

建筑行业 2023 年 4 月投资策略

看多建筑板块的五条逻辑

超配

核心观点

周期角度：本轮周期的第二波行情仍在演绎。建筑板块的估值在 2022 年 10 月已经回调到估值历史低位，11 月的中特估值在很大程度上催化了建筑央企的估值回归，开启了周期的第二波，此前“基建稳增长”政策带来的央企业绩兑现将支撑起第二波的行情。

投资角度：基建投资开年高增 9%，全年高景气确定性强。基建投资开年增 9%，道路+5.9%，铁路+17.8%，水运+51.9%，相比去年交通基建领域支撑性显著增强，去年下半年审批开工的重点项目将在今年持续形成实物工作量。基建资金基本充裕，财政支持力度不减，专项债发行仍有超 4 万亿空间。

政策角度：“一利五率”考核指标加强对股东权益的保护。国务院国资委提出了“一利五率”考核指标的概念，从考核净利率改成考核 ROE，从考核营业收入利润率改为考核营业现金比率，增强了对资产运用效率和现金流的考核。建筑央企经营策略将更加合理，经营质量有望持续提升。

主题角度：“一带一路”风云再起。年内拟召开“一带一路”第三次峰会，预计将加强我们与各国在基础设施建设领域的合作，通过高层对接的方式，自上而下推进落地一些投资额大、惠及范围广、具有重大战略意义工程项目，帮助国际工程公司进一步打开海外市场，塑造中国工程品牌。

财务角度：投资类业务拖累缓解，现金流普遍好转。一方面，建筑企业新增投资缩减，在手投资项目进入持续回款期，现金流入将得到持续改善。另一方面，央企高质量发展要求提出以来，建筑央企对现金流重视程度明显提高，各央企都加强了现金流相关考核，现金流明显好转。

投资建议：积极把握建筑股投资机遇。建筑板块的“M”型周期的第二波行情刚刚开启，业绩兑现将持续推动板块走强；2023 开年基建投资维持高增，全年投资高景气具备确定性；国资委新考核体系国企对股东权益保护，建筑央企资金利用效率有望持续提升；年内拟召开“一带一路”第三届峰会，国际工程有望复苏；建筑企业缩减新增投资，在手投资项目进入持续回款期，现金流将得到持续改善，投资业务从拖累项转变为新增长点。重点推荐低估值央企基建龙头**中国中铁、中国交建、中国铁建**，推荐关注**中国中冶、中国建筑、安徽建工**。

风险提示：相关政策推进不及预期；重大项目审批进度不及预期；国企改革推进不及预期。

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	
					2023E	2024E	2023E	2024E
601390	中国中铁	买入	7.68	1777	1.12	1.27	6.86	6.05
601186	中国铁建	买入	10.09	1370	1.77	1.97	5.70	5.12
601800	中国交建	买入	11.65	1849	1.35	1.54	8.63	7.56
601618	中国中冶	增持	4.14	845	0.53	0.66	7.81	6.27
601668	中国建筑	买入	6.16	2562	1.47	1.64	4.19	3.76
600502	安徽建工	买入	6.18	106	0.92	1.11	6.72	5.57

资料来源：iFIND、国信证券经济研究所整理

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

联系人：卢思宇

0755-81981872

lusiyu1@guosen.com.cn

联系人：朱家琪

021-60375435

zhujiaqi@guosen.com.cn

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-建筑企业经营质效普遍改善，推荐央企和地方国企龙头》——2023-04-03
- 《建筑行业周观点-行情仍在演绎，积极布局建筑龙头，关注“AI+建筑”标的》——2023-03-27
- 《建筑行业周观点-基建投资增长 9%，关注高景气下央企龙头估值回归》——2023-03-20
- 《统计局 1-2 月基建数据点评-基建投资开年迎高增，交通领域强复苏》——2023-03-15
- 《建筑行业周观点-再论中国特色估值体系与建筑板块的关系》——2023-03-13

内容目录

看多建筑板块的五条逻辑	5
周期角度：迎接建筑板块周期第二轮行情	5
投资角度：基建高增长确定性强	6
政策角度：“一利五率”考核指标加强对股东权益保护	10
主题角度：“一带一路”风云再起	11
财务角度：投资类业务拖累缓解，现金流普遍好转	12
重点推荐：中国中铁、中国铁建、中国交建	14
中国中铁：经济效益稳中有升，境外新签超预期	14
中国铁建：电力工程布局加速，现金流改善明显	15
中国交建：收现比达十年最高值，投资回款大幅提升，现金流明显好转	17
行情复盘：建筑板块超额收益显著	19
投资建议：积极把握建筑股投资机遇	20

图表目录

图 1: 2008 年 6 月-2011 年 10 月建筑股相对收益 (单位: %)	5
图 2: 2011 年 11 月-2013 年 12 月建筑股相对收益 (单位: %)	5
图 3: 2014 年 1 月-2018 年 7 月建筑股相对收益 (单位: %)	5
图 4: 2018 年 8 月-2021 年 10 月建筑股相对收益 (单位: %)	5
图 5: 本轮建筑板块周期复盘 (2021 年 6 月至今)	6
图 6: 固定资产投资完成额累计值及同比增速	7
图 7: 固定资产投资完成额构成 (单位: %)	7
图 8: 固定资产投资资金来源累计同比 (单位: %)	7
图 9: 固定资产投资“三大项”同比增速 (单位: %)	7
图 10: 固定资产投资完成额: 单月值及增速 (单位: 亿元, %)	7
图 11: 非制造业 PMI: 建筑业	8
图 12: 开工小时数: 小松挖掘机当月值及同比	8
图 13: 2021 年以来月度重大项目开工投资额 (单位: 亿元)	8
图 14: 2022、2023 年开工项目投资额累计同比增速	8
图 15: 广义/狭义基建投资增速 (单位: %)	9
图 16: 分领域基建投资增速 (单位: %)	9
图 17: 交通运输、仓储、邮政业投资增速 (单位: %)	9
图 18: 交通运输、仓储、邮政业细分领域对增速拉动	9
图 19: 2021 年起交通运输、仓储、邮政业增速对比 (单位: %)	10
图 20: 近三年 2 月份交通运输、仓储、邮政业细分领域投资完成额累计值对比 (单位: 亿元)	10
图 21: 对外承包工程新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	11
图 22: 对外承包工程完成营业额及增速 (单位: %)	11
图 23: 部分建筑公司 2022 年营收及增速 (单位: 亿元, %)	12
图 24: 部分建筑公司 2022 年归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	12
图 25: 样本公司 2022 年经营性现金流情况 (单位: 家)	12
图 26: 部分建筑公司经营性现金流变化 (单位: 亿元)	12
图 27: 中国交建经营性现金流和收现比 (单位: 亿元, %)	13
图 28: 中国交建投资性现金流入及流出 (单位: 亿元)	13
图 29: 公司长期应收款和其他非流动资产变动 (单位: 亿元)	13
图 30: 公司融资合同模式在建金额及项目数 (单位: 亿元, %)	13
图 31: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	14
图 32: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	14
图 33: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	14
图 34: 新签订单保障倍数 (单位: 倍)	14
图 35: 公司经营、投资、筹资活动现金流 (单位: 亿元)	15
图 36: 公司资产负债率	15
图 37: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	15

图 38: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	15
图 39: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	16
图 40: 公司工程承包业务新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	16
图 41: 公司经营、投资、筹资活动现金流 (单位: 亿元)	16
图 42: 公司资产负债率	16
图 43: 中国交建营业收入及增速 (单位: 亿元、%)	17
图 44: 中国交建归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)	17
图 45: 中国交建投资类业务分类型投资额 (单位: 亿元)	17
图 46: 城市综合开发类项目完成投资额及回款 (单位: 亿元)	17
图 47: 中国交建经营性现金流和收现比 (单位: 亿元, %)	18
图 48: 中国交建投资性现金流入及流出 (单位: 亿元)	18
图 49: 近半年 SW 建筑装饰指数走势 (单位: %)	19
图 50: 三月至今 SW 建筑装饰指数走势 (单位: %)	19
图 51: 年初至今建筑装饰细分行业涨跌幅 (单位: %)	19
图 52: 三月至今建筑装饰细分行业涨跌幅 (单位: %)	19
图 53: 三月以来建筑板块涨幅较好个股 (单位: %)	20
图 54: 三月以来建筑板块涨幅较差个股 (单位: %)	20

看多建筑板块的五条逻辑

周期角度：迎接建筑板块周期第二轮行情

政策周期对建筑股波动周期性影响显著。从 2008 年起，我们以五次“稳增长”刺激政策为标志，梳理出过去四轮持续 2-4 年不等的政策周期中建筑股的表现，观察到建筑股在每轮政策周期中多次走出显著的“M”型走势：

- ◆ **第一阶段——政策酝酿期：**经济增长承压，市场对正向政策产生预期，建筑股显著跑赢大盘；
- ◆ **第二阶段——政策发力期：**正向政策发布符合预期，在政策支持下宏观经济回暖，工业服务业景气度上行，政策对建筑行业的支持边际减弱，建筑股跑输大盘；
- ◆ **第三阶段——政策转向期：**经济持续回暖，但通常仍会保持一定的支持力度，引导市场对基建投资可持续性的预期抬升，同时建筑企业完成业绩兑现，建筑股跑赢大盘；
- ◆ **第四阶段——政策退出期：**经济过热风险和通货膨胀压力升高，货币政策开始收紧，建设项目审批速度放缓，建筑股跑输大盘。

图1：2008年6月-2011年10月建筑股相对收益（单位：%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图2：2011年11月-2013年12月建筑股相对收益（单位：%）



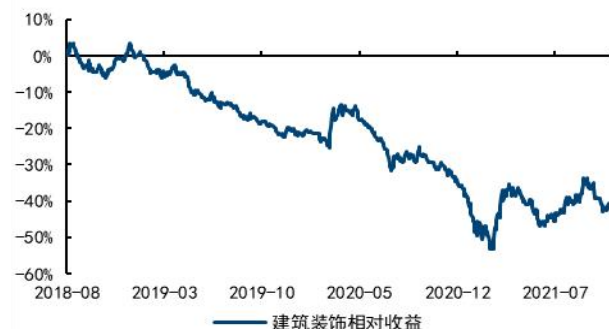
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图3：2014年1月-2018年7月建筑股相对收益（单位：%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

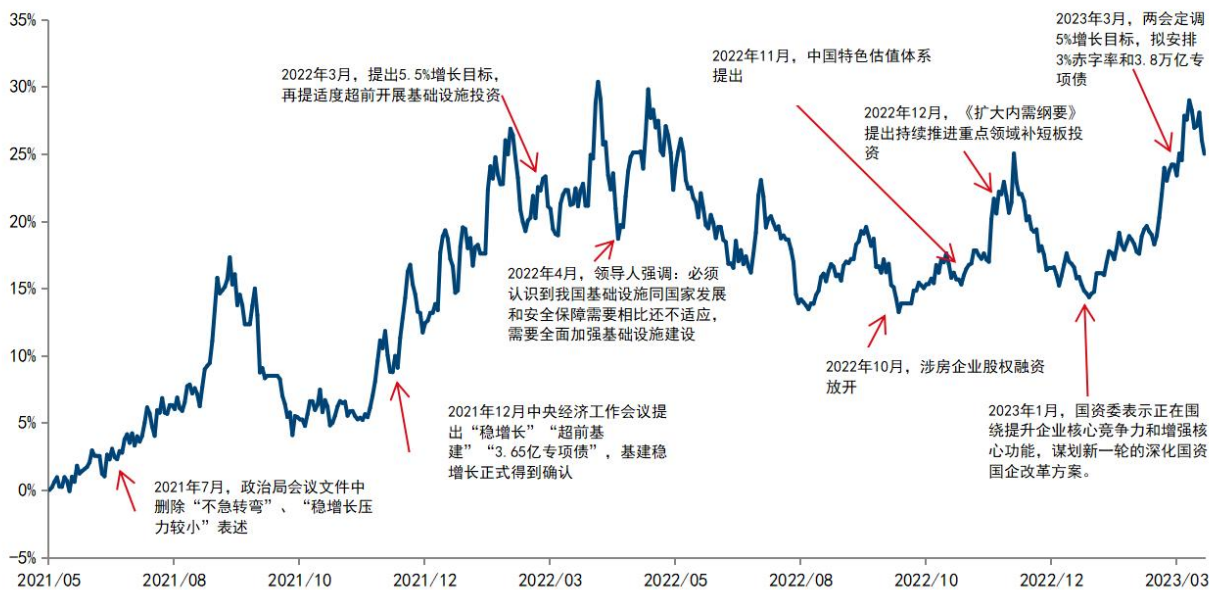
图4：2018年8月-2021年10月建筑股相对收益（单位：%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

对比 2008-2011 年行情，本轮周期的第二波行情仍在演绎。本轮周期的起点是 2021 年 6 月，市场对稳增长开始逐渐形成一致的政策预期，2021 年 12 月中央经济工作会议明确了稳增长要求，提出适度超前开展基础设施投资，进入政策预期集中释放阶段，2022 年 4 月领导人提出全面加强基础设施建设，政策预期释放完毕，本轮周期到达第一个波峰位置，随着 2022 上半年专项债发行完毕，因缺乏增量政策，建筑股走弱，自此周期的第一个波峰结束。而建筑板块的估值在 2022 年 10 月已经回调到估值历史低位，11 月的中特估值在很大程度上催化了建筑央企的估值回归，开启了周期的第二波，此前“基建稳增长”政策带来的央企业绩兑现将支撑起第二波的行情。

图5：本轮建筑板块周期复盘（2021 年 6 月至今）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

投资角度：基建高增长确定性强

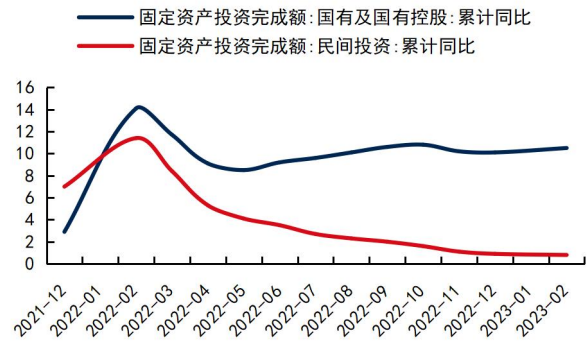
固投稳增长 5.5%，基建投资开年增 9%，开复工提速

固定资产投资稳步增长 5.5%，民间投资持续低迷。2023 年 1-2 月，全国固定资产投资（不含农户）完成额 5.4 万亿元，同比增长 5.5%，2022 全年累计同比增长 5.1%。从投资主体看，国有控股投资加速，1-2 月同比增长 10.5%，较 2022 全年多增 0.4pct，民间投资 1-2 月同比增长 0.8%，民间资本投资信心仍然不足。

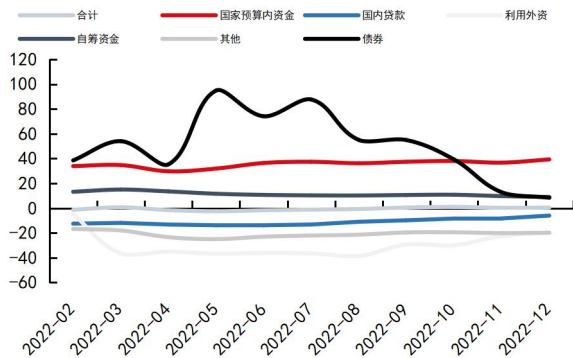
制造业降速，房地产边际企稳回升，基建投资持续加快。1-2 月房地产开发投资同比下降 5.7%，降幅较 2022 全年收窄 4.3 个百分点，制造业投资同比增长 8.1%，增幅较 2022 全年收窄 1.0 个百分点，对固定资产投资增速产生拖累。广义基建投资同比增长 12.2%，增速较 2022 全年扩大 0.7 个百分点，广义基建增速自 2022 年第二季度开始保持提速态势，对固定资产投资增长发挥重要支撑作用。

图6: 固定资产投资完成额累计值及同比增速

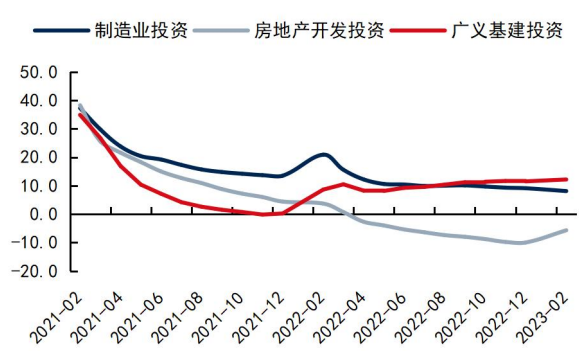

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图7: 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

图8: 固定资产投资资金来源累计同比（单位：%）


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图9: 固定资产投资“三大项”同比增速（单位：%）


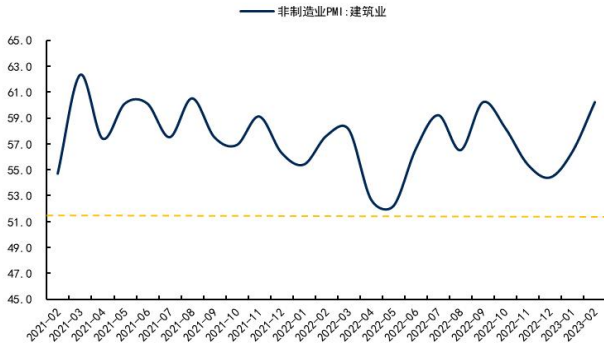
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图10: 固定资产投资完成额：单月值及增速（单位：亿元，%）


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

开工方面，1-2月开工高增，延续22年开工前置特征。根据Mysteel数据，2023年1月份/2月份全国开工项目总投资额分别为9.4/9.1万亿元，累计同比增长93%/14.2%。2022年全国开工项目总投资额为54.3万亿元，同比增长7.0%，其

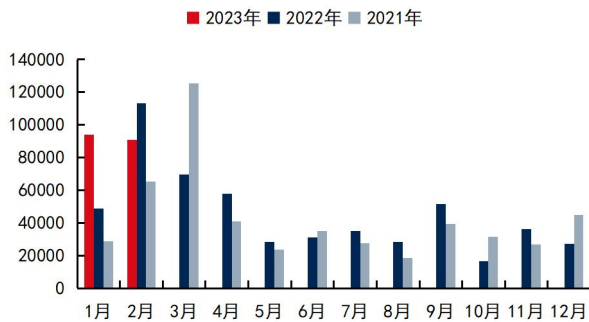
中前三季度开工项目总投资额 46.3 万亿元，同比增长 14.5%，四季度进入新一轮项目谋划申报期，开工有所放缓，实现开工投资额 8.0 万亿元，同比下降 22.2%。

图11: 非制造业 PMI: 建筑业


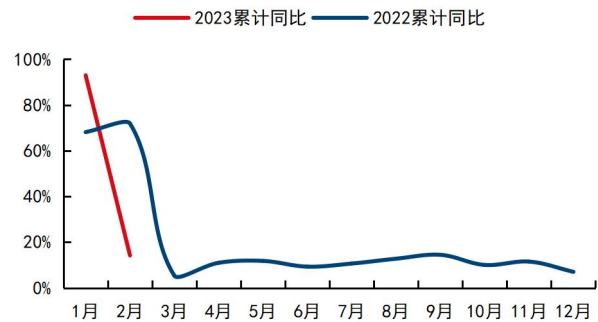
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图12: 开工小时数: 小松挖掘机当月值及同比


资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

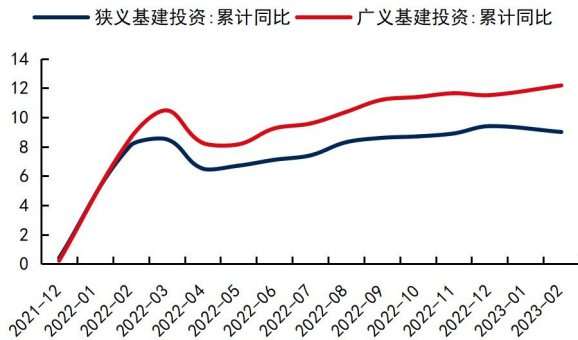
图13: 2021 年以来月度重大项目开工投资额 (单位: 亿元)


资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图14: 2022、2023 年开工项目投资额累计同比增速


资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

广义基建高增长，能源投资再加速。2023 年 1-2 月广义基建投资约 1.4 万亿元，同比增长 12.2%，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）累计完成约 1.1 万亿元，同比增长 9.0%。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 25.4%，2022 年全年增 19.3%，2023 开年能源投资再加速，交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 9.2%，水利、环境和公共设施管理业投资同比增长 9.8%。

图15: 广义/狭义基建投资增速 (单位: %)


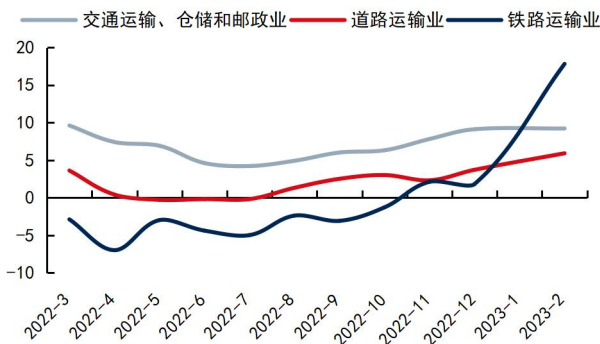
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

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

交通运输投资保持9%高增, 铁路投资同比高增17.8%。2023年1-2月, 交通运输、仓储、邮政业投资完成5242亿元, 同比增长9.2%, 与2022全年增速持平。其中道路运输业投资完成3668亿元, 同比增长5.9%, 较2022全年多增2.2pct, 铁路运输业完成投资641亿元, 同比增长17.8%, 较2022全年多增16pct, 铁路投资在2022最后两个月增速回正, 恢复强劲。

“十四五”期间, 铁路营业里程计划增加1.9万公里 (其中高速铁路营业里程增加1.2万公里), 公路通车里程计划增加30.2万公里 (其中高速公路建成里程增加2.9万公里), 城市轨道交通运营里程计划增加3400公里; 到2035年, 国家综合立体交通网实体线网总规模合计约70万公里, 其中铁路/公路/高等级航道分别约20/46/2.5万公里。

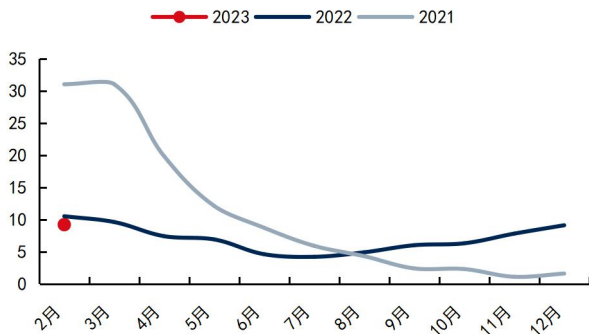
图17: 交通运输、仓储、邮政业投资增速 (单位: %)


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图18: 交通运输、仓储、邮政业细分领域对增速拉动

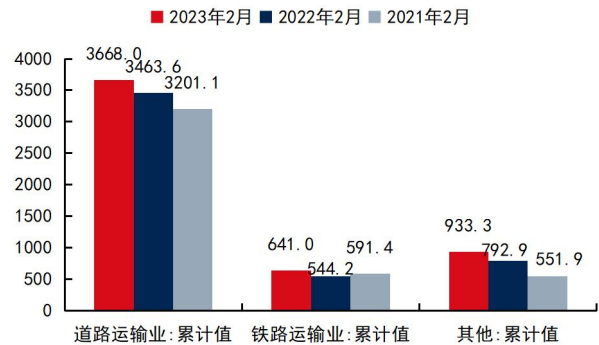

资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图19: 2021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20: 近三年2月份交通运输、仓储、邮政业细分领域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

政策角度：“一利五率”考核指标加强对股东权益保护

2023年1月, 国务院国资委提出了“一利五率”考核指标的概念, 从考核净利率改成考核ROE, 从考核营业收入利润率改为考核营业现金比率。增强了对资产运用效率和现金流的考核。

表1: 国资委经营考核指标变化

时间	内容
2019年	国资委提出“两利一率”考核指标, 即净利润、利润总额、资产负债率。
2020年	增加营业收入利润率和研发经费投入强度两个指标, 形成“两利三率”指标体系, 引导中央企业关注经营效率, 加大科技创新投入力度。
2021年	增加全员劳动生产率指标, 完善为“两利四率”, 引导中央企业改善劳动力配置效率, 提高人力资本水平。
2022年	要求利润总额和净利润增速要高于国民经济增速, 资产负债率要控制在65%以内, 营业收入利润率要再提高0.1个百分点、全员劳动生产率再提高5%、研发经费投入要进一步提高。
2023年	优化为“一利五率”, 用净资产收益率替换净利润指标、营业现金比率替换营业收入利润率, 目标为“一增一稳四提升”, “一增”即确保利润总额增速高于全国GDP增速, 力争取得更好业绩; “一稳”即资产负债率总体保持稳定; “四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升。

资料来源: 国务院国有资产监督管理委员会, 国信证券经济研究所整理

央企考核指标变化, 对建筑企业经营策略预计会产生明显影响:

- ◆ **加强聚焦主责主业, 整体毛利率有望修复。**我们认为建筑央企预计会加强项目遴选, 减少承接低毛利项目, 对应整体利润率提升, 总营收增速放缓, 但资本回报率明显提升。
- ◆ **加强盘活运营资金, 加快业务模式转型。**过多的利润留存会导致较高的净资产增长, 建筑央企分红比例预计会持续提升。另外, 预计建筑央企将加快开拓高收益率的重资产运营业务, 运营业务可产生稳定经营现金流, 与工程承包业务形成互补。

主题角度：“一带一路”风云再起

第三届“一带一路”峰会拟于年内召开，国际工程热度提升

年内拟召开“一带一路”第三届峰会。2022年11月，领导人表示今年一带一路十周年之际，会考虑举办第三届一带一路国际合作高峰论坛，2023年3月，外交部长秦刚在记者会上又确认今年会召开第三次峰会。“一带一路”峰会的召开，预计会加强我们与各国在基础设施建设领域的合作，通过高层对接的方式，自上而下推进落地一些投资额大、惠及范围广、具有重大战略意义工程项目，帮助国际工程公司进一步打开海外市场，塑造中国工程品牌。

外交事件催化下，海外市场有望进一步打开。近期一系列外交事件持续释放国际工程领域的利好消息：在中国的积极推动下，沙特和伊朗恢复外交关系；土耳其与埃及则同意尽快恢复两国大使级外交关系；国家领导人相继出访乌克兰和俄罗斯推进和平解决俄乌冲突等等。中东和东欧地区是工程领域一直以来的重要海外市场，这些地区外交关系走向好转，中国又在其中扮演重要的协调角色，后续海外市场有望进一步向我们的国际工程企业打开，更多的合作项目有机会落地。

多因素影响下，近年国际工程经营环境严峻。2022年，我国对外承包工程新签合同额2531亿美元，同比-2.1%，完成营业额1550亿美元，与上年持平。近三年来，受地缘政治波动、全球新冠疫情等多重因素影响，国际工程经营环境总体严峻，对外承包工程开展困难重重，2020-2022三年对外承包新签合同额和营业收入几乎零增长，2022新签/营收分别为2019年的97%和90%。

“一带一路”国家疫情缓和，经济逐渐复苏。“一带一路”大部分国家防疫政策已经大幅放松，许多国家国内生产生活基本恢复疫情前水平，并开放了边境限制。经济整体也在持续恢复，2022年上半年，菲律宾/马来西亚/越南/印度尼西亚分别实现7.8%/8.9%/6.4%/5.2%的经济增长。

图21：对外承包工程新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，商务部，国信证券经济研究所整理

图22：对外承包工程完成营业额及增速（单位：%）



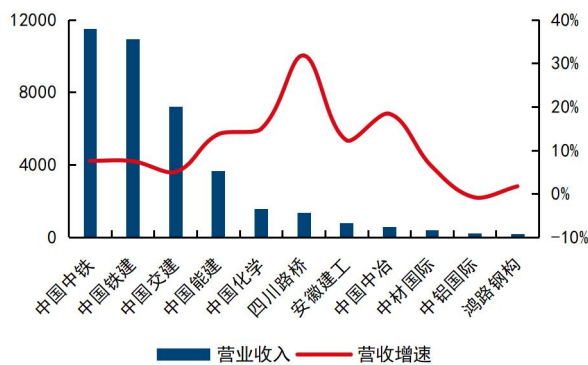
资料来源：iFinD，商务部，国信证券经济研究所整理

国际工程市场规模约6900亿美元，大约为国内市场的1/6。根据麦肯锡预测，2022年全球建筑业产值将达到13.5万亿美元，但是由于建筑业在全球范围内都是高度本土化的行业，向国际承包商开放的市场空间并不大。ENR国际承包商250家上榜企业2021年的国际营业总额为3979亿美元，其中上榜中国企业国际营业额为1129亿美元，再根据商务部中国对外承包营业额1950亿美元的数据，估算国际工程市场规模大约为6900亿美元，中国市场份额约28%。

财务角度：投资类业务拖累缓解，现金流普遍好转

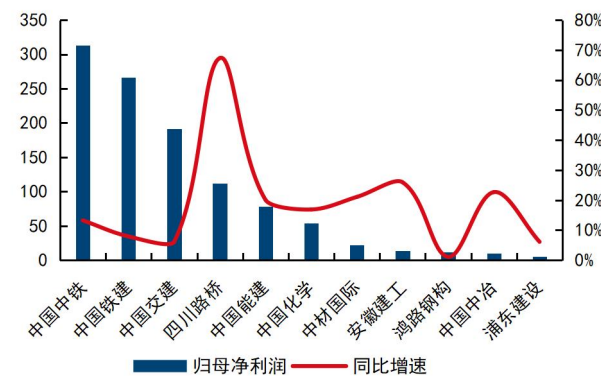
营收增速普遍低于归母净利增速。我们重点跟踪的公司净利增速均大于营收增速，即实现了在毛利率没有明显提升的情况下净利率较明显提升，反映各项费用压降成效显著，同时财务费用负担有所减轻。央企中，中国中冶业绩表现优秀，实现营收增长 18.4%，归母净利增长 22.7%；地方国企龙头充分受益于地方基建投资高景气，四川路桥实现营收增长 31.8%，归母净利增长 67.3%，安徽建工实现营收增长 12.3%，归母净利增长 25.9%。

图23: 部分建筑公司 2022 年营收及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

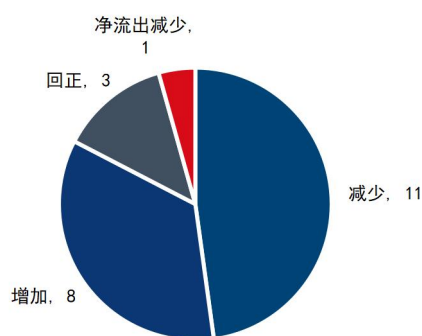
图24: 部分建筑公司 2022 年归母净利及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

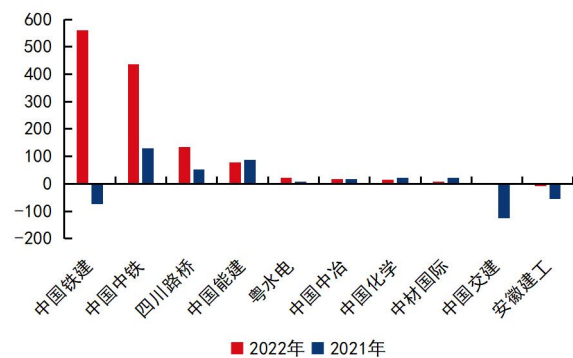
经营性现金流普遍好转。这与央企近几年加强现汇业务，缩减投资业务，加强收款工作有关。一方面，新增投资缩减，在手投资项目进入持续回款期，现金流入将得到持续改善。另一方面，央企高质量发展要求提出以来，建筑央企对现金流重视程度明显提高，各央企都加强了现金流相关考核，现金流明显好转。

图25: 样本公司 2022 年经营性现金流情况 (单位: 家)



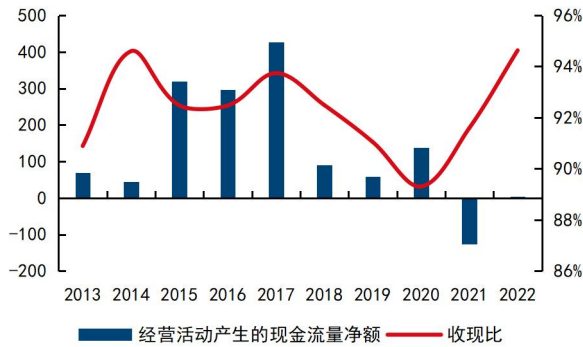
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图26: 部分建筑公司经营性现金流变化 (单位: 亿元)

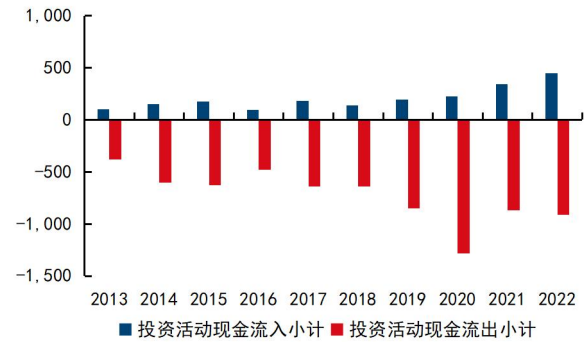


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

中国交建：现汇业务发力，投资类业务收缩，现金流明显好转。公司持续做强现汇业务，加强应收款项催收工作，2022 年实现经营性净现金流 4.42 亿元，较上期增加 130.8 亿元，实现由负转正，收现比提升至十年内最高 94.6%。投资性现金流入 448.4 亿元，同比增加 32.3%，投资性现金流出 915.2 亿元，流出规模同比增长 5.5%，新增投资放缓，在手投资回款持续增长。

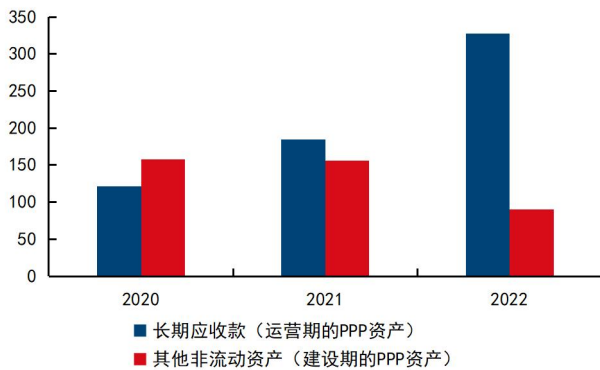
图27: 中国交建经营性现金流和收现比 (单位: 亿元, %)


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

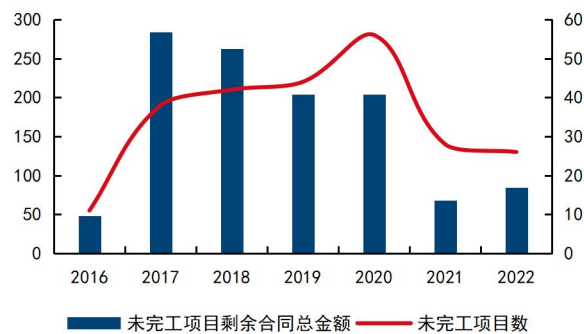
图28: 中国交建投资性现金流入及流出 (单位: 亿元)


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

安徽建工: PPP 资产进入运营期, 预期将持续产生现金流入。2019年起公司战略性收缩融资合同模式业务, 在手PPP项目陆续完工进入运营期并预期持续产生现金流入, 债务压力亦有望得到持续缓解。2022年公司其他非流动资产(反映处于建设期的PPP项目资产规模)减少68.5亿元, 长期应收款(反映处于运营期的PPP资产规模)增加143.3亿元。

图29: 公司长期应收款和其他非流动资产变动 (单位: 亿元)


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图30: 公司融资合同模式在建金额及项目数 (单位: 亿元, %)


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

重点推荐：中国中铁、中国铁建、中国交建

中国中铁：经济效益稳中有升，境外新签超预期

经济效益稳中有升，净利增 13.3%。2022 年公司实现营业收入 11543.6 亿元，同比增长 7.6%，增幅收窄 2.8pct，归母净利润 312.8 亿元，同比增长 13.3%，增幅扩大 3.6pct，扣非归母净利润 284.2 亿元，同比增长 9.0%。其中四季度单季营收 3033.2 亿元，同比增长 0.3%，归母净利润 82.6 亿元，同比增长 18.5%。

图31：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32：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

新签订单创新高，境外开发成绩斐然。公司 2022 年新签合同额首次迈上 3 万亿元，同比增长 11.1%，增幅扩大 6.4pct，新签订单保障倍数达 2.6，在手订单保障倍数达 4.3。分业务看，基建工程中，市政/铁路/公路实现新签 18018/5158/3483 亿元，同比增长 6.8%/19%/18%，房地产开发/工业设备/勘察设计实现新签 752/632/279 亿元，同比增长 29.6%/3.1%/35.7%。分地区看，境外新签合同额 1838 亿元，同比增长 21%，增速扩大 9.8pct，“一带一路”标志性项目中老铁路、埃及斋月十日城轻轨铁路 AB 段、孟加拉帕德玛大桥等顺利建成，印尼雅万高铁试验运行，瑞典地铁、孟加拉数字联通等项目相继中标。

图33：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34：新签订单保障倍数（单位：倍）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

矿产运营产量稳固，新矿开发进行时。铜金属产量 30.29 万吨，同比增长 25%；钴金属产量 0.52 万吨，同比增长 60%；钼金属产量 1.50 万吨，同比持平；铅金属产量 0.95 万吨，同比减少 13%；锌金属产量 2.36 万吨，同比增长 10%；银金属

产量 44.7 吨，同比增长 16%。

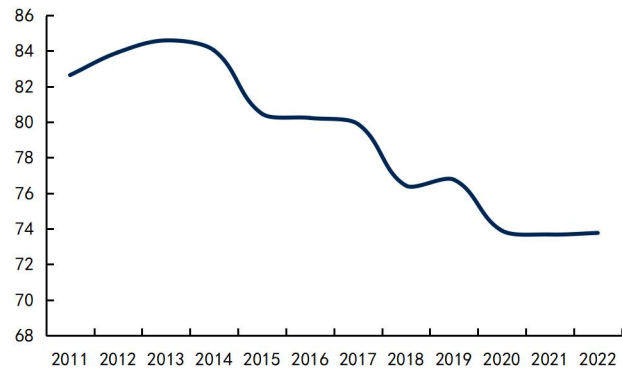
财务指标稳健，资产结构持续优化。2022 年公司毛利率 9.81%，净利率 3.04%，净资产收益率 12.13%，较 2021 年增 0.5pct，经营现金净流入 435.5 亿元，投资现金净流出 843.9 亿元，筹资现金净流入 963.7 亿元，资产负债率 73.8%，与去年持平。

图35: 公司经营、投资、筹资活动现金流 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图36: 公司资产负债率



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级。公司作为基建央企龙头, 经济效益稳中有升, 矿产运营稳步扩张, 境外新签成绩斐然。预计公司 2023-2025 年归母净利润 276/314/358 亿元, 每股收益 1.12/1.27/1.45 元, 对应当前股价 PE 为 6.14/5.42/4.74X。公司合理估值 7.84-8.8 元, 较当前股价有 14%-27.9%溢价, 维持“买入”评级。

中国铁建: 电力工程布局加速, 现金流改善明显

营收及净利稳健增长, 经营质效提升。2022 年公司实现营业收入 10963 亿元, 同比增长 7.5%, 增幅收窄 4.6pct, 归母净利润 266.4 亿元, 同比增长 7.9%, 增幅收窄 2.4pct, 扣非归母净利润 240.9 亿元, 同比增长 7.4%。其中四季度单季营收 2978.9 亿元, 同比增长 4.7%, 归母净利润 79.0 亿元, 同比增长 15.8%。

图37: 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38: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)

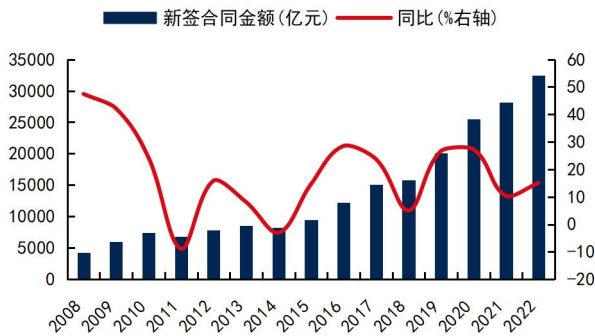


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

在手订单充足, 投资运营、绿色环保、电力工程成为公司业务新增长极。公司 2022 年新签合同额 32450 亿元, 同比增长 15.1%, 增幅扩大 4.7pct, 新签订单保障倍

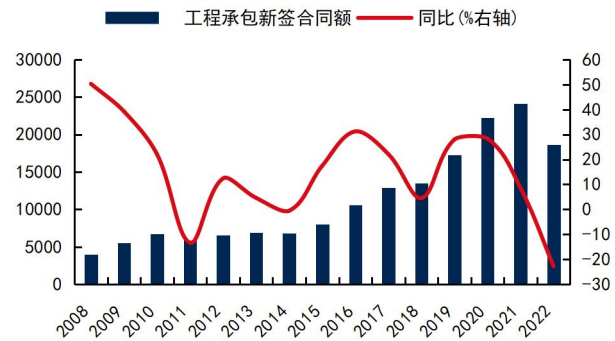
数达 2.96。分业务看，工程承包新签 18626 亿元，同比增长 11.2%，其中电力工程同增 290.7%，主因公司以抽水蓄能和海上风电市场开发为突破口，加快进军新能源领域；投资运营新签 7513 亿元，同比增长 22.7%，绿色环保新签 1907 亿元，同比增长 50.4%，主因“双碳”背景下，绿色转型加速。分地区看，境内新签合同额 29389.5 亿元，占总新签合同总额 90.6%，同比增长 14.7%，境外业务新签合同额 3060.5 亿元，占新签合同总额的 9.4%，同比增长 19.0%。

图39：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40：公司工程承包业务新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

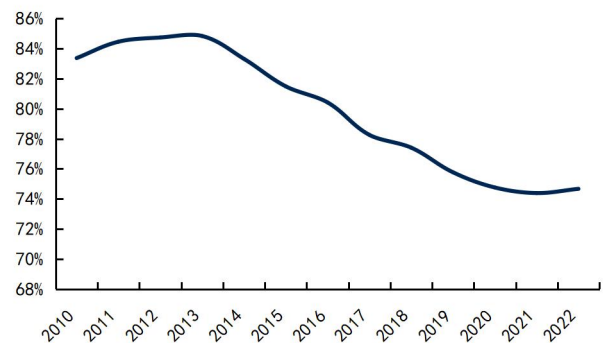
现金流明显改善，资产结构持续优化。2022 年公司毛利率 10.1%，增 0.5pc，净利率 2.9%，净资产收益率 11.05%，与前年持平。经营现金净流入 561.4 亿元，21 年流出 73 亿，现金流明显改善，主因：1) 地方专项债提速，业主资金面较好；2) 部分单位受益于国家退税政策；3) 公司加大对下资金归集力度，证券化及保理力度。资产负债率 74.67%，与前年持平。

图41：公司经营、投资、筹资活动现金流（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图42：公司资产负债率



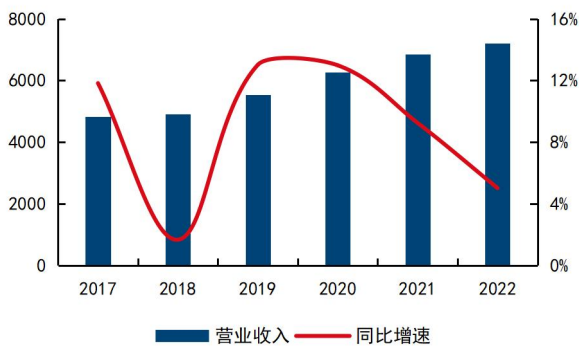
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

投资建议：公司营收及净利稳健增长，增速承压，在手订单充足，投资运营、绿色环保、电力工程成为公司业务新增长极，现金流明显改善，资产结构持续优化。盈利预测中，因公司新业务拓展力度加大，研发费用增速由前三年移动平均值*1.03 调整至前三年移动平均值*1.05，其余假设维持。根据原有假设，公司 2022-2024 年归母净利润 243/264/281 亿元，每股收益 1.79/1.94/2.07 元，调整后预计公司 2023-2025 年归母净利润 240/268/268 亿元，每股收益 1.77/1.97/1.98 元，对应当前股价 PE 为 5.09/4.57/4.55X。公司合理估值 10.62-12.2 元，较当前股价有 17.9%-27.9%溢价，维持“买入”评级。

中国交建：收现比达十年最高值，投资回款大幅提升，现金流明显好转

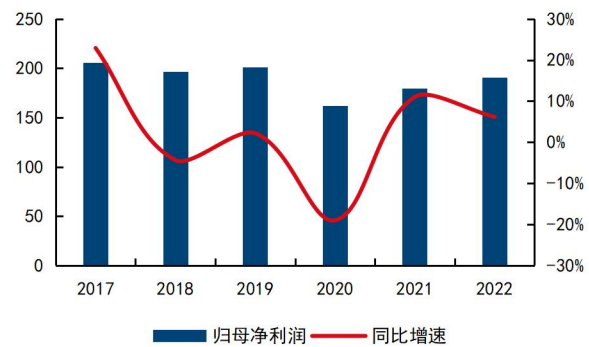
营收增长 5.0%，归母净利增长 6.2%。2022 年公司实现营业收入 7203 亿元，同比 +5.0%，实现归母净利 191 亿元，同比 +6.2%，均保持稳步增长态势。分业务看基建建设/疏浚业务/设计业务营业收入同比 +4.1%/18.9%/1.3%，毛利润同比 -2.3%/+15.1%/-9.6%。分地区看，国内营收同比增长 5.2%，海外营收同比增长 4.0%，海外占比下降 0.1 个百分点。

图43：中国交建营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

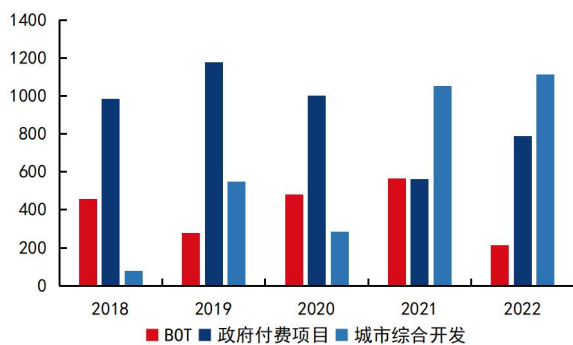
图44：中国交建归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

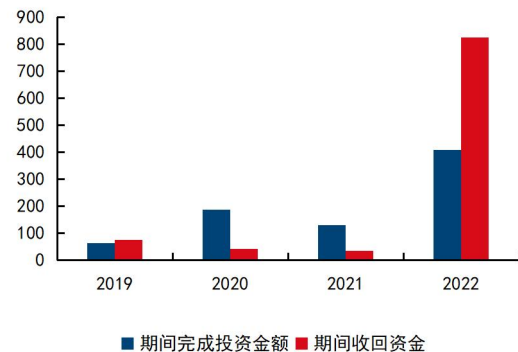
投资重心向政府付费和城市综合开发倾斜，特许经营项目集中进入运营期。2022 年公司 BOT/政府付费/城市综合开发项目投资确认合同额分别占比 10%/37%/53%。城市综合开发 2022 年完成投资额 408.8 亿元，同比增长 2 倍，回收资金 825.8 亿元，同比增长 23 倍。受到疫情影响，特许经营类业务收入和利润承压，随着项目培育成熟，运营收入仍处于持续提升通道，2022 年实现运营收入 70.7 亿元，运营净利润-19.5 亿元。

图45：中国交建投资类业务分类型投资额（单位：亿元）



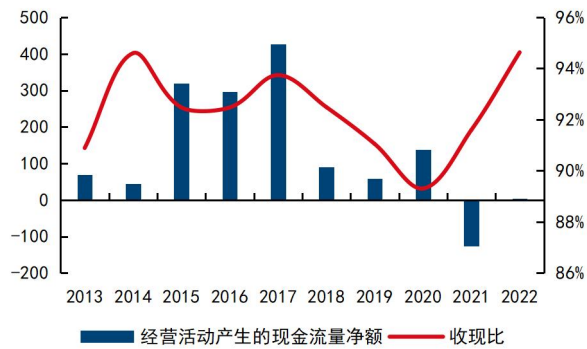
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图46：城市综合开发类项目完成投资额及回款（单位：亿元）

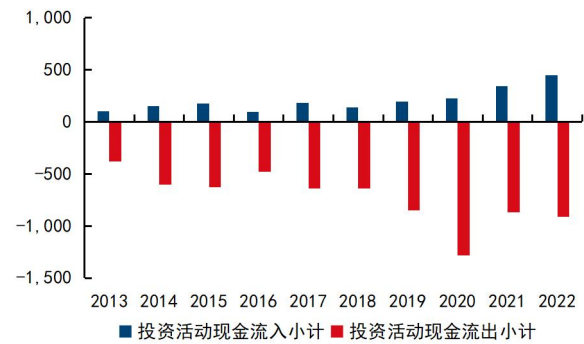


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

现汇业务发力，投资类业务收缩，现金流明显好转。公司持续做强现汇业务，加强应收款项催收工作，2022 年实现经营性净现金流 4.42 亿元，较上期增加 130.8 亿元，实现由负转正，收现比提升至十年内最高 94.6%。投资性现金流入 448.4 亿元，同比增加 32.3%，投资性现金流出 915.2 亿元，流出规模同比增长 5.5%，新增投资放缓，在手投资回款持续增长。

图47: 中国交建经营性现金流和收现比 (单位: 亿元, %)


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图48: 中国交建投资性现金流入及流出 (单位: 亿元)


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级。预计公司 23-24 年归母净利 218/248 亿元, 每股收益 1.35/1.54 元, 对应当前股价 PE 为 7.90/6.92X。公司股票合理估值区间在 13.94-15.98 元之间, 相对于当前价格有 30%-50%的空间, 维持“买入”评级。

行情复盘：建筑板块超额收益显著

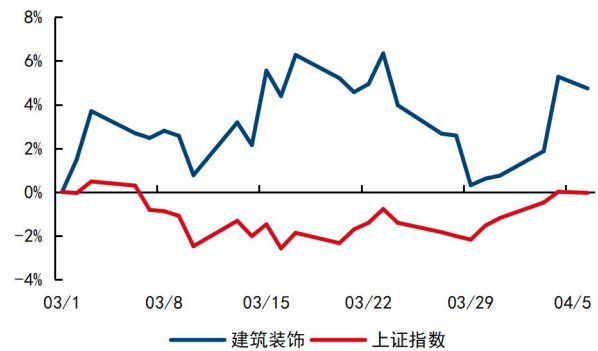
年初至今建筑板块跑赢大盘。年初至今申万建筑装饰指数上涨 12.44%，同时期上证指数上涨 6.71%，沪深 300 指数上涨 5.65%，建筑行业在申万 31 个行业中排名第 5。三月以来，申万建筑装饰指数上涨 3.98%，同时期上证指数上涨 0.51%，沪深 300 指数下跌 0.52%，建筑板块相对收益显著。

图49：近半年 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

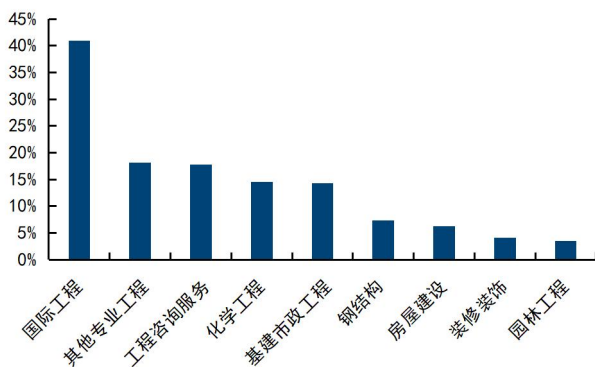
图50：三月至今 SW 建筑装饰指数走势（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

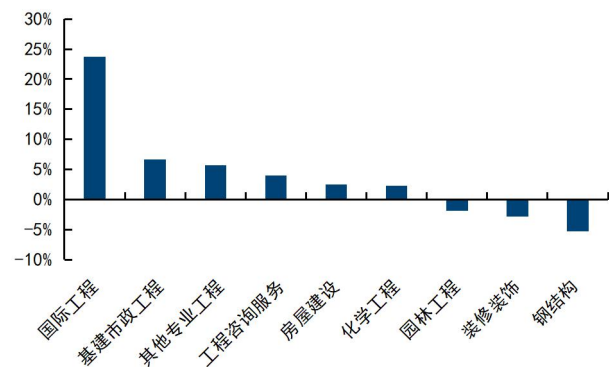
一带一路和基建产业链表现较好。三月以来“一带一路”、基建市政工程板块表现较好，三级行业中，国际工程上涨 23.78%，基建市政工程上涨 6.70%。

图51：年初至今建筑装饰细分行业涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

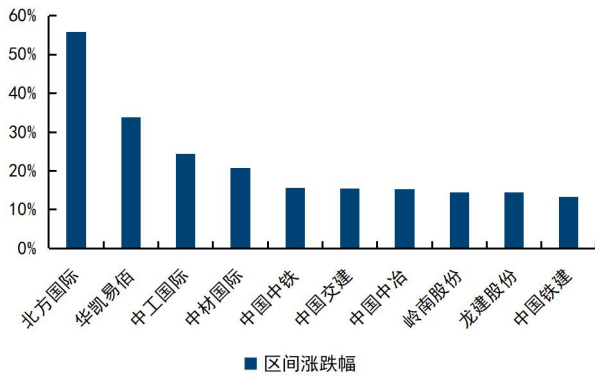
图52：三月至今建筑装饰细分行业涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

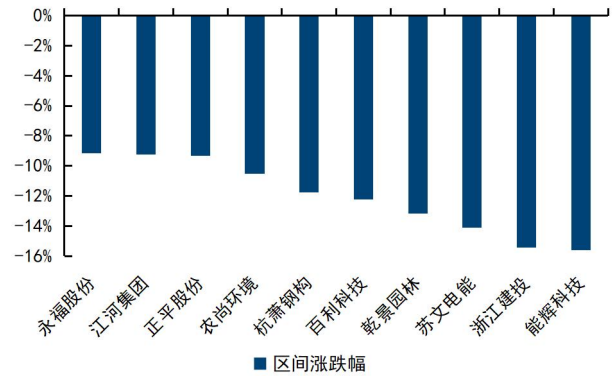
国际工程公司和建筑央企表现较好。个股来看，板块内国际工程专业型公司北方国际、中工国际、中材国际涨幅领先，中国中铁、中国交建、中国中冶亦有较好的表现。光伏、电力与能源相关公司如能辉科技、苏文电能、百利科技表现较弱。

图53: 三月以来建筑板块涨幅较好个股（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图54: 三月以来建筑板块涨幅较差个股（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

投资建议：积极把握建筑股投资机遇

建筑板块的“M”型周期的第二波行情刚刚开启，业绩兑现将持续推动板块走强；2023 开年基建投资维持高增，全年投资高景气具备确定性；国资委新考核体系国企对股东权益保护，建筑国央企资金利用效率有望持续提升；年内拟召开“一带一路”第三届峰会，国际工程有望复苏；建筑企业缩减新增投资，在手投资项目进入持续回款期，现金流将得到持续改善，投资业务从拖累项转变为新增长点。重点推荐低估值央企基建龙头**中国中铁、中国交建、中国铁建**，推荐关注**中国中冶、中国建筑、安徽建工**。

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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