

建筑装饰

2022年度策略：绿色引领发展，龙头变革突围

总量增长放缓，预期政策护航。当前固定资产投资增长放缓，叠加消费复苏乏力、出口支撑减弱，经济下行压力明显加大，稳增长政策预期升温。展望明年，预计地产投资继续下行，制造业投资仍延续复苏，但力度可能减弱，基建预计会有所加力，但受到融资等方面因素限制，预计整体温和抬升。政策护航下，预计经济平稳运行，投资总量放缓但不失速，转型升级与格局重塑仍是建筑行业发展的主基调。

“双碳”政策体系完善，绿色建筑发展迎强动力。“双碳”1+N政策体系逐步完善，顶层设计已经发布，各项配套细化政策陆续出台，有望推动建筑行业绿色发展加速。重点看好两大方向：**1) 能源绿色转型，新型电力系统加速构建。**“十四五”风电光伏等绿电加快建设，能源大基地强化龙头领先地位，央企龙头依靠产业链及资金优势延伸清洁能源发电潜力大；新能源消纳需求提升及分布式能源发展加快，储能、配电网、智能用电等预计将成为未来电力投资重点方向，看好资质领先、机制灵活、具备综合服务能力的民营龙头未来快速增长。**2) 绿色建筑变革深化，看好装配式建筑、光伏建筑发展。**政策要求2025年城镇新开工建筑全面达到绿色建筑标准，装配式建筑减少原材料与能源消耗，当前行业景气度高，“双碳”强化中长期发展趋势，重点看好钢结构龙头。BIPV/BAPV是实现低碳建筑重要方式，整县推进下有望迎来快速发展，重点关注与光伏组件等产业链龙头合作的建筑企业后续业务进展。

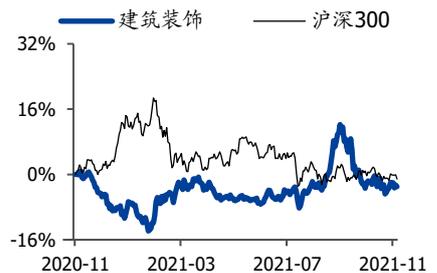
地产政策边际改善，基本面寻底，龙头“剩者为王”市占率有望加速提升。近期地产政策微调，行业融资趋于改善。在2014-2015年调控周期中，从政策调整至投资触底回升约13个月，预计此次行业基本面触底仍需更多政策和时间。中长期看，地产行业由“量”入“质”，资本实力雄厚，抗风险冲击能力强的龙头企业有望“剩者为王”，凭借着在工业化、绿色化等方向的前瞻布局强化竞争优势，后续有望加速提升市占率，在地产行业平稳发展、风险释放后经营质量也有望改善。

投资建议：在2022年总量增长放缓背景下，我们重点看好“双碳”政策细化推进，建筑行业绿色发展加速带来的行业变革机遇：**1) 能源转型及新型电力系统构建**重点关注和推荐配网及用户侧储能 EPCO 龙头**苏文电能**；企业微网建设及能效管理专家**安科瑞**；绿电建设及运维龙头**中国电建**、**中国能建**；积极布局锂电业务的**四川路桥**、**天铁股份**。**2) 绿色建筑方向**重点推荐装配式钢结构加工龙头**鸿路钢构**、钢结构工程龙头**精工钢构**。**3) 林业碳汇方向**推荐**东珠生态**。此外，建议关注地产链政策预期改善，龙头估值修复的机会，重点推荐央企地产房建龙头**中国建筑**；装饰龙头**亚厦股份**。低估值建筑央企推荐**中国化学**、**中国中铁**等。

风险提示：疫情反复风险，政策变动风险，应收账款风险，新业务开拓风险等。

增持（维持）

行业走势



作者

- 分析师 何亚轩**
执业证书编号：S0680518030004
- 分析师 夏天**
执业证书编号：S0680518010001
- 分析师 程龙戈**
执业证书编号：S0680518010003
- 分析师 廖文强**
执业证书编号：S0680519070003
- 分析师 杨涛**
执业证书编号：S0680518010002

相关研究

- 《建筑装饰：继续推荐能源基建龙头，关注地产链预期修复》2021-11-14
- 《建筑装饰：地产融资趋于改善，地产链公司估值有望修复》2021-11-12
- 《建筑装饰：十部委联合推行“清洁生产”，重点关注工业清洁改造与绿色建筑》2021-11-10

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300982.SZ	苏文电能	买入	1.69	2.21	3.00	4.06	44.23	33.82	24.92	18.41
300286.SZ	安科瑞	买入	0.57	0.80	1.12	1.55	52.42	37.35	26.68	19.28
600039.SH	四川路桥	买入	0.63	1.01	1.48	1.81	20.63	12.87	8.78	7.18
300587.SZ	天铁股份	买入	0.34	0.58	0.86	1.21	66.32	38.88	26.22	18.64
603359.SH	东珠生态	买入	0.85	1.03	1.19	1.41	18.33	15.13	13.09	11.05
002541.SZ	鸿路钢构	买入	1.53	2.17	2.80	3.53	32.43	22.87	17.72	14.06
601668.SH	中国建筑	买入	1.07	1.18	1.29	1.40	4.38	3.97	3.64	3.35

资料来源：Wind、国盛证券研究所

内容目录

1. 投资聚焦.....	5
2. 行业回顾与展望.....	6
2.1. 货币环境：10月社融增速企稳，明年货币政策有望稳中有松.....	6
2.2. 固投：基建温和，地产回落，制造业修复动力趋缓.....	7
2.3. 基建投资：温和抬升，关注“十四五”重点方向.....	9
2.4. 地产投资：增速继续回落，但政策压力趋缓，融资改善.....	10
2.5. 制造业投资：预期修复动力或减弱，结构性突出.....	12
2.6. 海外工程：疫情有反复，仍待恢复中.....	14
3. 建筑板块市场表现回顾.....	14
3.1. 整体表现：21年表现中上，Q3收益最优.....	14
3.2. 细分板块：钢结构及专业工程板块涨幅居前.....	15
3.3. 个股情况：新能源相关个股涨势居前，地产链公司跌幅较大.....	16
3.4. 板块估值：仍处历史低位.....	16
4. 专题一：“双碳”长期目标下，绿色建筑发展迎强动力.....	17
4.1.“双碳”1+N政策体系逐步完善，绿色发展是长期主题.....	17
4.2. 新型电力系统加快构建，电力工程迎来新机.....	18
4.2.1. 风光绿电加快建设，能源大基地巩固龙头优势.....	18
4.2.2. 近两年电网投资相对“滞后”，特高压与配网建设有望显著提速.....	21
4.2.3. 提升新能源消纳能力，储能将迎来高速成长期.....	23
4.3. 绿色建筑变革深化，装配式建筑、光伏建筑加速发展.....	25
4.3.1. 顶层设计推动万亿绿建市场加速发展.....	25
4.3.2. 装配式建筑是绿色建造方式，“双碳”强化中长期发展.....	26
4.2.3. 整县加速推进，BIPV/BAPV呈现高景气.....	28
5. 专题二：地产政策压力趋缓，期待“黑暗”后的“黎明”.....	30
5.1. 地产投资持续下行，稳增长必要性显著提升.....	30
5.2. 政策压力边际趋缓，行业融资趋于改善.....	31
5.3. 政策调整至投资回升仍待时间.....	32
5.4.“竞品质”时代来临，龙头在“风雨后”更加行稳致远.....	33
5.4.1. 短期估值有望修复，关注资本实力雄厚、抗冲击能力强的龙头.....	33
5.4.2. 长期看行业由“量”入“质”平稳发展，龙头“剩者为王”市占率有望加速提升.....	33
6. 投资建议及重点标的评述.....	35
6.1. 投资建议.....	35
6.2. 重点标的评述.....	35
7. 风险提示.....	41

图表目录

图表 1: 月度社会融资规模数据 (亿元).....	6
图表 2: 月度金融机构新增人民币规模数据 (亿元).....	7
图表 3: 最新投资数据及 2021-2022 年投资数据预测.....	8
图表 4: 固定资产投资完成额单月与累计同比增速.....	8
图表 5: 固投三大投资累计增速.....	8
图表 6: 基建投资 (全口径) 累计及单月同比.....	9
图表 7: 基建投资 (扣电热燃水口径) 累计及单月同比.....	9
图表 8: 基建三大细分领域构成 (2021 年 1-10 月数据).....	9

图表 9: 交通运输、仓储和邮政业累计及单月同比.....	9
图表 10: 水利、环境和公共设施管理业累计及单月同比.....	10
图表 11: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计及单月同比.....	10
图表 12: 十四五规划纲要中涉及建筑行业发展内容摘要.....	10
图表 13: 房地产投资累计增速与单月增速.....	11
图表 14: 商品房销售额累计及单月同比增速.....	12
图表 15: 商品房销售面积累计及单月同比增速.....	12
图表 16: 房地产新开工面积与竣工面积累计同比.....	12
图表 17: 制造业投资累计同比与单月同比增速.....	13
图表 18: 2021年1-10月制造业各细分行业投资增速.....	13
图表 19: 石油加工、炼焦及核燃料加工业投资单月值及累计增速.....	13
图表 20: 化学原料及化学制品制造业投资累计同比增速.....	13
图表 21: 对外承包新签合同额(亿美元)及同比增速.....	14
图表 22: 对外承包完成营业额(亿美元)及同比增速.....	14
图表 23: 今年以来各季度建筑板块涨跌幅、相对沪深300收益率及行业排名.....	15
图表 24: 建筑板块相对其他行业表现.....	15
图表 25: 建筑各细分板块涨跌幅.....	16
图表 26: 今年以来个股涨跌幅前十.....	16
图表 27: 建筑板块 PE 估值.....	17
图表 28: 建筑板块相对沪深300PE 比值.....	17
图表 29: 建筑板块 PB 估值.....	17
图表 30: 建筑板块相对沪深300PB 比值.....	17
图表 31: 2011-2020年新增装机情况(单位:万千瓦).....	19
图表 32: 2011-2020年水电和火电以外类别电源投资占比.....	19
图表 33: 九大清洁能源基地规划情况.....	20
图表 34: 十四五大型能源基地布局示意图.....	20
图表 35: 中国能建与中国电建情况.....	21
图表 36: 电网基本建设投资及增速.....	21
图表 37: 电网与电源建设投资结构.....	22
图表 38: 2015-2025年我国特高压累计线路长度及预测.....	22
图表 39: 330kv以上输电线路市场各公司市场份额.....	23
图表 40: 特高压市场各公司市场份额.....	23
图表 41: 我国抽水蓄能累计装机规模.....	24
图表 42: 我国电化学储能市场规模测算.....	24
图表 43: 部分布局储能业务的建筑公司情况.....	25
图表 44: 新建绿色建筑市场规模预测.....	26
图表 45: 传统改造绿色建筑市场规模测算.....	26
图表 46: 沈阳市洪汇园项目预制和现浇每平方米二氧化碳排放量对比(Kg).....	27
图表 47: 全国装配式建筑新开工面积及增速.....	27
图表 48: 2020年新开工装配式面积结构形式占比.....	27
图表 49: 各类建筑能耗及功能对比图.....	28
图表 50: 整县分布式光伏试点全国数量分布.....	29
图表 51: 部分布局 BIPV 业务建筑企业情况简介.....	29
图表 52: 房地产投资累计增速与单月增速.....	30
图表 53: 房地产新开工面积与竣工面积累计同比.....	30
图表 54: 房地产行业对于经济的重要性表现.....	31

图表 55: 近期部分监管部门针对房地产行业表述	31
图表 56: 居民中长期贷款单月新增同比变化 (亿元)	32
图表 57: 2014-2016 年房地产销售面积、投资增速与政策变化情况	33
图表 58: 北京市高标准住宅建设方案评审内容和评分标准	34

1. 投资聚焦

回顾 2021 年：在疫情防控有力，基数较低的情况下，上半年整体经济恢复良好，稳增长压力较小。随着大宗商品大幅涨价，基数显著抬升，经济下行压力逐渐加大，下半年基建稳增长预期提升，叠加新能源、新材料、矿业等新业务催化，低估值建筑央企及新能源相关个股在三季度大幅上涨。进入四季度，因部分地产商信用风险暴露冲击，以及基建反弹不及预期，板块在近两月回落明显。年初以来建筑板块（中信指数）上涨 12%，相对沪深 300 收益率达 18.2%，板块涨幅在中信指数 30 类行业中位列第 11 名。当前板块持仓、估值仍处于历史最低区间。

展望 2022 年：预计地产投资继续下行，制造业投资仍延续修复，但力度可能减弱，基建会有所加力，但受到融资等方面的限制因素，预计整体温和抬升。当前固定资产投资增长放缓，叠加消费复苏乏力、出口支撑减弱，经济下行压力明显加大，预计地产相关政策将有适当调整，货币政策整体稳中趋松，财政政策也将更加积极。政策护航下，预计经济平稳运行，转型升级与格局重塑仍是建筑行业发展主基调。

“双碳”政策体系完善，建筑行业绿色发展迎强动力。“双碳”1+N 政策体系逐步完善，顶层设计已经发布，各项配套细化政策陆续出台，有望推动建筑行业绿色发展加速。重点看好两大方向：

1) **能源绿色转型，新型电力系统加速构建。**“十四五”风电光伏等绿电加快建设，能源大基地强化龙头领先地位，央企龙头依靠产业链及资金优势延伸清洁能源发电潜力大；新能源消纳需求提升及分布式能源发展加快，储能、配电网、智能用电等预计是未来电力投资重点方向，看好资质领先、机制灵活、具备综合服务能力的民营龙头快速成长。

2) **绿色建筑变革深化，看好装配式建筑、光伏建筑发展。**政策要求 2025 年城镇新开工建筑全面达到绿色建筑标准，根据我们测算到 2025 年行业空间预计可达 6.6 万亿元，复合增速 15%。装配式建筑减少原材料与能源消耗，当前行业景气度高，“双碳”强化中长期发展趋势，重点推荐钢结构加工与工程龙头。BIPV/BAPV 是实现低碳建筑重要方式，整县推进下有望迎来快速发展，重点关注与光伏组件等产业链龙头合作的建筑企业后续业务进展。

地产链预期改善，龙头“剩者为王”市占率有望加速提升。近期地产政策微调，行业融资趋于改善，但预计行业基本面触底仍需更多政策和时间。中长期看，地产行业由“量”入“质”，对单一客户依赖较小，资本实力雄厚，抗风险冲击能力强的龙头企业有望“剩者为王”，凭借着在工业化、绿色化等方向的前瞻布局强化竞争优势，后续有望加速提升市占率，在地产平稳发展、风险释放背景下经营质量也有望改善。

投资建议：在 2022 年总量增长放缓背景下，我们重点看好“双碳”政策细化推进，建筑行业绿色发展加速带来的行业变革机遇：1) 能源转型及新型电力系统构建重点关注和推荐配网及用户侧储能 EPCO 龙头**苏文电能**；企业微网建设及能效管理专家**安科瑞**；绿电建设及运维龙头**中国电建**、**中国能建**；积极布局锂电业务的**四川路桥**、**天铁股份**。2) 绿色建筑方向重点推荐装配式钢结构加工龙头**鸿路钢构**、钢结构工程龙头**精工钢构**。3) 林业碳汇方向推荐**东珠生态**。此外，建议关注地产链预期改善，龙头估值修复的机会，重点推荐央企地产房建龙头**中国建筑**；装饰龙头**亚厦股份**。低估值建筑央企推荐**中国化学**、**中国中铁**等。

2. 行业回顾与展望

2.1. 货币环境：10月社融增速企稳，明年货币政策有望稳中有松

居民房贷改善与政府债券发行加快，支撑10月社融增速止跌企稳。10月新增社融1.59万亿元，同比多增1971亿（此前连续三个月同比少增），社融存量增速为10.0%，与前月持平，增速止跌。

社融口径看，10月新增人民币贷款7752亿，同比多增1082亿元；10月政府债券净融资新增6167亿元，同比多增1236亿元，主要因10月政府专项债发行加速，按照财政部要求11月争取发行完毕，预计对11月社融有更大贡献；表外票据、信托贷款等表外融资同比少增2120亿元，同比多增18亿，表外融资仍处于收缩阶段，但幅度有所收窄；

新增人民币贷款口径看，10月新增人民币贷款8262亿，同比多增1364亿；拆分来看居民贷款新增4647亿，同比多增316亿，其中居民短贷增加426亿，同比多增154亿，居民中长期贷款新增4221亿，同比多增162亿（此前为连续第5个月同比少增），主要因前期收紧的按揭贷款融资边际修复，10月个人住房贷款当月增加3481亿元，较9月多增1013亿元；企业贷款新增3101亿，同比多增766亿，其中企业中长贷新增2190亿，同比少增1923亿，反映当前经济景气走弱。

整体来看，在去年高基数效应及今年货币政策从紧、信用收缩的背景下，今年社融数据整体呈“高开低走”趋势，但近期监管部门针对开发商融资、需求支持等方面进行多次积极表态，维护地产行业平稳发展的态度坚决，10月居民房贷数据已经出现改善，同时专项债加快发行，支撑10月社融数据增速企稳。考虑到当前经济下行压力增大，地产政策逐步微调，预计明年货币政策也将稳中有松。

图表1：月度社会融资规模数据（亿元）

时间	单月新增社融	新增人民币贷款	新增委托贷款	新增外币贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	政府债券	存款类金融机构资产支持证券	贷款核销
2020-10	13929	6663	-174	-175	-875	-1089	2263	927	4931	194	539
2020-11	21355	15309	-31	-447	-1387	-625	840	771	4000	1270	673
2020-12	17192	11458	-559	-981	-4620	-2216	436	1126	7126	1177	3324
2021-01	51872	38182	91	1098	-842	4902	3905	991	2437	-28	280
2021-02	17243	13413	-100	464	-936	639	1356	693	1017	-177	370
2021-03	33770	27511	-42	282	-1791	-2296	3815	783	3131	477	1080
2021-04	18567	12840	-213	-272	-1328	-2152	3621	814	3739	174	456
2021-05	19522	14294	-408	7	-1295	-926	-1077	717	6701	247	378
2021-06	37001	23182	-474	701	-1046	-221	3912	956	7508	-23	1779
2021-07	10752	8391	-151	-78	-1571	-2316	3091	938	1820	-19	269
2021-08	29744	12713	177	347	-1362	127	4500	1478	9738	268	526
2021-09	29165	17755	-22	-19	-2098	14	1276	772	8066	642	1505
2021-10	15899	7752	-173	-33	-1061	-886	2030	846	6167	-139	348

资料来源：中国人民银行，国盛证券研究所

图表 2: 月度金融机构新增人民币规模数据 (亿元)

时间	单月新增人民币贷款	短期贷款及票据融资	票据融资	中长期	居民户	居民户: 短期	居民户: 中长期	非金融性公司及其他部门	非金融性公司: 短期	非金融性公司: 中长期	非银行业金融机构
2020-09	19000	2036	-2632	17042	9607	3394	6362	9458	1274	10680	-201
2020-10	6898	-1689	-1124	8172	4331	272	4059	2335	-837	4113	382
2020-11	14300	4024	804	10936	7534	2486	5049	7812	734	5887	-1042
2020-12	12600	1386	3341	9892	5635	1142	4392	5953	-3097	5500	674
2021-01	35800	7628	-1405	29848	12700	3278	9448	25500	5755	20400	-1992
2021-03	13600	-2049	-1855	15113	1421	-2691	4113	12000	2497	11000	180
2021-04	27300	7465	-1525	19539	11479	5242	6239	16000	3748	13300	-270
2021-05	14700	929	2711	11523	5283	365	4918	7552	-2147	6605	1532
2021-06	15000	2700	1538	10954	6232	1806	4426	8057	-644	6528	624
2021-07	21200	9338	2747	13523	8685	3500	5156	14591	3091	8367	-1906
2021-08	10800	-721	1771	8911	4059	85	3974	4334	-2577	4937	1774
2021-09	12200	3160	2813	9474	5755	1496	4259	6963	-1149	5215	-681
2021-10	16600	6398	1353	11615	7886	3219	4667	9803	1826	6948	-880

资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

2.2. 固投: 基建温和, 地产回落, 制造业修复动力趋缓

在去年基数效应下, 今年各项投资增速均呈现出“前高后低”走势, 2021年1-10月份, 全国固定资产投资同比增长6.1%, 较1-9月份下降1.2个pct, 其中基建、地产继续拖累固投, 制造业延续修复趋势。展望2022年, 预计地产投资继续下行, 制造业投资修复力度可能减弱, 经济下行压力持续增大背景下, 基建可能有所加力, 但受到融资等方面的限制因素, 预计整体温和抬升。

基于各子行业所面临发展背景和趋势, 我们对2021年和2022年的各项固定资产投资金额和增速进行了预测:

1) 预测 2021/2022 年基建 (不含电力热力等) 投资增速分别为 1.1%/2.4%。其中子指标“交通运输、仓储和邮政业投资”预计增速2021年全年维持在2.5%, 2022年小幅提升至3%; 子指标“水利、环境和公共设施管理业”预计2021年同比增长1.5%, 预计2022年小幅提升至2%。整体预测2021/2022年该口径下基建增速分别为1.1%/2.4%。

2) 预测 2021/2022 年基建 (全口径) 投资增速分别为 1.0%/2.5%。全口径基建增加涵盖了“电力热力燃气及水的生产和制造业投资”, 该项指标2021年前10个月同增0.4%, 预计全年同增0.4%。2022年预计电力投资加快, 老旧小区改造推进, 预测该指标有加速, 同比增长3%。由此整体预测2021/2022年该口径下基建增速分别为1.0%/2.5%。

3) 预测 2021/2022 年房地产投资增速分别为 6.0%/-1.0%。当前地产行业在前期调控收紧, 基数抬升的背景下, 投资增速呈逐月回落趋势, 2021年前10个月同比增长7.2%, 预计2021年后地产投资将继续放缓, 全年预计增长6.0%。展望2022年, 地产调控政策边际调整, 地产商有望融资改善, 但产业链信心恢复仍待时间, 短期以“疗伤”为主, 难以继续扩张, 同时政策调整到销售见底, 再传导至投资回升仍需一段时间, 因此我们预计地产投资后续下行压力仍大, 不排除2022年地产投资可能出现负增长。由此我们预测2021/2022年房地产投资增速分别为6.0%/-1.0%。

4) 预测 2021/2022 年制造业投资增速分别为 12.7%/6.0%。当前国内制造业持续呈复苏趋势, 2021年前10个月投资同比增长14.2%, 两年复合增速为4%。我们预计2021年全年制造投资继续修复, 全年增长12.7% (两年复合增速5%); 预计2022年制造业投资有望延续修复态势, 但上游减碳限制产能扩张, 以及出口外需增速放缓等因素

可能影响后续制造企业投资加码意愿，修复动能可能减弱，预计2022年制造业投资增长6%。整体预测2021/2022年制造业投资增速分别为12.7%/6.0%。

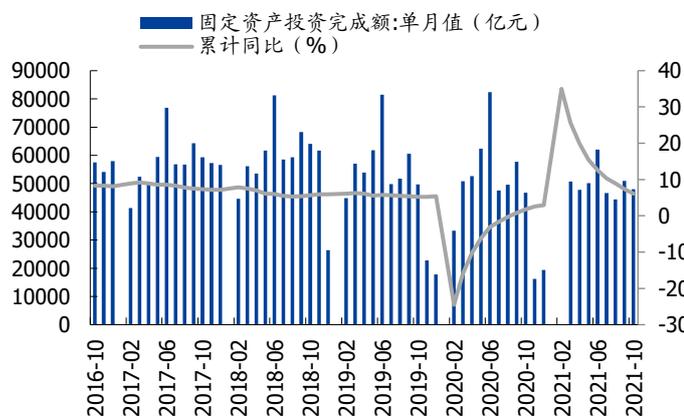
5) 基于上述假设，预计2021/2022年固定资产投资增速为5.8%/3.8%。2021年基建和地产投资增速持续呈回落趋势，拖累固投增长，预计2021年全年固定资产投资增速约5.8%；展望2022年，我们预计基建平稳小幅回升，但由于政策调整及基本面变化需要时间，地产投资可能出现小幅负增长，制造业基数恢复后增速回归正常稳定增长，整体固投增速继续放缓，预计同比增长3.8%。

图表3: 最新投资数据及2021-2022年投资数据预测

(投资额单位: 亿元)	2021年1-10月	2021年10月单月	2020年	2021年E	2022年E
固定资产投资	445823	47996	518907	549004	569866
增速	6.1%	-2.9%	2.9%	5.8%	3.8%
房地产投资	124934	12366	141443	149930	148430
增速	7.2%	-5.4%	7.0%	6.0%	-1.0%
制造业投资	192305	23895	213773	240922	255377
增速	14.2%	10.1%	-2.2%	12.7%	6.0%
基建投资(不含电力热力等)	124300	14895	154103	155857	159657
增速	1.0%	-2.5%	0.9%	1.1%	2.4%
基建投资(包含电力热力等)	152261	18148	188264	190155	194984
增速	0.7%	-4.8%	3.4%	1.0%	2.5%
基建:电力、热力、燃气及水生产供应业	26975	3413	34161	34298	35327
增速	0.4%	-7.2%	17.6%	0.4%	3.0%
基建:交通运输、仓储和邮政业	56168	7287	66654	68320	70370
增速	2.3%	1.6%	1.4%	2.5%	3.0%
基建:水利、环境和公共设施管理业	69119	7448	87449	87536	89287
增速	-0.4%	-9.3%	0.2%	0.1%	2.0%

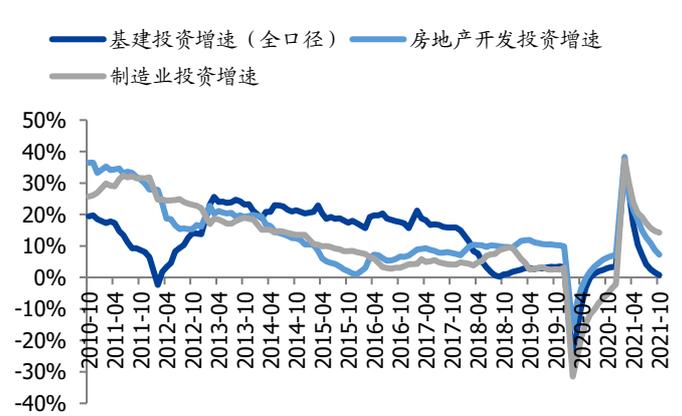
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 固定资产投资完成额单月与累计同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 固投三大投资累计增速

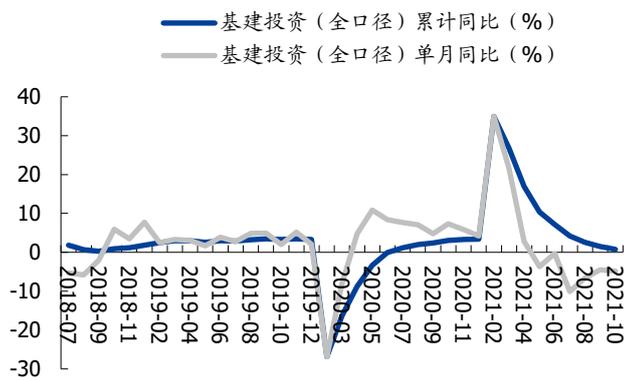


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.3. 基建投资：温和抬升，关注“十四五”重点方向

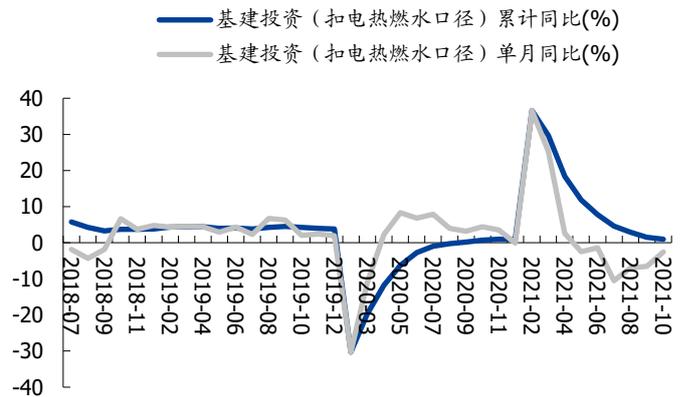
预计 2022 年基建增速温和抬升。今年 1-10 月基建投资（扣电热燃水口径）同比增长 1.0%，10 月同比下降 2.5%，降幅有所收窄；基建投资（全口径）增长 0.7%，10 月单月同比下降 4.8%。1-10 月基建投资（全口径）相较于 19 年同期复合增速为 1.9%，较 1-9 月回落 0.1 个 pct。在去年下半年高基数情况下，今年基建投资增速呈逐月回落趋势。今年截至目前合计发行新增专项债 2.60 万亿，年内还剩 1.05 万亿额度待发，近期财政部表示 2021 年新增专项债券额度尽量在 11 月底前发行完毕，后续随着专项债加快发行与使用，有望对今年底明年年初基建投资形成一定支撑，但考虑到地方政府隐性债务去化任务仍然较大，因此我们预计明年基建投资增速会有所加速，但幅度有限，仍将维持低速增长。我们预测 2021/2022 年基建（全口径）投资增速分别为 1.0%/2.5%。

图表 6: 基建投资（全口径）累计及单月同比



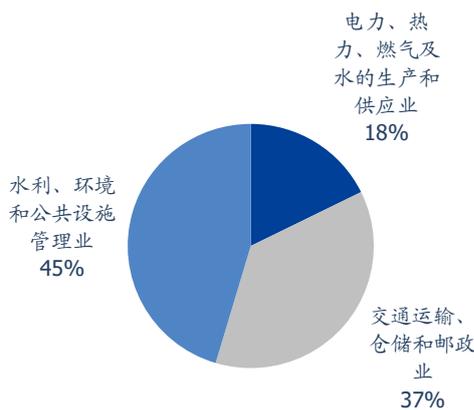
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 基建投资（扣电热燃水口径）累计及单月同比



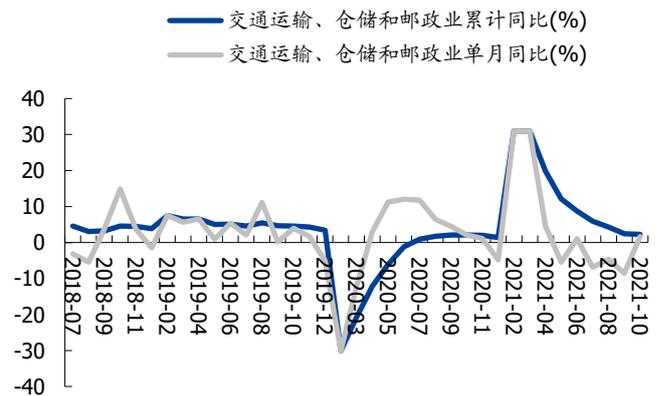
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 基建三大细分领域构成（2021 年 1-10 月数据）



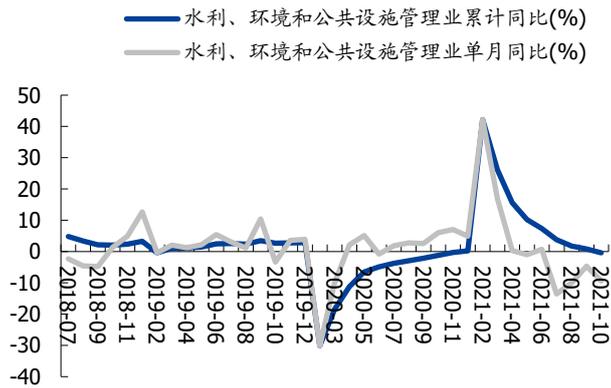
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 交通运输、仓储和邮政业累计及单月同比



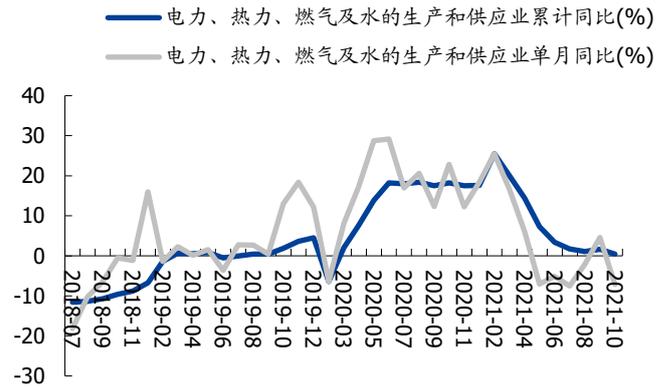
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 水利、环境和公共设施管理业累计及单月同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计及单月同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

十四五规划强调高质量发展，关注城市更新、绿色建筑等重点发展方向。今年3月中央发布《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》，在经济发展、创新驱动、民生福祉、绿色生态、安全保障等方面均提出发展要求。《规划》对于十四五期间固定资产投资提出“优化投资结构，提高投资效率，保持投资合理增长”的要求，我们认为随着我国城镇化进入中后期，固投总量快速增长已不是当前重心，高质量发展、结构优化为新时期投资主要特征。根据十四五规划，未来行业绿色化、智能化、工业化是长期转型方向，交通强国、城市更新、新基建提供更大机遇，投融资体制需要进行不断改革，这些都是行业未来需要关注的方向。

图表 12: 十四五规划纲要中涉及建筑行业发展内容摘要

与建筑相关主题	主要内容
积极应对气候变化	落实 2030 年应对气候变化国家自主贡献目标，制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，锚定努力争取 2060 年前实现碳中和，深入推进工业、建筑、交通等领域低碳转型。
推进新型城市建设	提升城市智慧化水平，发展智能建造，推广绿色建材、装配式建筑和钢结构住宅。
加快建设交通强国	持续完善战略骨干通道、铁路、轨交、港航、机场等交通工程，提出新增城际铁路和市域（郊）铁路 3000 公里、新增城市轨交 3000 公里、新增民用运输机场 30 个以上。
加快推进城市更新	改造提升老旧小区、老旧厂区、老旧街区和城中村等存量片区功能，推进老旧楼宇改造，提出完成 2000 年底前建成的 21.9 万个城镇老旧小区改造。
提升生态系统质量和稳定性	完善生态安全屏障体系，构建自然保护地体系，健全生态保护补偿机制，并提出青藏高原生态屏障区、黄河重点生态区、长江重点生态区等 8 个重要生态系统保护和修复工程。
推进投融资体制改革	规范有序推进政府和社会资本合作（PPP），推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）健康发展，有效盘活存量资产，形成存量资产和新增投资的良性循环。

资料来源: 十四五规划纲要, 国盛证券研究所

2.4. 地产投资: 增速继续回落, 但政策压力趋缓, 融资改善

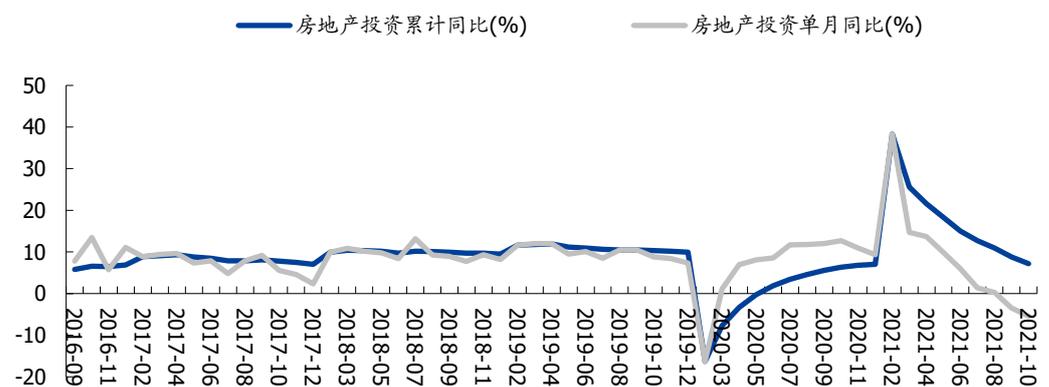
10月地产投资增速继续回落, 销售下滑幅度较大。1-10月全国房地产开发投资同比增长7.2% (较2019年同期增长14.0%), 两年复合增速6.7%, 较1-9月两年复合增速回落0.5个pct, 在前期地产融资较紧、销售放缓环境下投资增速持续回落; 商品房销售面

积同比增长 7.3% (较 2019 年同期增长 7.3%)，两年复合增速 3.6%，较 1-9 月两年复合增速回落 0.9 个 pct，10 月单月下滑 21.7%；销售额同比增长 11.8% (较 2019 年同期增长 18.3%)，两年复合增速 8.8%，较 1-9 月两年复合增速回落 1.2 个 pct，10 月单月销售额下滑 22.6%；前期限购限售政策影响、叠加居民按揭贷款投放额紧张，供需双降致销售额增速连续回落。

新开工与竣工面积增速也继续放缓。1-10 月房屋新开工面积同比下降 7.7% (较 2019 年同期下降 10.2%)，两年复合增速-5.2%，较 1-9 月两年复合增速-1.2 个 pct，当前地产调控较严持续影响房企新开工意愿；房屋竣工面积同比增长 16.3% (较 2019 年同期增长 5.7%)，两年复合增速 2.8%，较 1-9 月两年复合增速下降 1.6 个 pct，竣工增速降幅明显，我们预计主要系前期房企资金紧张，向上游建材供应商、建筑施工方支付放缓，导致项目推进放缓所致。

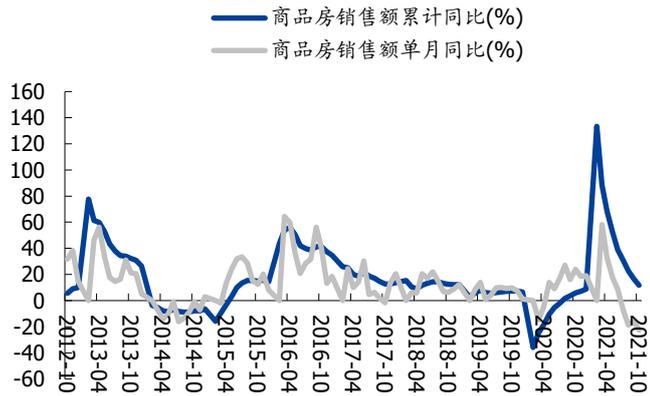
政策压力趋缓，融资改善，但基本面探底仍需时间，预计明年地产投资可能出现负增长。根据新华社报道，10 月 20 日刘鹤副总理在 2021 金融街论坛年会上表示“合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变”。据财联社报道，11 月 9 日中国银行间市场交易商协会举行房地产企业代表座谈会，部分参会房企近期有计划在银行间市场注册发行债务融资工具。自 9 月以来，多个监管部门释放地产融资政策“回暖信号”，地产“政策底”或逐步明朗。据人民银行数据，10 月居民中长期贷款新增 4221 亿，同比多增 162 亿 (此前为连续 5 个月同比少增)，个人住房贷款当月增加 3481 亿元，较 9 月多增 1013 亿元，也显示前期收紧的按揭贷款融资边际修复。预计随着地产政策的逐步调整，后续地产商融资情况有望继续改善。政策虽已出现调整，但部分地产商经营已经发生困难，预计短期以“疗伤”为主，难以继续扩张；地产链各参与方信心修复也需时间；前期新开工面积与购置土地数据均出现明显负增长，因此我们预计后续地产行业基本面仍有下行压力，产业链公司经营减速或下滑，探底仍有待时间，2022 年投资可能出现负增长。我们预计 2021 年四季度及 2022 年地产投资增速将继续放缓，预测 2021/2022 年房地产投资增速分别为 6.0%/-1.0%。

图表 13: 房地产投资累计增速与单月增速



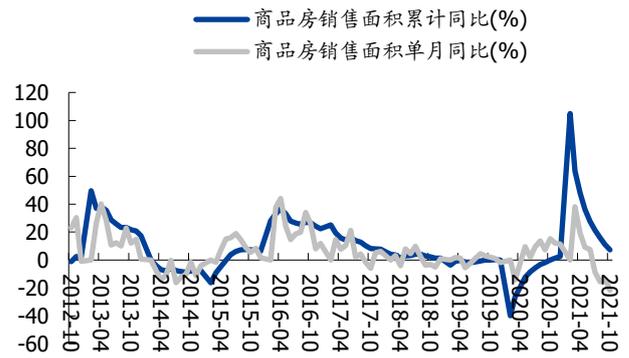
资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

图表 14: 商品房销售额累计及单月同比增速



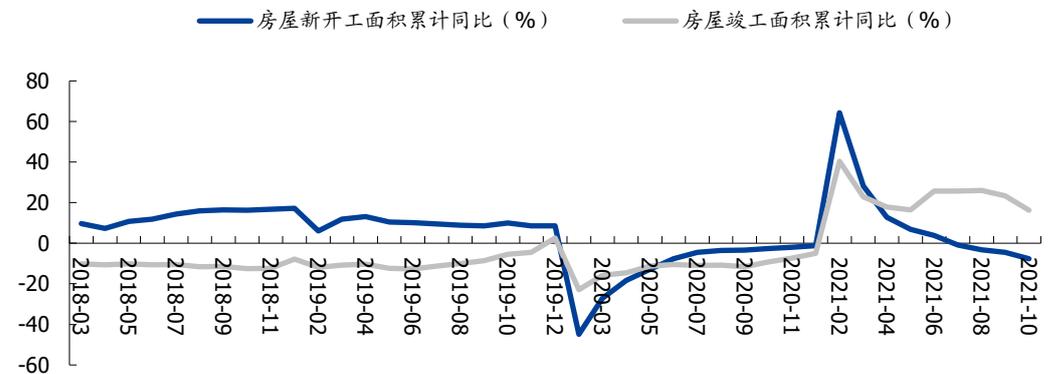
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 商品房销售面积累计及单月同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 房地产新开工面积与竣工面积累计同比



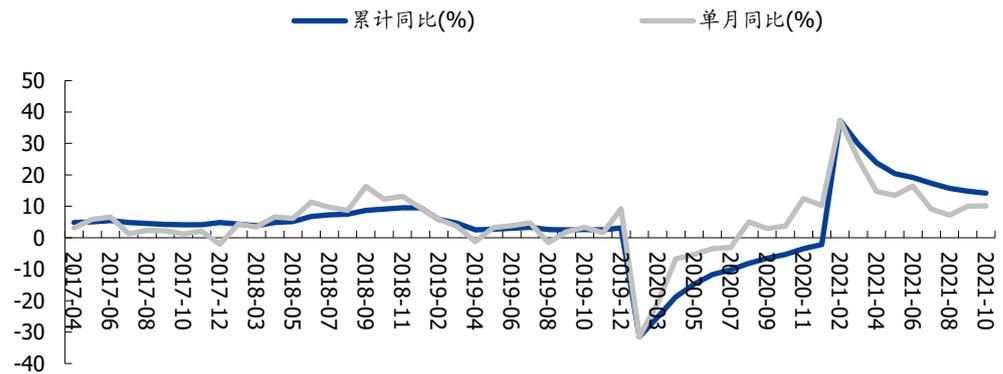
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.5. 制造业投资: 预期修复动力或减弱, 结构性突出

继续修复, 高技术类及技改类投资增长较快。根据统计局数据, 2021年1-10月份制造业投资同比增长14.2%, 以19年同期为基数两年复合增长4%, 较1-9月份2年复合增速提速0.4个pct, 显示制造业投资在延续前期修复态势。具体细分行业看结构分化明显, 1-10月高技术制造业投资同比增长23.5%, 显著快于制造业投资整体增速9.3个pct, 其中, 计算机及办公设备制造业投资同比增长29.9%, 医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长28.2%, 航空、航天器及设备制造业投资增长27.7%, 电子及通信设备制造业投资增长25.5%。此外技改投资也是亮点, 1-10月份, 制造业技改投资同比增长16.5%, 高于全部制造业投资增速2.3个百分点, 今年以来持续高于制造业投资增速。

我们预计2021年全年制造投资继续修复, 全年增长12.7%(两年复合增速5.0%); 而2022年制造业投资有望延续修复态势, 但上游减碳限制产能扩张, 以及出口外需增速放缓等因素可能影响后续制造企业投资加码意愿, 修复动能可能减弱, 预计2022年制造业投资增长6%。整体预测2021/2022年制造业投资增速分别为12.7%/6%。

图表 17: 制造业投资累计同比与单月同比增速



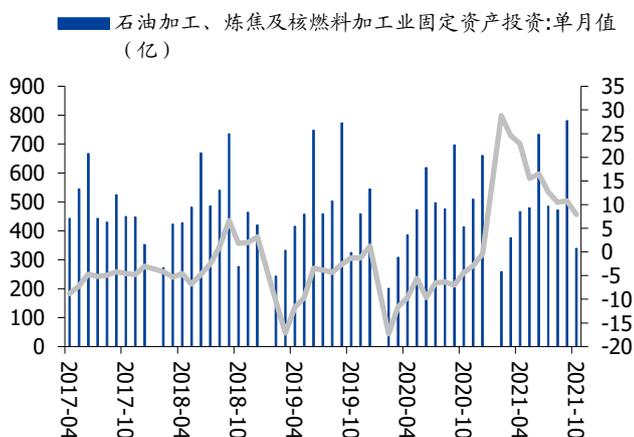
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 2021年1-10月制造业各细分行业投资增速

制造业细分行业	2021年1-10月累计增速	制造业细分行业	2021年1-10月累计增速
金属制品、机械和设备修理业	43.50%	医药制造业	13.30%
化学纤维制造业	31.30%	造纸及纸制品业	13.20%
专用设备制造业	25.90%	纺织业	13.20%
电气机械及器材制造业	25.00%	通用设备制造业	11.10%
计算机、通信和其他电子设备制造业	22.50%	石油、煤炭及其他燃料加工业	9.00%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	22.10%	食品制造业	8.70%
农副食品加工业	19.90%	有色金属冶炼及压延加工业	7.90%
烟草制品业	19.60%	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	6.30%
化学原料及化学制品制造业	17.80%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	5.70%
橡胶和塑料制品业	17.00%	印刷业和记录媒介的复制	5.50%
仪器仪表制造业	16.60%	废弃资源综合利用业	3.70%
酒、饮料和精制茶制造业	15.00%	纺织服装、服饰业	2.20%
黑色金属冶炼及压延加工业	14.60%	家具制造业	-0.90%
固定资产投资完成额:制造业	14.20%	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-1.40%
非金属矿物制品业	13.90%	汽车制造业	-5.50%
金属制品业	13.80%		

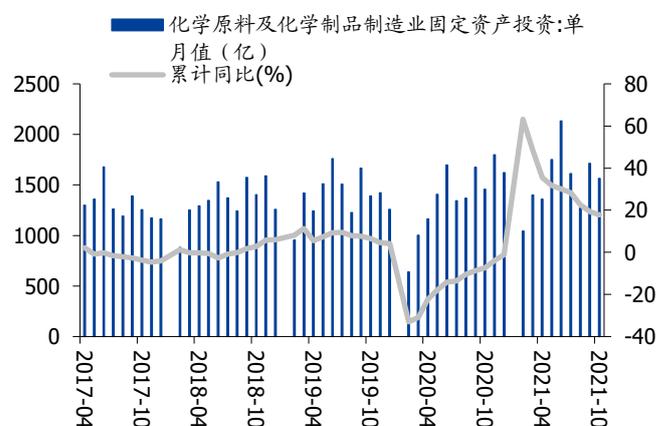
资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

图表 19: 石油加工、炼焦及核燃料加工业投资单月值及累计增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 化学原料及化学制品制造业投资累计同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.6. 海外工程：疫情有反复，仍待恢复中

2021年1-10月我国对外承包新签合同额1726亿美元，同比增长3.6%；对外承包完成营业额1156亿美元，同比增长11.3%，基本已经回升至疫情前2019年相同水平。随着全球新冠疫苗注射量提升，部分国家放松管制，今年海外工程签单和执行情况较去年已明显恢复。但由于全球疫苗分配不均，发展中国家获取疫苗较少，接种进度偏慢，而这些地区是我国传统优势市场；此外部分国家疫情在冬季再次出现大规模爆发，增加了全球疫情的不确定性，预计明年海外工程市场仍将维持小幅恢复趋势。

图表 21: 对外承包新签合同额 (亿美元) 及同比增速



资料来源: 商务部, 国盛证券研究所

图表 22: 对外承包完成营业额 (亿美元) 及同比增速



资料来源: 商务部, 国盛证券研究所

3. 建筑板块市场表现回顾

3.1. 整体表现: 21 年表现中上, Q3 收益最优

21 年表现较好, 年初至今相对沪深 300 收益率达 18.2%。截至 2021 年 11 月 18 日, 中信建筑指数 (CI005007.WI) 上涨 12.0%, 相对沪深 300 收益率达 18.2%, 整体收益率表现良好, 涨幅在中信指数 30 类行业中位列第 11 名。

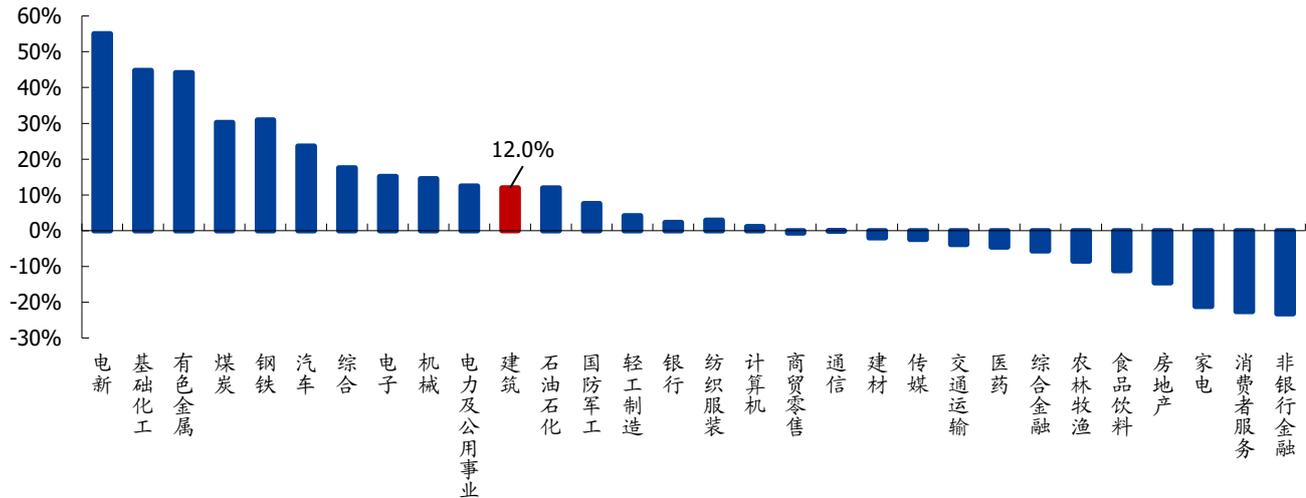
分季度看, Q3 表现较优, 整体波动性较高。2021Q1-4 建筑板块分别实现收益率+7.8%/-3.5%/+12.1%/-4.1%, 相对沪深 300 分别+10.9%/-6.9%/+19.0%/-4.5%, 三季度表现略优, 预计主要因下半年经济下行压力有所增大, 叠加 730 政治局等会议重提加快地方债发行进度, 基建稳增长预期有所提升, 促处极低估值水平的建筑蓝筹估值快速修复与重估; 同时, 新能源、新材料等新业务发展也提升相关公司估值, 板块收益率较 Q2 显著回弹。

图表 23: 今年以来各季度建筑板块涨跌幅、相对沪深 300 收益率及行业排名

	一季度	二季度	三季度	四季度至今	2021 年初至今
中信建筑指数收益率	7.8%	-3.5%	12.1%	-4.1%	12.0%
沪深 300 收益率	-3.1%	3.5%	-6.8%	0.4%	-6.2%
相对收益率	10.9%	-6.9%	19.0%	-4.5%	18.2%
在中信 30 个行业排名	4 名	24 名	8 名	24 名	11 名

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 建筑板块相对其他行业表现

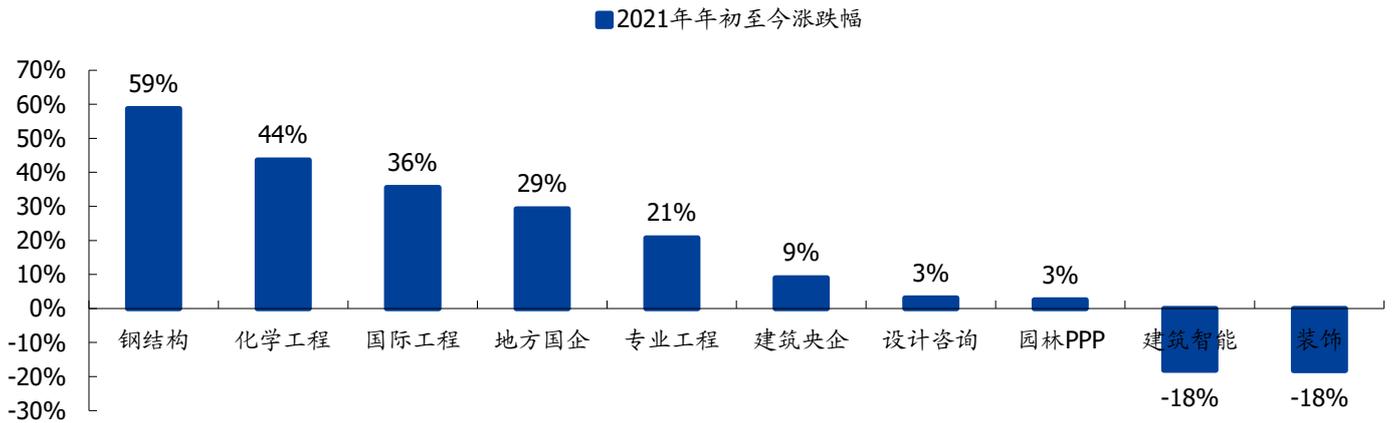


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2. 细分板块: 钢结构及专业工程板块涨幅居前

分板块看,截至 2021 年 11 月 18 日,涨幅排名前三的板块分别为钢结构 (59%)、化学工程 (44%)、国际工程 (36%); 涨幅排名后三位分别为装饰 (-18%)、建筑智能 (-18%)、园林 PPP (3%)。其中: 1) 钢结构板块上涨主要因板块内森特股份等企业积极开展 BIPV 业务,受新业务预期催化多数钢结构企业涨幅较高。2) 化工板块涨幅较高主要受益于化工品价格上涨及绿色智能化改造需求提升,同时中国化学龙头企业积极开拓化工新材料实业,涨幅较大。3) 国际工程板块主要因中材国际、中钢国际作为水泥及钢铁行业碳减排改造龙头,受益碳中和,涨幅较大,带动整体国际工程板块上涨。

图表 25: 建筑各细分板块涨跌幅



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3. 个股情况: 新能源相关个股涨势居前, 地产链公司跌幅较大

个股方面, 涨幅前五公司主要和新能源相关, 分别为森特股份(511%) (联手隆基股份共拓BIPV市场), 永福股份(146%) (宁德时代战略合作开拓“光伏+储能”业务), 四川路桥(143%) (引入比亚迪与四川能投共拓锂电业务), 中矿资源(118%) (铯铷龙头积极发展锂业务), 苏文电能(104%) (民营配电网EPCO成长龙头); 跌幅前五的分别为美尚生态(-59%), 奇信股份(-59%), *ST赛为(-51%), 城地香江(-48%), 中天精装(-43%), 跌幅靠前公司主要是地产产业链相关企业。

图表 26: 今年以来个股涨幅与跌幅前十

涨幅排名	公司简称	周涨跌幅	跌幅排名	公司简称	周涨跌幅
1	森特股份	511%	1	美尚生态	-59%
2	永福股份	146%	2	奇信股份	-59%
3	四川路桥	143%	3	*ST赛为	-51%
4	中矿资源	118%	4	城地香江	-48%
5	苏文电能	104%	5	中天精装	-43%
6	中国化学	79%	6	建艺集团	-38%
7	华铁应急	78%	7	华体科技	-38%
8	中国电建	76%	8	花王股份	-38%
9	农尚环境	75%	9	金螳螂	-37%
10	中钢国际	75%	10	海南瑞泽	-30%

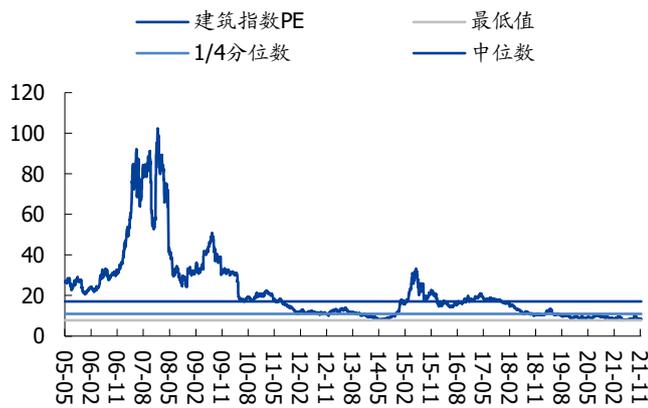
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.4. 板块估值: 仍处历史低位

当前建筑板块估值仍处于历史最低区间。当前建筑板块估值(ttm) 8.4倍; PB(1f) 0.9倍, 较最低点分别高出7%/10%, 整体处于历史最低区间。横向对比来看, 当前建筑板块PE/PB与沪深300的比值分别为0.64/0.59, 相对估值同样处于历史最低区间(历史

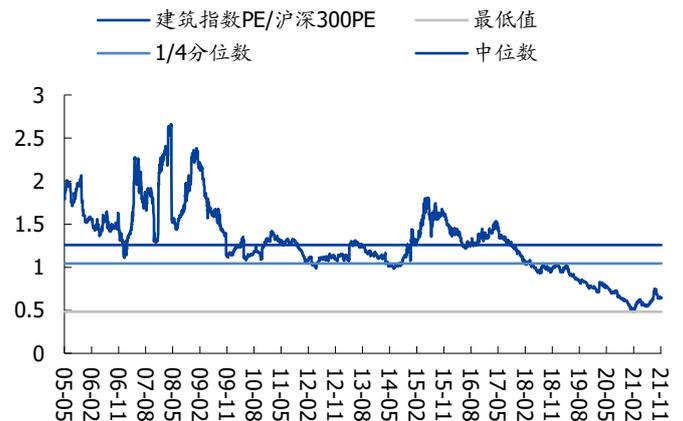
最低分别为 0.48/0.45)。

图表 27: 建筑板块 PE 估值



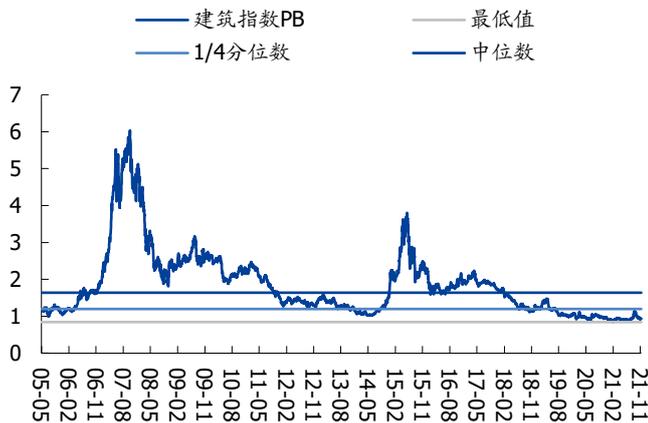
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 建筑板块相对沪深 300PE 比值



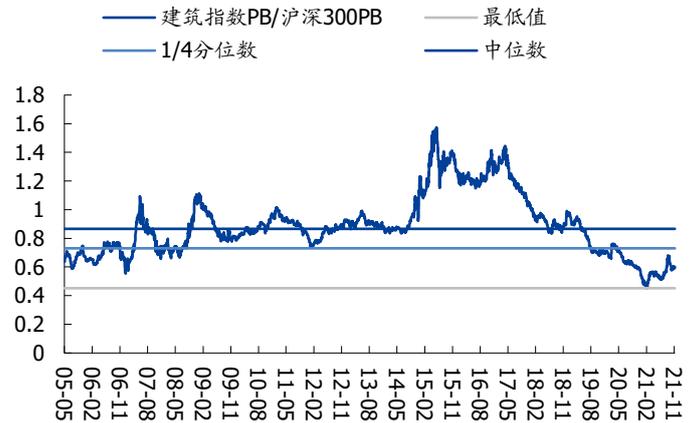
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 建筑板块 PB 估值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 建筑板块相对沪深 300PB 比值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4. 专题一：“双碳”长期目标下，绿色建筑发展迎强动力

4.1. “双碳”1+N 政策体系逐步完善，绿色发展是长期主题

“双碳”1+N 政策体系逐步构建，顶层设计文件出台指引大方向。2020 年我国先后在联合国大会发言和中央经济工作会议中提出碳达峰、碳中和发展目标——二氧化碳排放力争 2030 年前达到峰值，力争 2060 年前实现碳中和。随后各部委、各省市碳达峰、碳中和相关政策持续出台，但未形成完整体系。2021 年 10 月 12 日，在《生物多样性公约》第十五次缔约方大会领导人峰会上，总书记在讲话中指出，“将陆续发布重点领域和行业碳达峰实施方案和一系列支撑保障措施，构建起碳达峰、碳中和“1+N”政策体系。”10 月 24 日，《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》发布，该文件是“1+N”政策体系中的“1”，从宏观整体把握“双碳”工作推进大方向，统一思想，统领后续各行业、各领域细分政策制定和具体落实，标志着“双碳”进入系统化、全局化的稳步推进阶段。

《2030 年前碳达峰行动方案》印发，明确实施路径，建筑行业绿色发展多方受益。在

顶层设计文件《意见》发布后，国务院紧跟发布《2030年前碳达峰行动方案》，从顶层规划角度明晰碳达峰实施路径，重点实施“碳达峰十大行动”，将碳达峰贯穿于经济社会发展全过程和各方面。我国建筑业总产值约占GDP的25%，建筑业碳排放量约占全国总量的40%-50%，建筑碳减排大有可为，将带来生产方式、业务模式革新，孕育丰富产业机遇。

展望明年，预计针对顶层设计文件会有更多细化配套政策出台，加快建筑行业绿色转型步伐，我们认为可重点关注以下两方面给建筑行业绿色发展带来的重要机遇：

能源绿色低碳转型方向明显，新能电力系统加快构建：1) 风光绿电建设与运维方面，《方案》要求“到2030年，风电、太阳能发电总装机容量达到12亿千瓦以上”，风电光伏等清洁能源建设市场将迎来快速发展，风光大基地建设强化电力工程龙头优势，传统清洁能源水电建设有望再次提速，同时央企龙头依靠产业链及资金优势延伸清洁能源发电潜力大。2) 电网方面，新能源特别是分布式新能源加快发展对电网的消纳能力提出了很高的要求，因此需要通过荷储一体化和多能互补的方式促进新能源电力顺利消纳，能够实现多能互补、储能，并整合本地分布式光伏、电网、负荷，实现源网荷储深度融合的末端低压配网以及企业微网建设有望快速提升，此前两年电网投资连续下滑，十四五电网投资有望加速，配网建设、运维服务的民营龙头未来有望快速增长。3) 储能方面，新能源占比提升需要配套储能提升消纳能力，《方案》提出到2025年“新型储能装机容量达到3000万千瓦以上”，“十四五”期间新型储能累计装机有望迎来10倍扩容，到2030年“抽水蓄能电站装机容量达到1.2亿千瓦左右”，“十五五”末期抽水蓄能投产总规模较“十三五”末期翻两番，我们预计电力工程及设计企业凭借较强的整合能力、丰富的客户及电力项目资源将在其中扮演重要角色，与储能系统供应商等多方合作，共享储能大发展历史性机遇。

城乡建设碳达峰行动推动绿色建筑加快发展：1) 装配式建筑方面，《方案》要求“推广绿色低碳建材和绿色建造方式，加快推进新型建筑工业化，大力发展装配式建筑，推广钢结构住宅”，钢结构、PC预制等装配式建筑能够减少建筑原材料与能源消耗，正逐渐成为建筑部品生产与施工过程节能减排的重要实施载体，住建部数据显示2016-2020年装配式建筑行业规模CAGR达53%，当前行业整体仍然呈现较高景气度，在建筑工业化、绿色建筑浪潮下，装配式建筑中长期发展趋势有望得到持续强化。2) BIPV/BAPV方面，“推广光伏发电与建筑一体化应用，到2025年，城镇建筑可再生能源替代率达到8%，新建公共机构建筑、新建厂房屋顶光伏覆盖率力争达到50%”，随着当前建筑、光伏产业链龙头积极研发布局，光伏组件成本持续下降，BAPV/BIPV解决方案不断完善、投资回收周期缩短，行业有望加速成长。3) 建筑能效方面，“提升城镇建筑和基础设施运行管理智能化水平，加快推广供热计量收费和合同能源管理，逐步开展公共建筑节能限额管理”，建筑节能行业有望加快发展，其在建筑运行过程中，采用物联网等技术手段、合同能源管理等模式，使建筑制冷、供热、照明等更加节能，该市场尚处蓝海、未来成长空间大。

4.2. 新型电力系统加快构建，电力工程迎来新机

4.2.1. 风光绿电加快建设，能源大基地巩固龙头优势

风光绿电加快发展，新型电力系统加快构建，新能源工程业务有望迎来持续高增长。能源绿色低碳转型行动是碳达峰的重要方向之一，方案提出：“大力发展新能源，全面推进风电、太阳能发电大规模开发和高质量发展，坚持集中式与分布式并举，加快建设风电和光伏发电基地。到2030年，风电、太阳能发电总装机容量达到12亿千瓦以上。同时加快建设新型电力系统，构建新能源占比逐渐提高的新型电力系统，推动清洁电力资源大范围优化配置。”2020年我国风电和太阳能装机合计为5.3亿千瓦，如果2030年达到12亿千瓦，10年CAGR复合增速为8.5%，新能源装机有望长期保持较快增长。

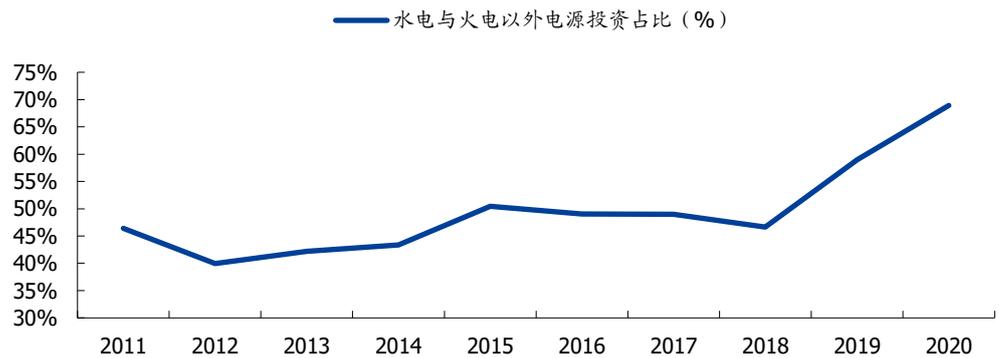
图表 31: 2011-2020 年新增装机情况 (单位: 万千瓦)

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
水电	1283	1676	3096	2180	1375	1179	1287	859	445	1323
火电	6241	5236	4175	4791	6678	5048	4453	4380	4423	5837
核电	175	0	221	547	612	720	218	884	409	112
风电	1528	1296	1487	2101	3139	2024	1720	2127	2572	7167
太阳能	196	107	1243	825	1380	3171	5341	4525	2652	4820

资料来源: 中电联, 国盛证券研究所

2020 年新增装机中火电占比约为 30%，非化石能源装机占比约为 70%，其中风电为 37%，太阳能为 25%，合计约 62%，新能源装机已经成为主力。十三五期间，以风电和太阳能发电为代表的新能源电源投资快速增长，风电投资已成为每年电源投资中最大类别，2020 年占据电源投资量的 50%。新能源发电投资占比较 2015 年提升近 20 个 pct。根据国家能源局预计到“十四五”末，可再生能源发电装机占我国电力总装机的比例将超过 50%，可再生能源在全社会用电量增量中的占比将达到 2/3 左右，未来风电、光伏为代表的新能源发电投资将继续保持快速增长，给新能源工程企业带来大量业务机遇。

图表 32: 2011-2020 年水电和火电以外类别电源投资占比



资料来源: 中电联, 国盛证券研究所

风光能源大基地综合性强，投资大，央企龙头具备极强竞争优势，未来将提升在新能源工程中的市占率。十四五规划中提出，未来我国将持续开发包括水电、风电、光伏等电源在内的多个清洁能源基地，形成九大集风光储（部分包括水、火）于一体的大型清洁能源基地以及五大海上风电基地。九大基地包括包括雅鲁藏布江下游、金沙江下游、雅砻江流域、黄河上游和几字湾、河西走廊、新疆、冀北、松辽等地；五大海上风电基地包括广东、福建、浙江、江苏、山东等地。近日，习近平主席在《生物多样性公约》领导人峰会上发表重要讲话指出，我国将“大力发展可再生能源，在沙漠、戈壁、荒漠地区加快规划建设大型风电光伏基地项目，第一期装机容量约 1 亿千瓦的项目已于近期有序开工”。清洁能源基地涉及风电、光伏、水电、火电、储能、电网等综合性内容，技术建设壁垒高；同时单个能源基地建设项目投资金额较大，可达几十亿甚至上百亿规模，对资金实力要求高，因此大型电力工程央企在此类项目上将具备更强的竞争优势，未来有望持续提升在清洁能源工程的市占率。

图表 33: 九大清洁能源基地规划情况

基地名称	涉及能源种类	涉及省份
松辽清洁能源基地	风电、光伏、储能	黑龙江、吉林、辽宁
黄河几字弯清洁能源基地	风电、光伏、火电、储能	内蒙古、宁夏
冀北清洁能源基地	风电、光伏、储能	河北
河西走廊清洁能源基地	风电、光伏、火电、储能	甘肃
黄河上游清洁能源基地	风电、光伏、水电、储能	青海
金沙江上游清洁能源基地	风电、光伏、火电、水电、储能	四川
雅砻江流域清洁能源基地	风电、光伏、水电、储能	贵州
金沙江下游清洁能源基地	风电、光伏、水电、储能	云南
新疆清洁能源基地	风电、光伏、水电、储能	新疆

资料来源: 十四五规划纲要, 国盛证券研究所

图表 34: 十四五大型能源基地布局示意图

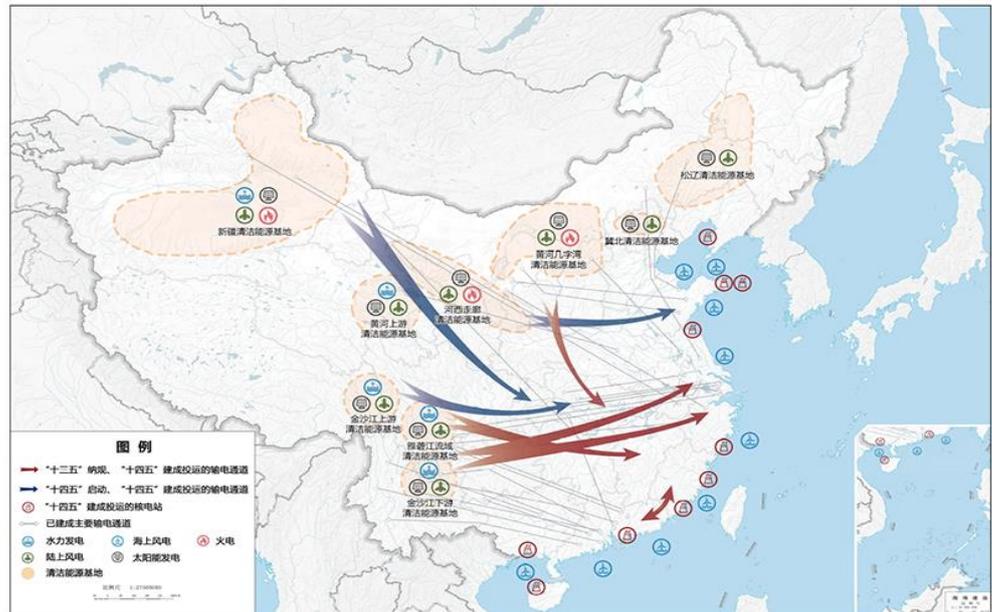


图 1 “十四五”大型清洁能源基地布局示意图

资料来源: 十四五规划纲要, 国盛证券研究所

重点推荐和关注中国电建与中国能建。两大电力央企是我国电力建设领域的龙头，均具备投资、建设、运营全产业链布局，业务涵盖各类电源、电网、储能等方面，竞争优势稳固，有望充分受益我国新型电力系统建设加速。**中国电建**是中国水利水电、风电、光伏（热）建设技术标准与规程规范的主要编制修订单位，是中国及全球水利水电及清洁能源行业的领先者，抽水蓄能领域市占率第一，与华为合作签署沙特红海超大型储能项目。在手电力装机 16GW，2020 年电力运营收入 188 亿元。**中国能建**是一家可为全球能源电力、基础设施等行业提供整体解决方案、全产业链服务的综合特大型集团，在电力系统整体规划设计、火电、电网、核电常规岛等领域设计施工市占率位居第一，水电市占率 30%，风电、光伏、储能等技术领先，2020 年在手电力装机 2.9GW，根据公司规划在十四五末在手电力装机至少达到 20GW 以上。

图表 35: 中国能建与中国电建情况

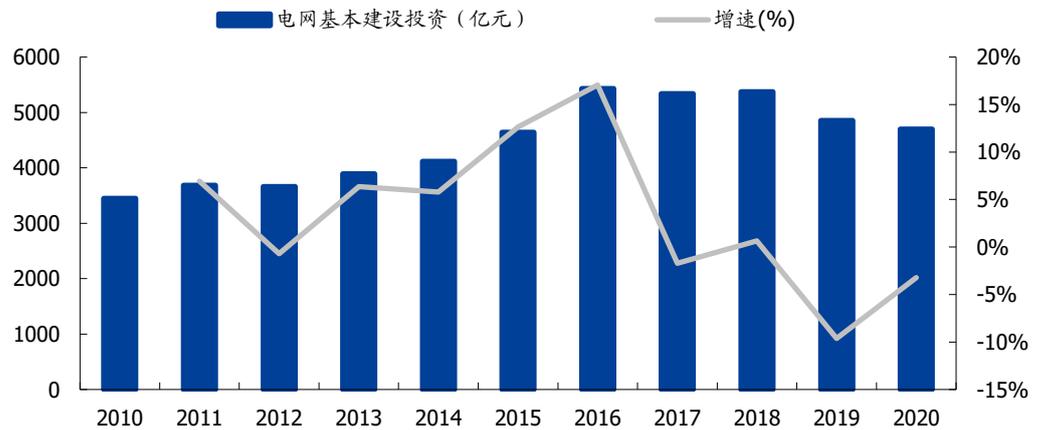
项目	中国能建	中国电建
电力工程收入	1482 亿元	1057 亿元
火电市占率	58%	34%
水电市占率	23%	70%
特高压设计市占率	74%	17%
新能源建设	参与建设累计 1.1 亿千瓦	光伏风电建设规范标准主要制定者
在手电力装机	2.9GW	16GW
十四五装机目标	至少 20GW	新增 30GW
储能	多种储能均有项目, 和宁德时代签订战略合作协议	抽水蓄能龙头, 联手华为, 签下沙特红海超大型储能项目

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2.2. 近两年电网投资相对“滞后”，特高压与配网建设有望显著提速

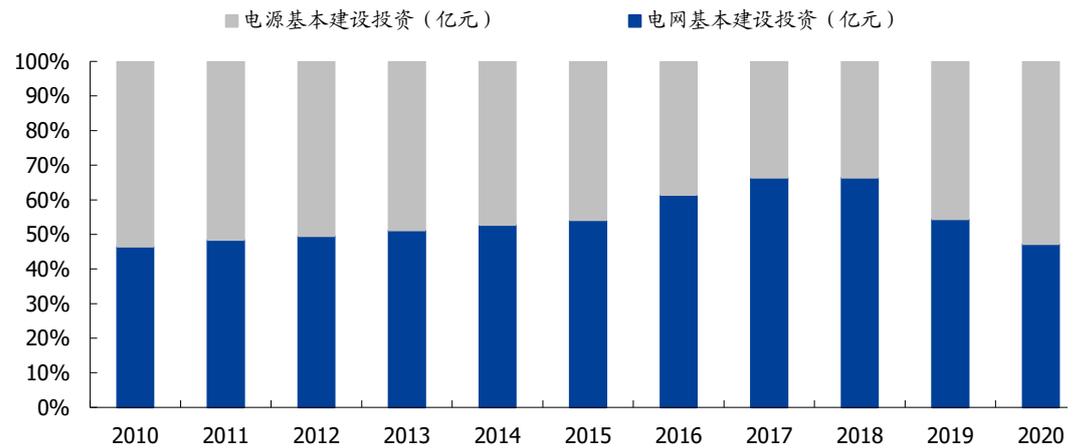
近两年电力建设投资偏向电源，电网投资出现下滑，发展相对滞后。近 10 年来电力投资结构发生较大变化。2010-2012 年电网投资大于电源投资，但两者相差不大，2013 年起电网投资开始较快增长，占比不断上升。2017-2018 年电网投资占整个电力投资的比例达到 66%，几乎是电源投资的两倍。但后续电网投资在 2019-2020 年出现连续下滑，电源投资则在风电等清洁能源带动下实现了较快增长。2020 年，电网投资占比下降至 47%，较 2019 年下滑 7 个 pct。2020 年我国电网基本建设投资为 4699 亿元，同比下滑 3.2%，连续两年出现下滑，主要因特高压等电网建设进度放缓，以及 35 千伏及以下电网投资下滑。电网投资相对于电源投资的快速增长出现滞后，特别是新能源发电的占比持续提升，对于电网的稳定性提出更高要求，未来电网建设需要尽快弥补短板。

图表 36: 电网基本建设投资及增速



资料来源: 中电联, 国盛证券研究所

图表 37: 电网与电源建设投资结构



资料来源: 中电联, 国盛证券研究所

特高压被列入新基建方向之一, 投资有望加快。特高压由 1000 千伏及以上交流和 ± 800 千伏及以上直流输电构成, 是目前世界上最先进的输电技术, 具有远距离、大容量、低损耗、少占地的综合优势。由于中国能源分布不均, 而特高压正好可以通过搭建远距离高效的能源运输网来解决这一问题。我国特高压建设大致可分四个阶段。第一阶段为试验阶段 (2006-2008 年), 第二阶段为特高压发展第一轮高峰 (2011-2013 年), 第三阶段为特高压发展的第二轮高峰 (2014-2016 年), 此前三阶段累计投资规模达到 5012 亿元。2020 年特高压被列入国家新基建重点方向之一, 未来建设有望加快。至 2020 年, 我国共建成投运 30 条特高压线路。其中, 国网共 26 条特高压, 分为 14 条交流特高压和 12 条直流特高压; 南网有 4 条直流特高压。

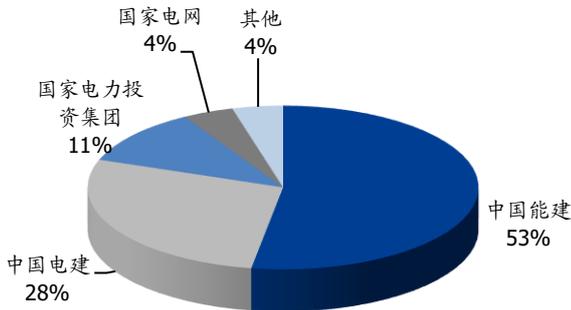
图表 38: 2015-2025 年我国特高压累计线路长度及预测



资料来源: 国家电网, 国家能源局, 赛迪顾问, 国盛证券研究所

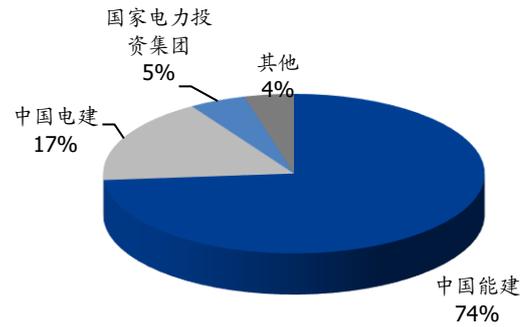
特高压建设重点推荐特高压设计及施工龙头中国能建。由于输电网属于电网中的骨干支柱, 一般投资较大, 且技术难度较高, 如特高压等项目, 因此输电网的建设主要由第一梯队中的中国能建、中国电建及部分大型国企参与设计和施工。在 330Kv 以上的输电线路设计市场中, 中国能建市占率为 53%; 在特高压市场中, 中国能建市占率为 74%, 均位列第一, 竞争优势显著。

图表 39: 330kv 以上输电线路市场各公司市场份额



资料来源: 中国能建招股书, 国盛证券研究所

图表 40: 特高压市场各公司市场份额



资料来源: 中国能建招股书, 国盛证券研究所

新能源加速推进对电网消纳提出更高要求, 配网及企业微网等建设需求有望成为重点投资方向。 新能源发电往往存在较强的间歇性、不可预测性、多变性的发电特征, 直接使用的难度较大, 未来随着新能源发电特别是分布式发电在电力装机中的占比提升, 对电网的消纳能力提出了很高的要求。因此需要通过荷储一体化和多能互补的方式促进新能源电力顺利消纳, 能够实现多能互补、储能, 并整合本地分布式光伏、电网、负荷, 实现源网荷储高度融合的末端低压配网以及企业微网建设有望快速提升。此外随着我国城市化进程不断加快, 经济不断发展, 居民及企业生产生活电气化程度不断提高, 用能需求也越来越个性化、多样化、智能化, 配电网是保障和改善民生的重要基础设施, 也需要跟随全社会的用电需求不断升级和完善。近期南方电网印发《南方电网“十四五”电网发展规划》, 提出十四五 6700 亿元投资目标, 较十三五投资完成额 4433 亿元大幅增长 51% (十三五较十二五电网建设投资增长约 33%), 年化增长约 10%, 其中配电网规划投资 3200 亿元占比近半 (十三五期间南方电网 110KV 及以下电网建设投资额 3105 亿元), 并重点强调智能输、配、用电等数字化领域建设, 骨干网特高压建设, 从南网规划看, 电网投资提速, 配网建设是重点方向。

配网及用户侧重点推荐苏文电能与安科瑞。 由于配电网投资涉及电压等级多、覆盖面广、项目繁杂、单个工程规模小, 同时又直接面向社会, 与城乡发展规划、用户多元化需求、新能源和分布式电源发展密切相关, 市场更加分散, 因此, 配电网建设需要精细化规划和精益化管理, 民营企业凭借着灵活的特性可以充分发挥相对优势, 为用户提供差异化的建设和运营服务, 从而获取更大的市场份额, 享受市场化程度逐步提升带来的改革红利, 有望迎来更快增长。重点推荐民营配网 EPCO 成长龙头苏文电能, 以及企业能效管理系统领军者安科瑞。

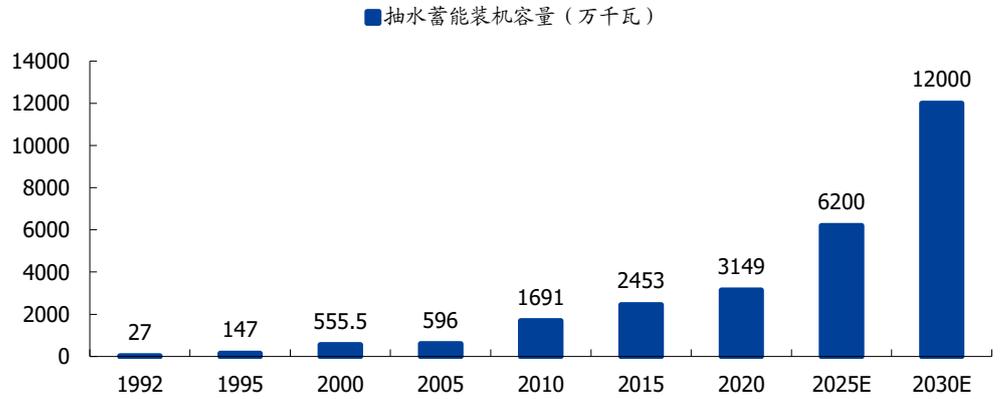
4.2.3. 提升新能源消纳能力, 储能将迎来高速成长期

储能是新能源为主的新型电力系统重要环节, 预计十四五将迎来高速发展。 《2030 年前碳达峰行动方案》指出要积极发展“新能源+储能”、源网荷储一体化和多能互补, 支持分布式新能源合理配置储能系统, 制定新一轮抽水蓄能电站中长期发展规划, 完善促进抽水蓄能发展的政策机制, 加快新型储能示范推广应用。到 2025 年, 新型储能装机容量达到 3000 万千瓦以上。到 2030 年, 抽水蓄能电站装机容量达到 1.2 亿千瓦左右, 省级电网基本具备 5% 以上的尖峰负荷响应能力。

抽水蓄能中长期规划落地, 2025 年规划累计装机翻倍, 2030 年装机规划达到 1.2 亿

千瓦。近期国家能源局发布《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035年）》，文件提出到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；到2035年，形成满足新能源高比例大规模发展需求的，技术先进、管理优质、国际竞争力强的抽水蓄能现代化产业，培育形成一批抽水蓄能大型骨干企业。

图表 41: 我国抽水蓄能累计装机规模



资料来源: 国家能源局, 国盛证券研究所

十四五期间电化学储能等新型储能有望在政策支持下形成规模化发展。2021年7月，国家能源局发改委发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，明确提出到2025年，实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，实现储能3000万千瓦的发展目标。此外储能的发展也被写入“十四五”规划，国家层面鼓励在氢能、储能等前沿科技领域，组织实施未来产业孵化和加速计划、谋划布局一批未来产业，提升清洁能源消纳和储存能力。各地方政府也纷纷出台细化政策，落实顶层规划要求，内蒙古、新疆、辽宁等地发布支持储能建设的文件，建议或者鼓励风电光伏可以适配储能电站来配合电网调度。在政策的支持和引导下，储能需求有望迎来快速发展。

截止至2020年底，我国累计储能装机35.6GW，除抽水蓄能以外的储能装机为3.81GW，锂电池储能装机为2.9GW。根据本文件规划，如果最终文件与征求意见稿一致，2021-2025年我国新型储能装机有望迎来10倍增长，空间广阔。假设储能系统投资（包含施工）从2020年的2元/WH下降至2025年的1.5元/WH，则每年电化学储能投资由2020年的125亿元增加至2025年的650亿元，年复合增长率为40%。

图表 42: 我国电化学储能市场规模测算

年份	电化学储能累计装机量(MW)	同比增速	当年新增电化学储能装机量(MW)	储能系统投资成本(元/WH)	4小时放电情况下当年电化学储能投资规模(亿元)	当年用户侧电化学储能投资规模(亿元)
2019年	1709.6	61%	649.0	2.00	51.9	24.1
2020年	3269.2	91%	1559.6	2.00	124.8	58.0
2021E	5100.0	56%	1830.8	1.90	139.1	64.7
2022E	7955.9	56%	2856.0	1.80	205.6	95.6
2023E	12411.2	56%	4455.3	1.70	303.0	140.9
2024E	19361.5	56%	6950.3	1.60	444.8	206.8
2025E	30204.0	56%	10842.5	1.50	650.5	302.5
未来5年CAGR	56%		47%		39%	39%

资料来源: 《储能产业研究白皮书2021》，《关于加快推动新型储能发展的指导意见（征求意见稿）》，国盛证券研究所

电力工程及设计企业凭借较强的整合能力、丰富的客户及电力项目资源将在储能建设中扮演重要角色，与储能系统供应商等多方合作，共享储能大发展历史性机遇。重点关注：抽水蓄能建设龙头**中国电建**（公司公告在国内抽水蓄能设计方面市占率约90%，建设份额约80%），综合储能建设龙头**中国能建**（根据企业官网披露各类储能项目均有项目实施，电化学储能参与设计建造占比32%）；用户侧储能建设及运维企业**苏文电能**（成立光明顶子公司布局光伏与储能）、**安科瑞**（能源管理系统可配置储能等方式，加大相关布局）。

图表 43: 部分布局储能业务的建筑公司情况

公司名称	储能领域布局情况
中国能建	公司在电化学储能、压缩空气储能、抽水蓄能、储冷储热等领域均有落地实施项目。电化学储能国内参与设计及建设的项目容量 1037 兆瓦，占比 32%。并与宁德时代签署储能方面的战略合作协议。
中国电建	公司多种类型储能技术具备领先优势，在国内抽水蓄能规划设计方面的的份额占比约 90%，承担建设项目份额占比约 80%。与华为合作签约沙特红海新城大型储能项目。
永福股份	宁德时代入股，合作开发储能项目。
苏文电能	公司成立全资子公司江苏光明顶新能源科技有限公司，布局光伏、储能领域。
安科瑞	公司能源管理平台利用数据为企业提供节能分析和新能源使用策略，系统根据企业用电负荷特点，配置包括分布式光伏、储能等方式扩展用电容量。公司公告后续加强在分布式光伏、储能、充电桩领域的布局。

资料来源：公司公告，官网，官方公众号，国盛证券研究所

配电网、企业微网、储能等领域加快建设，重点推荐与关注：1) 配电侧：南网十四五规划投资中近半投资于配电网，显示对配网建设的倾斜，民营配电网 EPCO 成长龙头**苏文电能**有望受益；2) 用户侧：企业微网建设及能效管理系统领军者**安科瑞**；3) 输变电侧：国内电网可视化智能运维专家**智洋创新**；4) 抽水蓄能方面：清洁能源、抽水蓄能建设与运营龙头**中国电建**、**中国能建**。

4.3. 绿色建筑变革深化，装配式建筑、光伏建筑加速发展

4.3.1. 顶层设计推动万亿绿建市场加速发展

中共中央、国务院印发《关于推动城乡建设绿色发展的意见》，从顶层规划角度推动建筑业低碳化发展，其中重点要求：1) 发展低碳建筑：大力推广超低能耗、近零能耗建筑，发展零碳建筑，大力推动可再生能源应用，鼓励智能光伏与绿色建筑融合创新发展，BAPV/BIPV 是实施低碳建筑的重要手段，随着当前建筑、光伏产业链龙头积极研发布局，光伏组件成本持续下降，BAPV/BIPV 解决方案不断完善、投资回收周期缩短，行业有望加速成长；2) 发展装配式建筑：重点推动钢结构装配式住宅建设，不断提升构件标准化水平，推动形成完整产业链，推动智能建造和建筑工业化协同发展。3) 建筑能效管理：降低建筑运行能耗，推广合同能源管理服务模式，建筑节能行业有望加快发展，其在建筑运行过程中，采用物联网等技术手段、合同能源管理等模式，使建筑制冷、供热、照明等更加节能。

行业规模方面，发改委等十部委联合发布《“十四五”全国清洁生产推行方案》提出“目标到 2025 年，工业能效、水效较 2020 年大幅提升，城镇新建建筑全面达到绿色建筑标准。”因此基于绿色建筑评价标准、存量建筑绿色改造需求等因素，我们测算出 2025 年我国绿色建筑年度新增市场规模约为 6.6 万亿元，5 年复合增速 14.6%，假设 2020 年底现有存量项目改造实施周期为 10 年，每年平均还约有 1.4 万亿元规模的绿色建筑存

量市场改造。

图表 44: 新建绿色建筑市场规模预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新开工面积 (亿平方米)	22.72	22.44	21.32	21.74	22.18	22.18	22.18
同比增速	8.6%	-1.2%	-5%	2%	2%	0%	0%
绿色建筑比例	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
绿色建筑开工面积 (亿平方米)	9.09	11.22	12.79	15.22	17.74	19.96	22.18
绿色建筑单价 (元/平方米)	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000
绿色建筑市场规模预测 (亿元)			38372	45663	53230	59884	66538
复合增速					14.6%		

资料来源: 住建部, Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 传统改造绿色建筑市场规模测算

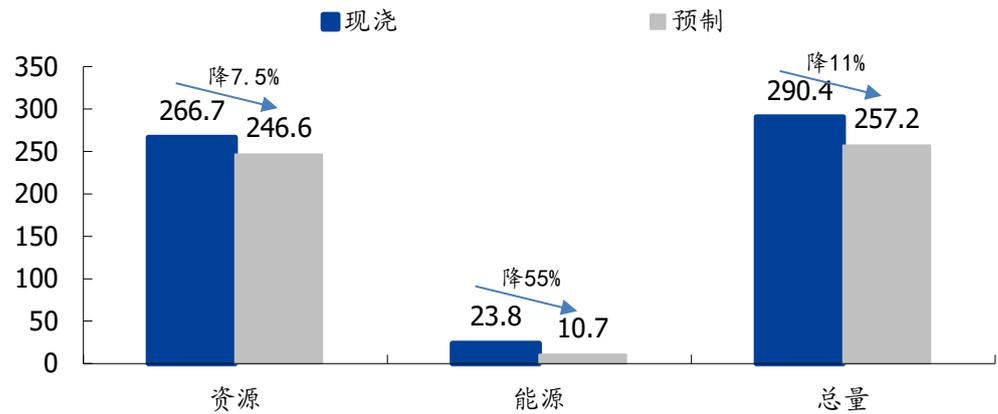
项目	指标
2020 年底住宅存量 (亿平方米)	312
待改造住宅面积 (亿平方米)	281
住宅改造单位成本 (元/平方米)	300
2020 年底非住宅存量 (亿平方米)	134
待改造非住宅面积 (亿平方米)	103
非住宅改造单位成本 (元/平方米)	500
传统改造绿色建筑市场规模 (亿元)	135969

资料来源: Wind, 住建部, 国家统计局, 国盛证券研究所

4.3.2. 装配式建筑是绿色建造方式, “双碳” 强化中长期发展

钢结构、PC 预制等装配式建筑能够减少建筑原材料与能源消耗, 正逐渐成为建筑部品生产与施工过程节能减排的重要实施载体。装配式建筑通过工厂集中生产, 不仅明显减少人力和工期, 同时还避免了现场安装过程中各种水资源、能源消耗、以及粉尘和垃圾排放, 实现建筑节能减排。根据《预制装配式建筑物化阶段碳排放评价研究》, 文章调查的案例项目使用预制 PC 技术建造, 相比于传统现浇技术减少 11% 的二氧化碳排放。根据中国工程院测算数据, 以多层建筑为例, 钢结构建筑建造过程中二氧化碳排放量为 200Kg/m², 同口径下传统混凝土方案为 234Kg/m², 二氧化碳减排 15%; 同时耗水量减少 39%, 能耗减少 12%。钢结构节能减排优势更加显著。

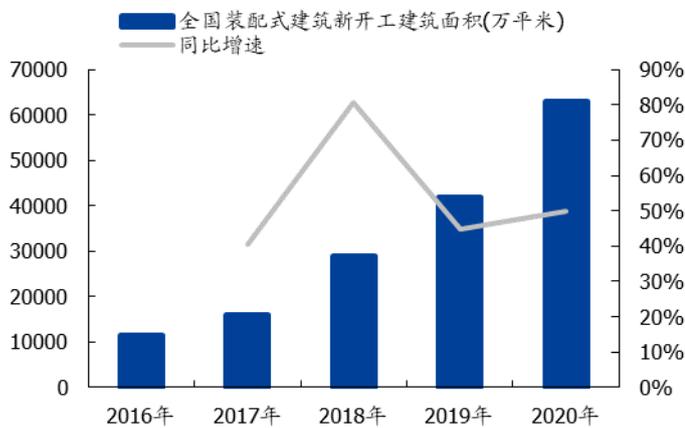
图表 46: 沈阳市洪汇园项目预制和现浇每平方米二氧化碳排放量对比 (Kg)



资料来源:《预制装配式建筑物物化阶段碳排放评价研究》, 沈阳建筑大学, 国盛证券研究所

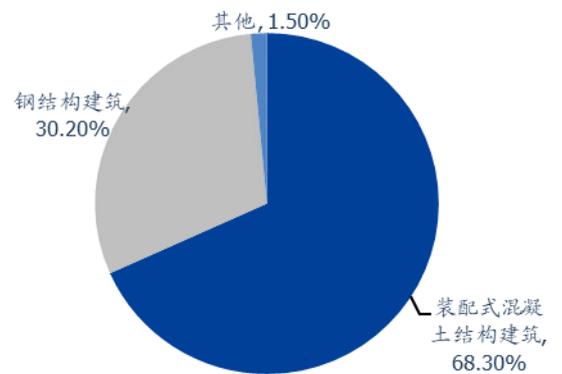
装配式建筑呈现高景气, 渗透率快速提升。近年来, 国家政策加速推进建筑工业化, 取得了明显成效。住建部通报《2020年度全国装配式建筑发展情况》, 2020年我国新开工装配式建筑 6.3 亿 m², 同比大幅增长 50% (2016-2020 年 CAGR 达 53%), 占新建建筑面积的比例约为 20.5%, 超额完成《“十三五”装配式建筑行动方案》确定的到 2020 年达到 15% 以上的工作目标。同时装配式建筑产业链迅速完善, 已具备较强的量产能力。近年来我国装配式建筑的设计、生产、施工、装修等相关产业链公司快速成长, 同时还带动了构件运输、装配安装、构配件生产等新型专业化公司发展, 行业呈现高景气, 装配式建筑渗透率持续提升。

图表 47: 全国装配式建筑新开工面积及增速



资料来源: 住建部, 国盛证券研究所

图表 48: 2020 年新开工装配式面积结构形式占比



资料来源: 住建部, 国盛证券研究所

建筑工业化、绿色建筑浪潮下, 装配式建筑中长期发展趋势有望得到持续强化。装配式建筑是绿色建造方式, 节能减排效果突出, 复合绿色低碳趋势。建筑工业化将部分传统的现场施工环节变为工厂制造加工, 特别是预制构件 (如混凝土构件、钢构件、装饰部品部件等) 的大量推广应用, 突显了制造业的特点和优势, 使得各个建造环节更易于融合, 可以充分借鉴制造业已有的经验, 为建筑行业转型提供了便利条件和载体, 代表未来发展趋势。绿色建筑环保要求不断提升, 老龄化加剧建筑用工困难, 传统建造方式成本压力日益增大, 后续随着行业技术及产业配套不断完善, 装配式成本与传统施工成本不断接近且有望逆转, 行业有望进入自驱加速发展阶段。重点推荐钢结构制造加工龙头 **鸿路钢构**、钢结构工程龙头 **精工钢构**。

4.2.3. 整县加速推进，BIPV/BAPV 呈现高景气

低碳建筑是未来建筑发展重要方向之一，BIPV 等技术是重要实现形式。2019年9月，我国《近零能耗建筑技术标准》正式实施，这是国际上首次通过国家标准形式对近零能耗建筑相关定义进行明确规定，也是我国首部引领性建筑节能国家标准。目前我国山东、河南、北京、吉林等省市针对超低能耗建筑示范推广的鼓励政策和技术标准陆续出台，在财政补贴、非计容面积奖励、备案价上浮、绿色信贷等方面提出了政策优惠，未来低碳建筑有望迎来快速发展，行业空间广阔。BIPV 是一种将太阳能发电（光伏）产品集成到建筑上的技术，是实现低碳建筑的重要路径。光伏组件不仅要满足光伏发电的功能要求同时还要兼顾建筑的基本功能要求，光伏产品实际上以建材的形式体现在建筑中，如光电瓦屋顶、光电幕墙和光电采光顶等。

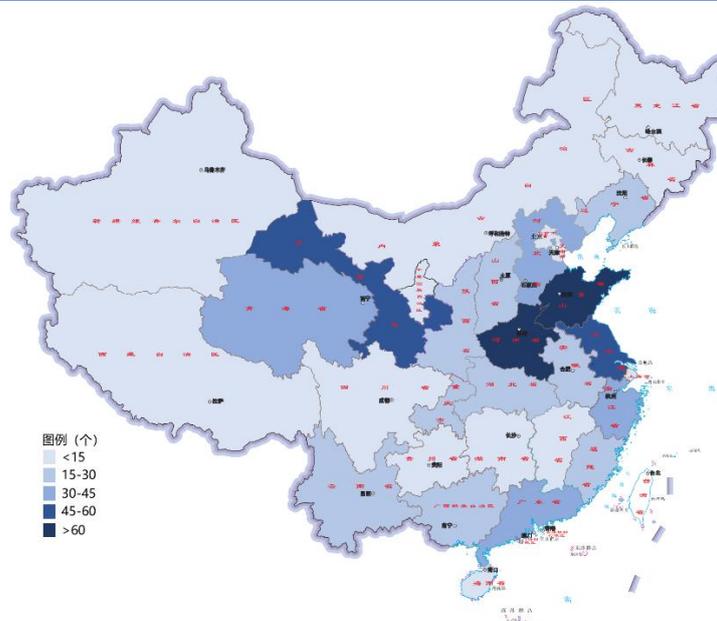
图表 49: 各类建筑能耗及功能对比图



资料来源：中国建筑科学研究院，国盛证券研究所

整县加速推进，BIPV/BAPV 呈现高景气。今年9月国家能源局将全国676个县列为整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点（约占全国县、区数量的1/4），从整县分布式光伏签约案例来看，单县建设规模约150-300MW，若保守按200MW/县测算，则整县分布式光伏试点总装机规模约135GW，若按单位造价3.8元/w计算，则市场规模有望达5138亿。我们预计本次整县分布式光伏试点推动节奏较快，若未来3年内完成试点全部装机工作，则每年对应投资规模可超1700亿元，行业有望呈现高景气度。

图表 50: 整县分布式光伏试点全国数量分布



资料来源: 国家能源局, 国盛证券研究所

重点关注后续与光伏产业链龙头合作的建筑企业后续业务进展。目前部分建筑企业通过与光伏组件等产业链龙头进行合作, 共同开发建筑分布式光伏业务, 重点关注后续战略合作协议落地及项目盈利情况。森特股份与隆基股份合作, 隆基股份成为森特第二大股东, 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。龙元建设与天合光能合作, 与淮南市谢家集区人民政府签订战略开发协议, 拟在新能源项目开发、数字能源建设及能源产业合作方面进行全方位战略合作, 本项目总投资暂估 10 亿元。

图表 51: 部分布局 BIPV 业务建筑企业情况简介

公司	简介
森特股份	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。光伏龙头隆基股份成为公司第二大股东, 双方携手合作, 可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。
精工钢构	2011 年公司通过 IPO 募集资金近 10 亿元, 其中 4.31 亿元拟投资光伏一体化项目。2012 年公司与中节能太阳能签署《战略合作协议》, 在太阳能电站工程建设方面进行合作。2014 年公司所控制企业绿筑光能承接精工能源及其下属企业拥有的 30MW 分布式光伏发电项目工程。公司当前作为钢结构龙头有望进一步开拓 BIPV 市场。
江河集团	公司是全球建筑幕墙龙头企业, 长期投入节能环保技术在幕墙系统中的研发与应用, 具备较强的技术实力, 旗下光伏幕墙已成功应用于国内外部分高端幕墙工程。
龙元建设	与渭南市华州区政府签署屋顶光伏发电项目投资开发合作协议, 拟投资 10 亿元建设 200MW 兆瓦光伏发电项目。与淮南市谢家集区人民政府与公司、江苏天合分布式能源管理有限公司(天合光能股份有限公司的控股子公司)于近日签署了《淮南市谢家集区光伏新能源投资开发战略协议》, 拟在新能源项目开发、数字能源建设及能源产业合作方面进行全方位战略合作, 本项目总投资暂估 10 亿元。
杭萧钢构	控股子公司合特光电投资建设的年产 100 万平方 BIPV 组件的智能生产线于 11 月投产; 与国电电力发展有限公司签订了《关于光伏电站项目战略合作框架协议》, 共同合作开发建设大型分布式光伏电站项目。

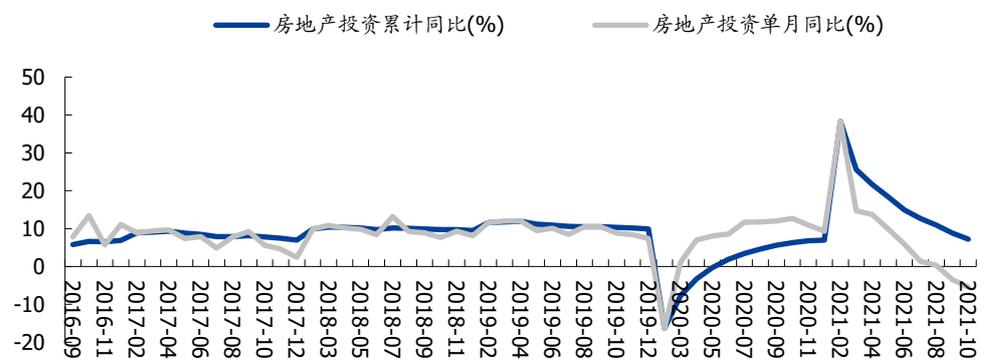
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.专题二：地产政策压力趋缓，期待“黑暗”后的“黎明”

5.1.地产投资持续下行，稳增长必要性显著提升

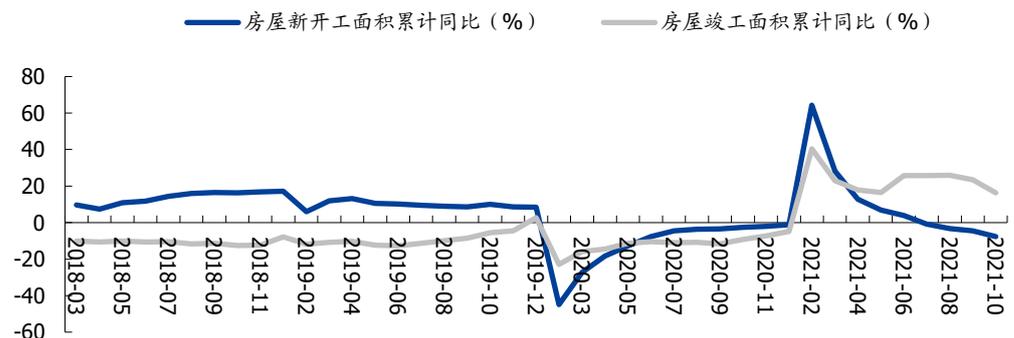
10月地产投资、销售、新开工、竣工、拿地等指标均加速下行。在前期调控政策较严，基数抬升，以及部分房企信用风险冲击下，10月各项地产主要指标数据加速下行。10月单月房地产投资同比下滑5.4%，跌幅较上月扩大1.9个pct，房地产销售面积同比下滑21.7%，跌幅较上月扩大8.5个pct，房地产新开工面积下滑33.1%，较上月跌幅扩大19.6个pct，而土地购置面积同比下跌24.2%，跌幅较上月扩大22个pct。新开工、拿地等先导指标均出现20%以上的同比跌幅，创出疫情之后的新低，在政策不出现强刺激的情况下，预计后续地产投资仍将持续放缓。

图表 52: 房地产投资累计增速与单月增速



资料来源：统计局，国盛证券研究所

图表 53: 房地产新开工面积与竣工面积累计同比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

房地产行业关联经济多个领域，持续走弱将对经济产生影响，在当前形势下“稳增长”必要性显著提升。房地产行业是我国经济支柱产业之一，其自身体量大，且直接或间接关联多个行业，拉动效果明显，如果其持续走弱，将对经济整体产生较大影响。首先房地产施工增速下行将影响上游水泥、钢铁、机械等多个行业的需求，竣工放缓也将拖累下游装饰、家居、家电等消费需求。其次，房地产土地出让收入占据地方政府性基金收

入的比例较高，如果土地出让收入明显放缓，也将影响基建、棚改等相关领域发力。最后，地产行业信用风险可能对部分银行、信托等金融机构产生冲击，影响其融资投放意愿和能力。目前看，明年经济不确定性仍强，消费恢复受到疫情反复的制约，出口可能因海外供应链逐步恢复而放缓，基建受到融资的约束也难大幅走高，稳增长的必要性显著提高。因此稳定地产行业的预期，对前期政策进行适当调整，使得地产行业恢复到平稳发展的态势，预计将是后续政策的主要方向之一。

图表 54: 房地产行业对于经济的重要性表现

指标	绝对值 (万亿)	比例
房地产 GDP/总 GDP	7.5	7.30%
房地产销售额/总 GDP	17.6	17.10%
地产投资/总投资	14.1	27.30%
土地出让收入/地方政府总财力	8.4	44.30%
家具家电装修材料零售额/总零售额	1.2	8.80%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5.2.政策压力边际趋缓，行业融资趋于改善

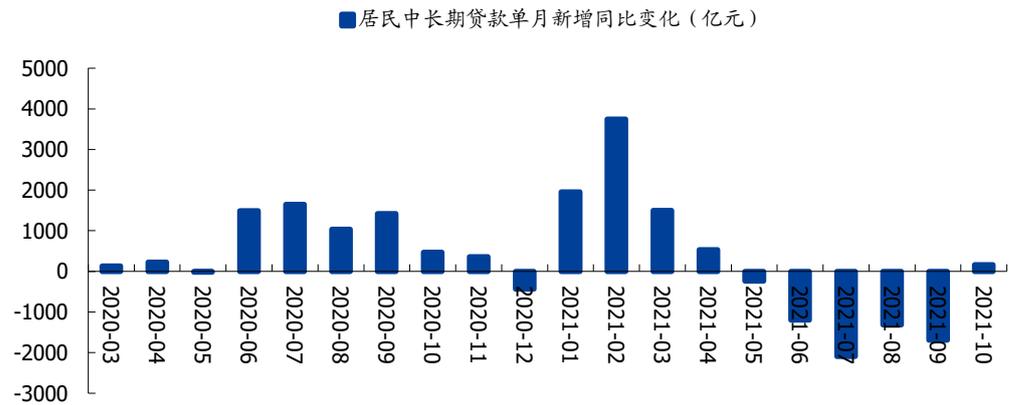
根据新华社报道，10月20日刘鹤副总理在2021金融街论坛年会上表示“合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变”。据财联社报道，11月9日中国银行间市场交易商协会举行房地产企业代表座谈会，部分参会房企近期有计划在银行间市场注册发行债务融资工具。自9月以来，多个监管部门释放地产融资政策“回暖信号”，据人民银行数据，10月居民中长期贷款新增4221亿，同比多增162亿（此前为连续5个月同比少增），个人住房贷款当月增加3481亿元，较9月多增1013亿元，也显示前期收紧的按揭贷款融资边际修复。预计随着地产政策的逐步调整，后续地产商融资情况有望改善。

图表 55: 近期部分监管部门针对房地产行业表述

时间	部门/领导	会议/文件	相关内容
10月15日	央行金融市场司司长邹澜	2021年第三季度金融统计数据新闻发布会	央行和银保监会已指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展
10月20日	刘鹤副总理	2021金融街论坛年会上发言	目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变
10月21日	银保监会统计信息与风险监测部负责人刘忠瑞	新闻发布会	保障好刚需群体信贷需求，在贷款首付比例和利率方面对首套房购房者予以支持
11月9日	中国银行间市场交易商协会	组织房企代表座谈会	部分参会房企近期有计划在银行间市场注册发行债务融资工具

资料来源: 新华社报道、证券时报、国新办网站、国盛证券研究所

图表 56: 居民中长期贷款单月新增同比变化 (亿元)



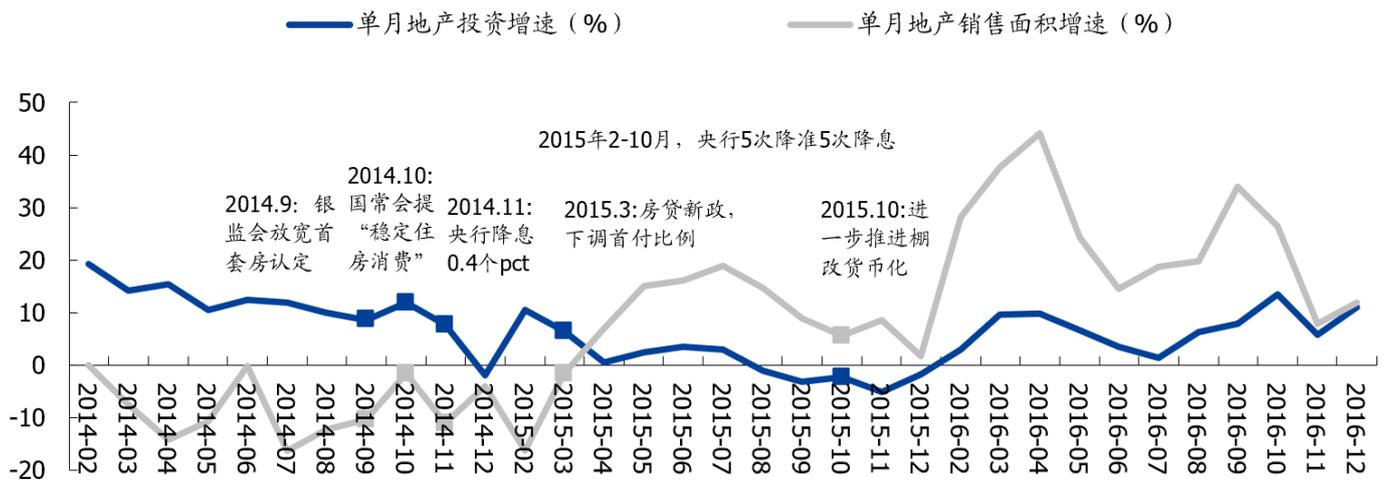
资料来源: 人民银行, 国盛证券研究所

5.3. 政策调整至投资回升仍待时间

回顾上一轮地产调控, 从政策调整到投资回升周期约 13 个月。2014 年下半年起, 经济下行压力加大, 地产销售连续负增长, 房地产库存高企, 为了提振住房消费, 地产调控政策逐步转向。标志性事件为 2014 年 9 月 30 日, 银监会放宽首套房贷款认定标准。2014 年 11 月, 央行非对称降息, 下调一年期贷款基准利率 0.4 个 pct, 随后在 2015 年 2 月-10 月连续 5 次降准, 5 次降息。同时 2015 年 3 月政策下调首付比例, 2015 年 10 月推进棚改货币化深入。在连续的刺激政策下, 房地产销售面积增速在 2015 年 2 月触底, 投资增速在 2015 年 11 月见底回升。如果以 2014 年 9 月 30 日银监会放宽首套房认定标准为政策调整的开始, 至 2015 年 11 月地产投资回升, 整个周期约 13 个月。

基本面探底仍待时间。参考之前经验, 当前政策虽已出现调整, 但政策力度尚不及 2014-2015 年。同时部分地产商经营已经发生困难, 预计短期以“疗伤”为主, 难以继续扩张; 地产链各参与方信心修复也需时间; 前期新开工面积与购置土地数据均出现明显负增长, 因此我们预计后续地产行业基本面仍有下行压力, 产业链公司经营减速或下滑, 探底仍有待时间。根据前次地产调控情况, 后续基本面触底回升需要更多政策支持和时间等待。

图表 57: 2014-2016 年房地产销售面积、投资增速与政策变化情况



资料来源: Wind, 人民银行, 国务院网站, 国盛证券研究所

5.4. “竞品质”时代来临，龙头在“风雨后”更加行稳致远

5.4.1. 短期估值有望修复，关注资本实力雄厚、抗冲击能力强的龙头

预期改善，短期地产链公司估值有望迎来修复。当前地产融资政策已有调整，行业整体融资也趋于改善，但地产行业基本面触底还需等待，部分公司应收账款等坏账损失也未充分暴露，后续可能仍有计提减值、业绩下滑等负面因素冲击。当前政策预期的变化有望在短期内驱动地产链相关公司，如房建、装饰、地产设计、地产园林等企业估值迎来修复。

重点关注客户结构健康、资本实力雄厚抗风险冲击能力强的龙头企业。短期行业预期的改善带来的估值修复可能是整体性的，但由于地产行业信用风险对不同企业影响的差异，后续地产链公司股价走势可能会存在较大分化。建议从以下两个标准来挑选标的：**1) 客户结构健康，不依赖单一开发商客户。**部分地产链企业单一客户业务占比较大，在对应的地产开发商客户出现信用风险后，应收账款与票据可能会产生重大减值损失，后续的业务开展也会受到不利影响。而客户相对分散，客户中央企、国企等信用资质较高开发商占比大的地产链公司，可能受到的信用冲击可控，调整时间较短，有望在行业低迷时期加速提升市占率。**2) 资本实力雄厚，抗风险冲击能力强。**部分地产链企业可能后续面临较大减值风险，以及供应商偿款压力，如果本身资本金较薄弱，现金流情况不佳，融资支持不及时，可能因为此次减值冲击而面临重大经营风险。资本实力雄厚，融资渠道通畅，抗冲击能力强的龙头企业即使有短期减值计提，对整体经营也不会造成重大负面影响。

5.4.2. 长期看行业由“量”入“质”平稳发展，龙头“剩者为王”市占率有望加速提升

长期看行业由“量”入“质”平稳发展，预计未来工业化、绿色化、信息化渐成趋势。由于我国城镇化已经进入中后期阶段，人口老龄化加剧，若房产税试点征收全面铺开，未来我们认为地产投资总量中枢将有所下移，地产投资将由“高周转”逐步迈入“竞品质”时代，提质增效的建筑工业化、绿色化、信息化有望加速发展。今年5月底北京市首场集中拍地中首创在土地供应阶段增加高标准建设方案的评审来确定中标资格，实行“竞价+竞高标准商品住宅建设方案”竞拍规则，是行业规则变化的一个例证。竞品质具

体要求上看，以北京此次评分准则为例，建筑品质评价总分 100 分，其中绿色建筑 18 分，装配式建筑 20 分，超低能耗建筑 20 分，健康建筑 6 分，宜居技术应用 16 分，管理模式 20 分，这些都对开发商在绿色化、工业化、信息化等方面提出了更高要求，未来有望成为行业整体发展的趋势。

图表 58: 北京市高标准住宅建设方案评审内容和评分标准

评审项目	标准	分值
1.绿色建筑 (18 分)	全面实施三星级绿色建筑	18 分
2.装配式建筑 (20 分)	装配率	75% < 装配率 < 90% 8 分
	(13 分)	装配率大于等于 91% 13 分
	全面实施装配式装修	7 分
3.超低能耗建筑 (20 分)	项目实施超低能耗建筑面积达到总面积的 30%，且超低能耗建筑面积不低于 5 万平方米	15 分
	项目实施超低能耗建筑面积达到总面积的 50%，且超低能耗面积不低于 10 万平方米或总面积低于 5 万平方米时，全部实施超低能耗建筑	20 分
4.健康建筑 (6 分)	项目实施健康建筑面积达到总面积的 30%，且不低于 5 万平方米；或总面积低于 5 万平方米时，全部实施健康建筑	6 分
绿色建材应用 (6 分)	采用通过三星级绿色建材认证的预拌混凝土、预拌砂浆、保温材料、建筑门窗、防水卷材、防水涂料 (每选 1 类且 100%使用得 1 分，满分 4 分)	4 分
	住宅小区内道路、园林绿化等公共设施项目建设所用路面砖、植草砖、道路无机料、路缘石等 100%使用建筑垃圾再生产品	2 分
5.宜居技术应用 (16 分)	外墙保温工程、防水工程承诺质量保修期限不超于 15 年，屋面保温工程、建筑门窗承诺质量保修期限不少于 8 年	3 分
	至少 1 栋采用减震/隔震技术	3 分
	可变空间设计	2 分
	智能家居应用	2 分
6.管理模式 (20 分)	采用工程总承包模式	5 分
	采用建筑师负责制	5 分
	投保绿色建筑性能责任保险，引入风险防控机制	5 分
	全生命期 (规划、勘察、设计、施工、运维) 应用 BIM 技术	5 分

资料来源: 北京市规划和自然资源委员会, 国盛证券研究所

龙头“剩者为王”，有望加速提升市占率，同时地产行业平稳发展阶段利于建筑公司整体经营质量改善。此轮调控中，部分大型地产商信用风险对产业链企业产生较大冲击，部分中小型建筑企业可能因客户过于集中，产生大量坏账损失而破产，未发生坏账的中小企业未来经营也会更加谨慎，扩张会显著放缓。而对单一客户依赖较小，资本实力雄厚，抗风险冲击能力强的龙头企业有望“剩者为王”，凭借着在工业化、绿色化等方向的前瞻布局强化竞争优势，后续有望加速提升市占率。此外，行业进入“竞品质”时代，高周转特性弱化，预计地产商会更加注重控制风险，地产行业有望进入更加平稳有序发展。作为施工方的建筑企业回款预计会有所改善，经营风险有望降低，整体经营质量也会得到提升。

重点关注央企地产房建龙头**中国建筑 (21PE4X, PB0.64X)**; 装饰龙头**亚厦股份 (PB1.2X)**; 装配式设计龙头**华阳国际 (21PE13X)**; 第三方评估龙头**深圳瑞捷 (21PE24X)**。

6. 投资建议及重点标的评述

6.1. 投资建议

展望 2022 年：预计地产投资继续下行，制造业投资仍延续修复，但力度可能减弱，基建会有所加力，但受到融资等方面的限制因素，预计整体温和抬升。当前固定资产投资增长放缓，叠加消费复苏乏力、出口支撑减弱，经济下行压力明显加大，预计地产相关政策将有适当调整，货币政策整体稳中趋松，财政政策也将更加积极。政策护航下，预计经济平稳运行，转型升级与格局重塑仍是建筑行业发展主基调，我们重点看好绿色建筑加快发展，建议重点关注地产链龙头估值修复机会。

转型升级方面我们重点看好“双碳”政策体系完善细化，绿色建筑发展加速的变革机遇，建议重点关注两大方向：1) 能源绿色转型，新型电力系统构建；2) 绿色建筑变革深化，装配式建筑、光伏建筑的加速发展。

格局重塑方面我们建议重点关注房地产政策逐步调整，行业融资改善，地产链龙头“剩者为王”，估值有望迎来修复的机会。本轮调控后，地产链龙头凭借着在工业化、绿色化等方向的前瞻布局强化竞争优势，后续有望加速提升市占率，在地产平稳发展、风险释放背景下经营质量也有望改善。

投资建议：在 2022 年总量增长放缓背景下，我们重点看好“双碳”政策细化推进，建筑行业绿色发展加速带来的行业变革机遇：1) 能源转型及新型电力系统构建重点关注和推荐配网及用户侧储能 EPCO 龙头**苏文电能**；企业微网建设及能效管理专家**安科瑞**；绿电建设及运维龙头**中国电建**、**中国能建**；积极布局锂电业务的**四川路桥**、**天铁股份**。2) 绿色建筑方向重点推荐装配式钢结构加工龙头**鸿路钢构**、钢结构工程龙头**精工钢构**。3) 林业碳汇方向推荐**东珠生态**。此外，建议关注地产链预期改善，龙头估值修复的机会，重点推荐央企地产房建龙头**中国建筑**；装饰龙头**亚厦股份**。低估值建筑央企推荐**中国化学**、**中国中铁**等。

6.2. 重点标的评述

苏文电能：配网 EPCO 龙头，受益双碳目标加速推进

电能 EPCO 成长龙头，智能运维极具潜力：EPCO 一站式供电服务商，持续高质量快速增长。公司在电力设计行业深耕多年，将电力设计成功向后端延伸，当前已成为国内集设计咨询（E）、设备服务（P）、安装建设（C）以及智能运维（O）为一体的大型一站式供电服务商。公司立足常州，深耕江苏省内市场，逐步向全国扩张。

有望重点受益于双碳目标加速推进。近期国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案的通知》，在电网体制改革方面，要求明确以消纳可再生能源为主的增量配电网、微电网和分布式电源的市场主体地位，分布式新能源发展促进配电系统将原来单一电能分配角色转变为集电能收集、储存、传输和分配于一体的新型电能交换系统，带来配电网功能与投资升级，有望带动公司需求增长、订单规模提升。在节能管理方面，《通知》提出要推行用能预算管理，提高节能管理信息化水平，完善重点用能单位能耗在线监测系统，完善能源计量体系，叠加当前电价上涨预期下，工商业配网节能降耗、智能用电需求有望大幅提升，公司智能运维业务具备成熟解决方案、技术优势明显、客户资源丰富，未来有望持续放量。

光伏业务推进持续顺利，积极打造成成长新引擎。公司当前已积累较丰富的光伏技术储备

及建设运营经验，并于大型光伏制造商品科科技建立战略合作，依托丰富的工商业、公共事业客户资源，公司可在前期设计与方案沟通环节推荐客户安装分布式光伏+户用储能设施，光伏业务订单获取能力较强。根据国家企业信用信息公示系统信息，近期公司已投资设立“常州绿建光明顶新能源科技有限公司”，主要从事光伏发电设备租赁、太阳能发电技术服务等业务，在光伏“整县推进”加速背景下，投资设立区域性光伏企业有望助力公司加速开拓当地规模化光伏业务，打造成长新引擎。

投资建议：我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.1/4.2/5.7 亿元，同比增长 31%/36%/35%，EPS 分别为 2.21/3.00/4.06 元，2020-2023 年 CAGR 为 34%，当前股价对应 PE 为 34/25/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源业务发展不及预期风险，电力行业竞争加剧风险，行业政策落地不及预期风险，核心人才流失风险等。

安科瑞：企业能效管控专家，有望迎戴维斯双击

公司为企业电能综合管理系统集成商，用电监控产品及系统占比 99%以上，根据公告，当前已有 1.4 万套系统在全国运行，品牌实力突出、项目经验丰富，双碳、双控背景下，有望持续受益用户侧精细化能源管理、分布式新能源微网建设需求快速增长。

当前公司已打造丰富能效管理软硬件产品矩阵，可提供“云-边-端”一站式服务，用户侧需求一体化解决能力突出。同时公司生产基地已实现“小批量、多品种”的柔性化生产能力，能以较低成本满足用户侧非标需求。此外，公司通过直销+经销持续扩大市场份额，并通过线上+线下双渠道覆盖国内外客户，渠道铺设完善，可高效触达分散的用户侧需求。

有望迈入加速成长期：a) 公司实施高研发投入，不仅根据市场动态持续迭代更新现有产品线，打造新增长点，并持续推进云服务模式转型；b) 前期产能瓶颈掣肘增长，近年来公司加快产能建设，有望迈入产能释放周期；c) 分布式新能源快速发展，能统一协调分布式电源、储能、能量转换的企业微电网建设有望提速，公司微网系统产品工厂计划年底投产运营，微网业务有望成为增长新引擎。

投资建议：我们预计公司 2021-2023 年分别实现归母净利润 1.7/2.4/3.3 亿元，同比增长 41%/40%/40%，当前股价对应 PE 分别为 37/27/19 倍，维持“买入”评级

风险提示：盈利能力下降风险，应收账款坏账风险，固定资产折旧风险等。

中国能建：综合能源电力服务龙头，多领域受益“双碳”政策深化

“双碳”政策持续深化，公司在风光大基地、储能、新能源运营等领域全方位受益。近期国务院发布《2030年前碳达峰行动方案》，其中提出“大力发展新能源，全面推进风电、太阳能发电大规模开发和高质量发展，加快建设风电和光伏发电基地。加快建设新型电力系统，到 2025 年，新型储能装机容量达到 3000 万千瓦以上。到 2030 年，抽水蓄能电站装机容量达到 1.2 亿千瓦左右”。公司作为全球领先的能源电力综合服务龙头，将受益“双碳”政策的深化推进：1) 参与我国能源整体战略规划，在电力系统综合设计领域优势明显，在综合性风光储能源大基地项目方面优势突出。2) 储能领域技术领先，根据官方公众号披露公司“在电化学储能、压缩空气储能、抽水蓄能、储冷储热等领域均有落地实施项目，参与各类型储能项目 100 余项，创造了多项第一，具有较大的行业影响力”，有望深度受益电化学储能与抽水蓄能等储能工程的快速发展。3) 根据公司官方公布战略，规划 2025 年在手电力装机不低于 20GW，是 20 年底 7 倍，布局新能源运营潜力大。

电力与非电业务齐发力，前三季度新签合同高增长。公司公告 21Q1-3 新签合同 5924 亿元，完成年度新签合同额计划的 91.6%，同比增长 44.6%。分行业看，电力工程新签合同 3114 亿元，约占新签合同总额的 52.6%，同比增长 36.8%，主要受益于国内风光新能源投资加速，公司凭借电力全产业链服务的强大实力，获取多个大型综合能源基地项目。非电力工程新签合同 2810 亿元，约占新签合同总额的 47.4%，同比大幅增长 54.3%，预计主要因公司解决内部同业竞争关系，整合资源，加大开拓力度，大型项目加速落地。分地域看，前三季度新签国内合同 4254 亿元，同比大幅增长 58.9%，是驱动订单高增的主要因素；国际新签合同 1670 亿元，同比增长 17.6%，海外疫情背景下订单仍保持稳健增长，显示较强经营韧性。

投资建议：我们预计 21-23 年公司归母净利润（备考）分别为 84.5/95.8/107.4 亿元（21 年为假设年初即完成吸收合并葛洲坝后的备考利润），可比口径同比增长 27%/13%/12%，对应 EPS 分别为 0.20/0.23/0.26 元，当前股价对应 PE 分别为 12/10/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源建设不达预期、基建投资增长不达预期、新业务进展不达预期。

东珠生态：园林主业稳健成长，开拓碳汇蓝海市场

园林行业利润龙头，稳健成长动力充足。近年来园林行业持续洗牌，竞争格局已发生较大变化，公司持续保持稳健经营态势，今年 Q1-3 业绩体量继续领跑同业，同时公司毛利率、净利率较高，费用率管控能力突出，整体盈利能力较强。截至 2021Q3 末，公司资产负债率仅 57%，在上市园林公司中处较低水平，有息负债率仅 3%，处于极低水平，财务质量持续稳健。

生态园林政策环境优良，林业碳汇蓝海市场空间广阔。我国长期以来积极应对全球气候变化，今年围绕绿色低碳发展目标，在生态园林领域持续出台系列发展促进政策。其中林业碳汇可有效解决 CO2 上升，去除 CO2 的成本约 10-50 美元/吨，而工业化碳捕集与封存（CCS）技术成本约为其 2-3 倍，林业碳汇经济性突显。碳汇产生的 CCER（国家核证自愿减排量）可用于碳排放量抵扣，虽然自 2017 年发改委暂停了 CCER 备案申请，但随着今年 7 月全国碳排放权交易市场开启，市场对于 CCER 审批重启预期有所升温。我们测算林业碳汇 2030 年市场规模有望达 700 亿元，当前尚处蓝海，考虑到目前国内 CCER 交易价格仅约欧盟的 1/10，未来碳汇资产价值有望凸显，驱动林业碳汇开发能力突出、资源储备丰富的相关企业价值重估。

公司林业碳汇开发优势突出：1) 渠道资源，长期专注林业，与地方政府保持良好合作关系，有利于拓展符合 CCER 碳汇开发标准的森林资源，项目承揽能力较强；2) 专业能力，当前公司已组建东珠碳汇子公司专门从事林业碳汇开发，拥有较强的专业团队；3) 资金实力，良好的财务状况保障林业碳汇资金需求；4) 合作伙伴，与较多权威机构保持良好合作，保障后续碳汇开发和申报的规范和顺利。未来如若林业碳汇市场发展提速，公司有望打造新增长点。

投资建议：我们预测 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.6/5.3/6.3 亿元，同增 20%/16%/18%（2020-2023 年 CAGR 为 18%），EPS 分别为 1.03/1.19/1.41 元，当前股价对应 PE 为 15/13/11 倍，考虑到公司积极布局林业碳汇成长潜力突出，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策风险、新业务开拓不及预期风险、应收账款风险、信用环境收紧风险等。

天铁股份：拓展锂电等多元业务，轨交减振龙头迎快速发展期

国内轨交减振行业领军者，多元业务创造新增长曲线。公司主要提供隔离式橡胶减振垫、橡胶套靴等轨道结构减振产品，下游应用覆盖城市轨交、高速铁路、重载铁路等轨道交通领域。公司掌握有轨道结构噪声与振动控制相关的多项核心技术，产品广泛应用于高铁、城际铁路及城市轨交项目，合作城市达 40 座。立足轨交减振主业，公司积极布局建筑减隔震、轨交装备制造等协同领域，并通过跨界收购昌吉利切入锂化物市场，业务版图持续开拓。2018-2020 年，公司营收/业绩复合增速分别达 59%/59%，且毛利率及 ROE 水平平均高于同行，期间费用率持续下降，盈利质量较高。

轨交领域减振应用渗透率持续提升，建筑减隔震市场扩容在即。1) 轨交减振：城轨为减振产品的主要应用领域，近年来随轨道减振降噪政策趋严，城市新建线路中减振降噪区段的覆盖率逐步提升。同时城际铁路建设、铁路客运高速化及货运重载化的趋势有望带动铁路领域减振产品的应用。2) 建筑减隔震：2021 年 5 月，《建设工程抗震管理条例》获国常会审议通过，该《条例》为首个国家层面的强制性建筑减隔震应用政策，短期内行业需求预计将迎来快速增长期。我们测算到 2025 年由立法带来的新建建筑减隔震市场规模约 126 亿元，另有存量改造市场规模约 1357 亿元。

研发力量强大构筑核心技术壁垒，大客户粘性强。公司持续重视研发投入，设立了国家级 CNAS 认证实验中心及仿真轨交实验平台，并与高校科研院展开重点技术攻关合作项目，研发体系扎实。公司掌握了多项轨交减振核心技术，生产工艺及产品配方业内领先。依托强大的研发实力及领先的技术水平，公司不断创新迭代产品体系，已逐步由单一的轨交减振产品供应商转变为具备完整产品体系的轨交减振系统解决方案提供商。经多年行业深耕，公司积累了多个大型项目应用案例，品牌优势突出，与下游大客户建立了长久、稳定的合作关系。中铁及铁建长期为公司前两大客户，营收占比超 50%，大客户粘性为公司业绩稳健增长提供重要支撑。

主业规模持续扩张，新业务成长动力充足。公司未来成长动力较为充足：1) 轨交主业：当前公司部分产品的产能利用率已达饱和，产能上限大幅掣肘了主业规模扩张。2020-2021 年公司已投资及计划投资合计五个扩产项目，将于 2022-2024 年陆续投产，有望大幅提升公司的业务承接能力，扩大主业规模。2) 建筑减隔震：技术成果转化顺利，产品已进入批量生产期，待产能释放后有望直接受益于市场空间的快速扩容。3) 锂化物：子公司昌吉利经营的锂化物业务下游为锂电池原料，行业景气度较高。2021 年 7 月，公司公告拟投资 10 亿元建设年产 5 万吨锂盐、3800 吨烷基锂的产线项目，项目达产后年均产值可达 50 亿元，有望为公司打造新盈利增长点。

投资建议：我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.3/5.0/7.0 亿元，分别同比增长 70%/49%/42%，EPS 分别为 0.58/0.86/1.21 元，2020-2023 年 CAGR 为 53%。当前股价对应 PE 分别为 39/26/19 倍。考虑到公司竞争优势突出、成长性优异，维持“买入”评级。

风险提示：募投项目投产不及预期风险，下游市场需求下降或扩容不及预期风险，政策推进不及预期风险等。

四川路桥：引入重磅战投共拓锂电业务，股权激励激发成长动力

拟定增引入重磅战投，锂电板块有望迎加速成长期。公司公告拟在发行股份及支付现金购买蜀道集团旗下交建股份、高路建筑及高路绿化股权以解决同业竞争问题的方案中，引入四川能投集团与比亚迪作为战略投资者，向其分别定增 7278/2911 万股，占定增前总股本 1.5%/0.6%，定增价 6.87 元/股，再加上公司拟向交投产融定增 2.6 亿股（占定增前总股本 5.5%），本次合计拟募资 25 亿元。能投集团为四川国资旗下能源基建重要主体，同时控股川能动力（旗下李家沟锂辉石矿 105 万吨/年采选项目处建设中），有望与公司在能源基建、锂盐供应及交通+服务等领域展开深度合作。比亚迪为国内领先新能源汽车及传统燃油汽车制造商，同时涉足手机部件、二次充电电池及光伏等领域，有

望与公司在能源板块的锂电材料产业链、工程施工车辆的“电动化”、矿产资源开发以及储能设备研发等方面产生协同效应。通过引入以上战投，公司锂电正极材料及前驱体生产业务有望绑定上游锂矿供应商（能投集团）、下游电池生产商（比亚迪），强化产业链联动能力，有望迎加速成长期。

股权激励划定增长预期，有望激发核心骨干动力，彰显未来发展信心。公司公告拟向不超过 350 名高管及核心技术人员授予不超过 4375 万股限制性股票，约占当前公司股本总数的 0.92%。其中首次授予不超过 3500 万股，占授予总量的 80%，预留部分占比 20%，授予价格为 4.24 元，有效期不超过 6 年，限售期为授予日起 24 个月。分三期解锁，解锁比例分别为 40%/30%/30%。解锁条件为 22-24 年：1) 扣非归母净利润不低于 70/80/90 亿元，且较 2020 年增长率不低于同业平均。2) 收入分别不低于 1000/1100/1200 亿元，且较 2020 年增长率不低于同业平均。3) 应收账款周转率不低于 5.7。本次激励方案划定了 2022-2024 年增长目标，同时有望进一步理顺激励机制，激发核心骨干工作动力，也彰显了未来发展信心。

成渝双城经济圈建设提速，公司有望重点受益。国务院印发未来成渝双城经济圈建设纲领性文件——《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》，明确了成渝地区双城经济圈建设的战略定位，在公路建设领域提出要完善双城经济圈公路体系，畅通对外高速公路通道、强化主要城市间快速联通、加快推进省际待贯通路段建设。根据四川省交通规划，“十四五”期间全省综合交通投资总额预计达 1.7 万亿，较“十三五”期间增加约 40%；全省公路水路投资额不低于 8000 亿元、力争 1 万亿元。推动实现成渝城市群交通一体化，交通基建投资面临重大机遇，公司作为省内交通基建龙头有望重点受益。

投资建议：我们上调公司盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 48/71/86 亿元，同比增长 59%/47%/22%，EPS 分别为 1.01/1.48/1.81 元，当前股价对应 PE 分别为 13/9/7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：定增进展不达预期、参与磷化工企业破产重整不达预期、新业务布局不达预期、省内基建投资不达预期等。

鸿路钢构：规模效应持续显现，行业波动彰显龙头经营韧性

规模效益持续呈现，签单、成本转嫁能力突出。产能建设与释放持续夯实公司规模优势，提升公司大规模签单及成本转嫁能力：签单能力方面，2019-2021 年 Q3 同期公司承接万吨以上材料合同分别为 3/9/14 个，大单数量快速提升，彰显大客户对公司认可度持续提升；成本转嫁能力方面，剔除来料加工业务后，2021Q3 公司万吨以上材料合同单价处 6914-8571 元/吨区间（均价 7595 元/吨），较上年同期 5276-6453 元/吨（均价 5865 元/吨）明显提升（均价提升 29%至 1730 元/吨），在钢材价格上涨背景下（同期螺纹钢均价提升约 1650-1700 元/吨），公司销售合同单吨价格明显提升显示公司较强的成本转嫁能力。公司近期公告到 2022 年底建成 500 万吨产能后，将根据达产情况进一步规划和扩张，中长期规模成本优势有望持续强化。

钢结构契合双碳发展目标，钢构制造龙头中长期成长动力充足。今年以来国内 3060 双碳目标推进政策密集出台，近期中共中央、国务院印发《关于推动城乡建设绿色发展的意见》，从顶层规划角度推动建筑业低碳化发展，提出要“重点推动钢结构装配式住宅建设”；同时近期国务院印发的《2030 年前碳达峰行动方案的通知》，也提出要“加快推进新型建筑工业化，大力发展装配式建筑，推广钢结构住宅”，钢结构契合我国双碳发展目标，行业中长期成长动力充足，公司作为钢结构制造龙头企业有望持续受益。

投资建议：我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 11.4/14.7/18.5 亿元，同增 42%/29%/26%（2020-2023 年 CAGR 为 32%），EPS 分别为 2.17/2.80/3.53 元，当前股价对应 PE 为 23/18/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产能建设及产能利用率不及预期风险，钢材价格波动风险，竞争加剧风险等。

中国化学：化工新材料项目进展顺利，有望开启“第二成长曲线”

实业项目推进顺利，有望开启二次成长曲线。根据公司公告，目前在建的三个新材料实业项目进展顺利：1)己二腈项目一期预计今底投产，截至8月底，总体进展约超过85%。2)气凝胶项目中试装置已完成，项目分三期建设，总投资40.1亿，最终形成30万立方米生产线，一期5万方建成预计投产时间为今年底，截至8月底，总体进展约超过86%。3)PBAT项目预计今年底机械竣工，预计明年2月投产试运营。化工新材料的顺利投产有望打开公司第二成长曲线。

双碳提供新的成长动力。近期国务院下发《2030年前碳达峰行动方案》，“双碳”政策深化有望给公司带来新的成长动力：1)化工行业节能减碳改造需求有望快速提升。2)公司在多晶硅、盐湖提锂、氢能等新能源相关工程领域具备竞争优势。3)碳达峰方案提出“加快碳纤维、气凝胶等基础材料研发”，公司已大力布局气凝胶领域，同时正在聚焦POE、环保催化剂、ASA树脂、聚酰亚胺、阻燃尼龙、尼龙12、垃圾气化、氢能储运等一批新材料、新能源技术，未来持续“技术+实业”输出潜力巨大。

投资建议：预计公司2021-2023年实现归母净利润42/64/82亿元，同比增长15%/54%/27%，EPS分别为0.69/1.06/1.34元，当前股价对应PE分别为14/10/8倍。公司化工新材料实业转型潜力大，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复风险，海外项目执行风险，实业项目投产业绩不达预期，毛利率下降风险。

中国建筑：地产行业改善促估值修复，龙头市占率有望持续提升

房地产行业预期改善有望促估值修复，“竞品质”新趋势下龙头市占率加速提升。近期地产行业政策微调，行业融资趋于改善，短期地产链企业估值有望修复。中长期来看，房地产税征收试点稳步推进，预计地产投资总量中枢将下移，地产投资将由“高周转”逐步迈入“竞品质”时代，提质增效的建筑工业化、绿色化、信息化有望加速发展。公司作为央企龙头，财务稳健，融资具备极强优势，同时在建筑工业化、信息化，以及建筑“零碳”光储直柔技术等科技方面走在行业前列，显著受益“竞品质”新趋势，市占率有望持续提升。

PPP投入高峰已过，总资产周转率回升。2020年新增在施PPP项目权益投资额仅441亿元，大幅低于前三年每年1300亿以上的规模，投资高峰已过。非流动资产增速下降，带动总资产周转率提升，资产负债表有望持续修复。

估值处历史最低区间，具备一定安全边际。公司上一轮估值最低点出现在2014年7月熊市期间，彼时PE(ttm)/PB(Lf)分别为3.89/0.71倍，后续多年均未触及该低点。2021年以来，由于地产行业悲观预期影响，公司估值在7月30日跌破2014年的低点，PE/PB分别为3.84/0.66倍，再创历史新低。截止至最新收盘日，公司PE/PB分别为4.0/0.69倍，仍处于历史最低区间。2020年公司现金分红约90亿元，增长16%，分红率为20%，较去年提升1.5个pct，对应当前股息率为4.6%，具备一定安全边际。

投资建议：预测公司2021-2023年归母净利润分别为495/541/587亿元，同比增长10%/9%/9%，对应EPS分别为1.18/1.29/1.40元，当前股价对应PE分别为4.0/3.6/3.3倍，维持“买入”评级。

风险提示：部分房地产企业信用风险冲击、房地产调控风险、项目执行进度滞后。

7. 风险提示

疫情反复风险，政策变动风险，应收账款风险，新业务开拓风险等。

疫情反复风险

当前国内疫情基本处于受控状态，但近期国内部分省市仍存在疫情反复情况，若后续再度爆发，则对建筑企业经营情况将产生不利影响。

政策变动风险

建筑板块估值与盈利预期都受到政策预期影响，而投资相关的政策具有不确定性。

应收账款风险

建筑公司资产端具有较多应收帐款，如若不能如期收回，可能对建筑公司盈利造成不利影响。

新业务开拓风险

新能源、储能、运维等新领域为建筑行业带来全新市场机遇，建筑企业在积极开拓相关业务的同时也面临管理和市场竞争风险，若新业务开展不及预期，则可能对业绩产生不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com