



# 欲穷千里目，更上一层楼

## —— 央国企专题系列研究（建筑篇）

建筑分析师：龙天光

建筑分析师：张涿荻



# 欲穷千里目，更上一层楼

## —— 央国企专题系列研究（建筑篇）

2024年11月18日

### 核心观点

- **建筑行业央国企资产和营收等占绝对主导。**2023年末，建筑央国企的总资产规模达到13.63万亿元，2019-2023年CAGR为12.22%。央国企总资产规模占建筑行业上市公司总资产的比重从2019年末的95.11%提升至2023年末的96.18%。建筑央国企总资产占比逐年提升。建筑行业央国企营业收入占比占据绝对主导。2014-2023年，建筑行业上市央国企营业收入占比从2014年的96.01%上升至2023年的97.23%，十年来呈上升趋势。
- **市值管理考核全面推进，积极分红与并购重组。**2023年开始国务院国资委对央企实施“一利五率”，更加注重央企的经营效率和现金流的质量。2024年国资委提出将市值管理纳入央企负责人的考核，央企市值有望重估。中国建筑、中国中铁、隧道股份等建筑央国企股息率位列行业前列，积极回馈投资者。2024年9月24日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，促进上市公司并购重组。近几年央国企并购重组案例中建筑行业是主流方向。2020-2023年央国企并购重组受理案例中，建筑行业占比达5%。
- **建筑央国企是“一带一路”主力军，转型升级谱新章。**工业化转型浪潮驱动“一带一路”沿线国家基建需求不断攀升。建筑央国企积极把握出海历史机遇，海外业务硕果累累。ENR发布的2023年度“全球最大250家国际承包商”榜单中共81家中国内地企业入围，连续多年位居榜首。中国上榜企业2022年国际营业额合计1179.3亿美元，占全部上榜企业国际营业总额的27.5%。建筑央国企积极向上游矿产资源、建筑材料延伸，沿产业链布局中游高端装备制造业务，在新能源浪潮中拓展前沿业务，有望在高质量发展中率先破局。
- **投资建议：**建筑央国企占据行业绝对主导地位。八大建筑央国企新签订单市占率从2013年的24.38%提升至2023年的46.76%，建筑行业集中度持续提升。国资委提出市值管理考核，央国企股息率较高且积极参与并购重组，其市值有望重估。“一带一路”沿线国家基建需求强劲，预计将为建筑央企及国际工程企业带来较大的海外订单增量。建筑央国企积极向矿产资源、高端装备制造、新能源等领域转型升级，未来有望率先破局。推荐中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建、中国电建、中国中冶、中国化学、中国能建、上海建工、隧道股份、北方国际、中工国际、中材国际、中钢国际、上海建科等。
- **风险提示：**新签订单下滑风险；应收账款回收不及预期风险；地缘政治风险。

### 重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601668.SH	中国建筑	1.31	1.41	1.55	4.79	4.45	4.05	推荐
601390.SH	中国中铁	1.29	1.36	1.44	5.42	5.15	4.86	推荐
601186.SH	中国铁建	1.73	1.95	2.16	5.93	5.26	4.75	推荐
601800.SH	中国交建	1.39	1.59	1.71	8.28	7.24	6.73	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 建筑行业

推荐 维持

### 分析师

龙天光

☎：021-2025-2646

✉：longtianguang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519060004

张涿获

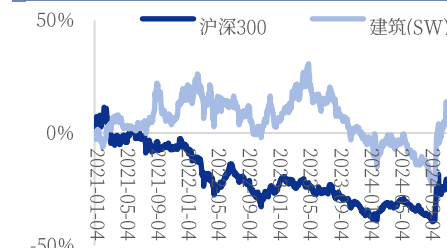
☎：021-2025-2651

✉：zhangludi\_sh@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060002

### 相对沪深300表现图

2024-11-17



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

1. 【银河建筑】2024年中期策略\_东方既白，兰新蕙质

## 目录

## Catalog

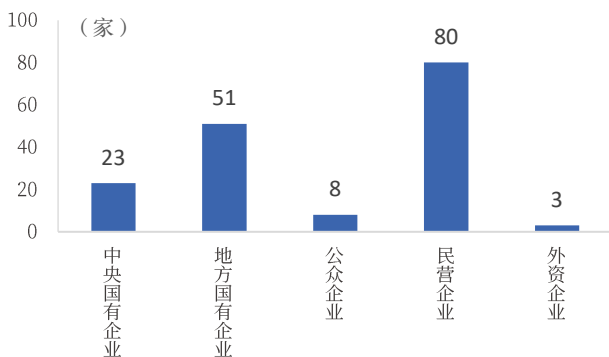
一、 建筑央国企占据主导，是行业的顶梁柱和压舱石 .....	4
(一) 数量和资产占据主导地位.....	4
(二) 经营业绩领先民营企业.....	5
二、 央国企改革有望推动企业提质增效 .....	8
(一) 央国企深化市值管理考核，促进经营提质增效.....	8
(二) 提高分红吸引投资，股权激励夯实增长动能.....	10
(三) 央国企并购重组加速，整合趋势不断加强 .....	10
三、 建筑央企是“一带一路”主力军.....	13
(一) 内外因共振带来基建工程出海重大机遇 .....	13
(二) 八大央企和四大国际工程企业海外业务情况 .....	15
(三) 重点央国企多元化差异化出海策略 .....	17
四、 建筑央国企转型和高质量发展路径 .....	20
(一) 向上游矿产资源领域延伸.....	20
(二) 积极探寻新能源前沿业务.....	21
(三) 加快布局高端装备制造产业.....	22
五、 投资建议.....	23
六、 风险提示.....	24

# 一、建筑央国企占据主导，是行业的顶梁柱和压舱石

## (一) 数量和资产占据主导地位

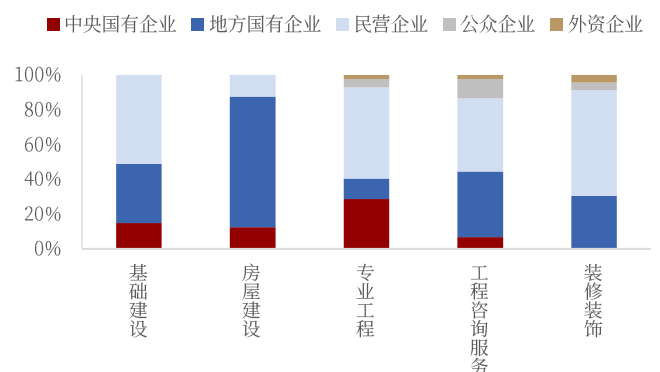
建筑行业央国企数量占主导，房建板块央国企数量占比达 88%。截至 2024 年 10 月 23 日，在 165 家建筑行业上市企业中，共有 23 家央企和 51 家地方国有企业，央国企数量占比达 44.85%。按细分领域来看，基础建设板块中共有 7 家央企和 16 家地方国企，央国企数量占比达 49%；房屋建设板块中共有 1 家央企和 6 家地方国企，央国企数量占比达 88%；专业工程板块中共有 12 家央企和 5 家地方国企，央国企占比为 40%；工程咨询板块中共有 3 家央企和 17 家地方国企，央国企占比为 44%；装修装饰板块中共有 7 家地方国企，央国企占比为 30%。

图1：央国企数量在建筑行业中占据主导地位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

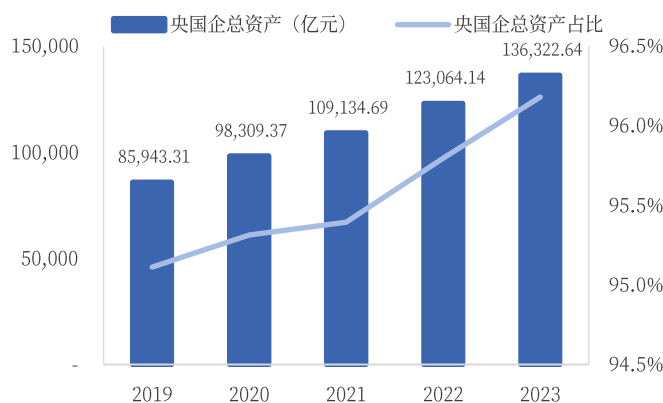
图2：央国企数量在建筑各细分领域分布情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

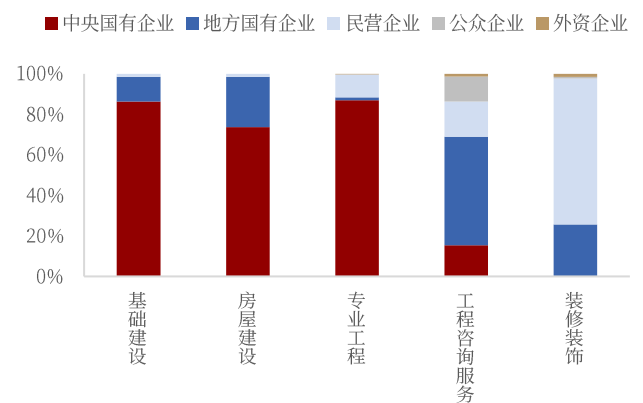
央国企总资产占比逐年提升，基建房建板块最高超 98%。2023 年末，建筑央国企的总资产规模达到 13.63 万亿元，2019-2023 年 CAGR 为 12.22%。央国企总资产规模占建筑行业上市公司总资产的比重从 2019 年末的 95.11% 提升至 2023 年末的 96.18%，央国企在建筑行业中的顶梁柱、压舱石地位更加稳固。按细分领域来看，2023 年房建、基建、专业工程、工程咨询、装修装饰板块中央国企总资产占比分别为 99%、98%、88%、69% 和 26%，基建房建板块央国企总资产占比最高。

图3：2019-2023 年建筑行业央国企总资产规模及占比情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：央国企总资产规模在建筑各细分领域分布情况

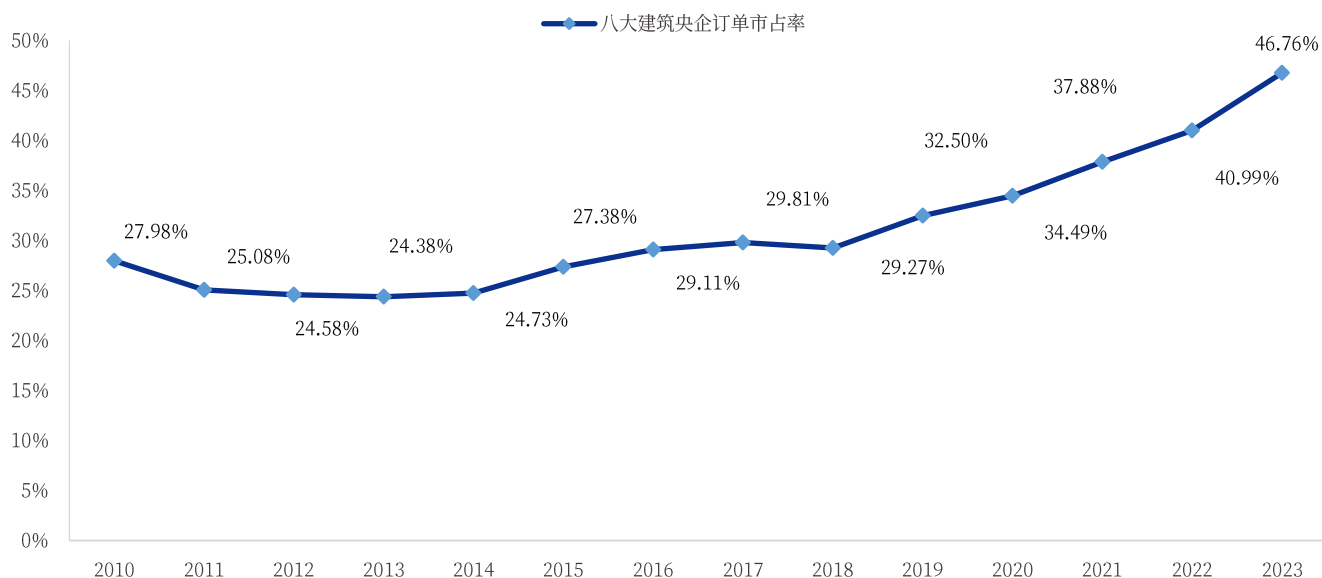


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## (二) 经营业绩领先民营企业

**八大央企新签订单增速稳健，十年复合增长率超过 15%。**2014 年以来，建筑行业龙头优势越来越明显，市场占有率逐步提高，行业集中度持续提升。从新签订单角度看，八大建筑央企新签订单市场占有率从 2013 年的 24.38% 提升至 2023 年的 46.76%。2014-2023 年八大央企新签订单的复合增长率为 15.45%。2023 年，八大央企新签合同金额合计 16.65 万亿元，同比增长 10.84%，增速较为稳健，头部企业新签订单增速在两位数以上，未来业绩有保障。

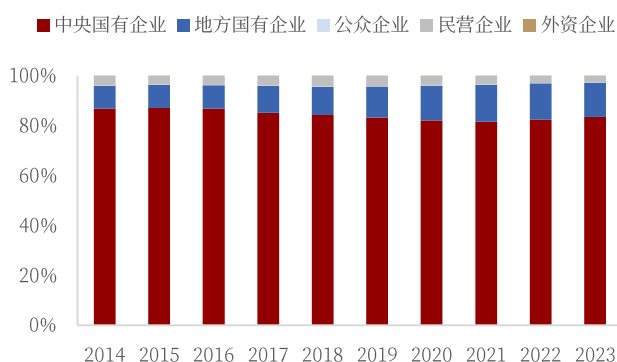
图5：2010-2023 年八大建筑央企新签合同市占率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

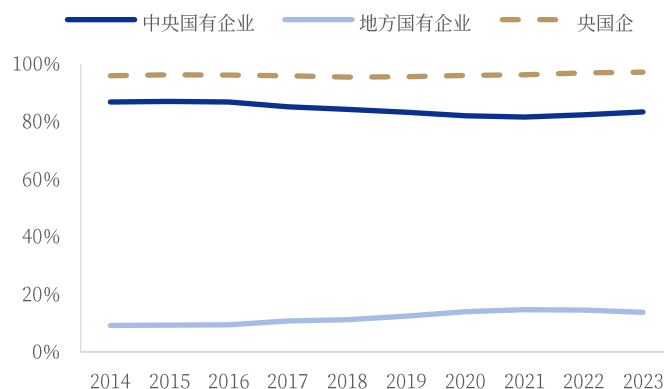
**建筑行业央国企营业收入占比超 95%，十年来呈上升趋势。**2023 年，建筑行业上市央企实现营业收入 7.59 万亿元，占建筑行业上市企业营业收入的比重为 83.46%；地方国企实现营业收入 1.25 万亿元，占建筑行业上市企业营业收入的比重为 13.77%。2024Q1-3，建筑行业上市央企实现营业收入 5.25 万亿元，占建筑行业上市企业营业收入的比重为 84.79%；地方国企实现营业收入 7739.07 亿元，占建筑行业上市企业营业收入的比重为 12.50%。2014-2023 年，建筑行业上市央国企营业收入占比呈上升趋势，从 2014 年的 96.01% 上升至 2023 年的 97.23%。

图6：2014-2023 年建筑行业各属性上市公司营收分布情况



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图7：2014-2023 年建筑上市公司中央国企营收占比变化情况



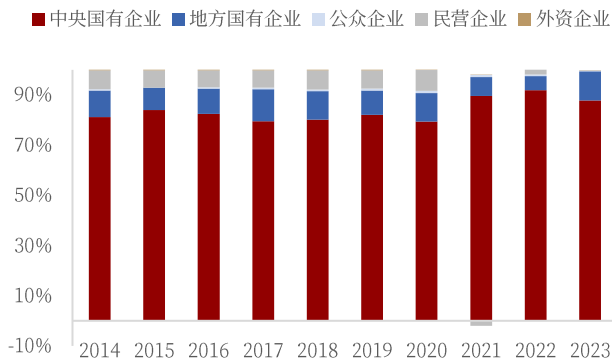
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**建筑行业央国企归母净利润占比维持在 90% 以上。**2023 年，建筑行业上市央企实现归母净利



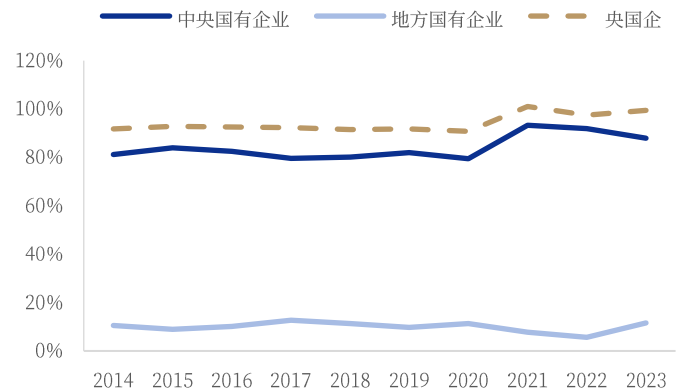
润 1788.45 亿元，占建筑行业上市企业归母净利润的比重为 87.87%；地方国企实现归母净利润 236.51 亿元，占建筑行业上市企业归母净利润的比重为 11.62%。2024Q1-3，建筑行业上市央企实现归母净利润 1219.68 亿元，占建筑行业上市企业归母净利润的比重为 88.50%；地方国企实现归母净利润 133.23 亿元，占建筑行业上市企业归母净利润的比重为 9.67%。2014-2023 年，建筑行业上市央国企归母净利润占比呈上升趋势，从 2014 年的 91.78% 上升至 2023 年的 99.49%，其中由于 2021 年建筑上市民营企业整体亏损，央国企归母净利润占比合计超过 100%。

图8：2014-2023 年建筑行业各属性上市公司归母净利润分布情况



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图9：2014-2023 年建筑上市公司中央国企归母净利润占比变化情况



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

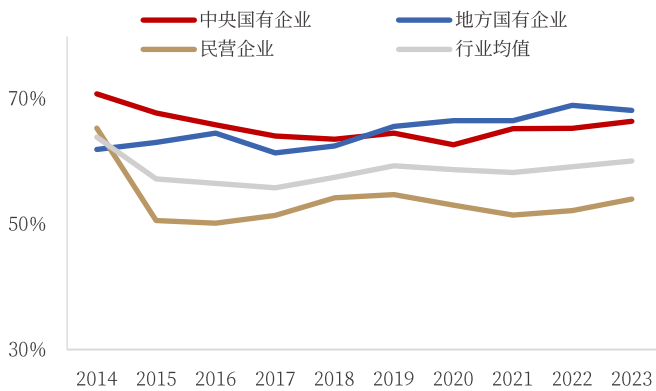
表1：建筑装饰行业上市公司属性分布情况

公司属性	2023 营业收入占比	24Q3 营业收入占比	2023 归母净利润占比	24Q3 归母净利润占比
央企	83.46%	84.79%	87.92%	88.50%
地方国企	13.77%	12.50%	11.57%	9.67%
公众企业	0.15%	0.12%	0.41%	0.20%
民营企业	2.54%	2.49%	-0.02%	1.24%
外资企业	0.07%	0.10%	0.12%	0.39%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

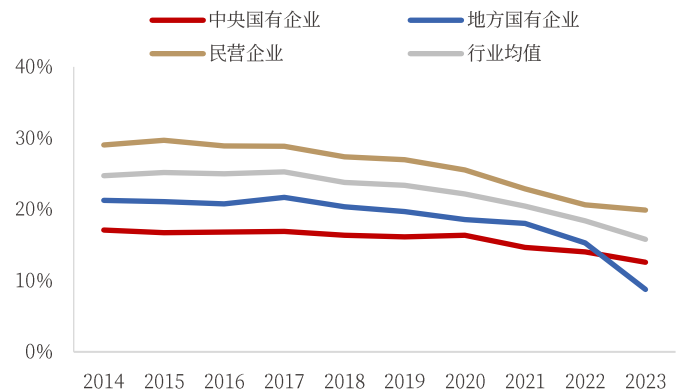
**建筑央国企资产负债率较高，毛利率较低。** 建筑工程业务模式决定施工企业需要在项目实施的过程中垫付资金。建筑工程项目普遍规模较大，所需资金较多，央国企依靠强大的股东背景支持，在融资方面具备较大优势，能够以较低的资金成本实现较大的融资体量，导致建筑央国企普遍杠杆偏高，央国企的资产负债率始终高于民营企业。2014-2023 年，建筑上市央国企资产负债率呈下降趋势，而地方国企则有所上升。建筑上市央国企资产负债率从 2014 年的 70.83% 下降至 2023 年的 66.43%，国企资产负债率从 2014 年的 61.98% 上升至 2023 年的 68.21%。随着经济结构的调整和固定资产投资增速放缓，我国建筑业整体维持低速增长。此外，在化解地方政府债务压力背景下，部分重点省份政府基建投资放缓，导致建筑工程行业竞争激烈，盈利持续收窄。建筑央国企由于工程项目层层分包拉低了毛利率，通常毛利率低于行业均值。2014-2023 年建筑行业毛利率持续下滑，尤其是地方国企毛利率下滑明显，由 2014 年的 21.25% 下滑至 2023 年的 14.23%，央企由 2014 年的 17.10% 下滑至 2023 年的 12.58%。

图10: 2014-2023 年不同属性建筑企业资产负债率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

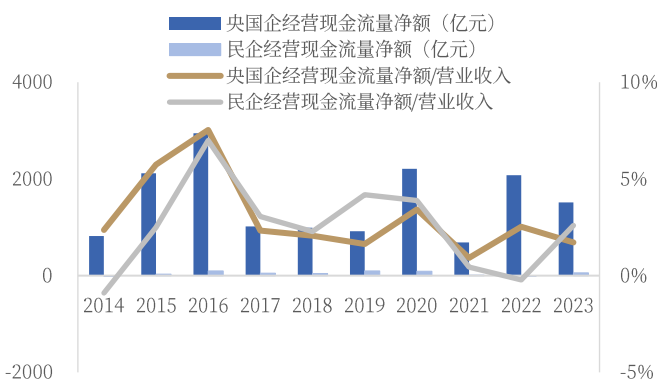
图11: 2014-2023 年不同属性建筑企业毛利率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

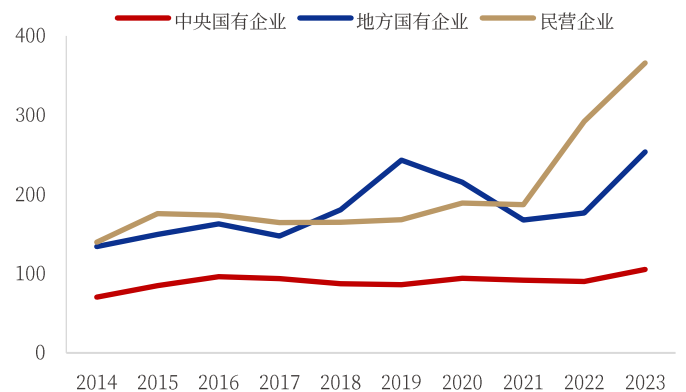
**央企现金流因地方政府债务问题承压, 应收账款周转天数显著低于民企。**2023 年建筑行业央企经营现金流量净额为 1514.04 亿元, 较 2022 年少流入 27.13%, 主要受到地方政府债务压力的影响。2014-2023 年, 建筑行业央企应收账款周转天数均值整体波动较小, 从 2014 年的 70.34 天稳健上升至 2023 年的 105.34 天; 地方国企应收账款周转天数均值在经历了 2019 年的高点 243.37 天后有所回落, 2023 年再次上升至 253.60 天; 民营企业应收账款周转天数均值从 2022 年起加速上升, 从 187.01 天上升至 365.86 天, 主要是由于部分民企受上游部分房地产企业资金链断裂影响, 承担了较大的应收账款压力。10 年来, 央企应收账款周转天数显著低于民企。

图12: 2014-2023 年建筑央企与民企现金流情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 2014-2023 年建筑央企与民企应收账款周转天数情况 (天)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、央国企改革有望推动企业提质增效

### (一) 央国企深化市值管理考核，促进经营提质增效

**市值管理考核全面推进，今年以来重视度显著提升。**2014年政策层面就已经提出鼓励上市公司建立市值管理制度。2024年以来，央国企市值管理考核被多次提及。1月24日，国务院国有资产监督管理委员会副主任袁野首次表示将研究把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核中，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。4月12日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，提出要推动上市公司提升投资价值，制定上市公司市值管理指引，研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。9月24日，证监会就《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》公开征求意见，首次明确市值管理概念并指引重点市值管理工具。根据中国证券报报道，中国建筑去年被国资委纳入市值管理考核试点，今年将全面推开央企控股上市公司市值管理考核，央企负责人业绩考核指标有望于近期落地，其中将增加市值管理考核相关指标，并“一企一策”进行设计。市值管理考核的落地，将有助于提升建筑央企的市场化运作水平，推动其实现可持续发展，建筑行业央国企价值有望得到重估。

表2：上市公司市值管理相关政策

时间	政策	市值管理相关内容
2014.05.08	《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	鼓励上市公司建立市值管理制度。完善上市公司股权激励制度，允许上市公司按规定通过多种形式开展员工持股计划。
2019.11.07	《国务院国资委关于以管资本为主加快国有资产监管职能转变的实施意见》	提出加强上市公司市值管理，提高股东回报。
2022.05.27	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	鼓励央企将价值实现因素纳入上市公司考核体系，引导上市公司依法合规、科学合理推动市场价值实现。
2024.04.12	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	推动上市公司提升投资价值。制定上市公司市值管理指引。研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。引导上市公司回购股份后依法注销。鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。依法从严打击以市值管理为名的操纵市场、内幕交易等违法违规行为。
2024.09.24	《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》	要求上市公司以提高上市公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值提升。要求主要指数成份股公司披露市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划。

资料来源：中国政府网、国资委、证监会、中国银河证券研究院

**近年来国资委对央企考核指标不断调整，市值管理体现对资本市场的重视。**2020年提出“两利三率”，引导企业提高经营效率、加大科技创新投入；2021年指标体系变更为“两利四率”新增全员劳动力生产率指标，引导企业提高劳动力配置效率和人力资本水平；2022年1月份，国资委对当年央企目标任务定的是两增一控三提高。两增就是增利润总额，增净利润，并且两个利润的增速要高于国民经济的增速。一控指的是要把资产负债率控制在65%以内；三提高，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%、研发经费投入也要进一步的提高。2023年开始实施“一利五率”，包括利润总额、资产负债率、净资产收益率、研发投入强度、全员劳动生产率、营



业现金比率，更加注重央企的经营效率和现金流的质量。2024 年提出将市值管理纳入央企负责人的考核，体现出对资本市场的重视。

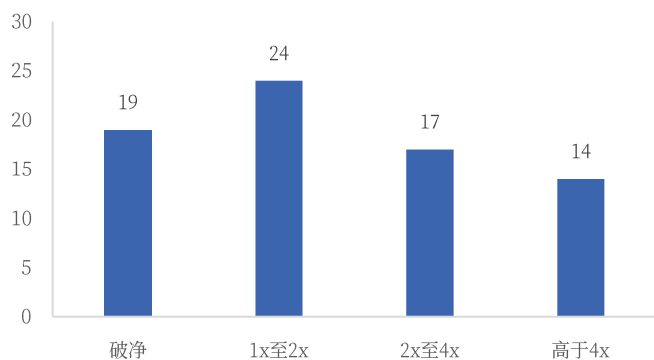
表3：“两利四率”到“一利五率”的考核体系变化

		2022 年	2023 年
考核指标	简称	“两利四率”	“一利五率”
	含义	两利：净利润、利润总额 四率：营业收入利润率、资产负债率、研发投入强度、全员劳动生产率	一利：利润总额 五率：资产负债率、净资产收益率、研发投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率
考核要求	简称	“两增一控三提高”	“一增一稳四提升”
	含义	两增：利润总额和净利润增速高于国民经济增速	一增：利润总额增速高于全国 GDP 增速
		一控：控制好资产负债率	一稳：资产负债率总体保持稳定
	三提高：营业收入利润率、全员劳动生产率、研发经费投入进一步提高	四提升：净资产收益率、全员劳动生产率、经费投入强度和营业现金比率实现进一步提升	

资料来源：中国政府网、每日经济新闻、中国银河证券研究院

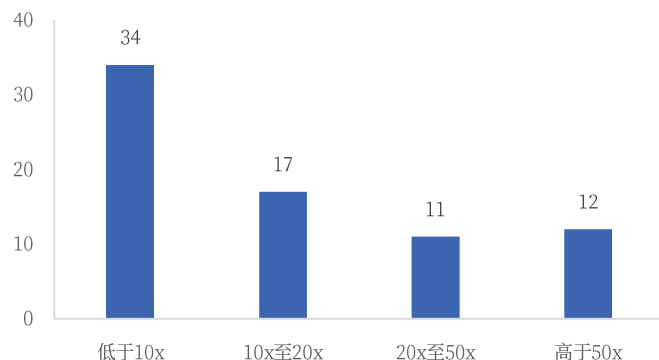
**长期破净公司受证监会关注，建筑央国企迎来价值重估机会。**2024 年 11 月 15 日，中国证券监督管理委员会公告正式发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》，正式版文件主要条款共计 14 条（简称市值 14 条），这是首度以正式文件的方式对我国上市公司市值管理进行规范和指导。《指引》指出，上市公司开展市值管理应当以提高公司质量为基础，依法依规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式促进上市公司投资价值合理反映上市公司质量。对于长期破净公司，《指引》提出应当制定上市公司估值提升计划，并经董事会审议后披露。估值提升计划相关内容应当明确、具体、可执行，不得使用容易引起歧义或者误导投资者的表述。长期破净公司应当至少每年对估值提升计划的实施效果进行评估，评估后需要完善的应经董事会审议后披露。市净率低于所在行业平均水平的长期破净公司应当就估值提升计划执行情况在年度业绩说明会中进行专项说明。由于建筑板块内公司超过 40% 为央企或地方国企，今年以来受到基建投资放缓、房地产市场承压等因素的影响，部分公司估值处在低位。截至 11 月 18 日，上市央国企中破净的达 19 家。市值管理新政策有助于低估值优质企业进行重新定价，尤其是破净程度较深但盈利能力稳定的建筑央国企，可能存在价值重估的空间。

图14：2024/11/18 建筑行业上市央国企 PB(LF)分布情况（家）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图15：2024/11/18 建筑行业上市央国企 PE(TTM)分布情况（家）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## (二) 提高分红吸引投资，股权激励夯实增长动能

建筑行业央企落实股权激励彰显发展信心。目前建筑八大央企中，主要有中国建筑、中国中铁、中国化学、中国交建等在近两年制定了股权激励计划，其中中国化学的扣非净利润复合增长速度要求较高，须不低于 15%，中国建筑的净资产收益率要求较高，2022-2024 年须分别不低于 12%、12.2%、12.5%。此外，四家公司均要求在对标企业的增长中不低于 75%分位，中国交建还要求完成国务院国资委经济增加值(EVA)考核目标。中国建筑、隧道股份、四川路桥、中国中铁等建筑央国企股息率位列行业前茅，注重股东回报，积极回馈投资者。

表4：建筑央企股权激励情况

	公告日期	股权激励解锁条件
中国建筑	2020/12/24	1) 以上一年度为基期，净利润复合增长率不低于 7%； 2) 以上一年度为基期，2022-2024 年，净资产收益率分别不低于 12%、12.2%、12.5%，且不低于对标企业 75 分位值水平。
中国中铁	2022/1/18	1) 以 2020 年为基期，2022-2024 年，扣非净利润复合增长率不低于 12%； 2) 2022-2024 年，扣非加权平均净资产收益率分别不低于 10.5%、11%、11.5%，且不低于对标企业 75 分位值水平。
中国化学	2022/9/27	1) 以 2021 年为基期，2023-2025 年，扣非净利润复合增长率不低于 15%； 2) 以 2021 年为基期，2023-2025 年，扣非加权平均净资产收益率分别不低于 9.05%、9.15%、9.25%，且不低于对标企业 75 分位值水平。
中国交建	2022/12/16	1) 以 2021 年业绩为基数，2023-2025 年净利润复合增长率分别不低于 8%、8.5%、9%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平； 2) 2023-2025 年加权平均净资产收益率分别不低于 7.7%、7.9%、8.2%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平； 3) 2023-2025 年完成国务院国资委经济增加值(EVA)考核目标。

资料来源：中国建筑、中国中铁、中国化学、中国交建公司公告、中国银河证券研究院

## (三) 央国企并购重组加速，整合趋势不断加强

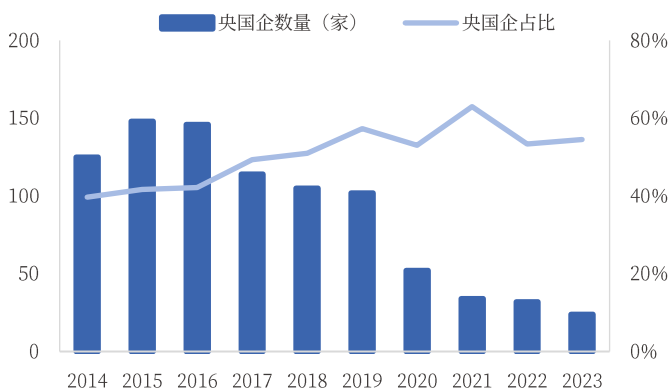
政策支持央国企并购重组发力，建筑行业前景可期。近些年来并购重组政策支持力度不断加大。2022 年，国务院国资委制定印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》，提出以优势上市公司为核心，通过资产重组、股权置换等多种方式，加大专业化整合力度，推动更多优质资源向上市公司汇聚，剥离非主业、非优势业务，解决同业竞争、规范关联交易，大力优化产业布局、提升运营质量，推动上市公司核心竞争力、市场影响力迈上新台阶，力争成为行业领军企业。2024 年 9 月 24 日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（“并购六条”），提出六条主要措施促进上市公司并购重组。2016 年以来，尽管并购重组受理案例数有所下降，但央国企数量占比显著提升，2018 年后均超过 50%，于 2021 年达到峰值 62.96%。就建筑行业而言，2016 年，国务院国资委以《关于中国建筑材料集团有限公司与中国中材集团有限公司实施重组的通知》批复同意“两材重组”，并明确要求在实施业务整合过程中同步推进上市公司整合，拉开了建筑建材行业央国企并购重组的序幕。2014-2023 年，A 股并购重组受理案例中建筑行业的数量占比总体呈上升趋势，于 2020 年达到峰值 8.16%。近几年央国企并购重组案例中建筑行业是主流方向。2020-2023 年央国企并购重组受理案例中，建筑行业占比达 5%，仅次于基础化工、机械设备、电子和公用事业，建筑行业央国企并购重组前景可期。

表5: 央国企并购重组重要政策梳理

时间	文件/会议	政策
2021年8月	《关于加快培育发展制造业优质企业的指导意见》	鼓励通过兼并重组、资本运作、战略合作等方式整合产业资源，提升产业链竞争力和抗风险能力。
2022年5月	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	以优势上市公司为核心，通过资产重组、股权置换等多种方式，加大专业化整合力度，推动更多优质资源向上市公司汇聚，剥离非主业、非优势业务，解决同业竞争、规范关联交易，大力优化产业布局、提升运营质量，推动上市公司核心竞争力、市场影响力迈上新台阶，力争成为行业领军企业。
2023年1月	国资委新闻发布会	下阶段国资整合着力点：1) “进”：要瞄准高水平、导向性，支持推动国有资本协同合作，促进固链、补链、强链、塑链；2) “退”：持续推进央企“两非”“两资”业务退出，做好产能过剩行业整合；3) “整”：积极推动检验检测、医疗健康、装备制造、矿产资源、煤电等领域资源整合，避免重复投资和同质化竞争；4) “合”：支持中央企业按照市场化、法治化方式，加强内部资源深度融合，形成强大的合力。
2023年6月	中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会	以上市公司为平台开展并购重组，助力提高核心竞争力、增强核心功能。
2024年9月	证监会	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（“并购六条”），提出六条主要措施促进上市公司并购重组。

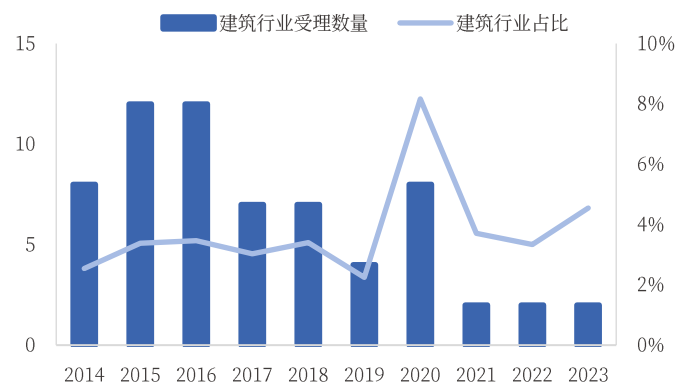
资料来源：工信部、国资委、国资小新、中国政府网、中国银河证券研究院

图16: 2014-2023年并购重组央国企受理案例数量（家）及占比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

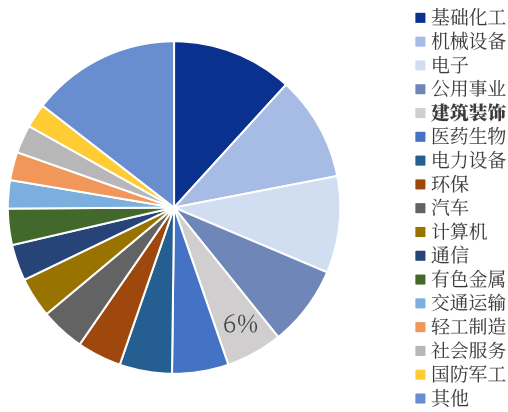
图17: 2014-2023年建筑行业并购重组受理案例数量（家）及占比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

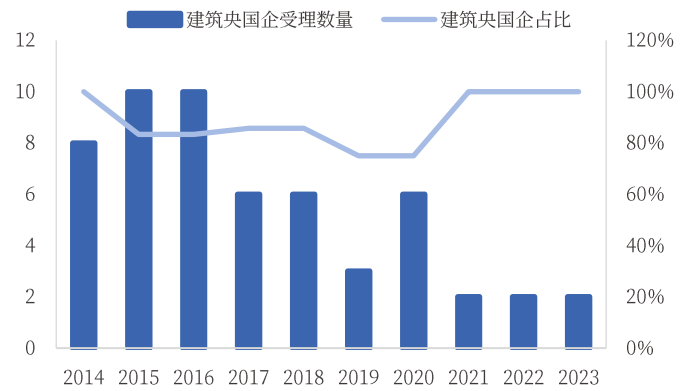
**建筑行业多家央企积极实施并购重组，产业链延伸和头部集中为主流趋势。**2014-2023年，建筑行业并购重组受理案例中，央国企数量呈上升趋势，央国企占比在2021-2023年均达到100%。2021年11月，中国能建公告拆分易普力，借壳南岭民爆实现民爆业务上市。2022年1月，中国电建公告将所持房地产板块资产与控股股东电建集团持有的优质电网辅业相关资产进行置换，实现地产业务剥离。2023年12月，中国交建旗下三家公路院（公规院、一公院、二公院）和中国城乡旗下三家市政院（西南院、东北院、能源院）与祁连山资产重组，通过股权置换（祁连山将旗下水泥资产置出，置入中交集团旗下六家设计院资产）、发行股份购买资产、配套募集资金的方式分拆重组上市。中材国际于2021年收购南京凯盛、北京凯盛、中材矿山，于2023年2月收购合肥院，12月公告将汇通天山股份增资中材水泥，外延拓展矿山运维业务，加强产业链延伸。目前建筑上市央企中，共有8家施工承包为主业的企业和1家设计咨询为主业的企业，数量较多，集中度不强，业务同质化较高，预计建筑央企将会迎来并购重组机遇。

图18: 2020-2023 年央企并购重组案例行业分布



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 2014-2023 年建筑央企并购重组受理案例数量 (家) 及占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表6: 近年来建筑央企并购重组案例

公司	公告时间	并购重组类型	并购重组效果
中国能建	2021	分拆上市	属控股子公司易普力与湖南省属国有民爆上市公司南岭民爆进行重组, 有助于公司做强传统优势业务, 增强公司工程主业竞争力; 提升民爆板块融资效率, 发挥子公司上市平台优势; 获得合理估值, 实现全体股东利益的最大化。
四川路桥	2022	横向并购	收购交建集团、高路建筑、高路绿化, 进一步提升公路桥梁工程施工业务市场占有率。
中国交建	2023	分拆上市	有利于推动国有资本向重要行业和关键领域集中, 有利于提升中交集团设计板块核心竞争力, 实现高质量发展, 同时提升中交集团设计板块在资本市场的估值水平, 实现国有资本保值增值。
中国电建	2022	资产剥离	2022 年公司进行资产置换, 与电建集团持有的优质电网辅业相关资产进行置换, 完全剥离房地产业务。
中材国际	2021、2022、2023	横向并购、纵向并购	2021 年收购南京凯盛、北京凯盛、中材矿山, 夯实水泥工程总承包业务; 2022 年收购智慧工业、博宇机电, 完善运维服务、装备制造市场布局; 2023 年收购合肥院, 增资中材水泥, 拓展矿山运维业务, 加强产业链延伸。
中钢国际	2023	横向并购	控股股东中钢集团整体划入中国宝武, 全面提速绿色低碳转型, 加速推进与宝武产业深度整合融合。

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

### 三、建筑央企是“一带一路”主力军

#### (一) 内外因共振带来基建工程出海重大机遇

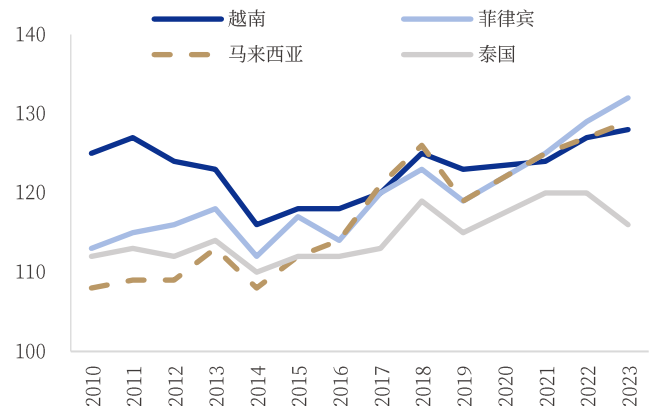
工业化转型浪潮驱动“一带一路”沿线国家基建需求不断攀升。伴随着全球新一轮（第五轮）大规模产业转移的启动和推进，“一带一路”沿线国家开始摆脱以劳动密集型产业为主的低级发展阶段，进入以资金、技术密集型为主的工业化时代，工业化进程不断加速，带动基建需求不断攀升。复盘第一次工业革命后全球产业转移的四轮变迁，基建需求也呈现同步变化。每轮转移都加速推动了承接国的工业化进程，为承接国带来了大规模的基础设施建设需求和生产设备更新换代需求。2008年金融危机后，新一轮全球产业转移启动，东南亚成为最大受益区域。根据中国对外承包工程商会和中国出口信用保险公司联合发布的《“一带一路”共建国家基础设施发展指数报告 2024》，2010年以来越南、菲律宾、马来西亚、泰国的一带一路基础设施发展指数整体呈上升趋势，预计基建需求将持续攀升，市场空间潜力较大。

图20：全球开启新一轮（第五轮）产业转移



资料来源：雅时国际商讯，中国银河证券研究院

图21：新一轮全球产业转移以来东南亚四国一带一路基础设施发展指数

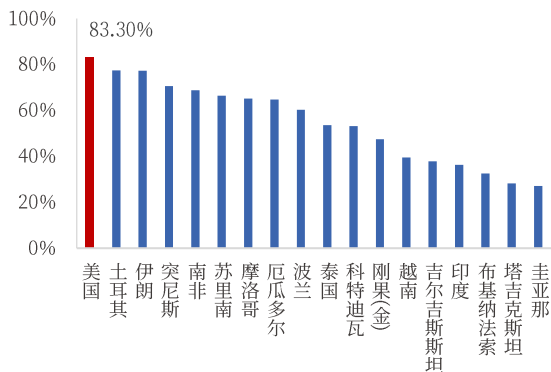


资料来源：中国对外承包工程商会，中国银河证券研究院

**海外城镇化加速，基础设施建设需求强劲。**“一带一路”沿线国家整体城镇化率潜力较大。根据世界银行数据，2023年，美国城镇化率达83.3%。“一带一路”沿线国家中，中东和东欧地区的大多数国家城镇化率水平较高，基本在60%以上，与美国、日本等发达国家接近，而东南亚、中亚、非洲、拉美地区部分沿线国家城镇化率低于50%，和美国相比仍有较大提升空间，基础设施建设在这些国家和地区需求前景可观。根据世界银行数据，截至2021年，美国人均铁路里程为0.4474公里/千人。“一带一路”沿线国家中，我们选取东南亚、中东、中亚、非洲地区13个国家作为样本。截至2021年，这13个国家平均人均铁路里程仅为0.1378公里/千人，不到美国人均铁路里程的三分之一，表明“一带一路”沿线国家的铁路建设水平仍有较大提升空间。

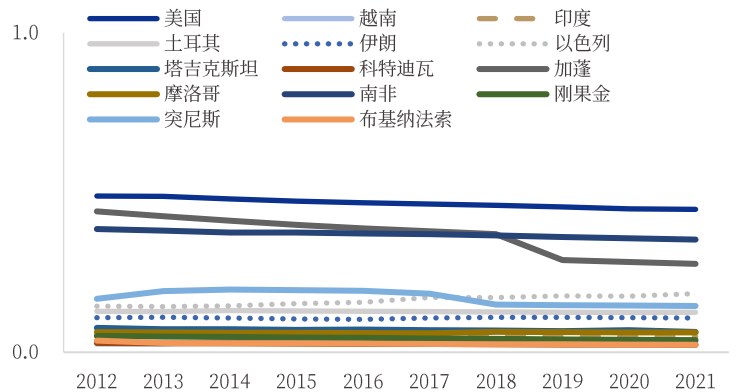


图22：2023年美国及一带一路部分国家城镇化率对比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

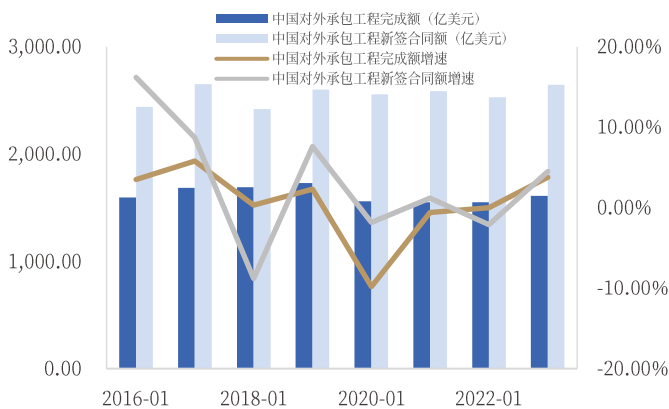
图23：2012-2021年美国及一带一路部分国家人均铁路里程对比(公里/千人)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

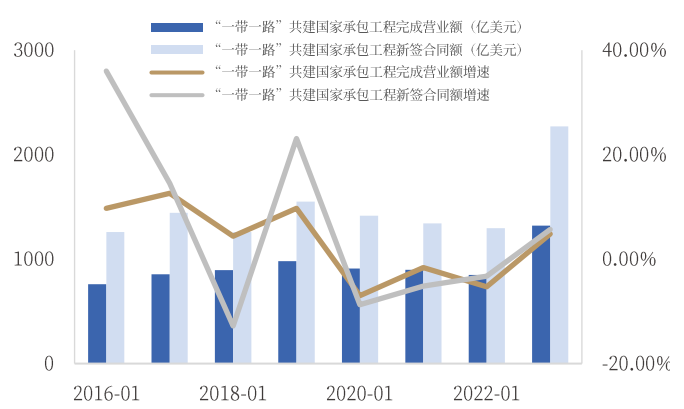
**我国对外工程承包规模不断增长，基础设施项目稳步推进。**据商务部统计，2023年我国对外承包工程业务完成营业额11,338.8亿元人民币，同比增长8.8%(折合1,609.1亿美元，同比增长3.8%)，新签合同额18,639.2亿元人民币，同比增长9.5%(折合2,645.1亿美元，同比增长4.5%)。其中在“一带一路”共建国家承包工程完成营业额1,320.5亿美元，新签合同额2,271.6亿美元，分别增长4.8%和5.7%。十年来，我国在“一带一路”沿线地区建设了雅万高铁、中泰铁路、中老铁路、中欧班列、蒙内铁路等一系列标志性项目，有效改善了沿线国家的基础设施水平，大幅提升了我国与东南亚、东欧、非洲等地区的互联互通水平。

图24：我国对外承包工程新签合同额与完成额



资料来源：商务部, 中国银河证券研究院

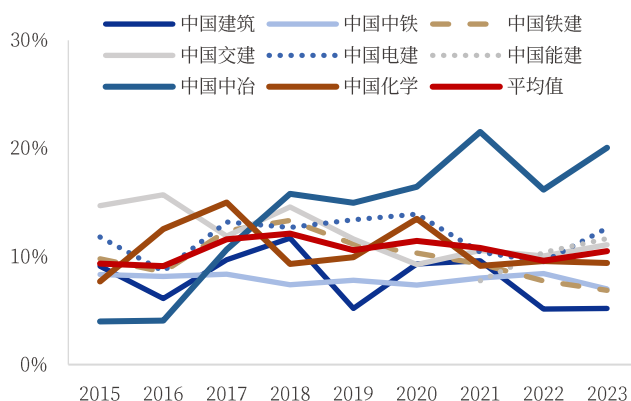
图25：“一带一路”共建国家承包工程新签合同额与完成额



资料来源：商务部, 中国银河证券研究院

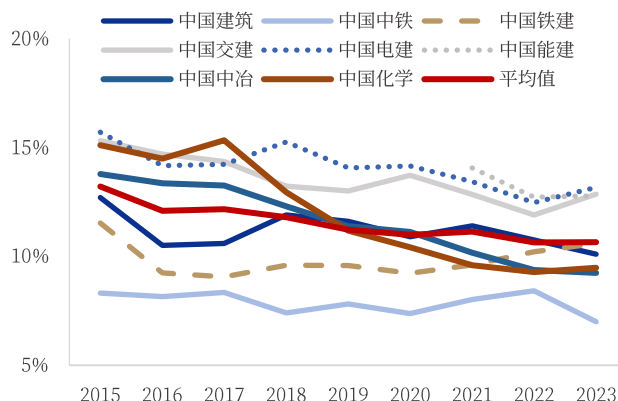
**国内项目利润空间被压缩，八大央企积极拓展海外业务。**随着经济结构的调整和固定资产投资增速放缓，我国建筑业整体维持低速增长，行业竞争激烈、盈利持续收窄，行业集中度进一步提升。另一方面，在化解地方政府债务压力背景下，部分重点省份政府基建投资或将受限，国内基建投资增速及项目落地速度面临较大压力。建筑八大央企在夯实国内业务的同时，积极拓展海外业务，均制定了详细的海外业务发展规划，2023年海外业务收入占比较高的有中国化学(19.83%)、中国交建(15.32%)、中国能建(13.82%)、中国电建(13.35%)等。对比八家建筑央企2015-2023年境内及境外业务毛利率情况，境内业务毛利率持续下降，八大央企平均值从2015年的13.21%下降至2023年的10.65%，国内项目盈利空间持续收窄。境外业务毛利率八大央企平均值从2015年的9.34%提升至2023年的10.49%，虽然疫情期间因航运、物流、原材料价格上涨等导致成本有所增加，毛利率水平有所波动，但随着疫情平息，海外项目毛利率逐步修复，整体来看海外工程承包业务毛利率水平呈上升趋势。

图26: 2015-2023 年八大建筑央企境外业务毛利率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 2015-2023 年八大建筑央企境内业务毛利率情况

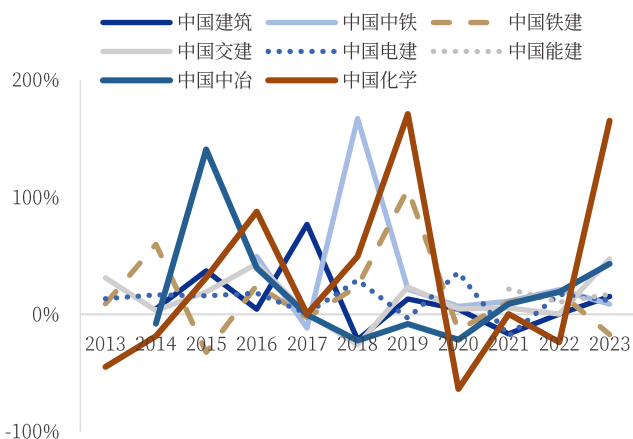


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 八大央企和四大国际工程企业海外业务情况

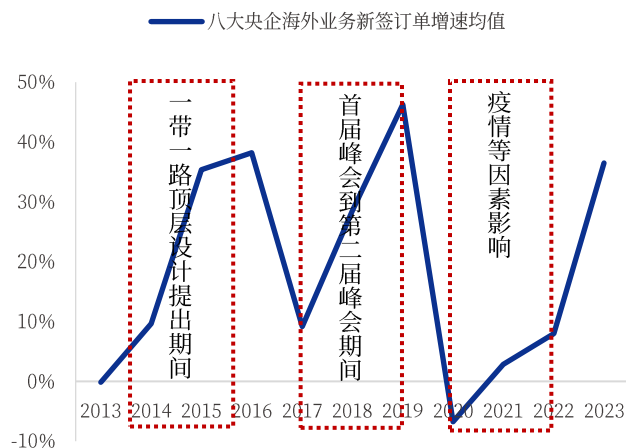
海外新签订单角度看, 订单增速受“一带一路”发展时间线的催化。八大央企的海外新签合同额整体受到“一带一路”倡议发展时间线的催化。伴随着“一带一路”概念的提出、支持资金的启动、配套政策的落地、历届高峰论坛的召开, 期间还受到疫情爆发、国际形势变化等重大事件的影响。2013-2015年, “一带一路”顶层设计陆续提出, 2015年3月的博鳌论坛期间, 经国务院授权, 国家发展改革委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》, 此后, 涉及到“一带一路”建设的地区也都做了相应的规划, 在国内也成立了“一带一路”的工作机制, 编制了一批专项规划, 出台了一系列配套措施。经过近两年的加速推进, 中国与“一带一路”沿线国家在基础设施等方面的合作都取得显著成果, 新签订单加速释放, 八大央企海外业务新签订单增速均值于2016年达到38.19%。2017和2019年, 首届及第二届“一带一路”国际合作高峰论坛顺利召开, 参会人数不断增加, 成果数量不断增长, 分别在政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通等方面达成多个项目合作协议, 建筑央企及国际工程企业在峰会期间以及峰会结束的一段时间内与参会国家签约多个重大海外工程项目, 推动新签订单高速增长。八大央企海外业务新签订单增速均值于2019年达到顶峰46.28%。2020年, 受疫情爆发、地缘政治等因素的影响, 八大央企新签订单增速由正转负, 2021-2023年处于复苏阶段, 同时受到第三届“一带一路”高峰论坛召开的催化, 新签订单增速有所回升, 主要系中国化学新签海外订单大幅增长, 增速达165.48%, 中国交建、中国中冶增速超过40%, 其余央企基本恢复至两位数增长。

图28: 2013-2023 年八大央企海外业务新签订单增速情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图29: 2013-2023 年八大央企海外业务新签订单增速均值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

海外收入角度看，央企海外业务占比仍有较大提升空间，国际工程企业业绩弹性较大。根据建筑八大央企和四大国际工程企业 2023 年营业收入的地区分布情况，**从占比角度来看**，八大建筑央企在中国大陆的营业收入比重普遍较高，海外业务占比均低于 20%，仍有较大的提升空间。其中海外业务占比最高的是中国化学，比重为 19.83%，占比最低的是中国中冶，比重为 4.16%。此外，中国交建、中国电建、中国能建海外业务占比超过 10%。**从增速角度来看**，八大建筑央企海外业务业绩增速较为稳健，均不超过 20%。其中增速最快的是中国能建，为 19.98%，增速最慢的是中国化学，为 4.74%，此外，中国交建、中国铁建海外业务增速超过 10%。四大国际工程企业海外业务体量较小但占比较高，增速较快。2023 年海外业务占比均超过 35%，北方国际占比最高，比重接近 60%；2023 年海外业务增速为 20%-80%，中钢国际增速最快超过 80%，具备较好的业绩弹性。

表7: 2023 年建筑行业重点企业海外业务情况

公司名称	2023 年海外业务收入 (亿元)	2023 年海外业务占比	2023 年海外业务增速
中国交建	1,162.12	15.32%	17.80%
中国建筑	1,157.60	5.11%	7.22%
中国电建	813.29	13.35%	8.69%
中国中铁	622.56	4.93%	6.54%
中国铁建	603.10	5.30%	11.52%
中国能建	561.24	13.82%	19.98%
中国化学	355.32	19.83%	4.74%
中国中冶	263.52	4.16%	14.48%
中材国际	200.89	43.86%	20.76%
北方国际	126.91	59.06%	66.92%
中钢国际	97.30	36.89%	80.28%
中工国际	70.57	57.07%	46.45%

资料来源: 中国交建、中国建筑、中国电建、中国中铁、中国铁建、中国能建、中国化学、中国中冶、中材国际、北方国际、中钢国际、中钢国际公司公告、中国银河证券研究院

业务分布领域角度看，建筑央企对外承包工程领域多元化。随着我国建筑企业在海外各领域的项目规模越来越大，覆盖的地域越来越多，产业链配置能力逐步增强，至今已具备建筑工程项目全产业链的服务优势，涵盖交通、房建、电力、工业、水利等多个领域。建筑八大央企虽有业务相互渗透，但由于原隶属于不同政府部门，因此在其专业领域具备独特的竞争优势。八大央企和四大国际工程企业分别在不同行业深耕，形成了各自擅长的细分领域和差异化的业务结构重心，并主导参与了一大批代表项目。

表8: 对外工程承包各领域参与方及代表项目

领域	细分领域	重点参与企业	代表性项目
交通	公路桥梁隧道、铁路、城轨、港口、机场	中国交建、中国中铁、中国铁建	雅万高铁、克罗地亚佩列沙茨大桥、孟加拉国父隧道
房建	住宅、商业、公共建筑	中国建筑、中国铁建、中国交建、中国中铁	阿联酋卡瓦利卡萨高层住宅、迪拜歌剧院大厦、迪拜哈勃图尔豪华公寓项目
电力	光伏、水电、风电、火电、核电等	中国电建、中国能建	埃塞俄比亚 ADAMA 风电项目、阿根廷赫利俄斯风电项目群
工业厂房及生产线	钢铁、有色金属、石化、非金属材料、制浆造纸、食品发酵等	中国中冶、中国化学、中钢国际、中材国际、中工国际、中国海诚	伊拉克九区原油中央处理设施项目、沙特 SCC 双万吨水泥熟料生产线、Tosyali 阿尔及利亚四期短流程绿色低碳综合钢厂—炼钢连铸项目
水利	防洪、防潮、排涝、蓄水、引水、供水、	中国电建、中国能建	马达加斯加图利亚拉供水项目、巴基斯坦卡洛特

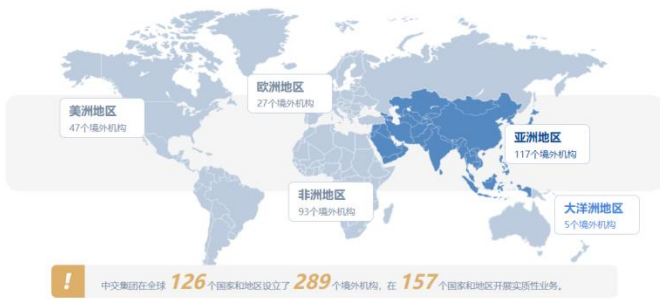
提水、灌溉、水土保持等	水电站项目
-------------	-------

资料来源：中国交建、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国电建、中国能建、中国中冶、中国化学、中钢国际、中材国际、中工国际、中国海诚公司公告、中国银河证券研究院

### (三) 重点央企多元化差异化出海策略

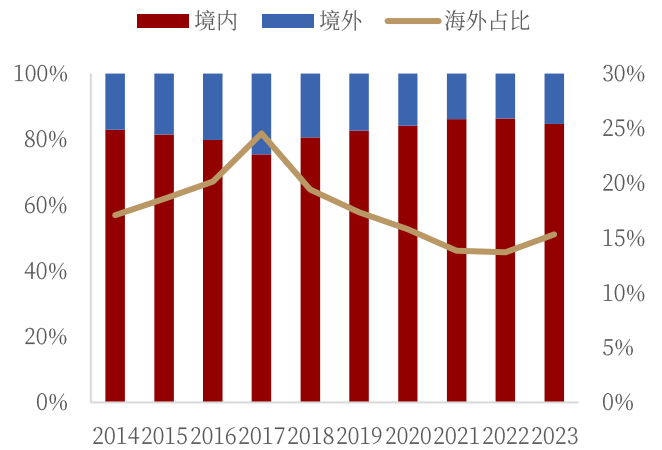
**中国交建：“一带一路”排头兵，海外业务规模位列八大央企之首。**公司积极响应国家“一带一路”倡议，牢固树立并积极践行“海外优先”发展战略，紧盯重点国别、重点区域，前瞻性、系统性服务高质量共建“一带一路”，主动布局关键通道、关键港口、关键机场等基础设施互联互通项目，加强城市给排水、流域治理、垃圾处理、海水淡化等业务开拓，健全海外业务体系。2023年，公司实现海外业务收入1162.12亿元，规模位居八大央企之首。中交集团旗下拥有中国港湾、中国路桥、海外工程分公司和中水对外四家海外业务平台公司，有助于与中国交建形成出海协同效应。中国交建聚焦“六廊六路多国多港”，在“一带一路”沿线累计签署合同3400多亿美元，主导参与3000多个海外项目，在海外又树立了一批标志工程、品质工程、民生工程。

图30：中交集团全球业务布局



资料来源：中国交建官网，中国银河证券研究院

图31：2014-2023年中国交建海内外业务营收占比情况

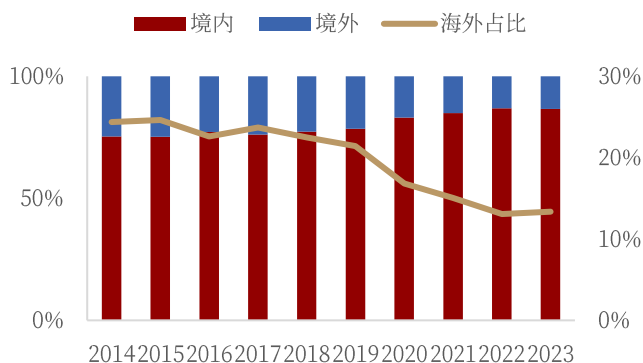


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**中国电建：深耕水利水电细分领域，全球大中型水利水电建设市场份额达50%。**中国电建具有世界一流的水利水电建设能力，业务遍及全球130多个国家和地区，占有全球50%以上大中型水利水电建设市场。2023年，公司实现海外新签合同额2,151.73亿元，同比增长11.87%，占公司新签合同总额的18.83%；实现国际业务营业收入813.29亿元，同比增长8.69%，占公司总体的13.42%。公司无论是海外业务收入占比还是海外新签合同金额占比均位于八大建筑央企前列。

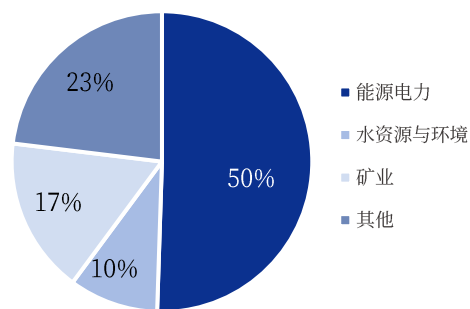
公司“水、能、城、矿”四大海外业务更趋均衡。核心主业能源电力业务仍为绝对主力，境外新能源业务新签合同连续六年排名中资企业第一，2023年实现能源电力新签合同1,086.93亿元，占比50.51%；新签水资源与环境合同207.00亿元，同比增长274%，占公司海外新签合同总额的9.62%；矿山业务得到快速增长，新签矿业项目约361.31亿元，同比增长20.63%，占公司海外新签合同总额的16.79%。

图32: 2014-2023 年中国电建海内外业务营收占比情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图33: 2023 年中国电建新签海外业务类型占比情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**中国中铁: 持续夯实铁路交通, 掘金海外矿产资源。**中国中铁积极践行“海外双优”发展战略, 着力构建“3+5+N”海外经营发展体系和管理架构, 持续发挥全产业链优势, 不断扩大“走出去”的广度。公司海外业务遍及全球 143 个国家和地区, 目前已承建 1000 多项海外工程, 在海外拥有在建项目超过 1,600 亿美元, 在“一带一路”共建国家累计设计、建造铁路及城市轨道交通总里程 14,000 公里、公路总里程 7,000 公里、机场及港口 50 余座, 建成房屋总面积 1,200 万平米, 在建及已建成 200 米以上的超高层建筑 14 座, 参与运营、维护轨道总里程超过 3,000 公里。公司积极在海外拓展矿产资源相关业务, 在境外全资、控股或参股投资建成 4 座现代化矿山, 分别为刚果(金)绿纱铜钴矿、华刚 SICOMINES 铜钴矿、MKM 铜钴矿以及蒙古新鑫公司乌兰铅锌矿, 均生产运营状况良好。此外, 还有蒙古新鑫公司木哈尔铅锌矿、乌日勒敖包及张盖陶勒盖金矿尚未开发。

表9: 中国中铁海外矿产资源项目情况

项目名称	品种	品位	保有资源/储量 (万吨)	权益比 (%)	2023 年产量 (万吨)
刚果(金)华刚 SICOMINES 铜钴矿	铜	3.53	691.51	41.72%	23.55
	钴	0.15	54.75		0.39
刚果(金)绿纱铜钴矿	铜	2.57	45.5	72%	3.01
	钴	0.06	1.13		0.05
刚果(金)MKM 铜钴矿	铜	1.87%	3.1	80.20%	1.82
	钴	0.24%	0.32		0.02
蒙古新鑫公司乌兰铅锌矿	铅	1.15%	14.86	100%	0.85
	锌	2.91%	37.48		2.66
	银	56.55g/t	0.07		0.0044
新鑫公司木哈尔铅锌矿	铅	0.63%	4.11	100%	未开发
	锌	2.37%	15.47		
	银	118.17g/t	0.08		
新鑫公司乌日勒敖包及张盖陶勒盖金矿	金	3g/t	0.0003	100%	未开发

资料来源: 中国中铁公司公告, 中国银河证券研究院

**中工国际: 央企平台旗下国际工程领军企业, 油气工程空间广阔。**公司控股股东国机集团为中央直接管理的国有骨干企业, 是一家多元化、国际化的综合性装备工业集团, 为公司带来强大的资源禀赋。公司坚持高质量共建“一带一路”, 在业务区域方面, 公司着力开发伊拉克等中东地区市场, 深度开发乌兹别克斯坦等中亚地区市场, 调整拉美市场布局, 大力开发圭亚那、尼加拉瓜等市场,



储备了一批规模大质量优的项目。在业务领域方面，公司瞄准油气行业，成为首个在油气工程领域斩获大额总包项目的除“三桶油”之外的央企建筑相关主体，是参与中东油气工程项目的强有力的竞争者。2022年中工国际联合体与联合能源旗下的科威特能源签署10亿美元订单，以总包商身份为油气开发业主服务，正式切入油气新赛道；2024年，与中海油石化工程有限公司组成的联合体签订的伊拉克九区原油中央处理设施项目竣工并进入质保期，该项目实现了超1,300万安全人工时，提前三天实现一次点火成功顺利投产，创造伊拉克同类项目最短工期记录。投产以来，全厂生产状态平稳有序，产品各项质量检测指标在伊拉克各油田名列前茅，截至目前已持续稳定运行3个月，实现每天10万桶的产能。伊拉克九区天然气中央处理设施项目进入设备安装高峰期，正在进行钢结构安装、设备安装、管道安装和电气仪表安装等工作。

图34：伊拉克九区原油中央处理设施项目顺利投产及达产10万桶产能庆典仪式



资料来源：中工国际公司公告，中国银河证券研究院

## 四、建筑央国企转型和高质量发展路径

### (一) 向上游矿产资源领域延伸

矿产资源业务现金流较好，是建筑央国企转型的方向之一。建筑工程企业拓展矿产资源业务的主要有两种，一是在矿产资源丰富且财政状况紧张的地区，通过为当地建设基础设施项目换取矿产资源的开采权；二是开展冶金工程业务的企业利用产业链优势获取矿产资源。相较于建筑施工业务而言，矿产资源位于产业链的初端，现金流较好，建筑企业开展矿产资源业务有助于平滑工程主业利润波动、改善现金回款情况，是建筑工程企业转型的重要方向之一。建筑央国企资金实力雄厚，产业链覆盖范围广泛，在转型开展矿产资源业务的过程中更具优势。建筑央国企中开展矿产资源业务的主要有中国中铁、中国中冶、中国电建、上海建工、四川路桥、北方国际等。中国中铁、中国电建等组成的中方企业集团在积极实施国家“走出去”战略、投资开发海外矿业资源的背景下，与刚果国家矿业总公司根据“资源财政化一揽子合作模式”共同发起设立华刚矿业，其中中国中铁持股 41.72%，中国电建持股 25.28%。

表10: 建筑央国企矿产资源开发业务经营情况

	主要品类	2023年矿产资源业务收入(亿元)	占比	具体情况
中国中铁	铜/钴/钼	83.67	0.66%	公司 5 座矿山分别为黑龙江鹿鸣钼矿，刚果（金）绿纱铜钴矿、MKM 铜钴矿、华刚 SICOMINE 铜钴矿以及蒙古乌兰铅锌矿，均生产运营状况良好。
中国中冶	镍/钴/铜/铅/锌	66.38	1.05%	主要包括巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿、巴基斯坦山达克铜金矿、杜达铅锌矿、锡亚迪克铜矿、阿富汗艾娜克铜矿等。
中国电建	铜/钴/砂石	21.44	0.35%	是目前国内砂石资源储量最大的企业，也是现阶段规划砂石年产能最大的企业。持有华刚矿业 25.28% 的股权。
上海建工	黄金/砂石	9.61	0.32%	目前全资拥有新开元石矿，控股厄立特里亚国科卡金矿（60%）。
四川路桥	磷/氧化钾/铜/锌	16.87	1.47%	公司矿山主要分布于四川省南江县、马边县、会东县及东非厄立特里亚等地。多数矿产项目尚处于前期勘探、建设阶段，利润空间有待释放。

备注：其中中国电建矿产资源业务收入通过华刚矿业 2023 年营业收入的 25.28% 方法估算，上海建工为黄金销售业务收入

资料来源：中国中铁、中国电建、中国中冶、上海建工、四川路桥公司公告、中国银河证券研究院

**中国中冶铜储量最大，中国中铁资源品类最为丰富。**根据各公司 2024H1 矿产资源量数据：1) 中国中铁铜、钴、钼储量国内领先：截至 2024H1，中国中铁铜权益储量为 323.74 万吨，约为紫金矿业的 9.83%；钼权益储量 51.59 万吨，约为紫金矿业的 32.35%；钴权益储量为 23.91 万吨，约为洛阳钼业的 21.85%。2) 中国中冶铜、镍资源丰富：截至 2024H1 中国中冶铜权益储量 1391.2 万吨，约为紫金矿业的 42.25%，洛阳钼业的 1.93 倍；镍权益储量 140.2 万吨。3) 中国电建通过持有华刚矿业 25.28% 股权拥有铜、钴资源：截至 2024H1，中国电建铜权益储量 174.81 万吨，钴权益储量 13.84 万吨。

表11: 2024H1 建筑央企与龙头矿企权益储量对比（万吨）

品类	中国中铁	中国中冶	中国电建	紫金矿业	洛阳钼业
铜	323.74	1391.2	174.81	3292.71	721.69
钼	51.59	/	/	159.45	32.77
钴	23.91	15.8	13.84	/	109.42

镍	/	140.2	/	/	/
铅	18.97	32.7	/	/	/
锌	52.95	66.5	/	390.45	/

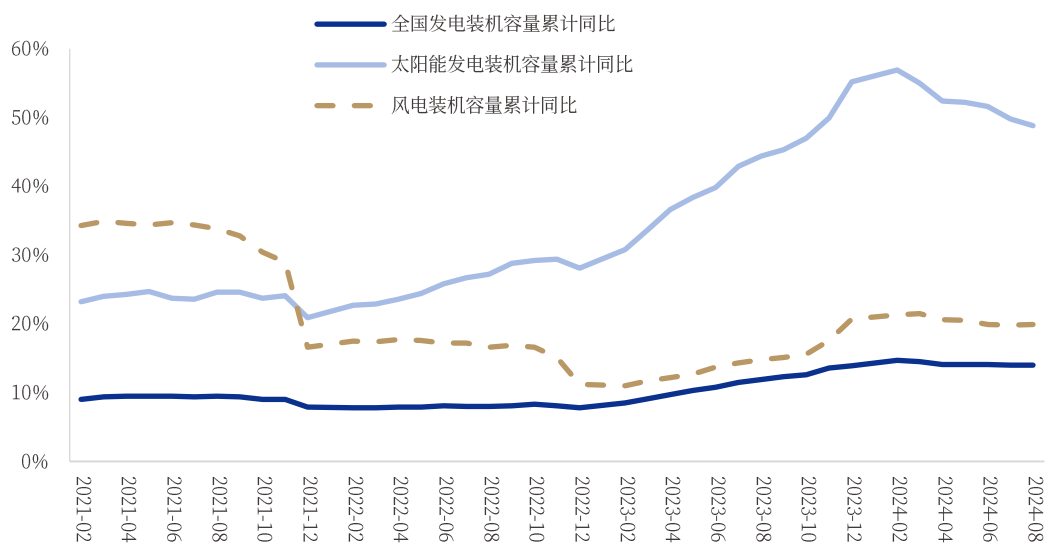
备注：洛阳铝业为 2023 年年报数据

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

## (二) 积极探寻新能源前沿业务

**电力体制改革加速推进，清洁能源市场广阔。**2023 年以来，以新型电力系统为核心的电力体制改革加速推进，我国电力交易市场建设相关文件密集出台，各省电力现货市场逐渐转入正式运行阶段。随着电力体制改革的不断深入，在碳达峰、碳中和的大背景下，我国能源结构优化调整加快，水电、风电、核电、太阳能等清洁能源及新能源受到国家的政策支持而蓬勃发展，为电力勘察设计行业带来新的发展机遇与广阔的市场空间。根据国家能源局公布的数据，截至 2024 年 8 月底，全国累计发电装机容量约 31.3 亿千瓦，同比增长 14%。其中，太阳能发电装机容量约 7.5 亿千瓦，同比增长 48.8%；风电装机容量约 4.7 亿千瓦，同比增长 19.9%。预计 2030 年全国全社会用电量达到 13 万亿千瓦时以上，全国非化石能源发电装机占比接近 70%，带动非化石能源消费比重达到 25% 以上，全国电能占终端能源消费比重有望达到 35%。

图35：2021-2024 年 8 月我国发电装机容量增速情况



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

中国能建聚焦战略新兴产业和未来产业，发力新能源、储能、氢能等领域。2023 年公司研发费用 129.8 亿元，同比增长 24.31%。2023 年中国能建新增风光新能源开发指标 2009.7 万千瓦；获取新型储能、氢能项目 50 余个，总装机规模超过 550 万千瓦；签约“十四五”纳入规划的抽水蓄能装机规模超过 1600 万千瓦，公司在新能源领域拓展走在前列。

表12：中国能建新兴产业简介

新兴产业名称	发展简介
新能源领域	掌握适应大规模高比例新能源的新型电力系统规划关键技术，全面攻坚高压大容量柔性直流输电关键技术，有效解决新能源大规模接入和电网大范围互联等难题；开展源网荷储一体化示范先行先试，打造内蒙古乌兰察布、广西崇左等新一代绿色电站示范项目。

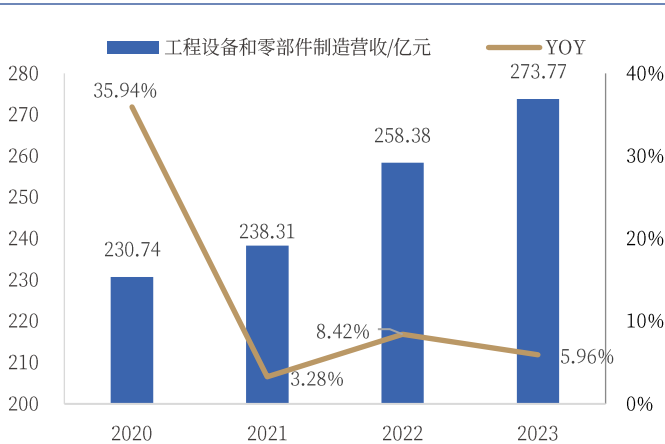
储能领域	打通压缩空气储能天然盐穴和人工硐室两条关键技术路线，“研投建营”一体化实施湖北应城 300 兆瓦天然盐穴压缩空气储能、甘肃酒泉 300MW 人工硐室型压缩空气储能。其中，全球首台（套）300 兆瓦非补燃压缩空气储能电站湖北应城新技术示范项目全面进入调试阶段；电化学储能电池完成首批电芯产品交付，自研 280Ah 电芯产品通过第三方检测，大力推进厦门和无锡生产线落地工作；加强重力储能科研开发，加快推动河北张家口 60MW/360MWh 重力储能示范项目落地实施。
氢能领域	聚焦绿电制绿氢、绿氢制绿氨、海水淡化等氢能核心领域，全力抢占产业制高点。研制成功 1500Nm <sup>3</sup> /h 碱性电解水制氢装备，建成了国内首座 8MW 级大型碱性电解水制氢机组检测平台；设计建设的全球最大体量绿色氢氨醇一体化新技术示范项目吉林松原项目开工建设，项目建成后将推动可再生能源制氢与绿色氢基化工规模化发展。
数字产业化	系统打造数字技术、数字产品、数字服务和数字解决方案，创新迭代智慧电厂、智能电网、智慧能源、智慧工地、智慧园区、智能装备等产品，完善电力规划、海上风电、新型储能等大数据平台，打造企业数字化能力“孵化器”，形成数字化产业发展“生力军”。

资料来源：中国能建 2023 年年报，中国银河证券研究院

### （三）加快布局高端装备制造产业

**高端装备制造产业迎机遇，头部建筑企业向工程机械外延较为普遍。**近年来，我国构建现代化产业体系的步伐进一步加快，制造业加速向高端化、智能化、绿色化、服务化方向转型，产业链、供应链韧性和安全水平持续提升。随着我国核心装备供给能力稳步提高，重大技术装备国产化进程不断加快，为高端装备制造产业提供了广阔的机遇。中国中铁装备制造业务主要服务于境内外基础设施建设，产品涵盖道岔、隧道施工设备、桥梁建筑钢结构、工程施工机械、装配式建筑部品件以及轨道交通电气化器材等。2023 年，中国中铁工程设备和零部件制造业务收入 273.77 亿元，同比增长 5.96%。报告期内，中国中铁装备制造业务新签合同额 688.2 亿元，同比增长 8.9%。中国中铁旗下控股子公司中铁工业是我国铁路基建装备领域产品领先、主营轨道交通及地下掘进高端装备的工业企业；2017 年，中国中铁将旗下装备资产中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工及中铁装备四家公司置入中铁工业，中铁工业变成主营盾构机、铁路道岔、钢结构和工程机械为主的高端装备制造企业。中国中铁的子公司高铁电气是国内电气化接触网零部件及城市轨道交通供电装备重要的研发、生产和系统集成供应商；中铁装配是装配式建筑集成服务供应商。

图36：中国中铁工程设备和零部件制造营收及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图37：中国中铁泥水盾构机



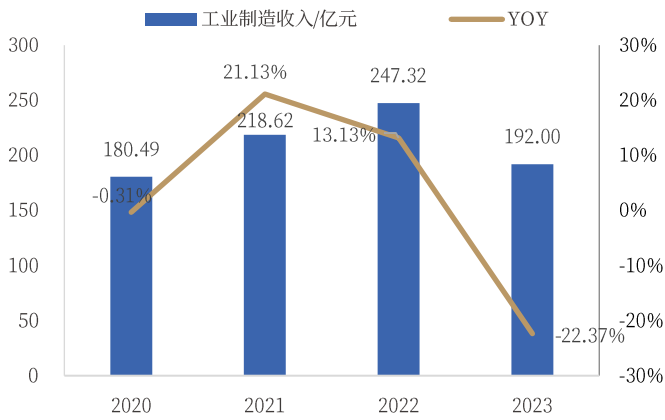
资料来源：中国中铁官网，中国银河证券研究院

中国铁建工业制造产业硕果累累。中国铁建工业制造产业形成了装备制造、材料生产、混凝土 PC 构件生产三大业务体系。其主要业务包括制造大型养路机械、地下施工设备、轨道施工设备、



混凝土施工设备、起重设备、桥梁施工设备、压实设备、桥梁钢结构、道岔及弹条扣件及铁路电气化接触网导线和零部件等。

图38：中国铁建工业制造营收及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图39：铁建重工鲲鹏号盾构机



资料来源：铁建重工官网，中国银河证券研究院

## 五、投资建议

建筑央企占据行业绝对主导地位。八大建筑央企新签订单市占率从2013年的24.38%提升至2023年的46.76%，建筑行业集中度持续提升。国资委提出市值管理考核，央企股息率较高且积极参与并购重组，其市值有望重估。“一带一路”沿线国家基建需求强劲，预计将为建筑央企及国际工程企业带来较大的海外订单增量。建筑央企积极向矿产资源、高端装备制造、新能源等领域转型升级，未来有望率先破局。

看好三大方向：1) 低估值高分红、业绩稳健、处于基建房建产业链的央企，推荐中国铁建、中国建筑、中国中铁、中国交建、中国中冶、中国电建、中国能建、中国化学等；2) 业绩高增长的出海国际工程企业，推荐北方国际、中钢国际、中工国际、中材国际等；3) 积极转型升级的头部建筑企业，推荐上海建工、隧道股份等。

表13：建筑重点关注上市公司估值

证券简称	PB(2024/11/18)	PE(TTM) (2024/11/18)	PE(E)(2024)	PE(E)(2025)	PE(E)(2026)	股息率 (2024/11/18)
中国建筑	0.58	5.19	4.45	4.05	3.69	4.32%
中国中铁	0.58	5.77	5.15	4.86	4.46	3.00%
中国铁建	0.54	6.23	5.26	4.75	4.35	3.41%
中国交建	0.67	7.86	7.24	6.73	6.19	2.54%
中国电建	0.76	8.46	7.28	6.43	5.70	2.26%
中国中冶	0.74	10.31	20.00	17.95	15.56	1.98%
中国化学	0.88	9.66	9.32	8.59	7.82	2.03%
中国能建	0.99	11.94	11.62	10.17	9.04	1.07%

资料来源：Wind、中国银河证券研究院



## 六、风险提示

---

**新签订单下滑的风险：**新签订单下滑，将在中短期给上市公司业绩和估值带来压力；

**应收账款回收不及预期的风险：**应收账款回收不及预期，将使得企业资产减值增加，导致盈利恶化；

**地缘政治风险：**“一带一路”沿线国家如出现相关国家政局动荡等情况，或导致相关标的公司海外业务短期份额及盈利能力受挫，从而拖累公司中短期业绩。

## 图表目录

图 1: 央国企数量在建筑行业中占据主导地位.....	4
图 2: 央国企数量在建筑各细分领域分布情况.....	4
图 3: 2019-2023 年建筑行业央国企总资产规模及占比情况.....	4
图 4: 央国企总资产规模在建筑各细分领域分布情况 .....	4
图 5: 2010-2023 年八大建筑央企新签合同市占率.....	5
图 6: 2014-2023 年建筑行业各属性上市公司营收分布情况.....	5
图 7: 2014-2023 年建筑上市公司中央国企营收占比变化情况 .....	5
图 8: 2014-2023 年建筑行业各属性上市公司归母净利润分布情况 .....	6
图 9: 2014-2023 年建筑上市公司中央国企归母净利润占比变化情况 .....	6
图 10: 2014-2023 年不同属性建筑企业资产负债率情况 .....	7
图 11: 2014-2023 年不同属性建筑企业毛利率情况 .....	7
图 12: 2014-2023 年建筑央国企与民企现金流情况 .....	7
图 13: 2014-2023 年建筑央国企与民企应收账款周转天数情况 (天) .....	7
图 14: 2024/11/18 建筑行业上市央国企 PB(LF)分布情况 (家) .....	9
图 15: 2024/11/18 建筑行业上市央国企 PE(TTM)分布情况 (家) .....	9
图 16: 2014-2023 年并购重组央国企受理案例数量 (家) 及占比.....	11
图 17: 2014-2023 年建筑行业并购重组受理案例数量 (家) 及占比.....	11
图 18: 2020-2023 年央国企并购重组案例行业分布 .....	12
图 19: 2014-2023 年建筑央国企并购重组受理案例数量 (家) 及占比.....	12
图 20: 全球开启新一轮 (第五轮) 产业转移 .....	13
图 21: 新一轮全球产业转移以来东南亚四国一带一路基础设施发展指数 .....	13
图 22: 2023 年美国及一带一路部分国家城镇化率对比.....	14
图 23: 2012-2021 年美国及一带一路部分国家人均铁路里程对比 (公里/千人) .....	14
图 24: 我国对外承包工程新签合同额与完成额 .....	14
图 25: “一带一路” 共建国家承包工程新签合同额与完成额.....	14
图 26: 2015-2023 年八大建筑央企境外业务毛利率情况 .....	15
图 27: 2015-2023 年八大建筑央企境内业务毛利率情况 .....	15
图 28: 2013-2023 年八大央企海外业务新签订单增速情况 .....	15
图 29: 2013-2023 年八大央企海外业务新签订单增速均值 .....	15
图 30: 中交集团全球业务布局.....	17
图 31: 2014-2023 年中国交建海内外业务营收占比情况 .....	17
图 32: 2014-2023 年中国电建海内外业务营收占比情况 .....	18
图 33: 2023 年中国电建新签海外业务类型占比情况.....	18
图 34: 伊拉克九区原油中央处理设施项目顺利投产及达产 10 万桶产能庆典仪式 .....	19
图 35: 2021- 2024 年 8 月年我国发电装机容量增速情况 .....	21

图 36: 中国中铁工程设备和零部件制造营收及增速 .....	22
图 37: 中国中铁泥水盾构机 .....	22
图 38: 中国铁建工业制造营收及增速 .....	23
图 39: 铁建重工鲲鹏号盾构机 .....	23
表 1: 建筑装饰行业上市公司属性分布情况 .....	6
表 2: 上市公司市值管理相关政策 .....	8
表 3: “两利四率”到“一利五率”的考核体系变化 .....	9
表 4: 建筑央企股权激励情况 .....	10
表 5: 央国企并购重组重要政策梳理 .....	11
表 6: 近年来建筑央国企并购重组案例 .....	12
表 7: 2023 年建筑行业重点企业海外业务情况 .....	16
表 8: 对外工程承包各领域参与方及代表项目 .....	16
表 9: 中国中铁海外矿产资源项目情况 .....	18
表 10: 建筑央国企矿产资源开发业务经营情况 .....	20
表 11: 2024H1 建筑央企与龙头矿企权益储量对比 (万吨) .....	20
表 12: 中国能建新兴产业简介 .....	21
表 13: 建筑重点关注上市公司估值 .....	23

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**龙天光 建筑行业分析师 组长。**本科和研究生均毕业于复旦大学。2014年就职于中国航空电子研究所。2016-2018年就职于长江证券研究所。2018年加入银河证券，担任通信、建筑行业组长。团队获2017年新财富第七名，Wind最受欢迎分析师第五名。2018年担任中央电视台财经频道节目录制嘉宾。2019年获财经最佳选股分析师第一名。2021年获东方财富Choice最佳分析师建筑行业第三名。2022年获东方财富Choice建筑行业最佳分析师及分析师个人奖。

**张淦获 建筑行业分析师。**美国杜兰大学金融硕士，5年投资银行从业经验。2023年加入中国银河证券研究院，从事建筑研究。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn