

央企价值重估演绎，建筑企业新质生产力布局可期

2024年建筑装饰行业春季投资策略

证券分析师：袁 豪 A0230520120001 唐猛 A0230523080003

研究支持：唐猛 A0230523080003

2024.3.27

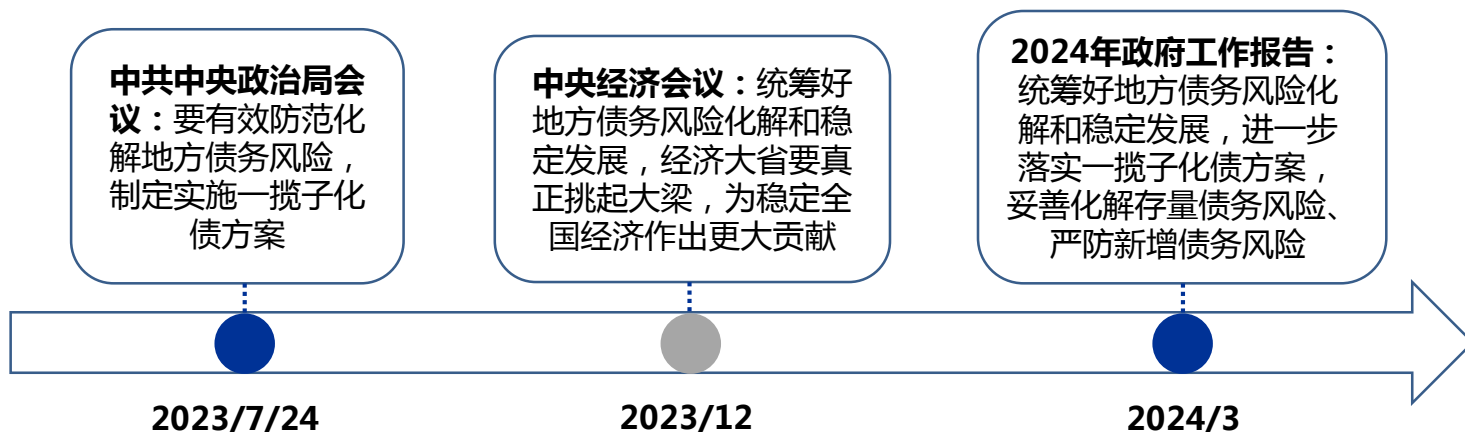
主要内容

1. 央国企价值重估演绎
2. 建筑企业新质生产力布局可期
3. 投资分析意见

1.1 地方政府化债有序推进，24年基建投资略显压力

- 2023年7月24日，中共中央政治局会议首次提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，此后相关政策持续优化出台。
- 2023年12月，中央经济会议要求统筹好地方债务风险化解和稳定发展，经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献。
- 2024年3月，《政府工作报告》要求统筹好地方债务风险化解和稳定发展，进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险。
- 我们认为化债背景下，2024年地方政府重点仍会聚焦于防风险，基建项目审批及推进节奏预计放缓。

图：化债政策时间轴

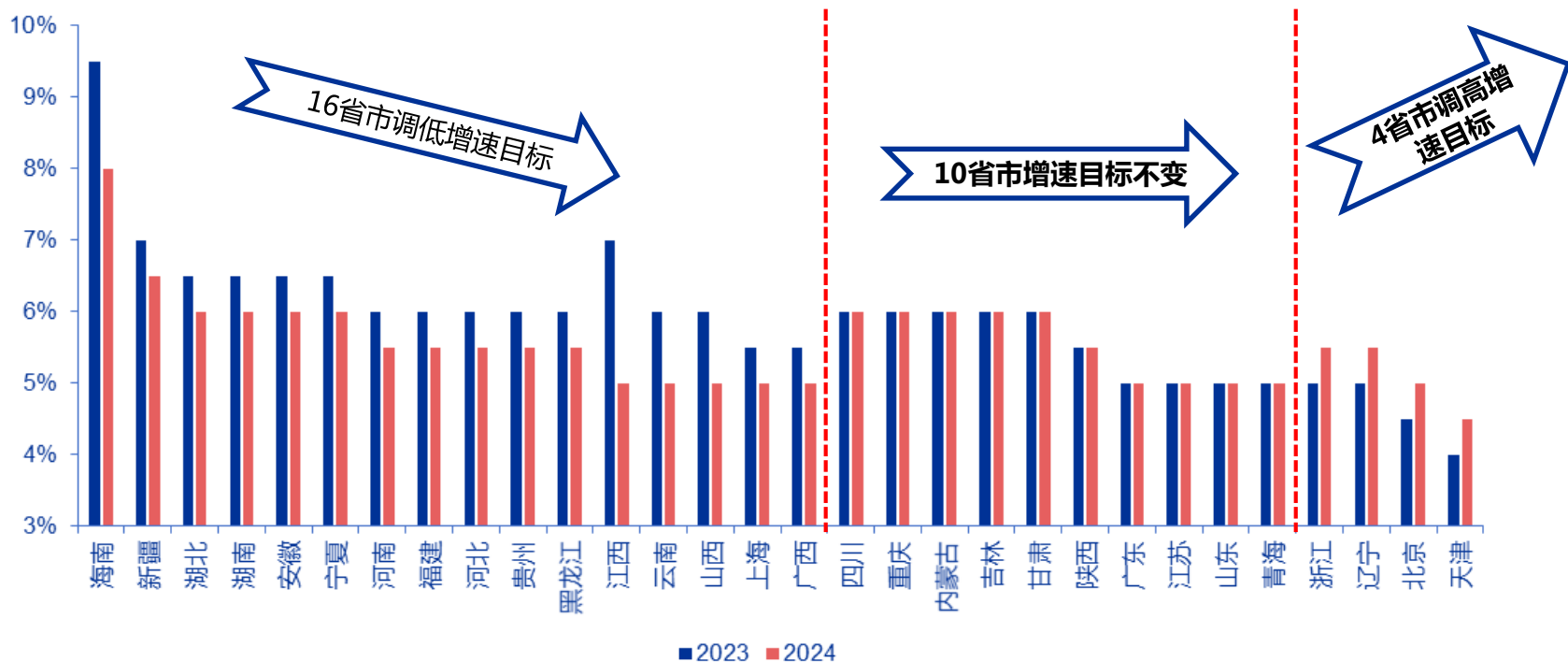


1.2.1 各省2024年经济增长目标重质量、轻规模

■ 16省市调低2024年GDP增速目标

- 2024年31省市GDP增速目标除北京、天津、浙江、辽宁4省市高于23年外，江西、海南、云南、山西、广西、湖南、湖北、黑龙江等16省市调低了增速目标，下调幅度0.5-2%，10省市24年增速目标和23年目标持平。
- 化债背景下地区经济增长目标更加重质量、轻规模。

图：31省市2024年GDP增速目标与2023年对比

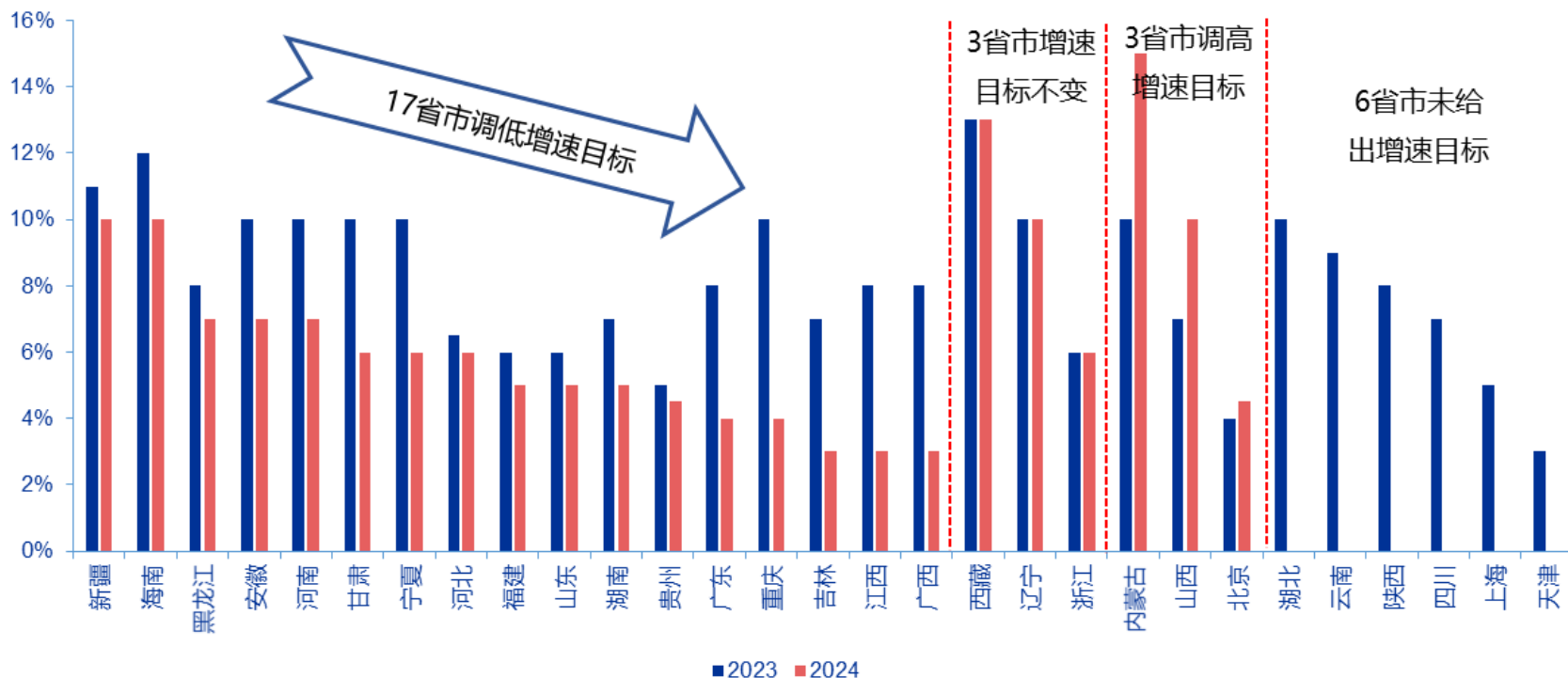


1.2.2 17省市调低2024年固定资产投资增速目标

■ 17省市调低2024年固定资产投资增速目标

- 2024年29省市中，重庆、广西、江西、广东、吉林、宁夏、甘肃、安徽、河南、安徽等17省市较23年下调固定资产投资增速，下调幅度0.5-6%不等；西藏、辽宁、浙江3省市目标增速与23年持平；北京、山西、内蒙古3省市上调了固定资产投资增速目标，上调幅度0.5-5%不等。

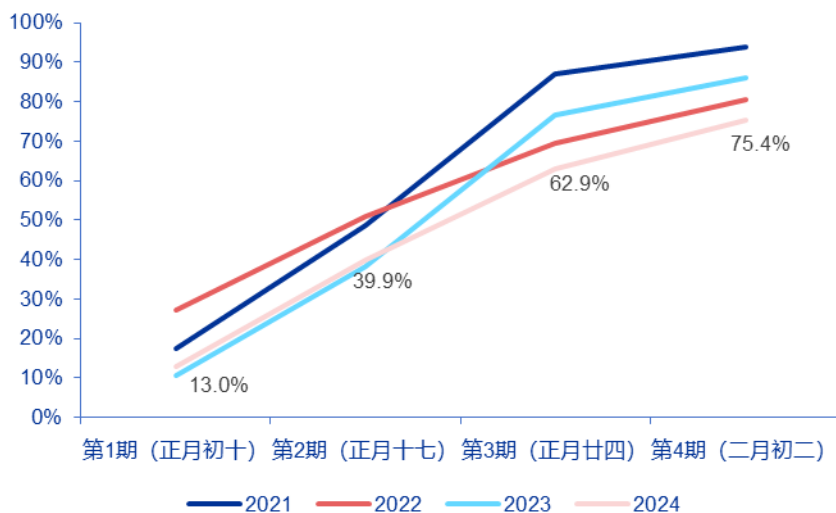
图：29省市2024年固定资产投资增速目标与2023年对比



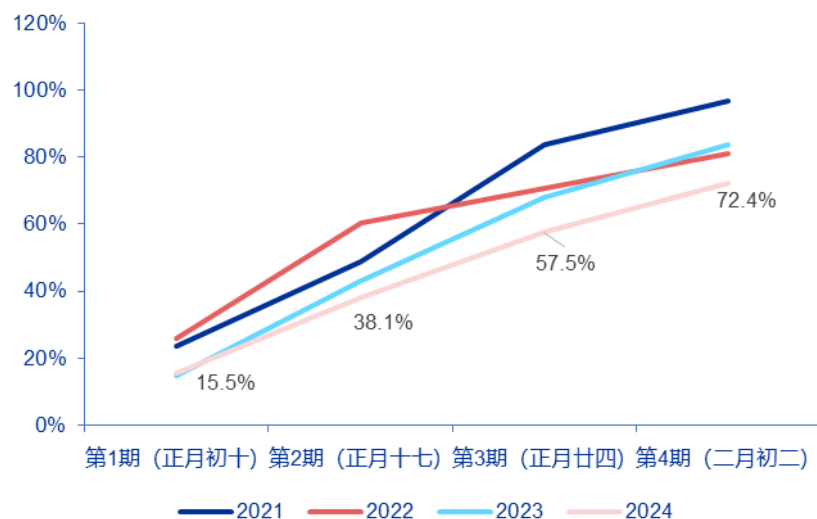
■ 年后全国工地开复工情况不容乐观

- 根据百年建筑数据，截至2024年3月12日（农历二月初三），全国10094个工地开复工率75.4%，农历同比减少10.7pct；劳务上工率72.4%，农历同比减少11.5pct。
- 2024农历新年初全国工地开复工率和劳务上工率为自21年以来最低，我们认为当前基建项目开复工压力较大，主要受资金到位不足影响，后续随万亿国债、专项债等资金落地，项目开复工有望得到一定缓解。

图：2024年春节后全国开复工率偏低



图：2024年春节后全国劳务上工率偏低



1.3 5%经济增长目标强劲，稳增长依然是主基调

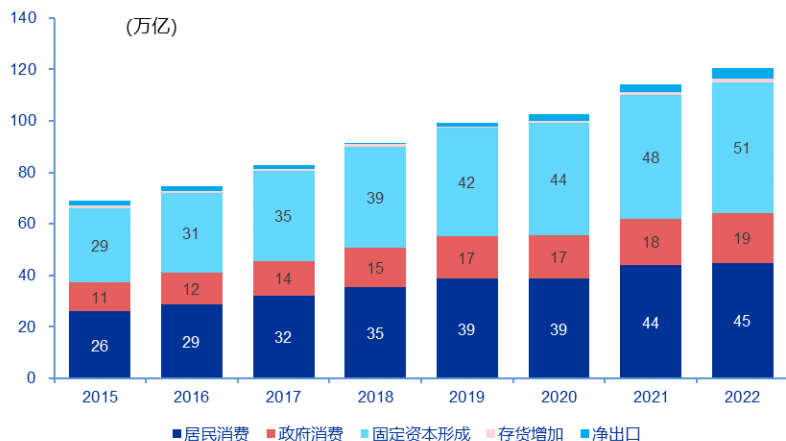
经济恢复仍有下行压力，后续刺激政策值得期待

- 2023Q1/Q2/Q3/Q4 单季 GDP 增速分别为 4.5%/6.3%/4.9%/5.2%，低基数之下有所回暖，但2023年至今房地产投资和出口持续走弱，经济逐步恢复但仍有下行压力，后续刺激政策仍值得期待；
- 2023年4月、7月，住建部部长两次提出建筑业和房地产业仍是经济的两个支柱产业，5%经济增长目标下，相关领域投资依然值得市场期待。

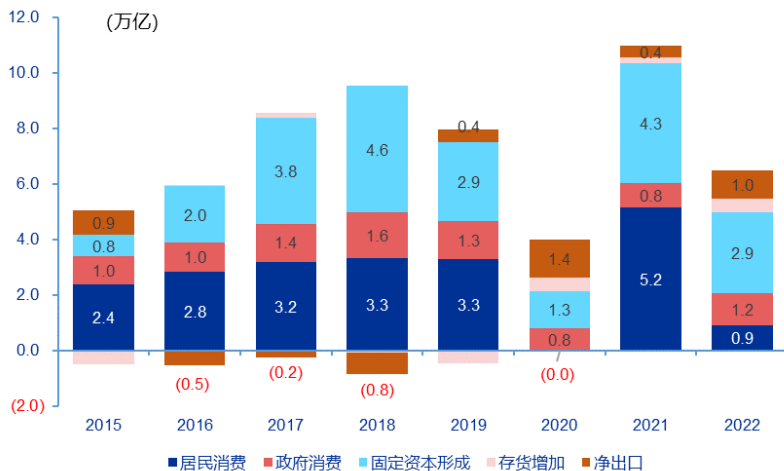
图：23Q4单季GDP同比增长5.2%



图：居民消费和固定资本形成是GDP主要构成



图：GDP增量细分构成



1.4 部分区域性投资机会显现

■ 区域性投资机会分化，政府投资向高效地区倾斜

- 2023年12月国务院发布《重点省份分类加强政府投资项目管理辦法（试行）》，围绕12个重点省份，严格清理规范在建政府投资项目，严控新增项目。
- 2024年两会《政府工作报告》表述包括“发挥好政府投资带动放大效应”、“额度分配向项目准备充分、投资效率较高的地区倾斜”、“适度向困难地区倾斜”等。

表：近两年两会表述对比

	2023年	2024年
财政政策	不断优化支出结构，教育科技、生态环保、基本民生等重点领域得到有力保障。实施大规模减税降费政策，制度性安排与阶段性措施相结合，疫情发生后减税降费力度进一步加大，成为应对冲击的关键举措。	要大力优化支出结构，强化国家重大战略任务和基本民生财力保障，严控一般性支出。 中央财政加大对地方均衡性转移支付力度、适当向困难地区倾斜 ，省级政府要推动财力下沉，兜牢基层“三保”底线。
货币政策	稳健的货币政策要精准有力。保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，支持实体经济发展。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。加强总量和结构双重调节，盘活存量、提升效能， 加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。促进社会综合融资成本稳中有降 。畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转。
地方财政	政府投资和政策激励要有效带动全社会投资，今年拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元，加快实施“十四五”重大工程，实施城市更新行动，促进区域优势互补、各展其长，继续加大对受疫情冲击较严重地区经济社会发展的支持力度，鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设，激发民间投资活力。防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量	发挥好政府投资的带动放大效应 ，重点支持科技创新、新型基础设施、节能减排降碳，加强民生等经济社会薄弱领域补短板，推进防洪排涝抗灾基础设施建设，推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，加快实施“十四五”规划重大工程项目。今年中央预算内投资拟安排7000亿元。 合理扩大地方政府专项债券投向领域和用作资本金范围，额度分配向项目准备充分、投资效率较高的地区倾斜。统筹用好各类资金，防止低效无效投资 。深化投资审批制度改革。着力稳定和扩大民间投资，落实和完善支持政策。实施政府和社会资本合作新机制，鼓励民间资本参与重大项目建设。进一步拆除各种藩篱，在更多领域让民间投资进得来、能发展、有作为。建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，完善全口径地方债务监测监管体系，分类推进地方融资平台转型。统筹好地方债务风险化解和稳定发展，进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险。

1.5.1 万亿国债已分配完毕，项目资金有望得到一定缓解

■ 23年1万亿国债已全部分配完毕，等待项目资金落地

- 截至2024年2月，23年1万亿国债分三批2379亿元、5646亿元、1975亿元，已全部分配完毕，重点聚集灾后重建和水利建设。

表：2023年1万亿国债分配情况

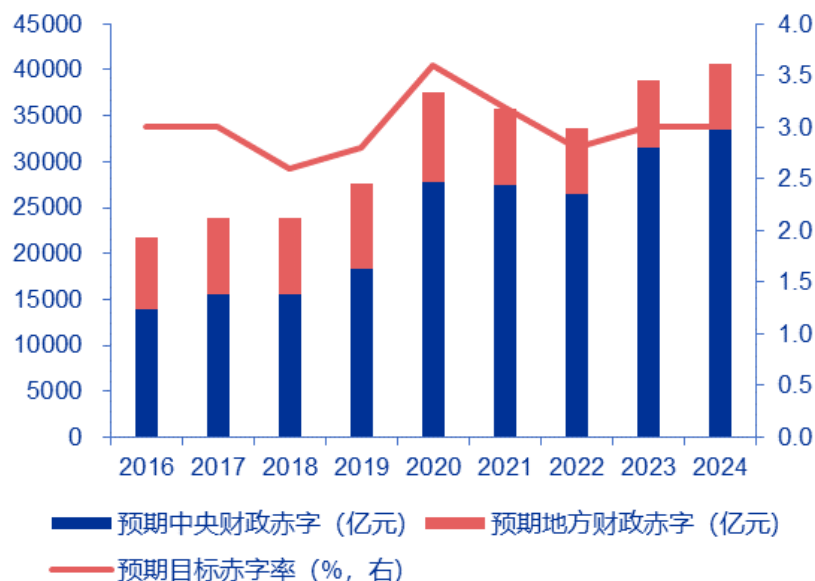
支持项目	具体内容	资金（亿元）
第一批 (2379亿元)	灾后恢复重建和提升防灾减灾能力补助资金	1075
	东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设补助资金	支持全国1336个县新建、改造提升高标准农田以及修复灾毁农田共5400万亩 1254
	重点自然灾害综合防治体系建设工程补助资金（气象基础设施项目建设）	支持全国30个省、自治区、直辖市和计划单列市的45个气象基础设施项目建设 50
第二批 (5646亿元)	以海河、松花江流域等北方地区为重点的骨干防洪治理工程补助资金	支持183个项目，实施内容包括大江大河大湖干流防洪治理，南水北调防洪影响处理工程，大中型水库建设，蓄滞洪区围堤建设 983
	其他重点防洪工程补助资金	支持5311个项目，实施内容包括主要支流、中小河流、山洪沟治理和重点区域排涝能力建设，水文基础设施，小型水库工程，病险水库水闸除险加固及安全监测工程，海堤治理 1748
	灌区建设改造和重点水土流失治理工程补助资金	支持1511个项目，实施内容包括灌区建设改造，侵蚀沟治理，丹江口库区水土流失治理 1115
	城市排水防涝能力提升行动补助资金	支持2372个项目，聚焦易发生内涝灾害、排水防涝基础设施薄弱的重点城市，兼顾部分重点县城，支持排水管道、排涝泵站、调蓄设施、排涝通道建设、重要点位防护设施以及移动排涝装备购置等内容 1400
	自然灾害综合防治体系建设工程（森林草原防火阻隔系统）补助资金	支持280个项目，专项用于防火道路和生物防火阻隔带建设，助力提升森林草原防火重要基础能力，发挥森林草原防火阻隔系统在林火阻隔和火情快速处置等方面的重要作用 400
第三批 (1975亿元)	灾后恢复重建和提升防灾减灾能力补助资金 1002亿元	支持以京津冀为重点的华北地区等灾后恢复重建，以及甘肃、青海地震灾后恢复重建 1002
	自然灾害应急能力提升工程补助资金	支持实施预警指挥工程、救援能力工程、巨灾防范工程和基层防灾工程 585
	重点自然灾害综合防治体系建设工程补助资金	支持开展地质灾害、海洋灾害综合防治体系建设 388

1.5.2 后续增量资金值得期待

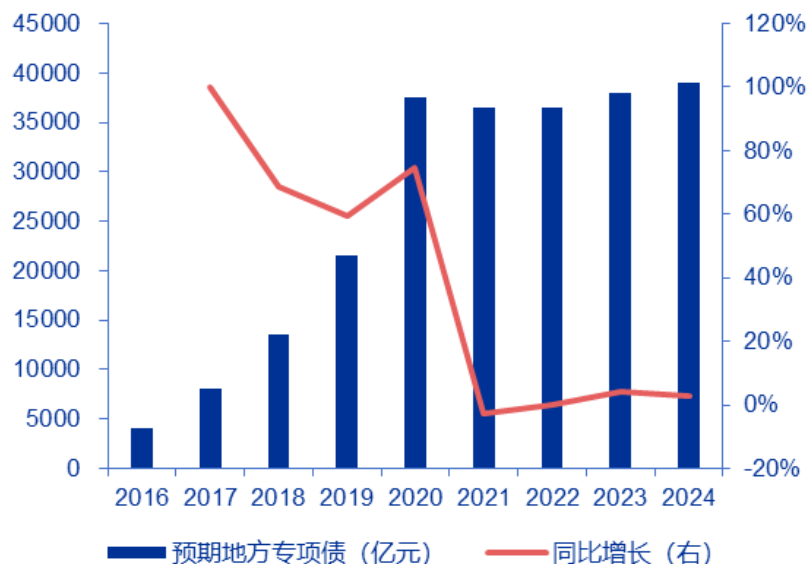
■ 后续增量资金对基建项目建设有一定支撑作用

- 今年政府报告提出：1) 2024年赤字率拟按3%安排，赤字规模4.06万亿元，比上年年初预算增加1800亿元。2) 一般公共预算支出规模28.5万亿元、比上年增加1000亿元。3) 地方政府专项债券3.9万亿元、比上年增加1000亿元。4) 从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元。
- 地方财政压力之下，中央资金支持政策更值市场预期！

图：预期政府财政赤字和赤字率目标（亿元）



图：预期地方专项债目标（亿元）

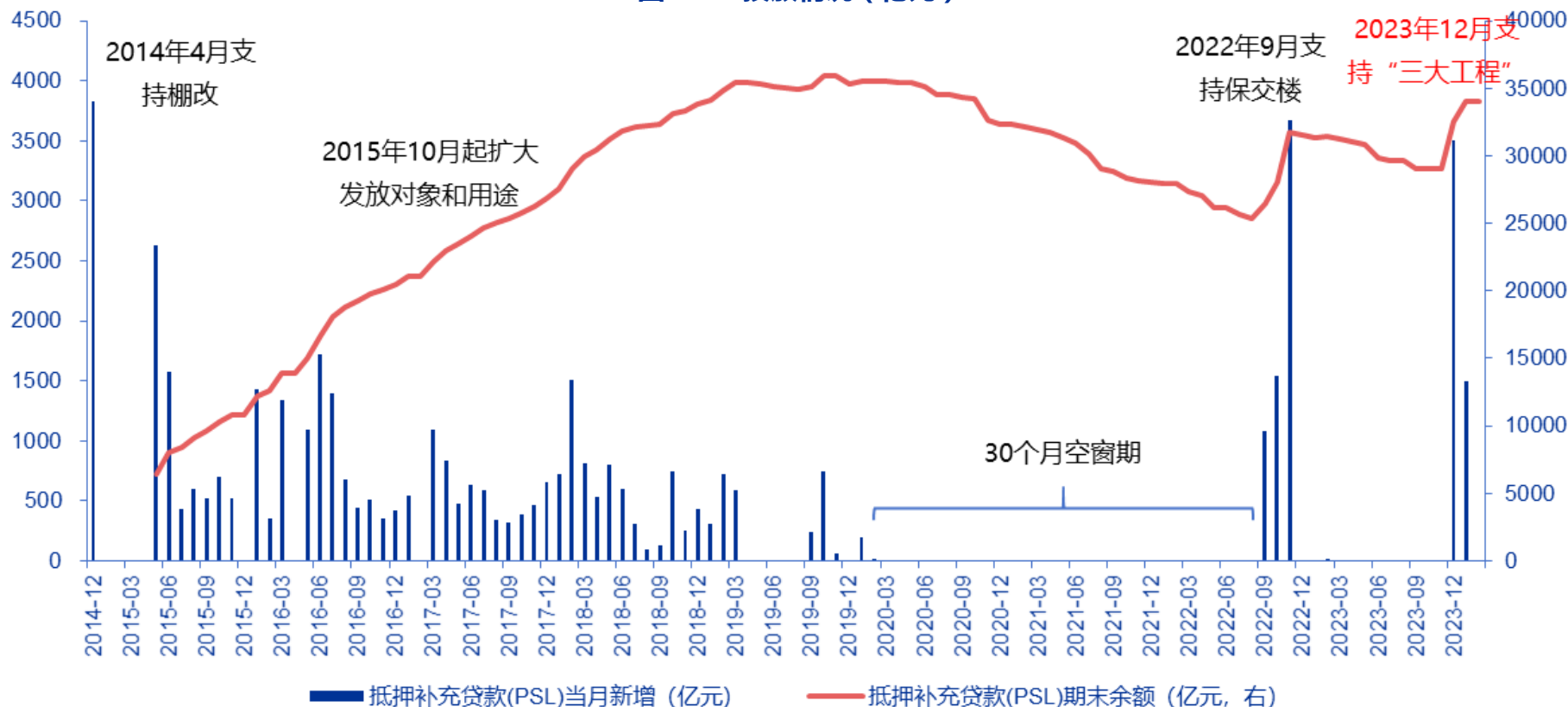


1.5.3 PSL时隔一年重启，助力“三大工程”稳步推进

■ PSL重启投放5000亿元，为“三大工程”提供中长期低成本资金支持

- 2024年1月央行披露，2023年新增抵押补充贷款额度5000亿元，为政策性开发性银行发放“三大工程”建设项目贷款提供中长期低成本资金支持。

图：PSL投放情况（亿元）



1.6.1 “三大工程”破土而出，中央城改表态频出

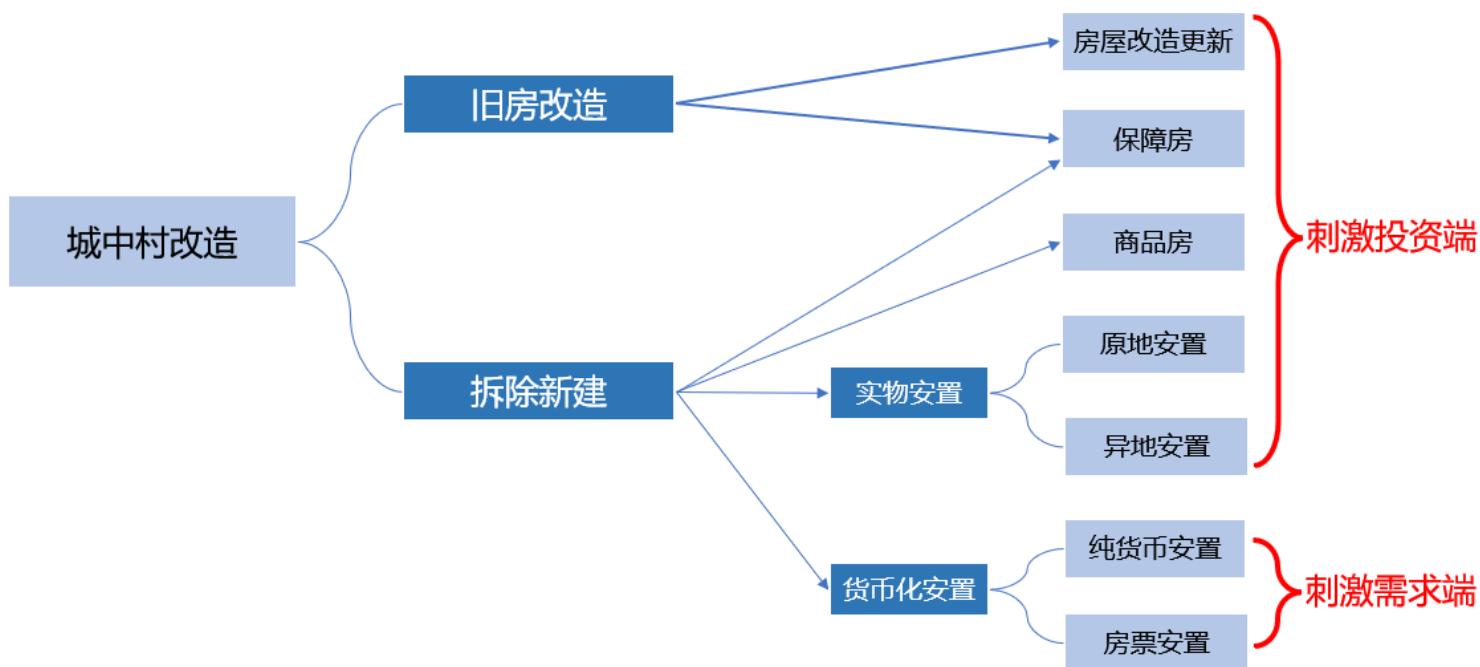
表：国常会以来关于城中村改造相关政策表述

时间	部门	文件/会议	主要内容
2023-7-21	国常会	《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的意见》	国务院总理李强7月21日主持召开国务院常务会议，审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。 会议指出，在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。 要坚持稳中求进、积极稳妥，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造，成熟一个推进一个，实施一项做成一项，真正把好事办好、实事办实。要坚持城市人民政府负主体责任，加强组织实施，科学编制改造规划计划，多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好。要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营。
2023-7-24	政治局会议	-	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。会议指出，要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。 要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023-7-28	国常会	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议7月28日在京召开，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰出席会议并讲话。 国务院副总理何立峰指出，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造是以习近平总书记为核心的党中央站在中国式现代化战略全局高度作出的具有重大而深远意义的工作部署。 积极稳步推进城中村改造有利于消除城市建设治理短板、改善城乡居民居住环境条件、扩大内需、优化房地产结构。从客观实际看，现阶段推进城中村改造困难大、矛盾多、情况复杂，要坚持问题导向和目标导向，以新思路新方式破解城中村改造中账怎么算、钱怎么用、地怎么征、人和产业怎么安置等难题，探索出一条新形势下城中村改造的新路子。何立峰强调，城中村改造是一项复杂艰巨的系统工程，要从实际出发，采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造。实行改造资金和规划指标全市统筹、土地资源区域统筹，促进资金综合平衡、动态平衡。必须实行净地出让。坚持以市场化为主导、多种业态并举的开发运营方式。建设好配套公共基础设施，做好历史文化传承保护。相关部门要抓紧完善政策体系，相关城市政府要切实履行主体责任，加强领导力量，健全工作机制，推动城中村改造工作取得实效。
2023-8-2	国开行	国家开发银行在京召开2023年年中党建和经营工作座谈会	国家开发银行在京召开2023年年中党建和经营工作座谈会。会议指出，上半年，全行人民币贷款新增完成年度计划的71%。 会议提到，积极服务推动超大特大城市城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。
2023-8-17	央行	央行发布2023年第二季度中国货币政策执行报告	央行发布2023年第二季度中国货币政策执行报告。 报告指出，落实好“金融16条”，保持房地产融资平稳有序，加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度。 延续实施保交楼贷款支持计划至2024年5月末，稳步推进租赁住房贷款支持计划在试点城市落地。因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，促进房地产市场平稳健康发展。
2023-9-14	自然资源部	自然资源部印发《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》	自然资源部印发《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》指出，长期以来，在一些城镇和乡村地区，包括城中村、老旧厂区，普遍存在存量建设用地布局散乱、利用粗放、用途不合理等问题。 为贯彻党中央、国务院关于实施全面节约战略等决策部署，落实在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的有关要求， 聚焦盘活利用存量土地，提高土地利用效率，促进城乡高质量发展，部决定在北京市等43个城市开展低效用地再开发试点，探索创新政策举措，完善激励约束机制。
2023-10-31	中央金融工作会议	中央金融工作会议在：加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式	中央金融工作会议在北京举行。会议强调，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求， 加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。

■ 城中村改造助力投资端和需求端双向发力，全面激发经济活力

- 受制于地方政府财政压力，叠加建筑央企提质增效，基建增速预计高位有所回落，而城中村改造具备投资端和需求端双向发力的特性，能同时带动建筑业和房地产业，并拉动相关产业链，形成经济的正向良性循环，全面激发经济活力。

图：城中村改造可从投资端和需求端双向发力并激活经济



1.7 弱投资环境下，资产质量改善的央国企更具投资价值

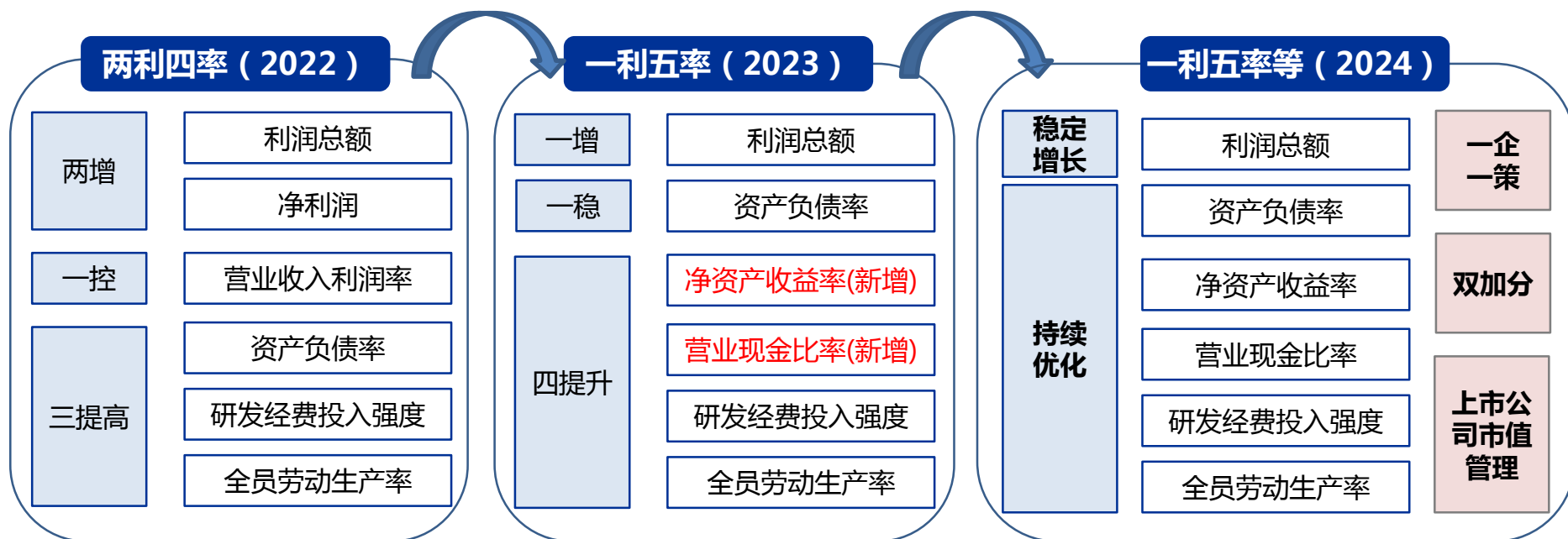
■ 央国企提升核心竞争力，考核指标质量导向明显

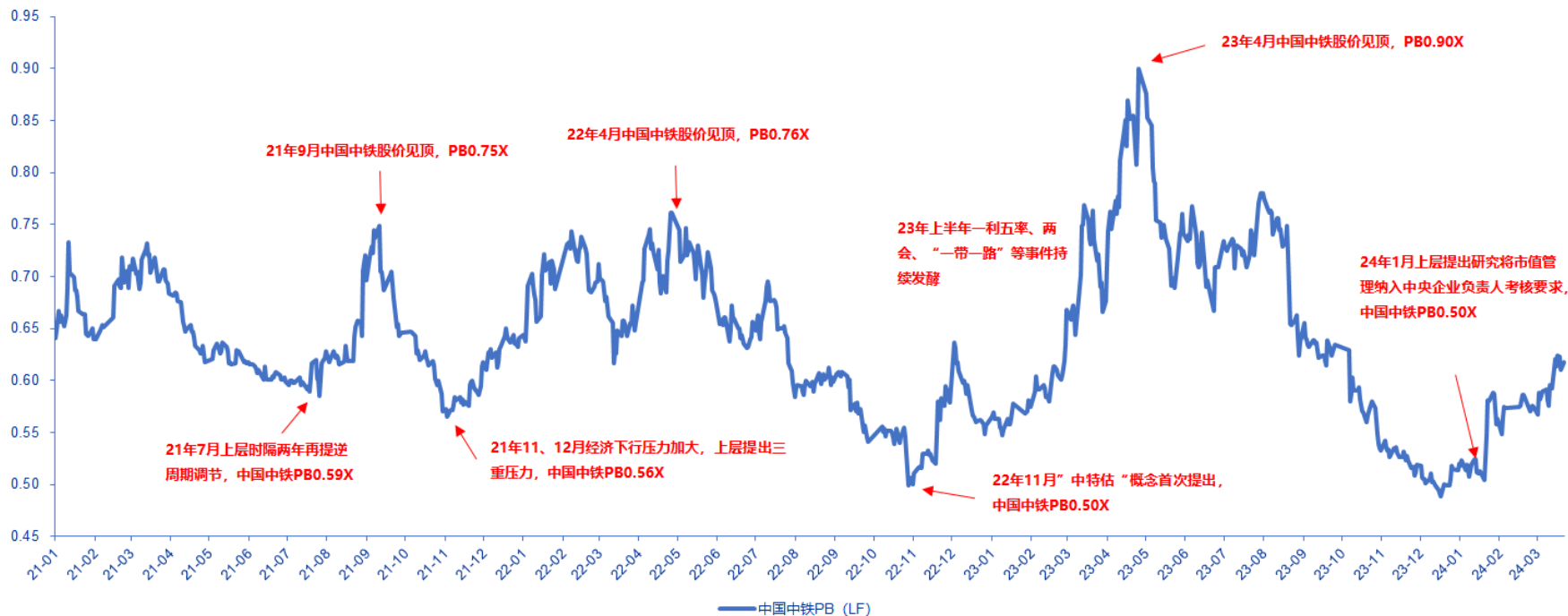
- 2023年1月，国资委中央企业负责人会议提出，进一步优化中央企业经营指标体系为“一利五率”，用净资产收益率替换净利润，营业现金比率替换营业收入利润率。

■ 央企将继续以“一利五率”为目标管理体系

- 2023年12月的国资委会议，明确2024年对央企保持“一利五率”管理目标不变，要求“一利稳定增长，五率持续优化”。2024年国资委进一步全面实施“一企一策”，建立考核“双加分”机制，全面推开上市公司市值管理考核。

图：央国企考核指标重视企业高质量全面发展





表：中国中铁2021年至今股价及PB涨跌幅情况

	区间开始	区间结束	建筑装饰	中国中铁股价涨幅	超额收益	PB起点	PB终点	中国中铁PB涨幅	持续时间	原因解释
1	2021-1-1	2021-7-28	-0.1%	-0.8%	-0.6%	0.64	0.60	-6.4%	8个月	随建筑板块波动
2	2021-7-29	2021-9-13	21.6%	29.9%	8.3%	0.59	0.75	28.0%	2个月	上层时隔两年再提逆周期调节，稳增长板块受益
3	2021-9-14	2021-11-5	-14.7%	-22.1%	-7.4%	0.70	0.56	-19.8%	2个月	股价阶段性见顶，市场有所调整
4	2021-11-6	2022-4-29	7.9%	38.6%	30.6%	0.56	0.76	34.7%	6个月	11、12月经济下行压力加大，上层提出三重压力，逆周期调节预期再度升温
5	2022-4-30	2022-11-3	-9.9%	-27.0%	-17.1%	0.74	0.50	-32.4%	6个月	疫情缓解，市场预期经济回暖，资金更多配饰顺周期方向
6	2022-11-4	2023-4-28	26.2%	85.8%	59.6%	0.51	0.90	76.3%	6个月	“中特估”、一利五率、两会、“一带一路”等事件共同催化
7	2023-4-29	2024-1-23	-29.1%	-38.5%	-9.4%	0.88	0.50	-42.4%	9个月	海外形势动荡影响企业出海预期，叠加地方政府债务压力问题，公司股价回调
8	2024-1-24	-	7.0%	22.5%	15.5%	0.55	-	12.9%	2个月	上层提出研究将市值管理纳入中央企业负责人考核要求，估值再度修复

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：2024/1/24以来股价及PB涨幅截至2024/3/25

1.9 保守估计建筑央企合理PB水平在0.7-0.8X

- 选取中国铁建、中国中铁、中国交建等八大建筑央企为样本，得到历史上各资产项目减值最高计提比例，由于公司所处行业一致，在此考虑极端情况对公司2023Q3净资产水平进行减值压力测试；
- 减值比例增至最大，对中国铁建净资产影响最大，预计为681亿元，对中国中铁影响最小，预计为587亿元，**但调整后净资产体量仍高于市值，预期企业合理PB水平在0.7-0.8X。**

表：各资产项目历史上最高资产减值计提比例

	历史最高计提比例
应收账款坏账计提比例	17.5%
其他应收款坏账计提比例	31.3%
长期应收款坏账计提比例	18.7%
存货坏账计提比例	13.6%
合同资产坏账计提比例	4.8%
无形资产坏账计提比例	15.9%
商誉减值比例	72.5%

资料来源：Wind，申万宏源研究

表：减值比例增至最大时，建筑央企仍然破净低估（单位：亿元）

公司名称	23Q3末净资产（扣除永续债）	减值比例增至最大时对净资产影响	调整后净资产	最新市值	最新PB	预期合理PB	修复空间
中国铁建	2,447	-681	1766	1,150	0.47	0.72	54%
中国交建	2,558	-611	1,947	1,337	0.52	0.76	46%
中国中铁	2,731	-587	2143	1,686	0.62	0.78	27%

资料来源：Wind，申万宏源研究

1.10.1 央国企改革持续推进，进一步提质增效

■ 央国企持续深化改革，推动上市公司估值修复

- 央国企改革持续推进，由“重规模，轻效益”向“重效益，轻规模”转变。同时，大股东近年来多次增持，向市场传递公司估值低估信号，市值管理纳入考核则有望进一步推动建筑央国企上市公司估值修复。

表：八大建筑央企增持、分拆上市、REITs上市情况

	公告时间	行动	具体内容
中国交建	2023/12/1	拆分子公司上市	公司将所持有的公规院、一公院、二公院、西南院、东北院、能源院股权与祁连山进行股权置换，通过参与祁连山本次重组实现分拆所属子公司公规院、一公院、二公院上市
	2023/9/29	增持股份	控股股东中交集团自2022/9/27起增持公司3292.1万股公司H股
	2022/9/16	增持股份	控股股东中交集团自2021/9/15起增持公司2.64亿股公司H股
	2022/4/29	公募REITs上市	华夏中国交建REIT完成发售和上市，最终募集基金份额10亿份，基金募集资金净额为93.99亿元；与募集期利息合并计算，基金募集资金总额为94.15亿元。
中国中铁	2024/2/19	增持股份	控股股东中国化学工程的一致行动人国化公司作为增持主体，拟增持2-4亿元公司A股股份，截至2024/3/15已增持150万股
	2022/9/30	增持股份	控股股东中铁工增持公司股份2,435.55万股
	2021/10/20	拆分子公司上市	子公司高铁电气在科创板IPO上市
中国铁建	2023/10/17	增持股份	控股股东中铁建拟增持公司股份比例为增持前0.1%-0.25%，增持总金额不超过3亿元；截至2023/10/19已增持285万股
	2022/7/9	公募REITs上市	国金中国铁建REIT完成发售和上市，募集基金份额5亿份，募集资金净额为47.93亿元；与募集期利息合并计算，基金募集资金总额为47.96亿元。
	2021/6/21	拆分子公司上市	子公司铁建重工在科创板IPO上市

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/10705014300006062>