

建筑装饰

证券研究报告

2024年08月07日

聚焦央企高质量发展，布局新质生产力景气赛道

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

任嘉禹

分析师

SAC 执业证书编号: S1110524070001

renjiayu@tfzq.com

蹇青青

联系人

jianqingqing@tfzq.com

基建展望：财政有望加码，支撑下半年基建景气延续

我们预计 24 年广义/狭义基建增速分别为 7.88%/5.27%，结构性和区域性特征明显，真实需求主导的水利投资、铁路和航空等重大交通领域建设、城市综合管廊的确定性相对较高，经济发达区域基建仍保持高增长，重视四川、浙江、安徽、江苏等区域性机会。5 月首批特别国债已开启审批，“常态化”发行预计年内有望对基建投资形成有力支撑，截止 7 月中旬，新增专项债发行额度为 15736.53 亿元，按照全年的发行额度进度来算约为 40%左右，整体进度明显慢于 22 和 23 年，7-9 月新增专项债或将迎来发行高峰期，预计三季度将迎来地方债发行高峰，地方债发行规模或在 3 万亿元左右，较去年同期增加约 3000 亿元，财政支持力度进一步加大，资金供给角度我们预计 2024 年广义基建投资实际到位资金或同比增长 8.71%，资金到位缺口有所收窄。

主线一：供需格局优化，央企蓝筹高质量发展

24 年是国企改革深化提升行动的关键之年、攻坚之年，相关政策持续细化。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 23 年的 23%，24Q1 继续提升至 31%，新签订单市场份额从 19 年 35%提升至 23 年的 47%，24Q1 继续提升至 60%。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。当前建筑企业中股息率达到 5%的已有 8 家，以传统低估值建筑央企蓝筹为主，未来在新国九条等的政策引导下，央企将加大市值管理，重视投资者回报，实现高质量发展，我们认为当前已经回调至较低估值的央企值得重点关注，推荐四川路桥、中国电建、中国化学、中国建筑。

主线二：围绕新质生产力方向，布局细分高景气赛道

重点关注四个高景气方向：1) 低空经济：政策驱动，基础设施贯穿产业链始终，我们测算到 24-30 年通用机场对应设计+施工年均市场空间有望达 1379 亿元，其中设计环节年均大约为 69-138 亿元；2) 洁净室：充分受益于半导体、显示面板需求高景气，资本开支提速，国产替代逻辑演绎，行业龙头具备较好的业绩弹性；3) 设备更新：重点关注钢铁、陶瓷等传统周期制造业的资本开支节奏，以及城市更新、建筑节能改造需求；4) 智能机器人：钢结构切割焊接加速渗透，降本增效前景可期，中长期看好行业智能化改造带动吨净利提升及产能扩张，推荐鸿路钢构、华设集团、柏诚股份。

主线三：聚焦海外高景气区域，重点关注高质量出海国际工程板块

24 年 M1-5 中国新签对外工程承包合同额为 873 亿美元，同比+21.7%，对外承包工程累计完成额为 587.9 亿美元，同比+8.8%。全球基建行业 2023 年的实际年增长率为 2.5%，高于 2022 年的 0.9%，与发达市场 0.6%的年同比增长率相比，新兴市场的年同比增长率将达到 4.6%，重点关注东南亚、中东及非洲地区基建景气度，高质量出海是建筑企业适应当前国际经济形势的重要战略，同时也是企业提升国际竞争力、加强国际合作的关键途径。海外项目整体回款较好，毛利率水平偏高，2023 年国际工程板块境外毛利率同比提升 1.54pct，高于境内业务毛利率，常规海外 EPC 项目预付款比例为合同额 10%-15%，2023 年国际工程板块海外业务占比均值提升 5pct，垫资杠杆下滑 1.3pct，建筑企业出海或有望带动自身现金流的改善。同时合作海外优质业主有助于提升海外知名度，技术实力和商业模式巩固核心竞争力。推荐中材国际、北方国际、中钢国际、上海港湾和利柏特，建议关注中工国际。

风险提示：基建&地产投资超预期下行；国企改革提效进度不及预期；水利投资、重大交通基础设施进度不及预期；资金落实不到位；国际宏观环境恶化风险；测算具有一定主观性，可能会与实际值有所偏差。

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《建筑装饰-行业研究周报:下半年财政有望发力，推荐高股息央企蓝筹》2024-08-04
- 《建筑装饰-行业研究周报:推荐高股息央企蓝筹，关注专业工程景气回升》2024-07-28
- 《建筑装饰-行业研究周报:水利铁路投资高增长，关注专业工程景气回升》2024-07-21

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2024-08-06	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600039.SH	四川路桥	6.21	买入	1.03	1.09	1.22	1.35	6.03	5.70	5.09	4.60
600970.SH	中材国际	10.04	买入	1.10	1.24	1.44	1.66	9.13	8.10	6.97	6.05
601669.SH	中国电建	5.46	买入	0.75	0.86	0.98	1.14	7.28	6.35	5.57	4.79
601668.SH	中国建筑	5.43	买入	1.30	1.39	1.48	1.57	4.18	3.91	3.67	3.46
601117.SH	中国化学	7.32	买入	0.89	0.99	1.12	1.25	8.22	7.39	6.54	5.86
002541.SZ	鸿路钢构	13.76	买入	1.71	1.90	2.18	2.52	8.05	7.24	6.31	5.46
605598.SH	上海港湾	18.29	买入	0.71	0.87	1.09	1.40	25.76	21.02	16.78	13.06
605167.SH	利柏特	7.88	买入	0.42	0.54	0.69	0.85	18.76	14.59	11.42	9.27
601133.SH	柏诚股份	10.09	买入	0.41	0.51	0.65	0.79	24.61	19.78	15.52	12.77
603163.SH	圣晖集成	23.76	买入	1.39	1.65	1.99	2.42	17.09	14.40	11.94	9.82
300977.SZ	深圳瑞捷	16.16	买入	0.27	0.46	0.85	1.18	59.85	35.13	19.01	13.69
603018.SH	华设集团	8.90	买入	1.02	1.10	1.19	1.26	8.73	8.09	7.48	7.06
603357.SH	设计总院	8.59	买入	0.87	1.00	1.14	1.28	9.87	8.59	7.54	6.71
300284.SZ	苏交科	7.65	增持	0.26	0.31	0.35	0.41	29.42	24.68	21.86	18.66

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 基建展望：财政有望加码，支撑下半年景气延续.....	6
1.1. 回顾：基建进度偏缓，结构性特征仍较为明显.....	6
1.2. 需求端：水利投资持续加码，重视结构性和区域性机会.....	8
1.3. 资金端：特别国债“常态化”，专项债加速发行.....	14
2. 主线一：供需格局优化，央国企蓝筹高质量发展.....	18
2.1. 基本面保持较强韧性，龙头市占率持续提升.....	19
2.2. 国企改革纵深推进，看好央国企 ROE 提升.....	21
3. 主线二：围绕新质生产力方向，布局细分高景气赛道.....	24
3.1. 低空经济：政策驱动，关注基建设计企业高弹性.....	24
3.2. 洁净室：半导体、显示面板需求高景气，带动洁净室市场扩容.....	26
3.3. 设备更新：关注传统周期制造业的资本开支节奏.....	29
3.4. 智能机器人：钢结构切割焊接加速渗透，降本增效前景可期.....	31
4. 主线三：寻求新兴海外市场，关注高质量出海国际工程板块.....	33
4.1. 新签对外工程承包额实现较快增长，新兴市场基建需求旺盛.....	33
4.2. 千帆竞发聚焦高质量出海，提升建筑企业海外竞争力.....	37
5. 投资建议.....	43
6. 风险提示.....	44

图表目录

图 1：22 年以来广义/狭义基建累计增速（%）.....	6
图 2：22 年以来广义/狭义基建单月增速（%）.....	6
图 3：石油沥青装置开工率.....	6
图 4：挖掘机开工小时数.....	6
图 5：交通运输、仓储和邮政投资增速及细分项增速.....	7
图 6：水利、环境和公共设施管理投资增速及细分享增速.....	7
图 7：电力、热力、燃气及水的投资.....	7
图 8：各省“十四五”期间水利工程投资规划情况.....	11
图 9：十四五期间 15 个省市水利投资额分类.....	11
图 10：各省份 23 年交通计划总投资/23 年交通实际总投资/24 年交通预计总投资对比.....	12
图 11：2023、2024 年华东部分省份交通基建预计投资额.....	13
图 12：2023、2024 年中南部分省份交通基建预计投资额.....	13
图 13：2023、2024 年华北、东北部分省份交通基建预计投资额.....	13
图 14：2023、2024 年西北部分省份交通基建预计投资额.....	13
图 15：超长期特别国债预估投放领域清单.....	15
图 16：政府预期目标：地方专项债.....	15
图 17：24H1 地方专项债发行分省份统计（亿元）.....	16
图 18：24H1 地方专项债发行分月份统计（亿元）.....	16
图 19：2024 年新增专项债发行节奏.....	16

图 20: 按月份统计城投债发行额度统计 (单位: 亿元)	17
图 21: 八大建筑央企营收及新签订单市场份额变化	19
图 22: 八大建筑央企营收、利润及建筑业产值增速	19
图 23: 八大建筑央企收现比、付现比	22
图 24: 八大建筑央企营业现金比率	22
图 25: 发展低空经济的必要性	24
图 26: 2021 年中国洁净室工程下游需求占比	27
图 27: 2008-2028E 全球半导体资本开支及预测	27
图 28: 我国电子信息产业固定资产投资	28
图 29: 2023 年中国半导体产业投资项目分布情况	28
图 30: 2017-2023 年中国 OLED 产能预测趋势	28
图 31: 《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》实施路径梳理	29
图 32: 2013-2023 年我国铁路固定资产投资规模及增速	30
图 33: 2013-2023 年我国投产新线里程	30
图 34: 钢结构加工步骤	31
图 35: 90%产能利用率情况下机器人降本效果	32
图 36: 2023 年 1-11 月各地区新签合同额分布	33
图 37: 中国对外承包工程新签合同额及增速	34
图 38: 中国对外承包工程完成额及同比	34
图 39: 四大国际工程公司境内、境外有业务毛利率均值对比	38
图 40: 中材国际境内、境外毛利率对比	38
图 41: 北方国际境内、境外毛利率对比	38
图 42: 国际工程公司海外业务占比与垫资杠杆	39
图 43: 中材国际海外业务占比与垫资杠杆	39
图 44: 北方国际海外业务占比与垫资杠杆	39
图 45: 中工国际海外业务占比与垫资杠杆	39
图 46: 中材国际境内境外新签订单 (亿元)	40
图 47: 中材国际境内外营收及增速	40
图 48: 2018-2024Q1 上海港湾新签订单	41
图 49: 上海港湾核心竞争力分析	41
图 50: 2023 年 ENR 全球最大 250 家国际承包商上榜企业数量	42
图 51: 2023 年 ENR 全球最大 250 家国际承包商国际业务收入占比	42
表 1: 2024-2025 年基建投资分行业预测表	9
表 2: 23 年以来水利重点政策梳理	10
表 3: 各省 23/24 年交通口基建投资规划情况及 23 年实际完成	12
表 4: 2024 年超长期特别国债发行一览表	14
表 5: 2020-2024 年基建投资资金来源预测 (单位: 亿元)	17
表 6: 新一轮国企改革政策密集出台	18
表 7: 建筑央企季度订单同比增速统计	19
表 8: 建筑央企月度订单同比增速统计	20

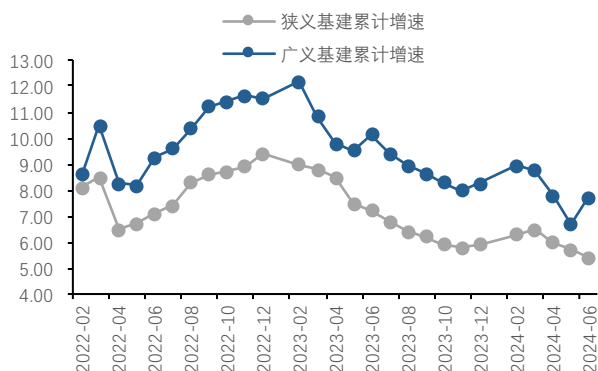
表 9: 地方建筑工期季度订单同比增速统计	20
表 10: 八大建筑央企 ROE 变化情况	21
表 11: 成本压降对代表性建筑公司潜在分红收益率的提振效果	22
表 12: 建筑企业股息率及估值分位情况	23
表 13: 通用机场建设市场空间测算	25
表 14: 太仓市民用无人机试飞基地建设和服务项目招标内容及金额	25
表 15: 低空经济相关标的梳理	26
表 16: 洁净室投资标的梳理	29
表 17: 十三五及十四五建筑节能与绿色建筑发展规划主要指标对比	30
表 18: 24-25 年中国钢铁行业长流程高炉改造市场空间测算	31
表 19: 东南亚部分国基建投资计划	34
表 20: 中东部分国家基建投资计划	35
表 21: 非洲部分国家投资基建计划	36
表 22: 俄罗斯投资基建计划	37
表 23: 中材国际海外业主客户梳理	40
表 24: 利柏特 2022 年以来新签大订单金额	41
表 25: 建筑央企与国际工程公司 ENR 全球最大 250 家国际承包商榜单排名	42

1. 基建展望：财政有望加码，支撑下半年景气延续

1.1. 回顾：基建进度偏缓，结构性特征仍较为明显

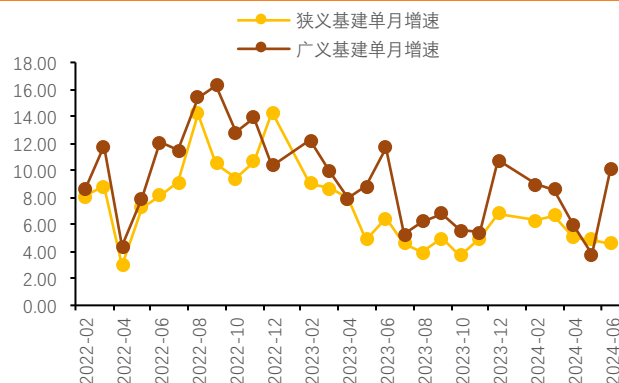
基建投资整体保持平稳，增速呈现环比回落的态势。从基建投资数据来看，24年基建投资保持平稳，1-5月广义/狭义基建增速分别为6.68%/5.70%，5月单月广义/狭义基建增速分别为3.78%/4.89%，增速整体走弱，6月狭义基建延续趋缓态势，单月增速4.61%，而广义基建增速反弹，单月增速达10.18%，反映出以中央投资主导的电力、热力、燃气及水的投资是当前基建投资的主要领域，狭义基建的走弱反映出传统基建领域的内生增长动能偏弱，6月PMI数据表现相对较弱，连续2个月跌落在荣枯线之下，基建相关政策落地较慢、财政支出整体进度偏缓导致了二季度的基建趋缓。

图 1：22 年以来广义/狭义基建累计增速 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

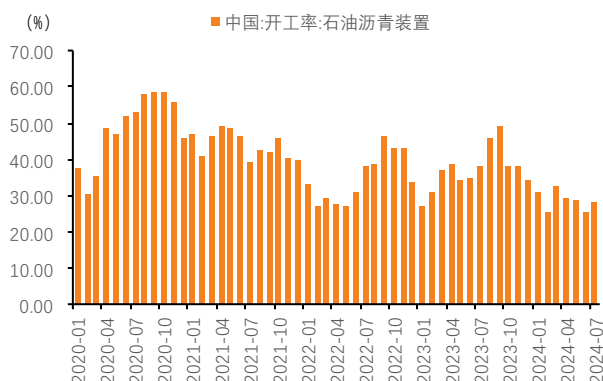
图 2：22 年以来广义/狭义基建单月增速 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

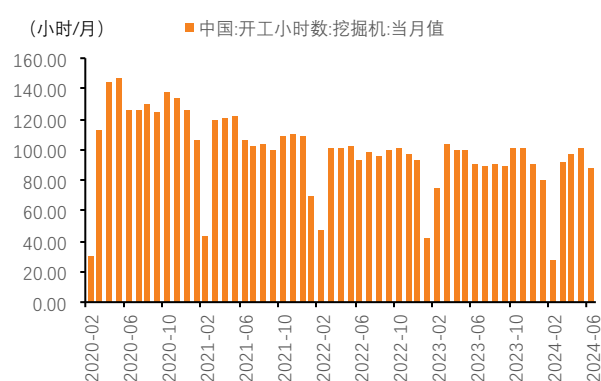
当前发改委项目审批进度偏慢，基建施工端数据亦处于低位。根据发改委的数据，24年1-4月，国家发改委共审批核准固定资产投资项目50个，总投资3207亿元，主要集中在高技术、水利等行业；其中，4月份审批核准固定资产投资项目20个，总投资1152亿元，对比23年数据，23年1-4月发改委共审批核准固定资产投资项目56个，总投资3784亿元，其中审批43个，核准13个，主要集中在高技术、能源、水利等领域。其中，4月份审批核准固定资产投资项目14个，总投资980亿元，今年发改委审批的固定资产投资金额不及往年同期。从基建施工链条的微观数据来看，当前石油沥青装置开工率和挖掘机开工小时数也处于历史同期较低位，表明实际的基建内生增长动能仍不足。

图 3：石油沥青装置开工率



资料来源：Wind，天风证券研究所

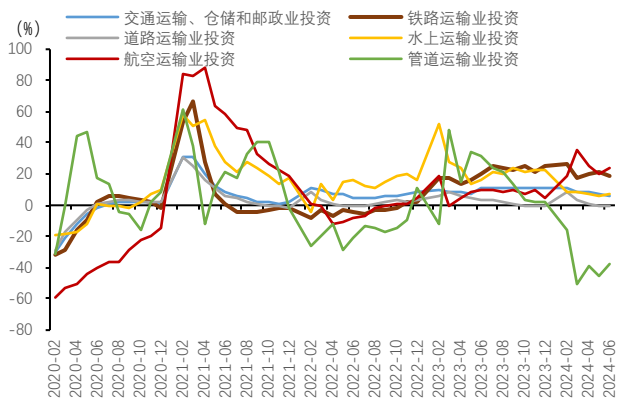
图 4：挖掘机开工小时数



资料来源：Wind，天风证券研究所

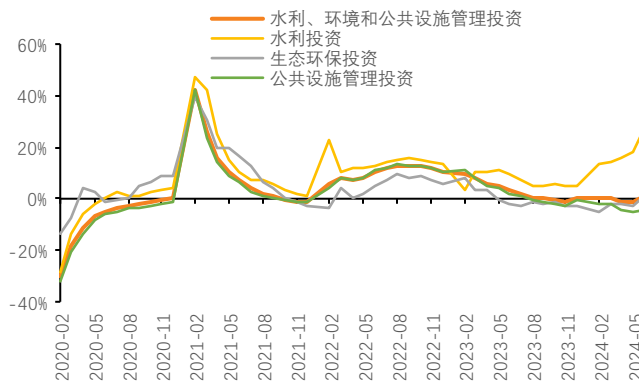
水利和铁路投资发力，能源类基建仍保持景气。从基建细分领域的数据来看，1-6月交通仓储邮政业投资同比增长6.6%，延续了22年以来平稳的趋势，十四五阶段，传统“铁公基”主导的时代逐渐向更高质量的基础设施建设发展切换，有效投资主导了本轮基建投资的需求。1-6月铁路运输业投资同比增长18.5%，6月单月同比增长11.7%，1-6月全国铁路完成固定资产投资3373亿元，同比增长10.6%，创历史同期新高。航空运输业投资同比增长23.7%，铁路和航空投资发力，1-6月水利环境公共设施投资同比增长0.7%，6月单月同比增长6.3%；其中水利投资同比增长27.4%，6月单月同比增长51.6%，增速环比提升27.3pct，水利投资持续发力。

图 5：交通运输、仓储和邮政投资增速及细分项增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

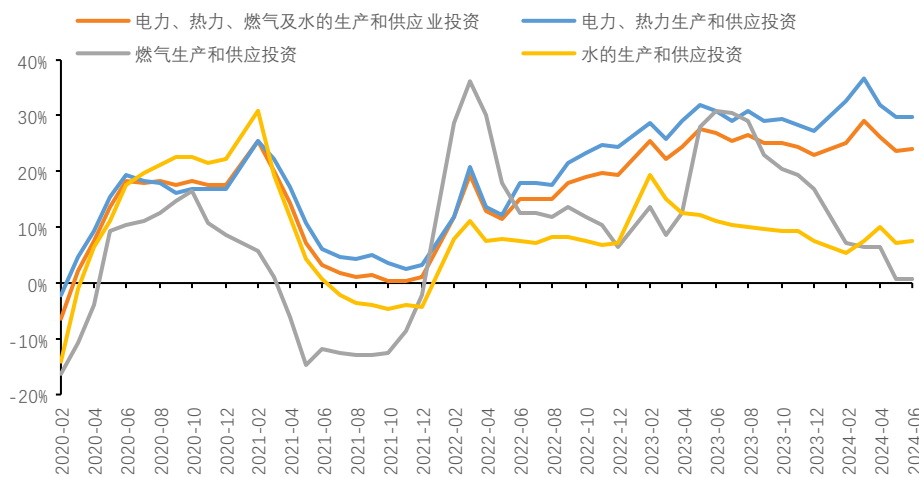
图 6：水利、环境和公共设施管理投资增速及细分项增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

“双碳”背景下，电网投资快于电源投资。从广义基建和狭义基建的差距来看，电力、热力、燃气及水的投资始终保持景气，1-6月电力、热力、燃气及水的生产和供应投资同比增长24.2%，其中电力、热力生产和供应投资同比增长29.9%，能源类基建投资自从21年底触底反弹后保持高景气。从电力投资的电源投资和电网投资数据来看，1-5月电网投资增速明显快于电源投资，电网投资增速为21.6%，电源投资增速仅为6.5%，过去几年风电和光伏的大力发展对于电网提出更高要求，与此同时“双碳”背景下，国家能源局推出的节能减排降碳政策也鼓励加大电网投资。

图 7：电力、热力、燃气及水的投资



资料来源：Wind，天风证券研究所

下半年财政端有望发力，经济增长动能有望复苏。总体来说，二季度基建增长出现边际放缓的态势，6月PMI回落至荣枯线之下，可能与财政支出较慢、政策传导偏缓有关，2024年《政府工作报告》提出：“从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，2024年先发行1万亿元。”中央提出连续几年发行超长期特别国债，此轮超长期特别国债或更突出“常态化”发行，超长期特别国债工作由国家发改委牵头，截至7月5日，财政部已发行7期次超长期特别国债，发行规模合计3080亿元。目前，2023年增发国债1.5万个项目已经全部开工建设，预计下半年对于基建实物量产生有力支撑，近期三中全会召开之后，锚定2035年基本实现社会主义现代化目标，重点部署未来五年的重大改革举措，我们判断后续政策会在短期防风险和稳增长、中长期改革之间做出动态平衡，经济增长动能有望复苏。

1.2. 需求端：水利投资持续加码，重视结构性和区域性机会

基建增速或逐渐回归平稳，重视基建结构性和区域性机会。考虑到当前地产实物量的景气复苏仍然缓慢，我们认为下半年经济的发展仍需要依靠基建的托底，万亿特别国债和专项债发行进度偏慢，表明下半年的政策仍延续对于基建发力的支持，中央财政扩张或成为下半年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7.88%/5.27%，其中结构性和区域性特征明显，真实需求主导的水利投资、铁路和航空等重大交通领域建设、城市综合管廊的确定性较高，结构性和区域性机会值得重点关注。

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：

根据中国公路网数据，23年1-9月中国公路完成固定资产投资21447亿元，同比增长4.3%，1-11月中国公路完成固定资产投资26487亿元，同比增长1.22%，24年1-5月中国公路完成固定资产投资9479亿元，同比下降10.44%，上半年公路建设受到高基数的影响，预计下半年公路建设有望在低基数基础上实现向上修复，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3%/3%。

根据国家铁路局数据，23年我国铁路投资完成7645亿元，同比增长7.54%，进入24年，铁路投资仍保持高强度，上半年我国铁路固定资产投资完成3373亿元，同比增长10.63%，我们预计24年全国铁路投资仍有望保持该趋势达到8%左右的增长，而25年铁路投资在高基数基础上维持5%左右的增长；机场建设在经历了2020-2021年超过10%的快速增长后，2023年机场投资完成1241亿元，增速仅为0.8%，24年机场建设加速，根据民航局数据，截至6月底，全行业完成固定资产投资615.2亿元，同比增长33.2%，民航局以推进“十四五”规划102项重大工程实施为重点，制定印发了《民航重大基础设施项目实施方案（2023年）》，我们预计24年民航建设有望恢复较高增长，预计增速保持10%左右；

水利投资角度而言，23年水利投资同比增长5.2%，考虑到万亿国债重点支持的领域即为水利投资领域之一，从24年上半年数据来看，1-6月水利投资同比增长27.4%，我们预计24年水利投资景气度仍有望较高，预计24-25年水利投资增速为22%/20%左右。

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，因此偏市政类的投资受到资金压制增速逐渐趋缓，而真实需求主导的能源基建、民生基建则是这几年的发展重点，电源、电网的建设支撑了广义基建的景气。

1-6月水的生产和供应投资同比+7.5%，预计24年全年有望维持上半年的增长趋势，保持8%左右的增长；1-6月燃气的生产和供应投资同比+0.6%，考虑到23年燃气投资基数较高，预计24-25年燃气投资同比增长4%/3%左右；1-6月电力热力生产供应投资同比+29.9%，预计24-25年有望保持高景气，预计增速为18%/15%；而在防风险的政策基调以及地方政府主导的公共设施管理类的投资仍受到资产掣肘和高基数的影响，1-6月公共设施管理投资同比-4.5%，预计下半年有望在低基数基础上实现修复，24-25年公共设施投资保持3%

左右的增长。

3) 生态环保及城市轨交：

1-6月生态环保投资同比+1.4%，考虑到下半年专项债加速发行，对于生态环保领域投资有望形成支撑，全年增速有望小幅回升至5%；城市轨交增速，由于wind不披露详细的单月和累计月份数据，22年轨交投资整体负增长，在低基数以及经济复苏的支撑下，我们预计23-25年的增速有望逐步恢复至21年的水平，保持5%/6%/6%左右的增速。

表 1：2024-2025 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	29087	29960
yoy	0.40%	2.62%	11.04%	6.92%	9.74%	-1.01%	3.00%	3.00%
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	1223	1231	1241	1365	1475
yoy	7.74%	3.49%	11.55%	13.05%	0.70%	0.84%	10.00%	8.00%
水利管理业（亿元）	9530	9663	10098	10229	11621	12225	14914	17897
yoy	-4.90%	1.40%	4.50%	1.30%	13.60%	5.20%	22.00%	20.00%
2.偏市政类								
公共设施管理（亿元）	69969	70179	69196	68297	75194	74593	76831	79136
yoy	2.50%	0.30%	-1.40%	-1.30%	10.10%	-0.80%	3.00%	3.00%
电力热力生产供应（亿元）	19342	19304	22585	23308	28972	36881	43520	50048
yoy	-12.30%	-0.20%	17.00%	3.20%	24.30%	27.30%	18.00%	15.00%
水生产供应（亿元）	6352	7426	9089	8707	9343	10053	10857	11617
yoy	15.30%	16.90%	22.40%	-4.20%	7.30%	7.60%	8.00%	7.00%
燃气生产供应（亿元）	2372	2802	3043	2976	3172	3702	3850	3966
yoy	6.40%	18.10%	8.60%	-2.20%	6.60%	16.70%	4.00%	3.00%
3.生态环保（亿元）	5466	7499	8144	7932	8408	8165	8573	9001
yoy	43.00%	37.20%	8.60%	-2.60%	6.00%	-2.90%	5.00%	5.00%
4.城市轨交（亿元）	5470	5959	6286	5860	5444	5716	6059	6423
yoy	14.87%	8.93%	5.49%	-6.78%	-7.10%	5.00%	6.00%	6.00%
广义基建投资（亿元）	176185	182049	188258	188654	210387	227722	245666	263644
yoy	1.79%	3.33%	3.41%	0.21%	11.52%	8.24%	7.88%	7.32%
（1+2+3+4）/广义基建	84.46%	84.44%	85.87%	85.88%	85.09%	82.76%	82.76%	82.76%
狭义基建投资（亿元）	145325	150848	152205	152814	167179	177042	186366	195968
yoy	3.80%	3.80%	0.90%	0.40%	9.40%	5.90%	5.27%	5.15%
（1+公共设施+3+4）/狭义基建	83.08%	82.33%	83.40%	83.12%	82.27%	77.85%	77.85%	77.85%

资料来源：wind 等，天风证券研究所

注：按照各行业拆分预测

水利投资政策加码，24 年大型水利项目投资超预期。近几年水利政策持续加码，2023 年水利建设完成投资 11996 亿元，在 2022 年首次迈上万亿元台阶基础上，再创历史最高纪录。今年以来，全国水利系统以灾后恢复重建为重点，全力推进水利基础设施建设。24 年 1-5 月，水利建设投资和实施项目均超去年同期水平。从落实投资看，全国落实水利建设投资 9246 亿元，同比增加 2743 亿元，增幅 42%。26 个省份落实投资超过 100 亿元，其中

河北、浙江、广东、四川、湖北、北京、安徽、河南等 8 省（直辖市）超过 400 亿元，有力保障了大规模水利建设资金需求。从实施项目看，全国实施水利项目 3.4 万个，比去年同期增长了 22.5%。特别是总投资 1 亿元以上的水利项目新开工 1340 个，比去年同期增长了 52%，24 年的水利项目成为支撑基建平稳增长的重要引擎。

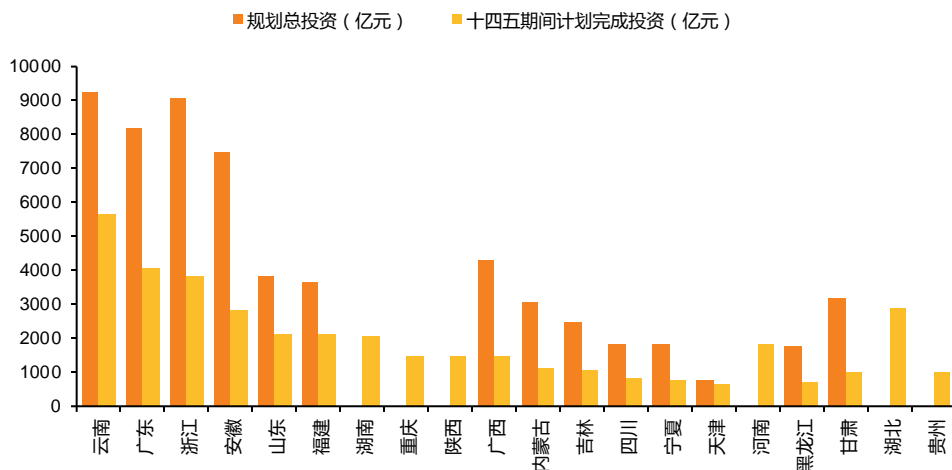
表 2：23 年以来水利重点政策梳理

时间	主要内容	政策来源
2023/2/1	加强水利工程配套水文设施建设，加快建立与防汛调度和国家水网相匹配的现代化国家水文站网，保障水利工程安全高效运行，推动新阶段水利高质量发展。	《关于推进水利工程配套水文设施建设的指导意见》
2023/3/10	要建立健全政银企合作机制，充分用好各类政策性开发性金融产品和金融支持水利优惠政策，用足用好地方政府专项债券和金融信贷资金；积极推进政府和社会资本合作（PPP）模式，采取多种方式支持社会资本参与灌区建设管护。	水利部办公厅关于组织开展深化农业水价综合改革推进现代化灌区建设试点工作的通知
2023/5/25	《纲要》规划了 2023-2035 年期间，我国水利建设的方向和发展目标。到 2025 年，建设一批国家水网骨干工程等；到 2035 年，基本形成国家水网总体格局，国家水网主骨架和大动脉逐步建成，省市县水网基本完善。	《国家水网建设规划纲要》
2023/10/24	增发 10000 亿元国债，支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设，包括骨干防洪治理工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动等；预计在 23 年安排使用 5000 亿元，结转 24 年使用 5000 亿元。	《关于增加发行国债支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的议案》
2024/4/1	到 2025 年，新建大型和重点中型水利工程普遍开展信息化基础设施体系、数字孪生平台和业务应用体系建设，实现对水利工程建设过程动态感知、智能预警、智慧响应，数字孪生工程与实体工程同步验收、同步交付。推进有条件中小型水利工程开展数字孪生建设。到 2028 年，各类新建水利工程全面开展信息化基础设施体系、数字孪生平台和业务应用体系建设，数字化、网络化、智能化管理能力显著提升。	《关于推进水利工程建设数字孪生的指导意见》
2024/7/11	会议指出，大力推进数字孪生水利建设，加快构建天、空、地、水、工一体化监测感知体系，以水利新质生产力推动水利高质量发展、保障我国水安全；要持续推进水利基础设施建设，加快增发国债水利项目实施，加快灌区现代化建设与改造，全面推行农村供水“3+1”标准化建设和管护模式。	水利部部委会会议

资料来源：水利部官网，创际工程网公众号，中国政府网公众号等，天风证券研究所

我们测算十四五期间各省份加总的水利计划完成投资额超 3.9 万亿元。我们对十四五期间水利投资规划进行了统计，我国已有 20 个省和直辖市对“十四五”期间水利工程投资额做出了相关规划部署，十四五期间计划完成投资额达 3.9 万亿元，相较“十三五”期间规划 2.43 万亿元投资额增加近 1.5 万亿元，同比增加 60.8%。但值得注意的是，20 个省份披露的水利投资项目的总体规划投资额合计预计可达 6.1 万亿元，若政策进一步加码，则十四五期间水利投资建设有望超预期。

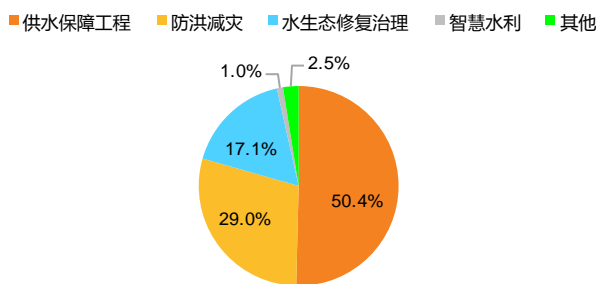
图 8：各省“十四五”期间水利工程投资规划情况



资料来源：各省市水利厅，各省市人民政府网等，天风证券研究所

从水利工程的投资方向来看，供水工程和防洪减灾仍占据主流，智慧水利重要性有所提升，重视农村水利的投资机会。从已披露十四五规划的投资项目分类上看，十四五期间水利投资主要聚焦四个大方向：防洪减灾、供水保障工程、水生态修复、智慧水利。供水工程和防洪减灾工程仍是十四五水利工程投资的主基调，分别占当前水利投资规划总额的50.4%/29.0%。此外，智慧水利被提及较多，个别省份如浙江、广东已将智慧水利单独列为水利工程的类别，22年农村水利投资“提速”明显。据财政部介绍，即将发行的万亿特别国债资金将重点用于八大方面：灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设，我们预计水利投资有望再次加码，与民生相关的重点水利工程有望提速。

图 9：十四五期间 15 个省市水利投资额分类



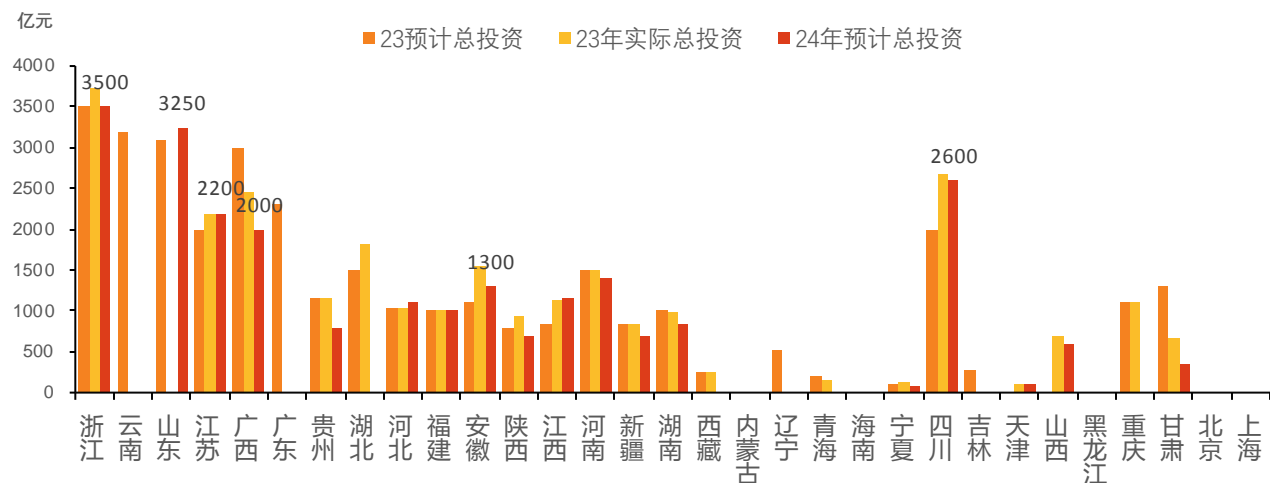
资料来源：各省市水利厅，各省市人民政府网等，天风证券研究所

注：不包括上文提及的 20 个省中的河南、黑龙江、甘肃、湖北、贵州，主要由于统计中未披露细分投资数据

经济发达区域基建仍保持高增长，重视区域性发展机会。2023 年各省交通基建规划完成情况良好，11 个省份完成了当年初制定的目标，安徽、四川和江西等省份实际交通基建增长超过预期 30%以上，债务风险较大的地区如广西、甘肃、青海等地完成情况较差。在 2024 年的投资规划中，浙江以 3500 亿的交通投资规划额继续位居首位，山东、四川、江苏和广西的 24 年交通总投资均在 2000 亿或以上。基数较高的省份中，四川省的 24 年交通投

资规划较 23 年增长 30%，江西 24 年的交通投资规划较 23 年增长 35%。12 个债务风险较大的省份交通投资目标较为保守，如广西、贵州、甘肃 24 年交通投资规划额较 23 年分别下滑了 33%、30%和 73%，下滑幅度较大。

图 10：各省份 23 年交通计划总投资/23 年交通实际总投资/24 年交通预计总投资对比



资料来源：各省人民政府门户网站，人民网，中国公路网，交通运输网站等，天风证券研究所

表 3：各省 23/24 年交通基建投资规划情况及 23 年实际完成

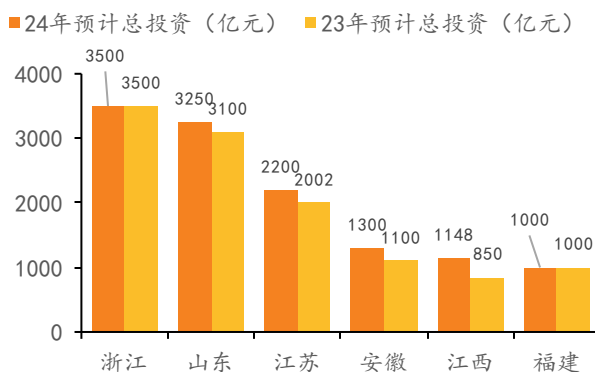
省份	24 年预计总投资 (亿元)	23 年实际总投资 (亿元)	23 年实际完成/23 年计划 -1	24 年规划/23 年实际完成 -1	24 年规划/23 年计划完成 -1	23 预计总投资 (亿元)	口径
浙江	3500	3734	7%	-6%	0%	3500	综合交通建设投资
山东	3250	3100			5%	3100	交通固定资产投资
四川	2600	2685	34%	-3%	30%	2000	公路、水路
江苏	2200	2200	10%	0%	10%	2002	交通建设投资
广西	2000	2456	-18%	-19%	-33%	3000	交通固定资产投资
河南	1400	1500	0%	-7%	-7%	1505	公路、水路
安徽	1300	1548	41%	-16%	18%	1100	交通固定资产投资
江西	1148	1138	34%	1%	35%	850	公路、水路
河北	1100	1040	0%	6%	6%	1035	交通固定资产投资
福建	1000	1022	2%	-2%	0%	1000	公路、水路
湖南	840	988	-1%	-15%	-16%	1000	公路、水路
贵州	800	1150	0%	-30%	-30%	1150	公路、水路
陕西	700	939	17%	-25%	-13%	800	综合交通建设投资
新疆	685	832	0%	-18%	-18%	832	交通固定资产投资
山西	600	701		-14%			公路、水路
甘肃	350	681	-48%	-49%	-73%	1300	交通运输固定资产投资
天津	100	115	12%	-13%			交通运输固定资产投资
宁夏	70	123		-43%	-36%	110	公路水路固定资产投资
云南						3200	综合交通建设投资
广东						2300	公路、水路
湖北		1819				1500	公路、水路
西藏		263	0%			263	交通固定资产投资

内蒙古				
辽宁			530	交通固定资产投资
青海	163	-22%	208.4	交通固定资产投资
海南				
吉林			278	交通基础设施投资
黑龙江				
重庆	1116	1%	1100	交通投资

资料来源：各省人民政府门户网站，人民网，中国公路网，交通运输网站等，天风证券研究所

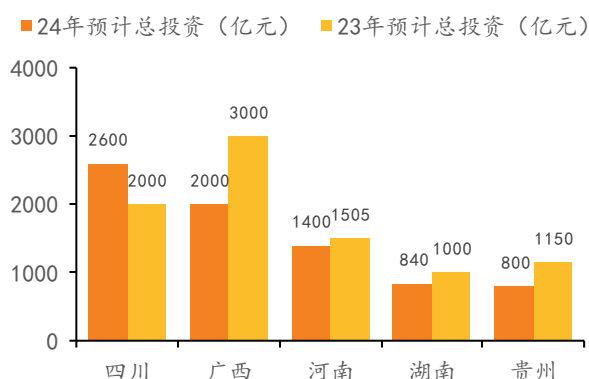
2024 年交通基建投资仍呈现南强北弱的特点，整体增速放缓。对比 2023 年投资规划和 2024 年投资规划的数据，江西、四川、安徽、江苏、河北、山东分别同比增长 35%、30%、18%、10%、6%、5%，浙江省与 23 年目标基本持平。参考浙江、安徽、四川、江苏交通基建投资的超额完成情况，我们预计 24 年这些省份交通基建投资仍有望维持较高景气度，区域建筑公司有望充分受益。债务风险较大的省份中，广西、贵州、甘肃 24 年的交通投资规划同比下滑较多，天津、宁夏 24 年交通基建规划较 23 年实际交通基建投资下滑了 13% 和 43%，我们认为这些地区 24 年或将以化债为主要目标，交通基建投资有望放缓。

图 11：2023、2024 年华东部分省份交通基建预计投资额



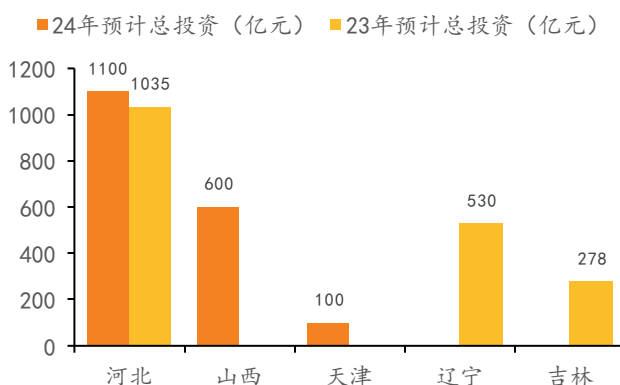
资料来源：交通与建设公众号，各省人民政府门户网站等，天风证券研究所

图 12：2023、2024 年中南部分省份交通基建预计投资额



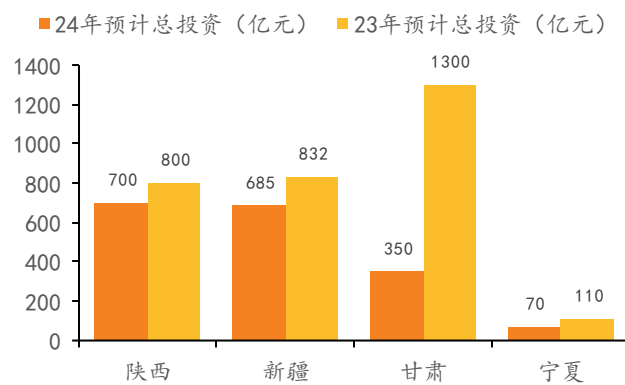
资料来源：新华网，交通运输网站，中国交通公众号等，天风证券研究所

图 13：2023、2024 年华北、东北部分省份交通基建预计投资额



资料来源：中国政府网，人民网，山西省人民政府网等，天风证券研究所

图 14：2023、2024 年西北部分省份交通基建预计投资额



资料来源：陕西日报公众号，中国一带一路网等，天风证券研究所

1.3. 资金端：特别国债“常态化”，专项债加速发行

特别国债“常态化”发行，中央财政扩张托底基建投资。2024年政府工作报告明确指出：“为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元”，资金用途从应对具体问题向全面投资建设转变。24年拟发行的1万亿元特别国债，期限分别为20年、30年、50年，首次发行时间为5月17日，11月中旬发行完毕。前三次发行特别国债的具体目的依次为1998年补充四大商业银行资本金、2007年注册成立中投公司管理外汇、2020年应对新冠疫情，而本轮发行超长期特别国债的目的是推进国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。这意味着未来的财政政策将更加积极，发行超长期特别国债将逐步成为我国进行全面投资建设的重要融资手段之一。

表 4：2024 年超长期特别国债发行一览表

期限（年）	招标日期	首发/续发
20	5月24日	首发
	6月19日	续发
	7月19日	续发
	8月14日	首发
	9月20日	续发
	10月18日	续发
	11月8日	续发
	5月17日	首发
	6月7日	续发
	6月21日	续发
30	7月5日	续发
	7月24日	首发
	8月2日	续发
	8月21日	续发
	9月6日	续发
	9月24日	首发
	10月11日	续发
	10月25日	续发
	11月15日	续发
	50	6月14日
8月9日		续发
10月16日		续发

资料来源：国务院，天风证券研究所

首批特别国债已开启审批，预计年内有望对基建投资形成有力支撑。超长期特别国债的申报要求遵守“重规划”、“前24”、“后21形24”，“禁超80”几项规定：1)重规划：原则上应为“十四五”规划、国务院及国务院有关部门批复的重点专项规划和区域规划或省级规划和相关实施方案中的重点项目；2)前24：新开工项目要求前期研究论证充分，具备一定的前期工作基础，原则上能够在2024年底前开工建设；3)后21形24：在建项目的开工时间应在2021年1月1日之后，能在2024年形成较大实物工作量；4)禁超80：已完工或投资完成额超80%的项目不得报送，考虑到特别国债的发行集中在5-11月，预计下半年特别国债有望对基建领域形成支撑。

特别国债的投向领域主要聚焦于粮食安全、能源安全、产业链安全、城市基础设施及保障

性安居工程配套基础设施、生态环境保护修复、交通物流重大基础设施、社会事业等。从支持领域对应的支持比例来看，支持城市供气、供水、排水、供热管道和设施新建及更新改造项目；支持城中村改造、保障性住房配套基础设施项目建设，东、中、西和东北地区均分别不超过项目总投资的 50%、70%、80%、80%。支持铁路项目建设，支持比例不超过项目总投资的 60%；支持公路项目建设，支持比例不超过项目总投资的 50%；支持港口和航道、国家大宗商品储运基地项目建设，相关港口和航道不超过项目总投资的 50%，国家大宗商品储运基地不超过项目总投资的 60%；支持运输机场新建、改扩建项目建设，枢纽机场不超过项目总投资的 45%、支线机场不超过项目总投资的 90%；支持物流重大基础设施建设，支持比例不超过项目总投资的 30%，中央财政资金对基建投资形成推动。

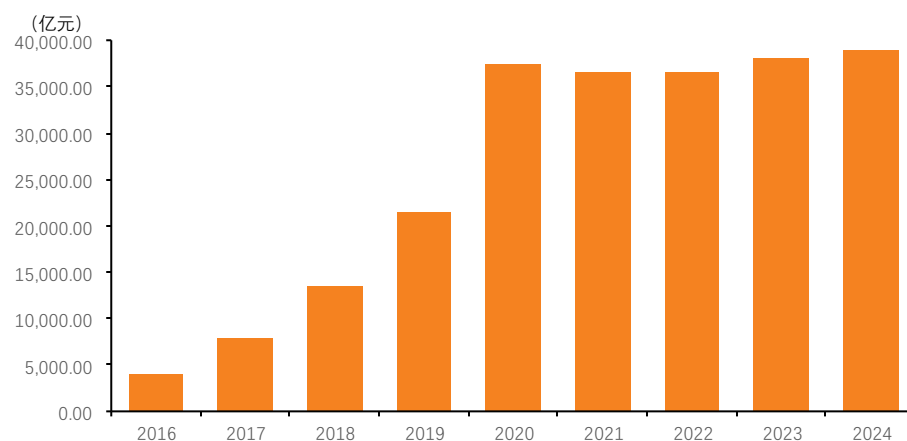
图 15：超长期特别国债预估投放领域清单

超长期特别国债预估投放领域清单
一、加快实现高水平科技自立自强
1、量子信息领域2、生物技术和种业和动植物保护4、科技基础设施和平台
二、抢占未来产业战略制高点
1、集成电路2、人工智能3、基础、工业软件国产化4、海底光缆5、空间技术6、商业航天7、卫星互联网系统建设
三、加快新型城镇化
1、育、就、医、养2、住房3、户籍改革
四、区域协调发展
1、京津冀能源安全保障提升工程2、京津冀地区生态环境治理提升工程3、京津冀交通一体化提质工程4、京津冀地区水安全保障提升工程5、京津冀生活物资保障能力提升工程6、国家安全工程
五、提升粮食和能源安全保障能力
1、高标准农田2、玉米大豆增产3、盐碱地4、大中型灌区5、引调水及水源7、海外资源开发8、中吉乌铁路9、早期人防工程安全隐患整治10、张承与京津冀通道路基建物资储备11、船队保障（离线报送）12、陆海通道13、能源资源运输通道
六、推动人口高质量发展
1、生育典范2、辅助生殖3、普惠托育4、高等教育5、创新人才培养6、中外办学7、优化学科结构
七、战略方向和重点领域国家安全
1、宽带无线集群2、应急广播3、城市地下管网4、灾后重建5、边境基础设施6、重点交通基础设施7、产业备份8、矿产资源保障9、物资储备（能源）10、物资储备（其他）11、物资储备（煤炭）12、物资储备（能力建设）
八、全面推进美丽中国建设
1、绿色低碳重大关键技术攻关和示范应用2、节能、降碳改造项目3、“双碳”标准4、气候变化适应5、三北防护林6、储备林7、森林防火装备8、资源循环再生9、标准体系10、重点生产设备、发输电设备11、符合条件的高效、职业院校12、文旅领域（观光游览设施、重点旅游景区、国家级旅游度假区、游乐园、公共文化设施）13、大中型医院医学影像14、电梯、供水、供热、供气15、物流设施提质增效和智能化

资料来源：中建政研西北分公司，天风证券研究所

24 年地方专项债额度达历史峰值。我们认为 24 年基建资金端整体呈现出“中央加杠杆，地方控杠杆”的局面，近年来由于地产景气下行导致的地方政府卖地收入明显收缩，专项债成为 2020 年来之后基建发展的重要助推力。从 Wind 数据来看，2020 年之后专项债新增限额出现明显提升，与此同时，政策引导专项债更多用于基础设施建设，如财政部要求 2020 年的提前批专项债不得用于土储和棚改。24 年政府工作报告中提及“赤字率拟按 3% 安排，赤字规模 4.06 万亿元，比上年年初预算增加 1800 亿元。预计今年财政收入继续恢复增长，加上调入资金等，一般公共预算支出规模 28.5 万亿元、比上年增长 1.1 万亿元，拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元、比上年增长 1000 亿元。”地方专项债的发行额度达到近十年最高峰。

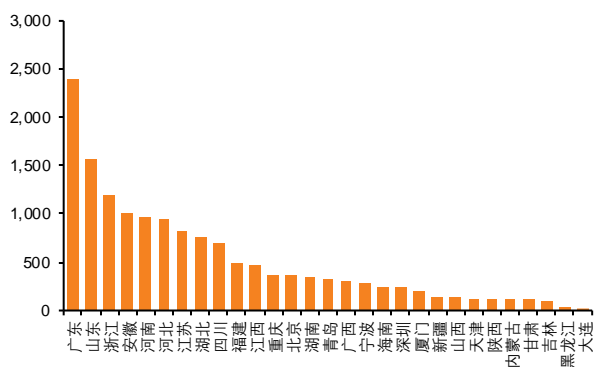
图 16：政府预期目标：地方专项债



资料来源：wind，天风证券研究所

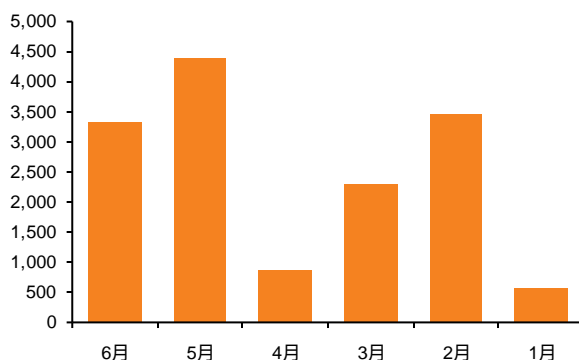
上半年专项债发行进度偏慢，经济发达强省发行额度领先。根据我们统计，1-6月我国新增政府专项债 14935 亿元，同比减少 8073 亿元，占全年新增专项债限额（3.9 万亿元）的 38.3%，6 月新增专项债 3327 亿元，环比减少 1057 亿元，从不同省份的数据来看，仅广东、山东、浙江和安徽四个省份发行专项债额度超过 1000 亿，进度明显慢于去年。**根据 Wind 最新统计数据来看，截止 7 月中旬，新增专项债发行额度为 15736.53 亿元，按照全年的发行额度进度来算约为 40%左右，整体进度明显慢于 22 和 23 年，**从各地已公布的三季度专项债发行计划看，7-9 月新增专项债或将迎来发行高峰期，截至 6 月底，28 个省份公布了发行计划，新增专项债计划发行 16051.3 亿元，专家表示，近期各地加快部署地方债发行工作，预计三季度将迎来地方债发行高峰，地方债发行规模或在 3 万亿元左右，较去年同期增加约 3000 亿元，财政支持力度进一步加大，增量政策工具有望出台。

图 17：24H1 地方专项债发行分省份统计（亿元）



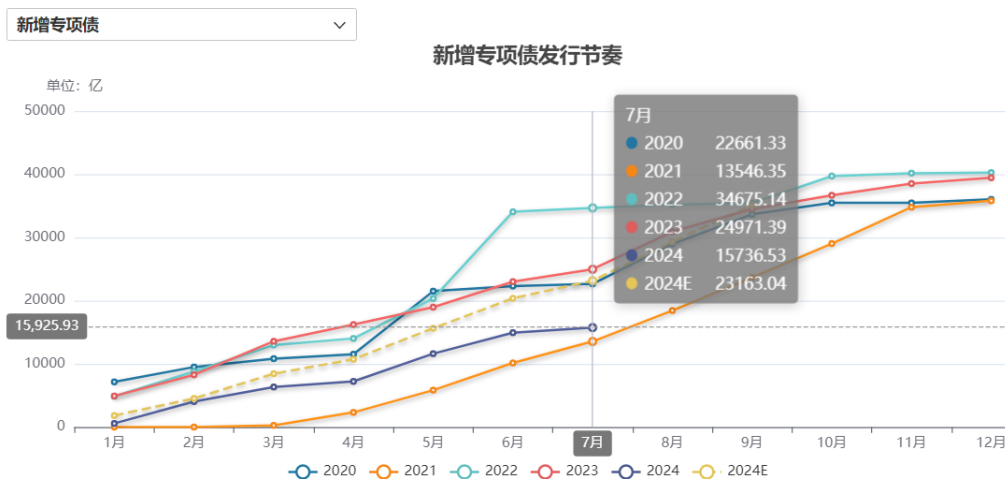
资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：24H1 地方专项债发行分月份统计（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2024 年新增专项债发行节奏

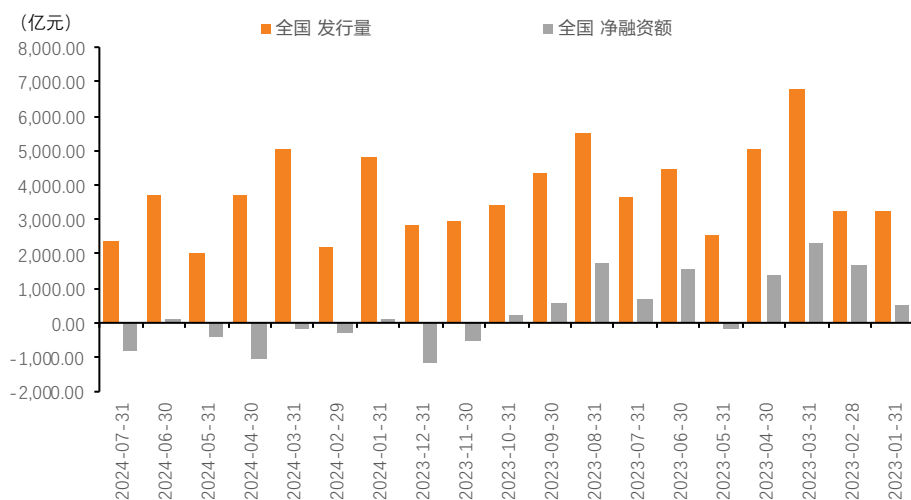


资料来源：wind，天风证券研究所

地方政府防范风险任务仍重，城投融资或仍维持低量。24 年 6 月，城投债新增融资监管依然严格，借新还旧比例维持高位，当月发行量 3683 亿元，环比增加但同比减少，净融资小幅转正，结束连续 4 个月净偿还态势。23 年 7 月 24 日中央政治局会议提出，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案，8 月 28 日十四届全国人大常委会第五次会议上财政部也明确表示要“妥善化解存量隐性债务，优化期限结构、降低利息负担，逐步缓释债务风险”。此前计划允许地方政府发行 1.5 万亿元特殊再融资债券，以帮助包括天津、贵州、云南、陕西和重庆等 12 个偿债压力较大的省份和地区偿还债务，我们认为从政策的角度而言，24 年地方政府仍以防范风险为主，土地市场转冷以及“一揽子化债”方案出台后，城投整体投资节奏有所放缓，城投债的配套资金或仍维持低量，总体而言，24

年“中央加杠杆、地方去杠杆”的趋势有望延续。

图 20：按月份统计城投债发行额度统计（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

综合来看，资金供给角度我们预计 2024 年广义基建投资实际到位资金或同比增长 8.71%，资金到位缺口有所收窄。我们通过拆分广义基建实际到位资金，认为在当前宏观政策背景下，基建投资的资金来源将主要来自国家预算资金（公共财政收入、特别国债、地方一般债）、银行贷款和自筹资金，近年政府性基金（国有土地出让收入和地方专项债）受到国有土地出让收入和影响，增速有所放缓，但是亦受到地方专项债增发额度增大的支撑。在《政府投资条例》等系列规定下，我们预计工程企业垫资和拖欠工程款等问题将得到一定改善，因此 2023 年基建实际到位资金与基建投资缺口（体现为本年应付款）或同比有所收窄，而 2024 年资金缺口或进一步收窄，从资金来源角度我们预计 2024 年全年广义基建投资同比增速 7.94%。

表 5：2020-2024 年基建投资资金来源预测（单位：亿元）

	2020	2020yoy	2021	2021yoy	2022	2022yoy	2023E	2023Eyoy	2024E	2024Eyoy
国家预算资金	33,434	29.55%	31651.05	-5.33%	43092.08	36.15%	56019.71	30.00%	70024.64	25.00%
国内贷款	21,156	-6.35%	21976.24	3.88%	22724.42	3.40%	23860.64	5.00%	24576.46	3.00%
自筹资金	86,629	5.22%	82,212	-5.10%	98066.42	19.28%	92798.75	-5.37%	92798.75	0.00%
（1）政府性基金	38,020	-0.11%	38939.07	2.42%	36621.47	-5.95%	37353.90	2.00%	37353.90	0.00%
（2）城投债	18,349	43.34%	19174.95	4.50%	23009.94	20.00%	25310.94	10.00%	25310.94	0.00%
（3）非标等	23,915	0.17%	22,719	-5.00%	26127.15	15.00%	28739.86	10.00%	28739.86	0.00%
（4）PPP	5,939	8.66%	378.75	-93.62%	386.33	2.00%	394.05	2.00%	394.05	0.00%
（5）其他债券	1,000	0.00%	1,000	0.00%	1,000	0.00%	1000.00	0.00%	1000.00	0.00%
利用外资	311	-37.87%	281.03	-9.61%	301.24	7.19%	325.34	8.00%	341.60	5.00%
其他资金	15,107	2.53%	14316.09	-5.23%	20348.07	42.13%	26452.50	30.00%	29097.74	10.00%
基建资金来源	156,636	7.31%	150,436	-3.96%	184,532	22.66%	199,457	8.09%	216,839	8.71%
本年应付款	30,990	-12.38%	38217.21	23.32%	25854.33	-32.35%	28297.56	9.45%	28990.85	2.45%
资金缺口占比	16.80%		20.26%		12.29%		12.42%		11.79%	
广义基建投资	188,258	3.41%	188653.66	0.21%	210386.56	11.52%	227754.50	8.26%	245830.05	7.94%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：按照资金来源预测

2. 主线一：供需格局优化，央国企蓝筹高质量发展

战略性政策持续细化工作部署，央企提质增效的工作加速落实。近年来，国企改革工作会议密集召开，2023 年中央企业经营层面的任务目标，由 2022 年的“两增一控三提高”变为“一增一稳四提升”，中央企业高质量发展指标体系——“两利四率”，被优化为“一利五率”。进入 24 年以来，上市公司市值管理考核首先被提及，2024 年是国有企业改革深化提升行动的关键之年、攻坚之年，2 月 27 日的国有企业改革深化提升行动 2024 年第一次专题推进会上提出要确保完成 70%以上主体任务，4 月发布的新国九条中明确提出强化上市公司现金分红监管、制定上市公司市值管理指引、研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系、引导上市公司回购股份后依法注销等，7 月二十届三中全会提出要深化国资国企改革，推动国有资本和国有企业做强做优做大，增强核心功能，提升核心竞争力，要开展国有经济增加值核算。我们认为，国企改革的战术性已基本明确，战略性政策持续细化，各央国企考核指标逐渐清晰，国企改革向纵深处推进，经营质量有望持续提升。

表 6：新一轮国企改革政策密集出台

时间	会议/报告	具体内容
2023/1/12	深化国资国企改革推进高质量发展	持续强化新一轮国企改革的组织领导，提高国有企业核心竞争力；着力加大国企科技创新工作力度；推进国有资本布局优化和结构调整，持续推动国有资本向重要行业和关键领域集中
2023/2/23	国新办新闻发布会	坚持“一个目标”即做强做优做大国有资本和国有企业，用好“两个途径”即提高核心竞争力、优化布局调整结构增强核心功能，发挥国有经济主导作用和战略支撑作用；实施新一轮国企改革深化提升行动，助力现代产业体系建设
2023/2/27	国企改革三年行动经验成果交流会议	永不停歇扎实做好国企改革重点工作，围绕提高核心竞争力和增强核心功能抓好重点改革任务，抓紧研究谋划新一轮深化国企改革行动
2023/2/28	中央企业提高上市公司质量工作专题会	统筹推进中央企业高质量上市，通过充分对接资本市场、助力稳定资本市场，为中央企业高质量发展提供坚实支撑
2023/3/3	国有企业对标世界一流企业价值创造行动启动会议	国有企业对标世界一流，要突出效益效率，加快转变发展方式；突出创新驱动，提升基础研究能力；突出产业优化升级，加快布局价值创造的新领域新赛道
2023/3/5	2023 年政府工作报告	深化国资国企改革，提高国企核心竞争力，坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理
2023/3/16	国企改革三年行动的经验总结与未来展望	以提高企业核心竞争力和增强核心能力为重点，深入推进战略性重组和专业化整合，发挥龙头企业优势
2023/4/17	2023 年度经营业绩责任书签订会议	国务院副总理张国清强调，国资央企要坚定不移做强做优做大，不断提高核心竞争力、增强核心功能，要围绕实现高水平科技自立自强，完善考核评价体系，突出战略导向，强化内在、长期价值导向，提升科技创新能力，从技术供给和需求牵引双向发力，加快推动关键核心技术攻关取得更多突破。
2023/6/14	中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会	会议指出，以上市公司为平台开展并购重组，助力提高核心竞争力、增强核心功能，同时要进一步增强责任感和紧迫感，锁定提高上市公司质量重点任务。
2023/9/26	央企提高上市公司质量暨公司治理工作专题会	中央企业要围绕完善上市公司治理、动态优化股权结构、提高信息披露质量、探索 ESG 新路径、依法合规经营等重点工作，推动央企控股上市公司治理和规范运作再上新台阶。
2023/11/7	中央全面深化改革委员会第三次会议	要完善国有资本经营预算制度，健全自然垄断环节监管体制机制。
2024/1/29	2024 年中央企业、地方国资委考核分配工作会议	2024 年各中央企业要推动“一企一策”考核全面实施，全面推开上市公司市值管理考核。
2024/2/27	国有企业改革深化提升行动 2024 年第一次专题推进会	2024 年是国有企业改革深化提升行动的关键之年、攻坚之年，要确保完成 70%以上主体任务。
2024/3/5	2024 年政府工作报告	深入实施国有企业改革深化提升行动，做强做优主业，增强核心功能、提高核心

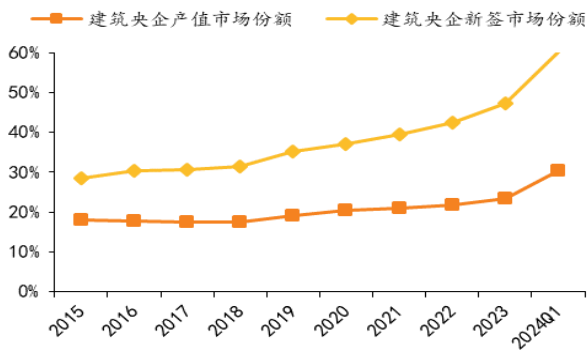
		竞争力。建立国有经济布局优化和结构调整指引制度。
2024/4/28	国有企业改革深化提升行动现场推进会	深入实施国有企业改革深化提升行动是推动国有企业加快培育和发展新质生产力的重要途径，要用足用好改革关键一招，为发展新质生产力提供澎湃强劲的新动能。
2024/7/18	二十届三中全会	要深化国资国企改革，推动国有资本和国有企业做强做优做大，增强核心功能，提升核心竞争力，要开展国有经济增加值核算。国有企业要打造原创技术策源地。要推进能源、铁路等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革。

资料来源：国资委官网、国资小新公众号、政府工作报告等，天风证券研究所

2.1. 基本面保持较强韧性，龙头市占率持续提升

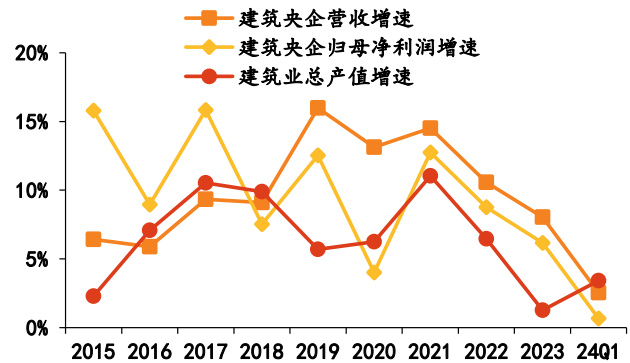
建筑央企业绩稳健增长，市占率集中趋势明显。建筑央企（含中国核建）近年来收入和利润增速高于建筑行业总体产值增速，自 2018 年之后，在基建投资增速下滑以及建筑业总产值增速放缓的背景之下，九大建筑央企的营收及净利润增速仍保持较高水平，（19-23 年建筑业总产值、九大央企营收、归母净利润 CAGR 分别为 6.4%、11.5%、7.9%），市场份额提升亦在加速，建筑央企营业收入市场份额从 2019 年 19% 提升至 23 年的 23%，24 年第一季度继续提升至 31%，新签订单市场份额从 2019 年 35% 提升至 2023 年的 47%，24 年第一季度继续提升至 60%。考虑到建筑央企扎实的内生增长动能以及融资和管理优势，同时新一轮国企改革聚焦于效率和科技创新，我们预计该集中趋势有望持续显现。

图 21：八大建筑央企营收及新签订单市场份额变化



资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

图 22：八大建筑央企营收、利润及建筑业产值增速



资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

从季度订单来看，2024 年一季度传统建筑央企订单景气有所回落，新能源、化工领域为代表的央企订单表现较为亮眼。24Q1 八大建筑央企新签订单同比+5.6%，增速有所回落，其中，传统基建央企里中国建筑、中国交建 24Q1 的新签订单同比增速仍然维持 10% 以上，中国中铁、中国铁建和中国中冶的订单同比增速放缓甚至转负，一季度基建投资（广义/狭义分别为+8.8%、+6.5%）保持较好增长，但传统建筑央企订单景气度有所回落，我们认为或许与较高的基建投资未能有效传导至上游实物产业端有关。而中国能建、中国化学一季度的订单增速分别为+24%、22%，提升较快，我们认为或与能源类基建、化工及海外订单进展良好有关。

表 7：建筑央企季度订单同比增速统计

上市公司	21FY	22Q1	22H1	22Q1-3	22FY	23Q1	23H1	23Q1-3	23FY	24Q1
中国建筑	12%	13%	14%	14%	13%	16%	10%	14%	11%	10%
中国中铁	4%	84%	17%	35%	11%	10%	5%	-9%	2%	-7%
中国铁建	10%	2%	26%	18%	15%	16%	2%	-3%	2%	2%
中国交建	19%	5%	17%	3%	22%	6%	11%	14%	14%	11%

中国电建	16%	7%	51%	48%	29%	30%	5%	6%	13%	3%
中国能建	51%	0%	10%	17%	20%	22%	21%	36%	22%	24%
中国化学	7%	90%	23%	37%	10%	1%	14%	21%	10%	22%
中国中冶	18%	14%	5%	7%	12%	2%	11%	5%	6%	-3%

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

从披露的月度订单来看，建筑央企订单表现分化明显。具体来看，建筑央企龙头中国建筑新签订单仍然维持两位数的增长，中国化学受益于化工品涨价逻辑新签订单加速提升，24M1 同比增速达 53%。中国中冶 24M1-5 新签订单同比下滑 6%，但受益于“一带一路”出海进程加快，24M1-5 海外订单同比增长 122%；中国电建 24M1-5 新签订单同比增长 7%，其中，能源电力类订单同比大增 28%，能源类订单的高增长表明中国电建的转型逻辑顺畅。

表 8：建筑央企月度订单同比增速统计

	中国中冶	中国建筑	中国电建	中国化学
22M1-12	12%	13%	29%	10%
23M1	-4%	12%	37%	-35%
23M1-2	-7%	27%	43%	-8%
23M1-3	2%	16%	30%	1%
23M1-4	4%	12%	11%	1%
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%

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

地方国企订单增速放缓，23 年以来地方国企的订单情况反映出基建的区域性特征愈发显著。从我们追踪的 12 家地方国企来看，23 年新签订单增速整体较 22 年有所放缓，其中，保持相对较快的有广东建工（+211%）、浙江交科（+123%）、浦东建设（+48%）、山东路桥（+29%）、四川路桥（+20%）、安徽建工（+14%）、隧道股份（+14%）。24 年一季度，受地方政府化债影响，地方国企新签订单整体放缓，24Q1 单季度订单表现较为亮眼的有山东路桥（+47%）、宁波建工（+16%）、上海建工（+14%），呈现出较为明显的地域差异。我们认为 24 年基建投资仍具备较强的现实需求，资金层面，我们预计三季度或将迎来地方债的发行高峰，财政支持力度有望逐步加大，地方国企新签订单或迎来逐步好转。

表 9：地方建筑工期季度订单同比增速统计

	22H1	22Q1-3	22FY	23Q1	23H1	23Q1-3	23FY	24Q1
广东建工	41%	72%	269%	622%	800%	554%	211%	-11%
浙江交科	19%	9%	241%	171%	128%	168%	123%	-19%

浦东建设	-11%	-8%	17%	80%	102%	78%	48%	-40%
山东路桥	-55%	-23%	-9%	170%	141%	32%	29%	47%
四川路桥	15%	30%	40%	101%	34%	31%	20%	1%
上海建工	-23%	-18%	2%	0%	26%	20%	-18%	14%
安徽建工	83%	69%	75%	17%	11%	7%	14%	1%
隧道股份	8%	7%	8%	7%	6%	7%	14%	7%
龙建股份	-24%	12%	81%	12%	14%	-7%	-32%	-21%
北新路桥	50%	11%	15%	-23%	-22%	-14%	6%	5%
重庆建工	6%	1%	17%	-19%	-17%	-22%	-24%	1%
宁波建工	4%	25%	8%	-29%	-31%	336%	-19%	16%

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

2.2. 国企改革纵深推进，看好央企 ROE 提升

提升盈利能力、周转能力或为建筑央企提升 ROE 的主要途径。2013-2020 年建筑央企 ROE 持续下行，主要受周转率和权益乘数下降影响，21 年以来 ROE 触底回升，国企改革推进建筑央企国企基本面改善的背景下，建筑央企国企 ROE 向上或有较好持续性。23 年开始国资委要求资产负债率保持稳定，我们认为建筑央企提升 ROE 的主要方法是在稳杠杆的情况下提升盈利能力和周转能力。

- 1) 盈利能力：24Q1 八大建筑央企归母净利率较 23Q1 同比下降 0.05pct，较 2023 年底提升 0.15pct，净利率自 2018 年下滑后开始企稳回升迎来转折，建筑央企的盈利能力有望迎来加速修复。传统业务领域通过激励机制改革激发内部增长潜力，提质增效。激励机制自上而下理顺后，部分地方国企通过压降成本、效率提升实现了利润和财报报表质量的显著提升，具有很好的借鉴作用，而新业务领域，业务转型有望打开利润向上的增长空间。我们认为建筑公司转型的优势主要体现在长期的工程施工服务中积攒的产线设计和工艺优化优势，而较低的初始投资和相对较低的资金成本，转型亦可优化建筑公司的财务报表质量和改善基本面。
- 2) 周转能力：24Q1 八大建筑央企资产周转率 0.15，较 23Q1 同比下滑 0.01 次。建筑行业所承接项目呈现单体体量大、生产周期长等特点。一方面 PPP 等投资模式加大企业前期投资规模，资产变重；另一方面投资运营类项目结算方式为向使用者收费，商业模式导致回收资金较 EPC 模式更慢、资金链更长，资产周转率更低。但同时，压减两金加快周转率仍为企业工作重心之一，两金周转预计延续稳步加快趋势；现金回收周期视角，保障农民工工资发放、清欠中小供应商欠款等，预计两个因素对现金循环周期进一步影响有限，后续现金循环周期或持续缩短。此外，REITs 市场推进节奏加快，资产盘活效果或逐步显现。

表 10：八大建筑央企 ROE 变化情况

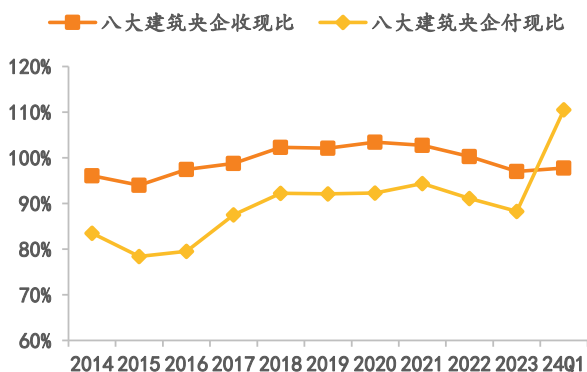
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1	24Q1 同比
平均 ROE	13.31%	12.60%	11.65%	11.99%	11.40%	11.15%	10.17%	10.33%	10.15%	9.78%	2.30%	-0.19%
资产周转率（次）	0.85	0.79	0.73	0.71	0.69	0.70	0.71	0.73	0.73	0.70	0.15	-0.01
归母净利率	2.41%	2.61%	2.69%	2.85%	2.81%	2.72%	2.50%	2.46%	2.43%	2.38%	2.53%	-0.05%
权益乘数	6.49	6.07	5.91	5.92	5.92	5.85	5.75	5.74	5.76	5.86	5.94	+0.02

资料来源：Wind，天风证券研究所

新一轮国企改革新增营业现金比率考核，我们认为随着国资委对现金流考核的重视，预计后续央企经营性现金流有望明显改善。国资委将营业现金比率列入考核指标，引导央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

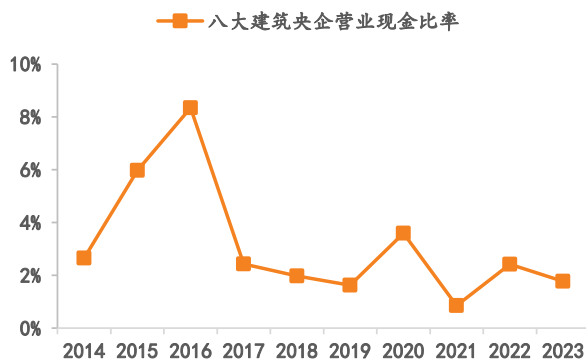
单列，有助于加快建筑央企价值发现。八大建筑央企 2020-2023 年收现比持续下降，23 年低于 100%，24Q1 收现比为 97.8%，同比下滑 0.4pct，付现比为 110.5%，同比提高 4.8pct。从营业现金比率的指标来看，2023 年八大建筑央企营业现金比率为 1.77%，同比下滑 0.64pct，我们认为随着国资委对现金流考核的重视，叠加二十届三中全会强调要深化国资国企改革、推动国有资本和国有企业做强做优做大，预计相关改革措施会在今年下半年加速推进，后续央企经营性现金流有望明显改善。

图 23：八大建筑央企收现比、付现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：八大建筑央企营业现金比率



资料来源：Wind，天风证券研究所

重视净利率的改善对于分红率的提振作用，“国九条”的颁布将进一步推动央企提高股东回报。传统建筑央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%，则中国建筑的潜在分红收益率有望从 5.01% 提升至 12.54%，成本压降对建筑公司潜在分红收益率的提振效果明显。2024 年 4 月，国务院发布资本市场新“国九条”，强化上市公司现金分红监管。对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示；加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率；增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。我们认为十四五阶段随着建筑行业空间趋稳，行业内龙头央企国企改革进度有望加快，叠加政策推动作用下，建筑央企或将进一步提升其分红水平。

表 11：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 (亿元)	23 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	1354.38	3.52%	7.72%
中国铁建	47.53	2.29%	85.35	1147.47	4.14%	11.58%
中国中铁	51.98	2.65%	94.76	1546.91	3.36%	9.49%
中国中冶	14.92	1.37%	47.54	644.50	2.32%	9.69%
中国建筑	112.98	2.40%	169.91	2255.80	5.01%	12.54%
中国化学	10.87	3.03%	13.44	460.01	2.36%	5.29%
中国能建	10.84	1.97%	30.45	896.36	1.21%	4.61%
中国电建	23.51	2.13%	45.71	942.27	2.50%	7.35%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据截至 2024 年 7 月 17 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%，23 年分红收益率=23 年现金分红/当前市值，潜在分红收益率=(23 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。

重视传统建筑央国企估值分位以及股息率的投资价值。从我们统计的建筑企业股息率角度来看，经过前期板块回调，当前部分传统建筑央国企股息率已经提升至具备一定性价比的位置，当前 A 股建筑企业中股息率达到 5% 的已经有 8 家企业，其中主要以传统低估值建筑央国企蓝筹为主。其中四川路桥、安徽建工、中国建筑的股息率分别为 7.31%、6.28%、5.01%，此外低空经济概念的华阳国际高达 9.13%。此前央国企蓝筹密集发布回购计划，考虑到今年保障 5% 的经济增长目标仍需依靠基建发力去支撑回暖，我们认为当前已经回调至较低估值的央国企值得重点关注。

表 12：建筑企业股息率及估值分位情况

	总市值 (亿)	23 年年报现金分红金额 (亿)	23 年归母净利 (亿)	23 年年报分红比例	股息率	PE_TTM	PE 分位	PB_LF	PB 分位
华阳国际	17.17	1.57	1.61	97.21%	9.13%	10.71	0.08%	1.31	0.38%
四川路桥	616.00	45.05	90.04	50.03%	7.31%	7.67	9.51%	1.45	38.41%
筑博设计	12.97	0.81	0.83	98.12%	6.28%	29.30	94.29%	1.07	0.79%
安徽建工	71.06	4.46	15.53	28.73%	6.28%	4.69	0.08%	0.73	0.59%
天健集团	74.74	4.67	15.17	30.79%	6.25%	5.34	5.34%	0.65	0.25%
汉嘉设计	13.21	0.77	0.11	702.72%	5.81%	316.99	94.18%	1.12	0.84%
三维化学	35.04	1.95	2.82	68.98%	5.56%	11.90	11.23%	1.36	1.31%
中国建筑	2255.80	112.98	542.64	20.82%	5.01%	4.14	10.29%	0.53	3.45%

资料来源：Wind，天风证券研究所

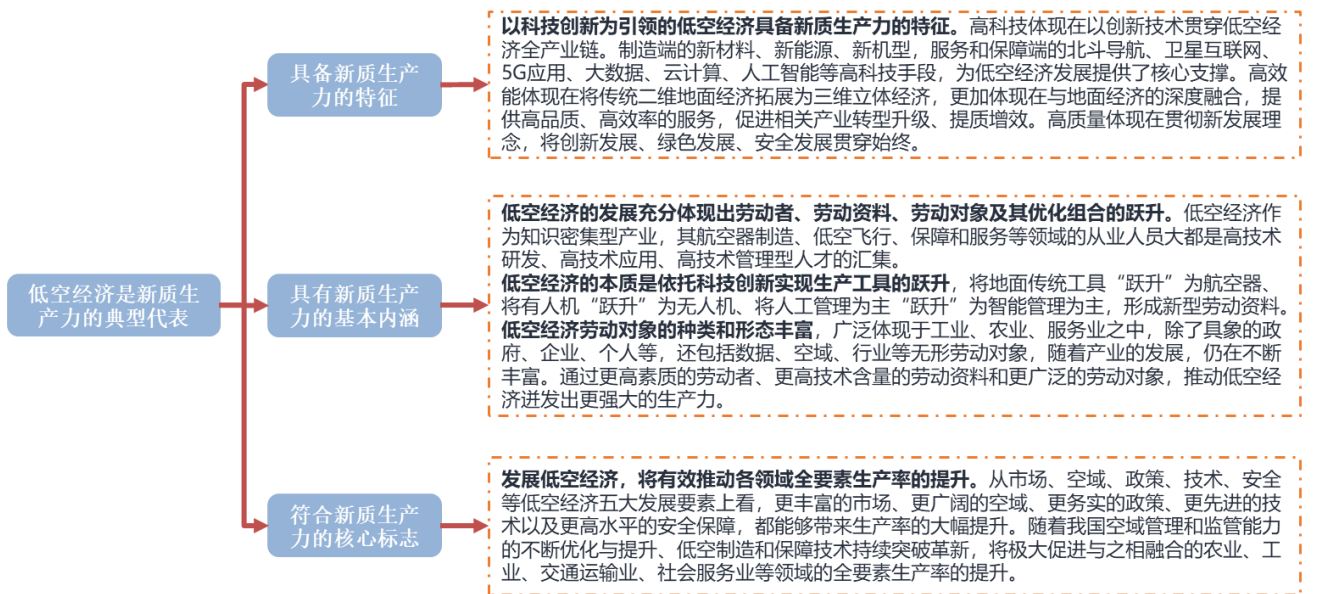
注：时间截止于 2024/7/17

3. 主线二：围绕新质生产力方向，布局细分高景气赛道

3.1. 低空经济：政策驱动，关注基建设计企业高弹性

低空域蕴藏大产业，顶层设计、政策先行。低空经济呈现出明显的新质生产力特征，随着空域改革逐步深化，低空经济发展显著提速，21 年低空经济概念首次写入国家级战略规划《国家综合立体交通网规划纲要》，24 年首次写入政府工作报告，7 月 18 日二十届三中全会通过了《关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，文件再次提及发展通用航空和低空经济。我们认为非管制空域划分为低空经济 eVTOL 试点运行及商业化落地奠定基础。低空空域的逐步放开也有望显著调动地方政府发展低空经济的积极性。随着国家层面定调，各地方省份也陆续出台政策快速跟进，北京、广东、安徽等 18 个省市已将发展低空经济写进了 2024 年的政府工作报告，当前深圳已经大范围出台相应补贴措施，我们预计政策层面给低空经济发展提供了较好支撑。

图 25：发展低空经济的必要性



资料来源：人民网，天风证券研究所

基础设施贯穿产业链始终，机场建设需求高景气。低空基础设施主要包括“设施网”、“空联网”、“航路网”和“服务网”。其中，通用航空机场是指专门为民航的“通用航空”飞行任务起降的机场，属于民用航空机场的一类，也是低空基础设施“设施网”的重要组成部分。低空的逐步放开，将为通用机场发展扫清障碍。将通用机场纳入综合交通基础设施建设，并依托通用机场发展通用航空产业，已成为各地政府的自觉意识和主动作为，未来 5-10 年大概率会是中国通用机场建设的高峰期。

我们测算到 24-30 年通用机场对应设计+施工年均市场空间有望达 1379 亿元，其中设计环节年均大约为 69-138 亿元。根据《全国通用机场布局规划》，到 2030 年，全国通用机场将达到 2058 个。至 2023 年末，全国已有通用机场共 449 个，同比增加 50 个，据此推算，则 2024-2030 年我国仍将新增约 1609 个通用机场（对比美国来说，美国通航机场非常普遍，截至 21 年已经拥有 1.9 万多个通用机场，而运输机场总数只有 600 多个）。如果按照前文计算的单个通用机场投资强度为 6 亿元计算，则 24-30 年对应的通用机场投资规模有望达到 9654 亿元，年均投资强度为 1379 亿元（含设计+施工）。若按照设计费占比 5%-10%进行估算，则对应的通用机场设计年均市场空间大约为 69-138 亿元。考虑到设计院可依托技术优势参与到通用机场的运维等环节，则潜在的市场空间可能更大。

表 13：通用机场建设市场空间测算

项目	数量
通用机场新增数量（个）	1609
单个机场投资强度（亿元）	6
新增通用机场投资规模（亿元）	9654
24-30 年均投资（亿元）	1379
按照 5%设计费计算	69
按照 10%设计费计算	138

资料来源：通航在线公众号，河南电子招标投标公共服务平台，中航通信息研究所公众号等，天风证券研究所

民用无人驾驶航空实验基地催生空域管理需求。2020 年，根据《民用无人驾驶航空试验基地（试验区）建设工作指引》要求，民航局批准首批共 13 个民用无人驾驶航空试验基地（试验区），2022 年 8 月 25 日，民航局为第二批 4 个民用无人驾驶航空试验区、3 个民用无人驾驶试验基地授牌。截至 24 年 3 月末，已累计批准建立民用无人驾驶航空 17 个试验区和 3 个试验基地，进一步催生了空域管理的需求。根据南京市民用无人驾驶航空试验区服务管理平台及核心区低空智联服务网上公开招标公告，项目招标价格为 4500 万元。

从空域管理的投资体量来看：以苏州太仓为例，太仓市无人机试飞基地位于城厢镇金仓湖公园景区，空域真高 300 米（含）以下，面积约 21 平方公里，内设太仓市无人机飞行服务中心、垂直起降类无人机起降区、固定翼无人机起降跑道等，可满足多旋翼、固定翼及其他机型无人机的试飞、训练和演示等活动的需求。其民用无人机试飞基地建设和服务项目招标金额为 2650 万元，2024 年 3 月 26 日，华设集团以 2635 万元价格中标该项目，工期为 60 天。如果按照 21 平方公里的管理面积对应 2635 万元投资额来算，每平方公里的投资强度大约为 125 万元。

表 14：太仓市民用无人机试飞基地建设和服务项目招标内容及金额

项目类型	金额（万元）
低空 5G 物联网能力建设设备	630
低空 5G 物联网能力建设服务	450
低空服务管理平台	950
配套设施建设	350
总体方案研究及其他服务	270
合计	2650

资料来源：苏州市公共资源交易平台官网，天风证券研究所

从订单层面来看，目前针对低空经济基础设施建设领域的公开招标项目主要包括三种形式：

- 1) **各地方省市针对低空经济实施方案展开的规划类招标。**这类订单的单体订单规模约为几百万元左右（如无锡市低空经济发展规划及实施方案中标金额约为 298 万元）。
- 2) **通用机场的建设设计。**如前文所述，平均单个通用机场的投资规模约为 6 亿左右（未考虑较小的起降点等其他飞行配套），一般以设计+施工为主，未来的建设规划相对明确。
- 3) **围绕低空经济而展开、包含机场建设在内的低空经济产业园。**这类订单的单体投资规模较大，多为几十上百亿不等（比如谷翼（河南）低空经济产业园一期中标金额 219.98 亿元、无锡丁蜀低空产业园总投资 50 亿元等），除了机场建设以外，一般还包含了航站楼、产业园区等 EPC 工程。

综上所述，我们认为设计院有望深度参与低空经济基础设施建设产业链。对于同时具备设计+施工双资质的设计院来说，这三类项目都能够参与竞标，并且有望凭借技术优势和先发优势，在订单中取得除了设计以外，包括施工、检测、运维等在内的较多份额。对于仅具备设计资质的设计院而言，既可以独立参与发包的设计标段，也可以与施工单位组成联合体承揽上述相关项目。需重点关注三类公司：

- 1) 具备资质优势、区位优势、项目经验的老牌基建设计检测企业：如华设集团、苏交科、设计总院、深城交等。
- 2) 机场投资建设运营企业（我们预计在补贴加持下，通用机场盈利能力有望随着低空飞行器的增加、航线开辟等而逐步改善）：如中化岩土。
- 3) 部分低空经济高景气省份的区域型地方建筑企业：如隧道股份、上海建工、安徽建工等。

表 15：低空经济相关标的梳理

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	PE(TTM)	PB(LF)	23 年收入结构
603018.SH	华设集团	59	8.5	1.2	勘察设计 59%，试验检测 10%，规划研究 9%
300284.SZ	苏交科	86	26.0	1.0	勘察设计及其他咨询服务 59%，工程咨询业务-检测业务 28%，项目管理 10%
603357.SH	设计总院	46	9.6	1.4	勘察设计 61%，设计施工总承包 34%，工程管理 4%
301091.SZ	深城交	101	63.8	4.6	大数据及智慧交通 41%，规划咨询 36%，工程设计与检测 23%
002542.SZ	中化岩土	25	-3.3	1.2	市政工程 43%，地基处理 34%，机场工程 19%
300732.SZ	设研院	24	39.0	0.9	工程设计、咨询及管理 81%，桥梁装配及其他 7%，工程总承包 7%
300989.SZ	蕾奥规划	26	60.1	2.5	规划设计 91%，工程设计 8%，其他 1%
600820.SH	中设股份	14	33.0	2.0	规划咨询及勘察设计 87%，总承包 12%，工程监理收入 1%
600170.SH	中衡设计	22	20.5	1.5	设计咨询 52%，工程总承包 27%，工程监理及项目管理 14%
600502.SH	隧道股份	207	7.1	0.7	施工工业 83%，设计服务 3%，基础设施运营 8%
002061.SZ	上海建工	194	12.2	0.6	房屋建设 87%，销售商品 6%，房地产开发 3%

注：数据截至 20240721

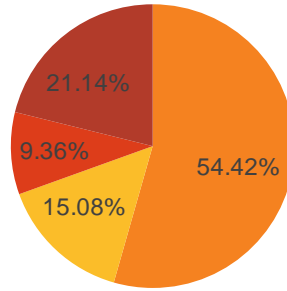
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 洁净室：半导体、显示面板需求高景气，带动洁净室市场扩容

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 26：2021 年中国洁净室工程下游需求占比

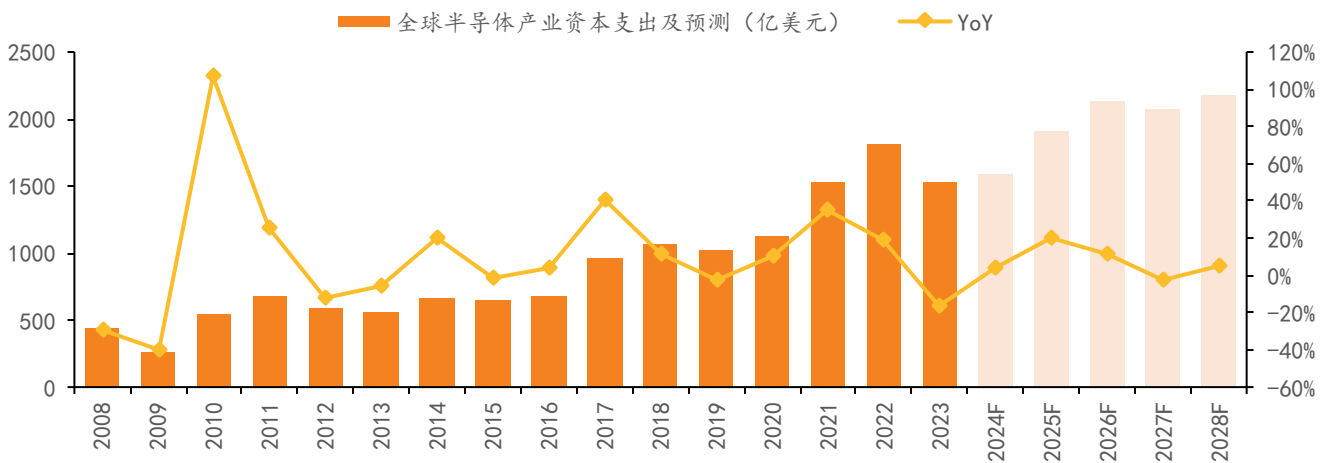
■ 电子 ■ 医药及食品 ■ 医疗 ■ 其他



资料来源：共研网，天风证券研究所

半导体行业资本开支周期大约在 3-4 年，2023-2028 年全球半导体资本开支 CAGR 可达 7.33%。从全球情况来看，近 20 年来半导体行业景气度持续上行，但同时我们也注意到行业内资本开支存在大约 3-4 年左右的周期性，我们预计一方面由于半导体单个项目的投资规模相对较大(中芯国际临港 10 万片/月的 12 英寸晶圆代工生产线项目总投资 573 亿元)，且项目建设周期相对较长(德州仪器将在美国犹他州李海(Lehi)建造 12 英寸晶圆厂，新工厂已在 2023 年下半年开始建设，最早 2026 年投产)，厂商于行业需求旺盛时集中投资，但在新增产能释放后可能因此导致供需错配。根据 Techinsights 公布的数据，预计 2024 年全球半导体行业资本开支规模大约为 1587 亿美元，同比+4%，24、25 年仍是全球半导体资本开支的高峰阶段，预计 23-28 年全球半导体行业资本开支增速或将达 7.33%。根据半导体行业观察公众号的数据来看，中国占全球(半导体)资本支出的一半左右，即 47.2%，或将意味着未来 3-4 年国内半导体行业仍处于景气上行阶段。

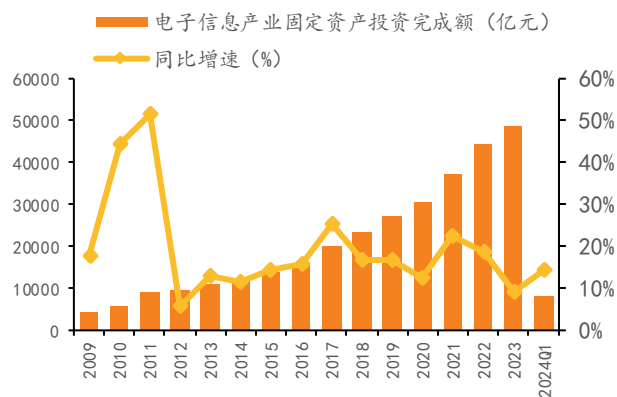
图 27：2008-2028E 全球半导体资本开支及预测



资料来源：Techinsights，天风证券研究所

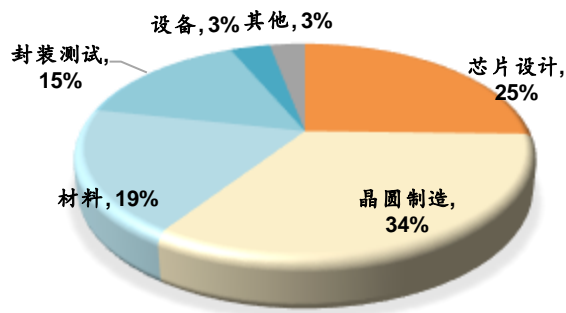
国产替代逻辑持续演绎，国内半导体行业投资有望继续加码。根据 CINNOResearch 统计数据显示，2023 年中国半导体项目投资金额约为 1.2 万亿人民币(含中国台湾)，同比下降 22.2%，其中投资资金主要流向晶圆制造，金额约为 3,962 亿人民币，占比约为 33.9%，同比增长 114.2%；芯片设计投资金额为 2,972 亿人民币，占比约为 25.4%，同比下降 37.5%；半导体材料投资金额为 2,232 亿人民币，占比约为 19.1%，同比下降 14.3%；封装测试投资金额为 1,773 亿人民币，占比约为 15.2%，同比增长 84.6%；半导体设备投资金额为 401.2 亿人民币，占比约为 3.4%，同比增长 18.6%。

图 28：我国电子信息产业固定资产投资



资料来源：Wind，天风证券研究所

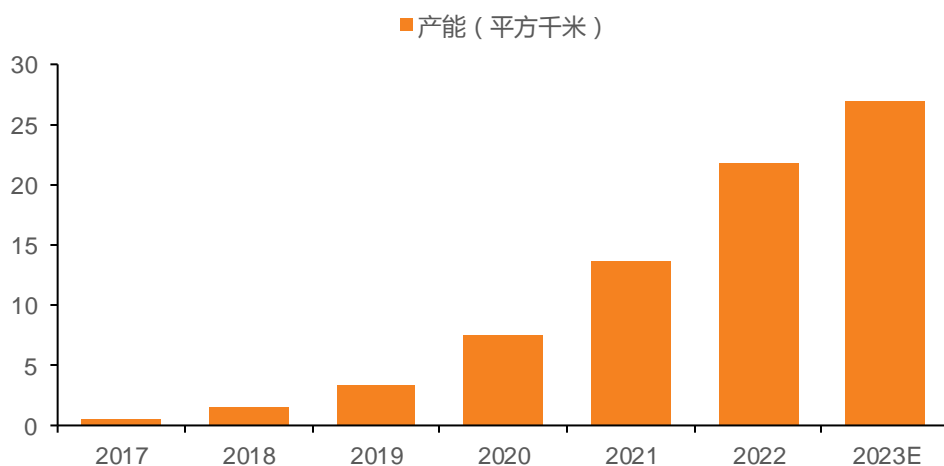
图 29：2023 年中国半导体产业投资项目分布情况



资料来源：CINNOResearch 公众号，天风证券研究所

OLED 显示面板厂商产能布局加速，国内面板企业投资约 1200 亿，预计带动洁净室建设需求 118-177 亿。2021 年，中国 OLED 产能达到 13.6 平方千米；2022 年，中国 OLED 产能约为 21.8 平方千米；据中商产业研究院估计，2023 年我国 OLED 产能将达 27 平方千米，2020-2023 年国内 OLED 产能 CAGR 为 53%，产能扩张较快。同时，京东方为积极抢占市场机遇，启动建设国内首条第 8.6 代 AMOLED 产线，生产线坐落在四川省成都市高新西区，总投资 630 亿元，设计产能每月 3.2 万片玻璃基板（尺寸 2290mm × 2620mm），主要生产笔记本电脑、平板电脑等智能终端高端触控 OLED 显示屏。维信诺积极响应 AMOLED 中尺寸市场需求，布局高世代 OLED 产线，与合肥市政府签署合作备忘录，官宣即将投资建设第 8.6 代柔性有源矩阵有机发光显示器件（AMOLED）生产线项目，项目预计总投资额为人民币 550 亿元，玻璃基板尺寸为 2290mm × 2620mm，设计产能为 32K/M。根据 KLC 环境科技的数据显示，洁净室施工占总投资比例 10%-15%，土建施工占总投资比例 6-10%，即国内头部显示面板厂商的建厂投资预计带动洁净室建设需求规模为 118-177 亿。

图 30：2017-2023 年中国 OLED 产能预测趋势



资料来源：中商产业研究院公众号，天风证券研究所

从产业链的角度，重点关注三类洁净室行业投资标的：

- 1) **实现洁净室工程全流程覆盖的规模化国有龙头企业**：比如深桑达下属的中电二和中电四公司，以及太极实业下属的十一科技等，这类企业的体量较大，并且业务布局相对较为全面，但盈利能力相对较弱，存在一定改善空间。

2) 侧重于部分高端细分赛道的民营企业：比如柏诚股份、圣晖集成、亚翔集成等，相较于第一类企业而言体量较小，但主要聚焦于高端的半导体及生物制药等洁净室工程的项目承接，盈利能力强、专业化程度较高，拥有较好的客户粘性。

3) 在洁净室空气净化设备层面持续布局的领先企业：比如再升科技、美埃科技等，主要聚焦于洁净室工程的空气净化过滤材料以及风机设备等。

表 16：洁净室投资标的梳理

证券代码	证券简称	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	备注
000032.SZ	深桑达 A	562.84	3.30	洁净室业务主要依托下属中电二、中电四公司开展，23 年末两家公司净利润合计达 16.15 亿元。
600667.SH	太极实业	393.77	7.30	洁净室业务主要依托子公司十一科技开展，2023 年末营收 348.1 亿元，净利润 6.6 亿元。
601133.SH	柏诚股份	39.80	2.14	23 年末收入占比：洁净室系统集成工程 57%，机电 29%，二次配 13%。
603163.SH	圣晖集成	20.09	1.39	23 年末收入占比：洁净室系统集成工程 76%，二次配 10%，机电安装 14%。
603929.SH	亚翔集成	32.01	2.87	23 年末收入占比：洁净室系统集成工程 94%。
603601.SH	再升科技	16.56	0.38	23 年末收入占比：空气清新机 59%，VIP 芯材及 AGM 隔板 39%。
688376.SH	美埃科技	15.05	1.73	23 年末收入占比：空气过滤器 86%。

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

注：数据截至 23 年末。

3.3. 设备更新：关注传统周期制造业的资本开支节奏

24 年 3 月 1 日国务院审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，将重点实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升“四大行动”。我们认为本轮设备更新存在“大范围，高标准，强补贴”三大特征，从建筑的角度，我们建议重点关注传统周期制造业的设备更新改造所带来的潜在投资机会：铁路设备更新、城市生命线工程、钢铁及陶瓷产能改造等。

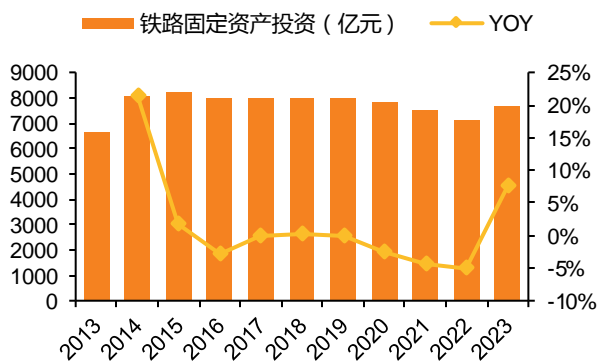
图 31：《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》实施路径梳理



资料来源：中国政府网，天风证券研究所

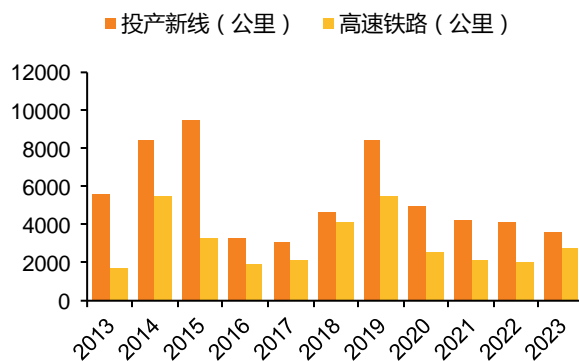
铁路：新线里程投运空间相对有限，设备更新需求或迎来向上拐点。14 年以来我国年均铁路投资在 8000 亿元左右，若十四五与十三五期间的投资强度持平，则 24-25 年均铁路固定资产投资需达到 8800 亿元，有望超预期。从资金流向来看，我们判断铁路新线投运里程的增长空间相对有限，应重点关注路轨、列控系统、铁路机车的更新改造，我们测算 24 年高铁扣件更新改造需求约为 1808 万套，同比增长 3 倍，此外列控系统、老旧内燃机车替换（年均 500 辆左右）以及动车高级或将迎来需求向上的拐点。建议关注铁科轨道、中国中车、铁建重工（机械覆盖）、思维列控、长青科技等。

图 32：2013-2023 年我国铁路固定资产投资规模及增速



资料来源：国铁集团，国家铁路局，交通运输部，天风证券研究所

图 33：2013-2023 年我国投产新线里程



资料来源：国铁集团，国家铁路局，交通运输部，天风证券研究所

建筑市政：城市更新持续推进，关注建筑节能改造需求。住建部印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》，分类推进建筑和市政基础设施设备更新。在建筑节能改造方面，以实现 20%建筑整体节能率为例，既有公共建筑节能改造投资成本约为 100~200 元/平方米，投资回收期为 2~8 年。我们测算 24-25 年 2 亿平方米建筑节能改造对应的设备、施工市场空间有望达 200-400 亿元。重点推荐城中村改造及旧改受益标的，华阳国际。

表 17：十三五及十四五建筑节能与绿色建筑发展规划主要指标对比

主要指标	十三五末	十四五末
既有居住建筑节能改造面积（亿平方米）	5	1
既有公共建筑节能改造面积（亿平方米）	1	2.5
建设超低能耗、近零能耗建筑面积（亿平方米）	0.1	0.5
城镇新建建筑中装配式建筑比例	15%	30%
新增建筑太阳能光伏装机容量（GW）	10	50
新增地热能建筑应用面积（亿平方米）	2	1
城镇建筑可再生能源替代率	6%	8%
建筑能耗中电力消费比例	-	55%
全国城镇绿色建筑占新建建筑比例	50%	100%

资料来源：住建部，中国政府网，天风证券研究所

钢铁：24-25 年长流程产能超低排放改造市场或达 855 亿元。钢铁业低碳改造进行时，资本开支力度持续加大，预计到 2025 年 80%以上的钢铁产能需完成超低排放改造。22 年申万钢铁行业资本开支达 1085 亿元，同比+10%，中性假设下，我们预计 24-25 年我国钢铁行业长流程改造市场投资规模约为 855 亿元。重点推荐技术、服务能力凸显的中钢国际。

表 18：24-25 年中国钢铁行业长流程高炉改造市场空间测算

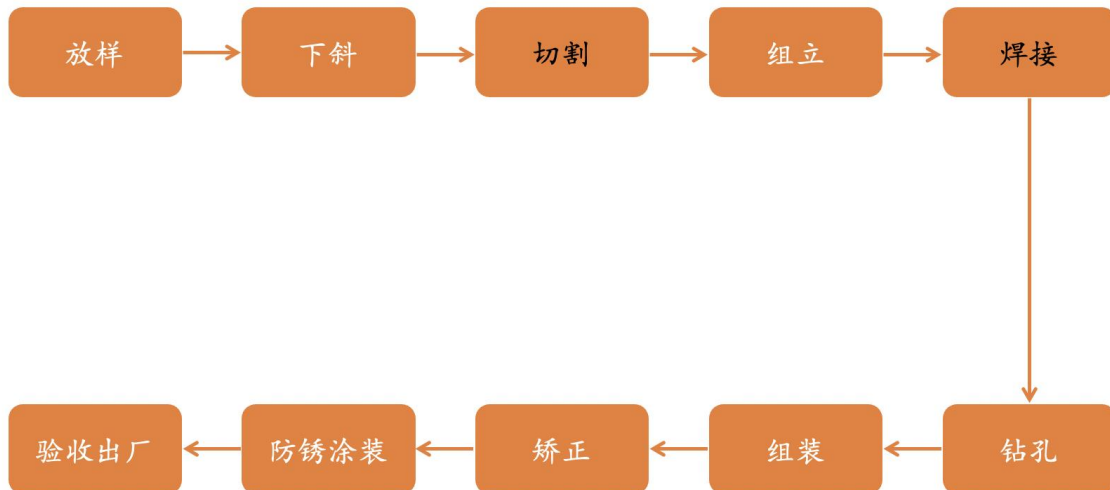
	改造比例	改造产能（亿吨）	改造市场（亿元）
悲观假设	75%	2.00	661.05
中性假设	80%	2.58	855.23
乐观假设	85%	3.17	1049.41

资料来源：《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》，Wind，世界金属导报，一夫科技公司官网，天风证券研究所

3.4. 智能机器人：钢结构切割焊接加速渗透，降本增效前景可期

钢结构智能化突破的核心在于切割和焊接环节，重点关注龙头企业成本压降效果及市占率提升空间。钢结构加工需经过下料切割、焊接、组装矫正、装配、打磨、抛丸以及表面防腐等多道工序，其中切割与焊接是将标准化的钢材转为工程所用构件的关键工序。切割作为焊接的前置工序，其切割精度对于后续的焊接及组装有较大影响，工序目前主要使用等离子设备，割缝较宽且尺寸误差较大，不利于后续的焊接组装；焊接工序目前仍以焊工手持焊机进行焊接为主，由于焊接工作环境差，因此焊工已然成为稀缺工种，提升了企业的用工成本，并且焊工水平高低不一难以保证批量化生产的焊接质量，因此我们认为未来焊接及切割的智能化转型是钢结构企业布局的关键。

图 34：钢结构加工步骤



资料来源：中金协装配式建筑分会公众号，天风证券研究所

机器人智能化程度提升对于人工的节约效果更加显著，同时机器人两班倒、三班倒的情况下有望带动产能利用率提升。我们在 2024 年 5 月 3 日外发的《鸿路钢构：出海&重钢订单支撑吨净利向上，智能化有望攻克“卡脖子”环节实现降本增效》报告中进行了详细测算，结论如下：

- 1) 在 90%的产能利用率以及中性假设 50%的工作量替代比例情形下，机器人一班倒、两班倒、三班倒的单条产线可以节约 11-12 个焊工，单吨成本下降分别为 65、103、110 元
- 2) 乐观情形假设未来焊接机器人替代的工作量比例提升至 70%，对应一班倒、两班倒、三班倒带来单吨成本下降分别为 92、130、136 元
- 3) 当需求复苏带来产能利用率提升，我们测算可得 100%、120%、150%的产能利用率以及机器人两班倒情况下，单条产线可节约 13、15、19 名焊工，对应单吨降本为 101、126、146 元。

图 35：90%产能利用率情况下机器人降本效果

测算前提	产能利用率	90% (无机器人)	90% (机器人一班倒)			90% (机器人两班倒)			90% (机器人三班倒)		
	焊工人数	23	23			23			23		
智能化	情景假设		悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
	机器人替代工作量比例		30%	50%	70%	30%	50%	70%	30%	50%	70%
	机器人工作效率		50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
	机器人代替焊工人数		7	11	16	7	12	17	7	12	16
	单线机器人数量		14	23	33	7	12	17	5	8	11
人工成本	焊工人数	23	16	12	7	16	11	6	16	11	7
	焊工单月工资 (元)		12000								
	焊工工资 (万元/月)	27.6	19.2	14.4	8.4	19.2	13.2	7.2	19.2	13.2	8.4
	机器人操作工数量		4	6	9	4	6	10	6	6	9
	机器人操作工工资 (元/月)		8000								
	机器人操作工工资 (万元/月)		3.2	4.8	7.2	3.2	4.8	8	4.8	4.8	7.2
设备折旧	合计 (万元/年)	331	269	230	187	269	216	182	288	216	187
	设备购买成本 (万元)		252	414	594	126	216	306	90	144	198
单线成本变动	折旧成本 (万元)		25	41	59	12	21	29	9	14	19
	单线工资+折旧 (万元)	331	294	272	247	281	237	211	297	230	206
单吨成本	单线成本变动 (万元)		-37	-59	-85	-50	-95	-120	-35	-102	-125
	单线产量 (吨/年)	9200	9200	9200	9200	9200	9200	9200	9200	9200	9200
	单吨折旧 (元/吨)	123	123	123	123	123	123	123	123	123	123
单吨成本降幅	单吨工资+折旧 (元/吨)	483	443	419	391	428	380	353	446	373	347
	单吨成本降幅 (元/吨)		-40	-65	-92	-55	-103	-130	-38	-110	-136

资料来源：柏楚电子公告，鸿路工匠公众号等，天风证券研究所

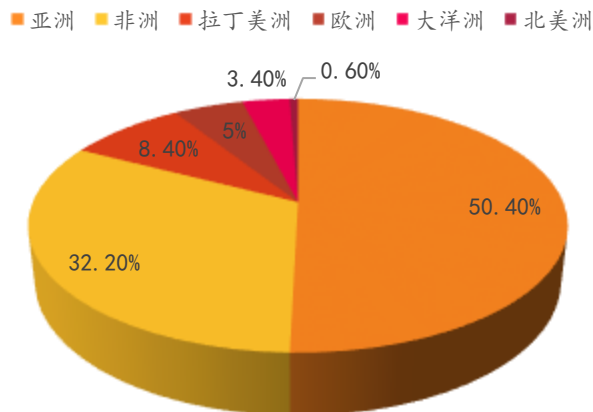
4. 主线三：寻求新兴海外市场，关注高质量出海国际工程板块

全球基建市场在 2023 年展现出稳健的增长，新兴市场将成为未来增长的主要动力。据惠誉解决方案预测，全球基建行业 2023 年的实际年增长率为 2.5%，高于 2022 年的 0.9%。从中期来看，2023-2027 年期间，全球基建行业的年均实际增长率将达到 3.2%，与 2010-2019 年持平。2023 年，新兴市场依然如 2022 年一样在全球基建行业增长中贡献突出，与发达国家 0.6% 的年同比增长率相比，新兴市场的年同比增长率将达到 4.6%。全球基建市场需求持续旺盛，特别是在东南亚和中东地区。东南亚基建需求旺盛，发展势头强劲。印尼 2023 年的基建规模达 903.4 亿美元。东南亚建筑市场规模估计在 2024 年为 5385 亿美元，预计在 2024-2028 年期间将以 6.2% 的复合年增长率增长。中东国家为摆脱对石油经济的依赖，纷纷推出国家计划，增强外资吸引力，推动非石油产业和现代化制造业发展，带动区域基建投资热情。海外基建需求旺盛，而高质量出海是建筑企业适应当前复杂国际经济形势、实现可持续发展的重要战略，也是企业提升国际竞争力、加强国际合作的关键途径。

4.1. 新签对外工程承包额实现较快增长，新兴市场基建需求旺盛

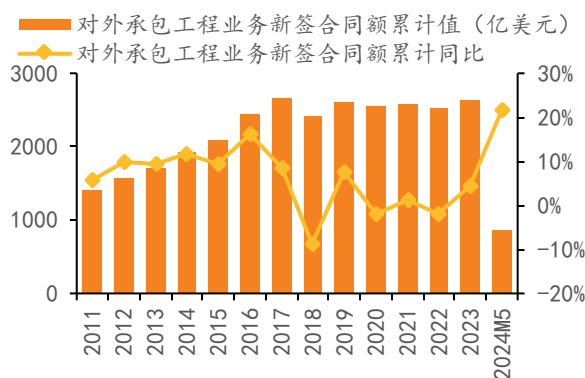
中国对外承包工程业务实现较快增长，海外需求增长强劲，亚洲、非洲占比较高。2024M1-5，中国新签对外工程承包合同额为 873 亿美元，同比+21.7%，对外承包工程累计完成额为 587.9 亿美元，同比+8.8%。从中国对外承包工程市场分布来看，2023 年 1-11 月，中国对外承包工程业务主要集中在亚洲和非洲市场。从新签合同额的市场分布来看，亚洲市场占当年新签合同总额的 50.4%，非洲市场占 32.2%，拉丁美洲市场占 8.4%，欧洲市场占 5%，大洋洲市场占 3.4%，北美洲市场占 0.6%。其中，新签合同额增量主要来自非洲市场和北美洲市场，两个市场新签合同额同比分别增长 7.8% 和 37.5%。从完成营业额的市场分布看，亚洲市场占当年完成营业额的 53.1%，非洲市场占 23.7%，欧洲市场占 10.4%，拉丁美洲市场占 8.2%，大洋洲市场占 3.9%，北美洲市场占 0.7%。其中，只有非洲市场的完成营业额较上年有所下降，其他市场均有不同程度增长，北美洲和拉丁美洲分别同比增长 14.1% 和 11.8%。从行业分布看，交通运输新签合同额占新签合同总额的 23.4%，一般建筑占 22.3%，电力工程占 16.5%，石油化工占 8.3%。完成营业额也呈相似的分布，上述四大领域完成营业额分别占完成营业总额的 26.7%、18.7%、13.6% 和 12.3%。

图 36：2023 年 1-11 月各地区新签合同额分布



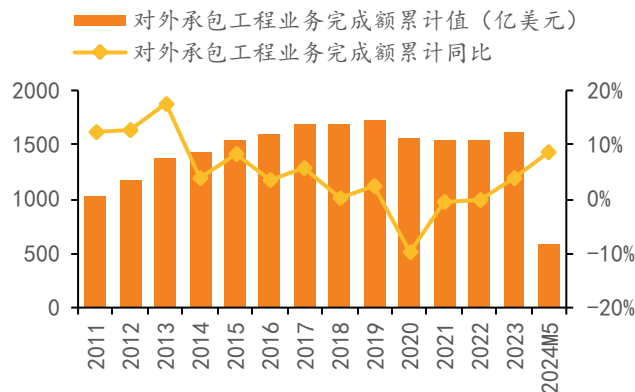
资料来源：商务部官网，鄂企聚航综合服务平台，天风证券研究所

图 37：中国对外承包工程新签合同额及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：中国对外承包工程完成额及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

东南亚地区基建目前呈现出旺盛的发展势头，区域内主要国家纷纷加大基建投资。

- 1) 印尼政府在 2020 至 2024 年间的投资额达到了 4297 亿美元，相较于 2015 至 2019 年的 3592 亿美元增长了 20%；预计到 2024 年，其市场规模将达到 957.8 亿美元，并在 2029 年进一步增长至 1262.7 亿美元，CAGR 为 5.68%。印尼迁都计划进一步刺激基建需求，第一阶段（2022-2024 年）预计耗资 325 至 340 亿美元。23 年 9 月由中国中车、中国通号、中国中铁、中国铁建、中交集团、中国电建等多家央企参与总投资约 60 亿美元的雅万高铁开通运行；同年 11 月由中国电建承建的印尼首个也是东南亚最大的漂浮光伏项目——芝拉塔漂浮光伏项目已实现全容量并网发电。
- 2) 新加坡计划到 2030 年将其轨道交通总长度增加至 360 公里；樟宜机场 T2 与 T5 的连接设施的总投资预计将超过 7.22 亿元，而大士港口的建设预计将耗资超过 200 亿新元。2023 年 10 月，隧道股份子公司隧道新加坡公司中标“新加坡樟宜机场 T2 航站楼连接设施外壳项目 CE036 标”，项目折合约 33.45 亿元人民币。
- 3) 泰国交通运输部为 2024 年的大型项目设定了 5700 亿泰铢的投资预算，并在未来十年内，基础设施建设的政府投资将不少于 5 万亿泰铢，其中 2024 年轨道投资将达到 5291.27 亿泰铢，公路投资达到 481.29 亿泰铢。23 年 7 月，中泰铁路一期土建工程 3-1 标段项目由中铁十局和意大利泰国工程公司 ITD 联合体承建，价值 93 亿泰铢（合 3.07 亿美元）。
- 4) 越南则计划在未来十年内投资 1600 亿美元用于道路、港口等基础设施的建设，且在 2021 至 2030 年间，铁路投资将达到 240 万亿越南盾。

东盟内部存在基础设施建设需求，根据亚洲开发银行的估计，到 2030 年东南亚经济体每年需要的基础设施投资额将达到 2100 亿美元。这主要得益于人口红利带来的需求增长，进而推动了交通、物流和公共服务的扩展。

表 19：东南亚部分国基建投资计划

国家	基建投资计划
印度尼西亚	<p>印尼政府在 2020-2024 年投入了 4297 亿美元 的基础设施投资，比 2015-2019 年的 3592 亿美元 增长了 20%；从未来预期来看，2024 年印度尼西亚基础设施行业市场规模估计为 957.8 亿美元，预计到 2029 年将达到 1262.7 亿美元，在预测期间（2024-2029 年）以 5.68% 的复合年增长率增长；</p> <p>铁路：计划 2020-2024 年新修 1287 公里 铁路网，到 2030 年印尼国家铁路网络目标扩展到 10524 公里；</p> <p>公路：计划 2020-2024 年新修 2500 公里 收费公路，3000 公里 道路，到 2024 年将高速公路总里程扩展至 4761 公里；</p> <p>港口：计划 2020-2024 年新修 12 座 港口；</p>

机场：计划 2020-2024 年新修 6 座机场。

迁都计划：分为五个阶段，于 2022 年启动，预计于 2045 年完成。2022 年至 2024 年是新首都建设的第一阶段，重点包括基本的城市建设、基础设施建设和经济建设。根据印尼财政部预测，第一阶段基础设施领域投资需求将达到 325 至 340 亿美元，其中仅 19% 资金将来自政府财政，

新加坡 **地铁：**轨道交通总长度预计在 2030 年增加到 360 公里，实现 3 条轨道交通新线路的运营；

机场：2024 财政年的发展开支预算中，为樟宜机场 T2 与 T5 的连接设施拨出了超过 7 亿 2200 万新元的资金，预计将于 2030 年代中期竣工；

港口：截止 2023 年大士港口第二阶段填海工程已完成 70%，第三阶段策划工作顺利展开，预计整个大士港口耗资超过 200 亿新元，计划在 30 年内分四个阶段发展，2040 年完工后有望成为世界上规模最大的全自动化集装箱码头。

泰国 交通运输部 2024 年大型项目投资预算超过 5700 亿泰铢；预计未来十年基础设施建设的政府投资将不少于 5 万亿泰铢，年均投资不少于 5000 亿泰铢（约合年均投资 139 亿美元）。

轨道：2024 年政府大型项目投资预算为 5291.27 亿泰铢，规划多条连接首都曼谷与主要大城市的高速铁路线路，计划 2036 年建成 2777 公里双轨道铁路线和 2457 公里标准轨距高速铁路线。

公路：2024 年财政大型项目投资预算为 481.29 亿泰铢。

越南 计划投资高达 1600 亿美元用于道路、桥梁、港口、机场和能源项目的建设。

公路：力争到 2025 年高速公路达到 3000 公里，至 2030 年为 5000 公里；2021-2030 年高速公路投资总额约为 306 亿美元，其中 2021-2025 年投资 144 亿美元，2026-2030 年投资 162 亿美元；

铁路：2021-2030 年，铁路领域基础设施所需投资高达 240 万亿越盾（约合 105 亿美元）。

马来西亚 据惠誉预测，2023-2032 年间马来西亚基建行业将以年均 4.7% 的速度增长。

资料来源：中伦文德胡百全联营律师事务所公众号、中国远洋海运 e 刊公众号，印度尼西亚国家中期发展规划，MSNEWS 等，天风证券研究所

中东基建热潮涌动，石油财富助力转型。根据经济合作与发展组织（OECD）的预测，从 2016 年到 2030 年，全球基础设施的年均投资需求将达到约 6.3 万亿美元，其中阿拉伯国家的需求预计将接近 1.26 万亿美元。沙特阿拉伯“2030 愿景”刺激基建需求，新未来城（NEOM）项目预计第一阶段将于 2025 年完成，花费 5000 亿美元；TheLine 项目预计 2030 年完工，耗资 10000 亿美元。23 年上半年中国电建新签沙特 NEOM 桩基项目 5、6 号订单；同年 10 月，中国建筑成功获得了沙特阿拉伯 NEOM 新城交通隧道（山区部分）二、三标段项目，金额高达 78.6 亿元，是沙特最大的交通运输和公用基础设施项目。此外，中国建筑组成的联合体在 24 年 7 月签约沙特历史名城德拉伊耶的开发项目，合同价值 78 亿里亚尔（约合 20 亿美元）。沙特还在能源和交通领域进行重点建设，包括光伏领域的发展以及城市间公路和铁路网的扩展，沙特能源部长阿卜杜勒阿齐兹·本·萨勒曼表示，到 2030 年，沙特阿拉伯将在低碳能源项目上投入约 2700 亿美元。与此同时，阿联酋通过《迪拜 2040 年城市总体规划》，大幅增加了对绿色区域和清洁能源的投资。2024 年 7 月，中国电建组成的联合体签订了阿布扎比 PV3 阿吉班 1.5GW 光伏项目 EPC 合同，合同金额约为 7.55 亿美元，折合人民币约为 53.84 亿元。石油美元为这些庞大的基建项目提供了必要的资金支持，推动了中东地区的经济增长。

表 20：中东部分国家基建投资计划

国家	基建投资计划
沙特阿拉伯	<p>预计 2030 年前沙特投融资总额将超过 3.2 万亿美元，刺激交通、水务、能源和房建等多个领域的基建需求增长。</p> <p>公路：计划未来五年建设总长为 6400 公里的高速公路，将 4.9 万公里单线公路改造升级为复线公路，并平整 14.4 万公里的土路；</p> <p>铁路：预计 2024 年将推进全长 2000 多公里大陆桥铁路网项目，包括 6 条铁路线和 7 个物流中心，总投资 266 亿美元；</p> <p>航空：计划在 2030 年前投资约 1500 亿美元，将沙特打造成全球航空枢纽；</p> <p>水利：自 2024 年起，计划启动 7 个独立海水淡化厂项目和 4 个独立输水管道项目，同时还公布了 10 个新的独立战略水库（ISWR）项目和 6 个新的废水处理项目，计划到 2027 年规划中小型城市污水处理项目设施超过 140 座；</p> <p>能源：计划到 2030 年实现 58.7GW 的可再生能源装机目标；</p>

房建：计划在 2021-2030 年将国民自有住房比例从 60%提高到 70%，预计沙特住房计划的年投资将达到 200 亿美元。

阿拉伯联合酋长国发布《迪拜 2040 年城市总体规划》，该计划完成后将实现的预期目标和成就：1) 绿色和休闲区域增加 150%；2) 增加 2 个额外的主要城市中心；3) 公共海滩总长度增加 400%；4) 接待和旅游活动空间增加 134%；5) 教育和卫生服务设施用地增加 25%；6) 迪拜本地国民用地 17 亿平方英尺。

能源：未来七年能源领域投资 1500 亿至 2000 亿阿联酋迪拉姆（约合 410 亿至 540 亿美元），清洁能源在全国能源结构占比将提高到 30% 的目标。

资料来源：见道网，诺德海外服务、中东北非工程基建、中国工业报公众号等，天风证券研究所

非洲各国基础设施建设水平不断提升，但整体水平仍相对落后，对于基建改善的现实需求较强。非洲开发银行发布的报告显示，目前非洲仍有约 6 亿人用不上电；非洲大陆铁路总里程约 8.4 万公里，且较集中于北部和南部非洲；非洲道路超过一半是非硬化道路，公路交通承担着 80% 的货物运输和 90% 的旅客运输；非洲互联网普及率为 46.8%，远低于全球平均水平。埃及计划到 2035 年将可再生能源占总能源比重提升至 42%，并对陈旧的铁路系统进行升级，目标是将铁路货运量占比提高至全国货运总量的 20%。此外，埃及还计划提高内河航运量占货运总量的比例至 5%，并新建和扩建多个港口。据 FitchSolutions 预测，埃及基建行业在 2024 至 2027 年期间年均增速将达到 7.4%。尼日利亚也在大力推进基础设施建设，2024 年总统提努布批准了重燃希望基础设施发展基金（RHIDF），以弥补每年 250 亿美元的基建资金缺口。根据惠誉预测，尼日利亚的交通基础设施行业在 2024-2033 年期间将保持年均 4.5% 的增长速度，而能源和公共事业基础设施行业在同期将以年均 4.5% 的速度增长。2024 年年初，耗资 32 亿美元、全长 1443 公里的尼日利亚东线铁路（哈尔科特港-迈杜古里线）修复改造工程已经重启，该项目由中土尼日利亚有限公司承建。此外，尼日利亚计划到 2025 年将 400 亿美元的私人资本投资引入数字基础设施建设。2023 年 1 月，中材国际及尼日利亚子公司签订《Dangote 尼日利亚奥贡州伊托里 2 条日产 6000 吨熟料水泥生产线总承包合同》，项目金额为 4.02 亿美元。非洲是中材国际传统市场和重点区域，在埃塞俄比亚、尼日利亚、摩洛哥均有新项目签约和启动；2023 年新签非洲订单 75.21 亿元，占总订单的 27.37%。

表 21：非洲部分国家投资基建计划

国家	目标
埃及	<p>能源：计划到 2035 年实现可再生能源占总能源比重升至 42%；</p> <p>铁路：埃及铁路系统设备整体陈旧，国家铁路局运营的干线线路中，约 85% 的铁路信号系统尚未实现自动化，整体铁路系统亟待改造升级，计划将铁路货运量占比提高至全国货运总量的 20%；</p> <p>港口和航运：将内河航运量占货运总量比例提高至 5%，未来新建港口以及 Dekheila、AbuQuir 和 Said 等现有主要港口升级扩建蕴含一定项目机遇；</p>
尼日利亚	<p>2024 年 3 月，总统提努布批准了重燃希望基础设施发展基金（RHIDF），弥补每年 250 亿美元的基础设施资金缺口。根据惠誉预测，尼日利亚基建行业在 2024 年将增长 4.7%，2024 年至 2033 年期间年均增长率为 4.4%。</p> <p>交通：尼日利亚交通基础设施行业在 2024-2033 年期间将保持平均每年 4.5% 的增长速度；</p> <p>能源和公共事业：能源和公用事业基础设施行业在 2024-2033 年期间将以平均每年 4.5% 的速度增长；</p> <p>房屋建筑：尼日利亚房屋建筑行业在 2024-2033 年期间将保持平均每年 4% 的增长速度；</p> <p>数字经济：计划到 2025 年将 400 亿美元的私人资本投资引入数字基础设施建设。</p>

资料来源：中国对外承包工程商会、数字非洲观察公众号，2024 年度“一带一路”基础设施发展指数报告，天风证券研究所

受俄乌冲突影响，俄罗斯催生出较多能源、钢铁等基建需求。俄罗斯政府计划提升道路质量、美化公共空间、增加住房面积，并扩展天然气供应。此外，油气加工项目也是其基建计划的重点。乌兹别克斯坦则聚焦于交通网络的完善、铁路电气化、可再生能源发展及文化教育设施的建设。俄乌冲突之下，美西方对俄罗斯实行多重制裁，俄罗斯加强与亚洲国

家的合作，与中国、印度等国家加强经贸往来，以减少对西方市场的依赖。俄乌战争影响了俄罗斯的钢铁供应链，催生了俄罗斯的钢铁进口替代需求，2022年中钢集团出口海外最大的顶装焦炉项目俄罗斯 MMK 公司 250 万吨 7.1 米顶装焦化 EPC 项目，是俄罗斯近 40 年来投资最大、规模最大的焦化项目。2023 年俄罗斯 GDP 增幅达 3.6%，投资增幅为 9.8%，我们认为随着俄罗斯经济逐渐恢复，国内住房、基础设施建设需求有望稳步推进。

表 22：俄罗斯投资基建计划

国家	目标
俄罗斯	发布《俄罗斯 2030 年前及未来 2036 年前国家发展目标》， 住房 ：到 2030 年，确保公民的住房面积不少于 33 平方米 ，到 2036 年不少于 38 平方米 ； 能源 ：到 2030 年，不少于 160 万 住宅应连接到天然气管网，到 2036 年不少于 300 万 住宅； 道路 ：计划到 2030 年将符合规范的道路比例提高到 85% ； 公共区域 ：美化 30,000 个公共区域，为 2000 万 人提供市政基础设施和服务的现代化。

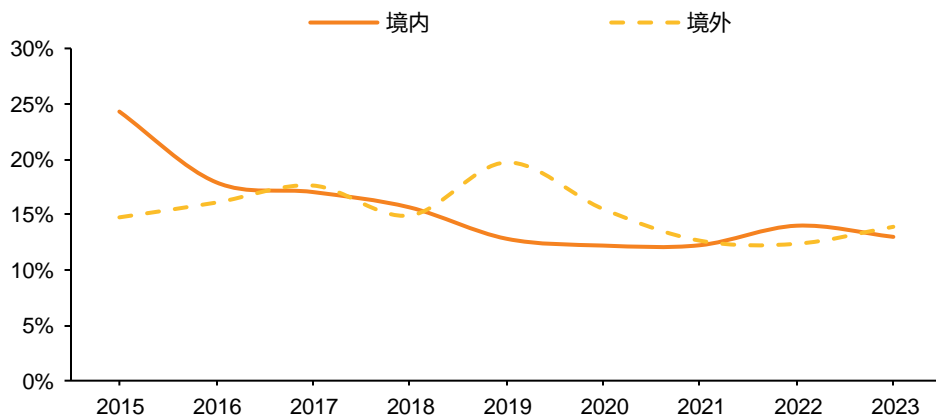
资料来源：《俄罗斯 2030 年前及未来 2036 年前国家发展目标》，环球网公众号，天风证券研究所

4.2. 千帆竞发聚焦高质量出海，提升建筑企业海外竞争力

我们从多维度分析建筑企业高质量出海的情况，1) **高毛利率**，2023 年国际工程板块境外毛利率同比提升 1.54pct，高于境内业务毛利率。2) **现金流较好**，海外垫资情况相对较好，常规海外 EPC 项目预付款比例为合同额 10%-15%，2023 年四个国际工程企业海外业务占比均值提升 5pct，垫资杠杆下滑 1.3pct，建筑企业出海或有望带动自身现金流的改善。3) **优质海外业主提升国际竞争力**，中材国际聚焦海外优质业主，有针对性的选择区域和合作伙伴，与 Holcim、Heidelberg、Dangote、非洲首富丹格特水泥等全球水泥巨头建立了长期合作，降低了海外经营风险同时提升了自身品牌知名度。4) **商业模式及技术优势**，上海港湾凭借深耕多年的技术优势成为国际软土地基处理综合服务商，利柏特通过模块化制造优势获得国际石化巨头巴斯夫、英威达等客户认可。5) **品牌效应**，中国建筑企业在新一轮出海浪潮中显示出较强的国际竞争力，从 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，蝉联各国榜首，4 家中国企业进入榜单前 10 强，上榜企业数量从 2017 年的 69 家增加至 81 家。

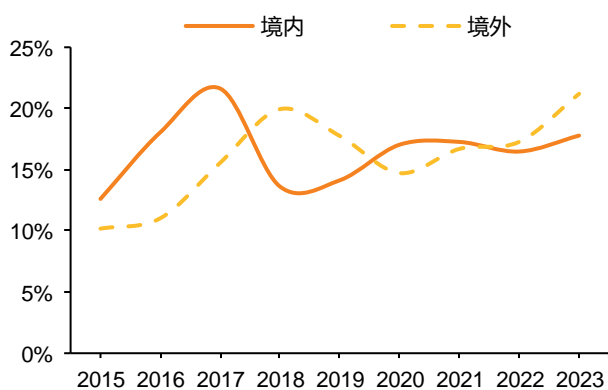
疫情之后国际工程板块海外业务毛利率迎来修复，盈利水平提升值得期待。从国际工程整体板块来看，从 2020 年疫情发生之后，境外业务的毛利率逐步承压，2023 年在疫情影响消退之后，板块境外业务毛利率同比提升 1.54pct，但距离疫情前的境外毛利率水平仍有差距。从个股来看，中材国际的境外毛利率最高，2023 年公司境外毛利率达 21.2%，同比 +4.24pct，境外新签合同额达 333.07 亿元，同比增长 55%，我们看好海外业务高增带动公司整体的盈利能力提升。北方国际的业务起步于传统 EPC，现在已形成 EPC 与一体化双轮驱动的新局面，2023 年北方国际境外业务毛利率 14.46%，同比 -2.82pct，下滑的原因我们判断主要由于蒙煤价格压力导致货物贸易类毛利率下降以及风电项目效益的下滑，但仍远高于国内业务的净利率。

图 39：四大国际工程公司境内、境外有业务毛利率均值对比



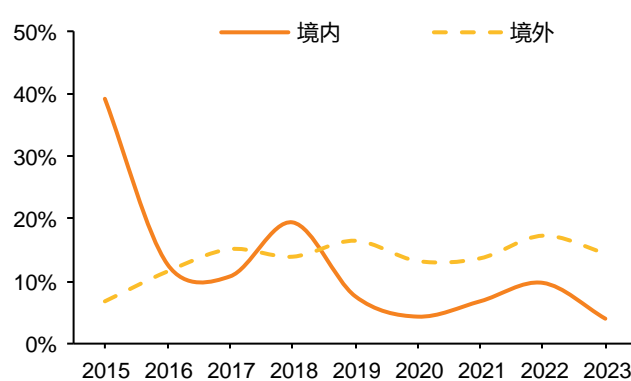
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：中材国际境内、境外毛利率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

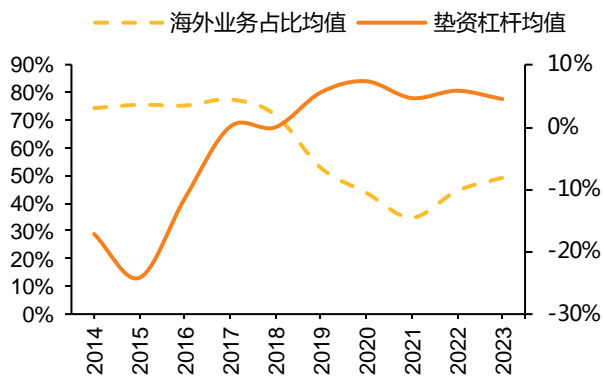
图 41：北方国际境内、境外毛利率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

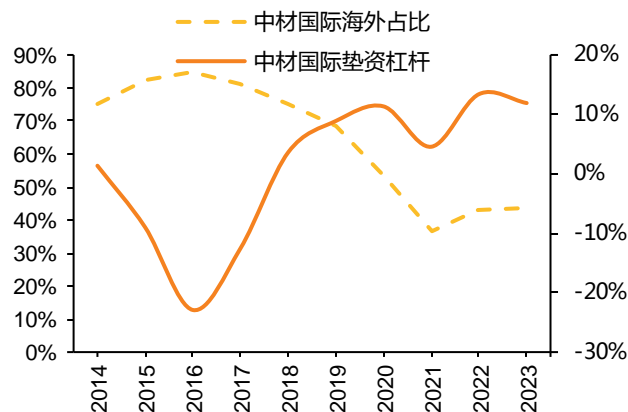
海外项目整体垫资情况相对较好，或有助于改善建筑企业现金流水平。海外 EPC 工程总承包项目所涉及到典型付款条件中的预付款比例及金额对整个项目执行产生影响，同时对项目其他工作的启动和开展起到预警作用。常规海外 EPC 项目预付款比例为合同额 10%-15%，当然也有部分项目没有预付款，甚至不乏有预付款比例达到合同额的 30%-50% 的项目。以中材国际的海外订单为例，2023 年 1 月中材国际与 Itori Cement Plc 签订了《Dangote 尼日利亚奥贡州伊托里 2 条日产 6000 吨熟料水泥生产线总承包合同》，其中预付款为合同金额的 12%，进度款占比 83%，以及 5% 的质保金，例如在埃及国防部卡夫拉谢赫住房建设工程总承包合同中，预付款为合同金额的 10%。我们对比四个国际工程企业的垫资杠杆与海外业务占比的关系，海外业务占比下滑，各公司的垫资杠杆均有所上升，或能一定程度反映出海外业务整体资金状况较好，2023 年四个国际工程企业海外业务占比均值提升 5pct，垫资杠杆下滑 1.3pct。我们认为，建筑企业出海或有望带动自身现金流的改善。

图 42：国际工程公司海外业务占比与垫资杠杆



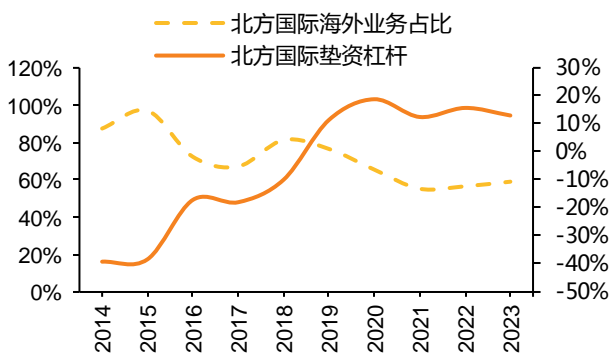
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：中材国际海外业务占比与垫资杠杆



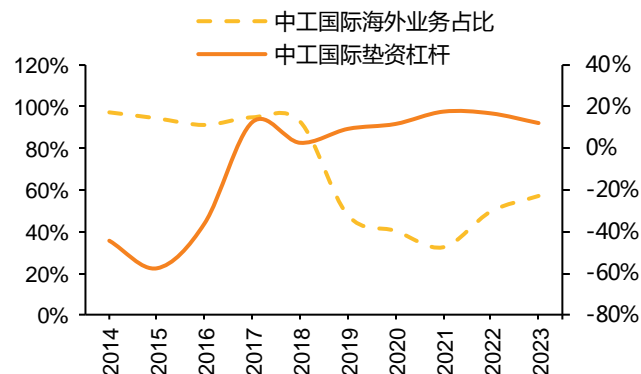
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：北方国际海外业务占比与垫资杠杆



资料来源：Wind，天风证券研究所

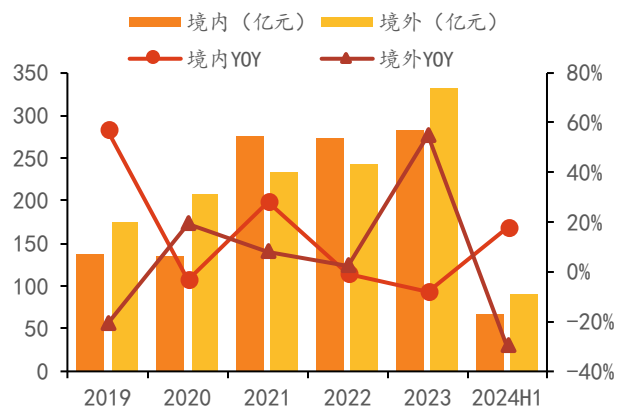
图 45：中工国际海外业务占比与垫资杠杆



资料来源：Wind，天风证券研究所

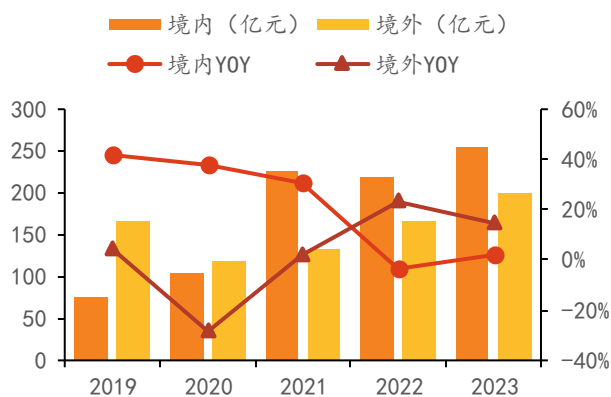
高质量出海聚焦海外优质业主，提升国际竞争力和海外知名度。以中材国际为例，中材国际作为全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商，水泥 EPC 业务全球市占率 65%，公司累计在海外 88 个国家和地区承接了 332 条生产线（截至 2023 年末），水泥技术装备与工程主业全球市场占有率连续 16 年保持世界第一。分析中材国际的海外客户，公司凭借“工期短、履约好、性能优、服务佳”的优质品牌形象，与 Holcim、Heidelberg、Dangote 等全球水泥巨头建立了长期合作关系。除了对于全球建材、水泥龙头之外，中材国际也服务区域性优质业主。公司核心经营区域聚焦非洲、中东、南亚、东南亚等区域市场，伴随城镇化进程与人口增长红利，水泥需求仍有较大增长空间，带来较为稳定的水泥工程技术服务市场机会。以非洲区域为例，中材国际自 2008 年开始与非洲首富的丹格特水泥公司开启合作，合同额达到 45 亿美元，水泥生产线覆盖非洲 10 个国家，年产水泥达到 4860 万吨（截至 2021 年 5 月）；中材国际深耕尼日利亚市场 15 年，累计执行了 44 个工程项目，合同金额近 390 亿元人民币（截至 2023 年 9 月）。

图 46：中材国际境内境外新签订单（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 47：中材国际境内外营收及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 23：中材国际海外业主客户梳理

业主地区	客户	介绍
欧洲	LafargeHolcim	全球水泥制造商巨头之一，是世界领先的建筑材料供应商，拉法基集团在 2015 年与豪瑞集团（Holcim）合并，成为全球最大的非中国水泥制造商。
欧洲	老城堡	国际建材型集团，世界 500 强企业，在全球建材企业中排名第一位，业务板块主要包括：骨料、水泥、石灰、预拌混凝土等生产和供应。
欧洲	海德堡	隶属于印刷行业，在整个行业内拥有最为广泛和全面的销售及客户服务网络，集团共有 250 个技术支持中心，分别分布于 170 多个国家和地区。
南美洲	InterCement	巴西地区第二大的水泥企业，主要从事水泥生产，实际年产量 870 万吨左右。
中东	EPCC	沙特阿拉伯知名水泥生产商，广泛应用于沙特国内外的多个重大工程项目中。
中东	Yamama	沙特大型水泥厂，沙特最大的水泥生产商。
加勒比地区	DOMICEM	多米尼加共和国和加勒比地区领先的水泥制造商之一。
中东	阿拉伯水泥公司（ACC）	中东地区第一家水泥厂，成立于 1955 年，是沙特上市企业。
非洲	Dangote	非洲最大的工业集团之一，控制着整个非洲大陆的水泥市场。
非洲	Mangal	尼日利亚的一家多元化企业集团，主要从事汽车零部件、电池组件等制造。
非洲	BUA 集团	BUA 集团是非洲最具活力的水泥制造商之一，在尼日利亚和整个非洲地区拥有广泛的业务投资，涵盖水泥、食品、基础设施、矿业和制造等多个领域。
非洲	德巴米德洛克水泥	是埃塞俄比亚最大和最先进的水泥厂之一。

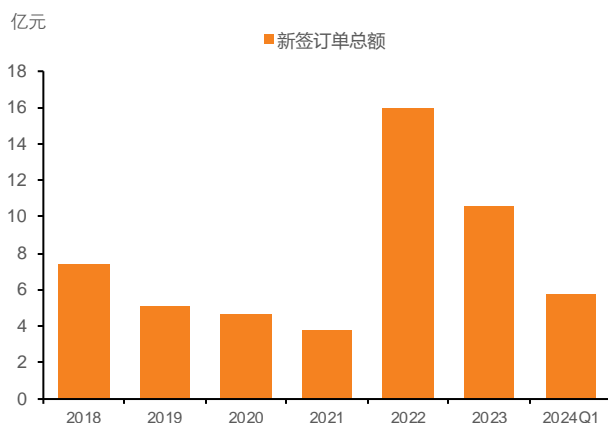
资料来源：各公司官网，水泥网，每经网等，天风证券研究所

技术实力叠加优秀商业模式巩固核心竞争力，助力企业高质量出海。

- 上海港湾作为国际软基处理综合服务商，依靠技术实力拓展海外版图，聚焦前端岩土工程解决方案的盈利市场，实现高质量出海。公司坚持“植根国内，放眼海外”总体发展战略，作为国际岩土工程综合服务商，工程涉及机场、港口、公路、铁路、电厂、市政、地产、石油化工、围海造地等类型，工程实绩遍布东南亚、中东、南亚、拉美等地区，凭借高真空击密法、真空预压系列技术、振冲密实系列技术三大技术体系，适用于多种复杂的岩土结构，公司的软基处理技术具备造价低工期短等优点广受客户好评。地基业务位于项目前端，执行周期短（3-12 个月），占投资总额比例较小，回款情况较好，且公司地基处理业务通常需根据情况进行定制，毛利率维持在 35% 左右，盈利能力较强。24Q1 公司新签订单 5.8 亿元（23 年新签订单 10.6 亿），境外新签订

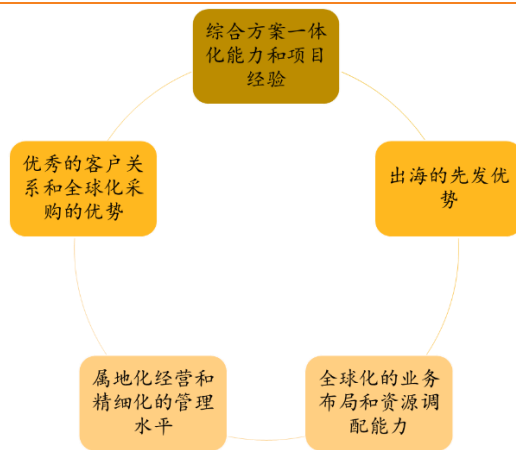
单占比为 99.55%，海外订单增长可观。

图 48：2018-2024Q1 上海港湾新签合同



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 49：上海港湾核心竞争力分析



资料来源：Wind，天风证券研究所

- 利柏特凭借工业模块化制造优势，获得巴斯夫、陶氏化学等多家外资客户的认可，新签合同再次彰显高成长性。模块化建设具有缩短工期、安全施工、成本节约等多项优势，适用于施工环境恶劣的地区如海上项目、北极项目等地区。相较于传统 EPC 业务 12.6%左右的毛利率，工业模块化制造业务毛利率高达 20%以上，2023 年利柏特工业模块制造业务毛利率达 26.04%（同比+5.94pct）。当前产业化转移趋势明显，化工巨头在湛江大型投资项目合计约 837 亿，而至 2030 年公司主要客户在华投资额超 1500 亿，公司订单的持续性可期。

表 24：利柏特 2022 年以来新签大订单金额

日期	客户名称	项目名称	金额(亿)	时长
2024/6/14	北方华锦联合石化有限公司	精细化工及原料工程项目折百 20 万吨/年双氧水装置设计采购及施工工程总承包 (B+EPC) 项目	10.95	960 日历天
2024/1/16	浙江拓烯光学新材料有限公司	7000 吨/年 SOOC 项目/41000 吨/年光学树脂项目	7.5	16-20 个月/18 个月
2023/3/7	中国寰球工程有限公司	模块建造合同/工程施工合同	6-7	18 个月/27 个月
2023/1/30	BASF Corporation	巴斯夫 MDI3 项目	3.6-4.6	2025 年第一季度前交付
2022/12/27	中国寰球工程有限公司北京分公司	巴斯夫 (广东) 一体化项目乙烯区 PAR 模块	2.25	2024 年 9 月 18 日或之前完成
2022/12/27	中国寰球工程有限公司北京分公司	巴斯夫 (广东) 一体化项目乙烯区土建安装综合工程 B 标段	4.08	2025 年 5 月 31 日或之前完成
2022/11/16	雅保四川新材料有限公司	雅保年产 5 万吨氢氧化锂锂电池材料项目 A8XZ-40-K022 湿法区及部分公用工程机电安装标段	1.81	2023 年 10 月 31 日之前完成
2022/8/1	巴斯夫一体化基地 (广东) 有限公司	巴斯夫 (广东) 一体化项目中央罐区化学品罐区和装车站工程	15-20	2022.7-2025.6
2022/4/22	JordOil&GasSystems B.V. (JOGS)	YINSON 浮式生产储油轮上部模块 M01、M02、M20、M40、M41 供应制造项目	2.25	2022.04-2023.09
2022/2/7	英威达尼龙化工 (中国) 有限公司	英威达聚合物三期扩建项目	12.79	2022.1.28-2023.12.13

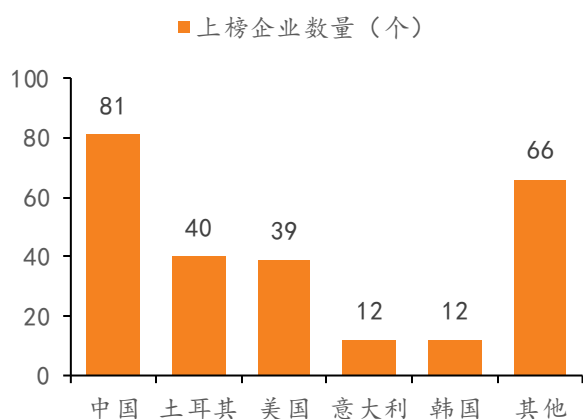
资料来源：利柏特公告，天风证券研究所

注：精细化工及原料工程项目为联合中标项目；美元汇率为 2024 年 8 月 6 日数据。

我们曾在 2024 年 2 月 25 日发布的《出海系列报告之二：建筑行业出海动向及展望》中提及，出海可分为“产品出海——渠道出海——品牌出海”三大阶段，对于建筑企业来说，随着近些年“一带一路”倡议下以及海外市场的深耕，中国基建在全球的品牌影响力显著提高。这种品牌影响力可以体现在以下几方面：1) 技术和经验输出，中国高铁已在全球范围内处于领先地位；2) 中国基建企业的全球影响力提升；3) 标志性项目落地，如印尼雅万高铁、中老铁路、中泰铁路、匈塞铁路等；4) 中国标准的推广，根据丝路国际产能合作促进中心的统计，在“一带一路”沿线，中国企业 569 个对外工程项目中，执行的主要标准来看，中国标准占到 35%，项目所在国的标准占到了 24%，其他是美国标准、英国标准、法国标准。

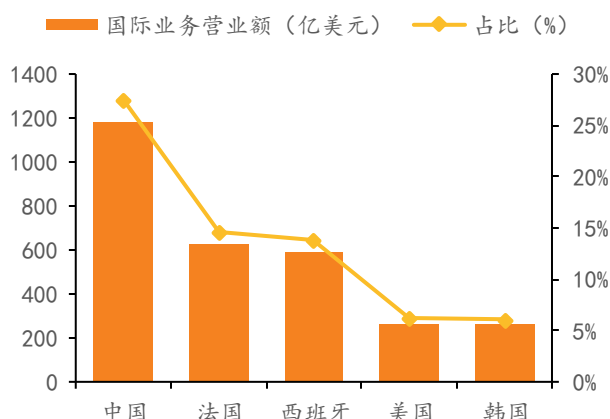
中国建筑企业国际知名度逐渐提升，海外业务规模在全球位居前列。从美国《工程新闻纪录 (ENR)》发布的 2023 年度“全球最大 250 家国际承包商”榜单数据来看，中国企业上榜数量较 22 年增加 2 家，继续蝉联各国榜首，4 家中国企业进入榜单前 10 强，分别是中国交建、中国建筑、中国电建、中国铁建。从上榜企业国际营业总额来看，中国上榜企业 2022 年国际营业额合计 1179.3 亿美元，同比提高 4.4%，占全部上榜企业国际营业总额的 27.5%，较上年下降 0.9 个百分点。近年来，中国上榜企业数量持续增长，上榜企业数量从 2017 年的 69 家增加至 81 家；整体业务规模保持稳定发展，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 50：2023 年 ENR 全球最大 250 家国际承包商上榜企业数量



资料来源：国际工程与劳务杂志公众号，天风证券研究所

图 51：2023 年 ENR 全球最大 250 家国际承包商国际业务收入占比



资料来源：国际工程与劳务杂志公众号，天风证券研究所

表 25：建筑央企与国际工程公司 ENR 全球最大 250 家国际承包商榜单排名

企业	2023	2022	2021	2020	2019	2018
中国交建	3	3	4	4	3	3
中国建筑	6	7	9	8	9	11
中国电建	8	6	7	7	7	10
中国铁建	9	10	11	12	14	14
中国中铁	13	11	13	13	18	17
中国化学	16	20	19	22	29	46
中国能建	17	17	21	15	23	21
中国中冶	39	47	53	41	44	44
中材国际	43	44	60	54	51	/
北方国际	75	72	81	90	97	94
中钢国际	78	152	152	148	107	157

资料来源：中国对外承包工程商会，中国混凝土与水泥制品协会(CCPA)，天风证券研究所

5. 投资建议

基建展望：财政有望加码，支撑下半年基建景气延续

我们预计 24 年广义/狭义基建增速分别为 7.88%/5.27%，结构性和区域性特征明显，真实需求主导的水利投资、铁路和航空等重大交通领域建设、城市综合管廊的确定性相对较高，经济发达区域基建仍保持高增长，重视四川、浙江、安徽、江苏等区域性机会。5 月首批特别国债已开启审批，“常态化”发行预计年内有望对基建投资形成有力支撑，截止 7 月中旬，新增专项债发行额度为 15736.53 亿元，按照全年的发行额度进度来算约为 40%左右，整体进度明显慢于 22 和 23 年，7-9 月新增专项债或将迎来发行高峰期，预计三季度将迎来地方债发行高峰，地方债发行规模或在 3 万亿元左右，较去年同期增加约 3000 亿元，财政支持力度进一步加大，资金供给角度我们预计 2024 年广义基建投资实际到位资金或同比增长 8.71%，资金到位缺口有所收窄。

主线一：供需格局优化，央国企蓝筹高质量发展

24 年是国企改革深化提升行动的关键之年、攻坚之年，相关政策持续细化。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 23 年的 23%，24Q1 继续提升至 31%，新签订单市场份额从 19 年 35% 提升至 23 年的 47%，24Q1 继续提升至 60%。建筑央国企 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。当前建筑企业中股息率达到 5% 的已有 8 家，以传统低估值建筑央国企蓝筹为主，未来在新国九条等的政策引导下，央国企将加大市值管理，重视投资者回报，实现高质量发展，我们认为当前已经回调至较低估值的央国企值得重点关注。

主线二：围绕新质生产力方向，布局细分高景气赛道

重点关注四个高景气方向：1) 低空经济：政策驱动，基础设施贯穿产业链始终，我们测算到 24-30 年通用机场对应设计+施工年均市场空间有望达 1379 亿元，其中设计环节年均大约为 69-138 亿元；2) 洁净室：充分受益于半导体、显示面板需求高景气，资本开支提速，国产替代逻辑演绎，行业龙头具备较好的业绩弹性；3) 设备更新：重点关注钢铁、陶瓷等传统周期制造业的资本开支节奏，以及城市更新、建筑节能改造需求；4) 智能机器人：钢结构切割焊接加速渗透，降本增效前景可期，中长期看好行业智能化改造带动吨净利提升及产能扩张。

主线三：聚焦海外高景气区域，重点关注高质量出海国际工程板块

24 年 M1-5 中国新签对外工程承包合同额为 873 亿美元，同比+21.7%，对外承包工程累计完成额为 587.9 亿美元，同比+8.8%。据惠誉解决方案预测，全球基建行业 2023 年的实际年增长率为 2.5%，高于 2022 年的 0.9%，与发达市场 0.6% 的年同比增长率相比，新兴市场的年同比增长率将达到 4.6%，我们建议关注重点东南亚、中东及非洲地区基建景气度。高质量出海是建筑企业适应当前复杂国际经济形势的重要战略，同时也是企业提升国际竞争力、加强国际合作的关键途径。海外项目整体回款较好，毛利率水平偏高，2023 年国际工程板块境外毛利率同比提升 1.54 pct，高于境内业务毛利率，常规海外 EPC 项目预付款比例为合同额 10%-15%，2023 年国际工程板块海外业务占比均值提升 5 pct，垫资杠杆下滑 1.3 pct，建筑企业出海或有望带动自身现金流的改善。同时合作海外优质业主有助于提升海外知名度，技术实力和商业模式巩固核心竞争力。推荐中材国际、北方国际、中钢国际、上海港湾和利柏特，建议关注中工国际。

6. 风险提示

基建&地产投资超预期下行：我们预计 24 年下半年专项债的密集发行以及万亿国债、地方化债工作落实，有望推动明年基建形成实物工作量，有望带动下半年基建景气度维持高位，若基建投资超预期下行，则宏观经济压力或进一步提升；

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 年央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；

水利投资、重大交通基础设施进度不及预期：若出现社会资本积极性不足、政府财政压力加大等情况，水利投资和重大的交通基础设施建设或有较大的资金缺口，导致改造进展缓慢、效果不及预期，对实物量落地产生影响；

资金落实不到位：如果城投债、地方国债等资金无法按时到位，将直接影响项目的推进和完成。资金落实不到位会导致项目建设进度延迟，甚至中途停工，不仅增加了项目成本，还可能使得项目无法按期完工，影响预期收益；

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

测算具有一定主观性，可能会与实际值有所偏差：本文中的测算均给予相应的假设条件，具有一定的主观性，实际利润情况可能会和测算结果不一致。

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