

推荐 (维持)

建筑央企历史行情复盘，本轮有何相同与不同

2024年01月30日

相关报告

《【兴证建筑】周观点：市值管理有望纳入央企考核，继续战略看多建筑央企的绝对收益投资机会》2024-01-28

《【兴证建筑】周观点：建筑央企订单稳中向好，计划新发专项债实现高增》2024-01-21

《【兴证建筑】周观点：全面推进美丽中国建设，继续看多建筑央企的绝对收益投资机会》2024-01-14

分析师：

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

董彤

tongtong@xyzq.com.cn

S0190522020001

郁晓

yuliang23@xyzq.com.cn

S0190523040003

投资要点

- 2014年以来，建筑装饰板块一共演绎6轮行情，包括2014年一带一路行情，2016年PPP及险资举牌行情，2018年、2020年、2022年基建稳增长行情，2023年中特估+一带一路+国企改革行情。**复盘各轮行情走势，我们发现：1) 买入位置比其他理由更重要。2) 建筑央企行情在前，基本面兑现在后。**短期而言，我们可以看到，建筑央企的行情主要体现为估值的提升，但是长期来看，建筑央企的涨幅基本反映了他们业绩的涨幅。**3) 大建筑股行情的历史记忆非常重要，每轮行情的领涨个股存在很大的重复性。整体来说，我们认为历史行情演绎中短期主题提供波动机会，长期绝对收益由业绩驱动。**
- **新一轮行情启动：“自上而下”的改革主题·PE与EPS的双击。**国资委进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，且强调增持、回购、加大现金分红力度等重要措施，央企经营质量及市值提升动力再加强。
- **对比此前多轮主题行情，我们认为相似点包括：1) 本次国企改革主题为自上而下的政策催化，从主题驱动因素的力度和作用方式而言可类比于2014、2023年行情。2) 机构仓位来看，行情启动时建筑持仓比例类似，都接近于各自时间上的历史低位。3) 每轮行情启动前建筑央企估值一般处于阶段性的低点。**
- **考虑到以下区别于以往的行情脉络，我们认为本轮的持续时长和幅度有望超越2018-2022年的三轮行情。建筑央企投资性价比突出，战略看多绝对收益投资机会。**1) 当前估值已至历史10年低位，显著低于前几轮行情启动点位，经营质量改善下获得绝对收益的确定性强；2) 相比于原来受估值波动的驱动，本轮是唯一一次建筑央企业绩与估值的双击行情，投资价值的提升幅度及行情持续时间有望超此前；3) 改革主题自上而下地影响至央企经营层面，目前纵向来看建筑央企PB创2013年以来新低，横向对比来说建筑央企分红率在全A板块中垫底，考核压力较大，释放直接利好股东回报的现金流和潜在分红率提升预期；4) 过去三年国企改革行动以来，八大建筑央企通过盈利稳健、资本支出减少、效益提升，实现自由现金流提升，在基建投资继续加力、行业加速向头部集中、推行集中采购等背景下，预计继续保持正向趋势。
- **推荐业绩有望稳健增长的低估值头部建筑央企【中国建筑】、【中国中铁】、【中国交建】、【中国铁建】，建议关注【中国中冶】、【中国化学】、【中国电建】、【中国能建】、【北方国际】、【中材国际】、【中钢国际】、【中工国际】。**
- 风险提示：宏观经济周期性波动风险、基建政策不及预期的风险、财务风险、原材料价格风险、新签订单不及预期风险。

目 录

一、历史基建行情复盘.....	- 4 -
1.1、长期绝对收益由业绩驱动，短期主题提供波动机会.....	- 4 -
1.2、回顾 2014 年“一带一路”行情.....	- 5 -
1.3、回顾 2016 年 PPP 及险资举牌行情.....	- 7 -
1.4、回顾 2018、2020、2022 年基建“稳增长”托底行情.....	- 10 -
1.5、回顾 2023 年中特估+“一带一路”+国企改革行情.....	- 13 -
二、新一轮行情启动：“自上而下”的改革主题，PE 与 EPS 的双击.....	- 16 -
2.1、新一轮行情启动，类似的催化及位置.....	- 16 -
2.2、不同的行情脉络.....	- 17 -
三、重点标的推荐.....	- 21 -
四、风险提示.....	- 22 -

图目录

图 1、2014 年以来几轮行情下七大建筑央企 PE_TTM 变化.....	- 4 -
图 2、2013-2015.4 七大建筑央企估值走势.....	- 5 -
图 3、2014-2015 年国债收益率变化（%）.....	- 6 -
图 4、2014-2015 年准备金率变化（%）.....	- 6 -
图 5、2014 年行情中建筑装饰和沪深 300 指数表现.....	- 7 -
图 6、主要建筑央企和地方国企涨跌幅（%）.....	- 7 -
图 7、2015.4-2016.11 七大建筑央企估值走势.....	- 7 -
！ 8 " 2016 # \$ % & ' () * + % ,	- 8 -
！ 9 " 2016 # - . / () * + % ,	- 8 -
图 10、2014 年以来险资持股建筑上市公司情况.....	- 9 -
！ 11 " 2014 # 0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 300 : ; < =	- 9 -
！ 12 " > ? 3 4 @ A 7 B C \$ A D E F + % ,	- 9 -
图 13、2018-2022 行情期间七大建筑央企估值走势.....	- 10 -
！ 14 " 2018 # > ? @ A 7 B C \$ A D E F + % ,	- 12 -
！ 15 " 2020 # > ? @ A 7 B C \$ A D E F + % ,	- 12 -
图 16、2022 # G H 3 4 @ A 7 B C \$ A D E F + % ,	- 12 -
图 17、本轮行情央企估值走势（PE 左轴；PB 右轴）.....	- 14 -
！ 18 " 22 # 11 I - 23 # 12 I L P R) *	- 14 -
！ 19 " 22 # 11 I - 23 # 12 I J K - . /) *	- 14 -
！ 20 " L M O 1 N O 3 4 5 6 7 8 9 300 : ; < =	- 15 -
！ 21 " G H 3 4 @ A 7 B C \$ A D E F	- 15 -
图 22、2009 年来机构建筑重仓持股占比与建筑板块市值占比情况.....	- 17 -
图 23、2014 年以来几轮行情下七大建筑央企 PE_TTM 变化.....	- 17 -
图 24、全 A 行业央企分板块自上市以来分红率水平对比.....	- 18 -
图 25、八大建筑央企自上市以来分红率水平（截至 2023Q3）.....	- 18 -
！ 26 " 2020-2022 # G H 3 4 @ A A P Q R S T = / U V W 7 X Y S T = / U V W Z [\] + ^ _ ,	- 19 -
！ 27 " ` a 3 4 @ A A P Q R S T = / U b c Z [+ ^ _ ,	- 19 -
！ 28 " 2020 # G H @ A S T = / U d 7 + ^ _ ,	- 19 -
！ 29 " 2022 # G H @ A S T = / U d 7 + ^ _ ,	- 19 -

表目录

表 1、本轮行情启动点位建筑央企股息率_TTM.....	- 5 -
< 2" 2014Q3-2015Q2 >?34@Aefghie jk lm.....	- 7 -
< 3" 2014Q2-2015Q1 >?34@Aefnopqr jk lm.....	- 7 -
表 4、本轮行情启动点位建筑央企股息率_TTM	- 8 -
< 5" 2016 #>?34@Aefghie jk lm.....	- 10 -
< 6" 2014-2016 #>?34@A PPP i estk) *.....	- 10 -
< 7" 2016 #>?34@Aefnopqr jk lm.....	- 10 -
表 8、2018-2022 年几轮行情启动点位建筑央企股息率_TTM	- 11 -
表 9、2018-2022 年几轮行情 DCF 端驱动因素.....	- 11 -
< 10" 2018Q1-2019Q2 >?34@Aefghiesnopqr jk lm..	- 13 -
< 11" 2019Q3-2020Q2 >?34@Aefghiesnopqr jk lm..	- 13 -
表 12、2022 行情中主要央企区间涨幅与基本面兑现情况对比.....	- 13 -
表 13、本轮行情启动点位建筑央企股息率_TTM	- 14 -
表 14、2023 年八大建筑央企订单及归母净利润增速.....	- 15 -
表 15、2022-2024 年央企经营层面任务目标对比	- 16 -
表 16、2023 年八大建筑央企业绩及当前估值、股息率情况.....	- 19 -
表 17、重点推荐标的盈利预测.....	- 21 -

报告正文

一、历史基建行情复盘

1.1、长期绝对收益由业绩驱动，短期主题提供波动机会

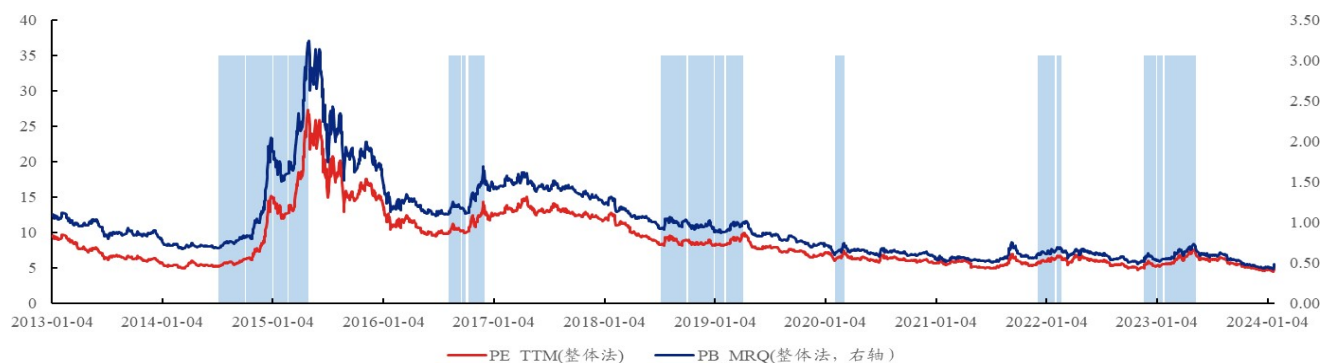
2014 年以来，建筑装饰板块一共演绎 6 轮行情，包括 2014 年一带一路行情，2016 年 PPP 及险资举牌行情，2018 年、2020 年、2022 年基建稳增长行情，2023 年中特估+一带一路+国企改革行情。

总结历次建筑央企的行情，我们发现：

- 1) 买入位置比其他理由更重要。从 2014 年的“一带一路”行情，到 2023 年的“中特估”行情，我们发现每次行情启动与结束的原因各不相同，而且启动的原因很多时候并不能提前预判。因此，我们认为，对于建筑央企的行情而言，买入位置比理由更重要。这也是我们在 1 月初非常坚定战略看多建筑央企的核心理由。
- 2) 建筑央企行情在前，基本面兑现在后。虽然 14 年的“一带一路”，16 年的“PPP”，23 年的“中特估”行情涨幅较大，但是当年建筑央企的基本面都比较平稳，股票的行情大幅度领先于基本面的兑现。我们认为，短期而言，我们可以看到，建筑央企的行情主要体现为估值的提升，但是长期来看，建筑央企的涨幅基本反映了他们的业绩的涨幅。
- 3) 每轮行情的领涨个股存在很大的重复性，大建筑股行情的历史记忆非常重要：大建筑股的领涨个股每一轮都不同（2014 年中国中铁、2016 年中国建筑、2018 年中国铁建、2020 年中国交建），但基本集中在两铁和交建三者之间，取决于三者哪一个能有多重主题叠加，与最终的业绩表现无关。例如 2014 年中国中铁领涨是由于“一带一路”和“两铁合并”的双重主题，2016 年中国建筑领涨是由于“PPP”和“险资举牌”双重主题，2018 年中国铁建领涨是由于“基建稳增长”和“债转股”双重主题。

复盘各轮行情走势，我们认为短期主题提供波动机会，长期绝对收益由业绩驱动。

图 1、2014 年以来几轮行情下七大建筑央企 PE_TTM 变化



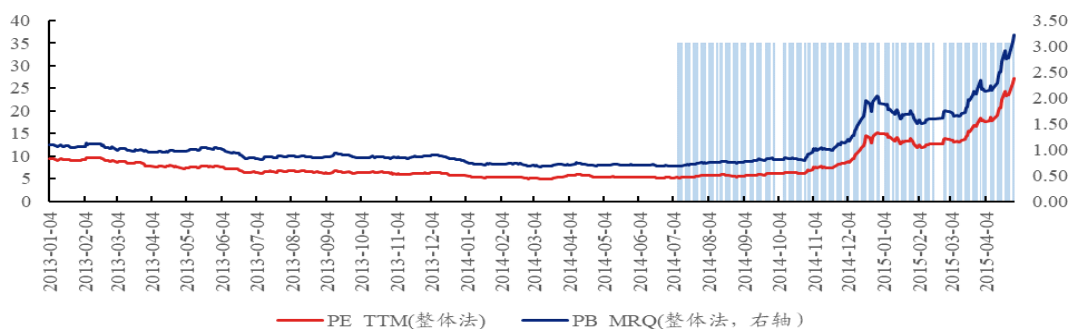
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.1、回顾 2014 年“一带一路”行情

1) 行情启动背景和点位：

- ✓ **启动背景：**“一带一路”倡议于 2013 年 9 月提出，受国际社会高度关注，2014 年开始实行战略实施，行情持续时间为 2014.7.7-2015.4.28。
- ✓ **启动点位：**行情启动前日，七大建筑央企（剔除 2021 年 A 股上市的中国能建）PE_TTM（整体法，下同）为 5.20，PB（MRQ，整体法，下同）为 0.68，接近 2013 年以来最低位置。启动当日加权平均股息率为 3.37%。

图 2、2013-2015.4 七大建筑央企估值走势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、本轮行情启动点位建筑央企股息率_TTM

启动点位股息率_TTM (%)	2014-07-07
中国建筑	5.04
中国铁建	2.37
中国电建	5.40
中国中铁	1.98
中国交建	5.24
中国化学	1.25
总市值加权股息率	3.37

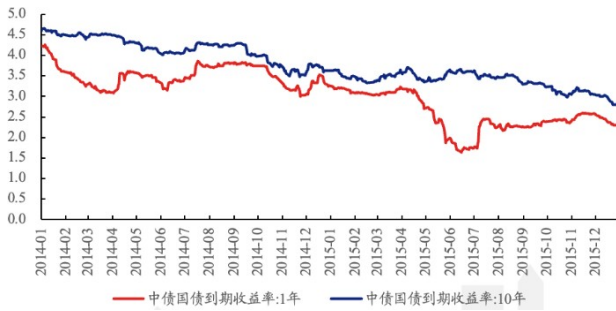
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 从 DCF 模型来看主要驱动因素：

- ✓ **分子端：**“一带一路”释放业绩增长预期。本轮行情驱动核心原因在于“一带一路”主题驱动。“一带一路”倡议于 2013 年 9 月提出便受国际社会高度关注，2014 年开始实施战略计划，带来了大建筑央企通过海外扩张，业务实现高增长的预期。
- ✓ **分母端：**受益于连续降准降息导致的无风险收益率下降。一方面，央行于 2014 年 11 月启动降息程序，并于后续的 12 个月内进行了 5 次降息；

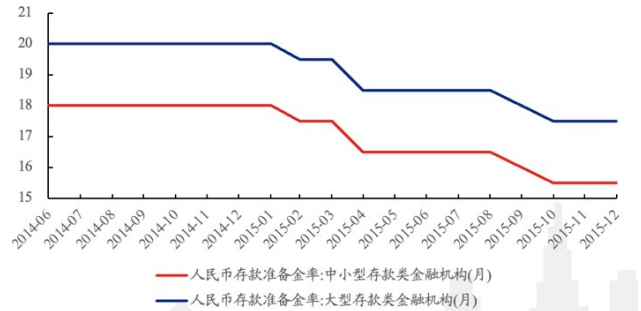
另一方面，央行于 2015 年启动连续降准，2 月和 4 月合计下调大型、中小型机构存款准备金率 1.5 个百分点。在连续降息降准下，市场无风险收益率降低，上市公司融资成本和财务压力减少，DCF 模型分母端下降。由此可见，2014 年行情驱动力由分子端“一带一路”打开海外业务空间和分母端连续降息降准共同构成。

图 3、2014-2015 年国债收益率变化 (%)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2014-2015 年准备金率变化 (%)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 2014.7.7-2015.4.28 行情复盘：

✓ **行情走势：建筑板块超额收益 115pct · 大建筑央企表现亮眼 · 领涨个股中国中铁 (794%)、中国中冶 (547%)、中国交建 (530%)。**从指数涨幅看，SW 建筑装饰指数涨幅 233%、沪深 300 指数涨幅 118%，超额收益达到 115pct。个股而言，央企和地方国企相对大盘全部取得超额收益，其中中国中铁、中国中冶、中国交建、中国铁建、中国电建、中国建筑、葛洲坝涨幅分别达到 794%、547%、530%、506%、470%、264%、251%，占据了建筑板块涨幅前十中的七席。浙江交科、上海建工、隧道股份等地方国企涨幅分别达 249%、197%、191%，仅次于建筑央企。

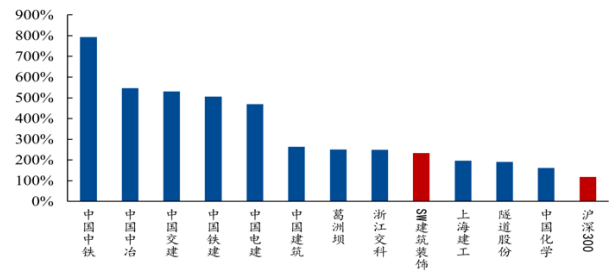
✓ **基本面的兑现情况：从海外项目最终的兑现情况来看，各大建筑央企的海外订单占比均有一定幅度的提升，但是从业绩端来看，并没有出现明显的提升。**新签订单方面，2014Q2-2015Q2，主要建筑央企的新签订单增速均有所放缓。2014Q3-2015Q1 这三个季度中，中国中铁、中国中冶、中国交建、中国铁建、中国化学的订单均出现个别季度负增长的情况，各个央企的最大下滑幅度分别为-22.1%、-9.0%、-10.6%、-18.8%、-29.1%；尽管中国建筑订单依然正增长，但增速较低，且 2015Q2 下滑 4.4%。从业绩角度来看，主要建筑央企业绩增速普遍不高，远低于股价涨幅。两铁的业绩增速均在 20%以内；中国建筑、中国电建、中国化学等单季业绩一度出现负增长；中国交建 2014Q3 业绩增速为 45.9%，主要系前期基数较低（下滑 19.5%），除此之外，其余三个季度业绩增速均在 15%以下。

图 5、2014 年行情中建筑装饰和沪深 300 指数表现



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、主要建筑央企和地方国企涨跌幅（%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：！" 区间为 2014.7.7-2015.4.28

< 2 " 2014Q3-2015Q2 > ? 34 @ A e f g h i e j k l m

	Q\$Q%	Q\$Q&	Q\$ ' (	Q\$% (	Q\$Ø (	Q\$ (*	+, T	Q\$. /
2014Q3	17.80%	14.30%	/	-5.60%	56.98%	1.50%	32.00%	-29.10%
2014Q4	-17.10%	-2.50%	/	-18.80%	23.55%	20.20%	10.90%	5.50%
2015Q1	-22.10%	-9.00%	-10.60%	5.60%	28.58%	1.80%	3.30%	56.80%
2015Q2	-16.70%	5.40%	-2.10%	-32.80%	63.68%	-4.40%	218.10%	-43.20%

O 1 2 3 : Wind, 6™ 89 : ; <=> ? @ ABC

< 3 " 2014Q2-2015Q1 > ? 34 @ A e f n o p q r j k l m

	Q\$Q%	Q\$Q&	Q\$ ' (	Q\$% (	Q\$Ø (	Q\$ (*	+, T	Q\$. /
2014Q2	12.00%	59.50%	12.10%	-4.70%	-12.90%	37.70%	85.50%	16.70%
2014Q3	8.00%	7.40%	45.90%	6.10%	19.90%	9.80%	12.20%	-15.30%
2014Q4	6.10%	70.40%	1.00%	19.50%	8.90%	-18.80%	77.40%	-31.40%
2015Q1	14.00%	14.40%	7.60%	8.70%	11.50%	21.60%	1.00%	-21.80%

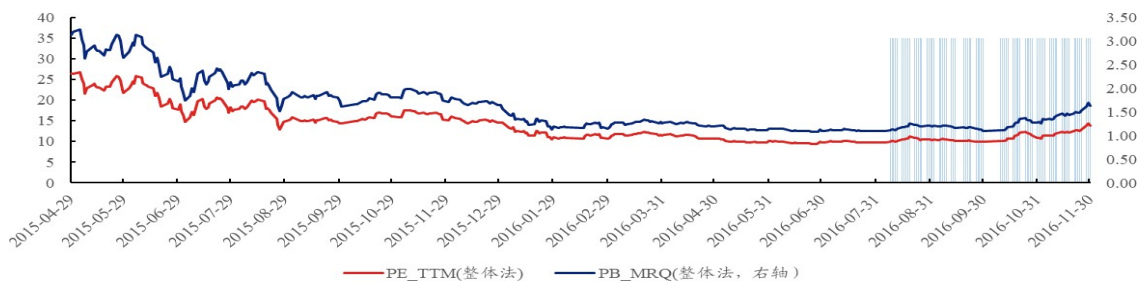
O 1 2 3 : Wind, 6™ 89 : ; <=> ? @ ABC

1.1、回顾 2016 年 PPP 及险资举牌行情

1) 行情启动背景和点位：

- ✓ 启动背景：PPP 订单加速落地，行情持续时间为 2016.8.8-2016.11.30。
- ✓ 启动点位：行情启动前日，七大建筑央企（剔除中国能建）PE_TTM 为 9.76 · PB 为 1.09。启动当日加权平均股息率为 1.69%。

图 7、2015.4-2016.11 七大建筑央企估值走势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、本轮行情启动点位建筑央企股息率_TTM

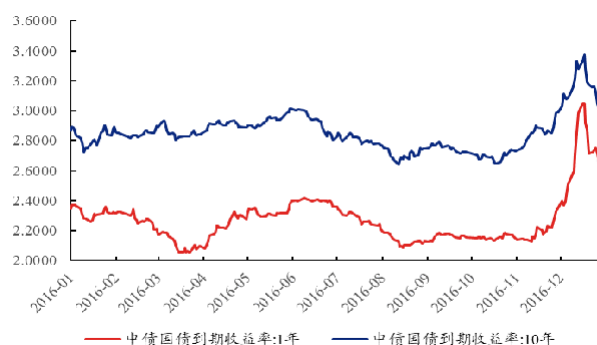
启动点位股息率_TTM (%)	2016/8/8
中国建筑	3.38
中国铁建	1.69
中国电建	1.33
中国中铁	1.77
中国交建	1.53
中国化学	1.46
总市值加权股息率	1.69

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 从 DCF 模型来看主要驱动因素：

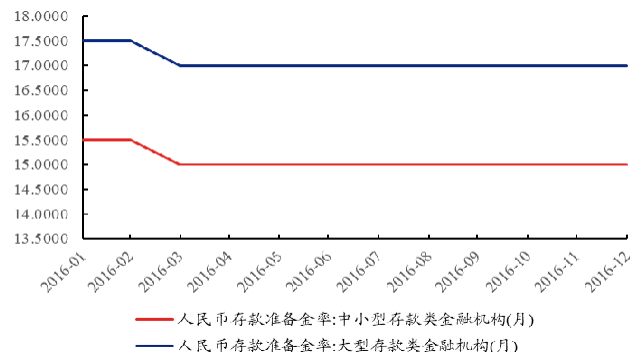
- ✓ 分子端：2016-2017 年基建项目中 PPP 模式的渗透率不断提升，利好具备明显资金和技术优势的**建筑央企**。在此期间，建筑央企加快承接 PPP 订单，推动整体订单高速增长，同时提升企业盈利能力，大建筑股 EPS 增长预期得到提升。
- ✓ 分母端：当年未出现明显的降息降准政策，分母端没有明显变化。
- ✓ 资金端：2016 年的大建筑股行情背后的增量资金主要来自于**保险资金举牌**。2016 年安邦资产、中国人寿、前海人寿等机构陆续举牌**中国建筑、中国铁建**等建筑央企。受举牌驱动，中国建筑 11 月 17 日至月底区间涨幅高达 41%，同期建筑板块、主要建筑央企涨幅分别达 7.3%、14.5%。因此，本轮行情主要由分子端 PPP 释放高增长预期驱动，增量资金主要来自安邦等险资举牌。

图 8：2016 年中债国债到期收益率



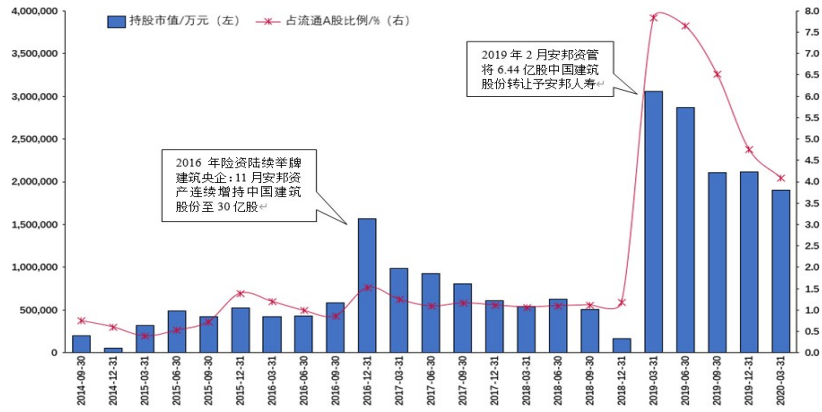
0123 : Wind, 6™89 : ; <=>?@ABC

图 9：2016 年人民币存款准备金率



0123 : Wind, 6™89 : ; <=>?@ABC

图 10、2014 年以来险资持股建筑上市公司情况

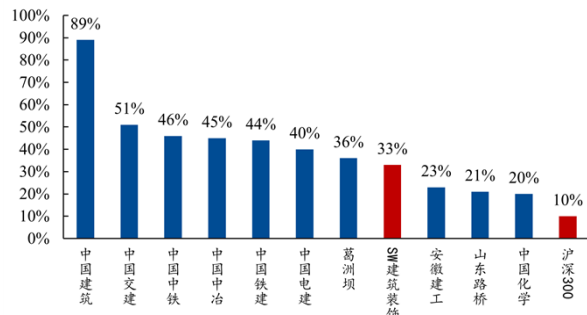
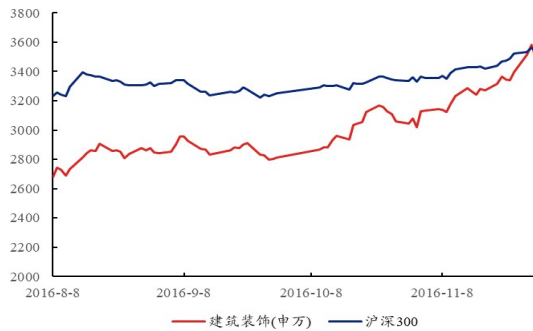


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

3) 2016.8.8-2016.11.30 行情复盘:

- ✓ 行情走势: SW 建筑装饰指数涨幅 33%、沪深 300 指数涨幅 10%、超额收益 22pct。领涨个股为中国建筑 (89%)、中国交建 (51%)、中国中铁 (46%)。主要建筑央企期间涨幅均高于沪深 300, 除中国化学 (PTA 减值对业绩影响较大) 外, 其余 7 家期间涨幅均高于建筑板块; 涨幅居前的地方国企为安徽建工、山东路桥, 涨幅达 23%、21%。本轮行情主要源于建筑板块估值中枢上移之后, 叠加基本面大幅改善, 大建筑股迎来估值修复行情; 在后期, 行情由估值修复转换为资金驱动。
- ✓ 基本面兑现情况: PPP 项目快速落地, 大型建筑央企新签订单加速增长。除电建外, 2016 年各季度, 各建筑央企订单高增长, 中国建筑、中国中铁、中国铁建连续多季度增速超 20%。建筑央企 PPP 订单占比提升, 是推动整体订单快速增长的重要动力。但尽管订单明显回升, 业绩端的表现并不显眼。中国中铁、中国铁建、中国交建、中国化学、中国中冶季度业绩增速大多在 20% 以下。

! 11"2014 #0123456789 300 : ; < ! 12">?34@A7BC\$ADEF+%,



0123: Wind, 6™89 : ; <=>?@ABC

0123: Wind, 6™89 : ; <=>?@ABC
E: !"F"G 2016.8.8-2016.11.30

< 5 " 2016 # > ? 34 @ A e f g h i e j k l m

! " H	Q\$ (*	Q\$% (	Q\$Q%	Q\$Ø (	Q\$ ' (	Q\$. /	+, T	Q\$Q&
2016Q1	26.89%	16.39%	20.60%	135.80%	2.19%	32.06%	26.84%	68.37%
2016Q2	26.80%	39.40%	30.95%	-9.23%	11.20%	15.89%	-43.65%	19.24%
2016Q3	55.46%	27.21%	40.16%	-9.31%	14.02%	42.92%	25.09%	-23.69%
2016Q4	3.66%	37.65%	25.48%	-20.98%	16.88%	11.81%	788.64%	48.16%

0 1 2 3 : Wind, 6™ 89 : ; <=> ? @ ABC

< 6 " 2014-2016 # > ? 34 @ A P P P i e s t k) *

! " H	I J	Q\$Q &	Q\$Ø (	Q\$Q%	Q\$% (	Q\$ ' (	Q\$ (*	+, T
2014	PPP KLM “	0.0%	10.3%	0.0%	0.0%	16.6%	0.0%	0.0%
2015	PPP KLM “	1.5%	22.0%	0.0%	0.0%	13.2%	2.6%	29.5%
2016	PPP KLM “	50.5%	54.9%	23.6%	12.6%	21.3%	10.0%	33.7%
2015Q2	PPP M “0 “P€	49pct	33pct	24pct	13pct	8pct	7pct	4pct

0 1 2 3 : Wind, 6™ 89 : ; <=> ? @ ABC

< 7 " 2016 # > ? 34 @ A e f n o p q r j k l m

! " H	Q\$ ' (	Q\$Ø (	Q\$ (*	Q\$Q&	Q\$Q%	Q\$% (	Q\$. /	+, T
2016Q1	17.60%	3.10%	13.40%	7.20%	9.80%	12.10%	-28.20%	26.80%
2016Q2	3.40%	6.70%	19.90%	16.90%	16.70%	7.00%	-23.30%	6.70%
2016Q3	20.30%	13.90%	63.20%	-3.90%	21.90%	18.60%	-20.00%	48.40%
2016Q4	-3.00%	409.40%	-27.30%	22.30%	-25.00%	7.60%	-65.80%	29.80%

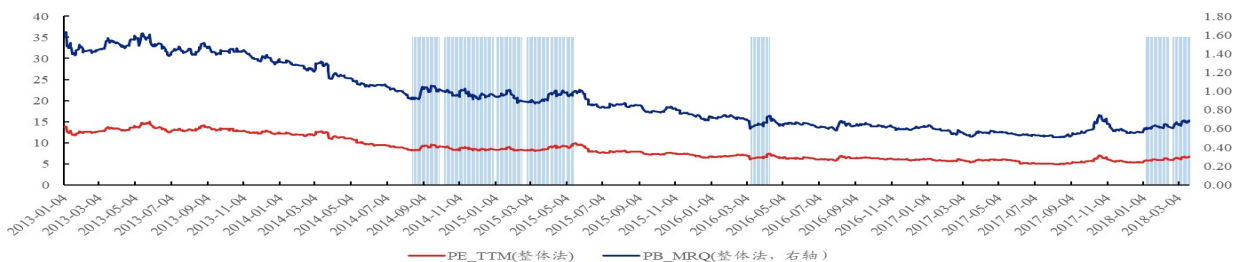
0 1 2 3 : Wind, 6™ 89 : ; <=> ? @ ABC

1.1、回顾 2018、2020、2022 年基建“稳增长”托底行情

1) 行情启动背景和点位：

- ✓ 启动背景：三轮基建托底行情时间跨度较长，但每轮行情持续时间都比较短。主要系宏观经济下行压力下基建逆周期调控作用突出。“稳增长”政策陆续出台，资金面利好不断，行情持续时间分别为 2018.7.9-2019.4.4、2020.2.4-2020.3.3、2021.12.6-2022.2.20。
- ✓ 启动点位：三轮行情启动时建筑央企估值点位呈现一定下移，启动前日七大建筑央企 PE_TTM 分别为 8.20、6.02、5.75，PB 分别为 0.92、0.60、0.60。启动当日加权平均股息率分别为 2.04%、2.79%、2.47%。

图 13、2018-2022 行情期间七大建筑央企估值走势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

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/647152131154006055>