

## 大国基石，行稳致远

## 建筑行业

**推荐** 维持评级

### 核心观点：

- **基建投资稳中求进。**“十四五”规划提出要优化投资结构，聚焦补短板，发展新基建。我国基建投资已过渡到高质量发展的时代。我国基建龙头企业在技术、经验、管理等方面综合实力位居全球第一。从历史经验看，基建是逆周期调节的重要抓手。展望未来，基建聚焦补短板，更加精细化、信息化，我国基建技术输出硕果累累。2021年1-4月，我国广义基建投资同比增长16.91%，2021年基建投资增速预计可达7.58%，基建投资有望延续稳中有升趋势。
- **房建存结构性机会，竣工增速有望持续正增长。**国家政策坚持房住不炒，土地购置费的较快增长有望带动房地产投资增速维持中等水平。新开工面积增速预计将随成交土地规划面积增速的回落而下行。竣工面积增速有望延续正增长。预计房地产销售面积增速将因调控政策的压制而持续回落。综上，房建产业链存结构性投资机会，推荐景气度改善的竣工产业链。
- **绿色建筑获政策支持，未来发展潜力大。**“十四五”规划提出大力发展绿色建筑，“碳中和”及“碳达峰”成为政策关注焦点，减碳排放工程有望迎来高增长。2016年9月，国务院办公厅关于《大力发展装配式建筑的指导意见》印发，提出力争通过10年左右时间，装配式建筑比例达到30%。2019年，住建部提出装配式建筑发展规划，到2020年，全国装配式建筑占比超过15%。装配式建筑能大幅提高施工效率，减少建筑污染，是绿色建筑发展方向。装配式钢结构受政策鼓励，当前渗透率较低，未来发展潜力大。
- **建筑行业集中度提升，新签订单增速持续回升，估值处于历史低位。推荐基建、竣工和绿色装配式建筑等。**八大建筑央企新签订单市占率从2013年的24.38%提升至2020年的34.49%，行业集中度持续提升。龙头在资金、渠道等方面优势较大，有望延续强者恒强格局。建筑行业估值处于过去十八年的0.59%分位，一级行业中最低，安全边际相对较高。2021年下半年推荐基建、竣工、绿色装配式建筑等。推荐中国铁建(601186.SH)、中国交建(601800.SH)、中国中铁(601390.SH)、中国建筑(601668.SH)、中国中冶(601618.SH)、中国电建(601669.SH)、葛洲坝(600068.SH)、中国化学(601117.SH)、华设集团(603018.SH)、金螳螂(002081.SZ)等。建议关注上海建工(600170.SH)、隧道股份(600820.SH)、中钢国际(000928.SZ)、四川路桥(600039.SH)、鸿路钢构(002541.SZ)、中衡设计(603017.SH)等。
- **风险提示：固定资产投资增速大幅下滑的风险；应收账款回收不及预期的风险；新签订单不及预期的风险。**

### 分析师

龙天光

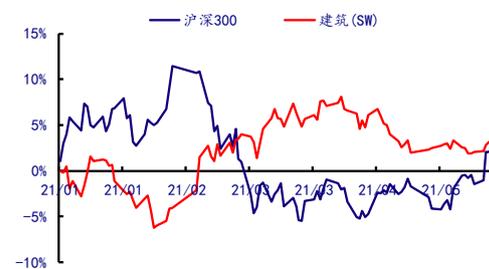
☎：021-20252646

✉：longtianguang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519060004

特此鸣谢：钱德胜

相对沪深300表现图 2021.6.8



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 相关研究

## 目 录

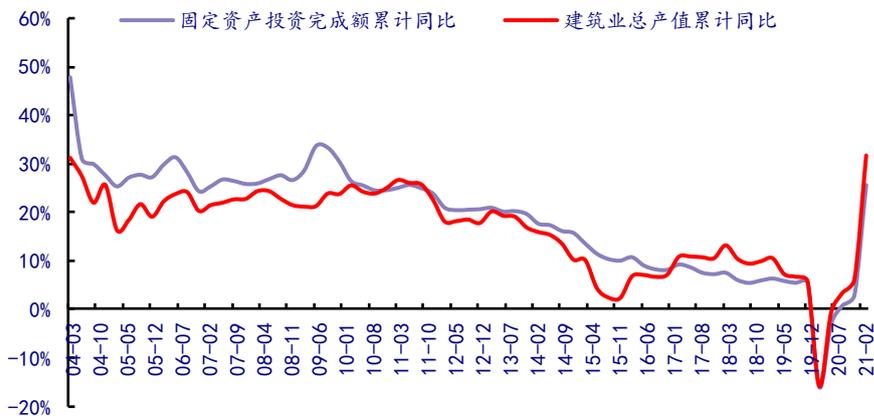
<b>一、基建投资从量变到质变</b> .....	<b>2</b>
(一) 固定资产投资是托底经济的有力抓手.....	2
(二) 基建投资从量变过渡到质变.....	4
<b>二、房建竣工有望延续正增长</b> .....	<b>5</b>
(一) 房地产新开工面积增速有望持续回落.....	5
(二) 竣工面积增速有望延续正增长.....	6
(三) 房地产销售面积增速将高位回落.....	7
<b>三、专业工程分化明显</b> .....	<b>8</b>
(一) “十四五”城轨工程景气度向好.....	8
(二) 化建工程景气度受油价影响大.....	8
(三) 装配式建筑获政策支持.....	9
(四) 国际工程受汇率和地缘政治影响较大.....	11
<b>四、推荐基建、竣工和装配式绿色建筑</b> .....	<b>11</b>
(一) 建筑行业业绩稳中求进.....	11
(二) 建筑行业估值处于历史低位.....	13
(三) 新签合同增速持续回升.....	16
(四) 推荐基建、竣工和装配式绿色建筑.....	17
<b>五、附录</b> .....	<b>20</b>

## 一、基建投资从量变到质变

### (一) 固定资产投资是托底经济的有力抓手

建筑业总产值和固定资产投资关联大。建筑行业业绩增速放缓主要由于新签订单增速放缓所致，新签订单增速放缓主要是投资增速放缓导致。过去 20 年中国建筑业市场获得长足发展，建筑业总产值从 2007 年的 51043 亿元增长至 2018 年的 235086 亿元，复合增长率达到 14.89%。2020 年建筑业总产值为 26.39 万亿元，同比增长 6.24%，占 GDP 的比重约为 25.98%。建筑业产业关联度高，我国 50% 以上的固定资产投资要通过建筑业才能形成新的生产能力和使用价值。

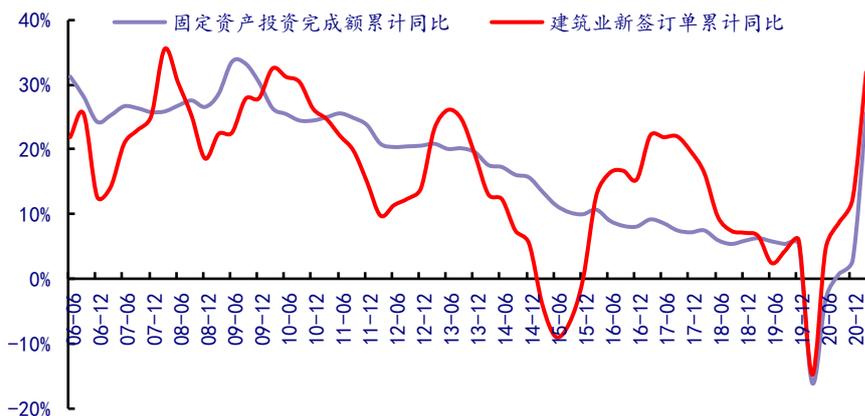
图 1：建筑业总产值增速和固定资产投资增速高度相关



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

从固定资产投资数据来看，2021 年 1-3 月固定资产投资增速为 25.6%，建筑业新签订单同比增长 31.9%。固定资产投资增速领先新签订单增速，二者走势较为一致。

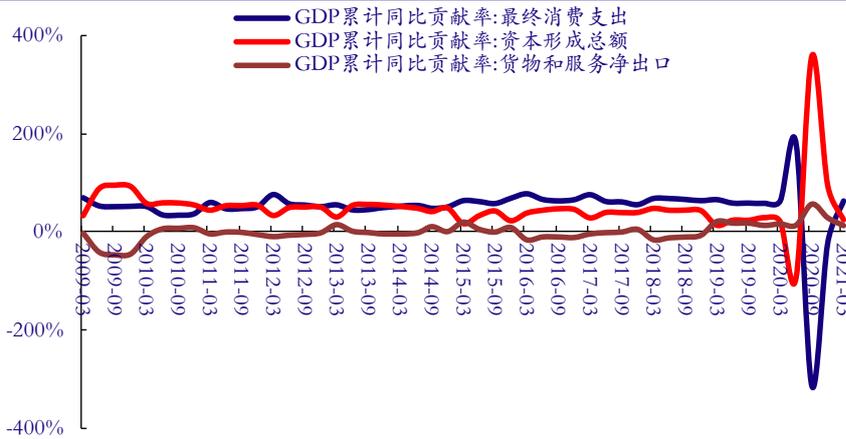
图 2：建筑业新签订单增速和固定资产投资增速



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

固定资产投资是托底经济的重要抓手。2020 年，资本形成总额对 GDP 的贡献率为 94.1%，货物和服务净出口对 GDP 的贡献率为 28%，最终消费支出对 GDP 的贡献率为-22%。2020 年爆发新冠疫情，居家隔离致使国内经济承压，固定资产投资起到了托底经济的重要作用。

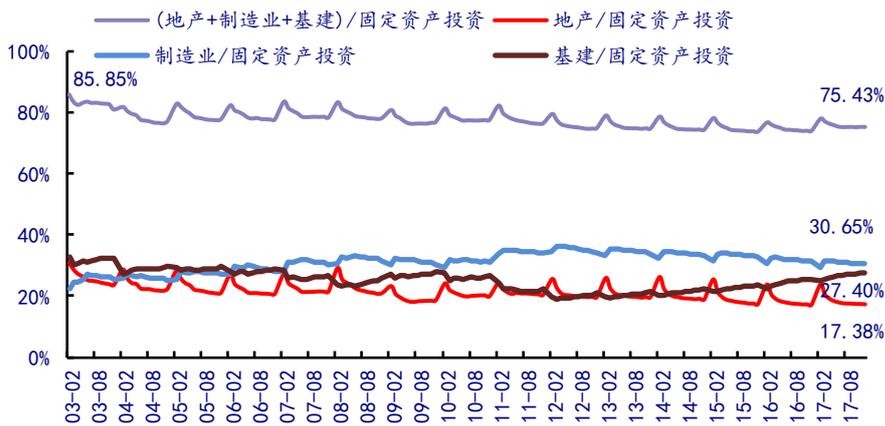
图 3：2020 年三驾马车对 GDP 的贡献率



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

固定资产投资主要包括制造业投资(30.65%)、基建投资(27.4%)、房地产投资(17.38%)，2017 年三大投资占比为 75.43%，较 2003 年的 85%略有下降，但三大下游依然是固定资产投资的主要构成。

图 4：2020 年三驾马车对 GDP 的贡献率



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

2020 年，固定资产投资增速为 2.9%。其中，基建投资增速 3.41%，制造业投资增速为 -2.2%，房地产投资增速为 7%。2020 年我国 GDP 增长 2.3%，房地产投资和基建投资贡献较大。

图 5：固定资产投资及三大下游投资增速



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

## (二) 基建投资从量变过渡到质变

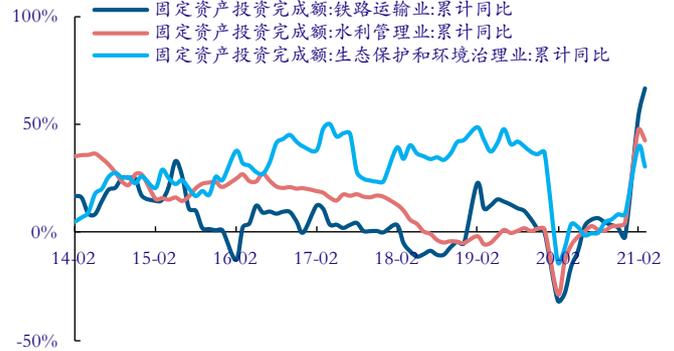
基建细分领域分化大。基建投资可分为三大细分领域。其中，电力、热力及水的生产供应业投资增速有所回落，交运仓储邮政业投资增速环比上月持平，水利环境和公共设施管理业投资增速高位大幅回落。具体来看，铁路基建投资延续高增长，生态环保基建投资及水利管理业投资增速3月有所回落。

图 6：近年基建三大细分领域投资增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：景气度有望向好的基建细分领域



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

“十三五”期间，我国公路通车里程约 510 万公里，其中高速公路 15.5 万公里，高速公路通车里程居世界第一位，覆盖了 98.6% 的 20 万人口以上的城市和地级行政中心。我国高铁里程也是全球第一，世界超高桥梁前十里面中国有 8 座，第一名为中国贵州北盘江第一桥。中国被网友调侃为“基建狂魔”。“十三五”期间中老铁路标志性工程和雅万高铁标志性项目有序推进，亚吉铁路、蒙内铁路等一批项目建成投产。铁路技术装备出口全球 100 多个国家和地区。这些数据和称谓代表了我国基建龙头企业在技术、经验、管理等方面的全球领先地位。我国基建企业在建设国家的同时，也积极出海，助力全球提高基建水平。

图 8：世界十大高桥第一名中国贵州北盘江第一桥



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：印尼雅万高铁 1 号梁场进行架梁作业



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

我国经济转型升级，大规模投资拉动增长的阶段成为过去。“十四五”规划提出要优化投资结构，注重基建补短板，推动重点项目的建设。我们认为基建更加“精细化”，注重补短板。基建更加注重绿色环保。2021 年 1-4 月，我国广义基建投资同比增长 16.91%，预计 2021 年广义基建投资增速为 7.58%。其中，铁路运输业，水利管理业，生态环保投资，电力、热力及水的生产供应业，道路等投资增速相对较快，行业景气度较高。

表 1：基建投资预测

广义基建投资完成额分拆	2018	2019	2020	2021(E)
电力、热力的生产和供应业：累计值	19,342.42	19,303.73	22,585.37	24,979.42
YOY	-12.30%	-0.20%	17.00%	10.60%
燃气生产和供应业：累计值	2,372.49	2,801.91	3,042.87	2,899.85
YOY	6.40%	18.10%	8.60%	-4.70%
水的生产和供应业：累计值	6,352.05	7,425.55	9,088.87	9,761.45

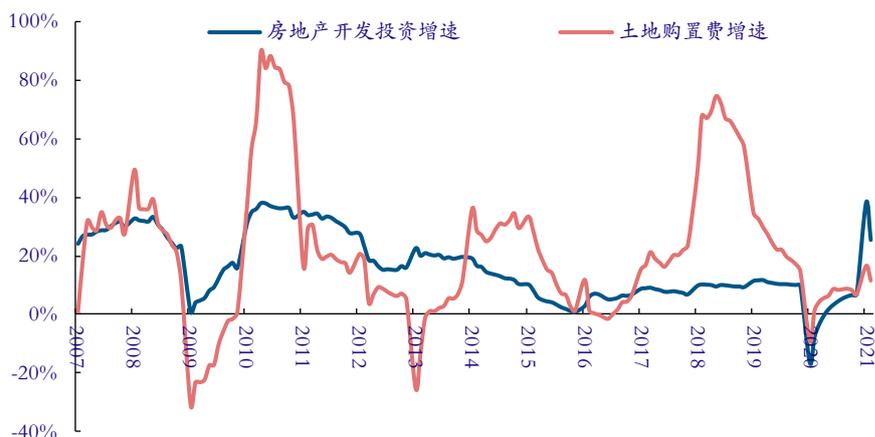
YOY	15.30%	16.90%	22.40%	7.40%
电力、热力、燃气及水的生产和供应业:累计值	27,797.93	29,531.19	34,717.11	37,640.72
YOY	-6.70%	6.24%	17.56%	8.42%
铁路运输业:累计值	7,597.87	7,590.28	7,423.29	8,403.16
YOY	-5.10%	-0.10%	-2.20%	13.20%
道路运输业:累计值	43,608.48	47,533.25	48,388.85	52,405.12
YOY	8.20%	9.00%	1.80%	8.30%
水上运输业:累计值	1,705.31	1,321.62	1,447.17	1,732.27
YOY	-9.60%	-22.50%	9.50%	19.70%
其他	10,660.39	10,660.39	10,809.64	11,414.98
YOY	-3.00%	0.00%	1.40%	5.60%
交通运输、仓储和邮政业:累计值	63,572.07	67,105.54	68,068.95	73,955.53
YOY	3.90%	5.56%	1.44%	8.65%
水利管理业:累计值	9,529.81	9,625.11	10,058.24	11,456.33
YOY	-4.90%	1.00%	4.50%	13.90%
生态保护和环境治理业:累计值	5,465.95	7,488.35	8,132.34	9,083.83
YOY	43.00%	37.00%	8.60%	11.70%
公共设施管理业:累计值	69,968.68	70,318.53	69,334.07	72,592.77
YOY	2.50%	0.50%	-1.40%	4.70%
水利、环境和公共设施管理业:累计值	84,814.77	87,431.98	87,524.65	93,132.93
YOY	3.30%	3.09%	0.11%	6.41%
调整项		2020.00		
广义基础设施完成投资完成总额	176,184.77	182,048.70	190,310.70	204,729.18
YOY	1.79%	3.33%	4.54%	7.58%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、房建竣工有望延续正增长

**房地产投资维持中等增速。**2018年第二季度以来,土地购置费的高增长带动房地产投资快速增长。2019年至今,土地购置费累计增速持续下行,后续难以支撑房地产投资维持高位。2020年,房地产投资同比增长7%。2021年1-4月,房地产投资同比增长21.6%。随着疫苗接种比例的逐渐提升,我国经济强力复苏,房地产托底经济的必要性相对下降。预计房地产投资增速逐渐回落至中等水平。

图 10: 土地购置费增速与房地产投资增速



资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

### (一) 房地产新开工面积增速有望持续回落

2021年下半年住宅新开工面积增速将持续回落。从300城住宅类成交土地规划面积增速

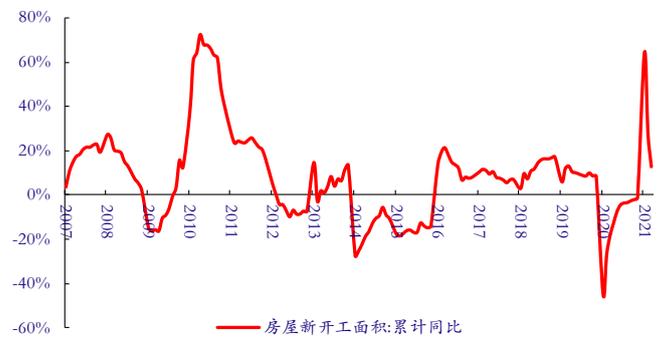
来看，2021 年上半年是住宅类成交土地规划建筑面积的低谷期，成交面积增速从 1 月持续下行，三道红线等房地产调控力度较大。住宅成交土地规划面积增速领先新开工增速，新开工大约滞后成交 6 个月，预计房屋新开工增速 2021 年下半年持续回落。

图 11: 住宅成交土地规划面积增速回落



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 房屋新开工面积增速或回落

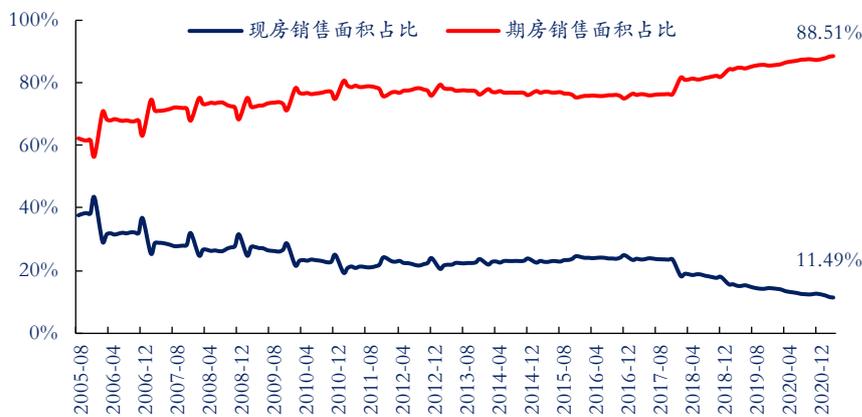


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 竣工面积增速有望延续正增长

**竣工面积增速持续负增长。**2018 年至 2020 年，竣工面积增速持续负增长。我们认为房屋竣工面积持续负增长的原因主要有以下几点。第一是房地产开发商期房销售比例增大，现房销售比例下降。2016 年到 2018 年是期房销售的高峰，对应的交房时间高峰期大约滞后三年。期房销售比例增加主要是为了加快资金回笼，即“快周转”模式较为流行。期房销售比例提高，但大量期房同时开工，在房地产融资受到严厉监管的环境下，工期被延长了，这样导致竣工面积增速受影响。

图 13: 期房销售占比提升



资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

2021 年 1-14 月，我国商品房现房销售面积累计同比增长 25.4%，商品房期房销售面积累计同比增长 51.6%，期房销售增速快于现房。

图 14: 期房销售面积增速和现房销售面积增速分化



资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

2020 年房地产竣工负增长的原因主要是 2020 年一季度爆发新冠疫情, 疫情防控居家隔离措施使得施工受阻, 进一步加剧了竣工的负增长。

2021 年 1-4 月, 房屋竣工面积累计同比增长 17.9%, 增速较上月高位回落。随着疫情的好转, 竣工周期有望延续正增长势头。

图 15: 房屋竣工面积持增速高位回调

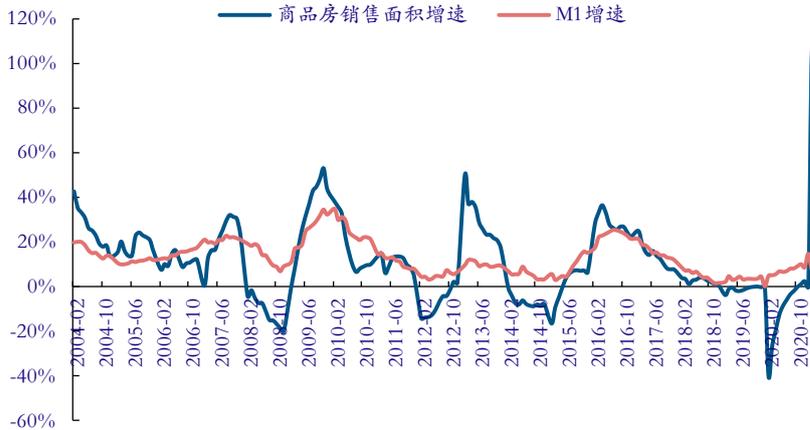


资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

### (三) 房地产销售面积增速将高位回落

**房屋销售面积增速受政策调控和货币政策的双重影响。**央行发布的 2020 年第三季度货币政策报告指出坚持房住不炒, 不降房地产作为短期刺激经济的手段, 可见政府对房地产的调控依然未放松。对比房地产销售面积增速和 M1 增速可知, 二者关联度较大。2021 年 1-14 月, M1 增速为 6.2%。若 M1 持续下行, 则房地产销售面积增速有望延续下行趋势。

图 16: 商品房销售面积增速与 M1 增速高度相关



资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

综上, 2021 年房地产投资增速或处于中等水平, 新开工面积增速预计随规划成交面积增速回落而下行, 竣工面积增速预计持续正增长, 房地产销售面积增速预计将高位回落。我们认为整个房地产产业链存有结构性机会, **2021 年下半年房地产竣工产业链景气度有望改善。**

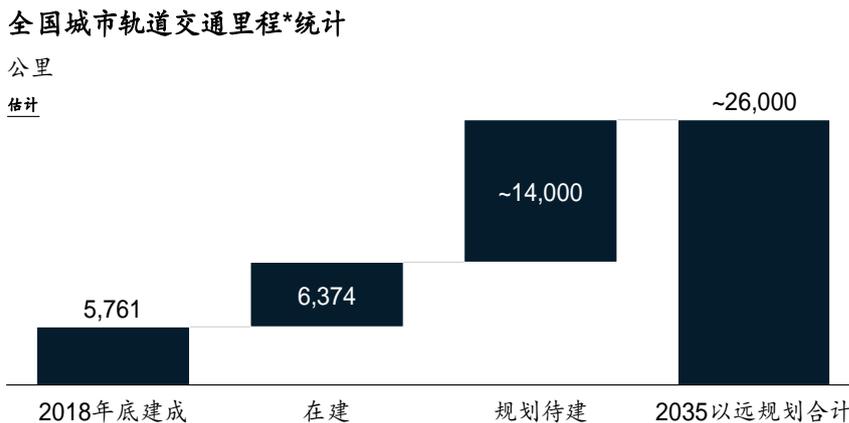
### 三、专业工程分化明显

#### (一) “十四五”城轨工程景气度向好

随着经济的转型升级, 中国建筑业由拉动经济增长向经济增长托底转变, 由高速增长向中低速增长转变, 由追求数量到看中质量转变。“十二五”期间, 中国建筑业总产值年复合增长率达 9.19%、“十三五”降到约 6.4%、“十四五”预计将保持在 5.52% 左右。

随着经济的转型升级, 以新基建为代表的领域有望迎来快速发展。城轨工程是新基建的重要组成部分。城轨工程包含城际轨道交通和城市轨道交通。“十四五”城轨市场有望迎来较快增长。预计“十四五”新增城轨通车里程超过 6000 公里。

图 17: 全国城轨里程统计



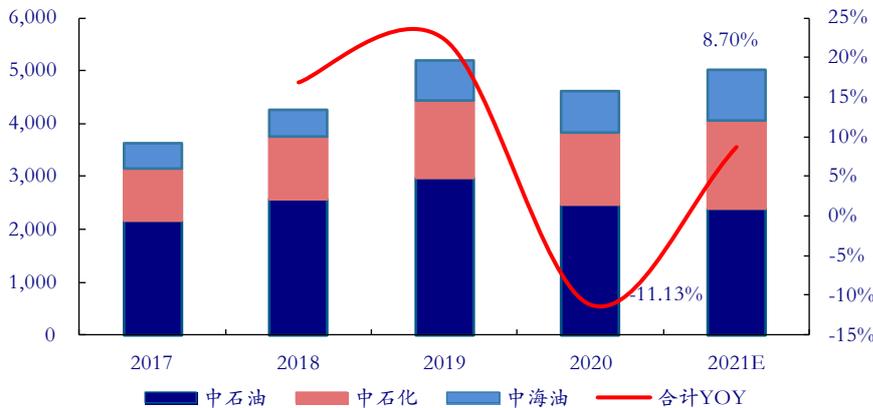
资料来源: Wind, 中国铁建, 中国银河证券研究院

#### (二) 化建工程景气度受油价影响大

工业建筑主要受上游企业资本开支影响, 若上游企业盈利改善, 行业需求回暖, 则上游企业的资本开支有望提速, 工建景气度随之提升。以化建工程为例, 若油价维持在合理高位, 则石油石化企业盈利较为乐观, 资本开支相应乐观, 化建工程企业订单有望改善。预计“三桶油”

2021 年资本开支同比增长 8.7%，预计化建工程稳中求进。

图 18：三桶油资本开支/亿元



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （三）装配式建筑获政策支持

住建部印发了 2019 年工作要点的通知，明确提出开展钢结构装配式住宅建设试点。住建部提出装配式建筑发展规划，到 2020 年，全国装配式建筑占比超过 15%。2018 年我国新建装配式建筑面积约为 1.9 亿平方米，占城镇新建建筑面积比例仅为 9%，仍有较大提升空间。我国钢结构用钢量占建筑用钢的比例约为 9%-11%，提升空间较大。目前钢结构成本是行业发展掣肘之一，未来若装配式钢结构建筑的成本的下降到和 PC 接近或低于 PC 价格（混黏土小高层住宅 PC 率 50%，造价 2205 元/平米，装配式钢结构高层住宅造价 2776/平米），装配式钢结建筑的优势将体现出来。钢结构建筑不仅具有较高的施工效率，而且能节约大量的人力（人工成本占比约 8.16%，混黏土小高层住宅 PC 率 50%，人工成本占比约 14.41%），减少建筑垃圾，未来发展潜力大。

我国装配式建筑面积占比有望在 2026 年达到 30%。装配式建筑包括装配式混凝土结构（PC 结构）、装配式钢结构、装配式木结构三大类。2016 年 9 月，国务院办公厅印发了《大力发展装配式建筑的指导意见》，以装配式建筑为代表的新型建筑工业化快速推进，建造水平和建筑品质明显提高。以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区，因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑。力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。

表 2：装配式建筑相关政策

时间	发布单位	文件名称	发布内容摘要
2016.02	国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	大力推广装配式建筑。建设国家级装配式建筑生产基地。加大政策支持力度，力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。
2016.09	国务院	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	以京津冀、长三角、珠三角为重点推进地区，常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区，其余为鼓励推进地区，因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑。力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。发展装配式建筑是推进建筑业供给侧结构性改革的重要举措，要不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例。
2017.02	国务院	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	加快推行工程总承包，推广智能和装配式建筑。大力发展装配式混凝土和钢结构建筑，在具备条件的地方倡导发展现代木结构建筑，不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例。力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
2017.03	住建部	《“十三五”装配式建筑行动方案》	包括工作目标、重点任务、保障措施三个方面，强调提高设计能力、推行工程总承包，落实支持政策，提出到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15% 以上，其中重点推进地区达到 20% 以上，积极推进地区达到 15% 以上，鼓励推进地区达到 10% 以上。
2017.12	住建部	《关于发布国家标准〈装配式建筑评价标准〉的公告》	批准《装配式建筑评价标准》为国家标准，自 2018 年 2 月 1 日起实施。《标准》适用于评价民用建筑的装配化程度，采用装配率计算，并划分评价等级。

2018.03	住建部	《住建部建筑节能与科技司 2018 年工作要点》	推动装配式建筑等新理念新成果,开展装配式建筑实施情况专项检查,稳步推进装配式建筑发展。提升装配式建筑技术及部品部件标准化水平,积极推进建筑信息模型(BIM)技术在装配式建筑中的全过程应用,积极探索推动既有建筑装配式装修改造,开展装配式超低能耗高品质绿色建筑示范。加强装配式建筑产业基地建设。
2018.07	国务院	《国务院关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》	2018 年底前,各地建立施工工地管理清单。因地制宜稳步发展装配式建筑。
2019.01	住建部	《关于开展 2018 年度装配式建筑发展情况统计工作的通知》	重点统计 2018 年度各地发展装配式建筑情况。
2019.03	住建部	《住房和城乡建设部建筑市场监管司 2019 年工作要点》	开展钢结构装配式住宅建设试点。推动试点项目落地,在试点地区保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、易地扶贫搬迁中,明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式,推动建立成熟的钢结构装配式住宅建设体系。
2019.06	住建部	《装配式钢结构住宅建筑技术标准》	批准《装配式钢结构住宅建筑技术标准》为行业标准,自 2019 年 10 月 1 日起实施。
2020.08	住建部	《关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》	加强系统化集成设计,优化构件和部品部件生产,推广精益化施工,加快信息技术融合发展等。大力发展钢结构建筑。推广装配式混凝土建筑。推进建筑全装修。

资料来源:住建部,国务院,中国银河证券研究院

## 1、PC 建筑具有先发优势

我国预制 PC 结构建筑先发优势明显。我国自 20 世纪引入混凝土结构,早期的混凝土建筑成本较低,取材便利,老百姓使用历史悠久,PC 结构建筑具有先发优势。我国装配式木结构建筑受制于森林资源等因素,占比较小。根据全联房地产商会发布的行业报告,装配式建筑 PC 构件的市场规模从 2014 年的 4.2 亿元增长到 2019 年的 325.0 亿元,年均复合增长率达到 138.2%,预计到 2024 年市场规模将进一步增长到 2,854.5 亿元。中国 PC 构件制造行业的主要参与者包括远大住工、中国建筑、上海建工、筑友智造科技、北京住宅产业化集团等。PC 装配式建筑和现场浇筑建筑相比,在工期、施工人员、能源消耗、建筑垃圾等方面均具有较大优势。

表 3: 中国 PC 装配式建筑方法和现场浇筑建筑方法的比较

项目	PC 装配式建筑	现场浇筑建筑	节约和改善
工期	140-180 天	250-280 天	25%-45%
所需现场施工人数	40-50 人	150-160 人	60%-75%
水资源消耗	0.040-0.054m <sup>3</sup> /m <sup>2</sup>	0.084-0.088m <sup>3</sup> /m <sup>2</sup>	35%-50%
能源消耗	6.5-6.9kwh/m <sup>2</sup>	8.7-8.9kwh/m <sup>2</sup>	20%-25%
建筑物废物处置量	6.32-6.75kg/m <sup>2</sup>	22.75-23.50kg/m <sup>2</sup>	65%-75%
粉尘水平 (PM10)	50-69 μg/m <sup>3</sup>	80-90 μg/m <sup>3</sup>	20%-40%

资料来源:远大住工招股说明书,全联房地产商会,银河证券研究院

## 2、钢结构建筑潜力较大

我国钢结构建筑发展潜力大,有望后来居上。2008 年以来,我国装配式建筑得以迅速发展。大家熟知的北京鸟巢、水立方、中国天眼、上海中心等皆为钢结构建筑,此外还有全国各地的摩天大楼、高铁站、体育馆、医院等建筑大量使用钢结构。近年来钢结构建筑得到快速发展。8 月 28 日,住建部发布了《关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》的文件。新型建筑工业化是通过新一代信息技术驱动,以工程全寿命期系统化集成设计、精益化生产施工为主要手段,实现工程建设高效益、高质量、低消耗、低排放的建筑工业化。文件提出要推广精益化施工。首先要大力发展钢结构建筑。鼓励医院、学校等公共建筑优先采用钢结构,积极推进钢结构住宅和农房建设。完善钢结构建筑防火、防腐等性能与技术措施。其次要推广装配式混凝土建筑。加大高性能混凝土、高强钢筋和消能减震、预应力技术的集成应用。在保障性住房和商品住宅中积极应用装配式混凝土结构,鼓励有条件的地区全面推广应用预制内隔墙、预制楼梯板和预制楼板。第三要推进建筑全装修。装配式建筑、星级绿色建筑工程项目应推广全装修。推进装配化装修方式在商品住房项目中的应用,推广管线分离、一体化装修技术,推广集成化模块化建筑部品。

图 19: 螺纹钢 (HRB400φ16-25mm) 价格走势



资料来源: Wind, 中国钢铁工业协会, 中国银河证券研究院

**关注钢材价格变化对企业盈利影响。**A 股主要上市钢结构企业包括精工钢构、杭萧钢构、鸿路钢构、东南网架、富煌钢构等。值得注意的是, 目前钢材价格整体处于近年较高水平, 截至 5 月 20 日, 螺纹钢 HRB400φ16-25mm 较去年年末上涨 34.49%。关注钢材价格变化对企业盈利影响。

#### (四) 国际工程受汇率和地缘政治影响较大

**国际工程受人民币汇率及全球贸易环境影响大。**截至 5 月 24 日, 美元兑人民币汇率为 6.43, 年初美元兑人民币汇率为 6.46。对于国际工程企业, 人民币升值会产生汇兑损失, 人民币贬值会产生汇兑收益。此外, 良好的国际贸易环境对国际工程企业较为有利。展望 2021 年, 国际贸易环境不确定性较高。国际工程产生汇兑损失的概率相对降低。

图 20: 美元兑人民币收盘价



资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

## 四、推荐基建、竣工和装配式绿色建筑

### (一) 建筑行业业绩稳中求进

2020 年建筑行业营业收入增速放缓, 2021 年 Q1 营业收入增速大幅反弹。建筑行业 (CS) 2020 年实现营业收入 6.45 万亿元, 同比增长 14.44%, 增速同比降低 1.54pct, 主要受新冠疫情影响。2021 年 Q1 实现营业收入 1.57 万亿元, 同比增长 56.78%, 增速同比大幅提高 65.31pct。2020 年一季度建筑行业受疫情影响, 导致业绩增速放缓。

图 21：2016-2020 年建筑行业营业收入及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 22：2016Q1-2021Q1 建筑行业营业收入及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**2020 年建筑行业归母净利润增速和扣非净利润增速均同比改善。**建筑行业（CS）2020 年实现归母净利润 1688.95 亿元，同比增长 9.2%，增速同比提高 4.25pct。实现扣非归母净利润 1453.42 亿元，同比增长 5.76%，增速同比提高 5.04pct。建筑行业回款主要集中在第四季度，全年业绩受疫情影响较小。

2021 年 Q1 建筑行业扣非净利润大幅反弹。2020 年建筑行业实现扣非净利润 1688.95 亿元，同比增长 5.76%，增速同比提高 5.04pct。2021 年 Q1 实现扣非净利润 405.87 亿元，同比增长 76.86%。增速同比提高 100.23pct。

图 23：2016-2020 建筑行业归母净利润及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

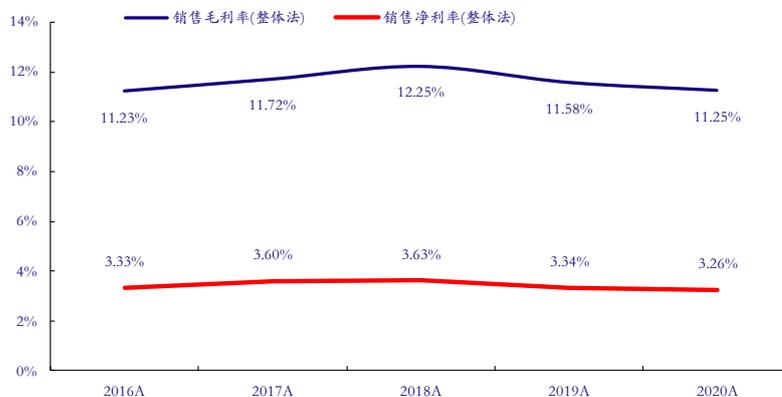
图 24：2016-2020 年建筑行业扣非净利润及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**建筑行业 2020 年盈利能力略有下降。**2020 年建筑行业毛利率为 11.25%，同比降低 0.33pct，净利率为 3.26%，同比降低 0.08pct。综合过去几年，建筑行业毛利率和净利率依然较为稳定。

图 25：建筑行业 2016-2020 年毛利率和净利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

应收账款占比下降,经营性现金流净额占比改善。2020年建筑行业应收账款周转率为5.99次,比去年同期提高0.3次,应收账款周转率略有提高,但行业上市公司应收账款规模较大,2020年占比为17.22%。2020年建筑行业经营活动产生的现金流量净额/营业收入为3.46%,同比提高1.78pct。

图 26: 2016-2020 年建筑行业应收账款/营业收入



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 27: 2016-2020 建筑行业经营现金流净额/营业收入



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 建筑行业估值处于历史低位

取 2003.1.1-2021.5.20 区间,截至 2021 年 5 月 21 日收盘,建筑行业动态 PE 为 8 倍,对应前述期间的历史分位数为 0.03%,历史最低,在所有行业中倒数第一。

图 28: 建筑行业市盈率历史分位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

取 2003.1.1-2021.5.20 区间,截至 2021 年 5 月 21 日收盘,建筑行业市净率为 0.9 倍,对应前述期间的历史分位数为 0.88%,历史最低,在所有行业中倒数第二。

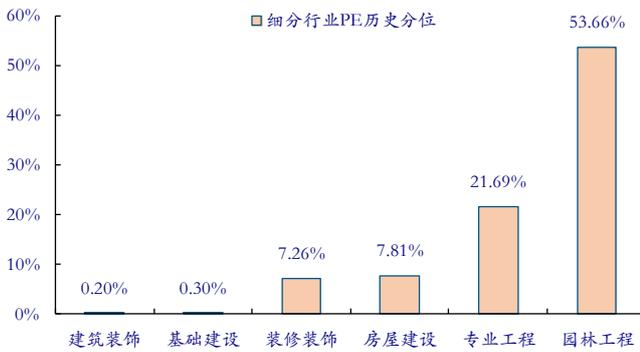
图 29：建筑行业市净率历史分位数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

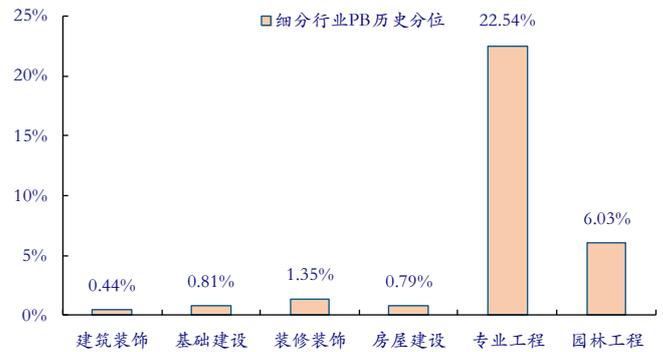
取 2003.1.1-2021.5.20 区间，截至 2021 年 5 月 21 日收盘，建筑各细分行业动态 PE 历史分位比为：基建 0.3%，装修装饰 7.26%，房建 7.81%，专业工程 21.69%，园林工程 53.66%。

图 30：建筑细分行业动态市盈率历史分位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 31：建筑细分行业市净率历史分位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

横向来看，目前我国建筑上市企业估值和国际成熟市场建筑行业估值水平相当，比美股建筑企业估值低，比港股基建企业估值高。截至 2021 年 5 月 21 日，我国主要建筑企业的整体市盈率为 7.29 倍，美股主要建筑企业的市盈率为 13.88 倍，港股建筑企业的市盈率为 5.69 倍。纵向来看，目前我国建筑行业的市盈率处于历史中低位，尚有提升空间。

图 32：我国建筑企业的估值和海外建筑企业估值对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

建筑行业收益表现较弱。从估值溢价来看，目前我国建筑行业对全部 A 股的估值溢价水

平为负值。纵向来看，建筑行业对全部A股的估值溢价大部分时间为负值。

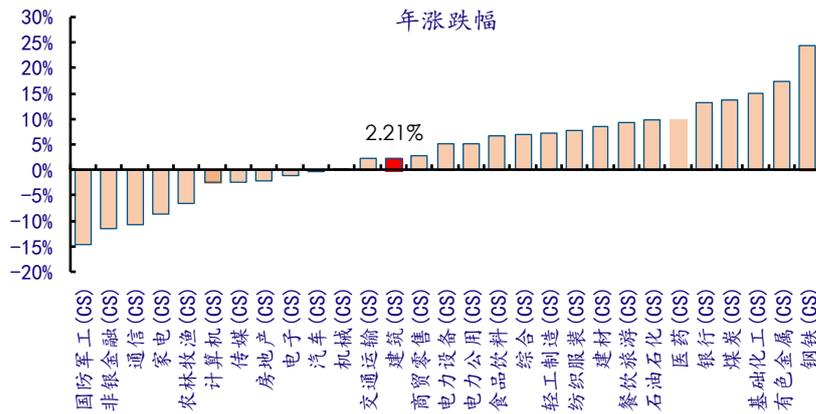
图 33：建筑主要上市企业对全部 A 股的估值溢价



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

年初至今（5月29日），建筑(CS)行业涨幅 2.21%。同期上证综下跌 0.22%，沪深 300 跌 0.32%，建筑行业表现处于中等水平。

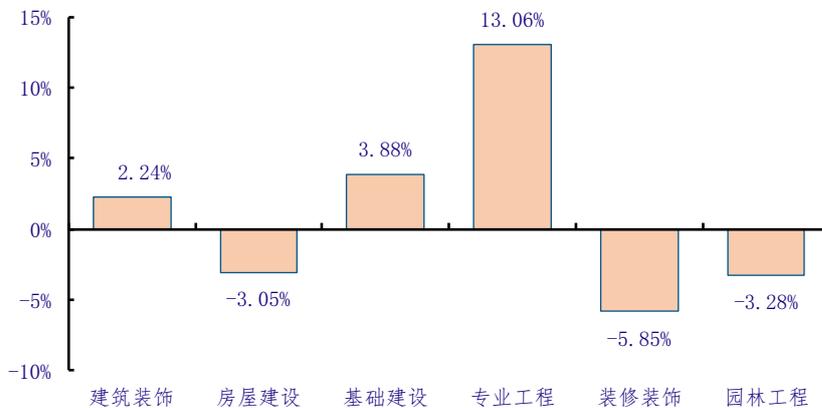
图 34：年初至今建筑行业涨幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从建筑（SW）指数来看，建筑细分子行业中专业工程涨幅较大，年初至今上涨 13.06%。装修装饰板块年初至今下跌 5.85%，房建下跌 3.05%。

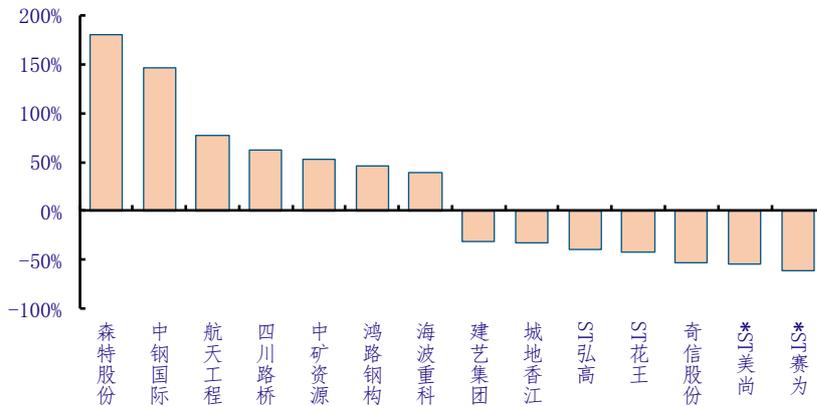
图 35：年初至今建筑细分行业涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从个股来看，年初至今森特股份、中钢国际、航天工程、四川路桥、中矿资源、海波重科等涨幅较大，\*ST美尚、\*ST赛为等跌幅较大。

图 36：年初至今建筑个股涨跌幅榜



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （三）新签合同增速持续回升

**建筑业新签合同增速持续回升。**2017年9月至2018年12月，建筑行业新签订单增速从22%降到了7.16%。根据历史经验，建筑行业的业绩滞后新签订单1-2年。2020年建筑行业业绩增速放缓。2021年一季度建筑行业新签订单6.2万亿元，同比增长31.9%，增速环比提高19.47pct。根据历史经验，建筑行业的业绩滞后新签订单1-2年，预计2021年建筑行业业绩增速将有所加快。

图 37：建筑业新签合同额增速持续回升



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

**八大建筑央企新签合同增速持续回升。**2020年八大建筑央企新签订单总额同比增长19.31%，增速同比提高1.6pct。2020年建筑行业新签订单同比增长12.43%。建筑龙头企业新签订单增速快于行业。

图 38：八大建筑央企新签合同额增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**建筑行业集中度提升。**2013 年以来，建筑行业龙头优势越来越明显，市场占有率逐步提高，行业集中度持续提升。八大建筑央企新签订单市场占有率从 2013 年的 24.38% 提升至 2020 年的 34.49%。随着固定资产投资增速放缓，建筑行业竞争越发激烈，龙头企业在资质、品牌、资金等方面竞争优势明显，行业集中度或进一步提升。

图 39：八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （四）推荐基建、竣工和装配式绿色建筑

### 4.4.1 基建投资稳中求进

我国隐性债务规模在缩减，政府融资平台融资状况好转。流动性有望维持合理充裕水平，融资成本下行。地方政府在基建投入方面资金压力相对减轻。预计 2021 年广义基建投资增速为 7.58%，较 2021 年增速有所加快。

**“交通强国”有望使基建产业链受益。**2019 年 9 月 19 日，国务院印发了《交通强国建设纲要》（以下简称《纲要》），《纲要》提出到 2035 年，基本形成“全国 123 出行交通圈”（都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖）和“全球 123 快物流圈”（国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达）。《纲要》指出要建设现代化高质量综合立体交通网络，强化西部地区补短板，推进东北地区提质改造，推动中部地区大通道大枢纽建设，加速东部地区优化升级。若《纲要》顺利落实，交通基建产业链有望受益。

**基建投资从量变过渡到质变时代，行业集中度提升有望使龙头受益。**近年来我国基建注重补短板，信息化和智能化程度提高，技术输出硕果累累。基建细分领域中，电力、热力及水

的生产供应业，铁路运输业，道路运输业等投资增速相对较快，行业景气度较高。从基建细分领域来看，铁路、生态环保等增速较快。此外，建筑行业的集中度在提升，龙头企业在资质、品牌、资金等方面竞争优势明显，集中度或将进一步提升。

建议关注基建施工央企**中国中铁(601390.SH)**、**中国铁建(601186.SH)**、**中国建筑(601668.SH)**、**中国中冶(601618.SH)**、**中国交建(601800.SH)**、**中国电建(601669.SH)**、**葛洲坝(600068.SH)**等。此外亦可关注地方基建国企如**上海建工(600170.SH)**、**隧道股份(600820.SH)**、**四川路桥(600039.SH)**、**安徽建工(600502.SH)**、**山东路桥(000498.SZ)**、**粤水电(002060.SZ)**等。施工未启，设计先行。设计咨询行业位于周期底部，2021年有望迎来反转。建议关注基建设计企业**华设集团(603018.SH)**、**地铁设计(003013.SZ)**、**勘设股份(603458.SH)**、**设计总院(603357.SH)**、**苏交科(300284.SZ)**、**浙江交科(002061.SZ)**。此外建议关注工程设计企业如**中衡设计(603017.SH)**、**华建集团(600629.SH)**、**汉嘉设计(300746.SZ)**、**设研院(300732.SZ)**、**建研院(603183.SH)**、**同济科技(600846.SH)**、**华阳国际(002949.SZ)**等。

#### 4.4.2 房地产投资增速适中，竣工增速有望延续正增长

2021年房地产投资增速预计保持中等水平。2021年下半年新开工面积增速预计随成交土地规划面积增速下滑而回调。房地产销售面积增速有望高位回调。竣工面积增速有望延续正增长。政策大力支持装配式建筑发展，装配式装修发展潜力大。建议关注**金螳螂(002081.SZ)**、**全筑股份(603030.SH)**、**广田集团(002482.SZ)**、**亚厦股份(002375.SZ)**等。长三角一体化有望使辖区房建企业受益，中长期建议关注**上海建工(600170.SH)**、**隧道股份(600820.SH)**、**浦东建设(600284.SH)**、**龙元建设(600491.SH)**等。园林工程行业行业经过3年调整，行业发展逐渐规范，行业PB估值处于低位，建议关注**东珠生态(603359.SH)**等。

#### 4.4.3 装配式绿色建筑潜力大

“十四五”规划提出要发展绿色建筑。建筑效率提升、节能及减排、绿色污染少等成为未来发展趋势。“碳中和”及“碳达峰”成为政策关注焦点，减碳排放工程有望迎来高增长。建议关注**中国中冶(601618.SH)**、**中钢国际(000928.SZ)**。2016年9月，国务院办公厅关于《大力发展装配式建筑的指导意见》印发，提出力争通过10年左右时间，装配式建筑比例达到30%。2019年，住建部提出装配式建筑发展规划，到2020年，全国装配式建筑占比超过15%。装配式钢结构受政策鼓励，当前渗透率较低，未来发展潜力大。建议关注**鸿路钢构(002541.SZ)**、**杭萧钢构(600477.SH)**、**东南网架(002135.SZ)**、**精工钢构(600496.SH)**、**富煌钢构(002743.SZ)**等。预计“三桶油”2021年资本开支同比增长8.7%，化建工程预计稳中求进，建议关注**中国化学(601117.SH)**。国际工程领域，2020年人民币持续升值，未来人民币贬值概率提升，国际工程企业受益。建议关注**中工国际(002051.SZ)**、**北方国际(000065.SZ)**、**中材国际(600970.SH)**、**中国海诚(002116.SZ)**等。

#### 4.4.4 重点公司估值一览

表 4：部分重点公司估值一览

证券代码	证券简称	PE		
		2020	2021(E)	2022(E)
601668.SH	中国建筑	4.64	4.08	3.70
601186.SH	中国铁建	4.79	4.08	3.66
601390.SH	中国中铁	5.14	4.64	4.15
601669.SH	中国电建	7.43	6.95	6.28
601618.SH	中国中冶	7.20	6.99	6.11
601800.SH	中国交建	7.24	5.62	5.06
601117.SH	中国化学	7.91	7.42	6.20
600068.SH	葛洲坝	7.08	5.43	4.87
600820.SH	隧道股份	7.50	6.74	6.21
600170.SH	上海建工	8.00	6.83	6.03
002081.SZ	金螳螂	10.61	7.77	6.81

---

603018.SH	华设集团	10.47	8.26	7.04
603017.SH	中衡设计	12.30	10.25	8.57
003013.SZ	地铁设计	25.91	25.22	21.48
002541.SZ	鸿路钢构	23.94	24.98	21.06
600039.SH	四川路桥	7.12	9.95	9.21
000928.SZ	中钢国际	9.29	16.43	13.68

---

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### 4.4.5 风险提示

- 1、固定资产投资增速大幅下滑的风险。
- 2、应收账款回收不及预期的风险。
- 3、新签订单不及预期的风险。

## 五、附录

### 插图目录

图 1: 建筑业总产值增速和固定资产投资增速高度相关 .....	2
图 2: 建筑业新签订单增速和固定资产投资增速 .....	2
图 3: 2020 年三驾马车对 GDP 的贡献率 .....	3
图 4: 2020 年三驾马车对 GDP 的贡献率 .....	3
图 5: 固定资产投资及三大下游投资增速 .....	3
图 6: 近年基建三大细分领域投资增速 .....	4
图 7: 景气度有望向好的基建细分领域 .....	4
图 8: 世界十大高桥第一名中国贵州北盘江第一桥 .....	4
图 9: 印尼雅万高铁 1 号梁场进行架梁作业 .....	4
图 10: 土地购置费增速与房地产投资增速 .....	5
图 11: 住宅成交土地规划面积增速回落 .....	6
图 12: 房屋新开工面积增速或回落 .....	6
图 13: 期房销售占比提升 .....	6
图 14: 期房销售面积增速和现房销售面积增速分化 .....	7
图 15: 房屋竣工面积持增速高位回调 .....	7
图 16: 商品房销售面积增速与 M1 增速高度相关 .....	8
图 17: 全国城轨里程统计 .....	8
图 18: 三桶油资本开支/亿元 .....	9
图 19: 螺纹钢 (HRB400 φ16-25mm) 价格走势 .....	11
图 20: 美元兑人民币收盘价 .....	11
图 21: 2016-2020 年建筑行业营业收入及增速 .....	12
图 22: 2016Q1-2021Q1 建筑行业营业收入及增速 .....	12
图 23: 2016-2020 建筑行业归母净利润及增速 .....	12
图 24: 2016-2020 建筑行业扣非净利润及增速 .....	12
图 25: 建筑行业 2016-2020 年毛利率和净利率 .....	12
图 26: 2016-2020 年建筑行业应收账款/营业收入 .....	13
图 27: 2016-2020 建筑行业经营现金流净额/营业收入 .....	13
图 28: 建筑行业市盈率历史分位 .....	13
图 29: 建筑行业市净率历史分位数 .....	14
图 30: 建筑细分行业动态市盈率历史分位 .....	14
图 31: 建筑细分行业市净率历史分位 .....	14
图 32: 我国建筑企业的估值和海外建筑企业估值对比 .....	14
图 33: 建筑主要上市企业对全部 A 股的估值溢价 .....	15
图 34: 年初至今建筑行业涨幅 .....	15
图 35: 年初至今建筑细分行业涨跌幅 .....	15
图 36: 年初至今建筑个股涨跌幅榜 .....	16
图 37: 建筑业新签合同额增速持续回升 .....	16
图 38: 八大建筑央企新签合同额增速 .....	17
图 39: 八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升 .....	17

### 表格目录

表 1: 基建投资预测 .....	5
表 2: 装配式建筑相关政策 .....	9
表 3: 中国 PC 装配式建筑方法和现场浇筑建筑方法的比较 .....	11
表 4: 重点公司估值一览 .....	19

### 分析师简介及承诺

龙天光：建筑、通信行业分析师。本科和研究生均毕业于复旦大学。2014 年就职于中国航空电子研究所。2016-2018 年就职于长江证券研究所。2018 年加入银河证券，担任通信、建筑行业组长。团队获 2017 年新财富第七名，Wind 最受欢迎分析师第五名。2018 年担任中央电视台财经频道节目录制嘉宾。2019 年获财经最佳选股分析师第一名。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐媛玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn