

建筑装饰

特朗普再度当选对建筑建材行业有何影响？

特朗普选举获胜，扩内需政策或将加速落地

美国总统候选人特朗普于当地时间 11 月 6 日凌晨宣布在 2024 年总统选举中获胜。为实现全年 5% 左右经济增长目标，第二十届三中全会提出要扩大国内需求特别是消费需求，增强国内大循环的内生动力和可靠性，充分挖掘内需潜力，充分利用国内超大规模市场优势，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用，推动我国经济实现质的有效提升和量的合理增长。我们认为后续扩内需政策或将加速落地，利好国内基建地产。

特朗普胜选，提振内需政策预期下利好国内基建地产

特朗普再度当选，我们认为国内财政刺激有望加码，扩内需政策预期或将加速落地。1) 在上一轮特朗普任期中，多轮贸易摩擦提振内需重要性，地产开竣工 2018 年后大幅改善，基建也得到了政策反复支持，如 723 国常会，国务院 101 号文等，但或由于当时地方政府和央企处于快速降杠杆阶段，基建投资增速仍处在较低区间。本轮结合大规模化债，基建具有更好的边际改善动力。2) 此前高层已针对化债和财政大规模发力做了预期引导，中央加杠杆、地方降杠杆趋势延续，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。扩内需政策预期加速落地或对基建投资拉动作用明显，地产端政府收储模式开启，地产行业或迎来反转机遇。

建议关注基建地产投资反弹受益标的、在北美有产能布局/国际工程公司

提振内需政策加速出台预期下，建议关注扩内需政策下基建地产投资反弹受益标的或在北美有产能布局的公司以及国际工程公司。1) 首先利好内需相关品种，大力度化债预期下，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，关注建筑【中国交建、四川路桥、安徽建工等】，基建地产回暖有望增强消费建材和水泥需求复苏动能，关注水泥【上峰水泥、海螺水泥等】、消费建材【三棵树、兔宝宝等】。2) 出海趋势或得到进一步加强，利好国际工程相关品种，关注【中国化学、中材国际、中国电建等】，相对利好以出海非洲为主的企业，关注【西部水泥、华新水泥】。3) 在美国或其他区域有产能布局的公司相对受益，关注【中国巨石、爱丽家居、濮耐股份等】。

风险提示：特朗普政府政策执行不及预期。财政增量政策落地不及预期；地缘政治风险超预期；第三方统计的产能等数据或存在误差；政策预判存在偏差等。

证券研究报告

2024 年 11 月 08 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

1 《建筑装饰-行业研究周报:坚定看多投资链，关注基建加速和区域化债》
2024-11-03

2 《建筑装饰-行业研究周报:逆周期调节强化，关注基建加速和区域化债》
2024-10-27

3 《建筑装饰-行业研究周报:基建投资改善明显，关注化债弹性标的》
2024-10-20

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2024-11-07	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601800.SH	中国交建	11.96	买入	1.39	1.55	1.71	1.91	8.60	7.72	6.99	6.26
600039.SH	四川路桥	8.07	买入	1.03	0.86	0.95	1.05	7.83	9.38	8.49	7.69
600502.SH	安徽建工	5.22	买入	0.91	0.92	1.00	1.08	5.74	5.67	5.22	4.83
000672.SZ	上峰水泥	8.87	买入	0.77	0.69	0.80	0.91	11.52	12.86	11.09	9.75
600585.SH	海螺水泥	27.70	买入	1.97	1.81	2.18	2.61	14.06	15.30	12.71	10.61
601117.SH	中国化学	8.60	买入	0.89	0.93	1.02	1.11	9.66	9.25	8.43	7.75
600970.SH	中材国际	11.38	买入	1.10	1.22	1.36	1.51	10.35	9.33	8.37	7.54
601669.SH	中国电建	5.96	买入	0.75	0.75	0.84	0.96	7.95	7.95	7.10	6.21
603737.SH	三棵树	52.27	买入	0.33	1.24	1.59	1.91	158.39	42.15	32.87	27.37
002043.SZ	兔宝宝	12.93	买入	0.83	0.79	0.92	1.04	15.58	16.37	14.05	12.43
600176.SH	中国巨石	11.83	买入	0.76	0.58	0.76	0.92	15.57	20.40	15.57	12.86

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 特朗普的经济政策倾向——“低利率、低税率、高关税”	4
2. 特朗普胜选，提振内需政策预期下利好国内基建地产	5
3. 建筑建材哪些板块受影响较大？	6
4. 风险提示	13

图表目录

图 1： 中国对美国当月出口增速（%）	5
图 2： 地产与基建投资增速对比	5
图 3： 中美贸易摩擦时间轴	6
图 4： 2018 年美国进口商品情况	7
图 5： 2023 年中国生产的 PVC 地板目的地	10
图 6： PCV 地板行业主要上市公司 2023 年海外收入占比	10
表 1： 特朗普 1.0 VS 特朗普 2.0	4
表 2： 2018-2019 年美对中四轮关税加征情况	6
表 3： 玻璃公司海外业务收入占比	8
表 4： 玻纤企业海外产能布局情况（截止 23 年年底）	9
表 5： 玻纤公司海外业务收入占比	9
表 6： 消费建材公司海外业务收入占比	10
表 7： 特朗普任期内针对我国 PVC 地板的关税政策	11
表 8： PVC 地板主要上市公司海外布局	11
表 9： 建筑公司海外项目情况	12

1. 特朗普的经济政策倾向——“低利率、低税率、高关税”

备受关注的美国大选结束，总统候选人特朗普于当地时间 11 月 6 日凌晨宣布在 2024 年总统选举中获胜。我们认为其政策主张需重点关注：第一，主张扩张性财政政策+敦促降息；第二，主张对外加征关税，特别是意图对所有中国进口商品征收 60%的统一关税；第三，地缘政治方面，主张尽快平息俄乌战争，但对以色列仍持支持态度，或导致巴以冲突在短期内更为紧张，加大中东地区的动荡局势。

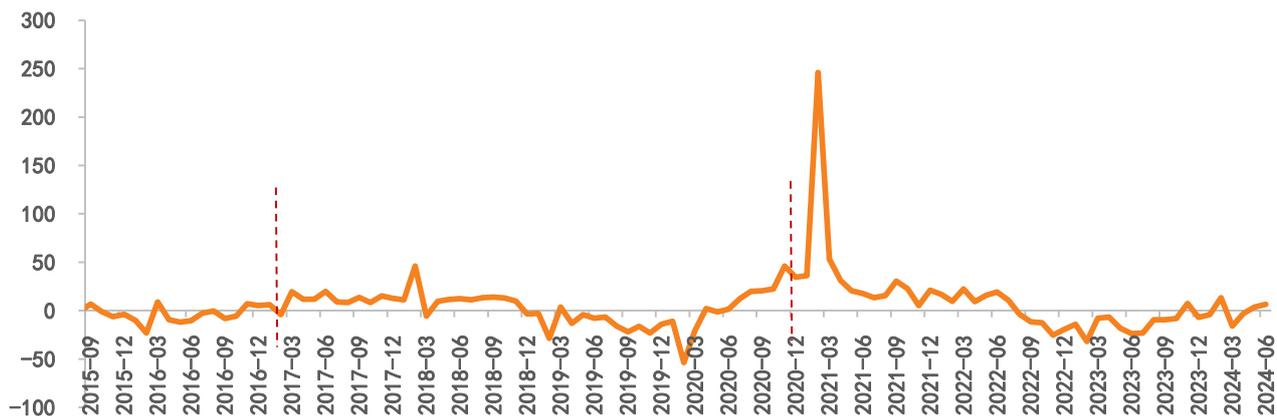
表 1：特朗普 1.0 VS 特朗普 2.0

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

资料来源：光明网、央视网、新华网等，天风证券研究所

我们认为外需或存在一定压力，扩内需政策出台预期加大。在特朗普上一任期内，美国对华战略和政策全面竞争化，实施包括多轮贸易摩擦、对中国商品加征关税、加强对华高技术出口管制力度、强行将中国列为“汇率操纵国”等多方面的政策，对中美贸易造成较大冲击，此阶段我国对美出口增速明显下降。特朗普再度当选，我们认为国内出口或有一定压力，在此预期下，扩大内需增长的相关政策力度或有所增大。

图 1：中国对美国当月出口增速 (%)

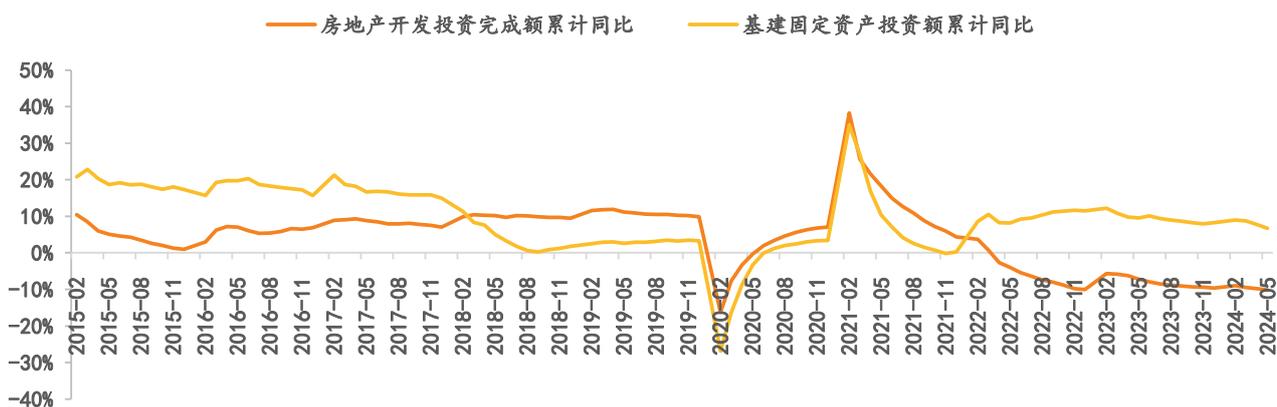


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 特朗普胜选，提振内需政策预期下利好国内基建地产

2018-2019 年中美贸易摩擦期间：国内基建投资低迷，房地产投资较为坚挺。2018 年中美贸易摩擦打响，尽管宏观环境变化，国内政策基本上仍围绕去杠杆，加强对地方政府债务的监管、要求严格防范系统性金融风险和不得增加隐性债务，基建投资融资渠道收窄，同时全国经济结构转型，GDP 不再是考核地方政府的唯一标准，地方政府基建投资的积极性减弱，基建投资增速从 2017 年的 14.93% 大幅下滑至 2018 年的 1.79%，2019 年基建投资回升至 3.33% 但仍处于较低区间。在此期间，房地产开发投资增速从 2017 年的 7% 上升至 2018 年的 9.5%，2019 年继续增长到 9.9%，在制造业投资和基建投资同时走弱的情况下，房地产投资成为稳定经济增长的重要贡献因素。

图 2：地产与基建投资增速对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

特朗普再度当选，最重要的贸易政策或是提高关税，针对来自中国的进口商品关税可能达到 60%，外需可能受到压制下，扩内需政策预期或将加速落地。1) 在上一轮特朗普任期中，多轮贸易摩擦提振内需重要性，地产开、竣工在 2018 年后大幅改善，基建也得到了政策反复支持，如 723 国常会，国务院 101 号文等，但或由于当时地方政府和央企处于快速降杠杆阶段，基建投资增速仍处在较低区间。本轮结合大规模化债，基建具有更好的边际改善动力。2) 此前高层已针对化债和财政大规模发力做了预期引导，中央加杠杆、地方降杠杆趋势延续，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。扩内需政策预期加速落地或对基建投资拉动作用明显，地产端政府收储模式开启，地产行业或迎来反转机遇。

3. 建筑建材哪些板块受影响较大？

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

图 3：中美贸易摩擦时间轴



资料来源：Wind，商务部，环球网，光明网等，天风证券研究所

2018-2019年，美国对华加征的4轮关税涉及约3700亿美元进口商品，约占美国自华进口商品的68.58%。其中：第三轮涉及进口金额2000亿美元，约占美国自华进口金额的37.07%，初始附加税率10%，后于2019年5月上调至25%；第四轮中1200亿美元商品于2019年9月开始加征关税，约占美国自华进口金额的22.24%，加征税率15%，后降为7.5%；第二批1800亿美元加征关税未实际落地。

表 2：2018-2019 年美对华四轮关税加征情况

批次	日期	关税附加率	占 18 年美对华进口商品总额比
第一轮 340 亿美元	2018.7.6	25%	6.3%
第二轮 160 亿美元	2018.8.23	25%	2.97%
第三轮 2000 亿美元	2018.9.24	10%	37.07%
	2019.5.10	10%上升至 25%	
第四轮 3000 亿美元	2019.9.01 (第一批)	15%	22.24%
	2020.2.14 (第一批)	7.50%	
	2019.12.15 (第二批)	已暂停	

资料来源：商务部，中央人民政府网，USTR，USITC，天风证券研究所

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

图 4：2018 年美国进口商品情况

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

资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

目前，我国玻璃扩张海外市场主要通过国内出口为主，中国玻璃企业在海外以光伏压延玻璃生产线为主，多集中在马来西亚。在北美地区有业务的上市公司主要有福莱特、信义光能、信义玻璃、山东药玻等，其中，2023 年福莱特在北美营收占比为 1.56%、信义光能在北美及欧洲的营收占比合计为 3.53%，业务体量均较小。自 2018 年 6 月 20 日至 2019 年 8 月 20 日期间，USTR 先后颁布了 4 份对华“301 调查”清单。其中，光伏玻璃在“301 清单 3”（2000 亿美元的产品）之内，自 2019 年 5 月 9 日起，“301 清单 3”的产品征收的附加关税由 10%提高至 25%。此后，针对 301 清单，美国贸易代表办公室又不时发布豁免通知。由于国内玻璃公司对美国销售收入整体占比较低，即便到期后豁免被取消，相关公司亦可以通过海外其他地区子公司向美国出口，对上市公司的生产经营可能不会产生重大影响。

表 3：玻璃公司海外业务收入占比

公司	海外业务收入 (亿元)			海外业务占比		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
旗滨集团	8.9	13.2	15.0	6.1%	9.9%	9.6%
南玻 A	12.7	11.7	15.6	9.3%	7.7%	8.6%
金晶科技	6.0	13.5	16.0	8.7%	18.1%	20.1%
耀皮玻璃	4.3	4.7	5.9	9.2%	9.8%	10.6%
福莱特	23.3	33.8	43.2	26.7%	21.8%	20.1%
亚玛顿	6.5	4.0	3.7	31.8%	12.7%	10.2%
中国玻璃	11.0	13.9	13.7	21.7%	32.0%	25.8%
信义光能	27.6	37.9	54.5	21.0%	20.7%	20.5%
信义玻璃	55.3	73.1	73.7	22.2%	31.8%	27.5%
山东药玻	9.6	10.8	13.6	24.8%	25.7%	27.3%
凯盛科技	31.2	15.5	25.7	49.3%	33.6%	51.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2018-2019 年受美国加征关税影响，玻纤行业出现大幅波动。和玻璃类似，玻纤同样以国内出口为主，最高时出口量占总产量的比例接近 70%（08 年之前），2023 年我国玻纤及制品出口量为 179.7 万吨（刨除玻璃棉及其制品），占总产量的比重约 25%，近几年占比情况均稳定在 25-30%。我国玻纤出口主要以北美、欧洲，日韩等发达国家为主，源于发达国家对玻纤复合材料的应用更成熟。海外布局方面，年初中国企业海外总产能达 54.6 万吨，其中中国巨石/重庆国际/四川威远分别 41.6/8/5 万吨，中国巨石在出海方面遥遥领先。2018 年 9 月 24 日和 2019 年 5 月 10 日，美国先后对包括玻纤产品在内的中国出口美国价值约 2000 亿美元产品加征 10%和 25%进口关税。以中国巨石为例，2018 年公司在美国的玻纤销量 12 万吨，当年公司总产能约为 172 万吨，推测当年美国市场销量占比在 7%左右，加征关税对公司业绩造成一定影响，单 2018Q4 公司归母净利润同比下滑 22.86%。2019 年 5 月 18 日，中国巨石美国年产 9.6 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线正式点火，后续生产的产品可直接供应美国当地市场，新产线产能若完全释放，可基本填补公司对美出口的空缺，可有效降低加征关税的冲击。

表 4：玻纤企业海外产能布局情况（截止 23 年年底）

企业	基地	生产线	产能	备注
中国巨石	埃及	1 线	8 万吨	冷修技改
		2 线	8 万吨	在产
		3 线	4 万吨	在产
		4 线	12 万吨	在产
	美国	1 线	9.6 万吨	在产
	印度	1 线	10 万吨	拟建设，进程暂停
CPIC	巴西	1 线	5 万吨	在产
	巴林	1 线	3 万吨	在产
		2 线	8 万吨	在建
四川威远(至诚)	泰国	1 线	5 万吨	在产
泰山玻纤	马来西亚	1 线		拟建设，暂无动工计划

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

表 5：玻纤公司海外业务收入占比

公司	海外业务收入（亿元）			海外业务占比		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
中国巨石	61.7	75.3	55.6	31%	37%	37%
中材科技	22.4	29.7	38.9	11%	13%	15%
长海股份	5.6	7.2	6.5	22%	24%	25%
正威新材	4.3	4.0	4.0	29%	28%	24%
山东玻纤	3.5	4.0	2.9	13%	14%	13%
国际复材	29.3	30.9	26.6	35%	39%	37%

资料来源：Wind，天风证券研究所

卫浴龙头在海外销售或容易受到中美贸易政策影响。2018 年上半年，受美对中产品关税加征影响，多家卫浴企业出口业务营收及毛利收窄，有企业（尤其是五金卫浴企业）境外营收下滑逾三成。2018-2019 年美国针对中国卫浴等相关产品多次加征关税，并在 2019 年 3 月，对进口自中国的木制橱柜、浴室柜发起反倾销及反补贴调查。直到 2020 年 1 月，USTR 才公告美方针对中方第三批 2000 亿美元加征关税排除清单，淋浴水龙头、铜的淋浴等商品也在其中。从相关上市公司来看，惠达卫浴自 1996 年开始海外销售，涵盖品牌出海和产品出海两种模式，公司目前已建立了覆盖 100 多个国家和地区的销售网络，主要出口美国、加拿大、法国、巴基斯坦、韩国，过去三年公司海外收入占比维持在 20%左右。公元股份出口产品主要以太阳能光伏组件、太阳能灯具等产品，销售市场以北美、南美、欧洲为主。科达制造系消费建材出海领航者，公司自 2013 年开始海外收入占比快速提升，早期以陶机出口为主，16 年公司携手森大集团将业务延伸至下游建筑陶瓷领域，开启了海外建材销售的第一步，目前业务架构延伸至美洲，陶机业务覆盖南北美洲多地。

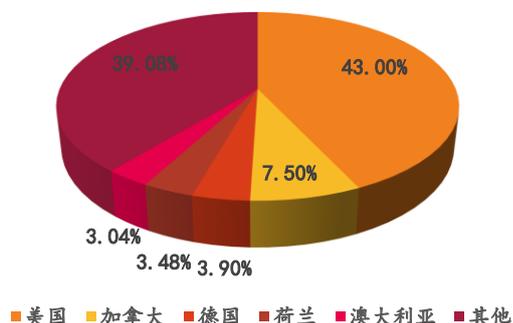
表 6：消费建材公司海外业务收入占比

公司	海外业务收入（亿元）			海外业务占比		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
公元股份	13.3	16.3	14.6	15.0%	20.5%	19.5%
惠达卫浴	9.7	9.0	7.0	24.9%	26.4%	19.5%
华立股份	1.2	0.9	1.1	10.1%	11.8%	13.8%
坚朗五金	6.3	7.7	7.7	7.2%	10.1%	9.9%
科达制造	46.2	62.0	58.1	47.1%	55.6%	60.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

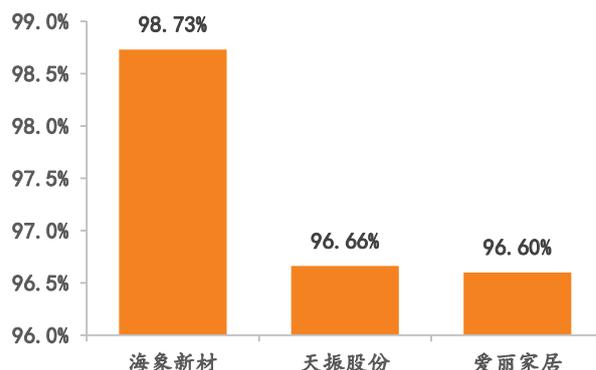
PVC 地板行业以出口美国等海外国家为主，受美国贸易政策影响较大。中国生产的 PVC 地板以出口为主，与欧美等发达国家相比，受产品引入时间晚及居民传统消费观念的限制等因素，国内 PVC 地板消费市场仍处于早期培育和消费者教育阶段，市场占比较低。2023 年国内 PVC 地板主要出口地为美国、加拿大、德国、荷兰、澳大利亚，出口量占比 43.0%、7.5%、3.9%、3.48%、3.04%，其中美国为中国 PVC 地板最大的出口国，国内 PVC 地板主要上市公司海象新材、天振股份、爱丽家居等营收超 96%来自海外，美国的贸易政策将对相关公司经营产生直接影响。

图 5：2023 年中国生产的 PVC 地板目的地



资料来源：天振股份公司公告，天风证券研究所

图 6：PCV 地板行业主要上市公司 2023 年海外收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

2018-2020 年，国内 PVC 地板出口美国的关税税率出现反复波动，随后，相关企业加快海外布局，选择在北美或东南亚建厂以避免关税。但是，自 2023 年以来，美国海关突然开始加大对我国相关制造企业的商品溯源查验，包括多家上市公司在内的众多知名外贸出口企业陆续收到美国海关补充出口货物通关资料的额外要求。海象新材发布公告，其全资子公司越南海欣自 2023 年 8 月 4 日起大幅减产。天振股份也因美国海关要求补充出口货物通关资料而导致公司出口美国的货物未能及时通关，造成 2023 年业绩下降。与此相反，美国海关溯源对爱丽家居的经营影响是正面的，公司反而从美国的业务布局中获益。我们认为，PVC 地板行业易受到美国贸易政策影响，虽然国内企业加大海外布局，但商品溯源下东南亚等非北美生产基地的销售仍存较大不确定性，在北美进行产能布局的爱丽家居海外交付能力更强、稳定性更高。

表 7：特朗普任期内针对我国 PVC 地板的关税政策

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

资料来源：天振股份招股说明书，天风证券研究所

表 8：PVC 地板主要上市公司海外布局

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

资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

建筑公司布局主要在一带一路沿线国家且关税主要针对商品征收，故建筑企业受关税政策影响较小。特朗普的关税政策主要针对进口商品，建筑公司提供的国际工程服务受关税影响较小。而且，从主要建筑公司海外项目结构来看，国外项目大部分集中在非洲、中东、东南亚、俄罗斯等“一带一路”沿线国家和地区，受美国加征关税的影响微乎其微。具体来看，中国能建在建项目中 20% 的比例来自国外，国外项目中有 17% 来自美洲地区，其中，多数项目集中在墨西哥、阿根廷等地区；中材国际海外在建的 614 亿元项目中，美洲占 2%；中国电建 13% 的海外在建项目中，美洲占 7%，其他公司占比更小。

表 9：建筑公司海外项目情况

公司名称	项目额 (亿元)	国外项目额 (亿元)	国外占比	国外项目结构	口径
上海港湾	18	14	79%	东南亚 85%、中东 15%	在建项目金额
中材国际	1112	614	55%	非洲 24%、东南亚 10%、亚洲其他地区 9%、中东 6%、欧洲 5%、美洲 2%	在建项目金额
中钢国际	193	106	55%	90%的海外签约额来自“一带一路”沿线国家。	新签合同金额
圣晖集成	40	11	28%	越南 61%、泰国 18%、印尼 14%、其他 6%	在建项目金额
中国能建	13543	2753	20%	亚洲 49%、非洲 27%、美洲 17%、欧洲 7%、	在建项目金额
中国交建	15585	2951	19%	非洲 34%、亚洲（除港澳台）32%、大洋洲 12%、拉丁美洲 11%、欧洲 8%、港澳台及其他 3%	基建业务新签合同金额
中国化学	1681	309	18%	欧洲 61%、亚洲 36%、非洲 3%	在建项目金额
中国海诚	80	13	16%	-	新签合同金额
中国电建	36937	4721	13%	亚太 30%、欧亚 22%、东南非 19%、中东北非 12%、中西非 10%、美洲 7%	在建项目金额
精工钢构	391	40	10%	香港 35%、东南亚 34%、大洋洲 15%、中亚 2%、中东 1%、其他 13%	在建项目金额
隧道股份	2660	256	10%	新加坡 73%、香港 13%、印度 12%、马来西亚 2%、香港 1%	在建项目金额
中国中铁	47283	4448	9%	亚洲 40%、非洲 32%、北美 22%、拉美 3%、欧洲 3%	在建项目金额
江河集团	520	43	8%	-	在建项目金额
龙建股份	651	52	8%	孟加拉 26%、埃塞俄比亚 19%、纳米比亚 14%、肯尼亚 14%、蒙古国 9%、哈萨克斯坦 5%、冈比亚 4%、老挝 2%、印度 2%、苏丹 2%、赞比亚 1%	在建项目金额
浙江建投	1845	111	6%	-	新签合同金额
中国建筑	104500	6054	6%	港澳 50%、东南亚 19%、中东地区 9%、北非地区 7%、中南部非洲 2%、美洲 1%、欧洲 1%、其他 11%	在建项目金额
中工国际	-	36.4 (亿美元)	-	西亚 45%、亚太 19%、中亚东欧 17%、非洲 11%、拉美 8%	在执行境外项目金额
海南发展	-	8.5	-	主要集中在非洲，西亚，南亚和中国澳门地区	累计合同金额

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

我们认为，特朗普政策倾向将促使制造业产业链以及厂房海外落地进程加速，建筑出海企业有望深度受益。从布局海外产业链的行业来看，当前时点，锂电池以及光伏产业主要受国内产能过剩以及贸易壁垒规避的动因选择出海，23 年锂电产业链规划海外投资超 1554 亿元，重点布局欧美地区，占海外总投资的 42%；光伏产业链六家厂商 23 年海外规划在建项目的总投资额超 350 亿元，主要为组件项目，集中在东南亚和美国等地；海外新能源车销售带来的高利润驱动整车厂出海布局，头部企业海外投资超 913 亿元，集中于东南亚以及南美等地；钢铁行业受国内产能管控、环保压力及铁矿石资源制约加速布局海外市场，水泥及家居类行业主要为开拓海外市场选择产业链布局。我们认为，制造业企业纷纷出海有望形成合力，从而带动更多中国企业出海，中国企业海外建厂以及产业链的落地也有望为带动海外工程建设需求，出海建筑企业有望受益。

政策端，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。

提振内需政策加速出台预期下，建议关注扩内需政策下基建地产投资反弹受益标的或在北美有产能布局的公司以及国际工程公司。1) 首先利好内需相关品种，大力度化债预期下，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，关注建筑【中国交建、四川路桥、安徽建工等】；基建地产回暖有望增强消费建材和水泥需求复苏动能，关注水泥【上峰水泥、海螺水泥等】、消费建材【三棵树、兔宝宝等】。2) 出海趋势或得到进一步加强，利好国际工程相关品种，关注【中国化学、中材国际、中国电建等】，相对利好以出海非洲为主的企业，关注【西部水泥、华新水泥】。3) 在美国或其他区域有产能布局的公司相对受益，关注【中国巨石、爱丽家居、濮耐股份等】。

4. 风险提示

特朗普政府政策执行不及预期。

财政增量政策落地不及预期。

地缘政治风险超预期。

第三方统计的产能等数据或存在误差。

政策预判存在偏差。

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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com