹），多数央企 PB 估值仍仅处于历史 30 及以内分位。

图 5 央企毛利率未明显提升



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6 央企 ROE 表现一般



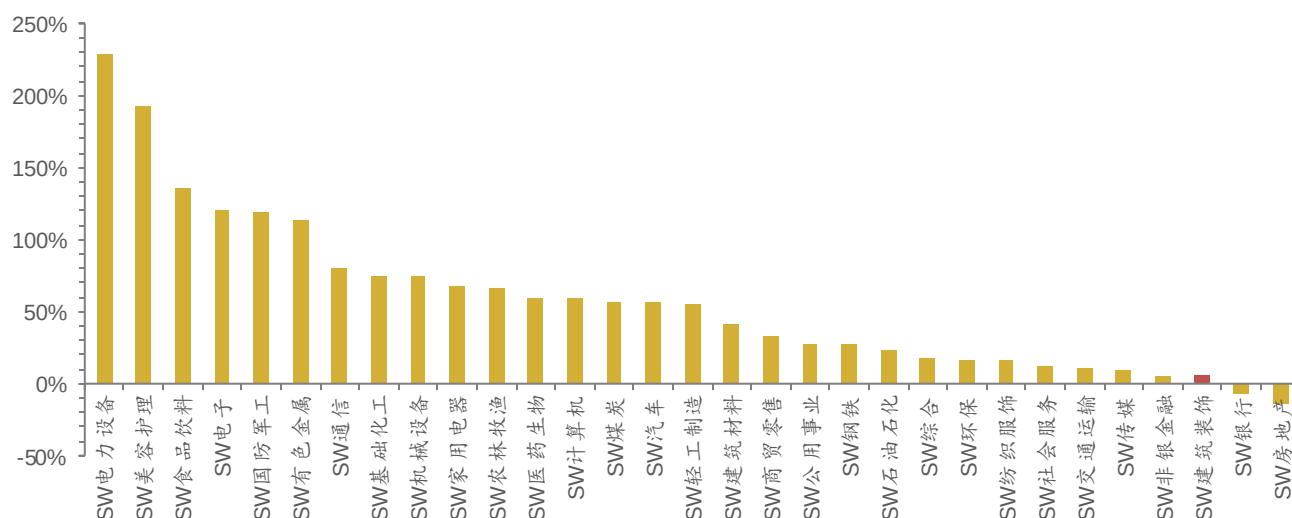
资料来源：Wind，华西证券研究所

表 1 央企估值处于低位

	中国建筑	中国铁建	中国交建	中国中铁	中国电建	中国中冶
2023年3月9日PB估值	0.69	0.54	0.72	0.66	1.14	0.87
2023年3月9日PB估值所处历史百分位	8.79%	8.60%	34.09%	14.79%	53.88%	35.77%
2014年同期PB估值	0.76	0.65	0.66	0.61	0.80	0.73
2014年同期PB估值所处历史百分位(2014年同期及之前)	0.36%	0.34%	0.63%	0.59%	1.39%	2.33%
2014年12月底PB估值	1.67	2.17	2.20	2.09	2.27	2.12
2014年12月底PB估值所处历史百分位(2014年同期及之前)	85.82%	72.65%	99.42%	76.44%	99.74%	86.89%

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 7 2019 年至今建筑板块涨幅排名靠后



资料来源：Wind，华西证券研究所

1.2.央企将进入高质量发展，有利于开启估值修复行情

2023 年，国资委将中央企业 2023 年主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，提出了“一增一稳四提升”的年度目标，具体包括：“一增”，即确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，增大国资央企稳定宏观经济大盘的分量；“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。我们认为，新的考核体系部分增加了央企经营灵活度，考核体系变化的发力重点在于提高央企经营质量及盈利能力，有利于开启基于盈利质量提升的估值修复行情。因此，我们判断在传统的

PB-ROE 金融框架下，ROE 的提升也将带动 PB 估值的修复和提升，因此我们认为本轮央企的估值修复有望成为可持续的主线行情之一。

表 2 央企新旧考核体系对比

考核体系	指标
两利一率 (2019)	利润总额、净利润、资产负债率
两利三率 (2020)	利润总额、净利润、资产负债率、营业收入利润率、研发投入强度
两利四率 (2021)	利润总额、净利润、资产负债率、营业收入利润率、研发投入强度、全员劳动生产率
一利五率 (2023)	一增: 利润总额增速高于全国 GDP 增速; 一稳: 资产负债率总体保持稳定 四提升: 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

资料来源: 新浪财经, 华西证券研究所

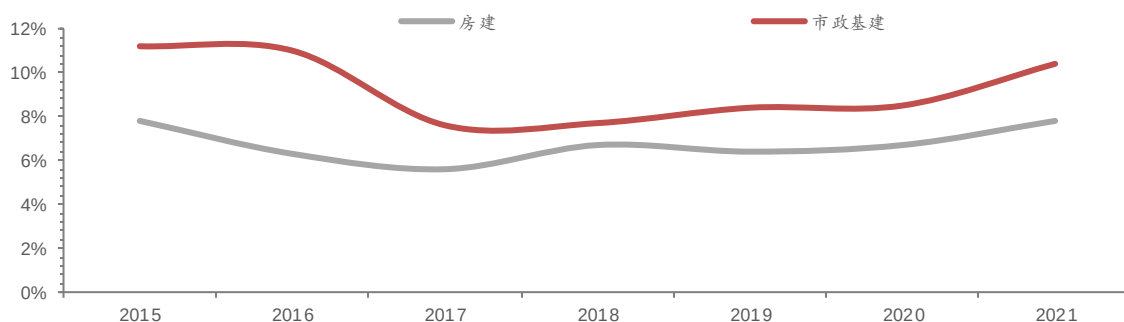
首先, 在该考核体系下, 量的指标仅要求利润总额增速高于全国 GDP 增速, 并未将收入增速纳入考核体系, 我们认为这意味着央企有余地放弃部分毛利率过低, “创收不创利” 的项目。而近年来, 央企建筑企业均在原有主业基础上开辟新的成长曲线, 例如中国建筑在房建基础上开展市政基建业务, 中铁在原有铁路建设业务外开展房建、基建业务, 中国中冶拓展矿业资源、半导体多晶硅等业务。根据我们统计, 上述公司新业务毛利率总体高于原有核心主业。因此我们认为, 在不考核收入的情况下, 央企建筑在保持原有主业规模稳定的基础上, 扩大新业务规模就能够较好完成利润考核指标。

表 3 六大央企不断开辟新的成长曲线

公司	原业务	拓展业务
中国建筑	房建业务	市政基建业务
中国中冶	冶金工程	矿业资源, 半导体多晶硅, 房屋建设, 基建
中国中铁	铁路建设	水利水电, 金融物贸, 基建, 房建
中国交建	基建业务	新能源业务 (风电、水电)
中国电建	水利水电建设	风电、光伏等电力工程
中国铁建	基建, 房建	工业制造、物流贸易

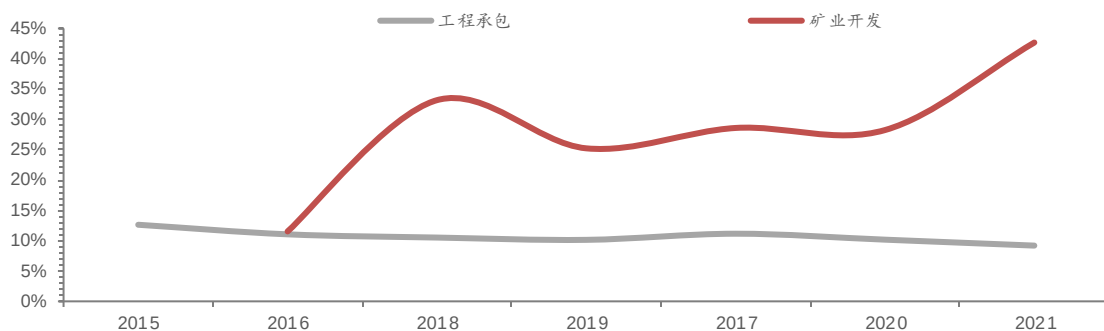
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 8 中国建筑: 房建毛利率 VS 市政基建毛利率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 9 中国中冶：工程承包毛利率 VS 矿业开发毛利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

其次，在该考核体系下，央企盈利能力有望提升。新考核体系最大的变化就是用 ROE 取代了传统的净利润考核指标，而我们对央企 ROE 的提升持乐观态度。一方面如前文所述，取消对收入等硬性考核使得央企有余地放弃部分低质量低利润项目，改善业务结构；另一方面，对于全员劳动生产率的考核，也将促进央企优化内部管理制度及结构，进一步提升利润率。

第三，用营业现金比率替换营业收入利润率指标。考核营业现金比率主要是为了体现国资委“要有利润的收入和要有现金的利润”的监管要求，有利于落实国有资产保值增值责任，有利于推动中央企业在关注账面利润基础上，更加关注现金流的安全，更加关注可持续投资能力的提升，从而全面提高企业经营业绩的“含金量”，真正实现高质量的发展。

最后，该考核体系有望激励央企对于新技术的投入。新考核体系要求央企保证研发经费投入强度的稳定提升，而我们注意到，目前部分建筑央企已经涉及部分新领域，例如中国中冶的氢能冶钢及半导体级多晶硅，中国电建的储能建设以及中国化学的己二腈项目。我们认为，研发经费考核将进一步刺激建筑央企发展壮大已有新技术相关业务，提升自身综合竞争力及盈利能力。

表 4 中冶重点氢能冶钢项目

项目时间	项目名称	项目情况
2020	河钢氢能开发和利用工程示范项目	项目将从分布式绿色能源利用、低成本制氢、气体净化、氢气直接还原、二氧化碳脱除和深加工、水处理等全流程和全过程进行创新发展。这个项目的实施，用氢能源代替传统的碳能源，将大幅降低制造生产过程中的碳排放问题

资料来源：中冶京诚官网，华西证券研究所

表 5 中国中冶半导体多晶硅项目

项目名称	项目金额	项目情况
电子信息材料转型升级项目一期	15.5 亿元	占地 350 亩，建设区熔级多晶硅 300t/a、VAD 四氯化硅 6000t/a、PCVD 级四氯化硅 120t/a、电子级四氯化硅 80t/a、电子级三氯氢硅 2000t/a、电子级二氯二氢硅 500t/a、原料级六氯乙硅烷 50t/a、电子级六氯乙硅烷 50t/a、电子级正硅酸乙酯 500t/a 计划于 2022 年 10 月竣工投产
电子信息材料转型升级项目二期	26 亿元	预留用地 365 亩，扩大高纯多晶硅生产规模，并新建电子特气、前驱体材料等 10 类新产品

品

资料来源：中国中冶公司年报，华西证券研究所

表 6 电建重点抽水蓄能项目

项目时间	项目名称	项目金额 (亿元)
2023	浙江景宁抽水蓄能电站设计采购施工 EPC 总承包合同	62.57
2021	吉林省敦化大沟河抽水蓄能电站及配套新能源项目	45
2020	河南省五岳抽水蓄能电站上水库工程施工	7.83
2020	新疆哈密抽水蓄能电站筹建期洞室道路及房建工程	6.59
2019	河南省洛宁抽水蓄能电站主体土建及金属结构安装工程	17.5

资料来源：中国电建公司年报，华西证券研究所

表 7 中铁重点新能源 EPC 项目

中标单位	项目名称	项目费用 (亿元)
中铁七局	沈抚改革创新示范区多能互补区域 能源站项目及屋顶分布式光伏项目 EPC 总承包	13.73
中铁北京局	廊坊地区 300 兆瓦农户工商业项目及涿源县 1.5GW 风光储一体化项目 EPC 总承包工程	30.47
中铁三局及其他方	银川经济技术开发区 50GW (G12) 太阳能级单晶硅材料智慧工厂房及相关配套项目动力设备及生立工艺设备 EPC 总承包	13.77
中铁七局	昆明市嵩明县嵩明街道山脚居委会 700MW 农光互补电站项目 EPC 总承包	34.86
中铁大桥局及其他方	三峡新能源山东牟平 BDB6#一期(300MW) 海上风电项目 EPC 总承包	46.58
中铁大桥局	三峡能源阳江青洲五、六、七海上风电场项目 EPC 总承包工程青洲六、七(部分)海上风电项目风电机组基础建造、施工及风电机组安装(标段2)	19.10

资料来源：中国中铁公司年报，华西证券研究所

我们还注意到，此次考核中对于资产负债率的要求是“保持基本稳定”。过往央企圆满完成了国务院常务会议下达的控杠杆目标任务（截至 2021 年末，中央企业平均资产负债率稳定在 65%以下），但在疫情的冲击下，下一步的目标重点不再是一味强调降低，而是在继续对负债率进行约束的基础上“保持基本稳定”。我们认为对于杠杆率考核目标的微调，提升了央企经营的灵活度，也进一步增强了央企增长的确定性。

1.3. 一带一路合作或进一步提升估值上限

2023 年是一带一路战略构想提出的 10 周年，在当前国际形势日趋复杂，地缘冲突可能加剧的背景下，巩固与一带一路国家的政治合作关系确定性较高。我们认为随着我国与一带一路国家合作加深，相关地区工程项目可能逐渐增多，央企建筑公司核心受益，同时建筑央企在相关地区的矿业资产也有望获得价值重估，进一步提升估值上限空间。

表 8 中国中冶部分矿产资源情况

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

序号	项目名称	资源品种	资源品位	金属量(万吨)	保有资源储量(亿吨)
1	巴布亚新几内亚瑞木镍钴项目	镍	0.85%	128.96	1.5
		钴	0.09%	13.52	/
2	巴基斯坦杜达铅锌矿项目	锌	7.81%	85.41	/
		铅	3.61%	39.5	/
3	巴基斯坦山达克铜金矿项目	铜	0.36%	128.96	3.48

资料来源：中国中冶公司公告，Wind，华西证券研究所

表 9 中国中铁矿产资源情况

序号	项目名称	资源品种	资源品位	保有资源 储量 (吨)	权益比 例	计划总 投资	开累完 成投资 额	报告期产量 (吨)	项目进展 情况
1	黑龙江伊春鹿鸣铜矿	铜	0.09%	646430	0.83	60.17	60.26	7801.62	正常生产
		钴	/	/				546.55	
2	华刚(金)华刚矿业 SICOMINES 铜钴矿	铜	3.21%	7528646	0.417	45.86	32.86	134861.69	正常生产
		钴	0.25%	583538				1644.97	
3	华刚(金绿纱公司 铜)	铜	2.24%	485391	0.72	21.38	21.6	15701.91	正常生产
		钴	0.07%	15451				534.66	
4	华刚(金 MKM 公司 铜钴矿)	铜	2.08%	31049	0.802	11.95	12.35	9916.18	正常生产
		钴	0.21%	3159				472.46	
5	蒙古新鑫公司乌兰铅 锌矿	铅	1.13%	191279	1	15.4	15.4	4488.79	正常生产
		锌	2.67%	452676				10852.23	
		银	52.564g/t	892				23.15	
6	蒙古新鑫公司木哈尔 铅锌	铅	0.63%	41141	1	/	/	/	未开发
		锌	2.37%	154709				/	
		银	118.17g/t	770				/	
7	新鑫公司乌日勒敖包 及张盖陶勒盖金矿	金	3g/t	3	1	/	/	/	未开发
8	蒙古祥隆公司查夫银 铅锌多金属矿	铅	7.00%	89693	1	3.3	3.3	/	停产
		锌	5.09%	65190				/	
		银	200.39g/t	257				/	

资料来源：中国中铁公司公告，Wind，华西证券研究所

2. 风险提示

原材料价格上涨：如果原材料价格上涨，则行业收益情况可能不及我们预期。

需求不及预期：如果市场恢复不及预期，则相关标的可能恢复不及预期。

地缘政治风险：部分地区地缘政治可能阻碍部分项目进程。

系统性风险：A 股整体走势及估值可能影响公司股价表现。

分析师与研究助理简介

戚舒扬：建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

郁暲：CFA，建筑建材+新材料行业高级研究员。天普大学金融工程硕士，曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。