

# 建筑装饰

证券研究报告

2024年09月11日

## 24H1 建筑板块业绩承压，看好下半年财政发力带动景气度回升

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

鲍荣富

分析师

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

王涛

分析师

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

王雯

分析师

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

王悦宜

联系人

wangyueyi@tfzq.com

### 24H1 营收、利润均同比下滑，净利率及周转率拖累 ROE 提升

24H1 CS 建筑板块实现营收 41941 亿元，同比增速-3.45%，实现归母净利润 973 亿元，同比增速-11.29%，营收增速较 22 年同期下降 10.44pct，业绩增速较 22 年同期上下下降 16.75pct。利润增速下滑较多主要系费用率提升，减值损失增加，净利率及周转率均小幅下降。24H1 板块 ROE（摊薄）3.86%，同比下降 0.78pct。24Q2 建筑板块营收/归母净利润增速为-7.7%、-18.6%，盈利能力短暂承压一方面主要系毛利率下滑，同时也反映出二季度项目落地较慢。展望下半年，财政部相关负责人 8 月 26 日表示，后续将会同有关部门督促地方进一步加快专项债发行使用，扩大有效投资，尽快形成实物工作量，考虑到 8 月专项债发行明显加速，看好基建实物量的回暖，我们认为政策端及资金端加速落实，建筑板块盈利情况或有望改善。

### 费用率&杠杆率小幅提升，上半年现金流净流出大幅增加

24H1 毛利率同比改善 0.2pct 至 10.21%，整体净利率 2.91%，同比略降 0.22pct，期间费用率同比上升 0.32pct 至 5.72%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比变动+0.04pct、+0.12pct、+0.15pct、+0.01pct，资产及信用减值损失同比增长 11.20%，占收入比重 0.73%，同比提升 0.1pct。24 年上半年 CFO 净流出为 5114 亿，同比+120.4%，多流出 2794 亿元。24H1 CS 建筑板块 CFI 净流出 1487 亿元，同比少流出 443 亿。板块整体资产负债率 76.86%，同比上升 0.87pct，央企及民企均延续加杠杆趋势。24Q2 板块毛利率 11.1%，同比+0.53pct，净利率 2.94%，同比下降 0.28pct，环比上升 0.07pct，盈利能力阶段性承压；Q2 建筑板块摊薄 ROE 同比下降 0.57pct 至 1.85%。

### 子板块之间表现持续分化，国际工程、基建央企表现出较好的韧性

24H1 营收增速表现优于板块的有国际工程、化工工程、大基建、设计咨询，营收增速分别为+0.28%、-0.36%、-2.06%、-3.29%；归母净利润增速优于板块表现的分别为国际工程、化工工程、大基建，同比增速分别为+68.5%、+3.03%、-7.2%，国际工程板块业绩主要受到中铝国际带动，剔除中铝国际后业绩基本持平。24H1 八大央企营收及业绩增速分别为-2.2%、-7.34%，虽有承压但总体好于建筑板块，24H1 八大建筑央企新签订单同比-1.21%，占建筑业新签份额的 53%（vs 占 23H1 新签市场份额的 51.78%），订单作为先验指标龙头市占率有望进一步提升。

### 龙头企业抗周期属性更强，呈现强者恒强的局面

从建筑板块半年报来看，表现较好的主要有国际工程、专业工程、大基建细分板块。1）国际工程受益于海外需求增长及海外订单加速转化，如中钢国际、中材国际、北方国际扣非业绩同比增长 27.5%、6%、5.2%。2）专业工程，洁净室和化工工程板块表现较好，东华科技 H1 营收/扣非净利增速+25%/+15%，亚翔、柏诚收入分别+206%、+74%，利柏特 H1 营收/扣非净利增速分别+33%/+48%。3）基建央企在上半年整体压力较大的情况下仍展现出较好的韧性，中国建筑营收、利润逆势实现正增长，除铁建、中铁和中冶外，其余央企表现均优于板块整体，交建、能建实行中期分红，现金分红比例为 20%，在 24 年全面推开上市公司市值管理考核背景下，建议重视低估蓝筹央企投资价值。

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

### 行业走势图



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《建筑装饰-行业研究周报:资金&地方项目齐发力，看好后续基建实物量改善》2024-09-08
- 《建筑装饰-行业研究周报:基建实物量加速改善，存量住宅检测迎新机遇》2024-09-02
- 《建筑装饰-行业研究周报:专项债提速明显，重视西部大开发战略》2024-08-26

## 重点标的推荐

| 股票代码      | 股票名称 | 收盘价<br>2024-09-10 | 投资<br>评级 | EPS(元) |       |       |       | P/E   |       |       |       |
|-----------|------|-------------------|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |                   |          | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 601868.SH | 中国能建 | 2.05              | 买入       | 0.19   | 0.21  | 0.23  | 0.25  | 10.79 | 9.76  | 8.91  | 8.20  |
| 601669.SH | 中国电建 | 4.46              | 买入       | 0.75   | 0.86  | 0.98  | 1.14  | 5.95  | 5.19  | 4.55  | 3.91  |
| 601668.SH | 中国建筑 | 4.92              | 买入       | 1.30   | 1.39  | 1.48  | 1.57  | 3.78  | 3.54  | 3.32  | 3.13  |
| 600970.SH | 中材国际 | 9.09              | 买入       | 1.10   | 1.22  | 1.36  | 1.51  | 8.26  | 7.45  | 6.68  | 6.02  |
| 601800.SH | 中国交建 | 7.30              | 买入       | 1.46   | 1.54  | 1.71  | 1.91  | 5.00  | 4.74  | 4.27  | 3.82  |
| 600820.SH | 隧道股份 | 5.42              | 买入       | 0.93   | 1.03  | 1.14  | 1.27  | 5.83  | 5.26  | 4.75  | 4.27  |
| 601611.SH | 中国核建 | 6.91              | 增持       | 0.68   | 0.81  | 0.93  | 1.08  | 10.16 | 8.53  | 7.43  | 6.40  |
| 605167.SH | 利柏特  | 8.07              | 买入       | 0.42   | 0.54  | 0.69  | 0.85  | 19.21 | 14.94 | 11.70 | 9.49  |
| 000928.SZ | 中钢国际 | 5.23              | 买入       | 0.53   | 0.61  | 0.70  | 0.80  | 9.87  | 8.57  | 7.47  | 6.54  |
| 600039.SH | 四川路桥 | 5.35              | 买入       | 1.03   | 1.03  | 1.11  | 1.22  | 5.19  | 5.19  | 4.82  | 4.39  |
| 002140.SZ | 东华科技 | 6.55              | 买入       | 0.49   | 0.56  | 0.63  | 0.73  | 13.37 | 11.70 | 10.40 | 8.97  |
| 601133.SH | 柏诚股份 | 9.55              | 买入       | 0.41   | 0.51  | 0.65  | 0.78  | 23.29 | 18.73 | 14.69 | 12.24 |
| 002061.SZ | 浙江交科 | 3.32              | 买入       | 0.52   | 0.60  | 0.70  | 0.81  | 6.38  | 5.53  | 4.74  | 4.10  |
| 300977.SZ | 深圳瑞捷 | 15.36             | 增持       | 0.27   | 0.27  | 0.37  | 0.54  | 56.89 | 56.89 | 41.51 | 28.44 |
| 601186.SH | 中国铁建 | 6.96              | 买入       | 1.92   | 2.01  | 2.10  | 2.19  | 3.63  | 3.46  | 3.31  | 3.18  |
| 601390.SH | 中国中铁 | 5.14              | 买入       | 1.35   | 1.43  | 1.50  | 1.57  | 3.81  | 3.59  | 3.43  | 3.27  |
| 605598.SH | 上海港湾 | 17.29             | 买入       | 0.71   | 0.87  | 1.09  | 1.40  | 24.35 | 19.87 | 15.86 | 12.35 |
| 600502.SH | 安徽建工 | 3.91              | 买入       | 0.91   | 0.99  | 1.09  | 1.19  | 4.30  | 3.95  | 3.59  | 3.29  |
| 002949.SZ | 华阳国际 | 8.93              | 买入       | 0.82   | 0.99  | 1.19  | 1.38  | 10.89 | 9.02  | 7.50  | 6.47  |
| 000065.SZ | 北方国际 | 8.31              | 买入       | 0.92   | 1.03  | 1.18  | 1.39  | 9.03  | 8.07  | 7.04  | 5.98  |
| 002541.SZ | 鸿路钢构 | 11.05             | 买入       | 1.71   | 1.32  | 1.52  | 1.76  | 6.46  | 8.37  | 7.27  | 6.28  |
| 601117.SH | 中国化学 | 6.31              | 买入       | 0.89   | 0.98  | 1.10  | 1.23  | 7.09  | 6.44  | 5.74  | 5.13  |
| 000498.SZ | 山东路桥 | 4.85              | 买入       | 1.47   | 1.55  | 1.68  | 1.83  | 3.30  | 3.13  | 2.89  | 2.65  |
| 603357.SH | 设计总院 | 7.79              | 买入       | 0.87   | 0.91  | 1.04  | 1.17  | 8.95  | 8.56  | 7.49  | 6.66  |
| 603018.SH | 华设集团 | 6.29              | 买入       | 1.02   | 0.73  | 0.80  | 0.88  | 6.17  | 8.62  | 7.86  | 7.15  |
| 002469.SZ | 三维化学 | 4.78              | 买入       | 0.43   | 0.49  | 0.56  | 0.65  | 11.12 | 9.76  | 8.54  | 7.35  |
| 603163.SH | 圣晖集成 | 21.34             | 买入       | 1.39   | 1.27  | 1.53  | 1.85  | 15.35 | 16.80 | 13.95 | 11.54 |

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 1. 行业概述：上半年板块经营压力较大，看好下半年财政发力.....     | 5  |
| 1.1. 24H1 建筑板块营收&业绩均有所承压 .....         | 5  |
| 1.2. 毛利率小幅改善，资产周转率变慢，负债率有所提升 .....     | 7  |
| 1.3. 费用率小幅提升，减值损失占收入比重有所提升 .....       | 9  |
| 2. 国际工程表现亮眼，大基建板块抗周期属性较强.....          | 12 |
| 2.1. 业绩增长：国际工程表现亮眼，设计咨询板块业绩增长加快 .....  | 12 |
| 2.2. 盈利能力：国际工程、化工工程毛利率/净利率同比有所提升 ..... | 13 |
| 2.3. 管理能力：八大板块费用率均同比提升，周转率均有所变慢 .....  | 13 |
| 2.4. 债务结构：中长期带息债务占比提升仍是负债结构优化的关键 ..... | 17 |
| 3. 24Q2 建筑板块营收同比下滑，业绩短暂承压.....         | 19 |
| 3.1. 24Q2 营收同比下滑 7.7%，毛利率有所改善 .....    | 19 |
| 3.2. 央企出海订单延续较高增长，建议关注专业工程细分景气赛道 ..... | 21 |
| 4. 投资建议.....                           | 23 |
| 5. 风险提示.....                           | 24 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1：2020H1-2024H1 建筑行业整体营收及同比增长率 .....             | 5  |
| 图 2：2020H1-2024H1 建筑行业整体归母净利润及同比增长率 .....          | 5  |
| 图 3：2020H1-2024H1 建筑扣除中建、中铁、铁建及中交后的收入、业绩同比增速 ..... | 6  |
| 图 4：八大建筑央企营收及新签订单市场份额变化 .....                      | 7  |
| 图 5：八大建筑央企营收、利润及建筑业总产值增速 .....                     | 7  |
| 图 6：2019Q2-2024Q2 建筑行业单季度收入同比增速 .....              | 7  |
| 图 7：2019Q2-2024Q2 建筑行业单季度业绩同比增速 .....              | 7  |
| 图 8：2020H1-2024H1 建筑行业摊薄 ROE 走势 .....              | 8  |
| 图 9：2020H1-2024H1 建筑行业毛利率和净利率 .....                | 8  |
| 图 10：2020H1-2024H1 建筑行业三项营运指标 .....                | 8  |
| 图 11：2020H1-2024H1 年建筑板块四项财务数据的同比增速 .....          | 8  |
| 图 12：2020H1-2024H1 建筑行业资产负债率 .....                 | 9  |
| 图 13：2020H1-2024H1 大基建板块与其余板块资产负债率 .....           | 9  |
| 图 14：2020H1-2024H1 建筑行业四项费用率变化 .....               | 10 |
| 图 15：2020H1-2024H1 年建筑行业减值损失占收入比重 .....            | 10 |
| 图 16：2020H1-2024H1 建筑行业现金流量净额变动趋势 .....            | 11 |
| 图 17：2020H1-2024H1 CS 建筑行业收现比与付现比 .....            | 11 |
| 图 18：24H1 建筑行业各子板块营收及归母净利增速 .....                  | 12 |
| 图 19：24H1 建筑子板块营收/业绩增速与 23H1 的差 .....              | 12 |
| 图 20：2023H1、2024H1 设计咨询各子板块营收增速 .....              | 12 |
| 图 21：2023H1、2024H1 设计咨询各子板块归母净利增速 .....            | 12 |

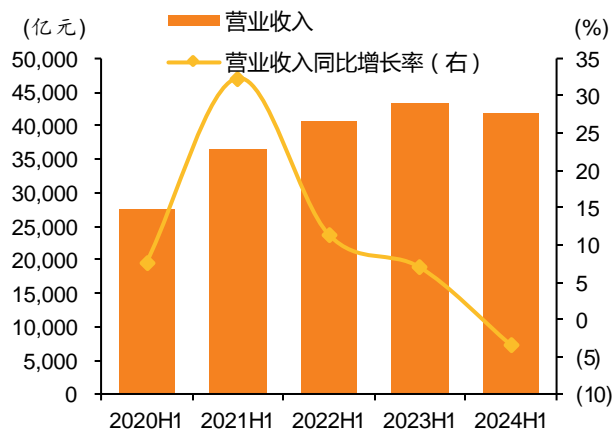
|  |    |
|--|----|
| 图 22: 2023H1、2024H1 建筑行业各子板块毛利率 .....                | 13 |
| 图 23: 2023H1、2024H1 建筑行业各子板块净利率 .....                | 13 |
| 图 24: 24H1 年相对 23H1 建筑子板块净利率变化量与毛利率变化量的差 (PCT) ..... | 13 |
| 图 25: 2023H1、2024H1 建筑行业各子板块期间费用率 .....              | 14 |
| 图 26: 2023H1、2024H1 建筑行业资产减值损失占收入比重 .....            | 14 |
| 图 27: 2023H1、2024H1 建筑行业各子板块研发费用率 .....              | 14 |
| 图 28: 2023H1、2024H1 建筑行业各子板块管理费用率 .....              | 14 |
| 图 29: 2023H1、2024H1 建筑行业各子板块销售费用率 .....              | 15 |
| 图 30: 2023H1、2024H1 建筑行业各子板块财务费用率 .....              | 15 |
| 图 31: 2023H1、2024H1 子板块应收账款及应收票据周转率 .....            | 15 |
| 图 32: 2023H1、2024H1 建筑行业各子板块总资产周转率 .....             | 15 |
| 图 33: 2023H1、2024H1 建筑行业各子板块资产负债率 .....              | 16 |
| 图 34: 2023H1、2024H1 建筑行业各子板块流动比率 .....               | 16 |
| 图 35: 2023H1、2024H1 建筑行业各子板块经营净现金/营业收入 .....         | 16 |
| 图 36: 2023H1、2024H1 建筑行业各子板块投资净现金/营业收入 .....         | 16 |
| 图 37: 主要 PPP 子板块 (CFO 净额-投资支付现金) 在收入中的比重 .....       | 17 |
| 图 38: 2020H1-2024H1 各子板块带息债务占负债总和的比例 .....           | 17 |
| 图 39: 四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化 .....                     | 18 |
| 图 40: 另外四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化 .....                   | 18 |
| 图 41: 2017Q1-2024Q2 建筑单季度营收及同比增速 .....               | 19 |
| 图 42: 20Q1-24Q2 建筑子板块单季度营收同比增速 (1) .....             | 19 |
| 图 43: 20Q1-24Q2 建筑子板块单季度营收同比增速 (2) .....             | 19 |
| 图 44: 20Q1-24Q2 建筑单季度归母净利润及同比增速 .....                | 20 |
| 图 45: 20Q1-24Q2 建筑板块不同情形下业绩同比增速 .....                | 20 |
| 图 46: 建筑子板块单季度业绩同比增速 (1) .....                       | 20 |
| 图 47: 建筑子板块单季度业绩同比增速 (2) .....                       | 20 |
| 图 48: 建筑板块单季度毛利率与净利率 .....                           | 21 |
| 图 49: 历年 H1 未建筑板块资产负债率 .....                         | 21 |
| <br>   |    |
| 表 1: 八大建筑央企 24H1 业绩及订单情况 .....                       | 6  |
| 表 2: 2024H1 建筑板块关键财务数据同比增速情况 .....                   | 9  |
| 表 3: 八大建筑央企 24Q2 经营及订单情况 .....                       | 21 |
| 表 4: 地方国企 24H1 经营质量一览 .....                          | 22 |
| 表 5: 国际工程公司 24H1 经营情况一览 .....                        | 22 |
| 表 6: 专业工程公司 24H1 经营数据一览 .....                        | 23 |

## 1. 行业概述：上半年板块经营压力较大，看好下半年财政发力

### 1.1. 24H1 建筑板块营收&业绩均有所承压

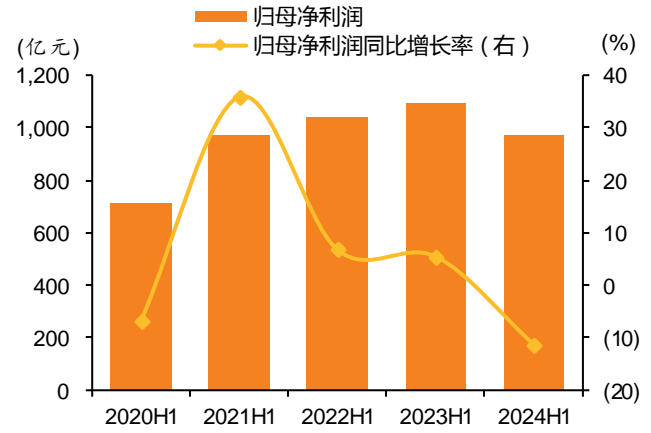
24 年上半年 CS 建筑板块营收及归母净利润均承压下滑。24H1 中信（CS）建筑板块实现营收 41941 亿元，同比增速-3.45%，实现归母净利润（以下简称“业绩”）973 亿元，同比增速-11.29%，营收增速较 22 年同期下降 10.44pct，业绩增速较 22 年同期上下下降 16.75pct，上半年由于地产下行压力较大及地方债务压力使得实物工作量转化较慢等因素影响，建筑板块整体营收及利润承压下滑。24 年上半年 CS 建筑板块业绩增速与营收增速差值为 -7.83pct，较 23 年同期差距扩大 6.31pct，反映出上半年建筑行业整体盈利水平有所承压。24H1 少数股东损益同比+4.24%至 478.42 亿元，增速同比 19.04pct。8 月地方专项债发行明显呈现出加速态势，7 月政治局会议延续了 4 月政治局会议实施好积极的财政政策的基调，同时再次提出要加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债，我们认为专项债的加速发行有望对第三季度的基建投资形成有力支撑，建筑板块经营业绩或有望改善。

图 1：2020H1-2024H1 建筑行业整体营收及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

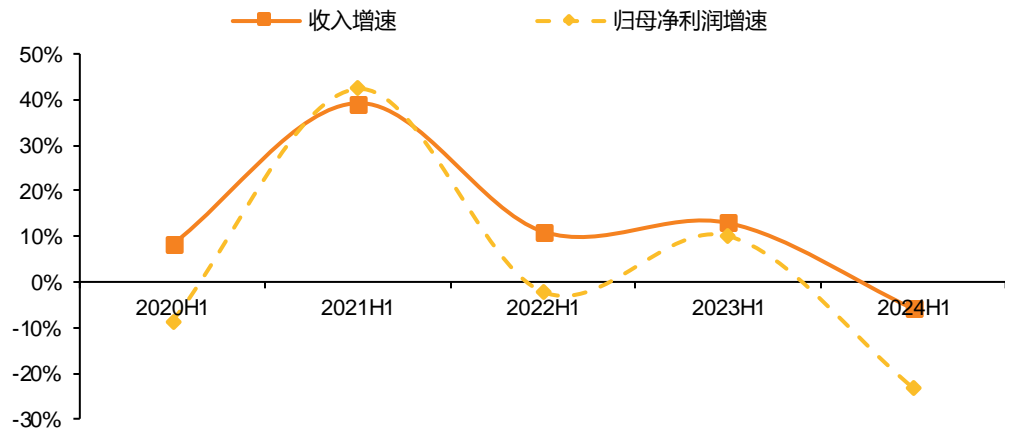
图 2：2020H1-2024H1 建筑行业整体归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

在扣除中建、中铁、铁建和中交四大央企后，建筑板块的营收/业绩下滑幅度超过板块整体，反映出建筑央企强者恒强，龙头市占率提升。24H1 建筑板块收入规模最大的四家公司分别为中国建筑、中国中铁、中国铁建和中国交建（四家公司收入平均在 6404 亿元），合计收入及归母净利润总额占整个中信建筑板块的 61%和 69%，若扣除上述四家公司，23 年建筑板块收入与业绩同比增速分别为-5.88%和-23.21%，相比剔除前营收增速、业绩增速分别-2.42pct、-11.93pct（vs 剔除前板块营收增速、业绩增速分别为-3.45%、-11.29%）。从变化幅度看，剔除四大央企后板块剩余部分的营收增速与 23H1 同期相比下降 18.8pct，业绩增速较 23H1 同期下降 33.28pct（vs 23H1 剔除四大央企后板块剩余部分的营收、业绩增速分别为+12.92%、+10.06%），反映出除四大央企外，其余建筑公司尤其是中小建企的营收增长受到较大压力，业绩下滑更为明显。四大建筑央企营收和业绩整体韧性较强，中建/交建/铁建/中铁 24H1 营收增速分别为+2.8%/-2.5%/-4.6%/-7.8%，业绩增速分别为+1.6%/-0.6%/-12.8%/-12.1%，八大建筑央企仅中国建筑实现业绩正增长，在行业景气度下行周期内仍体现了较好的业绩稳定性，市场份额仍有望提升，龙头经营韧性较好。

图 3：2020H1-2024H1 建筑扣除中建、中铁、铁建及中交后的收入、业绩同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：八大建筑央企 24H1 业绩及订单情况

|                 | 中国交建   | 中国化学         | 中国能建         | 中国铁建    | 中国建筑         | 中国电建         | 中国中铁    | 中国中冶    |
|-----------------|--------|--------------|--------------|---------|--------------|--------------|---------|---------|
| PB              | 0.51   | 0.73         | 0.87         | 0.42    | 0.51         | 0.62         | 0.50    | 0.62    |
| PB 分位           | 5.67%  | 1.60%        | 4.58%        | 1.15%   | 1.15%        | 1.45%        | 0.31%   | 0.00%   |
| PE              | 5.74   | 0.00         | 0.00         | 0.00    | 0.00         | 0.00         | 0.00    | 0.00    |
| PE 分位           | 0.00%  | 4.37%        | 6.14%        | 15.03%  | 9.01%        | 7.76%        | 2.91%   | 45.64%  |
| 24H1 加权 ROE (%) | 3.94%  | 4.81%        | 2.56%        | 4.19%   | 6.79%        | 4.48%        | 4.52%   | 2.35%   |
| 加权 ROE 同比变动 (%) | -0.35% | -0.65%       | -0.07%       | -1.04%  | -0.51%       | -0.92%       | -1.18%  | -3.38%  |
| 24H1 收入 yoy     | -2.52% | -0.34%       | <b>1.11%</b> | -4.61%  | <b>2.81%</b> | <b>1.29%</b> | -7.83%  | -10.65% |
| 24H1 归母 yoy     | -0.59% | -3.63%       | 4.67%        | -12.80% | <b>1.65%</b> | -6.49%       | -12.08% | -42.50% |
| 24H1 扣非 yoy     | -3.02% | <b>3.46%</b> | -0.89%       | -13.54% | <b>1.90%</b> | -5.55%       | -14.02% | -53.90% |
| 24H1 毛利率        | 11.65% | 9.39%        | 12.19%       | 9.12%   | 9.44%        | 12.27%       | 8.84%   | 9.05%   |
| 24H1 毛利率同比      | 0.89%  | 1.06%        | 1.26%        | 0.21%   | -0.13%       | 0.26%        | -0.01%  | -0.22%  |
| 24H1 净利率        | 4.06%  | 3.44%        | 2.34%        | 2.90%   | 3.51%        | 2.95%        | 2.88%   | 1.57%   |
| 24H1 净利率同比      | 0.10%  | -0.07%       | -0.02%       | -0.15%  | -0.08%       | -0.15%       | -0.21%  | -1.02%  |
| 24H1 CFO 净额(亿)  | -345   | 22           | 17           | -351    | -122         | -77          | -13     | 23      |
| 同比改善(亿)         | -108   | -40          | -1           | -550    | -670         | -13          | -93     | -47     |
| 总资产周转率同比(次)     | -0.02  | -0.04        | -0.04        | -0.04   | -0.03        | -0.02        | -0.07   | -0.11   |
| 24H1 新签合同(亿)    | 9,609  | 2,036        | 7,386        | 11,006  | 24,797       | 6,489        | 10,785  | 6,778   |
| 新签同比增速          | 8.4%   | 10.0%        | 14.4%        | -19.0%  | 10.0%        | 7.5%         | -15.3%  | -6.1%   |
| 其中：基建订单(亿)      | 8,634  | 1,944        | 6,564        | 7,929   | 7,491        | 1,457        | 7,802   | 1,018   |
| 基建订单同比增速        | 9.4%   | 10.8%        | 6.8%         | -17.5%  | 34.9%        | -13.7%       | -16.0%  | -18.7%  |
| 海外订单同比增速        | 38.9%  | 132.5%       | 9.9%         | -12.3%  | 105.4%       | 16.0%        | -2.3%   | 92.5%   |

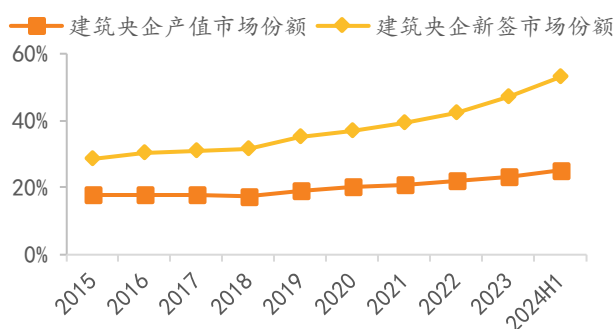
资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

注：时间截止于 2024/9/1，分位值从 2010/1/1 算起

**24H1 建筑央企份额仍在持续提升，市占率集中趋势明显。**24H1 建筑板块总产值同比 +4.58%，八大建筑央企 24H1 收入和利润增速分别为 -2.2%、-7.34%。自 2018 年之后，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，八大建筑央企的订单增速仍保持较高水平，新签订单市场份额从 2019 年 35% 提升至 24H1 的 53%。考虑到建筑行业具有订单

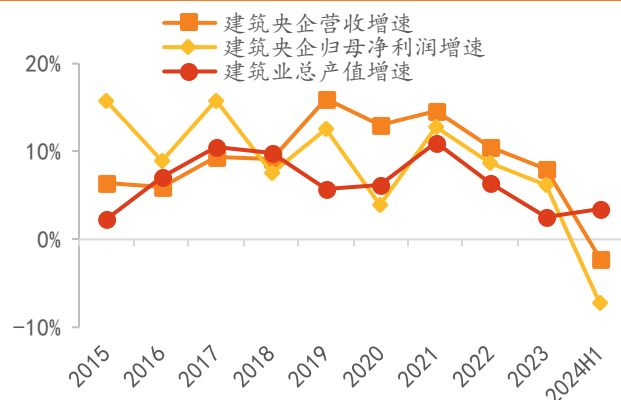
领先收入的特征，建筑央企新签订单高增长反映出后续市占率加速提升的趋势，同时也验证建筑央企扎实的内生增长动能以及融资和管理优势，同时新一轮国企改革聚焦于效率和科技创新，我们预计该趋势有望持续显现。

图 4：八大建筑央企营收及新签订单市场份额变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

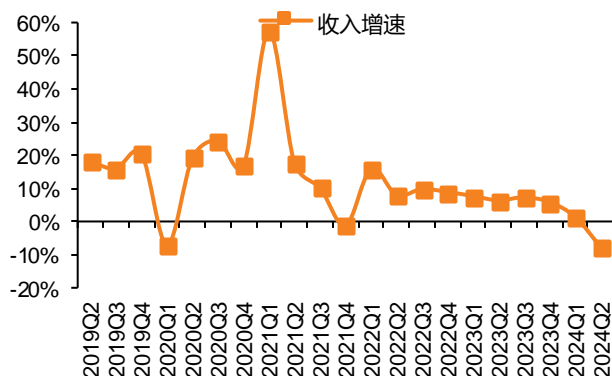
图 5：八大建筑央企营收、利润及建筑业总产值增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

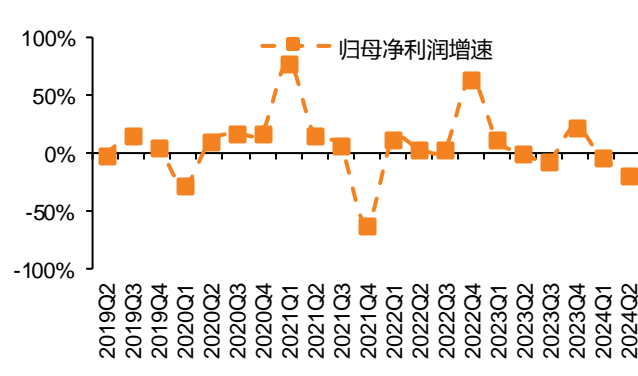
单季度来看，收入端/利润端 24Q2 明显承压。24Q1-2 建筑板块收入同比增速分别+1.4%、-7.7%；24Q1-2 建筑板块业绩同比增速分别为-3.5%、-18.6%。24Q1 整体来看，营收仍然保持较好增速，进入 Q2 受地产需求下滑以及基建实物工作量落实减慢，板块营收增长乏力。24M1-7 新开工面积同比-23.2%，施工面积同比-12.1%，竣工面积同比-21.8%，地产仍持续筑底，狭义基建/广义基建同比分别+4.9%/+8.1%，交通仓储邮政投资同比+8.2%，水电燃热投资同比+23.8%，水利投资同比+28.9%，建议关注水利、市政板块景气度提升。

图 6：2019Q2-2024Q2 建筑行业单季度收入同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2019Q2-2024Q2 建筑行业单季度业绩同比增速

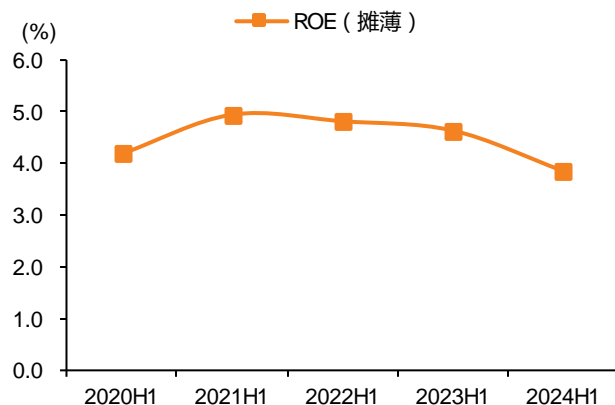


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 毛利率小幅改善，资产周转率变慢，负债率有所提升

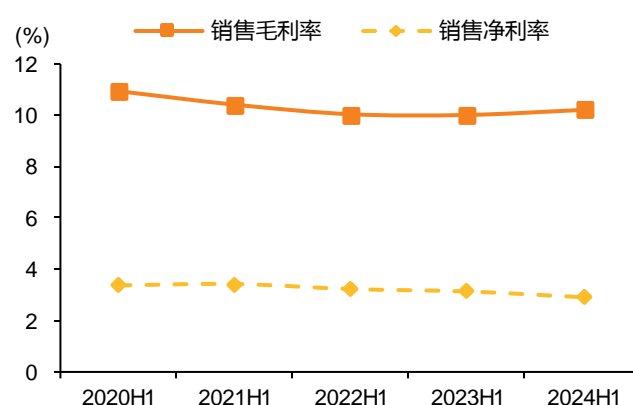
24H1 建筑板块 ROE、净利率略降，毛利率小幅提升。24 年上半年 CS 建筑板块整体毛利率 10.21%，同比提升 0.20pct，整体净利率 2.91%，同比略降 0.22pct，整体板块毛利率提升，净利率略降，我们认为一方面反映出建筑行业整体提质增效带来项目毛利率改善，同时净利率下滑或反映出减值计提以及费用率提升仍对建筑行业利润改善带来一定压力。24 年上半年建筑板块年化 ROE (摊薄) 3.86%，同比下降 0.78pct，我们认为净利率的下降仍对 ROE 产生不利影响。目前房建或已基本处于相对底部区域，基建投资仍在托底经济，考虑到大中城市房地产限购政策松绑以及下半年专项债发行进度加快或有望带来建筑景气度回升，特别国债加速落实有望加码基建水利等领域投资，同时新一轮国企改革注重 ROE 考核，我们认为建筑行业 ROE 改善有望加速兑现。

图 8：2020H1-2024H1 建筑行业摊薄 ROE 走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

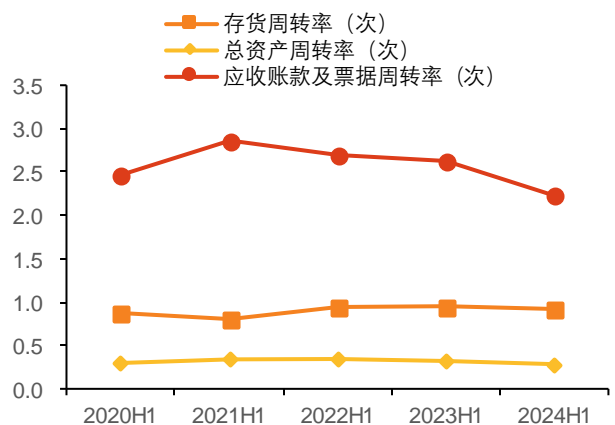
图 9：2020H1-2024H1 建筑行业毛利率和净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

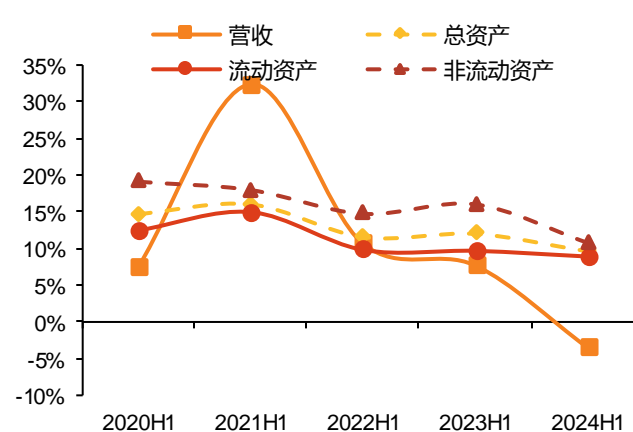
**24H1 建筑板块营运指标基本稳定，应收周转率有所承压。**18 年开始部分央企按最新会计准则，将原包含在存货科目中的“已完工未结算存货”重分类计入“合同资产”项下，因此我们将合同资产加回至存货处理，考虑到应收票据占建筑企业应收项目比重持续提升，我们在计算应收账款周转率时也加回应收票据。24H1 建筑行业总资产周转率/存货周转率略有升降总体保持稳定，其中总资产周转率 0.28 次，同比-0.04 次，应收账款及票据周转率 2.23 次，同比-0.4 次，存货周转率 0.91 次，同比-0.04 次。实际上总资产周转率的变化取决于营收和资产增速的关系，24H1 建筑板块总资产同比增长 9.6%，营收增速-3.46%，营收增速慢于资产增速。从资产的因素看，24H1 流动/非流动资产增速(8.92%/10.8%)较 23H1 (9.69%/16%) 均有所下降。营收增速明显慢于流动资产增速，或反映出板块经营性回款仍有所承压，非流动资产增速保持较高水平意味着投资类项目支出仍较多。

图 10：2020H1-2024H1 建筑行业三项营运指标



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2020H1-2024H1 年建筑板块四项财务数据的同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

具体到细分科目，板块资产项目中应收账款及票据同比增速(16.78%)快于营收同比增速(-3.57%)，因此导致应收账款及票据周转率变慢。而非流动资产关键项目中，长期应收增速仍较高，主要系 PPP 项目和 BT 项目回款较差导致，随着地方化债持续推进，或带来长期应收款回落。长期股权投资增速较 19、20 年历史高位回落，反映出建筑板块项目投资增速整体放缓，或与板块整体资金面偏紧有关。



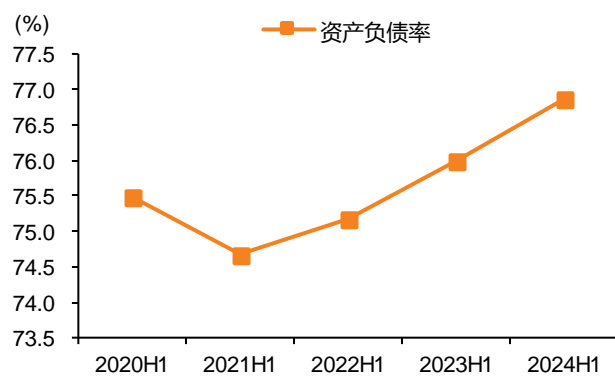
表 2：2024H1 建筑板块关键财务数据同比增速情况

| 营收增速   | 资产总计  | 流动资产      | 非流动资产  |
|--------|-------|-----------|--------|
| -3.57% | 9.35% | 8.44%     | 10.85% |
|        |       | 应收账款及票据   | 长期股权   |
|        |       | 16.78%    | 11.05% |
|        |       | 预付        | 固定资产   |
|        |       | -6.16%    | 13.35% |
|        |       | 其他应收      | 在建工程   |
|        |       | -1.05%    | 16.99% |
|        |       | 存货(含合同资产) | 长期应收   |
|        |       | 13.20%    | 11.49% |
|        |       | 应收+长期应收   |        |
|        |       | 15.17%    |        |

资料来源：Wind，天风证券研究所

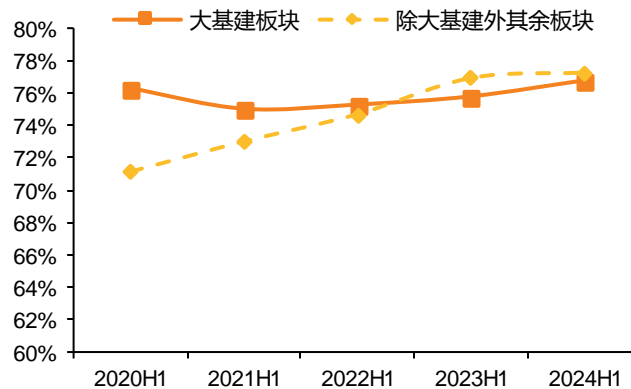
2024H1 建筑板块资产负债率自 21 年后反转上升，央企国企/民企杠杆均小幅上升。建筑板块 24H1 整体资产负债率 76.86%，同比上升 0.87pct，延续了自 21 年以来的上升趋势。同时我们注意到，板块资产负债率上升的主要动力来自于除大基建板块(包含中建、交建、铁建、中铁、电建、核建、中冶、能建、中国化学、隧道股份和上海建工，11 家公司 24H1 总资产占整个建筑板块 82.9%)的其他公司，在剔除这 11 家公司后，建筑板块 24H1 资产负债率 77.26%，同比上升 0.34pct，大基建板块 23 年资产负债率为 76.78%，同比提升 0.99pct。

图 12：2020H1-2024H1 建筑行业资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2020H1-2024H1 大基建板块与其余板块资产负债率

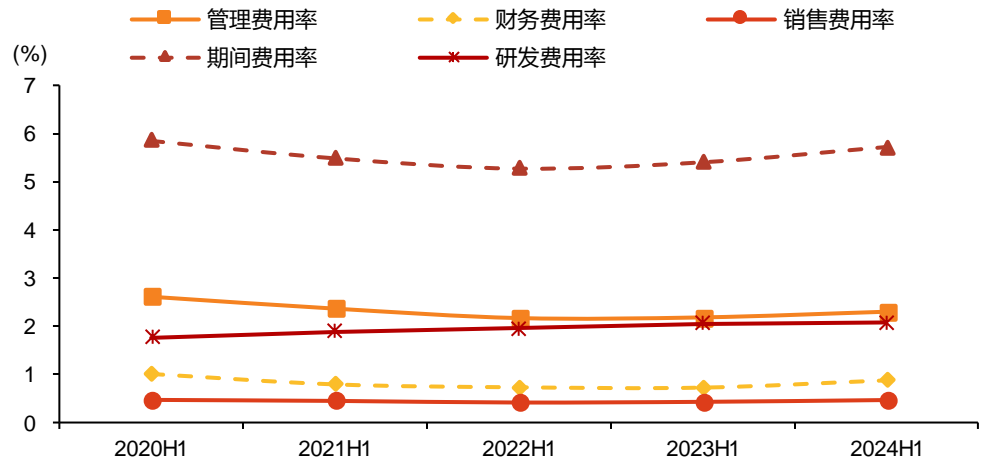


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3. 费用率小幅提升，减值损失占收入比重有所提升

24H1 可比口径下期间费用率同比小幅提升 0.32pct，主要来自于财务费用率和管理费用率的提升。24H1 CS 建筑板块整体期间费用率同比上升 0.32pct 至 5.72%，带动期间费用率上行的两部分主要来自于财务费用率和管理费用率，其中管理费用率 2.3%，小幅微增 0.12pct，财务费用率 0.88%，同比提升 0.15pct。24H1 CS 板块销售费用率 0.47%，同比上升 0.04pct，研发费用率同比提升 0.01pct 至 2.08%。

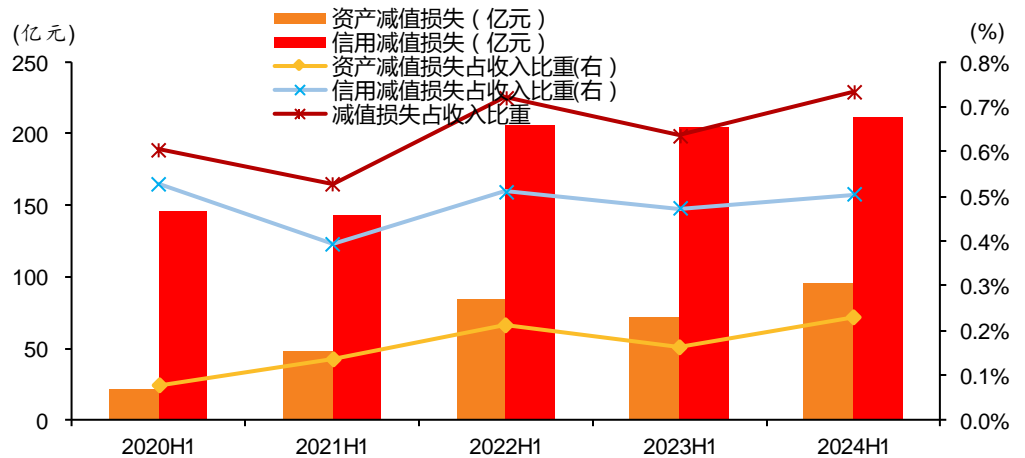
图 14：2020H1-2024H1 建筑行业四项费用率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

**24H1 板块减值损失绝对值以及占收入的比重均小幅提升。**24H1 建筑板块资产及信用减值损失 307.5 亿元，同比+11.20%，占收入比重 0.73%，同比提升 0.1pct；信用减值损失 211.5 亿元，同比增长 3.11%，占收入比重 0.5%，较去年同期小幅提升 0.03pct；资产减值损失合计为 96 亿元，同比增长 34.4%，占收入比重为 0.23%，同比提升 0.06pct。从上述分析中我们可知 24H1 建筑板块期间费用率略有上升，行业资产及信用减值同比增加，导致板块净利率承压下降。

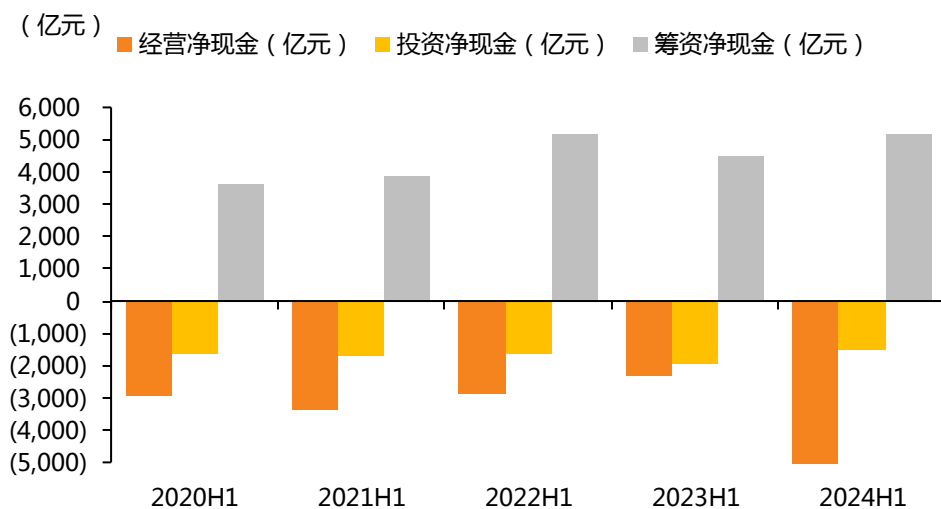
图 15：2020H1-2024H1 年建筑行业减值损失占收入比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

**24H1 建筑板块 CFO、CFI 净流出均同比扩大。**24H1 建筑板块经营活动现金净流出 5114 亿元，同比+120.4%，同比多流出 2794 亿元，CFO 净流出量大幅增加，表明建筑板块 24 年上半年回款仍有压力，我们认为主要原因如下：1) 房建类业务受 24 年上半年地产需求仍在筑底的影响，下滑回笼资金变慢，导致房建类企业回款不及预期；2) 城投及地方政府债务压力较大，导致基建、市政类项目回款变慢。24H1 CS 建筑板块投资活动现金净流出 1487 亿元，CFI 净流出同比减少 443 亿。24H1 CS 建筑板块筹资现金净流入 5201 亿元，净流入量相比 23H1 增加 703.8 亿元，我们预计与建筑行业整体资金偏紧有关，行业内融资活动有所增加。

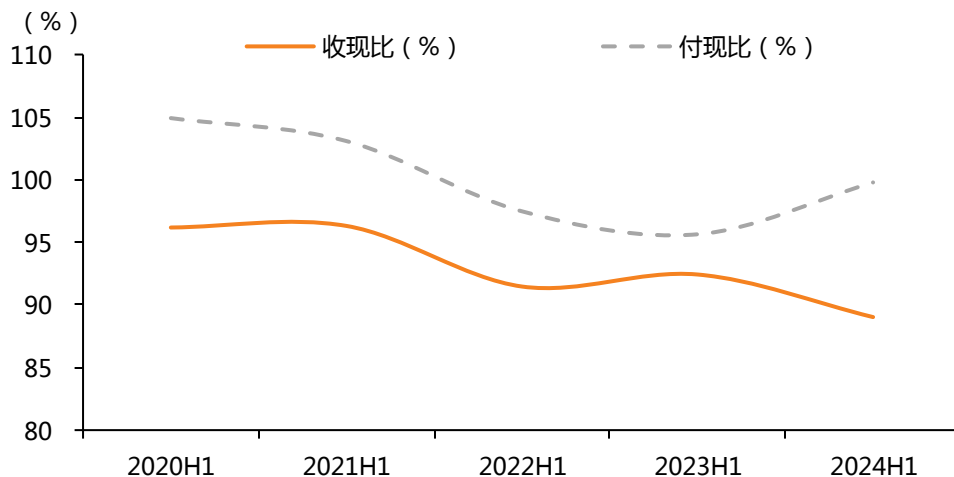
图 16：2020H1-2024H1 建筑行业现金流量净额变动趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

24H1 建筑板块收现比同比小幅下滑，付现比小幅提升。24H1 建筑板块收现比 89%，同比下降 3.4pct，付现比 99.78%，同比提升 4.14pct，收现比下滑主要系上半年地方债压力较大导致回款较慢，CFO 净流出大幅增加。我们认为上半年地方化债压力较大，地方积极性存在改善空间，考虑到下半年为完成全年经济增长目标，后续增量政策可能会出台，中央加杠杆仍存空间，全年来看我们仍看好全年建筑板块现金流改善。

图 17：2020H1-2024H1 CS 建筑行业收现比与付现比



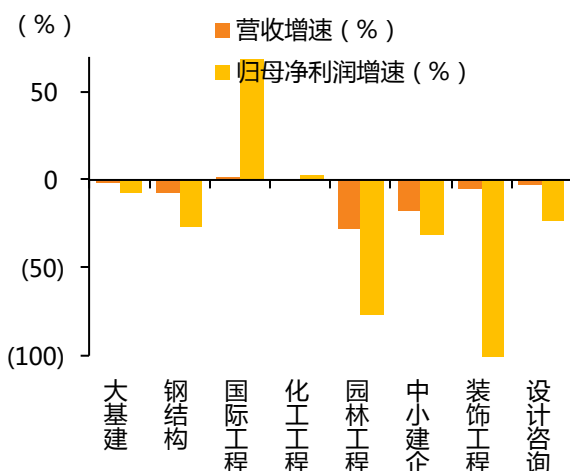
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 国际工程表现亮眼，大基建板块抗周期属性较强

### 2.1. 业绩增长：国际工程表现亮眼，设计咨询板块业绩增长加快

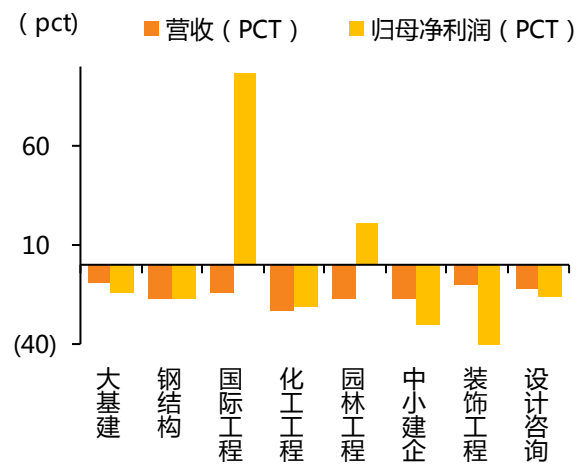
24H1 建筑子板块业绩表现分化，国际工程表现亮眼，大基建板块韧性较好。24H1 营收增速排名靠前的是国际工程、化工工程、大基建、设计咨询，营收增速分别为+0.28%、-0.36%、-2.06%、-3.29%，国际工程板块中收入增速靠前的是中铝国际（同比+11.3%）、中工国际（同比+6.4%）、中材国际（同比+1.7%）。8 个板块中，营收同比增长的仅国际工程板块，其余 7 个板块均有承压。24H1 年归母净利润同比增速为正的板块分别为国际工程、化工工程，同比增速分别为+68.5%、+3.03%，大基建板块归母净利润同比增速为-7.2%。国际工程板块业绩主要受到中铝国际利润回正带动，剔除中铝国际后国际板块工程业绩与去年基本持平，中钢国际、北方国际归母净利润同比增长 22.4%、7.4%，总体来看国际工程板块业绩表现稳健。园林板块在经历了 PPP 模式风险以及疫情以来的资金链危机后，经营质量回归到正常水平尚需一定时间。

图 18：24H1 建筑行业各子板块营收及归母净利润增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

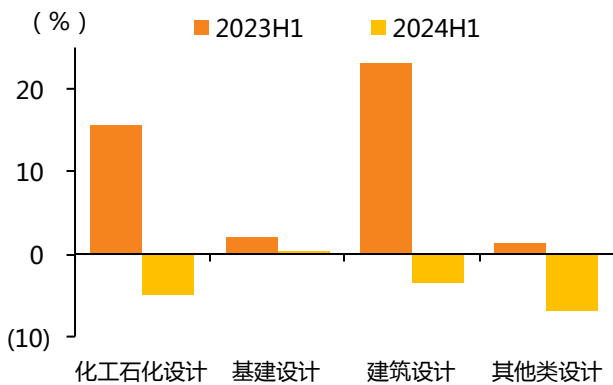
图 19：24H1 建筑子板块营收/业绩增速与 23H1 的差



资料来源：Wind，天风证券研究所

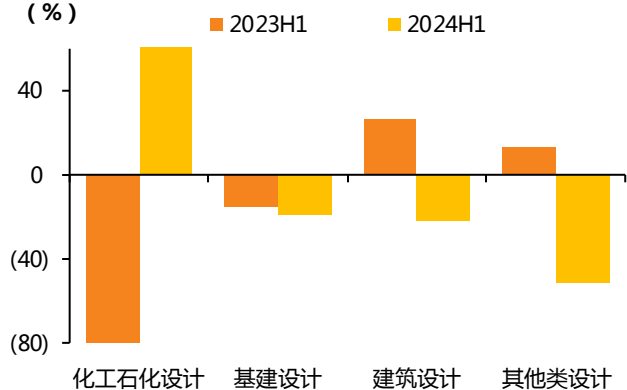
设计咨询子板块中分化仍较大，基建设计板块龙头公司业务较为稳健。总体来看，设计咨询板块 24H1 收入同比增速-3.29%，增速同比下降 11.85pct，归母净利润同比增速-23.62%，增速同比-16.12pct。分子板块看，基建设计板块收入增速 0.28%，同比-1.69pct，归母净利润增速为-18.8%，同比-3.64pct。24H1 建筑设计收入同比增速-3.52%，归母净利润同比增速-21.55%，板块盈利能力承压，增速同比-47.97pct。

图 20：2023H1、2024H1 设计咨询各子板块营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2023H1、2024H1 设计咨询各子板块归母净利润增速

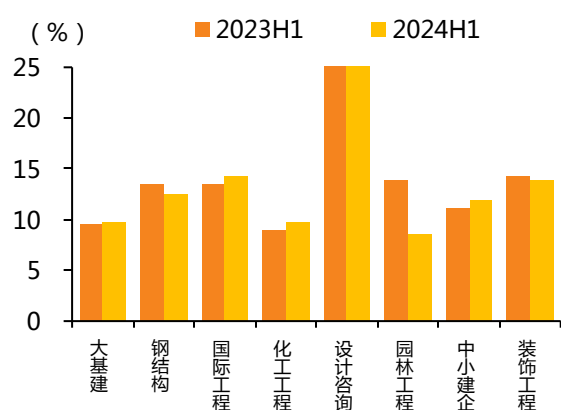


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 盈利能力：国际工程、化工工程毛利率/净利率同比有所提升

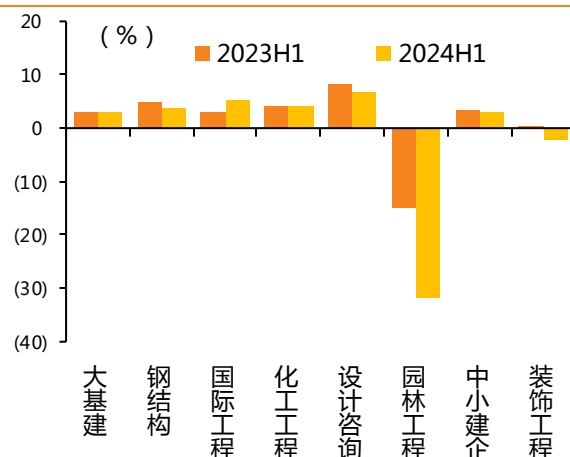
24H1 国际工程、化工工程毛利率/净利率有所提升。24H1 建筑行业子板块中，国际工程、化工工程、中小建企、大基建板块毛利率同比略有上升，其他板块毛利率均同比下降。国际工程板块毛利率提升最为明显，同比提升 0.83pct 至 14.32%，钢结构板块毛利率下降 0.79pct。净利率方面，24H1 国际工程/化工工程同比提升 2.05/0.16pct，大基建、中小建企、钢结构、设计咨询、园林工程净利率分别同比下降 0.16、0.49、1.10、1.49、16.79pct。净利率变化量与毛利率变化量的差体现为费用率（含减值损失）的变化，24H1 建筑子板块中国际工程、钢结构、大基建、设计咨询、化工工程、中小建企、装饰工程、园林工程板块费用率（含减值损失）分别同比+1.22、-0.31、-0.36、-0.51、-0.56、-1.22、-2.05、-11.4pct，除国际工程板块外，其余子板块表现为费用率（含减值损失）有所提升，大基建、钢结构费用率（含减值损失）变化不大，装饰工程、园林工程费用率（含减值损失）则提升较多。

图 22：2023H1、2024H1 建筑行业各子板块毛利率



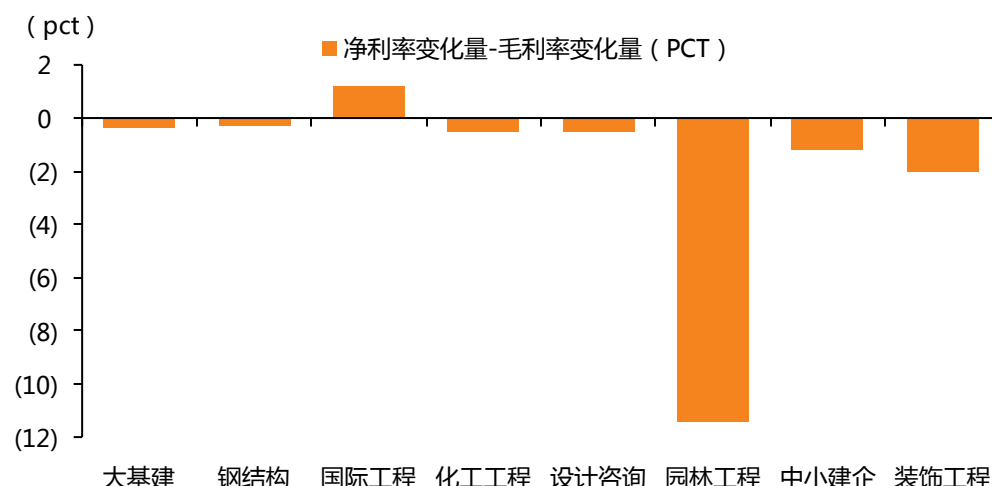
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：2023H1、2024H1 建筑行业各子板块净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：24H1 年相对 23H1 建筑子板块净利率变化量与毛利率变化量的差 (PCT)



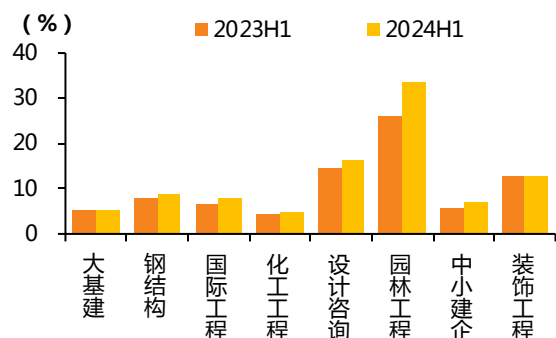
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.3. 管理能力：八大板块费用率均同比提升，周转率均有所变慢

24H1 八大建筑板块各子板块费用率均有所提升。24H1 大基建/钢结构/国际工程/化工工程/设计咨询/中小建企/装饰工程/园林工程期间费用率为 5.28%、8.65%、8.11%、4.8%、16.2%、

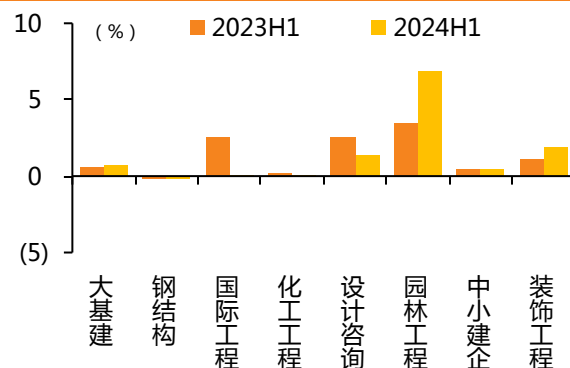
33.75%、7.04%、13.02%，分别同比+0.2、+0.92、+1.28、+0.53、+1.45、+7.85、+1.27、+0.29pct，八大子板块外所有板块期间费用率均同比上升，我们判断或因各子板块收入均有承压未能有效摊薄各项费用。24H1 大基建、园林工程、中小建企、装饰工程四个板块资产（含信用）减值损失占收入比重同比提升，其余四个板块减值损失占收入比重有所下降，其中国际工程板块资产减值损失占比下滑最明显，由 2.53% 下滑至 0.06%，主要受中铝国际 24H1 资产减值计提大幅减少 12.4 亿所致，化工工程、钢结构、设计咨询板块资产（含信用）减值损失占收入比重分别同比下降 0.07、0.23、1.12pct。

图 25：2023H1、2024H1 建筑行业各子板块期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

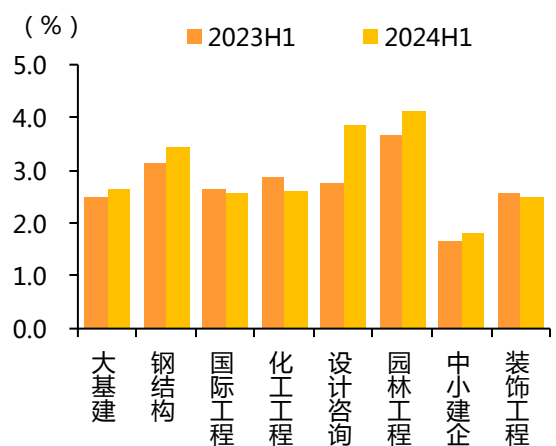
图 26：2023H1、2024H1 建筑行业资产减值损失占收入比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

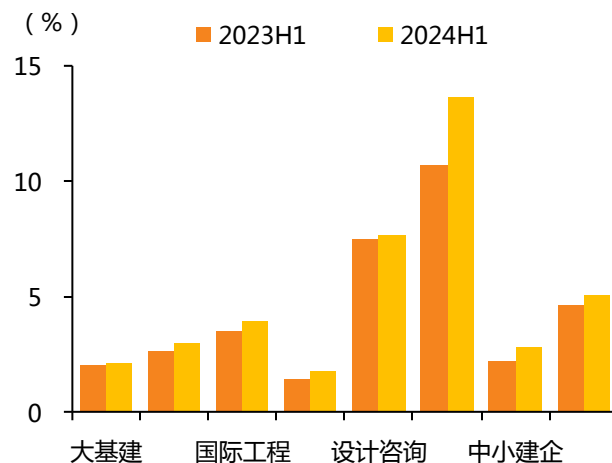
24H1 八个子板块管理（含研发）费用率均有所提升，化工工程板块研发费用率下滑最多。以研发费用率来看，化工工程、装饰工程、国际工程的费用率同比下滑，分别同比-0.25、-0.09、-0.06pct，增长较多的为设计咨询，同比+1.07pct。管理费用率（含研发）方面，园林工程板块提升较为明显，同比+3.01pct，上升幅度较大的还有中小建企（+0.6pct）、装饰工程（+0.45pct）、国际工程（+0.42pct）。

图 27：2023H1、2024H1 建筑行业各子板块研发费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

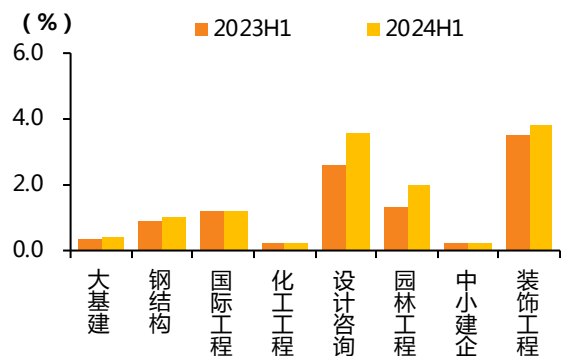
图 28：2023H1、2024H1 建筑行业各子板块管理费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

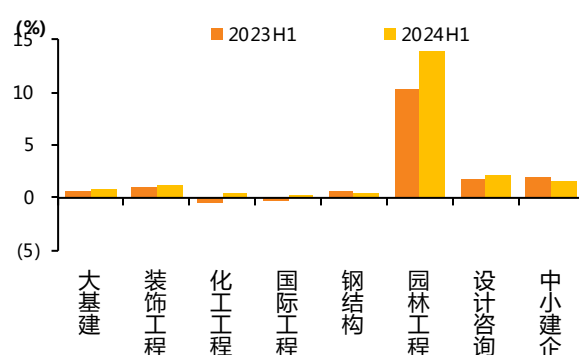
24H1 设计咨询、园林工程、装饰工程板块销售费用率增加较多，园林工程、设计咨询板块财务费用率仍然较高。以销售费用率来看，设计咨询、园林工程、装饰工程板块销售费用率同比增加 0.98、0.65、0.34pct，其余板块均有小幅提升。财务费用率来看，24H1 园林工程财务费用率上升幅度较大，同比提升 3.73pct，绝对值为 13.96%，我们判断或系 24H1 汇兑损益增加较多有关，比如中材国际 24H1 财务费用同比增加 1.55 亿，主要为美元、欧元升值产生汇兑收益；化工工程板块财务费用率同比+0.91pct 至 0.38%，设计咨询板块财务费用率同比+0.5pct 至 2.21%。

图 29：2023H1、2024H1 建筑行业各子板块销售费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

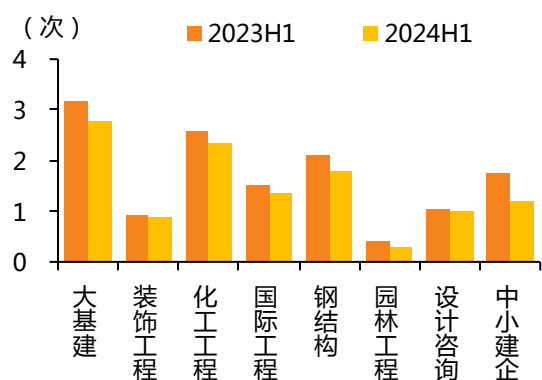
图 30：2023H1、2024H1 建筑行业各子板块财务费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

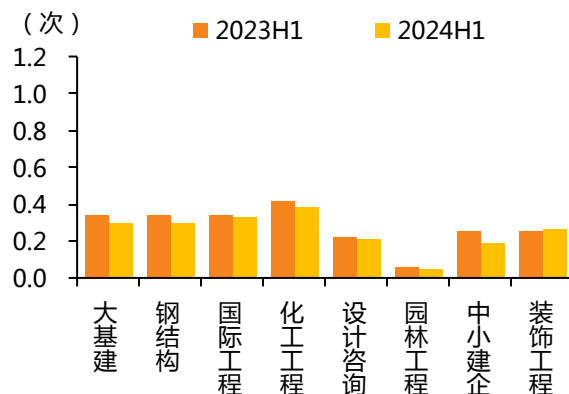
24H1 各子板块除装饰工程外其余板块总资产周转率均变慢，各板块的应收账款周转均变慢。同前文口径一致，我们把应收票据和应收账款一起作为应收款周转率的指标计算，23 年各子板块中，中小建企、大基建、钢结构板块应收周转率下滑最多，分别同比下滑 0.55/0.43/0.33 次，我们判断或与地方债压力较大导致建筑央企回款有所变慢。总资产周转率方面，24H1 各子板块中装饰工程与去年同期持平，中小建企、大基建、钢结构、化工工程总资产周转率分别同比下滑 0.07、0.04、0.04、0.04 次。

图 31：2023H1、2024H1 子板块应收账款及应收票据周转率



资料来源：Wind，天风证券研究所

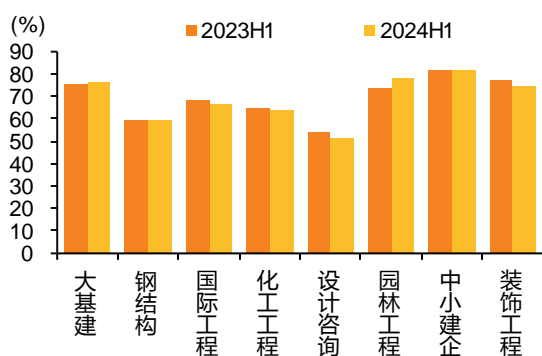
图 32：2023H1、2024H1 建筑行业各子板块总资产周转率



资料来源：Wind，天风证券研究所

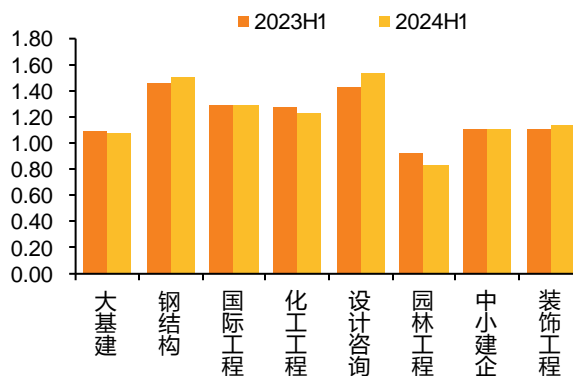
24H1 大基建、钢结构、园林工程和中小建企各板块负债率均有所上升，多数子板块流动比率小幅下滑。相比于 23H1，24H1 大基建、钢结构、园林工程和中小建企板块资产负债率分别同比+0.99、+0.55、+4.89、+0.02pct，大基建和中小建企的资产负债率分别达 76.78%、82.03%，我们认为，大量有息负债亦是导致财务费用率较高的原因。国际工程、化工工程、设计咨询、装饰工程的资产负债率分别同比下滑 1.29、0.88、2.31、2.00pct。流动比率来看，大基建、化工工程、园林工程、中小建企的流动比率分别同比-0.02、-0.05、-0.08、-0.01pct，钢结构板块流动比率提升最多，同比提升 0.045pct 至 1.5 次。

图 33：2023H1、2024H1 建筑行业各子板块资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

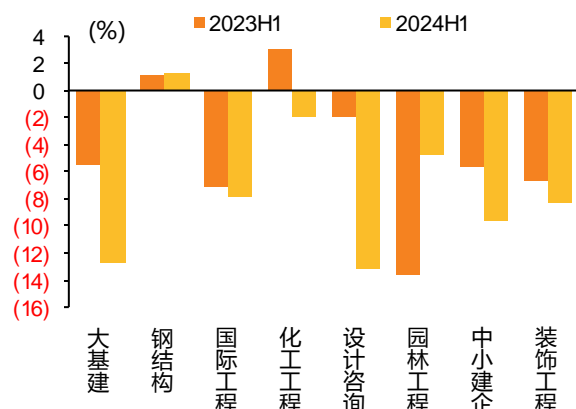
图 34：2023H1、2024H1 建筑行业各子板块流动比率



资料来源：wind，天风证券研究所

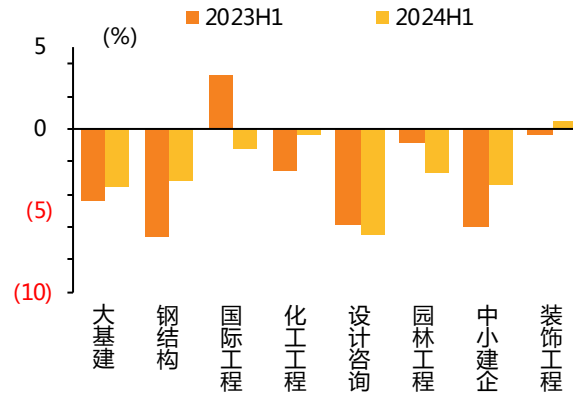
现金管理方面，24H1 八大建筑板块仅钢结构实现 CFO 净流入，除国际工程、设计咨询、园林工程板块外 CFI 净支出占营业收入比重均降。24H1 仅钢结构和园林工程板块 CFO 净额占收入比例均有所上升，反映出以上各板块公司在加强回款管理，大基建、设计咨询板块 CFO 净流出占收入比例均有较大提升。投资性现金流方面，除装饰板块八大建筑板块均为净流出状态，其中国际工程、园林工程、设计咨询板块投资的净流出额占收入的比重均有不同程度的上升。

图 35：2023H1、2024H1 建筑行业各子板块经营净现金/营业收入



资料来源：wind，天风证券研究所

图 36：2023H1、2024H1 建筑行业各子板块投资净现金/营业收入



资料来源：wind，天风证券研究所

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

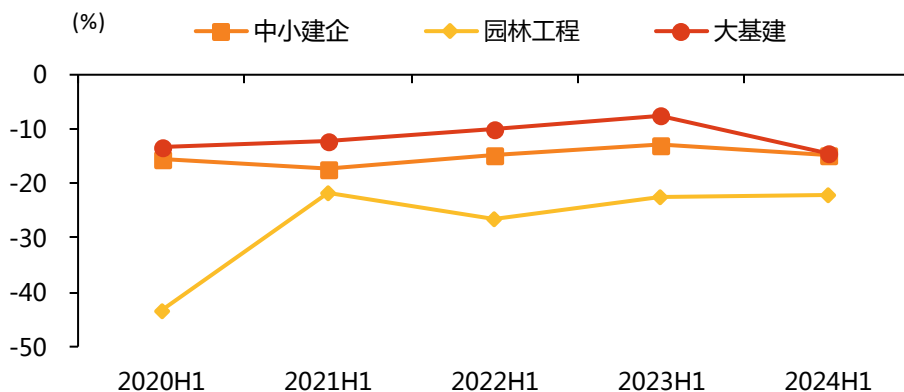
1) 24H1 三个相关板块 CFO 净额与投资支付现金的差额均为负，我们认为体现了当前 PPP 项目的回款尚不足以抵消项目落地带来的资本金投资支出。三个子板块中，大基建指标绝对值最小且自 19H1 以后延续改善趋势，园林工程指标在 22H1 下降明显，后在 23H1 明显回升，仅中小建企没有改善趋势，或仍与地方项目回款压力较大有关。

2) 从数据上看，①园林板块指标明显上升的原因在于其 CFO 回款情况小幅改善，24H1 园林板块 CFO 净流出 22 亿，同比少流出 0.3 亿，同时园林工程板块的投资支出的现金小幅增加，占收入比例由 23H1 的 8.7%增长至 24H1 的 17.24%；②中小建企板块指标小幅改善的原因在于投资性现金流同比净流出减少，24H1 中小建企板块的 CFO 净流出 207 亿元，而 23H1 表现为净流出 148.9 亿元，投资支出的现金占收入比例由 23H1 的 7.34%下降至 24H1



的 5.71%，表明地方建筑企业或受困于资金短缺导致投资类项目减少；③24H1 大基建板块 CFO 净流入 4674 亿元，23H1 表现为净流入 2032 亿元，大基建板块的投资支付的现金占收入比例由 23H1 的 2.11% 下降至 24H1 的 1.66%，投资活动现金流净流出同比少流出 182 亿，侧面反映出无论是大基建央企或者是中小建企，均在压缩投资类项目规模。

图 37：主要 PPP 子板块（CFO 净额-投资支付现金）在收入中的比重

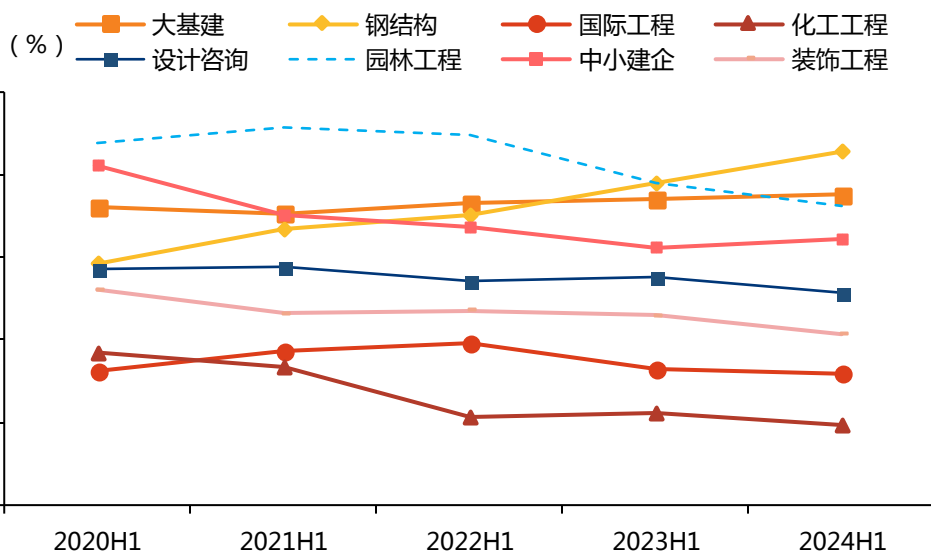


资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.4. 债务结构：中长期带息债务占比提升仍是负债结构优化的关键

24H1 带息债务占总负债比例，除大基建、钢结构、中小建企外其余板块趋于下降。2020H1-2024H1 各子板块带息债务占总负债的比例排名总体相对平稳，钢结构、园林工程、中小建企、大基建排名靠前，带息债务占总负债的比例均在 32% 以上，国际工程和化工工程处于较低水平。从带息负债占总负债的比例变动来看，24H1 年仅大基建、钢结构、中小建企板块占比同比上升 0.68、3.85、1.14pct，其余板块带息负债占比均有所下降。

图 38：2020H1-2024H1 各子板块带息债务占负债总和的比例

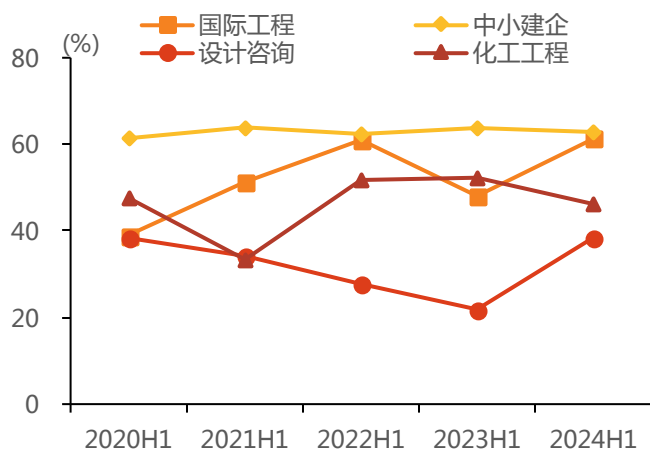


资料来源：wind，天风证券研究所

基建企业未来长期有息负债占总负债占比的提升可以看作负债结构改善的标志。我们以长期借款和应付债券之和作为长期有息负债，可以看到，24H1 大基建、国际工程、中小建企长期有息负债占比超过 50%，其余板块低于 50%。我们认为对于 PPP 项目收入占比较低的子板块，如钢结构、装饰、设计，其有息负债大多只用于短期的经营性垫款，所以长期有息负债占比较低。对于国内基建业务为主导的公司来说，由于其投资类项目回款周

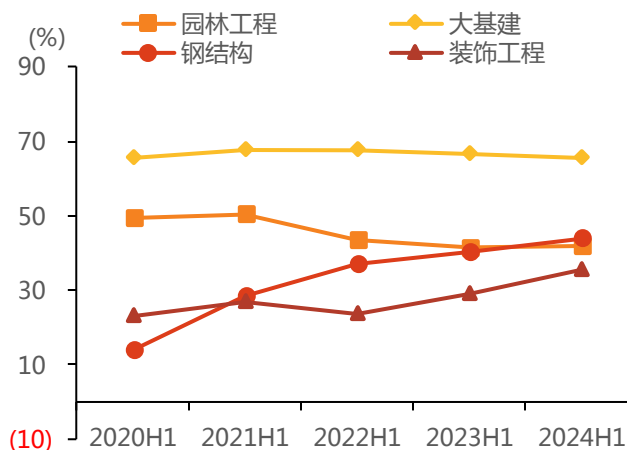
期长，更高的长期有息负债比例可以帮助其避免频繁面对短期偿付压力，因此大基建和中小建企长期有息负债占比均超过 50%，但大基建、中小建企板块长债占比均有所下降，或反映出板块债务结构有所优化。2020 年以后，园林板块融资环境有所改善，国资背景入股利好板块的债务环境，24H1 园林板块的长期有息负债占比同比上升 0.24pct，但相较于大基建和中小建企板块来说，仍然处于较低水平，未来其偿付压力能否实质性减轻，仍需关注其通过中长期负债置换短期负债的进程。

图 39：四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化



资料来源：wind，天风证券研究所

图 40：另外四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化



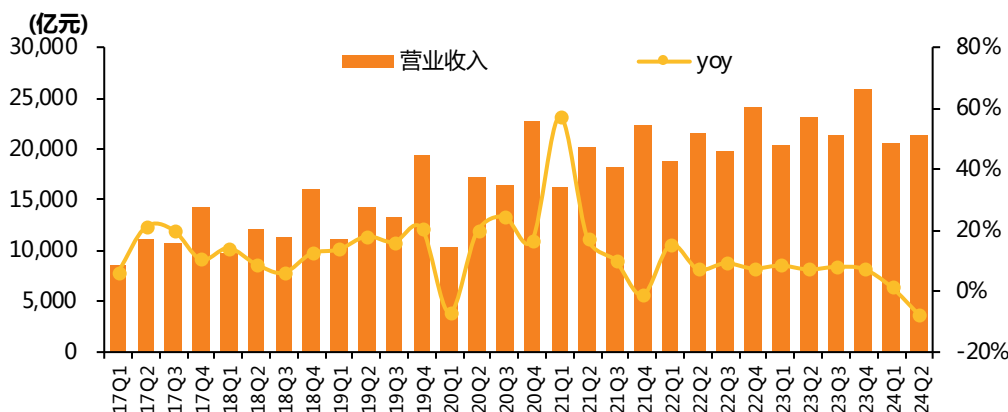
资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 24Q2 建筑板块营收同比下滑，业绩短暂承压

#### 3.1. 24Q2 营收同比下滑 7.7%，毛利率有所改善

**24Q2 建筑板块收入端增速承压下滑。**24Q2 建筑板块营收 21346 亿元，同比-7.7%，以 21Q2 为基数，21-24 年 Q2 复合增长率 1.94%。24Q1 建筑板块或受一季度项目落地进度放缓，整体收入增速有所放缓，展望 2024Q2 以及下半年，考虑到专项债发行有望加速以及经济增长目标的压力，预计下半年市场资金面或有边际改善，对应项目推进有望提速，同时限购的优化放松有望加速地产去化，从而推动改善销售及新开工，建筑公司基本面或将迎来修复。

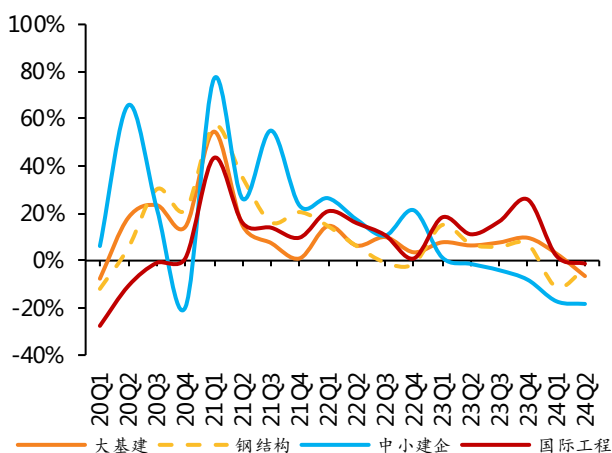
图 41：2017Q1-2024Q2 建筑单季度营收及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

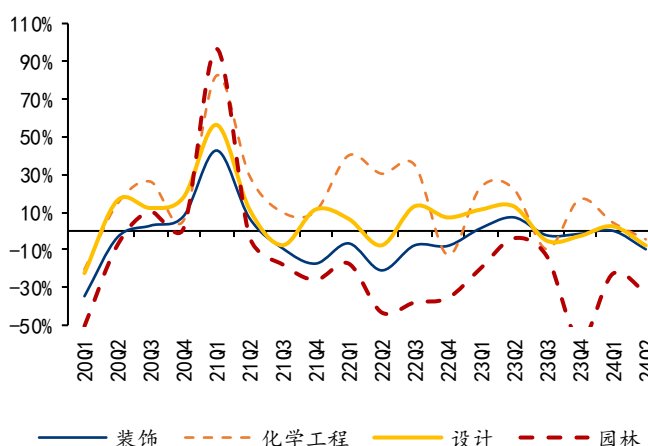
**24Q2 八大子板块收入均有所承压。**国际工程板块收入下滑最少，达-1.3%，23 年之后板块出海进程加速，海外业务均有较快增长，如中材国际上半年境外营收同比+15.23%；大基建（-6.6%）、钢结构（-3.2%）、中小建企（-18.23%）、装饰工程（-9.7%）、化工工程（-4.5%）、园林工程（-32.6%），上半年各板块经营压力均较大。

图 42：20Q1-24Q2 建筑子板块单季度营收同比增速（1）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 43：20Q1-24Q2 建筑子板块单季度营收同比增速（2）

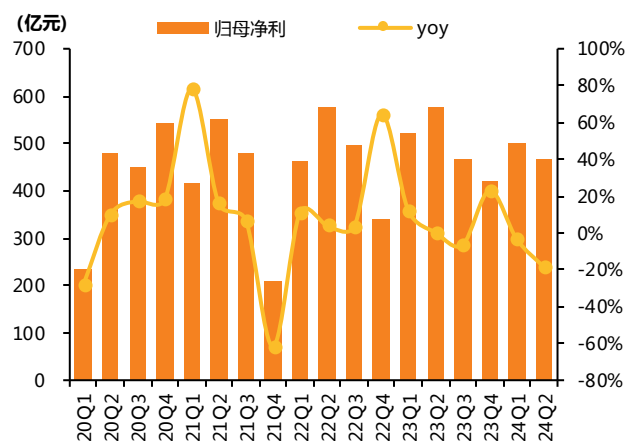


资料来源：wind，天风证券研究所

**建筑行业 24Q2 业绩同比下滑 18.6%，剔除权重股后业绩同比下滑 39.1%。**24Q2 建筑板块实现归母净利润 469.2 亿元，同比-18.6%，单季度增速出现大比例下滑，原因与上文论述基本一致，在二季度景气度不佳以及市场资金偏紧的情况下，利润端有所承压。剔除权重

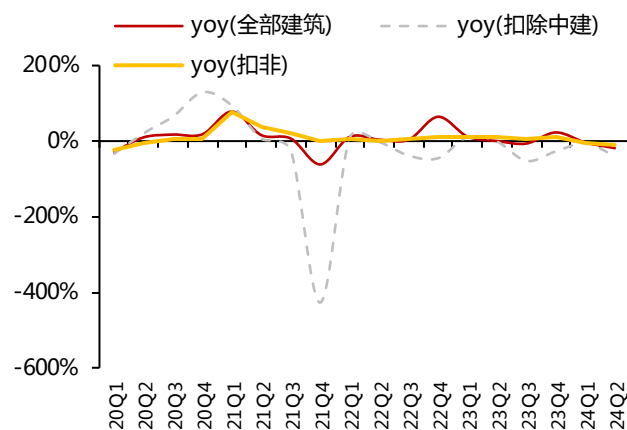
股中国建筑后,CS 建筑板块 24Q2 归母净利润同比下降 39.1%,扣非净利润同比下降 12.8%。

图 44: 20Q1-24Q2 建筑单季度归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

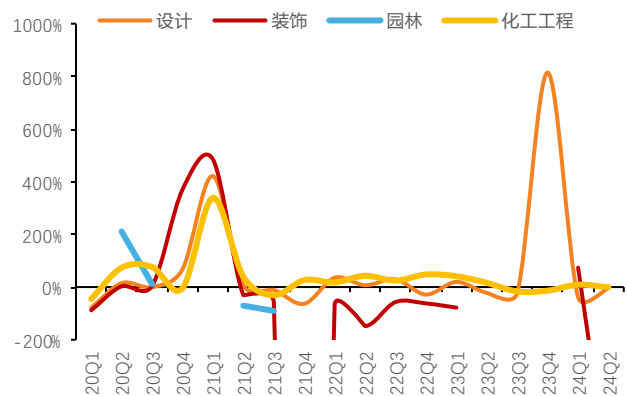
图 45: 20Q1-24Q2 建筑板块不同情形下业绩同比增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

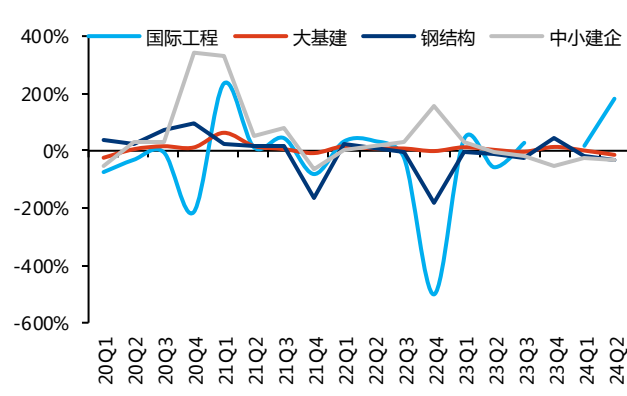
总体来看, 24Q2CS 建筑板块业绩低于收入增速。细分来看, 24Q2 园林板块和装饰板块亏损同比扩大, 设计板块和化工工程板块同比小幅下滑, 分别同比-3.39%、-0.86%。国际工程板块受益于“一带一路”催化及海外基建景气度回升, 24Q2 单季归母净利润同比增长+182%,其中中钢国际、中材国际、中铝国际 24Q2 单季度归母净利润同比增长 52%、1.6%、106%。大基建板块业绩同比下滑 14.3%, 钢结构以及中小建企利润端仍然承压, 分别为-34%、-35%。

图 46: 建筑子板块单季度业绩同比增速 (1)



资料来源: wind, 天风证券研究所

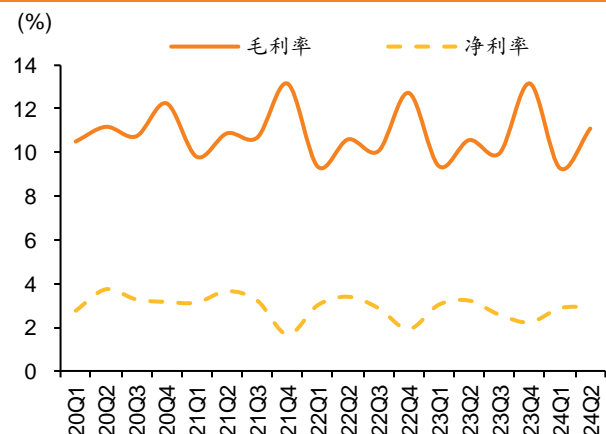
图 47: 建筑子板块单季度业绩同比增速 (2)



资料来源: wind, 天风证券研究所

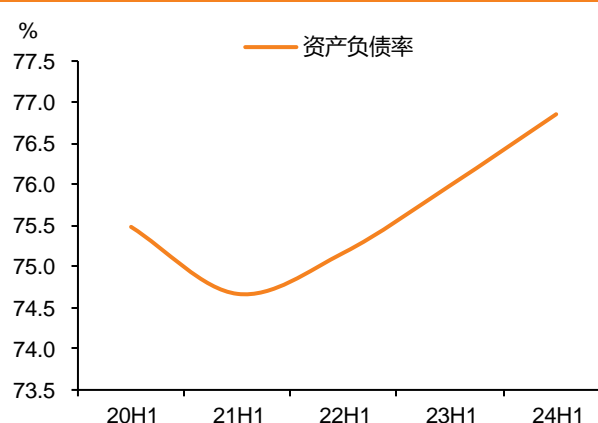
24Q2 板块毛利率有所提升, 净利率同比均承压下滑。24Q2 建筑板块毛利率 11.1%, 同比 +0.53pct, 环比提升 1.82pct, 板块净利率 2.94%, 同比下降 0.28pct, 环比上升 0.07pct, 毛利率上升或反映出板块内企业注重项目精细化管理和提质增效, 但由于费用率未能有效摊薄或减值损失等压力导致板块盈利能力仍在承压。24Q2 建筑板块摊薄 ROE 较 23Q2 下降 0.57pct 至 1.85%, 主要系净利率的下降, 资产负债率同比有一定上升。

图 48：建筑板块单季度毛利率与净利率



资料来源：wind, 天风证券研究所

图 49：历年 H1 末建筑板块资产负债率



资料来源：wind, 天风证券研究所

### 3.2. 央企出海订单延续较高增长，建议关注专业工程细分景气赛道

24Q2 八大建筑央企受二季度项目施工落地速度较慢收入同比下滑，除中国建筑外其余央企毛利率均有改善，央企净利率均有所下滑。从收入端看，仅中国建筑收入和利润实现正增长，中铁和中冶的收入下滑超 10%，铁建收入同比下滑 9.8%，其余央企均为小个位数下滑，央企营收增速或反映出受资金短缺影响，Q2 实物工作量落地速度仍较慢。毛利率方面，除中国建筑外其余均有改善，中国化学改善较大，同比+2.05pct 至 10.75%，能建及电建毛利率水平均较高，中国交建毛利率同比+1.47pct 至 11.42%，均反映出央企提质增效工作积极落实。归母净利润增速来看，仅中国建筑实现正增长，中冶、中铁、铁建 Q2 业绩受减值计提影响利润下滑较多。

订单层面来看龙头强者恒强，央企出海加速。从新签订单的角度来看，电建、建筑、能建、交建 24Q2 新签订单总额分别同比+13%、+10.4%、+6.5%、+5.8%。24M1-7 中国建筑、中国化学新签订单分别同比+8.0%、+10.02%，24Q2 海外订单整体实现较快增长，建筑、交建、化学、中冶、电建，同比+130%、+82%、+69%、+64%、+36%，仅中铁和铁建有所下滑，中国化学 M1-7 海外订单累计同比+154%，或反映出央企加速出海的趋势。

表 3：八大建筑央企 24Q2 经营及订单情况

|               | 中国交建        | 中国化学    | 中国能建        | 中国铁建    | 中国建筑         | 中国电建         | 中国中铁    | 中国中冶    |
|---------------|-------------|---------|-------------|---------|--------------|--------------|---------|---------|
| 24Q2 收入 yoy   | -5.02%      | -5.53%  | -6.51%      | -9.84%  | <b>1.16%</b> | -2.17%       | -12.34% | -21.64% |
| 24Q2 归母 yoy   | -10.63%     | -11.58% | -15.16%     | -24.07% | <b>2.11%</b> | -12.35%      | -18.71% | -61.75% |
| 24Q2 扣非 yoy   | -17.93%     | 3.32%   | -8.68%      | -25.70% | <b>2.96%</b> | -11.21%      | -24.19% | -85.13% |
| 24Q2 毛利率      | 11.42%      | 10.75%  | 13.69%      | 10.64%  | 10.70%       | 12.73%       | 9.07%   | 9.92%   |
| 24Q2 毛利率同比    | 1.47%       | 2.05%   | 2.01%       | 0.57%   | -0.20%       | 0.90%        | 0.28%   | 0.79%   |
| 24Q2 净利率      | 3.88%       | 3.86%   | 2.27%       | 3.26%   | 3.76%        | 3.03%        | 2.75%   | 1.04%   |
| 24Q2 净利率同比    | -0.12%      | -0.35%  | -0.32%      | -0.32%  | -0.04%       | -0.23%       | -0.21%  | -1.21%  |
| 24Q2 新签订单 (亿) | 4,536       | 757     | 3,708       | 5,499   | 12,912       | 3,178        | 4,569   | 3,609   |
| 新签同比增速        | <b>5.8%</b> | -5.9%   | <b>6.5%</b> | -32.9%  | <b>10.4%</b> | <b>13.0%</b> | -24.7%  | -8.9%   |
| 其中：基建订单 (亿)   | 3,990       | 722     | 3,413       | 3,827   | 4,486        | 762          | 3,101   | 603     |
| 基建订单同比增速      | 2.8%        | -4.5%   | 3.6%        | -32.0%  | 44.0%        | 20.7%        | -26.7%  | 13.5%   |
| 海外订单同比增速      | 81.5%       | 68.5%   | 1.1%        | -26.3%  | 130.4%       | 36.1%        | -25.2%  | 63.6%   |

资料来源：Wind, 各公司公告, 天风证券研究所

地方国企业绩分化较为明显，多数地方国企业绩有所承压，上海建工、浙江交科、隧道股份业绩增长仍保持韧性。2024年上半年，上海地区建筑类国企隧道股份与上海建工的营收均实现稳健增长，分别为1.7%、1.1%，业绩增速分别为0.8%、9.3%。浙江交科24H1营收和净利润分别同比增长0.9%、6.6%，或与去年新签订单高增有关，同时大股东浙江交投24、25年交通投资平均增速需达31%以上才能完成“十四五”目标，区域基建高景气度有望支撑业绩释放。考虑到传统交通基建强省四川、安徽、江苏、河北、山东2024年交通固定资产投资计划值相比2023年计划值同比分别增长30%、18%、10%、6%、5%，浙江省与23年目标基本持平但仍为全国目标值最高的省份。四川路桥上半年公司业绩压力较大，6月后四川省政府领导推动基建提速，7月公司中标千亿大单，在上半年订单下滑较多的情况下，当前已确保全年订单可实现正增长，基建实物量的改善也会带动公司下半年业绩高弹性。建议重点关注区域基建景气度抬升，推荐隧道股份、四川路桥、浙江交科、上海建工等。

表 4：地方国企 24H1 经营质量一览

|      | 营收 yoy | 归母净利<br>润 yoy | 扣非净利<br>润 yoy | 毛利率变<br>动 (pct) | 净利率变<br>动 (pct) | CFO 净额<br>(亿) | CFO 净额<br>变动(亿) | 加权 ROE<br>同比变动<br>(pct) | PB<br>(LF) | 分位     |
|------|--------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|---------------|-----------------|-------------------------|------------|--------|
| 浦东建设 | 17.2%  | -14.4%        | -14.3%        | 0.5             | -1.2            | -3.89         | 5.7             | -0.7%                   | 0.65       | 0.00%  |
| 设计总院 | 9.9%   | -6.0%         | -17.2%        | -2.2            | -2.4            | -4.46         | -1.7            | -1.2%                   | 1.30       | 0.35%  |
| 苏交科  | 2.6%   | -7.7%         | 9.9%          | -0.2            | -0.6            | -7.23         | -3.9            | -0.2%                   | 1.02       | 12.63% |
| 隧道股份 | 1.7%   | 0.8%          | -6.1%         | 3.2             | -0.6            | -37.64        | -5.2            | -0.1%                   | 0.63       | 0.48%  |
| 上海建工 | 1.1%   | 9.3%          | 11.9%         | -0.5            | 0.0             | -226.20       | 3.3             | -0.2%                   | 0.58       | 0.00%  |
| 浙江交科 | 0.9%   | 6.6%          | 6.6%          | 0.5             | 0.1             | -27.04        | 5.0             | -0.1%                   | 0.64       | 0.03%  |
| 宁波建工 | -3.8%  | -17.7%        | -20.8%        | 0.6             | -0.3            | -15.77        | -4.6            | -0.8%                   | 0.88       | 0.28%  |
| 山东路桥 | -8.7%  | -9.0%         | -9.6%         | 0.0             | 0.1             | -25.97        | -5.8            | -1.9%                   | 0.57       | 0.07%  |
| 安徽建工 | -10.7% | -6.5%         | -19.8%        | 1.2             | 0.2             | -38.20        | -22.6           | -0.2%                   | 0.70       | 0.93%  |
| 北新路桥 | -18.5% | -10.8%        | -172.6%       | 3.9             | 0.2             | -5.83         | -1.3            | 0.0%                    | 1.17       | 1.52%  |
| 陕建股份 | -20.5% | -26.2%        | -33.0%        | 1.1             | -0.2            | -77.13        | -37.2           | -4.1%                   | 0.59       | 0.31%  |
| 广东建工 | -20.8% | -23.8%        | -23.3%        | 1.8             | -0.1            | 0.70          | 30.2            | -2.4%                   | 0.97       | 0.53%  |
| 龙建股份 | -22.4% | 28.8%         | 19.2%         | 4.0             | 0.6             | -0.57         | 24.4            | 0.4%                    | 1.15       | 0.84%  |
| 重庆建工 | -25.4% | -115.6%       | -177.4%       | 0.7             | -0.7            | -16.08        | 2.2             | -1.6%                   | 0.53       | 1.26%  |
| 四川路桥 | -31.2% | -43.5%        | -43.9%        | -0.2            | -1.5            | -47.23        | 35.3            | -5.8%                   | 1.16       | 20.86% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：截止于 2024/9/1,分位值起始于 2010/1/1

国际工程板块中，中材国际、北方国际表现稳健，中钢国际扣非业绩较为亮眼。24H1 中材国际和北方国际收入稳步增长，分别同比+1.7%、0.1%，归母净利润增速分别为 2.3%、7.4%。中材国际上半年毛利率同比改善，境外业务毛利率 22.61%，同比+3.65pct，运营业务实现较快增长。北方国际业绩增速较快主要源于毛利率的提升以及蒙古焦煤贸易业务放量。中钢国际利润高增主要系毛利率同比提升明显，叠加海外接单同比增长 47.97%。考虑到出海趋势带来订单持续释放，建议关注中材国际、北方国际、中钢国际。

表 5：国际工程公司 24H1 经营情况一览

|      | 营收 yoy | 归母净<br>利润 yoy | 扣非净<br>利润 yoy | 毛利率<br>变动<br>(pct) | 净利率<br>变动<br>(pct) | CFO 净<br>额 (亿) | CFO 净<br>额变动<br>(亿) | 加权<br>ROE 变<br>动 (pct) | PB (LF) | 分位     |
|------|--------|---------------|---------------|--------------------|--------------------|----------------|---------------------|------------------------|---------|--------|
| 中工国际 | 6.4%   | 0.1%          | -44.7%        | -0.36              | -0.21              | -13.43         | -13.78              | -0.05%                 | 0.75    | 1.82%  |
| 中材国际 | 1.7%   | <b>2.3%</b>   | 6.0%          | 1.04               | -0.05              | 8.85           | 28.77               | -0.72%                 | 1.27    | 13.03% |
| 北方国际 | 0.1%   | <b>7.4%</b>   | 5.2%          | 0.80               | 0.49               | -3.84          | -10.86              | -0.03%                 | 1.00    | 2.11%  |

|      |        |              |              |      |       |        |       |        |      |        |
|------|--------|--------------|--------------|------|-------|--------|-------|--------|------|--------|
| 中油工程 | -6.9%  | -22.0%       | -12.7%       | 0.83 | -0.32 | -70.52 | 22.30 | -0.62% | 0.68 | 16.84% |
| 中钢国际 | -15.2% | <b>22.4%</b> | <b>27.5%</b> | 2.75 | 1.47  | -15.56 | -6.62 | 0.05%  | 1.00 | 2.72%  |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 截止于 2024/9/1, 分位值起始于 2010/1/1

**专业工程业绩表现较为分化, 建议关注细分赛道成长性。**24H1 营收增速表现亮眼的有亚翔集成、柏诚股份、利柏特、东华科技, 增速分别为 206%、74%、33%、25%, 业绩增速较快为亚翔集成、利柏特、江河集团、柏诚股份, 增速分别为 220%、49%、10%、7%。洁净室工程的专业工程公司亚翔集成与柏诚股份主要受益于半导体、显示面板需求高景气, 资本开支提速, 业绩进入释放周期。利柏特 24Q2 收入增速为 47.82%, 归母净利润增速为 71.14%, 单季度利润高增主要系营收增速较快, 毛利率同比改善明显。化工炼化板块主要受益于国内化工行业景气度回暖, 24 年上半年东华科技新签订单同比增长 6.25%。建议关注专业工程板块细分景气赛道, 推荐柏诚股份、利柏特、东华科技、江河集团等。

表 6: 专业工程公司 24H1 经营数据一览

|      | 营收<br>yoy | 归母净<br>利润<br>yoy | 扣非净<br>利润<br>yoy | 毛利率<br>同比变<br>动 ( pct ) | 净利率<br>同比变<br>动 ( pct ) | CFO 净<br>额 ( 亿 ) | CFO 净<br>额变动<br>( 亿 ) | 加权<br>ROE 变<br>动 ( pct ) | PE_TTM | 分位     |
|------|-----------|------------------|------------------|-------------------------|-------------------------|------------------|-----------------------|--------------------------|--------|--------|
| 亚翔集成 | 206.1%    | 219.9%           | 222.1%           | -2.87                   | -0.04                   | 11.59            | 5.58                  | 10.22%                   | 3.25   | 58.29% |
| 柏诚股份 | 73.7%     | 7.2%             | 4.1%             | -3.85                   | -2.47                   | -3.53            | -0.86                 | -1.64%                   | 1.81   | 1.76%  |
| 利柏特  | 33.4%     | 48.9%            | 47.6%            | 0.81                    | 0.75                    | 0.63             | 1.08                  | 1.94%                    | 2.13   | 6.64%  |
| 东华科技 | 25.2%     | 3.2%             | 15.1%            | -0.49                   | -1.20                   | 2.64             | 5.86                  | -0.24%                   | 1.16   | 0.31%  |
| 华铁应急 | 21.7%     | 3.0%             | 9.7%             | -2.25                   | -2.75                   | 11.48            | 8.21                  | -0.96%                   | 1.53   | 4.13%  |
| 江河集团 | 12.1%     | 10.2%            | 5.9%             | 0.65                    | 0.02                    | -4.52            | 5.98                  | 0.02%                    | 0.74   | 0.51%  |
| 上海港湾 | 11.3%     | -30.4%           | -31.7%           | 1.13                    | -7.13                   | -0.16            | -0.55                 | -2.32%                   | 2.32   | 31.72% |
| 圣晖集成 | 1.8%      | -26.1%           | -24.4%           | -2.71                   | -2.37                   | -0.95            | -0.63                 | -2.27%                   | 2.20   | 1.63%  |
| 鸿路钢构 | -6.7%     | -22.6%           | -47.5%           | 0.06                    | -0.85                   | -0.45            | -2.13                 | -1.88%                   | 0.92   | 5.41%  |
| 中粮科工 | -11.4%    | 0.4%             | -1.0%            | 3.81                    | 0.95                    | -2.95            | -0.65                 | -0.21%                   | 2.07   | 0.28%  |
| 三维化学 | -22.9%    | -26.5%           | -26.3%           | -1.58                   | -1.07                   | 1.39             | 2.02                  | -1.29%                   | 1.24   | 0.53%  |
| 苏文电能 | -33.6%    | -27.9%           | -18.1%           | -3.69                   | 0.84                    | 1.41             | 4.01                  | -1.25%                   | 1.05   | 0.98%  |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 截止于 2024/9/1, 分位值起始于 2010/1/1

## 4. 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。自 2018 年之后，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，八大建筑央企的订单增速仍保持较高水平，新签订单市场份额从 2019 年 35% 提升至 24H1 的 53%。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。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。

### 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 M1-7 中国新签对外工程承包合同额为 1339.5 亿美元，同比+25%，对外承包工程累计完成额为 862.8 亿美元，同比+6.6%。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 1.54pct，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。

## 5. 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；

**央企、国企改革提效进度不及预期：**我们认为建筑央企、国企积极进行变革，通过横向拓展业务范围，纵向整合产业链下游，大股东增持改善上市公司经营效率，成本管理等措施，理顺业务发展脉络，改革激发内在增长活力，预计 2024 年央企仍有希望体现高业绩弹性，后续激励、分红政策等有望成为估值提升催化剂，但若央企、国企改革提效进度不及预期，则对公司的利润和分红造成一定影响；

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



## 分析师声明

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

## 一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

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

## 投资评级声明

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

## 天风证券研究

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