

中性

建筑行业 2023 年中期策略

静待基建实物工作量落地，推荐新技术替代下成长性较强的细分赛道

今年 1-4 月公共财政支出向民生领域倾斜较多，挤压基建投资空间，2023 年基建投资预计将小幅增长，重点关注基建实物工作量落地情况。地产因城施策持续进行，但我们认为增强购房者对房地产市场的信心更为关键。推荐铝模板、高空作业平台和钢结构等成长性更优的建筑细分赛道投资机会。

支撑评级的要点

- **回顾与复盘：**2023Q1 我国经济开局良好，市场风险偏好提升，主题投资成为市场主流，与“中特估”、“一带一路”相关性较强的建筑板块指数一路走高。但 4 月以来地产走弱、基建放缓，且实物工作量落地不及预期，建筑业 5 月 PMI 数据环比大幅回落，建筑板块指数也出现下行。
- **大势判断：**静待基建实物工作量落地，增强对地产行业信心更为关键。近期中央重要会议指出推动消费是提振内需、促进经济增长的重要举措，投资领域则强调激发民间投资活力、提高投资质量。从财政支出结构来看，今年 1-4 月一般公共预算支出中社保和就业领域的支出占比达到近 5 年来的最高水平，一定程度上挤压了基建投资空间。同时，土地出让收入和地方政府新增专项债额度相对稳定，预计 2023 年基建投资规模较上年实现小幅增长。今年 1-4 月水泥、石油沥青、挖掘机等指标增速呈现逐月下降趋势，表明上半年基建项目实物工作量落地情况并未明显好转。我们认为，在 2022 年基建投资基数较高但当年项目开工情况稍弱的情况下，2023 年更应关注基建实物工作量落地情况。地产因城施策持续进行中，多地对公积金贷款利率进行调整和优化。但我们认为调整公积金政策对提振楼市的作用有限，更重要的是增强购房者对房地产市场的信心，期待更有力度的行业政策的出台。
- **铝模板：**渗透率持续提升，行业资金压力减轻。铝模板符合绿色建材政策发展要求，较传统木模板更加经济高效，在低、中、高层建筑中的渗透率不断提升。随着房企融资压力减弱，2023 年铝模板企业资金压力有望减轻，利好具有规模效应和较强服务能力的龙头企业。推荐志特新材。
- **高空作业平台：**应用场景广泛，具有较高成长性。短期来看，高空作业平台较传统脚手架而言更加安全高效；中长期来看，高空作业平台应用场景更加广泛。随着市场对产品认知不断提升、租金下降，高空作业平台将持续开拓新的应用场景，渗透率不断提升。推荐华铁应急。
- **钢结构：**渗透率提升，发展空间广阔。年内工业建筑、公共建筑有望维持较大投资力度，对工期要求较高的保障性住房建设也将拉动行业渗透率持续提升；此外，行业企业积极布局光储业务，未来订单提升可期。推荐工建龙头精工钢构，建议关注钢结构制造龙头鸿路钢构、空间结构龙头东南网架、发力钙钛矿电池的杭萧钢构以及特级承包商富煌钢构。

投资建议

- 新技术替代下成长性较强的建筑细分领域推荐铝模板领军企业志特新材、发力高空作业平台的钢支撑租赁龙头华铁应急。推荐工建龙头精工钢构，建议关注钢结构制造龙头鸿路钢构、空间结构龙头东南网架、发力钙钛矿电池的杭萧钢构以及特级承包商富煌钢构。

评级面临的主要风险

- 基建实物工作量落地不及预期，地产销售超预期下行，建筑新技术渗透率提升不及预期。

相关研究报告

《建筑行业周报（5.29-6.4）》20230605
 《建筑行业周报（5.22-5.28）》20230529
 《建筑行业周报（5.15-5.21）》20230522

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

联系人：林祁桢

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121080012

联系人：杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030023

联系人：郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122060027

目录

回顾与复盘	5
建筑行业涨幅居前，估值仍有回暖空间	5
基本面主线一：预计 2023 年基建投资小幅增长，静待实物工作量落地	8
23Q1 开局良好，但出口和消费制约因素较多	8
基建投资增速趋缓，实物工作量落地不及预期	11
基建投资资金来源较为紧张	13
2023 年基建投资增速或不足 3%	14
基本面主线二：地产因城施策持续进行，增强信心是关键	17
细分板块：新技术替代下细分赛道成长性更优	20
铝模板：“以铝代木”大势所趋，渗透率逐渐提升	20
高空作业平台：乘融资租赁东风，需求持续扩容	22
钢结构：渗透率提升，发展空间广阔	24
投资建议	28
风险提示	29

图表目录

图表 1. 截至 6 月 5 日, 申万建筑指数表现总体优于同花顺全 A.....	5
图表 2. 截至 6 月 5 日, 建筑板块涨幅在 31 个申万一级行业中排名第四.....	5
图表 3. 1-4 月制造业于基建投资持续增长, 地产投资仍较为疲软	6
图表 4. 1-4 月开工数据依然负增长, 竣工明显好转	6
图表 5. 建筑央企新签订单增速高于行业订单增速.....	6
图表 6. 建筑央企新签订单占比稳步提升	6
图表 7. 截至 6 月 5 日, 建筑 PE 仅高于煤炭和银行.....	6
图表 8. 截至 6 月 5 日, 建筑 PB 仅高于房地产和银行.....	6
图表 9. 建筑估值处于十年以来相对较低位置.....	7
图表 10. 发达经济体景气下行背景下出口难保长期强势.....	8
(单位: %)	8
图表 11. 4 月社零数据同比实现较明显增长 (单位: %)	8
图表 12. 16-24 岁就业人员失业率持续走高 (单位: %)	9
图表 13. 1-4 月, 固定资产投资三大分项增速逐月下滑	9
图表 14. 2023 年年初至今各项重要会议相关表述.....	10
图表 15. 1-4 月, 工业企业利润总额累计同比降幅超 20% (单位: %)	11
图表 16. 1-4 月工业增加值累计同比增速处于历史较低水平	11
(单位: %)	11
图表 17. 4 月我国 PMI 指数降至 50% 荣枯线以下, 5 月环比继续下滑 (单位: %)	11
图表 18. 1-4 月基建投资增速逐月下滑 (单位: 亿元)	12
图表 19. 1-5 月专项债发行进度不及 2022 年和 2020 年	12
图表 20. 1-4 月, 固定资产新开工项目投资额累计同比持续下滑	12
图表 21. 4 月水泥产量同比继续下滑 (单位: 万吨)	13
图表 22. 4 月水泥产量增速与基建投资增速再次背离.....	13
图表 23. 3 月石油沥青表观消费量同比降幅超 60%.....	13
(单位: 吨)	13
图表 24. 1-4 月挖掘机开工小时数同比增速逐月下滑	13
图表 25. 1-4 月, 基建相关财政支出占比下降, 社保和就业财政支出占比增加	14
图表 26. 国家预算内资金、国内贷款及自筹资金为基建投资主要资金来源.....	15
图表 27. 2022 年基建相关财政支出占比下滑.....	15
图表 28. 1-4 月公共财政支出同比稳步增长 (单位: 亿元)	15
图表 29. 1-4 月土地出让收入累计同比下滑超 20%	15
(单位: 亿元)	15
图表 30. 2023Q1 专项债发行规模同比增长 (单位: 亿元)	15
图表 31. 1-4 月企(事)业单位中长期贷款同比大幅增长	16

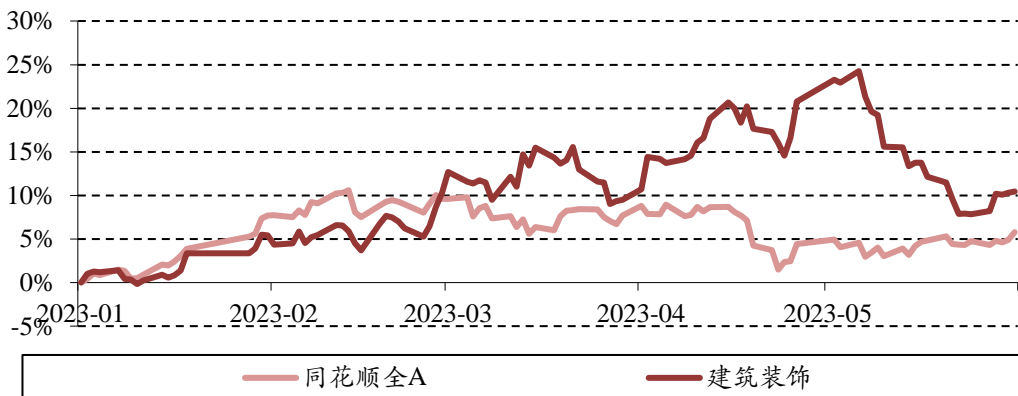
(单位: 亿元)	16
图表 32. 1-5 月城投债发行额同比提升 (单位: 亿元)	16
图表 33. 1-4 月地产投资仍处于下行区间 (单位: 亿元)	17
图表 34. 1-4 月商品房销售面积同比依然下滑	17
(单位: 万平方米)	17
图表 35. 1-4 月商品房销售额同比实现增长	17
(单位: 亿元)	17
图表 36. 1-4 月商品房销售单价同比增速逐月提升	17
(单位: 元/平)	17
图表 37. 1-4 月房地产市场去库存压力较高	18
图表 38. 5 月 30 大中城市商品房销售面积环比小幅增长	18
图表 39. 不同层级城市分化明显	18
图表 40. 房地产开发主要资金来源 (单位: 亿元)	19
图表 41. 2022 年定金及预收款和个人按揭贷款占比下滑	19
图表 42. 各省市陆续出台木模板禁用政策	20
图表 43. 铝模板相关政策梳理	21
图表 44. 铝模板租赁方式下造价分析与木模板成本构成分析	22
图表 45. 剪叉式自行高空作业平台与脚手架效率对比	23
图表 46. 高空作业平台与脚手架经济对比(以中石化惠安炼油项目 2 万吨钢结构管廊搭建为例)	23
图表 47. 2020 年以来国内融资租赁监管标准不断提高	23
图表 48. 国内钢结构行业主要公司及其细分市场	24
图表 49. 2021 年新开工钢结构占新开工装配式建筑面积比重为 28.8%	25
图表 50. 装配式建筑、钢结构相关支持政策梳理	25
图表 51. 2016 年以来, 国内适龄劳动人口占比持续下降, 人口自然增长率下行, 逐渐进入老龄化社会	26
图表 52. 建筑业农民工工资逐年上涨	26
图表 53. 建筑工程存量市场大, 且仍在增长	26
图表 54. 钢结构占日本建筑物开工比重 30% 以上	27
图表 55. 美国非住宅及多层住宅领域钢结构占比 40% 以上	27
图表 56. 钢结构市场规模测算	27
附录图表 57. 报告中提及上市公司估值表	30

回顾与复盘

建筑行业涨幅居前，估值仍有回暖空间

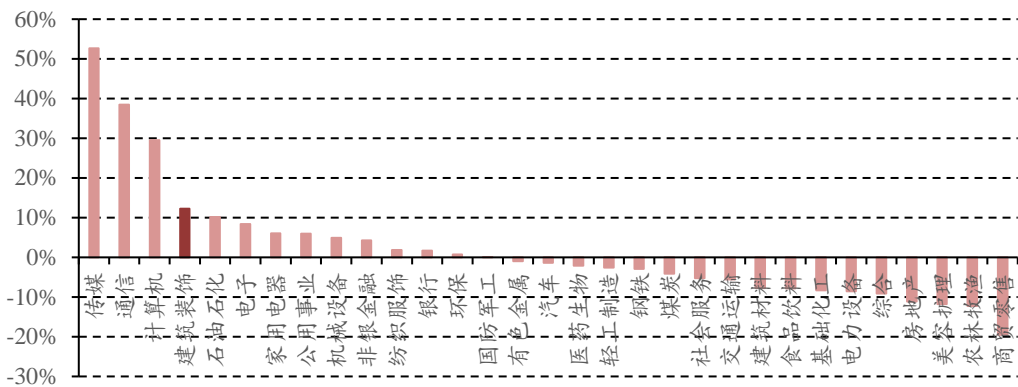
2023 年初至 6 月 5 日，建筑行业涨幅居前，指数表现总体优于同花顺全 A。2023Q1 我国经济开局良好，市场风险偏好提升，主题投资成为市场主流，与“中特估”、“一带一路”相关性较强的建筑板块指数一路走高。但近期地产走弱、基建放缓，且实物工作量落地情况不及预期，建筑业 5 月 PMI 数据环比大幅回落，建筑板块指数也出现下行。

图表 1. 截至 6 月 5 日，申万建筑指数表现总体优于同花顺全 A



资料来源：iFinD，中银证券

图表 2. 截至 6 月 5 日，建筑板块涨幅在 31 个申万一级行业中排名第四



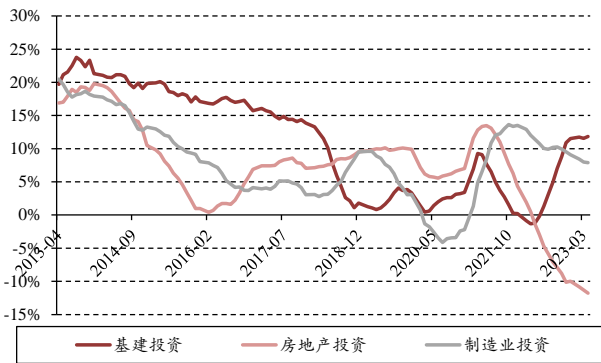
资料来源：iFinD，中银证券

注：数据截至 2023 年 6 月 5 日

制造业和基建投资稳步增长，地产投资仍较为疲软。2023 年 1-4 月，全国固定资产投资累计完成 14.8 万亿元，同增 4.7%。其中制造业投资完成额合计 5.8 万亿元，同增 6.4%；基建投资完成额合计 5.2 万亿元，同增 9.8%；地产投资完成额合计 3.6 万亿元，同减 9.3%。制造业和基建投资保持稳步增长态势，地产投资仍较为疲软。

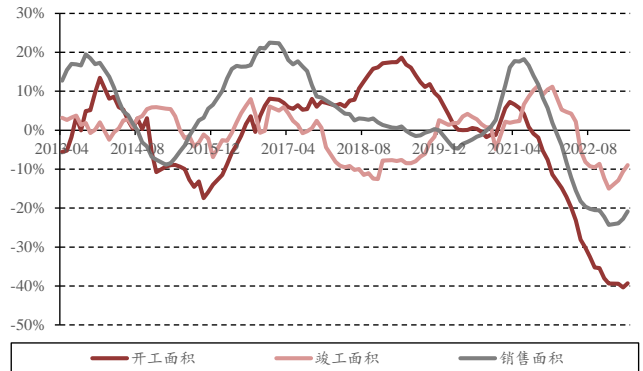
开工数据疲软，竣工大幅好转。2023 年 1-4 月，房屋新开工面积合计 3.1 亿平，同降 21.4%，依然处于深度负增长区间；竣工面积合计 2.4 亿平，同增 18.2%，较 2022 年实现大幅好转；商品房销售面积合计 3.8 亿平，同降 5.4%。2023 年一季度地产需求上涨，拉动销售面积同比降幅大幅缩小，但 4 月未能延续向好趋势，销售面积同比降幅又有扩大；销售到拿地开工阶段的传导有一定时滞，且当前房企资金链仍偏紧，市场对房地产行业信心尚不充足，导致 1-4 月份房屋开工数据表现依然低迷，但竣工数据持续好转。

图表 3.1-4 月制造业于基建投资持续增长，地产投资仍较为疲软



资料来源: iFinD, 中银证券

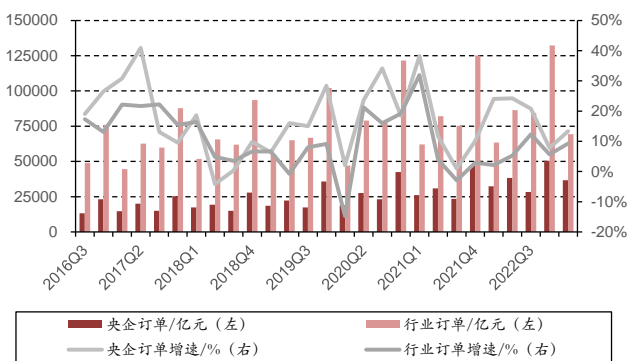
图表 4.1-4 月开工数据依然负增长，竣工明显好转



资料来源: iFinD, 中银证券

建筑业新签订单方面，建筑央企表现持续向好。2023 年第一季度，八大央企新签订单合计金额为 3.7 万亿元，相比 2022 年同期提升 13.3%，明显高于建筑业整体新签订单增速。央企新签订单金额在建筑业新签订单总额中的占比稳步提高，2023 年第一季度央企新签订单占比达到 40.84%。央企作为基建主力军，资金更充裕、资质有保障，新签订单占行业订单的比重稳步提升。

图表 5. 建筑央企新签订单增速高于行业订单增速



资料来源: 公司公告, iFinD, 中银证券

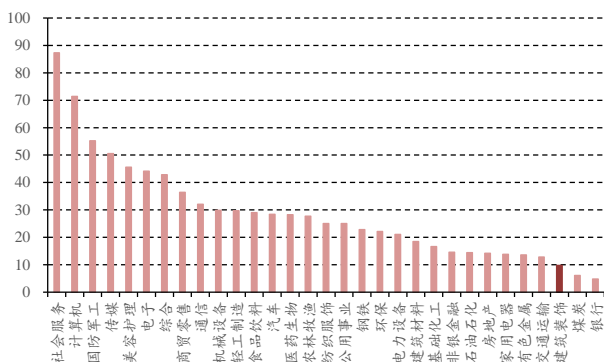
图表 6. 建筑央企新签订单占比稳步提升



资料来源: 公司公告, iFinD, 中银证券

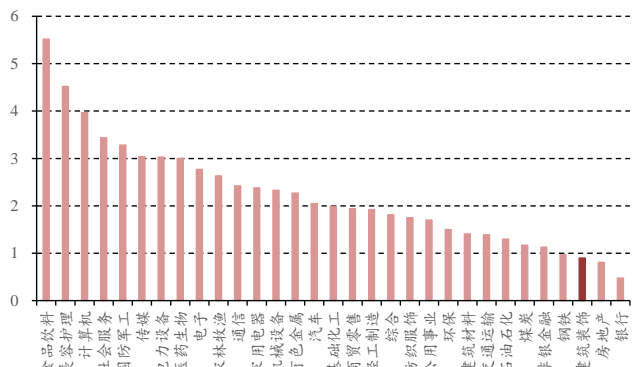
横向对比来看，建筑 PE 与 PB 均显著低于全部一级行业综合水平。截至 6 月 5 日收盘，建筑装饰行业 PE (TTM) 为 9.77 倍，在申万全部 31 个一级行业中排名倒数第三，仅高于煤炭和银行；建筑装饰行业 PB (LF) 为 0.90 倍，在申万全部 31 个一级行业中排名倒数第三，仅高于房地产和银行，建筑行业估值依然具有提升空间。

图表 7. 截至 6 月 5 日，建筑 PE 仅高于煤炭和银行



资料来源: iFinD, 中银证券

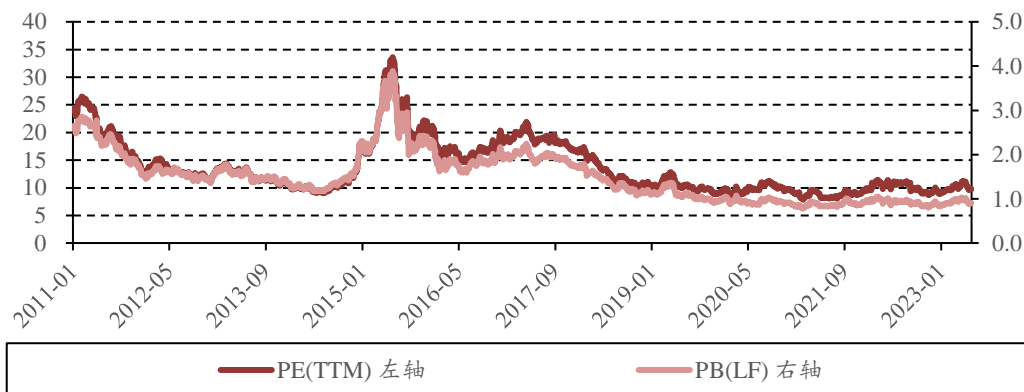
图表 8. 截至 6 月 5 日，建筑 PB 仅高于房地产和银行



资料来源: iFinD, 中银证券

纵向对比来看，建筑行业估值水平处于十年以来相对较低位置。截至6月5日收盘，申万建筑装饰行业十年以来PE（TTM）与PB（LF）最低值分别为7.88倍、0.78倍，最高值分别为33.60倍、3.89倍，目前的PE、PB均处于十年以来的估值较低水平。

图表 9. 建筑估值处于十年以来相对较低位置



资料来源: Wind, 中银证券

基本面主线一：预计 2023 年基建投资小幅增长，静待实物工作量落地

23Q1 开局良好，但出口和消费制约因素较多

一季度开局良好，3 月多项数据表现超预期。2023 年 1 季度，我国经济实现良好开局，GDP 增速达到 4.5%，在上年一季度经济运行情况较好、基数较高的背景下仍实现较高增速，且 3 月份出口、消费、投资等多方面数据表现均好于市场预期。3 月份我国出口金额同比增速高达 14.8%，社会消费品零售总额同比增长 10.6%，当月社会融资规模为 5.38 万亿元，同比增长 15.6%；基建投资完成额也延续了 2022 年的增长趋势，且增速水平较高，接近 10%。

4 月宏观数据普遍环比下滑。然而 3 月份较好的数据表现持续时间较短，4 月宏观数据整体呈现环比下降趋势。4 月，我国出口金额同比增长 8.5%，增速水平较上年同期提升，但环比 3 月份明显下滑；社零增速表现持续向好，4 月同比增长 18.4%，增速同环比均实现增长；固定资产投资同比增长 3.9%，环比 3 月增速水平下降 0.9pct。其中制造业投资和基建投资完成额同比虽实现增长，但增速水平环比 3 月均有下降；地产投资完成额同比降幅同环比均进一步扩大。总体而言，4 月宏观数据呈现环比下滑趋势，未能延续 3 月份的较好态势。

出口或难保持持续强势，失业率走高或制约消费持续复苏。2022 年，为控制 2020-2021 年超宽松货币政策导致的通胀，美联储持续快速加息。2022 年 3 月至今，美联储累计加息 475bp，导致全球流动性收紧，发达经济体景气走低。发达经济体需求下滑可能导致我国出口数据难以保持长期强势。4 月份社零增速虽然实现强劲增长，但考虑到上年同期华东地区疫情封控导致消费明显下行、基数较低，4 月社零数据高增长并不代表我国消费已经完全回暖，仍需观察消费数据持续情况。并且，2023 年 1-4 月，虽然我国城镇调查失业率逐月走低，但 16-24 岁的就业人员调查失业率持续走高，4 月份该人群失业率已经超过 20%，这在一定程度上也会制约消费的进一步复苏。

图表 10. 发达经济体景气下行背景下出口难保长期强势
(单位：%)



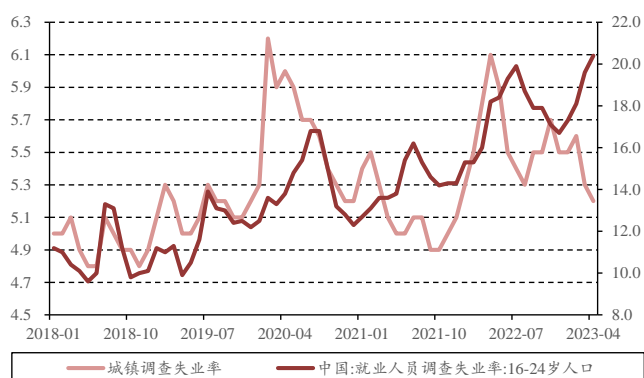
资料来源：Wind，中银证券

图表 11. 4 月社零数据同比实现较明显增长 (单位：%)



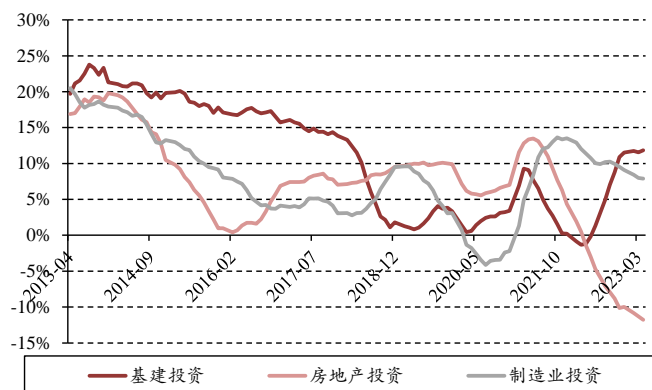
资料来源：Wind，中银证券

图表 12. 16-24 岁就业人员失业率持续走高 (单位: %)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 13. 1-4 月, 固定资产投资三大分项增速逐月下滑



资料来源: Wind, 中银证券

梳理 2023 年年初至今各项重要会议相关表述可知, 推动消费是提振内需、促进我国经济发展的关键举措。1 月 28 日, 国务院常务会议表示“针对需求不足的突出矛盾, 乘势推动消费加快恢复成为经济主拉动力”; 3 月 14 日, 政府工作报告表示“未来要着力扩大国内需求, 把恢复和扩大消费摆在优先位置”; 4 月 18 日, 国务院新闻办公室召开新闻发布会, 要求“下阶段要千方百计增加居民收入, 积极增加优质供给, 把扩大消费和供给侧结构性改革有效结合起来, 不断释放消费潜力, 促进经济发展, 改善民生福祉”; 6 月 2 日召开的国务院常务会议表示“经济恢复的基础尚不稳固, 要把打造市场化、法治化、国际化营商环境摆在重要位置, 进一步稳定社会预期, 提振发展信心, 激发市场活力, 推动经济运行持续回升向好”。

而在投资领域, 重要会议的相关表述集中在“激发民间投资活力、提高投资质量”方面。1 月 31 日, 中共中央政治局第二次集体学习要求“完善扩大投资机制, 拓展有效投资空间, 适度超前部署新型基础设施建设, 扩大高技术产业和战略性新兴产业投资, 持续激发民间投资活力”; 3 月 14 日, 政府工作报告要求“围绕补短板、调结构、增后劲扩大有效投资, 预算内投资引导和撬动社会投资成倍增加, 增加地方政府专项债券额度, 鼓励社会资本参与建设运营, 调动民间投资积极性”; 4 月 18 日国务院新闻发布会提出要“注重提高投资质量, 既利当前, 更惠长远, 推动经济高质量发展”; 4 月 28 日中共中央政治局会议要求“要发挥好政府投资和政策激励的引导作用, 有效带动激发民间投资”。

图表 14. 2023 年年初至今各项重要会议相关表述

时间	部门	文件/会议	主要内容
2023.01.28	国务院	常务会议	针对需求不足的突出矛盾，乘势推动消费加快恢复成为经济主拉动力，坚定不移扩大对外开放、促进外贸外资保稳提质。一是加力扩消费。推动帮扶生活服务业企业和个体工商户纾困、促进汽车等大宗消费政策全面落地。组织开展丰富多样的促消费活动，促进接触型消费加快恢复。合理增加消费信贷。二是坚持对外开放基本国策，继续推出实际举措，努力稳定外贸。推动国内线下展会恢复，支持企业出境参展。落实出口退税、信贷、信保等政策，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。支持企业用好区域全面经济伙伴关系协定拓市场。促进跨境电商、海外仓等进一步发展。提高外贸竞争力，合理扩大进口。三是积极吸引外资，推动新版鼓励外商投资产业目录加快落地，支持地方招商引资，更好发挥自贸试验区等平台作用。落实便利人员跨境往来措施。持续加强外资企业服务，推动重大项目加快落地。
2023.01.31	中共中央政治局	第二次集体学习	着力扩大有收入支撑的消费需求、有合理回报的投资需求、有本金和债务约束的金融需求。建立和完善扩大居民消费的长效机制，使居民有稳定收入能消费、没有后顾之忧敢消费、消费环境优获得感强愿消费。完善扩大投资机制，拓展有效投资空间，适度超前部署新型基础设施建设，扩大高技术产业和战略性新兴产业投资，持续激发民间投资活力。
2023.02.02	国务院新闻办公室	新闻发布会	着力提振大宗消费、加快发展新型消费、升级消费平台载体、丰富消费促进活动、保障百姓基本生活消费。从贸易看，2022 年我国与 RCEP 的其他成员进出口总额达到 12.95 万亿元，同比增长 7.5%，占我国外贸总额的 30.8%。其中，我们对 8 个成员的进出口增速超过了两位数。2022 年我国的出口企业申领 RCEP 项下的原产地证书和开具原产地声明一共 67.3 万份，享惠出口货值达到 2353 亿元，估计可以享受进口国的关税减让 15.8 亿元。
2023.03.14	国务院	政府工作报告	针对有效需求不足的突出矛盾，多措并举扩投资促消费稳外贸。发展消费新业态新模式，采取减免车辆购置税等措施促进汽车消费。经过艰苦努力，当前消费需求、市场流通、工业生产、企业预期等明显向好，经济增长正在企稳向上，我国经济有巨大潜力和发展动力。未来要着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置。稳定汽车等大宗消费，推动餐饮、文化、旅游、体育等生活服务消费恢复。围绕补短板、调结构、增后劲扩大有效投资。创新投融资体制机制，预算内投资引导和撬动社会投资成倍增加，增加地方政府专项债券额度，重点支持交通、水利、能源、信息等基础设施和民生工程建设，鼓励社会资本参与建设运营，调动民间投资积极性。坚定扩大对外开放，深化互利共赢的国际经贸合作。面对外部环境变化，实行更加积极主动的开放战略，以高水平开放更有利促改革促发展。积极有效利用外资。出台外商投资法实施条例，不断优化外商投资环境。
2023.04.04	国务院新闻办公室	新闻发布会	今年一季度，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，我国坚持稳中求进工作总基调，做到“三个更好统筹”，经济呈现恢复向好态势，外贸进出口开局平稳、逐月向好。进出口增速逐月提升；外贸经营主体数量稳中有增；一般贸易进出口占比提升；对东盟进出口增长较快；机电产品和劳动密集型产品出口均实现增长；能源产品、消费品等进口增长。
2023.04.18	国务院新闻办公室	新闻发布会	今年以来，随着疫情防控较快平稳转段，促消费政策持续发力，市场销售明显回升，尤其服务性消费改善比较明显，消费对经济增长的拉动明显增强。一季度最终消费对经济增长的贡献率达到 66.6%，比去年全年明显回升，是三大需求中拉动经济增长最主要因素。固定资产投资同比增长 5.1%，有力增强了发展后劲。货物进出口总额同比增长 4.8%，其中出口增长 8.4%，保持了较快增长。下阶段要千方百计增加居民收入，积极增加优质供给，把扩大消费和供给侧结构性改革有效结合起来，不断释放消费潜力，促进经济发展，改善民生福祉。注重提高投资质量，既利当前，更惠长远，推动经济高质量发展。
2023.04.28	中共中央	政治局会议	要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费。要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。要全面深化改革、扩大高水平对外开放。要把吸引外商投资放在更加重要的位置，稳住外贸外资基本盘。
2023.06.02	国务院	常务会议	要把打造市场化、法治化、国际化营商环境摆在重要位置，进一步稳定社会预期，提振进展信心，激发市场活力，推动经济运行连续回升向好。会议强调，要坚持问题导向，聚焦企业反映的突出问题，从企业实际需求出发，在放宽市场准入、促进公平竞争、保护知识产权、建设统一大市场等方面，分批次加快推出针对性强、含金量高的政策措施，并通过深化营商环境重点领域改革，切实增强政策有效性。

资料来源：国务院，中国政府网，中银证券

基建投资增速趋缓，实物工作量落地不及预期

2023年1-4月，我国固定资产投资三大分项增速呈现逐月下滑的趋势。单4月份我国制造业投资同比增速为5.3%，增速水平同环比均有下降。1-4月工业企业利润累计同比增速持续为负，企业经营情况和盈利能力较弱；1-4月工业增加值累计同比增速也处于较低水平。同时，作为经济运行先行指标的PMI指数自今年2月份以来持续下滑，4月降至50%荣枯线以下，5月继续下滑。PMI指数连续两月处于荣枯线以下且不断收缩，表明我国经济景气度有所回落；工业企业利润总额和工业增加值表现不佳也表明制造业企业扩产及投资意愿并不强烈。

图表 15. 1-4 月，工业企业利润总额累计同比降幅超 20%
(单位：%)



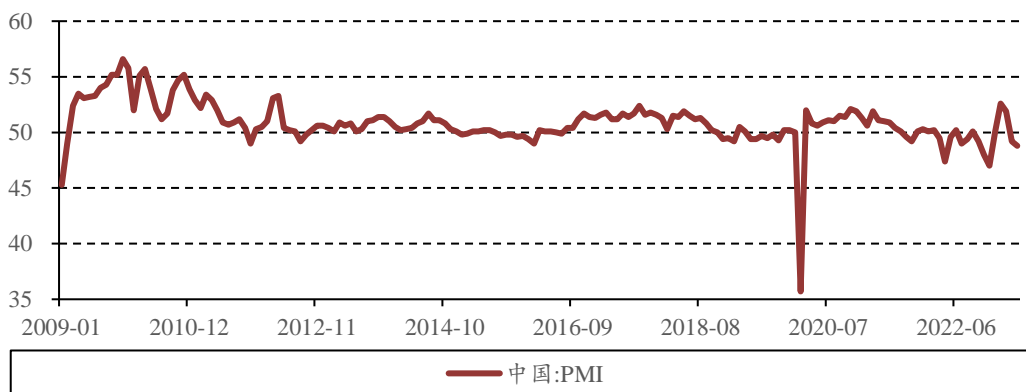
资料来源：Wind，中银证券

图表 16. 1-4 月工业增加值累计同比增速处于历史较低水平
(单位：%)



资料来源：Wind，中银证券

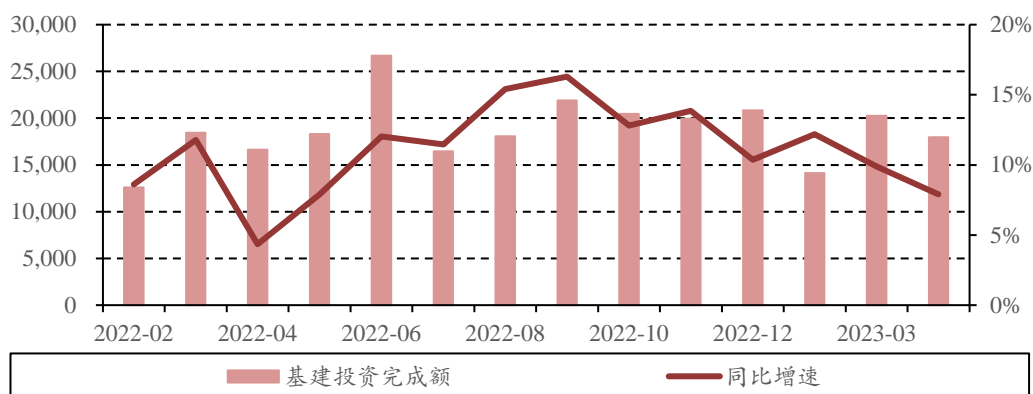
图表 17. 4 月我国 PMI 指数降至 50% 荣枯线以下，5 月环比继续下滑 (单位：%)



资料来源：Wind，中银证券

2023年1-4月，我国基建投资完成额延续上年增长态势，但增速水平呈现逐月下降趋势。4月基建投资同比增速为7.9%，环比3月份下滑2.0pct，较2022年9月份增速最高点下滑8.4pct。考虑到2022年4月份受疫情影响基建投资增速仅有4.4%，是全年最低增速水平，因此今年4月基建投资增速放缓程度较数据表现更为明显。

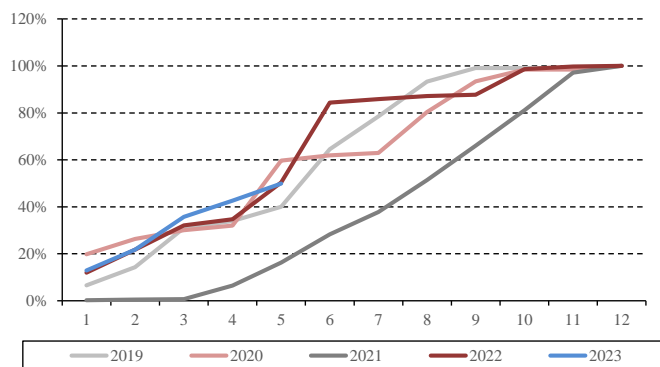
图表 18. 1-4 月基建投资增速逐月下滑（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，中银证券

固定资产新开工项目投资额持续下滑。2023 年 1-4 月，固定资产新开工项目投资额累计同比持续下滑，并在 4 月份增速由正转负，ttm 口径下也呈现下滑趋势。

图表 19. 1-5 月专项债发行进度不及 2022 年和 2020 年



资料来源：Wind，中银证券

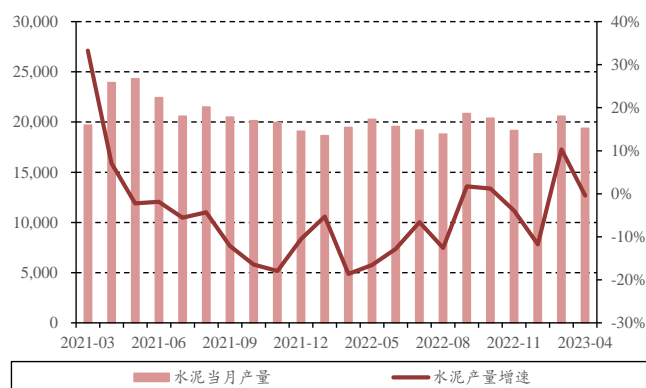
图表 20. 1-4 月，固定资产新开工项目投资额累计同比持续下滑



资料来源：Wind，中银证券

今年上半年基建项目实物工作量落地情况继续不及预期。2022 年全年基建投资增速与水泥产量增速走势均有较大幅度背离，且该趋势延续至 2023 年上半年：2023 年 3 月，水泥产量同比增加 10.4%，与一季度基建投资增速水平相当；但 4 月份水泥产量同比仍继续下滑，再次与基建投资发生背离。石油沥青和挖掘机开工小时数表现也呈现类似趋势，2023 年 2 月份在低基数影响下同比实现较高增速，3 月份增速水平环比 2 月开始下滑，4 月份挖掘机开工小时数同比由增长转为下滑。总体来看，今年 1-4 月份，无论是基建投资增速，还是基建新开工项目投资额增速及实物工作量增速均呈现逐月下滑趋势。

图表 21. 4 月水泥产量同比继续下滑（单位：万吨）



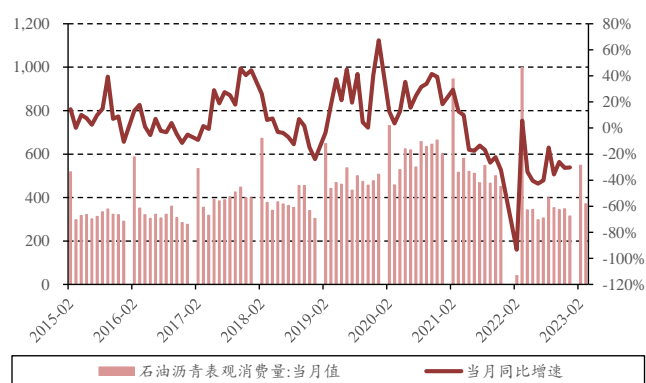
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 22. 4 月水泥产量增速与基建投资增速再次背离



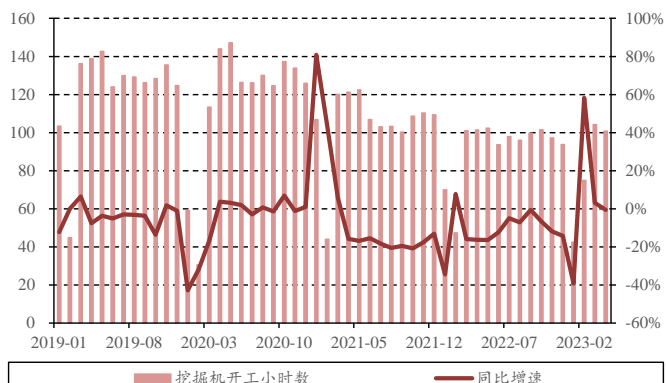
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 23. 3 月石油沥青表观消费量同比降幅超 60%（单位：吨）



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 24. 1-4 月挖掘机开工小时数同比增速逐月下滑

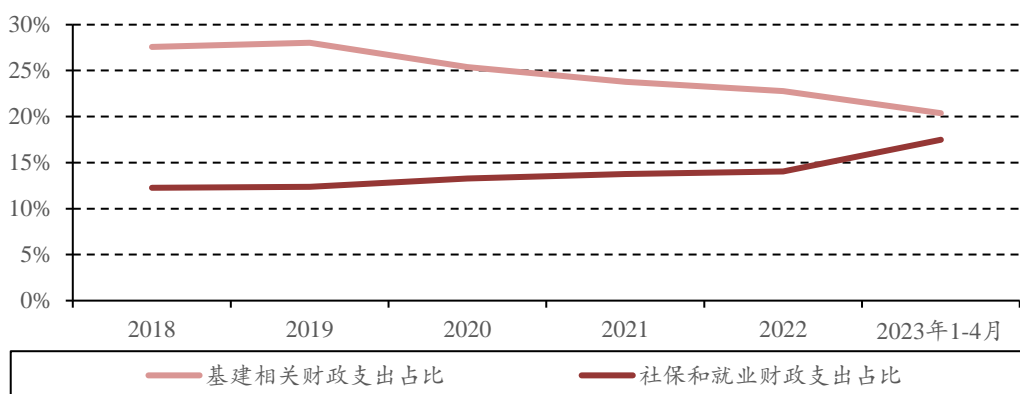


资料来源：Wind，中银证券

基建投资资金来源较为紧张

基建资金方面，财政对基建领域的支出力度有所下降，民生领域财政支出力度加大。根据《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》，2023 年全国一般公共预算支出为 275,130 亿元，同比增长 5.6%。但 1-4 月基建相关公共财政支出（节能环保+城乡社区事务+农林水事务+交通运输）占公共财政支出总额的比重有所下降，为 20.4%，同减 0.6pct。基建相关财政支出下降的同时，民生领域财政支出占比增加。1-4 月，社会保障和就业相关财政支出累计为 1.5 万亿元，占财政支出的比重为 17.5%，同增 0.6pct，是近 5 年以来的最高水平。考虑到今年多项重要会议均将提振消费作为促进我国经济发展的关键举措，且当前失业压力较大、青年人失业率提高的情况下，财政支出向社保和促进就业方面倾斜，一定程度上挤压了基建财政支出的空间。2023 年预算赤字率按 3% 安排，较上年 2.8% 的赤字率小幅增加。但 2022 年我国实际财政缺口达 5.7 万亿元，实际赤字率达到 4.7%，高于 2023 年预期赤字率。

图表 25.1-4 月，基建相关财政支出占比下降，社保和就业财政支出占比增加



资料来源：财政部，中银证券

除财政支出以外，今年基建投资其他主要资金来源较上年可能略有不足。2023 年我国安排的地方政府专项债额度为 3.8 万亿元，较上年 3.65 万亿元增加了 1,500 亿元。但去年 9 月份，为进一步助力稳增长，国务院补充增加 5,000 多亿元专项债结存限额，因此 2022 年全年专项债额度超过 4.15 万亿元，高于 2023 年专项债额度。此外，从发行进度来看，2023 年 1-5 月专项债发行节奏及规模不及去年同期。截至 5 月底，地方政府新发行专项债券金额合计 1.9 万亿元，同减 6.7%；占全年新增专项债额度的比重为 49.9%，不及 2022 年同期的 50.4% 和 2020 年同期的 59.7%。

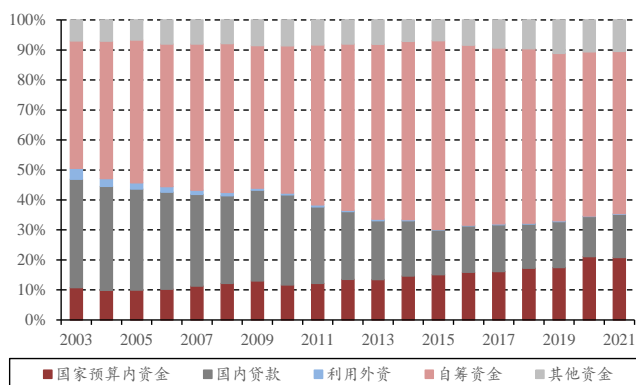
2023 年土地出让收入预计同比基本维稳。国有土地使用权出让收入也是基建投资的重要资金来源。2022 年，地产行业资金链紧张，多家民营房企爆雷，“烂尾楼”事件频繁发生，居民对地产行业信心不足，买房意愿减弱，过去房企赖以生存的高周转模式被打破。资金链紧张及销售下滑导致房企拿地更加慎重，地方政府卖地收入明显下滑。2022 年，国有土地使用权出让收入为 66,854 亿元，同比大幅下滑 23.2%。根据 2023 年中央和地方预算草案报告，2023 年地方政府性基金预算本级收入预期增长 0.4%，与上年基本持平。由于土地出让收入是地方政府性基金收入的主要组成部分，则 2023 年土地出让收入预期较上年也基本维稳。但 2023 年 1-4 月，土地使用权出让收入合计 11,761 亿元，同减 21.7%，同比降幅依然较大。虽然单 4 月份土地使用权出让收入同比降幅较小，不足 1%，但考虑到去年 4 月疫情封控导致房企拿地进一步受限，基数较低，因此今年 4 月降幅减小可能并不意味着拿地明显好转，仍需观察后续数据表现。如果 2023 年土地出让收入进一步下滑，基建投资资金规模可能会更加受限。

2023 年基建投资增速或不足 3%

广义基建投资的资金来源主要包括国家预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金，其中国家预算内资金、国内贷款和自筹资金是基建投资的主要资金来源。一般公共预算和政府性基金预算是国家预算内资金的重要组成部分，一般公共预算中与基建投资相关的主要是公共财政支出，政府性基金预算中与基建投资相关的主要是国有土地使用权出让收入和地方政府专项债券。

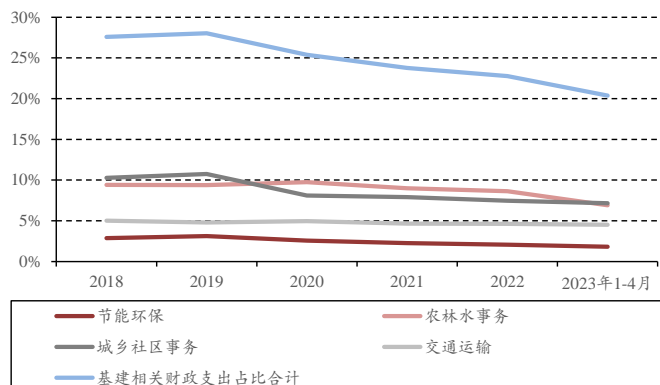
一般公共预算：根据《2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》（以下简称《预算草案报告》），2023 年全国一般公共预算支出为 27.5 万亿元，同比增长 5.6%。2022 年基建相关公共财政支出占比为 22.8%。2023 年 1-4 月，基建相关财政支出占财政支出总额的 20.4%，同减 0.6pct。假设 2023 年基建相关财政支出占比为 20%，则 2023 年一般公共预算预计能为基建投资提供的资金规模约为 5.5 万亿元。

图表 26. 国家预算内资金、国内贷款及自筹资金为基建投资主要资金来源



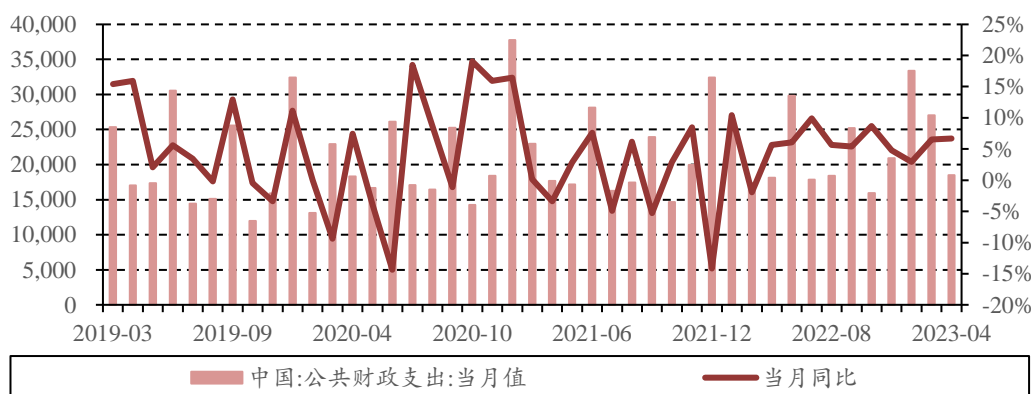
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 27. 2022 年基建相关财政支出占比下滑



资料来源：财政部，中银证券

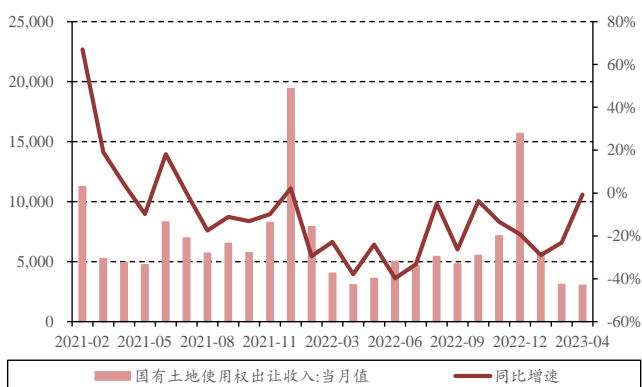
图表 28. 1-4 月公共财政支出同比稳步增长（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，中银证券

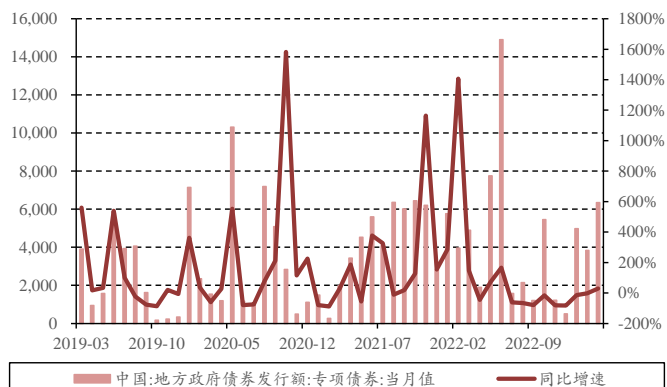
政府性基金预算：与基建相关的政府性基金预算主要包括国有土地使用权出让收入和地方政府新增专项债券。根据《预算草案报告》，2023 年地方政府性基金预算收入约 7.4 万亿元，同比小幅增长 0.4%，与上年基本持平。由于地方政府性基金收入中大部分是国有土地使用权出让收入，假设土地出让收入占比与 2022 年相同，为 91%，且基建相关支出占土地出让收入的 1/3 左右，则 2023 年土地出让收入能够为基建投资提供的资金规模约为 2.2 万亿元。2023 年我国安排的地方政府专项债额度为 3.8 万亿元，较上年 3.65 万亿元增加了 1,500 亿元。假设 65% 的专项债额度投向基建领域，有望拉动基建投资约 2.5 万亿元。

图表 29. 1-4 月土地出让收入累计同比下滑超 20%（单位：亿元）



资料来源：财政部，中银证券

图表 30. 2023Q1 专项债发行规模同比增长（单位：亿元）



资料来源：财政部，中银证券

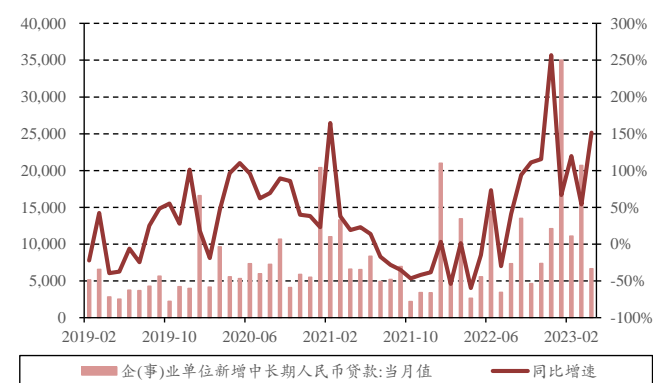
国内贷款：2022 年企（事）业单位中长期贷款约 11.1 万亿元，同比大幅增加 19.8%。2023 年 1-4 月，新增企（事）业单位中长期贷款合计 7.3 万亿元，同增 74.3%。保守假设 2023 年企业中长期贷款增速为 15%，且投向基建领域的贷款占比为 30%，则企业中长期贷款能够为基建投资提供的资金规模约 3.8 万亿元。

利用外资：2022 年外商直接投资规模约 1.3 万亿元人民币，同比增长 9.9%。其中投向基建领域的外资占比约为 3.1%。2023 年 1-4 月，外商直接投资累计 735 亿美元，同比小幅下滑 1.3%。假设 2023 年外商直接投资规模小幅提升 5%，基建领域投资占比维持 3.1%，则 2023 年外商投资能够为基建投资提供的资金规模约 0.04 万亿元。

自筹资金：自筹资金主要包括城投债、非标贷款和 PPP 等。2022 年新发行城投债约 5.0 万亿元，较 2021 年下滑 11.7%。考虑到地方政府债务压力较大，假设 2023 年新发行城投债同比下滑 10% 且全部用于基建项目建设；假设 2023 年 PPP 和非标贷款合计为基建领域提供 0.5 万亿元资金，则 2023 年自筹资金能够拉动约 5.0 万亿元基建投资。

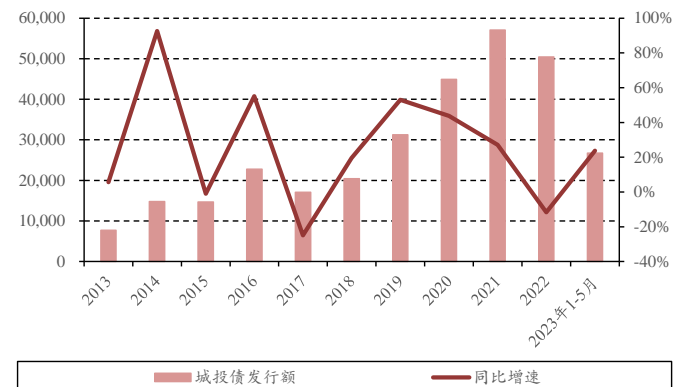
其他资金：社融资金中约 6% 投向基建领域。2022 年社融规模为 32.0 万亿元，同增 2.1%，投向基建领域的资金占比约 6.9%。2023 年 1-4 月，我国社会融资规模累计 15.7 万亿元，同增 21.2%。假设 2023 年社融增速为 10%，基建投资占比为 7.0%，则预计能够拉动 2.5 万亿元基建投资。

图表 31. 1-4 月企（事）业单位中长期贷款同比大幅增长
(单位：亿元)



资料来源：中国人民银行，中银证券

图表 32. 1-5 月城投债发行额同比提升 (单位：亿元)



资料来源：Wind，中银证券

综上，预计 2023 年国家预算内资金、国内贷款、自筹资金、外资和其他资金有望为基建投资提供的资金总额约为 21.5 万亿元，较 2022 年小幅增长约 2.4%。

静待下半年基建稳增长实物工作量落地。通过梳理近期中央重要会议表述和基建投资各项资金来源可知，推动消费是提振内需、促进 2023 年我国经济增长的重要举措，投资领域则强调激发民间投资活力、提高投资质量。从财政支出结构来看，今年 1-4 月我国公共财政支出向稳就业、稳民生方向倾斜较多，一般公共预算支出中社保和就业领域的支出占比达到近 5 年来的最高水平，一定程度上挤压了基建投资空间。同时，国有土地出让收入和地方政府新增专项债额度将维持相对稳定，2023 年基建投资规模较上年可能仅实现小幅增长。但今年 1-4 月水泥、石油沥青、挖掘机等与实物工作量相关的材料、机械等指标增速呈现逐月下降趋势，表明上半年基建项目实物工作量落地情况并未显著好转。我们认为，在 2022 年基建投资高增长但当年项目开工情况稍弱的情况下，2023 年基建投资增速下滑是相对合理的，更应关注基建实物工作量落地情况。

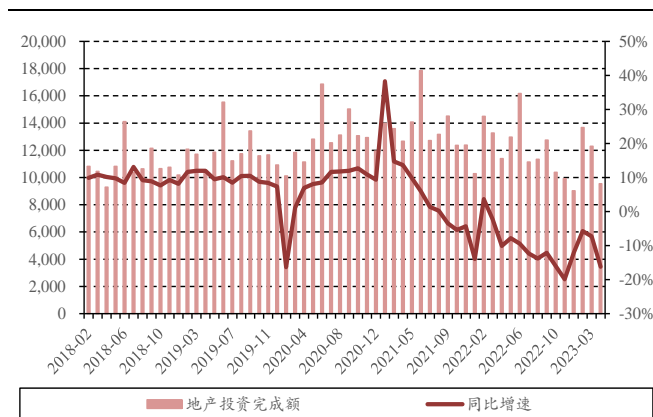
基本面主线二：地产因城施策持续进行，增强信心是关键

2023Q1 地产销售明显好转。一季度商品房销售面积合计 3.0 亿平，同比小幅下降 3.5%，较 2022 年全年 24.3% 的降幅水平显著收窄；商品房销售额同比实现提升，其中 3 月份销售额同比增长 6.3%。同时，一季度商品房销售单价同比增幅逐月提升，3 月销售单价为 10,191.5 元/平，同比增长 10.2%。一季度商品房销售面积降幅收缩，销售单价及销售额增幅较大，地产销售明显好转。

4 月地产销售情况未能延续向好态势。4 月商品房销售面积为 0.77 亿平，同比下滑 11.8%，降幅较 3 月份扩大 8.4pct。4 月商品房销售额为 9,205.3 亿元，同增 13.2%；销售价格为 11,970.3 元/平，同增 28.4%。虽然 4 月销售额及销售价格均实现大幅增长，但考虑到去年 4 月份是商品房销售低点，基数较低，且 4 月销售面积降幅仍较大，因此商品房销售是否实现好转仍需观察。

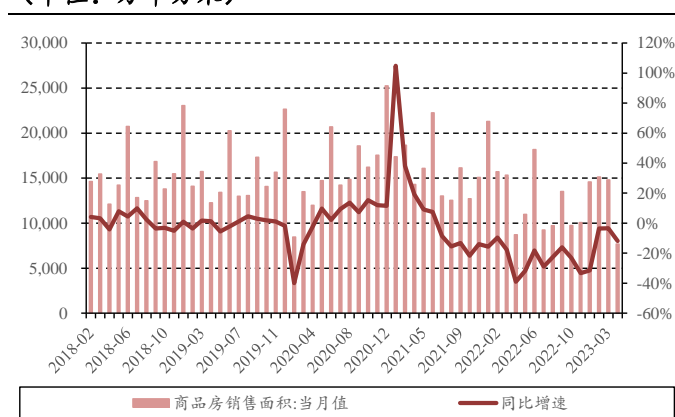
地产投资仍处于下行区间。2022 年地产行业深陷恶性循环，全年地产投资完成额同比降幅达到 10.0%。2023 年 1-2 月地产投资同比降幅缩小至 5.7%，但 3、4 月同比降幅逐月扩大，4 月地产投资同比下滑 16.2%，环比 3 月降幅扩大 8.9pct，依然处于下行区间。

图表 33. 1-4 月地产投资仍处于下行区间（单位：亿元）



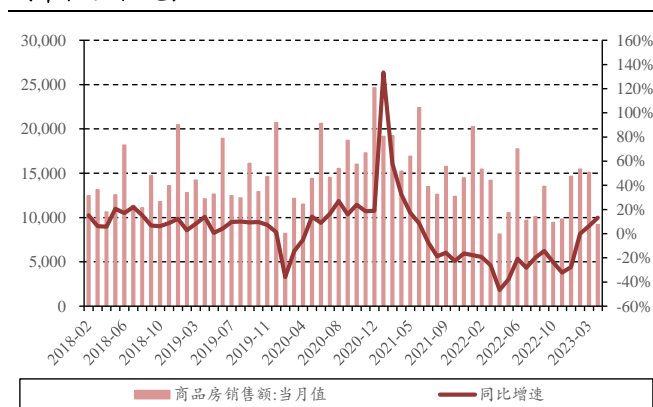
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 34. 1-4 月商品房销售面积同比依然下滑（单位：万平方米）



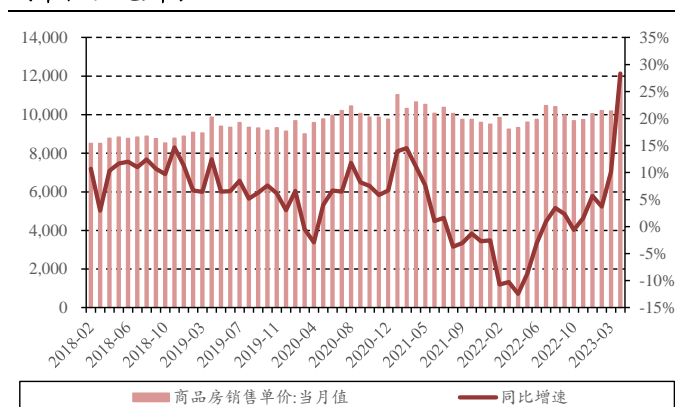
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 35. 1-4 月商品房销售额同比实现增长（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，中银证券

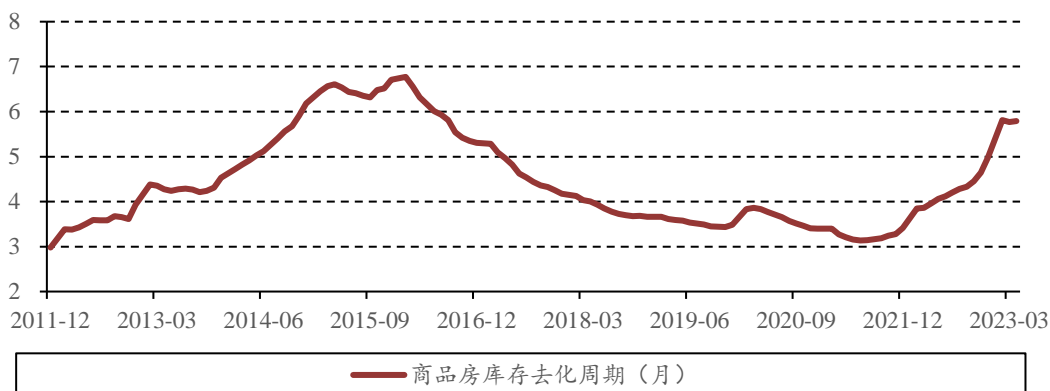
图表 36. 1-4 月商品房销售单价同比增速逐月提升（单位：元/平）



资料来源：国家统计局，中银证券

房地产市场去库存压力仍较大。2022 年，全国商品房库存去化周期持续提升；2023 年 1-2 月，全国商品房去化周期达到 5.8 个月，是近 5 年以来的最高值，3-4 月商品房去化周期基本维稳，房地产市场去库存压力依然较高。

图表 37.1-4 月房地产市场去库存压力较高



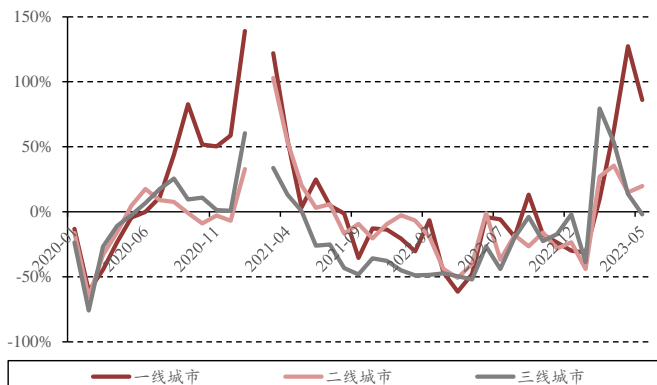
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 38.5 月 30 大中城市商品房销售面积环比小幅增长



资料来源：Wind，中银证券

图表 39. 不同层级城市分化明显



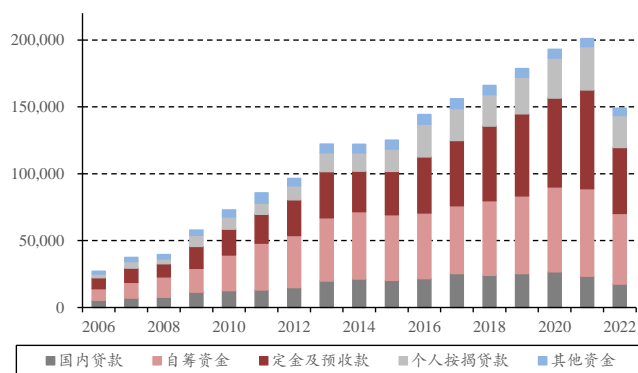
资料来源：Wind，中银证券

一季度地产复苏主要来自下游购房需求好转。房地产开发的资金来源主要包括国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款等。其中定金及预收款和个人按揭贷款与地产销售直接绑定，能够反映地产行业需求情况。定金及预收款和个人按揭贷款占地产开发资金的比重自 2006 年起一路走高，2021 年占比达到 52.9%，2022 年下滑到 49.1%。2023 年一季度，该比例升高至 52.1%。同时期内，国内贷款占地产资金来源的比重也有所上升，为 14.4%，较 2022 年全年占比提升了 2.7pct；地产自筹资金占比则有所下降，一季度自筹资金累计值为 1.0 万亿元，占地产资金来源的 29.3%，较 2022 年下滑了 6.2pct。同时，一季度国内贷款和自筹资金金额同比均有下降，降幅分别为 9.6%、17.9%。由此可见，今年一季度地产的复苏主要来自于下游购房需求的好转。

高频数据显示，5 月份 30 大中城市商品房成交面积为 1324.5 万平方米，同比提升 24.5%，环比 4 月小幅增加 3.7%。虽然 5 月同比增速较高，但考虑到上年 5 月受疫情封控影响，商品房成交面积基数较低（同比降幅超过 40%），因此商品房销售是否能持续好转仍需观察。

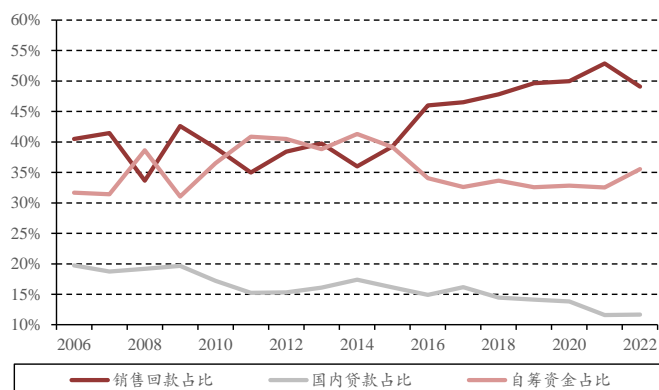
不同层级城市分化明显，一线城市商品房市场相对坚挺。根据 30 大中城市商品房成交情况，今年 2-3 月，一、二、三线城市商品房销售面积均实现同比大幅好转，同比增速均超过 30%。但 4-5 月不同层级城市商品房销售逐渐开始分化。在去年 4-5 月份低基数的共同影响下，一线城市成交面积同比保持快速增长，而二、三线城市成交面积增幅开始收窄，甚至 5 月份三线城市商品房成交面积同比下滑 2.0%。一线城市商品房市场较二、三线城市相对更加坚挺。

图表 40. 房地产开发主要资金来源（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 41. 2022 年定金及预收款和个人按揭贷款占比下滑



资料来源：国家统计局，中银证券

地产因城施策持续进行，但增强购房者信心更为关键。虽然上半年各省市地产相关政策频发，但多数集中在上调公积金贷款额度方面，对提振楼市的作用可能较为有限：一线城市经济发展前景良好，人口持续流入，公积金贷款政策的调整和优化能够为购房者提供更多信贷支持；但能级较低的城市由于经济发展相对滞后，人口流入较少甚至不断流出，对公积金贷款政策的调整可能难以拉动楼市显著回暖。我们认为更重要的是增强购房者对房地产市场的信心，期待更有力度的行业政策的出台。

细分板块：新技术替代下细分赛道成长性更优

在基建投资增速趋稳、房地产仍处于弱复苏态势的背景下，在建筑板块存量市场内依靠技术提升、政策推动等对旧产品实现替代、具有较强成长性的细分赛道值得更多关注，主要包括铝模板、高空作业平台和建筑减隔震，推荐标的包括铝模板领军企业**志特新材**、发力高空作业平台的钢支撑租赁龙头**华铁应急**和建筑减隔震龙头企业**震安科技**。

铝模板：“以铝代木”大势所趋，渗透率逐渐提升

政策推动下，“以铝代木”成为大势所趋。由于木模板消耗木材、无残值回收、且产生大量建筑垃圾，不符合“绿色建筑施工”要求，近年来，北京、贵州、重庆等多个省市陆续出台木模板禁用政策，要求用铝合金模板代替；2017年，住建部发布的《建筑业 10 项新技术(2017 版)》认定铝合金模板施工技术符合建筑工业化和环保节能要求，并将其列入“建筑业 10 项新技术”；2020 年 5 月，住建部出台了《关于 推进建筑垃圾减量化的指导意见》，提出“推广采用重复利用率高的标准化设施，推广应用铝模 板等周转材料”；与此同时，湖南、青海、浙江等各地方政府也相继出台鼓励、支持铝模板发展应用的相关政策。

图表 42. 各省市陆续出台木模板禁用政策

省市	文件名称	禁用材料名称	禁用范围	禁用原因	替代技术	生效时间
北京	《北京市禁止使用建筑材料目录(2018 年版)》	采用脲醛树脂生产的竹、木胶合板模板	民用建筑工程	耐水性较差，周转使用次数少，浪费资源		2010 年 12 月 1 日
贵州	《贵州省建设领域禁止、限制使用落后技术通告(第一号)》	脲醛树脂生产的竹、木胶合板模板	严禁用于建设工程	耐水性较差，周转使用次数少，浪费资源	塑料模板、大型钢模板、 铝合金等金属模板 、酚醛树脂模板(黑胶合板等)	2015 年 1 月 1 日
江西	《江西省建设领域第一批限制、禁止类技术产品》	普通原木改制模板	严禁用于建设工程	模板变形大，吸水率大，混凝土易失水，影响使用质量，浪费资源		
宁夏	《宁夏建设领域推广应用和限制禁止使用技术与产品》	采用脲醛树脂生产的竹、木胶合板模板	禁止用于建设施工	耐水性较差，周转使用次数少，浪费资源		2018 年 7 月 25 日
浙江	《浙江省建设领域禁止和限制使用技术公告》	纤维板模板、脲醛树脂生产的竹、木胶合板模板	禁止用于建设领域			
重庆	《重庆市建设领域禁止、限制使用落后技术通告(2019 年版)》	原木模板，竹(木)胶合板模板(采用脲醛树脂为胶粘剂)	严禁用于全市建设工程	资源综合利用率低	组合铝合金模板 等	2019 年 11 月 14 日

资料来源：政府官网，中银证券

图表 43. 铝模板相关政策梳理

时间	省市	部门	文件	主要内容
2016.09	全国	工信部	《有色金属工业发展规划(2016-2020 年)》	推广铝合金的应用领域， 推广铝合金建筑模板、挤压铸件的应用 ，到 2020 年，实现铝在建筑、交通领域的消费用量增加 650 万吨。
2017.02	江苏省	江苏省住建厅	《关江苏省装配式建筑预制装配率计算细则(试行)》	采用装配式铝合金组合模板 ，实现墙面免抹灰工艺，预制装配率增加 0.5%。
2017.10	全国	住建部	《建筑业 10 项新技术(2017 版)》	模板脚手架技术属于“建筑业 10 项新技术”，其中包括组合铝合金模板施工技术、集成附着式升降脚手架技术、清水混凝土模板技术等。
2019.01	湖南省	湖南省人民政府	《关于加强城市建筑垃圾管理促进资源化利用的意见》	工程设计单位、施工单位应按有关规定，优化建筑设计，科学组织施工， 鼓励和支持采用铝合金模板，从源头降低建筑施工和房屋装修建筑垃圾产生。
2019.05	山西省	山西省住建厅	《关于加强铝合金模板推广应用工作的通知》	各市要加大 铝模板技术在本地区建筑业企业和在建项目的推进工作力度 ，在企业、项目的各类评优评先工作中，要主动将其铝模板技术应用情况纳入评选工作的评分项目，鼓励、支持本地区建筑业企业和项目积极应用铝模板技术，对铝模板技术推进工作落实不到位的企业和项目，取消评优评先资格，并加大对其市场行为的监督检查力度。
2020.05	全国	住建部	《住房和城乡建设部关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》	推广采用重复利用率高的标准化设施。 鼓励采用工具式脚手架和模板支撑体系，推广应用铝模板、金属防护网、金属通道板、拼装式道路板等周转材料。
2020.07	山西省太原市	太原市住建局	《太原市绿色建筑专项行动方案》	积极引导绿色建筑、装配式建筑、超低能耗建筑及绿色建筑开展技术创新，力争在全生命周期 BIM、铝模板、装配式、绿色建筑及基于 5G 移动互联网的智能化管理等技术应用方面达到国内领先水平。
2020.07	广东省广州市	广州市人民政府	《广州市人民政府办公厅关于大力发展装配式建筑加快推进建筑产业现代化的实施意见》	提升装配施工水平。鼓励企业创新施工组织方式， 推广应用铝合金模板等新型模板，全面推行绿色施工。
2020.09	重庆市	重庆市住建委	《重庆市房屋市政工程建筑垃圾减量化工作实施方案》	提高临时设施和周转材料的重复利用率。鼓励采用工具式脚手架和模板支撑体系， 推广应用铝模板、金属防护网、金属通道板、拼装式道路板等周转材料。
2020.09	青海省	青海省住建厅等十部门	《关于推进建筑垃圾减量化促进资源化利用的实施意见》	提高临时设施和周转材料的重复利用率。鼓励采用工具式脚手架和模板支撑体系， 推广应用铝模板、金属防护网、金属通道板、拼装式道路板等周转材料。
2020.11	黑龙江省大庆市	大庆市人民政府	《大庆市推进建筑垃圾减量化的实施方案》	提高临时设施和周转材料的重复利用率。鼓励采用工具式脚手架和模板支撑体系， 推广应用铝模板、金属防护网、金属通道板、拼装式道路板等周转材料。
2021.03	湖北省宜昌市	宜昌市住建局	《关于推广使用铝合金建筑模板系统和附着式升降脚手架的通知》	在宜昌市城区内，于 2021 年 4 月 1 日后取得施工许可的工程项目， 单位工程的建筑层数为 18 层及以上，或建筑高度为 65 米及以上的主体结构书共，推广使用铝合金建筑模板系统和附着式升降脚手架。
2021.03	浙江省	浙江省住建厅	《省建设厅关于印发浙江省建筑施工质量安全标准化三年行动实施方案的通知》	推动企业开展安全技术改造和工艺设备更新，推广起重机械设备一体化、工具式模板支撑系统、标准化防护措施、 “铝模板和爬架”技术等新技术、新工艺应用。
2021.03	山东省	山东省住建厅	《山东省住房和城乡建设厅关于印发山东省建筑垃圾减量化工作实施方案的通知》	鼓励采用装配式场界围挡和拼装式临道路板， 鼓励采用如铝合金、塑料、玻璃钢及其他可再生材质的大模板和钢框镶边模板等工具式模板 ，鼓励施工单位在一定区域范围内统筹临时设施和周转材料的调配。
2021.07	福州市	福州市城乡建设局	《福州市城乡建设局关于推广使用铝合金建筑模板系统及附着式升降脚手架的通知》	福州市四城区(鼓楼、台江、仓山、晋安)范围内，合法取得施工许可的房建工程项目(含区属项目)， 鼓励各参建企业推广使用铝合金建筑模板系统及附着式升降脚手架。
2022.03	全国	住建部	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	显著提高城镇新建建筑中绿色建材应用，2025 年城镇新建建筑全面建成绿色建筑。政府投资工程率先采用绿色建材。

资料来源：政府官网，中银证券

与传统建筑模板相比，铝模板经济效益更优。铝模板在租赁模式下其造价与传统木模板相差不大。但铝模板的施工质量更高，拆模后可以达到清水饰面混凝土效果，免去了二次抹灰工序。采用铝模板施工，4-5 天即可完成一层，相比木模板施工节约了 1-2 天甚至更长时间，有利于缩短工期，使开发商加速回款。

图表 44. 铝模板租赁方式下造价分析与木模板成本构成分析

铝模板在租赁方式下的造价分析			木模板成本构成分析		
分项名称	所需费用	备注	分项名称	所需费用	备注
模板租赁费	20 元/m ²	市场铝模板租赁价格逐渐下降，本次铝模板租赁价按 20 元/m ² 考虑	模板单价	10.17 元/m ²	本次采用杨木建筑模板，规格 915mm*1830mm*15mm，市场价格为 61 元/m ² ，按周转 6 次考虑
清理费用	200/15=13.3 元/m ²	通常使用 15 层需对铝模板进行清理，如清洗粘结物，涂刷隔离剂，处理铝合金氧化层等	木方材料价格	(5m*6 元/m)/6 次=5 元/次	每平方米模板接触面用木大概为 5 米左右，且假定每米价格为 6 元
人工费用	67 元/m ²	人工费从招标费用中确定，但实际工程中铝模板人工费一般高于木模板	钢管、扣件租赁费	(4.5*0.013*1.05*20)*2=2.46 元/m ²	按 3m 层高，接触面积包含钢管 4.5m，租赁费按 0.013 元/天计算，且扣件一般 1 个/m，且施工考虑磨损率 5%，使用时间按 20 天计算
扣除粉刷费用	24.5 元/m ²	可根据实际情况适当给予降低	钢管扣件上下力费用	2 元	
混凝土基层处理费用	15 元/m ²	如果不粉刷涂料，现场施工必须至少涂刷四遍厚 8mm 腻子方可成型	人工费用	47 元/m ²	人工费从招标费用中确定，可根据实际适当给予降低
其他额外增加费用	3 元/m ²	植筋费用，吊模费用，预留洞口增加模板费用，预埋与剔除钢筋头费用等	粉刷费用	24.5 元/m ²	可根据实际情况适当给予降低
总计	93.8 元/m ²		总计	91.1 元/m ²	

资料来源：路亮《建筑工程施工中铝合金模板综合价值研究》，中银证券

行业集中度提升，利好抗风险能力较强的龙头企业。铝模板行业成长前景较好，市场参与者众多，既包括志特新材等主营铝模板业务的企业，也包括中国忠旺、闽发铝业等凭借原材料优势向下延伸的铝加工企业；还包括中建铝等凭借渠道优势向上延伸发展的建筑企业和华铁应急等横向进行品类扩张的建筑施工设备租赁企业。受 2022 年房地产行业景气度较低、地产销售及开工竣工数据均较弱的的影响，铝模板企业资金压力增加，行业出清速度加快，昔日铝模板领军企业中国忠旺因流动性危机退出市场，全国规模以上建筑铝模板数量由 2021 年底的 700 余家降至 2022 年上半年的 600 余家。铝模板行业加速出清将提高行业集中度，利好抗风险能力较强的头部企业凭借其规模优势和精细化管理优势进一步提升市场份额。

志特新材产能规模领先、服务能力优秀、协同业务打造新增长点，看好公司未来发展。志特新材作为建筑铝模板行业领军企业，铝模板保有量及业务收入居于行业前列，且公司铝模板产能正在持续扩张，有望进一步发挥规模优势。在租赁模式逐渐成为铝模板行业主流经营模式的背景下，具有较强综合服务能力的志特新材具有更为明显的优势：公司针对复杂的铝模板租赁链条开发了业内领先的全流程信息化管理系统，能够进一步提升服务能力和管理效率。此外，公司开拓的附着式升降作业安全防护平台和装配式 PC 构件产品能够与铝模板业务形成协同，未来发展空间广阔。

高空作业平台：乘融资租赁东风，需求持续扩容

高空作业平台与传统的脚手架、吊篮相比，更加安全高效。一方面，高空作业平台施工可以有效降低施工人手需求，提高施工效率，降低施工成本，从而为施工企业带来可观的经济效益。另一方面，据住建部数据，跌落事故连续多年占工地事故比例超过 50%，国内建筑施工安全标准仍存提升空间，随着安全标准的提高，高空作业平台的应用有望进一步推广。

图表 45. 剪叉式自行高空作业平台与脚手架效率对比

应用场景	GS-3246 吉尼剪叉式自行高空作业平台		脚手架	
	工时 (分钟)	人工 (人数)	工时 (分钟)	人工 (人数)
墙面清洁(11 米高, 12 米长)	103	2	186	4
立柱喷涂(2 根 11 米立柱)	141	2	212	4
照明检修 (9 盏厂房照明灯)	20	2	49	4

资料来源: Genie 官网, 中银证券

图表 46. 高空作业平台与脚手架经济对比(以中石化惠安炼油项目 2 万吨钢结构管廊搭建为例)

26 米高空作业平台		脚手架	
设备数量	52 台	架杆 598,168 米, 扣件 504,344 个, 跳排 192 块	
筹备周期 (天)	进场 1 天, 报检 2 天	采购 45 天, 报检 7 天	
	租金+油料费	仅搭设	搭设+运输+折旧
总费用 (元)	3,630,711.72	4,291,936.00	14,713,517.33

资料来源: 运想重工官网, 中银证券

融资租赁配套法律法规持续完善, 乘融资租赁东风, 工程设备租赁将维持高速发展。2020 年以来, 随着国内融资租赁监管标准不断提高, 行业步入转型优化期。2021 年 5 月起, 国资委、央行、银保监会陆续发布文件, 规范融资租赁行业发展, 要求回归业务本源, 提升服务实业能力, 多个省市在“十四五”金融发展规划中也对融资租赁行业提出聚焦实体经济的发展规划。2022 年, 稳增长压力下央行、银保监会出台了多项金融支持实体经济文件, 融资租赁业作为重要的非银金融部门响应号召, 积极阔表, 工程租赁业有望乘其东风, 维持高速发展。

图表 47. 2020 年以来国内融资租赁监管标准不断提高

部门	时间	标题	主要内容
银保监会	2020.05	《融资租赁公司监督管理暂行办法》	1、落实监督主体, 划分权属; 2、设定监管指标:规定融资租赁和其他租赁资产比重不得低于总资产的 60%, 风险资产总额不得超过净资产的 8 倍, 固定收益类证券投资业务不得超过净资产的 20%, 控制单一承租人及承租人为关联方的业务比例。
国资委	2021.05	《关于进一步促进中央企业所属融资租赁公司健康发展和加强风险防范的通知》	1、把握融资租赁公司功能定位, 聚焦主责主业发展实体经济, 回归租赁本源, 主业和产业链上下游, 提升服务实业能力和效果; 2、强化融资租赁公司风险管控; 3、推动融资租赁公司优化整合。
人民银行	2021.12	《地方金融监督管理条例 (草案征求意见稿)》	1、融资租赁公司原则上不得跨省经营; 2、融资租赁公司合并、分立、设立需经省级金融监管部门批准。
银保监会	2021.12	《金融租赁公司项目公司管理办法的通知》	1、明确金融租赁公司及相关子公司开展业务范围; 2、明确金融租赁公司及相关子公司经营管理要求。
银保监会	2022.02	《融资租赁公司非现场监管规程》	1、明确各级监管职责, 统一非现场监管标准; 2、建立检测、评估融资租赁公司风险的联动机制。
银保监会	2022.04	《关于 2022 年进一步强化金融支持小微企业发展工作的通知	银行业金融机构要支持传统企业在设备更新、技术改造、绿色转型发展等方面的中长期资金需求, 助力工业经济平稳增长。
银保监会	2022.11	《关于加强金融租赁公司融资租赁业务合规监管有关问题的通知》	推动金融租赁公司业务转型发展, 强化构筑物作为租赁物的适格性监管, 稳妥控制相关业务规模, 部署开展融资租赁业务合规性专项现场检查, 强化属地监管职责。

资料来源: 中央人民政府网, 银保监会官网, 中银证券测算

高空作业平台租赁行业仍具较高成长性。近年来, 国内高空作业平台设备保有量快速扩张, 短期看, 高空作业平台提供了高效、安全的脚手架替代方案; 中长期看, 区别于应用场景较为单一的传统工程机械, 高空作业平台应用场景更加广泛, 市场相对零散, 且随着市场对产品认知的提升以及租金的下降, 借鉴欧美成熟市场, 高空作业平台的需求潜力有望在包括超市、仓储、清洁维护、体育场馆等在内的服务市场中持续释放, 不断开拓全新的应用场景。

华铁应急持续扩张规模，优化管控。在设备管理规模持续提高的同时，华铁应急围绕轻资产、数字化、平台化三大战略，在规模和单位效益方面的优势有望持续扩大。轻资产方面，公司在运营模式上的探索有望借力融资租赁业发展，在保持资产负债率稳定的同时快速扩大资产管理规模。数字化方面，短期来看，将持续提升公司的管理能力，维持高空作业平台较高的出租率水平；中长期来看，数字化为二手市场发展提供标准，促进行业未来发展。轻资产、数字化战略推进之下，有望支撑公司业绩快速增长。

钢结构：渗透率提升，发展空间广阔

在“双碳”和可持续发展背景下，随着**建造成本改善，政策支持力度加大**，钢结构行业渗透率有望持续提升。龙头企业凭借规模优势、品牌优势、技术优势、管理优势，将具备更强的竞争优势，在行业市场份额扩大的同时**不断提高行业集中度，实现业绩增长**。

行业集中度提升之下，未来钢结构领域**强者恒强**的局面将更加明显。根据中建科工公司债募集说明书，美国钢结构行业 CR3 占比超过 50%，其集中度提升的主要原因有两点：一是由于重型钢结构、空间钢结构建筑的总承包商往往要求承接商拥有一级**建筑资质和优秀的过往项目业绩**，因此在**工程端形成拥有优秀项目积累的企业强者恒强的局面**；二是钢结构产品的交通运输成本较高，在**加工端进行全国性布局的企业能够抢占更大的市场份额**。参照国外经验，同时拥有资质优势、项目优势、资金优势以及智能化平台和产业链资源的龙头企业在市场竞争中将占据较大优势。

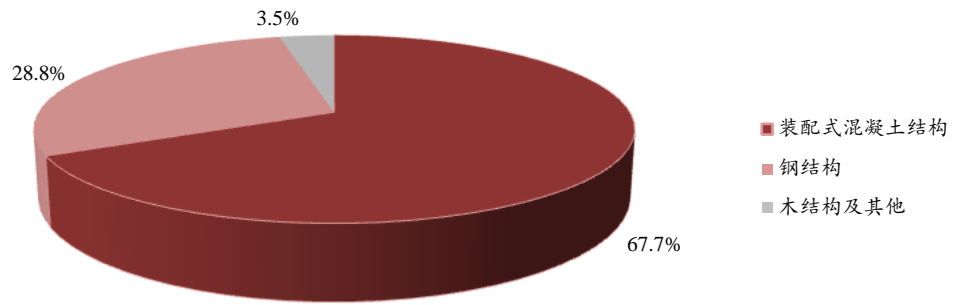
图表 48. 国内钢结构行业主要公司及其细分市场

公司名称	主要市场
鸿路钢构	以钢结构制造为主
精工钢构	多高层、空间大跨度、轻型钢结构
东南网架	空间、多高层钢结构
杭萧钢构	多高层、轻型钢结构
富煌钢构	重型钢结构，华东、东北市场为主
沪宁钢机	空间、桥梁、轻型钢结构等
大金重工	电力设备钢结构为主
光正集团	钢结构工程为主，新疆市场为主
中建科工	主要承接中国建筑系统内工程
上海宝冶建设有限公司	主要承接宝钢集团系统内工程

资料来源：中国钢结构协会，中银证券

近年来，政策积极推动装配式建筑、钢结构建筑发展。根据住建部数据，2021 年新开工装配式建筑占新建建筑面积的 24.5%。装配式建筑中，按结构类型区分，装配式混凝土结构占比 67.7%，钢结构占比 28.8%，木结构及其他占比 3.5%。作为装配式建筑中的重要一类，在政策推动下**钢结构渗透率有望持续提升**。根据 2022 年 1 月住建部印发的《“十四五”建筑业发展规划》，到 2035 年，国内装配式建筑占新建建筑的比例达到 30% 以上，为此，“十四五”期间将大力发展装配式建筑，完善钢结构建筑标准体系，建立钢结构住宅通用技术体系，健全钢结构建筑工程计价依据，引导上下游产业链协同发展。

图表 49. 2021 年新开工钢结构占新开工装配式建筑面积比重为 28.8%



资料来源：住建部，中银证券

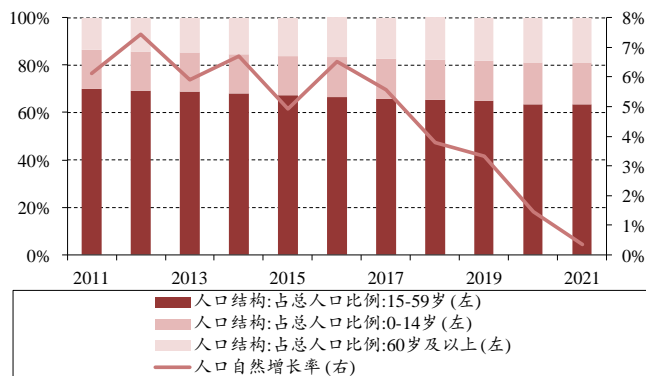
图表 50. 装配式建筑、钢结构相关支持政策梳理

时间	发布单位	文件名	具体内容
2017 年 1 月	国务院	《“十三五”节能减排综合工作方案》	实施绿色建筑全产业链发展计划，推行绿色施工方式，推广节能绿色建材、装配式和钢结构建材， 2020 年城镇绿色建筑面积占新建建筑面积比重提高到 50%。
2017 年 2 月	住建部	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	积极发展钢结构、现代木结构等建筑结构体系。 在有条件的农村地区推广轻型钢结构、现代木结构、现代夯土结构等新型房屋。
2017 年 5 月	住建部	《建筑业发展“十三五”规划》	到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15% 以上，其中重点推进地区达到 20% 以上，积极推进地区达到 15% 以上，鼓励推进地区达到 10% 以上。
2018 年 3 月	住建部	《住房城乡建设部建筑节能与科技司关于印发 2018 年工作要点的通知》	推进装配式建筑发展。 研究编制装配式建筑领域技术体系框架，组织梳理装配式建筑关键技术，推动编制装配式建筑团体标准，提高装配式建筑设计、生产、施工、装修等环节工程质量，提升装配式建筑技术及部品部件标准化水平。
2019 年 3 月	住建部	《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司 2019 年工作要点的通知》	开展钢结构装配式住宅建设试点，推动试点项目落地， 在试点地区保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、易地扶贫搬迁中，明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式，推动建立成熟的钢结构装配式住宅建设体系。
2020 年 5 月	住建部	《关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》	大力发展装配式建筑，积极推广钢结构装配式住宅， 推行工厂化预制、装配化施工、信息化管理的建造模式。鼓励创新设计、施工技术与装备，优先选用绿色建材，实行全装修交付，减少施工现场建筑垃圾的产生。在建设单位主导下，推进建筑信息模型（BIM）等技术在工程设计和施工中的应用，辅助施工现场管理，提高资源利用率。
2020 年 8 月	住建部等 8 部门	《住房和城乡建设部等部门关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》	大力发展钢结构建筑，鼓励医院、学校等公共建筑优先采用钢结构，积极推进钢结构住宅和农房建设。 完善钢结构建筑防火、防腐等性能与技术措施，加大热轧 H 型钢、耐候钢和耐火钢应用，推动钢结构建筑关键技术和相关产业全面发展。推广装配式混凝土建筑。
2021 年 3 月	国务院	《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	“十四五”期间，发展智能建造， 推广绿色建材、装配式建筑和钢结构住宅，建设低碳城市
2021 年 10 月	国务院	《关于印发 2030 年前碳达峰行动方案的通知》	推广绿色低碳建材和绿色建造方式，加快推进新型建筑工业化，大力发展装配式建筑， 推广钢结构住宅，推动建材循环利用，强化绿色设计和绿色施工管理。 加强县城绿色低碳建设。
2022 年 1 月	住建部	《“十四五”建筑业发展规划》	到 2035 年，国内装配式建筑占新建建筑的比例达到 30% 以上。大力发展装配式建筑，完善钢结构建筑标准体系，推动建立钢结构住宅通用技术体系，健全钢结构建筑工程计价依据，以标准化为主线引导上下游产业链协同发展， 积极推进高品质钢结构住宅建设，鼓励学校、医院等公共建筑优先采用钢结构。
2022 年 5 月	国务院办公厅	《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》	大力发展绿色建筑， 推广装配式建筑、节能门窗、绿色建材、绿色照明，全面推行绿色施工。

资料来源：中国政府网，中银证券

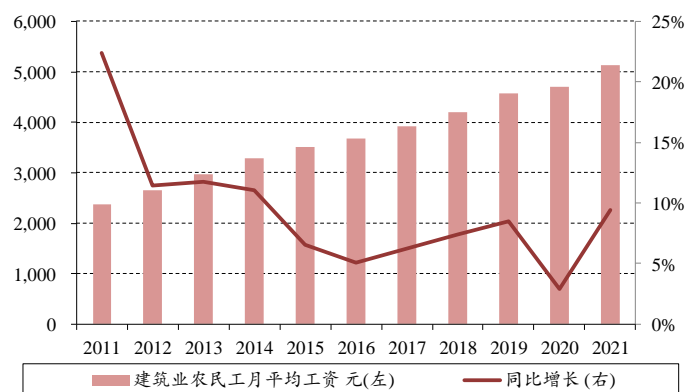
随着人口红利退坡，国内人力成本持续提高。一方面，我国正逐步进入老龄化社会，2016 年以来，国内适龄劳动人口占比持续下降，人口自然增长率下行。另一方面，人口红利退坡之下用工成本持续攀升，根据万得数据，2021 年我国建筑业农民工工资为 5,141.0 元/月，同比增长 9.4%，传统建筑业正在面临人力成本日益提升的难题，钢结构带来的人工费用及工期优势将逐渐显现。

图表 51. 2016 年以来，国内适龄劳动人口占比持续下降，人口自然增长率下行，逐渐进入老龄化社会



资料来源：万得，中银证券

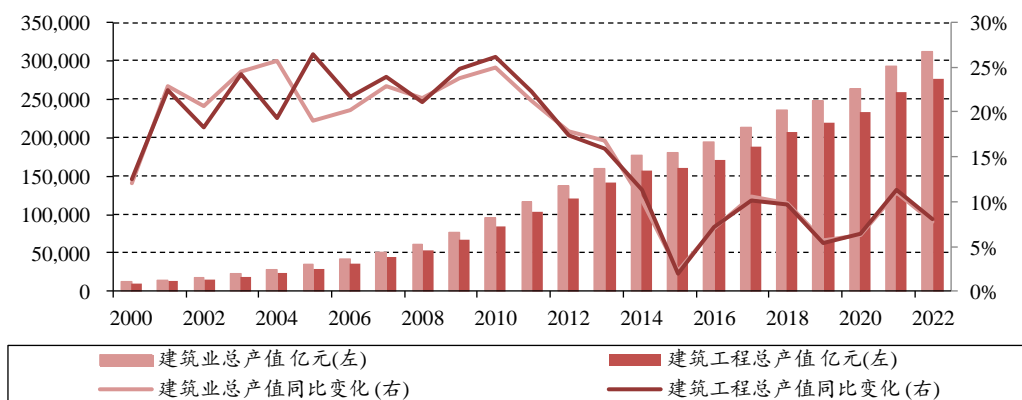
图表 52. 建筑业农民工工资逐年上涨



资料来源：万得，中银证券

后疫情时代基建、地产有望修复，钢结构在建筑存量市场中的增量空间广阔。在新冠疫情影响下，2022 年全国建筑业房屋累计竣工面积 405,477.3 万平方米，同减 0.7%，建筑业累计产值 311,979.8 亿元，同增 6.4%，其中，建筑工程累计产值 276,253.4 亿元，占比 88.5%，同比增长 6.6%。未来，随着新冠疫情管控降级，其对施工产生的不良影响将逐渐消退，基建、地产行业有望修复，保持稳健增长。根据浙江省住建厅数据，2020 年全国钢结构行业产值约 7,843.1 亿元，仅占当年建筑工程产值的 3.4%，行业增量空间广阔。

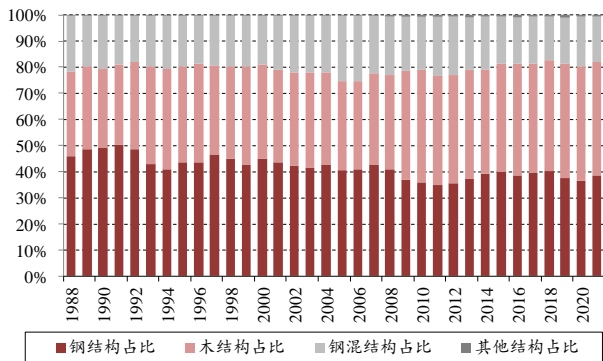
图表 53. 建筑工程存量市场大，且仍在增长



资料来源：万得，中银证券

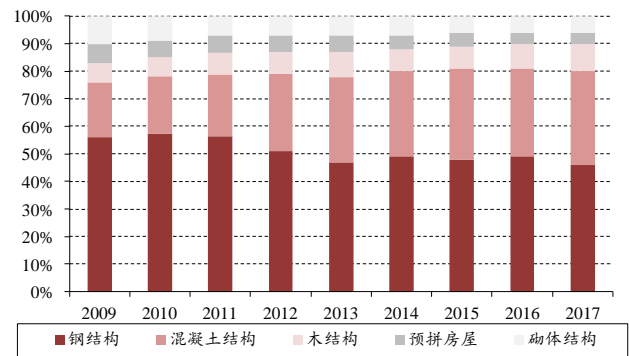
政策推动钢结构渗透率提升。2022 年 3 月，住建部印发《“十四五”建筑业发展规划》，强调“积极推进高品质钢结构住宅建设，鼓励学校、医院等公共建筑优先采用钢结构”。根据住建部数据，2021 年钢结构新开工建筑面积 2.1 亿平方米，较 2020 年增长 10.5%，占当年新建建筑面积 7.0%，占新开工装配式建筑的比例为 28.8%；其中，新开工装配式钢结构住宅 1,509 万平方米，较 2020 年增长 25%。相比之下，钢结构在新开工建筑中的占比低于发达国家 30%-50% 的水平，在相关政策重点支持下，钢结构渗透率有望持续提高。

图表 54. 钢结构占日本建筑物开工比重 30% 以上



资料来源: 万得, 中银证券

图表 55. 美国非住宅及多层住宅领域钢结构占比 40% 以上



资料来源: ASIC, 中银证券

根据中国钢结构协会发布的《钢结构行业“十四五”规划及 2035 年远景目标》，到 2025 年，全国钢结构用量达 1.4 亿吨，占全国粗钢产量比重达 15% 以上，钢结构建筑占新建建筑面积达 15% 以上，到 2035 年，钢结构用量达 2.0 亿吨以上，占粗钢产量 25% 以上，钢结构建筑占新建建筑面积达到 40%。在此基础上，按相对中性假设预测，2023-2025 年行业市场规模分别达 8,026.4、8,767.3、9,758.8 亿元，分别同增 10.2%、9.2%、11.3%。

核心假设如下：

- 1、考虑全国建筑业房屋竣工面积将以年 4% 的增速增长，钢结构产量到 2025 年达到规划目标，21-25 年，钢结构产量年均增速达 11.5%，建筑业房屋单位面积用钢量将由 2020 年的 21.1 千克/平方米提升到 2025 年的 25.5 千克/平方米。
- 2、2021 年钢材价格（按热轧卷板 Q235B，4.75mm，上海现货价）处于历史高位，2022 年价格有所回落，假设未来钢材价格将逐步回归五年价格中枢水平，2023-2025 年钢价同比下跌 2%、2%、1%。
- 3、假设钢材成本占钢结构产品生产成本的 70%，钢价回落之下行业毛利率改善，钢结构行业 2022-2025 年毛利率分别为 14%、15%、15%、16%。

图表 56. 钢结构市场规模测算

指标	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2035E
建筑业房屋竣工面积	万平方米	402,336	384,822	408,257	424,587	441,571	459,234	477,603	
同比增速	%	(2.23)	(4.35)	6.09	4.00	4.00	4.00	4.00	
钢结构产量	万吨	7,525	8,138	9,071	10,110	11,269	12,560	14,000	20,000
产量增速	%	5.69	8.15	11.46	11.46	11.46	11.46	11.46	
钢结构占粗钢产量比重	%		7.6					15	25
新建钢结构建筑占新建建筑面积比重	%			7.0				15	40
钢材均价（取热轧卷板 Q235B:4.75mm:上海）	元/吨			5,480.0	4,424.1	4,335.6	4,248.9	4,206.4	4,100.0
钢结构产品毛利率	%			13.0	14.0	15.0	15.0	16.0	16.0
钢结构市场规模	亿元			8,024.1	7,284.2	8,026.4	8,767.3	9,758.8	13,588.6
钢结构市场规模增速	%				-9.2	10.2	9.2	11.3	

资料来源: 万得, 中国钢结构协会, 住建部, 中银证券测算

注: 行业协会未公布 2021 年钢结构产量, 表中数据按 2025 年目标倒推所得

一季度行业龙头订单稳增，年内工业建筑、公共建筑有望维持较大投资力度，对工期要求较高的保障性住房建设也将拉动行业渗透率持续提升；此外，行业企业积极布局光储业务，以屋面资源为入口，推进 BIPV 业务发展，随着组件价格下降，未来订单提升可期。推荐工建龙头**精工钢构**，建议关注钢结构制造龙头**鸿路钢构**、空间结构龙头**东南网架**、发力钙钛矿电池的**杭萧钢构**以及特级承包**富煌钢构**。

投资建议

静待基建实物工作量落地，增强对地产行业信心更为关键。近期中央重要会议指出推动消费是提振内需、促进经济增长的重要举措，投资领域则强调激发民间投资活力、提高投资质量。从财政支出结构来看，今年 1-4 月一般公共预算支出中社保和就业领域的支出占比达到近 5 年来的最高水平，一定程度上挤压了基建投资空间。同时，土地出让收入和地方政府新增专项债额度相对稳定，预计 2023 年基建投资规模较上年实现小幅增长。今年 1-4 月水泥、石油沥青、挖掘机等指标增速呈现逐月下降趋势，表明上半年基建项目实物工作量落地情况并未明显好转。我们认为，在 2022 年基建投资基数较高但当年项目开工情况稍弱的情况下，**2023 年更应关注基建实物工作量落地情况。**地产因城施策持续进行中，多地对公积金贷款政策进行调整和优化。但我们认为**调整公积金政策对提振楼市的作用有限，更重要的是增强购房者对房地产市场的信心，期待更有力度的行业政策的出台。**

关注铝模板、高空作业平台、钢结构等新技术替代下成长性更优的建筑行业细分赛道。考虑到 2023 年基建投资增速或将在高基数影响下回落，且基建实物工作量落地情况尚不及预期，房地产行业复苏基础还不稳固，推荐关注新技术替代下成长性更优的建筑行业细分赛道：1) 铝模板：较传统建筑模板更加经济高效，符合绿色建材政策要求，在低、中、高层建筑中的渗透率不断提升。推荐铝模板领军企业**志特新材**；2) 高空作业平台：行业快速扩容，随着租金下降、产品普及，有望在超市、仓储、体育馆等多种场景持续拓展应用。推荐发力高空作业平台的钢支撑租赁龙头**华铁应急**；3) 钢结构：年内工业建筑、公共建筑有望维持较大投资力度，对工期要求较高的保障性住房建设也将拉动行业渗透率持续提升；行业企业积极布局光储业务，未来订单提升可期。推荐工建龙头**精工钢构**，建议关注钢结构制造龙头**鸿路钢构**、空间结构龙头**东南网架**、发力钙钛矿电池的**杭萧钢构**以及特级承包商**富煌钢构**。

风险提示

基建实物工作量落地不及预期：虽然 2022 年至今我国基建投资增速均位于较高水平，但如果资金与项目不匹配，基建项目实物工作量落地情况可能不及预期。

地产销售超预期下行：若购房者对地产行业难以重振信心，地产销售可能存在超预期下行的风险。

建筑新技术渗透率提升不及预期：铝模板、高空作业平台、钢结构等建筑新技术的施工工艺、成本造价等与传统建筑技术存在差异，其渗透率提升速度可能不及预期。

附录图表 57. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(X)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2022A	2023E	2022A	2023E	(元/股)
603300.SH	华铁应急	买入	5.32	103.50	0.26	0.62	20.78	8.64	3.49
300986.SZ	志特新材	增持	31.92	52.31	1.00	1.45	31.82	22.01	8.18
002541.SZ	鸿路钢构	增持	27.48	189.62	1.67	2.20	16.49	12.51	11.13
600496.SH	精工钢构	增持	3.79	76.29	0.34	0.44	11.11	8.52	3.91
002949.SZ	东南网架	增持	14.73	28.88	0.54	0.85	27.41	17.24	7.15
002743.SZ	富煌钢构	增持	5.50	23.94	0.38	0.40	14.41	13.75	7.11
600477.SH	杭萧钢构	未有评级	4.06	96.19	0.17	0.23	23.37	17.35	2.18

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 股价截止日 2023 年 6 月 6 日, 未有评级公司盈利预测来自 iFinD 一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371