

# 建筑装饰

证券研究报告

2021年11月30日

## 建筑行业年度策略：“建筑+”兑现，ROE及市占率加速提升

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：聚源数据

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

### 供给&改革提质促传统建筑 ROE 上行，“建筑+”迎来兑现期

展望 2022 年，传统建筑需求有望保持平稳，实际需求或成为十四五阶段发展的主线，结构化和区域化特征显著，传统低估值龙头在集中度提升、国企改革加速推进、商业模式改善等因素带动下，ROE 如期进入上行通道，价值属性或持续增强。“建筑+”经过前期估值催化，2022 年有望进入基本面兑现期，布局“新能源”、“化工”产业链的龙头业绩有望高增长，产业链话语权有望进一步强化，此外装配式建筑景气度有望回升。2022 年，我们建议沿价值品种估值修复及“建筑+”龙头高成长两主线布局。

### “建筑+”进入基本面兑现期，看好业绩高成长

2022 年，“建筑+新能源”有望进入实质性推进阶段，抽水蓄能、分布式光伏、盐湖提锂等新业务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。同时“建筑+化工”进入产能释放关键节点，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 2021 年装配式建筑在成本高企情况下，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，2022 年装配式建筑和钢结构需求增速有望回升，钢结构龙头有望继续演绎产量和吨净利双升。

### 传统建筑需求平稳，多因素或促 ROE 持续上行

**需求端**，整体行业需求进入平稳阶段，我们预计 2021 年广义/狭义基建投资同比增速为 2.2%/2.4%，2022 年广义/狭义基建增速分别为 3.6%/2.6%，其中 22H1/H2 的狭义基建增速为 3.1%/2.2%，22H1/H2 的广义基建增速为 4.2%/3.1%，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。**供给端**，订单及财报两维度已验证传统建筑龙头市占率的持续提升，在激励持续推进之下，龙头业绩成长性存预期差。**ROE 端**，2021 年以来建筑板块 ROE 已如期探底回升，后续持续上行动力仍然较强。我们预计 2022 年地方国企仍有望体现高业绩弹性，当前时点传统建筑央企、国企仍处于估值底部区间，后续激励、分红政策等有望成为估值提升催化剂。

### 投资建议：看好“建筑+”龙头成长性与价值品种估值修复

“建筑+”龙头中长期成长维度下，布局“新能源”、“化工”产业的企业逐步进入业绩兑现期，业绩有望高增长，此外，装配式建筑景气度有望回升，推荐鸿路钢构、中国电建、森特股份、中国化学、苏文电能、东南网架。价值品种估值修复维度下，地方国企龙头有望享受区域性基建高景气，经营效率提升带来的利润弹性已初步显现，中长期兼具稳健增长与报表质量改善机会，推荐山东路桥，央企市占率提升支撑营收持续增长，降杠杆完成后，ROE 仍具备明显的向上弹性，随着央企利润释放能力和意愿不断加强，亦具备较强的估值修复的弹性，推荐中国交建、中国建筑、中国中铁等。

**风险提示：**基建&地产投资超预期下行；新能源&化工业务拓展不及预期；装配式龙头集中度提升不及预期；抽水蓄能等细分市场发展不及预期；央企、国企改革提效进度不及预期。

## 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

## 内容目录

<b>1. 板块回顾：基本面相对平稳，新老建筑估值分化</b> .....	<b>6</b>
1.1. 财报表现：传统建筑有所分化，“建筑+”仍待兑现.....	6
1.2. 订单表现：行业整体改善，地方国企呈现高弹性.....	8
1.3. 行情表现：“建筑+”估值高弹性，传统地方龙头获认可.....	10
<b>2. 2022 展望：传统投资需求相对平稳，新基建有望高增长</b> .....	<b>12</b>
2.1. 基建：全局需求或较为平稳，部分区域有望呈现高景气.....	12
2.1.1. 真实需求或主导基建投资，总体需求有望平稳.....	13
2.1.2. 资金压力仍存，但能满足合理需求.....	16
2.1.3. 川渝和山东兼具需求与资金，景气度或维持高位.....	21
2.2. 地产：新开工或处于底部阶段，竣工年内或出现高点.....	23
2.3. 装配式：需求或受到阶段性影响，中长期向好趋势不变.....	26
2.4. 新建筑：新能源建设打开建筑新空间，碳中和推动制造业改造市场.....	30
<b>3. 传统建筑 ROE 上行趋势未变，“建筑+”或迎来兑现期</b> .....	<b>34</b>
3.1. 建筑 ROE 提升逻辑未变，低估值品种价值属性渐显.....	34
3.1.1. 商业模式持续向好，建筑业 ROE 上行仍将持续.....	34
3.1.2. 提质增效理顺业务发展脉络，改革激发内在增长活力.....	35
3.2. “建筑+”有望进入兑现期，看好业绩高增长.....	37
3.2.1. “建筑+新能源”赛道空间广阔，商业模式有望重塑.....	37
3.2.2. “建筑+化工”逐步进入产能释放阶段，利润弹性逐步显现.....	39
<b>4. 投资建议：看好价值品种估值修复与“建筑+”龙头成长性</b> .....	<b>42</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>43</b>

## 图表目录

图 1：2017Q1-3-2021Q1-3 建筑行业整体营收及同比增长率.....	6
图 2：2017Q1-3-2021Q1-3 建筑行业归母净利润及同比增长率.....	6
图 3：2016Q1-2021Q3 建筑行业单季度收入同比增速.....	6
图 4：2016Q1-2021Q3 建筑行业单季度业绩同比增速.....	6
图 5：21Q1-3 建筑行业各子板块营收及归母净利增速.....	7
图 6：21Q1-3 建筑子板块营收/业绩增速与 20Q1-3 的差.....	7
图 7：2017Q1-3-2021Q1-3 建筑行业资产负债率.....	7
图 8：2017Q1-3-2021Q1-3 大基建与其余板块整体资产负债率.....	7
图 9：2017Q1-3-2021Q1-3 建筑行业现金流量净额变动趋势.....	8
图 10：18 年 6 月以来 SW 建筑及沪深 300 指数涨跌幅.....	10
图 11：21 年初以来申万一级行业涨跌幅.....	10
图 12：21 年初至 11 月 18 日子板块涨跌幅情况（%）.....	11
图 13：21 年初至 11 月 18 日建筑个股涨幅排名（%）.....	11
图 14：SW 建筑与 SW 房地产 PE（TTM）及其比值.....	11
图 15：SW 建筑，沪深 300PE（TTM）及其比值.....	11

图 16: SW 建筑, 沪深 300PB (LF) 及其比值 .....	12
图 17: SW 建筑及沪深 300 整体平均 ROE .....	12
图 18: 广义基建增速和狭义基建增速 .....	14
图 19: M2 及社融规模存量同比 .....	14
图 20: 基建资金来源核心分析框架 .....	16
图 21: 狭义基建单月增速 .....	17
图 22: 公共财政收入与支出累计同比增速 .....	17
图 23: 与基建相关度较高的三项财政支出同比增速 (单位: 亿元) .....	17
图 24: 全国政府性基金收支累计同比增速 .....	18
图 25: 2016-2021 年全国新增专项债额度 (单位: 亿元) .....	18
图 26: 按月份统计专项债发行额度统计 .....	18
图 27: 截止 11 月 14 日各省市专项债发行额度统计 (单位: 亿元) .....	19
图 28: 17M8 以来单月非金融性公司中长期新增人民币贷款 (亿元) .....	20
图 29: 城投债发行额、偿债额及净融资额情况 .....	21
图 30: 2020-2021 年各省市交通领域投资情况 .....	22
图 31: 2020 年主要省份财政收入情况 (单位: 亿元) .....	23
图 32: 房地产本年土地购置面积累计同比增速 .....	24
图 33: 房地产新开工面积累计同比增速 .....	24
图 34: 房地产竣工面积累计同比增速 .....	24
图 35: 房地产销售面积累计同比增速 .....	24
图 36: 新开工面积滚动均值 (万平方米) .....	25
图 37: 30 个大中城市商品房成交面积及同比增速 .....	25
图 38: 不同类型的装配式建筑材料费占建安费用的比例 .....	26
图 39: 不同类型的装配式建筑建安费用 (单位: 元/平方米) .....	26
图 40: 全国混凝土价格 (单位: 元/立方米) .....	26
图 41: 全国螺纹钢价格 (单位: 元/吨) .....	26
图 42: 新建装配式建筑面积及增速 .....	27
图 43: 新建装配式建筑面积占新建建筑面积的比例 .....	27
图 44: 2019 年新开工装配式建筑按结构类型分类 .....	27
图 45: 2020 年新开工装配式建筑按结构类型分类 .....	27
图 46: 钢结构行业产量增速 .....	28
图 47: 鸿路钢构市占率测算 .....	29
图 48: 2020 年我国储能结构 .....	30
图 49: 抽水蓄能产业链 .....	31
图 50: 分布式光伏整县推进试点县在全国分布情况 .....	33
图 51: 建筑行业摊薄 ROE (%) .....	34
图 52: 大基建行业摊薄 ROE (%) .....	34
图 53: 中国化学己二腈生产技术自主研发历程 .....	36
图 54: 抽水蓄能装机规模 (GW) .....	38
图 55: 2025 年预测国内抽水蓄能格局 .....	38
图 56: 中国电建业务简要图示 .....	39

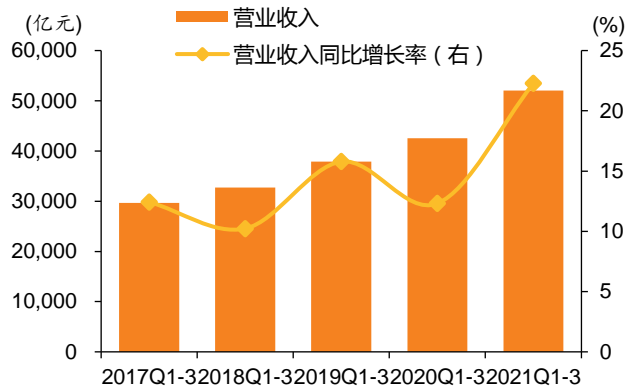
图 57: 2015-2020 年天辰耀隆营业收入及增速	40
图 58: 2015-2020 年天辰耀隆净利润及增速	40
表 1: 主要建筑央企国企各个季度新签订单金额累计同比增速 (%)	8
表 2: 部分基建产业链公司季度基建工程新签订单金额累计同比增速 (%)	9
表 3: 房建产业链部分土建及装饰企业季度累计新签订单同比增速 (%)	9
表 4: 钢结构公司新签订单金额累计同比增速 (%)	10
表 5: SW 建筑整体及主要建筑蓝筹 PE (TTM), 2010 年后分位值情况	12
表 6: SW 建筑整体及主要建筑蓝筹 PB (LF), 2010 年后分位值情况	12
表 7: 十三五、十四五规划建议稿中基建投资相关表述对比	13
表 8: 2020/2021 年基建投资分行业预测表	14
表 9: 十四五规划建议中的基建相关内容	15
表 10: 历年地方上报专项债项目时间	19
表 11: 基建资金来源预测表	21
表 12: 《山东省“十四五”综合交通运输发展规划》	22
表 13: 《四川省“十四五”综合交通运输发展规划》	23
表 14: 新建装配式建筑面积及增速预测	28
表 15: 装配式建筑的认定标准	29
表 16: 《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 (草案)》中主要目标	30
表 17: 抽水蓄能十四五投资情况测算	31
表 18: 新能源建设十三五/十四五/十五五规划	32
表 19: 厂房仓库对应 BIPV 潜在市场	32
表 20: “碳中和”相关政策情况	33
表 21: 公司营业收入累计同比 (%)	34
表 22: 公司净利润累计同比 (%)	35
表 23: 代表性建筑央企、国企产业资本增持或合作方案	36
表 24: 成本压降对代表性建筑公司潜在分红收益率的提振效果	37
表 25: 建筑+新能源个股情况梳理	37
表 26: 部分企业抽蓄电站合同	38
表 27: 森特股份太阳能电池板屋面施工技术优势	39
表 28: 天辰齐翔股权结构	40
表 29: 天辰齐翔一期项目产能情况	40
表 30: 东华科技 PBAT 项目投资概况	41
表 31: 东华科技 (甲方) 与陕煤集团 (乙方) 具体合作事项	41

## 1. 板块回顾：基本面相对平稳，新老建筑估值分化

### 1.1. 财报表现：传统建筑有所分化，“建筑+”仍待兑现

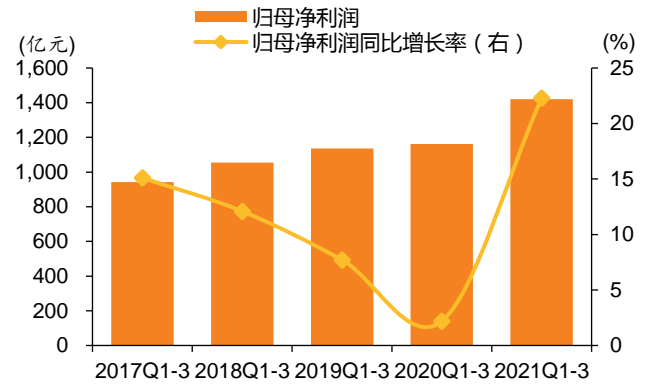
**营收及归母净利润增速大幅提升。**21Q1-3 中信（CS）建筑板块实现营收 52026 亿元，同比增速 22.27%，实现归母净利润（以下简称“业绩”）1421 亿元，同比增速 22.29%，相比 19 年营收/业绩同比增速 37.33%/24.98%，两年复合增速 17.19%/11.79%，21 年随着疫情影响逐步减弱，收入在 20 年基数较低基础上大幅提升，业绩亦呈现加速提升态势。20 年受疫情影响较大，若以 19-21 年复合增速来看，19-21 年 Q1-3 营收/净利润复合增速较 19 年同期+1.40/+4.09pct，仍保持小幅增长。

图 1：2017Q1-3-2021Q1-3 建筑行业整体营收及同比增长率



资料来源：Wind、天风证券研究所

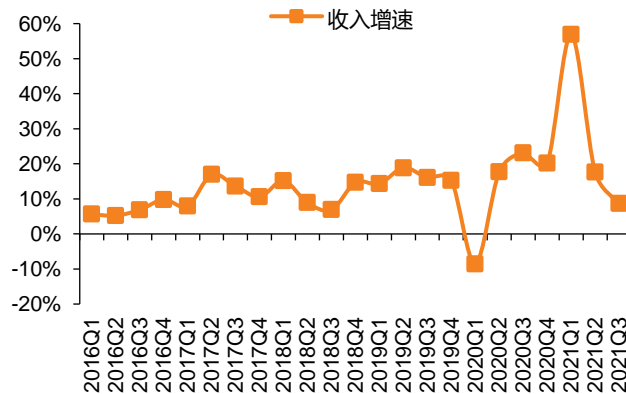
图 2：2017Q1-3-2021Q1-3 建筑行业归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind、天风证券研究所

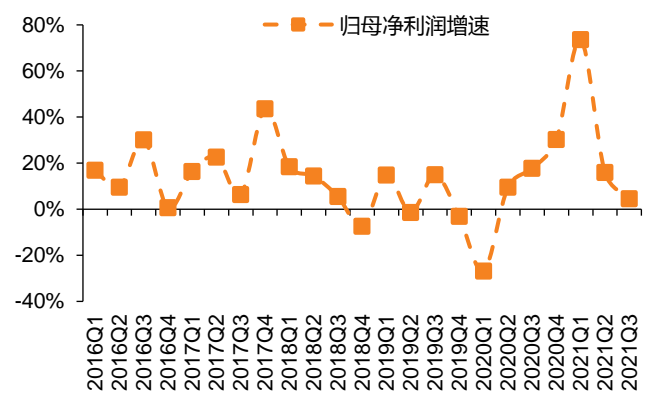
**单季度来看，收入和利润相较于 20/19 年同期均保持较高增长。**21Q1-3 建筑板块单季度收入同比增速分别为 56.84%/17.62%/8.67%；21Q1-3 建筑板块单季度业绩同比增速分别为 73.64%/15.89%/4.61%，由于疫情影响，20Q1 基数较低，21Q1 相较于 19Q1 营收/归母净利润同比 43.4%/26.9%，21Q2 相较于 19Q2 营收/归母净利润同比 38.46%/25.97%，21Q3 相较于 19Q3 营收/归母净利润同比 33.80%/23.13%，相较 19 年来看，21 年单季度营收业绩增速均保持较高增长。

图 3：2016Q1-2021Q3 建筑行业单季度收入同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：2016Q1-2021Q3 建筑行业单季度业绩同比增速

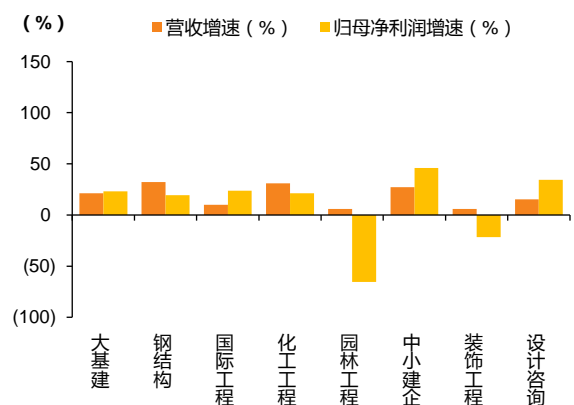


资料来源：Wind、天风证券研究所

**21Q1-3 建筑子板块中除园林工程，装饰工程外归母净利润同比均正增长。**21Q1-3 归母净利润同比增速前三名的子板块分别为中小建企，设计咨询及国际工程，同比增速分别为 45.85%，34.56%及 23.69%。归母净利润同比增速排名后三位的是钢结构，装饰工程，园林工程，同比增速分别为 19.29%，-21.53%，-65.31%。从同比增速改善角度看，国际工程，设计咨询及中小建企归母净利润同比增速较 20Q1-3 提升明显，分别为 58.40/53.34/25.77pct，而中小建企中地方基建国企亦展现出较强的盈利能力(山东路桥 21Q1-3 业绩增速 92.32%)。8 个主要子板块收入增速均同比增加，归母净利润同比增速下降的有 3 个，其中园林板块业

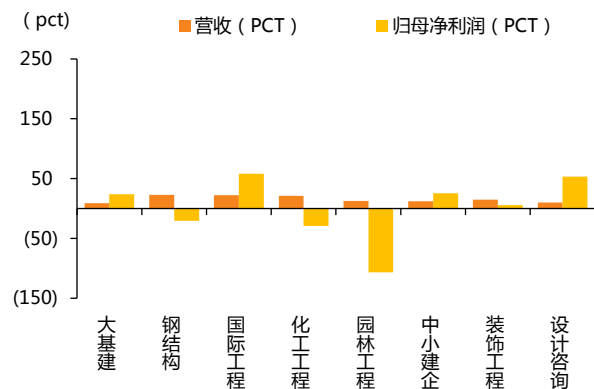
绩增速同比下滑较多，我们认为园林板块在经历了 18H2 以来的资金链危机后，其财务质量回归到正常水平尚需一定时间。

图 5：21Q1-3 建筑行业各子板块营收及归母净利润增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

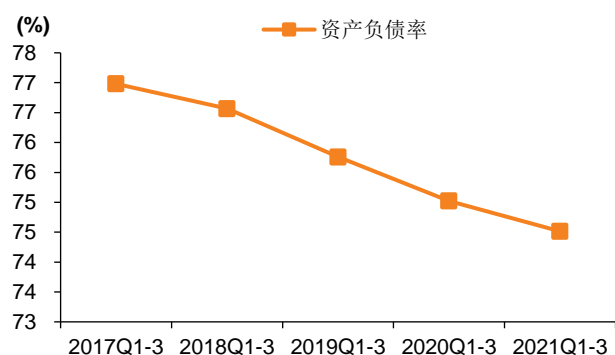
图 6：21Q1-3 建筑子板块营收/业绩增速与 20Q1-3 的差



资料来源：Wind、天风证券研究所

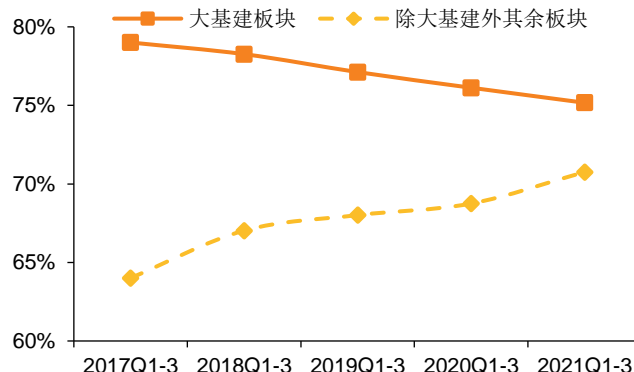
**21Q1-3 建筑板块资产负债率延续下降趋势，央企国企去杠杆效果较好，民企被动加杠杆在负债率上仍有所体现。**建筑板块 21Q1-3 整体资产负债率 74.51%，同比降 0.51pct，延续了自 17Q1-3 以来的下降趋势。同时我们注意到，板块资产负债率下降的主要动力来自于大基建板块（包含中建、交建、铁建、中铁、电建、核建、中冶、能建、隧道股份和上海建工，10 家公司 21Q1-3 总资产占整个建筑板块 85.16%），而在剔除这 10 家公司后，建筑板块 21Q1-3 资产负债率 70.76%，同比上升 2.01pct。

图 7：2017Q1-3-2021Q1-3 建筑行业资产负债率



资料来源：Wind、天风证券研究所

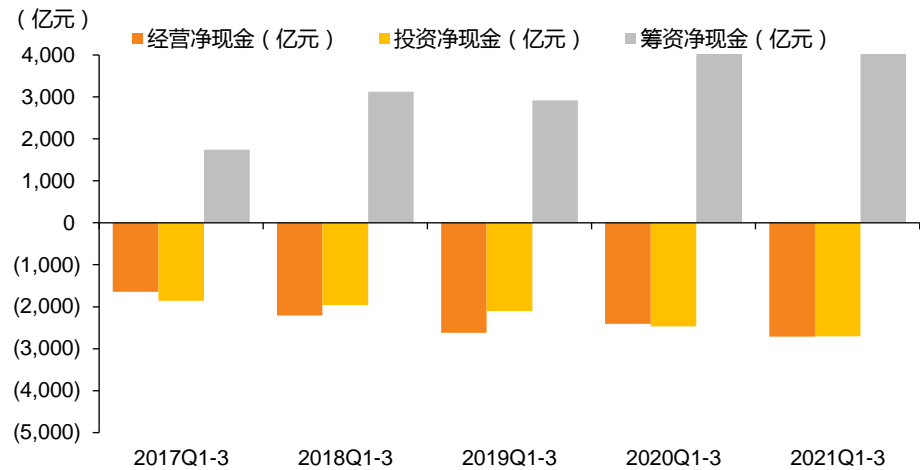
图 8：2017Q1-3-2021Q1-3 大基建与其余板块整体资产负债率



资料来源：Wind、天风证券研究所

**21Q1-3 板块 CFO 净流出同比扩大，但增速低于收入增速。**21Q1-3 建筑板块经营活动现金净流出 2715 亿元，净流出量同比扩大，而 21Q1-3CFO 净流出增速（12.84%）低于收入增速（22.27%），体现出板块收入的快速增长未以大幅牺牲现金流为代价。21Q1-3 板块投资活动现金净流出 2702 亿元，较 20Q1-3 的 2471 亿元增加流出 231 亿元，17Q1-3-21Q1-3 投资净支出总体处于较高水平，我们认为或仍然与投资类项目的落地投入相关。21Q1-3 板块筹资现金净流入 4147 亿元，净流入量相比 20Q1-3 减少 154 亿元，相比 19Q1-3 增加 1228 亿元，我们预计中央陆续出台改善民企融资及经营环境的政策，行业内进行定增、优先股、可转债等融资活动的公司增加，致 20 年同期基数较高，21 年同期仍保持了较高筹资强度。

图 9：2017Q1-3-2021Q1-3 建筑行业现金流量净额变动趋势



资料来源：Wind、天风证券研究所

## 1.2. 订单表现：行业整体改善，地方国企呈现高弹性

21 年以来大部分央企的新签订单增速仍然保持了两位数的高增长。21 年以来中国交建的订单保持高速增长，中建、中冶和上海建工 21 年前三季度的订单增速超过 20%，同比分别变动+16/-6/+22pct，中国化学、中国铁建的订单增速也超过 10%，此外相较 19 年同期，除上海建工，各公司累计同比增速均保持 15%以上复合增长，整体来看，大部分央企的订单保持较高的景气程度。

表 1：主要建筑央企国企各个季度新签订单金额累计同比增速 (%)

	中国交建	中国铁建	中国中铁	中国建筑	中国电建	中国化学	中国中冶	上海建工
2019Q1	13	6	0.3	9	16	47	5	31
2019H1	16	18	10	3	16	12	20	20
2019Q1-3	12	25	15	6	3	7	19	18
2019FY	8	27	28	7	12	57	18	19
2020Q1	12	14	8	-4	-15	20	-4	-36
2020H1	7	22	24	6	11	2	22	-3
2020Q1-3	13	25	24	10	30	28	31	2
2020FY	11	27	20	12	32	11	29	7
2021Q1	80	35	-2	32	56	20	61	63
2021H1	29	20	19	21	14	45	32	27
2021Q1-3	37	13	8	26	4	17	25	24
2021Q1-3 同比 19 年同期	54	40	35	39	35	50	64	26
2021Q1-3 同比 19 年同期复合增速	24	19	16	18	16	22	28	12

注：订单口径均为季度累计新签合同总额，其中中国建筑累计订单不含房地产销售合同金额；

资料来源：公司公告、天风证券研究所

**代表性基建央企和国企订单快速恢复，基建工程订单向龙头集中趋势明显。**21 年前三季度交建、铁建和中铁的基建施工类订单延续了 20 年以来快速增长的趋势，订单同比增速分别为 35%/7%/11%，20 年以来中建基建工程新签订单增速呈现恢复态势，连续 7 个季度维持 20%以上的增长，而 21Q1/H1/Q1-3 的订单增速分别为 51%/50%/30%。代表性地方国企中，山东路桥受益于区域基建高景气，20Q1/H1/Q1-3 订单同比增速分别为 480%/138%/53%，订单提速明显。我们认为，央企、国企基建工程订单增速明显提升，



基建工程订单向龙头集中趋势明显。

表 2：部分基建产业链公司季度基建工程新签订单金额累计同比增速（%）

	中国建筑	中国交建	中国铁建	中国中铁	隧道股份	山东路桥
2019Q1	-44	12	6	4	10	-35
2019H1	-37	16	23	13	4	96
2019Q1-3	-25	13	30	18	2	165
2019FY	-17	10	28	25	5	73
2020Q1	20	15	22	12	8	127
2020H1	24	8	25	27	5	54
2020Q1-3	22	15	27	25	6	82
2020FY	31	12	28	22	6	80
2021Q1	51	81	21	-7	30	480
2021H1	50	26	12	20	13	138
2021Q1-3	30	35	7	11	15	53

注：中国建筑订单为基础建设订单，交通和两铁均为工程承包订单，隧道股份、山东路桥为基建施工订单；

资料来源：公司公告、天风证券研究所

**房建及装饰类订单增速放缓，房建、装饰行业景气度回落。**中国建筑和上海建工是国内具有代表性的房建施工类公司，二者自 18 年以来房建施工类新签订单的累计同比增速变动趋势基本一致，二者的房建类订单增速均于 18H1 触底，此后连续三个季度回升，且在 18Q1 基数较高的情况下，19Q1 仍然都实现了 20% 以上的订单增速，但 19H1 之后房建类订单增速均有所回落，21 年以来两者均呈现一定的恢复态势，此外 21 年前三季度处于房建产业链后端的装饰公司订单金额呈现出明显的下滑趋势，我们认为下游需求走弱，公司控制精装比例，加强旧项目回款管理，和提升承接项目的质量可能也对订单增速产生了一定影响，我们预计装饰行业多数公司整体订单情况全年仍维持下滑状态。

表 3：房建产业链部分土建及装饰企业季度累计新签订单同比增速（%）

	中国建筑	上海建工	宁波建工	金螳螂	全筑股份	广田集团	亚厦股份
2018Q1	20	35	90	16		87	58
2018H1	6	7	37	19		147	27
2018Q1-3	13	15	55	22	62	87	25
2018FY	14	23	44	24	39	47	8
2019Q1	32	23	-32	30	16	-25	119
2019H1	19	24	-30	25	5	-41	43
2019Q1-3	17	18	-8	17	9	-24	30
2019FY	16	23	-20	13	9	-25	24
2020Q1	-9	-43	-43	-44	-27	-39	14
2020H1	3	-2	18	-37	-20	-23	10
2020Q1-3	8	-2	-2	-25	-7	-23	3
2020FY	6	3	2	-14	-86	-18	12
2021Q1	28	69	414	43	27	-5	38
2021H1	14	21	96	16	-23	-8	19
2021Q1-3	6	26	47	0	-40	-33	7

资料来源：公司公告、天风证券研究所

**代表性钢结构公司订单金额均保持较高增速。**21Q1-3 钢结构行业内不同公司订单金额同比增速差异较大，鸿路钢构订单金额同比增速 40%，在钢材价格大幅波动的背景下，仍维持了较高增长，进一步彰显钢结构制造商的龙头地位，而其余四家钢结构工程商，订单的增速一定程度上受到原材料价格波动对于钢结构施工需求的抑制，订单增速有所下滑，其

中精工钢构的订单出现负增长，一定程度上也与去年订单基数较高有关。

表 4：钢结构公司新签订单金额累计同比增速（%）

	鸿路钢构	精工钢构	富煌钢构	东南网架	杭萧钢构
2019Q1	-	62	-2	64	-12
2019H1	98	36	28	108	20
2019Q1-3	-	19	27	61	22
2019FY	58	14	-12	51	20
2020Q1	-13	-21	343	147	-24
2020H1	26	11	2	43	-26
2020Q1-3	17	20	11	45	44
2020FY	24	31	20	33	17
2021Q1	92	1	45	-62	22
2021H1	39	-5	15	16	12
2021Q1-3	40	-6	10	14	3

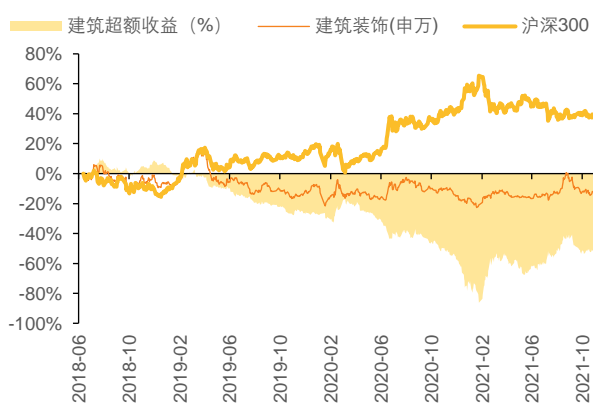
注：鸿路钢构订单金额增速为材料加工（制造）业务，其余均为钢结构工程新签订单金额增速；

资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 1.3. 行情表现：“建筑+” 估值高弹性，传统地方龙头获认可

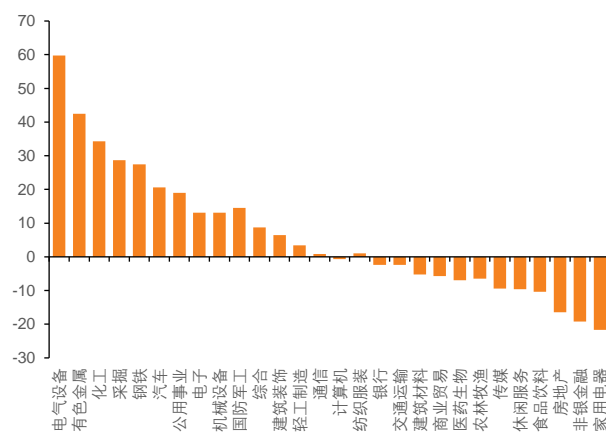
“建筑+” 产业链关注度显著提升，传统地方龙头展现高弹性。2021 年初至 11 月 18 日，SW 建筑指数上涨 5.57%，同期沪深 300 指数下跌 7.17%，建筑明显跑赢大盘，在 28 个申万一级行业中，建筑板块收益排名第 12 位，整体表现处于中等偏上水平。我们认为 18 年至 20 年底建筑板块行情多数靠基建托底政策带来的主题性催化，而 21 年以来的行情主要围绕“建筑+” 产业链，市场热点集中于“建筑+实业”、“建筑+新能源” 等产业链相关标的，此外低估值地方基建龙头在业绩高弹性的基础上逐步被价值发现，山东路桥等传统地方基建龙头展现高弹性。

图 10：18 年 6 月以来 SW 建筑及沪深 300 指数涨跌幅



资料来源：Wind、天风证券研究所

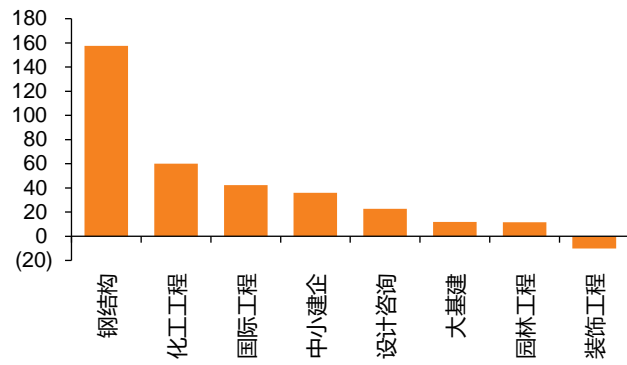
图 11：21 年初以来申万一级行业涨跌幅



资料来源：Wind、天风证券研究所

钢结构板块大幅领涨，市场热点集中于“建筑+” 产业链。21 年初以来，除装饰工程板块外，建筑各子板块普遍上涨，钢结构板块涨幅达 157%，主要系板块内个股森特股份涨幅较大。我们重点跟踪的 124 只建筑个股中共 65 只录得正收益，涨幅超过 20% 的股票共 27 只，超过 40% 的个股有 18 只，超过 70% 的个股有 8 只。其中森特股份涨幅最大高达 526%，其次涨幅居前的分别为四川路桥（146%）、永福股份（142%）、中国电建（79%）、中国化学（79%）、东华科技（78%）、农尚环境（76%），“建筑+新能源”、“建筑+实业” 等相关个股涨幅明显。从大基建蓝筹的估值情况来看，我们年初以来重点推荐的中国化学、中国电建、中国中冶和葛洲坝在“建筑+实业”、“建筑+新能源” 等转型逻辑下估值均获得明显修复。

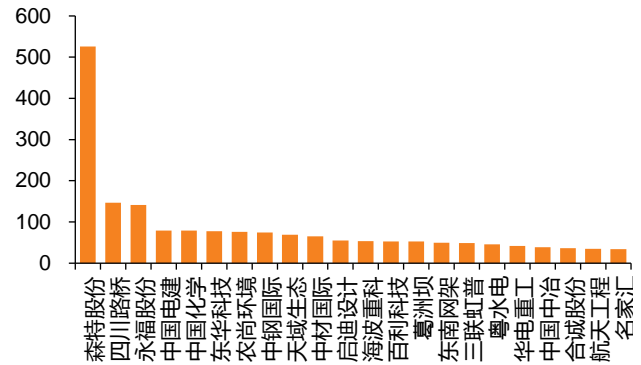
图 12：21 年初至 11 月 18 日子板块涨跌幅情况 (%)



注：板块数据为个股总市值加权平均

资料来源：Wind、天风证券研究所

图 13：21 年初至 11 月 18 日建筑个股涨幅排名 (%)

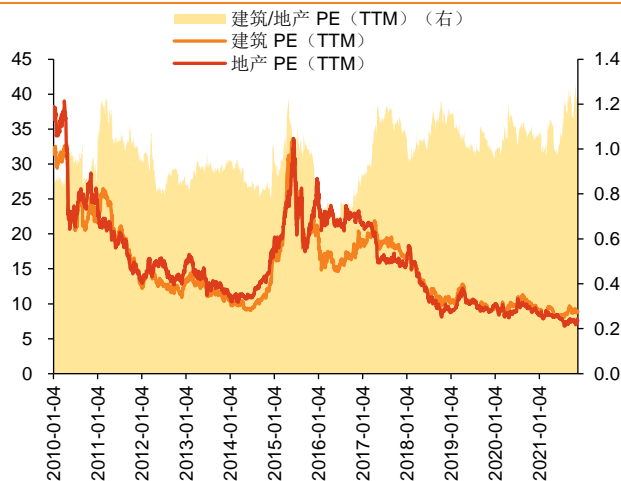


资料来源：Wind、天风证券研究所

从估值角度看，目前建筑 PE (TTM) 和 PB (LF) 分别排全部一级行业倒数第四和倒数第二，建筑行业估值依然具有提升空间。全行业横向对比来看，截至 11 月 18 日收盘，SW 建筑 PE (TTM) 8.86 倍，建筑 PB (LF) 0.86 倍，分别排全部一级行业倒数第四和倒数第二，其中 PE (TTM) 仅高于银行、地产和钢铁，PB (LF) 仅高于银行，而沪深 300PE (TTM) 12.96 倍，沪深 300PB (LF) 为 1.56 倍。

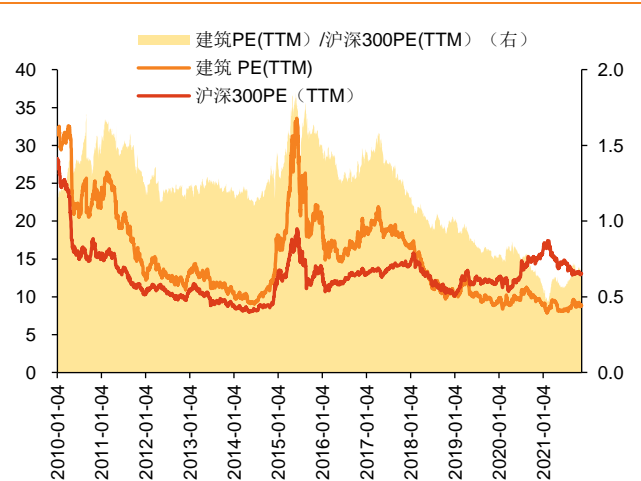
2010 年之后 SW 建筑与沪深 300PB (LF) 的比值 (简称 PB 比) 波动趋势与 PE 比大致一致。建筑行业的 PE(TTM)与 PB(LF)值自 2015 年 Q1 达到顶峰后不断下降，目前仍处于下行的趋势。从 ROE 角度看，2009 年以来建筑行业整体平均 ROE 水平均低于沪深 300 整体，且 2013 年之后一直处于下行趋势，同时建筑在去杠杆等因素推动下，整体 ROE 水平比沪深 300 下行幅度更大，我们认为 2018 年之后 PB 比始终低于 1 且不断下行，行业景气度和 ROE 向下趋势是主要原因。

图 14：SW 建筑与 SW 房地产 PE (TTM) 及其比值



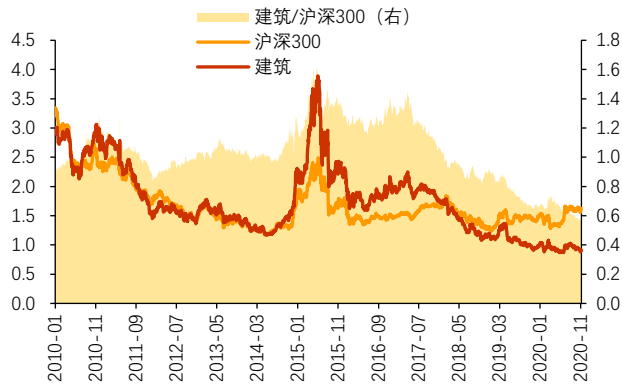
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 15：SW 建筑，沪深 300PE (TTM) 及其比值



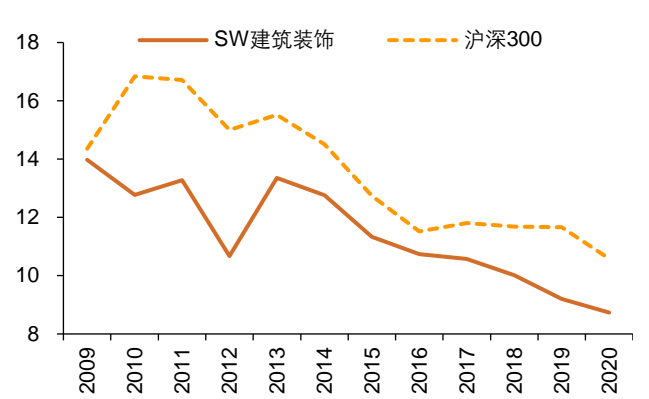
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 16：SW 建筑，沪深 300PB (LF) 及其比值



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 17：SW 建筑及沪深 300 整体平均 ROE



资料来源：Wind、天风证券研究所

纵向来，建筑估值达到了 10 年以来新低，虽然今年经历了一段时间的估值修复，但仍处于历史低位。截至 11 月 18 日收盘，SW 建筑整体 PE (TTM) /PB (LF) 位于 2010 年后的 4.6%/3.2%分位，而 2010 年后的最低值为 7.88/0.78 倍，SW 建筑的 PE/PB 均处于 2010 年以来的估值底部区间内。从大基建蓝筹的估值情况来看，PE (TTM) 角度，中国建筑、中国铁建、中国中铁已低于 2010 年以来的 2%分位；PB (LF) 角度，中国建筑、中国铁建、中国交建、中国中铁等主要建筑央企均已低于 5%分位，而当前沪深 300 整体 PE (TTM) 处于 2010 年后 55.3%分位，PB (LF) 处于 47.7%分位，建筑估值纵向来明显更低。

表 5：SW 建筑整体及主要建筑蓝筹 PE (TTM)，2010 年后分位值情况

	中国 建筑	中国 中铁	中国 铁建	中国 交建	中国 电建	中国 中冶	中国 化学	中国 核建	建筑装饰 (申万)	沪深 300
21 年 11 月 18 日 PE(倍)	3.79	4.65	3.90	5.42	12.23	8.19	16.41	15.56	8.86	12.96
2010 年后分位值	0.20%	1.70%	0.20%	11.70%	61.10%	15.70%	66.20%	24.10%	4.60%	55.30%
2010 年后最低值(倍)	3.71	4.37	3.86	4.45	5.47	-7.45	7.39	11.47	7.88	8.01

资料来源：Wind、天风证券研究所

表 6：SW 建筑整体及主要建筑蓝筹 PB (LF)，2010 年后分位值情况

	中国 建筑	中国 中铁	中国 铁建	中国 交建	中国 电建	中国 中冶	中国 化学	中国 核建	建筑装饰 (申万)	沪深 300
21 年 11 月 18 日 PB(倍)	0.61	0.58	0.50	0.51	1.06	0.95	1.33	1.81	0.86	1.56
2010 年后分位值	0.20%	0.20%	0.20%	3.60%	47.40%	42.50%	47.80%	20.20%	3.20%	47.70%
2010 年后最低值(倍)	0.60	0.56	0.49	0.40	0.49	0.60	0.80	1.51	0.78	1.17

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 2. 2022 展望：传统投资需求相对平稳，新基建有望高增长

### 2.1. 基建：全局需求或较为平稳，部分区域有望呈现高景气

我们认为十四五规划建议对基建和地产的表述较十三五相对平淡，或预示着未来基建投资的质量要求更高，区域和细分行业分化也可能更强。相比十三五规划建议，我们认为：1) 十四五规划建议转变了投资在经济发展中的作用、定位，对基建投资的表述由拓展转为统筹推进；2) 细分子行业中，交通是十三五和十四五均比较重要的内容，而十四五规划建议还着重强调了能源基建（油气、电力等）；3) 十四五规划建议稿提出将根据国土空间功能划分来优化重大基础设施布局，我们预计未来基建投资的区域性分化可能更加凸显；4) 十四五规划建议首次提出实施乡村建设行动；5) 十四五规划建议中新型城镇化的内容与十三五有一定差异，十三五规划建议涉及加大棚改，对十三五阶段的地产投资高景气产生

了积极影响，而十四五规划建议中强调老旧小区改造和公共服务设施的配套建设，再提“房住不炒”。综合而言，我们认为十四五基建投资在总体体量上相比十三五或相对平稳，需求端的增长或体现较强的结构性和区域性特征。

表 7：十三五、十四五规划建议稿中基建投资相关表述对比

	十三五	十四五
对投资的表述	发挥投资对增长的关键作用，推广政府和社会资本合作模式。	优化投资结构，保持投资合理增长，发挥投资对优化供给结构的关键作用。形成市场主导的投资内生增长机制。
对基建的表述	拓展基础设施建设空间。加快完善水利、铁路、公路、水运、民航、通用航空、管道、邮政等基础设施网络。完善能源安全储备制度。加强城市公共交通、防洪防涝等设施建设。实施城市地下管网改造工程。加快开放电力、电信、交通、石油、天然气、市政公用等自然垄断行业的竞争性业务。	统筹推进基础设施建设。加快建设交通强国，完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络，加快城市群和都市圈轨道交通网络化，提高农村和边境地区交通通达深度。推进能源革命，加强国内油气勘探开发，加快油气储备设施建设，加快全国干线油气管道建设，建设智慧能源系统，优化电力生产和输送通道布局，提升新能源消纳和存储能力，提升向边远地区输配电能力。加强水利基础设施建设。
农村建设	无详细内容	实施乡村建设行动。完善乡村水、电、路、气、通信、广播电视、物流等基础设施，提升农房建设质量。因地制宜推进农村改厕、生活垃圾处理和污水治理，实施河湖水系综合整治，改善农村人居环境。
国土空间规划	推进“多规合一”。推动京津冀、长三角、珠三角等优化开发区域产业结构向高端高效发展，防治“城市病”，逐年减少建设用地增量。	逐步形成城市化地区、农产品主产区、生态功能区三大空间格局，优化重大基础设施、重大生产力和公共资源布局。支持生态功能区的人口逐步有序转移。
区域发展	形成沿海沿江沿线经济带为主的纵向横向经济轴带，优化发展京津冀、长三角、珠三角三大城市群，形成东北地区、中原地区、长江中游、成渝地区、关中平原等城市群。发展一批中心城市，强化区域服务功能。	推进京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展。推动黄河流域生态保护和高质量发展。高标准、高质量建设雄安新区。更好促进发达地区和欠发达地区、东中西部和东北地区共同发展。完善转移支付制度，加大对欠发达地区财力支持，逐步实现基本公共服务均等化。
新型城镇化	深化住房制度改革。加大城镇棚户区和城乡危房改造力度。	实施城市更新行动，加强城镇老旧小区改造和社区建设，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推进成渝地区双城经济圈建设。推进以县城为重要载体的城镇化建设。

资料来源：《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》、《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》、天风证券研究所

**短期基建投资面临压力，但中长期需求不弱，十四五规划有望修复中长期预期差。**参考发达国家，美/日两国强运营类项目的投资主体大部分为私人，政府仅负责公益类项目，而目前中国基建投资中私人投资比例较低，随着国内基建投融资体制逐步完善，私人部门参与基建投资的比重有望提升。1980 年后地方政府逐步成为日本基建投资的主力，同时日本基建投资增速与财政收入增速呈现出高度相关性，我们认为 95 年后日本基建的萧条与地方财政收入承压有较大关系。我国地方政府债务和收入压力对基建的影响在 2018 年后逐步显现，但我们认为在十四五阶段中国基建投资需求仍然有望保持高水平，有望较十三五继续实现一定增长。从财政角度看，短期的基建投资向上弹性仍受地方政府资金制约，但中国地方政府出现类似日本 90 年代的长期财政收入负增长可能性不高，中长期基建需求向好的信心根基于对中国经济保持稳定增长的信心。

### 2.1.1. 真实需求或主导基建投资，总体需求有望平稳

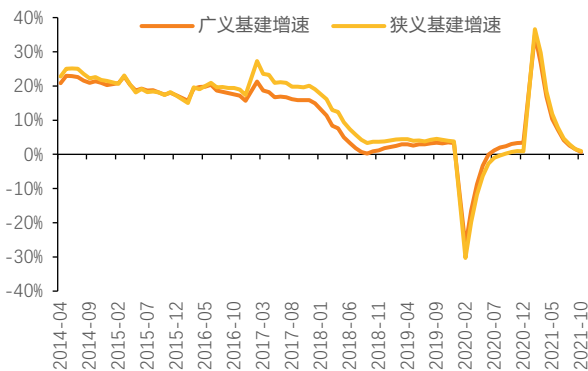
**2017 年之前的基建高弹性源自于较强的政策和资金支撑。**08 年全球金融危机时期，政策端推动“四万亿”投资稳增长，资金端 M2 同比增速自 09 年初起快速上扬，而 09 年的基建投资增速直接从 08 年的 23% 上升至 42%，随后随着刺激政策的逐步退出及 M2 同比增速的回落，基建投资增速回落；2012 年的基建回暖同样伴随了 M2 和政策端的回暖；2016 年基建投资增速曾在下行周期中出现小幅回暖，彼时 PPP 政策的推出激发了社会资本参与基建的热度，尽管 M2 同比增速在 2016 年仍处于下行通道，但社融同比增速显著抬升。上述三轮的基建投资景气周期均与政策和资金密切相关。

**2017 年之后资金矛盾凸显，展望十四五，我们认为基建投资将从粗放式拓展向精细化筹划转变。**2017/2018 年伴随着信用环境的收紧和地方政府去杠杆政策的高压态势，基建投资增速出现大幅下行，广义基建投资增速从 2017 年初的超 21%，下行至 18 年前三季度的

0.26%；18年7月末的国常会提出“六稳”，随后基建投资政策次第出台，政策端短暂恢复到强支撑状态，但这一轮基建刺激中，M2和社融指标并没有体现出很强的向上弹性，最终基建投资增速的向上弹性和持续性也十分有限，体现出尽管政策端支持力度较大，但资金端的掣肘对基建的影响十分明显。

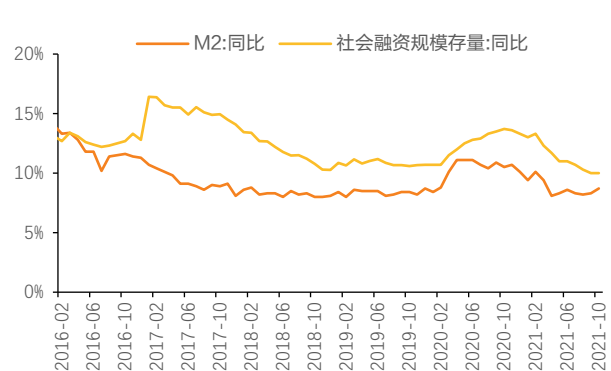
2019年以来，基建相关政策在稳增长与降杠杆之间波动，缺乏中长期的指引性，但2020年初在疫情影响下降杠杆暂时让位于稳增长，但我们认为这并没有改变稳定性偏弱的基建政策环境，与此同时，地方政府已然较高的负债率降低了其负债能力，尽管疫情过后21年上半年金融数据表现强劲，但基建投资增速并未体现持续的反弹趋势，而政策端对于传统基建的提及力度明显减弱。我们认为十四五阶段，运用基建投资大规模稳增长的情形出现的可能性很小，政策变量对投资的影响或有所下降，地方政府负债能力的下行，使得信用宽松对基建增量的影响也可能变弱，有效需求可能成为基建投资的核心驱动力。

图 18：广义基建增速和狭义基建增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 19：M2 及社融规模存量同比



资料来源：Wind、天风证券研究所

我们预计整体基建行业需求进入平稳阶段，需求端表现为结构性增长，真实需求或主导基建投资，我们预计 2021 年广义/狭义基建投资同比增速为 2.2%/2.4%，2022 年广义/狭义基建增速分别为 3.6%/2.6%。短期来看，10 月的宏观数据显示经济增长面临明显压力，也催生了对政策扶持的预期，此外 10 月与基建相关的中长期贷款经济金融数据持续回落，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 Q4 实体企业的信用环境有望优化。而中长期来看，我们认为十四五阶段铁公基等传统基建市场容量相比十三五有望保持相对稳定，但十四五规划重点提及的重大交通工程、城市轨交、新型城镇化领域基建仍有望实现增长，此外展望 2022 年，抽水蓄能、BIPV 等新能源类型的基建有望逐渐放量，广义基建增速有望明显修复。

从 2022 年基建增速的变化节奏来看，实际需求驱动 22H1 基建景气度较好。考虑到 22H1 经济下行压力加大，基建托底预期增加，从实际需求的角度来看，我们认为 2022 年基建行业上半年景气度高于下半年，预计 22H1/H2 的狭义基建增速为 3.1%/2.2%，22H1/H2 的广义基建增速为 4.2%/3.1%；

低基数或推动基建景气延续至 22Q3。单季度来看，考虑到 21Q4 专项债发行加速叠加专项债提前批次下达时间有望明显早于 2021 年，实物量的转化有望超预期，有望带动 22Q1 基建景气度环比改善，而 22Q3 基建增速在低基数的基础上仍具备较好的反弹基础，因此我们判断 2022 年基建行业的景气度有望延续至 22Q3。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
1. 交通水利								
公路	16513	17784	21163	21335	21894	24312	26257	28358
yoy	6.80%	7.70%	17.70%	0.40%	2.62%	11.04%	8.00%	8.00%
全国铁路	8238	8015	8010	8028	8029	7819	7819	7819
yoy		-2.71%	-0.06%	0.22%	0.01%	-2.62%	0.00%	0.00%
民航基本建设	769	782	869	857	969	1050	1124	1202
yoy	4.78%	1.70%	11.12%	-1.43%	13.12%	8.31%	7.00%	7.00%
水利管理业	7250	8725	10021	9530	9663	10098	10300	10609
yoy	15.27%	20.35%	14.85%	-4.90%	1.40%	4.50%	2.00%	3.00%
2. 偏市政类								
公共设施管理	46180	56776	68262	69969	70179	69196	68504	68847
yoy	21.09%	22.95%	20.23%	2.50%	0.30%	-1.40%	-1.00%	0.50%
电力热力生产供应	20260	22638	22055	19342	19304	22585	23413	25971
yoy	15.52%	11.73%	-2.57%	-12.30%	-0.20%	17.00%	3.67%	10.92%
水生产供应	4118	4964	5509	6352	7426	9089	9107	9198
yoy	31.29%	20.54%	10.99%	15.30%	16.90%	22.40%	0.20%	1.00%
燃气生产供应	2331	2135	2230	2372	2802	3043	3067	3129
yoy	4.00%	-8.44%	4.45%	6.40%	18.10%	8.60%	0.80%	2.00%
3. 生态环保	2249	3146	3822	5466	7499	8144	8633	9151
yoy	24.90%	39.87%	21.52%	43.00%	37.20%	8.60%	6.00%	6.00%
4. 城市轨交	3683	3847	4762	5470	5959	6286	6537	6766
yoy	27.04%	4.45%	23.78%	14.87%	8.94%	5.49%	4.00%	3.50%
广义基建投资	131363	152012	173085	176185	182049	188258	192478	199358
yoy	17.35%	15.72%	13.86%	1.79%	3.33%	3.41%	2.24%	3.57%
(1+2+3+4)/广义基建	84.95%	84.74%	84.76%	84.41%	84.44%	85.85%	85.60%	85.80%
狭义基建投资	104654	122276	140005	145325	150848	152205	155906	159941
yoy	17.44%	16.84%	14.50%	3.80%	3.80%	0.90%	2.43%	2.59%
(1+公共设施+3+4)/狭义基建	81.11%	81.03%	83.50%	83.02%	82.33%	83.38%	82.85%	83.00%

资料来源：Wind、天风证券研究所

十四五规划建议中提及的基建可划分为重大项目、城市群交通及新型城镇化民生服务三个主要维度，或成为未来基建的主要增长点。相比于十三五规划建议中对基建较为全面的表述，我们认为十四五规划建议中，对基建的表述重点更加突出。在重大工程领域，详细列举了未来拟推进的交通、水利水电等重大工程，而在都市圈建设中则强调了轨道交通，在能源基建领域强调了油气投资等。我们认为国家重大工程受资金和地方政府负债率的约束较低，中央财政支持力度较强，未来有望实现较快推进，都市圈轨交建设目前主要涉及成渝、粤港澳、京津冀和长三角等经济发达区域，项目经济性较好。而新型城镇化涉及的非营利性市政类投资，地方政府投入比例相对较高，其未来的加速推进或仍有赖于相关政策或财政机制的支持，市政类工程中具备自身造血能力，且与民生高度相关的水电气热类投资，有望保持较高景气。

表 9：十四五规划建议中的基建相关内容

领域	建设内容
重大工程建设	川藏铁路、西部陆海新通道、国家水网、雅鲁藏布江下游水电开发、重大生态系统保护修复、重大引调水、防洪减灾、送电输气、延边沿江沿海交通
能源基建	油气开发、油气储备设施、干线油气管道、电力生产输送、水利基础设施
都市圈建设	综合交通枢纽和物流网络、加快城市群和都市圈轨道交通网络化

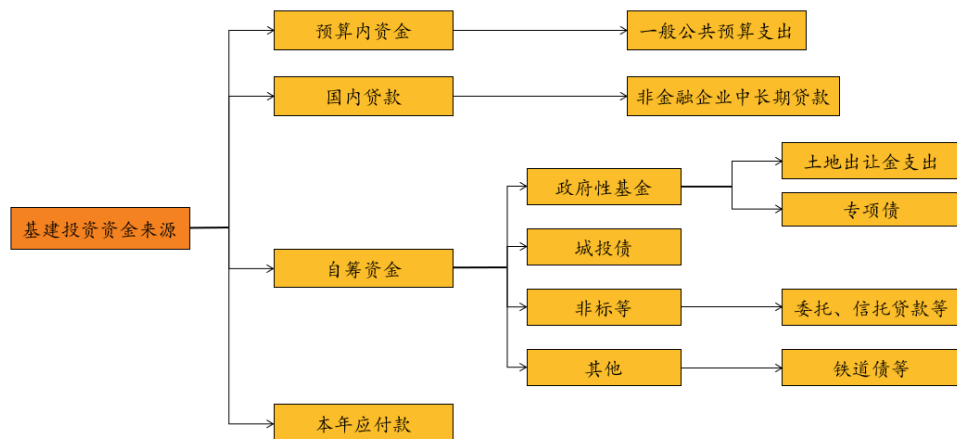
新型城镇化	城市更新, 旧改和社区建设、防洪排涝能力建设
农村建设	水、电、路、气、通信、广播电视、物流等基础设施

资料来源:《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》、天风证券研究所

### 2.1.2. 资金压力仍存, 但能满足合理需求

预算内资金、国内贷款和自筹资金对基建投资的资金面具有重大影响, 随着《政府投资条例》针对工程企业清欠条款的深入实施, 预计资金缺口或逐步缩小。基建资金来源可分为预算内资金、国内贷款、自筹资金、外资和其他五个大类, 其中预算内资金、国内贷款和自筹资金对基建投资资金来源的变化具有重大影响, 是资金来源分析的主要组成部分。

图 20: 基建资金来源核心分析框架

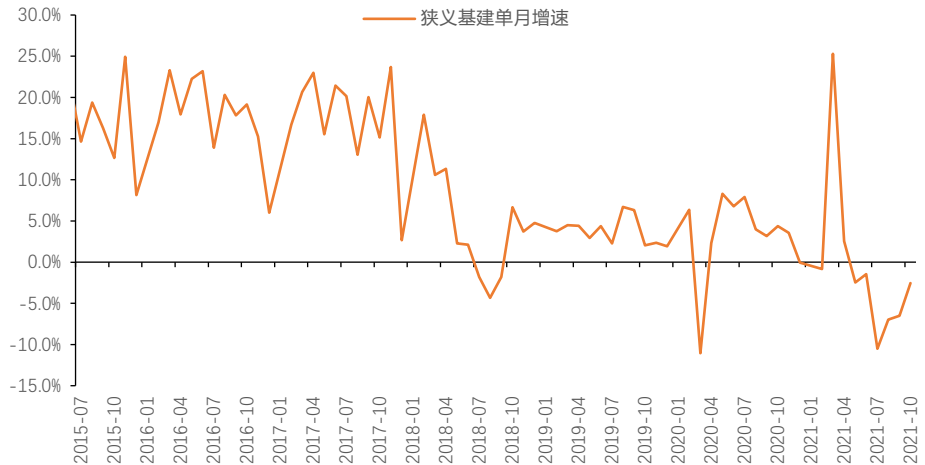


资料来源: Wind、天风证券研究所

我们判断 2022 年的基建投资资金来源中, 财政端支出水平有望保持稳健增长, 信贷受资本金的影响有望减弱, 城投公司的融资情况仍对市政投资具有较大影响, 有效投资成为基建发展的主旋律。我们认为基建投资资金来源可分为两个维度观测, 短期角度是对各项代表性指标的预测, 包括财政资金 (预算内支出及政府性基金支出), 自筹资金 (如城投融资), 信贷资金 (如中长期贷款) 等。而建筑板块估值压制因素中也包含市场对中长期基建资金来源的担心, 一方面是财政收入对支出的支撑是否长期可持续, 另一方面则是城投公司融资受限后的替代资金来源。2019 年基建融资的核心制约矛盾逐步从 2018 年的项目贷匹配转变为资本金短缺, 继中央政策允许专项债用作基建项目资本金, 且下调部分基建项目最低资本金出资比例, 2020 年基建资本金出资压力部分缓解, 同时受到疫情的影响, 经济下行压力较大, 基建作为托底经济的重要支撑, 发挥着较为关键的作用, 彼时基建资金来源的重点观测部分仍然是财政、信贷以及城投, 但受制于地方政府的基建真实意愿影响, 疫情影响减弱之后, 基建托底经济的预期逐步减弱, 基建单月增速逐渐回落, 我们预计十四五阶段基建的有效投资和真实需求或仍继续主导基建投资。



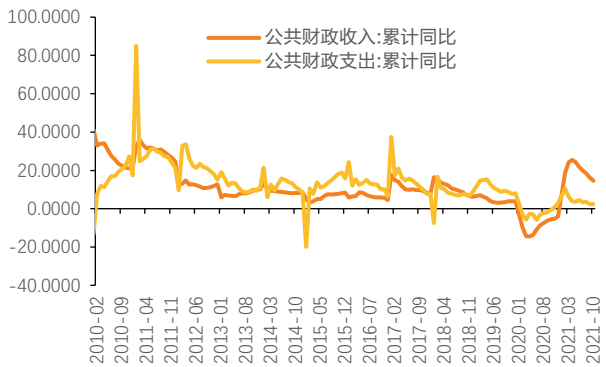
图 21：狭义基建单月增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

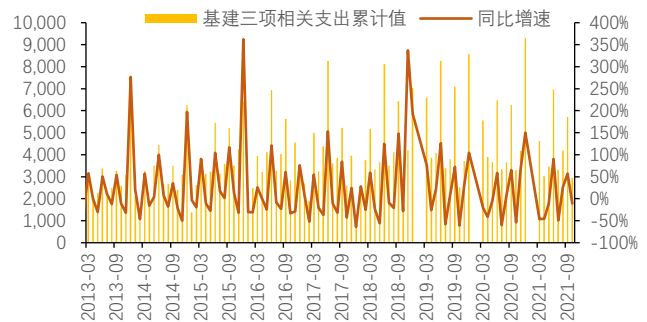
2021 年财政支出中的基建支出占比有所下降，2022 年占比或有望边际回暖。21M1-10 全国公共财政收入同比提升 14.5%，支出同比提升 2.4%，10 月全国公共财政收入当月同比增速为-0.14%（前值为-2.1%），连续两个月负增速，8-10 月财政收入增速出现连续明显下降，这与去年同期基数较高有关，与当前经济基本面较弱也是比较匹配的，10 月财政支出增速较 9 月有所回升，但仍处于增速较低的情况。21M1-10，与基建相关度较高的城乡社区事务、农林水和交通运输支出合计同比下降 4.0%，与全国公共财政支出增速呈现出明显的背离，表明当前财政支持基建的力度并未加强，仍处蓄力状态，同时这一定程度也反映出，当前财政支出的重点支持方向并非基础设施建设，展望 2022 年，考虑到当前地产周期下行带来更大逆周期调节压力，明年财政有望成为提振总需求的重要政策抓手，财政支出中用于基建支出的占比有望边际回暖。

图 22：公共财政收入与支出累计同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 23：与基建相关度较高的三项财政支出同比增速（单位：亿元）



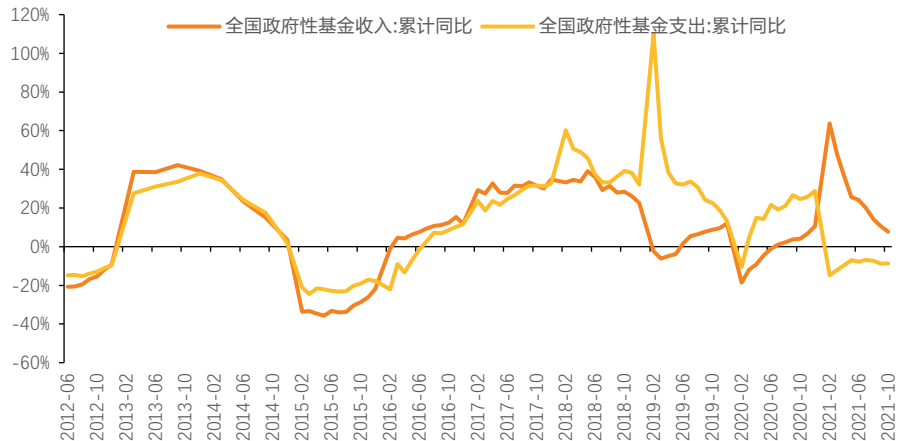
资料来源：Wind、天风证券研究所

政府性基金所支撑的基建投入，我们预计在短期和中长期均有一定压力。短期来看，21 年全国政府基金收入/支出的增速差异呈现出“收窄—走阔—收窄”的态势，20M1-10 全国政府性基金收入/支出分别同比增长 7.7%/-8.7%，政府性基金支出同比增速连续九个月同比负增长。作为政府性基金收入的主要组成部分，21M1-10 国有土地出让收入 5.94 万亿元，同比增加 0.34 万亿元，而以国有土地出让金收入安排的支出 5.58 万亿元，同比增加 0.32 亿元，10 月当月，全国政府性基金预算收入、地方政府性基金收入和土地出让收入当月增速分别为-13.4%、-13.5%、-13.1%（9 月分别为-10.4%、-10.5%、-11.2%），增速均仍在快速下降通道中，且下降幅度有所扩大。广义地方政府性基金预算收支有两个重要项，一个是土地出让的相关收支，另一个则是专项债对应的收支，今年 9 月前地方政府性基金预算支出偏慢主要是因为专项债对应的支出偏慢，但 9-10 月土地出让相关领域支出也同样出现了快速下降，进一步影响了地方政府性基金预算支出的增速。我们认为短期来看，即使假设基建支出占政府性基金支出的比例相对稳定，但在基金收入来源相对疲软情况下，未

来支出持续回落的可能性仍较大。

中长期来看，20 年 9 月中办国办外发《关于调整完善土地出让收入使用范围优先支持乡村振兴的意见》，要求十四五阶段以省为单位，自第一年起逐步提高土地出让收益用于农业农村的比例，十四五末各省达到不低于 50%的水平，或不低于土地出让收入的 8%，并逐步提高至不低于 10%，而此前规定中的最低比例要求为土地出让收益的 35%。我们认为提高土地出让收益用于农村的比例，一方面可能降低其用于基建的比例，另一方面可能影响地方政府的卖地积极性。因此从中长期看，土地出让金对城镇基建的支持力度可能稳中有降。

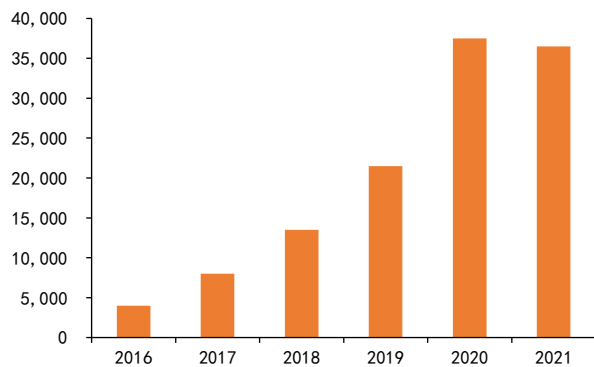
图 24：全国政府性基金收支累计同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

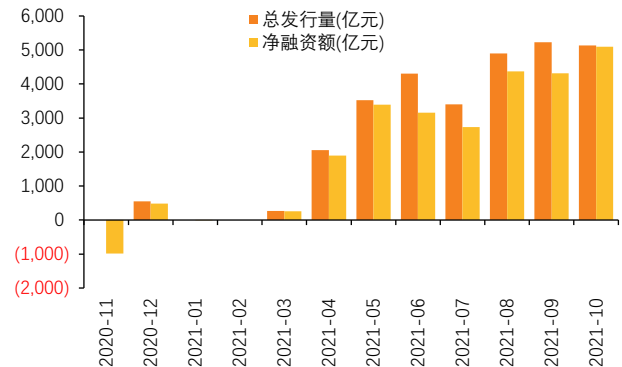
**专项债：21Q4 专项债发行加速，有望带动 22Q1 基建景气度环比改善。**18-21 年全国新增专项债限额为 1.35/2.15/3.75/3.65 万亿元，20/21 年专项债新增限额均出现明显提升。与此同时，政策引导专项债更多用于基础设施建设，如财政部要求 2020 年的提前批专项债不得用于土储和棚改，而 2019 年土储和棚改占项目收益专项债的比例超过 70%。2020 年，财政部还将专项债用作重大项目资本金的比例上限从 10%提升至 25%，但根据财政部的数据，20 年前三季度全国用作重大项目资本金的专项债仅占全部新增专项债的 8.91%，我们判断彼时专项债资金已经出现了使用效率不高的情况，进入 2021 年，从专项债的额度角度来看，仍维持在较高的发行额度，同时按照财政部的要求，2021 年新增专项债券额度尽量在 11 月底前发行完毕，进入 11 月份，各地明显加快了专项债的发行进度，由于专项债从发行到形成实际投资存在 2-3 个月的时间差，为了保障专项债资金能真实用在所需项目上，财政部发文禁止专项债资金的挪用，目的也是提高资金的使用效率，推动今年底明年初形成实物工作量，有望带动 22Q1 基建景气度环比改善。

图 25：2016-2021 年全国新增专项债额度（单位：亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

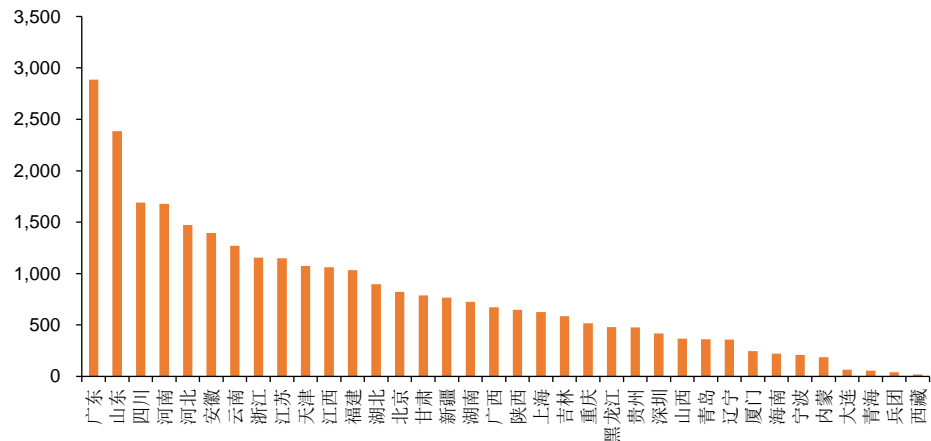
图 26：按月份统计专项债发行额度统计



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 79%，看好后续实物量转化。据我们统计，截止 11 月 14 日，新增地方政府专项债已经发行额度为 28773.58 亿元，占财政部 2021 年预算安排的专项债限额 36500 亿元的 78.9%，总体来看 9-10 月各省份专项债呈现加速发行态势，考虑到当前经济下行压力增大，近期督导专项债发行提速，此前预留至 12 月的专项债额度要求提至 11 月底前发行完毕，预计 11 月专项债发行额度有望维持高位，分省份来看，广东、山东两省份专项债发行额度分别为 2887、2386 亿元，四川、河南、河北、安徽、云南、浙江、江苏、天津、江西、福建十省份专项债发行额度超过 1000 亿元，湖北和北京两省份专项债发行额度超过 800 亿元，总体来看，财政实力较为强劲的省份专项债发行额度较高。

图 27：截止 11 月 14 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

我们预计 2022 年专项债的额度预计在 3.5 万亿左右，提前下达的额度预计在 5000-10000 亿左右。回顾专项债提前下达历程：2018 年 12 月 29 日，第十三届全国人民代表大会常务委员会第七次会议决定：在 2019 年 3 月全国人民代表大会批准当年地方政府债务限额之前，授权提前下达 2019 年地方政府新增一般债务限额 5800 亿元、新增专项债务限额 8100 亿元，合计 13900 亿元（此批新增地方专项债最早在 2019 年 1 月发行）；2019 年 11 月 27 日，财政部提前下达 2020 年第一批新增专项债务限额 1 万亿元，并且最早在 2020 年 1 月 2 日开始发行，2021 年提前专项债额度在 3 月下达，相对过往几年相对较晚，考虑到 2022 年特别是上半年的稳增长压力较大，以及今年发改委相较于往年更早地要求地方上报专项债项目，以争取明年专项债券早发行、早使用，及早形成实物工作量，我们预计明年专项债额度有提前下达的可能，保守预计额度在 5000-10000 亿左右。

此外考虑到当前专项债资金已经出现了使用效率不高的情况，我们 2022 年继续大幅增加专项债额度的可能性不高，考虑到在房地产严监管及房地产销售、投资下滑的影响之下，明年 GDP 保增长的压力较大，特别是明年上半年，由于明年稳增长压力相较于今年更高，财政发力和基建投资托底经济的必要性提升，因而我们判断新增专项债额度不会显著低于今年，预计可能还在 3.5 万亿左右，但随着基建投资更加注重收益性，项目质量的提升有望使专项债做资本金的比例较当前水平逐步提升。

表 10：历年地方上报专项债项目时间

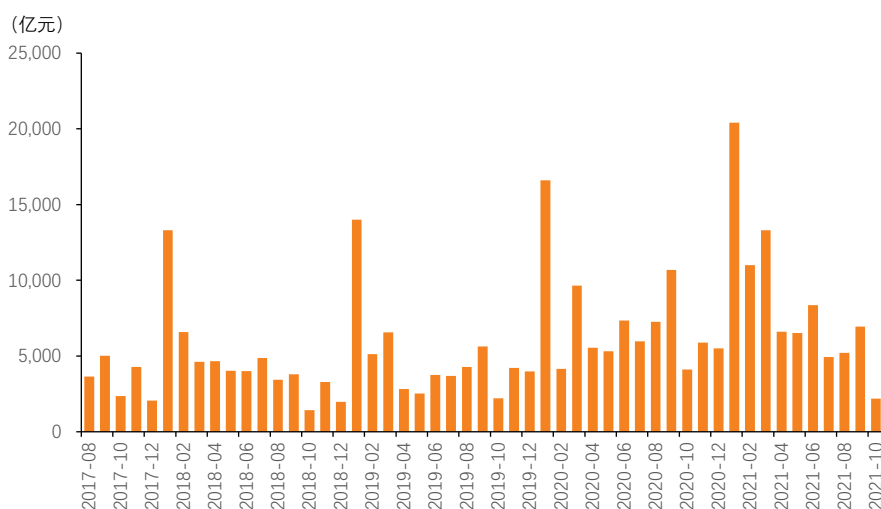
时间	相关内容
2019	9 月 17 日，记者从多位行业内知情人士处获悉，为了落实国务院稳投资的要求，地方上报了 2020 年专项债部分新增项目。目前，国家发展改革委正在对上报的可以提前使用并可见效的项目进行摸底，明确这些项目是否符合作为实物工作量要求、能不能作为资本金、是否重大项目等条件。
2020	9 月 16 日，国家发展改革委在线上召开 9 月份例行新闻发布会，新闻发言人孟玮称国家发改委将组织做好 2021 年中央预算内投资计划编制工作，及早谋划做好明年专项债券项目准备工作。
2021	21 世纪经济报道记者独家报道，国家发改委 7 月初向地方下发通知，要求做好 2022 年地方专项债项目前期工作。各地要求在 10 月底前将一批符合条件、已完成前期工作的项目录入重大项目库，确保这批项目具

备尽快开工建设的条件。

资料来源：财新网、上证报、国务院网站、21 世纪经济报道、天风证券研究所

**实体融资需求乏力明显，基建对宽松信贷环境的利用效率或有所下降。**据央行数据，21M1-10 累计新增非金融企业中长期贷款 8.55 万亿元，而 18-20 年同期仅 5.07/5.06/7.66 万亿元，21M1-10 的累计新增额高于 18-20 年同期，体现出今年宽松的信贷环境，单月中长期贷款的同比增速已经连续 4 个月负增长，一定程度上也体现出实体融资需求乏力明显。历史上非金融企业中长期贷款单月新增额同比增速与基建投资单月同比增速具备一定正相关性，但 21 年以来该相关性并不明显，体现为中长期贷款新增额保持高增长，而基建投资单月同比增速却边际回落，我们认为优质项目相对缺乏，导致基建项目推进速度较慢，可能是原因之一，同时也表明中长期贷款用于基建投资的比例在降低，我们预计可能中长期贷款可能更多用于制造业投资。我们预计 2022 年信贷环境有望整体保持相对宽松的状态，若推进的基建新项目质量有所提升，则基建对信贷的利用效率也有望有所回升。

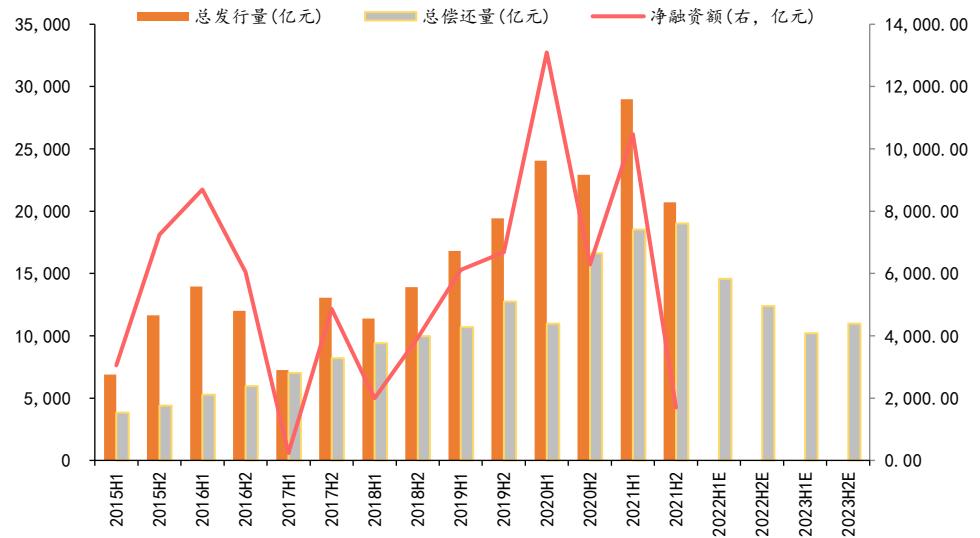
图 28：17M8 以来单月非金融性公司中长期新增人民币贷款（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

**2022 年城投债偿债压力或相对可控，市政投资的复苏仍有赖于城投财务状况和融资环境的持续改善。**21H1 城投债发行大幅提速，发行额达到 2.9 万亿元，叠加相对较低的偿债压力，当期净融资额达到 1.05 万亿元。2021 年 7 月 1 日至 11 月 20 日，城投债发行额 2.1 万亿元，若 21 年最后两个月城投债的发行额与 20 年同期能够持平，则下半年城投债的净融资额也有望超过 0.5 万亿元。根据 Wind 的统计，2022 年城投债的偿债规模预计少于 2021 年，上半年偿债压力大于下半年，我们预计 2022 年城投债的净融资额相比 2021 年有望相对稳定。当前城投公司债务的化解不仅存在于债券层面，也包括信贷、应付账款等，因此我们认为城投债的净融资额实际上并不能够完全用于新项目的推进，因此城投债对基建资金来源的贡献可能小于其净融资额。

图 29：城投债发行额、偿债额及净融资额情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

综合来看，我们预计 2021 年基建资金来源对基建的支撑力度较高，基建投资对本年应付款的依赖度有所降低，而 2022 年资金缺口有望进一步收窄。我们预计 2021 年全年基建投资资金来源同比增速有望达到 4.4%，超过我们预计的基建投资增速，因此 2021 年基建投资的资金缺口有望明显收窄，投资对本年应付款的依赖度降低，有望使上游建筑公司的现金流呈现改善。2022 年，我们预计基建资金来源的主要科目中：预算内资金和国内贷款仍有望保持相对较高增速增长；政府卖地收入虽然承压，但对专项债利用效率的提升有望使政府性基金对基建的支持力度相比 2021 年总体保持稳定；其他来源中，我们预计城投债对基建的贡献有望相对平稳，非标在低基数基础上维持稳定，而 PPP 在较好的融资环境和较为稳定的政策背景下，有望维持低位数增长。综合来看，我们预计 2022 年基建投资资金来源同比增速有望达 4.1%，略快于基建投资增速，我们预计 2022 年本年应付款仍有延续下降趋势，建筑企业现金流改善的行业环境仍然较好。

表 11：基建资金来源预测表

单位：亿元	2018	yoy	2019	yoy	2020	yoy	2021E	yoy	2022E	yoy
国家预算资金	25,142	4.40%	25,808	2.65%	33,434	29.55%	35,440	6.00%	37,566	6.00%
国内贷款	21,587	-7.74%	22,590	4.64%	21,110	-6.55%	22,166	5.00%	23,274	5.00%
自筹资金	84,928	-2.69%	80,463	-5.26%	86,629	7.66%	90,125	4.04%	93,324	3.55%
（1）政府性基金	35,545	32.93%	37,322	5.00%	41,054	10.00%	43,517	6.00%	46,128	6.00%
（2）城投债	5,929	16.32%	12,801	115.91%	14,721	15.00%	15,457	5.00%	15,921	3.00%
（3）非标等	36,299	-19.80%	23,875	-34.23%	23,915	0.17%	23,915	0.00%	23,915	0.00%
（4）PPP	5,412	-28.00%	5,466	1.00%	5,939	8.66%	6,236	5.00%	6,361	2.00%
（5）其他债券	1,744	-34.49%	1,000	-42.66%	1,000	0.00%	1,000	0.00%	1,000	0.00%
利用外资	378	-17.89%	500	32.53%	311	-37.87%	320	3.00%	330	3.00%
其他资金	12,585	2.27%	14,733	17.07%	15,107	2.53%	15,409	2.00%	15,717	2.00%
基建资金来源	144,620	-1.97%	144,095	-0.36%	156,590	8.67%	163,460	4.39%	170,211	4.13%
本年应付款	30,932	33.97%	37,196	20.25%	31,035	-16.56%	28,435	-8.38%	28,553	0.41%
资金缺口占比	17.92%		20.85%		16.82%		15.08%		14.62%	
广义基建投资	176,183	1.79%	182,050	3.33%	188,258	3.41%	192,475	2.24%	199,347	3.57%

资料来源：Wind、天风证券研究所

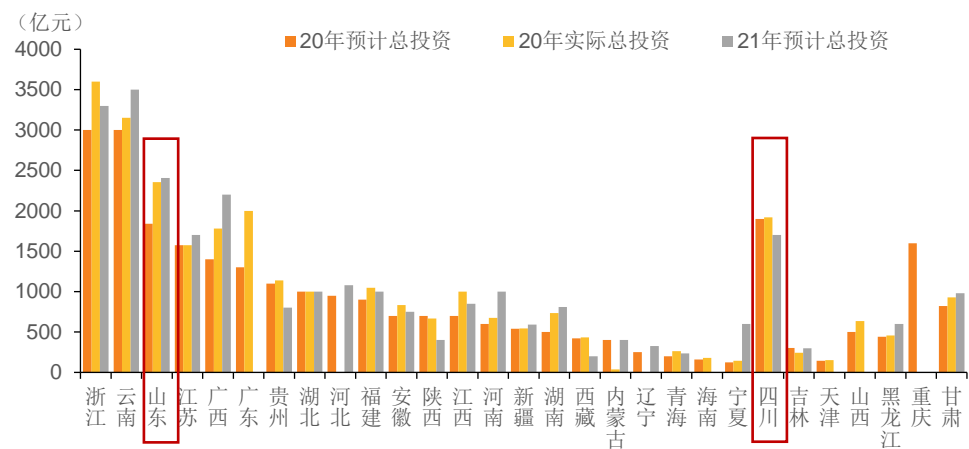
### 2.1.3. 川渝和山东兼具需求与资金，景气度或维持高位

中长期来看，我们认为传统基建总体保持平稳增长态势，实际需求和有效投资则是贯彻整个五年的发展主线，而结构化和区域化的特征则会更加明显，川渝和山东等地兼具需求和

### 资金实力，区域基建景气度有望维持高位。

**需求端来看：展望 2022 年**，根据交通运输部已经公布的交通基建投资计划的数据，山东省 21 年综合交通投资计划值为 2405 亿元，从计划值的绝对额角度来看，山东省排名第三（仅次于云南、浙江），从计划值的同比增速来看，在连续多年高速增长的情况下，山东省 21 年的计划投资额相较于 20 年的计划投资额同比增速 30.6%，山东省交通基建投资强度在全国范围内保持较高水平，从完成度角度来说，2016-2020 年山东省交通基础设施建设投资分别超额完成 8.80%、25.80%、69.49%、7.89%和 27.9%，预计作为“十四五”开局之年的 21 年计划投资目标仍有望超额完成，而 2022 年山东省交通基建投资仍有望在较高的基数上继续实现稳健增长。四川省将确保 2021 年公路水路建设完成投资 1700 亿以上，力争完成 2000 亿元，总体来看目标制定的较为平稳，预计与基数较高有关，预计 2022 年四川省交通基建投资有望取得较高增长。

图 30：2020-2021 年各省市交通领域投资情况



数据来源：各省市交通运输厅、中华人民共和国交通运输部、各省市新闻网、天风证券研究所

**展望十四五阶段**，根据《山东省“十四五”综合交通运输发展规划》至 2025 年，山东省高速公路、铁路和轨道交通通车/运营里程较 2020 年分别增加 2527/2639/361 公里，十四五阶段省内细分领域交通基建投资空间仍然广阔，我们预计十四五期间山东省内交通投资复合增长率不低于 15%，区域赛道具备成长性。此外，根据《四川省“十四五”综合交通运输发展规划》，未来五年预计四川省综合交通运输建设规划完成投资额将达 12000 亿元，较“十三五”期间增长 16.5%。投资结构也将由“十三五”期间的“公路一枝独秀”转向“公铁双轮驱动”，其中铁路完成额 3000 亿元，较“十三五”期间增长 30.4%，公路水路完成额 7000 亿元，较“十三五”期间增长 40%。而随着推动成渝地区双城经济圈建设、打造内陆开放战略高地政策的提出，四川、重庆双方共同将开展《成渝地区双城经济圈综合立体交通网规划（2021-2035）》相关项目的建设，为交通基建带来稳定需求。

表 12：《山东省“十四五”综合交通运输发展规划》

主要指标	单位	2020	2025	变化值
铁路里程	公里	7061	9700	2639
高速（城际）铁路里程	公里	2110	4400	2290
公路里程	万公里	28.7	29.7	1
高速公路里程	公里	7473	10000	2527

资料来源：《山东省“十四五”综合交通运输发展规划》、天风证券研究所

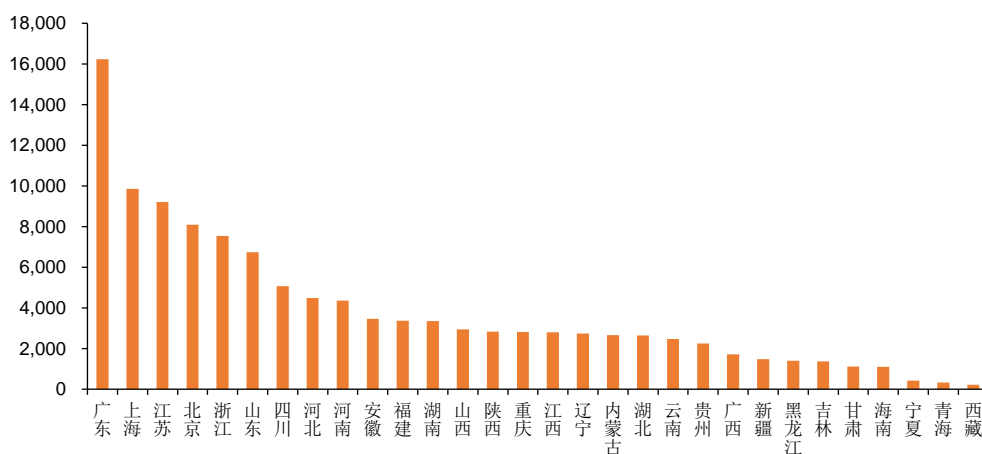
表 13:《四川省“十四五”综合交通运输发展规划》

	“十三五”规划	“十四五”规划	变化幅度
全省综合交通运输建设规划完成投资额	10300	12000	16.5%
铁路完成额	2300	3000	30.4%
公路完成额	4800	7000	40.0%
水运完成额	200		

资料来源：中新网，《四川省“十四五”综合交通运输发展规划》、天风证券研究所

**资金端来看：区域内基建资金保障仍较为充裕。**从 2020 年的财政收入来看，广东、上海、江苏、北京、浙江、山东和四川位于主要省份财政收入的前列，山东省经济与财政实力较强，财政自给能力较强。税收和土地出让构成四川省的主要财政收入来源。2017-2020 年，四川省公共财政收入逐年增加，CAGR+6%，20 年税收收入占公共财政收入的比例为 80% 左右，此外受益于四川土地市场的良好表现，目前土地出让收入的快速增长使得四川省政府性基金收入已超过公共财政收入，到 2020 年土地出让收入占政府性基金收入的比例已超过 90%，此外，随着推动成渝地区双城经济圈建设、打造内陆开放战略高地政策的推动，预计未来四川省财政依然具备较强的增长动能。

图 31：2020 年主要省份财政收入情况（单位：亿元）



数据来源：Wind、天风证券研究所

**政策支持四川享受全国最高的转移支付，山东省对转移支付依赖程度较小。**2021 年，四川省中央转移支付收入金额位列全国最高，达到 4933 亿元，作为西部大开发的核心省区和成渝经济区的重点支持区域，四川省长期在中央转移支付中排名靠前，体现出政策对于四川省发展的支持，从转移支付实际执行金额来看，四川省也多年保持前列，而山东省由于经济发展实力较强，对于转移支付依赖程度较小，在主要的 31 个省市中排列第十二位，转移支付收入金额为 2664 亿元，与财政收入和 GDP 的排名存在显著差异，体现出山东省对转移支付依赖程度较小。

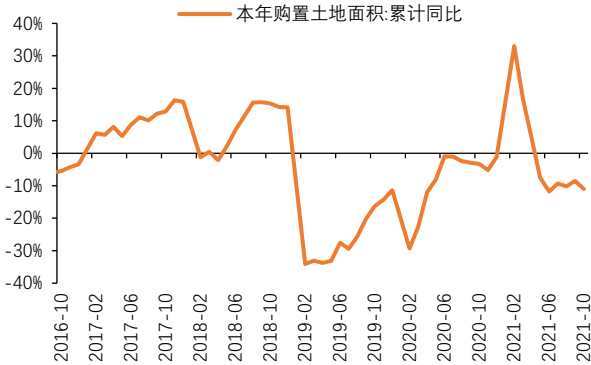
## 2.2. 地产：新开工或处于底部阶段，竣工年内或出现高点

**今年以来，地产持续受到政策收紧影响，销售端明显降速，新开工持续下探。**21M1-10 房地产销售/拿地/新开工/竣工面积累计同比增速 7.3%/-11.0%/-7.7%/16.3%，M10 单月同比 -21.6%/-24.2%/-33.1%/-20.6%，销售和新开工的单月降幅均达年内最低，整体来看，地产销售在今年 5 月之前单月仍维持较高增速，但进入下半年，随着按揭额度偏紧，按揭利率进一步上行，在连续高基数的共同作用下，6 月地产销售增速开始回落，7 月叠加疫情反复等影响进一步下滑，8-10 月随信贷收紧进一步下滑。

我们认为在信贷收紧、政策趋严背景下，预计 21Q4 地产销售仍将继续下滑，而新开工在

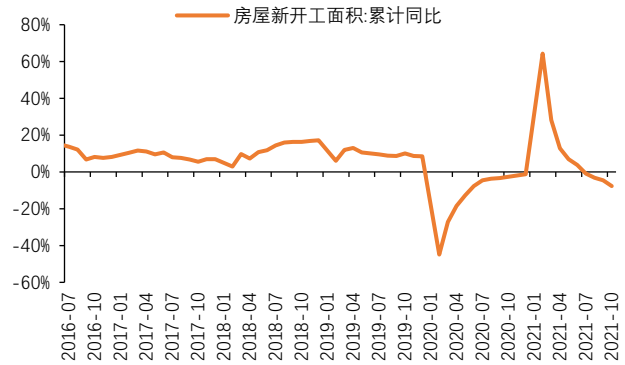
较高基数的影响下或仍持续下探，展望 2022 年，近期地产政策及资金面边际回暖，叠加保施工保交付，22 年上半年短期有望支撑竣工相对稳定，但竣工可能在 22 年下半年开始回落，我们预计房住不炒的政策基调和行业去杠杆的定力之下，22 年地产投资或延续承压下行趋势，地产新开工或仍处于底部阶段，地产链条的实物量需求或受到较大影响。

图 32：房地产本年土地购置面积累计同比增速



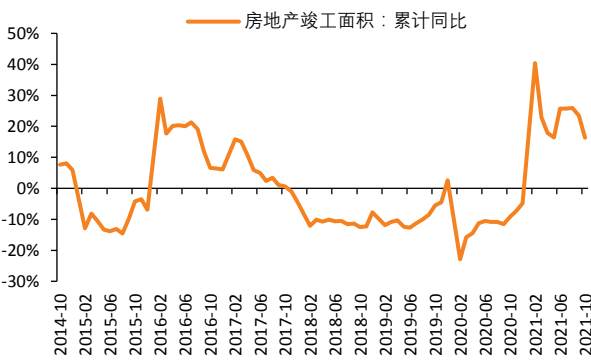
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 33：房地产新开工面积累计同比增速



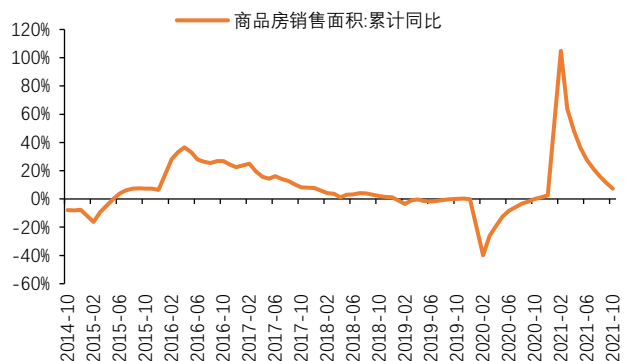
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 34：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 35：房地产销售面积累计同比增速

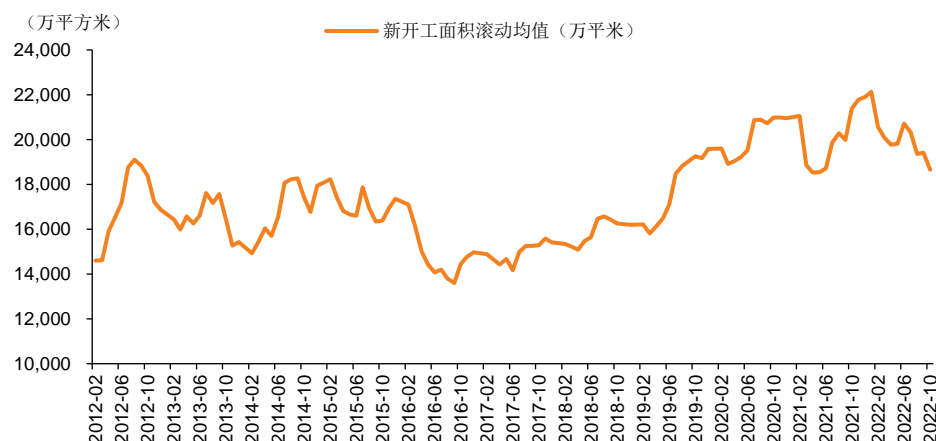


资料来源：Wind、天风证券研究所

**竣工需求或仍未达到高点，被延迟的需求有望逐步释放。**我们以当月前第 12-18 个月的新开工面积的移动平均值表征潜在的竣工端的需求情况，从下图可以看出，在假设地产项目进度未受资金和其他因素影响的情况下，地产链条竣工的需求高点或出现在明年初，随后进入下行期。但我们考虑到近期地产行业受到此前资金紧张、融资困难，及限电降低产业链部分环节产能利用率等相关因素的影响，当前竣工需求或有所延后，在此情况下，我们预计竣工需求的高峰或有所延迟，且整体波动性或有所减弱。



图 36：新开工面积滚动均值（万平方米）

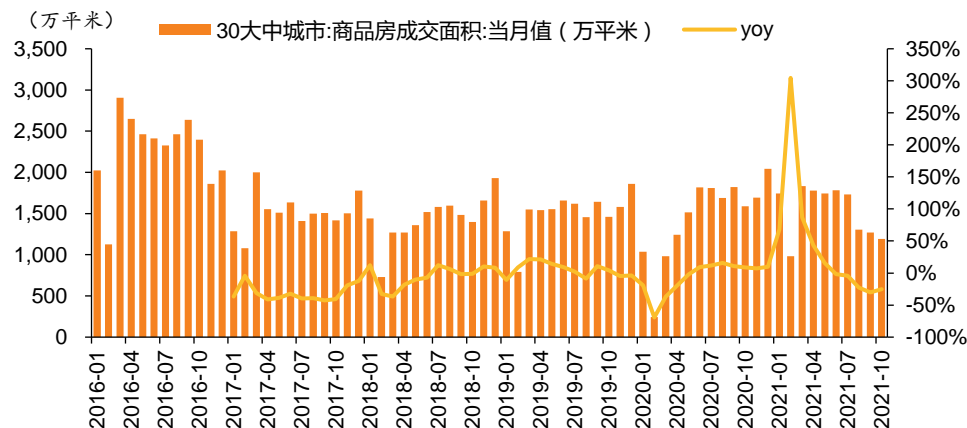


资料来源：Wind、天风证券研究所

**地产融资和集中供地门槛改善逐步落地，地产链资金状况有望逐步缓解。**据证券时报，11月9日中国银行间市场交易商协会举行房企代表座谈会，部分房企有计划在银行间市场注册发行债务融资工具，随后招商蛇口和保利发展公布拟发行30/20亿元中期票据用于偿还银行贷款。近日，济南、苏州、无锡、南京、深圳、上海、广州等地已经陆续公布了今年第三轮集中供地明细。从细则来看，第三轮集中供地的门槛较第二轮有明显降低，比如，有城市下调了土拍保证金比例和首付款比例，部分地块的起拍价也被下调。而10月新增住户中长期贷款4221亿元，同比多增162亿元，结束了5月以来连续大幅少增的局面。此外，结合10月30个大中城市商品房成交面积的同比降幅较9月呈现收窄态势，我们认为目前政策已在改善按揭贷款、房地产企业融资以及降低购地门槛等方面逐步发力，后续地产资金链及需求有望逐步改善。

**10月新房与二手房成交面积继续大幅下滑，但新房降幅有所收窄。**我们对拥有完整二手房交易数据的十五个代表城市的二手住宅成交面积进行统计，上述15个城市10月二手住宅成交面积较20M10/19M10分别-46.9%/-44.0%，降幅较上月仍在扩大，前10月成交面积较20年和19年同期分别-3.1%/+2.2%，增速也较前9月明显回落。我们认为后续若二手房交易及信贷政策边际宽松，二手房交易景气度有望触底回升。据Wind，30个大汇总城市21M1-10商品房成交面积相比20年和19年同期分别增长11.8%/5.5%，10月单月相比20年和19年同期-25.1%/-18.4%，尽管单月降幅仍较大，但降幅环比9月有所收窄，已呈现出一定的改善态势。

图 37：30 个大中城市商品房成交面积及同比增速

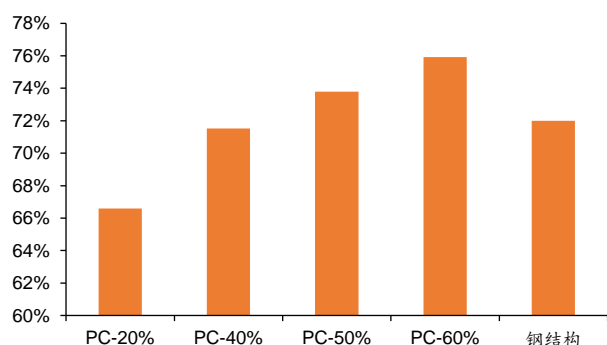


资料来源：Wind、天风证券研究所

### 2.3. 装配式：需求或受到阶段性影响，中长期向好趋势不变

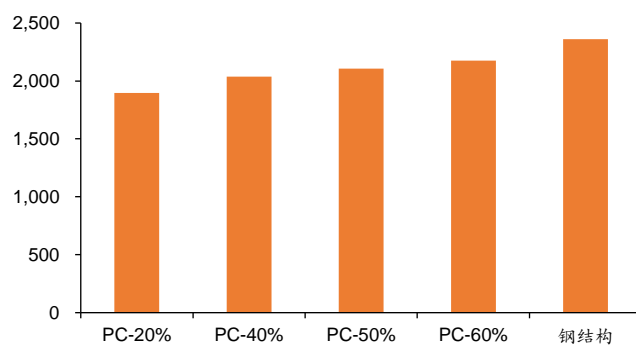
从住建部 2016 年发布的《装配式建筑工程消耗量定额》来看，材料费是装配式建筑的重要成本支出项，在建安费用中的占比超过 60%。PC（预制混凝土）结构中材料费占建安费用的比例随着预制率的提升而提升，当预制率为 20%时，材料费占建安成本的比例为 67%，而预制率为 60%时，材料费占建安成本的比例则达到 76%，钢结构中材料费占建安费用的比例也达到 72%，因此当原材料价格大幅波动，装配式建筑的造价成本则会受到显著影响。

图 38：不同类型的装配式建筑材料费占建安费用的比例



资料来源：《装配式建筑工程消耗量定额》、天风证券研究所

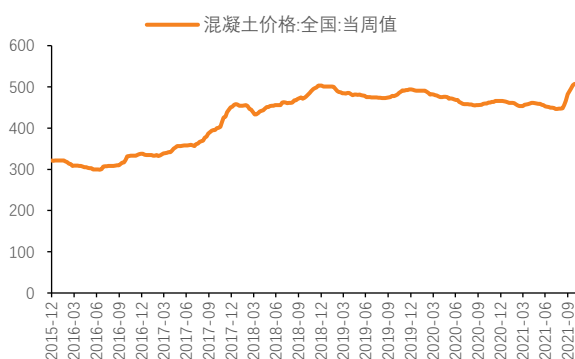
图 39：不同类型的装配式建筑建安费用（单位：元/平方米）



资料来源：《装配式建筑工程消耗量定额》、天风证券研究所

原材料价格大幅波动一定程度上对装配式建筑的需求造成抑制。目前装配式建筑主要的原材料是钢材和混凝土，以螺纹钢（HRB400:20mm:全国）为例，从 20 年初以来至 2021 年 11 月 15 日，螺纹钢从最低价 3578 元/吨一直攀升到 6347 元/吨，涨幅高达 77%，而混凝土的价格也始终维持高位，因此装配式建筑的原材料成本呈现明显的上涨趋势，我们认为原材料价格的大幅上涨对下游的需求会存在一定的抑制，一方面对于一些计划性不强的小客户而言，短期地把工程进度延迟，有利于建造成本的下降，希望未来原材料价格能有所回调，另外一方面钢结构的下游部分为制造业，钢价上行，不仅仅影响到制造业业主的初始投资，还可能会增加后期经营的成本，而预制混凝土结构的下游大多是地产开发商，若原材料成本持续上行，同时现阶段装配式成本高于现浇，在地产景气下行阶段，业主对于建造成本更加敏感，可能使得业主选择装配式的比例降低。

图 40：全国混凝土价格（单位：元/立方米）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 41：全国螺纹钢价格（单位：元/吨）



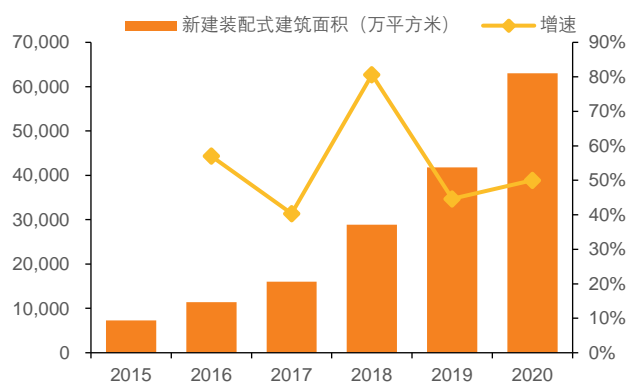
资料来源：Wind、天风证券研究所

“碳中和”背景下，原材料价格企稳后，装配式建筑板块景气度有望回升，而装配式作为新型城镇化重要驱动力，中长期赛道成长性好。10 月下旬，中央密集出台重磅文件《关于推动城乡建设绿色发展的意见》、《2030 年前碳达峰行动方案的通知》等，强调大力发展装配式建筑，助力建筑领域碳达峰、碳中和行动，我们认为在钢材、混凝土等原材料价格企稳或回落后，装配式建筑景气度有望回升，此外，新型城镇化是“十四五”规划的重要一环，而城乡统筹发展是新型城镇化的重要特点，装配式建筑对于推动城镇化进程具有深远影响。过往建筑农民工往往以项目为导向，较少长期固定在某一个城市区域工作，对

城镇化的贡献较小，但装配式建筑作为劳动密集型产业，一定程度上是将部分施工现场农民工转化为拥有固定场所的产业工人，装配式建筑在吸纳农村人口进城就业安家方面产生积极作用，推动了城镇化的进程，预计装配式在十四五阶段仍有望获得行业政策的持续支持。

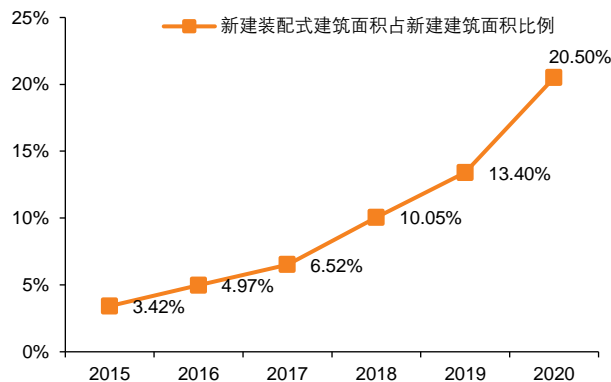
**装配式建筑超额完成 20 年定量指标，预计十四五阶段发展有望从量向质进行转变。**根据住建部统计，20 年全国装配式建筑新开工面积达 6.3 亿平方米，YOY+50%，占新建建筑面积的比例为 20.5%，较 19 年的 13.4%提升 7.1ppt，占比呈现加速提升的趋势，超额完成此前政策制定的 15%的占比目标，我们预计至 25 年 30%的新建装配式建筑面积占比目标有望继续超额完成。此外我们预计十四五阶段行业另一个趋势在于，各地未来或进一步规范 and 严格装配式建筑的评价标准，装配化率及是否达到装配式建筑标准的判定或趋于严格，装配式建筑同样有望进入高质量发展阶段。

图 42：新建装配式建筑面积及增速



资料来源：住建部、天风证券研究所

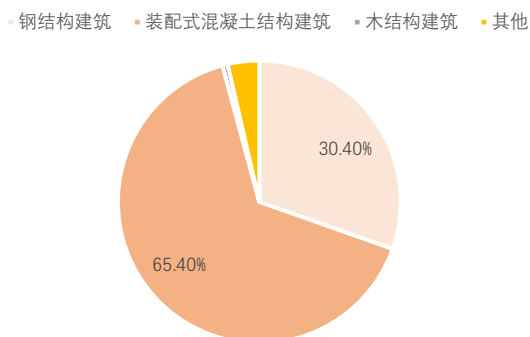
图 43：新建装配式建筑面积占新建建筑面积的比例



资料来源：住建部、天风证券研究所

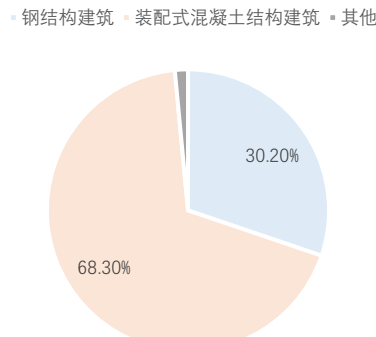
**PC 结构仍是装配式建筑发展的主流，钢结构住宅快速推广，构件生产以及装配式装修成为新的亮点。**PC（预制混凝土结构）和 PS（钢结构）仍是装配式建筑发展主要形式，20 年新开工装配式混凝土结构建筑 4.3 亿 m<sup>2</sup>，YOY+59.3%，占新开工装配式建筑的比例为 68.3%；装配式钢结构建筑 1.9 亿 m<sup>2</sup>，YOY+46%，占新开工装配式建筑的比例为 30.2%，与 19 年 PC 和 PS 两种结构类型的面积占比 65.4%/30.4%基本类似。值得注意的是，20 年新开工装配式钢结构住宅 1206 万 m<sup>2</sup>，YOY+33%，钢结构住宅处于快速增长态势。此外，在装配式建筑产业链中，构件生产、装配化装修成为新的亮点。其中，构件生产产能和产能利用率进一步提高，20 年装配化装修面积较 19 年增长 58.7%，达 7188 万 m<sup>2</sup>。

图 44：2019 年新开工装配式建筑按结构类型分类



资料来源：住建部、天风证券研究所

图 45：2020 年新开工装配式建筑按结构类型分类



资料来源：住建部、天风证券研究所

根据前文住建部披露的 20 年装配式建筑数据，我们假定新建建筑面积 2021-2025 年间维持 2%的复合增速，新建装配式建筑面积占比每年增加 3pct，至 2025 年将增加至 35.5%，(参考住建部规定的 2025 年装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%的目标)，我们预计 2025 年装配式新建建筑面积约 12 亿平方米，21-25 年 CAGR+13.8%，装配式建筑仍有望保持较

快的增速，前端的设计、中端的构件以及后端的装修等细分赛道具备中长期成长逻辑。

表 14：新建装配式建筑面积及增速预测

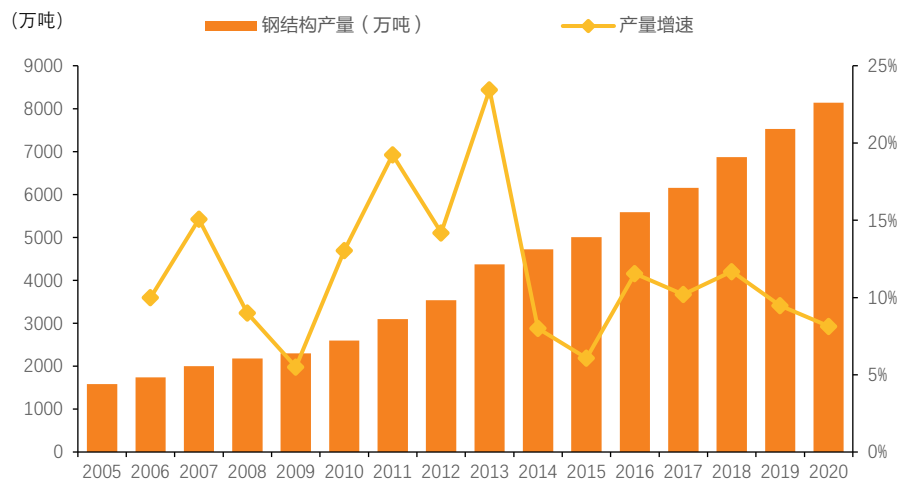
	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新建建筑面积（亿平方米）	22.94	24.54	28.76	31.19	30.73	31.35	31.97	32.61	33.26	33.93
新建装配式建筑面积占比（%）	4.97%	6.52%	10.05%	13.40%	20.50%	23.50%	26.50%	29.50%	32.50%	35.50%
新建装配式建筑面积（亿平方米）	1.14	1.60	2.89	4.18	6.30	7.37	8.47	9.62	10.81	12.05
新建装配式建筑面积同比增速		40.35%	80.63%	44.64%	50.72%	16.93%	15.02%	13.55%	12.37%	11.42%

资料来源：住建部、天风证券研究所

### ➤ 钢结构：原材料波动进一步彰显龙头抗风险能力

20 年钢结构行业产量增速符合预期，龙头市占率有望持续提升。根据协会发布的《2020 年中国建筑钢结构行业发展研究报告》来看，2020 年中国建筑钢结构产量 8138 万吨，产量增幅 8.14%，符合我们对于钢结构行业 8%-10% 的增速判断，钢结构产量占粗钢产量的 7.7%，此外据协会不完全统计，2020 年度全国建筑业房屋建筑竣工面积 38.5 亿平方米，其中钢结构建筑竣工面积 4.55 亿平方米，占比 11.81%，占比较往年小幅提升，但仍具有广阔的发展空间。从企业分布来看，钢结构工程专业承包一级资质企业中，数量位于前五的省份：江苏，山东，福建，浙江，河南，我们认为钢结构行业整体保持较高的景气度，近期钢材价格开始逐步高位回落，被抑制的需求有望逐步反弹，行业景气程度有望延续，而龙头凭借自身规模、管理以及资金实力积淀的优势更加凸显，中长期市占率有望持续提升。

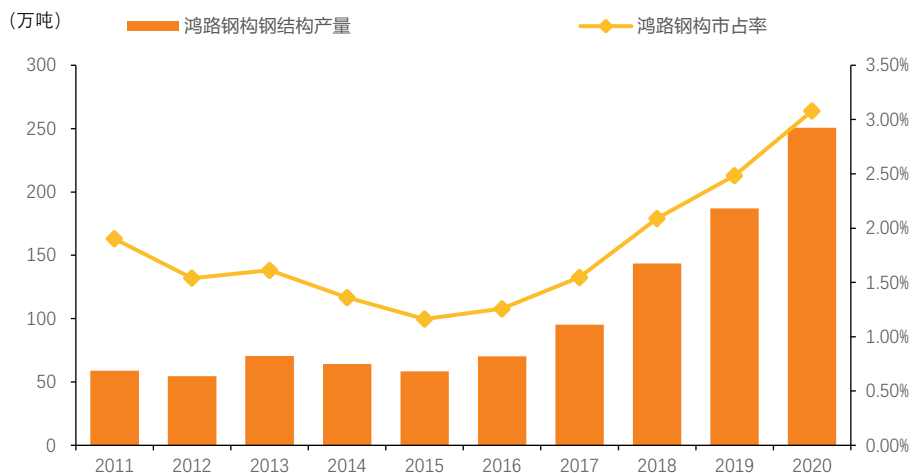
图 46：钢结构行业产量增速



资料来源：中国建筑金属结构协会、天风证券研究所

行业特性决定了我国钢结构制造行业集中度提升或是大势所趋，而环保和政府补贴等逆向选择机制客观上有望加快集中化的过程。鸿路钢构作为国内产量最大的钢结构制造企业，我们测算 2020 年其产量市占率 3.08%，较 19 年提升 0.6pct，我们认为大企业具备强交付能力，同时集中生产规模经济有望逐步显现。作为资产偏重的制造行业，在行业下行周期中，大企业也具备更强的抵御风险能力。同时，更严的环保政策和地方政府通过补贴进行的逆向选择，客观上加快了我国钢结构制造行业的集中化趋势，而近期钢材价格的大幅上涨，我们认为龙头也彰显出更为明显的应付原材料价格上涨的能力，而随着公司中长期产量规划目标的不断推进，公司市占率有望不断提升。

图 47：鸿路钢构市占率测算



资料来源：鸿路钢构公告、中国建筑金属结构协会、天风证券研究所

### ➤ 装配式装修：装配率要求趋严的背景下渗透率有望明显提升

**装配率要求提升带动行业短期快速放量。**全装修是认定和评价装配式建筑的硬性条件，而进一步采用装配式装修则可同时获得内隔墙非砌筑、内隔墙与管线、装修一体化、干式工法地面、集成出发、集成卫生间、管线分离等最高 40 分，加上主体结构的最低 20 分，总分超过 60 分，可以评价为 A 级装配式建筑，在相关城市可以获得政策奖励。我们认为未来装配率及是否达到装配式建筑标准的判定趋于严格，装配式建筑发展有望从量向质切换转变，装配式内外装等能够切实提高装配化率的建造方法渗透率有望提升。

表 15：装配式建筑的认定标准

评价项	细分项	评价要求	评价分值	最低分值
主体结构 (50 分)	柱、支撑、承重墙、延性墙板等竖向构件	35% ≤ 比例 ≤ 80%	20-30*	20
	梁、板、楼梯、阳台、空调板等构件	70% ≤ 比例 ≤ 80%	10-20*	
围护墙和内隔墙 (20 分)	非承重围护墙非砌筑	比例 ≥ 80%	5	10
	围护墙与保温、隔热、装饰一体化	50% ≤ 比例 ≤ 80%	2-5*	
	内隔墙非砌筑	比例 ≥ 50%	5	
	内隔墙与管线、装修一体化	50% ≤ 比例 ≤ 80%	2-5*	
装修和设备管线 (30 分)	全装修	—	6	6
	干式工法楼面、地面	比例 ≥ 70%	6	
	集成厨房	70% ≤ 比例 ≤ 90%	3-6*	
	集成卫生间	70% ≤ 比例 ≤ 90%	3-6*	
	管线分离	50% ≤ 比例 ≤ 70%	4-6*	

注：表中带“\*”项的分值采用“内插法”计算，计算结构取小数点后 1 位；

资料来源：住建部、天风证券研究所

**十四五阶段，科技创新、绿色环保重要性提升，装配式建筑以及 BIM 技术有望为传统建筑行业注入新动能。**同时 21 年作为“十四五”阶段的开局之年，李克强总理在报告中作《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（草案）》讲话，重点提及创新驱动、城镇化以及绿色发展等几方面要素。我们认为科技创新、绿色环保有望成为十四五阶段的主旋律，而装配式作为绿色建筑重要的施工方式，节约能耗、减少污染等方面具备优势，同时在吸纳农村人口进城就业安家方面产生积极作用，推动了城镇化的进程，此外 BIM 技术也为传统建筑行业注入新动能，符合科技创新的发展战略，我们预计十四五阶段的推进力度有望加强。

表 16:《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(草案)》中主要目标

类别	相关表述
经济发展	经济运行保持在合理区间,各年度视情提出经济增长预期目标,全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长,城镇调查失业率控制在 5.5%以内,物价水平保持总体平稳,实现更高质量、更有效率、更加公平、更可持续、更为安全的发展
创新驱动	制定实施基础研究十年行动方案,提升企业技术创新能力,激发人才创新活力,完善科技创新体制机制,全社会研发经费投入年均增长 7%以上、力争投入强度高于“十三五”时期实际。统筹推进传统基础设施和新型基础设施建设。加快数字化发展,打造数字经济新优势,协同推进数字产业化和产业数字化转型,加快数字社会建设步伐,提高数字政府建设水平,营造良好数字生态,建设数字中国。
城镇化	深入推进以人为核心的新型城镇化战略,加快农业转移人口市民化,常住人口城镇化率提高到 65%,发展壮大城市群和都市圈,实施城市更新行动,完善住房市场体系和住房保障体系,提升城镇化发展质量。
绿色发展	坚持绿水青山就是金山银山理念,加强山水林田湖草系统治理,加快推进重要生态屏障建设,构建以国家公园为主体的自然保护地体系,森林覆盖率达到 24.1%。持续改善环境质量,基本消除重污染天气和城市黑臭水体。落实 2030 年应对气候变化国家自主贡献目标。加快发展方式绿色转型,协同推进经济高质量发展和生态环境高水平保护,单位国内生产总值能耗和二氧化碳排放分别降低 13.5%、18%。

资料来源:《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(草案)》、天风证券研究所

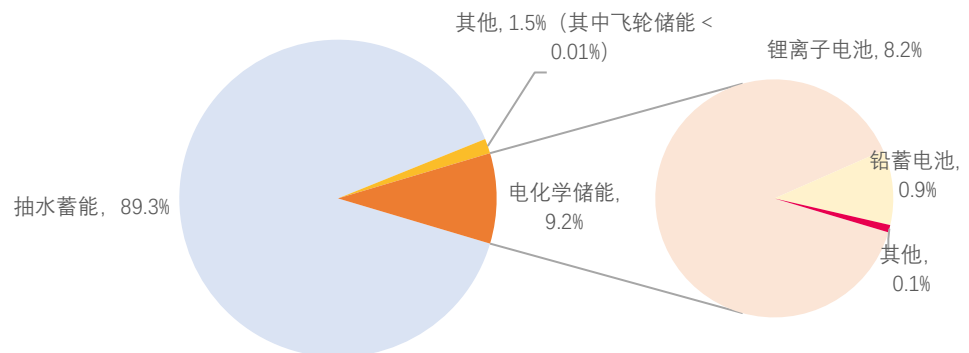
## 2.4. 新建筑: 新能源建设打开建筑新空间, 碳中和推动制造业改造市场

展望 2022 年“建筑+新能源”有望进入实质性推进阶段,抽水蓄能、分布式光伏、盐湖提锂等新业务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,十四五阶段,在传统基建有望保持平稳增长的同时,新建筑领域具备中长期成长逻辑,新能源建设打开建筑新空间,为传统建筑施工打开增量市场空间,而碳中和也推动了制造业传统产业的改造升级,商业模式有望重塑。

目前新能源建筑领域主要有两部分增量市场,一是随着风光装机增长,消纳新能源发电波动的需求迫切增加,建筑公司参与储能建设,二是由分布式光伏装机容量提升,而在整县推进政策实施后,建筑公司以 EPC 总包方身份完成分布式光伏项目,为传统建筑市场提供了新的业务发展方向和可能。

储能维度来看,目前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 48: 2020 年我国储能结构



资料来源: CNESA、天风证券研究所

抽水蓄能十四五投资约 5000 亿元,其中建设总需求达 2000 亿元。规划方面,根据《抽水

蓄能中长期发展规划（2021-2035年）》规划，到2025年，抽水蓄能投产总规模较“十三五”翻一番，达到6200万千瓦以上；到2030年，抽水蓄能投产总规模较“十四五”再翻一番，达到1.2亿千瓦左右。抽蓄电站建设期约为4-6年（勘测设计1-2年，施工周期3-4年），按照5年计算并参考征求意见稿口径（十四五、十五五、十六五期间分别开工180GW、80GW、40GW，累计投运62GW、200GW、300GW），十五五建设的1.2亿千瓦左右总装机将集中于2020-2025年新开工，即减少的80GW总装机将影响十四五新开工。若按照十四五开工100GW、每万千瓦投资额0.5亿元测算，即十四五期间总计投资额约为5000亿元，其中建设投资约为2000亿元。

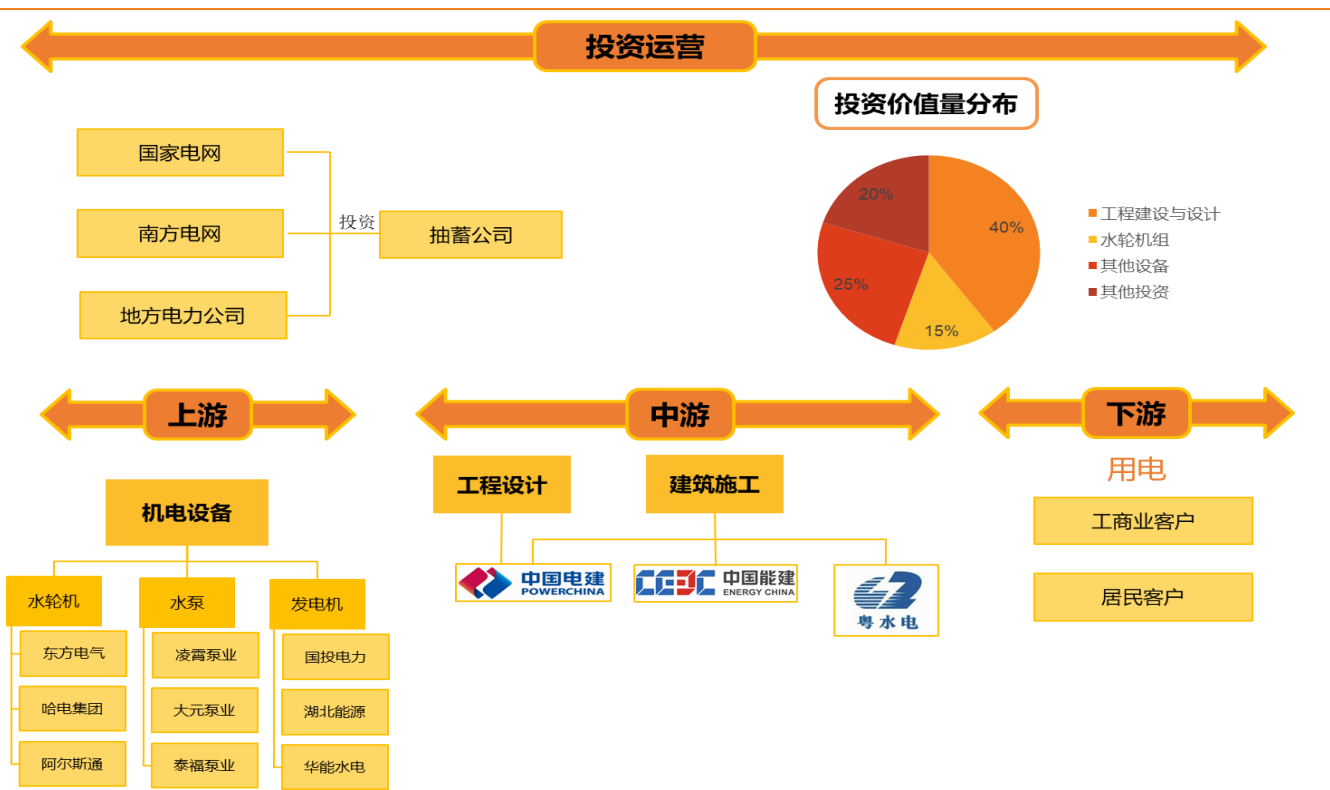
表 17：抽水蓄能十四五投资情况测算

	电站装机容量 (万千瓦)	投资 (亿元)	30万千瓦发电机组 (台)	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)	水轮机 (亿元)	建设 (亿元)
单位装机效益测算 (万千瓦)	1	0.5	0.03	0.13	0.1	0.19	0.075	0.2
十四五开工合计	10000	5000	300	1300	1000	1900	750	2000

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

国网南网是主要投资主体，国网十四五预计投资超1000亿元，建设企业以电建能建等企业为主要参与者。投资金额产业链方面，一般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，投资方一般为国网，南网等；国网委托第三方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、粤水电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。根据两网规划情况，南方电网未来十年将建成投产2100万千瓦抽水蓄能，同时开工建设“十六五”投产的1500万千瓦抽水蓄能，总投资约2000亿元。国家电网“十三五”以来累计开工抽水蓄能电站21座、装机容量2853万千瓦，在运在建规模达到6236万千瓦，力争“十四五”期间在新能源集中开发地区和负荷中心新增开工2000万千瓦以上装机、1000亿元以上投资规模的抽水蓄能电站。到2025年，公司经营区抽水蓄能装机超过5000万千瓦。

图 49：抽水蓄能产业链



资料来源：北极星储能网、天风证券研究所

新能源投资建设来看，十三五风光均超额完成，十四五及十五五规划均保持较高装机容量增速，为分布式光伏建设提供广阔空间。根据《风电发展“十三五规划”》，2020年全国风电装机达到2.1亿千瓦以上，其中海上风电500万千瓦左右，而《太阳能发展“十三五”规划》指出，2020年太阳能发电达到1.1亿千瓦以上，其中分布式光伏6000万千瓦以上，光热发电500万千瓦。新能源投资建设十三五规划合计装机容量为3.2亿千瓦以上。根据国家能源局披露的统计数据，新能源投资建设十三五规划均超额完成，2020年风光总装机为53496万千瓦，完成率246%，其中风电/光伏装机2020年达到28153/25343万千瓦，完成率达188.68%/314.65%。同时根据国家能源局表示，到2030年风电、太阳能总装机容量要达到12亿千瓦以上，2021-2030年均装机6650.4万千瓦，相比十三五规划情况，年均装机量同比+125%。

表 18：新能源建设十三五/十四五/十五五规划

装机容量（万千瓦）	累计			新装机		
	风电	光伏发电	合计	风电	光伏发电	合计
2015	12934	4318	17252			
2020	28153	25343	53496	15219	21025	36244
十三五目标	21000	11000	32000	8066	6682	14748
完成率				189%	315%	246%
2021-2030 年均装机						6650.4
十五五目标			120000			66504

资料来源：中国政府网，国家能源局，天风证券研究所

BIPV 作为光伏与建筑相结合的一种形式，伴随着光伏行业的蓬勃发展而兴起，展望十四五阶段，BIPV 是绿色建筑、碳中和的重要实现路径，渗透率提升潜力大，工业建筑有望率先放量。从光伏装机容量来看，我们保守预计下，至 25 年我国光伏装机容量有望达 90GW，分布式光伏占比 50%，装机容量达 45GW，工商业分布式光伏占比有望达 75%，对应 34GW 的市场空间，20-25 年 CAGR+62.8%；从建筑面积来看，至 25 年仅厂房仓库类新建建筑为 BIPV 带来的潜在市场有望达到 27.7GW，对应市场空间 693 亿元，20-25 年 CAGR+82.8%，我们假设住宅/商办/工业/其他建筑的屋顶占地面积为建设用地面积的 30%、40%、50%、30%，按此计算当年上述建筑的可用屋顶面积可达 12 亿平米，是可用厂房屋顶面积的 5.3 倍，我们认为从新增建筑面积的角度出发，BIPV 的市场潜力或更大。

表 19：厂房仓库对应 BIPV 潜在市场

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
工厂仓库竣工面积（亿平米）	3.40	3.30	3.20	3.10	3.01	2.92
yoy	0	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
钢结构厂房比例	50%	45%	40%	35%	30%	30%
新建钢结构屋顶（亿平米）	1.70	1.48	1.28	1.09	0.90	0.88
新建混凝土厂房（亿平米）	1.70	1.81	1.92	2.02	2.11	2.04
混凝土厂房平均层数	3	3	3	4	4	4
新建混凝土厂房屋顶（亿平米）	0.57	0.60	0.64	0.50	0.53	0.51
新建可用屋顶（亿平米）	2.27	2.09	1.92	1.59	1.43	1.39
BIPV 渗透率	2%	21%	41%	61%	80%	100%
对应 BIPV 市场（GW）	0.68	8.86	15.70	19.27	22.96	27.74
造价（元/W）	5.00	4.50	4.00	3.50	3.00	2.50
对应市场空间（亿元）	34.00	398.53	628.04	674.62	688.85	693.43

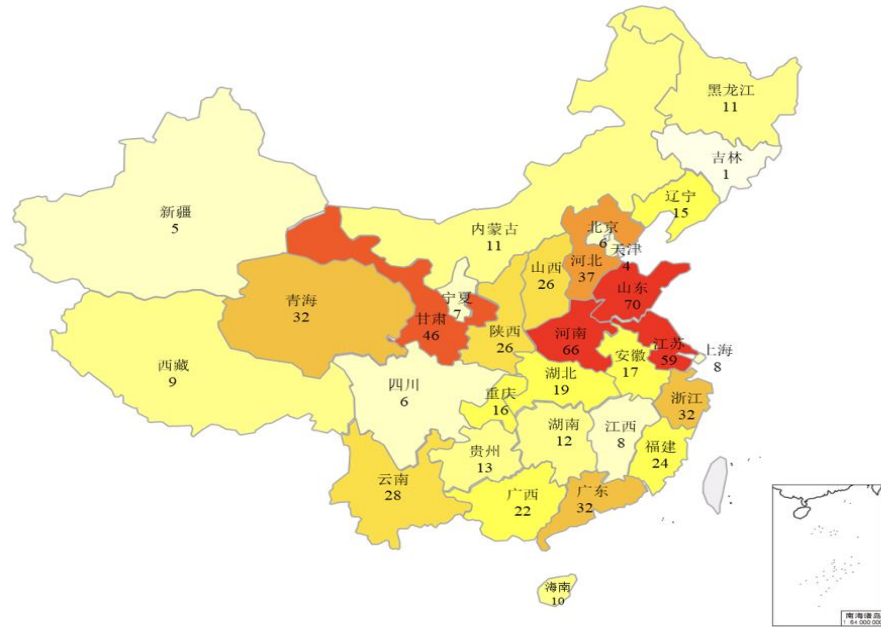
资料来源：中国 BIPV 联盟、天风证券研究所

整县推进力度超预期，分布式光伏发展空间广阔。根据 9 月国家能源局统计数据，全国共申报 676 县，预估投资规模预 150GW 以上，整县推进力度持续超预期，分布式光伏发展空间广阔。其中建筑企业正参与至整县推进试点中，例如东南网架与浙江省杭州市萧山区衙前镇人民政府签订整县试点，水发兴业能源积极与山东省济南市、青岛市、济宁市、泰安市等多市下辖的 12 个区、县政府进行对接，初步达成整区、整县开发屋顶分布式光伏



合作意向等。

图 50：分布式光伏整县推进试点县在全国分布情况



资料来源：智汇光伏公众号、天风证券研究所

“建筑+双碳”是利用传统专业工程优势进行传统产线改造并切入运维领域。在“碳中和”、“绿色低碳”发展等政策指引下，企业排放标准趋向严格，传统的产线存在技改升级的需求。以中材国际、中钢国际、中国中冶等为代表的专业工程公司，利用传统工程领域积攒的项目经验和技術实力，有望在旧有产线改建升级的过程中获得增量市场空间，此外亦有望通过数字化和智能化技术实现生产线管理和改造，从而切入运维领域。

总体来看，我们认为建筑公司做运维的优势：1) 产线改造本身就是专业工程公司的优势主业，大型水泥厂和钢铁厂商通常由集团内部专业的子公司负责生产线技术升级改造；2) 竞争格局相对清晰，渠道优势明显，专业工程类公司在原先所属的国内细分市场均具备很高的市占率；而切入运维给建筑公司基本面带来的变化主要体现在：1) 提供了除传统工程服务外的技术改造增量市场；2) 若能够以收取稳定运营管理费的方式切入运维阶段，商业模式有望重塑。

表 20：“碳中和”相关政策情况

时间	背景	内容
2020.09	第七十五届联合国大会一般性辩论	中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，于 2060 年前实现碳中和。
2020.10	《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》	首次明确了气候投融资的定义与支持范围，指出气候投融资是为实现国家自主贡献目标和低碳发展目标，引导和促进更多资金投向应对气候变化领域的投资和融资活动，支持范围包括减缓和适应气候变化两个方面
2020.12	全国工业和信息化工作会议	实施工业低碳行动和绿色制造工程，坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降
2021.01	《全国碳排放权交易管理办法(试行)》	办法对总则、温室气体重点排放单位、碳排放配额总量的确定与分配、碳排放权交易、排放核查与配额清缴、监督管理与罚则等七个方面提出规定。
2021.01	《关于统筹和加强应对气候变化与生态环境保护相关工作的指导意见》	鼓励能源、工业、交通、建筑等重点领域制定达峰专项方案。推动钢铁、建材、有色、化工、石化、电力、煤炭等重点行业提出明确的达峰目标并制定达峰行动方案。
2021.02	《国务院关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	提出健全绿色低碳循环发展的生产、流通、消费体系，加快基础设施绿色升级，构建市场导向的绿色技术创新体系，完善法律法规政策体系，认真抓好组织实施。
2021.03	十四五规划	提出加快推动绿色低碳发展，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。

资料来源：新华网、生态环境部、工业和信息化部、中国政府网等、天风证券研究所

### 3. 传统建筑 ROE 上行趋势未变，“建筑+”或迎来兑现期

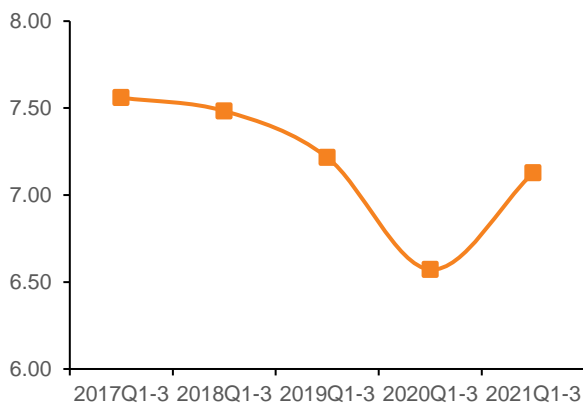
#### 3.1. 建筑 ROE 提升逻辑未变，低估值品种价值属性渐显

##### 3.1.1. 商业模式持续向好，建筑业 ROE 上行仍将持续

行业层面，建筑商业模式持续向好，低估值蓝筹自身财务质量改善有望逐步显现。年初我们在《长短逻辑兼具，建筑低估值蓝筹彰显高性价比》报告中指出，《政府投资条例》的出台推动建筑行业不断规范，规范施工企业的垫资行为，建筑行业的商业模式逐步开始改善，从 21 年前三季度建筑行业以及龙头的财务数据来看，建筑行业的收入和利润匹配程度进一步提升，收入的快速增长并没有以大幅牺牲现金流为代价，进一步体现出建筑商业模式持续向好发展，随着传统建筑行业的商业模式的逐步改善，有望进一步带动板块的利润率和周转率的提升，总体看建筑业 ROE 上行仍将持续。

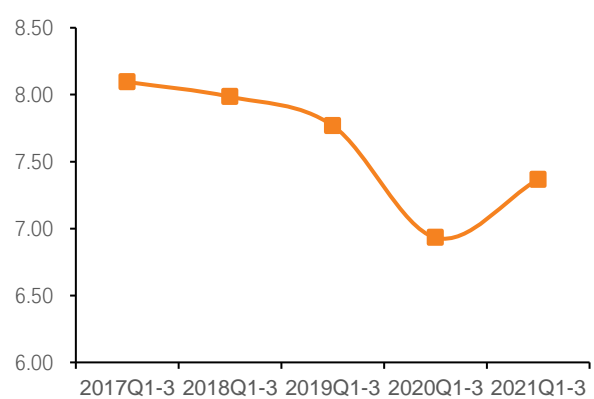
央企作为主导建筑板块行情与财务表现的核心子板块，过去数年去杠杆使其 ROE 上升动力不足，降杠杆刚性任务下对债转股等工具的使用使央企业绩受到压制。而进入 2021 年，降杠杆对央企财务的影响逐步减轻。央企上半年业绩表现较好，中国交建、中国中冶、中国铁建等业绩增速均超预期，另一方面降杠杆带来的支付压力下降，收款提速对现金流的积极影响有望更加显现，同时提升周转率，预计央企 ROE 逐步进入上行通道。中长期看，我们认为《政府投资条例》有望改善建筑企业商业模式，未来央企在维持较高 ROE 和稳定业绩增速的同时，分红能力也有望显著提升。

图 51：建筑行业摊薄 ROE (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 52：大基建行业摊薄 ROE (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

基于商业模式改善以及 ROE 的向上驱动，建筑低估值板块基本面加速回暖，央企龙头市占率加速提升、地方基建国企提质增效显著，展现出优异的盈利能力，具体来看：1) 中国建筑、中国中冶等基建央企收入和利润同比 21Q1-3 均实现大幅增长，相较 19Q1-3 建筑央企也基本实现较高增长，央企龙头市占率进一步提升；2) 地方国企基本面向上弹性显著，体现区域基建高景气和改革提效的作用，21Q1-3 山东路桥收入/归母净利润增速同比增长 86.7%/89.3%，其中 Q3 单季度收入/利润同比增长 82%/131%。

表 21：公司营业收入累计同比 (%)

	中国交建	中国铁建	中国中铁	中国建筑	中国电建	中国化学	中国中冶	山东路桥	四川路桥
2019Q1	10	19	8	10	14	19	14	135	30
2019H1	15	14	15	16	16	13	26	60	14
2019Q1-3	14	15	16	16	18	17	26	52	26
2019FY	13	14	15	18	18	27	17	52	32
2020Q1	-7	-8	-2	-11	-7	-25	15	-19	-16

2020H1	2	5	15	6	9	-5	14	19	13
2020Q1-3	9	11	20	11	12	5	17	24	19
2020FY	13	10	14	14	15	6	18	40	16
2021Q1	59	61	51	53	55	87	30	52	146
2021H1	38	32	20	29	26	53	39	90	64
2021Q1-3	26	18	12	24	22	36	30	87	39

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 22: 公司净利润累计同比 (%)

	中国交建	中国铁建	中国中铁	中国建筑	中国电建	中国化学	中国中冶	山东路桥	四川路桥
2019Q1	14	21	21	13	15	45	10	256	198
2019H1	11	16	20	17	10	44	8	81	56
2019Q1-3	6	16	27	16	11	45	9	43	50
2019FY	7	14	46	14	7	58	0	20	41
2020Q1	-35	-19	-8	-15	-21	-24	11	6	-20
2020H1	-33	6	10	2	-2	-17	13	107	30
2020Q1-3	-17	6	16	7	11	6	20	62	104
2020FY	-10	14	7	12	20	17	24	84	79
2021Q1	127	60	82	42	62	61	28	29	322
2021H1	91	29	16	22	24	46	54	66	155
2021Q1-3	58	19	15	18	8	13	45	81	105

资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.1.2. 提质增效理顺业务发展脉络, 改革激发内在增长活力

公司层面, 建筑央企、国企积极进行变革, 通过横向拓展业务范围, 纵向整合产业链下游, 大股东增持改善上市公司经营效率, 成本管理等措施, 理顺业务发展脉络, 改革激发内在增长活力。我们预计 2022 年地方国企仍有望体现高业绩弹性, 当前时点传统建筑央企、国企仍处于估值底部区间, 后续激励、分红政策等有望成为估值提升催化剂。

依托公司建筑行业经验与优势, 横向拓展业务范围。整体来看, 建筑行业总需求趋于稳定的大背景下, 在资质优势及属地化壁垒均较强的地方国企近年来发展迅速, 主要系公司进行了快速的“品类”扩张, 如山东路桥, 2015-2020 年路桥工程施工占收入比例始终维持在 80%以上, 而大股东山东高速是省内高铁和部分城轨的投资主体, 公司经过前几年的业绩积累, 已具备独立承接轨道项目的的能力, 后续轨道交通将成为公司另一增长点; 此外央企层面, 中国电建拟将所持房地产板块资产与电建集团持有的优质电网辅业相关资产进行置换, 剥离房地产业务并更加注重电力建设及运营主业。

推进子公司混改及产业链向下延伸, 构建“央企品牌实力+民营机制”及“工程+产品”的企业新生态。目前, 大型建筑央企利用自身技术及资质优势, 积极拓展实业项目, 并深度绑定核心员工, 激发企业活力。中国化学依托于旗下优质的设计承包类公司, 投资建成了全世界单系列最大己内酰胺项目(33 万吨/年), 目前正在投资建设我国突破我国技术难点的产品一己二腈项目, 利用超临界流体技术制备高效保温材料纳米级硅基气凝胶, 正在投资建设气凝胶项目; 下属子公司天辰公司已二腈项目除引入民营资本外, 还明确核心技术骨干和企业职工实施项目跟投, 形成利益共同体, 充分激发企业活力, 制定了“四个 15%”和“两个 5 年”等激励奖励政策, 有助于提升项目质量以及盈利能力持续激发创新活力。

图 53：中国化学己二腈生产技术自主研发历程



资料来源：公司公告、半岛网、煤化工信息网、中国化工信息周刊公众号、上海旺嘉公众号、天风证券研究所

产业资本增持有望明显改善上市公司效率和利润提升驱动力。地方国企层面，大股东层面合并叠加股权比例提升，激励自上而下理顺，对于上市公司支持力度不断增加，利润及分红规模的快速扩大，对于大股东层面亦产生显著积极影响。例如山东路桥大股东山东高速集团与齐鲁交通合并，省内路桥资产进一步集中。山东高速和齐鲁交通是山东省内原有两大投资主体，公司此前在山东高速的高速公路业务市占率预计已较高，但在齐鲁交通处市占率较低，两大投资主体于 21 年 1 月合并后，公司高速公路省内市占率有望大幅提升。央企层面，21 年以来，中国建筑国际前后 16 次通过二级市场陆续回购 1154 万股股票；此外中国化学实施混改，引入战略投资者万华化学，加强产业链融合，混改有望进一步为公司注入新鲜血液，激发增长活力，而近期中国中铁公告股权激励草案，一定程度上反映出央企对于利润的释放意愿不断增强。我们预计 2022 年地方国企仍有望体现高业绩弹性，当前时点传统建筑央企、国企仍处于估值底部区间，后续激励、分红政策等有望成为估值提升催化剂。

表 23：代表性建筑央企、国企产业资本增持或合作方案

公司名称	企业性质	具体内容
中国建筑	央企	截至 20 年 12 月 14 日，回购股份方案已实施完毕。累计回购股份数量合计为 91203.6 万股，占公司总股本比例约 2.17%。回购总股数接近计划上限，回购均价为 5.25 元/股，已支付的总金额为人民币 47.92 亿元。如期推动第四期股权激励计划，12 月 23 日授予 2765 名激励对象限制性股票 91203.6 万股
中国化学	央企	万华化学与中国化学签署了股权转让协议，以 4.2 亿元的转让价格受让中国化学持有的华陆公司 30%股权
中国建筑国际	央企	21 年 1 月 26 日以来，公司前后 16 次通过二级市场陆续回购 1154 万股股票
中国中铁	央企	21 年 11 月 23 日，公布股权激励方案，要求为 22/23/24 年度扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 10.50%/11.00%/11.50%，以 20 年为基准，22/23/24 年归母扣非净利润复合增长率不低于 12%
山东路桥	地方国企	21 年 1 月 29 日，控股股东山东高速集团与齐鲁交通的联合重组已完成过户，原股东齐鲁交通所持 5588.8 万股无限售条件股份已过户至山东高速集团名下，山东高速集团持有山东路桥的股权比例增加至 57.84%

资料来源：公司公告、中国证券报、天风证券研究所

提质增效有望显著提高潜在分红收益率。建筑央企及地方国企普遍具备利润率偏低的特征，成本和费用降幅空间较大，后续若内在改革动力得到激发，即使营收仅维持低速增长，利润也有望取得较好的增长持续性，同时报表质量改善，亦有助于市场对其投资价值的重估。以山东路桥为例，公司从源头控制工程成本（包括对应材料管控，集中分级采购管理）并

对现场管理模式进行调整（包括进行临建及场站标准化建设及提高周转化水平）。

从另一个角度看，假设建筑公司通过付现成本压降获得的额外净现金流全部用于分红，其分红收益率则有望明显提升。同样我们选取 5 家代表性建筑公司（4 家基建央企+1 家代表性地方国企），以山东路桥为例，若其归母净利率提升 1%，则其潜在分红收益率有望提升至 5.86%，成本压降对建筑公司潜在分红收益率的提振效果明显。

表 24：成本压降对代表性建筑公司潜在分红收益率的提振效果

	2020 年现金分红金额 (亿元)	2020 年归母净利润率	归母净利率提升 1% 对 应增加的净现金 (亿元, 税后)	当前市值 (亿元)	对应 20 年 分红收益率 (税前)	潜在分红收益 率(税前)
中国建筑	90.06	2.78%	121.13	2,228	4.04%	9.48%
山东路桥	1.56	3.89%	2.58	71	2.20%	5.86%
中国铁建	31.23	2.46%	68.27	1,154	2.71%	8.62%
中国中铁	44.23	2.58%	72.86	1,388	3.19%	8.43%
中国交建	29.24	2.58%	47.07	1,259	2.32%	6.06%

注：数据截至 2021 年 11 月 18 日收盘。归母净利率提升 1% 对应增加的净现金所使用的税率均为 25%，20 年分红收益率=20 年现金分红/当前市值，潜在分红收益率=(20 年现金分红+归母净利率提升 1% 对应增加的净现金)/当前市值。

资料来源：Wind、天风证券研究所

### 3.2. “建筑+”有望进入兑现期，看好业绩高增长

围绕“建筑+”产业链布局的公司获得估值重塑，而展望十四五阶段，随着新能源相关政策的不断推进，抽水蓄能、BIPV 等新的业务拓展有望逐步实现从订单向收入的转化，化工产业链的公司也逐步进入产能释放的阶段，相较于传统的建筑施工业务，“新能源”、“化工”等新业务具备更好的利润水平，看好后续业绩的释放和兑现能力。建筑企业在从事传统工程项目设计/施工等环节过程中，业主所属的行业分布较为多元，一方面出于主业需要对相关技术（如冶金技术、化工品生产工艺等）进行攻关以梳理完成工程项目，另一方面出于商业模式求变、布局新增长点等考虑对契合产业发展趋势的新领域进行布局。新领域布局方面较有代表性的为：1）新能源产业链布局；2）前沿化工产品制造布局。部分企业已取得积极成效，传统建筑企业延伸出“建筑+新能源”、“建筑+化工”模式，后续进展仍值得持续关注。

#### 3.2.1. “建筑+新能源”赛道空间广阔，商业模式有望重塑

建筑与新能源相关的赛道空间广阔，在为传统建筑行业提供额外增量空间的同时，也有助于商业模式重塑。从产业链的角度来看，整个与建筑相关新能源产业链可分为建设、储能、运营三个方面，而 BIPV 作为一种新型的能源解决方案，也为传统建筑企业打开新的蓝海市场。具体来看，新能源电站及配网建设领域主要是建设光伏、风电等清洁能源的电站，主要标的包括中国电建、中国能建、粤水电、华电重工，以及在配网建设具备优秀实力的苏文电能；储能领域，目前建筑储能及运营领域相关的是中国电建、中国能源建设；BIPV 领域，我们梳理的主要标的有：1）屋顶金属围护结构：森特股份、东南网架、精工钢构；2）光伏幕墙：江河集团、瑞和股份、维业股份。

表 25：建筑+新能源个股情况梳理

	建设		运营电站	BIPV	
	配网侧	抽水蓄能（储能）		屋顶金属围护结构	光伏幕墙
中国电建、中国能建、粤水电、华电重工	苏文电能	中国电建, 中国能建, 粤水电	中国电建, 中国能建, 粤水电	森特股份、东南网架、精工钢构	江河集团、瑞和股份、维业股份

资料来源：Wind、天风证券研究所

**储能建设方面，建筑公司主要参与抽水蓄能相关建设。**目前国内抽水蓄能工程建设主要参与者是中国电建，目前中国电建在抽水蓄能领域设计端的市场份额占到 90%，而工程施工端的市场份额为 80%左右，市场占有率高，主要由于：1）中国电建由中国水利水电建设集团公司、中国水电工程顾问集团公司等公司整合，在水电设计领域具有明显优势。2）

近些年抽水蓄能建设意愿不强，加上投资量较大，无资金运营及施工能力的小公司出清较多，竞争格局不断向头部企业集中。我们认为，随着十四五阶段，抽水蓄能市场空间的扩容，以及中国能建、粤水电等公司的深入参与，中国电建的市占率或存在一定下降的可能，但是多年积攒的施工经验以及多产业链的布局，我们认为中国电建或仍保持优势地位，占据较高市场份额。

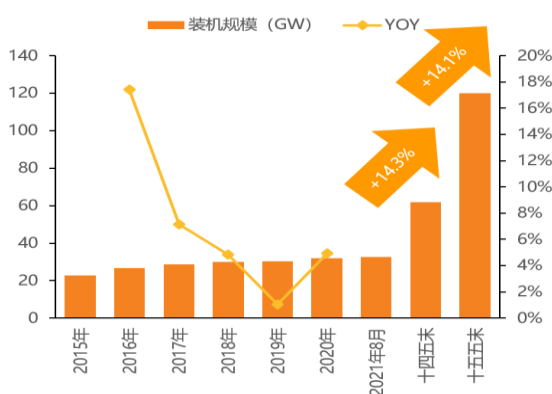
表 26：部分企业抽蓄电站合同

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
		河南省五岳抽水蓄能电站上水库工程施工	7.83
	2020.12	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
粤水电	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

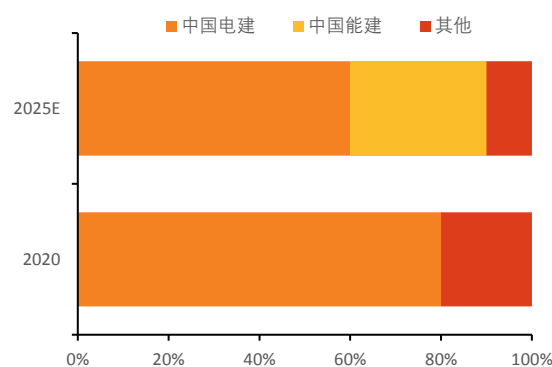
我们测算，至 2025 年中国电建/中国能建/其他公司在抽水蓄能领域市占率为 60%/30%/10%。中国能建与中国电建在抽水蓄能建设领域有竞争优势，且中国能建吸收合并的葛洲坝于 2020 年中标土耳其埃利迪尔抽水蓄能电站项目 EPC (106.2 亿元)，可证实其在抽蓄领域有较强竞争力。截至 2020 年，抽水蓄能总装机规模约 31.79GW，而十四五/十五五装机规模 62GW/120GW，CAGR+14.3%/+14.1%。我们认为在市场空间打开的情况下，2025 年中国电建/中国能建/其他公司在抽水蓄能领域市占率为 60%/30%/10%。(需要注意的是，该竞争格局的测算以总承包计算，虽电建设计市占率为 90%，但设计占总投资量比例为 3-5%左右)。

图 54：抽水蓄能装机规模 (GW)



资料来源：《抽水蓄能中长期发展规划 (2021-2035 年)》，前瞻产业研究院，中国能源网，天风证券研究所

图 55：2025 年预测国内抽水蓄能格局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**电力运营方面，中国电建/中国能建依托电力建设能力及经验，由传统电力建设方转变为电力运营商。**截至 2020 年，中国电建装机容量为 1613.9 万千瓦 (其中水电 640.4 万千瓦，风力发电 528.3 万千瓦，光伏发电 129.2 万千瓦)，中国能建装机容量为 286.6 万千瓦 (其中水电 78 万千瓦，新能源 140 万千瓦)；十四五期间，中国电建/中国能建规划新增装机容量 3000-4850 万千瓦/2000 万千瓦，将带来新业绩贡献能力。

图 56：中国电建业务简要图示



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

**分布式光伏方面，建筑公司有望凭借 BIPV 提升市占率并打开产业链其余环节的盈利空间。**建筑公司由于多年的施工经验，在建筑屋顶设计和维护等业务方面具备丰富的技术积淀，通过 BIPV 产业发展实现自身市占率的提升，若后续有望成为光伏公司 BIPV 系列产品的渠道经销商商则有望进一步打开利润空间。以森特股份为例，公司深耕金属围护领域近 20 载，在金属屋面行业核心技术突出，市场龙头地位稳定。公司早 2017 年 8 月便与亚洲洁能资本签署《分布式光伏项目合作协议》，布局分布式光伏项目开发，目标项目资源主要以世界领先的汽车公司在中国的合资/独资的整车厂、办公楼、及适合建设分布式光伏电站的国内机场及高铁站等。光伏龙头隆基股份成为公司第二大股东，双方携手合作，将充分发挥公司在大型公共建筑屋顶方面的优秀设计能力和资源优势，同时结合隆基在 BIPV 的技术研发和产品品质上的优势，快速推广 BIPV 业务，扩大分布式光伏市场。

表 27：森特股份太阳能电池板屋面施工技术优势

性能优势	具体内容
连接简单	太阳能系统与屋面板连接固定，无需在铝镁合金板上开洞，通过屋面板型的特制配件连接
维护便利	两层板之间的开放式连接无需维护，并且降低清理要求
可调节	可调节系统使太阳能板可完美布置，即可以按照设计要求点式布置或大面布置，按照美观要求安排电池板的分格和相对位置
拆换方便	拆换方便，电池板的更换或维修，不破坏屋面板，不破坏屋面的防水效果

资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 3.2.2. “建筑+化工”逐步进入产能释放阶段，利润弹性逐步显现

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。“建筑+化工”取得积极成效的代表企业包括中国化学、东华科技，部分化工品生产工艺具有较高门槛，需要较深厚研发积累及对工艺过程认知，我国化学工程企业因同时承担生产装备设计及安装任务，对相关化工品生产过程认知有较好基础，围绕工程服务环节进一步挑选合适化工品（如供给竞争不充分、生产工艺不达标等）进行生产环节投资布局相对“水到渠成”。

**中国化学：投资尼龙 66 项目，中长期业绩发展潜力大。**2019 年 7 月中国化学公告，下属子公司天辰公司、控股股东全资子公司国化投资、战略投资人齐翔腾达和员工激励平台拟共同组建天辰齐翔新材料有限公司，四方持股比例分别为 34%、41%、10%和 15%，投资建

设 100 万吨/年的尼龙 66 产业链项目。项目分两期建设，总投资 200 亿元，规划规模为年产 100 万吨尼龙新材料、50 万吨己二胺、50 万吨己二腈并联合产 50 万吨丙烯腈。一期主要包含 30 万吨/年丙烯腈联产氢氰酸装置、5 万吨/年氰化钠装置、9 万吨/年氢氰酸装置、20 万吨/年己二腈装置、20 万吨/年加氢装置和 20 万吨/年尼龙 66 成盐及切片装置，一期预计 2022 年初投产。我们认为该项目有望缓解己二腈的短缺问题，打破国外高端尼龙技术垄断，投产后有望成为公司新的利润增长点。

表 28：天辰齐翔股权结构

主体	初始持股比例	变更后持股比例
天辰公司	34%	75%
国化投资	41%	0% (已转让给天辰公司)
齐翔腾达	10%	10%
员工激励平台	15%	15%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

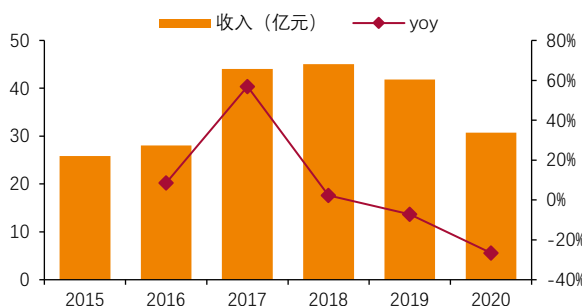
表 29：天辰齐翔一期项目产能情况

产品	一期产能 (万吨/年)
PA66	20
己二腈	20
丙烯腈联产氢氰酸	30
加氢装置	20
氢氰酸	9
氰化钠	5

资料来源：公司公告、煤化工信息网、天风证券研究所

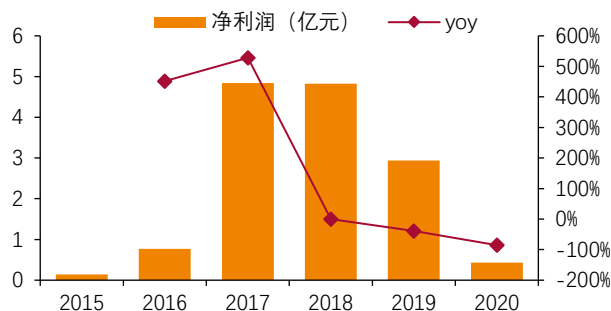
**己内酰胺盈利进入稳定期，产能改扩建有望提供业绩增量。**除传统的化学工程主业外，公司进行了一定的新材料投资。2012 年 5 月公司开工建设福建耀隆己内酰胺项目，中国化学通过全资子公司天辰工程持有项目公司 60% 股权。项目于 2014 年 8 月一次开车成功，当年实现收入约 6 亿元。2018 年，天辰耀隆实现收入 45.05 亿元，实现净利润 4.83 亿元，为中国化学贡献 2.9 亿净利润。2019 年和 2020 年由于己内酰胺产品价格下滑，叠加天辰耀隆停产大修，天辰耀隆收入和利润出现一定程度下滑，但产品短期价格扰动不改长期盈利逻辑，当前己内酰胺价格已经明显回升，2021 年以来上涨 30% 左右，且天辰耀隆 20 万吨/年己内酰胺产能已改扩建为 33 万吨/年，后续有望提供业绩增量。

图 57：2015-2020 年天辰耀隆营业收入及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 58：2015-2020 年天辰耀隆净利润及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

**东华科技：产业链延伸，发展国家战略新兴产业。**2021 年 3 月，东华科技与新疆天业签署《股东出资协议》，约定共同投资建设 10 万吨/年 PBAT 项目，并设立中化学东华天业新材料有限公司，负责建设和运营 PBAT 项目，其中东华科技持股 51%。PBAT 是对苯二甲酸(PTA)、己二酸(AA)和 1,4-丁二醇(BDO)的共聚酯，作为可生物降解材料被列入国家战略性新兴产业。据公告显示，该项目总体规划规模为 50 万吨/年 PBAT，其中一期位于新疆生产建设兵团第八师的国家级石河子经济技术开发区，建设规模为 10 万吨/年，总投资约 6.5 亿元，预计建设期 1 年。



表 30: 东华科技 PBAT 项目投资概况

总体产能	50 万吨/年
一期建设	10 万吨/年
建设期	1 年
一期工程项目总投资	6.5 亿元
二期建设	项目公司启动二期项目建设后,为保障 PBAT 生产原料 BDO 的供给,根据 BDO 实际供应情况,将由本公司和新疆天业共同投资建设 BDO 生产装置,且新疆天业同意以同期市场的合理价格提供电石给双方合资的 BDO 生产企业,具体电石的定价原则另行协商确定,具体持股比例另行协商确定

资料来源:公司公告、天风证券研究所

引入战投陕煤集团推动技术产业化,共同发展高端化学品产业,为公司发展添入活力。6月8日,东华科技与陕煤集团签订了《附条件生效的战略合作协议》,有效增强双方在绿色化工、可降解塑料、新能源等领域的技术创新和市场竞争能力,切实提升双方主营业务的盈利水平,实现相关领域的技术升级和绿色发展。双方拟通过陕煤集团认购东华非公开发行 A 股股票(总募资额 9.31 亿元,陕煤集团认购 8.38 亿元)的方式,在参与公司治理的基础上,在相关合作领域中具体开展战略合作,发行完成后,陕煤集团将持有东华科技 20.77% 股权,成为上市公司第二大股东。长期以来陕煤集团为东华科技的战略客户,随着“碳中和”、“碳达峰”目标的不断推进,双方将在一步法制烯烃、可降解材料、氢能综合利用等方面进一步深度合作,有望进一步推动东华科技 PBAT 项目的技术进步和流程优化,实现 PBAT 产品的全面技术升级。

表 31: 东华科技(甲方)与陕煤集团(乙方)具体合作事项

合作领域	具体合作事项
乙方支持甲方发展可降解塑料等绿色新材料产业	乙方规划高端 PHA 可降解塑料化学合成工艺(PBL 和 PPL),可推动甲方 PBAT 项目的技术进步和流程优化,实现 PBAT 产品的全面技术升级 乙方规划建设二氧化碳基可降解塑料 PPC,PPC 与 PBAT 的共混物拥有更为良好的市场前景,可稳定甲方 PBAT 产品的市场销售 乙方已经形成遍布国内外的产品销售渠道,可协助甲方开拓 PBAT 产品销售市场和建设销售、售后支持团队,通过协同互补降低 PBAT 产品的销售风险
双方开展相关技术研发和业务合作	乙方已经投资建设煤炭分质利用制化工新材料示范项目,并建立了涵盖产品研发、产品生产等领域完善的产业体系。可为甲方提供高端化工产品的技术来源,实现甲方实业业务的差异化发展 双方落实新发展理念,聚焦低碳/脱碳发展新方向,共同研发碳中和等相关技术;开展 DMC、CO2 收取等项目投资,共同推进高端绿色新材料技术产业化;注重工业废水等领域的业务合作,共同布局环境整治产业
乙方支持甲方拓展业务市场	通过战略合作,甲乙双方可以依托各自项目资源、管理体系优势和在相关领域的品牌影响力,深化在市场开发与渠道拓展方面的合作,扩大甲方在行业占有率。以传统产业存量业务为基础,在煤基新材料、煤基新能源等新领域深化合作,提升双方业务价值挖掘与项目运作能力。 双方可以加强在煤化工等领域的项目合作。未来三年内,在甲方服务质量、技术水平、价格等条件有竞争力的前提下,乙方在投资、建设的煤化工项目,同等情况下优先采购甲方设计、施工、工程总承包等服务,具体范围包括且不限于乙二醇、PHA、PPC 可降解塑料、聚碳酸酯、碳酸二甲酯等,同时支持甲方参与陕煤榆林化学公司二期绿色新材料相关项目,可提升甲方工程主业规模

资料来源:公司公告、天风证券研究所

多领域合作,对外投资持续推进加深实业布局。7月14号,公司公告投资参股新疆曙光绿华生物科技有限公司和榆林化学榆东科技有限责任公司,其中:1)计划出资 5000 万元,股权占比 5%,联合安徽曙光和新疆绿原共同投资设立新疆曙光绿华生物科技有限公司,并由曙光绿华投资建设和运营“10 万吨/年 BDO 联产 12 万吨 PBAT 项目”。建设周期约 26 个月,投资估算工程报批总投资 35.69 亿元,其中建设投资 33.50 亿元;2)计划投资 5000 万元,股权占比 20%,联合陕煤集团榆林化学有限责任公司共同投资设立榆林化学榆东科技有限责任公司,投资、建设、运营“煤炭分质利用制化工新材料示范项目 50 万吨/年 DMC

（碳酸二甲酯）一期工程项目”。一期建设规模为 10 万吨/年高纯 DMC，建设期为 18 个月，投资估算，一期工程总投资 8.49 亿元，其中建设投资 8.31 亿元，实业领域投资持续布局，全流程有望完全打通。

#### 4. 投资建议：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) 行业需求平稳增长，结构性与区域化特征凸显，我们预计 2021 年广义/狭义基建投资同比增速为 2.2%/2.4%，2022 年广义/狭义基建投资同比增速为 3.6%/2.6%，其中 22H1/H2 的狭义基建增速为 3.1%/2.2%，22H1/H2 的广义基建增速为 4.2%/3.1%，实际需求驱动 22H1 基建景气度较好，实际需求或成为贯彻整个五年的发展主线，而结构化和区域化的特征则会更加明显，川渝和山东等地兼具需求和资金实力，区域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。

**我们建议继续从两条主线布局建筑机会：**“建筑+”龙头中长期成长维度下，布局“新能源”、“化工”产业的企业逐步进入业绩兑现期，业绩有望高增长，此外，装配式建筑景气度有望回升，推荐鸿路钢构、中国电建、森特股份、中国化学、苏文电能、东南网架。价值品种估值修复维度下，地方国企龙头有望享受区域性基建高景气，经营效率提升带来的利润弹性已初步显现，中长期兼具稳健增长与报表质量改善机会，推荐山东路桥，央企市占率提升支撑营收持续增长，降杠杆完成后，ROE 仍具备明显的向上弹性，随着央企利润释放能力和意愿不断加强，亦具备较强的估值修复的弹性，推荐中国交建、中国建筑、中国中铁等。

## 5. 风险提示

**基建&地产投资超预期下行：**我们预计 2021 年底专项债的密集发行推动今年底明年初形成实物工作量，有望带动 22Q1 基建景气度环比改善，若基建投资超预期下行，则宏观经济压力或进一步提升；

**新能源&化工业务拓展不及预期：**我们认为 2022 年是“建筑+新能源”、“建筑+化工”兑现成长逻辑的关键年份，若新能源和化工业务拓展不及预期，一定程度上会公司的业绩和估值均有较大影响；

**装配式龙头集中度提升不及预期：**我们认为装配式建筑 21 年在成本高企情况下，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，22 年装配式建筑和钢结构需求增速有望回升，但龙头集中度提升趋势不及预期，则一定程度表明行业的景气程度仍未恢复；

**抽水蓄能等细分市场发展不及预期：**市场空间测算基于一定的前提假设，存在假设条件不成立，市场发展不及预期等因素导致市场测算结果存在偏差；

**央企、国企改革提效进度不及预期：**我们认为建筑央企、国企积极进行变革，通过横向拓展业务范围，纵向整合产业链下游，大股东增持改善上市公司经营效率，成本管理等措施，理顺业务发展脉络，改革激发内在增长活力，预计 2022 年地方国企仍有望体现高业绩弹性，后续激励、分红政策等有望成为估值提升催化剂，但若央企、国企改革提效进度不及预期，则对公司的利润和分红造成一定影响。

## 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