

证券研究报告

2024年07月16日

行业报告：行业深度研究

建筑装饰

建筑行业概况复盘及未来展望

作者：

分析师 鲍荣富 SAC执业证书编号：S1110520120003

分析师 王涛 SAC执业证书编号：S1110521010001

分析师 任嘉禹 SAC执业证书编号：S1110524070001



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

➤ 行情层面：低估值、政策催化叠加基本面兑现是建筑行情的主导因素

从股价层面看，24年上半年建筑板块整体表现偏弱，在中特估行情催化、市值管理考核及国企改革带动下，板块内收益出现明显分化，建筑央国企迎来较好涨幅，顺周期的专业工程板块表现较弱。此外，海外业务占比较高、且业绩兑现度高的公司（中材国际、中国化学等）取得了更好的超额收益率。从估值层面，SW建筑板块的PE/PB均低于2010年以来的1%分位数，处于历史相对底部，建筑央企中仅中国核建、中国能建、中国化学PB（LF）大于0.8倍，中国建筑、中国铁建等PB（LF）小于0.6，仍有较大提升空间。

➤ 业务层面：行业集中度提升，细分高景气赛道及海外建筑市场有望持续赋能

一方面，建筑企业的业务交叉程度正在提升，且行业集中度逐步提升，业务向头部企业靠拢，央国企相较民企而言在订单、资金、规模、技术等方面优势凸显，我们测算23年八大建筑央企收入/订单市占率分别为23.0%、46.8%；另一方面，部分细分行业（建筑设备租赁、洁净室工程、炼化产业链）景气度较高，且产业链转移的背景下，各国对基建投资的重视程度上升，海外建筑市场未来也有望成为国内建筑企业的业绩增长核心看点。

➤ 财务层面：中特估+国企改革给报表改善带来契机

从绩效层面来看，国企改革明确建筑央国企基本面向上的方向，23年国资委考核指标优化为“一利五率”，新增营业现金比率考核，24年计划全面推开市值管理考核，并要求加大现金分红力度，“对标世界一流”行动加快推进，建筑央国企成长路径亦逐步向世界一流建筑公司万喜收敛。我们认为提升盈利能力、周转能力为提升建筑央国企ROE主要途径，且股权激励也有望夯实内生增长动能。

摘要

➤ 机会展望：逆境中促发展，变局中开新局

从行业角度来看，24年以来地产景气度延续承压，资金收紧导致企业应收账款及减值损失增加，基建则受制于地方财政压力的加大，12个高债务省份新建政府投资项目被叫停。但从机会的角度来看，24年以来地产政策持续出台，城中村改造及旧改仍有望贡献需求增量。此外，在政府逆周期调节的背景下，我们认为经济发展仍需要依靠基建的托底，中央财政或成为拉动基建投资的重要助推力，我们预计24年广义/狭义基建增速分别为7.55%/5.18%，重视基建结构性和区域性机会。从公司角度来看，建筑企业的业务转型步伐逐步加快，如矿产资源、实业等，利润体量已初具规模，关注转型带来的第二增长曲线。

投资建议：沿三条主线择优个股，关注低估值高股息蓝筹

当前时点，我们认为高股息央国企、顺周期改善和专业工程景气延续仍是24年的三条重要主线：1）低估值高股息央国企蓝筹推荐中国建筑、中国化学、中国电建、中国能建、中国中铁、四川路桥、安徽建工等，以及有望充分受益于海外基建市场扩容的国际工程公司，推荐中材国际、北方国际等；2）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；3）专业工程建议关注高景气赛道龙头标的，推荐华铁应急（与非银组联合覆盖）、上海港湾、鸿路钢构、利柏特、三维化学等。

风险提示：建筑央国企业绩及基本面不及预期、建筑央国企改革及转型不及预期、基建投资不及预期、应收账款减值风险。

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2024-07-15	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601668.SH	中国建筑	5.40	买入	1.30	1.39	1.48	1.57	4.15	3.88	3.65	3.44
601390.SH	中国中铁	6.18	买入	1.35	1.43	1.51	1.59	4.58	4.32	4.09	3.89
601186.SH	中国铁建	8.32	买入	1.92	2.06	2.21	2.35	4.33	4.04	3.76	3.54
601117.SH	中国化学	7.44	买入	0.89	0.99	1.12	1.25	8.36	7.52	6.64	5.95
601669.SH	中国电建	5.48	买入	0.75	0.86	0.98	1.14	7.31	6.37	5.59	4.81
601868.SH	中国能建	2.13	买入	0.19	0.21	0.23	0.26	11.21	10.14	9.26	8.19
601618.SH	中国中冶	3.12	买入	0.42	0.48	0.54	0.60	7.43	6.50	5.78	5.20
600039.SH	四川路桥	7.60	买入	1.03	1.09	1.22	1.35	7.38	6.97	6.23	5.63
600502.SH	安徽建工	4.16	买入	0.91	1.05	1.22	1.39	4.57	3.96	3.41	2.99
002541.SZ	鸿路钢构	13.54	买入	1.71	1.90	2.18	2.52	7.92	7.13	6.21	5.37
600970.SH	中材国际	10.50	买入	1.10	1.24	1.44	1.66	9.55	8.47	7.29	6.33
000065.SZ	北方国际	9.61	买入	0.92	1.03	1.18	1.39	10.45	9.33	8.14	6.91
002949.SZ	华阳国际	8.92	买入	0.82	0.99	1.19	1.38	10.88	9.01	7.50	6.46
300977.SZ	深圳瑞捷	15.84	买入	0.27	0.46	0.85	1.18	58.67	34.43	18.64	13.42
603300.SH	华铁应急	5.07	买入	0.41	0.53	0.69	0.89	12.37	9.57	7.35	5.70
605598.SH	上海港湾	22.98	买入	0.71	0.87	1.09	1.40	32.37	26.41	21.08	16.41
605167.SH	利柏特	7.14	买入	0.42	0.54	0.69	0.85	17.00	13.22	10.35	8.40
002469.SZ	三维化学	5.51	买入	0.43	0.49	0.56	0.65	12.81	11.24	9.84	8.48

资料来源：Wind，天风证券研究所

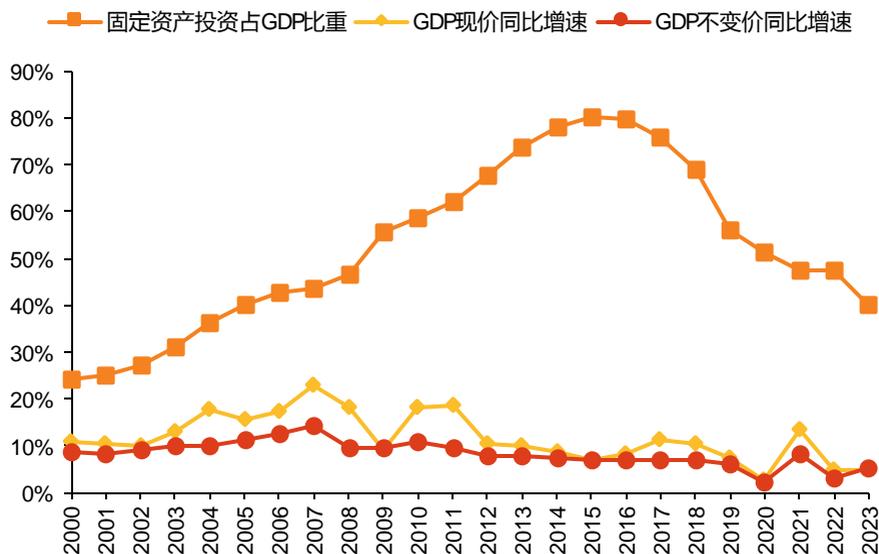
注：以上公司EPS均为天风预测

1 行情的变化?

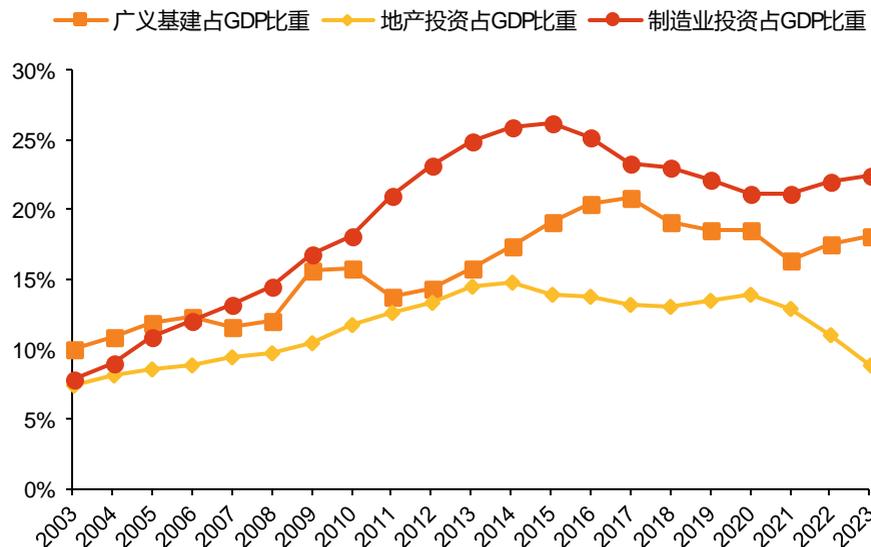
1.1. 建筑行业总体特征

- ▶ 投资是中国GDP增长的重要因素，投资主要依赖固定资产投资，建筑业是固定资本形成的重要产业之一。
- ▶ 尤其是在经济不景气时期，政府都会将扩大投资作为稳增长的重要工具。2015年之前，房地产投资占GDP比重持续提升，15年之后有所改变，基建重要性逐渐超过地产。

图：GDP及固投增速



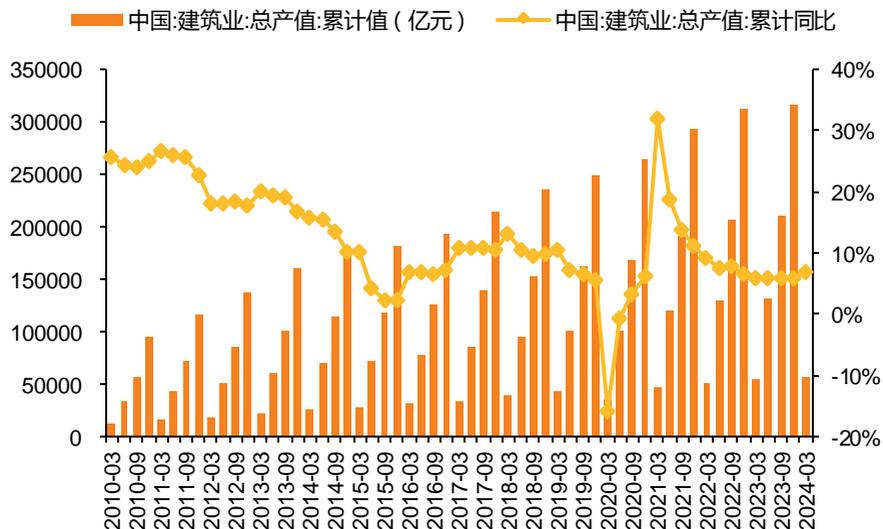
图：基建，地产，制造业投资占GDP比重



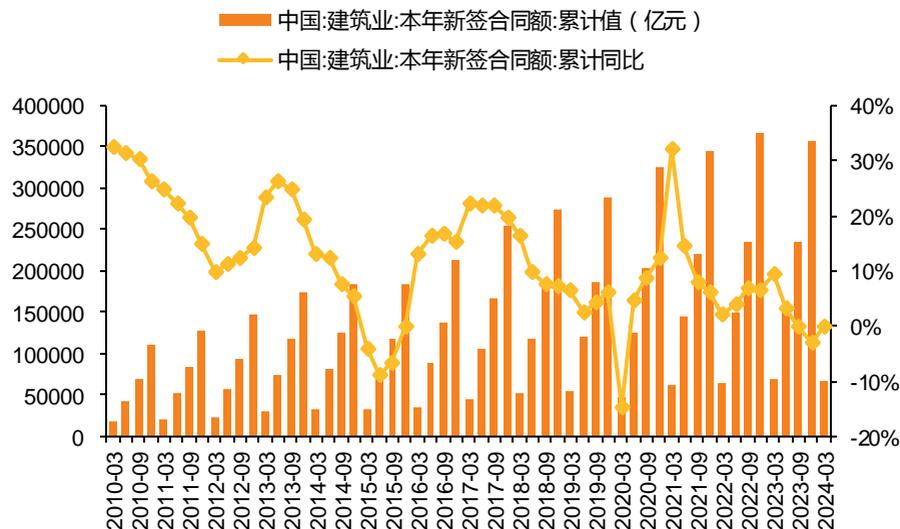
1.1. 建筑行业总体特征

- **新签订单是持续增长的源泉。** 2023年建筑业完成总产值31.6万亿元，同比增长6%；2024Q1完成5.7万亿元，同比增长7%。
- **新签订单增速与稳增长托底高关联度。** 2023年建筑业新签合同额35.6万亿元，同比增长-3%；2024Q1新签6.7万亿元，同比基本持平。

图：建筑业季度累计产值



图：建筑业季度累计新签合同额

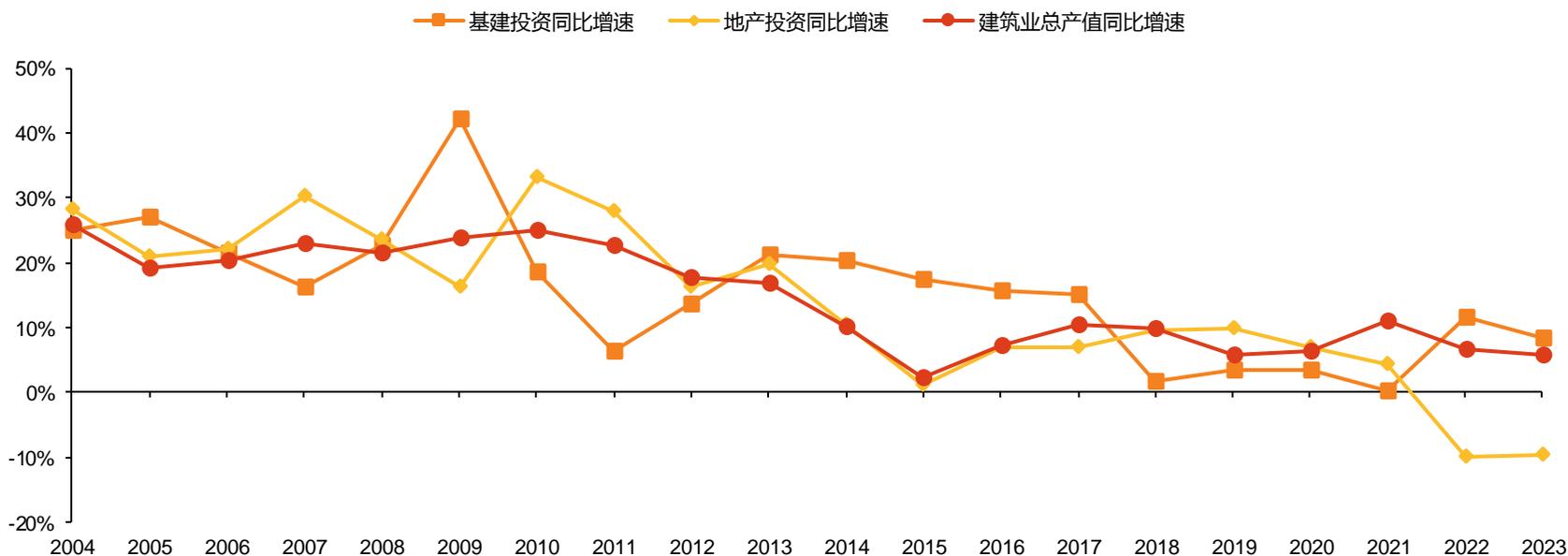


1.1. 建筑行业总体特征

➤ 周期性与区域性

➤ **投资驱动导致行业具有周期性，且在区域上呈现分化。**建筑行业景气度与固定资产投资情况密切相关，导致行业具有明显的周期性特征，且在不同省份及区域上有所分化。目前建筑行业新签订单结构相对稳定，房建订单占大头。以中国建筑为例，2023年其房建订单占比62.2%。

图：建筑业总产值、基建投资、地产投资同比增速



1.2. 行情复盘：建筑板块分化加剧，低估值、高分红标的表现亮眼

- **低估值、政策催化叠加基本面兑现是建筑行情的主导因素。**2010年以来，建筑行业主要有两波大的行情，分别为：
 - 1) 2014年8月-2015年6月期间，受益于国企改革及“一带一路”催化，SW建筑板块相对于沪深300的超额收益最高达114%；
 - 2) 2016年6月-2017年4月，受益于PPP大规模应用及新一轮的基建宽松政策，SW建筑板块录得82%的最高超额收益。
- 2023年以来，受益于中特估、新一轮国企改革及“一带一路”行情催化，截至2023年5月8日情绪达到最高点，SW建筑装饰较22年底累计涨幅达26.2%，相对沪深300超额收益最高达21.3%。下半年受市场风格切换影响，建筑板块整体表现较为疲软。
- 2024年建筑板块延续了23年末趋势，年初受益于中特估行情催化，市值管理考核及国企改革带动下，建筑央企迎来较好涨幅，但受制于地方财政压力加大，12个省份新建政府投资项目被叫停，行业基本面仍缺乏明显的改善迹象，导致板块内收益出现明显分化。

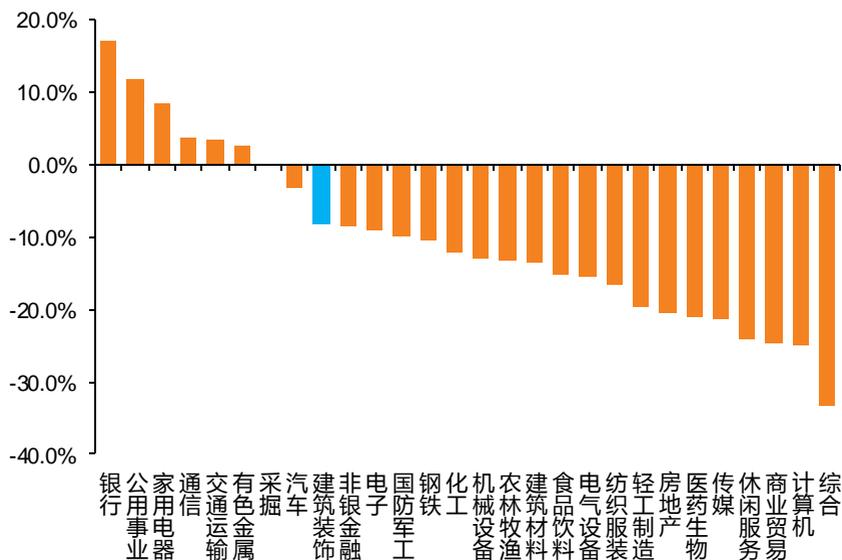
图：2010年以来SW建筑和沪深300涨跌幅和超额收益率



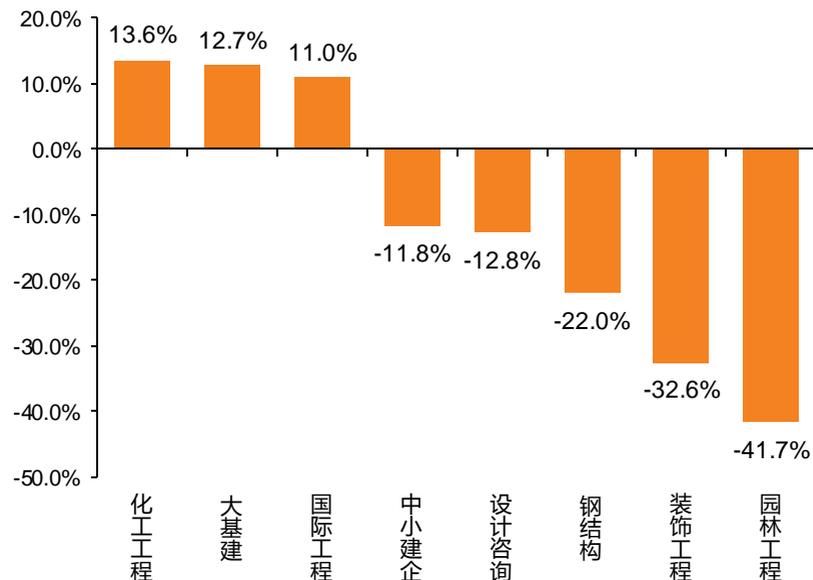
1.2. 行情复盘：建筑板块分化加剧，低估值、高分红标的表现亮眼

- 24年上半年建筑板块整体表现偏弱，子板块表现分化较大。2024年初至6月30日，SW建筑装饰较年初跌幅为8.2%，同期沪深300涨幅0.9%，录得相对大盘9.1%的负收益，在28个申万一级行业中排名9，整体表现处于中等偏上水平。子板块表现分化明显，化工工程板块涨幅达13.6%，大基建板块涨幅达12.7%，国际工程板块涨幅11.0%，装饰工程和园林工程板块跌幅较大，分别为-32.6%和-41.7%。

图：24年初至6月30日申万子板块涨跌幅



图：24年初至6月30日建筑子板块区间涨跌幅



1.2. 行情复盘：建筑板块分化加剧，低估值、高分红标的表现亮眼

- 受益于中特估国企改革及出海行情催化，海外业务占比较高、且业绩兑现度高的公司取得了更好的收益率。24年初国资委提出将市值管理纳入央企负责人考核，并要求加大现金分红力度，中特估行情催化下建筑央企迎来估值修复，从收益率的角度来看，中材国际、中国化学、中国交建分别较建筑指数录得41.4%、37.7%、25.8%的超额收益，较沪深300也取得了32.3%、28.7%、16.7%的超额收益，反映出建筑板块避险的属性仍存。

图：24年初至6月30日建筑央企及国际工程涨跌幅

代码	股票名称	24年初以来涨幅	相较建筑指数超额收益	相较沪深300超额收益
600970.SH	中材国际	33.2%	41.4%	32.3%
601117.SH	中国化学	29.6%	37.7%	28.7%
601800.SH	中国交建	17.6%	25.8%	16.7%
601611.SH	中国核建	16.7%	24.9%	15.8%
601668.SH	中国建筑	16.1%	24.3%	15.2%
601390.SH	中国中铁	14.8%	23.0%	13.9%
601669.SH	中国电建	14.3%	22.5%	13.4%
601186.SH	中国铁建	12.6%	20.8%	11.7%
600339.SH	中油工程	3.0%	11.1%	2.1%
601618.SH	中国中冶	1.3%	9.5%	0.4%
601868.SH	中国能建	1.0%	9.1%	0.1%
000928.SZ	中钢国际	-0.6%	7.6%	-1.5%
000065.SZ	北方国际	-6.8%	1.4%	-7.7%
601068.SH	中铝国际	-8.9%	-0.7%	-9.8%
002051.SZ	中工国际	-12.8%	-4.7%	-13.7%
801720.SI	vs建筑（申万）	-8.2%		
000300.SH	vs沪深300	0.9%		

1.2. 行情复盘：建筑板块分化加剧，低估值、高分红标的表现亮眼

- **24年顺周期的专业工程板块表现较弱。**专业工程业绩表现较为分化，建议关注细分赛道成长性。除深圳瑞捷、亚翔集成、海油工程实现了正收益以外，其余公司行情表现均较弱。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%。

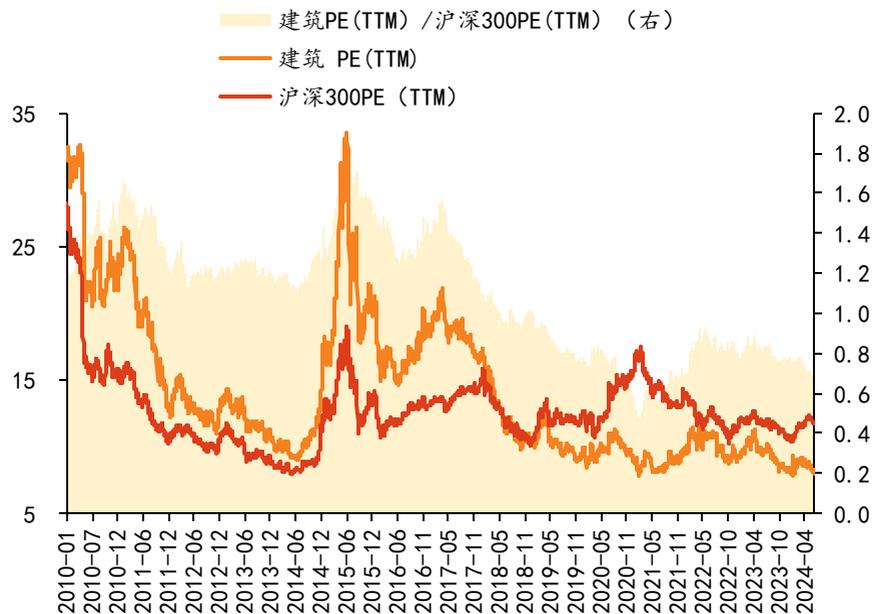
图：24年初至6月30日专业工程标的涨跌幅

代码	股票名称	24年初以来涨幅	相较建筑指数超额收益	相较沪深300超额收益
300977.SZ	深圳瑞捷	18.4%	26.6%	17.5%
603929.SH	亚翔集成	3.9%	12.1%	3.0%
600583.SH	海油工程	2.0%	10.2%	1.1%
301129.SZ	瑞纳智能	-4.3%	3.9%	-5.2%
002545.SZ	东方铁塔	-4.8%	3.4%	-5.6%
002140.SZ	东华科技	-7.5%	0.7%	-8.4%
301058.SZ	中粮科工	-12.0%	-3.8%	-12.9%
603300.SH	华铁应急	-14.7%	-6.5%	-15.6%
600496.SH	精工钢构	-16.1%	-7.9%	-17.0%
603698.SH	航天工程	-16.7%	-8.5%	-17.6%
605167.SH	利柏特	-17.3%	-9.1%	-18.2%
601133.SH	柏诚股份	-17.8%	-9.6%	-18.7%
002593.SZ	日上集团	-18.9%	-10.8%	-19.8%
603163.SH	圣晖集成	-19.9%	-11.8%	-20.8%
002541.SZ	鸿路钢构	-19.9%	-11.8%	-20.8%
301046.SZ	能辉科技	-26.4%	-18.2%	-27.3%
600477.SH	杭萧钢构	-27.8%	-19.6%	-28.7%
002949.SZ	华阳国际	-28.0%	-19.8%	-28.9%
002135.SZ	东南网架	-30.0%	-21.8%	-30.9%
603637.SH	镇海股份	-30.7%	-22.6%	-31.6%
002743.SZ	富煌钢构	-38.3%	-30.1%	-39.2%
300517.SZ	海波重科	-39.4%	-31.3%	-40.3%
603098.SH	森特股份	-42.2%	-34.1%	-43.1%
300982.SZ	苏文电能	-42.6%	-34.4%	-43.5%
002323.SZ	雅博股份	-52.7%	-44.5%	-53.6%
801720.SI	vs建筑(申万)	-8.2%		
000300.SH	vs沪深300	0.9%		

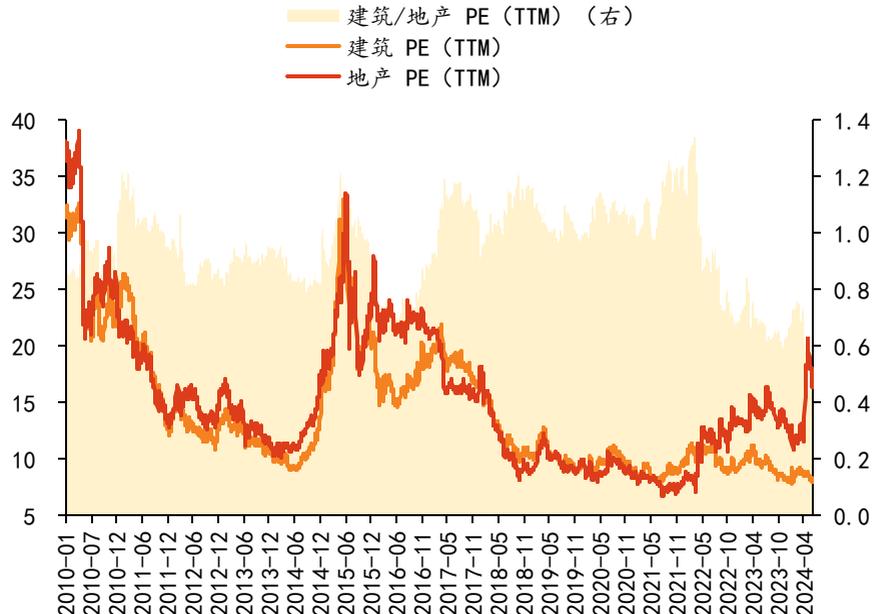
1.2. 行情复盘：建筑板块分化加剧，低估值、高分红标的表现亮眼

从估值角度来看，24H1建筑PE（TTM）和PB（LF）分别排在28个申万一级行业中的倒数第五和倒数第三，板块整体估值处于历史相对底部，具备较大提升空间。全行业横向对比来看，截至6月30日收盘，SW建筑PE（TTM）为8.1倍，自2010年以来的分位值为0.69%，对比沪深300目前PE为11.84倍，地产PE为16.17倍，建筑板块的估值具备仍具备较高性价比。SW建筑指数PB（LF）为0.69倍，自2010年以来的分位值为0.45%，对比沪深300整体的PB（LF）为1.26倍，在新一轮国企改革的催化下，建筑板块PB后续提升空间仍较大。

图：SW建筑、沪深300PE（TTM）及比值



图：SW建筑、地产PE（TTM）及比值



1.2. 行情复盘：建筑板块分化加剧，低估值、高分红标的表现亮眼

- ▶ **纵向来看，建筑央企估值已达十年来历史相对低位。**从PB（LF）角度来看，目前仅中国核建、中国能建、中国化学PB（LF）大于0.8倍，中国建筑、中国交建、中国铁建PB（LF）小于0.6。从分位值来看，建筑央企PE（TTM）及PB（LF）均处于历史较低水平。我们重点推荐建筑地产龙头**中国建筑**，以及具备出海高景气度的化工工程龙头**中国化学**。
- ▶ **从地方国企的估值水平来看，区域基建景气度高增以及新一轮国企改革催化，激发地方国企内在发展动能。**从PB（LF）角度来看，截至2024/6/30，当前安徽建工、上海建工、山东路桥、浙江交科、隧道股份等估值仍低于1倍，PB分位值也处于历史低位，估值修复空间较大。我们重点推荐低估值高分红的地方建筑国企，如**安徽建工、上海建工、四川路桥**。

表：建筑央企估值水平

	最新PE_TTM	PE最低值（倍）	2010年以来PE分位值	最新PB_LF	最小值	2010年以来PB分位值
建筑央企						
中国建筑	4.06	3.48	8.14%	0.52	0.47	1.76%
中国交建	5.97	4.45	15.31%	0.53	0.40	9.27%
中国铁建	4.44	3.60	15.04%	0.45	0.40	3.61%
中国中铁	4.88	4.12	9.33%	0.56	0.49	3.52%
中国中冶	8.05	5.19	17.30%	0.64	0.62	0.67%
中国能建	10.60	10.45	1.93%	0.86	0.85	1.93%
中国化学	9.10	6.52	15.01%	0.86	0.63	8.70%
中国电建	7.40	5.47	18.19%	0.72	0.49	15.85%
中国核建	11.56	9.82	8.84%	1.26	1.01	8.79%
地方国企						
安徽建工	4.87	4.75	0.27%	0.75	0.60	0.75%
广东建工	8.57	8.55	0.17%	1.02	0.92	2.78%
四川路桥	8.56	4.77	20.70%	1.46	0.75	39.30%
上海建工	12.00	6.76	51.09%	0.64	0.63	0.14%
山东路桥	3.56	3.21	1.16%	0.60	0.60	0.36%
浙江交科	6.88	5.70	7.89%	0.67	0.61	0.41%
隧道股份	7.00	5.58	10.63%	0.70	0.61	10.73%
重庆建工	181.78	12.12	97.75%	0.55	0.54	0.53%
浦东建设	8.58	8.35	0.30%	0.69	0.69	0.21%
龙建股份	9.28	9.04	0.24%	1.13	1.13	0.16%
北新路桥	117.11	35.97	56.12%	1.05	1.04	0.27%
宁波建工	12.64	8.44	9.22%	0.91	0.84	0.41%
陕建股份	3.70	2.50	3.69%	0.60	0.60	0.26%

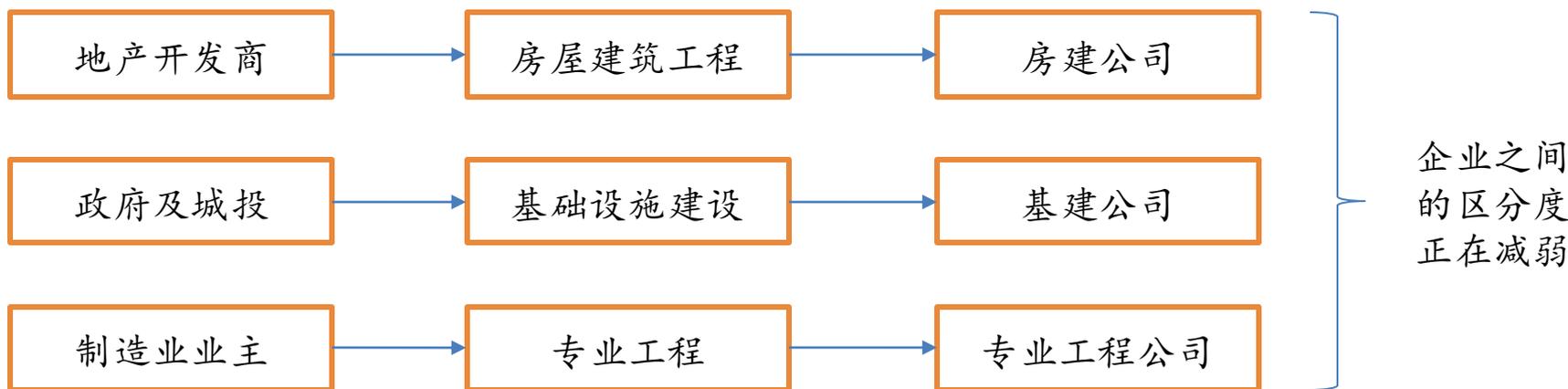
2

业务层面的变化?

2.1. 建筑企业的业务交叉程度提升，业务区分度逐步弱化

- **变化一：不同建筑企业之间的业务区分度逐步弱化。**过去建筑企业主要按照细分子行业去划分，其中总包企业可按项目需求的来源不同分为房建、基建、专业工程三类，对应的项目发包方大致为地产开发商、政府及城投、制造业业主。
- 但随着行业内不断发展，以及行业内资金压力逐步加大所导致的优质项目数量的减少，目前建筑行业呈现出以下发展趋势：
- **1) 多元化：**建筑企业不仅从施工向设计、运营等前后端延伸，而且从建筑业向装备制造、新基建等上下游拓展。大型总包建筑企业的多元化趋势有所加强，业务区分度不断降低。代表性的建筑公司如中国建筑、中国中铁、中国铁建等，同时具备房建、基建等一系列相关资质，能够同时承接并开展各类工程项目。
- **2) 整合：**建筑企业在多元化布局之后加快内部专业化整合重组，建筑央企与地方国企整合在提速，国资央企与民企、外企联动整合在增多。这些趋势既带来挑战，也蕴含机遇。

图：按照业务需求来源对建筑企业的大致分类



2.1. 建筑企业的业务交叉程度提升，业务区分度逐步弱化

- ▶ 我们以两家头部的**房建和基建企业**为例：
- ▶ **中国中铁**：中国中铁是国内铁路公路基建龙头，2023年来自基建业务板块的收入占比高达86.8%，业务范围涵盖了几乎所有基本建设领域，包括铁路、公路、市政、房建、城市轨道交通、水利水电、机场、港口、码头，等等，能够提供建筑业“纵向一体化”的一揽子交钥匙服务。此外，公司实施有限相关多元化战略，在勘察设计与咨询、工业设备和零部件制造、房地产开发、矿产资源开发、高速公路运营、金融等业务方面也取得了较好的发展。
- ▶ **中国建筑**：业务布局涵盖投资开发（地产开发、建造融资、持有运营）、工程建设（房屋建筑、基础设施建设）、勘察设计与咨询、新业务（绿色建造、节能环保、电子商务）等板块。

图：中国建筑主要业务情况

主要业务

房屋建筑工程：
代表国内房建最高水平，是中国/全球房建领域领先者；
业务范围包括城市建设的全部领域与项目建设各个环节；
公共建筑/办公/机场/酒店/科教/体育/人居/医疗/使馆/工业/国防军事等；
项目包括大量地标性工程，超高层建筑领域有综合领先优势
以大项目、高端项目为主

基础设施建设与投资：
非传统优势领域，但发展较快；
工程建设和项目投资并举；
在国内外城轨、高铁、桥梁、高速公路、城市综合管廊、港口与轨道交通、电力、矿山、冶金、石化、机场等领域均发展快速；
部分项目为BT、BOT、PPP的形式

地产投资与开发：
拥有中海地产（中建享有权益56%）、中海宏洋、中建地产三大房地产品牌
其中：中海地产为公司下属中海海外集团房地产业务的品牌统称
■为国内头部房企，连续十五年获“中国房地产行业领导公司品牌”
其中：中海地产定位：一二线城市高端市场
其中：中建地产定位：二三四线城市大中市场
业务范围：中高档商品住宅开发、持有型物业（写字楼、购物中心、星级酒店、公寓、商业地产等）、一级土地开发等

勘察设计与咨询：
建筑设计/城市规划/工程勘察/市政公用工程设计国内影响力最大之一；
主要由7家具有甲级设计资质的大型勘察设计公司组成；
优势领域：超高层、机场、酒店、体育建筑、博览建筑、古建筑等

其他新业务：
建筑科技业务：中建科技集团为载体，核心业务建筑工业化/建筑节能环保/集成房屋/被动房屋/新型建筑材料；
水务环保业务：中建水务为载体，涵盖流域规划/水环境建设/水生态治理/给排水管网建设/水务投资运营/地下综合管廊等；
电子商务业务：中建电子商务为载体，以云筑网为核心品牌，打造了云筑电商/云筑装备/云筑金服/云筑数据/云筑科技 5大业务，日均访问44万
金融业务：推进“产融结合”，对集团金融资产和金融业务实施整合，提高集团资产质量和资金使用效率，发挥金融市场和金融工具作用

深圳平安金融中心 北京“中国尊” 上海环球金融中心
北京新机场 六盘水地下综合管廊
商业住宅开发 持有物业
敦煌月牙泉古建筑群设计 碧海南部新城城市设计

图：中国中铁主要业务情况

主要业务

基础设施建设：

- 铁路：是中国铁路建设的主力军，建成铁路总里程约占中国铁路总里程三分之二。
- 公路：参与建设公路总长度超4万公里，高速公路近1.8万公里，占中国高速总里程15%。
- 轨道交通：先后建设磁悬浮、地铁、轻轨2000多公里，占中国城市轨道交通工程总里程的3/5。
- 市政：在水务环保、顶管工程等多项领域位居行业领先地位。
- 隧道：建成长大隧道总计超过2万公里。
- 桥梁、站房、四电：是桥梁建设的国家队，几乎所有长大线路均有中国中铁站房精品。

勘察设计与咨询：
主要包括铁路、公路、城市轨道交通、桥梁、隧道、房建、水利水电、电力、电气化、通信、信号等工程的咨询和规划、可行性研究、勘察设计、研发和施工监理等服务，能够为客户提供“一站式”综合勘察设计与全过程咨询服务，尤其是在大型复杂项目勘察、设计、建造方面的优势明显。

工业制造：
工业板块整体（电气化产品除外）成立中铁高新工业股份有限公司（简称“中铁工业”），在上海证券交易所上市，业务范围涵盖制钢、铁路道岔、隧道掘进设备、大型铁路施工机械以及新型轨道交通的研发设计、制造安装和技术服务等，主营业务的市场占有率和综合实力位居世界前列。

矿产资源：
公司铜、铁、铝、铅+锌、钨等资源控制储量在国内同行业位居前列，主要分布在刚果金、蒙古国和中国黑龙江。目前，公司年矿石处理能力达2200多万吨，年金属生产能力总和超过25万吨。

京张高铁 京津城际
北京诺德中心 丰台科技园东区诺德二期
盾构 制钢产品
MKM矿业 华翔矿业

2.2. 建筑央国企优势地位逐步凸显

- **变化二：较民企而言，建筑央国企优势地位凸显。**随着地方政府财政逐步收紧，以及12个省份新建政府投资项目被叫停，建筑央国企在资金、渠道方面的优势逐步凸显，建筑民企面临比较大的行业出清压力。
- **建筑民企债券违约率及融资成本均显著高于央国企。**从产业链角度，建筑施工企业产业链地位较低，具有高杠杆和强周期性等特点，违约债券规模在各行业中居于前列。从违约时点来看，建筑施工企业信用债违约始于2015年，2019年开始违约企业数量明显增加。从违约企业性质来看，建筑施工行业违约企业主要为民营企业。民营建筑施工企业在项目获取能力和融资能力等方面处于行业链条的末端，往往更容易受到外部环境变化的冲击。截至24年6月30日，建筑业信用债累计违约债券54只，违约债券余额约为515.4亿元，违约率0.5%，其中民营企业占比的只数达87%。
- **18年是建筑民企债券违约的高峰期，主要有三个原因：**
 - 1) 经济增速放缓，固定资产投资增速持续下降，给建筑施工行业增长造成压力。
 - 2) 外部融资环境趋紧对本就高负债的建筑施工企业资金链形成冲击，特别是15年以后中央要求持续去杠杆，地方政府财政压力陡增，银行信用政策收紧，垫资建设的民企面临较大的现金流压力。
 - 3) 大量尾部中小型建筑企业面临行业出清，新签订单增速分化加剧，市场份额快速向头部企业靠拢。

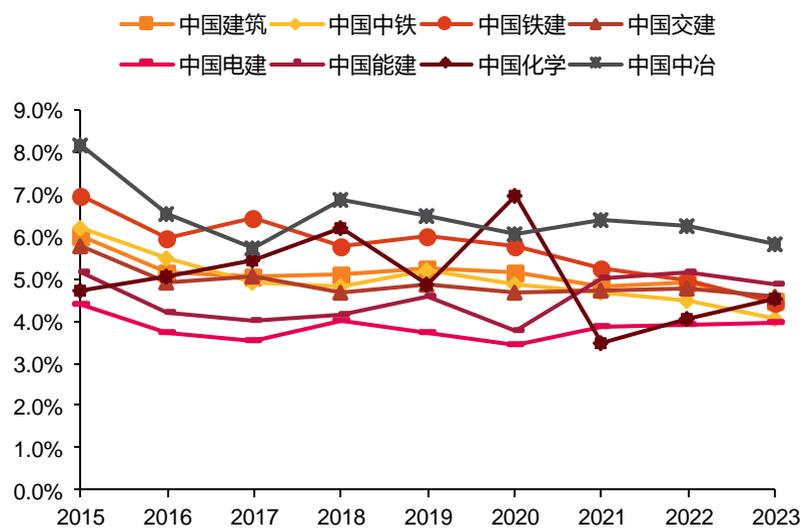
图：信用债分行业违约债券统计（截至2024年6月30日）

序号	行业	违约债券只数	违约发行人个数	违约债券余额(亿元)	余额违约率(%)	到期金额(亿元)
1	房地产业	228	43	2,810.7	15.1	18,577.0
2	信息技术业	39	6	433.2	3.9	10,984.5
3	批发和零售贸易	60	15	537.2	1.5	35,090.0
4	制造业	193	61	1,314.3	1.5	89,791.2
5	农、林、牧、渔业	2	2	11.5	0.8	1,533.0
6	综合类	81	23	696.0	0.5	128,100.6
7	建筑业	54	13	515.4	0.5	99,482.3
8	社会服务业	26	11	198.1	0.5	39,151.3
9	交通运输、仓储业	28	13	289.6	0.4	78,058.1
10	传播与文化产业	2	2	4.0	0.2	1,999.9
11	金融、保险业	64	16	279.9	0.2	145,884.3
12	采掘业	18	6	85.5	0.2	53,504.7
13	电力、煤气及水的生产和供应业	9	4	48.0	0.1	91,868.3
14	合计	804	430	7,223.5	0.9	794,025.3

2.2. 建筑央国企优势地位逐步凸显

- 从报表层面来看，八大建筑央企的平均借款成本大约为4-5%左右。我们用利息支出除以长短期借款的平均值，来分别对八大建筑央企的借款成本进行了大致测算，从2015年至今，八大建筑央企的平均借款成本随着LPR的下调而逐步下调。
- 从信用债来看，建筑央企发债利率显著低于行业平均水平。根据wind统计，23年6月至24年6月一年期间发行的4821只建筑企业信用债的利率平均值为3.57%，处于所有行业的最高水平，其中建筑央企（包括母公司及下属各子公司工程局）发行的信用债平均利率为2.68%，显著低于建筑行业平均水平。

图：报表层面八大建筑央企借款成本测算



注：借款成本=利息支出/【(年末借款总额+年初借款总额)/2】，其中借款总额=短期借款+长期借款+一年内到期的长期借款+应付债券+长期应付款)

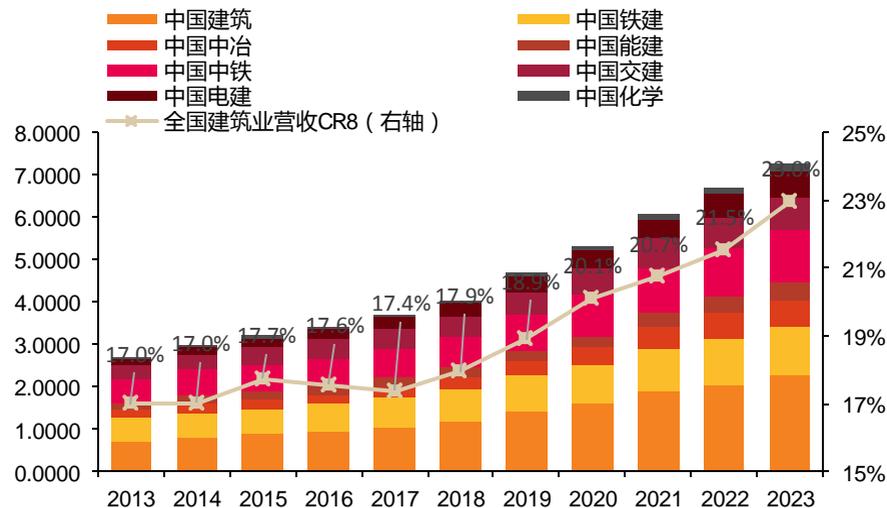
图：1年内发行的信用债统计

行业	发行只数	只数占比(%)	发行金额(亿元)	金额占比(%)	平均利率
综合类	3,662	20.20	30,528.69	22.26	3.40%
制造业	655	3.61	6,022.18	4.39	3.21%
信息技术业	81	0.45	813.63	0.59	3.14%
社会服务业	2,131	11.76	12,805.35	9.34	3.11%
批发和零售贸易	768	4.24	4,951.21	3.61	3.24%
农、林、牧、渔业	44	0.24	231.60	0.17	3.54%
金融、保险业	3,604	19.88	22,035.81	16.07	3.06%
交通运输、仓储业	937	5.17	11,173.65	8.15	2.88%
建筑业	4,821	26.60	32,731.20	23.87	3.57%
房地产业	306	1.69	2,457.12	1.79	2.92%
电力、煤气及水的生产和供应业	786	4.34	9,269.41	6.76	2.78%
传播与文化产业	39	0.22	226.10	0.16	2.47%
采掘业	291	1.61	3,873.95	2.83	3.13%
合计	18,125	100.00	137,119.90	100.00	3.11%

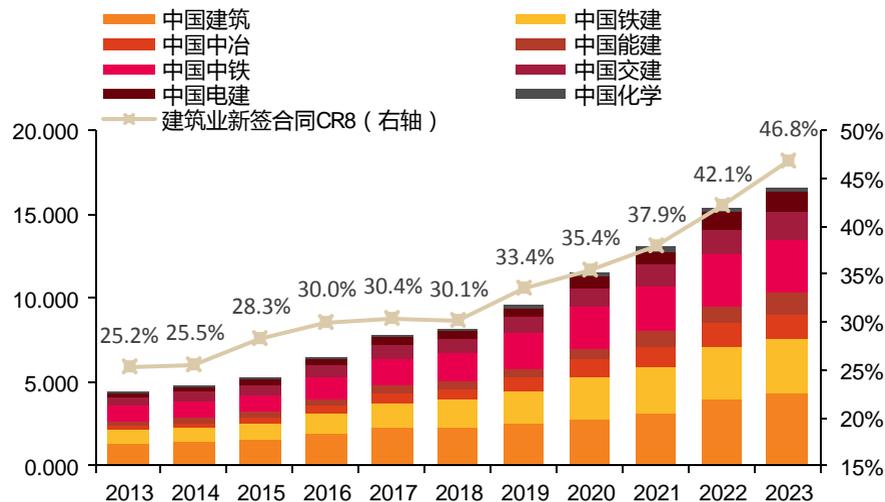
2.2. 建筑央国企优势地位逐步凸显

- 从市占率角度来看，建筑央企市场份额稳步提升。总体上建筑央企近年收入及利润增速高于建筑行业总产值增速。自2018年以来，基建投资增速放缓，建筑业总产值增速放缓背景下，八大建筑央企收入及利润增速边际加快提升。根据中国建筑业协会数据，2023年底，全国共有建筑业企业15.79万个。参与竞争的主要是跨国建筑公司、全国化布局的大型建筑央企、区域型的地方建筑国企以及少部分完成民营化改制或者新兴的民营建筑企业。
- 我们从订单和收入两个维度对市占率进行测算，用“新签订单额/建筑行业新签合同额”估算龙头的订单市占率，用“营业收入/建筑行业总收入”来估算龙头企业的收入市占率。2016年之后央企市占率加速提升。从订单市占率的角度来看，提升的趋势与收入市占率相同，同时提升幅度高于收入市占率，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也反映出后续市占率加速提升的趋势。核心反映建筑央企扎实的内生增长动能以及规模/全产业链/技术/资源等龙头优势持续显现。

图：营收口径八大建筑央企市占率测算（万亿元）



图：新签订单口径八大建筑央企市占率测算（万亿元）



2.4. 哪些细分方向仍然具备高景气度——建设设备租赁

➤ 1) 建设设备租赁：

- 对标欧美市场，我国高空作业租赁市场渗透率及保有量提升空间较大。根据IPAF数据，2015-2022，美国高空作业平台租赁市场收入规模自83亿美元增至136亿美元，仅2020年受疫情影响，收入规模下降至103亿美元，同比下滑7.21%，2022年回升至136亿美元，同比增长14.29%，2015-2022年高空租赁市场收入复合增长率为7.31%，预计2023年将达到150亿美元。从保有量上来看，2015年美国高空设备保有量为53万台，2022年已增长至77万台，2015-2022CAGR为5.47%。而对比2022年我国高空作业平台租赁市场规模（133亿元左右），美国是我国规模的7.4倍左右，保有量亦是1.5倍以上，因此我们认为对比成熟的美国市场我国未来高空作业市场前景广阔，上升空间较大。

图：2015-2023E美国高空作业平台租赁市场收入及增速（亿美元）



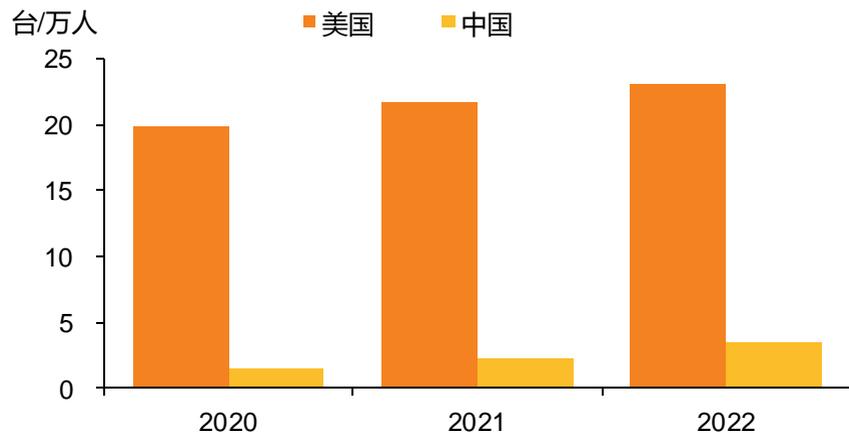
图：2015-2022美国高空作业平台租赁市场设备保有量及增速



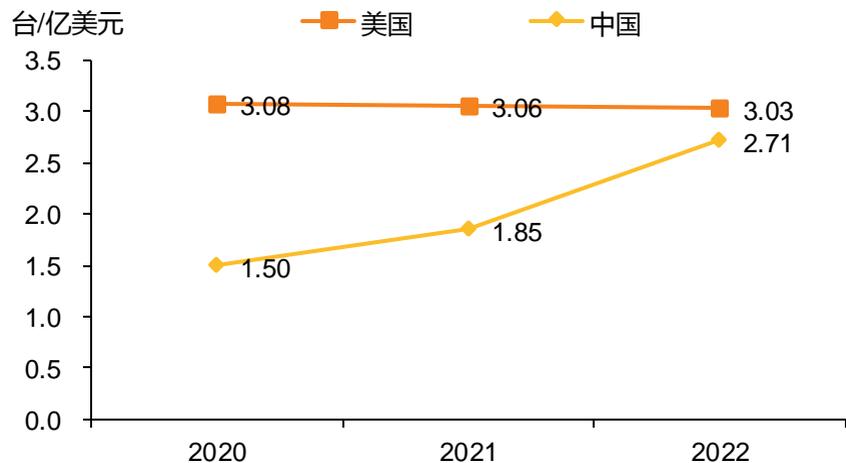
2.4. 哪些细分方向仍然具备高景气度——建设设备租赁

- 中国高空作业平台人均保有量与渗透率均与欧美地区有较大差距，未来预计有5-10倍成长空间。根据《IPAF Powered Access Rental Market Report 2022》，2021年全球高空作业平台租赁市场保有量近200万台，主要集中在北美、欧洲、亚太等地区。高空作业平台能够满足行业发展对于安全性、高效性的核心需求，是传统脚手架等登高设备的升级替代产品，区域市场发展程度与当地经济水平有着较高的关联关系。北美、欧洲等成熟市场设备保有量大，增速平稳，需求主要为更新替换需求，中国市场人均保有量低但增速较快，目前已成为全球第三大市场。从人均保有量来看，2022年我国高空作业平台人均保有量为3.45台/万人，远低于美国的23.12台/万人，但在增长速度上，美国市场2020-2022年的数据较为稳定，国内人均保有量增速CAGR为+34.75%，增速较快；从产品渗透率的角度来看，2022年中国高空作业平台产品渗透率（设备台数与GDP之比）约2.7台/亿美元，低于美国渗透率3台/亿美元，我们认为未来中国高空作业平台产品渗透率仍有上升空间。

图：2020-2022年中美人均保有量对比



图：2020-2022年中美高空作业平台渗透率对比



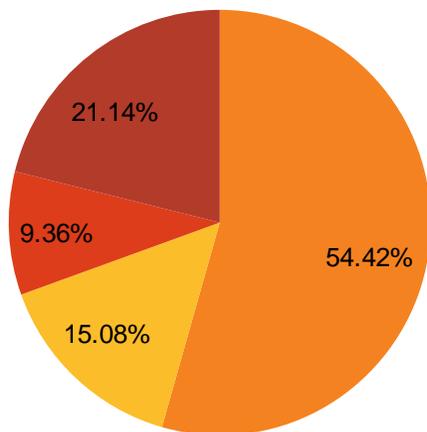
2.4. 哪些细分方向仍然具备高景气度——洁净室工程

➤ 2) 洁净室工程:

- **IC半导体、光电领域是洁净室工程的主战场。**洁净室工程在工业制造领域起不可或缺的基础性作用，是下游电子工业等高端制造业的重要组成部分，其中集成电路的生产过程对受控环境要求严格，控制生产超大型集成电路所需的环境，不仅严格控制颗粒，而且严格控制生产环境中的化学污染物和各种与生产过程直接接触的介质，因此电子领域洁净室工程应用广泛。除电子工业外，医药医疗、精细化工、食品等工业亦是洁净室工程的重点需求领域。根据共研网数据，电子信息产业是洁净室行业的主要下游领域，2021年占比高达 54.4%；其次为医药及食品占比15.1%；医疗行业占比9.4%。电子信息产业和医药生物等高端制造业都是国家重点鼓励发展的战略性新兴产业，洁净室工程行业有望深度受益。

图：2021年中国洁净室工程下游需求占比

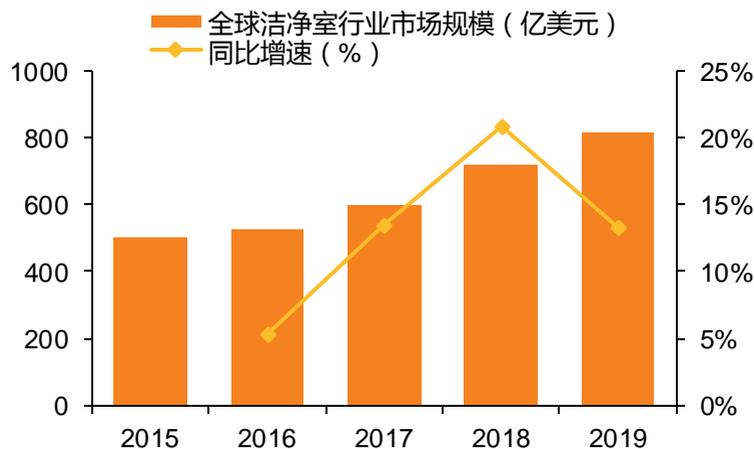
■ 电子 ■ 医药及食品 ■ 医疗 ■ 其他



2.4. 哪些细分方向仍然具备高景气度——洁净室工程

- **全球产业转移推动中国洁净室行业快速发展，14-22年市场规模复合增速超过15%。**随着产业转移的加深以及新兴国家经济水平的不断提高，对于医疗卫生、食品安全要求的日益提高，全球的洁净室工程市场也不断向亚洲地区转移，亚洲成为洁净室工程行业新一轮的增长极。根据中国电子学会数据显示，2014-2022年我国洁净室工程行业市场规模从668.4亿元增长至2143.17亿元，CAGR达15.68%。随着中国半导体、光电、光伏等产业的崛起和高端转型，中国已成为世界洁净室工程产业的主要市场和未来发展中心。“十四五”规划明确聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业，加快关键核心技术创新应用，加快生物医药、生物育种、生物材料、生物能源等产业的发展。未来，以上高科技产业的快速发展将或将进一步带动洁净室市场规模的高速增长。

图：全球洁净室行业市场规模及同比增速



图：中国洁净室行业市场规模及同比增速



2.4. 哪些细分方向仍然具备高景气度——炼化产业链

➤ 3) 炼化产业链:

- **广东沿海经济带逐渐形成世界级绿色石化产业集群。**广东石化产业最重要的石化基地有五个，分别是广州石化基地、茂名石化基地、湛江石化基地、惠州石化基地及汕潮揭石化基地，形成了“一体两翼”的产业格局。《广东省制造业高质量发展“十四五”规划》到2025年，石化产业规模超过2万亿元，，打造国内领先、世界一流的绿色石化产业集群。目前，广东省具有布局绿色石化集群的地市有15个。其中，广州、惠州、茂名、湛江为三星；深圳、珠海、佛山、东莞、汕头、揭阳为二星；中山、江门、肇庆、汕尾、清远为一星。（“三星、二星、一星”分别代表“核心城市、重点城市、一般城市”的方式，标注每个产业在全省21个地市的布局。）
- **2022年度广东重大石化项目投资总额合计388亿元。**广东省发展改革委公布了《广东省2022年重点建设项目计划》，2022年共安排省重点项目1570个项目，总投资7.67万亿元，年度计划投资9000亿元。石化重大项目方面投产项目有4个，总投资约890.6亿元，2022年度投资约196.5亿元；续建项目有3个，总投资约1494亿元，2022年度投资191亿元，分别是埃克森美孚惠州乙烯项目、巴斯夫（广东）一体化基地、东华能源（茂名）项目，投产项目和续建项目合计2022年总投资为387.5亿元，约占2022年广东省年度计划投资的4.3%。

表：广东省七大重点石化项目

	项目名称	建设起止年限	总投资（亿）	项目所在地	主要建设内容
投产	恒力石化（惠州）PTA项目	2021-2022	106.00	惠州市	土建、设备安装
	惠州石化产品结构优化及升级项目	2018-2022	65.18	惠州市	土建、设备安装
	中委合资广东石化2000万吨/年重油加工工程	2012-2022	654.27	揭阳市	土建、设备安装
续建项目	中国石油吉化（揭阳）分公司60万吨/年ABS及其配套工程	2020-2022	65.18	揭阳市	土建、设备安装
	埃克森美孚惠州乙烯项目	2020-2026	650.67	惠州市	土建、设备安装
	巴斯夫（广东）一体化基地	2020-2025	628.26	湛江市	土建
	东华能源（茂名）项目	2020-2023	215.11	茂名市	土建
总计			1494	注：续建项目总计	

2.4. 哪些细分方向仍然具备高景气度——炼化产业链

- **利柏特：未来外资在华建厂投资额或超1500亿元，或迎重大发展机遇。**利柏特目前的主要客户为巴斯夫、林德气体、霍尼韦尔、科思创、优美科、陶氏化学、液化空气、英威达等国际知名公司，下游客户群体较为稳定。根据我们的不完全统计，2020年以来利柏特主要客户对华投资建厂计划（已公开）涉及金额超1500亿元人民币。其中巴斯夫广东湛江的项目为100亿欧元，埃克森美孚惠州乙烯项目为100亿美元，陶氏化学在张家港和湛江基地投资累计超5.5亿美元。这些项目都毗邻利柏特的湛江基地和张家港生产基地，利柏特具有良好的区位优势。

表：2020年以来利柏特客户对华投资超1500亿元

公司	项目	金额（亿人民币）	时间	金额
巴斯夫	广东湛江投资的巴斯夫（广东）一体化基地项目	733	2019-2030	约100亿欧元
科思创	聚碳酸酯回收再生材料共混生产的物理回收（MCR）生产线	2	2022-2023	约2700万欧元
阿克苏诺贝尔	上海松江的装饰漆华东物流基地	1	2022-2023	7500万人民币
埃克森美孚	惠州乙烯项目	699		100亿美元
陶氏	湛江兴建华南特种化学品制造基地	18		2.5亿美元
陶氏	张家港生产基地	21	2020-2024	3亿多美元
液化空气	新建两套氢气生产装置及配套设施	15		超2亿欧元
瓦克化学	南京世界级聚合物综合生产基地	15		2亿欧元
科莱恩	Exolit OP无卤阻燃剂工厂第二条生产线	3	2022-2024	4000万瑞士法郎
雅保集团	雅保四川年产5万吨氢氧化锂锂电池材料项目	35	2022-2024	5亿美元
总计		1541		

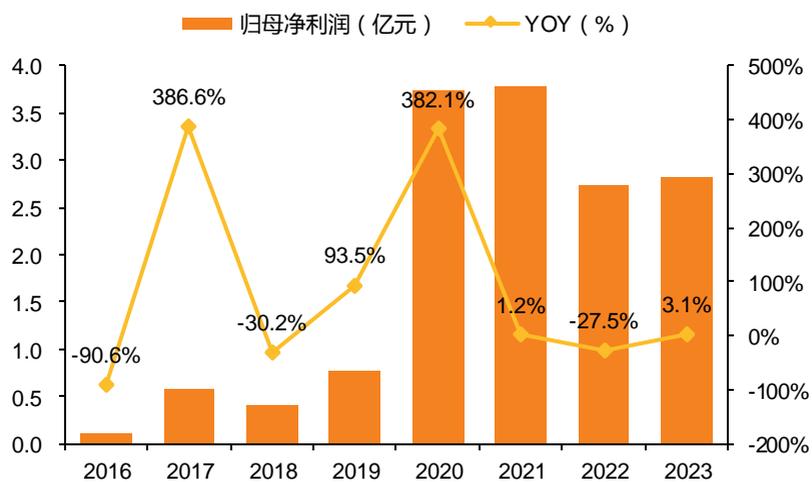
2.4. 哪些细分方向仍然具备高景气度——炼化产业链

- **三维化学：前齐鲁石化胜利炼油厂设计室改制企业，“鲁油鲁炼”有望支撑新一轮业绩高增。**公司总部位于山东淄博，主要开展工程咨询、工程设计以及以设计为主导的工程总承包业务，服务于化工、石化行业客户，是国内硫磺回收装置的龙头企业，此外还通过收购诺奥化工切入到化工原材料研发、生产、销售领域。2023年11月6日，由中国石油化工股份有限公司齐鲁分公司实施的鲁油鲁炼升级改造项目展开环境影响评价第一次信息公示，该项目主要是对现有的齐鲁石化胜利炼油厂实施改扩建，分为炼油和化工两个部分。考虑到公司前身从胜利炼油厂改制而来，我们预计后续公司有望凭借区位优势在鲁油鲁炼项目中斩获较多订单。
- 此前公司公告签约北方华锦联合石化有限公司（兵器工业集团下属华锦阿美子公司）精细化工及原料工程EPC项目，负责其中硫磺回收、酸性水汽提、溶剂再生3套装置的工程总承包，合同签约金额13.07亿元，占23年营收50%，是23年工程总承包业务收入的2倍，工期799天，预计机械竣工日期2025年10月31日，计划交工日期2026年10月31日。该项目为盘锦市精细化工及原料工程项目的一部分，总投资837亿元，是中沙两国“一带一路”倡议重大项目，已列入国家规划，是中国北方工业集团打造石油石化产业链的重要组成部分。

图：2017-2023三维化学营业收入及增速



图：2017-2023三维化学归母净利润及增速

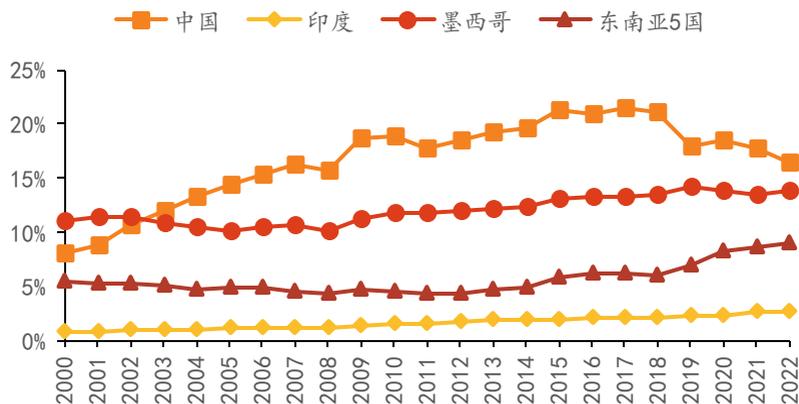


2.4. 哪些细分方向仍然具备高景气度——海外建筑市场

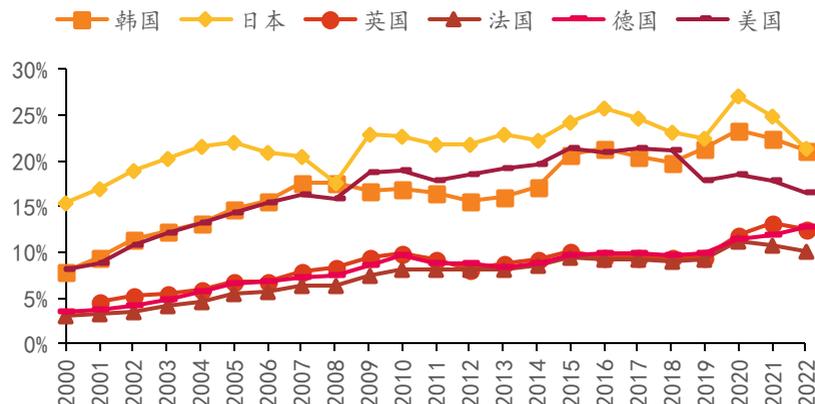
➤ 4) 海外建筑市场：产业链转移驱动，各国对基建投资的重视程度上升

- **中国制造业产业链正在全球范围内加速转移。**从历史上看，我国自改革开放以后，凭借着劳动力成本和人口优势，逐步实现了产业结构不断升级。随着全球化进一步深入发展、国际分工格局重构和地缘政治经济格局持续变化，全球掀起了新一轮产业转移浪潮，中国成为全球产业转移中的重要节点。特别是在中美经贸摩擦叠加国内要素成本上升、中国产业结构进入调整升级期的背景下，中国制造业产业链的对外转移已经成为值得注意的明显趋势。从产业链转移的驱动特征来看，主要包括以下四个方面：一是成本驱动型的中低端劳动密集型加工环节加速转移，二是税收敏感型的电子制造业低端组装环节逐步转移，三是市场扩张型的科技制造产业链加快“溢出”，四是自贸协定推动型的产业与配套产业链的陆续转移。
- **发达国家进口份额的变化可以一定程度上表征产业链转移的趋势。**一方面，伴随着中国“人口红利”的消失和劳动力成本的上涨，国内低端制造业产业链逐渐向东南亚、印度以及墨西哥等劳动力成本更低的国家进行转移，尤其是2018年后，产业链的转移趋势越来越明显，以美国进口份额的比重为例，2017-2022年，来自中国进口份额的占比由高点的21.4%逐步下降至16.4%，而来自东南亚5国（印尼、菲律宾、马来西亚、泰国、越南）的进口份额则由6.2%提升至8.9%；另一方面，在中美贸易摩擦和发达国家“再工业化”政策的影响下，为了促进本国制造业的发展以及吸引海外制造业的回流，以美国、日本和欧盟各国为首的传统发达国家制定了大量的优惠政策，中国高端制造业产业链出现了向发达国家的回流现象。

图：2000-2022年中国及其他国家占美国进口份额比重



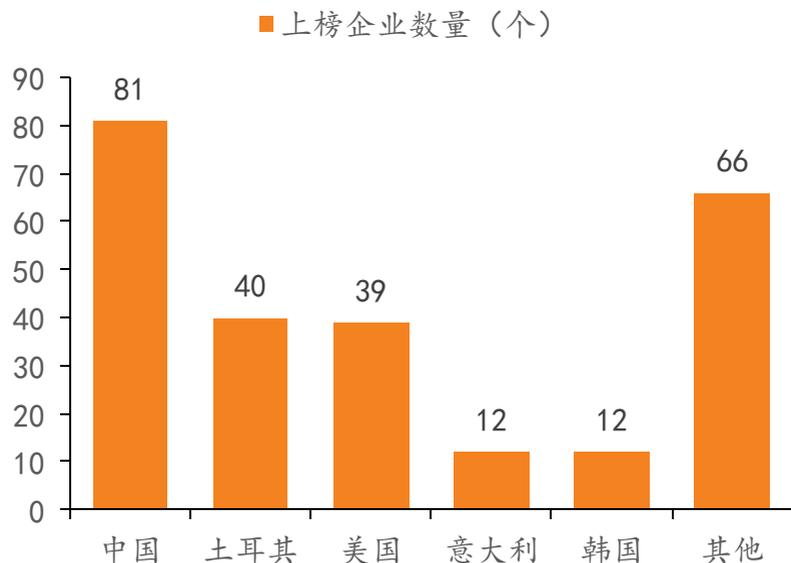
图：2000-2022年代表性发达国家从中国进口占其总进口份额比重



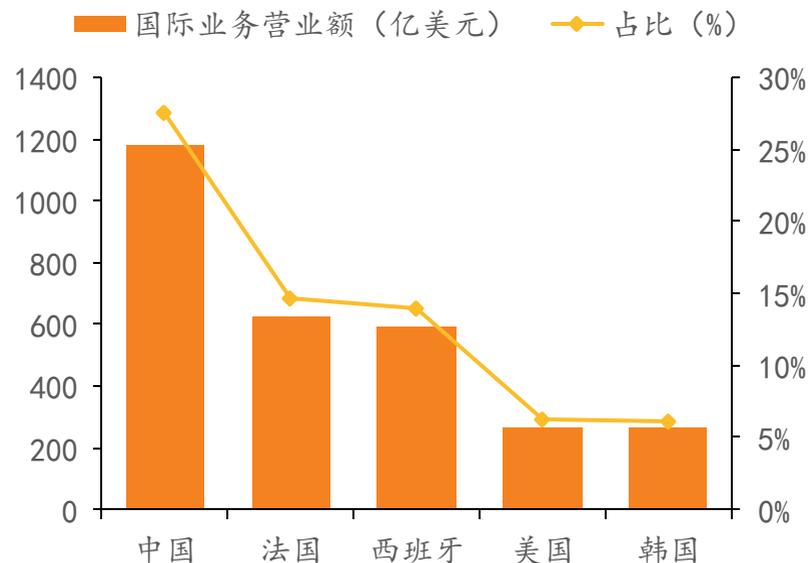
2.4. 哪些细分方向仍然具备高景气度——海外建筑市场

- **当前我国建筑企业出海主要包括三类公司：**1) 以大型建筑央企为代表的龙头基建承包商，在海外参与大型的基础设施建设工程，比如中国铁建、中国交建、中国建筑等。2) 以北方国际、中材国际等为代表的国际工程公司。3) 其他专业化工程公司，重点承接海外不同细分领域的专业化工程，跟随我国制造业产业链的转移而出海，比如洁净室工程相关的圣晖集成、亚翔集成等。
- **中国建筑企业的海外业务规模在全球位居前列。**从美国《工程新闻纪录（ENR）》发布的2023年度“全球最大250家国际承包商”榜单数据来看，中国企业上榜数量较22年增加2家，继续蝉联各国榜首，4家中国企业进入榜单前10强，分别是中国交建、中国建筑、中国电建、中国铁建。从上榜企业国际营业总额来看，中国上榜企业2022年国际营业额合计1179.3亿美元，同比提高4.4%，占全部上榜企业国际营业总额的27.5%，较上年下降0.9个百分点。近年来，中国上榜企业数量持续增长，上榜企业数量从2017年的69家增加至81家；整体业务规模保持稳定发展，业务量占比从2017年的23.7%提升至27.5%，上榜企业数量与业务规模在各国企业中均持续位居首位，体现出较强的外部环境适应能力。

图：ENR全球最大250家国际承包商上榜企业数量



图：ENR全球最大250家国际承包商国际业务收入及占比



2.4. 哪些细分方向仍然具备高景气度——海外建筑市场

► 建议关注有望充分受益于海外基建市场扩容的国际工程公司业绩弹性。从海外收入占比的角度来看，国际工程类的公司海外收入占比较高。我们认为相较于大型建筑央企而言，国际工程公司的体量相对小于建筑央企，具备较好的业绩弹性。

表：建筑企业海外业务收入占比

证券代码	证券简称	企业类型	海外业务收入占比 (%)				
			2019	2020	2021	2022	2023
605598.SH	上海港湾	海外基建工程承包（以建筑施工业务为主）	79.6%	90.6%	73.8%	59.0%	74.1%
000065.SZ	北方国际	海外专业工程承包（以电力等相关业务为主）	76.6%	65.5%	55.3%	56.6%	59.1%
002051.SZ	中工国际	海外专业工程承包（以水处理、轻工，石油化工装备等相关业务为主）	47.9%	40.3%	32.4%	49.6%	57.1%
600970.SH	中材国际	海外专业工程承包（以水泥工程总承包，水机工程建设，水泥功臣设计等相关业务为主）	68.7%	53.3%	36.6%	42.9%	43.9%
002593.SZ	日上集团	海外以钢结构服务、车轮出口等相关业务为主	32.9%	25.5%	28.5%	30.6%	35.0%
300384.SZ	三联虹普	海外以提供高分子材料，新材料为主	45.2%	54.5%	40.6%	30.5%	33.7%
000928.SZ	中钢国际	海外专业工程承包（以钢铁等业务为主）	17.8%	16.1%	14.9%	28.8%	36.9%
601886.SH	江河集团	海外以幕墙产品出口等相关业务为主	30.1%	26.6%	18.3%	21.7%	24.3%
601117.SH	中国化学	海外专业工程承包（以化工等相关业务为主）	26.6%	22.0%	20.4%	21.4%	19.9%
603163.SH	圣晖集成	海外专业洁净室工程承包（以电子、半导体行业为主）	12.5%	18.2%	26.6%	17.4%	21.7%
300986.SZ	志特新材	海外以装配式PC构建销售相关业务为主	9.4%	12.4%	9.4%	15.1%	16.4%
835857.BJ	百甲科技	海外以钢结构出口为主	14.1%	4.1%	14.9%	14.9%	4.1%
002116.SZ	中国海诚	海外专业工程承包（以设计，工程服务等相关业务为主）	23.7%	19.0%	14.0%	14.7%	15.2%
601800.SH	中国交建	海外基建工程承包（以建筑施工业务为主）	17.3%	15.8%	13.8%	13.7%	15.3%
603929.SH	亚翔集成	海外专业洁净室工程承包（以电子、半导体行业为主）	3.3%	11.7%	15.3%	13.6%	45.1%
601669.SH	中国电建	海外专业工程承包（以电力等相关业务为主）	21.4%	16.8%	15.0%	13.1%	13.4%
601868.SH	中国能建	海外专业工程承包（以电力等相关业务为主）			14.4%	12.8%	13.8%
600667.SH	太极实业	海外专业洁净室工程承包（以电子、半导体行业为主）	26.0%	23.9%	17.2%	12.7%	12.0%
300284.SZ	苏文科	海外工程咨询服务公司	12.3%	11.1%	13.2%	12.5%	13.5%
300712.SZ	永福股份	海外以新能源、电网以及储能业务为主	41.8%	23.4%	2.6%	11.8%	4.9%
002163.SZ	海南发展	海外以幕墙工程，玻璃深加工等相关业务为主	11.9%	10.6%	10.7%	11.3%	9.6%
605167.SH	利柏特	海外专业工程承包（以工业模块设计和化工工程为主）	23.3%	15.8%	16.4%	10.9%	8.1%
600496.SH	精工钢构	海外以钢结构行业为主	7.4%	5.8%	4.9%	7.0%	7.8%
836149.BJ	旭杰科技	海外以装配式墙体出口为主	11.2%	6.5%	4.6%	6.8%	6.1%
002761.SZ	浙江建投	海外基建工程承包（以建筑施工业务为主）	7.8%	6.3%	5.1%	6.3%	6.1%
600853.SH	龙建股份	海外基建工程承包（以建筑施工业务为主）	6.3%	2.9%	3.9%	5.6%	3.8%
600820.SH	隧道股份	海外基建工程承包（以建筑施工业务为主）	4.6%	3.0%	3.8%	5.4%	5.5%
601668.SH	中国建筑	海外基建工程承包（以建筑施工业务为主）	7.3%	5.6%	4.7%	5.3%	5.1%
601390.SH	中国中铁	海外基建工程承包（以建筑施工业务为主）	5.3%	4.8%	5.1%	5.1%	4.9%

3

财务层面的变化?

3. 绩效层面，中特估+国企改革给报表改善带来契机

- **新一轮国企改革乘势而上，23年国资委考核指标优化为“一利五率”。**2023/01/05国资委召开中央企业负责人会议，进一步优化中央企业经营指标体系为“一利五率”。2023年中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”，“一增”即确保利润总额增速高于全国GDP增速，力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升。国资委对中央企业考核由“两利四率”变更为“一利五率”，新列入ROE、营业现金比率作为考核指标。
- **24年全面推开市值管理考核。**24年1月24日国资委副主任提出，将市值管理纳入央企负责人业绩考核，并加大现金分红力度；25日发起设立国有企业存量资产优化升级基金400亿。29日国资委召开的中央企业、地方国资委考核分配工作会议上提出，2024年全面推开上市公司市值管理考核。坚持过程和结果并重、激励和约束对等，量化评价中央企业控股上市公司市场表现，客观评价企业市值管理工作举措和成效，同时对踩红线、越底线的违规事项加强惩戒，引导企业更加重视上市公司的内在价值和市场表现，传递信心、稳定预期，更好地回报投资者。

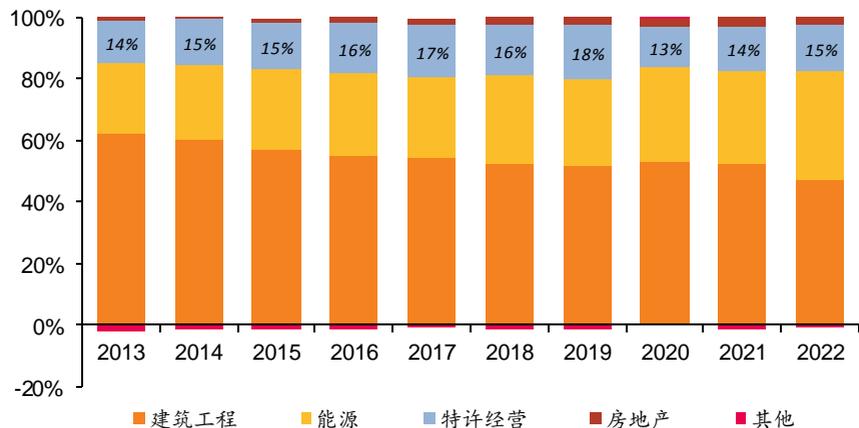
图：国资委考核指标“两利四率”和“一利五率”对比



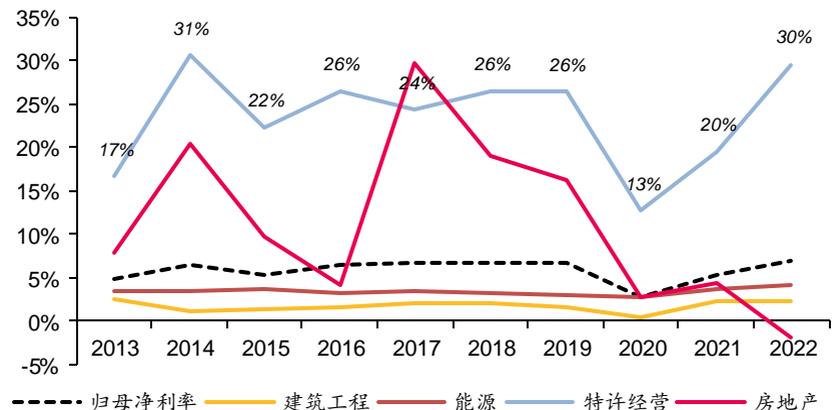
3. 绩效层面，中特估+国企改革给报表改善带来契机

- **国资国企“对标世界一流”行动落实稳步推进。**2023/03/03国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署。会议强调，用好提升核心竞争力和增强核心功能这两个途径，以价值创造为关键抓手，扎实推动企业高质量发展，加快建成世界一流企业。
- **复盘世界一流建筑企业万喜成长之路，特许经营业务及外延收并购为亮眼名片。**万喜是世界领先的建筑工程及相关服务运营企业，在特许经营和承包业务方面具备专业优势。万喜位列美国2022年《财富》世界500强218名、2021年ENR250全球承包商第七名、ENR250国际承包商第三名。在2022年福布斯全球上市公司2000强榜单中，万喜在建筑行业市值最高企业排名中位列第一。2022年万喜收入623亿欧元，yoy+25%，归母净利43亿欧元，yoy+64%。我们认为万喜成功的关键在于三点：1) 一体化的工程承包-特许经营业务组合，协同效应凸显。22年公司特许经营业务收入占比15%，贡献64%的归母净利润。公司归母净利率6.8%，特许经营业务归母净利率29.6%；2) 通过并购、战略重组等方式整合产业链，获取优质资源，2000年万喜前身SGE收购GTM，2005年万喜与Eiffage成立合资公司，收购52%的ASF股权实现控股78%，两次并购增强核心业务工程承包和特许经营的竞争力；3) 强大的投融资能力（增发股票、发行永续债、可转债等多元化融资方式），为特许经营业务提供持续资金保障。

图：万喜近年收入构成



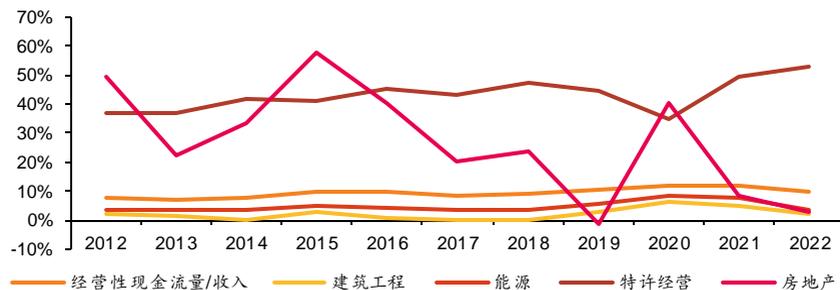
图：万喜分部业务归母利润率



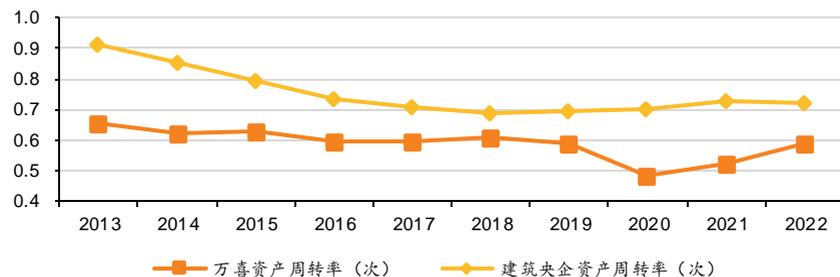
3. 绩效层面，中特估+国企改革给报表改善带来契机

- **建筑央企指标对标万喜，资产周转率更高，归母净利率、资产负债率较低。**归母净利率和资产周转率差异核心源于业务结构不同，万喜的特许经营业务体量及占比较大。特许经营业务两个特点：1) 利润率较高，盈利能力较强；2) 前期投资较大，运营期现金流较稳定，使得万喜资产较重，归母净利率整体提振。资产负债率角度，受国资委考核约束，国内建筑央企资产负债率快速下降。万喜特许经营业务投资大、运营周期长、资金回收慢，对于资金有较高要求，融资需求或较高，预计资产负债率进一步下降空间较小。
- **建筑央企发展途径向世界一流收敛。**1) 近年来越来越多的建筑央企探索业务转型，如中国电建新能源转型、中国能建低碳能源转型、中国化学实业转型等，或逐步提升企业盈利能力；2) 国改深化，央企并购重组趋势加快；3) 政策引导下，央企资本市场活动亦或愈发活跃。

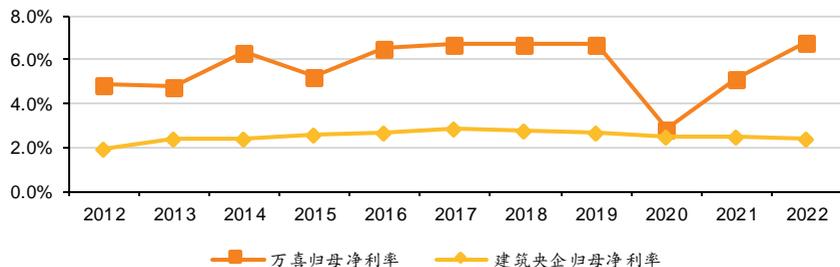
图：万喜经营性现金流情况



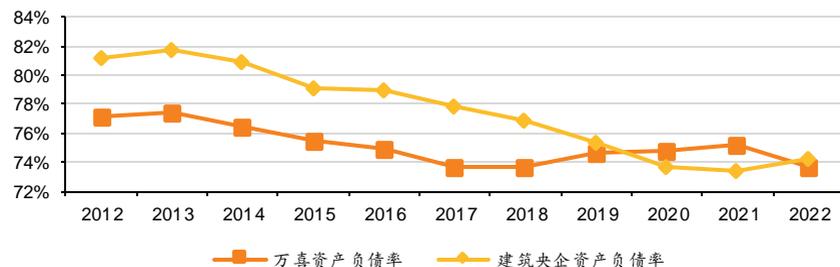
图：万喜与建筑央企资产周转率对比



图：万喜与建筑央企归母净利率对比



图：万喜与建筑央企资产负债率对比



3. 绩效层面，中特估+国企改革给报表改善带来契机

- ▶ **资本市场已成为推动国企改革的重要平台。**一方面表现为资本市场为已上市企业提供的再融资、分拆上市、产业链并购等支持；另一方面则在于企业上市既是深化国有企业改革的重要举措，也是完善公司治理、提升资源配置效率的重要途径，如实施股权激励激发经营活力等。
- ▶ 近年来主要央国企积极通过资本市场进行国企改革，通过分拆上市、产业链并购、定增等方式聚焦主责主业、优化资源配置以减少同业竞争、募集资金为业务转型提供支持等，股权激励亦成为国企改革优化公司治理体系的重要手段，目前已有中国建筑（四期）、中国中铁（一期）、中国交建（一期）、中国化学（一期）、中国核建（一期）、中材国际（两期）、中工国际（三期）、中钢国际（一期）、山东路桥（一期）、四川路桥（两期）实施股权激励。

表：建筑央国企资本市场国改工作梳理

资本市场国改形式 主要央国企表现

分拆上市	中国中铁2021年完成分拆高铁电气至科创板上市；中国铁建2020年铁建重工分拆上市；中国交建推动设计板块分拆上市，2023/03股东大会审议通过；中国能建2023年分拆易普力重组上市。
产业链并购	中国中铁：2020年重组设立中国铁工投资、中海外、中铁信科，收购中铁装配、中铁长江院、中铁水利院，2021年以收购、并购等方式获得一批矿产资源项目。 中国中冶：2015年中冶集团与中国五矿集团重组，2020年通用五矿与两家中国五矿的附属公司订立重组协议。 中国电建：2021年并购中电建生态规划设计院（广州）、开化龙翔新能源、中电建（北京）基金管理、陕西秦电新能源。2022年并购波黑伊沃维克风电公司、宁夏中卫宁清风力发电公司、重万泽建设工程公司等。 中国能建：2022年吸收合并葛洲坝集团。 中国核建：2021年中核二四重组中核岩土、中核华辰重组中核混凝土。 中材国际：2021年公司完成中材矿山100%股权、南京凯盛98%股权、北京凯盛100%股权的收购。 中工国际：2019年重组中国中元，2020年下属子公司中工沃特尔通过债务重组取得山西沃特尔太化水处理有限公司100%股权，2022年中国中元债务重组取得海南机场设施股份有限公司股票。 北方国际：2016年收购北方车辆、北方物流、北方机电、北方新能源、深圳华特，2020年增资并购内蒙古满都拉港务公司和TTC&TLLC。 中粮科工：2021年并购东营迎春和湖南迎春。 山东路桥：2020年高速集团与齐鲁交通发展集团联合重组完成。2021年并购滨州交发、聊城交发、中工武大、宁夏公路等优质企业。 四川路桥：2021年收购四川省铁路建设有限公司51%股权、四川航焱建筑工程有限责任公司51%股权、四川臻景建设工程有限公司51%股权，2022年收购四川路航建设工程有限公司股权。
再融资（发债/增资扩股等）	中国中铁：2015年7月定增用于轨道交通和公路BT、BOT项目。 中国铁建：2015年7月18日定增用于轨道交通和地铁BT项目。 中国交建：2015年10月定增用于基础设施投资项目等。 中国建筑：2015年3月定增用于基础设施及其他投资项目等。 中国中冶：2017年1月定增用于珠海市十字门中央商务区商务组团项目和泸州空港路建设项目等。 中国化学：2021年9月定增用于尼龙新材料项目、俄罗斯NFP 540OMT PD甲醇项目、煤炭分质利用制化工新材料示范项目。 中国电建：2023年1月定增用于新能源项目、抽蓄项目及施工项目建设。 中国能建：2023年2月定增用于新能源项目、压缩示范项目、数能结合项目等。 中国核建：2023年1月定增用于宜昌市港窑路夷陵区段道路工程PPP项目等。 北方国际：2015年6月定增用于老挝南湃水电站BOT项目建设。 四川路桥：2017年9月定增用于江习古高速公路 BOT项目建设。
股权激励	中国建筑（四期）、中国中铁（一期）、中国交建（一期）、中国化学（一期）、中国核建（两期）、中材国际（两期）、中工国际（三期）、中钢国际（一期）、山东路桥（一期）、四川路桥（两期）

3. 绩效层面，中特估+国企改革给报表改善带来契机

表：部分建筑央企股权激励解锁条件梳理

中国建筑	2021	2022	2023
ROE	≥12.0%，且不低于同行业平均业绩（或者对标企业75分位值）水平	≥12.2%，且不低于同行业平均业绩（或者对标企业75分位值）水平	≥12.5%，且不低于同行业平均业绩（或者对标企业75分位值）水平
净利润复合增长率	较上一年度复合增长率≥7%，且不低于同行业平均业绩（或者对标企业50分位值）水平		
EVA	完成国务院国资委经济增加值（EVA）考核目标		
中国中铁	2022	2023	2024
ROE（扣非）	≥10.50%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业75分位值水平	≥11.00%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业75分位值水平	≥11.50%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业75分位值水平
扣非归母净利润复合增长率	≥12%（以2020年为基数），且不低于同行业平均业绩水平或对标企业75分位值水平		
EVA	完成国务院国资委经济增加值（EVA）考核目标		
中国化学	2023	2024	2025
ROE（扣非）	≥9.05%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业75分位值水平	≥9.15%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业75分位值水平	≥9.25%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业75分位值水平
扣非归母净利润增速	≥15%（2021年为基数），且不低于同行业平均业绩水平或对标企业75分位值水平		
EVA	完成国务院国资委经济增加值（EVA）考核目标		
中国核建	2021	2022	2023
ROE	≥10.5%，且不低于对标企业同期75分位水平	≥10.5%，且不低于对标企业同期75分位水平	≥10.9%，且不低于对标企业同期75分位水平
营业收入复合增长率	≥13.5%（以2018年为基数），且不低于对标企业同期75分位水平		
EVA	完成集团考核要求，且△EVA为正		

3. 绩效层面，中特估+国企改革给报表改善带来契机

- **建筑央企ROE逐年下行，提升资产周转率、归母净利率或为提升ROE主要途径。**资产周转率和权益乘数明显下降是建筑央企ROE整体下降的主要原因。“十三五”降杠杆约束下，建筑央企资产负债率快速下降，权益乘数亦同步下降；2014年以来，PPP模式作为对冲地方政府隐性债务的新形式迎来快速发展，建筑企业固定资产、无形资产等非流动资产占比维持高位，资产变重，同时投资拉动类项目回款周期拉长，应收账款亦或有所增加，综合影响下建筑央企资产周转率下降。归母净利率2019年以来下滑较多，我们推测主要源于疫情阶段性影响项目推进节奏、防疫支出成本大幅提升，另外23年以来地方政府债务压力增加，12个省份新建政府投资项目被叫停，导致央地竞争加剧，项目盈利能力有所下滑。

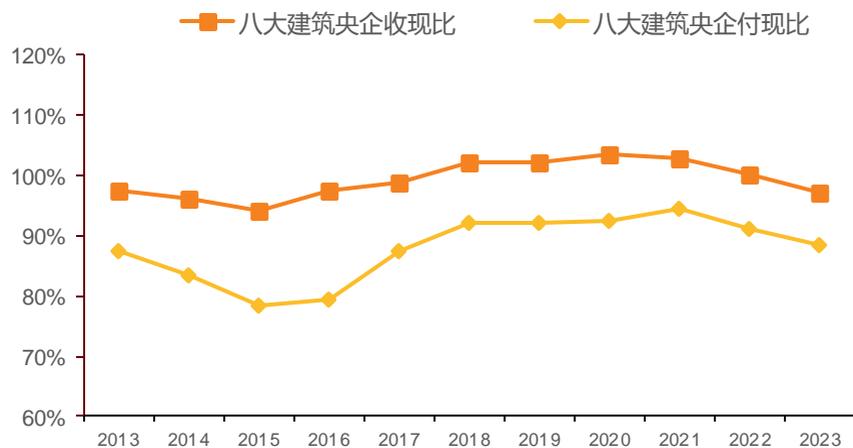
图：建筑央企ROE杜邦拆解

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
平均ROE	13.93%	13.34%	12.63%	11.64%	11.97%	11.39%	11.13%	10.14%	10.31%	10.12%	9.75%
资产周转率（次）	0.91	0.86	0.79	0.73	0.71	0.68	0.70	0.70	0.73	0.72	0.70
归母净利率	2.36%	2.39%	2.60%	2.68%	2.84%	2.80%	2.71%	2.49%	2.46%	2.42%	2.37%
权益乘数	6.45	6.52	6.10	5.94	5.94	5.95	5.88	5.79	5.78	5.80	5.88

3. 绩效层面，中特估+国企改革给报表改善带来契机

- 新一轮国企改革新增营业现金比率考核。23年国资委首次将营业现金比率列入考核指标，引导央国企更重视经营质量提升而非单方面扩大规模，将资本市场投资者关注的ROE、收现比等指标单列，有助于加快建筑央国企价值发现。八大建筑央企2020-2023年收现比持续下降，23年首次低于100%，为97%，付现比为88.3%。从营业现金比率的指标来看，2023年八大建筑央企营业现金比例为1.77%，同比下滑0.65pct。

图：八大建筑央企收现比、付现比



图：八大建筑央企CFO净额及净现比



3. 绩效层面，中特估+国企改革给报表改善带来契机

- **重视净利率的改善对于分红率的提振作用，建筑供给侧机会逐步显现。**传统建筑央国企普遍具备利润率偏低特征，成本和费用降幅空间较大，后续若内在改革动力得到激发，即使营收仅维持低速增长，我们认为基建央国企也有望取得较好的利润增长持续性，同时报表质量的改善，亦有助于市场对其投资价值的重估。从另一个角度看，假设建筑公司通过付现成本压降获得的额外净现金流全部用于分红，其分红收益率则有望明显提升。以中国建筑为例，若按照其2023年财务数据，归母净利率提升1%，则其潜在分红收益率有望从5.11%提升至12.80%，成本压降对建筑公司潜在分红收益率的提振效果明显。我们认为十四五阶段随着建筑行业空间趋稳，行业内龙头央国企国企改革进度有望加快，建筑供给侧的投资机会有望逐步显现。

表：成本压降对代表性建筑公司潜在分红收益率的提振效果

	23年现金分红 (亿)	23年归母净利率	归母净利率提升1%对应增加的净现金(亿元, 税后)	当前市值	22年分红收益率 (税前)	潜在分红收益率 (税前)
中国交建	47.62	3.14%	56.90	1,455.31	3.27%	7.18%
中国铁建	47.53	2.29%	85.35	1,163.77	4.08%	11.42%
中国中铁	51.98	2.65%	94.76	1,613.74	3.22%	9.09%
中国中冶	14.92	1.37%	47.54	642.43	2.32%	9.72%
中国建筑	112.98	2.40%	169.91	2,210.02	5.11%	12.80%
中国化学	10.87	3.03%	13.44	503.42	2.16%	4.83%
中国能建	10.84	1.97%	30.45	883.85	1.23%	4.67%
中国电建	23.51	2.13%	45.71	962.94	2.44%	7.19%

注：数据截至2024年6月30日收盘。归母净利率提升1%对应增加的净现金所使用的税率均为25%，22年分红收益率=22年现金分红/当前市值，潜在分红收益率=(22年现金分红+归母净利率提升1%对应增加的净现金)/当前市值。

3. 绩效层面，中特估+国企改革给报表改善带来契机

- 订单层面，一季度建筑央企新签订单表现分化，新能源、化工领域为代表的央企订单表现较好。**23年下半年开始建筑央企订单增速逐渐放缓，23年累计新签订单合计16.2万亿元，同比+7.8%。24Q1央企订单有所分化，总体新签3.9万亿元，同比+6.7%，其中化学、能建等保持较好增长，中铁和中冶有所下滑。往后来看，出海有望成为央企业务增长的核心看点，中国中冶全年海外订单630.7亿元，同比+43.2%。中国化学全年新签订单3268亿元，其中海外订单达1006亿元，同比+165.5%，23年9月公司承接了俄罗斯波罗的海天然气制甲醇化工综合体项目，总承包合同金额高达651亿元。随着海外订单承接的持续提速，我们预计后续出海有望逐步成为央企业务增长的核心看点之一。

表：建筑央企季度订单同比增速统计

公司	21H1	21Q1-3	21FY	22Q1	22H1	22Q1-3	22FY	23Q1	23H1	23Q1-3	23FY	24Q1
中国交建	29%	37%	19%	5%	17%	3%	22%	6%	11%	14%	14%	11%
中国铁建	20%	13%	10%	2%	26%	18%	15%	16%	2%	-3%	2%	2%
中国中铁	19%	8%	4%	84%	17%	35%	12%	10%	5%	-9%	2%	-7%
中国中冶	32%	25%	18%	14%	5%	7%	12%	2%	12%	5%	6%	-3%
中国建筑	21%	10%	12%	13%	14%	14%	13%	16%	9%	13%	11%	10%
中国电建	14%	4%	16%	7%	51%	48%	29%	30%	5%	6%	13%	3%
中国化学	45%	17%	7%	90%	23%	37%	10%	1%	14%	21%	10%	22%
中国能建	58%	45%	51%	0%	10%	17%	20%	22%	21%	36%	22%	24%

3. 绩效层面，中特估+国企改革给报表改善带来契机

- 月度订单增速同样反映出上述趋势。从披露月度订单数据的4家建筑央企来看，24年1-5月中国中冶、中国建筑、中国电建、中国化学新签分别同比-6%、+18%、+7%、+18%，增速持续分化。

表：23年至今建筑央企月度订单累计同比增速

	中国中冶	中国建筑	中国电建	中国化学
23M1	-4%	12%	37%	-35%
23M1-2	-7%	27%	43%	-8%
23M1-3	2%	16%	30%	1%
23M1-4	4%	12%	11%	0%
23M1-5	8%	11%	16%	1%
23M1-6	12%	9%	5%	14%
23M1-7	11%	11%	6%	7%
23M1-8	7%	11%	8%	3%
23M1-9	5%	13%	6%	21%
23M1-10	3%	12%	-1%	16%
23M1-11	3%	11%	4%	14%
23M1-12	6%	11%	13%	10%
24M1	-4%	14%	15%	53%
24M1-2	0%	14%	3%	28%
24M1-3	-3%	14%	3%	22%
24M1-4	-2%	27%	9%	21%
24M1-5	-6%	18%	7%	18%

4

如何衡量板块的投资机会?

4.1. 消极因素：资金收紧，项目减少，账龄延长，减值增加

- **地产方面，景气度仍承压，数据延续筑底。**地产按传导顺序看，1-5月地产销售面积同比-20.3%，5月单月同比-16.1%（增速环比-1.7pct）；1-5月新开工面积同比-24.2%，5月单月同比-22.6%（增速环比-10.3pct）；1-5月施工面积同比-11.6%，5月单月同比-83.6%（增速环比-118.7pct）；1-5月竣工面积同比-20.1%，5月单月同比-18.4%（增速环比-3pct）；地产数据仍在筑底，24年竣工及新开工压力仍存，后续应关注地产政策催化下的销售数据变化。

图：新开工面积累计同比



图：竣工面积累计同比



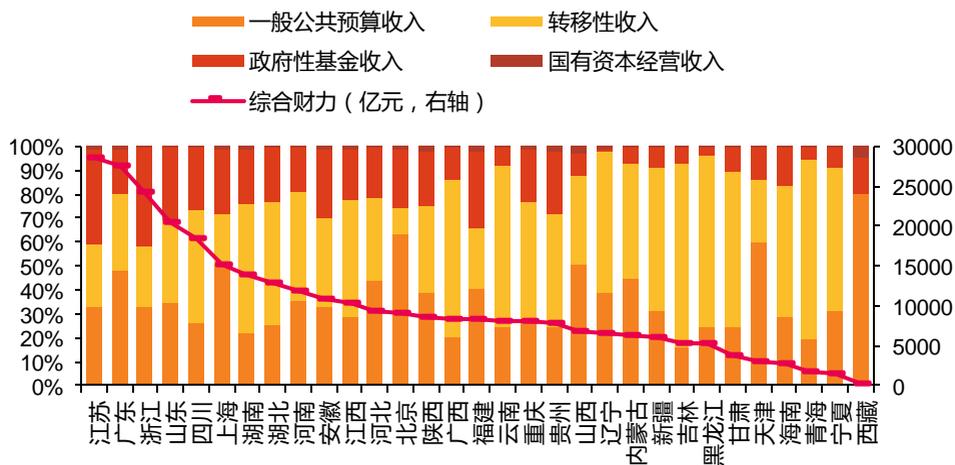
图：销售面积累计同比



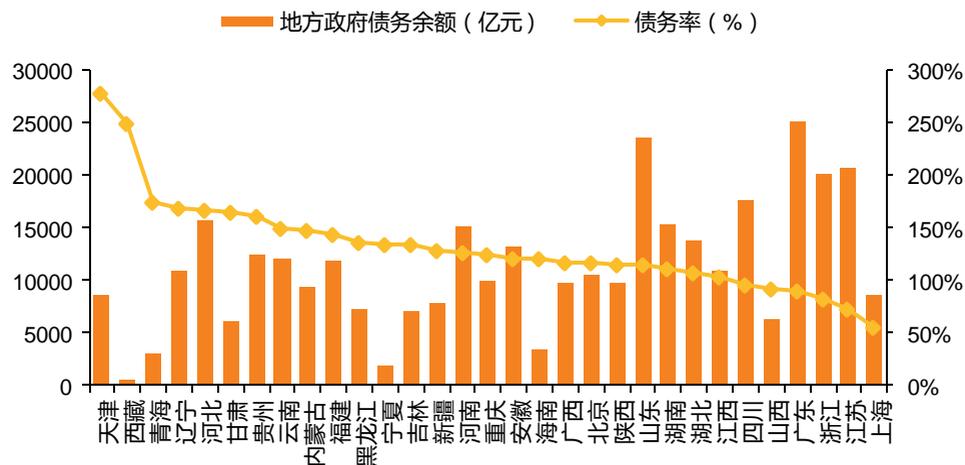
4.1. 消极因素：资金收紧，项目减少，账龄延长，减值增加

- **基建方面，区域分化加剧，地方政府化债工作持续推进，12个高风险债务省份新建政府投资项目暂停。**我们以一般性公共预算收入+转移性收入+政府性基金收入+国有资本经营收入四项合计作为衡量省份综合财力的标准，分区域看，22年综合财力排名靠前的省份主要以经济发展相对较好的华东、华南省份为主，如江苏、广东、浙江、山东等，此外四川综合财力位居全国第五，其中转移性收入为8633.6亿元，占整个综合财力比重达46.8%，体现出政策对于西部大开发核心省份发展的支持。同时上述排名靠前的省份债务率也相对较低，22年地方政府债务压力较大的省份主要集中在华北、东北等地区。
- 根据国务院最新要求，天津、内蒙、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏，12个债务较高省份除供水、供暖、供电等基本民生工程外，省部级或市一级2024年不得出现新开工项目。

图：2022年各省份综合财力情况



图：2022年地方政府债务余额及债务率



4.1. 消极因素：资金收紧，项目减少，账龄延长，减值增加

➤ 反映到企业端，则是应收账款账龄延长，信用减值损失增加。

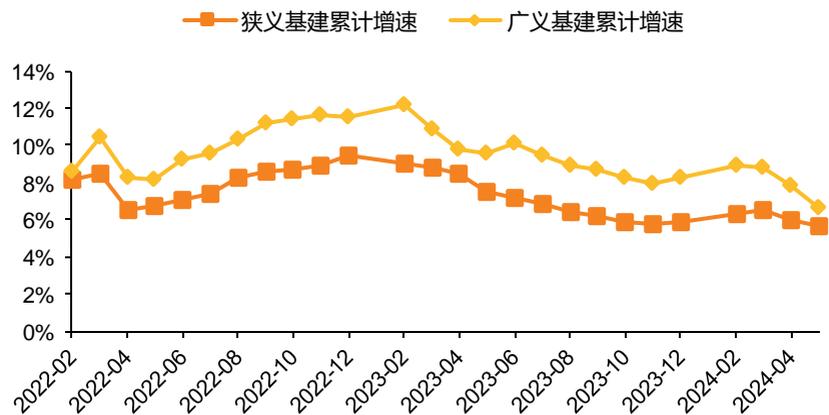
图：房屋建筑产业链应收账款情况梳理

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年信用减值总额占应收比例
前端设计	中衡设计	8.1	39.4%	-3.4	-42.2%
	建研设计	3.9	34.4%	-0.7	-16.8%
	汉嘉设计	4.5	25.4%	-0.7	-15.8%
	华建集团	31.1	25.4%	-4.7	-15.0%
	华阳国际	4.5	23.0%	-2.2	-50.0%
	郑中设计	4.2	20.7%	-2.2	-53.4%
	尤安设计	4.4	20.6%	-3.0	-68.2%
	筑博设计	1.4	9.3%	-0.8	-55.1%
中端施工	陕建股份	1,685.9	55.5%	-149.6	-8.9%
	安徽建工	482.4	41.8%	-44.4	-9.2%
	广东建工	356.0	37.1%	-6.4	-1.8%
	建发合诚	8.3	32.4%	-1.3	-15.3%
	重庆建工	210.0	30.6%	-14.8	-7.0%
	浙江建投	261.9	28.3%	-32.6	-12.4%
	中国中冶	1,356.2	28.0%	-133.1	-9.8%
	上海建工	648.5	22.6%	-44.7	-6.9%
	宁波建工	46.2	21.5%	-1.7	-3.7%
	龙元建设	52.6	16.4%	-10.7	-20.3%
	中国中铁	1,587.3	15.8%	-130.4	-8.2%
	中国铁建	1,590.4	14.9%	-196.4	-12.4%
	宏润建设	16.9	14.2%	-2.2	-13.2%
	浦东建设	27.5	13.5%	-0.9	-3.2%
	中国建筑	2,603.1	12.7%	-264.0	-10.1%
	腾达建设	3.5	4.4%	-0.1	-1.6%
后端装修	建艺集团	38.1	53.4%	-14.7	-38.7%
	*ST洪涛	25.4	49.2%	-13.1	-51.5%
	金螳螂	142.4	44.1%	-64.4	-45.2%
	德才股份	45.1	44.0%	-4.1	-9.0%
	ST中装	24.4	38.4%	-2.2	-8.9%
	瑞和股份	8.9	28.4%	-8.3	-93.0%
	宝鹰股份	19.4	27.1%	-35.9	-185.6%
	东易日盛	2.8	25.2%	-1.3	-45.8%
	亚厦股份	42.3	22.5%	-8.4	-19.9%
	ST全筑	4.4	22.2%	-13.6	-312.0%
	维业股份	25.7	20.4%	-2.6	-10.2%
	*ST广田	1.2	11.6%	-73.7	-6311.7%

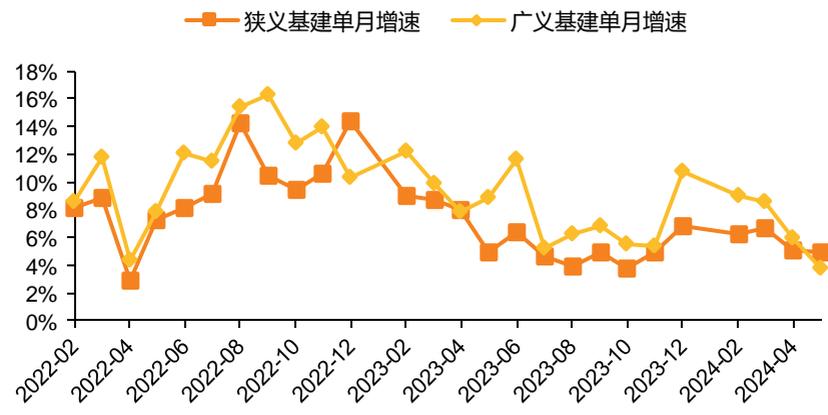
4.2. 积极因素：基建结构性特征愈发显著，细分子板块具备高景气

- 从数据上来看，基建投资更多的由中央政府主导，增速虽有回落，但仍具备逆周期调节的现实需求。从基建投资数据来看，23年基建投资在22年较高的基数之上仍保持了较高增长，进入24年以来，增速持续走低。24年1-5月狭义基建/广义基建同比分别5.7%/+6.7%，5月单月狭义基建/广义基建同比分别4.9%/+3.8%（增速环比-0.2/-2.1pct）。结合前文的区域分化来看，我们认为主要由于中央层面严控地方债务，以专项债的形式来点对点开展基建项目，基建投资的任务更多的从地方转移到中央。1-5月全国发行新增专项债11608亿元，其中，5月份新增专项债发行4383亿元，新增专项债发行量超过前4个月新增专项债发行总量的60%。结合24年年初两会国务院提出增发1万亿元特别国债，我们判断24年中央加杠杆、地方降杠杆的趋势或将延续，并且从逆周期调节的角度来看，在地产持续下滑的背景下，基建投资仍具备一定的现实需求。

图：22年以来广义/狭义基建累计增速



图：22年以来广义/狭义基建单月增速



4.2. 积极因素：基建结构性特征愈发显著，细分子板块具备高景气

- **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。**我们认为24年经济发展仍需要依靠基建的托底，万亿特别国债和财政政策授权提前下达地方政府债务限额，表明政策仍延续对于基建发力的支持，中央财政或成为拉动基建投资的重要助推力。**我们预计24年广义/狭义基建增速分别为7.55%/5.18%**，其中结构性和区域性特征明显，真实需求主导的水利投资、城中村改造、保障房建设、重大交通领域建设确定性更高。

其中，我们预计24年基建增速预测主要基于以下假设：

➤ 1) 交通水利类：

我们预计24-25年公路建设投资整体保持平稳增长态势，对应增速为6%/6%。

此前国铁集团预计“十四五”铁路投资规模与“十三五”相当，21-23年已完成铁路投资2.22万亿元，则我们预计24-25年的年均铁路投资需达到8800亿元左右，24-25年增速大约为8%/5%；机场建设在经历了2020-2021年超过10%的快速增长后，2022年机场投资完成1231亿元，增速仅为0.7%，23年为1241亿元，增速0.8%。我们预计24-25年机场民航建设增速保持每年2%左右；

23年我国水利管理业同比+5.2%，预计24-25年水利投资景气度仍有望较高，增速为13%/10%。

➤ 2) 偏市政类：

由于偏市政类的投资大多由地方政府主导，考虑到当前地方政府防风险以及控制负债比例是当前工作的重点，因此真实需求主导的民生基建也是这几年的发展重点，其中水的生产和供应以及燃气的生产和供应包含在内，此外，从22年开始我国电力热力投资持续高增长，我们预计24-25年趋势有望延续。

➤ 3) 生态环保及城市轨交：

生态环保作为专项债支出的重点领域，24-25年仍有望保持5%/3%左右的增长；21-23年轨交投资连续三年负增长，据可统计的36个城市24年计划完成投资数据情况，24年计划完成投资额合计约4153.59亿元，从整体看，我们预计24-25年的增速或将持续维持在低位，分别为-6%/-5%。

4.2. 积极因素：基建结构性特征愈发显著，细分子板块具备高景气

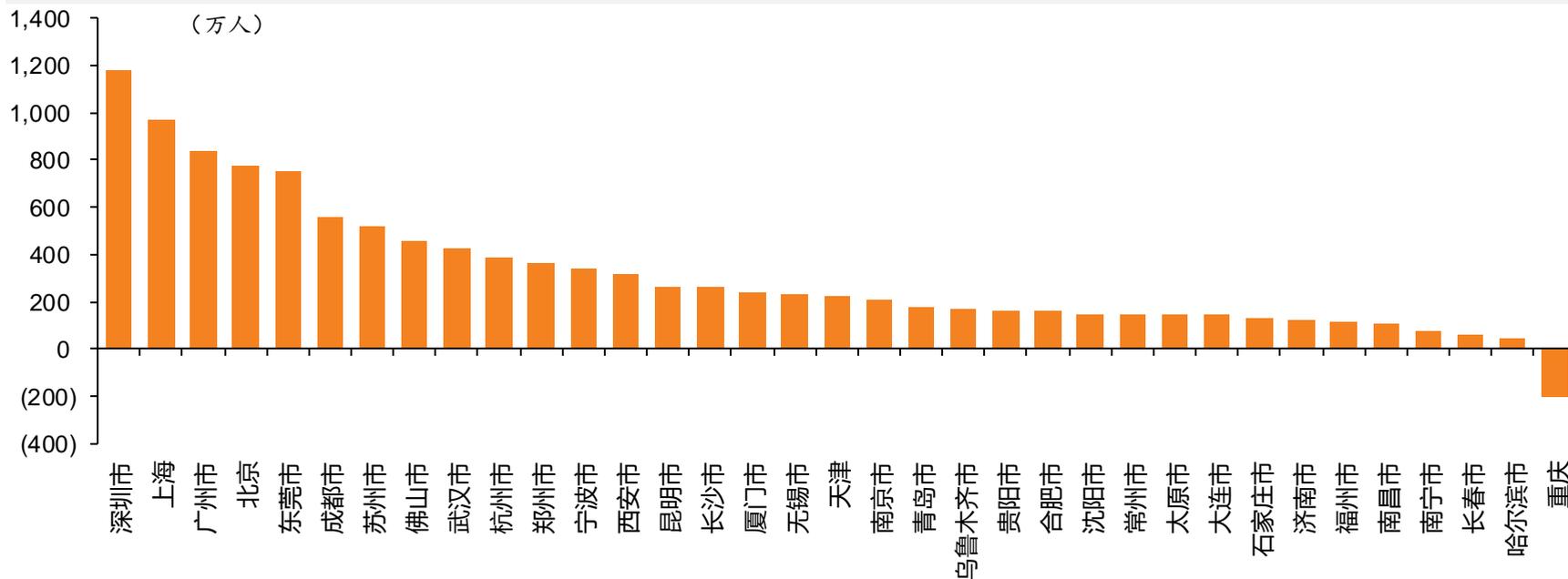
表：2024-2025年基建投资分行业预测表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
1. 交通水利								
公路（亿元）	21335	21895	24312	25995	28527	28240	29934	31730
yoy	0.40%	2.62%	11.04%	6.92%	9.74%	-1.01%	6.00%	6.00%
全国铁路（亿元）	8028	8029	7819	7489	7109	7645	8257	8669
yoy	0.22%	0.01%	-2.62%	-4.22%	-5.07%	7.54%	8.00%	5.00%
机场（亿元）	937	969	1081	1222	1231	1241	1266	1291
yoy	7.74%	3.49%	11.55%	13.05%	0.73%	0.80%	2.00%	2.00%
水利管理业（亿元）	9530	9663	10098	10229	11621	12225	13814	15195
yoy	-4.90%	1.40%	4.50%	1.30%	13.60%	5.20%	13.00%	10.00%
2. 偏市政类								
公共设施管理（亿元）	69969	70179	69196	68297	75194	74593	77577	80680
yoy	2.50%	0.30%	-1.40%	-1.30%	10.10%	-0.80%	4.00%	4.00%
电力热力生产供应（亿元）	19342	19304	22585	23308	28972	35358	42711	51442
yoy	-12.30%	-0.20%	17.00%	3.20%	24.30%	22.04%	20.80%	20.44%
水生产供应（亿元）	6352	7426	9089	8707	9343	10053	10958	11834
yoy	15.30%	16.90%	22.40%	-4.20%	7.30%	7.60%	9.00%	8.00%
燃气生产供应（亿元）	2372	2802	3043	2976	3172	3702	4072	4480
yoy	6.40%	18.10%	8.60%	-2.20%	6.60%	16.70%	10.00%	10.00%
3. 生态环保（亿元）								
	5466	7499	8144	7932	8408	8165	8573	8830
yoy	43.00%	37.20%	8.60%	-2.60%	6.00%	-2.90%	5.00%	3.00%
4. 城市轨交（亿元）								
	5470	5959	6286	5860	5444	5214	4901	4656
yoy	14.87%	8.93%	5.49%	-6.78%	-7.10%	-4.22%	-6.00%	-5.00%
广义基建投资（亿元）	176185	182049	188258	188654	210387	227722	244924	262675
yoy	1.79%	3.33%	3.41%	0.21%	11.52%	8.24%	7.55%	7.25%
(1+2+3+4)/广义基建	84.46%	84.44%	85.87%	85.88%	85.09%	81.87%	82.50%	83.30%
狭义基建投资（亿元）	145325	150848	152205	152814	167179	177042	186222	195158
yoy	3.80%	3.80%	0.90%	0.40%	9.40%	5.90%	5.18%	4.80%
(1+公共设施+3+4)/狭义基建	83.08%	82.33%	83.40%	83.12%	82.27%	77.56%	77.50%	77.40%

4.3. 积极因素：城中村&保障房为地产中长期发展形成有力支撑

- 地产后周期时代，城中村改造为地产实物量带来增量的机会。
- 各城市正稳步推进城中村改造工作，其中上海、深圳、广州、青岛、昆明明确提出城中村改造目标，预计后续改造范围有望进一步扩容至35个城市。2024年广州城市更新重点是重点推进广州新中轴（海珠）、广州火车站、罗冲围、环五山创新策源区四大片区改造，实现首期项目开工建设，实施200个以上老旧小区改造，有序推进老旧小区成片连片高质量品质提升示范区建设，推进50多个旧厂“工改工”微改造项目，打造产业集群。从创造需求的角度来看，考虑到本次城中村改造采取的是拆除新建、拆整结合等不同方式进行改造，因此拆掉城中村的过程中，无论是采用货币化安置还是房票的形式，创造了新的地产需求。除了21个超大特大城市之外，我们看到其他I型城市如厦门、合肥也已披露改造规划，且从人口流动角度，I类城市优质住房需求同样具备增长潜力。

图：35个城市人口净流入情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：大连为20年数据，重庆、北京、天津、西安、郑州、石家庄、长沙、青岛、南京、长春、贵阳、太原、乌鲁木齐、哈尔滨为21年数据，其余城市为22年数据

4.3. 积极因素：城中村&保障房为地产中长期发展形成有力支撑

- **全国首个城中村改造新规发布，广州城中村改造有望进一步提速。**23年11月22日，广州市人大常委会官网公布《广州市城中村改造条例（草案修改稿·征求意见稿）》，对城中村改造涉及的资金、方式、流程、意愿、补偿等全流程均作出明确规定，拟主要通过拆除新建、整治提升和拆整结合三种改造方式推进城中村改造。
- **广州市至2035年前累计推进城市更新约300平方公里，探索房票安置政策提升改造效率。**《广州市城市更新专项规划（2021-2035年）》《广州市城中村改造专项规划（2021-2035年）》，至2035年累计推进城市更新约300平方公里（含城中村改造155平方公里），通过微改造、混合改造、全面改造多种方式并举，推动低效存量土地的盘活再利用。《专项规划》明确至2035年拟推进的旧村庄旧城镇全面改造与混合改造项目291个。其中：旧村庄全面改造项目252个（含城中村项目150个）、旧村庄混合改造项目24个（含城中村项目15个），“拆、治、兴”并举推动改造；旧城混合改造项目15个，综合运用“留、改、拆”方式推进。《专项规划》还提出，探索房票安置政策机制，拓宽城中村改造资金支持渠道等策略，提升改造效率。我们认为24年传统稳增长板块有望迎来政策催化，其中城中村与保障房作为稳定房地产投资的重要抓手，我们预计有望迎来资金端和政策端的利好支持，因此城中村与保障房或仍然是地产链投资的重要主线之一。

表：《广州市城市更新专项规划（2021-2035年）》

时间节点	更新进度
2025年前	累计推进城市更新约130平方公里（含城中村改造70平方公里）；
2030年前	累计推进城市更新约230平方公里（含城中村改造120平方公里）；
2035年前	累计推进城市更新约300平方公里（含城中村改造155平方公里），通过微改造、混合改造、全面改造多种方式并举，推动低效存量土地的盘活再利用。

4.3. 积极因素：城中村&保障房为地产中长期发展形成有力支撑

- 中性情境下，我们计算21城城中村改造带来的新建面积将达到9.6亿平米，按照5年建设周期，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%。我们在保守/中性/乐观情景下对拆除比例假设为20%/30%/40%，拆建比均按2来计算，假设改造周期为5年。同时我们假设建安成本为4000元/平米，土地改造成本与建安成本比例通常为1:1。
- 1) 若按照21城来计算，则在保守/中性/乐观假设下，城中村改造带来的每年地产开发投资额约6132/9199/12265亿元，增量分别为5.1%/7.6%/10.1%（以23年预测值为基数），对应年均新增建筑面积7665/11498/15331万平，拉动地产新开工面积增量为8.4%/12.6%/16.8%（以23年预测值为基数），拉动地产竣工面积增量为5.1%/7.6%/10.1%。
- 2) 若按照35城来计算，则在保守/中性/乐观假设下，城中村改造带来的每年地产开发投资额约7903/11855/15806亿元，增量分别为6.5%/9.8%/13.0%（以23年预测值为基数），对应年均新增建筑面积9879/14818/19758万平，拉动地产新开工面积增量为10.8%/16.3%/21.7%（以23年预测值为基数），拉动地产竣工面积增量为6.5%/9.8%/13.0%。

表：城中村改造对地产投资规模及弹性的敏感性测算

	21城			35城		
	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
城中村面积（万平米）	95818	95818	95818	123485	123485	123485
拆除比例	20%	30%	40%	20%	30%	40%
拆建比	2	2	2	2	2	2
新建面积（万平米）	38,327	57,491	76,655	49394	74091	98788
建设周期（年）	5	5	5	5	5	5
年均新建面积（万平米）	7,665	11,498	15,331	9879	14818	19758
单平米建安成本（元）	4000	4000	4000	4000	4000	4000
单平米土地改造成本（元）	4000	4000	4000	4000	4000	4000
年均拉动地产开发投资（亿元）	6,132	9,199	12,265	7903	11855	15806
对地产开发投资带来的弹性	5.1%	7.6%	10.1%	6.5%	9.8%	13.0%
对地产新开工带来的弹性	8.4%	12.6%	16.8%	10.8%	16.3%	21.7%
对地产竣工带来的弹性	5.1%	7.6%	10.1%	6.5%	9.8%	13.0%

资料来源：Wind、中国政府网、住房和城乡建设部、杭州购房通公众号、滕州新鲜视公众号、天风证券研究所

注：23年地产开发投资额和地产新开工面积均按照1-8月实际增速推算，则对应23年地产开发投资额为121200亿元，地产新开工面积为91164万平米，23年地产竣工数据我们参考报告《如何看待地产链建材短期和中长期的需求空间？》中对23年实际竣工情况的测算，即151482万平米。

4.4. 积极因素：业务转型步伐加快，利润体量初具规模

表：建筑公司矿产资源业务情况梳理

➤ 1) 矿产资源板块

➤ 矿产资源板块是目前建筑企业转型布局较为成熟的一个方向，利润贡献已初具规模。从企业的类型来看，布局矿产资源的建筑公司主要以资金实力较强且业务布局广泛的央国企为主，大多数矿产资源通过“资源换项目”的形式，依托在海外开展基础设施建设业务而获取。

		21FY	22FY	23FY	
中国中铁	矿产资源收入 (亿元)	金额	194.6	248.9	242.6
		占比	1.8%	2.2%	1.9%
	矿产资源净利润 (亿元)	金额	34.2	56.0	51.9
		占比	11.2%	16.0%	13.8%
	资源产量 (吨)	铜	242,304	302,900	283,800
		钴	3,223	5,200	4,600
		钼	14,955	15,000	15,200
		铅	10,940	9,500	8,500
		锌	21,444	23,600	26,600
		银	39	45	44
中国中冶	矿产资源收入 (亿元)	金额	66.7	88.7	68.2
		占比	1.3%	1.5%	1.1%
	矿产资源净利润 (亿元)	金额	18.2	15.8	14.9
		占比	15.7%	12.3%	13.1%
	资源产量 (吨)	镍	31,594	34,302	33,604
		钴	2,955	2,987	3,072
		粗铜	18,806	16,346	17,042
		锌	35,391	42,349	41,295
		铅	7,277	8,886	8,737
		多晶硅	-	6,508	2,872
上海建工	矿产资源收入 (亿元)	金额	5.9	10.7	9.6
		占比	0.2%	0.4%	0.3%
	毛利率	%	56.4%	47.3%	39.1%
	矿产资源毛利润 (亿元)	金额	3.3	5.0	3.8
		占比	1.3%	1.9%	1.4%
资源销量 (盎司)	黄金	50,549	89,236	69,253	
北方国际	煤炭贸易收入 (亿元)	金额	70.07	70.31	107.85
		占比	53.7%	52.3%	50.2%
	销售量 (万吨)	煤炭	19.52	183.94	531.30
中国电建	参股华刚矿业投资收益 (亿元)	金额	15.34	19.33	17.57
		占比	11.4%	12.3%	10.2%
	绿色砂石	截至23年末，公司绿色砂石资源储备量89.34亿吨，设计产能达5.05亿吨/年，投运产能达1.32亿吨/年。2023年度销量约为9000万吨，营业收入为46.3亿元。			
四川路桥	截至23年末，拥有在建及运营矿山超过10座，主要产品包括磷、铜、铁、锂、金、霞石、硫酸钾。				

4.4. 积极因素：业务转型步伐加快，利润体量初具规模

- **中国中铁：矿产资源业务逐步进入成熟运营阶段。**中国中铁在国内外基础设施建设过程中，通过“资源财政化”“资源换项目”，以收购、并购等方式获得了一批矿产资源项目。公司全资子公司中铁资源负责公司该板块业务，以自有矿山的矿产资源开发与经营为主，现阶段在境内外全资、控股或参股投资建成共5座矿山，分别为黑龙江伊春鹿鸣钼矿、刚果（金）绿纱铜钴矿、MKM铜钴矿、华刚SICOMINE铜钴矿、蒙古乌兰铅锌矿。截止23年末，前述5座矿山保有资源/储量包括铜约740万吨、钴约56万吨、钼约62万吨，铜/钴/钼保有储量在国内同行业处于领先地位，矿山自产铜、钼产能已居于国内同行前列。此外公司在蒙古还全资持有木哈尔铅锌矿、乌日勒敖包及张盖陶勒盖金矿、查夫银铅锌多金属矿等。

表：中国中铁核心矿产资源情况（截至23年末）

项目名称	品种	品位	保有资源/储量(万吨)	权益比(%)	项目计划总投资(亿元)	项目开累已完成投资额(亿元)	报告期产品产量(万吨)	项目进展情况
黑龙江伊春鹿鸣钼矿	钼	0.09%	62.16	83%	60.17	60.26	1.52	正常生产
	铜	/	/				0.14	
华刚公司SICOMINES铜钴矿	铜	3.53	691.51	41.72%	45.86	30.92	23.55	正常生产
	钴	0.15	54.75				0.39	
绿纱公司铜钴矿	铜	2.57	45.5	72%	21.38	21.6	3.01	正常生产
	钴	0.06	1.13				0.05	
MKM公司铜钴矿	铜	1.87%	3.1	80.20%	11.95	12.35	1.82	正常生产
	钴	0.24%	0.32				0.02	
新鑫公司乌兰铅锌矿	铅	1.15%	14.86	100%	15.4	15.4	0.85	正常生产
	锌	2.91%	37.48				2.66	
	银	56.55g/t	0.07				0.0044	
新鑫公司木哈尔铅锌矿	铅	0.63%	4.11	100%	-	-	-	未开发
	锌	2.37%	15.47				-	
	银	118.17g/t	0.08				-	
新鑫公司乌日勒敖包及张盖陶勒盖金矿	金	3g/t	0.0003	100%	-	-	-	未开发
祥隆公司查夫银铅锌多金属矿	铅	7.00%	8.97	100%	3.3	-	-	停产

4.4. 积极因素：业务转型步伐加快，利润体量初具规模

- **四川路桥：矿产资源板块多元化布局。**
- 近年来四川路桥在蜀道集团支持下展开大范围收并购，投资0.3亿美元布局克尔克贝特金矿、投资6亿美元布局阿斯马拉多金属矿、布局厄立特里亚库鲁里钾盐矿，并在国内出资6.7亿获取马边磷矿、出资10.4亿获取金川磷矿、出资8.4亿收购清平磷矿，出资6.5亿元收购铁矿、霞石矿等其他各类矿种，并投资3.3亿元建设霞石新材料项目，夯实矿业板块多元化布局。

表：四川路桥矿产资源板块概况

项目名称	投资规模（亿元）	持股比例（%）
克尔克贝特金矿	2.1	60%
阿斯马拉多金属矿	42.8	60%
库鲁里钾盐矿	26.8	50%
马边磷矿	6.7	67%
金川磷矿	10.4	100%
清平磷矿	8.4	85%
铁矿、霞石矿、石墨矿	6.5	65%
霞石新材料	3.3	100%

注：表中克尔克贝特金矿、阿斯马拉多金属矿的投资规模均按照美元兑人民币的最新汇率计算

4.4. 积极因素：业务转型步伐加快，利润体量初具规模

➤ 2) 实业：

- **中国化学：聚焦“技术+产业”一体化开发，核心研发实力奠定实业发展基础。**中国化学是我国化工领域资质最齐全、功能最完备、业务链最完整、知识技术密集的国际工程公司，是石油和化学工业工程领域的国家队，在油气服务领域稳居全球第一，具有突出的技术领先优势，业务领域主要包括建筑工程（化学工程、基础设施、环境治理）、实业和现代服务业三大板块，承建了我国90%的化工项目、70%的石油化工项目、30%的炼油项目。其中，推进的实业模式主要为采用自主研发的核心技术或通过联合研发、并购重组以及购买等方式获得的高精尖科研技术进行投资建设生产装置、产品生产并销售，中国化学实业发展探索“创新技术+特色产业”的一体化开发模式，聚焦于高性能纤维、高端尼龙新材料、可降解塑料等化工新材料和特种化学品研发，主攻己内酰胺、己二腈、气凝胶、环保可降解塑料等技术，拓展高附加值的新材料领域。目前公司在传统化工、新型煤化工、化工新材料等多个领域通过自主创新和产学研协同创新等方式形成了系列工艺技术和工程技术。

表：中国化学核心研发技术

应用领域	核心技术
基础化工	公司掌握氮肥、磷肥、复合肥等世界先进技术，纯碱、氯碱等盐化工等技术处于国际先进水平，硫酸、硝酸、盐酸、硝酸铵等技术处于国内领先水平
煤化工	掌握最核心和先进的煤制高端化学品材料的基础技术，如多喷嘴对置式水煤浆气化、大规模碎煤加压气化、五环炉、神宁炉、一步法甲醇制汽油（MTG）、合成气制乙二醇等现代煤化工产业核心技术，在国际上处于领先地位
石油化工	公司在炼油、聚合物、芳烃等技术处于国内领先水平
新材料	研发和掌握己内酰胺、己二腈、二苯基甲烷二异氰酸酯（MDI）、甲苯二异氰酸酯（TDI）、多晶硅、有机硅、苯酚丙酮、聚碳酸酯、熔盐储热等化工新材料、新能源领域核心技术，达到国际先进水平

4.4. 积极因素：业务转型步伐加快，利润体量初具规模

- “十四五”规划明确打造高端化学品和先进材料供应商，目标十四五末实业及新材料收入占比提升至15%。作为我国化学工程领域王牌企业，公司亦沉淀了较扎实的技术、工艺储备。中国化学工程集团是国家首批“创新型企业”之一，是“新一代煤（能源）化工产业技术创新战略联盟”理事长单位，拥有国家级企业技术中心12家、国家能源研发中心1家、省级企业技术中心5家等；是实现科技创新成果工业化转化应用的先锋队和主力军。事实上，公司较早已开始实业尝试，影响较大的项目包括存在一定波折的PTA项目及较为成功的己内酰胺项目。

表：公司“十三五”至“十四五”期间发展战略表述

“十三五”		“十四五”
2016-2017	2018-2020	2021
公司“十三五”发展战略是：以改革创新为发展动力，通过多元化、国际化、一体化、资本化和专业化五大发展路径，重点发展化工能源、基础设施、绿色环保三大工程板块，打造投资和融资服务两个平台，完成转型升级，把中国化学建设成为投资、建设、运营一体化的国际工程集团。	公司以培育具有全球竞争力的世界一流工程公司为愿景目标，围绕“三年五年规划、十年三十年愿景目标”中长期发展战略，实施“1356”战略举措。以改革和创新为动力，聚焦主业实业，着力发展建筑工程、环境治理和相关工程及工艺技术研发、勘察、设计及服务，积极发展现代服务业，走专业化、多元化、国际化的发展道路。通过不断优化经营布局、强推转型升级、狠抓精细化管理、推进技术创新、全面加强党建，实现公司高质量超常规跨越式发展，将中国化学建设成为研发、投资、建造、运营一体化的具有全球竞争力的世界一流工程公司。聚焦于高性能纤维、特种合成橡胶、工程塑料等高精尖材料研发，主攻“卡脖子”技术，拓展新材料行业高附加值产品领域。	“十四五”期间，坚持专业化、国际化、多元化的发展道路，依托国内国际两个市场，利用国内国外两种资源，打造工业工程领域综合解决方案服务商，打造高端化学品科技创新驱动型生产商，努力建成研发、投资、建造、运营一体化的具有全球竞争力的世界一流工程公司。在“十四五”期间公司将聚焦化工新材料、特种化学品等重点领域，在国内目前仍需要大量进口的产品中寻找机会，组织产、学、研联合攻关国家尚未攻克产业短板、精细化工和化工新材料，推动公司实业板块的壮大和升级，形成网络化发展的格局。

4.4. 积极因素：业务转型步伐加快，利润体量初具规模

- **东华科技：与新疆天业合作，紧抓PBAT可降解材料产业的发展机遇。**东华科技、新疆天业合资设立中化学东华天业新材料有限公司，分别持股51%、49%。新疆天业自2013年第一条BDO生产线投产以来，总产能达到21万吨，一度是全国最大的BDO生产企业，2020年与东华科技合作建成的60万吨乙二醇生产线是国内已建成规模最大的煤制乙二醇项目。据公告显示，天业新材料总体规划规模为50万吨/年PBAT，其中一期建设规模为10万吨/年，总投资约6.5亿元，目前已机械竣工。二期规划年产40万吨PBAT，并配套建设30万吨BDO，用于保障PBAT生产。由于BDO价格波动剧烈，故通过打通上游关键原料生产，公司PBAT项目能够锁定成本，获得稳定利润。2022年1月，天业祥泰成立，东华科技占股49%，天业集团占股51%，以布局PBAT销售工作。

表：东华科技PBAT项目投资概况

总体产能	50万吨/年
一期建设	10万吨/年
建设期	1年
一期工程项目总投资	6.5亿元

二期建设	项目公司启动二期项目建设后，为保障 PBAT 生产原料 BDO 的供给，根据 BDO 实际供应情况，将由本公司和新疆天业共同投资建设 BDO 生产装置，且新疆天业同意以同期市场的合理价格提供电石给双方合资的BDO 生产企业，具体电石的定价原则另行协商确定，具体持股比例另行协商确定
------	--

风险提示：

- **建筑央国企业绩及基本面不及预期。**建筑央国企新签、收入、利润、两金周转、现金流等关键财务指标若因管理不当、宏观环境约束等存在低于预期风险，进而影响投资者对建筑央国企价值估计。
- **建筑央国企改革及转型不及预期。**建筑央国企改革是经营活力进一步释放、经营指标有效好转的重要抓手，改革强度及节奏低于预期，或对建筑央国企基本面持续改善趋势产生负面影响。转型是建筑央国企探寻额外增长动能的重要抓手，转型效果若低于预期，或影响建筑央国企业绩增长前景。
- **基建投资增长不及预期。**目前建筑企业的工程业务增长与基建投资增速密切相关，若基建投资强度及节奏低于预期，将影响建筑企业的增长动能。
- **应收账款减值风险。**从产业链角度，围绕地产而展开房屋建筑产业链公司可能会随着地产行业景气度下行而产生更多的应收账款减值风险；在基建层面，若行业内的项目和资金超预期收紧，可能导致行业内建筑公司账期拉长。

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

THANKS