

智能建造起步发展，城市更新持续发力

——2023年建筑行业投资策略

行业评级：看好

2022年12月3日

分析师	匡培钦	研究助理	陈依晗
邮箱	kuangpeiqin@stocke.com.cn	邮箱	chenyihan@stocke.com.cn
电话	021-80106013		
证书编号	S1230520070003		

摘要：智能建造起步发展，城市更新持续发力

1、智能建造起步发展，装配式建筑率先发力

- **政策：**北京、天津等24个城市开展智能建造试点，**装配式建筑成为智能建造重要发力点。**
- **行业：**装配式建筑需要系统化集成化的信息化管理模式，智能建造可为其提供有力支撑；智能建造可贯穿于装配式建筑产业链的设计、生产、施工等全环节，整合全产业链资源，发挥产业链集成优势。
- **发展装配式建筑大势所趋：**《“十四五”建筑业发展规划》提出，到2035年，装配式建筑占新建建筑的比例达到30%以上，培育一批智能建造和装配式建筑产业基地。**短期看**，“双碳”目标指引下，装配式建筑将成为建筑业节能减排有效路径；**长期看**，国内老龄化提速带来用工成本提升，建筑工业化势在必行。**综合中长期看**，钢结构板块有望凭借更低碳排放强度实现高成长。
- **重点标的：**推荐钢结构龙头企业**鸿路钢构，精工钢构。**

2、城市更新持续发力，老旧小区改造确定高

- **政策：**《“十四五”规划纲要》明确设立城市更新目标为**完成2000年底前建成的21.9万个城镇老旧小区改造，老旧小区改造成为城市更新发力主向；**资金方面，8月31日国务院常务会议将老旧小区改造纳入政策性开发性金融工具支持领域。
- **行业空间：**“十四五”期间城市更新有望带动投资额超15万亿，其中老旧小区改造的全国市场规模有望超3.5万亿。
- **重点标的：**推荐老旧小区改造核心标的**德才股份**，推荐战略布局“水能城”业务的**中国电建**，推荐主攻城市更新的**中国能建**。

3、金融扶持地产回暖，基建房建估值将回升

- **政策：**2022年11月地产行业政策端已出现明显拐点，托底地产意愿明显；聚焦金融16条，政策从“救项目”转向“救项目+救优质房企”，逐步走向地产行业全产业链。
- **行业：**风险收敛叠加板块低估值带来价值修复弹性；当前基建房建估值已在底部，安全边际足；在“中国特色估值体系”构建加成下，基建央企估值有望回归价值！同时地产链相关的装饰装修板块预期将显著受益于保交楼政策带来的竣工端边际改善。
- **重点标的：**传统基建优选低估值**中国铁建、中国中铁**，中长期配置新能源基建**中国电建、中国能建**，推荐中国中冶、德才股份；建议关注建筑央企**中国建筑、中国交建**，装饰装修企业**江河集团、金螳螂**，装修建材企业**伟星新材**。

- 1、国内新冠疫情出现反弹
- 2、基建投资增速不及预期
- 3、房地产投资增速不及预期
- 4、政策性资金不及预期
- 5、装配式建筑渗透率提升不及预期
- 6、项目开展不及预期

目录

CONTENTS

01

智能建造起步发展，
装配式建筑率先发力

02

城市更新持续发力，
老旧小区改造确定高

03

政策已现明确拐点
房建基建估值将回升

01

智能建造起步发展 装配式建筑率先发力

- 1.1 政策：智能建造逐步推进，装配式建筑为发力主向
- 1.2 行业：智能建造应用于装配式建筑大势所趋
- 1.3 短期生产及供应链受阻，板块价值不改
- 1.4 重点推荐标的

政策端：24个城市开展智能建造试点，积极探索建筑业转型发展的新路径

- **智能建造试点城市公布：**北京、天津、沈阳、哈尔滨、南京、厦门、青岛、武汉、广州、成都等24个城市开展智能建造试点。
- **政策作用：**开展智能建造试点的主攻方向是以科技创新为支撑，促进建筑业与数字经济深度融合，培育智能建造新产业新业态新模式，着力解决工程建设存在的生产方式粗放、劳动力紧缺、资源能源消耗大等突出问题，更好发挥建筑业对稳增长扩内需的重要支点作用。
- **智能建造发展重点：**与新型建筑工业化协同发展，大力发展装配式建筑；装配式建筑成为智能建造重要发力点。

表：近年，住建部接连发布政策加快智能建造与新型建筑工业化协同发展，强调要大力发展装配式建筑

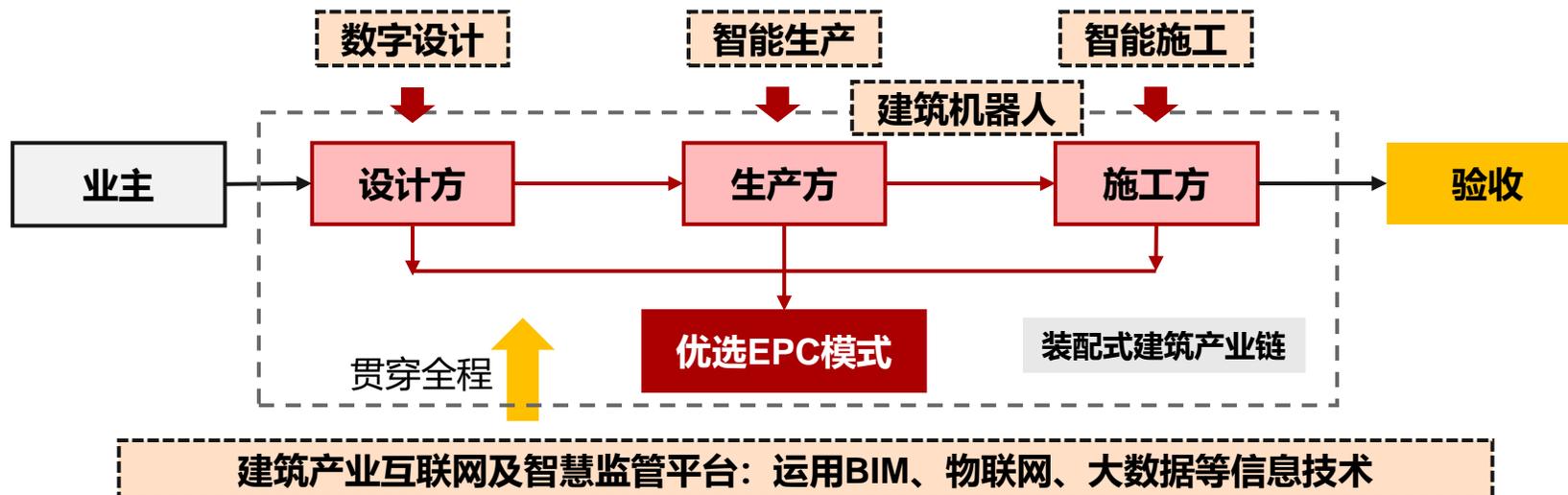
时间	部门	文件名	要点
2022年11月	住建部	《关于公布智能建造试点城市的通知》	<ul style="list-style-type: none"> • 内容：将北京市等24个城市列为智能建造试点城市，试点自公布之日开始，为期3年。 • 政策作用：24个城市开展智能建造试点的主攻方向是以科技创新为支撑，促进建筑业与数字经济深度融合，培育智能建造新产业新业态新模式，着力解决工程建设存在的生产方式粗放、劳动力紧缺、资源能源消耗大等突出问题，更好发挥建筑业对稳增长扩内需的重要支点作用。 • 预期目标：一是加快推进科技创新，提升建筑业发展质量和效益；重点围绕数字设计、智能生产、智能施工、建筑产业互联网、建筑机器人、智慧监管六大方面，形成高效益、高质量、低消耗、低排放的新型建造方式；二是打造智能建造产业集群，培育新产业新业态新模式；三是培育具有关键核心技术和系统解决方案能力的骨干建筑企业，增强建筑企业国际竞争力。
2022年1月	住建部	《“十四五”建筑业发展规划》	<ul style="list-style-type: none"> • “十四五”时期发展目标：建筑工业化、数字化、智能化水平大幅提升。智能建造与新型建筑工业化协同发展的政策体系和产业体系基本建立，装配式建筑占新建建筑的比例达到30%以上，培育一批智能建造和装配式建筑产业基地。 • 主要任务之一：加快智能建造与新型建筑工业化协同发展。 • 具体方式：一是完善智能建造政策和产业体系；二是强化设计、生产、施工各环节数字化协同，推动工程建设全过程数字化成果交付和应用；三是推广数字化协同设计；四是大力发展装配式建筑；五是打造建筑产业互联网平台；六是加快建筑机器人研发和应用；七是推广绿色建造方式。
2021年2月	住建部	《关于同意开展智能建造试点的函》	<ul style="list-style-type: none"> • 在上海、广东佛山、广东深圳、重庆四地列示了7个智能建造试点项目
2020年7月	住建部	《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》	<ul style="list-style-type: none"> • 发展目标：到2025年，我国智能建造与建筑工业化协同发展的政策体系和产业体系基本建立；到2035年，我国智能建造与建筑工业化协同发展取得显著进展，建筑工业化全面实现，迈入智能建造世界强国行列。 • 重点任务：一是大力发展装配式建筑，推动建立以标准部品为基础的专业化、规模化、信息化生产体系；二是加强技术创新；推动智能建造和建筑工业化基础共性技术和关键核心技术研发；三是推进数字化设计体系建设；四是培育产业体系，鼓励企业建立工程总承包项目多方协同智能建造工作平台；五是实行工程建设项目全生命周期内的绿色建造；六是加强智能建造及建筑工业化应用场景建设；七是创新行业监管与服务模式。

1.2 行业情况看，智能建造应用于装配式建筑大势所趋

行业端：装配式建筑需要系统化集成化的信息化管理模式，智能建造可为其提供有力支撑

- **智能建造**：智能建造技术是以 BIM、物联网、大数据等信息技术为基础，构建智能管理平台和智慧管理环境，以技术促改革，创新施工管理理念，使其与信息化、工业化深度融合，进而提高管理效率与管理效果。
- **装配式建筑**：装配式建筑是以信息技术为支撑，采用模块化设计、标准化生产、精益装配的建筑。在设计、施工、装修及管理等方面具有协同化、一体化、精细化、施工干作业等特点。
 - ✓ **主要形式有两种**：预制混凝土（PC，Precast Concrete）结构、钢结构。
 - ✓ **优点**：可将大量传统施工过程中的现场作业内容转移到工厂内进行，节约人力、降低能耗污染、提升建设效率。
 - ✓ **现状**：装配式建筑是建筑行业工业化转型的重要体现，正逐渐成为我国建筑行业的发展导向。
- **智能建造应用于装配式建筑是大势所趋**：目前装配式建筑的管理模式无法适应其发展需要，需要系统化集成化的信息化管理模式，智能建造可为其提供有力支撑，二者结合可大大提高建设工程管理效率和质量，助力建筑行业向工业化、信息化转型。

图：智能建造可贯穿于装配式建筑产业链的设计、生产、施工等全环节，整合全产业链资源，发挥产业链集成优势



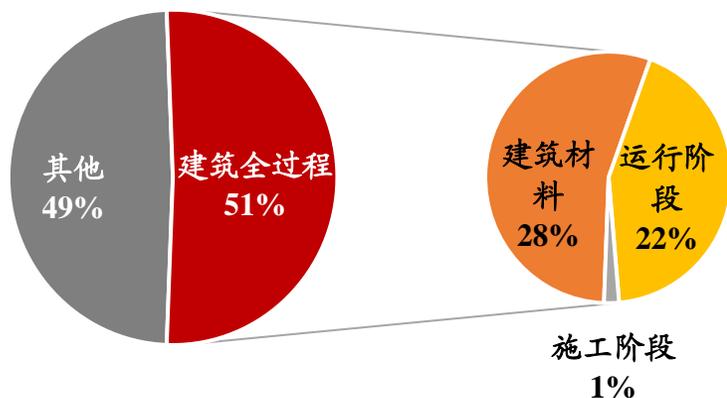
1.2 短期驱动：“双碳”目标指引，装配式行业政策持续加码

顶层政策密集发布，建筑产业链碳减排空间大，装配式建筑作为节能减排有效路径，“十四五”推进节奏有望超预期

- 21年10月21日，中办、国办发布《关于推动城乡建设绿色发展的意见》，要求实施建筑领域碳达峰、碳中和行动。要求大力发展装配式建筑，重点推动钢结构装配式住宅建设。
- 21年10月27日，国务院发布《2030年前碳达峰行动方案》，要求加快推进新型工业化，大力推进装配式建筑。推广钢结构住宅，推动建材循环利用，强化绿色设计和绿色施工管理。
- 我国建筑产业链碳减排压力大，装配式建筑或成为节能减排有效路径。根据建筑节能协会，我国建筑运行碳排放阶段占比22%，施工阶段占比1%，碳达峰、碳减排目标下减排压力大。装配式建筑在建材生产阶段与建筑施工阶段碳排放有明显优势。
- 22年1月，住建部发布《“十四五”建筑业发展规划》，提出到2025年，建筑业发展质量和效益大幅提升，建筑工业化全面实现，建筑品质显著提升。智能建造与新型建筑工业化协同发展的政策体系和产业体系基本建立，装配式建筑占新建建筑的比例达到30%以上，培育一批智能建造和装配式建筑产业基地。

我们认为：装配式建筑作为建筑行业“碳达峰”主抓手，相关政策、指标有望进一步强化。

图：2018年，建筑大行业碳排放占全国比重过半

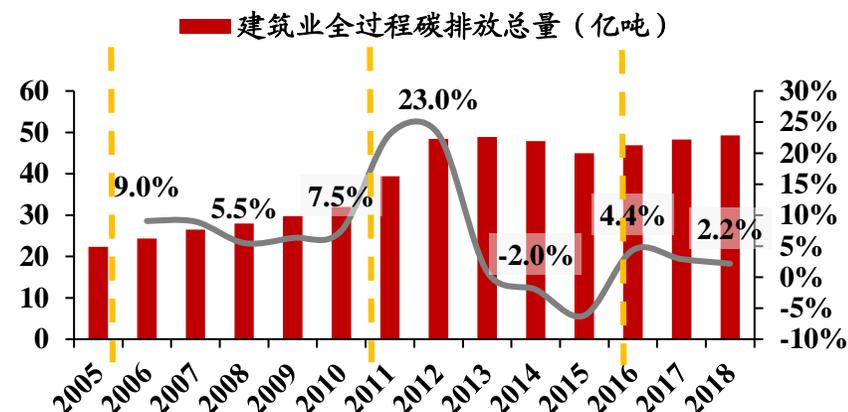


资料来源：中国建筑节能协会，浙商证券研究所

我国建筑业碳排放现状

- ✓ **总体：**我国建筑全过程（含建材、建筑施工、建筑运行）能耗占全国总能耗超51%
- ✓ **分拆：**建筑运行阶段占比22%，施工阶段占比1%，碳达峰、碳减排目标下减排压力大
- ✓ **增速：**“十三五”（16-18）以来建筑业碳排放增速放缓，但年复合增速仍达3.1%

图：“十三五”以来建筑业全过程碳排放复合增速仍在3%以上



1.2 长期驱动：老龄化带动用工成本提升，建筑工业化势在必行

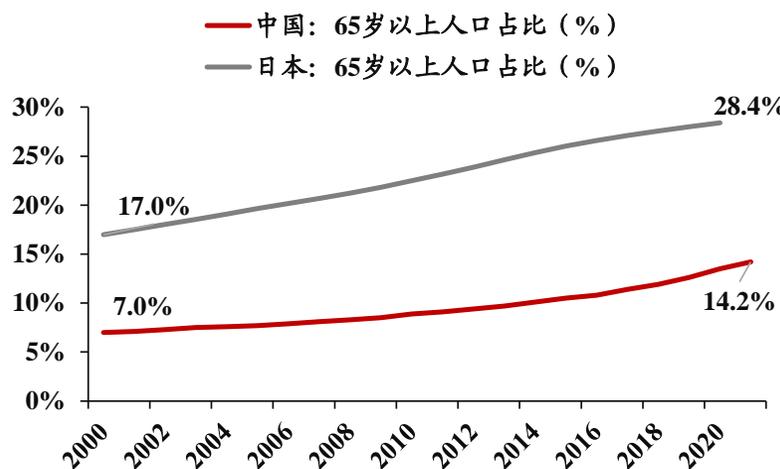
国内老龄化提速、工人老化、建筑业用工成本高增

- 我国65岁以上人口占比扩大。五普/7.0%(2000年)、六普/ 8.9%(2010年)、七普/ 13.5%(2020年)，2010-2020老龄化率提升4.6pct，1960年代第2次婴儿潮，更大规模人口跨入老年期，老龄化水平进入增长“快车道”。
- 2021年：农民工平均年龄42.0岁，建筑业农民工比重19.0%，上升0.7pct；“十三五”建筑业薪酬年复合增速6.3%，列第二。

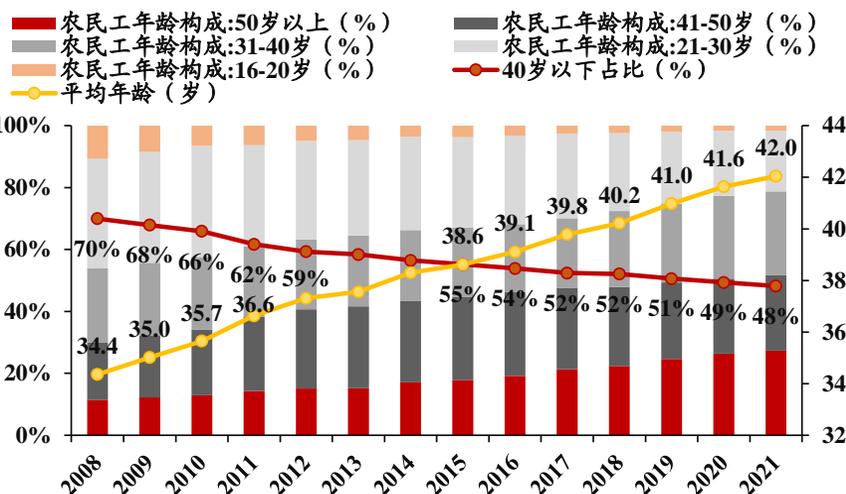
建筑工业化优势：“人机料法环”五大环节实现革新，变“工地施工+湿法作业”为“工厂制造+干法作业”

- 人：工种升级、效率提升、人员稳定。农民工：流动、重体力劳动、薪酬不稳定 ➡ 产业工人：固定、技术工种、薪酬稳定。
- 机：干法作业，提升施工自动化程度。现场人工浇筑、振捣、养护 ➡ 机械化运输+机械化安装。
- 料：产业配套、建材升级、低碳绿色。PC构件/钢结构+ 围护+内外装系统集成 ➡ 带动围护、门窗、饰材、厨卫等产业链升级。
- 法：设计、工厂制造、现场安装一体。现场工程管理 ➡ 工厂制造管理，扩大管理半径和效能，减少错漏碰缺、缩短建设周期。
- 环：改善环境、减少粉尘、噪声污染。散乱 ➡ 集中，发挥规模优势。加工制作转移至工厂，集中、高效处理制造废水、废气。

图：截至2021末，我国65岁以上老人占比14.2%



图：2021年，40岁以下农民工占比降至48%



图：2021年，建筑业农民工占比19.0%



1.2 装配式建筑需求中长期继续增长，优选高成长钢结构板块

发展装配式建筑已成为建筑行业实现“双碳”有效手段，其中钢结构建筑全生命周期具备低碳排放强度

- **PC、钢结构装配式建筑较传统现浇建筑碳排放分别减少约5.9%、30%。**“双碳”目标下行业碳减排压力大。相较于传统现浇建筑，装配式建筑在建造与废弃回收环节具有“减碳”特性，PC、钢结构装配式建筑分别减少约5.9%、30%。
- **钢结构需求空间足、政策持续加码。**钢结构协会于21年10月发布《钢结构行业“十四五”规划及2035年远景目标》，提出到25年/35年末，全国新建钢结构建筑渗透率超15%/40%。3月11日，住建部印发《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》，强调大力发展钢结构建筑，鼓励医院、学校等公共建筑优先采用钢结构建筑。**未来10年我国装配式建筑市场空间有望超5万亿元。**
- **装配式建筑市场空间测算：中性假设情景下：至2025年，PC构件制造、钢结构工程市场空间有望分别达到2300亿元/年、2500亿元/年；至2030年，PC构件制造、钢结构工程市场空间有望分别突破3600亿元/年、6000亿元/年。**

表：预计2025 / 2030年，房屋PC构件市场空间分别接近2300 / 3700亿元

指标	2025E			2030E		
	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
装配式建筑渗透率 (%)	30%			50.0%	45.0%	55.0%
其中：装配式PC结构占比 (%)	60%	65.0%	70%	45.0%	50.0%	55.0%
装配式PC结构房屋新增面积 (亿平方米)	3.6	4.5	5.4	4.1	5.8	7.8
PC率/预制率 (%)	40%			50%		
PC构件市场需求量 (万方)	5090	6279	7615	7158	10063	13711
当年PC构件市场空间 (亿元)	1842	2272	2755	2590	3641	4961

表：预计2025 / 2030年，房屋钢结构工程市场空间分别超2500 / 6000亿元

指标	2025E			2030E		
	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
装配式建筑渗透率 (%)	30%			45.0%	50.0%	55.0%
其中：PS (装配式钢结构) 占比 (%)	30%	35.0%	40%	45.0%	50.0%	55.0%
PS (装配式钢结构) 房屋新增面积 (亿平方米)	1.8	2.4	3.1	4.1	5.8	7.8
当年房屋钢结构需求量合计 (万吨)	1727	2294	2953	3886	5463	7443
当年房屋钢结构工程市场空间 (亿元)	1900	2524	3248	4275	6009	8187

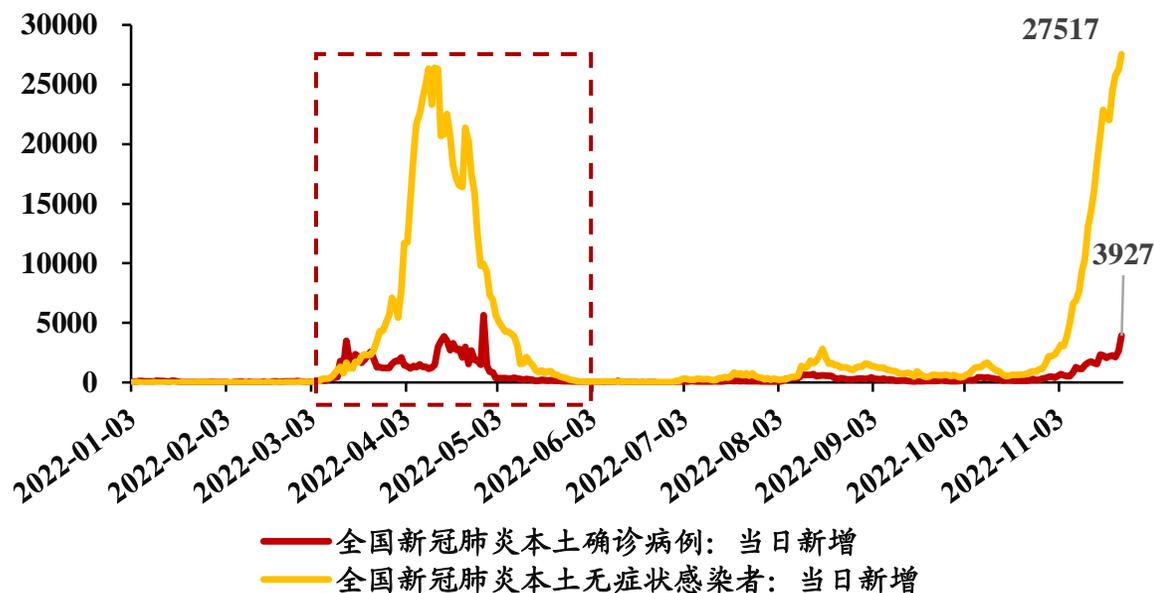
1.3 疫情高温影响、短期生产及供应链受阻，板块价值不改

疫情及高温过后生产端逐步修复，现负面因素已消，施工迎来旺季，赶工需求加强，钢结构需求预期提振

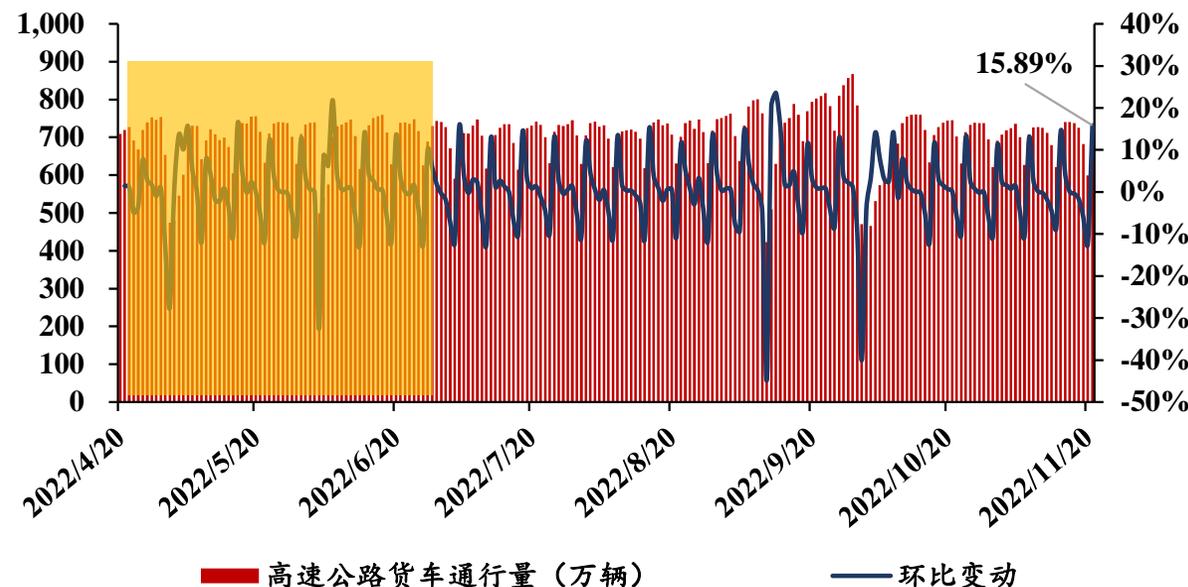
- **22Q2全国疫情形势严峻，确诊病例数高增：**3-4月全国新冠肺炎本土确诊病例日均1000+新增，疫情形势严峻，6月起疫情情况有所缓解，企业逐步有序复工复产，生产端持续修复。
- **高温限电因素影响，企业生产受阻，下半年以来经营回归正轨：**7月下旬以来，我国长江中下游地区等地出现了范围较大、强度强的高温天气，高温天气综合强度将为1961年有完整记录以来最强。9月后随高温、限电制约减缓，企业生产经营回归正轨。
- **物流链逐步修复，销货渠道逐渐疏通：**11月21日，高速公路单日货车通行量环比上升15.9%。

三季度以来，生产端逐步修复、施工迎旺季、赶工需求加强，叠加物流链修复，销货渠道逐渐疏通，预期钢结构需求边际向好。

图：22Q2全国疫情形势较为严峻，对经济造成短期冲击，企业运货、生产、销货受限



图：11月21日，高速公路单日货车通行量环比增长15.9%



1.4 鸿路钢构：经营持续向好，钢结构产业链持续延伸，看好估值修复

快推绿色智能装配，持续深耕高端建筑领域：

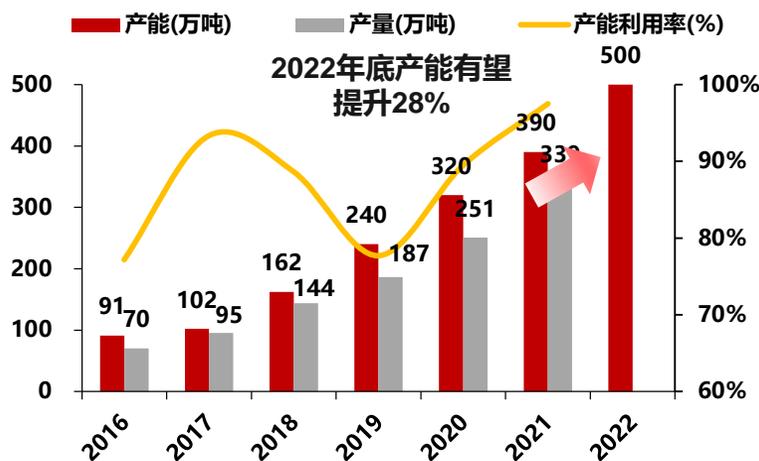
- **持续拍地强链延链，龙头扩张动力充足：**快速推动绿色智能装配基地建设，持续延伸补强钢构制造产业链。
- **营收业绩持续恢复：**2017-2021年，营收复合增速+40%；22Q1-3新签合同同增13%，亿元或万吨大订单占比较20年大幅提升12pct。
- **期间费用率稳降，吨盈利能力大幅增强：**22年吨净利逐季改善；归母净利复合增速20%，符合预期。

22年下游需求修复向好，上游成本同比大降，龙头持续受益：

- 下游客户大多从事基建及制造业，22年Q1-3基建/制造业投资分别同比+8.6%/+10.0%，投资侧持续修复。
- 受益于上游钢结构制造主要材料成本同比大降，公司利润空间释放，未来三年归母净利复合增速有望达26%。

预计公司22/23/24年归母净利润12.78/16.90/20.40亿元，对应现股价17.6/13.3/11.0倍PE，当前估值显著偏低，预计将持续修复。

图：产能有望从2021年390万吨增至2022年500万吨



图：2017-2021年，营收复合增速40%，应收维稳



图：2017-2021年，归母净利复合增速20%



1.4 精工钢构：供给需求双轮驱动，BIPV赋能主业，估值底部待反转

深入布局BIPV产业，盈利能力持续提升

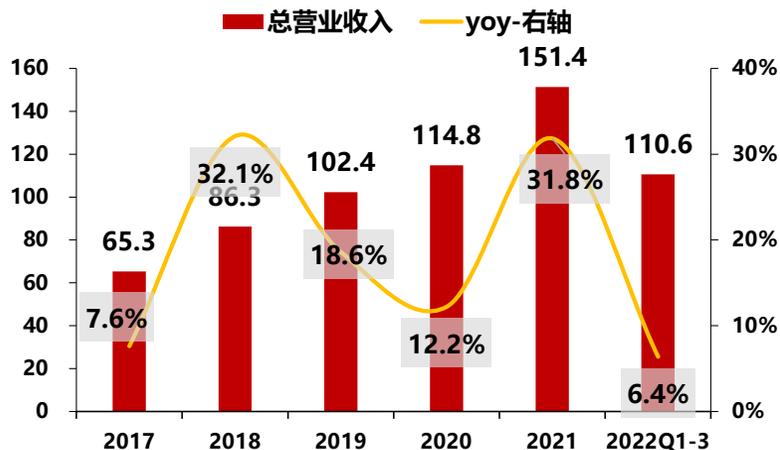
- 立足技术积累+客户资源，深入开展BIPV布局：与东方日升等公司开展战略合作，22年3月推出BIPV屋顶产品“精昇”。
- 盈利能力提升显著：22Q1/Q2/Q3单季度毛利率分别13.3%/14.8%/15.8%；2017-2021年归母净利复合高达82%。
- 现金流流出幅度同比收窄，周转能力环比平稳：收现比逐季提升；存货周转天数总体保持平稳。

供给需求双轮驱动，BIPV赋能主业

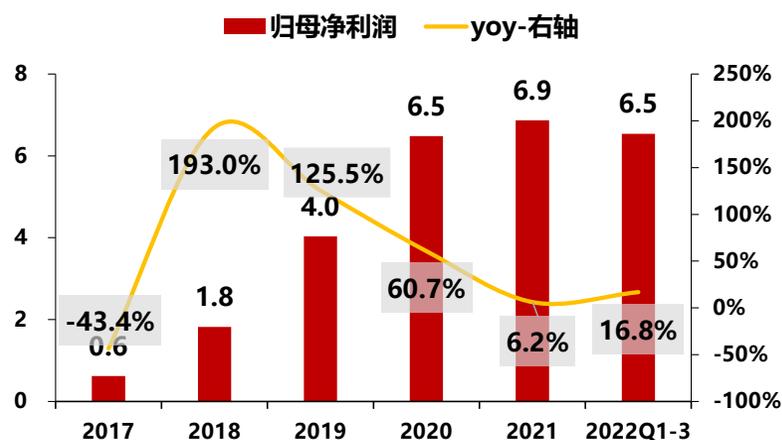
- 下游需求修复向好：22Q1-3公司新签146.27亿元，同比增加12%，订单承接加速，需求向好。
- 上游成本同比大降：22年10月各类钢价同比显著降低，公司利润空间释放，未来三年归母净利复合增速有望达22%。
- BIPV带动整体业务盈利能力提升：紧抓双碳政策东风，凭借分布式光伏业务优势，有效强化主业的差异化竞争力。

预计22/23/24年归母净利润8.29/10.14/12.24亿元，对应现股价10.3/8.5/7.0倍PE，公司积极开展BIPV布局，当前位于价值底部。

图：2017-2021年，营收复合增速23%，应收维稳



图：2017-2021年，归母净利复合增速高达82%



图：公司承建多个公建、工业建筑BIPV安装工程



02

城市更新持续发力 老旧小区改造确定高

2.1 政策：“十四五”规划纲要明确设立城市更新目标

2.2 规模：“十四五”期间城市更新投资额有望超15万亿

2.3 老旧小区改造为城市更新发力主向

2.4 重点推荐标的

2.1 城市更新：“十四五”规划纲要提出实施城市更新行动并明确目标

“十四五”规划纲要中明确设立城市更新目标，老旧小区改造成为城市更新发力主向

- “十四五”期间城市更新目标：完成2000年底前建成的21.9万个城镇老旧小区改造。
- 城市更新国策地位确立**：十四五规划、中央经济工作会议、政府工作报告中重点提及，城市更新全面上升至国家重要战略层面。

扩大政策性开发性金融工具支持的领域，将老旧小区改造纳入

- 资金方面**：8月31日国务院常务会议将老旧小区改造纳入政策性开发性金融工具支持领域，带来增量资金。

表：中央及各部委近期多次强调、加快推进城市更新/老旧小区改造

时间	部门	文件名	要点
2019年12月	中央	2019年中央经济工作会议	• 加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造。
2020年7月	国务院	《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》	• 将城镇老旧小区改造纳入保障性安居工程，中央给予资金补助，按照“保基本”的原则，重点支持基础类改造内容。
2021年3月	中央	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	• 加快转变城市发展方式，统筹城市规划建设管理，实施城市更新行动，推动城市空间结构优化和品质提升；同时明确了“十四五”时期的城市更新目标： 完成2000年底前建成的21.9万个城镇老旧小区改造。
2021年4月	发改委	《2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	• 加快在老城区推进以“三区一村”改造为主体的城市更新行动， 2021年规划新开工老旧小区改造共5.3万个。
2021年11月	住建部	《关于开展第一批城市更新试点工作的通知》	• 发布城市更新首批试点城市名单，包含北京、南京、苏州、宁波等共21个城市。
2022年3月	中央	2022年政府工作报告	• 政府工作报告提出，有序推进城市更新，加强市政设施和防灾减灾能力建设，开展老旧建筑和设施安全隐患排查整治，再开工改造一批城镇老旧小区，推进无障碍环境建设和适老化改造。
2022年3月	发改委	《2022年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	• 推进城市更新，加快改造城镇老旧小区。
2022年4月	财政部	国新办发布会	• 支持再开工一批城镇老旧小区改造项目，有序推进城市更新。
2022年7月	发改委	《关于做好盘活存量资产扩大有效投资有关工作的通知》	• 对城市老旧资产资源特别是老旧小区改造等项目，可通过精准定位、提升品质、完善用途等丰富资产功能，吸引社会资本参与。
2022年7月	发改委	《“十四五”新型城镇化实施方案》	• 再次提到有序推进城市更新改造，并强调推进老旧小区、厂区、街区、城中村等，防止大拆大建，进一步约束城市更新的改造方式。
2022年8月	国务院	国务院常务会议	• 国常会指出，稳经济接续政策细则9月上旬应出尽出，着力扩大有效需求，巩固经济恢复基础。 扩大政策性开发性金融工具支持的领域，将老旧小区改造、省级高速公路等纳入，并尽可能吸引民间投资。

2.1 城市更新：包括三大领域的改造，项目实施多以政府主导

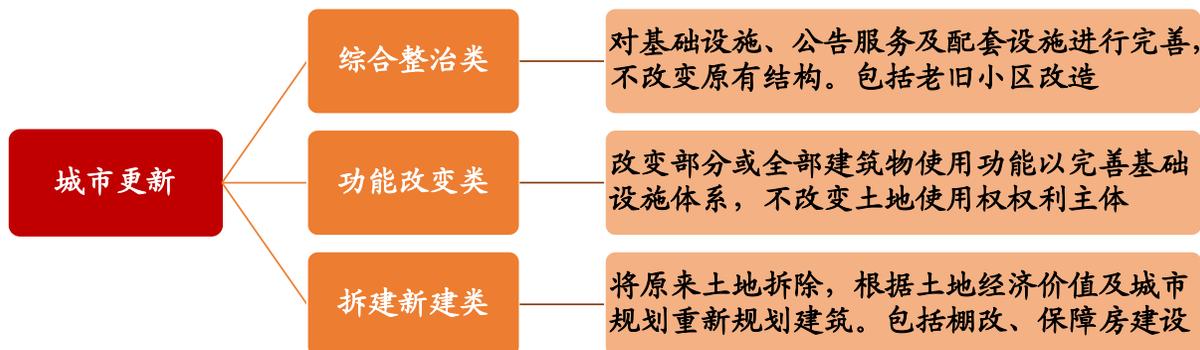
城市更新概念：指对特定城市建成区进行综合整治、功能改变或拆建新建设活动（三大领域）

- **主要改造对象：**包括旧工商业区、老旧小区、城中村等基础功能退化、设施亟待完善的城市区域。
- **改造范围：**对比棚改、旧改等大规模拆除重建行动，城市更新囊括范围更广，在增量拆建的基础上进一步强调存量提质改造的重要性，并且涵盖城市综合土地开发与土地整备。
- **核心目标：**建设宜居城市、绿色城市、人文城市以及智慧城市。

城市更新项目实施模式：可以分为政府主导、市场主导、多元合作三种模式

- **政府主导模式：**由政府直接组织、统筹建立相关推进机制，常见的融资渠道包括财政资金、城市更新专项债、企业自有资金等。
- **市场主导模式：**由政府提供政策指引，将部分权利和收益让渡给市场，实施主体独立或合作按政府要求负责项目运作。
- **多元合作模式：**地方政府、房企、产权所有者等多方主体共同参与项目，融资渠道包括PPP、F+EPC、城市更新基金等。

图：城市更新包含综合整治类、功能改变类、拆建新建设类三种类型



表：城市更新项目实施模式

类型	建筑主体	土地使用权主体	审批流程	项目模式	主要融资渠道
综合整治类	不改变	不改变	区政府负责审批、实施、竣工验收和后续监管	政府主导、居民参与为主	财政资金、专项债
功能改变类	有可能改变	不改变	由市级城市更新管理部门审批，参与企业可通过改造、持有运营等方式参与项目	政府主导、企业参与为主	专项债、企业自行融资
拆建新建设类	改变	有可能改变	涉及计划立项、专项规划审批、实施主体确认、用地出让多环节	政府主导模式	财政资金、专项债等

2.2 城市更新：“十四五”期间城市更新有望带动投资额超15万亿

“十四五”期间城市更新投资规模测算：综合整治类+功能改变类+拆建新建类三大领域

- **综合整治类（老旧小区改造）**：十四五期间，我国老旧小区改造市场规模接近3.6万亿元，年均市场规模超过7000亿。
- **功能改变类（市政设施改扩建）**：选取固定资产投资中公共设施管理业口径下的改建+扩建投资作为改建类城市更新项目投资额。考虑到政策推动后续市政设施更新进程有望加快，**我们假设十四五期间投资增速分别为10%/10%/12%/12%/12%，五年总投资规模约4.01万亿元。**
- **拆建新建类（棚改及保障房）**：**棚改方面**，假设2021-2025年棚改套数逐年下滑20%，棚改新开工减至167、134、107、86、68万套，单位投资额按照2020年水平计算。**保障房方面**，“十四五”期间40城市拟增650万套保障性租赁住房，年均新增130万套，较21年开工建设情况同比增加38%，按照3000元每平方米投资标准保守估算，十四五期间保障房建设投资将在1.94万亿，年均投资超过3800亿元。

表：“十四五”期间城市更新有望带动投资额超15万亿元

年份	2021	2022	2023	2024	2025	十四五合计
综合整治类：老旧小区改造（亿元）	7282	6616	6947	7294	7659	35798
功能改变类：公共设施改扩建（亿元）	11969	13165	14745	16515	18497	74891
拆建新建类（亿元）：	8977	8826	7991	7352	6992	40138
其中：棚户区改造	6157	4926	3941	3152	2522	20698
其中：保障房建设	2820	3900	4050	4200	4470	19440
城市更新合计（亿元）	28228	28607	29683	31161	33147	150827

2.3 老旧小区改造：城市更新发力主向，3.5万亿赛道造利润新增长极

2021年山东省老旧小区改造总量位居全国首位，现省内已开启旧改3.0时代

- **山东省具体改造内容梳理：**根据国务院《城镇老旧小区改造工作指导意见》、省住建厅《城镇老旧小区改造技术导则》（JD 14-051-2020），山东省具体改造内容可以分为：**基础类、完善类、提升类**3类。
- **山东省改造情况：**我国老旧小区改造主阵地，2021年全省改造总量位居全国首位。根据山东省历年政府工作报告披露的改造计划及省住建厅发布的改造情况，**十四五期间山东省老旧小区改造将迎来3.0时代，改造标准预计显著提升。**

图：“十四五”期间山东省老旧小区改造将迎来3.0时代



2.3 老旧小区改造：城市更新发力主向，3.5万亿赛道造利润新增长极

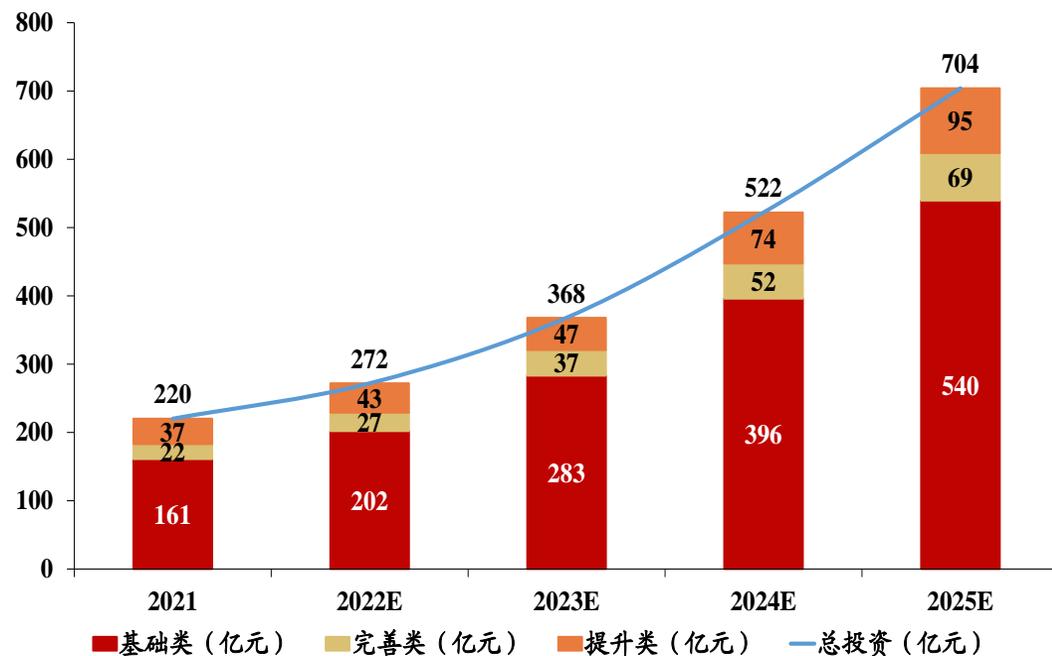
山东省十四五老旧小区改造3.0时期市场规模测算

- **测算依据：**结合《老旧小区综合改造技术经济指标（2017）》及《山东省关于做好2022年城镇老旧小区改造工作的通知》，按**基础类、完善类、提升类**三类拆分进行单位成本假设改造计划。
- **省内小区旧改“十四五”市场规模测算：**按照省住建厅发布的十四五规划以及技术导则开展测算，**十四五期间山东省老旧小区改造潜在市场规模估计约2086亿元，市场空间巨大。**

表：“十四五”期间，山东省老旧小区改造潜在市场规模约2086亿元，市场空间巨大

时期	小区数 (万个)	户数 (万户)	建筑面积 (亿平方米)	基础类 (亿元)	完善类 (亿元)	提升类 (亿元)	总投资 (亿元)
2021	3706	63.0	5670	161	22	37	220
2022E	3889	67.1	6465	202	27	43	272
2023E	3898	80.0	8243	283	37	47	368
2024E	5588	95.0	10474	396	52	74	522
2025E	6471	110.0	12977	540	69	95	704
十四五合计	23551.7	415.1	43830	1582	207	296	2086

图：十四五期间山东省老旧小区改造市场规模预计逐年提升



2.3 老旧小区改造：城市更新发力主向，3.5万亿赛道造利润新增长极

全国：十四五市场空间超3.5万亿，22H1专项债支持力度提升，工程利润率高、回款条件优渥。

- **十四五市场规模：**结合国家十四五规划21.9万小区改造计划，测算**十四五期间市场规模超3.5万亿元，年均规模超7000亿。**
- **老旧小区改造资金侧：**2019年以来棚改热度逐步退潮，老旧小区改造、保障房投资逐步接力棚改。21年全国专项债投向586个老旧小区改造项目，22年H1投向673个项目，**22H1专项债投入支持力度提升。**
- **专项债拉动投资能力强：**以2205320.IB（2022年山东省政府专项债券十四期）为例，投入老旧小区改造项目的专项债金额平均平均可带动4.8倍项目总投资规模，**能够有效拉动社会资本投资。**

表：“十四五”期间，我国老旧小区改造市场规模超3.5万亿元

时期	小区数(万个)	户数(万户)	建筑面积(亿平米)	基础类(亿元)	完善类(亿元)	提升类(亿元)	总投资(亿元)
2020	4.0	920	9.2	4356	582	403	5341
2021	5.6	1279	12.8	6053	669	560	7282
2022E	5.1	1164	11.6	5513	594	510	6616
十四五总计	21.9	5000	50	28730	3640	3189	35558

表：2022年山东省政府专项债券（2205320.IB）投入老旧小区项目一览

投向项目名称	项目投资规模(亿元)	专项债投入金额(亿元)
薛城区2022年中央省补助支持城镇老旧小区改造项目	1.92	0.95
薛城区老旧小区供水改造工程	2.5	0.54
邹城市2022年老旧小区综合改造项目	4.4	0.21
泗水县2022年老旧小区改造项目	2.1	0.3
梁山县老旧小区雨污管网改造工程项目	2.8	0.2
泰安高新区凤凰老旧小区改造一期工程项目	0.54	0.26
2022年度泰山区域城镇老旧小区改造综合片区项目	2.1	0.6
2022年度泰山区域财源街道城镇老旧小区改造项目	3.03	0.82
2022年度泰山区域上高街道城镇老旧小区改造项目	0.48	0.15
2022年度泰山区域泰前街道城镇老旧小区改造项目	3.55	0.97
2022年度泰山区域岱庙街道城镇老旧小区改造项目	3.73	1.02
兰山区2021年当年开工老旧小区改造项目	5.42	0.15
合计	38.75	8.07

2.4 德才股份：老旧小区改造核心标的，高成长、业绩确定性强

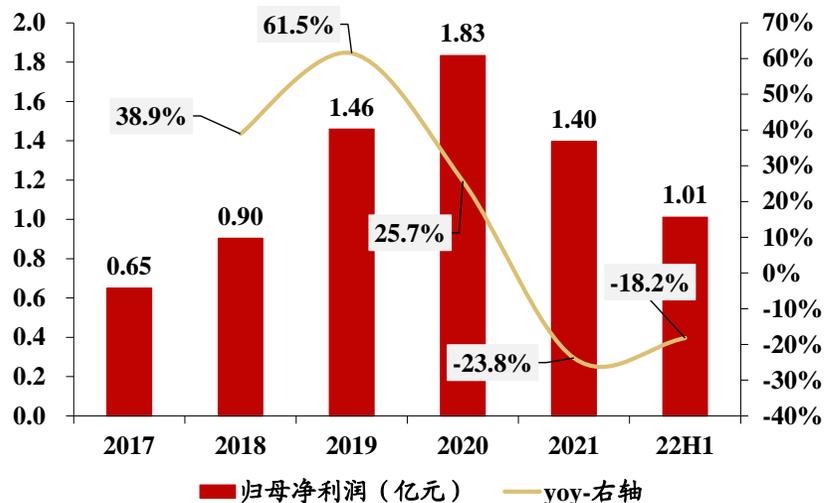
主业基本盘经营稳健，2021年归母净利润排名板块第一，22H1表现显著优于同行

- **营收&净利**：21年/22H1实现收入50.4/23.5亿元，同比+8.7%/+5.1%，五年 CAGR+23.0%；对应录得归母净利润1.40/1.01亿元，同比-23%/-18%，五年CAGR+21.1%。
- **业务构成**：以装饰装修为主导，房建、市政和设计构成辅助，四大主业覆盖全建筑产业链，均具备甲（壹）级资质。

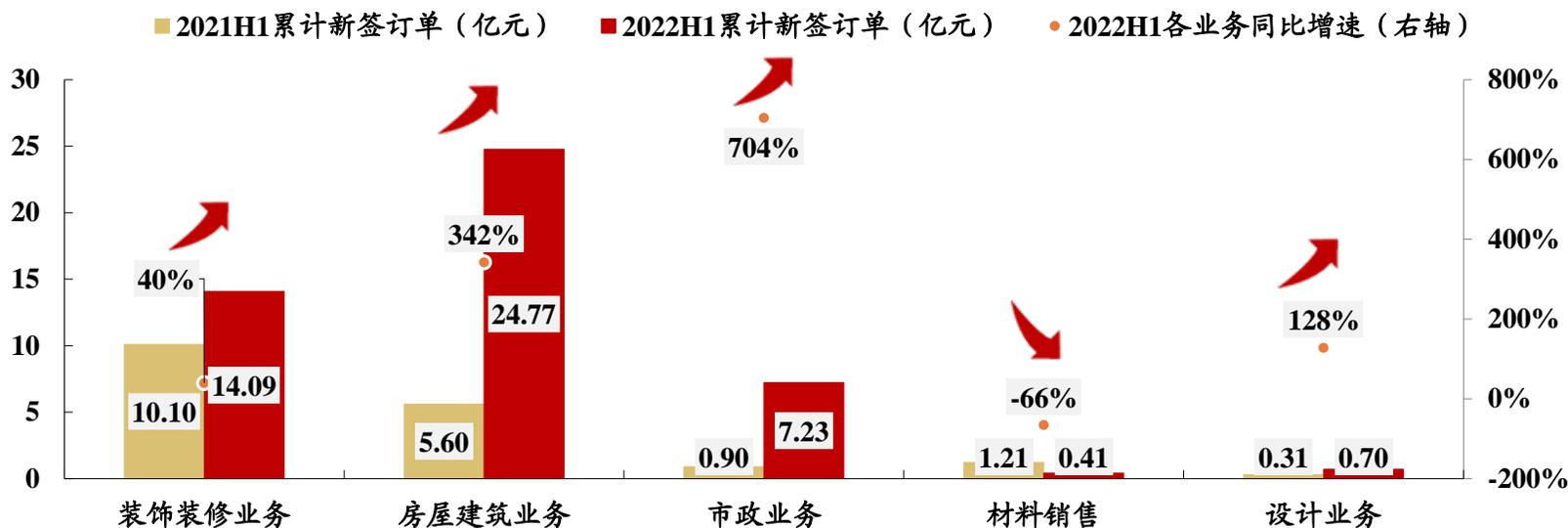
在手&新签订单充裕，未来业绩保障充分

- **新签订单持续放量**：2022H1累计新签订单达到47.21亿元，同比大幅增长161%，装饰、房建、市政、设计各业务领域订单均呈现放量态势，同增40%/342%/704%/128%。22Q1-3新签订单78亿元，同比+70%。
- **在手订单充裕**：截至22H1，公司在手订单85亿元，成长动能充足。

图：2017-2021年，公司归母净利润CAGR+21.1%



图：2022年H1，公司各细分业务新签订单均大幅提升

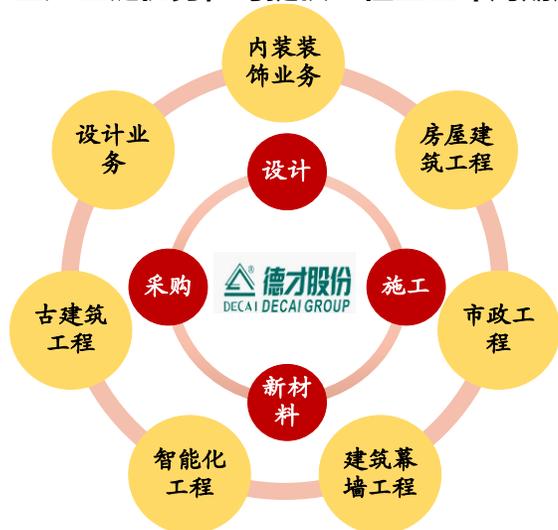


2.4 德才股份：老旧小区改造核心标的，高成长、业绩确定性强

于行业内率先打造全生命周期服务，资质齐全覆盖建筑全产业链；老旧小区改造业务订单实现高增长

- **全产业链优势：**设计、施工、内装等建筑产业链全覆盖，可提供“设计+新材料+采购+施工”工程全生命周期服务。
- **资质齐全优势：**截至2022H1，公司及分子公司共获取54项行业资质，27项壹级（甲级）资质，涉及装饰、幕墙、施工、设计、古建、建筑智能化、展陈、城市及道路照明等多个专业领域，横向对比上市装饰企业具备明显优势，几乎对标大型地方建筑国企。
- **业务模式及业务转型更为顺畅：**EPC总包业务承接提速，21年/22H1公司EPC收入同增278%/166%；加速转型发力新城建、新基建、绿色建筑等领域，2021年新城建领域收入增速超过100%。
- **老旧小区改造业务订单高增：**公司依托EPC总承包优势和独特“1+3+N”模式，在老旧小区改造领域实现了设计、施工和装饰等多场景全流程改造，22H1老旧小区改造订单4.62亿元，同比高增95%。
- **预计公司22-24年实现归母净利1.53/2.14/2.90亿元，同比增长9.5%/39.9%/35.5%，现价对应PE为16.3/11.7/8.6倍。**

图：全产业链优势，可提供工程全生命周期服务



表：公司资质齐全，覆盖建筑全产业链，横向对比多家民营上市装饰企业具备明显优势，几乎能够对标大型地方建筑国企

资质名称	德才股份	金螳螂	江河集团	亚厦股份	宝鹰股份	上海建工	陕西建工	浦东建设
建筑装修装饰工程专业承包	壹级	壹级	壹级	壹级	壹级	壹级	-	壹级
建筑幕墙工程专业承包	壹级	壹级	壹级	壹级	壹级	壹级	-	-
房屋建筑工程施工总承包	壹级	壹级	贰级	叁级	贰级	特级	特级	壹级
市政公用工程施工总承包	壹级	壹级	-	叁级	-	特级	特级	壹级
钢结构工程专业承包	壹级	贰级	贰级	贰级	贰级	壹级	壹级	-
古建筑工程专业承包	壹级	壹级	叁级	叁级	-	-	-	-
城市及道路照明工程专业承包	壹级	叁级	-	叁级	-	-	-	-
建筑行业（建筑工程）设计	甲级	甲级	-	-	-	甲级	甲级	甲级
建筑幕墙工程设计专项	甲级	甲级	甲级	甲级	甲级	甲级	甲级	-
建筑装饰工程设计专项	甲级	甲级	甲级	甲级	甲级	甲级	甲级	-

基础设施工程承包业务营收与新签合同额同比稳增，助力市政、房建类项目发展

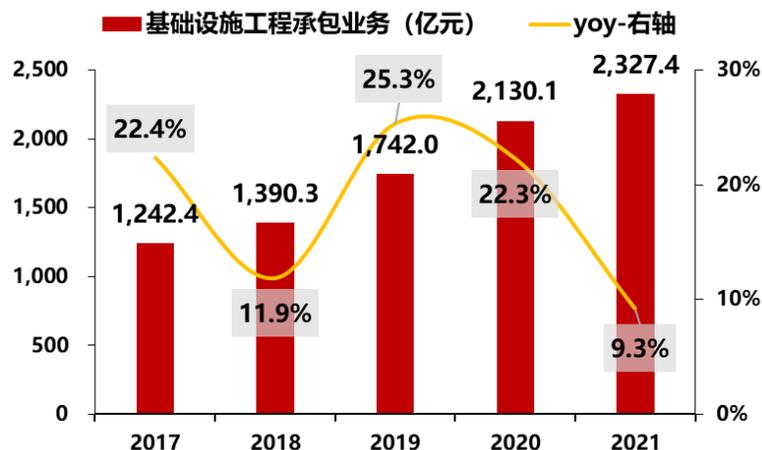
- 17-21年，基础设施工程承包营收复合增速17%，新签合同额复合增速17%；其中，21年房建新签合同额1,067亿元，同比增长0.7%，市政建设新签合同额1,032亿元，同比增长35.5%。

积极开拓基础设施业务市场，中标、新签多个大型城市更新改造项目

- 大型综合项目：**22H1期间内，公司中标、新签了九江新城未来公园社区片区综合开发项目城市合伙人项目（65亿元）、广州黄埔区凤尾村更新改造项目融资区项目（56.2亿元）、廊坊市人民医院迁建项目EPC工程总承包（30.8亿元）等一批具有区域、行业影响力的代表性重大项目。
- 战略规划：**加快推进战略转型，战略重心和资源配置进一步向能源电力、水资源与环境、城市建设与基础设施三大核心主业集中，以“建设清洁能源，营造绿色环境，服务智慧城市”为企业使命，致力建设成为“能源电力、水资源与环境、基础设施领域具有国际竞争力的质量效益型世界一流综合性建设企业”。

预计公司22-24年实现归母净利润109.02/126.10/146.86亿元，同比增长26.29%/15.67%/16.46%，现价对应PE为10.4/9.0/7.8倍。

图：17-21年，基础设施工程承包营收复合增速17%



图：17-21年，基础设施工程承包新签合同额复合增速17%



图：中标、新签多个大型城市更新改造项目



2.4 中国能建：工程建设+房地产业务高速发展，助力城市更新改造

工程建设业务迅速发展，助力城市更新改造

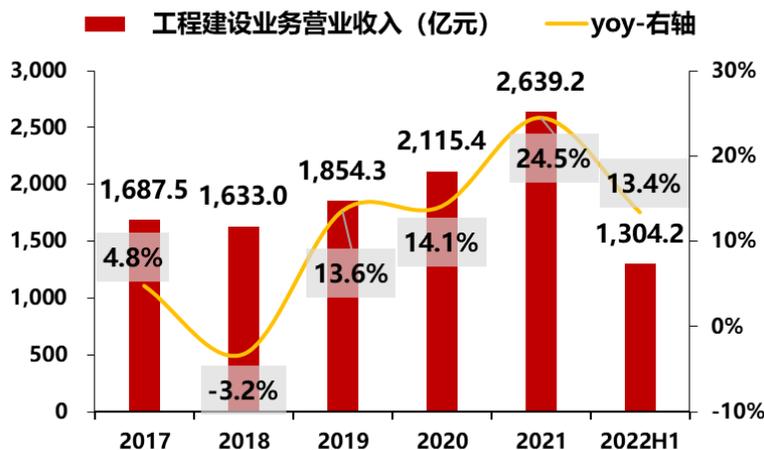
- **营业收入**：22H1工程建设营收同比+13.4%；城市建设作为工程建设的重要组成部分，在2021年实现了11.3%的同比增长。
- **新签订单**：22年前三季度工程建设累计新签合同额6566亿元，同比+21.49%；其中城市建设累计新签1244亿元，同比-5.21%。

房地产业务主攻城市更新，锁定绿色、健康、科技住宅细分市场

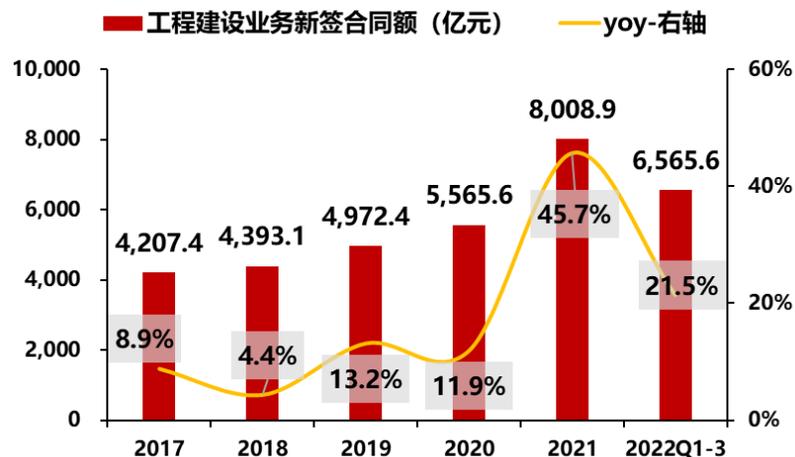
- **营业收入**：21年房地产（新型城镇化）业务营收155亿元，同比增长39.4%；22H1营收60亿元，同比增长11.0%。
- **大型综合项目**：广州南沙金融岛、山东烟台、昆明五华以及雄安等大型综合项目落地；为涉房融资宽松核心受益者，或将加码城市更新改造项目。
- **战略规划**：坚持高品质定位和差异化发展，锁定绿色、健康、科技住宅细分市场，推进拿地模式创新，将城市更新作为主攻方向，借力集团资源，拓展片区开发、一二级联动、棚改等业务，打开城市综合开发运营新局面。

预计公司22-24年实现归母净利78.11/90.77/104.51亿元，同比增长20.10%/16.20%/15.13%，现价对应PE为12.9/11.2/9.7倍。

图：17-21年，工程建设营收复合增速12%



图：17-21年，工程建设新签合同额复合增速17%



图：广州南沙金融岛、山东烟台等大型城市更新项目



03

政策已现明确拐点 房建基建估值将回升

**3.1 政策：拐点已至，扶持地
产意愿明显**

**3.2 风险收敛×情绪提振，价
值修复蕴涵弹性**

**3.3 保障房是十四五房建领域
重大结构性变量**

**3.4 房建基建央企估值已在底
部**

3.5 重点推荐标的

3.1 地产/房建链政策：拐点已至，扶持地产全产业链意愿明显

从演进过程看，2022年11月行业政策端已出现明显拐点，当前时点密集政策托底地产意愿明显

- 2022年政策端放松路径存在4个关键时间节点：即3月适度放松阶段、7月稳民生阶段、9月刺激需求阶段、11月融资放松阶段。
- 9月23日，银保监会关于房地产“金融化泡沫化势头得到实质性扭转”的表述具备前瞻引领作用，预计未来政策放松仍有空间。
- 11月以来，“第二支箭+金融16条新政+保函通知+全国性商行信贷工作座谈会”地产政策组合拳密集出台，精准定调融资松绑，兼顾保交楼、稳项目、稳主体，地产行业政策端已出现明显拐点。

聚焦金融16条，政策从“救项目”转向“救项目+救优质房企”，逐步走向行业全产业链

- (1) 稳定房地产开发贷款投放，对国有民营一视同仁，指向房企主体。(2) 支持个人住房贷款合理需求，指向购房者。(3) 稳定建筑企业信贷投放，指向建筑商以及地产全产业链。(4-6) 支持存量融资合理展期，鼓励信托等资管产品支持合理融资需求，支持优质房地产企业发行债券融资，实质性指向纾困保主体、保交付。

图：2022年3月以来房地产政策放松路径



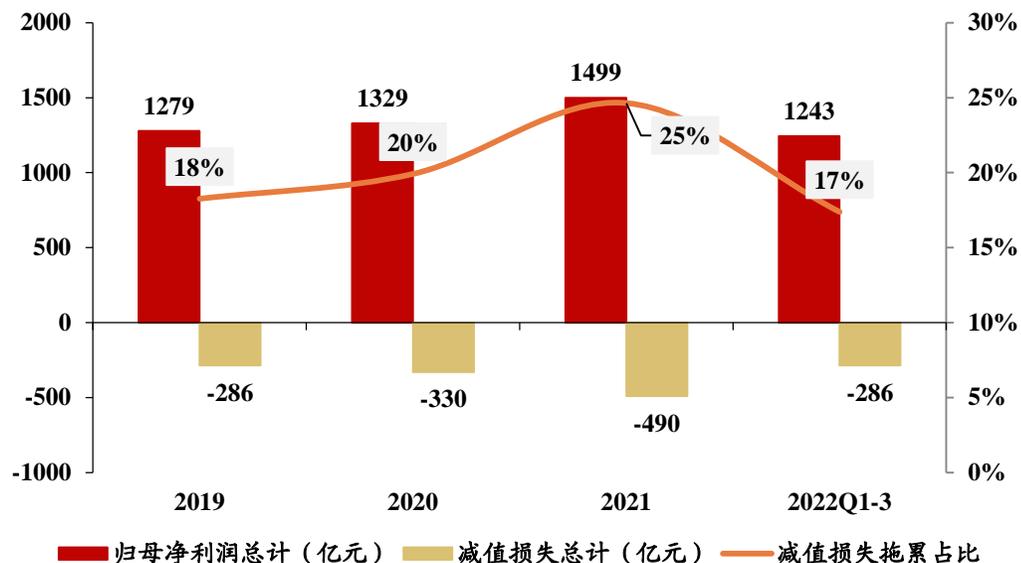
3.2 风险收窄：风险收敛×情绪提振，价值修复蕴涵弹性

建筑企业的价值重估路径可以从EPS×PE（指向：业绩×市场预期）两大角度出发；修复弹性可以从机构低仓位角度出发。

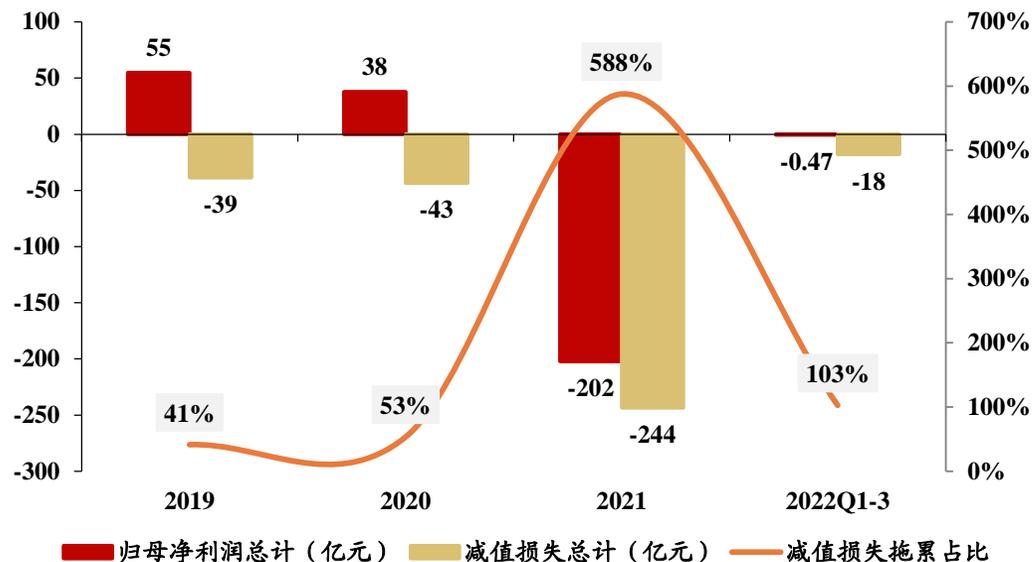
1、EPS（信用风险收敛）：从业绩角度来看，过去三年地产链及房建链相关子板块业绩承压，主要受到部分房地产行业客户坏账影响，计提较多损失准备所致，**2019年/2020年/2021年**八大建筑央企减值损失累计达到**-286/-330/-490**亿元，拖累当期归母净利润比例达到**18%/20%/25%**；**装修装饰**板块减值损失累计达到**-39/-43/-244**亿元，拖累归母净利比例达到**41%/53%/588%**。

- **地产商坏账风险逐年增多主要系行业负反馈效应影响：**即部分房企销售不振/运转不善导致出险—融资端遭遇金融机构收缩信贷—产品交付和欠款兑付问题持续锐化—购房者观望情绪蔓延销售再次恶化—行业景气度下行。
- **随着11月以来融资端政策的逐步松绑，**负反馈循环中关键一环（融资端）持续向好，建企上游压力有望缓解，**地产链标的信用风险呈现收敛趋势（关注Q4及2023年减值计提情况），业绩预计触底反弹。**

图：八大建筑央企归母净利润、减值损失及减值拖累占比



图：SW装饰装修II板块归母净利润、减值损失及减值拖累占比

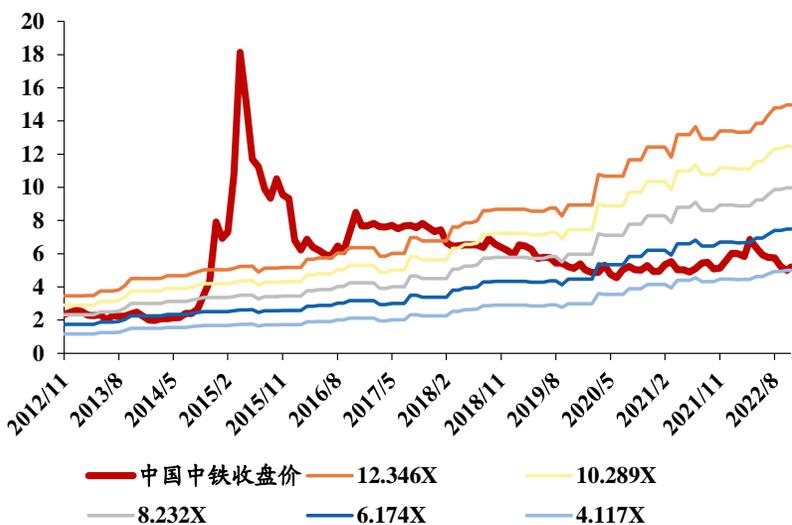


2、PE/PB（板块情绪提振）：市场过去担忧建企的上游客户资金链断裂将影响回款，甚至担忧垫资施工或演化至自身现金流风险，进而产生估值折价，未来情绪提振逻辑在两点：

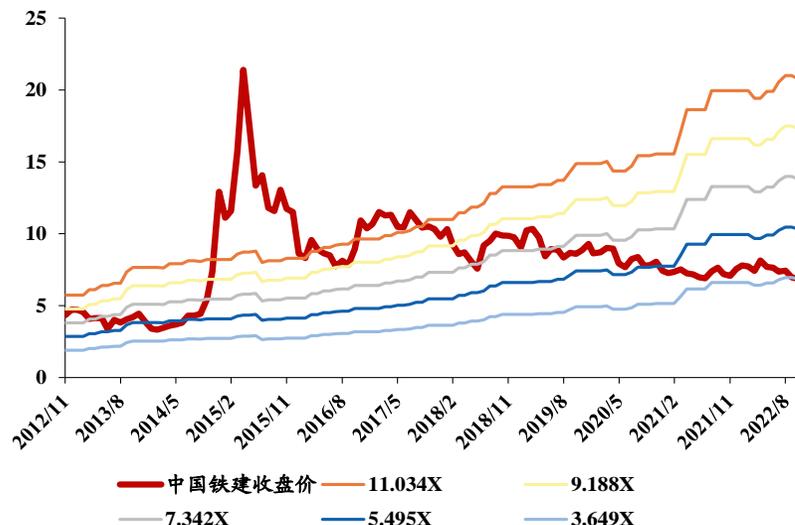
- **金融16条为地产全产业链注入信心：**新政中对上游房企融资扶持以及对建筑商的信贷投放维稳表态，将为地产链龙头建筑企业的健康平稳发展起到积极作用，板块情绪提振效应有望提升市场估值定位。
- **建立中国特色估值体系核心利好中字头建筑央企：**11月21日，易会满主席在2022金融街论坛年会上作主题演讲时指出，估值高低直接体现市场对上市公司的认可程度，国有上市公司要“练好内功”，让市场更好地认识企业内在价值。**我们注意到，当前地产/房建链龙头PE水平已降至近十年最低区间（中铁、铁建、中建等），市场悲观情绪得到释放充分；叠加涉房央企股权融资逐步放开有利于央企可持续经营或催生市值管理诉求；同时在中国特色估值体系构建过程中，中字头建筑央企将发挥核心作用。**

3、机构低持仓（建仓弱博弈，向上空间大）：22Q3中建/电建/能建/中铁/铁建/交建基金持仓仅为3.9%/4.0%/2.1%/1.5%/1.3%/1.0%。

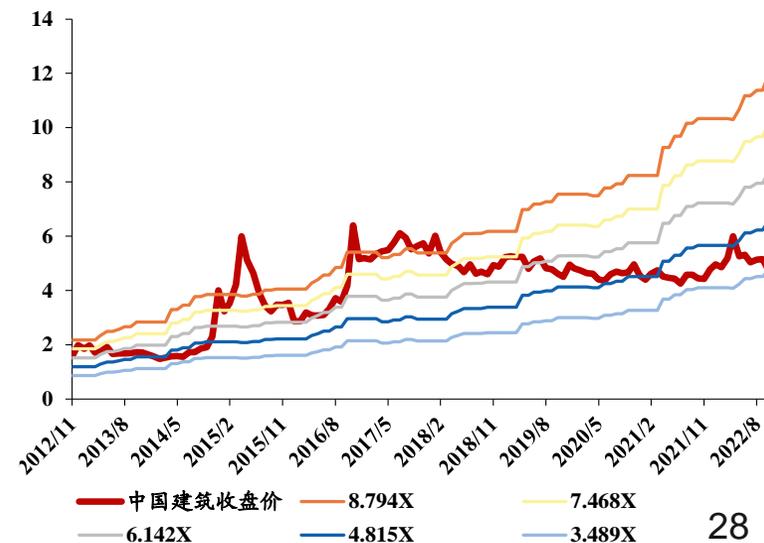
图：中国中铁PE Band



图：中国铁建PE Band



图：中国建筑PE Band



3.3 仍有空间：二十大指明房建链发展大趋势—保障性租赁住房

二十大报告中重申“房住不炒”基调、再提“租售并举”，十四五期间保障房建设是建筑工程领域重大结构性变量

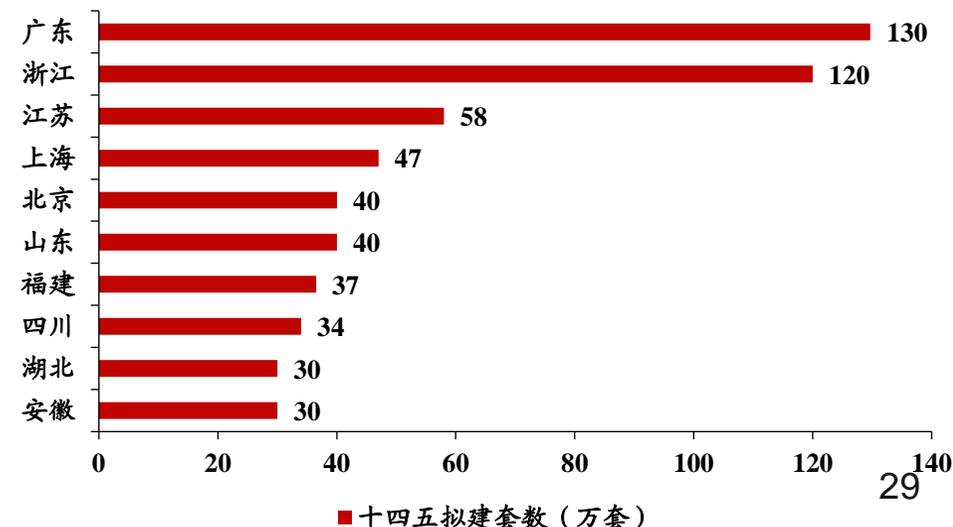
自2015年底中央经济工作会议首次提及发展住房租赁市场，并强调将“租购并举”确立为我国住房制度改革的主要方向后，住房租赁市场的发展推进明显加快。随着二十大再次提及“推进租售并举制度”，我们认为，保障性租赁住房作为推行租售并举制度的重要基石，十四五期间建设力度预计得到进一步提升（对我国地产投资也将起到一定支撑），同时保障房建设近年来持续获得顶层政策支持，其中Reits等金融工具的推行有望盘活存量资产，构建投融资退闭环，助力保障房工程建设推进。

- 2022年9月14日住建部指出我国2021年、2022年，全国建设筹集330万套（间）保障性租赁住房；“十四五”期间，40个重点城市将建设筹集650万套，可解决近2000万新市民、青年人的住房困难问题。
- 参考《北京市保障性租赁住房导则》要求保租房（形式多为装配式建筑）建筑面积不超过70平米，故我们按单套面积60平米，以及4000元每平方米建筑工程+装饰装修投资标准简单估算，十四五保障房建设投资可达1.56万亿，年均投资有望超过3000亿元。

图：近期保障性租赁住房重大政策节点

时间	部门	文件名	要点
2021年7月2日	国务院	《关于加快发展保障性租赁住房的意见》	首次在国家层面明确了我国住房保障体系的顶层设计，提出了建设以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系，并明确了保障性租赁住房基础制度及相关支持政策。
2022年2月25日	银保监会、住建部	《关于银行保险机构支持保障性租赁住房市场发展的指导意见》	要求国开行、商行、保险、信托等各级金融机构要充分发挥优势，立足自身业务特点，加大保障性租赁住房的金融支持力度。
2022年9月14日	住建部	中央宣传部举行“中国这十年”系列主题新闻发布会	“十四五”期间，40个重点城市将建设筹集650万套，可解决近2000万新市民、青年人的住房困难问题。
2022年10月13日	发改委、财政部、住建部	《关于做好发展保障性租赁住房情况年度监测评价工作通知》	在摸清保障性租赁住房需求和存量土地、房屋资源的基础上，支持各类主体参与建设保障性租赁住房，新市民和青年人多、房价偏高或上涨压力较大的大城市，在“十四五”期间应大力增加保障性租赁住房供给。

图：各省市十四五拟建保障性租赁住房套数（万套）



3.4 稳增低估：基建房建估值已在底部，安全边际足

板块方面，坚定看好低估值建筑央企

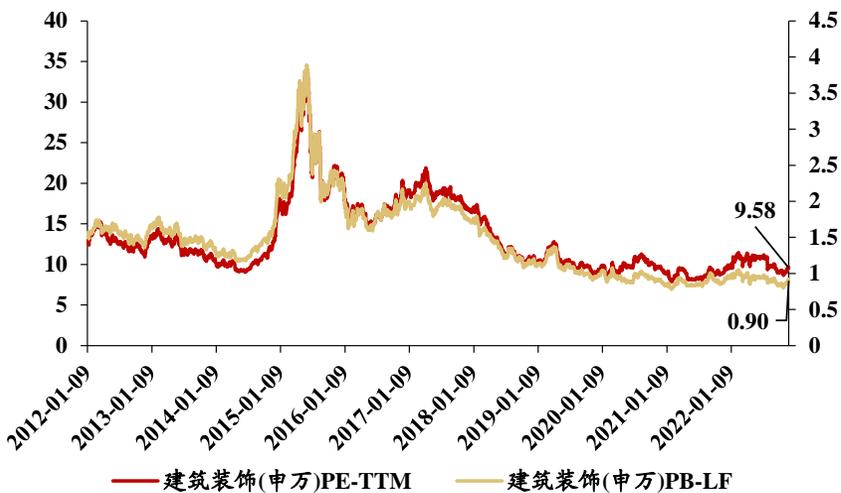
- 从短期估值修复角度看，截至11月28日收盘：

- 1) PE估值：建筑装饰一级行业PE-TTM为9.58倍，建筑央企所处的基建市政工程/房建工程二级行业对应PE-TTM为7.4/5.1倍。
- 2) PB估值：建筑装饰一级行业PB-LF为0.90倍，建筑央企所处的基建市政工程/房建工程二级行业对应PB-LF为0.7/0.7倍。

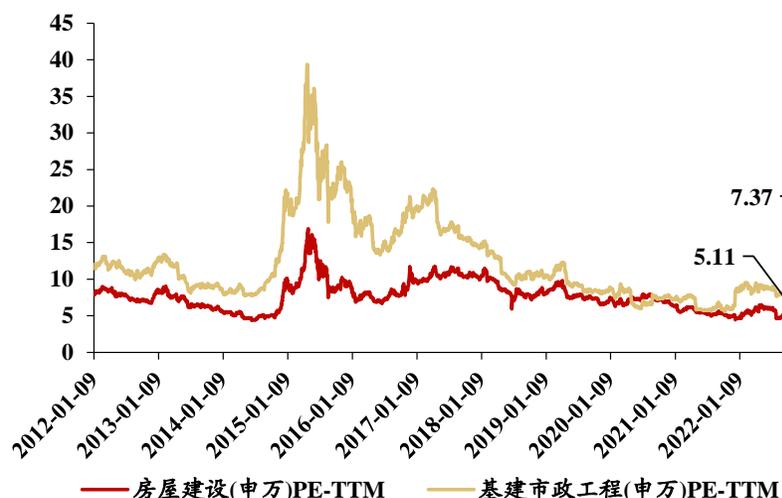
- 从历史估值分位角度看，截至11月28日收盘：

- 1) 建筑装饰一级行业PE估值、PB估值分别处于2012年初以来18.0%、11.2%分位，仍处估值底部。
- 2) 基建市政工程二级行业PE估值、PB估值分别处于2012年初以来11.7%、2.2%分位，仍处估值底部。
- 3) 房建工程二级行业PE估值、PB估值分别处于2012年初以来10.5%、3.7%分位，仍处估值底部。

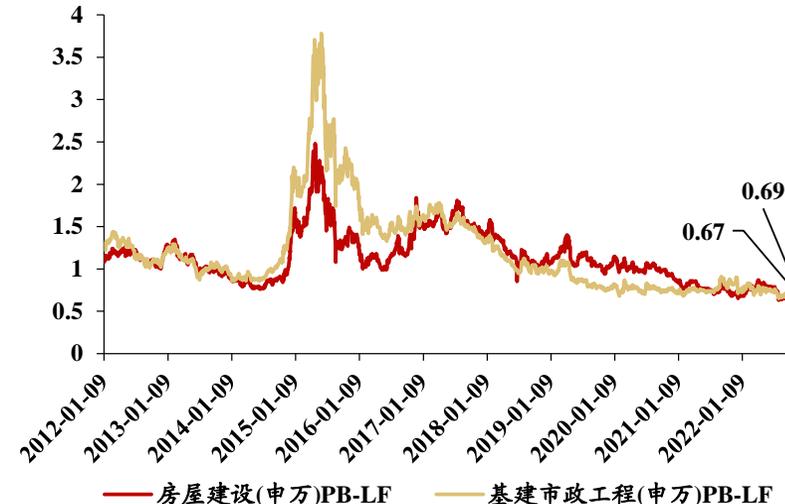
图：12月1日，建筑装饰板块PE/PB对应仅9.6/0.9倍



图：12月1日，基建市政/房建板块PE仅7.4/5.1倍



图：12月1日，基建市政/房建板块PB仅0.7/0.7倍



3.4 稳增长低估：基建房建估值已在底部，安全边际足

基建稳增长持续，10月份基建投资同比稳增9.4%

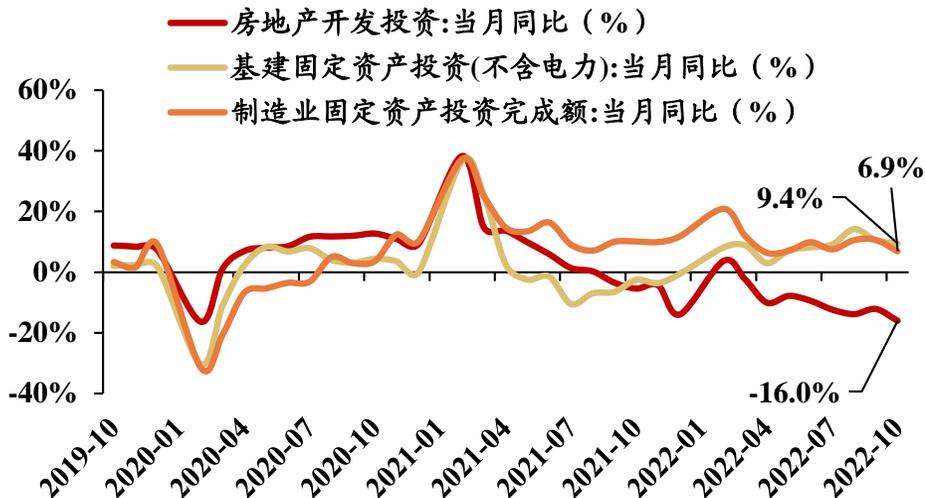
- 4月份以来稳增长政策核心发力基建主线清晰，基建投资加速趋势不改。今年5-10月基建投资单月同比分别+7.9%/+12.0%/+11.5%/+15.4%/+16.3%/+12.8%，1-10月狭义基建（不含电力）/广义基建固投累计同比分别+8.7%/+11.4%。细分看，1-10月基建投资中市政/水利/电力热燃累计同比+12.7%/+14.8%/+18.9%，10月单月同比为+11.9%/+8.9%/+26.5%

基建央企估值有待提升、看好基建低估龙头价值，重点关注传统基建及新能源建筑企业

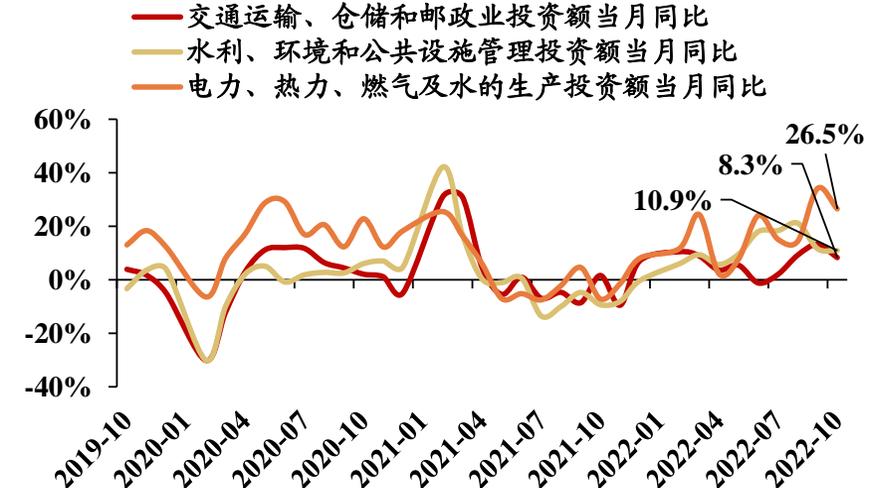
- 估值回归价值：**11月21日金融街论坛年会上证监会主席提到：“探索建立具有中国特色的估值体系”，“上市公司尤其是国有上市公司，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值”。公司基建订单维持高景气度，稳增长发力基建逻辑验证，在“中国特色估值体系”构建加成下，基建央企估值有望回归价值！

个股方面，建议重点关注：传统基建优选低估中国铁建、中国中铁，中长期配置新能源基建中国电建、中国能建。

图：10月当月基建（不含电力）投资同比+9.4%



图：10月当月交运仓储邮政/水利市政投资同比+8.3%/+10.9%



全球最大基建承包商，主营中基建建设、房地产开发两大业务贡献核心利润，系核心受益于国家稳增长政策的低估蓝筹标的

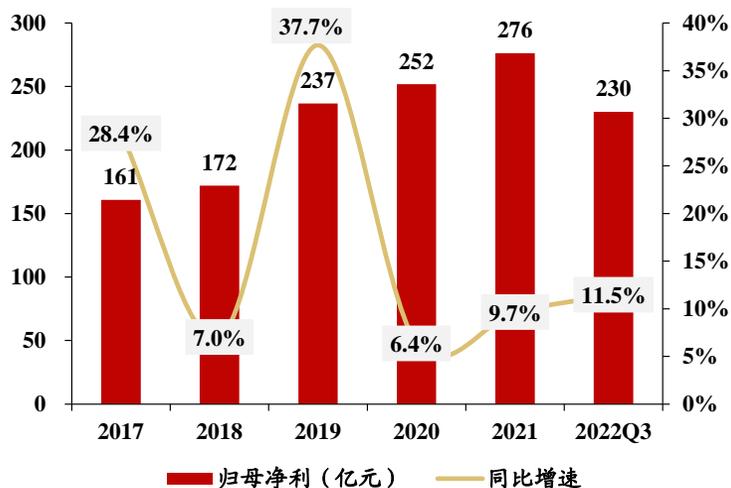
- 22Q3归母净利230亿元，同比+11.5%；17-21年CAGR+14.5%，当前市值对应PE (TTM) 仅4.51倍，成长性被严重低估。
- 22H1基建/地产业务收入同增9.2%/69.1%，贡献毛利占比达73%/6.6%，两大核心业务均受益于国家稳增长及稳地产政策扶持。

Q1-3新签累计+35%，Q3单季+78%；“十四五”期间公司预计核心受益国家新型城镇化（大市政）+水利/水务建设大发展

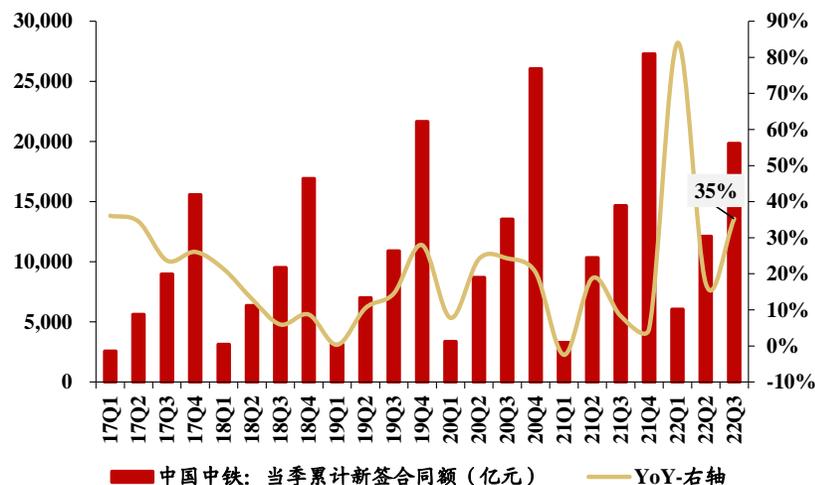
- 核心受益稳增长政策，新签高增/在手充裕。22Q1-3新签订单1.98万亿，同比+35%；在手订单5.5万亿，较上年末增长21.7%。
- 新型城镇化进程加速带动公路/市政订单高增。22Q1-3公路/市政（占比达68%）新签0.25万亿/1.35万亿，同比+56%/+49%。
- 水利订单高增+收购滇中引水入局区域引调水市场。22H1公司水利水电新签742亿元，同比高增+820%；年内拟110亿元收购滇中引水公司切入区域引调水市场（项目远期年均收益171亿元），精准把握国家“十四五”水利/水务投资发展大机遇。

预计公司22-24年实现归母净利310.1、347.0、388.7亿元，yoy+12.3%、+11.9%、+12.0%，现价对应PE为4.6、4.1、3.7倍。

图：17-21年公司净利复合增速14.5%



图：22Q1-3公司新签累计同比高增35%



图：公司水利/水务领域重大工程项目订单（亿元）

时间	项目名称	合同额
2022/9/26	云南省滇中引水二期工程总承包项目	207.3
2019/11/14	云南省滇中引水工程大理 I 段至楚雄段引入社会资本建设项目	165.4
2020/12/9	香港元朗净水设施一阶段主体工程	34.3
2020/9/5	济宁市农村生活污水治理项目 (EPC)	33.6
2020/6/16	东莞市东江下游片区水污染综合治理工程 (污水收集系统完善工程)	25.0
2022/9/26	蒙苏经济开发区零碳产业园工业污水处理厂及水资源再生利用项目 (EPC)	20.9

短期看：多元经营成效显著，新签及在手订单数据靓丽，稳增长背景下业绩提升有保障

- **新签/在手订单同比分别高增18%/23%**。公司前三季度新签1.84万亿元，yoy+17.7%，国内/海外新签分别1.69/0.15万亿元，yoy+16.6%/32.6%，分占新签91.9%/8.1%，**房建工程/公路工程/电力工程/绿色环保/工业制造/物流物资新签累计同比高增21%/49%/605%/144%/30%/24%**；在手订单订单方面：截至22Q3末，**公司未完成合同额累计5.56万亿元，yoy+23.5%**。

中长期看：全产业链运营初见成效，REITs成功发行/构成业务投建营退闭环，公司价值有望重估

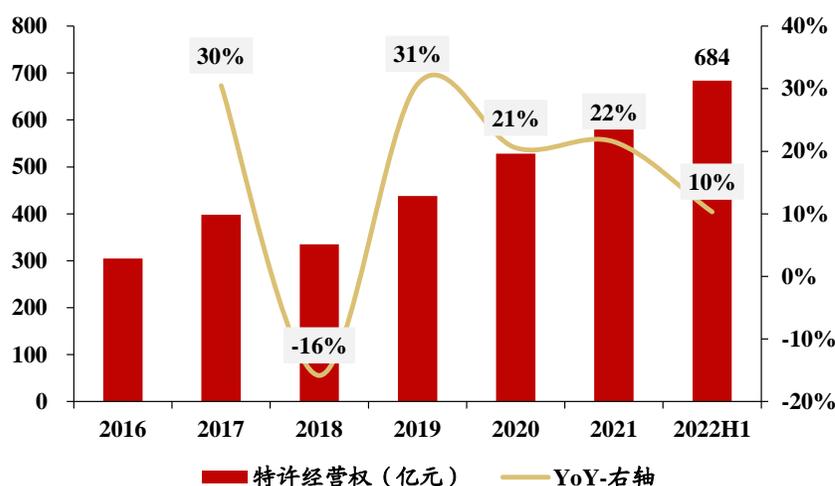
- **全产业链优势转型提速**，22年公司把握集团“十四五”规划，积极做强做优做大运营业务，以“投建营一体化”模式切入电力、环保、产业园、地产、矿产等领域，16-21年特许经营权复合增速16.0%，22H1末特许经营类资产对应特许经营权684亿元。
- **国金中国铁建REIT于7月8日在上交所上市，募资总额达到47.96亿元**；REITs项目上市为公司提前回收投资收益，降低负债率约束以及运营风险，既能改善财务报表质量，同时强化业务开拓能力，有助于帮助公司存量运营资产以及总资产的价值重估。

预计公司22-24年实现归母净利275.0、303.4、335.3亿元，yoy+11.4%、+10.3%、+10.5%，现价对应PE为3.9、3.5、3.2倍。

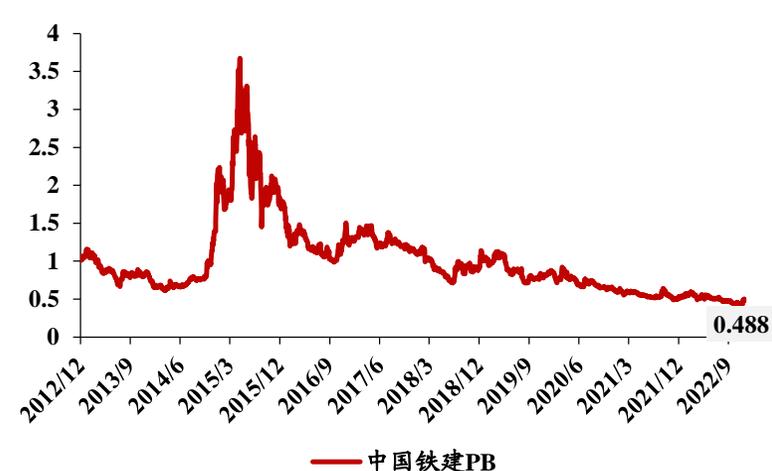
图：17-21年公司归母净利复合增速11.4%



图：16-21年，公司特许经营权年复合增速16.0%



图：22年12月1日收盘，公司PB仅0.49倍

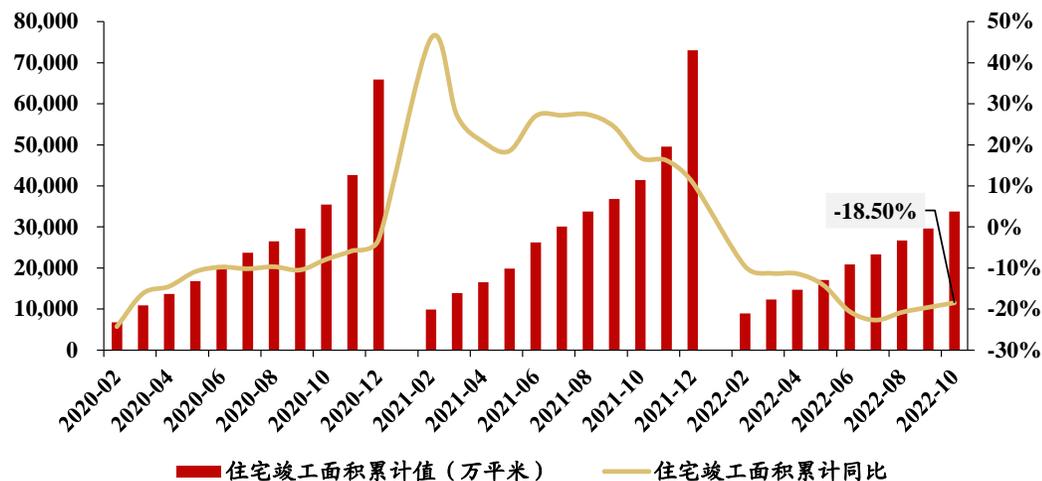


装饰装修和工程检测领域系地产链强相关板块，将显著受益于保交楼竣工端边际改善，以及上游客户资金风险收敛效应

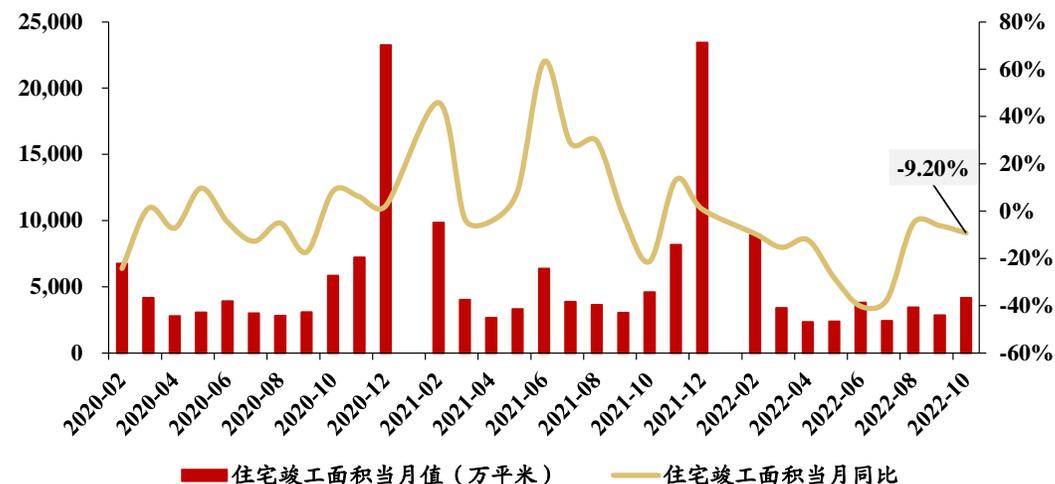
- **自7月份停工停贷事件发酵以来，保交楼成为我国当前地产行业纾困的重要关键词。政策方面：**7月中央政治局会议中明确提出：因城施策用足用好政策工具箱，压实地方政府责任，定调“保交楼、稳民生”，随后各地积极响应中央号召推出稳地产政策。
- **资金层面：**7月以来，多地政府牵头，联动地方AMC、地方国企等多种形式的国有资本，共同成立房地产纾困基金。11月21日，央行及银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，在前期政策性行“保交楼”专项借款（8.29国开行保交楼2000亿专项借款）的基础上，将面向6家商业银行推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划。
- **保交楼政策及资金的稳步落地主要利好地产行业竣工数据的边际改善。**2022年1-10月，房地产竣工面积累计同比-18.5%，单10月同比-9.2%，环比-3.1个pct。竣工单月增速较弱与11月前“保交房”政策缺乏资金支持有关，我们认为，随11月地产行业利好政策的密集出台和2000亿商行贷款逐步落地，未来竣工端边际改善概率较大。

关注竣工链：基于情绪提振+板块风险收敛+保交楼竣工端边际改善，推荐基建房建央企中国中冶，关注中国建筑、中国交建，关注困境反转标的：①装饰装修：江河集团、金螳螂、德才股份 ②装修建材：伟星新材。

图：2020年以来住宅竣工面积累计值及同比



图：2020年以来住宅竣工面积单月值及同比



附表：重点公司盈利预测及估值汇总 (2022/12/2)

证券代码	公司简称	评级	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE					PB(LF)
				21A	22E	23E	24E	21A	TTM	22E	23E	24E	
605287.SH	德才股份	买入	25	1.40	1.53	2.14	2.90	17.89	19.36	16.33	11.68	8.62	1.50
601868.SH	中国能建	增持	1013	65.04	78.11	90.77	104.51	15.58	13.84	12.97	11.16	9.69	1.13
601669.SH	中国电建	增持	1137	86.32	109.02	126.10	146.86	13.18	10.44	10.43	9.02	7.75	1.13
601186.SH	中国铁建	增持	1074	246.91	275.01	303.41	335.33	4.35	4.20	3.91	3.54	3.20	0.49
601390.SH	中国中铁	增持	1431	276.18	310.12	347.03	388.67	5.18	4.77	4.61	4.12	3.68	0.58
601618.SH	中国中冶	增持	696	83.75	97.59	111.63	125.39	8.31	7.77	7.14	6.24	5.55	0.78
002541.SZ	鸿路钢构	买入	225	11.50	12.78	16.90	20.40	19.55	18.74	17.60	13.31	11.02	2.93
600496.SH	精工钢构	买入	86	6.87	8.29	10.14	12.24	12.49	10.98	10.34	8.46	7.01	1.09

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：股价数据截止日期2022/12/2；表中盈利预测为浙商建筑交运团队预测值。

- 1、国内新冠疫情出现反弹
- 2、基建投资增速不及预期
- 3、房地产投资增速不及预期
- 4、政策性资金不及预期
- 5、装配式建筑渗透率提升不及预期
- 6、项目开展不及预期

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>