

研究所：

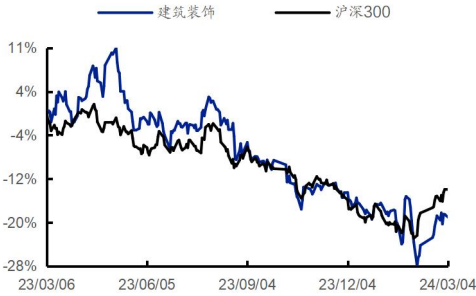
证券分析师：

张艺露 S0350523110003
zhangyl01@ghzq.com.cn

市值管理有迹可循，关注低估值建筑央企

——建材建筑行业专题研究

最近一年走势



行业相对表现

2024/03/04

表现	1M	3M	12M
建筑装饰	5.9%	-5.2%	-19.6%
沪深 300	11.4%	2.3%	-14.3%

投资要点：

- 国企改革全面深化，市值提升有迹可循。**新一轮国改以提高核心竞争力为主，一利五率、市值管理等考核体系渐趋完善。我们认为，国有独资企业的利润上缴、国有股权的分红、股权增值转让等，是国有资本经营预算收入的重要来源，有望弥补土地财政收入下滑的影响。国有资产价值创造弹性大，2022年全国国有资产总额/国有净资产权益分别达到340/95万亿元，且2023年国有企业总收入/利润总额达86/4.6万亿元，呈现资产体量大，但ROE、周转率低的特点，我们认为经营改善、股权价值提升带来的利润创造弹性较大。此外，从绝对估值层面看，一利五率均可对应到DCF模型当中，意味着随着考核的深化推进，国有股权价值理论上具备价值回升的基础。
- 建筑央企市值提升内外兼修，重效益与资产盘活。**首先，我们可以从经营提升、市值管理角度看价值提升路径。经营提升方面，新增的ROE考核，在稳杠杆的趋势下，净利率和资产周转率提升是核心，我们认为主要路径有：1) 净利率提升路径：承接优质订单、降本控费、业务结构优化等；2) 资产周转率提升路径：增量，压低投资类、长周期回报类项目，多争取优质项目；存量，处置低质项目，亦可通过REITs等将资产证券化，盘活资产，获取更高额的现金流及利润。此外，股权激励有望将核心人才与企业发展绑定，中国建筑、中国中铁、中国交建、中国化学等已推出相关激励。市值管理方面，强调过程与结果并重的精确考核，重要性逐步提升，如纳入央企负责人考核等，具备较大的边际变化。价值创造（提质增效）、价值经营（高分红等）、价值实现（提高信披质量/投关管理等）等是主要的市值管理趋势。
- 多元资产或迎价值重估，优势整合盘活经营效率。**其次，除经营提升、市值管理等，资产的重估和整合亦较为重要：1) 资产价值重估：地产、矿产、新能源、化工新材料等，是建筑央企基于基建、房建业务外主要的特色业务。考虑到建筑央企估值常年较低，体内优质资产或处于低估状态，其中中国中冶/中国中铁的矿产资源有望提供稳定的利润贡献；中国电建/中国能建的新能源及其运营业务景气度较高；中国建筑旗下中海地产优质土地储备充足有望抵御行业波动。2) 资产整合：作为央企改革的重要抓手，有助于推动更多优质资源向上市公司汇聚。剥离非主业，解决同业竞争，提升分部估值，如中国交建旗下六家设计院注入祁连山实现分拆上市、铁建重工分拆

上市、电建新能源拟分拆、中铁子公司高铁电气上市等。此外，现金流及利润拖累较大的投资类项目如 PPP 等，正逐步减少，建筑央企存量资产有望明显改善，进而提升经营效益。

- **行业评级及投资策略：**我们认为，春节后实物量数据不佳，且寒潮导致项目停工，从水泥发货数据看依然低迷，预计短期开复工有压力，关注农民工返工情况及水泥熟料首次涨价时点。1) 建筑：关注调整较多的顺周期板块；外需相对较好，关注国际专业工程，订单有望高增；关注国资委拟考核/低估值/辨识度较高建筑央企。维持建筑装饰行业“推荐”评级。2) 建材：地产供需端政策放松或仍有看点，关注业绩、现金流、分红较好的消费建材龙头公司，以及 2024 年 Q1 业绩基数低的公司。维持建筑材料行业“推荐”评级。
- **风险提示：**市值管理政策推出不及预期、基建投资超预期下行风险、资产减值风险、业务转型升级效果不及预期、海外经营风险。

内容目录

1、 国企改革全面深化，市值提升有迹可循	5
1.1、 国企改革全面深化，一利五率、市值管理考核推进	5
1.2、 国有资产价值创造弹性大，市值提升有迹可循	6
1.2.1、 地产风险拖累土地财政，盘活国有资产或可弥补	6
1.2.2、 一利五率考核促进内在价值提升，市值提升有迹可循	7
2、 建筑央企市值提升内外兼修，重效益与资产盘活	9
2.1、 经营提升：考核一利五率，激励锚定发展	9
2.1.1、 ROE：稳杠杆下，需要净利率与周转率的提升	9
2.1.2、 股权激励：结合一利五率制定，市场化激励加速发展动力	11
2.2、 市值管理：考核过程与结果，重要性提升	12
2.2.1、 强调过程与结果并重的精确考核，重要性逐步提升	12
2.2.2、 中国建筑为例：建立价值创造、价值经营、价值实现的概念	14
2.3、 资产重估：多元化业务或能提升盈利和估值中枢	15
2.3.1、 矿产资源	16
2.3.2、 新能源	19
2.3.3、 化工新材料	20
2.3.4、 地产业务	21
2.4、 资产整合：盘活优质资产，整顿存量资产	22
3、 投资建议：关注低估值高股息建筑央企	23
4、 行业评级及投资策略	25
5、 风险提示	26

图表目录

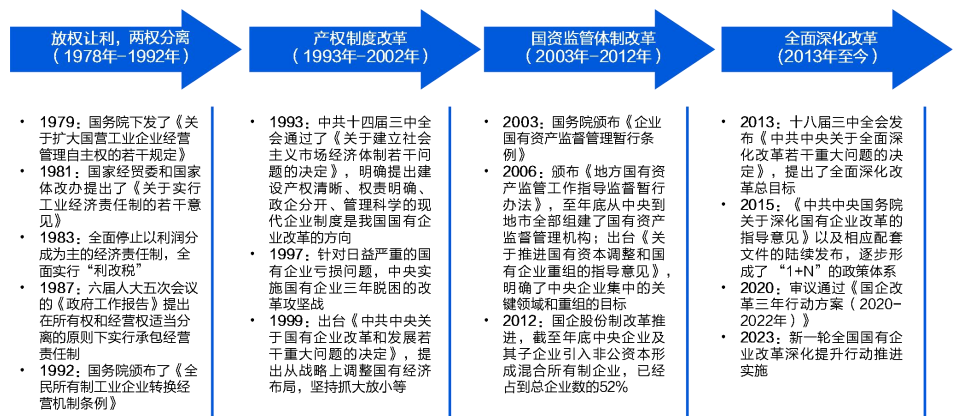
图 1: 国企改革历程可划分为四个阶段	5
图 2: 2023 年, 央企经营指标体系由“两利四率”优化为“一利五率”	6
图 3: 2022 年开始土地出让收入和房地产五税收入均缩减	6
图 4: 我国财政预算体系图示	7
图 5: 一利五率同时作用 DCF 公式分子分母端, 提升企业估值	8
图 6: 八大建筑央企归母净利率下降	9
图 7: 八大建筑央企权益乘数先降后升	9
图 8: 八大建筑央企归母净利率情况	10
图 9: 八大建筑央企总资产周转率情况	10
图 10: PPP 项目资产规模大、回收周期长, 影响资产周转	11
图 11: 中国建筑市值管理方式概览	15
图 12: 八大央企在建筑行业产值中占比约 20%	15
图 13: 中国中冶资源开发收入及增速	17
图 14: 中国中冶不同业务毛利率情况	17
图 15: 中铁资源净利润(亿元)及增速	18
图 16: 中国电建电力投资与运营收入(亿元)及增速	19
图 17: 中国电建不同业务毛利率情况	19
图 18: 中国能建投资与运营收入拆分(亿元)及增速	20
图 19: 中国能建能源业务装机量拆分及增速	20
图 20: 中国化学实业收入(亿元)及增速	20
图 21: 中国建筑房地产业务销售额、yoy 及全国商品房销售额累计同比增速	21
图 22: 2023 年 1-12 月全国地产企业拿地金额排名	21
图 23: 2023 年 1-12 月全国地产企业销售金额排名	21
图 24: 八大建筑央企订单、财务指标及估值数据对比	23
图 25: 建材建筑板块央国企财务及估值数据梳理	24
表 1: “一利五率”指标体系具体目标	8
表 2: 建筑央企最新股权激励计划梳理	12
表 3: 《提高央企控股上市公司质量工作方案》中价值实现相关表述	13
表 4: 国企市值管理政策及会议精神梳理	13
表 5: 建筑央企优质资产重估梳理	16
表 6: 中国中冶 2023 年 H1 矿产资源梳理	17
表 7: 中国中铁 2023H1 矿产资源梳理	18
表 8: 中国电建运营电站梳理	19
表 9: 建筑央企资产整合梳理	22

1、国企改革全面深化，市值提升有迹可循

1.1、国企改革全面深化，一利五率、市值管理考核推进

国企改革历经4个阶段逐步迭代成熟，从制度完善到全面深化改革。国企改革主要分为4个阶段：1）1978-1992年，重点在于放权让利、两权分离，以解决经营无动力的问题，即企业通过扩大自主经营权，探索利润留成、利改税等制度，推行承包责任制以实现所有权与经营权分离；2）1993-2002年，重点在于产权制度创新，以解决不匹配市场经济下现代公司生产力要求的问题，建立“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度成为新目标，公司制改革、战略性调整相继落地；3）2003-2012年，重点在于完善国有资产管理体制，以解决多头管理问题，2003年国资委成立，承担国有资产所有者的职责，此外同步推进股份制改革、主辅分离、兼并重组等措施，进而实现国有资产的保值增值；4）2013年至今，重点在于全面深化改革，依托2015年的《关于深化国有企业改革的指导意见》搭建“1+N”政策体系，分类推进国企改革、完善现代企业制度、完善国有资产管理体制、发展混合所有制经济等，并通过《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》进一步提高改革的覆盖率与完成度。

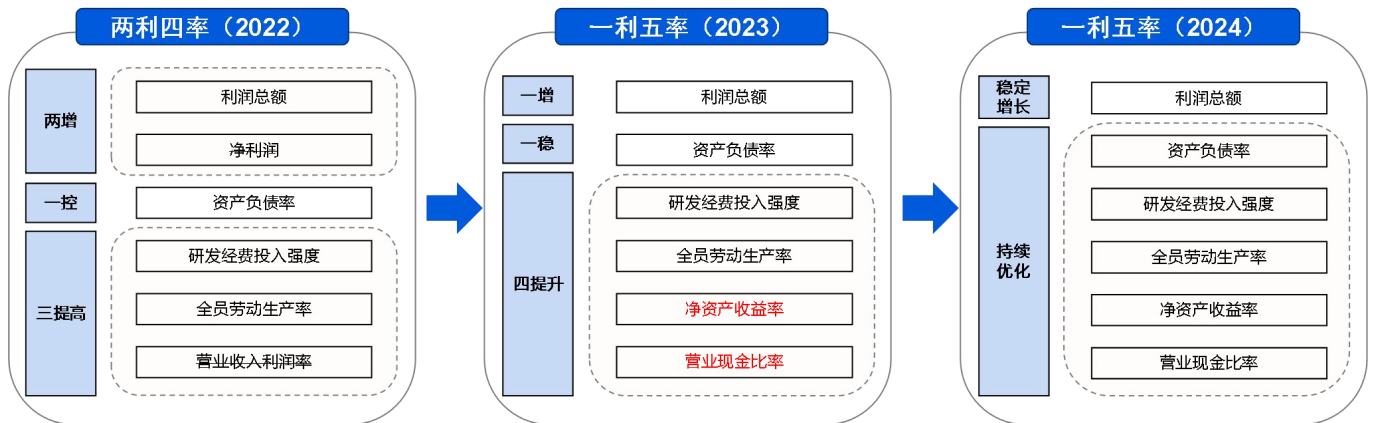
图1：国企改革历程可划分为四个阶段



资料来源：《“新国企”是怎样炼成的——中国国有企业改革40年回顾》（黄群慧，《China Economist》，2018），中国政府网，国资委，国海证券研究所

新一轮国改以提高核心竞争力、增强核心功能为主，一利五率考核继续深化。国企改革三年行动成果显著，体现在：1）中国特色现代企业制度和国资监管体制建设加强；2）市场化经营机制改革焕发企业活力；3）通过整合重组、布局战略性新兴产业、清退低效无效资产，实现布局结构优化调整。在此基础上，2023年新一轮国有企业改革深化提升行动（2023-2025年）启动实施，以提高企业核心竞争力和增强核心功能为重点，以增强产业引领力、提升科技创新力、打造现代新国企、营造公平竞争市场环境为方向，进一步完善考核机制。从经营考核体系来看，2023年1月，国资委召开的央企负责人会议上明确2023年将央企经营指标体系优化为“一利五率”，关键变化在于净资产收益率替换净利润指标、营业现金比率替换营业收入利润率。2023年12月，国资委明确2024年央企保持“一利五率”指标体系，要求央企效益稳步提升。

图 2：2023 年，央企经营指标体系由“两利四率”优化为“一利五率”



资料来源：国资委，国海证券研究所

1.2、国有资产价值创造弹性大，市值提升有迹可循

1.2.1、地产风险拖累土地财政，盘活国有资产或可弥补

2022 年开始土地财政收入下滑，拖累地方财政。我国财政收支体系由一般公共预算、政府性预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算四本账目构成，其中土地财政主要指代政府性预算中的土地出让收入和一般公共预算中的房地产五税收入。受房地产债务风险暴露影响，2022 年开始土地财政逐步下滑，2023 年土地出让收入/房地产五税收入分别为 5.8/1.9 万亿元，同比-13.3%/-3.5%。

图 3：2022 年开始土地出让收入和房地产五税收入均缩减



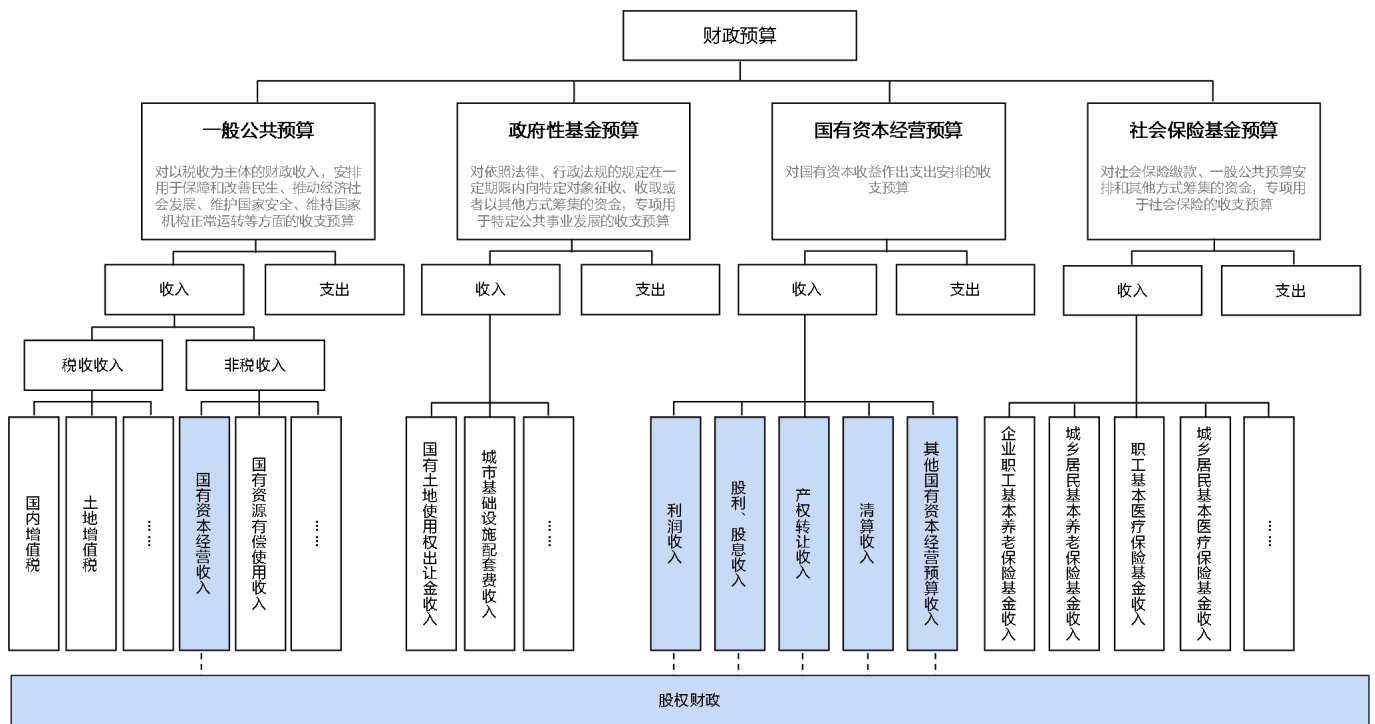
资料来源：Wind，国海证券研究所

国有资产价值提升空间和弹性较大，有望成为财政的重要补充，但需要经营质量的显著改善。利润上缴（国有独资企业按规定应当上交国家的利润）和分红（国有控股、参股企业国有股权获得的股利、股息收入）是国有资本经营预算收

入的两个不同的来源。除由财政部出资的金融央企及专营机构的利润上缴，进入一般公共预算中的非税收入外，其余均进入国有资本经营预算收入。国有资产规模庞大，根据国资委披露的《国务院关于 2022 年度国有资产管理情况的综合报告》，2022 年全国国有企业资产总额达到 339.5 万亿元、国有净资产权益 95 万亿元；财政部发布的《2023 年 1-12 月全国国有及国有控股企业经济运行情况》显示，2023 年国有企业实现营业总收入/利润总额 85.7/4.6 万亿元，同比 +3.6%/+7.4%。

理论上讲，国有资产能够创造相当可观的回报，但通过上述数据我们大概能估算，全国国有企业 2022 年 ROE 约为 3.4%（假设所得税税率 25%，利润总额扣税后近似为净利润）、净利率约为 3.9%、总资产周转率约为 0.25，实际上盈利水平和资产运行效率较低。主要系国有企业在我国民生、经济转型升级、科学技术突破等方面承担重要责任，盈利或并不是首要任务。因此央企自身经营效率相对民企不高，在财政收入中的贡献有限，2023 年国有资本经营预算收入 6744 亿元，仅占土地出让收入的 1/10 左右。我们认为，高质量发展方向下，量变开始转为质变，且快速发展下，央企承担的社会责任重担逐步减轻，在土地出让收入承压背景下，有望成为重要的财政补充。

图 4：我国财政预算体系图示



资料来源：《2022 年全国财政决算》，《中华人民共和国预算法》，国海证券研究所

1.2.2、一利五率考核促进内在价值提升，市值提升有迹可循

一利五率指标体系紧密关联，共同作用实现价值提升。一利五率指标体系的推行是对国有企业经营规模、盈利能力、资源配置效率、融资结构等的综合要求。

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/697200130126006046>