

建筑装饰

订单万亿央企为何仍能“疾驰”？

疫情逆境中彰显龙头风采，央企订单万亿仍在加速增长。2020年虽受到疫情冲击，但龙头经营快速恢复，展现极强抗风险能力，建筑央企全年新签订单在万亿规模上继续快速增长，表现亮眼。已出数据的七大央企2020年合计新签订单10.14万亿，同比增长20.3%，甚至快于19年增速。其中中国电建、中国中冶订单增长30%左右，中国中铁与中国铁建增长20%以上，表现突出。

三大因素强化促建筑央企市占率持续提升。19-20年行业整体增速低迷，而建筑央企新签订单增长在20%左右，市占率持续提升，我们分析主要原因有：**1) 项目大型化综合化趋势明显**，近年来EPC模式推广，同时城市成片综合开发、大型产业园区等项目类型快速增长，这些项目投资体量大（高达百亿以上），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，各方面资源匹配，可以很好协助地方政府组织实施大型项目。**2) 房建行业竞争格局的重塑**，2019年建筑行业新签房建订单17.5万亿，基建（土木工程）订单8.7万亿，房建占比67%，是建筑行业主体。基建多数细分行业竞争格局已定，龙头市占率已极高（如铁路城轨、水利水电、火电等），而房建规模庞大，竞争却非常分散。原主要从事基建与专业工程的央企在原优势领域增速放缓情况下，纷纷加大对房建项目开拓力度，成效明显。19-20年订单增速较高的中冶、两铁等均是房建业务表现亮眼，贡献主要增量。**3) 项目融资属性强化**，18年起地方融资平台债务管控升级，地方政府融资受限，建设项目对外部融资需求提升。建筑央企具备较强融资能力，通过EPC+F等模式可以较好契合地方政府需求。预计以上因素未来将持续强化，建筑央企市占率有望继续加速提升。

“降杠杆”向“稳杠杆”转变有望促收入加速。近期国资委明确表态央企由“降杠杆”转向“稳杠杆”，预计建筑央企将有更加灵活的融资方式，减少高成本永续债融资，有效降低融资成本，同时在更少约束下投入更多资源以加快在手项目执行，21年收入有望进一步提速。

当前估值处于历史底部，性价比突显。从估值看，当前建筑（中信）板块整体PE（ttm）仅8.7倍，与2014年底部基本持平，PB（lf）仅0.89倍，已明显低于2014年底部值，横向对比沪深300估值也处于历史最低区间，性价比突显。

投资建议：建筑央企竞争优势强化，新签订单加速增长，市占率持续提升，“降杠杆”转向“稳杠杆”有望促收入加速，当前估值处于历史底部，性价比突显，重点推荐**中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国化学**，关注**中国中冶、中国交建**等。

风险提示：融资政策收紧风险、房地产调控风险、项目执行进度不达预期风险、监管政策变化风险。

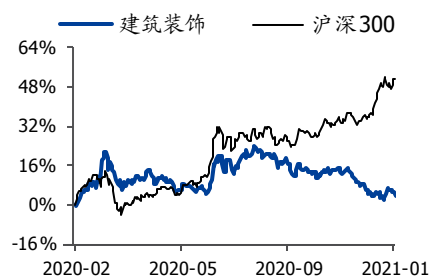
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
601668	中国建筑	买入	1.00	1.07	1.18	1.29	4.9	4.6	4.2	3.8
601390	中国中铁	买入	0.96	1.00	1.12	1.23	5.7	5.5	4.9	4.5
601186	中国铁建	买入	1.49	1.59	1.79	1.97	5.3	5.0	4.4	4.0
601117	中国化学	买入	0.62	0.71	0.86	1.00	9.6	8.4	7.0	6.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

相关研究

- 《建筑装饰：装配式产业大趋势持续强化，优质龙头核心资产属性突显》2021-01-17
- 《建筑装饰：装配式新变化持续出现，积极加配优质装配式龙头》2021-01-10
- 《建筑装饰：建筑碳减排大有可为，多赛道龙头迎新机》2021-01-08



内容目录

1. 万亿订单央企“疾驰”，市占率加速提升.....	3
2. 三大因素强化促建筑央企市占率持续提升.....	4
2.1. 项目大型化综合化趋势明显.....	4
2.2. 房建行业竞争格局的重塑.....	5
2.3. 项目融资属性强化.....	5
3. “降杠杆”向“稳杠杆”转变有望促收入加速.....	5
4. 当前估值处于历史底部区域.....	6
5. 投资建议.....	7
6. 风险提示.....	8

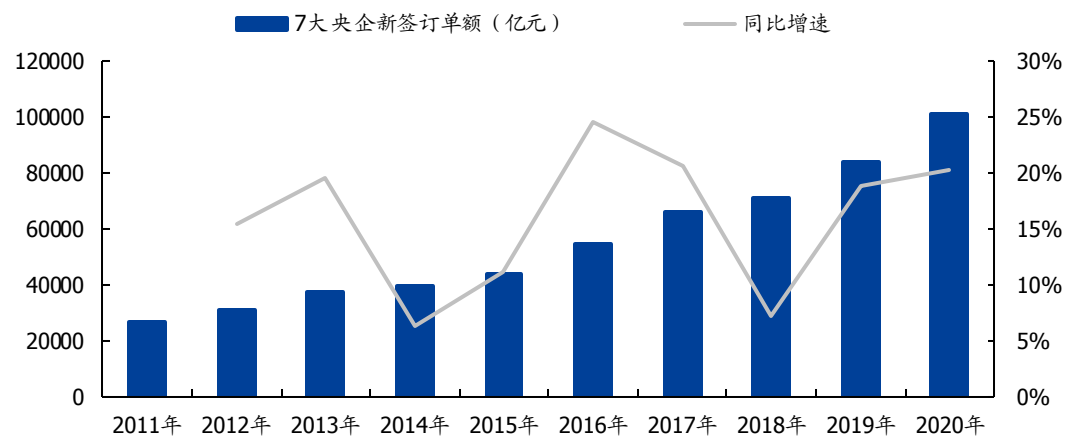
图表目录

图表 1: 七大建筑央企新签订单年度值及同比增速（不含交建）.....	3
图表 2: 七大建筑央企逐季新签订单累计增速.....	3
图表 3: 建筑央企营收/建筑业总产值.....	4
图表 4: 近期央企公告的部分超大型项目列表.....	4
图表 5: 建筑行业新签房建订单及增速.....	5
图表 6: 建筑行业新签土木工程订单及增速.....	5
图表 7: 建筑央企整体资产负债率（%）.....	6
图表 8: 建筑（中信）指数 PE.....	6
图表 9: 建筑（中信）指数 PB.....	6
图表 10: 建筑（中信）指数 PE与沪深 300对比.....	7
图表 11: 建筑（中信）指数 PB与沪深 300对比.....	7
图表 12: 建筑行业重点公司估值表.....	7

1. 万亿订单央企“疾驰”，市占率加速提升

疫情逆境中彰显龙头风采，央企订单万亿仍在加速增长。2020年虽受到疫情冲击，但龙头经营快速恢复，展现极强抗风险能力，建筑央企全年新签订单在万亿规模上继续快速增长，表现亮眼。已出数据的七大央企2020年合计新签订单10.14万亿，同比增长20.3%，甚至快于19年增速。其中中国电建、中国中冶订单增长30%左右，中国中铁与中国铁建增长20%以上，表现突出。

图表 1: 七大建筑央企新签订单年度值及同比增速 (不含交建)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

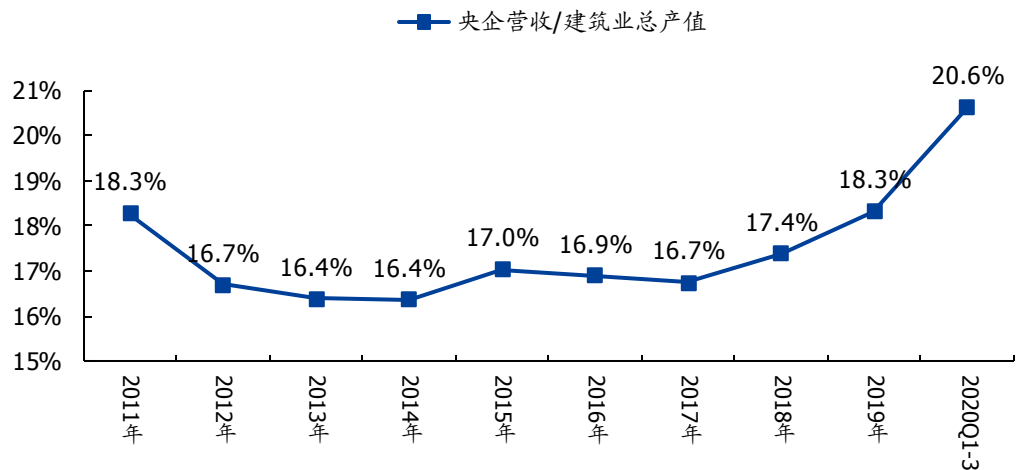
图表 2: 七大建筑央企逐季新签订单累计增速

公司	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
中国建筑	24.3%	1.5%	3.8%	4.6%	9.0%	3.1%	6.3%	6.8%	-4.3%	6.2%	10.3%	11.6%
中国铁建	7.0%	10.4%	5.3%	5.0%	6.3%	18.0%	25.1%	26.7%	14.4%	21.9%	24.7%	27.3%
中国中铁	21.3%	13.0%	5.9%	8.7%	0.3%	10.5%	14.5%	27.9%	7.8%	24.1%	24.3%	20.4%
中国化学	5.9%	72.1%	80.2%	52.5%	47.1%	11.6%	6.7%	56.7%	20.4%	1.9%	27.8%	10.5%
中国电建	3.7%	-5.0%	4.5%	12.1%	16.2%	15.8%	3.2%	12.3%	-15.4%	11.1%	30.2%	31.5%
中国中冶	37.0%	6.4%	10.4%	10.4%	5.3%	20.3%	18.9%	18.3%	-4.1%	21.9%	31.1%	29.4%
葛洲坝	15.7%	-4.8%	-18.5%	-1.3%	-33.0%	17.0%	15.5%	13.0%	-2.8%	4.4%	7.9%	7.6%
合计	18.4%	5.9%	5.3%	7.1%	5.5%	10.8%	12.9%	18.9%	0.8%	14.7%	20.3%	20.3%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

建筑央企市占率提升加速。近年来在反腐、营改增、金融监管、原材料价格波动、疫情冲击等诸多因素影响下行业集中度已持续提升，经营不规范、实力弱的小企业已然逐渐退出行业。19-20年行业整体增速低迷，而建筑央企新签订单增长在20%左右，市占率持续提升。特别在今年疫情冲击下，行业供给侧出清加快，建筑央企营收占建筑行业产值比例达到20.6%，市占率提升加速趋势明显。

图表 3: 建筑央企营收/建筑业总产值



资料来源: 公司公告, 统计局, 国盛证券研究所

2. 三大因素强化促建筑央企市占率持续提升

2.1. 项目大型化综合化趋势明显

项目大型化综合化趋势明显。近年来 EPC 模式推广, 同时城市成片综合开发、大型产业园区等项目类型快速增长, 这些项目投资体量大 (高达百亿以上), 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, 各方面资源匹配, 可以很好协助地方政府组织实施大型项目。

图表 4: 近期央企公告的部分超大型项目列表

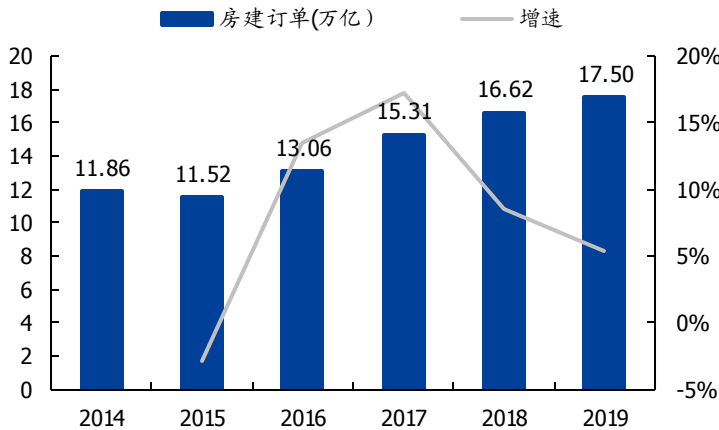
公司名称	公告日期	项目合同名称	金额 (亿)	类别
葛洲坝	2020/12/25	南京龙潭产业新城延续与发展项目-产投招商与建设投资服务商	678.5	产业新城
葛洲坝	2020/7/14	贵州省纳雍至晴隆和六枝至安龙高速公路 PPP 项目	596.0	高速公路
中国建筑	2020/7/29	上海市黄浦区建国东路 67-71 街坊历史风貌保护及城市更新项目	590.0	老城区改造
中国铁建	2020/12/31	达州“双城一线”城市综合开发建设合作项目	566.6	城市综合开发
中国铁建	2020/1/15	天津地铁 8 号线一期工程 PPP 项目	244.8	地铁
中国中铁	2020/1/14	天津地铁 4 号线 PPP 项目	236.8	地铁
中国铁建	2020/7/24	驻马店市城乡一体化示范区新型城镇化建设项目	215.4	新型城镇化
中国中冶	2020/12/15	山东临沂国际陆港片区基础设施建设项目	189.8	基建
中国电建	2020/6/20	金沙江白鹤滩水电站巧家县移民房屋与市政工程总承包 (EPC) 合同补充协议	164.6	市政
葛洲坝	2021/1/19	乌鲁木齐绕城高速 (西线) 工程政府和社会资本合作 (PPP) 项目	161.4	高速公路
中国交建	2020/4/25	深圳市沿江高速前海段与南坪快速衔接工程 EPC 项目	159.0	高速公路

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2. 房建行业竞争格局的重塑

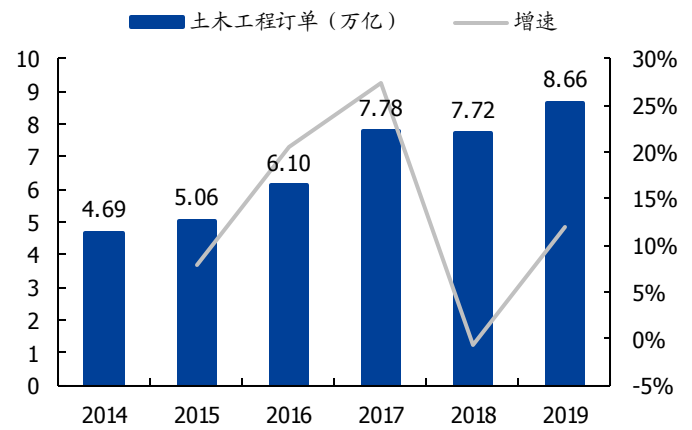
房建行业竞争格局的重塑。2019年建筑行业新签房建订单17.5万亿，基建(土木工程)订单8.7万亿，房建占比67%，是建筑行业主体。基建多数细分行业竞争格局已定，龙头市占率已极高(如铁路城轨、水利水电、火电等)，而房建规模庞大，竞争却非常分散。原主要从事基建与专业工程的央企在原优势领域增速放缓情况下，纷纷加大对房建项目开拓力度，成效明显。19-20年订单增速较高的中冶、两铁等均是房建业务表现亮眼，贡献主要增量。

图表 5: 建筑行业新签房建订单及增速



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

图表 6: 建筑行业新签土木工程订单及增速



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

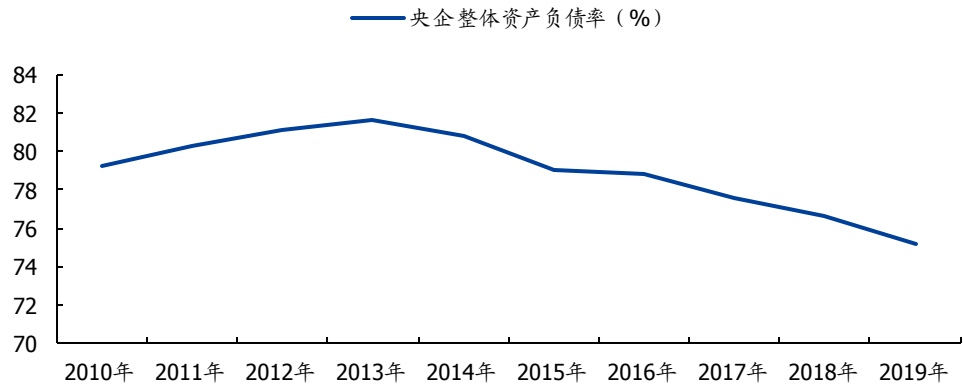
2.3. 项目融资属性强化

项目融资属性强化。18年起地方融资平台债务管控升级，地方政府融资受限，建设项目对外部融资需求提升。建筑央企具备较强融资能力，通过EPC+F等模式可以较好契合地方政府需求。

3. “降杠杆”向“稳杠杆”转变有望促收入加速

国资委表态央企从降杠杆转向稳杠杆，建筑央企有望加速在手项目推进。国资委秘书长在国新办新闻发布会上表示：“将在巩固三年降杠杆工作成果的基础上，由降杠杆向稳杠杆转变，确保大多数企业负债率保持稳定。“18-20年建筑央企受到国资委资产降低负债率考核，融资与项目推进受到较多约束。目前国资委明确表态央企由降杠杆转向稳杠杆，预计建筑央企将有更加灵活的融资方式，减少高成本的永续债融资，有效降低融资成本，同时在更少约束下投入更多资源来加快在手项目执行，收入有望进一步提速。

图表 7: 建筑央企整体资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4. 当前估值处于历史底部区域

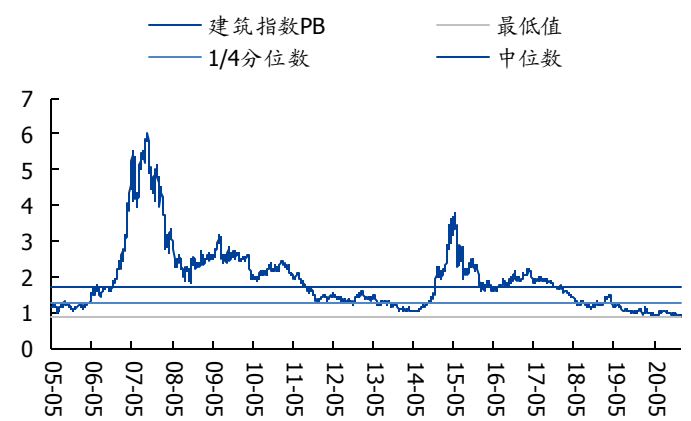
当前估值处于历史底部，性价比突显。从估值看，当前建筑（中信）板块整体 PE (ttm) 仅 8.7 倍，与 2014 年底部基本持平，PB(lf) 仅 0.89 倍，已明显低于 2014 年底部值，横向对比沪深 300 估值也处于历史最低区间，性价比突显。

图表 8: 建筑（中信）指数 PE



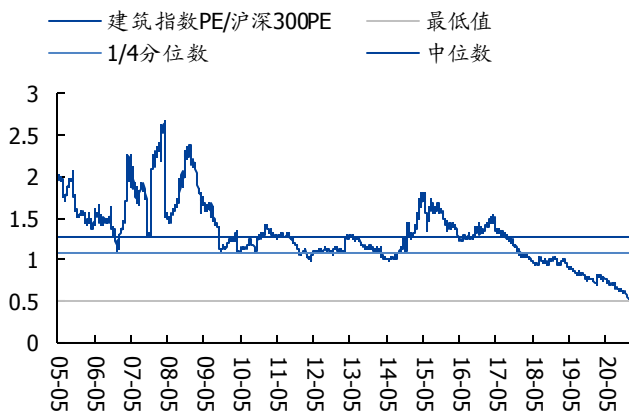
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 建筑（中信）指数 PB



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 建筑(中信)指数PE与沪深300对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 建筑(中信)指数PB与沪深300对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5. 投资建议

投资建议: 建筑央企竞争优势强化, 新签订单加速增长, 市占率持续提升, “降杠杆”转向“稳杠杆”有望促收入加速, 当前估值处于历史底部, 性价比突显, 重点推荐**中国建筑**、**中国中铁**、**中国铁建**、**中国化学**, 关注**中国中冶**、**中国交建**等。

图表 12: 建筑行业重点公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
中国建筑	4.94	1.00	1.07	1.18	1.29	4.9	4.6	4.2	3.8	0.97
中国铁建	7.91	1.49	1.59	1.79	1.97	5.3	5.0	4.4	4.0	0.82
中国中铁	5.49	0.96	1.00	1.12	1.23	5.7	5.5	4.9	4.5	0.77
中国交建	7.16	1.24	1.26	1.40	1.57	5.8	5.7	5.1	4.6	0.74
中国化学	5.98	0.62	0.71	0.86	1.00	9.6	8.4	7.0	6.0	1.14
葛洲坝	6.55	1.18	1.08	1.26	1.46	5.5	6.0	5.2	4.5	1.04
中国中冶	2.98	0.32	0.36	0.40	0.45	9.4	8.3	7.4	6.6	0.82
中国建筑	4.94	1.00	1.07	1.18	1.29	4.9	4.6	4.2	3.8	0.97

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为2021年1月22日收盘价, 中国交建、葛洲坝、中国中冶、中国电建EPS数据取自Wind一致预期

6. 风险提示

风险提示：融资政策收紧风险、房地产调控风险、项目执行进度不达预期风险、监管政策变化风险。

融资政策收紧风险：当前经济从疫情中逐步恢复，货币政策可能会边际收紧。如果紧缩过快，可能使得企业融资紧张，对项目进度造成影响。

房地产调控风险：地产调控政策持续大幅收紧可能使得地产商资金紧张，行业销售放缓，对房建业务发展构成影响。

项目执行进度不达预期风险：建筑央企新签订单快速增长，但订单向收入转换收到多种因素影响，如果外部环境发生变化，可能存在项目执行进度低于预期的情况。

监管政策变化风险：目前对央企监管从“降杠杆”到“稳杠杆”，但后续政策可能根据实际情况发生变化。

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所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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

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：021-38934111

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