

建筑装饰

证券研究报告

2021年09月12日

资金端角度如何看基建复苏？建议关注基建股向上弹性

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

- 《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
- 《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
- 《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：如何看建筑板块估值修复的持续性？

当前时点大建筑股票的表现从强主题品种开始向超低估值但主题性偏弱的品种扩散，但同时强主题品种仍然保持了很强的向上动力，但此前的核心仍然是围绕着非传统建筑业务的估值重塑。根据历次建筑大涨的规律，我们认为本轮建筑行情仍然会以大建筑个股普遍修复为特征，短期来看，考虑经济下行压力加大以及基建托底预期提升，行情可能自中国化学、中国电建和中国中冶向中国交建、中国铁建和中国中铁等基建股扩散，最后补涨的可能是地产业务占比较大的中国建筑。此外高增长的地方国企也值得关注。

中长期贷款增量低于预期，监管趋严与实体需求走弱并存

8月新增社融2.96万亿元，同比少增6253亿元，相较19年同比多增7644亿元，超市场预期，结构上来看，8月社融口径新增人民币贷款12700亿元，同比少增1501亿元，相较19年同期少增345亿元。从央行数据来看，非金融企业短期贷款同比多减1196亿元，非金融企业中长期贷款同比少增2037亿元，同比增速-28%，我们预计一方面有城投、地产严监管政策影响，另一方面实体融资需求乏力也较为明显。8月委托贷款同比多增592亿元，信托贷款同比多减1046亿元；8月政府债券净融资额9738亿元，为21年以来单月最高值，同比少增4050亿元，主要系去年同期基数较高，我们预计与专项债审批加快、发行相对集中并撬动贷款，对社融形成一定支撑有关。

当前专项债发行额度约占全年预算额度的51%，看好后续实物量转化

截止9月11日，新增地方政府专项债已经发行额度为18766.8亿元，占财务部2021年预算安排的专项债限额36500亿元的51.4%，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，河北、安徽、江苏、四川四省份发行额度超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，预计9-10月仍可能是地方债发行高峰期，专项债发行提速。

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6.22%，沪深300指数上涨3.64%，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11.10%、3.99%的正收益。个股中，中国电建(27.89%)、永福股份(23.87%)、华铁应急(18.11%)、中国中冶(15.98%)、粤水电(14.41%)涨幅居前。

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 2021/09/10	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000498.SZ	山东路桥	7.22	买入	0.86	1.29	1.64	2.08	8.40	5.60	4.40	3.47
601800.SH	中国交建	9.67	买入	1.00	1.19	1.35	1.50	9.67	8.13	7.16	6.45
601669.SH	中国电建	8.85	买入	0.52	0.59	0.69	0.78	17.02	15.00	12.83	11.35
601117.SH	中国化学	13.58	买入	0.74	0.88	1.06	1.25	18.35	15.43	12.81	10.86
601618.SH	中国中冶	5.68	买入	0.38	0.44	0.51	0.57	14.95	12.91	11.14	9.96
601390.SH	中国中铁	6.46	买入	1.03	1.14	1.28	1.44	6.27	5.67	5.05	4.49
601186.SH	中国铁建	9.09	买入	1.65	1.93	2.24	2.58	5.51	4.71	4.06	3.52
601668.SH	中国建筑	5.26	买入	1.07	1.24	1.41	1.60	4.92	4.24	3.73	3.29
300982.SZ	苏文电能	70.46	买入	1.69	2.36	3.09	4.02	41.69	29.86	22.80	17.53
603098.SH	森特股份	39.80	增持	0.34	0.52	0.76	1.16	117.06	76.54	52.37	34.31
002541.SZ	鸿路钢构	50.88	买入	1.52	2.21	2.85	3.56	33.47	23.02	17.85	14.29
002135.SZ	东南网架	10.94	买入	0.26	0.60	0.75	0.92	42.08	18.23	14.59	11.89
002949.SZ	华阳国际	16.32	买入	0.88	1.18	1.59	2.06	18.55	13.83	10.26	7.92

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：资金端角度如何看基建复苏？	4
2.行情回顾：低估值央企蓝筹录得明显超额正收益	5
3.投资建议	6
4.风险提示	7

图表目录

图 1：新增人民币贷款当月值	4
图 2：中长期企业贷款当月值	4
图 3：截止 9 月 11 日各省市专项债发行额度统计（单位：亿元）	5
图 4：按月份统计专项债发行额度统计（单位：亿元）	5
图 5：中信建筑三级子行业上周（0906-0910）涨跌幅	6
图 6：建筑个股涨幅前五	6
图 7：代表性央企&国企涨跌幅	6

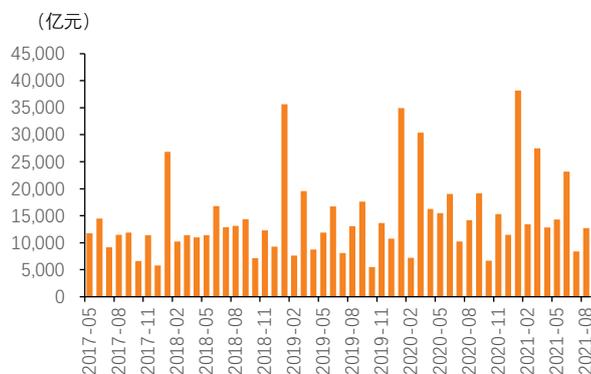
1.本周专题：资金端角度如何看基建复苏？

当前时点大建筑股票的表现从强主题品种开始向超低估值但主题性偏弱的品种扩散，但同时强主题品种仍然保持了很强的向上动力（中国电建单周涨幅第一），但此前的核心仍然是围绕着非传统建筑业务的估值重塑。根据历次建筑大涨的规律，我们认为本轮建筑行情仍然会以大建筑个股普遍修复为特征，短期来看，考虑经济下行压力加大以及基建托底预期提升，行情可能自中国化学、中国电建和中国中冶向中国交建、中国铁建和中国中铁等基建股扩散，最后补涨的可能是地产业务占比较大的中国建筑。除传统的大基建品种外，高增长的地方国企也值得关注。

进入 21H2，极端天气以及疫情反复冲击影响下，基建投资增速和制造业 PMI 景气指数均受到较大程度冲击，8 月与基建相关的中长期贷款指标继续偏弱，经济仍然面临着较大的下行压力；考虑到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，我们预计 Q3 专项债加速发行叠加“稳信用”政策利好信号释放，基建投资或边际改善，建筑板块估值修复有望延续。

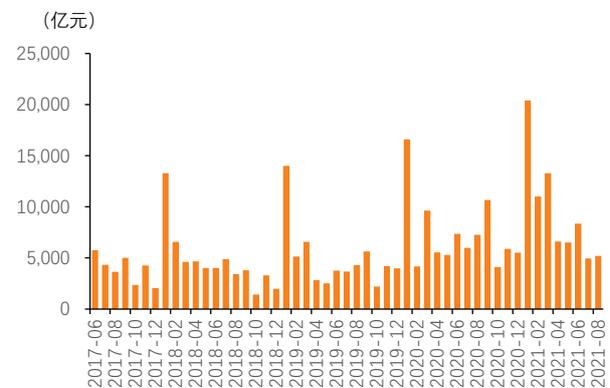
中长期贷款增量低于预期，监管趋严与实体需求走弱并存。8 月新增社融 2.96 万亿元，同比少增 6253 亿元，相较 19 年同比多增 7644 亿元，超市场预期，结构上来看，8 月社融口径新增人民币贷款 12700 亿元，同比少增 1501 亿元，相较 19 年同期少增 345 亿元。从央行数据来看，非金融企业短期贷款同比多减 1196 亿元，非金融企业中长期贷款同比少增 2037 亿元，同比增速 -28%，我们预计一方面有城投、地产严监管政策影响，另一方面实体融资需求乏力也较为明显。8 月委托贷款同比多增 592 亿元，信托贷款同比多减 1046 亿元；8 月政府债券净融资额 9738 亿元，为 21 年以来单月最高值，同比少增 4050 亿元，主要系去年同期基数较高，我们预计与专项债审批加快、发行相对集中并撬动贷款，对社融形成一定支撑有关。

图 1：新增人民币贷款当月值



资料来源：Wind、天风证券研究所

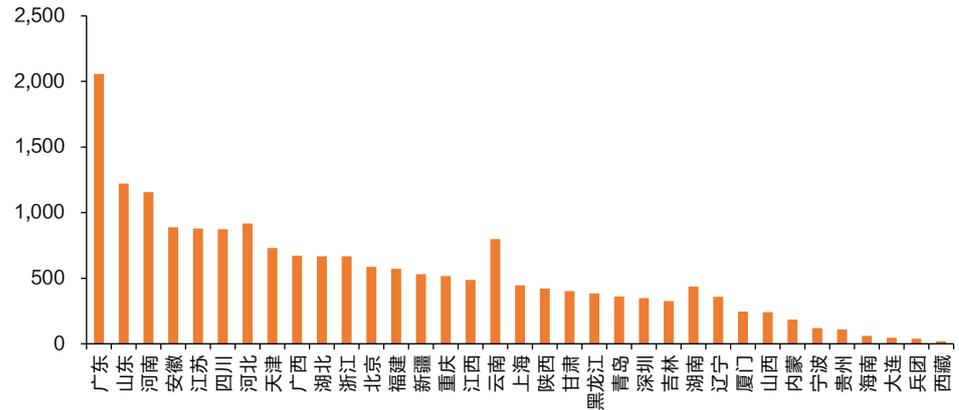
图 2：中长期企业贷款当月值



资料来源：Wind、天风证券研究所

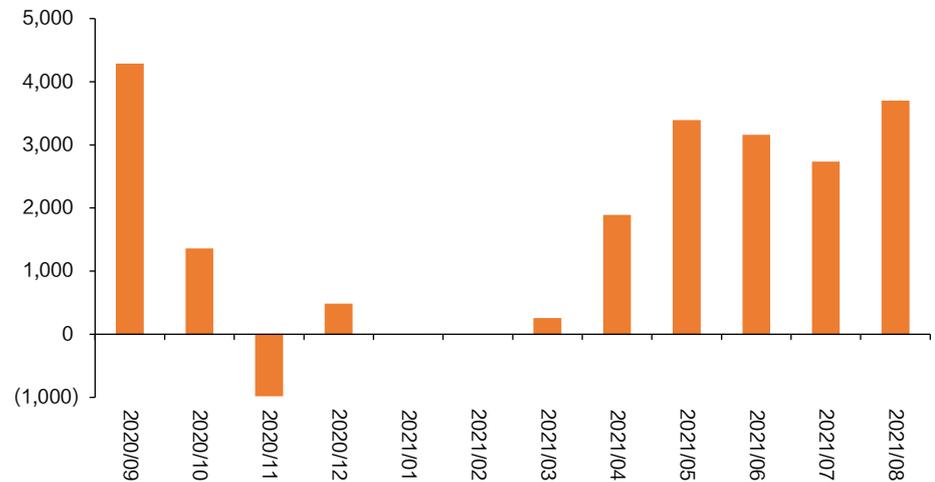
当前专项债发行额度约占全年预算额度的 51%，看好后续实物量转化。据我们统计，截止 9 月 11 日，新增地方政府专项债已经发行额度为 18766.8 亿元，占财务部 2021 年预算安排的专项债限额 36500 亿元的 51.4%，总体来看各省市专项债的发行进度仍偏慢，距离全年完成额度仍有较大差距。分省份来看，广东、山东、河南三省份专项债发行额度超过 1000 亿元，河北、安徽、江苏、四川四省份发行额度超 800 亿元，山东、四川等部分区域基建景气度仍高。按月份来看，8 月专项债净融资额为 3702.8 亿元，较此前单月净融资额有所提速，7 月政治局会议提出要合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，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 3：截止 9 月 11 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 4：按月份统计专项债发行额度统计（单位：亿元）

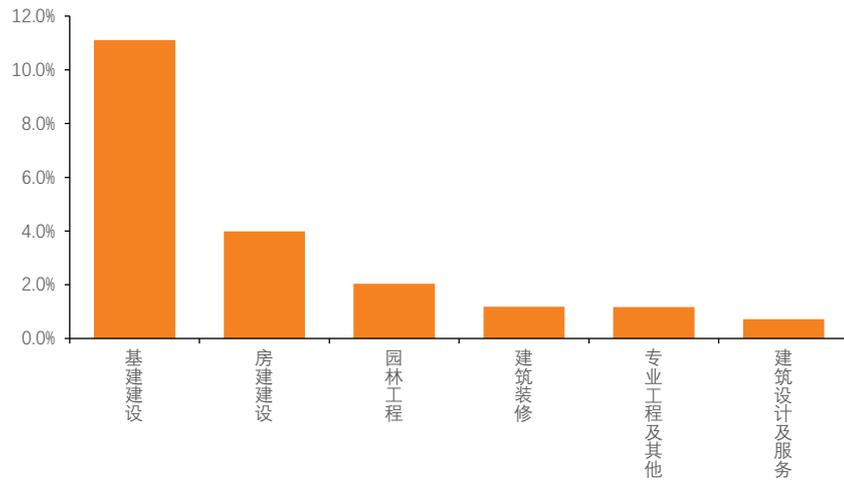


资料来源：Wind、天风证券研究所

2.行情回顾：低估值央企蓝筹录得明显超额正收益

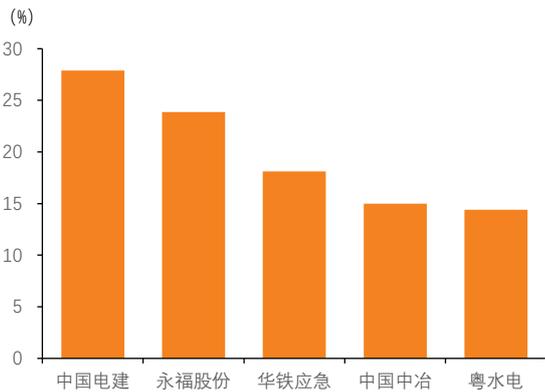
上周建筑（中信）指数上涨 6.22%，沪深 300 指数上涨 3.64%，三级子板块悉数上涨，其中建筑大央企蓝筹居多的基建和房建板块涨幅居前，分别录得 11.10%、3.99%的正收益。个股中，中国电建(27.89%)、永福股份(23.87%)、华铁应急(18.11%)、中国中冶(15.98%)、粤水电(14.41%) 涨幅居前，中国电建、中国中冶、中国交建、中国铁建、中国中铁、山东路桥、中国建筑等均录得超额正收益，低估值央企蓝筹获得明显估值修复。

图 5：中信建筑三级子行业上周（0906-0910）涨跌幅



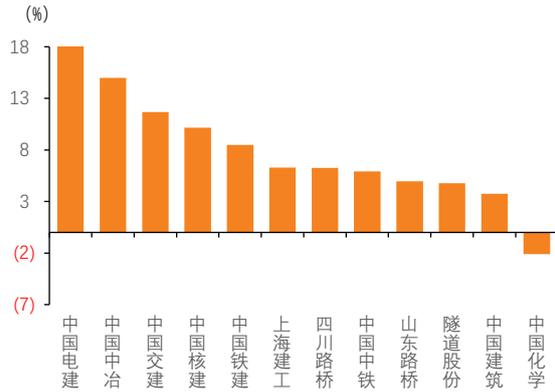
资料来源：Wind、天风证券研究所

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.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、中国交建、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国化学、中国电建、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。

4.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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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