

建筑装饰

证券研究报告
2021年02月22日

长短逻辑兼具，建筑低估值蓝筹彰显高性价比

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

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

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《建筑装饰-行业研究周报:1月基建相关社融指标创历史新高,继续看好Q1基建回暖》 2021-02-17
- 2 《建筑装饰-行业研究周报:21Q1基建景气度上行,继续推荐装配式龙头及低估值蓝筹》 2021-02-07
- 3 《建筑装饰-行业研究周报:发改委官网通报审批项目总额再创新高》 2021-01-10

市场风格或切换，低估值建筑蓝筹关注度有望提升

近期市场风格有所变化，低估值板块关注度有所提升。我们认为低估值建筑蓝筹短期基本面持续向好，中长期有望受益于集中度提升、商业模式改善及自身效率改善，当前公募持仓亦处于低位，具备较好的投资性价比。

估值/公募持仓均处于历史底部

当前 SW 建筑与沪深 300PE (TTM) 及 PB(LF) 的比值分别为 0.49/0.44, 达到 2010 年之后的最低水平, 纵向看, 建筑整体 PE (TTM) /PB (LF) 位于 2010 年后的 0.70%/1.00%分位, 处于历史底部区间。个股方面, 中建/铁建/中铁/山东路桥当前的 PE (TTM) 均不到 2010 年后的 15%分位 (PB 类似)。20Q4 末偏主动型公募基金重仓持股中建筑板块的仓位占比为 0.37%, 继续创 2015 年以来的新低。我们认为, 低涨幅、低估值和低持仓为板块反弹创造了基本条件, 年初至今建筑港股已率先展开阶段性修复。

短期/中长期市场空间均无虞，龙头市占率/商业模式有望持续改善

展望 2021 年, 18 个省份制定的固定资产投资计划增速均在 5%以上, 财政实力较强的省份交通基建投资仍有望保持增长, 展望十四五阶段, 重大交通基建项目、城市群交通及新型城镇化民生服务三维度, 或成为未来基建的主要增长点, 短期/中长期建筑下游市场空间均无虞。2015-2019 年 7 家建筑央企订单/营收/营业利润的国内市占率分别提升 5.2/1.4/6.9pct, 我们认为建筑总包民企对国企存在一定融资劣势, EPC、项目大型化等行业趋势也利好大企业提升集中度, 《政府投资条例》出台有望推动商业模式改善。

基本面保持高景气，中长期 ROE 修复通道或开启

20 年大部分央企的新签订单增速仍保持了两位数的高增长, 建设工程订单向龙头集中趋势明显, 龙头基本面保持高景气。随着降杠杆进入尾声及商业模式的逐步改善, 21 年建筑龙头 ROE 有望进入上行阶段, 地方国企龙头通过压降付现成本, 实现了利润高弹性和报表质量的显著提升, 我们认为大基建蓝筹普遍具备利润率偏低特征, 成本和费用降幅空间较大, 后续若内在改革动力得到激发, 即使营收仅维持低速增长, 也有望取得较好的利润增长持续性, 同时报表质量的改善, 亦有助于市场对其投资价值的重估。若通过付现成本压降获得的额外净现金流全部用于分红, 其分红收益率则有望明显提升, 去年以来产业资本的增持或也彰显对低估值建筑蓝筹的信心。

投资建议

我们建议继续沿低估值蓝筹和装配式两条主线挖掘建筑行业投资机会, 近期市场对于节后较好的复工复产以及两会的政策催化关注度抬升, 对低估值的建筑板块或具一定催化作用, 而市场风格切换下, 低估值的建筑板块具备高性价比, 推荐基建 (地方国企、基建设计、央企蓝筹) /房建价值品种, 中长期角度继续推荐高景气装配式建筑产业链 (钢结构、设计、构件等)。

风险提示: 基建投资增速回暖不及预期; 地产投资超预期下行; 建筑企业净利率提升不及预期等。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2021-02-19	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603018.SH	华设集团	11.12	买入	0.93	1.16	1.39	1.69	11.96	9.59	8.00	6.58
002081.SZ	金螳螂	9.08	买入	0.88	1.01	1.16	1.31	10.32	8.99	7.83	6.93
601800.SH	中国交建	7.01	买入	1.24	1.25	1.40	1.51	5.65	5.61	5.01	4.64
601668.SH	中国建筑	4.98	买入	1.00	1.05	1.25	1.37	4.98	4.74	3.98	3.64
601186.SH	中国铁建	7.96	买入	1.49	1.61	1.77	1.96	5.34	4.94	4.50	4.06

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 市场风格或切换，低估值建筑蓝筹关注度有望提升	4
2. 估值和持仓均创历史新低	4
2.1. 估值处于历史底部区间，港股率先开启修复通道	4
2.2. 公募持仓再创 2015 年以来新低	6
3. 短期/中长期市场空间无虞，龙头市占率/商业模式有望改善	7
3.1. 21 年投资展望：固定资产投资有望继续回暖，交通基建维持稳定增长	8
3.2. 十四五阶段投资展望：有效需求或成为基建投资核心驱动力	9
3.3. 行业商业模式持续改善，龙头市占率有望持续提升	11
4. 基本面保持高景气，中长期 ROE 修复通道或开启	13
4.1. 央企&地方国企订单景气度高企，龙头订单持续高增长	13
4.2. 负债率趋稳管理效率提升，带动 ROE 步入上行通道	14
4.3. 现金流改善驱动分红能力提升，建筑供给侧机会逐步显现	14
4.4. 产业资本增持或彰显对未来发展的信心	15
5. 投资建议	15
5.1. 风险提示	16

图表目录

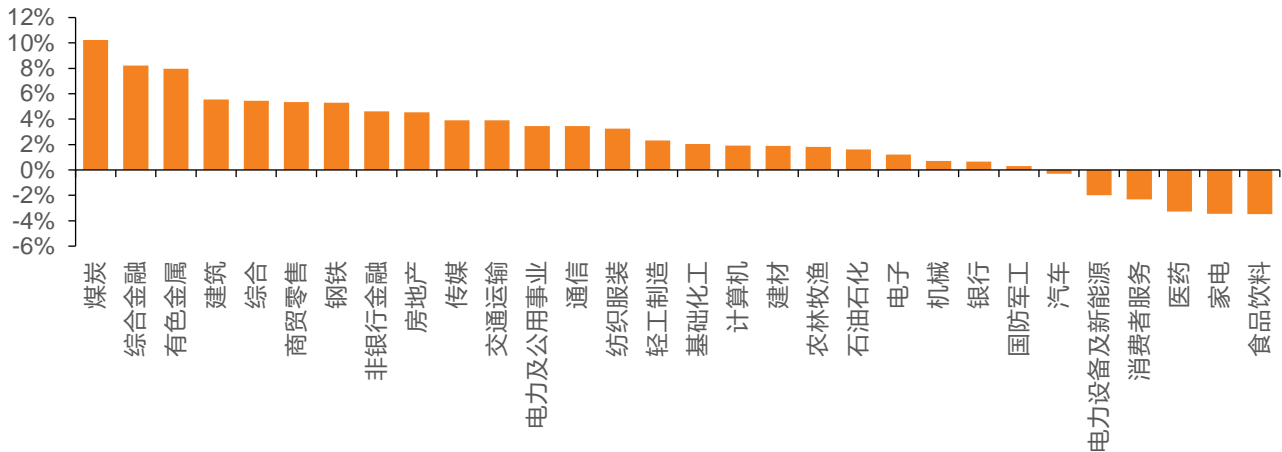
图 1：春节后两个交易日（0218-0219）板块区间涨跌幅情况	4
图 2：SW 建筑与 SW 房地产 PE（TTM）及其比值	5
图 3：SW 建筑，沪深 300PE（TTM）及其比值	5
图 4：SW 建筑，沪深 300PB（LF）及其比值	5
图 5：SW 建筑及沪深 300 整体平均 ROE	5
图 6：部分 H/A 建筑股折价率历史趋势	6
图 7：建筑行业基金重仓仓位及超配比例	7
图 8：建筑细分子行业基金重仓仓位情况	7
图 9：建筑细分子行业基金持仓超配情况	7
图 10：固定资产投资累计同比增速	8
图 11：建筑三大下游板块投资累计同比增速	8
图 12：大型基建央企订单、营收及营业利润市占率情况	12
图 13：建筑低评级产业债与高评级产业债之间的信用利差	12
表 1：SW 建筑整体及主要建筑蓝筹 PE（TTM）、2010 年后分位值情况	5
表 2：SW 建筑整体及主要建筑蓝筹 PB（LF）、2010 年后分位值情况	6
表 3：各省市 2020/2021 年固定资产投资同比增速目标及 2020 年实际增速	8
表 4：各省市 2019/2020 年交通基建投资规划情况	9
表 5：十三五、十四五规划建议稿中基建投资相关表述对比	10
表 6：十四五规划建议中的基建相关内容	11

表 7：主要建筑央企国企各个季度新签订单金额累计同比增速（%）	13
表 8：部分基建产业链公司季度基建工程新签订单金额累计同比增速（%）	13
表 9：20Q2 代表性建筑公司 ROE 及驱动因素同比变化情况	14
表 10：20Q3 代表性建筑公司 ROE 及驱动因素同比变化情况	14
表 11：成本压降对代表性建筑公司潜在分红收益率的提振效果	15
表 12：代表性建筑央企、国企产业资本增持或合作方案	15

1. 市场风格或切换，低估值建筑蓝筹关注度有望提升

顺周期、低估值板块领涨，行业、公司及估值三维度下，低估值建筑蓝筹具有高性价比。2月18日，央行公开市场操作开展2000亿元MLF操作和200亿元7天期逆回购操作，而当日有2000亿元MLF和2800亿元逆回购到期，实现资金净回笼2600亿元，资金面边际收紧的趋势并未明显改变。春节后两个交易日，市场风格有所变化，煤炭、有色金属、采掘、钢铁等顺周期板块明显受益于外围大宗商品价格上行的推动，建筑、金融、地产等低估值板块涨幅也居前。我们认为低估值建筑蓝筹短期有望受益于风格切换，低估值和低持仓创造反弹条件，中长期有望受益于市占率提升、商业模式及自身效率改善。

图1：春节后两个交易日（0218-0219）板块区间涨跌幅情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

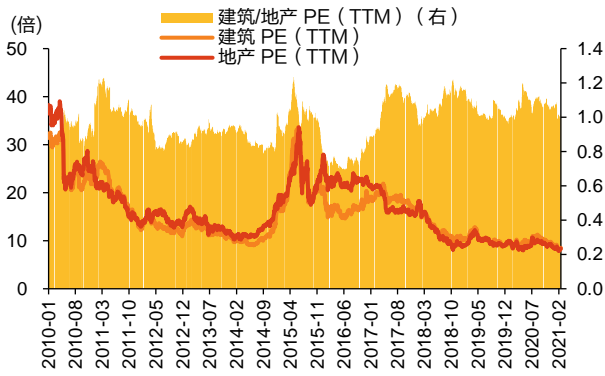
2. 估值和持仓均创历史新低

2.1. 估值处于历史底部区间，港股率先开启修复通道

从估值角度看，目前建筑 PE (TTM) 和 PB (LF) 分别排全部一级行业倒数第三和倒数第二，低估值是建筑未来行情修复的基础。全行业横向对比来看，截至2月19日收盘，SW建筑 PE (TTM) 8.54 倍，建筑 PB (LF) 0.85 倍，分别排全部一级行业倒数第三和倒数第二，其中 PE (TTM) 仅高于银行和地产，PB (LF) 仅高于银行，而沪深 300PE (TTM) 17.41 倍，沪深 300PB (LF) 为 1.91 倍，SW 建筑与沪深 300PE (TTM) 及 PB (LF) 的比值分别为 0.49/0.44，均为 2010 年以来历史最低区域。

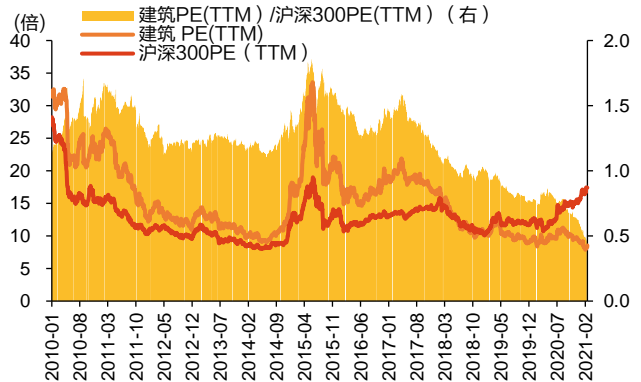
建筑/沪深 300 的估值比连续 3 年低于 1。10 年初至 18 年 5 月间，SW 建筑与沪深 300PE (TTM) 的比值 (简称 PE 比) 虽然有所波动，但均保持在 1 以上，但 18 年 5 月后至今 PE 比不断下行且基本都低于 1。大部分建筑央企基建业务占比较高，基建景气度对建筑上市公司业务的影响更大，而 18 年 3 月之后，基建投资增速下降至低于名义 GDP 增速的水平。2011 年之后，基建投资短期大幅回暖、一带一路、国企改革、PPP 等重构行业增长逻辑的驱动力均曾带动 PE 比回升。18Q3-4 基建的回暖和政策端的触底回升曾使得 PE 比的下行趋势暂时中止，但进入 19 年，随着基建投资增速回暖不及预期及政策取向出现波动，PE 比继续下行。我们预计 21 年建筑蓝筹保持较好的收入增速，建筑整体 ROE 水平也有望逐步触底回升，或带动建筑相对沪深 300 PE (TTM) 及 PB (LF) 的修复。

图 2: SW 建筑与 SW 房地产 PE (TTM) 及其比值



资料来源: Wind、天风证券研究所

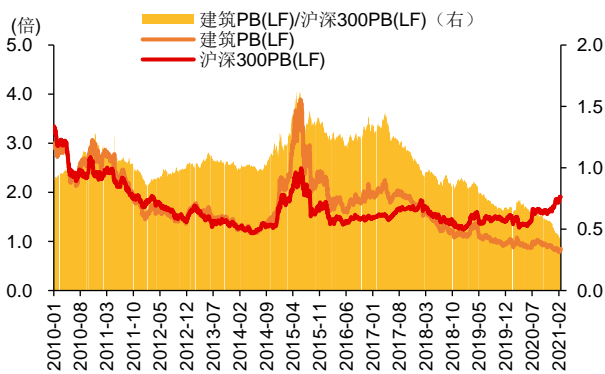
图 3: SW 建筑, 沪深 300PE (TTM) 及其比值



资料来源: Wind、天风证券研究所

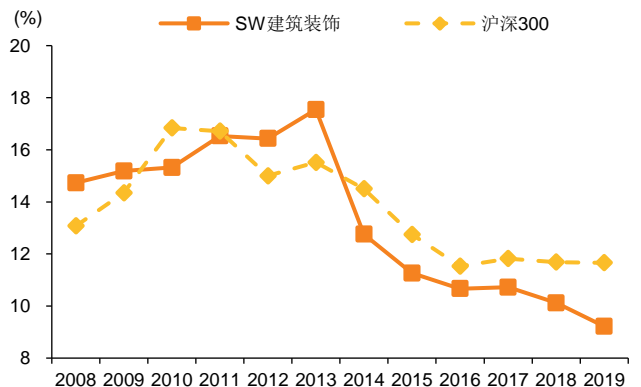
2010 年之后 SW 建筑与沪深 300PB (LF) 的比值 (简称 PB 比) 波动趋势与 PE 比大致一致, 但 PB 比低于 1 的时间比 PE 比更多。增速角度, 从行业情况来看, 基建投资增速在 13Q1 触顶后趋势性向下, 而名义 GDP 增速相对较为稳定; ROE 角度, 13 年之后 SW 建筑的整体平均 ROE 水平与沪深 300 整体较为接近, 都处于下行趋势, 但建筑在去杠杆等因素推动下, ROE 下行幅度更大, 14 年-19 年均低于沪深 300 整体。我们认为 18 年之后 PB 比始终低于 1 且不断下行, 行业景气度和 ROE 向下趋势是主要原因。

图 4: SW 建筑, 沪深 300PB (LF) 及其比值



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 5: SW 建筑及沪深 300 整体平均 ROE



资料来源: Wind、天风证券研究所

纵向来看, 建筑估值达到了 2010 年以来新低, PE 估值已处于历史 0.7%分位。截至 2 月 19 日收盘, SW 建筑整体 PE (TTM) /PB (LF) 位于 2010 年后的 0.70%/1.00%分位, 而 2010 年后的最低值为 7.88/0.78 倍, SW 建筑的 PE/PB 均处于 2010 年以来的估值底部区间内, 继续下行空间有限。从大基建蓝筹的估值情况来看, PE (TTM) 角度, 中国建筑已低于 10 年以来的 10%分位, 中国中铁、中国铁建、上海建工、隧道股份则低于 10 年以来 5%分位; PB (LF) 角度, 中国建筑、中国铁建、中国交建、中国电建等主要建筑央企均已低于 5%分位, 而当前沪深 300 整体 PE (TTM) 处于 10 年后 96%分位, PB (LF) 处于 79%分位, 建筑估值纵向来看明显更低。

表 1: SW 建筑整体及主要建筑蓝筹 PE (TTM)、2010 年后分位值情况

	中国建筑	中国中铁	中国铁建	中国交建	中国电建	葛洲坝	中国中冶	中国化学	上海建工	山东路桥	四川路桥	SW 建筑
21年2月19日PE(倍)	4.86	5.28	5.30	6.73	8.23	6.64	9.33	9.65	8.15	7.36	9.56	8.54
2010年后分位值	7.80%	2.50%	4.60%	23.30%	23.40%	19.50%	22.50%	13.10%	4.80%	3.50%	16.90%	0.70%
2010年后最低值(倍)	3.89	4.84	4.57	4.45	5.47	5.14	-7.45	7.39	7.30	6.22	6.41	7.88

注: 数据截至 2021 年 2 月 19 日收盘;

资料来源: Wind、天风证券研究所

表 2: SW 建筑整体及主要建筑蓝筹 PB (LF)、2010 年后分位值情况

	中国建筑	中国中铁	中国铁建	中国交建	中国电建	葛洲坝	中国中冶	中国化学	上海建工	山东路桥	四川路桥	SW 建筑
21 年 2 月 19 日 PB(倍)	0.75	0.69	0.60	0.56	0.67	0.98	0.90	0.97	0.71	1.05	1.15	0.85
2010 年后分位值	3.20%	11.10%	0.80%	0.40%	3.60%	17.60%	37.40%	14.20%	0.00%	13.20%	26.90%	1.00%
2010 年后最低值(倍)	0.70	0.59	0.55	0.52	0.61	0.53	0.60	0.80	0.69	0.82	0.75	0.78

注: 数据截至 2021 年 2 月 19 日收盘;

资料来源: Wind、天风证券研究所

建筑 H 股估值低于 A 股, 近期上涨有望开启估值修复。14 年 11 月沪港通正式开通前, 中国铁建、中国中铁、中国交建和中国中冶 H/A 的折价率分别为 92%、91%、80%、62%, 而自沪港通开通以来, A 股相对 H 股估值溢价显著。中国交建、中国铁建、中国中铁、中国中冶等四家公司其 H 股相对 A 股的估值比长期低于 1。截至 21 年 2 月 19 日收盘, 中国铁建和中国中铁的 H/A 股折价率分别为 54%、57%, 小幅高于中国交建的 47%和中国中冶的 49%, 相比 A 股仍有折价, 但四家 AH 建筑工程公司相比于沪港通开通前的估值差异均有一定程度的收窄。21 年初至今, H 股中国中冶、中国铁建、中国交建、中国中铁分别放量上涨 38%、21%、17%、14%, 我们认为当前建筑港股或已率先展开阶段性修复。

图 6: 部分 H/A 建筑股折价率历史趋势



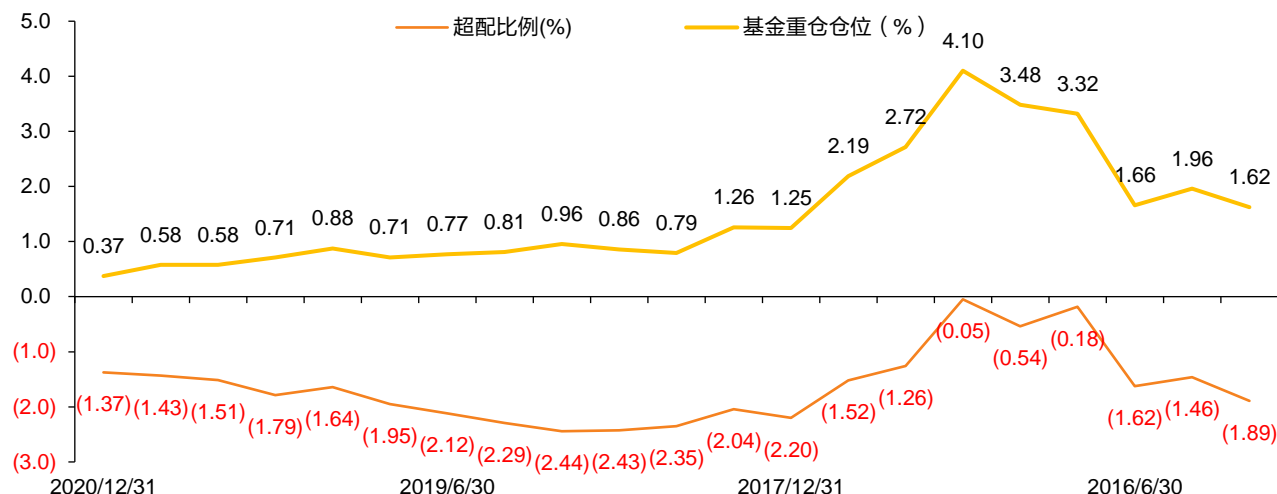
注: 数据截至 2021 年 2 月 19 日收盘;

资料来源: Wind、天风证券研究所

2.2. 公募持仓再创 2015 年以来新低

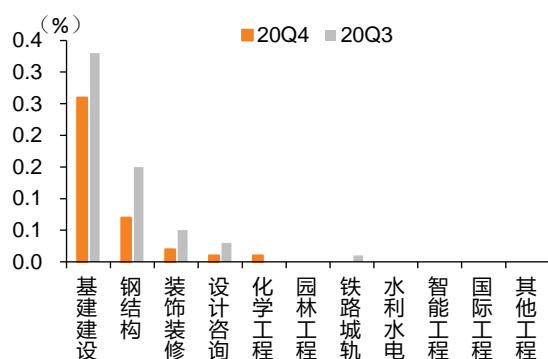
20Q4 偏主动型公募基金对建筑板块的持仓仓位环比仍有所降低。20Q4 末偏主动型公募基金重仓持股中建筑板块的仓位占比为 0.37%, 环比 20Q3 末下降 0.21pct, 继续创 15 年以来的新低, 在考虑市值变化情况下, 低配比例略有所收窄。细分子板块角度, 20Q3 末基金持仓相对较多的基建建设、钢结构、装饰装修和设计咨询在 Q4 末的持仓比例均有所下降, 而化学工程得到机构增持。个股角度, Q4 末偏主动型公募基金的重仓持股中, 受增持较多的包括中国建筑、中国化学、金螳螂、岳阳林纸、东易日盛等, 受减持较多的包括鸿路钢构、中设集团、精工钢构、亚厦股份等, 这与 Q4 装配式板块行情的较大幅调整相吻合, 我们认为当前建筑板块的机构持仓已非常低。

图 7：建筑行业基金重仓仓位及超配比



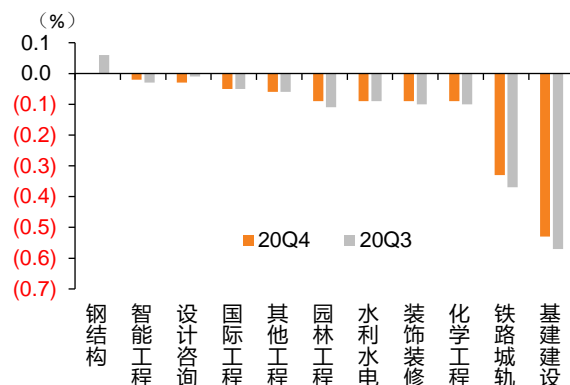
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：建筑细分子行业基金重仓仓位情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 9：建筑细分子行业基金持仓超配情况

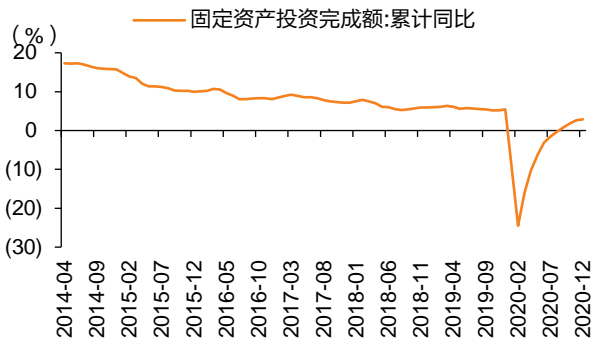


资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 短期/中长期市场空间无虞，龙头市占率/商业模式有望改善

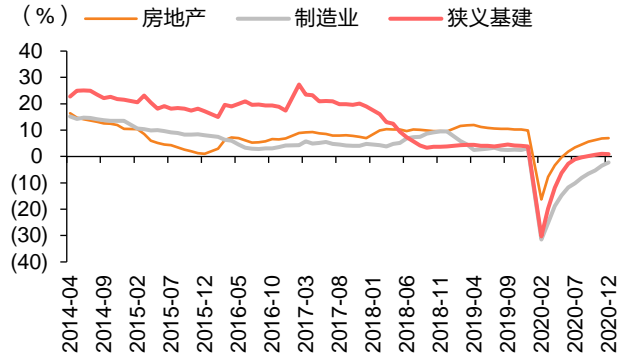
从 20 年全国固定资产投资类数据来看，20 年固定资产投资累计同比增速 2.9%，19 年同比 5.4%，20M2 后固定资产投资增速持续回暖。20 年地产开发投资同比增速 7%，19 年同比 9.9%，12 月单月同比 9.3%，疫情稳定后地产投资景气度快速回升，是固定资产投资回升的主要动力之一。20 年狭义基建投资同比 0.9%，19 年同比 3.8%，12 月单月同比 -0.1%，广义基建投资同比增 3.4%，与 19 年 3.3% 相当，12 月单月同比增 4.3%，民生类需求的较好释放，或是广义和狭义基建投资增速差异较大的原因。20 年制造业投资同比 -2.2%，12 月单月同比 10.2%，19 年全年同比 3.1%，制造业投资保持较高增速。

图 10：固定资产投资累计同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11：建筑三大下游板块投资累计同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

3.1. 21 年投资展望：固定资产投资有望继续回暖，交通基建维持稳定增长

展望 21 年，我们预计固定资产投资有望在地产和制造业投资的支撑下继续回暖，基建投资同比增速有望小幅提升，其中有望增长较快的主要包括与民生相关度较高的水电燃热、十四五规划建议重点提及的生态环保和轨道交通等。

21 年主要省份固定资产投资仍有望保持一定增长，广西、云南等 6 省份 21 年计划增速高于 20 年计划增速，存在区域投资机会。目前共有 18 个省在政府工作报告中发布 20 年固投计划增速，根据我们的统计，18 个省份制定的 21 年固定资产投资计划增速均在 5% 以上，其中山西、辽宁、广西、海南、云南、甘肃这 6 个省份 21 年的固投计划增速高于 20 年计划增速，从区域上看，区域之间的分化较为明显，广西、云南、辽宁、海南、安徽、山西等省份的固投增速目标位列各省前列，固定资产投资存在区域性机会。

表 3：各省市 2020/2021 年固定资产投资同比增速目标及 2020 年实际增速

	省份	2020 年固投增速计划值	2020 年固投增速实际值	2021 年固投增速计划值
华北	北京市		2.2%	
	天津市	10.0%	3.0%	8.0%
	河北省	6.0%		
	山西省	6.0%	10.6%	8.5%
	内蒙古自治区		-1.5%	
东北	辽宁省	7.0%	2.6%	10.0%
	吉林省	7.0%	8.3%	
	黑龙江省	5.0%	3.6%	
华东	上海市		10.3%	
	江苏省		0.3%	
	浙江省		5.4%	6.5%
	安徽省	10.0%	5.1%	9.0%
	福建省	7.5%	-0.4%	
	江西省	9.0%	8.2%	8.5%
	山东省		3.6%	
华中华南	河南省	8.0%	4.3%	6.0%
	湖北省		-18.8%	
	湖南省		7.6%	
	广东省	10.0%	7.2%	8.0%
	广西壮族自治区	9.0%	4.2%	15.0%
	海南省	8.7%	8.0%	10.0%

西南	重庆市	6.0%	3.9%	6.0%
	四川省		9.9%	7.0%
	贵州省		3.2%	6.0%
	云南省	10.0%	7.7%	11.0%
	西藏自治区		5.4%	5.0%
西北	陕西省		4.1%	7.0%
	甘肃省	6.0%	7.8%	7.0%
	青海省	7.0%		6.0%
	宁夏回族自治区		4.0%	
	新疆维吾尔自治区	5.0%	16.2%	

资料来源：各省市 2020/2021 年政府工作报告，天风证券研究所

21 年财政实力较强省份交通投资较高的增长目标有望带动全国的交通投资继续实现稳健增长。目前已有 16 个省份公布了 21 年交通类基建投资的规划值，尽管各省之间在披露口径上略有差异，但同一省份在不同年份间披露的口径一致，因此数据仍然具备可比性。从目前已经公布投资计划的省份来看，河南/广西/辽宁/湖南/山东/江西 21 年交通固定资产投资计划值相比 20 年计划值同比增长 64%/57.1%/49.8%/45.8%/30.6%/20.9%，甘肃/浙江/江苏/福建同比增速在 8%-20%，吉林/安徽/陕西/内蒙古的 21 年投资计划较 20 年的计划有所缩减，整体数据体现了比较明显的两极分化，我们认为 21 年经济、财政实力较强省份交通投资较高的增长目标有望带动全国的交通投资继续实现稳健增长。

表 4：各省市 2019/2020 年交通基建投资规划情况

省份	21 预计总投资 (亿元)	21 年规划相比 20 年 规划同比增速 (%)	20 年实际总投资 (亿元)	20 预计总投资 (亿元)	口径
浙江	3,300	10.0%	3,600	3,000	交通建设投资
山东	2,405	30.6%		1,842	交通建设投资
江苏	1,703	8.1%		1,576	公路、水路
广西	2,200	57.1%	1,780	1,400	公路、水路
湖北	1,000	0.0%		1,000	公路、水路
福建	1,000	11.1%		900	交通建设投资
吉林	298	-2.0%	243	304	交通固定资产投资
安徽	750	-4.8%		788	公路、水路
陕西	400	-50.7%		811	交通运输建设项目
江西	850	20.9%		703	交通基础设施投资
河南	1,000	64.0%	675	610	交通建设投资
新疆	590	11.5%		529	公路、水路
湖南	808	45.8%		554	公路、水路
内蒙古	400	-1.7%		407	交通基础设施建设
辽宁	326	49.8%		218	交通投资
甘肃	980	19.5%	930	820	交通固定资产投资

资料来源：各省市 2020/2021 年交通运输工作会议，天风证券研究所

3.2. 十四五阶段投资展望：有效需求或成为基建投资核心驱动力

政策、资金和有效需求是影响基建投资的三个核心驱动力，十四五的基建投资驱动力中需求有效性的权重可能提升。19 年以来，基建相关政策在稳增长与降杠杆之间波动，缺乏中长期的指引性，但 20 年初在疫情影响下降杠杆暂时让位于稳增长，但我们认为这并没有改变稳定性偏弱的基建政策环境，与此同时，地方政府已然较高的负债率降低了其负债能力，尽管疫情过后金融数据强劲，但基建投资增速并未体现持续的反弹趋势。我们认为十四五阶段，运用基建投资大规模稳增长的情形出现的可能性很小，政策变量对投资的影响

或有所下降，地方政府负债能力的降低，使得信用宽松对基建增量的影响也可能变弱，有效需求可能成为基建投资的核心驱动力。

我们认为十四五规划建议对基建和地产的表述较十三五相对平淡，或预示着未来基建投资的质量要求更高，区域和细分行业分化也可能更强。相比十三五规划建议，我们认为：1）十四五规划建议转变了投资在经济发展中的作用、定位，对基建投资的表述由拓展转为统筹推进；2）细分子行业中，交通是十三五和十四五均比较重要的内容，而十四五规划建议还着重强调了能源基建（油气、电力等）；3）十四五规划建议提出将根据国土空间功能划分来优化重大基础设施布局，我们预计未来基建投资的区域性分化可能更加凸显；4）十四五规划建议首次提出实施乡村建设行动；5）十四五规划建议中新型城镇化的内容与十三五有一定差异，十三五规划建议涉及加大棚改，对十三五阶段的地产投资高景气产生了积极影响，而十四五规划建议中强调老旧小区改造和公共服务设施的配套建设，再提“房住不炒”。综合而言，我们认为十四五基建投资在总体体量上相比十三五或相对平稳，需求端的增长或体现较强的结构性特征。

表 5：十三五、十四五规划建议稿中基建投资相关表述对比

	十三五	十四五
对投资的表述	发挥投资对增长的关键作用，推广政府和社会资本合作模式。	优化投资结构，保持投资合理增长，发挥投资对优化供给结构的关键作用。形成市场主导的投资内生增长机制。
对基建的表述	拓展基础设施建设空间。加快完善水利、铁路、公路、水运、民航、通用航空、管道、邮政等基础设施网络。完善能源安全储备制度。加强城市公共交通、防洪防涝等设施建设。实施城市地下管网改造工程。加快开放电力、电信、交通、石油、天然气、市政公用等自然垄断行业的竞争性业务。	统筹推进基础设施建设。加快建设交通强国，完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络，加快城市群和都市圈轨道交通网络化，提高农村和边境地区交通通达深度。推进能源革命，加强国内油气勘探开发，加快油气储备设施建设，加快全国干线油气管道建设，建设智慧能源系统，优化电力生产和输送通道布局，提升新能源消纳和存储能力，提升向边远地区输配电能力。加强水利基础设施建设。
农村建设	无详细内容	实施乡村建设行动。完善乡村水、电、路、气、通信、广播电视、物流等基础设施，提升农房建设质量。因地制宜推进农村改厕、生活垃圾处理和污水治理，实施河湖水系综合整治，改善农村人居环境。
国土空间规划	推进“多规合一”。推动京津冀、长三角、珠三角等优化开发区域产业结构向高端高效发展，防治“城市病”，逐年减少建设用地增量。	逐步形成城市化地区、农产品主产区、生态功能区三大空间格局，优化重大基础设施、重大生产力和公共资源布局。支持生态功能区的人口逐步有序转移。
区域发展	形成沿海沿江沿线经济带为主的纵向横向经济轴带，优化发展京津冀、长三角、珠三角三大城市群，形成东北地区、中原地区、长江中游、成渝地区、关中平原等城市群。发展一批中心城市，强化区域服务功能。	推进京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展。推动黄河流域生态保护和高质量发展。高标准、高质量建设雄安新区。更好促进发达地区和欠发达地区、东中西部和东北地区共同发展。完善转移支付制度，加大对欠发达地区财力支持，逐步实现基本公共服务均等化。
新型城镇化	深化住房制度改革。加大城镇棚户区和城乡危房改造力度。	实施城市更新行动，加强城镇老旧小区改造和社区建设，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推进成渝地区双城经济圈建设。推进以县城为重要载体的城镇化建设。

资料来源：《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》、《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》、天风证券研究所

十四五规划建议中提及的基建可划分为重大项目、城市群交通及新型城镇化民生服务三个主要维度，或成为未来基建的主要增长点。相比于十三五规划建议中对基建较为全面的表述，我们认为十四五规划建议中，对基建的表述重点更加突出。在重大工程领域，详细列举了未来拟推进的交通、水利水电等重大项目，而在都市圈建设中则强调了轨道交通，在能源基建领域强调了油气投资等。我们认为国家重大工程受资金和地方政府负债率的约束

较低，中央财政支持力度较强，未来有望实现较快推进，都市圈轨道交通建设目前主要涉及成渝、粤港澳、京津冀和长三角等经济发达区域，项目经济性较好。而新型城镇化涉及的非营利性市政类投资，地方政府投入比例相对较高，其未来的加速推进或仍有赖于相关政策或财政机制的支持，市政类工程中具备自身造血能力，且与民生高度相关的水电气热类投资，有望保持较高景气。

表 6：十四五规划建议中的基建相关内容

领域	建设内容
重大工程建设	川藏铁路、西部陆海新通道、国家水网、雅鲁藏布江下游水电开发、重大生态系统保护修复、重大引调水、防洪减灾、送电输气、延边沿江沿海交通
能源基建	油气开发、油气储备设施、干线油气管道、电力生产输送、水利基础设施
都市圈建设	综合交通枢纽和物流网络、加快城市群和都市圈轨道交通网络化
新型城镇化	城市更新，旧改和社区建设、防洪排涝能力建设
农村建设	水、电、路、气、通信、广播电视、物流等基础设施

资料来源：《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》、天风证券研究所

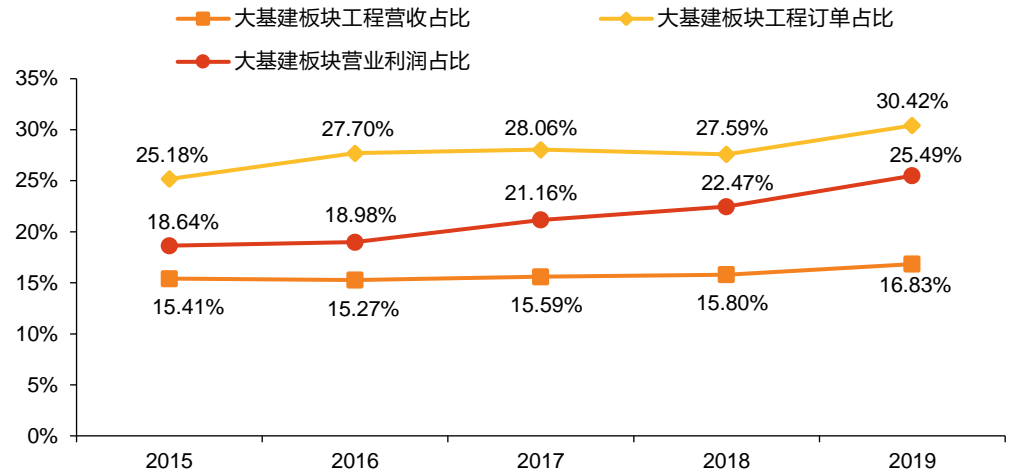
短期基建投资面临压力，但中长期需求不弱，十四五规划有望修复中长期预期差。参考发达国家，美/日两国强运营类项目的投资主体大部分为私人，政府仅负责公益类项目，而目前中国基建投资中私人投资比例较低，随着国内基建投融资体制逐步完善，私人部门参与基建投资的比重有望提升。1980 年后地方政府逐步成为日本基建投资的主力，同时日本基建投资增速与财政收入增速呈现出高度相关性，我们认为 95 年后日本基建的萧条与地方财政收入承压有较大关系。我国地方政府债务和收入压力对基建的影响在 2018 年后逐步显现，但我们认为在十四五阶段中国基建投资需求仍然有望保持高水平，有望较十三五继续实现一定增长。从财政角度看，短期的基建投资向上弹性仍受地方政府资金制约，但中国地方政府出现类似日本 90 年代的长期财政收入负增长可能性不高，中长期基建需求向好的信心根基于对中国经济保持稳定增长的信心。

3.3. 行业商业模式持续改善，龙头市占率有望持续提升

《政府投资条例》实施有望改善建筑企业商业模式。《政府投资条例》于 19 年 7 月 1 日正式开始实施，政府投资项目不得由施工单位垫资建设，施工企业收款模式改善，以及湖南、江西等省份出台相关意见，明确政府拖欠企业的工程款和物资采购款必须于 19 年年底清偿到位，《政府投资条例》的出台推动建筑行业不断规范，规范施工企业的垫资行为，我们认为建筑行业的商业模式有望持续改善。

基建央企的国内市占率在 2015 年之后总体提升，订单金额市占率明显高于收入市占率，可能意味着未来其营收端市占率有望进一步提升。我们以中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建、中国电建、中国中冶和葛洲坝作为统计样本，在国内市占率计算中，分子是七家公司工程类业务的订单金额、营收或公司整体营业利润，分母是对应的国内建筑业本年新签合同额、建筑业总产值和建筑业营业利润。15 年时七家企业的订单金额/营收/营业利润市占率分别为 25.2%/15.4%/18.6%，19 年时上升至 30.4%/16.8%/25.5%。趋势上看，订单金额和营业利润市占率的提升速度较快，但营收的市占率提升速度相对较慢。我们认为央企订单集中度的较快提升，体现了行业趋于集中的发展格局，但由于央企订单单体体量普遍较大，其订单转化周期可能更长，因此营收端市占率提升的速度慢于订单端，但收入端市占率未来有望向订单端水平靠拢。营业利润端的市占率高于营收端，我们认为一方面与部分建筑央企涉及地产业务有关，另一方面，17/18 年信用环境收缩，民企融资难，在手项目推进速度大幅放慢，财务费用等刚性支出对中小企业的利润侵蚀较为严重。

图 12：大型基建央企订单、营收及营业利润市占率情况



注：大基建板块公司包括中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建、中国电建、中国中冶和葛洲坝

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

展望十四五阶段，我们认为融资能力以及业务拓展能力，大型建筑央企、国企具有其明显的壁垒优势，市占率有望进一步提升。

从融资能力来看，建筑国企民企之间的融资能力差异可能仍在扩大，行业下游需求的变化也有利于大企业提升市占率。建筑公司发行债券的信用评级分化较大，由于建筑企业普遍存在债务率高、资金周转偏慢的情况，规模和股东背景往往成为信用评级的重要参考，大型央企国企往往为 AAA，而民企普遍为 AA，少量获得国资入股增信的民企（如东方园林）及大部分城投公司可获得 AA+评级。2018 年初起建筑 AA 产业债相对 AAA 产业债的信用利差快速上升，20 年虽然信用环境大幅改善，但二者之间的信用利差并未随之收窄，我们认为这体现了建筑民企相对于国企的融资劣势并未缩小，大部分民营建筑企业的生存环境仍然较为艰难。当前 EPC 模式正在行业内推广普及，EPC 模式下原先拆标段发包的形式难度上升，下游业主对施工企业的设计-施工一体化服务能力及大项目运作能力要求提升，我们认为这样的变化也对大型建筑企业相对有利。

图 13：建筑低评级产业债与高级别产业债之间的信用利差



资料来源：Wind、天风证券研究所

从业务拓展能力来看，大企业的跨领域经营能力明显更强，利于其市占率的进一步提升。从过去几年的趋势来看，大型建筑央企均进行了快速的业务拓展，如中国建筑 19 年的基建类收入已占总收入的 22%，而 15 年时仅 16%，而铁建、中铁的房建业务订单规模也在持续较快增加。大型国企往往有其传统优势领域，新进入者在传统龙头的优势领域大幅提升市占率的难度相对较大，如中国建筑和上海建工优势明显的超高层建筑领域，其他进入者面临着较高的竞争门槛。但依赖于较强的融资成本优势，央企国企在跨领域拓展时可以

在非传统优势领域的中端市场率先发力，如房建中的商品房、保障房，以及基建中的市政、普通公路等工程类型。我们认为在建筑行业总需求趋于稳定的背景下，建筑央企国企跨领域拓展的动力可能进一步增强，利于其市占率的进一步提升。

4. 基本面保持高景气，中长期 ROE 修复通道或开启

4.1. 央企&地方国企订单景气度高企，龙头订单持续高增长

20 年大部分央企的新签订单增速仍然保持了两位数的高增长。20 年以来铁建订单增速连续 4 个季度保持 10% 以上增速，且呈现逐季回暖的态势。中铁、电建和中冶 20 年订单增速超过 20%，同比分别变动-8/+20/+11pct，中建、葛洲坝和电建订单同比增速也呈现出逐季改善的趋势，我们认为 20 年上半年受到疫情影响，国内基建投资以及逆周期调节力度加大，下半年施工项目正加速恢复，推动全年建筑央企新签订单保持较高的增长水平。

表 7：主要建筑央企国企各个季度新签订单金额累计同比增速（%）

	中国交建	中国铁建	中国中铁	中国建筑	葛洲坝	中国电建	中国中冶	上海建工
2018Q1	19	7	21	24	16	4	37	13
2018H1	(1)	10	13	2	(5)	(5)	6	4
2018Q1-3	(6)	5	6	4	(18)	5	10	10
2018FY	(1)	5	9	5	(1)	12	10	18
2019Q1	13	6	0.3	9	(33)	16	5	31
2019H1	16	18	10	3	17	16	20	20
2019Q1-3	12	25	15	6	15	3	19	18
2019FY	8	27	28	7	13	12	18	19
2020Q1	12	14	8	(4)	(3)	(15)	(4)	(36)
2020H1	7	22	24	6	4	11	22	(3)
2020Q1-3	13	25	24	10	8	30	31	2
2020FY	12	27	20	12	8	32	29	7

注：订单口径均为季度累计新签合同总额，其中中国建筑累计订单不含房地产销售合同金额；

资料来源：公司公告、天风证券研究所

代表性基建央企和国企订单快速恢复，基建工程订单向龙头集中趋势明显。20 年交建、铁建和中铁的基建施工类订单延续了 19 年以来快速增长的趋势，订单同比增速分别为 12%/28%/22%，20 年以来中建基建工程新签订单增速快速恢复，连续 4 个季度维持 20% 以上的增长。代表性地方国企中，20 年山东路桥订单增速仍达 80%，区域基建景气度高企。我们认为，逆周期调节系列政策推动下央企、国企基建工程订单增速明显提升，基建工程订单向龙头集中趋势明显，在政策推动基建投资的环境下，央企国企作为推进基建投资的主要抓手，推动基建工程企业订单望维持较高水平。

表 8：部分基建产业链公司季度基建工程新签订单金额累计同比增速（%）

	中国建筑	中国交建	中国铁建	中国中铁	山东路桥	浦东建设	隧道股份
2018Q1	34	23	8	14		89	35
2018H1	(8)	1	9	11	1055	41	2
2018Q1-3	(15)	(7)	3	2	21	47	13
2018FY	(14)	(2)	5	6	64	59	(12)
2019Q1	(44)	12	6	4	(35)	20	10
2019H1	(37)	16	23	13	96	259	4
2019Q1-3	(25)	13	30	18	165	370	2
2019FY	(17)	10	28	25	73	53	5
2020Q1	20	15	22	12	127	366	8

2020H1	24	8	25	27	54	(9)	5
2020Q1-3	22	15	27	25	82	(35)	6
2020FY	31	12	28	22	80	(5)	6

资料来源：天风证券研究所注：中国建筑订单为基础建设订单，交通和两铁均为工程承包订单，隧道股份、浦东建设、山东路桥为基建施工订单；

资料来源：公司公告、天风证券研究所

4.2. 负债率趋稳管理效率提升，带动 ROE 步入上行通道

传统建筑龙头企业改善 ROE 的逻辑有望逐步兑现。我们认为随着龙头建筑企业降杠杆进入尾声及《政府投资条例出台》推动传统建筑行业的商业模式的逐步改善，建筑公司 ROE 有望进入上行阶段。20Q1 受疫情影响企业财务表现较差，但进入 20Q2 后，部分代表性建筑公司单季度 ROE 已出现同比上升的迹象。我们选取五家代表性建筑公司（四家基建央企+一家代表性地方国企），样本数据中中建、中铁、山东路桥在 Q2 和 Q3 单季度的 ROE 均实现同比上升。

具体细分来看，Q2 中建和中铁 ROE 上升的动力均来自于资产周转率的上升，山东路桥来自于净利率和负债率的上升。Q3 建筑企业经营情况相对 Q2 更加趋于正常化，六家代表性公司的资产周转率均实现同比上升。我们认为抗击疫情支出的增加使得建筑企业毛利率阶段性承压，央企国企对研发投入的提高，也部分对冲了其在管理和财务费用端效率的提升。我们认为中长期看，建筑企业毛利率/净利率有望处于上行通道，同时现金流的改善对资产周转率的提升效果有望持续。

表 9：20Q2 代表性建筑公司 ROE 及驱动因素同比变化情况

	ROE	净利率	资产周转率	资产负债率
中国建筑	升	降	升	降
中国铁建	降	升	降	降
中国中铁	升	降	升	降
中国交建	降	降	升	降
山东路桥	升	升	降	升

资料来源：Wind、天风证券研究所

表 10：20Q3 代表性建筑公司 ROE 及驱动因素同比变化情况

	ROE	净利率	资产周转率	资产负债率
中国建筑	升	降	升	降
中国铁建	降	降	升	降
中国中铁	升	降	升	降
中国交建	降	降	升	降
山东路桥	升	降	升	升

资料来源：Wind、天风证券研究所

4.3. 现金流改善驱动分红能力提升，建筑供给侧机会逐步显现

大基建蓝筹普遍具备利润率偏低的特征，成本和费用降幅空间较大，后续若内在改革动力得到激发，即使营收仅维持低速增长，我们认为基建大蓝筹也有望取得较好的利润增长持续性，同时报表质量的改善，亦有助于市场对其投资价值的重估。我们认为十四五阶段随着建筑行业空间趋稳，行业内龙头央企国企改革进度有望加快，建筑供给侧的投资机会有望逐步显现。从另一个角度看，假设建筑公司通过付现成本压降获得的额外净现金流全部用于分红，其分红收益率则有望明显提升。以中国建筑为例，若其归母净利率提升 1%，则其潜在分红收益率有望提升至 8.15%，成本压降对建筑公司潜在分红收益率的提振效果

明显。

表 11：成本压降对代表性建筑公司潜在分红收益率的提振效果

	2019 年现金分 红金额 (亿元)	2019 年归母 净利润率	归母净利率提升 1%对应 增加的净现金 (亿元, 税 后)	当前市值 (亿元)	对应 19 年分 红收益率 (税 前)	潜在分红 收益率 (税 前)
中国建筑	77.64	2.95%	106.49	2,258	3.44%	8.15%
山东路桥	0.90	2.66%	1.75	48	1.88%	5.54%
中国铁建	28.52	2.43%	62.29	1,260	2.26%	7.21%
中国中铁	41.52	2.78%	63.82	1,312	3.16%	8.03%
中国交建	37.65	3.62%	41.61	1,294	2.91%	6.13%

注：数据截至 2021 年 02 月 19 日收盘。归母净利率提升 1%对应增加的净现金所使用的税率均为 25%，19 年分红收益率=19 年现金分红/当前市值，潜在分红收益率=(19 年现金分红+归母净利率提升 1%对应增加的净现金)/当前市值。

资料来源：Wind、天风证券研究所

4.4. 产业资本增持或彰显对未来发展的信心

产业资本增持或彰显发展信心。20 年以来中国建筑公告第四期限制性股票激励计划，股份授予数量及激励对象范围较前三期均有明显扩大，中国交建大额回购计划在 21 年 6 月到期，后续回购有望加速，我们认为产业资本增持一定程度上彰显对公司未来发展的信心。此外中国化学实施混改，引入战略投资者万华化学，加强产业链融合，混改有望进一步为公司注入新鲜血液，激发增长活力。

表 12：代表性建筑央企、国企产业资本增持或合作方案

公司名称	企业性质	具体内容
中国建筑	央企	截至 20 年 12 月 14 日，回购股份方案已实施完毕。累计回购股份数量合计为 91203.6 万股，占公司总股本比例约 2.17%。回购总股数接近计划上限，回购均价为 5.25 元/股，已支付的总金额为人民币 47.92 亿元。如期推动第四期股权激励计划，12 月 23 日授予 2765 名激励对象限制性股票 91203.6 万股
中国化学	央企	万华化学与中国化学签署了股权转让协议，以 4.2 亿元的转让价格受让中国化学持有的华陆公司 30%股权
中国交建	央企	公司可以使用自有资金以集中竞价的交易方式回购不超过 4.4275 亿股 H 股，回购价格不得高出各次实际回购日前 5 个交易日平均收市价的 5%，且不超过实施阶段每股净资产价格的 70%
中国建筑国际	央企	21 年 1 月 26 日以来，公司前后 9 次通过二级市场陆续回购 955.2 万股股票

资料来源：公司公告、天风证券研究所

5. 投资建议

当前时点，我们建议继续沿低估值蓝筹和装配式两条主线挖掘建筑行业投资机会，近期市场对于节后较好的复工复产以及两会的政策催化关注度抬升，对低估值的建筑板块带来一定催化作用，而市场风格切换下，建筑低估值蓝筹彰显高性价比，推荐基建（地方国企、基建设计、央企蓝筹）/房建价值品种，中长期角度继续推荐高景气装配式建筑产业链（钢结构、设计、构件等）。

1) 低估值央企蓝筹前期受指数剔除、及市场对基建悲观预期等因素影响，估值已接近历史低位，且同沪深 300 的估值差距进一步拉大，关注估值回升机会，我们预计基建央企基本面修复有望延续，而地方国企有望展现较高的收入和利润弹性，推荐中国交建、中国建筑、中国建筑国际等，关注交建和铁建对应的 H 股以及山东路桥；21 年作为十四五开局年，基建设计有望迎来周期向上阶段，推荐华设集团、苏交科。

2) 地产产业链短期受融资环境收紧及部分房企资金链风险事件影响，板块市场情绪承压，

但中长期看，房建产业链龙头估值当前均处于较低水平，后续有望表现出较强的价值属性，推荐**金螳螂**等；

3) 装配式建筑渗透率快速提升带动产业持续高景气，同时对装配化率要求的提高有望带动钢结构、装配式内装等产业实现快速增长，推荐钢结构制造龙头**鸿路钢构**，钢结构 EPC 龙头**精工钢构**，关注装配式设计龙头**华阳国际**。

5.1. 风险提示

基建投资增速回暖不及预期：尽管 20 年以来基建稳增长的政策面利好在不断推进，且由中央逐步落实至地方，但基建投资仍受天气，政策传导进度、资金到位程度等多因素影响，且 2021 年货币信用环境存在边际收紧的可能，投资增速回暖可能不及预期。

地产投资超预期下行：目前房建订单占建筑业新签订单的比重维持在 60%以上，房屋建筑仍是建筑业的重要组成部分，如果 21 年地产投资超预期快速下行，将影响建筑业新签订单整体增速和在手订单执行，进而影响收入和净利润确认。

建筑企业净利率提升不及预期：建筑企业目前处于由增量施工业务逐渐转向存量运营业务的过渡阶段，预计未来盈利能力有所提升。但在转换初期，投入成本较高可能影响盈利提升，且原材料和人工成本上行影响短期盈利，若长期非流动资产占比提升而在盈利端体现不明显，将可能同时影响净利率和周转率的提升，进而限制 ROE 和估值的回升。

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com