

建筑行业 2024 年中期投资策略

中性

基建景气承压，板块基本面分化，看好国际工程和洁净室工程

核心观点

上半年回顾：新开工低迷，基建放缓。2024 年前 5 月项目开工总投资额同比-33.5%。受到“12 省暂停基建”影响，新开工明显弱于前两年，5 月新开工投资额同比和环比均大幅下降。专项债发行整体偏慢，5 月专项债发行提速后，年内累计已新增专项债约 1.2 万亿元，同比-36.7%，完成全年目标的 30.8%。地方新增融资监管持续收紧，城投债前五个月净融资累计为负。

建筑企业：周转效率降低，经营压力增大。2023 年 SW 建筑装饰板块上市公司合计实现营业收入 9.09 万亿元，同比+7.3%，略高于建筑业总产值增速（+5.8%）。2023 年减值规模同比+11.0%，2021 年以来建筑企业减值规模大幅提升并连续三年维持高位，考虑到下游地产和基建客户仍然面临较大的财务压力，后续减值或仍将维持高位。2023 年末应收票据及应收账款、合同资产、长期应收款、其他非流动资产四类资产合计余额 61481 亿元，较上年末+15.6%，显著高于营业收入增速，四类资产合计周转率由上年的 1.59 下滑至 1.48，反映企业整体扩表节奏未见放缓，资产周转效率持续降低；短期借款余额较上年末+22.2%，长期借款余额较上年末+12.7%，行业整体债务再次呈现债务短期化趋势。经营性现金流保持较好水平，但收付现比同步下滑，付现比相对更具刚性，未来建筑企业普遍或面临更大的现金流压力。

国际工程持续回暖，持续看好“建筑出海”。2023 年对外承包工程新签合同 2645 亿美元，同比+4.5%，业务完成额 1609 亿美元，同比+3.8%，二者均实现 2020 年以来最高增速，其中业务完成额首次实现增速回正。一带一路沿线部分国家同时具备地理交通优势和劳动力成本优势，有望承接中国的产能溢出，而产能转移将带动承接国经济增长，释放基础设施建设需求。2023 年国际工程板块营业收入同比+31.6%，归母净利润同比+29.8%。合同负债小幅下降结合国际工程公司 2023 年新签订单普遍迎来高增长，可以判断国际工程公司新签订单快速累积为合同负债，同时在手订单或正处于加速结转阶段。

工业建筑景气回升，核心看好半导体洁净工程。相对基础设施投资，工业及制造业投资有清晰的回报机制，民间资本参与度高，能够在扩大投资的同时避免地方债务压力继续增大，预计将得到更多的政策支持。工业企业各项指标回暖反映工业库存周期逐渐由被动去库存转向主动补库存，而后随着扩产需求释放，资本开支有望进入上行周期。其中，洁净室工程是高标准厂房的核心环节，相关技术工艺复杂。尽管芯片制造商对产能扩张后的价格下跌已有充分预期，但仍然需要保持较大的扩产力度，加强规模效应以降低成本和抢占市场份额，同时政策支持加码，地方政府资金大量流入，这部分投资对初期亏损容忍度高，能够持续推动资本开支上行，洁净室工程服务商有望持续受益。

投资建议：建筑央企在承接重大项目上具有优势，融资成本低于行业均值，有望保持订单和业绩稳健增长；随着海外订单持续回暖，建议关注国际工程龙头企业业绩兑现；工业建筑受地产和地方政府债务影响较小，也是当前政策支持的投资方向，相关板块有望迎来估值修复，半导体行业资本开支有望维持高位，部分重大晶圆厂项目有望年内落地，建议关注洁净厂房建设机会。**重点推荐中国中铁、中国铁建、太极实业、中国海诚、中材国际、鸿路钢构。**

行业研究 · 行业投资策略

建筑装饰

中性 · 下调

证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

证券分析师：朱家琪
021-60375435
zhujiaqi@guosen.com.cn
S0980524010001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《建筑行业周观点-新基建政策利好频出，5月专项债发行明显提速》——2024-06-02
- 《建筑行业 2023 年报及 2024 年一季报总结-整体基本面承压，关注海外工程和工业建筑产业链景气回升》——2024-05-29
- 《统计局 2024 年 1-4 月基建数据点评-基建投资增长略显压力，水利管理与铁路运输投资提速》——2024-05-19
- 《建筑行业 5 月投资策略-基建总体承压，聚焦国际工程和工业建筑》——2024-05-09
- 《建筑行业周观点-一季度建筑企业经营情况持稳，央企集中度持续提升》——2024-05-07

风险提示：宏观经济下行风险；政策落地不及预期的风险；重大项目进度不及预期的风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
601390.SH	中国中铁	优于大市	6.68	1,542	1.53	1.70	4.37	3.93
601186.SH	中国铁建	优于大市	8.68	1,105	2.13	2.27	4.08	3.82
600667.SH	太极实业	优于大市	5.86	123	0.47	0.53	12.47	11.06
002116.SZ	中国海诚	优于大市	9.59	45	0.72	0.76	13.32	12.62
600970.SH	中材国际	优于大市	12.41	328	1.26	1.49	9.85	8.33
002541.SZ	鸿路钢构	优于大市	18.03	124	1.74	1.97	10.36	9.15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

上半年回顾：新开工低迷，基建放缓	7
新开工低迷，5月专项债发行提速	7
基建投资增长放缓，水利与交通基建景气度相对上行	8
建筑企业：周转效率降低，经营压力增大	11
盈利能力：收入降速，盈利能力略有回升	11
资产结构：扩表节奏未见放缓，资产周转效率持续降低	13
现金流：收付现比同步下滑，现金净增加额显著减少	15
国际工程持续回暖，持续看好“建筑出海”	17
海外基建需求上行，工程订单和营收同步回暖	17
国际工程：受益于行业景气度改善，量价齐升	17
重点推荐：中材国际	19
工业建筑景气回升，核心看好半导体洁净工程	21
政策趋势与库存周期共振，看好工业建筑产业链	21
洁净工程：芯片制造的刚需，工艺复杂，要求严格	22
大基金三期落地，看好半导体资本开支持续增长	25
重点推荐：太极实业	27
投资建议	30
风险提示	30

图表目录

图 1: 2022-2024 年项目开工合同额单月值 (单位: 亿元)	7
图 2: 2022-2024 年项目开工合同额年内累计值 (单位: 亿元)	7
图 3: 专项债单月新增发行额及同比增速 (单位: 亿元)	7
图 4: 专项债发行额和净新增规模 (单位: 亿元)	7
图 5: 城投债发行规模和净融资规模 (单位: 亿元)	8
图 6: 2022-2024 年单月城投债净融资规模 (单位: 亿元)	8
图 7: 固定资产投资完成额累计值及同比增速	8
图 8: 固定资产投资完成额构成 (单位: %)	8
图 9: 广义/狭义基建投资增速 (单位: %)	9
图 10: 分领域基建投资增速 (单位: %)	9
图 11: 水利、环境和公共设施管理业投资增速 (单位: %)	9
图 12: 水利、环境和公共设施管理业细分领域对增速拉动	9
图 13: 交通运输、仓储、邮政业投资增速 (单位: %)	10
图 14: 交通运输、仓储、邮政业细分领域对增速拉动	10
图 15: SW 建筑装饰板块营业收入及增速 (单位: 万亿元, %)	11
图 16: SW 建筑装饰主要子板块近五年营收增速 (单位: %)	11
图 17: SW 建筑装饰板块毛利率变化 (单位: %)	11
图 18: SW 建筑装饰主要子板块毛利率变化 (单位: %)	11
图 19: SW 建筑装饰板块期间费用率变化 (单位: %)	12
图 20: SW 建筑装饰板块各项费用率变化 (单位: %)	12
图 21: SW 建筑装饰板块信用与资产减值损失 (单位: 亿元)	12
图 22: SW 建筑装饰板块减值损失与其占营收的比例 (单位: 亿元, %)	12
图 23: SW 建筑装饰板块净利率变化 (单位: %)	13
图 24: SW 建筑装饰板块归母净利及增速 (单位: 亿元, %)	13
图 25: SW 建筑装饰板块应收票据及应收账款余额 (单位: 亿元)	13
图 26: SW 建筑装饰板块合同资产余额 (单位: 亿元)	13
图 27: SW 建筑装饰板块长期应收款余额 (单位: 亿元)	14
图 28: SW 建筑装饰板块其他非流动资产余额 (单位: 亿元)	14
图 29: SW 建筑装饰板块四类资产余额及周转率 (单位: 亿元)	14
图 30: SW 建筑装饰板块总资产及总资产周转率 (单位: 亿元)	14
图 31: SW 建筑装饰板块资产负债率变化 (单位: %)	15
图 32: SW 建筑装饰板块短期借款和长期借款余额 (单位: 亿元)	15
图 33: SW 建筑装饰板块带息债务余额 (单位: 亿元)	15
图 34: SW 建筑装饰板块利息费用及融资成本 (单位: 亿元, %)	15
图 35: SW 建筑装饰板块经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元)	16
图 36: SW 建筑装饰板块收现比和付现比 (单位: %)	16
图 37: SW 建筑装饰板块资本开支支付的现金 (单位: 亿元)	16

图 38: SW 建筑装饰板块现金及现金等价物净增加额 (单位: 亿元)	16
图 39: 对外承包工程新签合同额及增速 (单位: 亿美元, %)	17
图 40: 对外承包工程完成额及增速 (单位: 亿美元, %)	17
图 41: 中国非金融对外直接投资及增速 (单位: 亿美元, %)	17
图 42: 部分国家劳动和资源密集型产业出口额 (单位: 亿美元)	17
图 43: 国际工程板块营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	18
图 44: 国际工程板块归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	18
图 45: 国际工程公司毛利率变化 (单位: %)	18
图 46: 国际工程公司期间费用率变化 (单位: %)	18
图 47: 国际工程板块合同负债余额变化 (单位: 亿元)	18
图 48: 四家国际工程公司合同负债余额变化 (单位: 亿元)	18
图 49: 国际工程板块经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元)	19
图 50: 四家国际工程公司过去五年经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元)	19
图 51: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	20
图 52: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	20
图 53: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	20
图 54: 公司毛利率与净利率 (单位: %)	20
图 55: 制造业投资累计同比增速 (单位: %)	21
图 56: 汽车和计算机、通信、电子投资增速 (单位: %)	21
图 57: 汽车和半导体销售额单月同比增速 (单位: %)	21
图 58: 工业建筑板块估值与制造业投资增速背离 (单位: %, x)	21
图 59: 工业企业产成品存货和 PPI 同比 (单位: %)	22
图 60: 工业企业利润增速和利润率变化 (单位: %)	22
图 61: 各行业对洁净室洁净等级的要求	22
图 62: 2019 年中国洁净室工程行业下游需求占比 (单位: %)	22
图 63: 洁净厂房主要组成示意图	24
图 64: 电子洁净厂房立面构造示意图	24
图 65: 洁净室工程行业竞争格局	24
图 66: 洁净室产业链梳理	25
图 67: 中国芯片自给率尚有提升空间 (单位: 十亿美元, %)	25
图 68: 全球成熟制程产能占比 70%以上 (单位: %)	25
图 69: A 股集成电路制造板块单季度毛利率变化 (单位: %)	26
图 70: A 股集成电路制造板块资本开支变化 (单位: 亿元)	26
图 71: 全球半导体行业销售额及增速 (单位: 亿美元, %)	26
图 72: 全球和中国半导体销售额单月同比增速 (单位: %)	26
图 73: 中芯国际资本开支与销售价格变化趋势 (单位: 亿美元, 美元/片)	27
图 74: 华虹半导体资本开支与销售价格变化趋势 (单位: 亿美元, 美元/片)	27
图 75: 公司工程业务营收及增速 (单位: 亿元, %)	28
图 76: 公司工程新签和在手订单规模 (单位: 亿元)	28
图 77: 公司设计和总包业务收入及增速 (单位: 亿元, %)	28
图 78: 公司工程业务毛利率变化 (单位: %)	28

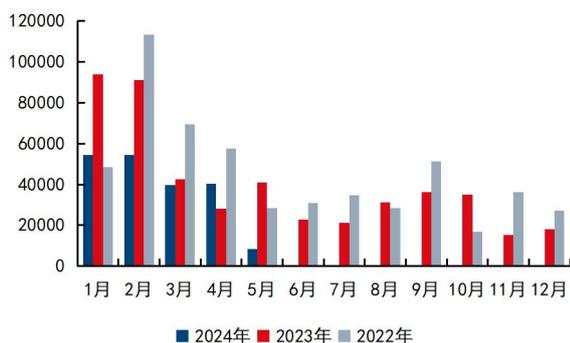
图 79: 近年来一季度公司营收及同比增速 (单位: 亿元, %)	29
图 80: 近年来一季度公司收付现比 (单位: %)	29
图 81: 近年来一季度预收账款和合同负债较上年末增加值 (单位: 亿元)	29
图 82: 近年来一季度应收票据及应收账款较上年末增加值 (单位: 亿元)	29
表 1: 国际洁净室洁净度标准等级	23
表 2: 公司 2022 年以来新中标重大项目及截至 2023 年末实施情况	29

上半年回顾：新开工低迷，基建放缓

新开工低迷，5月专项债发行提速

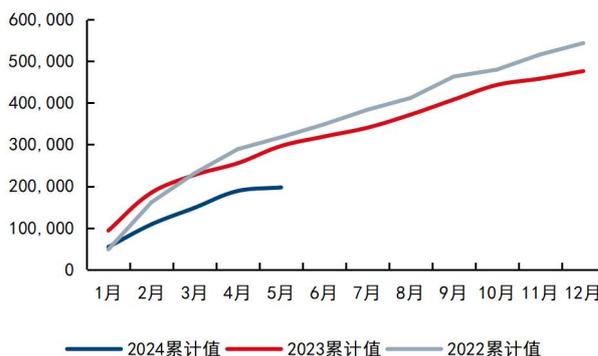
开工低迷，1-5月开工合同额下降33.5%。根据Mysteel，2024年5月全国各地共开工1318个项目，总投资额约8403.33亿元，投资额同比-79.6%，环比-79.1%；前5月合计总投资约19.72万亿元，同比-33.5%。受到“12省暂停基建”影响，新开工明显弱于前两年，5月新开工投资额同比和环比均大幅下降。

图1：2022-2024年项目开工合同额单月值（单位：亿元）



资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

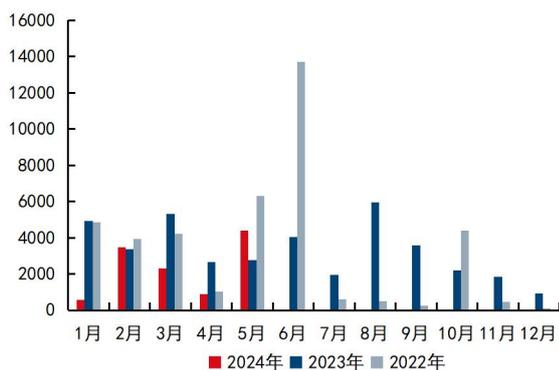
图2：2022-2024年项目开工合同额年内累计值（单位：亿元）



资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

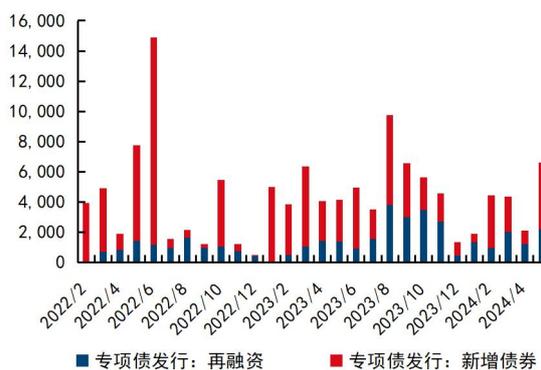
专项债发行节奏整体偏慢，5月起明显提速。2024年前四个月专项债累计新增发行7224.48亿元，同比-55.4%，仅完成全年新增目标的18.5%。5月单月发行专项债6600亿元，同比+58.9%，其中再融资债发行2217亿元，单月同比+58.5%，新增专项债4383亿元，单月同比+59.1%。5月专项债发行提速后，年内累计已新增专项债约1.2万亿元，同比-36.7%，完成全年目标的30.8%。

图3：专项债单月新增发行额及同比增速（单位：亿元）



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

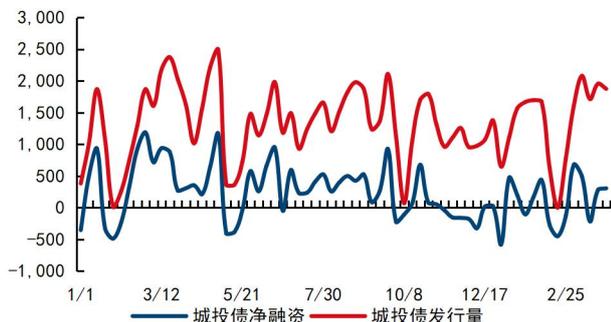
图4：专项债发行额和净新增规模（单位：亿元）



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

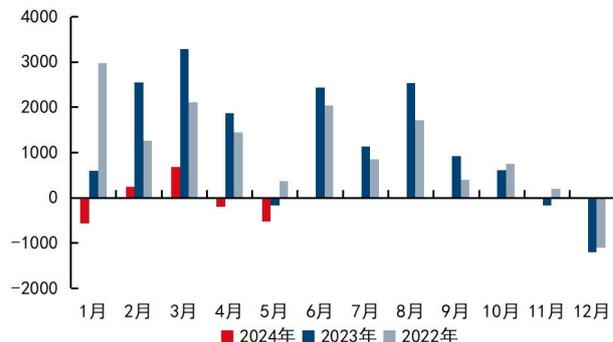
城投债以再融资为主，净融资大幅下滑。5月城投债净融资-531亿元，2024年前5个月城投债净融资仅-368亿元，近年来地方融资平台新增融资监管持续收紧，2023年10月《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》要求融资平台只能本金借新还旧，不得新增债务。

图5: 城投债发行规模和净融资规模 (单位: 亿元)



资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

图6: 2022-2024 年单月城投债净融资规模 (单位: 亿元)



资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

基建投资增长放缓, 水利与交通基建景气度相对上行

固定资产投资增长 4.2%, 投资主体信心边际减弱。2024 年 1-4 月, 全国固定资产投资 (不含农户) 完成额 14.3 万亿元, 同比增长 4.2%, 环比降速 0.3pct。从投资主体看, 国有及国有控股投资累计同比增长 7.4%, 环比降速 0.4pct, 民间投资累计同比增长 0.3%, 环比降速 0.2pct, 投资信心边际减弱。

图7: 固定资产投资完成额累计值及同比增速



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图8: 固定资产投资完成额构成 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

狭义基建增速环比降速。2024 年 1-4 月广义基建投资同比增长 7.78%, 环比降速 1.0pct。狭义基建即基础设施投资 (不含电力、热力、燃气及水生产和供应业) 同比增长 6.0%, 环比降速 0.5pct。从基建细分领域看, 电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比增长 26.2%, 环比降速 2.9pct, 交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 8.2%, 环比降速 0.3pct, 水利、环境和公共设施管理业投资同比减少 1.0%, 环比降速 1.3pct。

图9：广义/狭义基建投资增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图10：分领域基建投资增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

环境和公共设施投资环比降速，水利投资保持提速增长。2024年1-4月，水利、环境和公共设施管理业固定资产投资完成额约22647亿元，同比减少0.1%，环比降速1.3pct。其中，水利管理业投资完成额3862亿元，同比增长16.1%，环比提速2.2pct；公共设施管理业投资完成额16982亿元，同比减少4.5%，环比降速2.1pct。

图11：水利、环境和公共设施管理业投资增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图12：水利、环境和公共设施管理业细分领域对增速拉动



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

交通基建提速。2024年1-4月，交通运输、仓储、邮政业投资完成额20551亿元，同比增长8.2%，环比提速0.3pct。其中道路运输业投资完成额12327亿元，同比增长0.7%，环比降速2.9pct，铁路运输业完成投资额2141亿元，同比增长19.5%，环比提速1.9pct。

图13: 交通运输、仓储、邮政业投资增速 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图14: 交通运输、仓储、邮政业细分领域对增速拉动



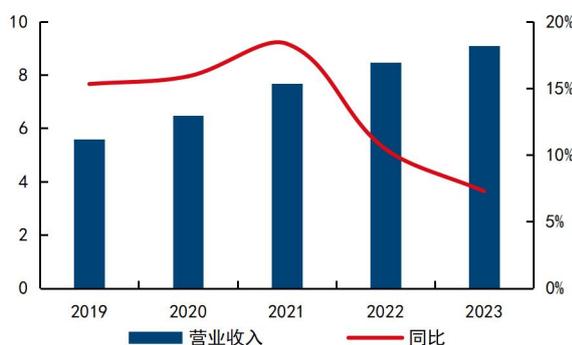
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

建筑企业：周转效率降低，经营压力增大

盈利能力：收入降速，盈利能力略有回升

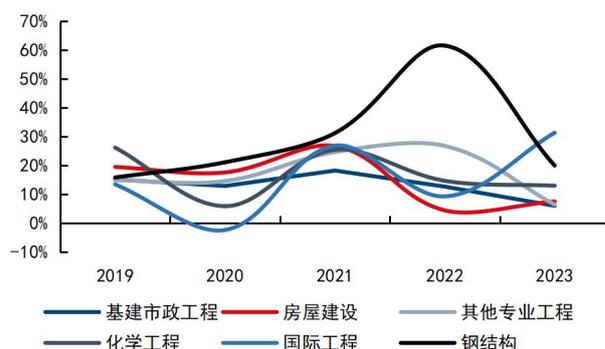
上市建筑公司收入增长降速，国际工程明显回暖。2023年，SW建筑装饰板块上市公司合计实现营业收入9.09万亿元，同比+7.3%，略高于建筑业总产值增速（+5.8%）。SW建筑装饰细分子板块中，基建市政工程/房屋建设/其他专业工程/化学工程/国际工程/钢结构/装修装饰/工程咨询服务/园林工程分别实现营业收入增速+6.1%/+7.6%/+6.5%/+13.0%/+31.4%/+20.0%/+6.5%/+13.0%/+1.4%，国际工程板块收入明显改善，钢结构板块保持较高增速。

图15: SW建筑装饰板块营业收入及增速（单位：万亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

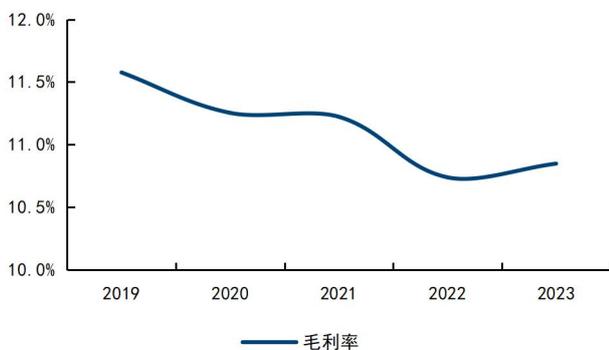
图16: SW建筑装饰主要子板块近五年营收增速（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

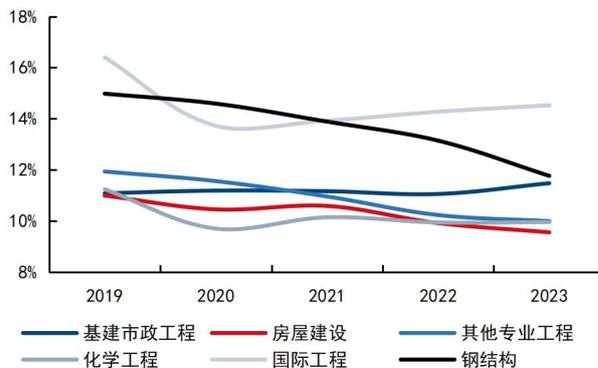
毛利率略有改善，细分子版块毛利率变动分化。2023年SW建筑板块上市公司毛利率为10.85%，较上年提升0.11个百分点，从细分子版块看，市政基建工程毛利率11.48%，较上年提升0.42个百分点，国际工程毛利率14.53%，较上年提升0.25个百分点，主要受益于国内基建投资发力和海外工程市场回暖；房屋建设毛利率9.56%，较上年下降0.36个百分点，钢结构毛利率11.77%，较上年下降1.38个百分点，主要受房地产投资快速萎缩，制造业步入产能消化阶段，市场竞争加剧影响。

图17: SW建筑装饰板块毛利率变化（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

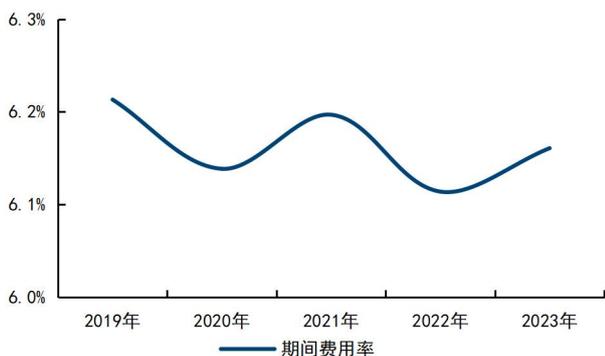
图18: SW建筑装饰主要子板块毛利率变化（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

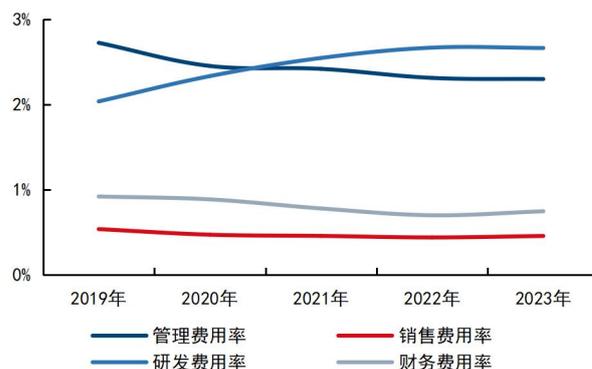
费用率整体稳定，管理费用压降或接近尾声。2023年SW建筑装饰板块期间费用率为6.16%，较上年上升0.05个百分点，近五年期间费用率波动较小，整体略有下降。从各项费用率看，2023年SW建筑装饰板块管理/销售/研发/财务费用率分别为2.30%/0.46%/2.66%/0.75%，较上年-0.01%/+0.02%/+0.05%/-0.01pct，财务费用率有所回升，但仍处于较低水平，管理费用率继续压降但降幅边际收窄，建筑企业“降本”或接近尾声。

图19: SW建筑装饰板块期间费用率变化（单位：%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

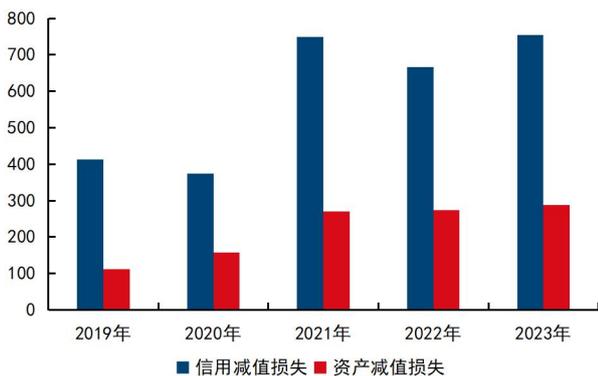
图20: SW建筑装饰板块各项费用率变化（单位：%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

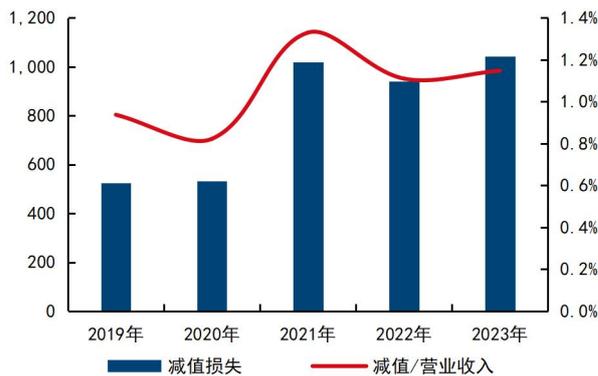
减值规模维持高位，潜在减值风险或仍需时间消化。2023年SW建筑装饰板块集体信用减值损失755亿元，计提资产减值损失288亿元，两项合计1043亿元，减值规模同比+11.0%，减值与营收的比值为1.15%，较上年增加0.04个百分点。2021年以来建筑企业减值规模大幅提升并连续三年维持高位，考虑到下游地产和基建客户仍然面临较大的财务压力，后续减值或仍将维持高位。

图21: SW建筑装饰板块信用与资产减值损失（单位：亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

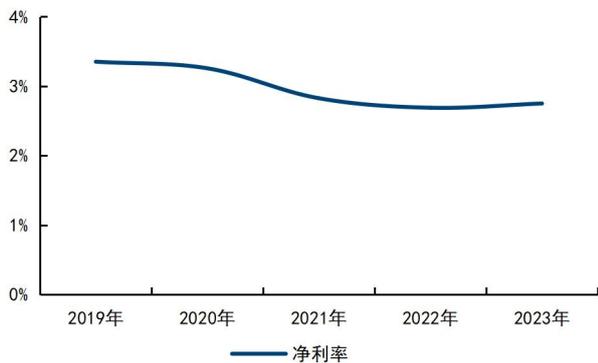
图22: SW建筑装饰板块减值损失与其占营收的比例（单位：亿元，%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

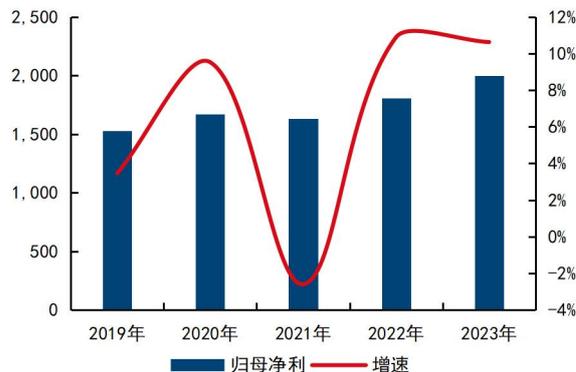
净利率略有回升，归母净利维持双位数增长。2023年SW建筑装饰板块实现净利率2.75%，较上年上升0.06个百分点，实现归母净利润1999亿元，同比+10.6%。营业收入保持增长，毛利率回升，推动建筑板块归母净利润延续双位数增速。

图23: SW 建筑装饰板块净利率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: SW 建筑装饰板块归母净利及增速 (单位: 亿元, %)

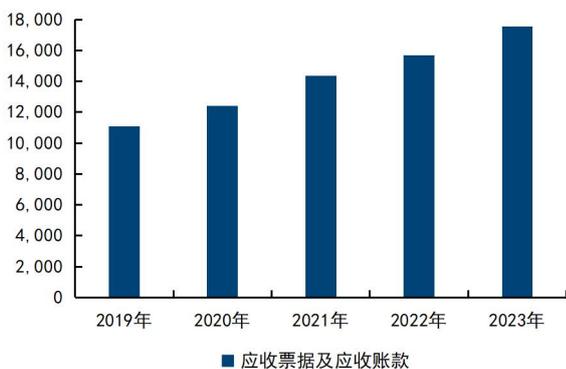


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资产结构: 扩表节奏未见放缓, 资产周转效率持续降低

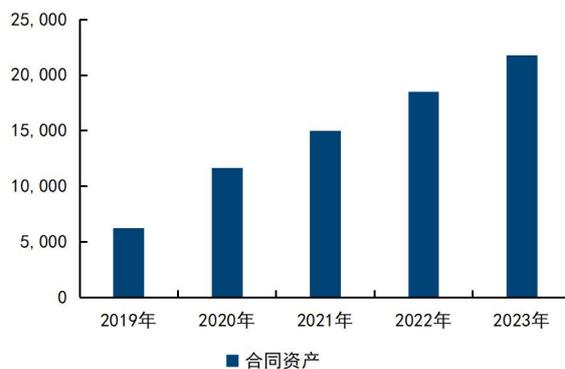
建筑企业表内各类资产规模增长速度较高, 周转率持续下降。截至 2023 年末, SW 建筑装饰板块应收票据及应收账款余额 17572 亿元, 较上年末+12.0%, 合同资产余额 21817 亿元, 较上年末+17.8%, 长期应收款余额 8131 亿元, 较上年末+15.1%, 其他非流动资产 13961 亿元, 较上年末+17.5%。以上四类资产合计余额 61481 亿元, 较上年末+15.6%, 显著高于营业收入增速, 四类资产合计周转率由上年的 1.59 下滑至 1.48。2023 年末, 建筑装饰板块总资产余额 141742 亿元, 较上年末+10.4%, 总资产周转率 0.498 与上年相当, 处于较低水平。

图25: SW 建筑装饰板块应收票据及应收账款余额 (单位: 亿元)



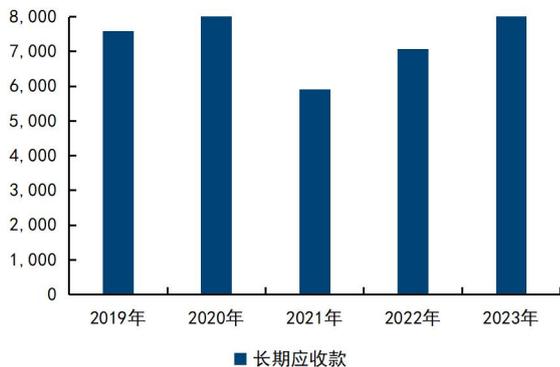
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: SW 建筑装饰板块合同资产余额 (单位: 亿元)



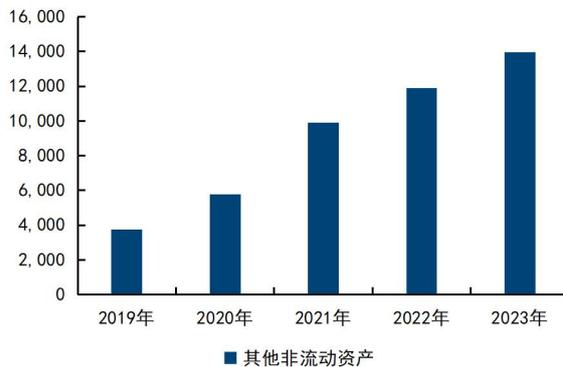
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: SW 建筑装饰板块长期应收款余额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: SW 建筑装饰板块其他非流动资产余额 (单位: 亿元)



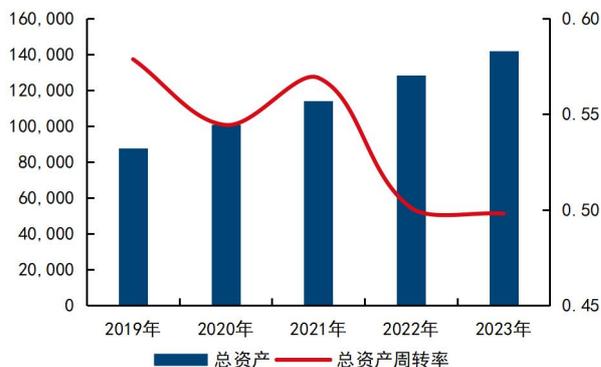
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图29: SW 建筑装饰板块四类资产余额及周转率 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

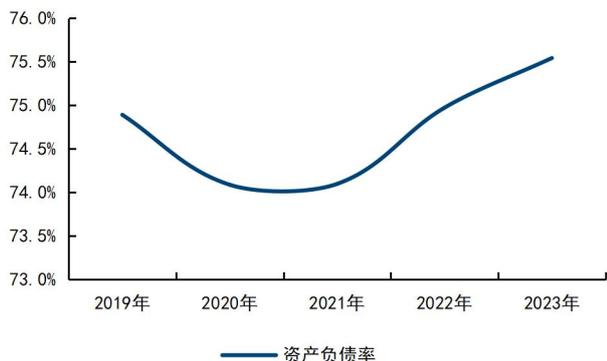
图30: SW 建筑装饰板块总资产及总资产周转率 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

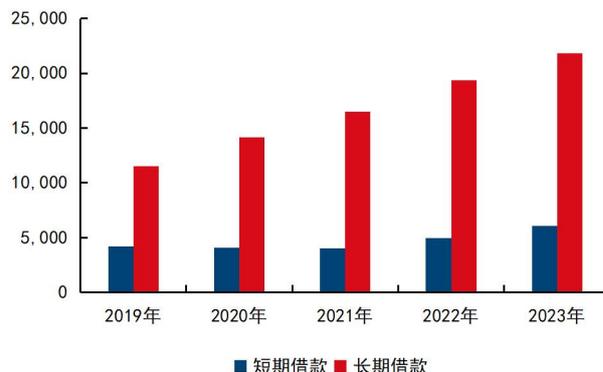
带息债务规模增加，短期债务占比上升，融资成本下降。截至2023年末，建筑装饰板块资产负债率75.54%，较上年末增加0.57个百分点。短期借款余额6042亿元，较上年末+22.2%，长期借款余额21799亿元，较上年末+12.7%，行业整体债务再次呈现债务短期化趋势。2023年末建筑装饰板块带息债务余额35738亿元，较上年末+13.0%，2023年产生利息费用1179亿元，同比+10.3%，估算平均融资成本为3.30%，较上年下降0.08个百分点。

图31: SW 建筑装饰板块资产负债率变化 (单位: %)



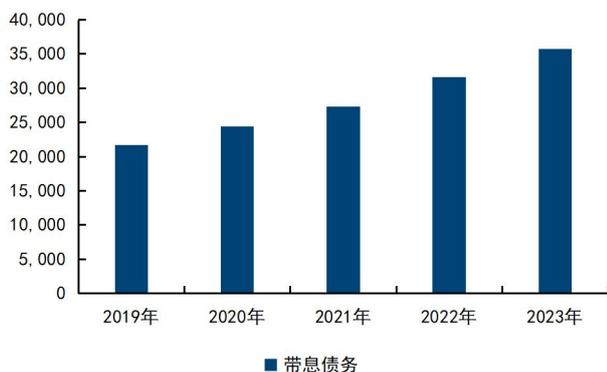
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图32: SW 建筑装饰板块短期借款和长期借款余额 (单位: 亿元)



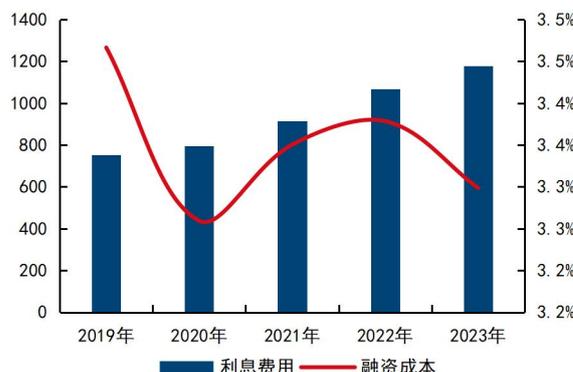
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图33: SW 建筑装饰板块带息债务余额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: SW 建筑装饰板块利息费用及融资成本 (单位: 亿元, %)

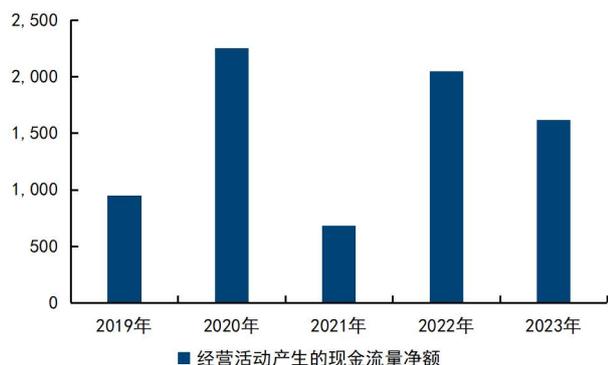


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

现金流: 收付现比同步下滑, 现金净增加额显著减少

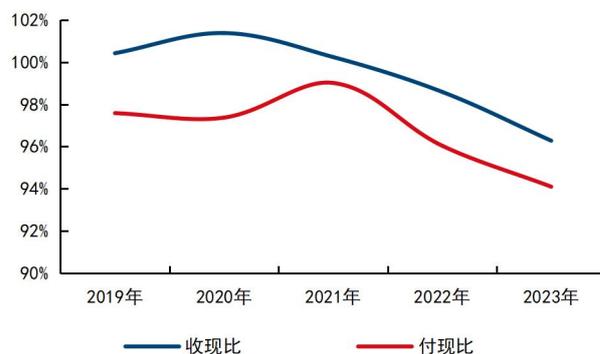
经营性现金流保持较好水平, 但收付现比同步下滑。2023年, SW建筑装饰板块实现经营活动产生的现金流量净额1617亿元, 同比-21.2%, 与归母净利润的比值为80.9%, 虽然经营性现金流净额较上年有所下滑, 但仍保持在相对健康水平。不过需要注意的是, 2023年建筑装饰板块收现比和付现比分别为96.3%和94.1%, 较上年下降2.3和1.9个百分点。收付现比同步下滑反映建筑企业收付款账期拉长, 虽然二者稳定的差额保障了正向的现金流入, 但付现比相对更具刚性, 未来建筑企业普遍或面临更大的现金流压力。

图35: SW 建筑装饰板块经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

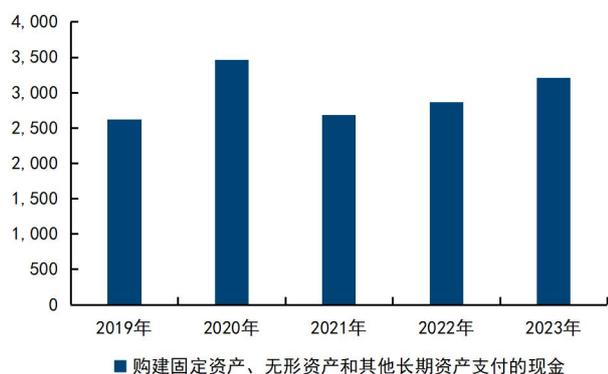
图36: SW 建筑装饰板块收现比和付现比 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

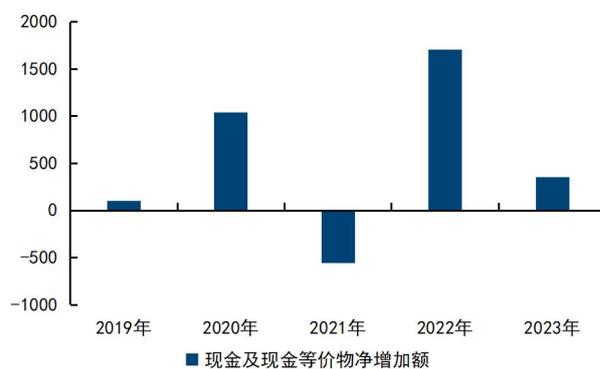
资本开支同比增加, 现金净增加额显著减少。2023年SW建筑装饰板块构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金(主要为构建PPP等项目资产的资本开支)为3213亿元, 同比+12.1%。经营性现金流下滑叠加资本开支增加, 2023年现金及现金等价物净增加356.9亿元, 同比-79.1%。

图37: SW 建筑装饰板块资本开支支付的现金 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: SW 建筑装饰板块现金及现金等价物净增加额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国际工程持续回暖，持续看好“建筑出海”

海外基建需求上行，工程订单和营收同步回暖

海外工程订单和营收持续复苏。2023年对外承包工程新签合同2645亿美元，同比+4.5%，业务完成额1609亿美元，同比+3.8%，二者均实现2020年以来最高增速，其中业务完成额首次实现增速回正。2023年随着疫情管控正常化，海外商务活动重回正轨，工程存量订单加速履约，推动国际工程企业新签订单和收入业绩持续复苏。

图39：对外承包工程新签合同额及增速（单位：亿美元，%）



资料来源：Wind，商务部，国信证券经济研究所整理

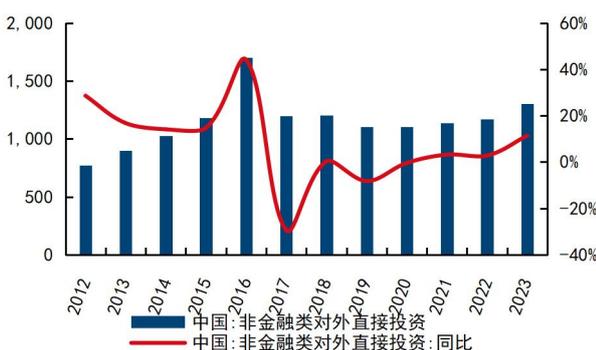
图40：对外承包工程完成额及增速（单位：亿美元，%）



资料来源：Wind，商务部，国信证券经济研究所整理

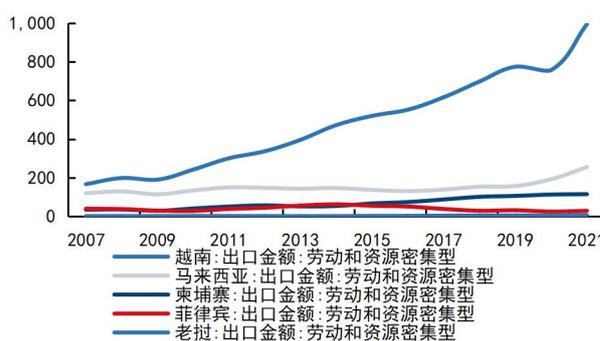
产业转移有望持续带动新兴市场国家基础设施投资需求。由于中国国内去库存压力相对较大，人力成本持续上升，企业对外投资快速增长，2023年中国非金融类对外直接投资1301亿美元，同比+11.4%。一带一路沿线部分国家同时具备地理交通优势和劳动力成本优势，有望承接中国的产能溢出。产能转移将带动承接国经济增长，释放基础设施建设需求。

图41：中国非金融对外直接投资及增速（单位：亿美元，%）



资料来源：Wind，商务部，国信证券经济研究所整理

图42：部分国家劳动和资源密集型产业出口额（单位：亿美元）



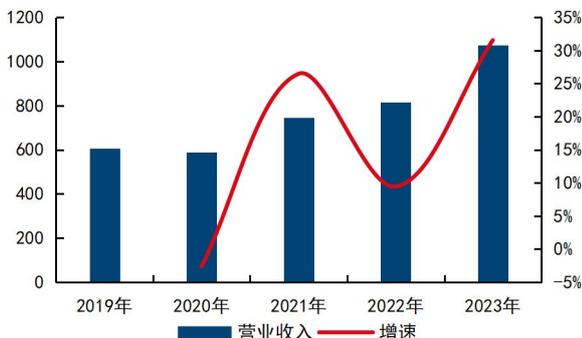
资料来源：Wind，联合国贸易和发展会议，国信证券经济研究所整理

国际工程：受益于行业景气度改善，量价齐升

国际工程公司营收和利润实现较快增长，毛利率小幅提升。2023年国际工程板块（包含中材国际、中工国际、中钢国际、北方国际、上海港湾五家公司）实现营业收入1073亿元，同比+31.6%，实现归母净利润51.3亿元，同比+29.8%。2023

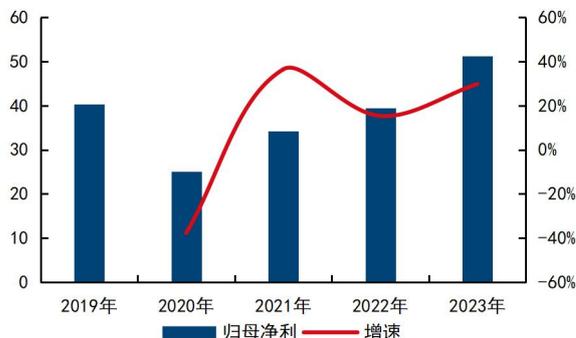
年国际工程板块毛利率为 14.76%，较上年提升 0.24 个百分点，随着海外工程市场复苏，国际工程公司期间费用率普遍有小幅上升。

图43: 国际工程板块营业收入及增速 (单位: 亿元, %)



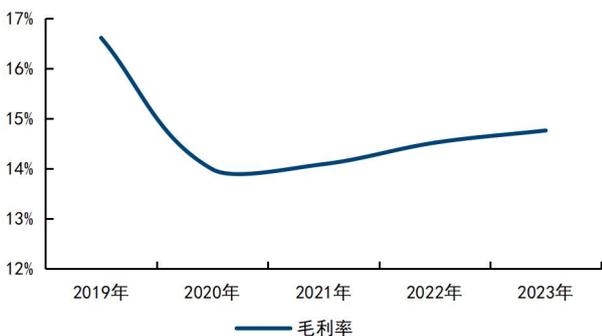
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图44: 国际工程板块归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



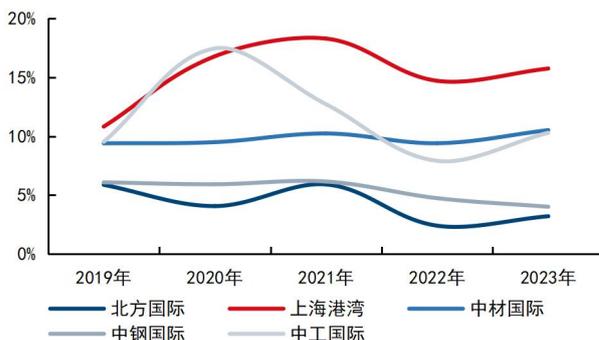
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图45: 国际工程公司毛利率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

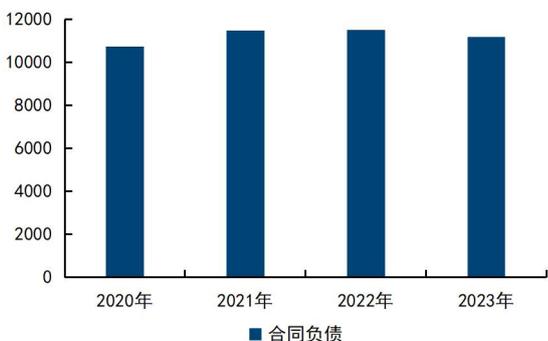
图46: 国际工程公司期间费用率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

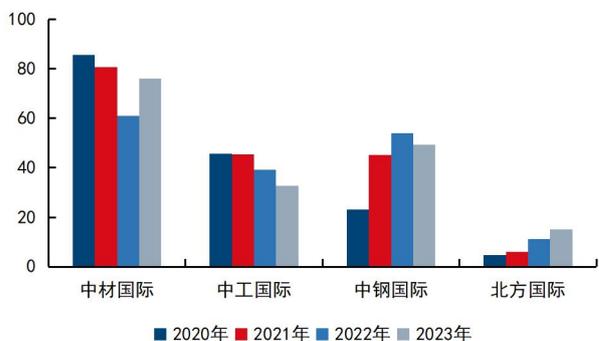
国际工程公司合同负债略有下降，在手订单加速结转。2023 年末国际工程板块合同负债余额为 11190 亿元，较上年末下降 2.8%，合同负债小幅下降结合国际工程公司 2023 年新签订单普遍迎来高增长，可以判断国际工程公司新签订单快速累积为合同负债，同时在手订单或正处于加速结转阶段。

图47: 国际工程板块合同负债余额变化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图48: 四家国际工程公司合同负债余额变化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国际工程公司经营性现金流大幅提升，签约和回款活跃。2023年国际工程板块经营活动产生的现金流量净额为59.7亿元，同比大幅提升86.5%，实现五年内最高净流入。现金流变动结合新签合同和合同资产变化，可以印证国际工程签约和回款表现活跃，行业景气度上行。

图49：国际工程板块经营活动产生的现金流量净额（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图50：四家国际工程公司过去五年经营活动产生的现金流量净额（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点推荐：中材国际

业绩稳健增长，在手合同充足，盈利能力提升。2023年公司实现营业收入457.99亿元，同比增长6.94%，实现归母净利润29.16亿元，同比增长14.74%，业绩增长亮眼。其中，2023年第四季度实现营业收入142.89亿元，实现归母净利润9.14亿元。2023年公司新签合同总额616.44亿元，同比增长17.82%，截至2023年底，公司未完合同额为593.25亿元，同比增长12.46%，业绩增长可持续性有保障。盈利能力方面，公司2023年综合毛利率19.43%，同比提升2.09个百分点，净利率6.96%，同比提升0.95个百分点。

提高分红比例，整合集团内产业链资源，海外业务拓展加速。1) 2023年12月，公司公告未来三年（2024-2026）股东回报规划，明确每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可供分配利润的40%，高于近几年分红水平（2020-2022年分红率分别为35.3%/28.8%/36.1%），2023年实现归母净利润29.16亿元，若按照40%分红率分红，当前股价对应股息率为约为4.05%，投资吸引力提升。2) 2023年12月，公司与天山股份拟共同对天山股份全资子公司中材水泥以现金方式增资共计82.3亿元，其中公司增资40.9亿，天山股份增资41.5亿。增资完成后，中材水泥注册资本将由18.5亿增加至100亿，公司、天山股份分别持有中材水泥40%、60%股权。中材水泥主要在海外经营水泥和骨料业务，目前拥有赞比亚工业园、蒙古国蒙欣水泥生产线、尼日利亚骨料生产线三个境外基础建材投资项目。本次增资可促进中材国际、中材水泥深度协同，进一步打开出海空间。

图51: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)



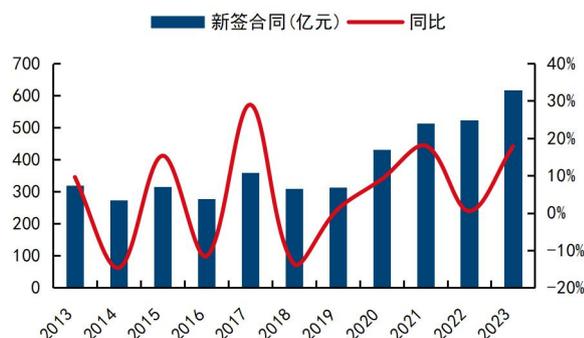
资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (注: 根据会计准则规定对收购资产 2023、2022、2021 年数据进行追溯调整)

图52: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



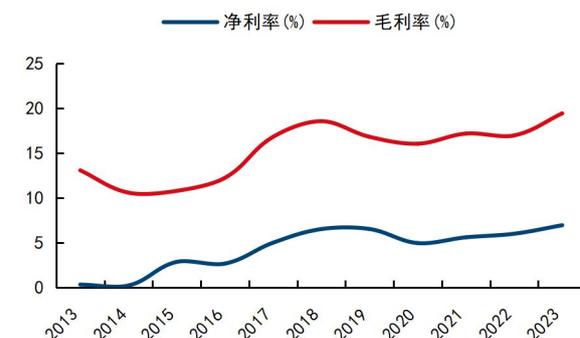
资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (注: 根据会计准则规定对收购资产 2023、2022、2021 年数据进行追溯调整)

图53: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图54: 公司毛利率与净利率 (单位: %)



资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

工业建筑景气回升，核心看好半导体洁净工程

政策趋势与库存周期共振，看好工业建筑产业链

地方政府强调“有效投资”，制造业投资是重要抓手。根据各地政府工作报告中对投资部分的表述中，“有效投资”、“产业投资”等关键词出现频率明显增加，在投资计划中更加倾向于制造业投资。各地省级重大项目中，产业相关项目年内计划落地投资普遍达到总投资的1/3以上。相对基础设施投资，工业及制造业投资有清晰的回报机制，民间资本参与度高，能够在扩大投资的同时避免地方债务压力继续增大，预计将得到更多的政策支持。

制造业投资回升，工业建筑回暖可期。2023年1-12月，制造业投资同比+6.5%，12月提速0.2pct，主要源于通用设备制造提速1.4pct，汽车制造提速1.5pct，计算机、通信、电子设备制造小幅提速0.1pct。半导体制造业投资增速于7月触底，而后持续回升，汽车和半导体销售增速在Q1出现拐点信号，在年末实现明显回暖，未来资本开支存在上升预期。

图55: 制造业投资累计同比增速 (单位: %)



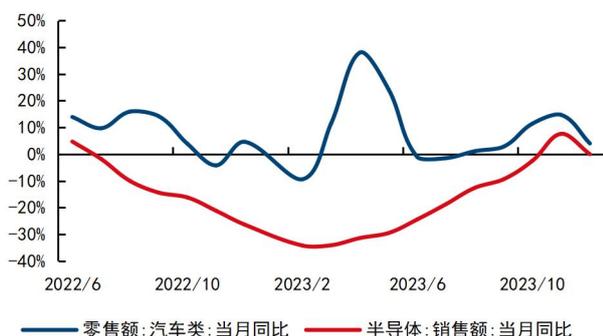
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图56: 汽车和计算机、通信、电子投资增速 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图57: 汽车和半导体销售额单月同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind, SIA, 国信证券经济研究所整理

图58: 工业建筑板块估值与制造业投资增速背离 (单位: %, x)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

去库存进入尾声，工业企业资本开支上行可期。2023年下半年起，工业企业各项经营指标转暖，产成品存货同比增速略有回升（12月+2.1%，较7月最低点+0.5pct），PPI单月降幅收窄（12月-2.7%，较6月最低点+2.7pct），工业企业利润增速触底回升（12月+16.8%，较3月最低点+36pct），利润率逐月修复（12

月为 5.8%，较 2 月最低点+1.2pct）。工业企业各项指标回暖反映工业库存周期逐渐由被动去库存转向主动补库存，而后随着扩产需求释放，资本开支有望进入上行周期。

图59: 工业企业产成品存货和 PPI 同比 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图60: 工业企业利润增速和利润率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

洁净工程：芯片制造的刚需，工艺复杂，要求严格

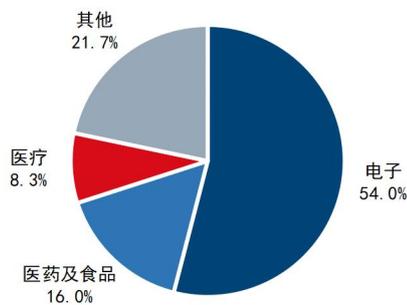
洁净技术产生的核心目标是为产品加工的精密化、微型化、高纯度、高质量、高可靠性要求创造一个污染物受控的生产环境。洁净室 (Clean Room) 也叫洁净厂房、无尘车间、无尘室，指空气悬浮粒子浓度受控的房间，洁净室的目标是为了减少室内透入、产生及滞留的粒子，并将室内温度、湿度、洁净度、气流、振动、静电等控制在一定恒定范围内，以满足特定生产的需要。洁净室广泛用于电子工业、生物医疗、食品等领域，其中电子行业对洁净室要求较高，创造 54% 的洁净室工程需求。不同行业对洁净度的要求不同，一般来说，芯片制造和显示器制造对生产环境洁净度要求较高，其次是光伏组件、LED 照明产品制造；医疗、医药等对操作空间生物菌落控制需求较多；食品、化妆品、石化等领域对操作间洁净度有一定要求，但要求相对较低。目前洁净室下游需求中电子行业占 54%，医药及食品占 16.0%，医疗占 8.3%。

图61: 各行业对洁净室洁净等级的要求

洁净等级	芯片制造	TFT-LCD 薄膜晶体管液 晶显示器	HDD硬盘驱动 器	半导体材料	封装	药品工业	食品工业
1							
2							
3							
4	芯片制造 1-8级	TFT-LCD 2-7级	HDD 2-7级				
5							
6				半导体材料 4-8级	封装 5-8级	药品工业 5-8级	食品工业 5-9级
7							
8							
9							

资料来源: 圣晖集成招股书, 国信证券经济研究所整理

图62: 2019 年中国洁净室工程行业下游需求占比 (单位: %)



资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

洁净度标准：最小控制粒径达到 0.1 μm。洁净技术的核心环节是减少室内透入、

产生及滞留的悬浮粒子，受控粒子的粒径大小取决于生产产品的精密程度。随着工业产品微型化、精密化发展，对洁净室微粒控制的标准也越来越严格，以芯片微型化微粒，随着芯片制程的不断缩小，他对空气中受控粒子的粒径要求也从 0.3-0.5 μm 发展到纳米级甚至更小。由国际标准化组织和联合会制定的 ISO-14644 是目前洁净工程最为广泛采用的技术标准，洁净等级分为 ISO 1-9 共 9 个等级，洁净等级每提升一级，洁净度提升 10 倍（微粒数量缩减至 1/10），适用于该标准空气洁净度分级的粒径阈值范围在 0.1-0.5 μm 。国际标准规定的最小级别控制粒径到 0.1 μm 为止，也采用以“U”表示超微粒子（ $<0.1 \mu\text{m}$ ）最大浓度的方法，如“ISO 2.5 级（0.3 μm ），U(2500)”表示 $\geq 0.3 \mu\text{m}$ 的微粒不超过 32 个/ m^3 ，同时超微粒子数不超过 2500 个/ m^3 。

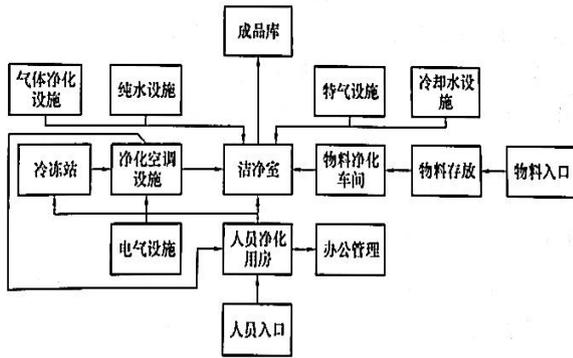
表1：国际洁净室洁净度标准等级

空气洁净度等级 N	大于或等于控制粒径的粒子最大浓度限值（个/ m^3 ）					
	0.1 μm	0.2 μm	0.3 μm	0.5 μm	1 μm	5 μm
ISO 1 级	10	2				
ISO 2 级	100	24	10	4		
ISO 3 级	1000	237	102	35	8	
ISO 4 级	10000	1370	1020	352	83	
ISO 5 级	100000	23700	10200	3520	832	29
ISO 6 级	1000000	237000	102000	35200	8320	293
ISO 7 级				47872	83200	2930
ISO 8 级				65296	832000	29300
ISO 9 级				82720	8320000	293000

资料来源：住建部《洁净厂房设计规范》（GB 50073-2013），国信证券经济研究所整理

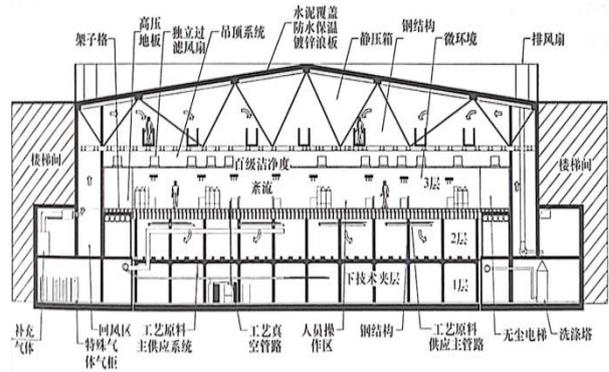
洁净室工程是高标准厂房的核心环节，相关技术工艺复杂。 洁净室质量对相应产品的良品率有重大影响，容错率低，微小的脏污/静电/细菌都会对成品率造成巨大影响、导致一批次产品报废甚至是洁净室的报废。其工艺难度主要体现在三个方面：**1) 功能设计复杂度高：** 洁净室设计需要综合考虑结构安全性和功能布置要求，对于防污染、防火、防微振、防静电、环保等方面需要采用极高的设计标准；**2) 施工品质要求高：** 洁净室施工需要满足更严苛的施工平整度要求和气密性要求，在空气过滤设备安装后需要对施工区域进行低尘管控，需要施工方具有较高水平的专业化施工能力；**3) 组织协调难度高：** 洁净室工程施工工序复杂、专业化程度高，工序间的合理组织难度大，另外由于所生产产品的快速迭代更新，客户对工期敏感度高，通常对总包商的组织能力提出更高的要求。

图63: 洁净厂房主要组成示意图



资料来源:《超大面积电子洁净厂房快速建造技术及总承包管理》¹, 国信证券经济研究所整理

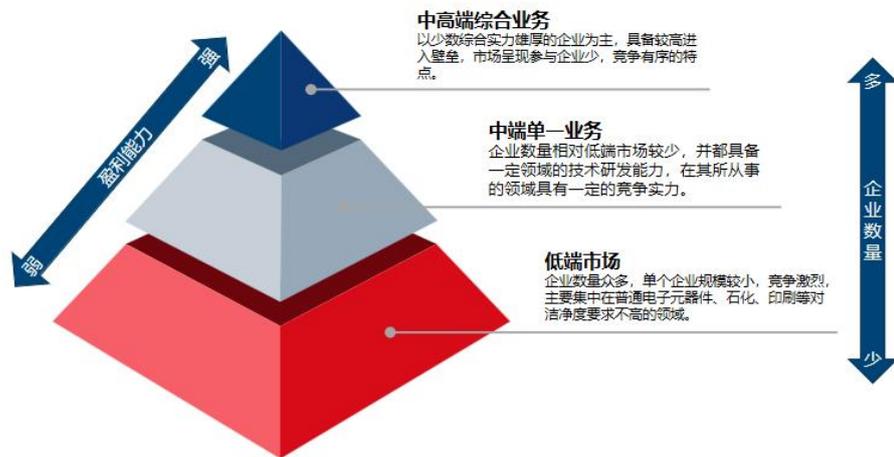
图64: 电子洁净厂房立面构造示意图



资料来源:《超大面积电子洁净厂房快速建造技术及总承包管理》, 国信证券经济研究所整理

高端市场玩家较少，龙头企业竞争壁垒高。高科技工程结构复杂，系统性强，少数具备高端工程总体设计经验的企业凭借自身能力，占据电子、生物医药等盈利空间较大的高端市场。在食品、医疗器械等对洁净度要求不高的行业，洁净室工程难度较低，参与企业众多，价格竞争激烈，且大量机电安装工程企业有潜在的进入倾向，相应的单项目盈利空间较小。

图65: 洁净室工程行业竞争格局



资料来源: 柏诚股份招股书, 国信证券经济研究所整理

洁净室产业链包括上游材料设备、中游洁净室工程服务、下游终端客户，中游洁净室工程环节国产化率较高，有望充分受益于下游资本开支增加。设计咨询阶段集中度较高，龙头优势凸显，以设计牵头的EPC业务渗透率不断提升，上市公司包括洁净室工程设计和总承包龙头太极实业；洁净室专业分包环节专业性较强，技术壁垒相对较高，上市公司包括柏诚股份、圣晖集成、亚翔集成。

¹ 邓伟华等. 超大面积电子洁净厂房快速建造及总承包管理[M]. 北京: 中国建筑工业出版社, 2021. p14-15.

图66: 洁净室产业链梳理



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

大基金三期落地，看好半导体资本开支持续增长

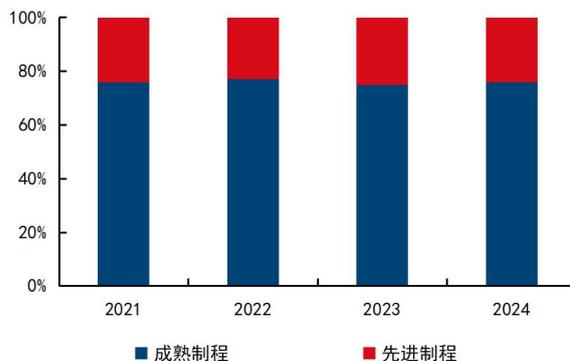
国内芯片自给率仅9%，成熟制程加速扩产。根据 TechInsights 数据，2020 年中国芯片市场规模约为 1460 亿美元，而中国（除港澳台地区）生产的芯片规模约为 242 亿美元，计算得出芯片自给率为 16.6%，预计 2023 年达到 23.3%。虽然整体自给率表现出一定增长，但如果只考虑本土企业制造的芯片，自给率其实只有 9% 左右。虽然先进制程技术工艺突破困难，但成熟制程扩产能够显著推动自给率提升。目前，全球芯片产能中，成熟制程芯片占比已超过 70%。2024 年前两个月，中国（除港澳台地区）生产芯片 704.2 亿块，同比+59%，TrendForce 预计，2027 年中国成熟制程产能占比将会由 2023 年的 30%进一步上升至 39%以上。

图67: 中国芯片自给率尚有提升空间（单位：十亿美元，%）



资料来源: TechInsights, 国信证券经济研究所整理

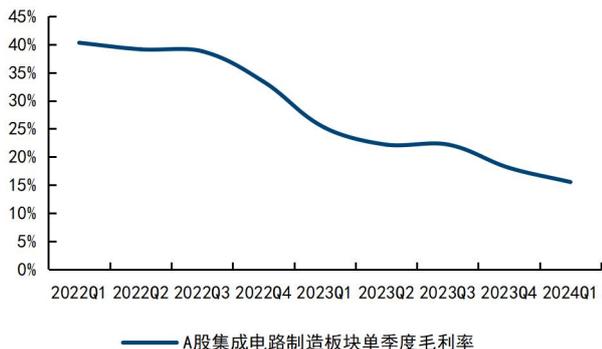
图68: 全球成熟制程产能占比 70%以上（单位：%）



资料来源: TrendForce, 国信证券经济研究所整理

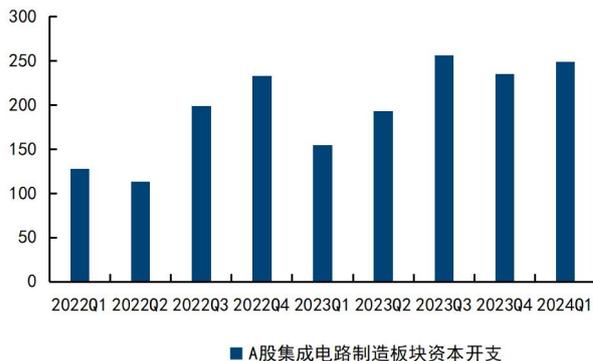
芯片价格下行压缩芯片制造商利润，但资本开支仍维持高位。2024Q1 中芯国际归母净利润同比-68%，华虹公司归母净利润同比-79%，集成电路制造板块毛利率15.5%，环比继续下滑2.6个百分点，而板块整体资本开支249.1亿元，仍然保持在较高水平。尽管芯片制造商对产能扩张后的价格下跌已有充分预期，但仍然需要保持较大的扩产力度，加强规模效应以降低成本和抢占市场份额，同时政策支持加码，地方政府资金大量流入，这部分投资对初期亏损容忍度高，能够持续推动资本开支上行。

图69: A股集成电路制造板块单季度毛利率变化(单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

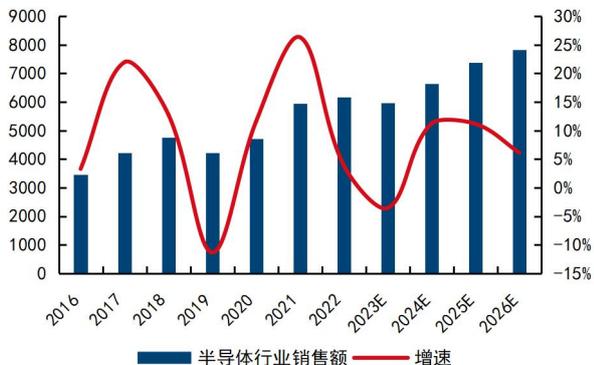
图70: A股集成电路制造板块资本开支变化(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

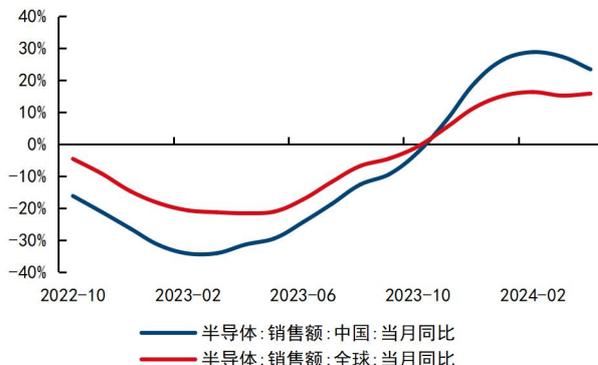
国家大基金三期落地，半导体销售持续回暖，扩产有望提速。5月24日，国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司成立，注册资本3440亿元，募资规模超过此前前两期总和，预计将继续加大在芯片制造和封装测试等重资产环节的投入，通过支持国内逻辑芯片和存储芯片生产商扩产，为半导体设备商提供新订单，以实现推动半导体产业链国产化率提升的目标。根据SEMI（国际半导体产业协会）最新报告，随着电子板块销售额的上升、库存的稳定和晶圆厂产能的增加，2024年第一季度全球半导体制造业出现改善迹象，预计下半年行业增长将更加强劲。晶圆厂产能持续增加，预估每季度将超过4000万片晶圆(以300mm晶圆当量计算)，今年第一季度产能增长1.2%，预计第二季度增长1.4%，中国仍是所有地区中产能增长率最高的国家。

图71: 全球半导体行业销售额及增速(单位: 亿美元, %)



资料来源: Gartner, 国信证券经济研究所整理

图72: 全球和中国半导体销售额单月同比增速(单位: %)

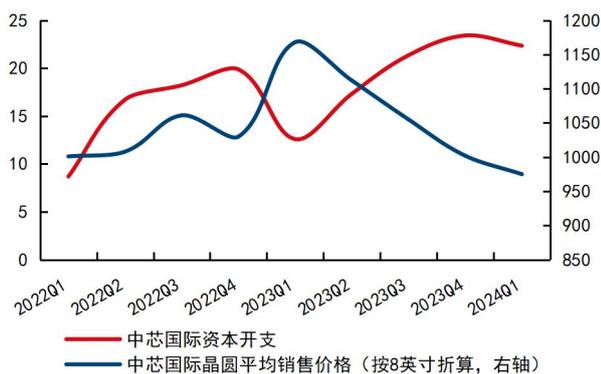


资料来源: Wind, SIA, 国信证券经济研究所整理

晶圆制造大厂继续逆势投入，地方扶持“造芯新势力”。2023年中芯国际资本开

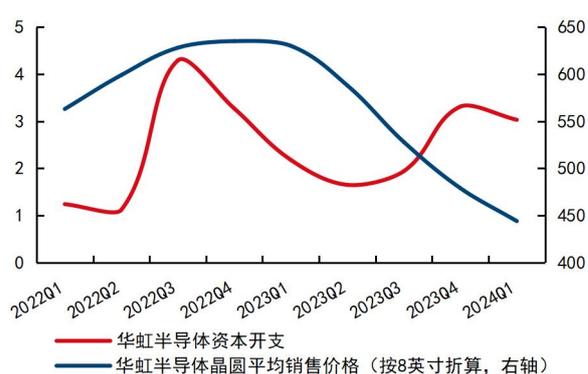
支为 74.7 亿美元，较上年提升约 11 亿美元。中芯国际称，会继续推进近几年来已宣布的 12 英寸工厂和产能建设规划，预计 2024 年资本开支将与 2023 年大致持平。2023 年末中芯国际月产能为 80.6 万片（按 8 英寸折算），较 2022 年末提升约 13%。粤芯半导体于 2017 年在广州成立，在 2022 年进行两轮融资用于支持新产线建设，扩产目标“未来三年产能翻倍”；华润微电子在深圳的 12 寸产线目前正在建设中，预计 2024 年通线。

图73: 中芯国际资本开支与销售价格变化趋势（单位：亿美元，美元/片）



资料来源：中芯国际，国信证券经济研究所整理

图74: 华虹半导体资本开支与销售价格变化趋势（单位：亿美元，美元/片）



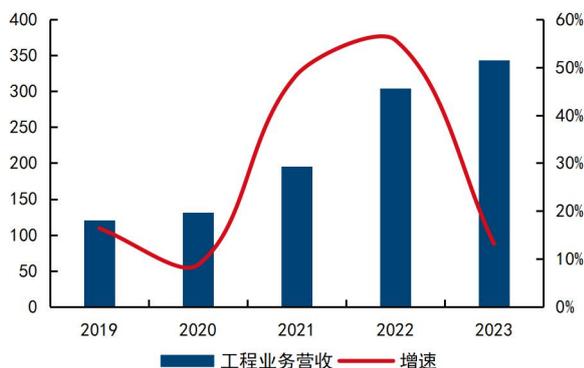
资料来源：中芯国际，国信证券经济研究所整理

重点推荐：太极实业

太极实业：高科技工程设计和总包龙头。公司是无锡产业发展集团有限公司下属的国有控股上市公司，2016 年公司收购高科技工程设计和总承包龙头十一科技，并入其工程技术服务和光伏发电业务。2023 年公司“工程技术服务”业务实现营业收入 343.7 亿元，占比 87.3%，实现毛利润 23.5 亿元，占比 73%，是公司主要收入和利润来源。十一科技在半导体工程领域有较强的影响力，在高端洁净室设计领域市占率估算可达到为 60%-70%。

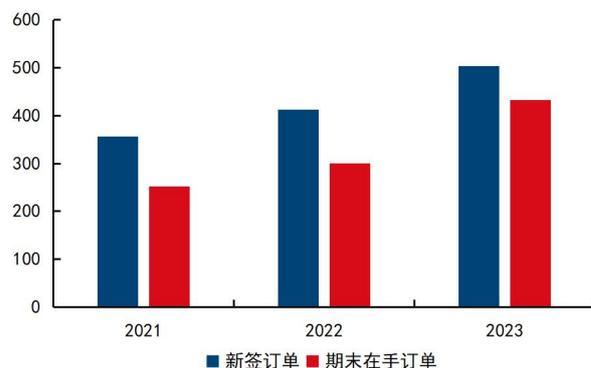
工程业务稳健增长，总包盈利能力显著提升。2023 年公司工程业务实现收入 343.7 亿元，同比+13.1%，全年新签订单 502.6 亿元，同比+22.1%，年末在手订单 432.9 亿元，较上年末增加 44.0%。工程业务中，设计和咨询业务实现收入 23.4 亿元，同比-13.6%，工程总包业务实现收入 320.3 亿元，同比+15.8%。毛利率方面，2023 年公司设计和咨询毛利率 63.03%，同比提升 10.18pct，工程总包毛利率 2.73%，同比提升 0.81pct。由于工程总包业务毛利率较低，毛利率 0.81pct 的提升幅度对利润的提振效果显著。

图75: 公司工程业务营收及增速 (单位: 亿元, %)



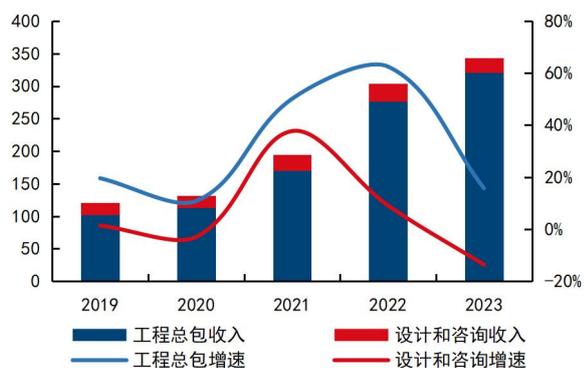
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图76: 公司工程新签和在手订单规模 (单位: 亿元)



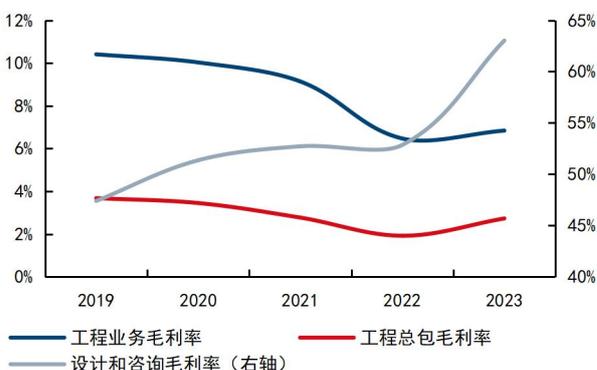
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图77: 公司设计和总包业务收入及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

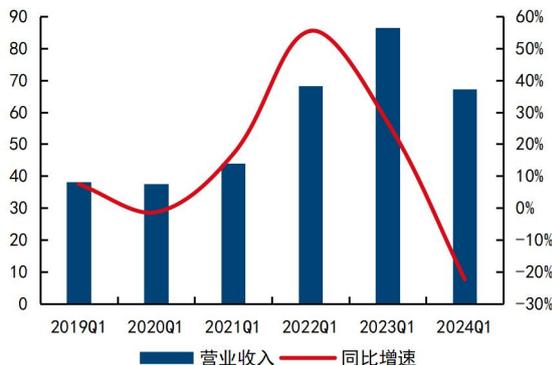
图78: 公司工程业务毛利率变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

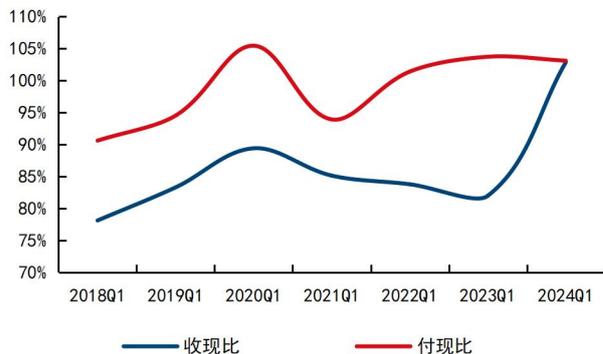
2024 年一季度回款增加, 重大项目订单加速结转可期。2024 年第一季度公司实现营业收入 67.26 亿元, 同比-22.3%, 经营活动产生的现金流量净流出 5.27 亿元, 为 5 年内最少的一季度流出规模, 收现比上升至 103.1%, 为 5 年内一季度最高。2024 年第一季度, 公司预收账款及合同负债合计 30.9 亿元, 较上年末小幅减少 0.5 亿元, 应收票据及应收账款 57.6 亿元, 较上年末减少 3.46 亿元, 为近五年内一季度首次净减少。因此可以判断, 公司一季度营收规模下滑而现金流入明显增加, 主要原因可能为存量应收款收回较多; 考虑到 2023 年末公司在手订单同比+44.0%, 而一季度合同负债并无明显增加, 当前公司在手重大订单可能集中在前期准备工作阶段, 导致收到的预收款较少, 同时结转的收入较少。可以期待重大项目加速进入集中施工阶段, 收入和利润或将迎来回升。

图79: 近年来一季度公司营收及同比增速 (单位: 亿元, %)



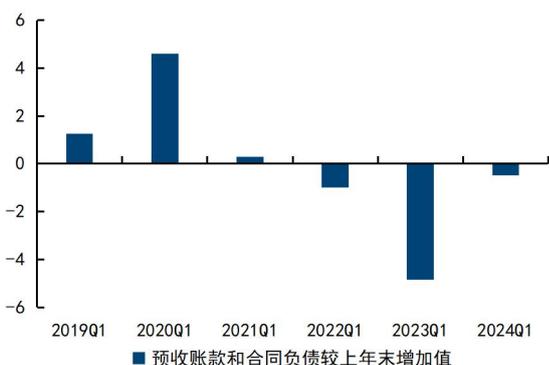
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图80: 近年来一季度公司收付现比 (单位: %)



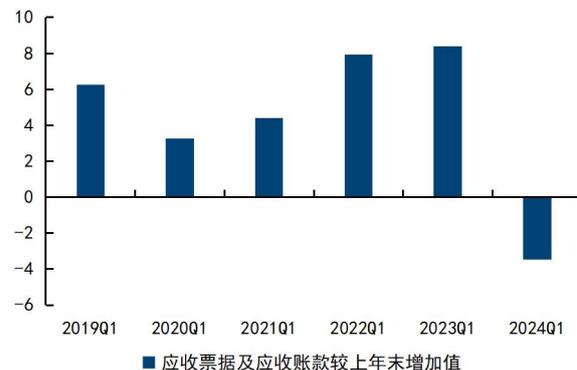
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图81: 近年来一季度预收账款和合同负债较上年末增加值 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图82: 近年来一季度应收票据及应收账款较上年末增加值 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表2: 公司 2022 年以来新中标重大项目及截至 2023 年末实施情况

项目名称	中标披露日期	签约披露日期	项目金额 (亿元)	工期	完工百分比	确认收入 (亿元)	累计回款 (亿元)
滨州沾化区 2GW 渔光互补发电项目 (施工总承包二标段)	2023/3/31	2023/4/7	34.66	计划于 2023 年 5 月 18 日正式开工, 2024 年 12 月 28 日全容量并网	-	4.42	-
华虹半导体制造 (无锡) 有限公司华虹制造 (无锡) 项目工程总承包	2023/5/17	2023/6/3	50.10	716 天	2.84%	1.42	5.42
盛虹动能科技 (苏州) 有限公司储能电池超级工厂和新能源电池研究院一期项目	2023/7/20	2023/9/12	17.48	472 天	3.60%	0.49	0.35
合肥长鑫 12 英寸存储器晶圆制造基地二期项目 FAB A2B 厂务机电工程 EPC 总承包	2023/8/10	-	26.15	655 天	-	0.00	0.00
铜梁区锂电新材料生产基地建设项目储能产业园配套厂房、年产 27 亿平方米锂离子电池隔膜项目 EPC	2023/12/30	2024/1/27	25.64	1130 天	-	-	-
重庆芯联微 12 英寸集成电路特色工艺线项目 (一期) EPC 总承包	2024/2/22	2024/4/10	24.97	586 天	-	-	-
华力集成电路有限公司康桥二期集成电路生产线厂房及配套设施建设项目	2024/4/4	-	50.11	1219 天	-	-	-

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议

建筑央企在承接重大项目上具有优势，融资成本低于行业均值，有望保持订单和业绩稳健增长；随着海外订单持续回暖，建议关注国际工程龙头企业业绩兑现；工业建筑受地产和地方政府债务影响较小，也是当前政策支持的投资方向，随着库存周期拐点临近，产业链上钢结构、专业工程板块有望迎来估值修复，尤其是部分重大晶圆厂项目有望年内落地，建议关注洁净厂房建设机会。**重点推荐中国中铁、中国铁建、太极实业、中材国际、鸿路钢构。**

风险提示

宏观经济下行风险；政策落地不及预期的风险；重大项目进度不及预期的风险。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032