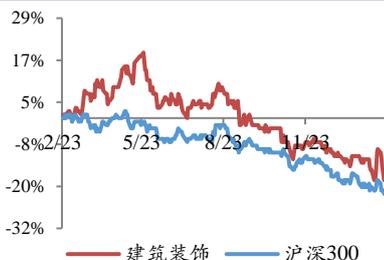


## 经营改善估值重塑，关注建筑央企主题性机会

行业评级：增持

报告日期：2024-02-05

### 行业指数与沪深300走势比较



分析师：杨光

执业证书号：S0010523030001

电话：13003192992

邮箱：yangg@hazq.com

联系人：季雨夕

执业证书号：S0010123070055

电话：15362124429

邮箱：jiyuxi@hazq.com

### 相关报告

- 保障性住房专题：新房改革发展核心，两万亿市场全面开启 2024-01-16
- “一带一路”十周年，海外建筑市场迎发展新机遇 2023-10-24

### 主要观点：

#### ● 核心观点

“中特估”主题与新一轮国企改革共振，相关市值管理政策不断出台，有望推动央企估值提升；国资委将“两利四率”调整为“一利五率”，新考核指标下将推动央企提高自身经营质量，为中长期估值修复提供基础。在当前市场环境下，经营稳健且有改善空间、估值具备安全垫的建筑央企值得重点关注。

#### ● 建筑央企估值重回低位，具备绝对投资价值

建筑央企当前 PE、PB 均位于历史较低水平，部分央企 PB 低于 0.5，安全边际较高。宏观层面，自 2022 年底以来“中特估”概念被不断提及和深化，2024 年 1 月 24 日，国资委相关负责人表示，要进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，推动中特估的持续建立。微观层面，2022 年底涉房企业融资通道打开，但目前主要央企 PB 均小于 1，融资能力受限，其需估值提升助力业务扩张。复盘 2023 年，我们认为中特估可演绎为市场核心主题机会，2024 年有望实现 2.0 版本。

#### ● 高质量发展是提升建筑央企估值的根本基础

复盘八大建筑央企历史行情，我们发现估值提升的两大重要因素是政策预期催化+基本面兑现。2023 年后新一轮国企改革正式启动，央企考核体系从“两利四率”调整为“一利五率”，更加注重央企的经营质量。近年来龙头建筑央企订单市占率逐年提升，整体收入及业绩增速均高于建筑业总产值增速；同时通过压缩层级，加强回款管理使得自身费率不断压降，现金流不断改善；此外，央企借助资本市场通过分拆、重组盘活存量资产，通过布局新兴业务板块优化自身产业结构。我们认为建筑央企经营质量的实质性改善，能够中长期提高自身估值水平。

#### ● 展望 2024：基建投资全年稳定，央企订单有望改善

从需求端看，“三大工程”及水利基础设施建设提速将带动建筑企业订单改善，预计城中村改造每年能够拉动投资额 6300-10000 亿元；中性假设下，保障性住房能够拉动开工面积 5.24 亿平米，十四五期间带动总投资 23844 亿元；部分特大城市已经开始进行“平急两用”项目的储备工作。2023 年 5 月国家水网规划纲要落地，更强调对重大水利工程的建设与投资，我国多项重大水利工程大多由中国电建、中国能建等建筑央企承建，该背景下建筑央企有望率先受益。相应的配套资金如 PSL、专项债、万亿国债以及 PPP 新政将助力相关项目的建设开工。同时随着“一带一路”迈向高质量发展阶段，央企海外业务订单呈现上升态势，且项目呈现多元化和综合化趋势，未来海外业务有望成为建筑央企新发力点。

- 投资建议

建议关注 PB 低于 1 的低估值央企，优先选择估值较低、股息率具备一定优势、且房建业务占比较低的两家建筑央企：【中国铁建】、【中国中铁】。

- 风险提示

- (1) 地产行业波动风险；
- (2) 基建投资增速不及预期风险；
- (3) 国企改革进度不及预期风险。

## 正文目录

1 建筑央企估值重回低位，具备绝对投资价值 .....	6
1.1 商业模式影响估值常年偏低 .....	6
1.2 中特估确立央企估值定位，市值管理助推体系建成 .....	9
1.2.1 宏观定调：“中特估”引导央企价值重塑 .....	9
1.2.2 微观诉求：涉房融资放开，央企估值待提升 .....	11
1.2.3 市场助力：增量资金支持央企估值提升 .....	12
2 高质量发展是提高估值的根本基础 .....	15
2.1 新一轮国企改革更加注重“提质” .....	15
2.2 精细化管理全面推行，盈利能力有望改善 .....	19
2.3 盘活存量释放效益，持续优化资产结构 .....	22
3 展望 2024：基建投资全年稳定，央企订单有望改善 .....	25
3.1 “三大工程”+水网规划纲要落地，贡献基建需求增量 .....	25
3.2 财政货币政策齐上阵，助力基建项目建设开工 .....	31
3.2.1 财政政策：中央加杠杆稳定投资，地方受化债影响联合推进 .....	31
3.2.2 货币政策：PSL 时隔一年重启，重点发力“三大工程” .....	33
3.3 海外新签合同订单加速，助力建筑央企稳健发展 .....	34
4 投资建议 .....	36
风险提示： .....	37

## 图表目录

图表 1 八大建筑央企简介 .....	6
图表 2 央企估值始终低于建筑板块平均水平 .....	7
图表 3 八大建筑央企现金流具有明显的周期性 .....	7
图表 4 建筑央企两金占比高于行业 .....	7
图表 5 央国企资产负债率较高 .....	8
图表 6 央国企毛利率较低 .....	8
图表 7 当前建筑央国企的估值水平位于近十年较低位置 .....	8
图表 8 自 2022 年底以来，“中特估”被不断提及深化 .....	9
图表 9 八大央企近三年增持情况 .....	10
图表 10 八大央企 2022 年现金分红比例及股息率情况 .....	10
图表 11 我国土地财政占比较大 .....	11
图表 12 近几年我国土地出让金整体下滑 .....	11
图表 13 2022 年底以来涉房融资逐步放开 .....	11
图表 14 八大建筑央企中多数 PB 小于 1 .....	12
图表 15 “中特估”的提出使资本市场对建筑央国企的重视程度和参与程度提高 .....	13
图表 16 公募基金在 22Q4-23Q2 对建筑央国企的重仓变化 .....	13
图表 17 北上资金在 22Q4-23Q2 对建筑央国企的持股变化 .....	14
图表 18 八大建筑央企估值提升的两大重要因素是政策预期催化+基本面兑现 .....	16
图表 19 2013 年至今的全面深化改革分为顶层设计、改革试点、三年行动三个阶段 .....	17
图表 20 “启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动”，新一轮国企改革内核在于“提质” .....	17
图表 21 央企考核体系从“两利四率”调整为“一利五率”，更加注重央企的经营质量 .....	18
图表 22 八大建筑央企新签订单市场集中度快速提升 .....	19
图表 23 八大建筑央企营收及业绩增速高于建筑业总产值增速 .....	19
图表 24 近年来央国企期间费用率整体有所下降 .....	20
图表 25 八大建筑央企流动资产周转率有所改善 .....	20
图表 26 八大建筑央企现金流持续改善 .....	20
图表 27 建筑央企总体分红率较为稳定，现金流改善有望带动分红率提升 .....	21
图表 28 部分央国企股权激励解锁条件 .....	21
图表 29 REITs 运作模式 .....	23
图表 30 PPP 和 REITs 的区别 .....	23
图表 31 借助资本市场推动改革，分拆重组实现建筑央国企价值重估 .....	23
图表 33 基建投资全年保持稳定增长 .....	25
图表 33 “三大工程”相关政策梳理 .....	26
图表 34 城中村改造每年有望拉动 6300-10000 亿元的投资额 .....	26
图表 35 中性假设下，预计“十四五”期间保障房建设将拉动 5.24 亿平米开工面积，拉动 23844 亿元投资额 .....	27
图表 36 “平急两用”公共基础设施建设案例整理 .....	28
图表 37 新开工水利项目及增速 .....	29
图表 38 新开工重大水利项目及增速 .....	29
图表 39 重大水利工程建设要求背景下建筑央国企率先受益 .....	29
图表 40 建筑央企当季新签订单同比 .....	30
图表 41 建筑央企当季新签订单环比 .....	30

图表 42 2022 年中标项目公司性质情况.....	30
图表 43 2022 年各领域 PPP 项目成交规模占比.....	30
图表 44 2023 年整体财政力度偏弱.....	31
图表 45 2023 年下半年财政政策开始发力.....	31
图表 46 地方政府仍存化债压力，中央加杠杆推动投资.....	32
图表 47 2024 年提前批政府债下达额度有望超 2 万亿，保障基建资金来源充裕.....	32
图表 48 2023 年下半年政府融资进一步提速.....	33
图表 49 2023 年 12 月 PSL 重启，有望补充保障房建设资金.....	33
图表 50 建筑央企城中村项目分地区新签情况（亿元）.....	34
图表 51 一带一路之后央企海外营收占比整体有所提升.....	35
图表 52 2013 年及以前海外承接项目结构.....	35
图表 53 2013 年以后海外承接项目结构.....	35
图表 54 海外业务有望成为建筑央企新发力点.....	36

# 1 建筑央国企估值重回低位，具备绝对投资价值

## 1.1 商业模式影响估值常年偏低

建筑央国企在我国新发展格局中扮演着重要角色，八大建筑央企各有所长。对内而言，我国基建行业是国民经济的“压舱石”，而建筑央国企作为我国建筑业的主力军肩负着经济发展的重要社会责任；对外而言，“一带一路”是我国落实“双循环”的重要抓手，建筑业又是“一带一路”建设的排头兵。在以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国建筑央国企的重要性不言而喻。八大建筑央企是其中的中坚力量，一般指中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国能建、中国中冶和中国化学。八大建筑央企在我国基础设施建设领域各有所长：中国建筑在房屋建筑领域具备优势；中国中铁和中国铁建侧重于铁路建设类的业务；中国交建侧重于水运、港口类建设业务；中国能建和中国电建侧重于水利电力类的工程建设业务；中国中冶在冶金工程领域具备优势；中国化学则以化工类建设业务为主。

图表 1 八大建筑央企简介

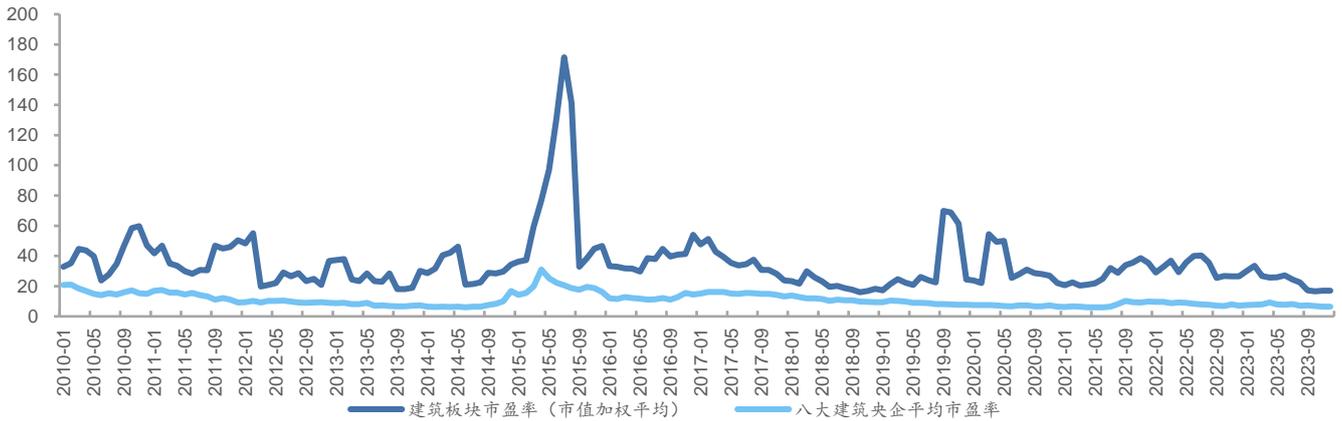
公司名称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	上市时间	主营收入 (亿元)	主营业务
中国建筑	2116.94	2086.68	2009-07-29	16712.42	房建、基建、地产和设计
中国中铁	1414.14	1264.58	2007-12-03	8829.18	基建建设、勘察设计与咨询服务、工程设备和零部件制造、房地产开发以及其他业务。
中国交建	1152.45	1000.86	2012-03-09	5477.02	基建设计、基建建设、疏浚业务。
中国铁建	1036.54	951.32	2008-03-10	8064.63	建筑工程承包、勘察设计及咨询、物流贸易、工业制造、房地产开发
中国电建	850.97	645.73	2011-10-18	4206.35	主要从事水利水电建设、其他电力建设与基础市政设施工程建筑及电站、线路与设备安装的总承包。
中国能建	740.60	300.09	2021-09-28	2853.13	勘测设计及咨询；工程建设；装备制造；民用爆破及水泥生产；投资及其他业务。
中国中冶	602.73	564.14	2009-09-21	4673.25	工程承包、资源开发、装备制造及房地产开发业务
中国化学	375.73	372.04	2010-01-07	1310.36	工程承包；勘察、设计及服务；其他业务。

资料来源：iFinD，华安证券研究所

注：总市值及流通市值为截止 2024 年 2 月 2 日的数据；主营业务收入为截止 2023 年前三季度营业收入。

历史上看，建筑央国企的估值始终低于行业平均水平。以八大建筑央企为样本进行研究，我们发现近十年来其平均估值始终低于建筑行业整体水平，这主要与央国企的业务模式等因素有关。

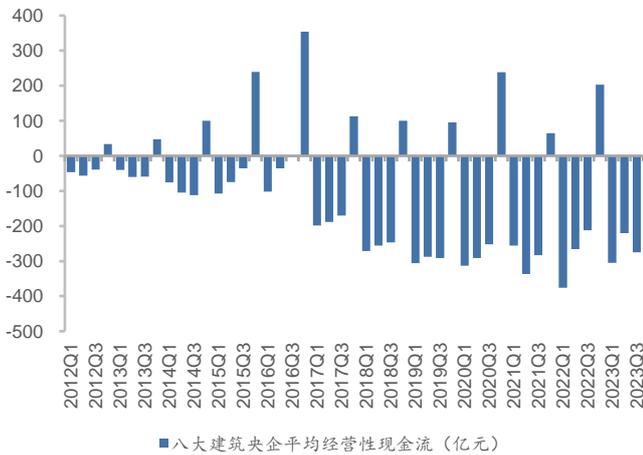
图表 2 央企估值始终低于建筑板块平均水平



资料来源：iFinD，华安证券研究所

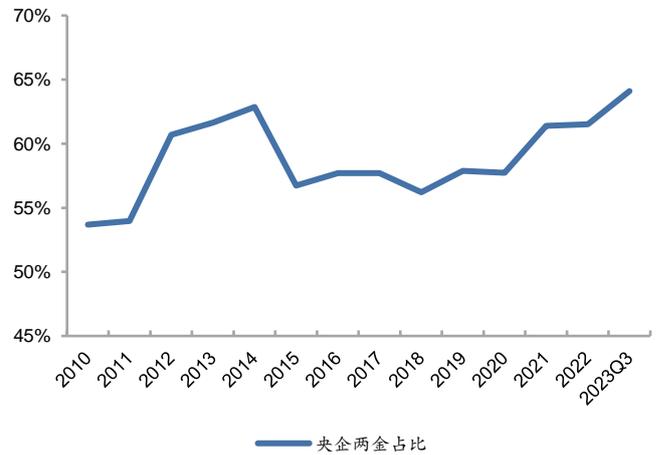
**两方面导致估值折价：①商业模式极大影响央企现金流，应收账款为行业痛点。**建筑企业通常采用完工百分比法确认收入，这就导致在工程施工前期，总承包公司只能收到部分业主支付的工程预付款，项目所需流动资金均由总承包方垫付；在工程施工期间，部分业主给付的工程进度款支付比例较低，而且结算期通常较长；在工程竣工后，建筑企业的工程结算时间跨度较长。在这种情况下企业一般需要自己先垫钱，一般等到年末才能回款，导致现金流具有很强的周期性：前三季度现金流均为负，第四季度才转正。同时 EPC 模式会产生大量的合同资产，导致建筑央企的两金占比越来越高，2023 年前三季度央企两金占比整体约为 64%。

图表 3 八大建筑央企现金流具有明显的周期性



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 4 建筑央企两金占比近五年逐渐上升

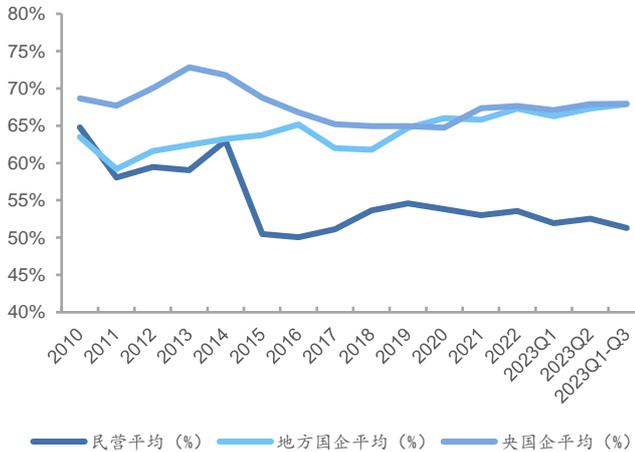


资料来源：iFinD，华安证券研究所

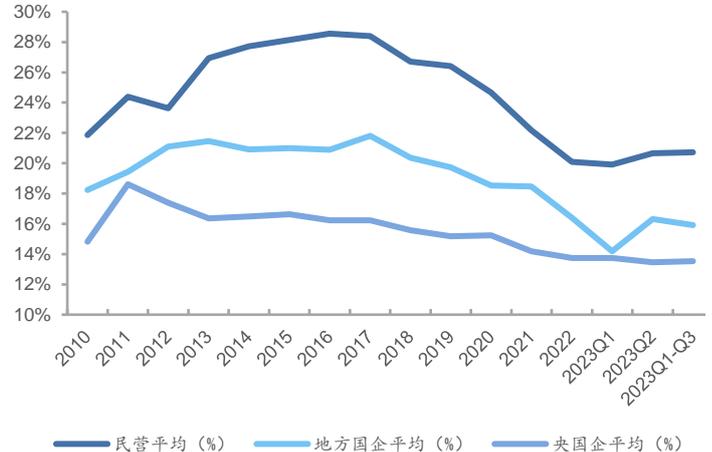
**②建筑央企资产负债率普遍较高，业务毛利率较低。**由于需要在工程中垫付资金，而建设项目普遍规模大，所需资本较多，央企通常通过债务融资的模式推进，导致杠杆较高。将建筑行业按照民营、地方国企、央企分类，近 10 年来民营企业资产负债率区间为 50%-65%，地方国企资产负债率区间为 60%-68%，而央企资产负债率区间为 64%-73%，整体来看，央企的资产负债率始终高于民企。此外，央企往往承担着社会责任，不仅要考虑投资效益，也需要考虑经营活动的社会外

部性，叠加近几年 EPC 项目竞争激烈，企业为了争取项目合同常常会在价格上进行竞标压缩，导致利润空间变小等因素，央国企整体毛利率偏低且近几年仍有下滑。按照民营、地方国企、央国企分类，民营企业毛利率区间在 19%-29%，地方国企毛利率区间在 13%-23%，央企毛利率区间在 13%-19%。

图表 5 央国企资产负债率较高



图表 6 央国企毛利率较低



资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所

当前建筑央国企的估值水平位于近十年较低位置。建筑央国企当前 PE、PB 均位于历史较低水平，部分央企 PB 低于 0.5，位于近十年来低点，安全边际较高。

图表 7 当前建筑央国企的估值水平位于近十年较低位置

公司简称	公司性质	PE-TTM			PB-MRQ		
		当前值	十年分位点	五年分位点	当前值	十年分位点	五年分位点
中国建筑	中央企业	4.15	12.81%	21.42%	0.52	1.51%	3.23%
中国中铁	中央企业	4.76	9.60%	19.02%	0.56	5.22%	10.14%
中国交建	中央企业	7.10	23.90%	37.64%	0.54	9.42%	19.30%
中国铁建	中央企业	4.11	10.17%	21.26%	0.46	4.34%	9.10%
中国电建	中央企业	6.91	4.82%	5.21%	0.67	6.11%	12.25%
中国中冶	中央企业	5.58	1.18%	2.40%	0.67	1.23%	2.54%
中国化学	中央企业	6.93	0.37%	0.72%	0.67	0.38%	0.75%
中国核建	中央企业	10.45	0.27%	0.43%	1.07	0.27%	0.42%
中钢国际	中央企业	12.46	17.31%	31.11%	1.31	22.84%	41.27%
四川路桥	地方国有企业	6.02	3.86%	7.33%	1.57	49.91%	47.74%
上海建工	地方国有企业	8.14	15.01%	35.53%	0.66	0.23%	0.58%
隧道股份	地方国有企业	6.11	3.21%	7.30%	0.65	2.95%	6.91%
陕建股份	地方国有企业	4.03	3.76%	7.83%	0.66	0.18%	0.38%
山东路桥	地方国有企业	3.60	0.16%	0.31%	0.64	0.17%	0.32%
安徽建工	地方国有企业	5.10	0.24%	0.49%	0.82	1.10%	2.31%

资料来源：iFinD、华安证券研究所

注：数据截止时间为 2024 年 2 月 2 日。

## 1.2 中特估确立央国企估值定位，市值管理助推体系建成

### 1.2.1 宏观定调：“中特估”引导央国企价值重塑

“中特估”依托企业高质量发展，有望引导央国企价值回归。中国证监会主席易会满 2022 年 8 月在《求是》杂志中提到要努力建设中国特色现代资本市场，2022 年 11 月 21 日首次提出“探索建立具有中国特色的估值体系”，“中特估”概念被明确提出。自此以后“中特估”不断被强调深化：2022 年 12 月，上交所发布《中央企业综合服务三年行动计划》，强调服务推动央企估值回归合理水平；2023 年 1 月，中央企业负责人会议上提出要加速推动央企高质量发展，确定央企考核体系从“两利四率”调整为一利五率；2023 年 2 月，证监会在 2023 年系统工作会议上指出要逐步完善具有中国特色的估值体系；2023 年 3 月，政府工作报告中强调要完善中国特色国有企业现代公司治理。

图表 8 自 2022 年底以来，“中特估”被不断提及深化

时间	部门/组织	文件/会议/文章	主要内容
2022.08	-	《求是》杂志	努力建设中国特色现代资本市场。证监会主席在文中表示，要健全多层次资本市场体系，助力稳定宏观经济大盘；要全面实行股票发行注册制，促进资源优化配置；要提高上市公司质量，更好发挥资本市场“晴雨表”功能。
2022.11	中国人民银行等 6 部门	2022 金融街论坛年会	证监会主席在会上首次提出“探索建立具有中国特色的估值体系”。
2022.12	上交所	《中央企业综合服务三年行动计划》	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。
2023.01	国务院国资委	中央企业负责人会议	2023 年中央企业考核调整为“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，力争取得更好业绩；“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。
2023.02	证监会	2023 年系统工作会议	要推动提升估值定价科学性有效性，深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。
2023.03	-	政府工作报告	深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理。
2023.09	国务院国资委	国有企业改革深化提升行动专题推进会	要深刻认识领会深化提升行动的新要求，始终坚持正确改革方向；要更加注重分类改革，鼓励精准化差异化个性化改革探索。
2024.01	国务院国资委	国务院发布会	把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核，引导中央企业负责人更加关注、更加重视所控股上市公司的市场表现，及时运用市场化的增持、回购等手段来传递信心、稳定预期，加大现金分红力度。

资料来源：国务院、证监会、上交所，华安证券研究所

2024 年初，央国企市值管理再成重点，推动中特估的持续建立。2024 年 1 月 24 日，国资委相关负责人在国务院发布会上表示，要进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度；1 月 29 日，国资委召开中央企业、地方国资委考核分配工作会议，指出 2024 年将全面推开上市公司市值管理考核，坚持过程和结果并重、激励和约束对等，并将全面实施国资国企“一企一策”考核，在一利五率基础上增加针对性考核指标。作为国民经济重要支柱的建筑央国企，价值长期处于低估水平，与其市值占比和社会地位表现不符，“中特估”将有望引导市场资源服务国家战略，支持央国企价值回归；同时央国企完善市值管理制度，提高自身经营质量，有望实现

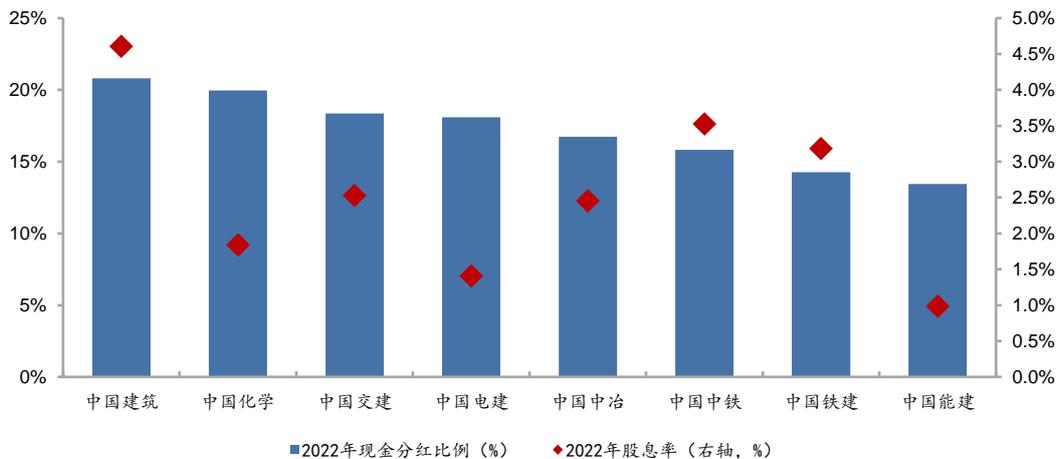
估值修复。

图表 9 八大央企近三年增持情况

公司	时间	事件	主要内容	是否实施完毕
中国铁建	2023 年	增持	中铁建集团于 2023 年 10 月 18 日增持 240 万股 A 股股份，占总股本比例约为 0.0177%；于 2023 年 10 月 19 日至 2023 年 10 月 29 日期间增持 285 万股 A 股股份，占总股本比例约为 0.02%。	否
中国中铁	2022 年	增持	2022 年 3 月 31 日至 2022 年 9 月 30 日中铁工累计增持了 A 股股份 2435.55 万股，约占总股本的 0.0984%，增持均价约为 6.21 元/股，累计增持金额为 1.51 亿元。	是
中国建筑	2023 年	增持	中建集团于 2023 年 10 月 25 日增持 1100 万股 A 股股份，占总股本比例约为 0.03%；于 2023 年 10 月 26 日至 2023 年 10 月 30 日期间增持 600 万股 A 股股份，占总股本比例约为 0.01%；于 2023 年 11 月 17 日至 2024 年 1 月 18 日期间增持 6224.59 万股 A 股股份。	否
中国电建	2023 年	增持	电建集团于 2023 年 9 月 27 日至 2023 年 12 月 29 日累计增持 2.13 亿股 A 股股份，占公司总股本比例约为 1.23%，增持总金额约 11.22 亿元（含税费）。	是
中国交建	2021 年-2022 年	增持	中交集团自 2021 年 9 月 15 日至 2022 年 9 月 14 日累计增持 2.64 亿股 H 股股份，累计增持比例为本公司已发行总股份的 1.64%。	是
	2022 年-2023 年	增持	中交集团于 2022 年 9 月 27 日增持 H 股 95 万股，约占公司总股本的 0.01%；在此期间，中交集团累计增持 H 股 3292 万股，约占公司总股本的 0.20%。	是

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 10 八大央企 2022 年现金分红比例及股息率情况



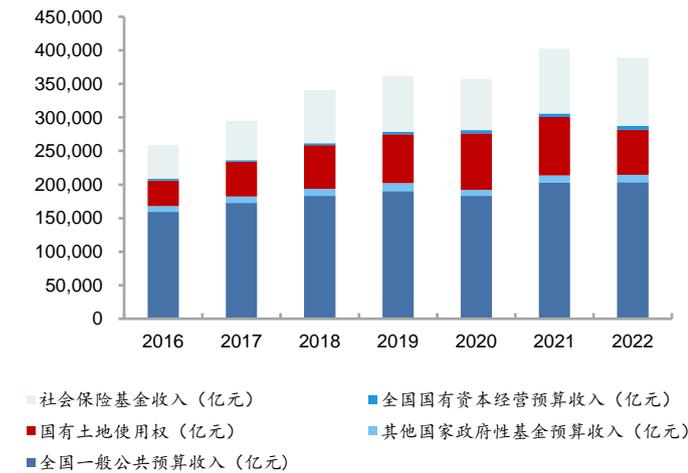
资料来源：iFinD，华安证券研究所

中特估提出的底层逻辑是从土地财政向股权财政的转变。政府的综合财力由一般公共预算、政府性基金预算、社会保险基金预算、国有资本经营收入四部分构成，其中涉及到土地财政的一般公共预算中的契税、土地增值税、房产税、耕地税、城镇土地使用税等以及政府性基金预算中的国有土地使用权出让金、国有土地收益基金、农业土地开发资金收入等，而国有土地使用权出让金一直占全国政府性基金预算的 80% 以上。根据财政部的数据，从历史上看，财政收入对土地财政的依赖程度曾高达 30%，2022 年我国财政总收入为 38.88 万亿元，同比减少 2.92%，主要是由于全国政府性基金预算同比减少 20.55%，其中国有土地使用权出让金同比减少 23.20%，2022 年土地财政占财政总收入的 22.1%（不含国有土地收益金和农业土地开发资金收入）。近年来全国土地出让金整体呈下降趋势，2023 年全年土地出让金 57996 亿

元，同比减少 13.25%，已连续两年出现下滑。由于中国人口正在发生结构性变化，人口老龄化加速的加剧导致房地产市场持续低迷，土地财政难以为继。

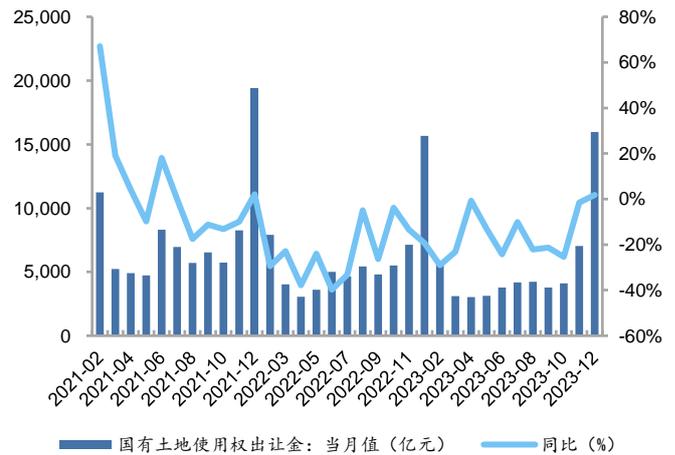
2023 年 7 月 11 日中国社科院在《中国宏观金融分析》中提到“随着人口增长和房地产市场迎来结构性拐点，传统“以地谋发展”模式难以为继，要积极探索土地财政向股权财政转型，为地方经济发展提供财力支撑。”这是官方首次明文提出要从土地财政积极向股权财政转变，而股权财政具备接力的核心在于提升国有企业的运营质量和股权市值。

图表 11 我国土地财政占比较大



资料来源：财政部、华安证券研究所

图表 12 近几年我国土地出让金整体下滑



资料来源：iFinD、华安证券研究所

### 1.2.2 微观诉求：涉房融资放开，央国企估值待提升

政策端，涉房企业融资通道打开，利好建筑央国企业务扩张。2022 年以前，一方面国资委对央国企的资产负债率有压降要求，导致建筑央国企的债务融资受限；另一方面自 2018 年 10 月《A 股上市公司再融资审核知识问答文件》发布以来，涉房企业的融资通道被关闭，而建筑央国企或多或少涉及到房地产业务，导致央国企的股权融资也受到限制，双重因素导致央国企的业务扩张受到限制。2022 年 11 月以来，房企融资“三支箭”快速落地，涉房企业融资通道打开。

图表 13 2022 年底以来涉房融资逐步放开

时间	部门	文件	主要内容
2022-11-08	中国银行间市场交易协会	“第二支箭”延期并扩容 支持民营企业债券融资	由人民银行再贷款提供资金支持，预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，缓解民营企业信用收缩问题，降低融资成本。
2022-11-23	中国人民银行、银保监会	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展的通知》（“金融 16 条”）	保持房地产融资平稳有序；积极做好“保交楼”金融服务；积极配合做好受困房地产企业风险处置；依法保障住房金融消费者合法权益；阶段性调整部分金融管理政策。

2022-11-28	证监会	证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策（H股与A股政策保持一致）。
2023-03-01	国家发展改革委	关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知	研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施REITs；加快基础设施REITs净回收资金的投资进度，尽快形成投资良性循环，更好支持实体经济发展等。

资料来源：国务院、中国银行间市场交易协会官网，华安证券研究所

从基本面上看，多数央国企PB估值小于1，存在估值提升诉求。虽然明确规定“股票发行价不得低于每股净资产”的《国有股权管理暂行办法》已经被废止，但是在实践中，央国企进行股权融资时仍然会以股票发行价是否低于每股净资产作为依据。就当前时点来看，八大建筑央企中多数以及部分地方国企PB均小于1，有些甚至低于0.5，在此情况下企业的融资能力受限。建筑业的业务模式使得企业承接订单和推动业务的能力直接与其资金实力挂钩，即企业的核心竞争力在于其融资能力，央国企需估值提升助力其业务扩张。

图表 14 八大建筑央企中多数 PB 小于 1

证券代码	证券简称	企业性质	PB (MRQ)	PE (TTM)	PB 近十年分位点	PE 近十年分位点
601186.SH	中国铁建	中央企业	0.46	4.11	4.67%	10.17%
601800.SH	中国交建	中央企业	0.54	7.10	10.45%	23.90%
601668.SH	中国建筑	中央企业	0.52	4.15	1.45%	12.81%
601390.SH	中国中铁	中央企业	0.56	4.76	5.83%	9.60%
601669.SH	中国电建	中央企业	0.67	6.91	7.79%	4.82%
601618.SH	中国中冶	中央企业	0.67	5.58	1.18%	1.18%
601117.SH	中国化学	中央企业	0.67	6.93	0.37%	0.37%
601868.SH	中国能建	中央企业	0.92	13.15	3.50%	26.85%
000498.SZ	山东路桥	地方国有企业	0.64	3.60	0.16%	0.16%
600820.SH	隧道股份	地方国有企业	0.65	6.11	4.53%	3.21%
600170.SH	上海建工	地方国有企业	0.66	8.14	0.22%	15.01%
600248.SH	陕建股份	地方国有企业	0.66	4.03	0.17%	3.76%
002061.SZ	浙江交科	地方国有企业	0.65	6.79	0.17%	6.68%
300284.SZ	苏交科	地方国有企业	0.70	10.65	0.05%	0.68%
600284.SH	浦东建设	地方国有企业	0.80	9.22	0.70%	0.38%
600502.SH	安徽建工	地方国有企业	0.82	5.10	1.29%	0.24%
601789.SH	宁波建工	地方国有企业	0.92	10.80	0.06%	5.62%

资料来源：iFinD，华安证券研究所

注：对应股价日期为 2024 年 2 月 2 日。

### 1.2.3 市场助力：增量资金支持央国企估值提升

“中特估”的提出使资本市场对建筑央国企的重视和参与程度明显提高。2023至今已新发行10只“中特估”主题ETF，其中共有9只ETF属于中证国新“1+N”系列央企指数ETF产品，主要涉及“股东回报”、“科技引领”、“现代能源”几大主题。截至2024年1月24日，10只“中特估”ETF资金规模约为70亿元。从投资收益来看，尽管多数产品自成立以来涨跌幅为负，但相对上证综指具备明显超额收益。

图表 15 “中特估”的提出使资本市场对建筑央国企的重视程度和参与程度提高

代码	名称	基金规模 (亿元)	成立日	月涨跌幅 (%)	自成立以来涨跌幅 (%)
561580.SH	华泰柏瑞中证中央企业红利ETF	6.21	2023-05-18	(1.71)	(2.79)
560070.SH	汇添富中证国新央企股东回报ETF	7.84	2023-05-24	(2.47)	(9.99)
560700.SH	广发中证国新央企股东回报ETF	9.65	2023-05-24	(2.14)	(9.59)
561960.SH	招商中证国新央企股东回报ETF	3.92	2023-05-24	(2.60)	(7.22)
560170.SH	南方中证国新央企科技引领ETF	19.87	2023-06-21	(3.35)	(33.70)
563050.SH	易方达中证国新央企科技引领ETF	2.85	2023-06-21	(3.00)	(32.64)
562380.SH	银华中证国新央企科技引领指数ETF	3.50	2023-06-26	(3.57)	(33.33)
561790.SH	博时中证国新央企现代能源ETF	7.28	2023-07-27	(2.27)	(5.39)
562850.SH	嘉实中证国新央企现代能源ETF	4.26	2023-07-27	(1.14)	(4.78)
561260.SH	工银瑞信中证国新央企现代能源ETF	5.51	2023-07-27	(1.87)	(5.59)

资料来源：iFinD，华安证券研究所

注：基金规模、涨跌幅数据截止日为2024年2月2日。

复盘2023年，中特估可演绎为市场核心主题机会，2024年有望实现2.0版本。

①**公募加仓明显**：公募基金重仓方面，2022Q4建筑板块央国企增持有4家（板块合计21家）、2023Q1增长至7家，2023Q4增长至10家，地方国企2022Q4无增持（板块合计49家），2023Q1增长至2家，2023Q2增长至4家。2022Q4至2023Q2，建筑板块地方国有企业持仓总市值分别为11.24、12.53、13.57亿元，同比增长14.2%、11.4%、8.3%；中央国企持仓市值分别为153.61、211.99、227.50亿元，同比增长0.2%、29.8%、7.3%。

图表 16 公募基金在22Q4-23Q2对建筑央国企的重仓变化

证券代码	证券简称	企业性质	2023Q2		2023Q1		2022Q4	
			持股占流通股比(%)	季度持仓变动比例(%)	持股占流通股比(%)	季度持仓变动比例(%)	持股占流通股比(%)	季度持仓变动比例(%)
600970.SH	中材国际	中央企业	4.2%	344.5%	0.9%	10.2%	0.8%	11.7%
000928.SZ	中钢国际	中央企业	2.1%	249.8%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
601186.SH	中国铁建	中央企业	1.4%	26.6%	1.1%	19.9%	0.9%	-21.0%
601226.SH	华电重工	中央企业	1.1%	24.8%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
601390.SH	中国中铁	中央企业	2.0%	23.9%	1.6%	12.4%	1.5%	17.5%
601117.SH	中国化学	中央企业	3.7%	18.4%	3.2%	55.8%	2.2%	-9.4%
601618.SH	中国中冶	中央企业	0.7%	15.8%	0.6%	18.9%	0.5%	-21.0%
601669.SH	中国电建	中央企业	1.5%	11.4%	1.4%	-44.7%	2.5%	-36.7%

601868.SH	中国能建	中央企业	0.8%	2.8%	0.8%	-32.9%	1.2%	-3.5%
601668.SH	中国建筑	中央企业	3.5%	2.5%	3.4%	-0.9%	3.4%	8.8%
601800.SH	中国交建	中央企业	0.7%	-8.9%	0.7%	73.0%	0.4%	-28.2%
301058.SZ	中粮科工	中央企业	1.3%	-24.7%	1.7%	-29.3%	2.4%	28.4%
000032.SZ	深桑达A	中央企业	5.0%	-52.4%	10.5%	884.6%	1.1%	0.0%
600170.SH	上海建工	地方国有企业	0.9%	1001.4%	0.1%	-92.9%	1.2%	0.0%
600629.SH	华建集团	地方国有企业	1.4%	241.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
603909.SH	建发合诚	地方国有企业	0.9%	38.1%	0.6%	9.1%	0.6%	-4.9%
600039.SH	四川路桥	地方国有企业	1.4%	30.4%	1.1%	-23.4%	1.4%	-20.9%
600820.SH	隧道股份	地方国有企业	0.8%	-16.5%	1.0%	199.0%	0.3%	-41.6%

资料来源：iFinD，华安证券研究所

②北上资金参与节奏更早：截至2022年12月底，北上资金持有建筑板块市值合计273.14亿元，同比增长5.76%，其中持有央国企市值合计253.47亿元，同比增长8.26%；截至2023年3月31日，北上资金持有建筑板块市值合计340.46亿元，同比增长24.65%，其中持有央国企市值合计318.11亿元，同比增长25.50%；截至2023年6月30日，北上资金持有建筑板块市值合计341.34亿元，同比增长0.26%，其中持有央国企市值合计318.36亿元，同比增长0.08%。

图表 17 北上资金在 22Q4-23Q2 对建筑央国企的持股变化

证券代码	证券名称	企业性质	2023/6/30		2023/3/31		2022/12/31	
			持流通股比例 (%)	持股数量变动 (万股)	持流通股比例 (%)	持股数量变动 (万股)	持流通股比例 (%)	持股数量变动 (万股)
601618.SH	中国中冶	中央企业	4.23%	16986.31	3.34%	13931.52	2.46%	665.17
600970.SH	中材国际	中央企业	3.59%	3271.99	1.70%	277.76	2.27%	-1320.33
601669.SH	中国电建	中央企业	2.68%	3150.18	2.38%	3503.75	2.72%	-6903.52
601868.SH	中国能建	中央企业	4.12%	2129.26	3.92%	7636.27	3.64%	-2760.32
000065.SZ	北方国际	中央企业	5.36%	1973.15	3.23%	2477.71	0.14%	237.03
601390.SH	中国中铁	中央企业	3.17%	-1035.21	3.17%	10370.14	3.21%	-10383.33
601117.SH	中国化学	中央企业	2.31%	-3270.98	2.80%	546.17	1.68%	6703.70
601668.SH	中国建筑	中央企业	4.46%	-25557.35	5.02%	-7419.78	5.29%	6530.39
600039.SH	四川路桥	地方国有企业	3.04%	7848.93	2.72%	3381.71	1.37%	2341.64
600248.SH	陕建股份	地方国有企业	3.81%	3855.66	1.14%	450.60	0.98%	-262.60
603357.SH	设计总院	地方国有企业	8.87%	3248.46	3.50%	318.13	2.77%	77.30
600502.SH	安徽建工	地方国有企业	4.75%	-194.32	4.82%	6007.47	1.07%	429.87
600667.SH	太极实业	地方国有企业	2.02%	-367.59	2.19%	211.24	1.99%	247.85
600846.SH	同济科技	地方国有企业	2.40%	-502.80	3.29%	7.50	1.05%	1415.16
600820.SH	隧道股份	地方国有企业	3.71%	-1537.56	4.19%	763.91	3.23%	2144.92
600170.SH	上海建工	地方国有企业	3.42%	-2262.14	3.65%	3106.85	2.84%	4111.99
600284.SH	浦东建设	地方国有企业	3.13%	-2564.23	5.63%	1716.95	1.11%	2778.40

资料来源：iFinD，华安证券研究所

## 2 高质量发展是提高估值的根本基础

### 2.1 新一轮国企改革更加注重“提质”

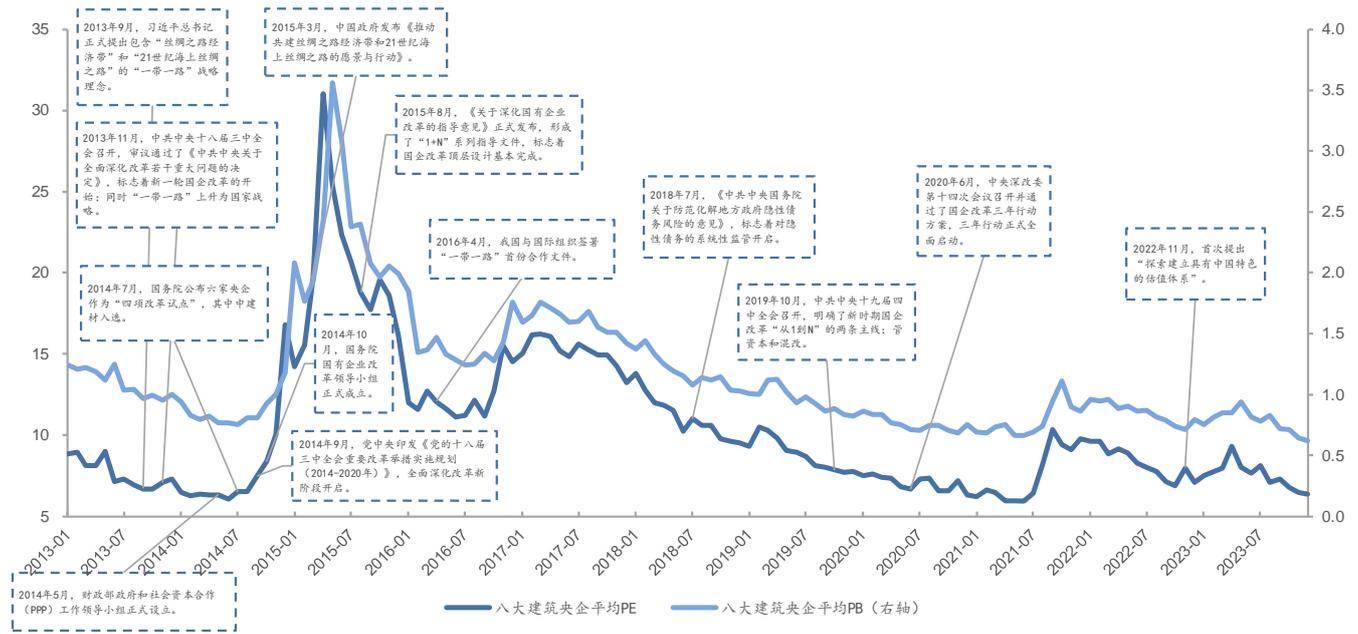
我们以建筑八大央企为样本对其估值进行梳理复盘，历史上共有两波大的估值提升和一波小的估值提升。总结来看，估值提升的两大重要因素是政策预期催化+基本面兑现：

(1)2014年第三季度-2015年上半年：八大央企平均PE从8倍抬升至31倍；平均PB从0.8倍抬升至3.5倍。政策方面，2014年3月，财政部政府和社会资本合作（PPP）工作领导小组正式设立，国家开始大力推行PPP融资模式；在经济下行周期背景下基建投资成为稳增长的重要手段，2014-2015年上半年国内基建投资保持约20%增速。企业经营方面，八大央企归母净利润在此前高基数下仍实现高速增长，2014年增速超14%，2015年增速超18%。

(2)2016年下半年-2017年上半年：八大央企平均PE从11倍抬升至约16倍；平均PB从1.2倍提升至约1.8倍。政策方面，国有企业改革加速，2016年2月开展“十项改革试点”，2016年12月中央经济工作会议上首次明确提出“混改是国改的突破口”，混改加速，此外2016年4月我国与国际组织签署“一带一路”首份合作文件；基建投资增速略有降低但仍保持至15%以上。企业经营方面，八大央企新签订单集中度进一步提升至17.7%，同比增加4.8pct，创过往5年新高。2018年后，基建投资降速，PPP项目减少，建筑央企业绩增速有所回落。

(3)2021年下半年-2023年上半年：八大央企平均PE从6倍抬升至10倍；平均PB从0.6倍提升至1倍。政策方面，国企改革三年行动加速进行；2022年11月21日证监会主席首次提出“探索建立具有中国特色的估值体系”；2023年1月，央企考核指标调整为“一利五率”。企业经营方面，八大央企自2021年下半年到2023年一季度归母净利润增速整体保持两位数。

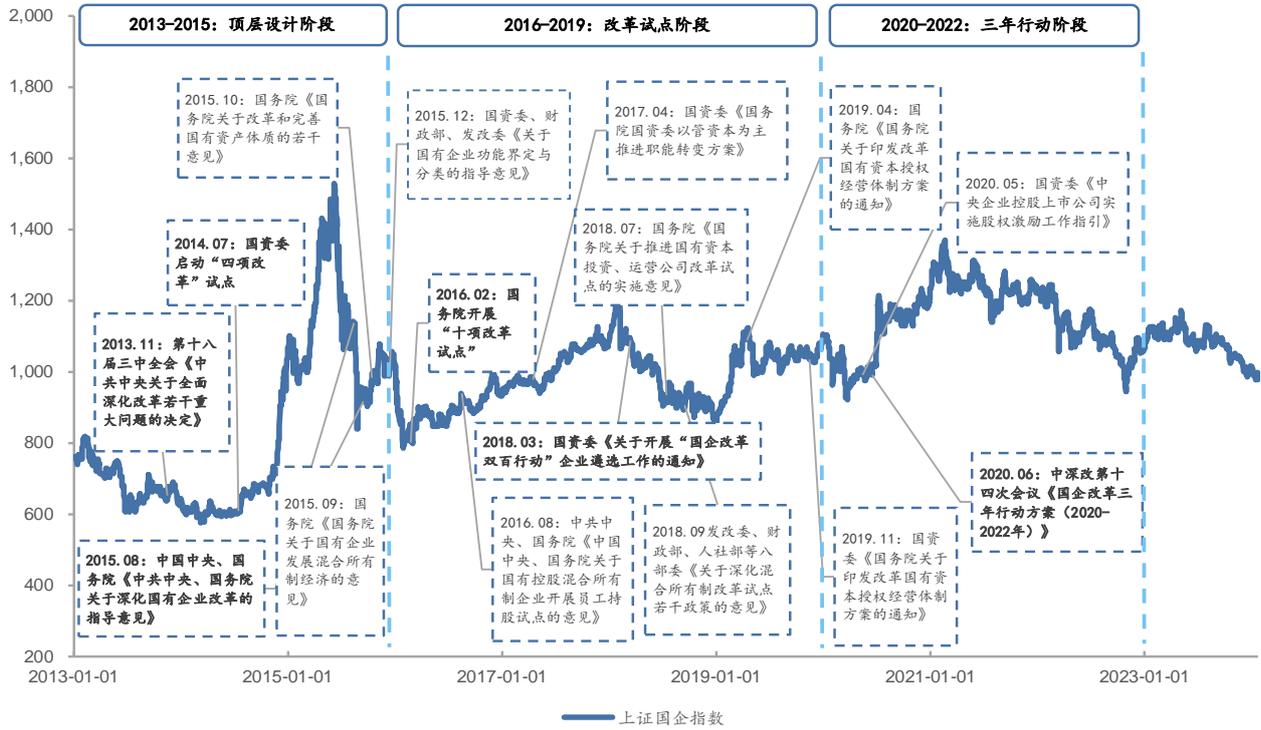
图表 18 八大建筑央企估值提升的两大重要因素是政策预期催化+基本面兑现



资料来源：iFinD，华安证券研究所

本轮中长期的估值提升，更依赖于央国企自身经营质量的改善。此前国企改革三年行动计划，为建筑央国企提质增效奠定了良好基础。2020年6月中央全面深化改革委员会第十四次会议通过《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》，国企改革三年行动正式全面启动，中央企业聚焦服务国家战略、推动国有经济布局结构优化、促进经济高质量发展，实施了一批战略重组和专业化整合项目。根据《证券日报》数据，三年行动期间，中央企业共推动4组7家战略性重组，法人存量压减44%，全国省属国有企业116组347家实施重组，开展专业化整合2150次，三年行动改革任务成效显著。

图表 19 2013 年至今的全面深化改革分为顶层设计、改革试点、三年行动三个阶段



资料来源：iFinD，华安证券研究所

**2023 年新一轮国企改革内核在于“提质”。**2022 年 5 月国务院国资委制定《提高央企控股上市公司质量工作方案》，为国企改革指明了方向；2022 年 11 月证监会制定《推动高质量上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》，有力推动上市公司质量迈上新台阶。此后国务院国资委针对提高上市公司质量召开了一系列会议，2023 年 3 月国务院召开国有企业对标世界一流企业价值创造行动启动会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署，进一步深化国企质量提升工作；2023 年 6 月，国务院国资委召开央企提高上市公司质量暨并购重组工作专题会，指出要以上市公司为平台开展并购重组，助力提高核心竞争力、增强核心功能；7 月全国国有企业改革深化提升行动动员部署电视电话会议召开，新一轮国企深化提升行动正式启动。由此可见，新一轮上市公司提升工作重点从“治乱”转向更深层次的“提质”。

图表 20 2023 年新一轮国企改革内核在于“提质”

时间	部门	会议/文件	主要内容
2022.05	国务院国资委	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	聚焦影响央企控股上市公司高质量发展的短板弱项，在 3 年内分类施策、精准发力，打造一批核心竞争力强、市场影响力大的旗舰型龙头上市公司，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，提出了 14 项具体工作举措，涵盖推进上市、资本运作、科技创新、人才培养等诸多上市公司改革发展关键环节。
2022.11	证监会	《推动高质量上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》	推动国有控股上市公司利用资本市场进行资源配置和业务整合，将更多优质资产置入上市公司，提升企业核心竞争力。

2023.01	国务院国资委	地方国资委负责人会议	深化国资国企改革推进高质量发展：着力抓好新一轮国企改革深化提升行动，深化完善中国特色国有企业现代公司治理；着力推进国有资本布局优化和结构调整，持续推动国有资本向重要行业和关键领域集中等。
2023.01	国务院国资委	中央建筑企业专项工作部署会	以自律联盟成立为契机，进一步发挥行业标杆和引领示范作用；加快转型创新，建设世界一流企业，推进布局结构不断优化、发展方式不断转变、发展质量不断提升。
2023.02	国务院国资委	中央企业提高上市公司质量工作专题会	要以“落实机制、抓好进度、干出成效”为重点落实下阶段工作，让市场和投资者看到实实在在的成效。
2023.03	国务院国资委	国有企业对标世界一流企业价值创造行动启动会议	对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署：国资国企要突出产业优化升级，加快布局价值创造的新领域新赛道，一手抓加快战略性新兴产业布局，一手抓加快传统产业转型升级，更好推进新型工业化；要突出服务大局，进一步强化战略支撑作用。
2023.04	国务院国资委	国有企业创建世界一流示范企业推进会	在现有11家示范企业基础上，再将10家中央企业和7家地方国有企业纳入创建世界一流示范企业范围。
2023.06	国务院国资委	央企提高上市公司质量暨并购重组工作专题会	以上市公司为平台开展并购重组，助力提高核心竞争力、增强核心功能。
2023.07	中共中央政治局、国务院	全国国有企业改革深化提升行动动员部署电视电话会议	以服务国家战略为导向，以提高核心竞争力和增强核心功能为重点，扎实推进国企改革深化提升行动

资料来源：国务院国资委、中国人民政协全国委员会、证监会，华安证券研究所

**央企考核体系从“两利四率”调整为“一利五率”，更加注重央企的经营质量。** 2023年1月国资委召开中央企业负责人会议，确定了央企考核体系从“两利四率”调整为“一利五率”，新的考核体系下，对央企的经营质量和效率更加注重。具体来看：（1）用净资产收益率去替换净利润指标，净资产收益率能够衡量企业权益资本的投入产出效率，反映了企业为股东创造价值的能力，体现了国资委新形势下对资本回报质量的要求；（2）营业现金比率替换营业收入利润率，体现出对央企现金流情况的重视，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；（3）资产负债率由“控”改为“稳”，有利于减少对央企的融资束缚。

图表 21 央企考核体系从“两利四率”调整为“一利五率”，更加注重央企的经营质量

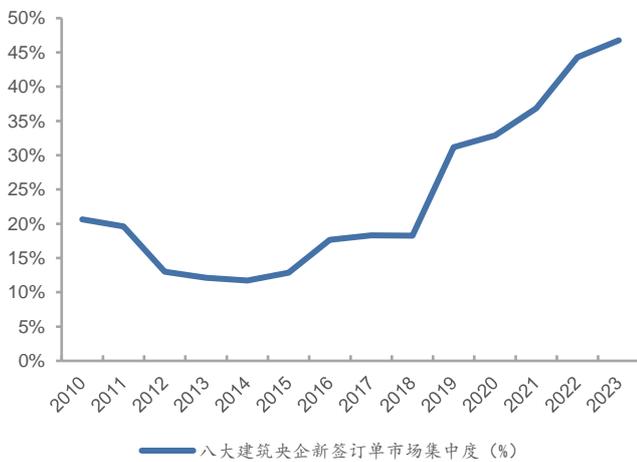
年份	2022年	2023年
指标体系	<b>两利四率</b> ：净利润、利润总额、营业收入利润率、全员劳动生产率、研发投入强度、资产负债率。	<b>一利五率</b> ：利润总额、资产负债率、净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率。
总体要求	<b>两增一控三提高</b> ：两增，就是利润总额和净利润增速要高于国民经济增速；一控，就是资产负债率要控制在65%以内；三提高，就是营业收入利润率要再提高0.1个百分点、全员劳动生产率再提高5%、研发经费投入要进一步提高。	<b>一增一稳四提升</b> ：一增，指确保利润总额增速高于全国GDP增速；一稳，指资产负债率稳定在65%左右；四提升，指净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率进一步提升。

资料来源：国资委，华安证券研究所

## 2.2 精细化管理全面推行，盈利能力有望改善

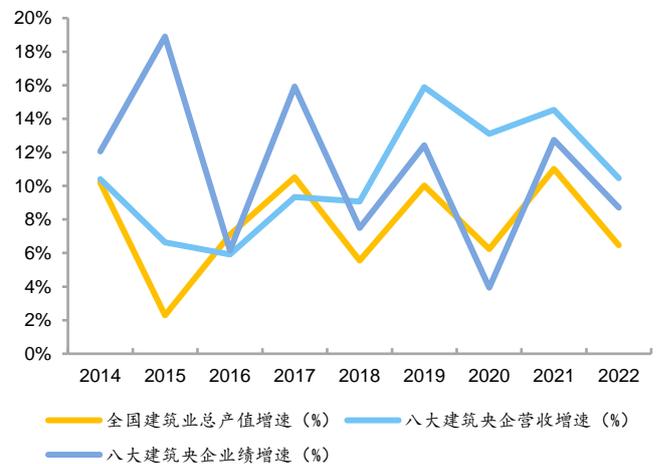
龙头建筑央企订单市占率逐年提升，整体收入及业绩增速均高于建筑业总产值增速。近几年八大建筑央企新签订单市场集中度快速提升，2023年整体市场集中度为46.8%，同比提升7.5pct。此外，除2020年受原材料价格上行，业绩增速有所放缓以外，近几年八大建筑央企不论是从营收端还是业绩端，其增速整体都高于建筑业总产值增速，2022年全国建筑业总产值同比增长6.47%，八大建筑央企整体营收增速10.46%，整体净利润增速8.71%。2023年4月住建部部长倪虹指出：稳住建筑业及地产业两根柱子，对稳定经济大盘有重要意义，行业企业要充分发挥国民经济“顶梁柱”、“压舱石”作用，我们认为未来建筑业总产值稳定增长确定性强，央企市占率提升有望集中受益。

图表 22 八大建筑央企新签订单市场集中度快速提升



资料来源：iFinD、华安证券研究所

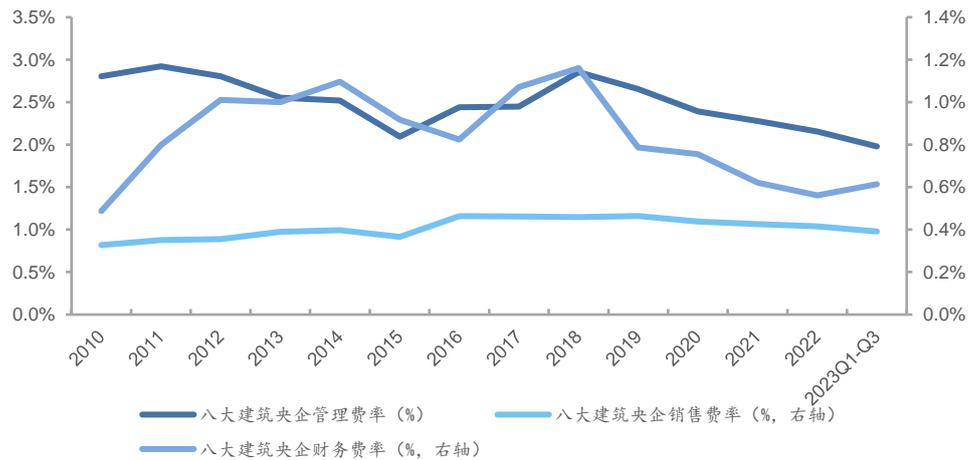
图表 23 八大建筑央企营收及净利润增速高于建筑业总产值增速



资料来源：iFinD、华安证券研究所

**压缩层级和精细化管理，推动央企期间费用率近年降幅明显。**2018年由于涉房企业融资通道关闭，以及央企深化改革将管理层级全部控制在5级(含)以内，法人层级10级以上企业减少到5家，通过压缩管理层级、减少法人户数，提高企业决策效率和运营效益。同时作为建筑施工单位，项目精细化管理是长期发展的核心竞争力，直接关系到发展质量和经济效益。近几年建筑央企加大力度进行工程项目精细化管理工作，如中国化学制定制度规范，让精细化管理渗透到工程投标、项目策划、成本核算、物资采购、结算收款等各个环节。以八大建筑央企为代表，整体财务费用率从2018年的1.16%下降至2022年0.56%，整体管理费用率从2018年的2.65%下降至2022年的2.16%。长期来看，随着精细化管理在各企业的全面推开，费用率仍有进一步降低的空间。

图表 24 近年来央国企期间费用率整体有所下降

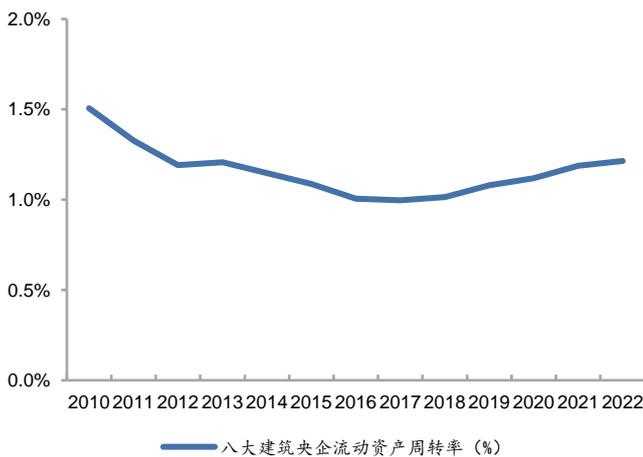


资料来源：iFinD，华安证券研究所

注：由于会计政策变更，2018年后原纳入“管理费用”中的“研发费用”单独列示，故此处2018年之前的管理费用为剔除研发费用后的管理费用。

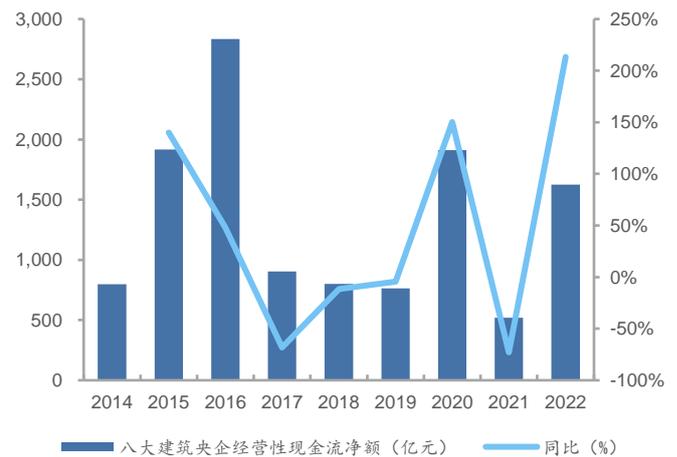
**建筑央企加强回款管理，经营现金流有望持续改善。**八大建筑央企流动性资产自2017年以来持续提升，截止2022年，其整体流动资产周转率为1.21%。经营性现金流方面，在近年行业竞争压力较大的背景下，回款难度进一步上升，建筑央企强化对经营现金流的考核，对子公司的考核中设置现金比率，合理安排项目收付节奏等。2022年八大建筑央企合计现金流净额1623.77亿元，同比增长213.27%，主要是由于中国铁建和中国交建经营性现金流扭亏为盈；2023年前三季度合计净额-2196.01亿（由于建筑业的业务模式，前三季度现金流为负属于正常情况），在新央企考核体系下各企业加强资产盘活，加快回笼资金，预计现金流将持续改善。

图表 25 八大建筑央企流动资产周转率有所改善



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 26 八大建筑央企现金流持续改善



资料来源：iFinD，华安证券研究所

**建筑央企总体分红率较为稳定，现金流改善有望带动分红率提升。**分红是央企经营质量与价值创造能力的综合体现，2022年八大建筑央企合计现金分红287.79亿元，平均现金分红率为17.2%。近两年来，八大建筑央企现金分红比例略有下滑，

主要是由于央企用于维持日常经营周转的资金需求量较大，需要累积适当的留存收益解决发展过程中面临的资金问题；并且 PPP 等投资类项目前期占用大量资金，项目进入运营期之前建筑企业会面临较大资金压力。2024 年 1 月国务院国资委强调要加大现金分红力度，部分央企此前已有此意愿，如中国铁建在《未来三年（2021-2023 年）股东回报规划》中提到“每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的合并报表可供分配利润的 15%，并保持分红比例稳定提高”。同时，PPP 新政后，建筑央企纷纷降低投资类项目的参与意愿，资金占用情况有望在未来几年得到改善，配合企业发展阶段，分红率有望提升。

图表 27 建筑央企总体分红率较为稳定，现金流改善有望带动分红率提升

建筑央企	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中国建筑	23.0%	21.6%	19.6%	18.4%	18.5%	20.0%	20.4%	20.8%
中国化学	15.1%	30.1%	30.1%	30.1%	30.1%	30.1%	19.3%	20.0%
中国交建	19.6%	18.8%	19.0%	19.0%	18.7%	18.0%	18.3%	18.4%
中国电建	20.2%	19.3%	19.2%	19.3%	8.3%	17.6%	17.5%	18.1%
中国中冶	21.9%	23.1%	23.2%	22.8%	22.6%	19.8%	19.3%	16.7%
中国中铁	16.0%	16.1%	16.1%	17.0%	17.5%	17.6%	17.6%	15.8%
中国铁建	16.1%	15.5%	15.2%	15.9%	14.1%	13.9%	13.5%	14.3%
中国能建	-	-	-	-	-	-	14.4%	13.5%
平均现金分红率	18.9%	20.6%	20.3%	20.4%	18.6%	19.6%	17.5%	17.2%

资料来源：iFinD，华安证券研究所

**股权激励解锁条件或成为央国企提升 ROE 及净利润的保底目标。**股权激励是国企改革工作中的重要部分，目前代表性建筑央企中已有中国建筑、中国交建、中国中铁、中国化学、中国核建分别开展股权激励，且分别给出明确的 ROE 及净利润指标要求。例如中国建筑 2023 年/2024 年股权激励解锁条件为 ROE 分别不低于 12.2%/12.5%，净利润 CAGR 不低于 7%；中国交建 2023 年/2024 年/2025 年股权激励解锁条件为 ROE（加权平均）分别不低于 7.7%/7.9%/8.2%，净利润 CAGR 分别不低于 8%/8.5%/9%；中国中铁 2023 年/2024 年股权激励解锁条件为 ROE（扣非）分别不低于 11%/11.5%，扣非归母净利润 CAGR 不低于 12%等。

图表 28 部分央国企股权激励解锁条件

公司名称	考核指标	解锁条件			
		2022	2023	2024	其他
中国建筑	ROE	不低于 12%	不低于 12.2%	不低于 12.5%	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 CAGR	不低于 7%			以 2022 年为基数，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			
中国交建		2023	2024	2025	其他
	ROE（加权平均）	不低于 7.7%	不低于 7.9%	不低于 8.2%	不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平

	净利润 CAGR	不低于 8%	不低于 8.5%	不低于 9%	以 2021 年为基数，不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平
	EVA	完成国务院国资委经济增加值 (EVA) 考核目标			
中国中铁		2022	2023	2024	其他
	ROE (扣非)	不低于 10.5%	不低于 11%	不低于 11.5%	不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平
	扣非净利润 CAGR	不低于 12%			以 2020 年为基数，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	其他
	ROE (扣非加权平均)	不低于 9.5%	不低于 9.15%	不低于 9.25%	不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平
	扣非净利润 CAGR	不低于 15%			以 2021 年为基数，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	其他
	ROE (加权平均)	不低于 10.5%	不低于 10.5%	不低于 10.9%	不低于对标企业同期 75 分位水平
	营收 CAGR	不低于 13.5%			以 2018 年为基数，不低于对标企业同期 75 分位水平
	EVA	完成国务院国资委经济增加值 (EVA) 考核目标，且△EVA 为正			
四川路桥		2022	2023	2024	其他
	扣非归母	不低于 70 亿元	不低于 80 亿元	不低于 90 亿元	
	扣非归母 CAGR	不低于行业平均			
	营收	不低于 1000 亿元	不低于 1100 亿元	不低于 1200 亿元	
	营收 CAGR	以 2020 年为基数，不低于行业平均			
	应收账款周转率	不低于 5.7			

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

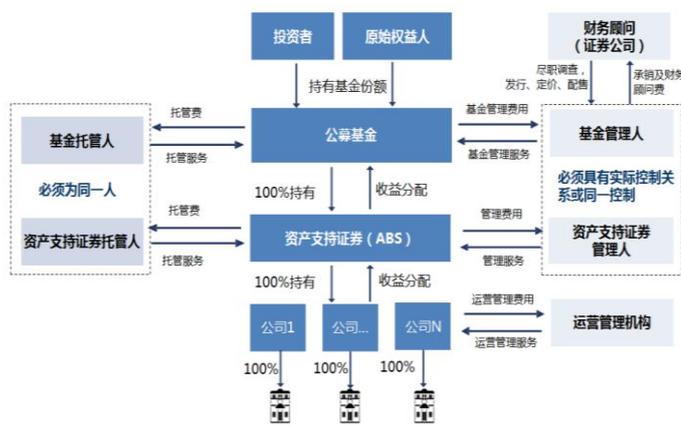
### 2.3 盘活存量释放效益，持续优化资产结构

**基础设施 REITs 的蓬勃发展有利于建筑央企拓展融资渠道，盘活存量资产。** 2020 年 4 月，证监会、发改委联合发布《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》(“40 号文”)，基础设施公募 REITs 由此诞生。2023 年 3 月国家发展改革委发布关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托

基金（REITs）项目申报推荐工作的通知（“236 号文”），进一步夯实了项目发行要求、申报流程、回收资金使用、运营管理等六大内容。

基础设施公募 REITs 相较于之前 PPP 融资模式本质上属于股权融资，其主要用于盘活存量资产。截至 2023 年 7 月底，已有 28 只 REITs 基金问世，发行规模达 924.68 亿元，其中涉及到建筑板块的有华夏中国交建高速 REIT、国金中国铁建高速 REIT 等，其蓬勃发展一方面将有利于建筑央企拓展融资渠道，盘活存量资产，另一方面也有利于降低企业资产负债率，真正形成一条具有中国特色的“投建管退”为闭环的新型基础设施发展模式。

图表 29 REITs 运作模式



资料来源：上海证券交易所、华安证券研究所

图表 30 PPP 和 REITs 的区别

	PPP	REITs
融资模式	债务融资	权益融资
标的物	主要针对新建项目	主要盘活存量资产
影响阶段	主要是项目建设期	运营阶段

资料来源：《REITs 与 PPP 对比分析及未来展望》、华安证券研究所

**借助资本市场推动改革，分拆重组实现建筑央企价值重估。**资本市场的融资功能是进一步推动国有企业快速发展的重要依托，国有企业通过并购重组、再融资、分拆上市等方式，可实现在产业链、创新链、资本链等方面的高效整合，优化资本结构。我们看到近年来，大型央企之间的整合动作密集进行，中国能建吸收合并葛洲坝集团，中冶集团整体并入五矿集团，中钢集团整体划入中国宝武，大型央企的专业化整合提高国有资产资源配置效率，同时相关上市公司的竞争实力大幅提升。此外，为提高资产证券化率及促进企业优质资产保值增值，建筑央企筹划实施分拆控股子公司上市，如中国交建整合旗下几家设计院重组上市成为“中交设计”，中国电建拟分拆电建新能源上市，中国中铁分拆子公司高铁电气至科创板上市。子公司分拆上市后仍将合并报表，并能体现在整体估值中。

图表 31 借助资本市场推动改革，分拆重组实现建筑央企价值重估

企业性质	公司	形式	时间	具体内容
央企	中国中铁	并购	2019	收购中铁二局、中铁三局、中铁五局、中铁八局 100% 股权。
		分拆	2021	分拆子公司高铁电气至科创板上市。
	中国电建	并购	2021	取得中电建生态规划设计院（广州）有限公司 100% 股权、开化龙翔新能源有限公司 100% 股权、中电建（北京）基金管理邮箱公司、陕西秦电新能源有限公司 90% 股权。

			2022	并购宁夏中卫宁清风力发电有限公司、重庆万泽建设工程有限公司、波黑伊沃维克风电有限公司等。
	中国中冶	并购	2015	中冶集团整体进入五矿集团。
			2020	通用五矿的全体时任股东与两家中国五矿的附属公司订立重组协议。
	中国交建	分拆	2023	将所持公规院 100%股权、一公院 100%股权、二公院 100%股权，中国城乡拟将所持西南院 100%股权、东北院 100%股权、能源院 100%股权一并与祁连山持有的祁连山水泥 100%股权进行置换，公司分拆所属子公司公规院、一公院、二公院，通过与祁连山进行重组的方式实现重组上市。
	中国能建	并购	2022	吸收合并葛洲坝集团。
			2023	分拆易普力借壳南岭民爆重组上市。
	中国铁建	分拆	2020	分拆铁建重工至科创板上市。
	中材国际	并购	2021	完成对北京凯盛 100%股权、南京凯盛 98%股权、中材矿山 100%股权收购。
地方国企	四川桥路	并购	2022	完成对交建集团 100%股权、高路建筑 100%股权、高路绿化 96.67%股权的收购。
	安徽建工	并购	2017	完成对建工集团的吸收合并。

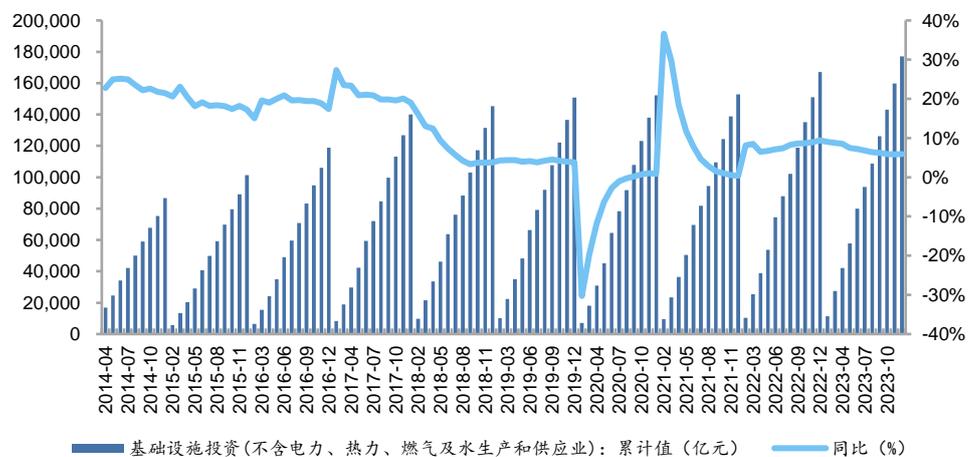
资料来源：各公司公告，华安证券研究所

**布局新兴业务板块，优化产业结构。**近年来龙头建筑企业通过多种方式探索企业转型升级途径，加强研发投入进行智能化、数字化升级，形成装备制造等业务板块，例如中国建筑实现建筑信息模型（BIM）、智慧工厂 MES 系统、智慧工地平台实际应用，建成全球首条建筑幕墙数字化生产线、首个重钢结构智能制造生产线等。同时横向拓展新业务，例如中国中铁原来优势市场为铁路和轨交，近年来积极拓展城市更新、水利水电、水务环保、清洁能源等市场，并取得砂石矿山、铅锌钼矿等资源；中国化学进军化工新材料项目。新业务毛利率普遍高于传统施工水平，随着营收占比的提升，有望提高建筑央企估值。

### 3 展望 2024：基建投资全年稳定，央企订单有望改善

基建投资 2024 年有望保持稳定增长。2023 年基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 5.90%，环比加快 0.1 个百分点。我们认为从需求端看，“三大工程”及水利基础设施建设提速将带动建筑企业订单改善，同时相应的配套资金如 PSL、专项债、万亿国债以及 PPP 新政将助力相关项目的建设开工。

图表 32 2014-2023 年基建投资规模及增速



资料来源：iFinD，华安证券研究所

#### 3.1 “三大工程”+水网规划纲要落地，贡献基建需求增量

城中村改造、保障性住房、“平急两用”公共基础设施三大工程，有助于对冲地产下滑态势。2023 年 4 月 28 日，中央政治局会议指出，规划建设保障性住房，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造及“平急两用”公共基础设施建设；7 月 24 日，再次提出要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。9 月 23 日，住建部领导在 2023 中国城市规划年会提出，今年中央作出规划建设保障性住房、“城中村改造”、“平急两用”公共基础设施建设的重大决策部署，这是新时代建设领域的“三大工程”；10 月 30 日中央金融会议强调要因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快城中村改造、保障性住房、“平急两用”公共基础设施建设三大工程建设，构建房地产发展新模式；2024 年 1 月，纳入城中村改造、保障房建设的城市扩围，由城区常住人口超过 300 万的城市，分别扩围至省会城市或城区常住人口超过 200 万的城市，省会城市或城区常住人口超过 100 万的城市，有望进一步对冲地产下滑态势。

图表 33 “三大工程”相关政策梳理

中央层面		
时间	部门/会议	政策内容
2023-09-25	中国人民银行货币政策委员会	召开 2023 年第三季度例会，加大对“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度，推动建立房地产业发展新模式，促进房地产市场平稳健康发展。
2023-08-25	国务院	会议审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》，强调要做好保障性住房的规划设计，用改革创新的办法推进建设，确保住房建设质量，同时注重加强配套设施建设和公共服务供给。
2023-07-24	中共中央政治局	强调要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023-07-21	国务院	审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，强调要高效综合利用土地资源，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好。
2023-04-28	中央政治局会议	规划建设保障性住房，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造及“平急两用”公共基础设施。

资料来源：各政府官网，华安证券研究所

①**城中村改造：顶层设计落地，每年有望拉动万亿级投资额。**根据 19 个城市【城区人口\*人均住房建筑面积\*自建房占比】计算出城中村面积，再根据部分官方已公布实际面积进行调整，预计城中村面积约为 9.25 亿平方米。根据观研天下，城中村改造周期一般在 7-8 年，扣除拆除部分，得出每年投资额约为 6340.6 亿元。若拓展至全国范围，预计全国城中村面积约 20.76 亿平方米，考虑到部分城市已出到 2035 年的规划，适当延长建设周期至 10 年，扣除拆除部分，预计每年投资额约为 9964.56 亿元。

图表 34 城中村改造每年有望拉动 6300-10000 亿元的投资额

超大特大城市范围										
超大特大城市	城区人口 (万人)	人均住房建筑面积 (平方米/人)	自建房占比 (%)	预计城中村面积 (万平方米)	官方公布城中村面积 (万平方米)	超大特大城市	城区人口 (万人)	人均住房建筑面积 (平方米/人)	自建房占比 (%)	预计城中村面积 (万平方米)
上海	2,476	30.58	2.01%	1518.86		西安	770	39.72	8.97%	2744.72
北京	1,913	33.41	2.74%	1753.63		郑州	767	41.81	3.93%	1258.27
深圳	1,766	29.59	11.12%	5809.52	30000	南京	699	40.75	4.64%	1320.83
重庆	1,618	34.79	3.96%	2225.80		济南	663	37.68	9.43%	2355.08
广州	1,370	29.59	11.12%	4505.37	21000	合肥	650	37.7	9.92%	2432.44
成都	1,257	37.01	5.93%	2760.63		沈阳	600	35.24	1.87%	394.72
天津	1,160	34.97	2.32%	942.13		青岛	584	37.68	10.61%	2334.38
东莞	1,082	29.59	11.12%	3560.48		长沙	521	41.77	10.45%	2271.14
武汉	1,081	41.18	13.91%	6191.95		苏州	500	40.75	11.2%	2278.17
杭州	1,002	36.96	13.83%	5123.96		合计				92467.17
预计每年投资额 (亿元)	6340.61									
全国范围										
超大特大城市	城区人口 (万人)	人均住房建筑面积 (平方米/人)	自建房占比 (%)	预计城中村面积 (万平方米)						

全国	56488.17	36.52	10.06%	207594.99
预计每年投资额 (亿元)	9964.56			

资料来源：国家统计局、观研天下、广州住建厅，华安证券研究所

②保障性住房：十四五期间将拉动 5.24 亿平米开工面积，拉动 23844 亿元投资额。2023 年 10 月，《关于规划建设保障性住房的指导意见》（14 号文）再次明确保障性住房的市场地位，提出保障性住房建设和筹集、保障对象和标准、配售管理的基本原则，支持城区常住人口 300 万以上的大城市率先探索。十四五期间全国计划筹建 870 万套保障性租赁住房，按照各类保障房建设比例推算，十四五期间全国公租房和共有产权房建设预期值分别为 80 万套和 97 万套。按照单套平均建筑面积及投资成本计算，预计在悲观/中性/乐观情形下，“十四五”期间保障房建设将分别拉动开工端面积 3.96/5.24/6.53 亿平方米；拉动房地产投资 17916/23844/29772 亿元。

图表 35 中性假设下，预计“十四五”期间保障房建设将拉动 5.24 亿平米开工面积，拉动 23844 亿元投资额

情形	悲观					中性					乐观				
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2021	2022	2023	2024E	2025E	2021	2022	2023	2024E	2025E
保障房十四五筹建规划 (万套)	94	265	204	153	153	94	265	204	153	153	94	265	204	153	153
公租房十四五建设 (万套)	80														
共有产权房十四五建设 (万套)	97														
保障房每套建筑面积 (平方米/套)	40					55					70				
新建比例 (%)	85%														
公租房每套建筑面积 (平方米/套)	40					50					60				
共有产权房每套建筑面积 (平方米/套)	70					80					90				
保障房拉动开工端面积 (亿平方米)	0.32	0.90	0.69	0.52	0.52	0.44	1.24	0.95	0.72	0.72	0.56	1.58	1.21	0.91	0.91
<b>保障房合计 (亿平米)</b>	<b>3.96</b>					<b>5.24</b>					<b>6.53</b>				
单位建安成本 (元/平方米)	4000.00														
保障房拉动投资额 (亿元)	1507	4240	3264	2454	2454	2072	5830	4488	3375	3375	2638	7420	5712	4295	4295
<b>保障房合计 (亿元)</b>	<b>17916</b>					<b>23844</b>					<b>29772</b>				

资料来源：iFinD、《广州市住房发展“十四五”规划》，华安证券研究所

③“平急两用”公共基础建设：盘活城市多场景业态，拉动基建需求。多地“平急两用”基础设施建设已先行探索，部分特大城市展开项目储备工作。北京、济南、台州等地主要是通过通过对存量资源进行升级改造，在前期设计阶段植入“平急两用”需求；成都则是将现有的疫情防控基础设施功能进行逆向使用，用于日常生产生活。此外部分特大城市已经开始进行项目储备工作：杭州于 2023 年 9 月发布“平急两用”公共基础设施建设首批项目清单，首批共 87 个项目，投资金额超 400 亿元；武汉于 2023 年 10 月召开项目推介会，总投资 162.5 亿元。“平急两用”一方面能够补齐重点城市应急场所短板，另一方面能够拉动基建需求。

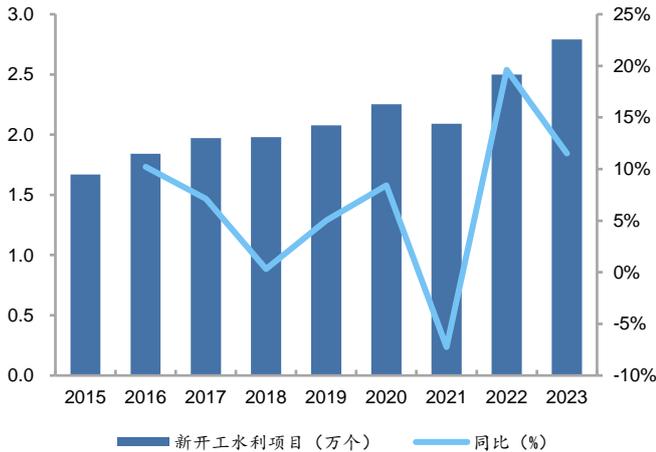
**图表 36 “平急两用”公共基础设施建设案例整理**

案例	所属地区	“平”	“急”
承平高速金海湖综合服务區	北京平谷区	发挥交通旅游集散地功能，缓解旅游旺季交通拥堵等“假日病”问题	转换为应急避难、紧急疏散、临时生活安置以及医疗救护场所
乡村振兴金海湖核心区	北京平谷区	满足市民多元化旅居需求，成为无烟工厂和乡村休闲首选之地	转化为具有较大承载力的集中服务保障地，可集中隔离单位机构
三级综合医院	广州	综合医院	遇重大公共突发事件可立即转换为应急场所
-	成都	区医院发热门诊和亚定点医院；公共驿站；司机之家、执勤岗亭、便民发热门诊服务站、志愿者工作站；农业企业总部、农业专家工作站，打造“箱”式农业实验室、植物工厂、农业育种站	机场专班隔离点、健康养老中心；隔离点集装箱；核酸采样舱；集装箱房屋。
泉城驿站项目	济南	租赁型公寓、养老机构、酒店和社区服务中心等	重大公共突发事件期间作为独立应急场所使用，满足疫情、自然灾害等突发情况下进行隔离收治、救援物资储备、临时安置等需求
医院（恩泽停车楼）工程	台州	停车场	方舱医院
农发“平急两用”东郊仓配一体化中心	杭州	仓储中转	可快速改造为医药类应急物资仓储中转站

资料来源：珠海市规划设计研究院，华安证券研究所

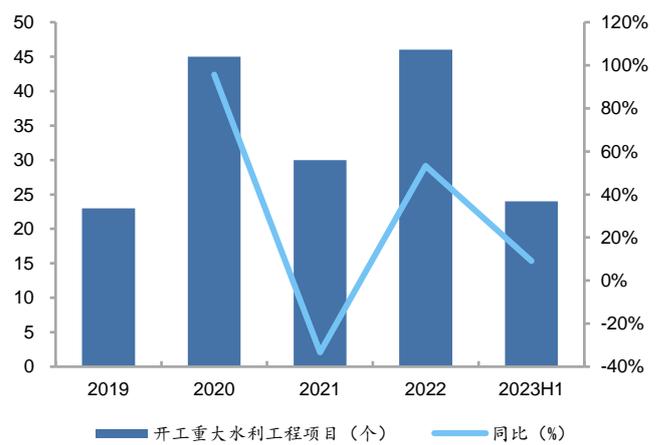
**国家水网规划纲要落地，水利基础设施建设提速。**政策端来看，中共中央、国务院 2023 年 5 月 25 日印发《国家水网建设规划纲要》，建设目标为到 2025 年建设一批国家水网骨干工程，补齐水网相关短板和薄弱环节，到 2035 年基本形成国家水网总体格局，国家水网主骨架和大动脉逐步建成，省市县水网基本完善。从全年数据来看，2023 年新开工水利项目 2.79 万个，同比增长 11.5%，在 2022 年高基数下再创新高；其中，截止 2023 年上半年，新开工重大水利工程 24 项，同比增长 9.09%。

图表 37 新开工水利项目及增速



资料来源：水利部、华安证券研究所

图表 38 新开工重大水利项目及增速



资料来源：水利部、华安证券研究所

**重大水利工程建设要求背景下，建筑央企率先受益。**2021 年底水利部办公厅印发《“十四五”时期实施国家水网重大工程实施方案》，明确要加强重大水资源建设，并把推进重大引调水工程建设放在第一位；《国家水网建设规划纲要》相较于 2011 年印发的《全国水利发展总体规划纲要（2011-2020）》，更强调对重大水利工程建设与投资。重大水利工程耗时长，建设难度大，对建设资质要求高，具有一定的行业壁垒，我国多项重大水利工程大多由中国电建、中国能建等建筑央企承建，重大水利工程建设重点建设背景下建筑央企有望率先受益。

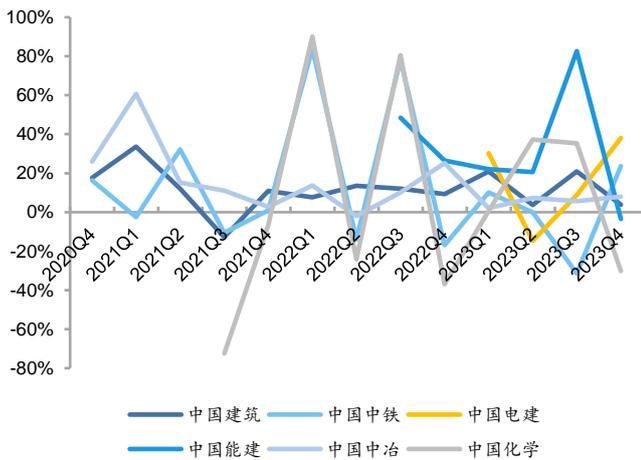
图表 39 重大水利工程建设要求背景下建筑央企率先受益

项目	规模	投资额 (亿元)	建设周期	当前进度	主要参与企业
南水北调工程	东线、中线和西线三条调水线路，东、中、西线干线总长 4350 公里。	5000	40-50 年	南水北调中线工程、东线工程一期已经完工并向北方地区调水。西线工程尚处于规划阶段，没有开工建设。	中国建筑、中国交建、中国电建、中国交建等
三峡工程	长 2335 米，底部宽 115 米，顶部宽 40 米，高程 185 米，正常蓄水位 175 米。	2485.37	15 年	于 2009 年全部完工。	中国能建、中国电建
葛洲坝水利枢纽工程	全长 2595 米，坝顶高 70 米，宽 30 米。	48.48	18 年	1988 年建成。	中国能建
百色水利枢纽工程	正常蓄水位 228 米，相应库容 48 亿立方米。	60	7 年	2006 年投入运行。	中国电建

资料来源：中建一局、福建水院水利工程学院、中国新闻网、广西右江水利开发责任公司、中国水利杂志，华安证券研究所

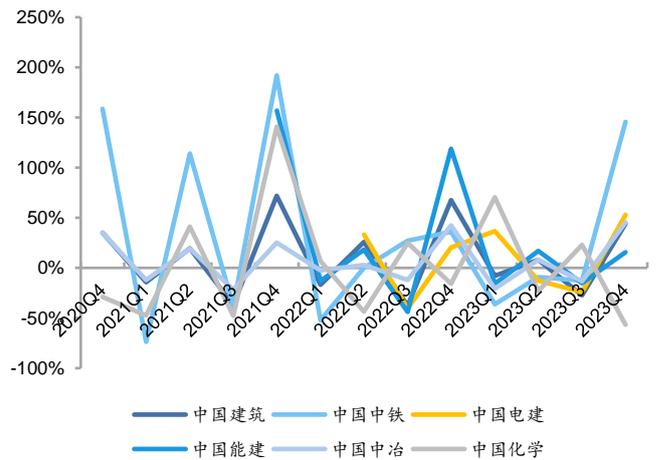
**2023 年四季度，建筑央企订单情况环比改善明显。**大部分央国企 2023 Q4 当季新签订单同比和环比均有所增长，其中中国中铁和中国电建 Q4 增速同比环比均较高，当季新签订单分别环比增长 145.67%、52.92%，分别同比增长 23.73%、38.05%。

图表 40 建筑央企当季新签订单同比



资料来源: iFinD、华安证券研究所

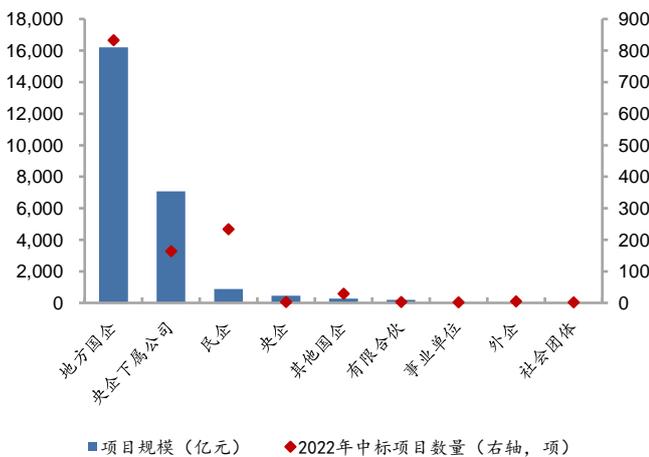
图表 41 建筑央企当季新签订单环比



资料来源: iFinD、华安证券研究所

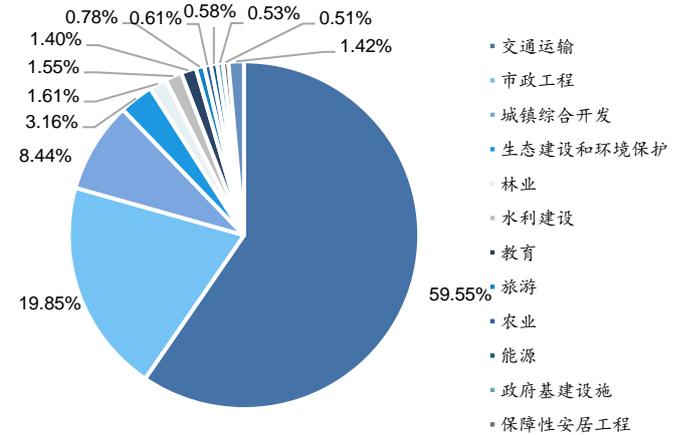
**PPP 新政有望在 2024 年提供部分建设增量。** PPP 项目中标企业多为央国企, 2022 年央国企中标规模达到 2.4 万亿元(含中央及地方), 在全部项目中占比 95.68%。分项目领域来看, 交通运输和市政工程类的项目成交规模较大, 分别占比约 60%和 20%。2023 年 2 月至 11 月 PPP 项目被全面叫停, 已入库项目的新建项目和准备开工等项目都基本停滞。2023 年 11 月发改委与财政部联合发布《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》, PPP 模式又重新启动, 对于存量项目原则上采取“新老划断”的处理方式: 已经签署合同正在履行的项目按照原来的政策执行; 在项目管理库但还未招标的项目, 符合新机制的按照新机制规定执行。同时对于 2023 年 2 月未完成社会资本采购程序的 PPP 存量项目, 不符合 PPP 新机制要求, 但符合地方政府专项债券支持领域且有一定收益的项目, 可以申请地方政府专项债券筹集资金。我们认为这部分 PPP 项目需求将后移至 2024 年, 且有望加速开展, 为建筑市场提供部分增量。

图表 42 2022 年中标项目公司性质情况



资料来源: 明树数据、华安证券研究所

图表 43 2022 年各领域 PPP 项目成交规模占比

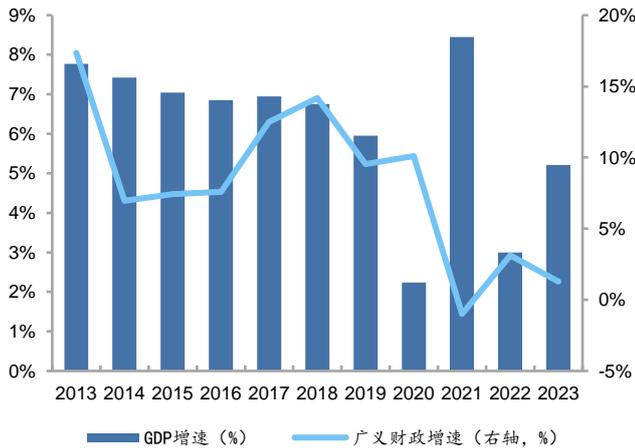


资料来源: 明树数据、华安证券研究所

## 3.2 财政货币政策齐上阵，助力基建项目建设开工

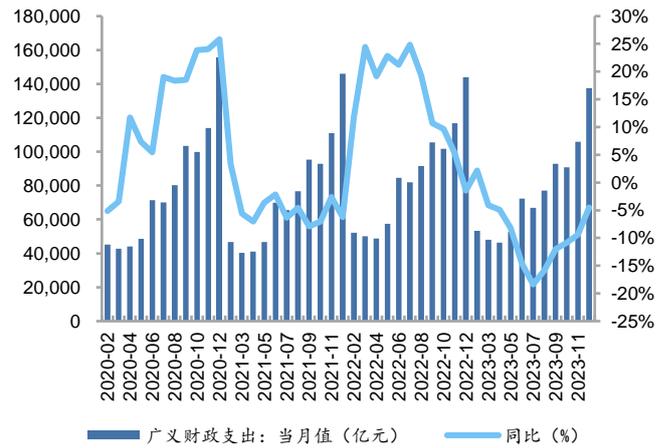
2023 年整体财政力度偏弱，Q4 以来边际提升，效果或在 2024 年显现。2023 年全年 GDP 增速 5.2%，全年广义财政支出增速 1.27%，整体力度偏弱，但自 Q4 以来，财政支出降幅开始收窄；2023 年 12 月，广义财政支出当月值为 13.75 万亿，同比减少 4.51%，降幅环比收窄 4.88pct，已实现连续 5 个月降幅收窄。

图表 44 2023 年整体财政支出力度偏弱



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 45 2023 年下半年财政政策开始发力

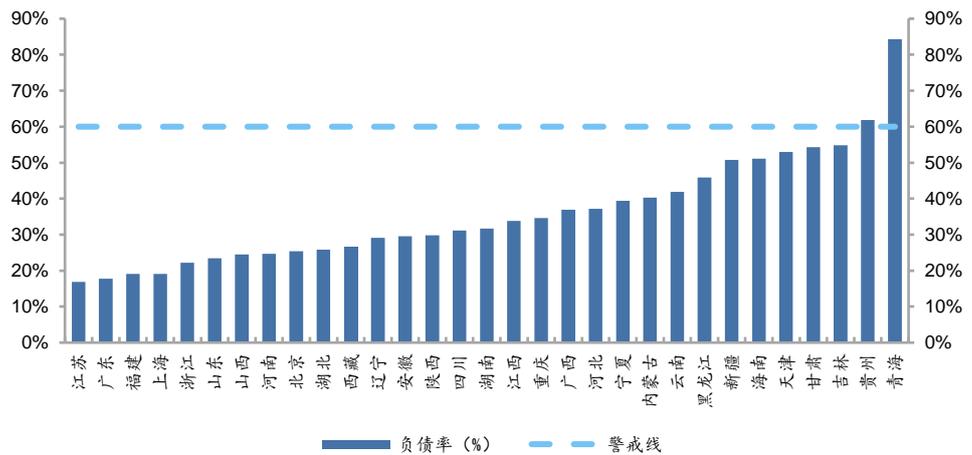


资料来源：iFinD、华安证券研究所

### 3.2.1 财政政策：中央加杠杆稳定投资，地方受化债影响联合推进

中央：万亿国债大部分资金已下发，有望在 2024 年加速形成实物工作量。目前地方政府化债压力较大，较难满足基建投资的资金需求，因此从 2023 年四季度开始中央加杠杆意愿提升。2023 年 10 月，中央财政增发 1 万亿特别国债，全部通过转移支付安排给地方，2023 年预算安排 5000 亿元，结转 2024 年 5000 亿元，资金将重点用于灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程等八大方面。2023 年 12 月 18 日已下达第一批资金预算 2379 亿元，主要用于灾后恢复重建和提升防灾减灾能力、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设、重点自然灾害综合防治体系建设工程。12 月 23 日第二批项目清单下发，涉及 9600 多个项目，拟安排国债资金超 5600 亿元，项目清单包括以海河、松花江流域等北方地区为重点的骨干防洪治理工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升工程、重点自然灾害综合防治体系建设工程等。至此，前两批国债项目金额超 8000 亿元。

图表 46 地方政府仍存化债压力，中央加杠杆推动投资



资料来源：iFinD，华安证券研究所

**地方：2024 年提前批地方债下达额度有望超 2 万亿，保障年初基建资金来源充裕。**2023 年 10 月，第十四届全国人大第六次会议决定，在当年新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）的 60% 以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额，授权期限延长至 2027 年 12 月 31 日。参考往年提前批地方债发行额度比例，大部分为 60% 顶格下达。根据 2023 年预算报告显示，2023 年新增专项债、新增一般债额度分别为 3.8 万亿、0.72 万亿，如顶格下达，2024 年提前批额度将达到 2.71 万亿，其中专项债、一般债额度分别为 2.28 万亿、0.43 万亿。

图表 47 2024 年提前批政府债下达额度有望超 2 万亿，保障基建资金来源充裕

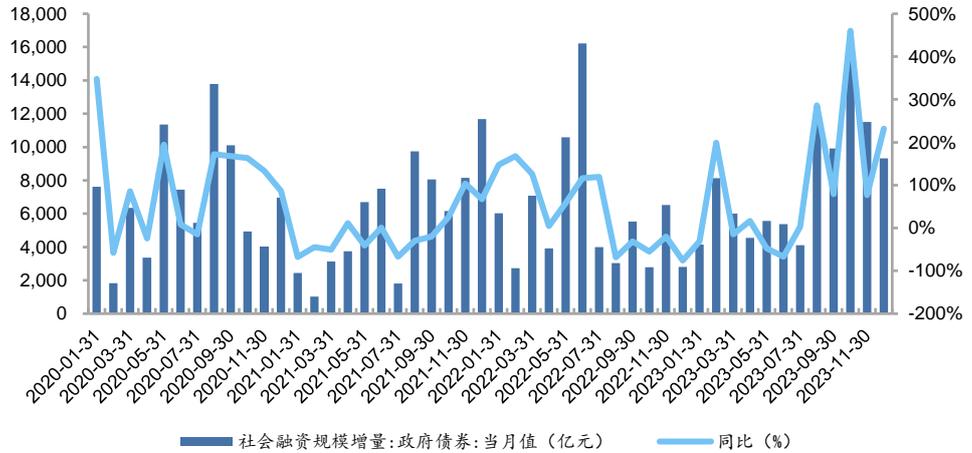
批次	下达时间	专项债 (万亿)	下达额度占上年 额度比重	一般债 (万亿)	下达额度占上年 额度比重
2019 年提前批	2018 年 12 月	0.81	60%	0.58	69%
2020 年提前批	2019 年 11 月	1.29	60%	0.56	60%
2021 年提前批	2021 年 3 月	1.77	47.20%	0.59	60%
2022 年提前批	2021 年 12 月	1.46	40%	0.33	40%
2023 年提前批	2022 年 11 月	2.19	60%	0.43	60%
<b>2024 年提前批</b>	<b>2024 年 1 月</b>	<b>2.28</b>	<b>60%</b>	<b>0.43</b>	<b>60%</b>

资料来源：21 世纪经济报道，华安证券研究所

注：2024 年提前批相关数据为理论值上限。

**2023 年下半年政府融资提速，万亿特殊再融资债券缓解地方债务风险。**2023 年全年政府债券新增 9.6 万亿元，同比增长 34.84%，其中 12 月单月新增 9324 亿元，同比增长 231.93%。政府融资下半年有所提速，一方面是由于 2022 年政府债券前置发力较为明显，导致下半年基数较低。另一方面是部分省市化债压力仍然较大，2022 年新疆、黑龙江、贵州、甘肃、吉林、青海、天津、海南等地方财政负债率较高，其中青海和贵州负债率已超过国际通行的 60% 警戒线；2023 年 Q4，债务高风险省市发行了 1.39 万亿特殊再融资债（其中一般债券 8873 亿元，专项债券 5012 亿元），用于置换当地的隐性债务，贵州、天津、云南、内蒙古等省发行规模超 1000 亿元。

图表 48 2023 年下半年政府融资进一步提速

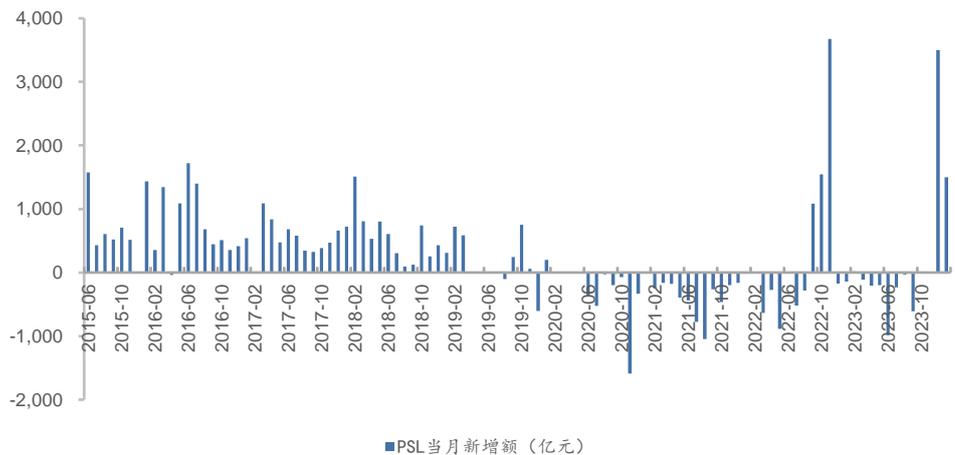


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

### 3.2.2 货币政策: PSL 时隔一年重启, 重点发力“三大工程”

2023 年 12 月 PSL 重启, 助力基建项目建设开工。2023 年 12 月国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款 (PSL) 3500 亿元, 期末抵押补充贷款余额为 32522 亿元。单月 3500 亿元的净新增额处于历史第二高的水平, 仅次于 2022 年 11 月, 参考历史 PSL 投向, 预计此次 PSL 主要投向保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”。此次 PSL 重启能够提振地产投资、扩信用、稳增长信心, 助力基建项目实质性推进。2024 年 1 月, 三大政策性银行净新增 PSL1500 亿元, 央行再次进行投放。

图表 49 2023 年 12 月 PSL 重启, 有望补充保障房建设资金

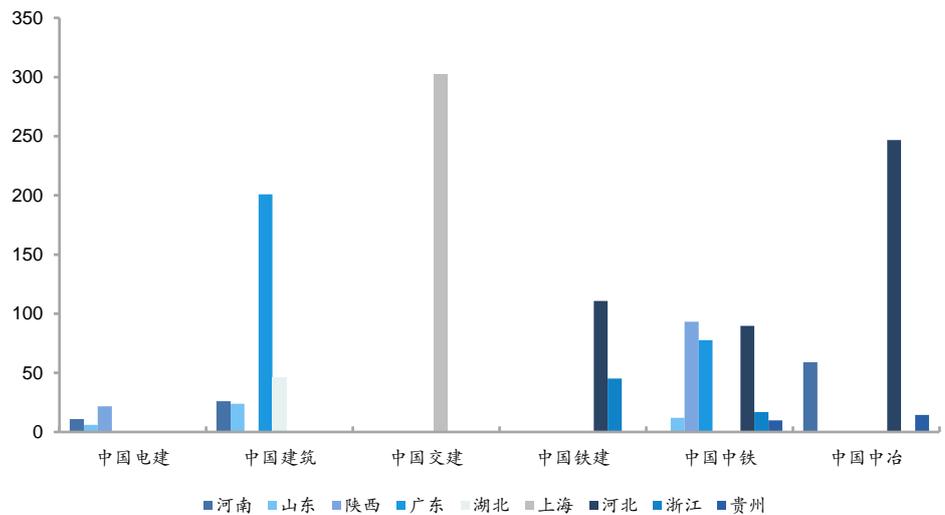


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

首批城中村改造专项借款已落地 10 城。根据第一财经统计, 截止 2024 年 1 月 30 日, 广州、南京、苏州、宁波、合肥、成都、石家庄、沈阳、贵阳、济南等 10 城

官宣全省首笔城中村改造专项借款已在当地实施投放，主要资金来源为央行投放的PSL。资金将主要用于项目前期工作、征收补偿安置、安置住房建设及安置住房小区的配套基础设施建设等。据广州住建局披露，广州市白云区罗冲围片区潭村、民科园片区大沥村等 14 个城中村改造项目获得首批专项借款授信 1426 亿元，首笔发放 15 亿元，其中罗冲围片区城中村改造项目获得国家开发银行全国首笔专项借款 1 亿元。我们预计后续随着央行 PSL 及其他金融支持工具的施行，三大工程相关领域将贡献较大的建筑增量需求。根据各公司披露重大合同订单统计，中国建筑、中国交建、中国中冶分别在广东、上海、河北获得较多城中村改造订单；后续政策资金将加快项目建设节奏，各大建筑央企有望直接受益。

图表 50 建筑央企城中村项目分地区新签情况（亿元）

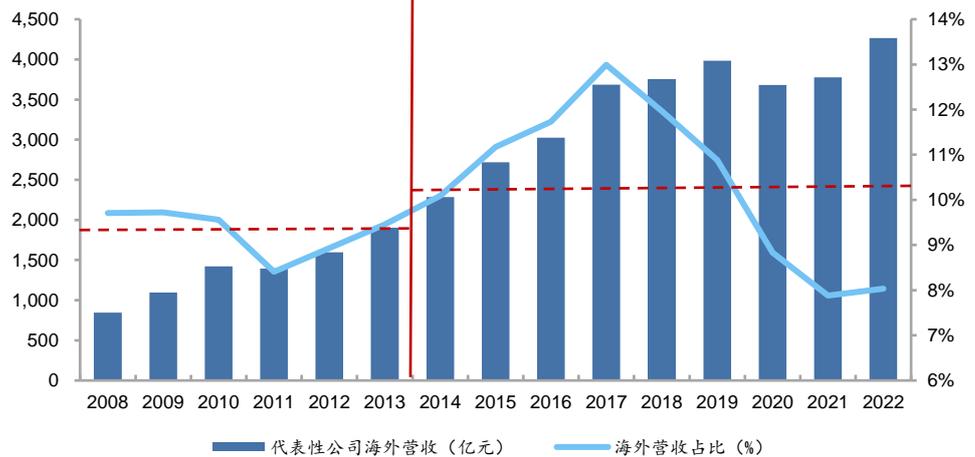


资料来源：各公司公告，华安证券研究所

### 3.3 海外新签合同订单加速，助力建筑央企稳健发展

受益于“一带一路”倡议，建筑央企海外营收占比显著提升。2013 年以前（含 2013 年）代表性企业整体海外业务占比中枢在 9.3% 左右，2013 年以后该占比中枢提升至 10.4%（其中 2014-2019 年中枢约为 11.5%）。说明自“一带一路”倡议提出以来，明显提升建筑央企海外营收占比。

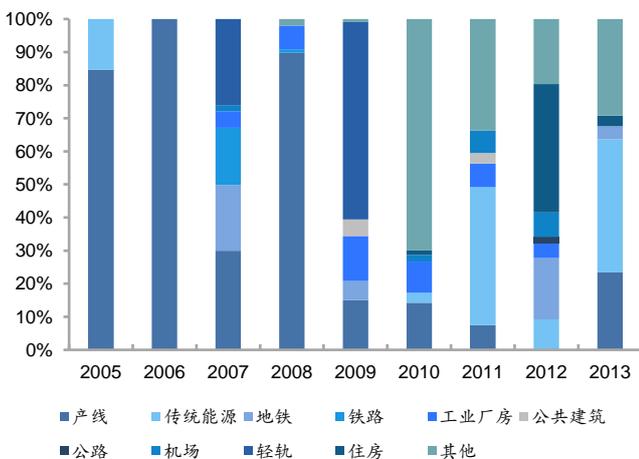
图表 51 一带一路之后央企海外营收占比整体有所提升



资料来源：各公司年报，华安证券研究所

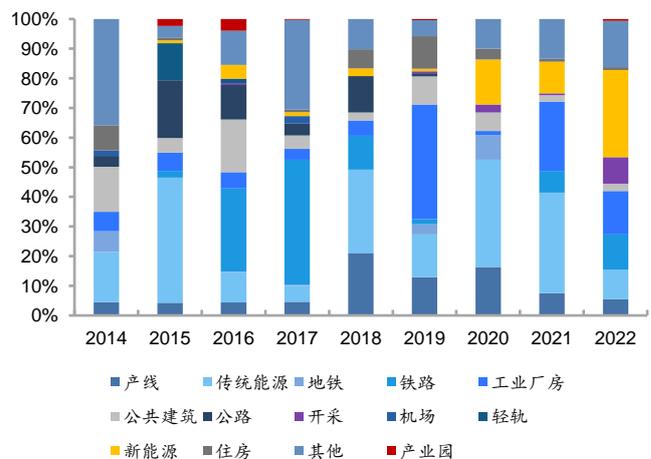
建筑央企海外承接项目多元化发展，当前已迈入项目结构转型升级新阶段。纵观近 20 年来，我国代表性建筑央企海外重大订单项目结构分布，2013 年及以前主要是以产线项目和传统能源类项目居多，产线主要为水泥产线和化工产线等项目，传统能源类项目主要包括水电站、燃煤电站、火电站等项目；2013 年以后，我国建筑央企承接项目更加多元化，项目也逐步由单个产线逐步拓展至对综合能力要求更高的领域，例如产业园项目，这一方面受益于“一带一路”倡议的拉动，另一方面也体现出我国建筑央企的综合能力在不断提升。同时 2013 年以后能源类基础设施建设项目逐渐占据主导地位，2014-2022 年平均占比在 30%左右；但从细分领域看，新老能源结构调整明显，传统能源类项目占比逐渐下降，2020-2022 年其占比分别为 36.1%、33.9%、10%，而例如风能、光能等新能源类项目占比显著提升，2022 年其占比达到 29.38%。当前“一带一路”已迈向高质量发展阶段，风电和光伏等新能源类基础设施项目有望成为建筑央企拓展海外市场的主要领域。

图表 52 2013 年及以前海外承接项目结构



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 53 2013 年以后海外承接项目结构

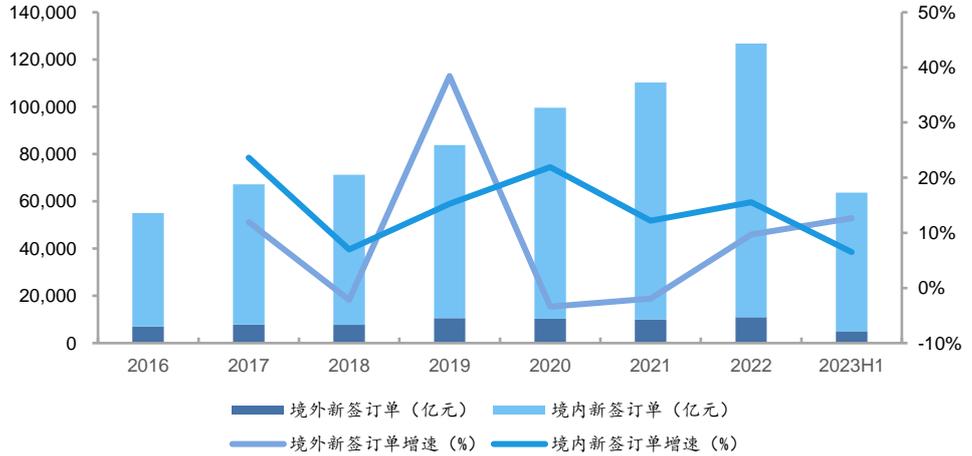


资料来源：各公司公告，华安证券研究所

海外业务有望成为建筑央企新发力点。新签订单方面，近年来建筑央企整体国

内新签订单增速有所放缓，国外新签订单增速呈上升态势。2023年上半年，建筑央企境外新签订单金额为5029.40亿元，同比增长12.7%，境内新签订单金额为58583.89亿元，同比增长6.5%，境外新签订单增速超过境内新签订单。在“一带一路”倡议以及对国企考核均进入高质量发展阶段背景下，预计未来海外业务有望成为建筑央企新的发力点。

图表 54 海外业务有望成为建筑央企新发力点



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

注：考虑数据可得性，选取中国电建、中国铁建、中国化学、中国中铁、中国交建、中材国际、中国能建、中国建筑新签订单金额作为样本。

## 4 投资建议

国企改革不断深化，企业提升经营质量预期强。一方面，“中特估”主题与新一轮国企改革共振，相关市值管理政策不断出台，有望推动央国企估值提升；另一方面国资委将“两利四率”调整为“一利五率”，并提出“一增一稳四提升”，新考核指标下将推动央国企提高自身经营质量，为中长期估值修复提供基础。在当前市场环境下，经营稳健且有改善空间、估值具备安全垫的建筑央国企值得重点关注。

建议关注 PB 低于 1 的低估值央企，优先选择估值较低、股息率具备一定优势、且房建业务占比较低的两家建筑央企：【中国铁建】、【中国中铁】。

## 风险提示：

- (1) 地产行业波动风险；
- (2) 基建投资增速不及预期风险；
- (3) 国企改革进度不及预期风险。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。