

建筑装饰

证券研究报告
2021年03月21日

投资类数据快速恢复，施工企业商业模式再现利好政策

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-行业点评:地产竣工改善迹象显著,水泥玻璃景气度向好》 2021-03-16
- 2 《建筑装饰-行业研究周报:短看低估蓝筹性价比,长看装配式、BIPV等绿色产业链成长性》 2021-03-15
- 3 《建筑装饰-行业研究周报:两会释放资金利好,建筑低估蓝筹彰显高性价比》 2021-03-08

行情回顾

上周建筑(中信)指数上涨0.96%,沪深300指数下跌2.47%,三级子板块中,专业工程、园林工程板块均涨幅较好,分别录得正收益5.39%、3.57%。个股中,南网能源(37.17%)、森特股份(19.75%)、四川路桥(19.66%)、ST毅达(12.07%)、鸿路钢构(11.83%)涨幅居前,碳中和背景下,与绿色建筑紧密相关的园林板块相关标的涨幅较好,市场风格切换下,地方国企和代表性央企均取得较好的超额收益,我们认为地方国企在激励机制自上而下理顺后,通过压降成本、效率提升实现了财报报表质量的显著提升,有助于市场对其投资价值的重估,若通过压降付现成本获得的额外现金流入全部用于分红,则公司的分红率亦有望明显提升。

交通基建呈快速恢复态势,地产竣工或现实质性改善

基建投资看,1-2月交通仓储邮政投资YOY+31.0%,其中铁路运输投资增长52.9%,道路运输投资增长30.7%。1-2月水电燃热YOY+25.5%,去年同期增速-6.4%。1-2月水利环境公共设施投资YOY+42.2%,其中水利47.2%,公共设施管理42.3%。我们判断21Q2-4基建投资或回归温和增长态势,负增长可能性较低。地产投资看,1-2月销售面积较20年/19年同期+104.9%/+23.1%;1-2月土地购置面积较20年/19年同期+33.1%/-6.0%;1-2月新开工面积较20年/19年同期+64.3%/-9.4%;1-2月施工面积较20年/19年同期+14.2%/11.0%;1-2月竣工面积较20年/19年同期+40.4%/8.2%。我们认为在地产融资新政推动下,房企拿地或趋于谨慎,但对存量项目的推进力度提升,竣工改善或仍是全年地产链主要投资逻辑。

竣工项目决算加快,利好建筑施工企业现金流及商业模式改善

3月17日,国务院公布自4月1日起施行《行政事业性国有资产管理条例》,该条例规定工程竣工财务决算最长时间不得超过1年。我们曾在《长短逻辑兼具,建筑低估蓝筹彰显高性价比》中明确提及政府投资条例的出台推动传统建筑施工企业的商业模式正逐步改善,而此次政策进一步明确建设项目的竣工财务决算时间,加速建筑施工企业的尾款回收,有利于施工企业现金流的改善,进一步验证了我们传统建筑行业商业模式改善的逻辑。

投资建议

当前市场环境下,低估值板块兼具向上的基本面和较好的安全边际,性价比突出,而装配式建筑优秀的成长性进一步得到数据验证,BIPV短期有望对部分相关个股形成强催化,继续推荐基建(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),关注BIPV、碳中和等绿色建筑产业链。建筑低估蓝筹推荐华设集团、中国交建、中国铁建、中国建筑、中国化学、金螳螂等,装配式建筑推荐鸿路钢构、华阳国际和精工钢构,此外建议关注BIPV相关标的森特股份、瑞和股份和维业股份。

风险提示: Q1基建/地产开复工情况不及预期;国内外疫情反弹超预期;建筑企业净利率提升不及预期。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2021-03-19	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603018.SH	华设集团	11.36	买入	0.93	1.16	1.39	1.69	12.22	9.79	8.17	6.72
601800.SH	中国交建	7.13	买入	1.24	1.25	1.40	1.51	5.75	5.70	5.09	4.72
601668.SH	中国建筑	5.05	买入	1.00	1.05	1.25	1.37	5.05	4.81	4.04	3.69
601186.SH	中国铁建	7.78	买入	1.49	1.61	1.77	1.96	5.22	4.83	4.40	3.97
601390.SH	中国中铁	5.79	买入	0.96	1.02	1.13	1.24	6.03	5.68	5.12	4.67
601117.SH	中国化学	6.63	买入	0.62	0.69	0.93	1.17	10.69	9.61	7.13	5.67
300284.SZ	苏交科	5.69	买入	0.74	0.82	1.02	1.22	7.69	6.94	5.58	4.66
002081.SZ	金螳螂	8.95	买入	0.88	0.89	1.02	1.16	10.17	10.06	8.77	7.72
002541.SZ	鸿路钢构	53.80	买入	1.07	1.52	2.22	2.87	50.28	35.39	24.23	18.75
002949.SZ	华阳国际	21.87	买入	0.69	0.89	1.22	1.73	31.70	24.57	17.93	12.64
600496.SH	精工钢构	5.43	买入	0.20	0.32	0.41	0.51	27.15	16.97	13.24	10.65

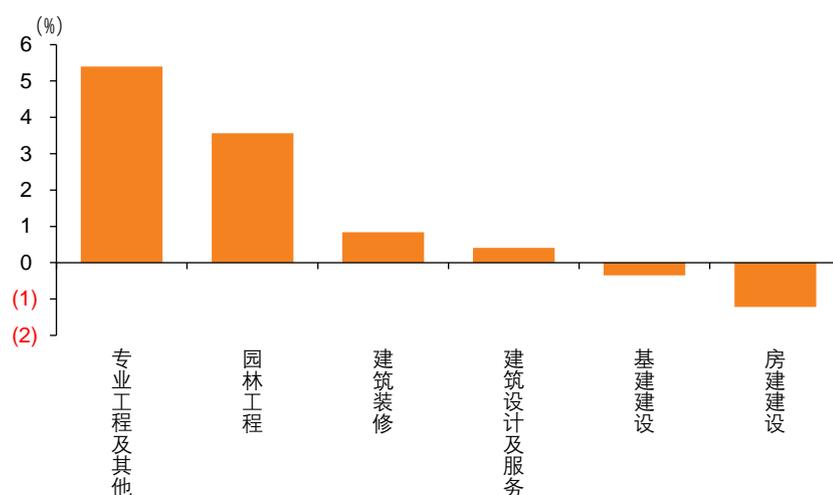
资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

核心观点

行情回顾

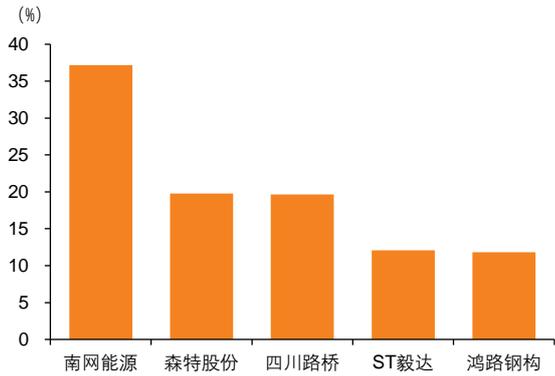
上周建筑(中信)指数上涨0.96%，沪深300指数下跌2.47%，三级子板块中，专业工程、园林工程板块均涨幅较好，分别录得正收益5.39%、3.57%。个股中，南网能源(37.17%)、森特股份(19.75%)、四川路桥(19.66%)、ST毅达(12.07%)、鸿路钢构(11.83%)涨幅居前，碳中和背景下，与绿色建筑紧密相关的园林板块相关标的涨幅较好，我们认为，十四五阶段绿色节能有望成为建筑发展的主旋律，装配式建筑、BIPV等在推动传统建筑商业模式改变的同时，为建筑行业的发展注入新动能。此外，市场风格切换下，地方国企和代表性央企均取得较好的超额收益，我们认为地方国企在激励机制自上而下理顺后，通过压降成本、效率提升实现了财报报表质量的显著提升，有助于市场对其投资价值的重估，若通过压降付现成本获得的额外现金流入全部用于分红，则公司的分红率亦有望明显提升。

图1：中信建筑三级子行业上周(0315-0319)涨跌幅



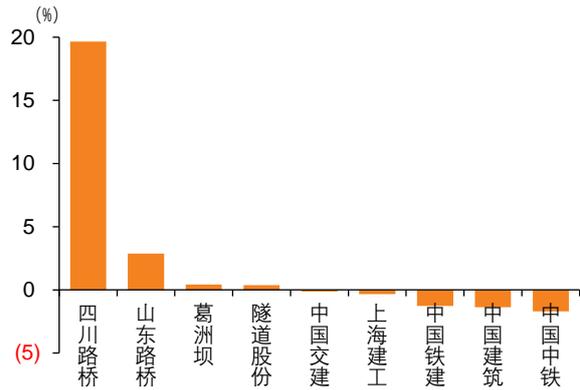
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：建筑个股涨幅前五



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：代表性央企&国企涨跌幅



资料来源：Wind、天风证券研究所

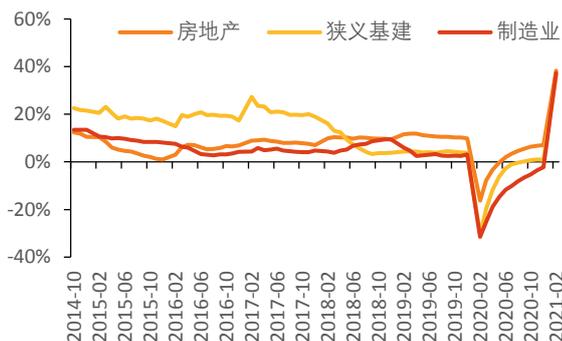
建筑：投资类数据快速恢复，施工企业商业模式再现利好政策，继续推荐低估值蓝筹及绿色建筑产业链

近期建筑板块关注度明显提升，从短期和中长期两维度来看，我们认为：短期低估值蓝筹受益于基本面高景气、自身效率的提升以及商业模式的改善，估值具备较好的投资性价比，而中长期角度，十四五阶段传统基建市场总量有望维持稳定，绿色节能、科技创新等有望贯穿十四五整个阶段，装配式、BIPV、碳中和等绿色领域的新趋势有望为传统建筑行业自身提质增效，BIM 等科技创新手段也有望从设计阶段为施工、运营等环节节约资源。

受 20 年低基数效应影响，基建和地产投资同比高增长。3 月 15 日国家统计局披露最新投资数据，21 年 1-2 月地产开发投资/狭义基建/广义基建/制造业同比分别 +38.3%/+36.6%/+35.0%/+37.3%，高增长主要系 20 年低基数影响，基建、地产及制造业投资数据仍低于 19 年同期（较 19 年同期分别 -6.0%/-4.8%/-1.3%/-6.0%），经济增长仍存在一定压力。

交通基建呈快速恢复态势，民生类投资需求旺盛。基建细分板块中，1-2 月交通仓储邮政投资同比增速 31.0%，其中铁路运输投资增长 52.9%，道路运输投资增长 30.7%。1-2 月水电燃热同比增速 25.5%，去年同期 -6.4%，扣除去年低基数影响，体现了今年以来民生类投资的强劲需求。1-2 月水利环境公共设施投资同比增速 42.2%，其中水利 47.2%，公共设施管理 42.3%。我们判断 21Q2-4 基建投资或回归温和增长态势，负增长可能性较低，主要系：1) 两会下达的专项债增量资金有望对基建投资形成资金支持，前两月社融中非金融企业中长期贷款表现亦较好；2) 从各地投资规划看，今年固投及基建投资温和增长是较为重要的政策目标。我们预计十四五阶段，基建有望主要受真实需求的驱动，政策驱动和逆周期属性有望降低，整体基建投资有望保持低个位数增长，并有望出现区域性和结构性机会。

图 4：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

图 5：基建细分子行业累计投资同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

地产销售数据较好，竣工或现实质性改善。地产按传导顺序来看，1-2月销售面积较20年/19年同期分别+104.9%/+23.1%；1-2月土地购置面积较20年/19年同期+33.1%/-6.0%；1-2月新开工面积较20年/19年同期+64.3%/-9.4%；1-2月施工面积较20年/19年同期+14.2%/11.0%；1-2月竣工面积较20年/19年同期+40.4%/8.2%。我们认为后续在地产融资新政推动下，房企拿地或趋于谨慎，但对存量项目的推进力度有望提升，竣工改善或仍是全年地产链主要投资逻辑。

图 6：房地产本年土地购置面积累计同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：房地产新开工面积累计同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：房地产竣工面积累计同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 9：房地产销售面积累计同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

竣工项目决算加快，利好建筑施工企业现金流及商业模式改善。中国政府网 2021 年 3 月 17 日予以公布，自 2021 年 4 月 1 日起施行《行政事业性国有资产管理条例》。条例指出：各部门及其所属单位采用建设方式配置资产的，应当在建设项目竣工验收合格后及时办理资产交付手续，并在规定期限内办理竣工财务决算，期限最长不得超过 1 年。我们曾在 2 月 22 日的深度报告《长短逻辑兼具，建筑低估值蓝筹彰显高性价比》中明确提及“传统建筑施工企业的商业模式正逐步改善”。《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 年年底偿还到位，《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，而此次政策进一步明确建设项目的竣工财务决算时间，加速建筑施工企业的尾款回收，有利于施工企业现金流的改善，进一步验证了我们传统建筑行业商业模式改善的逻辑。

当前市场环境下，低估值板块兼具向上的基本面和较好的安全边际，性价比突出，而装配式建筑优秀的成长性进一步得到数据验证，BIPV 短期有望对部分相关个股形成强催化。短期低估值蓝筹推荐基建（地方国企、基建设计、央企蓝筹）/房建等价值品种，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），关注 BIPV、碳中和等绿色产业链。

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、中国化学**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**，装配式设计龙头**华阳国际**，钢结构 EPC 龙头**精工钢构**，关注 BIPV 相关标的**森特股份、瑞和股份和维业股份**。

风险提示

疫情持续时间超预期：当前我们对全年及 Q1 基建等投资数据的测算基于疫情能够在短期内得到控制，出现拐点，建筑工地普遍能够在 2 月末复工并恢复到正常工作效率的假设，若疫情持续时间超预期，则固定资产投资可能低于我们预期；

基建投资增速回暖不及预期：尽管关于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，投资增速回暖可能不及预期。

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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