

# 建筑装饰

证券研究报告  
2021年09月05日

## 如何看待建筑板块估值修复的持续性？建议加大央企蓝筹布局

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

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《建筑装饰-行业研究周报:建筑板块估值修复情况如何?继续推荐地方国企&基建央企》 2021-08-29
- 2 《建筑装饰-行业研究周报:抽水蓄能怎么看?关注中国电建、中国能建、粤水电》 2021-08-22
- 3 《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

### 本周专题:如何看待建筑板块估值修复的持续性?

上周建筑子板块中,此前行情较弱、估值已处于较低水平的基建和房建等板块央企蓝筹出现行情启动迹象,中字头大市值的建筑央企均录得相对沪深300的超额正收益,在市场风格切换的过程中,估值水位和基本面决定了向上的弹性空间,当前时点建筑较低的估值水位、信用环境对基本面改善的促进、主题催化与2014年均有相似之处,尽管相对于中证500的估值优势比2014年少,但是我们预计建筑还是能取得较好的估值修复行情。此外进入21H2,极端天气以及疫情反复冲击影响下,7月基建投资增速和制造业PMI景气指数均受到较大程度冲击,经济仍然面临着较大的下行压力,我们预计专项债提振下基建投资或边际发力,叠加“稳信用”政策信号释放,建筑板块估值修复有望延续,建议继续加大对基建、房建等低估值央企蓝筹的布局。

### 行情回顾:低估值央企蓝筹录得明显超额正收益

上周建筑(中信)指数上涨7.79%,沪深300指数上涨1.04%,三级子板块悉数上涨,其中建筑央企蓝筹居多的基建和房建板块涨幅居前,分别录得11.43%、7.25%的正收益。个股中,汉嘉设计(31.96%)、农尚环境(23.87%)、东南网架(23.77%)、龙元建设(23.45%)、新疆交建(21.68%)、中国交建(21.63%)涨幅居前,中国电建、中国铁建、中国化学、中国中铁等均录得超额正收益,低估值板块关注度显著提升,央企重估逻辑理顺。

### 重点数据回顾:建筑业PMI短期改善,专项债集中发行提升基建增速

8月建筑业PMI短期有所改善。据国家统计局数据,8月制造业PMI50.1%,环比回落0.3pct,同比下降0.9pct,仍处于荣枯线之上。8月新订单和生产经营预期PMI分别为49.6%和57.5%,环比变动-1.3/-0.3pct。建筑业方面,8月建筑业PMI60.5%,环比提升3.0pct,同比提升0.3pct,新订单和经营活动预期PMI分别为51.4%/58.4%,环比变动+1.4/-5.6pct。

截止9月5日,新增地方政府专项债已经发行额度为18045.8亿元,占财务部2021年预算安排的专项债限额36500亿元的49.4%,分省份来看,广东、山东、河南三省份专项债发行额度超过1000亿元,安徽、江苏、四川三省市发行额度超800亿元,山东、四川等部分区域基建景气度仍高。按月份来看,8月专项债净融资额为3702.8亿元,较此前单月净融资额有所提速。

### 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。

## 重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2021/09/03	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000498.SZ	山东路桥	6.88	买入	0.86	1.29	1.64	2.08	8.00	5.33	4.20	3.31
300982.SZ	苏文电能	71.70	买入	1.69	2.36	3.09	4.02	42.43	30.38	23.20	17.84
603098.SH	森特股份	45.73	增持	0.34	0.52	0.76	1.16	134.50	87.94	60.17	39.42
002541.SZ	鸿路钢构	53.23	买入	1.52	2.21	2.85	3.56	35.02	24.09	18.68	14.95
002135.SZ	东南网架	13.07	买入	0.26	0.6	0.75	0.92	50.27	21.78	17.43	14.21
601117.SH	中国化学	13.87	买入	0.74	0.88	1.06	1.25	18.74	15.76	13.08	11.10
601669.SH	中国电建	6.92	买入	0.52	0.59	0.69	0.78	13.31	11.73	10.03	8.87
002949.SZ	华阳国际	16.61	买入	0.88	1.18	1.59	2.06	18.88	14.08	10.45	8.06
601800.SH	中国交建	8.66	买入	1.00	1.19	1.35	1.50	8.66	7.28	6.41	5.77
601668.SH	中国建筑	5.07	买入	1.07	1.24	1.41	1.60	4.74	4.09	3.60	3.17
601390.SH	中国中铁	6.10	买入	1.03	1.14	1.28	1.44	5.92	5.35	4.77	4.24
601186.SH	中国铁建	8.38	买入	1.65	1.93	2.24	2.58	5.08	4.34	3.74	3.25
002081.SZ	金螳螂	7.15	买入	0.88	1.03	1.18	1.36	8.13	6.94	6.06	5.26

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：如何看建筑板块估值修复的持续性？ .....	4
2.行情回顾：低估值央企蓝筹录得明显超额正收益 .....	6
3.重点数据追踪：建筑业 PMI 短期改善，专项债集中发行提升基建增速 .....	6
4.投资建议 .....	8
5.风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1：沪深 300、中证 500 以及 CS 建筑收益率情况 .....	4
图 2：房地产投资与广义基建投资增速 .....	5
图 3：PMI 与建筑业 PMI 指数 .....	5
图 4：5 年期中债国债到期收益率 .....	5
图 5：M2 同比增速 .....	5
图 6：中信建筑三级子行业上周（0831-0903）涨跌幅 .....	6
图 7：建筑个股涨幅前五 .....	6
图 8：代表性央企&国企涨跌幅 .....	6
图 9：制造业 PMI 月度波动 .....	7
图 10：建筑业 PMI 月底波动 .....	7
图 11：截止 9 月 5 日各省市专项债发行额度统计（单位：亿元） .....	7
图 12：按月份统计专项债发行额度统计（单位：亿元） .....	8

## 1.本周专题：如何看建筑板块估值修复的持续性？

当前时点的经济和投资环境与 2014 年具备相似之处，基建投资存边际发力的趋势下，市场风格切换或正在来临，我们建议继续加大对低估值龙头的布局力度。上周建筑子板块中，此前行情较弱、估值已处于较低水平的基建和房建等板块央企蓝筹出现行情启动迹象，中字头大市值的建筑央企均录得相对沪深 300 的超额正收益，在市场风格切换的过程中，估值水位和基本面决定了向上的弹性空间，当前时点建筑较低的估值水位、信用环境对基本面改善的促进、主题催化与 2014 年均具有相似之处，尽管相对于中证 500 的估值优势比 2014 年少，但是我们预计建筑还是能取得较好的估值修复行情。此外进入 21H2，极端天气以及疫情反复冲击影响下，7 月基建投资增速和制造业 PMI 景气指数均受到较大程度的冲击，经济仍然面临着较大的下行压力，我们预计专项债提振下基建投资或边际发力，叠加“稳信用”政策信号释放，建筑板块估值修复有望延续，建议继续加大对基建、房建等低估值央企蓝筹的布局。

历史复盘来看，建筑较低的估值水位、信用环境对基本面改善的预期、国企改革及一带一路的主题催化这三个重要因素是 2014 年的牛市建筑股大幅跑赢的原因，当前时点建筑板块在估值、基本面以及主题催化方面均有相似之处，尽管相对于中证 500 的估值优势比 2014 年少，但是我们预计建筑还是能取得较好的估值修复行情。

1)估值均处于相对较低水平：2014 年建筑行情启动之前，2014 年 6 月 19 日中信建筑 PE (TMM) 最低已降至 8.1 倍，处于 2010 年以来历史上 1.1%的分位，与沪深 300PE (TMM) 的比值低于 1, 仅为 0.98, 而同期中证 500PE(TMM)为 25.5 倍, 处于 2010 年以来历史上 16.9%分位, 以中小盘股居多的中证 500 领涨于沪深 300 及中信建筑指数。2021 年以来, 建筑板块估值修复开始于 2 月 3 日, 彼时中信建筑 PE (TMM) 处于历史上 4.3%分位, 截止 9 月 3 日收盘, 中信建筑 PE(TMM)为 9.2 倍, 处于 2010 年以来历史上 13.7%的分位, 估值水平明显修复, 但仍处于历史相对底部区域, 与沪深 300PE(TMM)的比值仅为 0.71, 比值差距较 2014 年进一步拉大, 同期中证 500PE(TMM)倍数为 21.6 倍, 处于历史 5%分位, 我们认为横向和纵向对比来看, 当前时点建筑板块估值仍处于较低水平, 向上修复的弹性空间大。

图 1：沪深 300、中证 500 以及 CS 建筑收益率情况



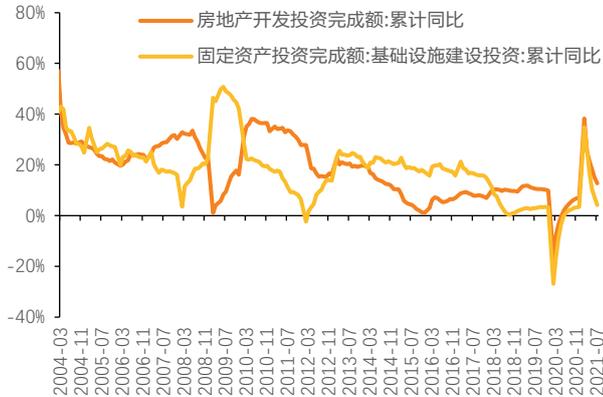
注：采用定基收益率法，以 2010 年 1 月 4 日为起始日；

资料来源：Wind、天风证券研究所

2)信用环境对基本面改善的促进：①经济下行压力加大，基建托底经济预期提升：2014 年下半年基础设施建设投资累计同比增速进入下行通道，同时房地产投资同比增速自 2014 年初就开始快速下降，我们判断当时整个固定资产投资面临着较大的压力，在彼时的经济

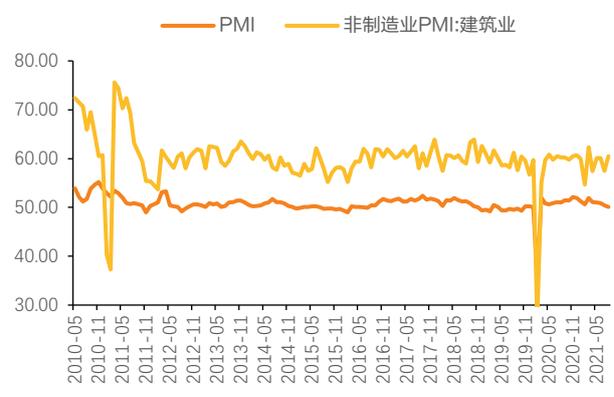
下行周期中，市场对投资托底寄予较高的期待，15年2月后建筑业PMI的反弹远好于制造业，降息降准对资金拉动和投资推动型的建筑业务利好程度高于其他板块。而2021年7月基建投资单月增速为负，8月制造业PMI景气指数持续回落，考虑到Q3专项债有望较大额度的集中发行，我们认为Q3基建投资有望维持较高的单月同比增速，基建投资存在边际发力的迹象。

图 2：房地产投资与广义基建投资增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：PMI 与建筑业 PMI 指数



资料来源：Wind、天风证券研究所

②较为宽松的货币和信用环境利好资金密集型建筑企业基本面改善：2014 年建筑牛市行情时内，央行数次降准降息较大幅度地降低了无风险利率，提升了市场风险偏好。14 年 11 月 22 日央行宣布下调存款贷款基准利率，此后央行在 2015 年的 2 月 4 日和 4 月 19 日降准，并在 2015 年的 2 月 8 日和 5 月 10 日再次分别降息，无风险收益率（5 年期国债到期收益率）出现快速下行，而当前无风险收益率仍位于历史底部区域，考虑到房地产投资、制造业 PMI 等指标已经出现下滑趋势，21 年 7 月经济金融数据大多超预期回落，下半年经济增长面临下行压力；疫情对消费与接触性服务业的恢复影响仍然较大，经济增长内部结构性问题仍然存在，经济增长仍然需要适度的宏观信用扩张及流动性的支撑，8 月 23 日央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，释放出“稳信用”的政策信号，我们预计下半年实体企业的信用环境有望优化。

图 4：5 年期中债国债到期收益率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：M2 同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

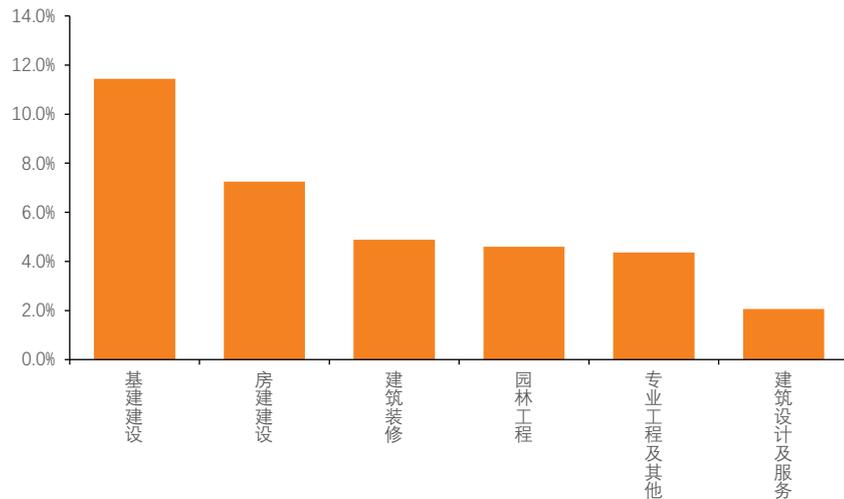
3) 主题催化主要围绕“建筑+”产业链：2014 年的主题主要集中于“一带一路”和“国企改革”，而当前时点，建筑板块的主题主要集中于“建筑+”产业链，“建筑+实业”、“建筑+新能源”、“建筑+高增长”是主要的三大主线，我们认为当前时点整体建筑板块关注度高，已逐步穿过至暗时刻，考虑到低估值建筑蓝筹短期基本面持续向好，中长期有望受益于集中度提升、商业模式改善及自身效率改善，BIPV、装配式、储能等绿色产业链长坡厚雪，中长期高成长可期，持续看好“建筑+”多领域的投资机会。此外传统建筑央企自身

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。

## 2.行情回顾：低估值央企蓝筹录得明显超额正收益

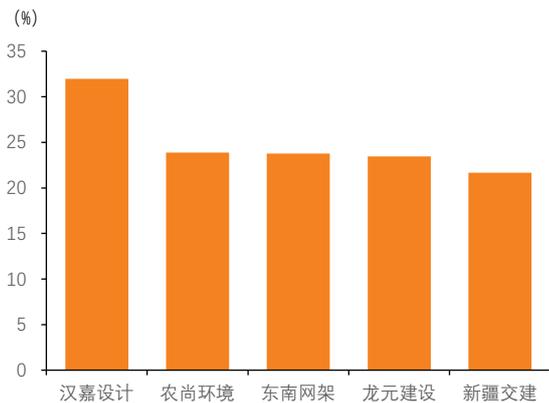
上周建筑（中信）指数上涨 7.79%，沪深 300 指数上涨 1.04%，三级子板块悉数上涨，其中建筑大央企蓝筹居多的基建和房建板块涨幅居前，分别录得 11.43%、7.25%的正收益。个股中，汉嘉设计（31.96%）、农尚环境（23.87%）、东南网架（23.77%）、龙元建设（23.45%）、新疆交建（21.68%）、中国交建（21.63%）涨幅居前，中国电建、中国铁建、中国化学、中国中铁等均录得超额正收益，低估值板块关注度显著提升，央企重估逻辑理顺。

图 6：中信建筑三级子行业上周（0831-0903）涨跌幅



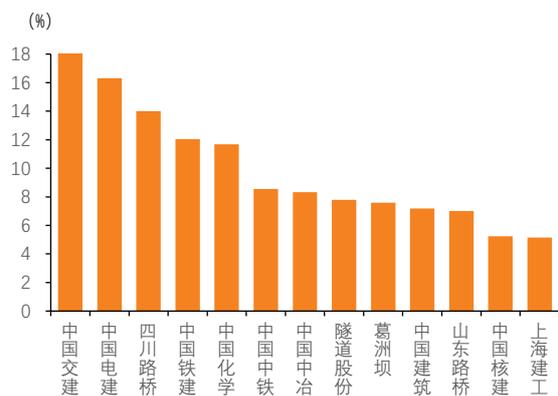
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：建筑个股涨幅前五



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：代表性央企&国企涨跌幅

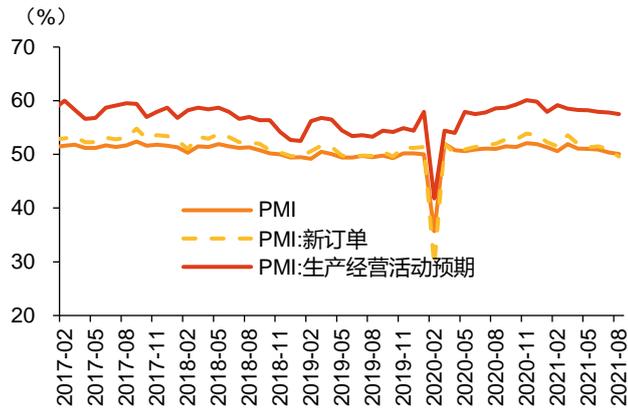


资料来源：Wind、天风证券研究所

## 3.重点数据追踪：建筑业 PMI 短期改善，专项债集中发行提升基建增速

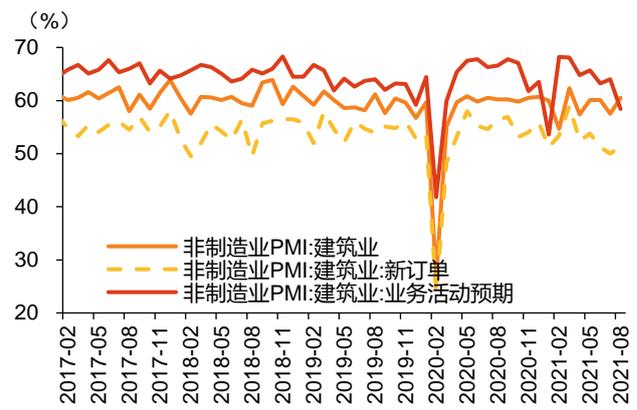
**8月建筑业 PMI 短期有所改善。**据国家统计局数据，8月制造业 PMI 50.1%，环比回落 0.3pct，同比下降 0.9pct，仍处于荣枯线之上。8月新订单和生产经营活动预期 PMI 分别为 49.6% 和 57.5%，环比变动 -1.3/-0.3pct。建筑业方面，8月建筑业 PMI 60.5%，环比提升 3.0pct，同比提升 0.3pct，新订单和业务活动预期 PMI 分别为 51.4%/58.4%，环比变动 +1.4/-5.6pct，同比亦延续下行趋势，我们认为随着雨涝消退，建筑业由淡季转旺，叠加灾后重建需求、地方债发行加速，8月建筑业 PMI 数据改善，基建投资或边际发力。

图 9：制造业 PMI 月度波动



资料来源：Wind、天风证券研究所

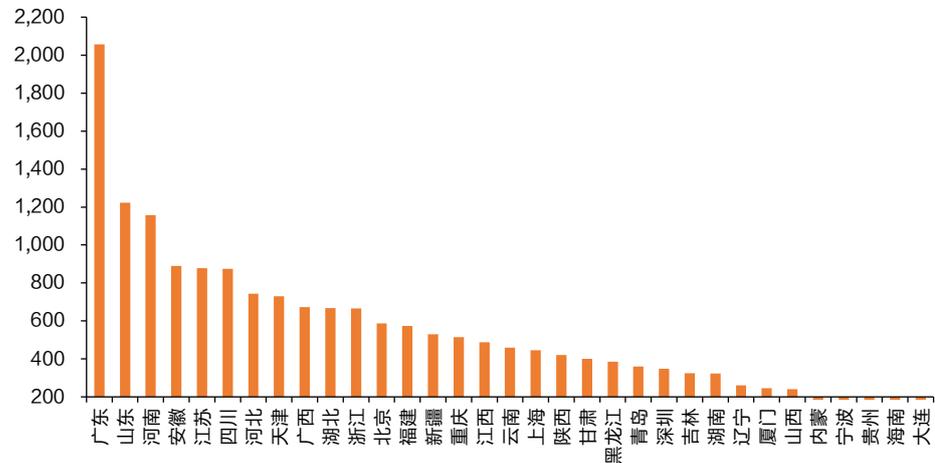
图 10：建筑业 PMI 月底波动



资料来源：Wind、天风证券研究所

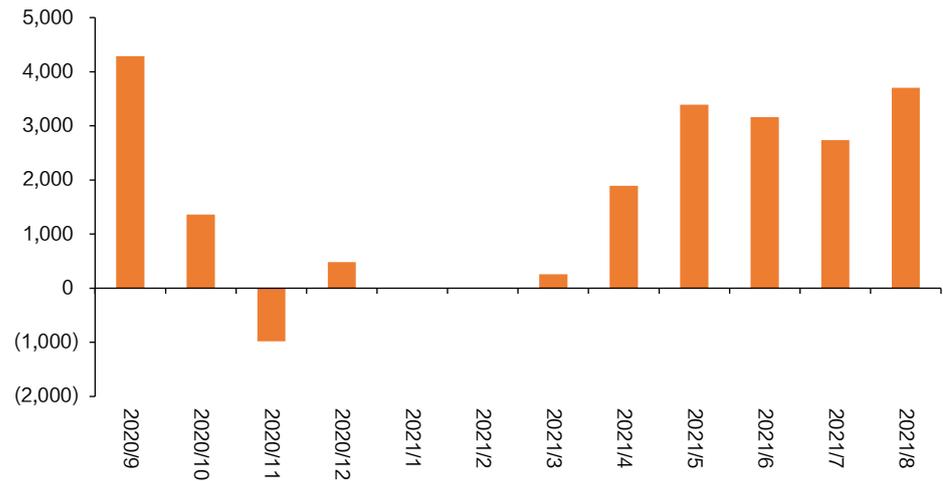
当前专项债发行额度约占全年预算额度的 49%，看好后续实物量转化。据我们统计，截止 9 月 5 日，新增地方政府专项债已经发行额度为 18045.8 亿元，占财务部 2021 年预算安排的专项债限额 36500 亿元的 49.4%，总体来看各省市专项债的发行进度仍偏慢，距离全年完成额度仍有较大差距。分省份来看，广东、山东、河南三省份专项债发行额度超过 1000 亿元，安徽、江苏、四川三省市发行额度超 800 亿元，山东、四川等部分区域基建景气度仍高。按月份来看，8 月专项债净融资额为 3702.8 亿元，较此前单月净融资额有所提速，7 月政治局会议提出要合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量，照此推断，预计 9-10 月仍可能是地方债发行高峰期，专项债发行提速。

图 11：截止 9 月 5 日各省市专项债发行额度统计（单位：亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 12：按月份统计专项债发行额度统计（单位：亿元）



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、中国中冶、中国建筑国际等，关注交建和铁建对应的 H 股；

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