

建筑装饰

证券研究报告

2021年05月05日

Q1 基本面加速好转，地方基建&装配式龙头价值属性凸显

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

wangtaoa@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:Q1 建筑配置比例回升,地方基建&装配式龙头业绩有望超预期》 2021-04-25
- 2 《建筑装饰-行业研究周报:3月宏观两维度验证基建景气度快速回升》 2021-04-18
- 3 《建筑装饰-行业点评:基建景气度快速回升,水泥玻璃需求向好》 2021-04-18

行情回顾

上周建筑(中信)指数下跌1.90%,沪深300指数下跌0.73%,三级子板块中悉数下跌。个股中,中钢国际(29.60%)、永福股份(17.41%)、华图山鼎(15.28%)、滕达建设(12.55%)、风语筑(8.74%)涨幅居前,中国交建、中国中铁等建筑央企录得正收益。近期部分建筑央企及地方国企涨幅短期有所波动,但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。

21Q1 收入和利润加速恢复,装配式和地方国企收入和利润弹性较好

20年中信建筑板块营业收入同比增长12.3%,增速较19年下降3.4pct,归母净利润同比增速3.4%,增速较19年下降0.3pct,建筑子板块中大基建、钢结构、化建工程、园林工程和中小建企取得归母净利润的同比正增长,其中钢结构/化建工程归母净利润同比增速50.9%/45.4%;21Q1建筑板块营收/归母净利润增速达71.2%/54.5%,相较于19Q1营收/归母净利润同比43.4%/26.9%,基本面呈现加速恢复态势。体现的趋势包括:1)基建央企收入和利润同比20Q1均实现大幅增长,相较19Q1部分央企也实现较高增长,央企龙头市占率进一步提升;2)地方国企基本面向上弹性显著,体现区域基建高景气度和改革提效的作用;3)装配式板块基本面继续保持强劲。

订单维度再次验证建筑央企基本面加速恢复,后续投资景气度或有所回落

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。21Q1基建央企的订单增速也明显超预期,葛洲坝订单增速133%,中国交建订单增速80%,中冶、上海建工订单增速超60%,铁建、中建和电建订单增速均超30%,中铁订单增速与其自身防控风险减少投资类项目订单有关,体现出建筑央企规模与质量发展并重的经营思路。4月建筑业PMI57.4%,环比降低4.9pct,去年同期59.4%,虽然有3月高基数影响,但绝对水平为历史同期最低值,4月新订单/业务活动预期PMI52.4%/64.8%,环比均有所回落,结合近期政治局会议内容,定调经济恢复取得明显成效,未强调“六稳”,但须辩证看待Q1经济数据,我们认为其反映出今年剩余时间内通过加大投资进行逆周期调节的需求或有所降低。3月基建/地产投资均展现出很高的景气度,我们认为后续单月的基建/地产投资增速或有所回落,关注其中结构性机会。

投资建议

当前市场环境下,财务报表及订单两维度验证低估值板块兼具向上的基本面,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。

风险提示:疫情持续时间超预期;基建投资增速回暖不及预期;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 2021-04-30	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601117.SH	中国化学	6.30	买入	0.74	0.88	1.06	1.25	8.51	7.16	5.94	5.04
601800.SH	中国交建	6.77	买入	1.00	1.19	1.35	1.50	6.77	5.69	5.01	4.51
601668.SH	中国建筑	4.94	买入	1.07	1.24	1.41	1.60	4.62	3.98	3.50	3.09
601390.SH	中国中铁	5.39	买入	1.03	1.14	1.28	1.44	5.23	4.73	4.21	3.74
601186.SH	中国铁建	7.72	买入	1.65	1.93	2.24	2.58	4.68	4.00	3.45	2.99
002081.SZ	金螳螂	9.25	买入	0.88	1.03	1.18	1.36	10.51	8.98	7.84	6.80
603018.SH	华设集团	11.04	买入	1.05	1.26	1.52	1.74	10.51	8.76	7.26	6.34
300284.SZ	苏交科	5.53	增持	0.40	0.55	0.64	0.76	13.83	10.05	8.64	7.28
002541.SZ	鸿路钢构	55.56	买入	1.53	2.22	2.85	3.57	36.31	25.03	19.49	15.56
002949.SZ	华阳国际	18.78	买入	0.88	1.18	1.59	2.06	21.34	15.92	11.81	9.12
600496.SH	精工钢构	4.51	买入	0.32	0.41	0.51	0.62	14.09	11.00	8.84	7.27

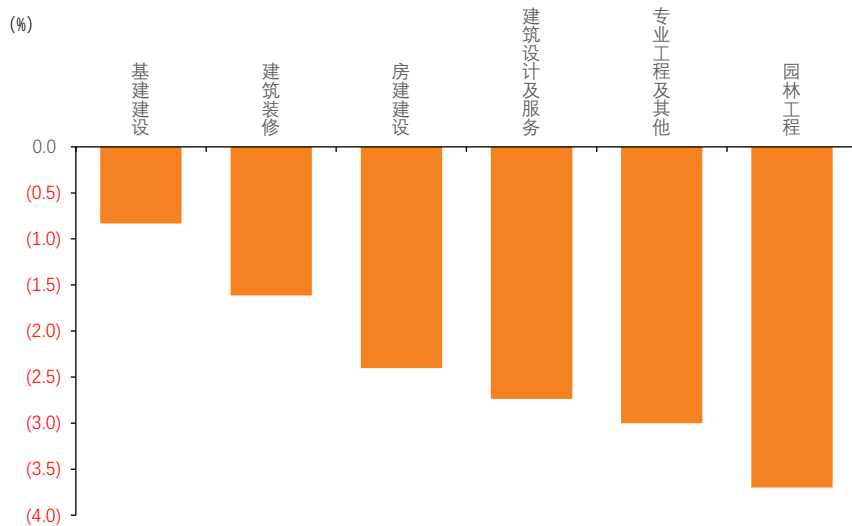
资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

核心观点

行情回顾

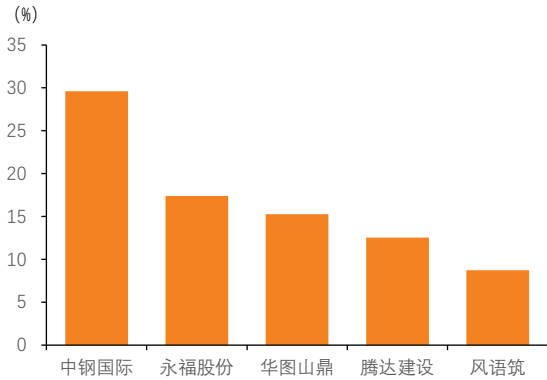
上周建筑（中信）指数下跌 1.90%，沪深 300 指数下跌 0.73%，三级子板块中悉数下跌。个股中，中钢国际(29.60%)、永福股份(17.41%)、华图山鼎(15.28%)、滕达建设(12.55%)、风语筑(8.74%) 涨幅居前，中国交建、中国中铁等建筑央企录得正收益。近期部分建筑央企及地方国企涨幅短期有所波动，但我们认为低估值建筑蓝筹短期基本面持续向好，中长期有望受益于集中度提升、商业模式改善及自身效率改善，当前公募持仓亦处于低位。

图 1：中信建筑三级子行业上周（0426-0430）涨跌幅



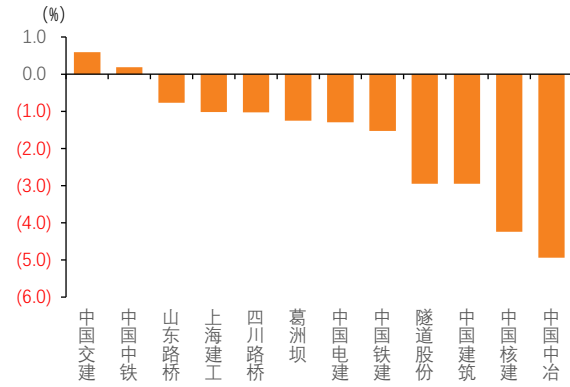
资料来源：Wind、天风证券研究所

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



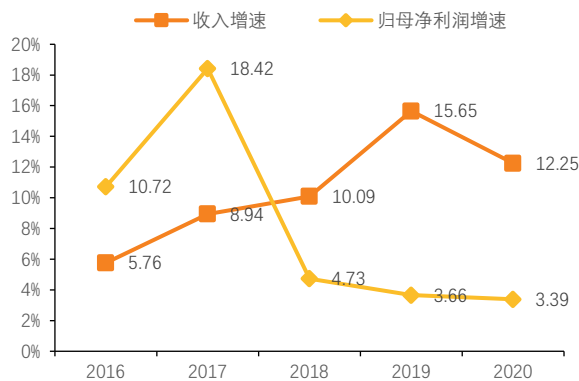
资料来源：Wind、天风证券研究所

建筑：Q1 基本面加速好转，地方基建&装配式龙头价值属性凸显

近期建筑板块 20 年年报、21 年一季报及一季度订单经营简报均披露完毕，财务报表和订单两维度来看建筑板块的基本面呈现加速好转的态势，而展望 21 年全年，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。

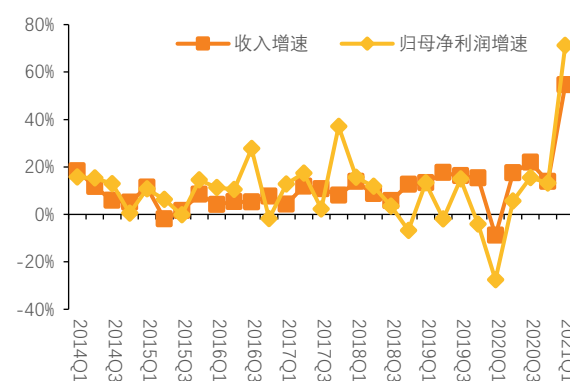
21Q1 收入和利润加速恢复，装配式和地方国企体现了较好的收入和利润弹性，预计板块内公司基本面有望延续回暖趋势。20 年中信建筑板块营业收入同比增长 12.3%，增速较 19 年下降 3.4pct，归母净利润同比增速 3.4%，增速较 19 年下降 0.3pct。单季度看，建筑板块营收增速在 20Q1 触底后总体呈上升趋势，疫情后呈现逐步恢复的态势 20 年板块利润提升幅度明显弱于收入增速，表明行业的整体盈利能力或仍有一定下降(毛利率同比降 0.28pct，净利率同比降 0.08pct)，此外 20 年建筑板块少数股东损益同比增加 24%至 445.3 亿元，影响业绩增速提升幅度，其中中国建筑贡献 260.1 亿元，我们判断主要受到中建子公司债转股、永续债影响，也可能与中海地产合作开发项目占比提升有关。21Q1 营收/归母净利润增速达 71.2%/54.5%，剔除低基数影响，相较于 19Q1 营收/归母净利润同比 43.4%/26.9%，基本面呈现加速恢复态势。

图 4：2016-2020 年收入和归母净利润增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：2014Q1-2021Q1 收入和归母净利润单季度增速

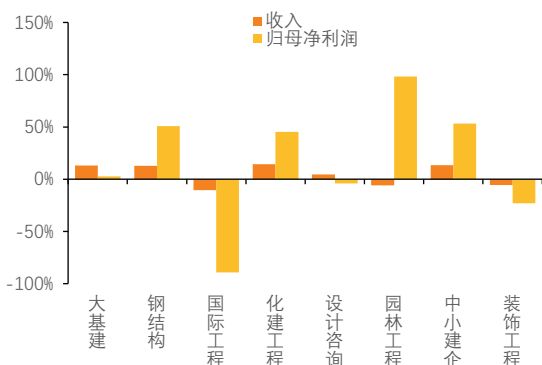


资料来源：Wind、天风证券研究所

子板块角度来看，20 年建筑子板块中大基建、钢结构、化建工程、园林工程和中小建企取得归母净利润的同比正增长，其中钢结构/化建工程归母净利润同比增速 50.9%/45.4%，钢结构和化建工程板块维持较高景气度。随着疫情对复工复产的影响逐步减弱，21Q1 建筑板块基本面加速回暖，体现的趋势包括：1) 基建央企收入和利润同比 20Q1 均实现大幅增长，相较 19Q1 部分央企也实现较高增长，中国中铁、中国电建、中国铁建、中国建筑、中国中冶等建筑央企 21Q1 归母净利润增速相较于 19Q1 均增长 20%以上，体现央企龙头市占率进一步提升；2) 地方国企基本面向上弹性显著，体现区域基建高景气 and 改革

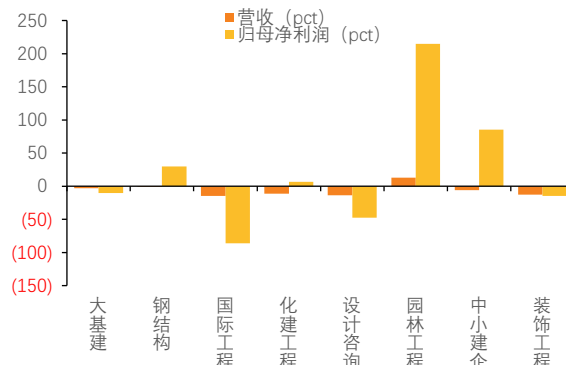
提效的作用，川桥 21Q1 收入/归母净利润同比+145.6%/+326.2%；3) 装配式板块基本面继续保持强劲，鸿路钢构 21Q1 收入/归母净利润同比+138.7%/+338.7%。

图 6：20 年建筑行业各子板块营收及归母净利润增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：20 年建筑子板块营收/业绩增速与 19 年的差



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：大基建板块收入和利润同比 20Q1/19Q1 的增速

	同比 20Q1 收入增速	同比 19Q1 收入增速	同比 20Q1 归母净利润增速	同比 19Q1 归母净利润增速
中国交建	59%	49%	85%	10%
中国中铁	51%	48%	81%	69%
山东路桥	64%	40%	69%	53%
上海建工	56%	34%	13%	-89%
四川路桥	146%	107%	326%	243%
葛洲坝	45%	0%	69%	-1%
中国电建	55%	44%	43%	23%
中国铁建	61%	49%	69%	29%
隧道股份	51%	39%	27%	-21%
中国建筑	53%	36%	45%	24%
中国核建	72%	54%	155%	76%
中国中冶	30%	50%	13%	21%

资料来源：Wind、天风证券研究所

订单维度再一次验证 21Q1 建筑央企基本面加速恢复。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。21Q1 基建央企的订单增速也明显超预期，葛洲坝订单增速 133%，中国交建订单增速 80%，中冶、上海建工订单增速超 60%，铁建、中建和电建订单增速均超 30%，中铁订单增速与其自身防控风险减少投资类项目订单有关，体现出建筑央企规模与质量发展并重的经营思路。

表 2：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

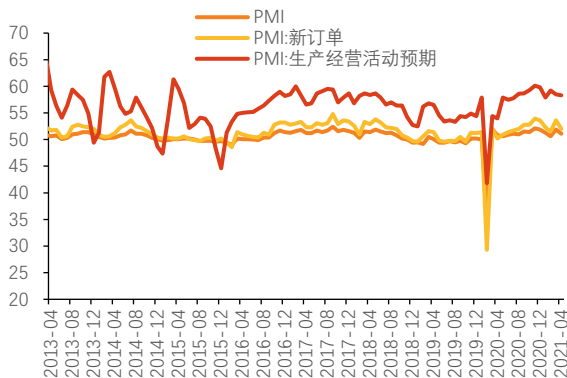
2019FY	8	27	28	7	13	12	18	19
2020Q1	12	14	8	(4)	(3)	(15)	(4)	(36)
2020H1	7	22	24	6	4	11	22	(3)
2020Q1-3	13	25	24	10	8	30	31	2
2020FY	12	27	20	12	8	32	29	7
2021Q1	80	35	(3)	32	133	31	61	63

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

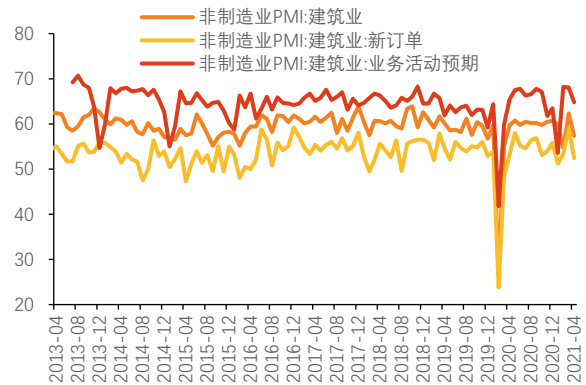
4月建筑业 PMI 指数环比下滑，景气度弱于近年平均水平。据国家统计局数据，4月制造业 PMI 51.1%，环比降 0.8pct，20 年同期 50.8%，我们认为 PMI 指数从复工月的景气高位回落有季节性因素，而对比历史同期看，处于历史同期高景气值，经济动能并不弱。新订单指数从 3 月的 53.6% 回落至 52.0%，20 年同期 50.2%；4 月建筑业 PMI 57.4%，环比降低 4.9pct，去年同期 59.4%，虽然有 3 月高基数影响，但绝对水平为历史同期最低值。4 月新订单/业务活动预期 PMI 52.4%/64.8%，环比均有所回落。

图 8：制造业 PMI 数据



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 9：建筑业 PMI 数据



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

4月30日中央政治局会议召开，我们认为其反映出今年剩余时间内通过加大投资进行逆周期调节的需求或有所降低。4月的中央政治局会议总结了 Q1 的经济运行情况，并对后续的经济工作做了部署，我们认为其与 2020 年 12 月召开的中央经济工作会议相比，主要的区别在于：1) 去年底的中央经济工作会议，对保持经济合理增长强调较多，屡次提到做好“六稳”，今年 4 月末的政治局会议定调经济恢复取得明显成效，未强调“六稳”，但须辩证看待 Q1 经济数据，我们认为 Q1 经济增速回到了较为合理的区间，但内需-外需，投资-消费之间的关系尚不平衡，后续更均衡的复苏或是政策主要发力点；2) 财政角度，中央经济工作会议提出发挥中央预算内投资的引导和撬动作用，而政治局会议重点在“三保”，未提投资，从防范化解地方政府债务风险的角度，政治局会议增加了地方主要党政领导负责的财政金融风险处置机制；3) 投资相关表述中，中央经济工作会议着墨较多，政治局会议仅提到促进民间和制造业投资，确保重大项目用地；4) “房住不炒”政策一以贯之，但针对性点名学区房。

结合两次会议内容，我们认为在经济恢复基础尚不牢固、结构尚不均衡的情况下，宏观环境及流动性有望保持相对宽松，但 5-12 月的经济增长或更加侧重于结构调整，对基建和地产投资拉动效应的依赖或有所减弱。3 月基建/地产投资均展现出很高的景气度，我们认为后续单月的基建/地产投资增速或有所回落，关注其中的结构性机会。

表 3：2020 年 12 月中央经济工作会议与 2021 年 4 月中央政治局会议相关表述对比

	2020 年 12 月 18 日	2021 年 4 月 30 日
形势判断	我国成为 2020 年全球唯一实现经济正增长的主要经济体，三大攻坚战取得决定性成就，但 疫情变化和外部环境存在诸多不确定性 ，我国经济恢	今年以来， 我国经济恢复取得明显成效 ，经济运行开局良好， 要辩证看待一季度经济数据 ，当前 经济恢复不均衡、基础不稳固

复基础尚不牢固。明年世界经济形势仍然复杂严峻，**复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视**

政策主线	以推动高质量发展为主题， 以深化供给侧结构性改革为主线 ，以改革创新为根本动力，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果， 扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务 ，科学精准实施宏观政策， 努力保持经济运行在合理区间 ，坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放	要用好稳增长压力较小的窗口期 ，推动经济稳中向好， 凝神聚力深化供给侧结构性改革 ，打通国内大循环、国内国际双循环堵点。着力推动高质量发展， 慎终如始抓好疫情防控
宏观政策	要保持 连续性、稳定性、可持续性 。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新。 要促进经济运行保持在合理区间，继续做好“六稳”“六保”工作 ，合理把握宏观调控节奏和力度，精准有效实施宏观政策	要精准实施宏观政策，保持宏观政策 连续性、稳定性、可持续性 ，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期， 保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡
财政政策	积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为， 抓实化解地方政府隐性债务风险工作 ，党政机关要坚持过紧日子	积极的财政政策要落实落细， 兜牢基层“三保”底线 ，发挥对优化经济结构的撬动作用。 建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制
货币政策	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， 保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配 ，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系	稳健的货币政策要 保持流动性合理充裕 ，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定
扩大内需-投资	要增强投资增长后劲，继续发挥关键作用。要 发挥中央预算内投资 在外溢性强、社会效益高领域的 引导和撬动作用 。激发全社会投资活力。加大新型基础设施投资力度。要扩大 制造业 设备更新和技术改造投资。要实施城市更新行动，推进城镇 老旧小区改造 ，建设现代物流体系	要促进国内需求加快恢复， 促进制造业投资和民间投资尽快恢复 ，做好国家重大项目用地等要素保障
房地产	坚持房住不炒，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场	要坚持房住不炒，增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给， 防止以学区房等名义炒作房价

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

当前市场环境下，财务报表及订单两维度验证低估值板块兼具向上的基本面，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、碳中和等绿色建筑产业链。

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，推荐中国化学、中国交

建、中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国中冶、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、苏文科；

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，碳中和背景下，园林板块基本面有望逐步改善，建议关注东方园林、东珠生态和蒙草生态。

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