



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

建筑行业2024Q4投资观点

关注“一带一路”及高股息优质央国企机会

西南证券研究发展中心
建筑装饰研究团队
2024年10月

■ 核心观点

- **受业绩及大盘影响，建筑板块跑输大盘。** 2024年初至10月1日，申万建筑装饰指数上涨0.7%，跑输沪深300指数16.4个百分点。建筑板块表现较为疲软，受制于整体市场疲软及投资数据放缓、债务问题，板块下调幅度较大。
- **行业整体基本面偏弱，整体投资增速呈现下滑趋势。** 建筑行业整体业绩增速走低，受宏观影响营收与净利润增速大幅下滑，固定资产投资增速呈下滑趋势。2024年1-8月份，全国固定资产投资同比增长3.4%，固定资产投资由年初4.2%逐步下滑。2024年1-8月地产投资增速-9.8%，基建增长7.9%，制造业及基建投资有望继续成为“稳增长”的压舱石。
- **选择低估值高分红央国企。** 目前建筑央国企估值位于低位，随着国企改革的逐步深入，建筑央国企经营活力提升，估值存在进一步修复的可能。上半年订单增速稳健，部分国企订单增速较好，目前央国企建筑公司在行业中受益于集中度提高，整体央国企订单增速跑赢行业。从纵向对比估值来看央国企估值位于低位，横向对比估值远低于成熟发达国家建筑企业估值。建议选择高ROE、高股息率的优质央国企进行配置。
- **一带一路仍然存在机会。** “一带一路”国家经济复苏，前期压制的基建需求将加速释放，基建在“一带一路”中扮演重要角色，国际工程蕴含巨大发展机遇，呈现向好趋势。2023年中国建筑研发投入460.7亿元，位于A股第一位，此外中国中铁、中国交建等共计6家建筑央企进入A股研发投入前十。在产品出海及“一带一路”战略中，由于建筑公司的“含金量”高，将获得广阔市场。
- **风险提示：**宏观经济下行风险、基建投资不及预期风险、房地产政策变化风险；订单下滑、回款不及预期风险；海外地缘政治风险。

目录



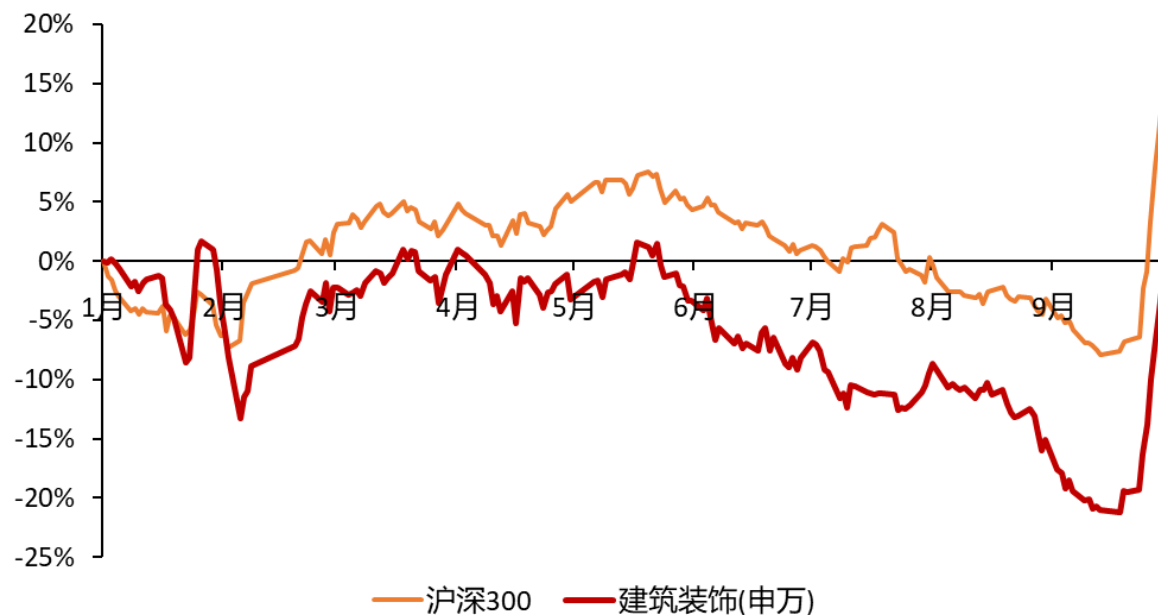
01 行业表现回顾

02 关注优质央国企

03 “一带一路”存在机遇

行业回顾：表现弱于大盘

建筑装饰行业指数相对沪深300走势

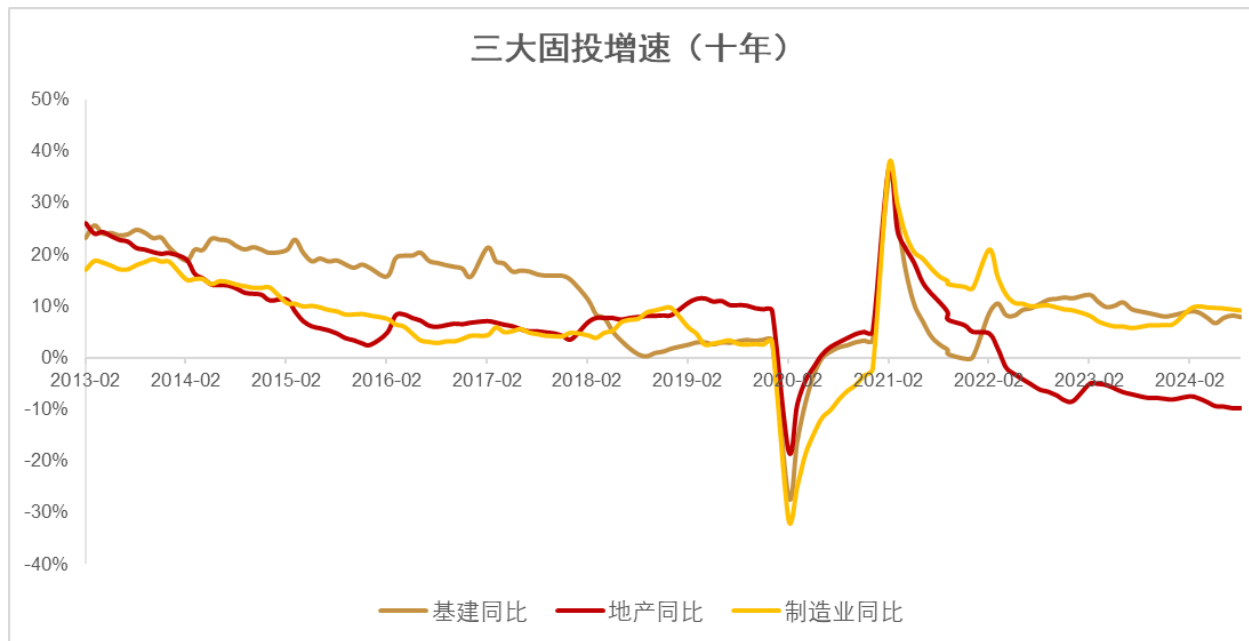


□ 2024年1月1日至2024年9月30日，申万建筑装饰指数上涨0.7%，跑输沪深300指数16.4个百分点。

2024年初至1-2月，建筑板块表现较为强劲，在“一带一路”、“中特估”的驱动下板块涨幅明显，随后由于受制于下半年整体市场疲软及投资数据放缓、债务问题，板块下调幅度较大。

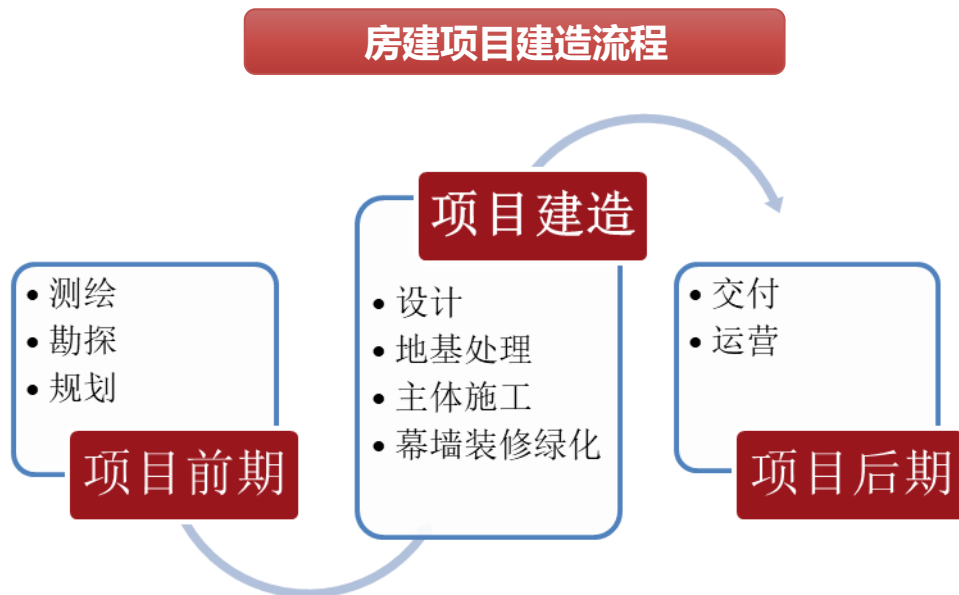
三大固投：地产投资连续下滑

三大固投投资完成额:累计同比



- **地产投资持续低迷。** 地产投资自2020年初起受疫情影响出现短暂下滑，但自2022年开始增速持续下滑。2024年1-8月地产投资增速-9.8%（基建增长7.9%）。
- **房地产GDP贡献占比持续走低，缺口待补。** 2023年全年地产对总GDP占比达到5.1%，位于低位。地产对经济的整体拉动性巨大，上下游关联建筑、材料、家电等众多行业，重要性不言而喻。中央积极推动三大工程工作，有望通过推动三大工程稳住地产端下滑带来的风险进行平稳过渡。

目前托底方向：三大工程有效托底房建下滑



- **产业链条长，受益企业众多。** 房建项目建造周期长、涉及上下游产业众多，其中在项目前期需要测绘、勘探、规划，而施工建造过程中涉及更多的专业性公司及大量材料、劳务公司，项目后期则一般交付或者运营。
- **看好规划及装修端。** 规划作为产业链前端，回款较为优秀，且对于介入项目后期的运营有先发优势。装修行业底部出清，留下的优质公司这两年业绩有望迎来反转，且未来业绩将充分受益保租房建设。

目前托底方向：三大工程有效托底房建下滑

- **2024年房地产工作的主题仍是防风险。** 房地产作为国民经济支柱产业，关联着众多上下游产业，过去两年行业经历了下调，根据中央经济工作会议，要统筹化解、积极稳妥化解房地产风险，促进房地产市场平稳健康过渡，做到先立后破。
- **加快推进三大工程。** 中央经济工作会议指出，加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。
- “三大工程”主要是在超大、特大城市展开，因此具有一定的经济效益。

三大工程相关政策

时间	事件	政策内容
2023年7月	国常会	审议通过《关于积极稳步推进超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设的指导意见》，随后短期内多个政策文件推出，明确了推动建立房地产新发展模式的顶层设计要求，进一步推出关于支持保障性住房规划建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设的“三大工程”相关政策安排。
2023年12月11日	中央经济工作会议	加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。
2023年12月13日	国家金融监管总局	一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，大力支持保障性住房等“三大工程”建设。

数据来源：新华社，经济观察报，西南证券整理

目录



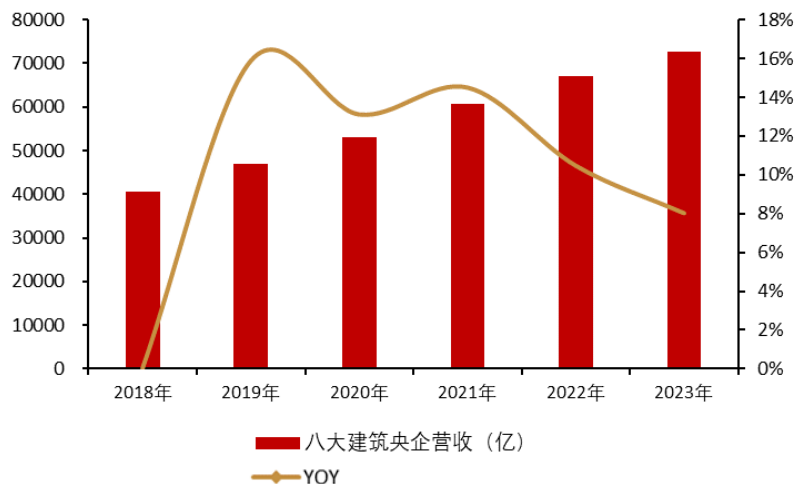
01 行业表现回顾

02 关注优质央国企

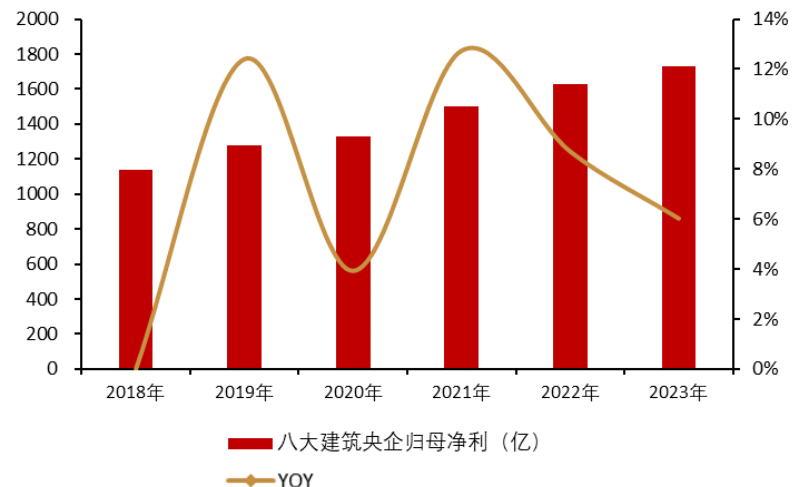
03 “一带一路”存在机遇

选择低估值高分红央国企：央企业绩增速走低

建筑八大央企近五年营收情况



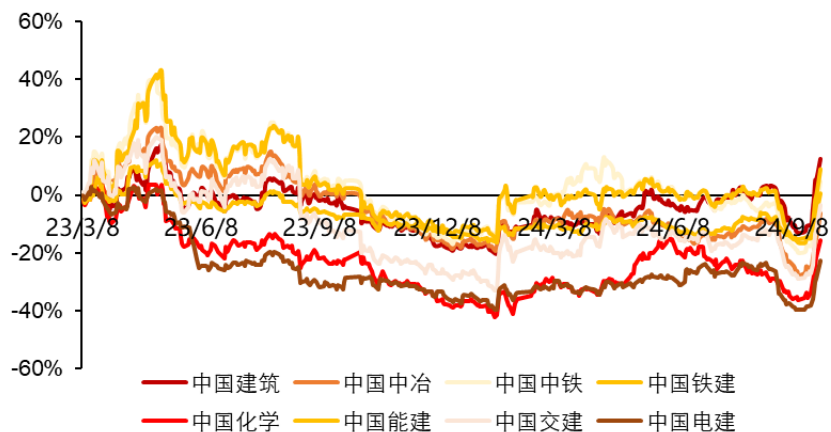
建筑八大央企近五年归母净利润情况



- **主要央企业绩增速下降。** 建筑八大央企营业收入7.3万亿，同比增长8%，归母净利润1727亿，同比增长6%。近两年房地产市场下调及财政压力问题对其业绩造成较大冲击，拖累央企整体表现。
- 另一方面，作为建筑龙头企业也在主动控制增长规模，努力提高项目质量包括不限于项目盈利能力、应收款回款质量及社会效益。

选择低估值高分红央国企：估值处于历史低位

建筑八大央企近一年股价走势



中国建筑PE位于历史低位



- **建筑八大央企整体股价呈下降趋势。**除了宏观上市场整体低迷，也受板块自身基本面及公司业绩增速影响，八大央企在2023年上半年冲高后下半年股价持续走低。
- **估值位于低位。**以中国建筑为代表，可以看出近十年来公司整体估值位于低位，与2014年最低点估值相当。
- **随着国企改革的逐步深入，建筑央国企经营活力提升，估值存在进一步修复的可能。**在国资委日益严格的考察体系下，建筑央国企近几年毛利率、净利率、管理费用率、销售费用率等指标有所改善，经营效率提升明显。此外建筑国央企的回款能力大幅改善。

选择低估值高分红央国企：订单稳定，未来业绩有所保障

- **上半年订单增速平稳，部分国企订单增速较好，央国企订单增速跑赢行业。**从2024年上半年新签订单来看，建筑业新签订单6.7万亿元（数据更新至Q1），同比基本持平。其中主要央企接单增速平稳，而地方国企除陕建股份、四川路桥外订单增长皆表现不错。央国企订单占比从2018年第三季度的40%持续提升至半数。
- 中国建筑2024年1-6月新签合同2.5万亿，同比上升10.0%；中国交建、中国化学、中国能建新签订单增速亮眼，同比分别+10.9%、+10.1%、+23.5%。
 - 主要建筑国企中，上海建工运营能力恢复，新签订单累计额2066亿元，体量最大，同比+0.6%；山东路桥新签订单增速可观，同比分别+46.8%。

主要建筑公司2024年上半年订单情况

八大央企	上半年新签订单 (亿元)	同比增速	主要地方国企	上半年新签订单 (亿元)	同比增速
中国建筑	24797(H1)	10.0%	陕建股份	1738(H1)	-13.5%
中国中铁	6216(Q1)	-6.9%	上海建工	2066(H1)	0.6%
中国铁建	5507(Q1)	2.1%	安徽建工	390(Q1)	1.4%
中国交建	5073(Q1)	10.9%	四川路桥	390(H1)	-20.0%
中国中冶	3068(Q1)	-2.5%	隧道股份	461(H1)	9.1%
中国电建	4785(1-5月)	6.8%	山东路桥	298(Q1)	46.8%
中国能建	3678(Q1)	23.5%	重庆建工	300(H1)	3.8%
中国化学	2036(H1)	10.1%	建筑业新签合同额	67278(Q1)	0.0%

数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

选择低估值高分红央国企：主要央国企股息率

主要建筑公司高股息公司情况

代码	公司	历年股息率				股息率ttm 2024/9/30	分红占净利润比 2023年
		2020	2021	2022	2023		
600039.SH	四川路桥	5.54%	3.93%	8.18%	6.90%	7.35%	50%
600502.SH	安徽建工	5.29%	6.02%	5.21%	5.59%	5.35%	29%
600820.SH	隧道股份	4.07%	4.28%	5.12%	1.74%	4.98%	35%
601668.SH	中国建筑	4.32%	5.00%	4.65%	5.60%	4.39%	21%
000928.SZ	中钢国际	3.24%	2.69%	5.94%	4.56%	4.09%	50%
601186.SH	中国铁建	2.91%	3.40%	3.90%	4.94%	3.93%	18%
603357.SH	设计总院	2.70%	5.13%	5.84%	3.93%	3.75%	40%
600248.SH	陕西建工	1.35%	2.31%	2.43%	3.73%	3.60%	14%
600284.SH	浦东建设	2.63%	3.09%	3.12%	3.41%	3.54%	36%
600970.SH	中材国际	3.34%	2.05%	4.11%	4.28%	3.48%	36%
003013.SZ	地铁设计	3.56%	1.99%	2.91%	2.99%	3.28%	45%
601390.SH	中国中铁	3.42%	3.67%	3.82%	0.00%	3.20%	16%
601800.SH	中国交建	2.49%	2.84%	3.21%	4.58%	3.03%	20%
002061.SZ	浙江交科	2.31%	3.58%	3.21%	3.42%	3.02%	24%
000498.SZ	山东路桥	2.11%	2.03%	2.33%	3.17%	2.93%	12%

□ 建筑业股利支付以现金股利为主，但是股利支付水平较低。对比其他行业来看，无论股息还是股息率建筑业均处于较低水平，相对而言建筑央国企股利分配水平较高，分配政策也较为稳定。建筑行业股息偏低的原因有：

- (1) 建筑行业由于普遍毛利率偏低，负债率偏高，其经营活动需要较大的留存收益以保证稳定性；
- (2) 建筑行业仍处于发展期尚未到大幅分红的时期，大幅分红不利于企业自身发展；
- (3) 公司通过股权激励计划留住人才，如果分红导致股价大幅上涨会导致未来增值区间变小。

选择低估值高分红央国企：可参考主要央国企ROE

主要建筑央国企ROE情况

	代码	公司	ROE				代码	公司	ROE		
			2021年	2022年	2023年				2021年	2022年	2023年
主要央企	601668.SH	中国建筑	15.9%	13.9%	13.4%	主要国企	002116.SZ	中国海城	11.1%	13.2%	16.3%
	601618.SH	中国中冶	9.1%	10.5%	7.2%		600170.SH	上海建工	11.1%	2.9%	3.5%
	601390.SH	中国中铁	11.6%	12.1%	11.8%		600820.SH	隧道股份	9.9%	10.8%	10.3%
	601186.SH	中国铁建	11.1%	11.1%	9.8%		600039.SH	四川路桥	22.4%	26.8%	20.7%
	601868.SH	中国能建	8.6%	8.5%	7.9%		000498.SZ	山东路桥	22.2%	20.4%	14.5%
	601800.SH	中国交建	7.6%	7.5%	8.9%		600502.SH	安徽建工	10.4%	11.8%	11.4%
	601117.SH	中国化学	11.2%	10.7%	9.8%		603637.SH	镇海股份	9.3%	12.1%	11.0%
	601669.SH	中国电建	7.9%	10.0%	9.5%		002761.SZ	浙江建投	18.8%	15.2%	4.6%
	601611.SH	中国核建	10.8%	10.9%	9.9%		002061.SZ	浙江交科	10.7%	13.6%	9.9%
国际工程	000928.SZ	中钢国际	11.0%	9.9%	11.1%	002941.SZ	新疆交建	9.9%	12.6%	10.9%	
	002051.SZ	中工国际	2.7%	3.1%	3.3%	603153.SH	上海建科	12.4%	11.1%	9.9%	
	600970.SH	中材国际	14.1%	15.8%	16.3%	600284.SH	浦东建设	8.1%	8.1%	7.7%	
	000065.SZ	北方国际	10.5%	9.0%	11.3%	600853.SH	龙建股份	10.7%	14.2%	12.0%	

- 央企中，中国建筑的ROE较高，且连续保持在高位，从21年16%降至23年13%是因房地产业务下滑所致。在地方国企中，四川路桥、山东路桥、陕西建工ROE较高，其中上海建工ROE大幅度下滑是因为2022年上半年疫情对公司正常经营开展影响较大所致。

目录



01 行业表现回顾

02 关注优质央国企

03 “一带一路”存在机遇

一带一路仍然存在机会：进程加快，政策持续支持



- **“一带一路”国家经济复苏，前期压制的基建需求将加速释放。**过去在疫情影响下，一带一路国家基建节奏放缓，今年以来海外建筑需求加速释放。东盟中2023年马来西亚、泰国、印尼、越南GDP同比+3.7%、+1.9%、+5.1%、+5.1%，增速尚可。
- **基建在“一带一路”中扮演重要角色，国际工程蕴含巨大发展机遇。**国家主席习近平在第三届“一带一路”国际合作高峰论坛开幕式并发表题为《建设开放包容、互联互通、共同发展的世界》的演讲，宣布中国支持高质量共建“一带一路”的八项行动，愿同各方深化“一带一路”合作伙伴关系，推动共建“一带一路”进入高质量发展的新阶段，为实现世界各国的现代化作出不懈努力。

部分一带一路政策

时间	事件
2023年10月	国务院新闻办公室在北京举行新闻发布会，发布《共建“一带一路”：构建人类命运共同体的重大实践》白皮书。
2023年10月	第三届“一带一路”国际合作高峰论坛在京召开。
2023年10月	国务院关于印发《中国（新疆）自由贸易试验区总体方案》的通知。
2023年12月	国家发改委发布“一带一路”系列蓝皮书。
2024年6月	九部门：拓展跨境电商出口 推进海外仓建设。
2024年7月	海关总署：上半年，我国对共建“一带一路”国家合计进出口10.03万亿元，增长7.2%

数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

一带一路仍然存在机会：中国建筑工程“含金量”高

A股公司研发投入排名

证券代码	证券简称	研发投入(亿元)		
		2021	2022	2023
601668.SH	中国建筑	399.3	497.5	460.7
002594.SZ	比亚迪	79.9	186.5	395.7
601390.SH	中国中铁	247.6	277.4	300.0
600941.SH	中国移动	155.8	180.9	287.1
601800.SH	中国交建	225.9	234.0	273.2
601186.SH	中国铁建	202.5	250.0	267.3
000063.SZ	中兴通讯	188.0	216.0	252.9
601669.SH	中国电建	160.9	208.0	232.3
601857.SH	中国石油	167.3	200.2	219.6
601618.SH	中国中冶	159.0	187.3	197.3

- **建筑央企“含金量”高。**梳理所有A股公司研发投入总额，历年来前十名大多为建筑公司。
- 2023年中国建筑研发投入460.7亿元，位于A股第一位，此外中国中铁。中国交建等共计6家建筑央企进入前十。
- 在产品出海及“一带一路”战略中，由于建筑公司的“含金量”高，将获得广阔市场。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

颜阳春
执业证号：S1250517090004
电话：021-58351883
邮箱：yyc@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.c
	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn