

行业研究 | 行业专题研究 | 建筑装饰

# 增长及回款承压，重视估值优势



## | 报告要点

我们选择了整体央企、国际工程企业、地方国企合计 20 家企业作为样本，观察建筑行业整体变化特征。2024H1 样本建筑企业规模增长中枢持续下移、国内回款形势较为严峻；另一方面，行业集中度持续性提升及海外广阔市场前景应予足够重视。我们认为下半年专项债发行进度或持续加快，有利于缓解基建项目资金端压力，纾解企业利润及回款压力。建议重视大型建筑企业的估值优势及积极变化。

## | 分析师及联系人



武慧东



吴红艳

SAC: S0590523080005

## 建筑装饰

# 增长及回款承压，重视估值优势

投资建议： 强于大市（维持）  
上次建议： 强于大市

### 相对大盘走势



### 相关报告

1、《建筑装饰：建筑央企基本面：挑战、变化和机遇》2024.06.03



扫码查看更多

### ➤ 建筑央企回款和增长承压，集中度延续提升

我们选择整体央企/代表地方国企/国际工程企业合计 20 家建筑公司作为样本，24H1 样本企业新签增长动能减弱，2021 年来收入利润增长中枢持续下移，2024H1 新签/收入/归母净利增速中位数分别为+2.4%/-1.4%/-2.1%；另一方面，24H1 现金流及两金周转压力明显加大，拖累资产负债率同比有所提升。此外，行业集中度提升的趋势依然延续，样本企业收入及新签份额持续提升，2024H1 收入占比 28% (vs 2023H1/2023 年 30%/26%)；新签占比 57% (vs 2023H1/2023 年 55%/50%)。

### ➤ “一利五率”：国际工程>央企>地方国企

2024H1 “一利五率”指标比较，国际工程企业>整体央企>地方国企 (>代表优于)；央企利润总额、回款、负债、ROE 指标均承压。央企方面，2024H1 中国能建(+3.7%)、中国交建(+2.1%)、中国核建(+1.3%) 利润总额增速更快；半年度 ROE 同比不同程度下降，央企前三为中国建筑/中国化学/中国中铁，分别为 6.6%/4.7%/4.3%，yoy-0.7/-0.7/-1.1pct。营业现金比率降幅总体偏大；负债率压力持续提升，央企中仅中国化学同比下降 1.4pct；另一方面，研发投入强度及生产效率呈提升态势。

### ➤ 收入利润新签：增速放缓，国际工程动能更优

样本企业 2024H1 收入、利润增长均承压，Q2 压力加大。国际工程企业利润率改善明显，央企整体平稳。2024H1 样本新签增速分化，整体承压，央企增长韧性更优。央企中，中国建筑/中国能建/中国核建 2024H1 实现收入利润正增长 (2024H1 收入 yoy 分别+2.8%/+1.1%/+0.1%，归母净利 yoy 分别为+1.6%/+4.7%/+6.9%)。国际工程增长动能更强，利润率明显改善。地方国企收入利润同比均下滑明显，Q2 压力边际有所增加。

### ➤ 回款及负债率：央企及地方国企压力持续增加

样本企业 2024H1 现金流承压，中国核建、中材国际营业现金比率逆势改善，中材国际现金流表现优异，2024H1 营业现金比率 yoy+8.8pct 至 4.2%。两金周转周期呈拉长态势，地方国企同比放缓幅度最高，国际工程周转稍弱于央企。负债率观察，央企与地方国企资产负债类、有息负债率总体均有一定提升，央企提升幅度相对更大，一定程度反映净现金流压力，国际工程负债类下降为主且负债结构优化，有息负债率同比降幅较大。

### ➤ 投资建议：重视有估值优势和高分红的建筑央企

24H1 建筑板块规模增长中枢持续下移、国内回款形势较为严峻；另一方面，行业集中度持续性提升及海外广阔市场前景应予足够重视。我们认为下半年专项债发行进度或持续加快，有利于缓解基建项目资金端压力，纾解企业利润及回款压力。建议重视两类标的：1) 估值低、较好分红且受益行业集中度提升的央企，如中国建筑、中国铁建、中国交建、中国中铁等；2) 积极转型变革及海外市场持续突破的企业如中材国际、中钢国际、中国化学、北方国际等。

**风险提示：**基建&地产投资偏弱，新能源&化工业务拓展进度偏慢，“一带一路”订单落地不及预期，央企、国企改革提效进度不及预期。

## 正文目录

1. 整体：回款和增长有压力，集中度延续提升.....	4
1.1 24Q2 增长压力有所加大，样本企业份额延续提升.....	4
1.2 现金流承压，负债率同比提升.....	6
2. 细分：增长及回款均承压，国际工程表现更优.....	7
2.1 “一利五率”：国际工程>央企>地方国企.....	7
2.2 收入利润新签：规模增速放缓，国际工程增长动能更优.....	8
2.3 现金流：营收现金比率同比下降较多.....	11
2.4 负债率：央企与地方国企提升，国际工程下降.....	12
2.5 两金：周转均有所放慢，地方国企压力尤明显.....	13
3. 投资建议：重视有估值优势和高分红的央企.....	14
4. 风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1：样本建筑企业新签及增速.....	5
图表 2：样本建筑企业单季度新签及增速.....	5
图表 3：样本建筑企业营业总收入及增速.....	5
图表 4：样本建筑企业归母净利及增速.....	5
图表 5：样本建筑企业单季度营业总收入及增速.....	5
图表 6：样本建筑企业单季度归母净利及增速.....	5
图表 7：样本建筑企业经营活动现金流情况.....	6
图表 8：样本建筑企业投资活动现金流情况.....	6
图表 9：样本建筑企业近年资产负债率变化.....	7
图表 10：样本建筑企业近年两金周转周期变化.....	7
图表 11：样本建筑企业“一利五率”.....	8
图表 12：样本建筑企业 2024H1 及 2024Q2 收入及净利增长情况.....	9
图表 13：样本建筑企业 2024H1 及 2024Q2 单季度利润率.....	10
图表 14：样本建筑企业累计新签订单及增速.....	11
图表 15：样本建筑企业 2024H1 现金流情况.....	12
图表 16：样本建筑企业 2024H1 末负债率情况.....	13
图表 17：样本建筑企业 2024H1 两金周转情况.....	14
图表 18：样本建筑企业盈利预测与估值.....	15
图表 19：样本建筑企业 2024H1 分红比例、股息率.....	15
图表 20：申万建筑行业 2014 年以来 PE_TTM 变化.....	16
图表 21：申万建筑行业 2014 年以来 PB_LF 变化.....	16
图表 22：样本建筑企业 2014 年以来 PE_TTM 均值变化.....	16
图表 23：样本建筑企业 2014 年以来 PB_LF 均值变化.....	16

## 1. 整体：回款和增长有压力，集中度延续提升

我们选取整体上市的建筑央企及主要国际工程、代表地方国企，包括中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国能建、中国化学、中国中冶、中国核建、中材国际、北方国际、中钢国际、中工国际、山东路桥、四川路桥、安徽建工、陕建股份（原陕西建工）、重庆建工、隧道股份、上海建工作为样本建筑企业（后文简称“样本企业”），通过分析样本企业 2024 年半年报情况，管中窥豹，观察行业动态变化。

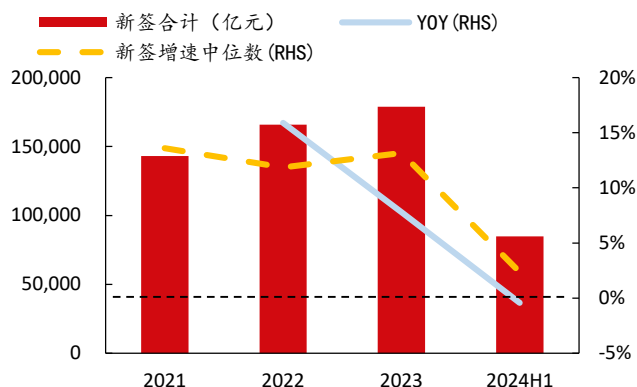
### 1.1 24Q2 增长压力有所加大，样本企业份额延续提升

样本建筑企业 24H1 增长压力有所加大，2024H1 新签、收入、归母净利增速中位数分别为 2.4%、-1.4%、-2.1%，行业集中度延续提升。

样本企业 2024H1 新签合同 8.5 万亿元，yoy-0.4%，样本企业新签增速中位数为 2.4%。单季度来看，2024Q1-2024Q2 样本建筑企业新签增速分别为+6.2%/-6.5%，增速中位数分别为+2.4%/-7.1%。总体看近年样本建筑企业新签增幅呈持续放缓态势，增速中枢持续下移，2024Q2 新签同比下滑，压力进一步加大。样本企业新签占建筑业新签比例近年持续提升，2023 年及 2024H1 占比分别为 50%/57%（vs 2021 年为 42%）。

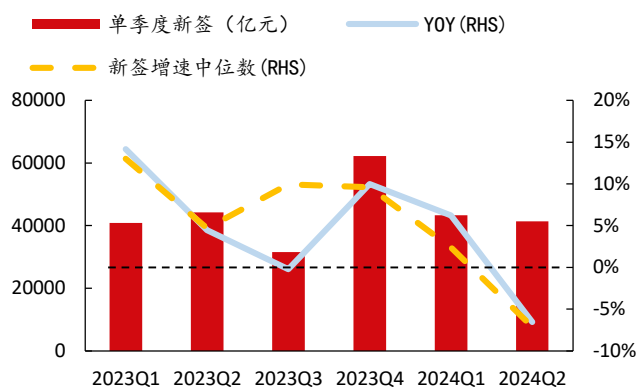
样本企业 2024H1 收入合计 3.9 万亿元，yoy-3.1%，增速中位数-1.4%；归母净利润 947 亿元，yoy-9.3%，增速中位数-2.1%。单季度来看，样本企业 2024Q1-2024Q2 整体收入增速分别为+1.6%/-7.2%，中位数分别为+0.4%/-6.0%；整体归母净利增速分别为-1.8%/-16.1%，中位数分别为+1.6%/-10.7%。样本企业收入占建筑业总产值比例持续提升，2023 年及 2024H1 分别为 26%/28%（vs 2019 年为 21%）。样本企业收入和利润增速自 2022 年以来持续放缓，2023 年及 2024H1 增长动能总体偏弱，原因应包括项目资金到位情况不理想及地产等需求景气度欠佳的传导影响等。

图表1：样本建筑企业新签及增速



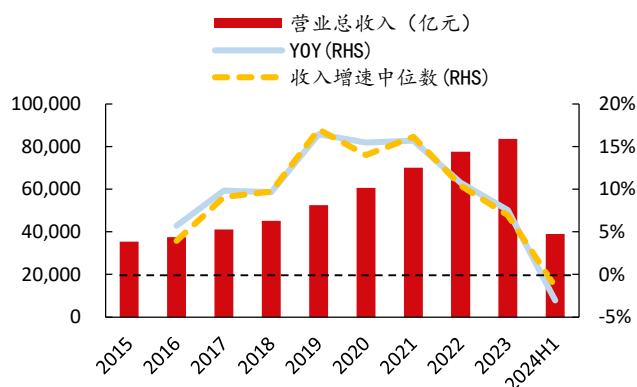
注：陕建股份 21 年缺增速数据；  
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：样本建筑企业单季度新签及增速



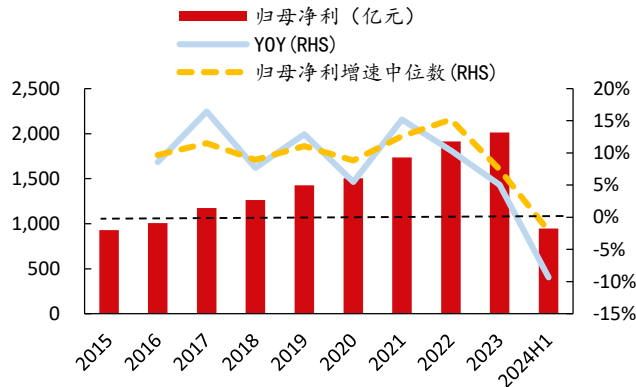
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3：样本建筑企业营业总收入及增速



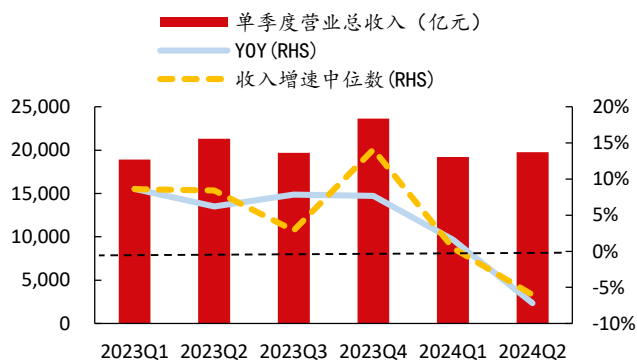
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：样本建筑企业归母净利润及增速



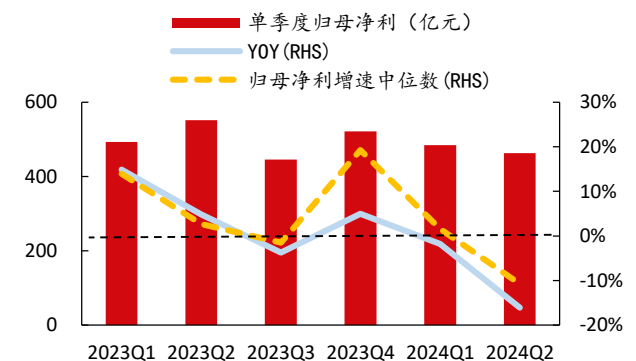
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：样本建筑企业单季度营业总收入及增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：样本建筑企业单季度归母净利润及增速



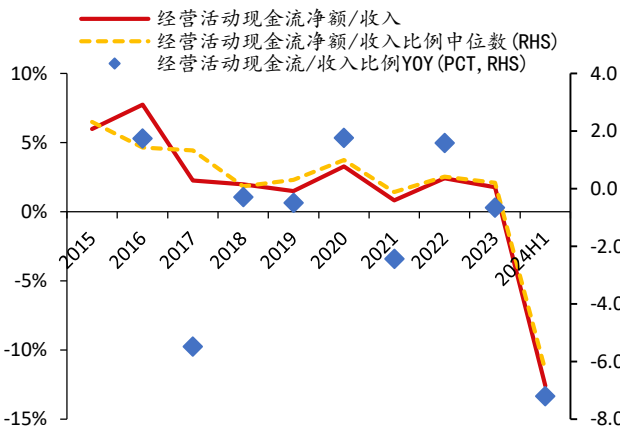
资料来源：Wind，国联证券研究所



## 1.2 现金流承压，负债率同比提升

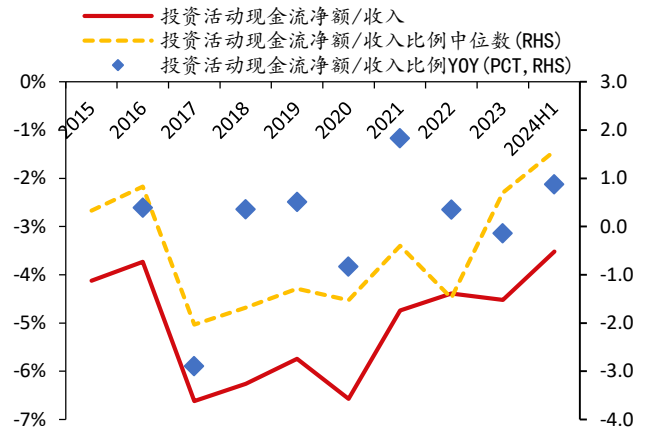
样本建筑企业 2024H1 总体呈经营活动现金流净流入减少、投资活动现金流净流入小幅增加的局面，现金流压力边际有所增加。样本企业 2023 年及 2024H1 营业现金比率(经营活动现金流净额/收入)比例分别为 1.8%/-12.6%，分别 yoy-0.6/-7.2pct；投资活动现金流净额/收入比例分别为-4.5%/-3.5%，分别 yoy-0.1/+0.9pct。2024H1 整体经营活动现金流同比多流出 2,737 亿元至净流出 4,902 亿元，整体投资活动现金流同比少流出 395 亿元至净流出 1,371 亿元。样本企业 2024H1 经营活动现金流净流入压力加大、投资活动现金流需求边际增加，反映下游对建筑企业的资金占用压力阶段呈增加态势，同步反映业主支付能力有所下降。

图表7：样本建筑企业经营活动现金流情况



注：现金流及收入口径为样本建筑企业加总；  
资料来源：Wind，国联证券研究所

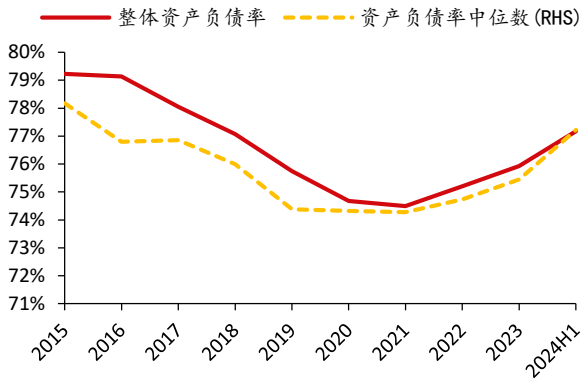
图表8：样本建筑企业投资活动现金流情况



注：现金流及收入口径为样本建筑企业加总；  
资料来源：Wind，国联证券研究所

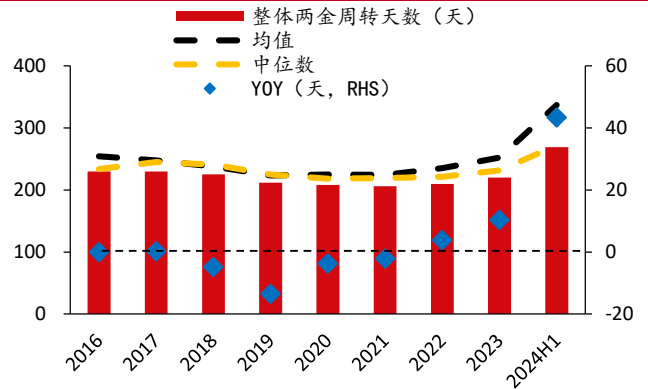
样本建筑企业资产负债率 24H1 同比提升较多，同时两金周转有所放缓。样本建筑企业 2023 年末及 2024H1 末资产负债率分别为 75.9%、77.2%，分别 yoy+0.7、+0.9pct，资产负债率中位数分别为 75.4%/77.2%。整体上资产负债率在 2020 年到达阶段底部位置后近年呈持续小幅提升态势，2024H1 上升较多。2023 年及 2024H1 两金(应收账款+存货+合同资产)周转天数分别为 220、269 天，分别 yoy+10、+43 天，2022 年以来周转速度呈小幅放缓态势，其中 2024H1 放缓相对更明显，和回款反映的信号相互印证。

图表9：样本建筑企业近年资产负债率变化



注：资产负债率=样本企业总负债/总资产；  
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：样本建筑企业近年两金周转周期变化



注：两金为应收账款、存货+合同资产；指标为加总口径计算；  
资料来源：Wind，国联证券研究所

## 2. 细分：增长及回款均承压，国际工程表现更优

### 2.1 “一利五率”：国际工程>央企>地方国企

**一利五率比较：国际工程>央企>地方国企；2024H1 央企利总、回款、负债、ROE 指标均承压。**2023 年国资委进一步优化中央企业经营指标体系为“一利五率”<sup>1</sup>，相较此前的“两利四率”，增加 ROE、营业现金比率作为考核指标。建筑央企 2024H1 “一利五率”指标整体承压。具体来看，利润总额增速前三为中国能建 (+3.7%)、中国交建 (+2.1%)、中国核建 (+1.3%)。半年度 ROE 同比不同程度下降，半年度 ROE 前三为中国建筑、中国化学、中国中铁，分别为 6.6%、4.7%、4.3%，yoy 分别-0.7、-0.7、-1.1pct。营业现金比率下降为主、且总体降幅偏大，其中中国铁建、中国建筑、中国中铁同比降幅排名靠前。资产负债率同比总体提升为主，央企中仅中国化学同比小幅下降 (-1.4pct 至 69.8%)。研发经费投入强度稳中有升，中国核建、中国能建、中国交建提升幅度靠前。全员劳动生产率整体提升，中国建筑、中国中铁、中国能建同比提升幅度靠前。国际工程企业利润总额增长动能相对有优势，且 ROE 整体平稳、资产负债率有所压降、研发投入强度小幅提升、全员劳动生产率显著提升，主要指标优于整体建筑央企。地方国企“一利五率”主要指标表现则逊于央企。

<sup>1</sup> 2023 年中央企业“一利五率”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。



**图表11：样本建筑企业“一利五率”**

公司简称	利润总额		ROE		营业现金比率		资产负债率		研发经费投入强度		全员劳动生产率	
	2024H1	yoy	2024H1	yoy	2024H1	yoy	2024H1	yoy	2024H1	yoy	2024H1	yoy
建筑央企	498	0.3%	6.6%	-0.7	-9.5%	-8.6	76.3%	0.8	1.5%	-0.2	592	10.1%
中国建筑	191	-14.3%	4.3%	-1.1	-12.8%	-7.7	76.5%	1.8	1.7%	0.0	422	3.7%
中国中铁	179	-9.4%	3.8%	-0.8	-15.8%	-12.2	76.3%	0.6	1.7%	0.1	425	4.6%
中国铁建	181	2.1%	3.7%	-0.2	-20.8%	-7.3	74.8%	-0.1	2.8%	0.2	524	-0.7%
中国交建	102	-4.7%	3.8%	-0.2	-16.4%	-2.4	78.7%	1.5	2.9%	0.1	369	5.7%
中国电建	62	3.7%	2.5%	-0.1	-7.5%	-0.4	77.4%	1.6	2.5%	0.3	347	3.7%
中国能建	37	-0.5%	4.7%	-0.7	-5.1%	-5.3	69.8%	-1.4	2.6%	-0.1	367	3.2%
中国化学	57	-42.6%	2.8%	-2.4	-9.5%	-5.2	77.5%	3.7	2.7%	0.0	638	6.0%
中国中冶	16	1.3%	3.4%	-0.1	-23.6%	0.4	82.9%	0.3	2.1%	0.4	243	6.1%
中国核建	17	1.5%	7.1%	-0.7	4.2%	8.8	62.5%	-1.5	3.5%	-0.3	301	7.0%
国际工程	6	1.6%	6.1%	-0.1	-3.7%	0.6	59.9%	-0.9	0.3%	0.0	1,105	38.2%
中材国际	6	19.4%	5.3%	0.1	-17.2%	-9.4	69.0%	-6.0	1.5%	0.3	1,438	47.8%
北方国际	4	2.4%	2.4%	0.0	-24.4%	-6.0	50.0%	1.1	4.5%	0.1	288	28.2%
中钢国际	15	-16.7%	4.3%	-2.4	-9.1%	-4.8	77.0%	-2.5	1.9%	0.1	244	5.3%
地方国企	39	-42.7%	7.3%	-6.1	-10.3%	-3.5	79.7%	1.2	1.7%	-0.6	632	23.4%
山东路桥	11	-8.8%	4.4%	-0.8	-11.4%	-15.9	85.7%	0.8	2.2%	0.5	501	13.0%
四川路桥	23	-21.2%	6.0%	-3.1	-11.5%	-5.5	88.6%	-0.8	0.9%	0.2	529	17.6%
安徽建工	0	-96.3%	-0.2%	-1.6	-10.3%	-6.3	89.9%	1.0	0.4%	0.2	318	-5.5%
陕建股份	12	-1.1%	2.7%	-0.1	-13.4%	-11.2	78.1%	0.7	4.4%	0.4	413	7.3%
重庆建工	14	3.7%	1.8%	0.0	-15.5%	-6.4	85.8%	0.2	2.8%	-0.3	594	6.7%
隧道股份	-	-	4.1%	-1.1	-12.2%	-5.4	75.8%	0.1	2.2%	0.1	515	9.7%
上海建工	20	-0.8%	4.0%	-0.7	-11.5%	-5.7	77.2%	0.7	2.1%	0.1	423	6.8%
均值	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中位数	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

注：利润总额单位为亿元；全员劳动生产率指标为人均创收，单位为万元；ROE、营业现金比率、资产负债率、研发经费投入强度 yoy 单位均为 pct；资产负债率为 2024H1 末数据；

资料来源：Wind，国联证券研究所

## 2.2 收入利润新签：规模增速放缓，国际工程增长动能更优

**收入利润增长：样本建筑企业 2024H1 收入、利润增长承压，国际工程企业增长动能更优，央企中性有韧性，地方国企降幅稍大且 2024Q2 压力边际有所加大。**分板块观察样本企业的收入利润增长情况，主要有几个特点：（1）建筑整体央企收入、利润增长均承压，中国建筑、中国能建、中国核建 2024H1 实现收入利润正增长（三企业 2024H1 收入 yoy 分别+2.8%、+1.1%、+0.1%，归母净利 yoy 分别为+1.6%、+4.7%、+6.9%），中国中冶因地产存货及应收减值计提力度继续加大致利润负增较多。中国建筑增长彰显龙头韧性。中国核建利润增速较快，主要受益于核电工程景气度上行，核电业务收入高增长、毛利率明显改善。中国能建收入与归母净利润增长主要系新能源业务收入较快增长、盈利能力稳步提升。（2）国际工程企业增长动能更强。其中，中钢国际 2024H1 归母净利 yoy+22.4%，主要源于海外业务毛利率大幅提升 4.2pct；北方国际归母净利 yoy+7.4%，蒙古矿山一体化项目继续贡献较多增量；中材国际在部分小币种汇率波动较大的背景下实现扎实有韧性的增长。（3）地方国企收入利润整体较大幅度下滑，其中上海建工实现收入、利润正增长，地方国企 Q2 整体增长压力边际有所增加。

**图表12：样本建筑企业 2024H1 及 2024Q2 收入及净利增长情况**

公司简称	收入				归母净利润				扣非归母净利润			
	2024H1	yoy	2024Q2	yoy	2024H1	yoy	2024Q2	yoy	2024H1	yoy	2024Q2	yoy
建筑央企												
中国建筑	11,446	2.8%	5,953	1.2%	294.5	1.6%	145.3	2.1%	269.5	1.9%	122.1	3.0%
中国中铁	5,445	-7.8%	2,789	-12.3%	142.8	-12.1%	68.0	-18.7%	131.0	-14.0%	59.3	-24.2%
中国铁建	5,161	-4.6%	2,412	-9.8%	119.0	-12.8%	58.8	-24.1%	111.5	-13.5%	53.7	-25.7%
中国交建	3,574	-2.5%	1,805	-5.0%	114.0	-0.6%	52.6	-10.6%	106.2	-3.0%	45.2	-17.9%
中国电建	2,854	1.3%	1,451	-2.2%	63.4	-6.5%	32.9	-12.4%	62.3	-5.6%	32.1	-11.2%
中国能建	1,943	1.1%	969	-6.5%	27.8	4.7%	13.0	-15.2%	23.3	-0.9%	12.1	-8.7%
中国化学	910	-0.3%	459	-5.5%	28.4	-3.6%	16.2	-11.6%	30.5	3.5%	19.0	3.3%
中国中冶	2,988	-10.6%	1,489	-21.6%	41.5	-42.5%	14.7	-61.7%	32.2	-53.9%	5.5	-85.1%
中国核建	546	0.1%	256	-0.2%	9.6	6.9%	4.0	3.3%	10.3	20.6%	4.9	38.3%
国际工程												
中材国际	209	1.7%	106	0.7%	14.0	2.3%	7.6	1.6%	14.0	6.0%	7.5	1.0%
北方国际	104	0.1%	54	-3.7%	5.4	7.4%	2.8	-10.7%	5.3	5.2%	2.7	-15.8%
中钢国际	91	-15.2%	42	-25.3%	4.2	22.4%	2.0	52.0%	3.7	27.5%	1.6	21.5%
中工国际	55	6.4%	31	31.8%	2.7	0.1%	1.5	-0.3%	1.9	-44.7%	0.5	-77.3%
地方国企												
山东路桥	285	-8.7%	189	-5.2%	10.2	-9.0%	7.7	-10.8%	9.1	-9.6%	6.8	-13.1%
四川路桥	458	-31.2%	237	-33.5%	31.9	-43.5%	14.4	-50.7%	31.5	-43.9%	14.1	-51.5%
安徽建工	335	-10.7%	199	-6.5%	6.1	-6.5%	3.0	-1.7%	5.7	-19.8%	2.8	-15.6%
陕建股份	670	-20.5%	392	-19.5%	15.8	-26.2%	10.3	-22.4%	13.6	-33.0%	8.3	-32.1%
重庆建工	156	-25.4%	82	-17.4%	-0.2	-115.6%	-0.6	-201.0%	-1.0	-177.4%	-1.2	-268.2%
隧道股份	280	1.7%	139	-7.8%	7.9	0.8%	3.4	-2.0%	6.8	-6.1%	2.5	-24.8%
上海建工	1,460	1.1%	712	-8.9%	8.3	9.3%	5.4	7.3%	7.0	11.9%	5.5	12.1%
均值	-	-6.1%	-	-7.6%	-	-11.2%	-	-19.4%	-	-17.4%	-	-29.6%
中位数	-	-1.4%	-	-6.0%	-	-2.1%	-	-10.7%	-	-5.8%	-	-15.7%

注：金额单位均为亿元；

资料来源：Wind，国联证券研究所

**利润率：国际工程企业改善较好，央企相对平稳。**2024H1 年样本建筑企业毛利率整体小幅改善，归母净利率整体有压力，2024Q2 毛利率与归母净利率表现相若。建筑整体央企利润率相对平稳，其中中国能建利润率同比改善较多，2024H1 及单 2024Q2 毛利率 yoy 分别+1.3、+2.0pct 至 12.2%、13.7%，归母净利率 yoy 分别+0.0、-0.1pct 至 1.4%、1.3%。国际工程企业利润率提升幅度较大，2024H1 毛利率、归母净利率同比整体改善，单 2024Q2 有小幅压力，其中，中钢国际利润率改善幅度最大（2024H1/2024Q2 毛利率、净利率分别为 11.5%/12.5%、4.6%/4.9%，yoy 分别 +2.8/+3.9pct、+1.4/+2.5pct）。地方国企整体毛利率延续小幅提升，但减值影响增加/费用率增加等致归母净利率小幅承压。

**图表13：样本建筑企业 2024H1 及 2024Q2 单季度利润率**

	公司简称	毛利率				归母净利率			
		2024H1	yoy	2024Q2	yoy	2024H1	yoy	2024Q2	yoy
建筑央企	中国建筑	9.4%	-0.1	10.7%	-0.2	2.6%	0.0	2.4%	0.0
	中国中铁	8.8%	0.0	9.1%	0.3	2.6%	-0.1	2.4%	-0.2
	中国铁建	9.1%	0.2	10.6%	0.6	2.3%	-0.2	2.4%	-0.5
	中国交建	11.7%	0.9	11.4%	1.5	3.2%	0.1	2.9%	-0.2
	中国电建	12.3%	0.3	12.7%	0.9	2.2%	-0.2	2.3%	-0.3
	中国能建	12.2%	1.3	13.7%	2.0	1.4%	0.0	1.3%	-0.1
	中国化学	9.4%	1.1	10.8%	2.1	3.1%	-0.1	3.6%	-0.2
	中国中冶	9.0%	-0.2	9.9%	0.8	1.4%	-0.8	1.0%	-1.0
	中国核建	9.8%	0.2	11.3%	0.6	1.7%	0.1	1.6%	0.1
国际工程	中材国际	19.4%	1.0	19.3%	-0.4	6.7%	0.0	7.2%	0.1
	北方国际	10.1%	0.8	10.5%	4.3	5.2%	0.3	5.1%	-0.4
	中钢国际	11.5%	2.8	12.5%	3.9	4.6%	1.4	4.9%	2.5
	中工国际	17.0%	-0.4	14.5%	-5.1	4.9%	-0.3	4.9%	-1.6
地方国企	山东路桥	12.1%	0.0	12.2%	-0.9	3.6%	0.0	4.1%	-0.2
	四川路桥	15.9%	-0.2	16.0%	-0.1	7.0%	-1.5	6.1%	-2.1
	安徽建工	12.7%	1.2	12.6%	0.5	1.8%	0.1	1.5%	0.1
	陕建股份	10.4%	1.1	11.1%	0.8	2.4%	-0.2	2.6%	-0.1
	重庆建工	6.0%	0.7	4.9%	-0.8	-0.1%	-0.7	-0.8%	-1.4
	隧道股份	14.9%	3.2	17.4%	5.9	2.8%	-0.5	2.5%	-0.3
	上海建工	7.6%	-0.5	9.1%	-0.5	0.6%	0.0	0.8%	0.1
	均值	11.5%	0.7	12.0%	0.8	3.0%	-0.1	2.9%	-0.3
中位数	10.9%	0.5	11.4%	0.6	2.6%	-0.1	2.4%	-0.2	

注：yoy 单位均为 pct；

资料来源：Wind，国联证券研究所

**新签：2024H1 增速放缓且分化明显，央企增长韧性更优。**2024H1 建筑整体央企中新签增速超 10% 有 4 家企业，分别为中国核建 (+17.1%)、中国能建 (+14.3%)、中国建筑 (13.7%)、中国化学 (10.0%)；国际工程企业中，中工国际新签订单超 10%；建筑地方国企样本企业新签同比增速均未超 10%，部分企业下降较多。

**图表14：样本建筑企业累计新签订单及增速**

	公司简称	新签合同额(亿元)					YoY				
		2024H1	2024Q1	2023	2022	2021	2024H1	2024Q1	2023	2022	2021
建筑央企	中国建筑	22,882	11,107	38,727	35,015	31,074	13.7%	14.3%	10.6%	12.7%	12.2%
	中国中铁	10,785	6,216	31,006	30,324	27,293	-15.3%	-6.9%	2.2%	11.1%	4.7%
	中国铁建	11,006	5,507	32,939	32,450	28,197	-19.0%	2.0%	1.5%	15.1%	10.4%
	中国交建	9,609	5,073	17,532	15,423	12,679	8.4%	10.8%	14.0%	21.6%	18.9%
	中国电建	6,489	3,311	11,428	10,092	7,803	7.5%	2.7%	13.2%	29.3%	15.9%
	中国能建	7,386	3,678	12,837	10,491	8,726	14.3%	23.8%	22.4%	20.2%	51.0%
	中国化学	2,036	1,279	3,268	2,969	2,698	10.0%	22.3%	10.0%	10.1%	7.4%
	中国中冶	6,778	3,170	14,248	13,456	12,048	-6.1%	-2.7%	5.9%	11.7%	30.9%
	中国核建	766	415	1,509	1,390	n/a	17.1%	17.2%	8.5%	12.0%	n/a
国际工程	中材国际	371	212	616	515	510	-8.6%	-2.0%	18.0%	0.5%	18.0%
	北方国际	7	0.3	26	21	7	-64.2%	-89.0%	27.1%	190.0%	-60.4%
	中钢国际	97	60	193	184	277	3.5%	48.2%	4.7%	-33.5%	-3.8%
	中工国际	114	49	220	195	199	13.1%	-15.2%	13.1%	-2.3%	-1.0%
地方国企	山东路桥	468	298	1,127	921	868	-11.8%	47.0%	22.3%	6.2%	84.1%
	四川路桥	591	292	1,685	1,403	1,002	-20.0%	1.1%	20.1%	40.1%	153.4%
	安徽建工	723	390	1,511	1,327	759	-3.4%	1.4%	13.8%	74.9%	21.0%
	陕建股份	1,738	752	3,964	3,941	3,143	-13.5%	-24.4%	0.6%	25.4%	n/a
	重庆建工	300	158	563	290	632	3.8%	1.3%	94.4%	-54.2%	1.2%
	隧道股份	461	227	954	836	777	9.1%	7.1%	14.1%	7.6%	12.8%
	上海建工	2,066	1,153	4,318	4,517	4,425	0.6%	14.4%	-4.4%	2.1%	14.4%
	均值	-	-	-	-	-	-3.0%	3.7%	15.6%	20.0%	21.7%
中位数	-	-	-	-	-	2.0%	2.4%	13.2%	11.8%	13.6%	

注：北方国际新签订单单位为亿美元，其余均为亿元；  
资料来源：Wind，国联证券研究所

## 2.3 现金流：营收现金比率同比下降较多

样本企业营收现金比率同比下降较多，其中中国核建、中材国际营业现金比率逆势改善。建筑整体央企 2024H1 营业现金比率总体下降较多，其中中国核建同比改善（同期营业现金比率 yoy+0.4pct 至-23.6%）；国际工程企业中，中材国际一枝独秀，2024H1 营业现金比率同比改善较多（同期营业现金比率 yoy+8.8pct 至 4.2%）；地方国企整体 2024H1 营收现金比率下降较多。

**图表15：样本建筑企业 2024H1 现金流情况**

	公司简称	营业现金比率		投资活动现金流净额/收入	
		2024H1	yoy	2024H1	yoy
建筑央企	中国建筑	-9.5%	-8.6%	-0.8%	-0.2
	中国中铁	-12.8%	-7.7%	-4.1%	1.8
	中国铁建	-15.8%	-12.2%	-4.1%	1.2
	中国交建	-20.8%	-7.3%	-4.4%	4.6
	中国电建	-16.4%	-2.4%	-10.1%	5.3
	中国能建	-7.5%	-0.4%	-13.7%	-7.6
	中国化学	-5.1%	-5.3%	-1.0%	0.7
	中国中冶	-9.5%	-5.2%	-0.6%	0.2
	中国核建	-23.6%	0.4%	-1.0%	-0.8
国际工程	中材国际	4.2%	8.8%	-4.6%	-4.7
	北方国际	-3.7%	0.6%	-3.7%	-1.5
	中钢国际	-17.2%	-9.4%	0.0%	-12.5
	中工国际	-24.4%	-6.0%	-1.1%	0.4
地方国企	山东路桥	-9.1%	-4.8%	-0.8%	15.9
	四川路桥	-10.3%	-3.5%	-8.7%	-3.7
	安徽建工	-11.4%	-15.9%	-7.2%	-3.5
	陕建股份	-11.5%	-5.5%	-0.8%	0.9
	重庆建工	-10.3%	-6.3%	-1.0%	0.2
	隧道股份	-13.4%	-11.2%	1.7%	7.2
	上海建工	-15.5%	-6.4%	-1.8%	0.7
	均值	-12.2%	-5.4%	-3.4%	0.2
中位数	-11.5%	-5.7%	-1.4%	0.3	

注：yoy 单位均为 pct；营业现金比率=经营活动现金流净额/收入；  
 资料来源：Wind，国联证券研究所

## 2.4 负债率：央企与地方国企提升，国际工程下降

建筑整体央企与地方国企资产负债率有提升压力，国际工程资产负债率及带息负债比率同步下降。建筑整体央企与地方国企 2024H1 末资产负债率、有息负债率总体均有一定提升，央企提升幅度相对更大，一定程度反应净现金流压力。国际工程资产负债率下降为主，同时有息负债率同比降幅较大。

**图表16：样本建筑企业 2024H1 末负债率情况**

	公司简称	资产负债率		有息负债比率	
		2024H1	yoy	2024H1	yoy
建筑央企	中国建筑	76.3%	0.8	29.4%	1.5
	中国中铁	76.5%	1.8	25.0%	-0.7
	中国铁建	76.3%	0.6	26.4%	6.2
	中国交建	74.8%	-0.1	34.8%	-0.6
	中国电建	78.7%	1.5	40.0%	1.4
	中国能建	77.4%	1.6	33.0%	2.1
	中国化学	69.8%	-1.4	6.5%	-2.2
	中国中冶	77.5%	3.7	14.4%	0.8
	中国核建	82.9%	0.3	36.5%	1.3
国际工程	中材国际	62.5%	-1.5	12.1%	-4.7
	北方国际	59.9%	-0.9	26.1%	-3.2
	中钢国际	69.0%	-6.0	3.0%	-3.6
	中工国际	50.0%	1.1	5.9%	-2.1
地方国企	山东路桥	77.0%	-2.5	22.0%	0.7
	四川路桥	79.7%	1.2	34.5%	5.0
	安徽建工	85.7%	0.8	35.6%	-0.9
	陕建股份	88.6%	-0.8	14.6%	1.9
	重庆建工	89.9%	1.0	21.9%	-0.4
	隧道股份	78.1%	0.7	23.4%	-1.6
	上海建工	85.8%	0.2	24.8%	0.4
	均值	75.8%	0.1	23.5%	0.1
中位数	77.2%	0.7	24.9%	0.0	

注：yoy 单位均为 pct；资产负债率及有息负债比率均为期末数据；  
资料来源：Wind，国联证券研究所

## 2.5 两金：周转均有所放慢，地方国企压力尤明显

两金周转均有所放缓，央企表现优于国际工程，地方国企周转天数大幅增加。2024H1 样本建筑企业两金周转天数同比增加较多，存货周转天数增加贡献了更多增量。具体看，地方国企周转天数同比大幅增加，建筑整体央企、国际工程周转天数同比亦有明显拉长。



**图表17：样本建筑企业 2024H1 两金周转情况**

	公司简称	两金周转天数 (天)		应收账款周转天数 (天)		存货周转天数 (天)	
		2024H1	yoy	2024H1	yoy	2024H1	yoy
建筑央企	中国建筑	258	31	45	8	213	23
	中国中铁	247	71	65	22	182	49
	中国铁建	292	31	59	7	233	24
	中国交建	228	30	64	10	164	21
	中国电建	190	21	76	3	114	18
	中国能建	286	38	80	6	206	31
	中国化学	182	27	60	8	122	19
	中国中冶	241	64	93	37	148	26
	中国核建	416	61	144	12	272	49
国际工程	中材国际	204	33	92	14	112	19
	北方国际	112	11	67	-5	44	16
	中钢国际	157	44	97	42	59	2
	中工国际	354	12	203	29	152	-17
地方国企	山东路桥	526	146	94	26	432	119
	四川路桥	455	188	89	35	367	153
	安徽建工	496	123	255	85	241	38
	陕建股份	724	212	441	119	283	93
	重庆建工	708	216	244	82	465	134
	隧道股份	443	1	138	-14	305	15
	上海建工	218	-12	76	3	142	-15
	均值	337	67	124	26	213	41
	中位数	272	35	90	13	194	23

注：存货周转天数计算中同时考虑合同资产；  
 资料来源：Wind，国联证券研究所

### 3. 投资建议：重视有估值优势和高分红的央国企

建筑板块及样本建筑企业估值整体处于近 10 年底部区域，部分企业进行上市以来首次中期分红，其中四川路桥、安徽建工、中国建筑、中国铁建、中钢国际当前股息率超 5%。建筑整体央企估值整体处于历史底部位置附近，除中国核建外，建筑整体央企 PB\_1f 均明显低于 1.0 倍；建筑整体央企 PB\_1f 近 10 年分位均在 1% 左右或 1% 以内，估值有较好安全边际。样本地方国企除四川路桥，PB\_1f 估值及分位均在近 10 年底部位置附近。国资委于 2024 年 1 月 24 日国务院新闻办公室举行的发布会上表示“着力提高央企控股上市公司质量，强化投资者回报”，部分建筑企业积极响应并实施首次中期分红。建筑整体央企中，中国交建、中国能建 24H1 中期分红比例为 20.0%、18.7% (vs 23 年全年分别为 20.0%、13.6%)；地方国企中隧道股份、陕建股份、四川路桥、山东路桥 24H1 中期分红比例分别为 40.0%、11.9%、10.1%、3.0% (vs 23 年全年分别为 35.3%、14.3%、50.0%、12.2%)。按 2023 年分红计算股息率，样本企业排名前五位为四川路桥、安徽建工、中国建筑、中国铁建、中钢国际，股息率分别为 9.5%、6.5%、5.7%、5.5%、5.1%。

**图表18：样本建筑企业盈利预测与估值**

公司简称	归母净利润		归母净利润yoy		估值				
	2023A	2024E	2023A	2024E	PE (24E)	PE_TTM	PE分位	PB_LF	PB分位
建筑央企									
中国建筑	543	574	6.5%	5.8%	3.5	3.6	0.3%	0.5	0.0%
中国中铁	335	343	7.1%	2.5%	3.4	4.0	0.0%	0.4	0.0%
中国铁建	261	269	-2.2%	3.1%	3.2	3.8	3.1%	0.4	0.0%
中国交建	238	256	23.6%	7.7%	4.0	5.0	3.6%	0.4	1.0%
中国电建	130	142	13.6%	9.5%	5.3	6.0	5.8%	0.6	0.5%
中国能建	80	89	2.1%	11.2%	8.1	10.4	0.1%	0.8	0.1%
中国化学	54	59	0.2%	8.1%	6.6	7.3	1.7%	0.6	0.2%
中国中冶	87	85	-15.6%	-1.8%	5.9	9.7	48.3%	0.5	0.0%
中国核建	21	24	16.1%	16.9%	8.6	9.7	0.1%	1.1	0.3%
国际工程									
中材国际	29	33	14.7%	13.3%	7.2	8.0	15.4%	1.2	14.7%
北方国际	9	10	44.3%	10.9%	8.1	8.6	12.1%	0.9	0.7%
中钢国际	8	9	20.6%	17.0%	8.4	9.0	0.2%	0.9	0.2%
中工国际	4	4	7.8%	15.9%	19.2	22.3	62.4%	0.7	0.1%
地方国企									
山东路桥	23	24	-15.1%	5.7%	3.1	3.4	1.0%	0.5	0.0%
四川路桥	90	89	-19.7%	-0.7%	5.3	7.2	10.8%	1.1	24.6%
安徽建工	16	17	12.6%	11.9%	3.9	4.5	0.2%	0.7	1.5%
陕建股份	40	n/a	10.4%	n/a	n/a	3.8	6.7%	0.6	0.1%
重庆建工	0	n/a	-75.2%	n/a	n/a	-40.1	n/a	0.5	0.1%
隧道股份	29	32	2.9%	8.7%	5.2	5.7	0.1%	0.6	0.0%
上海建工	16	18	14.9%	14.7%	9.5	10.4	43.1%	0.6	0.0%
均值	-	-	-	-	6.6	5.1	11.3%	0.7	2.2%
中位数	35	46	7.8%	32.8%	5.6	6.6	3.1%	0.6	0.1%

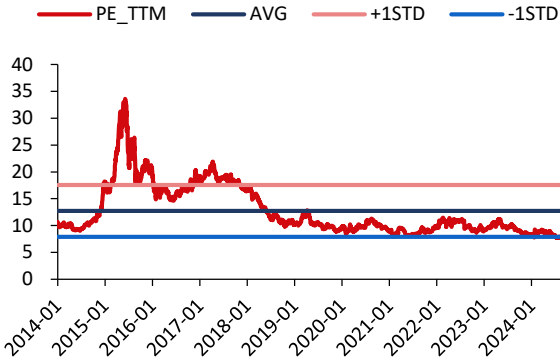
注：盈利预测为wind一致预期，数据截止2024/09/12；金额单位均为亿元；估值分位值对应区间为2014/01/01至今；资料来源：wind，国联证券研究所

**图表19：样本建筑企业2024H1分红比例、股息率**

公司简称	市值(亿元)	现金分红总额(亿元)		分红比例			股息率2023
		2024H1	2023	2024H1	2023	24H1较23FY(pct)	
建筑央企							
中国建筑	1,985	-	113.0	-	20.8%	-	5.7%
中国中铁	1,151	-	52.0	-	15.5%	-	4.5%
中国铁建	867	-	47.5	-	18.2%	-	5.5%
中国交建	1,003	22.8	47.6	20.0%	20.0%	0.0	4.7%
中国电建	756	-	23.5	-	18.1%	-	3.1%
中国能建	722	5.2	10.8	18.7%	13.6%	5.2	1.5%
中国化学	380	-	10.9	-	20.0%	-	2.9%
中国中冶	490	-	14.9	-	17.2%	-	3.0%
中国核建	205	-	2.6	-	12.7%	-	1.3%
国际工程							
中材国际	229	-	10.6	-	36.2%	-	4.6%
北方国际	82	-	0.9	-	10.0%	-	1.1%
中钢国际	75	-	3.8	-	50.1%	-	5.1%
中工国际	81	-	1.5	-	42.9%	-	1.9%
地方国企							
山东路桥	74	0.3	2.8	3.0%	12.2%	-9.2	3.8%
四川路桥	477	3.2	45.0	10.1%	50.0%	-39.9	9.5%
安徽建工	69	-	4.5	-	28.7%	-	6.5%
陕建股份	129	1.9	5.7	11.9%	14.3%	-2.4	4.4%
重庆建工	41	-	0.2	-	50.6%	-	0.5%
隧道股份	167	3.1	7.2	40.0%	35.3%	4.7	4.3%
上海建工	171	-	5.3	-	34.2%	-	3.1%
均值	-	-	-	17.3%	26.0%	-6.9	3.8%
中位数	-	-	-	15.3%	20.0%	-1.2	4.0%

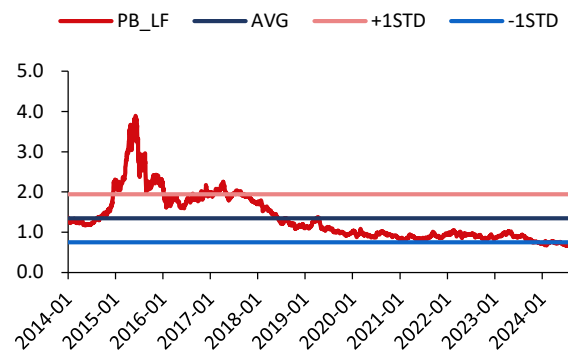
注：盈利预测为wind一致预期，数据截止2024/09/12；资料来源：wind，国联证券研究所

图表20: 申万建筑行业 2014 年以来 PE\_TTM 变化



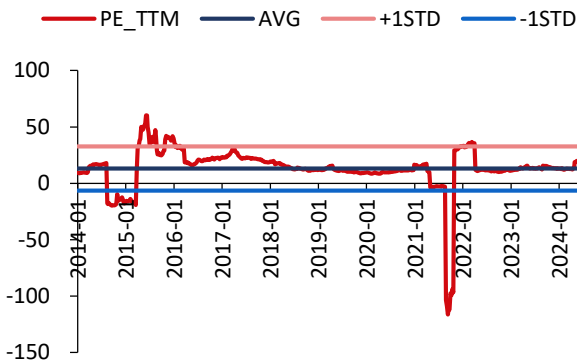
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表21: 申万建筑行业 2014 年以来 PB\_LF 变化



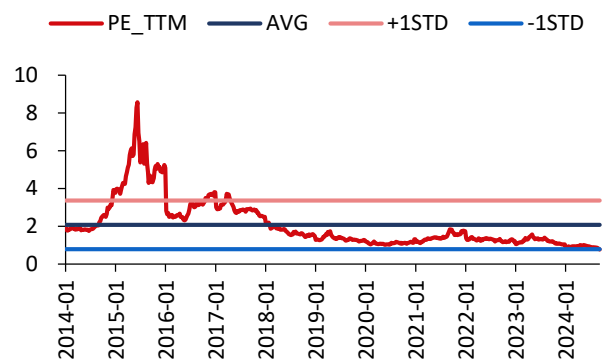
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表22: 样本建筑企业 2014 年以来 PE\_TTM 均值变化



注: PE\_TTM 均值为算数平均, 因部分企业上市时间晚于 14 年初, 其上市 30 个交易日之后纳入该数值计算, 后文同;  
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表23: 样本建筑企业 2014 年以来 PB\_LF 均值变化



资料来源: Wind, 国联证券研究所

建筑样本企业主要指标显示行业 2024H1 规模增长及回款压力较大, 我们预计主要受地方政府专项债发行偏慢以及地方政府化债影响。2024 年 8 月地方政府专项债发行提速, 8 月单月新增地方政府专项债发行规模 7,965 亿元, 2024M1-8 累计新增专项债 2.6 万亿, 占全年限额 (3.9 万亿) 约 66% (vs 24M1-7 发行进度 46%)。2024 年 7 月 24 日, 中共中央政治局召开会议, 分析研究当前经济形势, 部署下半年经济工作。从专项债角度看, 此次会议强调“要更好发挥政府投资带动作用, 加快地方政府专项债券发行和使用”。基建在经济逆周期调节中持续扮演重要角色, 我们认为下半年专项债发行进度或持续加快, 同时其他专项资金支持或亦值得期待, 有利于缓解基建项目资金端压力, 缓解公司利润及现金流压力。

结合公司基本面情况及估值, 我们建议重视两类标的: 1) 基本面如地产需求/基

建需求有积极变化，受益行业集中度持续提升，同时企业估值低且有较好分红保护，基础设施工程为核心业务的建筑央企为代表，如中国建筑、中国铁建、中国交建、中国中铁等；2) 企业积极转型变革、拥抱产业趋势变化、围绕海外蓝海市场持续有突破的国际工程企业和专业工程企业如中材国际、中钢国际、中国化学、北方国际等。

## 4. 风险提示

**基建&地产投资偏弱：**建筑企业业务下游主要为基建、地产，若行业投资持续偏弱，或影响公司项目进度及收入确认进度。

**新能源&化工业务拓展进度偏慢：**建筑企业在传统基建地产业务外拓展新能源、化工业务打造新的增长点，若新业务拓展进度偏慢，或影响公司增长前景判断。

**“一带一路”订单落地不及预期：**建筑企业出海业务受益于“一带一路”推进，若相关订单落地不及预期，或影响公司增长判断。

**央企、国企改革提效进度不及预期：**国企改革助力建筑企业提质增效，若实施力度偏弱，或影响公司增长前景判断。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层  
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层  
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼