

建筑装饰

抽水蓄能怎么看？关注中国电建、中国能建、粤水电

本周专题：如何看待抽水蓄能？

市场热点：抽水蓄能政策超预期，市场关注度明显提升。8月6日，国家能源局综合司公布了关于征求对《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035年）》意见的函。结合政策内容的分析，我们认为该政策存在两大超预期的内容：

1) 清晰明确的发展目标：意见稿要求到2035年，抽水蓄能电站投产总规模达到300GW。其中，“十四五”期间开工180GW，2025年投产总规模62GW；“十五五”期间开工80GW，2030年投产总规模200GW；“十六五”期间开工40GW，2035年投产总规模300GW，并给出了各省份具体的重点实施项目；**2) 直观明确的投资额数据：**本次中长期规划提出抽水蓄能储备项目布局550余个，总装机规模约680GW，按照抽水蓄能中长期规划发展规模，初步测算了新增投资规模约18000亿元，其中“十四五”、“十五五”、“十六五”期间分别约为9000亿元、6000亿元、3000亿元。

标的梳理：目前中国储能结构以抽水蓄能为主，占比达到89%，但我国抽水蓄能电站装机容量仅为32.49GW，则至2030年，我国抽水蓄能装机拥有10倍左右的增长空间，我们测算21-25年行业装机容量复合增速有望超40%，我们认为利好水电施工建设龙头企业，**建议关注中国电建、中国能源建设、葛洲坝（中国能建拟吸收合并回A）和粤水电。**

行情回顾：低估值板块关注度提升，中国电建、山东路桥涨幅居前

上周建筑（中信）指数下跌0.42%，沪深300指数下跌0.22%，三级子板块除基建、房建板块上涨外，其余子板块悉数下跌，其中基建板块录得3.23%的正收益。个股中，中国核建（13.85%）、中国电建（10.51%）、山东路桥（7.78%）、葛洲坝（3.32%）、中国交建（2.85%）涨幅居前，当前市场热点仍集中于“建筑+新能源”等产业链相关标的，此外低估值板块关注度显著提升。

重点数据回顾：专项债或助力基建增速回升，竣工产业链景气度延续

21年1-7月地产开发投资/狭义基建/广义基建/制造业同比分别+12.7%/+4.6%/+4.2%/+17.3%（较1-6月-2.3pct/-3.2pct/-3.0pct/-1.9pct），较19年同期分别+16.5%/+3.6%/+5.4%/+5.3%，7月单月地产开发投资/狭义基建/广义基建/制造业同比分别+1.4%/-10.5%/-10.1%/+9.1%（较6月-4.6pct/-9.0pct/-9.8pct/-7.3pct）。较19年同期分别+13.2%/-3.4%/-3.1%/+5.7%。我们认为基建投资负增长主要受到施工淡季以及雨水台风等极端天气影响，考虑到8-9月专项债有望大规模发行，后续基建单月增速有望回升，地产投资增速或仍有所回落，但我们仍看好竣工产业链的景气度延续。

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、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及储能、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。

证券研究报告

2021年08月22日

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

朱晓辰

联系人

zhuxiaochen@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《建筑装饰-行业点评:竣工延续高景气，看好水泥、玻璃旺季行情》2021-08-16
- 2 《建筑装饰-行业研究周报:“建筑+”重估系列一：如何理解中国电建的重估价值？》2021-08-15
- 3 《建筑装饰-行业研究周报:看好H2基建景气复苏，建议积极布局“建筑+”多领域投资机会》2021-08-08

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2021/08/20	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000498.SZ	山东路桥	6.51	买入	0.86	1.29	1.64	2.08	7.57	5.05	3.97	3.13
300982.SZ	苏文电能	73.41	买入	1.69	2.25	2.95	3.84	3.85	2.89	2.21	1.70
603098.SH	森特股份	41.30	增持	0.34	0.53	0.77	1.18	121.47	77.92	53.64	35.00
002541.SZ	鸿路钢构	56.30	买入	1.52	2.21	2.85	3.56	37.04	25.48	19.75	15.81
002135.SZ	东南网架	7.64	买入	0.26	0.58	0.70	0.87	158.85	71.21	59.00	47.47
601117.SH	中国化学	9.74	买入	0.74	0.88	1.06	1.25	13.16	11.07	9.19	7.79
601669.SH	中国电建	5.89	买入	0.52	0.59	0.69	0.78	18.73	16.51	14.12	12.49
002949.SZ	华阳国际	15.38	买入	0.88	1.18	1.59	2.06	17.48	13.03	9.67	7.47
601800.SH	中国交建	6.85	买入	1.00	1.19	1.35	1.50	6.85	5.76	5.07	4.57
601668.SH	中国建筑	4.67	买入	1.07	1.24	1.41	1.60	4.36	3.77	3.31	2.92
601390.SH	中国中铁	5.29	买入	1.03	1.14	1.28	1.44	5.14	4.64	4.13	3.67
601186.SH	中国铁建	7.25	买入	1.65	1.93	2.24	2.58	4.39	3.61	3.11	2.70
002081.SZ	金螳螂	6.96	买入	0.88	1.03	1.18	1.36	7.91	6.76	5.90	5.12

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1.本周专题：抽水蓄能怎么看？关注中国电建、中国能建、粤水电	4
1.1.1. 抽水蓄能是什么？	4
1.1.2. 抽水蓄能的市场空间如何？	6
1.1.3. 抽水蓄能相关的标的有哪些？	7
2.行情回顾：低估值板块关注度提升，中国电建、山东路桥涨幅居前	8
3.重点数据追踪：专项债或助力基建增速回升，竣工产业链景气度延续	9
4.投资建议	11
5.风险提示	11

图表目录

图 1：抽水蓄能工作原理	4
图 2：宁海抽水蓄能电站三维透视图	4
图 3：2020 年我国储能结构	5
图 4：抽水蓄能产业链及在电网端接入方式	8
图 5：中信建筑三级子行业上周（0816-0820）涨跌幅	9
图 6：建筑个股涨幅前五	9
图 7：代表性央企&国企涨跌幅	9
图 8：建筑三大下游板块投资累计同比增速	9
图 9：基建细分子行业累计投资同比增速	9
图 10：房地产本年土地购置面积累计同比增速	10
图 11：房地产新开工面积累计同比增速	10
图 12：房地产竣工面积累计同比增速	10
图 13：房地产销售面积累计同比增速	10
表 1：各类储能技术比较	5
表 2：国内外抽水蓄能电站主要运营模式比较	6
表 3：国内外抽水蓄能电站主流电价机制比较	6
表 4：抽水蓄能电站在建案例	7
表 5：抽水蓄能十四五至十六五详细测算	7
表 6：部分公司代表性抽水蓄能项目梳理	8

1.本周专题：抽水蓄能怎么看？关注中国电建、中国能建、粤水电

抽水蓄能政策超预期，市场关注度明显提升。8月6日，国家能源局综合司公布了关于征求对《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035年）》意见的函，并要求于8月16日前将书面意见反馈，由此抽水蓄能的市场关注度明显提升。结合政策内容的分析，我们认为该政策存在两大超预期的内容：**1) 清晰明确的“十四五”、“十五五”和“十六五”发展目标：**意见稿要求到2035年，抽水蓄能电站投产总规模达到300GW。其中，“十四五”期间开工180GW，2025年投产总规模62GW；“十五五”期间开工80GW，2030年投产总规模200GW；“十六五”期间开工40GW，2035年投产总规模300GW，并给出了各省份具体的重点实施项目；**2) 直观明确的投资额数据，想象空间广阔：**本次中长期规划提出抽水蓄能储备项目布局550余个，总装机规模约680GW，按照抽水蓄能中长期规划发展规模，初步测算了新增投资规模约18000亿元，其中“十四五”、“十五五”、“十六五”期间分别约为9000亿元、6000亿元、3000亿元。

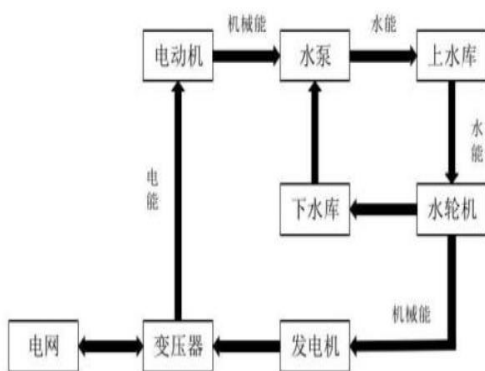
根据意见稿中数据显示，目前我国抽水蓄能电站装机容量仅为32.49GW，则至2030年，我国抽水蓄能装机拥有10倍左右的增长空间，我们测算21-25年行业装机容量复合增速有望超40%，处于快速扩容的状态，我们认为利好水电施工建设龙头企业，**建议关注中国电建、中国能源建设、葛洲坝（中国能建拟吸收合并回A）和粤水电。**

1.1.1. 抽水蓄能是什么？

储能技术，是目前制约可再生能源大规模利用的最主要瓶颈之一。当前主要的可再生能源（如风能、太阳能、潮汐能等）存在两个致命的问题，一是间歇性，二是稳定性差。因此，如何利用储能技术将这些间歇式能源“拼接”起来，并形成稳定的输出，是提高可再生能源比例和大规模利用的关键问题。

抽水蓄能的工作原理是充分利用电力系统中某时段多余的电能，把下水库的水抽到上水库内，以势能的形式蓄能，电力系统需要时再从上水库放水至下水库进行发电。抽水蓄能电站主要由上水库、下水库和输水发电系统组成，上下水库之间存在一定落差，电站利用负荷低谷时过剩的电力驱动水泵，将水从下水库抽到上水库储存起来，然后在次日负荷高峰时将上水库的水能放至下水库发电，以此循环。在抽水发电的过程中，虽然会造成一部分电能的流失，但相比其他发电机组需要频繁起停机来调峰，效益更佳。

图 1：抽水蓄能工作原理



资料来源：刘凯《分布式光伏电站与抽水蓄能联合运行研究》，天风证券研究所

图 2：宁海抽水蓄能电站三维透视图



资料来源：电气样本网，天风证券研究所

抽水蓄能是目前大规模储能的首选。当前技术条件下，如机械储能、化学储能等储能系统与抽水蓄能电站相比，电能转化效率提高不到20%，但运行寿命较低，且最大储能能力较小。可以说，我们认为在现阶段，抽水蓄能电站是兼备技术成熟、规模大、寿命长、造价低等优势

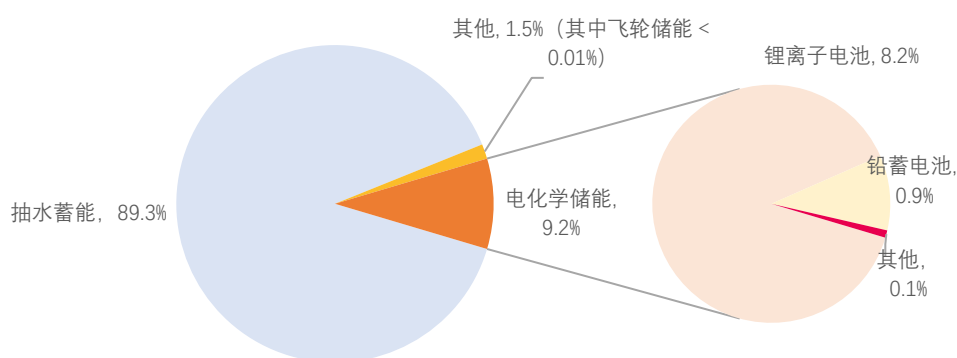
表 1: 各类储能技术比较

储能类型	运行寿命 (年)	额定功率(千瓦)	放电时间	单位千瓦投资 (元)	电能转化效率	特点	
机械储能	抽水蓄能	40-60	10 万-500 万	1-24 小时+	4500-5500	75%	适于大规模储能, 技术成熟 。受地理资源制约, 淹没耕地、树木和绿地等
	压缩空气	20-40	5000-300 万	1-24 小时+	3000-5500		适于大规模储能。响应慢, 受地理资源制约, 需要天然气供应、有温室气体排放
	飞轮储能	<15	0-250	毫秒级-15 分	4000		比功率较大。成本高, 噪声大
电磁储能	20	0-1 万	毫秒级-60 秒	4000	<95%	响应快。成本高, 维护困难	
电化学储能	5-15	0-5 万	秒级-小时级	1750*持续小时	65%-85%	比能量与比功率较高。储能密度低, 高温条件、运行安全问题有待改进, 寿命短, 存在环保问题(有毒残余量)	
热储能	熔融盐蓄热储能	5-15	0-6 万	1-24 小时+	4000		依托太阳能发电

资料来源: 大坝新闻公众号, 阳光工匠光伏网, 天风证券研究所

中国储能结构以抽水蓄能为主, 占比达到 89%。根据 CNESA 统计, 截至 2020 年底, 中国已投运储能项目累计装机规模 35.6GW, 占全球市场规模的 18.6%, 同比增长 9.8%, 其中, 抽水蓄能累计装机规模 31.79GW, 同比增长 4.9%, 占我国储能结构的 89.3%, 电化学储能累计装机规模为 3269.2MW, 同比增长 91.2%, 占我国储能结构的 9.2%, 电化学储能拆分来看, 锂离子电池占我国储能结构的 8.2%, 是主要的电化学储能方式。

图 3: 2020 年我国储能结构



资料来源: CNESA, 天风证券研究所

抽水蓄能电站主要运营模式有电网运营, 租赁运营和独立运营三种, 电价核算机制也有所不同。全球抽水蓄能电站中约 85% 的电站采用内部核算制(电网统一经营)或租赁制形式解决投资回报问题, 采用内部核算制的主要有法国、日本以及美国的一些州, 其没有独立的抽水蓄能电价。租赁制形式是由第三方投资, 由电网来租赁, 相关费用纳入电网统一核算, 再通过销售电价一并疏导。日本有两种情况, 有的抽蓄电站由电网公司建设, 也有一些由发电公司建设, 采用租赁制, 租给当地电网公司, 租赁费作为电网公司成本的一部分, 在销售电价中疏导。其余 15% 的情况是抽蓄电站参与市场竞争, 典型代表是英国和美国一些地区, 但这些电站通过市场竞争来参与电能量和辅助服务市场获得的收入仅占到收益的

20%-30%，其他绝大部分还是通过补偿的方式获取。

表 2：国内外抽水蓄能电站主要运营模式比较

运营模式	主要特点
电网运营模式	抽水蓄能电站由电网公司或厂网合一的电力公司全资建设，作为电力系统中的一个环节接受电网调度，不能自发确定发电计划。
租赁运营模式	拥有抽水蓄能电站产权的企业不直接运营电站，而是租赁给电网运营管理，如美国 Summit 抽水蓄能电站、卢森堡维昂登抽水蓄能电站等，该模式下抽水蓄能电站的收益仅来自于运营权转让，即租赁费。
独立运营模式	在厂、网分开，有竞争性电力市场的国家和地区，非电网企业投资开发的抽水蓄能电站的运营模式，该模式下抽水蓄能电站主要通过双边交易、平衡市场和辅助服务市场获取收益。如在英格兰和威尔士这种成熟的竞争性电力市场中，无论是早期的强制性电力库模式还是现在的双边交易模式，电力产品已经细分，并各自独立交易。

资料来源：能源研究俱乐部公众号，天风证券研究所

两部制电价是中国主要电价核算方式，两部制电价能够更好地体现抽水蓄能电站在电力系统中削峰填谷、吸纳新能源的价值和作用，进一步促进抽水蓄能电站建设。两部制电价由容量电价和电量电价构成，由国家政府价格主管部门核定。目前中国浙江天荒坪、湖北天堂、江苏沙河抽水蓄能电站均采用两部制电价。公开信息显示，天荒坪是中国最早运用两部制电价的抽蓄电站，该电站的装机容量 1800 兆瓦，设计年发电量 31.6 亿千瓦时，服从电网统一调度，容量电价 470 元/千瓦/年，电量电价 0.264 元/千瓦时，抽水电价 0.1829 元/千瓦时。

表 3：国内外抽水蓄能电站主流电价机制比较

电价机制	典型代表国家	优点	缺点
内部核算制	日本、法国以及美国一些州	效益与电网捆绑，电网按需调度，收入稳定，有利于吸引地方资金。	未反映实时价值，调度缺乏价格信号；租赁成本未得到有效分摊；电站主观能动性低。
租赁制	日本、美国	易于结算、权责分明，电网可按需调度，电站经营管理收入较为稳定。	租赁费是事前按“成本+收益”核定，并不能真正反映抽水蓄能电站的实时价值，租赁期限和租赁费的核定、考核存在难点。
两部电价制	中国	既有利于吸引投资，也有利于电网灵活调度。	电网承担了市场预测风险，且计量计费系统比较复杂。
参与电力市场竞争	英国、美国 RTO/ISO 覆盖区、德国、瑞士	以价格信号反映价值，有效分摊成本，免于核算。	上网电价高，有电价波动风险；辅助服务价值难准确衡量；缺乏激励机制。
固定收入+变动竞价式	英国	固定收益保障基本收益，变动收入体现价值，电站积极性高。	需要较为成熟市场条件和完善市场激励机制。

资料来源：能源研究俱乐部公众号，天风证券研究所

1.1.2. 抽水蓄能的市场空间如何？

按照抽水蓄能中长期规划发展规模，国家能源署初步测算了新增投资规模约 18000 亿元，其中“十四五”、“十五五”、“十六五”期间分别约为 9000 亿元、6000 亿元、3000 亿元，我们进一步进行测算验证：

根据北极星储能网数据，我们选取浙江磐安抽水蓄能电站、黑龙江省海林市荒沟抽水蓄能电站和九峰山抽水蓄能电站三大典型在建抽蓄案例，三个项目对应的单位装机容量（每万千瓦）分别为 0.63/0.48/0.60 亿元，则平均的单位装机容量投资额约为 0.58 亿元。

表 4：抽水蓄能电站在建案例

	投资（亿元）	电站总装机容量（万千瓦）	投资：每万千瓦/亿元
浙江磐安抽水蓄能电站	76	120	0.63
黑龙江省海林市荒沟抽水蓄能电站	58	120	0.48
九峰山抽水蓄能电站工程	126	210	0.60
平均	65	113	0.58

资料来源：北极星储能网，天风证券研究所

抽水蓄能市场快速扩容，21-25 年行业增速有望超 40%。目前来看，截至 2020 年，我国抽蓄总装机容量共 31.79GW，而根据《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035 年）》，预计十四五规划新装机 180GW，则抽水蓄能行业 2021-2025 年行业复合增速有望达 41.8%，我们考虑到抽蓄电站建设周期通常约为 4-6 年（其中勘测设计 1-2 年，施工周期 3-4 年），考虑到十四五期间新开工 180GW 的总装机容量，若 21-25 年按照 20%左右的年均增长，此外考虑到设计周期的 1-2 年时间通常不能施工，若我们假设每一个五年的建设周期的投资额以 20%递延至下一个五年计划，则我们测算十四五/十五五/十六五期间投资额为 8324/5780/3237 亿元，符合抽水蓄能中长期发展规划初步测算的水平，投资空间广阔。而根据浙江磐安抽水蓄能项目测算，我们预计随着抽水蓄能十四五规划的逐步实施，二氧化碳排放量有望在十四五期间降低 3369 万吨，对于碳中和、碳达峰具有积极的意义。

表 5：抽水蓄能十四五至十六五详细测算

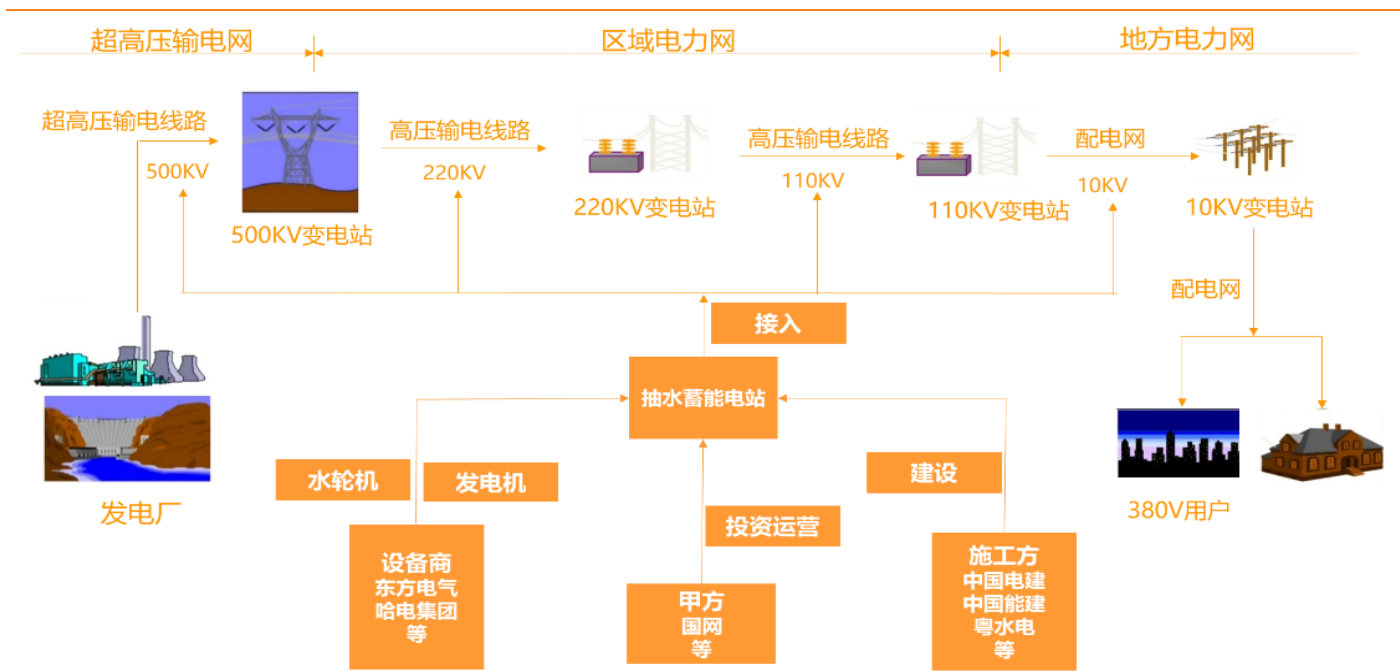
	电站总装机容量（万千瓦）	投资金额（亿元）	30 万千瓦发电机组	吸纳低谷电量（亿千瓦时）	提供高峰电能（亿千瓦时）	减少排放二氧化碳(万吨)
单位装机效益测算（万千瓦）	1	0.58	0.03	0.13	0.10	0.19
2020 年新装机容量	152	88	5	20	15	28
截至 2020 年累计装机	3179	1562	106	424	318	595
2021E	2419	1119	81	323	242	453
2022E	2903	1342	97	387	290	543
2023E	3483	1611	116	464	348	652
2024E	4180	1933	139	557	418	782
2025E	5016	2319	167	669	502	939
十四五开工合计	18000	8324	600	2400	1800	3369
十五五开工	8000	5780	267	1067	800	1497
十六五开工	4000	3237	133	533	400	749

资料来源：国家能源局《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035 年）》，天风证券研究所

1.1.3. 抽水蓄能相关的标的有哪些？

从产业链的角度来看，整个抽水蓄能产业链包括设备商、投资运营商以及施工建设方，设备方面，主要是生产和销售水轮机及发电机的设备厂商，而投资运营方一般为国家电网，由甲方投资建设及运营抽蓄电站，由于主要在输电端进行抽蓄电站建设；国家电网通常委托第三方专业的建设机构进行设计建设，由于工程难度较高，有一定技术壁垒，一般为中国电建、中国能建下属设计院及部分省级电力设计院进行勘察设计及建设工作，我们详细梳理了相关的建筑公司主要有中国电建、葛洲坝（中国能建拟吸收合并回 A）和粤水电。

图 4：抽水蓄能产业链及在电网端接入方式



资料来源：易筑电气公众号，天风证券研究所

中国电建依托公司在水电领域全球龙头地位，主要抽水蓄能电站均有电建参与身影。国内抽水蓄能市场，中国电建规划设计方面参与份额占比约 90%，承担建设项目份额占比约 80%，21 年公司中标内蒙芝瑞抽水蓄能电站（22 亿）、河北易县抽水蓄能电站（20 亿），是国内抽水蓄能市场发展最大的受益者，此外葛洲坝和粤水电也参与了国内抽水蓄能电站的建设，我们预计随着政策持续推动下，抽水蓄能业务有望明显增加。

表 6：部分公司代表性抽水蓄能项目梳理

公司	时间	项目名称	金额（亿元）
中国电建	2017.01	广东省梅州抽水蓄能电站输水发电系统土建工程	7.26
	2017.12	陕西镇安抽水蓄能电站土建及金属结构安装工程施工	18.79
		浙江宁海抽水蓄能电站筹建期洞室及道路工程施工	6.07
	2018.01	福建厦门抽水蓄能电站土建及金属结构安装工程施工	18.7
	2020.08	河南省五岳抽水蓄能电站输水发电系统工程	8.76
	2020.12	河南省五岳抽水蓄能电站上水库工程施工	7.83
		新疆哈密抽水蓄能电站筹建期洞室道路及房建工程	6.59
	2021.02	内蒙古芝瑞抽水蓄能电站主体土建及金属结构安装工程施工合同	21.67
	2021.03	河北易县抽水蓄能电站主体土建及金属结构安装工程施工合同	19.55
2021.07	河北抚宁抽水蓄能电站输水发电系统工程	8.47	
	2018.02	广东阳江抽水蓄能电站下水库土建工程	4.54
葛洲坝	2020.03	土耳其埃利迪尔抽水蓄能电站项目 EPC 框架合同	106.2

资料来源：公司公告，天风证券研究所

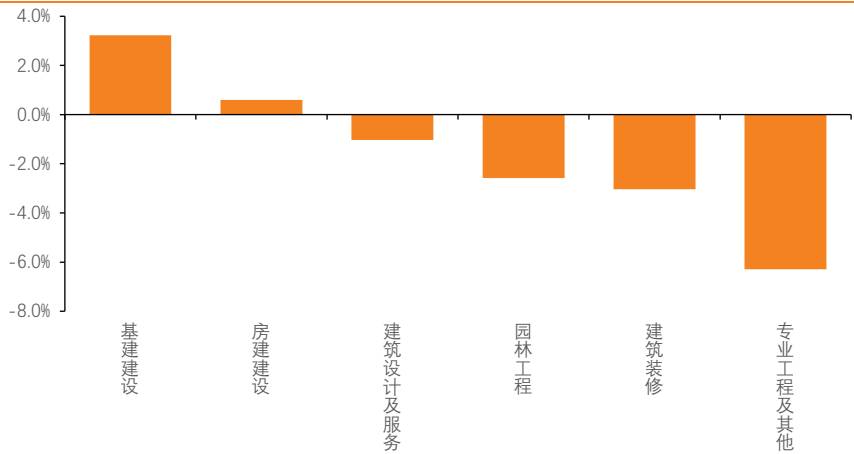
2.行情回顾：低估值板块关注度提升，中国电建、山东路桥涨幅居前

上周建筑（中信）指数下跌 0.42%，沪深 300 指数下跌 0.22%，三级子板块除基建、房建板块上涨外，其余子板块悉数下跌，其中基建板块录得 3.23%的正收益。个股中，中国核建(13.85%)、中国电建(10.51%)、山东路桥(7.78%)、葛洲坝(3.32%)、中国交建(2.85%) 涨幅居前，当前市场热点仍集中于“建筑+新能源”等产业链相关标的，此外低估值板块关注度显著提升。

我们认为当前时点整体建筑板块关注度高，已逐步穿过至暗时刻，考虑到低估值建筑蓝筹

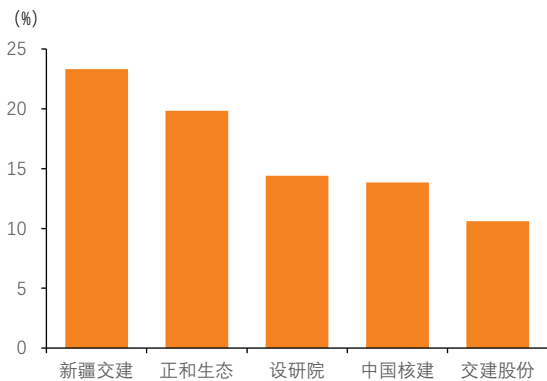
短期基本面持续向好,中长期有望受益于集中度提升、商业模式改善及自身效率改善, BIPV、装配式、储能等绿色产业链长坡厚雪,中长期高成长可期,持续看好“建筑+”多领域的投资机会。此外传统建筑央企自身旗下优质资产众多,与新能源等领域相关的运营资产价值有望重估。

图 5: 中信建筑三级子行业上周 (0816-0820) 涨跌幅



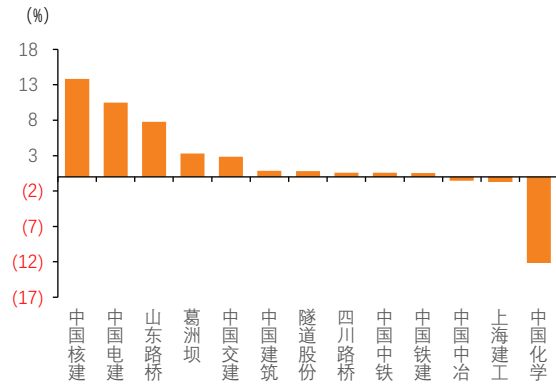
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 6: 建筑个股涨幅前五



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 7: 代表性央企&国企涨跌幅



资料来源: Wind、天风证券研究所

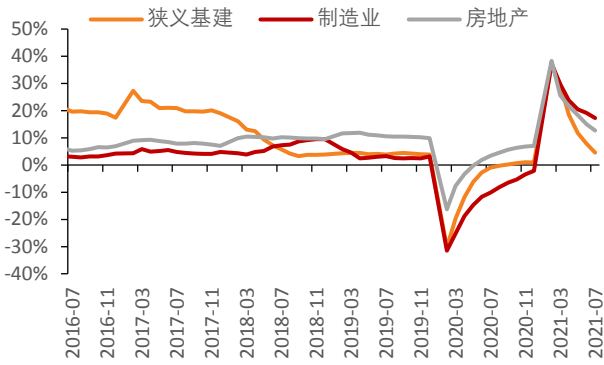
3.重点数据追踪: 专项债或助力基建增速回升, 竣工产业链景气度延续

专项债或助力基建增速回升, 竣工产业链景气度延续。8月16日国家统计局披露1-7月投资数据, 21年1-7月地产开发投资/狭义基建/广义基建/制造业同比分别+12.7%/+4.6%/+4.2%/+17.3% (较1-6月-2.3pct/-3.2pct/-3.0pct/-1.9pct), 较19年同期分别+16.5%/+3.6%/+5.4%/+5.3%, 7月单月地产开发投资/狭义基建/广义基建/制造业同比分别+1.4%/-10.5%/-10.1%/+9.1% (较6月-4.6pct/-9.0pct/-9.8pct/-7.3pct)。较19年同期分别+13.2%/-3.4%/-3.1%/+5.7%。我们认为基建投资负增长主要受到施工淡季以及雨水台风等极端天气影响, 考虑到8-9月专项债有望大规模发行, 后续基建单月增速有望回升, 地产投资增速或仍有所回落, 但我们仍看好竣工产业链的景气度延续。

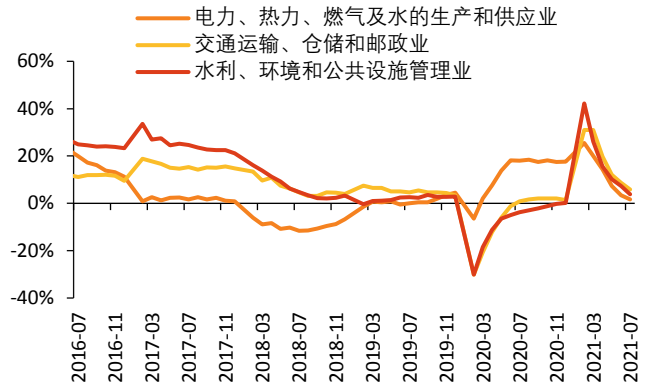
基建细分领域关注结构性需求。基建细分板块中, 1-7月交通仓储邮政投资同比+5.9%, 前值+8.7%, 去年同期+0.9%, 其中铁路运输投资同比-4.4%, 前值+0.4%, 去年同期+5.7%, 道路运输投资同比+4.4%, 前值+6.5%, 去年同期+2.4%。1-7月水电燃热投资同比+1.7%, 前值+3.4%, 去年同期+18.0%。1-7月水利环境公共设施投资同比+3.8%, 前值+7.4%, 去年同期-3.8%, 其中水利投资同比+6.9%, 前值+10.7%, 去年同期+2.9%, 公共设施管理投资同比+2.8%, 前值+6.2%, 去年同期-5.2%。

图 8: 建筑三大下游板块投资累计同比增速

图 9: 基建细分子行业累计投资同比增速



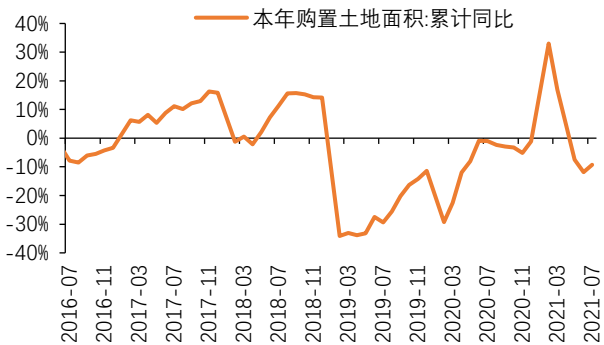
资料来源: Wind、天风证券研究所



资料来源: Wind、天风证券研究所

地产实物量中, 销售持续回落, 但新开工保持强韧性, 竣工明显改善。地产按传导顺序看, 1-7月地产销售面积较20年/19年同期+21.5%/+14.5%, 7月单月同比-8.5%; 1-7月土地购置面积较20年/19年同期-9.3%/-10.2%, 7月单月同比+2.8%; 1-7月新开工面积较20年/19年同期-0.9%/-5.4%, 7月单月同比-21.5%; 1-7月施工面积较20年/19年同期+9%/+12.3%, 7月单月同比-27.1%; 1-7月竣工面积较20年/19年同期+25.7%/+11.9%, 7月单月同比+25.7%; 我们认为地产融资新政和集中供地等政策可能对土地购置和新开工数据造成一定扰动, 竣工面积无论单月亦或累计增速, 仍然保持较高增速, 实际下游高景气或可延续至Q4。

图 10: 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 11: 房地产新开工面积累计同比增速



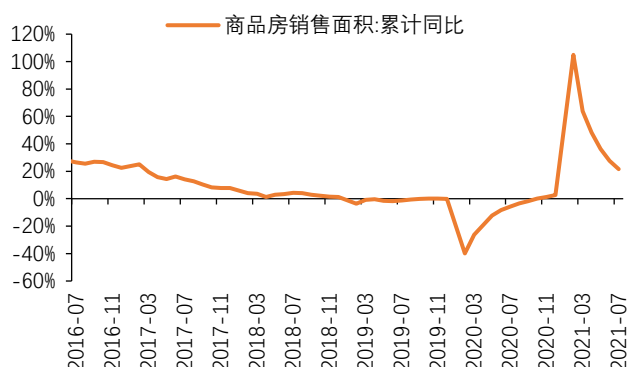
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 12: 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 13: 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

4.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。短期低估值蓝筹推荐基建（地方国企、央企蓝筹）/房建等中报有望超预期的价值品种，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、中国电建、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 及储能相关标的苏文电能、森特股份、东南网架，建议关注瑞和股份、维业股份和嘉寓股份；建筑减隔震靴子落地，建议关注震安科技、天铁股份。

5.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