

研究所：

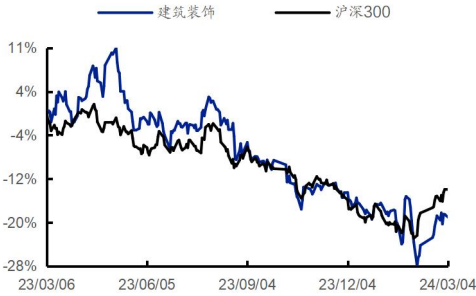
证券分析师：

张艺露 S0350523110003
zhangyl01@ghzq.com.cn

市值管理有迹可循，关注低估值建筑央企

——建材建筑行业专题研究

最近一年走势



行业相对表现

2024/03/04

表现	1M	3M	12M
建筑装饰	5.9%	-5.2%	-19.6%
沪深 300	11.4%	2.3%	-14.3%

投资要点：

- 国企改革全面深化，市值提升有迹可循。**新一轮国改以提高核心竞争力为主，一利五率、市值管理等考核体系渐趋完善。我们认为，国有独资企业的利润上缴、国有股权的分红、股权增值转让等，是国有资本经营预算收入的重要来源，有望弥补土地财政收入下滑的影响。国有资产价值创造弹性大，2022年全国国有资产总额/国有净资产分别达到340/95万亿元，且2023年国有企业总收入/利润总额达86/4.6万亿元，呈现资产体量大，但ROE、周转率低的特点，我们认为经营改善、股权价值提升带来的利润创造弹性较大。此外，从绝对估值层面看，一利五率均可对应到DCF模型当中，意味着随着考核的深化推进，国有股权价值理论上具备价值回升的基础。
- 建筑央企市值提升内外兼修，重效益与资产盘活。**首先，我们可以从经营提升、市值管理角度看价值提升路径。经营提升方面，新增的ROE考核，在稳杠杆的趋势下，净利率和资产周转率提升是核心，我们认为主要路径有：1) 净利率提升路径：承接优质订单、降本控费、业务结构优化等；2) 资产周转率提升路径：增量，压低效投资类、长周期回报类项目，多争取优质项目；存量，处置低质项目，亦可通过REITs等将资产证券化，盘活资产，获取更高额的现金流及利润。此外，股权激励有望将核心人才与企业发展绑定，中国建筑、中国中铁、中国交建、中国化学等已推出相关激励。市值管理方面，强调过程与结果并重的精确考核，重要性逐步提升，如纳入央企负责人考核等，具备较大的边际变化。价值创造（提质增效）、价值经营（高分红等）、价值实现（提高信披质量/投关管理等）等是主要的市值管理趋势。
- 多元资产或迎价值重估，优势整合盘活经营效率。**其次，除经营提升、市值管理等，资产的重估和整合亦较为重要：1) 资产价值重估：地产、矿产、新能源、化工新材料等，是建筑央企基于基建、房建业务外主要的特色业务。考虑到建筑央企估值常年较低，体内优质资产或处于低估状态，其中中国中冶/中国中铁的矿产资源有望提供稳定的利润贡献；中国电建/中国能建的新能源及其运营业务景气度较高；中国建筑旗下中海地产优质土地储备充足有望抵御行业波动。2) 资产整合：作为央企改革的重要抓手，有助于推动更多优质资源向上市公司汇聚。剥离非主业，解决同业竞争，提升分部估值，如中国交建旗下六家设计院注入祁连山实现分拆上市、铁建重工分拆

上市、电建新能源拟分拆、中铁子公司高铁电气上市等。此外，现金流及利润拖累较大的投资类项目如 PPP 等，正逐步减少，建筑央企存量资产有望明显改善，进而提升经营效益。

- **行业评级及投资策略：**我们认为，春节后实物量数据不佳，且寒潮导致项目停工，从水泥发货数据看依然低迷，预计短期开复工有压力，关注农民工返工情况及水泥熟料首次涨价时点。1) 建筑：关注调整较多的顺周期板块；外需相对较好，关注国际专业工程，订单有望高增；关注国资委拟考核/低估值/辨识度较高建筑央企。维持建筑装饰行业“推荐”评级。2) 建材：地产供需端政策放松或仍有看点，关注业绩、现金流、分红较好的消费建材龙头公司，以及 2024 年 Q1 业绩基数低的公司。维持建筑材料行业“推荐”评级。
- **风险提示：**市值管理政策推出不及预期、基建投资超预期下行风险、资产减值风险、业务转型升级效果不及预期、海外经营风险。

内容目录

1、 国企改革全面深化，市值提升有迹可循	5
1.1、 国企改革全面深化，一利五率、市值管理考核推进	5
1.2、 国有资产价值创造弹性大，市值提升有迹可循	6
1.2.1、 地产风险拖累土地财政，盘活国有资产或可弥补	6
1.2.2、 一利五率考核促进内在价值提升，市值提升有迹可循	7
2、 建筑央企市值提升内外兼修，重效益与资产盘活	9
2.1、 经营提升：考核一利五率，激励锚定发展	9
2.1.1、 ROE：稳杠杆下，需要净利率与周转率的提升	9
2.1.2、 股权激励：结合一利五率制定，市场化激励加速发展动力	11
2.2、 市值管理：考核过程与结果，重要性提升	12
2.2.1、 强调过程与结果并重的精确考核，重要性逐步提升	12
2.2.2、 中国建筑为例：建立价值创造、价值经营、价值实现的概念	14
2.3、 资产重估：多元化业务或能提升盈利和估值中枢	15
2.3.1、 矿产资源	16
2.3.2、 新能源	19
2.3.3、 化工新材料	20
2.3.4、 地产业务	21
2.4、 资产整合：盘活优质资产，整顿存量资产	22
3、 投资建议：关注低估值高股息建筑央企	23
4、 行业评级及投资策略	25
5、 风险提示	26

图表目录

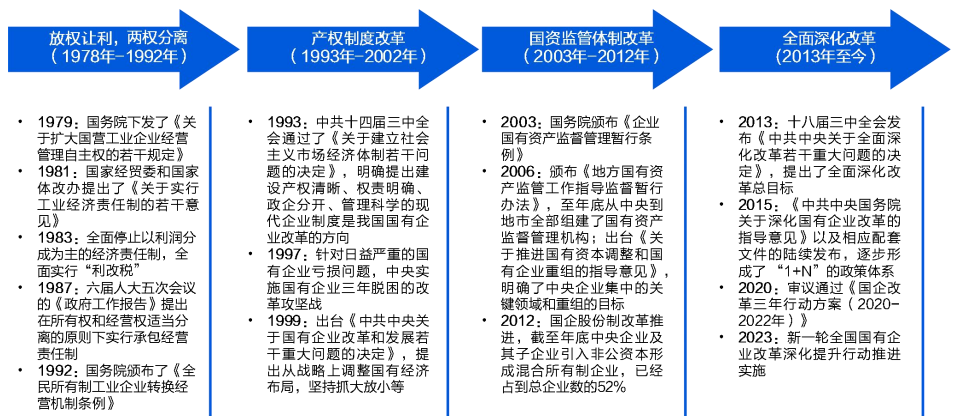
图 1: 国企改革历程可划分为四个阶段	5
图 2: 2023 年, 央企经营指标体系由“两利四率”优化为“一利五率”	6
图 3: 2022 年开始土地出让收入和房地产五税收入均缩减	6
图 4: 我国财政预算体系图示	7
图 5: 一利五率同时作用 DCF 公式分子分母端, 提升企业估值	8
图 6: 八大建筑央企归母净利率下降	9
图 7: 八大建筑央企权益乘数先降后升	9
图 8: 八大建筑央企归母净利率情况	10
图 9: 八大建筑央企总资产周转率情况	10
图 10: PPP 项目资产规模大、回收周期长, 影响资产周转	11
图 11: 中国建筑市值管理方式概览	15
图 12: 八大央企在建筑行业产值中占比约 20%	15
图 13: 中国中冶资源开发收入及增速	17
图 14: 中国中冶不同业务毛利率情况	17
图 15: 中铁资源净利润(亿元)及增速	18
图 16: 中国电建电力投资与运营收入(亿元)及增速	19
图 17: 中国电建不同业务毛利率情况	19
图 18: 中国能建投资与运营收入拆分(亿元)及增速	20
图 19: 中国能建能源业务装机量拆分及增速	20
图 20: 中国化学实业收入(亿元)及增速	20
图 21: 中国建筑房地产业务销售额、yoy 及全国商品房销售额累计同比增速	21
图 22: 2023 年 1-12 月全国地产企业拿地金额排名	21
图 23: 2023 年 1-12 月全国地产企业销售金额排名	21
图 24: 八大建筑央企订单、财务指标及估值数据对比	23
图 25: 建材建筑板块央国企财务及估值数据梳理	24
表 1: “一利五率”指标体系具体目标	8
表 2: 建筑央企最新股权激励计划梳理	12
表 3: 《提高央企控股上市公司质量工作方案》中价值实现相关表述	13
表 4: 国企市值管理政策及会议精神梳理	13
表 5: 建筑央企优质资产重估梳理	16
表 6: 中国中冶 2023 年 H1 矿产资源梳理	17
表 7: 中国中铁 2023H1 矿产资源梳理	18
表 8: 中国电建运营电站梳理	19
表 9: 建筑央企资产整合梳理	22

1、国企改革全面深化，市值提升有迹可循

1.1、国企改革全面深化，一利五率、市值管理考核推进

国企改革历经4个阶段逐步迭代成熟，从制度完善到全面深化改革。国企改革主要分为4个阶段：1) 1978-1992年，重点在于放权让利、两权分离，以解决经营无动力的问题，即企业通过扩大自主经营权，探索利润留成、利改税等制度，推行承包责任制以实现所有权与经营权分离；2) 1993-2002年，重点在于产权制度创新，以解决不匹配市场经济下现代公司生产力要求的问题，建立“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度成为新目标，公司制改革、战略性调整相继落地；3) 2003-2012年，重点在于完善国有资产管理体制，以解决多头管理问题，2003年国资委成立，承担国有资产所有者的职责，此外同步推进股份制改革、主辅分离、兼并重组等措施，进而实现国有资产的保值增值；4) 2013年至今，重点在于全面深化改革，依托2015年的《关于深化国有企业改革的指导意见》搭建“1+N”政策体系，分类推进国企改革、完善现代企业制度、完善国有资产管理体制、发展混合所有制经济等，并通过《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》进一步提高改革的覆盖率与完成度。

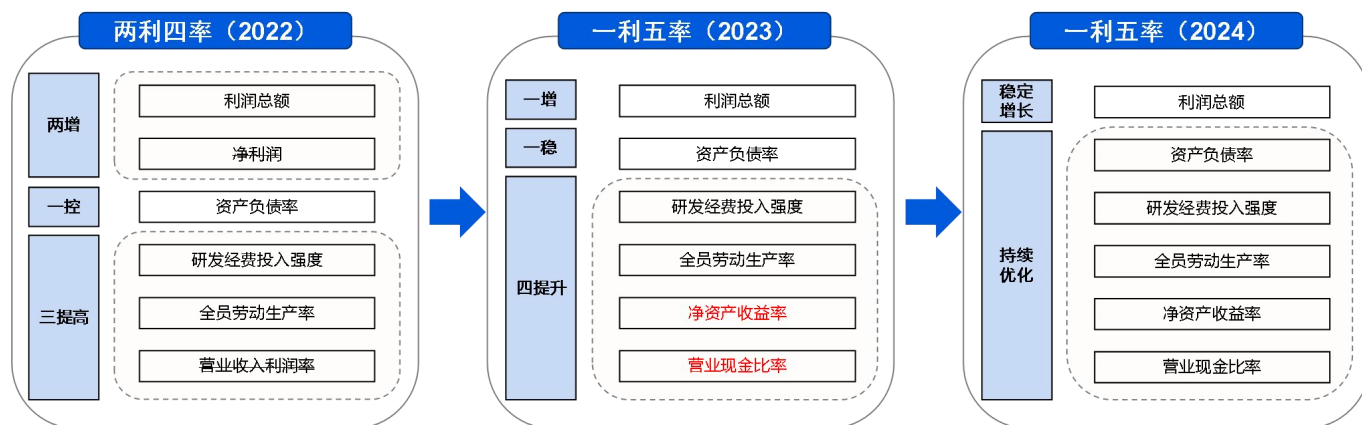
图1：国企改革历程可划分为四个阶段



资料来源：《“新国企”是怎样炼成的——中国国有企业改革40年回顾》（黄群慧，《China Economist》，2018），中国政府网，国资委，国海证券研究所

新一轮国改以提高核心竞争力、增强核心功能为主，一利五率考核继续深化。国企改革三年行动成果显著，体现在：1) 中国特色现代企业制度和国资监管体制建设加强；2) 市场化经营机制改革焕发企业活力；3) 通过整合重组、布局战略性新兴产业、清退低效无效资产，实现布局结构优化调整。在此基础上，2023年新一轮国有企业改革深化提升行动（2023-2025年）启动实施，以提高企业核心竞争力和增强核心功能为重点，以增强产业引领力、提升科技创新力、打造现代新国企、营造公平竞争市场环境为方向，进一步完善考核机制。从经营考核体系来看，2023年1月，国资委召开的央企负责人会议上明确2023年将央企经营指标体系优化为“一利五率”，关键变化在于净资产收益率替换净利润指标、营业现金比率替换营业收入利润率。2023年12月，国资委明确2024年央企保持“一利五率”指标体系，要求央企效益稳步提升。

图 2：2023 年，央企经营指标体系由“两利四率”优化为“一利五率”



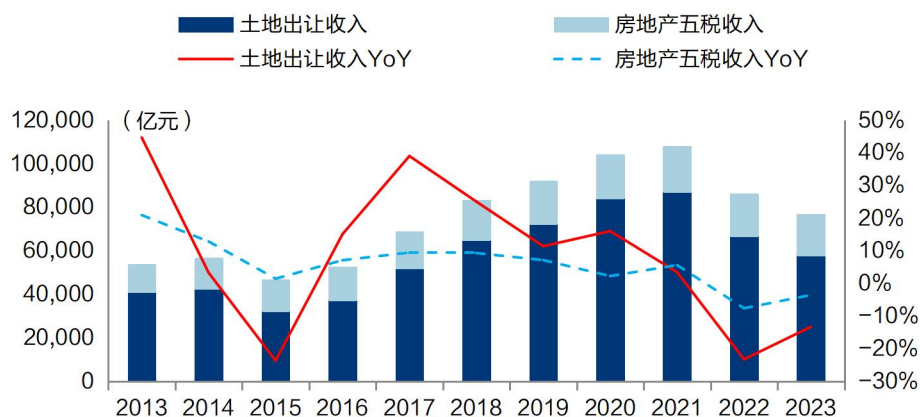
资料来源：国资委，国海证券研究所

1.2、国有资产价值创造弹性大，市值提升有迹可循

1.2.1、地产风险拖累土地财政，盘活国有资产或可弥补

2022 年开始土地财政收入下滑，拖累地方财政。我国财政收支体系由一般公共预算、政府性预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算四本账目构成，其中土地财政主要指代政府性预算中的土地出让收入和一般公共预算中的房地产五税收入。受房地产债务风险暴露影响，2022 年开始土地财政逐步下滑，2023 年土地出让收入/房地产五税收入分别为 5.8/1.9 万亿元，同比-13.3%/-3.5%。

图 3：2022 年开始土地出让收入和房地产五税收入均缩减



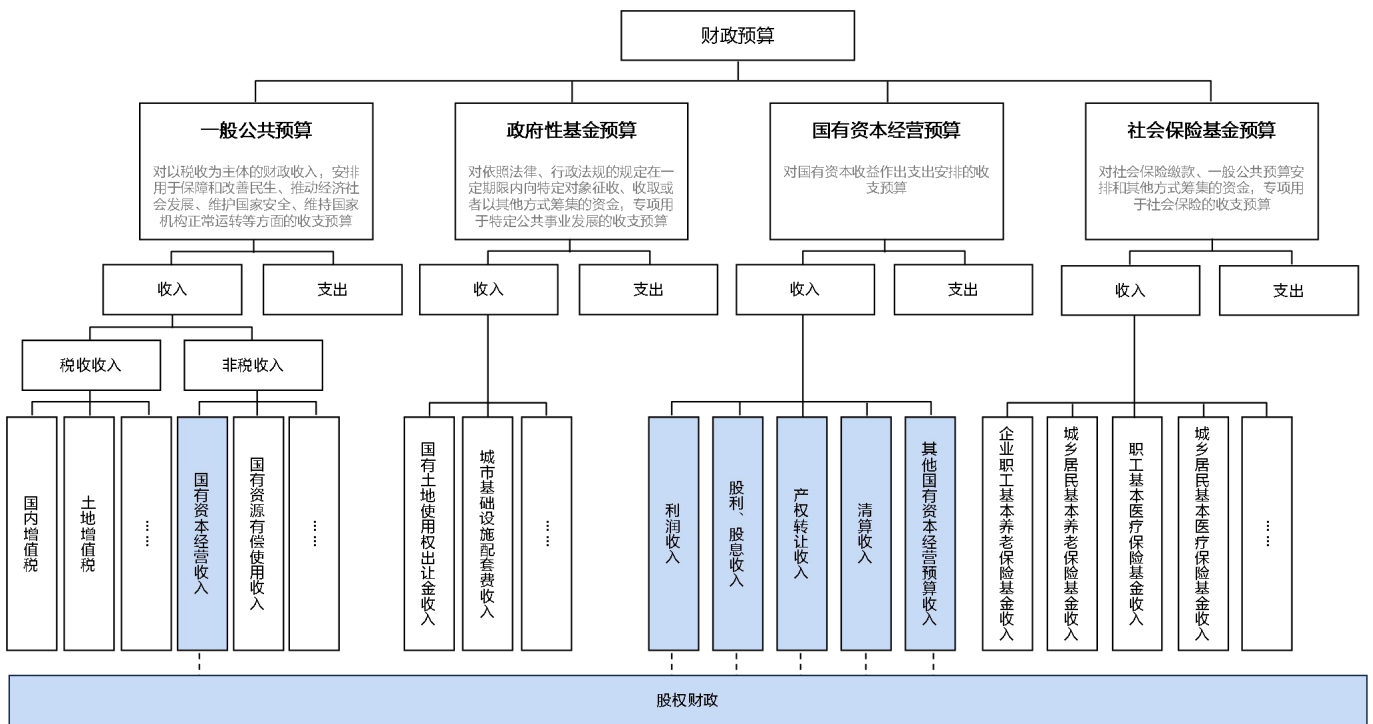
资料来源：Wind，国海证券研究所

国有资产价值提升空间和弹性较大，有望成为财政的重要补充，但需要经营质量的显著改善。利润上缴（国有独资企业按规定应当上交国家的利润）和分红（国有控股、参股企业国有股权获得的股利、股息收入）是国有资本经营预算收

入的两个不同的来源。除由财政部出资的金融央企及专营机构的利润上缴，进入一般公共预算中的非税收入外，其余均进入国有资本经营预算收入。国有资产规模庞大，根据国资委披露的《国务院关于 2022 年度国有资产管理情况的综合报告》，2022 年全国国有企业资产总额达到 339.5 万亿元、国有净资产权益 95 万亿元；财政部发布的《2023 年 1-12 月全国国有及国有控股企业经济运行情况》显示，2023 年国有企业实现营业总收入/利润总额 85.7/4.6 万亿元，同比 +3.6%/+7.4%。

理论上讲，国有资产能够创造相当可观的回报，但通过上述数据我们大概能估算，全国国有企业 2022 年 ROE 约为 3.4%（假设所得税税率 25%，利润总额扣税后近似为净利润）、净利率约为 3.9%、总资产周转率约为 0.25，实际上盈利水平和资产运行效率较低。主要系国有企业在我国民生、经济转型升级、科学技术突破等方面承担重要责任，盈利或并不是首要任务。因此央企自身经营效率相对民企不高，在财政收入中的贡献有限，2023 年国有资本经营预算收入 6744 亿元，仅占土地出让收入的 1/10 左右。我们认为，高质量发展方向下，量变开始转为质变，且快速发展下，央企承担的社会责任重担逐步减轻，在土地出让收入承压背景下，有望成为重要的财政补充。

图 4：我国财政预算体系图示



资料来源：《2022 年全国财政决算》，《中华人民共和国预算法》，国海证券研究所

1.2.2、一利五率考核促进内在价值提升，市值提升有迹可循

一利五率指标体系紧密关联，共同作用实现价值提升。一利五率指标体系的推行是对国有企业经营规模、盈利能力、资源配置效率、融资结构等的综合要求。

透过一利五率指标内涵，发现指标间的相互作用：1) 全员劳动生产率的提升有助于降本控费，进而改善 ROE 构成中的销售净利率；2) 研发费用率短期造成费用增加，长期看将通过技术创新促进企业核心竞争力的形成，同样改善 ROE 构成中的销售净利率；3) 营业现金比率受营运资金变化影响，其提升往往伴随着应收账款周转率与存货周转率的提升，即 ROE 构成中总资产周转率改善。4) 资产负债率提高虽将直接提升 ROE，但按照一利五率考核目标应保持稳定。因此，国有企业有望借由一利五率体系在维持杠杆稳定的条件下，同步加大研发投入、提升人效、加快回款和资产周转、增强盈利能力，提质增效，实现内在改善。

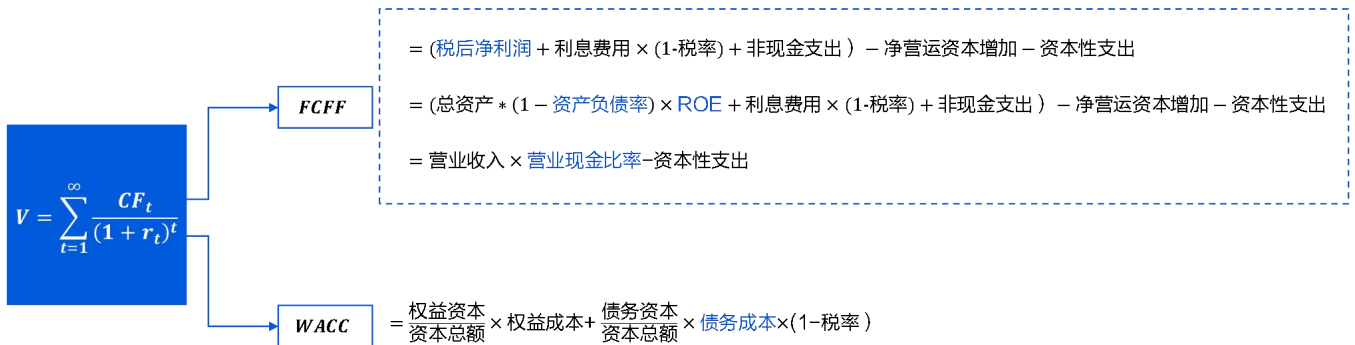
表 1: “一利五率” 指标体系具体目标

2023 年	利润总额增速高于全国 GDP 增速
	资产负债率总体保持稳定
	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
2024 年	利润总额、净利润和归母净利润协同增长
	净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善，研发投入强度和科技产出效率持续提高
	整体资产负债率保持稳定

资料来源：国资委，国海证券研究所

从绝对估值模型看，一利五率与企业内在价值紧密相关。按照 DCF 估值模型，公司内在价值是未来各期企业自由现金流的现值之和。对等式进行拆借和变形后发现，净利润、营业现金比率、ROE 的增长都会从分子端提升自由现金流增大分子；同时合理的资产负债率有利于降低融资成本，缩小分母，即一利五率可从两个视角同时发力实现企业内在价值的提升。

图 5: 一利五率同时作用 DCF 公式分子分母端，提升企业估值



资料来源：国海证券研究所

2、建筑央企市值提升内外兼修，重效益与资产盘活

2.1、经营提升：考核一利五率，激励锚定发展

2.1.1、ROE：稳杠杆下，需要净利率与周转率的提升

我们认为建筑央企 ROE 提升，需要净利率与资产周转率继续改善。2018 年以来，在净利率、总资产周转率与权益乘数的带动下，整体看建筑央企 ROE 呈现先降后升趋势。权益乘数的下降源于 2017 年国资委“降杠杆减负债”工作的推进，后又随“降杠杆”向“稳杠杆”的转向而趋于稳定；总资产周转率保持上升趋势；归母净利率的下降，主要系承接过多社会责任，倾向于民生、经济转型等盈利低甚至亏损的领域，亦有投资类项目的拖累，而更为重要的是地产风险导致的减值、房建规模收缩等。

图 6：八大建筑央企归母净利率下降

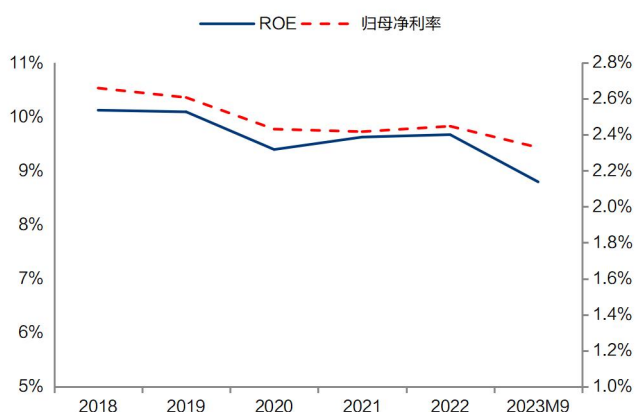
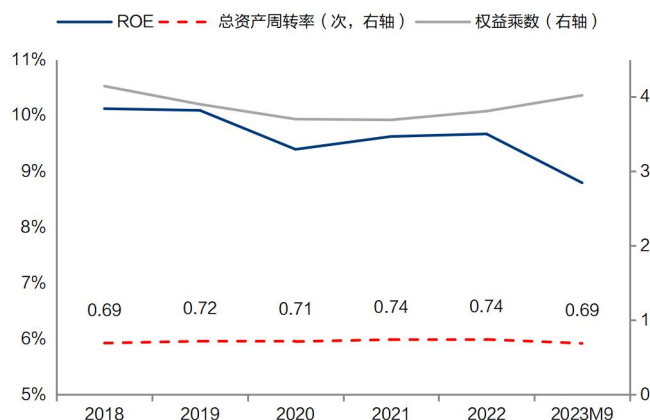


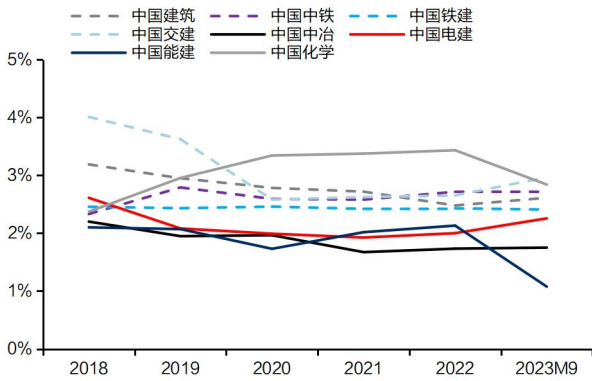
图 7：八大建筑央企权益乘数先降后升



资料来源：Wind，国海证券研究所（2023M9 的 ROE 已年化）

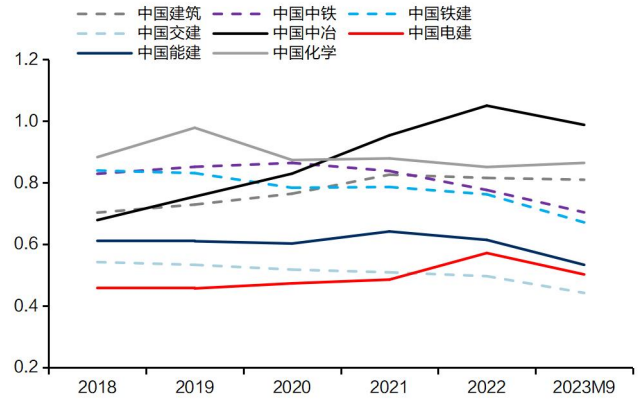
资料来源：Wind，国海证券研究所（2023M9 的 ROE、总资产周转率已年化）

图 8：八大建筑央企归母净利率情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 9：八大建筑央企总资产周转率情况

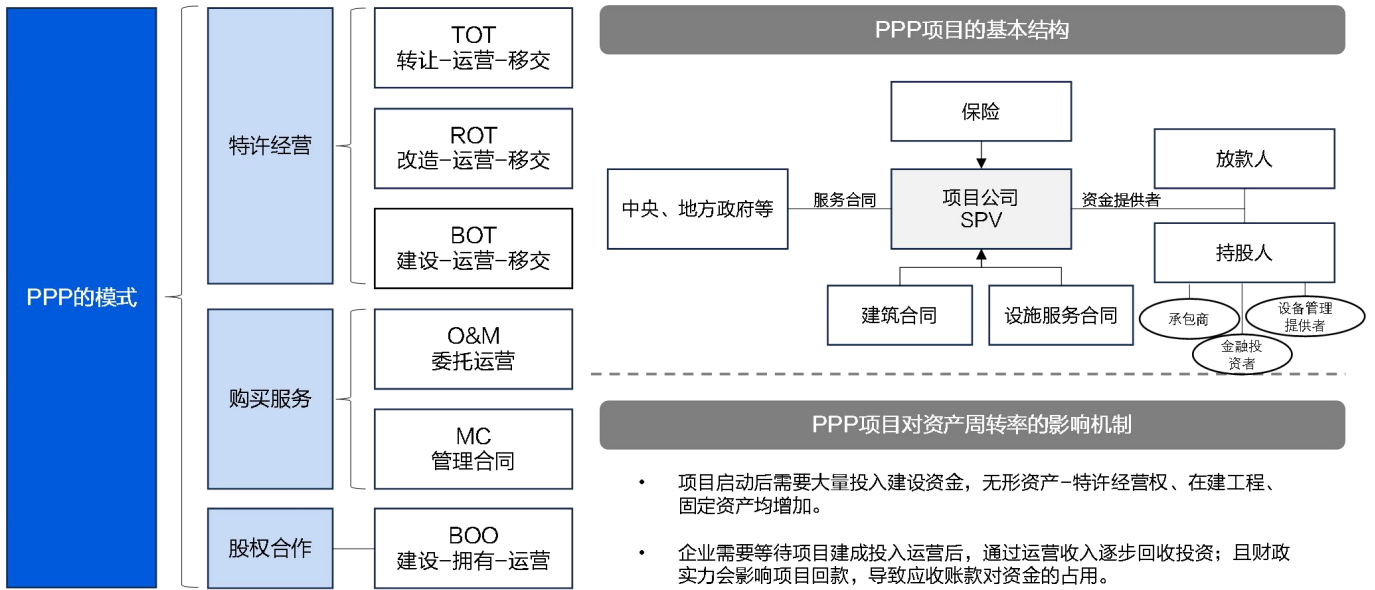


资料来源：Wind，国海证券研究所

净利率提升路径：承接优质订单、降本控费与业务结构优化等。承接优质订单，建筑央企需在订单承接阶段便对项目的成本测算、风险评估、合同评审等进行严格把控，提高项目质量，避免因追求规模而发生增收不增利的现象。**降本控费**，项目的管理水平是影响公司管理成本的核心变量。建筑央企应加强项目标准化、信息化水平，规范项目现场的人财物体系，健全培训、考核、激励机制，进而提升经营效率、降低运营成本。**业务结构优化**，新一代信息技术产业、高端装备制造、新材料、新能源等成为当下亟需发展的新兴产业。建筑央企有望凭借资金实力、客户资源、技术储备等优势，向可与自身主业构成协同性的新业务拓展。

总资产周转率提升路径：资产质量管理改善，增量上获取优质资产，存量上盘活与处置。PPP 类项目的模式是由建筑企业提供建造服务，并在约定的运营期内代表政府方收取建成后公共产品和服务的使用费用，其通常具备资产规模大、回收周期长的特点，影响企业资产周转效率。为此，**增量**，建筑央企应控制新增 PPP 业务的规模，降低长回报周期项目在新项目中占比，保障 PPP 业务的稳健发展。**存量**，针对现有长周期资产，一方面可以出售处置部分低质量项目；另一方面考虑到资产流动性的限制，亦可以通过 REITs 将资产证券化获得融资，优化资产结构。同时，无论是处置还是盘活，均增加了建筑央企的在手现金，可以降低融资需求并促进原有负债的偿还，间接实现了资产负债率的改善。

图 10: PPP 项目资产规模大、回收周期长, 影响资产周转



资料来源: 《中国的 PPP 实践:发展、模式、困境与出路》(陈志敏等), 《PPP 模式理论阐释及其现实例证》(刘薇), 国海证券研究所

2.1.2、股权激励: 结合一利五率制定, 市场化激励加速发展动力

政策指引打造“提质”类激励机制, 将核心人才与企业发展绑定。2020 年 5 月, 国资委印发了《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》, 以推动央企控股上市公司建立健全长效激励约束机制。指引中提到, 上市公司实施股权激励应当建立完善的公司业绩考核体系, 原则上应包括反映股东回报和公司价值创造等综合性指标、反映企业持续成长能力的指标、反映企业运营质量的指标; 激励对象应聚焦核心骨干人才队伍, 一般为上市公司董事、高级管理人员以及对上市公司经营业绩和持续发展有直接影响的管理、技术和业务骨干。

目前, 建筑央企中, 中国建筑、中国中铁、中国交建、中国化学尚有股权激励计划未实施完毕。建筑央企选用的考核指标为 ROE、净利润增速、经济增加值 EVA、业绩水平分位, 分别对应价值创造、能力成长、运营质量、核心竞争力的考核指标。未来, 通过股权激励计划, 建筑央企的经营管理层与核心人才均有推动企业业绩增长和运营质量改善的积极性, 以促进 ROE 等业绩目标的达成, 同步实现企业内在价值的提升。

表 2：建筑央企最新股权激励计划梳理

公司简称	计划名称	公告日期	业绩考核目标
中国建筑	第四期 A 股限制性股票计划	2020.9.18	1) 第一批/第二批/第三批解锁的上一年度公司净资产收益率不低于 12.0%/12.2%/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； 2) 第一批/第二批/第三批解锁的上一年度公司净利润较授予的上一年度净利润复合增长率不低于 7%，且不低于同行业平均业绩（或者对标企业 50 分位值）水平； 3) 完成国务院国资委经济增加值（EVA）考核目标。
中国中铁	2021 年限制性股票激励计划	2021.11.23	1) 2022/2023/2024 年度扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 10.50%/11.00%/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； 2) 以 2020 年为基准，2022/2023/2024 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润复合增长率不低于 12%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平； 3) 完成国务院国资委经济增加值（EVA）考核目标。
中国交建	2022 年限制性股票激励计划	2022.12.16	1) 以 2021 年业绩为基数，2023/2024/2025 年净利润复合增长率不低于 8%/8.5%/9%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平； 2) 2023/2024/2025 年加权平均净资产收益率不低于 7.7%/7.9%/8.2%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平； 3) 完成国务院国资委经济增加值(EVA)考核目标。
中国化学	2022 年限制性股票激励计划	2022.8.15	1) 2023/2024/2025 年扣除非经常性损益的加权平均净资产收益率不低于 9.05%/9.15%/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； 2) 以 2021 年业绩为基数，2023/2024/2025 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润复合增长率不低于 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； 3) 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，国海证券研究所

2.2、市值管理：考核过程与结果，重要性提升

2.2.1、强调过程与结果并重的精确考核，重要性逐步提升

过往国资委已经开展市值管理的探索，并推动央企把上市公司的价值实现相关指标纳入绩效评价体系中。2021 年，国资委已提出将市值管理纳入考核的概念。2022 年，《提高央企控股上市公司质量工作方案》提出，对投资者关系管理、业绩说明会召开等作出要求，并鼓励中央企业运用回购、分红等方式促进价值实现，探索将价值实现因素纳入上市公司绩效评价体系。

表 3: 《提高央企控股上市公司质量工作方案》中价值实现相关表述

要点	主要内容
强化投资者关系管理	鼓励中央企业根据实际情况制定上市公司投资者关系管理指导意见，督促上市公司建立各部门协调机制，明确投资者关系工作责任部门及责任人员，每年制定投资者沟通工作方案
	鼓励上市公司探索切实可行的交流形式，通过法定信息披露平台以及股东大会、投资者说明会、路演、反向路演（公司开放日）、分析师会议、接待来访、公司网站专栏、新媒体平台等多种途径与投资者加强交流
	鼓励具备条件的中央企业组织所控股上市公司开展集中路演、召开集体业绩说明会，探索、推动同行业央企控股上市公司联合组织投资者沟通交流活动
推动业绩说明会常态化召开	应当在年度报告披露后及时召开业绩说明会，鼓励召开半年度业绩说明会；广泛邀请投资者特别是中小投资者，有条件的可以组织行业分析师、媒体等相关方参加，董事长、总经理原则上应出席；灵活采用线上线下相结合的方式
树立科学市场价值观	依法依规、 适时运用上市公司回购、控股股东及董事和高级管理人员增减持等手段 ，引导上市公司价值合理回归，助力企业良性发展
	制定合理持续的利润分配政策， 鼓励符合条件的上市公司通过现金分红等多种方式优化股东回报
	加强与行业分析师的定期互动，拓宽分析师覆盖范围，及时跟进深度研究报告的发布情况，提升投资者对公司战略和长期投资价值的认同感
	鼓励中央企业探索将价值实现因素纳入上市公司绩效评价体系 ，建立长效化、差异化考核机制，引导上市公司依法合规、科学合理推动市场价值实现，避免单纯以市值绝对值作为衡量标准，严禁操纵股价

资料来源：国资委，国海证券研究所

市值考核重要性提升，或更有效的向市场传递公司的真实价值。1) “研究将市值管理纳入负责人业绩考核”：意在引导央企负责人增强对所控股上市公司市场表现的重视程度，并为央企内部各部门配合市值管理相关工作提供动力，明确了国家对提高央企市值的决心；2) “坚持过程与结果并重”：拓展市值管理这一概念的内涵，既需量化评价央企控股上市公司市场表现，又需客观评价企业市值管理工作举措和成效，考核标准将更为科学、综合、深层次；3) “一企一策”：注重考核的精准性、有效性，结合量化指标共性和企业个体差异性，根据企业功能定位、行业特点、承担重大任务等情况增加价值表现考核指标。综上，未来市值管理考核的政策导向是建立重视程度高、内涵丰富、针对性强的考核体系，而具体的考核方式、考核时间区间、可比公司选取等标准仍有待进一步政策落地。

表 4: 国企市值管理政策及会议精神梳理

发布时间	政策/会议名称	主要内容
2005年9月	《关于上市公司股权分置改革中国有股权管理有关问题的通知》	对上市公司国有控股股东进行业绩考核时， 要考虑设置其控股的市值指标
2014年5月	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	督促上市公司以投资者需求为导向，履行好信息披露义务；促进上市公司提高效益，增强持续回报投资者能力； 鼓励上市公司建立市值管理制度；完善上市公司股权激励制度
2021年3月	《关于做好央企控股上市公司2021年投资者沟通工作有关事项的通知》	央企要全面梳理上市公司投资者沟通工作情况，指导境内上市公司在2020年年度报告披露后， 及时召开业绩说明会，原则上要求上市公司董事长、总经理亲自参加
2022年5月	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	鼓励中央企业探索将价值实现因素纳入上市公司绩效评价体系，建立长效化、差异化考核机制
2024年1月	国新办新闻发布会	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，更好地回报投资者
2024年1月	中央企业、地方国资委考核分配工作会议	全面推开上市公司市值管理考核 ，推动“一企一策”考核全面实施，坚持过程和结果并重、激励和约束对等，量化评价中央企业控股上市公司市场表现，客观评价企业市值管理工作举措和成效

资料来源：国资委，国务院，上海证券报，中国政府网，国海证券研究所

2.2.2、中国建筑为例：建立价值创造、价值经营、价值实现的概念

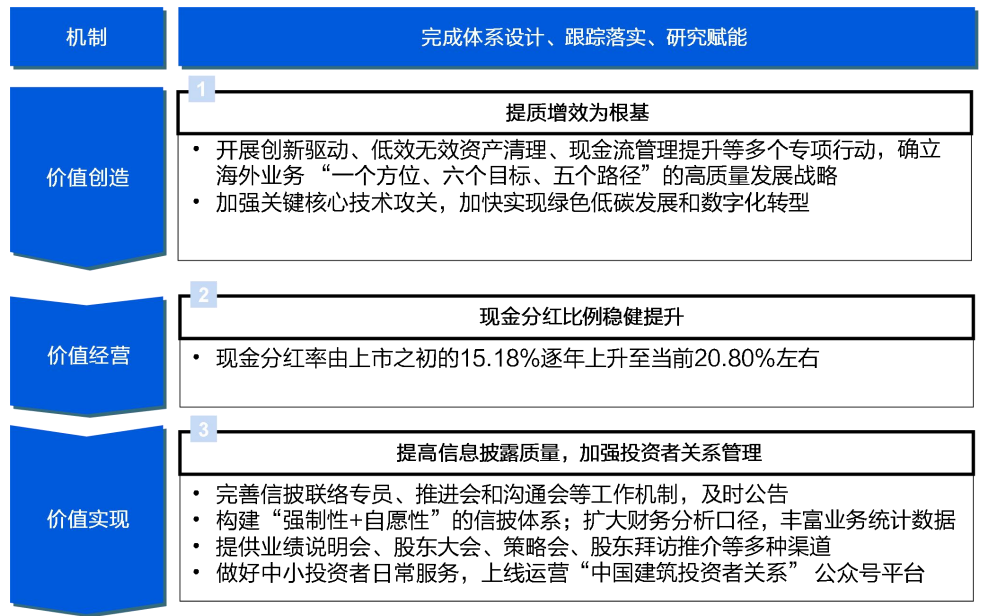
统筹优化市值管理机制，完成体系设计、跟踪落实、研究赋能。工作体系设计上，公司制定市值管理年度工作计划，明确重点工作，细化工作举措，夯实工作责任。跟踪落实过程中，公司既通过工作推进会的组织召开、工作简报的定期编制、检索工作进展的清单化等措施保障市值管理工作机制落地；又通过对重点任务的聚焦、对市场重点关注指标的优化、对公司科技创新等成果的总结凸显竞争优势。在此之外，公司高频组织资本市场研究，及时编制资本市场快报汇报投资者关注点，分析研判股东变化趋势和推介交流策略，借此为推进市值管理工作提供支撑。

价值创造：提质增效为根基。为实现高质量发展，公司相继开展创新驱动、低效无效资产清理、提升项目履约水平、推动信息化建设、现金流管理提升等多个专项行动，并确立海外业务“一个方位、六个目标、五个路径”的高质量发展战略。为实现效率提升，公司加强关键核心技术攻关，加快实现绿色低碳发展和数字化转型。

价值经营：现金分红比例稳健提升。自上市以来，公司坚持每年进行现金分红，现金分红率由 15.18% 逐年上升至 20.80%。根据中国建筑《2022 年投资者保护工作报告》，公司累计现金分红规模居 A 股全部上市公司第 23 位、建筑同业上市公司第 1 名。

价值实现：提高信息披露质量，加强投资者关系管理。信息披露上，公司保持信息披露的高质量，一方面完善信披联络专员、推进会和沟通会等工作机制，通过公告及文件真实且及时地展示经营情况和重大事项。另一方面构建“强制性+自愿性”的信息披露管理体系，突出战略规划、科研成果、PPP 业务和 ESG 等方面信息，增强投资者预期；扩大财务分析口径，丰富业务统计数据，提高信息的精细度。投资者关系管理上，公司提供业绩说明会、股东大会、策略会、股东拜访推介等多种渠道，持续开展投资者交流，并增强和资本市场媒介的联动。在此基础上，做好中小投资者日常服务，上线运营“中国建筑投资者关系”微信公众号平台。

图 11: 中国建筑市值管理方式概览

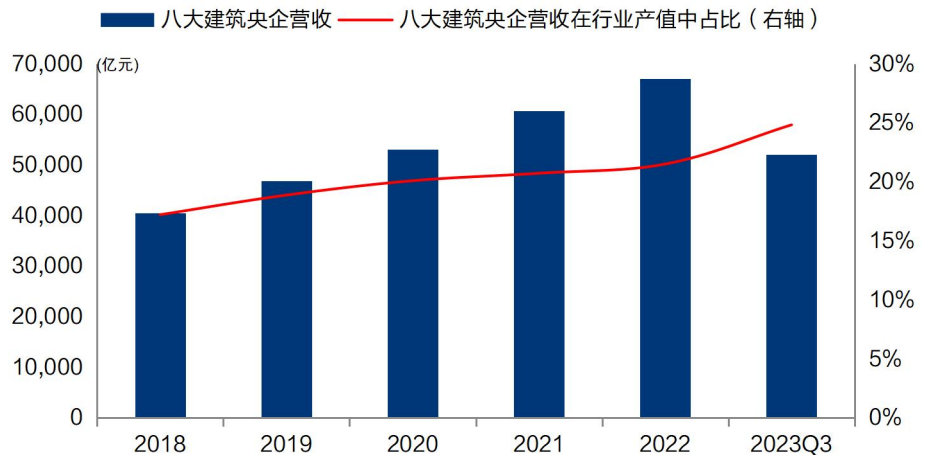


资料来源：中国建筑《2022 年度投资者保护工作报告》，国海证券研究所

2.3、资产重估：多元化业务或能提升盈利和估值中枢

建筑央企在建筑业市占率较高，业务同质化较重，但各有特色业务。建筑央企原为不同的政府部门下属施工单位，随着部分领域行政资质要求的放宽或业务需求，各建筑央企从事的领域开始出现交叉，向集基建、房建、设计勘察等于一体的企业演变。中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国能建、中国化学、中国中冶是建筑行业内的八大央企。截至 2023 年 Q3，建筑央企在建筑业中贡献收入占比约 25%，且市占率提升趋势明显。八大建筑央企业务均以基建为主，但历史积淀而各具有特色。

图 12: 八大央企在建筑行业产值中占比约 20%



资料来源：Wind，国海证券研究所

建筑央企业务呈现多元化发展趋势，重点关注非房及非基建类资产的价值重估。我们认为，建筑央企由于其主业均为传统行业，成长性相对较低。随着国家产业结构升级的需要，建筑央企作为国家栋梁勇挑社会重担，逐步推进了自身业务结构的转型。以八大央企为例，除传统主业带来的稳定收入之外，公司旗下均具备非主业的资产重估逻辑，其中非房及非基建类的资产，如中国中冶与中国中铁旗下的矿产资源，中国电建、中国能建旗下的新能源相关业务及运营资产，中国建筑旗下的中海地产的房地产业务等。

表 5：建筑央企优质资产重估梳理

公司名称	主营业务	具备价值发现潜力的资产
中国建筑	房建、基建、房地产、设计勘察	旗下中海地产包括大量投资性房地产
中国中铁	基建建设、房地产开发、工程设备与零部件制造、勘察设计与咨询	钼矿、铜钴矿、铅锌矿、金矿等矿产资源
中国铁建	工程承包、勘察设计咨询、房地产、投资服务、装备制造、物资物流、金融服务以及新兴产业	高速 REITs、铁建重工分拆上市
中国能建	勘测设计及咨询、工程建设、装备制造、民用爆破及水泥生产以及(V)投资及其他业务	电力运营
中国中冶	全球性的冶金建设承包商和冶金企业运营服务商	镍、铜、锌、铅等金属矿产资源 多晶硅
中国电建	国内外能源电力、水利、铁路(地铁)、公路、机场、房屋建筑、水环境治理、市政基础设施及大土木、大建筑	电力投资运营业务
中国化学	化学工业、基础设施	己二腈、气凝胶等新材料投产
中国交建	通基础设施的投资建设运营、装备制造、房地产及城市综合开发	中交设计分拆上市

资料来源：各公司公告，Wind，国海证券研究所

2.3.1、矿产资源

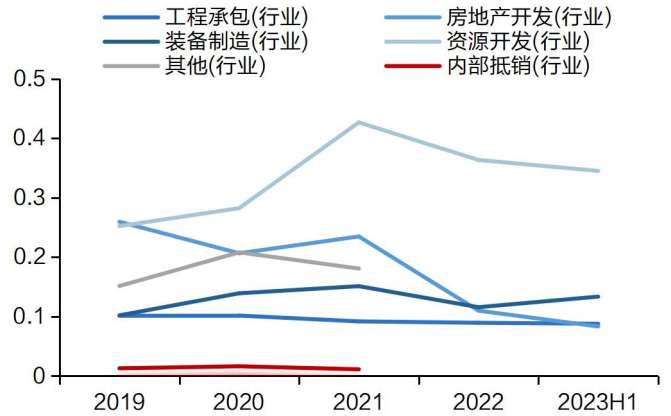
中国中冶：公司资源开发业务主要系对金属矿资源进行采矿、选矿、冶炼。从收入端来看，2023H1 资源开发业务实现营收 42.8 亿元，同比增长 19%；从毛利率来看，资源开发业务毛利率显著领先其他主业，2023H1 实现毛利率 34.5%。公司旗下目前有 5 座矿山，其中 3 座矿山在产，品种主要涉及镍、钴、铅、锌、铜等，从矿山质量来看，整体保有量较为充足，可供项目平稳运行 19-40 年，我们认为未来随着新能源产业对镍钴等金属需求增长，该部分业务有望持续景气，公司旗下矿产资源有望重估。

图 13: 中国中冶资源开发收入及增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 14: 中国中冶不同业务毛利率情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

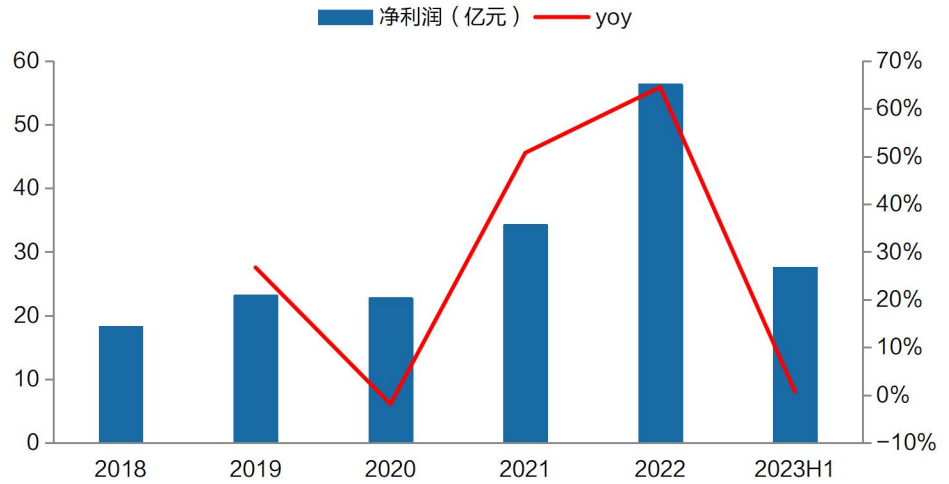
表 6: 中国中冶 2023 年 H1 矿产资源梳理

名称	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	品种	保有量(万吨)	产量 (吨)	销量 (吨)
巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿项目	27.9	9	镍	128	16800	16991
			钴	14	1514	1495
巴基斯坦杜达铅锌矿项目	2.9	0.8	铅	39	4209	4861
			锌	84	22082	16964
巴基斯坦山达克铜金矿项目	5.3	0.63	铜	185	4829	7452
巴基斯坦锡亚迪克铜矿项目	/	/	铜	300	/	/
阿富汗艾娜克铜矿项目	/	/	铜	1108	/	/
洛阳中硅多晶硅项目	4.43	0.03	多晶硅	/	/	/

资料来源: 中国中冶公司公告, 国海证券研究所

中国中铁: 公司的资源业务主要由旗下子公司中铁资源进行经营, 2023H1 该公司实现净利润 27.5 亿元, 占公司总利润的 16.9%, 2018-2022 年矿产资源业务净利润复合增长率达到 32.5%。

图 15: 中铁资源净利润 (亿元) 及增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

从资源情况来看, 公司在境内外全资、控股或参股投资建成 5 座现代化在产矿山; 生产和销售的主要矿产品包括铜、钴、钼、铅、锌等品种的精矿、阴极铜和氢氧化钴。公司铜、钴、钼保有储量在国内同行业处于领先地位, 矿山自产铜、钼产能已居国内同行业前列。

表 7: 中国中铁 2023H1 矿产资源梳理

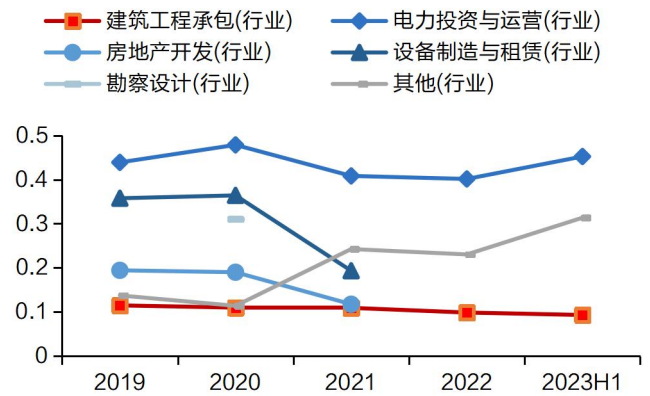
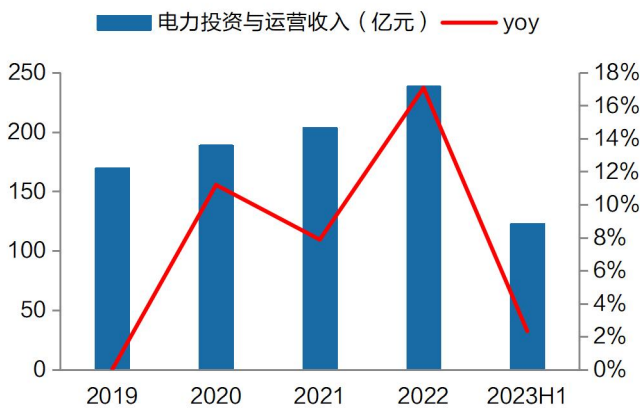
序号	项目名称	矿产资源			权益比	报告期产品产量 (吨)
		品种	品位	保有资源/储量(吨)		
1	黑龙江伊春鹿鸣钼矿 (注)	钼	0.09%	632,715	83%	8,114
		铜	/	/		577
2	刚果 (金) 华刚矿业 SICOMINES 铜钴矿	铜	3.15%	7,093,774	41.72%	126,700
		钴	0.25%	570,065		1,981
3	刚果 (金) 绿纱公司铜钴矿	铜	2.25%	452,609	72%	13,581
		钴	0.06%	12,764		364
4	刚果 (金) MKM 公司铜钴矿	铜	2.08%	31,049	80.20%	8,002
		钴	0.21%	3,159		169
5	蒙古新鑫公司乌兰铅锌矿	铅	1.13%	172,378	100%	5,956
		锌	2.77%	421,234		16,313
		银	53.465g/t	813		31
6	蒙古新鑫公司木哈尔铅锌	铅	0.63%	41,141	100%	/
		锌	2.37%	154,709		/
		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	100%	/
8	蒙古祥隆矿业公司查夫银铅锌多金属矿	铅	7%	89,693	100%	/
		锌	5.09%	65,190		/
		银	200.39g/t	257		/

资料来源: 中国中铁公司公告, 国海证券研究所

2.3.2、新能源

中国电建：受益于其主业的联动作用，大力发展新能源业务。截至 2023H1，公司电力投资与运营实现收入 122.7 亿，同比增长 2.3%，控股运营电站达 2123 万千瓦，同比增长 4.17%；从毛利率情况来看，电力投资运营业务毛利率为 45%，大幅领先其他业务。根据公司“十四五”计划，到 2025 年将新增新能源装机 5000 万千瓦。我们认为未来随着双碳政策进一步推进以及国家能源结构的持续优化，这部分优质运营资产可与公司主业经营产生良好协同，存在价值重估的空间。

图 16：中国电建电力投资与运营收入（亿元）及增速 图 17：中国电建不同业务毛利率情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

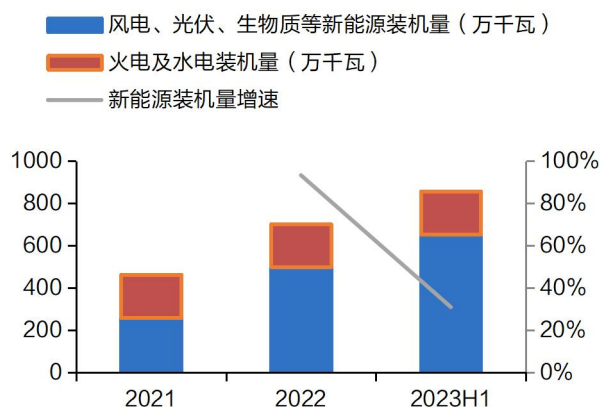
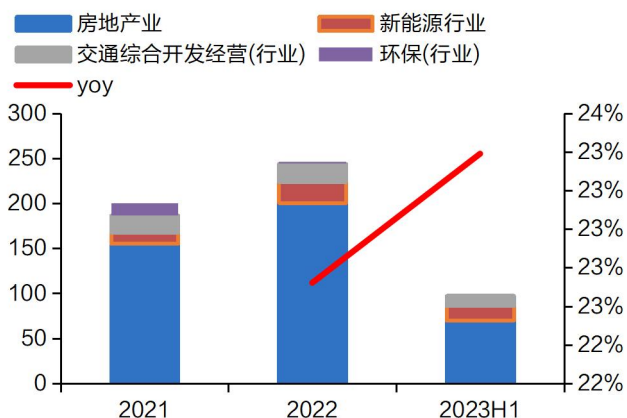
表 8：中国电建运营电站梳理

	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
控股运营电站（万千瓦）	1348.5	1520.28	1614	1738	2038	2123
yoy	8.79%	12.74%	6.15%	7.68%	17.26%	4.17%
风电装机（万千瓦）	523.7	586.46	640.36	648.24	764.44	787.02
水电装机（万千瓦）	293	316	316	316	685.54	685.54
火电装机（万千瓦）	438.05	497.97	528.34	628.45	316	351
太阳能装机（万千瓦）	93.75	119.85	129.16	145.16	272.36	284.84
收入（亿元）	144.13	169.58	188.56	203.41	238.14	122.65
毛利率	43.17%	43.89%	47.85%	40.82%	40.13%	45.22%

资料来源：中国电建公司公告，国海证券研究所

中国能建：截至 2023H1 控股并网装机容量 856.5 万千瓦，其中，风电、太阳能、生物质等新能源控股装机容量 652.7 万千瓦，公司提出到 2025 年，控股新能源装机力争达到 2000 万千瓦以上。

图 18: 中国能建投资与运营收入拆分 (亿元) 及增速 图 19: 中国能建能源业务装机量拆分及增速



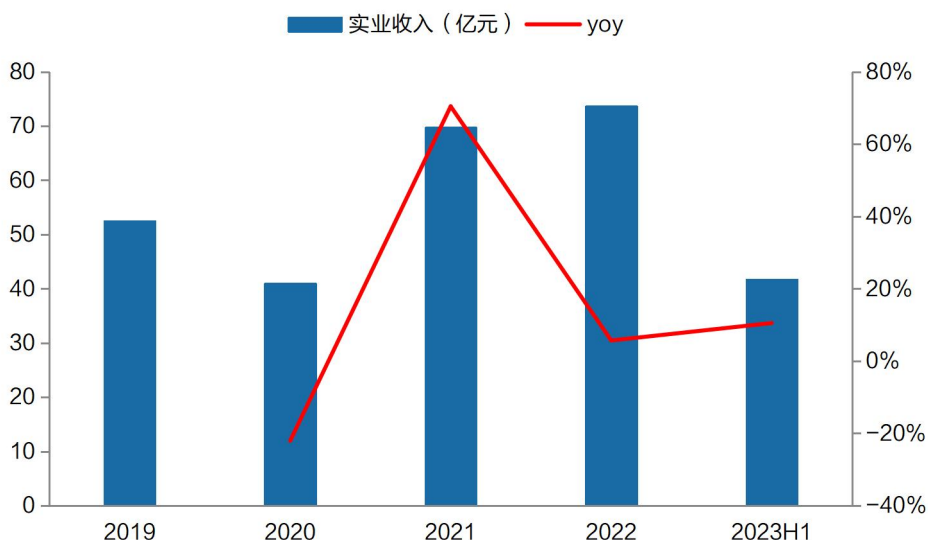
资料来源: Wind, 国海证券研究所

资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.3.3、化工新材料

中国化学: 在聚焦主业的同时, 转型实业, 主攻己内酰胺、己二腈等“卡脖子”技术, 拓展新材料行业高附加值产品领域。根据公司发布的“十四五规划”十四五末实业业务收入占比提升至 15%。(2023H1 实现收入 41.66 亿元, 同比增长 10.5%, 收入占比为 4.6%)

图 20: 中国化学实业收入 (亿元) 及增速

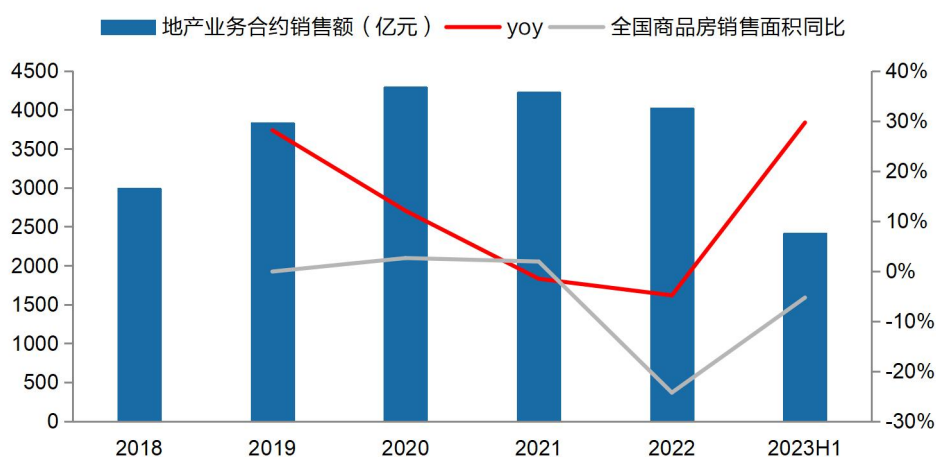


资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.3.4、地产业务

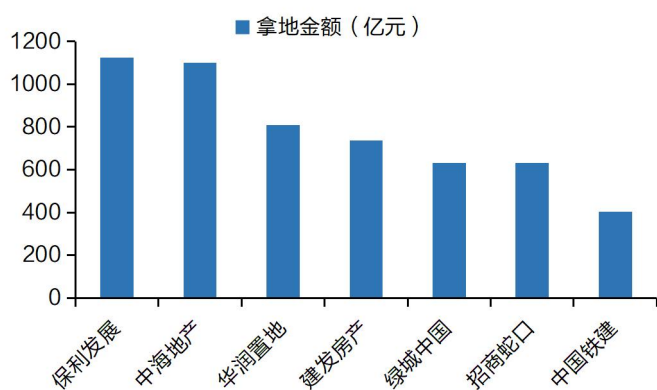
中国建筑：旗下有中建地产与中海地产两大平台，其中中海地产的品牌价值始终处于地产行业的领先地位，根据中指研究院数据，2023 中海地产拿地金额达 1101 亿元，位居行业第二；全口径新增货值达 2585 亿元，位列行业第一。公司 2023H1 地产业务实现合约销售额 2142 亿元，较去年同期增长 29.7%，同期全国商品房销售面积累计增速为-5.3%；期末土地储备为 8750 万平方米，按期内销售均价 2.46 万元/平米计算，对应储备货值可达 21527 亿元。

图 21：中国建筑地产业务销售额、yoy 及全国商品房销售额累计同比增速



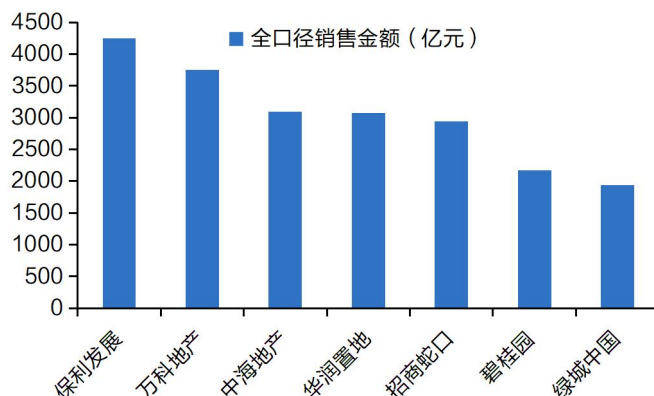
资料来源：Wind，中国建筑公司公告，国海证券研究所

图 22：2023 年 1-12 月全国地产企业拿地金额排名



资料来源：中指研究院，国海证券研究所

图 23：2023 年 1-12 月全国地产企业销售金额排名



资料来源：中指研究院，国海证券研究所

2.4、资产整合：盘活优质资产，整顿存量资产

资产整合为国央企改革的重要抓手，有助于建筑央企提升国有资源运营配置效率。根据《提高央企控股上市公司质量工作方案》，应分类推进上市平台建设，形成梯次发展格局；调整盘活一批，梳理业务协同度弱、管理链条过长、缺乏持续经营能力、长期丧失融资功能、存在失管失控风险等情况的上市平台，列出清单，因企制宜制定调整计划，2024 年底前基本完成调整。

从实现手段来看，主要以优势上市公司为核心，通过资产重组、股权置换等多种方式，推动更多优质资源向上市公司汇聚，剥离非主业、非优势业务，解决同业竞争、规范关联交易，大力优化产业布局、提升运营质量，推动上市公司核心竞争力。以中国交建分拆上市为例，其通过股权置换的方式将六家设计子公司注入祁连山，并成为祁连山的控股股东，实现了子公司的分拆上市。

从实现效果来看，资产整合可以解决同业竞争，拓宽子公司融资渠道，实现子公司的价值重估。我们认为建筑央企的资产整合主要有以下几方面作用：1) 解决同业竞争，以中国交建旗下子公司分拆上市为例，不仅实现了设计业务的独立上市，还帮助中国建材集团进一步解决了水泥行业的同业竞争问题；2) 实现子公司重新定价，由于建筑央企普遍估值较低，子公司的业务估值往往受制于行业β的限制，分拆上市后可实现对自身业务的重新定价，同时母公司的分部估值也将受益提升，以中国铁建为例，其旗下的铁建重工主营高端装备制造，截至 2024 年 3 月 1 日，铁建重工 PE 为 13.8，中国铁建为 4.3，市场给予子公司的装备业务更高的估值；3) 提供多元化融资渠道，由于建筑央企普遍负债率较高且估值较低，直接展开权益融资性价比不高且对股东摊薄较多，因此其旗下子公司的分拆上市有助于其打开权益融资通道，进一步加强子公司的业务发展。

表 9：建筑央企资产整合梳理

公司名称	资产整合方式	整合情况简介
中国铁建	子公司分拆上市	2021 年 6 月 22 日，铁建重工正式登陆上交所科创板，首次公开发行股票 12.85 亿股，全额行使超额配售选择权后，公开发行股票 14.78 亿股，募集资金 42.42 亿元。
中国交建	子公司重组上市	中国交建下属三家公路院和中国城乡下属三家设计院均成为祁连山的全资子公司，中国交建成为祁连山的控股股东。中交集团实现设计板块子公司的专业化整合及上市平台构建，有利于进一步发挥设计咨询在基建产业链中的龙头牵引作用；通过水泥资产置出，中国建材集团将进一步解决内部的水泥业务同业竞争问题，兑现资本市场公开承诺，切实保护上市公司及中
中国能建	子公司分拆上市	采用“专业化整合+‘A+H’分拆+借壳上市+配套募集资金”等新模式，成功分拆所属中国葛洲坝集团易普力股份有限公司，易普力评估增值率 306%，充分彰显企业价值，提升行业影响力。2023 年上半年，易普力营业收入、净利润较重组前同口径分别增长 7.1%、8.3%，年产能约占行业总产能的 11%，民爆产业链链长地位加速成型成势。
中国电建	拟分拆上市	电建新能源经营范围涉及水电发电、风力发电、太阳能发电、生物发电再生能源开发等。截至 2022 年末，电建新能源控股风光新能源并网装机容量约为 1000 万千瓦，跻身国内新能源投资运营行业一流企业，资产遍布 27 个省份，随着业务发展，电建新能源对资本金有更高的要求，因此筹划独立分拆上市。
中国中冶	具备分拆潜力	子公司中冶赛迪为国内综合实力最强、市场份额最大、国际化程度最高的钢铁工程技术公司，与母公司主业关联较小，2023H1 净利润为 3.03 亿元，具备分拆潜力。
中国中铁	已部分分拆上市	2021 年 10 月，旗下轨道交通设备制造企业高铁电气在科创板上市。此外，公司还拥有水务环保、矿产资源、勘察设计等专业子公司

资料来源：国企改革微信公众号，中国交通报，国资委官网，中国证券报微信公众号，中国中铁微信公众号，中国中冶公司公告，中冶赛迪官网，国海证券研究所

3、投资建议：关注低估值高股息建筑央企

对比八大建筑央企的新签订单/主要财务指标/当前估值水平发现：1) 规模与价值创造能力上，中国建筑、中国中铁、中国交建新签订单、营业收入、归母净利润、总资产、ROE 均领先于行业；2) 融资结构上，各建筑央企均保持相对稳定的资产负债率，其中中国中冶、中国化学有息负债率与资产负债率偏离更大，对应付息压力更小；3) 现金流上，中国电建、中国铁建现金流安全性更高；5) 估值水平上，八大建筑央企 2023 年均破净，估值水平均偏低，其中中国铁建仅 0.4xPB(2023/12/29)。

图 24：八大建筑央企订单、财务指标及估值数据对比

时间	公司简称	订单		财务指标								估值	
		新签订单(亿元)	营业收入(亿元)	归母净利润(亿元)	净资产收益率(%)	研发费用率(%)	总资产(亿元)	资产负债率(%)	有息负债率(%)	经营性净现金流(亿元)	营业现金比率(%)	PE(TTM)	PB(LF)
2022	中国建筑	39,031.0	20,550.5	509.5	14.0	2.4	26,529.0	74.4	26.5	38.3	0.2	4.0	0.6
	中国中铁	30,323.9	11,515.0	312.8	10.9	2.4	16,131.7	73.8	24.6	438.5	3.8	4.6	0.6
	中国铁建	32,450.0	10,963.1	266.4	9.5	2.3	15,239.5	74.7	17.3	561.3	5.1	4.1	0.5
	中国交建	15,422.6	7,202.7	191.0	7.0	3.2	15,113.5	71.8	31.8	4.4	0.1	6.9	0.6
	中国中冶	13,435.7	5,926.7	102.7	9.0	3.2	5,853.8	72.3	10.7	181.5	3.1	7.4	0.7
	中国电建	10,091.9	5,716.5	114.4	8.3	3.6	10,400.8	76.9	34.0	308.3	5.4	9.8	1.1
	中国能建	10,490.9	3,663.9	78.1	8.0	2.8	6,643.5	74.8	28.6	79.3	2.2	13.0	1.1
	中国化学	2,969.2	1,577.2	54.2	10.7	3.5	1,945.7	70.0	7.0	15.0	1.0	8.9	1.0
2023	中国建筑	43,241.0	16,712.4	436.5	14.5	1.7	28,524.4	74.8	27.1	-153.5	-1.0	3.9	0.5
	中国中铁	31,006.0	8,829.2	240.1	10.3	2.0	17,391.5	74.2	25.7	-37.2	-3.8	4.4	0.5
	中国铁建	32,938.7	8,064.6	194.2	8.7	1.8	16,816.7	75.6	21.5	-31.8	-5.4	3.8	0.4
	中国交建	17,532.2	5,477.0	162.5	7.6	3.1	17,935.2	75.2	34.5	-98.3	-9.1	6.3	0.5
	中国中冶	14,247.8	4,673.2	81.8	8.1	2.9	6,763.9	74.5	13.8	-24.8	-4.8	5.4	0.6
	中国电建	11,428.4	4,206.3	94.9	8.1	3.2	11,986.0	77.9	38.6	-59.2	-8.5	6.8	0.7
	中国能建	12,837.3	2,853.1	30.7	4.0	2.4	7,626.5	76.7	31.4	-147.5	-5.2	13.1	0.9
	中国化学	3,267.5	1,310.4	37.2	9.1	3.0	2,117.1	71.0	8.3	-3.7	-2.6	7.2	0.7

资料来源：Wind，各公司经营数据公告，国海证券研究所（注：2023 年数据中，新签订单时间统计区间范围为 2023 全年；营业收入、归母净利润、净资产收益率（年化）、研发费用率、经营性净现金流、营业现金比率统计区间范围为 2023Q1-Q3；总资产、资产负债率、有息负债率统计时点截止 2023/9/30；PE、PB 计算的交易日为 2023/12/29）

图 25: 建材建筑板块央企财务及估值数据梳理

所属板块	企业性质	公司代码	公司简称	股息率		资产负债率	ROE	ROIC	PE(TTM)	PB(LF)	总市值 (亿元)
				2023E	2024E	2023/9/30	2023/9/30	2023/9/30	2024/3/1	2024/3/1	
建材	中央国有企业	1313.HK	华润建材科技	5.6%	8.4%	38.0%	1.9%	1.4%	11.9	0.20	96
		3323.HK	中国建材	6.2%	8.1%	60.6%	2.7%	1.1%	6.9	0.22	250
		002080.SZ	中材科技	3.4%	4.2%	52.5%	13.0%	7.9%	9.3	1.46	262
		600176.SH	中国巨石	2.8%	3.4%	43.7%	12.7%	9.1%	10.6	1.42	401
		000786.SZ	北新建材	2.6%	3.1%	23.9%	16.9%	14.9%	13.3	2.08	471
		600449.SH	宁夏建材	2.0%	2.6%	32.7%	5.5%	5.0%	34.0	1.06	76
		000877.SZ	天山股份	1.3%	2.1%	68.3%	0.1%	-2.2%	110.3	0.75	595
		002302.SZ	西部建设	1.0%	1.3%	70.0%	4.9%	4.5%	13.1	0.90	84
		600552.SH	凯盛科技	0.5%	0.9%	57.5%	3.1%	3.5%	76.7	2.49	101
		600720.SH	中交设计	0.6%	0.7%	27.0%	8.1%	8.1%	44.0	0.91	202
	002066.SZ	瑞泰科技	0.4%	0.5%	73.5%	10.3%	6.8%	26.6	2.90	20	
	300374.SZ	中铁装配	0.0%	0.0%	74.8%	-12.9%	-4.3%	-20.5	5.15	44	
	688119.SH	中钢洛耐	0.0%	0.0%	45.3%	3.4%	3.2%	65.5	1.49	46	
	002205.SZ	国统股份	0.0%	0.0%	79.6%	-22.8%	-2.6%	-9.0	2.30	15	
	000789.SZ	万年青	5.0%	6.6%	37.1%	5.9%	4.6%	39.7	0.75	52	
	600585.SH	海螺水泥	4.6%	5.5%	20.4%	6.3%	5.0%	10.6	0.68	1,260	
	600425.SH	青松建化	3.3%	4.2%	32.3%	11.7%	9.6%	11.6	0.97	61	
	601992.SH	金隅集团	1.1%	3.1%	66.6%	0.0%	-5.5%	-18.8	0.45	208	
	000401.SZ	冀东水泥	-	2.6%	49.3%	-1.4%	-0.1%	-25.9	0.52	155	
	300160.SZ	秀强股份	1.5%	2.2%	17.8%	10.3%	9.7%	18.4	1.60	38	
605006.SH	山东玻纤	1.6%	2.1%	51.3%	5.0%	4.1%	17.2	1.29	35		
600529.SH	山东药玻	1.6%	1.9%	18.2%	11.4%	11.1%	23.6	2.36	174		
000619.SZ	海螺新材	0.0%	0.0%	51.1%	-0.2%	0.6%	-26.1	0.80	22		
600802.SH	福建水泥	0.0%	0.0%	66.4%	-21.5%	-10.9%	-6.2	1.31	17		
600819.SH	耀皮玻璃	0.0%	0.0%	44.3%	-3.5%	-2.3%	-38.7	1.20	41		
建筑	中央国有企业	600583.SH	海油工程	5.5%	7.0%	39.1%	7.6%	6.9%	14.1	1.14	281
		601668.SH	中国建筑	5.2%	5.7%	74.8%	14.5%	6.0%	4.3	0.54	2,214
		000928.SZ	中钢国际	4.9%	5.6%	75.9%	9.8%	8.0%	11.7	1.17	92
		601390.SH	中国中铁	4.1%	4.5%	74.2%	10.3%	4.4%	4.9	0.57	1,569
		601186.SH	中国铁建	3.8%	4.2%	75.6%	8.7%	4.7%	4.3	0.48	1,166
		601618.SH	中国中冶	3.6%	4.2%	74.5%	8.1%	6.0%	5.9	0.71	692
		601117.SH	中国化学	3.5%	4.1%	71.0%	9.1%	7.1%	8.0	0.78	436
		601800.SH	中国交建	3.4%	3.7%	75.2%	7.6%	2.8%	7.0	0.54	1,372
		600970.SH	中材国际	3.2%	3.7%	62.8%	16.3%	12.2%	11.4	1.65	300
		600963.SH	岳阳林纸	2.9%	3.7%	45.2%	1.7%	1.8%	34.6	0.98	89
		601669.SH	中国电建	2.7%	3.1%	77.9%	8.1%	3.6%	7.1	0.69	877
		002116.SZ	中国海诚	2.2%	2.7%	66.7%	13.7%	11.8%	20.9	2.20	48
		600339.SH	中油工程	1.9%	2.3%	75.3%	4.6%	4.2%	24.5	0.69	180
		002140.SZ	东华科技	1.6%	2.0%	70.3%	9.2%	6.2%	16.0	1.37	55
		601611.SH	中国核建	1.3%	1.6%	82.2%	7.1%	3.8%	11.6	1.19	219
		601226.SH	华电重工	1.1%	1.5%	57.4%	2.6%	2.3%	33.8	1.95	82
		002051.SZ	中工国际	1.2%	1.5%	50.0%	4.2%	3.5%	28.3	0.89	100
		601868.SH	中国能建	1.0%	1.2%	76.7%	4.0%	2.9%	13.5	0.95	905
		603698.SH	航天工程	0.9%	1.1%	38.0%	4.3%	2.9%	41.8	2.27	72
		000065.SZ	北方国际	0.7%	0.9%	57.9%	11.5%	7.0%	13.6	1.38	113
	603126.SH	中材节能	0.0%	0.0%	51.8%	6.3%	6.1%	29.1	1.83	38	
	603860.SH	中公高科	0.0%	0.0%	12.4%	2.2%	1.7%	42.8	2.74	20	
	601068.SH	中铝国际	0.0%	0.0%	84.3%	-14.9%	-4.5%	-19.3	3.32	142	
	600039.SH	四川路桥	7.8%	9.6%	78.3%	24.0%	11.1%	5.4	1.58	703	
	600502.SH	安徽建工	7.2%	8.6%	85.2%	11.0%	4.2%	5.4	0.86	81	
	000090.SZ	天健集团	7.7%	8.4%	78.2%	9.8%	4.5%	5.6	0.79	87	
	002060.SZ	广东建工	6.4%	7.5%	88.5%	15.6%	4.9%	14.7	1.30	160	
	603357.SH	设计总院	4.9%	5.6%	40.5%	15.5%	14.2%	9.8	1.44	47	
	600820.SH	隧道股份	4.9%	5.3%	77.7%	7.3%	4.6%	6.6	0.72	196	
	600170.SH	上海建工	3.9%	4.7%	85.4%	4.2%	2.3%	14.3	0.74	216	
002061.SZ	浙江交科	3.3%	4.2%	77.2%	7.5%	4.4%	7.4	0.73	100		
600284.SH	浦东建设	3.4%	4.0%	75.0%	9.1%	6.5%	9.3	0.81	60		
000498.SZ	山东路桥	3.1%	3.6%	78.1%	11.0%	6.1%	3.6	0.69	87		
600248.SH	陕建股份	2.7%	3.2%	89.4%	16.9%	8.5%	4.4	0.72	153		
300284.SZ	苏交科	2.6%	3.0%	45.3%	3.7%	2.7%	11.5	0.76	63		
600629.SH	华建集团	1.3%	1.6%	65.2%	7.5%	5.9%	12.3	1.01	49		
002941.SZ	新疆交建	1.1%	1.4%	75.3%	9.2%	3.1%	22.4	2.51	77		

资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: 股息率=2020 至 2022 年分红比例均值*Wind 当年归母净利润一致预期/最新市值; ROE 与 ROIC 为前三季度*4/3 后的年化值; 标红的为有历史分红但无 Wind 一致预期)

4、行业评级及投资策略

我们认为，春节后实物量数据不佳，且寒潮导致项目停工，从水泥发货数据看依然低迷，预计短期开复工有压力，关注农民工返工情况及水泥熟料首次涨价时点。

建筑：关注调整较多的顺周期板块；外需相对较好，关注国际专业工程，订单有望高增；关注国资委拟考核/低估值/辨识度较高建筑央企。维持建筑装饰行业“推荐”评级。

建材：地产供需端政策放松或仍有看点，关注业绩、现金流、分红较好的消费建材龙头公司，以及 2024 年 Q1 业绩基数低的公司。维持建筑材料行业“推荐”评级。

5、风险提示

- 1) **市值管理政策推出不及预期。**如果后续市值管理考核政策的约束力度、推出节奏不及预期，可能导致建筑央企落实信息披露、投资者关系管理、分红等系列市值管理举措的重视度和积极性不足，进而影响价值表现。
- 2) **基建投资超预期下行风险。**如果地方政府土地出让收入改善不佳，或化债情况不及预期，可能导致基建投资超预期下行，进而影响建筑央企下游需求。
- 3) **资产减值风险。**如果下游地产及基建项目业主资金链断裂，可能导致建筑央企应收账款无法收回，带来信用减值风险，进而影响公司业绩。
- 4) **业务转型升级效果不及预期。**如果建筑央企在矿产资源、新能源、新材料等新领域的业务拓展资源配置不当、战略前瞻性不足，可能会导致资金占用和业绩恶化，进而影响资产价值的重估。
- 5) **海外经营风险。**如果海外经营区域出现政治局势动荡、汇率大幅波动等情况，可能会给建筑央企价值带来损失，进而影响估值提升。

【建材&建筑小组介绍】

张艺露，建材建筑行业首席分析师，3年建材建筑、2年钢铁煤炭及中小盘卖方研究经验，香港科技大学硕士、北京理工大学本科，曾就职于华泰证券，曾获2022年机构投资者·财新行业最佳分析师团队建筑材料第二名，2021年建筑材料第一名、基础设施建筑与工程第一名。

【分析师承诺】

张艺露，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。