

目录索引

一、建筑行业：分化持续，强者恒强、韧性成长	7
（一）盈利能力：23 年建筑业业绩稳增 9.7%，24Q1 业绩小幅承压	7
（二）现金流：经营现金流净流入收窄，近两年自由现金流显著改善	10
（三）资产结构：应收应付同比、占比均增长，杠杆率总体保持稳定	11
（四）板块巡礼：基建市政工程、房屋建设、国际工程板块表现亮眼	12
二、央国企：强者恒强，聚焦优质区域、出海逻辑	22
（一）价值投资视角看央国企：自由现金流、分红率、股息率分化显著	22
（二）八大建筑央企：营收业绩稳增，“一利五率”指标表现分化	24
（三）二级建筑央企：营收业绩分化，关注建筑出海、设备更新成长逻辑	26
（四）地方国企：营收业绩分化，有望受益长三角一体化和西部开发战略	31
三、专业工程：下游景气度分化，成长为主旋律	37
（一）洁净室工程：业绩重返高增速区间，板块有望迎戴维斯双击	37
（二）钢结构及 BIPV 板块：钢结构需求盈利筑底，幕墙为 BIPV 细分蓝海	41
四、工程咨询服务：计提冲击业绩、现金流优异，重视科技含量足“小而美”	45
（一）总体情况：23 年增收不增利，基建设计、工程检测板块韧性强	45
（二）重点关注：聚焦新质生产力—低空经济、无人驾驶及智慧基础设施	50
五、投资建议	57
六、风险提示	58

图表索引

图 1：2023 年，建筑行业营收同比+7.1%	7
图 2：2023 年，建筑行业归母净利同比+9.7%	7
图 3：24Q1 建筑企业归母净利润同比下滑 2.5%	8
图 4：2023 年，建筑行业毛利率同比+0.11pct	8
图 5：2023 年，建筑行业期间费用率同比+0.03pct	8
图 6：2023 年，建筑行业信用/资产减值同比多损失 97.7/18.0 亿元	9
图 7：2023 年，建筑板块总资产周转率同比降低 0.03	9
图 8：2023 年，建筑板块 ROE 同比提升 0.05 pct	9
图 9：2023 年，建筑板块营收增速位列全行业 14 位	10
图 10：2023 年，建筑板块归母净利增速位列全行业 14 位	10
图 11：当前建筑装饰 PE（TTM）位列 30 位（日期：2024 年 4 月 30 日）	10
图 12：当前建筑装饰 PB（LF）位列 29 位（日期：2024 年 4 月 30 日）	10
图 13：2023 年，建筑行业经营性现金流同比少流入 469.8 亿元	11
图 14：2023 年，建筑行业投资性现金流同比多流出 291.1 亿元	11

图 15: 2022-2023 年, 建筑行业自由现金流较 2021 年显著改善	11
图 16: 2023 年, 建筑板块应收账款+应收票据占总资产比例提升 0.2%	12
图 17: 2023 年, 建筑板块合同资产占总资产比例提升 1.0%	12
图 18: 2023 年, 建筑行业存货周转天数同比减少 4.6 天	12
图 19: 2023 年, 建筑行业资产负债率+0.61 pct	12
图 20: 2023 年, 基建市政工程板块营收同比+6.2%	13
图 21: 2023 年, 基建市政工程板块归母净利同比+5.0%	13
图 22: 2023 年, 基建市政工程板块经营性现金流同比少流入 596 亿元	13
图 23: 2023 年, 基建市政工程板块投资性现金流同比多流出 298 亿元	13
图 24: 2023 年, 房屋建设板块营收同比+7.6%	14
图 25: 2023 年, 房屋建设板块归母净利同比+2.8%	14
图 26: 2023 年, 房屋建设板块经营性现金流同比多流入 117.8 亿元	14
图 27: 2023 年, 房屋建设板块投资性现金流同比多流出 110.7 亿元	14
图 28: 2023 年, 国际工程板块营收同比+31.4%	15
图 29: 2023 年, 国际工程板块归母净利同比+30.6%	15
图 30: 2023 年, 国际工程板块经营性现金流同比多流入 27.7 亿元	15
图 31: 2023 年, 国际工程板块投资性现金流同比少流出 14.0 亿元	15
图 32: 2023 年, 钢结构板块营收同比+12.1%	16
图 33: 2023 年, 钢结构板块归母净利同比-10.6%	16
图 34: 2023 年, 钢结构板块经营性现金流同比少流出 3.3 亿元	16
图 35: 2023 年, 钢结构板块投资性现金流同比多流出 15.4 亿元	16
图 36: 2023 年, 工程咨询板块营收同比+15.1%	17
图 37: 2023 年, 工程咨询板块归母净利同比+38.8%	17
图 38: 2023 年, 工程咨询板块经营性现金流同比少流入 23.1 亿元	17
图 39: 2023 年, 工程咨询板块投资性现金流同比少流出 36.2 亿元	17
图 40: 2023 年, 化学工程板块营收同比+13.1%	18
图 41: 2023 年, 化学工程板块归母净利同比+0.8%	18
图 42: 2023 年, 化学工程板块经营性现金流同比多流入 69.8 亿元	18
图 43: 2023 年, 化学工程板块投资性现金流同比少流出 24.3 亿元	18
图 44: 2023 年, 其他专业工程板块营收同比+6.8%	19
图 45: 2023 年, 其他专业工程板块归母净利同比-19.4%	19
图 46: 2023 年, 其他专业工程板块经营性现金流同比少流入 116.3 亿元	19
图 47: 2023 年, 其他专业工程板块投资性现金流同比少流出 53.9 亿元	19
图 48: 2023 年, 园林工程板块营收同比-25.0%	20
图 49: 2023 年, 园林工程板块同比少亏损 1.8 亿元	20
图 50: 2023 年, 园林工程板块经营性现金流同比多流入 24.4 亿元	20
图 51: 2023 年, 园林工程板块投资性现金流同比多流出 1.8 亿元	20
图 52: 2023 年, 装修装饰板块营收同比+1.1%	21
图 53: 2023 年, 装修装饰板块亏损收窄 87.0 亿元	21
图 54: 2023 年, 装修装饰板块经营性现金流同比多流入 18.4 亿元	21
图 55: 2023 年, 装修装饰板块经营性现金流同比少流出 3.7 亿元	21
图 56: 2023 年, 八大建筑央企营收同比+8.0%	25
图 57: 2023 年, 八大建筑央企归母净利润同比+6.0%	25

图 58: 2023 年, 二级建筑央企营收同比+15.5%	26
图 59: 2023 年, 二级建筑央企归母净利同比-19.7%	26
图 60: 2024 年, 非洲、中东、东南亚、东欧区域水泥需求增速预计较高	28
图 61: 2023 年, 二级建筑央企自由现金流情况显著改善	31
图 62: 2021-2023 年, 二级建筑央企毛利率呈上升趋势	31
图 63: 2023 年, 地方建筑国企合计营收同比+1.1%	32
图 64: 2023 年, 地方建筑国企归母净利同比-6.5%	32
图 65: 江浙沪制造业逐渐向安徽转移	34
图 66: 长三角区域安徽省制造业固投占比逐年上升	34
图 67: 贵州、陕西等省份 2024 年 1-4 月地方债新增占总发行量占比低于全国平均水平 (50.6%)	35
图 68: 24Q1, 我国经济技术开发区进出口金额累计同比+9.2%	35
图 69: 2023 年, 东湖高新科技园业务营收占比 8.2%	36
图 70: 2023 年, 东湖高新科技园业务毛利占比 24.6%	36
图 71: 2023 年, 广东建工发电业务营收同比+8.2%	36
图 72: 2023 年, 洁净室工程行业营收同比+11.9%	37
图 73: 2023 年, 洁净室工程行业扭亏为盈	37
图 74: 2020-2023 年, 中国集成电路工业年产量 CAGR+7.7%	38
图 75: 2023 年, 中芯国际资本开支同比+27.6%	39
图 76: 2023 年, 华虹公司资本开支同比-5.0%	39
图 77: 2018-2023 年, 北方华创营收 CAGR+37.1%	39
图 78: 2018-2023 年, AMSL 营收 CAGR+16.6%	39
图 79: 23 年, 钢结构及 BIPV 板块营收 yoy+9.9%	42
图 80: 23 年, 钢结构及 BIPV 企业归母净利 yoy+2.8%	42
图 81: 螺纹钢价格周环比+0.42% (2024.4.30)	42
图 82: 中板价格周环比-0.13% (2024.4.30)	42
图 83: 2022 年, 全国钢结构加工量约 10140 万吨, 同比增长 10.0%	43
图 84: 2019-2023 年江河集团营业收入 CAGR+2.2%	44
图 85: 2019-2023 年江河集团归母净利润 CAGR+13.9%	44
图 86: 工程咨询服务行业营收 695.5 亿元, 同比+4.9%	47
图 87: 工程咨询服务行业归母净利 42.0 亿元, 同比-17.3%	47
图 88: 2019-2023 年, 工程咨询行业从业人员数量先扩张、再收缩	48
图 89: 工程咨询板块经营/投资现金流净额情况	49
图 90: 19-23 年, 工程咨询板块净现比均值为 0.89	49
图 91: 国家空域基础分类	51
图 92: 预计至 2025 年, 中国、美国、西欧 L2 级及以上 ADAS 占比超 40%、45%、54%	53
图 93: 基于“BEV+ Transformer”自动驾驶技术	55
图 94: 车路协同基础设施架构	55
图 95: 2023 年, 我国智慧交通市场规模超 4000 亿元	55

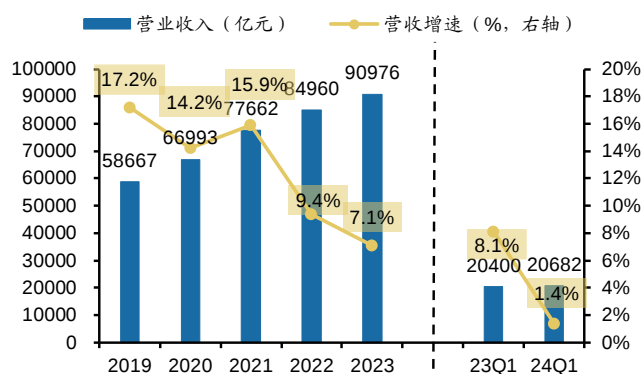
表 1: 建筑央企自由现金流、分红率、股息率指标概览 (日期: 2024 年 4 月 30 日)	22
表 2: 2023、2024Q1 建筑央企业绩及变动原因一览	24
表 3: 2023 年八大建筑央企营收稳增, 业绩表现分化	25
表 4: 八大建筑央企 2022 年、2023 年“一利五率”指标情况	26
表 5: 2023 年二级建筑央企营收业绩均呈分化态势	27
表 6: 预计 2024 年除中国外新兴和发展中经济体成品钢需求增速为 5.0%	27
表 7: 2022-2025 年海外电解铝新增产能列表	28
表 8: 2023 年, 多家二级建筑央企海外营收、新签高增	29
表 9: 中央高度重视设备大规模更新, 大力推动制造业低碳转型	30
表 10: 各二级建筑央企装备业务开展情况一览	30
表 11: 2023 年地方建筑国企营收业绩分化, 上海、安徽等发达/快速发展区域国企表现较好	32
表 12: 长三角各省市一体化发展目标一览	33
表 13: 西部大开发发展思路主要分为 5 个方面	34
表 14: 2023、2024Q1 洁净室工程公司业绩及变动原因一览 (单位: 亿元)	37
表 15: 2023 年, 多数洁净室企业实现归母净利润增长	38
表 16: 2023 年, 洁净室工程企业在手订单金额普遍增长	38
表 17: 截至 2023 年, 中国内地 12 英寸、8 英寸和 6 英寸及以下在建晶圆产线共 33 条	40
表 18: 2024 年, 中国晶圆产能有望达每月 860 万片, 同比+13.0%	40
表 19: 2023 年主要钢结构及 BIPV 企业营收稳增, 业绩表现分化	41
表 20: 2023 年重要钢结构企业订单额稳增, 产量高增	42
表 21: 23Q3、Q4 钢结构企业毛利率较高	43
表 22: 2023 年, 工程咨询服务板块个股盈利情况、估值一览 (日期: 2024 年 4 月 30 日)	45
表 23: 2019-2023 年, 工程咨询服务行业各细分板块信用减值损失一览	47
表 24: 工程咨询板块 2023 年、24Q1 业绩变化情况 (单位: 亿元、%)	47
表 25: 2019-2023 年, 工程咨询服务行业各细分板块人均营收、归母净利变化	48
表 26: 2019-2023 年, 工程咨询服务行业各细分板块收现比、净现比一览	49
表 27: 工程咨询服务行业杠杆率较低、板块间应收及合同资产占比分化	50
表 28: 部分省份通用机场建设规划情况	51
表 29: 低空经济设计规划、数智化服务标的及业务布局情况	52
表 30: 我国汽车自动化分级标准	53
表 31: 政策端积极引导 L3 级自动驾驶应用	54
表 32: 2023 年工程咨询板块企业智慧城市等业务布局一览	56
表 33: 当前投资主线、推荐及关注标的一览	57

一、建筑行业：分化持续，强者恒强、韧性成长

（一）盈利能力：23 年建筑业绩稳增 9.7%，24Q1 业绩小幅承压

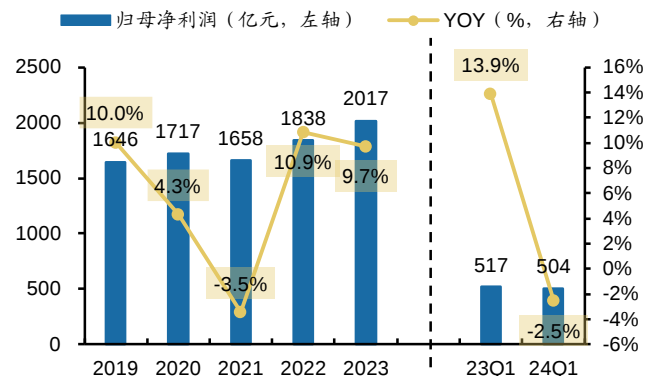
建筑行业2023年业绩稳增。2023年，建筑行业实现营收9.1万亿元，同比+7.1%，对应归母净利润2017亿元，同比+9.7%。2023年建筑行业业绩增长主要系以下四方面因素拉动：①八大建筑央企实现归母净利1727亿元，同比+6.0%，为行业盈利奠定核心基本盘。②国际工程板块实现归母净利50亿元，同比+30.6%。主要系板块内企业加速出海，向装备、运维、能源电力投建营等高毛利业务领域转型，盈利能力提升；③工程咨询服务板块实现归母净利71.7亿元，同比+38.8%，主要系期间费用率控制良好（同比-0.82pct），部分标的扭亏为盈。④装修装饰板块2023年合计亏损5亿元，同比少亏87亿元，主要系重点亏损企业重整、减值损失大幅收窄。

图1：2023年，建筑行业营收同比+7.1%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

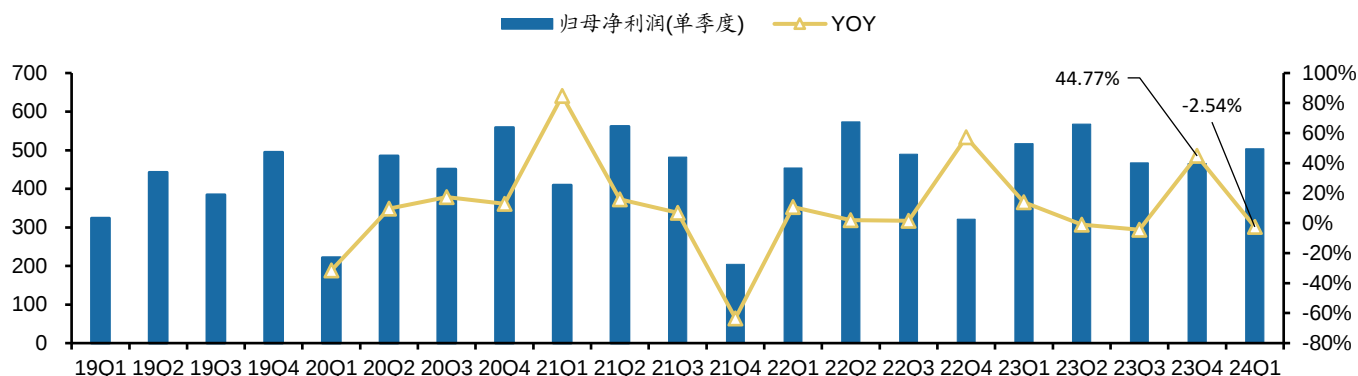
图2：2023年，建筑行业归母净利润同比+9.7%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

24Q1固投增速放缓叠加地产下行及重点区域化债，建筑行业业绩小幅下滑。24Q1，全国固定资产投资同比增速4.5%，较23Q1增速5.1%放缓，同期房地产开发投资同比-9.5%。下游整体需求偏弱叠加资金到位率等综合因素影响，一季度建筑行业实现营收2.1万亿元，同比+1.4%，对应归母净利润503.7亿元，同比-2.5%。从细分板块看，钢结构、其他专业工程两大板块业绩下滑较多：①钢结构板块业绩下滑主要系下游需求景气度承压、市场竞争加剧、板块毛利率同比下降0.12pct，②其他专业工程板块业绩下滑主要系板块内企业信用减值、资产减值损失显著增长，同比分别多损失48.3/49.0亿元。

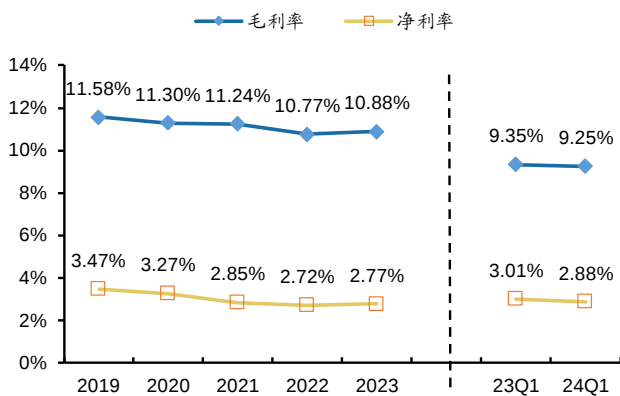
图3：24Q1建筑企业归母净利润同比下滑2.5%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

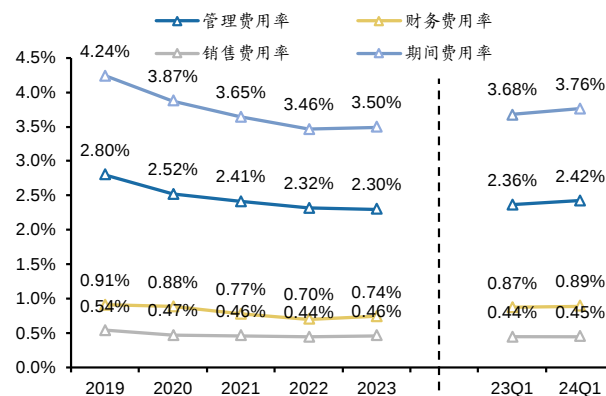
利润率水平看，2023年板块毛利率、净利率分别为10.88%、2.77%，同比分别+0.11/+0.05 pct。其中装修装饰（+1.22pct）、基建市政工程（+0.42pct）毛利率提升较大，或系疫情影响消退后，建筑企业劳务成本下降。费用率看，期间费用率由22年3.47%微增至23年3.50%，拆分看，销售/管理/财务费用率分别+0.04/-0.02/+0.01pct。其中：①国际工程板块期间费用率提升较多（+0.38pct），主要系汇兑影响下板块财务费用率提升；②园林工程板块期间费用率提升较多（+7.00pct），主要系营收规模下降。

图4：2023年，建筑行业毛利率同比+0.11pct



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

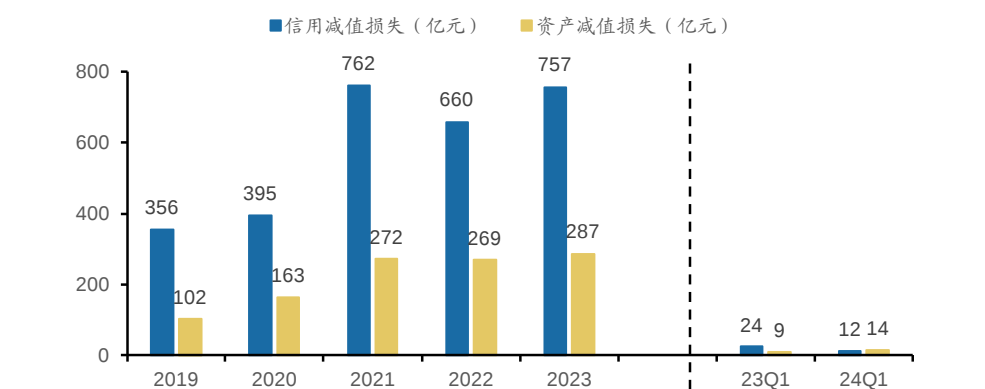
图5：2023年，建筑行业期间费用率同比+0.03pct



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

信用减值损失、资产减值损失略有上升。2023年，建筑行业信用/资产减值损失分别为757.4/287.0亿元，同比多损失97.7/18.0亿元，考虑到营收增长，该变化处于正常水平。行业内看，其他专业工程板块信用/资产减值损失同比多损失48.3/49.0亿元，变化较大。纵向看，房地产行业风险外溢传导至建筑工程行业，建筑行业2021年信用/资产减值损失显著加大，2022年及2023年基本维持稳定。

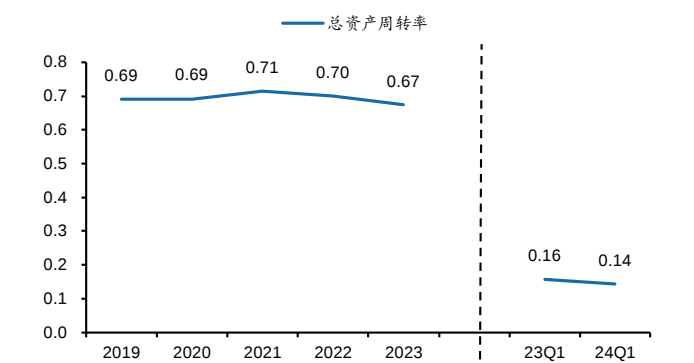
图6：2023年，建筑行业信用/资产减值同比多损失97.7/18.0亿元



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

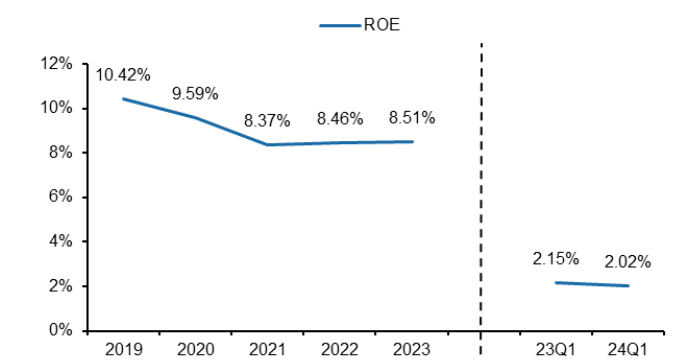
ROE继续保持上行趋势，总资产周转率略有下降。2023年，建筑行业ROE为8.51%，同比提升0.05 pct，其中国际工程板块（+1.13pct）、工程咨询服务板块（+1.04pct）提升较多。2023年，建筑板块总资产周转率为0.67，同比降低0.03，其中国际工程板块提升较多（+0.14）。

图7：2023年，建筑板块总资产周转率同比降低0.03



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

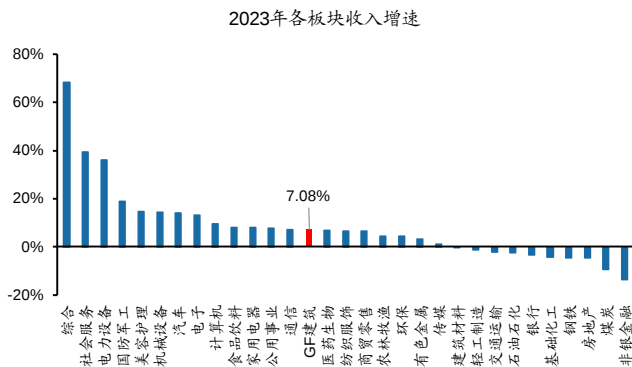
图8：2023年，建筑板块ROE同比提升0.05 pct



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

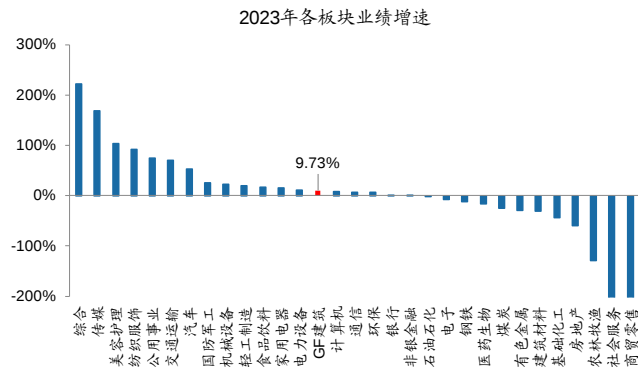
2023年营收及业绩增速均位列全行业14位，低估值属性突出。根据申万2021年行业划分口径，申万建筑装饰板块2023年营业收入及归母净利润同比增速均位列31个申万一级行业中14位，板块成长位于各板块中上游。与之相对，建筑装饰（SW）板块当前PE（TTM，最新收盘日期2024/4/30）为8.48倍，位列申万一级行业中第30位，PB(LF)为0.72倍，位列申万一级行业中第29位，低估值属性突出。

图9：2023年，建筑板块营收增速位列全行业14位



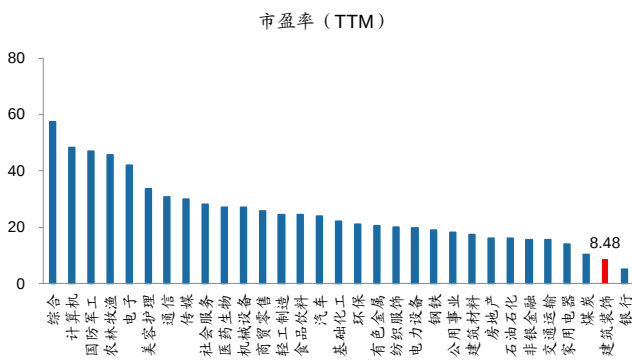
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图10：2023年，建筑板块归母净利润增速位列全行业14位



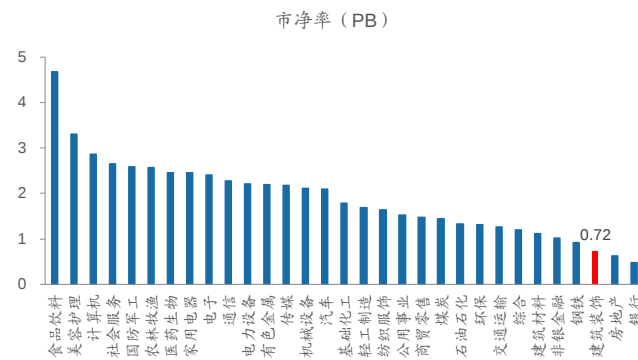
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图11：当前建筑装饰PE (TTM) 位列30位 (日期：2024年4月30日)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图12：当前建筑装饰PB (LF) 位列29位 (日期：2024年4月30日)

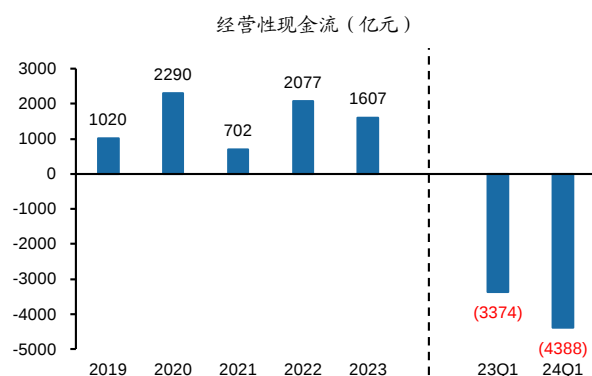


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

(二) 现金流：经营现金流净流入收窄，近两年自由现金流显著改善

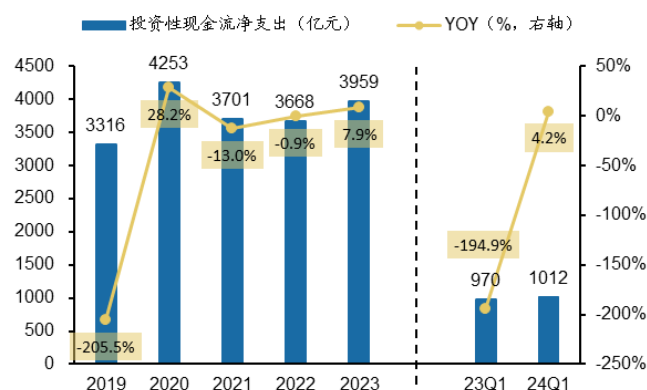
2023年建筑行业经营性现金流承压，特别国债、专项债项目落地背景下24Q2有望迎改善。2023年，建筑行业经营性现金流净流入1607亿元，同比少流入469.8亿元，主要受基建市政板块拖累（同比少流入595.9亿元）。24Q1，建筑行业经营性现金流净流出4388亿元，同比多流出1014亿元。根据央视网，4月17日发改委会副主任表示已完成全部三批共1万亿增发国债项目清单下达工作，将推动所有增发国债项目在24M6前开工。据新华网，4月23日，发改委联合财政部完成2024年地方政府专项债券项目的筛选工作，共筛选通过专项债券项目约3.8万个。我们认为随着增发特别国债项目提速落地、专项债逐步下达，24Q2建筑企业现金流有望好转。

图13：2023年，建筑行业经营性现金流同比少流入469.8亿元



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

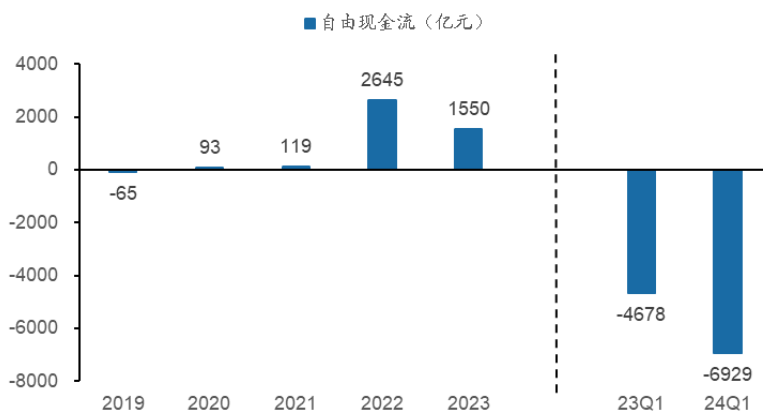
图14：2023年，建筑行业投资性现金流同比多流出291.1亿元



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

行业自由现金流显著改善，逐步聚焦股东回报。2023年，建筑行业自由现金流净流入1550亿元，较2022年少流入1096亿元。近两年看，建筑企业逐步退出低收益PPP等无效投资项目，专注提升主业经营效率，加大催收和现金流考核，自由现金流量显著改善，行业内多家建筑央企推出三年期股东回报计划。展望看，考核指标叠加投资模式优化，建筑企业逐步减少低效现金流支出、自由现金流有望持续改善，增强板块内企业现金分红能力和分红意愿，**提升股东回报，估值中枢有望提升。**

图15：2022-2023年，建筑行业自由现金流较2021年显著改善

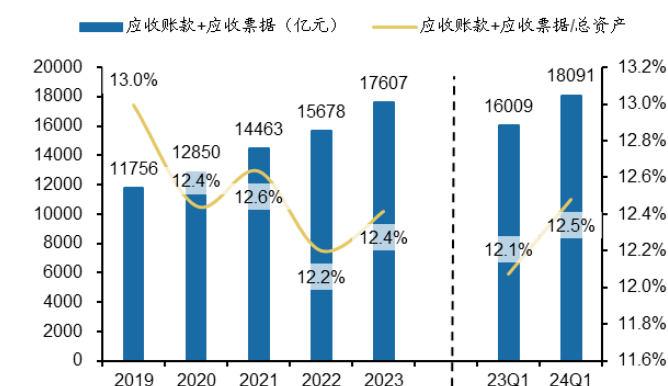


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心 注：自由现金流=息税前利润+折旧与摊销-营运资金增加-资本支出

（三）资产结构：应收应付同比、占比均增长，杠杆率总体保持稳定

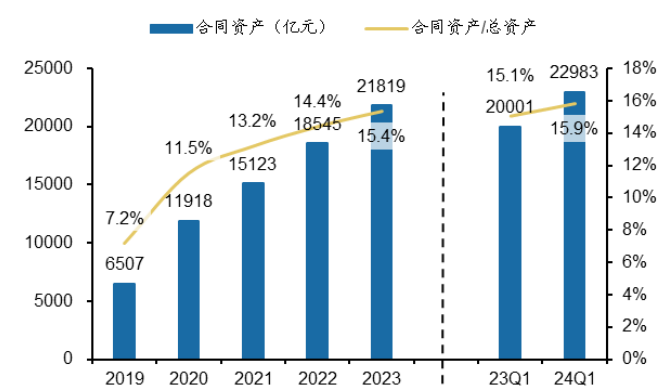
应收账款、合同资产占比提升。资产端：2023年，建筑企业应收账款+应收票据总额同比增长12.3%（占总资产12.4%），合同资产总额同比增长17.7%（占总资产15.4%），总额和占比均有所提升。与之对应，应付账款+应付票据总额同比上升13.7%（占总负债40.4%）。应收增速高于营收增速，主要系下游客户付款压力加大，应付增速高于应收端，主要系建筑企业将现金流压力转向上游材料设备商及劳务分包商。

图16: 2023年, 建筑板块应收账款+应收票据占总资产比例提升0.2%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

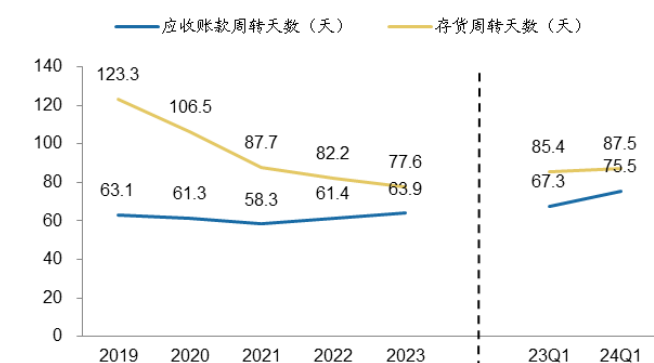
图 17: 2023 年, 建筑板块合同资产占总资产比例提升 1.0%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

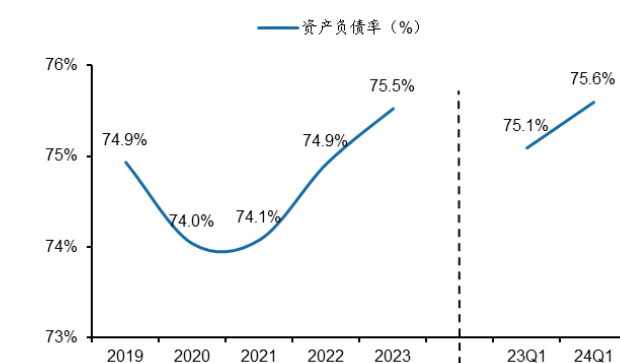
存货周转天数下降, 资产负债率基本保持平稳。2023年, 建筑行业应收账款周转天数/存货周转天数分别为63.9/77.6天, 同比+2.5/-4.6天。2023年, 建筑行业资产负债率75.5%, 同比提升0.61 pct。

图18: 2023年, 建筑行业存货周转天数同比减少4.6天



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 19: 2023 年, 建筑行业资产负债率+0.61 pct



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

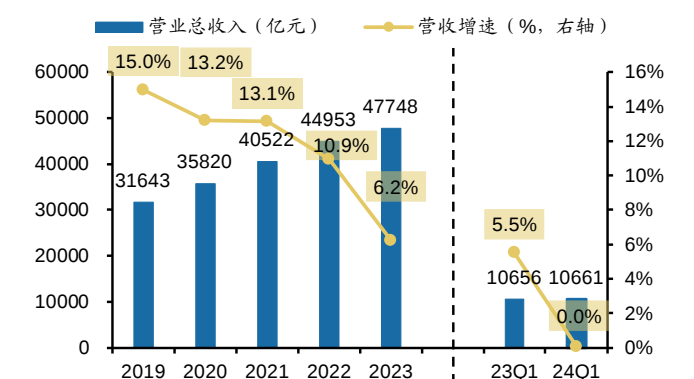
（四）板块巡礼：基建市政工程、房屋建设、国际工程板块表现亮眼

1. 基建市政工程：2023年业绩稳增，经营性现金流净流入减少

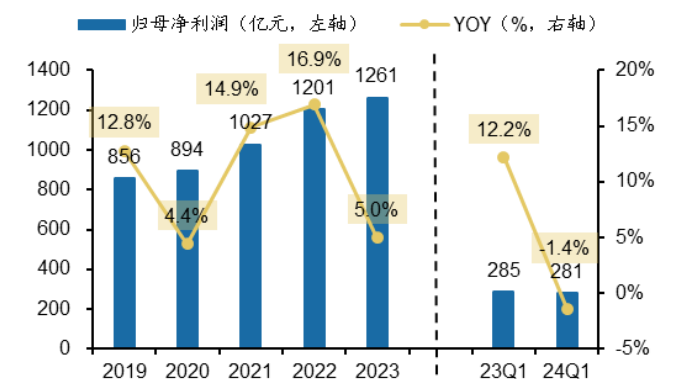
2023年业绩稳增, 毛利率提升。2023年, 基建市政工程板块实现营收4.8万亿元, 同比+6.2%, 对应归母净利润1261亿元, 同比+5.0%。业绩增长主要系中国交建、中国电建、中国核建、安徽建工、东湖高新(分别实现归母净利238.1/129.9/20.6/15.5/10.8亿元, 同比分别+24.6%/13.6%/17.6%/12.6%/86.5%)拉动。毛利率11.47%, 同比+0.42 pct。业绩增速略低于营收增速主要系期间费用率提升(同比+0.15 pct)叠加减值损失增加所致(信用减值损失340.1亿元, 同比多损失77.2亿元)。

图20: 2023年, 基建市政工程板块营收同比+6.2%

图21: 2023年, 基建市政工程板块归母净利润同比+5.0%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

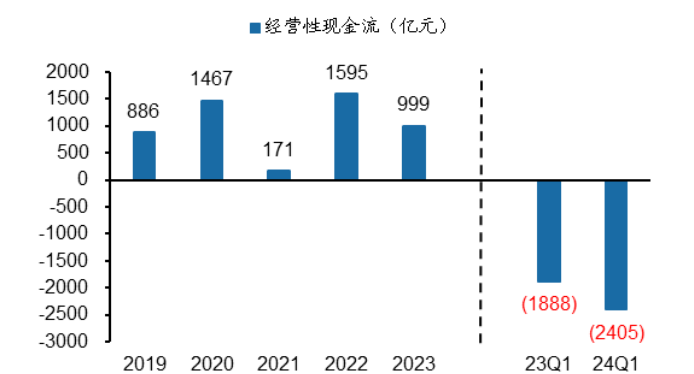


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

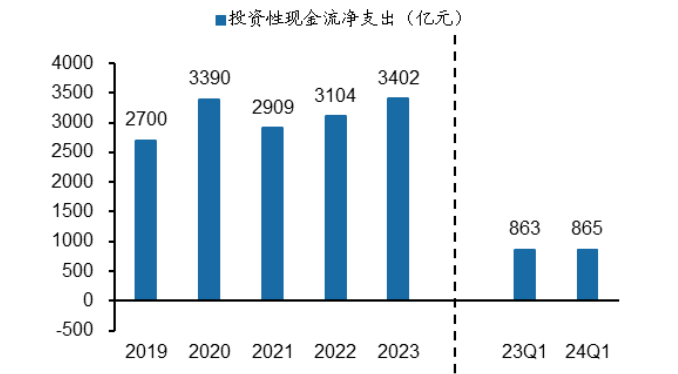
经营性现金流净流入减少, 投资性现金流流出增多。2023年, 基建市政工程板块实现经营性现金净流入998.7亿元, 同比少流入595.9亿元, 投资性现金净流出3402亿元, 同比多流出298.0亿元。现金流变化主要由中国铁建、四川路桥(经营性现金同比少流入357.2/155.1亿元), 中国电建、中国交建(投资性现金同比多流出352.6/92.1亿元)导致。

图22: 2023年, 基建市政工程板块经营性现金流同比减少流入596亿元

图23: 2023年, 基建市政工程板块投资性现金流同比多流出298亿元



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

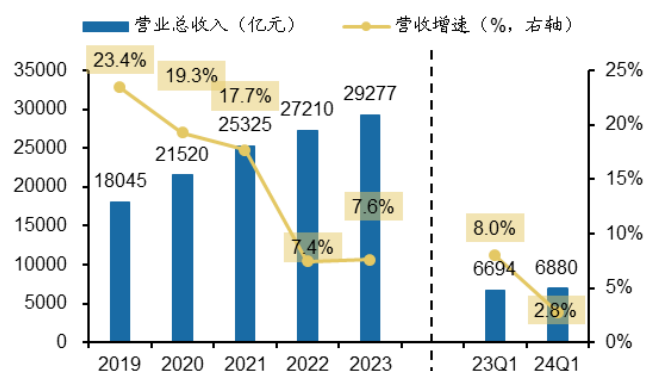


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2. 房屋建设: 2023年权重股中国建筑业绩实现稳增, 经营性现金净流入增加

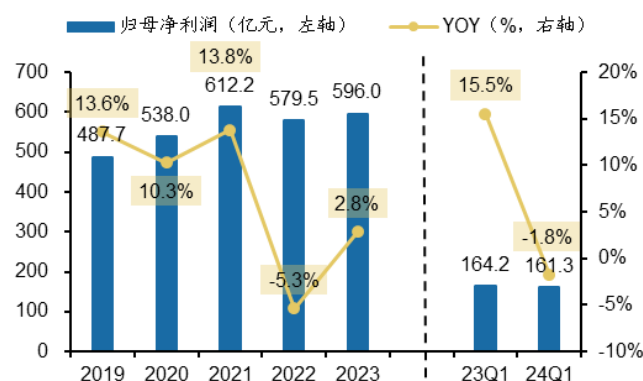
2023年业绩稳增, 毛利率、费用率略有下降。2023年, 房屋建设板块营收2.9万亿元, 同比+7.6%。归母净利润596.0亿元, 同比+2.8%。业绩增长主要由中国建筑(实现归母净利542.6亿元、同比+6.5%)、陕建股份(实现归母净利39.6亿元, 同比+10.3%)和高新发展(实现归母净利3.7亿元, 同比+83.8%)拉动。毛利率9.56%, 同比-0.36 pct, 期间费用率2.86%, 同比-0.14 pct。

图24：2023年，房屋建设板块营收同比+7.6%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

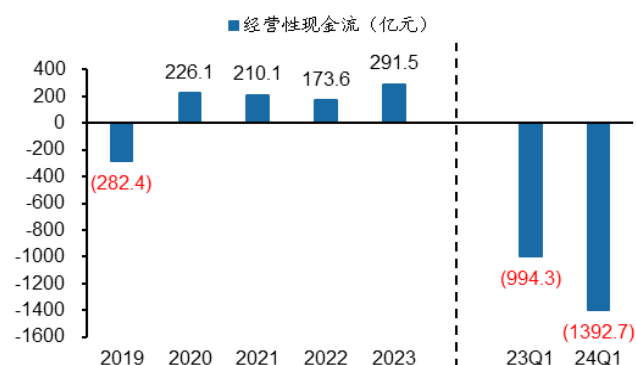
图25：2023年，房屋建设板块归母净利润同比+2.8%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

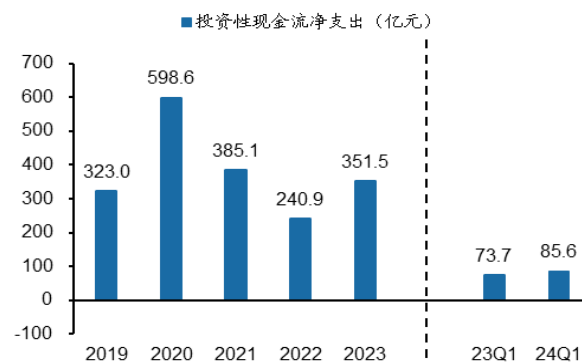
经营性现金净流入增多，投资性现金流出增多。2023年，房屋建设板块实现经营性现金净流入291.5亿元，同比多流入117.8亿元，投资性现金净流出351.5亿元，同比多流出110.7亿元。现金流变化主要由上海建工（经营性现金同比多流入120.2亿元）、中国建筑（投资性现金同比多流出150.2亿元）对应指标同比变化较大所致。

图26：2023年，房屋建设板块经营性现金流同比多流入117.8亿元



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图27：2023年，房屋建设板块投资性现金流同比多流出110.7亿元

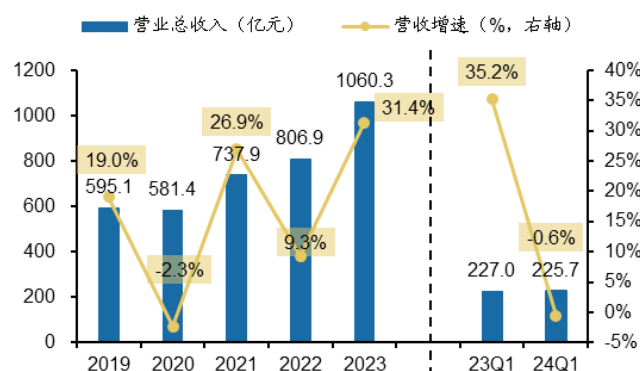


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

3. 国际工程：2023年业绩高增，经营性现金净流入增加

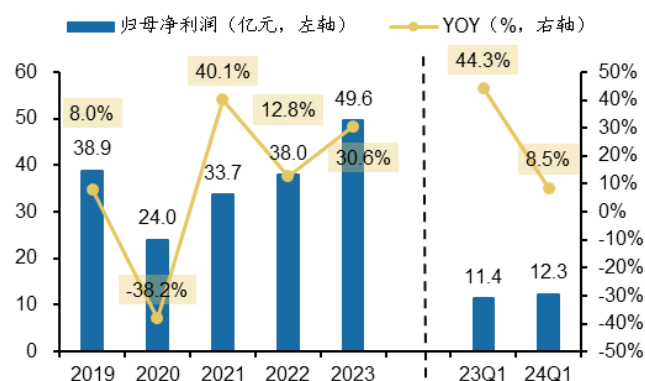
2023年业绩高增，毛利率、期间费用率均有一定程度提升。2023年，国际工程板块实现营收1060亿元，同比+31.4%，对应归母净利润49.6亿元，同比+30.6%。业绩增长主要由北方国际、中材国际（实现归母净利9.2/29.2亿元，同比+44.4/14.7%，中材国际增速为调整后数据）拉动。毛利率14.53%，同比+0.25pct，期间费用率4.71%，同比+0.38pct。

图28：2023年，国际工程板块营收同比+31.4%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

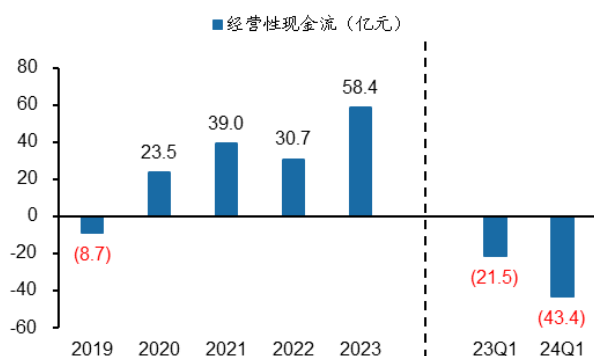
图 29：2023 年，国际工程板块归母净利润同比+30.6%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

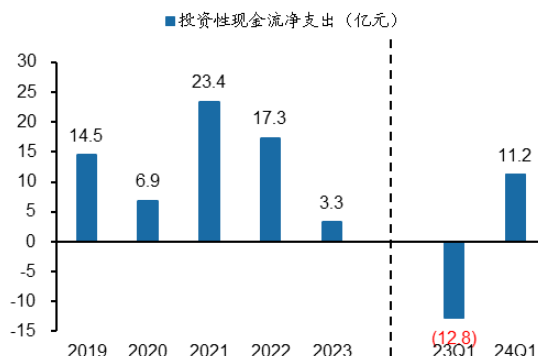
经营性现金流净流入增多，投资性现金流流出减少。2023 年，国际工程板块实现经营性现金净流入 58.4 亿元，同比多流入 27.7 亿元，投资性现金净流出 3.3 亿元，同比少流出 14.0 亿元。现金流变化主要由中材国际（经营性现金同比多流入 26.2 亿元），中钢国际（投资性现金同比少流出 13.6 亿元）对应指标同比变化较大所致。

图30：2023年，国际工程板块经营性现金流同比多流入27.7亿元



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 31：2023 年，国际工程板块投资性现金流同比少流出 14.0 亿元



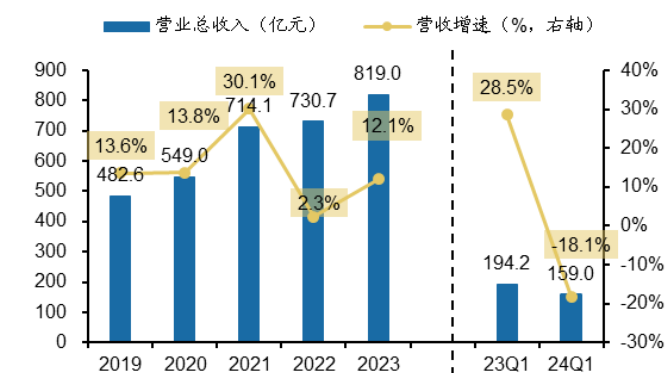
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

4. 钢结构： 2023 年业绩连续第 2 年下滑，经营性现金净流出收窄

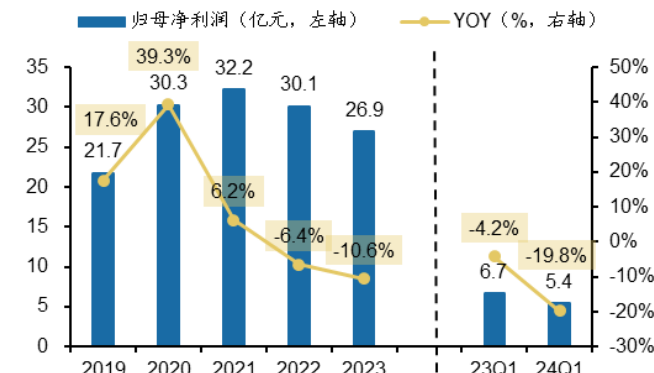
2023 年业绩连续第 2 年下滑，毛利率下降。2023 年，钢结构板块营收 819.0 亿元，同比+12.1%。归母净利润 26.9 元，同比-10.6%。业绩下降主要由国际实业、海波重科、精工钢构（实现归母净利 0.8/0.1/5.5 亿元，同比分别-72.9%/-88.4%/-22.3%）拉低。毛利率 12.34%，同比-0.90pct，期间费用率 4.63%，同比-0.16 pct。

图32：2023年，钢结构板块营收同比+12.1%

图33：2023年，钢结构板块归母净利润同比-10.6%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

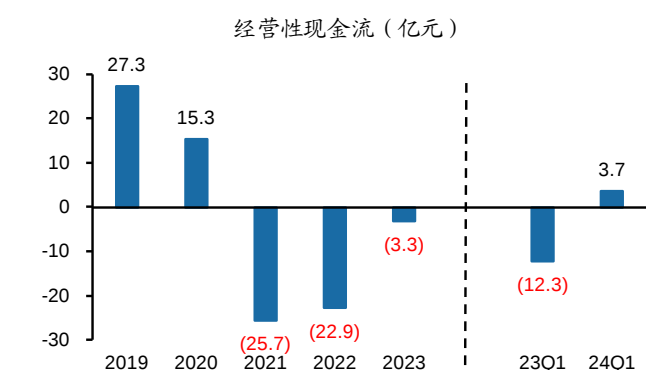


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

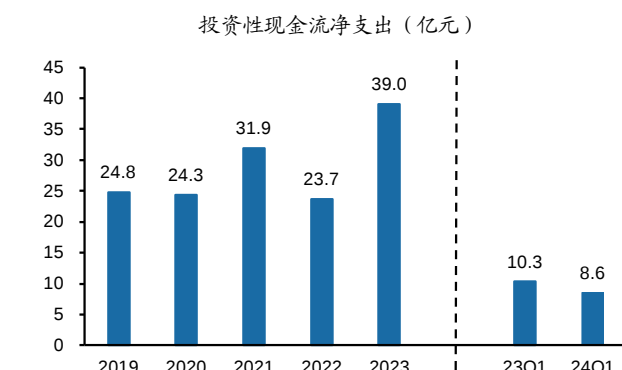
经营性现金净流出减少，投资性现金流出增多。2023年，钢结构板块经营性现金流净流出3.3亿元，同比少流出19.6亿元。投资性现金流净流入39.0亿元，同比多流出15.4亿元。现金流变化主要由富煌钢构、精工钢构（经营性现金同比分别少流出7.0/6.4亿元），国际实业、东南网架（投资性现金同比分别多流出8.1/7.1亿元）导致。

图34：2023年，钢结构板块经营性现金流同比少流出3.3亿元

图35：2023年，钢结构板块投资性现金流同比多流出15.4亿元



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

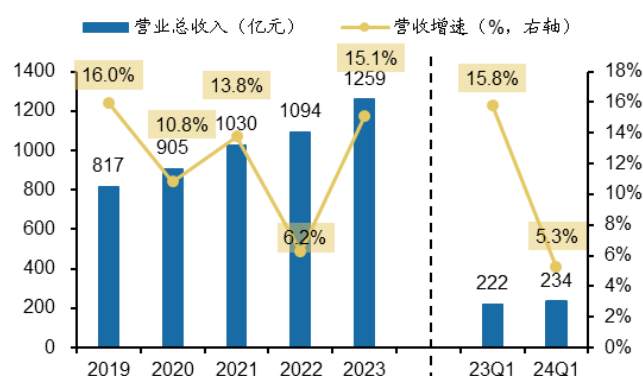


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

5. 工程咨询服务：2023年板块业绩高增，经营性现金净流承压

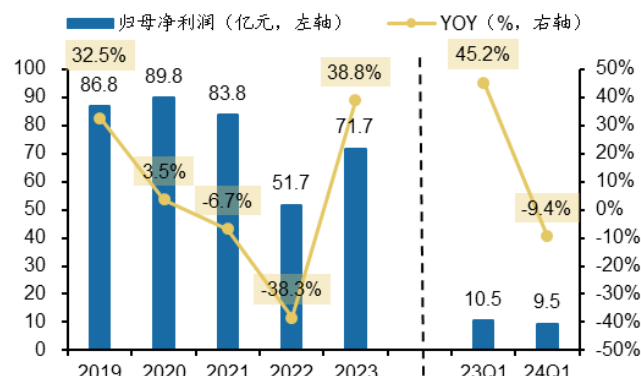
2023年业绩稳增，毛利率提升。2023年，SW工程咨询服务板块营收1259亿元，同比+15.1%，归母净利润71.7亿元，同比+38.8%。业绩增长主要系太极实业(实现归母净利7.3亿元，同比扭亏为盈、多盈利14.7亿元)、华锡有色、中交设计(实现归母净利3.1/17.7亿元，同比+1629/132.9%)等盈利改善标的的拉动。毛利率22.14%，同比+0.33pct，期间费用率7.84%，同比-0.82pct。

图36: 2023年, 工程咨询板块营收同比+15.1%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

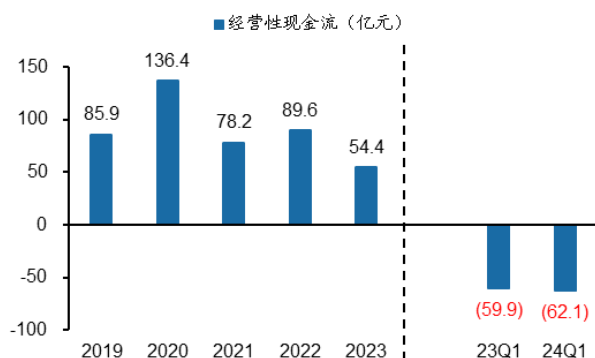
图37: 2023年, 工程咨询板块归母净利润同比+38.8%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

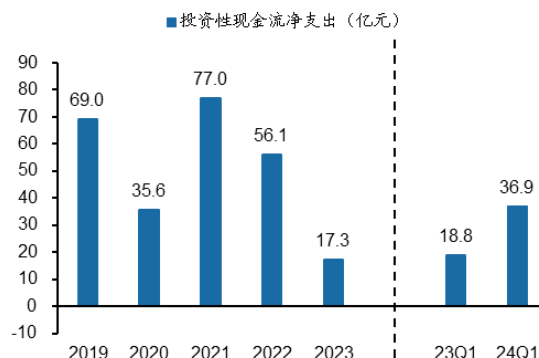
经营性现金净流入减少, 投资性现金净流出减少。2023年, 工程咨询服务板块实现经营性现金流净流入54.4亿元, 同比少流入35.2亿元, 实现投资性现金流净流出17.3亿元, 同比少流出38.8亿元。现金流变化主要系同济科技、中交设计(经营性现金同比少流入42.7/12.1亿元), 苏交科/尤安设计(投资性现金同比少流出20.2/6.5亿元)等标的导致。

图38: 2023年, 工程咨询板块经营性现金流同比少流入23.1亿元



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图39: 2023年, 工程咨询板块投资性现金流同比少流出36.2亿元

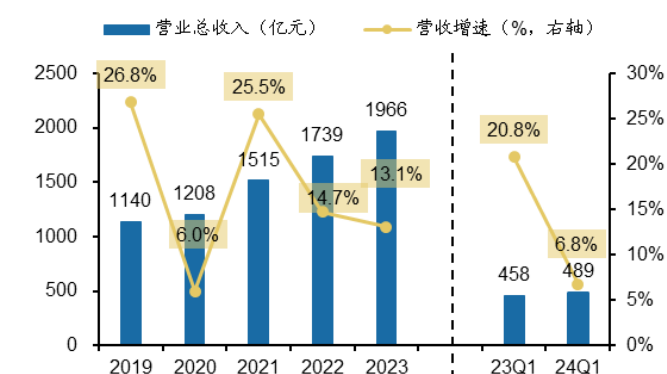


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

6. 化学工程: 2023年业绩小幅增长, 经营性现金大幅改善

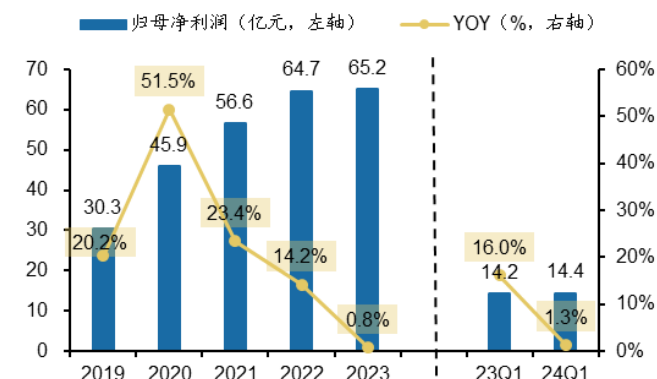
2023年业绩和毛利率小幅增加。2023年, 化学工程板块营收1966亿元, 同比+13.1%。归母净利润65.2亿元, 同比+0.8%。业绩增长主要由中国化学(实现归母净利54.3亿元, 同比基本保持稳定。板块毛利率9.92%, 同比+0.01pct, 期间费用率2.01%, 同比+0.11pct。

图40：2023年，化学工程板块营收同比+13.1%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

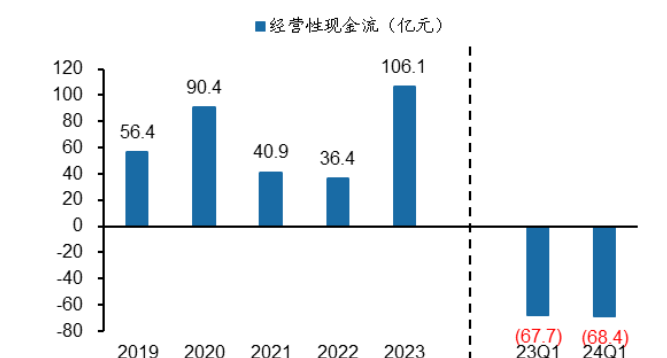
图41：2023年，化学工程板块归母净利润同比+0.8%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

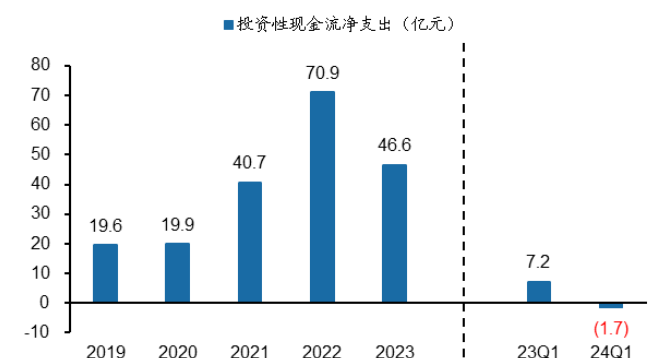
经营性现金净流入增多，投资性现金流出减少。2023年，化学工程板块经营性现金流净流入106.1亿元，同比多流入69.8亿元，投资性现金净流出46.6亿元，同比少流出24.3亿元。现金流大幅改善主要系中国化学2023年经营性现金同比多流入76.3亿元，投资性现金同比少流出23.2亿元等积极因素影响。

图42：2023年，化学工程板块经营性现金流同比多流入69.8亿元



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图43：2023年，化学工程板块投资性现金流同比少流出24.3亿元

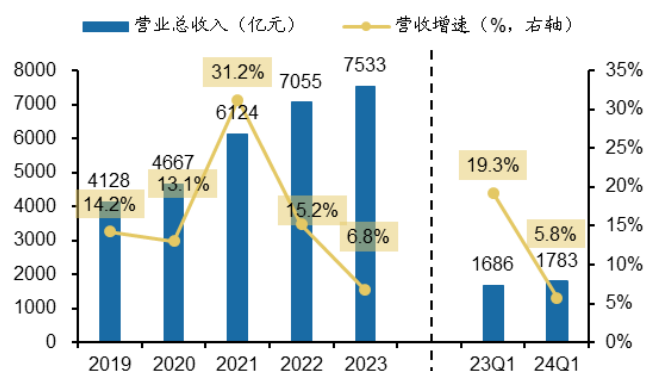


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

7. 其他专业工程：2023年业绩大幅下滑，经营性现金净流入减少

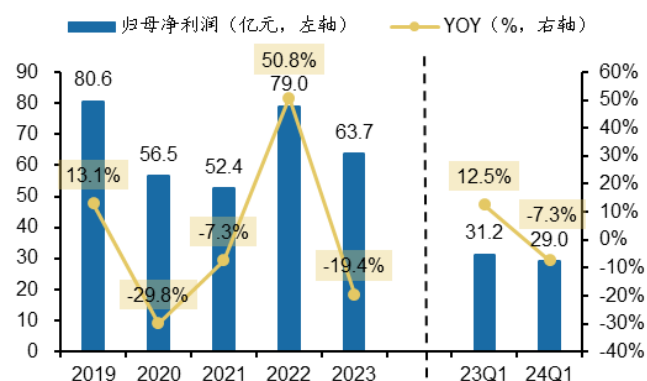
2023年业绩大幅下降19%，毛利率下降、费用率提升。2023年，其他专业工程板块营收7533亿元，同比+6.8%。归母净利润63.7亿元，同比-19.4%。业绩下降主要由中国中冶（实现归母净利86.7亿元，同比-16.0%）、中铝国际（实现归母净利-26.6亿元，同比多亏损27.7亿元）拉低。板块毛利率10.00%，同比-0.15pct，期间费用率3.31%，同比+0.03pct。

图44: 2023年, 其他专业工程板块营收同比+6.8%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

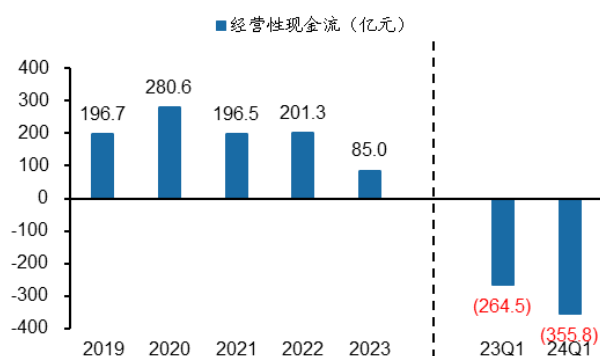
图 45: 2023 年, 其他专业工程板块归母同比-19.4%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

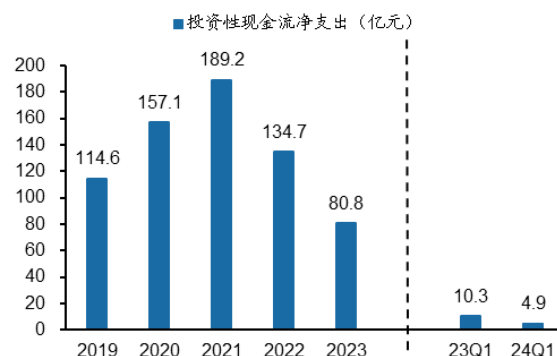
经营性现金净流入减少, 投资性现金流出减少。2023 年, 其他专业工程板块经营性现金流净流入 85.0 亿元, 同比少流入 116.3 亿元, 投资性现金流净流出 80.8 亿元, 同比少流出 53.9 亿元。现金流变化主要由中国海诚、中国中冶 (经营性现金同比分别少流入 11.4/122.6 亿元), 深桑达 A、中铝国际 (投资性现金同比分别少流出 10.3/44.2 亿元) 导致。

图46: 2023年, 其他专业工程板块经营性现金流同比减少流入116.3亿元



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 47: 2023 年, 其他专业工程板块投资性现金流同比减少流出 53.9 亿元



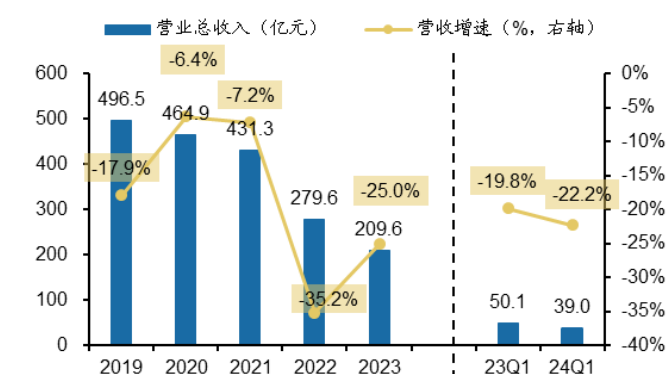
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

8. 园林工程: 2023 年业绩无改善、毛利率大幅下降, 经营性现金流净额转正

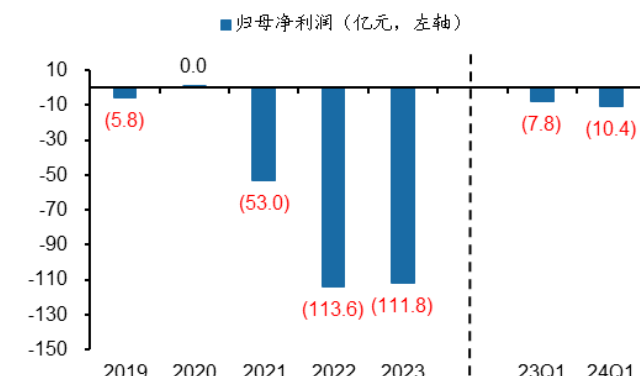
园林工程板块近三年业绩持续为负, 毛利率显著下降。2023 年, 园林工程板块实现营收 209.6 亿元, 同比-25.0%, 实现归母净利润-111.8 亿元。业绩持续为负主要系 *ST 东园、节能铁汉、岭南股份、棕榈股份 (分别实现归母净利-50.8/-14.8/-11.0/-9.4 亿元) 等亏损标的拖累所致。板块毛利率 0.86%, 同比-7.80pct, 主要系东方园林毛利率转负所致, 板块期间费用率 27.78%, 同比+7.00 pct。

图48: 2023年, 园林工程板块营收同比-25.0%

图 49: 2023 年, 园林工程板块同比少亏损 1.8 亿元



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

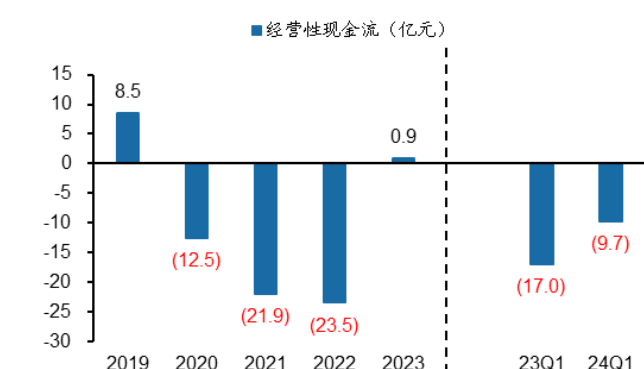


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

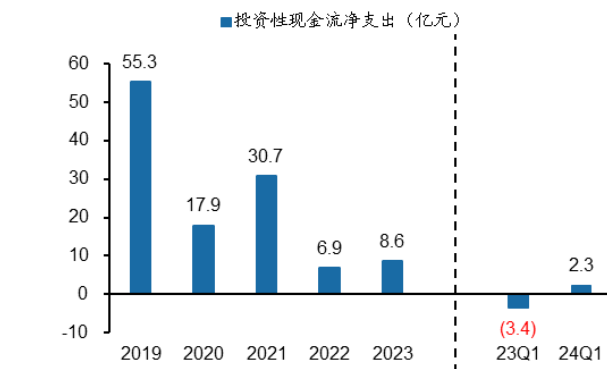
经营性现金流净额由负转正, 投资性现金流出增多。2023 年, 园林工程板块经营性现金流净流入 0.9 亿元, 同比多流入 24.4 亿元。投资性现金流净流出 8.6 亿元, 同比多流出 1.8 亿元。现金流变化主要由美丽生态、蒙草生态、东珠生态 (经营性现金流同比分别多流入 4.4/13.5/4.1 亿元), 岭南股份、节能铁汉 (投资性现金流同比分别多流出 3.1/3.5 亿元) 导致。

图50: 2023年, 园林工程板块经营性现金流同比多流入24.4亿元

图 51: 2023 年, 园林工程板块投资性现金流同比多流出 1.8 亿元



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

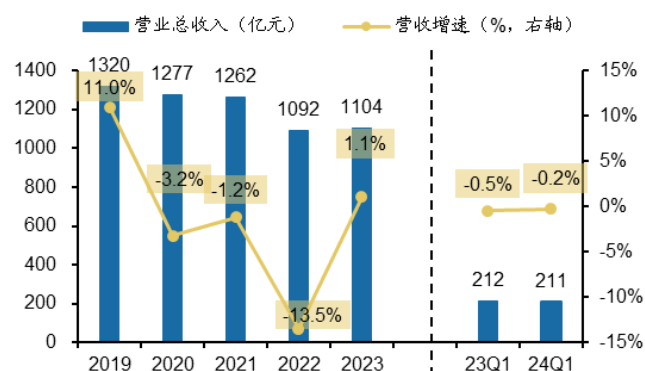


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

9. 装修装饰: 2023 年业绩亏损收窄, 经营性现金流净额转正

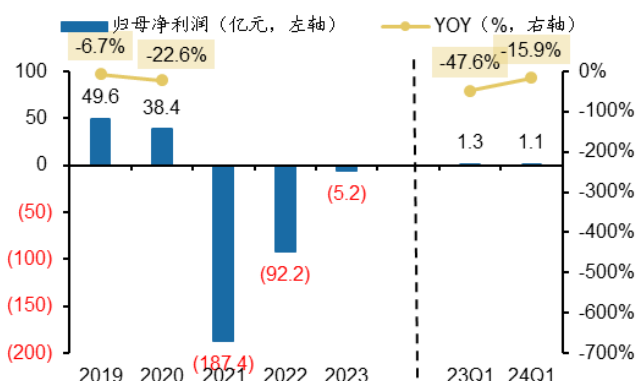
2023 年业绩亏损大幅收窄, 毛利率提升。2023 年, 装修装饰板块实现营收 1104 亿元, 同比+1.1%, 实现归母净利润-5.2 亿元, 业绩亏损大幅收窄主要系宝鹰股份、*ST 广田、*ST 全筑 23 年分别实现归母净利-9.7/21.30/1.0 亿元, 同比分别+12.2/+28.2/+12.9 亿元所致。板块毛利率 12.28%, 同比+1.22pct, 期间费用率 8.58%, 同比+0.12 pct。

图52：2023年，装修装饰板块营收同比+1.1%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

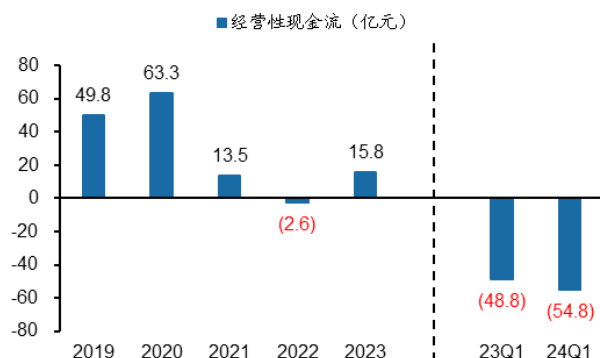
图53：2023年，装修装饰板块亏损收窄 87.0 亿元



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

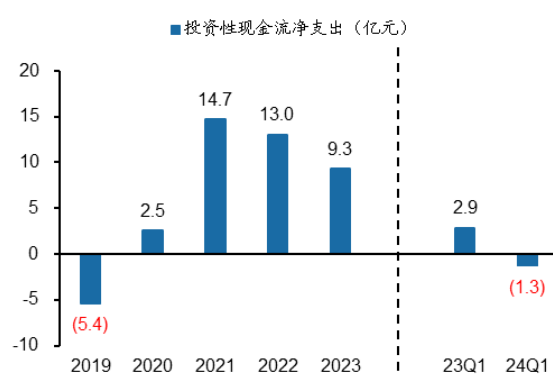
经营性现金流净额由负转正，投资性现金流出减少。2023年，装修装饰板块经营性现金流净流入15.8亿元，同比多流入18.4亿元。投资性现金净流出9.3亿元，同比少流出3.7亿元，现金流变化主要系江河集团、*ST广田、洪涛股份（经营性现金同比分别多流入10.1/8.0/5.5亿元），东易日盛、柯利达（投资性现金流同比分别少流出2.9/3.0亿元）导致。

图54：2023年，装修装饰板块经营性现金流同比多流入18.4亿元



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图55：2023年，装修装饰板块经营性现金流同比少流出3.7亿元



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、央国企：强者恒强，聚焦优质区域、出海逻辑

本章我们选取八大建筑央企、10家二级建筑央企、18家建筑国企，合计36家央国企进行系统性复盘分析、前瞻展望。

（一）价值投资视角看央国企：自由现金流、分红率、股息率分化显著

自由现金流：一级央企稳健性更胜一筹，二级建筑央企及地方国企中不乏“现金奶牛”。一方面，八大建筑央企自由现金流多数呈现稳健向好发展势头，其中中国建筑、中国交建21-23年自由现金流均为正。相较于八大建筑央企，二级央企和地方国企自由现金流各年份间存较大波动；另一方面，中钢国际、北方国际、华电重工、上海建工、隧道股份、东湖高新和浦东建设等地方国企自由现金流表现亮眼，21-23年持续为正，理论上具备持续高分红或对外再投资等能力。

分红率方面：①从分红率区间统计看：2023年，3家企业分红率超50%（中钢国际、四川路桥、重庆建工），1家处40%-50%区间（中工国际），11家处30%-40%区间，6家介于20%-30%区间，15家位于20%以下；②八大建筑央企分红率保持在13%-21%区间。其中中国建筑、中国交建、中国化学分红率超20%；③二级建筑央企、地方国企分红率相对分散、分红率均值高于八大建筑央企。23年，二级建筑央企、地方国企分红率均值分别为28.0%、25.5%，其中中钢国际分红率为50.1%，中粮科工分红率为35.3%。

股息率方面：①按照2023年股息率区间统计，4家超5%，3家介于4%~5%，7家超3%；②八大建筑央企股息率较高，6家股息率超3%或接近3%，其中中国建筑23年股息率5.6%、中国铁建股息率4.6%；③除中钢国际（23年股息率4.6%）、中材国际（23年股息率4.3%）外，二级建筑央企股息率均不高，主要系下游为国际工程或工业工程服务，估值普遍高于八大建筑央企和地方国企；④地方国企股息率普遍较高，8家公司超3%，其中四川路桥（23年股息率6.9%）、隧道股份（23年股息率5.7%）、安徽建工（23年股息率5.6%）、浙江交科（23年股息率3.4%）、浦东建设（23年股息率3.4%）居前。

表1：建筑央国企自由现金流、分红率、股息率指标概览（日期：2024年4月30日）

行业细分	股票简称	总市值 (亿元)	PE (TTM)	PB (LF)	自由现金流 (亿元)			分红总额/归母净利润			股息率		
					2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
一级央企 八大央企	中国建筑	2,231	4.1	0.5	172.5	224.1	219.2	20.4%	20.8%	20.8%	4.7%	4.8%	5.6%
	中国中铁	1,626	4.9	0.6	-36.5	261.0	246.6	17.6%	15.8%	15.5%	3.0%	3.0%	3.7%
	中国铁建	1,152	4.4	0.4	-331.1	537.1	75.9	13.5%	14.3%	18.2%	2.9%	3.3%	4.6%
	中国交建	1,447	5.9	0.5	200.0	121.2	242.7	18.3%	18.4%	20.0%	2.3%	2.4%	3.8%
	中国中冶	678	8.5	0.7	143.1	230.5	332.7	19.3%	16.7%	17.2%	2.4%	2.5%	2.4%
	中国电建	875	6.7	0.7	19.6	743.7	-279.4	17.5%	18.1%	18.1%	1.7%	2.4%	2.8%
	中国能建	917	11.0	0.9	-136.5	-28.5	-13.2	14.4%	13.5%	13.6%	1.0%	1.1%	1.2%
	中国化学	422	7.6	0.7	39.3	-2.6	83.3	19.3%	20.0%	20.0%	2.1%	2.6%	2.8%
均值			6.6	0.6				17.5%	17.2%	17.9%	2.5%	2.8%	3.4%

行业细分	股票简称	总市值 (亿元)	PE (TTM)	PB (LF)	自由现金流 (亿元)			分红总额/归母净利润			股息率		
					2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
二级央企 专业工程	中材国际	335	11.4	1.7	0.3	-10.1	20.4	28.8%	36.1%	36.2%	1.6%	2.4%	4.3%
	中国核建	235	11.1	1.2	-57.6	-80.7	64.6	12.4%	13.6%	12.7%	0.8%	1.0%	1.3%
	中铝国际	139	-5.4	5.9	-29.3	-44.4	17.6	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	北方国际	121	12.3	1.4	10.8	2.8	7.2	10.0%	10.0%	10.0%	0.5%	0.5%	0.8%
	中工国际	95	26.3	0.8	-6.3	0.0	2.8	43.8%	44.5%	42.9%	1.3%	1.6%	1.5%
	中钢国际	93	12.1	1.1	34.6	28.3	26.2	49.4%	70.8%	50.1%	3.4%	4.8%	4.6%
	华电重工	68	61.7	1.7	5.7	16.3	8.1	32.7%	37.7%	31.1%	1.5%	1.7%	0.4%
	东华科技	59	15.0	1.4	11.2	-2.1	9.5	32.9%	24.5%	22.6%	1.4%	1.2%	1.3%
	中粮科工	53	24.4	2.6	0.4	0.0	4.0	47.6%	60.7%	35.3%	1.4%	1.9%	1.4%
	中国海诚	51	16.1	2.1	4.6	9.8	-5.0	37.2%	38.3%	39.3%	1.2%	1.6%	2.5%
均值			18.5	2.0				29.5%	33.6%	28.0%	1.3%	1.7%	1.8%
省级国企	上海建工	213	13.4	0.7	160.4	111.3	255.9	34.2%	32.8%	34.2%	6.0%	2.1%	2.6%
	隧道股份	211	7.2	0.7	86.3	32.3	54.2	30.2%	30.2%	35.3%	3.4%	4.0%	5.7%
	浙江建投	93	36.0	1.4	-31.9	58.0	-16.3	20.7%	22.3%	13.8%	2.3%	2.3%	0.5%
	广东建工	155	10.3	1.2	-2.6	-20.0	81.6	28.6%	130.2%	37.9%	0.6%	3.3%	3.2%
	浙江交科	100	7.2	0.7	-48.6	28.1	14.1	28.4%	20.0%	24.1%	2.8%	3.2%	3.4%
	山东路桥	88	3.8	0.7	-1.3	42.2	-41.7	9.1%	10.0%	12.2%	2.2%	2.8%	3.2%
	安徽建工	83	5.5	0.8	-22.1	1.2	-1.2	39.3%	31.1%	28.7%	5.2%	5.2%	5.6%
	四川路桥	632	7.9	1.3	-10.5	196.1	-104.2	40.5%	50.5%	50.0%	3.6%	9.0%	6.9%
	陕建股份	150	4.1	0.7	4.8	30.8	-3.9	11.8%	10.5%	14.3%	2.7%	2.5%	3.7%
	重庆建工	50	206.1	0.6	-6.2	16.0	15.5	30.6%	30.1%	50.6%	1.7%	0.9%	0.3%
	北新路桥	46	149.6	1.3	-34.8	-18.8	5.7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	新疆交建	73	23.2	2.3	26.7	3.1	-5.6	25.5%	18.3%	30.9%	0.9%	0.9%	1.2%
	龙建股份	40	11.9	1.5	5.8	8.3	-8.9	13.2%	10.2%	10.6%	0.9%	0.9%	0.8%
	东湖高新	123	11.7	1.4	4.1	5.5	14.8	31.3%	17.3%	14.8%	1.4%	0.8%	1.4%
均值			35.6	1.1				24.5%	29.5%	25.5%	2.4%	2.7%	2.8%
地方国企	浦东建设	59	9.8	0.8	5.7	26.1	9.4	35.4%	35.9%	36.1%	3.2%	3.4%	3.4%
	高新发展	164	44.4	7.7	6.2	-0.2	-9.4	6.5%	4.4%	14.6%	0.1%	0.1%	0.3%
	宁波建工	45	14.2	1.0	8.4	4.7	34.7	31.4%	31.2%	33.0%	2.9%	2.4%	2.4%
	同济科技	50	13.4	1.3	-4.4	18.4	-23.6	30.3%	30.2%	32.8%	3.5%	2.1%	2.2%
均值			20.5	2.7				25.9%	25.4%	29.1%	2.4%	2.0%	2.1%
总体均值			22.7	1.4				24.5%	27.5%	24.9%	2.1%	2.4%	2.6%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 注: 股息率采用当年分红总额/4 月 30 日公司市值

表2：2023、2024Q1建筑央企企业绩及变动原因一览

细分行业	公司	23 年归母净利 (亿元)	yoy	24Q1 归母净利 (亿元)	yoy	2023 年及 24Q1 业绩备注
一级央企	中国建筑	542.6	6.5%	149.2	1.2%	业绩稳增主要系营收增长
	中国中铁	334.8	7.1%	74.8	-5.0%	24Q1 业绩下滑主要系装备制造、房地产开发和其他业务拖累营收同比-2.6%
	中国铁建	261.0	2.7%	60.3	2.0%	23 年、24Q1 业绩稳增主要系营收稳增
	中国中冶	86.7	-15.6%	26.8	-20.6%	2023 年业绩下滑或系计提减值增加（同比多损失 39.9 亿元），24Q1 业绩下滑主要系毛利率下降（同比-1.26pct）
	中国电建	129.9	13.6%	30.4	0.8%	23 年、24Q1 业绩稳增主要系营收稳增
	中国化学	54.3	0.2%	12.2	9.5%	2023 年业绩增速低于营收增速（+13.1%）主要系计提减值增加（同比多损失 4.3 亿元）
二级央企	中材国际	29.2	32.9%	6.4	3.1%	23 年业绩增速高于营收增速，主要系海外业务毛利率提升带动整体毛利率提升（同比+2.46pct）
	北方国际	9.2	44.3%	2.6	36.1%	24Q1 业绩增速高于营收增速（+4.6%）主要系计提减值减少（同比少损失 0.7 亿元）
	中钢国际	7.6	20.7%	2.1	3.3%	23 年业绩增速低于营收增速（+40.9%）主要系计提减值增加（同比多损失 1.1 亿元）
	华电重工	1.0	-68.5%	-1.0	-11.5%	23 年存量项目减少，新签合同受执行周期影响转换率低，致使营收下滑、业绩承压
	隧道股份	29.4	4.6%	4.4	-1.0%	24Q1 业绩增速与营收增速（+23.5%）错位主要系营业外收入同比减少
	浙江交科	13.5	-13.3%	1.9	20.8%	23 年业绩降低主要系投资收益下滑（同比-2.3 亿元）
	山东路桥	22.9	-15.1%	2.4	3.2%	23 年业绩增速低于营收增速（+12.3%）主要系计提减值增加（同比多损失 5.0 亿元）
	安徽建工	15.5	12.6%	3.1	-10.8%	24Q1 业绩下滑主要系营收下滑（-16.3%）
	四川路桥	90.0	-19.7%	17.6	-35.7%	23 业绩降低系受制于锂电新材料产品价格大幅下跌及终端需求增速放缓，新材料业务营收和毛利下滑。
	东湖高新	10.8	86.5%	0.3	-43.8%	24Q1 业绩降低系 2023 年 12 月起湖北路桥不再纳入公司合并范围
地方国企	浦东建设	5.8	1.7%	1.5	22.7%	24Q1 业绩高增系公司在建项目施工累计实现施工工作量增加，营收增长（+52.5%）

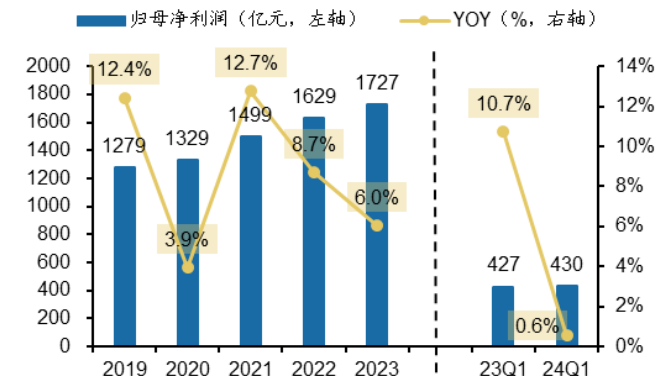
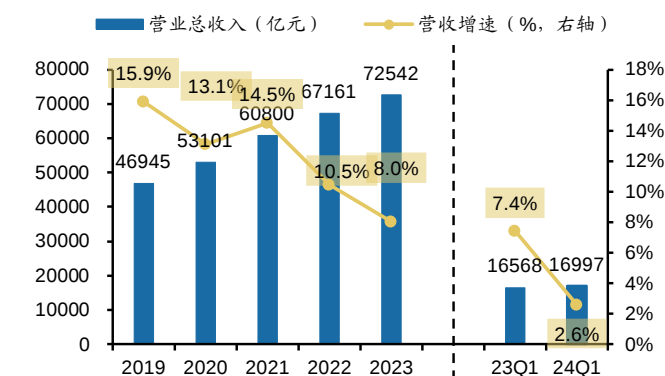
数据来源：Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

（二）八大建筑央企：营收业绩稳增，“一利五率”指标表现分化

2023年业绩稳增，毛利率略有提升。2023年，八大建筑央企实现营收7.3万亿元，同比+8.0%，增速高于建筑板块（+7.1%），实现归母净利润1727亿元，同比+6.0%，增速低于全建筑板块（+9.7%）。毛利率10.65%，同比+0.09pct，改善幅度低于全建筑板块（+0.11pct）。期间费用率3.13%，同比不变，表现强于全建筑板块（同比+0.03 pct）。

图 56：2023 年，八大建筑央企营收同比+8.0%

图 57：2023 年，八大建筑央企归母净利润同比+6.0%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2023 年八大建筑央企营收稳增，业绩表现分化。营收端：2023 年，八大建筑央企营收均实现稳增，其中中国化学（增速 13.1%）、中国能建（增速 10.8%）增速位列前 2 位。24Q1 营收增速总体收窄，中国能建（增速 10.0%）、中国化学（增速 5.5%）增速位列前 2 位。**业绩端**：2023 年，八大建筑央企归母净利润增速分化，其中中国交建（增速 23.6%）、中国电建（增速 13.6%）位列前 2；24Q1 分化持续，中国能建（增速 31.7%）、中国交建（增速 10.0%）位列前 2。**现金流**：23 年中国建筑、中国交建、中国能建、中国化学现金净流入增加。**ROE 端**：2023 年中国交建、中国电建 ROE 提升。

表 3：2023 年八大建筑央企营收稳增，业绩表现分化

股票简称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				经营性现金流 (亿元)			ROE		
	2023	yoy	24Q1	yoy	2023	yoy	24Q1	yoy	2021	2022	2023	2021	2022	2023
中国建筑	22655	10.2%	5493	4.7%	542.6	6.5%	149.2	1.2%	143.6	38.3	110.3	16.0%	14.0%	13.4%
中国中铁	12608	9.5%	2650	-2.6%	334.8	7.1%	74.8	-5.0%	130.7	435.5	383.6	10.4%	10.9%	10.6%
中国铁建	11380	3.8%	2749	0.5%	261.0	-2.2%	60.3	2.0%	-73.0	561.3	204.1	9.4%	9.5%	8.7%
中国交建	7587	5.1%	1769	0.2%	238.1	23.6%	61.4	10.0%	-126.4	4.4	120.7	7.1%	7.0%	8.2%
中国中冶	6339	7.0%	1499	3.8%	86.7	-15.6%	26.8	-20.6%	176.4	181.5	58.9	8.2%	9.0%	6.5%
中国电建	6084	6.4%	1402	5.2%	129.9	13.6%	30.4	0.8%	156.2	308.3	222.6	7.1%	8.3%	8.3%
中国能建	4060	10.8%	974.0	10.0%	79.9	2.1%	14.8	31.7%	88.4	79.3	94.9	8.0%	8.0%	7.5%
中国化学	1784	13.1%	449.4	5.5%	54.3	0.2%	12.2	9.5%	22.4	15.0	91.3	10.8%	10.7%	9.8%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2023 年，八大建筑央企“一利五率”指标中，利润总额、研发投入、劳动生产率整体表现较好。“一利”：中国交建利润总额增速（+16.3%）位列首位。“五率”：中国交建 ROE（同比+1.3pct）、研发投入强度（研发费用率同比+0.4pct）增长居首位，中国铁建资产负债率控制最好（同比+0.2pct）、中国能建全员劳动生产率增速最快（同比+9.8%），中国化学营业现金比率提升最快（同比+4.2pct）。

表4: 八大建筑央企2022年、2023年“一利五率”指标情况

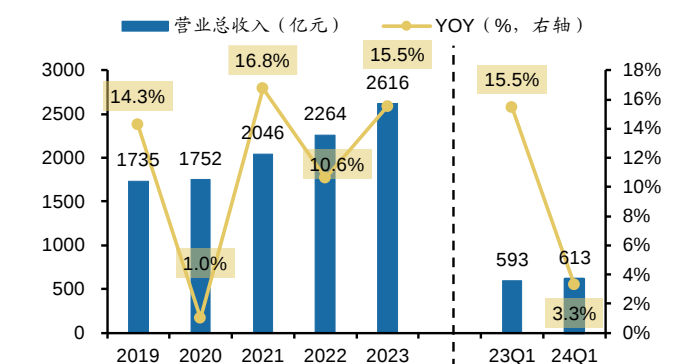
指标	中国建筑		中国中铁		中国交建		中国铁建		中国中冶		中国能建		中国电建		中国化学	
	23A	22A	23A	22A	23A	22A	23A	22A	23A	22A	23A	22A	23A	22A	23A	22A
利润总额 (亿元)	930	888	461	426	364	310	388	378	138	154	140	137	209	192	69	67
YOY(%)	4.7		8.2		16.3		2.7		-10.6		2.4		8.7		3.0	
资产负债率(%)	74.8	74.4	74.9	73.8	72.7	71.8	74.9	74.7	74.6	72.3	76.0	74.8	77.5	76.9	70.8	70.0
ΔPCT	0.5		1.1		0.9		0.2		2.3		1.2		0.6		0.7	
ROE(%)	13.4	13.9	11.8	12.1	8.9	7.5	9.8	11.1	7.2	10.5	7.9	8.5	9.5	10.0	9.8	10.7
ΔPCT	-0.6		-0.3		1.3		-1.3		-3.2		-0.6		-0.4		-0.9	
研发经费投入(%)	2.0	2.4	2.4	2.4	3.6	3.2	2.3	2.3	3.1	3.2	3.2	2.8	3.8	3.6	3.5	3.5
ΔPCT	-0.4		0.0		0.4		0.1		0.0		0.3		0.2		0.0	
全员劳动生产率	592	558	423	393	539	527	424	409	641	607	350	319	370	430	375	370
YOY(%)	6.0		7.8		2.4		3.5		5.7		9.8		-13.9		1.4	
营业现金比率(%)	0.5	0.2	3.0	3.8	1.6	0.1	1.8	5.1	0.9	3.1	2.3	2.2	3.7	5.4	5.1	0.9
ΔPCT	0.3		-0.7		1.5		-3.3		-2.1		0.2		-1.7		4.2	

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 注: 本表全员劳动生产率采用“报告期内营收/报告期内平均员工总数”计算

(三) 二级建筑央企: 营收业绩分化, 关注建筑出海、设备更新成长逻辑

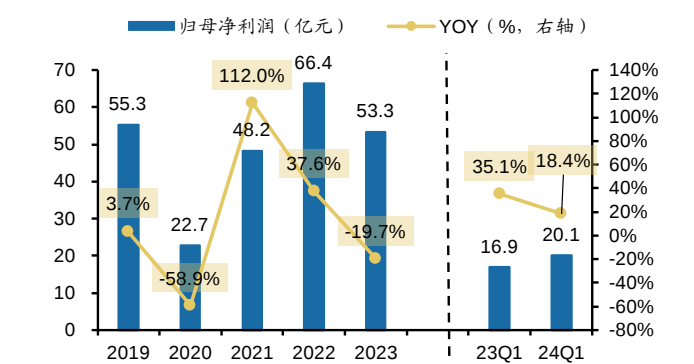
2023年营收高增, 业绩承压。2023年, 二级建筑央企实现营收2616亿元, 同比+15.5%, 增速高于建筑板块(+7.1%), 实现归母净利润53.3亿元, 同比-19.7%, 表现弱于全建筑板块(+9.7%)。毛利率12.58%, 同比+0.36pct, 改善幅度高于全建筑板块(+0.11pct)。期间费用率4.65%, 同比+0.22 pct, 表现弱于全建筑板块(同比+0.03 pct)。

图58: 2023年, 二级建筑央企营收同比+15.5%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 59: 2023 年, 二级建筑央企归母净利润同比-19.7%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2023年二级建筑央企营收业绩均呈分化态势。营收端: 2023年, 二级建筑央企营收增速分化, 其中北方国际(增速60.0%)、中钢国际(增速40.9%)增速位列前2位。24Q1营收增速继续分化, 部分国际工程企业营收高基数下滑, 其中东华科技(增速110.0%)、华电重工(增速41.6%)增速位列前2位。**业绩端:** 2023年, 二级建筑央企归母净利润整体高增, 其中中国海诚(增速50.2%)、北方国际(增速44.3%)位列

前2；24Q1均录得增长，中铝国际（增速3344%）、东华科技（增速69.9%）表现较好。**现金流端**：23年中材国际、中铝国际、中钢国际、华电重工、东华科技、中粮科工净流入增加，其中中钢国际21-23年均有所改善。**ROE端**：2023年二级建筑央企ROE整体改善，其中中国海诚、北方国际、中粮科工提升超2.0pct。

表5：2023年二级建筑央企营收业绩均呈分化态势

股票简称	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）				经营性现金流（亿元）			ROE		
	2023	yoy	24Q1	yoy	2023	yoy	24Q1	yoy	2021	2022	2023	2021	2022	2023
中材国际	458.0	6.9%	102.9	2.7%	29.2	14.7%	6.4	3.1%	22.1	9.2	35.4	15.2%	15.9%	17.3%
中国核建	1094	10.3%	290.4	0.4%	20.6	16.1%	5.6	9.6%	24.1	-44.0	-3.2	8.2%	7.7%	7.7%
中铝国际	223.4	-5.7%	49.9	15.8%	-26.6	-2464%	1.0	3344%	7.3	5.2	7.2	-11.6%	1.5%	-36.5%
北方国际	214.9	60.0%	50.1	4.6%	9.2	44.3%	2.6	36.1%	15.0	7.4	7.0	10.5%	9.1%	11.3%
中工国际	123.7	27.3%	23.6	-15.3%	3.6	7.8%	1.2	0.7%	-4.1	2.5	2.3	2.7%	3.1%	3.3%
中钢国际	263.8	40.9%	49.0	-4.1%	7.6	20.6%	2.1	3.3%	6.0	11.6	13.7	11.0%	9.9%	10.6%
华电重工	71.7	-12.6%	12.7	41.6%	1.0	-68.5%	-1.0	11.5%	6.6	2.0	4.6	7.9%	7.6%	2.3%
东华科技	75.6	21.2%	18.3	110.0%	3.4	19.2%	1.2	69.9%	6.8	4.4	5.1	10.1%	9.2%	8.9%
中粮科工	24.1	-10.5%	3.6	-16.1%	2.2	29.0%	0.3	1.8%	2.6	1.3	4.3	10.5%	9.3%	11.3%
中国海诚	66.5	16.3%	12.4	2.3%	3.1	50.2%	0.6	6.6%	4.3	9.0	-2.4	11.1%	13.1%	15.7%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

我们认为，二级建筑央企业绩成长存工程出海、设备更新两大驱动因素。

1. 工程出海：聚焦钢铁、有色金属、水泥领域需求，拓展海外采选冶、水泥专业工程市场。以四大国际工程公司为首的二级建筑央企锚定①资源型国家资源开发产业链拓展诉求、②新兴经济体基础设施建设及制造业发展需求、③发达国家水泥、冶金产业技术改造及运营维护需求，持续开拓海外市场。

印度、俄罗斯等国钢铁需求较强。根据世界钢铁协会24年4月预测，2024-2025年，除中国外全球钢需求每年有望增长3.5%。其中新兴和发展中经济体贡献对增长贡献较大。2024-2025年预计钢需求增速达5.0%/4.0%。钢消费大国中，预计印度、俄罗斯、土耳其消费量增速较高，2024年钢消费增速预计分别为8.2%/4.0%/9.0%。

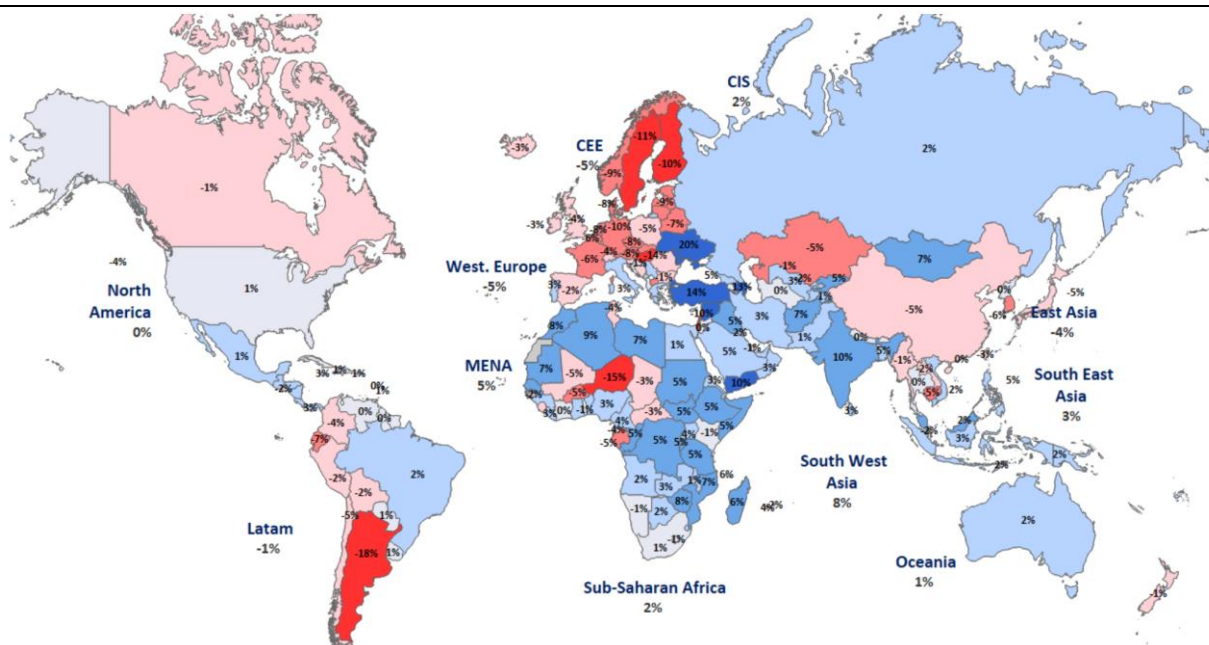
表6：预计2024年除中国外新兴和发展中经济体成品钢需求增速为5.0%

地区	成品钢需求（亿吨）			同比增速		
	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
全球（中国除外）	8.67	8.97	9.28	1.3%	3.5%	3.5%
发达经济体	3.59	3.64	3.74	-4.2%	1.3%	2.7%
中国	8.96	8.96	8.87	-3.3%	0.0%	-1.0%
新兴和发展中经济体（中国除外）	5.08	5.33	5.54	5.5%	5.0%	4.0%
其中：东盟（5国）	0.73	0.76	0.79	1.1%	3.5%	4.3%
其中：中东和北非地区	0.69	0.73	0.75	-2.2%	4.7%	3.0%

数据来源：世界钢铁协会、广发证券发展研究中心

非洲、中东水泥需求增长较快。根据On Field Investment Research, 2024年中国外全球水泥需求增速为2.9%, 其中非洲、中东、东南亚、东欧区域增速较高。根据中材国际2023年报, 到2025年境外水泥EPC增量年均市场空间约200-250亿元。此外, 目前境外约有2400条水泥熟料生产线, 20年以上生产线占比近70%。

图60: 2024年, 非洲、中东、东南亚、东欧区域水泥需求增速预计较高



数据来源: On Field Investment Research、广发证券发展研究中心

印尼、智利等国家持续推动本土矿加工产业发展。资源型国家采取禁止或限制出口原矿等方式, 拓展本土采选冶及矿加工产业链。2020年, 印尼政府禁止镍矿石出口, 要求矿业企业投资建设本土冶炼厂以提高矿产品附加值; 2023年6月, 印尼政府开始实施铝土矿出口禁令, 并鼓励在印尼国内加工和提炼铝土矿。坦桑尼亚2020年宣布禁止出口黄金原矿, 要求黄金必须精炼后才能出口。菲律宾矿产和地球科学局2021年11月提议推动逐步限制原矿出口的政策。津巴布韦2022年12月决定禁止出口未加工锂, 并希望锂矿生产商在当地生产电池级锂产品。长期看, 经济发展、产业升级等多方面需求下, 资源型国家有意愿将高价值量矿加工环节留在国内, 进而促进国内采选冶全产业链发展和建设需求。

表7: 2022-2025年海外电解铝新增产能列表

国家	电解铝厂	22-25 年新建产能 (万吨/年)	截至 23M9 新增投产量 (万吨/年)	备注
印度	Balco	62	0	2021 年 8 月印度韦丹塔集团宣布为旗下巴拉特铝业 (Balco) 启动原铝产能扩张项目。计划将该铝厂产能从原有的 58 万吨扩建至 120 万。
印尼	Tsingshan	100	25	项目分两期建设投产, 一期 50 万吨预计 2023 年上半年投产先投产 25 万吨, 其他的待投, 二期待建中
	阿达罗能源	150	0	该项目已经于 2021 年底开工建设, 年产 150 万吨的电解铝项目分三期建设, 目前在建第一期(年产 50 万吨)电解铝项目计划 25Q1 投产
	PT BAI	100	0	规划, 待建设

	Inalum	25	0	Inalum 计划将产能从 25 万吨/年扩大至 50 万吨/年。
	Jajarm	3.7	0	暂未投产
伊朗	Salco Asalouyeh	30	30	伊朗南方铝业一期 30 万吨，目前基本已经完成投产，企业未来仍有二期、三期计划，总产能 100 万吨
马来西亚	大马关丹项目	100	0	项目将建成 200 万吨氧化铝厂、100 万吨电解铝厂、100 万吨锰铁合金厂
俄罗斯	Taishet	42.8	13	2021 年底开始投产，目前进展缓慢
阿联酋	EMAL	11	0	暂未投产
埃及	Metalco	60	0	埃及某公司 4 月 14 日表示:该公司正计划耗资近 27 亿美元建造一家电解铝厂,以满足埃及当地和国外市场的需求
合计		722.5	106	尚有 616 万吨待投产(部分远期规划暂无新进展的项目暂无罗列)

数据来源: SMM、广发证券发展研究中心

2023年多家二级建筑央企海外营收、新签高增。其中东华科技（增速176.9%）、中材国际（增速55.0%）、中钢国际（增速55.0%）新签增速位列前3；中铝国际（增速238.3%）、中粮科工（增速106.6%）、中钢国际（增速80.3%）营收增速位列前3。24Q1看，中钢国际（增速303.8%）、中铝国际（增速80.0%）、中材国际（增速70.0%）新签增速位列前3。

表8: 2023年，多家二级建筑央企海外营收、新签高增

股票简称	海外新签合同额 (亿元)				海外营收 (亿元)		海外毛利率	
	2023	yoy	24Q1	yoy	2023	yoy	2023	Δ pct
中材国际	333.1	55.0%	142.9	70.0%	200.9	14.4%	21.2%	4.2
北方国际	26.2	27.1%	0.3	-89.0%	126.9	66.9%	14.5%	0.1
中钢国际	105.5	55.0%	52.5	303.8%	97.3	80.3%	7.6%	1.0
中工国际	23.1	28.0%	5.4	-18.1%	70.6	46.5%	12.3%	4.0
中铝国际	33.8	-	6.0	80.0%	33.7	238.3%	12.3%	-12.2
中粮科工	3.3	-14.5%	-	-	1.4	106.6%	47.3%	24.2
东华科技	52.9	176.9%	-	-	0.27	39.4%	40.9%	-
中国海诚	13.1	-30.1%	1.9	-1.7%	10.1	19.9%	18.4%	-
华电重工	-	-	-	-	1.3	-56.5%	46.9%	34.8
中国核建	-	-	-	-	18.1	-34.5%	18.0%	11.5

数据来源: 各公司经营数据公告、各公司财报、广发证券发展研究中心

2. 设备更新: 中央高度重视设备大规模更新, 大力推动制造业低碳转型, 建筑企业业务前景广阔。2024年3月13日, 国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知, 推进重点行业设备更新改造, 加快建筑和市政基础设施领域设备更新, 聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材等重点行业, 大力推动生产设备等更新和技术改造。各有关部门将陆续制定出台重点行业节能降碳改造、工业设备更新换代、建筑和市政基础设施领域设备更新、交通运输设备绿色低碳转型。“双碳”背景下, 传统产业绿色转型升级加速, 技改需求高增。

表9：中央高度重视设备大规模更新，大力推动制造业低碳转型

时间	方案/会议	目标
2024 年 2 月 23 日	中央财经委员会召开第四次会 议	实行大规模设备更新和消费品以旧换新，将有力促进投资和消费，既利当前、更利长远。要打好政策组合拳，推动先进产能比重持续提升，高质量耐用消费品更多进入居民生活，废旧资源得到循环利用，国民经济循环质量和水平大幅提高。
2024 年 3 月 1 日	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	加快大规模设备更新落实力度，形成更新换代规模效应
2024 年 2 月 29 日	《工业和信息化部等七部门关于加快推动制造业绿色化发展的指导意见》	到 2030 年，制造业绿色低碳转型成效显著，传统产业绿色发展层级整体跃升，产业结构和布局明显优化，绿色低碳能源利用比例显著提高，碳排放总量实现达峰，新兴产业绿色增长引擎作用更加突出。 到 2035 年，制造业绿色发展内生动力显著增强，碳排放达峰后稳中有降，碳中和能力稳步提升
2024 年 3 月 12 日	《加快推动建筑领域节能降碳工作方案》	到 2025 年，建筑领域节能降碳制度体系更加健全，城镇新建建筑全面执行绿色建筑标准，新建超低能耗、近零能耗建筑面积比 2023 年增长 0.2 亿平方米以上，完成既有建筑节能改造面积比 2023 年增长 2 亿平方米以上，建筑用能中电力消费占比超过 55%，城镇建筑可再生能源替代率达到 8%，建筑领域节能降碳取得积极进展。 到 2027 年，超低能耗建筑实现规模化发展，既有建筑节能改造进一步推进，建筑用能结构更加优化，建成一批绿色低碳高品质建筑，建筑领域节能降碳取得显著成效。

数据来源：国务院办公厅、广发证券发展研究中心

多家央企在装备制造上均有布局，加快打造装备制造业高端化、智能化、绿色化发展。其中，中材国际为强化高端装备驱动发展，收购合肥院并推进装备业务的整合重组，构筑起水泥领域品种最全、规模最大、品质高端的装备业务体系。

表10：各二级建筑央企装备业务开展情况一览

公司简称	23 年装备新签 (亿元)	装备订单 占比	23 年装备营收 (亿元)	装备营收占 比	装备业务具体内容	装备业务属性
中钢国际	未披露	未披露	未披露	未披露	冶金设备研发制作、环保装备系 统集成应用	节能降碳
中材国际	74.1	12.0%	71.7	15.7%	水泥工业设备制造、矿山装备生 产研发	节能降碳、数字化转型、智能 化升级
中粮科工	未披露	未披露	5.6	23.2%	粮油仓储设备、粮油机械研发制 造	节能降碳、智能化升级
中国海诚	未披露	未披露	未披露	未披露	轻工造纸等工艺研发、新能源锂 电池材料设备研发制作	节能降碳、智能化升级
华电重工	未披露	未披露	未披露	未披露	海上风电发电装备、物料输送、 装卸装备、钢结构制作、氢能装 备等大型设备的研发制作	节能降碳、数字化转型、智能 化升级
中工国际	18.2	9.5%	15.4	12.5%	客运索道、自动化物流仓储、起 重机械和散料运输等研发制造	节能降碳、数字化转型、智能 化升级
中铝国际	35.8	9.0%	24.5	11.0%	冶金及加工设备（如铸轧机、热	节能降碳、数字化转型、智能

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/748027066101006070>