

建筑行业 7 月投资策略

中性

下游需求整体低迷，预计建筑企业利润表承压

核心观点

行情回顾：跑输大盘，国际工程和钢结构回调。6月至今（7月12日）申万建筑装饰指数下跌7.42%，同时期上证指数上涨3.74%，建筑装饰指数跑输大盘3.68pct，在31个一级行业中收益排名第12。由于国际工程和钢结构的下游需求受国内基建和房地产影响相对较小，因为市场预期板块内公司能够保持订单增速较快增长，而二季度相关公司订单增速不及预期，因此板块整体回调较多。

地方投资受限，中央财政加杠杆初显成效。根据Mysteel统计数据，2024年上半年，全国各地新开工项目投资额共计20.41万亿元，同比-36.1%。2024年上半年全国合计新增专项债1.49万亿元，同比-35.1%，仅完成全年新增限额的38%。中央财政重点支持的水利、铁路等领域投资景气度相对较高，而地方财政重点投向的市政公用、道路建设投资增速显著下滑。

建筑企业利润表承压，未来或将主动缩表。2024H1预计行业整体订单下滑，建筑央企龙头新订单相对稳健，部分地方国企新订单压力较大；PPP新政落地以后，以投资撬动工程收入的模式或难以为继，导致建筑企业收入和利润规模整体承压。我们认为当前建筑企业下游需求整体萎缩不可逆转，扩大资本开支维持当期收入和利润增速的策略将持续积累资产端风险，并且持续拖累资产周转效率。当前从股东利益角度出发，建筑企业需要保证新签订单质量，加强在手订单回款管理，在下游订单减少的情况下允许收入和利润一定程度下滑，收缩投资类业务，加强现汇工程业务，保证现金流健康，进而保障自身持续经营和分红能力。通过持续修复资产负债表，优化资产质量，以达到估值提升的目标。

投资建议：预计全年基建新开工和投资落地完成金额均面临较大压力，传统基建央企和地方建工企业预计收入和利润普遍承压，需要加强项目质量管控，做强现金流，逐步消化过往累积的减值压力，从而实现资产负债表和估值的逐步修复。当前重点推荐受地产和基建订单下滑影响较小，细分赛道中订单景气度较回款较高，现金好的“隐形冠军”企业，包括**亚翔集成、太极实业、中国海诚**，建议关注有现金流改善预期，重资产投资相对谨慎的建筑央企**中国铁建、中国中铁**。

风险提示：宏观经济下行风险；基建相关政策支持不及预期的风险；重大项目审批落地不及预期的风险。

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 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
603929.SH	亚翔集成	优于大市	25.59	55	2.69	2.66	9.51	9.62
600667.SH	太极实业	优于大市	5.68	120	0.47	0.53	12.09	10.72
002116.SZ	中国海诚	优于大市	9.00	42	0.72	0.76	12.50	11.84
601186.SH	中国铁建	优于大市	8.31	1,060	2.13	2.27	3.90	3.66
601390.SH	中国中铁	优于大市	6.22	1,439	1.53	1.70	4.07	3.66

资料来源：Wind、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

中性 · 维持

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

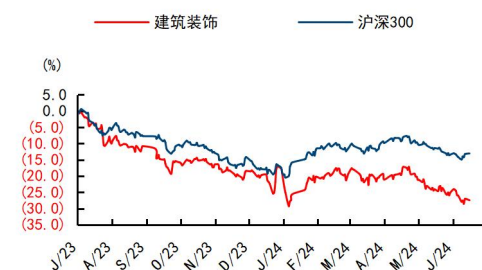
证券分析师：朱家琪

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-基建行业预计降速缩表，优选细分赛道龙头》
——2024-07-15《建筑行业周观点-专项债发行进度仍然偏慢，基建开工端压力较大》
——2024-07-01《建筑行业周观点-洪涝灾害风险上升，水利工程投资有望持续加码》
——2024-06-24《建筑行业周观点-专项债发行或继续提速，基建投资增速放缓》
——2024-06-18《建筑行业周观点-低空经济政策持续催化，继续看好国际工程和洁净室工程》
——2024-06-11

内容目录

行情回顾：跑输大盘，国际工程和钢结构回调	5
地方投资受限，中央财政加杠杆初显成效	6
建筑企业利润表承压，企业或将缩表提估值	9
行业整体需求小幅下滑，新订单向头部集中	9
PPP 新政下，过去投资撬动工程的增长模式或不可持续	10
收付现比同步下滑反映产业链现金流压力增大	12
建筑企业应通过保证现金流健康、提高资产质量以实现估值提升	13
重点推荐：亚翔集成、太极实业	14
亚翔集成：聚焦半导体洁净室工程，海内外重大项目落地驱动业绩高增	14
太极实业：在手订单充足，工程业务盈利能力显著提升	15
投资建议	17
风险提示	17

图表目录

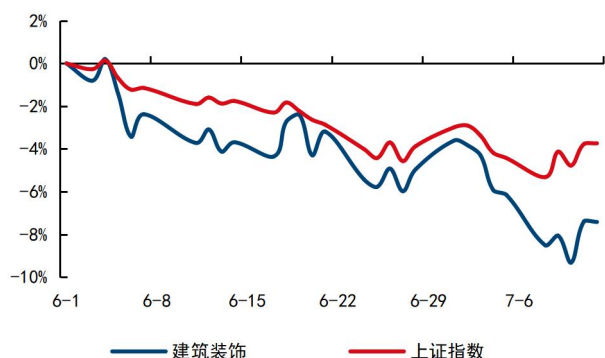
图1: 6月至今SW建筑装饰指数走势(单位: %)	5
图2: 近一年SW建筑装饰指数走势(单位: %)	5
图3: 6月至今SW建筑细分板块涨跌幅(单位: %)	5
图4: 6月至今建筑板块个股涨跌幅排名(单位: %)	5
图5: 2022-2024年项目开工合同额单月值(单位: 亿元)	6
图6: 2022-2024年项目开工合同额年内累计值(单位: 亿元)	6
图7: 专项债单月新增发行额及同比增速(单位: 亿元)	6
图8: 近三年专项债累计发行额(单位: 亿元)	6
图9: 国债发行额及净融资额(单位: 亿元)	8
图10: 目标财政赤字规模和赤字率(单位: 亿元, %)	8
图11: 水利、铁路投资增速和基建投资增速对比(单位: %)	8
图12: 公共设施投资和道路投资增速(单位: %)	8
图13: 建筑业新签合同额及增速(单位: 亿元, %)	9
图14: 建筑业产值及增速(单位: 亿元, %)	9
图15: 八大建筑央企新签合同额及市占率(单位: 亿元, %)	9
图16: 八大建筑央企与建筑业整体新签合同增速对比(单位: %)	9
图17: 已披露订单数据的建筑央企和省级国企2024H1新签合同情况(单位: 亿元, %)	10
图18: 中材国际单季度海外新签合同额及增速(单位: 亿元, %)	10
图19: 中工国际单季度海外新签合同额及增速(单位: 亿元, %)	10
图20: PPP的两种主要模式	11
图21: 存量PPP项目回报机制结构(单位: %)	11
图22: 部分建筑企业收入形成的各类短期应收款以外资产占全部收入的比值(单位: %)	12
图23: 部分建筑企业总资产及其中流动资产占比(单位: 亿元, %)	12
图24: SW建筑装饰板块经营活动产生的现金流量净额(单位: 亿元)	12
图25: SW建筑装饰板块收现比和付现比(单位: %)	12
图26: SW建筑装饰板块资本开支支付的现金(单位: 亿元)	13
图27: SW建筑装饰板块现金及现金等价物净增加额(单位: 亿元)	13
图28: 公司营业收入及增速(单位: 亿元, %)	14
图29: 公司归母净利及增速(单位: 亿元, %)	14
图30: 公司新签订单金额(单位: 亿元)	15
图31: 公司近五年末在手订单金额及增速(单位: 亿元, %)	15
图32: 近年来一季度公司营收及同比增速(单位: 亿元, %)	16
图33: 近年来一季度公司收付现比(单位: %)	16
图34: 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35: 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

表1：2024 年各地重大项目投资计划一览（单位：亿元）	7
表2：公司 2022 年以来新中标重大项目	16

行情回顾：跑输大盘，国际工程和钢结构回调

6月至今建筑板块跑输大盘。6月至今（7月12日）申万建筑装饰指数下跌7.42%，同时期上证指数上涨3.74%，建筑装饰指数跑输大盘3.68pct，在31个一级行业中收益排名第12。

图1：6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

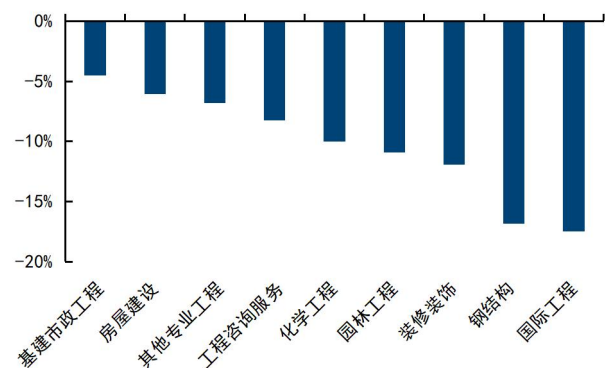
图2：近一年SW建筑装饰指数走势（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

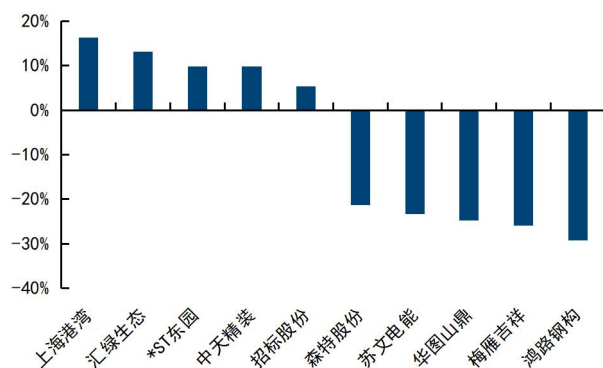
6月至今前期表现较好的国际工程和钢结构板块回调较多。6月至今建筑细分板块普遍下跌，其中跌幅较小的是基建市政工程（-4.49%）和房屋建设（-6.09%），跌幅较大的是国际工程（-17.45%）和钢结构（-16.82%）。由于国际工程和钢结构的下游需求受国内基建和房地产影响相对较小，因为市场预期板块内公司能够保持订单增速较快增长，而二季度相关公司订单增速不及预期，因此板块整体回调较多。

图3：6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4：6月至今建筑板块个股涨跌幅排名（单位：%）

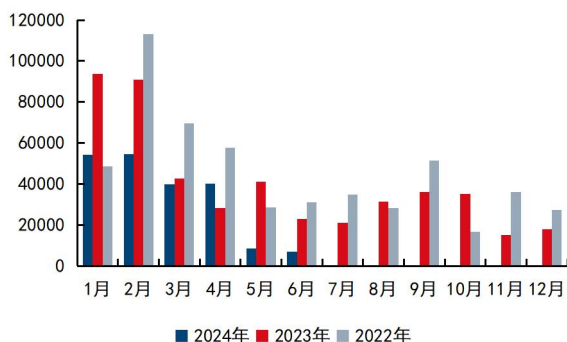


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

地方投资受限，中央财政加杠杆初显成效

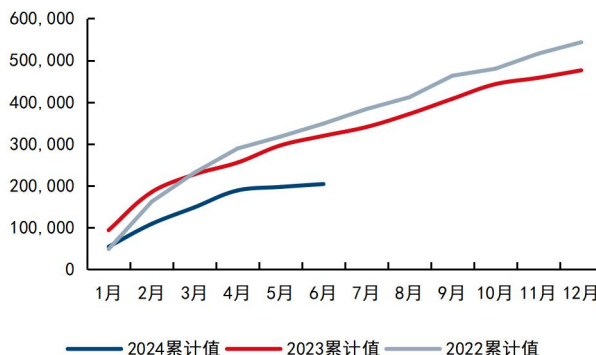
开工低迷，上半年开工合同额下降 36.1%。根据 Mysteel 统计数据，2024 年上半年，全国各地新开工项目投资额共计 20.41 万亿元，同比-36.1%。二季度新开工项目投资额 5.56 万亿元，同比-39.6%，其中 5 月、6 月新开工投资额分别为 8403 亿元、6870 亿元，单月同比分别为-79.6%、-69.9%，开工进程全面落后于前两年。

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

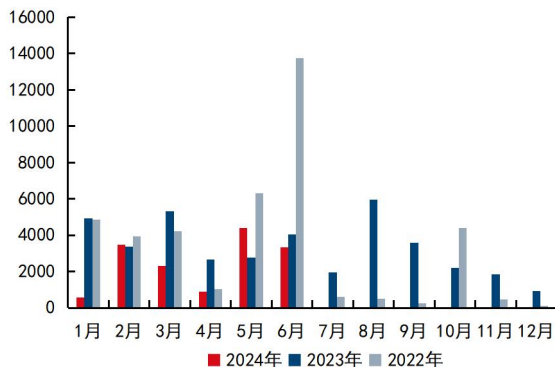
图6：2022-2024 年项目开工合同额年内累计值（单位：亿元）



资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

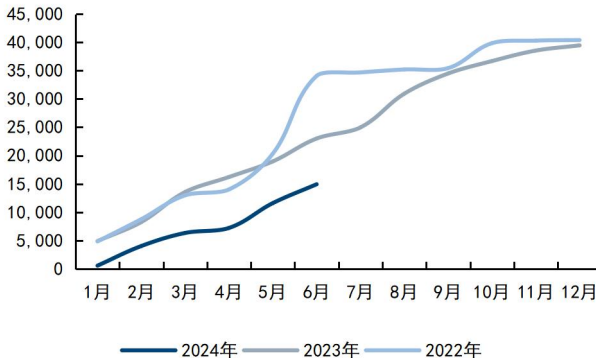
专项债发行节奏显著慢于往年。2024 年上半年全国合计新增专项债 1.49 万亿元，同比-35.1%，仅完成全年新增限额的 38%。专项债发行进度与新开工进度基本吻合，反映过去两年专项债增量资金驱动的基建投资进程明显放缓。

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：近三年专项债累计发行额（单位：亿元）



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

地方政府投融资受限，政策倒逼地方转变发展方式。2023 年下半年国务院办公厅相继印发“35 号文”和“47 号文”，严格限制地方政府平台公司融资和政府主导的项目投资，自上而下倒逼地方政府转变发展方式，放缓基建投资力度。

◆ **35 号文：**2023 年 9 月国办印发的《国务院办公厅关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国办发〔2023〕35 号），《意见》将地方国企分为地方政府融资平台、参照地方政府平台管理的国有企业（针对新设平台）、普通国有企业等三类主体，再进行差异化监管。对于地方政府融资平台只能借新还旧且不包含利息，不能新增融资。

- ◆ **47 号文**：2023 年 12 月，国务院办公厅印发《重点省份分类加强政府投资项目管理办法(试行)》，（国办发〔2023〕47 号）。《办法》指出，12 个重点省份要全力化解地方债务风险，在地方债务风险降低至中低水平之前，严控新建政府投资项目，严格清理规范在建政府投资项目。

优质项目逐渐减少，专项债“资金等项目”问题严峻。专项债要求用于兼具一定公益性和收益性要求的基建项目，但是目前大部分具有收益性的基建项目其收益来源都与地产景气度相关（包括土地出让、商办出租、停车场收费、物业服务等），在当前环境下这类收益来源预期大幅收窄，导致专项债项目发行受阻。同时，经过连续两年的专项债发力以后，能够实现收支自平衡的项目逐渐减少，16 个连续两年公布省级规划项目投资额数据的省份其**存量规划总投资额 2023 年同比-20.9%**，连续公布重大项目计划投资额的 20 个省份**2024 年可比口径的重大项目投资计划-15.4%**。

表1: 2024 年各地重大项目投资计划一览（单位：亿元）

省份	2024 年重大项目投资 额计划增幅	测算政府债务率 (地方财政预算财力/地方政 府债务限额)	重大项目年内落地投资额			
			2024 计划	2023 实际	2023 计划	2022 计划
天津	0.90%	185%	2,466	-	2,445	2,158
贵州	-61.30%	138%	3,100	-	8,004	6,449
内蒙古	16.30%	132%	9,000	8,529	7,739	6,336
新疆	-	124%	-	3,230	3,000	2,700
福建	5.00%	118%	6,807	7,387	6,480	6,168
辽宁	-	118%	1,700	-	-	-
青海	-	118%	-	-	-	2,000
云南	-	117%	-	-	-	-
河北	-15.40%	117%	2,200	-	2,600	2,500
海南	20.20%	113%	1,225	-	1,019	856
广西	17.30%	111%	5,000	5,285	4,262	4,008
重庆	4.70%	111%	4,500	4,858	4,300	3,570
湖南	-	110%	-	-	4,617	4,527
宁夏	199.90%	109%	2,000	1,567	667	601
吉林	-	107%	-	-	-	-
黑龙江	-	102%	-	-	3,104	1,916
陕西	-10.70%	97%	4,304	5,000	4,818	4,629
江西	72.20%	97%	10,000	-	5,808	4,607
安徽	-	97%	-	-	18,321	16,572
甘肃	-	97%	-	2,690	2,512	2,223
山东	-59.80%	97%	10,283	28,000	25,600	34,000
河南	-47.40%	90%	10,000	-	19,000	13,000
四川	7.70%	90%	7,616	9,244	7,071	8,857
湖北	-2.30%	89%	3,174	3,551	3,247	3,038
北京	-	89%	2,811	-	-	2,802
山西	-	84%	-	3,522	3,406	2,928
广东	0.00%	79%	10,000	12,027	10,000	9,000
浙江	0.00%	76%	10,000	12,976	10,000	10,972
江苏	13.00%	66%	6,408	7,000	5,670	5,590
上海	7.00%	55%	2,300	2,257	2,150	2,000
西藏	11.90%	17%	1,600	-	1,430	1,404

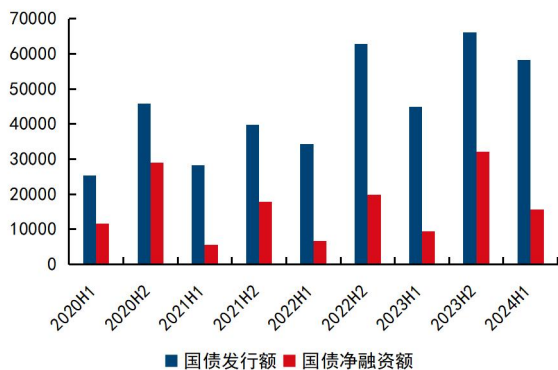
资料来源：各地政府部门官网，国信证券经济研究所整理

注：重大项目均指省级重点投资项目，不能完全排除各地政府部门计划投资每年发布口径变化导致数据偏差的风险

国债增量资金快速落地，重点支持灾后重建和水利工程建设。根据《政府工作报告》，2024 年赤字率拟按 3% 安排，赤字规模 4.06 万亿元，中央预算内投资拟安排 7000 亿元，一般公共预算支出规模 28.5 万亿元。2024H1 国债发行 5.82 万亿

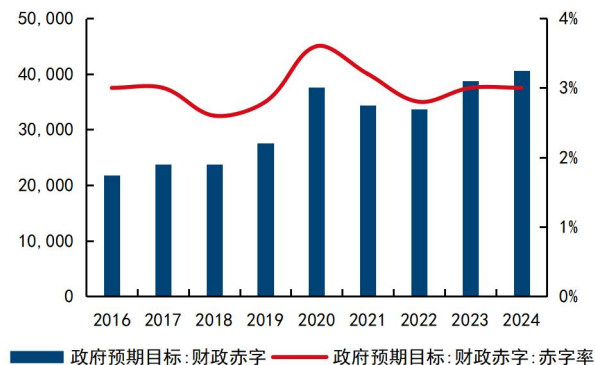
元，同比+29.6%，净融资 1.56 万亿元，同比+66.1%。截至 6 月末，去年四季度推出的万亿国债对应的 1.5 万个项目已全部开工，重点支持灾后恢复重建和提升防灾减灾能力、骨干防洪治理工程等 8 个领域项目建设，已完成总投资 4800 亿元。

图9：国债发行额及净融资额（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：目标财政赤字规模和赤字率（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

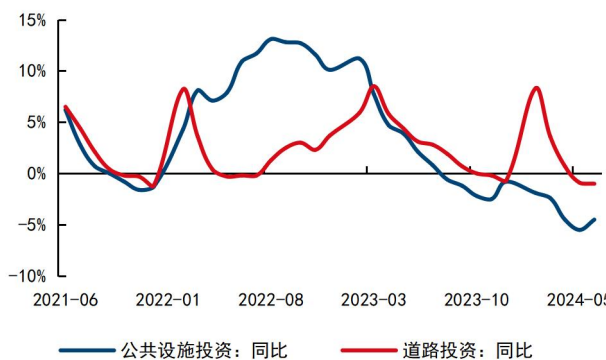
中央财政重点支持的水利和铁路投资维持高景气。2024 年 1-6 月，全国狭义基建投资同比+5.4%，其中水利投资同比+27.4%，铁路投资同比+18.5%，均显著高于狭义基建增速，反映“中央财政加杠杆”支持的重点基建领域实物工作量加速落地。同时，由地方财政主导的市政公共设施和道路建设投资额明显下滑，2024 年 1-6 月，公共设施投资同比-4.5%，道路投资同比-1.0%。

图11：水利、铁路投资增速和基建投资增速对比（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图12：公共设施投资和道路投资增速（单位：%）



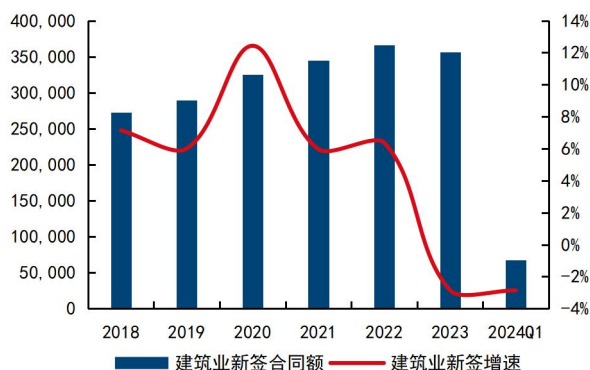
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

建筑企业利润表承压，企业或将缩表提估值

行业整体需求小幅下滑，新订单向头部集中

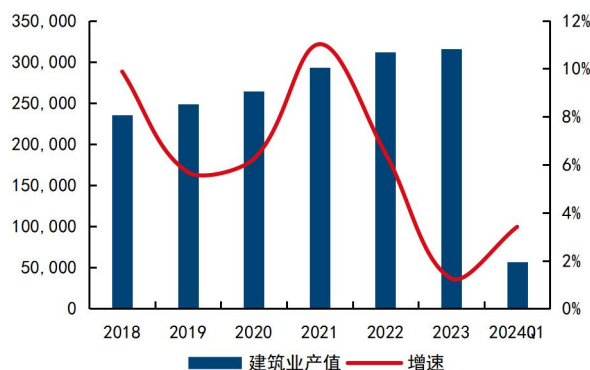
建筑业新签合同延续小幅下滑，产值增长更具韧性。2024 年第一季度，建筑业新签合同额 6.73 万亿元，同比-2.9%，建筑业实现产值 5.67 万亿元，同比+3.4%。受“地方政府化债”政策影响，新增基建项目投资额明显缩减，建筑业新签订单保持下滑趋势，存量项目持续转化推动建筑业产值维持小幅增长。

图13: 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

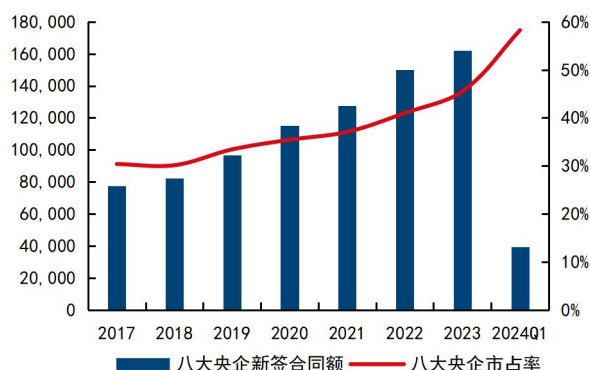
图14: 建筑业产值及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国家统计局，国信证券经济研究所整理

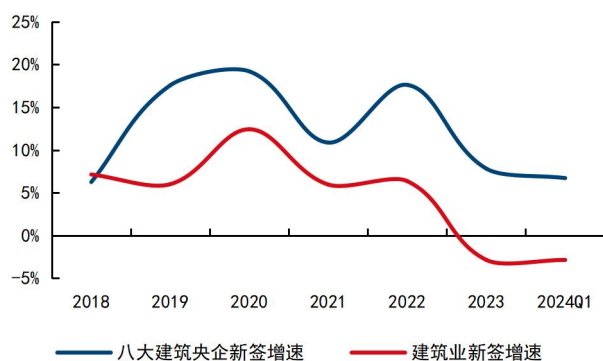
建筑央企新签合同额保持稳健增长，央企市占率继续提升。2024 年一季度，八大建筑央企新签建筑合同额合计 3.92 亿元，同比+6.7%，显著高于建筑业整体-2.9%的增速，八大建筑央企以新签合同额衡量的市占率由上年同期的 53.0%继续提升至 58.2%。建筑央企在获取重大工程项目方面具有更强的品牌优势和更低的融资成本，在行业需求整体下滑的环境下仍能维持新签合同稳健增长。

图15: 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

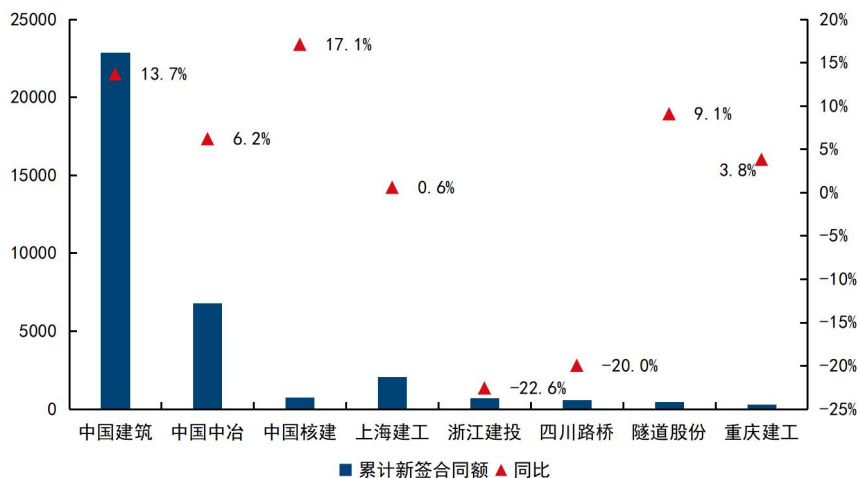
图16: 八大建筑央企与建筑业整体新签合同增速对比（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

上半年龙头企业仍能保持订单稳健增长，部分地方国企新订单压力增大。已披露上半年订单数据的企业中，央企表现好于地方国企。中国建筑实现建筑新签合同额 2282 亿元，同比+13.7%，地方国企中上海建工/隧道股份/重庆建工新签订单同比+0.6%/+9.1%/+3.8%，表现相对稳健，浙江建投/四川路桥新签订单分别-22.6%/-20.0%，面临较大的下滑压力。

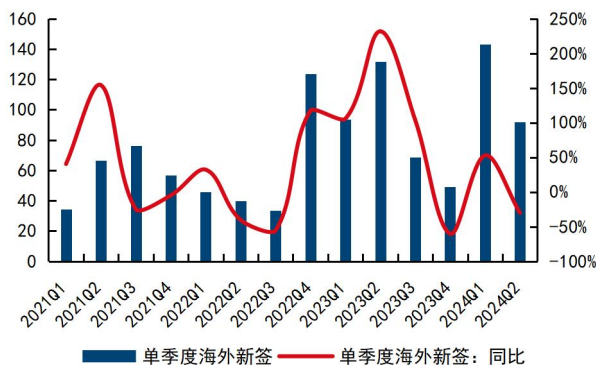
图17: 已披露订单数据的建筑央企和省级国企 2024H1 新签情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

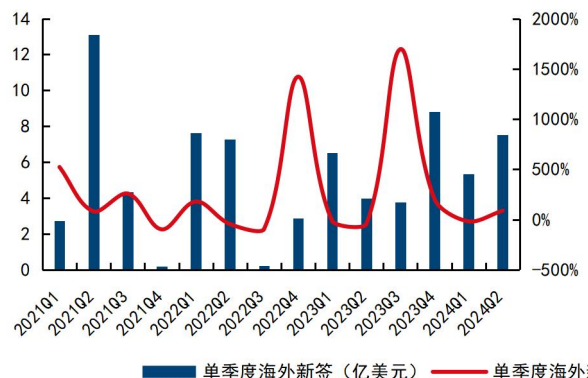
海外新订单增速回落, 但预计仍好于国内。国际工程企业中, 中材国际和中工国际已披露了上半年新签合同额, 中材国际 2024H1 累计新签合同额 370.9 亿元, 同比-8.6%, 其中海外新签合同额 234.6 亿元, 同比+8.8%。中材国际 Q1 和 Q2 海外单季度新签合同额分别同比+52.6%/-30.3%, 二季度未能在上年高基数的基础上实现突破。中工国际 2024H1 累计新签合同额约 113.5 亿元, 同比+12.3%, 其中海外新签合同额 12.9 亿美元, 同比+22.3%。由于国际工程公司去年海外订单回暖明显, 今年在高基数效应下, 订单增速预计将总体有所回落, 但预计仍将好于国内。

图18: 中材国际单季度海外新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 中工国际单季度海外新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



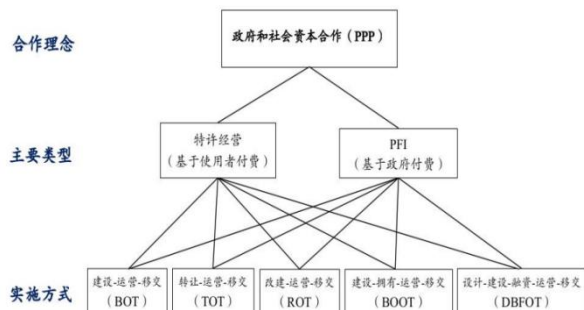
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

PPP 新政下, 过去投资撬动工程的增长模式或不可持续

PPP 新模式开启, 聚焦使用者付费模式。2023 年 11 月发改委与财政部发布《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》首次提出 PPP 模式应全部采取特许经营模式实施, 政府与社会资本合作范围应限定于有经营性收益的项目, 对市场化程度较高、公共属性较弱的项目, 应由民营企业独资或控股; 关系国计民生、公共属性较强的项目, 民营企业股权占比原则上不低于 35%。截止 2023 年 2 月, 存量 PPP 项目投资额中使用者付费项目仅占 13%, 如果考虑到可行性缺口补

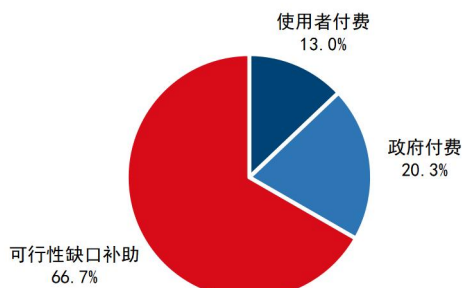
助项目中的使用者付费部分和未入库的使用者付费项目，预计未来新增 PPP 项目年投资额将缩减约 3/4。

图20: PPP 的两种主要模式



资料来源：清华大学投融资政策研究中心，国信证券经济研究所整理

图21: 存量 PPP 项目回报机制结构（单位：%）



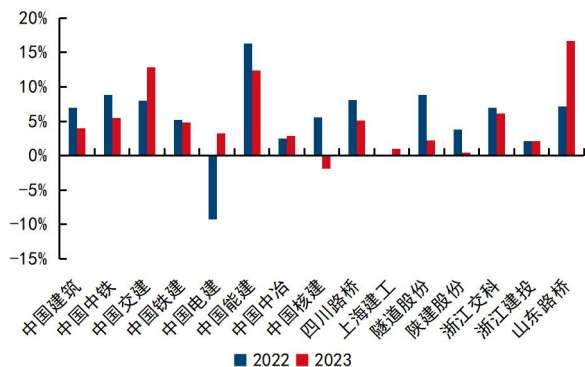
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

在企业层面，PPP 模式显著提升建筑企业报表分析难度。PPP 模式下，公司与城投平台合资成立项目公司，由项目公司委托公司作为工程承包方，工程竣工交付后，由政府购买、可行性缺口补助、使用者付费的形式实现项目回款。PPP 项目的出现使得建筑企业从轻资产模式向重资产转变，导致传统的分析方法失效。公司如果有在手的 PPP 项目，对报表的影响体现为：

- ◆ **PPP 项目投资额大，可调节空间大，能够显著美化当期利润表。**由于 PPP 项目“自投自建”的特殊性，相对于传统施工项目，PPP 项目的投资额有更大的主观调整空间，尤其是工程建设部分的合同额和毛利率有较大的调整空间。也就是说，公司能够通过承接 PPP 项目提升施工业务毛利率，实现当期业务收入和利润的快速提升。
- ◆ **PPP 项目在建设期有收入而无现金流入。**PPP 的工程建设部分在当期产生大量收入，但不产生现金流入，在报表中与传统施工承包业务“混合”，大大提升了报表拆解的难度。因此，当期收入中的非现金部分除了形成合同资产和应收账款，还可能形成 PPP 相关资产，如长期应收款（政府付费项目）、无形资产-特许经营权（使用者付费项目）、其他非流动资产（在建的 PPP 项目）等，忽略此类资产的增长，将高估当期收入的现金含量。
- ◆ **PPP 相关资产潜在减值压力难以跟踪。**诸如长期应收款和特许经营权这类资产预期在未来很长一段时间内持续产生回款，无法通过账龄衡量资产质量，当下也就无法判断该资产是否存在回款不及预期，或者使用者付费低于预期的风险。

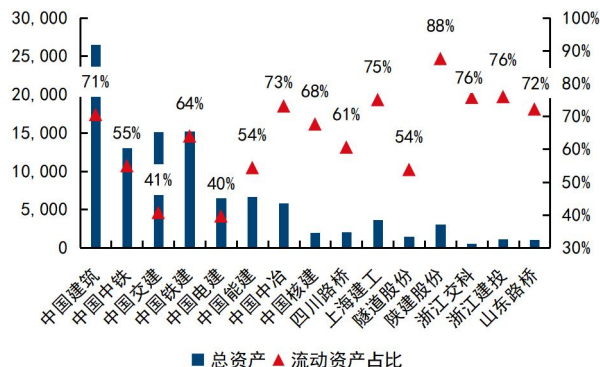
当前建筑企业对长周期业务形成的工程收入仍有部分依赖，PPP 业务收缩或导致收入规模的加速下滑。建筑工程收入主要来自于按照履约进度确认收入的工程承包合同。履约进度根据工程性质，采用投入法，以发生的成本占预计总成本的比例，确定提供建造服务的履约进度，并据此确认收入。因此建筑工程业务收入要么形成现金收入，要么形成应收账款或合同资产，然而因为有 PPP 项目的存在，工程收入还可能形成 PPP 相关的合同资产、长期应收款或无形资产。根据我们整理的数 据，综合类建筑企业每年有 10% 左右的工程收入同步于 PPP 相关资产的膨胀，若考虑表外项目，该比例可能达到 20% 左右，若企业未来在 PPP 项目上收缩，可能导致收入规模的加速下滑。

图22: 部分建筑企业收入形成的各类短期应收款以外资产占全部收入的比值 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (正值代表这部分收入形成对应资产而并未向外销售, 负值代表这些资产的运营活动产生净收入)

图23: 部分建筑企业总资产及其中流动资产占比 (单位: 亿元, %)

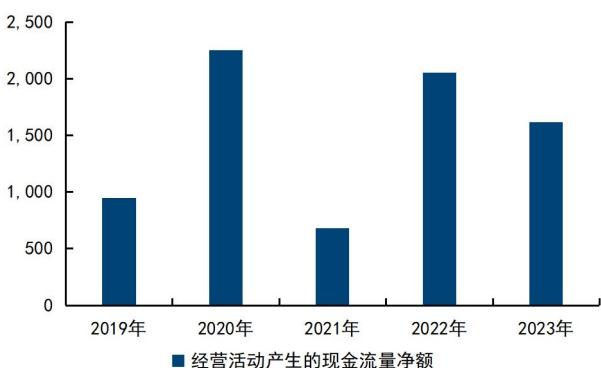


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

收付现比同步下滑反映产业链现金流压力增大

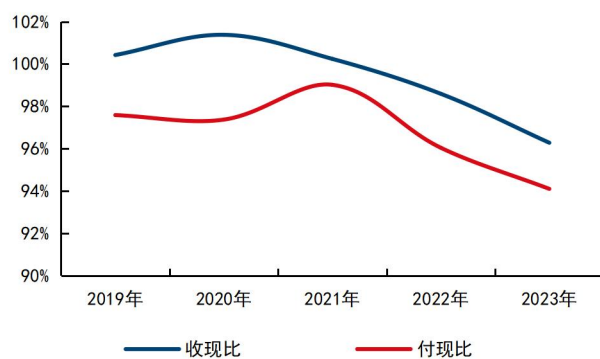
经营性现金流保持较好水平, 但收付现比同步下滑。2023 年, SW 建筑装饰板块实现经营活动产生的现金流量净额 1617 亿元, 同比-21.2%, 与归母净利润的比值为 80.9%, 虽然经营性现金流净额较上年有所下滑, 但仍保持在相对健康水平。不过需要注意的是, 2023 年建筑装饰板块收现比和付现比分别为 96.3%和 94.1%, 较上年下降 2.3 和 1.9 个百分点。收付现比同步下滑反映建筑企业收付款账期拉长, 虽然二者稳定的差额保障了正向的现金流入, 但付现比相对更具刚性, 未来建筑企业或面临更大的现金流压力。

图24: SW 建筑装饰板块经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: SW 建筑装饰板块收现比和付现比 (单位: %)

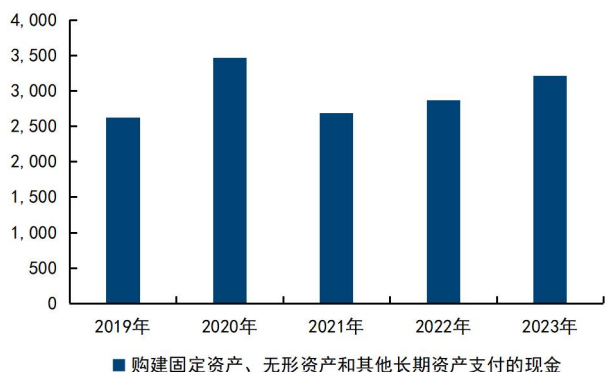


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资本开支同比增加, 现金净增加额显著减少。2023 年 SW 建筑装饰板块构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (主要为构建 PPP 等项目资产的资本开支) 为 3213 亿元, 同比+12.1%。经营性现金流下滑叠加资本开支增加, 2023 年现金及现金等价物净增加 356.9 亿元, 同比-79.1%。当前建筑企业仍存在对投资撬动工程收入的路径依赖, 在订单和传统业务收入增速放缓的背景下仍然选择

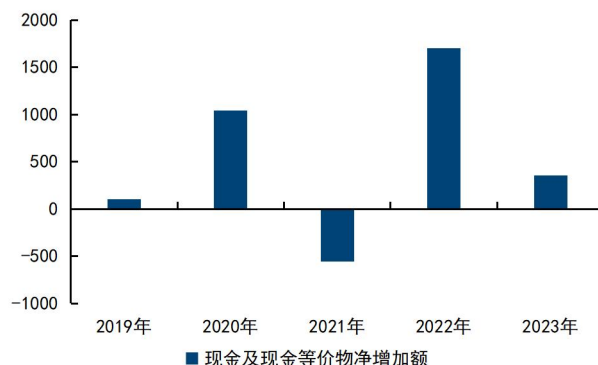
加大资本开支投入，扩表以保收入规模。

图26: SW 建筑装饰板块资本开支支付的现金（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图27: SW 建筑装饰板块现金及现金等价物净增加额（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

建筑企业应通过保证现金流健康、提高资产质量以实现估值提升

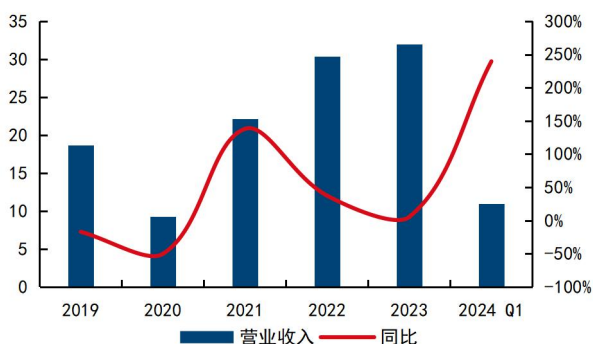
根据以上论述，我们认为当前建筑企业下游需求整体萎缩不可逆转，扩大资本开支维持当期收入和利润增速的策略将持续积累资产端风险，并且持续拖累资产周转效率。当前从股东利益角度出发，建筑企业需要保证新签订单质量，加强在手订单回款管理，在下游订单减少的情况下允许收入和利润一定程度下滑，收缩投资类业务，加强现汇工程业务，保证现金流健康，进而保障自身持续经营和分红能力。通过持续修复资产负债表，优化资产质量，以达到估值提升的目标。

重点推荐：亚翔集成、太极实业

亚翔集成：聚焦半导体洁净室工程，海内外重大项目落地驱动业绩高增

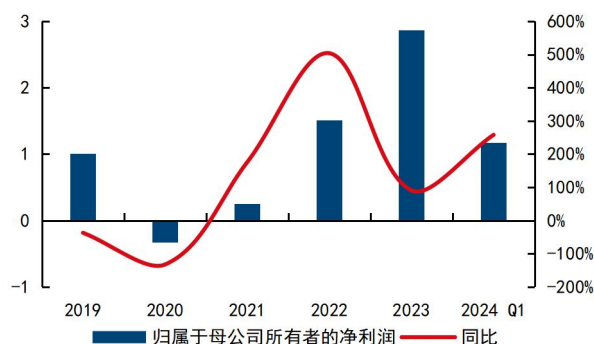
亚翔集成：半导体洁净室工程专业服务商。亚翔集成是高端洁净室工程服务商，主要为半导体制造产业提供洁净室系统集成工程解决方案及实施服务。2023 年亚翔集成实现营业收入 32.0 亿元，同比+5.3%，实现归母净利润 2.87 亿元，同比+90.5%。2024 年第一季度，受益于公司在建的联电新加坡项目施工进度加速，公司实现营业收入 11.0 亿元，同比+239.6%，实现归母净利润 1.17 亿元，同比+258.1%。

图28：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图29：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）

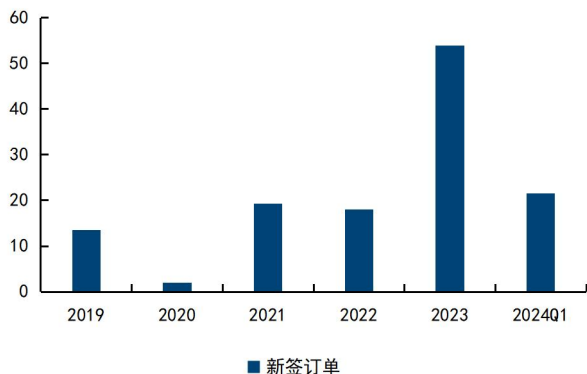


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

行业：供给高壁垒，需求高景气。半导体洁净室工程是芯片产能建设的关键环节，工程价值量约占项目总投资的10%-20%。相较于其他建筑工程领域，洁净室工程具有单体投资规模大、技术工艺壁垒高的特点，下游客户对工期和工程质量要求高，倾向于与熟悉的工程服务商保持长期合作关系，同时也愿意为更专业工程服务支付溢价。从供给端看，专业化的技术工艺和较强的客户粘性铸就半导体洁净室的高壁垒。“中电系”作为电子工程“国家队”在高科技工程全过程占据较高份额，少数几家洁净室专业工程公司主要在洁净室系统工程环节开展竞争。从需求端看，国内外扩产建厂需求有望推动洁净室工程行业中长期保持高景气。国产芯片扩产推动自给率提升仍是主旋律，制造商短期盈利能力下滑不足以扭转资本开支上行趋势；在全球芯片供给“短链化”的趋势下，全球产能加速向以新加坡、马来西亚为代表的东南亚国家转移，相关建设需求有望加速落地。

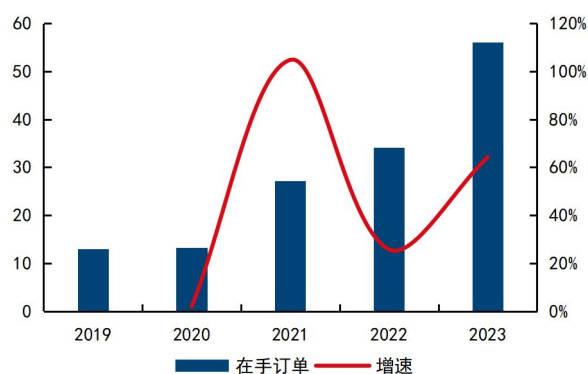
公司：锚定大客户，订单高增长。亚翔集成依托母公司亚翔工程的技术积累和客户资源优势，深化属地经营，聚焦半导体工程，完成了一批重大晶圆厂建设项目。2023 年公司承接联电新加坡晶圆厂项目，订单预计在 2024 年进入加速结转期，叠加 2024Q1 国内订单显著回暖，有望推动收入持续高增长。公司资产周转快，订单转化效率高，受益于新签订单高增长，盈利能力显著提升。

图30: 公司新签订单金额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 亚翔工程法说会简报, 国信证券经济研究所整理

图31: 公司近五年末在手订单金额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

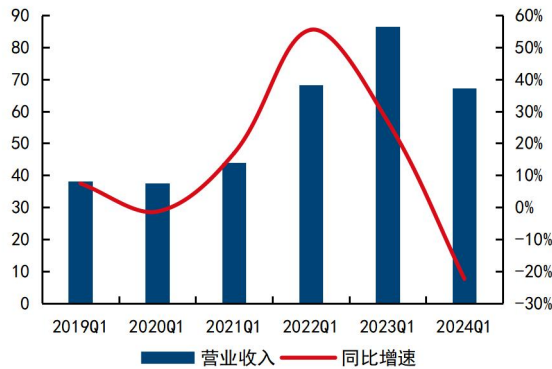
盈利预测与估值: 预测公司 2024-2026 年归属于母公司净利润 5.74/5.68/6.07 亿元, 每股收益 2.69/2.66/2.85 元, 同比+100.1%/-1.1%/+7.0%。综合绝对和相对估值法, 得到公司合理估值区间为 26.80-29.54 元, 对应公司总市值 57.1-63.6 亿元, 较当前股价有 17%-29%的空间。

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。

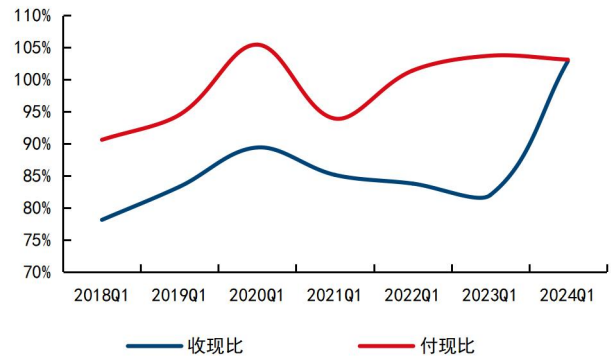
2024 年一季度回款增加, 重大项目订单加速结转可期。2024 年第一季度公司实现营业收入 67.26 亿元, 同比-22.3%, 经营活动产生的现金流量净流出 5.27 亿元, 为 5 年内最少的一季度流出规模, 收现比上升至 103.1%, 为 5 年内一季度最高。2024 年第一季度, 公司预收账款及合同负债合计 30.9 亿元, 较上年末小幅减少 0.5 亿元, 应收票据及应收账款 57.6 亿元, 较上年末减少 3.46 亿元, 为近五年内一季度首次净减少。因此可以判断, 公司一季度营收规模下滑而现金流入明显增加, 主要原因可能为存量应收款收回较多; 考虑到 2023 年末公司在手订单同比+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32: 近年来一季度公司营收及同比增速 (单位: 亿元, %)



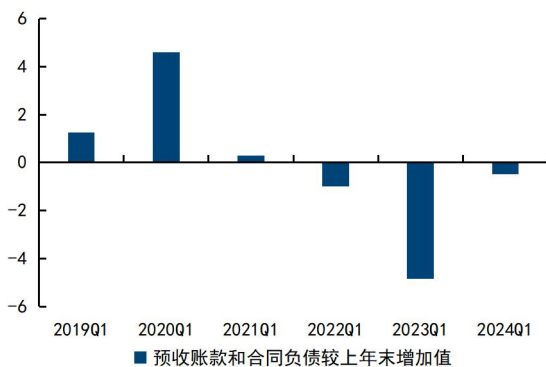
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图33: 近年来一季度公司收付现比 (单位: %)



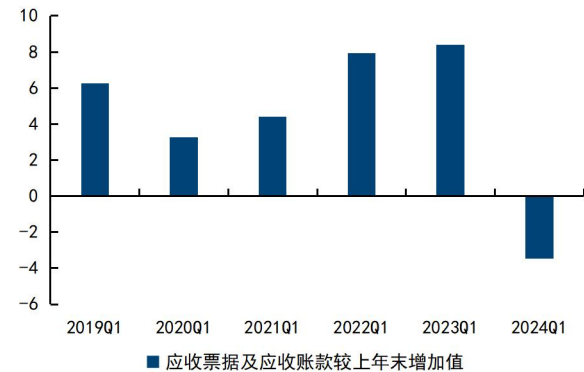
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图34: 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35: 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2: 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

投资建议

预计全年基建新开工和投资落地完成金额均面临较大压力，传统基建央企和地方建工企业预计收入和利润普遍承压，需要加强项目质量管控，做强现金流，逐步消化过往累积的减值压力，从而实现资产负债表和估值的逐步修复。当前重点推荐受地产和基建订单下滑影响较小，细分赛道中订单景气度较回款较高，现金好的“隐形冠军”企业，包括**亚翔集成**、**太极实业**、**中国海诚**，建议关注有现金流改善预期，重资产投资相对谨慎的建筑央企**中国铁建**、**中国中铁**。

风险提示

宏观经济下行风险；基建相关政策支持不及预期的风险；重大项目审批落地不及预期的风险。

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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