

雨季致新签订单放缓，整体仍稳定扩张

建筑行业

推荐 维持评级

核心观点：

- **新签订单景气度环比回落，整体稳定扩张。**6月份，建筑行业PMI为60.1%，较5月环比持平。建筑业新签订单PMI为51.2%，较5月环比降低2.6pct，继续位于临界点上。6月份，我国大部分地区进入雨季，建筑行业业务拓展受到一定影响，新签订单景气度有所回落，但总体保持稳定扩张态势。
- **固定资产投资稳中求进。**2021年1-5月，我国固定资产投资同比增长15.4%；比2019年1-5月份增长8.5%，两年平均增长4.2%。相较去年低基数，今年投资增速较快。按美元计价，1-5月份，我国进出口额2.27万亿美元，增长38.1%。其中，出口同比增长40.2%，进口同比增长35.6%，贸易顺差同比增长70.19%。1-5月，我国限额零售品消费增速为25.7%，消费整体表现较为强劲。我国经济延续复苏态势。央行例会会议提出保持流动性合理充裕，建筑行业受益。
- **绿色建筑助发展。**十四五规划指出要加强基建补短板，推进新基建建设，实施关键领域重大基建项目建设。2021年基建投资有望保持中等增速。国家政策提出“房住不炒”，房地产销售面积增速或延续高位回落趋势，但房地产竣工端有望随着疫情的好转而持续回升。装配式建筑受政策鼓励，到2026年装配式建筑面积占比有望达到30%。装配式建筑当前渗透率较低，未来发展空间大。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。专业工程存在结构性投资机会。
- **行业集中度提升，建筑业绩和估值或触底回升。**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%。2021Q1建筑行业集中度持续提升。建筑指数PE为8.32倍，位于10年历史分位的2.05%，安全边际高。建议关注基建、地产竣工端、装配建筑、绿色建筑、碳中和等领域投资机会。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)、中衡设计(603017.SH)等。
- **风险提示：固定资产投资下滑的风险；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

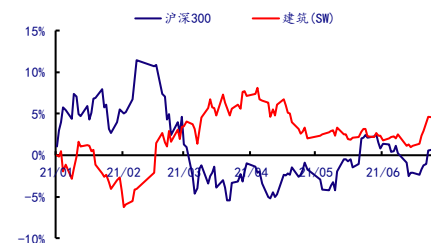
✉: longtianguang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519060004

特此鸣谢: 钱德胜

行业数据

2021.6.30



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

目 录

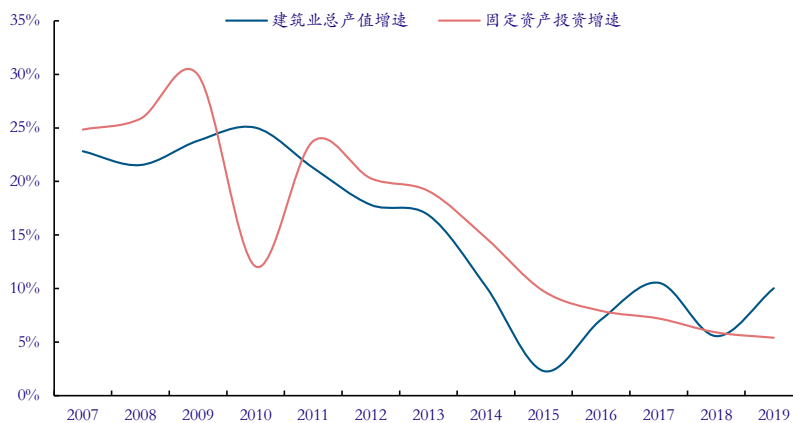
一、新签订单景气度回落，绿色建筑助发展	2
(一) 固定资产投资增速较快.....	2
(二) 绿色建筑获政策鼓励，碳中和与碳达峰助发展.....	3
(三) 2021 年 Q1 建筑业业绩增速大幅反弹.....	3
(四) 复苏延续，流动性或维持合理充裕.....	5
二、建筑行业属于成熟行业	9
(一) 建筑行业波特五力分析.....	9
(二) 建筑行业杜邦分析.....	10
(三) 建筑业主要问题及建议.....	11
三、建筑业新签订单增速持续回升	13
(一) 固定资产投资增速高位回调.....	13
(二) 建筑业新签订单增速持续回升.....	15
(三) 建筑行业估值处于较低水平.....	17
四、投资建议	17

一、新签订单景气度回落，绿色建筑助发展

(一) 固定资产投资增速较快

建筑业总产值和固定资产投资关联大。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 2020 年的 263947 亿元，复合增长率达到 13.47%。2020 年全年国内生产总值 1015986 亿元，建筑业总产值与 GDP 的比值为 25.98%。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或使用价值，建筑业增加值约占国内生产总值的 7%，建筑行业是很多行业的基础，产业关联度较大。

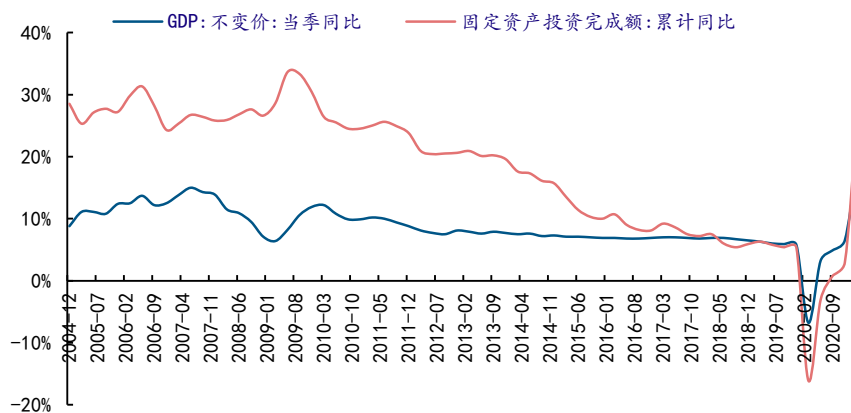
图 1：建筑业总产值增速和固定资产投资增速高度相关



资料来源：国家统计局，Wind，中国建筑业协会，中国银河证券研究院

固定资产投资增速持续反弹，建筑业景气回升。2008 年以来，GDP 增速和固定资产投资增速关联度下降，如果看固定资产投资实际增速，更能反映这一观点。我们认为一方面是投资产出的效率有所下降，另一方面是投资对 GDP 的贡献在下降。2009 年以来，固定资产投资增速持续放缓。2021 年 1-5 月，全国固定资产投资（不含农户）193917 亿元，同比增长 15.4%；比 2019 年 1-5 月份增长 8.5%，两年平均增长 4.2%。其中，民间固定资产投资 112472 亿元，同比增长 18.1%。从环比看，5 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.17%。随着我国经济持续转型升级，长期来看投资增速或稳中求进。

图 2：GDP 增速和固定资产投资增速对比



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

新签订单景气度环比回落，仍保持扩张。6 月份，建筑行业 PMI 为 60.1，较 5 月环比持

平。建筑业新签订单 PMI 为 51.2，较 5 月环比降低 2.6pct，但仍位于临界点之上。6 月份，我国大部分地区进入雨季，建筑行业业务拓展受到一定影响，新签订单景气度有所回落，但总体保持稳定扩张态势。

（二）绿色建筑获政策鼓励，碳中和与碳达峰助发展

2021 年 3 月 12 日，新华社发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》。《十四五》规划中提出了要拓展投资空间、实施乡村振兴、推进新型城市化、发展绿色建筑等。《十四五》规划还提出要降低碳排放强度，支持有条件的地方率先达到碳排放峰值，制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。

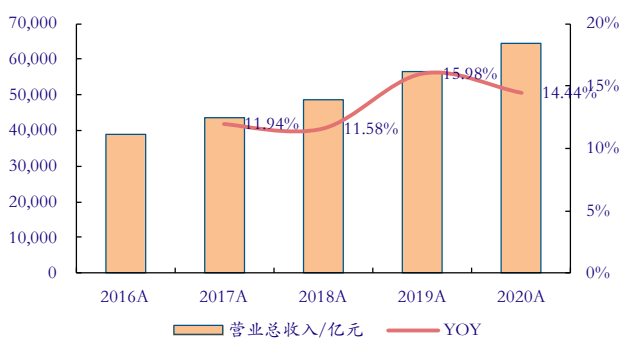
实现“碳中和”，建筑业任重道远。2020 年 9 月 22 日，国家主席习近平在第七十五届联合国大会一般性辩论上宣布我国力争于 2030 年前二氧化碳排放达到峰值，努力争取到 2060 年前实现碳中和。据中国建筑节能协会能耗统计专委会日前的《中国建筑能耗研究报告 2020》分析数据显示，2018 年全国建筑全过程能耗总量为 21.47 亿吨标煤当量（tce），占全国能源消费总量比重为 46.5%；2018 年全国建筑全过程碳排放总量为 49.3 亿 tce，占全国碳排放的比重为 51.3%。建筑全过程包括建材生产阶段、建筑施工阶段（包括建筑拆除）和建筑运行阶段，2018 年建材生产阶段能耗 11 亿 tce，占全国能源消费总量的比重为 46.8%；建筑施工阶段能耗 0.47 亿 tce，占全国能源消费总量的比重为 2.2%；建筑运行阶段能耗 10 亿 tce，占全国能源消费总量的比重为 21.7%。同时，2018 年全国建材生产阶段碳排放 27.2 亿吨二氧化碳当量（tCO₂），占全国碳排放的比重为 28.3%；建筑施工阶段碳排放 1 亿 tCO₂，占全国碳排放的比重为 1%，建筑运行阶段碳排放 21.1 亿 tCO₂，占全国碳排放的比重为 21.9%。根据报告预测，若要实现 2030 年建筑行业碳达峰，“十四五”期末建筑碳排放量应控制在 25 亿 tCO₂，年均增速需要控制在 1.5%；“十四五”期末建筑能耗总量应控制在 12 亿 tce，年均增速需要控制在 2.20%。

为了实现“碳达峰”目标、“碳中和”愿景的实现，中国政府和相关行业部门积极行动。由住房和城乡建设部、国家发展改革委、工业和信息化部等 13 个部门联合印发的《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》，明确要求实行工程建设项目全生命周期内的绿色建造，推动建立建筑业绿色供应链，提高建筑垃圾的综合利用水平，促进建筑业绿色改造升级。住建部决定在湖南省、广东省深圳市、江苏省常州市开展绿色建造试点，促进建筑业转型升级和城乡建设绿色发展。由住房和城乡建设部、国家发展改革委等 7 部门印发的《绿色建筑创建行动方案》则明确，到 2022 年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到 70%，星级绿色建筑持续增加，既有建筑能效水平不断提高，住宅健康性能不断完善，装配化建造方式占比稳步提升。

（三）2021 年 Q1 建筑业绩增速大幅反弹

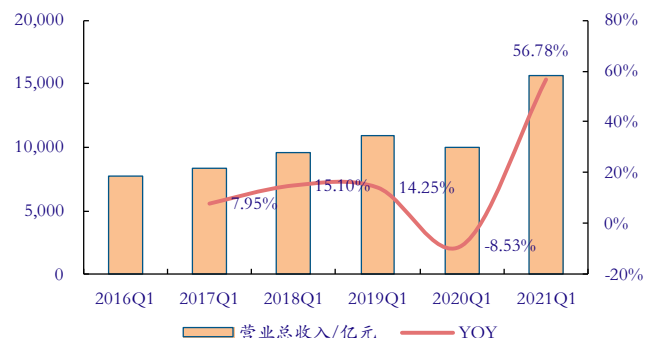
2020 年建筑行业营业收入增速放缓，2021 年 Q1 营业收入增速大幅反弹。建筑行业（CS）2020 年实现营业收入 6.45 万亿元，同比增长 14.44%，增速同比降低 1.54pct，主要受新冠疫情影响。2021 年 Q1 实现营业收入 1.57 万亿元，同比增长 56.78%，增速同比大幅提高 65.31pct。

图 3：建筑行业近年营业收入及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

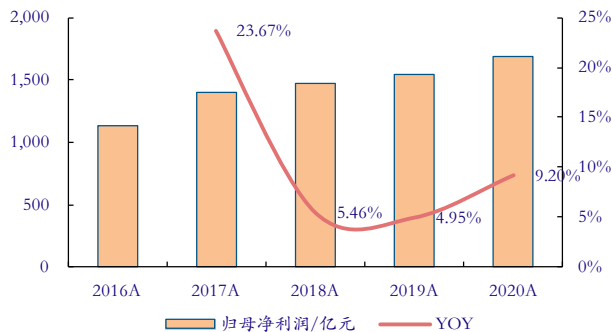
图 4：建筑行业近年一季度营业收入及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

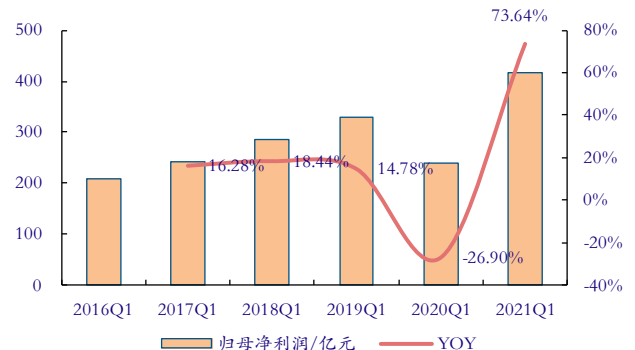
建筑行业 2021 年 Q1 归母净利润大幅反弹。2020 年建筑行业实现归母净利润 1688.95 亿元，同比增长 9.2%，增速同比提高 4.25pct。2021 年 Q1 实现归母净利润 417.32 亿元，同比增长 73.64%，增速同比提高 100.54pct。

图 5：建筑行业近年归母净利润及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

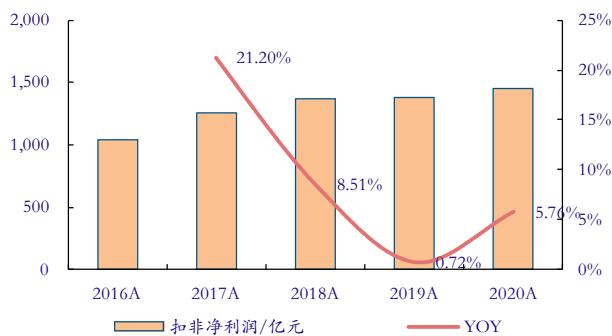
图 6：建筑行业近年一季度归母净利润及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

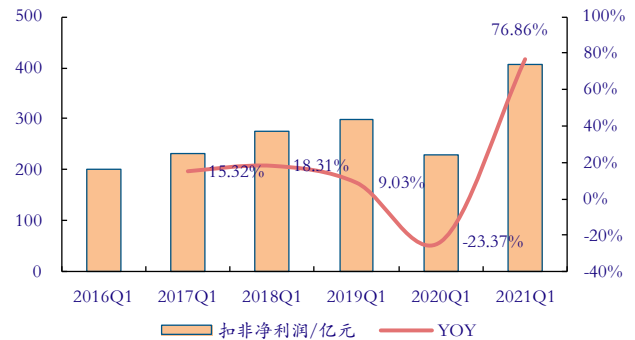
2021 年 Q1 建筑行业扣非净利润大幅反弹。2020 年建筑行业实现扣非净利润 1688.95 亿元，同比增长 5.76%，增速同比提高 5.04pct。2021 年 Q1 实现扣非净利润 405.87 亿元，同比增长 76.86%，增速同比提高 100.23pct。

图 7：建筑行业近年扣非净利润及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

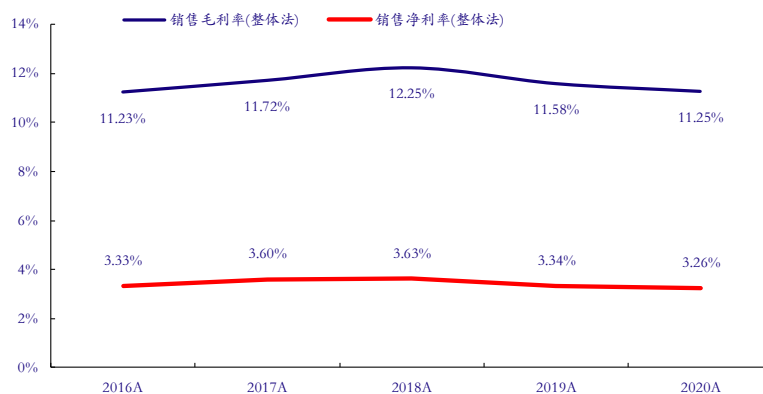
图 8：建筑行业近年一季度扣非净利润及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

建筑 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。疫情使得建筑行业盈利能力下降。综合过去几年来看，建筑行业毛利率和净利率依然较为稳定。

图 9：建筑行业近年毛利率和净利率

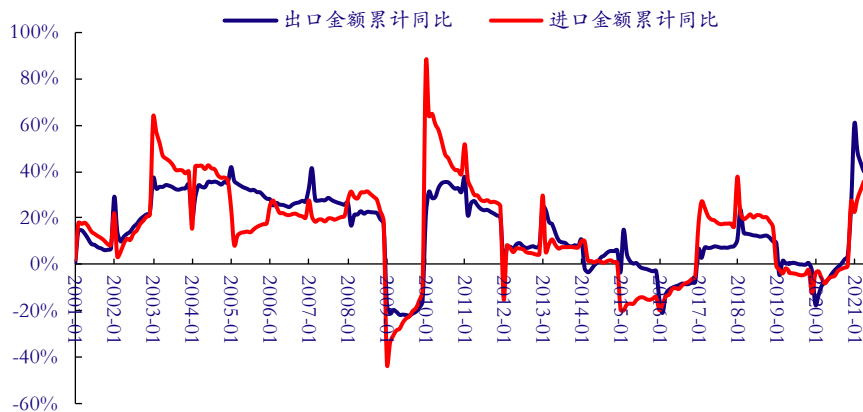


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(四) 复苏延续，流动性或维持合理充裕

进出口增速较快。2021年1-5月，按美元计价，我国进出口额2.27万亿美元，增长38.1%。其中，出口1.24万亿美元，同比增长40.2%，增速较1-4月环比回落3.8pct；进口1.03万亿美元，同比增长35.6%，增速较1-4月环比提高3.7pct；贸易顺差2034.45亿美元，同比增长70.19%。

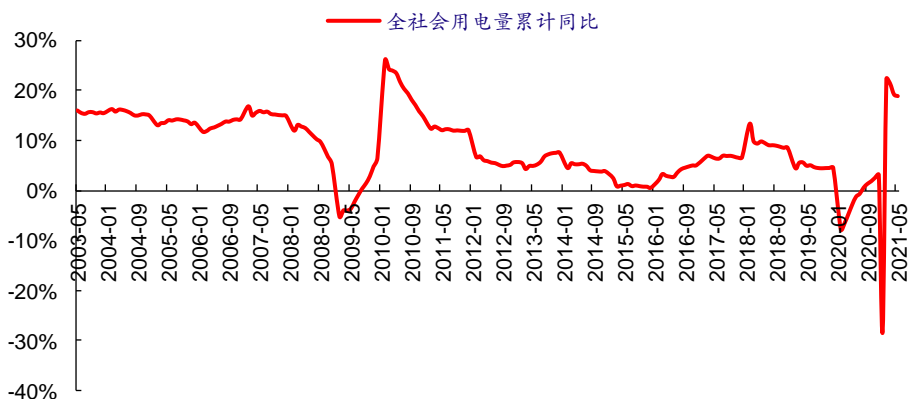
图 10：我国进出口增速



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

2021年1-5月，全社会用电量同比增长18.78%，增速同比提高21.63pct，环比下降0.34pct。

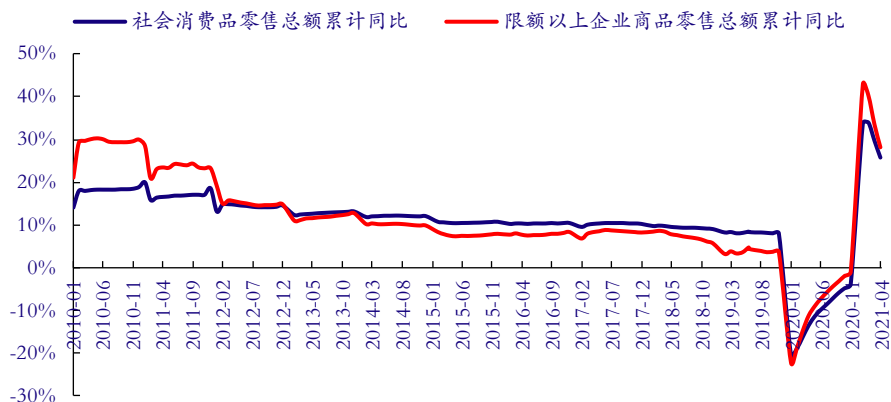
图 11：全社会用电量同比增速



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

2021年1-5月社会消费品零售总额累计同比增长25.7%，增速环比降低3.9pct，限额零售品消费增速为28.1%，增速环比下降5.3pct，主要受同期基数变动较大、年初局部疫情造成的月度间波动等因素影响。

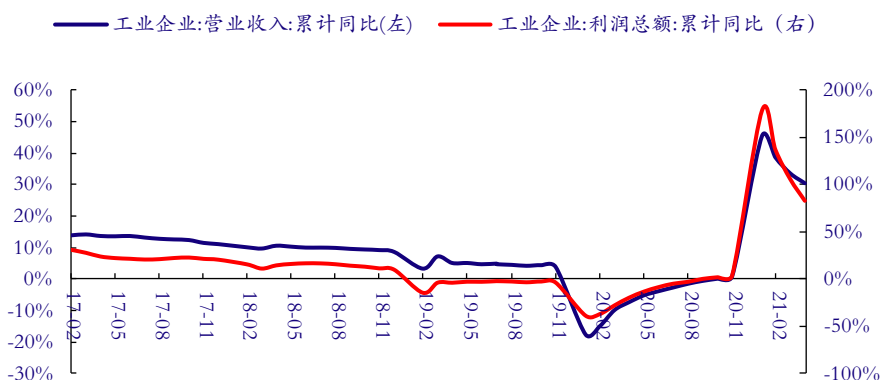
图 12: 社会消费品零售总额增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

我国规模以上工业企业营业收入增速和利润增速高位回调, 有色、石油天然气开采、黑色和化学品表现抢眼。1-5 月份, 全国规模以上工业企业实现利润总额 34247.4 亿元, 同比增长 83.4%, 比 2019 年 1-5 月份增长 48.0%, 两年平均增长 21.7%。其中, 有色金属冶炼和压延加工业利润总额同比增长 3.87 倍, 黑色金属冶炼和压延加工业增长 3.77 倍, 石油和天然气开采业增长 2.73 倍, 化学原料和化学制品制造业增长 2.11 倍, 煤炭开采和洗选业增长 1.09 倍, 汽车制造业增长 81.1%, 电气机械和器材制造业增长 49.8%, 计算机、通信和其他电子设备制造业增长 49.3%。

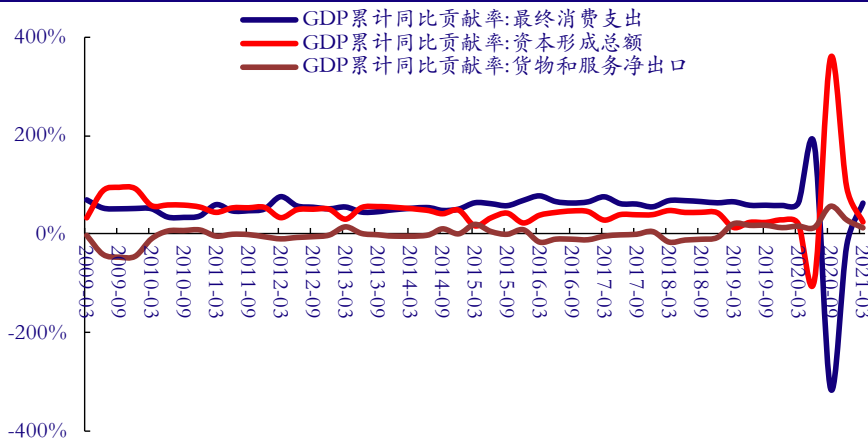
图 13: 我国规模以上工业企业营业收入和净利润增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

2021 年 1-3 月, 最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口三大部分对 GDP 的累计同比贡献率分别为 63.4%、24.5%、12.2%。最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口三大部分对 GDP 的累计同比的拉动分别为 11.6%、4.48%、2.23%。

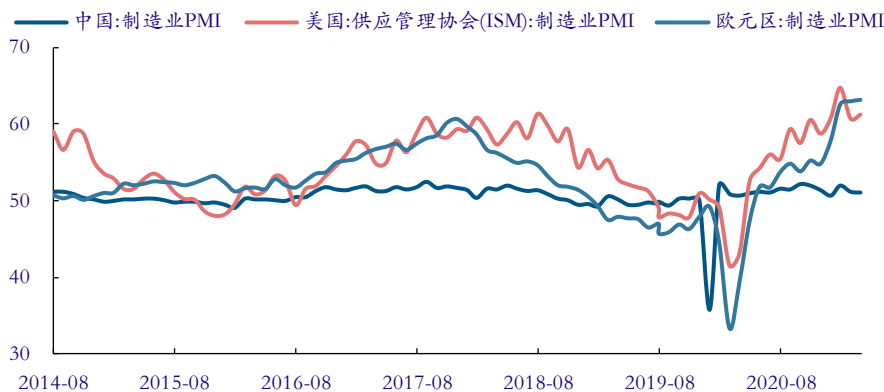
图 14: 我国三大需求对 GDP 累计同比贡献率



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

中国制造业景气度平稳。5月中国制造业PMI为51, 环比下降0.1pct, 制造业PMI连续两个月回落, 但仍高于2019年和2020年同期水平。**美国制造业有望持续复苏。**5月美国供应链管理协会公布的制造业PMI为61.2, 环比提高0.5pct。因经济重启, 被压抑的需求重新释放, 订单需求回升, 美国制造业有望持续复苏。**欧元区制造业PMI维持高位。**欧元区5月制造业PMI终值为63.1, 环比上升0.2pct, 继续维持在高位。

图 15: 全球主要经济体制造业景气度

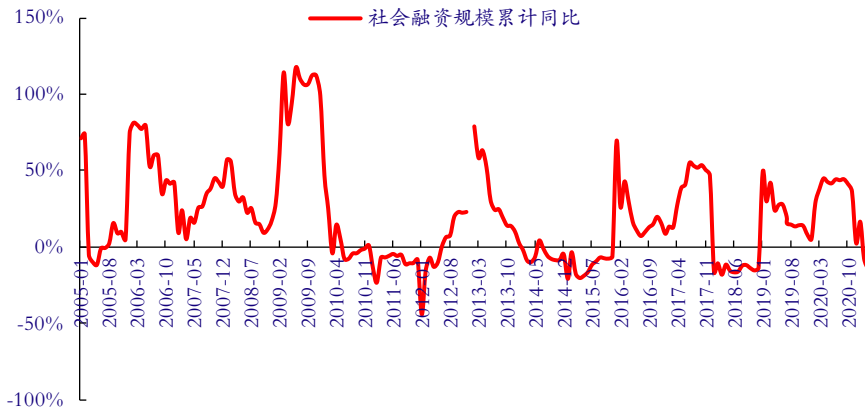


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

流动性有望维持合理充裕, 货币供应量与经济增速相匹配。中国人民银行货币政策委员会2021年第二季度例会于6月25日召开。会议指出稳健的货币政策要灵活精准、合理适度, 把握好政策时度效, 保持流动性合理充裕, 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, 维护经济大局总体平稳, 增强经济发展韧性。

社会融资规模增速高位回落。2021年1-5月, 我国社会融资规模增量为14万亿元, 同比下降19.33%。2020年一季度爆发新冠疫情, 社融同比大幅增长, 去年同期基数较高致使今年增速回落。

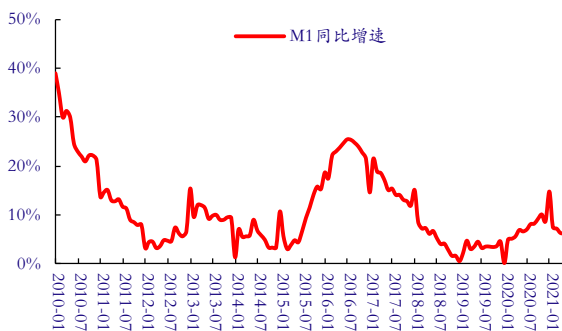
图 16: 社会融资规模增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

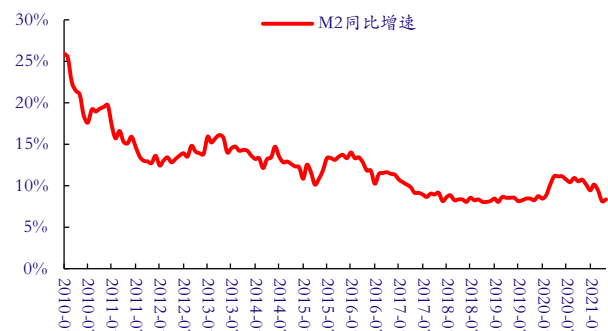
M1、M2 增速环比略有回落。2021 年 5 月, M1 同比增长 6.1%, 增速环比降低 0.1pct, M2 同比增长 8.3%, 增速环比提高 0.2pct。2021 年前 4 个月的 M1 增速高于 2018 年和 2019 年同期水平。

图 17: M1 增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

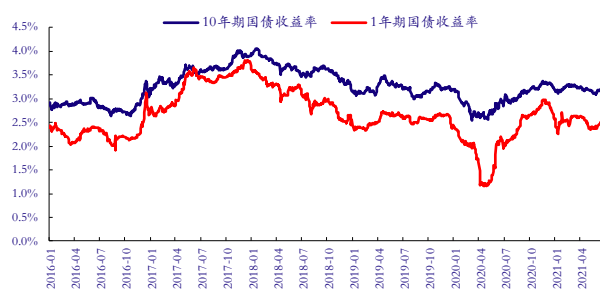
图 18: M2 增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

年初至今, 我国 10 年期和 1 年期国债收益率维持区间震荡, 二者之间的利差先升后降, 截止至 6 月 30 日, 利差较年初略有扩大。

图 19: 10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: 10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率差值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

全球主要国家维持宽松的货币政策。受到疫情影响, 除中国外, 全球多数国家经济均出现明显下滑, 为了推动经济复苏, 多数国家维持此前宽松的货币政策。

表 1: 全球经济体货币政策

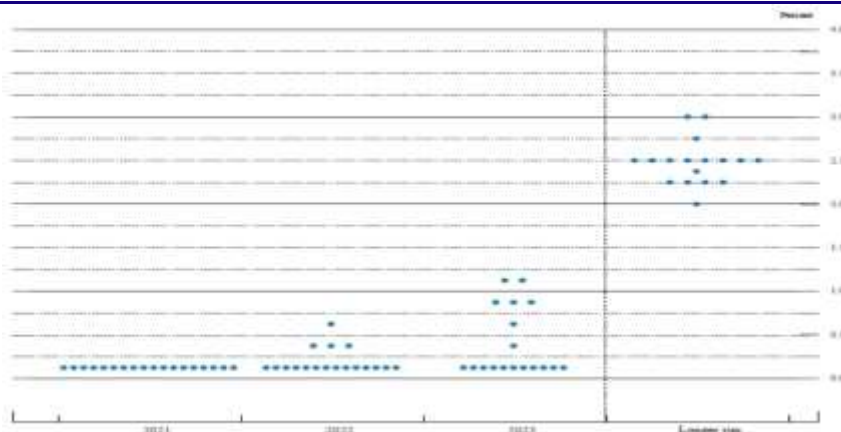
经济体	货币政策
-----	------

中国	1月4日，2021年中国人民银行工作会议召开，会议要求，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。完善货币供应调控机制，保持广义货币和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。
日本	4月27日，日本央行决定，将基准利率维持在-10个基点，同时维持其购买日本房地产信托基金（J-REIT）的承诺。
美国	4月28日，美联储公布4月议息会议声明，宣布维持联邦基金利率目标区间在0%-0.25%区间，并重申将利率维持在当前水平，直至劳动力市场状况达到委员会政策评估框架内充分就业水平或持续超过2%的通胀水平。美联储将继续以每月至少800亿美元增持美国国债、并以400亿美元购买抵押贷款支持证券（MBS），直至实现委员会的最大就业和价格稳定目标取得进一步实质性进展。
欧洲	2月17日，欧洲央行行长拉加德重申，将继续保持当前宽松货币政策不变，以推动欧元区经济复苏。

资料来源：Wind，美联储，腾讯财经，中国银河证券研究院

美联储维持利率不变，整体偏鹰。6月17日，美联储公布利率决议和政策声明、经济预期和点阵图。政策利率方面，将基准利率维持在0%-0.25%不变，将超额准备金利率（IOER）上调5个BP至0.15%，将隔夜逆回购利率上调5个BP至0.05%。

图 21：美联储加息点阵图



资料来源：Federal Reserve，中国银河证券研究院

美国通胀上行带来担忧。6月15日，美国公布5月数据，CPI同比增长5%，预估为4.7%，前值为4.2%，数据刷新2008年以来新高；美联储为刺激经济复苏，维持了较为宽松的货币政策，带来通胀上行担忧。

二、建筑行业属于成熟行业

（一）建筑行业波特五力分析

建筑行业分化较大。我们以四阶段划分行业生命周期：导入期、成长期、成熟期、衰退期，建筑行业整体处于成熟阶段，但结构分化较大。综合来看：（1）房建产业链中的房屋建筑已经处于成熟阶段。钢结构目前正处于积极转型绿色集成建筑的转型阶段，当前渗透率较低，未来发展空间较大；与房地产较密切的装饰装修和园林工程趋于成熟；（2）基建链条中交建路桥趋于稳定，铁路基建和水利水电也已步入成熟，城市轨交正在成长，港口工程处于下行阶段，环保工程景气度较高；（3）专业工程中的核电建设受益核电重启。国际工程属于成熟行业，受国际政治环境影响大。冶金工程受“碳中和”及“碳达峰”政策催化，削减碳排放、碳改造等相关订单有望放量。

建筑行业波特五力分析。波特五力模型认为行业中存在着决定竞争规模和程度的五种力量，这五种力量分别为同行业内现有竞争者的竞争能力、潜在竞争者进入的能力、替代品的替代能力、供应商的讨价还价能力、购买者的讨价还价能力。

建筑行业供应方主要为上游原材料供应商，包括钢铁、水泥、沥青、铝合金等厂商，较为分散，相对供应商的地位，建筑企业属于买方市场，议价能力较强。购买方主要来自政府和企业，地方政府的价格敏感度较低，单个项目金额较大地域属性较强，建筑企业相对地方政府的议价能力较弱。建筑行业属于成熟的传统行业，行业集中度较低，新进入者门槛较低，整个行

业竞争较为激烈。建筑行业的替代者较少，行业估值相对偏低，杠杆较高，其他行业很少进入建筑行业。

图 22：建筑行业波特五力分析

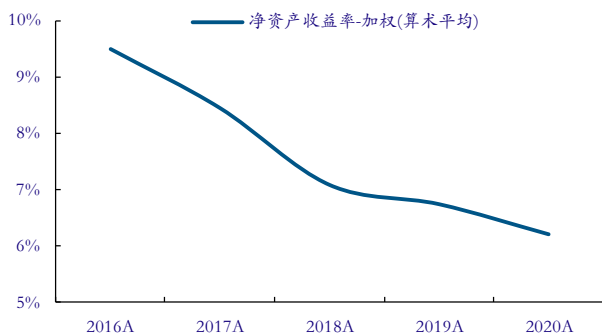


资料来源：MBA 智库，中国银河证券研究院

(二) 建筑行业杜邦分析

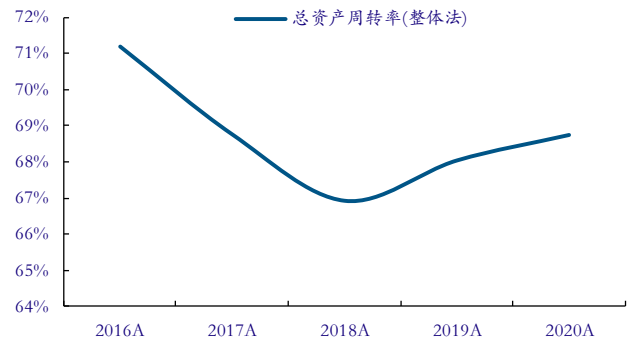
2020 年建筑行业 ROE 为 6.22%，同比降低 0.53pct，ROE 同比下降较为明显。总资产周转率为 0.69 次，同比提高 0.007 次，基本保持稳定。

图 23：2016 年以来建筑行业 ROE



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

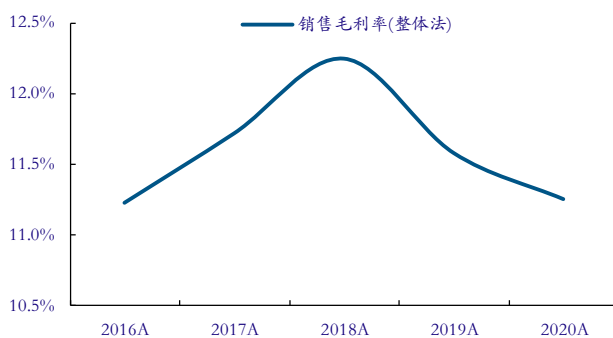
图 24：2016 年以来建筑行业总资产周转率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

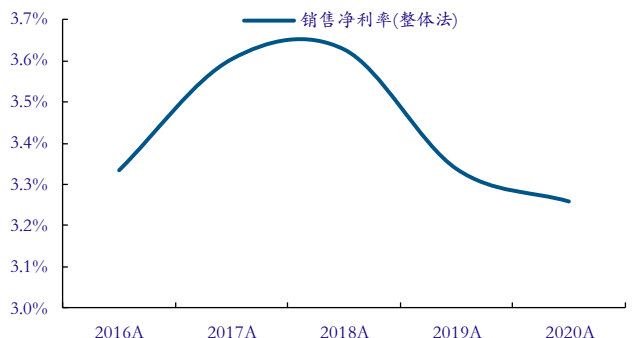
2020 年建筑行业的毛利率为 11.25%，同比降低 0.33pct。净利率为 3.26%，同比降低 0.08pct。

图 25：2020 年建筑行业毛利率同比有所下降



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 26：2020 年建筑行业权益乘数同比有所减小

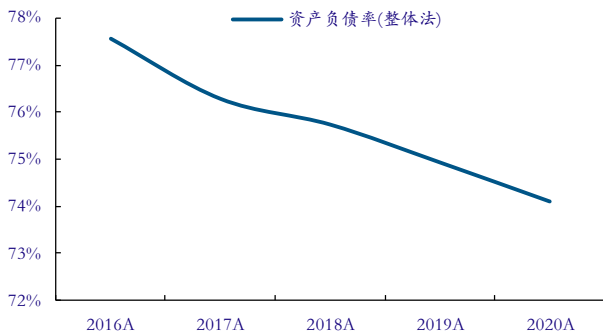


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2020 年建筑行业资产负债率为 73.83%。国资委要求建筑央企降低自身资产负债。建筑行

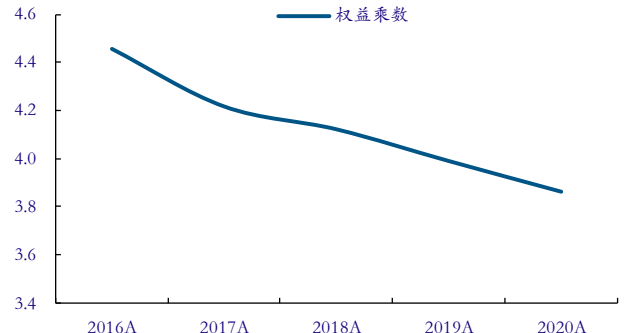
业权益乘数略微减小。从杜邦分析看，建筑行业 ROE 下降，净利率略微下降，总资产周转率微升，权益乘数的有所下降。

图 27：2020 年建筑行业资产负债率同比有所下降



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 28：2020 年建筑行业权益乘数同比有所减小



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(三) 建筑业主要问题及建议

建筑业发展主要问题。2017 年 4 月，住房和城乡建设部印发《建筑业发展“十三五”规划》归纳了建筑业发展的主要问题。包括工程建设组织方式落后，企业的核心竞争力不强，工人技能素质偏低和质量安全事故时有发生等。

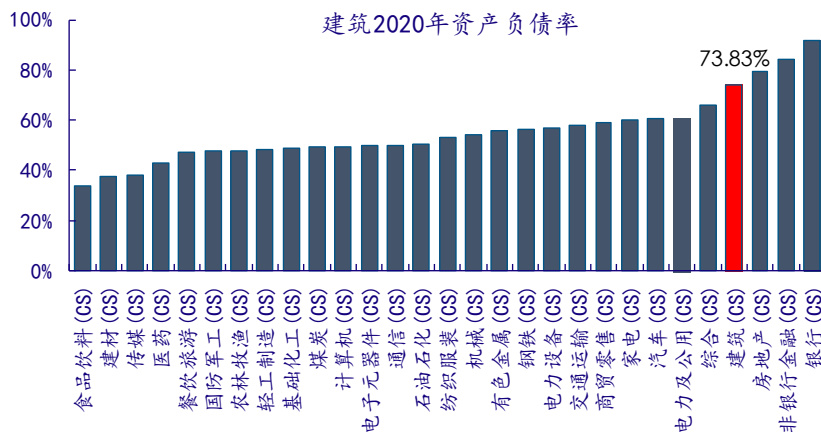
表 2：建筑业发展的主要问题

编号	建筑业发展主要问题
1	工程建设组织方式落后。工程咨询服务管理缺少整合，工程总承包推广缓慢，建设单位存在许多问题。
2	二是建筑企业核心竞争力不强。企业信息化水平低，技术创新能力和集约化程度不够。
3	三是工程质量安全事故时有发生。工程质量问题久治不愈，特重大安全事故时有发生，社会反响强烈。
4	四是工人技能素质偏低。劳务分包方式积弊甚深，用工体制机制不合理，企业只用人不培养人。
5	五是政府监管体制机制不健全。“放管服”不到位，重审批轻监管，带有计划经济色彩。
6	六是市场违法违规行为较多。转包挂靠、违法分包屡禁不止，工程款拖欠普遍存在，市场信用缺失，改革任务十分艰巨。

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

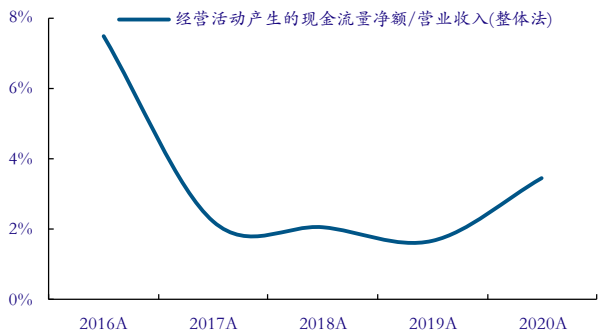
建筑行业资产负债率较高，经营现金流较差。建筑行业的资产负债率较高，2020 年建筑行业资产负债率为 73.83%，在 29 个行业中排在第四高，仅次于银行、非银和地产。建筑企业承包项目时，需要垫付资金，杠杆率较高。

图 29：建筑行业资产负债率较高

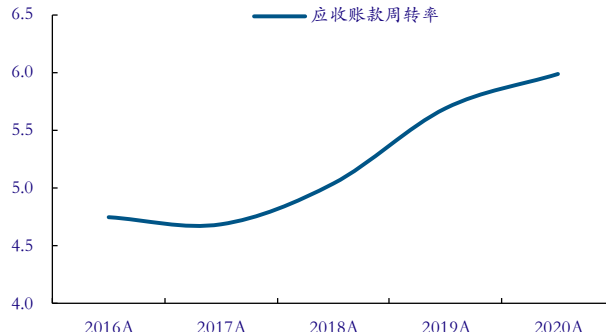


资料来源：证券投资分析，中国银河证券研究院

建筑行业经营性现金流较差，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。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。

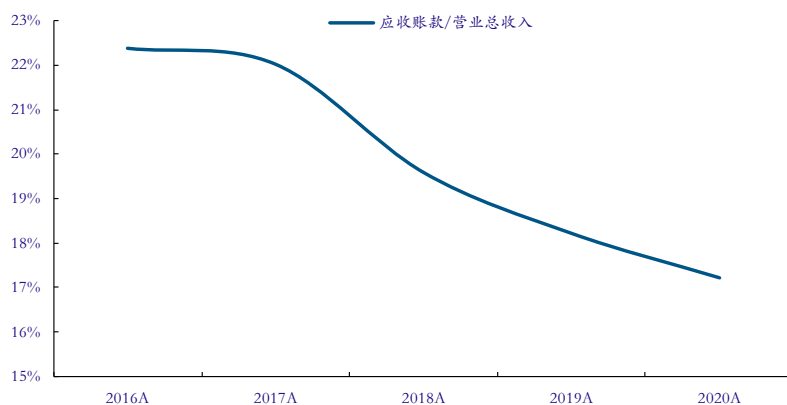
图 30：建筑近年经营活动产生的现金流净额/营业收入


资料来源：Wind，住房和城乡建设部，中国银河证券研究院

图 31：建筑行业应收账款周转率


资料来源：Wind，住房和城乡建设部，中国银河证券研究院

建筑行业回款较难。2016年至2020年建筑行业应收账款占营业收入的比例呈下降趋势，但行业回款难问题依然凸显。

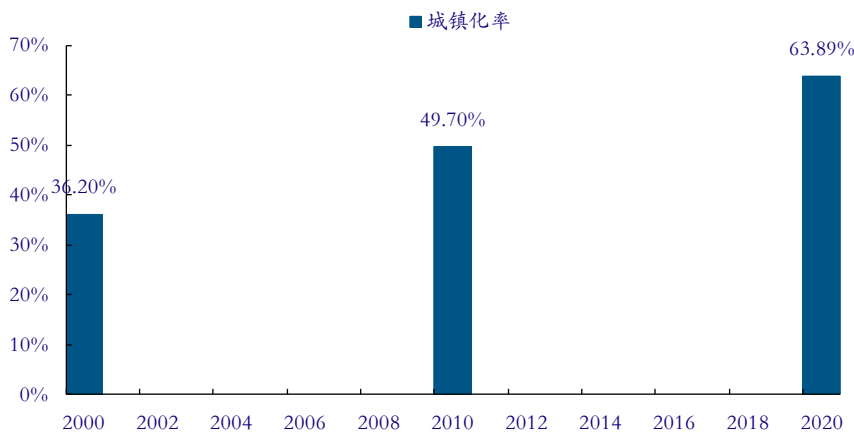
图 32：建筑行业应收账款占比下降


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

降杠杆和深化建筑体制改革较为迫切。从财务角度来看，建筑行业资产负债率，应收账款的回款，经营性现金流等尚有较大的改善空间。《规划》提出了“十三五”时期九大任务。深化建筑业体制机制改革。改革承（发）包监管方式的重点在于改革招标投标制度。发展建筑产业工人队伍。深化建筑业“放管服”改革。提高工程质量安全水平。促进建筑业企业转型升级。积极开拓国际市场。我们认为深化建筑体制改革较为迫切，建筑行业国企较多，建筑国企规模占据主导地位。提升建筑企业的管理、效率和激励机制有望促进建筑行业健康发展。

人口红利下降、城市化率或迎来拐点。建筑业和城市化率及人口结构关联较大。日韩城市化率到达70%以后建筑业进入拐点。2020年我国城市化率为63.89%，我国大中城市城市化率已经接近日本与韩国的拐点时期，预计我国城市化率在“十四五”期间增速将放缓，城市化率将迎来拐点。

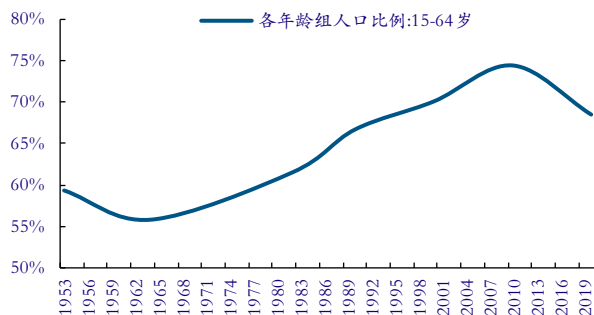
图 33: 中国城市化率或迎来拐点



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

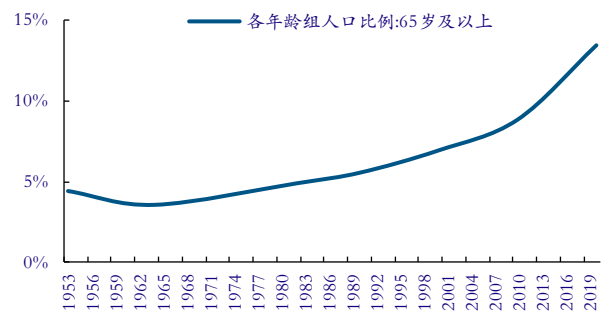
我国 15-64 岁人口占比从 2010 年的 74.53% 持续下降至 2020 年的 68.55%, 65 岁以上人口占比从 2000 年的 6.96% 上升至 2020 年的 13.50%, 而且上升的速度加快, 我国人口老年化现象加剧。虽然我国二胎开放, 然而新生儿成长劳动人口尚需十余年。随着人口红利有所减弱, 相应人工成本逐步上升, 企业负担增加, 特别是人工成本占比较大的建筑业受此影响较大。

图 34: 15-64 岁人口占比降低



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 35: 65 岁以上人口占比逐渐提高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

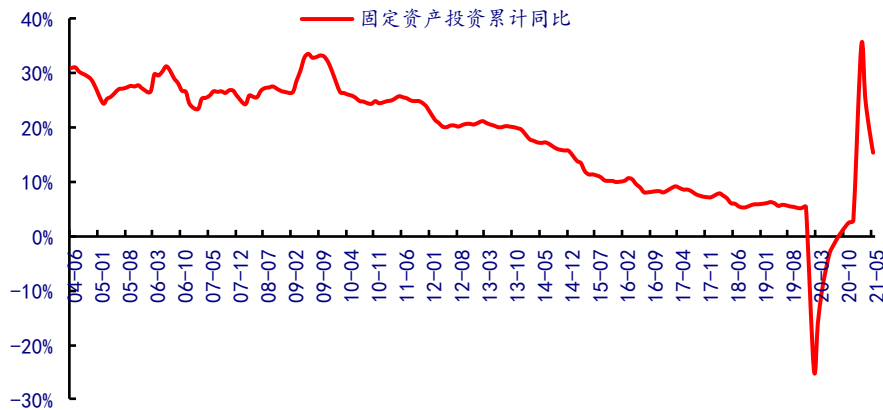
我国城镇化率有望迎来二次拐点, 城镇化增速放缓。此外, 我国人口老年化问题日益突出, 人口红利减弱, 人工成本上升。以上因素对建筑行业的景气度造成不利影响。目前我国开放二胎政策, 未来有望改善人口结构。

三、建筑业新签订单增速持续回升

(一) 固定资产投资增速高位回调

固定资产投资对经济复苏功不可没。建筑业总产值增速与固定资产投资增速高度相关, 建筑业的子行业中, 基建、房建、专业工程都是典型的投资拉动型行业, 其需求分别受基础设施、房地产、相关制造业固定资产投资的波动影响。2020 第二季度以来, 固定资产投资增速缓慢回升, 建筑行业整体需求有望改善。2021 年 1-5 月, 固定资产投资增速为 15.4%, 增速较 1-4 月回落 4.5pct。

图 36: 固定资产投资增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国建筑业协会, 中国银河证券研究院

基建投资有望保持中速增长。2021年1-5月,我国广义基建投资同比增长10.36%,增速较上月高位回落6.55pct。目前疫情逐渐好转,但依然有部分行业受到影响,比如旅游、航空等,基建投资是托底经济发展的重要抓手,预计2021基建投资保持中速增长。

图 37: 广义基建投资同比触底回升

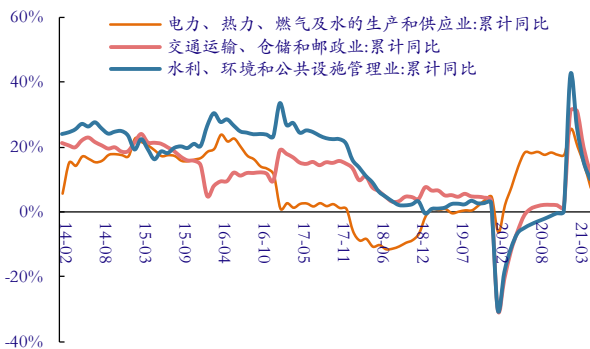


6

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

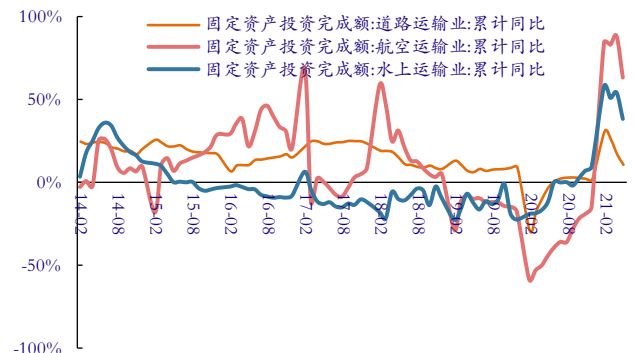
基建细分领域分化大。分领域看,电力、热力及水的生产供应业投资增速高位回落,交通运输仓储邮政也投资增速环比上月持平,水利环境和公共设施管理业投资增速高位大幅回落。具体来看,航空运输业投资延续高增长,水上运输业投资及道路投资增速相对较快。

图 38: 基建投资三大细分领域



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

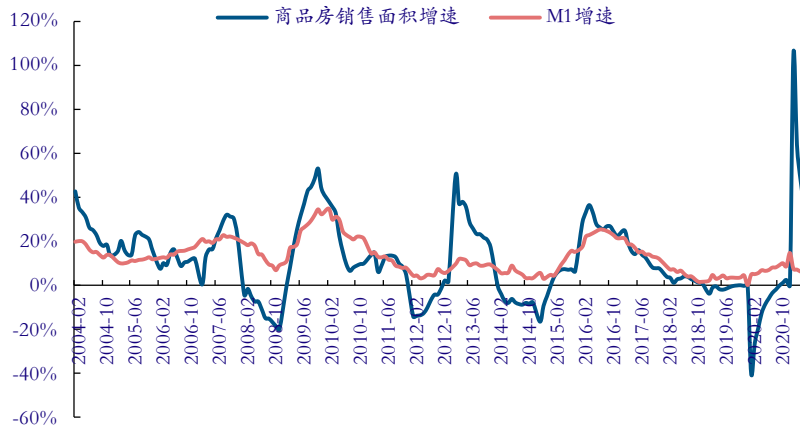
图 39: 景气度有望向好的基建细分领域



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

房地产销售面积增速受调控政策影响。对比房地产销售面积增速和M1增速可知，二者关联度较大。若M1持续回升，则房地产销售面积增速有望企稳。销售回升反过来将带动房地产投资，进而拉动新开工和施工。值得注意的是，房地产调控政策的存在将抑制房价大幅上行，中央政治局会议提出不将房地产作为短期刺激经济的手段，房地产销售面积大幅增长难以重现。

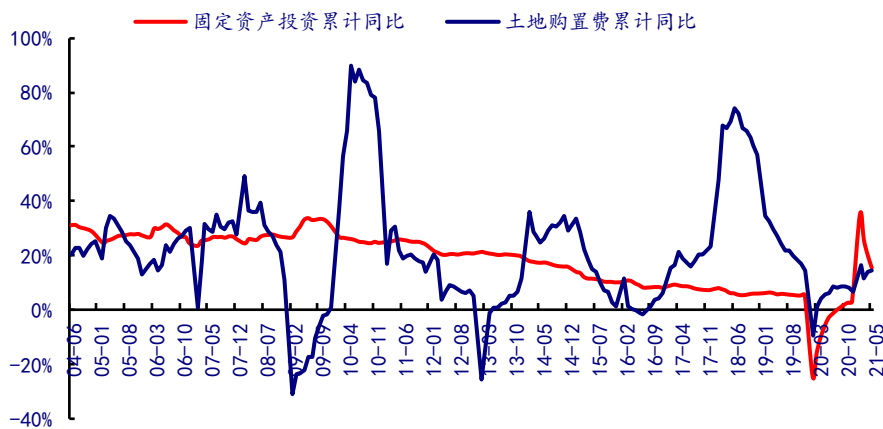
图 40: 商品房销售面积增速与 M1 增速对比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

土地购置费增速放缓或拖累房地产投资增速。2018 年第二季度以来，房地产投资延续较快增长，我们认为土地购置费的高增长是主要贡献因素。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。

图 41: 土地购置费增速与房地产投资增速



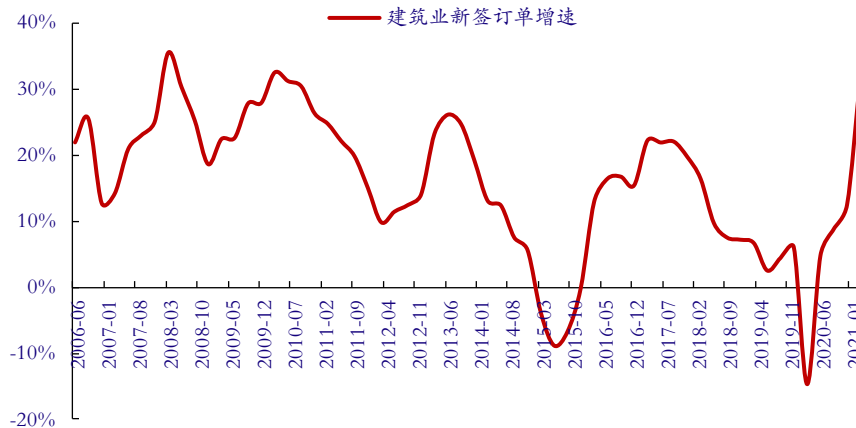
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

专业工程受上游资本开支及行业政策影响较大。关于专业工程行业，我们认为主要受上游企业资本开支影响。若上游企业盈利改善，则其资本开支有望提速，专业工程景气度随之提升。国际工程承包主要受国际政治关系和各国经济影响。核电工程和国家的能源结构与能源政策关联较大。

(二) 建筑业新签订单增速持续回升

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%。2020 年第二季度，建筑行业新签订单增速逐渐回升。2021 年一季度增速为 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。

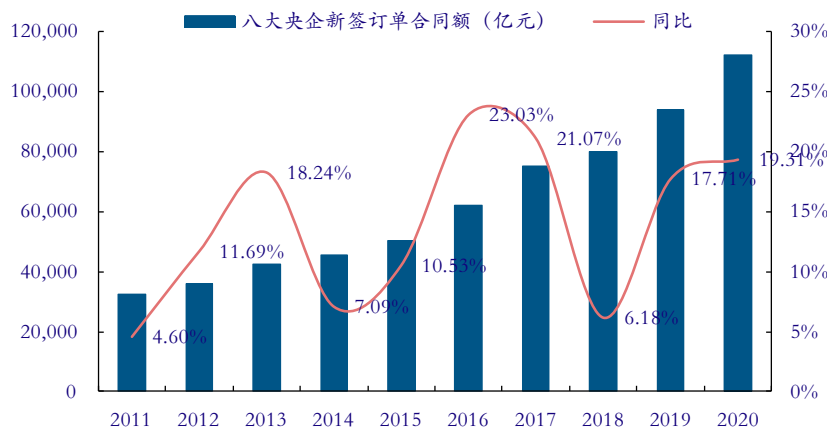
图 42: 建筑业新签合同额增速



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

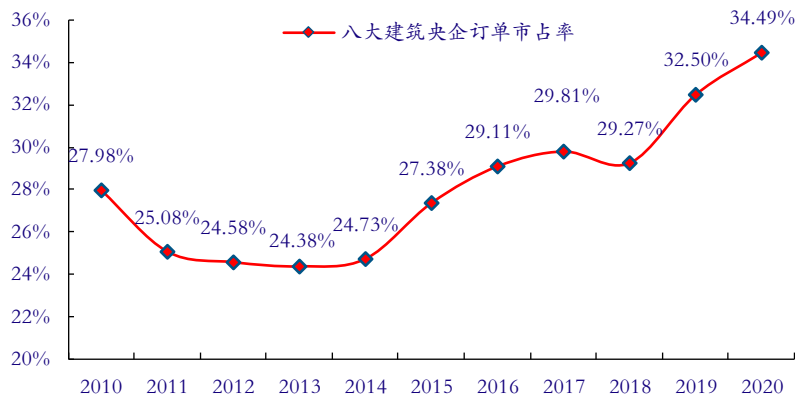
八大建筑央企新签合同增速加快。八大建筑央企 2018 年新签订单额累计同比增长 6.16%，增速创 2012 年以来新低。2018 年主要受去杠杆、PPP 退库、固定资产投资增速下滑等因素制约，建筑行业新签订单增速处于较低位置。2020 年八大建筑央企新签订单额增速为 19.31%，增速同比提高 1.6pct。2021 年一季度，八大建筑央企新签订单额同比增长 44.09%，增速同比提高 42.05pct。建筑龙头企业新签订单增速持续加快。

图 43: 八大建筑央企新签合同额增速



资料来源: 国家统计局, 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及资金成本提升，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，行业集中度或将进一步提升。

图 44：八大建筑央企新签合同市占率


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）建筑行业估值处于较低水平

截至 2021 年 6 月 29 日。建筑指数动态 PE 为 8.32 倍，在过去 10 年的历史分位点为 2.05%。PB 为 0.85 倍，在过去 10 年的历史分位点为 3.13%。市销率为 0.23 倍，在过去 10 年的历史分位点为 6.23%。股息率为 1.71%，在过去 10 年的历史分位点为 52.73%。建筑行业估值处理历史低位，股息率处于历史中位。

四、投资建议

基建投资具有较好发展前景。十四五规划指出要加强基建补短板，推进新基建建设，实施关键领域重大基建项目建设。基建能在改善民生的同时托底经济发展。从去年下半年以来，基建投资增速持续触底回升，2021 年我国基建投资增速有望保持在中速增速水平。基建细分领域的铁路增速持续回升，生态环保投资持续高增长。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)等。此外亦可关注地方基建国企如四川路桥(600039.SH)、山东路桥(000498.SZ)、隧道股份(600820.SH)、安徽建工(600502.SH)、粤水电(002060.SZ)等。施工未启，设计先行。建议关注基建设计企业华设集团(603018.SH)、中衡设计(603017.SH)、华建集团(600629.SH)、同济科技(600846.SH)、勘设股份(603458.SH)等。

房地产竣工端有望随着疫情的好转而持续回升。2020 年 1-5 月，房屋竣工面积为 2.76 亿平方米，同比增长 16.4%，2019 年 1-5 月同比下降 12.4%，房屋竣工面积增速有望持续回升。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。长三角一体化或将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。

装配式建筑潜力较大。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约为 15%。装配式建筑受政策鼓励，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。

专业工程存在结构性投资机会。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。据统计，我国建筑行业碳排放约占总碳排放量的 40%，建筑行业节能减碳至关重要。中钢国际(000928.SZ)加快推进低碳冶金技术布局，全面打造绿色产业链，2020 年全年新签烧结机、高炉、线棒生产线、球团生产线等项目合同额近 140 亿元，未来业绩有

保障。若原油价格为何合理区间，则化建工程企业盈利改善，长期景气度或提升。中长期建议关注中国化学（601117.SH）等。人民币贬值使国际工程企业产生汇兑收益，“一带一路”倡议也有利于国际工程企业，建议关注相关企业。

风险提示：1、固定资产投资下滑的风险。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。

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: GDP 增速和固定资产投资增速对比	2
图 3: 建筑行业近年营业收入及增速	3
图 4: 建筑行业近年一季度营业收入及增速	3
图 5: 建筑行业近年归母净利润及增速	4
图 6: 建筑行业近年一季度归母净利润及增速	4
图 7: 建筑行业近年扣非净利润及增速	4
图 8: 建筑行业近年一季度扣非净利润及增速	4
图 9: 建筑行业近年毛利率和净利率	4
图 10: 我国进出口增速	5
图 11: 全社会用电量同比增速	5
图 12: 社会消费品零售总额增速	6
图 13: 我国规模以上工业企业营业收入和净利润增速	6
图 14: 我国三大需求对 GDP 累计同比贡献率	7
图 15: 全球主要经济体制造业景气度	7
图 16: 社会融资规模增速	8
图 17: M1 增速	8
图 18: M2 增速	8
图 19: 10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率	8
图 20: 10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率差值	8
图 21: 美联储加息点阵图	9
图 22: 建筑行业波特五力分析	10
图 23: 2016 年以来建筑行业 ROE	10
图 24: 2016 年以来建筑行业总资产周转率	10
图 25: 2020 年建筑行业毛利率同比有所下降	10
图 26: 2020 年建筑行业权益乘数同比有所减小	10
图 27: 2020 年建筑行业资产负债率同比有所下降	11
图 28: 2020 年建筑行业权益乘数同比有所减小	11
图 29: 建筑行业资产负债率较高	11
图 30: 建筑近年经营活动产生的现金流净额/营业收入	12
图 31: 建筑行业应收账款周转率	12
图 32: 建筑行业应收账款占比下降	12
图 33: 中国城市化率或迎来拐点	13
图 34: 15-64 岁人口占比降低	13
图 35: 65 岁以上人口占比逐渐提高	13
图 36: 固定资产投资增速	14
图 37: 广义基建投资同比触底回升	14
图 38: 基建投资三大细分领域	14
图 39: 景气度有望向好的基建细分领域	14
图 40: 商品房销售面积增速与 M1 增速对比	15
图 41: 土地购置费增速与房地产投资增速	15
图 42: 建筑业新签合同额增速	16
图 43: 八大建筑央企新签合同额增速	16
图 44: 八大建筑央企新签合同市占率	17

表格目录

表 1: 全球经济体货币政策	8
表 2: 建筑业发展的主要问题	11

分析师承诺及简介

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15层

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：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn