

建筑行业 8 月投资策略

行业新订单低迷，央企龙头优势增强

中性

核心观点

基建开工低迷，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 1-7 月，全国各地新开工项目投资额共计 22.22 万亿元，同比-34.7%。7 月新开工合同额 18173 亿元，单月同比-13.9%，环比+164.5%。当前年内开工节奏显著落后于前两年，7 月单月开工合同额环比大幅提升，但仍然略低于前两年，开工回暖的持续性有待观察。2024 年 1-7 月全国新增专项债 1.77 万亿元，同比-28.9%，7 月单月新增专项债 2814.7 亿元，单月同比+43.4%，环比-15.4%。专项债优质项目逐渐减少，“资金等项目”问题严峻。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。

行业新订单整体下行，央企龙头优势继续增强。2024H1 全国建筑业实现新签合同额 14.91 亿元，同比-3.4%。2024H1 八大建筑央企新签建筑合同额合计 7.89 亿元，同比-0.5%，显著高于建筑业整体-3.4%的增速，以新签合同额衡量的市占率已由 2020 年的 35.4%快速上升至 52.9%。八大建筑央企融资规模占有上市建筑公司的 80%，且融资成本显著低于其他建筑企业，二者融资成本差在近三年持续扩大。受益于更强的融资能力和更低的融资成本，建筑央企在获取重大工程项目上更具优势，有望在订单和收入端表现持续好于行业整体。

PPP 驱动的增长模式难以持续，产业链现金流压力增大。2023 年年底 PPP 新政落地以后，以投资撬动工程收入的模式或难以为继，或将导致建筑企业收入和利润规模整体承压。建筑行业收付现比同步下滑，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。

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，现金流充沛的“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**中国建筑、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	22.68	48	2.69	2.66	8.43	8.53
600667.SH	太极实业	优于大市	5.25	111	0.47	0.53	11.17	9.91
002116.SZ	中国海诚	优于大市	9.04	42	0.72	0.76	12.56	11.89
601668.SH	中国建筑	优于大市	5.49	2,285	1.34	1.44	4.10	3.81
601186.SH	中国铁建	优于大市	8.25	1,042	2.13	2.27	3.87	3.63
601390.SH	中国中铁	优于大市	5.93	1,357	1.53	1.70	3.88	3.49

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-行业基本面预计全年偏弱，建议关注央企龙头》——2024-08-12

《建筑行业周观点-基建年内承压，推荐细分专业赛道龙头》——2024-07-29

《建筑行业周观点-三中全会《决定》发布，改革孕育行业中长期发展红利》——2024-07-22

《建筑行业 7 月投资策略-下游需求整体低迷，预计建筑企业利润承压》——2024-07-16

《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

内容目录

行情回顾：小幅跑赢大盘，地产链相对走强	5
地方投资受限，中央财政加杠杆初显成效	6
行业订单端和回款端均有压力，央企龙头优势继续增强	10
行业新订单整体下行，央企龙头优势继续增强	10
PPP 驱动的增长模式难以持续，产业链现金流压力增大	11
重点标的推荐	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
中国海诚：二季度新签订单提速，潜在分红能力突出	17
中国建筑：建筑订单与地产拿地逆势增长，双龙头地位强化	18
投资建议	21
风险提示	21

图表目录

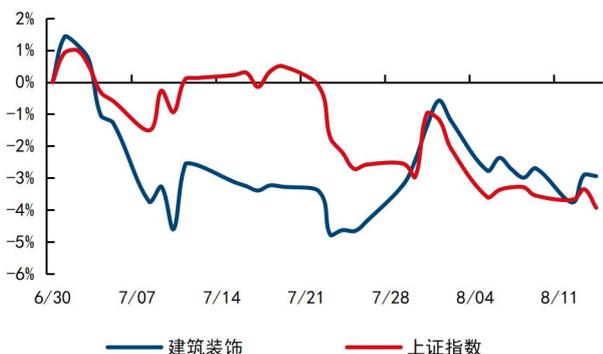
图 1: 7 月至今 SW 建筑装饰指数走势 (单位: %)	5
图 2: 近一年 SW 建筑装饰指数走势 (单位: %)	5
图 3: 7 月至今 SW 建筑细分板块涨跌幅 (单位: %)	5
图 4: 7 月至今建筑板块个股涨跌幅排名 (单位: %)	5
图 5: 全国单月房屋新开工面积 (单位: 万平方米)	6
图 6: 近三年地产单月新开工面积对比 (单位: 万平方米, %)	6
图 7: 房地产新开工与地产建筑工程投资增速 (单位: %)	6
图 8: 已开未售与未开工土储面积 (单位: 万平方米)	6
图 9: 商品房销售均价累计同比及单月环比 (单位: %)	7
图 10: 房地产开发投资累计及单月同比 (单位: %)	7
图 11: 2022-2024 年项目开工合同额单月值 (单位: 亿元)	7
图 12: 2022-2024 年项目开工合同额年内累计值 (单位: 亿元)	7
图 13: 专项债单月新增发行额及同比增速 (单位: 亿元)	9
图 14: 近三年专项债累计发行额 (单位: 亿元)	9
图 15: 水利、铁路投资增速和基建投资增速对比 (单位: %)	9
图 16: 公共设施投资和道路投资增速 (单位: %)	9
图 17: 建筑业新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	10
图 18: 建筑业单季度新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	10
图 19: 八大建筑央企新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	10
图 20: 建筑央企 2024H1 新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	10
图 21: 建筑央企与其他建筑公司带下债务规模与融资成本对比 (单位: 亿元, %)	11
图 22: 建筑央企 2023 年平均融资成本对比 (单位: %)	11
图 23: PPP 的两种主要模式	11
图 24: 存量 PPP 项目回报机制结构 (单位: %)	11
图 25: 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 26: 部分建筑企业总资产及其中流动资产占比 (单位: 亿元, %)	12
图 27: SW 建筑装饰板块收现比和付现比 (单位: %)	13
图 28: SW 建筑装饰板块收现比和付现比 (单位: %)	13
图 29: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	14
图 30: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	14
图 31: 公司新签订单金额 (单位: 亿元)	15
图 32: 公司近五年末在手订单金额及增速 (单位: 亿元, %)	15
图 33: 近年来一季度公司营收及同比增速 (单位: 亿元, %)	16
图 34: 近年来一季度公司收付现比 (单位: %)	16
图 35: 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 36: 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 37: 新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	17

图 38: 历年公司二季度新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	17
图 39: 公司海外订单金额及海外订单占比 (单位: 亿元, %)	17
图 40: 公司海外营收及占比 (单位: 亿元, %)	17
图 41: 公司历史分红及股利支付比率 (单位: 万元, %)	18
图 42: 公司期末未分配利润余额 (单位: 万元)	18
图 43: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	18
图 44: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	18
图 45: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	19
图 46: 公司房建和基建新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	19
图 47: 公司房屋销售均价显著高于全国平均 (单位: 元/m ²)	19
图 48: 公司在手土地储备充足 (单位: 万平方米)	19
图 49: 公司历史分红及分红比率 (单位: 亿元, %)	20
图 50: 公司历史股息率 (单位: %)	20
表 1: 2024 年各地重大项目投资计划一览 (单位: 亿元)	8
表 2: 公司 2022 年以来新中标重大项目	16

行情回顾：小幅跑赢大盘，地产链相对走强

7月至今建筑板块小幅跑赢大盘。7月至今（8月14日）申万建筑装饰指数下跌2.94%，同时期上证指数下跌3.93%，建筑装饰指数小幅跑赢大盘0.99pct，在31个一级行业中收益排名第19。

图1：7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

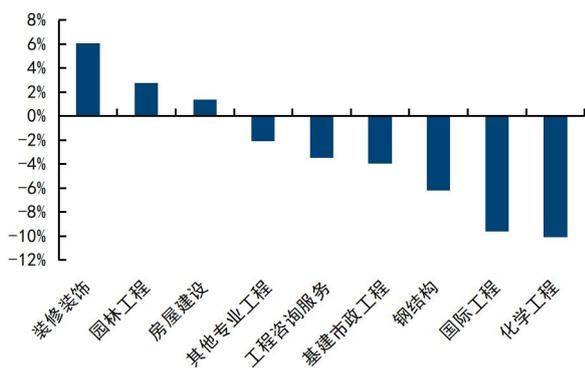
图2：近一年 SW 建筑装饰指数走势（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

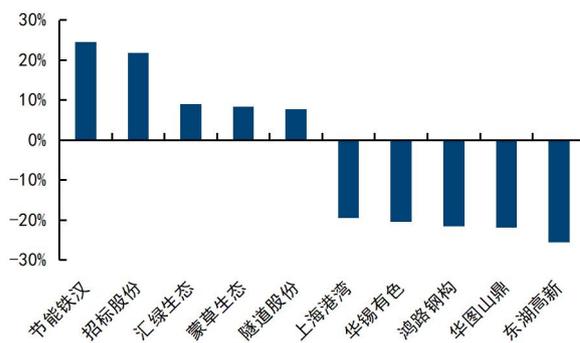
7月至今地产链相对走强，建筑小微盘股反弹较多。7月至今建筑细分板块中地产链相关板块表现较好，尤其是地产链小微盘股反弹较多，装饰装修板块+6.07%，园林工程板块+2.75%，房屋建设板块+1.41%，化学工程、国际工程回调较多，分别-10.07%和-9.62%。市值30亿元以上个股中，涨幅较大的有节能铁汉(+24.56%)、招标股份(+21.90%)、汇绿生态(+9.11%)、蒙草生态(+8.41%)、隧道股份(+7.81%)，跌幅较大的有东湖高新(-25.46%)、华图山鼎(-21.88%)、鸿路钢构(-21.51%)、华锡有色(-20.38%)、上海港湾(-19.42%)。

图3：7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4：7月至今建筑板块个股涨跌幅排名（单位：%）

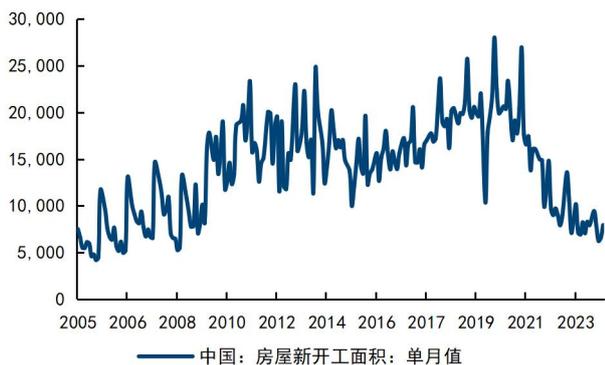


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

地方投资受限，中央财政加杠杆初显成效

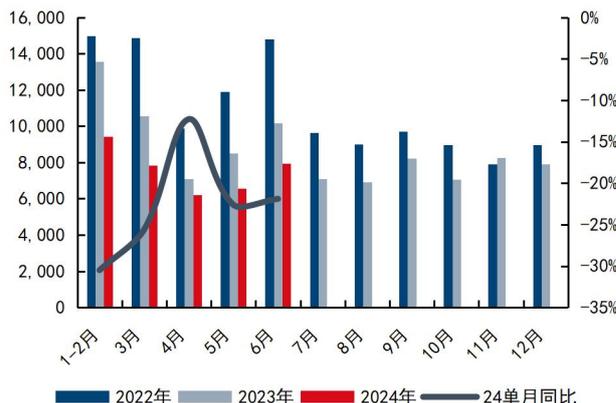
地产新开工已降至 2006 年水平，降幅环比收窄但依旧低迷。2024 年 1-6 月，房屋新开工面积 38002 万平方米，单月已经降至 2006 年水平，累计同比-23.7%，降幅环比收窄 0.5 个百分点；6 月单月，房屋新开工面积同比-21.7%，降幅环比收窄 1.0 个百分点。新开工降幅虽环比收窄，但未能延续 4 月降幅大幅修复的趋势。

图5: 全国单月房屋新开工面积 (单位: 万平方米)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

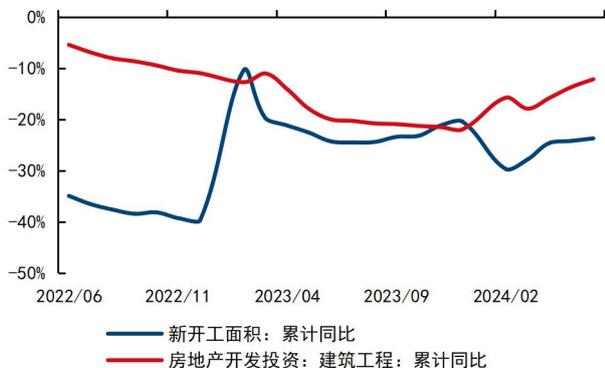
图6: 近三年地产单月新开工面积对比 (单位: 万平方米, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

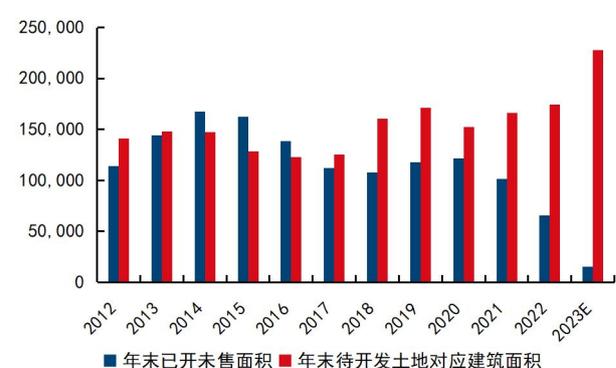
地产新开工短期可能存在回补机会。虽然地产投资和新开工均延续弱势，但新开工能力主要取决于当前在手土储，新开工意愿则主要取决于去化率。**新开工能力方面**，2023 年末待开发土储预计为 5.4 亿平方米（上年末存量土储+新增土地购置面积-新开工面积对应占地面积），同比+8%。原因在于尽管 2023 年拿地增速下滑，但新开工增速下滑更加明显。由于 2023 年销售面积下滑有限，导致年末已开未售面积约为 1.5 亿平方米，大幅下降约 77%。根据我们的测算，当前已开未售面积：待开发土储对应的建筑面积约为 1：11，在去化率稳定的情况下，已开未售面积不足必将倒逼开工意愿增强。**新开工意愿方面**，从主观意愿上看，当前新房市场承压明显，继续捂盘惜售似乎意义不大，且 2024 和 2025 年为房企偿债大年，房企有充足的意愿用降价的手段促进去化以达到回款的目标。

图7: 房地产新开工与地产建筑工程投资增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

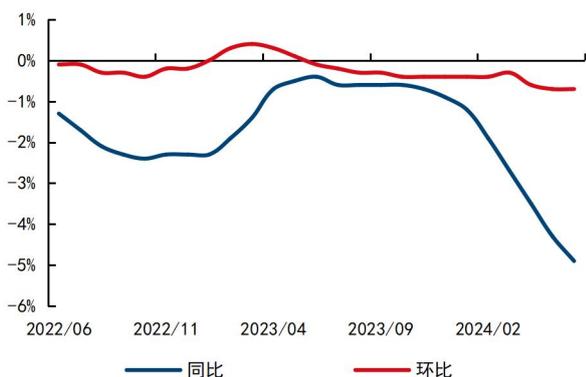
图8: 已开未售与未开土储面积 (单位: 万平方米)



资料来源: 国家统计局, 财政部, 国信证券经济研究所整理

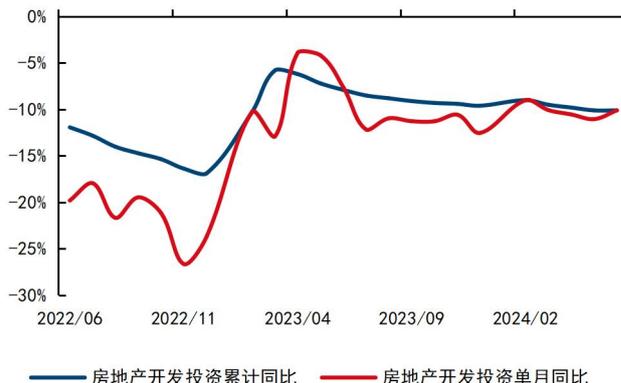
销售与拿地低迷，地产投资端仍有较大下行压力。当前地产销并未出现以“房价止跌”为标志的“真复苏”，甚至以“跌幅收窄”为代表的“准复苏”也有减弱趋势。关键指标“房价”仍然未好转的情况下，拿地降幅明显大于销售和新开工降幅，则销售和新开工短期可能仍未触底。受到二手住宅降价幅度对潜在购房者的决策影响，2024年新房价仍面临较大压力，2024年1-6月70个大中城市新建商品住宅销售价格同比-4.9%，降幅较5月扩大了0.6个百分点，环比-0.7%。而由于房价企稳预期落空，土地市场更加趋冷，2024H1，百强房企权益拿地额同比-36%，降幅较1-5月扩大了9pct，6月单月，百强房企权益拿地额655亿元，同比-60%。对应投资端仍有较大下行压力，2024H1房地产开发投资额同比-10.1%。

图9：商品房销售均价累计同比及单月环比（单位：%）



资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

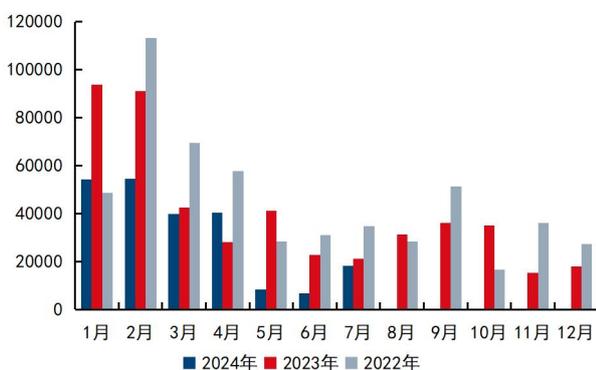
图10：房地产开发投资累计及单月同比（单位：%）



资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

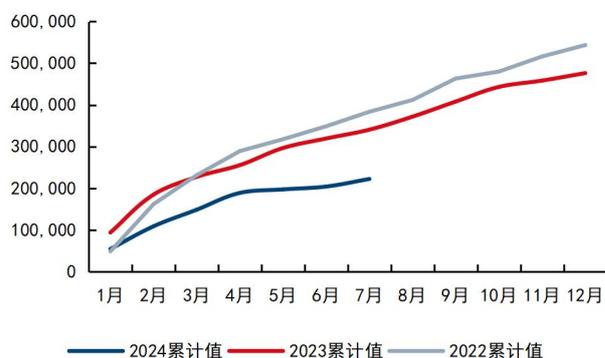
基建新开工单月有所回升，持续性有待观察。根据 Mysteel 统计数据，2024年1-7月，全国各地新开工项目投资额共计22.22万亿元，同比-34.7%。7月新开工合同额18173亿元，单月同比-13.9%，环比+164.5%。当前年内开工节奏显著落后于前两年，7月单月开工合同额环比大幅提升，但仍然略低于前两年，开工回暖的持续性有待观察。

图11：2022-2024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12：2022-2024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

专项债优质项目逐渐减少，“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）

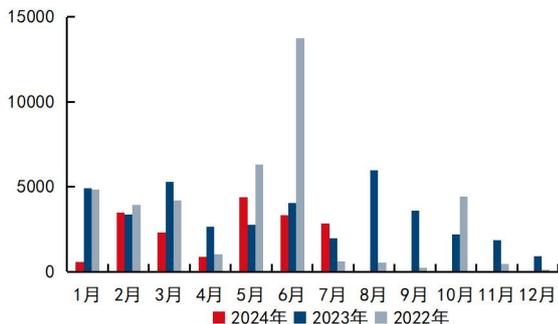
省份	2024年重大项目投资额计划增幅	测算政府债务率 (地方财政预算财力/地方政府债务限额)	重大项目年内落地投资额			
			2024计划	2023实际	2023计划	2022计划
天津	0.90%	185%	2,466	-	2,445	2,158
贵州	-61.30%	138%	3,100	-	8,004	6,449
内蒙古	16.30%	132%	9,000	8,529	7,739	6,336
新疆	-	124%	-	3,230	3,000	2,700
福建	5.00%	118%	6,807	7,387	6,480	6,168
辽宁	-	118%	1,700	-	-	-
青海	-	118%	-	-	-	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

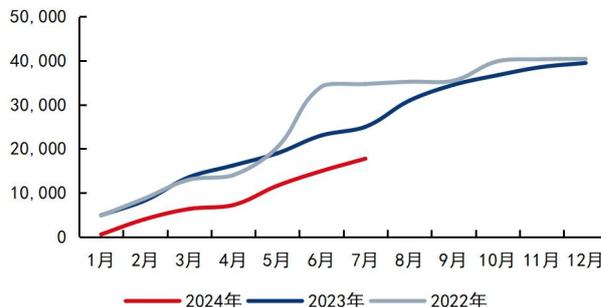
专项债发行下半年存在提速可能，但对于基建的拉动或边际减弱。2024年1-7月全国新增专项债1.77万亿元，同比-28.9%，7月单月新增专项债2814.7亿元，单月同比+43.4%，环比-15.4%。7月21日三中全会《决定》提出“合理扩大地方政府专项债券支持范围，适当扩大用作资本金的领域、规模、比例。”结合专项债发行情况来看，后续专项债发行存在提速的可能性，但“扩大使用范围”同时意味着专项债对于基建的拉动作用将边际减弱。另外需要注意的是，尽管过往几年专项债新增规模均达到新增限额水平，但全年专项债新增限额在名义上并不是必须要完成的“新增目标”，不应简单认为3.9万亿元的新增限额一定会在年内发行完毕。

图13: 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14: 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。

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。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。2024年1-7月, 全国水利投资同比+28.9%, 铁路投资同比+17.2%, 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1-7月, 公共设施投资同比-4.7%, 道路投资同比-2.0%。

图15: 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16: 公共设施投资和道路投资增速 (单位: %)



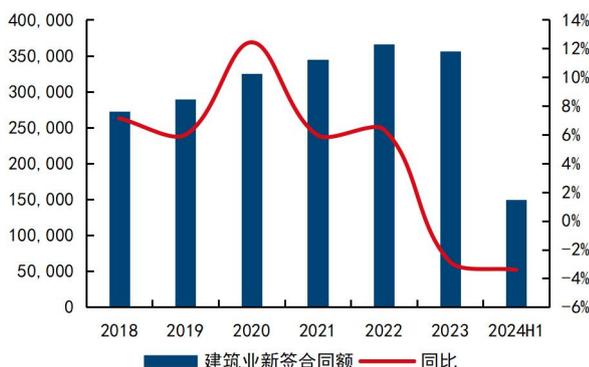
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

行业订单端和回款端均有压力，央企龙头优势继续增强

行业新订单整体下行，央企龙头优势继续增强

行业整体新签订单进入下行期。2024H1 全国建筑业实现新签合同额 14.91 亿元，同比-3.4%，其中第一、第二季度分别实现新签合同额 6.73 亿元和 8.18 亿元，单季度同比-2.9%、-3.9%。

图17: 建筑业新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

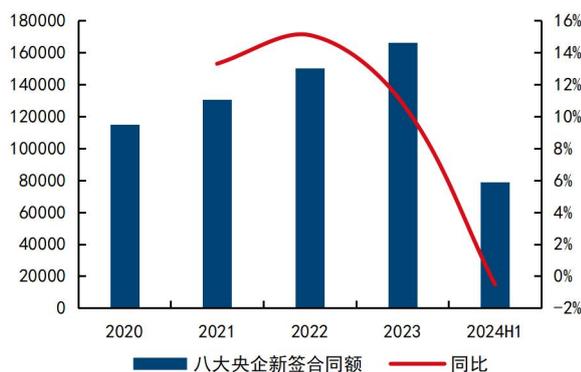
图18: 建筑业单季度新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

央企龙头新签订单好于行业，央企内部分化明显。2024H1，八大建筑央企新签建筑合同额合计 7.89 亿元，同比-0.5%，显著高于建筑业整体-3.4%的增速，八大建筑央企以新签合同额衡量的市占率已由 2020 年的 35.4% 快速上升至 52.9%。建筑央企中以能源、工业工程为核心主业的中国能建、中国电建、中国化学新签订单保持稳健增长，分别同比+14.4%/+7.5%/+10.0%，基建占比较高的中国铁建、中国中铁、中国中冶订单发生较大幅度下滑，分别同比-19.0%/-15.3%/-6.2%。

图19: 八大建筑央企新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 建筑央企 2024H1 新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)

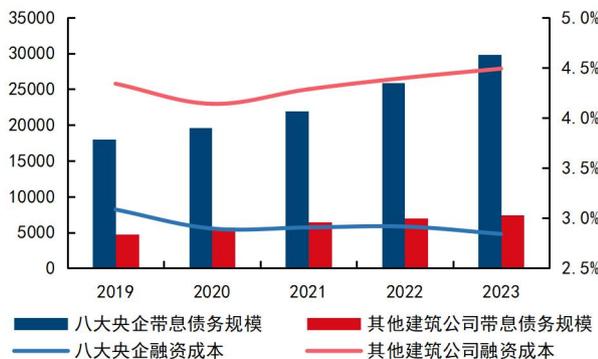


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

建筑央企融资成本优势持续扩大。八大建筑央企融资规模占有上市建筑公司的 80%，且融资成本显著低于其他建筑企业，二者融资成本差在近三年持续扩大。2023 年八大建筑央企平均融资成本为 2.84%，较上年下降 0.08pct，而其他建筑公司融资成本为 4.49%，较上年上升 0.09pct。受益于更强的融资能力和更低的融资成本，

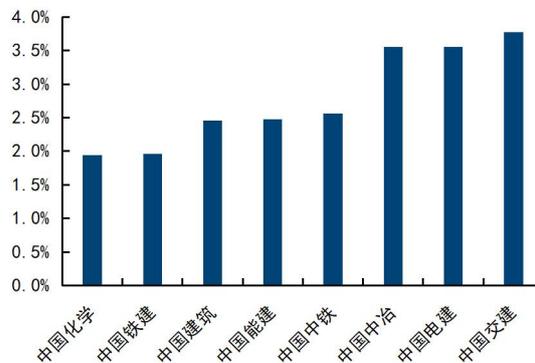
建筑央企在获取重大工程项目上更具优势，有望在订单和收入端表现持续好于行业整体。

图21: 建筑央企与其他建筑公司带下债务规模与融资成本对比 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图22: 建筑央企 2023 年平均融资成本对比 (单位: %)

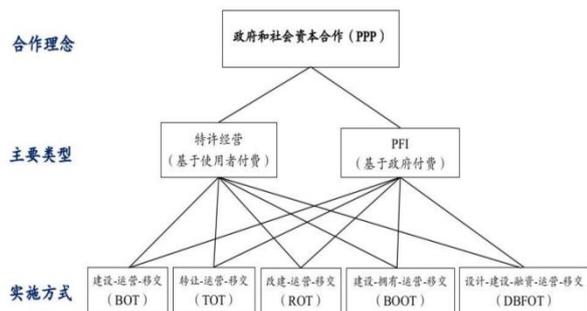


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

PPP 驱动的增长模式难以持续，产业链现金流压力增大

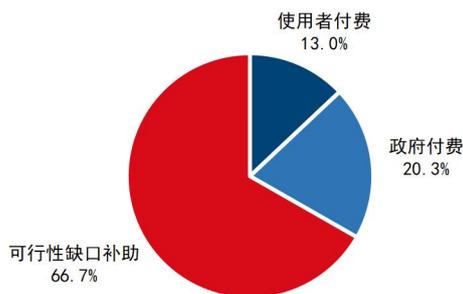
PPP 新模式开启，聚焦使用者付费模式。2023 年 11 月发改委与财政部发布《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》首次提出 PPP 模式应全部采取特许经营模式实施，政府与社会资本合作范围应限定于有经营性收益的项目，对市场化程度较高、公共属性较弱的项目，应由民营企业独资或控股；关系国计民生、公共属性较强的项目，民营企业股权占比原则上不低于 35%。截止 2023 年 2 月，存量 PPP 项目投资额中使用者付费项目仅占 13%，如果考虑到可行性缺口补助项目中的使用者付费部分和未入库的使用者付费项目，**预计未来新增 PPP 项目年投资额将缩减约 3/4。**

图23: 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24: 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：

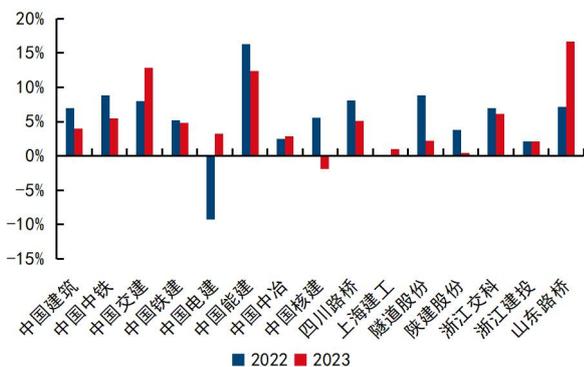
- ◆ PPP 项目投资额大，可调节空间大，能够显著美化当期利润表。由于 PPP 项目

“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。

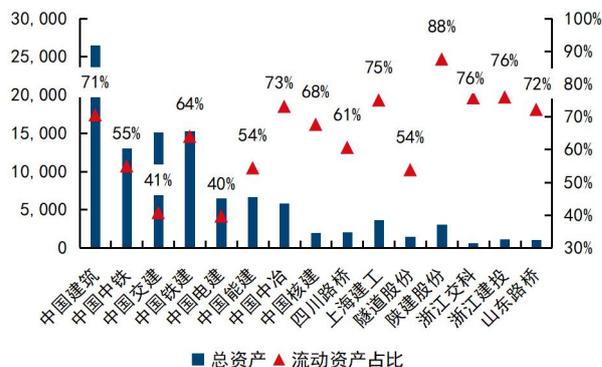
当前建筑企业对长周期业务形成的工程收入仍有部分依赖，PPP业务收缩或导致收入规模的加速下滑。建筑工程收入主要来自于按照履约进度确认收入的工程承包合同。履约进度根据工程性质，采用投入法，以发生的成本占预计总成本的比例，确定提供建造服务的履约进度，并据此确认收入。因此建筑工程业务收入要么形成现金收入，要么形成应收账款或合同资产，然而因为有PPP项目的存在，工程收入还可能形成PPP相关的合同资产、长期应收款或无形资产。根据我们整理的数据库，综合类建筑企业每年有10%左右的工程收入同步于PPP相关资产的膨胀，若考虑表外项目，该比例可能达到20%左右，若企业未来在PPP项目上收缩，可能导致收入规模的加速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

图25: 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）

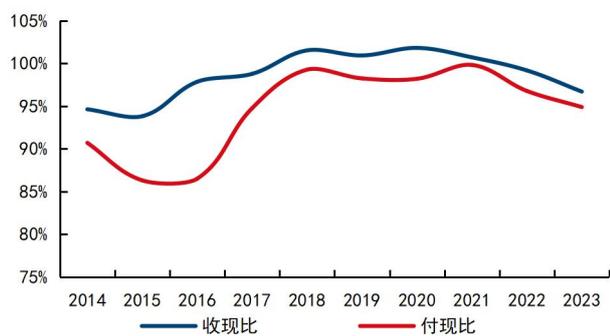
图26: 部分建筑企业总资产及其中流动资产占比（单位：亿元，%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

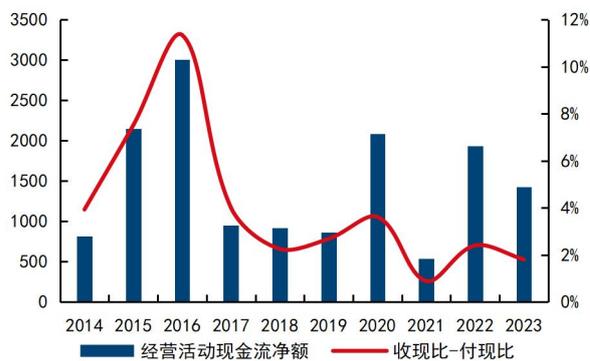
经营性现金流保持较好水平，但收付现比同步下滑。2023年，SW建筑装饰板块实现经营活动产生的现金流量净额1617亿元，同比-21.2%，与归母净利润的比值为80.9%，虽然经营性现金流净额较上年有所下滑，但仍保持在相对健康水平。不过需要注意的是，2023年建筑装饰板块收现比和付现比分别为96.3%和94.1%，较上年下降2.3和1.9个百分点。收付现比同步下滑反映建筑企业收付款账期拉长，虽然二者稳定的差额保障了正向的现金流入，但付现比相对更具刚性，未来建筑企业或面临更大的现金流压力。

图27: 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

图28: SW 建筑装饰板块收现比和付现比 (单位: %)



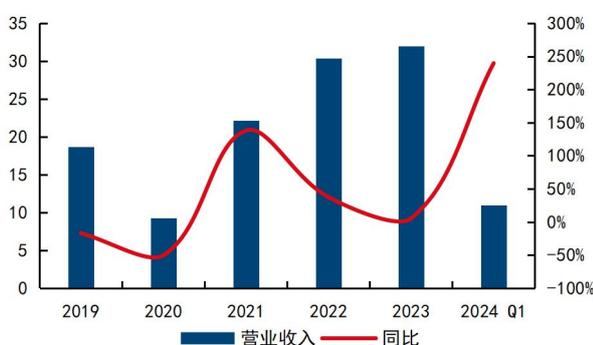
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

重点标的推荐

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

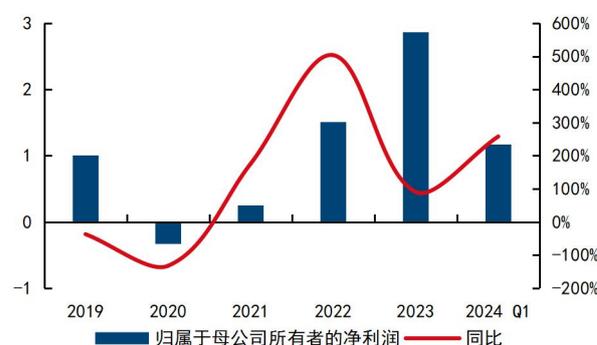
亚翔集成：半导体洁净室工程专业服务商。亚翔集成是高端洁净室工程服务商，主要为半导体制造产业提供洁净室系统集成工程解决方案及实施服务。2023年亚翔集成实现营业收入32.0亿元，同比+5.3%，实现归母净利润2.87亿元，同比+90.5%。2024年第一季度，受益于公司在建的联电新加坡项目施工进度加速，公司实现营业收入11.0亿元，同比+239.6%，实现归母净利润1.17亿元，同比+258.1%。

图29：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30：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）

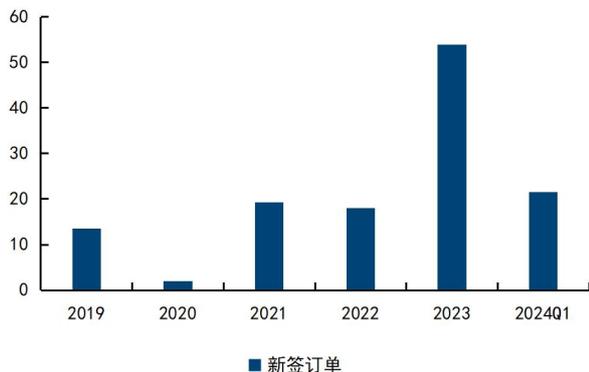


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

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。

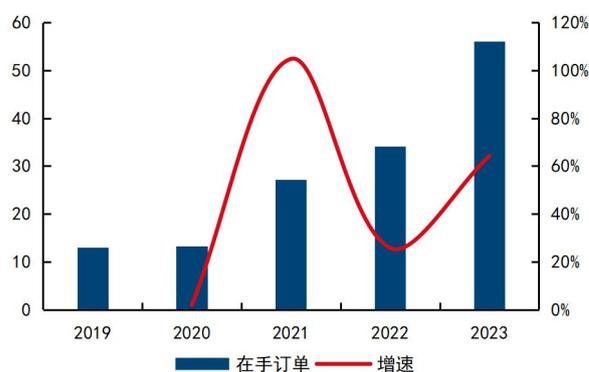
公司：锚定大客户，订单高增长。亚翔集成依托母公司亚翔工程的技术积累和客户资源优势，深化属地经营，聚焦半导体工程，完成了一批重大晶圆厂建设项目。2023年公司承接联电新加坡晶圆厂项目，订单预计在2024年进入加速结转期，叠加2024Q1国内订单显著回暖，有望推动收入持续高增长。公司资产周转快，订单转化效率高，受益于新签订单高增长，盈利能力显著提升。

图31: 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32: 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

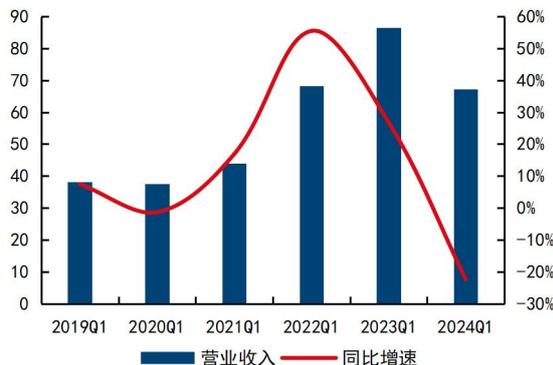
盈利预测与估值: 预测公司 2024-2026 年归属于母公司净利润 5.74/5.68/6.07 亿元, 每股收益 2.69/2.66/2.85 元, 同比+100.1%/-1.1%/+7.0%。综合绝对和相对估值法, 得到公司合理估值区间为 26.80-29.54 元, 对应公司总市值 57.1-63.6 亿元, 较当前股价有 17%-29%的空间。

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。

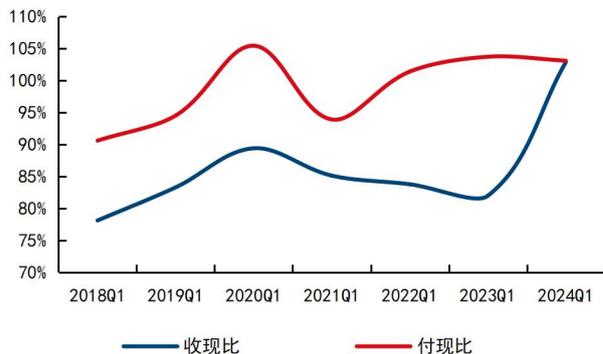
2024 年一季度回款增加, 重大项目订单加速结转可期。2024 年第一季度公司实现营业收入 67.26 亿元, 同比-22.3%, 经营活动产生的现金流量净流出 5.27 亿元, 为 5 年内最少的一季度流出规模, 收现比上升至 103.1%, 为 5 年内一季度最高。2024 年第一季度, 公司预收账款及合同负债合计 30.9 亿元, 较上年末小幅减少 0.5 亿元, 应收票据及应收账款 57.6 亿元, 较上年末减少 3.46 亿元, 为近五年内一季度首次净减少。因此可以判断, 公司一季度营收规模下滑而现金流入明显增加, 主要原因可能为存量应收款收回较多; 考虑到 2023 年末公司在手订单同比+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33: 近年来一季度公司营收及同比增速 (单位: 亿元, %)



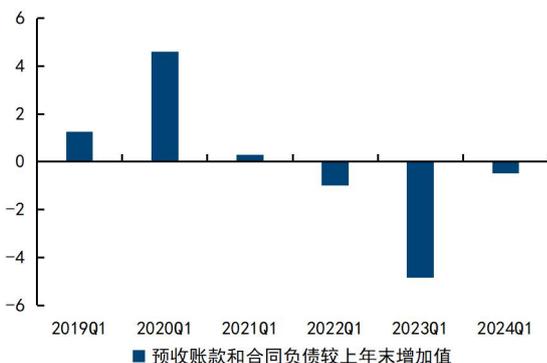
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图34: 近年来一季度公司收付现比 (单位: %)



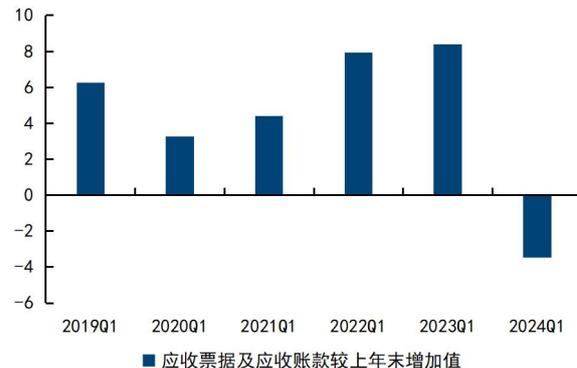
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图35: 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36: 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

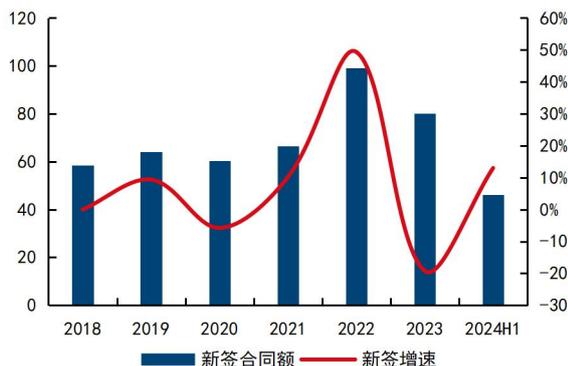
项目名称	中标披露日期	签约披露日期	项目金额 (亿元)	工期	完工百分比	确认收入 (亿元)	累计回款 (亿元)
滨州沾化区 2GW 渔光互补发电项目 (施工总承包二标段)	2023/3/31	2023/4/7	34.66	计划于 2023 年 5 月 18 日正式开工, 2024 年 12 月 28 日全容量并网	-	4.42	-
华虹半导体制造 (无锡) 有限公司华虹制造 (无锡) 项目工程总承包	2023/5/17	2023/6/3	50.10	716 天	2.84%	1.42	5.42
盛虹动能科技 (苏州) 有限公司储能电池超级工厂和新能源电池研究院一期项目	2023/7/20	2023/9/12	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

中国海诚：二季度新签订单提速，潜在分红能力突出

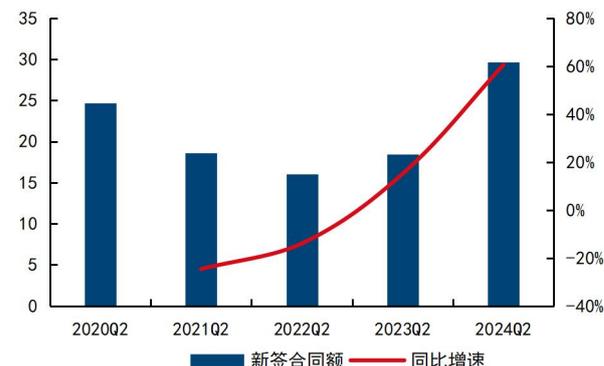
轻工工程龙头，二季度新签订单高增。中国海诚是轻工及相关行业提供工程设计咨询和工程总承包服务的大型综合性工程公司，工程业务对应下游行业广泛，包括传统制浆造纸、食品发酵、日用化工等传统轻工领域及新能源、环保等新兴领域，受地产和基建行业需求下行影响有限。2024Q2 公司新签合同额 29.63 亿元，同比+60.5%，上半年累计新签合同额 46.22 亿元，同比+13.0%。

图37：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

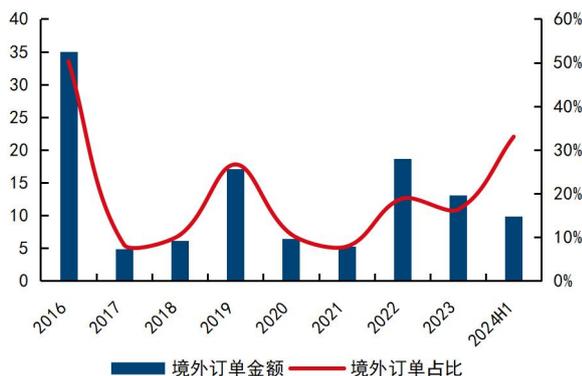
图38：历年公司二季度新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

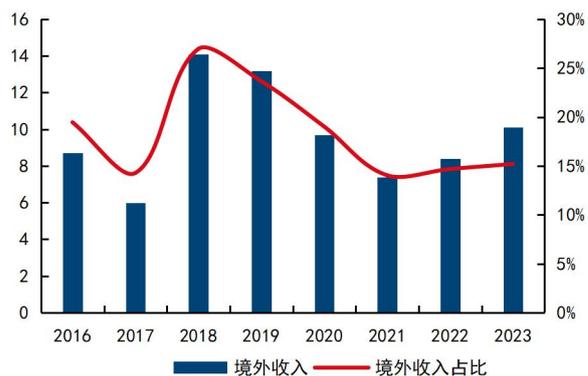
二季度 33%订单来自海外，海外收入占比尚有提升空间。2016 年海外订单曾达到 35 亿元人民币，在新签订单中占比超过 50%，主要受埃塞俄比亚 PVC 项目和阿联酋 ITTIHAD 文化纸项目合计 4.66 亿美元的大订单驱动。2023 年公司海外新签合同 13.1 亿元，占比 16.3%，2024Q2 公司海外新签合同 9.83 亿元，占比上升至 33%。对比机械工程、冶金工程领域的可比公司中工国际、中钢国际，公司海外占比仍有较大提升空间。

图39：公司海外订单金额及海外订单占比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

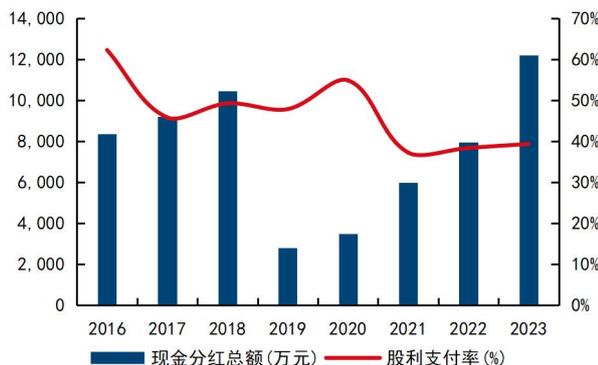
图40：公司海外营收及占比（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

分红金额显著提升，且未来仍有较大提升空间。2023 年公司拟现金分红 1.22 亿元，同比+53.7%，股利支付比率 39.32%，同比提升 0.98 个百分点。2023 年末货币资金余额 32.48 亿元，账面未分配利润余额 11.70 亿元，较上年增加 2.26 亿元，占公司总资产的 20.5%，占账面净资产的 50.6%。公司作为轻资产运营的设计企业，留存收益的必要性不高，未来有较大的分红提升空间。

图41: 公司历史分红及股利支付比率 (单位: 万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图42: 公司期末未分配利润余额 (单位: 万元)

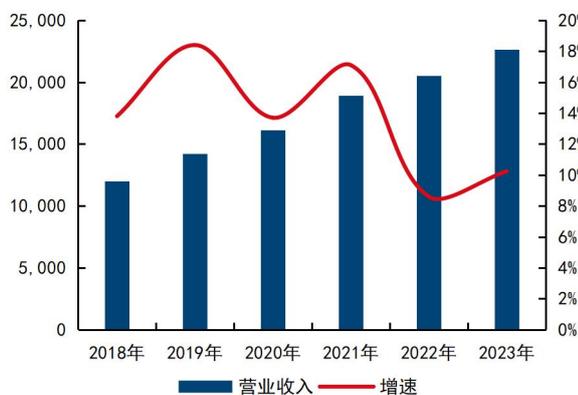


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

中国建筑: 建筑订单与地产拿地逆势增长, 双龙头地位强化

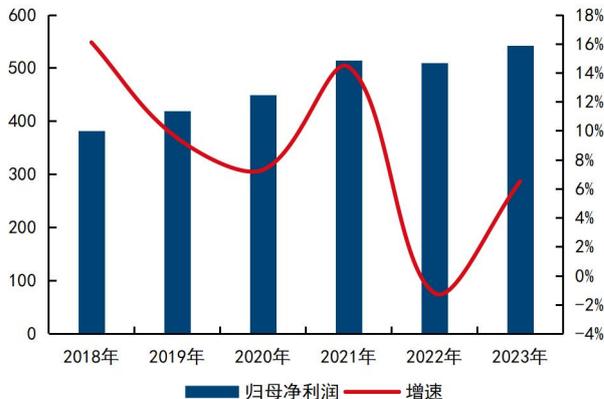
中国建筑是世界最大的工程承包商, 公司主营业务涵盖房屋建设、基础设施建设运营、房地产开发、勘察设计等领域, 具备规划、开发、投资、设计、施工、运营全过程综合能力, 经营业绩覆盖国内及海外一百多个国家和地区, 在全球范围内有较强的品牌力和竞争力。2023年, 公司实现收入 22655 亿元, 同比+10.2%, 实现归母净利 542.6 亿元, 同比+6.5%。

图43: 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

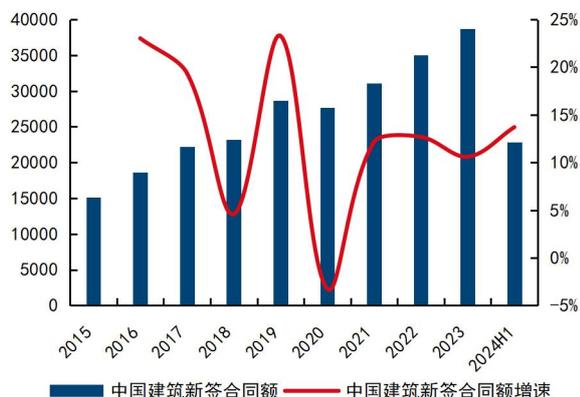
图44: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

新签订单逆势保持双位数增长, 显著优于其他综合性建筑央企。在 2024H1 全国房地产新开工面积同比-21.7%, 基建新开工项目投资额同比-36.1%的背景下, 公司建筑业务逆势实现新签合同额 22882 亿元, 同比+13.7%, 其中房建业务实现新签合同额 15320 亿元, 同比+5.7%, 基建业务逆势高增长, 实现新签合同额 7491 亿元, 同比+34.9%。同期综合性建筑央企龙头中国中铁/中国铁建/中国交建新签合同额分别同比-15.3%/-19.0%/+8.4%。

图45: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图46: 公司房建和基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

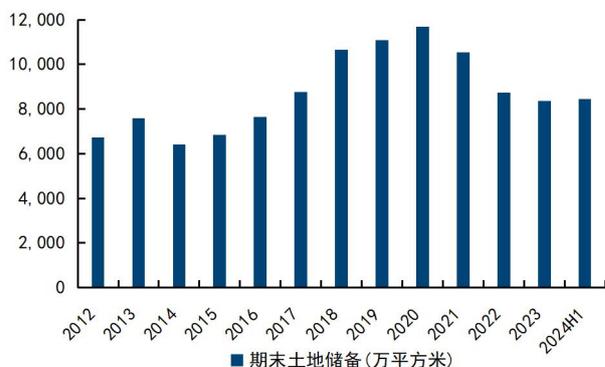
地产销售韧性较强, 逆势拿地厚积薄发。2024H1 公司地产业务实现合约销售面积 655 万平方米, 同比-33.2%, 实现合约销售额 1915 亿元, 同比-20.6%。公司地产业务持续向一二线城市集中, 房价在下行周期相对更具支撑, 2020 年以后公司销售面积下滑, 但销售额保持在较高水平, 销售均价持续上升。公司在土地市场偏冷的时期积极拿地, 为未来销售储备项目, 保障地产业务收入规模稳定。2024 年上半年, 中指研究院百强拿地房企排行榜中, “中建系”共 6 家房企上榜, 总计权益拿地金额 531 亿元, 断层领先其余主流房企 (建发地产 279 亿元、绿城中国 190 亿元、滨江地产 157 亿元、华润置地 154 亿元)。

图47: 公司房屋销售均价显著高于全国平均 (单位: 元/㎡)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

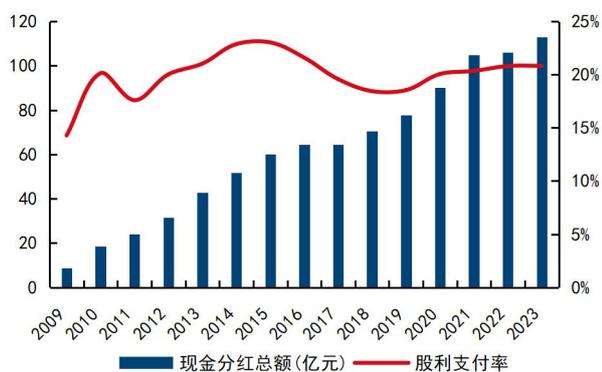
图48: 公司在手土地储备充足 (单位: 万平方米)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

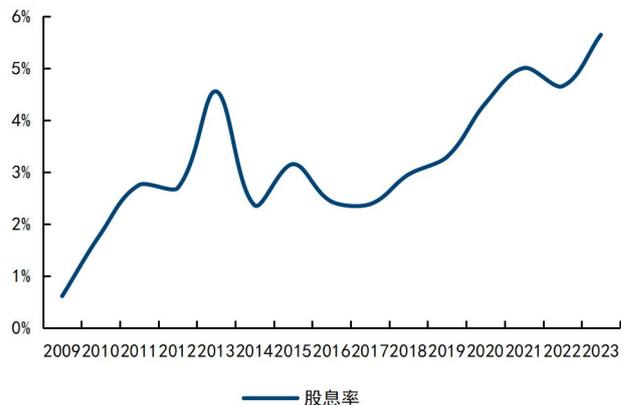
分红稳定, 预计 2024 年股息率 4.8%。公司自 2009 年上市以来, 持续进行现金分红, 上市以来累计分配现金股利 928 亿元, 占累计实现归母净利润的 19.6%。近 4 年分红率均维持在 20%以上, 在建筑央企中处于较高水平。尽管公司股利支付率不高, 但估值较低, 2023 年股息率达到 5.64%, 截至 2024 年 7 月 30 日收盘, 预计 2024 年股息率 4.8%。

图49: 公司历史分红及分红比率 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图50: 公司历史股息率 (单位: %)



资料来源: iFinD, 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，现金流充沛的“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**中国建筑**、**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