

建筑装饰

证券研究报告

2025年01月12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王雯 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521120005
wangwena@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《建筑装饰-行业研究周报:建筑业PMI重回扩张,关注央企并购重组机会》2025-01-05
- 《建筑装饰-行业研究周报:重大水电工程加速推进,关注央企并购重组机会》2024-12-29
- 《建筑装饰-行业投资策略:基建产业链价值重估,专业工程+海外市场动能提升》2024-12-22

专项债可用于土地储备和收购存量商品房,关注央企并购重组机会

考核体系持续优化,关注央企并购重组机会

12月23日至24日,国务院国资委召开中央企业负责人会议,结合当前形势任务,国务院国资委研究决定,2025年“一利五率”经营指标体系总体稳定、个别优化,“一利”仍为利润总额,用“营业收现率”替换“营业现金比率”,总要求是“一增一稳四提升”,即利润总额稳定增长,资产负债率保持总体稳定,净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业收现率同比提升。要切实抓好国有企业经济布局优化和结构调整,聚焦主责主业,加快国有资本“三个集中”,加大力度推进战略性重组和专业化整合,推动重点产业提质升级,抓好产业焕新行动、未来产业启航行动,优化生产力空间布局,更好发挥在现代化产业体系建设中的重要作用。要切实抓好国有企业改革深化提升行动高质量完成,推动中国特色现代企业制度落深落实,深化企业三项制度改革,以穿透式监管为抓手完善监管体系,国务院国资委将深入推进“一业一策、一企一策”考核,聚焦科技创新强化出资人政策支持,健全全级次穿透式监管体系,更好发挥在构建新型生产关系中的重要作用。

专项债发行范围扩大,地方可用于土地储备和收购存量商品房

1月10日,“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会举行,发布会上,财政部综合司司长林泽昌介绍,1)研究扩大专项债的使用范围,允许用于房地产相关的两个领域,在2025年新增发行专项债额度内,地方可根据需要,统筹安排用于土地储备和收购存量商品房用作保障性住房,这两个方面的专项债项目。政策的效果将在2025年逐步释放;2)12万亿元一揽子化债方案最新进展情况为支持地方化解债务风险,目前2024年的2万亿元置换额度,12月18日已经全部发行完毕。2025年的2万亿元置换债券,已启动相关发行工作,目前,置换政策“松绑减负”的效果已经逐步显现。各地置换债务平均成本普遍降低2个百分点以上,区域金融环境显著改善,置换政策给地方腾挪出更多支持内需的空间,地方资金链条进一步畅通。

行情回顾

根据总市值加权平均统计,本周(0106-0110)建筑指数下跌2.43%,沪深300板块下跌1.00%,子板块中园林板块录得2.08%的正收益,其余子板块悉数下跌,其中央国企蓝筹的房建和基建板块跌幅较大。本周涨幅居前的标的有:华维设计(+31.60%)、郑中设计(+27.66%)、时空科技(+26.48%)、赛为智能(+23.86%)、中天精装(+15.34%)。

投资建议

我们认为25年基建投资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、城市综合管廊等领域或有望保持较高增长,经济发达区域基建仍保持高增长,重视三条主线投资机会,1)主线一:沿基建+化债+破净价值提升布局板块机会;2)主线二:关注顺周期专业工程的潜在高弹性;3)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。

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;城中村改造落地不及预期。

重点标的推荐

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价(元) 2025-01-10 | 投资 评级 | EPS(元) | | | | P/E | | | |
|-----------|------|----------------------|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 600039.SH | 四川路桥 | 7.08 | 买入 | 1.03 | 0.86 | 0.95 | 1.05 | 6.87 | 8.23 | 7.45 | 6.74 |
| 601117.SH | 中国化学 | 7.36 | 买入 | 0.89 | 0.93 | 1.02 | 1.11 | 8.27 | 7.91 | 7.22 | 6.63 |
| 601800.SH | 中国交建 | 9.42 | 买入 | 1.39 | 1.55 | 1.71 | 1.91 | 6.78 | 6.08 | 5.51 | 4.93 |
| 002541.SZ | 鸿路钢构 | 15.48 | 买入 | 1.71 | 1.27 | 1.47 | 1.71 | 9.05 | 12.19 | 10.53 | 9.05 |
| 601668.SH | 中国建筑 | 5.50 | 买入 | 1.30 | 1.25 | 1.30 | 1.35 | 4.23 | 4.40 | 4.23 | 4.07 |
| 600502.SH | 安徽建工 | 4.36 | 买入 | 0.91 | 0.92 | 1.00 | 1.08 | 4.79 | 4.74 | 4.36 | 4.04 |
| 600248.SH | 陕建股份 | 4.15 | 买入 | 1.05 | 1.04 | 1.18 | 1.36 | 3.95 | 3.99 | 3.52 | 3.05 |
| 002469.SZ | 三维化学 | 6.89 | 买入 | 0.43 | 0.39 | 0.43 | 0.49 | 16.02 | 17.67 | 16.02 | 14.06 |
| 601390.SH | 中国中铁 | 5.81 | 买入 | 1.35 | 1.26 | 1.29 | 1.31 | 4.30 | 4.61 | 4.50 | 4.44 |
| 600970.SH | 中材国际 | 9.05 | 买入 | 1.10 | 1.22 | 1.36 | 1.51 | 8.23 | 7.42 | 6.65 | 5.99 |
| 601868.SH | 中国能建 | 2.18 | 买入 | 0.19 | 0.21 | 0.23 | 0.25 | 11.47 | 10.38 | 9.48 | 8.72 |
| 601669.SH | 中国电建 | 4.98 | 买入 | 0.75 | 0.75 | 0.84 | 0.96 | 6.64 | 6.64 | 5.93 | 5.19 |
| 605598.SH | 上海港湾 | 23.59 | 买入 | 0.71 | 0.87 | 1.09 | 1.40 | 33.23 | 27.11 | 21.64 | 16.85 |
| 601186.SH | 中国铁建 | 8.37 | 买入 | 1.92 | 1.61 | 1.62 | 1.63 | 4.36 | 5.20 | 5.17 | 5.13 |
| 002061.SZ | 浙江交科 | 3.75 | 买入 | 0.52 | 0.57 | 0.63 | 0.69 | 7.21 | 6.58 | 5.95 | 5.43 |
| 300977.SZ | 深圳瑞捷 | 16.51 | 增持 | 0.27 | 0.27 | 0.37 | 0.54 | 61.15 | 61.15 | 44.62 | 30.57 |
| 002949.SZ | 华阳国际 | 16.57 | 买入 | 0.82 | 0.79 | 0.92 | 1.07 | 20.21 | 20.97 | 18.01 | 15.49 |
| 605167.SH | 利柏特 | 8.98 | 买入 | 0.42 | 0.54 | 0.69 | 0.85 | 21.38 | 16.63 | 13.01 | 10.56 |
| 000928.SZ | 中钢国际 | 5.88 | 买入 | 0.53 | 0.61 | 0.70 | 0.80 | 11.09 | 9.64 | 8.40 | 7.35 |
| 000498.SZ | 山东路桥 | 5.50 | 买入 | 1.47 | 1.53 | 1.69 | 1.89 | 3.74 | 3.59 | 3.25 | 2.91 |
| 603357.SH | 设计总院 | 8.50 | 买入 | 0.87 | 0.91 | 1.04 | 1.17 | 9.77 | 9.34 | 8.17 | 7.26 |
| 603018.SH | 华设集团 | 7.88 | 买入 | 1.02 | 0.73 | 0.80 | 0.88 | 7.73 | 10.79 | 9.85 | 8.95 |
| 603163.SH | 圣晖集成 | 27.02 | 买入 | 1.39 | 1.00 | 1.16 | 1.33 | 19.44 | 27.02 | 23.29 | 20.32 |

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS，EPS 均为团队预计值。

注：浙江交科系与化工组联合覆盖。

内容目录

| | |
|--------------------------------------------|---|
| 1. 本周专题：专项债可用于土地储备和收购存量商品房，关注央企并购重组机会..... | 4 |
| 2. 行情回顾..... | 5 |
| 3. 投资建议..... | 5 |
| 4. 风险提示..... | 6 |

图表目录

| | |
|----------------------------------------------|---|
| 图 1：中信建筑三级子行业本周（0106-0110）涨跌幅（总市值加权平均） | 5 |
| 图 2：建筑个股涨幅居前..... | 5 |
| 图 3：代表性央企&国企涨跌幅..... | 5 |

1. 本周专题：专项债可用于土地储备和收购存量商品房，关注央企并购重组机会

专项债管理新机制建立，地方政府灵活性充分激发。1月10日中国国务院办公厅近日印发《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，提出了7方面17项具体举措。中国财政部预算司司长王建凡10日在北京表示，这标志着专项债券管理新机制的建立，给了地方政府更大空间，有利于地方政府提高投资能力和推动经济结构转型。

1) 投向领域实行“新清单”。《意见》明确，由原来实行的“正面清单”管理，调整为“负面清单”管理。专项债券依法不得用于经常性支出，严禁用于发放工资、养老金及支付单位运行经费、债务利息等。“负面清单”列举的完全无收益的项目、楼堂馆所、形象工程、政绩工程、一般竞争性产业等禁止类项目都不允许使用，其他项目可以安排支持。

2) 用作项目资本金的领域增加“新范围”。从原来的17个行业增加到22个，同时，以省份为单位，可用作项目资本金的专项债规模上限由25%提高至30%。

3) 项目审核实行“新模式”。在10个省份以及雄安新区开展项目“自审自发”试点，赋予地方更多灵活性和自主性，提高债券资金发行使用进度和配置效率，也压实地方的主体责任，防范法定债务风险。

4) 拓宽专项债券偿还“新来源”。允许地方在专项收入和对应的政府性基金收入之外，依法分年安排财政补助资金，以及调度其他项目专项收入、项目单位资金、政府性基金等收入，确保按时足额还本付息。

5) “借用管还”全流程管理提出了“新要求”。专项债券资金全部实行专户管理、专款专用，严防资金挤占挪用。

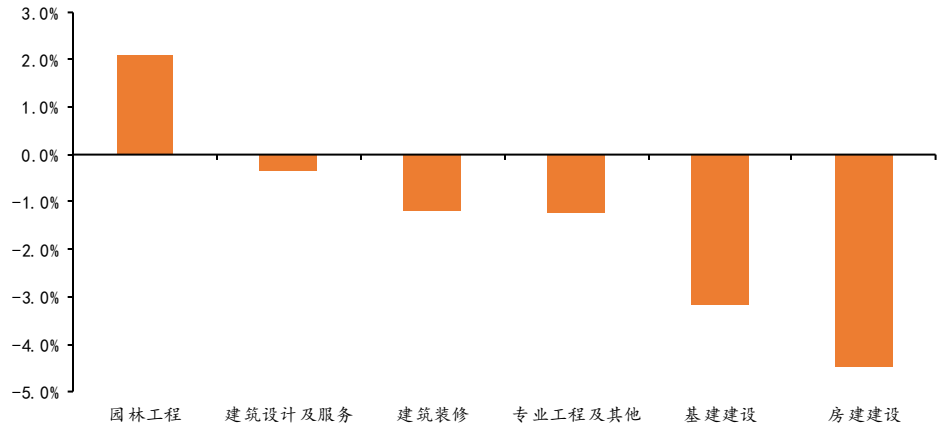
2025年新增发行专项债额度内，地方可用于土地储备和收购存量商品房。1月10日，“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会举行，发布会上，财政部综合司司长林泽昌介绍，1) 研究扩大专项债的使用范围，允许用于房地产相关的两个领域，这都是增加有效需求的政策。在2025年新增发行专项债额度内，地方可根据需要，统筹安排用于土地储备和收购存量商品房用作保障性住房，这两个方面的专项债项目。政策的效果将在2025年逐步释放；2) 12万亿元一揽子化债方案最新进展情况为支持地方化解债务风险，目前2024年的2万亿元置换额度，12月18日已经全部发行完毕。2025年的2万亿元置换债券，已启动相关发行工作，目前，置换政策“松绑减负”的效果已经逐步显现。各地置换债务平均成本普遍降低2个百分点以上，区域金融环境显著改善，置换政策给地方腾挪出更多支持内需的空间，地方资金链条进一步畅通。

考核体系持续优化，关注央企并购重组机会。12月23日至24日，国务院国资委召开中央企业负责人会议，结合当前形势任务，国务院国资委研究决定，2025年“一利五率”经营指标体系总体稳定、个别优化，“一利”仍为利润总额，用“营业收现率”替换“营业现金比率”，总要求是“一增一稳四提升”，即利润总额稳定增长，资产负债率保持总体稳定，净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业收现率同比提升。要切实抓好国有企业经济布局优化和结构调整，聚焦主责主业，加快国有资本“三个集中”，加大力度推进战略性重组和专业化整合，推动重点产业提质升级，抓好产业焕新行动、未来产业启航行动，优化生产力空间布局，更好发挥在现代化产业体系建设中的重要作用。要切实抓好国有企业改革深化提升行动高质量完成，推动中国特色现代企业制度落深落实，深化企业三项制度改革，以穿透式监管为抓手完善监管体系，国务院国资委将深入推进“一业一策、一企一策”考核，聚焦科技创新强化出资人政策支持，健全全级次穿透式监管体系，更好发挥在构建新型生产关系中的重要作用。

2. 行情回顾

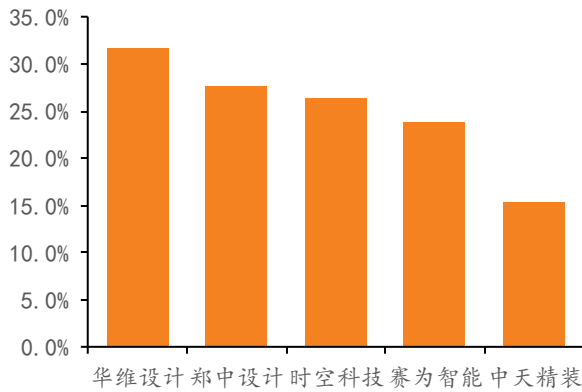
根据总市值加权平均统计，本周（0106-0110）建筑指数下跌 2.43%，沪深 300 板块下跌 1.00%，子板块中园林板块录得 2.08%的正收益，其余子板块悉数下跌，其中央企国蓝筹的房建和基建板块跌幅较大。本周涨幅居前的标的有：华维设计（+31.60%）、郑中设计（+27.66%）、时空科技（+26.48%）、赛为智能（+23.86%）、中天精装（+15.34%）。

图 1：中信建筑三级子行业本周（0106-0110）涨跌幅（总市值加权平均）



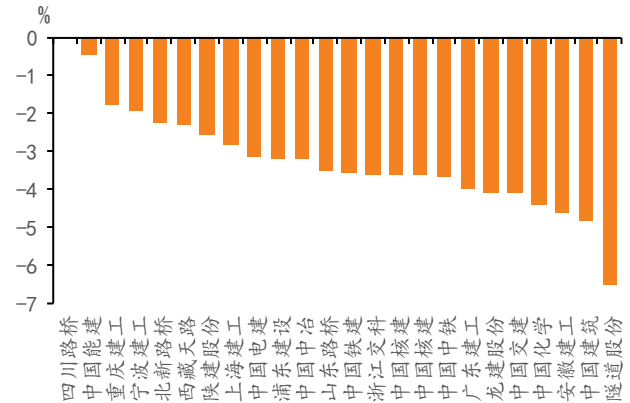
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：建筑个股涨幅居前



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：代表性央企&国企涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 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国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。

4. 风险提示

基建&地产投资超预期下行：我们预计化债政策以及基建相关利好政策的密集出台推动今年上半年基建形成实物工作量，有望带动25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，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。

城中村改造进度不及预期：若出现社会资本积极性不足、政府财政压力加大等情况，城中村改造将面临较大的资金缺口，导致改造进展缓慢、效果不及预期。

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 |