

# 建筑装饰

 证券研究报告  
 2021年06月20日

**继续推荐低估值及装配式，同时关注中国化学等转型升级机会**
**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  
 wangtao@tfzq.com

**武慧东**

分析师

 SAC 执业证书编号: S1110521050002  
 wuhuidong@tfzq.com

**王雯**

联系人

wangwena@tfzq.com

**熊可为**

联系人

xiongkewei@tfzq.com

## 行情回顾

上周建筑(中信)指数下跌1.46%，沪深300指数下跌2.03%，三级子板块悉数下跌。个股中，杭州园林(24.04%)、美晨生态(21.74%)、华凯创意(12.54%)、中国化学(11.89%)、深圳瑞捷(9.29%)涨幅居前，其中大基建板块的中国化学连续两周录得超过10%的正收益，主要系：1)基本面持续向好，订单及收入持续高速增长；2)已二腈项目为代表的实业项目后续陆续投产或成公司新增长引擎，前景值得期待。

## 基建投资较19年同期仍有增长，央企基本面持续向好

宏观数据看，1-5月地产开发投资/狭义基建/广义基建/制造业同比+18.3%/+11.8%/+10.4%/+20.4%，较19年同期+17.9%/+4.8%/+6.7%/+2.6%，5月单月地产开发投资/狭义基建/广义基建/制造业同比+9.8%/-2.5%/-3.6%/+13.5%，较19年同期+18.7%/+5.6%/+6.9%/+7.4%；微观数据看：1)中国化学1-5月新签订单878亿元，YOY+12.6%，5月新签订单175亿元，YOY+33.8%，1-5月实现收入432.8亿，YOY+52.8%，5月单月实现收入96.7亿元，YOY+36.5%；2)中国中冶1-5月新签订单4685亿元，YOY+45%，5月单月订单1069亿元，YOY+18%，总体来看地产投资仍保持强韧性，基建投资增速放缓主要系高基数影响，央企基本面持续向好。

## 传统建筑企业转型升级，突破传统经营方式

我们认为当前建筑转型的三大发展趋势可分为：1)建筑+实业双轮驱动：此类代表性企业主要是中国化学、东华科技利用自己传统的化工领域的优势，向实业进行切换；中国中冶、中国中铁旗下的子公司具有优质的矿产资源业务；我们认为产线设计和工艺优化优势、较低的初始投资和相对较低的资金成本是发展实业的优势，而转型实业亦可改善建筑公司的业绩弹性、增强业绩可持续性；2)借助智能化与绿色化改造，切入运营领域：代表性企业是中材国际、中钢国际等专业工程和国际工程公司，对于建筑公司来说不仅提供了增量市场，此外若能够以收取稳定运营管理费的方式切入运营，商业模式将迎来利好；3)增强内生提效动力，传统地方基建龙头价值属性有望提升：代表性企业是四川、山东等地地方基建国企，我们认为激励机制自上而下理顺后，地方国企通过压降成本、效率提升实现了利润和财报报表质量的显著提升，区域基建的高景气度也有望为公司提供发展新机遇。

## 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、建筑减隔震等绿色建筑产业链。

**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。

## 行业走势图



资料来源：贝格数据

## 相关报告

- 《建筑装饰-行业点评:地产竣工单月超10%，制造业景气度延续，水泥玻璃需求仍坚挺》2021-06-16
- 《建筑装饰-行业研究周报:社融逐步回归常态化，继续重点推荐地方基建、装配式及BIPV》2021-06-14
- 《建筑装饰-行业研究周报:5月建筑PMI景气度回升，继续重点推荐地方基建国企》2021-06-06

## 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2021/6/18	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000498.SZ	山东路桥	5.67	买入	0.86	1.29	1.64	2.08	6.59	4.40	3.46	2.72
601117.SH	中国化学	7.81	买入	0.74	0.88	1.06	1.25	10.53	8.84	7.34	6.23
601800.SH	中国交建	6.64	买入	1.00	1.19	1.35	1.50	6.62	5.57	4.93	4.42
601668.SH	中国建筑	4.83	买入	1.07	1.24	1.41	1.60	4.51	3.89	3.43	3.02
601390.SH	中国中铁	5.24	买入	1.03	1.14	1.28	1.44	5.11	4.58	4.11	3.65
601186.SH	中国铁建	7.41	买入	1.65	1.93	2.24	2.58	4.49	4.09	3.54	3.06
002081.SZ	金螳螂	7.91	买入	0.88	1.03	1.18	1.36	8.94	7.71	6.70	5.81
002541.SZ	鸿路钢构	53.78	买入	1.53	2.22	2.85	3.57	35.25	24.28	18.85	15.08
603098.SH	森特股份	25.51	增持	0.34	0.52	0.76	1.16	75.33	49.15	33.64	21.96
002949.SZ	华阳国际	16.60	买入	0.88	1.18	1.59	2.06	18.78	14.04	10.46	8.04

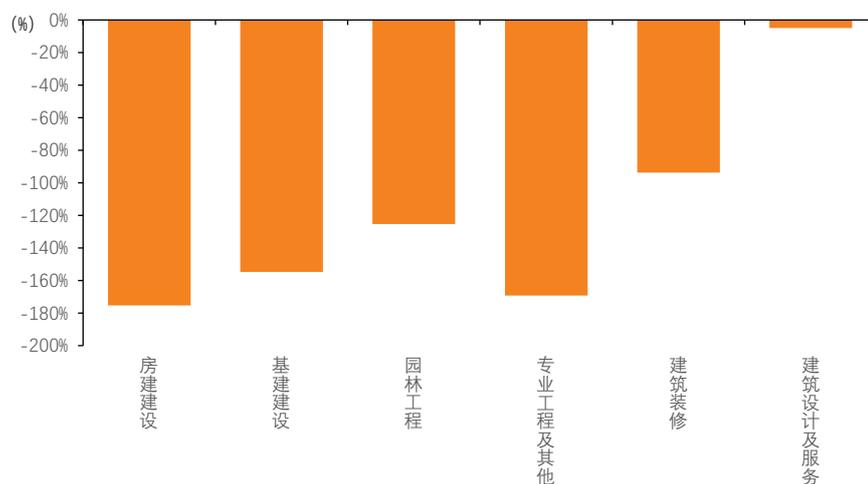
资料来源: Wind, 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

## 核心观点

## 行情回顾

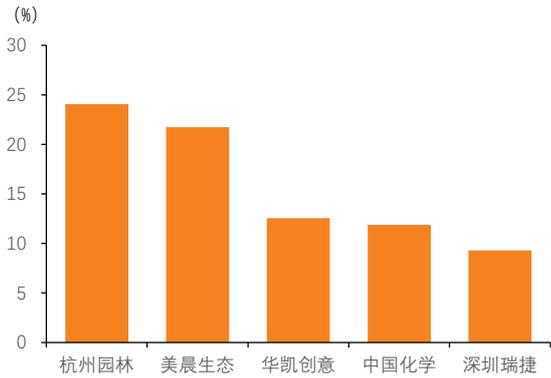
上周建筑(中信)指数下跌 1.46%, 沪深 300 指数下跌 2.03%, 三级子板块悉数下跌。个股中, 杭州园林( 24.04% )、美晨生态( 21.74% )、华凯创意( 12.54% )、中国化学( 11.89% )、深圳瑞捷( 9.29% ) 涨幅居前, 其中大基建板块的中国化学连续两周录得超过 10% 的正收益, 主要系: 1) 基本面持续向好, 订单及收入持续高增长; 2) 已二腈项目为代表的实业项目后续陆续投产或成公司新增长引擎, 前景值得期待。我们认为低估值建筑蓝筹短期基本面持续向好, 中长期有望受益于集中度提升、商业模式改善及自身效率改善, 当前公募持仓亦处于低位。

图 1: 中信建筑三级子行业上周(0615-0618)涨跌幅



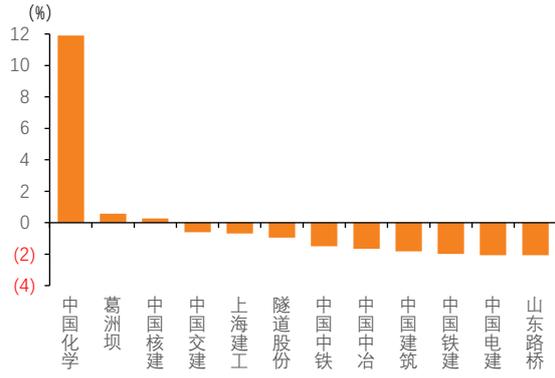
资料来源: Wind、天风证券研究所

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



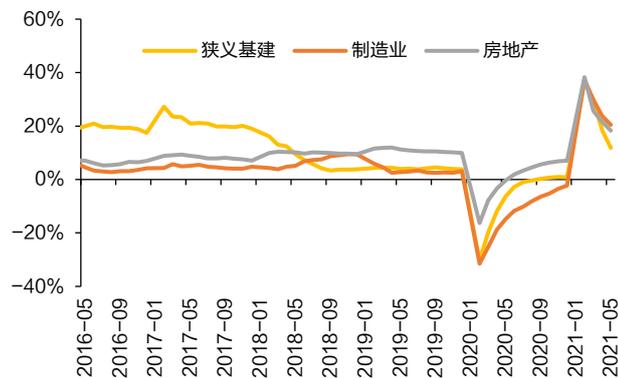
资料来源：Wind、天风证券研究所

### 建筑：继续推荐低估值及装配式，同时关注中国化学等转型升级机会

**基建投资较 19 年同期仍有增长，地产投资高韧性，制造业景气度延续。**6 月 16 日，国家统计局披露 5 月投资数据，21 年 1-5 月地产开发投资/狭义基建/广义基建/制造业同比分别+18.3%/+11.8%/+10.4%/+20.4%，较 19 年同期分别+17.9%/+4.8%/+6.7%/+2.6%，5 月单月地产开发投资/狭义基建/广义基建/制造业同比分别+9.8%/-2.5%/-3.6%/+13.5%，较 19 年同期分别+18.7%/+5.6%/+6.9%/+7.4%，1-5 月地产投资强韧性，制造业景气度较高，基建投资出现负增长，主要系去年基数较高。我们认为宏观环境及流动性有望保持相对宽松，但呈现出流动性边际收紧的态势，下半年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，制造业的景气度延续或与大宗商品价格走势有所相关，地产投资增速或高位有所回落。

**基建细分领域投资增速有所放缓，关注结构性需求。**基建细分板块中，1-5 月交通仓储邮政投资同比+12.1%，前值+19.8%，去年同期-6.1%，其中铁路运输投资同比+7.1%，前值+27.5%，去年同期-8.8%，道路运输投资同比+10.6%，前值+16.8%，去年同期-2.9%。1-5 月水电燃热同比+7.3%，前值+14.4%，去年同期+13.8%。1-5 月水利环境公共设施投资同比+10.2%，前值+15.6%，去年同期-6.5%，其中水利同比+15.4%，前值+24.9%，去年同期-2%，公共设施管理同比+8.7%，前值+14.1%，去年同期-8.3%。

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

**5 月地产竣工单月增速超 10%，新开工仍有所波动。**地产按传导顺序看，1-5 月地产销售面积较 20 年/19 年同期分别+36.3%/+19.6%，5 月单月同比+9.1%；1-5 月土地购置面积较 20 年/19 年同期-7.5%/-15%，5 月单月同比-31.6%；1-5 月新开工面积较 20 年/19 年同期+6.9%/-6.8%，5 月单月同比-6.1%；1-5 月施工面积较 20 年/19 年同期+10.1%/+12.7%，5 月单月同比-2.8%；1-5 月竣工面积较 20 年/19 年同期+16.4%/+3.3%，5 月单月同比+10.1%，我们认为地产融资新政和集中供地等政策对土地购置和新开工数据仍造成扰动，竣工数据

单月回正，实际下游高景气或可延续至 Q4。

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

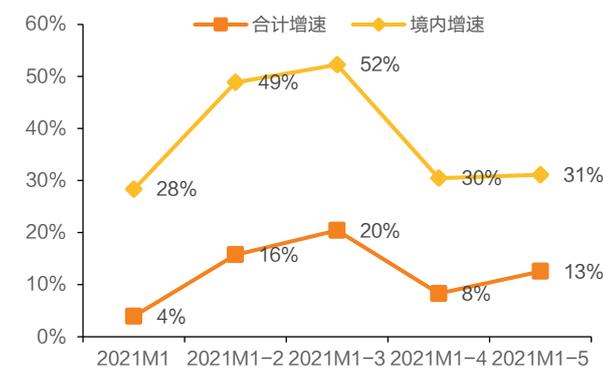
图 9：房地产销售面积累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

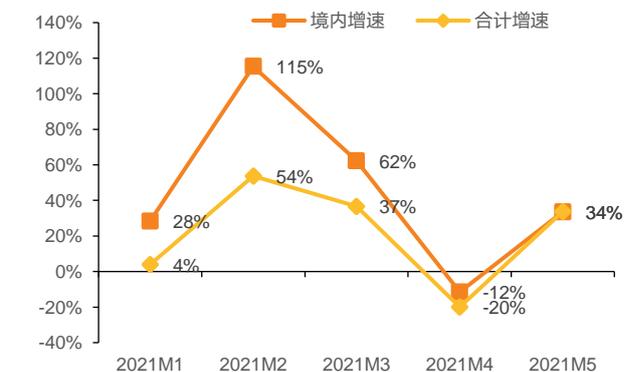
**代表性央企经营情况向好，基本面持续改善。**上周中国化学、中国中冶、中国电建和中国核建等代表性建筑央企披露 21 年 1-5 月经营情况，其中具体来看：1) 中国化学 1-5 月新签订单 878 亿元，YOY+12.6%，5 月新签订单 175 亿元，YOY+33.8%，1-5 月实现收入 432.8 亿，YOY+52.8%，5 月单月实现收入 96.7 亿元，YOY+36.5%；2) 中国中冶 1-5 月新签订单 4685 亿元，YOY+45%，5 月单月订单 1069 亿元，YOY+18%，我们认为央企订单的较快提升，体现了行业趋于集中的发展格局，而中长期角度融资能力以及业务拓展能力（项目大型化、复杂化），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。

图 6：中国化学前五月订单累计增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：中国化学前五月订单单月增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为疫情之后的建筑央企&国企基本面持续向好，龙头市占率提升的趋势不断增强，而传统建筑企业也在不断转型升级，在“碳中和”、“绿色建筑”的产业背景下不断突破传统经营方式，总体来看，建筑转型的三大发展趋势可分为：

**1) 建筑+实业双轮驱动：**此类代表性企业主要是化工工程类公司，中国化学、东华科技利用自己传统的化工领域的优势，向实业进行切换，2019年7月中国化学宣布与齐翔腾达成立合资公司天辰齐翔投资建设100万t/a尼龙66产业链项目，其中包含20万t/a己二腈项目，项目计划工期为3年，自第4年正式投产运营，我们预计2022年起该部分产能有望逐步释放；3月18日东华科技与新疆天业成立中化学东华天业新材料公司共同投资建设10万吨/年PBAT项目，建设和运营PBAT项目；中国中冶、中国中铁旗下的子公司具有优质的矿产资源业务；我们认为建筑工期做实业的优势主要是：有一定产线设计和工艺优化优势；较低的初始投资和相对较低的资金成本；而转型实业亦可改善建筑公司的业绩弹性、增强业绩可持续性；

**2) 借助智能化与绿色化改造，切入运营领域：**代表性企业是中材国际、中钢国际等专业工程和工程公司，我们认为建筑公司做运维的优势是产线改造本身就是专业工程公司的优势主业，在“碳中和”、“绿色低碳”发展等政策指引下，公司有望借助行业东风进一步凸显优势主业的核心竞争力；而对于建筑公司来说不仅提供了增量市场，此外若能够以收取稳定运营管理费的方式切入运营，商业模式将迎来利好；

**3) 增强内生提效动力，传统地方基建龙头价值属性有望提升：**代表性企业是四川、山东等地地方基建国企，我们认为激励机制自上而下理顺后，地方国企通过压降成本、效率提升实现了利润和财报报表质量的显著提升。而山东、四川等省份区域基建需求景气度高，十四五阶段均有望实现较高增长，随着大股东持股比例的进一步提升，利好公司在省内市场的市占率有望进一步显著提升。

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、建筑减隔震等绿色建筑产业链。

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，我们预计基建央企基本面有望延续向好趋势，而地方国企有望展现较高的收入和利润弹性，推荐山东路桥、中国化学、中国交建、中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国建筑国际等，关注交建和铁建对应的H股以及中国中冶；

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；推荐BIPV相关标的森特股份，建议关注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；建筑减隔震靴子落地，建议关注震安科技、天铁股份。

## 风险提示

**疫情持续时间超预期：**当前我们对全年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