

建筑行业 5 月投资策略

基建总体承压，聚焦国际工程和工业建筑

超配

核心观点

开工低迷，一季度开工合同额下降 34.7%。据 Mysteel 不完全统计，2024 年 3 月，全国各地共开工 7884 个项目，环比下降 2.7%；总投资合同额约 39749.6 亿元，环比下降 27.0%。2024 年前 3 月合计开工总投资合同额约 14.85 万亿元，同比下降 34.7%，受到“12 省暂停基建”影响，新开工明显弱于前两年。

狭义基建投资环比加速，能源投资维持高位。2024 年 1-3 月广义基建投资同比增长 8.75%，增速环比降速 0.2pct。狭义基建即基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 6.5%，增速环比提速 0.2pct。从基建细分领域看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比增长 29.1%，增速环比提升 3.8pct，交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 7.9%，增速环比下降 3.0pct，水利、环境和公共设施管理业投资同比增加 0.3%，增速环比下降 0.1pct。

建筑央企新签合同额保持稳健增长，央企市占率继续提升。2024 年一季度，八大建筑央企新签建筑合同额合计 3.92 亿元，同比+6.7%，显著高于建筑业整体-2.9%的增速，八大建筑央企以新签合同额衡量的市占率由上年同期的 53.0%继续提升至 58.2%。建筑央企在获取重大工程项目方面具有更强的品牌优势和更低的融资成本，在行业需求整体下滑的环境下仍能维持新签合同额稳健增长。

上市建筑公司 Q1 收入小幅增长，利润小幅下降。2024 年第一季度，A 股上市建筑公司实现营业收入 2.07 万亿元，同比+1.6%，实现归母净利润 503.2 亿元，同比-2.8%。2024 年第一季度建筑板块整体毛利率为 9.25%，较上年同期下降 0.10pct，管理/财务费用率分别为 2.43%/0.89%，较上年同期分别上升了 0.07/0.02pct。

投资建议：建筑央企在承接重大项目上具有优势，融资成本低于行业均值，有望保持订单和业绩稳健增长；随着海外订单持续回暖，建议关注国际工程龙头企业业绩兑现；工业建筑受地产和地方政府债务影响较小，也是当前政策支持的投资方向，随着库存周期拐点临近，产业链上钢结构、专业工程板块有望迎来估值修复，尤其是部分重大晶圆厂项目有望年内落地，建议关注洁净厂房建设机会。**重点推荐中国中铁、中国交建、太极实业、中材国际。**

风险提示：宏观经济下行风险；政策落地不及预期的风险；重大项目审批进度不及预期的风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
601390.SH	中国中铁	买入	6.63	1,514	1.52	1.66	4.36	3.99
601186.SH	中国交建	买入	9.03	1,249	1.56	1.70	5.79	5.31
600667.SH	太极实业	买入	6.46	136	0.38	0.49	17.00	13.18
600970.SH	中材国际	买入	12.60	333	1.25	1.44	10.08	8.75

资料来源：iFinD、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

建筑装饰

超配 · 维持评级

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：朱家琪

021-60375435

zhujiaqi@guosen.com.cn

S0980524010001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《建筑行业周观点-一季度建筑企业经营情况持稳，央企集中度继续提升》——2024-05-07

《建筑行业周观点-基建投资韧性较强，持续关注工业建筑和洁净室板块》——2024-04-22

《统计局 2024 年 1-3 月基建数据点评-基建投资维持稳健增长，交通领域投资略放缓》——2024-04-17

《建筑行业周观点-基建新开工低迷，期待超长期特别国债发力》——2024-04-15

《建筑行业 4 月投资策略-继续看好基建龙头，关注工业建筑和洁净室工程机遇》——2024-04-10

内容目录

行情回顾：4月至今建筑板块跑输大盘	5
开工低迷，投资稳健，央企龙头优势继续强化	6
基建新开工低迷，期待超长期特别国债发力	6
基建投资维持稳健增长，交通领域投资略放缓	7
一季度建筑企业经营情况持稳，央企市占率持续提升	10
重点推荐：中国中铁、中国交建、太极实业、中材国际	13
中国中铁：新签稳健，矿产业务有望增厚业绩	13
中国交建：海外基建龙头，投资结构持续优化	13
太极实业：在手订单充足，工程业务盈利能力显著提升	14
中材国际：业绩稳健订单充足，盈利能力显著提升	17
投资建议	18
风险提示	18

图表目录

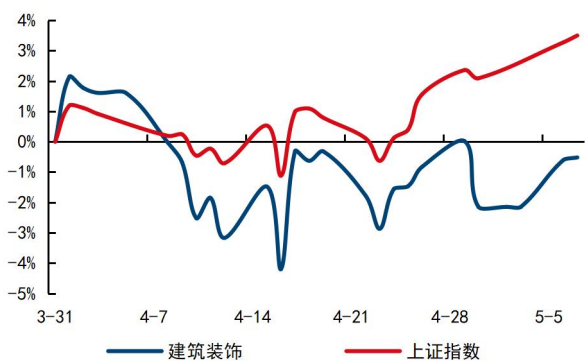
图 1: 4 月至今 SW 建筑装饰指数走势 (单位: %)	5
图 2: 近一年 SW 建筑装饰指数走势 (单位: %)	5
图 3: 4 月至今 SW 建筑细分板块涨跌幅 (单位: %)	5
图 4: 4 月至今建筑板块个股涨跌幅排名 (单位: %)	5
图 5: 2022-2024 年项目开工合同额单月值 (单位: 亿元)	6
图 6: 2022-2024 年项目开工合同额年内累计值 (单位: 亿元)	6
图 7: 专项债单月新增发行额及同比增速 (单位: 亿元)	6
图 8: 专项债发行额和净新增规模 (单位: 亿元)	6
图 9: 城投债发行规模和净融资规模 (单位: 亿元)	7
图 10: 2022-2024 年单月城投债净融资规模 (单位: 亿元)	7
图 11: 近年来国债净新增规模 (单位: 亿元)	7
图 12: 长期建设国债发行规模及投资增速 (单位: 亿元, %)	7
图 13: 固定资产投资完成额累计值及同比增速	8
图 14: 固定资产投资完成额构成 (单位: %)	8
图 15: 广义/狭义基建投资增速 (单位: %)	8
图 16: 分领域基建投资增速 (单位: %)	8
图 17: 水利、环境和公共设施管理业投资增速 (单位: %)	9
图 18: 水利、环境和公共设施管理业细分领域对增速拉动	9
图 19: 2022 年起水利、环境和公共设施增速对比 (单位: %)	9
图 20: 近三年 3 月水利环境和公共投资累计值 (单位: 亿元)	9
图 21: 交通运输、仓储、邮政业投资增速 (单位: %)	9
图 22: 交通运输、仓储、邮政业细分领域对增速拉动 (单位: %)	9
图 23: 2022 年起交通运输、仓储、邮政业增速对比 (单位: %)	10
图 24: 近三年 3 月交运投资完成额累计值对比 (单位: 亿元)	10
图 25: 建筑业新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	10
图 26: 建筑业产值及增速 (单位: 亿元, %)	10
图 27: 八大建筑央企新签合同额及市占率 (单位: 亿元, %)	11
图 28: 八大建筑央企与建筑业整体新签合同增速对比 (单位: %)	11
图 29: A 股建筑板块历年 Q1 营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	11
图 30: A 股建筑板块历年 Q1 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	11
图 31: A 股建筑板块历年 Q1 营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	11
图 32: A 股建筑板块历年 Q1 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	11
图 33: A 股建筑板块历年 Q1 经营性现金流净额 (单位: 亿元)	12
图 34: A 股建筑板块 Q1 经营现金流入流出规模 (单位: 亿元)	12
图 35: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	13
图 36: 公司境外新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	13
图 37: 中国交建新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	14

图 38: 中国交建海外新签合同额及同比增速 (单位: 亿元, %)	14
图 39: 中国交建投资类业务投资额及建安金额 (单位: 亿元)	14
图 40: 中国交建投资类项目分类型投资额 (单位: 亿元)	14
图 41: 公司工程业务营收及增速 (单位: 亿元, %)	15
图 42: 公司工程新签和在手订单规模 (单位: 亿元)	15
图 43: 公司设计和总包业务收入及增速 (单位: 亿元, %)	15
图 44: 公司工程业务毛利率变化 (单位: %)	15
图 45: 近年来一季度公司营收及同比增速 (单位: 亿元, %)	16
图 46: 近年来一季度公司收付现比 (单位: %)	16
图 47: 近年来一季度预收账款和合同负债较上年末增加值 (单位: 亿元)	16
图 48: 近年来一季度应收票据及应收账款较上年末增加值 (单位: 亿元)	16
图 49: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	17
图 50: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	17
图 51: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	17
图 52: 公司毛利率与净利率 (单位: %)	17

行情回顾：4月至今建筑板块跑输大盘

4月至今建筑板块跑输大盘。4月至今（5月7日）申万建筑装饰指数下跌0.52%，同时期上证指数上涨3.50%，建筑装饰指数跑输大盘1.02pct，在31个一级行业中收益排名第24。

图1：4月至今SW建筑装饰指数走势（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

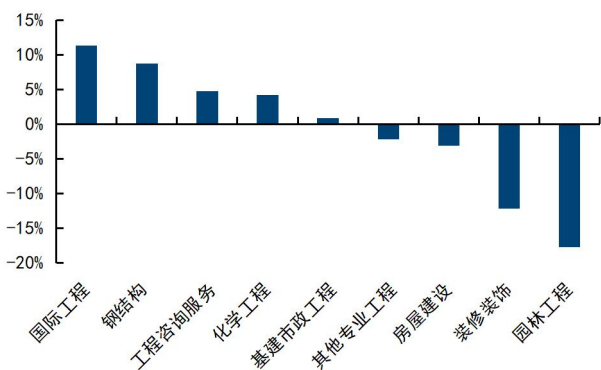
图2：近一年SW建筑装饰指数走势（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

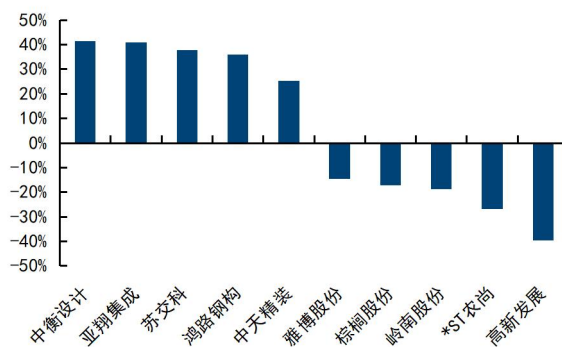
4月至今国际工程、钢结构板块表现较好。4月至今建筑板块涨幅较大的细分行业为国际工程（+11.33%）、钢结构（+8.74%）、工程咨询服务（+4.75%），跌幅较大的细分行业为园林工程（-17.75%）、装修装饰（-12.18%）、房屋建设（-3.15%）。个股方面，中衡设计（+41.50%）、亚翔集成（+40.85%）和苏交科（37.78%）、鸿路钢构（+35.92%）、中天精装（+25.34%）表现较好。

图3：4月至今SW建筑细分板块涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图4：4月至今建筑板块个股涨跌幅排名（单位：%）



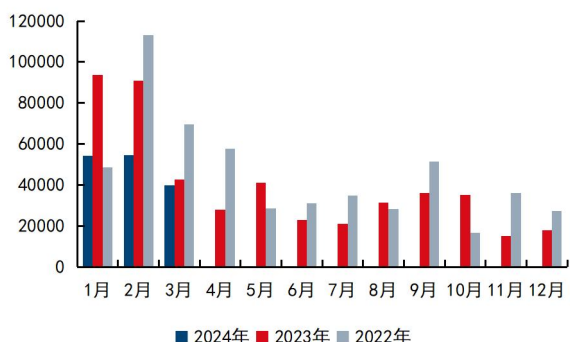
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

开工低迷，投资稳健，央企龙头优势继续强化

基建新开工低迷，期待超长期特别国债发力

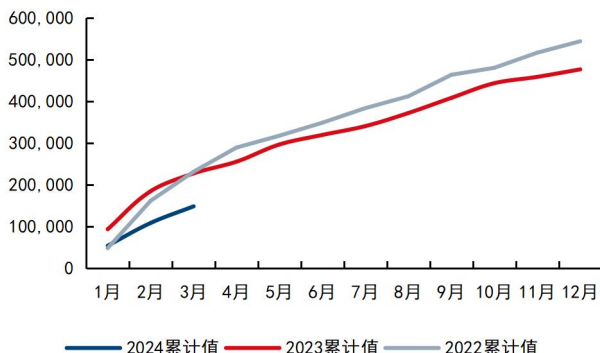
开工低迷，一季度开工合同额下降 34.7%。据 Mysteel 不完全统计，2024 年 3 月，全国各地共开工 7884 个项目，环比下降 2.7%；总投资合同额约 39749.6 亿元，环比下降 27.0%。2024 年前 3 月合计开工总投资合同额约 14.85 万亿元，同比下降 34.7%，受到“12 省暂停基建”影响，新开工明显弱于前两年。

图5：2022-2024 年项目开工合同额单月值（单位：亿元）



资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

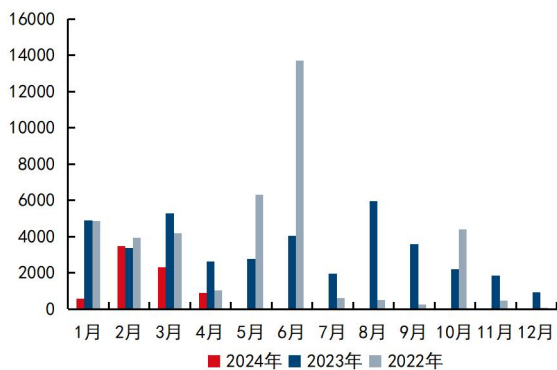
图6：2022-2024 年项目开工合同额年内累计值（单位：亿元）



资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

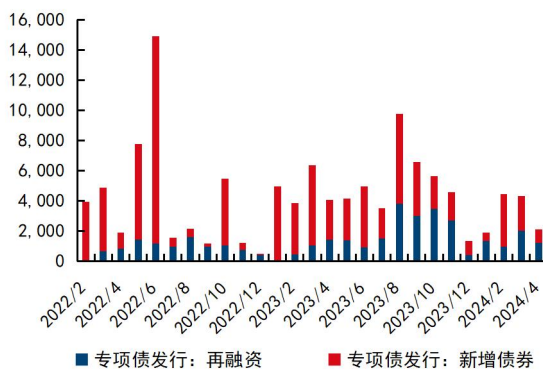
专项债发行节奏偏慢。4 月单月发行专项债 2103.83 亿元，同比-66.6%，其中再融资债发行 1220.59 亿元，单月同比-14.2%，新增专项债 883.24 亿元，单月同比-55.4%。2024 年前四个月专项债累计新增发行 7224.48 亿元，同比-55.4%，仅完成全年新增目标的 18.5%。

图7：专项债单月新增发行额及同比增速（单位：亿元）



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

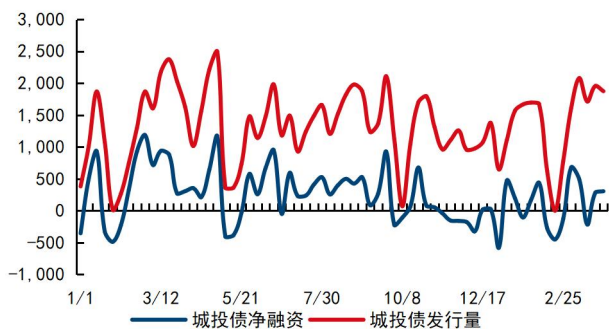
图8：专项债发行额和净新增规模（单位：亿元）



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

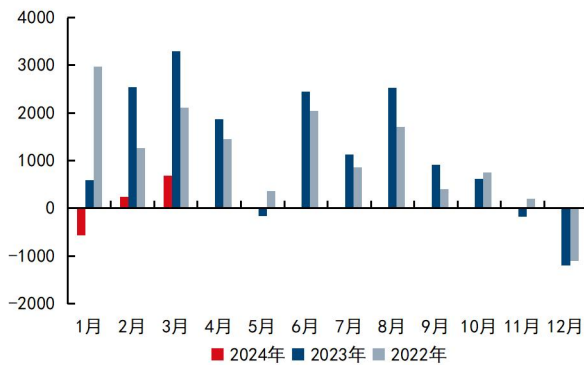
城投债以再融资为主，净融资大幅下滑。4 月城投债发行 6596.24 亿元，同比-10.4%，净融资-200.22 亿元，同比-110.7%。2024 年前四个月城投债净融资仅 162.8 亿元，同比-98.0%。近年来地方融资平台新增融资监管持续收紧，2023 年 10 月《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》要求融资平台只能本金借新还旧，不得新增债务。

图9: 城投债发行规模和净融资规模 (单位: 亿元)



资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

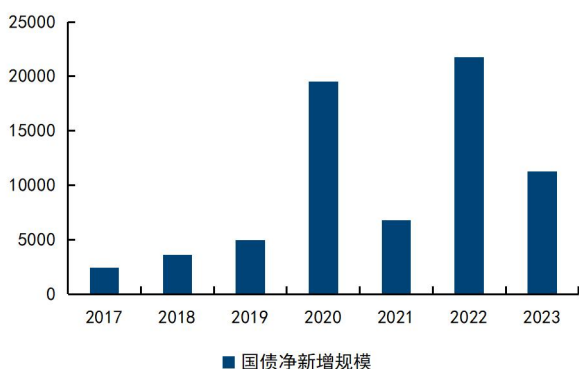
图10: 2022-2024 年单月城投债净融资规模 (单位: 亿元)



资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

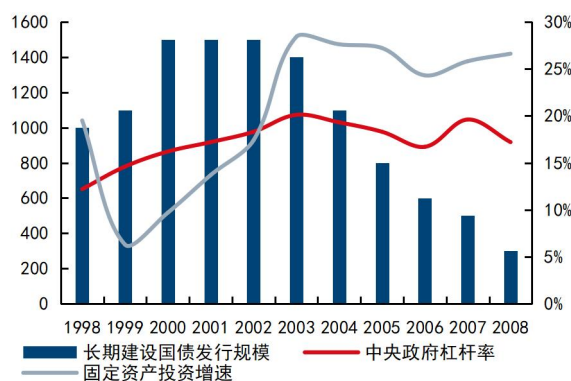
超长期特别国债有望成为中央加杠杆的核心工具。《2024 年政府工作报告》提出, 为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题, 从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债, 专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设, 今年先发行 1 万亿元。超长期特别国债不纳入一般公共预算, 不计入赤字率, 融资成本低, 发行期限为 10 年以上, 适合用于投资额大、回报周期长的重大战略项目。回顾历史, 1998-2008 年中国累计发行 1.13 万亿元长期建设国债, 用于应对亚洲金融危机带来的经济增速下滑、出口回落、物价水平下降问题, 1997-1999 年中央财政总支出分别同比增长 10.4%/100.2%/22.0%, 中央政府杠杆率持续提升, 带动固定资产投资快速回暖。超长期特别国债有望发挥类似世纪之初长期建设国债的作用, 作为中央财政加杠杆的核心工具, 驱动全社会投资加速回暖。

图11: 近年来国债净新增规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 财政部, 国信证券经济研究所整理

图12: 长期建设国债发行规模及投资增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 财政部, 国信证券经济研究所整理

基建投资维持稳健增长, 交通领域投资略放缓

固定资产投资增长 4.5%, 投资主体信心已有企稳迹象。2024 年 1-3 月, 全国固定资产投资(不含农户)完成额 10.0 万亿元, 同比增长 4.5%, 增速同比下降 0.6pct, 环比提升 0.3pct。从投资主体看, 国有及国有控股投资累计同比增长 7.8%, 增速同比下降 2.2pct, 环比提升 0.5pct, 民间投资累计同比增长 0.5%, 增速同比下降 0.1pct, 环比提升 0.1pct, 整体来看, 国有资产和民间资产投资信心不及 2023

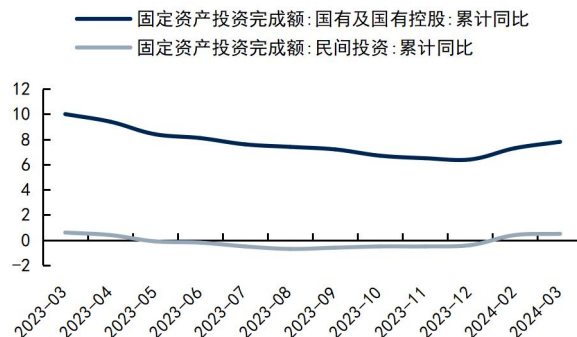
年，但已有企稳迹象。

图13: 固定资产投资完成额累计值及同比增速



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

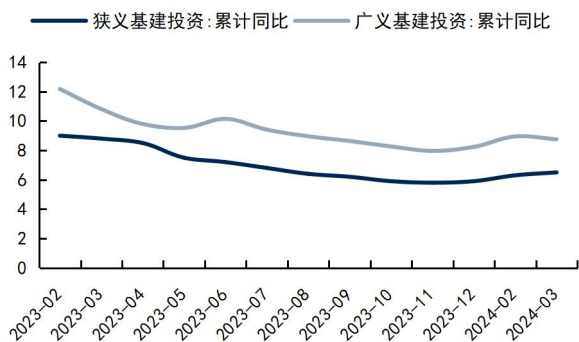
图14: 固定资产投资完成额构成 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

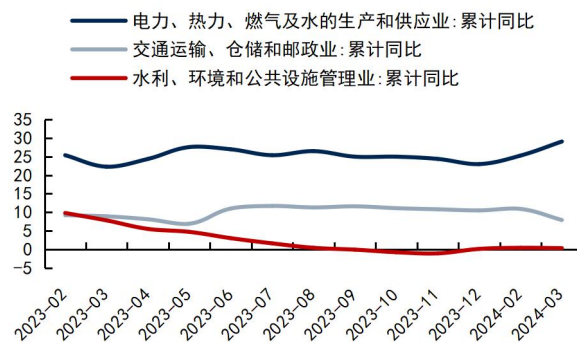
狭义基建投资环比加速，能源投资维持高位。2024年1-3月广义基建投资同比增长8.75%，增速同比下降2.1pct，环比下降0.2pct。狭义基建即基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长6.5%，增速同比下降2.3pct，环比提升0.2pct。从基建细分领域看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比增长29.1%，增速同比提升6.8pct，环比提升3.8pct，交通运输、仓储和邮政业投资同比增长7.9%，增速同比下降1.0pct，环比下降3.0pct，水利、环境和公共设施管理业投资同比增加0.3%，增速同比下降7.5pct，环比下降0.1pct。

图15: 广义/狭义基建投资增速 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

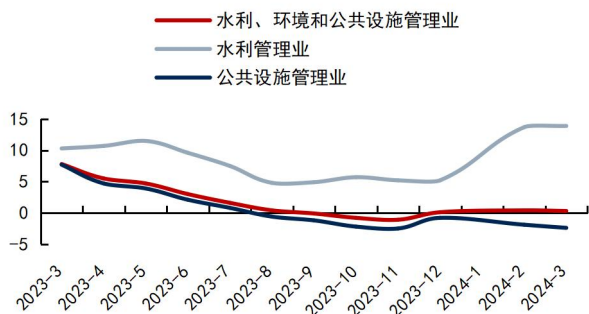
图16: 分领域基建投资增速 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

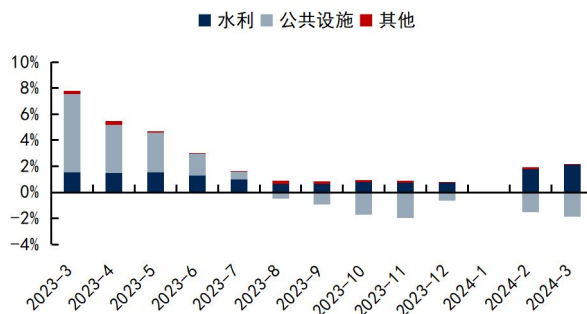
水利管理领域投资同比持平，水利管理业保持提速。2024年1-3月，水利、环境和公共设施管理业固定资产投资完成额约15288亿元，同比增加0.3%，增速同比下降7.5pct，环比下降0.1pct，绝对投资额保持平稳，增速环比回落。其中，水利管理业投资完成额2641亿元，同比增长13.9%，增速同比提升3.6pct，环比提升0.2pct，保持提速增长；公共设施管理业投资完成额11613亿元，同比减少2.4%，增速同比下降10.1pct，环比下降0.5pct。推测去年10月增发的用于加快恢复灾后重建的万亿国债部分形成了水利管理业实物工作量，水利管理业基数小（不足千亿），增速提升见效快。

图17: 水利、环境和公共设施管理业投资增速 (单位: %)



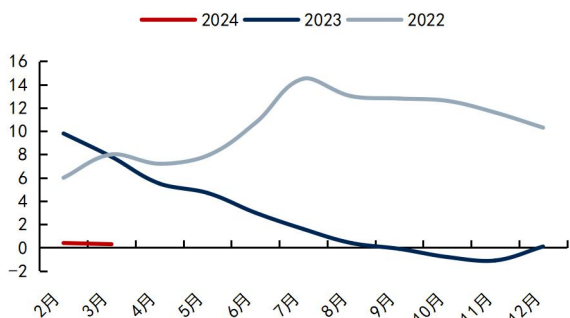
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图18: 水利、环境和公共设施管理业细分领域对增速拉动



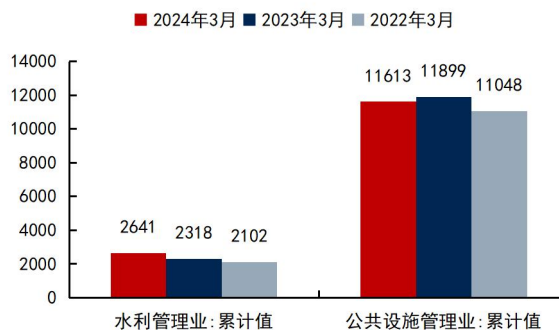
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图19: 2022年起水利、环境和公共设施增速对比 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

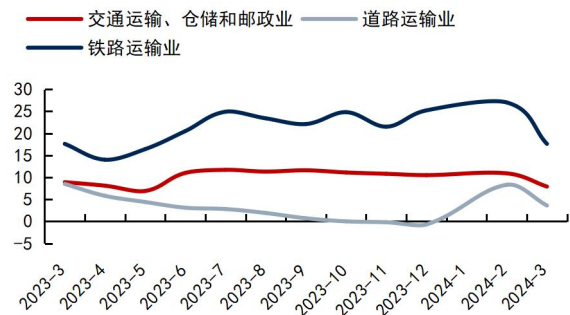
图20: 近三年3月水利环境和公共投资累计值 (单位: 亿元)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

交通运输投资增速放缓。2024年1-3月, 交通运输、仓储、邮政业投资完成额 13273 亿元, 同比增长 7.9%, 增速同比下降 1.0pct, 环比下降 3.0pct。其中道路运输业投资完成额 8808 亿元, 同比增长 3.6%, 增速同比下降 4.9pct, 环比下降 4.7pct, 铁路运输业完成投资额 1674 亿元, 同比增长 17.6%, 增速同比持平, 环比下降 9.4pct。

图21: 交通运输、仓储、邮政业投资增速 (单位: %)



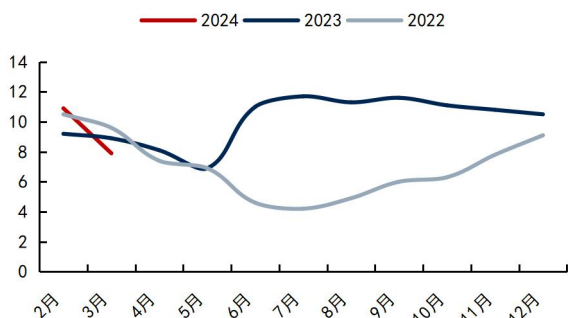
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图22: 交通运输、仓储、邮政业细分领域对增速拉动 (单位: %)



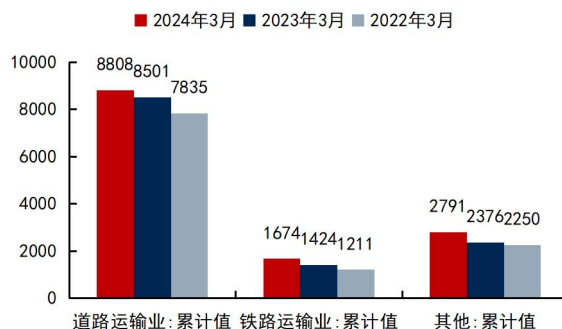
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图23: 2022年起交通运输、仓储、邮政业增速对比(单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图24: 近三年3月交运投资完成额累计值对比(单位: 亿元)

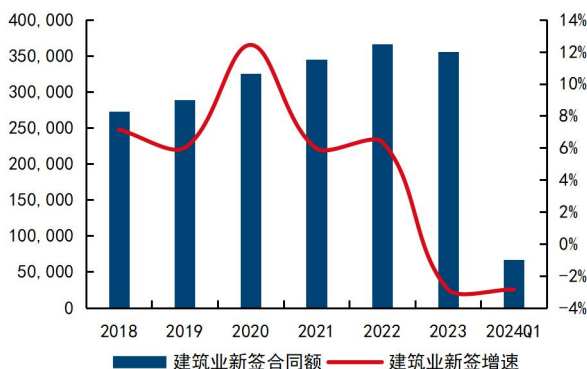


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

一季度建筑企业经营情况持稳, 央企市占率继续提升

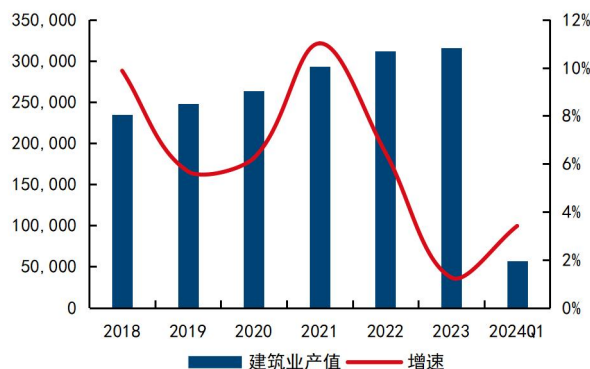
建筑业新签合同延续小幅下滑, 产值增长更具韧性。2024年第一季度, 建筑业新签合同额6.73万亿元, 同比-2.9%, 建筑业实现产值5.67万亿元, 同比+3.4%。受“地方政府化债”政策影响, 新增基建项目投资额明显缩减, 建筑业新签订单保持下滑趋势, 存量项目持续转化推动建筑业产值维持小幅增长。

图25: 建筑业新签合同额及增速(单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

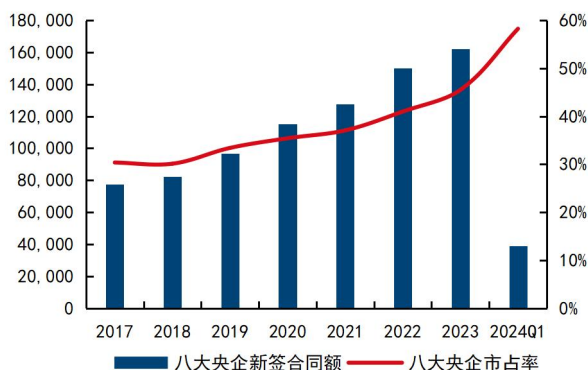
图26: 建筑业产值及增速(单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

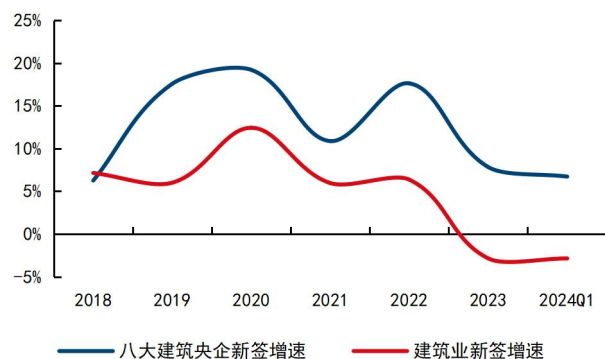
建筑央企新签合同额保持稳健增长, 央企市占率继续提升。2024年一季度, 八大建筑央企新签建筑合同额合计3.92亿元, 同比+6.7%, 显著高于建筑业整体-2.9%的增速, 八大建筑央企以新签合同额衡量的市占率由上年同期的53.0%继续提升至58.2%。建筑央企在获取重大工程项目方面具有更强的品牌优势和更低的融资成本, 在行业需求整体下滑的环境下仍能维持新签合同稳健增长。

图27: 八大建筑央企新签合同额及市占率 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

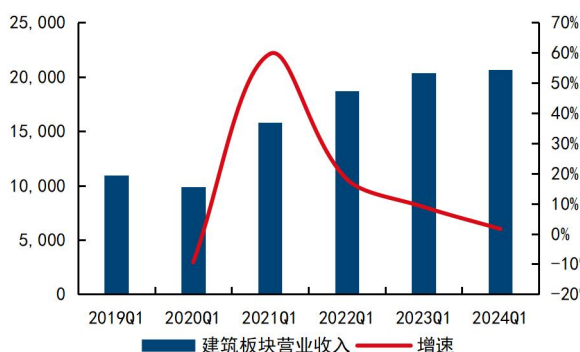
图28: 八大建筑央企与建筑业整体新签合同增速对比(单位:%)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

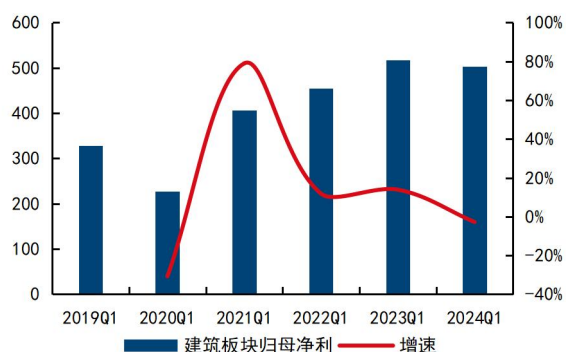
上市建筑公司 Q1 收入小幅增长, 利润小幅下降。2024 年第一季度, A 股上市建筑公司实现营业收入 2.07 万亿元, 同比+1.6%, 实现归母净利润 503.2 亿元, 同比-2.8%。2024 年第一季度建筑板块整体毛利率为 9.25%, 较上年同期下降 0.10pct, 管理/财务费用率分别为 2.43%/0.89%, 较上年同期分别上升了 0.07/0.02pct。

图29: A 股建筑板块历年 Q1 营业收入及增速 (单位: 亿元, %)



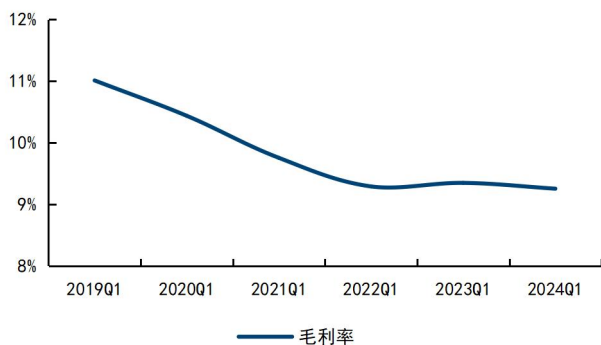
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图30: A 股建筑板块历年 Q1 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



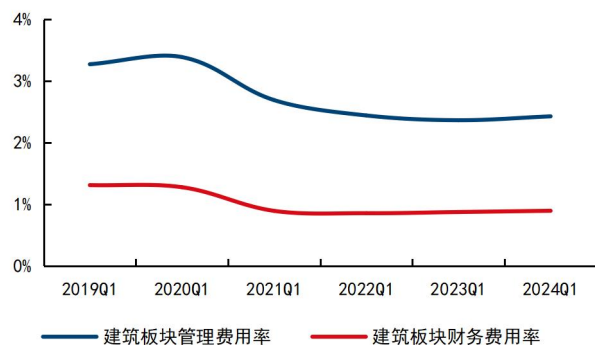
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图31: A 股建筑板块历年 Q1 营业收入及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图32: A 股建筑板块历年 Q1 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)

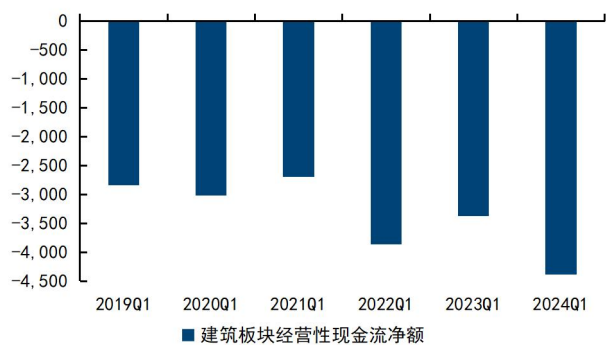


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

建筑企业经营性现金流净流出增加。2024 年第一季度, A 股上市建筑公司整体经

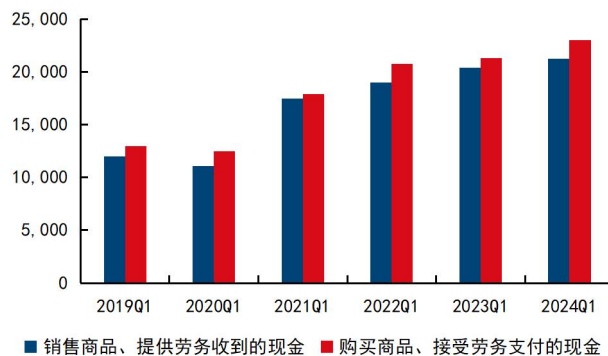
营性现金流净流出 4388 亿元，同比多流出 1016 亿元，其中销售商品、提供劳务收到现金 21255 亿元，同比+4.2%，购买商品、接受劳务支付现金 23005 亿元，同比+7.9%，均高于营收增速，结合 2023 上市建筑企业付现比由 96.0%显著下滑至 94.1%的情况来看，经营性现金流流出加大或主要用于支付往年的应付账款。

图33: A 股建筑板块历年 Q1 经营性现金流净额(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: A 股建筑板块 Q1 经营现金流入流出规模(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

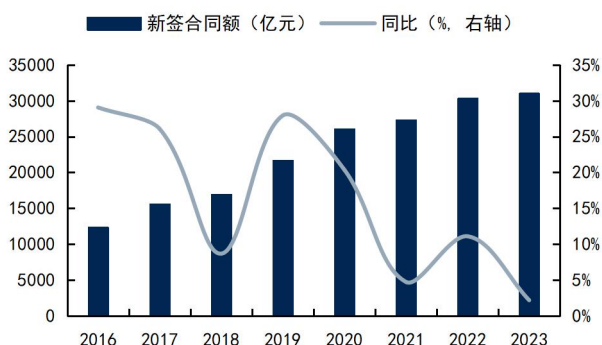
重点推荐：中国中铁、中国交建、太极实业、中材国际

中国中铁：新签稳健，矿产业务有望增厚业绩

主业工程建设新签稳健，资源利用业务新签大幅增加。公司 2023 年新签合同额 31006 亿元，同比增长 2.2%，新签订单保障倍数 2.45，未完成合同额 58764.1 亿元，同比增长 19.2%，订单储备充分，业绩稳健增长有支撑。分业务看，工程建设/新兴业务/资产经营/金融物贸/装备制造/特色地产/设计咨询/资源利用新签合同额分别为 22510/3827/1773/900/688/696/278/334 亿元，同比+11.4%/+6.0%/-54.7%/+29.4%/+8.9%/-7.4%/-0.4%/+41.7%，主业工程建设新签稳健，资源利用新签大幅增加。分地区看，境内/境外新签合同额分别为 29008/1998 亿元，同比+1.8%/+8.7%，境外新签占比 6.4%。

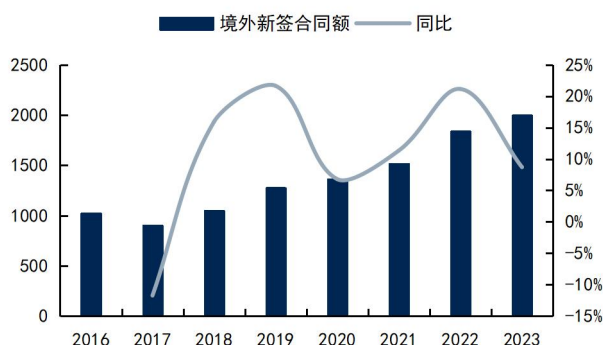
矿产资源板块业绩贡献有望增多，价值有待重估。公司生产和销售的主要矿产品包括铜、钴、钼、铅、锌等品种的精矿、阴极铜和氢氧化钴。目前，公司铜/钴/钼保有储量在国内同业处于领先地位（保有量分别为 740/56/62 万吨），矿山自产铜、钼产能已居国内同行业前列。2023 年公司矿产资源板块实现营业收入 83.7 亿元，同比增长 11.5%，毛利率 59.7%，同比提升 4.1pct，全资子公司中铁资源 2023 年实现营业收入 243 亿元；实现归母净利润 47 亿元，占总归母净利润 14%。

图35：公司新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图36：公司境外新签合同额及增速（单位：亿元，%）

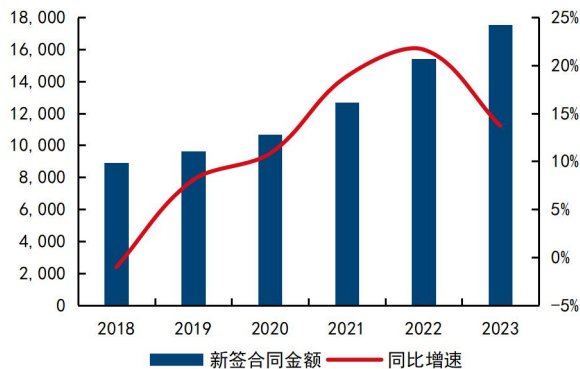


资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

中国交建：海外基建龙头，投资结构持续优化

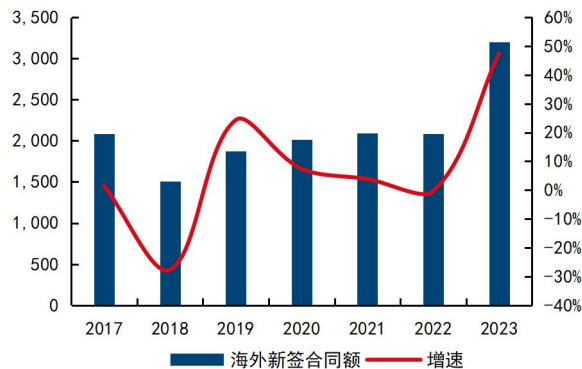
新签合同额稳健增长，海外订单显著回暖。2023 年新签合同额 17532 亿元，同比+13.7%，其中基建建设/基建设计/疏浚业务/其他分别新签合同额 13671/549/1067/136 亿元，同比+14.0%/+2.0%/+11.8%/+43.5%。2023 年公司实现海外新签合同额 3197 亿元，同比+47.5%，达到历史新高，公司在全球 139 个国家和地区开展业务，连续十七年荣膺 ENR 全球最大国际承包商中国企业第一名，仅次于法国万喜公司和西班牙 ACS/霍赫蒂芙集团，将有望持续受益于海外基建需求回暖。

图37: 中国交建新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

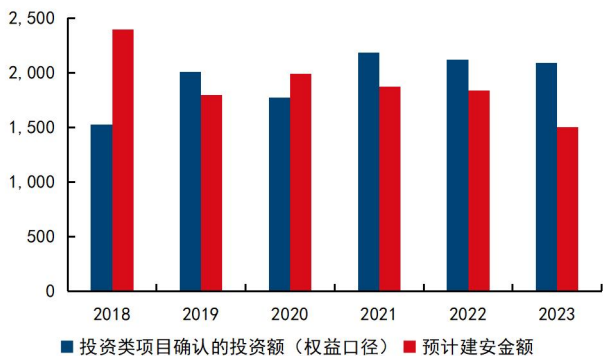
图38: 中国交建海外新签合同额及同比增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

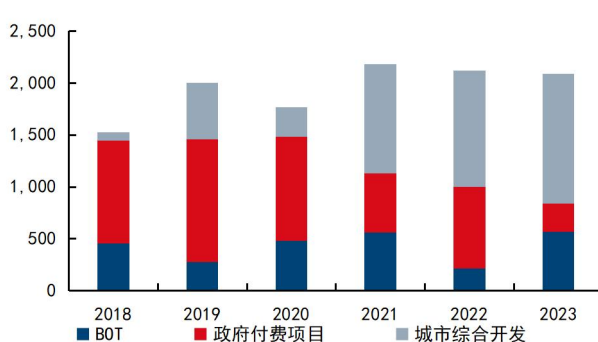
持续优化投资结构, 短周期的城综开发成为主导。2023 年公司权益口径投资类项目确认投资额 2086.2 亿元, 同比-1.4%, 其中预计建安金额 1501.4 亿元, 同比-18.2%。投资类项目中建安比例下降, 意味着预期资本性收益占比提升, 或驱动投资类业务毛利率提升。BOT/政府付费项目/城市综合开发投资额分别+164.2%/-65.3%/+12.0%。公司城市综合开发业务投资占比升至近六成, 该业务收款周期相对较短, 收款情况良好, 累计完成投资 1679 亿元, 累计回款 1523 亿元。2023 年公司实现特许经营类运营收入 76.94 亿元, 同比+8.8%, 净亏损 19.5 亿元, 与上年相当。

图39: 中国交建投资类业务投资额及建安金额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图40: 中国交建投资类项目分类型投资额 (单位: 亿元)

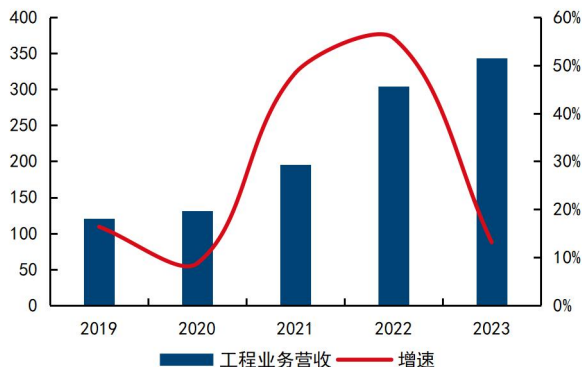


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

太极实业: 在手订单充足, 工程业务盈利能力显著提升

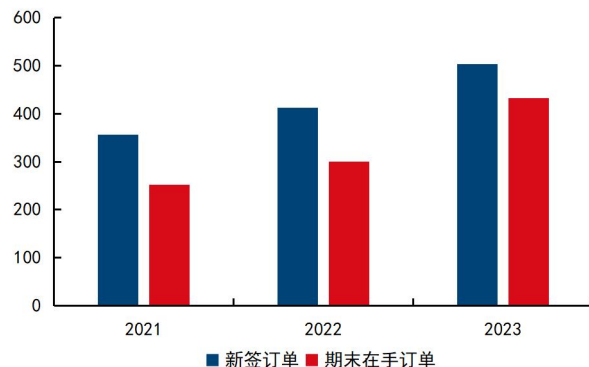
工程业务稳健增长, 总包盈利能力显著提升。2023 年公司工程业务实现收入 343.7 亿元, 同比+13.1%, 全年新签订单 502.6 亿元, 同比+22.1%, 年末在手订单 432.9 亿元, 较上年末增加 44.0%。工程业务中, 设计和咨询业务实现收入 23.4 亿元, 同比-13.6%, 工程总包业务实现收入 320.3 亿元, 同比+15.8%。毛利率方面, 2023 年公司设计和咨询毛利率 63.03%, 同比提升 10.18pct, 工程总包毛利率 2.73%, 同比提升 0.81pct。由于工程总包业务毛利率较低, 毛利率 0.81pct 的提升幅度对利润的提振效果显著。

图41: 公司工程业务营收及增速 (单位: 亿元, %)



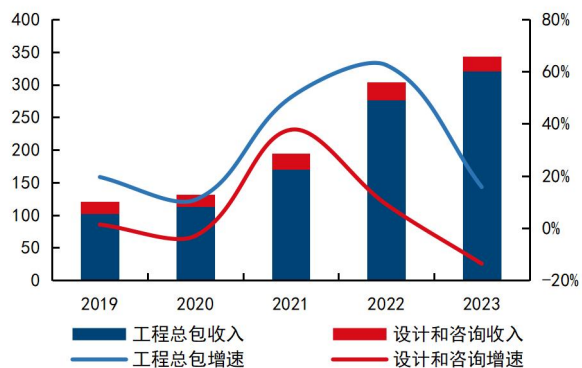
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图42: 公司工程新签和在手订单规模 (单位: 亿元)



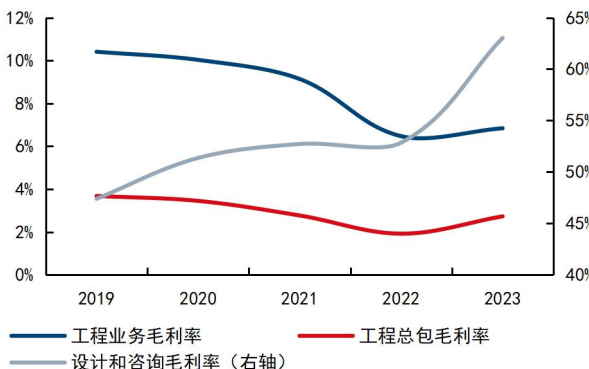
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图43: 公司设计和总包业务收入及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

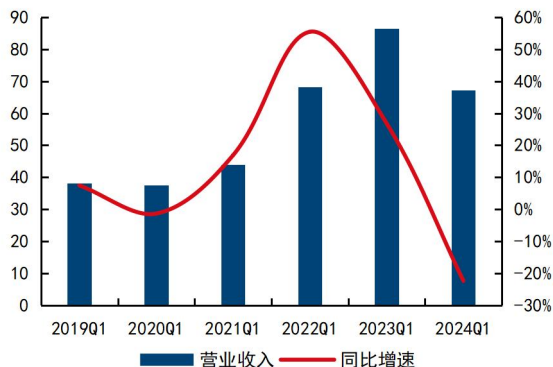
图44: 公司工程业务毛利率变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

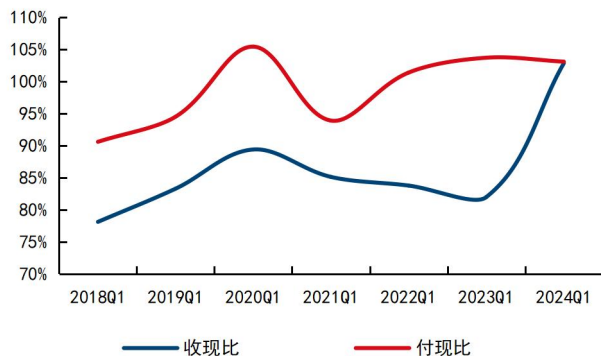
2024 年一季度回款增加, 重大项目订单加速结转可期。2024 年第一季度公司实现营业收入 67.26 亿元, 同比-22.3%, 经营活动产生的现金流量净流出 5.27 亿元, 为 5 年内最少的一季度流出规模, 收现比上升至 103.1%, 为 5 年内一季度最高。2024 年第一季度, 公司预收账款及合同负债合计 30.9 亿元, 较上年末小幅减少 0.5 亿元, 应收票据及应收账款 57.6 亿元, 较上年末减少 3.46 亿元, 为近五年内一季度首次净减少。因此可以判断, 公司一季度营收规模下滑而现金流入明显增加, 主要原因可能为存量应收款收回较多; 考虑到 2023 年末公司在手订单同比+44.0%, 而一季度合同负债并无明显增加, 当前公司在手重大订单可能集中在前期准备工作阶段, 导致收到的预收款较少, 同时结转的收入较少。可以期待重大项目加速进入集中施工阶段, 收入和利润或将迎来回升。

图45: 近年来一季度公司营收及同比增速 (单位: 亿元, %)



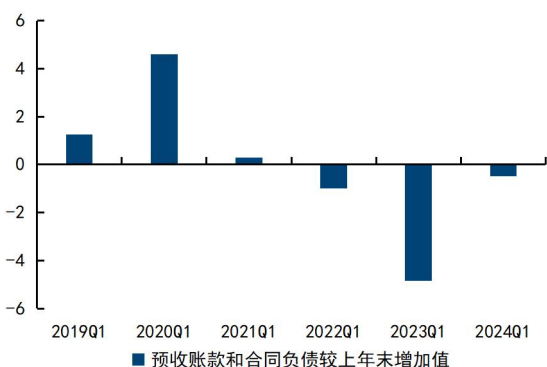
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图46: 近年来一季度公司收付现比 (单位: %)



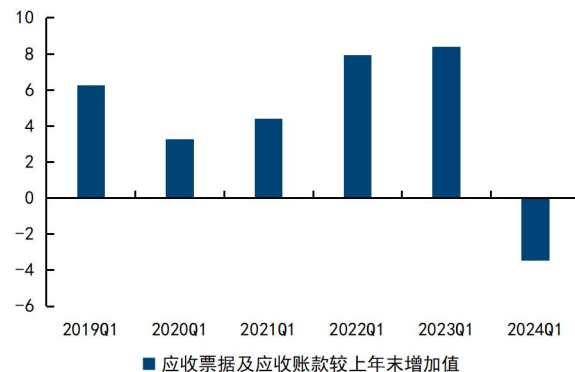
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图47: 近年来一季度预收账款和合同负债较上年末增加值 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图48: 近年来一季度应收票据及应收账款较上年末增加值 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 公司 2022 年以来新中标重大项目

项目名称	中标披露日期	签约披露日期	项目金额 (亿元)	工期	完工百分比	确认收入 (亿元)	累计回款 (亿元)
滨州沾化区 2GW 渔光互补发电项目 (施工总承包二标段)	2023/3/31	2023/4/7	34.66	计划于 2023 年 5 月 18 日正式开工, 2024 年 12 月 28 日全容量并网	-	4.42	-
华虹半导体制造 (无锡) 有限公司华虹制造 (无锡) 项目工程总承包	2023/5/17	2023/6/3	50.10	716 天	2.84%	1.42	5.42
盛虹动能科技 (苏州) 有限公司储能电池超级工厂和新能源电池研究院一期项目	2023/7/20	2023/9/12	17.48	472 天	3.60%	0.49	0.35
合肥长鑫 12 英寸存储器晶圆制造基地二期项目 FAB A2B 厂务机电工程 EPC 总承包	2023/8/10	-	26.15	655 天	-	0.00	0.00
铜梁区锂电新材料生产基地建设项目储能产业园配套厂房、年产 27 亿平方米锂离子电池隔膜项目 EPC	2023/12/30	2024/1/27	25.64	1130 天	-	-	-
重庆芯联微 12 英寸集成电路特色工艺线项目 (一期) EPC 总承包	2024/2/22	2024/4/10	24.97	586 天	-	-	-
华力集成电路有限公司康桥二期集成电路生产线厂房及配套设施建设项目	2024/4/4	-	50.11	1219 天	-	-	-

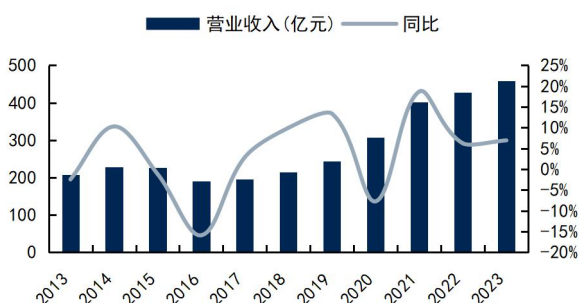
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

中材国际：业绩稳健订单充足，盈利能力显著提升

业绩稳健增长，在手合同充足，盈利能力提升。2023 年公司实现营业收入 457.99 亿元，同比增长 6.94%，实现归母净利润 29.16 亿元，同比增长 14.74%，业绩增长亮眼，其中，2023 年第四季度实现营业收入 142.89 亿元，实现归母净利润 9.14 亿元。2023 年公司新签合同总额 616.44 亿元，同比增长 17.82%，截至 2023 年底，公司未完合同额为 593.25 亿元，同比增长 12.46%，业绩增长可持续性有保障。盈利能力方面，公司 2023 年综合毛利率 19.43%，同比提升 2.09 个百分点，净利率 6.96%，同比提升 0.95 个百分点。

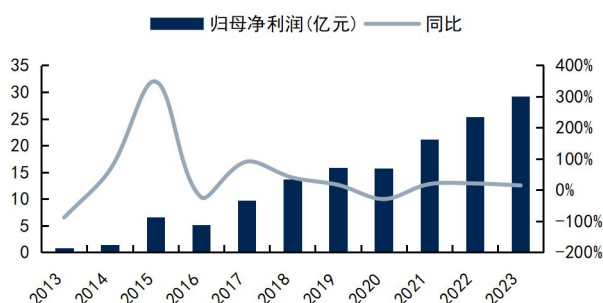
提高分红比例，整合集团内产业链资源，海外业务拓展加速。1) 2023 年 12 月，公司公告未来三年（2024-2026）股东回报规划，明确每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可供分配利润的 40%，高于近几年分红水平（2020-2022 年分红率分别为 35.3%/28.8%/36.1%），2023 年实现归母净利润 29.16 亿元，若按照 40% 分红率分红，当前股价对应股息率为约为 4.05%，投资吸引力提升。2) 2023 年 12 月，公司与天山股份拟共同对天山股份全资子公司中材水泥以现金方式增资共计 82.3 亿元，其中公司增资 40.9 亿，天山股份增资 41.5 亿。增资完成后，中材水泥注册资本将由 18.5 亿增加至 100 亿，公司、天山股份分别持有中材水泥 40%、60% 股权。中材水泥主要在海外经营水泥和骨料业务，目前拥有赞比亚工业园、蒙古国蒙欣水泥生产线、尼日利亚骨料生产线三个境外基础建材投资项目。本次增资可促进中材国际、中材水泥深度协同，进一步打开出海空间。

图49：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



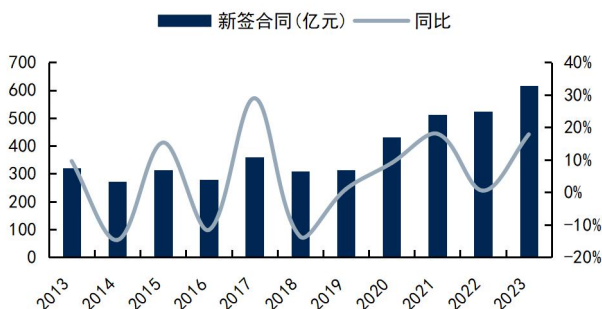
资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理（注：根据会计准则规定对收购资产 2023、2022、2021 年数据进行追溯调整）

图50：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



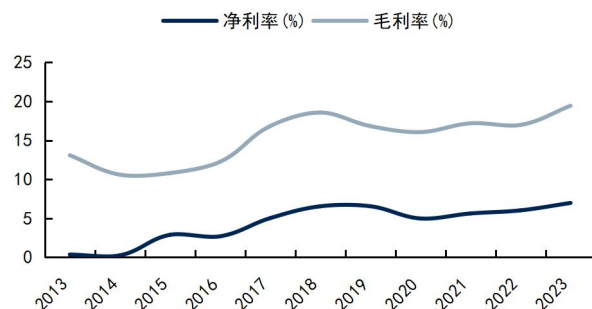
资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理（注：根据会计准则规定对收购资产 2023、2022、2021 年数据进行追溯调整）

图51：公司新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

图52：公司毛利率与净利率（单位：%）



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议

建筑央企在承接重大项目上具有优势，融资成本低于行业均值，有望保持订单和业绩稳健增长；随着海外订单持续回暖，建议关注国际工程龙头企业业绩兑现；工业建筑受地产和地方政府债务影响较小，也是当前政策支持的投资方向，随着库存周期拐点临近，产业链上钢结构、专业工程板块有望迎来估值修复，尤其是部分重大晶圆厂项目有望年内落地，建议关注洁净厂房建设机会。**重点推荐中国中铁、中国交建、太极实业、中材国际。**

风险提示

宏观经济下行风险；政策落地不及预期的风险；重大项目审批进度不及预期的风险。

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032