

建筑装饰

证券研究报告
2024年05月26日

重视地产困境反转，新型电力市场系统建设加速

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

地产政策频发，重视房建产业链困境反转机遇

近期地产政策从供给、需求和资金端纷纷加码，一系列的政策组合拳对于市场的信心具有较好的提振作用。供给端来看，政策将“去库存”提到重要位置，近期已有部分省市推出存量房的收购方案或细则，例如杭州临安、云南大理等。需求端来看，降低房贷利率和首付比例，刺激购房者意愿，资金端来看，设立3000亿元保障性住房再贷款，预计将带动银行贷款5000亿元。对于地产基本面起到了困境反转的作用。建筑板块中和房地产相关的主要是房建板块，从产业链的角度，前端的设计、后端的主体施工以及后端的装修贯穿房地产的整个环节。过去几年，房企暴雷对于产业链的公司应收账款形成了较大的压力，前期计提较多减值的公司后续存在应收账款冲回的可能，对于利润起到较好的弹性带动。

新型电力市场系统建设加速，新能源关注度提升

5月14日，国家发改委发布《电力市场运行基本规则》2024年第20号令，自7月1日起施行，5月23日，山东济南召开的中央企业和专家座谈会中，国电投董事长参与座谈，电力体制改革再次被提及，明确了电力市场成员包括经营主体、电力市场运营机构和提供输配电服务的电网企业。其中，经营主体在之前基础上增加了储能企业、虚拟电厂等新型经营主体，并增加了容量交易，此次发布的规则为推动全国统一的电力市场建设提供了政策指引，新型电力市场系统建设加速。

行情回顾

根据总市值加权平均统计，本周(0520-0524)建筑(中信)指数下跌2.40%，沪深300板块下跌1.46%，子板块悉数下跌。本周涨幅居前的标的有：汇绿生态(+33.19%)、启迪设计(+27.37%)、*ST洪涛(+24.73%)、*ST围海(+16.33%)、高新发展(+13.78%)、*ST广田(+13.33%)。

投资建议

我们认为，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：1)顺周期板块，重点推荐城中村及保障房受益标的华阳国际、深圳瑞捷等；2)低估值高股息央国企蓝筹推荐中国中铁、中国建筑、中国铁建、安徽建工、设计总院、中材国际、北方国际；3)专业工程建议关注高景气赛道龙头标的，推荐鸿路钢构、上海港湾、华铁应急(与非银组联合覆盖)、圣晖集成、利柏特、三维化学。

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；城中村改造落地不及预期。

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《建筑装饰-行业点评:地产或迎边际改善契机，关注产业链供需格局变化》 2024-05-20
- 《建筑装饰-行业研究周报:重视地产困境反转，水利支撑基建景气共振》 2024-05-19
- 《建筑装饰-行业研究周报:低空经济适逢政策窗口期，关注央国企蓝筹 A/H 高股息》 2024-05-12

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2024-05-24	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A/E	2024E	2025E	2026E	2023A/E	2024E	2025E	2026E
002541.SZ	鸿路钢构	20.01	买入	1.71	1.90	2.18	2.53	11.70	10.53	9.18	7.91
601390.SH	中国中铁	6.71	买入	1.35	1.43	1.51	1.59	4.97	4.69	4.44	4.22
601186.SH	中国铁建	8.78	买入	1.92	2.06	2.21	2.35	4.57	4.26	3.97	3.74
600970.SH	中材国际	12.67	买入	1.10	1.24	1.44	1.66	11.52	10.22	8.80	7.63
002061.SZ	浙江交科	4.03	买入	0.52	0.60	0.70	0.81	7.75	6.72	5.76	4.98
605598.SH	上海港湾	19.91	买入	0.71	0.87	1.09	1.40	28.04	22.89	18.27	14.22
601668.SH	中国建筑	5.70	买入	1.30	1.39	1.48	1.57	4.38	4.10	3.85	3.63
600502.SH	安徽建工	4.99	买入	0.91	1.05	1.22	1.39	5.48	4.75	4.09	3.59
600039.SH	四川路桥	7.58	买入	1.03	1.12	1.22	1.34	7.36	6.77	6.21	5.66
300977.SZ	深圳瑞捷	16.07	买入	0.27	0.46	0.85	1.18	59.52	34.93	18.91	13.62
002949.SZ	华阳国际	10.89	买入	0.82	0.99	1.19	1.38	13.28	11.00	9.15	7.89
603300.SH	华铁应急	6.04	买入	0.41	0.53	0.69	0.89	14.73	11.40	8.75	6.79
300982.SZ	苏文电能	21.95	买入	0.38	0.83	1.03	1.28	57.76	26.45	21.31	17.15
605167.SH	利柏特	8.46	买入	0.42	0.54	0.69	0.85	20.14	15.67	12.26	9.95
000928.SZ	中钢国际	6.41	买入	0.53	0.61	0.70	0.80	12.09	10.51	9.16	8.01
601117.SH	中国化学	8.04	买入	0.89	0.99	1.12	1.25	9.03	8.12	7.18	6.43
000498.SZ	山东路桥	5.79	买入	1.47	1.55	1.68	1.83	3.94	3.74	3.45	3.16
601868.SH	中国能建	2.23	买入	0.19	0.21	0.23	0.26	11.74	10.62	9.70	8.58
601669.SH	中国电建	5.36	买入	0.75	0.86	0.98	1.14	7.15	6.23	5.47	4.70
603357.SH	设计总院	10.00	买入	0.87	1.00	1.14	1.28	11.49	10.00	8.77	7.81
603018.SH	华设集团	9.70	买入	1.02	1.10	1.19	1.26	9.51	8.82	8.15	7.70
002469.SZ	三维化学	5.83	买入	0.43	0.49	0.56	0.65	13.56	11.90	10.41	8.97
603163.SH	圣晖集成	27.55	买入	1.39	1.65	1.99	2.42	19.82	16.70	13.84	11.38
301129.SZ	瑞纳智能	15.31	买入	1.93	2.58	3.51		7.93	5.93	4.36	

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS，EPS均为团队预计值。

注：苏文电能系与环保公用组联合覆盖，华铁应急系与非银组联合覆盖，瑞纳智能系与机械组联合覆盖。

内容目录

1. 本周专题：重视地产困境反转，新型电力市场系统建设加速.....	4
2. 行情回顾.....	5
3. 投资建议.....	6
4. 风险提示.....	7

图表目录

图 1：中信建筑三级子行业本周（0520-0524）涨跌幅（总市值加权平均）.....	6
图 2：建筑个股涨幅居前.....	6
图 3：代表性央企&国企涨跌幅.....	6

表 1：房建产业链公司应收账款受益梳理..... 4

1. 本周专题：重视地产困境反转，新型电力市场系统建设加速

地产政策频发，重视房建产业链困境反转机遇。近期地产政策从供给、需求和资金端纷纷加码，一系列的政策组合拳对于市场的信心具有较好的提振作用：

- 1) **供给端来看，政策将“去库存”提到重要位置：**5月17日全国切实做好保交房工作视频会议在京召开，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰出席会议并讲话，何立峰在会上表示，要深刻认识房地产工作的人民性、政治性，继续坚持因城施策，打好商品住房烂尾风险处置攻坚战，扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作，早在此前，中央政治局会议在房地产相关表述中首次提出，要“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，这次会议定调了房地产行业近期的工作重点转变至“去库存”，在政策的支持下，近期已有部分省市推出存量房的收购方案或细则，例如杭州临安、云南大理等。5月14日，杭州市临安区发布公告，在临安区范围内收购一批商品住房用作公共租赁住房，收购房源面积原则上不超过10000平方米，现房或一年内具备交付条件的期房。对于收购要求，则是房源以整幢作为基本收购单位，同时单套建筑面积不超过70平方米；此外收购房源需搭配一定比例的车位。
- 2) **需求端来看，降低房贷利率和首付比例，刺激购房者意愿：**5月17日，央行宣布取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，各省级分行按照因城施策原则自主确定是否设定辖区内各城市商业性个人住房贷款利率下限及下限水平。同时，央行宣布下调个人住房公积金贷款利率0.25pct，5年以下和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，二套调整为2.775%和3.325%，三项政策对于居民购房意愿具有较好的提高作用，我们认为市场热度差、库存高的城市利率有望率先调整，一线城市降成本空间同样已进一步打开，基本面企稳进程有望加速。武汉成楼市新政后首个下调房贷利率下限的城市，也是首个落实下调首套房和二套房首付比例的城市，首套房首付比例不低于15%，二套房首付比例不低于25%。
- 3) **资金端来看，设立3000亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款5000亿元。**政策端对于地产的供给和需求起到良好的支撑作用，对于地产基本面起到了困境反转的作用。

建筑板块中和房地产相关的主要是房建板块，从产业链的角度，前端的设计、后端的主体施工以及后端的装修贯穿房地产的整个环节。过去几年，房企暴雷对于产业链的公司应收账款形成了较大的压力，从困境反转的角度而言，前期计提较多减值的公司后续存在应收账款冲回的可能，对于利润起到较好的弹性带动。

表 1：房建产业链公司应收账款受益梳理

产业链	证券简称	23 年应收票据及应收账款(亿元)	23 年应收票据及应收账款/流动资产	21-23 年信用减值总额(亿元)	21-23 年信用减值总额占营收比例	21-23 年现金满足投资比率
前端设计	中衡设计	8.06	39%	-3.40	-42%	155%
	建研设计	3.87	34%	-0.65	-17%	56%
	汉嘉设计	4.49	25%	-0.71	-16%	111%
	华建集团	31.14	25%	-4.68	-15%	108%
	华阳国际	4.49	23%	-2.24	-50%	126%
	郑中设计	4.17	21%	-2.23	-53%	257%
	尤安设计	4.43	21%	-3.02	-68%	22%
	筑博设计	1.41	9%	-0.78	-55%	47%
中端施工	陕建股份	1685.91	56%	-149.64	-9%	-15%
	安徽建工	482.40	42%	-44.36	-9%	-14%
	广东建工	356.01	37%	-6.42	-2%	35%

建发合诚	8.34	32%	-1.28	-15%	573%	
重庆建工	210.03	31%	-14.80	-7%	222%	
浙江建投	261.88	28%	-32.59	-12%	60%	
中国中冶	1356.21	28%	-133.11	-10%	186%	
上海建工	648.48	23%	-44.72	-7%	285%	
宁波建工	46.18	21%	-1.71	-4%	47%	
龙元建设	52.55	16%	-10.68	-20%	-8%	
中国中铁	1587.29	16%	-130.40	-8%	36%	
中国铁建	1590.38	15%	-196.45	-12%	28%	
浦东建设	27.52	13%	-0.87	-3%	273%	
中国建筑	2603.12	13%	-263.99	-10%	9%	
腾达建设	3.51	4%	-0.05	-2%	-307%	
后端装修	建艺集团	38.10	53%	-14.73	-39%	-159%
*ST 洪涛	25.35	49%	-13.06	-52%	-38%	
金螳螂	142.44	44%	-64.41	-45%	86%	
德才股份	45.11	44%	-4.08	-9%	30%	
ST 中装	24.41	38%	-2.18	-9%	-64%	
瑞和股份	8.92	28%	-8.30	-93%	8%	
宝鹰股份	19.36	27%	-35.93	-186%	-46%	
东易日盛	2.78	25%	-1.27	-46%	-87%	
亚厦股份	42.32	22%	-8.44	-20%	39%	
ST 全筑	4.36	22%	-13.61	-312%	-24%	
维业股份	25.67	20%	-2.62	-10%	99%	
*ST 广田	1.17	12%	-73.71	-6312%	703%	

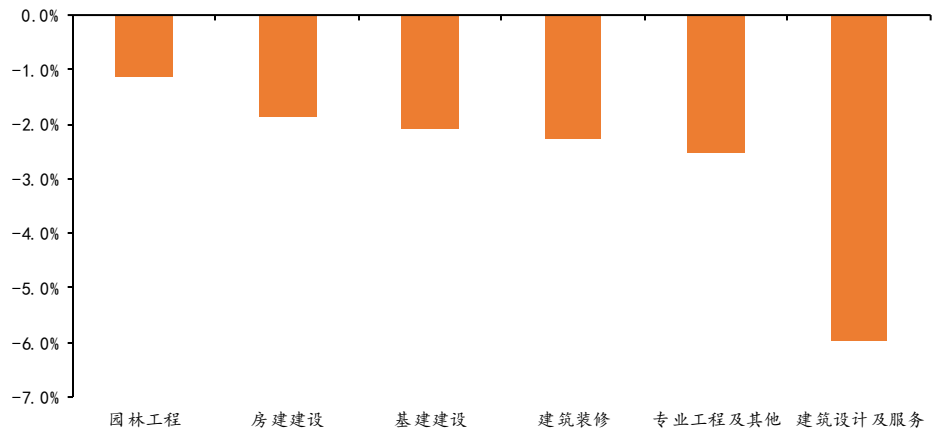
资料来源：Wind，天风证券研究所

新型电力市场系统建设加速，新能源关注度提升。5月14日，国家发改委发布《电力市场运行基本规则》2024年第20号令，自7月1日起施行，5月23日，山东济南召开的中央企业和专家座谈会中，国电投董事长参与座谈，电力体制改革再次被提及，明确了电力市场成员包括经营主体、电力市场运营机构和提供输配电服务的电网企业。其中，经营主体在之前基础上增加了储能企业、虚拟电厂等新型经营主体，并增加了容量交易，此次发布的规则为推动全国统一的电力市场建设提供了政策指引，新型电力市场系统建设加速。

2. 行情回顾

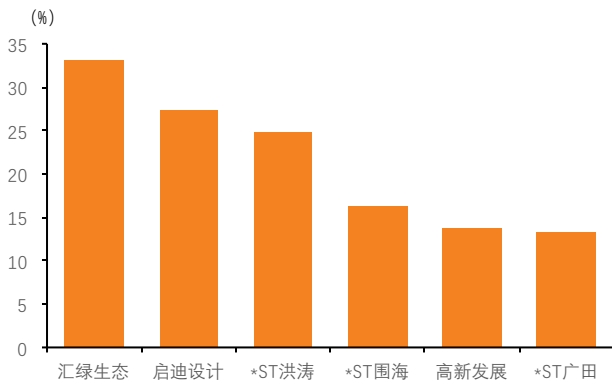
根据总市值加权平均统计，本周（0520-0524）建筑（中信）指数下跌 2.40%，沪深 300 板块下跌 1.46%，子板块悉数下跌。本周涨幅居前的标的有：汇绿生态（+33.19%）、启迪设计（+27.37%）、*ST 洪涛（+24.73%）、*ST 围海（+16.33%）、高新发展（+13.78%）、*ST 广田（+13.33%）。

图 1：中信建筑三级子行业本周（0520-0524）涨跌幅（总市值加权平均）



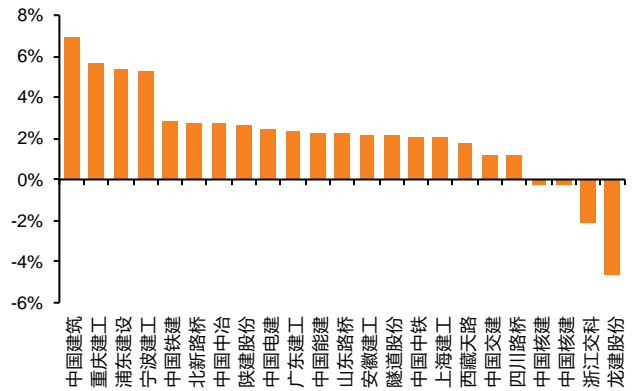
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：建筑个股涨幅居前



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：代表性央企&国企涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 投资建议

结合当前经济压力仍存，我们预计今年顺周期有望改善，今年“三大工程”和水利等基建投资有望成为稳增长的重要发力点，短期经济工作会议仍有望带来政策催化，今年基本面改善可期。从资金的角度来看，中央加杠杆有望持续强化，万亿特别国债和专项债额度提前下达支撑今年 Q1 基建景气度回升，结构性和区域性特征明显，水利投资、城中村改造、保障房建设、重大交通领域建设的景气度较高。我们认为，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：1)顺周期板块，重点推荐城中村及保障房受益标的华阳国际、深圳瑞捷等；2)低估值高股息央国企蓝筹推荐中国中铁、中国建筑、中国铁建、安徽建工、设计总院、中材国际、北方国际；3)专业工程建议关注高景气赛道龙头标的，推荐鸿路钢构、上海港湾、华铁应急（与非银组联合覆盖）、圣晖集成、利柏特、三维化学。

主线一：静待顺周期改善，基建和地产投资保持韧性

需求端来看，24 年基建增速或回归平稳，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、重大交通领域景气度较高。供给端，专项债有望继续发力，或将提前下达 2024 年度部分新增地方债额度，新增专项债提前批额度或将在 2.28 万亿元左右。万亿特别国债发行促使中央财政赤字率或进一步提高，财政资金或继续发力。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，我们测算 21 个/35 个超大特大城市城中村改造面积达 9.6/12.3 亿平，预计 21 个城市城中村改造年均拉动地产开发投资约 9199 亿，对地产新开工/竣工的弹性分别为 12.6%/7.6%。

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。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 19 年 19% 提升至 23Q3 的 25%，新签订单市场份额从 19 年 35% 提升至 23Q3 的 45%，验证了建筑央企扎实的内生增长动能以及融资和管理优势。建筑央企 ROE 提升思路清晰，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。截至 2024/3/29，23 年建筑企业中股息率达到 5% 的已有 2 家，以传统低估值建筑央企蓝筹为主，此前建筑央企密集发布增持计划，板块回调后低估值建筑央企估值已处于较低水平。

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

专业工程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；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；3) 化工炼化工程板块主要受益于化工行业景气度回暖以及海外龙头产能转移，同时煤化工迎来投资高峰期；4) 钢结构板块短期在经济复苏背景下收入和利润弹性有望进一步凸显，中长期看好行业智能化改造带动吨净利提升及产能扩张，此外积极关注建筑企业出海对于传统业务利润的带动作用。

4. 风险提示

基建&地产投资超预期下行：我们预计万亿国债以及基建相关利好政策的密集出台推动今年上半年基建形成实物工作量，有望带动 24 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 2024 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。

城中村改造进度不及预期：若出现社会资本积极性不足、政府财政压力加大等情况，城中村改造将面临较大的资金缺口，导致改造进展缓慢、效果不及预期。

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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com