

建筑装饰

看好价值品种估值修复与“建筑+”龙头成长性

本周专题：建筑板块基本面趋势如何？

传统建筑需求平稳，强者恒强逻辑持续演绎：1）整体行业需求进入平稳阶段，实际需求驱动 22H1 基建景气度较好，21Q4 专项债发行加速叠加提前批次下达，有望带动 22Q1 基建景气度环比改善，低基数或推动基建景气延续至 22Q3。资金层面仍有保障，政策依赖度弱化，实际需求或成为贯穿十四五的发展主线，需求结构化和区域化的特征会更加明显，川渝和山东等地兼具需求和资金实力，基建景气度有望维持高位；2）供给侧逻辑兑现，龙头市占率提升趋势强化，21 年前三季度基建央企保持营收较快增长，订单及财报两维度验证传统建筑行业的市占率提升逻辑，传统低估值蓝筹投资价值逐步体现；3）头部央企国企提质增效，ROE 持续改善，21 年以来地方国企基本面向上弹性显著，公司自身也具备从传统的路桥施工领域向轨交、市政、环保等其他领域多品类扩张的逻辑，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，随着降杠杆任务结束后，负债率下行趋势有望减弱，由于降杠杆带来的支付压力也有望下降，央企利润率和现金流表现均有改善潜力，ROE 有望持续改善。

“建筑+”进入基本面兑现期：1）“建筑+新能源”有望展现订单和业绩成长性，随着新能源相关政策的不断推进，抽水蓄能、BIPV、整县推进等新的业务拓展领域有望逐步展现订单和业绩的成长性，龙头公司的产业链地位也有望逐步验证；2）“建筑+化工”进入产能释放关键节点，根据主要公司的化工业务的布局情况来看，2022 年是关键的产能释放年份，相较于传统低毛利率的建筑施工业务，化工产品具备更好的利润弹性，有望为公司的业绩贡献增量。此外装配式建筑需求或受到阶段性影响，而在原材料成本大幅波动的阶段，龙头充分证明了自身的抗风险能力，随着原材料价格的企稳回落，装配式建筑中长期向好趋势不变，我们仍看好十四五阶段装配式建筑板块的景气度，龙头价值进一步凸显。

行情回顾

上周建筑（中信）指数上涨 0.20%，沪深 300 指数下跌 0.48%，三级子板块除建筑装饰和专业工程板块分别录得 1.94%、1.03% 的正收益之外，其余子板块悉数下跌。个股中，启迪设计（+26.39%）、高新发展（+11.50%）、东华科技（+9.55%）、龙元建设（+9.24%）、永福股份（+8.92%）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）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 11 月 28 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

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:关注专项债发行力度和地产政策改善预期升温》 2021-11-21
- 2 《建筑装饰-行业点评:投资数据承压，关注地产政策改善预期升温》 2021-11-16
- 3 《建筑装饰-行业研究周报:10月金融数据如何？社融稳而不宽，政府融资增速抬头》 2021-11-14

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2021/11/26	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000498.SZ	山东路桥	5.90	买入	0.86	1.29	1.64	2.08	6.86	4.57	3.60	2.84
002541.SZ	鸿路钢构	48.46	买入	1.51	2.15	2.80	3.50	32.09	22.54	17.31	13.85
601800.SH	中国交建	7.07	买入	1.00	1.33	1.48	1.70	7.07	5.32	4.78	4.16
601390.SH	中国中铁	5.36	买入	1.03	1.14	1.28	1.44	5.20	4.70	4.19	3.72
601186.SH	中国铁建	7.37	买入	1.65	1.93	2.24	2.58	4.47	3.82	3.29	2.86
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
300982.SZ	苏文电能	71.45	买入	1.69	2.36	3.09	4.02	42.28	30.28	23.12	17.77
002949.SZ	华阳国际	14.55	买入	0.88	1.18	1.59	2.06	16.53	12.33	9.15	7.06
601117.SH	中国化学	11.20	买入	0.60	0.71	0.86	1.01	18.67	15.77	13.02	11.09
601669.SH	中国电建	6.28	买入	0.52	0.58	0.66	0.77	12.08	10.83	9.52	8.16
601618.SH	中国中冶	3.88	买入	0.38	0.47	0.54	0.61	10.21	8.26	7.19	6.36
603098.SH	森特股份	45.50	增持	0.34	0.27	0.50	0.86	133.82	168.52	91.00	52.91
002135.SZ	东南网架	9.15	买入	0.26	0.60	0.75	0.92	35.19	15.25	12.20	9.95

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

注：苏文电能系与环保公用团队联合覆盖

内容目录

1.本周专题：看好价值品种估值修复与“建筑+”龙头成长性.....	4
2.行情回顾	4
3.投资建议	5
4.风险提示	5

图表目录

图 1：中信建筑三级子行业上周（1122-1128）涨跌幅	4
图 2：建筑个股涨幅前五	5
图 3：代表性央企&国企涨跌幅	5

1.本周专题：看好价值品种估值修复与“建筑+”龙头成长性

展望 2022 年我们认为建筑板块有望呈现出两个重要的基本面趋势：

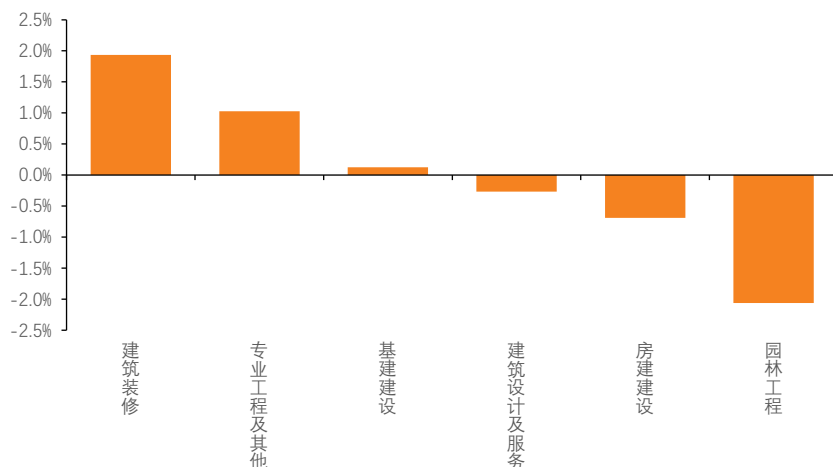
传统建筑需求平稳，强者恒强逻辑持续演绎：1）整体行业需求进入平稳阶段，实际需求驱动 22H1 基建景气度较好，21Q4 专项债发行加速叠加提前批次下达，有望带动 22Q1 基建景气度环比改善，低基数或推动基建景气延续至 22Q3。资金层面仍有保障，政策依赖度弱化，实际需求或成为贯穿十四五的发展主线，需求结构化和区域化的特征会更加明显，川渝和山东等地兼具需求和资金实力，基建景气度有望维持高位；2）供给侧逻辑兑现，龙头市占率提升趋势强化，21 年前三季度基建央企保持营收较快增长，订单及财报两维度验证传统建筑行业的市占率提升逻辑，传统低估值蓝筹投资价值逐步体现；3）头部央企国企提质增效，ROE 持续改善，21 年以来地方国企基本面向上弹性显著，公司自身也具备从传统的路桥施工领域向轨交、市政、环保等其他领域多品类扩张的逻辑，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，随着降杠杆任务结束后，负债率下行趋势有望减弱，由于降杠杆带来的支付压力也有望下降，央企利润率和现金流表现均有改善潜力，ROE 有望持续改善。

“建筑+”进入基本面兑现期：1）“建筑+新能源”有望展现订单和业绩成长性，随着新能源相关政策的不断推进，抽水蓄能、BIPV、整县推进等新的业务拓展领域有望逐步展现订单和业绩的成长性，龙头公司的产业链地位也有望逐步验证；2）“建筑+化工”进入产能释放关键节点，根据主要公司的化工业务的布局情况来看，2022 年是关键产能释放年份，相较于传统低毛利率的建筑施工业务，化工产品具备更好的利润弹性，有望为公司的业绩贡献增量。此外装配式建筑需求或受到阶段性影响，而在原材料成本大幅波动的阶段，龙头充分证明了自身的抗风险能力，随着原材料价格的企稳回落，装配式建筑中长期向好趋势不变，我们仍看好十四五阶段装配式建筑板块的景气度，龙头价值进一步凸显。

2.行情回顾

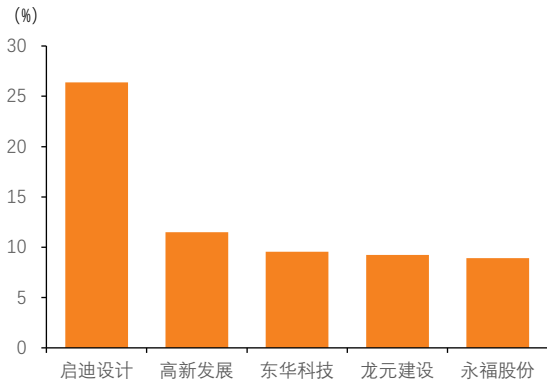
上周建筑（中信）指数上涨 0.20%，沪深 300 指数下跌 0.48%，三级子板块除建筑装饰和专业工程板块分别录得 1.94%、1.03%的正收益之外，其余子板块悉数下跌。个股中，启迪设计（+26.39%）、高新发展（+11.50%）、东华科技（+9.55%）、龙元建设（+9.24%）、永福股份（+8.92%）涨幅居前，当前市场热点主要集中于“建筑+新能源”产业链，“碳中和”背景和能耗双控与限电的双重影响下导致新能源发电关注度明显提升，此外地产融资迎来边际改善，地产链条公司迎来估值修复。

图 1：中信建筑三级子行业上周（1122-1128）涨跌幅



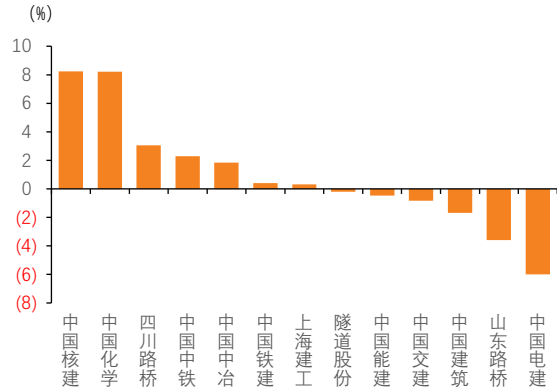
资料来源：Wind、天风证券研究所

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

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、中国电建、中国化学、中国建筑、中国交建、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（与环保公用团队联合覆盖）、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	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com