

建筑装饰

原材料价格上涨对建筑行业影响几何？

建筑原材料价格近期持续大幅上涨。原材料在建筑工程成本中占比平均为56%，原材料成本中约45%为水泥，40%为钢材。由于全球流动性充裕，经济复苏及“碳中和”带来的供给侧因素，螺纹钢价格自20年9月起大幅上涨57%，特别是今年五一假期后持续快速拉升。水泥供需情况良好，近期价格也延续旺季上涨趋势，较去年同期每吨上涨约32元。

盈利端看，原材料价格上涨对行业整体毛利率影响有限。建筑行业一般采取成本加成定价方式，企业倾向与业主签订开口合同，即仅承担材料价格小幅上涨风险（如5%以内），超出部分由业主承担。因此行业毛利率波动区间较小，2006-2020年毛利率在10.3%-12.6%范围内波动。回溯历史，2006/9-2008/6间螺纹钢价格上涨87%，水泥价格位于历史高位，建筑板块毛利率在10.39%-11.20%之间波动，且无明显趋势性变化；2009/3-2011/9间螺纹钢价格上涨46%，水泥价格上涨20%，板块毛利率在10.21%-10.95%之间小幅波动；2015/12-2017/12间螺纹钢上涨138%，水泥价格上涨85%，板块剔除营改增影响后的可比毛利率甚至震荡小幅上行，原材料价格上涨对建筑行业毛利率影响有限。细分板块看，基建、房建等受影响较小，钢价持续大幅上涨对钢结构板块毛利率有一定负面影响。

需求端看，材料价格上涨不是业主投资主要决定因素，影响较小。对于住宅类项目，如果考虑土地等其他成本，原材料占项目总成本的比例有限（以全国平均水平，材料成本占房价比例约10%），因此房地产商投资时考虑的主要是项目的快速周转和未来去化情况；对于基建、市政类项目，地方政府主要考虑的是项目本身对于地方经济发展及改善民生的必要性，原材料价格并不是业主投资决策的主要考虑因素。历史复盘看材料价格波动主要受需求与供给侧的双重影响，而材料价格对固定资产投资的反向作用并不明显。

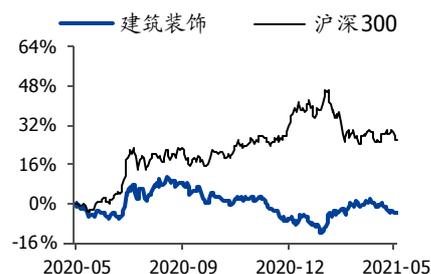
材料价格上涨有望助推龙头市占率提升及行业转型。在总量放缓，原材料及人工价格上涨的背景下，建筑央企等行业龙头优势不断巩固，有望依靠大规模集采提升集团整体面对供应商时的谈判能力，降低大宗物资和劳务采购成本，拉大与小企业的差距，加快市占率提升。成本压力也将倒逼行业向工业化等方向加快转型。装配式建筑推广有助于行业规模效应的增强，提高效率，减少原材料的浪费，进而降低成本。

投资建议：行业总量增长放缓，原材料价格上涨将助推龙头市占率提升，加快行业工业化转型升级步伐。重点推荐：1）专业工程龙头：近期大宗商品价格持续上涨，后续原材料制造商资本开支有望增加，相关专业工程龙头有望显著受益，重点推荐**中国中冶**、**中材国际**，关注**中钢国际**。2）低估值建筑龙头：建筑央企基本面优异、估值极具吸引力，持续推荐**中国建筑**（PE4.2X）、**中国中铁**（PE4.7X）、**中国铁建**（PE4.1X）、**中国化学**（PE7.0X）；以及优质低估值品种**金螳螂**（PE9.0X）、**四川路桥**（PE7.0X）。3）建筑工业化龙头：虽然钢材价格上涨对钢结构板块毛利率有一定影响，但装配式建筑发展趋势明确，钢结构渗透率不断提升，行业龙头通过业务结构和经营效率的优化有望继续保持快速增长，维持核心推荐**鸿路钢构**、**精工钢构**、**亚厦股份**、**华阳国际**。

风险提示：历史数据不能完全代表未来变化、项目执行不达预期、转型升级进度不达预期、房地产调控升级。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@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

1、《建筑装饰：弱化总量思维，聚焦建筑产业升级与龙头市占率提升》2021-05-05

2、《建筑装饰：营收利润增长有韧性，现金流大幅改善》2021-05-05

3、《建筑装饰：Q1 央企订单增长强劲，看好低估值蓝筹和产业龙头》2021-04-25



内容目录

1.钢材等原材料价格大幅上涨，对建筑行业影响如何？	3
2.盈利端：材料价格持续大幅上涨对毛利率影响不大	4
2.1.行业定价模式导致毛利率波动区间较小	4
2.2.历史回溯，原材料大幅上涨对行业整体毛利率影响不大	5
2.3.细分板块看，钢价持续上涨对钢结构板块毛利率有一定负面影响	6
3.需求端：材料价格不是业主投资时主要考虑因素	7
4.材料价格上涨助推龙头市占率提升及行业转型升级	8
5.投资建议	8
6.风险提示	9

图表目录

图表 1: 上海建工各类型建筑施工成本构成比例	3
图表 2: 水泥价格走势 (元/吨)	3
图表 3: 螺纹钢价格走势 (元/吨)	4
图表 4: 建筑板块 2006-2020 年毛利率 (%)	5
图表 5: 建筑板块毛利率与螺纹钢价格走势	6
图表 6: 建筑板块毛利率与水泥价格走势	6
图表 7: 钢结构板块毛利率与螺纹钢价格	7
图表 8: 固定资产投资增速与螺纹钢价格走势	8

1. 钢材等原材料价格大幅上涨，对建筑行业影响如何？

原材料在建筑工程成本中占比平均约为 **56%**，主要为水泥和钢材。根据上海建工年报披露，民用建筑、工业建筑、市政建筑、公共建筑等不同建筑类型中，原材料在建筑工程成本中的占比在 47%-70%之间，人工成本占比在 19%-34%之间，其他成本占比为 10%-20%。原材料成本中约 45%为水泥，40%为钢材，其他辅助材料占比约 15%。

图表 1: 上海建工各类型建筑施工成本构成比例

建筑类别	原材料占比	人工占比	其他占比
民用住宅	70.60%	18.60%	10.80%
工业建筑	47.10%	32.30%	20.60%
市政建筑	53.90%	26.90%	19.20%
公共建筑	53.20%	33.60%	13.20%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

多重因素叠加，近期钢材价格持续快速上涨。由于疫情爆发后全球主要央行施行极度宽松的货币政策，流动性充裕；我国疫情控制较好，经济复苏，对钢材等原材料需求较为旺盛；碳中和等政策也使得钢铁供给侧改革深入推进，新增产能被严格限制，多重因素叠加，钢材等材料价格自 2020 年三季度后出现大幅上涨。螺纹钢价格自 2020 年 9 月的 3700 元上涨至近期的 5800 元上方，涨幅达 57%，特别是五一假期之后螺纹钢价格出现急速拉升。4 月底以来，水泥价格也在旺季延续季节性上涨趋势，供需情况良好。

图表 2: 水泥价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 螺纹钢价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

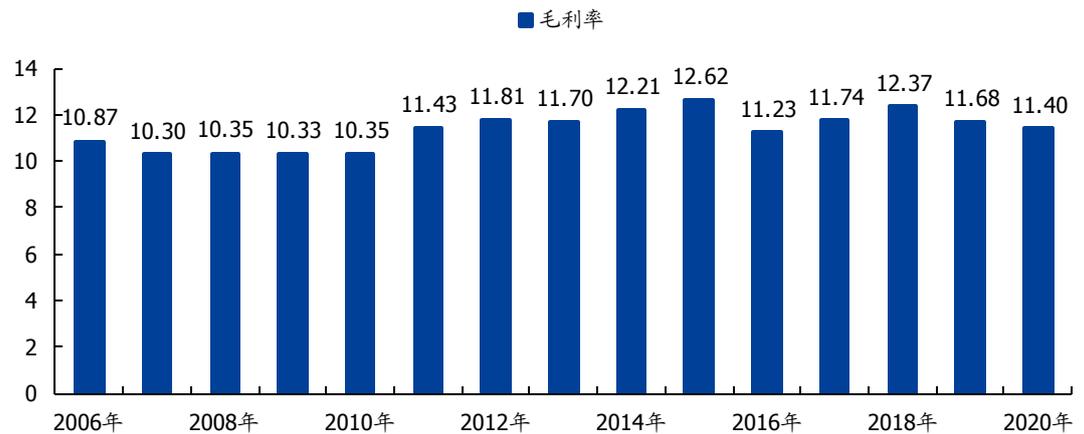
我们从盈利端、需求端来分析原材料价格上涨对建筑行业的影响。从盈利端看，由于建筑行业多采用成本加成的定价方式，建筑公司承担原材料价格小范围内的波动风险，如果原材料价格上涨幅度过大，超过约定上涨幅度以外的部分由业主承担。从历史回溯看，原材料大幅上涨的时间段建筑板块（中信建筑指数）毛利率也无明显趋势性变化。从需求端看，对于住宅类项目，如果考虑土地等其他成本，原材料占项目总成本的比例有限，房地产商投资时考虑的主要是项目的快速周转和未来去化情况；对于基建、市政类项目，地方政府主要考虑的是项目本身对于地方经济发展及改善民生的必要性，原材料价格并不是业主投资决策的主要考虑因素。

2.盈利端：材料价格持续大幅上涨对毛利率影响不大

2.1.行业定价模式导致毛利率波动区间较小

首先，建筑行业定价模式为成本加成定价，企业在参与项目投标时已经考虑原材料价格水平及变动趋势。此外，由于项目工期较长，在此期间原材料价格可能波动较大，为规避相关风险，多数建筑企业倾向与业主签订开口合同，即只承担原材料价格小范围内波动的风险（如原材料价格上涨5%以内），如果施工过程中原材料价格上涨幅度过大，超过约定上涨幅度以外的部分则由业主承担，实际结算时具备合同约定的调价机制。因此建筑行业的毛利率相对比较稳定，波动区间不大。2006-2020年度建筑板块（中信）毛利率在10.3%-12.6%范围内波动。

图表 4: 建筑板块 2006-2020 年毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2. 历史回溯，原材料大幅上涨对行业整体毛利率影响不大

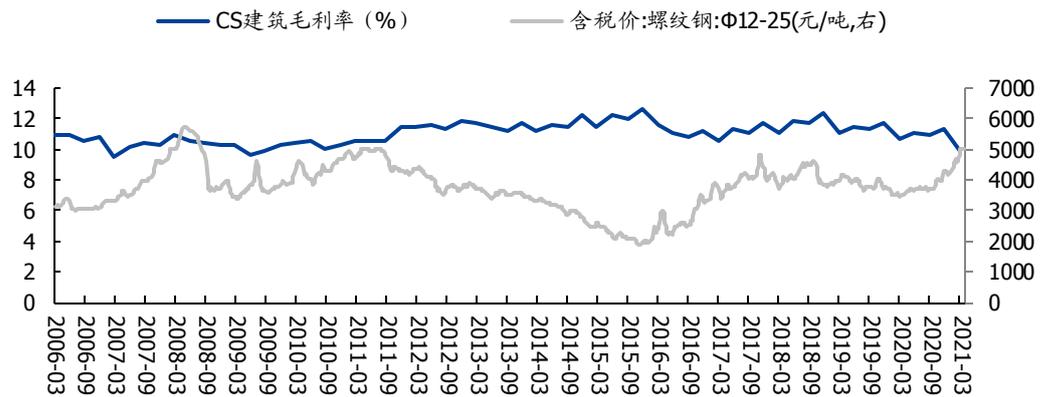
从历史上看，2006 年至今，主要原材料价格持续大幅上涨的阶段有：

1) **2006 年 9 月-2008 年 6 月**，螺纹钢价格由 3000 元上涨至 5600 元，涨幅达 87%，水泥价格也达到历史高位。但以 CS 建筑板块（后同）毛利率为例，2006 年 Q3 毛利率为 11.05%，2008 年 Q2 毛利率为 11.17%，区间毛利率在 10.39%-11.20%之间波动，且无明显趋势性变化（剔除因个别大企业上市造成板块毛利率波动的影响）。

2) **2009 年 3 月-2011 年 6 月**，螺纹钢由 3400 元上涨至 4950 元，涨幅达 46%；水泥价格涨幅约为 20%。2009 年 Q1 毛利率为 10.72%，2011 年 Q2 为 10.95%，区间毛利率在 10.21%-10.95%之间波动，幅度较小。

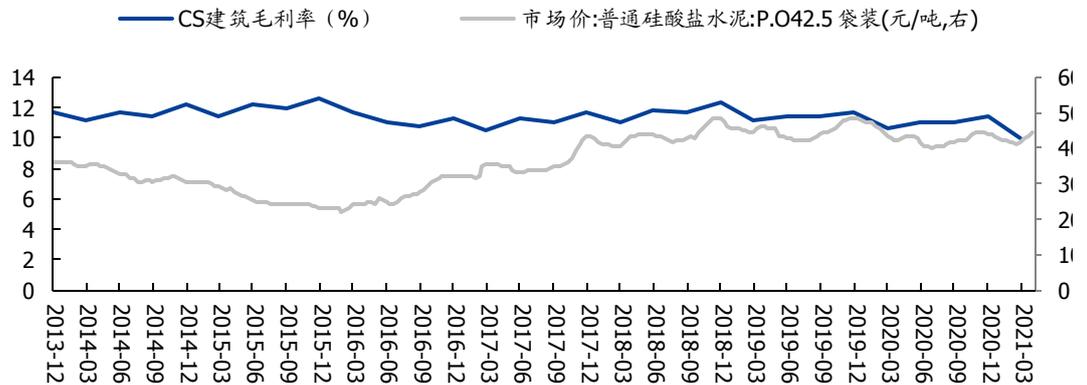
3) **2015 年 12 月至 2017 年 12 月**，螺纹钢由 1950 元上涨至 4640 元，涨幅近 138%，水泥价格涨幅约 85%。2015 年底板块毛利率为 12.65%，2017 年底毛利率为 11.74%，出现一定幅度下滑，但主要原因是 2016 年建筑板块实行营改增影响，前后收入成本计算口径发生变化，如果剔除税收影响，2016 年可比毛利率（1-（税金+成本）/收入）相较于 2015 年甚至上升 0.15 个 pct。而且营改增后的 2016-2017 年间，板块毛利率也是呈现震荡小幅上行的情况，可见原材料价格大幅上涨对板块毛利率没有显著影响。

图表 5: 建筑板块毛利率与螺纹钢价格走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 建筑板块毛利率与水泥价格走势

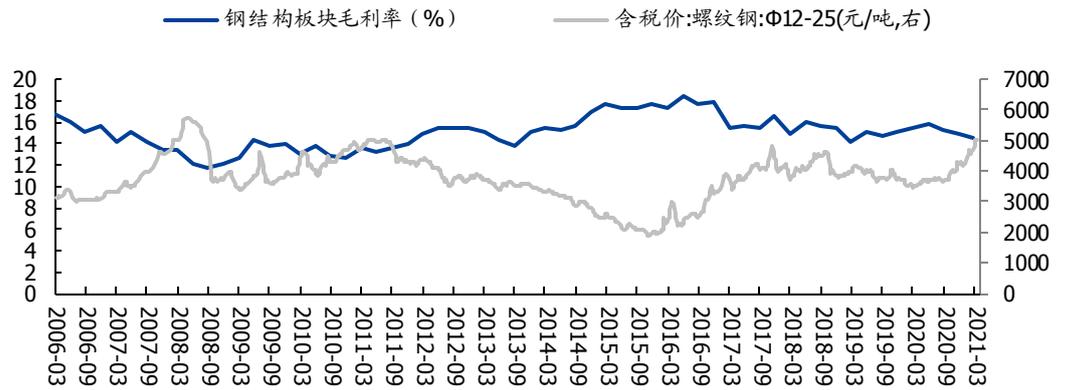


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.3. 细分板块看，钢价持续上涨对钢结构板块毛利率有一定负面影响

从主要原材料为钢铁、水泥的细分板块来看，基建、房建等板块毛利率受原材料价格波动影响不大。钢结构板块毛利率与钢材价格变化呈现一定的负相关，典型如 2006 年 3 月-2008 年 6 月期间，钢价上涨 87%，钢结构板块毛利率由最高 16.38% 下跌至 12.1%。

图表 7: 钢结构板块毛利率与螺纹钢价格



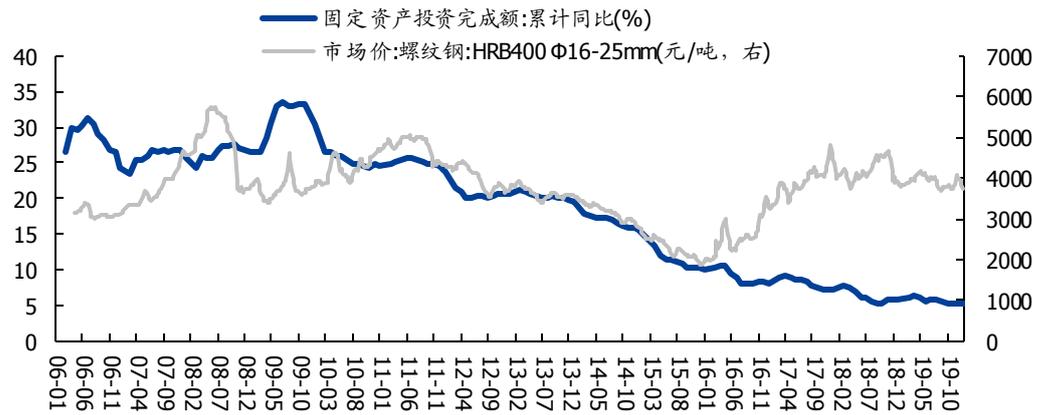
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.需求端：材料价格不是业主投资时主要考虑因素

原材料价格不是业主投资时的主要考虑因素。对于住宅类项目，如果考虑土地等其他成本，原材料占项目总成本的比例有限。如 2020 年全国房地产销售均价为 9860 元/平米，而一般房屋建安成本约 2000 元/平米，占房价的 20%，原材料成本占房价的比例仅为 10%左右。房地产商投资时考虑的主要是项目的快速周转和未来去化情况。对于基建、市政类项目，地方政府主要考虑的是项目本身对于地方经济发展及改善民生的必要性，原材料价格并不是业主投资决策的主要考虑因素。

从历史上固定投资增速与螺纹钢价格走势看，原材料价格走势主要是由需求和供给两方面影响的，2009年前，中国经济处在高速发展时期，固定资产投资增速很高，对原材料需求旺盛，原材料价格大幅上涨主要因为需求的拉动；2011年-2015年，固定资产投资增速持续放缓，而钢铁、水泥等产能扩张迅速，造成供给过剩，原材料价格则持续下降。2016年起，国家推行供给侧改革，在钢铁与水泥等行业新增产能被严格限制，同时大幅压缩过剩落后产能，供给侧收缩明显，在需求相对稳定的情况下，原材料价格出现大幅上涨。

图表 8: 固定资产投资增速与螺纹钢价格走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4. 材料价格上涨助推龙头市占率提升及行业转型升级

原材料价格上涨背景下，大型龙头可依靠集采扩大优势，提升市占率。建筑央企在最近几年陆续推动了集团内的集中采购，提升内部集约化、信息化水平，降低大宗采购的成本，来应对原材料和人工成本的上升压力，目前已经取得一定成效，主要材料和劳务部分已经实现线上集中采购。由于建筑央企业务体量巨大，收入规模至少在 1000 亿以上，下属各级单位将原先分散的需求集中起来，规模可观，将大幅提升集团整体面对供应商时的谈判能力，可以有效降低大宗物资和劳务采购成本。大型央企相对于小型建筑企业在材料和劳务端的成本优势将会越来越明显。

原材料价格上涨加快行业转型升级。原材料与人工成本的不断上涨压力倒逼行业向工业化、信息化、智能化、绿色化转型。装配式建筑推广引入构件制造环节，有助于借助制造业经验实现行业规模优势的增强，大幅提高效率，减少原材料的浪费，从而降低成本；信息化与智能化技术也有望提升项目各环节的效率，提高管理水平，降低项目综合成本。

5. 投资建议

行业总量增长放缓，原材料价格上涨将助推龙头市占率提升，加快行业工业化转型升级步伐。重点推荐：**1）专业工程龙头：**近期大宗商品价格持续上涨，后续原材料制造商资本开支有望增加，相关专业工程需求景气度有望提升，重点推荐**中国中冶、中材国际**，关注**中钢国际**。**2）低估值建筑龙头：**当前无论是从订单、利润还是现金流角度看，均持续印证我们对于建筑蓝筹市占率提升、盈利质量边际改善的判断，当前建筑板块估值 PE (ttm) 创下历史最低值，仅 7.8 倍，PB (lf) 仅 0.88 倍，较最低点仅高出 4%，建筑央企基本面优异、估值极具吸引力，持续核心推荐**中国建筑 (PE4.2X)、中国中铁 (PE4.7X)、中国铁建 (PE4.1X)、中国化学 (PE7.0X)**；以及优质低估值品种**金螳螂 (PE9.0X)、四川路桥 (PE7.0X)**。**3）建筑工业化龙头：**建筑工业化龙头：虽然钢材价格上涨对钢结构板块毛利率有一定影响，但装配式建筑发展趋势明确，钢结构渗透率不断提升，行业龙头通过业务结构和经营效率的优化有望继续保持快速增长，维持核心推荐**鸿路钢构、精工钢构、亚厦股份、华阳国际**。

6.风险提示

风险提示：历史数据不能完全代表未来变化、项目执行不达预期、转型升级进度不达预期、房地产调控升级。

历史数据不能完全代表未来变化：本文使用历史数据之间的相关关系来说明原材料价格上升对建筑行业毛利率的影响。但如果未来关键局限条件发生变化，历史数据呈现的关系也将随之发生变化。历史数据不能完全代表未来行业变化趋势。

项目执行进度不达预期：建筑项目执行周期长，影响因素众多，执行进度存在不确定性，可能造成收入确认不达预期。

转型升级进度不达预期：建筑行业工业化、智能化、信息化、绿色化是未来转型升级方向。行业内相关公司在转型方面已经取得较多成果。但转型升级依赖相关技术的成熟与应用程度，存在较大不确定性。

房地产调控升级：房地产调控限价限售的政策给地产行业毛利率造成较大压力，同时对房建业务的执行和回款造成较大影响。

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