

# 建筑装饰

## 基建产业链价值重估，专业工程+海外市场动能提升

### 沿基建+化债+破净价值提升布局板块机会

自上而下来看，政府主导下的基建投资仍然是完成经济增长目标的必然要求，我们预计 24Q4 基建投资仍有约 9000 亿元左右的增长空间，24-25 年基建投资均有望同比+9.7%、8.8%。自下而上来看，若将基建细分行业拆分开来进行预测，我们预计 25 年广义、狭义基建增速分别为 7.0%、2.0%，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。此外，我们认为化债政策落地有望带动建筑央企基本面改善及报表修复，且地方国企的化债受益弹性相对较大，建议关注有望充分受益于本轮化债政策落地的基建产业链相关标的，重点推荐区域高景气的弹性地方国企四川路桥，山东路桥，安徽建工、陕建股份等，建筑央企中国交建、中国中铁、中国建筑、中国铁建等，建议关注长账龄应收账款占比相对较高的新疆交建、北新路桥、龙建股份、浙江建投等。

### 关注顺周期专业工程的潜在高弹性

未来 5 年有望迎来煤化工投资高峰，据我们不完全统计，全国潜在煤化工项目投资总额达 10329 亿元，其中新疆 4916 亿元，其他省份 5413 亿元。按照 5 年完成投资进行测算，对应年均投资规模达 2065.8 亿元，较我们测算的 21-23 年年均投资 644.3 亿元相比增长了 220.6%。其中新疆年均投资额 983.3 亿元，其他省份 1082.5 亿元。从煤化工项目投资构成来看，设备投资占 55%，建筑及安装工程占 28%，重点关注工程总承包、后端硫磺回收装置、以及前端的粉煤气化装置的需求扩容。我们看好围绕新疆煤化工产业链而展开的投资机会，重点推荐硫磺回收装置技术实力突出的三维化学、粉煤气化炉市占率领先的航天工程（与机械联合覆盖），以及在煤化工工程领域综合优势凸显的东华科技、中国化学。此外，钢结构切割焊接加速渗透，降本增效前景可期，中长期看好钢结构行业智能化改造带动吨净利提升及产能扩张，重点推荐鸿路钢构。

### 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 M1-10 中国新签对外工程承包合同额为 1776.5 亿美元，同比+15.3%，对外承包工程累计完成额为 1243.8 亿美元，同比+2%。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%，我们建议关注重点关东南亚、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。

**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。

证券研究报告

2024 年 12 月 22 日

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

任嘉禹

分析师

SAC 执业证书编号：S1110524070001  
renjiayu@tfzq.com

王悦宜

联系人

wangyueyi@tfzq.com

蹇青青

联系人

jianqingqing@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《建筑装饰-行业点评:地产单月销售数据转正，财政有望延续发力》 2024-12-17
- 《建筑装饰-行业研究周报:财政政策更加积极，继续看好基建投资产业链》 2024-12-15
- 《建筑装饰-行业研究周报:专项债审批权限下放利好基建加速，智慧城市建设带动新质生产力发展》 2024-12-08

## 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2024-12-20	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600039.SH	四川路桥	7.55	买入	1.03	0.86	0.95	1.05	7.33	8.78	7.95	7.19
000498.SZ	山东路桥	6.06	买入	1.47	1.53	1.69	1.89	4.12	3.96	3.59	3.21
600502.SH	安徽建工	4.88	买入	0.91	0.92	1.00	1.08	5.36	5.30	4.88	4.52
600248.SH	陕建股份	4.44	买入	1.05	1.04	1.18	1.36	4.23	4.27	3.76	3.26
601800.SH	中国交建	10.51	买入	1.39	1.55	1.71	1.91	7.56	6.78	6.15	5.50
601390.SH	中国中铁	6.36	买入	1.35	1.26	1.29	1.31	4.71	5.05	4.93	4.85
601668.SH	中国建筑	5.91	买入	1.30	1.25	1.30	1.35	4.55	4.73	4.55	4.38
601186.SH	中国铁建	9.24	买入	1.92	1.61	1.62	1.63	4.81	5.74	5.70	5.67
601117.SH	中国化学	8.09	买入	0.89	0.93	1.02	1.11	9.09	8.70	7.93	7.29
601868.SH	中国能建	2.32	买入	0.19	0.21	0.23	0.25	12.21	11.05	10.09	9.28
601669.SH	中国电建	5.42	买入	0.75	0.75	0.84	0.96	7.23	7.23	6.45	5.65
002140.SZ	东华科技	10.18	买入	0.49	0.56	0.63	0.73	20.78	18.18	16.16	13.95
002469.SZ	三维化学	7.81	买入	0.43	0.39	0.43	0.49	18.16	20.03	18.16	15.94
002541.SZ	鸿路钢构	18.22	买入	1.71	1.27	1.47	1.71	10.65	14.35	12.39	10.65
600970.SH	中材国际	9.69	买入	1.10	1.22	1.36	1.51	8.81	7.94	7.13	6.42
000065.SZ	北方国际	10.15	买入	0.92	0.99	1.15	1.38	11.03	10.25	8.83	7.36
000928.SZ	中钢国际	6.51	买入	0.53	0.61	0.70	0.80	12.28	10.67	9.30	8.14
605598.SH	上海港湾	21.14	买入	0.71	0.87	1.09	1.40	29.77	24.30	19.39	15.10
605167.SH	利柏特	10.01	买入	0.42	0.54	0.69	0.85	23.83	18.54	14.51	11.78

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

1. 建筑板块回顾.....	5
1.1. 行情回顾：建筑板块行情分化较大，重视破净价值提升逻辑.....	5
1.2. 财务表现：Q3 板块营收、业绩仍有承压，关注建筑央国企困境反转.....	8
1.3. 传统基建领域订单有所承压，化工工程、电力能源细分领域凸显高景气.....	9
2. 未来展望：基建、专业工程、国际工程均有较好的投资机会.....	13
2.1. 基建投资：仍是完成经济增长目标的重要抓手.....	13
2.2. 顺周期专业工程：化工工程景气扩容，钢结构量价有望齐升.....	17
2.2.1. 煤化工投资有望再迎高峰期.....	17
2.2.2. 重视顺周期复苏背景下钢结构板块“量价”齐升增长逻辑.....	21
2.3. 国际工程：关注海外新兴市场的增长潜力.....	24
2.3.1. 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.....	24
2.3.2. 特朗普再度胜选，中企出海预期加速提升.....	28
3. 化债带动板块资产质量系统性改善，破净央国企迎来估值修复.....	32
3.1. 化债对建筑板块估值存在 18.7%的向上提振空间以及年均 300 亿利润增量.....	32
3.1.1. 建筑板块/建筑央企估值存在 18.7%/49.5%的向上修复空间.....	33
3.1.2. 减值冲回+利息节约，年均有望带来约 300 亿利润增量.....	33
3.2. 市值管理加速落地，看好央国企 ROE 提升.....	35
4. 投资建议.....	38

5. 风险提示.....	39
--------------	----

## 图表目录

图 1: 24 年初至 11 月 19 日申万建筑子板块和沪深 300 涨跌幅 .....	5
图 2: 24 年初至 11 月 19 日申万子板块涨跌幅 .....	6
图 3: 24 年初至 11 月 19 日建筑子板块区间涨跌幅 .....	6
图 4: 24 年年初至 11 月 19 日建筑央企及国际工程涨跌幅 .....	6
图 5: 24 年年初至 11 月 19 日低空经济标的涨跌幅 .....	7
图 6: 24 年年初至 11 月 19 日化工工程标的涨跌幅 .....	7
图 7: SW 建筑、沪深 300PE ( TTM ) 及比值 .....	7
图 8: SW 建筑、地产 PE ( TTM ) 及比值 .....	7
图 9: 2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业整体营收及同比增长率 .....	9
图 10: 2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业整体归母净利润及同比增长率 .....	9
图 11: 24Q1-3 建筑行业各子板块营收及归母净利增速 .....	9
图 12: 24Q1-3 建筑子板块营收/业绩增速与 23Q3 的差 .....	9
图 13: 九大建筑央企营收及新签订单市场份额变化 .....	10
图 14: 九大建筑央企营收、利润及建筑业总产值增速 .....	10
图 15: 中国能建新能源及综合智慧能源新签订单及增速 .....	11
图 16: 中国电建能源电力新签订单及增速 .....	11
图 17: 21 年以来中国化学季度累计订单 .....	11
图 18: 2024 年 1-10 月中国化学单月境外新签合同 .....	11
图 19: 2000-2023 年固定资产投资细分占比情况 .....	13
图 20: 固定资产投资完成额的测算与实际披露值的对比 ( 亿元 ) .....	13
图 21: 2004-2023 年我国水利建设投资完成额及增速 .....	16
图 22: 2007-2023 年新开工水利项目数量及增速 .....	16
图 23: 2008-2024 年 9 月电网建设投资完成额及增速 .....	16
图 24: 2008-2024 年 9 月电源建设投资完成额及增速 .....	16
图 25: 2011-2024E 国家电网完成的电网建设投资额 .....	17
图 26: 煤化工项目投资构成 ( 2014 年数据 ) .....	17
图 27: 煤化工设备投资构成 ( 2014 年数据 ) .....	17
图 28: 新疆煤化工项目不完全统计 .....	19
图 29: 全国其他省份煤化工项目不完全统计 .....	20
图 30: 现代煤化工拟在建项目类型分布 .....	21
图 31: 2021Q1-2024Q3 单季度钢结构产量及产能利用率 .....	21
图 32: 90%/100%/120%/150%产能利用率情况下机器人两班倒情况下对应的降本效果 .....	22
图 33: 2019Q1-2024Q3 公司材料订单金额 .....	23
图 34: 热轧板卷价格波动 .....	23
图 35: 22Q1-24Q3 鸿路钢构吨毛利、吨净利、吨毛利-吨净利 .....	24
图 36: 2023 年 1-11 月各地区新签合同额分布 .....	25
图 37: 中国对外承包工程新签合同额及增速 .....	25

图 38: 中国对外承包工程完成额及同比.....	25
图 39: 中国对美国当月出口增速 (%) .....	29
图 40: 中美贸易摩擦时间轴 .....	29
图 41: 2018 年美国进口商品情况 .....	30
图 42: 2023 年中国生产的 PVC 地板目的地 .....	30
图 43: PCV 地板行业主要上市公司 2023 年海外收入占比.....	30
图 44: 九大建筑央企历年市占率变化 .....	32
表 1: 建筑央企估值水平 .....	8
表 2: 建筑央企累计订单同比增速情况 (%) .....	10
表 3: 地方国企累计订单同比增速情况 (%) .....	12
表 4: 2024-2025E 基建投资空间测算 .....	13
表 5: 2024-2025 年基建投资分行业预测表 .....	15
表 6: 煤制油项目投资占比 .....	17
表 7: 煤化工项目投资额增长幅度测算 .....	18
表 8: 纳入 2024 年度省级重点项目的数量 .....	20
表 9: 鸿路钢构利润弹性测算 .....	23
表 10: 加工费提升情景假设 .....	24
表 11: 东南亚部分国基建投资计划 .....	26
表 12: 中东部分国家基建投资计划 .....	27
表 13: 非洲部分国家投资基建计划 .....	28
表 14: 特朗普 1.0 VS 特朗普 2.0 .....	28
表 15: 特朗普任期内针对我国 PVC 地板的关税政策 .....	31
表 16: PVC 地板主要上市公司海外布局 .....	31
表 17: 2024Q3 建筑企业应收项目统计及占比 .....	32
表 18: 建筑企业的净资产折价情况 .....	33
表 19: 建筑央企的应收账款类资产的折价率测算 .....	33
表 20: 化债对建筑企业归母净利润的影响测算 .....	34
表 21: 2024 年以来市值管理相关政策/会议 .....	35
表 22: 《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》中关于主要指数成分股和长期破净公司的定义及表述 .....	35
表 23: 市值管理文件中涉及的相关指数建筑成分股 .....	36
表 24: 八大建筑央企 ROE 变动情况 .....	37

## 1. 建筑板块回顾

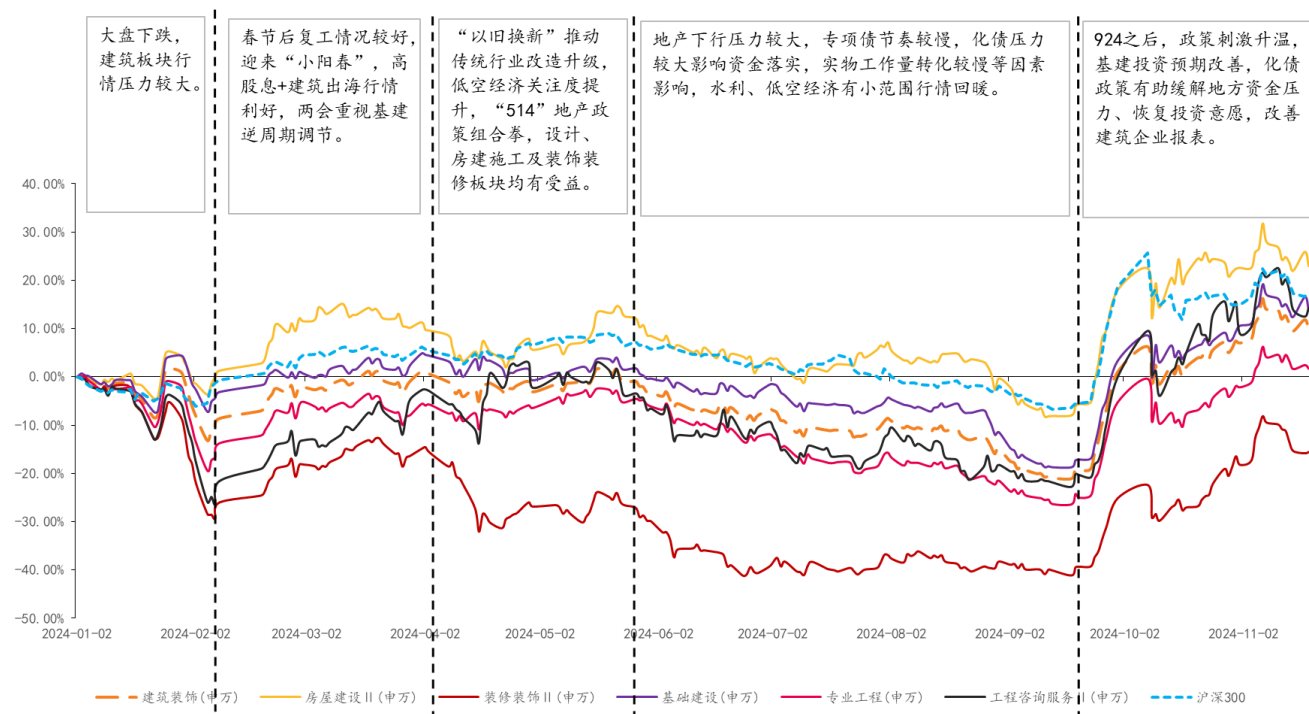
### 1.1. 行情回顾：建筑板块行情分化较大，重视破净价值提升逻辑

政策刺激叠加国企改革、市值考核催化是 24 年建筑行情的主导因素。回顾 2024 年，建筑行业主要有两波大的行情，分别为：

1) 2024 年 2 月-2024 年 5 月期间，受益于春节后复工表现良好，建筑行业在高股息与建筑出海利好的双重加持下，叠加全国两会对基建逆周期调节的重视，迎来显著催化。此外，设备更新驱动传统行业升级、低空经济关注度提升，以及“514”地产政策组合拳的推出，使得设计、房建、装饰板块均从中受益，推动建筑板块整体上涨，此轮行情中，房建板块中中国建筑领涨，板块累计最大涨幅为 14.63%；

2) 2024 年 9 月底-2024 年 11 月 15 日，一揽子增量政策加速落地，促进房地产市场止跌企稳，基建刺激预期提升，同时超 10 万亿元的化债资金支持带来了显著的行情催化。11 月 15 日，证监会发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》，旨在引导上市公司更加重视价值创造，破净央国企有望迎来价值重估。截至 2024 年 11 月 7 日，SW 建筑板块情绪高涨，较 2023 年底累计涨幅达到 16.23%，其中房屋建设子板块相较沪深 300 指数的超额收益最高达 9.29%，9 月底-11 月中旬行情中领涨板块为房建，较年初累计涨跌幅 31.7%，相较 SW 建筑指数超额收益为 15.48%，工程咨询和基建板块分别累计涨跌幅为 21.6%、19.2%，较 SW 建筑指数超额收益为 5.34%、2.98%。

图 1：24 年初至 11 月 19 日申万建筑子板块和沪深 300 涨跌幅

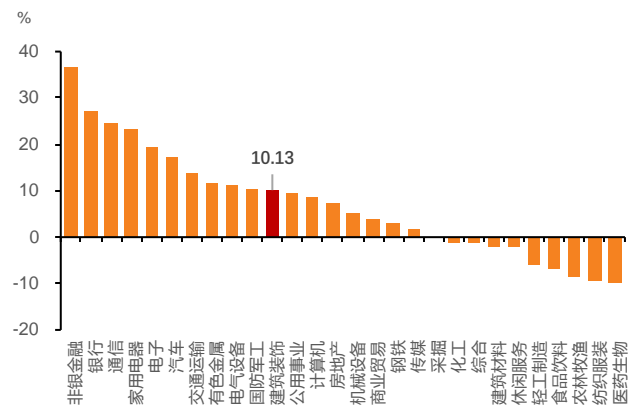


资料来源：Wind 等，天风证券研究所

从 24 年初至 11 月 19 日建筑板块整体表现处于全行业中游水平，子板块表现分化较大。2024 年初至 11 月 19 日，SW 建筑装饰指数上涨 10.13%，录得相对沪深 300 指数 5.78% 的负收益，在 28 个申万一级行业中排名 11，整体表现处于中等偏上水平。子板块表现分化明显，其中，大基建板块涨幅达 30.40%，园林工程板块涨幅为 28.18%，化工工程和设计咨询板块涨幅分别为 25.18% 和 15.95%，钢结构板块和装饰工程板块则分别下跌 12.63% 和 14.65%，大基建板块中国交建、中国建筑领涨，累计涨跌幅 50.67%、33.41%，园林板块主要受化债政策刺激蒙草生态领涨，化工工程板块受煤化工景气度提升领涨，中国化学、东华科技、航天工程累计涨跌幅 37.93%、32.59%、30.92%。

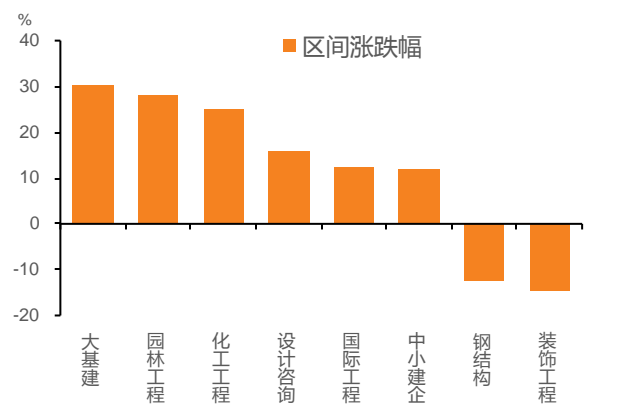


图 2：24 年初至 11 月 19 日申万子板块涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：24 年初至 11 月 19 日建筑子板块区间涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

地方化债与市值管理推动建筑央企回暖，国际工程板块分化显现。多重政策利好下，建筑央企表现亮眼，中国交建、中国化学、中国建筑、中国铁建、中国核建、中国中铁、中国电建、中国中冶和中国能建分别较建筑指数录得 40.5%、27.8%、23.3%、22.0%、21.5%、12.8%、12.6%、5.9%和 5.7%的正超额收益。化债政策落地，有望带动央企基本面改善和报表修复。国际工程板块则表现分化，中钢国际、中材国际受益于“一带一路”建筑出海利好及疫情后海外需求复苏，业绩弹性较大，表现较为抢眼。其中，中钢国际、中油工程和中材国际分别较建筑指数录得 14.7%、14.6%和 6.9%的超额收益。

图 4：24 年年初至 11 月 19 日建筑央企及国际工程涨跌幅

代码	股票名称	24 年年初以来涨幅	相较建筑指数超额收益	相较沪深300超额收益
601800.SH	中国交建	50.7%	40.5%	34.8%
601117.SH	中国化学	37.9%	27.8%	22.0%
601668.SH	中国建筑	33.4%	23.3%	17.5%
601186.SH	中国铁建	32.1%	22.0%	16.2%
601611.SH	中国核建	31.6%	21.5%	15.7%
000928.SZ	中钢国际	24.9%	14.7%	9.0%
600339.SH	中油工程	24.7%	14.6%	8.8%
601390.SH	中国中铁	22.9%	12.8%	7.0%
601669.SH	中国电建	22.8%	12.6%	6.9%
600970.SH	中材国际	17.1%	6.9%	1.2%
601618.SH	中国中冶	16.0%	5.9%	0.1%
601868.SH	中国能建	15.8%	5.7%	-0.1%
002051.SZ	中工国际	9.7%	-0.4%	-6.2%
601068.SH	中铝国际	5.6%	-4.5%	-10.3%
000065.SZ	北方国际	-0.2%	-10.3%	-16.1%
801720.SI	vs 建筑（申万）	10.1%		
000300.SH	vs 沪深300	15.9%		

资料来源：Wind，天风证券研究所

化工工程板块受益于新疆煤化工投资景气度提升涨幅表现亮眼，低空经济弹性较大。近期受益于煤化工投资景气度的回升，新疆有望迎来煤化工投资高峰，项目推进显著加速，三维化学、中国化学、东华科技和航天工程分别实现 62.0%、37.9%、32.6%和 30.9%的累计涨幅，相较建筑（申万）指数录得 51.9%、27.8%、22.5%和 20.8%的超额收益。上半年低空经济首次被写入政府工作报告，随后各地政策紧密跟进。低空经济作为新质生产力发力的增量，未来有望迎来快速落地。设计板块将成为先行受益者，截至 11 月 19 日，深城交、苏交科、中化岩土、华设集团和设计总院的涨幅分别为 228.8%、130.2%、58.9%、21.8%和 12.3%，较建筑（申万）指数超额收益分别为 218.7%、120.1%、48.8%、11.7%和 2.2%。

图 5：24 年年初至 11 月 19 日低空经济标的涨跌幅

代码	股票名称	24年初以来涨幅	相较建筑指数超额收益	相较沪深300超额收益
301091.SZ	深城交	228.8%	218.7%	212.9%
300284.SZ	苏文科	130.2%	120.1%	114.3%
002542.SZ	中化岩土	58.9%	48.8%	43.0%
603018.SH	华设集团	21.8%	11.7%	8.9%
603357.SH	设计总院	12.3%	2.2%	-3.6%
801720.SI	vs建筑(申万)	10.1%		
000300.SH	vs沪深300	15.9%		

资料来源：Wind，天风证券研究所

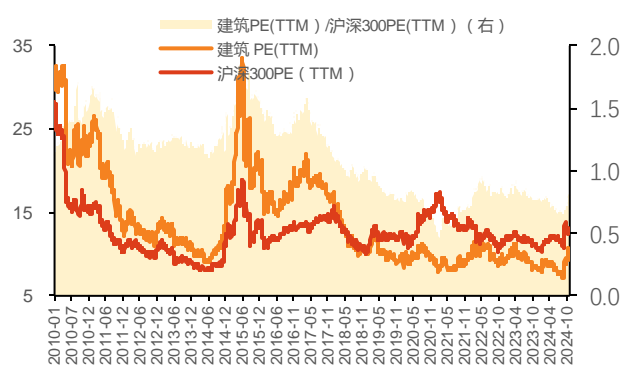
图 6：24 年年初至 11 月 19 日化工工程标的涨跌幅

代码	股票名称	24年初以来涨幅	相较建筑指数超额收益	相较沪深300超额收益
002469.SZ	三维化学	62.0%	51.9%	46.1%
601117.SH	中国化学	37.9%	27.8%	22.0%
002140.SZ	东华科技	32.6%	22.5%	16.7%
603698.SH	航天工程	30.9%	20.8%	15.0%
801720.SI	vs建筑(申万)	10.1%		
000300.SH	vs沪深300	15.9%		

资料来源：Wind，天风证券研究所

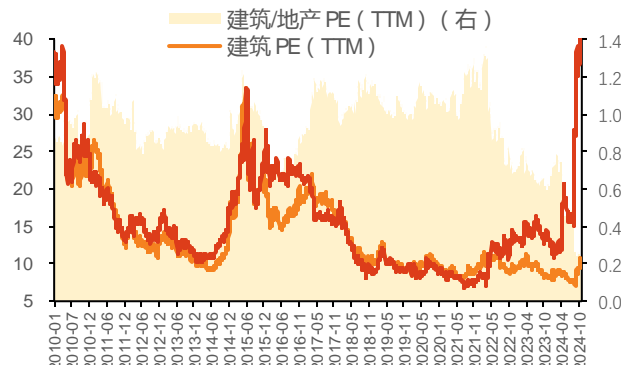
从估值角度来看，截至 11 月 19 日收盘，建筑 PE (TTM) 和 PB (LF) 分别排在全部一级行业倒数第二（仅次于银行），板块整体估值处于历史底部，具备较大提升空间。全行业横向对比来看，截至 11 月 19 日收盘，SW 建筑 PE (TTM) 为 10.18 倍，自 2010 年以来的分位值为 33.25%，对比 11 月 19 日沪深 300 PE 为 12.65 倍，地产 PE 为 41.33 倍，建筑板块的估值仍具备较高性价比。SW 建筑指数目前 PB (LF) 为 0.80 倍，低于 1 倍，自 2010 年以来的分位值为 7.56%，对比沪深 300 整体的 PB (LF) 为 1.34 倍，建筑板块 PB 后续提升空间仍较大。在化债措施推动下，政府付款加速，带动央企应收减值风险下降、回款加快。结合国资委市值管理考核目标等要求，我们认为央企修复 PB 到 1 倍，仍具备较强的现实需求。

图 7：SW 建筑、沪深 300PE (TTM) 及比值



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：SW 建筑、地产 PE (TTM) 及比值



资料来源：Wind，天风证券研究所

纵向来看，建筑央企估值已达十年来新低，中国中铁、中国建筑、中国中冶 PB (LF) 仍处于历史较低分位水平，重视建筑央企破净修复机遇。从 PB (LF) 角度来看，截至 11 月 19 日，八大央企 PB 长期低于 1，仅中国核建 PB (LF) 大于 1 倍，中国能建、中国化学 PB (LF) 大于 0.8 倍，中国建筑、中国铁建、中国中铁 PB (LF) 小于 0.6，最低的中国铁建仅 0.51。从 PE (TTM) 的分位值来看，截至 2024/11/19，中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建的分位值分别为 31.6%、32.4%、23.7%和 47.5%；中国中冶、中国能建、中国化学、中国电建的分位值分别为 37.6%、16.9%、20.9%和 27.9%，均处于历史较低水平。11 月 15 日，证监会发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》，对破净股松绑，同时要求破净的主要指数成份公司披露市值管理制度情况等。政策端对破净利公司市值管理要求加强，有望带动板块 PB 向上修复。

从地方国企的估值水平来看，地方化债落地地方国企的化债受益弹性较大，优化地方国企报表以及改善公司现金流。从 PB (LF) 角度来看，截至 2024/11/19，安徽建工、上海建工、山东路桥、浙江交科、浦东建设、陕建股份等估值仍低于 1 倍，PB 分位值为 4.2%、7.6%、8.4%、8.3%、5.3%、6.0%，处于历史低位。我们重点推荐应收账款占比较高的优质地方国企，如安徽建工、上海建工、陕建股份，同时顺周期主线基建刺激预期增强，关注传统基建强省区域基建景气度抬升以及地方建筑国企改革兑现情况，如四川路桥、浙江交科（与化工组联合覆盖）、山东路桥，建议关注新疆交建、浙江建投、北新路桥、龙建股份等。

表 1：建筑央企估值水平

		最新 PE_TTM	PE 最低值 (倍)	2010 年以来 PE 分位值	最新 PB_LF	最小值	2010 年以来 PB 分位值
<b>建筑央企</b>							
601668.SH	中国建筑	5.04	3.48	31.6%	0.57	0.45	7.0%
601800.SH	中国交建	7.55	4.45	47.5%	0.64	0.40	29.0%
601186.SH	中国铁建	5.85	3.60	32.4%	0.51	0.36	12.8%
601390.SH	中国中铁	5.56	3.94	23.7%	0.56	0.43	5.9%
601618.SH	中国中冶	9.83	5.19	37.6%	0.70	0.54	7.9%
601868.SH	中国能建	11.75	10.44	16.9%	0.97	0.83	33.0%
601117.SH	中国化学	9.44	6.52	20.9%	0.86	0.63	11.2%
601669.SH	中国电建	8.19	5.47	27.9%	0.74	0.49	20.5%
601611.SH	中国核建	12.90	9.64	23.7%	1.35	1.01	14.6%
<b>地方国企</b>							
600502.SH	安徽建工	5.92	4.44	7.9%	0.82	0.60	4.2%
002060.SZ	广东建工	11.85	8.17	4.6%	1.11	0.89	14.3%
600039.SH	四川路桥	10.89	4.77	43.2%	1.45	0.75	39.5%
600170.SH	上海建工	15.03	6.76	67.4%	0.79	0.55	7.6%
000498.SZ	山东路桥	4.35	3.21	12.0%	0.72	0.54	8.4%
002061.SZ	浙江交科	8.10	5.70	24.2%	0.79	0.59	8.3%
600820.SH	隧道股份	7.49	5.58	19.7%	0.74	0.57	21.5%
600939.SH	重庆建工	-33.48	12.12	0.0%	0.86	0.51	18.9%
600284.SH	浦东建设	11.65	8.16	14.7%	0.81	0.63	5.3%
600853.SH	龙建股份	9.95	8.65	3.1%	1.31	1.03	6.4%
002307.SZ	北新路桥	326.26	35.97	97.6%	1.47	0.97	5.3%
601789.SH	宁波建工	17.55	8.44	43.4%	1.25	0.84	21.4%
600248.SH	陕建股份	4.55	2.50	11.4%	0.73	0.55	6.0%
600326.SH	西藏天路	-28.48	10.42	0.0%	2.51	0.91	44.3%

资料来源：Wind，天风证券研究所

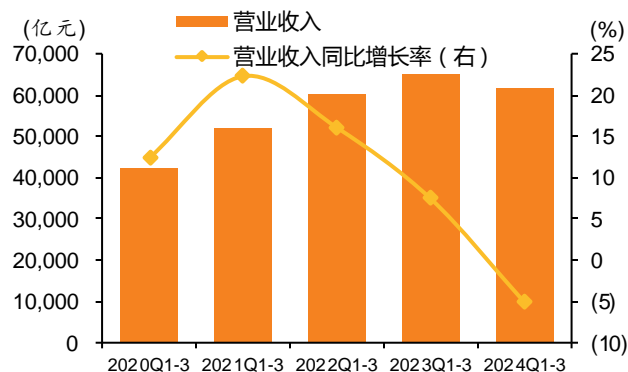
注：时间截止于 2024/11/19，分位值起始于 2010/1/1

## 1.2. 财务表现：Q3 板块营收、业绩仍有承压，关注建筑央企困境反转

24 年前三季度 CS 建筑板块营收及归母净利润均承压下滑。24Q1-3 中信（CS）建筑板块实现营收 61554 亿元，同比增速-5.13%，实现归母净利润（以下简称“业绩”）1371 亿元，同比增速-12.41%，营收增速较 23 年同期下降 12.57pct，业绩增速较 23 年同期上下下降 13.6pct，前三季度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。24Q1-3CS 建筑板块业绩增速与营收增速差值为-7.28pct，较 23 年同期差距扩大 1.03pct，反映出今年以来建筑行业整体盈利水平仍在持续承压。24Q1-3 少数股东损益同比+1.44%至 473 亿元，增速同比+10.08pct。8 月地方专项债发行明显呈现出加速态势，10 月 12 日国新发布会，财政部部长强调中央财政仍有较大的举债和赤字提升空间，考虑到财政支出是后续基建改善的关键，我们认为年底的财政政策有望对投资链产生明显积极效果，建议关注重点项目和重点省份基建加速，建筑板块基本面或将迎来底部反转。

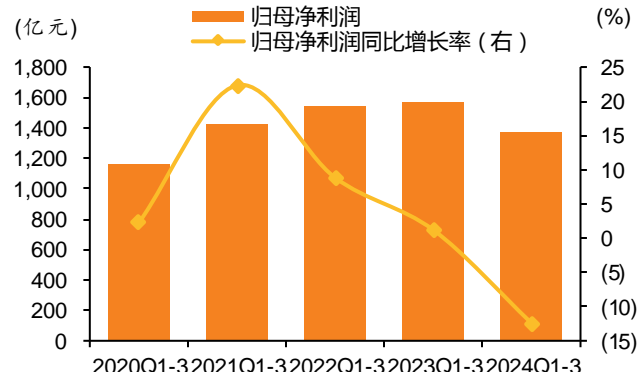


图 9：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业整体营收及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

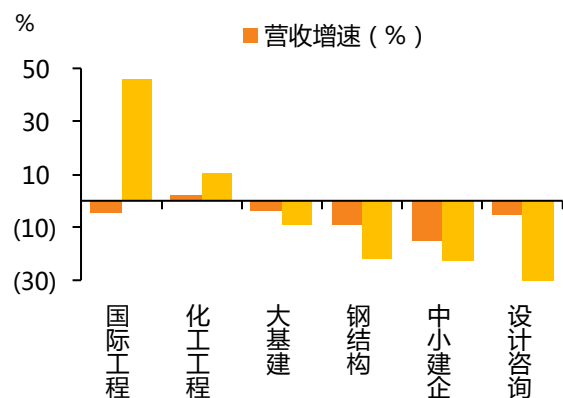
图 10：2020Q1-3-2024Q1-3 建筑行业整体归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

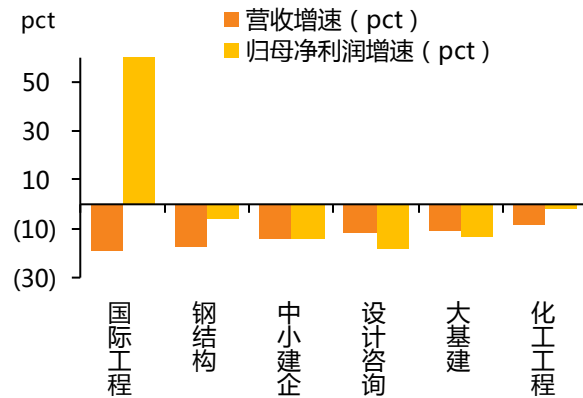
24 年前三季度建筑子板块业绩表现分化，国际工程表现亮眼，大基建板块韧性较好。24 年前三季度营收增速排名靠前的是化工工程、大基建、国际工程，营收增速分别为+1.98%、-3.94%、-4.27%，化工工程中营收增速比较快的分别是航天工程（+12.22%）、东华科技（+7.9%）、中国化学（+2.34%）。24Q1-3 归母净利润同比增速为正的板块分别为国际工程、化工工程，同比增速分别为+45.7%、+10.3%，大基建板块归母净利润为-9.46%。国际工程板块业绩主要受到中铝国际利润回正带动，中钢国际、北方国际业绩同比增长 30.4%、9.7%，总体来看国际工程板块业绩表现稳健。园林板块在经历了 PPP 暴雷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 11：24Q1-3 建筑行业各子板块营收及归母净利增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：24Q1-3 建筑子板块营收/业绩增速与 23Q3 的差



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3. 传统基建领域订单有所承压，化工工程、电力能源细分领域凸显高景气

传统基建领域略有承压，化工、水利及新能源领域为代表的央企在新领域持续发力。24Q1-3，电力新能源领域央企的订单稳步增长，中国核建、中国电建、中国能建订单分别同比增长 11%、5%、5%，在手订单充沛；中国化学 24M1-10 订单增速同比+7%，在高基数下仍保持稳健增长。传统基建领域，中国铁建和中国中铁 24Q1-3 订单出现下滑，分别同比下降 18%和 15%，中国交建和中国建筑的订单增速仍保持正增长，分别为 9%和 8%。海外市场表现亮眼，2024 年前三季度中国交建、中国能建、中国建筑、中国电建、中冶的海外新签订单分别同比增长 25%、5%、88%、15%、85%，海外业务整体保持高景气度。近年来，建筑央企在传统基建领域发力外，电力新能源、化工、水利工程等新领域也多点开花，从传统的施工商业模式向新能源运营、化工产品生产等领域进行上下游延伸。

表 2：建筑央企累计订单同比增速情况（%）

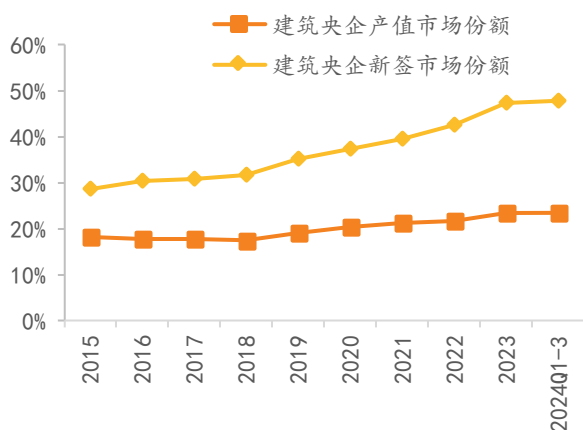
	22FY	23Q1	23H1	23Q1-3	23FY	24Q1	24H1	24Q1-3
中国交建	22%	6%	11%	14%	14%	11%	8%	9%
中国铁建	15%	16%	2%	-3%	2%	2%	-19%	-18%
中国中铁	11%	10%	5%	-9%	2%	-7%	-15%	-15%
中国中冶	12%	2%	12%	5%	6%	-3%	-6%	-9%
中国建筑	13%	16%	9%	13%	11%	14%	14%	8%
中国电建	29%	30%	5%	6%	13%	3%	7%	5%
中国化学	10%	1%	14%	21%	10%	22%	10%	0%
中国能建	20%	22%	21%	34%	22%	24%	14%	5%
中国核建	12%	22%	-7%	0%	9%	17%	17%	11%

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

注：订单口径均为季度累计新签合同总额，其中中国建筑累计订单不含房地产销售合同金额。

**24Q1-3 建筑央企份额仍在持续提升，龙头市占率集中趋势明显。**24Q1-3 建筑板块总产值同比+3.59%，央企收入和利润增速分别为-3.87%、-9.62%。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，九大建筑央企（中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国能建、中国化学、中国中冶、中国核建）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 24Q1-3 的 47.77%，24 年前三季度建筑央企新签订单同比+0.74%，（vs 占 23 年前三季度新签市场份额的 45.2%）。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。

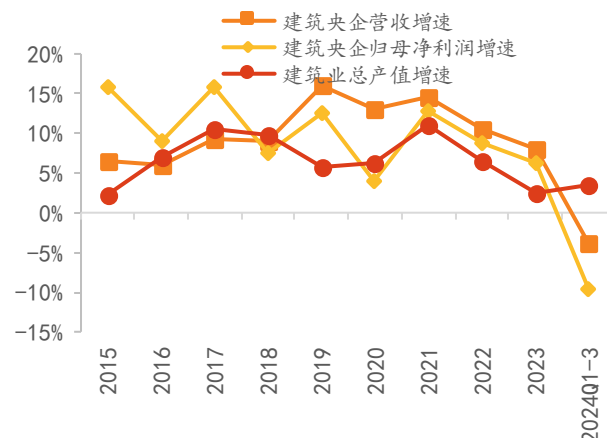
图 13：九大建筑央企营收及新签订单市场份额变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：央企包含中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国能建、中国化学、中国中冶、中国核建

图 14：九大建筑央企营收、利润及建筑业总产值增速

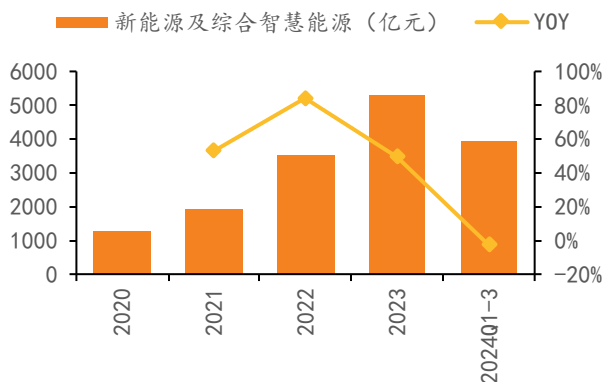


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：央企包含中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国能建、中国化学、中国中冶、中国核建

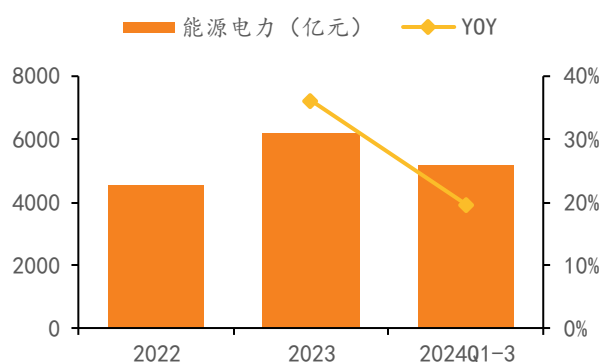
**中国电建、中国能建能源电力类订单增速较高，业务结构不断优化。**24 年 1-9 月，中国电建新签订单当中，能源电力/水资源与环境/基础设施类订单金额占比分别为 60%/13%/23%，能源电力项目占比已经超越基础设施类项目，成为公司新签订单当中最主要的来源。中国能建 2024Q1-3 核心主业工程建设新签合同额 8838.15 亿，同比+0.69%，其中新能源及智慧能源新签订单同比-2.83%至 3919.49 亿，占公司新签合同总额的 39.64%，较 23 年末占比下滑 1.58pct，主要系 2023 年抽水蓄能业务基数较高，剔除抽水蓄能业务后，其他新能源及综合智慧能源工程建设业务累计同比增长 18.93%。24 年前三季度，中国电建能源电力新签订单 5183.90 亿元，同比+19.68%。24M1-10 水电燃热投资同比+24.1%，10 月单月同比+19.6%（增速环比-12.2pct），能源电力类投资持续扩容。

图 15：中国能建新能源及综合智慧能源新签订单及增速



资料来源：中国能建公司公告，天风证券研究所

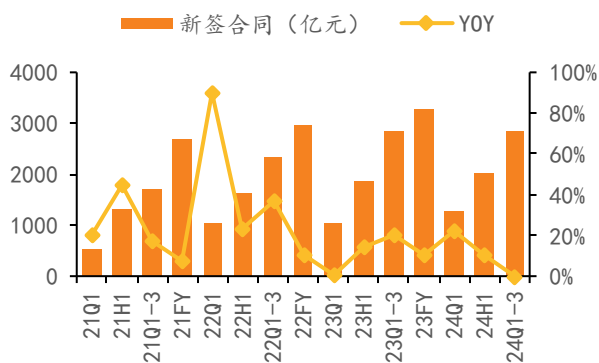
图 16：中国电建能源电力新签订单及增速



资料来源：中国电建公司公告，天风证券研究所

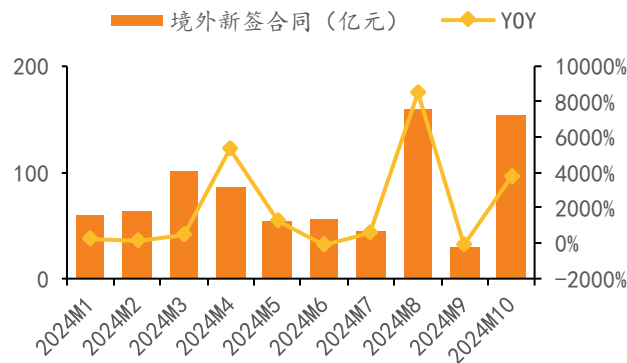
海外化工工程景气度高增，伴随新疆煤化工投资放量，我们认为化工工程企业国内订单有望迎来新一轮增长。新疆准东 4 个煤化工项目已经通过发改委初步核准，合计投资额达 922.3 亿元，未来五年总投资额有望突破 5000 亿，国家能源安全以及西部大开发背景下，我们看好此轮煤化工投资扩产机遇。中国化学作为国内化工工程龙头，其订单情况能够在一定程度上反映出当前建筑化工领域的投资景气度。18-23 年中国化学新签订单金额 CAGR 为 17.6%。24M1-10，中国化学累计新签合同 3112.80 亿元，同比+7%。境外市场拓展势头强劲，2024 年 4 月和 8 月分别实现 5302.48%和 8502.70%的高增速，增幅显著；10 月境外订单增速也达到 3783.38%，海外化工工程景气度有望延续。

图 17：21 年以来中国化学季度累计订单



资料来源：中国化学公司公告，天风证券研究所

图 18：2024 年 1-10 月中国化学单月境外新签合同



资料来源：中国化学公司公告，天风证券研究所

地方国企订单增速放缓，进入下半年部分区域高景气有望带动订单放量。山东路桥受益于省内基建景气延续，前三季度订单同比增长 12%。山东省前三季度固定资产投资同比增长 3.9%，其中交通、水利和能源领域投资分别完成年度计划的 75%、89%和 83%，为公司订单增长提供了支撑。宁波建工、重庆建工订单亦实现稳步增长，24Q1-3 订单同比分别 +13%/+11%，隧道股份订单稳步增长，新签同比+9%，表明地方基建的景气度显著提升。四川路桥虽然前三季度订单有所承压，同比下降 19%，进入四季度以来，四川省内基建项目有所提速，此外公司密集中标多个大型高速项目，预计四季度订单结转速度有望加快。部分地方国企仍有改善空间，广东建工、浦东建设 24Q1-3 同比分别-50%、-27%，或因主动收缩业务、地产下行及地方化债压力较大的拖累，订单短期有所承压。

表 3：地方国企累计订单同比增速情况（%）

	22FY	23Q1	23H1	23Q1-3	23FY	24Q1	24H1	24Q1-3
隧道股份	8%	7%	6%	7%	14%	7%	9%	9%
安徽建工	75%	17%	11%	7%	14%	1%	-3%	2%
浦东建设	15%	80%	102%	78%	48%	-40%	-35%	-27%
山东路桥	6%	170%	141%	32%	22%	47%	-12%	12%
四川路桥	40%	101%	34%	31%	20%	1%	-20%	-19%
广东建工	269%	622%	1658%	1971%	211%	-11%	-10%	-50%
北新路桥	2%	-23%	-22%	5%	6%	5%	-7%	-4%
上海建工	2%	0%	26%	20%	-4%	14%	1%	-9%
宁波建工	8%	-29%	-31%	-36%	-19%	16%	20%	13%
重庆建工	-54%	-17%	-15%	-19%	94%	1%	4%	11%

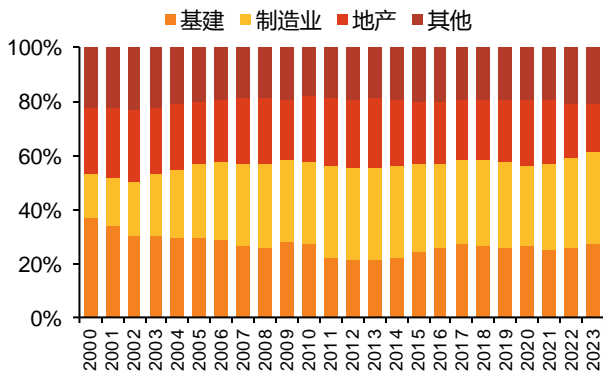
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

## 2. 未来展望：基建、专业工程、国际工程均有较好的投资机会

### 2.1. 基建投资：仍是完成经济增长目标的重要抓手

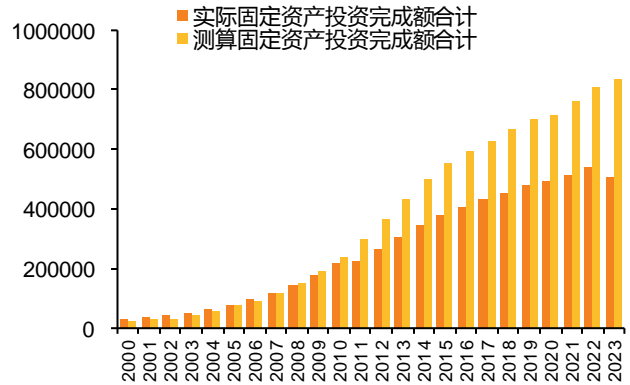
基础设施建设投资约占全社会固定资产投资完成额的三成，我们测算 23 年投资规模大约在 13.9 万亿元左右。将固定资产投资完成额拆分开来看，可分为制造业、基建、地产、其他四个大类。其中基建主要由交通运输、仓储和邮政业+水利、环境和公共设施管理业+电力、热力、燃气及水的生产和供应业三项加总。由于 17 年以后统计局不披露细分项的具体数值，因此我们按照统计局公布的可比口径同比数据来对 18-23 年各细分项目的累计投资额进行计算，可以算出至 2023 年制造业、基建、地产、其他投资完成额占固定资产投资额的比例分别为 33.7%、27.2%、18.3%、20.8%。需要注意的是，如按照上文中的计算方法，最终得到的固定资产投资完成额加总后数据，与统计局披露的全社会固定资产投资额有一定差异，我们认为可能由于部分不符合投资统计制度规定的项目退出了调查范围，且统计局对部分问题数据进行了改正，并剔除跨地区、跨行业重复统计数据所致。但总体而言，我们认为测算出的各细分行业投资占比数据仍具备较好的参考价值。如按照 23 年全社会固定资产投资 51 万亿元、基建占比 27.2%进行计算，则我们预计 23 年广义基建投资的规模大约在 13.9 万亿元左右。

图 19：2000-2023 年固定资产投资细分占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：固定资产投资完成额的测算与实际披露值的对比（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

自上而下来看，我们预计 24Q4 基建投资仍有约 9000 亿元左右的增长空间，24-25 年基建投资均有望同比+9.7%、8.8%。2024 年《政府工作报告》提出，全年 GDP 增长目标为 5%左右。从实际情况来看，24Q1-3 我国 GDP 为 949746 亿元，按不变价格计算，同比增长 4.8%，其中消费、投资、贸易对经济增长的贡献率分别为 49.9%、26.3%、23.8%，分别拉动 GDP 增长 2.4、1.3、1.1 个百分点。参考前文对于基建投资规模的测算，在假设消费、贸易等均维持前三季度的平稳趋势下，我们预计 24 年固定资产投资需增长 5.3%，其中基建投资需增长 9.7%至 15.2 万亿元，同比多增加 1.4 万亿元左右，对应到四季度，即仍需新增约 9000 亿元左右的基建投资规模。

表 4：2024-2025E 基建投资空间测算

	2022	2023	2024E	2025E
累计值 (亿元)				
GDP	1202471	1258647	1321580	1387659
最终消费支出	643828	701361	732922	767369
资本形成总额	519793	530440	558321	586312
固定资本形成总额	504835	521112	548503	576002
存货增加总额	14959	9327	9818	10310
固定资产投资	542366	509708	536499	563397
<b>基建投资</b>	<b>132454</b>	<b>138670</b>	<b>152181</b>	<b>165569</b>
制造业投资	166652	171630	187077	200173



地产投资	105010	93362	85893	80739
其他行业投资	105592	106046	111348	116915
贸易	38850	26847	30337	33978
同比增长率(%)				
GDP	3.0%	5.3%	5.0%	5.0%
最终消费支出	3.9%	8.9%	4.5%	4.7%
资本形成总额	4.8%	2.0%	5.3%	5.0%
固定资本形成总额	4.7%	3.2%	5.3%	5.0%
存货增加总额	9.5%	-37.6%	5.3%	5.0%
固定资产投资	4.9%	2.8%	5.3%	5.0%
<b>基建投资</b>	<b>11.5%</b>	<b>8.2%</b>	<b>9.7%</b>	<b>8.8%</b>
制造业投资	9.1%	6.5%	9.0%	7.0%
地产投资	-8.4%	-8.1%	-8.0%	-6.0%
其他行业投资	10.8%	3.8%	5.0%	5.0%
贸易	30.3%	-30.9%	13.0%	12.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

自下而上来看，若将基建细分行业拆开来进行预测，我们预计 24 年广义/狭义基建增速分别为 9.0%、2.2%，25 年分别为 7.0%、2.0%。其中基建的结构性和区域性特征明显，真实需求主导的水利投资、铁路、电力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：

公路：据交通部数据，24 年 1-9 月公路建设投资同比-11.6%，而统计局披露的 24 年 1-9 月道路运输业固定资产投资同比-2.4%，综合来看，我们认为 24-25 年公路建设投资整体仍有较大的下行压力，对应增速为-5%、-4%。

铁路：此前国铁集团预计“十四五”铁路投资规模与“十三五”相当，21-23 年已完成铁路投资 2.22 万亿元，则我们预计 24-25 年的年均铁路投资需达到 8800 亿元左右。从实际情况来看，24 年 1-9 月铁路固定资产投资累计同比+10.3%，我们预计 24-25 年增速分别为 10%、6%；

机场：机场建设在经历了 2020-2021 年超过 10%的快速增长后，2022 年机场投资完成 1231 亿元，增速仅为 0.7%，23 年为 1241 亿元，增速 0.8%。我们预计 24-25 年机场民航建设或仍维持低位增长，增速保持每年 2%左右；

水利：23 年我国水利管理业同比+5.2%，24 年 1-9 月水利管理业投资同比+37.1%，我们认为 24-25 年水利投资景气度仍有望保持较高景气度，预计增速分别为 37%、20%。

### 2) 偏市政类：

电力热力：从 22 年开始我国电力热力投资持续高增长，我们预计 24-25 年趋势有望延续，增速分别为 31.2%、26.2%。

其他市政类项目：真实需求主导的民生基建也是这几年的发展重点，其中水的生产和供应以及燃气的生产和供应包含在内。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，我们判断增速均有望维持相对平稳的态势。

### 3) 生态环保及城市轨交：

生态环保作为专项债支出的重点领域，24 年三季度开始，随着专项债发行提速，生态环保投资增速实现转正，我们预计 24-25 年仍有望保持 2.5%、2%的增长；21-23 年轨交投资连

续三年负增长，据可统计的 36 个城市 24 年计划完成投资数据情况，24 年计划完成投资额合计约 4153.59 亿元，从整体看，我们预计 24-25 年的增速或将持续维持在低位，分别为 -6%、-5%。

表 5：2024-2025 年基建投资分行业预测表

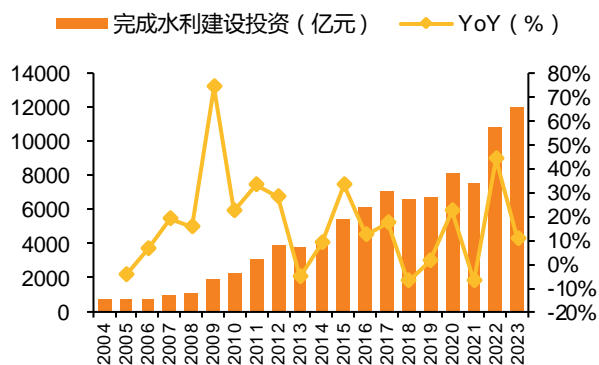
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>1.交通水利</b>								
公路（亿元）	21335	21895	24312	25995	28527	28240	26828	25755
yoy	0.40%	2.62%	11.04%	6.92%	9.74%	-1.01%	-5.00%	-4.00%
全国铁路（亿元）	8028	8029	7819	7489	7109	7645	8410	8914
yoy	0.22%	0.01%	-2.62%	-4.22%	-5.07%	7.54%	10.00%	6.00%
机场（亿元）	937	969	1081	1223	1231	1241	1266	1291
yoy	7.74%	3.49%	11.55%	13.05%	0.70%	0.84%	2.00%	2.00%
水利管理业（亿元）	9530	9663	10098	10229	11621	12225	16748	20098
yoy	-4.90%	1.40%	4.50%	1.30%	13.60%	5.20%	37.00%	20.00%
<b>2.偏市政类</b>								
公共设施管理（亿元）	69969	70179	69196	68297	75194	74593	71982	70183
yoy	2.50%	0.30%	-1.40%	-1.30%	10.10%	-0.80%	-3.50%	-2.50%
电力热力生产供应（亿元）	19342	19304	22585	23308	28972	36881	48372	61051
yoy	-12.30%	-0.20%	17.00%	3.20%	24.30%	27.30%	31.16%	26.21%
水生产供应（亿元）	6352	7426	9089	8707	9343	10053	10455	10873
yoy	15.30%	16.90%	22.40%	-4.20%	7.30%	7.60%	4.00%	4.00%
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	8369	8536
yoy	43.00%	37.20%	8.60%	-2.60%	6.00%	-2.90%	2.50%	2.00%
4.城市轨交（亿元）	5470	5959	6286	5860	5444	5716	4901	4656
yoy	14.87%	8.93%	5.49%	-6.78%	-7.10%	5.00%	-6.00%	-5.00%
广义基建投资（亿元）	176185	182049	188258	188654	210387	227722	248253	265704
yoy	1.79%	3.33%	3.41%	0.21%	11.52%	8.24%	<b>9.02%</b>	7.03%
(1+2+3+4)/广义基建	84.46%	84.44%	85.87%	85.88%	85.09%	82.76%	81.04%	81.04%
狭义基建投资（亿元）	145325	150848	152205	152814	167179	177042	180897	184520
yoy	3.80%	3.80%	0.90%	0.40%	9.40%	5.90%	<b>2.18%</b>	2.00%
(1+公共设施+3+4)/狭义基建	83.08%	82.33%	83.40%	83.12%	82.27%	77.85%	76.56%	75.56%

资料来源：Wind 等，天风证券研究所

注：按照各行业拆分预测

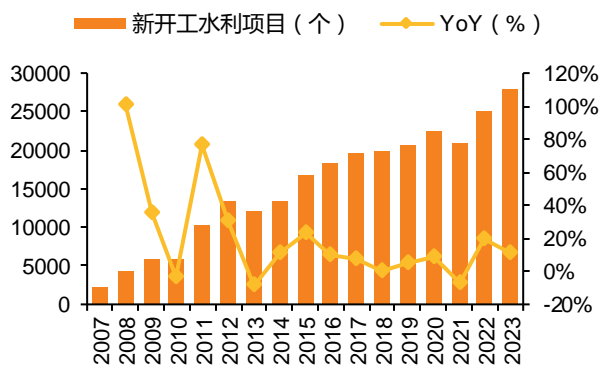
**重点关注水利、电力等高景气赛道需求扩容。**水利投资由财政资金、地方政府专项债、社会资本等共同出资，23 年财政资金支持比重达 55%。近几年水利政策持续加码，2023 年水利建设完成投资 11996 亿元，在 2022 年首次迈上万亿元台阶基础上，再创历史最高纪录。今年以来，全国水利系统以灾后恢复重建为重点，全力推进水利基础设施建设。24 年以来，水利投资持续高增长，24 年 1-8 月全国水利建设完成投资 8019.4 亿元，同比增加 10.7%，新开工项目 2.8 万个，同比+18.7%。河北、广东、浙江、山东、安徽等 5 省完成投资超过 400 亿元，有力保障了大规模水利建设资金需求。24 年的水利项目成为支撑基建平稳增长的重要引擎。据《水利建设投资对经济增长影响效应研究》（作者：崔晨甲，李焱），2008-2022 年间水利工程的 GDP 乘数约在 1.0~1.3 附近，按照此前水利部的数据，重大水利工程每投资 1000 亿元，可以带动 GDP 增长 0.15 个百分点，新增就业岗位 49 万，因而我们认为水利投资在稳增长中仍将发挥重要的提振作用。

图 21：2004-2023 年我国水利建设投资完成额及增速



资料来源：Wind，水利部，天风证券研究所

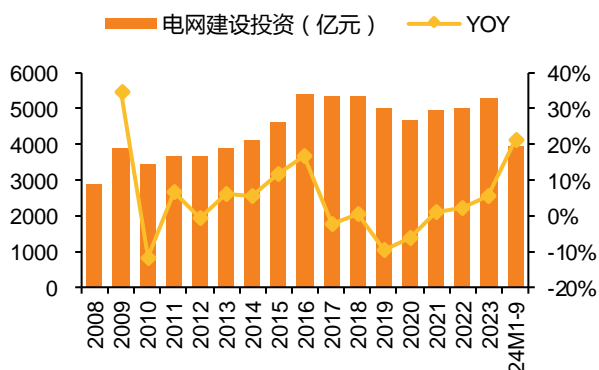
图 22：2007-2023 年新开工水利项目数量及增速



资料来源：Wind，水利部，天风证券研究所

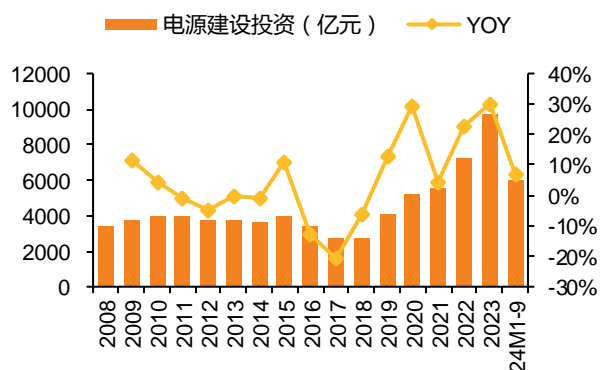
**电源工程建设明显提速。**双碳国策之下，我国新能源用电需求的不断增长，新能源装机量持续攀升，带动电源工程建设明显提速。2023 年我国电源工程、电网工程建设分别完成投资 9675、5275 亿元，同比+30.1%、+5.4%。24 年以来，电源及电网建设加速扩容，24 年 1-9 月电源工程、电网工程分别完成投资 5959、3982 亿元，同比分别+7.2%、+21.1%。

图 23：2008-2024 年 9 月电网建设投资完成额及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

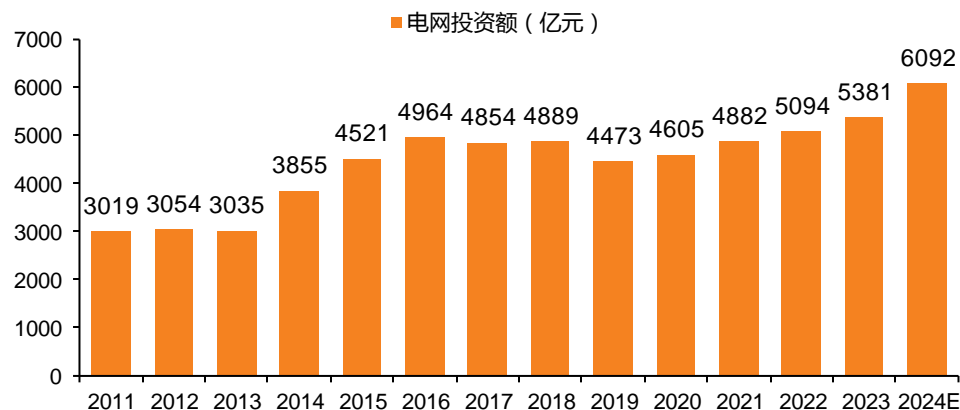
图 24：2008-2024 年 9 月电源建设投资完成额及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

**十四五期间电网工程建设不断加码。**国家电网及南方电网均有较大规模的十四五电网投资规划出台。从规划投资情况来看，十四五期间南方电网规划投资约 6700 亿元，同比十三五时期+33%。而国家电网在 2021 能源电力转型国际论坛上表示，十四五计划投入 3500 亿美元（约合 2.23 万亿元），推进电网转型升级。23 年国家电网全年完成电网投资 5381 亿元，创下历史新高，2024 年国家电网预计电网建设总投资有望超 6000 亿元，比去年新增 711 亿元。此外，24 年南方电网安排固定资产投资 1730 亿元，同比增幅达到 23.5%，覆盖电网建设、抽水蓄能、新型储能等领域共 194 项能源重点工程。

图 25：2011-2024E 国家电网完成的电网建设投资额



资料来源：中国能源新闻网，国资小新公众号，中国企业联合会可持续发展工商委员会，国家电网社会责任报告，天风证券研究所

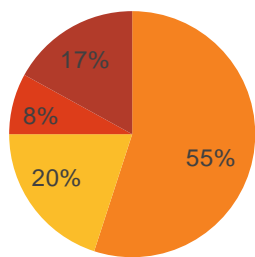
## 2.2. 顺周期专业工程：化工工程景气扩容，钢结构量价有望齐升

### 2.2.1. 煤化工投资有望再迎高峰期

从投资构成情况来看：截止到 2014 年，煤化工项目中设备投资占 55%，安装工程大约占 20%，建筑工程大约占 8%。将设备投资拆分来看，压力容器投资占比最大，达到 40%，泵阀压缩机约占 20%，换热设备占 13%，空分设备占 5%，管网大约占 10%，其他设备占 10%。因此，压力容器成为需求最大的设备，以气化炉、合成塔等形式存在于煤化工工厂，占煤化工项目总投资大约为 22%。

图 26：煤化工项目投资构成（2014 年数据）

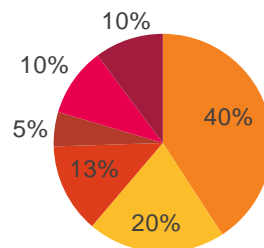
■ 设备投资 ■ 安装工程 ■ 建筑工程 ■ 设计、建设期费用等



资料来源：国家煤化工网，天风证券研究所

图 27：煤化工设备投资构成（2014 年数据）

■ 压力容器 ■ 泵阀压缩机 ■ 换热设备  
■ 空分设备 ■ 管网 ■ 其他设备



资料来源：国家煤化工网，天风证券研究所

如果以煤制油工程为例，参考宁夏 400 万吨/年、山西 100 万吨/年和内蒙古 100 万吨/年三个已经建成的、采用我国自主知识产权技术的百万吨级煤制油项目，投资额合计 960 亿元，其中设备购置费+主要材料费占比超过 50%，建安投资占比约为 28%左右。

表 6：煤制油项目投资占比

煤制油项目投资占比	设备购置费	主要材料费	安装费	建筑工程费	其他费用
宁夏项目	36.17%	13.99%	11.27%	16.69%	21.87%
内蒙古项目	32.38%	12.21%	9.20%	17.21%	29.00%
山西项目	39.28%	19.41%	12.45%	16.31%	12.54%
<b>平均值</b>	<b>35.94%</b>	<b>15.21%</b>	<b>10.97%</b>	<b>16.74%</b>	<b>21.14%</b>
占总投资比例	35.94%	15.21%	10.97%	16.74%	21.14%
占建设投资比例	37.09%	15.49%	11.28%	17.44%	18.70%

占固定资产投资比例	40.08%	16.78%	12.19%	18.83%	12.11%
占工程费比例	45.44%	19.02%	13.82%	21.35%	0.37%
占工艺生产装置比例	55.95%	19.94%	12.68%	11.44%	0.00%

资料来源：黄盼等《煤制油项目工程造价研究》，天风证券研究所

**未来 5 年新疆煤化工投资或近 5000 亿元，全国煤化工投资超万亿。**据我们不完全统计，目前全国有规划的煤化工项目投资总额达 10329 亿元，其中新疆 4916.4 亿元，其他省份 5412.6 亿元。按照 5 年完成投资进行测算，对应的年均投资规模达 2065.8 亿元，较我们测算的 21-23 年年均投资 644.3 亿元相比，增长了 220.6%。其中，新疆年均投资额为 983.3 亿元，其他省份为 1082.5 亿元。

表 7：煤化工项目投资额增长幅度测算

	新疆	其他	合计
总投资额（亿元）	4916.4	5412.6	10329.0
未来 5 年全国煤化工年均投资额（亿元）	983.3	1082.5	2065.8
21-23 年全国煤化工年均投资额（亿元）	-	-	644.3
增幅	-	-	220.6%

资料来源：《煤炭工业“十四五”现代煤化工发展指导意见》等，天风证券研究所

注：相关统计数据为根据公开信息整理汇总，仅供参考

**新疆资源禀赋优异，煤化工项目加速推进。**2024 年 3 月 28 日，国家能源集团哈密能源集成创新基地基础设施建设项目在哈密市巴里坤哈萨克自治县岔哈泉园区开工。项目总投资 1700 亿元，是首个应用二代技术直接液化煤制油项目，也是新疆第一个煤制油项目。其中，一阶段年产 400 万吨煤制油工程项目估算总投资 567 亿元。项目计划每年用煤 1420 万吨，产油品超 400 万吨，其中，设计直接液化煤制油生产线年产油品 320 万吨，间接液化煤制油生产线年产油品 80 至 100 万吨，二阶段工程的可研工作已经由中国寰球工程有限公司中标，正在启动中。

此前准东开发区规划建设两个 500 万吨煤制油联产天然气和化学品基地、240 亿立方米煤制天然气联产化学品基地，总投资 3624 亿元，总产值 1335 亿元。并配套布局 3000 万千瓦新能源装机规模，为煤制油和煤制气提供绿电、绿氢、绿氧。计划至 2025 年末首批煤制油气项目顺利开工并取得实质性进展，2027 年建成。

**新疆目前有多个煤化工项目仍在积极推进，我们统计未投产的煤制烯烃、煤制气、煤制油项目总投资规模分别为 1189、2679、1048 亿元，对应产能分别为 940 万吨、340 亿立方米、700 万吨，投资总额达 4916 亿元。假设未来 5 年完成投资，则对应年均投资额达 983.3 亿元。**



图 28：新疆煤化工项目不完全统计

项目类型	投资主体	项目	地址	投资额 (亿元)	产能 (万吨/亿立方米)	状态	进度
煤制烯烃	新疆中泰新材料股份有限公司	资源化综合利用制甲醇升级示范项目	吐鲁番市托克逊县	60	100	已投产	24年10月点火
	中国神华煤制油化工有限公司新疆煤化工分公司	神华新疆60万吨/年煤基新材料项目	乌鲁木齐市甘泉堡工业区	223	68	已投产	2016年投产
	新疆蓝山屯河化学有限公司	110万吨/年煤制甲醇项目	昌吉州	75	110	未投产	24年8月启动环评
	新疆其亚新材料有限公司	600万吨/年煤基甲醇项目	准东经济技术开发区	287	600	未投产	24年6月开工
	新疆东明塑胶有限公司	80万吨/年煤制烯烃项目	准东经济技术开发区	190	80	未投产	23年12月开工
	新疆山能化工有限公司	80万吨/年煤制烯烃项目	准东经济技术开发区	209	80	未投产	24年1月取得环评
	伊吾疆纳新能源有限公司	70万吨/年煤制烯烃项目	哈密市伊吾县	430	70	未投产	项目论证阶段
	已投产合计			283	168		
	未投产合计			1189	940		
	总计			1472	1108		
煤制气	浙江能源伊犁新天煤化工有限责任公司	20亿立方米/年煤制天然气项目	伊犁州伊宁市巴彦岱镇	176	20	已投产	2017年投产
	新疆庆华能源集团有限公司	55亿立方米/年煤制天然气示范项目 (一期)	伊宁县伊东工业园区	125	13.75	已投产	2014年投产
	新疆庆华能源集团有限公司	55亿立方米/年煤制天然气示范项目 (二期)	伊宁县伊东工业园区	194	40	未投产	24年4月启动环评
	国家能源集团新疆能源有限责任公司	40亿立方米/年煤制天然气示范项目	准东经济技术开发区	250	40	未投产	24年10月开工
	中国华能集团公司新疆准东公司	40亿立方米/年煤制天然气项目	准东经济技术开发区	260	40	未投产	24年9月启动可研
	新疆天池能源有限责任公司	20亿立方米/年煤制天然气项目	准东经济技术开发区	230	20	未投产	24年8月通过发改委预审
	新疆新业国有资产经营 (集团) 有限责任公司	20亿立方米/年煤制天然气项目	准东经济技术开发区	155	20	未投产	24年8月通过发改委预审
	中煤集团新疆能源有限公司	40亿立方米/年煤制天然气项目	哈密市	320	40	未投产	24年9月取得环评
	新疆汇化化工有限公司	20亿立方米/年煤制天然气项目	准东经济技术开发区	160	20	未投产	24年3月环评公示
	新疆能源 (集团) 有限责任公司	40亿立方米/年煤制天然气项目	哈密市	500	40	未投产	22年9月推进预可研
	苏新能源和丰有限公司	40亿立方米/年煤制天然气项目	塔城市	410	40	未投产	2019年延期
	河南能源集团	40亿立方米/年煤制天然气项目	准东现代煤化工基地	200	40	未投产	23年11月推进可研
	已投产合计			301	34		
未投产合计			2679	340			
总计			2980	374			
煤制油	国家能源集团新疆哈密能源化工有限公司	哈密能源集成创新基地项目 (年产400万吨煤制油)	哈密市巴里坤县	567	400	未投产	24年10月全面开工
	伊泰新疆能源有限公司	伊泰甘泉堡200万吨/年煤制油示范项目	乌鲁木齐市甘泉堡经济技术开发区	320	200	未投产	2016年启动, 已停工
	伊泰伊犁能源有限公司	100万吨/年煤制油示范项目	伊犁州察布查尔县	161	100	未投产	2017年环评批复, 已停工
	已投产合计			0	0		
未投产合计			1048	700			
总计			1048	700			
乙二醇	新疆天业 (集团) 有限公司	一期5万吨/年电石炉尾气制乙二醇项目			5	已投产	2013年投产
	新疆天业 (集团) 有限公司	二期20万吨/年电石炉尾气制乙二醇项目	石河子市		20	已投产	2015年投产
	新疆天业汇合新材料有限公司	年产60万吨乙二醇项目	石河子市	80	60	已投产	2020年投产
	哈密广汇环保科技有限公司	荒煤气综合利用年产40万吨乙二醇项目	哈密市伊吾县	36	40	已投产	2021年投产
	已投产合计			116	125		
未投产合计			0	0			
总计			116	125			
24年以来有进展的煤化工项目投资额合计				2896			
所有未投产潜在的煤化工项目投资额合计				4916			

资料来源：煤化工期刊公众号，生态环境部，全国公共资源交易平台，中国化工报公众号，中国工业报公众号，现代煤化工公众号等，天风证券研究所

注：相关统计数据为根据公开信息整理汇总，仅供参考

从全国范围来看，潜在煤化工项目投资规模或近万亿。2024年10月25日，陕煤集团榆林化学有限责任公司1500万吨/年煤炭分质清洁高效转化示范项目烯烃、芳烃及深加工工程一阶段项目正式进入施工阶段。榆林化学1500万吨/年煤炭分质清洁高效转化示范项目先后被列入国家《能源发展“十三五”规划》《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》，分两期建设，项目总投资1760亿元，设计原料煤用量为每年1642万吨、燃料煤用量每年434万吨。一期已建成180万吨/年乙二醇和120万吨/年煤热解装置，正在建设50万吨/年DMC装置；二期工程是目前单体投资最大的煤化工项目，计划建设烯烃、芳烃及深加工链，一阶段项目总投资620亿元，设计烯烃生产线年产148万吨。两期项目全部建成后，预计年销售收入1340亿元，年利润超300亿元。

据我们不完全统计，除新疆地区外，全国其他省份未投产的煤制烯烃、煤制气、煤制油、煤制乙二醇项目总投资规模分别为3950、615、724、123亿元，对应产能分别为1133万吨、102亿立方米、416万吨、120万吨，投资总额达5413亿元。假设未来5年完成投资，则对应年均投资额达1082.5亿元。

图 29：全国其他省份煤化工项目不完全统计

项目类型	投资主体	项目	地址	投资额 (亿元)	产能 (万吨/亿立方米)	状态	进度
煤制烯烃	中煤蒙大新能源化工有限公司	年产60万吨甲醇项目和年产60万吨烯烃项目	内蒙古自治区鄂尔多斯市乌审旗化工项目园区	104	60	已投产	16年4月投产
	蒲城清洁能源化工有限公司	蒲城清洁能源70万吨煤制烯烃项目	陕西省蒲城煤化工产业园	209	70	已投产	14年投产
	宁夏宝丰能源集团股份有限公司	二期100万吨烯烃项目	宁夏能源化工基地	95	100	已投产	23年11月投产
	青海大美煤业股份有限公司	青海大美尾气综合利用制烯烃项目	青海省西宁(国家)经济技术开发区甘河工业园西区	127	60	已投产	19年3月投产
	宁波富德能源有限公司	100万吨/年甲醇制33万吨烯烃项目	常州	20	33	已投产	16年12月投产
	中安联合煤化工有限责任公司	中安联合煤化工制烯烃项目	安徽省煤化工(淮南)基地祁集片区	242	170	已投产	21年投产
	神华包头煤化工有限公司	包头化工神华包头煤制烯烃升级示范项目	内蒙古自治区包头市	172	175	未投产	24年11月开工
	陕煤集团榆林化学有限责任公司	榆林化学二期工程	陕西省榆林市	1760	148	未投产	24年10月开工
	中煤陕西榆林能源化工有限公司	中煤榆林220万吨甲醇项目、90万吨聚烯烃项目	陕西省榆林市榆横工业区能源化工产业南区	239	90	未投产	24年9月开工
	内蒙古荣信化工有限公司	80万吨烯烃项目	内蒙古鄂尔多斯达拉特经济开发区	98	80	未投产	24年7月开工
	广西华谊能源化工有限公司	100万吨甲醇制烯烃项目	中国(广西)自由贸易试验区钦州港片区钦州石化产业园	136	100	未投产	24年7月开工
	内蒙古宝丰煤基新材料有限公司	260万吨煤制烯烃项目	内蒙古自治区鄂尔多斯市乌审旗苏里格经济开发区	478	260	未投产	24年4月开工
	宁夏煤业公司	70万吨/年煤制烯烃新材料项目	宁夏回族自治区宁东能源化工基地	220	70	未投产	24年11月立项批复
	中国石化长城能源化工有限公司	中国石化长城能源煤制烯烃项目	内蒙古自治区鄂尔多斯市准格尔经济开发区大路产业园	238	80	未投产	24年7月取得环评
	中煤能源集团有限公司	煤基烯烃新材料下游深加工一体化项目	平鲁经济技术开发区朝阳市新材料工业园区	297.8	100	未投产	24年9月设计中标
	国能包头煤化工有限责任公司	国能包头煤化工二期工程	内蒙古自治区包头市昆区哈林格尔工业园区	100	70	未投产	23年9月开工
	青海国投	青海国投60万吨烯烃项目	青海省海西州格尔木工业园区	211	60	未投产	22年4月开工
	已投产合计			797	493		
	未投产合计			3950	1133		
	总计			4748	1626		
煤制气	内蒙古汇能化工有限公司	煤制天然气项目	鄂尔多斯市伊金霍洛旗	115	16	已投产	21年投产
	内蒙古大唐国际克什克腾煤制天然气有限责任公司	大唐克旗煤制天然气项目	内蒙古赤峰市克什克腾旗	257	40	已投产	23年10月投产
	北京北控&神华	北控鄂尔多斯40亿立方米煤制天然气项目	鄂尔多斯市准格尔旗大路工业园区	233	40	未投产	23年2月推进方案设计
	内蒙古华星新能源有限公司	40亿立方米煤制天然气项目	内蒙古鄂尔多斯市上海庙经济开发区	229	40	未投产	23年11月开工
	安徽能源集团有限公司	22亿立方米煤制天然气项目	安徽淮南市	154	22	未投产	21年1月用地批复
已投产合计			372	56			
未投产合计			615	102			
总计			987	158			
煤制油	国家能源集团宁夏煤业	宁煤400万吨/年煤炭间接液化示范项目	宁东能源化工基地	550	400	已投产	22年投产
	潞安集团	180万吨/年高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目		239	180	已投产	17年投产
	克明集团	未来能源煤制油项目(100万吨/年)	陕西	160	100	已投产	2015年8月投产
	贵州渝富	200万吨/年煤制清洁燃料项目	贵州省毕节市纳雍县煤电一体化产业基地	359	200	未投产	22年12月推进环评
	中国神华煤制油化工有限公司	煤制油煤直接液化升级示范项目		365	216	未投产	24年6月启动环评
已投产合计			949	680			
未投产合计			724	416			
总计			1673	1096			
乙二醇	中化学(内蒙古)新材料有限责任公司	30万吨/年煤制乙二醇项目	内蒙古通辽市扎鲁特旗鲁北产业园化工集中区	64	30	已投产	24年10月投产
	陕西榆林化学材料有限公司	120万吨/年煤制乙二醇一期40万吨/年乙二醇项目		62	40	已投产	23年投产
	宁夏能源清洁能源有限公司	煤制乙二醇项目	宁夏基地	43	40	已投产	22年5月投产
	内蒙古久泰新材料科技股份有限公司	年产100万吨乙二醇项目	内蒙古呼和浩特托清经济开发区	118	100	已投产	22年10月投产
	四川正达新材料有限公司	年产120万吨乙二醇联产10万吨电子级DMC新材料项目	四川省普光经济开发区普光工业园区	123	120	未投产	24年11月完成电气仪表安装
已投产合计			288	210			
未投产合计			123	120			
总计			411	330			
24年以来有进展的煤化工项目投资额合计				4589			
所有未投产潜在的煤化工项目投资额合计				5413			

资料来源：化网煤化工公众号，聚烯烃人公众号，石油和化工园区公众号等，天风证券研究所

注：相关统计数据为根据公开信息整理汇总，仅供参考

根据 BHI 拟在建项目网统计的数据，全国现代煤化工拟在建项目 225 个，总投资规模超过 1.67 万亿元。

从项目地区看，涉及 21 个省份，主要集中在新疆、陕西、山西、内蒙古等地。从项目类型看，煤制化学品项目和煤炭清洁高效利用项目数量最多，占比均为 27%左右，此外还有焦炉煤气利用、煤基燃料、煤化一体项目等。

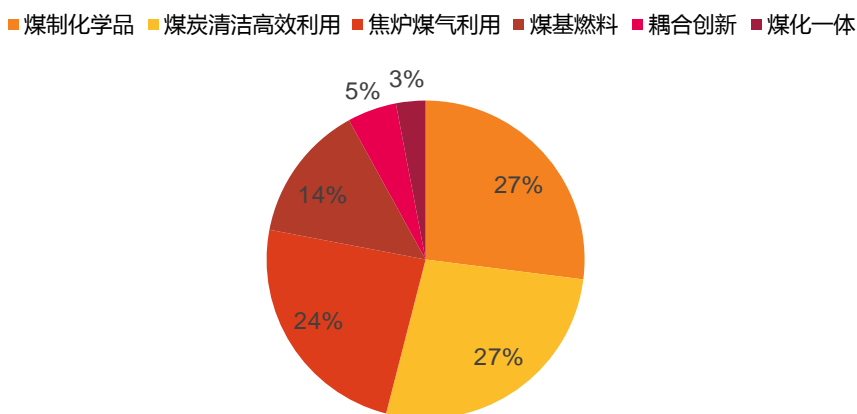
根据 BHI 对 26 个省份约 2.7 万个 2024 年度省级重点项目的梳理统计，煤化工相关项目共 75 个。26 个省份中 15 个将煤化工相关项目列入 2024 年省重点建设计划，其中山西项目数量最多，其次是贵州，项目数量均在 10 个以上。

表 8：纳入 2024 年度省级重点项目的数量

项目类型	项目数量
焦化项目	24 个
其中：拟建项目	7 个
其中：在建项目	9 个
煤制化学品项目	21 个
其中：拟建项目	8 个
其中：在建项目	7 个
焦煤矿气利用项目	14 个
其中：拟建项目	2 个
其中：在建项目	1 个

资料来源：BHI 拟在建项目网公众号，天风证券研究所

图 30：现代煤化工拟在建项目类型分布



资料来源：BHI 拟在建项目网公众号，天风证券研究所

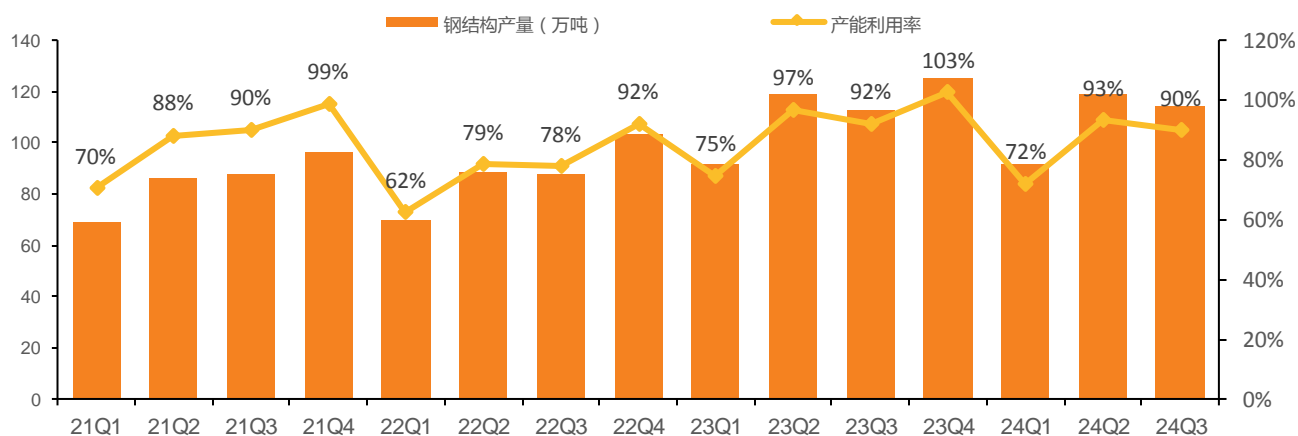
### 2.2.2. 重视顺周期复苏背景下钢结构板块“量价”齐升增长逻辑

**重视顺周期复苏背景下钢结构“量价”齐升增长逻辑。**鸿路钢构作为顺周期标的，24 年在需求整体承压背景下，“量”、“价”均受压制。我们认为随着财政刺激政策落地，地方化债刺激基建需求释放，制造业投资预期回暖，有望带动顺周期板块困境反转。若产能利用率达 100%、120%、150%，对应鸿路钢构扣非利润弹性分别为+57%、+103%、+167%，扣非利润为 8、10.3、13.6 亿；若吨加工费提升 50 元，100%产能利用率情形下吨净利有望提升至 211 元/吨，对应扣非利润有望提升至 9.86 亿，相较于 24 年全年 5.3 亿的扣非利润预期，利润空间为 86%，建议重视顺周期复苏下量价两端的利润弹性。

#### ➤ “量增”弹性：产能利用率提升，智能化改造降本增效凸显

**产能利用率受订单制约仍有提升空间，焊接机器人应用提升产能天花板。**从产量角度来看，Q1、Q2、Q3 鸿路钢构产量分别为 91.79、118.79、114.49 万吨，同比+0.09%、+0.14%、+1.43%，前三个季度产能利用率为 72%、93%、90%，预计全年产量较去年持平，2024 年底公司产能预计 520 万吨，预计全年的产能利用率为 88%，公司的智能化转型有望打开产能天花板，我们认为随着公司明年订单的回暖，产能利用率仍有较大提升空间。

图 31：2021Q1-2024Q3 单季度钢结构产量及产能利用率



资料来源：鸿路钢构公告，天风证券研究所

产能利用率=季度产量\*4/年度平均产能

**机器人智能化程度提升对于人工的节约效果更加显著，产能利用率提升情况下降本更为显著。**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) 23年产能利用率为90%左右，随着需求的饱和产能利用率有望进一步提升，不同的产能利用率情形假设下焊接机器人使用对于单吨成本节约的效果，90%的产能利用率情况下，悲观、中性、乐观三种情形下的单吨降本为55、103、130元；
- 2) 满产情况下，三种假设情形下对应单吨成本降幅分别为76、101、145元；
- 3) 产能利用率达120%情况下，三种情形下单吨成本降幅为78、126、157元；
- 4) 产能利用率达150%情况下，三种情形下单吨成本可下降113、146、187元。

图 32：90%/100%/120%/150%产能利用率情况下机器人两班倒情况下对应的降本效果

测算前提	产能利用率 所需焊工数(人) 情景假设	90% (无机器人)			90% (机器人两班倒)			100% (机器人两班倒)			120% (机器人两班倒)			150% (机器人两班倒)		
		23	23			25			30			38				
			悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观		
智能化	机器人替代工作量比例		30%	50%	70%	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%	50%	50%	50%		
	机器人代替焊工人数		7	12	17	8	13	18	9	15	21	12	19	27		
	单线机器人数量		7	12	17	8	13	18	9	15	21	12	19	27		
	焊工人数	23	16	11	6	17	12	7	21	15	9	26	19	11		
人工成本	焊工单月工资(元)		12000													
	焊工工资(万元/月)	27.6	19.2	13.2	7.2	20.4	14.4	8.4	25.2	18	10.8	31.2	22.8	13.2		
	机器人操作工数量		4	6	10	4	8	10	6	8	12	6	10	14		
	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	8	3.2	6.4	8	4.8	6.4	9.6	4.8	8	11.2		
合计(万元/年)	331	269	216	182	283	250	197	360	293	245	432	370	293			
设备折旧	设备购买成本(万元)		126	216	306	144	234	324	162	270	378	216	342	486		
	折旧成本(万元)		12	21	29	14	22	31	15	26	36	21	32	46		
单线工资+折旧(万元)	331	281	237	211	297	272	228	375	318	281	453	402	339			
单线成本变动(万元)		-50	-95	-120	-34	-59	-104	44	-13	-50	121	71	8			
单线产量(吨/年)	9200	9200	9200	9200	10000	10000	10000	12000	12000	12000	15200	15200	15200			
单吨折旧(元/吨)	123	123	123	123	111	111	111	92	92	92	73	73	73			
单吨工资+折旧(元/吨)	483	428	380	353	407	382	338	405	358	326	370	337	296			
单吨成本降幅(元/吨)		-55	-103	-130	-76	-101	-145	-78	-126	-157	-113	-146	-187			

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

考虑到前三季度总产量约 325.07 万吨，较 2023 年同期增长 0.58%，我们预计全年产量与 2023 年基本持平。展望 2025 年，若产能利用率、产销率及吨净利 2024 年持平，90%的产能利用率情况下产量为 468 万吨，对应销量 421 万吨，若按照 24Q1-3 的吨净利 121 元/吨来算，扣非利润为 5.1 亿。

财政刺激下我们看好明年钢结构订单回暖带动产能利用率提升，我们测算产能利用率提升以及智能化改造对利润的弹性，关键假设如下：

- 1) 公司的售价模式为“钢价+加工费”，假设明年加工费与 24 年持平。
- 2) 假设产能利用率能达到 100%、120%、150%，对应产量可达到 520、624、780 万吨，在不考虑焊接环节降本的情况下，仅靠量增的三种情况下扣非利润分别为 5.7、6.8、8.5 亿元，利润弹性分别为+11%、+33%、+67%。
- 3) 24 年鸿路钢构采购 2000 台焊接机器人，若每条产线需要 8-12 台焊接机器人，则 30%-50%左右的产线可实现智能化焊接机器人应用，同时考虑到明年陆续仍有部分焊接机器人应用，我们假设 25 年有 50%的产线实现智能化焊接升级改造，按照此前中性假设下 100%、120%、150%的产能利用率单吨降本 101、126、146 元/吨测算，制造环节的成本节约可直接贡献为净利润，吨净利可从 121 元/吨提升至 172、184、194 元/吨。

对应 100%、120%、150%的产能利用率情况下，在焊接环节降本赋能情况下，扣非净利润为 8、10.3、13.6 亿，对应 90%产能利用率情况下利润弹性分别+57%、+103%、+167%。

表 9：鸿路钢构利润弹性测算

不同产能利用率情况下对扣非利润的弹性

产能利用率	90%	100%	120%	150%
产量 (万吨)	468	520	624	780
产销率	90%	90%	90%	90%
销量 (万吨)	421.2	468	561.6	702
吨净利 (元/吨)	121	121	121	121
扣非利润	5.1	5.7	6.8	8.5
利润空间		11%	33%	67%

考虑机器人不同产能利用率下的降本对利润的弹性

机器人单位降本		101	126	146
吨净利 (元/吨)		172	184	194
扣非利润 (亿)		8.0	10.3	13.6
利润空间		57%	103%	167%

资料来源：鸿路钢构公告，柏楚电子公告，鸿路工匠公众号，天风证券研究所

➤ “价升”弹性：顺周期复苏，看好价升逻辑持续演绎

订单金额下滑主要受钢价承压影响，订单加工量仍有增长，钢价止跌有望改善吨净利。鸿路钢构 24Q1-3 累计新签订单约 219.26 亿，同比-4.34%，Q1、Q2、Q3 单季分别新签订单 69.65、73.91、75.7 亿元，分别同比-3.06%、-5.46%、-3.75%。考虑到 24 年钢价较 23 年有所下滑，按照 1200 元/吨加工费来计，我们测算 Q1、Q2、Q3 订单对应钢结构加工量分别同比+2.94%、-3.37%、+7.89%，进入 Q3 后加工量有所回升，随着四季度财政发力以及化债政策落实，基建稳增长持续发力，制造业资金回笼加速，企业投资意愿提升，我们看好钢结构订单企稳回升。钢价止跌回升，进入 Q4 热轧板卷均价较 Q3 均价环比回升 5.99%，但仍较 23 年同期均价低约 270 元/吨，考虑到下游基建预期增强，制造业持续景气，用钢需求有望回暖，“移动平均”的成本算法下，钢价上行有助于公司吨净利修复，同时刺激客户下单意愿。

图 33：2019Q1-2024Q3 公司材料订单金额



资料来源：鸿路钢构公告，天风证券研究所

图 34：热轧板卷价格波动

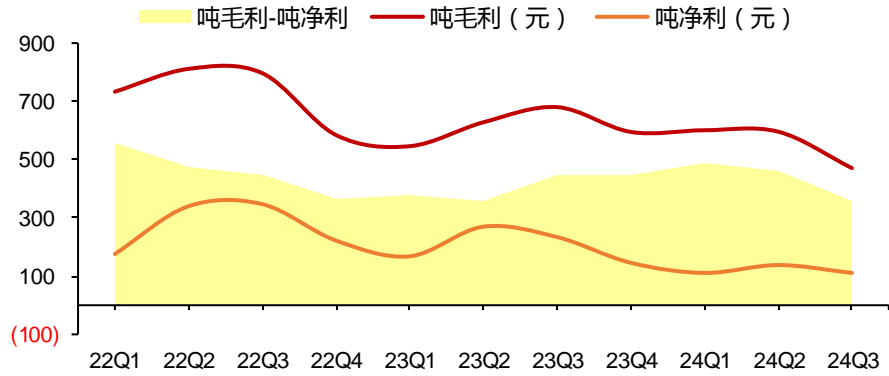


资料来源：Wind，天风证券研究所

需求疲软吨毛利有所承压，看好顺周期复苏“价升”逻辑。24 年受产业链资金紧张以及下游制造业投资需求较为疲软，整体加工费有所承压，前三季度鸿路钢构毛利率为 10.18%，同比下降 1.05pct，24Q3 单季度公司吨毛利为 360 元，同比下滑约 86 元，或反映出今年整体加工费下滑趋势。顺周期复苏背景若需求改善加工费回升，我们预计吨净利仍有较大改善空间。按照 15%的税率、6.7%的期间费用率来测算，在产能利用率 100%、90%产销率情况下，对应产量 520 万吨、销量 468 万吨，若整体加工费平均提升 10、30、50、80、100 元/吨的情况下，则对应吨净利分别为 179、195、211、234、250 元/吨，扣非净利润分别为 8.4、9.1、9.9、11.0、11.7 亿，相较于 100%产能利用率下的利润提升空间分别为+5%、+14%、+23%、+37%、+46%。



图 35：22Q1-24Q3 鸿路钢构吨毛利、吨净利、吨毛利-吨净利



资料来源：鸿路钢构公告，天风证券研究所

表 10：加工费提升情景假设

情形	情形 1	情形 2	情形 3	情形 4	情形 5
加工费提高(元/吨)	10	30	50	80	100
吨净利(元/吨)	179	195	211	234	250
扣非利润(亿)	8.39	9.13	9.86	10.96	11.69
利润空间	5%	14%	23%	37%	46%

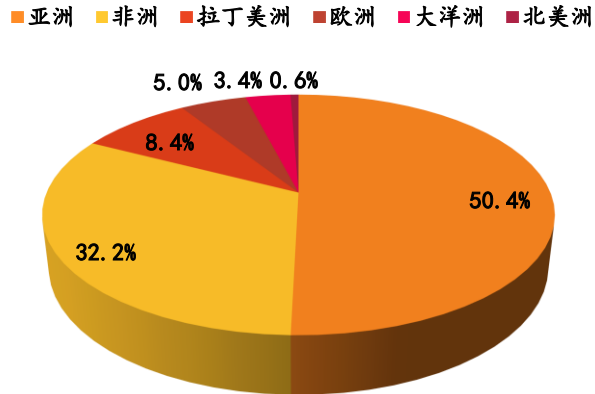
资料来源：Wind，鸿路钢构公告，天风证券研究所

## 2.3. 国际工程：关注海外新兴市场的增长潜力

### 2.3.1. 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

全球基建市场在 2023 年展现出稳健的增长，新兴市场有望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%。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，增强外资吸引力度，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。

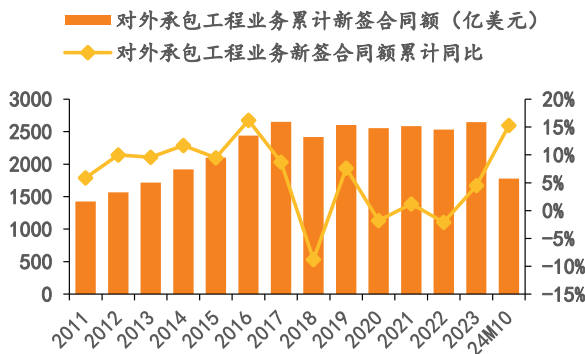
图 36：2023 年 1-11 月各地区新签合同额分布



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

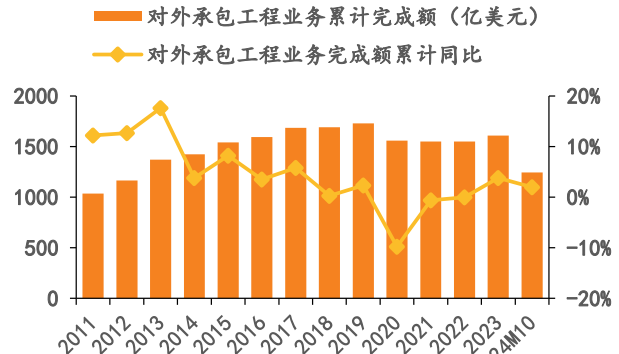
中国对外承包工程业务实现较快增长，海外需求增长强劲，亚洲、非洲占比较高。2024M1-10，中国新签对外工程承包合同额为 1776.5 亿美元，同比+15.3%，对外承包工程累计完成额为 1243.8 亿美元，同比+2%。从中国对外承包工程市场分布来看，2023 年 1-11 月，中国对外承包工程业务主要集中在亚洲和非洲市场。从新签合同额的市场分布来看，亚洲市场占当年新签合同总额的 50.4%，非洲市场占 32.2%，拉丁美洲市场占 8.4%，欧洲市场占 5%，大洋洲市场占 3.4%，北美洲市场占 0.6%。其中，新签合同额增量主要来自非洲市场和北美洲市场，两个市场新签合同额同比分别增长 7.8%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 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 11：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 <b>4297 亿美元</b> 的基础设施投资，比 2015-2019 年的 <b>3592 亿美元</b> 增长了 <b>20%</b>；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 9578 亿美元，预计到 2029 年将达到 12627 亿美元，在预测期间（2024-2029 年）以 <b>5.68%</b> 的复合年增长率增长；</p> <p><b>铁路</b>：计划 2020-2024 年新修 <b>1287 公里</b> 铁路网，到 2030 年印尼国家铁路网络目标扩展到 <b>10524 公里</b>；</p> <p><b>公路</b>：计划 2020-2024 年新修 <b>2500 公里</b> 收费公路，<b>3000 公里</b> 道路，到 2024 年将高速公路总里程扩展至 <b>4761 公里</b>；</p> <p><b>港口</b>：计划 2020-2024 年新修 <b>12 座</b> 港口；</p> <p><b>机场</b>：计划 2020-2024 年新修 <b>6 座</b> 机场；</p> <p><b>迁都计划</b>：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 <b>325 至 340 亿美元</b>，其中仅 19% 资金将来自政府财政。</p>
新加坡	<p><b>地铁</b>：轨道交通总长度预计在 2030 年增加到 <b>360 公里</b>，实现 3 条轨道交通新线路的运营；</p> <p><b>机场</b>：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 <b>7 亿 2200 万新元</b> 的资金，预计将于 2030 年代中期竣工；</p> <p><b>港口</b>：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 <b>200 亿新元</b>，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。</p>
泰国	<p>交通运输部 2024 年大型项目投资预算超过 <b>5700 亿泰铢</b>；预计未来十年基础设施建设的政府投资将不少于 <b>5 万亿泰铢</b>，年均投资不少于 <b>5000 亿泰铢</b>（约合年均投资 139 亿美元）。</p> <p><b>轨道</b>：2024 年政府大型项目投资预算为 <b>5291.27 亿泰铢</b>，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 <b>2777 公里</b> 双轨道铁路线和 <b>2457 公里</b> 标准轨距高速铁路线路。</p> <p><b>公路</b>：2024 年财政大型项目投资预算为 <b>481.29 亿泰铢</b>。</p>
越南	<p>计划投资高达 <b>1600 亿美元</b> 用于道路、桥梁、港口、机场和能源项目的建设。</p> <p><b>公路</b>：力争到 2025 年高速公路达到 <b>3000 公里</b>，至 2030 年为 <b>5000 公里</b>；2021-2030 年高速公路投资总额约为 <b>306 亿美元</b>，其中 2021-2025 年投资 <b>144 亿美元</b>，2026-2030 年投资 <b>162 亿美元</b>；</p> <p><b>铁路</b>：2021-2030 年，铁路领域基础设施所需投资高达 <b>240 万亿越盾</b>（约合 105 亿美元）。</p>
马来西亚	<p>据惠誉预测，2023-2032 年间马来西亚基建行业将以年均 <b>4.7%</b> 的速度增长。</p>

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 12：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<b>3.2万亿美元</b>，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><b>公路</b>：计划未来五年建设总长为<b>6400公里</b>的高速公路，将<b>4.9万公里</b>单线公路改造升级为复线公路，并平整<b>14.4万</b>公里的土路；</p> <p><b>铁路</b>：预计2024年将推进全长<b>2000多公里</b>大陆桥铁路网项目，包括<b>6条</b>铁路线和<b>7个</b>物流中心，总投资<b>266亿美元</b>；</p> <p><b>航空</b>：计划在2030年前投资约<b>1500亿美元</b>，将沙特打造成全球航空枢纽；</p> <p><b>水利</b>：自2024年起，计划启动<b>7个</b>独立海水淡化厂项目和<b>4个</b>独立输水管道项目，同时还公布了<b>10个</b>新的独立战略水库（ISWR）项目和<b>6个</b>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<b>140座</b>；</p> <p><b>能源</b>：计划到2030年实现<b>58.7GW</b>的可再生能源装机目标；</p> <p><b>房建</b>：计划在2021-2030年将国民自有住房比例从60%提高到<b>70%</b>，预计沙特住房计划的年投资将达到<b>200亿美元</b>。</p>
阿拉伯联合酋长国	<p>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<b>增加150%</b>；2) <b>增加2个</b>额外的主要城市中心；3) 公共海滩总长度<b>增加400%</b>；4) 接待和旅游活动空间<b>增加134%</b>；5) 教育和卫生服务设施用地<b>增加25%</b>；6) 迪拜本地国民用地<b>17亿</b>平方英尺。</p> <p><b>能源</b>：未来七年能源领域投资<b>1500亿至2000亿</b>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<b>30%</b>的目标。</p>

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 13：非洲部分国家投资基建计划

国家	目标
埃及	<p><b>能源：</b>计划到 2035 年实现可再生能源占总能源比重升至 <b>42%</b>；</p> <p><b>铁路：</b>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 <b>85%</b> 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 <b>20%</b>；</p> <p><b>港口和航运：</b>将内河航运量占货运总量比例提高至 <b>5%</b>，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 <b>250 亿美元</b> 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 <b>4.4%</b>。</p> <p><b>交通：</b>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 <b>4.5%</b> 的增长速度；</p> <p><b>能源和公共事业：</b>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 <b>4.5%</b> 的速度增长；</p> <p><b>房屋建筑：</b>尼日利亚房屋建筑行业在 2024-2033 年期间将保持平均每年 <b>4%</b> 的增长速度；</p> <p><b>数字经济：</b>计划到 2025 年将 <b>400 亿美元</b> 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

### 2.3.2. 特朗普再度胜选，中企出海预期加速提升

2024 年美国大选中总统候选人特朗普再度获胜。我们认为其政策主张需重点关注：第一，主张扩张性财政政策+敦促降息；第二，主张对外加征关税，特别是意图对所有中国进口商品征收 60% 的统一关税，近期，特朗普表示将对墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收 25% 关税，还将对中国商品额外征收 10% 的关税；第三，地缘政治方面，主张尽快平息俄乌战争，但对以色列仍持支持态度，或导致巴以冲突在短期内更为紧张，加大中东地区的动荡局势。

表 14：特朗普 1.0 VS 特朗普 2.0

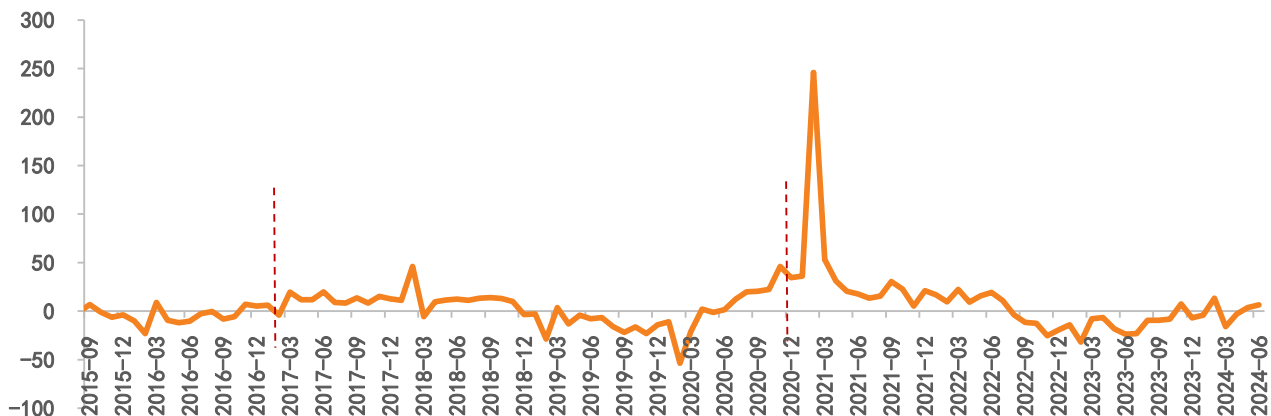
政策分类	特朗普 1.0	特朗普 2.0
移民	迅速遣返非法移民，并且决不会让非法入移民成为美国公民	将实施美国历史上“最大规模的驱逐行动”，目标是全国数百万非法移民
贸易	1) 退出跨太平洋伙伴关系协定 (TPP)；2) 北美自贸协定重新谈判；3) 对进行不公平贸易的国家征收惩罚性关税；4) 以“边境税收调整”的名义对进口产品征收高达 10% 的关税	对进口商品征收 10% 的关税，或将对中国征收 60% 关税；将对墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收 25% 关税。此外，将对中国商品额外征收 10% 的关税。
对外政策	“美国优先”	“美国优先”
经济与就业	宣扬执政期间的经济政策与成就，包括全面减税、鼓励制造业回流和就业等，承诺为企业提供税费减免，创造 1 千万个就业岗位	全面减税
能源与环保	1) 持续放松不利于化石能源行业发展的环境约束，废止相关管制法规与政策；2) 加快能源基础设施建设；3) 开放近海油气资源勘探和开采；4) 退出《巴黎气候协议》	1) 再次退出《巴黎气候协定》； 2) 将终止《通胀削减法案》下的所有新补贴，而该法案是拜登政府推动绿色转型的重要支柱
医保	1) 儿童保健开支可用来抵扣个人收入所得税；2) 废除奥巴马医改	-
教育	以救助金形式进行帮扶	-

资料来源：光明网，央视网，新华网等，天风证券研究所



我们认为特朗普再度当选下我国出口或存在一定压力。在特朗普上一任期内，美国对华战略和政策全面竞争化，实施包括多轮贸易摩擦、对中国商品加征关税、加强对华高技术出口管制力度、强行将中国列为“汇率操纵国”等多方面的政策，对中美贸易造成较大冲击，此阶段我国对美出口增速明显下降。特朗普再度当选，我们认为国内出口或有一定压力。

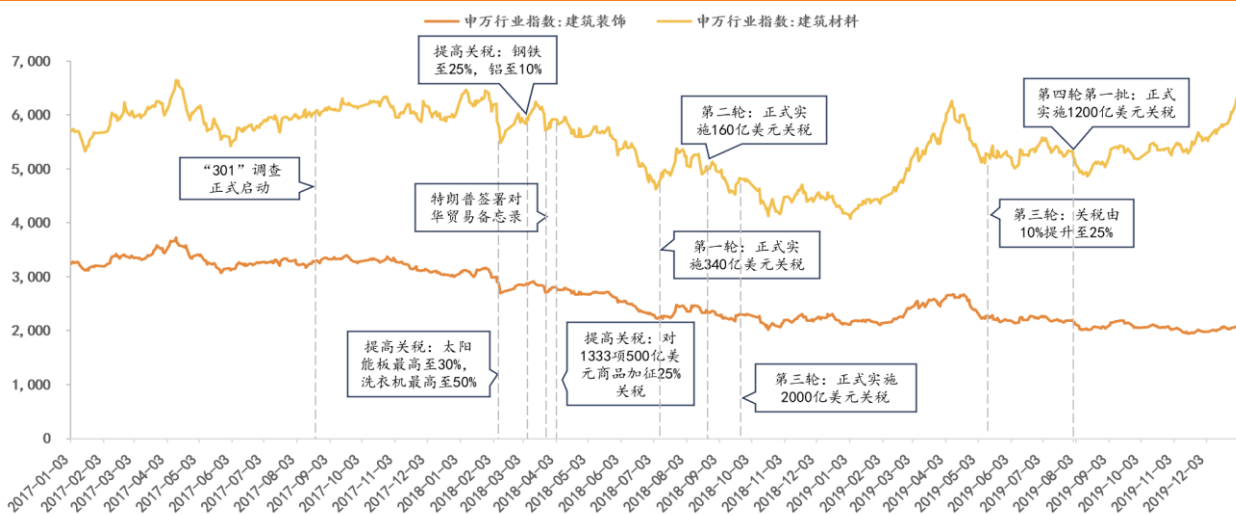
图 39：中国对美国当月出口增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

回顾特朗普执政时期，2017年8月14日，美国启动“301调查”，中美贸易开始愈发紧张。2018年3月22日，时任美国总统特朗普签署对中国商品征收关税的行政命令开始，中美贸易摩擦拉开帷幕。期间经过多轮加征关税和贸易磋商，双方最终于2020年1月签署了第一阶段经贸协议。中美贸易摩擦对于A股各行业影响各不相同，进口替代、自主创新等相关行业有所受益，而针对加收关税的中国制造相关行业、中国对美出口的主要行业、美国收入占中国上市公司收入比较高的行业则有较为不利影响。

图 40：中美贸易摩擦时间轴



资料来源：Wind，商务部，环球网，光明网等，天风证券研究所

2018-2019年中美贸易摩擦中，建材家居板块中的PVC地板等受到加征关税的影响。从2018年美国自中国的进口情况来看，美国从中国进口商品以机电产品为主，2018年该项目进口金额为2685亿美元，占美国自中国进口总额的49.8%。家具玩具、纺织品及原料和贱金属及制品分别居美国自中国进口商品的第二、第三和第四位，分别占美国自中国进口总额的12%、7.5%和5.2%。塑料/橡胶、陶瓷/玻璃2018年占美国自中国进口总额的比例较小，分别为4.3%、1.5%，涵盖建材家居板块中的玻璃、玻纤、卫浴、PVC地板等。

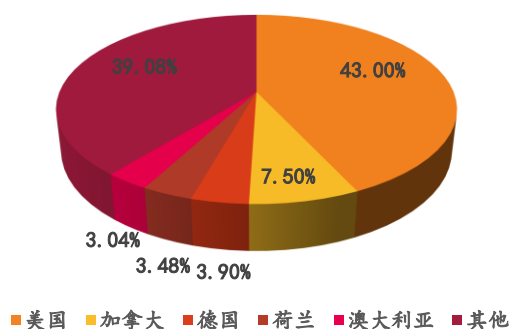
图 41：2018 年美国进口商品情况

商品类别	2018年美国进口		2018年美国从中国进口	
	金额(亿美元)	占比(%)	金额(亿美元)	占比(%)
机电产品	7391	29.1	2685	49.8
运输设备	3366	13.2	184	3.4
矿产品	2397	9.4	/	/
化工产品	2318	9.1	183	3.4
贱金属及制品	1396	5.5	282	5.2
纺织品及原料	1151	4.5	405	7.5
家具、玩具、杂项制品	1066	4.2	649	12
光学、钟表、医疗设备	983	3.9	138	2.6
塑料、橡胶	876	3.4	233	4.3
食品、饮料、烟草	697	2.7	34	0.6
贵金属及制品	600	2.4	31	0.6
植物产品	462	1.8	/	/
活动物;动物产品	323	1.3	/	/
鞋靴、伞等轻工产品	322	1.3	181	3.4
纤维素浆;纸张	254	1	59	1.1
陶瓷;玻璃	/	/	82	1.5
木及制品	/	/	45	0.8
皮革制品;箱包	/	/	75	1.4
其他	1824	7.2	129	2.4
总值	25427	100	5395	100

资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

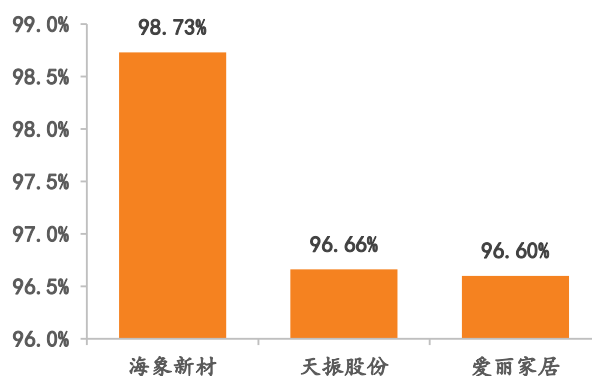
以 PVC 地板为例，由于其以出口美国等海外国家为主，受美国贸易政策影响较大。中国生产的 PVC 地板以出口为主，与欧美等发达国家相比，受产品引入时间晚及居民传统消费观念的限制等因素，国内 PVC 地板消费市场仍处于早期培育和消费者教育阶段，市场占比较低。2023 年国内 PVC 地板主要出口地为美国、加拿大、德国、荷兰、澳大利亚，出口量占比 43.0%、7.5%、3.9%、3.48%、3.04%，其中美国为中国 PVC 地板最大的出口国，国内 PVC 地板主要上市公司海象新材、天振股份、爱丽家居等营收超 96%来自海外，美国的贸易政策将对相关公司经营产生直接影响。

图 42：2023 年中国生产的 PVC 地板目的地



资料来源：天振股份公司公告，天风证券研究所

图 43：PCV 地板行业主要上市公司 2023 年海外收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

2018-2020 年，国内 PVC 地板出口美国的关税税率出现反复波动，随后，相关企业加快海外布局，选择在北美或东南亚建厂以避免关税。我们认为，特朗普政策倾向将促使制造业产业链以及厂房海外落地进程加速，建筑出海企业有望深度受益。从布局海外产业链的行业来看，当前时点，锂电池以及光伏产业主要受国内产能过剩以及贸易壁垒规避的动因选择出海，2023 年锂电产业链规划海外投资超 1554 亿元，重点布局欧美地区，占海外总投资的 42%；光伏产业链六家厂商 2023 年海外规划在建项目的总投资额超 350 亿元，主要为组件项目，集中在东南亚和美国等地；海外新能源车销售带来的高利润驱动整车厂出海布局，头部企业海外投资超 913 亿元，集中于东南亚以及南美等地；钢铁行业受国内产能管控、环保压力及铁矿石资源制约加速布局海外市场，水泥及家居类行业主要为开拓海外市场选择产业链布局。我们认为，制造业企业纷纷出海有望形成合力，从而带动更多中国企业出海，中国企业海外建厂以及产业链的落地也有望为带动海外工程建设需求，出海建筑企业有望受益。此外，特朗普主张尽快平息俄乌战争，我们判断俄乌重建预期下相关基础设施建设需求有望稳步推进，有望为国际工程公司带来更大的业绩弹性。

表 15：特朗普任期内针对我国 PVC 地板的关税政策

时间	针对 PVC 地板的美国关税政策
2018 年 9 月 24 日	美国政府宣布对大约 2000 亿美元的中国进口商品加征 10% 关税，PVC 地板赫然在列
2019 年 5 月 10 日	美国政府将从中国进口的 2,000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10% 提高到 25%
2019 年 11 月 7 日	美国贸易代表办公室公布了 2000 亿美元加征关税商品清单项下的产品排除公告，其中包含 PVC 地板
2020 年 8 月 7 日	USTR 公布了一批排除加征关税延长期限清单，PVC 地板未处于延长期限清单内，关税税率即日起恢复至 25%。

资料来源：天振股份招股说明书，天风证券研究所

表 16：PVC 地板主要上市公司海外布局

公司	海外布局
海象新材	越南子公司有三个生产基地（一厂、二厂、三厂），一厂、二厂已实现产能共计 1500 万平方米 PVC 弹性成品地板，越南三厂在建工程产能规划为 1500 万平方米 PVC 弹性成品地板
天振股份	2019 年在越南成立了子公司越南聚丰，作为生产公司从事各类新型 PVC 复合材料地板的生产销售，并主要通过香港聚丰和香港爱德森等子公司向北美洲、欧洲、南美洲等海外地区销售
爱丽家居	公司与 HMTX 在美国设立合资公司，公司持股 51%，目前美国工厂产能逐渐释放；墨西哥工厂的厂房租赁协议于 2023 年 12 月初签署完毕，租期十年，目前厂房在建设过程中，预计 2024 年底或 2025 年初具备接订单的能力

资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

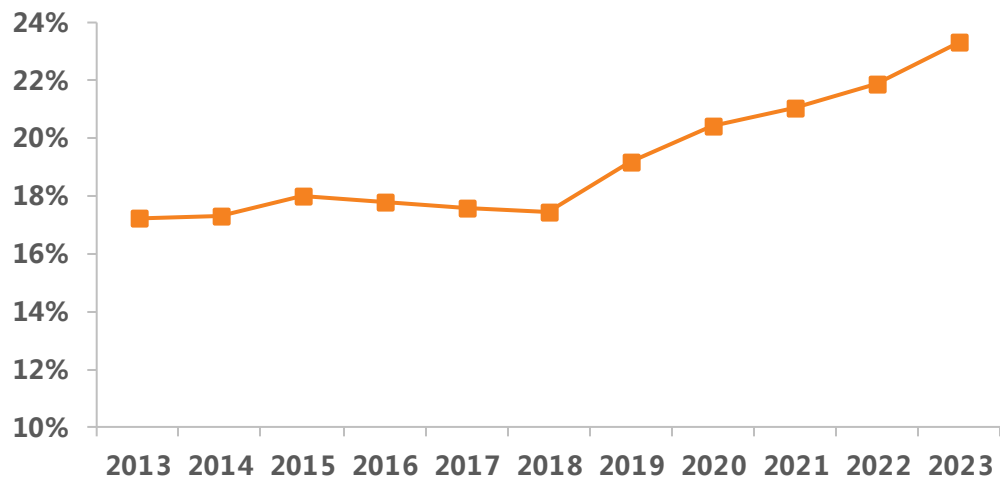
### 3. 化债带动板块资产质量系统性改善，破净央企迎来估值修复

#### 3.1. 化债对建筑板块估值存在 18.7% 的向上提振空间以及年均 300 亿利润增量

本轮化债直接用于增加地方化债资源为 10 万亿元，我们测算，建筑行业对应化债资金为 1.73 万亿元。近来刚结束的全国人大常委会决议通过，拟一次性增加 6 万亿地方政府专项债务限额（3 年）用于化债，且未来 5 年每年发行的新增专项债中拿出 8000 亿化债，2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元仍按原合同偿还，多措并举下，2028 年前地方政府需要化解的隐债从 14.3 万亿降至 2.3 万亿，化债压力大大减轻，且 5 年利息支出有望减少 6000 亿。我们按照直接用于增加地方化债资源的 10 万亿元计算，2023 年城投公司应付款项合计/总负债为 34.54%，据此估算用于清欠账款的额度为 3.45 万亿元，假设其中 50% 用于建筑行业应收账款清偿，则建筑行业对应化债资金为 1.73 万亿元。

建筑行业对应化债资金若为 1.73 万亿，我们测算建筑央企/地方国企/民营等其他建筑企业有望分别获得 1.3/0.4/0.1 万亿，且建筑央企市占率集中趋势明显，实际获得的化债资金有望持续增加。建筑央企近年来市场份额提升加速，九大建筑央企营业收入市场份额从 2018 年 17.5% 提升至 2023 年的 23.3%。2015-2023 年，国有建筑企业（含央企）总产值占全国建筑总产值的比重由 30.4% 提高到 2023 年的 42.4%；民营建筑业由近 70% 下降到 2023 年的不足 60%。2023 年建筑央企/国企/民企应收款项占比分别为 75%/20.3%/4.6%，假设建筑行业 1.73 万亿化债资金按照应收款项占比分配在这三类所有制建筑企业中，则建筑央企获得 1.3 万亿、地方国企获得 0.4 万亿，民营等其他建筑企业获得 0.1 万亿。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，我们预计央企市占率集中趋势有望持续显现。

图 44：九大建筑央企历年市占率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

从各类应收的占比来看，截至到 2024 年三季度，我们统计 SW 建筑装饰企业的资产总规模为 15.6 万亿元，应收类项目（应收账款+应收票据+其他应收款+长期应收款）合计占总资产的比例为 22.64%。分企业类型看，地方国企以及其他民营企业（公众企业、民营企业、外资企业）的应收项目占总资产比例分别为 30.9%、26.7%，显著高于央企 21%。若建筑行业对应化债资金为 1.73 万亿，则占建筑板块应收类合计的 48.9%。

表 17：2024Q3 建筑企业应收项目统计及占比

单位：亿元	资产总额	应收票据及应收账款	其他应收款	长期应收款	应收合计	应收/总资产
地方国企	23347.93	5130.13	531.10	1552.19	7213.43	30.90%
央企	127737.62	15353.69	3790.23	7643.17	26787.09	20.97%
其他	5284.14	1193.51	96.27	118.82	1408.60	26.66%

总计	156369.70	21677.33	4417.60	9314.19	35409.11	22.64%
----	-----------	----------	---------	---------	----------	--------

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.1.1. 建筑板块/建筑央企估值存在 18.7%/49.5%的向上修复空间

目前建筑央企仍存在较多的资产折价。截至 2024 年 11 月 22 日收盘，SW 建筑装饰企业总市值为 1.9 万亿元，按照 24 年三季报数据计算，对应的静态市净率为 0.84。按照企业类型来看，央企、地方国企、民企的总市值分别为 12038.2、4134.9、3027.8 亿元，对应静态 PB 分别为 0.67、1.42、1.62，市场对市值体量较大的央企给予了较多的资产折价。

表 18：建筑企业的净资产折价情况

单位：亿元	总市值	归母权益	其他权益工具	净资产	市净率 (PB)
地方国有企业	4134.9	3290.7	374.6	2916.1	1.42
中央国有企业	12038.2	20701.6	2703.7	17997.9	0.67
其他企业	3027.8	1897.0	24.0	1873.0	1.62
总计	19201.0	25889.3	3102.3	22787.0	0.84

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：总市值数据截至 20241122，其余数据截至 24 年三季报，PB 是按照总市值测算的静态数据。

当前市场对建筑企业应收账款类资产的折价率约为 10%，其中建筑央企为 22.2%，化债资金推动下，我们预计建筑企业应收账款类资产的估值修复所带来的市值上升空间约为 18.7%、建筑央企约为 49.5%。截至 2024Q3，SW 建筑装饰板块应收账款类资产（应收票据及应收账款+其他应收款+长期应收款）规模为 3.54 万亿元，其他各类资产规模为 12.1 万亿元，对应 2024Q3 数据计算的静态 PB 为 0.84 倍。考虑到建筑企业应收账款存在减值风险，若我们假设其他各类资产不折价（PB=1），即市场给予建筑企业的资产折价全部集中在应收账款类的资产上面，则当前市值以及 0.84 倍 PB 所隐含的市场对于建筑企业应收类资产的折价率约为 10%。假设在化债措施推动下，政府付款加速，带动建筑企业应收减值风险下降，给予建筑企业应收类资产 1 倍 PB，则建筑板块应收类资产 PB 修复到 1 倍所对应的市值上升空间约为 18.7%。同理，建筑央企应收账款类资产规模为 2.68 万亿元，其他各类资产规模为 10.1 万亿元，对应 2024Q3 数据计算的静态 PB 为 0.67 倍，隐含的市场对于央企应收类资产的折价率约为 22.2%。考虑到 PB 大于等于 1 倍后，企业才具备融资能力，结合国资委市值管理考核目标等要求，我们认为央企修复 PB 到 1 倍，仍具备较强的现实需求，则央企应收类资产 PB 修复到 1 倍所对应的市值上升空间约为 49.5%。

表 19：建筑央企的应收账款类资产的折价率测算

应收账款类资产折价率	0%	10%	20%	22.2%
应收账款类资产（亿元）	26787.1	24108.4	21429.7	20827.4
其他资产（亿元）	100950.5	100950.5	100950.5	100950.5
总资产（亿元）	127737.6	125058.9	122380.2	121778.0
净资产（亿元）	17997.9	15319.2	12640.5	12038.2
PB	0.67	0.79	0.95	1.0

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：总市值数据截至 20241122，其余数据截至 24 年三季报，PB 是按照总市值测算的静态数据。

### 3.1.2. 减值冲回+利息节约，年均有望带来约 300 亿利润增量

从利润层面来看，我们认为化债对建筑企业的影响主要体现在两个方面：1）对于账龄较长、坏账计提比例较高的应收款项，化债有望实现减值冲回，直接体现为利润的增加；2）欠款收回以后，可相应的增加建筑企业的现金流，从而减少建筑企业的融资规模，并进一步实现利息支出的节约。



总体看，我们测算化债对应未来三年减值冲回+利息节约有望给 SW 建筑装饰企业带来潜在归母净利润增量约为年均 298.1 亿元，占 23 年整体归母净利润的比例为 14.6%，其中，央企、地方国企、民企分别有望增加 187.4、77.7、36.7 亿元。

#### 减值冲回：

本轮化债拟一次性增加 6 万亿地方政府专项债务限额（3 年）用于化债，且未来 5 年每年发行的新增专项债中拿出 8000 亿化债，合计化债规模为 10 万亿元，其中前三年化债资金量为 8.4 万亿元，占整个化债资金规模的 84%。19-23 年 SW 建筑装饰企业合计计提了 4003 亿元的资产及信用减值损失。23 年由政府端主导的基建投资约占整个固定资产投资规模的 27.2%，若保守假设建筑企业中化债所对应的政府应收减值冲回比例为 25%，我们认为理论上化债对应到建筑企业的减值冲回规模有望达到 1000.8 亿元，其中前三年按照化债资金的 84% 计算，即 840.7 亿元，年均有望冲回 280.2 亿元，细分来看，对应到央企、地方国企、民企的减值冲回规模分别为 169.6、73.0、37.7 亿元。

#### 利息节约：

除了减值冲回以外，化债资金也能加速建筑企业的应收项目周转，减少资金占用成本。23 年 SW 建筑装饰企业应收项目合计 65546.9 亿元，23 年由政府端主导的基建投资约占整个固定资产投资规模的 27.2%，若假设建筑企业中化债所对应的政府应收账款比例为 25%，对应的资金偿还规模为 16386.7 亿元。如果相较于从上游拿不到钱、同时下游还要持续支付的情况相比，按照 4% 贷款利率计算，我们预计化债对应未来三年潜在的能够节约的年均利息支出规模为 183.5 亿元，占 23 年财务费用的比例为 27.4%。细分来看，对应到央企、地方国企、民企的潜在利息支出节约规模分别为 137.7、37.3、8.5 亿元，占 23 年财务费用的比例分别为 30.2%、21.4%、21.5%。

表 20：化债对建筑企业归母净利润的影响测算

单位：亿元	合计	其中：央企	其中：地方国企	其中：民企
<b>冲回减值</b>				
19-23 年减值损失合计	-4003.3	-2422.9	-1042.2	-538.2
化债偿还的比例	25%	25%	25%	25%
化债对应减值冲回规模	1000.8	605.7	260.5	134.5
未来三年减值冲回规模	840.7	508.8	218.9	113.0
未来三年年均冲回减值	280.2	169.6	73.0	37.7
<b>节约利息</b>				
23 年应收项目合计	65546.9	49191.8	13327.4	3027.7
化债偿还应收款项的比例	25%	25%	25%	25%
化债对应的偿还规模	16386.7	12297.9	3331.9	756.9
贷款利率	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
化债减少的利息支出	655.5	491.9	133.3	30.3
未来三年年均节约利息支出	183.5	137.7	37.3	8.5
<b>冲回减值+节约利息合计</b>	<b>463.8</b>	<b>307.3</b>	<b>110.3</b>	<b>46.1</b>
23 年末平均所得税率	18.5%	21.1%	20.3%	16.4%
19-23 年少数股东损益平均占比	21.2%	22.7%	11.6%	4.8%
<b>化债带来的归母净利润增量</b>	<b>298.1</b>	<b>187.4</b>	<b>77.7</b>	<b>36.7</b>
23 年 SW 建筑装饰归母净利润	2035.3	1788.5	236.5	10.3
年均冲回的利润增量占比	14.6%	10.5%	32.9%	355.3%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：少数股东损益的比例计算剔除了负值影响

### 3.2. 市值管理加速落地，看好央企 ROE 提升

**战略性政策持续细化工作部署，上市公司市值管理加速落实。**年初以来，关于上市公司市值管理的关注度持续提升。1 月，国资委在国新办发布会上强调将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。引导中央企业负责人更加关注、更加重视所控股上市公司的市场表现。4 月，新“国九条”要求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。11 月，市值管理新规落地，进一步引导上市公司关注自身投资价值，切实提升投资者回报。

表 21：2024 年以来市值管理相关政策/会议

时间	部门	政策/会议	主要内容
2024 年 1 月	国资委	国新办发布会	国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。引导中央企业负责人更加关注、更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过运用市场化的增持、回购等手段来传递信心、稳定预期，加大现金分红力度来更好地回报投资者。
2024 年 1 月	证监会	证监会 2024 年系统工作会议	加快构建中国特色估值体系，支持上市公司通过市场化并购重组等方式做优做强，推动将市值纳入央企国企考核评价体系，研究从信息披露等角度加大对低估值上市公司的约束。
2024 年 3 月	证监会	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	推动上市公司加强市值管理，提升投资价值。
2024 年 4 月	国务院	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	推动上市公司提升投资价值。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。鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。依法从严打击以市值管理为名的操纵市场、内幕交易等违法违规行为。
2024 年 9 月	证监会	《上市公司监管指引第 10 号——市值管理（征求意见稿）》	市值管理征求意见稿。
2024 年 11 月	证监会	《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》	明确市值管理的定义、相关主体的责任义务、主要指数成份公司和长期破净公司的特殊要求等。

资料来源：中央政府网，证监会官网，人民网，天风证券研究所

**市值管理新规聚焦主要指数成份股和长期破净股。**《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》中通过市值管理的定义、相关主体的责任义务、两类公司(主要指数成份股、长期破净公司)的特殊要求以及禁止事项四大方面，对上市公司开展市值管理进行了全方位引导和规范。其中，该文件对七个指数成份股和长期破净公司提出更高要求：1、主要指数成份股公司应当制定市值管理制度，经董事会审议后披露市值管理制度的制定情况，并在年度业绩说明会中就制度执行情况进行专项说明。2、长期破净公司应当披露估值提升计划，市净率低于所在行业平均水平的长期破净公司还应在年度业绩说明会中就估值提升计划执行情况进行专项说明。

表 22：《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》中关于主要指数成份股和长期破净公司的定义及表述

主要指数成份股公司	股价短期连续或者大幅下跌情形	长期破净公司
1. 中证 A500 指数成份股公司；	1. 连续 20 个交易日内上市公司股票	指股票连续 12 个月每个交易日的
2. 沪深 300 指数成份股公司；	收盘价格跌幅累计达到 20%；	收盘价均低于其最近一个会计年度
3. 上证科创板 50 成份指数、上证科创板 100 指数成份股公司；	2. 上市公司股票收盘价格低于最近一	经审计的每股归属于公司普通股股
4. 创业板指数、创业板中盘 200 指数成份股公司；	年股票最高收盘价格的 50%；	东的净资产的上市公司。
5. 北证 50 成份指数成份股公司；	3. 证券交易所规定的其他情形。	
6. 证券交易所规定的其他公司。		

资料来源：证监会官网，天风证券研究所

**主要指数成份股+长期破净公司，建筑央企或将显著受益于估值提升计划。**市值管理新规所涉及的宽基指数建筑成分股中，目前市净率低于 1 的主要是基建、房建板块的央企蓝筹，建筑央企 PB 普遍低于 1，其中，中国铁建 PB 最低，为 0.48 倍，中国中铁、中国建筑等仅 0.5-0.6 倍，地方国企中，隧道股份 PB (LF) 为 0.71 倍，在市值管理考核驱动下，考虑到部分建筑央企同时属于主要指数成份股和长期破净公司，市值管理引导相关公司通过并购重组、股权激励、分红、股份回购等方式提升自身价值，央企 PB 有较大修复空间，或将受益于估值提升计划。

表 23：市值管理文件中涉及的相关指数建筑成分股

序号	证券代码	证券简称	所属中信行业名称	市净率 PB (LF)	股息率 (23 年, %)	所属指数
1	601186.SH	中国铁建	基建建设	0.48	3.82	中证 A500、沪深 300
2	601390.SH	中国中铁	基建建设	0.54	3.30	中证 A500、沪深 300
3	601668.SH	中国建筑	房建建设	0.55	4.61	中证 A500、沪深 300
4	601800.SH	中国交建	基建建设	0.60	2.80	中证 A500、沪深 300
5	601618.SH	中国中冶	基建建设	0.67	2.18	中证 A500、沪深 300
6	002081.SZ	金螳螂	建筑装饰Ⅲ	0.69	2.83	中证 A500
7	601669.SH	中国电建	基建建设	0.71	2.47	中证 A500、沪深 300
8	600820.SH	隧道股份	基建建设	0.71	4.89	中证 A500
9	600170.SH	上海建工	房建建设	0.75	2.33	中证 A500
10	601117.SH	中国化学	专业工程及其他	0.84	2.19	中证 A500、沪深 300
11	601868.SH	中国能建	专业工程及其他	0.94	1.12	中证 A500、沪深 300
12	002541.SZ	鸿路钢构	专业工程及其他	1.16	3.30	中证 A500
13	600039.SH	四川路桥	基建建设	1.40	7.03	中证 A500、沪深 300
14	300284.SZ	苏交科	建筑设计及服务Ⅲ	1.72	1.03	创业 200
15	300355.SZ	蒙草生态	园林工程	2.25	0.38	创业 200
16	300492.SZ	华图山鼎	建筑设计及服务Ⅲ	27.35	0.00	创业 200

注：数据截至 2024/11/24；加粗部分为破净公司；

资料来源：Wind，天风证券研究所

**国企改革纵深推进+大力度化债措施出台，提升盈利能力、周转能力或为建筑央企提升 ROE 的主要途径。**2014-2020 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，2021 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以及大力度化债背景下加快行业资金周转，我们认为建筑央企国企 ROE 向上或有较好持续性。2023 年开始国资委要求资产负债率保持稳定，我们认为建筑央企国企提升 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：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于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：2024Q1-3 八大建筑央企资产周转率 0.43，较 2023Q1-3 同比下滑 0.07 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，本轮大规模化债能够提高地方政府的支付能力，央企政府类应收账款有望加速收回，使得行

业资金周转加快。

表 24：八大建筑央企 ROE 变动情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1-3	24Q1-3 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%	6.09%	-1.23%
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	0.43	-0.07
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%	2.30%	-0.15%
权益乘 数	6.49	6.07	5.91	5.92	5.92	5.85	5.75	5.74	5.76	5.86	6.10	-0.07

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 投资建议

### 1) 沿基建+化债+破净价值提升布局板块机会

自上而下来看，政府主导下的基建投资仍然是完成经济增长目标的必然要求，我们预计24Q4基建投资仍有约9000亿元左右的增长空间，24-25年基建投资均有望同比+9.7%、8.8%。自下而上来看，若将基建细分行业拆分开来进行预测，我们预计25年广义、狭义基建增速分别为7.0%、2.0%，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速增长，重视四川、浙江、安徽、江苏等区域性机会。此外，我们认为化债政策落地有望带动建筑央企基本面改善及报表修复，且地方国企的化债受益弹性相对较大，建议关注有望充分受益于本轮化债政策落地的基建产业链相关标的，重点推荐区域高景气的弹性地方国企**四川路桥**、**山东路桥**、**安徽建工**、**陕建股份**等，建筑央企**中国交建**、**中国中铁**、**中国建筑**、**中国铁建**等，建议关注长账龄应收账款占比相对较高的**新疆交建**、**北新路桥**、**龙建股份**、**浙江建投**等。

### 2) 关注顺周期专业工程的潜在高弹性

未来5年有望迎来煤化工投资高峰，据我们不完全统计，全国潜在煤化工项目投资总额达10329亿元，其中新疆4916亿元，其他省份5413亿元。按照5年完成投资进行测算，对应年均投资规模达2065.8亿元，较我们测算的21-23年年均投资644.3亿元相比增长了220.6%。其中新疆年均投资额983.3亿元，其他省份1082.5亿元。从煤化工项目投资构成来看，设备投资占55%，建筑及安装工程占28%，重点关注工程总承包、后端硫磺回收装置、以及前端的粉煤气化装置的需求扩容。我们看好围绕新疆煤化工产业链而展开的投资机会，重点推荐硫磺回收装置技术实力突出的**三维化学**、粉煤气化炉市占率领先的**航天工程**（与机械联合覆盖），以及在煤化工工程领域综合优势凸显的**东华科技**、**中国化学**。此外，钢结构切割焊接加速渗透，降本增效前景可期，中长期看好钢结构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**。

### 3) 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M1-10中国新签对外工程承包合同额为1776.5亿美元，同比+15.3%，对外承包工程累计完成额为1243.8亿美元，同比+2%。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%的同比增长率相比，新兴市场的同比增长率将达到4.6%，我们建议关注重点关东南亚、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**利伯特**，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；

**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