

中性

## 建筑行业 2024 年度策略

基建是稳增长抓手，关注细分赛道投资机会

中央经济工作会议定调稳增长为 2024 年经济工作基调，我们预计基建投资将是 2024 年经济稳增长的重要发力点。基建投资资金较为充裕，预计 2024 年基建投资增速稳健，但更应关注实物工作量落地情况。2024 年地产宽松政策有望持续落地，但改善购房者对收入和房价的预期或为地产回暖关键。推荐高空作业平台、钢结构和轨道扣件等成长性更优的建筑细分赛道投资机会。

## 支撑评级的要点

- **回顾与复盘：**以 2023 年 5 月为分界点，建筑指数先涨后跌。1-5 月“中特估”、“一带一路”等主题投资拉动建筑板块明显上涨；5 月后市场偏好转移、固定资产投资力度减弱、地产复苏不及预期导致建筑指数持续下跌。截至 2023 年 12 月 22 日，申万建筑指数已累计下滑 8.4%，估值水平回落至历史底部。
- **大势判断：**预计 2024 年基建投资稳健增长，改善购房者预期是地产回暖关键。近期中央层面会议强调 2024 年经济工作要“稳中求进、以进促稳、先立后破”，强化宏观政策跨周期和逆周期调节，基建投资有望成为 2024 年稳增长的重要发力点。资金方面，稳增长政策背景下预计 2024 年中央财政支出力度有望加大，万亿特别国债的下达进一步增加基建资金规模，预计 2024 年基建投资增速水平稳健。当前万亿特别国债中大部分已经落实到项目，在 2024 年基建投资资金预计较为充足的情况下，我们认为**基建实物工作量的落地更为重要**。2023 年地产政策环境宽松，但政策效果持续性稍弱。我们认为**2024 年地产宽松政策将持续落地，但地产回暖更应改善购房者对收入和房价的预期**。
- **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、市场集中度不断提升，高空作业平台将持续开拓新的应用场景，渗透率不断提升，龙头企业市占率将不断提高。推荐**华铁应急**。
- **钢结构：**渗透率提升，发展空间广阔。2024 年工业建筑、公共建筑有望维持较大投资力度，对工期要求较高的保障性住房建设也将拉动行业渗透率持续提升；此外，行业企业积极布局光储业务，未来订单提升可期。推荐**工建龙头精工钢构**，建议关注钢结构制造**龙头鸿路钢构**、空间结构**龙头东南网架**以及**特级承包商富煌钢构**。
- **轨道扣件：**行业准入门槛高，供给格局稳定，依附高铁发展需求向好。国内高铁扣件专利来源于铁道科学研究院集团，技术授权和较长的产品认证流程拔高了行业门槛，国内符合条件的高铁扣件供应商仅有 6 家。“十四五”期间我国高铁覆盖率将持续提升，轨道扣件需定期进行部件更换的特点一定程度上保证了需求稳定。建议关注轨道扣件领军企业**铁科轨道**。

## 相关研究报告

《建筑行业周报（12.18-12.24）》20231225  
《建筑行业 11 月数据点评》20231218  
《建筑行业周报（12.11-12.17）》20231218

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

## 投资建议

- 推荐发力高空作业平台的钢支撑租赁**龙头华铁应急**。推荐**工建龙头精工钢构**，建议关注钢结构制造**龙头鸿路钢构**、空间结构**龙头东南网架**以及**特级承包商富煌钢构**。建议关注轨道扣件领军企业**铁科轨道**。

## 评级面临的主要风险

- 基建实物工作量落地不及预期，地产销售超预期下行，细分赛道发展不及预期。

## 目录

回顾与复盘 .....	6
建筑指数先涨后跌，估值回落历史底部 .....	6
基本面主线一：基建是稳增长抓手，关注实物工作量落地情况 .....	9
出口承压，消费回暖，下半年投资力度减弱 .....	9
基建实物工作量落地情况仍不及预期 .....	11
2024 年经济工作定调，宏观政策调节继续强化 .....	11
预计 2024 年基建投资增速约 4.8% .....	12
基本面主线二：地产政策宽松持续，城中村改造注入新动能 .....	15
2023 年房地产行业依然承压 .....	15
新政密集落地，地产政策环境宽松 .....	17
预计 2024 年政策宽松效果有望持续 .....	20
城中村改造：城市更新有望为行业注入新动能 .....	21
细分板块：关注成长性更强的建筑细分赛道 .....	25
高空作业平台：乘融资租赁东风，需求持续扩容 .....	25
钢结构：渗透率提升，发展空间广阔 .....	26
轨道扣件：依附高铁发展，未来需求向好 .....	30
投资建议 .....	34
风险提示 .....	35

图表目录

图表 1. 截至 12 月 22 日, 申万建筑指数总体跑输同花顺全 A.....6

图表 2. 截至 12 月 22 日, 建筑板块涨跌幅在 31 个申万一级行业中排名第十八....6

图表 3. 2023 年 1-11 月制造业于基建投资持续增长, 地产投资仍较为疲软 .....7

图表 4. 2023 年 1-11 月开工数据依然负增长, 竣工有所好转.....7

图表 5. 开工与竣工数据之间有约三年的时滞.....7

图表 6. 建筑央企新签订单增速高于行业订单增速.....7  
(单位: 亿元) .....7

图表 7. 建筑央企新签订单占比稳步提升.....7

图表 8. 截至 2023 年 12 月 22 日, 建筑 PE 仅高于银行.....8

图表 9. 截至 2023 年 12 月 22 日, 建筑 PB 仅高于银行和房地产.....8

图表 10. 建筑估值处于十年以来相对较低位置.....8

图表 11. 2023 年 1-11 月我国出口金额持续承压 (单位: %) .....9

图表 12. 2023 年社零数据总体保持增长趋势 (单位: %) .....9

图表 13. 2023Q4 我国经济景气度复而走弱 (单位: %) .....9

图表 14. 发达经济体经济景气度下降对我国出口形成制约.....9  
(单位: %) .....9

图表 15. 2023 年 1-11 月我国固定资产投资力度有所减弱 (单位: %) .....10

图表 16. 2023 年 1-11 月制造业投资增速保持稳定较高水平, 地产仍深陷负增长区间 (单位: %) .....10

图表 17. 2023 年 1-11 月专项债发行进度不及 2022 年同期.....10

图表 18. 2023 年 1-11 月, 固定资产新开工项目投资额累计同比增速持续下滑 (单位: %) .....10

图表 19. 2023 年 1-11 月基建投资增速水平呈现下滑趋势 (单位: 亿元) .....10

图表 20. ttm 口径下水泥产量仍同比下降 (单位: 万吨) .....11

图表 21. 2023 年基建投资增速与水泥产量增速持续背离.....11

图表 22. ttm 口径下石油沥青消费量仍处于负增长区间.....11  
(单位: 吨) .....11

图表 23. 2023 年挖掘机开工小时数表现仍较为低迷.....11

图表 24. 2022-2023 年中央政治局会议相关表述对比 .....12

图表 25. 2022&2023 年中央经济工作会议相关表述对比 .....12

图表 26. 国家预算内资金、国内贷款及自筹资金为基建投资主要资金来源.....13

图表 27. 2023 年基建相关财政支出占比小幅下滑.....13

图表 28. 1-11 月公共财政支出同比稳步增长 (单位: 亿元) .....13

图表 29. 2023 年 1-11 月土地出让收入累计同比下滑 17.9% (单位: 亿元) .....14

图表 30. 2023 年 1-11 月专项债发行规模同比增长 15.2%.....14  
(单位: 亿元) .....14

图表 31. 2023 年 1-11 月企（事）业单位中长期贷款同比增幅较大（单位：亿元）	14
图表 32. 2023 年 1-11 月城投债发行额同比增长超过 20%.....	14
（单位：亿元） .....	14
图表 33. 2023 年 1-11 月地产投资仍处于下行区间.....	15
（单位：亿元） .....	15
图表 34. 2023 年 1-11 月商品房销售面积同比依然下滑.....	15
（单位：万平方米） .....	15
图表 35. 2023 年 1-11 月商品房销售额同比下降且降幅较大（单位：亿元） .....	15
图表 36. 2023 年 1-11 月商品房销售单价同比增速小幅提升.....	15
（单位：元/平） .....	15
图表 37. 2023 年房地产市场去库存压力持续提高.....	16
图表 38. 房地产开发主要资金来源（单位：亿元） .....	16
图表 39. 2023 年销售回款占比提升.....	16
图表 40. 2021-2023 年中央层面房地产行业相关政策 .....	18
图表 41. 2023 年地方层面房地产行业相关政策.....	19
图表 42. 2023 年 11 月政策出台后深圳商品房市场未见明显提振.....	20
图表 43. 2023 年 9 月北京楼市环比提振作用明显，但 10 月二手房成交量即环比回落.....	20
图表 44. 2023 年 9 月上海商品房成交量环比小幅增加，10 月商品房成交量环比下滑.....	20
图表 45. 中央对“城中村”改造政策引导.....	21
图表 46. 本轮城中村改造与棚改、老旧小区改造区别.....	22
图表 47. 超大特大城市人口数量及商品房销售面积.....	23
图表 48. 部分超大特大城市城中村改造计划.....	23
图表 49. 剪叉式自行高空作业平台与脚手架效率对比.....	25
图表 50. 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).....	25
图表 51. 2020 年以来国内融资租赁监管标准不断提高.....	26
图表 52. 国内钢结构行业主要公司及其细分市场.....	27
图表 53. 2021 年新开工钢结构占新开工装配式建筑面积比重为 28.8%.....	27
图表 54. 装配式建筑、钢结构相关支持政策梳理.....	28
图表 55. 2016 年以来，国内适龄劳动人口占比持续下降，人口自然增长率下行，逐渐进入老龄化社会.....	29
图表 56. 建筑业农民工工资逐年上涨.....	29
图表 57. 钢结构占日本建筑物开工比重 30%以上.....	29
图表 58. 美国非住宅及多层住宅领域钢结构占比 40%以上.....	29
图表 59. 钢结构市场规模测算.....	30
图表 60. 轨道扣件衍化过程.....	30
图表 61. 有砟轨道结构.....	31

图表 62. 无砟轨道结构 .....	31
图表 63. 弹条Ⅳ型扣件, 适配有砟无挡肩轨道 .....	31
图表 64. 弹条Ⅴ型扣件, 适配有砟有挡肩轨道 .....	31
图表 65. WJ-7 型扣件, 适配无砟无挡肩轨道 .....	31
图表 66. WJ-8 型扣件, 适配无砟有挡肩轨道 .....	31
图表 67. 国内高铁、重载扣件主要供应商情况 .....	32
图表 68. 国内轨道检查周期 .....	33
图表 69. 2023-2035 远期扣件需求测算 .....	33
图表 70. 高铁扣件需求变化大致滞后铁科轨道营收变化一年 .....	33
图表 71. 行业企业营收变化趋势接近 .....	33
附录图表 72. 报告中提及上市公司估值表 .....	36

## 回顾与复盘

### 建筑指数先涨后跌，估值回落历史底部

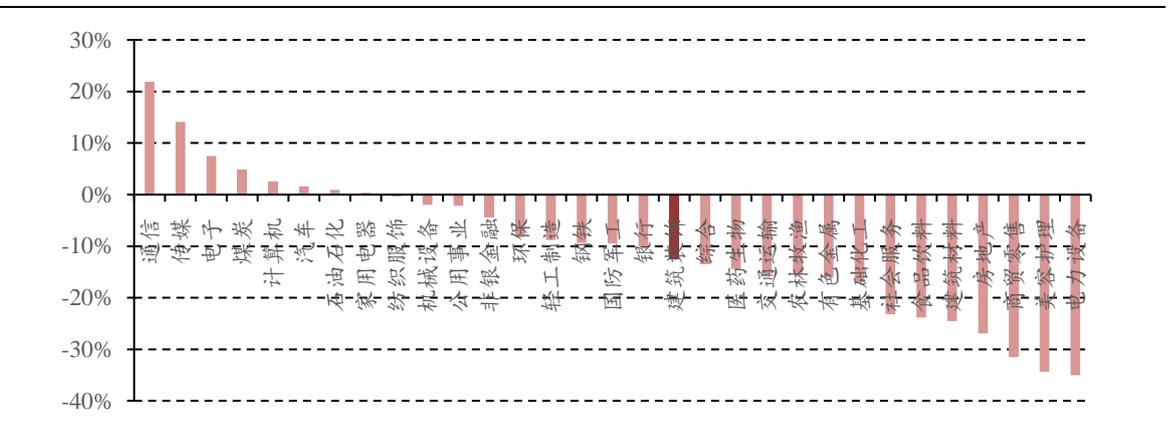
以五月份为分界点，建筑板块指数先涨后跌。2023年1-5月份，“中特估”、“一带一路”等主题投资盛行，建筑企业作为一带一路出海的排头兵，且建筑央企作为“中字头”企业，符合中国特色估值体系要求，导致1-5月份建筑板块指数一路走高，跑赢同花顺全A。5月份后市场偏好转移，二季度经济下行压力增加，下半年固定资产投资力度有所减弱，房地产复苏不及预期，导致建筑指数持续下跌。截至12月22日，申万建筑指数累计下滑8.4%，同花顺全A累计上涨4.6%，建筑板块跑输同花顺全A。建筑板块涨跌幅在31个申万一级行业中排名第18，跌幅较大。

图表 1. 截至 12 月 22 日，申万建筑指数总体跑输同花顺全 A



资料来源：iFinD，中银证券

图表 2. 截至 12 月 22 日，建筑板块涨跌幅在 31 个申万一级行业中排名第十八



资料来源：iFinD，中银证券

注：数据截至 2023 年 12 月 22 日

**制造业和基建投资稳步增长，地产投资继续下行。**2023年1-11月，全国固定资产投资累计完成额为74.93万亿元，同增2.9%。其中制造业投资完成额合计25.2万亿元，同增6.3%；基建投资完成额合计20.5万亿元，同增8.0%；地产投资完成额合计10.4万亿元，同减16.0%。制造业和基建投资保持稳步增长态势，地产投资仍较为疲软。

**销售、开工数据疲软，竣工好转但持续性堪忧。**2023年1-11月，房屋新开工面积合计8.7亿平，同降21.7%，依然处于深度负增长区间；竣工面积合计6.5亿平，同增17.1%，较2022年同期实现大幅好转；商品房销售面积合计10.1亿平，同降17.1%。2023年一季度地产需求回暖，拉动销售面积同比降幅缩小，但4月后未能延续向好趋势，销售面积同比降幅逐月扩大，下半年单月销售面积同比降幅均在20%左右。1-11月地产开工数据持续低迷，累计同比降幅达到21.7%，当前房企资金仍偏紧，销售疲软导致房企开工动力不足。1-11月竣工数据表现较好，较上年同期累计增长17.1%。但考虑到开工与竣工数据之间有约三年的时滞，近年来开工数据的疲软也会导致后续竣工数据有所下滑，竣工表现较好的持续性堪忧。

图表 3. 2023 年 1-11 月制造业于基建投资持续增长，地产投资仍较为疲软



资料来源：iFinD，中银证券

图表 4. 2023 年 1-11 月开工数据依然负增长，竣工有所好转



资料来源：iFinD，中银证券

图表 5. 开工与竣工数据之间有约三年的时滞

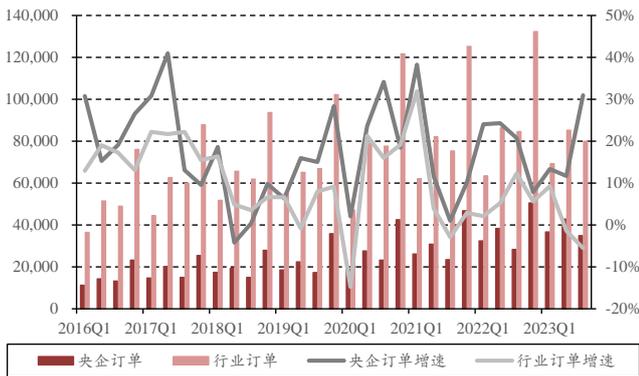


资料来源：Wind，中银证券

**建筑央企新签订单增速好于行业。**2023 年前三季度，八大建筑央企新签订单合计 11.4 万亿元，较上年同期增长 15.6%。前三季度建筑行业新签订单金额合计 23.4 万亿元，同比基本持平。建筑央企新签订单增速水平明显高于行业整体订单增速。

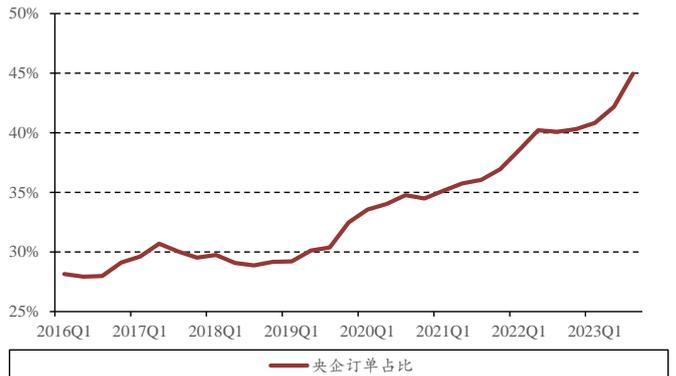
**建筑央企新签订单占行业订单比重不断提升，建筑行业集中度不断增加。**截至 2023 年三季度末，建筑央企新签订单占行业订单比重为 45.0%，较上年同期提升了 4.9pct。建筑央企资金实力雄厚，市场资源丰富，使得建筑行业订单不断向央企集中，新签订单口径下行业集中度持续提高。

图表 6. 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：公司公告，iFinD，中银证券

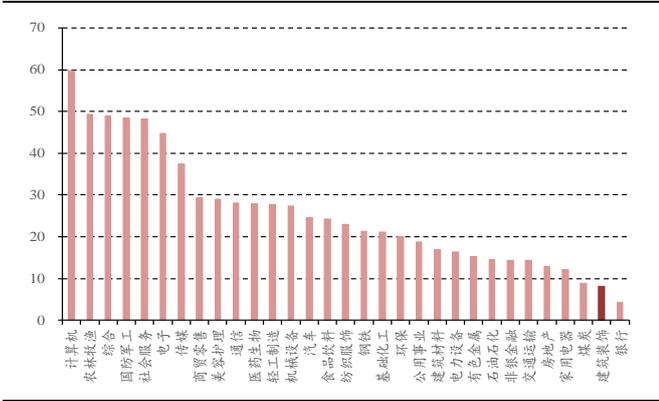
图表 7. 建筑央企新签订单占比稳步提升



资料来源：公司公告，iFinD，中银证券

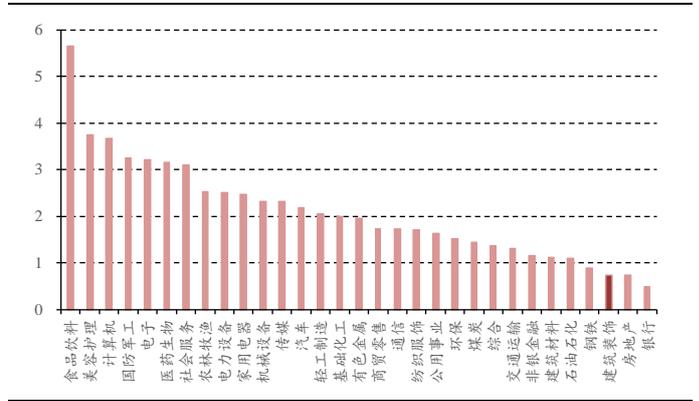
横向对比来看，建筑装饰 PE 与 PB 均低于其他行业水平。截至 2023 年 12 月 22 日收盘，建筑装饰行业 PE (TTM) 为 8.18 倍，在申万全部 31 个一级行业中排名倒数第二，仅高于银行；建筑装饰行业 PB (LF) 为 0.74 倍，在申万全部 31 个一级行业中排名倒数第三，仅高于银行和房地产。当前建筑行业估值水平较低，具有较大提升空间。

图表 8. 截至 2023 年 12 月 22 日，建筑 PE 仅高于银行



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 9. 截至 2023 年 12 月 22 日，建筑 PB 仅高于银行和房地产



资料来源: iFinD, 中银证券

纵向对比来看，建筑行业估值水平处于十年以来较低位置。截至 2023 年 12 月 22 日收盘，申万建筑装饰行业十年以来 PE (TTM) 与 PB (LF) 最低值分别为 7.88 倍、0.73 倍，最高值分别为 33.60 倍、3.89 倍，目前建筑行业 PE、PB 均处于十年以来的估值较低水平。

图表 10. 建筑估值处于十年以来相对较低位置



资料来源: Wind, 中银证券

## 基本面主线一：基建是稳增长抓手，关注实物工作量落地情况

### 出口承压，消费回暖，下半年投资力度减弱

2023 年前三季度，我国 GDP 累计增速为 5.2%，明显超过 2022 年前三季度 3.0% 的增速水平。但这种改善主要是建立在去年同期基数较低背景下得到的。2023 年前三季度与 2021 年同期相比，GDP 两年平均增速仅为 4.1%，明显低于疫情前三年（2017-2019 年）6.6% 的平均增长水平。

**进入四季度，我国经济景气程度复而走弱。**反映我国经济景气程度的制造业采购经理人指数（PMI）在 2023 年三季度回升，9 月份进入 50 以上的扩张区间后，10-11 月份复又回落至 50 以下的收缩区间，经济景气度继续走弱。

**出口承压，消费回暖，投资力度减弱。**2023 年 1-11 月，我国出口金额累计同比增速持续下滑至 -5.2%，且下半年累计同比降幅总体呈现扩大趋势。今年年初以来发达国家制造业 PMI 指数连续下滑，经济景气度不断下降，对我国出口形成制约，导致我国出口金额在一季度实现正增长后转入下滑区间，且降幅逐月扩大。消费领域，2023 年 1-11 月我国社零总额累计同比增速呈现上升态势，其中虽有去年同期低基数影响，也在一定程度上表明我国居民消费正在回暖。

图表 11. 2023 年 1-11 月我国出口金额持续承压(单位:%)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 12. 2023 年社零数据总体保持增长趋势(单位:%)



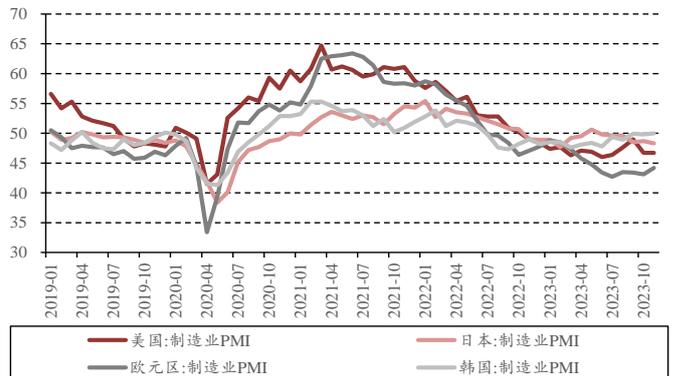
资料来源: Wind, 中银证券

图表 13. 2023Q4 我国经济景气度复而走弱(单位:%)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 14. 发达经济体经济景气度下降对我国出口形成制约(单位:%)



资料来源: Wind, 中银证券

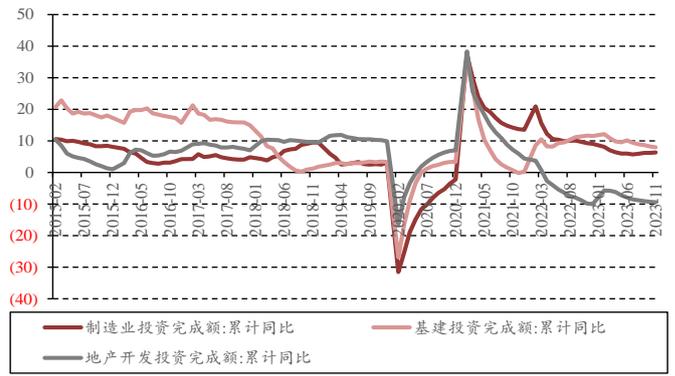
投资领域，2023 年 1-11 月，我国固定资产投资完成额累计同比增速总体呈现下降趋势，表明我国投资力度有所减弱。分项来看，2023 年 1-11 月我国制造业投资累计同比增速保持稳定较高水平；基建投资同比仍保持增长，但下半年开始增幅逐渐缩小；地产投资仍深陷负增长区间且累计同比降幅逐月扩大。

图表 15. 2023 年 1-11 月我国固定资产投资力度有所减弱 (单位: %)



资料来源: Wind, 中银证券

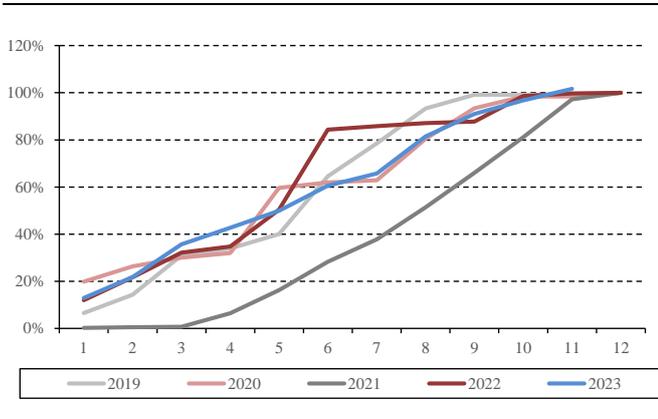
图表 16. 2023 年 1-11 月制造业投资增速保持稳定较高水平, 地产仍深陷负增长区间 (单位: %)



资料来源: Wind, 中银证券

专项债发行节奏放缓, 新开工项目投资额下滑, 下半年基建投资力度减弱。专项债作为基建投资的重要资金来源, 其发行节奏在一定程度上可以代表基建投资强度。2023 年 1-11 月, 地方政府新增专项债券基本发行完毕, 但发行节奏较 2022 年同期放缓。2022 年 1-7 月新增专项债发行额度占比已超过 85%, 2023 年同期占比仅有 65.7%。2023 年 1-11 月固定资产新开工项目计划投资额累计同比增速不断下滑, 4 月份起增速由正转负, 且下半年降幅持续扩大。反映到基建投资增速上, 2023 年 1-11 月基建投资累计同增 8.0%, 但下半年增速水平较为低迷, 表明下半年基建投资力度有所放缓。

图表 17. 2023 年 1-11 月专项债发行进度不及 2022 年同期



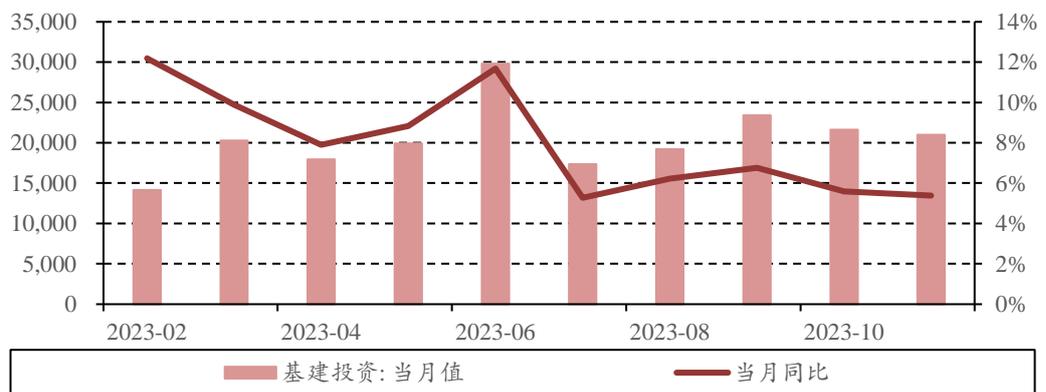
资料来源: Wind, 中银证券

图表 18. 2023 年 1-11 月, 固定资产新开工项目投资额累计同比增速持续下滑 (单位: %)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 19. 2023 年 1-11 月基建投资增速水平呈现下滑趋势 (单位: 亿元)



资料来源: 国家统计局, 中银证券

## 基建实物工作量落地情况仍不及预期

基建实物工作量落地不及预期仍是主要问题。2023年4月以来水泥月度产量增速进入负增长区间，基建投资增速与水泥产量增速之间的背离走势延续。石油沥青和挖掘机开工小时数在 ttm 口径下也仍未走出下滑区间，但同比降幅有所缩小。总体来看，2023年水泥产量、沥青表观消费量和挖掘机开工小时数等与基建实物工作量相关的指标表现依然不及预期。

图表 20. ttm 口径下水泥产量仍同比下降（单位：万吨）



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 21. 2023 年基建投资增速与水泥产量增速持续背离



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 22. ttm 口径下石油沥青消费量仍处于负增长区间（单位：吨）



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 23. 2023 年挖掘机开工小时数表现仍较为低迷



资料来源：Wind，中银证券

## 2024 年经济工作定调，宏观政策调节继续强化

中央政治局会议定调 2024 年经济工作，“稳中求进、以进促稳、先立后破”是总基调。2023 年 12 月 8 日召开的中央政治局会议定下 2024 年经济工作总基调，强调要“坚持稳中求进、以进促稳、先立后破”，强化宏观政策逆周期和跨周期调节。12 月 11-12 日召开的中央经济工作会议进一步阐明了 2024 年各项经济工作要求：**在基建领域**，会议强调“发挥好政府投资的带动放大效应，实施政府和社会资本合作新机制，支持社会资本参与新型基础设施等领域建设”；**在房地产领域**，会议将“积极稳妥化解房地产风险”放在首位，要求“一视同仁满足不同所有制企业的房地产企业合理融资需求”，房企融资限制有望进一步放松。会议同时强调加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”，加快构建房地产发展新模式。

在中央会议表述中，“稳增长”被赋予新的政策内涵。2024 年有望在经济稳步增长的同时，经济活力切实增强，产业结构进一步优化，从而实现“以进促稳、先立后破”。扩内需方面，会议要求“要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环”，后续政策端有望积极扩大有效投资。财政政策方面，会议要求“积极的财政政策要适度加力、提质增效”、“提高资金效益和政策效果，优化财政支出结构”。2023 年四季度开始，财政支出力度加大，10 月底中央财政增发 1 万亿元国债，全部通过转移支付安排给地方，专项用于支持灾后恢复重建和提升防灾减灾能力。近日，根据工作机制确定的项目，财政部已下达第一批国债资金预算。预计 2024 年基建等稳增长领域仍为财政支出的重点领域，投资仍是 2024 年经济稳增长重要抓手。

图表 24. 2022-2023 年中央政治局会议相关表述对比

	2023 年 12 月	2023 年 7 月	2022 年 12 月
工作基调	坚持“稳中求进、以进促稳、先立后破”， <b>强化宏观政策逆周期和跨周期调节。</b>	精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。	坚持稳字当头、稳中求进。
财政政策	<b>积极的财政政策要适度加力、提质增效。</b>	继续实施积极的财政政策。	积极的财政政策要加力提效。
货币政策	<b>稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。</b>	稳健的货币政策	稳健的货币政策要精准有力。
内需	<b>着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环。</b>	积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用。	着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。
防风险	<b>要持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。</b>	切实防范化解重点领域风险。	要有效防范化解重大经济金融风险，守住不发生系统性风险的底线。

资料来源：共产党员网，中银证券

图表 25. 2022&2023 年中央经济工作会议相关表述对比

	2023	2022
形势判断	进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有 <b>效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多</b> ，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。	经济恢复的基础尚不牢靠，需求收缩、攻击冲击、预期转弱三重压力仍然较大。
工作基调	坚持 <b>稳中求进、以进促稳、先立后破</b> ，多出有利于 <b>稳增长、稳预期、稳就业</b> 的政策，在 <b>转方式、调结构、提质量、增效益</b> 上积极进取。	坚持稳字当头、稳中求进。
宏观政策	<b>要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策</b> ，加强政策工具创新和协调配合。	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。
财政政策	<b>积极的财政政策要适度加力、提质增效。</b> 要用好财政政策空间， <b>提高资金效益和政策效果；优化财政支出结构。</b>	积极的财政政策要加力提效。保持必要的财政支出强度。
货币政策	<b>稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。</b> 保持流动性合理充裕， <b>社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。</b> 发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能； <b>促进社会综合融资成本稳中有降。</b>	稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。
内需	<b>扩大国内需求。要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。</b>	着力扩大国内需求。要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。
制造业投资	实施制造业重点产业链高质量发展行动。要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引， <b>推动大规模设备更新和消费品以旧换新。</b>	
基建	<b>发挥好政府投资的带动放大效应</b> ，重点支持关键核心技术攻关、新型基础设施、节能减排降碳，培育发展新动能。完善投融资机制，实施政府和社会资本合作新机制， <b>支持社会资本参与新型基础设施等领域建设。</b>	加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通。
房地产	积极稳妥化解房地产风险， <b>一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求</b> ，促进房地产市场平稳健康发展。 <b>加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。</b> 完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。	确保房地产市场平稳发展，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，探索长租房市场建设。
消费	<b>推动消费从疫后恢复转向持续扩大，培育壮大新型消费</b> ，大力发展数字消费、绿色消费、健康消费，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。 <b>稳定和扩大传统消费</b> ，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费。 <b>增加城乡居民收入，扩大中等收入群体规模，优化消费环境。</b>	要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。

资料来源：共产党员网，中银证券

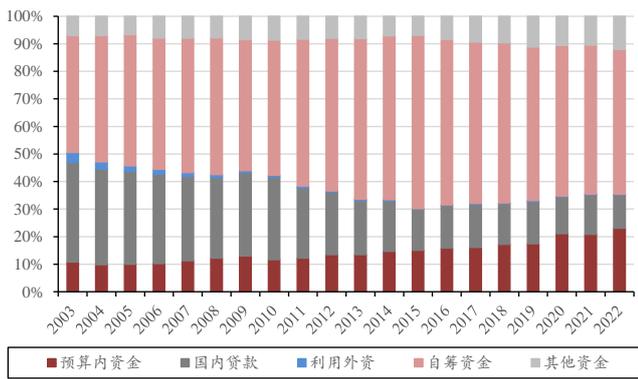
## 预计 2024 年基建投资增速约 4.8%

我们预计 2023 年全年基建投资完成额约为 22.7 万亿元，同增 7.7%。要预测 2023 年基建投资增速，首先要对 2022 年的基建投资规模进行测算。2023 年 1-11 月基建投资完成额合计 20.5 万亿元，同增 8.0%；其中 11 月当月基建投资完成额为 2.1 万亿元，同增 5.4%。假设 12 月基建投资完成额同比增长 5%，则预计 2023 年基建投资规模为 22.7 万亿元，同增 7.7%。

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。

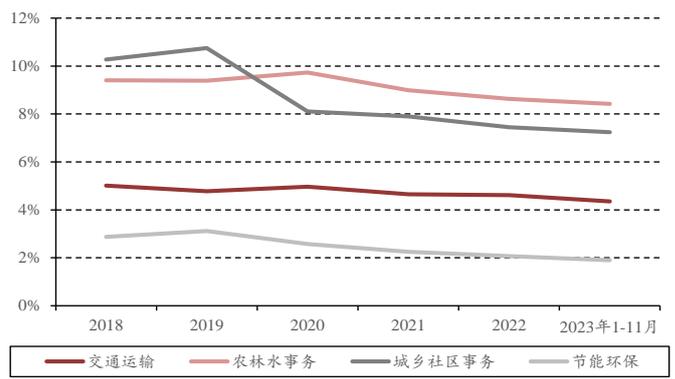
一般公共预算：2023年1-11月，我国公共财政支出累计达到23.8万亿元，同增4.9%。假设全年公共财政支出累计增速为4.5%，则2023年公共财政支出规模约为27.2万亿元。假设2024年公共财政支出增速为6%，且公共财政支出中投向交通运输、农林水事务、城乡社区事务和节能环保等四大基建领域的比重为23.5%，则2024年一般公共预算预计为基建投资提供的资金规模为6.8万亿元。

图表 26. 国家预算内资金、国内贷款及自筹资金为基建投资主要资金来源



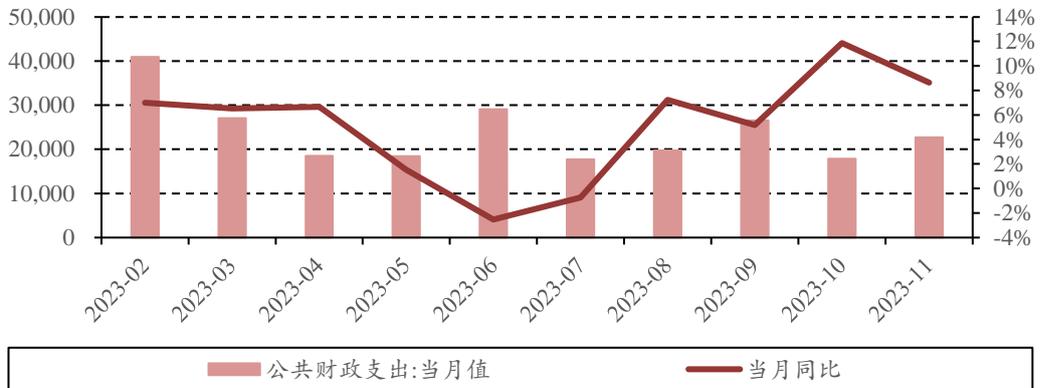
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 27. 2023 年基建相关财政支出占比小幅下滑



资料来源：财政部，中银证券

图表 28. 1-11 月公共财政支出同比稳步增长（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，中银证券

**政府性基金预算：**与基建有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。2023年1-11月，国有土地使用权出让收入累计值为4.2万亿元，同减17.9%。假设2023年土地出让收入同比下降18%，则全年土地出让收入规模约为5.5万亿元。假设2024年土地出让收入继续下滑但降幅缩小，为5%，且基建相关支出占比仍为1/3左右，则2024年土地出让收入为基建投资提供的资金规模约为1.7万亿元。

2023年1-11月，地方政府专项债券累计发行规模为5.85万亿元，同增15.2%。假设全年地方政府专项债同比增长15.0%，则2023年地方政府专项债发行规模合计为5.9万亿元。假设2024年专项债发行规模增速为-3%，基建投向占比提升到68%，则2024年地方政府专项债券为基建投资提供的资金规模约为3.9万亿元。

图表 29. 2023 年 1-11 月土地出让收入累计同比下滑 17.9% (单位: 亿元)



资料来源: 财政部, 中银证券

图表 30. 2023 年 1-11 月专项债发行规模同比增长 15.2% (单位: 亿元)



资料来源: 财政部, 中银证券

**国内贷款:** 2023 年 1-11 月, 企(事)业单位新增中长期人民币贷款合计 12.7 万亿元, 累计同比增长 29%。假设 2023 年累计增长 30%, 则全年企(事)业单位新增中长期人民币贷款合计 14.4 万亿元。假设 2024 年 M2 增速为 20%, 基建投向占比为 22.5%, 则 2024 年企(事)业单位新增中长期人民币贷款为基建投资提供的资金规模约为 3.9 万亿元。

**自筹资金:** 城投债是自筹资金的主要组成部分。截至 2023 年 11 月 30 日, 城投债累计发行规模为 6.1 万亿元, 同增 23.0%。假设 2023 年城投债发行额同比增长 20%, 考虑到地方政府债务约束, 预计 2024 年城投债发行速度有所减缓, 假设同比增速为 15%, 基建投向占比为 65%, 则 2024 年城投债为基建投资提供的资金规模约 4.8 万亿元。

**其他资金:** 2023 年 1-11 月, 社融规模为 33.6 万亿元, 同增 9.7%; 假设 2023 年社融累计同增 10%, 2024 年社融增速为 8%, 且基建投向占比为 7%, 则预计 2024 年社融为基建投资提供的资金规模约 2.7 万亿元。

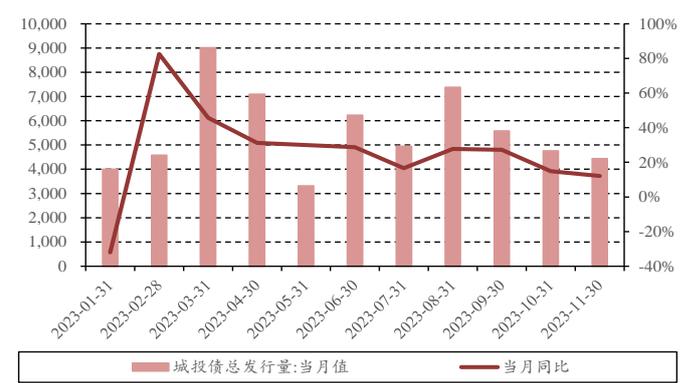
**利用外资:** 假设 2024 年外商直接投资规模累计同增 5%, 基建投向占比为 16%, 则 2024 年外商投资为基建投资提供的资金规模约 0.03 亿元。

图表 31. 2023 年 1-11 月企(事)业单位中长期贷款同比增幅较大 (单位: 亿元)



资料来源: 中国人民银行, 中银证券

图表 32. 2023 年 1-11 月城投债发行额同比增长超过 20% (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中银证券

综上, 我们预计 2024 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 23.8 万亿元, 较 2023 年增幅约为 4.8%。

近期中央层面会议强调 2024 年经济工作要“稳中求进、以进促稳、先立后破”, 强化宏观政策跨周期和逆周期调节, 基建投资有望成为 2024 年稳增长的重要发力点。资金方面, 稳增长政策背景下预计 2024 年中央财政支出力度有望加大, 万亿特别国债下达进一步增加基建资金规模, 预计 2024 年基建投资增速水平稳健。当前万亿特别国债中大部分已经落实到项目, 在 2024 年基建投资资金预计较为充足的情况下, 我们认为基建实物工作量的落地更为重要。

## 基本面主线二：地产政策宽松持续，城中村改造注入新动能

### 2023年房地产行业依然承压

2023年地产销售依然疲软，投资深陷负增长区间。2023年1-11月，商品房累计销售面积达到10.05亿平，较上年同期下滑17.1%；商品房累计销售额为10.53万亿元，同减5.2%。与2022年相比，今年商品房销售面积和销售额降幅有所缩小，但从年初至今依然呈现逐月扩大的态势，下半年商品房单月销售面积同比降幅均超过20%，表明2023年我国地产销售尚无明显好转，仍较为乏力。

地产投资方面，2023年房地产投资仍深陷负增长区间。2023年1-11月地产开发投资完成额累计10.40万亿元，较上年同期下滑16.0%，降幅高于2022年全年水平。除今年一季度降幅较小，二季度以来地产投资单月降幅均接近20%。2023年房地产投资依然处于疲软状态。

图表 33. 2023 年 1-11 月地产投资仍处于下行区间  
(单位：亿元)



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 34. 2023 年 1-11 月商品房销售面积同比依然下滑  
(单位：万平方米)



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 35. 2023 年 1-11 月商品房销售额同比下降且降幅较大  
(单位：亿元)



资料来源：国家统计局，中银证券

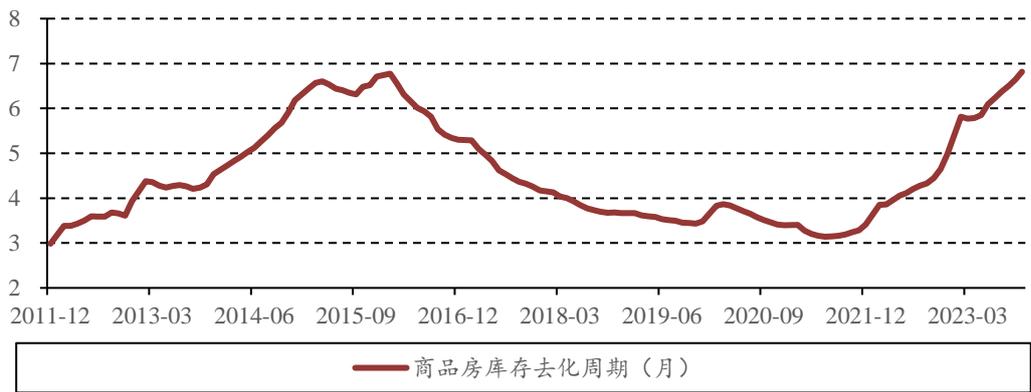
图表 36. 2023 年 1-11 月商品房销售单价同比增速小幅提升  
(单位：元/平)



资料来源：国家统计局，中银证券

房地产市场去库存压力仍较大。2023年，全国商品房库存去化周期持续提升。截至2023年11月，全国商品房库存去化周期达到6.82个月，较年初增加了一个月，达到2016年2月以来的最高水平。虽然今年地产831新政的提出使得9月份商品房销售面积有明显增长，但过去12个月持续的效果疲软以及商品房待售面积的持续增加，都导致房地产市场去库存压力较大。

图表 37. 2023 年房地产市场去库存压力持续提高



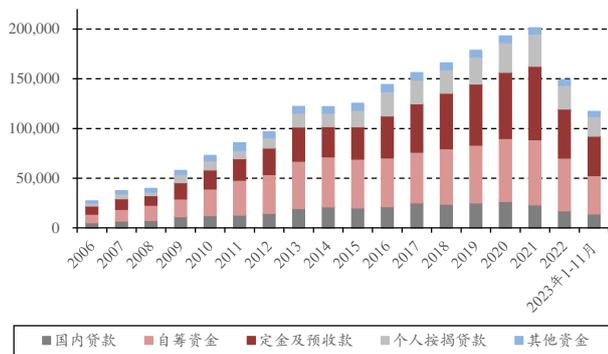
资料来源：国家统计局，中银证券

注：商品房库存去化周期=商品房待售面积累计值/（过去12个月商品房累计销售面积/12）

**房地产开发资金规模显著收缩，商品房销售回款为主要资金来源。**2023 年 1-11 月，房地产开发资金合计 11.70 万亿元，较 2022 年同期下滑了 14.1%；跟 2021 年同期相比的两年平均增速为 -20.1%。房地产开发资金规模明显收缩。国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款等各主要资金来源两年平均增速也均在 -20% 左右。

分资金来源看，定金及预收款和个人按揭贷款占地产开发资金的比重自 2014 年起一路走高，国内贷款和自筹资金占比近年来总体呈现下降趋势。截至 2023 年 11 月，定金及预收款和个人按揭贷款占比升高至 50.9%。同时期内，国内贷款占地产资金来源比重也有所上升，为 12.2%，较 2022 年全年提升了 0.5pct。地产自筹资金比重则有所下滑，截至 2023 年 11 月自筹资金占比为 32.9%，较 2022 年全年下滑了 2.6pct。由此可见，房企资金压力依然较大，主要依靠商品房销售回款。下游购房需求不振导致房企资金回流困难，难以进行后续投资。

图表 38. 房地产开发主要资金来源（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 39. 2023 年销售回款占比提升



资料来源：国家统计局，中银证券

## 新政密集落地，地产政策环境宽松

**地产新政密集落地，需求端、供给端、融资端均有覆盖。**我国地产行业放松过程循序渐进，随市场表现逐步出台、力度逐渐加大。2020-2021年6月，中央出台一系列地产行业收紧政策，导致行业供需两端均出现负反馈，地产行业快速降温，销售、拿地、开工等数据显著下行。2021年9月央行首次提出“两个维护”：维护房地产市场健康发展，维护住房消费者的合法权益。房地产行业政策纠偏信号明确。2022年4月中央政治局会议强调“支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”，政策指向更加明确，在激活居民住房刚需及改善性需求的同时，也拓宽了房企融资渠道。2022年11月，“金融十六条”出台，以“三支箭”为核心的融资端优化政策持续推进。2023年，地产宽松政策力度加大。3月两会政府工作报告提出“加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求”；4月中央政治局会议提出“推动建立房地产业发展新模式”。7月中央政治局会议为房地产行业定调，提出要“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”、“加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产”。11月，央行、金融监管总局和证监会举办的金融机构座谈会要求一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷。继续用好“第二支箭”支持民营房企发展融资，支持房企通过资本市场合理股权融资。

**地方层面，8月以来高能级城市成为政策宽松实施主体，核心城市松绑力度加大。**2023年8月30日，广州、深圳率先落地执行首套房“认房不用认贷”政策，9月1日，北京、上海跟进执行。限购方面，南京、合肥、济南等14个二线城市全面取消限购政策，一线城市中广州放松了近郊限购政策。限贷方面，广州、深圳商贷首付比例已降至首套房30%、二套房40%，北京、上海首套房首付比例均降至30%；杭州等部分核心二线城市首付比例降至首套房25%、二套房35%。普宅认定标准方面，深圳、北京、上海等一线城市均对普通住宅标准进行了优化，增加普通住宅占比，进一步降低了购房门槛。

**供给方面，“三大工程”建设加快推进。**城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设和保障性住房建设合称“三大工程”，2023年4月中央政治局会议上提出在超大特大城市积极稳步推进三大工程建设；7月国务院审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，明确三大工程建设的重要性。

图表 40. 2021-2023 年中央层面房地产行业相关政策

时间	部门	文件/会议	相关内容
需求端	2021 年 9 月	中国人民银行货币政策委员会	中国人民银行货币政策委员会 2021 年第三季度例会 明确“ <b>维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益</b> ”。
	2022 年 4 月	中央政治局	中央政治局会议 强调支持各地从当地实际出发完善房地产政策， <b>支持刚性和改善性住房需求</b> ，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展
	2022 年 7 月	中央政治局	中央政治局会议 强调因城施策用足用好政策工具箱， <b>支持刚性和改善性住房需求</b> ，压实地方政府责任， <b>保交楼、稳民生</b> 。
供给端	2023 年 3 月	十四届全国人大一次会议	<b>加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题</b> 。有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。
	2023 年 4 月	中央政治局	中央政治局会议 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展， <b>推动建立房地产业发展新模式</b> 。
	2023 年 7 月	中央政治局	中央政治局会议 要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱， <b>更好满足居民刚性和改善性住房需求</b> ，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产
	2023 年 9 月	中国人民银行	中国人民银行货币政策委员会 2023 年第三季度例会 加大对“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度，推动建立房地产业发展新模式，促进房地产市场平稳健康发展。
	2023 年 7 月	住建部	住建部企业座谈会 要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施；继续做好保交楼工作，加快项目建设交付，切实保障人民群众的合法权益。
	2022 年 10 月	二十大报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
融资端	2023 年 2 月	证监会	证监会启动不动产私募投资基金试点工作。此次试点工作是健全资本市场功能， <b>促进房地产市场盘活存量，支持私募基金行业发挥服务实体经济功能的重要举措</b> 。
	2023 年 10 月	中央金融工作会议	会议强调“要促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理， <b>一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求</b> 。”
	2023 年 11 月	中国人民银行、金融监管总局、中国证监会	中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融机构座谈会 会议强调 <b>各金融机构要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷</b> 。
	2023 年 11 月	中国人民银行、银保监会	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》 为保持房地产融资平稳有序，通知提出，稳定房地产开发贷款投放，支持个人住房贷款合理需求， <b>稳定建筑企业信贷投放，支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，保持债券融资基本稳定，保持信托等资管产品融资稳定</b> 。

资料来源：中国政府网，中银证券

图表 41. 2023 年地方层面房地产行业相关政策

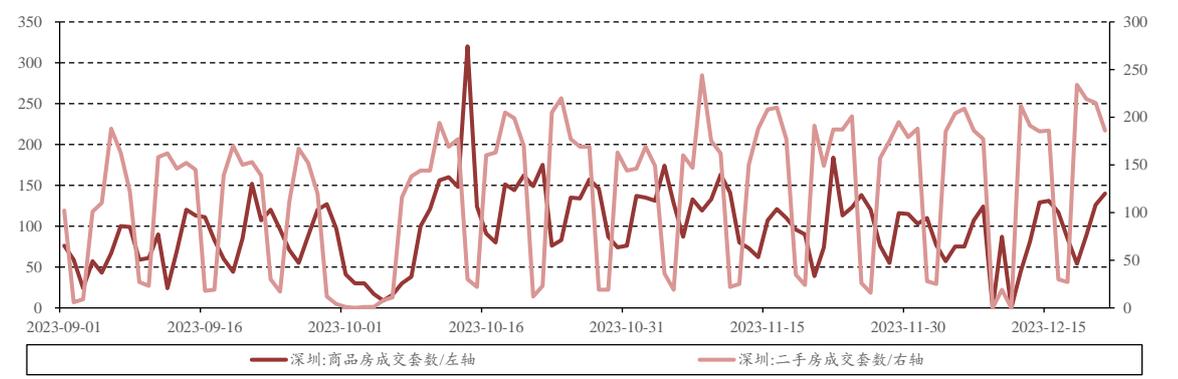
	时间	部门	文件/会议	相关内容
认房不认贷	2023 年 8 月	广州市人民政府	《关于优化我市个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》	明确居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。
	2023 年 8 月	深圳市住房和建设局	《关于优化我市个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》	深圳居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在我市名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。通知自 2023 年 8 月 31 日起施行。
	2023 年 9 月	上海市住房城乡建设管理委、上海市房屋管理局、中国人民银行上海市分行、国家金融监督管理总局上海监管局联合		从 9 月 2 日起，上海执行购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。这份名为《关于优化我市个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》规定，居民家庭在申请贷款购买商品住房时，家庭成员在上海市名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。
限购	2023 年 10 月	杭州市住房保障和房产管理局	《关于优化调整房地产市场调控措施的通知》	按照新政，杭州市住房限购范围由原来的上城区、拱墅区、西湖区、滨江区、萧山区、余杭区、临平区、钱塘区、富阳区缩减为上城区、拱墅区、西湖区、滨江区。同时，杭州市户籍家庭在本市限购范围内限购 2 套住房；非本市户籍家庭在本市区范围内有缴纳城镇社保或个人所得税记录的，可在本市限购范围内限购 1 套住房。
	2023 年 12 月	北京市住房和城乡建设委员会	《关于调整优化本市普通住房标准和个人住房贷款政策的通知》	北京首套房的首付比例 30%，不分普宅还是非普宅，不分商贷还是公积金。贷款最长年限从 25 年恢复至 30 年。贷款利率下调 首套房：城六区 4.2%，非城六区 4.3%起，二套房：城六区 4.8%，非城六区 4.75%。普宅标准上调
	2023 年 12 月	宁波市高新区	《高新区住房购房补贴实施办法》	对符合条件的新建商品住房购房人一次性给予购房完税金额（即税收完税证明中记载的计税总额）1%的货币补贴，最高不超过 6 万元；对符合条件的二手住房购房人一次性给予购房完税金额 1%的货币补贴，最高不超过 4 万元。
限贷	2023 年 8 月	中国人民银行 国家金融监督管理总局	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 30%。首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点。
	2023 年 12 月	北京市住建委、中国人民银行北京市分行、国家金融监督管理总局北京监管局、北京住房公积金管理中心、国家税务总局北京市税务局	《关于调整优化本市普通住房标准和个人住房贷款政策的通知》	调整首套房、二套房的首付比例，首套房首付比例统一降至 30%，二套房首付比例最低为 40%。
	2023 年 12 月	上海市房管局	-	从 12 月 15 日起调整普通住房标准和优化差别化住房信贷政策，更好满足居民刚性和改善性住房需求。普通住房标准将调整，不再看总价。全市首套房首付比例从 35%降至 30%，自贸区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 6 个行政区的二套房首付比例从 50%降至 40%。
普宅认定标准	2023 年 12 月	上海市房管局	《关于调整本市普通住房标准的通知》	规定可以享受优惠政策的普通住房，应同时满足以下条件：一是五层以上(含五层)的多高层住房，以及不足五层的老式公寓、新式里弄、旧式里弄等；二是单套住房建筑面积在 144 平方米以下(含 144 平方米)
	2023 年 12 月	北京市住建委、中国人民银行北京市分行、国家金融监督管理总局北京监管局、北京住房公积金管理中心、国家税务总局北京市税务局	《关于调整优化本市普通住房标准和个人住房贷款政策的通知》	须满足三个方面：住宅小区建筑容积率在 1.0（含）以上；单套建筑面积在 144 平方米（含）以下；实际成交价格低于确定的价格标准，其中五环内单价低于 85000 元/平方米，五至六环之间单价低于 65000 元/平方米，六环以外单价低于 45000/平方米。

资料来源：中国政府网，中银证券

## 预计 2024 年政策宽松效果有望持续

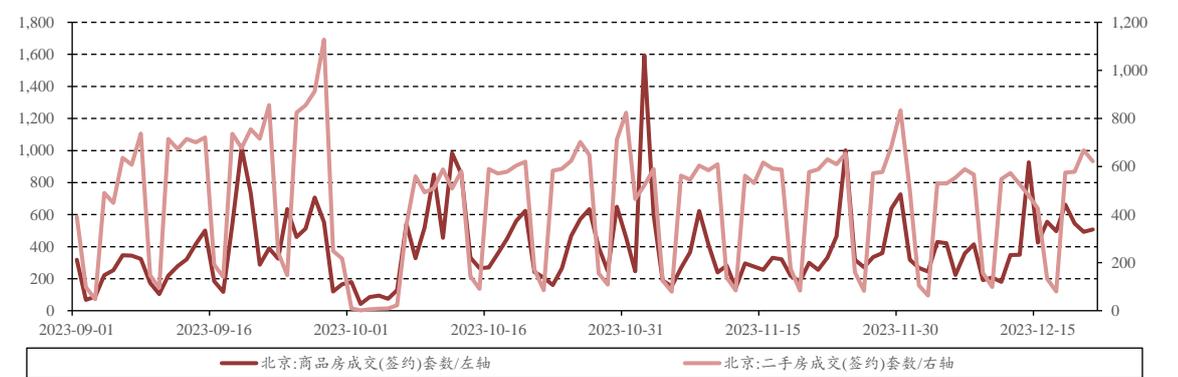
“认房不认贷”政策实施效果持续性较弱，预计 2024 年房市政策将进一步优化，宽松效果有望持续。北京在 2023 年 9 月 1 日开始执行“认房不认贷”后，9 月商品房日均成交(签约)套数为 358 套，二手房日均成交(签约)套数为 529 套，环比 8 月份分别提升 13.4%、30.2%。但政策效果持续时间不长，10 月二手房成交(签约)环比 9 月即开始下滑。9 月上海商品房日均成交套数为 538 套，环比 8 月增加 7.8%，但 10 月份商品房日均成交套数环比 9 月均有下滑，商品房日均成交套数甚至不及 8 月份水平。11 月深圳调整商品房首付比例和优化普通住宅认定标准后，11 月 22 日-12 月 22 日商品房日均成交套数为 95 套，二手房日均成交套数为 141 套，较 11 月 1 日-21 日日均成交量分别变动-14.4%、6.3%。政策出台后商品房市场未见明显提振。虽然“认房不认贷”政策对京沪房市提振作用有限，但两地商品房首付比例的调整以及对普通住宅认定标准的优化有望进一步带动市场回升。中央经济工作会议之后京沪房市政策同步调整且力度较大，对楼市发展起到风向标作用，预计 2024 年各地房市政策将进一步优化，政策宽松效果有望持续。

图表 42. 2023 年 11 月政策出台后深圳商品房市场未见明显提振



资料来源：深圳市国土资源和房产管理局，中银证券

图表 43. 2023 年 9 月北京楼市环比提振作用明显，但 10 月二手房成交量即环比回落



资料来源：北京市住建委，中银证券

图表 44. 2023 年 9 月上海商品房成交量环比小幅增加，10 月商品房成交量环比下滑



资料来源：上海市房屋管理局，中银证券

## 城中村改造：城市更新有望为行业注入新动能

今年以来，中央层面会议多次提及城中村改造。2023年4月，中央政治局会议提出在超大特大城市积极稳步推进城中村改造；7月21日国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，明确要求“推进以人为核心的新型城镇化，推动超大特大城市加快转变发展方式”；8月1日，央行及国家外汇管理局下半年工作会议强调落实好“金融16条”，加大对城中村改造等的金融支持力度。12月11-12日中央经济工作会议再次强调“加快城中村改造、保障性住房和‘平急两用’公共基础设施等三大工程建设”。作为三大工程之一，城中村改造有望成为房地产行业向新发展模式转型的关键一步。11月22日，广州市人大常委会发布全国首个专门针对城中村改造的地方性法规条例《广州市城中村改造条例（草案修改稿·征求意见稿）》，向社会各界公开征求意见，并拟于12月下旬进行第三次审议并交付表决。2024年城中村改造步伐有望加快。

图表 45. 中央对“城中村”改造政策引导

时间	部门	政策/会议名称	具体内容
2021年8月	住建部	《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》	1)严格控制大规模拆除、增建、搬迁。2)鼓励推动由“开发方式”向“经营模式”转变，探索政府引导、市场运作、公众参与的城市更新可持续模式，政府注重协调各类存量资源，加大财政支持力度，吸引社会专业企业参与运营，以长期运营收入平衡改造投入， <b>鼓励现有资源所有者、居民出资参与微改造。</b>
2022年3月	国家发改委	《2022年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	有序推进城市更新，因地制宜改造一批大型老旧街区和城中村。注重修缮改造既有建筑，防止大拆大建。
2022年10月		二十大报告	<b>加快转变超大特大城市发展方式</b> 、实施城市更新行动，加强城市基础设施建设，打造宜居、韧性、智慧城市。
2023年4月		中央政治局会议	<b>在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，规划建设保障性住房。</b>
2023年7月	住建部	《关于扎实有序推进城市更新工作的通知》	1)坚持政府引导、市场运作、公众参与。2)加强存量资源统筹利用。3)健全城市更新多元投融资机制，加大财政支持力度，鼓励金融机构在风险可控、商业可持续前提下，据供合理信贷支持，创新市场化投融资模式，完善居民出资分担机制，拓宽城市更新资金渠道。4)建立政府、企业、产权人、群众等多主体参与机制，鼓励企业依法合规盘活闲置低效存量资产，支社会力量参与。
2023年7月	国务院常务会议	《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》	1)要坚持稳中求进、积极稳妥。成熟一个推进一个，实施一项做成一项。2)要坚持城市人民政府负主体责任，加强组织实施，科学编制改造规划计划，多渠道等措施改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求， <b>并把城中村改造与保障性住房建设结合好。</b> 3)要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，激励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营。
2023年7月		中央政治局会议	要加大保障性住房建设和供给， <b>积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设</b> ，盘活改造各类闲置房产
2023年7月		超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议	城中村改造是一项复杂艰巨的系统工程，要从实际出发，采取 <b>拆除新建、整治提升、拆整结合</b> 等不同方式分类改造。
2023年8月	央行及国家外汇管理局	2023年下半年工作会议	强调落实好“金融16条”，加大对 <b>住房租赁、城中村改造、保障性住房建设</b> 等金融支持力度。
2023年12月		中央经济工作会议	加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。

资料来源：中国政府网，中银证券

**城中村改造并非二次棚改。**与2015年的棚改货币化安置和2020年的城镇老旧小区改造相比，本轮城中村改造在改造范围、改造方式、安置方式、资金来源等多个维度均有明显区别，涉及改造的户数也少于老旧小区改造和棚改。

图表 46. 本轮城中村改造与棚改、老旧小区改造区别

	城中村改造	棚改	老旧小区改造
改造范围	21 个超大特大城市	三四线城市	2000 年前建成的房屋
改造方式	拆除新建、整治提升、拆整结合	拆迁	修整
量化目标	尚未公布总体量化目标	“十三五”期间计划开工 2000 万套	“十四五”期间完成 21.9 万个城镇老旧小区改造
安置方式	货币、房票、实物等多种方式结合	实物+货币化安置为主	-
土地性质	集体用地为主，净地出让	国有土地为主	-
资金来源	专项债、政策性银行贷款、城市更新基金、民间资本等	PSL、棚改专项债	政府财政支出、居民货币资金

资料来源：安居客，中银证券

**改造方式：**本轮城中村改造主要面对 21 个超大特大城市，不同于棚改主要在全国三四线城市进行，以及城镇老旧小区面向全国范围内。

**改造方式：**本轮城中村改造采取“拆除新建、整治提升、拆整结合”三种方式并行，棚改则以拆除新建为主，老旧小区改造为在原来建筑基础上修整为主。

**量化目标：**2015 年棚改提出了“十三五”期间计划开工 2000 万套的目标，实际开工数量超 2366 万套；老旧小区改造要求“十四五”期间完成 21.9 万个城镇老旧小区的改造。本轮城中村改造基本以城市当地自行确定改造数量为主，中央层面尚未提出量化指标。

**安置方式：**2015 年棚户区改造以实物+货币安置为主，本轮城中村改造则是货币、房票、实物等多种方式结合进行安置，即以地换房或以房换房，并且有望与保障房建设相结合。

**土地性质：**本轮城中村改造以集体用地为主，土地出让过程中需要转化为国有、净地出让。土地一级开发以政府为主导，实现政府引导、市场化运作模式。

**资金来源：**本轮城中村改造资金来源多样，包括专项债、政策性银行贷款、城市更新基金和民间资本等，多渠道筹措改造基金。棚改资金来源则以专项债和 PSL 为主，老旧小区改造资金来源主要包括政府财政支出和居民货币资金。

**我国超大特大城市共 19 个。**根据国务院 2014 年发布的《关于调整城市规模划分标准的通知》，城区常住人口 1000 万以上的城市为超大城市，城区常住人口在 500 万以上 1000 万以下的城市为特大城市。按照该标准，截至 2021 年末，全国共有 8 个超大城市，分别为上海、北京、深圳、重庆、广州、成都、天津、武汉。特大城市有 11 个，分别为杭州、东莞、西安、郑州、南京、济南、合肥、沈阳、青岛、长沙、哈尔滨。2023 年 1-11 月全国超大特大城市商品房销售规模合计占全国商品房销售规模的 18.7%。超大特大城市人口众多，房地产需求较为旺盛，地产市场基本面相对较好。

图表 47. 超大特大城市人口数量及商品房销售面积

	城区人口 (万人)	市区人口 (万人)	2023 年 1-11 月商品房销售面积 (万平方米)
超大城市	上海	2,489	1,544.77
	北京	1,916	946.19
	深圳	1,768	327.62
	重庆	1,650	3,311.9
	广州	1,320	759.39
	成都	1,187	1,341.02
	天津	1,165	1,077.14
	武汉	1,094	1,007.77
	杭州	993	509.9
	东莞	930	298.8
特大城市	西安	740	824.1
	郑州	719	1,412.64
	南京	693	493.31
	济南	657	1,056.6
	合肥	642	1,286.85
	沈阳	597	474.9
	青岛	580	1,283
	长沙	510	741.05
	哈尔滨	503	114.4
	合计	20,153	24,759

资料来源：中国政府网，中银证券

目前超大特大城市中仅上海、深圳、广州、济南、长沙等部分城市公布了城中村待改造规模。上海计划在 2023-2025 年安排新启动 30 个城中村改造项目，其中每年新启动 10 个改造项目。到 2027 年底，中心城区周边城中村改造项目全面完成；到 2032 年底城中村改造项目全面完成。深圳计划在 2023 年推进 4.9 万套（间）城中村规模化品质化改造提升项目。广州计划 2023 年在全市推进 127 个城中村改造项目，到 2035 年拟推进旧村庄旧城镇改造项目 297 个。济南计划到 2025 年实施 63 个旧村庄改造（包含 55 个城中村和 8 个城边村）。青岛计划 2023 年推进城中村改造项目 85 个，计划完成投资 175 亿元。

图表 48. 部分超大特大城市城中村改造计划

城市	城中村改造计划
上海	2023-2025 年计划安排新启动 30 个“城中村”改造项目，每年新启动 10 个改造项目。2023 年“城中村”改造的目标任务是：新启动“城中村”改造项目 10 个，改造老旧村（居）民房屋不少于 130 万平方米，受益村（居）民不少于 4000 户。按照计划，到 2025 年底，中心城区周边“城中村”改造项目全面启动；到 2027 年底，中心城区周边“城中村”改造项目全面完成，五个新城等重点区域“城中村”改造规模化推进，同步推进实施规划拔点、环境综合整治；到 2032 年底，“城中村”改造项目全面完成。
深圳	2023 年，深圳计划推进 4.9 万套（间）城中村规模化品质化改造提升项目。
广州	2023 年全市计划推进 127 个城中村改造项目，重点推进 17 个城市更新项目，力争完成 2000 亿元城市更新固定资产投资目标。到 2035 年拟推进旧村庄旧城镇改造项目 297 个。
成都	《成都市城市更新建设规划（2022-2025）》提出推进 31 片城中村改造。2023 年《政府工作报告》目标任务责任分解方案——用好城中村改造引导资金池，改造城中村 2448 户、棚户区 3062 户、老旧院落 616 个。
杭州	2023 年 5 月 11 日，杭州发布《关于全面推进城市更新的实施意见》，提出要“深化城中村改造工作”，预计未来仍有一定的体量。
济南	到 2025 年，计划实施 63 个旧村庄改造（包含 55 个城中村和 8 个城边村），涉及建筑面积约 933 万平，居民约 3.01 万户。
青岛	2023 年计划推进城中村改造项目 85 个，计划完成投资 175 亿元，其中：新启动项目 19 个，计划年度完成投资 31 亿元，惠及居民 1.46 万户；续建项目 66 个，计划年度完成投资 144 亿元。

资料来源：各地政府官网，中银证券

根据 2023 年 9 月 6 日中银证券房地产组发布的报告《地产新模式探索系列之二：城中村改造篇，城中村改造加速推进，超 7 亿平规模为行业注入新动能》中测算，超大特大城市城中村待改造规模约 7.7 亿平，改造总投资额或达 6.3 万亿元。由于城中村改造项目往往周期较长，假设平摊到未来 10 年完成，则年均投资额约 6,259 亿元，占 2022 年房地产投资的 4.7%。其中一线城市预计每年撬动的投资额超 2600 亿元。本轮城中村改造投入总量与棚改差距明显。根据住建部披露数据，2016-2020 年全国棚改预计完成投资约 7 万亿元，年均投入约 1.4 万亿元；2019-2022 年，全国城镇老旧小区改造完成投资 6600 亿元，年均投资约 1650 亿元。城中村改造投资体量不足棚改的一半，但具体投资规模如何要看各地推进的力度和进度。本轮城中村改造除了能够拉动房地产投资规模以外，还能够在核心土地资源稀缺的超大特大城市中增加优质地块和住房供给，改善城市面貌。

## 细分板块：关注成长性更强的建筑细分赛道

在基建实物工作量落地不及预期、房地产复苏态势较弱的背景下，在建筑板块存量市场内依靠技术提升、政策推动、开辟新使用场景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，主要包括高空作业平台、钢结构和轨道扣件，推荐标的包括发力高空作业平台的钢支撑租赁龙头**华铁应急**、工建龙头**精工钢构**，建议关注钢结构制造龙头**鸿路钢构**、空间结构龙头**东南网架**以及特级承包商**富煌钢构**。建议关注未来需求向好的轨道扣件龙头企业**铁科轨道**。

### 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，坠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 49. 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 50. 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	4,291,936.00
		搭设+运输+折旧
		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，积极闯关，工程租赁业有望乘其东风，维持高速发展。

图表 51. 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， <b>聚焦主责主业发展实体经济</b> ，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工作的通知》	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。

## 钢结构：渗透率提升，发展空间广阔

在“双碳”和可持续发展背景下，随着**建造成本改善，政策支持力度加大**，钢结构行业渗透率有望持续提升。龙头企业凭借规模优势、品牌优势、技术优势、管理优势，将具备更强的竞争优势，在行业市场份额扩大的同时**不断提高行业集中度，实现业绩增长**。

行业集中度提升之下，未来钢结构领域**强者恒强**的局面将更加明显。根据中建科工公司债募集说明书，美国钢结构行业 CR3 占比超过 50%，其集中度提升的主要原因有两点：一是由于重型钢结构、空间钢结构建筑的总承包商往往要求承接商拥有一级**建筑资质和优秀的过往项目业绩**，因此在**工程端形成拥有优秀项目积累的企业强者恒强的局面**；二是钢结构产品的交通运输成本较高，在**加工端进行全国性布局的企业能够抢占更大的市场份额**。参照国外经验，同时拥有资质优势、项目优势、资金优势以及智能化平台和产业链资源的龙头企业在市场竞争中将占据较大优势。

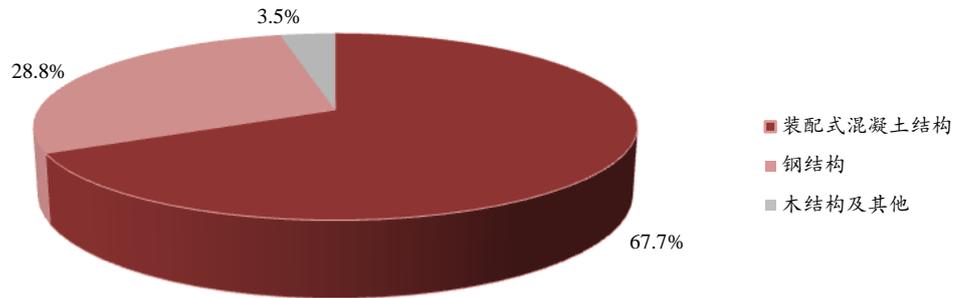
图表 52. 国内钢结构行业主要公司及其细分市场

公司名称	主要市场
鸿路钢构	以钢结构制造为主
精工钢构	多高层、空间大跨度、轻型钢结构
东南网架	空间、多高层钢结构
杭萧钢构	多高层、轻型钢结构
富煌钢构	重型钢结构，华东、东北市场为主
沪宁钢机	空间、桥梁、轻型钢结构等
大金重工	电力设备钢结构为主
光正集团	钢结构工程为主，新疆市场为主
中建科工	主要承接中国建筑系统内工程
上海宝冶建设有限公司	主要承接宝钢集团系统内工程

资料来源：中国钢结构协会，中银证券

近年来，政策积极推动装配式建筑、钢结构建筑发展。根据住建部数据，2021年新开工装配式建筑占新建建筑面积的24.5%。装配式建筑中，按结构类型区分，装配式混凝土结构占比67.7%，钢结构占比28.8%，木结构及其他占比3.5%。作为装配式建筑中的重要一类，在政策推动下钢结构渗透率有望持续提升。根据2022年1月住建部印发的《“十四五”建筑业发展规划》，到2035年，国内装配式建筑占新建建筑的比例达到30%以上，为此，“十四五”期间将大力发展装配式建筑，完善钢结构建筑标准体系，建立钢结构住宅通用技术体系，健全钢结构建筑工程计价依据，引导上下游产业链协同发展。

图表 53. 2021年新开工钢结构占新开工装配式建筑面积比重为28.8%



资料来源：住建部，中银证券

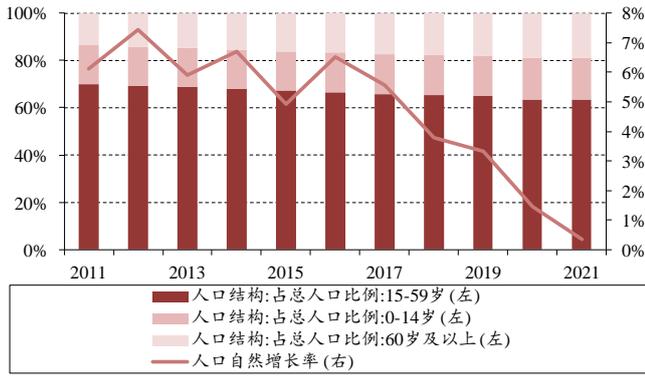
图表 54. 装配式建筑、钢结构相关支持政策梳理

时间	发布单位	文件名	具体内容
2017年1月	国务院	《“十三五”节能减排综合工作方案》	实施绿色建筑全产业链发展计划，推行绿色施工方式，推广节能绿色建材、装配式和钢结构建材， <b>2020年城镇绿色建筑面积占新建建筑面积比重提高到50%</b> 。
2017年2月	住建部	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	<b>积极发展钢结构、现代木结构等建筑体系</b> 。在有条件的农村地区推广轻型钢结构、现代木结构、现代夯土结构等新型房屋。
2017年5月	住建部	《建筑业发展“十三五”规划》	<b>到2020年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上</b> ，其中重点推进地区达到20%以上，积极推进地区达到15%以上，鼓励推进地区达到10%以上。
2018年3月	住建部	《住房城乡建设部建筑节能与科技司关于印发2018年工作要点的通知》	<b>推进装配式建筑发展</b> 。研究编制装配式建筑领域技术体系框架，组织梳理装配式建筑关键技术，推动编制装配式建筑团体标准，提高装配式建筑设计、生产、施工、装修等环节工程质量，提升装配式建筑技术及部品部件标准化水平。
2019年3月	住建部	《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司2019年工作要点的通知》	<b>开展钢结构装配式住宅建设试点，推动试点项目落地</b> ，在试点地区保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、易地扶贫搬迁中，明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式，推动建立成熟的钢结构装配式住宅建设体系。
2020年5月	住建部	《关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》	<b>大力发展装配式建筑，积极推广钢结构装配式住宅</b> ，推行工厂化预制、装配化施工、信息化管理的建造模式。鼓励创新设计、施工技术与装备，优先选用绿色建材，实行全装修交付，减少施工现场建筑垃圾的产生。在建设单位主导下，推进建筑信息模型（BIM）等技术工程设计和施工中的应用，辅助施工现场管理，提高资源利用率。
2020年8月	住建部等8部门	《住房和城乡建设部等部门关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》	<b>大力发展钢结构建筑，鼓励医院、学校等公共建筑优先采用钢结构，积极推进钢结构住宅和农房建设</b> 。完善钢结构建筑防火、防腐等性能与技术措施，加大热轧H型钢、耐候钢和耐火钢应用，推动钢结构建筑关键技术和相关产业全面发展。推广装配式混凝土建筑。
2021年3月	国务院	《第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	“十四五”期间，发展智能建造， <b>推广绿色建材、装配式建筑和钢结构住宅</b> ，建设低碳城市
2021年10月	国务院	《关于印发2030年前碳达峰行动方案的通知》	推广绿色低碳建材和绿色建造方式，加快推进新型建筑工业化，大力发展装配式建筑， <b>推广钢结构住宅</b> ，推动建材循环利用，强化绿色设计和绿色施工管理。加强县城绿色低碳建设。
2022年1月	住建部	《“十四五”建筑业发展规划》	到2035年，国内装配式建筑占新建建筑的比例达到30%以上。大力发展装配式建筑，完善钢结构建筑标准体系，推动建立钢结构住宅通用技术体系，健全钢结构建筑工程计价依据，以标准化为主线引导上下游产业链协同发展， <b>积极推进高品质钢结构住宅建设，鼓励学校、医院等公共建筑优先采用钢结构</b> 。
2022年5月	国务院办公厅	《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》	大力发展绿色建筑， <b>推广装配式建筑、节能门窗、绿色建材、绿色照明</b> ，全面推行绿色施工。

资料来源：中国政府网，中银证券

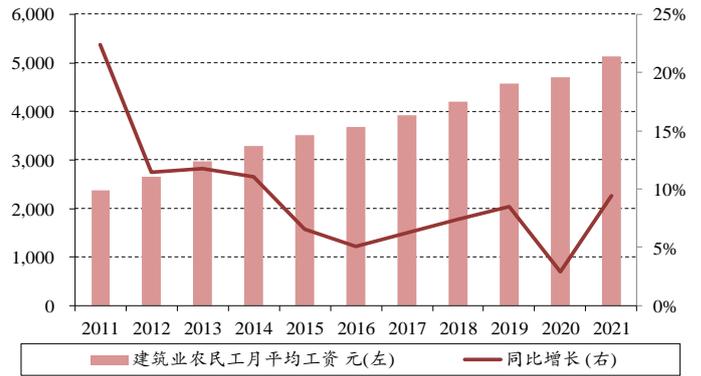
随着人口红利退坡，国内人力成本持续提高。一方面，我国正逐步进入老龄化社会，2016年以来，国内适龄劳动人口占比持续下降，人口自然增长率下行。另一方面，人口红利退坡之下用工成本持续攀升，根据万得数据，2021年我国建筑业农民工工资为5,141.0元/月，同比增长9.4%，传统建筑业正在面临人力成本日益提升的难题，钢结构带来的人工费用及工期优势将逐渐显现。

图表 55. 2016 年以来，国内适龄劳动人口占比持续下降，人口自然增长率下行，逐渐进入老龄化社会



资料来源：万得，中银证券

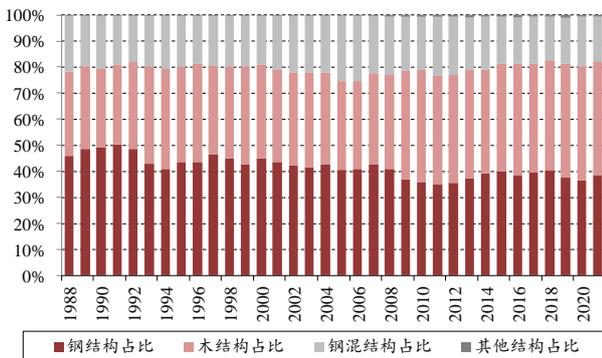
图表 56. 建筑业农民工工资逐年上涨



资料来源：万得，中银证券

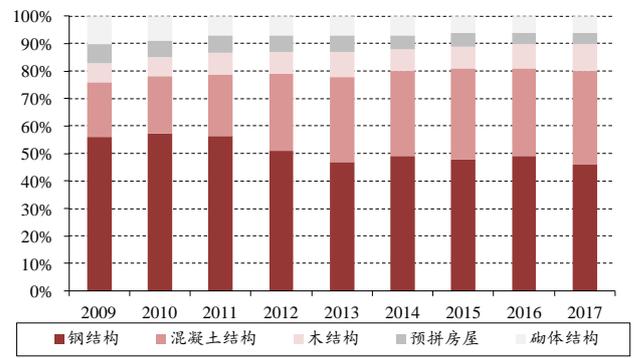
**政策推动钢结构渗透率提升。**2022 年 3 月，住建部印发《“十四五”建筑业发展规划》，强调“积极推进高品质钢结构住宅建设，鼓励学校、医院等公共建筑优先采用钢结构”。根据住建部数据，2021 年钢结构新开工建筑面积 2.1 亿平方米，较 2020 年增长 10.5%，占当年新建建筑面积 7.0%，占新开工装配式建筑的比例为 28.8%；其中，新开工装配式钢结构住宅 1,509 万平方米，较 2020 年增长 25%。相比之下，钢结构在新开工建筑中的占比低于发达国家 30%-50%的水平，在相关政策重点支持下，钢结构渗透率有望持续提高。

图表 57. 钢结构占日本建筑物开工比重 30% 以上



资料来源：万得，中银证券

图表 58. 美国非住宅及多层住宅领域钢结构占比 40% 以上



资料来源：ASIC，中银证券

根据中国钢结构协会发布的《钢结构行业“十四五”规划及 2035 年远景目标》，到 2025 年，全国钢结构用量达 1.4 亿吨，占全国粗钢产量比重达 15% 以上，钢结构建筑占新建建筑面积达 15% 以上，到 2035 年，钢结构用量达 2.0 亿吨以上，占粗钢产量 25% 以上，钢结构建筑占新建建筑面积达到 40%。在此基础上，按相对中性假设预测，2023-2025 年行业市场规模分别达 8,026.4、8,767.3、9,758.8 亿元，分别同增 10.2%、9.2%、11.3%。

核心假设如下：

- 考虑全国建筑业房屋竣工面积将以年 4% 的增速增长，钢结构产量到 2025 年达到规划目标，21-25 年，钢结构产量年均增速达 11.5%，建筑业房屋单位面积用量将由 2020 年的 21.1 千克/平方米提升到 2025 年的 25.5 千克/平方米。
- 2021 年钢材价格（按热轧卷板 Q235B，4.75mm，上海现货价）处于历史高位，2022 年价格有所回落，假设未来钢材价格将逐步回归五年价格中枢水平，2023-2025 年钢价同比下跌 2%、2%、1%。
- 假设钢材成本占钢结构产品生产成本的 70%，钢价回落之下行业毛利率改善，钢结构行业 2022-2025 年毛利率分别为 14%、15%、15%、16%。

图表 59. 钢结构市场规模测算

指标	单位	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2035E
建筑业房屋竣工面积	万平方米	402,336	384,822	408,257	424,587	441,571	459,234	477,603	
同比增速	%	(2.23)	(4.35)	6.09	4.00	4.00	4.00	4.00	
钢结构产量	万吨	7,525	8,138	9,071	10,110	11,269	12,560	14,000	20,000
产量增速	%	5.69	8.15	11.46	11.46	11.46	11.46	11.46	
钢结构占粗钢产量比重	%		7.6					15	25
新建钢结构建筑占新建建筑面积比重	%			7.0				15	40
钢材均价（取热轧卷板 Q235B:4.75mm:上海）	元/吨			5,480.0	4,424.1	4,335.6	4,248.9	4,206.4	4,100.0
钢结构产品毛利率	%			13.0	14.0	15.0	15.0	16.0	16.0
钢结构市场规模	亿元			8,024.1	7,284.2	8,026.4	8,767.3	9,758.8	13,588.6
钢结构市场规模增速	%				(9.2)	10.2	9.2	11.3	

资料来源：万得，中国钢结构协会，住建部，中银证券测算

注：行业协会未公布2021年钢结构产量，表中数据按2025年目标倒推所得

2024年工业建筑、公共建筑有望维持较大投资力度，对工期要求较高的保障性住房建设也将拉动行业渗透率持续提升；此外，行业企业积极布局光储业务，以屋面资源为入口，推进BIPV业务发展，随着组件价格下降，未来订单提升可期。推荐工建龙头**精工钢构**，建议关注钢结构制造龙头**鸿路钢构**、空间结构龙头**东南网架**以及特级承包商**富煌钢构**。

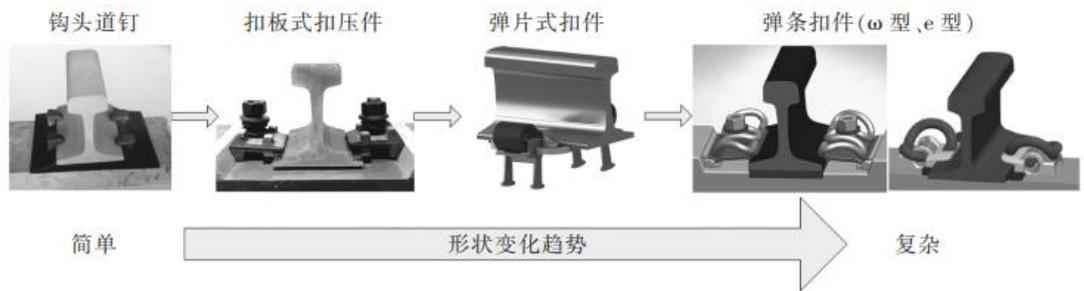
### 轨道扣件：依附高铁发展，未来需求向好

高铁工务工程是高铁的地面基础设施，包括轨道和支撑轨道的路基、桥梁、隧道。轨道扣件可以牢固地扣压住钢轨，具有提高轨道精度、保障线路平顺、提供绝缘和弹性的作用，是列车在高速状态下安全、舒适、平稳运行的关键部件。

#### 依附轨道类型，扣件发展出多型号号

对于轮轨列车而言，包含钢轨、扣件、轨枕、道床、路基在内的地面基础设施对列车运行、提速起到至关重要的作用。扣件依附于轨道而存在，随着钢轨、轨枕类型的演化而不断改变，都需要综合考虑干线运量、车速、轨下基础的不同，根据经济性调整。

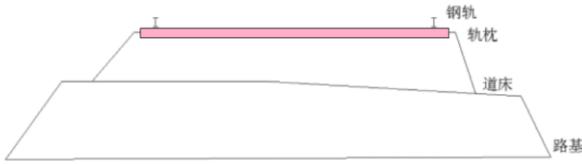
图表 60. 轨道扣件衍化过程



资料来源：《钢轨扣件设计及其衍化过程研究》胡连军，中银证券

根据结构类型，轨道通常可分为有砟轨道和无砟轨道。两者最主要区别在于轨枕下有无道砟，道砟是符合一定粒径的碎石，介于轨枕和路基之间，支撑轨枕的同时提供一定的形变弹性，并帮助轨道排水。有砟轨道在柔性路基上具有弹性好、便于维修的优点，常用于普速、重载线路，但在刚性路基（桥梁、隧道、涵洞）上存在弹性差、振动大、劣化快的现象。无砟轨道使用预应力混凝土板作为道床，经过防水、地面改性等处理后置于路基上，由于道床结构完整，具有高平顺性、高稳定性、高可靠性等特点，但由于造价较高，更适用于高速铁路、客运专线。

图表 61. 有砟轨道结构



资料来源:《中老铁路养护维修技术研究》Chanthasouk Vanphouang, 中银证券

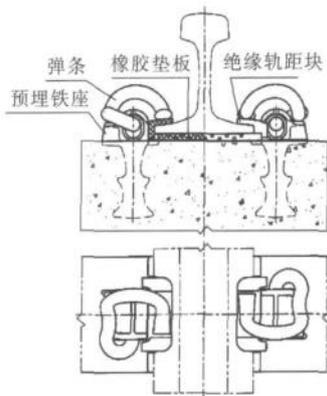
图表 62. 无砟轨道结构



资料来源:《高速铁路 CRTS 系列板式无砟轨道综合性能对比分析》高卿, 中银证券

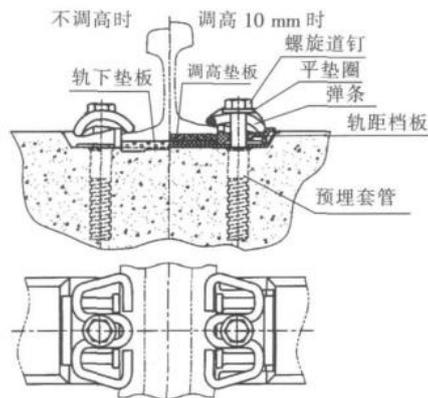
扣件是联结钢轨与轨枕的重要部件,其作用在于:1、保持钢轨在轨枕等轨下基础上的正确位置;2、保持钢轨与轨枕的可靠联结,阻止钢轨的纵横向移动;3、为轨道结构提供一定的弹性,在保证足够的强度和扣压力的同时,还应具有良好的弹性和一定的调整能力等。故根据轨道类型的不同,对扣件的扣压力、弹性、轨距、调高、防爬、绝缘能力要求亦有不同。为适应既有线路提速以及高速重载需求,经过不断探索和迭代,我国先后研发了新型混凝土轨枕和新型无砟轨道,以及与之配套的新型弹条扣件。对于最高时速 350 公里,最大轴重 170kN 的客运专线及最高时速 250 公里,最高轴重 230kN 的客运专线(兼顾货运),根据有砟轨道有无挡肩,适配有弹条 IV 型、V 型扣件,根据无砟轨道有无挡肩,适配有 WJ-7、WJ-8 型扣件。

图表 63. 弹条 IV 型扣件, 适配有砟无挡肩轨道



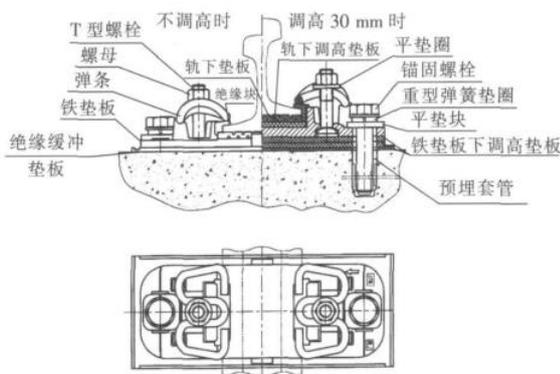
资料来源:《高速铁路无砟轨道扣件设计要点》许佑顶, 中银证券

图表 64. 弹条 V 型扣件, 适配有砟有挡肩轨道



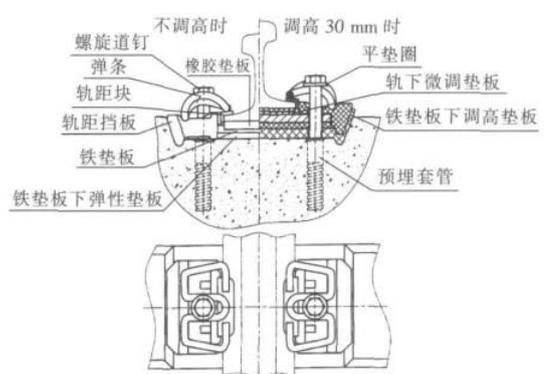
资料来源:《高速铁路无砟轨道扣件设计要点》许佑顶, 中银证券

图表 65. WJ-7 型扣件, 适配无砟无挡肩轨道



资料来源:《高速铁路无砟轨道扣件设计要点》许佑顶, 中银证券

图表 66. WJ-8 型扣件, 适配无砟有挡肩轨道



资料来源:《高速铁路无砟轨道扣件设计要点》许佑顶, 中银证券

## 扣件供需：供给集中，需求无虞

扣件供给集中，准入门槛高。受铁道行业历史上“高度集中、大力协作、半军事化”的特点影响，国内高铁扣件系统研究一直由铁科院主导，核心技术由铁科院铁建所掌握，国内企业均需通过铁科院铁建所授权。除此之外，根据国务院发布的《铁路安全管理条例》及市场监督管理总局、国家铁路局联合发布的《铁路产品认证管理办法》规定，铁路专用产品还需经过**中铁检验认证中心（CRCC）认证**，取得《铁路产品认证证书》，证书有效期5年，每12个月至少接受以此监督，对于初次申请的产品，还需经过三年试用。技术授权和严格的产品认证下，技术授权和较长的产品认证流程拔高了行业准入门槛，国内符合条件的高铁扣件供应商仅6家。

图表 67. 国内高铁、重载扣件主要供应商情况

产品类型	公司简称	认证情况	技术来源	收费标准	2016.1-2019.9 市占率(%)
高铁扣件系统	铁科轨道	通过 CRCC 高铁扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	无偿	15.19
	安徽巢湖	通过 CRCC 高铁扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的 2.5%	14.97
	晋亿实业	通过 CRCC 高铁扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的 2.5%	14.07
	翼辰实业	通过 CRCC 高铁扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的 2.5%	14.63
	中铁隆昌	通过 CRCC 高铁扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的 2.5%	15.18
	中原利达	通过 CRCC 高铁扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的 2.5%	12.99
重载扣件系统	Vossloh	通过 CRCC 高铁扣件系统产品认证	自研		12.96
	铁科轨道	通过 CRCC 重载扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	无偿	13.92
	安徽巢湖	通过 CRCC 重载扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的 2.5%	9.21
	晋亿实业	通过 CRCC 重载扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的 2.5%	12.92
	翼辰实业	通过 CRCC 重载扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的 2.5%	10.25
	中铁隆昌	通过 CRCC 重载扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的 2.5%	18.30
中原利达	通过 CRCC 重载扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的 2.5%	17.79	

资料来源：铁科轨道招股说明书、翼辰实业招股说明书，中银证券

**规划高站位，高铁新建需求无虞。**自 2008 年以来，我国高铁运营里程快速增长，截至 2022 年底，高铁运营里程达 4.2 万公里，持续推进的高铁建设为扣件系统提供了稳定的需求。根据 2021 年 12 月国务院印发的《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，到 2025 年，交通设施网络将更加完善，以“八纵八横”高速铁路主通道为主骨架，以高速铁路区域连接线衔接，以部分兼顾干线功能的城际铁路为补充，主要采用 250 公里及以上时速标准的高速铁路网对 50 万人口以上城市覆盖率达到 95% 以上，普速铁路瓶颈路段基本消除。到 2035 年，基本建成现代化高质量综合立体交通网，“全国 123 出行交通圈”、“全球 123 快货物流圈”基本形成。根据 2020 年 7 月国家铁路集团印发的《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，到 2035 年，国内高铁里程达 7 万公里，年均新增 2,000 公里，未来高铁新建带来的扣件需求无虞。

弹条扣件的零部件众多，其核心部件**弹条**在周期载荷的长期作用下，扣压力将不断衰减直至断裂，存在一定的**寿命周期**，此外，螺栓、预埋套管、垫片垫板等部件受路基变化及自然老化等因素影响也会产生更换需求。我国铁路采用**动态检查为主，动静态检查相结合的全方位检查体系**，轨道扣件的**养护和部件更换均需根据实际工况进行**。根据国家铁路局 2022 年 12 月发布的《高速铁路无砟轨道线路维修规则》（征求意见稿），在采用综合检测列车、综合巡检车、巡检设备、车载式线路检查仪等移动检测设备对线路进行**动态周期性检查**之外，对扣件系统**每半年静态检查 1 遍**（弹性垫板刚度每年抽检 1 次）。

图表 68. 国内轨道检查周期

线路速度等级 (公里/时)	V≤120	120 < V≤160	160 < V≤200	200 < V≤250	250 < V≤350
轨道动态几何	年通过总重不小于 80Mt 的正线 15~30d 检查 1 次, 年通过总重为 25~80Mt 的正线每月检查 1 次, 年通过总重 < 25Mt 的正线每季检查 1 次, 对状态较差的线路可适当增加检查次数	每月检查不少于 2 次		每 10~15d 检查 1 次	
轨道可视化巡检	对轨道巡检频率未作规定, 人工巡检视检查内容不同, 周期也不同			巡检每半年不少于 1 次, 人工巡检视检查内容不同, 周期也不同	
加速度	未明确规定, 但车载式线路检查仪可实时监测			车载式线路检查仪每天检查不少于 1 次	

资料来源:《中美铁路轨道检查设备与周期的对比分析》尹峰, 中银证券

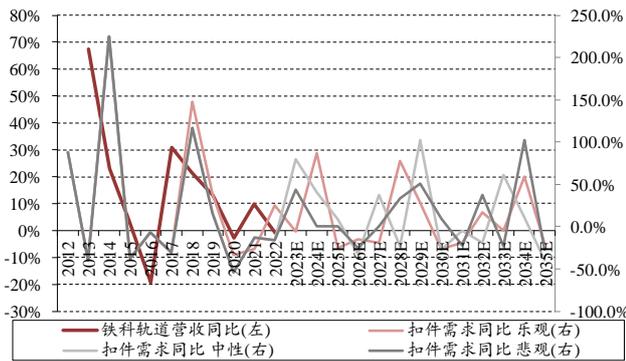
根据国家铁路局发布的《铁路建设项目竣工验收交接办法》, 高铁线路建成后还需经过静态验收、动态验收方可移交使用单位运营, 这使得**高铁运营里程反应的扣件需求增速滞后行业企业营收增速约一年**。我国高铁运营里程自 2008 年之后快速增长, **未来高铁扣件系统的保养和更换需求占比将持续上升**。我们以国务院发布的《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》及国铁集团发布的《新时代交通强国铁路先行规划纲要》设定的**远期高铁运营里程为基础**, 按现行 III 型混凝土轨枕每公里配备 1,667 根, 对应双向轨道每公里需要扣件系统 **6,668 套** 计算, 以**不同扣件替换周期假设**, 测算乐观 (替换周期 10 年)、中性 (替换周期 15 年)、悲观 (替换周期 20 年) 情况下, 2023-2035 年均高铁扣件需求分别达 4,538.5、3,381.7、2453.7 万套。

图表 69. 2023-2035 远期扣件需求测算

替换周期	年均新增需求 万套	年均替换需求 万套	合计新增需求 万套
乐观 (替换周期 10 年)	1,436.18	3,102.26	4,538.45
中性 (替换周期 15 年)	1,436.18	1,945.47	3,381.65
悲观 (替换周期 20 年)	1,436.18	1,017.54	2,453.72

资料来源:《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》、《新时代交通强国铁路先行规划纲要》, 中银证券测算

图表 70. 高铁扣件需求变化大致滞后铁科轨道营收变化一年



资料来源: 万得, 《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》、《新时代交通强国铁路先行规划纲要》, 中银证券测算

图表 71. 行业企业营收变化趋势接近



资料来源: 万得, 中银证券

国内高铁扣件专利来源于铁科轨道控股母公司铁道科学研究院集团, 专利授权+产品认证使行业**入门槛高, 供给格局稳定**。铁科轨道作为业内唯一的专利无偿授权使用方, 上市以来经营向好, 净利率稳步提高。铁科轨道设立后便以联合研发的形式参与了铁科院主导的高铁扣件系统等技术形成及后续完善和升级过程。公司重视技术创新, 扣件领域专利相比国内同行领先, 产品质量参数过硬。2019 年, 铁科轨道吸收了原铁建所在高铁、重载扣件系统技术形成过程中起主导作用的核心研发人员。铁科轨道锚定未来高铁提速需求, 在研项目有望在总结既有经验基础上, 研发出适应时速 400 公里以上高铁运营的新一代扣件系统。2023 年上半年, 公司营收及归母净利润同比均实现大幅增长, 在产能持续扩张的背景下, 公司业绩增长确定性较强。

## 投资建议

预计 2024 年基建投资稳健增长，改善购房者预期是地产回暖关键。近期中央层面会议强调 2024 年经济工作要“稳中求进、以进促稳、先立后破”，强化宏观政策跨周期和逆周期调节，基建投资有望成为 2024 年稳增长的重要发力点。资金方面，稳增长政策背景下预计 2024 年中央财政支出力度有望加大，万亿特别国债下达进一步增加基建资金规模，**预计 2024 年基建投资增速水平稳健**。当前万亿特别国债中大部分已经落实到项目，在 2024 年基建投资资金预计较为充足的情况下，我们认为**基建实物工作量的落地更为重要**。2023 年地产政策环境宽松，但政策效果持续性稍弱。我们认为**2024 年地产宽松政策将持续落地，但地产回暖更应改善购房者对收入和房价的预期**。

**关注高空作业平台、钢结构、轨道扣件等成长性较优的建筑行业细分赛道**。考虑到 2024 年基建投资落地情况仍有待观察，且房地产行业复苏基础还不稳固，建议关注成长性更优的建筑行业细分赛道：

1) 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。推荐发力高空作业平台的钢支撑租赁龙头**华铁应急**；2) 钢结构：2024 年工业建筑、公共建筑有望维持较大投资力度，对工期要求较高的保障性住房建设也将拉动行业渗透率持续提升；行业企业积极布局光储业务，未来订单提升可期。推荐工建龙头**精工钢构**，建议关注钢结构制造龙头**鸿路钢构**、空间结构龙头**东南网架**以及特级承包商**富煌钢构**。3) 轨道扣件：国内高铁扣件专利来源于铁道科学研究院集团，技术授权和较长的产品认证流程拔高了行业门槛，国内符合条件的高铁扣件供应商仅有 6 家。“十四五”期间我国高铁覆盖率将持续提升，轨道扣件需定期进行部件更换的特点一定程度上保证了需求稳定。建议关注轨道扣件领军企业**铁科轨道**。

## 风险提示

**基建实物工作量落地不及预期：**虽然 2022 年至今我国基建投资增速均位于较高水平，但如果资金与项目不匹配，或者下游开工意愿不强，基建项目实物工作量落地情况可能不及预期。

**地产销售超预期下行：**若购房者对地产行业难以重振信心，对未来收入及房价预期偏弱，地产销售可能存在超预期下行的风险。

**细分赛道发展不及预期：**高空作业平台、钢结构等建筑新技术的施工工艺、成本造价等与传统建筑技术存在差异，其渗透率提升速度可能不及预期。

附录图表 72. 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)
					2022A	2023E	2022A	2023E	
603300.SH	华铁应急	买入	6.37	124.56	0.33	0.43	19.42	13.20	2.68
002541.SZ	鸿路钢构	增持	19.98	137.86	1.69	1.88	11.86	14.40	12.58
600496.SH	精工钢构	增持	2.96	59.58	0.35	0.38	8.44	8.90	4.15
002949.SZ	东南网架	增持	13.60	26.66	0.57	0.43	23.77	14.70	7.14
002743.SZ	富煌钢构	增持	5.71	24.85	0.23	0.38	25.04	15.70	7.32
688569.SH	铁科轨道	增持	26.24	55.28	1.12	1.66	23.33	16.70	12.96

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 股价截止日 2023 年 12 月 26 日, 未有评级公司盈利预测来自 iFinD 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。所有本报告期内使用的商标、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