

建筑装饰

证券研究报告

2024年11月14日

Q3 建筑板块业绩持续承压，看好政策刺激下板块反转机遇

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520120003

baorongfu@tfzq.com

王涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521010001

wangtao@tfzq.com

王雯

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521120005

wangwena@tfzq.com

王悦宜

联系人

wangyueyi@tfzq.com

Q3 营收、业绩持续承压，关注四季度基建景气度边际回暖

24Q1-3CS 建筑板块实现营收 61554 亿元，同比增速-5.13%，实现归母净利润 1371 亿元，同比-12.41%，扣非净利润为 1233 亿，同比-15.82%，营收增速较 23 年同期下降 12.57pct，业绩增速较 23 年同期下降 13.6pct。利润下滑较多主要系费用率提升以及资产减值占收入比例提升，扣非净利润下滑更多或系本期非经常性损益同比+36.95%，部分企业资产减值冲回带来利润回补。24Q1-3 板块年化 ROE（摊薄）5.32%，同比下降 1.12pct。24Q3 单季度建筑板块营收 19621 亿元，同比-8.43%；归母净利润 397 亿元，同比-15.0%。10 月 12 日财政部会议提出，“中央财政仍有较大空间”，今年上半年地方考核制度影响了发债积极性以及地方投资意愿，我们认为若增加地方政府举债空间，化债对正常发展的资金挤出将得到有效缓解，考虑到财政支出是后续基建改善的关键，我们看好货币宽松叠加财政刺激带来板块底部反转机遇。

费用率小幅提升，经营性现金流净流出同比增加

24Q1-3 建筑板块毛利率 10.06%，同比提升 0.05pct，整体净利率 2.76%，同比下降 0.20pct。期间费用率同比上升 0.36pct 至 6.01%，其中销售/管理/财务费用率分别同比变动+0.05pct、+0.10pct、+0.16pct，资产及信用减值损失占收入比重 0.58%，同比提升 0.03pct。24Q1-3 板块 CFO 净流出为 4944 亿，同比多流出 2165 亿元。24Q1-3 建筑板块 CFI 净流出 2341 亿元，同比少流出 675 亿。板块整体资产负债率 76.9%，同比上升 0.96pct，央企及民企均延续加杠杆趋势。24Q3 建筑板块毛利率 9.72%，同比-0.26pct，环比-1.39pct，板块净利率 2.42%，同比-0.16pct，盈利能力阶段性承压。

子板块之间表现持续分化，国际工程、基建央企表现亮眼

24Q1-3 营收增速表现优于板块的有国际工程、化工工程、大基建，营收增速分别为-4.3%、1.98%、-3.9%；归母净利润增速优于板块表现的分别为国际工程、化工工程、大基建，同比增速分别为+45.7%、+10.32%、-9.46%，国际工程板块中，业绩增速较好的中钢国际和北方国际。24Q1-3 央企营收及业绩增速分别为-3.87%、-9.62%，虽有承压但总体好于建筑板块，24 年前三季度建筑央企新签订单同比+0.74%，占建筑业新签份额的 48%（vs 占 23 年前三季度新签市场份额的 45.2%），订单作为先验指标龙头市占率有望进一步提升。

一揽子化债增量政策持续推进，建议关注基建加速和区域化债

从建筑板块三季报来看，表现较好的主要有国际工程、专业工程、大基建细分板块。1) 考虑到四季度财政刺激预期升温，一揽子增量政策抓紧落实有望加快形成实物量，建议关注央企及地方建筑国企的基本面底部反转，同时地方政府化债工作持续推进，清欠应收账款，或给建筑企业带来较多减值冲回，推荐四川路桥、中国建筑、中国交建、安徽建工等。2) 国际工程受益于海外需求增长及海外订单加速转化，推荐中材国际、北方国际、中钢国际。3) 专业工程，洁净室和化工工程板块表现较好，东华科技 Q3 营收/扣非净利增速-16.5%/+89%，亚翔、柏诚收入分别+77%、+22%，钢结构板块顺周期弹性较大，推荐鸿路钢构。

风险提示：政策刺激不及预期；央企、国企改革提效进度不及预期；国际宏观环境恶化风险。

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《建筑装饰-行业研究周报:地方化债政策超预期，继续看好投资链景气度》 2024-11-10
- 2 《建筑装饰-行业深度研究:财政发力背景下，后续基建投资的空间如何展望？》 2024-11-08
- 3 《建筑装饰-行业专题研究:特朗普再度当选对建筑建材行业有何影响？》 2024-11-08

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2024-11-14	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600039.SH	四川路桥	7.61	买入	1.03	0.86	0.95	1.05	7.39	8.85	8.01	7.25
601668.SH	中国建筑	6.09	买入	1.30	1.25	1.30	1.35	4.68	4.87	4.68	4.51
601800.SH	中国交建	11.01	买入	1.39	1.55	1.71	1.91	7.92	7.10	6.44	5.76
600502.SH	安徽建工	4.94	买入	0.91	0.92	1.00	1.08	5.43	5.37	4.94	4.57
601390.SH	中国中铁	6.63	买入	1.35	1.26	1.29	1.31	4.91	5.26	5.14	5.06
601186.SH	中国铁建	9.41	买入	1.92	1.61	1.62	1.63	4.90	5.84	5.81	5.77
600970.SH	中材国际	10.88	买入	1.10	1.22	1.36	1.51	9.89	8.92	8.00	7.21
601868.SH	中国能建	2.43	买入	0.19	0.21	0.23	0.25	12.79	11.57	10.57	9.72
600820.SH	隧道股份	6.91	买入	0.93	0.96	1.06	1.18	7.43	7.20	6.52	5.86
002061.SZ	浙江交科	4.34	买入	0.52	0.60	0.70	0.81	8.35	7.23	6.20	5.36
601669.SH	中国电建	5.84	买入	0.75	0.75	0.84	0.96	7.79	7.79	6.95	6.08
601618.SH	中国中冶	3.44	买入	0.42	0.35	0.38	0.42	8.19	9.83	9.05	8.19
002541.SZ	鸿路钢构	16.49	买入	1.71	1.27	1.47	1.71	9.64	12.98	11.22	9.64
605598.SH	上海港湾	21.40	买入	0.71	0.87	1.09	1.40	30.14	24.60	19.63	15.29
605167.SH	利柏特	9.24	买入	0.42	0.54	0.69	0.85	22.00	17.11	13.39	10.87
000928.SZ	中钢国际	7.22	买入	0.53	0.61	0.70	0.80	13.62	11.84	10.31	9.03
000065.SZ	北方国际	11.52	买入	0.92	0.99	1.15	1.38	12.52	11.64	10.02	8.35
601133.SH	柏诚股份	11.52	买入	0.41	0.45	0.55	0.68	28.10	25.60	20.95	16.94
000498.SZ	山东路桥	6.45	买入	1.47	1.53	1.69	1.89	4.39	4.22	3.82	3.41
002140.SZ	东华科技	10.30	买入	0.49	0.56	0.63	0.73	21.02	18.39	16.35	14.11
300284.SZ	苏交科	12.43	增持	0.26	0.31	0.35	0.41	47.81	40.10	35.51	30.32
603357.SH	设计总院	9.55	买入	0.87	0.91	1.04	1.17	10.98	10.49	9.18	8.16
603018.SH	华设集团	9.10	买入	1.02	0.73	0.80	0.88	8.92	12.47	11.38	10.34

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 行业概述：建筑行业经营承压，看好财政发力板块底部反转.....	5
1.1. 24Q1-3 建筑板块营收&业绩均有所承压.....	5
1.2. 毛利率小幅回升，盈利能力持续筑底，资产周转率变慢.....	8
1.3. 费用率未能摊薄，减值损失占收入比重有所提升.....	10
2. 国际工程、化工工程板块表现亮眼.....	13
2.1. 化工工程收入利润实现增长，国际工程业绩表现亮眼.....	13
2.2. 盈利能力：国际工程、化工工程毛利率/净利率同比有所提升.....	14
2.3. 八大板块费用率均同比提升，总资产周转率均有所变慢.....	14
2.4. 债务结构：中长期带息债务占比提升仍是负债结构优化的关键.....	18
3. 24Q3 建筑板块营收同比下滑，业绩短暂承压.....	20
3.1. 24Q3 营收同比下滑 8.43%，毛利率同环比有所改善.....	20
3.2. 央企仍保持较好经营韧性，建议关注专业工程细分景气赛道.....	22
4. 投资建议.....	24
5. 风险提示.....	26

图表目录

图 1：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业整体营收及同比增长率.....	5
图 2：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业整体归母净利润及同比增长率.....	5
图 3：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业非经常性损益及同比增长率.....	6
图 4：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业整体扣非净利润及同比增长率.....	6
图 5：2020Q1-3-2024Q1-3CS 建筑扣除中建、中铁、铁建及中交后的收入、业绩同比增速.....	6
图 6：24 年三季报八大建筑央企业绩一览.....	7
图 7：九大建筑央企营收及新签订单市场份额变化.....	8
图 8：九大建筑央企营收、利润及建筑业总产值增速.....	8
图 9：2020Q1-2024Q3 建筑行业单季度收入同比增速.....	8
图 10：2020Q1-2024Q3 建筑行业单季度业绩同比增速.....	8
图 11：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业摊薄 ROE 走势.....	9
图 12：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业毛利率和净利率.....	9
图 13：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业三项营运指标.....	9
图 14：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑板块四项财务数据的同比增速.....	9
图 15：2017Q1-3-2024Q1-3 建筑行业资产负债率.....	10
图 16：2020Q1-3-2024Q1-3 大基建板块与其余板块资产负债率.....	10
图 17：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业四项费用率变化.....	11
图 18：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业减值损失占收入比重.....	11
图 19：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业现金流量净额变动趋势.....	12
图 20：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业收现比与付现比.....	12

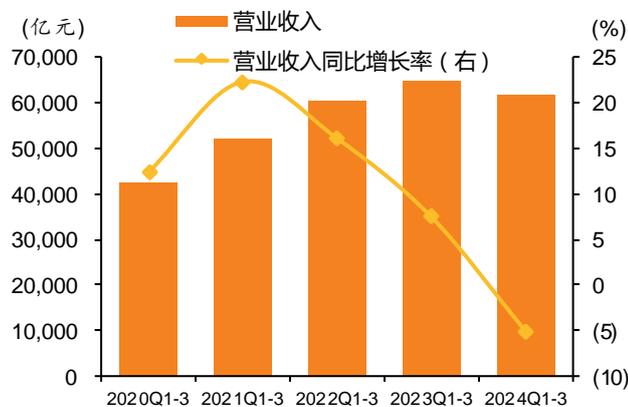
图 21: 24Q1-3 建筑行业各子板块营收及归母净利增速	13
图 22: 24Q1-3 建筑子板块营收/业绩增速与 23Q3 的差	13
图 23: 2023Q1-3、2024Q1-3 设计咨询各子板块营收增速	13
图 24: 2023Q1-3、2024Q1-3 设计咨询各子板块归母净利增速	13
图 25: 2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块毛利率	14
图 26: 2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块净利率	14
图 27: 24Q1-3 年相对 23Q1-3 建筑子板块净利率变化量与毛利率变化量的差 (PCT)	14
图 28: 2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块期间费用率	15
图 29: 2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业资产减值损失占收入比重	15
图 30: 2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块研发费用率	15
图 31: 2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块管理费用率	15
图 32: 2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块销售费用率	16
图 33: 2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块财务费用率	16
图 34: 2023Q1-3、2024Q1-3 子板块应收账款及应收票据周转率	16
图 35: 2023 Q1-3、2024 Q1-3 建筑行业各子板块总资产周转率	16
图 36: 2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块资产负债率	17
图 37: 2023 Q1-3、2024 Q1-3 建筑行业各子板块流动比率	17
图 38: 2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块经营净现金/营业收入	17
图 39: 2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块投资净现金/营业收入	17
图 40: 主要 PPP 子板块 (CFO 净额-投资支付现金) 在收入中的比重	18
图 41: 2020Q1-3-2024Q1-3 各子板块带息债务占负债总和的比例	18
图 42: 四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化	19
图 43: 另外四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化	19
图 44: 2020Q1-2024Q3 建筑单季度营收及同比增速	20
图 45: 20Q1-24Q3 建筑子板块单季度营收同比增速 (1)	20
图 46: 20Q1-24Q3 建筑子板块单季度营收同比增速 (2)	20
图 47: 20Q1-24Q3 建筑单季度归母净利润及同比增速	21
图 48: 20Q1-24Q3 建筑板块不同情形下业绩同比增速	21
图 49: 建筑子板块单季度业绩同比增速 (1)	21
图 50: 建筑子板块单季度业绩同比增速 (2)	21
图 51: 建筑板块单季度毛利率与净利率	22
图 52: 历年 Q1-3 末建筑板块资产负债率	22
图 53: 24Q3 八大建筑央企业绩一览	22
表 1: 2024Q1-3 建筑板块关键财务数据同比增速情况	10
表 2: 地方国企 24Q1-3 经营质量一览	23
表 3: 国际工程 24Q1-3 经营质量一览	24
表 4: 专业工程 24Q1-3 经营质量一览	24

1. 行业概述：建筑行业经营承压，看好财政发力板块底部反转

1.1. 24Q1-3 建筑板块营收&业绩均有所承压

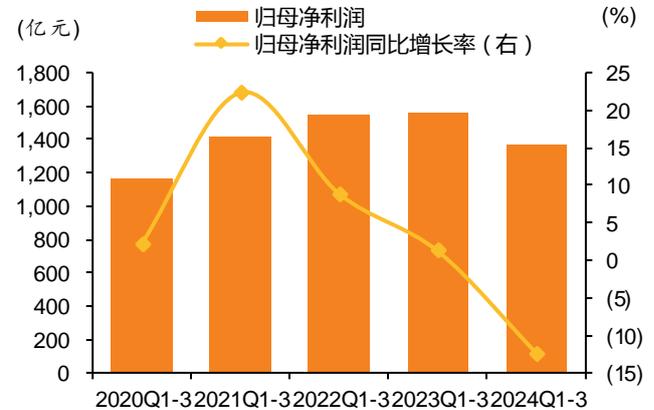
24 年前三季度 CS 建筑板块营收及归母净利润均承压下滑。24Q1-3 中信 (CS) 建筑板块实现营收 61554 亿元，同比增速-5.13%，实现归母净利润 (以下简称“业绩”) 1371 亿元，同比增速-12.41%，营收增速较 23 年同期下降 12.57pct，业绩增速较 23 年同期上下下降 13.6pct，前三季度由于地产下行压力较大及地方债务压力使得实物工作量转化较慢等因素影响，建筑板块整体营收及利润承压下滑。24Q1-3CS 建筑板块业绩增速与营收增速差值为-7.28pct，较 23 年同期差距扩大 1.03pct，反映出今年以来建筑行业整体盈利水平仍在持续承压。24Q1-3 少数股东损益同比+1.44%至 473 亿元，增速同比+10.08pct。8 月地方专项债发行明显呈现出加速态势，10 月 12 日国新发布会，财政部部长强调中央财政仍有较大的举债和赤字提升空间，考虑到财政支出是后续基建改善的关键，我们认为年底的财政政策有望对投资链产生明显积极效果，建议关注重点项目和重点省份基建加速，建筑板块基本面或将迎来底部反转。

图 1：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业整体营收及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

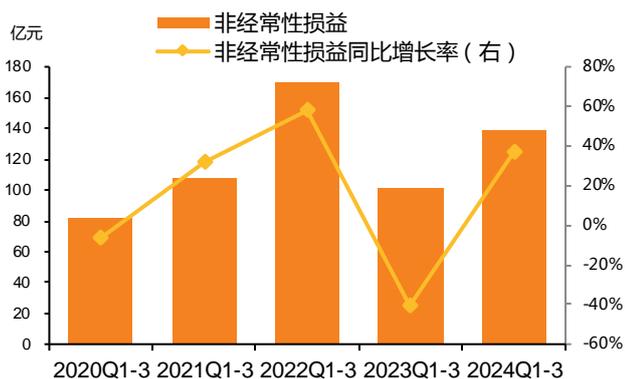
图 2：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业整体归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

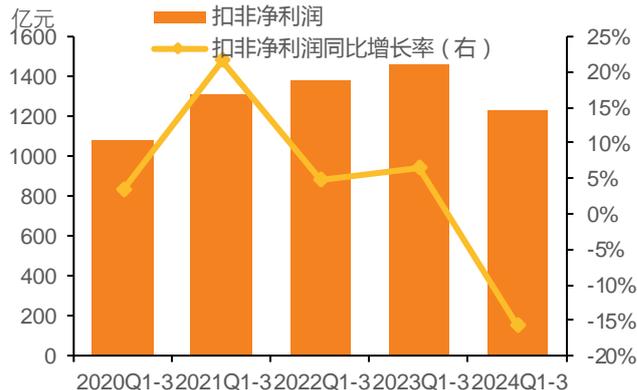
Q3 建筑板块非经常性损益同比增长，扣非净利润同比下滑-15.8%。24Q1-3 CS 建筑板块扣非业绩增速为-15.8%，比归母业绩多下滑 3.4pct，非经常性损益为 138.5 亿元，同比+36.95%，我们判断主要系资产减值冲回增加以及投资收益增加，其中板块投资净收益 69.8 亿，同比增加 36.22 亿。24Q1-3 非流动性资产处置损益 (包括已计提资产减值准备的冲销部分) 中，中国建筑 (1.82 亿)、中国交建 (22.55 亿)、中国中冶 (9.9 亿)、中国铁建 (2.97 亿)、中国电建 (7.64 亿)。单独进行减值测试的应收账款减值冲回来看，中国交建 (5.52 亿)、中国建筑 (25.45 亿)、中国中冶 (3.7 亿)，我们判断随着地方化债工作持续推进，建筑企业现金流改善的同时，或有更多减值冲回增厚净利润。

图 3: 2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业非经常性损益及同比增长率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

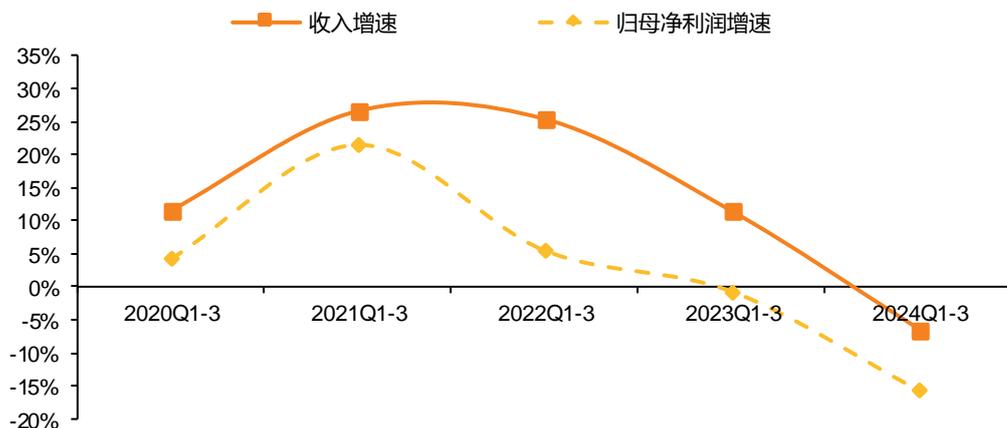
图 4: 2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业整体扣非净利润及同比增长率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

在扣除中建、中铁、铁建和中交四大央企后，建筑板块的营收/业绩下滑幅度超过板块整体，反映出建筑央企强者恒强，龙头市占率提升。24Q1-3 建筑板块收入规模最大的四家公司分别为中国建筑、中国中铁、中国铁建和中国交建，合计收入及归母净利润总额占整个中信建筑板块的 61%和 67%，若扣除上述四家公司，23 年建筑板块收入与业绩同比增速分别为-6.36%和-15.66%，相比剔除前营收增速、业绩增速分别-1.24pct、-3.26pct (vs 剔除前板块营收增速、业绩增速分别为-5.13%、-12.41%)。从变化幅度看，剔除四大央企后板块剩余部分的营收增速与 23Q1-3 同期相比下降 17.8pct，业绩增速较 23 年同期下降 14.94pct (vs 23Q1-3 剔除四大央企后板块剩余部分的营收、业绩增速分别为+11.44%、-0.73%)，反映出除四大央企外，其余建筑公司尤其是中小建企的营收增长受到较大压力，业绩下滑更为明显，龙头抗风险能力更强。四大建筑央企营收和业绩整体韧性较强，中建/交建/铁建/中铁 24 年前三季度营收增速分别为-2.67%/-2.02%/-5.99%/-7.30%，业绩增速分别为-9.05%/0.18%/-19.18%/-14.33%，八大建筑央企，市场份额仍有望提升，龙头经营韧性较好。

图 5: 2020Q1-3-2024Q1-3CS 建筑扣除中建、中铁、铁建及中交后的收入、业绩同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

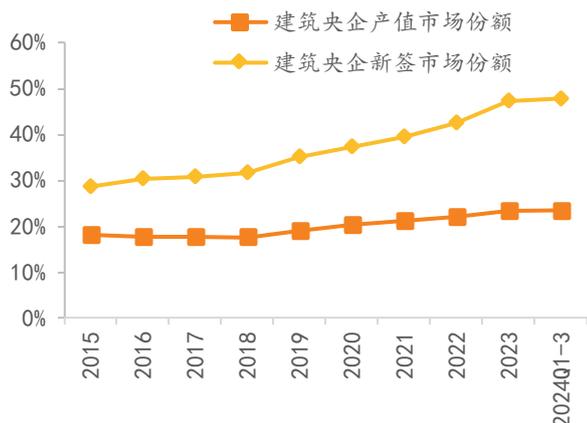
图 6：24 年三季度八大建筑央企业绩一览

	中国交建	中国化学	中国能建	中国铁建	中国建筑	中国电建	中国中铁	中国中冶
PB	0.64	0.83	0.96	0.48	0.57	0.71	0.55	0.69
PB 分位	29%	8%	33%	9%	7%	14%	4%	6%
PE	7.54	9.06	11.65	5.59	5.09	7.81	5.39	9.66
PE 分位	47%	16%	16%	30%	32%	24%	21%	36%
24Q1-3 加权 ROE (%)	5.16	6.35	3.18	4.88	8.70	5.26	5.85	4.44
加权 ROE 同比变动 (pct)	-0.45	-0.34	0.25	-1.43	-1.78	-0.59	-1.60	-1.13
24Q1-3 收入 yoy	-2.26%	2.34%	3.44%	-5.99%	-2.67%	1.17%	-7.26%	-11.71%
24Q1-3 归母 yoy	-0.61%	3.09%	17.28%	-19.18%	-9.05%	-7.21%	-14.33%	-16.53%
24Q1-3 扣非 yoy	-11.45%	4.68%	-1.35%	-19.84%	-9.84%	-14.41%	-15.87%	-29.26%
24Q1-3 毛利率	11.54%	9.08%	11.54%	9.16%	8.83%	12.42%	8.80%	9.04%
24Q1-3 毛利率同比变动 pct	0.28	0.86	0.59	-0.01	-0.10	0.12	-0.29	-0.18
24Q1-3 净利率	3.91%	3.14%	2.07%	2.63%	3.21%	2.78%	2.74%	1.87%
24Q1-3 净利率同比变动 pct	0.13	0.06	0.06	-0.27	-0.19	-0.15	-0.24	-0.38
24Q1-3 CFO 净额(亿)	-770	-56	-125	-890	-770	-469	-713	-307
同比改善(亿)	-272	-23	22	-458	-607	-110	-375	-83
总资产周转率同比(次)	-0.03	-0.04	-0.04	-0.07	-0.08	-0.03	-0.11	-0.15
24Q1-3 新签订单(亿)	12,805	2,841	9,889	14,734	29,874	8,611	15,279	8,917
新签同比增速	9.3%	0.1%	5.0%	-17.5%	7.9%	5.4%	-15.2%	-9.2%
其中: 基建订单(亿)	11,495	2,710	8,838	10,407	9,763	1,985	10,857	1,378
基建订单同比增速	10.0%	-0.2%	0.7%	-13.8%	25.9%	-17.2%	-19.2%	-22.8%
海外订单同比增速	24.7%	-22.7%	5.2%	-10.1%	88.3%	15.4%	-3.2%	85.2%

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所；注：时间截止 2024/11/1；分位数起始于 2010/1/1。

24Q1-3 建筑央企份额仍在持续提升，市占率集中趋势明显。24Q1-3 建筑板块总产值同比 +3.59%，央企收入和利润增速分别为 -3.87%、-9.62%。自 2018 年之后，基建投资增速下滑以及建筑业总产值增速放缓的背景之下，九大建筑央企（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）的订单增速仍保持较高水平，新签订单市场份额从 2019 年 35% 提升至 24Q1-3 的 47.77%，24 年前三季度建筑央企新签订单同比 +0.74%，（vs 占 23 年前三季度新签市场份额的 45.2%）。考虑到建筑行业具有订单领先收入的特征，建筑央企新签订单高增长反映出后续市占率加速提升的趋势，同时也验证建筑央企扎实的内生增长动能以及融资和管理优势，同时新一轮国企改革聚焦于效率和科技创新，我们预计该趋势有望持续显现。

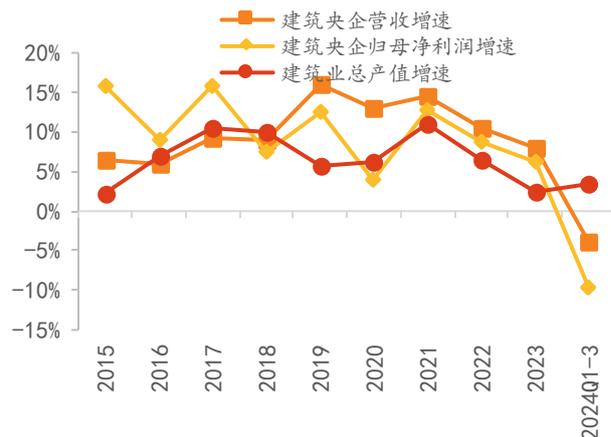
图 7：九大建筑央企营收及新签订单市场份额变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：央企包含中国建筑、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

图 8：九大建筑央企营收、利润及建筑业总产值增速

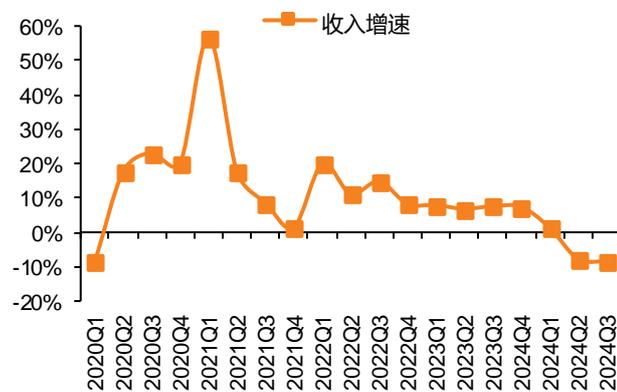


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：央企包含中国建筑、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

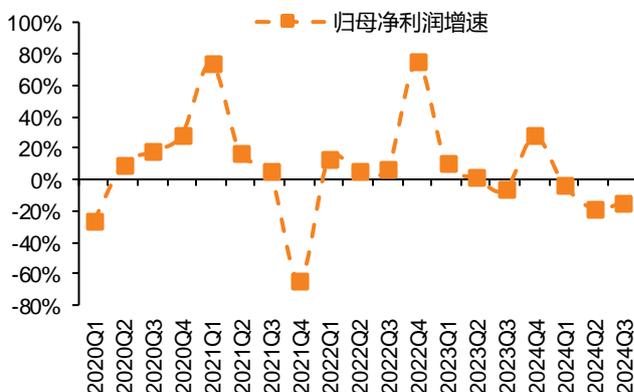
单季度来看，收入端 24Q3 延续上半年下滑趋势持续筑底，利润下滑环比收窄。24Q1-3 建筑板块收入同比增速分别 1.39%/-7.75%/-8.43%；24Q1-3 建筑板块业绩同比增速分别为 -3.34%/-18.71%/-15.01%，我们认为，上半年地方考核制度影响了发债积极性以及地方投资意愿，或导致建筑板块收入和利润有所承压，进入四季度以来，多个省份重大项目开工有提速迹象，10月8日四川省举行第四季度重大项目现场推进活动，其他经济强省山东、江苏、安徽等省份亦在此前工作会议上对基建项目的推进态度上已有明显转变，我们判断后续相关上市公司订单以及基本面也有望呈现较好恢复。

图 9：2020Q1-2024Q3 建筑行业单季度收入同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2020Q1-2024Q3 建筑行业单季度业绩同比增速

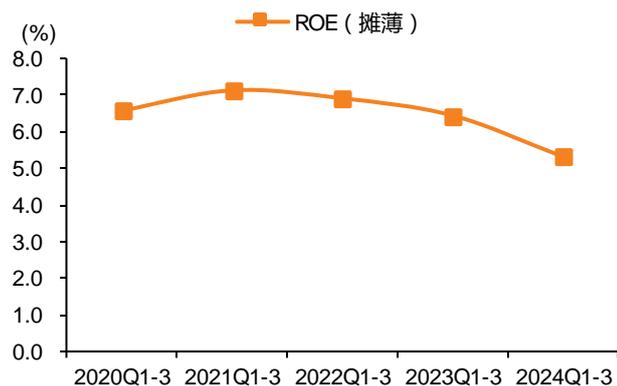


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 毛利率小幅回升，盈利能力持续筑底，资产周转率变慢

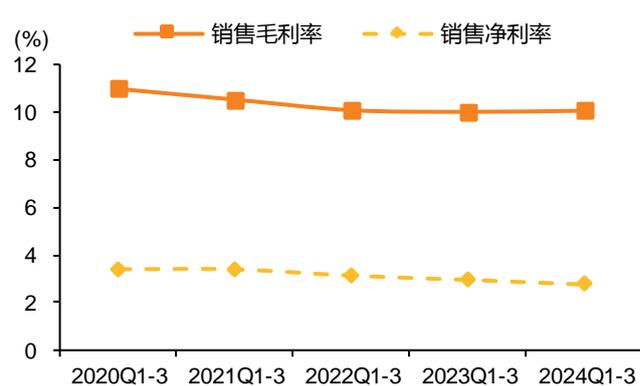
24Q1-3 建筑板块净利率略降，ROE 有所下滑。24Q1-3CS 建筑板块整体毛利率 10.06%，同比提升 0.05pct，整体净利率 2.76%，同比下降 0.20pct。整体板块毛利率有所提升，或因为费用率未能有效摊薄以及减值损失影响拖累净利率提升。24Q1-3 板块年化 ROE(摊薄) 5.32%，同比下降 1.12pct，我们认为净利率承压对 ROE 产生不利影响。

图 11：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业摊薄 ROE 走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

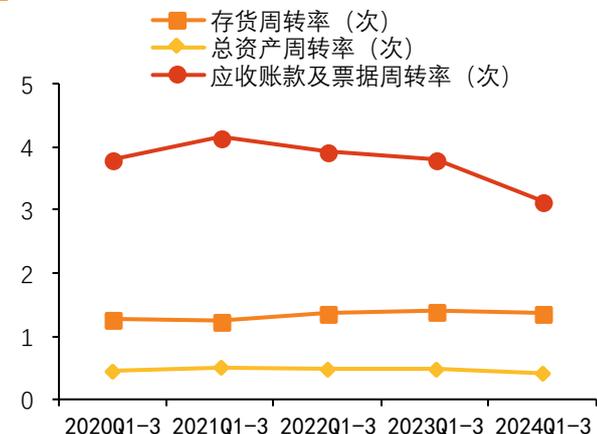
图 12：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业毛利率和净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

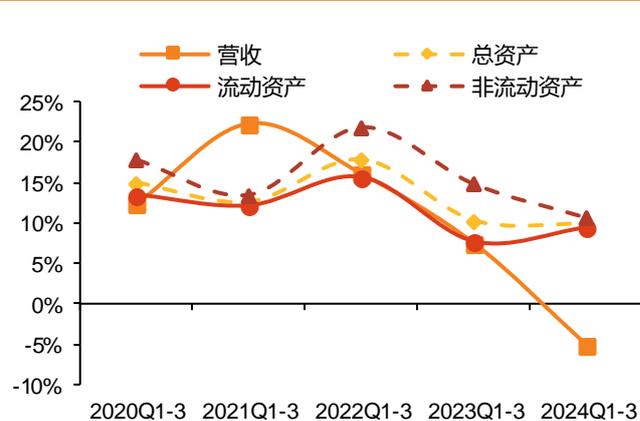
24Q1-3 建筑板块营运指标基本稳定，周转率总体变慢。18 年开始部分央企按最新会计准则，将原包含在存货科目中的“已完工未结算存货”重分类计入“合同资产”项下，因此我们将合同资产加回至存货处理，考虑到应收票据占建筑企业应收项目比重持续提升，我们在计算应收账款周转率时也加回收票据。24Q1-3 建筑行业应收账款及票据周转指标/总资产周转率/存货周转率略有升降总体保持稳定，其中总资产周转率 0.41 次，同比-0.07 次，应收账款及票据周转率 3.14 次，同比-0.65 次，存货周转率 1.36 次，同比-0.05 次。实际上总资产周转率的变化取决于营收和资产增速的关系，24Q1-3 建筑板块总资产同比增长 9.89%，营收增速-5.13%，营收增速慢于资产增速导致总资产周转率下降。从资产的因素看，24Q1-3 流动/非流动资产同比增速（9.45%/10.6%）较 23Q1-3（7.71%/14.76%）均有所下降，营收增速慢于流动资产增速，或反映出板块经营性回款仍有所承压，非流动资产增速保持较高水平意味着投资类项目支出仍较多。

图 13：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业三项营运指标



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑板块四项财务数据的同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

具体到 24Q1-3，板块资产项目中应收账款及票据同比增速（18.16%）快于营收同比增速（-5.13%），因此导致应收账款及票据周转率变慢。而非流动资产关键项目中，长期应收增速较高，主要系 PPP 项目和 BT 项目回款较差导致，随着地方化债持续推进，或带来长期应收款回落。长期股权投资增速较 19、20 年历史高位回落，反映出建筑板块项目投资增速整体放缓，或与板块整体资金面偏紧有关。

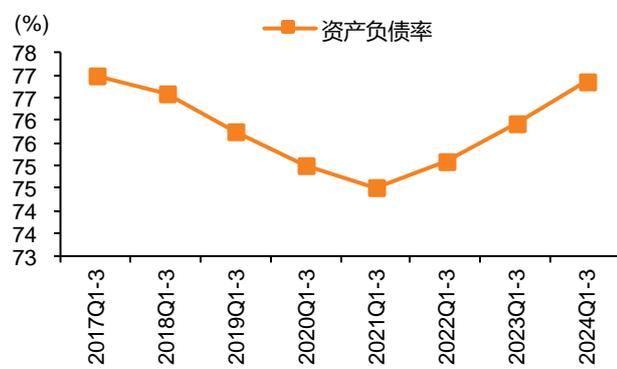
表 1：2024Q1-3 建筑板块关键财务数据同比增速情况

营收增速	资产总计	流动资产	非流动资产
-5.13%	9.73%	9.07%	10.79%
		应收账款及票据	长期股权
		18.16%	9.57%
		预付	固定资产
		-5.30%	8.34%
		其他应收	在建工程
		-1.39%	-34.56%
		存货（含合同资产）	长期应收
		12.16%	14.72%
		应收+长期应收	
		17.11%	

资料来源：Wind，天风证券研究所

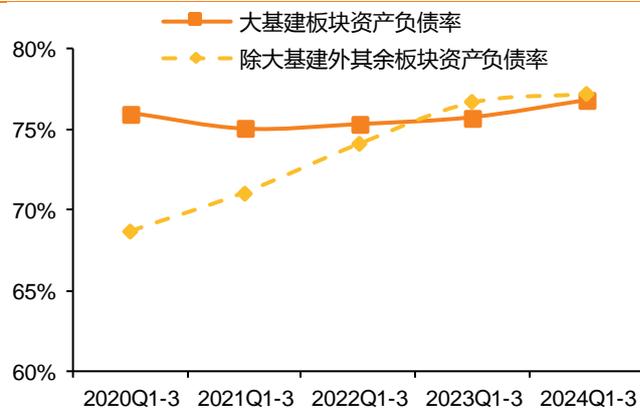
24Q1-3 建筑板块资产负债率自 21 年后反转上升，央企国企杠杆水平同比基本持平。建筑板块 24Q1-3 整体资产负债率 76.87%，同比上升 0.96pct，延续了自 21 年以来的上升趋势。同时我们注意到，板块资产负债率上升的主要动力来自于除大基建板块（包含中建、交建、中铁建、中铁、中电建、核建、中冶、能建、隧道股份和上海建工，10 家公司 24Q1-3 总资产占整个建筑板块 83%）的其他公司，在剔除这 10 家公司后，建筑板块 24Q1-3 资产负债率 77.17%，同比上升 0.53pct，大基建板块受“一利五率”制约，资产负债率小幅提升 1.06pct 至 76.8%。

图 15：2017Q1-3-2024Q1-3 建筑行业资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2020Q1-3-2024Q1-3 大基建板块与其余板块资产负债率

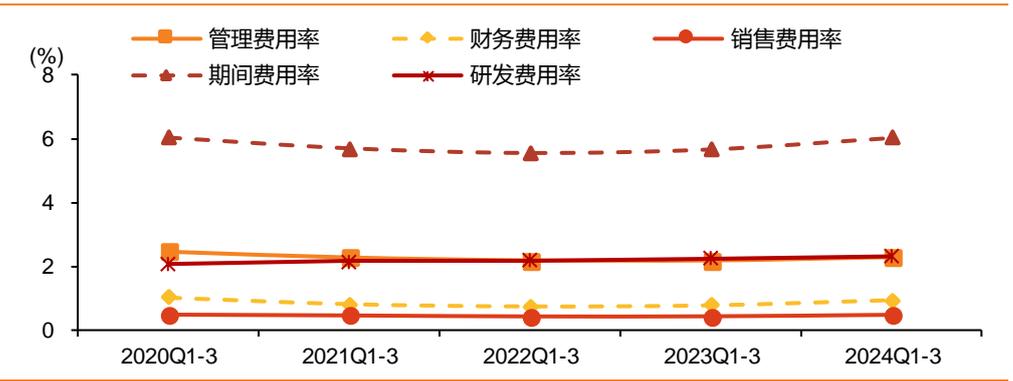


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 费用率未能摊薄，减值损失占收入比重有所提升

24Q1-3 可比口径下期间费用率同比小幅提升 0.36pct，主要来自于财务费用率和管理费用率的提升。24Q1-3CS 建筑板块整体期间费用率同比上升 0.36pct 至 6.01%，带动期间费用率上行的两部分主要来自于财务费用率和管理费用率，其中管理费用率 2.28%，小幅微增 0.10pct，财务费用率 0.94%，同比提升 0.16pct。24Q1-3 CS 板块销售费用率 0.48%，同比上升 0.047pct。

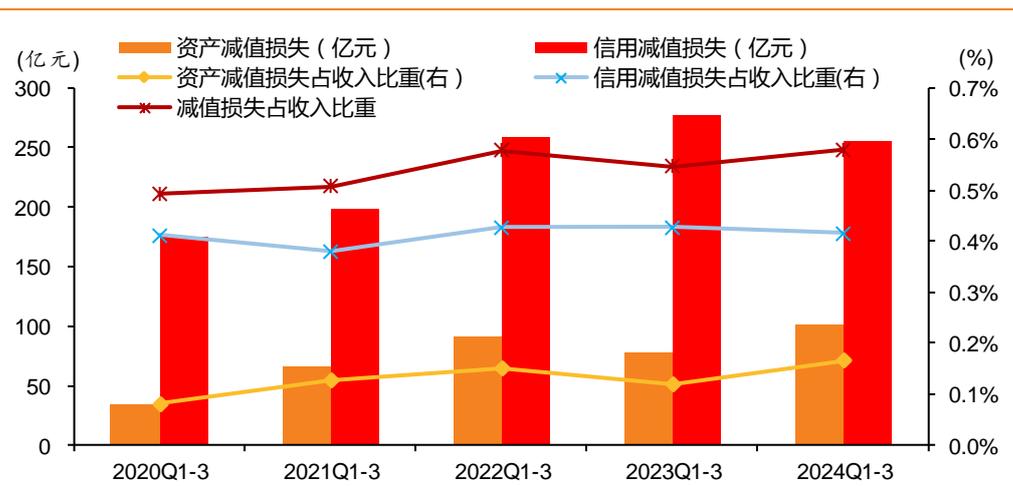
图 17：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业四项费用率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

24Q1-3 板块资产减值损失小幅提升，占收入比重有所上升。24Q1-3 建筑板块资产及信用减值损 356.6 亿元，同比增长 0.6%，占收入比重 0.58%，同比+0.03pct；信用减值损失 255 亿元，同比-7.8%，占收入比重 0.41%，同比-0.01pct；资产减值损失合计为 101.3 亿元，同比增长 30.7%，占收入比重为 0.16%，同比提升 0.05pct。从上述分析中我们可知 24Q1-3 建筑板块期间费用率有所上升，减值损失占收入比重提升，导致板块净利率承压下降。

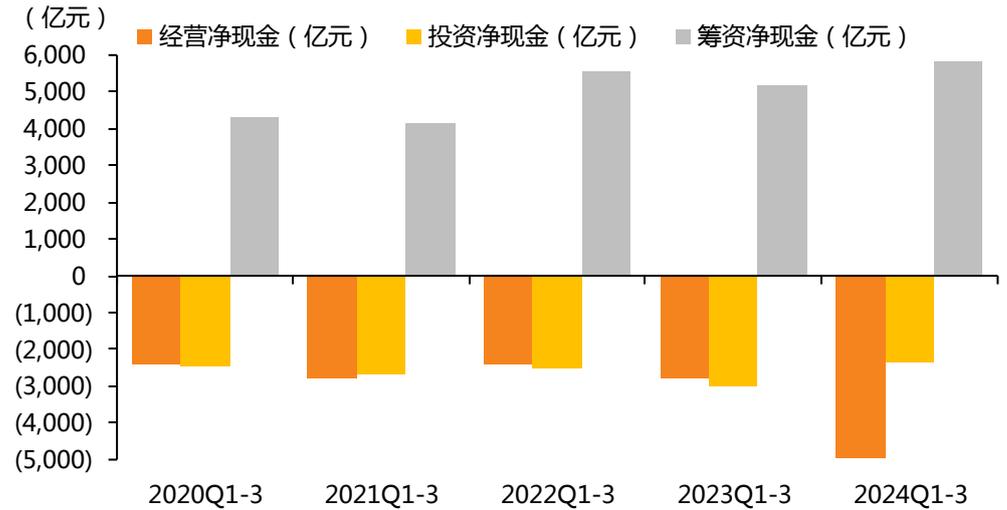
图 18：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业减值损失占收入比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

24Q1-3 板块 CFO 净流出同比扩大，CFI 净流出同比扩大和 CFF 净流入同比变小。24Q1-3 建筑板块经营活动现金净流出 4944 亿元，净流出量有所扩大，而 24Q1-3 CFO 净流出增速 (+78%) 高于收入增速 (-5.13%)，CFO 净流出量同比大幅增加，表明建筑板块回款仍有压力，考虑到四季度是建筑企业回款高峰期以及财政刺激力度加大，我们预计全年板块 CFO 净额有望好转。24Q1-3 板块投资活动现金净流出 2341 亿元，较 23Q1-3 同比少流出 675 亿。23Q1-3 板块筹资现金净流入 5809 亿元，净流入量相比 23Q1-3 同比增加 607 亿元，我们预计与建筑行业整体资金偏紧有关，行业内融资活动有所增加。

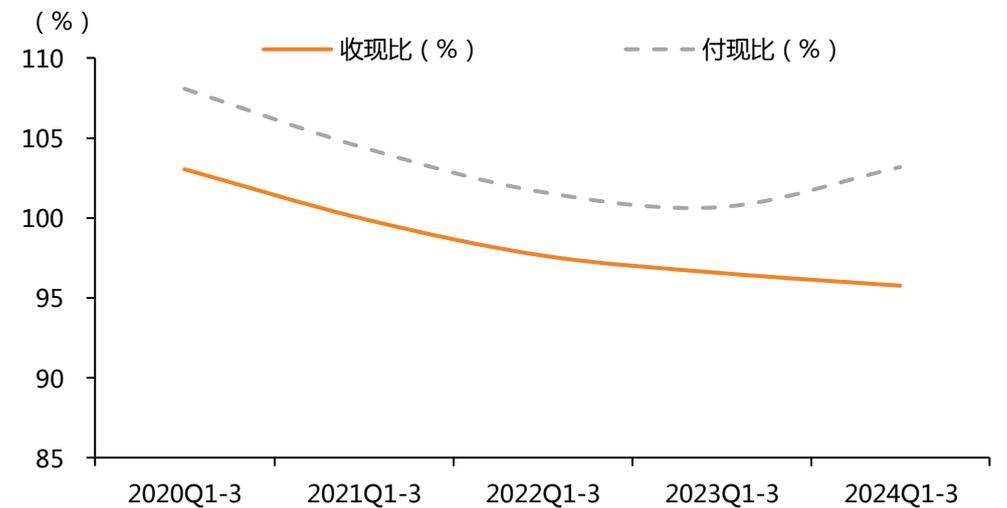
图 19：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业现金流量净额变动趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

24Q1-3 建筑板块收现比下滑，付现比小幅上升。24Q1-3 建筑板块收现比 95.75%，同比下降 0.79pct，付现比 103.17%，同比+2.5pct，收现比减少或系地方政府化债导致项目资金偏紧，付现比提升或系建筑企业刚性兑付导致现金流出增加，导致 CFO 净流出增加。考虑到四季度财政刺激预期升温，一揽子化债增量政策持续推进，我们认为逆周期调节下建筑板块现金流情况有望好转。

图 20：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业收现比与付现比



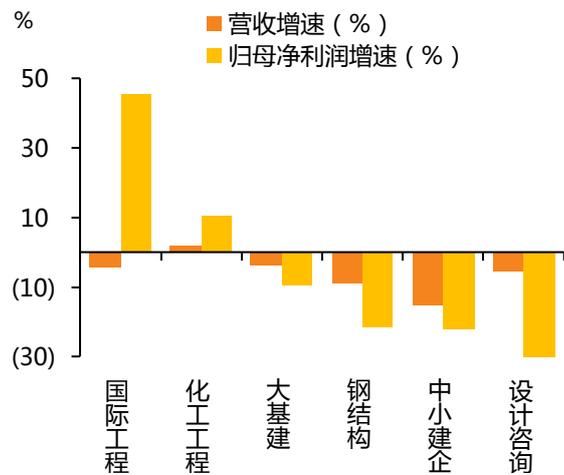
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 国际工程、化工工程板块表现亮眼

2.1. 化工工程收入利润实现增长，国际工程业绩表现亮眼

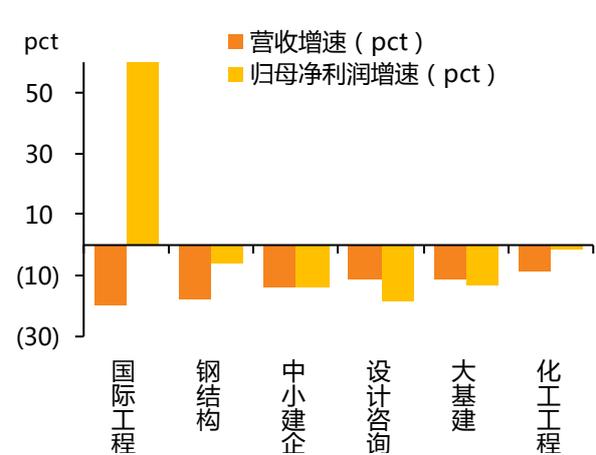
24 年前三季度建筑子板块业绩表现分化，国际工程表现亮眼，大基建板块韧性较好。24 年前三季度营收增速排名靠前的是化工工程、大基建、国际工程，营收增速分别为+1.98%、-3.94%、-4.27%，化工工程中营收增速比较快的分别是航天工程（+12.22%）、东华科技（+7.9%）、中国化学（+2.34%）。24Q1-3 归母净利润同比增速为正的板块分别为国际工程、化工工程，同比增速分别为+45.7%、+10.3%，大基建板块归母净利润为-9.46%。国际工程板块业绩主要受到中铝国际利润回正带动，中钢国际、北方国际业绩同比增长 30.4%、9.7%，总体来看国际工程板块业绩表现稳健。园林板块在经历了 PPP 暴雷以及疫情以来的资金链危机后，经营质量回归到正常水平尚需一定时间。

图 21：24Q1-3 建筑行业各子板块营收及归母净利润增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

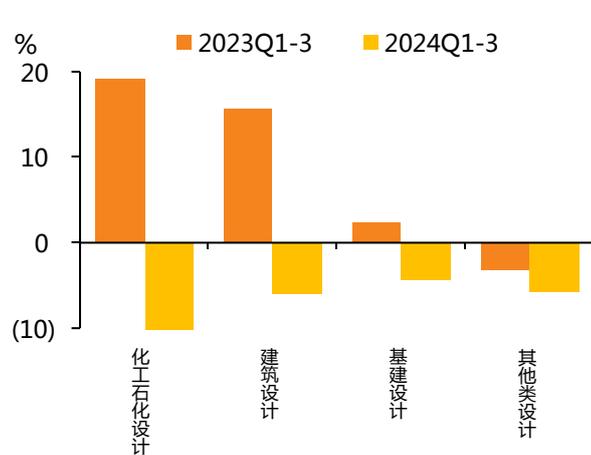
图 22：24Q1-3 建筑子板块营收/业绩增速与 23Q3 的差



资料来源：Wind，天风证券研究所

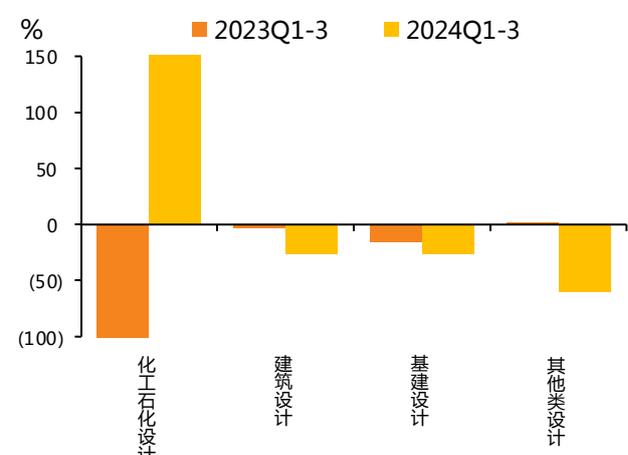
设计咨询子板块中分化仍较大。总体来看，设计咨询板块 24 年前三季度收入同比增速-5.5%，增速同比下降 11.49pct，归母净利润同比增速-31.69%，增速同比-18.36pct。24Q1-3 基建设计收入同比-4.36%，归母增速同比-27.26%，中交设计前三季度收入同比-23%，业绩增速同比+2.76%，业绩增速较上半年收窄，或系传统基建投资放缓，且以存量推进为主，新建项目减少，导致设计需求减少，化工石化设计板块扭亏。

图 23：2023Q1-3、2024Q1-3 设计咨询各子板块营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：2023Q1-3、2024Q1-3 设计咨询各子板块归母净利润增速

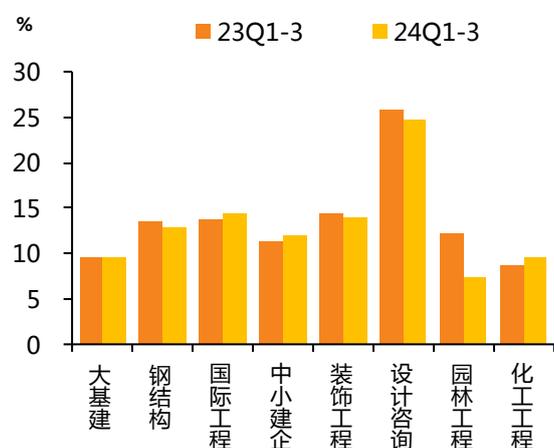


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 盈利能力：国际工程、化工工程毛利率/净利率同比有所提升

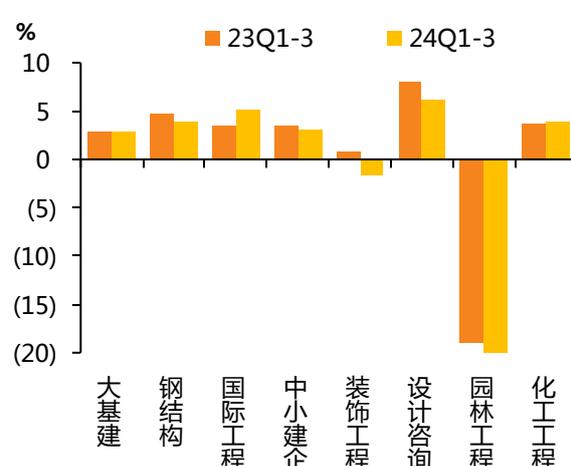
24 年前三季度国际工程、化工工程毛利率、净利率均有所改善。24Q1-3 建筑行业子板块中，国际工程、化工工程、中小建企、大基建板块毛利率同比略有上升，其他板块毛利率均同比下降。国际工程板块毛利率提升最为明显，同比提升 0.79pct 至 14.49%，中小建企、化工工程、大基建板块毛利率同比+0.75pct、+0.73pct、+0.02pct，装饰工程、钢结构板块毛利率下降 0.26pct、0.59pct。净利率方面，24Q1-3 国际工程/化工工程同比提升 1.61/0.32pct，大基建、中小建企、钢结构、设计咨询、园林工程净利率分别同比下降 0.14、0.27、0.7、1.97、15.46pct。净利率变化量与毛利率变化量的差体现为费用率（含减值损失）的变化，建筑子板块中国际工程、钢结构、大基建、设计咨询、化工工程、中小建企、装饰工程、园林工程板块费用率（含减值损失）分别同比+0.81、-0.11、-0.17、-0.91、-0.41、-1.02、-2.08、-10.67pct，除国际工程板块外，其余子板块主要表现为费用率（含减值损失）有所提升，大基建、钢结构费用率（含减值损失）变化不大，装饰工程、园林工程费用率（含减值损失）则提升较多。

图 25：2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块毛利率



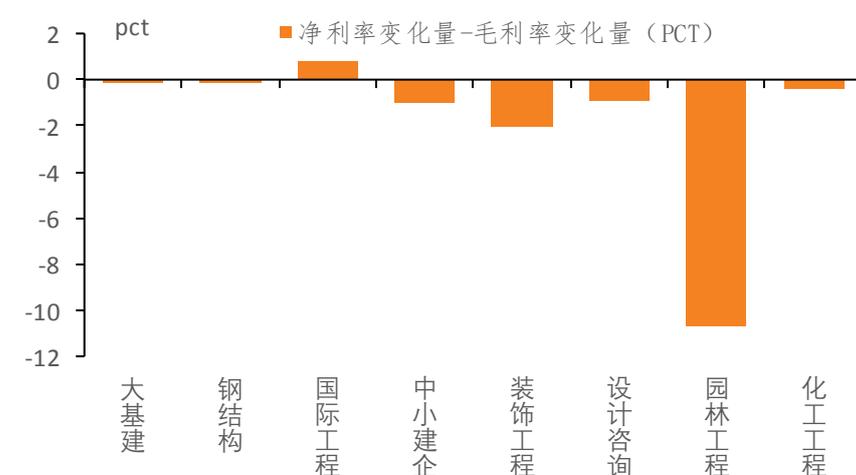
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：24Q1-3 年相对 23Q1-3 建筑子板块净利率变化量与毛利率变化量的差 (PCT)

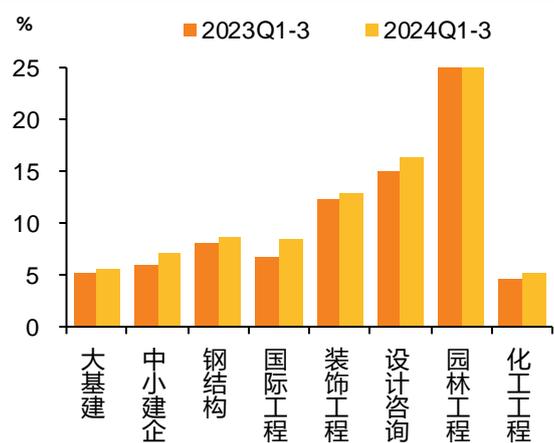


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 八大板块费用率均同比提升，总资产周转率均有所变慢

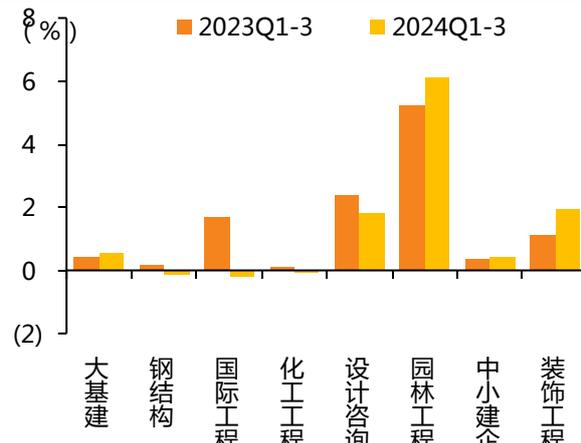
24Q1-3 八大建筑板块各子板块费用率均有所提升。24年 Q1-3 大基建/中小建企/钢结构/国际工程/装饰工程/设计咨询/园林工程/化工工程期间费用率为 5.55%、7.13%、8.72%、8.48%、12.81%、16.31%、33.97%、5.21%，分别同比+0.25%、+1.15%、+0.72%、+1.72%、+0.52%、+1.36%、+6.92%、+0.5pct，八大子板块所有板块期间费用率均同比上升，我们判断或因各子板块收入均有承压未能有效摊薄各项费用。24Q1-3 大基建、园林工程、中小建企、装饰工程四个板块资产（含信用）减值损失占收入比重同比提升，其余板块减值损失占收入比重有所下降，其中国际工程板块资产减值损失占比下滑最明显，同比下滑 1.91 pct。

图 28：2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

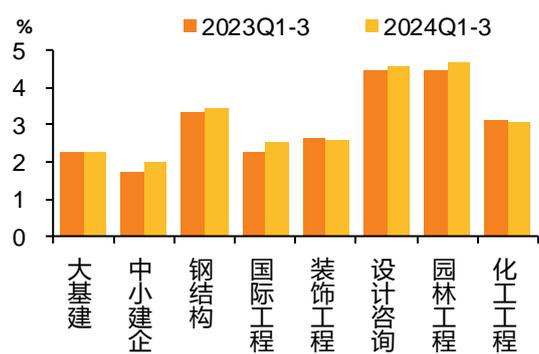
图 29：2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业资产减值损失占收入比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

24Q1-3 八个子板块管理费用率均有所提升，装饰工程、化工工程板块研发费用率有所下滑。以研发费用率来看，增长较多的为中小建企、国际工程、园林工程，同比+0.26%、+0.27%、+0.22pct，装饰工程和化工工程研发费用率同比下降。管理费用率方面，园林工程板块提升较为明显，同比+2.40pct，上升幅度较大的还有国际工程（+0.52pct）、装饰工程（+0.45pct）、中小建企（+0.42pct）。

图 30：2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块研发费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

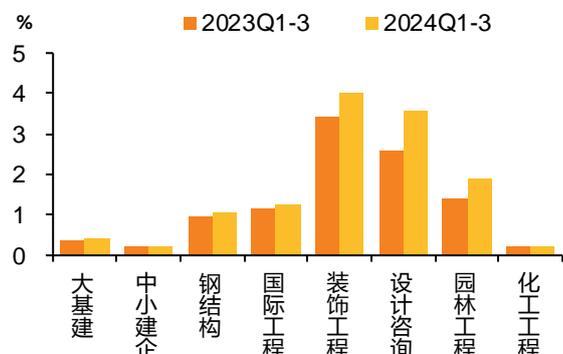
图 31：2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块管理费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

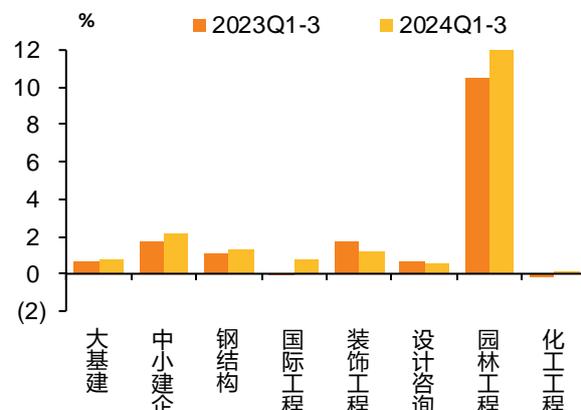
24Q1-3 各板块销售费用率均有所提升，园林工程板块财务费用率仍然较高。以销售费用率来看，设计咨询、园林工程、装饰工程板块销售费用率同比增加 1.02%、0.53%、0.57pct，其余板块均有小幅提升。财务费用率来看，24Q1-3 园林工程财务费用率上升幅度较大，同比提升 3.77pct，绝对值为 14.3%。中小建企板块财务费用率同比+0.46pct 至 2.2%，装饰工程板块财务费用率同比-0.44pct 至 1.26%。

图 32：2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块销售费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

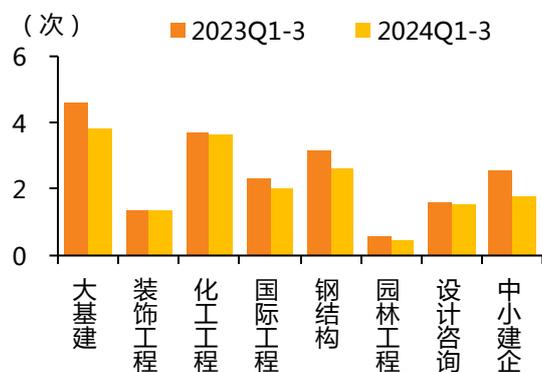
图 33：2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块财务费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

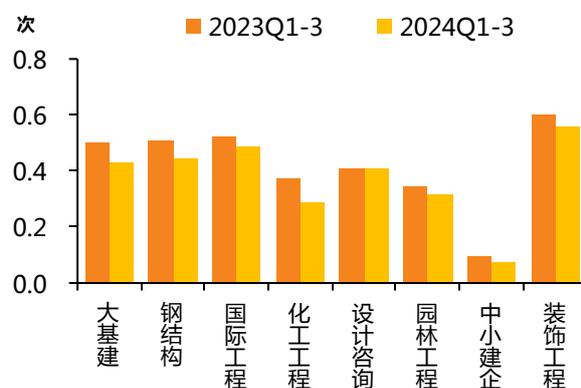
24Q1-3 各子板块应收账款、总资产周转率均变慢。同前文口径一致，我们把应收票据和应收账款一起作为应收款周转率的指标计算，24Q1-3 各子板块中，大基建、中小建企、钢结构板块应收周转率下滑最多，分别同比下滑 0.78/0.77/0.53 次，我们判断或与地方债压力较大导致建筑央企回款仍有压力。总资产周转率方面，24Q1-3 设计咨询板块与去年同期持平，中小建企、大基建、钢结构、化工工程总资产周转率分别同比下滑 0.02、0.07、0.07、0.09 次。

图 34：2023Q1-3、2024Q1-3 子板块应收账款及应收票据周转率



资料来源：Wind，天风证券研究所

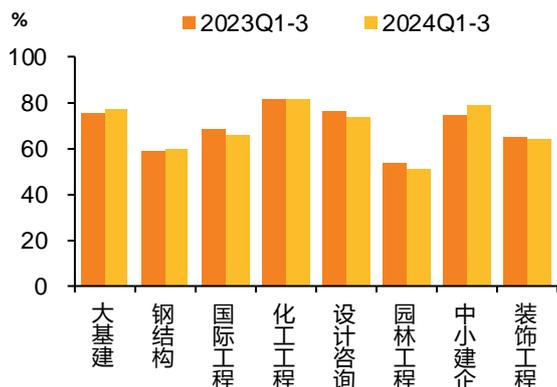
图 35：2023 Q1-3、2024 Q1-3 建筑行业各子板块总资产周转率



资料来源：Wind，天风证券研究所

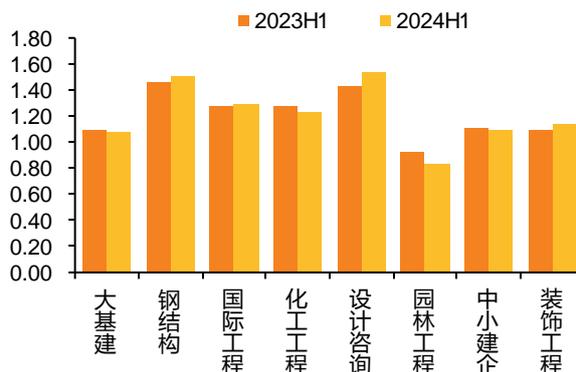
24Q1-3 大基建、钢结构、化工工程和中小建企各板块负债率均有所上升，多数子板块流动比率小幅下滑。相比于 23 年前三季度，24Q1-3 大基建、钢结构、化工工程和中小建企板块资产负债率分别同比+1.06、+0.86、+0.02、+4.76pct，大基建和中小建企的资产负债率分别达 76.8%、79.17%，我们认为，大量有息负债亦是导致财务费用率较高的原因。国际工程、园林工程、设计咨询、装饰工程的资产负债率分别同比下滑 2.14、2.64、2.58、0.71pct。流动比率来看，大基建、化工工程、中小建企、装饰工程的流动比率分别同比-0.02、-0.02、-0.10、-0.05pct，园林板块流动比率提升最多，同比提升 0.12pct 至 1.57。

图 36：2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

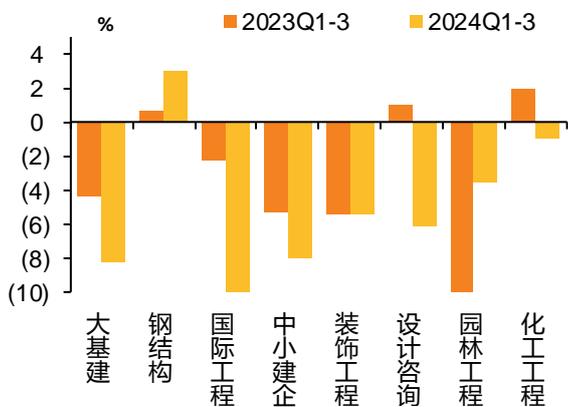
图 37：2023 Q1-3、2024 Q1-3 建筑行业各子板块流动比率



资料来源：wind，天风证券研究所

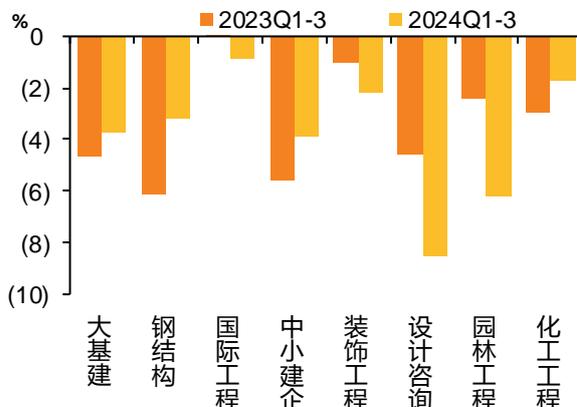
现金管理方面，24Q1-3 八大建筑板块仅钢结构实现 CFO 净流入，除国际工程、设计咨询、园林工程板块外 CFI 净支出占营业收入比重均降。24Q1-3 仅钢结构和园林工程板块 CFO 净额占收入比例均有所上升，反映出以上各板块公司在加强回款管理，大基建、国际工程、设计咨询板块 CFO 净流出占收入比例均有较大提升。投资性现金流方面，八大建筑板块均为净流出状态，其中大基建、钢结构、中小建企、化工工程显示出投资净流出占比同比下滑，或系以上板块主动收缩投资所致。

图 38：2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块经营净现金/营业收入



资料来源：wind，天风证券研究所

图 39：2023Q1-3、2024Q1-3 建筑行业各子板块投资净现金/营业收入



资料来源：wind，天风证券研究所

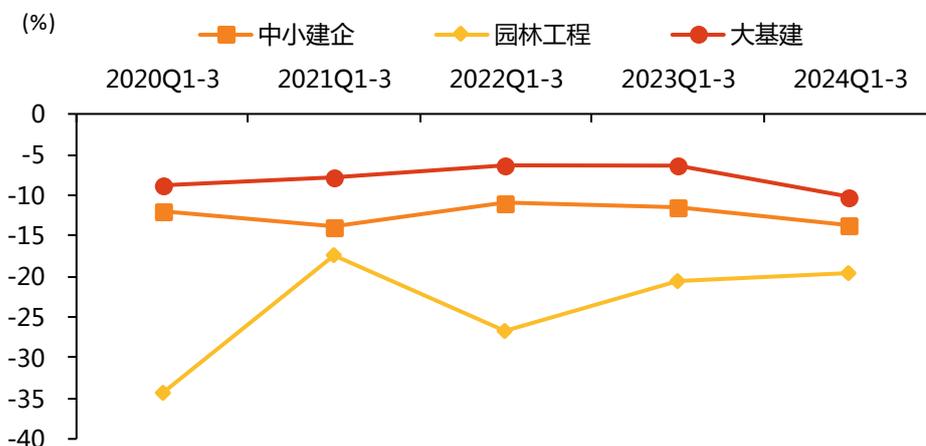
除了大基建板块目前主要 PPP 板块经营活动回收的现金流或仍不足以抵消资本金大幅投入带来的资金流出。由于 PPP 项目工程回款计入经营现金流，而项目资本金投入主要在“投资支付现金”科目中体现，因此我们对主要 PPP 子板块（大基建、园林、中小建企）的现金流进行分析，以（CFO 净额-投资支付现金）/营收（下文简称指标）的方法，来大致判断 PPP 项目对板块现金流的影响，结论为：

1) 24Q1-3 三个相关板块 CFO 净额与投资支付现金的差额均为负，我们认为体现了当前 PPP 项目的回款尚不足以抵消项目落地带来的资本金投资支出。三个子板块中，大基建指标绝对值最小，园林工程指标在 22 年下降明显，后从 2023 年之后开始回升，仅中小建企没有改善趋势，或仍与地方项目回款压力较大有关。

2) 从数据上看，①园林板块指标明显上升的原因在于其 CFO 回款情况小幅改善，24Q1-3 园林板块 CFO 净流出 4.7 亿，同比少流出 14.96 亿，同时园林工程板块的投资支出的现金

增加，占收入比例由 23 年 Q1-3 的 9.36% 增长至 24Q1-3 的 15.89%；②中小建企板块指标仍在下滑主要系经营性现金净流入未改善，投资现金流同比少流出 62.85 亿元，表明地方建筑企业或受困于资金短缺导致投资类项目减少；③24Q1-3 大基建板块 CFO 净流出 4429 亿元，23Q1-3 表现为净流出 2408 亿元，大基建板块的投资支付的现金占收入比例由 23Q1-3 的 2.03% 下降至 24Q1-3 的 1.89%，投资支付的现金流净流出同比少流出 119 亿，侧面反映出无论是大基建央企或者是中小建企，均在压缩投资类项目规模。

图 40：主要 PPP 子板块 (CFO 净额-投资支付现金) 在收入中的比重

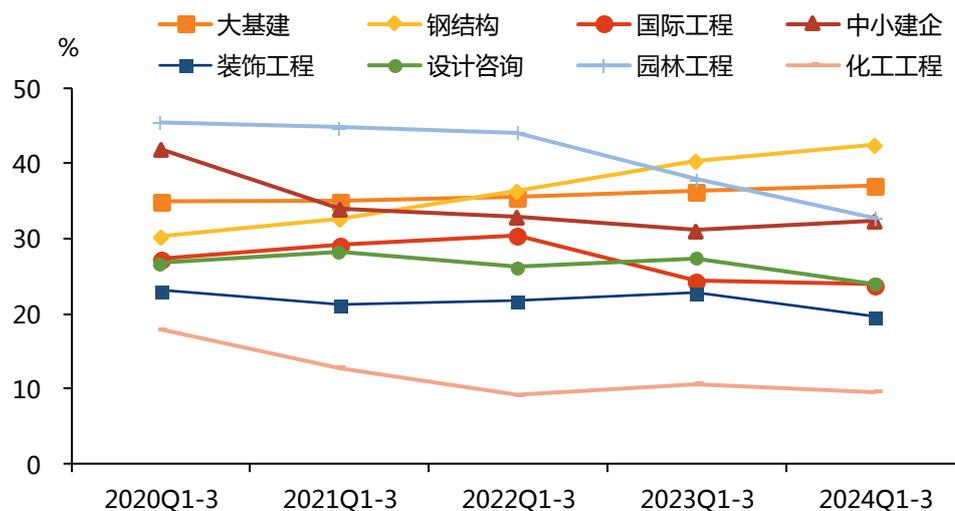


资料来源：wind，天风证券研究所

2.4. 债务结构：中长期带息债务占比提升仍是负债结构优化的关键

24Q3 带息债务占总负债比例，除大基建、钢结构、中小建企外其余板块趋于下降。各子板块带息债务占总负债的比例排名总体相对平稳，钢结构、园林工程、中小建企、大基建排名靠前，带息债务占总负债的比例均在 32% 以上，国际工程处于较低水平。从带息负债占总负债的比例变动来看，截止 24Q3 仅大基建、钢结构、中小建企板块占比同比上升 0.61、2.19、1.22pct，其余板块带息负债占比均有所下降。

图 41：2020Q1-3-2024Q1-3 各子板块带息债务占负债总和的比例

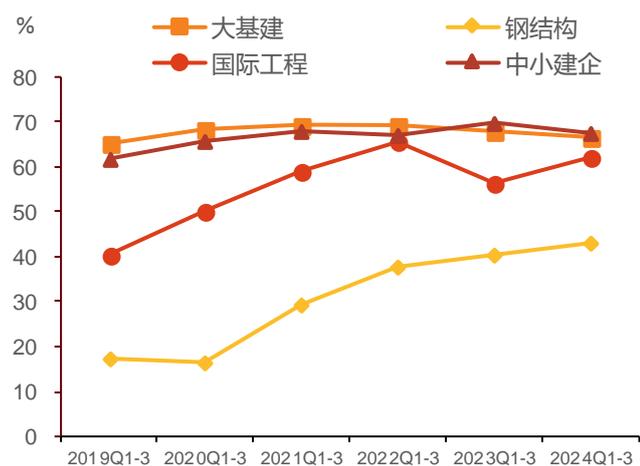


资料来源：wind，天风证券研究所

基建企业未来长期有息负债占总负债占比的提升可以看作负债结构改善的标志。我们以长期借款和应付债券之和作为长期有息负债，可以看到截止 24Q3 大基建、国际工程、

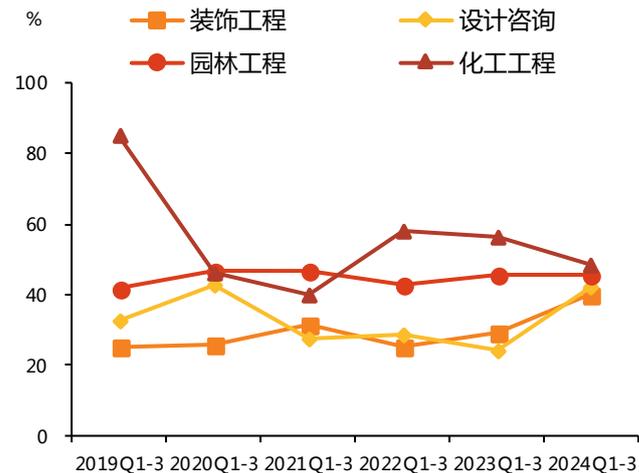
中小建企长期有息负债占比超过 50%，其余板块低于 50%。我们认为对于 PPP 项目收入占比较低的子板块，如钢结构、装饰、设计，其有息负债大多只用于短期的经营性垫款，所以长期有息负债占比较低。对于国内基建业务为主导的公司来说，由于其投资类项目回款周期长，更高的长期有息负债比例可以帮助其避免频繁面对短期偿付压力，因此大基建和中小建企长期有息负债占比均超过 50%，但大基建、中小建企板块长债占比均有所下降，或反映出板块债务结构有所优化。2020 年以后，园林板块融资环境有所改善，国资背景入股利好板块的债务环境，截至 24Q3 园林板块的长期有息负债占比同比上升 0.1pct，但相较于大基建和中小建企板块来说，仍然处于较低水平，未来其偿付压力能否实质性减轻，仍需关注其通过中长期负债置换短期负债的进程。

图 42：四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化



资料来源：wind，天风证券研究所

图 43：另外四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化



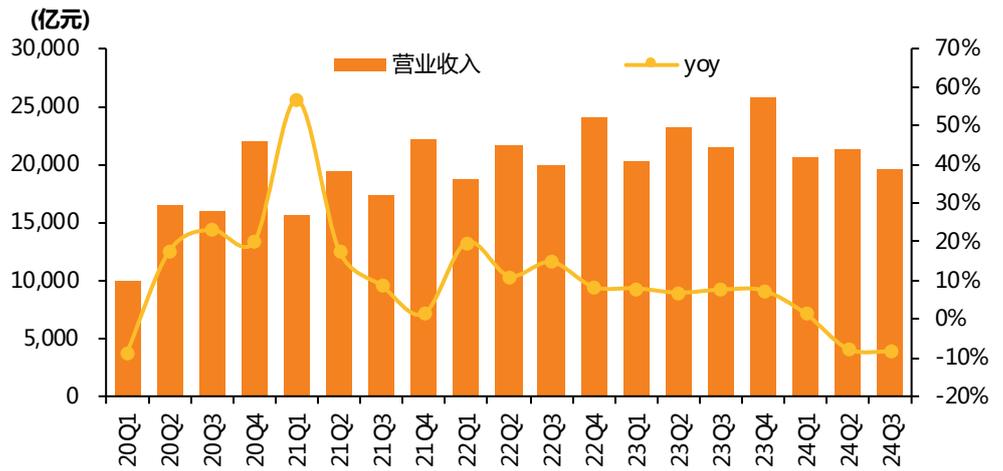
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 24Q3 建筑板块营收同比下滑，业绩短暂承压

3.1. 24Q3 营收同比下滑 8.43%，毛利率同环比有所改善

24Q3 建筑板块收入端增速承压下滑。24Q3 建筑板块营收 19621 亿元，同比-8.43%。24Q2、24Q3 建筑板块或受地方化债影响了地方政府的投资意愿以及项目推进进度，整体收入增速有所放缓，考虑到专项债发行有望加速以及全年经济增长目标的压力，预计四季度及 25 年市场资金面或有边际改善，对应项目推进有望提速，同时购房政策的优化及房贷利率下调有望加速地产去化，从而推动改善销售及新开工，建筑公司基本面或将迎来修复。

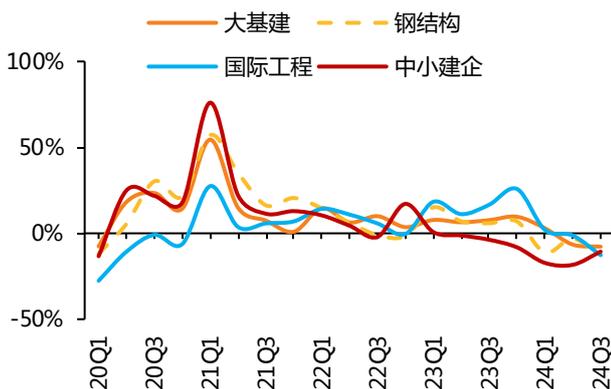
图 44：2020Q1-2024Q3 建筑单季度营收及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

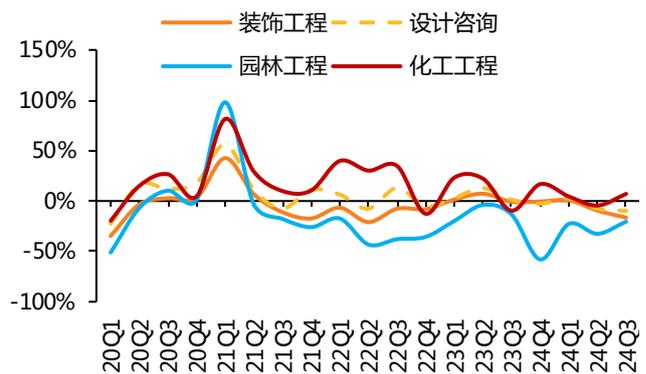
24Q3 八大子板块收入均有所承压。仅化工工程板块收入实现同比 7.1% 的正增长，其余板块均有承压，大基建（-7.8%）、钢结构（-12.7%）、中小建企（-10.7%）、装饰工程（-16.5%）、园林工程（-20.4%）、设计咨询（-9.8%）、国际工程（-12.7%），各板块经营压力均较大。

图 45：20Q1-24Q3 建筑子板块单季度营收同比增速（1）



资料来源：wind，天风证券研究所

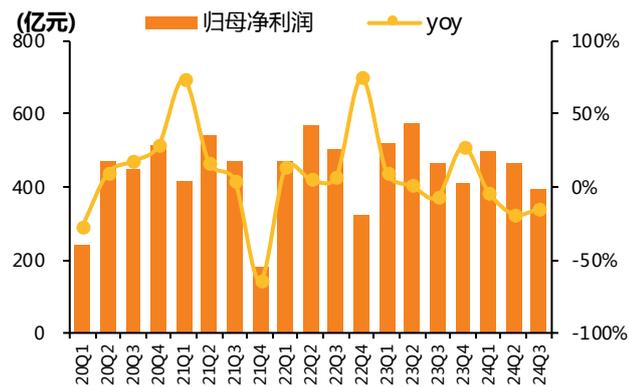
图 46：20Q1-24Q3 建筑子板块单季度营收同比增速（2）



资料来源：wind，天风证券研究所

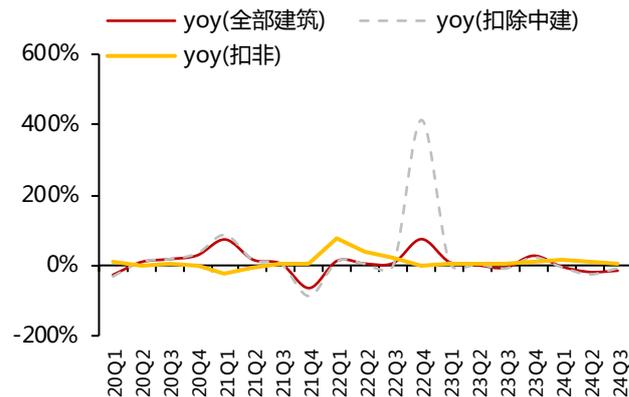
建筑行业 24Q3 业绩同比下滑 15.0%，剔除权重股后业绩同比下滑 8.08%。24Q3 建筑板块实现归母净利润 397 亿元，同比-15.0%，扣非净利润同比下滑 22.64%，单季度增速出现大比例下滑，原因与上文论述基本一致，在 24 年整体建筑行业景气度不佳以及市场资金偏紧的情况下，利润端有所承压。剔除权重股中国建筑后，CS 建筑板块 24Q3 归母净利润同比下降 8.08%。

图 47：20Q1-24Q3 建筑单季度归母净利润及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

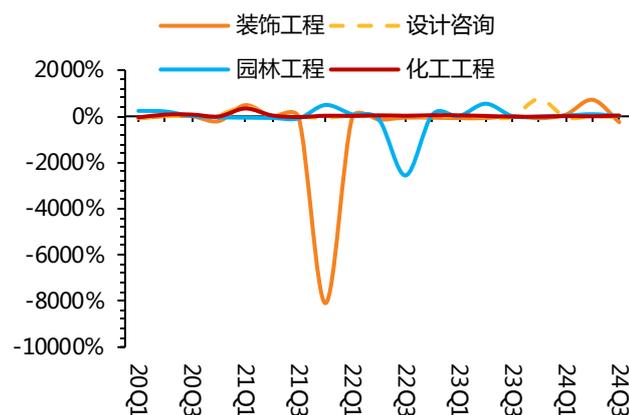
图 48：20Q1-24Q3 建筑板块不同情形下业绩同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

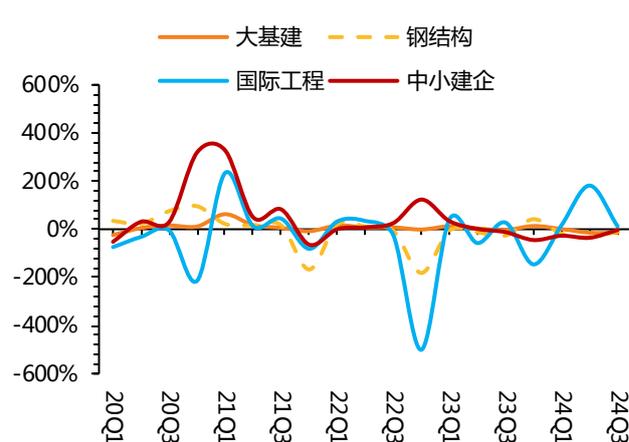
总体来看，24Q3CS 建筑板块业绩低于收入增速，国际工程和化工工程板块增速较为亮眼。细分来看，24Q3 园林板块亏损同比扩大，国际工程、化工工程板块同比有所增长，分别同比+12%、+35%。其中中钢国际、中铝国际、北方国际、中材国际 24Q3 单季度归母净利润同比增长 49%、44%、16%、4%。大基建板块业绩同比下滑 14.59%，钢结构以及中小建企利润端仍然承压，分别为-9%、-3%，下滑幅度有所收窄。

图 49：建筑子板块单季度业绩同比增速（1）



资料来源：wind，天风证券研究所

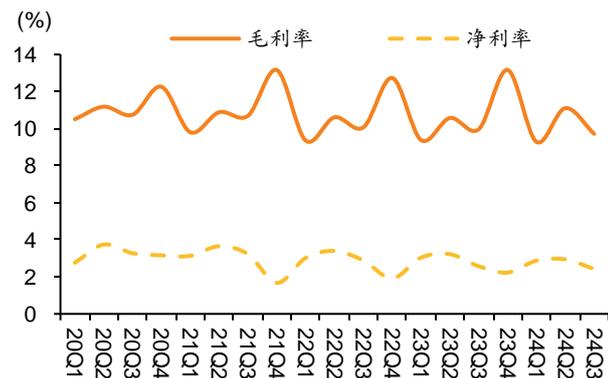
图 50：建筑子板块单季度业绩同比增速（2）



资料来源：wind，天风证券研究所

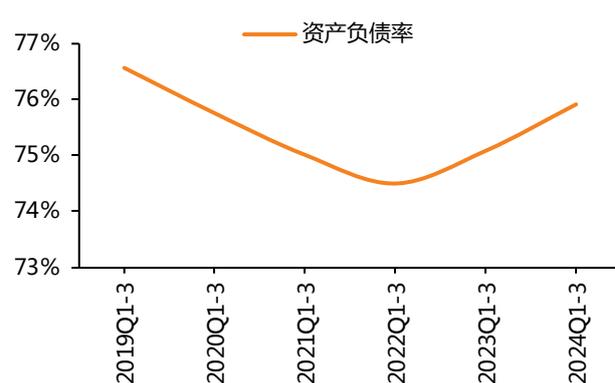
24Q3 板块毛利率、净利率同环比均有所下滑。24Q3 建筑板块毛利率 9.72%，同比-0.26pct，环比-1.39pct，板块净利率 2.42%，同比-0.16pct。资产负债率由 23Q3 末的 75.09%提升至 75.92%。

图 51：建筑板块单季度毛利率与净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 52：历年 Q1-3 末建筑板块资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 央企仍保持较好经营韧性，建议关注专业工程细分景气赛道

24Q3 八大建筑央企中除电建、化学、能建之外，其余央企收入均有承压，仅化学、能建和中冶的业绩实现正增长。从收入端看，仅中国化学和中国能建实现 8.4%、8.3% 的正增长，电建收入较去年同期微增。业绩增长的有中国化学、中国能建和中国中冶，中冶增速较高主要系 Q3 的资产减值减少，同时 Q1-3 非经常损益同比增加 9.7 亿，主要为非流动资产处置收益，我们认为地方政府化债工作持续推进，清欠应收账款，或给建筑企业带来较多减值冲回。毛利率方面，仅中国化学有所改善，同比+0.47pct 至 8.42%，其余央企毛利率均有下滑。归母净利润增速来看，化学、能建、中冶实现正增长。

订单层面来看龙头强者恒强，看好建筑央企出海布局。从新签订单的角度来看，交建、中建 Q3 新签订单分别同比+12%、+8%，其余央企订单均有所下滑。从海外订单来看，化学、中建、电建、中冶海外新签同比+68.5%、+45.3%、+14.3%、+69% 总体来看海外仍保持较高的景气度。

图 53：24Q3 八大建筑央企业绩一览

	中国交建	中国化学	中国能建	中国铁建	中国建筑	中国电建	中国中铁	中国中冶
24Q3 收入 yoy	-1.73%	8.42%	8.25%	-8.82%	-13.62%	0.94%	-6.13%	-14.37%
24Q3 归母 yoy	-0.65%	28.57%	97.93%	-34.27%	-30.16%	-9.00%	-19.05%	177.45%
24Q3 扣非 yoy	-32.91%	9.42%	-3.43%	-34.52%	-31.13%	-36.47%	-19.70%	148.41%
24Q3 毛利率	11.30%	8.42%	10.28%	9.24%	7.36%	12.73%	8.72%	9.03%
24Q3 毛利率同比变动 pct	-0.96	0.47	-0.71	-0.45	-0.27	-0.15	-0.86	-0.09
24Q3 净利率	3.61%	2.51%	1.55%	2.07%	2.48%	2.43%	2.47%	2.64%
24Q3 净利率同比变动 pct	0.18	0.43	0.26	-0.54	-0.52	-0.14	-0.28	1.27
24Q3 新签订单 (亿)	3,196	805	2,503	3,728	6,992	2,122	4,494	2,139
新签同比增速	12.1%	-18.8%	-15.3%	-12.7%	7.9%	-0.5%	-15.0%	-0.2%
其中：基建订单 (亿)	2,861	766	2,274	2,479	2,272	528	3,055	360
基建订单同比增速	12.1%	-20.3%	-16.3%	0.3%	3.2%	-25.4%	-26.4%	-17.7%
海外订单同比增速	-3.4%	68.5%	-6.6%	-4.8%	45.3%	14.3%	-4.8%	69.0%

资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

地方国企业绩分化较为明显，多数地方国企业绩有所承压，龙建股份、上海建工、浙江交科、山东路桥业绩增长仍保持韧性。整体来看，大部分地方国企经营仍有所承压，今年上

半年地方考核制度影响了发债积极性以及地方投资意愿，拖累了项目进度和收入确认，导致地方国企业绩整体有所承压。10月12日财政部会议提出，“中央财政仍有较大空间”，财政部部长强调中央财政仍有较大的举债和赤字提升空间，考虑到财政支出是后续基建改善的关键，我们认为后续财政刺激政策有望对投资链产生明显积极效果，若增加地方政府举债空间，化债对正常发展的资金挤出将得到有效缓解。进入四季度以来，多个省份重大项目开工有提速迹象，10月8日四川省举行第四季度重大项目现场推进活动，其他经济强省山东、江苏、安徽等省份亦在此前工作会议上对基建项目的推进态度上已有明显转变，我们判断后续相关上市公司订单也有望呈现较好恢复。

表 2：地方国企 24Q1-3 经营质量一览

	营收 yoy	归母净利润 yoy	扣非净利润 yoy	毛利率同比变动 (pct)	净利率同比变动 (pct)	CFO 净额 (亿)	CFO 净额同比变动 (亿)	加权 ROE 同比变动 (pct)	PB (LF)	分位
龙建股份	4.5%	37.2%	31.8%	0.5	0.3	-2.33	28.6	1.6	1.26	3.94%
浙江交科	3.2%	10.6%	11.6%	0.6	0.1	-30.88	-6.3	0.1	0.75	6.35%
上海建工	-4.0%	4.3%	0.2%	0.0	0.1	-214.94	-159.0	-0.3	0.72	4.85%
山东路桥	-6.3%	3.5%	2.8%	0.2	0.2	-60.30	-24.3	-1.0	0.71	7.40%
隧道股份	-8.6%	0.4%	-8.5%	-0.2	0.4	23.92	20.2	-0.3	0.74	20.12%
陕建股份	-18.1%	-2.2%	-8.7%	1.5	0.4	-84.04	-9.0	-2.6	0.75	6.38%
宁波建工	-5.1%	-7.3%	-10.3%	1.2	0.0	-17.77	-17.4	-0.5	1.03	4.70%
浦东建设	4.2%	-7.7%	-6.3%	0.7	-0.4	-2.91	4.7	-0.6	0.75	2.30%
安徽建工	-10.0%	-9.6%	-21.9%	0.6	0.0	-52.55	-53.7	-0.7	0.80	2.91%
设计总院	12.7%	-16.1%	-18.3%	-6.8	-4.5	-4.96	-1.5	-3.0	1.41	4.42%
广东建工	-19.4%	-32.1%	-33.3%	1.5	-0.3	-8.22	1.3	-3.8	1.07	8.38%
苏交科	-6.5%	-33.0%	-30.4%	0.8	-1.6	-7.47	-0.6	-1.0	1.96	45.81%
四川路桥	-19.7%	-38.4%	-39.1%	-1.3	-1.9	-56.06	10.0	-7.3	1.43	37.50%
北新路桥	-13.2%	-76.9%	-335.0%	3.1	-0.4	-10.67	-19.9	-0.5	1.34	3.23%
重庆建工	-37.7%	-128.1%	-180.1%	1.5	-0.8	-12.01	-4.6	-2.7	0.91	30.48%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：截止于 2024/11/1,分位值起始于 2010/1/1

国际工程板块中，中材国际、北方国际表现稳健，中钢国际业绩较为亮眼。24 年前三季度，中钢国际收入小幅承压，毛利率同比提升 3.84pct 带来业绩增速高增长，前三季度扣非业绩同比+32.6%，或系海外高毛利项目加速结转所致。中材国际毛利率同比改善 0.24pct，归母净利润 20.60 亿，同比+2.90%，扣非净利润 20.51 亿，同比+2.21%。北方国际 24 年前三季度实现营收 141.22 亿，同比-3.48%，归母净利润 7.58 亿，同比+9.7%，扣非归母净利润 7.44 亿，同比+5.17%；单 24Q3 实现营收 37.07 亿，同比-12.32%，归母净利润 2.18 亿，同比+15.9%，扣非归母净利润 2.16 亿，同比+5.13%，三季度营收增速与利润增速不匹配或因焦煤价格持续下行所致。考虑到出海趋势带来订单持续释放，推荐中材国际、北方国际、中钢国际。

表 3：国际工程 24Q1-3 经营质量一览

	营收 yoy	归母净 利润 yoy	扣非净 利润 yoy	毛利率 同比变 动 (pct)	净利率 同比变 动 (pct)	CFO 净 额 (亿)	CFO 净 额同比 变动 (亿)	加权 ROE 同 比变动 (pct)	PB (LF)	分位
中钢国际	-26.6%	30.4%	32.6%	3.84	2.28	-39.85	-30.17	0.54	1.14	11.82%
北方国际	-3.5%	9.7%	5.2%	1.58	0.44	-4.57	-2.08	0.07	1.14	12.11%
中材国际	0.7%	2.9%	2.2%	0.24	-0.03	-2.60	-2.46	-0.95	1.36	16.98%
中工国际	0.4%	-7.3%	-49.4%	0.15	-0.27	-16.86	-9.35	-0.26	0.87	13.95%
中油工程	-3.2%	-29.4%	-25.2%	1.00	-0.47	-73.16	22.98	-1.07	0.75	28.02%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：截止于 2024/11/1, 分位值起始于 2010/1/1

专业工程业绩表现较为分化，建议关注细分赛道成长性。三季度中，前三季度营收增速表现亮眼的有亚翔集成、柏诚股份、海南华铁，增速分别为 143%、52%、15.9%，业绩增速较快为亚翔集成、利柏特、东华科技、江河集团，增速分别为 92%、28%、22%、9%。洁净室工程的专业工程公司亚翔集成与柏诚股份主要受益于半导体、显示面板需求高景气，资本开支提速，业绩进入释放周期。化工炼化板块主要受益于国内化工行业景气度回暖，24Q1-3 东华科技收入同比+8%，归母净利润同比+22%。建议关注专业工程板块细分景气赛道，推荐柏诚股份、利柏特、东华科技、江河集团等。

表 4：专业工程 24Q1-3 经营质量一览

	营收 yoy	归母净 利润 yoy	扣非净 利润 yoy	毛利率 同比变 动 (pct)	净利率 同比变 动 (pct)	CFO 净 额 (亿)	CFO 净 额同比 变动 (亿)	加权 ROE 同 比变动 (pct)	PE_TTM	分位
亚翔集成	143.3%	92.1%	92.8%	-2.68	-2.90	13.43	4.67	-18.27	11.78	3%
利柏特	8.7%	27.7%	23.7%	2.17	1.15	0.80	-1.50	1.54	17.10	11%
东华科技	7.9%	21.6%	35.1%	0.73	0.38	5.84	3.99	0.81	14.66	2%
江河集团	9.3%	8.6%	-16.6%	0.08	0.10	-1.86	10.27	-0.18	8.75	10%
中粮科工	-6.0%	8.5%	10.5%	2.17	0.84	-2.68	-1.74	0.05	27.38	19%
柏诚股份	51.5%	5.9%	4.1%	-2.55	-1.78	-5.33	-2.22	-1.54	25.55	31%
海南华铁	15.9%	-13.4%	-13.0%	-3.66	-4.77	17.10	4.68	-3.06	14.67	6%
上海港湾	4.8%	-24.5%	-23.8%	1.29	-4.57	-0.72	-2.13	-2.8	34.21	59%
鸿路钢构	-6.4%	-26.3%	-49.0%	-1.05	-1.12	3.27	-4.25	-3.31	10.35	9%
三维化学	-15.0%	-26.4%	-26.5%	-1.58	-1.50	2.50	1.63	-2.17	15.45	24%
圣晖集成	0.1%	-35.1%	-33.8%	-2.28	-2.74	0.22	0.80	-4.48	23.98	69%
苏文电能	-33.9%	-73.4%	-75.4%	-4.68	-6.68	1.20	3.48	-11.43	-53.29	0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：截止于 2024/11/1, 分位值起始于 2010/1/1

4. 投资建议

Q3 营收、业绩持续承压，关注四季度基建景气度边际回暖

24Q1-3CS 建筑板块实现营收 61554 亿元，同比增速-5.13%，实现归母净利润 1371 亿元，同比-12.41%，扣非净利润为 1233 亿，同比-15.82%，营收增速较 23 年同期下降 12.57pct，业绩增速较 23 年同期下降 13.6pct。利润下滑较多主要系费用率提升以及资产减值占收入比例提升，扣非净利润下滑更多或系本期非经常性损益同比+36.95%，带来利润回补。

24Q1-3 板块年化 ROE (摊薄) 5.32%，同比下降 1.12pct。24Q3 单季度建筑板块营收 19621 亿元，同比-8.43%；归母净利润 397 亿元，同比-15.0%。10 月 12 日财政部会议提出，“中央财政仍有较大空间”，今年上半年地方考核制度影响了发债积极性以及地方投资意愿，我们认为若增加地方政府举债空间，化债对正常发展的资金挤出将得到有效缓解，考虑到财政支出是后续基建改善的关键，我们看好货币宽松叠加财政刺激带来板块底部反转机遇。

基建展望：财政有望加码，支撑下半年基建景气延续

我们预计 24 年广义/狭义基建增速分别为 7.88%/5.27%，结构性和区域性特征明显，真实需求主导的水利投资、铁路和航空等重大交通领域建设、城市综合管廊的确定性相对较高，经济发达区域基建仍保持高增长，重视四川、浙江、安徽、江苏等区域性机会。5 月首批特别国债已开启审批，“常态化”发行预计年内有望对基建投资形成有力支撑，截止 7 月中旬，新增专项债发行额度为 15736.53 亿元，按照全年的发行额度进度来算约为 40%左右，整体进度明显慢于 22 和 23 年，7-9 月新增专项债或将迎来发行高峰期，预计三季度将迎来地方债发行高峰，地方债发行规模或在 3 万亿元左右，较去年同期增加约 3000 亿元，财政支持力度进一步加大，资金供给角度我们预计 2024 年广义基建投资实际到位资金或同比增长 8.71%，资金到位缺口有所收窄。

主线一：供需格局优化，央国企蓝筹高质量发展

24 年是国企改革深化提升行动的关键之年、攻坚之年，相关政策持续细化。龙头市占率提升趋势显著，建筑央国企 ROE 提升思路清晰，内生途径在于提升盈利能力和周转能力，外延途径在于围绕“链主”身份进行产业上下游整合。当前建筑企业中股息率达到 5% 的已有 8 家，以传统低估值建筑央国企蓝筹为主，未来在新国九条等的政策引导下，央国企将加大市值管理，重视投资者回报，实现高质量发展，我们认为当前已经回调至较低估值的央国企值得重点关注。

主线二：围绕新质生产力方向，布局细分高景气赛道

重点关注四个高景气方向：1) 低空经济：政策驱动，基础设施贯穿产业链始终，我们测算到 24-30 年通用机场对应设计+施工年均市场空间有望达 1379 亿元，其中设计环节年均大约为 69-138 亿元；2) 洁净室：充分受益于半导体、显示面板需求高景气，资本开支提速，国产替代逻辑演绎，行业龙头具备较好的业绩弹性；3) 设备更新：重点关注钢铁、陶瓷等传统周期制造业的资本开支节奏，以及城市更新、建筑节能改造需求；4) 智能机器人：钢结构切割焊接加速渗透，降本增效前景可期，中长期看好行业智能化改造带动吨净利提升及产能扩张。

主线三：聚焦海外高景气区域，重点关注高质量出海国际工程板块

24 年 M1-5 中国新签对外工程承包合同额为 873 亿美元，同比+21.7%，对外承包工程累计完成额为 587.9 亿美元，同比+8.8%。据惠誉解决方案预测，全球基建行业 2023 年的实际年增长率为 2.5%，高于 2022 年的 0.9%，与发达市场 0.6% 的年同比增长率相比，新兴市场的年同比增长率将达到 4.6%，我们建议关注重点东南亚、中东及非洲地区基建景气度。高质量出海是建筑企业适应当前复杂国际经济形势的重要战略，同时也是企业提升国际竞争力、加强国际合作的关键途径。海外项目整体回款较好，毛利率水平偏高，2023 年国际工程板块境外毛利率同比提升 1.54pct，高于境内业务毛利率，常规海外 EPC 项目预付款比例为合同额 10%-15%，2023 年国际工程板块海外业务占比均值提升 5pct，垫资杠杆下滑 1.3pct，建筑企业出海或有望带动自身现金流的改善。同时合作海外优质业主有助于提升海外知名度，技术实力和商业模式巩固核心竞争力。

5. 风险提示

政策刺激力度不及预期：我们预计四季度专项债的密集发行以及基建相关利好政策的密集出台推动 Q4 及 25 年基建形成实物工作量，四季度政策刺激预期上升，有望带动基建景气度回升，若政策刺激力度不及预期，基建投资超预期下行，则宏观经济压力或进一步提升；

央企、国企改革提效进度不及预期：我们认为建筑央企、国企积极进行变革，通过横向拓展业务范围，纵向整合产业链下游，大股东增持改善上市公司经营效率，成本管理等措施，理顺业务发展脉络，改革激发内在增长活力，但若央企、国企改革提效进度不及预期，则对公司的利润和分红造成一定影响；

国际宏观环境恶化风险：国际工程海外业务受国际宏观形势影响较大，目前国际政治、经济、安全形势不容乐观，若国际宏观环境进一步恶化，或对国际工程企业海外业务拓展与执行造成较大困难，影响板块企业经营情况。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com