

建筑装饰

大力度化债举措即将出台，哪些建筑建材公司有望受益？

中央加杠杆、地方降杠杆趋势延续

10月12日财政部会议提出，“中央财政仍有较大空间”，参考发达经济体美国、日本的政府2023年债务率分别达到128%、200%，而2023年末中央政府债务率仅24%，财长明确中央加杠杆的空间，中央继续加杠杆有望为投资链带来较多增量资金，对于有效需求主导的基建投资起到良好的带动作用；另一方面，通过较大规模增加地方政府债务额度方式化债，2023年财政部安排2.2万亿元地方政府债务额度用于化债，占到2023年新增债务限额的48.6%，2024年安排1.2万亿元债务限额支持地方化解存量隐性债务和消化政府拖欠企业账款，占比26%，今年上半年地方考核制度影响了发债积极性以及地方投资意愿，我们认为若增加地方政府举债空间，化债对正常发展的资金挤出将得到有效缓解。

建筑：园林民企和地方龙头弹性大，支付顺序或为央企优先

此次会议提到这项即将实施的政策，是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施，据此推算本轮置换债的规模将超2023年的2.2万亿元。根据天风固收孙彬彬团队2024年10月15日在发布的《逃不开的债务周期》中认为对比2015年地方债务置换考虑，如果按照目前隐债余额的四分之三进行置换，则对应置换债规模需要约7.5万亿-15万亿。从上市公司报表角度，大力度化债举措下政府类应收账款有望加速收回、改善资产及现金流质量，坏账计提有望冲回、增厚当期利润等。我们统计了A股主要建筑公司2023年（应收账款+应收票据+长期应收款）/净资产，从比例来看，民企（园林工程、设计咨询类）、地方建设龙头（陕建股份、浙江建投等）、部分央企等占比明显较高。若增加地方政府举债空间，可供形成政府投资和实物工作量的资金同比显著增加，加速基建实物量的落地，改善建筑企业报表质量。从化债资金支付顺序上，我们认为央企及地方国企或先于民营企业，化债资金通过央企国企（利润上缴及分红）有望大比例回流财政。我们建议关注：央企【中国建筑、中国交建、中国中铁、中国铁建等】；地方国企【四川路桥、山东路桥、安徽建工、重庆建工等】；园林工程【蒙草生态（与中小市值组联合覆盖）、绿茵生态等】、设计咨询【华设集团等】、装饰工程【金螳螂等】。

建材：基建地产实物量有望改善，利好消费建材和水泥链品种

建材端关注化解地方债务所带动的下游需求回暖，我们认为可从以下两方面挖掘投资标的：一是关注应收款项占总资产比重较高的企业，尤以央企为先，建议关注商混企业西部建设、水泥企业宁夏建材、天山股份。商混企业应收账款较多，回款周期较长，水泥企业中天山股份、宁夏建材均依托于央企中国建材集团，或将率先受益化债，释放资金流动性，坏账计提有望减少或转回，从而增厚利润。二是关注基建地产回暖有望增强消费建材和水泥需求复苏动能，关注弹性反转消费建材品种坚朗五金、科顺股份、东方雨虹、三棵树、蒙娜丽莎等，以及基本面支撑较优的头部水泥企业海螺水泥、上峰水泥等。当前部分消费建材企业应收体量仍然较高，坚朗五金/科顺股份/东方雨虹/三棵树应收项占总资产比重分别在30~45%区间，对资产周转造成较大掣肘，且过去三年半信用减值损失金额占24H1末应收项的比例仍不足40%，24H1末坏账准备占应收项比重也不足40%，减值对利润的潜在影响仍未完全消除。我们认为随着地方化债的推进，地产基建实物量有望逐渐落实，水泥企业业绩或有较大的改善弹性，海螺水泥、上峰水泥等头部企业有望凭借更优的成本优势，依托价格修复实现更优的业绩弹性。

风险提示：政策力度不及预期；下游需求不及预期；企业基本面改善不及预期等。

证券研究报告

2024年10月18日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520120003

baorongfu@tfzq.com

王涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521010001

wangtao@tfzq.com

蹇青青

联系人

jianqingqing@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《建筑装饰-行业研究周报:政策信号积极，继续全面看好投资链改善》2024-10-14
- 《建筑装饰-行业专题研究:水运投资建设正当时，建筑建材迎新机遇》2024-10-12
- 《建筑装饰-行业研究周报:全面看好投资链，重点关注弹性品种》2024-09-29

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2024-10-17	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601668.SH	中国建筑	6.19	买入	1.31	1.38	1.46	1.56	4.73	4.49	4.23	3.98
601800.SH	中国交建	9.85	买入	1.39	1.55	1.67	1.81	7.09	6.35	5.89	5.45
601390.SH	中国中铁	6.44	买入	1.29	1.32	1.37	1.42	4.98	4.88	4.72	4.52
601186.SH	中国铁建	8.99	买入	1.73	1.88	1.96	2.05	5.20	4.77	4.59	4.39
600039.SH	四川路桥	9.00	买入	1.04	1.03	1.11	1.22	8.65	8.77	8.13	7.39
000498.SZ	山东路桥	5.86	买入	1.33	1.54	1.62	1.70	4.40	3.81	3.61	3.46
600502.SH	安徽建工	4.90	买入	0.91	1.00	1.13	1.26	5.38	4.90	4.35	3.90
603018.SH	华设集团	7.95	买入	1.01	0.82	0.87	0.93	7.87	9.75	9.14	8.53
300355.SZ	蒙草生态	5.43	买入	0.12				45.25			
002081.SZ	金螳螂	3.47	买入	0.39	0.32	0.32	0.34	8.90	10.94	10.73	10.10
603737.SH	三棵树	38.61	买入	0.33	1.06	1.45	1.83	117.00	36.31	26.59	21.11
002791.SZ	坚朗五金	29.51	买入	1.01	0.99	1.29	1.58	29.22	29.72	22.94	18.69
002271.SZ	东方雨虹	13.38	买入	0.91	0.93	1.14	1.36	14.70	14.45	11.76	9.84
600449.SH	宁夏建材	12.52	买入	0.62	0.43	0.64	0.80	20.13	29.34	19.70	15.71

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS，其他数据均来自 Wind 一致预期

内容目录

1. 大力度化债举措即将出台，规模空间值得期待.....	4
2. 建筑：园林民企和地方龙头弹性较大，支付顺序或为央企优先.....	5
3. 建材：基建地产实物量有望改善，利好消费建材和水泥链品种.....	7

图表目录

未找到图形项目表。

表 1：截止 2023 年年末地方政府债务情况.....	4
表 2：A 股重点建筑公司应收款项统计.....	5
表 3：重点建筑公司估值对比.....	6
表 4：建材企业应收款项指标一览.....	7
表 5：重点建材公司业绩与估值.....	9

1. 大力度化债举措即将出台，规模空间值得期待

中央加杠杆、地方降杠杆趋势延续。此次财政部会议提出，“中央财政仍有较大空间”，参考发达经济体美国、日本的政府 2023 年债务率分别达到 128%、200%，而 2023 年末中央政府债务率仅 24%，财长明确中央加杠杆的空间，中央继续加杠杆有望为投资链带来较多增量资金，对于有效需求主导的基建投资起到良好的带动作用；另一方面，通过较大规模增加地方政府债务额度方式化债，2023 年财政部安排 2.2 万亿元地方政府债务额度用于化债，占到 2023 年新增债务限额的 48.6%，2024 年安排 1.2 万亿元债务限额支持地方化解存量隐性债务和消化政府拖欠企业账款，占比 26%，今年上半年地方考核制度影响了发债积极性以及地方投资意愿，我们认为若增加地方政府举债空间，化债对正常发展的资金挤出将得到有效缓解。

表 1：截止 2023 年年末地方政府债务情况

地域	债务率(宽口径)(%)	城投债余额(亿)	地方政府债余额(亿)	地方政府债限额(亿)	城投有息负债(亿)
天津	851.11	3531.41	11117.40	11645.13	11748.04
吉林	835.52	905.60	8871.46	9175.67	5104.21
青海	804.57	64.10	3356.28	3347.04	298.88
甘肃	701.60	207.99	7107.10	7258.30	2908.73
黑龙江	619.74	165.21	8497.29	8520.41	1152.89
湖南	593.66	7208.68	18216.63	18428.31	19201.95
贵州	579.14	2026.76	15125.00	16172.00	11199.29
新疆	547.89	904.69	10324.91	10804.10	3333.58
江西	546.92	5279.81	12710.93	12973.74	16547.94
湖北	520.58	5840.09	15625.72	16397.69	19667.14
安徽	504.09	5232.10	15713.36	15974.59	17280.75
河南	480.31	4864.00	17892.79	18046.69	13814.13
浙江	480.17	17088.16	22885.95	23340.75	62490.42
西藏	477.21	257.47	681.73	700.60	665.42
辽宁	430.31	232.85	12870.40	13131.50	1198.63
河北	385.38	1598.74	18427.40	19059.60	6764.09
广西	368.80	1431.83	11551.50	11793.35	11719.03
江苏	367.48	26671.30	22732.83	23850.24	79916.68
内蒙古	315.20	31.40	11070.50	11428.10	510.77
重庆	301.32	5895.51	12258.00	12287.00	15889.39
山东	254.75	8045.06	27520.72	27731.60	23786.44
四川	230.88	6720.19	20269.70	20936.70	24496.12
云南	219.82	910.24	14440.60	14963.40	3896.08
福建	218.21	2598.00	13810.88	14332.10	7110.59
山西	215.14	1037.35	7083.52	7221.44	2112.90
北京	155.97	1299.02	11376.08	12879.30	3707.73
宁夏	154.96	144.90	2244.47	2373.10	262.04
陕西	151.52	2543.76	1.09	1.14	8425.80
广东	141.36	1038.40	29881.99	30317.97	6099.69
海南	135.49	19.00	4106.10	4212.70	49.27
上海	112.88	971.63	8832.30	9906.20	4630.28

注：标红区域为 12 个重点化债地区

资料来源：Wind，天风证券研究所

近年来支持化债力度最大的一项措施即将出台，规模空间值得期待。财政部会议进一步指出：“为了缓解地方政府的化债压力，除每年继续在新增专项债限额中专门安排一定规模的债券用于支持化解存量政府投资项目债务外，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险。”与 2015 年债务置换类似，一次性增加地方政府的债务限额，用地方表内债务置换表外隐性债务，减轻地方政府的偿债压力。从化债中腾挪出更多的地方财力和精力，来支持稳增长和“三保”工作。此次化债规模有多大？会议提到这项即将实施的政策，是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施，而 2023 达到 2.2 万亿元的化债额度，据此推算本轮置换债的规模将超 2.2 万亿元。根据天风固收孙彬彬团队 2024 年 10 月 15 日在发布的报告《逃不开的债务周期》中认为对比 2015 年地方债务置换考虑，如果按照目前隐债余额的四分之三进行置换，则对应置换债规模需要约 7.5 万亿-15 万亿。

2. 建筑：园林民企和地方龙头弹性较大，支付顺序或为央企优先

表 2：A 股重点建筑公司应收款项统计

所属板块	证券代码	证券简称	省份	23Y应收款项合计 (亿元)	23Y应收款项/净资产	21-23Y资产减值+信用减值损失 (亿元)	21-23Y减值损失/归母净利润
央企	601611.SH	中国核建	上海	642.18	166.89%	-49.33	-92.21%
	000928.SZ	中钢国际	吉林	112.57	137.81%	-4.49	-21.98%
	601618.SH	中国中冶	北京	1864.46	110.99%	-192.50	-70.47%
	601800.SH	中国交建	北京	3419.16	74.47%	-257.20	-42.23%
	600970.SH	中材国际	江苏	141.19	68.50%	-8.42	-12.17%
	000065.SZ	北方国际	北京	63.07	67.86%	-7.63	-35.03%
	601669.SH	中国电建	北京	1738.91	66.97%	-154.60	-46.77%
	601186.SH	中国铁建	北京	2688.97	64.47%	-277.46	-35.83%
	601868.SH	中国能建	北京	1177.51	62.55%	-76.07	-34.11%
	601117.SH	中国化学	北京	386.56	60.33%	-11.84	-7.65%
	601668.SH	中国建筑	北京	3716.41	50.84%	-404.80	-25.85%
	002051.SZ	中工国际	北京	57.21	50.44%	-4.00	-40.99%
	601390.SH	中国中铁	北京	1735.10	37.73%	-222.70	-24.11%
	600248.SH	陕建股份	陕西	1784.25	475.86%	-157.28	-142.59%
国企	002761.SZ	浙江建投	浙江	379.52	373.12%	-38.18	-158.60%
	600502.SH	安徽建工	安徽	845.19	351.69%	-46.07	-114.33%
	300237.SZ	美晨科技	山东	14.31	290.36%	-13.42	43.09%
	002060.SZ	广东建工	广东	358.99	253.74%	-9.34	-41.47%
	002856.SZ	美芝股份	广东	9.53	253.64%	-3.01	62.94%
	600939.SH	重庆建工	重庆	217.20	247.94%	-17.00	-367.59%
	600170.SH	上海建工	上海	846.27	165.26%	-69.34	-103.77%
	600853.SH	龙建股份	黑龙江	94.69	161.45%	-0.85	-8.95%
	002542.SZ	中化岩土	北京	33.21	147.49%	-10.50	59.61%
	600820.SH	隧道股份	上海	505.23	141.70%	-6.10	-7.49%
	601789.SH	宁波建工	浙江	53.73	102.06%	-3.50	-32.03%
	000498.SZ	山东路桥	山东	261.44	80.02%	-19.19	-27.70%
	600039.SH	四川路桥	四川	376.85	74.26%	-18.53	-7.18%
	300197.SZ	节能铁汉	广东	33.74	57.81%	-6.98	25.81%
	300675.SZ	建科院	广东	3.60	56.88%	-0.24	-16.73%
	300284.SZ	苏交科	江苏	48.07	55.09%	-14.81	-106.16%
	600284.SH	浦东建设	上海	39.77	52.23%	-1.18	-7.03%
	002061.SZ	浙江交科	浙江	75.39	50.15%	-6.21	-15.95%
	000779.SZ	甘咨询	甘肃	14.36	39.38%	-3.12	-38.60%
	301167.SZ	建研设计	安徽	3.87	39.29%	-0.66	-31.65%
	603357.SH	设计总院	安徽	12.10	34.82%	-2.21	-16.76%
	603153.SH	上海建科	上海	12.81	34.76%	-1.64	-18.88%
	301038.SZ	深水规院	广东	0.30	3.59%	-3.51	-744.52%
	000010.SZ	美丽生态	广东	15.74	631.34%	-10.90	107.76%
	605069.SH	正和生态	北京	25.55	215.65%	-4.48	67.43%
	002713.SZ	东易日盛	北京	3.42	164.38%	-2.27	25.75%
	002717.SZ	岭南股份	广东	32.83	142.66%	-11.19	43.75%
	300021.SZ	大禹节水	甘肃	30.76	134.51%	-2.84	-100.51%
	002431.SZ	棕榈股份	河南	45.90	131.46%	-7.14	29.95%
	300355.SZ	蒙草生态	内蒙古	77.02	130.20%	-4.83	-64.93%
	605303.SH	园林股份	浙江	13.69	111.10%	-5.32	149.02%
	002081.SZ	金螳螂	江苏	143.01	104.98%	-81.31	306.43%
	603843.SH	正平股份	青海	13.54	104.62%	-4.25	65.24%
	603955.SH	大千生态	江苏	17.50	100.25%	-0.34	238.95%
	603717.SH	天域生物	重庆	8.31	99.54%	-5.27	53.28%
	301098.SZ	金埔园林	江苏	11.28	95.70%	-1.94	-106.79%
	300500.SZ	启迪设计	江苏	10.90	86.54%	-3.30	183.82%
	603018.SH	华设集团	江苏	43.73	86.38%	-7.01	-35.07%
603458.SH	勘设股份	贵州	29.38	85.87%	-7.05	-126.63%	
603316.SH	诚邦股份	浙江	6.20	80.12%	-1.23	86.75%	
301027.SZ	华蓝集团	广西	7.83	79.65%	-2.14	-105.77%	
300732.SZ	设研院	河南	21.78	72.80%	-3.41	-48.30%	
002135.SZ	东南网架	浙江	45.66	70.87%	-5.37	-48.39%	
002887.SZ	绿茵生态	天津	16.82	69.39%	-1.85	-42.66%	
603929.SH	亚翔集成	江苏	9.92	68.47%	-1.20	-25.85%	
003001.SZ	中岩大地	北京	7.76	65.14%	-0.57	418.46%	
603300.SH	华铁应急	浙江	35.88	63.36%	-2.72	-14.00%	
603315.SH	福骥股份	辽宁	9.25	60.97%	-1.02	-54.66%	
600477.SH	杭萧钢构	浙江	30.62	55.08%	-4.02	-41.36%	
603017.SH	中衡设计	江苏	8.09	54.53%	-8.00	355.02%	
600496.SH	精工钢构	安徽	40.87	47.82%	-5.08	-26.16%	
600491.SH	龙元建设	浙江	52.55	44.05%	-20.46	777.28%	
301115.SZ	建科股份	江苏	12.17	43.74%	-0.85	-19.90%	
002883.SZ	中设股份	江苏	3.19	41.20%	-0.74	-47.45%	
603163.SH	圣晖集成	江苏	4.40	40.37%	-0.15	-4.01%	
603030.SH	全筑股份	上海	4.36	39.70%	-17.81	74.35%	
300826.SZ	测绘股份	江苏	5.18	38.57%	-1.37	-69.01%	
603183.SH	建研院	江苏	6.04	36.85%	-0.78	-22.09%	
001267.SZ	汇绿生态	湖北	5.52	36.33%	-0.98	-49.97%	
300948.SZ	冠中生态	山东	3.18	35.15%	-0.68	-40.14%	
300746.SZ	汉嘉设计	浙江	4.49	35.13%	-0.84	-65.81%	
300649.SZ	杭州园林	浙江	1.74	32.22%	-0.63	-117.92%	
301505.SZ	苏州规划	江苏	3.02	30.05%	-0.56	-24.18%	
002541.SZ	鸿路钢构	安徽	27.30	29.69%	0.99	2.85%	
002949.SZ	华阳国际	广东	4.49	26.94%	-2.87	-75.70%	

注：标黄区域为 12 个重点化债地区

资料来源：Wind，天风证券研究所

从上市公司报表角度，大力度化债举措下政府类应收账款有望加速收回、改善资产及现金流质量，坏账计提有望冲回、增厚当期利润。我们统计了 A 股主要建筑公司 2023 年（应收账款+应收票据+长期应收款）/净资产，从比例来看，民企（园林工程、设计咨询类）、地方建设龙头（陕建股份、浙江建投等）、部分央企等占比明显较高。

若增加地方政府举债空间，可供形成政府投资和实物工作量的资金同比显著增加，加速基建实物量的落地，改善建筑企业报表质量。从化债资金支付顺序上，我们认为央企及地方国企或先于民营企业，化债资金通过央企国企（利润上缴及分红）有望大比例回流财政。我们建议关注：央企【中国建筑、中国交建、中国中铁、中国铁建等】；地方国企【四川路桥、山东路桥、安徽建工、重庆建工等】；园林工程【蒙草生态（与中小市值组联合覆盖）、绿茵生态等】、设计咨询【华设集团等】、装饰工程【金螳螂等】。

表 3：重点建筑公司估值对比

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	过去一年平均 PB	PB 分位	PE(TTM)	PE 分位	23Y 分红率	23Y 股息率
601668.SH	中国建筑	2688.03	0.53	100.00%	4.91	100.00%	20.82%	4.20%
601390.SH	中国中铁	1504.83	0.55	66.53%	5.17	90.50%	15.52%	3.45%
601800.SH	中国交建	1408.04	0.52	98.35%	6.91	85.54%	20.00%	3.38%
601186.SH	中国铁建	1179.03	0.45	98.35%	5.19	98.35%	18.21%	4.03%
601669.SH	中国电建	954.33	0.68	81.61%	7.61	97.31%	18.10%	2.46%
601868.SH	中国能建	857.85	0.91	95.87%	12.13	56.61%	13.57%	1.26%
601618.SH	中国中冶	635.39	0.67	69.21%	12.24	98.14%	17.21%	2.35%
601117.SH	中国化学	488.73	0.76	83.88%	9.19	95.04%	20.04%	2.23%
600820.SH	隧道股份	214.11	0.69	80.58%	7.26	81.40%	35.30%	4.85%
600170.SH	上海建工	207.93	0.69	42.56%	12.77	67.36%	34.22%	2.56%
600248.SH	陕建股份	165.77	0.67	71.07%	4.88	100.00%	14.26%	3.41%
300284.SZ	苏交科	150.15	0.99	100.00%	47.46	100.00%	44.06%	0.97%
002061.SZ	浙江交科	107.34	0.70	90.91%	7.78	95.45%	24.11%	3.03%
002051.SZ	中工国际	101.10	0.85	73.97%	28.02	71.49%	42.90%	1.53%
000498.SZ	山东路桥	96.78	0.66	79.75%	4.42	99.59%	12.20%	2.89%
002081.SZ	金螳螂	94.26	0.70	56.61%	12.48	99.17%	25.93%	2.82%
600502.SH	安徽建工	86.86	0.81	76.45%	5.75	95.87%	28.73%	5.14%
601886.SH	江河集团	61.64	0.95	33.47%	8.78	31.82%	33.73%	3.68%
600284.SH	浦东建设	57.73	0.77	40.08%	10.72	97.52%	36.15%	3.61%
600496.SH	精工钢构	56.16	0.68	37.19%	13.05	97.93%	21.77%	2.13%
600939.SH	重庆建工	64.85	0.65	100.00%	-63.55	0.00%	50.59%	0.29%
002375.SZ	亚厦股份	50.79	0.67	45.04%	19.00	33.47%	10.38%	0.51%
002135.SZ	东南网架	51.16	0.86	37.19%	22.05	46.28%	34.93%	2.23%
600629.SH	华建集团	49.50	0.99	41.32%	11.59	38.02%	31.96%	2.75%
600491.SH	龙元建设	50.48	0.43	69.83%	-5.01	0.00%	0.00%	0.00%
600512.SH	腾达建设	36.77	0.57	67.36%	38.91	61.98%	67.93%	0.87%
300732.SZ	设研院	26.59	0.92	66.12%	-173.36	0.00%	47.51%	2.44%
002628.SZ	成都路桥	25.44	0.66	99.59%	-90.71	0.00%	0.00%	0.00%
603359.SH	东珠生态	18.60	0.67	39.88%	-5.78	0.00%	-1.42%	0.24%
603458.SH	勘设股份	19.55	0.63	48.35%	-21.36	0.00%	30.26%	0.88%

注：数据截止 10 月 16 日收盘

资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 建材：基建地产实物量有望改善，利好消费建材和水泥链品种

建材端关注化解地方债务所带动的下游需求回暖，我们认为可从以下两方面挖掘投资标的：

- 一是关注应收款项占总资产比重较高的企业，尤以央企为先，建议关注商混企业西部建设、水泥企业宁夏建材、天山股份。

1) 商混企业下游多与地产基建企业直接接洽，客户一般要求进行提前垫资，合同中也会对垫资的方量和资金数量进行明确标识，回款则要求垫资期后结算，如此经营模式导致商混企业应收账款较多，回款周期较长的属性。近三年地产基建企业资金压力加大，商混企业账款回收空间同步承压。截止 2024 年上半年末，西部建设应收项（应收账款+应收票据+其他应收款）达 268 亿元，占总资产比重高达 74%，应收账款和票据周转天数达 457 天，远高于其他建材企业。自 21 年至 24 年上半年，西部建设累计计提信用减值损失 4.4 亿元，仅占应收的 2%，计提空间仍较大。

2) 水泥企业中天山股份应收项高达 347 亿元，宁夏建材应收占总资产比重达 19%，在同行中排在首位。截止 24H1 末，天山股份/宁夏建材坏账计提占应收比重分别为 35%/9%，过去三年半计提的信用减值损失分别仅占应收的 3%/1%，面临减值计提的敞口仍较大，而化债举措一旦实施，按我们前文逻辑推演，两家企业均依托于央企中国建材集团，或将率先受益化债，释放资金流动性，坏账计提有望减少或转回，从而增厚利润。

- 二是关注基建地产回暖有望增强消费建材和水泥需求复苏动能，关注弹性反转消费建材品种坚朗五金、科顺股份、东方雨虹、三棵树、蒙娜丽莎等，以及基本面支撑较优的头部水泥企业海螺水泥、上峰水泥等。

1) 消费建材企业来看，在此前地产企业出现信用风险后，消费建材企业开始主动战略性收缩大 B 地产业务，但前期通过垫资换市场的方式所积累的大量应收账款及票据仍未全部收回，当前部分公司应收体量仍然较高，截止 24H1 末，坚朗五金/科顺股份/东方雨虹/三棵树的应收项占总资产比重分别为 42%/36%/32%/31%，对资产周转造成较大掣肘。部分公司减值风险地产信用风险的暴露导致此前的应收账款转化为大量的坏账，对利润端造成挤压，过去三年半来看，东方雨虹/三棵树/科顺股份/帝欧家居/亚士创能/东鹏控股/蒙娜丽莎计提信用减值损失超过 10 亿，但从过去三年半信用减值损失金额占 24H1 末应收项的比例来看，坚朗五金/东方雨虹/科顺股份/三棵树等占比仍不足 40%，截止 24H1 末坏账准备占应收项比重也不足 40%，减值对利润的潜在影响仍未完全消除。近日国新办发布会上提出考虑允许专项债重新用于土储，支持专项债用于收购存量房，后续地产供需端预期有望改善，保障性住房的支撑也有望拉动一部分实物工作量，地产链的消费建材公司财务状况亦有望走出底部反转。

- 2) 水泥公司来看，我们认为除地产链条回暖外，地方政府在化债同时也有望挤出一部分资金用于基础设施建设，基建投资增多或形成实物量增多，利好水泥需求改善。水泥板块基本面反转通常滞后于财政政策的释放，而水泥价格反映信心预期，率先出现向上走势。上周华东、华中、西南地区开始落实涨价，整体幅度在 10-100 元/吨，后续仍有继续提涨预期。若后续随着地方化债的推进，地产基建实物量有望逐渐落实，叠加价格推涨效应，水泥企业业绩或有较大的改善弹性，海螺水泥、上峰水泥等头部企业有望凭借更优的成本优势，依托价格修复实现更优的业绩弹性。

表 4：建材企业应收款项指标一览

细分板块	股票代码	公司名称	企业性质	总市值 (亿元)	总资产 (亿元)	应收账款+应收票据+其他应收款 (亿元)	应收账款及票据周转天数	应收/总资产	坏账准备合计 (亿元)	坏账准备/应收	2021年-2024H1信用减值损失计提总额 (亿元)	信用减值计提总额/应收
商混	002302.SZ	西部建设	中央国有企业	102.9	363.8	268.4	457	74%	0.1	0%	4.37	2%
	002596.SZ	海南瑞泽	民营企业	26.5	38.1	19.8	445	52%	9.9	50%	4.75	24%
	600449.SH	宁夏建材	中央国有企业	62.5	114.9	22.0	86	19%	1.9	9%	0.26	1%
水泥	600326.SH	西藏天路	地方国有企业	94.2	132.0	21.2	259	16%	3.2	15%	1.49	7%
	000789.SZ	万年青	地方国有企业	46.1	161.7	19.6	137	12%	3.4	17%	1.99	10%
	000877.SZ	天山股份	中央国有企业	411.0	2,949.3	347.0	133	12%	119.8	35%	9.23	3%
	600425.SH	青松建化	地方国有企业	60.2	95.0	10.9	77	11%	0.5	5%	0.58	5%
	600801.SH	华新水泥	外资企业	231.4	689.8	41.3	32	6%	2.6	6%	1.49	4%
	600585.SH	海螺水泥	地方国有企业	1,287.7	2,437.3	127.0	38	5%	1.5	1%	0.77	1%
	000401.SZ	冀东水泥	地方国有企业	143.5	594.1	30.2	40	5%	0.0	0%	0.59	2%
	000672.SZ	上峰水泥	民营企业	75.1	176.5	8.6	44	5%	0.4	4%	0.16	2%
	600802.SH	福建水泥	地方国有企业	16.1	39.4	0.7	4	2%	0.0	1%	0.01	1%
	002233.SZ	塔牌集团	民营企业	92.9	130.4	0.7	5	1%	0.2	27%	0.32	42%
	603856.SH	东宏股份	民营企业	32.0	40.2	20.1	170	50%	2.4	12%	1.94	10%
	002398.SZ	垒知集团	民营企业	27.6	59.4	29.2	458	49%	3.5	12%	1.71	6%
002088.SZ	鲁阳节能	外资企业	57.4	35.7	16.4	180	46%	0.8	5%	0.60	4%	
002791.SZ	坚朗五金	民营企业	112.5	94.5	40.1	215	42%	4.8	12%	4.38	11%	
300715.SZ	凯伦股份	民营企业	31.9	63.4	23.3	312	37%	5.8	25%	5.42	23%	
300737.SZ	科顺股份	民营企业	66.9	141.5	50.7	231	36%	16.8	33%	13.62	27%	
603916.SH	苏博特	民营企业	34.3	79.0	27.9	318	35%	3.0	11%	1.40	5%	
002392.SZ	北京利尔	民营企业	44.5	91.9	32.4	171	35%	3.3	10%	1.58	5%	
002457.SZ	青龙管业	民营企业	52.1	44.1	14.9	248	34%	3.5	23%	1.99	13%	
002271.SZ	东方雨虹	民营企业	351.6	472.9	153.1	135	32%	24.8	16%	16.85	11%	
603737.SH	三棵树	民营企业	219.3	148.0	46.1	122	31%	0.0	0%	15.43	33%	
002225.SZ	濮耐股份	民营企业	37.6	81.8	23.2	144	28%	4.0	17%	1.14	5%	
002066.SZ	瑞泰科技	中央国有企业	22.0	50.1	14.2	113	28%	1.5	11%	0.76	5%	
603378.SH	亚士创能	民营企业	31.7	66.9	18.3	305	27%	10.0	55%	10.68	58%	
603616.SH	韩建河山	集体企业	15.2	18.8	5.1	591	27%	2.2	44%	0.83	16%	
002671.SZ	龙泉股份	外资企业	24.5	26.8	7.2	316	27%	0.8	11%	0.12	2%	
002809.SZ	红墙股份	民营企业	16.0	25.1	6.7	405	27%	0.5	8%	0.20	3%	
002798.SZ	帝欧家居	民营企业	15.1	63.7	16.1	165	25%	14.0	87%	13.18	82%	
300160.SZ	秀强股份	地方国有企业	41.4	29.7	6.8	160	23%	0.2	3%	-0.27	-4%	
603725.SH	天安新材	民营企业	19.6	28.0	5.8	71	21%	2.6	44%	3.06	53%	
002043.SZ	兔宝宝	民营企业	98.9	58.0	10.2	49	18%	6.7	65%	6.06	59%	
000786.SZ	北新建材	中央国有企业	537.4	355.3	60.3	52	17%	5.1	8%	1.58	3%	
002641.SZ	永高股份	民营企业	54.4	87.7	12.7	67	14%	7.8	61%	5.57	44%	
603385.SH	惠达卫浴	民营企业	22.8	56.4	8.0	92	14%	4.4	55%	4.00	50%	
002918.SZ	蒙娜丽莎	民营企业	36.1	91.6	11.0	73	12%	8.7	78%	10.01	91%	
003012.SZ	东鹏控股	民营企业	71.8	114.0	13.2	64	12%	12.3	93%	10.60	80%	
300599.SZ	雄塑科技	民营企业	22.2	24.8	2.7	85	11%	0.6	24%	0.56	21%	
002372.SZ	伟星新材	民营企业	227.7	61.8	6.6	45	11%	0.1	2%	0.27	4%	
600499.SH	科达制造	公众企业	143.8	249.1	21.8	62	9%	2.5	12%	1.43	7%	
603038.SH	华立股份	民营企业	32.5	20.3	1.3	59	6%	0.1	5%	0.05	4%	
002718.SZ	友邦吊顶	民营企业	14.4	14.5	0.8	50	5%	2.2	273%	1.98	250%	
001322.SZ	箭牌家居	民营企业	83.5	96.6	4.2	25	4%	1.7	41%	1.07	26%	

资料来源: Wind、天风证券研究所

注: 总市值数据截止 2024/10/15, 其余财务数据均截止 2024/6/30。

表 5：重点建材公司业绩与估值

股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	24E 收入 (亿元)	24E 收入 YoY	24E 归母 净利润 (亿元)	24E 利润 YoY	PE (TTM)	PB (LF)	分红 率	股息 率
002791.SZ	坚朗五金	112.5	31.78	80	2%	3.5	8%	36	2.0	9.9%	0.3%
603737.SH	三棵树	219.3	41.62	134	7%	5.6	223%	301	8.5	48.6%	0.4%
002918.SZ	蒙娜丽莎	36.1	8.69	53	-10%	3.1	15%	20	1.1	46.1%	3.4%
300737.SZ	科顺股份	66.9	5.97	75	-6%	2.2	-165%	-22	1.4	0.0%	1.3%
002271.SZ	东方雨虹	351.6	14.43	324	-1%	22.8	0%	19	1.4	64.8%	8.3%
603378.SH	亚士创能	31.7	7.39	26	-17%	1.0	69%	1,728	1.9	30.7%	0.6%
002798.SZ	帝欧家居	15.1	3.91	0	-100%	0.0	-100%	-2	0.8	0.0%	0.0%
003012.SZ	东鹏控股	71.8	6.12	77	-1%	6.9	-4%	13	0.9	48.1%	4.8%
600585.SH	海螺水泥	1,287.7	25.60	1,201	-15%	83.9	-20%	19	0.7	48.6%	3.7%
000672.SZ	上峰水泥	75.1	7.75	56	-12%	5.8	-23%	20	0.9	51.4%	5.1%
600801.SH	华新水泥	231.4	13.35	346	2%	21.6	-22%	12	1.0	39.9%	4.0%
600449.SH	宁夏建材	62.5	13.06	122	17%	2.0	-31%	31	0.9	40.2%	1.9%
000877.SZ	天山股份	411.0	5.78	931	-13%	2.9	-85%	-26	0.5	50.3%	2.4%
002302.SZ	西部建设	102.9	8.15	206	-10%	3.5	-46%	21	1.1	22.5%	1.4%

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：总市值、收盘价、估值及股息率数据均截止 2024/10/15，24 年业绩预期来源于 Wind 一致预期，分红率为 2023 年数据。

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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