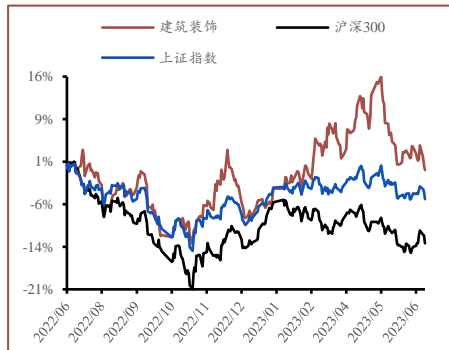


日本建筑企业缘何上涨

■ 证券研究报告

投资评级:看好(维持)

最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

分析师 李美岑

SAC 证书编号: S0160521120002

limc@ctsec.com

相关报告

1. 《央企市占率稳步提升,国企改革持续深化》 2023-06-18
2. 《中国-东盟一衣带水,海上丝路亘古绵延》 2023-06-17
3. 《国内基建需求有序释放,海外拓展持续推进》 2023-06-12

核心观点

- ❖ 近年来,日本上市建筑龙头公司的股价表现亮眼:自 2022 年至今,清水建设、鹿岛建设、大成建设及大林组分别上涨 24%/56%/39%/34%,远超过日经指数涨幅(11%),究其原因,我们认为:
 - ❖ 宏观上,日本持续的货币宽松政策有利于建筑企业融资及估值修复。自 2001 年 3 月日本央行决议通过购买长期国债向市场注入流动性起,日本正式开始宽松的货币政策;2013 年 4 月央行推出量化宽松政策;2016 年 1 月起日本央行将政策目标利率降低至负 0.1%,量化质化的货币宽松政策与负利率并行;2022 年 12 月央行宣布继续维持超宽松货币政策,并将长期利率波动幅度从此前的正负 0.25%扩张至正负 0.5%。市场流动性保持在较为宽裕的状态,使得在手订单充裕的建筑龙头能够获得扩张所需要的资金,同时也让股息率提高的企业价值回归成为可能。
 - ❖ 微观上,日本头部建筑公司采取多项措施提升股东收益,推动价值回归。1) 头部企业规模不断扩张,市占率稳步提升: FY2021 清水建设、鹿岛建设、大成建设及大林组营业收入分别同增 1.82%/9.05%/4.26%/8.83%, FY2022 清水建设、鹿岛建设、大成建设及大林组营业收入分别同增 30.4%/6.5%/3.1%/14.9%,在日本建筑行业总产值有所回落(2020-2022 年日本建筑业产值分别为 62.6/60.9/57.8 万亿日元,不变价)的背景下市占率稳步提升; 2) 资产负债率不断优化: 四家龙头企业的平均资产负债率由 FY2013 的 76.5%降至 FY2021 的 58.2%,流动性及偿债能力持续增强; 3) 现金分红保持较高水平,股息率改善提升股东回报: 自 2006 年至今,清水建设、鹿岛建设、大成建设及大林组均实现分红 17 次,累计现金分红率分别为 248.4%/170.9%/131.1%/224.6%。四家企业自 2017 年起股利支付率与股利收益率均呈现提升趋势,具体来看,从 FY2017Q3 至 FY2022Q4,鹿岛建设股利收益率由 2.12%增至 4.38%,大成建设股利收益率由 1.96%增至 3.17%,大林组股利收益率由 2.42%增至 4.15%,均体现出较强的股东回报; 4) 加强股份回购,彰显经营信心: 自 2020 年 6 月以来大成建设累计进行 30 次回购,自 2020 年 12 月以来鹿岛建设累计进行 9 次回购,自 2021 年 6 月以来清水建设累计进行 4 次回购,均传递了企业对于长期稳健经营的积极信号。
- ❖ 与日本建筑公司相比,国内建筑央企也开启持续优化的趋势。我们认为,
 - 1) 相较于已经成熟的日本基础设施市场,“十四五”后半程我国的基建投资仍有向上的动能,同时自 2013 年开启的头部央企市占率提升趋势也将延续;
 - 2) 从今年国资委考核央企指标由“两利四率”变为“一利五率”,可以看出未来央国企的发展从追求规模向兼顾盈利质量转变,经营回款加强催收以及垫资项目逐步减少有利于改善企业自由现金流,推动资产负债表和现金流量表向好发展,并有可能最终改善企业分红率;
 - 3) 随着中国建筑、中国中铁、中国交建、中国化学等央企先后开展股权激励,央企管理层对股价的重视程度也

在与日俱增，值得注意的是，中国建筑和中国化学均是通过二级市场回购股份来实施股权激励，对股价也具有一定支撑作用。

❖ **投资建议：**得益于国企改革、一带一路等事件催化及企业基本面向好趋势，建议关注中国中铁（601390.SH）、中国铁建（601186.SH）、中国交建（601800.SH）、中国建筑（601668.SH）、隧道股份（600820.SH）为代表的交通基建，以中材国际（600970.SH）、中钢国际（000928.SZ）为代表的工程服务商等。基于行业发展潜力、企业市占率及核心竞争力，看好鸿路钢构（002541.SZ）、华铁应急（603300.SH）、苏文电能（300982.SZ）、豪尔赛（002963.SZ）、大丰实业（603081.SH）等上游供应商。当前人工智能在设计板块应用仍在初级阶段，但相关技术发展之快值得期待，建议关注数据要素多、布局投入早的华设集团（603018.SH）和华阳国际（002949.SZ）。

❖ **风险提示：**稳增长力度不及预期风险，地产需求萎靡风险，地缘政治风险。

信息披露**● 分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。