

# 建材&建筑行业2024年度中期投资策略

## 国内估值修复，出海成长可期

证券分析师：黄诗涛  
执业证书编号：  
S0600521120004  
联系邮箱：  
[huangshitao@dwzq.com.cn](mailto:huangshitao@dwzq.com.cn)

证券分析师：房大磊  
执业证书编号：  
S0600522100001  
联系邮箱：  
[fangdl@dwzq.com.cn](mailto:fangdl@dwzq.com.cn)

证券分析师：石峰源  
执业证书编号：  
S0600521120001  
联系邮箱：  
[shify@dwzq.com.cn](mailto:shify@dwzq.com.cn)

证券分析师：任婕  
执业证书编号：  
S0600522070003  
联系邮箱：  
[renj@dwzq.com.cn](mailto:renj@dwzq.com.cn)

研究助理：杨晓曦  
执业证书编号：  
S0600122080042  
联系邮箱：  
[yangxx@dwzq.com.cn](mailto:yangxx@dwzq.com.cn)

2024年6月18日

- **【大宗建材】** 玻纤：周期拐点已现，看好电子布景气继续上行
- **【大宗建材】** 水泥、玻璃：供需仍待再平衡，关注龙头企业估值修复和第二曲线（水泥）
- **【消费建材】** 政策加持，筑底修复，拥抱结构新变化
- **【建筑】** 继续推荐建筑央企和工程服务出海机会
- 风险提示

## ■大宗建材：景气仍在底部，需求仍是主要矛盾。

- ✓【玻纤行业】：周期拐点已现，看好电子布景气继续上行。
- ✓【水泥玻璃】：供需仍待再平衡，关注龙头企业估值修复和第二曲线。

## ■消费建材：政策加持，筑底修复，拥抱结构新变化

- ✓估值修复：2024年下半年基本面仍处筑底阶段，房地产政策加持下有望迎来估值修复，建议积极关注。
- ✓风险释放：多数公司信用减值计提已接近尾声，三表继续修复。
- ✓寻找潜在 $\alpha$ ：扩品类、调结构、走出海，是持续性经营改善的来源。

## ■建筑行业：继续推荐建筑央企和工程服务出海机会。

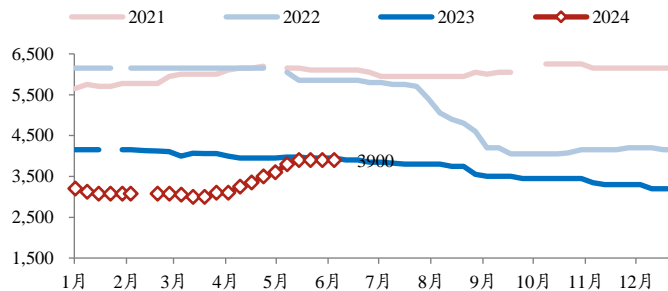
- ✓需求：基建投资增长平稳，地产投资下滑压力仍在，期待下半年政策发力。
- ✓建筑央企：收入和订单份额持续提升，基本面持续改善；市值管理纳入业绩考核+“一利五率”，估值修复。
- ✓工程服务出海：对外投资平稳发展，基建合作是重要形式，未来预计更多合作和政策支持有望出台，海外工程业务有望受益，后续有望逐渐兑现到订单和业绩层。

风险提示：需求进一步恶化的风险；原燃料价格上涨超预期的风险；行业竞争加剧风险。

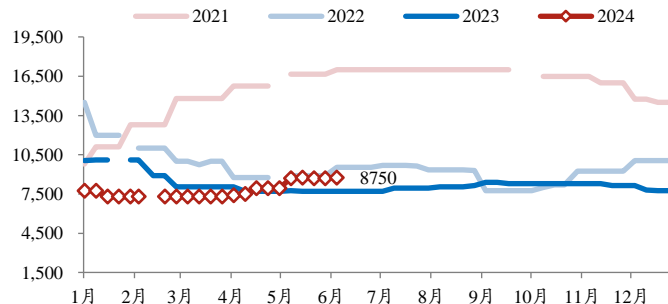
# 【大宗建材】玻纤：周期拐点已现，看好电子布景气继续上行

- 中期粗纱盈利向上趋势确立。随着供需平衡已经得到充分修复，叠加龙头企业市场策略的调整，景气拐点已经确立。行业中低的盈利水平会使得潜在新增产能持续处于低位。需求侧国内下游建筑建材类需求的回暖、风电需求的释放以及海外下游库存水平的修复有望支撑需求改善。剔除掉短期调价带来的库存波动，中期玻纤粗纱库存中枢有望逐步下行，行业盈利将延续向上修复的趋势。
- 细纱/电子布当前涨价传导顺利，考虑到下游库存仍处于历史低位，且铜价上涨预期有望促进下游积极备货，随着厂家库存的继续下降，价格有望持续上涨。中期来看，细纱行业盈利长时间处于低位，前期产能有所缩减，产能潜在增量有限，若下游开工率进一步改善，库存有望进一步下降，电子布盈利具有弹性。
- 中长期落后产能出清、玻纤成本的下降也为新应用的拓展和渗透率的提升提供催化剂，随着风电、新能源车等领域用量持续增长，光伏组件边框等新兴应用领域持续拓展，行业容量有望持续增长，产品结构的调整有利于龙头构筑新的壁垒。
- 当前龙头估值处于历史低位，景气回暖预期有望推动估值修复。推荐**中国巨石**，建议关注**中材科技、山东玻纤、长海股份、国际复材、宏和科技**等。

图：无碱2400缠绕纱价格（元/吨）



图：G75电子纱价格（元/吨）



表：国内粗纱供需平衡表测算

年份	粗纱供给	电子纱供给	样本企业原纱库存	样本企业原纱库存变动	样本企业原纱产能	库存变化		粗纱表现消费量	yoy	出口	yoy	内销	yoy
	(万吨)	(万吨)	(万吨)	(万吨)	(万吨)	(月)	(万吨)	(万吨)	%	(万吨)	%	(万吨)	%
2021	473.8	85.7	19.3	-2.2	381.0	-0.07	-2.9	476.7	5.0%	98.6	-27.9%	378.1	19.2%
2022	540.7	101.2	61.5	42.2	462.2	1.10	49.2	491.5	3.1%	178.0	80.5%	313.5	-17.1%
2023	579.5	104.1	79.6	18.1	450.8	0.48	22.1	557.3	13.4%	181.0	1.7%	376.3	20.0%
2024E	611.2	95.0				0.66	33.5	悲观: 577.7	4%	190.0	5%	387.6	3%
	611.2	95.0				0.11	5.6	中性: 605.5	9%	199.1	10%	406.4	8%
	611.2	95.0				-0.29	-14.7	乐观: 625.9	12%	208.1	15%	417.7	11%

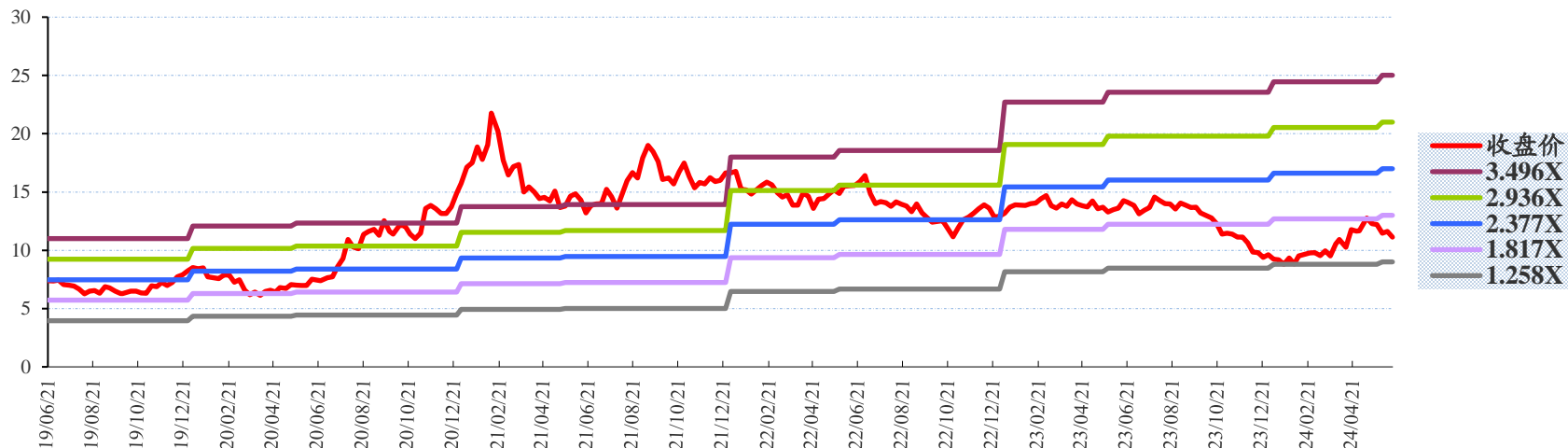
# 【大宗建材】中国巨石：全球玻纤龙头，成本领先+结构升级 下持续享有超额利润

- 公司在桐乡、成都、九江、淮安（在建）以及海外的埃及、美国设立六大生产基地，持续创新推动技术升级，在风电纱等中高端市场领域维持行业领先地位，得益于原材料、能耗、大型漏板、浸润剂多方面工艺、技术，以及规模效应增厚、新一轮冷修技改、智能化制造产能占比提升等积淀构筑的成本优势，成本领先位置稳固。
- 公司凭借着中高端产品的溢价以及稳固的成本优势，在此轮行业下行期中量增和盈利方面取得显著优于行业的表现，加速提升市场份额。当前粗纱多品类价格反弹，电子布涨价逐步落实，公司作为龙头企业有望充分受益于规模、成本优势和产品结构优势，有望持续充分享受超额利润。
- 公司当前市净率仍处历史低位，随着行业供需平衡修复及库存去化，将驱动公司盈利水平稳步上升和市净率继续修复。
- 我们预计公司2024-2026年归母净利润为25.2/34.7/45.0亿元，6月14日收盘价对应市盈率分别为18/13/10倍，维持“买入”评级。

图：中国巨石扣非后净利率



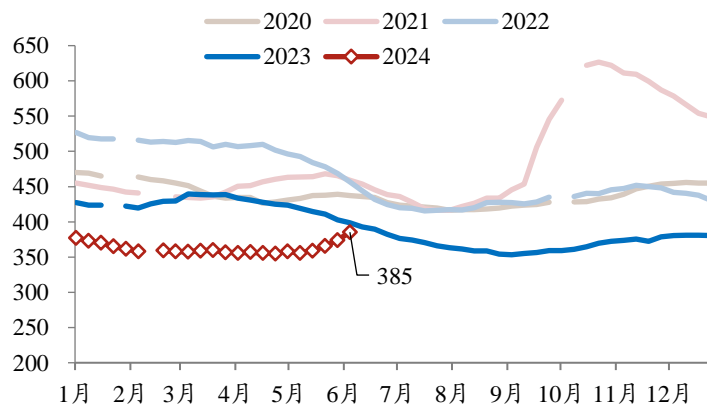
图：中国巨石PB-band



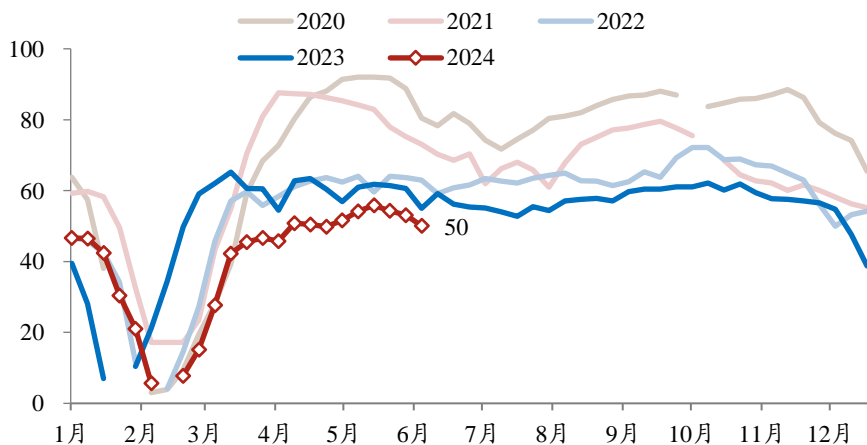
# 【大宗建材】水泥、玻璃：供需仍待再平衡，关注龙头企业估值修复和第二曲线（水泥）

- **水泥中长期行业供需仍待再平衡：**2017-2021年高盈利对企业资产负债表修复以及水泥自身产能特性导致存量产能此前未得到有效出清。行业库容较小导致库存对短期市场供需平衡情况较为敏感，市场平衡面临考验。
- **水泥短期需求不足背景下，水泥行业库存控制依赖错峰停窑，前期盈利大幅下滑的背景下企业稳价涨价意愿显著增强，支撑短期价格反弹。**但跨区域流动和企业市场策略的影响下，行业竞合或有反复，行业景气中低位震荡。随着财政工具和准财政工具有望进一步发力，财政前置下基建投资增速有望维持高位，有望向实物需求进一步传导，水泥需求改善有望促进行业预期稳定和盈利修复。
- **中长期来看，水泥企业市净率估值处于历史底部，双碳政策趋严和行业整合出清有望推动估值修复。**行业景气低位为进一步的整合带来机遇。双碳、环保政策利好中长期供给侧出清，此次提出加强产能产量调控，有望结合节能降碳工作加强供给侧的优化调整，龙头企业综合竞争优势凸显，估值有望迎来修复。推荐中长期产业链延伸有亮点的龙头企业：**华新水泥、海螺水泥、上峰水泥、天山股份、冀东水泥**等。

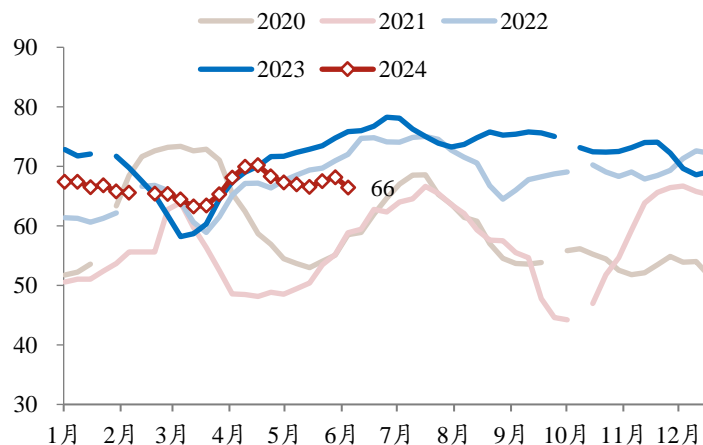
图：全国P·O 42.5水泥含税价（元/吨）



图：全国水泥平均出货率（%）



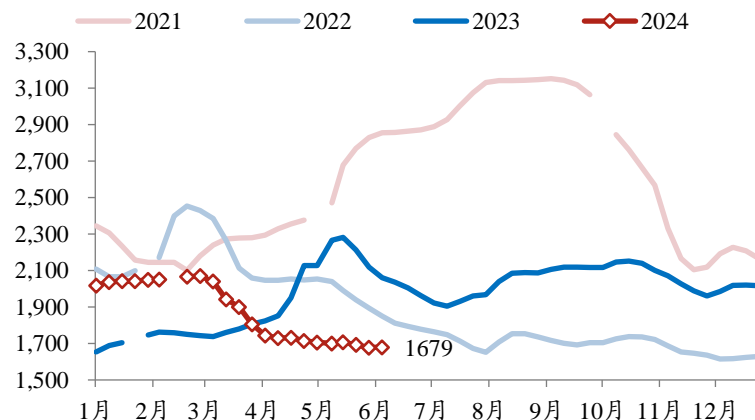
图：全国水泥平均库容比（%）



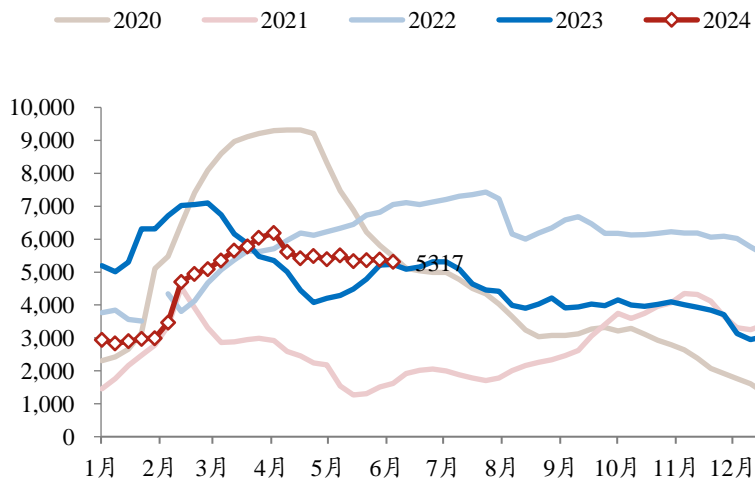
# 【大宗建材】水泥、玻璃：供需仍待再平衡，关注龙头企业估值修复和第二曲线（玻璃）

- 短期随着玻璃盈利水平下行，冷修产线有增多预期，叠加厂商和社会库存绝对水平不高，玻璃价格阶段性有一定支撑。
- 中期浮法玻璃盈利的持续性需要观察保交楼需求的落地情况和下游地产景气度的修复情况。
- ✓ 若2024年窑炉开工率维持，全年有效产能预计将同比增长4.7%。考虑到需求的下行压力和当前行业利润情况对供给的支撑，全年厂商库存或将有所累积，行业景气存下行压力。
- ✓ 因此行业盈利修复的持续性取决于行业库存累积的速度，变量主要在于保交楼的落地情况以及下游地产景气度对产业资金链和预期的影响，仍需进一步跟踪。
- 随着地产链需求回归中枢，中长期供需重新平衡的过程有待供给侧的有效出清。
- ✓ 产能置换政策的落实有利于把控长期供给总量和行业格局的优化，也有利于加速僵尸产能的淘汰。2021年出台的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》提出2013年以来，连续停产两年及以上的水泥熟料、平板玻璃生产线产能不能用于产能置换，且汽车玻璃项目不再豁免产能置换。
- 龙头企业的成本优势难以复制，将持续享有超额利润，第二曲线有望在一定程度上对冲浮法景气下行压力。产能置换政策的落实有利于把控长期供给总量和行业格局的优化，中长期随着供给出清，玻璃龙头企业有望凭借成本持续享受超额利润和现金流。2020-2021年龙头在行业景气高位加速布局光伏玻璃等第二曲线，逐步迎来业绩释放期。随着地产链景气企稳和新增长点的兑现，龙头估值有望迎来修复。推荐**旗滨集团**，建议关注**南玻A**、**金晶科技**、**信义玻璃**等。

图：全国平板玻璃均价（元/吨）



图：卓创统计的全国13省玻璃库存（万重箱）



表：主要大宗建材上市公司盈利预测与估值、股息率测算表

	总市值 (亿元)	市净率 (LF)	归母净利润(亿元)		市盈率		分红比例 预测	股息率测算	
			2023	2024E	2023	2024E		2023	2024E
中国巨石	445.55	1.6	30.44	25.23	14.6	17.7	36%	2.47%	2.05%
华新水泥	289.6	0.99	27.62	25.45	10.5	11.4	40%	3.80%	3.51%
海螺水泥	1,262.29	0.68	104.3	90.22	12.1	14	49%	4.01%	3.47%
旗滨集团	188.38	1.37	17.51	19.54	10.8	9.6	50%	4.69%	5.23%
赛特新材	33.4	3.19	1.06	1.67	31.5	20	43%	1.38%	2.17%

数据来源：Wind、东吴证券研究所测算

备注：行情指标日期为6月14日



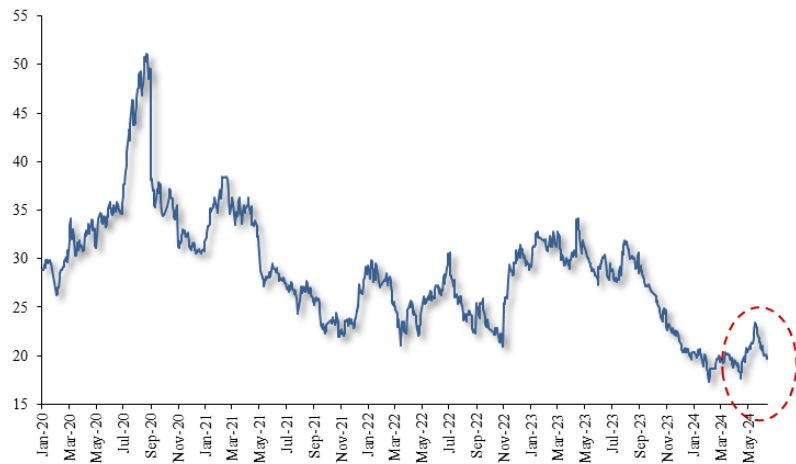
## ■ 2024H2板块基本面仍处筑底阶段，房地产政策加持下有望迎来估值修复，建议积极关注

- ✓ **回顾2023年和2024上半年：**需求端地产和基建均表现疲弱，装修建材企业收入端普遍承压，特别是Q2以来，竣工端下行压力逐渐明显，企业短期经营数据上的压力显现；利润表预计下半年仍有压力，但资产负债表和现金流量表有望持续修复；目前装修建材企业的估值水平已经基本回归到历史低位；展望2024年下半年，预计竣工需求端仍有压力，但积极的房地产政策的持续出台、财政政策的后置发力有望成为政策变量，带动需求端复苏和板块估值修复。
- ✓ **房地产政策密集出台，政策拐点在前，效果验证在后：**政策推动商品房市场去库存、加大保障房供给以及“以旧换新”，在释放增量住宅需求的同时，也有望带来存量住宅改造需求的增长，装修相关的建材品类有望明显受益。

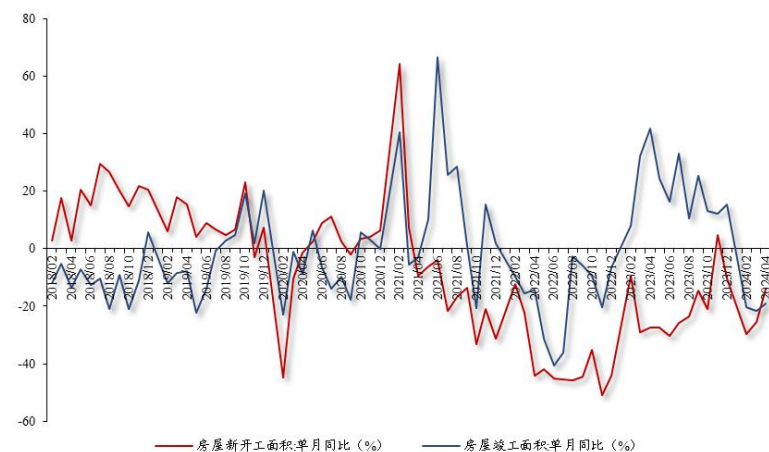
■ **投资建议：**对于地产后周期的消费建材板块，在经历了估值和业绩双杀后，板块整体处于筑底修复的阶段，行业供给侧出清和龙头份额提升仍在进行中，而多数细分龙头估值处于历史底部。在强力的地产政策作用下，需求螺旋下滑态势必将得到遏止，随着地产销售端、投资端和主体信用端的企稳，板块有望迎来基本面和估值的双重修复弹性。推荐北新建材、伟星新材、坚朗五金、东方雨虹、兔宝宝、科顺股份、东鹏控股，建议关注中国联塑、惠达卫浴、奥普家居、凯伦股份等。

- ✓ **板块催化因素：**房地产政策工具持续释放、房地产数据改善（房价、二手成交、新房销售等）

图：装修建材（申万）PE（TTM）变动情况



图：新开工及竣工面积单月增速情况



# 【消费建材】三表仍在修复，信用减值计提已接近尾声

■ **信用减值计提已接近尾声：**经历过2021Q4-2022年的大额信用减值计提后，2023年消费建材企业的大额信用减值计提已基本进入尾声。同时，部分消费建材企业主动调整业务结构，应收账款周转加快、经营性现金流改善。

■ **以价换量的竞争现实下，盈利继续修复空间有限；但现金流要求提升有助报表改善：**随着原材料价格回落，2023年防水、瓷砖、塑料管道、石膏板等品类毛利率均有显著回升，但随着需求总量下降、市场竞争加剧，部分品类逐步出现价格竞争，特别是头部企业间的竞争，预计今年盈利端仍有压力。

图：消费建材企业2022H2以来信用减值计提情况(亿元)

公司	2022H2	2022H1	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
坚朗五金	-0.94	-0.51	-0.14	-0.37	-0.19	-0.33	-0.23
东方雨虹	2.02	-4.07	-2.00	-2.07	-2.14	-1.31	-1.85
科顺股份	-1.24	-1.55	-0.32	-1.23	-1.34	-4.72	-0.42
凯伦股份	-1.33	-0.31	-0.05	-0.26	-0.49	-0.61	0.01
三棵树	-1.54	-0.73	-0.05	-0.68	-0.82	-2.00	0.27
亚士创能	-1.21	-0.71	0.04	-0.75	-0.31	-1.04	0.04
箭牌家居	0.52	-0.07	0.03	-0.10	0.09	-0.27	0.01
蒙娜丽莎	-0.58	-0.38	0.03	-0.41	0.01	-1.82	-0.02
东鹏控股	-1.39	-0.19	-0.03	-0.16	-0.16	-0.71	-0.06
帝欧家居	-6.10	-0.04	0.04	-0.08	-0.06	-3.32	-0.01
北新建材	-0.89	-0.01	0.02	-0.03	0.04	-0.31	0.01
伟星新材	-0.03	-0.01	0.00	-0.01	-0.04	-0.01	-0.02
兔宝宝	-1.75	-0.18	-0.01	-0.17	-0.20	-1.86	-0.22

图：消费建材企业单季度销售净利率情况(%)

公司	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
坚朗五金	-6.95	0.42	4.40	3.28	-4.58	4.17	6.44	8.33	-3.33
东方雨虹	4.93	7.07	8.52	6.18	5.04	10.21	11.99	-0.90	4.78
科顺股份	5.71	6.05	1.30	-5.29	3.10	0.10	1.03	-24.79	3.43
凯伦股份	2.41	2.14	0.13	-30.72	6.86	2.97	2.87	-7.25	1.68
三棵树	-2.35	4.38	6.23	0.48	1.40	7.80	6.56	-12.39	2.29
亚士创能	-7.80	7.62	4.09	4.60	-3.25	5.54	4.63	-2.88	-27.72
箭牌家居	2.32	9.74	9.37	7.58	0.25	7.23	6.28	5.79	-8.03
蒙娜丽莎	-7.72	-22.41	7.95	0.39	1.02	9.58	11.60	-4.13	0.92
东鹏控股	-8.10	9.02	3.86	0.42	0.07	15.42	11.66	4.44	-1.18
帝欧家居	-11.91	-12.77	-13.12	-111.74	-13.19	1.67	-0.48	-58.36	-7.93
北新建材	12.10	18.76	14.35	17.23	12.51	19.66	15.39	14.55	13.95
伟星新材	11.83	16.66	24.70	19.08	19.72	24.37	25.77	21.61	15.77
兔宝宝	6.00	8.45	5.93	1.95	6.71	10.26	7.11	7.19	6.02

图：消费建材企业单季度销售毛利率情况(%)

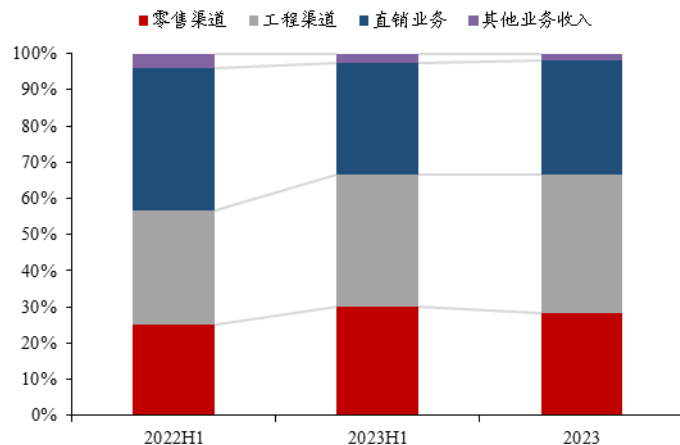
公司	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
坚朗五金	28.80	28.86	31.24	31.18	30.13	31.90	32.16	33.95	30.41
东方雨虹	28.28	25.94	23.81	25.55	28.66	29.10	29.38	23.01	29.68
科顺股份	25.74	20.62	18.98	19.81	21.59	20.76	21.35	21.11	23.81
凯伦股份	20.54	25.17	17.51	15.26	22.68	24.98	24.12	15.93	21.71
三棵树	26.33	28.63	30.56	28.84	29.57	31.87	31.78	32.06	28.38
亚士创能	32.82	30.36	32.70	34.21	35.02	33.43	29.94	24.16	19.80
箭牌家居	35.91	34.29	32.53	30.18	30.44	28.96	29.36	25.94	24.40
蒙娜丽莎	19.11	22.24	27.09	24.52	24.51	30.00	32.56	29.25	26.51
东鹏控股	23.45	29.72	30.97	31.72	24.84	35.34	32.94	31.04	26.53
帝欧家居	18.59	16.79	17.02	18.30	20.24	23.38	25.11	22.06	22.68
北新建材	28.39	31.36	29.24	27.44	26.91	32.53	32.00	26.97	28.65
伟星新材	36.56	38.53	43.31	39.46	37.18	43.82	48.01	44.88	41.48
兔宝宝	18.51	18.98	17.17	18.15	22.75	19.12	16.86	17.68	17.86

- **品类扩张:** 消费建材企业在C端及小B端推出新产品，利用资金、渠道优势等快速布局，加快业务结构转型。
- ✓ **东方雨虹:** 重点布局瓷砖铺贴类及美缝类产品线，扩大C端影响力；同时，在多品类发展路径上，持续培育加固剂及腻子粉等墙辅产品线、推动胶类产品发展、孵化五金及管业等新品类。
- ✓ **北新建材:** 贯彻“一体两翼发展战略”，以石膏板业务为核心，做好轻钢龙骨、粉料砂浆、矿棉板、岩棉、金邦板等“石膏板+”配套延伸产品业务，鲁班万能板全屋装配体系；两翼为涂料和防水材料。
- ✓ **伟星新材:** 利用现有营销渠道资源，做强家装隐蔽工程系统，积极布局新项目，进军防水、净水等领域。
- **渠道结构调整:** 龙头企业加大C端和小B渠道的开拓力度，降低对地产集采业务的依赖程度。 例如东方雨虹坚持C端优先战略，2023年公司零售业务营收同比增长28.11%，占比达到28.29%，工程、直销业务分别占比38.12%、31.59%，零售业务占比逐步提升。

图：消费建材龙头公司新品类规模及增速情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
东方雨虹（民建集团）			19.64	37.90	60.78	81.80
yoy				93.00%	60.37%	34.58%
三棵树（基辅材）	3.32	4.89	8.73	16	17.19	24.24
yoy		47.29%	78.53%	83.28%	7.44%	41.01%
北新建材（石膏板+）	4.35	5.61	6.15	7.77	9.94	21.70
yoy		28.97%	9.63%	26.34%	27.93%	118.26%
伟星新材（防水、净水等）	1.12	1.95	2.27	4.1	6.76	9.14
yoy		74.11%	16.41%	80.62%	64.88%	35.24%

图：东方雨虹销售渠道变动情况



## 【消费建材】出海：加快海外布局，海外业务增速及占比提升

- **消费建材企业加速出海寻找增量：**消费建材企业在海外一带一路国家等设立子公司、新建生产基地、布局销售渠道等，在海外市场寻找业务增量，推动公司业务国际化。
- **北新建材：**公司推动布局非洲、中亚、中东、东南亚等新兴国际市场，在“一带一路”国家建设本地区规模最大、技术最先进的生产基地，逐步实现全球布局。
- **坚朗五金：**公司近年来已设13个海外备货仓，产品已销往100多个国家和地区，并在中国香港地区、印度、越南、印尼、马来西亚、墨西哥等国家和地区设立子公司。海外子公司使用国内相同的信息化系统对接，员工本地化布局，同时引入海外本土化人才。2023Q3公司海外市场占比12%左右，海外市场整体表现较好。
- **伟星新材：**2019年伟星在泰国和德国设立了2家孙公司，并且在泰国设立和建设生产基地；2021年公司收购新加坡捷流100%的股权，有助于公司在东南亚市场开拓及助力公司商业模式升级。
- **东方雨虹：**公司发展加速出海，不断升级“本地化”策略，立足东南亚、聚焦深耕中东市场，积极探索海外市场的发展路径，加大海外出口力度。截至2022年底，公司在海外市场拥有一级代理135家，二级代理1000余家。

表：消费建材龙头公司港澳台及海外业务营收占比和增速变动

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
北新建材	0.84%	0.75%	0.44%	0.53%	0.77%	0.99%
yoy	29.47%	-5.08%	-26.07%	50.43%	37.83%	45.03%
伟星新材	3.50%	2.66%	2.47%	2.49%	3.98%	4.43%
yoy	25.81%	22.43%	1.58%	25.95%	74.37%	2.05%
坚朗五金	10.41%	9.34%	10.56%	7.16%	10.06%	9.88%
yoy	4.15%	22.35%	44.94%	-11.32%	22.01%	0.12%
东方雨虹	0.97%	1.45%	1.15%	1.12%	1.49%	2.16%
yoy	133.65%	94.11%	-5.54%	43.69%	30.01%	52.41%

表：主要消费建材上市公司盈利预测与估值、股息率测算表

	总市值 (亿元)	市净率 (LF)	归母净利润(亿元)		市盈率		分红比例 预测	股息率测算	
			2023	2024E	2023	2024E		2023	2024E
东方雨虹	351.83	1.31	22.73	31.98	15.48	11.0	65%	4.20%	5.91%
北新建材	539.80	2.23	35.24	43.8	15.32	12.3	40%	2.61%	3.25%
伟星新材	260.30	5.85	14.32	14.88	18.17	17.5	85%	4.68%	4.86%
坚朗五金	108.71	2.18	3.24	5.03	33.55	21.6	20%	0.60%	0.93%
箭牌家居	81.10	1.70	4.25	4.48	19.10	18.1	30%	1.57%	1.66%
东鹏控股	74.95	1.01	7.20	7.75	10.40	9.7	50%	4.81%	5.17%
兔宝宝	95.16	3.46	6.89	7.77	13.80	12.2	65%	4.71%	5.31%

数据来源：Wind、东吴证券研究所测算

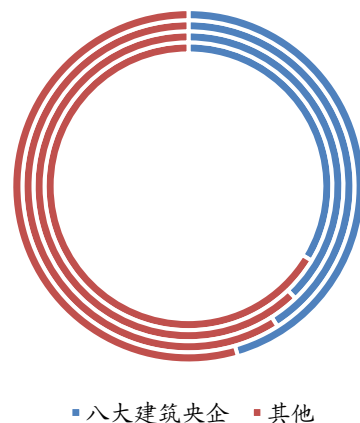
备注：行情指标日期为6月14日

# 【建筑】继续推荐建筑央企和工程服务出海机会

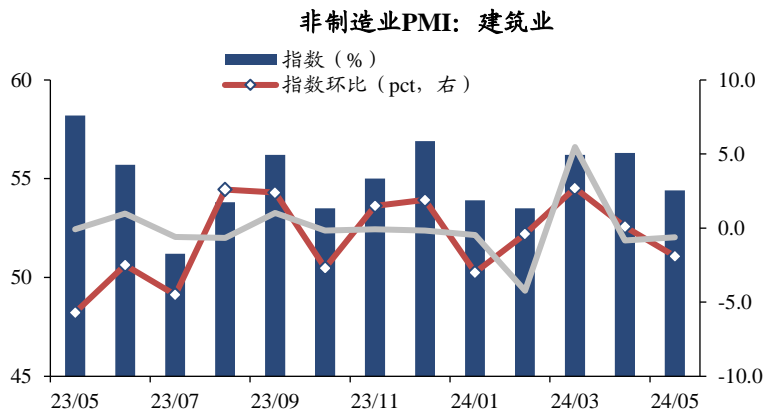
## ■ 需求：基建投资增长平稳，地产投资下滑压力仍在，期待下半年政策发力。

- ✓ 2024年1-4月基建投资保持平稳增长，广义基建投资同比增长7.8%、狭义基建投资同比增速6.0%；结构上来看，电力热力、水利管理业、交通运输仓储等细分领域投资增速保持高景气；1-4月房地产投资同比下降9.8%、新开工同比下降24.6%，地产投资下滑对需求的拖累仍在，预计后续改善修复的弹性仍弱，地产政策不断优化下，投资端修复节奏需要观察。
- ✓ 建筑新订单指数仍处于低位，需要关注政策对实物量落地：5月建筑业商务活动指数为54.4%，环比下降1.9个百分点，扩张有所放缓，建筑业新订单指数为44.1%，环比下降1.2个百分点，连续两个月下降，在当前地产依然低迷、政府债券发行后置的情况下，投资的实物量落地对建筑业需求的影响依然需要持续关注。5月信贷投放平稳增长，政府债发行同比仍偏慢，期待后续财政政策发力和实物量加快落地，建筑业景气有望企稳回升。
- ✓ 建筑央企收入和订单份额持续提升。（1）2021年以来八大建筑央企整体收入增速高于全国固定资产投资增速。（2）八大建筑央企年度新签订单占建筑业的比重从2020年的33.6%提升至2023年的45.5%。

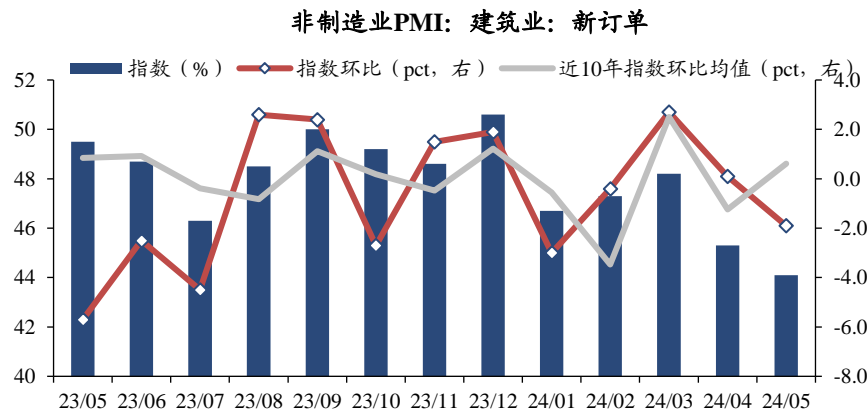
图：八大建筑央企新签额在建筑业中的占比（由内到外依次为2020年、2021年、2022年、2023年）



图：建筑业PMI指数及同比变动情况



图：建筑业新订单指数及同比变动情况



## ■ 建筑央企投资机会

- ✓ **基本面改善:** 当前基建投资保持平稳增长, 稳增长政策预期+财政后置发力预期下, 投资端需求改善预期增强, 建筑央企有望直接受益。国资委提出强化投资者回报, 进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核, 叠加“一利五率”考核体系下, 建筑央企基本面有望持续改善。
- ✓ **估值底部:** 建筑央企相对于全市场以及其他海外企业的相对估值仍处偏低水平。(1) 相对沪深300指数, 当前主要建筑央企标的相对市净率和市盈率估值水平处于历史底部区域。(2) 同等财务指标的前提下, 国内建筑央企市盈率估值也低于海外建筑龙头: 海外主要建筑龙头上市公司市盈率平均值为15倍左右, 市净率平均值为2.5倍左右。
- ✓ **复盘历史经验:** 过去建筑央企的超额收益一般发生在经济下行见底期, 即经济下行速度加快, 宽货币开启的阶段。(1) 反映在宏观指标上, M2同比增速出现止跌回升, 宏观投资(固定资产投资/基建投资)增速见底回升。(2) 建筑央企负超额收益一般发生在经济上行动力较强的阶段。反映在M1同比增速和宏观利率均显著上行。(3) 若剔除行业重磅政策变化或主题性投资, 宏观周期波动一般会带来建筑央企1-3个季度超额收益。涨幅大的主题性行情一般由政策触发。
- ✓ **投资建议:** 我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企估值持续修复机会, 推荐**中国交建、中国建筑、中国电建、中国铁建、中国中铁**等。

表: 主要建筑央企当年累计新签订单增速

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
中国中铁	84%	17%	35%	11%	10%	5%	-9%	2%	-7%
中国交建	5%	17%	3%	22%	6%	11%	14%	14%	11%
中国建筑	13%	11%	11%	11%	21%	11%	14%	11%	10%
中国铁建	2%	26%	18%	15%	16%	2%	-3%	2%	2%
中国中冶	15%	7%	8%	12%	1%	12%	5%	6%	-3%
中国电建	7%	51%	48%	29%	30%	5%	6%	13%	3%
中国能建	0%	10%	17%	20%	22%	21%	36%	22%	10%
中国化学	90%	23%	37%	10%	1%	14%	21%	10%	22%
中材国际	-16%	1%	-13%	0%	103%	68%	58%	18%	-2%

# 【建筑】继续推荐建筑央企和工程服务出海机会

图：央企ROE拆分

		2019	2020	2021	2022	2023
八大建筑央企	中国铁建	10.6%	9.6%	9.4%	9.5%	8.7%
	中国交建	9.4%	6.8%	7.1%	7.0%	8.2%
	中国电建	7.5%	7.1%	7.1%	8.3%	8.3%
	中国能建	9.4%	7.4%	8.0%	8.0%	7.5%
	中国中铁	11.5%	10.6%	10.4%	10.9%	10.6%
	中国中冶	7.3%	8.0%	8.2%	9.0%	6.5%
	中国建筑	16.1%	15.6%	16.0%	14.0%	13.4%
	中国化学	9.0%	10.1%	10.8%	10.7%	9.8%
	中材国际	16.9%	10.8%	15.2%	15.9%	17.3%
四大国际工程企业	北方国际	15.4%	14.2%	10.5%	9.1%	11.3%
	中钢国际	11.0%	11.2%	11.0%	9.9%	10.6%
	中工国际	10.7%	-0.8%	2.7%	3.1%	3.3%
代表性地方国企	安徽建工	6.8%	8.7%	10.3%	11.4%	12.2%
	上海建工	12.3%	9.6%	9.7%	3.3%	3.8%
	四川路桥	11.5%	15.8%	22.4%	32.5%	20.7%
	陕建股份	10.4%	30.3%	20.3%	17.1%	16.3%
	山东路桥	11.8%	18.9%	19.3%	17.1%	11.9%

权益乘数

		2019	2020	2021	2022	2023
八大建筑央企	中国铁建	5.26	5.01	4.96	5.14	5.31
	中国交建	4.87	5.10	5.33	5.35	5.47
	中国电建	7.88	7.54	7.61	7.24	7.02
	中国能建	7.46	7.09	6.18	6.09	6.82
	中国中铁	4.84	4.73	4.83	5.16	5.43
	中国中冶	4.93	4.93	5.11	4.94	4.68
	中国建筑	7.48	7.32	7.11	6.92	6.84
	中国化学	3.13	3.46	3.66	3.68	3.75
	中材国际	3.39	3.20	3.18	3.09	2.92
四大国际工程企业	北方国际	2.86	3.09	3.16	2.97	2.83
	中钢国际	3.50	3.52	3.72	4.01	3.93
	中工国际	2.03	2.06	2.07	2.03	2.01
	安徽建工	9.45	10.51	10.90	11.38	12.54
代表性地方国企	上海建工	7.38	8.30	8.70	8.85	9.19
	四川路桥	6.21	5.52	5.03	5.01	5.17
	陕建股份	2.93	10.21	12.00	12.78	13.47
	山东路桥	5.32	6.16	6.25	6.38	6.32
	000498.SZ					

总资产周转率

		2019	2020	2021	2022	2023
八大建筑央企	中国铁建	0.8309	0.7834	0.7859	0.7621	0.7142
	中国交建	0.5332	0.5177	0.5088	0.4964	0.4748
	中国电建	0.4566	0.4730	0.4852	0.5715	0.5556
	中国能建	0.6098	0.6023	0.6415	0.6141	0.5610
	中国中铁	0.8514	0.8640	0.8379	0.7761	0.7340
	中国中冶	0.7547	0.8293	0.9536	1.0500	1.0166
	中国建筑	0.7288	0.7642	0.8258	0.8153	0.8155
	中国化学	0.9782	0.8734	0.8787	0.8508	0.8663
	中材国际	0.7623	0.6702	0.9576	0.9106	0.9327
四大国际工程企业	北方国际	0.8445	0.7829	0.6974	0.6486	0.9375
	中钢国际	0.7915	0.7797	0.7211	0.7346	0.9309
	中工国际	0.5313	0.3647	0.3951	0.4427	0.5561
	安徽建工	0.5695	0.5806	0.6132	0.5807	0.5700
代表性地方国企	上海建工	0.8685	0.7996	0.8326	0.7939	0.8136
	四川路桥	0.5740	0.5793	0.6797	0.7827	0.5122
	陕建股份	0.9660	1.3418	0.7756	0.7039	0.5509
	山东路桥	0.8314	0.7904	0.8308	0.6975	0.6020
	000498.SZ					

归母净利率

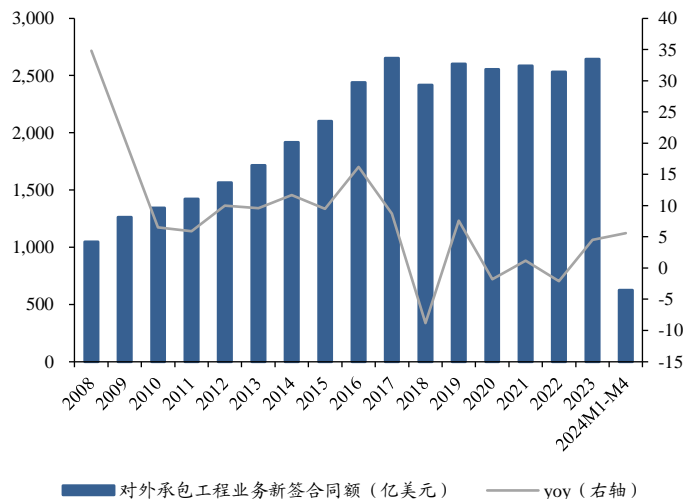
		2019	2020	2021	2022	2023
八大建筑央企	中国铁建	2.4%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%
	中国交建	3.6%	2.6%	2.6%	2.7%	3.1%
	中国电建	2.1%	2.0%	1.9%	2.0%	2.1%
	中国能建	2.1%	1.7%	2.0%	2.1%	2.0%
	中国中铁	2.8%	2.6%	2.6%	2.7%	2.7%
	中国中冶	1.9%	2.0%	1.7%	1.7%	1.4%
	中国建筑	2.9%	2.8%	2.7%	2.5%	2.4%
	中国化学	2.9%	3.3%	3.4%	3.4%	3.0%
	中材国际	6.5%	5.0%	5.0%	5.7%	6.4%
四大国际工程企业	北方国际	6.4%	5.8%	4.8%	4.7%	4.3%
	中钢国际	4.0%	4.1%	4.1%	3.4%	2.9%
	中工国际	9.9%	-1.1%	3.3%	3.4%	2.9%
	安徽建工	1.3%	1.4%	1.5%	1.7%	1.7%
代表性地方国企	上海建工	1.9%	1.4%	1.3%	0.5%	0.5%
	四川路桥	3.2%	5.0%	6.6%	8.3%	7.8%
	陕建股份	3.7%	2.2%	2.2%	1.9%	2.2%
	山东路桥	2.7%	3.9%	3.7%	3.9%	3.1%
	000498.SZ					



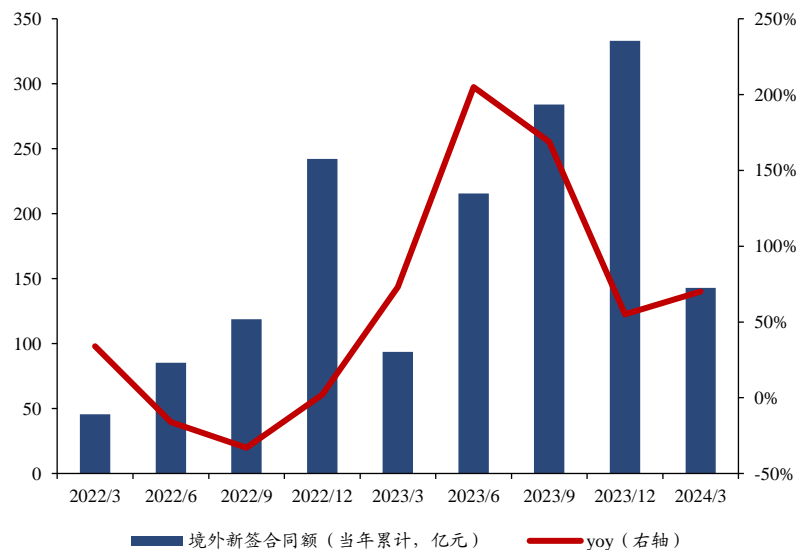
## ■ 出海方向投资机会

- ✓ **需求：**2023年我国对外非金融类直接投资同比增长16.7%，在“一带一路”共建国家非金融类直接投资同比增长28.4%，对外承包工程业务新签合同额同比增长9.5%。对外投资平稳发展，基建合作是重要形式，未来预计更多合作和政策支持有望出台，海外工程业务有望受益，后续有望逐渐兑现到订单和业绩层面。
- ✓ **政策：**二十大报告提出共建“一带一路”高质量发展，将进一步深化交通、能源和网络等基础设施的互联互通建设，开展更大范围、更高水平、更深层次的区域合作，为建筑央企参与一带一路沿线市场打开更大空间。
- ✓ **投资建议：**建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。

图：我国对外承包工程业务新签合同金额变化（亿美元；%）



图：中材国际新签海外订单保持快速增长（亿元；%）



表：主要央国企估值水平及股息率测算

	总市值 (亿元)	市净率 (LF)	归母净利润(亿元)		市盈率		分红比例 预测	股息率测算	
			2023	2024E	2023	2024E		2023	2024E
中国交建	1,429.26	0.52	238.12	258.10	6.0	5.5	20%	3.33%	3.61%
中国中铁	1,596.42	0.55	334.83	351.61	4.8	4.5	16%	3.26%	3.42%
中国铁建	1,143.40	0.45	260.97	273.98	4.4	4.2	18%	4.16%	4.36%
中国建筑	2,314.07	0.53	542.64	575.03	4.3	4.0	21%	4.88%	5.17%
中国电建	887.15	0.67	129.88	146.45	6.8	6.1	18%	2.65%	2.99%
中材国际	329.20	1.76	29.16	33.60	11.3	9.8	36%	3.21%	3.70%

数据来源：Wind、东吴证券研究所测算

备注：行情指标日期为6月14日

## 4、风险提示

- **需求进一步恶化的风险：**行业与房地产、建筑工程、家居装修等具有密切的相关性，其发展很大程度上依赖于国家基础设施建设及房地产的投资情况，若市场景气度不佳或未达预期，将会导致经营受到不利影响的风险。
- **原燃料价格上涨超预期的风险：**建材上游多为石化链产品，其价格与原油价格走势相关性较高。若外部环境等因素变化影响原油价格，将会给建材成本端原材料价格带来大幅波动，若价格传导不及时，将会影响建材企业盈利成本。
- **行业竞争加剧风险：**建材行业多数细分赛道市场化程度较高，市场集中度较低，中小企业同质化竞争、采取价格战等方式争夺市场份额，在一定程度上对品牌企业形成冲击和影响。行业内公司在市场拓展、产品竞争力及占有率保持上具有一定的风险。

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园