

中性

建筑行业 2023 年度策略

关注建筑央企，细分赛道成长性更优

我们认为 2023 年基建投资仍为拉动经济增长的重要抓手，但投资增速受高基数影响或有下降；地产“因城施策”持续进行，房企融资端政策宽松趋势不减，但传导至销售和投资端仍需时日。建议关注建筑央企投资机会和建筑板块下成长性较强的细分赛道，如铝模板、高空作业平台和装配式建筑。

- **回顾与复盘：**2022 年上半年，受俄乌冲突、疫情管控、地产持续低迷的影响，具有较好避险属性的建筑板块表现明显好于万得全 A；下半年疫情逐渐好转，市场风险偏好提升，叠加稳增长实物工作量落地不及预期，建筑板块开始走弱。
- **大势判断：**2023 年基建投资仍为拉动经济重要抓手，地产销售复苏、投资回暖仍需时日。2022 年各省市基建项目储备充足，但实物工作量落地情况不及预期，预计积压项目将在 2023 年陆续开工；美联储加息是否放缓及未来疫情管控情况尚不明朗的背景下，我们预计 2023 年固定资产投资仍为拉动经济增长的重要动力，政策落地时间短于制造业和地产的基建投资额有望稳步增长，但在 2022 年高基数影响下投资增速或有下降。2022 年房地产行业政策纠偏持续进行，“三支箭”落地将减轻房企融资压力，各省市因城施策不断推进及保交楼工作持续落实使得地产供给端有所好转，但地产销售复苏和投资回暖仍需一定时日。我们更看好业绩表现相对稳健的建筑央企和成长性更优的铝模板、高空作业平台、装配式建筑等建筑细分板块。
- **建筑央企：**预计 2023 年业绩将逐渐兑现。建筑央企作为基建主力军，资质更齐全、资金更充裕，订单储备充足。2022 年前三季度建筑央企新签订单增速明显高于建筑行业整体增速，且央企新签订单占建筑业订单总额的比重提升至 40% 以上。考虑到 2022 年基建实物工作量落地情况不及预期，预计 2023 年建筑央企在手订单将逐步落地转化为业绩。关注中国建筑、中国电建和中国能建。
- **铝模板：**行业集中度加速提升，利好抗风险能力较强的龙头企业。铝模板符合绿色建材政策发展要求，且较传统木模板更加经济高效，在建筑中的渗透率不断提升。2022 年铝模板企业资金压力增加，行业出清速度加快，市场格局变动明显。随着房企融资压力减弱，2023 年铝模板企业资金压力有望减轻，利好龙头企业。推荐志特新材。
- **高空作业平台：**应用场景广泛，具有较高成长性。短期来看，高空作业平台较传统脚手架而言更加安全高效；中长期来看，高空作业平台应用场景更加广泛。随着市场对产品认知不断提升、租金下降，高空作业平台将持续开拓新的应用场景，渗透率不断提升。推荐华铁应急。
- **装配式建筑：**符合双碳政策要求，长期发展方向明确。装配式建筑能够有效减少建筑施工阶段碳排放量，符合双碳政策发展要求；建筑业人力成本不断提升，倒逼传统建筑施工行业向人力成本较低的装配式建筑行业转型；住建部、发改委要求“到 2030 年装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到 40%”，政策持续推动下长期发展方向明确。推荐华阳国际。

风险提示

- 基建实物工作量落地不及预期，地产链政策传导不及预期。

相关研究报告

《建筑行业周报（11.28-12.4）：“第三支箭”落地，房企融资再优化》20221204

《建筑行业周报（11.21-11.27）：优质房企资金状况有望进一步改善》20221128

《建筑行业周报（11.13-11.20）：财政部推动 PPP 项目规范发展》20221121

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰

证券分析师：陈浩武
(8621)20328592
haowu.chen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

目录

回顾与复盘	5
行业跌幅较小，估值存在回暖空间	5
基本面主线一：关注建筑央企投资机会.....	9
政策频发、资金充足，基建投资实现高增长.....	9
基建项目储备充足，但实物工作量落地不及预期	12
预计 2023 年出口及消费压力仍在，投资是经济增长重要抓手	13
预计 2023 年基建增速约为 4.5%	15
基本面主线二：地产融资压力减轻，静待销售回暖.....	19
地产投资仍处于下行通道，行业景气度持续低迷	19
房企融资端“三箭齐发”，“因城施策”持续进行	21
细分板块：关注成长性更优的细分赛道.....	24
铝模板：“以铝代木”大势所趋，渗透率逐渐提升	24
高空作业平台：乘融资租赁东风，需求持续扩容	26
装配式建筑：符合绿色建筑发展方向，政策持续推动	28
投资建议.....	30
风险提示.....	31

图表目录

图表 1. 截至 12 月 7 日，申万建筑指数表现好于万得全 A.....	5
图表 2. 截至 12 月 7 日，建筑板块在 31 个申万一级行业指数中跌幅较小.....	5
图表 3. 2022 1-3Q 建筑行业新签订单持续增长.....	6
图表 4. 基建投资额稳回升，新开工、竣工表现均不及预期.....	6
图表 5. 建筑央企新签订单增速高于行业订单增速（单位：亿元）.....	6
图表 6. 建筑央企新签订单占比稳步提升.....	6
图表 7. 央企在 BIPV 等绿色领域发挥了带头作用	7
图表 8. 2022 年建筑 PE 显著低于全部一级行业综合水平	7
图表 9. 2022 年建筑 PB 显著低于全部一级行业综合水平	7
图表 10. 截至 12 月 7 日，建筑 PE 与 PB 在申万全部 31 个一级行业中分别排名倒数第三、倒数第二	7
图表 11. 建筑估值处于十年以来相对较低位置	8
图表 12. 2022 年美联储持续快速加息	9
图表 13. 我国出口回落压力持续增加	9
图表 14. 2022 年居民人均可支配收入累计同比呈下滑趋势（单位：%）	9
图表 15. 2022 年社零累计同比持续走低	9
图表 16. 2022 年基建投资数据表现明显好于房地产	10
图表 17. 2022 年 1-10 月基建投资增速持续走高（单位：亿元）	10
图表 18. 2022 年，加强基建投资相关政策密集发布	10
续 图表 18. 2022 年，加强基建投资相关政策密集发布	11
图表 19. 2022 年地方专项债发行节奏明显前置（单位：亿元）	11
图表 20. 新增专项债基本在上半年发行完毕	11
图表 21. 2022 年各省市重点项目数量及投资额	12
图表 22. ttm 口径下 2022 年固定资产投资新开工项目计划总投资额增速持续提升	12
图表 23. 水泥单月产量同比增速于 9 月份转正.....(单位：万吨)	13
图表 24. 三季度沥青表观消费量增速持续提升，9 月转正.....(单位：吨)	13
图表 25. ttm 口径下挖掘机开工小时数降幅自 5 月起持续收缩	13
图表 26. 2022 年 10 月美国 CPI 数据回落幅度超预期.....	13
图表 27. 《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》主要内容	14
图表 28. 《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》主要内容	15

图表 29. 国家预算内资金、国内贷款和自筹资金为基建投资主要资金来源	16
图表 30. 2022 年公共财政支出当月值及同比增速	16
图表 31. 2022 年国有土地使用权出让收入当月值及增速	17
图表 32. 2022 年地方政府专项债券发行额当月值及增速	17
图表 33. 2022 年企业新增中长期贷款当月值及增速	17
图表 34. 2022 年城投债融资情况	17
图表 35. 2022 年地产投资同比增速持续下行 (单位: 亿元)	19
图表 36. 2022 年商品房销售降幅均较大 (单位: 万平方米)	19
图表 37. 2022 年商品房销售额同比持续下滑 (单位: 亿元)	19
图表 38. 2022 年 4 月起商品房销售价格小幅回升 (单位: 元/平)	19
图表 39. 2022 年商品房库存去化周期持续增加 (单位: 月)	20
图表 40. 2022 年土地购置面积与购置价格增速走势明显背离	20
图表 41. 房地产开发主要资金来源 (单位: 亿元)	20
图表 42. 销售回款和国内贷款占地产开发资金比重下降	20
图表 43. 2022 年新增居民中长期贷款同比增速持续为负 (单位: 亿元)	21
图表 44.ttm 口径下居民中长期贷款同比增速持续下降	21
图表 45. 第一支箭近期主要表现为各大行对地产融资的支持 (信贷)	21
图表 46. 交易商协会提出“第二支箭”延期并扩容 (债券)	22
图表 47. 证监会决定在股权融资方面调整优化 5 项措施是“第三支箭” (股权融资)	22
图表 48. 今年以来多地调整房地产限售政策	23
图表 49. 各省市陆续出台木模板禁用政策	24
图表 50. 铝模板相关政策梳理	25
图表 51. 铝模板租赁方式下造价分析与木模板成本构成分析	26
图表 52. 剪叉式自行高空作业平台与脚手架效率对比	27
图表 53. 高空作业平台与脚手架经济对比(以中石化惠安炼油项目 2 万吨钢结构管廊搭建为例)	27
图表 54. 2020 年以来国内融资租赁监管标准不断提高	27
图表 55. 国家和部分省市装配式建筑发展目标	28
图表 56. 近年来农民工老龄化现象严重 (单位: %)	29
图表 57. 建筑业农民工薪水更高且近年来不断上涨	29
图表 58. 2016-2021 年全国新开工装配式建筑面积逐年增加 (单位: 亿平)	29
图表 59. 装配式建筑渗透率逐年提升	29
附录图表 60. 报告中提及上市公司估值表	32

回顾与复盘

行业跌幅较小，估值存在回暖空间

2022年年初至12月7日，申万建筑指数下跌2.9%，跌幅小于万得全A的15.2%。2022年，受俄乌冲突、美联储连续加息等外部环境多重不良影响，叠加国内多地疫情反复、地产行业持续低迷等因素，万得全A指数震荡走低。建筑板块具有较好的避险属性，在上半年市场情绪整体较为悲观的背景下，申万建筑指数表现明显好于万得全A。下半年随着疫情逐渐好转，市场风险偏好提升，且稳增长政策落地效果不及预期，导致建筑板块开始走弱。整体而言，从2022年初至12月7日，建筑板块在31个申万一级行业中排名第四，建筑指数虽略有下跌但跌幅最小。

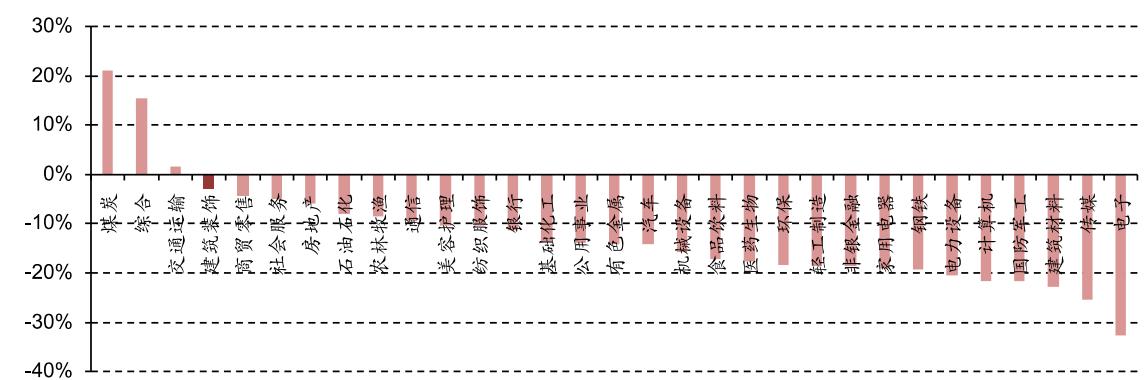
图表1. 截至12月7日，申万建筑指数表现好于万得全A



资料来源：万得，中银证券

注：数据截至2022年12月7日

图表2. 截至12月7日，建筑板块在31个申万一级行业指数中跌幅较小



资料来源：万得，中银证券

注：数据截至2022年12月7日

房地产投资相对疲软，新签订单表现向好。2022年1-10月，全国固定资产投资累计完成65.8万亿元，同增5.8%。其中基建投资完成额合计17.0万亿元，同增11.4%；地产投资完成额合计11.4万亿元，同减8.8%。基建投资增速持续保持较高水平，地产投资表现则相对疲软。



建筑业固定资产投资和建筑业总产值逐步回升。2022 1-3Q，建筑行业固定资产投资完成额为 1,213.1 亿元，同降 9.2%。按照单月来看，1-5 月受高基数和疫情影响，多地建筑项目暂停施工，导致建筑业固定资产投资增速降幅较大，均超过 24%；6 月份随着华东地区解封，建筑项目陆续复工，建筑业固投增速降幅缩小；进入三季度施工旺季后，降幅进一步缩小。今年前三季度，建筑行业总产值为 20.6 万亿元，同增 7.8%，增速较二季度小幅回升。按季度来看，1Q-3Q 建筑业产值分别为 5.2、7.7、7.7 万亿元，同比增速分别为 9.3%、6.6%、8.2%。

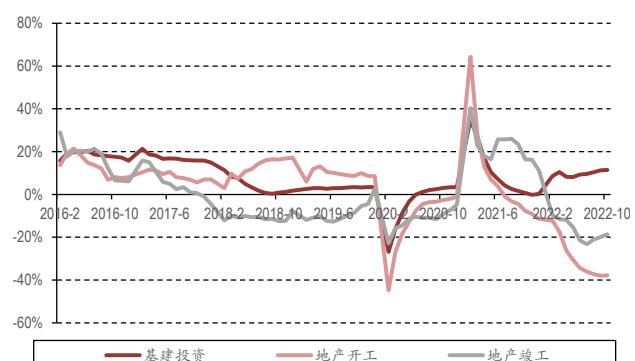
2022 年 1-10 月，房屋新开工面积合计 10.4 亿平，同降 37.8%；竣工面积合计 4.7 亿平，同降 18.7%；商品房销售面积合计 11.1 亿平，同降 22.3%。2022 年 1-10 月房屋销售、开工和竣工数据表现持续低迷，上半年全国受疫情封控影响，多地施工项目停建或缓建，导致上半年开工数据降幅明显，二季度开工面积同比降幅达到 43.8%；地产销售景气度下降、房企资金流动性差对开工和竣工也都造成了负面影响。

图表 3. 2022 1-3Q 建筑行业新签订单持续增长



资料来源：万得，中银证券

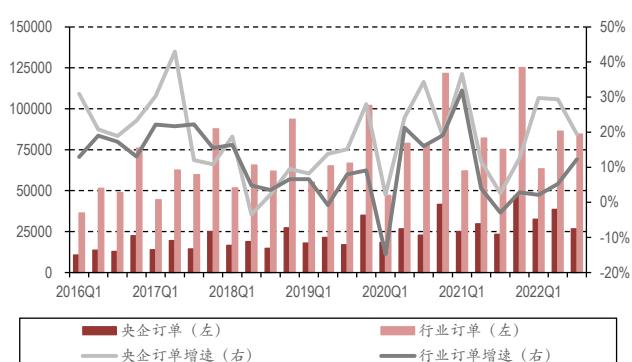
图表 4. 基建投资企稳回升，新开工、竣工表现均不及预期



资料来源：万得，中银证券

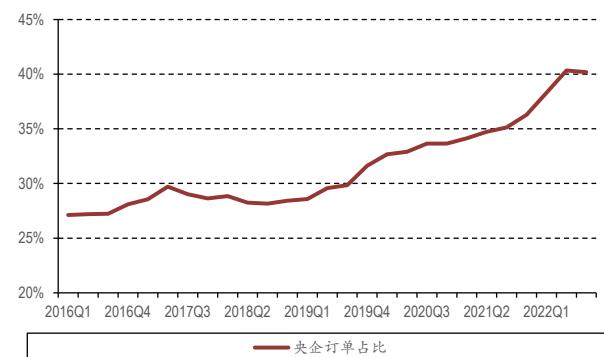
建筑业新签订单方面，建筑央企表现持续向好。2022 年前三季度，八大央企新签订单合计金额为 9.77 万亿元，相比 2021 年同期提升 24.8%，明显高于建筑业整体新签订单增速。央企新签订单金额在建筑业新签订单总额中的占比稳步提高，2022 前三季度央企新签订单占比达到 41.7%，ttm 口径下央企订单占比也超过 40%。央企作为基建主力军，资金更充裕、资质有保障，获得了更多的订单，同时也在 BIPV 等绿色领域发挥了带头作用。在国务院国资委指导下，由中国电建牵头，联合中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国建科、中国能建等共 10 家央企，共同发起成立了中央建筑企业数字化转型协同创新平台，全面推进建筑行业数字化转型。

图表 5. 建筑央企新签订单增速高于行业订单增速
(单位：亿元)



资料来源：各公司公告，万得，中银证券

图表 6. 建筑央企新签订单占比稳步提升



资料来源：各公司公告，万得，中银证券

图表 7. 央企在 BIPV 等绿色领域发挥了带头作用

公告时间	公司	具体项目	装机容量	中标金额	工期
2020年9月29日	中国建筑	山西运城市600MW屋顶分布式光伏发电项目EPC总承包工程	600MW	19.30	
2020年11月17日	中国中冶	山西省运城市临猗县、万荣县440MW屋顶分布式光伏发电项目总承包合同	440MW	14.10	
2021年7月17日	中国电建	山西旺达新能源有限公司屋顶分布式光伏发电项目		14.72	
2022年7月21日	中国电建	盐山县屋顶分布式光伏发电项目EPC总承包合同		9.78	
2022年11月11日	中国中铁	沈抚改革创新示范区多能互补区域能源站项目及屋顶分布式光伏项目EPC总承包	100MW	13.73	12个月

资料来源：各公司公告

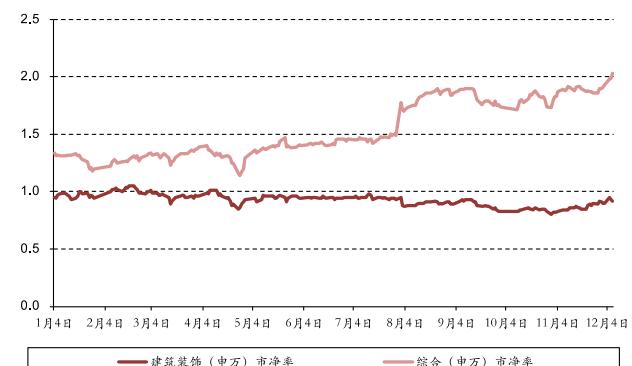
横向对比来看，建筑 PE 与 PB 均显著低于全部一级行业综合水平。截至 12 月 7 日收盘，建筑 PE (TTM) 9.84 倍，在申万全部 31 个一级行业中排名倒数第三，仅高于煤炭和银行；建筑 PB (LF) 0.92 倍，在申万全部 31 个一级行业中排名倒数第二，仅高于银行，建筑行业估值依然具有提升空间。

图表 8. 2022 年建筑 PE 显著低于全部一级行业综合水平



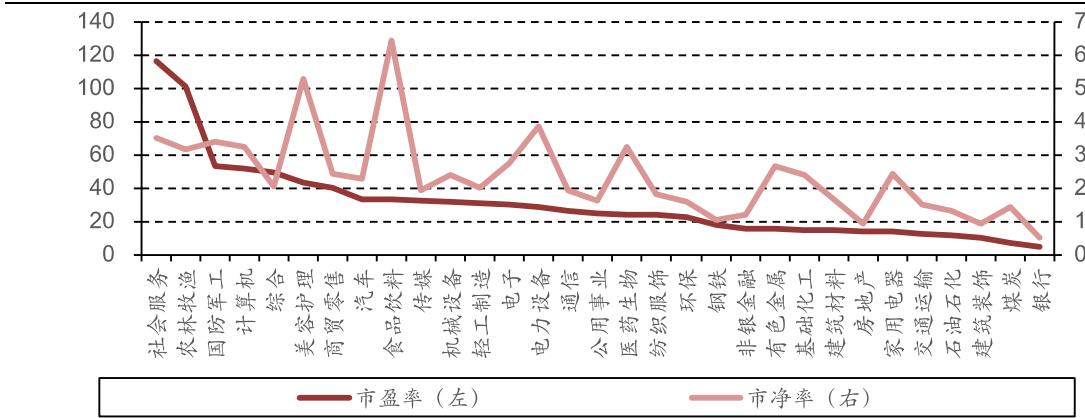
资料来源：万得，中银证券

图表 9. 2022 年建筑 PB 显著低于全部一级行业综合水平



资料来源：万得，中银证券

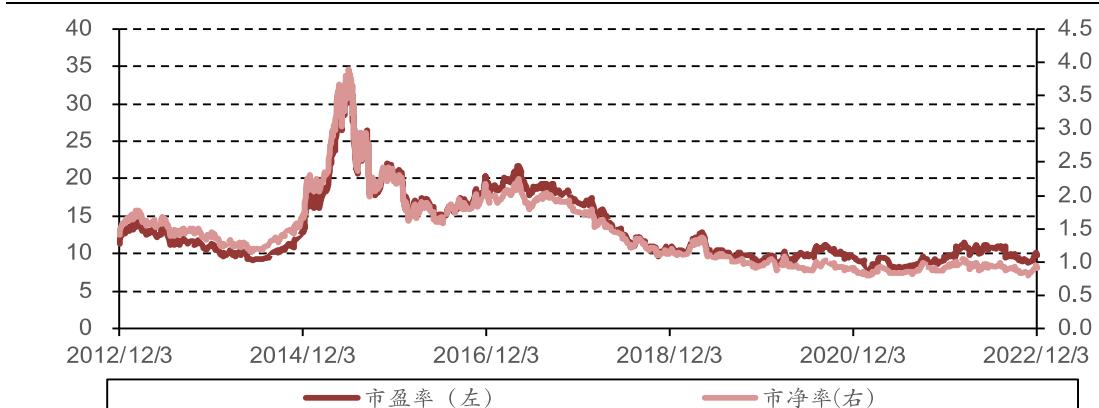
图表 10. 截至 12 月 7 日，建筑 PE 与 PB 在申万全部 31 个一级行业中分别排名倒数第三、倒数第二



资料来源：万得，中银证券

纵向对比来看，在地产承压与经济下行压力下，建筑估值处于十年以来相对较低位置。截至 12 月 7 日收盘，申万建筑十年来 PE (TTM) 与 PB (LF) 最低值分别为 7.88 倍、0.78 倍，最高值分别为 33.60 倍、3.89 倍，目前的 PE、PB 均处于十年以来的估值底部区间。

图表 11. 建筑估值处于十年以来相对较低位置



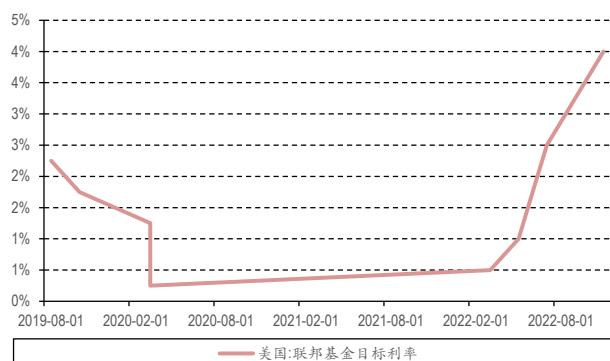
资料来源：万得，中银证券

基本面主线一：关注建筑央企投资机会

政策频发、资金充足，基建投资实现高增长

对冲出口走弱与消费疲软，2022年1-10月基建投资高增。2022年以来，为控制2020-2021年超宽松货币政策带来的通胀，美联储开始持续快速加息。截至2022年12月1日，美联储共加息7次，累计加息375bp，导致全球流动性收紧。受此影响，我国出口金额累计同比数据不断下探，对经济的支撑作用逐渐减弱；2022年我国居民人均可支配收入累计同比也呈现总体下滑趋势，居民可支配收入减少叠加疫情封控对消费需求的抑制，我国社会消费品零售总额累计同比持续走低。在出口与消费均走弱时，固定资产投资起到了对冲作用，为2022年我国经济增长做出了主要贡献。

图表 12. 2022 年美联储持续快速加息



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 14. 2022 年居民人均可支配收入累计同比呈下滑趋势
(单位：%)



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 13. 我国出口回落压力持续增加



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 15. 2022 年社零累计同比持续走低



资料来源：国家统计局，中银证券

基建投资高速增长，政策和资金是主要动力。基建投资作为政府进行逆周期调节、实现经济稳增长的重要抓手，今年1-10月份，广义基建投资完成额合计17.0万亿元，同增11.4%；按照单月来看，除疫情较为严重的4、5月份基建投资增速较低以外，基建单月投资增速均在8%以上。我们认为，基建投资高速增长主要来自政策端和资金端的共同发力。

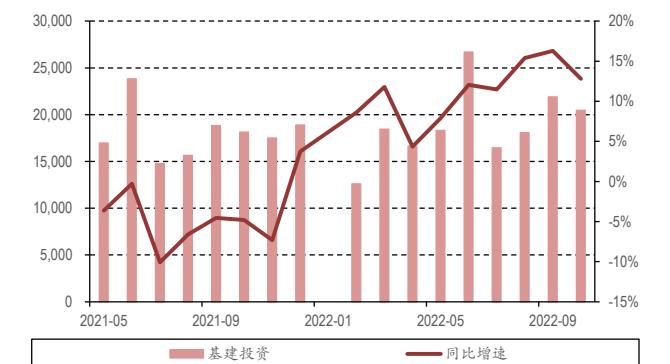


图表 16. 2022 年基建投资数据表现明显好于房地产



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 17. 2022 年 1-10 月基建投资增速持续走高
(单位：亿元)



资料来源：国家统计局，中银证券

2022 年以来，基建投资利好政策频发。除了提出“加快实施‘十四五’规划《纲要》102 项重大项目”、“适度超前开展基础设施投资”等总体要求以外，3 月 29 日，国务院常务会议部署用好政府债券扩大有效投资，促进补短板增后劲和经济稳定增长；6 月 1 日的国常会提出“对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行 8000 亿元信贷额度”；6 月 29 日，通过发行金融债券等筹资 3000 亿元用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金，或为专项债项目资本金搭桥；8 月，在 3000 亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加 3000 亿元以上额度，并且要求依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额，在 10 月底前发行完毕。

图表 18. 2022 年，加强基建投资相关政策密集发布

时间	部门	文件/会议	主要内容
2022.01.10	国务院	常务会议	要把稳增长放在更加突出位置，实施扩大内需战略，坚持不搞“大水漫灌”，有针对性扩大最终消费和有效投资。加快实施“十四五”规划《纲要》102 项重大工程项目和专项规划重点项目，资金跟着项目走的要求，深化投资审批制度改革，研究出台盘活存量资产的政策。
2022.01.20	国务院	第六次全体会议	继续做好“六稳”“六保”工作，深化改革开放，加强跨周期调节，加大宏观政策实施力度，推出更多提振有效需求、加强供给保障、稳定市场预期的实招硬招。
2022.01.20	住建部	工作会议	今年建设筹集保障性租赁住房 240 万套。
2022.01.21	财政部	工作会议	落实好积极的财政政策，积极推出有利于经济稳定的政策。按照“资金跟着项目走”的原则，做深做细项目储备，合理加快使用进度，确保债券资金尽快形成实物工作量，更好发挥对投资的拉动作用。
2022.03.05	国务院	两会	积极扩大有效投资，适度超前开展基础设施投资。建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施，加快城市燃气管道等管网更新改造，完善防洪排涝设施，继续推进地下综合管廊建设。中央预算内投资安排 6400 亿元。
2022.03.29	国务院	常务会议	压实责任落细措施，坚决防止重特大安全事故；部署用好政府债券扩大有效投资，促进补短板增后劲和经济稳定增长；决定新开工一批条件成熟的水利工程，提高水资源保障和防灾减灾能力。
2022.04.26	中央财经委员会	第十一次会议	要适度超前，布局有利于引领产业发展和维护国家安全的基础设施，同时把握好超前建设的度。构建现代化基础设施体系，将基建投资提升至中长期战略重要位置上。
2022.04.29	中央政治局	常务会议	稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战，要加快政策速度，加大政策力度，全力扩大内需，全面加强基础设施建设，发挥消费对经济循环的牵引带动作用。
2022.05.23	国务院	常务会议	按照总体思路和政策取向采取一揽子针对性强、有力有效的区间调控举措，稳住经济基本盘。实施 6 方面 33 项措施，稳产业链供应链，促进消费和有效投资，保障能源安全和基本民生。
2022.06.01	国务院	常务会议	新增 1400 多亿元留抵退税，要在 7 月份基本退到位。对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，并建立重点项目清单对接机制。对投资项目，各地各相关部门都要建立台账，通过优化审批、加强用地等保障推动尽快开工。

资料来源：国务院、国家发改委、中国人民银行、住建部、水利部、中央财经委员会、中央政治局、中国农发行，中银证券



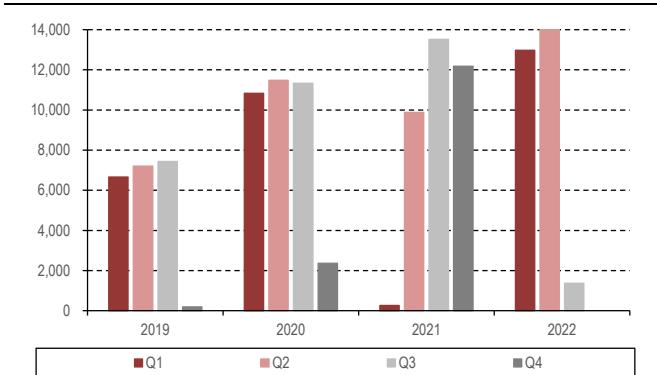
续 图表 18. 2022 年，加强基建投资相关政策密集发布

时间	部门	文件/会议	主要内容
2022.06.09	水利部、中国农业发展银行	《关于政策性金融支持水利基础设施建设的指导意见》	聚焦政策性金融支持水利基础设施重点领域，支持水资源优化配置工程体系、流域防洪工程体系、农村供水工程、灌区建设与改造、水生态保护治理、智慧水利建设。完善政策性金融支持水利基础设施优惠政策。
2022.06.10	国务院	《城市燃气管道等老化更新改造实施方案（2022-2025年）》	将符合条件的城市燃气管道等老化更新改造项目纳入地方政府专项债券支持范围，中央预算内投资视情对城市燃气管道等老化更新改造给予适当投资补助。
2022.06.29	国务院	常务会议	运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金、但不超过全部资本金的 50%，或为专项债项目资本金搭桥。引导金融机构加大配套融资支持，吸引民间资本参与，抓紧形成更多实物工作量。
2022.07.29	住建部、发改委	《“十四五”全国城市基础设施建设规划》	推进城市基础设施体系化建设，增强城市安全韧性能力；推动城市基础设施共建共享，促进形成中与城乡协调发展新格局；完善城市生态基础设施体系，推动城市绿色低碳发展；加快新型城市基础设施建设，推进城市智慧化转型发展。
2022.08.24	国务院	常务会议	在 3000 亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加 3000 亿元以上额度；依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额，10 月底前发行完毕。核准开工一批条件成熟的基础设施等项目，项目要有效益、保证质量，防止资金挪用。
2022.08.31	国务院	常务会议	将上半年开工项目新增纳入支持范围，对之前符合条件但因额度限制未投放项目自动纳入支持，以在三季度形成更多实物工作量，也为制造业和个体工商户及时提供市场需求。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。
2022.10.11	水利部	前三季度水利基础设施建设进展和成效新闻发布会	进一步加强水利工程建设质量控制，坚决守住水利安全生产底线，全力冲刺，确保全年完成水利建设投资达到 1 万亿元以上，为稳住经济大盘作出水利贡献。
2022.10.26	国务院	常务会议	财政金融政策工具支持重大项目建设、设备更新改造，要在四季度形成更多实物工作量。相关协调机制要持续高效运转，推动项目加快开工建设，确保工程质量。对未按时开工的，调整资金用于新项目。支持民间投资参与重大项目。

资料来源：国务院、国家发改委、中国人民银行、住建部、水利部、中央财经委员会、中央政治局、中国农发行、中银证券

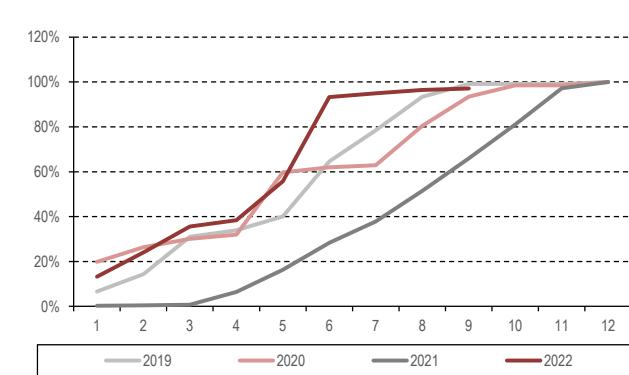
新增地方政府专项债券额度不减，发行节奏明显前置，为基建项目建设提供了较为充足的资金。地方政府专项债券是基建投资的重要资金来源，主要用于地方性公共设施建设，是基建投资的重要资金来源。2022 年地方政府专项债券额度仍保持 3.65 万亿元的较高额度，并且财政部已于 2021 年底提前下达了部分新增专项债券额度 1.46 万亿元。“早发行、早使用”是今年新增专项债券的主要特点。2022 年 1-9 月，地方政府新增专项债合计发行 3.54 万亿元，同增 49.7%，且发行节奏明显前置，9 月底前基本发行完毕。

图表 19. 2022 年地方专项债发行节奏明显前置
(单位：亿元)



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 新增专项债基本在上半年发行完毕



资料来源：万得，中银证券

基建项目储备充足，但实物工作量落地不及预期

在政策端和资金端的共同作用下，各地重点项目数量及投资额均有较明显增长。通过梳理各省市 2022 年的重点项目计划投资情况可以发现，除贵州省 2022 年重点项目数量和计划投资额同比均有减少、重庆市重点项目数量减少、河北省年度计划投资额同比下滑以外，其他省市 2022 年的重点项目数量和年度计划投资额均有明显增长，其中浙江省 2022 年年度计划投资额达到 10,972 亿元，相比 2021 年大幅增长 138.3%。1-10 月，ttm 口径下固定资产投资本年新开工项目计划总投资额增速也呈现逐月提升态势。

图表 21. 2022 年各省市重点项目数量及投资额

省市	重点项目数量（个）			年度计划投资额（亿元）				YOY
	2020 年	2021 年	2022 年	变动	2020 年	2021 年	2022 年	
浙江	670	618	843	225	4,150	4,605	10,972	138.3%
河南	980	1,371	1,794	423	8,372	11,000	13,000	18.2%
安徽	6,878	7,851	8,897	1,046	13,054	14,800	16,572	12.0%
广东	1,230	1,395	1,570	175	7,000	8,000	9,000	12.5%
湖北	410	307	456	149	2,263	2,067	3,038	47.0%
广西	1,132	1,724	1,996	272	1,674	3,135	4,008	27.8%
江西	335	461	491	30	2,390	3,371	4,165	23.6%
陕西	600	546	620	74	5,014	4,210	4,629	10.0%
黑龙江	300	220	500	280	2,000	1,796	2,150	19.7%
湖南	105	301	309	8	3,050	4,194	4,527	7.9%
新疆	390	350	370	20	2,600	2,400	2,700	12.5%
上海	212	166	173	7		1,730	2,000	15.6%
海南	105	90	152	62	677	700	856	22.3%
宁夏	80	90	100	10	510	530	601	13.4%
重庆	924	894	850	(44)	3,445	3,500	3,570	2.0%
江苏	240	240	247	7	5,410	5,530	5,590	1.1%
北京	300	300	300	0	2,523	2,780	2,802	0.8%
河北	536	682	695	13	2,402	2,811	2,500	(311) -11.1%
贵州	3,357	4,071	3,347	(724)	7,262	7,400	6,449	(951) -12.9%

资料来源：各省市人民政府办公厅，中银证券

注：绿色字体表示增加，红色字体表示减少

图表 22. ttm 口径下 2022 年固定资产投资新开工项目计划总投资额增速持续提升

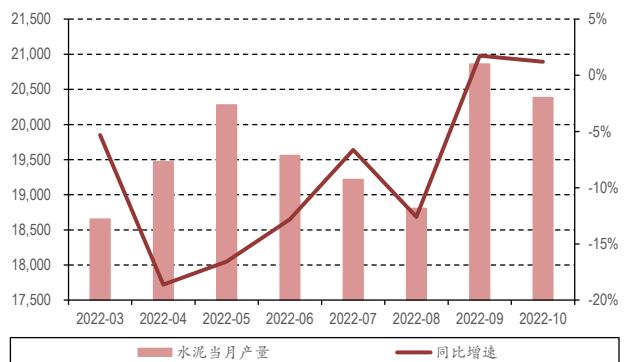


资料来源：万得，中银证券

水泥、沥青、挖掘机开工小时数未有明显好转，基建实物工作量落地情况不及预期。虽然基建投资政策端和资金端持续发力，固定资产本年新开工项目计划总投资额增速表现也较好，但基建实物工作量落地情况却总体较为疲软。通过观察水泥、沥青产量和挖掘机开工小时数可以发现，2022 年 1-10 月，水泥产量合计 15.7 亿吨，同减 9.2%；沥青表观消费量合计 2,333.7 万吨，同减 20.4%；挖掘机开工小时数合计 911.5 小时，同减 12.1%。虽然 9、10 月份水泥、沥青用量同比均有增长，ttm 口径下挖掘机开工小时数降幅持续缩小，但好转幅度相对有限，全年呈现同比下降的可能性较大。

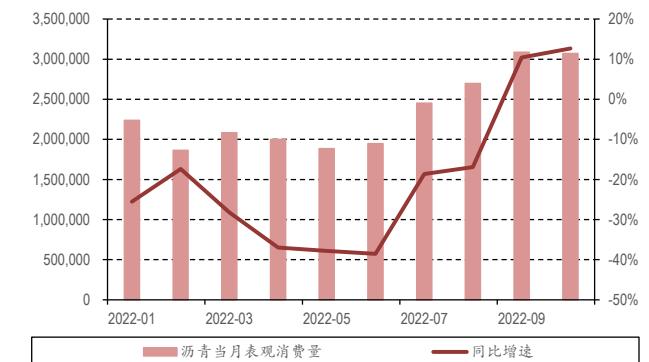


图表 23. 水泥单月产量同比增速于 9 月份转正
(单位: 万吨)



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 24. 三季度沥青表观消费量增速持续提升，9 月转正
(单位: 吨)



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 25. ttm 口径下挖掘机开工小时数降幅自 5 月起持续收窄

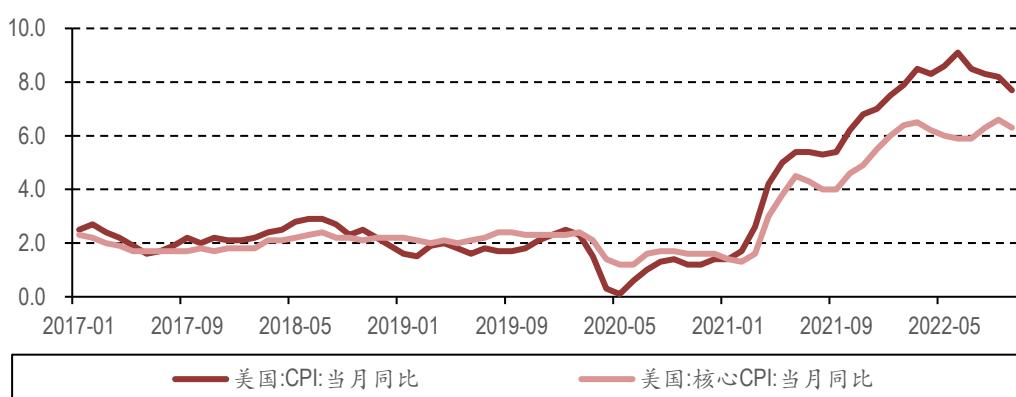


资料来源：我的钢铁，中银证券

预计 2023 年出口及消费压力仍在，投资是经济增长重要抓手

美国 10 月 CPI 数据降幅超预期，传递加息步伐可能放缓的信号。11 月 10 日，美国劳工部公布 10 月 CPI 数据，总体回落幅度超预期：10 月美国 CPI 同比增长 7.7%，低于预期值 8.0%，低于前值 8.2%，是自 2022 年 2 月份以后首次降至 8.0% 以下；核心 CPI 同比增长 6.3%，低于预期值 6.5%，低于前值 6.6%。美国 10 月 CPI 回落幅度超出市场预期，也给市场传递了美联储可能放缓加息步伐的信号。但是，美联储过早放缓加息幅度也可能面临核心通胀再次反弹的风险，因此紧缩政策可能依然持续较长时间，并继续对我国出口数据造成较大压力。

图表 26. 2022 年 10 月美国 CPI 数据回落幅度超预期



资料来源：美国劳工部，中银证券

疫情防控优化措施连续出台，具体执行情况仍有待观察。11月11日，国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制综合组发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》，公布了进一步优化防控工作的二十条措施，不再判定中风险地区和次密接人群，取消入境航班熔断机制，密切接触者管理措施由“7天集中隔离+3天居家健康监测”调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”。12月7日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，再次对疫情防控措施进行优化，要求“不按行政区域开展全员核酸检测，进一步缩小核酸检测范围，减少频次”、“落实高风险区‘快封快解’”、“非高风险区不得限制人员流动，不得停工、停产、停业”等。疫情防控优化措施的出台给市场传递了积极信号，消费潜力有望释放。但优化措施的具体落实情况和对消费潜力的激发程度依然有待观察。

图表 27. 《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》主要内容

主要内容
(一) 对密切接触者，将“7天集中隔离+3天居家健康监测”管理措施调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”。
(二) 及时准确判定密切接触者，不再判定密接的密接。
(三) 将高风险区外溢人员“7天集中隔离”调整为“7天居家隔离”。
(四) 将风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类，最大限度减少管控人员。高风险区一般以单元、楼栋为单位划定，不得随意扩大。符合解封条件的高风险区要及时解封。
(五) 对结束闭环作业的高风险岗位从业人员由“7天集中隔离或7天居家隔离”调整为“5天居家健康监测”。
没有发生疫情的地区严格按照第九版防控方案确定的范围对风险岗位、重点人员开展核酸检测，不得扩大核酸检测范围。一般不按行政区域开展全员核酸检测，只在感染来源和传播链条不清、社区传播时间较长等疫情底数不清时开展。制定规范核酸检测的具体实施办法，重申和细化有关要求，纠正“一天两检”、“一天三检”等不科学做法。
(七) 取消入境航班熔断机制，并将登机前48小时内2次核酸检测阴性证明调整为登机前48小时内1次核酸检测阴性证明。
(八) 对于入境重要商务人员、体育团组等，“点对点”转运至免隔离闭环管理区（“闭环泡泡”）。
(九) 明确入境人员阳性判定标准为核酸检测 Ct 值<35。
(十) 对入境人员，将“7天集中隔离+3天居家健康监测”调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”。入境人员在第一入境点完成隔离后，目的地不得重复隔离。
(十一) 加强医疗资源建设。制定分级分类诊疗方案、不同临床严重程度感染者入院标准、各类医疗机构发生疫情和医务人员感染处置方案，做好医务人员全员培训。做好住院床位和重症床位准备，增加救治资源。
(十二) 有序推进新冠病毒疫苗接种。制定加快推进疫苗接种的方案，加快提高疫苗加强免疫接种覆盖率，特别是老年人群加强免疫接种覆盖率。加快开展具有广谱保护作用的单价或多价疫苗研发，依法依规推进审批。
(十三) 加快新冠肺炎治疗相关药物储备。做好供应储备，满足患者用药需求，尤其是重症高风险和老年患者治疗需求。重视发挥中医药的独特优势，做好有效中医药方药的储备。加强急救药品和医疗设备的储备。
(十四) 强化重点机构、重点人群保护。摸清老年人、有基础性疾病患者、孕产妇、血液透析患者等群体底数，制定健康安全保障方案。优化对养老院、精神专科医院、福利院等脆弱人群集中场所的管理。
(十五) 落实“四早”要求，减少疫情规模和处置时间。严格做到早发现、早报告、早隔离、早治疗，避免战线扩大、时间延长，决不能等待观望、各行其是。
(十六) 加大“一刀切”、层层加码问题整治力度。地方党委和政府要落实属地责任，严格执行国家统一的防控政策，严禁随意封校停课、停工停产、未经批准阻断交通、随意采取“静默”管理、随意封控、长时间不解封、随意停诊等各类层层加码行为，加大通报、公开曝光力度，对造成严重后果的依法依规严肃追责。
(十七) 加强封控隔离人员服务保障。
(十八) 优化校园疫情防控措施。
(十九) 落实企业和工业园区防控措施。
(二十) 分类有序做好滞留人员疏解。发生疫情的地方要及时精准划定风险区域，对不在高风险区的外地人员，评估风险后允许其离开，避免发生滞留，返程途中做好防护。目的地要增强大局意识，不得拒绝接受滞留人员返回，并按照要求落实好返回人员防控措施，既要避免疫情外溢，也不得加码管控。

资料来源：国务院，中银证券

图表 28.《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》主要内容

要求	主要内容
(一) 科学精准划分风险区域	按楼栋、单元、楼层、住户划定高风险区，不得随意扩大到小区、社区和街道（乡镇）等区域。不得采取各种形式的临时封控。
(二) 进一步优化核酸检测	不按行政区域开展全员核酸检测，进一步缩小核酸检测范围、减少频次。
(三) 优化调整隔离方式	具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离，也可自愿选择集中隔离收治。具备居家隔离条件的密切接触者采取5天居家隔离，也可自愿选择集中隔离，第5天核酸检测阴性后解除隔离。
(四) 落实高风险区“快封快解”	连续5天没有新增感染者的高风险区，要及时解封。
(五) 保障群众基本购药需求	各地药店要正常运营，不得随意关停。不得限制群众线上线下购买退热、止咳、抗病毒、治感冒等非处方药物。
(六) 加快推进老年人新冠病毒疫苗接种	各地要坚持应接尽接原则，聚焦提高60—79岁人群接种率、加快提升80岁及以上人群接种率，作出专项安排。
(七) 加强重点人群健康情况摸底及分类管理	发挥基层医疗卫生机构“网底”和家庭医生健康“守门人”的作用，摸清辖区内患有心脑血管疾病、慢阻肺、糖尿病、慢性肾病、肿瘤、免疫功能缺陷等疾病的老年人及其新冠病毒疫苗接种情况，推进实施分级分类管理。
(八) 保障社会正常运转和基本医疗服务	非高风险区不得限制人员流动，不得停工、停产、停业。
(九) 强化涉疫安全保障	严禁以各种方式封堵消防通道、单元门、小区门，确保群众看病就医、紧急避险等外出渠道通畅。
(十) 进一步优化学校疫情防控工作	没有疫情的学校要开展正常的线下教学活动，校园内超市、食堂、体育场馆、图书馆等要正常开放。有疫情的学校要精准划定风险区域，风险区域外仍要保证正常的教学、生活等秩序。

资料来源：国务院，中银证券

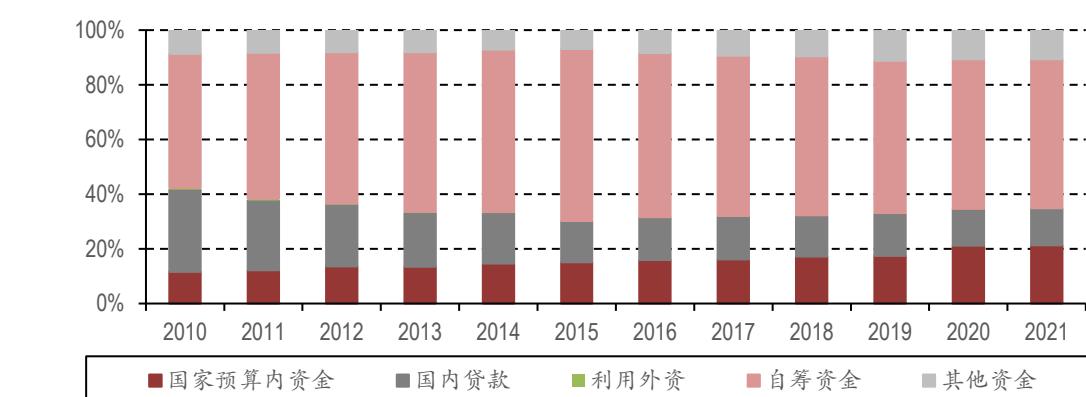
投资仍是经济增长重要抓手，预计2023年基建投资稳定小幅增长。在2023年出口和消费依然存在较大承压可能的情况下，投资依然是拉动经济增长的重要抓手。近期房地产企业融资端利好政策频发，但我们认为政策落地并传导至销售端需要一定时间，2023年地产投资大概率仍呈现弱复苏态势。而加码基建政策的兑现时滞则小于房地产与制造业。2022年基建订单高速增长但实物工作量不及预期的背景也给2023年基建项目开工建设提供了较大空间，我们预计2023年基建投资完成额仍将保持稳定小幅增长态势，但高基数影响下增速或不及2022年水平。

预计2023年基建增速约为4.5%

我们测算2022年基建投资完成额同增10.7%左右。要预测2023年基建投资增速，首先要对2022年基建投资规模进行测算。2022年1-10月基建投资完成额合计17.0万亿元，同增11.4%；其中10月份基建投资完成额为2.0万亿元，同增12.8%。假设2022年11、12月基建投资完成额同比增速均为8.0%，则2022年基建投资完成额为20.9万亿元，同增10.7%。

广义基建投资的资金来源主要包括国家预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金，其中国家预算内资金、国内贷款和自筹资金是基建投资的主要资金来源。一般公共预算和政府性基金预算是国家预算内资金的重要组成部分，一般公共预算中与基建投资相关的主要是一般公共财政支出，政府性基金预算中与基建投资相关的主要是一般公共财政支出，政府性基金预算中与基建投资相关的主要是国有土地使用权出让收入和地方政府专项债券。

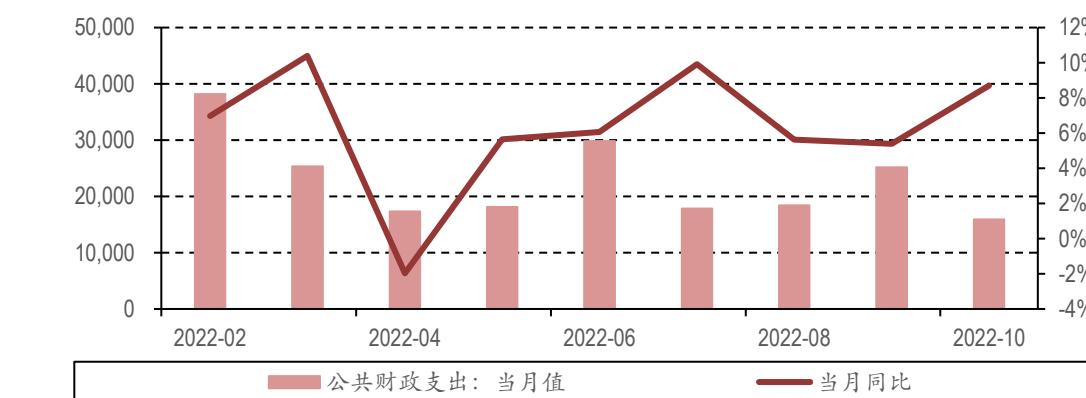
图表 29. 国家预算内资金、国内贷款和自筹资金为基建投资主要资金来源



资料来源：国家统计局，中银证券

一般公共预算：2022 年 1-10 月，我国公共财政支出累计达到 20.6 万亿元，同增 6.4%；其中 10 月份公共财政支出 1.6 万亿元，同增 8.7%。假设 11、12 月公共财政支出增速均为 8.0%，则 2022 年全国公共财政支出累计达到 26.3 万亿元。假设 2023 年财政支出增速为 5.0%，基建相关财政支出占比为 17.0%，则 2023 年一般公共预算预计为基建投资提供的资金规模约为 4.7 万亿元。

图表 30. 2022 年公共财政支出当月值及同比增速

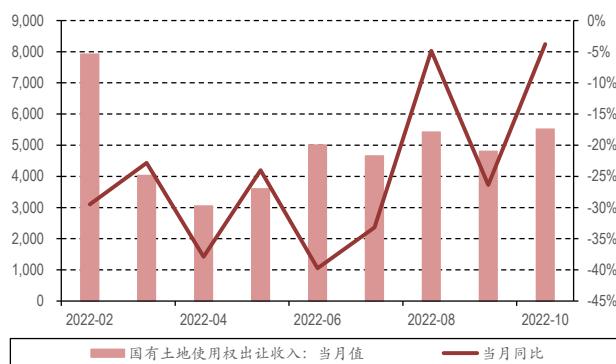


资料来源：财政部，中银证券

政府性基金预算：与基建相关的政府性基金预算主要包括国有土地使用权出让收入和地方政府专项债券。2022 年 1-10 月，国有土地使用权出让收入累计值为 4.4 万亿元，同减 25.9%。假设 11、12 月国有土地使用权出让收入同比降幅缩小至 20%，则全年土地出让权出让收入为 6.6 万亿元。假设 2023 年国有土地使用权出让收入同比提升 10%，且基建相关支出占比仍在 1/3 左右，则 2023 年土地出让权收入为基建投资提供的资金规模约 2.4 万亿元。

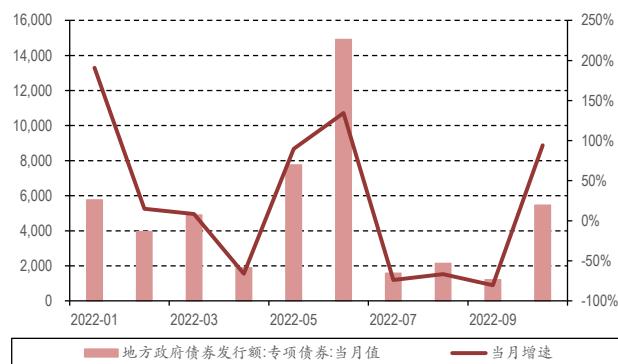
2022 年 1-9 月，地方政府专项债券累计发行 4.4 万亿元，同增 30.6%；其中 10 月份发行 1,207 亿元，同减 79.9%。考虑到今年专项债发行节奏明显前置，新增 3.65 万亿元地方政府专项债额度在 9 月底基本发行完毕，因此假设 10-12 月份专项债发行规模同比分别下降 80%、80%、50%，则 2022 年地方政府专项债券累计发行规模为 4.8 万亿元。考虑到 2023 年基建投资仍为拉动经济增长的重要动力，假设 2023 年专项债发行规模同减 5%，投向基建的资金占比约 65%，则地方政府专项债券为基建投资提供的资金规模约 3.0 万亿元。

图表 31. 2022 年国有土地使用权出让收入当月值及增速



资料来源：财政部，中银证券

图表 32. 2022 年地方政府专项债券发行额当月值及增速



资料来源：财政部，中银证券

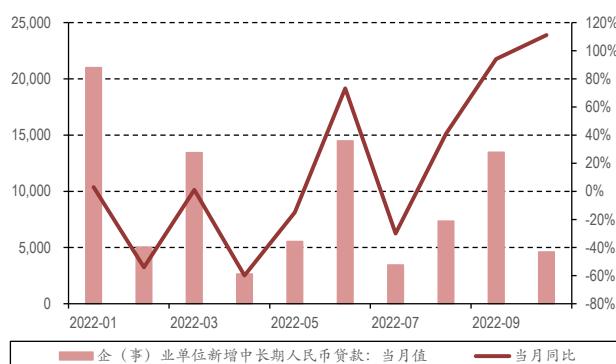
国内贷款：2022 年 1-10 月，企（事）业单位新增中长期人民币贷款合计 9.1 万亿元，同增 6.6%；其中 10 月新增中长期贷款 4,623 亿元，同增 111.1%。假设 11、12 月份新增中长期人民币贷款增速均为 35%，则 2022 年企（事）业单位新增中长期人民币贷款合计 10.0 万亿元。假设 2023 年新增中长期贷款增速为 5%，基建相关贷款占比约 33%，则 2023 年国内贷款为基建投资提供的资金规模约 3.5 万亿元。

利用外资：2022 年 1-10 月，外商直接投资规模累计达到 1.1 万亿元，同增 15.6%；其中 10 月份外商投资额为 861 亿元，同增 2.6%。假设 11、12 月份外商投资增速均为 2%，则 2022 年外商投资额累计为 1.3 万亿元。假设 2023 年外商投资额小幅增加 1%，基建投资占比小幅下降至 3.5%，则 2023 年外商投资为基建投资提供的资金规模约 0.05 万亿元。

自筹资金：自筹资金主要包括城投债、非标贷款和 PPP 等。截至 11 月 30 日，城投债发行量为 4.5 万亿元，假设 2022 年 12 月城投债发行增速为 -30%，2023 年城投债发行量同减 5%且全部用于基建项目建设；假设 2023 年 PPP 和非标贷款合计为基建提供 1.1 万亿元资金，则 2023 年自筹资金能够拉动约 5.8 万亿元基建投资。

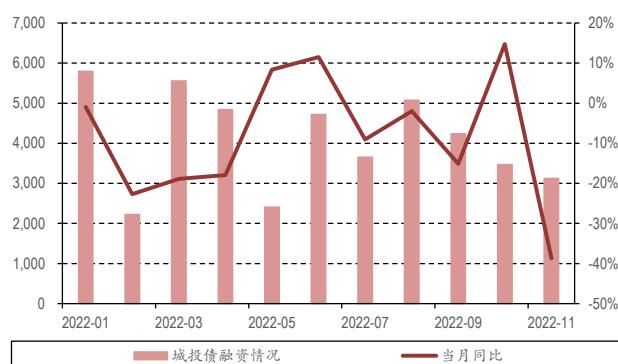
其他资金：假设 2022 年 11、12 月社融增速均为 -15%，2023 年社融增速为 5%，且基建投资占比为 7%，则预计能够拉动约 2.4 万亿元的基建投资。

图表 33. 2022 年企业新增中长期贷款当月值及增速



资料来源：中国人民银行，中银证券

图表 34. 2022 年城投债融资情况



资料来源：万得，中银证券

综上，2023 年，国家预算内资金、国内贷款、自筹资金、外资和其他资金有望为基建投资提供的资金总额约为 21.8 万亿元，相比 2022 年增幅约为 4.5%。



2023年基建投资仍为我国经济增长重要转手，建议关注业绩逐步兑现的建筑央企。尽管我们测算2023年基建投资增速受高基数影响可能出现下滑，但在目前出口承压、消费尚未恢复的背景下，政策兑现时滞更短的基建投资仍为拉动我国经济增长的重要抓手。2022年各省市重点项目数量及投资额均有明显提升，但实物工作量落地情况不及预期，预计积压项目将在2023年陆续开工建设。2022 1-3Q 建筑行业八大央企新签订单同增24.8%，明显高于建筑行业整体新签订单增速，且央企新签订单在建筑业订单总额中的占比持续提升，2022年三季度末已达到41.7%。建筑央企作为基建主力军，资金更为充裕，资质更加齐全，订单储备充足，预计订单将在2023年逐步落地转化为业绩，建议关注建筑央企龙头中国建筑，新基建领域建议关注产业链逐步延伸至风电光伏领域的中国电建和抽水蓄能工程骨干企业中国能建。

基本面主线二：地产融资压力减轻，静待销售回暖

地产投资仍处于下行通道，行业景气度持续低迷

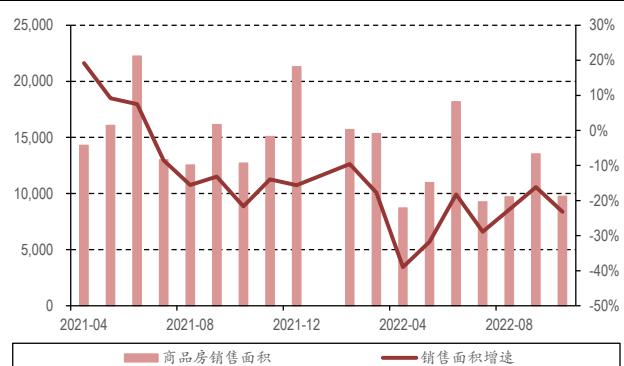
2022年地产投资仍处在下行通道中，销售景气度持续低迷。2022年，地产投资完成额持续处在下行通道中。1-10月，房地产投资完成额合计11.4万亿元，同减8.8%，且单月同比降幅持续扩大。同期商品房销售景气度依然不佳：受二季度华东地区疫情封控影响，商品房销售面积、销售额及销售价格均在4月触底，后续疫情虽然有所好转，但商品房销售面积及销售额依然维持同比下滑态势，仅商品房销售单价降幅缩小。受2020-2021年“三道红线”、集中供地、房地产税试点等行业收紧政策的影响，目前房地产行业仍处于回落过程中。

图表 35. 2022 年地产投资同比增速持续下行 (单位: 亿元)



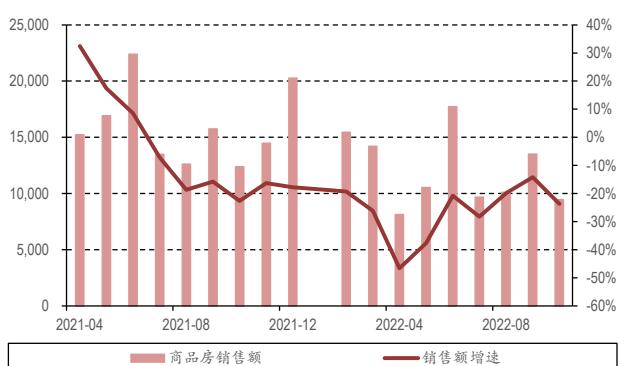
资料来源：万得，中银证券

图表 36. 2022 年商品房销售降幅均较大 (单位: 万平方米)



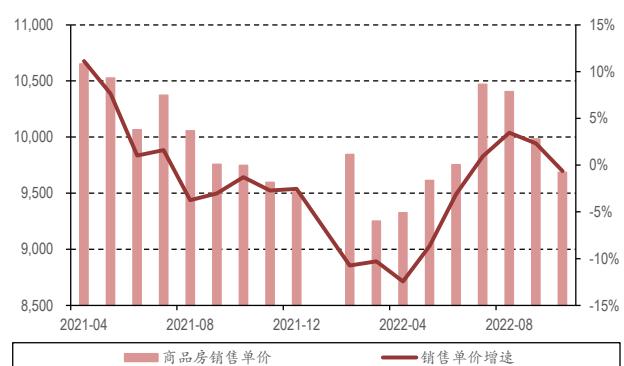
资料来源：万得，中银证券

图表 37. 2022 年商品房销售额同比持续下滑 (单位: 亿元)



资料来源：万得，中银证券

图表 38. 2022 年 4 月起商品房销售价格小幅回升 (单位: 元/平)



资料来源：万得，中银证券

房地产市场去库存压力仍在持续提高。2022年1-10月，全国商品房去化周期持续提升。10月，全国商品房库存去化周期达到4.1个月，同比提升37.3%。房地产市场去库存压力持续提高。

土地购置面积与土地购置价格增速背离程度继续扩大。ttm口径下，土地购置面积增速与土地购置价格增速自2021年起开始出现背离，2022年起背离程度快速加大。2021年开始推行的“集中供地”政策进一步加大了土地供应的垄断程度，导致地价上涨的动力更强。

图表 39. 2022 年商品房库存去化周期持续增加 (单位: 月)



资料来源：万得，中银证券

注：商品房库存去化周期=商品房累计待售面积/过去十二个月商品房平均销售面积

图表 40. 2022 年土地购置面积与购置价格增速走势明显背离



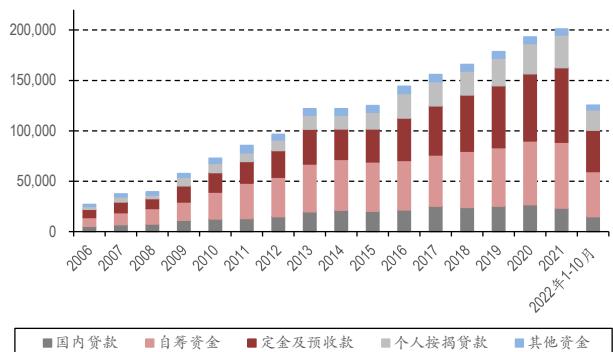
资料来源：万得，中银证券

注：土地购置价格=土地购置费用/土地购置面积

房地产开发的资金来源主要包括国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款等。其中定金及预收款和个人按揭贷款的占比自 2006 年起一路走高，2021 年占比超过 50%，2022 年 1-10 月份该比例也较高，为 48.8%。2016 年“房住不炒”政策提出之前，房地产企业自筹资金占比一度接近 40%，国内贷款占比在 17% 左右。“房住不炒”政策提出之后，信贷政策的持续收紧导致地产企业自筹资金和国内贷款占比均有所下降，2022 年 1-10 月份分别占地产开发资金总额的 35.7% 和 11.8%。自 2021 年 6 月份以来，随着地产行业政策持续收紧，新增居民中长期贷款也持续下滑。2022 年 1-10 月份，新增居民中长期贷款同比增速持续为负，其中 2 月和 4 月新增居民中长期贷款为负值，单月降幅为 2008 年以来最高。

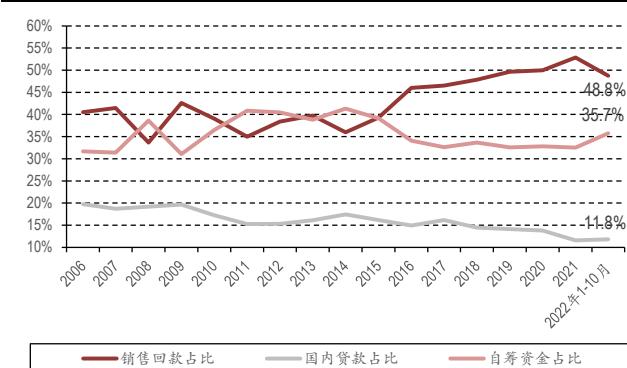
地产行业供需两端负反馈明显，购房者信心受挫。2020 年以来陆续推出的“三道红线”、控制房贷集中度、集中供地等政策使得房地产企业流动性更加紧张，部分房企出现债务违约甚至破产，导致房地产行业供需两端均形成负反馈。需求方面，在房企流动性进一步收紧的情况下，购房者对于房企是否能够按时交房抱有怀疑态度，观望情绪增加，购房需求有所下降，导致商品房销售情况不佳；地产需求端受到的冲击也会传导至供给端。由于销售回款是房地产开发资金的主要来源，因此销售状况不佳会导致房地产企业的流动性进一步收紧，拖慢房企拿地、开工、竣工等活动的进度，从而使居民购房需求持续下降，形成恶性循环。

图表 41. 房地产开发主要资金来源 (单位: 亿元)



资料来源：万得，中银证券

图表 42. 销售回款和国内贷款占地产开发资金比重下降



资料来源：万得，中银证券

图表 43.2022 年新增居民中长期贷款同比增速持续为负
(单位: 亿元)



资料来源：万得，中银证券

图表 44.ttm 口径下居民中长期贷款同比增速持续下降



资料来源：万得，中银证券

房企融资端“三箭齐发”，“因城施策”持续推进

融资端“三箭”齐发，房企资金压力有望减轻；因城施策持续推进。2022 年 11 月，房地产行业融资端利好政策频发：11 月 8 日，交易商协会发布公告称继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。“第二支箭”由人民银行再贷款提供资金支持，预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。工商银行、邮储银行、兴业银行等多家国内主要银行合计向万科、绿城、龙湖等房企提供了超万亿元意向性融资额度。11 月 28 日，证监会决定在股权融资方面调整优化 5 项措施，即日起将恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、调整完善房地产企业境外市场上市政策，重启了暂停 12 年的房企股权融资。至此，支持房地产企业合理融资需求的“三支箭”均已落地，房企融资压力有望减轻。需求端，以郑州市为代表的多个城市自 3 月初开始出台放松限购、降低首付比例、降低贷款利率等调控措施，“因城施策”持续推进。

图表 45. 第一支箭近期主要表现为各大行对地产融资的支持（信贷）

主要内容	
工商银行	向万科、金地、绿城、龙湖、碧桂园等 12 家全国性房地产企业提供意向性融资 6550 亿元。
邮储银行	与万科、龙湖、绿城等提供 2800 亿元意向性融资。
中国银行	与万科集团、碧桂园、龙湖集团、中海发展、华润置地、招商蛇口、金地集团、绿城中国、滨江集团、美的置业等十家房企签署《战略合作协议》，提供意向性授信金额合计超 6000 亿元。
交通银行	与美的置业和万科分别签署全面战略合作协议，为其分别提供 200 亿元和 1000 亿元的授信额度。
建设银行	与 8 家房企开展全方位合作，其中包含央企（中建交）、地方性国企（越秀）和民营房企（万科龙湖、大华等）。
农业银行	与 5 家房企围绕商品房、保障房、城市更新等重点领域进一步加深合作。
兴业银行	分别与万科集团、中海地产、绿城中国、龙湖集团、滨江集团、建发地产、国贸地产、象屿地产厦门安居控股、福州左海控股等 10 家房地产企业签订战略合作协议，合计提供意向性融资总额达 4400 亿元。
中信银行	分别与中海地产、招商蛇口、绿城集团、建发房产集团、华侨城集团、大悦城集团、龙湖集团、滨江集团、碧桂园集团、美的置业等 10 家房地产企业签订“总对总”战略合作协议。根据合作协议，中信银行将为房地产企业提供综合金融服务，重点围绕房地产开发贷款、并购贷款、债券承销与投资、预售资金监管保函、内保外贷等业务领域，满足企业合理融资需求。

资料来源：财联社，中银证券

图表 46. 交易商协会提出“第二支箭”延期并扩容（债券）

日期	单位	事件
2022-11-08	交易商协会	继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发展融资。支持民营企业发债融资。预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。
2022-11-10	龙湖集团	交易商协会受理龙湖集团 200 亿元储架式注册发行。
2022-11-15	美的置业	交易商协会受理美的置业 150 亿元储架式注册发行 龙湖集团已完成 200 亿元中票注册。
2022-11-17	新城控股	交易商协会受理新城控股 150 亿元储架式注册发行。
2022-11-22	万科	万科拟报送 280 亿元储架式注册发行计划，同时，金地（集团）股份有限公司也向交易商协会递交了 150 亿元储架式注册发行申请。
2022-11-23	交易商协会	中债增进公司在民企债券融资支持工具（“第二支箭”）政策框架下，出具对龙湖集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增进函，拟首批分别支持三家企业发行 20 亿元、15 亿元、12 亿元中期票据，后续将根据企业需求提供持续增信发债服务。

资料来源：交易商协会，中银证券

图表 47. 证监会决定在股权融资方面调整优化 5 项措施是“第三支箭”（股权融资）

措施	内容
一、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资	允许符合条件的房地产企业实施重组上市，重组对象须为房地产行业上市公司。允许房地产行业上市公司发行股份或支付现金购买涉房资产；发行股份购买资产时，可以募集配套资金；募集资金用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等，不能用于拿地拍地、开发新楼盘等。建筑等与房地产紧密相关行业的上市公司，参照房地产行业上市公司政策执行，支持“同行业、上下游”整合。
二、恢复上市房企和涉房上市公司再融资	允许上市房企非公开方式再融资，引导募集资金用于政策支持的房地产业务，包括与“保交楼、保民生”相关的房地产项目，经济适用房、棚户区改造或旧城改造拆迁安置住房建设，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等。允许其他涉房上市公司再融资，要求再融资募集资金投向主业。
三、调整完善房地产企业境外市场上市政策	与境内 A 股政策保持一致，恢复以房地产为主业的 H 股上市公司再融资；恢复主业非房地产业务的其他涉房 H 股上市公司再融资。
四、进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用	会同有关方面加大工作力度，推动保障性租赁住房 REITs 常态化发行，努力打造 REITs 市场的“保租房板块”。鼓励优质房地产企业依托符合条件的仓储物流、产业园区等资产发行基础设施 REITs，或作为已上市基础设施 REITs 的扩募资产。
五、积极发挥私募股权投资基金作用	开展不动产私募投资基金试点，允许符合条件的私募股权基金管理人设立不动产私募投资基金，引入机构资金，投资存量住宅地产、商业地产、基础设施，促进房地产企业盘活经营性不动产并探索新的发展模式。

资料来源：证监会，中银证券

图表 48. 今年以来多地调整房地产限售政策

政策类型	一线城市	二线城市	三四线城市
取消/放松限购	上海临港	福州、郑州、南京、苏州、无锡、南昌、沈阳、杭州、海口、东莞、福州、青岛、西安、济南	衢州、淮安、秦皇岛、廊坊、中山、惠州
优化限售		苏州、兰州、哈尔滨、青岛即墨、海口、常州（二手房）	宜昌、绍兴、衢州、芜湖
优化限价	深圳（二手房）	郑州、长沙、天津	温州、东莞
下调房贷利率	北京、上海、广州、深圳	苏州、郑州、南京等	秦皇岛、保定、大同、晋中、朔州、吕梁、阳泉、惠州、佛山、徐州等
降低首付比例		重庆、南宁、福州、兰州、贵阳、海口、	蚌埠、菏泽、赣州、驻马店、佛山、南通、温州、北海、晋中、唐山、自贡、绵阳、安顺、南平、宜昌、荆门、湖州、资阳、台州、丽水、盐城、龙岩、常德、宜春等
延长贷款时间		辽宁全省	丽水
调整住房公积金	深圳	辽宁全省、福州、无锡、长沙、银 川、苏州、宁波、南京、贵阳、南 昌、福州、青岛、济南、兰州、昆 明、天津、长沙、哈尔滨、无锡	荆门、株洲、鹰潭、常德、银川、宣城、焦作、濮阳、驻马店、东莞、中山、达 州、九江、晋中、唐山、自贡、绵阳、安顺、南平、资阳、上饶、连云港等
购房补贴	上海金山	昆明、大连、兰州、合肥、郑州、 苏州、长沙、郑州航空港、石家庄、 南京高淳、哈尔滨、济南、苏州	南平、资中、宜昌、江门、常熟、常德、 张掖、佛山、南通、玉林、湖州、泸州、 资中、惠州、怀化、珠海、绍兴、绵阳、 岳阳、上饶、南阳、黄石等
地下空间现售			衢州
对购房减税降费		郑州、杭州富阳	
调整土地出让规则		郑州	武夷山、常德、扬州
给予地产企业支持		郑州、苏州	武夷山、安顺、昆明、常德、盐城

资料来源：各地政府网站，中银证券

“政策落地——销售复苏——投资修复”仍需要一定时间。证监会在优化股权融资 5 项措施中明确指出，募集资金应“用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等，不能用于拿地拍地、开发新楼盘等”。因此，虽然“三支箭”落地有望明显减轻房企融资压力，但政策起效到销售复苏，进而传导至投资修复还需要一定的时间，预计明年上半年地产销售或将依然处于弱复苏状态。

细分板块：关注成长性更优的细分赛道

在基建投资增速趋稳、房地产仍处于弱复苏态势的背景下，在建筑板块存量市场内依靠技术提升、政策推动等对旧产品实现替代、具有较强成长性的细分赛道值得更多关注，主要包括铝模板、高空作业平台和装配式建筑，推荐标的包括铝模板领军企业志特新材、发力高空作业平台的钢支撑租赁龙头华铁应急和具有装配式与BIM技术先发优势的华阳国际。

铝模板：“以铝代木”大势所趋，渗透率逐渐提升

政策推动下，“以铝代木”成为大势所趋。由于木模板消耗木材、无残值回收、且产生大量建筑垃圾，不符合“绿色建筑施工”要求，近年来，北京、贵州、重庆等多个省市陆续出台木模板禁用政策，要求用铝合金模板代替；2017年，住建部发布的《建筑业10项新技术(2017版)》认定铝合金模板施工技术符合建筑工业化和环保节能要求，并将其列入“建筑业10项新技术”；2020年5月，住建部出台了《关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》，提出“推广采用重复利用率高的标准化设施，推广应用铝模板等周转材料”；与此同时，湖南、青海、浙江等各地方政府也相继出台鼓励、支持铝模板发展应用的相关政策。

图表49. 各省市陆续出台木模板禁用政策

省市	文件名称	禁用材料名称	禁用范围	禁用原因	替代技术	生效时间
北京	《北京市禁止使用建筑材料目录(2018年版)》	采用脲醛树脂生产的竹、木胶合板模板	民用建筑工程	耐水性较差，周转使用次数少，浪费资源	塑料模板、大型钢模板、铝合金等金属模板、酚醛树脂模板(黑胶合模板等)	2010年12月1日
贵州	《贵州省建设领域禁止、限制使用落后技术通告(第一号)》	脲醛树脂生产的竹、木胶合板模板	严禁用于建设工程	耐水性较差，周转使用次数少，浪费资源	属模板、酚醛树脂模板(黑胶合模板等)	2015年1月1日
江西	《江西省建设领域第一批限制、禁止类技术产品》	普通原木改制模板	严禁用于建设工程	模板变形大，吸水率大，混凝土易失水，影响使用质量，浪费资源		
宁夏	《宁夏建设领域推广应用和限制禁止使用技术与产品》	采用脲醛树脂生产的竹、木胶合板模板	禁止用于建设施工	耐水性较差，周转使用次数少，浪费资源		2018年7月25日
浙江	《浙江省建设领域禁止和限制使用技术公告》	纤维板模板、脲醛树脂生产的竹、木胶合板模板	禁止用于建设领域			
重庆	《重庆市建设领域禁止、限制使用落后技术通告(2019年版)》	原木模板,竹(木)胶合板模板(采用脲醛树脂为胶粘剂)	严禁用于全市建设工程	资源综合利用率低	组合铝合金模板等	2019年11月14日

资料来源：政府官网，中银证券

图表 50. 铝模板相关政策梳理

时间	省市	部门	文件	主要内容
2016.09	全国	工信部	《有色金属工业发展规划(2016-2020年)》	推广铝合金的应用领域， 推广铝合金建筑模板、挤压铸造件的应用 ，到2020年，实现铝在建筑、交通领域的消费用量增加650万吨。
2017.02	江苏省	江苏省住建厅	《关江苏省装配式建筑预制装配率计算细则(试行)》	采用装配式铝合金组合模板，实现墙面免抹灰工艺，预制装配率增加0.5%。
2017.10	全国	住建部	《建筑业10项新技术(2017版)》	模板脚手架技术属于“建筑业10项新技术”，其中包括组合铝合金模板施工技术、集成附着式升降脚手架技术、清水混凝土模板技术等。
2019.01	湖南省	湖南省人民政府	《关于加强城市建筑垃圾管理促进资源化利用的意见》	工程设计单位、施工单位应按有关规定，优化建筑设计，科学组织施工，鼓励和支持采用铝合金模板，从源头降低建筑施工和房屋装修建筑垃圾产生。
2019.05	山西省	山西省住建厅	《关于加强铝合金模板推广应用工作的通知》	各市要加大铝模板技术在本地区建筑业企业和在建项目的推进工作力度，在企业、项目的各类评优评先工作中，要主动将其铝模板技术应用情况纳入评选工作的评分项目，鼓励、支持本地区建筑业企业和项目积极应用铝模板技术，对铝模板技术推进工作落实不到位的企业和项目，取消评优评先资格，并加大对市场行为的监督检查力度。
2020.05	全国	住建部	《住房和城乡建设部关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》	推广采用重复利用率高的标准化设施。 鼓励采用工具式脚手架和模板支撑体系，推广应用铝模板、金属防护网、金属通道板、拼装式道路板等周转材料。
2020.07	山西省太原市	太原市住建局	《太原市绿色建筑专项行动方案》	积极引导绿色建筑、装配式建筑、超低能耗建筑及绿色建造项目开展技术创新，力争在全生命周期BIM、铝模板、装配式、绿色建造及基于5G移动互联网的智能化管理等技术应用方面达到国内领先水平。
2020.07	广东省广州市	广州市人民政府	《广州市人民政府办公厅关于大力发展装配式建筑加快推进建筑产业现代化的实施意见》	提升装配施工水平。鼓励企业创新施工组织方式， 推广应用铝合金模板等新型模板，全面推行绿色施工。
2020.09	重庆市	重庆市住建委	《重庆市房屋市政工程建筑垃圾减量化工作实施方案》	提高临时设施和周转材料的重复利用率。鼓励采用工具式脚手架和模板支撑体系， 推广应用铝模板、金属防护网、金属通道板、拼装式道路板等周转材料。
2020.09	青海省	青海省住建厅等十部门	《关于推进建筑垃圾减量化促进资源化利用的实施意见》	提高临时设施和周转材料的重复利用率。鼓励采用工具式脚手架和模板支撑体系， 推广应用铝模板、金属防护网、金属通道板、拼装式道路板等周转材料。
2020.11	黑龙江省大庆市	大庆市人民政府	《大庆市推进建筑垃圾减量化的实施方案》	提高临时设施和周转材料的重复利用率。鼓励采用工具式脚手架和模板支撑体系， 推广应用铝模板、金属防护网、金属通道板、拼装式道路板等周转材料。
2021.03	湖北省宜昌市	宜昌市住建局	《关于推广使用铝合金建筑模板系统和附着式升降脚手架的通知》	在宜昌市城区内，于2021年4月1日后取得施工许可的工程项目， 单位工程的建筑层数为18层及以上，或建筑高度为65米及以上的主体结构 ，推广使用铝合金建筑模板系统和附着式升降脚手架。
2021.03	浙江省	浙江省住建厅	《省建设厅关于印发浙江省建筑施工质量安全标准化三年行动实施方案的通知》	推动企业开展安全技术改造和工艺设备更新，推广起重机械设备一体化、工具式模板支撑系统、标准化防护措施、“ 铝模板和爬架 ”技术等新技术、新工艺应用。
2021.03	山东省	山东省住建厅	《山东省住房和城乡建设厅关于印发山东省建筑垃圾减量化工作实施方案的通知》	鼓励采用装配式场界围挡和拼装式临道路板， 鼓励采用如铝合金、塑料、玻璃钢及其他可再生材质的大模板和钢框镶边模板等工具式模板 ，鼓励施工单位在一定区域范围内统筹临时设施和周转材料的调配。
2021.07	福州市	福州市城乡建设局	《福州市城乡建设局关于推广使用铝合金建筑模板系统及附着式升降脚手架的通知》	福州市四城区(鼓楼、台江、仓山、晋安)范围内，合法取得施工许可的房建工程项目(含区属项目)， 鼓励各参建企业推广使用铝合金建筑模板系统及附着式升降脚手架。
2022.03	全国	住建部	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	显著提高城镇新建建筑中绿色建材应用，2025年城镇新建建筑全面建成绿色建筑。政府投资工程率先采用绿色建材。

资料来源：政府官网，中银证券

与传统建筑模板相比，铝模板经济效益更优。铝模板在租赁模式下其造价与传统木模板相差不大。但铝模板的施工质量更高，拆模后可以达到清水饰面混凝土效果，免去了二次抹灰工序。采用铝模板施工，4-5天即可完成一层，相比木模板施工节约了1-2天甚至更长时间，有利于缩短工期，使开发商加速回款。

图表 51. 铝模板租赁方式下造价分析与木模板成本构成分析

铝模板在租赁方式下的造价分析			木模板成本构成分析		
分项名称	所需费用	备注	分项名称	所需费用	备注
模板租赁费	20 元/m ²	市场铝模板租赁价格逐渐下降，本次铝模板租赁价按 20 元/m ² 考虑	模板单价	10.17 元/m ²	本次采用杨木建筑模板，规格 915mm*1830mm*15mm，市场价格为 61 元/m ² ，按周转 6 次考虑
清理费用	200/15 = 13.3 元/m ²	通常使用 15 层需对铝模板进行清理，如清洗粘结物，涂刷隔离剂，处理铝合金氧化层等	木方材料价格	(5m*6 元/m)/6 次=5 元/次	每平方米模板接触面用木大概为 5 米左右，且假定每米价格为 6 元
人工费用	67 元/m ²	人工费从招标费用中确定，但实际工程中铝模板人工费一般高于木模板	钢管、扣件租赁费	(4.5*0.013*1.05*20)*2=2.46 元/m ²	按 3m 层高，接触面积包含钢管 4.5m，租赁费按 0.013 元/天计算，且扣件一般 1 个/m，且施工考虑磨损率 5%，使用时间按 20 天计算
扣除粉刷费用	24.5 元/m ²	可根据实际情况适当给予降低	钢管扣件上下力费用	2 元	
混凝土基层处理费用	15 元/m ²	如果不粉刷涂料，现场施工必须至少涂刷四遍厚 8mm 腻子方可成型	人工费用	47 元/m ²	人工费从招标费用中确定，可根据实际适当给予降低
其他额外增加费用	3 元/m ²	植筋费用，吊模费用，预留洞口增加模板费用，预埋与剔除钢筋头费用等	粉刷费用	24.5 元/m ²	可根据实际情况适当给予降低
总计	93.8 元/m ²		总计	91.1 元/m ²	

资料来源：路亮《建筑工程施工中铝合金模板综合价值研究》，中银证券

行业集中度提升，利好抗风险能力较强的龙头企业。铝模板行业成长前景较好，市场参与者众多，既包括志特新材等主营铝模板业务的企业，也包括中国忠旺、闽发铝业等凭借原材料优势向下延伸的铝加工企业；还包括中建铝等凭借渠道优势向上延伸发展的建筑企业和华铁应急等横向进行品类扩张的建筑施工设备租赁企业。受 2022 年房地产行业景气度较低、地产销售及开工竣工数据均较弱的影响，铝模板企业资金压力增加，行业出清速度加快，昔日铝模板领军企业中国忠旺因流动性危机退出市场，全国规模以上建筑铝模板数量由 2021 年底的 700 余家降至 2022 年上半年的 600 余家。铝模板行业加速出清将提高行业集中度，利好抗风险能力较强的头部企业凭借其规模优势和精细化管理优势进一步提升市场份额。

志特新材产能规模领先、服务能力优秀、协同业务打造新增长点，看好公司未来发展。志特新材作为建筑铝模板行业领军企业，铝模板保有量及业务收入居于行业前列，且公司铝模板产能正在持续扩张，有望进一步发挥规模优势。在租赁模式逐渐成为铝模板行业主流经营模式的背景下，具有较强综合服务能力的志特新材具有更为明显的优势：公司针对复杂的铝模板租赁链条开发了业内领先的全流程信息化管理系统，能够进一步提升服务能力和管理效率。此外，公司开拓的附着式升降作业安全防护平台和装配式 PC 构件产品能够与铝模板业务形成协同，未来发展空间广阔。

高空作业平台：乘融资租赁东风，需求持续扩容

高空作业平台与传统的脚手架、吊篮相比，更加安全高效。一方面，高空作业平台施工可以有效降低施工人手需求，提高施工效率，降低施工成本，从而为施工企业带来可观的经济效益。另一方面，据住建部数据，跌落事故连续多年占工地事故比例超过 50%，国内建筑施工安全标准仍存提升空间，随着安全标准的提高，高空作业平台的应用有望进一步推广。

图表 52. 剪叉式自行高空作业平台与脚手架效率对比

应用场景	GS-3246 吉尼剪叉式自行高空作业平台		脚手架	
	工时 (分钟)	人工 (人数)	工时 (分钟)	人工 (人数)
墙面清洁(11米高, 12米长)	103	2	186	4
立柱喷涂(2根11米立柱)	141	2	212	4
照明检修(9盏厂房照明灯)	20	2	49	4

资料来源: Genie 官网, 中银证券

图表 53. 高空作业平台与脚手架经济对比(以中石化惠安炼油项目 2 万吨钢结构管廊搭建为例)

	26 米高空作业平台	脚手架
设备数量	52 台	架杆 598,168 米, 扣件 504,344 个, 跳排 192 块
筹备周期(天)	进场 1 天, 报检 2 天	采购 45 天, 报检 7 天
	租金+油料费	仅搭设
总费用(元)	3,630,711.72	搭设+运输+折旧 4,291,936.00 14,713,517.33

资料来源: 运想重工官网, 中银证券

融资租赁配套法律法规持续完善, 乘融资租赁东风, 工程设备租赁将维持高速发展。2020 年以来, 随着国内融资租赁监管标准不断提高, 行业步入转型优化期。2021 年 5 月起, 国资委、央行、银保监会陆续发布文件, 规范融资租赁行业发展, 要求回归业务本源, 提升服务实业能力, 多个省市在“十四五”金融发展规划中也对融资租赁行业提出聚焦实体经济的发展规划。2022 年, 稳增长压力下央行、银保监会出台了多项金融支持实体经济文件, 融资租赁业作为重要的非银金融部门响应号召, 积极阔表, 工程租赁业有望乘其东风, 维持高速发展。

图表 54. 2020 年以来国内融资租赁监管标准不断提高

部门	时间	标题	主要内容
银保监会	2020.05	《融资租赁公司监督管理暂行办法》	1、落实监督主体, 划分权属; 2、设定监管指标: 规定融资租赁和其他租赁资产比重不得低于总资产的 60%, 风险资产总额不得超过净资产的 8 倍, 固定收益类证券投资业务不得超过净资产的 20%, 控制单一承租人及承租人为关联方的业务比例。
国资委	2021.05	《关于进一步促进中央企业所属融资租赁公司健康发展和加强风险防范的通知》	1、把握融资租赁公司功能定位, 聚焦主业发展实体经济, 回归租赁本源, 主业和产业链上下游, 提升服务实业能力和效果; 2、强化融资租赁公司风险管控; 3、推动融资租赁公司优化整合。
人民银行	2021.12	《地方金融监督管理条例(草案征求意见稿)》	1、融资租赁公司原则上不得跨省经营; 2、融资租赁公司合并、分立、设立需经省级金融监管部门批准。
银保监会	2021.12	《金融租赁公司项目公司管理办法的通知》	1、明确金融租赁公司及相关子公司开展业务范围; 2、明确金融租赁公司及相关子公司经营管理要求。
银保监会	2022.02	《融资租赁公司非现场监管规程》	1、明确各级监管职责, 统一非现场监管标准; 2、建立检测、评估融资租赁公司风险的联动机制。
银保监会	2022.04	《关于 2022 年进一步强化金融支持小微企业发展的通知》	银行业金融机构要支持传统企业在设备更新、技术改造、绿色转型发展等方面的中长期资金需求, 助力工业经济平稳增长。
银保监会	2022.11	《关于加强金融租赁公司融资租赁业务合规监管有关问题的通知》	推动金融租赁公司业务转型发展, 强化构筑物作为租赁物的适格性监管, 稳妥控制相关业务规模, 部署开展融资租赁业务合规性专项现场检查, 强化属地监管职责。

资料来源: 中央人民政府网, 银保监会官网, 中银证券测算

高空作业平台租赁行业仍具较高成长性。近年来, 国内高空作业平台设备保有量快速扩张, 短期看, 高空作业平台提供了高效、安全的脚手架替代方案; 中长期看, 区别于应用场景较为单一的传统工程机械, 高空作业平台应用场景更加广泛, 市场相对零散, 且随着市场对产品认知的提升以及租金的下降, 借鉴欧美成熟市场, 高空作业平台的需求潜力有望在包括超市、仓储、清洁维护、体育场馆等在内的服务市场中持续释放, 不断开拓全新的应用场景。

华铁应急持续扩张规模，优化管控。在设备管理规模持续提高的同时，华铁应急围绕轻资产、数字化、平台化三大战略，在规模和单位效益方面的优势有望持续扩大。轻资产方面，公司在运营模式上的探索有望借力融资租赁业发展，在保持资产负债率稳定的同时快速扩大资产管理规模。数字化方面，短期来看，将持续提升公司的管理能力，维持高空作业平台较高的出租率水平中，长期来看，数字化为二手市场发展提供标准，促进行业未来发展。轻资产、数字化战略推进之下，有望支撑公司业绩快速增长。

装配式建筑：符合绿色建筑发展方向，政策持续推动

装配式建筑符合绿色建筑发展方向，政策推动下渗透率逐渐提升。与传统建筑模式相比，装配式建筑大大减少了人工作业和现场湿法作业，与BIM等现代化技术相结合，符合建筑行业智能、绿色的发展方向。2016年，国务院印发《关于大力发展装配式建筑的指导意见》，力争用10年左右时间使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%；2022年7月，住建部、发改委发布《城乡建设领域碳达峰实施方案》，要求“到2030年装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到40%”。在政策持续推动下，预计2023年装配式建筑将有进一步发展。

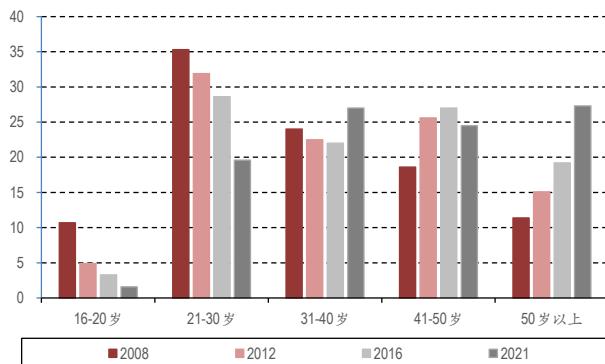
图表 55. 国家和部分省市装配式建筑发展目标

时间	部门	文件	主要内容
2021年7月	江苏省住建厅	《江苏省建筑业“十四五”发展规划》	十四五期间，积极推广精益建造、数字建造、绿色建造、装配式建造等新型建造与管理方式，新开工装配式建筑占同期新开工建筑面积比达50%，成品化住房占新建住宅70%，装配化装修占成品住房30%。
2021年12月	广东省住建厅	《广东省建筑业“十四五”发展规划》	全省装配式建筑面积占新建建筑面积的比例达到30%，城镇绿色建筑占新建民用建筑比例达100%。
2022年1月	住建部	《“十四五”建筑业发展规划》	装配式建筑占新建建筑的比例达到30%以上，打造一批建筑产业互联网平台，形成一批建筑机器人标志性产品，培育一批智能建造和装配式建筑产业基地。
2022年2月	住建部	《关于加强保障性住房质量常见问题防治的通知》	提出保障性住房应采用工程总承包模式，大力推广装配式等绿色建筑建造方式。
2022年4月	北京市人民政府办公厅	《关于进一步发展装配式建筑的实施意见》	2022年实现装配式建筑占新建建筑面积比例达到40%以上，2025年实现装配式建筑占新建建筑比例达到55%。
2022年4月	住建部	《装配式住宅设计选型标准》	衔接装配式住宅标准化设计与部品部件应用之间的联系，建立设计选型方法，引领设计人员掌握以标准化部品部件为核心的系统集成设计，推进全产业链协同发展。
2022年7月	住建部、发改委	《城乡建设领域碳达峰实施方案》	大力发展装配式建筑，推广钢结构住宅，到2030年装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到40%。

资料来源：国家住建部、发改委、北京市人民政府办公厅和各省市住建厅官网，中银证券

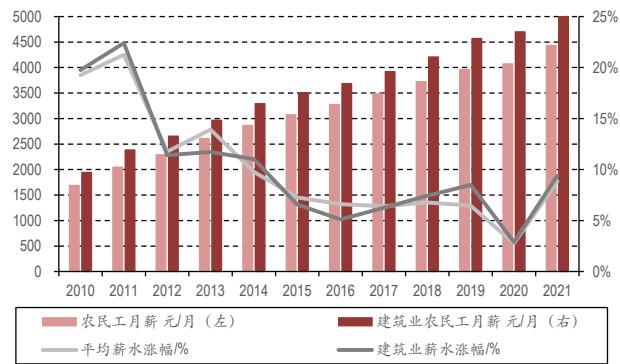
建筑业农民工老龄化趋势明显，薪资水平不断提高，装配式建筑在人力成本方面与传统现浇建筑相比具有明显优势。除了政策推动之外，装配式建筑在成本方面相比传统现浇建筑也有一定的优势，尤其体现在人力成本方面。近年来，农民工老龄化现象严重，且农民工薪资水平近年来不断上涨，建筑业农民工薪资涨幅还要高于整体水平，导致传统现浇建筑人力成本不断攀升。但是装配式建筑是先在工厂中生产出所需构件，再到施工现场进行安装，对人力的需求较少，更有成本优势。

图表 56. 近年来农民工老龄化现象严重 (单位: %)



资料来源：国家统计局，中银证券

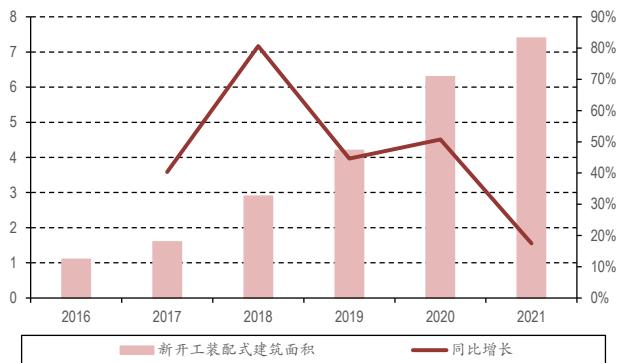
图表 57. 建筑业农民工薪水更高且近年来不断上涨



资料来源：国家统计局，中银证券

装配式建筑长期发展方向明确。2016-2021年，我国新开工装配式建筑面积大幅增长，从2016年的1.1亿平快速提升至2021年的7.4亿平，年均复合增速达45.4%；装配式建筑渗透率从2016年的6.8%增长至2021年的38.5%，未来提升空间较为广阔。BIM技术能够应用在装配式建筑中，统筹设计、施工、运维等各个阶段，解决建筑设计方案效果未知和工程质量控制困难两大痛点。2022年11月，深圳市罗湖区发布《关于加快推进建筑信息模型（BIM）技术应用的实施意见》，要求2023年1月1日起，全区所有新建（立项、核准备案）工程项目（投资额1000万元以上或建筑面积1000平方米以上）全面实施BIM技术应用；2025年末，全区所有重要公共建筑、市政基础设施等建立BIM模型并导入可视化城市空间数字平台，对接城市信息模型（CIM）平台，实现城市全要素数字化、城市运行实时可视化、城市管理决策协同化和智能化。深圳市走在推动装配式建筑和BIM技术发展的前沿，利于当地建筑设计企业相关业务精进发展。

图表 58. 2016-2021 年全国新开工装配式建筑面积逐年增加
(单位: 亿平)



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 59. 装配式建筑渗透率逐年提升



资料来源：国家统计局，中银证券

推荐具有装配式建筑和BIM技术先发优势的华阳国际。华阳国际作为华南地区建筑设计行业龙头企业，2004年开始进行装配式建筑相关研究，并于2013年成立BIM应用技术研究院，在装配式建筑和BIM技术研究方面具有明显的先发优势。2022年，在房地产行业仍较为疲软、深圳市疫情反复的背景下，公司对设计项目承接控制得更加严格，减少了毛利率较低的EPC项目占比，更加聚焦主业，使得公司盈利能力有较明显提升。2022年三季度，公司毛利率同增14.4pct至37.1%，一至三季度毛利率也同增8.1pct至29.9%。

投资建议

预计 2023 年基建投资将实现稳定增长，关注建筑央企投资机会。基建投资作为稳增长重要抓手，2022 年投资增速有望超过 10%。2022 年各省市基建项目储备充足，但实物工作量落地尚不及预期，预计积压项目将在 2023 年陆续开工；美联储加息步伐是否放缓以及未来疫情管控形势变化尚不明朗的背景下，预计 2023 年投资仍是拉动经济增长的重要动力，而政策落地时间短于制造业与房地产的基建投资有望持续稳步增长。但在今年基数较高的影响下，2023 年基建投资增速或有下降，预计在 4.5% 左右。我们认为 2023 年建筑央企在手订单有望逐步落地转化为业绩，建议关注建筑央企龙头 **中国建筑**，新基建领域建议关注产业链逐步延伸至风电光伏领域的**中国电建**和抽水蓄能工程骨干企业**中国能建**。

关注铝模板、高空作业平台、装配式建筑等成长性更优的细分赛道。考虑到 2023 年基建投资增速或将在高基数影响下回落，房地产行业仍处于弱复苏阶段，推荐关注建筑板块中成长性较强的细分赛道：1) 铝模板：较传统建筑模板更加经济高效，符合绿色建材政策要求，在低、中、高层建筑中的渗透率不断提升；2) 高空作业平台：行业快速扩容，随着租金下降、产品普及，有望在超市、仓储、体育馆等多种场景持续拓展应用；3) 装配式建筑：符合绿色建筑发展要求，渗透率不断提升，政策要求 2030 年装配式建筑占新建建筑的比例达到 40%。推荐铝模板领军企业**志特新材**、发力高空作业平台的钢支撑租赁龙头**华铁应急**具有装配式与 BIM 技术先发优势的**华阳国际**。

风险提示

基建实物工作量落地不及预期：基建项目储备虽然丰富，但实物工作量落地情况仍有待观察。若落地情况不及预期，则可能会影响后续基建投资。

地产链政策传导不顺畅：地产企业融资端政策压力放松，但政策落实效果如何仍有待观察，且政策传导至销售及投资端仍需要一定时日。若政策不顺畅，则地产行业可能需要更久才能复苏。



附录图表 60. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2021A	2022E	2021A	2022E	
601668.SH	中国建筑	未有评级	5.94	2,490.91	1.23	1.36	4.85	4.38	8.62
601669.SH	中国电建	未有评级	8.77	1,103.30	1.82	2.04	4.82	4.29	16.22
601868.SH	中国能建	未有评级	8.89	543.13	0.76	0.93	11.72	9.56	8.35
002949.SZ	华阳国际	买入	14.86	29.13	0.54	0.99	27.65	14.98	7.15
603300.SH	华铁应急	买入	7.00	97.13	0.36	0.48	19.50	14.74	3.49
300986.SZ	志特新材	增持	41.60	68.18	1.00	1.30	41.46	31.89	8.18

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2022 年 12 月 9 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打： 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打： 10800 1521065
新加坡客户请拨打： 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371