

建筑装饰

证券研究报告
2024年05月09日

23年营收利润稳健增长，看好24年盈利能力提升

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521120005
wangwena@tfzq.com

23年营收、利润稳健增长，净利率及周转率拖累 ROE 提升

23年CS建筑板块营收90716亿元，同比增速7.71%，实现归母净利润1972亿元，同比增速7.03%，营收增速较22年同期下降2.5pct，业绩增速较22年同期上下下降5.16pct。利润增速慢于营收主要系费用率提升，减值损失增加，净利率及周转率均小幅下降。23年ROE(摊薄)7.98%，同比下降0.13pct。24Q1建筑板块营收/归母净利润增速为+1.4%、-3.3%，盈利能力短暂承压一方面主要系毛利率下滑，同时也反映出一季度项目落地较慢。展望Q2，增发国债项目有望于24年6月底前开工建设，同时4月份政治局会议着重保交楼和去库存，后续限购等政策有望进一步放松，从而推动销售和新开工改善。我们认为政策端及资金端加速落实，建筑板块盈利情况或有望改善。

费用率&杠杆率小幅提升，全年现金流净流入略有减少

23年毛利率同比改善0.085pct至10.91%，整体净利率2.73%，同比略降0.01pct，期间费用率同比上升0.061pct至6.23%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比变动+0.017pct、+0.009pct、+0.035pct、+0.019pct，资产及信用减值损失同比增长8.7%，占收入比重1.1%，同比提升0.01pct。23年CFO净额为1727亿，同比-17.46%，少流入365亿。23年CS建筑板块CFI净流出4046亿元，同比多流出298亿。板块整体资产负债率75.71%，同比上升0.77pct，央企及民企均延续加杠杆趋势。24Q1板块毛利率9.29%，同比降0.10pct，净利率2.87%，同比降0.16pct，环比上升0.69pct，盈利能力阶段性承压；资产负债率同比提升0.59pct至75.78%。

子板块之间表现持续分化，大基建央企表现出较好的韧性

23年营收增速排名靠前的是国际工程、钢结构、大基建、化工工程，营收增速分别为+18.43%、+12.05%、+8.37%、+7.91%；23年归母净利润同比增速前四的分别为装饰工程、设计咨询、大基建、化工工程，同比增速分别为+80.65%、+28.70%、+6.02%、+3.31%，国际工程板块业绩主要受到中铝国际拖累，剔除中铝国际后国际板块工程四个公司的营收和业绩分别同比增长25.2%、19.6%，如北方国际、中钢国际业绩同比增长44.31%、20.58%，总体来看国际工程板块仍表现亮眼。大基建板块稳健增长，23年建筑央企营收及业绩增速分别为8.05%、6.15%，24Q1建筑央企新签订单同比增长5.69%，占建筑业新签份额的60.25% (vs 占23年新签市场份额的47.19%)，龙头市占率有望进一步提升。

龙头企业抗周期属性更强，呈现强者恒强的局面

从建筑板块年报及一季报情况来看，表现较好的主要有国际工程、基建央企、专业工程这三个细分板块。1) 国际工程受益于海外需求增长及海外订单加速转化，北方国际、中材国际Q1单季扣非业绩增速分别为42%、13%。2) 基建央企，万亿特别国债和专项债额度的下达有望支撑今年基建景气度回升，Q1大基建板块收入增速快于板块，能建、化学、电建、中国建筑营收增速为10%、5.5%、5.1%、4.7%，业绩增速较快的分别为能建、化学，在24年全面推开上市公司市值管理考核背景下，除中铁外建筑央企市值分红比例均有所提升，截至4/30，中国建筑和中国铁建股息率分别达5.1%和4.4%，建议关注低估值蓝筹央企。3) 专业工程，受益于下游细分赛道景气度回升及订单加速落地，东华科技Q1营收/归母净利增速+110%/+70%，上海港湾、华铁应急Q1营收增速达42%、31%。

风险提示：基建&地产投资超预期下行；央企、国企改革提效进度不及预期；国际宏观环境恶化风险。

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《建筑装饰-行业研究周报:政治局会议聚焦改革及房产去化，中央资金支撑智慧交通新质生产力》2024-05-05
- 《建筑装饰-行业研究周报:万亿国债支撑水利投资，关注低空经济及设备更新弹性释放》2024-04-28
- 《建筑装饰-行业深度研究:设备更新展望：哪些细分领域具备投资机会？》2024-04-27

重点标的推荐

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价 2024-05-09 | 投资 评级 | EPS(元) | | | | P/E | | | |
|-----------|------|-------------------|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 002541.SZ | 鸿路钢构 | 20.80 | 买入 | 1.71 | 1.90 | 2.18 | 2.53 | 12.16 | 10.95 | 9.54 | 8.22 |
| 601390.SH | 中国中铁 | 6.61 | 买入 | 1.35 | 1.43 | 1.51 | 1.59 | 4.90 | 4.62 | 4.38 | 4.16 |
| 601186.SH | 中国铁建 | 8.66 | 买入 | 1.92 | 2.06 | 2.21 | 2.35 | 4.51 | 4.20 | 3.92 | 3.69 |
| 600970.SH | 中材国际 | 12.80 | 买入 | 1.10 | 1.24 | 1.44 | 1.66 | 11.64 | 10.32 | 8.89 | 7.71 |
| 605598.SH | 上海港湾 | 19.01 | 买入 | 0.71 | 0.87 | 1.09 | 1.40 | 26.77 | 21.85 | 17.44 | 13.58 |
| 601668.SH | 中国建筑 | 5.41 | 买入 | 1.30 | 1.39 | 1.48 | 1.57 | 4.16 | 3.89 | 3.66 | 3.45 |
| 600502.SH | 安徽建工 | 4.97 | 买入 | 0.91 | 1.05 | 1.22 | 1.39 | 5.46 | 4.73 | 4.07 | 3.58 |
| 600039.SH | 四川路桥 | 7.52 | 买入 | 1.03 | 1.12 | 1.22 | 1.34 | 7.30 | 6.71 | 6.16 | 5.61 |
| 300977.SZ | 深圳瑞捷 | 14.90 | 买入 | 0.27 | 0.46 | 0.85 | 1.18 | 55.19 | 32.39 | 17.53 | 12.63 |
| 002949.SZ | 华阳国际 | 11.01 | 买入 | 0.82 | 0.99 | 1.19 | 1.38 | 13.43 | 11.12 | 9.25 | 7.98 |
| 000065.SZ | 北方国际 | 12.92 | 买入 | 0.92 | 1.03 | 1.18 | 1.39 | 14.04 | 12.54 | 10.95 | 9.29 |
| 603300.SH | 华铁应急 | 6.29 | 买入 | 0.41 | 0.53 | 0.69 | 0.89 | 15.34 | 11.87 | 9.12 | 7.07 |
| 300982.SZ | 苏文电能 | 21.16 | 买入 | 0.38 | 0.83 | 1.03 | 1.28 | 55.68 | 25.49 | 20.54 | 16.53 |
| 605167.SH | 利柏特 | 9.16 | 买入 | 0.42 | 0.54 | 0.69 | 0.85 | 21.81 | 16.96 | 13.28 | 10.78 |
| 000928.SZ | 中钢国际 | 6.77 | 买入 | 0.53 | 0.61 | 0.70 | 0.80 | 12.77 | 11.10 | 9.67 | 8.46 |
| 601117.SH | 中国化学 | 7.60 | 买入 | 0.89 | 0.99 | 1.12 | 1.25 | 8.54 | 7.68 | 6.79 | 6.08 |
| 000498.SZ | 山东路桥 | 5.80 | 买入 | 1.47 | 1.55 | 1.68 | 1.83 | 3.95 | 3.74 | 3.45 | 3.17 |
| 601868.SH | 中国能建 | 2.19 | 买入 | 0.19 | 0.21 | 0.23 | 0.26 | 11.53 | 10.43 | 9.52 | 8.42 |
| 601669.SH | 中国电建 | 5.17 | 买入 | 0.75 | 0.86 | 0.98 | 1.14 | 6.89 | 6.01 | 5.28 | 4.54 |
| 603357.SH | 设计总院 | 11.19 | 买入 | 0.87 | 1.00 | 1.14 | 1.28 | 12.86 | 11.19 | 9.82 | 8.74 |
| 603018.SH | 华设集团 | 10.28 | 买入 | 1.02 | 1.10 | 1.19 | 1.26 | 10.08 | 9.35 | 8.64 | 8.16 |
| 002469.SZ | 三维化学 | 5.94 | 买入 | 0.43 | 0.49 | 0.56 | 0.65 | 13.81 | 12.12 | 10.61 | 9.14 |
| 603163.SH | 圣晖集成 | 28.51 | 买入 | 1.39 | 1.65 | 1.99 | 2.42 | 20.51 | 17.28 | 14.33 | 11.78 |

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 行业概述：23FY 营收业绩延续增长，毛利率小幅改善 | 5 |
| 1.1. 23 年营收&业绩稳健增长，建筑央企增长韧性较强 | 5 |
| 1.2. 毛利率小幅改善，资产周转率变慢，负债率有所提升 | 7 |
| 1.3. 费用率小幅提升，减值损失占收入比重有所提升 | 9 |
| 2. 子板块表现持续分化，大基建板块增长韧性较强 | 12 |
| 2.1. 业绩增长：大基建板块稳健增长，设计咨询板块业绩增长加快 | 12 |
| 2.2. 盈利能力：装饰工程毛利率/净利率同比有所提升 | 13 |
| 2.3. 管理能力：大基建板块费用管控能力提升，装饰工程减值损失有所增长 | 14 |
| 2.4. 债务结构：中长期带息债务占比提升仍是负债结构优化的关键 | 18 |
| 3. 24Q1 建筑板块营收增速有所放缓，业绩短暂承压 | 19 |
| 3.1. 24Q1 营收增速放缓，毛/净利率同比下滑 | 19 |
| 3.2. 央企出海订单延续较高增长，建议关注专业工程细分景气赛道 | 21 |
| 4. 投资建议 | 23 |
| 5. 风险提示 | 24 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：2018-2023 年建筑行业整体营收及同比增长率 | 5 |
| 图 2：2018-2023 年建筑行业整体归母净利润及同比增长率 | 5 |
| 图 3：2018-2023 年建筑扣除中建、中铁、铁建及中交后的收入、业绩同比增速 | 6 |
| 图 4：九大建筑央企营收及新签订单市场份额变化 | 7 |
| 图 5：九大建筑央企营收、利润及建筑业总产值增速 | 7 |
| 图 6：2017Q1-2024Q1 建筑行业单季度收入同比增速 | 7 |
| 图 7：2017Q1-2024Q1 建筑行业单季度业绩同比增速 | 7 |
| 图 8：2018-2023 年建筑行业摊薄 ROE 走势 | 8 |
| 图 9：2018-2023 年建筑行业毛利率和净利率 | 8 |
| 图 10：2018-2023 年建筑行业三项营运指标 | 8 |
| 图 11：2018-2023 年建筑板块四项财务数据的同比增速 | 8 |
| 图 12：2018-2023 年建筑行业资产负债率 | 9 |
| 图 13：2018-2023 年大基建板块与其余板块资产负债率 | 9 |
| 图 14：2018-2023 年建筑行业四项费用率变化 | 10 |
| 图 15：2018-2023 年建筑行业资产及信用减值损失占收入比重 | 10 |
| 图 16：2018-2023 年建筑行业现金流量净额变动趋势 | 10 |
| 图 17：2018-2023 年 CS 建筑行业收现比与付现比 | 11 |
| 图 18：23 年建筑行业各子板块营收及归母净利增速 | 12 |
| 图 19：23 年建筑子板块营收/业绩增速与 22 年的差 | 12 |
| 图 20：2022、2023 年设计咨询各子板块营收增速 | 13 |
| 图 21：2022、2023 年设计咨询各子板块归母净利增速 | 13 |

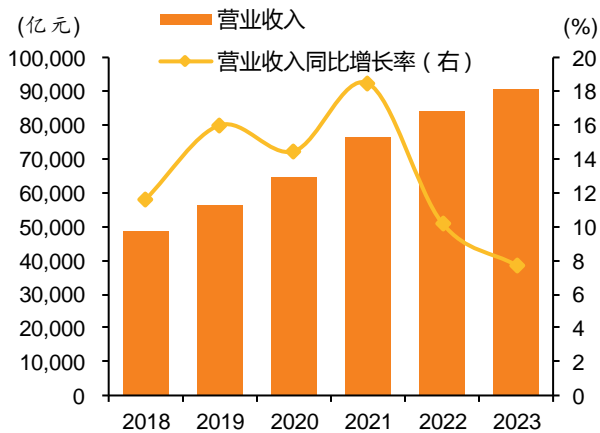
| | |
|---|----|
| 图 22: 2022、2023 年建筑行业各子板块毛利率 | 13 |
| 图 23: 2022、2023 年建筑行业各子板块净利率 | 13 |
| 图 24: 23 年相对 22 年建筑子板块净利率变化量与毛利率变化量的差 (PCT) | 14 |
| 图 25: 2022、2023 建筑行业各子板块期间费用率 | 14 |
| 图 26: 2022、2023 年建筑行业资产减值损失占收入比重 | 14 |
| 图 27: 2022、2023 年建筑行业各子板块研发费用率 | 15 |
| 图 28: 2022、2023 年建筑行业各子板块管理 (含研发) 费用率 | 15 |
| 图 29: 2022、2023 年建筑行业各子板块销售费用率 | 15 |
| 图 30: 2022、2023 年建筑行业各子板块财务费用率 | 15 |
| 图 31: 2022、2023 年子板块应收账款及应收票据周转率 | 16 |
| 图 32: 2022、2023 年建筑行业各子板块总资产周转率 | 16 |
| 图 33: 2022、2023 年建筑行业各子板块资产负债率 | 16 |
| 图 34: 2022、2023 年建筑行业各子板块流动比率 | 16 |
| 图 35: 2022、2023 年建筑行业各子板块经营净现金/营业收入 | 17 |
| 图 36: 2022、2023 年建筑行业各子板块投资净现金/营业收入 | 17 |
| 图 37: 主要 PPP 子板块 (CFO 净额-投资支付现金) 在收入中的比重 | 17 |
| 图 38: 2018-2023 年各子板块带息债务占负债总和的比例 | 18 |
| 图 39: 四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化 | 18 |
| 图 40: 另外四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化 | 18 |
| 图 41: 2018Q1-2024Q1 建筑单季度营收及同比增速 | 19 |
| 图 42: 18Q1-24Q1 建筑子板块单季度营收同比增速 (1) | 19 |
| 图 43: 18Q1-24Q1 建筑子板块单季度营收同比增速 (2) | 19 |
| 图 44: 18Q1-24Q1 建筑单季度归母净利润及同比增速 | 20 |
| 图 45: 18Q1-24Q1 建筑板块不同情形下业绩同比增速 | 20 |
| 图 46: 建筑子板块单季度业绩同比增速 (1) | 20 |
| 图 47: 建筑子板块单季度业绩同比增速 (2) | 20 |
| 图 48: 建筑板块单季度毛利率与净利率 | 21 |
| 图 49: 历年 Q1 未建筑板块资产负债率 | 21 |
| | |
| 表 1: 八大建筑央企 23 年经营数据以及 24 年经营计划一览 | 6 |
| 表 2: 2023 年建筑板块关键财务数据同比增速情况 | 9 |
| 表 3: 八大建筑央企 24Q1 经营及订单情况 | 21 |
| 表 4: 地方国企 24Q1 经营质量一览 | 22 |
| 表 5: 国际工程公司 24Q1 经营情况一览 | 22 |
| 表 6: 专业工程公司 24Q1 经营数据一览 | 23 |

1. 行业概述：23FY 营收业绩延续增长，毛利率小幅改善

1.1. 23 年营收&业绩稳健增长，建筑央企增长韧性较强

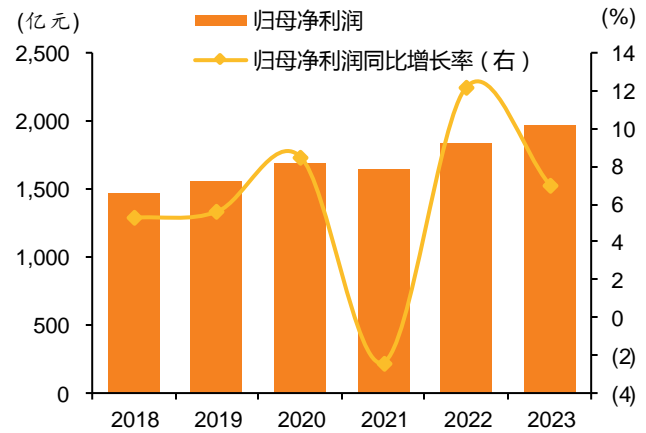
23 年 CS 建筑板块营收及归母净利润整体实现稳健增长。23 年中信（CS）建筑板块实现营收 90716 亿元，同比增速 7.71%，实现归母净利润（以下简称“业绩”）1972 亿元，同比增速 7.03%，营收增速较 22 年同期下降 2.5pct，业绩增速较 22 年同期上下下降 5.16pct，23 年由于地产下行压力较大及地方债务压力使得基建投资落地放缓等因素影响，建筑板块整体营收及利润增速同比下滑，但仍实现个位数增长。23 年 CS 建筑板块业绩增速与营收增速差值为-0.68pct，较 22 年同期差距扩大 2.66pct，反映出 23 年建筑行业整体盈利能力有所承压。23 年少数股东损益同比+6.87%至 494.56 亿元，增速同比+22.22pct。4 月份发改委提及部署 23 年增发国债，推动所有增发国债项目于今年 6 月底前开工建设，我们认为政策端及资金端加速落实，建筑板块盈利情况或有望改善。

图 1：2018-2023 年建筑行业整体营收及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

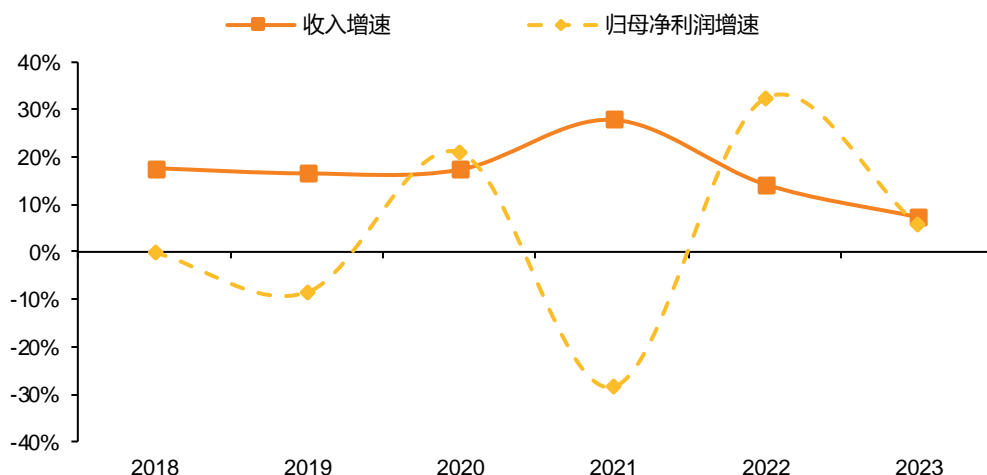
图 2：2018-2023 年建筑行业整体归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

在扣除四大央企后，建筑板块的营收增长变慢，反映出建筑央企强者恒强，龙头市占率提升。2023 年建筑板块收入规模最大的四家公司收入平均在 13558 亿元以上，合计收入及归母净利润总额占整个中信建筑板块的 59.78%和 69.79%，若扣除上述四家公司，23 年建筑板块收入与业绩同比增速分别为 7.34%和 5.8%，相比剔除前营收增速、业绩增速分别为 -0.37pct、-1.23pct（vs 剔除前板块营收增速、业绩增速分别为+7.71%、+7.03%）。从变化幅度看，剔除四大央企后板块剩余部分的营收增速与 22 年同期相比下降 6.94pct，业绩增速较 22 年同期下降 26.53pct（vs22 年剔除四大央企后板块剩余部分的营收、业绩增速分别为+14.28%、+32.33%），反映除四大央企外，其余建筑公司尤其是中小建企的营收增长受到一定压力，业绩增速放缓更为明显。四大建筑央企营收和业绩增长韧性较好，中建/铁建/中铁 23 年营收增速分别为+10.2%/+3.8%/+9.5%，业绩增速分别为+6.5%/-2.0%/+7.1%；铁建业绩增速下滑主要受费用率提升以及减值影响较大。整体来看，四大建筑央企增长韧性较好，抗风险能力较强。

图 3：2018-2023 年建筑扣除中建、中铁、铁建及中交后的收入、业绩同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：八大建筑央企 23 年经营数据以及 24 年经营计划一览

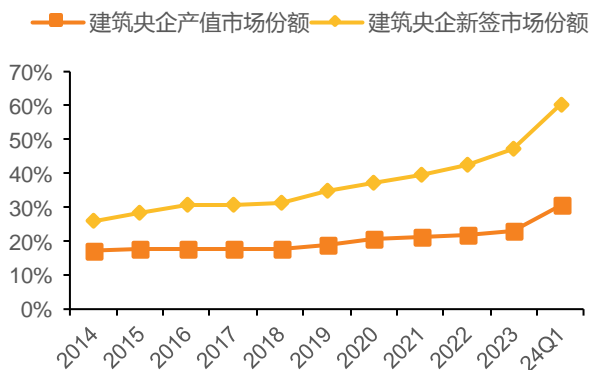
| | 中国建筑 | 中国中冶 | 中国电建 | 中国能建 | 中国中铁 | 中国铁建 | 中国交建 | 中国化学 |
|------------------|--------------|--------|--------------|--------------|--------|-------------|--------------|--------------|
| PB (LF) | 0.51 | 0.67 | 0.66 | 0.89 | 0.56 | 0.45 | 0.53 | 0.72 |
| PB 分位数 | 1.2% | 1.6% | 4.9% | 1.0% | 3.2% | 2.9% | 8.1% | 1.3% |
| PE (TTM) | 4.10 | 8.49 | 6.73 | 11.00 | 4.91 | 4.39 | 5.94 | 7.62 |
| PE 分位数 | 9.0% | 23.8% | 9.3% | 0.0% | 9.6% | 14.2% | 13.9% | 2.4% |
| 平均 ROE (%) | 13.4% | 6.5% | 8.3% | 7.5% | 10.6% | 8.7% | 8.2% | 9.8% |
| 同比变动 (PCT) | -0.63 | -2.48 | 0.05 | -0.44 | -0.28 | -0.83 | 1.11 | -0.88 |
| 23FY 营业收入 (亿元) | 22,655 | 6,339 | 6,084 | 4,060 | 12,608 | 11,380 | 7,587 | 1,784 |
| 23FY 收入 yoy | 10.2% | 7.0% | 6.4% | 10.8% | 9.5% | 3.8% | 5.1% | 13.1% |
| 23FY 归母净利润 (亿元) | 543 | 87 | 130 | 80 | 335 | 261 | 238 | 54 |
| 23FY 归母 yoy | 6.5% | -15.6% | 13.6% | 2.1% | 7.1% | -2.2% | 23.6% | 0.2% |
| 23FY 扣非 yoy | 7.3% | -21.9% | 13.2% | 25.2% | 9.3% | 1.9% | 58.2% | 3.9% |
| 23FY CFO 净额 (亿元) | 110.3 | 58.9 | 222.6 | 94.9 | 383.6 | 204.1 | 120.7 | 91.3 |
| 同比变动 (亿元) | 72.0 | -122.6 | -85.7 | 15.5 | -51.9 | -357.2 | 116.3 | 76.3 |
| 23FY 新签订单 (亿元) | 43,241 | 14,248 | 11,428 | 12,837 | 31,006 | 32,939 | 17,532 | 3,268 |
| 2FY 新签同比增速 | 10.8% | 5.9% | 13.2% | 22.4% | 2.2% | 1.5% | 13.7% | 10.0% |
| 分红比例 (%) | 20.8% | 17.2% | 20.0% | 13.6% | 15.5% | 18.2% | 20.0% | 20.0% |
| 同比变动 (PCT) | 0.02 | 0.46 | 1.91 | 0.12 | -0.31 | 3.94 | 1.63 | 0.07 |
| 23 年股息率 (%) | 5.1% | 2.2% | 2.7% | 1.2% | 3.2% | 4.4% | 3.3% | 2.6% |
| 2024 年经营计划 | | | | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 23,800 | 6,600 | 6,460 | 4,280 | 13,000 | 11,040 | 8,209 | 1,950 |
| 收入增速 | 5.1% | 4.1% | 6.2% | 5.4% | 3.1% | -3.0% | 8.2% | 9.3% |
| 新签订单 (亿元) | 45,000 | 15,000 | 12,680 | 13,000 | 33,000 | 30,011 | 19,899 | 3,300 |
| 订单增速 | 4.1% | 5.3% | 11.0% | 1.3% | 6.4% | -8.9% | 13.5% | 1.0% |

资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

注：时间截止于 2023/5/2，分位值从 2010/1/1 算起

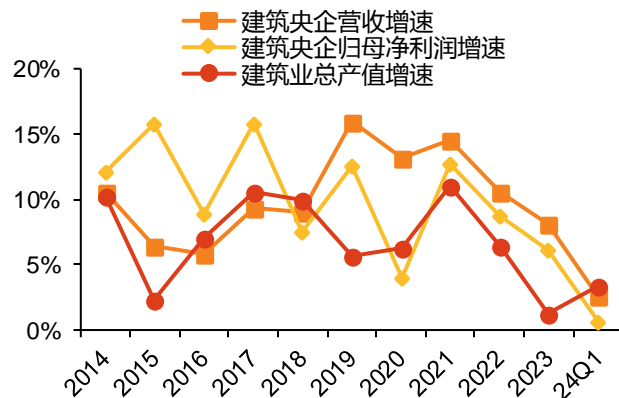
23 年建筑央企份额提升较快，市占率集中趋势明显。建筑央企（含中国核建）23 年收入和利润增速高于建筑行业总体产值增速，自 2018 年之后，在基建投资增速以及建筑业总产值增速总体放缓的背景之下，九大建筑央企的营收及净利润增速仍保持较高水平，（19-23 年建筑业总产值、九大央企营收、归母净利润 CAGR 分别为+6.4%、11.5%、7.9%），市场份额提升亦在加速，建筑央企营业收入份额从 2019 年 19%提升至 23 年的 23%，新签订单市场份额从 2019 年 35%提升至 2023 年的 47%。考虑到建筑行业具有订单领先收入的特征，建筑央企新签订单高增长反映出后续市占率加速提升的趋势，同时也验证建筑央企扎实的内生增长动能以及融资和管理优势，同时新一轮国企改革聚焦于效率和科技创新，我们预计该趋势有望持续显现。

图 4：九大建筑央企营收及新签订单市场份额变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

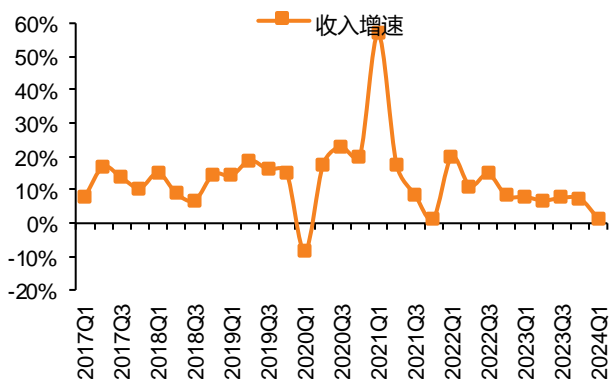
图 5：九大建筑央企营收、利润及建筑业总产值增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

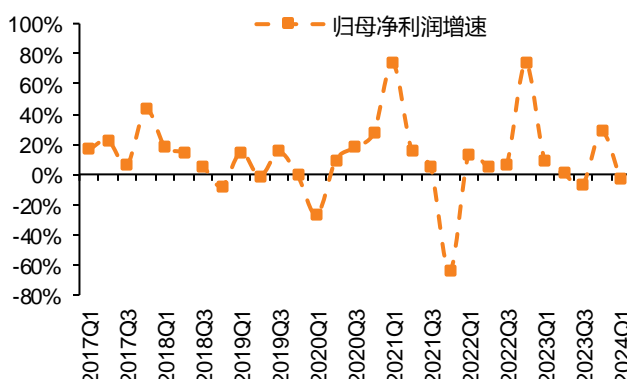
单季度来看，收入端 23Q4 延续全年趋势保持稳健增长，24Q1 受到项目开工较慢等影响收入及业绩承压。23Q1-4 建筑板块收入同比增速分别+7.94%/+6.83%/+7.61%/+7.39%；23Q1-4 建筑板块业绩同比增速分别为+9.53%/+0.80%/-6.8%/+28.32%，Q4 业绩增速较快或系四季度为收入确认高峰期以及 22Q4 的低基数所致。24Q1 整体来看，营收以及业绩增速分别为+1.4%、-3.3%，板块营收增速明显放缓，一方面与 24 年春节较晚导致整体开复工节奏较慢所致，24M1-3 新开工面积同比-27.8%，施工面积同比-11.1%，竣工面积同比-20.7%，地产仍持续筑底，狭义基建/广义基建同比分别+6.5%/+8.8%，其中铁路、市政投资持续提速，我们看好 Q2 项目落地有望加速。

图 6：2017Q1-2024Q1 建筑行业单季度收入同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2017Q1-2024Q1 建筑行业单季度业绩同比增速



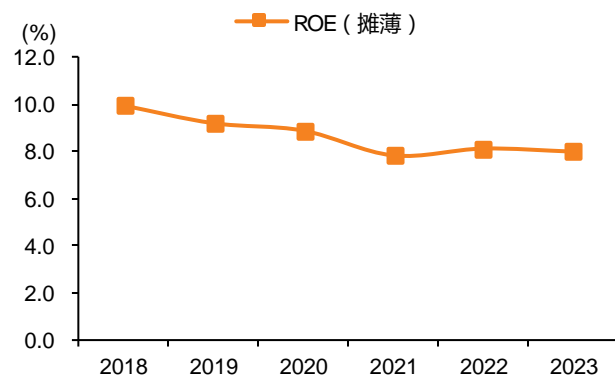
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 毛利率小幅改善，资产周转率变慢，负债率有所提升

23 年建筑板块 ROE、净利率略降，毛利率小幅提升。23 年 CS 建筑板块整体毛利率 10.91%，同比提升 0.085pct，整体净利率 2.73%，同比略降 0.01pct，整体板块毛利率提升，净利率

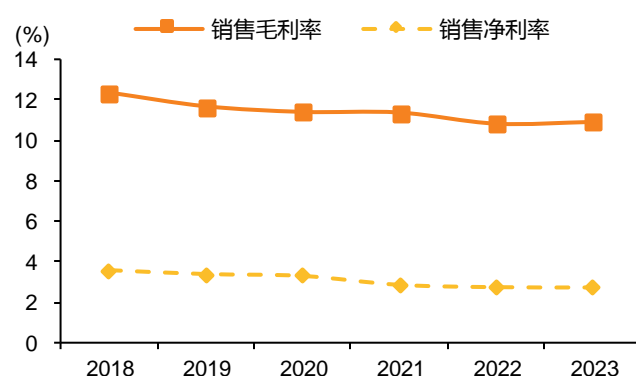
略降，一方面反映出建筑行业整体提质增效带来项目毛利率改善，同时净利率下滑或反映出信用减值计提同比增加及期间费用率提升仍对建筑行业利润改善带来一定压力。23 年建筑板块年化 ROE（摊薄）7.98%，同比下降 0.13 pct，我们认为净利率的下降仍对 ROE 产生不利影响。目前房建或已基本处于相对底部区域，基建投资仍在托底经济，考虑到大中城市房地产限购政策松绑或有望带来房建景气度回升，以及特别国债加速落实有望加码基建水利等领域投资，同时新一轮国企改革注重 ROE 考核，我们认为建筑行业 ROE 改善有望加速兑现。

图 8：2018-2023 年建筑行业摊薄 ROE 走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

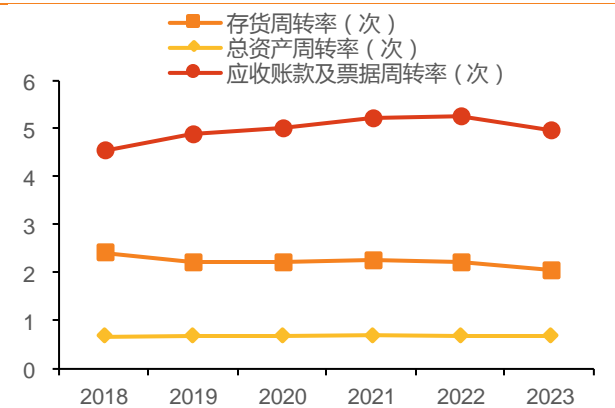
图 9：2018-2023 年建筑行业毛利率和净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

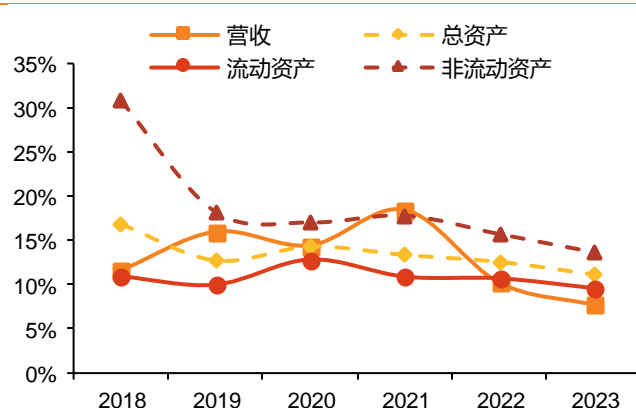
23 年建筑板块营运指标基本稳定，周转率有所变慢。18 年开始部分央企按最新会计准则，将原包含在存货科目中的“已完工未结算存货”重分类计入“合同资产”项下，因此我们将合同资产加回至存货处理，考虑到应收票据占建筑企业应收项目比重持续提升，我们在计算应收账款周转率时也加回应收票据。23 年建筑行业应收账款及票据周转指标/总资产周转率/存货周转率略有升降总体保持稳定，其中总资产周转率 0.67 次，同比-0.02 次，应收账款及票据周转率 4.99 次，同比-0.27 次，存货周转率 2.06 次，同比-0.15 次。实际上总资产周转率的变化取决于营收和资产增速的关系，23 年建筑板块总资产同比增长 11.6%，营收增速 7.71%，营收增速慢于资产增速。从资产的因素看，23 年流动/非流动资产增速（9.61%/13.67%）较 22 年（10.72%/15.72%）均有所下降。营收增速略慢于流动资产增速，或反映出板块经营性回款仍有所承压，非流动资产增速保持较高水平意味着投资类项目支出仍较多。

图 10：2018-2023 年建筑行业三项营运指标



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2018-2023 年建筑板块四项财务数据的同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

具体到 23 年细分科目，板块资产项目中应收账款及票据同比增速（14.18%）快于营收同比增速（7.71%），因此导致应收账款及票据周转率变慢。而非流动资产关键项目中，长期应

收增速仍较高，主要系 PPP 项目和 BT 项目回款较差导致，随着地方化债持续推进，或带来长期应收款回落。长期股权投资增速较 19、20 年历史高位回落，反映出建筑板块项目投资增速整体放缓，或与板块整体资金面偏紧有关。

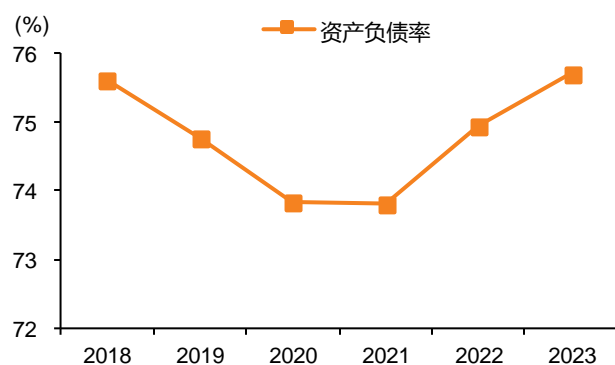
表 2：2023 年建筑板块关键财务数据同比增速情况

| 营收增速 | 资产总计 | 流动资产 | 非流动资产 |
|-------|--------|-----------|--------|
| 7.71% | 11.16% | 9.61% | 13.67% |
| | | 应收账款及票据 | 长期股权 |
| | | 14.18% | 14.67% |
| | | 预付 | 固定资产 |
| | | -4.47% | 14.45% |
| | | 其他应收 | 在建工程 |
| | | 16.65% | 34.74% |
| | | 存货（含合同资产） | 长期应收 |
| | | 11.61% | 15.24% |
| | | 应收+长期应收 | |
| | | 14.51% | |

资料来源：Wind，天风证券研究所

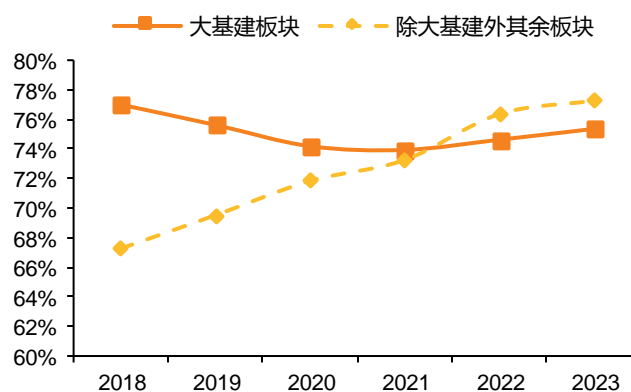
23 年建筑板块资产负债率自 21 年后反转上升，央企国企/民企杠杆均有所上升。建筑板块 23 年整体资产负债率 75.71%，同比上升 0.77pct，延续了自 21 年以来的上升趋势。同时我们注意到，板块资产负债率上升的主要动力来自于除大基建板块（包含中建、铁建、中铁、电建、核建、中冶、能建、隧道股份、上海建工等，10 家公司 23 年总资产占整个建筑板块 81.6%）的其他公司，在剔除这 10 家公司后，建筑板块 23 年资产负债率 77.26%，同比上升 0.91pct，大基建板块 23 年资产负债率为 75.36%，同比提升 0.74pct，大基建板块受制于“一利五率”考核制约，更注重规模与效益，整体加杠杆节奏慢于民企。

图 12：2018-2023 年建筑行业资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2018-2023 年大基建板块与其余板块资产负债率

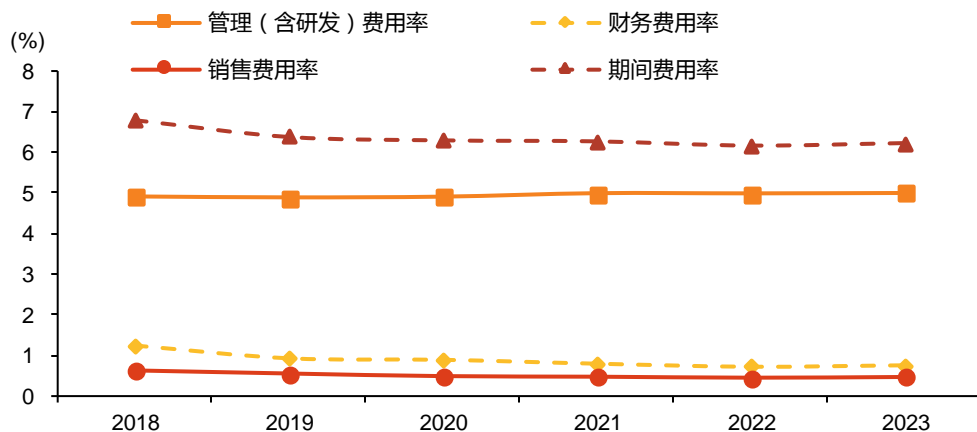


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 费用率小幅提升，减值损失占收入比重有所提升

23 年可比口径下期间费用率同比小幅提升 0.06pct，主要来自于财务费用率和研发费用率的提升。23 年 CS 建筑板块整体期间费用率同比上升 0.061pct 至 6.23%，其中销售费用率 0.47%，小幅微增，管理（含研发）费用率 5%，同比提升 0.01pct，变动幅度不大。带动期间费用率上行的两部分主要来自于财务费用率和研发费用率，23 年 CS 板块财务费用率 0.76%，同比上升 0.035pct，研发费用率同比提升 0.019pct 至 2.69%。

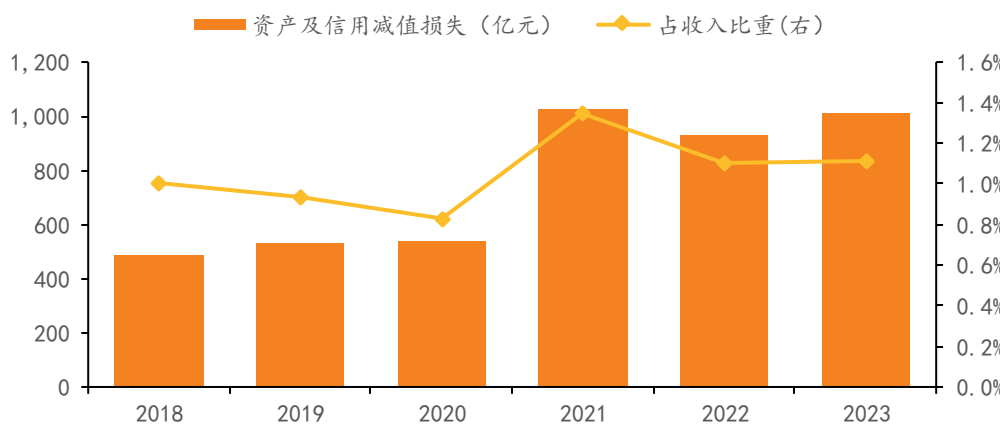
图 14：2018-2023 年建筑行业四项费用率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

23 年板块减值损失绝对值以及占收入的比重均小幅提升。23 年建筑板块资产及信用减值损失 1010 亿元，同比+8.68%，占收入比重 1.1%，同比提升 0.01pct；信用减值损失 722.56 亿元，同比增长 11.65%，占收入比重 0.8%，较去年同期小幅提升 0.03pct；资产减值损失合计为 287.4 亿元，同比增长 1.88%，占收入比重为 0.32%，同比下滑 0.02pct。从上述分析中我们可知 23 年建筑板块期间费用率略有上升，行业信用减值同比增加，导致板块净利率承压下降。

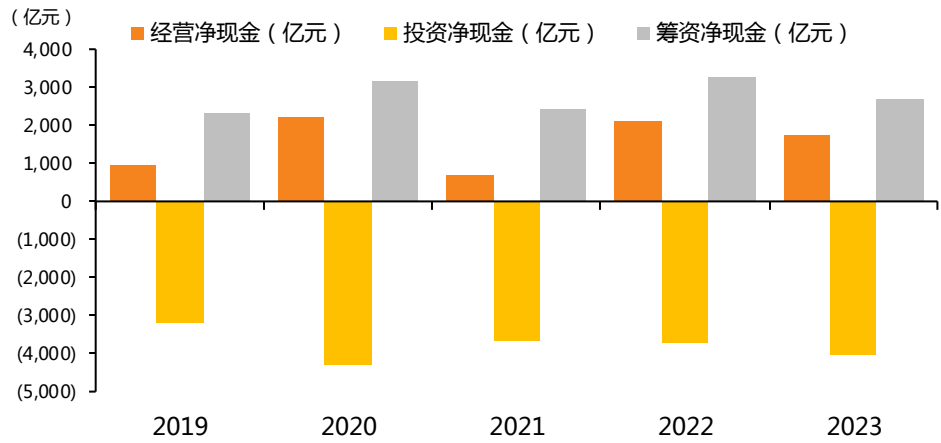
图 15：2018-2023 年建筑行业资产及信用减值损失占收入比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

23 年板块 CFO 净流入同比减少，CFI 净流出同比扩大和 CFF 净流入同比变小。23 年建筑板块经营活动现金净流入 1727 亿元，同比-17.46%，CFO 净流入量有所减少，表明建筑板块 23 年回款仍有压力，我们认为主要原因如下：1) 房建类业务受 23 年房价下滑回笼资金变慢，导致房建类企业回款不及预期；2) 城投及地方政府债务压力较大，导致基建、市政类项目回款变慢。但央企持续推进项目精细化管理，部分央企项目回款有所改善，如中国化学、中国建筑、中国能建 23 年 CFO 净额分别多流入 76、72、15.5 亿。23 年 CS 建筑板块投资活动现金净流出 4046 亿元，CFI 净流出同比增加 298 亿。23 年 CS 建筑板块筹资现金净流入 2687 亿元，净流入量相比 22 年减少 590.5 亿元，我们预计与融资及经营环境的政策有所收紧，行业内进行定增、优先股、可转债等融资活动的公司减少有关。

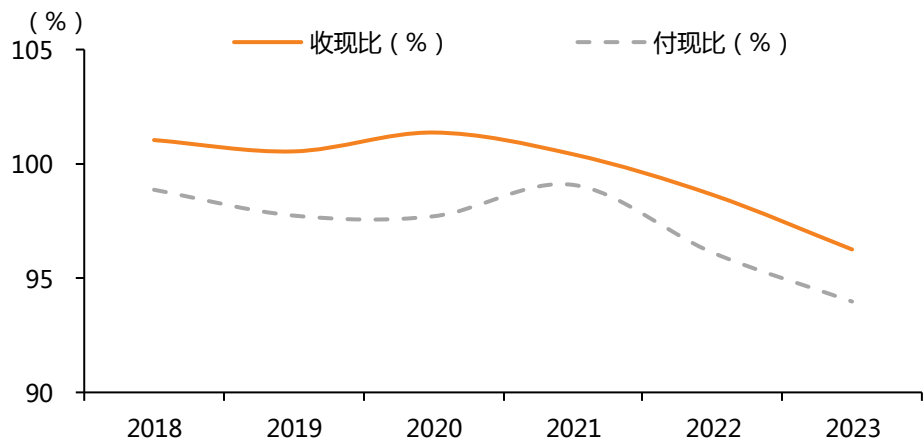
图 16：2018-2023 年建筑行业现金流量净额变动趋势



资料来源: Wind, 天风证券研究所

23年建筑板块收、付现比小幅下降。23年建筑板块收现比96.25%，同比下降2.39pct，付现比93.97%，同比下降2.14pct，收现比减少幅度较付现比减少幅度略大，导致CFO净流出增加。我们推测，收现比下降，或与23年上下游资金整体紧张有关，但收现比仍维持较高水平，我们预计与建筑企业加强回款工作有关。我们认为随着万亿国债资金到位以及地方化债持续推进，有望缓解产业链上下游资金紧张的局面。

图 17: 2018-2023年CS建筑行业收现比与付现比



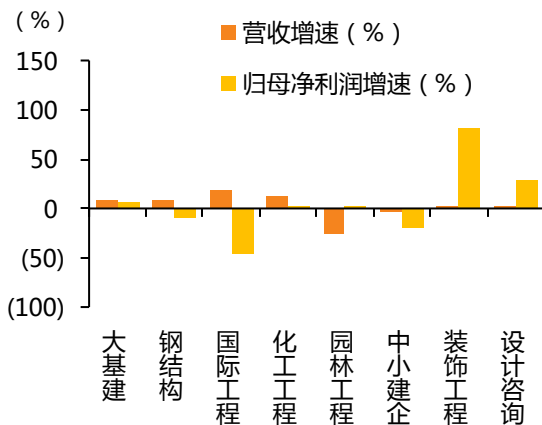
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 子板块表现持续分化，大基建板块增长韧性较强

2.1. 业绩增长：大基建板块稳健增长，设计咨询板块业绩增长加快

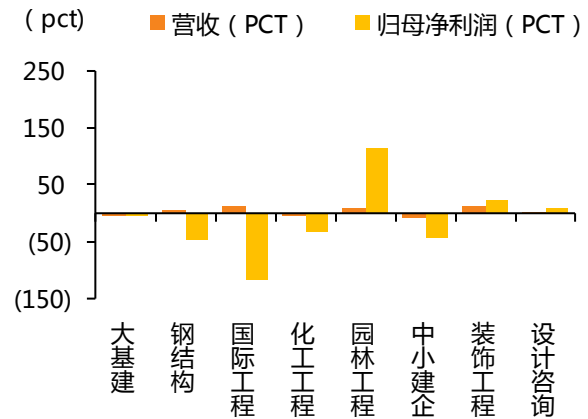
23 年建筑子板块业绩表现分化，大基建表现依旧稳健，设计咨询板块业绩低基数下实现高增。23 年营收增速排名靠前的是国际工程、化工工程、钢结构、大基建，营收增速分别为+18.43%、+12.05%、+8.37%、+7.91%，国际工程板块中收入增速靠前的是北方国际（同比+59.96%）、中钢国际（同比+40.92%）、中材国际（同比+6.94%）。8 个板块中，营收承压下滑的有园林工程和中小建企，中小建企或受到地方项目落地速度放缓导致营收承压。23 年归母净利润同比增速前四的分别为装饰工程、设计咨询、大基建、化工工程，同比增速分别为+80.65%、+28.70%、+6.02%、+3.31%，装饰工程受 23 年减值损失拖累减少以及 22 年低基数带来业绩较快增长。业绩下滑的板块有 3 个，钢结构、中小建企、国际工程业绩同比分别-9.7%、-19.8%、-46.0%，国际工程板块业绩主要受到中铝国际拖累，剔除中铝国际后国际板块工程四个公司的营收和业绩分别同比增长 25.2%、19.6%，如北方国际、中钢国际业绩同比增长 44.31%、20.58%，总体来看国际工程板块仍表现亮眼。园林板块在经历了 PPP 模式风险以及 3 年疫情以来的资金链危机后，经营质量回归到正常水平尚需一定时间。

图 18：23 年建筑行业各子板块营收及归母净利润增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

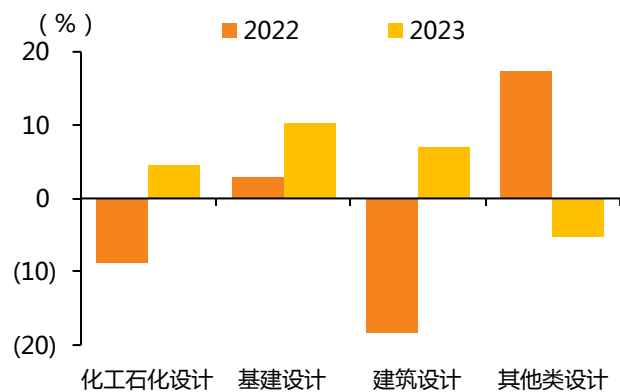
图 19：23 年建筑子板块营收/业绩增速与 22 年的差



资料来源：Wind，天风证券研究所

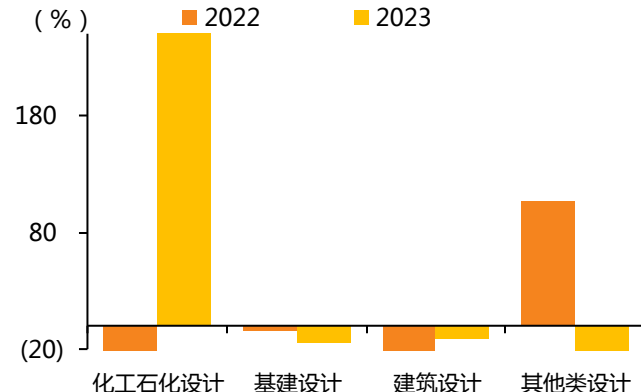
设计咨询子板块中分化仍较大，化工石化设计收入及业绩表现亮眼，龙头公司业务较为稳健。总体来看，设计咨询板块 23 年收入同比增速+2.75%，增速同比上升 2.86pct，归母净利润同比增速 28.7%，增速同比+8.17pct。分子板块看，23 年化工石化设计收入同比增速+4.56%，归母净利润同比增速+252.41%，其中，东华科技、三维化学业绩增速分别为+19.2%、+3.1%。23 年建筑设计收入同比增速+6.91%，归母净利润同比增速-11.56%，板块盈利能力仍有所承压，增速同比+15.34pct，其中深圳瑞捷、华阳国际减值压力变小后业绩同比+160.65%，+43.82%。基建设计板块 23 年营收同比增速+10.4%，归母净利润同比增速为-15.17%，增速同比-11.34pct。基建设计板块营收稳健增长，而阶段性的减值或是拖累利润增长的原因，比如苏交科受减值影响较大。

图 20：2022、2023 年设计咨询各子板块营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2022、2023 年设计咨询各子板块归母净利增速

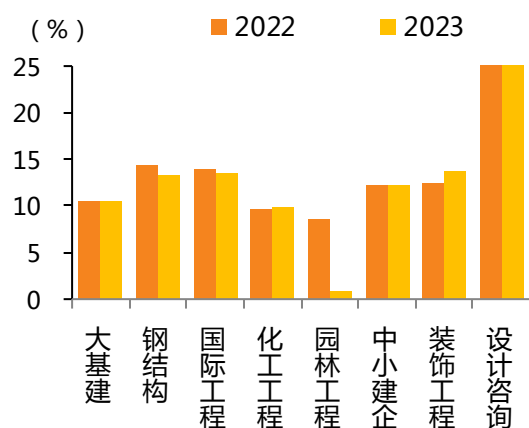


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 盈利能力：装饰工程毛利率/净利率同比有所提升

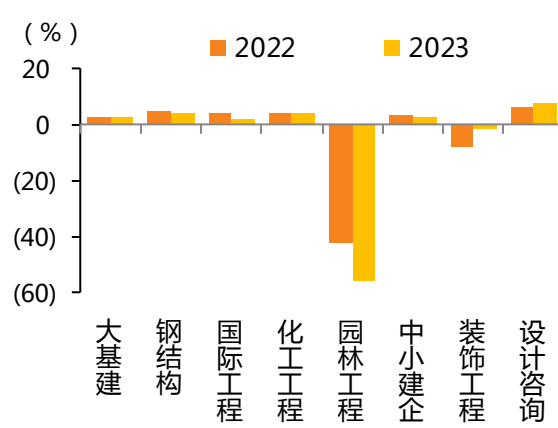
23 年装饰工程毛利率/净利率有所提升。23 年建筑行业子板块中，大基建、化工工程、装饰工程板块毛利率同比略有上升，其他板块毛利率均同比下降。装饰工程板块毛利率提升最为明显，同比提升 1.34pct 至 13.78%，园林板块毛利率下降 7.8pct，下降幅度大于其他 7 个子板块。净利率方面，23 年装饰工程/设计咨询同比提升 6.47/1.07pct，园林工程、国际工程、钢结构、中小建企、化工工程、大基建净利率分别同比下降 13.24、2.23、0.78、0.66、0.22、0.03pct。净利率变化量与毛利率变化量的差体现为费用率（含减值损失）的变化，23 年建筑子板块中装饰工程、设计咨询、钢结构、大基建、化工工程、中小建企、国际工程、园林工程板块费用率（含减值损失）分别同比+5.13、+2.01、+0.31、-0.1、-0.48、-0.62、-1.82、-5.44pct，除设计咨询、钢结构和装饰工程板块，其余 5 个子板块表现为费用率（含减值损失）有所提升，大基建费用率（含减值损失）变化不大，钢结构费用率（含减值损失）有所下降，设计咨询及装饰工程费用率（含减值损失）改善较为明显。

图 22：2022、2023 年建筑行业各子板块毛利率



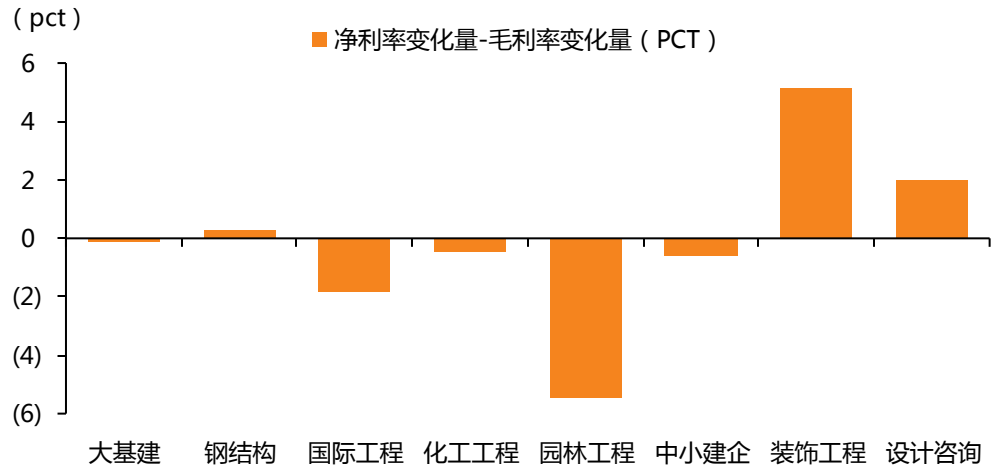
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：2022、2023 年建筑行业各子板块净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：23 年相对 22 年建筑子板块净利率变化量与毛利率变化量的差 (PCT)

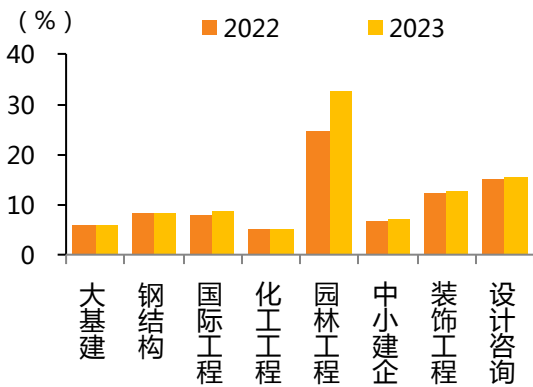


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 管理能力：大基建板块费用管控能力提升，装饰工程减值损失有所增长

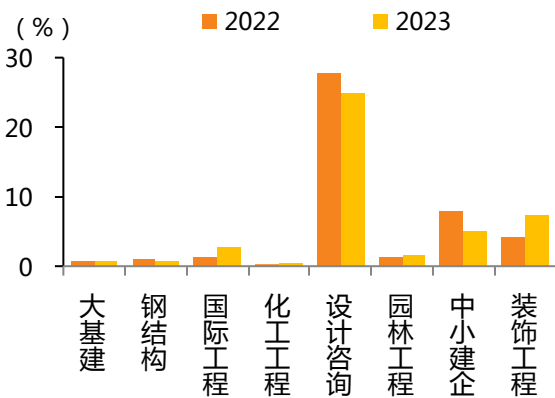
23 年八大建筑板块中除大基建板块之外其他子板块费用率均有所提升。23 年大基建/钢结构/国际工程/化工工程/园林工程/中小建企/装饰工程/设计咨询期间费用率为 5.88%、8.32%、8.6%、5.3%、32.8%、7.18%、12.83%、15.59%，分别同比-0.03、+0.19、+0.62、+0.17、+8.03、+0.49、+0.36、+0.62pct，23 年除大基建板块外所有板块期间费用率均同比上升，大基建央企提质增效显著。23 年大基建、国际工程、化工工程、园林工程、装饰工程五个板块资产（含信用）减值损失占收入比重同比提升，国际工程板块资产减值损失占比提升较为明显，主要受中铝国际 23 年资产减值（含信用）计提同比增加 19.65 亿影响所致，中小建企、设计咨询和钢结构板块资产（含信用）减值损失占收入比重分别同比下降 2.92、2.82、0.45pct。

图 25：2022、2023 建筑行业各子板块期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

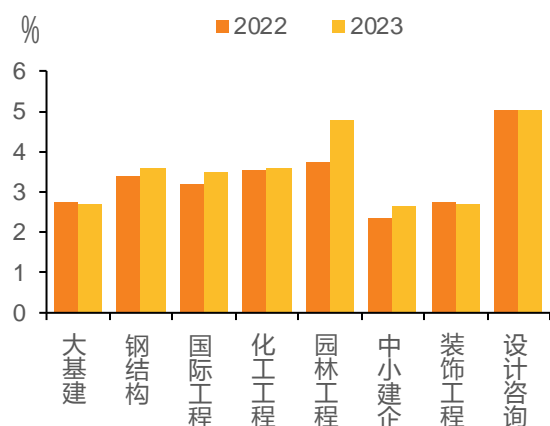
图 26：2022、2023 年建筑行业资产减值损失占收入比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

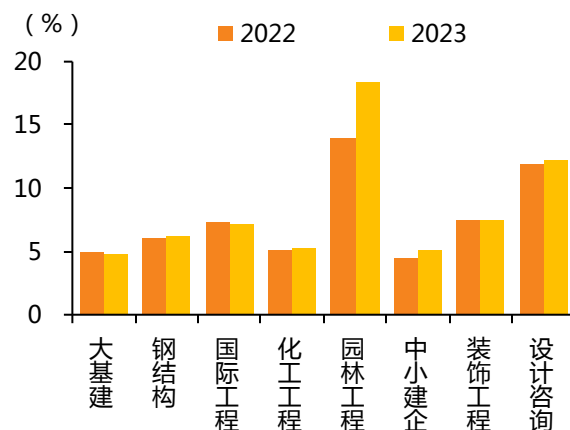
23 年国际工程、大基建管理（含研发）费用率小幅下滑，装饰工程研发费用率下滑最多。以研发费用率来看，园林工程、中小建企、国际工程的费用率提升较多，分别同比+1.03、+0.30、+0.30pct，下降较多的为装饰工程，同比-0.05pct，其他各板块均变化不大。管理费用率（含研发）方面，园林工程板块提升较为明显，同比+4.46pct，上升幅度较大的还有中小建企（+0.58pct）、设计咨询（+0.21pct），下降幅度较大的有国际工程（-0.09pct），大基建（-0.07pct）。

图 27：2022、2023 年建筑行业各子板块研发费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

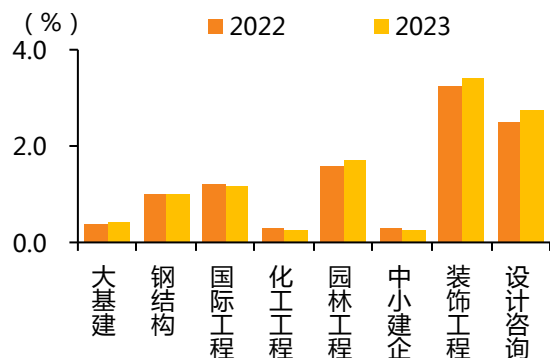
图 28：2022、2023 年建筑行业各子板块管理（含研发）费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

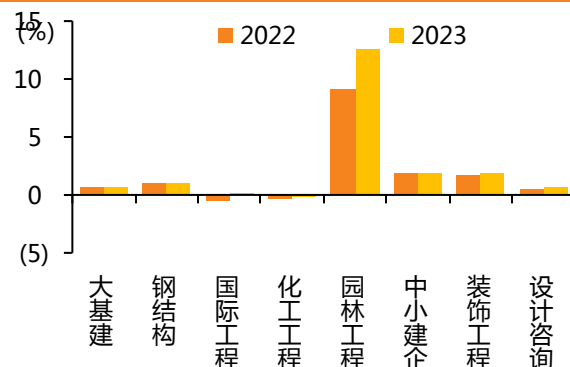
23 年设计咨询、装饰工程板块销售费用率增加较多，园林工程、装饰工程财务费用率仍然较高。以销售费用率来看，设计咨询、装饰工程板块销售费用率同比增加 0.24、0.18pct，园林工程板块同比增加 0.15pct，其余子板块变动不大。财务费用率来看，23 年园林工程财务费用率上升幅度较大，同比提升 3.42pct，绝对值为 12.61%，亦较高。国际工程板块财务费用率同比+0.76pct 至 0.24%，或系汇兑损益影响，比如中材国际较 22 年增加 4.2 亿主要系于尼日利亚奈拉贬值产生汇兑损失。

图 29：2022、2023 年建筑行业各子板块销售费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

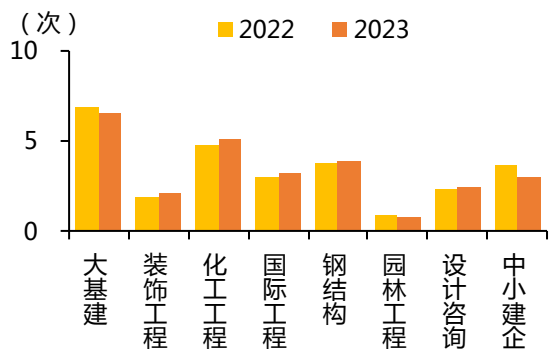
图 30：2022、2023 年建筑行业各子板块财务费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

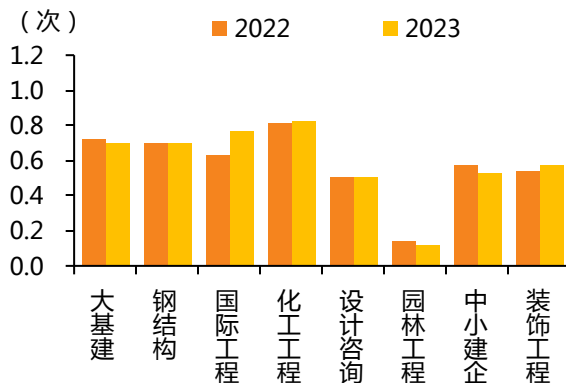
23 年各子板块中国际工程、装饰工程、设计咨询总资产周转率变快，国际工程、装饰工程、设计咨询板块应收账款周转率同比提升。同前文口径一致，我们把应收票据和应收账款一起作为应收款周转率的指标计算，23 年各子板块中，国际工程、装饰工程、设计咨询板块分别同比提升 0.17 次/0.15 次/0.13 次，中小建企和大基建板块分别同比变慢 0.6 和 0.4 次，我们判断或与地方债压力较大导致建筑央企回款有所变慢。总资产周转率方面，23 年各子板块中仅国际工程周转率明显变快，总资产周转率同比提升 0.13 次，大基建、设计咨询、园林工程、中小建企总资产周转率小幅下滑。

图 31：2022、2023 年子板块应收账款及应收票据周转率



资料来源：Wind，天风证券研究所

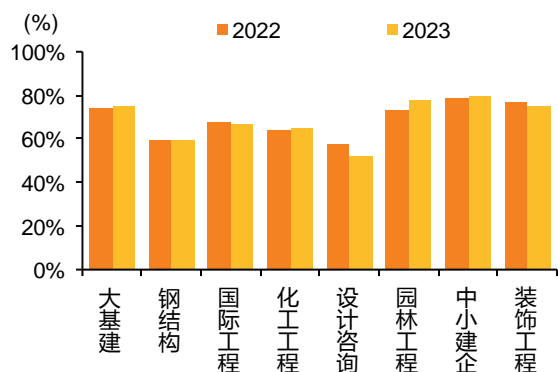
图 32：2022、2023 年建筑行业各子板块总资产周转率



资料来源：Wind，天风证券研究所

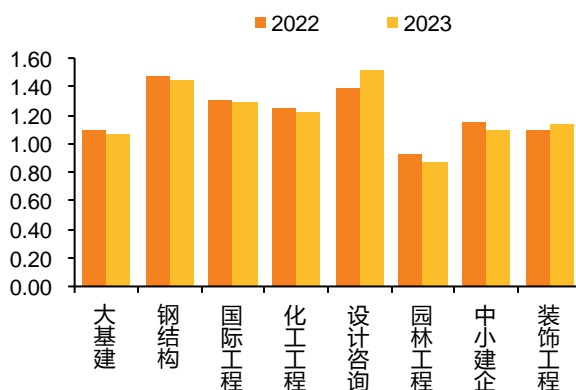
23 年除园林工程行业外各板块负债率均有所上升，多数子板块流动比率小幅下滑。相比于 22 年，23 年除国际工程、设计咨询、装饰工程外资产负债率均上升，其中，园林板块 23 年资产负债率为 77.9%，同比大幅上升 4.88pct，中小建企板块 23 年负债率为 80.1%，同比明显上升 1.24pct，我们认为，大量有息负债亦是导致财务费用率较高的原因。大基建央企负债率同比提升 0.74pct 至 75.4%，提升幅度不大，设计咨询板块资产负债率同比下滑 5.99pct 至 51.8%。23 年仅设计咨询和装饰工程流动比率提升较为明显，分别同比提升 0.12、0.05 倍，其余板块均有小幅下滑。

图 33：2022、2023 年建筑行业各子板块资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

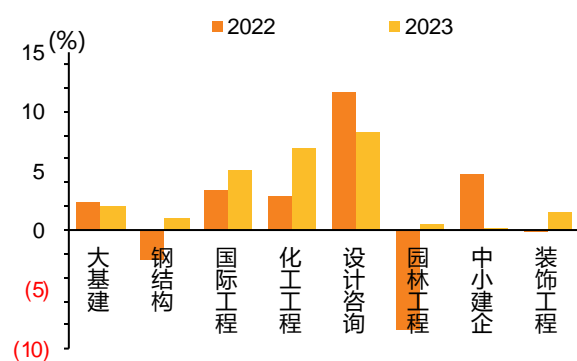
图 34：2022、2023 年建筑行业各子板块流动比率



资料来源：wind，天风证券研究所

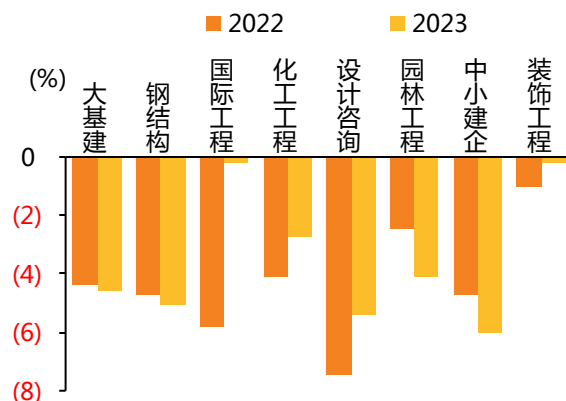
现金管理方面，23 年八大建筑板块均实现 CFO 净流入，除国际工程、设计咨询、装饰工程、化工工程板块外 CFI 净支出占营业收入比重均降。23 年园林工程、钢结构、国际工程、装饰工程、化工工程板块 CFO 净流出占收入比例均有所上升，反映出以上各板块公司在加强回款管理，园林板块实现 CFO 净额净流入。投资性现金流方面，八大建筑板块均为净流出状态，其中大基建、钢结构、园林工程和中小建企板块投资的净流出额占收入的比重均有不同程度的上升。

图 35：2022、2023 年建筑行业各子板块经营净现金/营业收入



资料来源：wind，天风证券研究所

图 36：2022、2023 年建筑行业各子板块投资净现金/营业收入



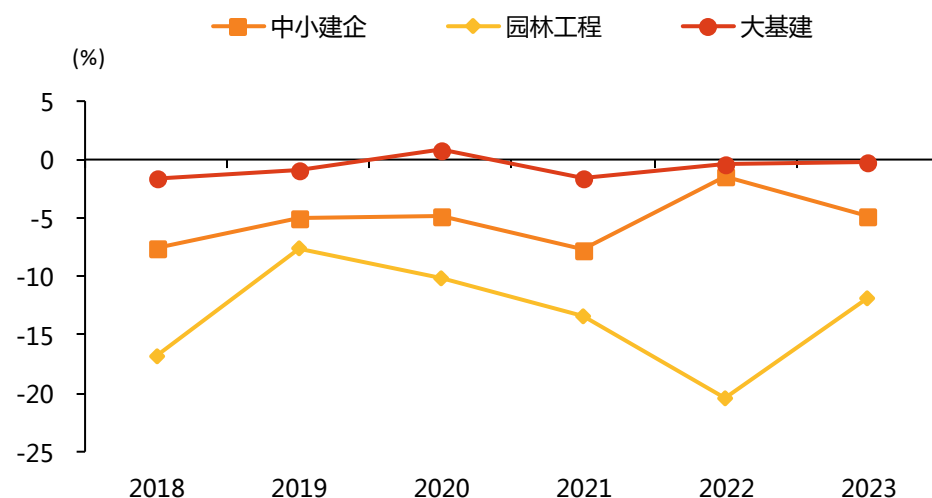
资料来源：wind，天风证券研究所

除了大基建板块目前主要 PPP 板块经营活动回收的现金流或仍不足以抵消资本金大幅投入带来的资金流出。由于 PPP 项目工程回款计入经营现金流，而项目资本金投入主要在“投资支付现金”科目中体现，因此我们对主要 PPP 子板块（大基建、园林、中小建企）的现金流进行分析，以 $(CFO \text{ 净额} - \text{投资支付现金}) / \text{营收}$ （下文简称指标）的方法，来大致判断 PPP 项目对板块现金流的影响，结论为：

1) 23 年三个相关板块 CFO 净额与投资支付现金的差额均为负，我们认为体现了当前 PPP 项目的回款尚不足以抵消项目落地带来的资本金投资支出。三个子板块中，大基建指标绝对值最小且自 19 年以后延续改善趋势，园林工程指标在 22 年下降明显，后在 23 年明显回升，仅中小建企没有改善趋势，或仍与地方项目回款压力较大有关。

2) 从数据上看，①园林板块指标明显上升的原因在于其 CFO 回款情况明显改善，23 年园林板块 CFO 净额回正，实现净流入 0.9 亿元，同比多流入 24.4 亿，而 22 年同期表现为净流出 23.5 亿元，同时园林工程板块的投资支出的现金小幅下滑，占收入比例由 22 年的 12.0% 增长至 23 年的 12.3%；②中小建企板块指标未改善的原因在于经营活动产生的现金流量净额减少，23 年中小建企板块的 CFO 净流入 11.05 亿元，而 22 年表现为净流入 258.34 亿元，投资支出的现金占收入比例由 22 年的 6.18% 下降至 23 年的 4.98%，表明地方建筑企业投资类项目有所减少；③23 年大基建板块 CFO 净流入 1525 亿元，22 年表现为净流入 1706.8 亿元，同时大基建板块的投资支出的现金占收入比例由 22 年的 2.75% 减少至 23 年的 2.17%，投资活动现金流净流出同比少流出 288.49 亿。

图 37：主要 PPP 子板块（CFO 净额-投资支付现金）在收入中的比重

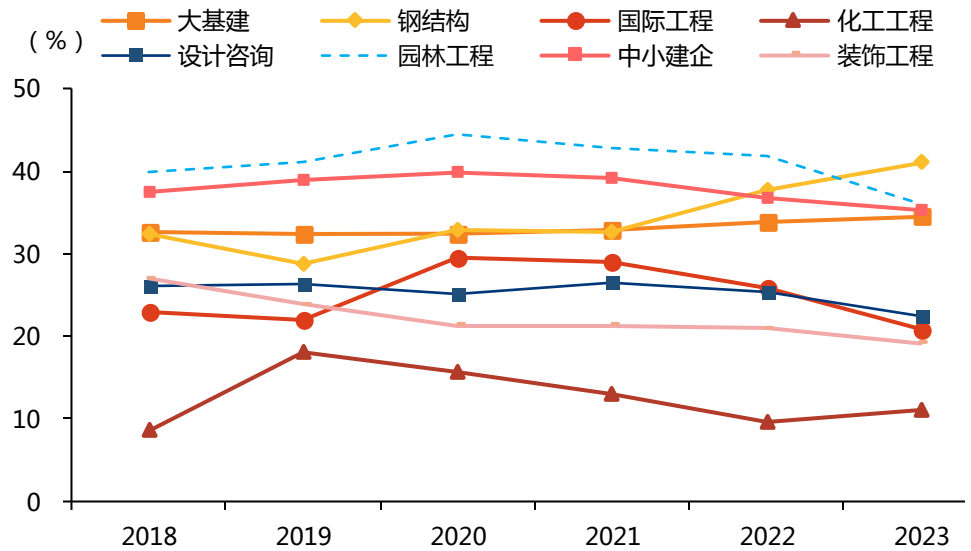


资料来源: wind, 天风证券研究所

2.4. 债务结构：中长期带息债务占比提升仍是负债结构优化的关键

23 年带息债务占总负债比例，园林工程、国际工程、设计咨询均趋于下降，钢结构、化工工程、大基建趋于上升，其余子板块保持平稳。2018-2023 年各子板块带息债务占总负债的比例排名总体相对平稳，钢结构、园林工程、中小建企、大基建排名靠前，带息债务占总负债的比例均在 34% 以上，装饰工程和化工工程处于较低水平。从带息负债占总负债的比例变动来看，23 年仅钢结构、化工工程、大基建板块占比同比上升 3.21、1.34、0.6pct，其余板块带息负债占比均有所下降。

图 38：2018-2023 年各子板块带息债务占负债总和的比例



资料来源: wind, 天风证券研究所

基建企业未来长期有息负债占总带息负债占比的提升可以看作负债结构改善的标志。我们以长期借款和应付债券之和作为长期有息负债，可以看到，23 年大基建、国际工程、中小建企长期有息负债占比超过 50%，其余板块低于 50%。我们认为对于 PPP 项目收入占比较低的子板块，如钢结构、装饰、设计，其有息负债大多只用于短期的经营性垫款，所以长期有息负债占比较低。对于国内基建业务为主导的公司来说，由于其投资类项目回款周期长，更高的长期有息负债比例可以帮助其避免频繁面对短期偿付压力，因此大基建和中小建企长期有息负债占比均超过 50%，2020 年以后，园林板块融资环境有所改善，国资背景入股利好板块的债务环境，23 年园林板块的长期有息负债占比同比上升至 45.11%，但相较于大基建和中小建企板块来说，仍然处于较低水平，未来其偿付压力能否实质性减轻，仍需关注其通过中长期负债置换短期负债的进程。

图 39：四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化

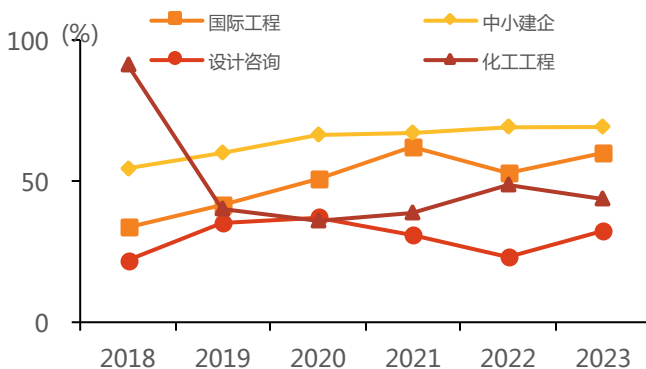
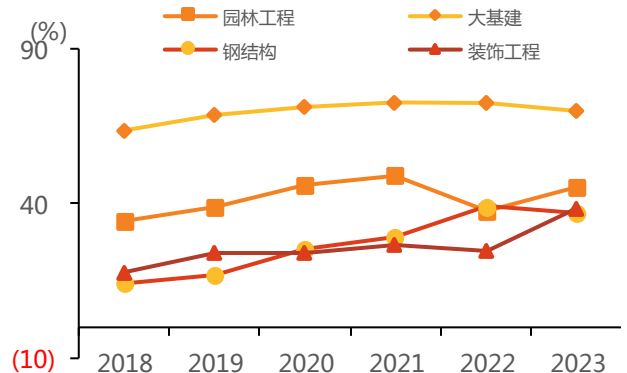


图 40：另外四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化



资料来源: wind, 天风证券研究所

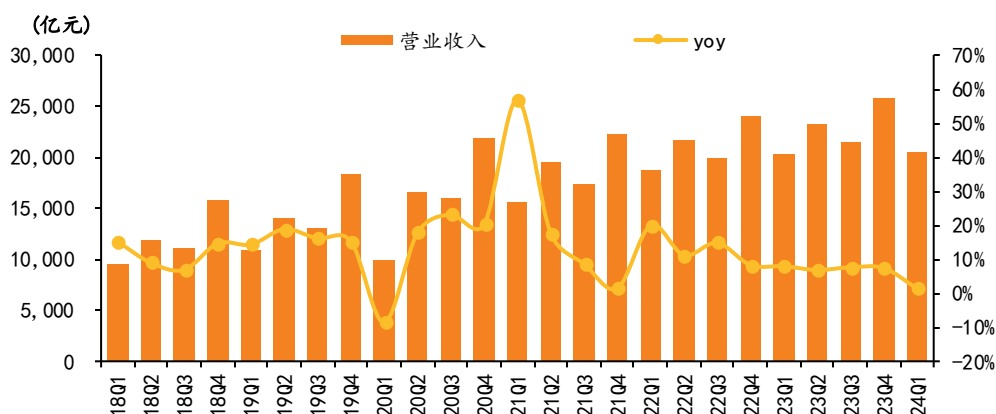
资料来源: wind, 天风证券研究所

3. 24Q1 建筑板块营收增速有所放缓，业绩短暂承压

3.1. 24Q1 营收增速放缓，毛/净利率同比下滑

24Q1 建筑板块收入端增速略有放缓。24Q1 建筑板块营收 20575 亿元，同比增长 1.39%，以 21Q1 为基数，21-24 年 Q1 复合增长率 9.5%。24Q1 建筑板块或受一季度项目落地进度放缓，整体收入增速有所放缓，展望 2024Q2 以及下半年，考虑到所有增发国债项目有望加快落地，预计 24 年市场资金面或有边际改善，对应项目推进有望提速，同时限购等政策有望进一步放松有望加速地产去化，从而推动改善销售及新开工，建筑公司或将有较为明显的营收增速提升。

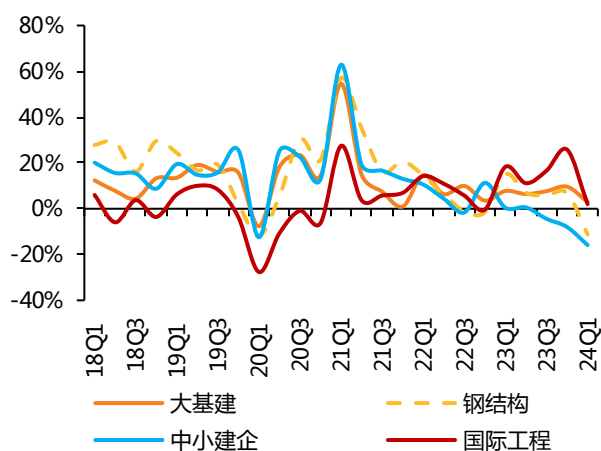
图 41：2018Q1-2024Q1 建筑单季度营收及同比增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

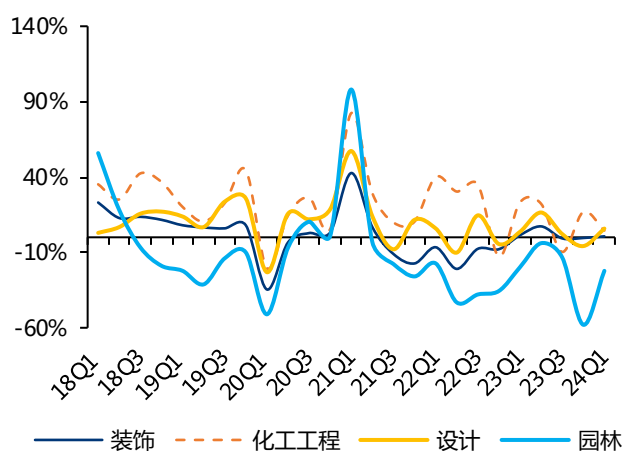
24Q1 大基建、国际工程、设计咨询保持个位数增长，园林板块仍承压。设计咨询板块同比增速位居各子板块首位，达 5.81%；化工工程（4.5%）、大基建（3.0%）、国际工程（2.0%）营收保持小个位数增长，钢结构（-11.2%）、中小建企（-15.9%）、园林工程（-22.25%）板块营收短暂承压。

图 42：18Q1-24Q1 建筑子板块单季度营收同比增速（1）



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 43：18Q1-24Q1 建筑子板块单季度营收同比增速（2）

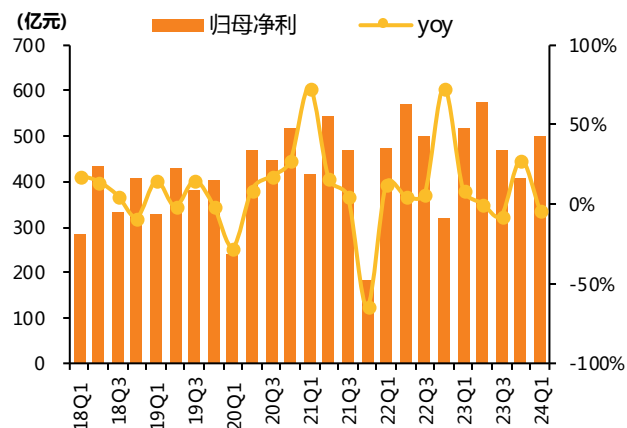


资料来源: wind, 天风证券研究所

建筑行业 24Q1 业绩增速小幅承压。24Q1 建筑板块实现归母净利润 501.25 亿元，同比 -3.34%，单季度增速略有下滑，原因与上文论述基本一致，在一季度景气度不佳的情况下，

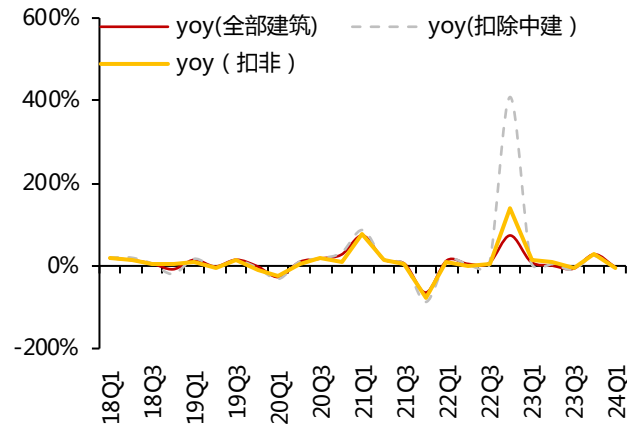
利润端有所承压，以 21Q1 为基数，21-24 年 Q1 复合增长率 6.3%。剔除权重股中国建筑后，CS 建筑板块 24Q1 归母净利润同比下降 5.15%，扣非净利润同比下降 2.64%。

图 44：18Q1-24Q1 建筑单季度归母净利润及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

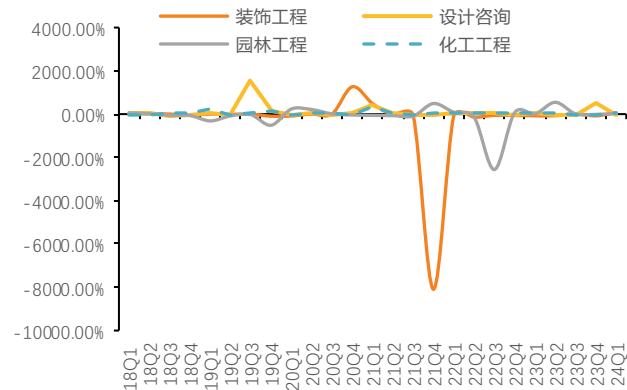
图 45：18Q1-24Q1 建筑板块不同情形下业绩同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

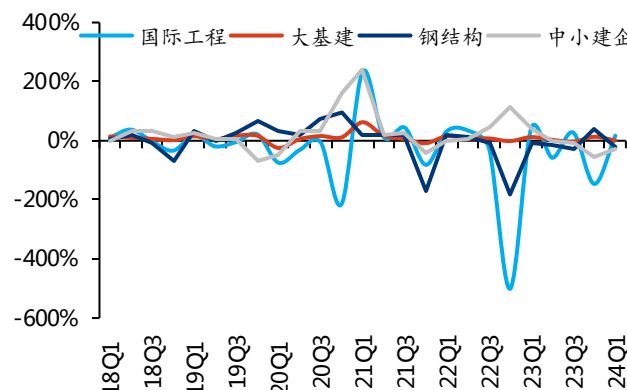
总体来看，24Q1CS 建筑板块业绩低于收入增速。细分来看，24Q1 设计咨询板块在收入同比取得增长的背景下业绩增长仍为负值，业绩增速为-42.49%。国际工程板块受益于“一带一路”催化及海外基建景气度回升，24Q1 单季归母净利润同比增长+17.30%，其中北方国际、中钢国际、中材国际 24Q1 单季度归母净利润同比增长 36%、3.3%、3.1%。装饰工程板块在 23Q1 低基数下增速为 73.69%，化工工程、大基建板块业绩增速较稳健，分别为 8.95%、0.73%，钢结构以及中小建企利润端仍然承压，分别为-18.69%、-25.99%。

图 46：建筑子板块单季度业绩同比增速（1）



资料来源：wind，天风证券研究所

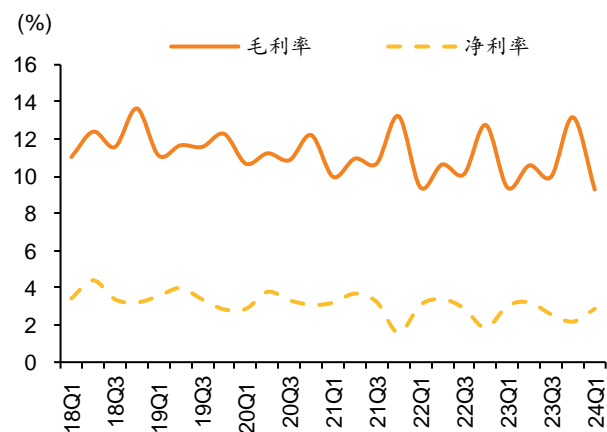
图 47：建筑子板块单季度业绩同比增速（2）



资料来源：wind，天风证券研究所

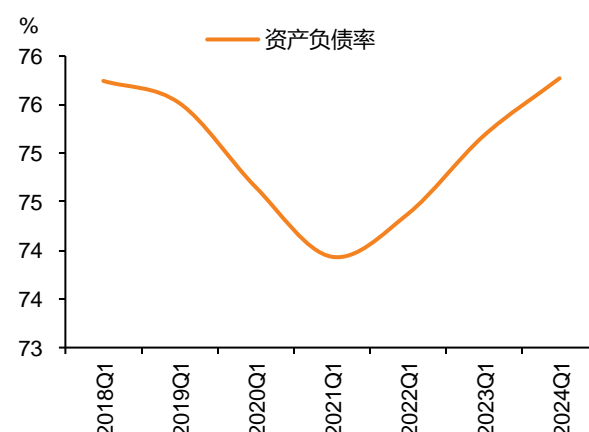
24Q1 板块毛利率/净利率同环比均承压下滑。24Q1 建筑板块毛利率 9.29%，同比下降 0.10pct，环比下降 3.89pct，板块净利率 2.87%，同比下降 0.16pct，环比上升 0.69pct，盈利能力阶段性承压。24Q1 建筑板块摊薄 ROE 较 23Q1 下降 0.22pct 至 1.98%，主要系净利率的下降，资产负债率同比有一定上升。

图 48：建筑板块单季度毛利率与净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 49：历年 Q1 末建筑板块资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 央企出海订单延续较高增长，建议关注专业工程细分景气赛道

24Q1 八大建筑央企受一季度项目施工落地速度较慢收入增速略有放缓，毛利率、净利率改善分化。从收入端看，仅能建收入增速超 10%，化学和电建收入增速为 5.5%、5.15%，其余央企除中铁之外均为小个位数增长，中铁营收同比小幅下滑 2.6%，央企营收增速或反映出 Q1 实物工作量落地速度仍较慢。毛利率同比改善的分别有化学、能建和铁建。中国能建同样受益于毛利率改善，毛利率同比提升 0.65pct，同时投资收益同比增加 2.6 亿带来净利率提升 0.32pct 至 2.41%，归母、扣非利润增速分别为 32%、10%。中国化学、中国铁建毛利率同比+0.09pct、+0.02pct，净利率同比+0.29pct、+0.06pct。减值损失有所分化，化学、铁建、中铁减值损失均同比减少，能建、电建和中冶的减值同比增加，电建受减值拖累影响更大。

现金流仍为明显改善，央企出海加速。24Q1 经营性现金流净额同比流出均有所增加，或主要受 Q1 经营性现金流支出同比增加以及项目回款较慢所致，现金流暂无明显的实质性改善。从 ROE 改善角度来看，能建和化学 24Q1 加权 ROE 同比改善+0.25pct、+0.01pct。从新签订单的角度来看，能建、化学、建筑 24Q1 新签订单总额分别同比+23.5%、+22.3%、+9.6%。海外订单整体实现较快增长，化学、中冶、建筑、中铁、能建、铁建，同比+240%、+151%、+38%、+23%、+19%、+12%，仅电建小幅下滑，海外订单的增速较快反映出央企加速出海的趋势。

表 3：八大建筑央企 24Q1 经营及订单情况

| | 中国交建 | 中国化学 | 中国能建 | 中国铁建 | 中国建筑 | 中国电建 | 中国中铁 | 中国中冶 |
|-----------------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 24Q1 收入 yoy | 0.18% | 5.54% | 10.04% | 0.52% | 4.67% | 5.14% | -2.56% | 3.81% |
| 24Q1 归母 yoy | 10.00% | 9.50% | 31.71% | 1.98% | 1.20% | 0.79% | -5.04% | -20.56% |
| 24Q1 扣非 yoy | 12.14% | 3.70% | 9.98% | 1.99% | 1.10% | 1.32% | -3.30% | -18.75% |
| 24Q1 毛利率 | 11.90% | 8.01% | 10.71% | 7.79% | 8.09% | 11.79% | 8.58% | 8.19% |
| 24Q1 毛利率同比 | 0.27% | 0.09% | 0.65% | 0.02% | -0.01% | -0.41% | -0.33% | -1.26% |
| 24Q1 净利率 | 4.25% | 3.01% | 2.41% | 2.58% | 3.25% | 2.86% | 3.03% | 2.10% |
| 24Q1 净利率同比 | 0.32% | 0.29% | 0.32% | 0.06% | -0.11% | -0.04% | -0.23% | -0.94% |
| 加权 ROE (%) | 2.16% | 2.09% | 1.37% | 2.14% | 3.38% | 2.24% | 2.50% | 2.52% |
| 加权 ROE 同比变动 (%) | 0.04% | 0.01% | 0.25% | -0.13% | -0.35% | -0.24% | -0.42% | -0.86% |
| 24Q1 CFO 净额(亿) | -396 | -68 | -162 | -466 | -966 | -390 | -681 | -307 |
| 同比改善(亿) | -140 | -7 | -7 | -74 | -312 | -60 | -300 | -92 |

| | | | | | | | | |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|
| 24Q1 新签订单(亿) | 5,073 | 1,279 | 3,678 | 5,507 | 11,885 | 3,311 | 6,216 | 3,170 |
| 新签同比增速 | 10.81% | 22.29% | 23.53% | 2.05% | 9.60% | 2.71% | -6.90% | -2.70% |
| 其中: 基建订单(亿) | 4,644 | 1,222 | 3,152 | 4,101 | 3,005 | 695 | 4,701 | |
| 基建订单同比增速 | 15.75% | 22.29% | 10.38% | 3.12% | 23.20% | -34.27% | -7.10% | |
| 海外订单同比增速 | 9.37% | 240.21% | 19.38% | 11.85% | 38.40% | -2.33% | 23.00% | 151.30% |

资料来源: Wind, 各公司公告, 天风证券研究所

注: 截止于 2024/5/2, 分位值起始于 2010/1/1

地方国企业绩分化较为明显, 多数地方国企业绩有所承压, 浦东建设、上海建工、浙江交科、隧道股份业绩增长仍保持韧性。24Q1 上海区域的建筑国企整体营收均实现稳健增长, 浦东建设、上海建工、隧道股份营收分别同比+45%、13%、5%, 业绩增速分别为 21%、13%、3%, 或与上海地区项目推进较快有关。浙江交科 24Q1 营收及业绩分别同比增长 8%、21%, 或与 23 年新签订单同比高增 77.6% 有关, 同时大股东浙江交投 24、25 年交通投资平均增速需达 31% 以上才能完成“十四五”目标, 区域基建高景气度有望支撑业绩释放。考虑到传统交通基建强省四川、安徽、江苏、河北、山东 2024 年交通固定资产投资计划值相比 2023 年计划值同比分别增长 30%、18%、10%、6%、5%, 浙江省与 23 年目标基本持平但仍为全国目标值最高的省份, 建议重点关注区域基建景气度抬升, 推荐隧道股份、四川路桥、浙江交科、上海建工等。

表 4: 地方国企 24Q1 经营质量一览

| | 营收 yoy | 归母净利润 yoy | 扣非净利润 yoy | 毛利率变动 (pct) | 净利率变动 (pct) | CFO 净额 (亿) | CFO 净额变动(亿) | 加权 ROE 同比变动 (pct) | PB (LF) | 分位 |
|------|---------|-----------|-----------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------------|---------|------|
| 浦东建设 | 45.43% | 20.58% | 16.97% | 0.73 | -0.61 | -9.95 | 9.18 | 0.28% | 9.78 | 2% |
| 上海建工 | 12.89% | 13.35% | 11.01% | -0.12 | 0.05 | -253.16 | -23.68 | -0.07% | 13.40 | 57% |
| 浙江交科 | 8.37% | 20.77% | 14.92% | 0.56 | 0.10 | -23.77 | 8.25 | 0.14% | 7.23 | 11% |
| 隧道股份 | 5.34% | 3.06% | 10.19% | 0.57 | -0.79 | -39.08 | -6.64 | -0.11% | 7.20 | 13% |
| 龙建股份 | 0.20% | 29.82% | 9.99% | -0.38 | -0.15 | -7.74 | 17.18 | 0.05% | 11.94 | 13% |
| 宁波建工 | -0.43% | -13.30% | -22.60% | 0.45 | -0.26 | -21.52 | -10.33 | -0.28% | 14.18 | 17% |
| 北新路桥 | -9.57% | -18.66% | -49.71% | 2.26 | -0.11 | -9.38 | -4.88 | -0.04% | 149.57 | 74% |
| 广东建工 | -14.36% | -17.74% | -16.15% | 1.90 | -0.04 | -26.37 | 3.13 | -0.74% | 10.33 | 0% |
| 山东路桥 | -14.93% | -2.82% | -3.91% | 1.63 | 0.19 | -27.61 | -7.40 | -0.52% | 3.84 | 5% |
| 安徽建工 | -16.25% | -10.75% | -23.52% | 2.14 | 0.23 | -32.01 | -16.36 | -0.15% | 5.49 | 3% |
| 陕建股份 | -21.84% | -32.44% | -34.46% | 1.58 | -0.49 | -87.15 | -47.24 | -1.86% | 4.07 | 4% |
| 四川路桥 | -28.44% | -35.73% | -35.76% | -0.32 | -0.82 | -29.78 | 52.75 | -2.51% | 7.87 | 11% |
| 重庆建工 | -32.60% | -22.99% | -58.36% | 2.23 | 0.08 | -15.47 | 2.81 | -0.12% | 206.07 | 100% |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 截止于 2024/5/2, 分位值起始于 2010/1/1

国际工程板块中, 北方国际、中材国际表现较为亮眼。24Q1 北方国际和中材国际营收均实现稳健增长, 分别为 4.63%、2.74%, 归母净利润增速分别为 36%、3.1%。北方国际 Q1 业绩增速较快主要源于费用率下降以及去年蒙古焦煤贸易业务放量。考虑到出海趋势带来订单持续释放, 推荐中材国际、北方国际、中钢国际和中油工程 (与能源组联合覆盖)。

表 5: 国际工程公司 24Q1 经营情况一览

| | 营收 yoy | 归母净 | 扣非净 | 毛利率 | 净利率 | CFO 净 | CFO 净 | 加权 | PB (LF) | 分位 |
|--|--------|-----|-----|-----|-----|-------|-------|----|---------|----|
|--|--------|-----|-----|-----|-----|-------|-------|----|---------|----|

| | 利润 yoy | 利润 yoy | 变动 (pct) | 变动 (pct) | 额 (亿) | 额变动 (亿) | ROE 变动 (pct) | | | |
|------|---------|--------|----------|----------|-------|---------|--------------|--------|------|--------|
| 中材国际 | 2.74% | 3.08% | 12.35% | 2.55 | -0.09 | -11.88 | 8.03 | -0.26% | 1.70 | 37.06% |
| 北方国际 | 4.63% | 36.07% | 41.97% | -3.23 | 0.87 | 3.39 | -3.63 | 0.59% | 1.41 | 25.27% |
| 中钢国际 | -4.07% | 3.26% | 32.58% | 1.69 | 0.33 | -27.92 | -18.99 | -0.44% | 1.14 | 9.52% |
| 中油工程 | -1.71% | 16.74% | 8.34% | -0.61 | 0.26 | -62.43 | 30.40 | 0.11% | 0.72 | 22.82% |
| 中工国际 | -15.27% | 0.67% | 29.97% | 4.83 | 0.95 | -6.95 | -7.29 | -0.03% | 0.84 | 8.31% |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 截止于 2024/5/2, 分位值起始于 2010/1/1

专业工程业绩表现较为分化, 建议关注细分赛道成长性。24Q1 营收增速表现亮眼的有亚翔集成、东华科技、上海港湾、华铁应急, 增速分别为 240%、110%、42%、31%, 业绩增速较快为亚翔集成、东华科技、三维化学、利柏特, 增速分别为 258%、70%、27%、14%。半导体产业链中, 亚翔集成 23 年新签订单 71.6 亿, 同比增长 80%, 新签订单高增带来业绩较快释放。上海港湾 24Q1 新签订单 5.8 亿, 创历史新高, 主要分布于东南亚及沙特等地, 业绩增速受股权激励费用影响, 若剔除股份支付影响扣非净利润为 0.46 亿, 同比高增 80.55%, 受益于中东及东南亚地区基建投资景气度较高, 短期内业绩释放弹性较大。化工炼化板块主要受益于国内化工行业景气度回暖, 东华科技 24Q1 营收及业绩分别同比增长 110%、70%, 同时建议关注钢结构板块短期在制造业景气回升的背景下收入和利润弹性有望进一步凸显, 推荐鸿路钢构、上海港湾、东华科技、江河集团、利柏特、中粮科工 (与农业组联合覆盖)、三维化学、苏文电能 (与环保公用组联合覆盖) 等。

表 6: 专业工程公司 24Q1 经营数据一览

| | 营收 yoy | 归母净利润 yoy | 扣非净利润 yoy | 毛利率 同比变动 (pct) | 净利率 同比变动 (pct) | CFO 净额 (亿) | CFO 净额变动 (亿) | 加权 ROE 变动 (pct) | PE_TTM | 分位 |
|------|---------|-----------|-----------|----------------|----------------|------------|--------------|-----------------|--------|------|
| 亚翔集成 | 239.64% | 258.14% | 260.30% | -1.43 | 0.36 | 6.65 | 0.64 | 5.12% | 15.78 | 4% |
| 柏诚股份 | 111.11% | 37.77% | 32.95% | -5.34 | -2.59 | -5.37 | -2.69 | -1.09% | 24.53 | 4% |
| 东华科技 | 110.00% | 69.89% | 23.07% | -6.03 | -1.62 | 1.42 | 4.65 | 1.07% | 15.01 | 0% |
| 上海港湾 | 42.42% | 5.52% | 12.94% | 4.77 | -3.78 | -0.02 | -0.41 | -0.11% | 26.26 | 34% |
| 华铁应急 | 31.00% | 11.57% | 23.18% | -3.18 | -2.56 | 6.66 | 3.39 | -0.23% | 14.93 | 3% |
| 江河集团 | 19.50% | 11.10% | 21.87% | -0.90 | -0.19 | -9.68 | 0.82 | -0.01% | 9.77 | 8% |
| 利柏特 | 14.21% | 14.23% | 15.14% | -2.80 | 0.00 | -2.04 | -1.58 | 0.07% | 20.31 | 12% |
| 鸿路钢构 | -11.77% | 1.12% | -38.79% | 1.34 | 0.59 | 0.84 | -0.84 | -0.21% | 11.12 | 9% |
| 三维化学 | -13.28% | 26.83% | 28.80% | 0.96 | 2.57 | 0.72 | 1.35 | 0.30% | 12.63 | 13% |
| 苏文电能 | -14.42% | -46.46% | -48.83% | -11.57 | -6.29 | -0.77 | 1.83 | -1.46% | 110.83 | 100% |
| 圣晖集成 | -15.91% | -50.84% | -48.56% | -4.99 | -3.71 | -0.36 | -0.04 | -1.71% | 22.80 | 50% |
| 中粮科工 | -16.12% | 1.84% | 2.40% | 3.16 | 1.34 | -2.41 | -0.11 | -0.07% | 24.40 | 1% |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 截止于 2024/5/2, 分位值起始于 2010/1/1

4. 投资建议

24 年顺周期改善、高股息央国企和专业工程景气延续仍是三条重要的主线。24 年 1-3 月地产开发投资/狭义基建/广义基建/制造业同比分别 -9.5%/+6.5%/+8.8%/+9.9%, 结合两会提出增发特别国债来看, 我们认为 24 年中央加杠杆的趋势有望延续, 资金层面对基建投资形成有力支撑。24 年度易涝点改造工程逐步启动, 我们预计会陆续产生实物量, 发改委提及部署 23 年增发国债, 推动所有增发国债项目于今年 6 月底前开工建设, 下一步将会同有关部门支持部分大中城市实施城市更新行动, 开展地下管网更新改造, 中央加杠杆的

趋势有望延续，资金层面或对应基建投资形成有力支撑，预计 Q2 基建景气度有望延续。同时 4 月份政治局会议着重保交楼和去库存，后续限购等政策有望进一步放松，从而推动销售和新开工改善。从需求侧角度，24-25 年铁路投资有望保持高景气，同时近期工业、建筑等领域设备更新方案陆续出台，聚焦设备更新、数字化转型、绿色装备推广等行动，新质生产力推动传统行业改造升级。

主线一：静待顺周期改善，基建和地产投资保持韧性

回顾 2023 年的基建相关领域的政策，可以看到政策的落脚点仍聚焦于基础设施建设中的真实需求。需求端来看，进入 24 年，基建增速或逐渐回归平稳，重视基建结构性和区域性机会，我们预计 24 年广义/狭义基建增速分别为 8.70%/6.75%，真实需求主导的水利投资、城中村改造、保障房建设、重大交通领域建设的确定性较高。供给端，专项债有望继续发力，财政部有关负责人日前表示，将提前下达 2024 年度部分新增地方政府债务额度，即新增专项债提前批额度或将在 2.28 万亿元左右，同时万亿特别国债或将在明年初对于基建的实物量产生带动作用。地产端，城中村及保障房有望为地产中长期发展形成有力支撑，21 个超大特大城市城中村改造面积达 9.6 亿平，35 个城市城中村面积达 12.3 亿平米，中性情境下（拆除新建比 30%），按照 5 年建设周期，21 个城市城中村改造年均拉动的地产开发投资约 9199 亿元，对应弹性为 7.6%，对地产新开工/竣工带来的弹性分别为 12.6%/7.6%。重点推荐建筑设计公司：华阳国际、深圳瑞捷，建议关注华建集团等，以及地方建筑施工类企业安徽建工、上海建工、陕建股份等。

主线二：国企改革纵深推进，高股息及 ROE 向上趋势明显

23 年上半年战术性政策上已明确国改新思路，下半年战略性政策持续细化工作部署，央企提质增效的工作加速落实。龙头市占率提升趋势显著，23 年以来建筑央企份额提升较快，八大建筑央企营业收入份额从 2019 年 19% 提升至 23Q3 的 25%，新签订单市场份额从 2019 年 35% 提升至 23Q3 的 45%，新签订单高增长反映出后续市占率加速提升的趋势，同时也验证建筑央企扎实的内生增长动能以及融资和管理优势。本轮国企改革 ROE 提升逻辑清晰，内生途径在于提升盈利能力和周转能力，外延途径在于围绕“链主”身份进行产业上下游整合，同时重视现金流改善对分红的提振作用。当前建筑企业中股息率达到 5% 的已有 7 家企业，以传统低估值建筑央企国企蓝筹为主，城中村概念标的天健集团股息率也高达 6.43%。此前央企国企蓝筹密集发布回购计划，考虑到明年经济的发展仍需依靠基建发力去支撑回暖，我们认为当前已回调的低估值标的值得重点关注。推荐低估值建筑央企中国建筑、中国中铁、中材国际，以及传统基建强省景气度抬升，如四川路桥、山东路桥、浙江交科（与化工组联合覆盖），建议关注新疆交建。

主线三：关注下游高景气专业工程以及传统行业改造及出海

考虑到 24 年经济有望边际改善，专业工程领域的龙头公司充分受益，四大细分赛道值得重点关注：1) 重资产的建筑租赁板块在顺周期下弹性较大，头部市占率集中度提升，推荐华铁应急（与非银组联合覆盖）；2) 半导体洁净室工程：受益于国内半导体资本开支提速，国产替代逻辑带来需求旺盛，洁净室工程行业技术壁垒高，行业渗透率及头部企业集中度有望提升，推荐圣晖集成，建议关注亚翔集成、柏诚股份；3) 化工炼化工程板块，受益于化工行业景气度回暖，推荐利柏特、三维化学，Q3 业绩表现亮眼，同时煤化工迎来投资高峰，新疆未来五年计划投资超 3600 亿，建议关注航天工程（与机械组联合覆盖）；4) 钢结构板块作为顺周期产品，短期来看经济复苏背景下收入和利润弹性有望进一步凸显，中长期看好鸿路钢构智能化改造带动吨净利提升以及产能扩张，此外重点推荐海外储能积极出海的苏文电能（与环保组联合覆盖）。

5. 风险提示

基建&地产投资超预期下行：我们预计 2023H1 专项债的密集发行以及基建相关利好政策的密集出台推动今年下半年基建形成实物工作量，有望带动下半年基建景气度维持高位，若基建投资超预期下行，则宏观经济压力或进一步提升；

央企、国企改革提效进度不及预期：我们认为建筑央企、国企积极进行变革，通过横向拓展业务范围，纵向整合产业链下游，大股东增持改善上市公司经营效率，成本管理等措施，理顺业务发展脉络，改革激发内在增长活力，预计 2023 年地方国企仍有望体现高业绩弹性，后续激励、分红政策等有望成为估值提升催化剂，但若央企、国企改革提效进度不及预期，则对公司的利润和分红造成一定影响；

国际宏观环境恶化风险：国际工程海外业务受国际宏观形势影响较大，目前国际政治、经济、安全形势不容乐观，若国际宏观环境进一步恶化，或对国际工程企业海外业务拓展与执行造成较大困难，影响板块企业经营情况。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--|--|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |