

# 建筑装饰

## 瞄准政策聚焦，紧跟行业趋势

**明年固投有望加速，三大投资均有望改善。**当前经济复苏动能不足，预计后续政策整体仍将维持宽松。三大投资方面，明年基建投资仍将发挥重要稳定器作用，在万亿国债及偏积极财政支持下有望实现加速，预计2023/2024年增速分别约为8%/9%；地产投资压力仍存，明年有望受益城改、保障房等三大工程加快推进，跌幅有望收窄，预计2023/2024年增速分别约为-9.5%/-2%；制造业投资中高技术领域增速较快，在工业整体盈利改善及补库等因素带动下明年有望小幅加速，预计2023/2024年增速分别约为6.5%/7%。明年固投有望提速，全年预计增长约5%。重点关注：1) 受益基建资金面改善、国企改革深化，估值处于低位的央企国企板块；2) 受益“三大工程”加速建设的产业链龙头；3) 受益制造业转型升级及传统优势产能对外输出的专业工程龙头。

**央企估值具备较高安全边际，中长期配置价值显著。**建筑央企：当前板块PB(MRQ)仅为0.47，创近10年新低，估值安全边际充足。短期看，中央加杠杆增发万亿国债有望促明年基建资金面改善，加速实物工作量落地，带动板块估值修复。中长期看，央企市占率提升趋势延续，且新一轮国改有望推动央企经营质量提升，加速新兴产业布局，板块配置价值凸显。地方国企：未来区域投资景气将显著分化，浙江、安徽等省份财政实力强且经济增长快，基建需求旺盛；新疆、西藏等地受益政策驱动，基建投资力度有望加码，建议重点关注受益区域投资高景气的优质地方国企。

**城改与保障房建设提速，相关产业链龙头迎重要机遇。**城中村改造：2023年城中村改造首次从城市更新范畴中提级单列，且多次被中央高层级会议强调部署，战略意义显著提升，在当期经济形势下，预计将成为稳增长、稳地产重要抓手。后续资金等配套政策有望陆续出台，改造进程有望加速推进。保障房：年内供给端政策持续发力，财政补助资金提前下发，政策与资金支持下后续建设有望提速。中长期看保障房也是惠民生，实现共同富裕，推动地产行业高质量发展的重要手段。此外其建设标准化程度较高，有望进一步带动装配式建筑行业发展。伴随城改、保障房等三大工程建设提速，设计检测、开发施工、装饰装修等产业链各环节龙头均有望受益。

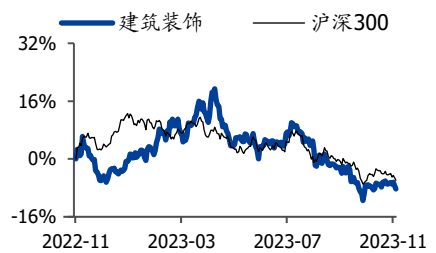
**境外传统优势产能加速输出，境内看制造业转型升级发力。**境外：国内传统制造业产能过剩、供给侧改革限制产能扩张，一带一路倡议推动建材、化工等传统制造业龙头加快海外布局，可充分发挥中国工程师红利。带路沿线地区资源丰富，且多数为发展中国家，对传统制造业需求旺盛。国内专业工程龙头全球技术实力及建设效率领先，有望显著受益优势产能输出大趋势。境内：制造业转型升级趋势明确，先进制造业工程需求旺盛。洁净室工程受益芯片产业高景气与国产化进程加快，近年来规模快速扩张。中高端洁净室技术、资质壁垒较高，行业格局相对集中，具备技术实力及丰富项目经验的上市民营龙头有望展现较强增长势能。

**投资建议：**建议重点把握政策聚焦方向及行业发展趋势：1) 重点推荐和关注低估值建筑央企**中国交建、中国中铁、中国铁建**；优质地方国企**安徽建工、新疆交建、西藏天路、浙江交科**。2) 城改及保障房主线重点推荐和关注设计龙头**华阳国际**；第三方评估龙头**深圳瑞捷**；施工龙头**中国建筑、中国建筑国际**；装配式龙头**金螳螂、亚厦股份、中铁装配**。3) 制造业方向建议关注“走出去”专业工程龙头**中国化学、中材国际**，洁净室工程龙头**圣晖集成、亚翔集成、柏诚股份**。此外，推荐工商业智能用电**EPCO**龙头**苏文电能**，建筑机械租赁龙头**华铁应急**。

**风险提示：**国企改革不及预期风险、海外经营风险、地产政策放松不达预期风险、资产减值风险。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 杨涛

执业证书编号：S0680518010002

邮箱：yangtao1@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

研究助理 李枫婷

执业证书编号：S0680122060010

邮箱：lifengting3@gszq.com

### 相关研究

- 1、《建筑装饰：24Q1 基建资金面有望显著改善，推荐央企及三大工程龙头》2023-11-19
- 2、《建筑装饰：水利专题：万亿国债助力加速增长，细分领域受益如何？》2023-11-12
- 3、《建筑装饰：今年各地建筑业景气如何？》2023-11-12



## 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601800.SH	中国交建	买入	1.17	1.28	1.41	1.56	6.56	6.01	5.45	4.95
601390.SH	中国中铁	买入	1.26	1.36	1.52	1.70	4.50	4.17	3.74	3.34
601186.SH	中国铁建	买入	1.96	2.08	2.28	2.46	3.90	3.68	3.35	3.11
601668.SH	中国建筑	买入	1.22	1.30	1.43	1.55	4.13	3.85	3.51	3.24
601117.SH	中国化学	买入	0.89	0.94	1.08	1.23	7.58	7.12	6.20	5.45
600970.SH	中材国际	买入	0.83	1.09	1.27	1.46	11.37	8.64	7.46	6.45
600502.SH	安徽建工	买入	0.80	0.98	1.18	1.41	5.87	4.84	4.02	3.34
300982.SZ	苏文电能	买入	1.24	1.37	1.82	2.38	26.62	24.01	18.14	13.83

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 内容目录

1. 投资聚焦.....	6
2. 行业回顾与展望.....	7
2.1. 货币金融政策环境：信贷结构有待改善，政策预计保持宽松.....	7
2.2. 固定资产投资：2024 增速有望回升.....	8
2.3. 基建投资：宽财政加力，预计明年有望保持较高增速.....	9
2.4. 地产投资：压力仍存，城改、保障房等提供支撑.....	10
2.5. 制造业投资：韧性较强，明年有望小幅提速.....	12
2.6. 海外工程：经营环境持续恢复，订单、营收增速边际改善.....	13
3. 专题一：央国企估值处历史低位，中长期配置价值凸显.....	14
3.1. 央企估值安全边际充分，基本面受益国改推进有望稳步改善.....	14
3.1.1. 央企市占率加速提升，持续稳健增长能力强.....	14
3.1.2. 新一轮国企改革推进，推动央企经营质量持续提升.....	15
3.1.3. 估值处历史低位，机构持仓比例低.....	20
3.2. 区域固投增速分化，关注所属省份投资高景气的优质地方国企.....	22
3.2.1. 新疆：区位优势显著，受益“一带一路”战略推进.....	23
3.2.2. 西藏：雅藏下游水电站纳入“十四五”规划，有望拉动超万亿投资.....	27
3.2.3. 安徽：省内经济快速增长，投资政策持续加码.....	28
3.2.4. 浙江：“千项万亿”工程推出，固投有望延续较快增长.....	32
4. 专题二：“三大工程”建设提速，相关产业链龙头有望受益.....	35
4.1. 超大特大城市城中村改造提速，有望成“稳地产”重要抓手.....	35
4.2. 保障房供给端政策持续发力，装配式建筑迎新机.....	39
4.3. “三大工程”配套产业链标的梳理.....	42
5. 专题三：传统产能加速输出，境内制造业转型升级发力.....	43
5.1. 境外：传统制造业产能对外输出，建材、化工建设龙头迎来机遇.....	43
5.2. 境内：下游芯片快速扩产，洁净室需求加速放量.....	46
6. 投资策略与重点标的评述.....	52
6.1. 投资建议.....	52
6.2. 重点标的评述.....	53
6.2.1 中国交建：我国最大国际工程承包商，REITs、海风发展潜力大.....	53
6.2.2. 中国中铁：“一带一路”基建主力军，“第二曲线”加速价值重估.....	53
6.2.3. 中国铁建：低估值基建龙头，在手订单充足支撑稳健发展.....	54
6.2.4. 中国建筑：“地产+施工”市占率双提升，龙头价值亟待重估.....	55
6.2.5. 安徽建工：区域龙头稳健成长，有望受益省内基建景气延续.....	55
6.2.6. 华阳国际：深圳城市更新领军企业，有望受益城改与保障房建设提速.....	56
6.2.7. 中国化学：“一带一路”龙头，“技术+实业”二次曲线加速重估.....	57
6.2.8 中材国际：全球水泥系统集成服务龙头，工程、运维、装备三位一体加速蝶变.....	57
7. 风险提示.....	59

## 图表目录

图表 1: 月度社会融资规模数据 (亿元).....	7
图表 2: 月度金融机构新增人民币规模数据 (亿元).....	7
图表 3: 固定资产投资完成额单月与累计同比增速.....	8
图表 4: 固定资产投资三大类投资累计增速.....	8

图表 5: 固定资产投资增速拆分预测.....	9
图表 6: 基建投资（全口径）累计及单月同比.....	9
图表 7: 基建投资（扣电热燃水口径）累计及单月同比.....	9
图表 8: 基建三大细分领域构成（2023年1-10月数据）.....	10
图表 9: 交通运输、仓储和邮政业累计及单月同比.....	10
图表 10: 水利、环境和公共设施管理业累计及单月同比.....	10
图表 11: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计及单月同比.....	10
图表 12: 房地产投资累计增速与单月增速.....	11
图表 13: 商品房销售额累计及单月同比增速.....	11
图表 14: 商品房销售面积累计及单月同比增速.....	11
图表 15: 房地产新开工面积与竣工面积累计同比.....	11
图表 16: 制造业投资累计同比与单月同比增速.....	12
图表 17: 制造业各分项增速.....	12
图表 18: 对外承包新签合同额及同比增速（单位：亿美元）.....	13
图表 19: 对外承包完成营业额及同比增速（单位：亿美元）.....	13
图表 20: 八大建筑央企营收及同比增速.....	14
图表 21: 八大建筑央企业绩及同比增速.....	14
图表 22: 建筑央企单季营收及业绩增速.....	14
图表 23: 建筑央企累计营收及业绩增速.....	14
图表 24: 八大建筑央企市占率加速提升.....	15
图表 25: 年初以来国企改革相关重点会议.....	16
图表 26: 八大建筑央企 ROE 杜邦拆解（金额单位：亿元）.....	17
图表 27: 八大建筑央企营业现金比率.....	17
图表 28: 八大建筑央企净利润现金率.....	17
图表 29: 建筑央企非流动资产及同比增速.....	18
图表 30: 建筑央企非流动资产占比.....	18
图表 31: 建筑央企新兴产业布局梳理.....	19
图表 32: 建筑央企 PE-TTM.....	20
图表 33: 建筑央企 PB-MRQ.....	20
图表 34: 建筑央企 PE-TTM 与沪深 300 比.....	20
图表 35: 建筑央企 PB-MRQ 与沪深 300 比.....	20
图表 36: 八大建筑央企估值.....	21
图表 37: 主动型基金持仓中建筑央企占比.....	21
图表 38: 指数型基金持仓中建筑央企占比.....	21
图表 39: 主动+指数基金持仓中建筑央企占比.....	22
图表 40: 各省固定资产投资及 GDP 增速对比.....	22
图表 41: 各省 2023 年固投增速目标对比.....	23
图表 42: 各省市固定资产投资增速（%）.....	23
图表 43: 新疆进出口总额及同比增速.....	24
图表 44: 新疆对中亚五国进出口及同比增速.....	24
图表 45: 新疆-中亚五国进出口占总额比.....	24
图表 46: 中国-中亚峰会部分成果.....	25
图表 47: 新疆基建投资同比增速.....	25
图表 48: 新疆交通固定资产投资额及同比增速.....	25
图表 49: 新疆自由贸易试验区片区示意图.....	26
图表 50: 中国（新疆）自由贸易试验区物流贸易建设相关规划.....	26

图表 51: 西藏已建成及在建水电站情况.....	27
图表 52: 西藏自治区固定资产投资额及同比增速 .....	28
图表 53: 西藏水泥产量及同比增速 .....	28
图表 54: 2000-2022 年安徽省 GDP 增速 .....	29
图表 55: 2000-2022 年安徽省固定资产投资增速 (单位: %)	29
图表 56: 2000-2022 年安徽省基建投资增速 (单位: %)	29
图表 57: 安徽省交通固定资产投资及同比增速 (单位: 亿元)	30
图表 58: 安徽省高速公路投资额及同比增速 .....	30
图表 59: 安徽省“十四五”交通投资规划 .....	30
图表 60: 安徽省水利建设投资额 (单位: 亿元) .....	31
图表 61: 安徽省水利“五年规划”历史额 (单位: 亿元)	31
图表 62: 安徽省厂房及建筑物房屋竣工面积情况 .....	32
图表 63: 安徽省省外实际到位资金 .....	32
图表 64: 浙江省及全国固定资产投资增速对比.....	32
图表 65: 浙江省“十四五”交通规划 (单位: 亿元)	33
图表 66: 浙江“千项万亿”工程投资结构 .....	33
图表 67: 2023 年以来城中村改造政策密集出台 .....	35
图表 68: 城中村改造资金来源 .....	36
图表 69: 2015-2020 年棚改各项资金占总投资额比 .....	36
图表 70: 2015-2020 年棚改各项资金规模 (单位: 亿元)	37
图表 71: 基于《2021 年城市建设统计年鉴》的超大及特大城市范围 .....	38
图表 72: 2021 年 I 型大城市人口数量 (单位: 万人) .....	39
图表 73: 《关于规划建设保障性住房的指导意见》 .....	40
图表 74: 保障房建设相关政策 .....	41
图表 75: 2023-2025 年保障房投资规模敏感性测算 .....	41
图表 76: 部分省市强制保障房建设使用装配式建造 .....	42
图表 77: 工信部《“十四五”原材料工业发展规划》 .....	43
图表 78: 中国水泥产量及增速 .....	43
图表 79: 水泥、化工、钢铁龙头海外布局 .....	44
图表 80: 2023 年中国与中东、俄罗斯重要外交事件 .....	45
图表 81: 中国-俄罗斯贸易总额及增速 .....	45
图表 82: 部分东南亚国家基建投资计划 .....	45
图表 83: 洁净室工程构成 .....	46
图表 84: 不同行业洁净室洁净等级要求 .....	47
图表 85: 洁净室新建面积及增速 .....	47
图表 86: 洁净室市场规模及增速 .....	47
图表 87: 洁净室下游需求结构 .....	48
图表 88: IC 制造流程与洁净室应用 .....	48
图表 89: 我国集成电路自给率情况 .....	49
图表 90: 电子信息产业固定资产投资及同比增速 .....	49
图表 91: 全球半导体企业资本支出 .....	49
图表 92: 部分半导体企业中国境内扩产计划 .....	50
图表 93: 洁净室工程相关标的 .....	51
图表 94: 建筑行业重点公司估值表 .....	52

## 1. 投资聚焦

当前政策致力于巩固经济回升趋势，预计后续仍会保持宽松，明年固投增速有望回升，“三大投资”均有望改善，我们建议把握行业明年政策重点聚焦方向以及长期发展趋势，重点推荐三条主线：1) 受益基建资金面改善、国企改革深化，估值处于低位的央企国企板块；2) 受益城中村改造、保障房等“三大工程”加速建设的产业链龙头；3) 受益制造业转型升级及传统优势产能对外输出的专业工程龙头。

**投资建议：**1) 重点推荐和关注低估值建筑央企**中国交建、中国中铁、中国铁建**；优质地方国企**安徽建工、新疆交建、西藏天路、浙江交科**。2) 城改及保障房主线重点推荐和关注设计龙头**华阳国际**；第三方评估龙头**深圳瑞捷**；施工龙头**中国建筑、中国建筑国际**；装配式龙头**金螳螂、亚厦股份、中铁装配**。3) 制造业方向重点推荐和关注“走出去”专业工程龙头**中国化学、中材国际**，洁净室工程龙头**圣晖集成、亚翔集成、柏诚股份**。此外，推荐工商业智能用电 EPCO 龙头**苏文电能**，建筑机械租赁龙头**华铁应急**。

## 2. 行业回顾与展望

### 2.1. 货币金融政策环境：信贷结构有待改善，政策预计保持宽松

信贷规模转好结构待改善，货币政策有望保持宽松。2023年10月新增社融1.85万亿，在上年低基数上同比多增9366亿元，略超市场预期；政府债券新增1.56万亿，同比多增1.28万亿，是社融的主要拉动项，主要与特殊再融资债集中发行有关。10月新增人民币贷款7384亿元，同比多增1232亿元，其中：1)居民短期贷款/中长期贷款分别减少1053/增加707亿元，同比多减541/多增375亿元，居民短贷再次转负，结合10月CPI再度转负，指向居民消费边际走弱；居民中长贷增加，与同期新房销售数据略有背离(10月30大中城商品房销售面积同比-2.6%)，可能与二手房销售好转有关(10月13城二手房销售面积同比26.9%)。2)企业短期贷款/票据融资/中长期贷款分别减少1770亿元/增加3176亿元/增加3828亿元，同比分别少减73亿元/多增1271亿元/少增795亿元，企业中长期贷款连续四个月同比少增。根据我们搭建的基建社融资金测算框架，10月社融投入基建资金约12895亿元，同比多8073亿元，同增167%，主要由新增地方债拉动。展望后续，国内经济环比有所企稳，但修复过程或有波折，货币等金融政策宽松预计仍是大方向。

图表1：月度社会融资规模数据(亿元)

时间	单月新增社融	新增人民币贷款	新增委托贷款	新增外币贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	政府债券
2022-10	9134	4431	470	-724	-61	-2156	2413	788	2791
2022-11	19837	11448	-88	-648	-365	191	604	788	6520
2022-12	13058	14401	-101	-1665	-764	-554	-4887	1443	2809
2023-01	59871	49314	584	-131	-62	2963	1553	964	4140
2023-02	31620	18184	-77	310	66	-69	3672	571	8138
2023-03	53845	39487	175	427	-45	1792	3334	614	6015
2023-04	12171	4431	83	-319	119	-1347	2843	993	4548
2023-05	15600	12200	35	-338	303	-1797	-2175	753	5571
2023-06	42200	32369	-56	-191	-153	-687	2552	701	5381
2023-07	5282	364	8	-339	230	-1962	1179	786	4109
2023-08	31200	13400	97	-201	-221	1129	2698	1036	11800
2023-09	41200	25436	209	-583	402	2398	723	326	9891
2023-10	18500	4837	-429	152	393	-2536	1144	321	15600

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：月度金融机构新增人民币规模数据(亿元)

时间	单月新增人民币贷款	短期贷款及票据融资	中长期	居民户	居民户：短期	居民户：中长期	非金融性公司及其他部门	非金融性公司：短期	非金融性公司：中长期	非银行同业金融机构	
2022-10	6152	-450	1905	4955	-180	-512	332	4626	-1843	4623	1140
2022-11	12100	1833	1549	9470	2627	525	2103	8837	-241	7367	-99
2022-12	14000	617	1146	13975	1753	-113	1865	12637	-416	12110	-11
2023-01	49000	11314	-4127	37231	2572	341	2231	46800	15100	35000	-585
2023-02	18100	6014	-989	11963	2081	1218	863	16100	5785	11100	173
2023-03	38900	12222	-4687	27048	12447	6094	6348	27000	10815	20700	-379
2023-04	7188	-1074	1280	5513	-2411	-1255	-1156	6839	-1099	6669	2134
2023-05	13600	2758	420	9382	3672	1988	1684	8558	350	7698	604
2023-06	30500	11542	-821	20563	9639	4914	4630	22803	7449	15933	-1962
2023-07	3459	-1523	3597	2040	-2007	-1335	-672	2378	-3785	2712	2170
2023-08	13600	5391	3472	8046	3922	2320	1602	9488	-401	6444	-358
2023-09	23100	7401	-1500	18014	8585	3215	5470	16834	5686	12544	-1844
2023-10	7384	353	3176	4535	-346	-1053	707	5163	-1770	3828	2088

资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 2.2. 固定资产投资：2024 增速有望回升

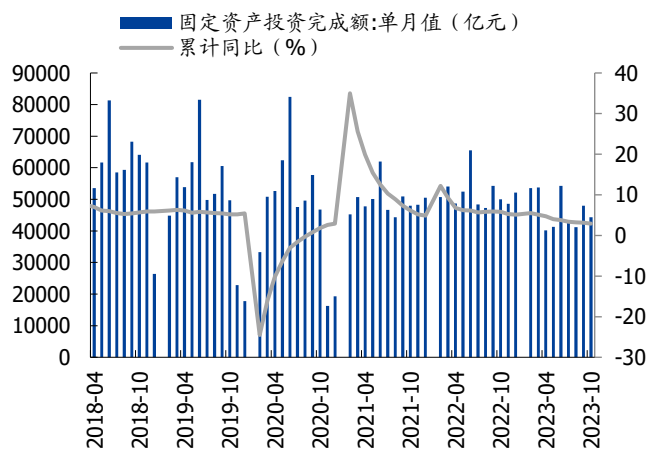
预计固投 2023 全年增长约 2.7%，2024 年有望达 5% 左右。2023 年 1-10 月固定资产投资同比增长 2.9%，10 月单月增长 1.2%，较 9 月放缓 1.2 个 pct。其中 10 月单月基建投资（全口径）增长 5.6%，较 9 月放缓 1.2 个 pct；制造业投资增长 6.2%，较 9 月放缓 1.7 个 pct；地产投资同比下滑 11.3%，与 9 月基本持平。

**基建投资：**预计 2023 年全口径基建投资增长约 8%，预计 2024 年约 9%。2023 年 1-10 月基建投资（全口径）同比增长 8.3%，下半年以来增速持续回落，预计主要系土地财政收入持续下滑，地方资金压力较大。近期万亿国债加杠杆发力，有望为 Q4 基建资金提供一定支撑，我们预计 2023 全年基建投资（全口径）增速约 8%。明年政策大方向预计偏扩张，叠加提前批专项债下发，有望支撑基建投资保持较高强度。考虑增量政策催化，我们预计 2024 全年基建投资（全口径）增速略高于今年，约 9%。

**房地产投资：**预计 2023 年房地产投资增速约-9.5%，预计 2024 年同比约-2%。今年 1-10 月地产投资同比-9.3%，单月同比下滑 11.3%，与 9 月基本持平。2023 年以来房地产调整优化措施接连出台，释放多项边际利好，叠加去年四季度房地产投资基数较低，今年 11-12 月投资降幅有望略微收窄，预计全年房地产投资同比下滑约 9.5%。展望 2024 年，近期金融工作会议提出加快保障性住房等“三大工程”建设，或将为房地产投资提供重要支撑，后续伴随地产优化政策持续发力，行业基本面有望探底企稳。

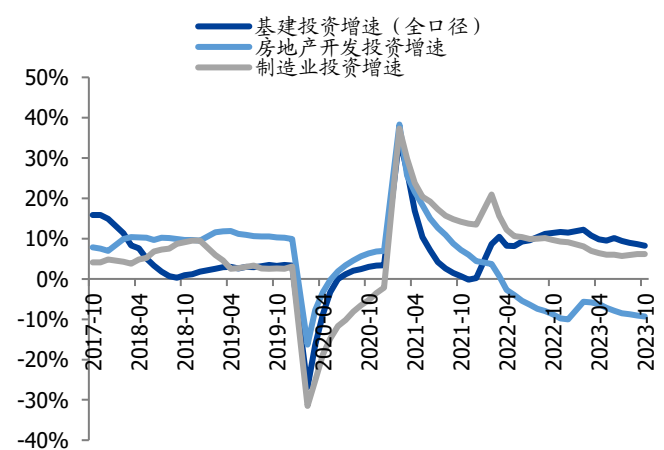
**制造业投资：**预计 2023 年制造业投资增长约 6.5%，预计 2024 年增长约 7%。2023 年 1-10 月制造业投资同比增长 6.2%，与 1-9 月持平，展现较强韧性，可能与政策支持、出口回升带动有关；1-10 月，高技术制造业投资同比增长 11.3%，延续较高景气。展望明年，高技术制造及技改有望持续为整体投资规模提供支撑，企业盈利改善及库存回补等也有望提供改善动力，预计 2024 全年制造业投资小幅提升，增速为 7%。

图表 3：固定资产投资完成额单月与累计同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 4：固定资产投资三大类投资累计增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表5: 固定资产投资增速拆分预测

	2021年	2022年	2023年E	2024年E
固定资产投资增速	4.9%	5.1%	2.7%	5%
房地产投资增速	4.4%	-10.0%	-9.5%	-2%
制造业投资增速	13.5%	9.1%	6.5%	7%
基建投资增速	0.2%	11.5%	8.0%	9%

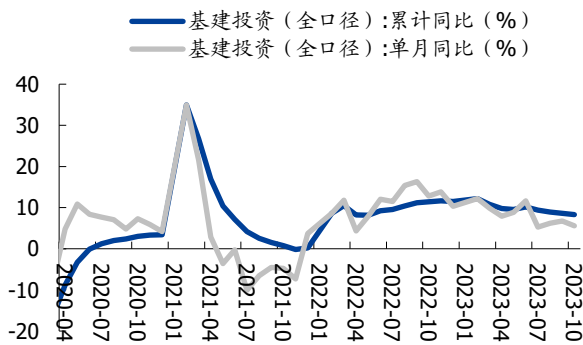
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.3. 基建投资: 宽财政加力, 预计明年有望保持较高增速

**10月基建增速小幅回落。**2023年1-10月基建投资(全口径)同比增长8.3%,较1-9月收窄0.4个pct,基建投资继续放缓,10月单月增长5.6%,较9月收窄1.2个pct,预计主要系土地财政收入持续下滑,地方资金压力较大。细分来看,10月单月电热气水供应同增25.0%(前值17.5%),投资加速增长,维持较高景气;交通仓储邮政同增7.8%(前值13.4%),增速有所回落,但仍处于近几年较高水平;水利环境与公共设施管理同降6.7%(前值同降3.1%),降幅进一步扩大,主要受公共设施管理业投资下滑拖累。

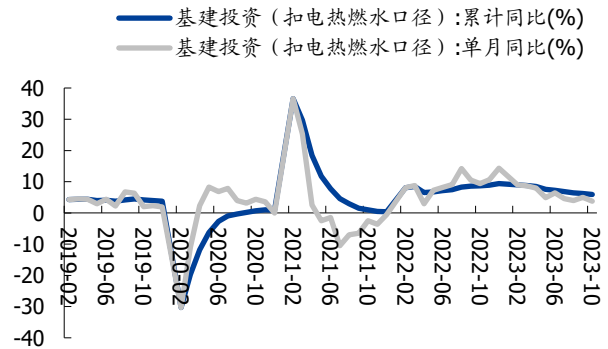
**预计全年基建投资(全口径)增长约8%。**2023年10月固投数据显示当前经济复苏仍不稳固,近期万亿国债加杠杆发力,有望为Q4基建资金提供一定支撑,我们预计2023全年基建投资(全口径)增速约8%。万亿国债打开政策想象空间,2024年政策大方向预计偏扩张,中央财政资金支持有望保持强度,特殊再融资债券以及提前批专项债下发,有望缓解地方政府资金压力,支撑基建投资保持较高强度。考虑增量政策催化,我们预计2024全年基建投资(全口径)增速略高于今年,约9%。

图表6: 基建投资(全口径)累计及单月同比



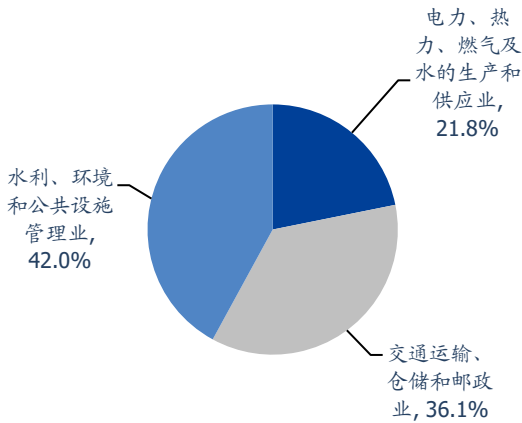
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 基建投资(扣电热燃气口径)累计及单月同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 基建三大细分领域构成 (2023 年 1-10 月数据)



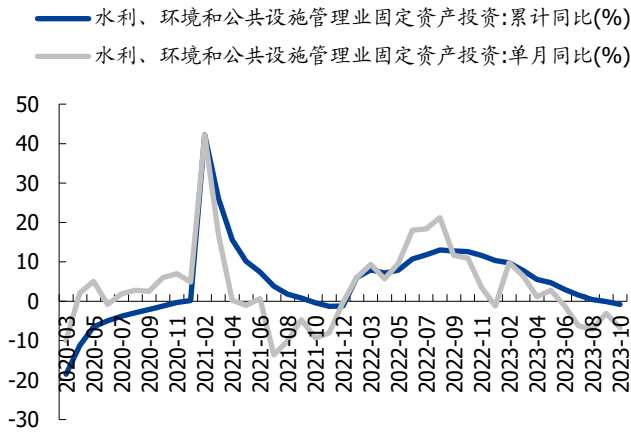
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 交通运输、仓储和邮政业累计及单月同比



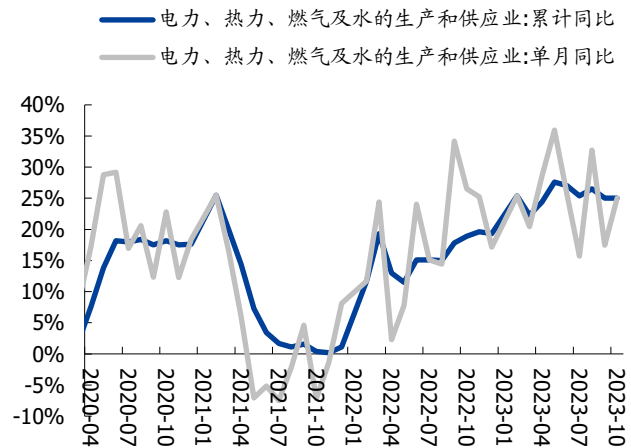
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 水利、环境和公共设施管理业累计及单月同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计及单月同比



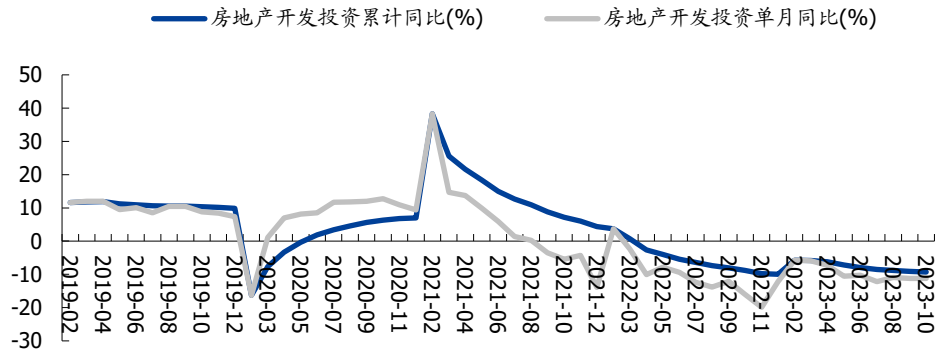
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.4. 地产投资: 压力仍存, 城改、保障房等提供支撑

地产行业基本面仍有压力, 有待政策持续发力。2023 年 1-10 月地产投资同比下降 9.3% (前值同降 9.1%), 跌幅持续扩大; 当月同比下滑 11.3%, 较上月持平。10 月单月地产销售面积同比下降 11.0% (前值同降 10.1%)、新开工面积同比-21.1% (前值-14.6%)、竣工面积同比增加 13.3% (前值 25.3%)、资金到位金额同比-16.9% (前值-18.0%), 投资、销售、开工等多项指标均较上月跌幅继续扩大, 竣工增速收窄, 资金到位情况环比略有改善。整体看地产投资仍承压, 新房销售低迷背景下房企拿地及新开工意愿不足, 基本面改善仍有待地产优化政策进一步发力。

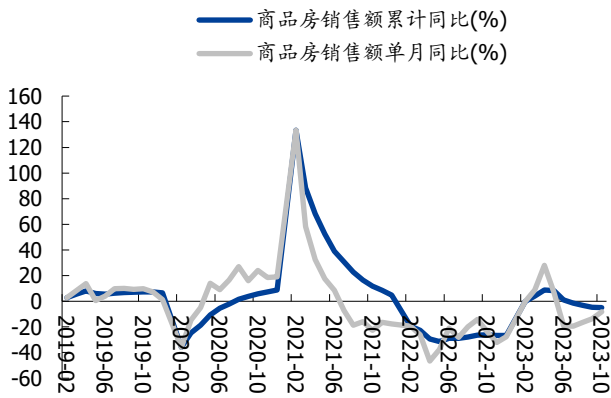
“三大工程”有望提供一定支撑, 地产投资有望探底企稳。2023 年以来“认房不认贷”、降低首付比例、降低按揭贷款利率等一系列房地产调整优化措施接连出台, 释放多项边际利好, 叠加去年四季度房地产投资基数较低, 今年 11-12 月投资降幅有望收窄, 预计全年房地产投资同比下滑 9.5%。展望 2024 年, 近期金融工作会议提出加快保障性住房、城中村改造以及平急两用基础设施建设“三大工程”建设, 或将为房地产投资提供重要支撑, 后续伴随地产优化政策持续发力, 行业基本面有望探底企稳。

图表 12: 房地产投资累计增速与单月增速



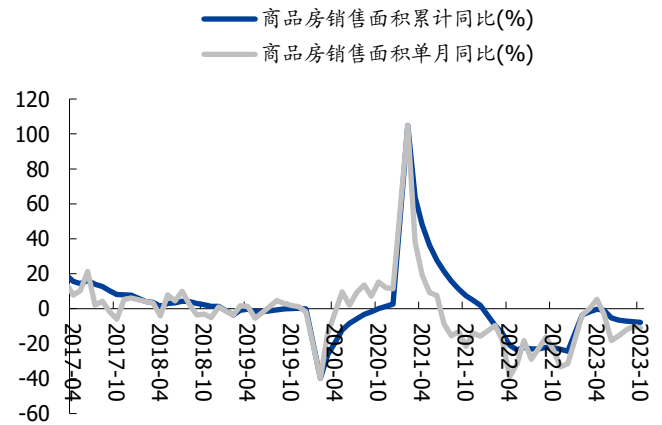
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 商品房销售额累计及单月同比增速



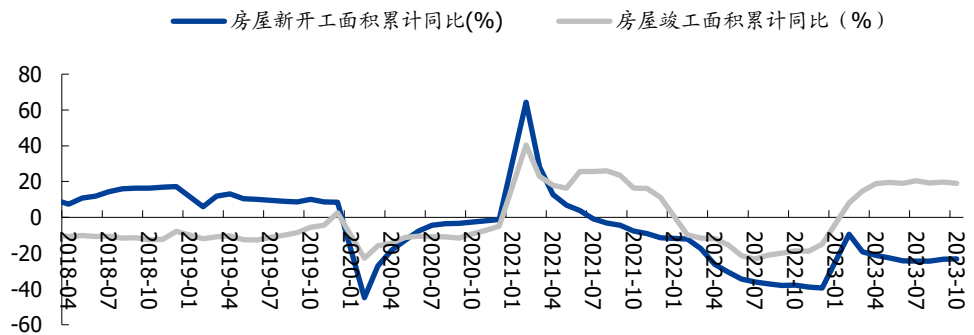
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 商品房销售面积累计及单月同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 房地产新开工面积与竣工面积累计同比

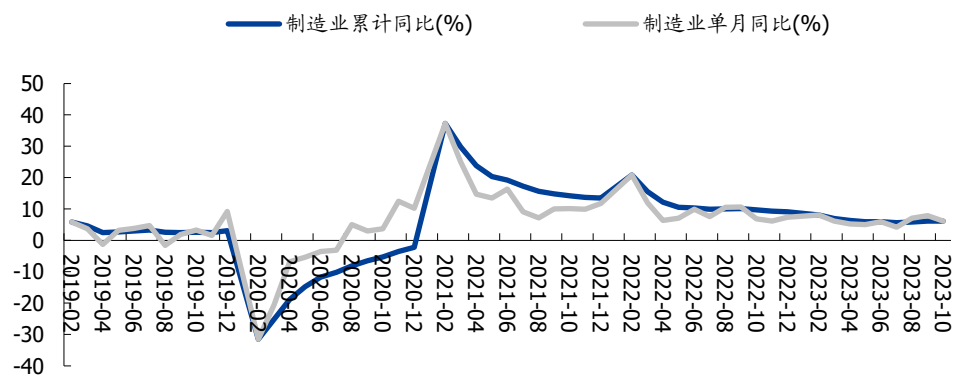


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.5. 制造业投资：韧性较强，明年有望小幅提速

2023年1-10月制造业投资同比增长6.2%，与1-9月持平，高技术制造业投资同比增长11.3%，延续较高景气；10月单月制造业投资同比增长6.2%，较9月下降1.7个百分点，增速有所回落。具体细分行业看（除烟草制品业外），1-10月电气机械及器材制造业同比增长36.6%，增速最快；其次为仪器仪表制造业和汽车制造业，分别同比增长24.2%/18.7%。从分行业投资增速变化看，专用设备、金属制品、食品制造、医药投资增速提升较多，汽车、电气机械、运输设备等行业增速回落较多。制造业近期表现韧性较强，可能与政策支持、出口回升带动有关，预计2023全年制造业投资同比增长约6.5%。展望明年，高技术制造及技改有望持续为整体投资规模提供支撑，预计2024全年制造业投资增速约为7%。

图表 16: 制造业投资累计同比与单月同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 制造业各分项增速

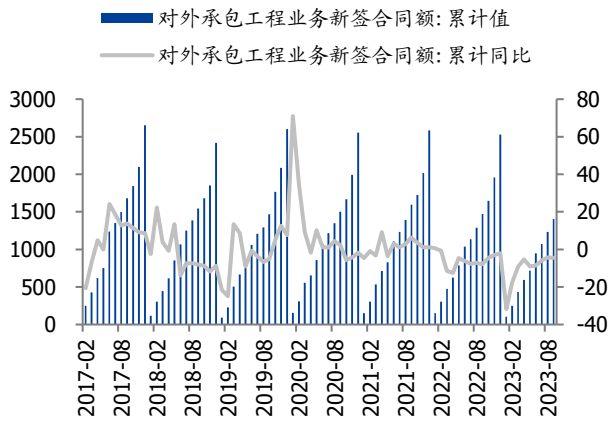
制造业细分行业	2023年1-10月累计增速	制造业细分行业	2023年1-10月累计增速
电气机械	36.6%	木材加工业	3.1%
仪器仪表	24.2%	黑色金属	1.9%
汽车	18.7%	运输设备	1.8%
化学制品业	13.4%	医药	0.9%
专用设备	10.7%	其他制造业	0.0%
造纸	10.2%	皮革制鞋业	-0.3%
有色金属	9.8%	非金属矿物	-0.7%
电子设备	9.6%	纺织业	-1.2%
食品制造业	8.9%	文体娱乐用品	-1.7%
食品加工业	7.1%	纺织服装	-4.3%
饮料制造业	6.9%	印刷	-5.6%
通用设备	5.2%	家具	-8.2%
橡胶塑料	3.8%	化纤	-9.7%
废弃资源综合利用业	3.8%	石油、煤炭加工业	-20.7%
金属制品	3.2%		

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.6. 海外工程：经营环境持续恢复，订单、营收增速边际改善

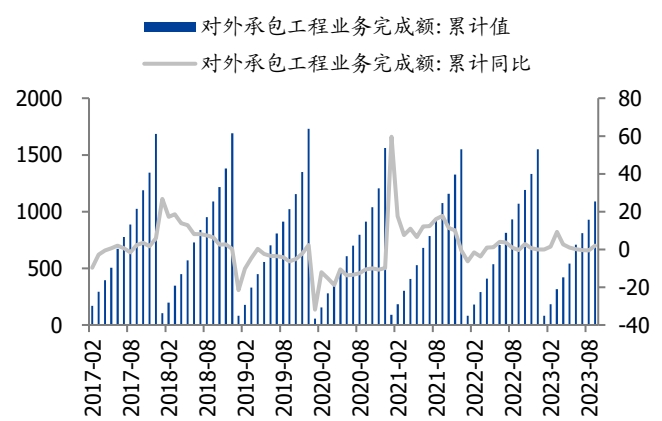
海外经营环境改善，新签订单边际向好、营收增速转正。2023年1-9月我国对外承包新签合同额1406亿美元，同比下降4.4%，降幅较年初明显收窄；对外承包完成营业额1090亿美元，同比增长1.9%，营收增速转正显示海外生产经营环境持续恢复，国际工程企业加快推进项目落地与实施，收入转化提速。2023年10月份“第三届一带一路高峰论坛”顺利召开，期间企业家大会达成972亿美元项目合作协议，未来伴随“带路”倡议持续推进，有望促进更多标志性项目落地，带动沿线国家工程建设需求释放，海外工程有望持续恢复。

图表 18: 对外承包新签合同额及同比增速 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 对外承包完成营业额及同比增速 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

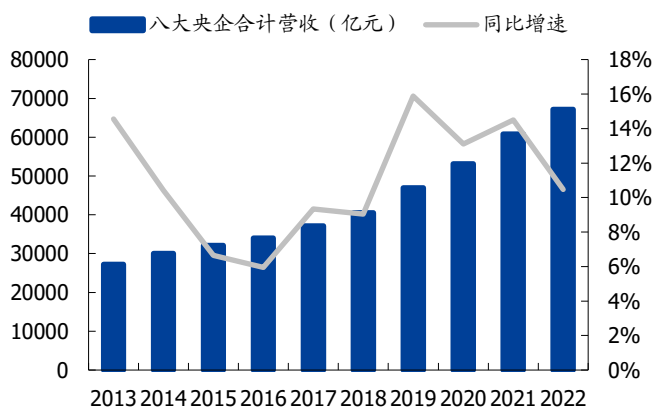
### 3. 专题一：央国企估值处历史低位，中长期配置价值凸显

#### 3.1. 央企估值安全边际充分，基本面受益国改推进有望稳步改善

##### 3.1.1. 央企市占率加速提升，持续稳健增长能力强

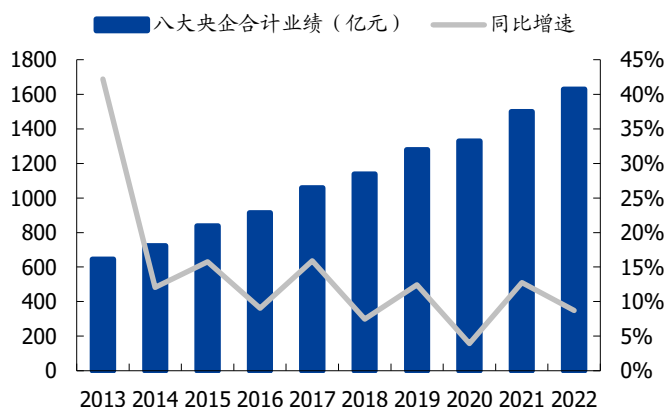
近十年建筑央企业绩维持稳健增长。2022年八大建筑央企实现营业总收入67161亿元，同增10.5%，显著高于固定资产投资增速（2022年全年固资同增5.1%）；归母净利润1629亿元，同增8.7%。近十年（2012-2022）央企营收及归母净利润复合增速分别达11%/14%，在外部环境冲击、地产下行等多因素影响下仍维持稳健增长，整体经营韧性较强。

图表 20: 八大建筑央企营收及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

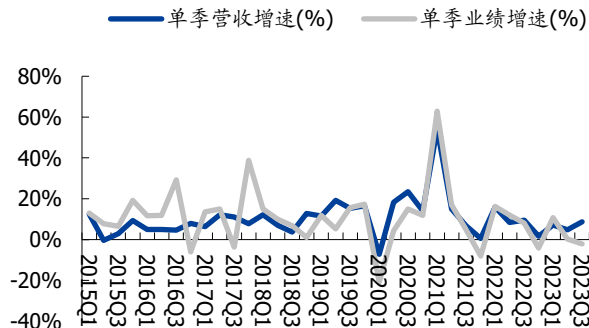
图表 21: 八大建筑央企业绩及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

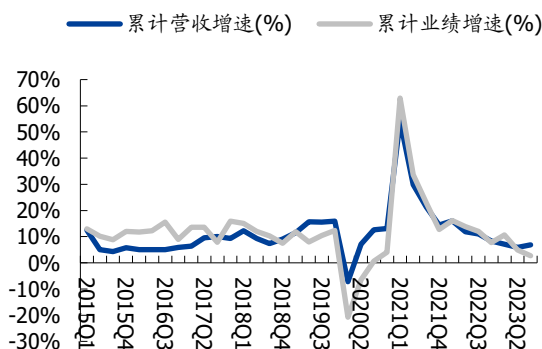
**23Q3 央企营收增长小幅提速，Q4 业绩有望在低基数上实现回弹。**2023Q1-3 建筑央企营收/业绩分别同增 6.8%/2.7%；Q3 单季同比+8.7%/-2.1%，环比+4/-2pct，营收增长有所提速，主要得益于央企加快赶工，同时部分企业地产去库存有所提速；业绩增速略低主要受工程业务毛利率下行及投资收益减少影响。近期中央增发万亿国债，叠加 Q3 专项债发行提速，预计 Q4 基建资本面边际有所改善，项目执行有望提速，板块业绩有望在低基数上实现回弹（22Q4 建筑央企归母净利润同降 4.2%）。

图表 22: 建筑央企单季营收及业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

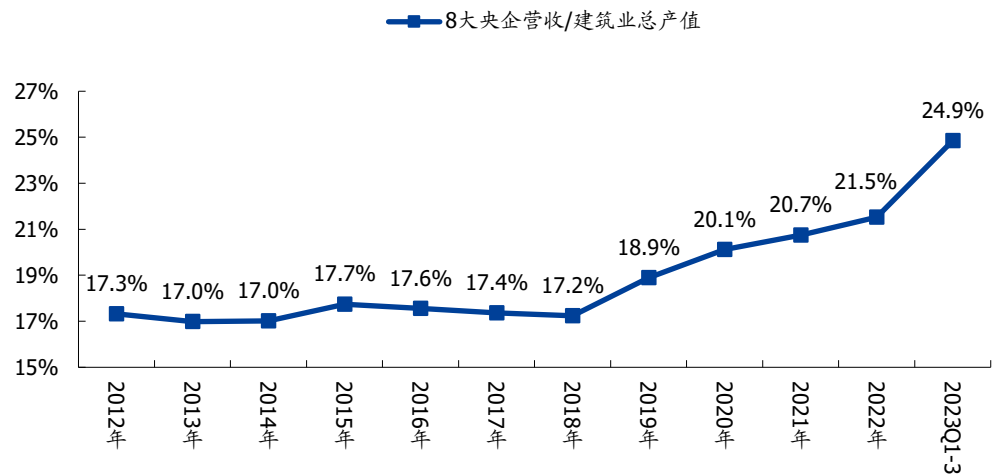
图表 23: 建筑央企累计营收及业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**市占率加速提升，持续稳健增长能力强。**近年来在反腐、营改增、金融监管、原材料价格波动、外部环境冲击等诸多因素影响下行业集中度已持续提升，八大建筑央企合计收入占建筑业产值的比重自2018年的17.2%上升至2023Q3末的24.9%。未来多因素驱动下，央企市占率有望加速提升：**1) 地产行业冲击加快民企出清：**2021年以来受地产信用冲击影响，部分民企计提大额减值，经营持续承压，加速退出市场。**2) 项目综合化趋势显著：**近年来EPC模式推广，同时城市片区综合开发、大型产业园区等项目类型快速增长，此类项目投资体量大，建设内容综合（涉及基建、房建），对建筑企业综合能力要求极高。建筑央企具备全产业链服务能力，各方面资源可更好匹配。**3) 项目融资属性深化：**地方政府基建融资渠道变革以来，大型项目多以PPP、EPC+F等投资类项目模式推出，建筑央企融资成本低，竞争极具优势。预计未来建筑央企订单及收入仍可保持高于行业整体的增速，持续稳健增长能力强。

图表 24：八大建筑央企市占率加速提升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

### 3.1.2. 新一轮国企改革推进，推动央企经营质量持续提升

**新一轮国改乘势而上，年内国资委密集召开会议强调央企高质量发展方向。**今年年初国资委于全国国有企业改革三年行动总结会议上提出新一轮国改目标，要求在巩固深化三年行动成果的基础上，以提高企业核心竞争力和增强核心功能为重点，推动国企真正按照市场化机制运营。同时进一步深化国有资本布局优化和结构调整，将资源向优势企业和主业企业集中，加速推动国企高质量发展进程。自年初部署新一轮国改方向以来，年内国资委密集召开多次会议强调央企高质量发展方向，包括：**1) 优化考核体系，由“两利四率”变为“一利五率”；****2) 加快发展战略性新兴产业，以上市公司为平台开展并购重组，提高核心竞争力、增强核心功能；****3) 加强上市公司质量提升，注重投资者回报，有望引导央企淡化规模增长，重视经营质量改善，同时依托新兴产业开拓优化商业模式，估值提升具备较强动力。**

图表 25: 年初以来国企改革相关重点会议

日期	会议名称	会议内容
1月5日	中央企业负责人会议	聚焦推进高质量发展,着力深化国资国企改革、加大科技创新力度、推进国有经济布局优化和结构调整。 <b>会议明确,2023年中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”</b> ，“一增”即确保利润总额增速高于全国GDP增速，力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升。
1月31日	全国国有企业改革三年行动总结电视电话会议在京召开	<b>2023年要巩固深化国企改革三年行动成果,以提高核心竞争力和增强核心功能为重点,谋划新一轮深化国企改革的行动方案。</b>
2月27日	国企改革三年行动经验成果交流会议	会议要求,要永不停歇扎实做好国企改革重点工作,围绕提高核心竞争力和增强核心功能抓好重点改革任务,切实推进改革有效做法制度化长效化,强化典型经验总结推广应用,抓紧研究谋划新一轮深化国企改革行动。
2月28日	中央企业提高上市公司质量工作专题会	下一步,要针对工作中的突出问题和薄弱环节,科学谋划、周密组织,统筹推进中央企业高质量上市,通过充分对接资本市场、助力稳定资本市场,为中央企业高质量发展提供坚实支撑、为建设中国特色现代资本市场贡献更大力量。
3月3日	国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动	牢牢把握做强做优做大国有资本和国有企业这一根本目标,用好提升核心竞争力和增强核心功能这两个途径,以价值创造为关键抓手,扎实推动企业高质量发展,加快建成世界一流企业,为服务构建新发展格局、全面推进中国式现代化提供坚实基础和战略支撑。
5月24日	中央企业加快发展战略性新兴产业部署会	强调央企发展战略性新兴产业具备重要意义,并指出:1)要在产业布局优化上不断取得新的实质性突破,及时把握产业演化发展新业态新模式,加快培育“专精特新”和“单项冠军”企业,尽快形成体系化布局;2)要在关键核心技术上不断取得新的实质性突破,围绕产业链部署创新链,助推创新成果优化完善和迭代升级;3)要在形成良好产业生态上不断取得新的实质性突破,营造开放合作的良好产业生态,深化与国内外各类所有制企业合作;4)要在完善激发人才创新创造活力动力的体制机制上不断取得新的实质性突破,探索更加灵活高效的市场机制、管理体系、包容机制,进一步激发企业创新创造活力。
5月31日	国资委、国家自然科学基金委工作会商	双方将进一步加大合作力度,强化企业创新主体地位,支持中央企业成为国家自然科学基金项目依托单位;共同设立研发基金,聚焦战略性新兴产业,推进从基础研究到产业化的全链条创新;以更大力度支持推动中央企业解决产业链创新链核心问题。
6月14日	中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会	要求央企以上市公司为平台开展并购重组,助力提高核心竞争力、增强核心功能,同时进一步增强责任感和紧迫感,锁定提高上市公司质量重点任务,以更加务实有力的行动做优基本面、夯实基本功,为中央企业实现高质量发展、在构建新发展格局中更好发挥作用提供坚实支撑。
6月21日	深入学习《习近平论科技自立自强》扩大会议	1)加快发展战略性新兴产业和未来产业;2)加快打造原创技术策源地;3)加快打造可靠的国家战略科技力量;4)加快推进企业主导的产学研深度融合。
6月26日	国资委发布《2022年度中央企业改革三年行动重点任务考核A级企业名单》	国企改革三年行动圆满收官,取得较好成果。
7月13日至14日	国资委举办央企负责人研讨班	1)下半年将咬定实现“一利五率”“一增一稳四提升”的目标不动摇,推动央企经营效益提升。2)“要坚持战略性新兴产业与传统产业两端发力,全力以赴发展战略性新兴产业,加大重大投资、产业并购、技术研发、标准制定等,抓紧打造一批具有国际竞争力的战略性新兴产业集群和产业领军企业”。
9月26日	国资委召开央企提高上市公司质量暨公司治理工作专题会	围绕完善上市公司治理、动态优化股权结构、提高信息披露质量、探索ESG新路径、依法合规经营等重点工作,推动央企控股上市公司治理和规范运作再上新台阶。

资料来源:国资委,新华社,中证报,国资小新,国盛证券研究所。

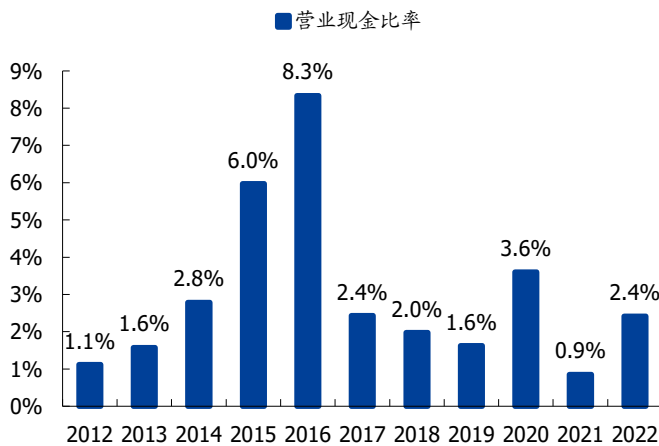
考核体系优化，ROE及现金流持续提升可期。2023年1月5日央企负责人会议明确央企考核指标由“两利四率”变更为“一利五率”，新增ROE作为央企考核指标，同时首次将现金流相关指标（营业现金比率）纳入考核范围，有望引导央企进一步重视综合盈利质量。1) ROE: 2013年以来受负债率管控及周转率降低影响，央企整体ROE呈下行趋势，未来在保持“资产负债率相对稳定”要求下，提升ROE需进一步提升净利率和总资产周转率综合表现。2013-2019年间央企总资产周转率持续下行，主要因受PPP等重资产类运营项目开拓影响，央企非流动资产规模持续扩大。2020年起PPP规模收缩，周转率有所回升，后续在监管驱动下，央企有望进一步减少长期垫资的重资产项目比例，增加快周转、高盈利项目承接，总资产周转率有望延续上行。叠加部分央企（如中国中铁、中国交建）股权激励考核均划定ROE逐年向上的目标，后续央企ROE有望企稳回升。2) 营业现金比率（经营性现金流净额与收入的比值）：自2016年起，八大建筑央企经营性现金流占收入比明显下降，2022年达2.4%；净利润现金率为100%，环比有所改善，随着国资委对现金流考核重视度提升，后续建筑央企经营性现金流有望延续改善。

图表 26: 八大建筑央企 ROE 杜邦拆解 (金额单位: 亿元)

时间	ROE-平均	杜邦拆解			营收	平均总资产	平均股东权益
		归母净利率	权益乘数	总资产周转率			
2013	13.72%	2.37%	6.52	0.89	27238	32900	4977
2014	13.34%	2.40%	6.51	0.85	30072	37626	5849
2015	12.63%	2.61%	6.08	0.79	32071	43069	7416
2016	11.65%	2.69%	5.91	0.73	33981	49616	8258
2017	12.00%	2.85%	5.92	0.71	37150	54891	9394
2018	11.39%	2.80%	5.92	0.69	40511	63212	10564
2019	11.15%	2.72%	5.85	0.70	46948	71015	12375
2020	10.17%	2.50%	5.75	0.71	53103	79443	13771
2021	10.33%	2.46%	5.74	0.73	60800	87080	15232
2022	10.15%	2.43%	5.76	0.73	67161	97857	16858

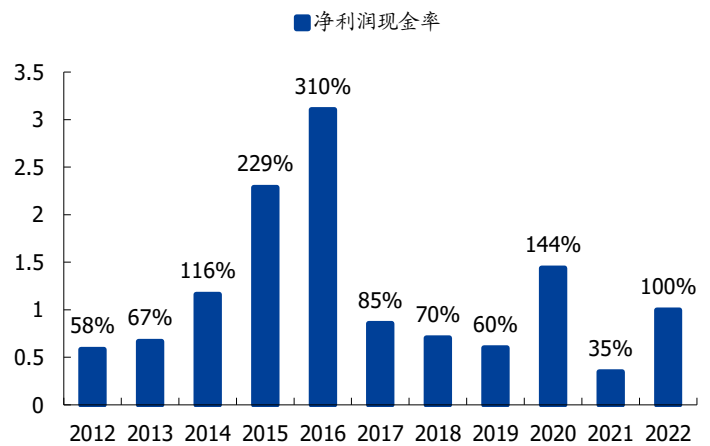
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 八大建筑央企营业现金比率



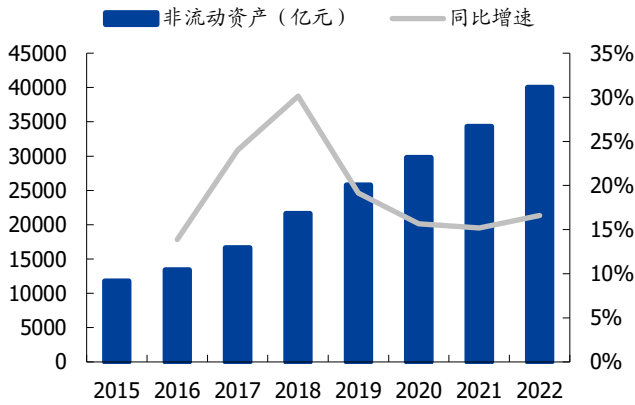
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 八大建筑央企净利润现金率



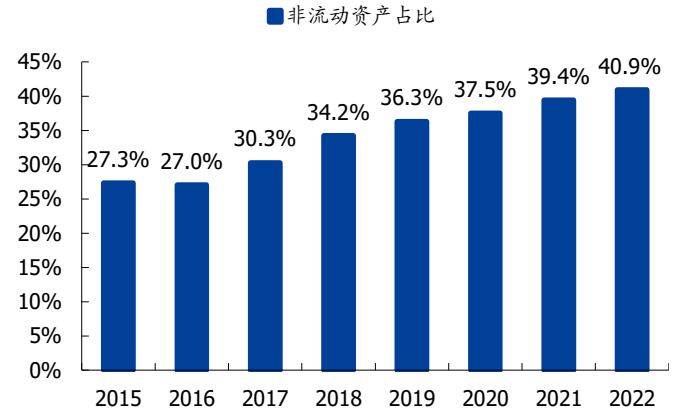
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 建筑央企非流动资产及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 建筑央企非流动资产占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**加大战略新兴领域布局，打造第二曲线，优化商业模式。**2023年5-6月国资委召开多次会议部署央企加快发展战略性新兴产业，同时召开央企并购重组专题会，明确高质量发展目标，并将并购重组作为重点工作方向，预计未来央企将以上市公司为平台，加快优质资产注入、并购等资本运作，有望加速央企新兴业务开拓进程。根据《学习时报》于年初刊发的国资委党委书记、主任张玉卓署名文章提及，2023年力争中央企业制造业新增投资比重达到13%，战略性新兴产业布局比重提高2个百分点以上（1-8月中央战略性新兴产业完成投资额8400亿元，同比高增30%）。近年来建筑央企基于自身产业链优势，积极向上下游延伸，开拓新能源、新材料、高端装备、矿产资源等新兴业务板块，未来在政策引导下，有望进一步加大战略新兴业务投资。对比工程主业，战略性新兴产业代表新一轮科技革命和产业变革方向，成长空间广阔，商业模式更优，有望助力建筑央企打造第二成长曲线，驱动板块价值重估。

图表 31: 建筑央企新兴产业布局梳理

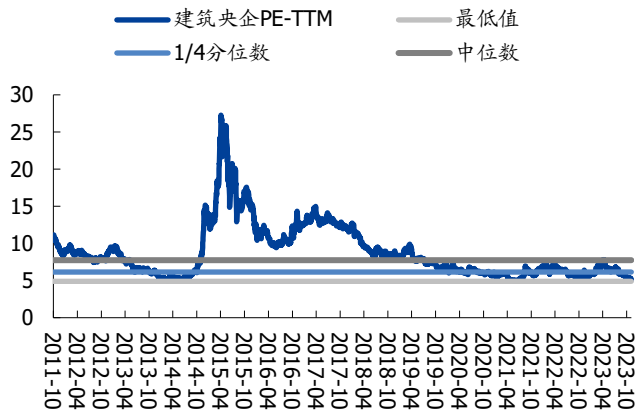
公司名称	新兴业务布局	新兴业务占比 (2022年数据)
中国交建	1) 海上风电: 技术及装备优势显著, 海风安装环节已占据近 50% 市场份额, 2022 年与三峡、大唐合资成立子公司, 后续有望向后端海风运维延伸。2) 海洋工程: 中交海建为海洋业务领域“专精特新”标杆企业, 主营海洋产业开发及海洋工程, 致力覆盖海洋经济全产业链。	-
中国建筑	1) 绿色低碳: 牵头编制 10 余项国家和行业标准, 业内推广 100 多项绿色施工技术, 基本形成涵盖建造全过程的技术研究体系和全产业链应用服务能力。2) 数字化建造: 已实际应用 BIM、MES、智慧工地等数字化平台, 大力布局建筑工业机器人、智慧停车、智慧场馆等领域。2022 年成立中建数科聚焦“双碳”及数字经济发展。	-
中国中铁	1) 高端装备: 交通基建高端装备制造世界领先, 为全球最大盾构机/TBM 研发制造商之一, 旗下中铁工业 (600528.SH)、高铁电气 (688285.SH) 于 A 股分拆上市。2) 新兴工程: 水利水电、生态环保、清洁能源等“第二曲线”业务加快开拓。	装备制造/“第二曲线”业务接单占比分别为 10%/2%。
中国铁建	1) 装备制造: 聚焦高端装备、智能装备和新能源装备等方向, 下属铁建重工 (688425.SH) 系全球定制化高端工程装备引领者之一, 突破多项隧道掘进机核心技术, 研发实力强劲。2) 绿色环保与新能源: 开拓水治理、抽水蓄能、光伏、海上风电等领域。	绿色环保/装备制造接单占比分别为 6%/1%。
中国电建	1) 新能源装机规模稳步提升, “十四五”拟新增装机近 50GW; 2) 承担我国 65% 以上风电与光伏规划设计任务, 抽蓄设计/建设环节市占率分别达 90%/80%, 核心受益新型电力系统建设提速。2023 年 6 月公告拟分拆控股子公司电建新能源上市。	新能源运营收入/利润占比分别 4.2%/20.9%; 新能源承包收入占比 28%。
中国能建	规划“十四五”末新能源装机达 20GW 以上, 对应 2022-2025 年 CAGR 达 59%; 新型储能、抽水蓄能、氢能等新运营领域加快布局。	新能源工程/运营收入占比分别为 23%/1%。
中国化学	2022 年己二腈等多个关键项目顺利投产, 环氧丙烷、相变储能材料等项目相继启动建设, 同时公司积极推动在手技术储备产业化, 规划到 2025 年末新材料实业收入占比达 15%。	实业及新材料收入占比为 5%。
中国中冶	1) 生态环保: 在手运营 3 家垃圾焚烧发电企业、40 家水厂 (2022 年累计处理污水 5.7 亿吨); 2) 新能源: 旗下中冶武勘主营新能源建设、投运业务, 累计装机容量超 2GW; 中国恩菲具备新能源基础材料全产业链布局; 3) 电子信息材料: 洛阳中硅电子信息材料转型升级项目致力于填补国内高端硅基材料的空白, 力争打造产值规模超百亿的国家前瞻性基础材料创新中心和生产基地。	洛阳中硅营收/净利润占比 0.3%/3.3%。
中材国际	1) 水泥技术装备与工程全球市占率连续 15 年保持第一, 部分产品已在国内占据较高份额 (第四代冷却机/熟料输送机国内市占率分别超 65%/85%), 后续依托并购重组, 有望持续完善装备业务矩阵; 2) 水泥绿色化、智能化改造技术实力强劲, 已形成全链条低碳发展技术路线。	装备制造/老线绿色智能改造订单占比 11%/9%。
中钢国际	1) 节能环保: 聚焦钢铁、电力、石化、建材行业的工业烟气多污染物协同治理, 技术及装备实力领先。2) 低碳冶金: 持续构建以焦炉、带式焙烧球团、高炉低碳化、高端长材轧制、直接还原铁等为核心的低碳冶金工程技术体系, 氢冶金示范项目成效渐显, 降碳减排潜力大。	-
中工国际	旗下北起院为我国起重运输机械领军企业, 在客运索道、自动化物流仓储、起重运输机械等多个领域居行业龙头。	关键核心装备制造业务接单占比 9.2%。
四川路桥	1) 新材料: 加速布局锂电循环经济产业链, 截至 2022 年末三元正极材料项目一期 (1 万吨/年) 达产、二期 (4 万吨/年) 试生产; 磷酸铁锂项目 (5 万吨/年) 已开工; 废旧锂电池回收项目一期 (2 万吨/年) 进入设备安装阶段, 各项目有序推进。2) 新能源: 聚焦光伏、水电等绿色能源产业, 开拓清洁能源运营业务 (在建及运营权益装机约 300 万千瓦)。	新材料/清洁能源收入占比分别为 3%/0.15%。

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

### 3.1.3. 估值处历史低位，机构持仓比例低

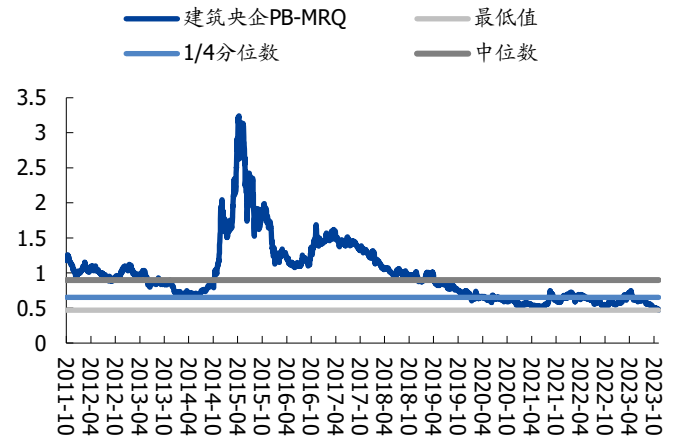
截至2023年11月29日，建筑央企PE(TTM)为5.10，处于近5年/近10年的3.4%/2.5%分位；PB(MRQ)为0.47，处于近5年/近10年最低值，整体估值处于历史最低区间。PE(TTM)/PB(MRQ)与沪深300比为0.47/0.39，PE(TTM)分别处于近5年/近10年的24%/13%分位，PB(MRQ)分别处于近5年/近10年的23%/12%分位。分个股看，当前建筑央企均破净，其中：中国化学、中国建筑、中国铁建、中国中冶PB已跌至历史最低；中国中铁PB较最低点高出2%，均处于历史较低区间。

图表 32: 建筑央企 PE-TTM



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 建筑央企 PB-MRQ



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 建筑央企 PE-TTM 与沪深 300 比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 35: 建筑央企 PB-MRQ 与沪深 300 比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

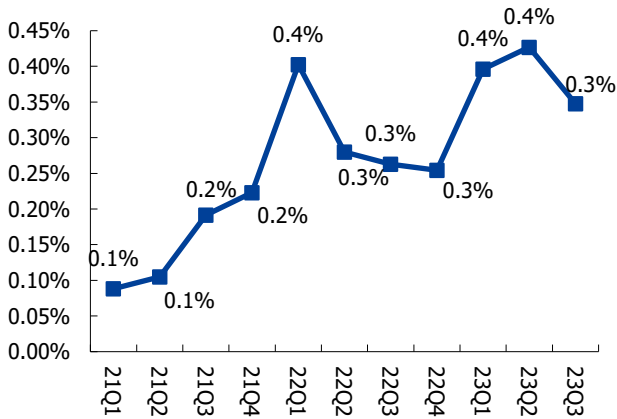
图表 36: 八大建筑央企估值

公司	市值 (亿元)	PE (ttm)	历史最低 PE (ttm)	对比最低点高处	PB (lf)	历史最低 PB (lf)	对比最低点高出
中国化学	403	7.4	7.4	1%	0.72	0.72	0%
中国电建	853	6.9	5.5	27%	0.67	0.49	37%
中国能建	753	13.2	-	-	0.93	-	-
中国交建	1033	6.3	4.4	41%	0.48	0.40	19%
中国中铁	1283	4.3	4.1	5%	0.51	0.50	2%
中国建筑	2071	4.1	3.5	16%	0.51	0.51	0%
中国铁建	945	3.7	3.6	2%	0.42	0.42	0%
中国中冶	588	5.4	5.4	0%	0.65	0.65	0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价数据截至 2023/11/29 (中国能建因 2021 年 9 月回 A, 暂不统计最低估值)

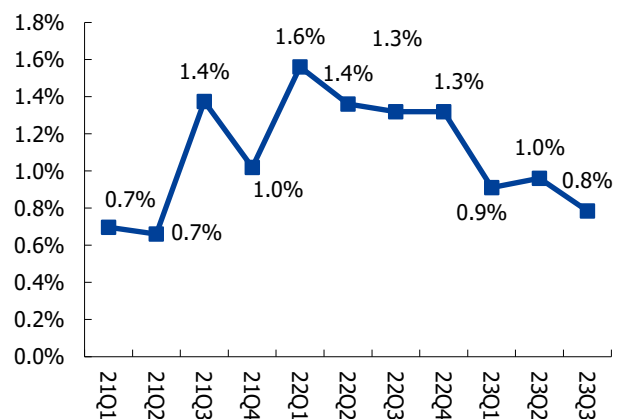
**建筑央企机构持仓显著低配。**根据我们对基金重仓持股统计, 2023Q3 末主动型基金(含普通股票型、偏股混合型和灵活配置型基金)对建筑央企持仓占比为 0.35%, 较 23Q2 末下降 0.08pct; 指数型基金(含被动指数型基金和增强指数型基金)对建筑央企持仓占比为 0.78%, 较 23Q2 末下降 0.18pct。两者合并对建筑央企持仓占比为 0.47%, 较 23Q2 末下降 0.09pct。2023Q3 末建筑央企市值占 A 股总市值的 1.13%, 基金超配比例为-0.66%, 建筑央企机构持仓仍低配。

图表 37: 主动型基金持仓中建筑央企占比



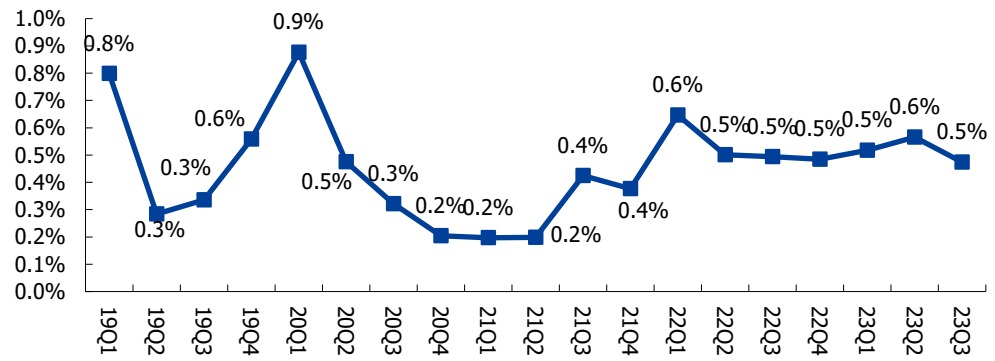
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 指数型基金持仓中建筑央企占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 主动+指数基金持仓中建筑央企占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2. 区域固投增速分化, 关注所属省份投资高景气的优质地方国企

全国各省市投资景气显著分化, 1-9月西藏/内蒙古/上海等省市固投增速亮眼。近年来随着我国城镇化进程迈入中后期, 全国固定资产投资增速逐步放缓, 各地区投资景气呈现明显分化, 2023年1-9月西藏/内蒙古/上海三省市固定资产投资增速分别达58%/26%/25%, 远高于年初制定的2023年全年增速目标(分别为13%/10%/5%), 其余省份中新疆、浙江均维持较高增速。中长期看, 浙江、安徽等省市地方政府财政实力较强, 且区域经济增长快, 基建需求旺盛, 固投有望维持较快增长; 新疆、西藏等地受益政策驱动, 未来基建投资力度有望进一步加码。

图表 40: 各省固定资产投资及 GDP 增速对比

省份	2022年固定资产投资增速	2020-2022年固资CAGR	2022年GDP增速	2020-2022年GDP CAGR
北京	3.6%	3.6%	0.7%	3.4%
天津	-9.9%	-0.9%	1.0%	3.0%
河北	7.9%	4.7%	4.7%	4.7%
山西	5.9%	8.4%	4.4%	5.7%
内蒙古	17.6%	8.3%	4.2%	3.5%
辽宁	3.6%	2.9%	2.1%	2.8%
吉林	-2.4%	5.5%	-1.9%	2.3%
黑龙江	0.6%	3.5%	2.7%	3.2%
上海	-1.0%	5.7%	-0.2%	3.1%
江苏	3.8%	3.3%	2.8%	5.0%
浙江	9.1%	8.4%	3.1%	5.0%
安徽	9.0%	7.8%	3.5%	5.2%
福建	7.5%	4.3%	4.7%	5.3%
江西	8.6%	9.2%	4.7%	5.7%
山东	6.1%	5.2%	3.9%	5.2%
河南	6.7%	5.2%	3.1%	3.5%
湖北	15.0%	4.0%	4.3%	3.8%
湖南	6.6%	7.4%	4.5%	5.3%
广东	-2.5%	3.5%	1.9%	4.0%
广西	0.1%	3.9%	2.9%	4.7%
海南	-4.2%	4.5%	0.2%	4.9%
重庆	0.7%	3.5%	2.6%	4.9%
四川	6.0%	4.9%	2.9%	4.9%
贵州	-5.1%	-1.7%	1.2%	4.6%
云南	7.5%	6.4%	4.3%	5.2%
西藏	-18.0%	-9.5%	1.1%	5.2%
陕西	8.1%	3.0%	4.3%	4.3%
甘肃	10.1%	9.7%	4.5%	5.1%
青海	-7.6%	-7.6%	2.3%	3.2%
宁夏	10.2%	5.4%	4.0%	4.9%
新疆	7.6%	12.9%	3.2%	4.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 41: 各省 2023 年固投增速目标对比



资料来源: 我的钢铁网, 国盛证券研究所

图表 42: 各省市固定资产投资增速 (%)

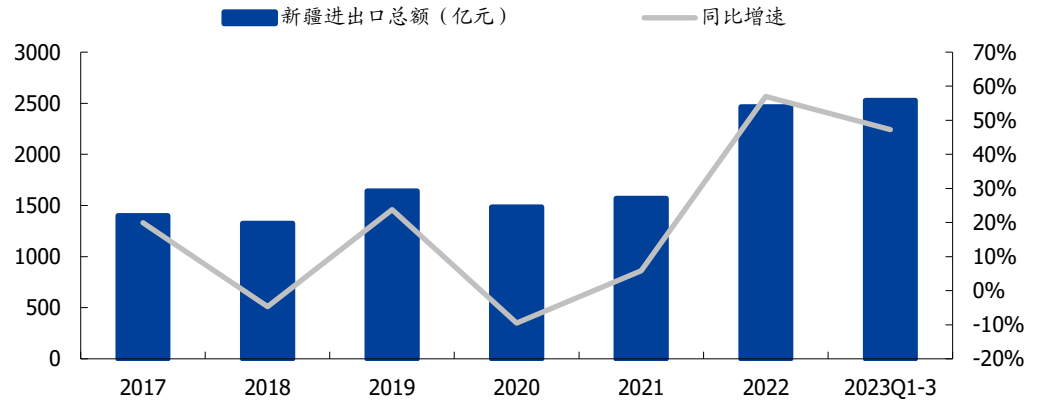
省市	1-7月累计	1-8月累计	1-9月累计	省市	1-7月累计	1-8月累计	1-9月累计
西藏	24.0	42.8	57.5	四川	2.1	2.8	3.2
内蒙古	31.2	26.5	26.2	广东	3.9	3.4	3.1
上海	33.1	29.5	25.0	福建	2.3	2.6	3.0
新疆	6.8	8.4	9.1	河南	0.4	1.2	1.8
浙江	8.9	8.8	8.5	吉林	-6.2	-7.1	-2.4
宁夏	7.5	6.5	7.2	湖南	-6.3	-6.1	-4.9
甘肃	10.6	8.2	6.7	贵州	0.8	-7.5	-4.9
河北	6.2	6.2	6.3	山西	-5.7	-6.9	-6.8
北京	8.6	5.6	5.9	青海	-5.0	-6.3	-7.9
江苏	5.6	5.7	5.7	陕西	-2.8	-7.2	-8.7
山东	5.6	5.6	5.5	云南	-5.8	-7.2	-8.8
湖北	5.9	5.2	5.5	江西	-15.5	-13.2	-11.2
安徽	3.9	4.2	4.4	广西	-21.6	-15.2	-13.2
海南	-1.3	2.7	4.3	黑龙江	-9.9	-13.5	-16.6
辽宁	3.6	3.5	3.9	天津	-15.7	-19.8	-20.8
重庆	1.7	3.2	3.6				

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2.1. 新疆: 区位优势显著, 受益“一带一路”战略推进

新疆地处中国向西开放最前沿, 进出口贸易额持续高增。新疆地处欧亚大陆腹地, 是古丝绸之路的重要通道, 位于新亚欧大陆桥、中蒙俄、中国—中亚—西亚、中巴经济走廊交汇处, “连接东西、沟通南北”的交通枢纽优势显著。最高管理层在考察新疆时指出: “随着共建‘一带一路’深入推进, 新疆不再是边远地带, 而是一个核心区、一个枢纽地带”。根据新疆发改委统计, 2023Q1-3 新疆外贸进出口总值 2528 亿元, 较上年同期增长 47%, 在 2022 年高基数上延续较快增长, 外贸规模实现新突破, 新疆正加速由相对封闭的内陆和对外开放的“末端”转变成亚欧经贸往来的枢纽和向西开放的“前沿”。

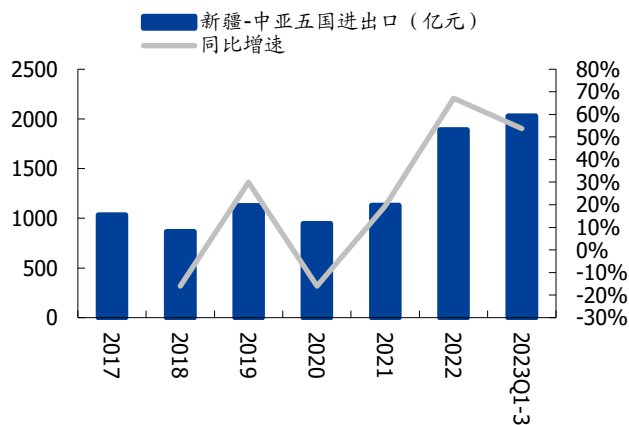
图表 43: 新疆进出口总额及同比增速



资料来源: 人民网, 新疆维吾尔自治区人民政府, 新疆维吾尔自治区统计局, 央广网, 乌鲁木齐海关, 国盛证券研究所。

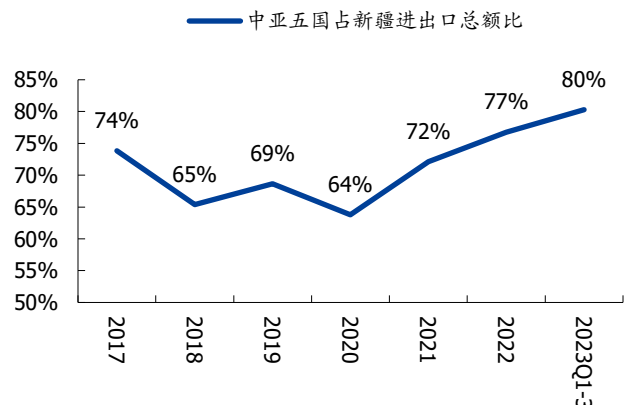
中国-中亚峰会成效显著,“一带一路”倡议推进下新疆区域发展战略意义持续凸显。2023年5月19日,中国-中亚峰会在陕西西安召开,中国、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、土库曼斯坦、乌兹别克斯坦六国元首们全面回顾中国同中亚五国友好交往历史,展望未来合作方向,峰会期间共达成合作和倡议54项,倡议成立19个多边合作平台,签署9个多边合作文件。近年来,新疆与中亚五国之间贸易联系紧密,进出口占新疆进出口总额的比重保持高位:2023Q1-3新疆对中亚五国进出口总额2030亿元,同增54%,占新疆进出口总额的80%。随着中国-中亚合作关系持续深化,新疆作为中亚“桥头堡”,有望继续发挥区位优势,加大开放力度,自治区内公路、铁路等基建需求有望进一步提升。

图表 44: 新疆对中亚五国进出口及同比增速



资料来源: 新疆发改委, 海关总署, 国盛证券研究所。

图表 45: 新疆-中亚五国进出口占总额比



资料来源: 人民网, 新疆维吾尔自治区人民政府, 新疆维吾尔自治区统计局, 央广网, 乌鲁木齐海关, 新疆发改委, 海关总署, 国盛证券研究所。

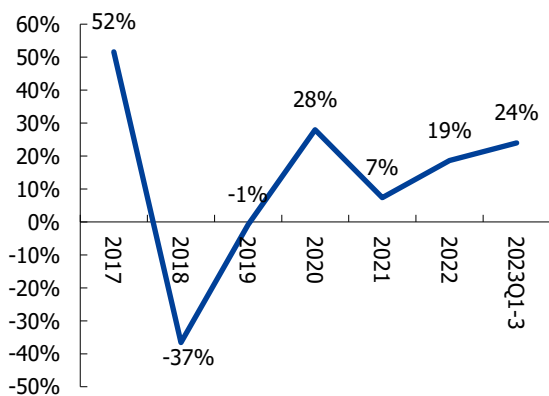
图表 46: 中国-中亚峰会部分成果

成果类型	成果内容
合作共识和倡议	加快数字和绿色基础设施联通
	对现有口岸设施进行现代化改造
	推动中国 - 中亚交通走廊建设
	推进途经阿克套港、库雷克港、土库曼巴什港等海港的跨里海运输线路多式联运过境运输，发挥铁尔梅兹市的过境运输潜力
	推进中国 - 中亚铁路运输
	完善交通基础设施，包括新建和升级改造现有的中国至中亚铁路和公路
	完成中吉乌铁路可研工作，推进该铁路加快落地建设
	保障中吉乌公路畅通运行
	实现中塔乌公路和“中国西部 - 欧洲西部”公路常态化运营
	研究制定从中亚国家往返东南亚和亚洲其他国家最佳过境运输方案的可能性
中方倡议成立的多边合作平台	中国 - 中亚产业与投资部长级会晤机制、中国 - 中亚交通部长会晤机制等
峰会框架内的多边合作文件	《“中国 - 中亚五国”相关部门关于推动基础设施和工程建设合作发展的谅解备忘录》

资料来源: 新华社, 国盛证券研究所

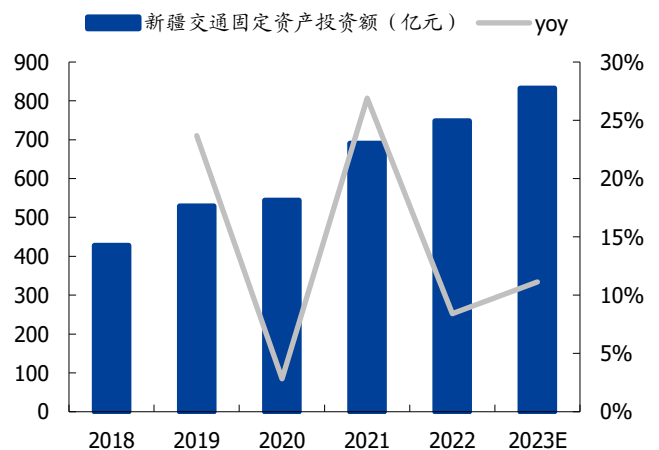
近三年新疆自治区内基建增长显著提速，交通基建规划额保持高位。2020-2022 年新疆自治区内基建投资分别同比增长 28%/7%/19%，2023Q1-3 同增 24%，增速维持高位。受地理因素限制影响，新疆自治区内路网密度较低，自 2019 年自治区内交通固定资产投资额连续保持年均 8% 以上增长，今年 1 月自治区交通运输厅表示：面对公路建设需求大、路网密度不高的现实，新疆将持续扩大公路建设投资，加快推进进出疆、南北疆交通基础设施互联互通。“十四五”期间新疆拟投资 4000 亿完善公路交通网，力争到“十四五”末公路总里程达 22 万公里，高速（一级）公路里程达 1 万公里以上。

图表 47: 新疆基建投资同比增速



资料来源: 新疆自治区统计局, 新疆日报, 国盛证券研究所。

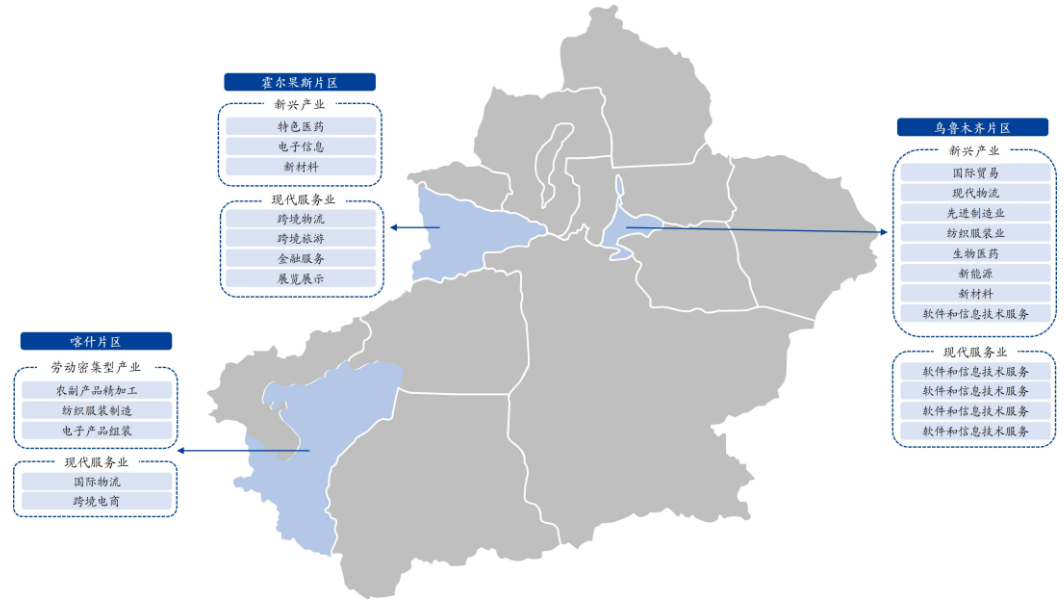
图表 48: 新疆交通固定资产投资额及同比增速



资料来源: 新疆维吾尔自治区交通运输厅, 光明网, 国盛证券研究所注: 2019 年为 1-11 月数据。

自贸区建设方案落地，区域投资有望持续加码。2023年10月31日，国务院印发《中国（新疆）自由贸易试验区总体方案》，11月1日新疆自贸试验区正式挂牌成立，试验区包含乌鲁木齐、喀什、霍尔果斯3个片区，其中乌鲁木齐片区着重加强物流枢纽建设，发展国际物流等新兴产业；喀什片区打造外向型经济，发展劳动密集型产业；霍尔果斯片区依托边境口岸型物流枢纽等优势，发展跨境物流等现代服务业。该《方案》提出加快建设乌鲁木齐陆港型国家物流枢纽、支持发展中吉乌公铁联运，同时要求加快中欧班列集结中心建设，预计后续自治区内投资政策将持续加码。

图表 49: 新疆自由贸易试验区片区示意图



资料来源：国务院，国盛证券研究所

图表 50: 中国（新疆）自由贸易试验区物流贸易建设相关规划

类型	建设内容
仓储	推动建设边境仓、海外仓，鼓励优势企业在中亚国家建设海外仓，构建多仓联动跨境集运模式。
产业	拓展通用航空商业化市场，推进相关基础设施建设，大力发展航空器制造维护、通航飞行、教育培训、应急救援等通用航空全产业链，打造通用航空产业集群。
	壮大安全应急产业，培育国家安全应急产业示范基地。 打造特色医药产业，建设大宗原料药生产基地。
物流	加快建设乌鲁木齐陆港型国家物流枢纽，推动建设空港型国家物流枢纽。
	推动建设国家骨干冷链物流基地。
	支持发展中吉乌公铁联运，探索发展中巴多式联运，合作建设中吉乌等铁路项目。
	加快现有口岸现代化改造，增强铁路口岸能力。 加强中欧班列集结中心建设。
文旅	支持申请创建国家对外文化贸易基地。
	支持创建边境旅游试验区和跨境旅游合作区。

资料来源：国务院，国盛证券研究所

**关注新疆省内交通基建龙头新疆交建。**新疆交建为新疆区内交通基础设施建设领域的领先企业，承接的项目主要在新疆自治区内，2022年疆内营收占比达92%。公司施工项目大部分涉及高温、高寒、戈壁、沙漠等，地质环境复杂，自然气候恶劣。自1999年成立以来，公司深耕疆内市场多年，对南北疆地区各种特殊地质、气候以及路桥施工中经历的高寒、高温、施工期短、环保要求高等难题掌握了相关施工工艺和技术，施工经验丰富，区位市占率及竞争优势领先。当前在“一带一路”倡议推进下，政策对新疆支持力度持续加码，公司作为区域交通基建龙头，签单有望迎来加速增长。

### 3.2.2. 西藏：雅藏下游水电站纳入“十四五”规划，有望拉动超万亿投资

**雅鲁藏布江下游被誉为“世界水能富集之最”。**雅鲁藏布大峡谷于上世纪九十年代经考察发现，峡谷最北至米林县大渡卡村（海拔2880米），最南至墨脱县巴昔卡村（海拔115米），全长504.9公里。我国水能资源理论蕴藏量近7亿千瓦，经济可开发容量近4亿千瓦，居世界首位，其中西藏自治区水能资源蕴藏量约2亿千瓦，占全国的近30%，居全国第一，自治区内水能资源量集中于雅鲁藏布江和东南部“三江”（怒江、澜沧江、金沙江），仅雅江干流的技术可开发装机量即高达5645万千瓦，占全区/全国技术可开发总量的51%/10%，其下游大拐弯区水流落差大、可开发水能装机量达3800万千瓦，被誉为“世界水能富集之最”。

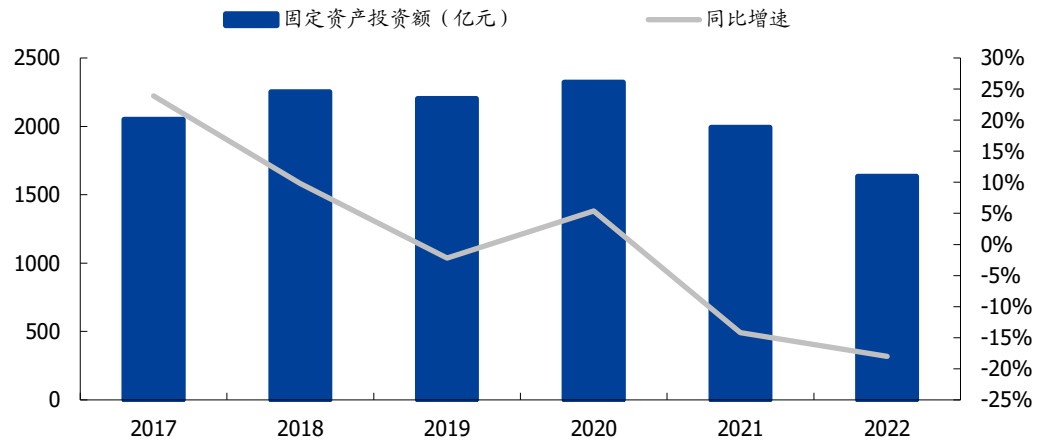
**雅下水电开发纳入“十四五”规划，有望带动超万亿投资。**国家“十四五”规划提出将“加快西南水电基地建设”、“建设雅鲁藏布江下游水电基地”，雅鲁藏布江下游水资源开发有望提速。根据电力工业部实地考察结果，雅鲁藏布江水能开发以米林县派区到墨脱县希让村的260km“大拐弯”峡谷段最优，河段差约2350m。据中国能源报，雅鲁藏布江下游水电装机规模约6000万千瓦，按1.72万元单位千瓦投资额测算，总投资额可达10295亿元，按15年工期对应年均投资额686亿元，占2022年西藏全年固定资产投资额的42%，拉动作用明显。

图表 51: 西藏已建成及在建水电站情况

水电站名称	总投资额 (亿元)	总装机容量 (万千瓦)	单位投资额 (万元/千瓦)	投资商	建设单位
藏木水电站	96	51	1.88	华能集团	葛洲坝等
加查水电站	78.3	36	2.18	华能集团	中国电建、中国能建
苏洼龙水电站	178.9	120	1.49	华电金上公司	中国电建、中国能建
大古水电站	122	66	1.85	华电集团	中国电建
扎拉水电站	120	101.5	1.18	大唐集团	中国安能、中国电建
<b>平均单位投资额（万元/千瓦）</b>			<b>1.72</b>		

资料来源：国资委，央视新闻，华电金上，中国电建，中国能建，水利家园，中国西藏网，中国西藏新闻网，西藏林芝网，中国安能，国盛证券研究所。

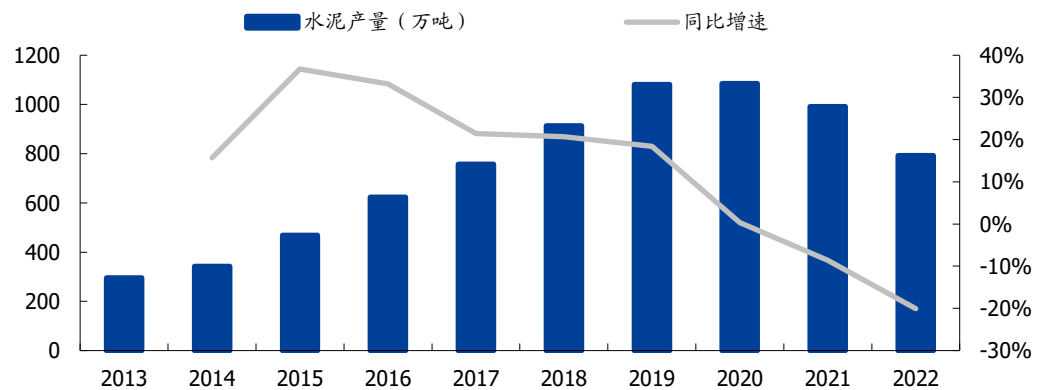
图表 52: 西藏自治区固定资产投资额及同比增速



资料来源: 国家统计局, 西藏自治区统计局, 国盛证券研究所

**关注藏区水泥建材龙头西藏天路。**水电站建设需要大量混凝土, 三峡大坝建设期间共消耗水泥 1600 万吨, 雅鲁藏布江下游水电基地装机容量预计为三峡水电站的 2 倍以上(三峡装机量 2250 万千瓦, 据中国能源报数据, 雅下水电站装机量可达 6000 万千瓦, 是其 2.7 倍), 对应水泥用量预计 4000 万吨以上, 预计年均带动水泥需求 284 万吨, 占西藏近五年年均水泥产量的近 30%。水泥为区域性建材产品, 存在运输半径, 西藏天路为藏区水泥建材龙头, 下设 2 家控股水泥子公司、2 家参股水泥子公司。2022 年公司水泥销售收入为 16.2 亿元, 占总收入的 42%; 水泥产量为 314 万吨, 区域市占率近 40%, 在区内具有品牌、规模优势, 可能受益雅鲁藏布江下游水电基地建设带动的水泥建材需求释放。

图表 53: 西藏水泥产量及同比增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

### 3.2.3. 安徽: 省内经济快速增长, 投资政策持续加码

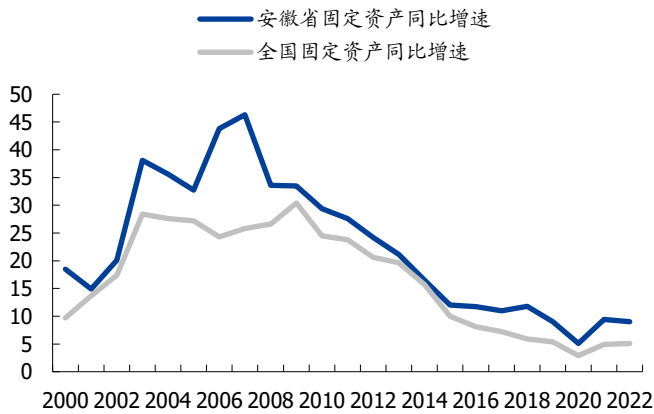
安徽省内经济处快速增长期, 基建需求旺盛。安徽省地理位置优越, 区位优势明显, 不仅毗邻长江, 地处几大经济圈的对接地带, 同时也是长三角一体化战略的重要区域。当前, 我国经济发展的空间结构深刻变化, 承东启西、连南接北的安徽, 正从地理版图上的十字中心, 成为经济版图上的国家战略汇集点。近年来安徽省内经济快速发展, 2022 年安徽全省 GDP 突破 4.5 万亿元, 同比增长 3.5%, 总量进入全国前 10, 增速居长三角首位。全省固定资产投资额同比增长 9%, 其中基建投资额同比增长 19.6%, 超过全国基建投资增速 10.2 个 pct。

图表 54: 2000-2022 年安徽省 GDP 增速



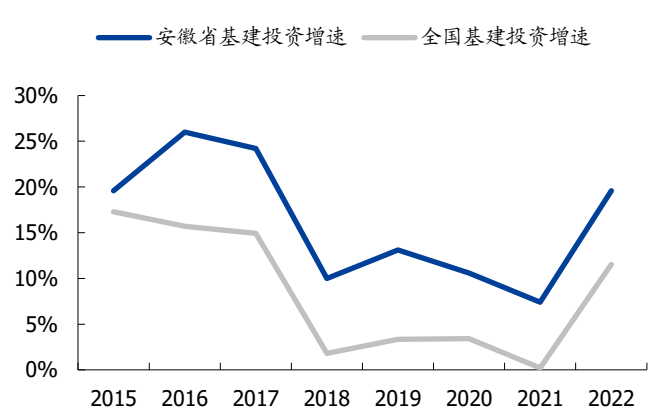
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 55: 2000-2022 年安徽省固定资产投资增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 56: 2000-2022 年安徽省基建投资增速 (单位: %)

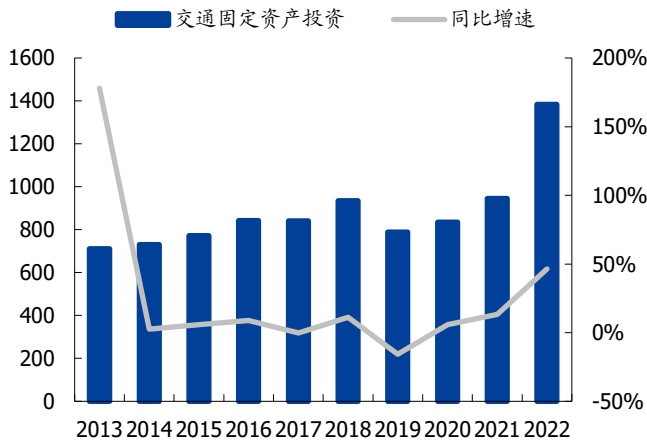


资料来源: Wind, 安徽省统计局, 国务院新闻办公室, 国盛证券研究所。注: 2018 年增速系根据 2017、2019 年投资额插值估算。

### 交通基建: 投资需求旺盛, “十四五” 规划额高增 67%

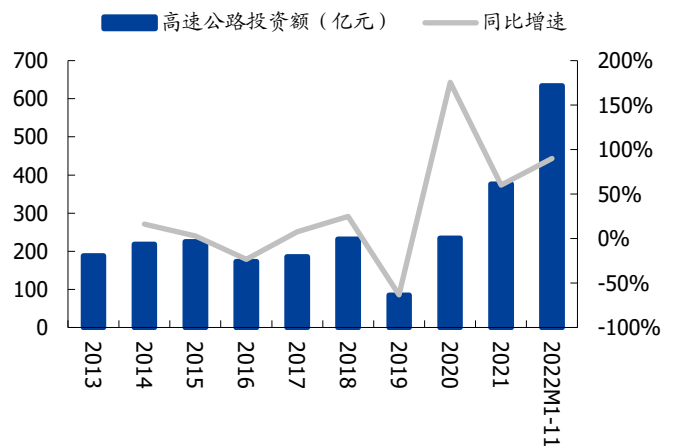
省内交通基建需求旺盛, 交通固定资产投资额快速增长。安徽处国家层面长三角一体化、长江经济带、中部崛起三大战略叠加区, 战略地位凸显, 交通基建需求旺盛。2022 年安徽全省完成交通固定资产投资额 1384 亿元, 同比增长 46.5%, 增速显著快于全国交通固定资产投资 (2022 年全国完成交通固定资产投资额超 3.8 万亿, 同增约 6%), 其中 1-11 月全省高速公路投资额 634 亿元, 同比高增 90% (全国较同期持平)。2023 年 1-9 月全省累计完成交通固定资产投资 1102 亿元, 同增 16.3%; 高速公路完成投资额 588.2 亿元, 同增 18.8%。

图表 57: 安徽省交通固定资产投资及同比增速 (单位: 亿元)



资料来源: 安徽省交通运输厅, 国盛证券研究所

图表 58: 安徽省高速公路投资额及同比增速



资料来源: 安徽省交通运输厅, 国盛证券研究所

**“十四五”交通投资规划额同比高增 67%，省内交通基建预计将延续高景气。**“十四五”期间安徽省规划完成交通投资额 5000 亿以上，较“十三五”期间同比高增 67%，其中高速公路/机场和场站枢纽规划投资额分别为 2500/400 亿元，同比增长 138%/567%。安徽省规划：到 2025 年末，“四上安徽”建设成效显著，交通强省迈出坚实步伐。“安徽 123 出行交通圈”和“安徽 123 快货物流圈”初步形成，实现合肥都市圈 1 小时通勤，合肥到长三角城市群、邻省省会 2 小时通达，90%以上全国主要城市（省会城市和计划单列市）3 小时覆盖。到 2035 年基本形成现代化综合交通体系，拥有发达快速网、完善干线网、广泛基础网，城乡区域交通协调发展达到新高度。

图表 59: 安徽省“十四五”交通投资规划

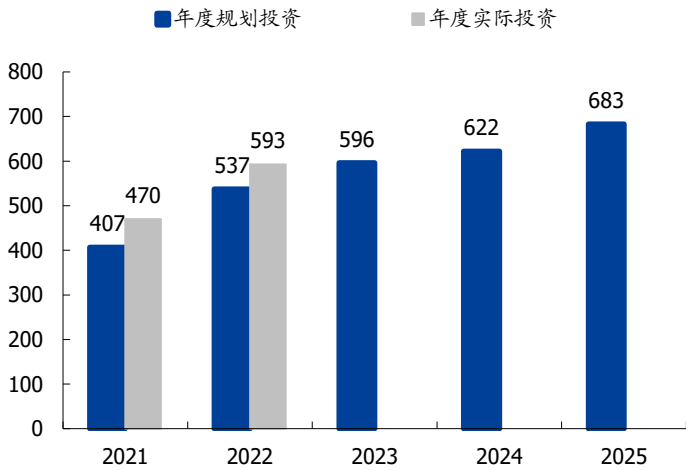
项目	十四五预计投资 (亿元)	十三五预计投资 (亿元)	同比增幅
高速公路	2500	1050	138.1%
普通国省道	1200	1190	0.8%
农村公路	500	400	25.0%
水运	400	300	33.3%
机场、场站枢纽	400	60	566.7%
合计	5000	3000	66.7%

资料来源: 安徽省“十四五”、“十三五”交通规划, 国盛证券研究所。

### 水利投资：“十四五”规划额同增 33%，抽蓄建设显著提速

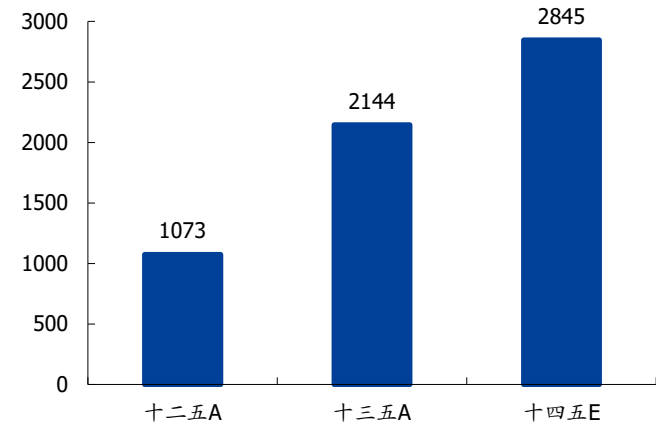
水利建设需求广阔，“十四五”规划投资额高增 33%。安徽省地处南北气候过渡带，同时省境内有长江、淮河两大水系，属水利大省。2022 年全省完成水利建设投资额超 592 亿元，同比增长 26.2%，创历史新高。“十四五”期间安徽省拟完成水利建设投资额 2845 亿元，较“十三五”实际完成额增长 33%，其中防洪/供水安全/乡村振兴/水生态/智慧水利投资额分别为 1373/625/486/304/57 亿元。分年度看，2021-2025 年省内水利投资规划额分别为 407/537/596/622/683 亿元，2021-2022 年实际完成额较规划额分别高出 15%/10%，预计后续水利投资额仍将保持较稳健增长。

图表 60: 安徽省水利建设投资额 (单位: 亿元)



资料来源: 安徽省水利发展“十四五”规划, 中国新闻网, 国盛证券研究所。

图表 61: 安徽省水利“五年规划”历史额 (单位: 亿元)



资料来源: 历次“十四五”规划, 国盛证券研究所

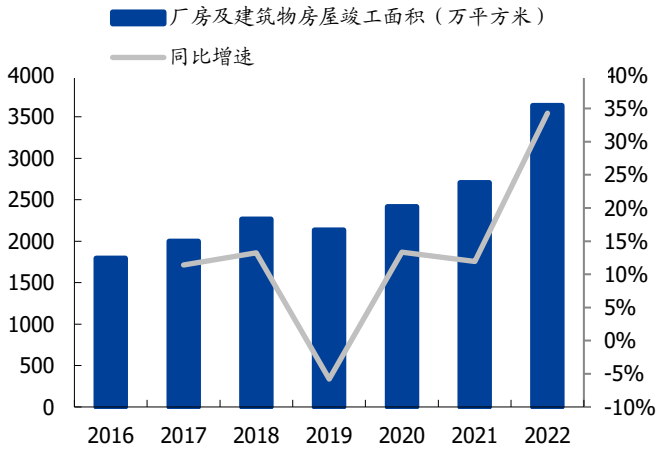
**抽水蓄能建设提速, 全省装机容量有望持续提升。**抽水蓄能为当前最成熟、唯一可适用大规模消纳的储能技术, 随着新型电力系统加速构建, 建设进程明显提速。2022年3月安徽省能源局发布《抽水蓄能中长期发展规划(2021-2035年)》, 规划指出目前安徽省已建成4座抽水蓄能电站, 总装机容量达348万千瓦(服务安徽电网207万千瓦、服务华东电网141万千瓦), 占全国装机容量的10.7%, 居全国第三位; 在建与纳入规划的抽水蓄能项目总装机容量分别为248、1080万千瓦。根据用电需求、峰谷差、电源结构、新能源发展以及补充电源调峰情况规划测算, 预计到2030年安徽省及华东电网新增需求将分别达到950、1750万千瓦, 对应于目前在建及规划中的抽水蓄能装机容量仍存在需求缺口, 安徽省抽水蓄能项目有望迎来建设发展新高峰。

### 市政房建: 城镇化率仍待提升, 长三角产业转移提振制造业需求

**省内城镇化率仍待提升, 有望提振市政基建需求。**2022年安徽省常住人口城镇化率为60.2%, 显著低于全国同期65.2%的城镇化率水平。2022年3月安徽省发展和改革委员会发布了《安徽省新型城镇化规划2021-2035》, 规划提出要全面构建“一圈一群一带”的城镇化战略格局, 形成多中心、多层次、多节点的网络型城市体系。规划预计到2025年安徽省常住人口城镇化率将达到65%左右, 到2035年全省常住人口城镇化率将达到73%以上, 城镇化率提升有望带动市政基建需求上行。到2025年安徽省计划实现一批市政公用设施的提档升级, 具体包括: 推动第一批城市片区(单元)更新改造, 汇总16市片区(单元)更新改造面积99.1平方公里、预计总投资710亿元; 改造城镇老旧小区5602个; 新增城市公共停车泊位20万个; 全部消除城市严重易涝积水区段, 建成排水防涝体系。

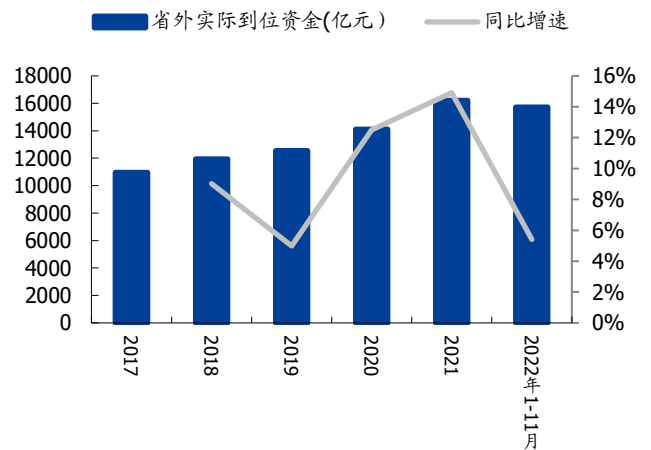
**承接长三角产业链转移, 制造业竣工面积高增。**据统计, 安徽省全省2022年厂房及建筑房屋竣工房屋面积完成3633.5万平方米, 同比增长34%。自2019年安徽省全部加入长三角以来, 安徽省出台了《皖北承接产业转移集聚区建设实施方案》、《关于高质量推进苏皖合作示范区和“一地六县”长三角生态优先绿色发展产业集中合作区规划建设的若干政策措施》等一系列相关政策, 鼓励各地区承接长三角产业链。依托于安徽省独特的区位优势, 自2017年以来安徽省亿元以上省外投资项目与省外实际到位资金均不断提升, 2023年1-9月安徽省亿元以上在建省外投资项目达4681个, 省外实际到位资金达9971.5亿元, 同比增长6.1%。其中投资资金排名前五的省市长三角地区占比居多, 分别为江苏、浙江、广东、上海、北京, 总实际到位资金为7956.7亿元, 占全省比重达79.8%。

图表 62: 安徽省厂房及建筑物房屋竣工面积情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 63: 安徽省省外实际到位资金



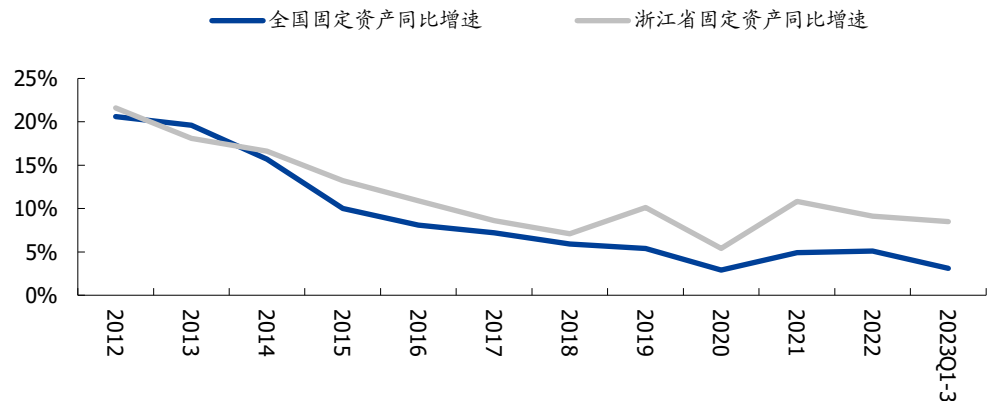
资料来源: 安徽省发展和改革委员会, 国盛证券研究所

**安徽建工: 安徽省属建筑龙头, 盈利质量优异。**公司为安徽省国资委旗下建筑龙头, 省内营收占比超 70%, 2013-2022 年公司营收/归母净利润复合增速分别为 32%/24%, 增长动力强劲。2023Q1-3 公司营收/业绩分别同增 11%/14.5%; Q3 单季同增 11%/32%, 业绩增长显著提速, 主要受益于单季盈利水平进一步提升 1.2pct。受益安徽省内区域基建高景气, 公司 2022 年订单同比高增 75%, 2023Q1-3 在上年高基数上延续 7% 的稳健增速, 有望支撑公司后续业绩持续释放, 叠加招投标制度优化, 预计公司后续市占率将持续提升, 订单增长动力充足。

### 3.2.4. 浙江: “千项万亿” 工程推出, 固投有望延续较快增长

**固投增速高于全国, 2023 年政策持续加码。**近年来浙江省固定资产投资增速持续高于全国水平, 2022 年全省固定资产投资额同比增长 9.1%, 超过全国固投增速 4 个 pct。2023 年 2 月 20 日省政府办公厅印发《2023 年浙江省扩大有效投资政策》, 提出稳住投资基本盘、迭代完善省主导的重大项目推进机制、持续向重大基础设施建设平台注入资本金等 24 条政策, 确保 2023 年全省固定资产投资增长快于经济增长, 投资政策持续加码。2023Q1-3 全省固定资产投资额同增 8.5%, 较全国增速高出 5.4pct, 省内投资延续较高景气。

图表 64: 浙江省及全国固定资产投资增速对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

“十四五”交通规划额同增71%，交通基建需求预计维持高位。“十四五”浙江省规划完成交通投资额20140亿，较“十三五”期间同增71%，其中高速公路/铁路规划投资额分别为4800/4000亿元，同比增长109%/208%。浙江省规划于“十四五”期间实现基础设施先行引领，新增综合交通网总规模约1万公里，基本建成“六纵六横”综合运输通道，形成以四大都市区为核心的高能级综合交通枢纽体系；加快“轨道上的浙江”建设，实现市市通高铁。加密完善四大都市区快速交通环线，加快提高10万人口以上城镇高速公路通达率和乡镇通三级以上公路覆盖率，预计“十四五”期间省内交通投资额将延续较快增长。

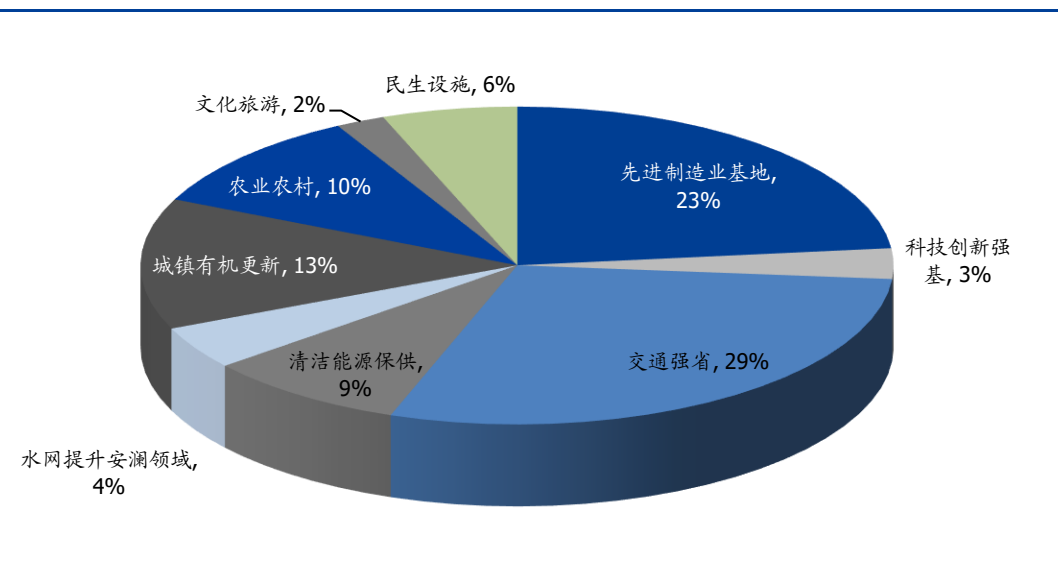
图表 65: 浙江省“十四五”交通规划 (单位: 亿元)

项目	“十三五”规划额	“十四五”规划额	增长率
<b>综合交通投资</b>	<b>11750</b>	<b>20140</b>	<b>71%</b>
<b>公路投资</b>	<b>5200</b>	<b>8800</b>	<b>69%</b>
高速公路	2300	4800	109%
国省道&农村公路	2900	4000	38%
国省道	1700	3000	76%
农村公路	1200	1000	-17%
<b>轨道交通投资</b>	<b>5000</b>	<b>8600</b>	<b>72%</b>
铁路	1300	4000	208%
城市&城际轨交	3700	4600	24%

资料来源: 浙江省交通运输厅, 浙江日报, 国盛证券研究所

“千项万亿”工程推出，有望带动省内投资维持稳健增长。2023年1月浙江省印发《浙江省扩大有效投资“千项万亿”工程实施方案(2023—2027年)》，围绕先进制造业基地、科技创新强基、交通强省、清洁能源保供等九大领域，每年滚动谋划推进重大项目1000个以上，每年完成投资1万亿元，为全省推进“两个先行”提供强劲支撑。2023年“千项万亿”工程计划完成投资额1万亿元以上，首批安排省重点项目791个，年度计划投资8337亿元。从具体资金投向看，九大领域合计投资额7.2万亿，其中交通强省/先进制造业基地/城镇有机更新投向额领先，分别为20821/16672/9553亿元，按5年投资期测算每年投资额14325亿元，占2022年全省固投总额的31%，有望拉动全省投资额维持较快增长。

图表 66: 浙江“千项万亿”工程投资结构



资料来源: 浙江发布, 国盛证券研究所

关注省内交通工程龙头浙江交科。公司为浙江省内龙头型交通工程施工企业，规模及技术优势显著，控股股东省交通集团作为省级交通基础设施投融资平台与全省交通建设主力军，“十三五”期间累计完成交通基建投资 2900 多亿，“十四五”期间计划投资超过 5000 亿，其中高速公路投资 2000 亿、铁路及轨交 3000 亿。2023Q1-3 公司累计新中标项目额 626 亿元，同增 10%；Q3 单季新中标 283 亿元，同比高增 112%，环比显著提速，预计后续随着大股东投资加码，公司签单将维持较快增长。

## 4. 专题二：“三大工程”建设提速，相关产业链龙头有望受益

### 4.1. 超大特大城市城中村改造提速，有望成“稳地产”重要抓手

**城中村改造首次提级单列，稳增长、稳地产战略意义凸显。**城中村改造属城市更新重要一环，以往国家层面多在城市更新大范畴下对城改作出指引，今年以来中央高级别会议多次提及，且7·21国常会指导意见首次将其提级单列，要求积极推动超大特大城市城中村改造，并召开电话会部署相关举措，顶层政策框架正式落地，同时7·24政治局会议定调积极推动城改。在当前经济下行压力较大背景下，城中村改造有望成为稳增长、稳地产重要抓手，战略意义凸显，后续相关政策有望加力推进。

图表 67: 2023 年以来城中村改造政策密集出台

时间	部门	文件	主要内容
4月28日	中共中央	中央政治局会议	<b>在超大特大城市积极稳步推进城中村改造</b> 和“平急两用”公共基础设施建设。要坚持稳中求进、积极稳妥，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造，成熟一个推进一个，实施一项做成一项，真正把好事办好、办实事。要坚持城市人民政府负主体责任，加强组织实施，科学编制改造规划计划，多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好。要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营。
7月21日	国务院	国常会审议通过《 <b>关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见</b> 》	
7月24日	中共中央	中央政治局会议	要加大保障性住房建设和供给， <b>积极推动城中村改造</b> 和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。何立峰强调，城中村改造是一项复杂艰巨的系统工程，要从实际出发， <b>采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造</b> 。实行改造资金和规划指标全市统筹、土地资源区域统筹，促进资金综合平衡、动态平衡。必须实行净地出让。坚持 <b>以市场化为主导、多种业态并举</b> 的开发运营方式。建设好配套公共基础设施，做好历史文化传承保护。要抓紧完善政策体系，相关城市政府要切实履行主体责任，加强领导力量，健全工作机制，推动城中村改造工作取得实效。
7月28日	中共中央	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议	
8月2日	国开行	2023年年中党建和经营工作座谈会	立足职能定位，聚焦服务全面加强基础设施建设，加大投融资支持力度。 <b>积极服务推动超大特大城市城中村改造</b> 和“平急两用”公共基础设施建设。推动深化基础设施投融资体制改革，加强市场化投融资模式创新，构建服务基础设施全生命周期的投融资产品体系。
8月17日	央行	2023年第二季度中国货币政策执行报告	落实好“金融16条”，保持房地产融资平稳有序，加大对住房租赁、 <b>城中村改造</b> 、保障性住房建设等金融支持力度。
9月14日	自然资源部	关于开展低效用地再开发试点工作的通知	为落实在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的有关要求，将在北京市等43个试点城市开展低效用地再开发试点，探索创新政策举措，完善激励约束机制。 <b>低效用地再开发以城中村和低效工业用地改造为重点</b> ，试点期限原则上为4年。

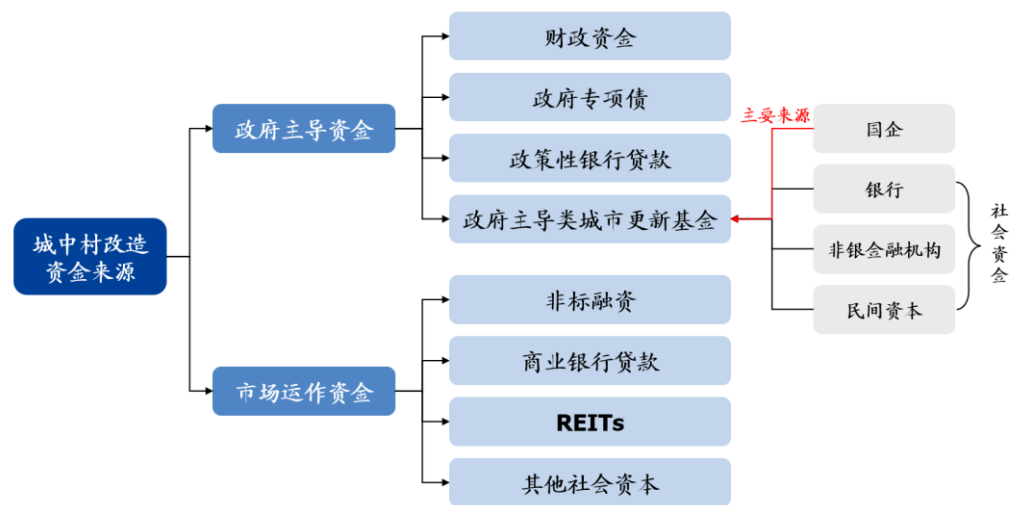
资料来源：中国政府网，自然资源部，新华网，国家开发银行，央行，国盛证券研究所。

**配套政策陆续出台，改造进程有望显著提速。**此前城中村改造以开发商主导为主，且2021年63号文出台后严格限制拆除比、新建比，导致市场化机制下部分拆除新建类项目收益率较低，改造近乎停滞，此轮城改政策有望从改造模式、资金支持、开发形式等多方面落地，加快改造进程：

**1) 改造模式:** 此次城改明确“坚持依法征收、净地出让”，使市场在资源配置中起决定性作用，强化政府主导（政府对项目收益率敏感度较低），由城市政府明确集体土地上房屋征收补偿责任部门、征收补偿标准和程序等，并依法依规实行征收。同时，政策明确将城中村改造项目分三类实施，符合条件的允许实施拆除新建，后续拆除、拆建比例约束有望放松，提升新建改造类城改单项目投资额。2023年11月22日广州市人大常委会发布《广州市城中村改造条例（草案修改稿·征求意见稿）》，拟于12月下旬进行第三次审议并交付表决，此为国内首个专门针对城中村改造的地方性法规条例，其中明确“政府主导、市场运作”，并允许拆除新建，同时将投票率由80%降为三分之二，经改造项目所在村农村集体经济组织三分之二以上成员和三分之二以上村民同意即可启动改造，预计将显著加快城改项目进度，后续其他地区也有望依照顶层政策框架指引，陆续出台地方细化政策，优化改造模式。

**2) 资金支持:** 城中村改造的资金来源大致分为政府主导及市场运作两大类，其中政府主导资金包括财政资金、政府专项债、政策银行贷款、政府主导类市场资金等；市场运作资金包括非标融资、商业银行贷款、REITs、其他社会资本等。从棚改实施情况看，PSL为主要资金来源，2016-2018年国开行及农发行发放的棚改贷款额累计超1万亿，占当年棚改投资额的70%-80%，2019年起专项债接棒支持棚改资金，财政资金作为补充渠道。借鉴棚改经验，在当前地方财政普遍偏紧，而城改前期征收补偿、土地整理资金需求量较大情况下，预计中央资金支持有望落地，潜在政策包括将城中村改造纳入专项债支持范围、提供专项借款等，有望进一步加快城中村改造进度。

图表 68: 城中村改造资金来源



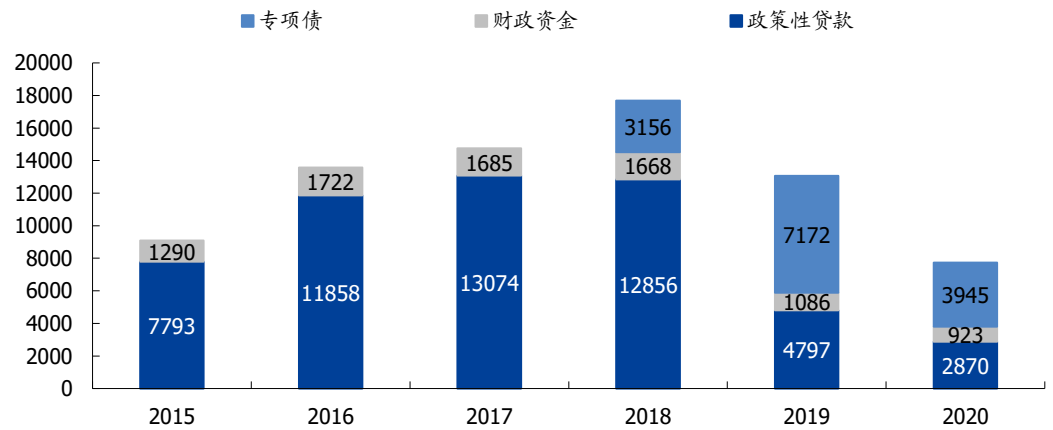
资料来源: 新京报, 国盛证券研究所

图表 69: 2015-2020 年棚改各项资金占总投资额比

时间	国开行贷款	农发行贷款	财政资金	专项债
2015	48.8%	1.8%	8.4%	-
2016	65.7%	14.4%	11.6%	-
2017	47.8%	23.2%	9.2%	-
2018	40.1%	33.8%	9.6%	18.1%
2019	22.7%	18.6%	9.4%	61.8%
2020	21.9%	14.9%	11.8%	50.6%

资料来源: 中国政府网, 中国经济导报, 新华社, 人民资讯, 国开行官网, 农开行年报, Wind, 国盛证券研究所  
注: 资金支持与实际投资额落地间存在周期, 部分年份占比加总可能超过100%。

图表 70: 2015-2020 年棚改各项资金规模 (单位: 亿元)



资料来源: 中国政府网, 中国经济导报, 新华社, 人民资讯, 国开行官网, 农开行年报, Wind, 国盛证券研究所。

**3) 开发形式:**《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》指出应“把城中村改造与保障性住房建设结合好”, 同时提出“积极创新改造模式, 努力发展各种新业态, 实现可持续运营”。因此, 本轮城中村改造预计并非简单的房地产开发, 而是多目标(公益、非公益)、多业态的组合, 以实现居住空间、产业空间、公共空间的平衡发展。对于开发主体来说, 具有产业链优势、运营板块多元、且融资能力强的综合性企业有望率先受益。

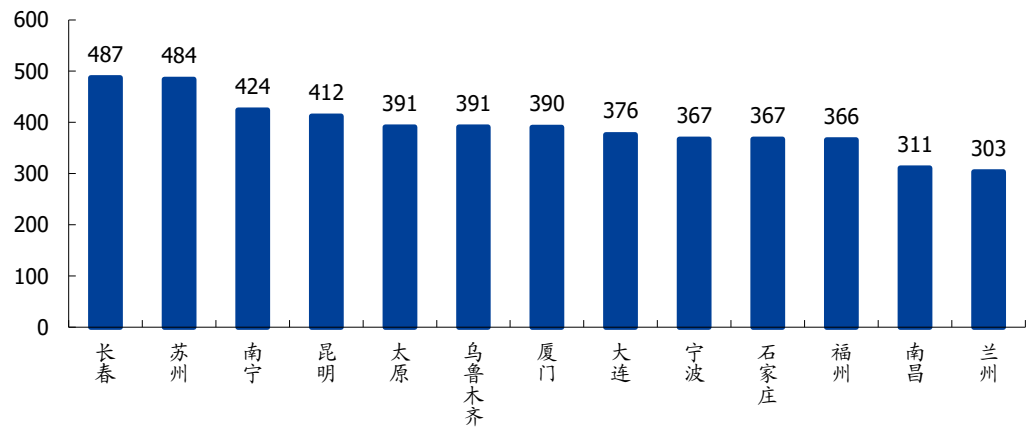
**超大特大城市城改有望拉动近 10 万亿建安投资, 预计为“稳地产”重要抓手。**根据我们外发的《城中村改造提速, 建筑产业链受益几何?》深度报告测算, 全国 19 个超大特大城市城中村改造合计有望拉动 9.6 万亿建安投资, 按 8-12 年改造周期对应年均投资规模 7969-11953 亿元, 占 2022 年房地产建安投资总额的 10%-15%。考虑到自然资源部 2023 年 9 月发布的低效用地再开发试点(城中村配套文件)包含共 43 个城市, 且 I 型大城市近年来人口持续净流入, 部分(如苏州)已跻身特大城市, 实际改造范围可能扩容进一步至 32 个城市。当前地产仍疲弱, 经济增长承压, 城改作为稳地产重要抓手, 明年起预计将显著提速, 有望一定程度对冲地产下行, 支撑经济维持稳健增长。

图表 71: 基于《2021年城市建设统计年鉴》的超大及特大城市范围

城市规模	城市	城区人口 (万人)	2022年房地产投资 额(亿元)	占全国比例
超大城市	上海	2489	4980	3.7%
	北京	1916	4178	3.1%
	深圳	1768	2934	2.2%
	重庆	1650	3468	2.6%
	广州	1320	3431	2.6%
	成都	1187	3369	2.5%
	天津	1165	2128	1.6%
	武汉	1094	3433	2.6%
特大城市	杭州	993	3889	2.9%
	东莞	930	896	0.7%
	西安	740	2599	2.0%
	郑州	719	2510	1.9%
	南京	693	2759	2.1%
	济南	657	1831	1.4%
	合肥	642	1457	1.1%
	沈阳	597	940	0.7%
	青岛	580	1789	1.3%
	长沙	510	2425	1.8%
	哈尔滨	503	341	0.3%
<b>合计</b>		<b>20153</b>	<b>49357</b>	<b>37.1%</b>

资料来源: 住建部, Wind, 国盛证券研究所

图表 72: 2021 年 I 型大城市人口数量 (单位: 万人)



资料来源: 住建部, 国盛证券研究所

## 4.2. 保障房供给端政策持续发力，装配式建筑迎新机

**保障房供给端政策持续发力，建设进程有望进一步提速。**今年以来保障房政策政策密集出台，2023年8月25日国常会审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》，会议指出“推进保障性住房建设，有利于保障和改善民生，有利于扩大有效投资，是促进房地产市场平稳健康发展、推动建立房地产业发展新模式的重要举措，表述中除传统的“保障和改善民生”，还提及了“扩大有效投资”以及保障房和房地产新发展模式的关系，保障性住房地位进一步提升。国务院后于9月4日召开规划建设保障房工作部署电话会议，强调保障性住房要实施严格封闭管理不得上市交易；10月底中央金融工作会议提出“因城施策用好政策工具箱，加快保障性住房等‘三大工程’建设”；11月16日财政部提前下达2024年425亿保障性安居工程补助资金，供给端政策持续发力，后续保障房建设进程预计将进一步提速。

图表 73: 《关于规划建设保障性住房的指导意见》

分类	表述
目的	在大城市 <b>加大保障性住房建设和供给</b> ,提高保障性住房在住房总供给中的比例,解决工薪收入群体住房困难,稳定工薪收入群体住房预期,为落实房子是用来住的、不是用来炒的定位提供住房支撑。 <b>推动建立房地产业转型发展新模式</b> ,让商品住房回归商品属性,满足改善性住房需求,促进稳地价、稳房价、稳预期,推动房地产业转型和高质量发展。
住房保障体系	协调好保障性住房与商品住房、保障性租赁住房等的关系。 <b>继续发展用于配租的保障性住房</b> ,对困难家庭提供公共租赁住房保障,对新市民、青年人提供保障性租赁住房,鼓励将空置的商业办公楼改建为宿舍型保障性租赁住房。城市人民政府应当 <b>对用于销售的人才住房、共有产权住房等政策性住房的政策进行梳理,将新建项目调整为本指导意见规定的用于配售的保障性住房或商品住房</b> 。
试点范围	以需定建。 <b>支持城区常住人口 300 万以上的大城市率先探索实践,具备条件的城市要加快推进</b> ,暂不具备条件的要做好政策和项目储备。商品住房库存大的城市,可改建或收购存量商品住房用作保障性住房,盘活闲置土地和房屋,避免重复建设造成浪费。政府应尽力而为、量力而行,根据经济能力、房地产市场情况和各类困难群体住房需求。区分轻重缓急,稳慎有序推进
资金来源	按照工薪收入群体可负担、项目资金可平衡、发展可持续的原则, <b>由政府划拨供地和负责建设配套设施,采取市场化方式运作,按保本微利原则配售</b> 。应做好项目风险评估,凡是因之新增地方政府隐性债务的,一律不得实施。对符合条件的保障性住房项目, <b>中央通过现有资金安排渠道适当给予补助。将符合条件的保障性住房项目纳入地方政府专项债券支持范围</b> 。在城区常住人口 300 万以上的大城市试点利用住房公积金发放保障性住房开发贷款。
保障对象	重点针对 <b>住房有困难且收入不高的工薪收入群体,以及城市需要的引进人才等群体</b> 。以家庭为单位,保障对象只能购买一套保障性住房。已享受过房改房等政策性住房的家庭申请保障性住房,需按规定腾退原政策性住房。
用地供给	保障性住房以划拨方式供应土地,仅支付相应的土地成本。要充分利用依法收回的已批未建土地、房地产企业破产处置商品住房和土地、闲置住房等建设筹集保障性住房。在符合规划、满足安全要求、尊重群众意愿的前提下,支持利用闲置低效工业、商业、办公等非住宅用地建设保障性住房,变更土地用途,不补缴土地价款,原划拨的土地继续保留划拨方式城市人民政府对项目的建设规模等规划指标予以支持优化。优先安排在交通便利、公共设施齐全区域,防止因位置偏远、交通不便等造成房源长期空置。
配售规则	<b>配售价格按基本覆盖划拨土地成本和建安成本、加适度合理利润的原则测算确定</b> 。加强配套设施建设和公共服务供给,确保与保障性住房同步规划、同步建设、同步交付,把好质量关,相关建设投入不得摊入保障性住房配售价格。
运营管理	<b>对保障性住房实施严格的封闭管理</b> 。禁止以任何方式违法违规将保障性住房变更为商品住房流入市场。工薪收入群体购买的保障性住房不得长期闲置。如长期闲置、确需转让、因辞职等原因离开机关事业单位或企业的由城市人民政府按规定予以回购。封闭管理的具体办法由城市人民政府制定。住房和保障对象档案,实行全国联网。”
税费减免	免征城镇土地使用税、印花税,在商品住房中配套建造按比例免征。免收各项行政事业性收费和政府性基金,包括防空地下室易地建设费、城市基础设施配套费、教育费附加和地方教育附加等。转让旧房作为保障性住房房源且增值额未超过扣除项目金额 20%的,免征土地增值税。对保障性住房经营管理单位回购保障性住房继续作为保障性住房房源的,免征契税。支持个人公积金贷款,对个人减按 1%征收契税。

资料来源:克而瑞研究中心,国盛证券研究所

图表 74: 保障房建设相关政策

日期	政策/会议	具体内容
4月28日	中共中央政治局会议	规划建设保障性住房。
7月21日	国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》	高效综合利用土地资源, 统筹处理各方面利益诉求, 并把城中村改造与保障性住房建设结合好。
7月24日	中共中央政治局会议	要加大保障性住房建设和供给。
8月25日	国常会审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》	要做好保障性住房的规划设计, 用改革创新的办法推进建设, 确保住房建设质量, 同时注重加强配套设施建设和公共服务供给。
9月4日	规划建设保障性住房工作部署电视电话会议召开	保障房建设有利于缓解大城市住房矛盾、有力有序有效推进房地产转型和高质量发展、更好拉动投资消费、促进宏观经济持续向好。
9月28日	财政部、住建部、税务总局发布《关于保障性住房有关税费政策的公告》	对保障性住房项目建设用地免征城镇土地使用税; 对个人购买保障性住房, 减按1%的税率征收契税等。
10月30日	中央金融工作会议	促进金融与房地产良性循环, 健全房地产企业主体监管制度和资金监管, 完善房地产金融宏观审慎管理, 一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求, 因城施策用好政策工具箱, 更好支持刚性和改善性住房需求, 加快保障性住房等“三大工程”建设, 构建房地产发展新模式。
11月16日	财政部提前下达2024年保障性安居工程补助预算	提前下达2024年部分中央财政城镇保障性安居工程补助资金预算, 共计425亿元。

资料来源: 新华社, 新京报, 中国经济时报, 每日经济新闻, 澎湃新闻, 国盛证券研究所。

**2023-2025年我国保障房建设累计投资规模预计达6632亿。**住建部规划“十四五”期间全国40个重点城市计划新增保障性租赁住房650万间, 2021-2022年全国筹建保障房数量分别为94.2/240万套, 2023-2025年保障房计划新建套数为316万套, 其中2023年计划筹建204万套, 目前已完成72%, 假设全年保障房建设规模与规划一致, 则2024-2025年计划新建套数为112万套。按3000元/平米的建安成本及70平米的单位面积测算, 2023-2025年我国保障房累计投资规模可达6632亿元。弹性假设测算下, 累计投资规模约2842-11053亿元。

图表 75: 2023-2025年保障房投资规模敏感性测算

单位: 亿元	单位建筑面积 (平方米)				
	30	40	50	60	70
3000	2842	3790	4737	5684	6632
3500	3316	4421	5527	6632	7737
4000	3790	5053	6316	7579	8842
4500	4263	5684	7106	8527	9948
5000	4737	6316	7895	9474	11053

资料来源: 第一财经, 国盛证券研究所

**保障房建设提速有望带动装配式需求上行。**保障性租赁房一般为政府统筹建设, 项目体量较大, 以批量建造为主, 因此采取装配式建造形式具备一定成本优势。此外, 保障房以满足基本住房需求为主要目的, 房屋个性化程度较低, 房型设计、结构形式都较为标准化, 与装配式生产标准化的特点较为契合。综合来看, 在保障房项目中运用装配式建造技术可有效提升住房标准化程度、保障工程质量, 同时加快工程进度, 节约综合成本。从各地政策看, 我国已有多个省市将保障房作为装配式工程的试点项目, 从保障房为切入点全省推广装配式技术。具体政策类型主要包括: 1) 强制纳入保障房建设规划的项目采用装配式建筑, 如北京、上海、深圳、天津、浙江等。2) 对装配式保障房项目给予补贴, 如江苏、河南等。3) 鼓励在保障房项目中率先试点装配式技术, 如广东、河南、陕西、海南等。当前装配式建造技术在保障房中已具备较高渗透率, 保障房建设加速有望显著提振装配式建筑需求, 相关产业链企业有望受益。

图表 76: 部分省市强制保障房建设使用装配式建造

地区	时间	政策名称	具体内容
北京	2017.3	《关于加快发展装配式建筑的实施意见》	自 2017 年 3 月 15 日起，新纳入北京市保障性住房建设计划的项目和新立项政府投资的新建建筑应采用装配式建筑。 <b>2016 年起结合当年度保障房开工项目建设计划，确定本市各类保障性住房项目实施装配式建设。</b> 装配式保障房应符合《本市装配式保障性住房建设技术要点》。装配式保障房应合理控制建设成本，对因实施装配式住宅而增加的建设成本，按动态平均装配式成本计入。
上海	2016.1	《关于推进本市保障性住房实施装配式建设若干事项的通知》	下列项目应当实施装配式建筑：（一）新出让的住宅用地项目；（二）纳入“十三五”开工计划（含棚户区改造和城市更新等配建项目）独立成栋，且截至 2016 年 6 月 27 日尚未取得《建设用地规划许可证》的人才住房和保障性住房项目。
深圳	2017.2	《深圳市住房和建设局关于加快推进装配式建筑的通知》	到 2017 年，全市新开工的保障性住房必须采用装配式施工技术。
重庆	2014.12	《关于加快推进建筑产业现代化意见的通知》	对装配式建筑的阶段性发展目标进行了规划，其中指出：2017 年底前政府投资项目、保障房及 5 万平方米以上公共建筑应采用装配式建筑； <b>2018-2020 年采用装配式建筑的保障房和商品住房全装修比例达到 100%。</b>
天津	2017.7	《关于大力发展装配式建筑的实施方案》	

资料来源：人民网，天津市住建委，上海市住建委，北京市人民政府，深圳住建委，国盛证券研究所。

### 4.3. “三大工程”配套产业链标的梳理

- 1) 设计规划：**城改启动需地块规划及建筑设计先行，重点推荐深圳城改及保障房设计龙头**华阳国际**，关注上海建筑设计龙头**华建集团**。
- 2) 检测评估：**城改前期需进行地块调研及项目评估，实施期需配套房屋质量检测及评估，重点关注第三方工程评估龙头**深圳瑞捷**。
- 3) 开发施工：**建筑央国企在城市综合开发及保障房建设中具备领先优势和丰富经验，预计是此轮城改和保障房建设的主要实施方，重点推荐和关注房地产综合龙头**中国建筑**及旗下子公司**中国建筑国际**；区位优势显著的地方国企**上海建工**、**隧道股份**、**安徽建工**。
- 4) 装配式装修：**城改及保障房建设提速将显著带动装配式行业相关需求，重点推荐装配式装修龙头**亚厦股份**、**金螳螂**。

## 5. 专题三：传统产能加速输出，境内制造业转型升级发力

### 5.1. 境外：传统制造业产能对外输出，建材、化工建设龙头迎来机遇

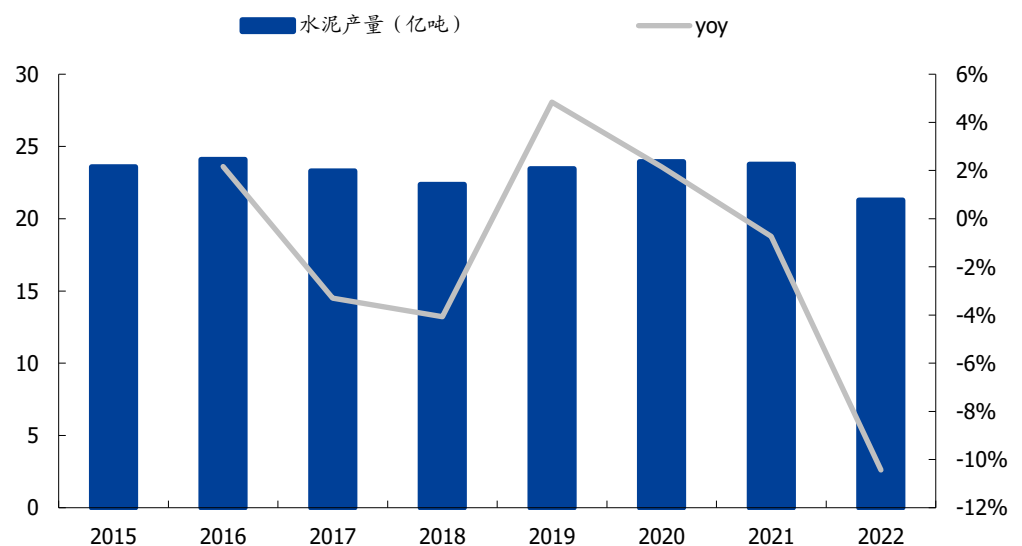
**国内传统制造业产能过剩、供给侧改革限制产能扩张。**近年来我国传统制造行业面临产能过剩困境，行业供给侧改革政策频出，通过严禁新增产能、淘汰落后产能、推行错峰生产、推进联合重组和严肃减量置换压减部分过剩产能，促进行业有序发展。2015年工信部《关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》，开始限制水泥等产能过剩行业；2016年7月国务院办公厅印发《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》；2021年12月工信部发布《“十四五”原材料工业发展规划》，进一步提出水泥等原材料大宗商品产能只减不增。2022年我国水泥产量21.3亿吨，同比下降10.4%，供给端明显出清。

图表 77: 工信部《“十四五”原材料工业发展规划》

发展目标	具体内容
结构合理化水平持续改善	水泥等重点原材料大宗产品产能只减不增，产能利用率保持在合理水平。重点领域产业集中度进一步提升，形成5-10家具有生态主导力和核心竞争力的产业链领航企业。
严控新增产能	完善并严格落实钢铁、水泥、平板玻璃、电解铝行业产能置换相关政策，防止铜冶炼、氧化铝等盲目无序发展，新建、改扩建项目必须达到能耗限额标准先进值、污染物超低排放值。鼓励各地区扩大原材料行业产能置换实施范围，提高淘汰落后标准，利用综合标准依法依规推动落后产能退出。
健全长效机制	实施水泥常态化错峰生产，探索建立钢铁等行业错峰生产机制。支持钢铁、水泥等重点行业构建生产全过程碳排放统计核算、监测与评估体系。
推广先进技术	建材行业推广协同处置、低碳及高性能水泥、碳捕捉纯化、全氧富氧燃烧、全电熔及电助熔、原燃料替代、成型烧结等低碳技术。
建设试点项目	开展水泥、煤化工等行业二氧化碳捕集、封存技术推广应用试点、推进二氧化碳在驱油、合成有机化学品等方面应用，开展低碳水泥、氢能窑炉及固碳建材试点。

资料来源：工信部，国盛证券研究所

图表 78: 中国水泥产量及增速



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

海外优势产能输出空间广阔，传统制造业加快走出去步伐。在国内供给侧改革限制与一带一路倡议双重推动下，我国石化、水泥、钢铁等传统制造业龙头加快“走出去”步伐，积极推进海外产能布局。

- **中国石油：**中亚、中东地区重点项目稳步推进，2023H1 海外实现原油产量 82.0 百万桶，同比增长 27.8%；油气当量产量 98.7 百万桶，同比增长 20.9%，占集团油气当量产量的 11.0%。
- **中国石化：**截至 2022 年底，在全球 23 个国家投资 44 个油气勘探开发项目，2022 年海外权益原油 2699.6 万吨，海外权益天然气 98.4 亿立方米。
- **海螺水泥：**截至 2022 年 2 月，海螺集团已在“一带一路”沿线 13 个国家（地区）投资设立 29 家公司，形成水泥产能约 2000 万吨，2022 年计划未来五年向东盟十国出资 300 亿元，持续输出先进产能。
- **新天山水泥：**公司在赞比亚、蒙古均有水泥生产线，下属区域公司中材水泥已经完成国内水泥资产的剥离，专注于国际化业务拓展。
- **中国宝武：**深入推进海外钢铁产业布局，2023 年 5 月，宝武旗下重要上市钢企宝钢股份与沙特阿美、沙特公共投资基金正式签约，共同建设全球首家绿色低碳全流程厚板工厂，迈出“走出去”关键步伐。

图表 79：水泥、化工、钢铁龙头海外布局

公司	核心领域	海外布局
中国石油	原油、天然气	中亚、中东地区重点项目稳步推进，2023H1 海外原油产量 82.0 百万桶，同比+27.8%；油气当量产量 98.7 百万桶，同比+20.9%。
中国石化	原油、天然气	截至 2022 年底，在全球 23 个国家投资 44 个油气勘探开发项目，2022 年海外权益原油 2699.6 万吨，海外权益天然气 98.4 亿立方米。
海螺水泥	水泥	公司在“一带一路”沿线 13 个国家（地区）投资设立 29 家公司，形成水泥产能约 2000 万吨，2022 年计划未来五年向东盟十国出资 300 亿元，持续输出先进产能。
新天山水泥	水泥	公司在赞比亚、蒙古均有水泥生产线，下属区域公司中材水泥已经完成国内水泥资产的剥离，专注于国际化业务拓展。
中国宝武	钢铁	公司拥有分别设立在美国、日本、德国、新加坡、泰国、中国香港等国家和地区的境外各级子公司 23 家、参股公司 6 家。2023 年 5 月，宝武旗下重要上市钢企宝钢股份与沙特阿美、沙特公共投资基金正式签约，共同建设全球首家绿色低碳全流程厚板工厂。

资料来源：中国石油公告，中国石化官网，中国混凝土与水泥制品协会，全球起重机械网，数字水泥，澎湃新闻，国盛证券研究所。

中东、俄罗斯外交释放积极信号，预计为后续重点合作区域。“一带一路”沿线地区石油、天然气、天然橡胶、钾盐等能源资源矿藏丰富，但工程技术相对落后，为我国优质化学工程“走出去”的重要市场，后续受益“一带一路”战略推进，沿线化工建设需求有望上行。今年从“一带一路”相关外交活动看，中东与俄罗斯预计是重点合作地区。

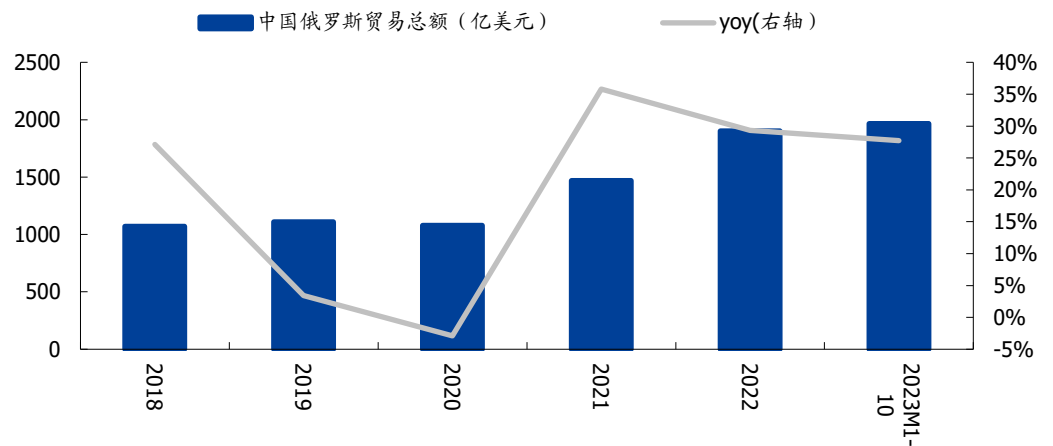
- **中东：**3 月沙特和伊朗在北京宣布和解，标志着中国中东外交取得重大成果，彰显中国影响力，也预示着中国将在中东地区事务中发挥更为积极和关键的作用。
- **俄罗斯：**2023 年中俄领导人多次会晤，元首外交释放积极信号，引领双方加深合作。2023 年 1-10 月，中俄双边贸易额 1964.8 亿美元，同比增长 28%，双方经贸往来明显加密。

图表 80: 2023 年中国与中东、俄罗斯重要外交事件

国家(地区)	时间	事件
中东	2023年3月	沙特和伊朗在北京宣布和解
	2023年11月	阿拉伯、伊斯兰国家外长联合代表团访华
俄罗斯	2023年3月	习近平主席对俄罗斯开展国事访问
	2023年5月	俄罗斯总理米舒斯京访华
	2023年10月	习近平主席同来华出席第三届“一带一路”国际合作高峰论坛的俄罗斯总统普京举行会谈

资料来源: 新华社, 中国政府网, 环球网, 澎湃新闻, 国盛证券研究所。

图表 81: 中国-俄罗斯贸易总额及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

“带路”沿线国家市场潜力大, 建材产能建设需求旺盛。“一带一路”沿线多为发展中国家, 且经济处快速发展期, 固定资产投资增速较快, 水泥、玻璃、钢铁等原材料需求快速增长, 产能建设需求旺盛。如东南亚地区受益人口红利释放及当地资源禀赋, 区域经济规模加速增长, 发展势头强劲, 叠加疫后经济复苏, 当地基建需求正快速攀升。根据《联合早报》披露, 2021-2030年东南亚基建投资预计需要2万亿美元融资, 年均规模约2000亿美元。基建潜在需求支撑下, 建材产能建设空间充足。

图表 82: 部分东南亚国家基建投资计划

国家	投资计划
印尼	2020-2024年基建投资4120亿美元, 约合GDP的5.7%
菲律宾	2023-2028年将基建投资提高到GDP的6.3%
泰国	2022年投入约454亿美元建设37个基础设施项目
越南	2021-2025年基建投资约1190亿美元
马来西亚	2021-2025年基建投资约960亿美元
柬埔寨	2020-2022基建投资78亿美元

资料来源: 各国财政规划, 国盛证券研究所

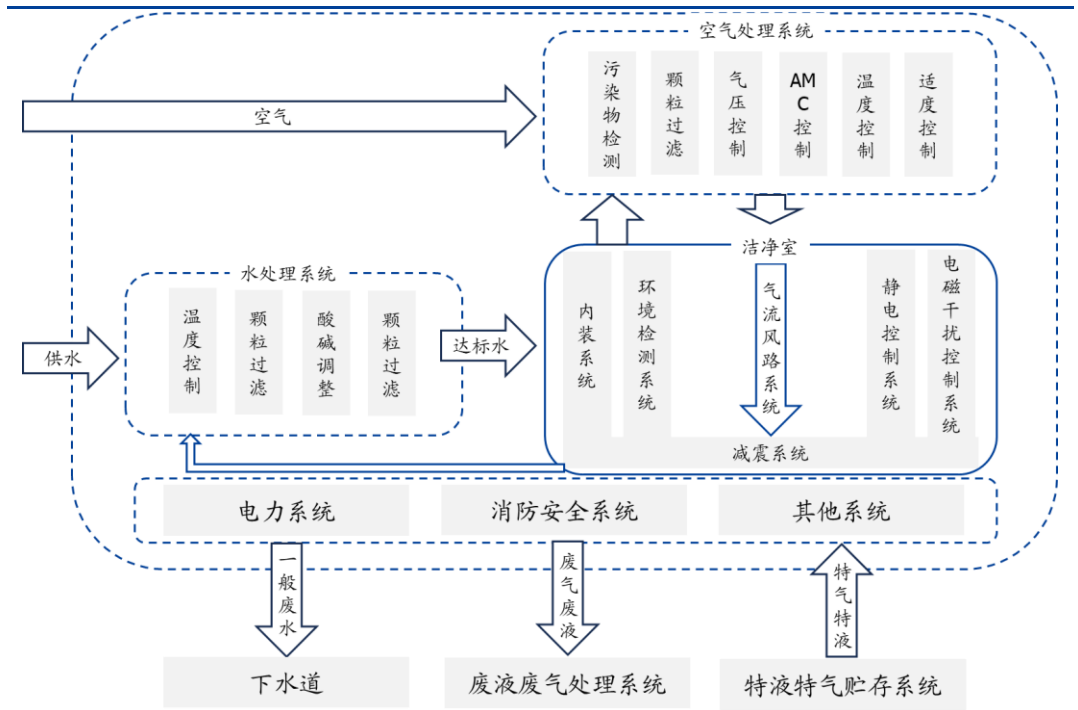
**中国化学：化学工程领军企业，海外业务布局完善。**公司为我国化学工程领军企业，具备完整产业链布局、全面业务资质以及业内领先的技术实力，承建了我国绝大多数化工和石油化工生产基地。公司海外业务布局完善，现拥有境外机构 130 余个，分布在俄罗斯、印度尼西亚、马来西亚、阿联酋、沙特、巴基斯坦等 60 多个国家和地区，境外业务占比约 20% 以上。截至 2023H1 末，公司在“一带一路”沿线国家累计完成合同额已超过 1000 亿美元。2023M1-10 公司海外订单同比高增 292%，且在中东、俄罗斯等重点区域受益于以往项目经验积累，有望进一步深化合作，助力订单延续增长。

**中材国际：全球水泥工程龙头，海外属地化经营成效显著。**公司隶属中建材集团，为全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商，全产业链一体化优势显著，水泥工程市占率连续 15 年全球第一，国内/国外市占率约 70%/60%。公司深耕海外属地化经营，截至 2022 年末，累计建成 36 家属地化机构。2023Q1-3 海外订单同增 169%，增势强劲，受益“一带一路”战略推进、沿线水泥新建需求释放，海外业务有望延续高增。

## 5.2. 境内：下游芯片快速扩产，洁净室需求加速放量

洁净室属先进制造业的基础性工程，需求伴随制造业转型升级应运而生。洁净室是指将一定范围内的微污染物排除，并将室内的温度、湿度、压力等要素控制在某一区间的密闭空间。按照控制对象差异，洁净室可分为：1) 工业洁净室，着重于控制有害颗粒粒子浓度，主要应用于高精密制造业领域，洁净要求较高（IC 半导体、光电面板核心工艺区需保持 1-5 级洁净度）。2) 生物洁净室，以控制微生物生长为目的，主要适用于医院、制药、食品饮料生产等行业（洁净度 5-9 级）。

图表 83：洁净室工程构成



资料来源：圣晖集成招股书，国盛证券研究所

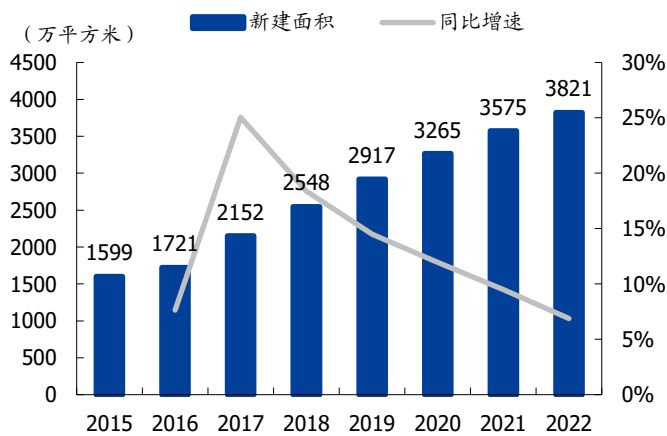
图表 84: 不同行业洁净室洁净等级要求

洁净等级	芯片制造	TFT-LCD	HDD	半导体材料	封装	药品工业	食品工业
ISO Class1	洁净等级 要求1-8级	洁净等级 要求2-7级	洁净等级 要求3-7级	洁净等级 要求4-8级	洁净等级 要求5-8级	洁净等级 要求5-8级	洁净等级 要求5-9级
ISO Class2							
ISO Class3							
ISO Class4							
ISO Class5							
ISO Class6							
ISO Class7							
ISO Class8							
ISO Class9							

资料来源: 圣晖集成招股书, 国盛证券研究所

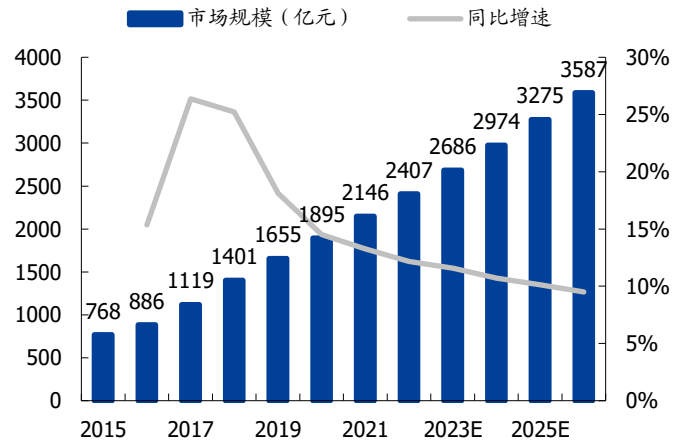
近年来洁净室规模持续提升, 2015-2022 年市场规模/新建面积 CAGR 分别为 18%/13%。2015-2022 年间我国洁净室市场规模由 768 亿元增长至 2407 亿元, 新建面积由 1599 万平方米增长到 3821 万平方米, 复合增速分别为 18%/13%。预计到 2026 年行业市场规模有望达 3587 亿元, 2022-2026 年有望实现年均 10% 的复合增速。

图表 85: 洁净室新建面积及增速



资料来源: 圣晖集成招股说明书, 智研咨询, 观研天下, 国盛证券研究所。

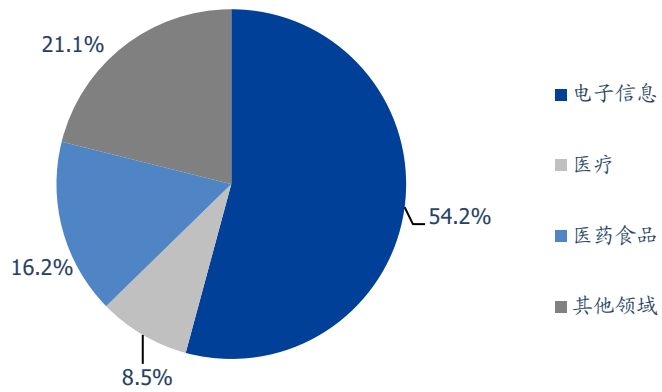
图表 86: 洁净室市场规模及增速



资料来源: 柏诚股份招股说明书, 中国电子学会, 智研咨询, 观研天下, 国盛证券研究所。

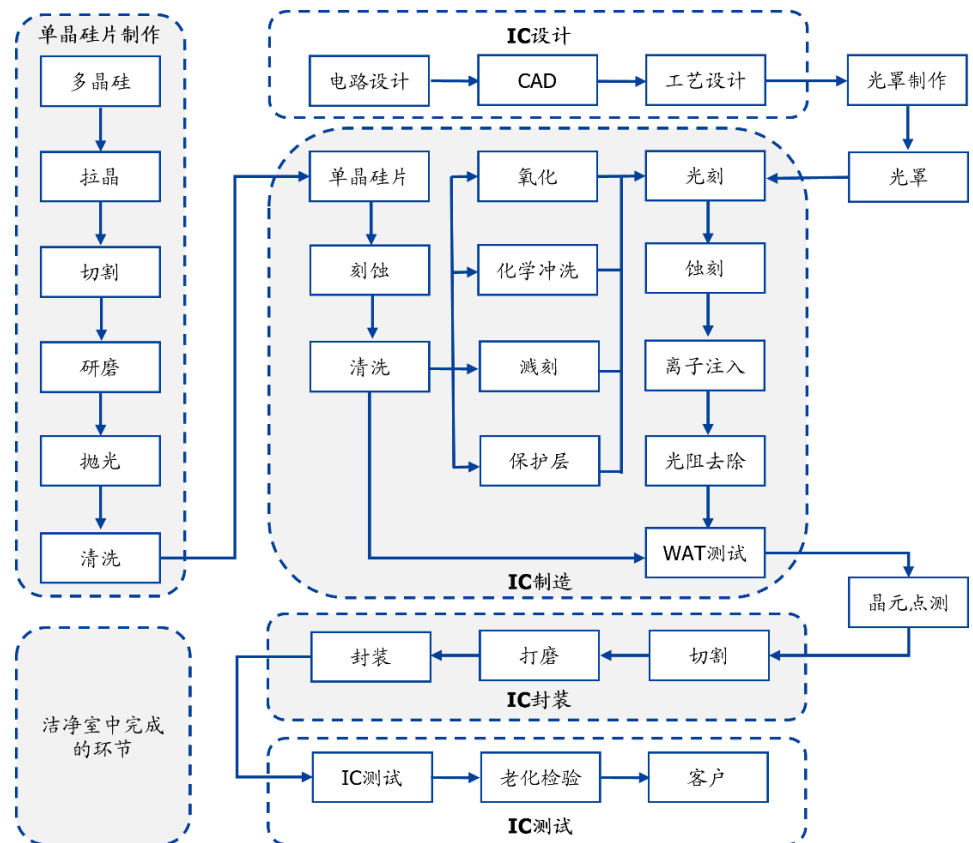
半导体为高端洁净室最主要应用领域。洁净室作为保证高科技产品的良品率和安全性的关键基础设施, 广泛应用于半导体、新型显示、生命科学、食品药品大健康以及其他高科技产业, 其中半导体应用占行业需求的 54%, 为洁净室最主要应用领域; 医疗/医药/其他行业分别占行业需求的 8.5%/16.2%/21.1%。从应用环节看, 半导体集成电路的生产过程分为设计、制造、封装三个阶段, 其中制造和封装环节均需在洁净室环境中进行, 半导体原材料单晶硅片的生产也需要在洁净室环境中完成。

图表 87: 洁净室下游需求结构



资料来源: 华经情报网, 国盛证券研究所

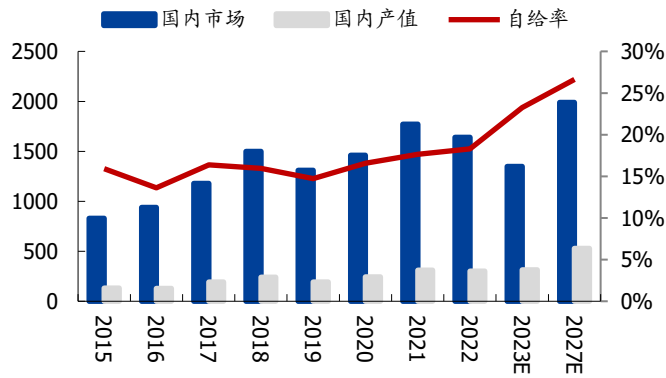
图表 88: IC 制造流程与洁净室应用



资料来源: 美埃科技招股书, 国盛证券研究所

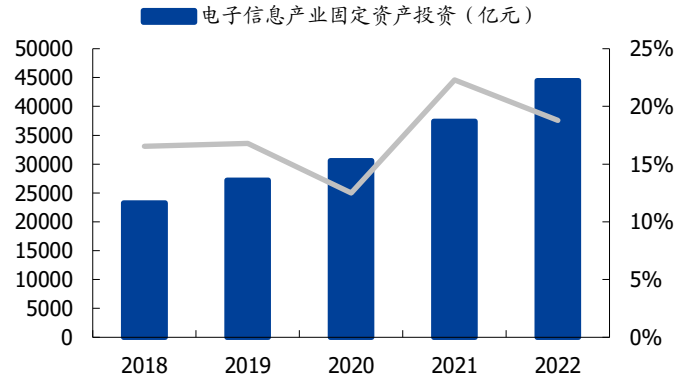
芯片产业高度景气叠加国产化进程加快, 洁净室需求增长。我国为全球最大的半导体芯片市场, 2022 年销售金额高达 1803 亿美元, 占全球市场的 32.5%。但目前我国集成电路自给率较低, 2015-2020 年我国集成电路自给率在 16% 上下波动。2022 年, 美国签署《2022 芯片和科技法案》, 意图限制半导体企业在中国建设先进芯片产能, 中国半导体行业国产化的重要性与紧迫性进一步凸显。在支持政策频繁落地、产业投资力度加码以及国内企业大力研发的推动下, 芯片国产替代进程快速推进, 2022 年国内电子信息产业固定资产投资额同比增长 18.8%, 并有望延续高增态势, 洁净室工程作为芯片生产前序性投入环节, 需求有望快速释放。

图表 89: 我国集成电路自给率情况



资料来源: 199IT, TechInsights, 国盛证券研究所

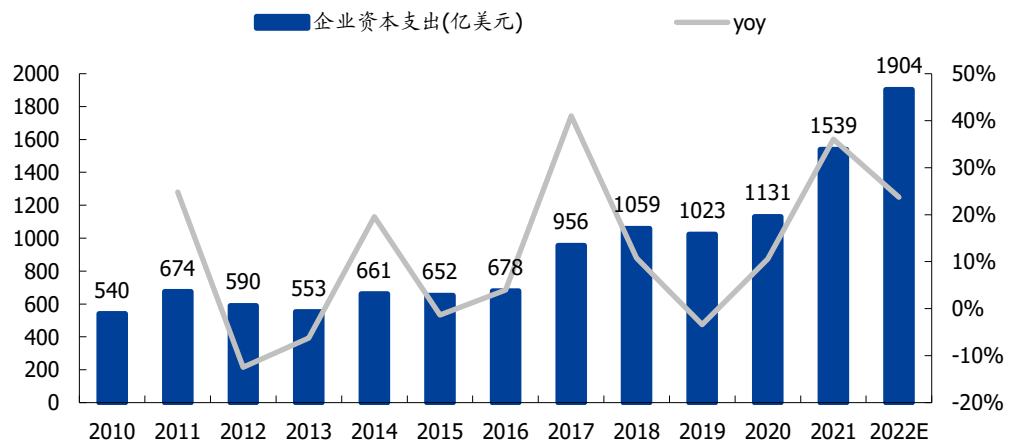
图表 90: 电子信息产业固定资产投资及同比增速



资料来源: 圣晖集成招股说明书, 国盛证券研究所

半导体厂商持续扩产, 洁净室需求预计将维持高位。根据 IC Insights 数据, 2021 年全球半导体企业资本支出 1539 亿美元, 同比增长 36.07%, 2022 年数据预计为 1904 亿美元。从企业扩产数据来看, 中芯国际、台积电、联电、华虹等龙头企业均在近年内安排中国境内扩产计划, 2023Q3 中芯国际上修资本开支至 75 亿美元, 中期看洁净室需求仍将维持高位, 龙头签单有望延续高增。

图表 91: 全球半导体企业资本支出



资料来源: IC Insights, 柏诚股份招股书, 国盛证券研究所。

图表 92: 部分半导体企业中国境内扩产计划

公司	地点	投资	时间
台积电	南京	28.87 亿美元	2022 年下半年投产
	中国台湾	1840-2300 亿元	2024 年试产, 2025 年量产
	中国台湾	90.4 亿美元	2022 年动工, 2024 年投产
联电	中国台湾	30 亿美元	2022 年动工, 2023 年投产
	厦门		2021-2022 年
	苏州		2022-2024 年
中芯国际	北京		2021-2022 年
	深圳	23.5 亿美元	2022-2023 年
	北京	76 亿美元	2024-2025 年
	上海	88.7 亿美元	2024-2026 年
	绍兴		2021-2023 年
	宁波		2022-2023 年
华虹集团	无锡	52 亿元	2021-2022 年
力积电	铜锣	2780 亿新台币	2023-2026 年
世界先进	新竹		2023-2025 年

资料来源: EDA365 电子论坛, 芯思想研究院, 国盛证券研究所。

**中高端洁净室格局相对稳定, 民营龙头快速增长。**当前我国低端洁净室工程市场竞争较激烈, 中高端洁净室由于具备更高技术、资质壁垒, 行业格局相对集中, 主要头部包括两大国资(深桑达 A、太极实业)以及三大民营龙头: **1) 圣晖集成**, 台湾圣晖控股子公司, 提供洁净室 EPCO 全产业链服务, 客户覆盖电子、医药生物、精细化工、食品等领域, 下游积累中芯国际、富士康、矽品科技、三安集成、友达光电等多个优质客户资源。**2) 亚翔集成**, 2002 年成立于台湾省, 在半导体、光电洁净室工程领域具备显著优势, 2022 年电子行业收入占比 95%, 与台积电、中芯国际、合肥长鑫等优质企业建立长期稳定合作关系。**3) 柏诚股份**, 1994 年成立于江苏无锡, 是国内洁净室系统集成行业的先行者之一, 与京东方、三星、华星光电、天马微电子、百济神州等行业领先企业保持长期稳定的合作关系。

图表 93: 洁净室工程相关标的

企业名称	公司简介	2022年洁净室 相关营业收入 (亿元)
圣晖集成	公司成立于2003年,为先进制造业提供洁净室系统集成工程整体解决方案,具备“工程施工设计+采购+施工+维护”EPCO全产业链,客户覆盖电子、医药生物、精细化工、食品等多个领域,下游客户包括中芯国际、富士康科技集团、矽品科技、三安集成、友达光电、歌尔股份、华润微电子、上海合晶硅等业内知名企业。	16.28
亚翔集成	公司成立于2002年,主要提供中高端的洁净室系统集成工程的整体解决方案,在半导体、光电、太阳能等专业工程领域积累丰富经验,2022年IC半导体占公司营收的95%。公司下游积累丰富优质客户资源,包括中芯国际、南京台积电、合肥长鑫、武汉弘芯等。	30.39
深桑达A	中国电子旗下上市平台,下属子公司中电二为国内最早从事洁净工程、工业建筑工程的大型央企;中电四为国内领先的高科技产业工程综合服务商,专注服务于半导体、平板显示、生物医药、化工环保、云计算、新能源等高科技领域。	396.97
太极实业	旗下子公司十一科技提供电子高科技(集成电路、液晶显示等)、新能源、生物制药等高端制造领域工程服务,在高级别净化空调系统、超纯水系统、以及防静电、防微振、电磁环境污染控制等方面设计具有独特专长	305.17
柏诚股份	公司创立于1994年,主要专注于为高科技产业的建厂、技改等项目提供专业的洁净室系统集成整体解决方案,覆盖半导体及泛半导体、新型显示、生命科学、食品药品大健康等国家重点产业,是国内少数具备承接多行业主流项目的洁净室系统集成解决方案提供商之一。	27.51
新纶新材	公司拥有一支经验超过20年洁净室工程设计、施工、监理、维护一体化营运团队;先后完成国内外半导体、微电子、集成电路、精密仪器、新材料、新能源、医疗卫生、制药、食品、日化和汽车制造等众多领域上百项大型专业洁净工程和实验室系统工程,为客户提供专业化的系统服务,并帮助医药、食品行业客户通过国内新版GMP或欧盟CGMP等相关认证;净化工程洁净级别可达1级标准。	9.79

资料来源:各公司公告,公司官网,国盛证券研究所。

## 6. 投资策略与重点标的评述

### 6.1. 投资建议

当前政策致力于巩固经济回升趋势，预计后续仍会保持宽松，明年固投增速有望回升，三大投资均有望改善，重点推荐三条主线：1) 受益基建资金面改善、国企改革深化，估值处于低位的央企国企板块；2) 受益城中村改造、保障房等“三大工程”加速建设的产业链龙头；3) 受益制造业转型升级及传统优势产能对外输出的专业工程龙头。

**投资建议：**1) 重点推荐和关注低估值建筑央企**中国交建、中国中铁、中国铁建**；优质地方国企**安徽建工、新疆交建、西藏天路、浙江交科**。2) 城改及保障房主线重点推荐和关注设计龙头**华阳国际**；第三方评估龙头**深圳瑞捷**；施工龙头**中国建筑、中国建筑国际**；装配式龙头**金螳螂、亚厦股份、中铁装配**。3) 制造业方向建议关注“走出去”专业工程龙头**中国化学、中材国际**，洁净室工程龙头**圣晖集成、亚翔集成、柏诚股份**。此外，推荐工商智能用电 EPCO 龙头**苏文电能**，建筑机械租赁龙头**华铁应急**。

图表 94: 建筑行业重点公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB-lf
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
中国交建	7.71	1.17	1.28	1.41	1.56	6.56	6.01	5.45	4.95	0.49
中国中铁	5.69	1.26	1.36	1.52	1.70	4.50	4.17	3.74	3.34	0.52
中国铁建	7.65	1.96	2.08	2.28	2.46	3.90	3.68	3.35	3.11	0.42
中国建筑	5.02	1.22	1.30	1.43	1.55	4.13	3.85	3.51	3.24	0.52
中国化学	6.72	0.89	0.94	1.08	1.23	7.58	7.12	6.20	5.45	0.74
中材国际	9.44	0.83	1.09	1.27	1.46	11.37	8.64	7.46	6.45	1.37
中国建筑国际	8.83	1.58	1.83	2.08	2.32	5.59	4.83	4.25	3.80	0.75
安徽建工	4.72	0.80	0.98	1.18	1.41	5.87	4.84	4.02	3.34	0.86
新疆交建	14.25	0.55	0.64	0.77	0.91	26.15	22.15	18.53	15.69	2.99
浙江交科	3.75	0.61	0.58	0.73	0.98	6.18	6.44	5.13	3.84	0.72
华阳国际	14.84	0.57	0.85	1.05	1.28	25.93	17.42	14.12	11.59	2.08
深圳瑞捷	20.37	0.10	0.35	0.71	0.92	198.48	57.76	28.85	22.17	2.20
苏文电能	32.95	1.24	1.37	1.82	2.38	26.62	24.01	18.14	13.83	2.10
华铁应急	6.72	0.33	0.43	0.56	0.73	20.49	15.76	12.01	9.21	2.51
金螳螂	4.01	0.48	0.42	0.48	0.55	8.37	9.53	8.29	7.25	0.81
亚厦股份	4.95	0.14	0.23	0.33	0.46	35.62	21.19	14.97	10.86	0.84
圣晖集成	35.40	1.23	1.62	2.13	2.78	28.81	21.86	16.65	12.72	3.35
亚翔集成	24.08	0.71	1.31	1.46	1.63	34.13	18.41	16.49	14.74	3.81
柏诚股份	13.94	0.48	0.48	0.64	0.82	29.04	29.31	21.74	17.04	2.72

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2023 年 11 月 27 日收盘价, 中国建筑国际 EPS 数据使用 Wind 一致预期数据, 中国建筑国际股价及 EPS 单位为“港元”。

## 6.2. 重点标的评述

### 6.2.1 中国交建：我国最大国际工程承包商，REITs、海风发展潜力大

**海外业务势能充足，把握“带路”机遇加速向上。**公司是我国最大国际工程承包商，连续16年在ENR国际承包商250强排名中保持在前列，连续16年位居亚洲最大国际工程承包商首位，业务遍及世界139个国家和地区。2023H1公司海外收入同比增长10%，占总收入比重为15.4%，较2022年全年占比提升1.7个pct。2023Q1-3公司新签海外合同额2127亿元，同比增长43.8%。公司精准对接“一带一路”倡议部署，全力推进交通基础设施互联互通和民生改善，充分发挥在大城市、大交通、江河湖海领域优势，积极推进重点国别、重点项目落地。自共建“一带一路”倡议提出以来，公司在沿线国家累计新签合同额1039.7亿美元。2023H1沿线新签合同额101.5亿美元，占同期海外订单的48%。

**投资项目质量优化，城市综合开发业务有望受益城改推进。**公司持续优化投资“区域结构、业务结构、周期结构、盈利结构、现金流结构”，大交通、大城市领域投资质效不断提升。城市更新方面，公司旗下中交投资和中交城投专注于基建投资和城市综合开发等领域。截至2023Q1，中交城投控股在建城市综合开发项目14个，合同总额1986.7亿元；中交投资控股在建及拟建城市综合开发项目13个，合同总额1132.9亿元。2023H1，公司签约上海市青浦区华新镇凤溪社区新木桥村、坚强村及凤溪居委地块“城中村”改造项目有机更新项目等一批大型城市综合体项目，其中凤溪城中村改造项目为上海规模最大的城改项目，总投资高达336亿元。2023Q1-3，公司城市建设新签额5102亿元，同比增长17%。

**特许经营与海上风电业务潜力大，有望打造新增长点。**特许经营：公司是我国最大高速公路建设投资商，可发行REITs项目资源丰富。截至2023H1末公司已进入运营期项目（以高速公路为主）累计投资金额达2241亿元，2023H1收入39亿元，可供发行REITs储备项目充足。公司已成功发行央企首单高速公路REITs，后续有望对旗下基建资产进行深度管理，获取额外投资收益，打造基建资产管理平台。海上风电：海上风电施工技术壁垒较高，公司在该领域具备显著技术及装备优势，目前在海上风电安装环节已占据近50%的市场份额，优势地位明显。2022年公司与三峡能源、大唐发电等风力发电龙头合作成立子公司，从事海上风电运维与装备投资，并有望向整机制造、风电投资、风电运维等产业链前后端延伸，打造新增长点。

**投资建议：**我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为209/230/253亿元，分别增长9%/10%/10%，EPS分别为1.28/1.41/1.56元，当前股价对应PE分别为6.0/5.5/5.0倍，PB-LF为0.5倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**基建投资不及预期、海外业务经营风险、应收账款减值风险。

### 6.2.2. 中国中铁：“一带一路”基建主力军，“第二曲线”加速价值重估

**铁路建设中坚力量，“一带一路”基建主力军。**公司是“一带一路”建设中基础设施建设的中坚力量之一，曾承接中老铁路、印尼雅万高铁、匈塞铁路、孟加拉帕德玛大桥等多个“一带一路”代表性项目。2013-2022年间公司海外业务规模稳步扩张，收入复合增速达11.2%，2023H1海外营收322亿元，同比增长16%。2023Q1-3海外新签订单1272.7亿元，同比增长14.4%。一带一路沿线多为发展中国家，基建需求较高，公司后续有望持续受益“一带一路”战略推进，加速海外市场拓展与重点项目承接。

**装备制造技术世界领先，“第二曲线”业务潜力充足。** **高端装备：**公司在交通基建相关的高端装备制造领域处于世界领先地位，是全球最大的盾构机/TBM 研发制造商之一。控股子公司中铁工业主营轨道交通及地下掘进高端装备，研制出具有自主知识产权的世界最大矩形盾构机等多项世界领先产品；高铁电气是国内电气化接触网零部件及城市轨道交通供电装备重要的研发、生产和系统集成供应商。2022 年公司装备制造新签合同额 632 亿元，占新签总额的 2%。**“第二曲线”：**近年来公司积极布局水利、绿电等新兴工程领域，打造“第二增长曲线”，2022 年“第二曲线”新签合同额 3019 亿元，占基建业务新签订单的 11.3%，同增 81%，其中水利水电新签订单同比高增 223%，业务表现亮眼。2023H1 水利水电新签订单同比增长 5.8%，在高基数上延续增长。

**矿产资源平稳运行，板块价值亟待重估。** 目前公司在境内外全资、控股或参股投资建成 5 座现代化矿山，产成品包括铜、钴、钼、铅、锌等品种的精矿、阴极铜和氢氧化钴，其中铜金属为主要产成品。2023H1，公司矿产资源开发、销售总体保持平稳。其中，铜/钴/钼/铅/锌/银金属产量分别为 14.8/0.25/0.81/0.6/1.63/0.003 万吨，同比变动-6%/-5%/+4%/+33%/+50%/+32%。按权益储量口径看，公司铜矿储量已超过铜陵有色、五矿资源等矿业龙头企业。当前公司 2023 年 PE 仅 4 倍，对比矿业龙头，板块整体估值提升空间充足。

**投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 338/377/422 亿元，分别增长 8%/12%/12%，EPS 分别为 1.36/1.52/1.70 元。当前股价对应 PE 分别为 4.2/3.7/3.3 倍，最新 PB-lf 为 0.52 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**基建投资不及预期、海外业务经营风险、应收账款减值风险、大宗商品价格波动风险。

### 6.2.3. 中国铁建：低估值基建龙头，在手订单充足支撑稳健发展

**基建国家队产业链布局完备，龙头估值有望回归。** 公司系全球领先的特大型综合建设集团之一，在高原铁路、高速铁路、高速公路、桥梁、隧道和城市轨道交通工程设计及建设领域确立龙头地位。公司在“十四五”规划中提出“8+N”产业格局推动产业转型升级。当前公司 PE (ttm) /PB (lf) 为 3.9/0.4，PE (ttm) 处于近 5/10 年的 4%/2%分位，PB (lf) 处于近十年最低值且为建筑 8 大央企中最低水平，未来有望通过分拆子公司上市发掘优质资产价值、通过发行 REITs 盘活存量资产，加速价值重估。公司 10 月公告控股股东中铁建集团拟增持公司股份，增持比例为 0.1%-0.25%，总金额不超 3 亿元，彰显大股东对公司后续稳健成长、价值回归的充足信心。

**工程承包订单稳健增长，在手项目储备充裕。** 2023Q1-3 公司累计新签合同额 17862 亿元，同降 3.1%。工程承包主业同增 13%，稳健增长；非工程业务中，新兴产业延续高增态势，同增 110%。基建项目新签合同额为 15073 亿元，同降 3.1%，其中水利订单表现亮眼，同比增长 36%，主要受益于公司不断强化防洪、水资源、水土保持及生态建设等项目承揽，明年公司水利业务有望受益万亿特别国债发行，订单增长可期。截止 2023Q3 末，公司在手未完合同额 7 万亿元，同增 10%，为公司 2022 年营收 6.4 倍，在手订单充裕，有望为公司后续业绩稳健增长提供支撑。

**海外订单短期承压，“一带一路”推动海外业务加速修复。** 公司业务范围遍布全球，曾承建千余项海外工程，项目经验丰富，享有较高的国际品牌知名度。公司实施“海外优先”战略，围绕一带一路沿线国家及传统优势市场加速开拓海外业务，把握海外基建需求释放机遇。2023Q1-3 公司海外新签订单额为 1171.4 亿元，同比下滑 22%，后续伴随一带一路建设持续深化，公司海外业务有望迎来拐点。

**投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 282/310/334 亿元，分别增长 6%/10%/8%，EPS 分别为 2.08/2.28/2.46 元，当前股价对应 PE 分别为 3.7/3.4/3.1 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**基建投资不及预期、海外业务经营风险、新兴产业拓展不及预期、应收账款减值风险。

#### 6.2.4. 中国建筑：“地产+施工”市占率双提升，龙头价值亟待重估

**多重政策落地促地产链修复，Q4 业绩有望在低基数上实现回弹。**近期多部门密集出台地产优化新政，有望提振购房需求，改善地产销售预期，后续预计仍将有增量政策出台，有望带动地产链估值修复。公司旗下最主要地产平台中海地产自 2022Q3 起业绩大幅下滑，对公司 2022H2 业绩形成拖累，预计 Q4 业绩有望在低基数下实现明显改善。

**施工业务市占率持续提升，结构显著优化。**从签单口径看，公司市占率已由 2010 年的 10% 提升至 2022 年的 19%，未来央企集采优势、项目大型化与综合化、绿色建筑等因素有望加速龙头市占率提升。公司近年来持续优化施工业务结构，业主为政府的基建及公共类项目占比不断提升，住宅类订单占比由 2017 年 50% 的高点下降至 2022 年的 21%。受益业务结构优化，公司近三年房建毛利率稳步提升，经营风险显著下降，盈利质量稳步提升。

**央企龙头优势显著，市占率提升逻辑持续兑现。**公司旗下中海地产长期坚持稳健经营，盈利水平大幅领先同业，财务策略极为审慎，2022 年末权益乘数、加权融资成本分别为 2.55/3.57%，各项指标均为行业最低区间。上半年公司地产板块销售大幅改善，权益销售额市场第一，市占率加速提升。中长期看，考虑新增城镇人口住房需求及存量更新需求，预计我国地产行业需求中枢仍将维持在年均 10 亿平米左右，行业仍将保持较大规模。公司作为央企龙头，融资渠道顺畅、融资成本低，未来有望在合规要求下获取更多优质土地资源，通过并购等方式加速行业整合，实现市占率持续提升，价值有望重估。

**估值具备安全边际，PE/PB 处历史低点。**截止至 2023/11/24，公司 PE (ttm) /PB (lf) 分别为 4.2/0.52 倍（历史最低 3.5/0.55 倍）。2022 年公司现金分红约 106 亿元，分红率 20.8%，较上年提升 0.4 个 pct，对应当前股息率 5.0%，具备吸引力。上市以来公司分红率稳步提升，累计分红比达 19%。10 月 19 日公司公告控股股东中建集团拟增持公司股份，增持总金额为 5-10 亿元，彰显集团层面对公司当前价值的充分认可及公司长期稳健经营的信心。

**投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 547/600/650 亿元，同比增长 7.3%/9.7%/8.4%，EPS 分别为 1.30/1.43/1.55 元，当前股价对应 PE 分别为 3.9/3.5/3.2 倍，估值已回落至历史底部区间，具备较强安全边际，维持“买入”评级

**风险提示：**应收账款减值风险、地产业务恢复不达预期、海外业务经营风险、稳增长政策变化风险。

#### 6.2.5. 安徽建工：区域龙头稳健成长，有望受益省内基建景气延续

**安徽省属建筑龙头，业绩优质稳健成长。**公司为安徽省国资委旗下建筑龙头，省内营收占比超 70%，主营业务包括基建、房建、地产开发及投资运营，2013-2022 年公司营收/归母净利润复合增速分别为 32%/24%，增长动力强劲。2023Q1-3 营收业绩均实现双位数增长，Q3 单季度归母净利润同比高增 32%。近三年公司毛利率、费用率等盈利指标均优于同业可比均值，ROE 逐年提高，现金流持续改善，盈利质量较优。

**省内基建延续高景气，龙头份额有望持续提升。**近年来安徽省内经济快速发展，基建需求旺盛，十四五中后期省内基建投资有望持续加码，其中：1) 交通基建：“十四五”全省交通投资规划额同比高增 67%，2023 年交通基础设施投资维持高位，1-9 月同增 16.3%，明显高于同期全国 11.6% 的交通固定资产投资增速；2) 水利建设：“十四五”全省水利投资规划额同增 33%，为省内水利工程建设提供保障。此外，2023 年底-2024 年中央将发行万亿国债，投向聚焦水利领域，安徽地跨长江、淮河、新安江三大流域，有望获较强资金支持。3) 市政房建：受益省内城镇化率提升、长三角产业链转移，市政基建及制造业厂房投资延续较快增长。省内实施“评定分离”招投标制度后竞争环境得到优化，且地方企业优势扩大，公司市场份额有望进一步提升。

**工程业务增长稳健，地产经营趋势向好。**1) 基建：2022 年公司基建订单同比高增 85%，2023Q1-3 同增 10%，高基数上延续增长，后续受益区域基建高景气以及万亿国债等资金支持，基建订单有望加速增长。2) 房建：地产类项目占比下降，业务结构持续优化，整体回款率有望逐步提升，后续有望受益城中村改造项目推进。3) 投资运营：PPP、BOT 等工程投资高峰期已过，后续业务规模预计保持平稳，回款期项目增多有望促公司现金流稳步改善。4) 地产开发：公司不断优化项目业态结构，强化风险防控，有望提升房地产项目开发效率及效益。受益合肥市地产利好政策出台，省内购房需求有望边际改善，公司整体地产业务预计将迈入平稳发展期。此外，公司绿电运营、工程检测、装配式建筑等成长性业务规模稳步扩张，盈利质量优异，有望贡献新增长点。

**投资建议：**我们预测公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 16.8/20.2/24.2 亿元，同比增长 21.4%/20.4%/20.2%，对应 EPS 分别为 0.98/1.18/1.41 元。当前股价对应 PE 分别为 4.8/4.0/3.3 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**安徽省内固定资产投资增速下滑、信用减值风险、订单执行进度滞后风险等。

#### 6.2.6. 华阳国际：深圳城市更新领军企业，有望受益城改与保障房建设提速

**民营房建设计领军企业，业务积淀深厚。**公司为建筑设计行业的领军品牌，2000 年成立于深圳，经 20 余年发展已形成由深圳/香港/上海/长沙/武汉等区域公司、华阳规划设计院、室内设计公司、造价咨询公司、建筑产业化公司等组成的建筑全产业链布局。公司下游积累了万科、华润、保利、招商、中海地产等多个优质客户，同时与深圳工务署及各区政府建立了良好的合作关系。

**深圳城市更新领域，有望受益超大特大城市城中村改造提速。**自 2007 年大冲旧村改造（深圳华润城），公司已在城市更新领域深耕 16 年，成为城市更新制度、设计协作制度的首批参与者。迄今为止，城中村改造实践遍布深圳、广州、东莞、长沙、合肥等全国多个超大特大城市核心地段。我们按照设计费率 4%-8%，公司市占率 20%-40%，进行敏感性测算，估算得深圳城中村改造提速有望为公司带来 76-302 亿元业务增量，中值假设下对应业务增量 170 亿元。考虑到政策传导需要时间，预计 2024 年起部分存量项目有望加速推进，新增项目预计于 2024 年末或 2025 年落地，有望为公司订单注入新增长动力。

**装配式设计订单高增，有望受益保障房建设提速。**公司是国内最早开展装配式建筑研究的企业之一，自 2004 年起启动装配式建筑设计。近年来，公司持续延伸装配式产业链，已形成覆盖研发、设计、生产、施工、装修等核心环节的集成技术体系。作为装配式建筑的重要应用领域，公司大力发展保障房建设业务，长期扎根深圳市场，多次参与制定深圳市住房保障政策及城市保障性住房设计标准，2022 年公司与深圳人才安居集团建立战略合作关系，进一步推进设计牵头 EPC 工程总承包及代建模式。2023H1 装配式设计新签合同 6 亿元，占建筑设计业务合同 63.69%，同比增长 73.26%，后续随着深圳保障房建设提速，公司相关订单有望实现快速增长。

**投资建议：**我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.67/2.06/2.51 亿元，同比增长 49%/23%/22%（2022-2025 年 CAGR 为 31%），EPS 为 0.85/1.05/1.28 元，当前股价对应 PE 为 17/14/12 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**地产政策风险，城中村改造政策推进不及预期风险，装配式及 BIM 业务拓展不及预期风险等。

### 6.2.7. 中国化学：“一带一路”龙头，“技术+实业”二次曲线加速重估

**化学工程领军企业，主业稳健增长。**公司为我国化学工程领军企业，产业链布局完整、业务资质全面、技术实力处于业内领先地位，承建了我国绝大多数化工和石油化工生产基地。2017-2022 年公司化学工程新签合同额 CAGR 达 26%；2023M1-10 化学工程新签合同额为 2285.6 亿元，同比增长 29.3%，在国内化工景气承压的环境下，公司加快海外业务拓展，主业订单延续较快增长。

**海外订单高增，中东、俄罗斯等重点区域有望持续突破。**公司海外业务布局完善，现拥有境外机构 130 余个，分布于 60 多个国家和地区，境外业务占比约 20%以上。截至 2023H1 末，公司在“一带一路”沿线国家累计完成合同额已超过 1000 亿美元。2023M1-10 公司海外订单同比高增 292%。去年至今的重要外交活动表明，中东与俄罗斯等地区预计是今年“一带一路”重点合作地区。两地油气资源丰富，石化/能源工程投资需求旺盛，同时支付能力有较好保障。公司作为全球化学工程龙头，在沙特与俄罗斯已有良好业务基础（2019 年、2023 年分别在俄罗斯新签 943/651 亿大额订单），后续有望核心受益我国与中东及俄罗斯合作深化，斩获更多标志性大型项目。

**实业项目有望释放丰厚利润，加速价值重估。**近年来公司持续推动“技术+产业”一体化模式开拓，聚焦高性能纤维、特种合成橡胶、工程塑料等化工新材料和特种化学品研发，重点着力攻破己内酰胺、己二腈、气凝胶、环保可降解塑料等“卡脖子”技术，拓展新材料行业高附加值产品领域，打造实业第二增长曲线。根据公司“十四五”规划，预计 2025 年末化工实业收入占比将达 15%（2022 年约 5%），考虑到其明显高于工程的净利率，有望显著优化公司业务结构，带动盈利质量于估值提升。

**投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 58/66/75 亿元，同比增长 7%/15%/14%，EPS 分别为 0.94/1.08/1.23 元。当前股价对应 PE 分别为 7.1/6.2/5.5 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**海外项目执行进度不达预期、汇兑风险、实业转型不达预期。

### 6.2.8 中材国际：全球水泥系统集成服务龙头，工程、运维、装备三位一体加速蝶变

**水泥工程主业优势突出，智能低碳改造领军者。**中材国际隶属中建材集团，为全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商，全产业链一体化优势显著，水泥工程市占率连续 15 年全球第一，国内/国外市占率约 70%/60%。2021 年并购集团旗下南京、北京凯盛，消除同业竞争，进一步增强主业实力。公司持续推动低碳水泥技术开发，落地槐坎南方示范线，产线智能改造升级经济效益突出。集团现有水泥产能全球第一，潜在可利用资源得天独厚，为公司存量改造业务发展提供丰富资源。

**深耕属地化经营，海外业务有望延续高增。**当前全球水泥 EPC 投资增速虽有所放缓，但非洲、中东、东南亚等“一带一路”沿线发展中地区仍存在较多新建需求，公司为全球最大水泥技术装备工程系统集成服务商，深耕海外属地化经营，有望核心受益“一带一路”沿线需求释放。截至 2022 年末，公司累计建成 36 家属地化机构。2023Q1-3 海外订单同增 169%，增势强劲，受益“一带一路”战略推进、沿线水泥新建需求释放，海外业务有望延续高增。

**装备业务矩阵持续完善，加速向运维服务商转型。**1) **装备业务：**高效推进装备板块业务重组，2022年完成合肥院100%股权和博宇机电51%股权收购，装备产品矩阵进一步丰富，构筑水泥领域品种最全、规模最大、品质高端的装备业务体系。后续装备业务有望基于水泥向建材、矿业、化工、冶金等行业扩展，成长空间广阔。2) **运维业务：**2022年公司收购智慧工业完善全球布局，当前累计在运维产线48条，业主集中于非洲、中东等“一带一路”技术弱势区，后续依托优质客户资源及大股东优势，有望逐步开拓境内水泥市场，业务成长空间广阔。对比工程主业，运维及装备业务利润率高、且业务模式更优，可以给予更高估值。随着公司转型步伐加快，业务结构有望持续优化，估值有望得到进一步提升。

**投资建议：**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为28.9/33.5/38.7亿元，同比增长32%/16%/16%，EPS分别为1.09/1.27/1.46元，当前股价对应PE分别为8.6/7.5/6.5倍，维持“买入”评级

**风险提示：**海外工程需求恢复不及预期、绿色智能改造不达预期、新业务转型不达预期等。

## 7. 风险提示

**风险提示：**国企改革不及预期风险、海外经营风险、地产政策放松不达预期风险、资产减值风险等。

**国企改革不达预期：**央国企价值重估很大程度上依托于国企改革各项政策的落实，如果后续相关改革进度较慢，可能对央国企经营效率及股权价值提升带来不利影响。

**海外经营风险：**当前海外局势复杂，海外经营情况有较大不确定性；如果国际政治经济形势变化，可能对我国“一带一路”战略推进、相关活动举办、企业海外经营等存在重大影响，海外业务进展可能不达预期。

**地产政策放松不达预期：**近期地产因城施策加速，多地政府放松地产调控政策。若后续地产调控政策发生变化，可能导致政策效果不达预期，地产基本面复苏程度不达预期。

**资产减值风险：**部分建筑企业拥有较多应收账款与票据，特别是部分民营地产企业经营困难，可能存在应收账款无法收回的风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com