

行业研究

新一轮周期下的价值重估

——建筑工程行业 2023 年度投资策略

要点

观点验证与回顾：在 22 年策略报告中，我们看好基建投资回暖趋势，但强调在地产下行背景下，基建投资亟需新型投融资工具（REITs）发力；我们亦看好“双碳”背景下能源基建领域的高景气度。最终，狭义基建及能源基建投资均超出我们此前预期。整体来看，我们把握对了行业发展方向，但对回暖幅度的判断较为保守。展望 2023 年，疫情对实物工作量的扰动将消退，地产周期有望回暖，亦将对基建有支撑，全年机会大于风险，维持建筑行业“买入”评级。

新一轮周期的预判：“稳增长”仍然是 2023 年的主旋律。基建端，中性假设下，我们预判 2023 年广义基建投资同比增速约为 8%，能源基建将保持高景气度；地产端，我们看好“三支箭”后地产投资企稳。REITs 的意义在于其优化了不动产类项目投资回报模型，改善了一级市场对于基础设施类资产投资的预期；基建公募 REITs 市场扩容提速，将会带来相关运营类资产定价方式及估值体系的重大变化。此外，随着疫情影响消退，判断基建地产的实物工作量将有明显改善。“一带一路”将引领建筑央企走出去，中国建造将走向世界、建设世界。

新一轮周期下的价值重估：

1) **建筑央企：估值体系重塑。**基建高景气、地产边际改善、“一带一路”创造增量需求。地产政策转暖，市场对其资产端的担忧逐渐弱化；中国特色估值体系框架下，破净国企估值有望修复；再融资政策放开将大幅提升建筑央企对股权融资及二级市场的重视度，权益融资放开将助力建筑央企提升其业务承接能力、强化其地产开发业务布局、改善其报表质量、降低融资成本。建筑央企市场份额提升大势所趋，产业链话语权明显增强，判断其 ROE 及现金流将边际改善。**推荐：中国建筑、中国交建、中国中铁、中国铁建、中国中冶。**

2) **地产链：公装龙头困境反转。**受房企财务暴雷影响，公装行业产能出清明显加速。随着地产“三支箭”逐步落地，房企资金链断裂风险降低，市场对地产链将从“减值的担忧”转向“冲回的惊喜”。随着新一轮周期启动，行业竞争格局优化，头部公装企业或将迎来困境反转，价值重估、增长回归。关注：金螳螂。

高成长性的新兴赛道：

1) **能源基建：高景气度延续。**“双碳”目标大背景下，新能源投资保持高景气度，光伏组件成本下行将推动 BIPV 的发展。随着新能源发电占比提升，电网侧面临更多挑战，看好抽水蓄能为代表的大储项目建设及火电灵活性改造。**推荐：中国电建、中国能源建设（H 股），关注苏文电能、森特股份。**

2) **装配式建筑。**建筑工人老龄化不可逆转，以装配式为代表的新型建造工法仍是建筑业最具成长性的方向之一。钢价回落，利好钢结构装配式建筑发展提速。**推荐：鸿路钢构（钢结构制造龙头，竞争优势显著），关注：精工钢构。**

3) **设备租赁。**顺周期下，重资产行业弹性最大。设备经营租赁规模效应显著，龙头强者恒强。**推荐：华铁应急（高机租赁龙头），关注：建设机械（塔机龙头）。**

其他关注：中国化学（实业添新增长极），大丰实业（文体工程及运营一体化），深城交（车路协同领军者），中材国际（全球水泥工程龙头）。

风险分析：国内基建投资增速不及预期、地产投资持续低迷、国内实际利率过快上行、人民币快速升值。

建筑工程

买入（维持）

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003
021-52523822
sunwf@ebscn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001
010-58452063
fengmq@ebscn.com

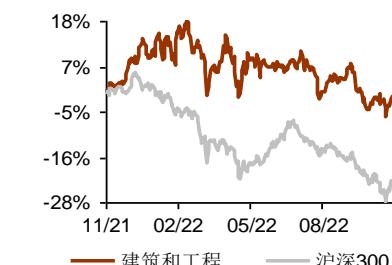
联系人：陈奇凡

021-52523819
chenqf@ebscn.com

联系人：高鑫

021-52523872
xingao@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

基本面回暖尚需时日，推荐建筑央企及地产链弹性标的——2022 年 1-10 月固定资产投资数据点评（2022-11-15）

地产周期拐点再度明确，Q4 二线标的表现在更优——建材、建筑及基建公募 REITs 周报（11 月 5 日-11 月 11 日）（2022-11-14）

国内首座漂浮式海上光伏电站落地山东，保障房 REITs 再添新成员——建材、建筑及基建公募 REITs 周报（10 月 29 日-11 月 4 日）（2022-11-07）

目录

1、 建筑行业 2022 年行情回顾与观点复盘	5
1.1、 22 年建筑板块跑赢沪深 300 指数 15pcts	5
1.2、 行业基本面全景：景气度回升，建筑央企最为亮眼	6
1.3、 年初及年中观点回顾：基建投资大超预期	9
2、 判断“稳增长”仍然是 2023 年的主旋律	10
2.1、 22 年基建投资超预期，23 年或维持大个位数增长	10
2.2、 资产荒背景下，23 年 REITs 发行或继续提速	13
3、 建筑央企估值体系重塑	16
3.1、 央企市场份额继续提升，房建领域产能加速出清	16
3.2、 央企周期底部加大拿地，或迎市占率、利润率提升	18
3.3、 涉房企业再融资放开催生市值管理诉求	19
3.4、 建筑央企价值重估	21
4、 公装龙头困境反转，具备估值弹性	25
4.1、 金螳螂减值计提充分，已出现减值冲回	25
4.2、 金螳螂 ROE 或有回升空间	25
5、 能源高景气，关注火电及抽蓄建设需求	27
5.1、 风光发电占比提升，补贴清欠利好能源投资建设	27
5.2、 电网稳定供应亟待解决，关注火电及储能建设需求	29
6、 装配式成长性优，钢结构为最优选择	33
6.1、 劳动力人口老龄化是建筑业长期限制性因素	33
6.2、 看好钢结构赛道成长性	34
6.3、 2023 年钢结构行业有望迎来复苏	36
7、 高空车助力设备租赁行业高增长	38
7.1、 人口老龄化背景下，设备租赁兴起大势所趋	38
7.2、 高空车赛道处于高速成长期，人均保有量仍有较大提升空间	39
8、 投资建议	41
9、 风险提示	42

图目录

图 1：2022 年申万各一级子板块涨跌幅	5
图 2：固定资产/房地产/制造业/广义基建投资：累计增速	6
图 3：固定资产/房地产/制造业/广义基建投资：单月增速	6
图 4：建筑业新签合同额及同比增速	6
图 5：建筑业新签合同额增速（单季度）	6
图 6：2012-2022 前三季度建筑业营业收入情况	7
图 7：对外承包工程新签合同额、业务完成额累计同比增速	7
图 8：对外承包工程新签合同额、业务完成额单月同比增速	7
图 9：建筑央企营业总收入及增速	7
图 10：建筑央企归母净利润及增速	7
图 11：设计企业营业总收入及增速	8
图 12：设计企业归母净利润及增速	8
图 13：装饰企业营业总收入及增速	8
图 14：装饰企业归母净利润及增速	8
图 15：钢结构企业营业总收入及增速	8
图 16：钢结构企业归母净利润及增速	8
图 17：基建投资资金来源框架	10
图 18：基建投资三项细分行业数据累计增速	10
图 19：2021 年广义基建三大分项资金来源拆解	10
图 20：22H1 石油沥青装置开工率低于往年	12
图 21：今年以来挖机开工小时数同比负增长	12
图 22：2022 年前 10 月，水泥产量累计同比负增长	12
图 23：2022 年 1-10 月，单月水泥产量普遍同比负增长	12
图 24：22 年发行的 REITs 产品认购倍数（网下投资者）	15
图 25：8 家建筑央企新签合同总额及其增速	16
图 26：8 家建筑央企工程收入总额及其增速	16
图 27：2011-2022H1，建筑央企新签工程业务订单及收入市场份额	16
图 28：应付工程款/房地产开发资金来源 (ttm) 持续走高，垫资压力日益增加	17
图 29：2022 年应付工程款同比增速仍高于房地产开发资金同比增速（12 个月移动平均增速）	17
图 30：中国建筑新开工累计同比增速远高于行业	18
图 31：2016-2022 年 100 大中城市成交土地溢价率及土地成交价款（当月值）	19
图 32：8 家建筑央企存货跌价准备占存货的比重	21
图 33：4 家核心地产开发商存货跌价准备占存货的比重	21
图 34：8 家建筑央企应收账款坏账准备计提比重	22
图 35：基建及地产链中游龙头公司应收账款坏账准备计提比重	22
图 36：建筑央企整体 ROE 有望修复，经营效率改善有望助力总资产周转率回升，原材料涨价及减值计提影响弱化或助力利润率修复	23
图 37：中信建筑指数 PB 与 ROE 关系	24
图 38：中信建筑指数 PB、ROE 关系（移动三年平均）	24
图 39：部分地产链企业 2022H1 资产减值准备/净资产	25
图 40：部分地产链企业 2021 年减值计提/2020 年归母净利润	25
图 41：随着竞争格局改善，金螳螂利润率有望回升，总资产周转率亦有回升空间，其 ROE 将随之回升	26
图 42：21Q3 至今，电力热力投资增速持续高于基建投资增速	27
图 43：广义基建三大领域中，电热燃水景气度持续高企	27
图 44：过去一年，电热燃水投资单月增速走强	27
图 45：风电、光伏、火力及总计发电装机容量累计同比	28
图 46：2016-2022 年前 10 月各类电源新增装机容量结构	29
图 47：2016-2022 年前 10 月各类电源发电量结构	29

图 48: 2022 年前 9 月火电投资增速明显回升	29
图 49: 2021 年, 抽水蓄能产能增长明显提速	31
图 50: 建筑业工人年龄结构逐渐老化 (岁)	33
图 51: 建筑业工人从业人数出现回落	33
图 52: 全国新开工装配式建筑面积及同比增速	33
图 53: 新建装配式建筑面积渗透率	33
图 54: 2016-2021 年, 全国钢结构产量保持较快增长	34
图 55: 装配式建筑主体结构的主要技术路径	34
图 56: 装配式建筑面积占比	35
图 57: 远大住工 PC 产量及同比增速 (半年度)	35
图 58: 鸿路钢构钢结构产量及同比增速 (季度)	35
图 59: 2021Q2 钢价大幅上涨是导致钢结构企业经营数据走弱的因素之一	37
图 60: 设备租赁市场底层逻辑思维导图	38
图 61: 经营租赁利润来源拆解	38
图 62: 高空车在建筑业链条中处于中后环节	39
图 63: 高空车下游应用场景	39
图 64: 2021 年, 我国高空作业平台销量同比+55%	40
图 65: 2021 年, 我国高空作业平台租赁市场保有量占比为 83%	40
图 66: 中国高空作业平台人均保有量较欧美发达国家或仍有数倍提升空间	40

表目录

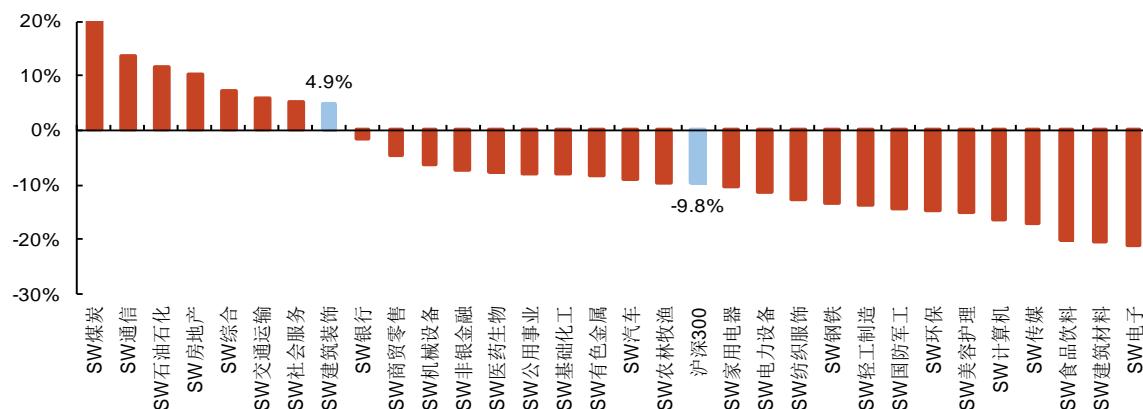
表 1: 基础设施公募 REITs 行情回顾	5
表 2: 22 年度投资策略及 22 年中期投资策略观点验证	9
表 3: 基建投资资金来源详解	10
表 4: 22-23 年基建投资拆分预测	11
表 5: 2022 年上半年 REITs 政策推进力度超预期	13
表 6: 2022 年发行的 12 只 REITs 产品明细	14
表 7: 部分民营/地方建筑公司破产重组情况	18
表 8: 22 年前 10 月, 部分头部建筑央企拿地排名明显上升	19
表 9: 中国电建与中国能源建设 2013 年及 2019 年经营状况对比	20
表 10: 2013-2020 年中国电建与中国能源建设权益融资情况	20
表 11: 广州可再生能源公司相关信息	28
表 12: 2022 年火电相关政策汇总	30
表 13: 近期火电项目汇总	30
表 14: 各主流储能技术比较	31
表 15: 世界各国抽水蓄能装机占比 (2020 年末)	32
表 16: 2018-2021 年, 钢价占精工钢构钢结构工程造价比例	36
表 17: 主要覆盖公司盈利预测、估值与评级	43

1、建筑行业 2022 年行情回顾与观点复盘

1.1、22 年建筑板块跑赢沪深 300 指数 15pcts

2022 年初至今，建筑板块行情逐渐走强。截至 2022 年 11 月 30 日，SW 建筑装饰板块 22 年以来上涨 4.9%，在申万 31 个一级子板块中涨幅位于第 8 位，跑赢沪深 300 指数 15pcts。

图 1：2022 年申万各一级子板块涨跌幅



资料来源：wind，光大证券研究所，截至 2022.11.30

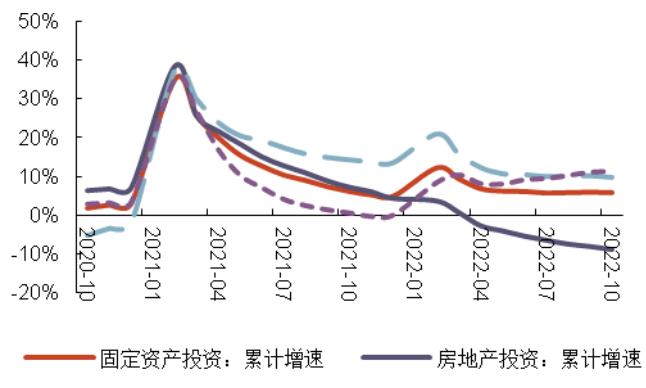
表 1：基础设施公募 REITs 行情回顾

代码	名称	收盘价 (元)	52 周最高 (元)	52 周最低 (元)	周涨跌幅	月涨跌幅	60 日涨跌幅	年初至今涨幅	250 日涨跌幅	IPO 以来涨幅
508000.SH	华安张江光大 REIT	4.19	4.55	3.33	-0.9%	-2.6%	-1.3%	16.5%	25.3%	40.2%
180301.SZ	红土盐田港 REIT	3.17	4.15	2.73	-0.4%	-0.1%	-7.1%	5.6%	16.0%	38.2%
180401.SZ	鹏华深圳能源 REIT	8.12	8.38	6.50	0.3%	1.5%	-0.2%	-	-	37.7%
508099.SH	建信中关村 REIT	4.31	5.74	4.12	0.7%	-3.1%	-9.3%	-1.7%	-	35.2%
508021.SH	国泰君安临港创新产业园 REIT	5.53	5.71	4.82	-0.4%	-0.7%	-	-	-	34.4%
508088.SH	国泰君安东久新经济 REIT	4.04	4.15	3.80	0.1%	-0.3%	-	-	-	33.3%
180101.SZ	博时蛇口产园 REIT	3.03	3.71	2.53	0.3%	-1.2%	-7.6%	10.5%	19.3%	31.3%
508056.SH	中金普洛斯 REIT	5.07	5.67	4.30	0.5%	-2.0%	-4.1%	7.8%	11.6%	31.2%
508006.SH	富国首创水务 REIT	4.66	7.30	4.02	-0.2%	-1.3%	-6.7%	-7.5%	5.2%	26.5%
508068.SH	华夏北京保障房 REIT	3.07	3.45	2.95	-0.4%	-4.0%	-5.6%	-	-	22.8%
180102.SZ	华夏合肥高新 REIT	2.67	2.90	2.55	0.5%	3.3%	-	-	-	22.0%
180501.SZ	红土深圳安居 REIT	3.03	3.60	2.91	-0.6%	-6.0%	-6.3%	-	-	21.8%
508058.SH	中金厦门安居 REIT	3.15	3.69	3.12	0.4%	-1.0%	-6.8%	-	-	21.2%
508027.SH	东吴苏园产业 REIT	4.68	5.42	4.13	0.5%	-0.5%	-6.2%	5.4%	12.7%	20.8%
180202.SZ	华夏越秀高速 REIT	8.31	9.75	7.63	0.0%	1.1%	-4.8%	-5.7%	-	17.2%
180801.SZ	中航首钢绿能 REIT	15.68	19.61	15.20	-0.4%	-3.2%	-8.9%	-4.2%	-2.0%	17.2%
508008.SH	国金中国铁建 REIT	9.67	10.22	9.55	0.3%	0.4%	-4.5%	-	-	1.3%
508001.SH	浙商沪杭甬 REIT	8.71	10.02	8.39	0.8%	-0.7%	-5.9%	-6.6%	-2.1%	0.3%
508066.SH	华泰江苏交控 REIT	7.63	7.66	7.30	0.1%	-0.1%	-	-	-	0.1%
508009.SH	中金安徽交控 REIT	10.23	10.73	10.04	-0.2%	-1.6%	-	-	-	-6.0%
508018.SH	华夏中国交建 REIT	8.37	10.03	8.13	-0.4%	-6.2%	-11.6%	-	-	-11.0%
508000.SH	华安张江光大 REIT	4.19	4.55	3.33	-0.9%	-2.6%	-1.3%	16.5%	25.3%	40.2%
平均涨跌幅（算数平均）					0.03%	-1.4%	-4.6%	0.9%	4.1%	20.7%

资料来源：wind，光大证券研究所（截至 2022 年 11 月 30 日）

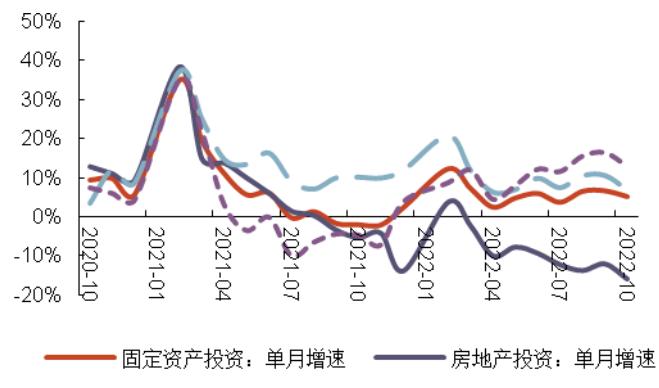
2022 年前 10 月，固定资产投资增速震荡下行，主要由于房地产投资增速持续回落；基建和制造业投资维持较高增速。

图 2：固定资产/房地产/制造业/广义基建投资：累计增速



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2022.10

图 3：固定资产/房地产/制造业/广义基建投资：单月增速



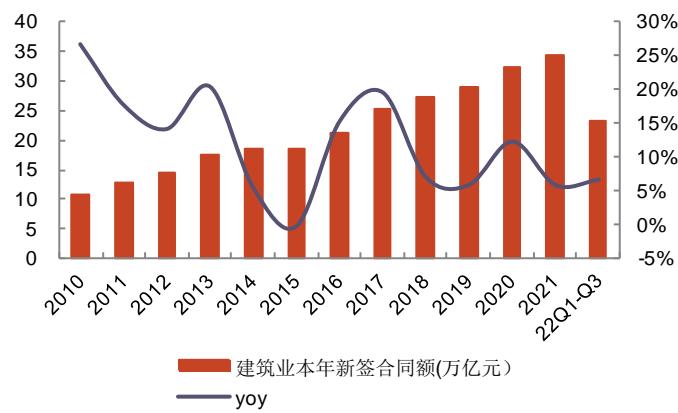
资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2022.10

1.2、行业基本面全景：景气度回升，建筑央企最为亮眼

2022 年前三季度，建筑业新签合同额同比+7%，较 21 年全年升温。从季度增速来看，21Q4-22Q3，建筑业新签合同额同比增速持续走强，与基建投资景气回升趋势一致。

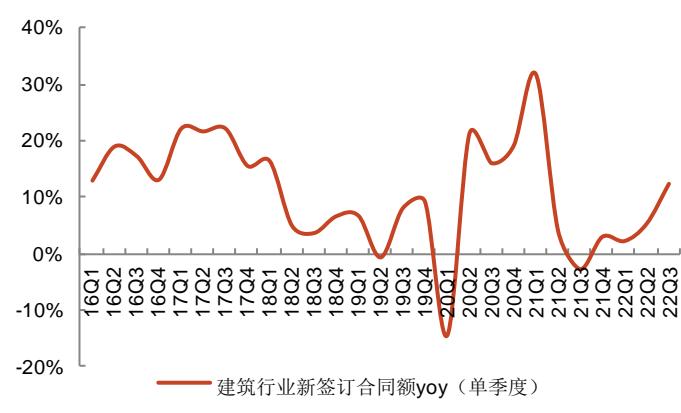
2022 年前三季度，建筑业营业收入同比+10%，增速低于 21 年全年，滞后于订单增速走势。细分板块来看，建筑央企收入业绩增速均保持两位数增长，表现最为出色。

图 4：建筑业新签合同额及同比增速



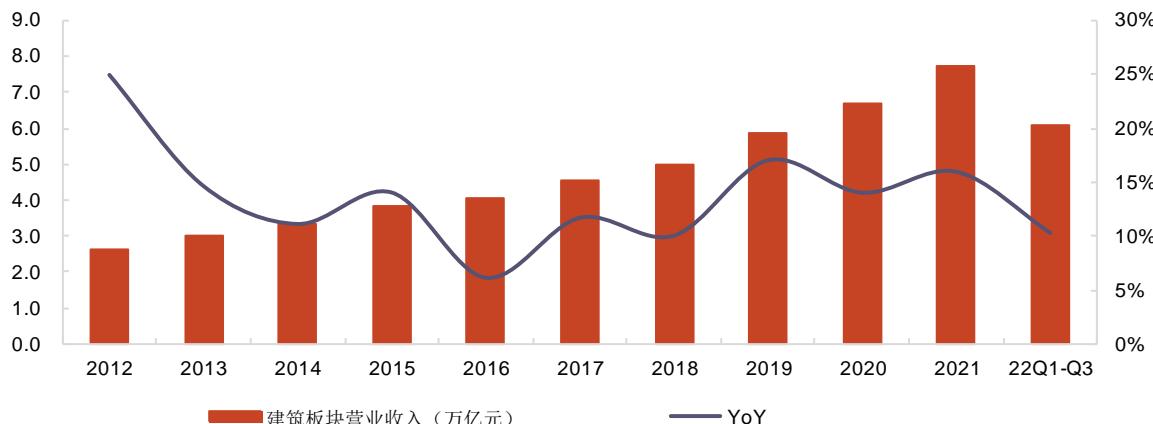
资料来源：iFinD，光大证券研究所

图 5：建筑业新签合同额增速（单季度）



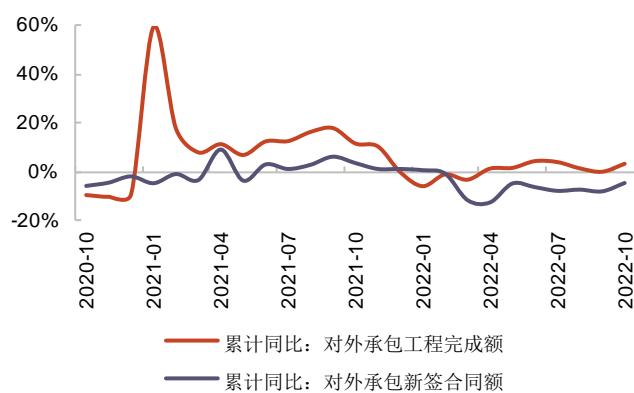
资料来源：iFinD，光大证券研究所

图 6：2012-2022 前三季度建筑业营业收入情况



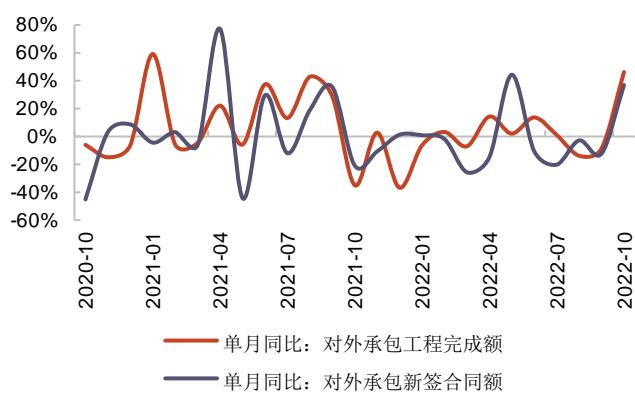
资料来源：iFinD，光大证券研究所

图 7：对外承包工程新签合同额、业务完成额累计同比增速



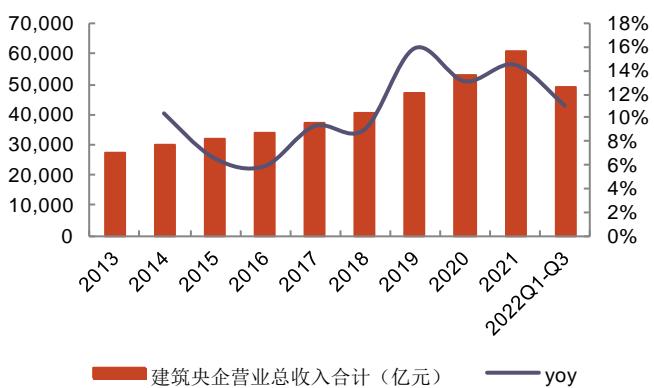
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：对外承包工程新签合同额、业务完成额单月同比增速



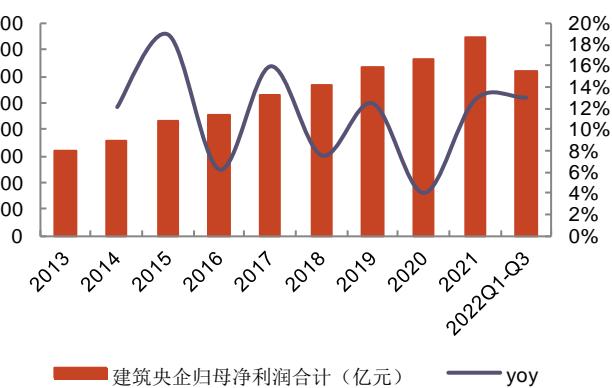
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：建筑央企营业总收入及增速



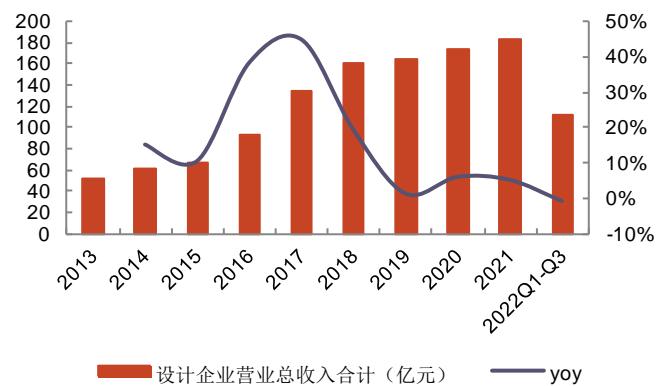
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：建筑央企归母净利润及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：设计企业营业总收入及增速



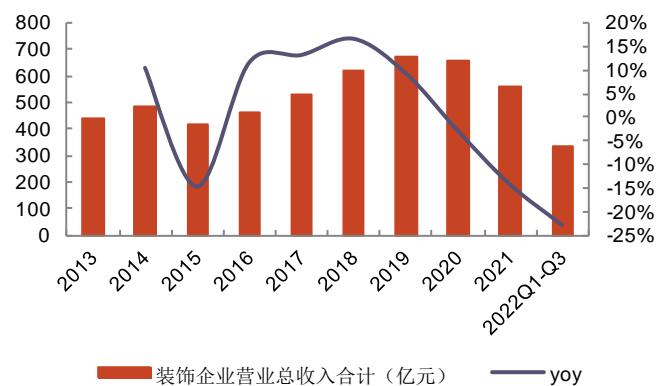
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：设计企业归母净利润及增速



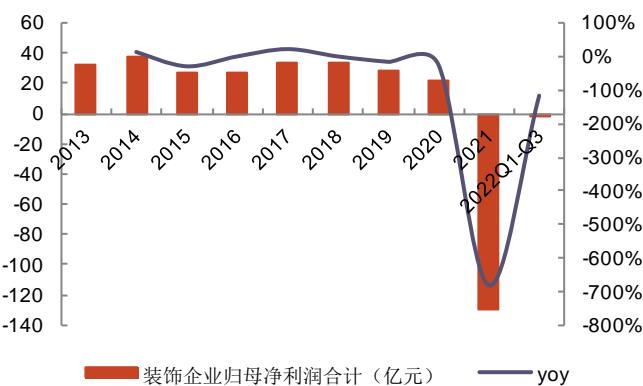
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 13：装饰企业营业总收入及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 14：装饰企业归母净利润及增速



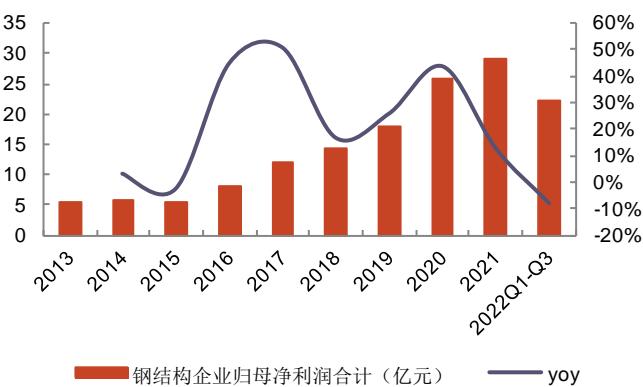
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 15：钢结构企业营业总收入及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 16：钢结构企业归母净利润及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3、年初及年中观点回顾：基建投资大超预期

对比我们此前策略报告观点，有如下几个方面和 2022 年基本面有较大出入：1) 基建投资大超预期（主要由于专项债资金实际使用规模超出预期）；2) REITs 发行规模低于预期，但政策力度超出预期；3) 地产竣工低于预期（房企资金困难导致竣工交付推迟）。

表 2：22 年度投资策略及 22 年中期投资策略观点验证

	22 年度投资策略观点	22 年中期投资策略观点	基本面实际结果
基建	2022 年基建投资有望回暖但向上幅度有限，主要受土地出让金收入下行和防范地方隐形债务约束，亟需新型投融资工具发力。	随着中央“稳增长”政策逐步落地，以及配套资金逐步到位，基建行业景气度上升成为大概率事件。	基建投资持续高景气，22 年 1-10 月狭义基建投资增速达到 11.4%，超我们此前预期。主要由于 22 年专项债使用额度大超预期，21Q4 发行的 1.2 万亿元专项债资金结转至 22 年使用。
REITs	判断 2022 年将是基建公募 REITs 快速发展的一年，公募 REITs 将是 22 年基建投资的关键变量。	22H1，公募 REITs 政策力度进一步加大，超我们此前预期，判断后续公募 REITs 扩募规则、新领域试点等配套支持政策将陆续落地。22H1 整体发行明显加快。22H1 共发行 2 个 REIT，共募集规模有限，低于我们此前预期。随着后续申报及审 142 亿元；22H2 共发行 10 个 REIT，共募集流程趋于成熟，公募 REITs 发行节奏或将明显加快。	22H2，基建公募 REITs 发行速度较 22H1 加快，共发行 10 个 REIT，共募集规模 264 亿元。
地产	历史经验显示地产销售下行周期或将至少持续 4-6 个季度，则 22 年将出现地产投资疲软，新开工预期走弱。不过随着地产融资政策边际放松，竣工交房景气或将回归。整体而言建材需求走弱几乎为定局。	随着地产政策加码、发力及疫情影响消缓，在 21H2 低基数背景下，我们认为 22H2 有望看到地产周期触底。土地购置放缓且高周转难以为继，即使销售复苏，新开工仍存较大压力。竣工仍存较大修复空间，在“保交楼”推动下，有望出现回暖。因此看好竣工端需求的释放。	地产政策进一步发力，但是由于居民收入不确定预期增加，且交付风险尚未消除、房价预期仍然偏弱，导致观望情绪浓厚，地产销售仍在底部徘徊，新开工偏弱，而竣工恢复亦不及预期。
建筑央企	龙头集中度提升势不可挡。21H1 八家建筑央企新签合同额占建筑业新签合同总额已达 40%，但收入占比仅有 22%；随着央企去杠杆告一段落，判断其 ROE 边际提升、经营效率持续改善。	考虑建筑业变革及央企自身竞争优势不断强化，判断未来行业集中度提升趋势将不可逆转。	建筑央企订单及收入集中度明显提升。截至 2022H1，8 家建筑央企的新签合同总额集中度达 46%（较 2021 年全年+9pcts），工程收入总额集中度为 23%（较 2021 年全年+5pcts）。
能源基建	电力电网领域景气度确定性提升。“双碳”目标大背景下，提升新能源发电占比是必然选择，新能源发电装机容量确定性增长。同时，由于新能源发电对于电网的稳定性造成冲击，现有的电网体系也必将迎来相应改造。	—	风电光伏新增装机同比高增长，发电占比提升，但火电投资强度亦有回升趋势，为应对新能源发电占比提升带来的供电稳定问题。
装配式建筑	装配式建筑仍保持高速发展，预计成长性将持续。中性假设下，新建装配式建筑渗透率将达到 30%。	—	2021 年，新建装配式建筑面积同比+18%，渗透率达到 24.5%。

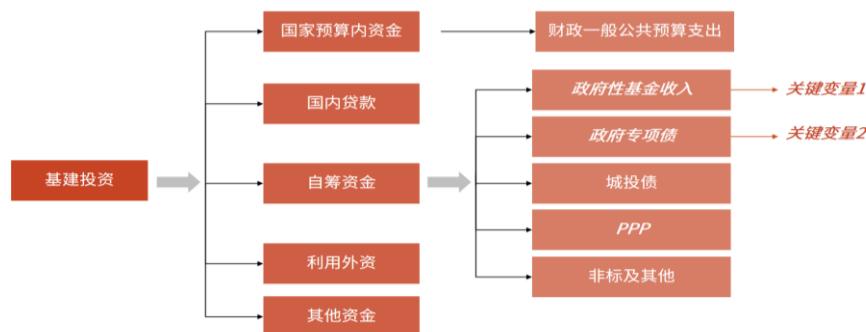
资料来源：中研网，中国建筑业协会，光大证券研究所已外发报告：《行到水穷处，坐看云起时——建筑工程行业 2022 年度投资策略》（2021.11.10），《把握“稳增长”主线，建筑央企王者归来——建筑行业 2022 年中期投资策略》（2022.6.14）

2、判断“稳增长”仍然是2023年的主旋律

2.1、22年基建投资超预期，23年或维持大个位数增长

参考统计局口径，基建投资资金来源可分为五类：国家预算内资金、国内贷款、自筹资金、利用外资和其他资金。

图 17：基建投资资金来源框架



资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理绘制

表 3：基建投资资金来源详解

基建资金来源	释义
国家预算内资金	国家预算内资金包括财政一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社保基金预算。其中政府性基金与基建相关的支出统计于自筹资金中，国有资本经营预算和社保基金预算占比很小，而且其支出与基建相关性较小。因此对于基建投资资金来源来自国家预算内资金部分，我们仅分析财政一般公共预算支出中与基建相关部分。
国内贷款	国内贷款主要为固定资产项目投资单位向银行及非金融机构借入用于固定资产投资的各种国内借款（包括银行利用自有资金吸存发放的贷款、上级主管部门拨入贷款、各类专项贷款等）。
自筹资金	自筹资金指固定资产投资单位在报告期收到的，由各企、事业单位筹集用于固定投资的资金，包括各类企事业单位的自有资金和其他单位筹集的用于固定资产投资的资金。具体而言，包括政府性基金（全国政府性基金支出+地方政府专项债）、债权类资金（城投债、铁道债等）、非标资金（信托贷款、委托贷款等）、PPP 非贷款类资金等。
利用外资	利用外资为来自境外（外国及港澳台）的用于固定资产投资的资金。
其他资金	其他资金为上述之外用于固定资产投资的资金，包括社会集资、个人资金、无偿捐赠的资金及其他单位拨入的资金等。

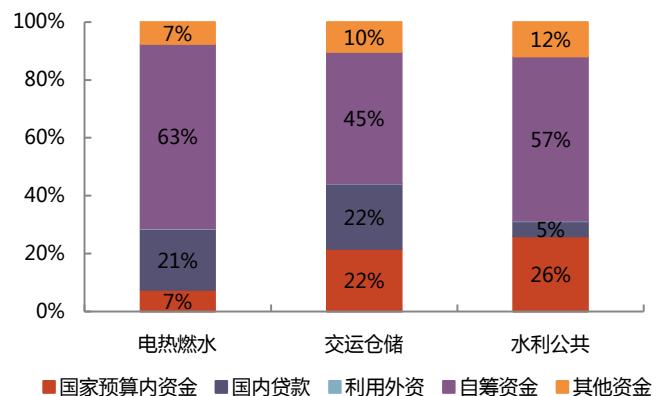
资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

图 18：基建投资三项细分行业数据累计增速



资料来源：国家统计局，光大证券研究所，截至 2022.10

图 19：2021 年广义基建三大分项资金来源拆解



资料来源：国家统计局，光大证券研究所，注：电热燃水指电力、热力、燃气及水的生产和供应业，交运仓储指交通运输、仓储和邮政业，水利公共指水利、环境和公共设施管理业

23 年广义基建投资同比增速或维持在 5%-10%

22 年前 10 月，广义基建投资增速同比+11.4%，超我们此前预期，主要由于专项债资金实际使用规模大超预期。2022 年，我国新增地方政府专项债券发行额 3.65 万亿元，叠加 2021Q4 发行的 1.2 万亿元专项债结转至今年使用，以及年中新增历年专项债限额结转 5000 亿元，判断 2022 年专项债实际使用资金约为 5.35 万亿元。

2023 年，基建资金来源将面临如下几重压力：1) 专项债真实使用量或将低于 2022 年；2) 2022 年土地成交低迷状态下，全国政府性基金收入及支出将随之承压；3) 2022 年疫情扰动下，国家预算内资金（财政收入）或难有起色。

基建资金来源发力点或主要来自如下几方面：1) 提升赤字率；2) 发行特别国债；3) 使用政策性银行信贷、政策性金融工具等广义财政资金。考虑到 23 年基建投资仍将承担“稳增长”重任，判断其增速将不低于 23 年 GDP 增速。

综上考虑，判断 2023 年基建增速或将小幅回落，乐观/中性/悲观三种情景假设下，预测 2023 年广义基建投资同比增速分别为 10.0%/7.8%/5.8%。

表 4：22-23 年基建投资拆分预测

基建投资来自：(亿元)	2020	2021	2022E			2023E		
			乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
国家预算内资金	33435	31651		31694			33676	
国内贷款	21156	21977		23689			26058	
利用外资	311	281		300			300	
自筹资金	86,629	82,212	93932	89972	86215	96809	88956	81855
全国政府性基金	18393	19473	17516	16221	14979	20471	17727	15280
地方政府专项债	19810	13114	31030	29425	27820	24000	20350	17000
城投债	19284	23688		10000			10000	
委托贷款	-395	-170		-200			-150	
信托贷款	-2204	-4015		-1200			-1200	
PPP	1957	1600	2275	1500	875	2275	1500	875
其他自筹资金	29785	28522	34511	34226	33941	41413	40729	40050
REITs			605	505	405	2000	1500	1000
其他资金	16,804	15,937	19284	19124	18965	23140	22758	22379
广义基建投资（资金来源口径）	158335	152058	169504	165285	161268	181983	173248	165267
广义基建投资缺口（完成额与资金来源口径差值）	29923	36596	44281	43915	43549	53137	52259	51388
广义基建投资（完成额口径）	188258	188654	213785	209200	204817	235120	225507	216655
	3.4%	0.21%	13.3%	10.9%	8.6%	10.0%	7.8%	5.8%

资料来源：国家统计局，央行，光大证券研究所预测

注 1：国家预算内资金基建相关支出，22 年/23 年公共财政收入增速、实际赤字率、支出与基建相关部分的比例假设为 4.0%/4.0%、2.8%/3.2%、13.0%/13.0%，22 年/23 年名义 GDP 增速分别假设为 3.5%/5.5%；

注 2：22 年/23 年新增人民币贷款增速、新增人民币贷款中用于基建支出的比例分别假设为 8.0%/10.0%、11.0%/11.0%；

注 3：基建投资中利用外资，22 年/23 年均假设为 300 亿；

注 4：自筹资金部分：

a) 全国政府性基金：22 年/23 年中央政府性基金收入增速假设为 15%/10%，地方政府性基金收入增速（剔除土地出让收入）假设为 5.0%/5.0%，22 年、23 年国有土地使用权出让收入增速分别乐观/中性/悲观情形下分别假设为-20%/-25%/-30%，20%/10%/0%；22 年、23 年中央政府性基金支出收入比均假设为 100%，基建相关支出占比均假设为 40%；22 年、23 年地方政府性基金（包含土地出让收入和其他）支出收入比乐观/中性/悲观情形下均假设为 95.0%/92.0%/89.0%；22 年、23 年地方政府性基金（剔除土地出让收入）支出中基建相关支出占比均假设为 35%，土地出让收入的支出中基建相关支出占比均假设为 20%。

b) 地方政府新增专项债：22 年发行额假设为 36500 亿元，23 年乐观/中性/悲观情形下发行额分别假设为 40000/37000/34000 亿元；专项债投向基建相关领域占比乐观/中性/悲观情形下分别假设为 58%/55%/52%、60%/55%/50%；

c) 城投债净融资额，22 年/23 年均假设为 10000 亿元；

d) 新增委托贷款 22 年/23 年分别假设为-2000/-1500 亿元，投向基建相关领域的占比均假设为 10%；信托贷款，22 年/23 年均假设为-6000 亿元，投向基建相关领域的占比均假设为 20%；

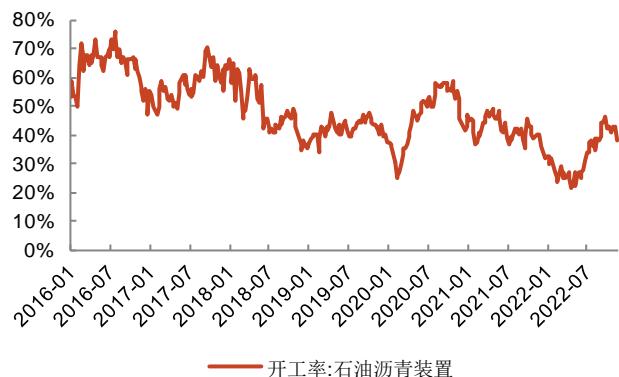
e) 新增落地 PPP 项目投资额，22 年、23 年在乐观/中性/悲观情形下均假设为 14000/12000/10000 亿元，融资到位率均假设为 65%/50%/35%，资本金占比均假设为 25%；

注 5：其他自筹资金、其他资金、缺口部分的增速，22 年、23 年在乐观/中性/悲观情形下假设为 21%/20%/19%、20%/18%/16%。

22 年实物工作量弱于基建投资表观增速，23 年有望边际改善

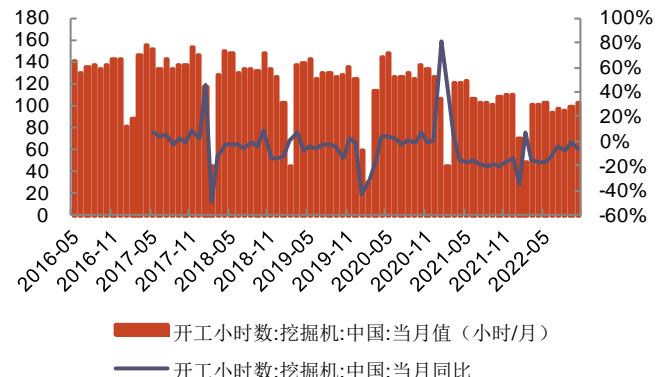
2022 年，实物工作量增速不及基建投资表观增速。以石油沥青装置开工率、挖机开工小时数、水泥产量同比增速等数据来看，22 年前 10 月普遍同比负增长。随着疫情扰动弱化，资金逐步到位，23 年实物工作量层面或迎来边际改善。

图 20：22H1 石油沥青装置开工率低于往年



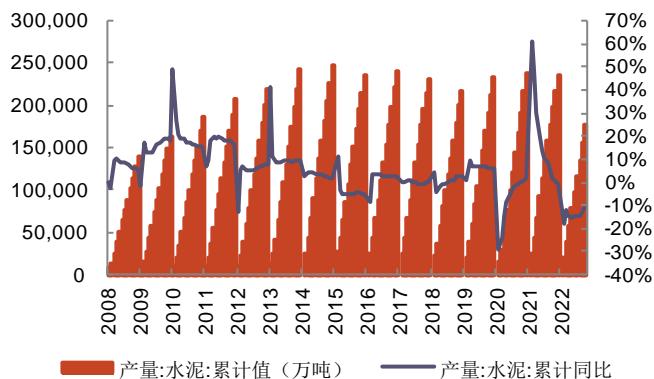
资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2022.10

图 21：今年以来挖机开工小时数同比负增长



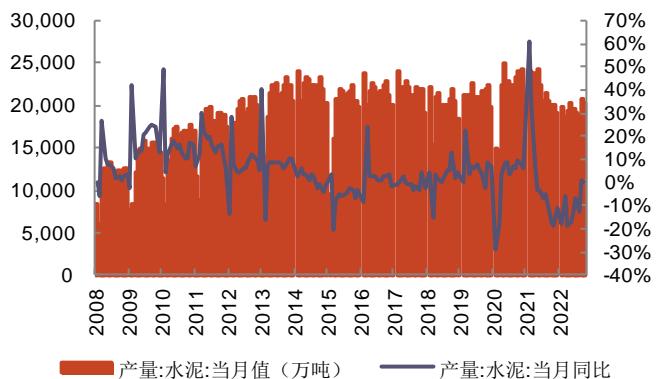
资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2022.10

图 22：2022 年前 10 月，水泥产量累计同比负增长



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2022.10

图 23：2022 年 1-10 月，单月水泥产量普遍同比负增长



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2022.10

2.2、资产荒背景下，23年REITs发行或继续提速

我们在年初外发的REITs深度报告《REITs与PPP：相似的节奏，不同的结局——建筑装饰行业公募基建REITs系列研究之九》(2022.2.18)中，详细梳理了REITs的政策节奏，并与PPP发展历程进行了对比，判断22年是REITs大年。

年初以来，REITs发行呈现出两个特点：1)政策推进力度超预期；2)项目发行节奏低于预期。

1) 22年REITs相关政策推进力度超出预期。

今年以来多部委陆续针对REITs发行出台配套性支持政策。2022年5月25日，国务院办公厅发布了《国务院办公厅关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，就进一步盘活存量资产、扩大有效投资提出相关意见，指出要推动基础设施公募REITs的健康发展。

这是在国务院层面首次以书面方式对REITs的重要性进行确认，此前REITs相关政策多为发改委、证监会、财政部、住建部等部委级别发布。

REITs相关政策支持力度超出我们年初预期，进一步强化了我们的判断：“REITs能够救投资，REITs能够救债务”。

表5：2022年上半年REITs政策推进力度超预期

日期	部门	文件名称	主要内容
2020/4/30	发改委和证监会联合发布	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》	中国证监会与国家发展改革委将加强合作，按照市场化、法治化原则，充分依托资本市场，积极支持符合国家政策导向的重点区域、重点行业的优质基础设施项目开展REITs试点。
2020/8/3	发改委	《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》	充分认识推进基础设施REITs试点的重要意义、基本原则、试点项目要求、试点工作安排，进一步创新投融资机制，有效盘活存量资产，促进基础设施高质量发展。
2021/1/13	发改委	《关于建立全国基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》	要求地方抓紧将符合条件的项目纳入基础设施REITs项目库，切实加强基础设施REITs试点项目储备管理。将入库项目分为意向项目、储备项目、存续项目3类，并严格把握入库项目条件。
2021/6/29	发改委	《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》	放宽公募REITs试点范围（区域扩大，行业领域扩大），对发起人资产规模及扩募能力提出要求，明确回收资金再投入的新项目以及积极推动公募REITs的项目单位在同等条件下可获得中央预算内投资、地方政府专项债券的优先支持。
2021/11/17	银保监会	《关于保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金有关事项的通知》	允许保险资金投资基础设施公募REITs，从制度层面明确投资规范和监管规则，进一步建立健全保险资金投资基础设施公募REITs的长效机制，防范相关业务风险。
2021/12/27	文旅部	《关于推动国家级文化产业园区高质量发展的意见》	支持园区运用基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）、政府和社会资本合作（PPP）模式等，改造完善基础设施和服务设施。
2021/12/31	发改委	《国家发展改革委办公厅关于加快推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）有关工作的通知》	在项目管理上强调要做到“愿入尽入、应入尽入”；更加重视项目的申报，在放宽项目申报限制的同时，完善项目申报的辅导工作，尽可能压缩项目准备周期，加速项目申报；强调对回收资金的监督，其明确指出要加强回收资金使用情况的跟踪监督。
2022/1/26	财政部税务总局	《关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点税收政策》	对基础设施REITs运营、分配等环节涉及的税收，按现行税收法律法规的规定执行。
2022/1/28	住建部	《关于加强公共供水管网漏损控制的通知》	鼓励符合条件的城市和县城供水管网项目申报基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目。
2022/1/30	国家发展改革委、国家能源局	《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	推动清洁低碳能源相关基础设施项目开展市场化投融资，研究将清洁低碳能源项目纳入基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点范围。
2022/2/9	国家发改委、生态环境部、住建部、国家卫健委	《关于加快推进建筑业基础设施建设的指导意见》	在不新增地方政府隐性债务的前提下，支持符合条件的企业通过发行企业债券、资产支持证券募集资金用于项目建设，鼓励具备条件的项目稳妥开展基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点。
2022/4/15	证监会	《公开募集基础设施证券投资基金（REITs）业务指引第3号——新购入基础设施项目（试行）（征求意见稿）》	规范和引导REITs基金存续期间新购入基础设施项目及相关扩募、信息披露等事项的基本规则，对新购入项目业务全流程节点、扩募份额发售等关键事项进行规定。
2022/5/19	水利部	《关于推进水利基础设施投资信托基金（REITs）试点工作的指导意见》	推进水利基础设施投资信托基金（REITs）试点工作：锚定盘活水利基础设施存量资产、扩大水利基础设施有效投资的目标，建构水利基础设施存量资产和新增水利基础设施投资的良性循环机制。

2022/5/25	国务院	《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》	《意见》就进一步盘活存量资产、扩大有效投资提出相关意见，指出要推动基础设施公募 REITs 的健康发展。这是国家层面首次以书面方式对 REITs 的重要性进行确认
2022/5/25	证监会	《新购入基础设施项目（试行）》	推出 REITs 扩募机制，有利于 REITs 通过增发份额收购资产，开展并购重组活动，进一步促进投融资良性循环。
2022/5/27	中国证监会办公厅、国家发展改革委办公厅联合发布	《关于规范做好保障性租赁住房试点发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）有关工作的通知》	严格落实房地产市场调控政策，在发起主体、回收资金用途等方面构建了有效的隔离机制，压实参与机构责任，切实防范 REITs 回收资金违规流入商品住宅和商业地产开发领域。
2022/5/30	国家发改委、国家能源局发布	《关于促进新时代新能源高质量发展实施方案的通知》	研究探索将新能源项目纳入基础设施不动产投资信托基金（REITs）试点支持范围。
2022/6/10	国务院	《关于印发城市燃气管道等老化更新改造实施方案（2022—2025 年）的通知》	支持专业经营单位采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据进行债券融资。优先支持符合条件、已完成更新改造任务的城市燃气管道等项目申报基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目。

资料来源：各级政府官方网站，光大证券研究所整理

2) 22 年 REITs 项目发行规模低于预期。

年初我们判断 22 年将是 REITs 大年，预计将发行数十只 REITs，发行规模或可达 1500-2000 亿元。截至 2022 年 11 月 25 日，今年已发行的 REITs 共 12 只，合计发行规模约 405 亿元。今年发行节奏偏慢的主要原因是：早期 REITs 项目差异较大，产品设计、项目申报、监管审核等各个环节尚未形成标准化流程，发行全流程工作量较大，耗费时间较长。

后续随着申报、审核等流程逐步标准化，发行速度将明显加快。这个变化趋势在 22H2 已看到迹象：22 年共发行 12 只 REITs 产品，其中 22H1 共发行 2 只，22H2 共发行 10 只，下半年发行节奏明显提速。

表 6：2022 年发行的 12 只 REITs 产品明细

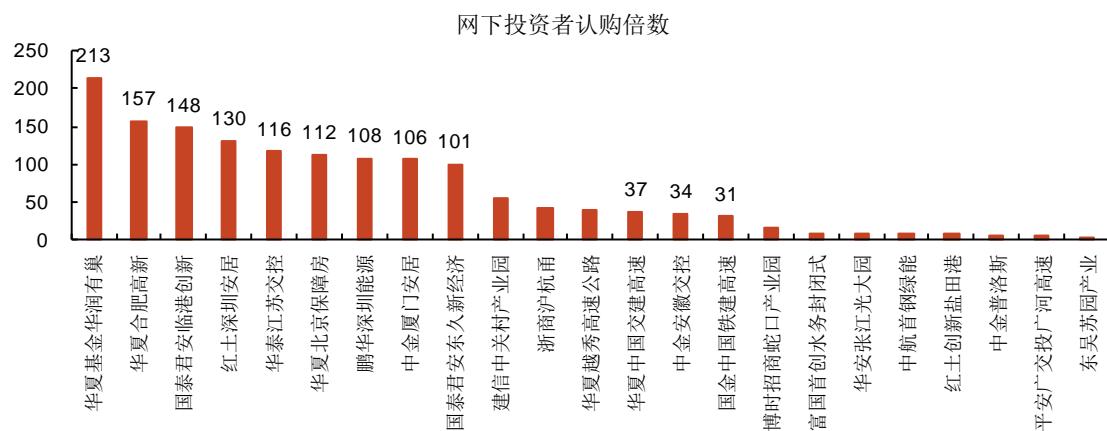
序号	代码	名称	资产类型	发行规模(亿元)	发行价格(元)	发行份额(亿份)	基金成立日
1	508077.SH	华夏基金华润有巢 REIT	保障性租赁住房	12.09	2.42	5.00	2022-11-18
2	508009.SH	中金安徽交控 REIT	交通基础设施	108.80	10.88	10.00	2022-11-11
3	508066.SH	华泰江苏交控 REIT	交通基础设施	30.54	7.64	4.00	2022-11-03
4	508088.SH	国泰君安东久新经济 REIT	园区基础设施	15.18	3.04	5.00	2022-09-23
5	508021.SH	国泰君安临港创新产业园 REIT	园区基础设施	8.24	4.12	2.00	2022-09-22
6	180102.SZ	华夏合肥高新产业园 REIT	园区基础设施	15.33	2.19	7.00	2022-09-20
7	508068.SH	华夏北京保障房 REIT	保障性租赁住房	12.55	2.51	5.00	2022-08-22
8	180501.SZ	红土创新深圳人才安居 REIT	保障性租赁住房	12.42	2.48	5.00	2022-08-22
9	508058.SH	中金厦门安居保障性租赁住房 REIT	保障性租赁住房	13.00	2.60	5.00	2022-08-22
10	180401.SZ	鹏华深圳能源 REIT	能源基础设施	35.38	5.90	6.00	2022-07-11
11	508008.SH	国金中国铁建高速 REIT	交通基础设施	47.93	9.59	5.00	2022-06-27
12	508018.SH	华夏中国交建高速 REIT	交通基础设施	93.99	9.40	10.00	2022-04-13
合计				405.44	62.75	69.00	

资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2022.11.25

3) 资产荒背景下，认购倍数超预期。

22 年发行的 12 只 REITs 产品中，有 9 只产品认购倍数超 100 倍。资产荒背景下，REITs 发行具备良好的市场环境，后续发行提速或已具备条件。

图 24：22 年发行的 REITs 产品认购倍数（网下投资者）



资料来源：Wind，光大证券研究所，图中数据标签代表该产品的认购倍数，有数据标签的代表 2022 年发行的 REITs 产品

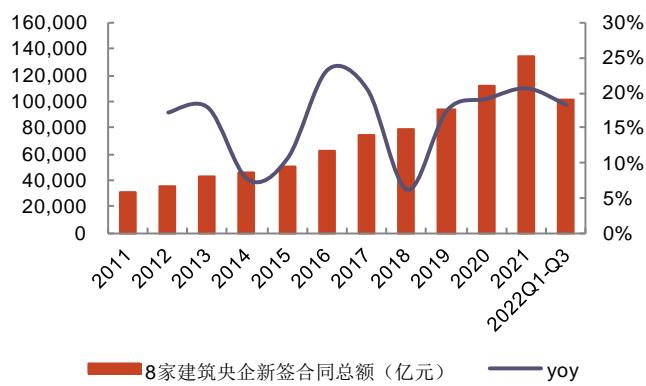
3、建筑央企估值体系重塑

3.1、央企市场份额继续提升，房建领域产能加速出清 合规化及项目大型化推动央企份额提升

建筑业合规化持续推进，央国企及部分民营龙头建筑企业凭借其技术优势、项目经验及资金优势，实现订单、收入及利润的持续稳健增长，市占率提升势不可挡。以8家建筑央企为例，2011年至今，8家建筑央企¹工程业务新签订单稳步增长，市场份额保持提升。

2022年前三季度，8家建筑央企新签合同额合计10.2万亿元，同比+18%；22H1，其工程业务收入合计3.0万亿元，同比+13%。

图 25：8家建筑央企新签合同总额及其增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

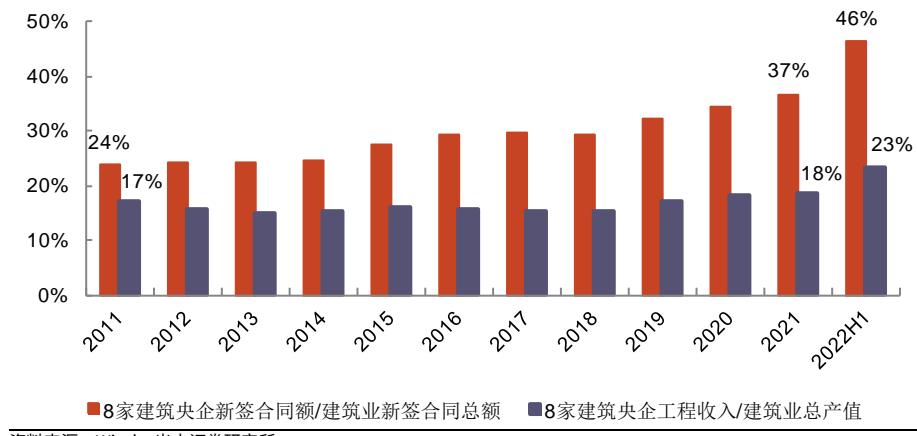
图 26：8家建筑央企工程收入总额及其增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

截至22H1，8家建筑央企工程业务订单及收入市场份额分别为46%/23%，较2021年分别+9/+5pcts。按照当期收入总额滞后于新签合同额约2-3年的周期，同时考虑到项目大型化趋势，适当延长该周期至5年，则工程业务收入集中度有望在“十五五”期间超40%。

图 27：2011-2022H1，建筑央企新签工程业务订单及收入市场份额



资料来源：Wind，光大证券研究所

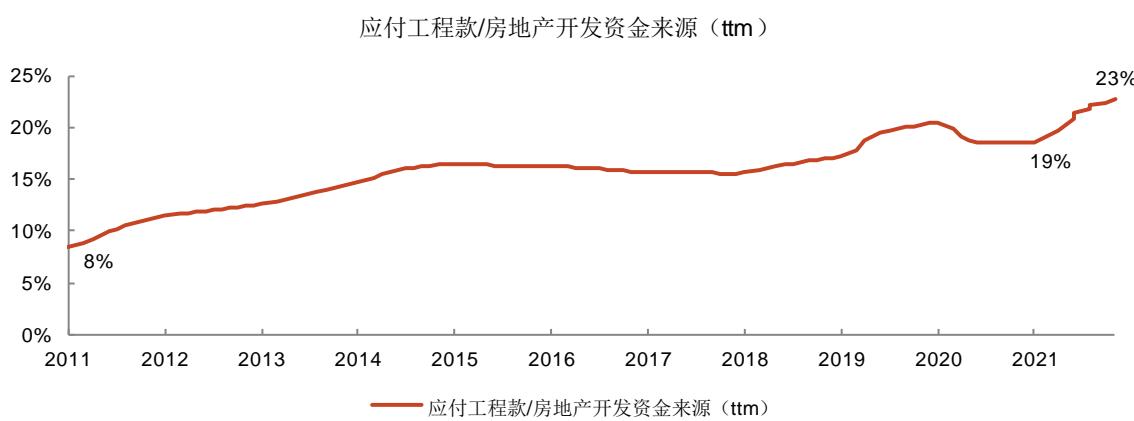
¹8家建筑央企指的是：中国建筑、中国交建、中国铁建、中国中铁、中国电建、中国中冶、中国能源建设（于2021年9月17日完成对葛洲坝的吸收合并，并于当月28日以“中国能建”重新在A股上市，实现A+H上市）、中国化学。

房建领域产能出清力度或超出预期

地产链资金偏紧情况下，建筑企业亦随之受影响。本轮地产下行周期，部分高杠杆房企逐步退出市场，建筑工程承包环节产能出清程度或甚于下游房企。

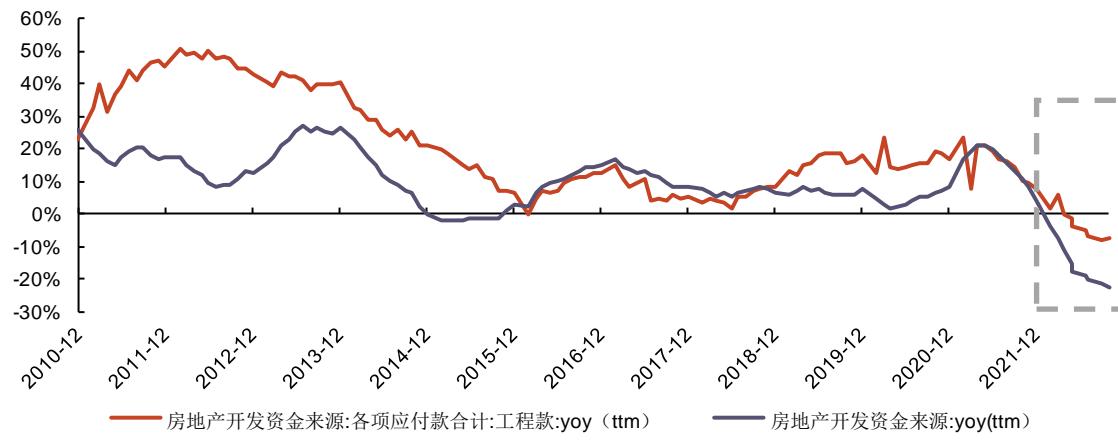
房企资金链收紧背景下，大规模垫资导致建筑承包商流动性承压。2011 年至今，房地产开发资金来源中，应付工程款占比持续提升，2011 年仅为 8%，2021 年底提升至 19%，截至 2022 年 10 月，这一比例进一步提升至 23%。由此判断，2022 年地产链资金偏紧情况下，建筑工程商资金压力更甚于房企。在此背景下，资金实力相对较弱的建筑工程企业或加速出清。

图 28：应付工程款/房地产开发资金来源（ttm）持续走高，垫资压力日益增加



资料来源：Wind，光大证券研究所，12 个月移动平均值，截至 2022.10

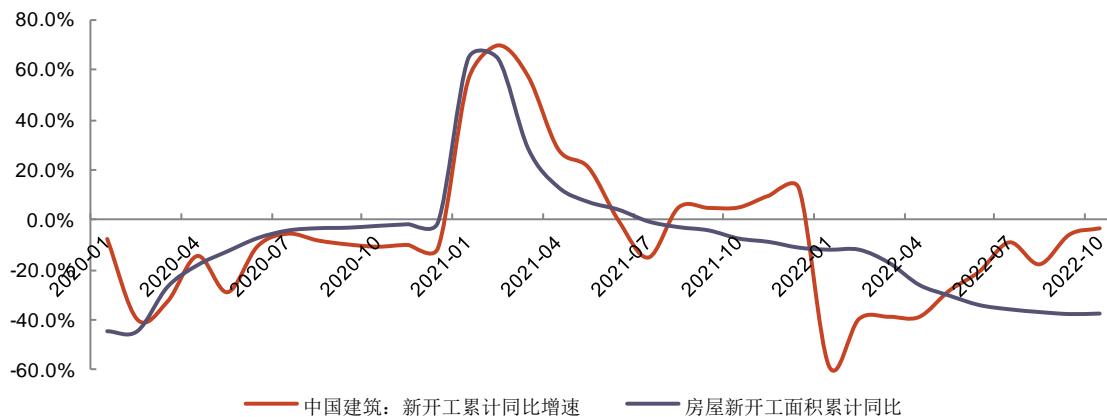
图 29：2022 年应付工程款同比增速仍高于房地产开发资金同比增速（12 个月移动平均增速）



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2022.10

房建龙头新开工面积增速远高于行业。22年前10月，中国建筑新开工累计同比-4%，同期全国房屋新开工面积累计同比-38%。

图 30：中国建筑新开工累计同比增速远高于行业



资料来源：Wind，光大证券研究所

地产风险传导，建筑业中小企业加速退出。下游地产商的信用风险逐步传导至建筑承包商环节，部分建筑企业亦出现债务违约情况。央国企建筑承包商同样受到地产商财务暴雷的波及（2021年中建等企业对相关应收账款及票据、合同资产等进行大额减值计提），但由于央国企收入资产规模较大，且信用等级高，受冲击相对较小。地产风险传导，导致建筑业中小企业或加速退出。

表 7：部分民营/地方建筑公司破产重组情况

公司名称	地区	事件	2020 年收入规模(亿元)
江苏南通二建集团有限公司	江苏	2018年11月12日，江苏省启东市人民法院裁定批准江苏南通二建第三建筑工程安装工程有限公司重整计划。重整原因：原总经理个人承包工程过程中，多次以二建三公司安装工程名义对外借款或提供担保，致二建三公司负债不能清偿。	307.07
江苏南通六建建设集团有限公司	江苏	2022年1月12日，江苏省如皋市人民法院裁定受理对江苏南通六建建设集团有限公司的破产重整申请。破产重整原因：不能清偿到期债务，且明显缺乏清偿能力。	489.42
广东省建筑工程集团有限公司	广东	2020年8月24日，广东省广州市中级人民法院裁定受理广东省建筑工程总公司房地产开发公司的强制清算申请。清算原因：公司2001年出现法定解散事由（被依法吊销营业执照），但未及时清算。	693.79

资料来源：中国建筑企业管理协会，全国企业破产重整案件信息网，wind，光大证券研究所整理

3.2、央企周期底部加大拿地，或迎市占率、利润率提升

本轮地产下行周期，高杠杆房企逐步退出，财务稳健、资金实力雄厚的央国企地产商在周期底部加大拿地，其中包括部分有地产开发业务的建筑央企，如中国建筑、中国铁建。建筑央企底部加大拿地可助力公司：1) 加速业务开拓，地产+建筑工程双轮驱动；2) 低溢价率拿地，享受地产项目高利润率。

中建及中国铁建加大拿地，行业排名显著提升

根据克而瑞数据，22年前10月，中国建筑（包含中海地产、中建东孚、中建二局、中建智地）新增货值2513亿元，排名第一，较21年全年排名上升2位；中国铁建新增货值870亿元，较21年全年排名上升6位。

表 8：22 年前 10 月，部分头部建筑央企拿地排名明显上升

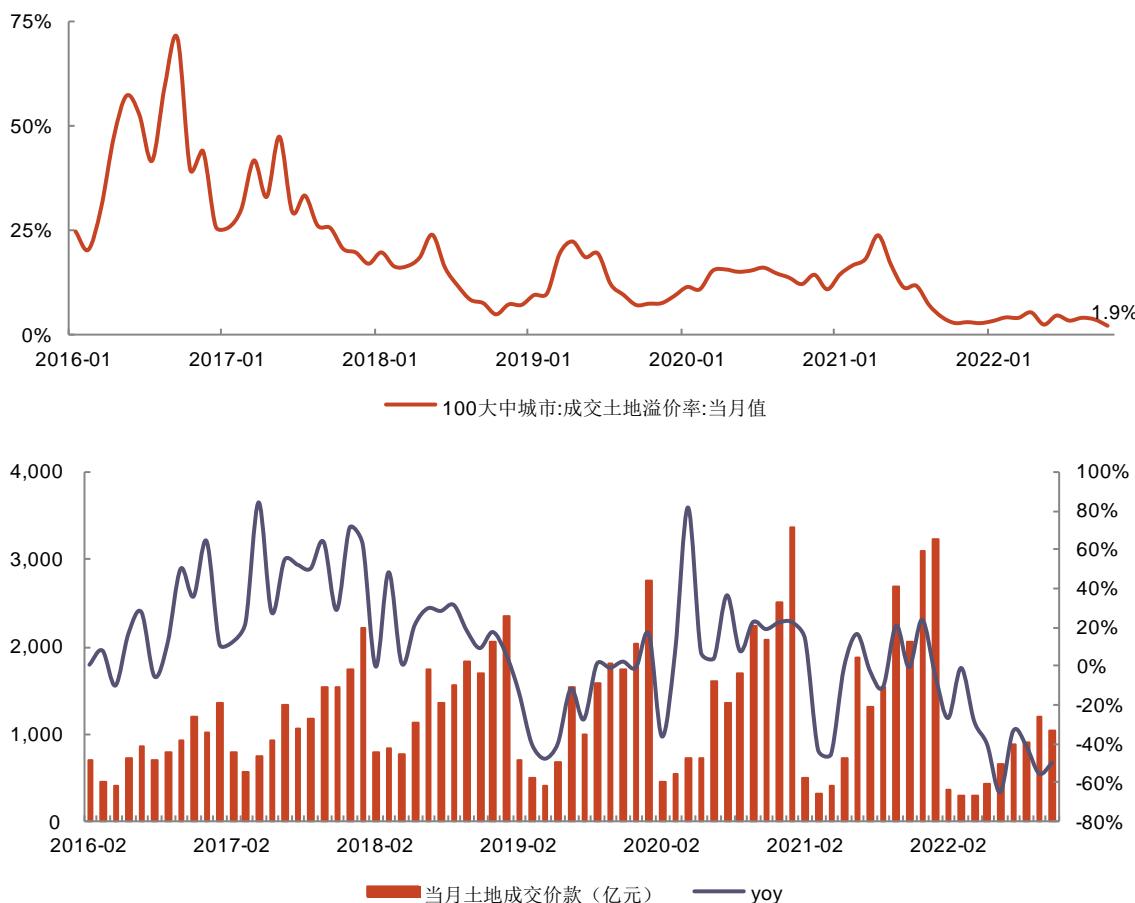
	22 年前 10 月新增货值 (亿元)	22 年前 10 月新增货值 排名	21 年全年新增货值 (亿元)	21 年全年新增货值 排名	排名上升
中国建筑	2513	1	3964	3	+2
中国铁建	870	9	1562	15	+6

资料来源：克而瑞，光大证券研究所整理

土地溢价率降低，底部阶段拿地企业未来利润率或将回升

2021 年 4 月至今，100 大中城市成交土地溢价率持续下降，截至 2022 年 10 月，100 大中城市成交土地溢价率仅为 1.9%。21H2 至今，土地溢价率回落至低位，这一阶段拿地的房企未来项目利润率或将改善，预计在 23-24 年逐步兑现。

图 31：2016-2022 年 100 大中城市成交土地溢价率及土地成交价款（当月值）



资料来源：wind，光大证券研究所，截至 2022.10

3.3、涉房企业再融资放开催生市值管理诉求

根据证监会 2022 年 11 月 28 日晚官方消息，证监会决定在股权融资方面调整优化 5 项措施，并自即日起施行：1) 恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；2) 恢复上市房企和涉房上市公司再融资；3) 调整完善房地产企业境外市场上市政策；4) 进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；5) 积极发挥私募股权投资基金作用。

政策原文中提到：“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”，“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”，“恢复主业非房地产业务的其他涉房 H 股上市公司再融资”。

建筑等地产链上下游行业同样可获得再融资放开支持，利好资产状况良好的地产链龙头；多家建筑央企涉及房地产业务，可通过再融资募集资金加速主业开拓。

融资能力对建筑工程业务扩张至关重要

融资通常能助力企业业务扩张，建筑行业这一特征尤为明显。通常情景下，建筑项目需要工程承包单位在前期垫资施工，承包商的业务承接能力（新签订单）与业务推动能力（建造收入）与其资金实力直接相关。2014-2015 年之后，主要建筑央企大规模涉及基础设施运营投资领域，但相关运营资产回报周期较长，流动性较差，导致其债务杠杆压力较大。前期由于国资委对于央企负债率有压降要求，相关企业业务扩张存在一定压力；同时，由于多数建筑央企涉及地产业务，导致其在二级市场权益融资受到政策限制。

以中国电建、中国能源建设为例（两者业务体量、主营业务较为相近），可以看出融资对建筑央企的发展至关重要。2013 年，两者收入、利润及资产体量均较为相近，中国能源建设收入规模小幅领先于中国电建；2019 年，中国电建各项指标均大幅领先中国能源建设。导致此变化的原因是两者融资规模的差别：2013-2019 年，中国电建通过两次定向增发和一次优先股发行共获得 287 亿元权益资金，通过其相应的权益乘数放大作用，可形成 1576 亿元的营收增量；中国能源建设在 2015 年通过首次公开发行获得 122 亿元权益资金，通过其相应的权益乘数放大作用，可形成 511 亿元的营收增量。两者权益融资规模的差距是其营业收入规模拉开差距的重要原因。

表 9：中国电建与中国能源建设 2013 年及 2019 年经营状况对比

科目	2013 年			2019 年		
	中国电建	中国能源建设	差异	中国电建	中国能源建设	差异
营业收入（亿元）	1448	1538	-6%	3485	2476	41%
营业成本（亿元）	1388	1486	-7%	3328	2360	41%
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	54	72	-25%	92	110	-16%
期末现金余额（亿元）	290	235	23%	641	426	50%
研发支出（亿元）	12	14	-14%	113	55	105%
净利润（亿元）	52	41	27%	92	51	82%
总资产（亿元）	2315	1811	28%	8132	4217	93%
所有者权益（亿元）	413	279	48%	1935	1133	71%
新签订单（亿元）	2102	2698	-22%	5118	5204	-2%
资产负债率	82%	85%	-3pcts	76%	73%	3pcts

资料来源：各公司公告，Wind，光大证券研究所整理，注：“差异”为中国电建各项指标相较于中国能源建设的差异

表 10：2013-2020 年中国电建与中国能源建设权益融资情况

公司名称	权益融资规模					
	时间	类型	金额（亿元）	合计（亿元）	权益乘数	杠杆效应带来的扩张（亿元）
中国电建	2015 年	定增	147			
中国电建	2015 年	优先股	20	287	5.50	1576
	2017 年	定增	120			
中国能源建设	2015 年	IPO	122	122	4.18	511

资料来源：Wind，光大证券研究所，此处中国电建的权益乘数 5.50 是以 2015-2017 年三年平均的资产负债率为基础计算，此处中国能源建设的权益乘数为 4.18 是以 2015-2017 年三年平均的资产负债率为基础计算

多家建筑央企将受益，再融资催生市值管理诉求

本次再融资政策放松，受益的建筑央企较为广泛。目前，中国能建已发布《关于筹划非公开发行股票的提示性公告》（2022.10.24），拟募集资金总额在人民币150亿元以内，不超过本次发行前总股本的20%。再加上此前中国电建公告其定增申请已获得中国证监会审核通过，目前已有两家建筑央企在再融资进程中。判断后续或将有更多企业提交定增申请。考虑到目前多家建筑央企PB(LF)估值仅有0.5-0.8倍，距离再融资必要的1倍PB还有相当可观的涨幅空间，我们看好受益建筑央企的投资机会。

对于22年积极拿地的建筑央企来说，从拿地到确认收入大约需要3年时间，而定增一般在一年左右可以完成，因此判断建筑央企加大拿地力度并不会直接影响其近一两年的再融资进程。

3.4、建筑央企价值重估

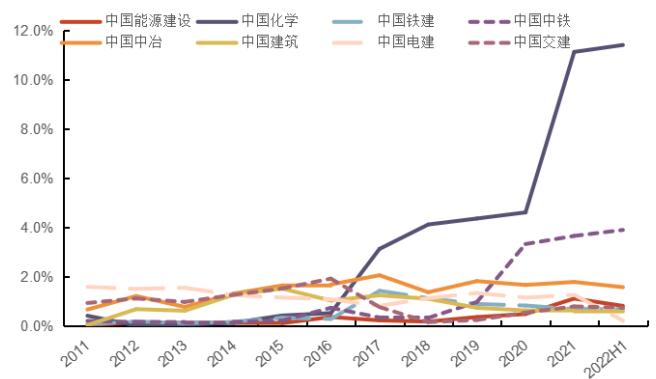
建筑央企价值重估逻辑除了前文论述的集中度提升趋势之外，还有如下逻辑：1)减值准备计提较为充分，资产有安全边际；2)现阶段建筑央企估值整体偏低，ROE修复趋势下估值仍有提升空间。

建筑央企减值计提较产业链其他龙头公司更为充分

8家建筑央企存货跌价准备及合同资产减值准备占存货及合同资产的比重自2016-2017年起均有不同程度提升，整体呈上升态势，比重均值也由2011年的0.48%提升至2022H1的1.93%，主要建筑企业已相对充分计提风险。

建筑央企整体存货跌价准备占比高于核心地产开发商²，风险准备计提更为充分。
8家建筑央企存货跌价准备占存货的比重整体呈上升趋势，比重均值由2014年的0.70%提升至2022H1的2.48%。相较而言，4家核心地产开发商存货跌价准备占存货的比重整体呈先下降再回升趋势，比重均值由2014年的0.60%回升至2022H1的0.66%。

图32：8家建筑央企存货跌价准备占存货的比重



资料来源：Wind，各公司年报、半年报，光大证券研究所

注：中国能源建设2011-2015年数据为被吸收合并前的葛洲坝数据

图33：4家核心地产开发商存货跌价准备占存货的比重

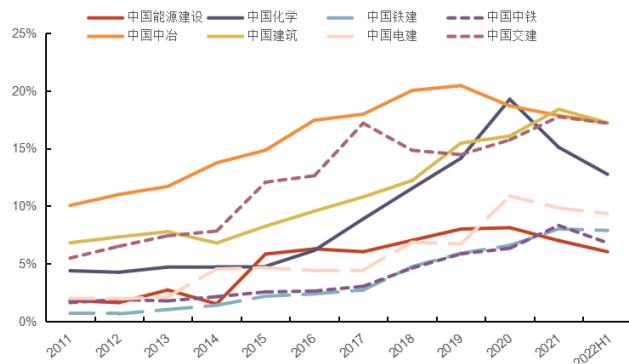


资料来源：Wind，各公司年报、半年报，光大证券研究所

²建筑央企存货主要为房地产相关产品，属性与房地产开发企业存货类似。截至2022H1，8家建筑央企的存货中，有7家的房地产开发成本及房地产开发产品等房地产相关产品占其总存货比重达60%以上，其中有5家比重为80%以上。

近 10 年来，8 家建筑央企的应收账款坏账准备计提比重呈逐年上升趋势，比重均值由 2011 年的 4.10% 提升至 2022H1 的 11.80%，比重均值及提升幅度均高于基建及地产链中游龙头公司（均值由 2011 年的 6.09% 提升至 2022H1 的 8.19%），表明建筑央企风险准备较中游龙头公司更加充分。

图 34：8 家建筑央企应收账款坏账准备计提比重



资料来源：Wind，各公司年报、半年报，光大证券研究所

注：中国能源建设 2011-2015 年数据为被吸收合并前的葛洲坝数据

图 35：基建及地产链中游龙头公司应收账款坏账准备计提比重



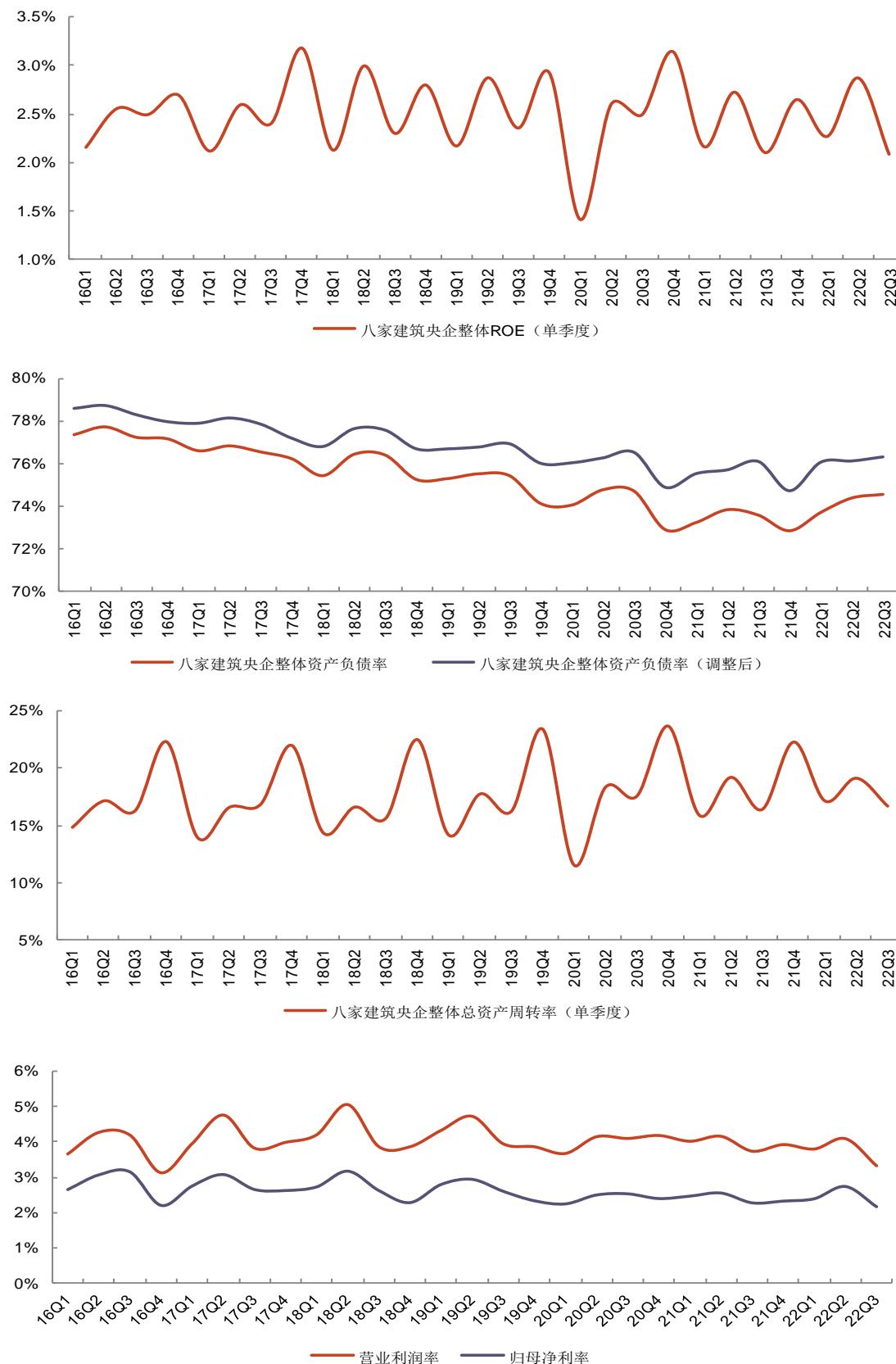
资料来源：Wind，各公司年报，光大证券研究所

建筑央企 ROE 有回升潜力

2016 年至今，建筑央企 ROE 总体持平，结构分化。资产负债率层面，2016-2021 年持续下降，主要受去杠杆影响；2022 前三季度，杠杆率已呈现出回升态势，或与基建景气度走强，建筑央企订单普遍提速有关。总资产周转率层面，2016 年至今总体呈现小幅上升趋势，或受益于建筑央企精细化管理。利润率层面，21 年-22Q3 小幅下降，或受钢价扰动以及减值计提增加影响。

判断后续建筑央企 ROE 有回升潜力：1) 总资产周转率有望随经营质量提升而继续改善；2) 利润率层面阶段性扰动将会过去，有望修复至合理水平。

图 36：建筑央企整体 ROE 有望修复，经营效率改善有望助力总资产周转率回升，原材料涨价及减值计提影响弱化或助力利润率修复

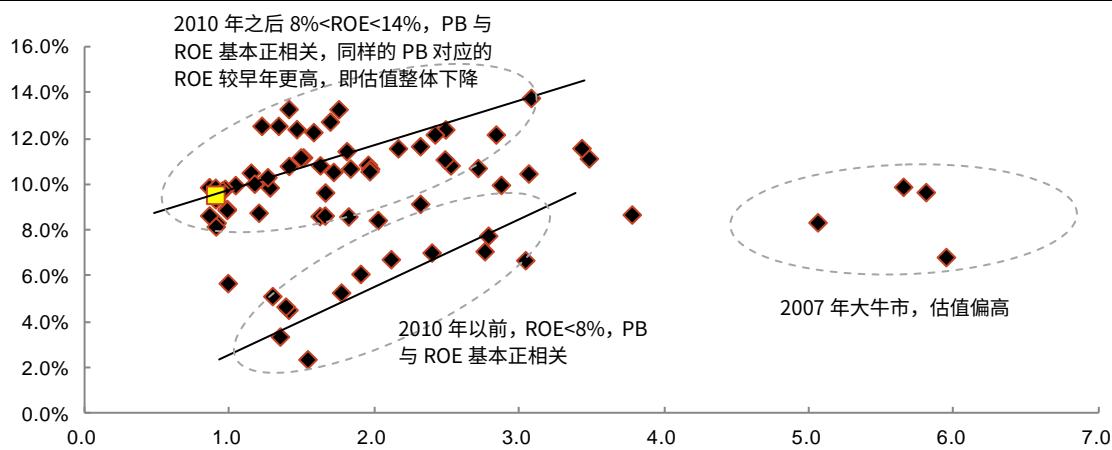


资料来源：Wind，光大证券研究所，资产负债率为每季度末的数据，利润率为季度累计数据

建筑央企 ROE 修复有望带动估值修复

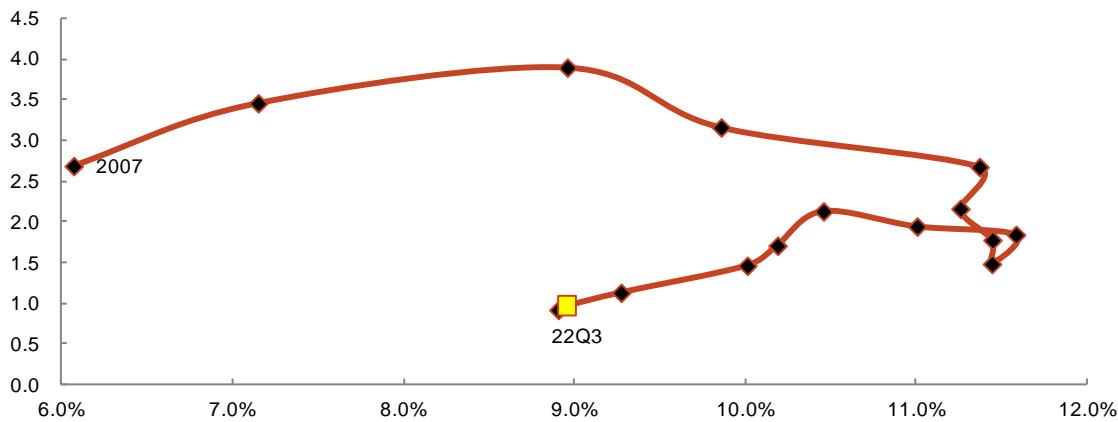
2011 年以来，建筑业上市公司整体 ROE 稳定于 8-12% 窄幅波动。“十三五”期间，金融去杠杆压制了建筑央企 ROE；随着 23 年建筑央企 ROE 回升（利润率修复至正常水平，总资产负债率或略增），PB 估值或将向上修复。

图 37：中信建筑指数 PB 与 ROE 关系



资料来源：Wind，光大证券研究所，横轴为 PB (LF) 季度平均值，纵轴为 ROE (加权平均)

图 38：中信建筑指数 PB、ROE 关系（移动三年平均）



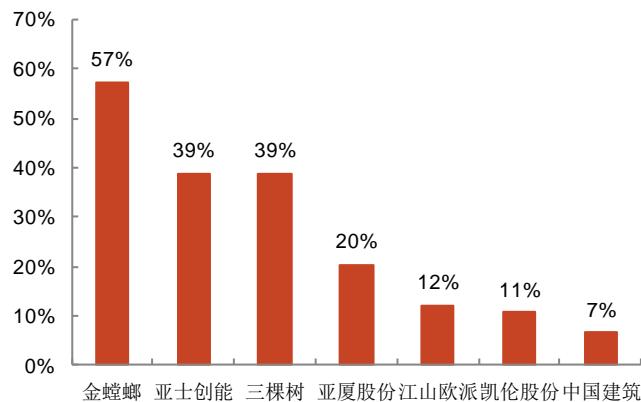
资料来源：Wind，光大证券研究所，横轴为 ROE (加权平均) 移动三年平均值，纵轴为 PB (LF) 移动三年平均值

4、公装龙头困境反转，具备估值弹性

4.1、金螳螂减值计提充分，已出现减值冲回

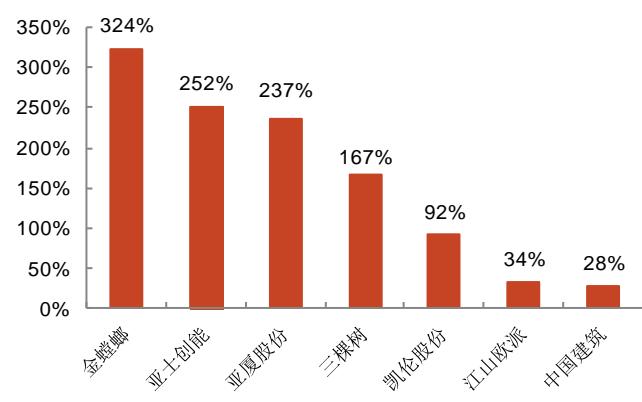
2021年，受多家房企财务暴雷影响，地产链多家公司出现大额坏账计提。其中，金螳螂计提最为激进：2021年其资产减值损失和信用减值损失计提金额达77亿元（公司2018-2020年年均归母净利润约为23亿元）。

图39：部分地产链企业2022H1资产减值准备/净资产



资料来源：Wind，光大证券研究所

图40：部分地产链企业2021年减值计提/2020年归母净利润



资料来源：Wind，光大证券研究所

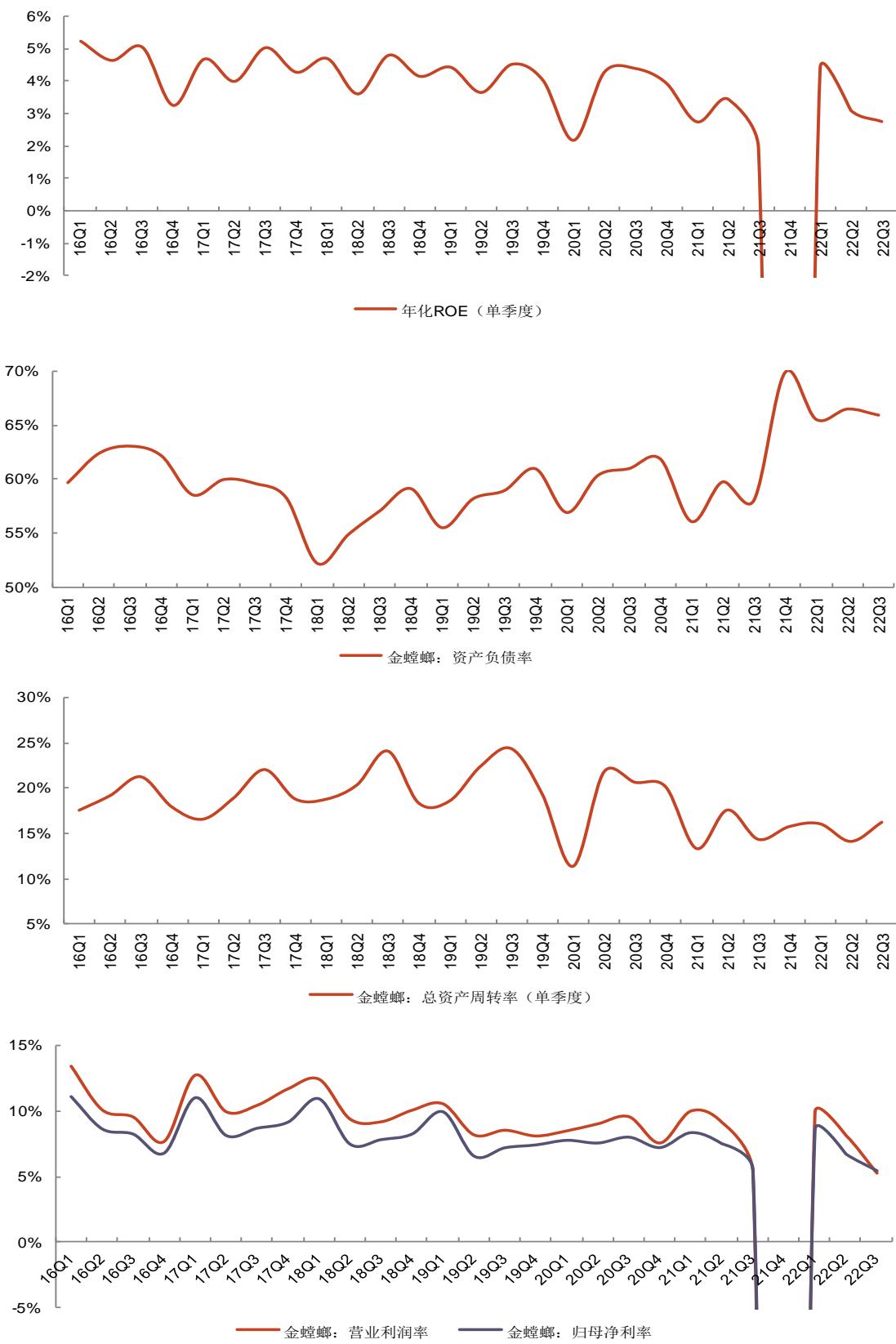
2022Q1-Q3，金螳螂财务报表中已出现减值冲回，验证其此前计提的充分性，财务报表后续风险相对较小。

4.2、金螳螂ROE或有回升空间

2016年至今，金螳螂ROE总体略降。其中，总资产周转率和净利率的下降是主要因素，或由于近年来公装市场增长放缓。

在这一轮地产链下行周期中，装饰行业产能出清力度或超过地产链其他细分行业，行业竞争烈度较此前下降，判断龙头公司市场份额或有明显提升。随着竞争格局改善，金螳螂利润率有望回升，总资产周转率亦有回升空间，其ROE将随之回升。

图 41：随着竞争格局改善，金螳螂利润率有望回升，总资产周转率亦有回升空间，其 ROE 将随之回升



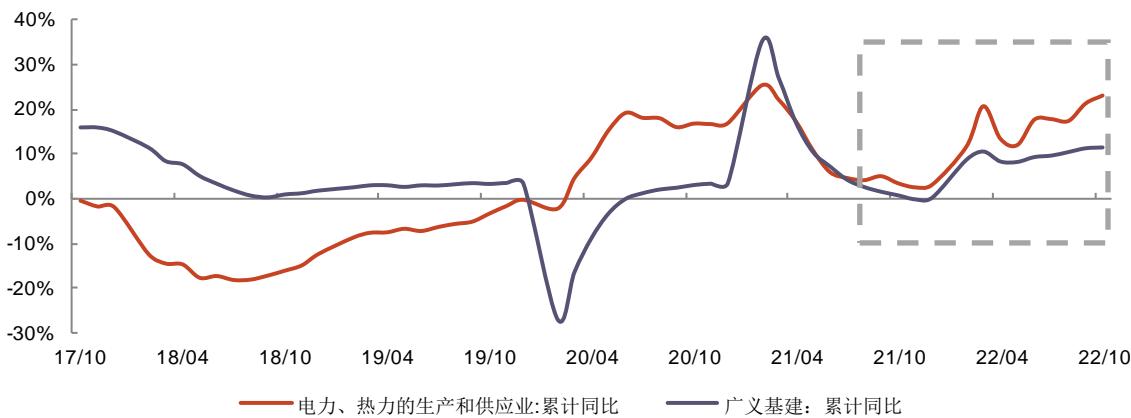
资料来源：Wind，光大证券研究所，资产负债率为每季度末的数据，利润率为季度累计数据

5、能源高景气，关注火电及抽蓄建设需求

5.1、风光发电占比提升，补贴清欠利好能源投资建设

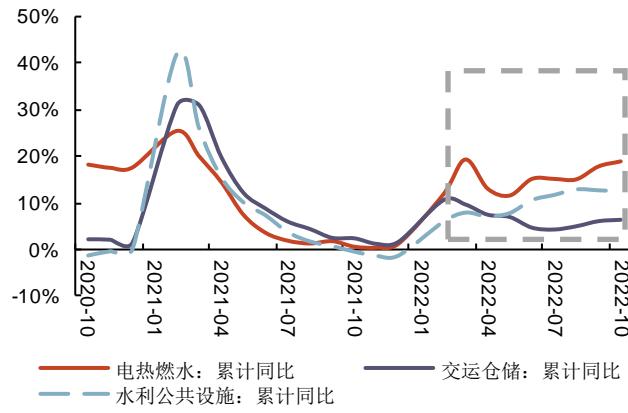
22年以来，基建投资各细分行业中，能源基建领域景气度最高；22年前10月，电力热力投资累计同比+23%，同期广义/狭义基建投资累计同比+11%/+9%。

图 42：21Q3 至今，电力热力投资增速持续高于基建投资增速



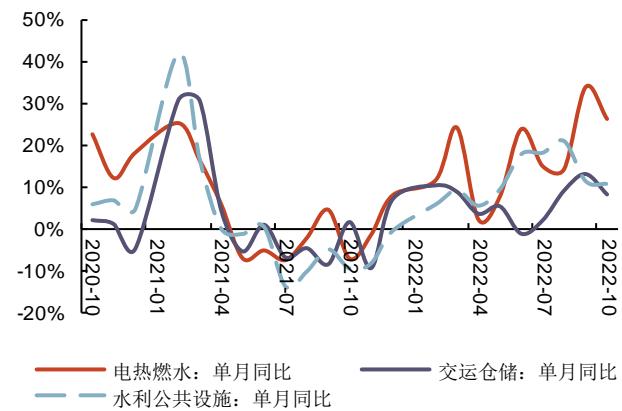
资料来源：wind，光大证券研究所，截至 2022.10

图 43：广义基建三大领域中，电热燃水景气度持续高企



资料来源：wind，光大证券研究所，截至 2022.10

图 44：过去一年，电热燃水投资单月增速走强

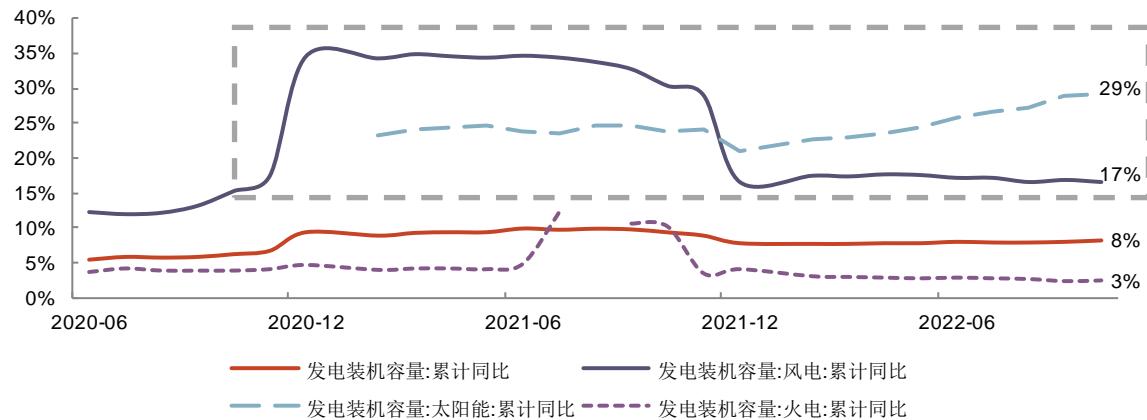


资料来源：wind，光大证券研究所，截至 2022.10

新能源装机快速增长，带动风光产业链高成长

能源基建领域的高景气度主要受益于“双碳”政策下新能源发电装机快速增长；2022年前10月，光伏/风电累计发电装机容量同比+29%/+17%，同期全国发电装机容量累计同比+8%，火电装机容量累计同比+3%。

图 45：风电、光伏、火力及总计发电装机容量累计同比



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2022.10，灰色框表示受益于“双碳政策”新能源发电装机快速增长

新能源发电装机容量快速增长带动了风电光伏产业链的高成长。根据国家统计局数据，2022 年 10 月，太阳能工业用超白玻璃/多晶硅/单晶硅等新材料产品产量同比+80%/+96%/+60%；充电桩/光伏电池/风力发电机组等新能源产品产量同比+81%/+70%/+44%。

补贴清欠或将助力新能源装机持续增长

根据中国新闻网信息，2022 年 8 月 11 日，一份由南方电网公司内部下发文件显示，按照《国家发展改革委、财政部、国务院国资委关于授权设立北京、广州可再生能源发展结算服务有限公司统筹解决可再生能源发电补贴问题的复函》要求，经研究，决定成立广州可再生能源发展结算服务有限公司（下称广州可再生能源公司）。

我们认为成立清欠主体企业有利于加速可再生能源补贴清欠的落地，绿电相关企业现金流有望得到改善，未来投资能力或进一步强化，新能源装机有望加速推进。

表 11：广州可再生能源公司相关信息

项目	具体信息
成立日期	2022-08-24
股东	中国南方电网有限责任公司，持股比例 100%
实际控制人	中华人民共和国中央人民政府
职能	承担可再生能源补贴资金管理业务，并按市场化运作的特殊目的公司
资金来源	在财政拨款基础上，补贴资金缺口按照市场化原则通过专项融资解决，专项融资本息在可再生能源发展基金预算中列支
主要职责	负责补贴资金缺口专项融资日常管理工作，包括与金融机构开展融资合同谈判和起草、债券发行、到期兑付、信息披露、信用评级等
经营期限	至“补贴缺口清零及全部专项融资本息偿付完毕”

资料来源：中国新闻网，光大证券研究所整理

5.2、电网稳定供应亟待解决，关注火电及储能建设需求

风光发电量占比提升，电网发电稳定性问题日益凸显

2022 年前 10 月，风光发电新增装机容量占总体比重为 63%；风光发电量占总体比重为 11%，2016-2022 年前 10 月，该比例持续提升。

今年 8 月高温天气背景下，我国多地出现电力供应不足情况，导致局部地区制造企业阶段性停工限电，甚至部分地区商业及公共建筑用电亦受到影响。电网供电稳定性成为亟待解决的挑战。

图 46：2016-2022 年前 10 月各类电源新增装机容量结构

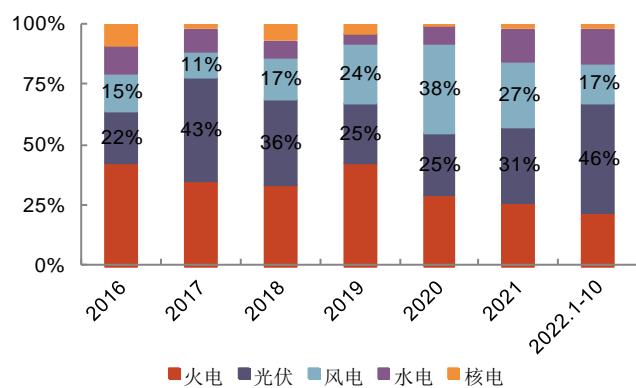
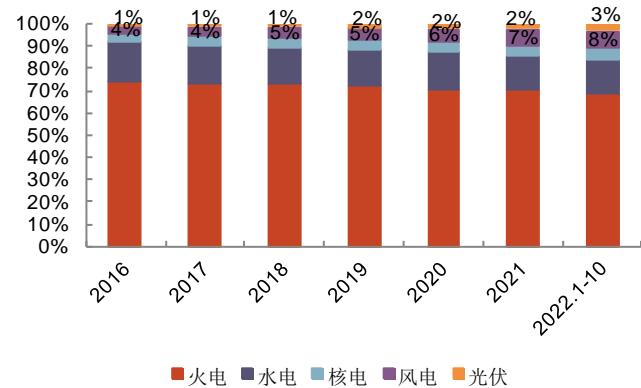


图 47：2016-2022 年前 10 月各类电源发电量结构



资料来源：iFind，光大证券研究所

资料来源：iFind，光大证券研究所

火力发电投资强度上升，龙头企业中国能建或最受益

电网供电稳定性的问题，目前主要的应对方式包括：1) 增加火电灵活性改造，在风光发电低谷时开启火电，平抑新能源发电峰谷的大幅波动；2) 新增配套火电建设，原理同上；3) 新建储能。

在此背景下，火电投资再度被重视，存量火电站灵活性改造亦在持续推进。投资端，2022 年前 9 月，火电投资完成额同比+48%，投资强度明显回升。政策端，今年国务院各部委政策中多次提及火电保供及火电灵活性改造等相关意见。项目端，仅 10 月就有近 10 个煤电项目新核准（含核准前公示）、开工。

图 48：2022 年前 9 月火电投资增速明显回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 12：2022 年火电相关政策汇总

时间	政策名称	发布部门	主要内容
2022.1.29	《“十四五”现代能源体系规划》	国家发展改革委、国家能源局	发挥煤电支撑性调节性作用。统筹电力保供和减污降碳，根据发展需要合理建设先进煤电，保持系统安全稳定运行必需的合理裕度，加快推进煤电由主体性电源向提供可靠容量、调峰调频等辅助服务的基础保障性和系统调节性电源转型，充分发挥现有煤电机组应急调峰能力，有序推进支撑性、调节性电源建设。
2022.2.24	《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》	国家发展改革委	煤炭是关系国计民生的重要初级产品，电力供应和安全事关经济社会发展全局。要立足以煤为主的基本国情，使市场在资源配置中起决定性作用，更好发挥政府作用，综合运用市场化、法治化手段，引导煤炭（动力煤）价格在合理区间运行，完善煤、电价格传导机制，保障能源安全稳定供应，推动煤、电上下游协调高质量发展。
2022.6.24	《关于切实落实燃煤发电企业增值税留抵退税政策做好电力保供工作的通知》	财政部、税务总局	进一步做好能源电力保供工作，落实燃煤发电企业增值税留抵退税政策。
2022.7.28	《关于强化中长期合同管理确保电煤质量稳定的通知》	国家发展改革委	煤炭、电力是关系国计民生的重要能源产品， 电煤稳定供应和合理电煤质量是保障燃煤发电机组长期安全稳定运行和顶峰有效出力的重要基础，事关能源电力安全供应，事关国家能源安全大局 。各地区和中央企业要切实提高思想认识，采取有效监督措施，严格电煤中长期合同履约监管，确保电煤供应数量充裕、价格合理、质量稳定。
2022.8.24	《部署稳经济一揽子政策的接续政策措施加力巩固经济恢复发展基础》	国务院常务会议	支持中央发电企业等发行 2000 亿元能源保供特别债。
2022.10.9	《能源碳达峰碳中和标准化提升行动计划》	国家能源局	进一步完善和提升煤电机组能效和灵活性等标准，明确考核约束和关键配套有关技术标准要求，结合煤电“三改联动”开展先进适用标准试点示范。
2022.11.2	《关于十三届全国人大五次会议第 7080 号建议的答复复文摘要》	国家能源局	根据发展需要合理建设先进煤电，新建项目优先采用大容量、高参数、低能耗、调节能力好的发电机组。优化存量煤电机组结构。统筹行业发展和电力保供，按照延寿运行、淘汰关停、“关而不拆”转应急备用等方式分类处置、逐步有序淘汰煤电落后产能，加大力度规范管理和整治燃煤自备电厂。大力实施煤电“三改联动”。重点推动供电煤耗在 300 克标准煤/千瓦时以上的煤电机组节能降碳改造、 大型风电光伏基地配套煤电灵活性改造 、“三北”地区和工业园区供热改造，提升煤电机组清洁高效水平和促进新能源大规模发展。

资料来源：国务院，国家能源局，国家发改委官网，财政部，光大证券研究所整理

表 13：近期火电项目汇总

时间	地点	动态	项目名称	业主	规模（万千瓦）
2022.10.1	广东阳西	核准	阳西电厂二期工程 7、8 号机组项目	阳西海滨电力发展有限公司	2×124
2022.10.11	广东惠来	核准	广东粤电惠来电厂 55、6 号机组扩建工程	广东粤电靖海发电有限公司	2×100
2022.10.12	黑龙江鸡西	开工	鸡西市 2×66 万千瓦燃煤电厂项目	鸡西恒山燃煤电厂	2×66
2022.10.12	安徽宣城	环评公示	中煤宣城电厂三期超超临界项目	中煤集团	2×66
2022.10.13	广东雷州	社会稳定风险分析公示	大唐雷州电厂二期 2×1000MW 扩建项目	大唐集团	2×100
2022.10.17	广东清远	核准	国能清远电厂二期 2×1000MW 扩建工程	国家能源集团	2×100
2022.10.17	陕西黄陵	核准	黄陵店头电厂二期 2×1000MW 机组扩建项目	黄陵矿业	2×100
2022.10.19	安徽淮南	环评公示	淮沪电力田集电厂三期 2×1000MW 超超临界燃煤机组发电项目	淮沪电力	2×100
2022.10.20	陕西商洛	可研评审	商洛发电二期 2×660MW 工程	陕投集团	2×66
2022.10.21	安徽淮南	核准前公示	安徽淮南中煤毛集电厂 2×1000MW 机组扩建项目	中煤集团	2×66
2022.10.21	安徽淮南	核准前公示	淮南平圩电厂四期项目	安徽淮南平圩发电有限责任公司	2×100
2022.10.24	广东台山	社会风险评估	国能台山电厂三期扩建 2×1000MW 超超临界燃煤机组项目	国家能源集团	2×100
2022.10.25	湖北鄂州	签约	湖北能源鄂州电厂四期 2×1000MW 扩建项目	湖北能源	2×100
2022.10.30	浙江舟山	主体工程开工	浙江舟山电厂三期 5 号机组	国家能源集团	66

资料来源：北极星火力发电网，光大证券研究所整理

抽蓄建设迫在眉睫，我国抽水蓄能仍有较大增长空间

新建储能电站，是另一个保障电网稳定供电的重要途径。目前，市场上主流的储能技术包括物理储能（含抽水蓄能），电化学储能和电磁储能三类；其中，抽水蓄能占据主导地位。根据国际水电协会数据，截至 2020 年底，全球抽水蓄能装机规模约 1.6 亿千瓦，占储能总规模的 94%。

表 14：各主流储能技术比较

类别	名称	2020 年技术成本 (USD/kwh)	比能量 (Wh·kg ⁻¹)	典型额定功率 (MW)	放电时间	能量转换效率 (%)	循环次数/服役年限	安全性	响应速度	应用场景
物理储能	抽水蓄能	21	0.5-1.5	100-5000	4-20h	75-80	>50 年	高	秒级	大电网调峰；系统备用；频率控制
	压缩空气储能	53	30-60	10-300	1-20h	75	30-50 年	差	分钟级	大规模；电力调峰和系统备用
电化学储能	锂离子储能	300-350；下降速度快	150-250	<100	0.5-8h	90-95	3000-15000 次	高	百毫秒级	电能质量、备用电源、UPS、便携式移动设备
	铅酸电池	124	30-50	<100	1min-3h	75	500-1200 次	差	百毫秒级	电能质量、频率控制、可再生能源、电动汽车能源
电磁储能	超导储能	320	0.5-5	0.01-1	2s-5min	90%-95%	≥100000 次	—	毫秒级	输配电网稳定、电能质量控制、不间断电源设备 (UPS)
	超级电容器储能	>300	—	0.01-1	1-30s	95%	≥50000 次	一般	毫秒级	短时间、大功率的负载平滑和电能质量峰值

资料来源：世界资源研究所《抽水蓄能促进中国风光发电电能消纳研究》，光大证券研究所整理

注：a.比能量：指单位质量储能器件（电池）对外输出的能量（算式：比能量=电压*电流*该状态下所能持续放电的时间/质量）；

b.放电时间：储能器件（电池）持续放出电能的时间，取决于放电电流和放电余量；

c.能量转换效率：储能器件储存的能量相对其输入能量的比值；

d.循环次数：一定放电条件下，储能器件（电池）工作至某一容量规定值之前所能承受的循环周期的次数（蓄电池一次充电和放点成为一次循环）；

e.响应速度：储能器件工作的反应时间。

2021 年，我国抽水蓄能电站总产能已达到 36GW，同比+20%，较“十三五”期间出现明显提速。

图 49：2021 年，抽水蓄能产能增长明显提速



资料来源：Wind，国际可再生能源机构，光大证券研究所

目前我国抽水蓄能装机规模位居世界首位，但抽水蓄能装机容量占电力总装机容量的比例仍然较低。截至 2020 年底，我国该比例仅为 1.4%，远低于欧美和日本等发达国家的平均水平 4.7%，仍有较大提升空间。

表 15：世界各国抽水蓄能装机占比（2020 年末）

国家	抽水蓄能装机量占电力总装机量的比例
日本	8%
意大利	6.6%
法国	4.3%
德国	2.7%
美国	2%
以上各发达国家平均装机占比	4.7%
中国	1.4%

资料来源：水电水利规划设计总院，光大证券研究所整理

6、装配式成长性优，钢结构为最优选择

6.1、劳动力人口老龄化是建筑业长期限制性因素

随着人口老龄化，劳动密集型的建筑业所面临的用工难问题日益凸显，2017年至今建筑业从业人数已连续回落。在此背景下，发展装配式建筑和设备替代是必要选择。

2015-2021年，全国新开工装配式建筑面积年均复合增长率为47%。2021年，全国新建装配式建筑面积渗透率已达24.5%，同比+4pcts。

2016-2021年，钢结构行业产量年均复合增长率为12%。作为装配式行业重要分支，钢结构行业产量保持较快增长。

图 50：建筑业工人年龄结构逐渐老化（岁）



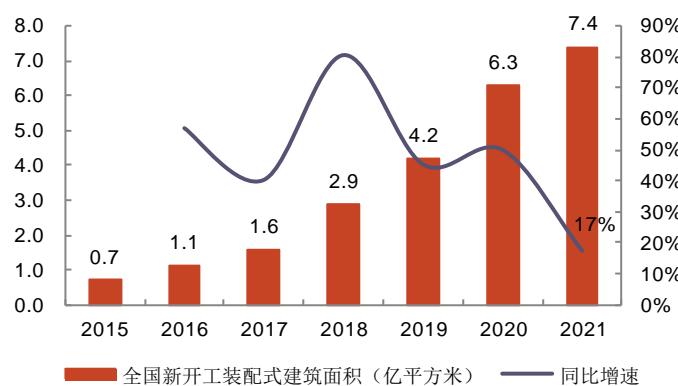
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 51：建筑业工人从业人数出现回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 52：全国新开工装配式建筑面积及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 53：新建装配式建筑面积渗透率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 54：2016-2021 年，全国钢结构产量保持较快增长



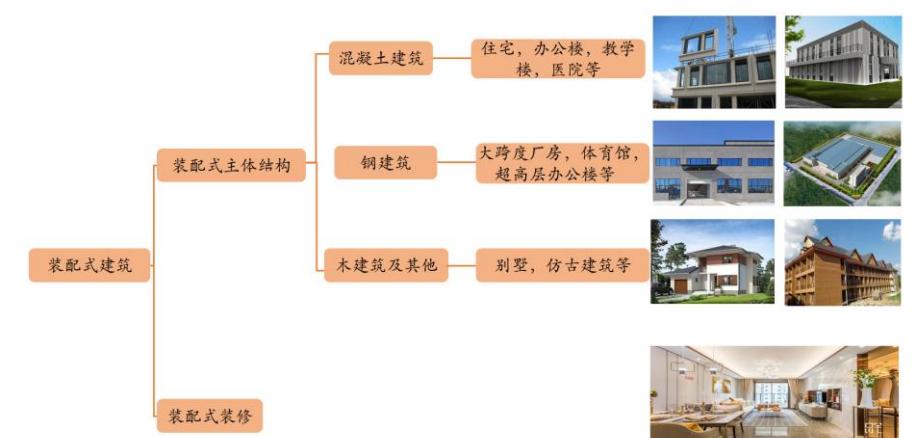
资料来源：华经产业研究院，光大证券研究所

6.2、看好钢结构赛道成长性

装配式建筑主要技术路径包括装配式混凝土建筑（预制 PC）、装配式钢结构建筑和装配式木结构建筑三个体系。其中以预制 PC 和装配式钢结构建筑为主。

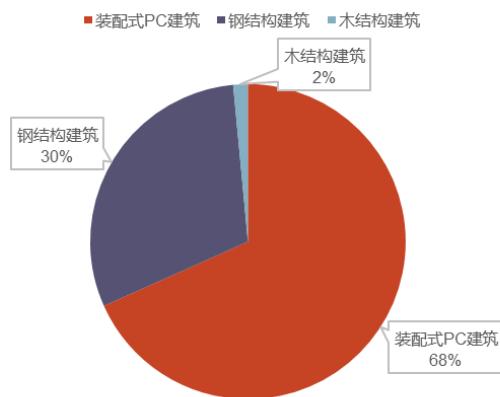
PC 预制下游应用领域包含住宅、公共建筑等；相比较而言，钢结构下游需求更为分散，以厂房、公共建筑为主，住宅占比相对较低。

图 55：装配式建筑主体结构的主要技术路径



资料来源：住建部，品宅装饰科技官网，光大证券研究所绘制

图 56：装配式建筑面积占比



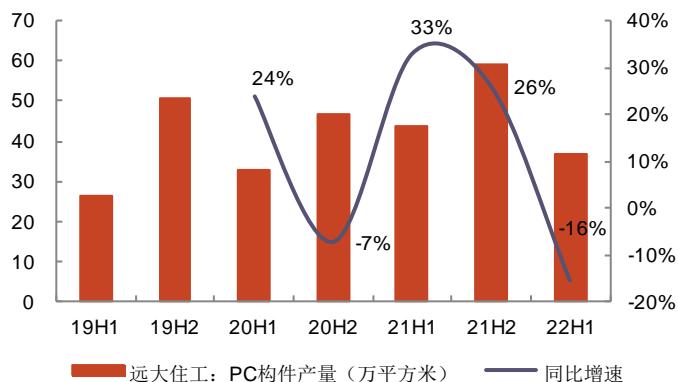
资料来源：住建部，光大证券研究所，图中为 2020 年数据

2020 年以来，预制 PC 龙头远大住工 PC 产量波动相对较大（22H1，产量同比 -16%），钢结构制造业务龙头鸿路钢构产量波动相对较小（20Q2 至今单季度产量同比均正增长）。

或由于以下原因：

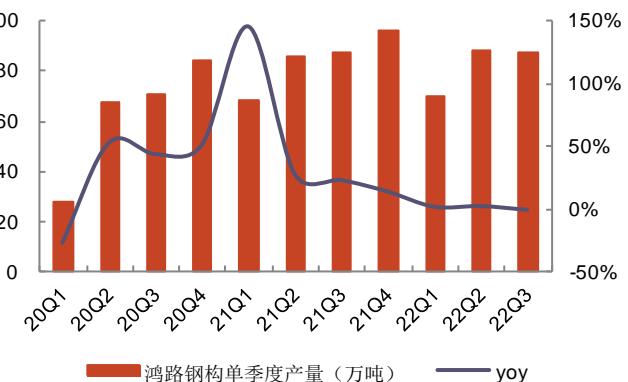
- 1) 下游结构差异。21H2 以来，房地产新开工面积增速快速下行，截至 22 年前 10 月，仍处于负增长。预制 PC 下游结构中住宅占比相对较高，钢结构下游结构中住宅占比较低，占比最大的制造业厂房保持较高景气度，因此预制 PC 行业受冲击相对更大。
- 2) 竞争格局差异。预制 PC 行业竞争较为充分，与远大住工同样从事制造业务的企业相对较多，同质化较为显著；钢结构行业以工程企业为主，鸿路钢构主要从事制造业务，直接竞争对手相对较少，反而能与同行形成合作。
- 3) 竞争优势差异。预制 PC 行业产品相对同质化，并且上游水泥行业进入预制 PC 行业更具成本优势，因此龙头企业要保持竞争优势难度更大；钢结构行业以非标产品为主，对管理能力要求更高，叠加鸿路钢构已形成的规模优势和集中化管理模式，使其竞争优势壁垒更深厚。

图 57：远大住工 PC 产量及同比增速（半年度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 58：鸿路钢构钢结构产量及同比增速（季度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

6.3、2023年钢结构行业有望迎来复苏

钢价大幅上涨对钢结构行业需求造成的抑制作用。以精工钢构数据为例，2018-2021年，钢材价格占公司钢结构工程造价的比重约为26%-36%，钢价在成本结构中占比较大导致钢结构工程对钢材价格敏感。

表 16：2018-2021 年，钢价占精工钢构钢结构工程造价比例

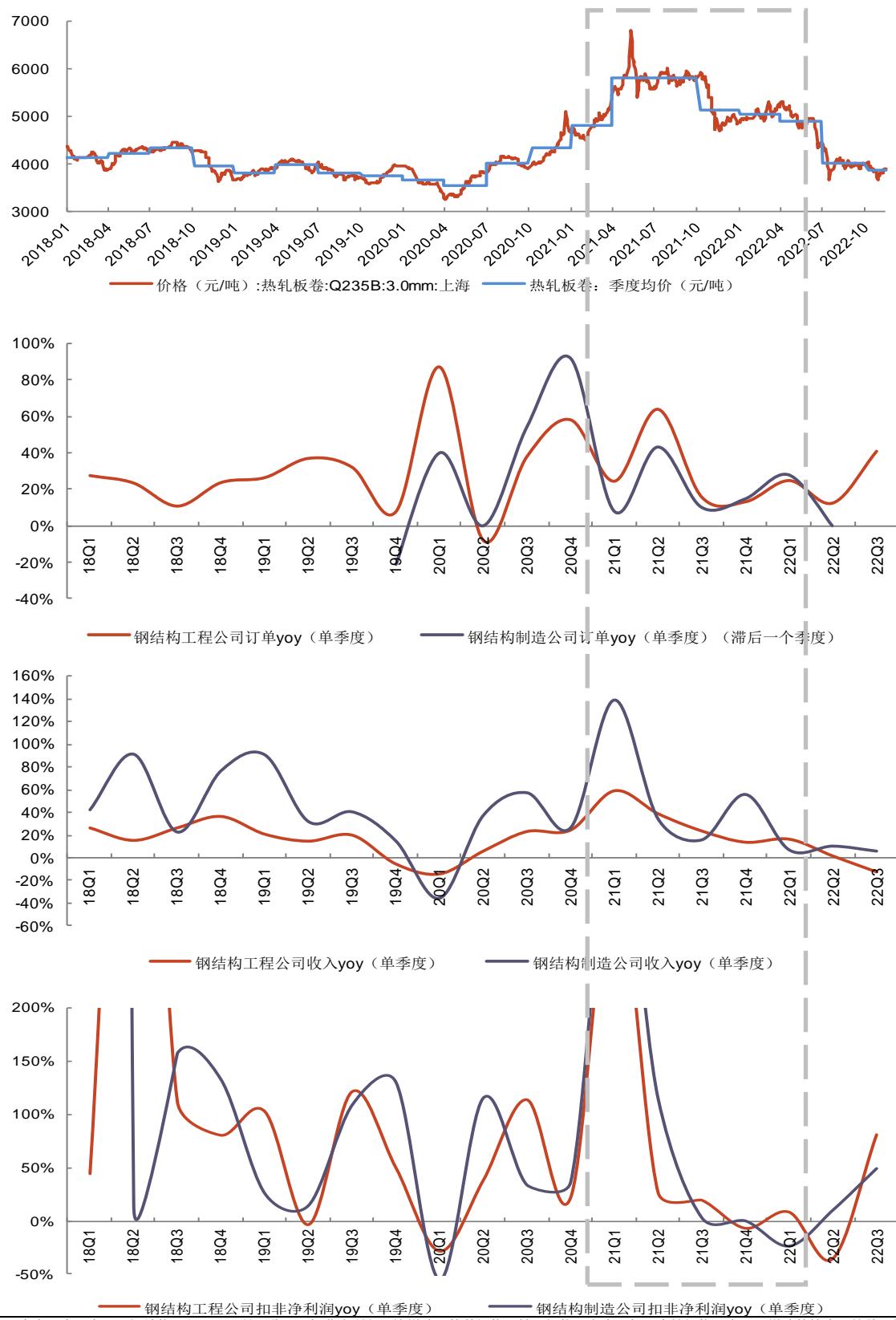
年份	营业收入（亿元）	销量：钢结构工程（万吨）	吨均价（元/吨）	钢价（元/吨）	钢价/钢结构吨均价
2018	86	72	12053	4178	35%
2019	102	78	13120	3849	29%
2020	115	76	15146	3903	26%
2021	151	102	14903	5409	36%

资料来源：Wind，光大证券研究所

21Q2 钢价快速上涨，21Q3-22Q2，钢价维持在高位；与之对应，钢结构工程企业订单增速放缓（钢结构制造企业订单增速滞后一个季度，和产业链环节有关），收入利润亦随之回落（相对订单会滞后一个季度）。

判断钢结构产业链将迎来复苏。考虑到：1) 人口老龄化、建筑业劳动力短缺等长期趋势，装配式建筑将进一步推广，渗透率会持续提升；2) 央行及银保监会金融支持政策推动下，基建地产链资金状况将环比改善；3) 22Q3以来，钢价持续下跌，钢结构工程企业订单增速已出现回暖；综上，判断钢结构产业链，尤其是钢结构制造环节（鸿路钢构）复苏确定性较高。

图 59：2021Q2 钢价大幅上涨是导致钢结构企业经营数据走弱的因素之一



资料来源：Wind，光大证券研究所；钢结构工程公司订单、收入、扣非净利润同比增速取杭萧钢构、精工钢构、东南网架、富煌钢构四家公司增速的算术平均值，钢结构制造企业取鸿路钢构的同比增速

7、高空车助力设备租赁行业高增长

7.1、人口老龄化背景下，设备租赁兴起大势所趋

在人口结构、经济结构变化、设备环保要求的三重趋势下，通过经营性租赁获取更多工程机械设备使用权是大势所趋。

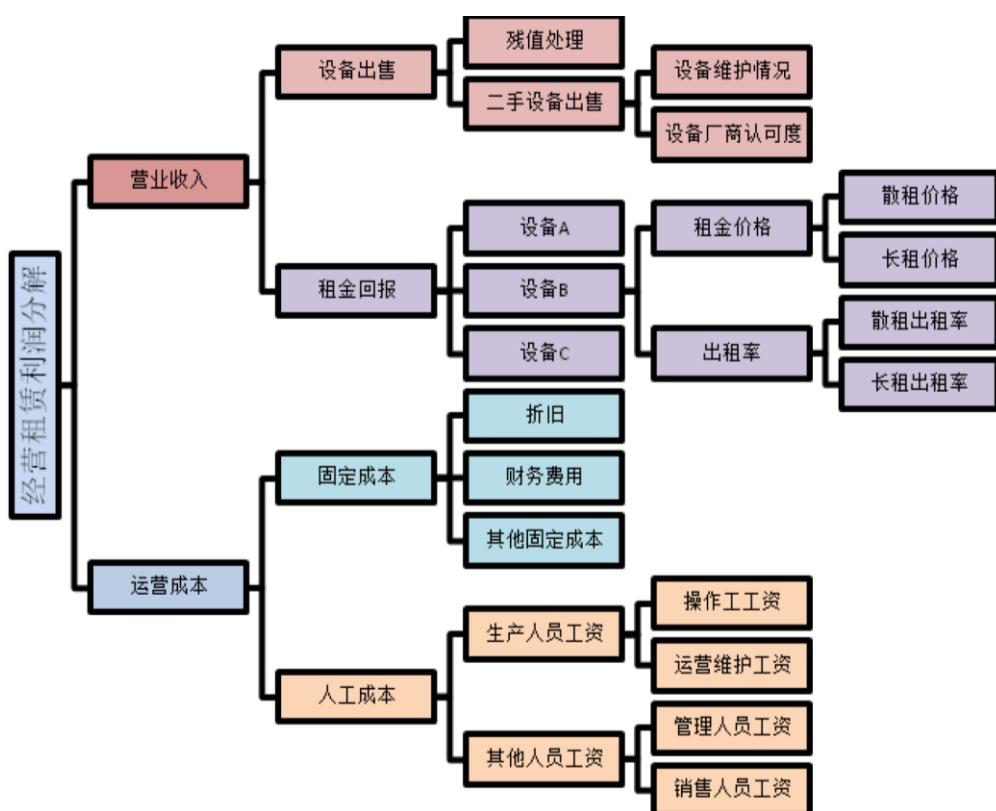
“干租赁”业务模式兴起有其必然性，其回报源于全社会设备使用效率提升，该模式带来行业重大变革。此外，头部平台租赁商未来也有望不断推进轻资产战略。

图 60：设备租赁市场底层逻辑思维导图



资料来源：光大证券研究所绘制

图 61：经营租赁利润来源拆解

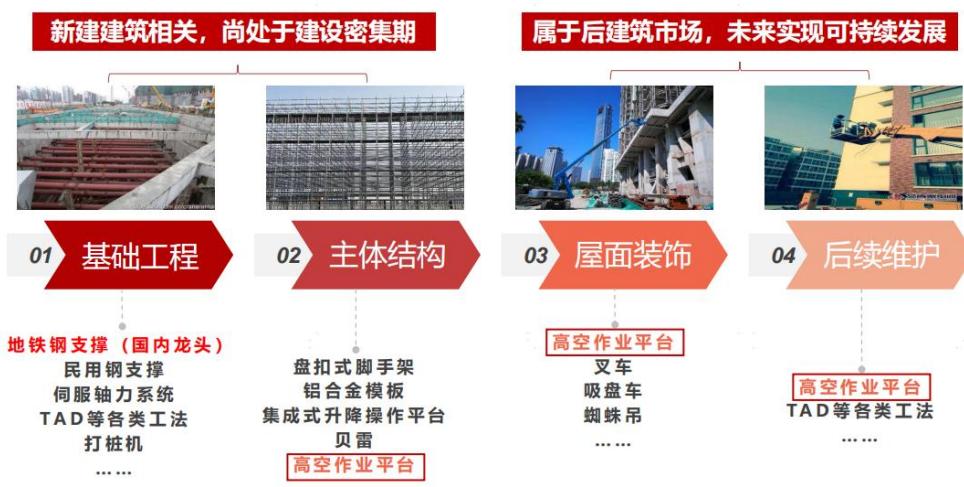


资料来源：光大证券研究所绘制，《战略修正再出发，设备经营租赁龙头将乘势而起——华铁应急（603300.SH）首次覆盖报告》（2020.12.17）

行业需求或逐渐从密集建设期迁移至后存量运营维护市场

高空车是“干租赁”模式的最佳切入口之一，存量建筑市场中，其不断下沉的多元运用场景提供较好需求支撑，在多网点、重资产的经营性租赁行业中，十分考验平台租赁商的运营能力。

图 62：高空车在建筑业链条中处于中后环节



资料来源：华铁应急公司宣传材料，光大证券研究所

图 63：高空车下游应用场景



资料来源：华铁应急公司宣传材料，光大证券研究所

7.2、高空车赛道处于高速成长期，人均保有量仍有较大提升空间

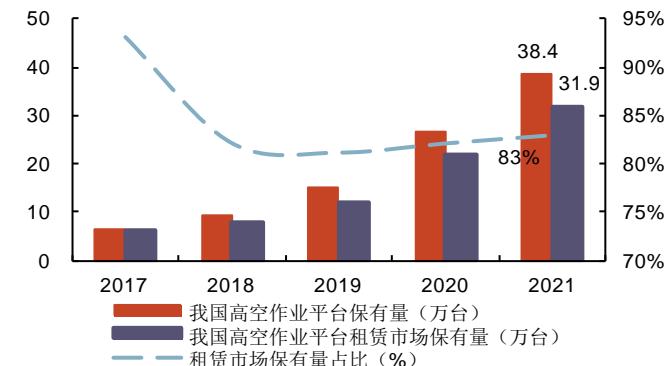
2021 年，我国高空作业平台销量为 16 万台，同比+55%。2020 年，我国人均高空作业平台保有量仅为 1.9 台/万人，相较于欧美发达国家仍有数倍增长空间。判断行业中期仍具有 β 收益。

图 64：2021 年，我国高空作业平台销量同比+55%



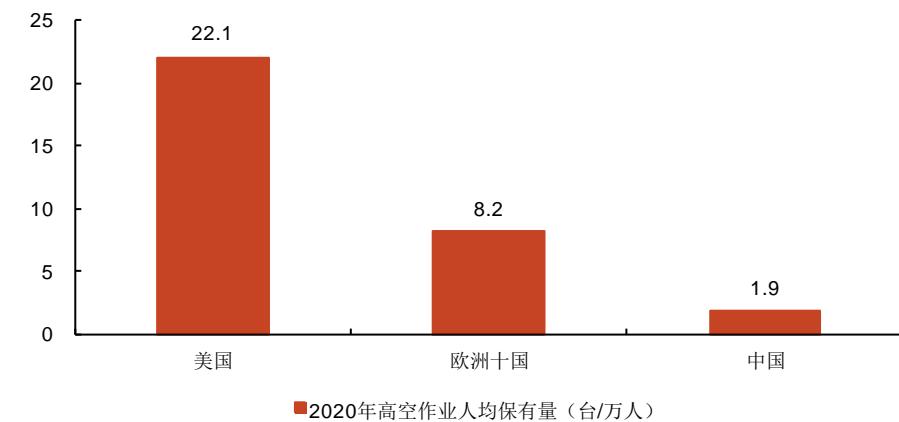
资料来源：产业信息网，光大证券研究所

图 65：2021 年，我国高空作业平台租赁市场保有量占比为 83%



资料来源：中国工程机械工业协会，光大证券研究所

图 66：中国高空作业平台人均保有量较欧美发达国家或仍有数倍提升空间



资料来源：华经产业研究院，光大证券研究所

8、投资建议

新一轮周期的预判：“稳增长”依旧是2023年的政策主基调。

基建端，中性假设下，我们预判2023年基建投资增速约为8%，能源基建将保持高景气度；地产端，我们看好“三支箭”后投资企稳。公募基建REITs市场扩容提速，REITs的意义在于又花了不动产类项目投资回报模型，改善了一级市场对于投资基础设施类资产的预期，REITs扩容将会带来相关运营类资产定价方式、估值体系的重大变化。此外，判断随着疫情影响消退，基建地产的实物工作量将有明显改善；“一带一路”将引领建筑央企走出去，中国建造将走向世界、建设世界。

新一轮周期下的价值重估：

1) 建筑央企：估值体系重塑。基建高景气、地产边际改善、“一带一路”创造增量需求。地产政策转暖，市场对其资产端的担忧逐渐弱化；中国特色估值体系框架下，破净国企估值有望修复；再融资政策放开将大幅提升建筑央企对股权融资及二级市场的重视度，权益融资放开将助力建筑央企提升其业务承接能力、强化其地产开发业务布局、改善其报表质量、降低融资成本。建筑央企市场份额提升大势所趋，产业链话语权明显增强，判断其ROE及现金流将边际改善。**推荐：中国建筑、中国交建、中国中铁、中国铁建、中国中冶。**

2) 地产链：公装龙头困境反转。受房企财务暴雷影响，公装行业产能出清明显加速。随着地产“三支箭”逐步落地，房企资金链断裂风险降低，市场对地产链将从“减值的担忧”转向“冲回的惊喜”。随着新一轮周期启动，行业竞争格局优化，头部公装企业或将迎来困境反转，价值重估、增长回归。关注：金螳螂。

高成长性的新兴赛道：

1) 能源基建：高景气度延续。“双碳”目标大背景下，新能源投资保持高景气度，光伏组件成本下行将推动BIPV的发展。随着新能源发电占比提升，电网侧面临更多挑战，看好抽水蓄能为代表的大储项目建设及火电灵活性改造。**推荐：中国电建、中国能源建设(H股)**，关注苏文电能、森特股份。

2) 装配式建筑。建筑工人老龄化不可逆转，以装配式为代表的新型建造工法仍是建筑业最具成长性的方向之一。钢价回落，利好钢结构装配式建筑发展提速。**推荐：鸿路钢构（钢结构制造龙头，竞争优势显著）**，关注：精工钢构。

3) 设备租赁。顺周期下，重资产行业弹性最大。设备经营租赁规模效应显著，龙头强者恒强。**推荐：华铁应急（高机租赁龙头）**，关注：建设机械（塔机龙头）。

其他关注：中国化学（实业添新增长极），大丰实业（文体工程及运营一体化），深城交（车路协同领军者），中材国际（全球水泥工程龙头）。

9、风险提示

国内基建投资增速不及预期：基建投资增速不及预期将影响建筑企业（如中国建筑等主要建筑央企）基建项目新签订单及项目推进进度，进而对基建业务业绩产生影响。

地产投资持续低迷：装修装饰类企业经营依赖房屋竣工带来的公装、精装需求，及二手房交易带动的家装需求，若地产投资持续低迷，或对公装、精装、家装需求产生负面影响。

国内实际利率过快上行：国内实际利率过快上行将进一步压制建筑板块估值。建筑企业资金需求量较大，融资成本过快上升会影响企业业务推进速度及公司业绩。

人民币快速升值：部分建筑企业由于海外业务较多，因而持有大量外汇头寸。若人民币快速升值，账面会出现大量汇兑损失，进而压低整体利润增速。

表 17：主要覆盖公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E	本次	变动
603300.SH	华铁应急	7.00	0.55	0.54	0.70	12.7	13.0	10.0	1.7	2.1	1.7	买入	维持
601668.SH	中国建筑	5.94	1.23	1.45	1.71	4.8	4.1	3.5	0.7	0.6	0.5	买入	维持
601800.SH	中国交建	9.05	1.11	1.24	1.36	8.2	7.3	6.7	0.6	0.5	0.5	买入	维持
601669.SH	中国电建	7.63	0.56	0.65	0.73	13.6	11.7	10.5	0.9	0.9	0.8	买入	维持
601117.SH	中国化学	8.89	0.76	0.91	1.13	11.7	9.8	7.9	1.1	1.0	0.9	买入	维持
601390.SH	中国中铁	6.09	1.12	1.25	1.39	5.4	4.9	4.4	0.5	0.5	0.5	买入	维持
601186.SH	中国铁建	8.77	1.82	2.06	2.42	4.8	4.3	3.6	0.4	0.4	0.4	买入	维持
601618.SH	中国中冶	3.46	0.40	0.47	0.53	8.7	7.4	6.5	0.7	0.6	0.6	买入	维持
600970.SH	中材国际	9.44	0.82	1.02	1.20	11.5	9.3	7.9	1.6	1.4	1.3	买入	维持
002541.SZ	鸿路钢构	31.62	2.17	1.92	2.54	14.6	16.5	12.4	2.3	2.6	2.2	买入	维持
600496.SH	精工钢构	4.14	0.34	0.42	0.50	12.2	9.9	8.3	1.1	1.0	0.9	买入	维持
600477.SH	杭萧钢构	4.41	0.19	0.21	0.26	23.2	21.0	17.0	2.2	1.9	1.8	增持	维持
300284.SZ	苏交科	5.89	0.37	0.44	0.52	15.9	13.4	11.3	1.0	0.9	0.9	买入	维持
603081.SH	大丰实业	12.45	0.96	1.10	1.21	13.0	11.3	10.3	1.9	1.7	1.5	增持	维持

资料来源：iFinD，光大证券研究所预测，注：股价时间为 2022-12-09

行业及公司评级体系

评级	说明
行业及公司评级	买入 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5%至 5%；
	减持 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级 因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
64Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE