

# 建筑行业 2023 年 6 月投资策略

重视“中特估”建筑央企回调后的配置机会

超配

## 核心观点

**“中字头”建筑央企短期调整压力较大，港股“中字头”建筑央企阶段性相对配置价值提升。**五月以来“中字头”建筑央企进入阶段性调整期，中国中铁下跌约 15%，中国交建、中国铁建下跌约 10%，建筑央企 PB 重新回到 0.7x 左右。尽管建筑央企估值较去年低点已有提升，但减值压力减小、现金流改善、盈利能力提升等预期尚未反映在估值。近半年中国中铁/中国铁建/中国交建 A 股上涨 41.22%/39.21%/42.21%，H 股上涨 32.10%/33.15%/22.92%， “中特估”行情以来港股央企表现弱于 A 股，AH 溢价走阔，存在补涨机会。

**基建增速略有回落，但基建资金无需过度担忧。**2023 年 1-4 月广义基建投资同比增长 9.8%，增幅收窄 1.02pct，狭义基建同比增长 8.5%，增幅收窄 0.3pct。根据 Mysteel 数据，4 月全国新开工项目投资额环比下降 34%。但专项债支撑性仍然较强，1-4 月已发行专项债券 1.93 万亿元，同比增长 15.6%，预计上半年新增专项债额度将基本发行完毕。1-4 月固定资产投资资金来源同比增长 2.7%，其中国家预算内资金同比高增 43%，财政对基建的支持力度明显提升。2023 年仍有 1.15 万亿元的结转存量专项债空间，政策性开发性金融工具等融资方式逐渐成熟，实际的政府性投资仍然有望实现高增长。

**重大项目储备充足，新一轮水利重大项目建设有望再启动。**2020 年水利部提出重大水利工程储备项目 409 项，2023 年为新一轮重大项目启动年，2023-2025 年预计仍有百项以上重大水利工程项目推进开工落地的空间，2023 国常会确定重点推进 55 项重大水利工程，一季度，全国新开工 11 项重大水利工程，总投资规模 476 亿元，同比增长 113%；新开工 7239 个水利项目，总投资规模 3206 亿元，同比增长 21.3%。全年水利投资预计将维持高位，预测 2023 年水利投资完成 1.3 万亿元，同比增长约 10%（统计局口径）。

**投资建议：重视“中特估”建筑央企回调后的配置机会。**建筑央企经历调整后市净率重回 0.7-0.8x，投资吸引力显著提升。地方及城投债务偿还压力确有上升，但新增发行明显增长，净融资保持增长态势，不会对基建投资产生拖累，专项债和增量政策工具仍然对基建投资产生较强的支撑作用，不必对基建资金过分担忧。**重点推荐中国交建、中国中铁、中国铁建、中国中冶、中国建筑。**

**风险提示：**相关政策推进不及预期；重大项目审批进度不及预期；国企改革推进不及预期。

## 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
601800	中国交建	买入	10.43	1410	1.35	1.54	7.73	6.77
601390	中国中铁	买入	7.87	1816	1.12	1.27	7.03	6.20
601186	中国铁建	买入	10.21	1287	1.77	1.97	5.77	5.18
601618	中国中冶	买入	4.03	770	0.52	0.60	7.75	6.72
601668	中国建筑	买入	6.08	2550	1.47	1.64	4.14	3.71

资料来源：iFIND、国信证券经济研究所整理

## 行业研究 · 行业投资策略

### 建筑装饰

### 超配 · 维持评级

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

联系人：卢思宇

0755-81981872

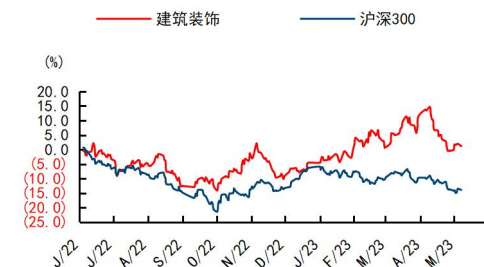
lusiuyu1@guosen.com.cn

联系人：朱家琪

021-60375435

zhujiaqi@guosen.com.cn

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《建筑行业周观点-如何看待市场对基建资金来源的担忧?》——2023-06-05
- 《建筑行业周观点-水网建设纲要印发，关注水利工程高景气赛道》——2023-05-29
- 《建筑行业周观点-投资开工阶段性走弱，看好“中特估”主线持续性》——2023-05-22
- 《统计局 1-4 月基建数据点评-基建投资增速承压下修，水利管理逆势扩大增幅》——2023-05-17
- 《建筑行业周观点-Q1 业绩印证行业整体质效提升，关注“AI+建筑设计”龙头》——2023-05-15

## 内容目录

重视“中特估”建筑央企回调后的配置机会 .....	5
阶段性回调后建筑央企价格吸引力提升 .....	5
如何看待市场对基建资金来源的担忧? .....	6
水网建设纲要印发, 关注水利工程高景气赛道 .....	8
重点推荐: 中国交建、中国中铁、中国铁建、中国中冶 .....	10
中国交建: 投资回款大幅提升, 现金流明显好转 .....	10
中国中铁: 经济效益稳中有升, 境外新签超预期 .....	11
中国铁建: 电力工程布局加速, 现金流改善明显 .....	12
中国中冶: 冶金建设龙头, 矿产资源潜力足 .....	13
行情复盘: 5月持续回调 .....	15
投资建议: 重视“中特估”建筑央企回调后的配置机会 .....	16

## 图表目录

图 1: 中国中铁 A+H 股半年内收益率 (单位: %)	5
图 2: 中国交建 A+H 股半年内收益率 (单位: %)	5
图 3: 中国中铁港股收益率与港股通占比 (单位: %)	5
图 4: 中国交通建设港股收益率与港股通占比 (单位: %)	5
图 5: 广义/狭义基建投资增速 (单位: %)	6
图 6: 2021 年以来月度重大项目开工投资额 (单位: 亿元)	6
图 7: 地方债发行、偿还、净融资规模 (单位: 亿元)	6
图 8: 专项债发行额按性质分 (单位: 亿元)	6
图 9: 城投债发行、偿还、净融资规模 (单位: 亿元)	7
图 10: 城投债净融资额和发行额累计同比 (单位: %)	7
图 11: 固定资产投资资金来源及增速 (单位: 亿元, %)	7
图 12: 固定资产投资资金来源中国预算内资金及增速 (单位: 亿元, %)	7
图 13: 国家统计局口径水利投资 (单位: 亿元, %)	8
图 14: 水利部口径水利投资 (单位: 亿元, %)	8
图 15: 水利建设投资额和当年新开工重大项目数量 (单位: 亿元, 项)	9
图 16: 2020 年水利工程投资来源结构 (单位: %)	9
图 17: 2022 年 1-9 月水利工程建设资金来源结构 (单位: %)	9
图 18: 中国交建营业收入及增速 (单位: 亿元、%)	10
图 19: 中国交建归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)	10
图 20: 中国交建投资类业务分类型投资额 (单位: 亿元)	10
图 21: 城市综合开发类项目完成投资额及回款 (单位: 亿元)	10
图 22: 中国交建经营性现金流和收现比 (单位: 亿元, %)	11
图 23: 中国交建投资性现金流入及流出 (单位: 亿元)	11
图 24: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	11
图 25: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	11
图 26: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	12
图 27: 新签订单保障倍数 (单位: 倍)	12
图 28: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	12
图 29: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	12
图 30: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	13
图 31: 公司工程承包业务新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	13
图 32: 公司经营、投资、筹资活动现金流 (单位: 亿元)	13
图 33: 公司资产负债率	13
图 34: 公司历年营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	14
图 35: 公司历年归母净利及增速 (单位: 亿元, %)	14
图 36: 公司资源开发业务收入及增速 (单位: 亿元, %)	14
图 37: 公司资源开发业务毛利率变化 (单位: %)	14

图 38：年初至今 SW 建筑装饰指数走势（单位：%） .....	15
图 39：五月至今 SW 建筑装饰指数走势（单位：%） .....	15
图 40：年初至今建筑装饰细分行业涨跌幅（单位：%） .....	15
图 41：五月至今建筑装饰细分行业涨跌幅（单位：%） .....	15

## 重视“中特估”建筑央企回调后的配置机会

### 阶段性回调后建筑央企价格吸引力提升

“中字头”建筑央企短期调整压力较大，但整体估值水平仍然偏低。五月初以来“中字头”建筑央企进入阶段性调整期，中国中铁下跌约 15%，中国交建、中国铁建下跌约 10%，建筑央企 PB 重新回到 0.7x 左右。尽管建筑央企估值较去年低点已有提升，但减值压力减小、现金流改善、盈利能力提升等预期尚未反映在估值中。

港股“中字头”建筑央企阶段性相对配置价值提升。近半年中国中铁/中国铁建/中国交建 A 股上涨 41.22%/39.21%/42.21%，H 股上涨 32.10%/33.15%/22.92%，“中特估”行情以来港股央企表现弱于 A 股，AH 溢价走阔，存在补涨机会。港股建筑行情主要由南下资金驱动，美国“涉军名单”对港股建筑行情影响有限。

图1：中国中铁 A+H 股半年内收益率（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图2：中国交建 A+H 股半年内收益率（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图3：中国中铁港股收益率与港股通占比（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图4：中国交通建设港股收益率与港股通占比（单位：%）

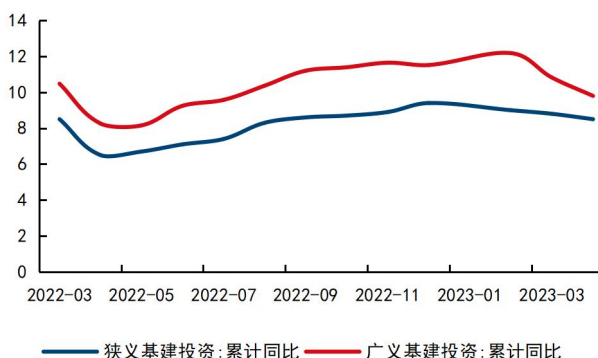


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

## 如何看待市场对基建资金来源的担忧？

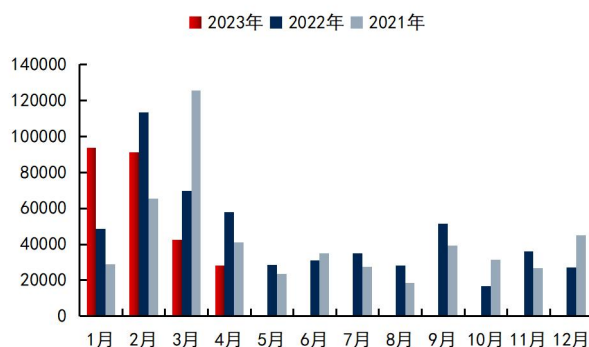
**基建增速略有回落，4月开工继续放缓。**2023年1-4月广义基建投资同比增长9.8%，增幅收窄1.02pct，狭义基建同比增长8.5%，增幅收窄0.3pct。从基建细分领域看，交通运输、仓储和邮政业投资同比增长8.1%，增幅收窄0.8pct，水利、环境和公共设施管理业投资同比增长5.5%，增幅收窄2.3pct。根据Mysteel数据，2023年1-4月份全国开工项目总投资额分别为9.4/9.1/4.3/2.8万亿元，累计同比增长93%/14.2%/-1.8%/-11.7%，进入三月份，开工进度放缓，4月开工环比下降34%。

图5：广义/狭义基建投资增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

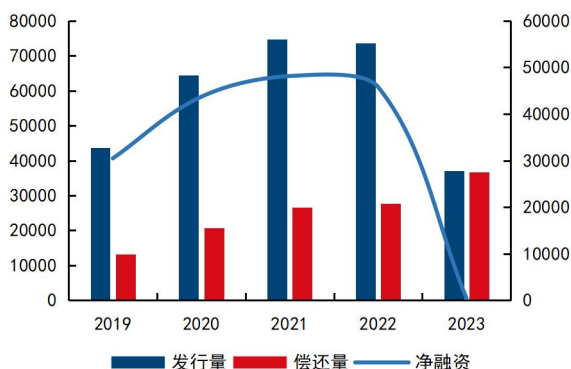
图6：2021年以来月度重大项目开工投资额（单位：亿元）



资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

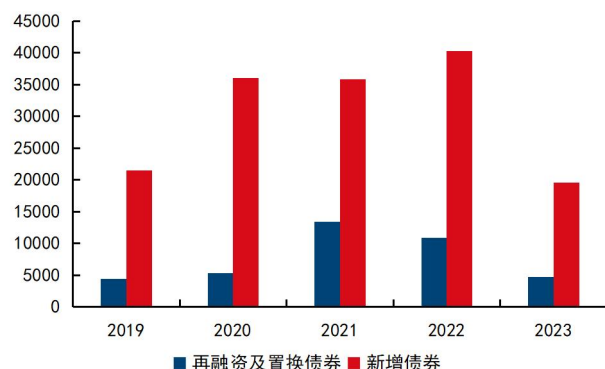
**地方债融资偏弱，专项债发行规模提升明显。**2023年至今，地方政府债券发行量约3.71万亿，偿还量约3.66万亿，净融资仅466亿元，显示地方债券到期偿还压力较大，新发地方债以借新还旧为主，新增融资规模较小。但专项债支撑性仍然较强，1-4月已发行专项债券1.93万亿元，同比增长15.6%，预计上半年新增专项债额度将基本发行完毕。

图7：地方债发行、偿还、净融资规模（单位：亿元）



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

图8：专项债发行额按性质分（单位：亿元）

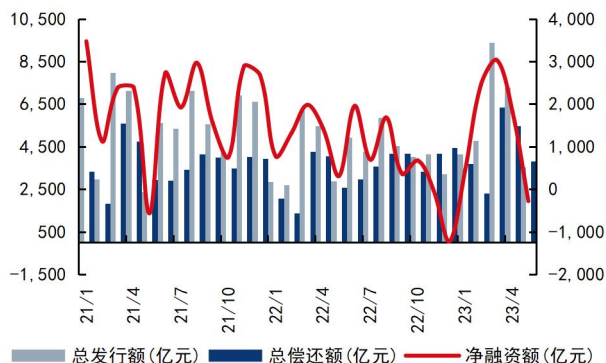


资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

**城投债发行反弹，净融资规模大幅提升。**1-5月城投债累计发行约2.92万亿元，同比增长44.5%，累计净融资7479亿元，同比增长28.8%，累计偿还额2.17万亿元，同比增长50.9%。反映今年城投债偿还压力仍然较大，但发行端亦有适度放松，整体净融资规模大幅提升。

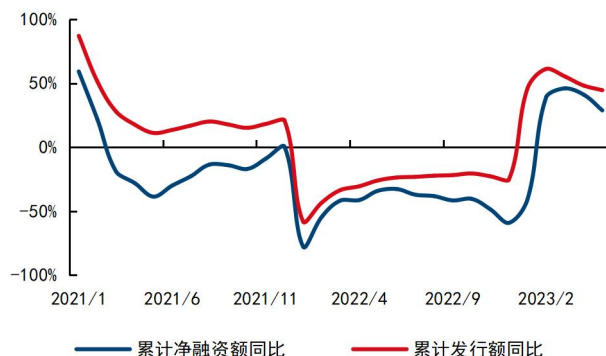


图9: 城投债发行、偿还、净融资规模 (单位: 亿元)



资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

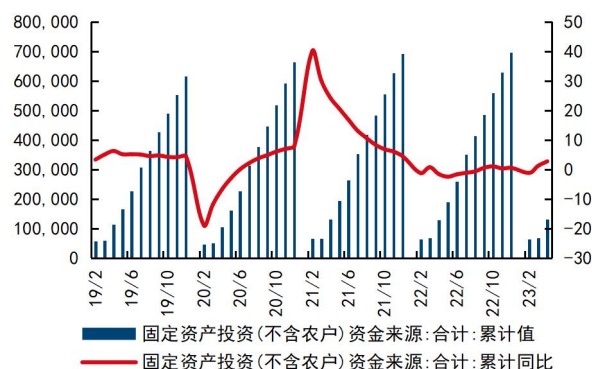
图10: 城投债净融资额和发行额累计同比 (单位: %)



资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

**固定资产投资资金低速增长, 预算内资金支撑作用显著。**1-4月固定资产投资资金来源同比增长2.7%, 其中国内贷款增长3.6%, 自筹资金下降0.1%, 而国家预算内资金同比高增43%。如果转换为基建投资的口径, 预算内资金的增速会更高, 反映投向固定资产投资的金融机构资金收紧, 制造业投资相对支撑作用偏弱, 但是财政对基建的支持力度明显提升, 基建投资在固投中发挥的作用将更加明显。

图11: 固定资产投资资金来源及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图12: 固定资产投资资金来源中国家预算内资金及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

**增量资金充足, 专项债超一万亿结存限额仍有较大空间。**截至2022年末, 全国地方政府专项债务限额为21.82万亿元, 专项债务余额为20.67万亿元, 即2023年仍有1.15万亿元的结转存量专项债空间。2022年8月国常会即安排增发了5000亿元的专项债结存限额。2023年后开工节奏更加前置, 到下半年有较大利用专项债结存限额的可能性。

**政策性开发性金融工具等融资方式逐渐成熟, 实际的政府性投资仍然有望实现高速增长。**2022年6月和8月, 国常会先后两次发行3000亿元政策性开发性金融工具, 用于支持基础设施建设。政策性开发性金融工具可用作项目资本金或为专项债项目资本金搭桥, 对基建资金有很强的撬动作用, 2023年相关信贷工具有望得到更加充分的运用, 作为专项债的补充。

## 水网建设纲要印发，关注水利工程高景气赛道

**水网建设纲要印发，水利工程有望迎来新一轮增长期。**5月25日中共中央国务院印发《国家水网建设规划纲要》，提出我国水利建设要坚持立足全局、保障民生，立足长远、适度超前；到2035年，基本形成国家水网总体格局，国家水网主骨架和大动脉逐步建成，省市县水网基本完善，构建与基本实现社会主义现代化相适应的国家水安全保障体系。纲要印发反映未来我国水利建设空间仍然广阔，水利投资有望迎来新一轮快速增长。

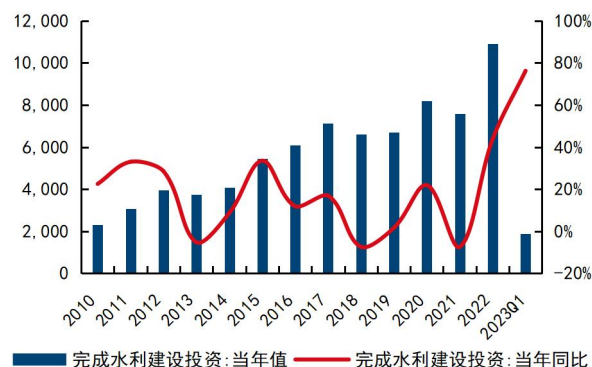
**水利建设迈向高质量发展阶段。**2007-2017年全国水利工程投资迎来高速增长期，水利建设投资由995亿元增至7132亿元（水利部统计口径），复合增长率达到22.4%。到“十三五”中后期，全国水利基础设施建设已取得重大进展，防灾减灾能力显著提升，水资源集约利用水平不断提高，治水的工作重点转变为水利工程补短板与水利行业强监管。2018-2021年，水利投资增速明显下滑，但仍然维持较高的投资力度。2022年，统计局口径水利投资完成11621亿元，同比增长13.6%，水利部口径水利投资完成10893亿元，同比增长43.8%。

图13：国家统计局口径水利投资（单位：亿元，%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图14：水利部口径水利投资（单位：亿元，%）

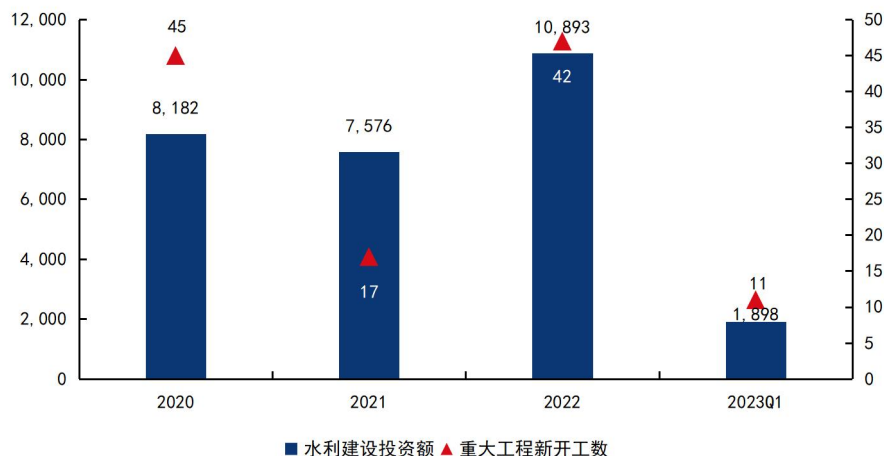


资料来源：iFinD，水利部，国信证券经济研究所整理

**重大水利工程预计剩余总投资额约4300亿元，2023年可完成投资约1300亿元。**2020年7月，国常会确定了在2022年之前建设150项重大水利工程，总投资额约1.29万亿，截至2022年底，已开工建设109项。参照2014-2020年计划的172项重大水利工程的完成情况（172项重大水利工程到2019年底已开工142项，剩余的有17项纳入150项重大工程，落地率92.4%），假设150项重大工程落地率为92%，2023年存量重大项目需要开工29项，预计剩余总投资额2494亿元，按照40个月的建设期，假设2023年开工节奏靠前，预计2023年新开工的存量重大水利工程项目投资额可达到约1000亿元。



图15: 水利建设投资额和当年新开工重大项目数量（单位：亿元，项）

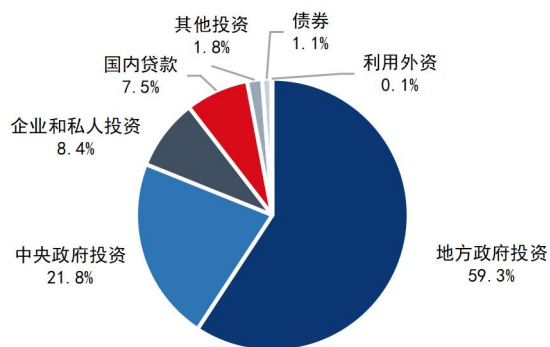


资料来源：水利部，国信证券经济研究所整理

**在建工程规模大，预计2023年可释放投资额约5000亿元。**根据水利部披露，截止2022年9月底，水利在建项目总投资1.9万亿元，按照40个月建设期，2022年第四季度约释放1900亿元投资，则2023年在建项目可释放5130亿元投资额。

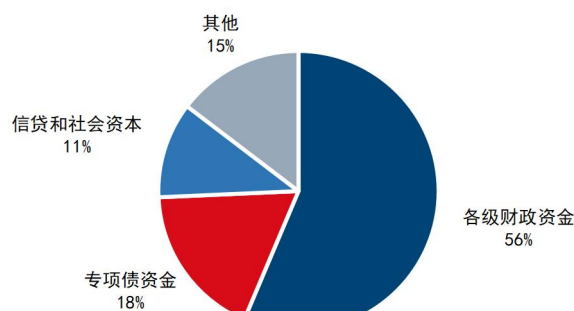
**水利建设资金中财政资金对其他资金的撬动效应显著。**水利工程过去主要由政府主导投资，2022年专项债对基建的支持力度增强，受益于水利工程项目较好的政府信用背书，水利工程投资中政府资金的撬动效应更强。2023年一季度，水利工程落实专项债567亿元，同比+14.1%，落实银行贷款733亿元，同比+168%，同时水利部要求各地加快推进水利项目参与REITs试点，通过盘活水利存量资产，进一步扩大水利有效投资。

图16: 2020年水利工程投资来源结构（单位：%）



资料来源：iFinD，水利部，国信证券经济研究所整理

图17: 2022年1-9月水利工程建设资金来源结构（单位：%）



资料来源：水利部，国信证券经济研究所整理

**重大项目储备充足，新一轮水利重大项目建设有望再启动。**2020年水利部提出重大水利工程储备项目409项，2023年为新一轮重大项目启动年，2023-2025年预计仍有百项以上重大水利工程项目推进开工落地的空间，2023国常会确定重点推进55项重大水利工程，一季度，全国新开工11项重大水利工程，总投资规模476亿元，同比增长113%；新开工7239个水利项目，总投资规模3206亿元，同比增长21.3%。全年水利投资预计将维持高位，预测2023年水利投资完成1.3万

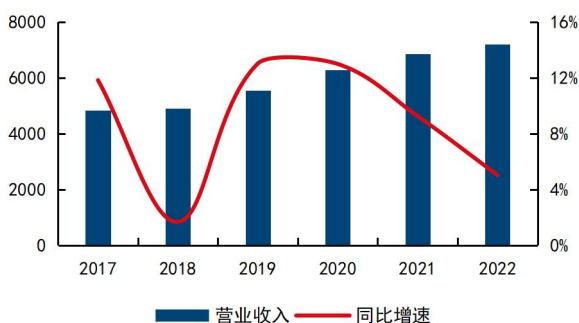
亿元，同比增长约 10%（统计局口径）。

## 重点推荐：中国交建、中国中铁、中国铁建、中国中冶

### 中国交建：投资回款大幅提升，现金流明显好转

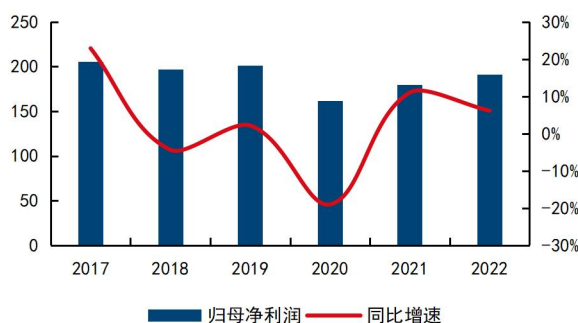
**营收稳健增长，业绩重回增长。**2022 年公司实现营业收入 7203 亿元，同比+5.0%，实现归母净利 191 亿元，同比+6.2%，均保持稳步增长态势。分业务看基建建设/疏浚业务/设计业务营业收入同比+4.1%/18.9%/1.3%，毛利润同比-2.3%/+15.1%/-9.6%。分地区看，国内营收同比增长 5.2%，海外营收同比增长 4.0%，海外占比下降 0.1 个百分点。

图18：中国交建营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

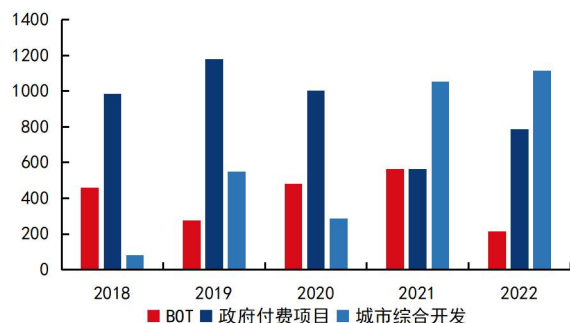
图19：中国交建归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

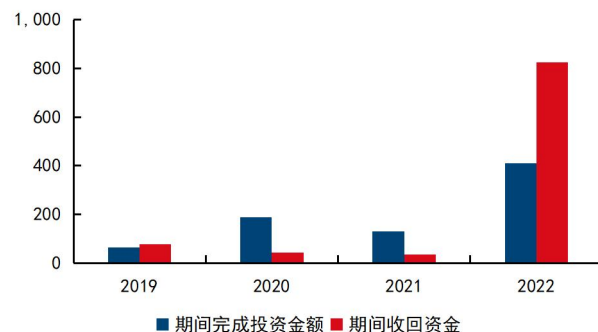
**投资重心向政府付费和城市综合开发倾斜，特许经营项目集中进入运营期。**2022 年公司来自基础设施等投资类项目确认的合同额为 2116 亿元，其中 BOT/政府付费/城市综合开发项目分别占比 10%/37%/53%。**城市综合开发 2022 年完成投资额 408.8 亿元，同比增长 2 倍，回收资金 825.8 亿元，同比增长 23 倍。**特许经营业务进入运营期项目 33 个，较上年增加 6 个，另有 29 个参股项目，较上年增加 10 个。受到疫情影响，特许经营类业务收入和利润承压，随着项目培育成熟，运营收入仍处于持续提升通道，2022 年实现运营收入 70.7 亿元，运营净利润-19.5 亿元。

图20：中国交建投资类业务分类型投资额（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

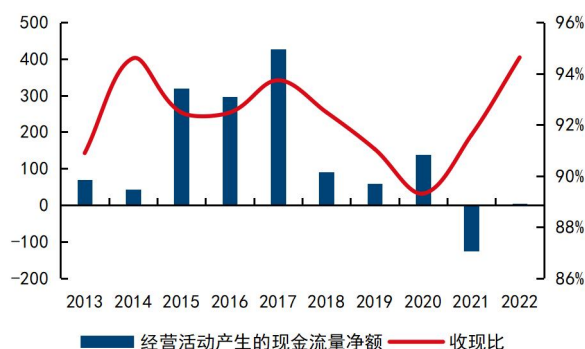
图21：城市综合开发类项目完成投资额及回款（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

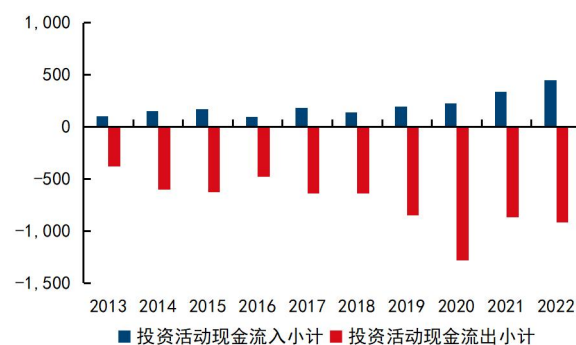
**现汇业务发力，投资类业务收缩，现金流明显好转。**公司持续做强现汇业务，加强应收款项催收工作，2022 年实现经营性净现金流 4.42 亿元，较上期增加 130.8 亿元，实现由负转正，收现比提升至十年内最高 94.6%。投资性现金流入 448.4 亿元，同比增加 32.3%，投资性现金流出 915.2 亿元，流出规模同比增长 5.5%，新增投资放缓，在手投资回款持续增长。

图22：中国交建经营性现金流和收现比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图23：中国交建投资性现金流入及流出（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 中国中铁：经济效益稳中有升，境外新签超预期

**经济效益稳中有升，净利增 13.3%。**2022 年公司实现营业收入 11543.6 亿元，同比增长 7.6%，增幅收窄 2.8pct，归母净利润 312.8 亿元，同比增长 13.3%，增幅扩大 3.6pct，扣非归母净利润 284.2 亿元，同比增长 9.0%。其中四季度单季营收 3033.2 亿元，同比增长 0.3%，归母净利润 82.6 亿元，同比增长 18.5%。

图24：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图25：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

**新签订单创新高，境外开发成绩斐然。**公司 2022 年新签合同额首次迈上 3 万亿元，同比增长 11.1%，增幅扩大 6.4pct，新签订单保障倍数达 2.6，在手订单保障倍数达 4.3。分业务看，基建工程中，市政/铁路/公路实现新签 18018/5158/3483 亿元，同比增长 6.8%/19%/18%，房地产开发/工业设备/勘察设计实现新签 752/632/279 亿元，同比增长 29.6%/3.1%/35.7%。分地区看，境外新签合同额 1838 亿元，同比增长 21%，增速扩大 9.8pct，“一带一路”标志性项目中老铁路、埃及斋月十日城轻轨铁路 AB 段、孟加拉帕德玛大桥等顺利建成，印尼雅万高铁试验

运行，瑞典地铁、孟加拉数字联通等项目相继中标。

图26: 公司新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图27: 新签订单保障倍数（单位：倍）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**矿产运营产量稳固，新矿开发进行时。**铜金属产量 30.29 万吨，同比增长 25%；钴金属产量 0.52 万吨，同比增长 60%；钼金属产量 1.50 万吨，同比持平；铅金属产量 0.95 万吨，同比减少 13%；锌金属产量 2.36 万吨，同比增长 10%；银金属产量 44.7 吨，同比增长 16%。

### 中国铁建：电力工程布局加速，现金流改善明显

**营收及净利稳健增长，经营质效提升。**2022 年公司实现营业收入 10963 亿元，同比增长 7.5%，增幅收窄 4.6pct，归母净利润 266.4 亿元，同比增长 7.9%，增幅收窄 2.4pct，扣非归母净利润 240.9 亿元，同比增长 7.4%。其中四季度单季营收 2978.9 亿元，同比增长 4.7%，归母净利润 79.0 亿元，同比增长 15.8%。

图28: 公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图29: 公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**在手订单充足，投资运营、绿色环保、电力工程成为公司业务新增长极。**公司 2022 年新签合同额 32450 亿元，同比增长 15.1%，增幅扩大 4.7pct，新签订单保障倍数达 2.96。分业务看，工程承包新签 18626 亿元，同比增长 11.2%，其中电力工程同增 290.7%，主因公司以抽水蓄能和海上风电市场开发为突破口，加快进军新能源领域；投资运营新签 7513 亿元，同比增长 22.7%，绿色环保新签 1907 亿元，同比增长 50.4%，主因“双碳”背景下，绿色转型加速。分地区看，境内新签合同额 29389.5 亿元，占总新签合同总额 90.6%，同比增长 14.7%，境外业务新签合同额 3060.5 亿元，占新签合同总额的 9.4%，同比增长 19.0%。

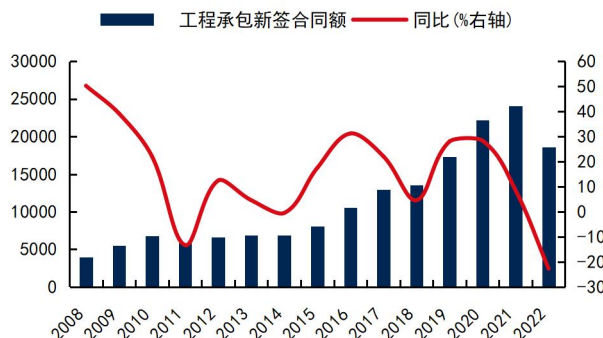


图30: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图31: 公司工程承包业务新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

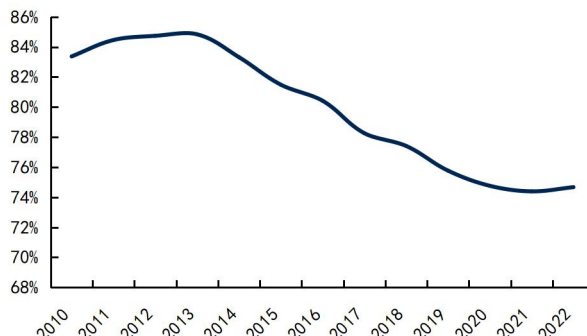
**现金流明显改善, 资产结构持续优化。**2022 年公司毛利率 10.1%, 增 0.5pc, 净利率 2.9%, 净资产收益率 11.05%, 与前年持平。经营现金净流入 561.4 亿元, 21 年流出 73 亿, 现金流明显改善, 主因: 1) 地方专项债提速, 业主资金面较好; 2) 部分单位受益于国家退税政策; 3) 公司加大对下资金归集力度, 证券化及保理力度。资产负债率 74.67%, 与前年持平。

图32: 公司经营、投资、筹资活动现金流 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图33: 公司资产负债率



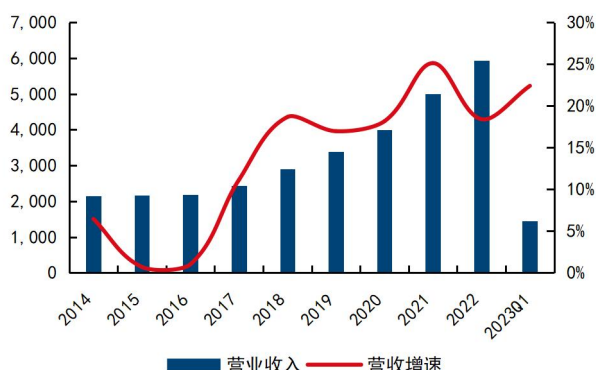
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

## 中国中冶: 冶金建设龙头, 矿产资源潜力足

**聚焦工程主业, 营收利润实现稳健增长。**2022 年公司实现营业收入 5926.7 亿元, 同比增长 18.4%, 实现毛利润 102.7 亿元, 同比增长 22.7%, 2017-2022 年, 公司营业收入实现复合增长率 19.4%, 毛利实现复合增长率 11.1%。从业务结构上看, 公司工程承包业务的收入和毛利占比均有所提升, 2013-2022 年工程承包营收占比从 80%提升到 93%, 毛利构成从 75%提升到 86%。



图34: 公司历年营业收入及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

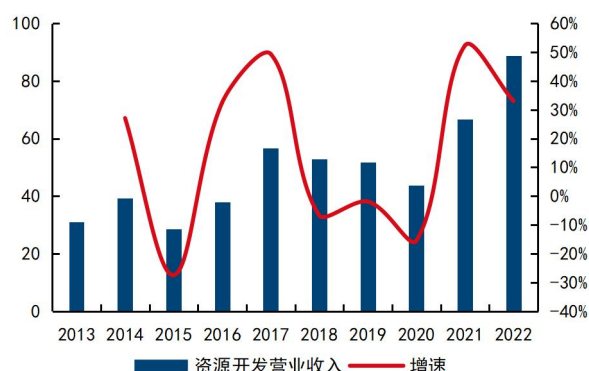
图35: 公司历年归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

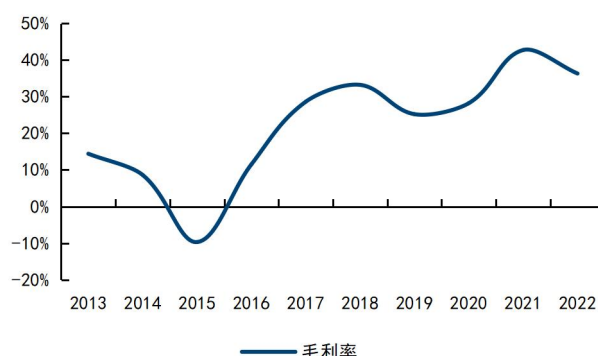
**海外矿山资源丰富，量价齐升助规模高增。**公司目前旗下有3座在产矿山和1个多晶硅生产基地，2022年资源开发业务实现收入88.7亿元，同比增长33.0%。公司主要矿产资源包括镍、钴、铜、铅、锌，受益于资源价格上涨，同时在手矿山稳定生产，快挖快卖，资源开发业务连续两年实现营业收入快速增长。2022年由于资源价格有所下滑，资源开发毛利率下降6.4个百分点至36.3%，但仍保持在较高水平。

图36: 公司资源开发业务收入及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图37: 公司资源开发业务毛利率变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

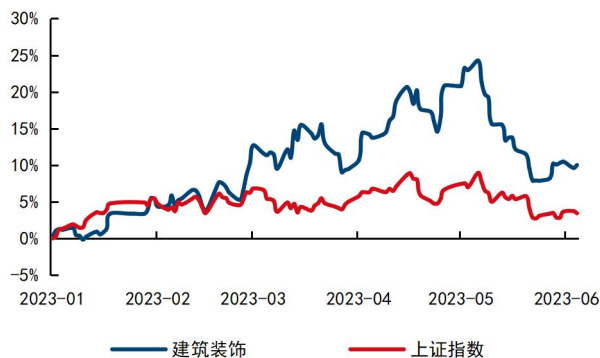
**收购巴基斯坦锡亚迪克铜矿，项目储量充足。**2022年公司完成了俾路支省锡亚迪克铜矿项目3个采矿权的收购，已完成核心区域详查面积约6平方公里，约占矿权总面积17.4平方公里的35%。根据阶段性钻探成果估算，该项目铜矿石资源10.14亿吨，铜金属量327.87万吨，铜平均品位0.32%。新铜矿与山达克铜矿的品位、地质结构、地貌情况相近，预计建设开发到出矿满产周期较短，满产后产能每年可达到6-7万吨。

**积极推进艾娜克铜矿项目取得进展。**阿富汗艾娜克铜矿是世界上已探明但尚未被开发的特大型铜矿床之一，该矿资源总量为矿石量7.05亿吨，平均含铜1.56%，含铜金属量1100多万吨。2007年公司与江西铜业组成联合体中标艾娜克铜矿开采权，项目于2009年开工，但由于搬迁补偿、文物保护、政治稳定等因素影响，项目多次被迫停工。2021年阿富汗塔利班政府上台后，表达了与中国重启合作的意愿，公司也与阿富汗现政府展开持续谈判，有望在未来取得进展。

## 行情复盘：5月持续回调

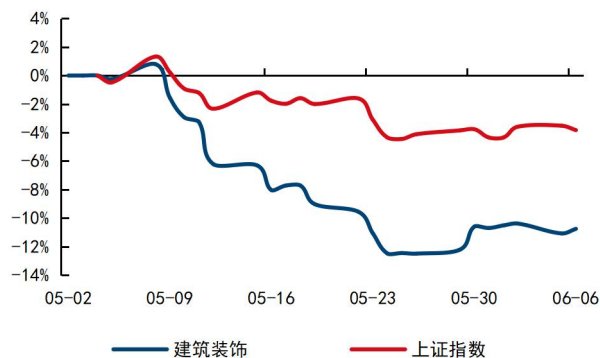
**年初至今建筑板块跑赢大盘。**年初至今申万建筑装饰指数上涨 11.32%，同时期上证指数上涨 4.63%，沪深 300 指数下跌 0.71%，建筑行业在申万 31 个行业中排名第 4。五月以来，申万建筑装饰指数下跌 9.25%，同时期上证指数下跌 2.73%，沪深 300 指数下跌 4.59%，建筑板块阶段性跑输大盘。

图38：年初至今 SW 建筑装饰指数走势（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

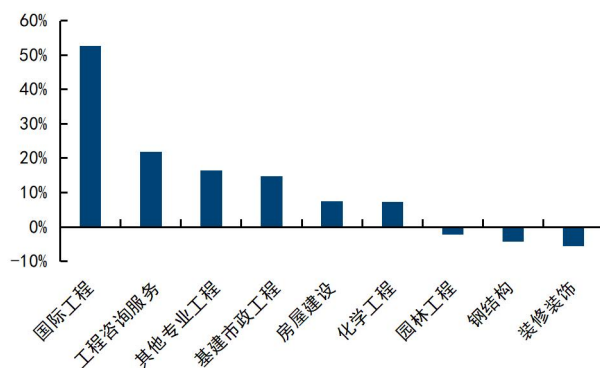
图39：五月至今 SW 建筑装饰指数走势（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

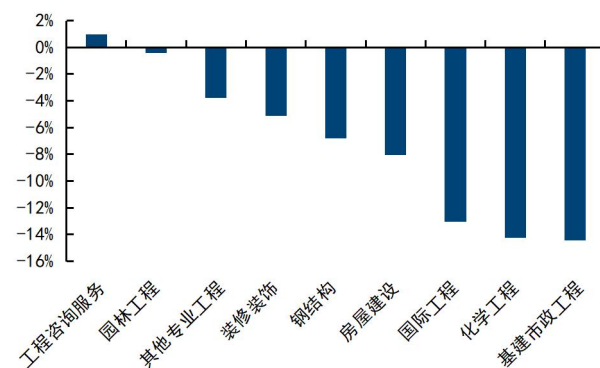
**基建和国际工程调整明显。**五月以来国际工程、基建市政工程板块进入调整阶段，基建市政工程下跌 14.44%，化学工程下跌 14.23%，国际工程下跌 13.02%，工程咨询服务板块受益于“AI+建筑”主题，上涨 0.97%。年初至今，国际工程上涨 52.60%，工程咨询服务上涨 21.77%，其他专业工程上涨 16.52%。

图40：年初至今建筑装饰细分行业涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图41：五月至今建筑装饰细分行业涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

## 投资建议：重视“中特估”建筑央企回调后的配置机会

建筑央企经历调整后市净率重回 0.7-0.8x，投资吸引力显著提升。地方及城投债务偿还压力确有上升，但新增发行明显增长，净融资保持增长态势，不会对基建投资产生拖累，专项债和增量政策工具仍然对基建投资产生较强的支撑作用，不必对基建资金过分担忧。**重点推荐中国交建、中国中铁、中国铁建、中国中冶、中国建筑。**

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032