

建筑 PMI 持续提升，基建投资有望回升

核心观点：

- **建筑业 PMI 环比持续提升。**11 月建筑业 PMI 为 59.1%，环比上升 2.2pct；建筑业新签订单指数为 54.2%，环比上升 1.9pct，建筑业生产和市场需求加快扩张。从行业情况看，土木工程建筑业商务活动指数和新签订单指数分别为 60.5%和 56.5%，环比上升 5.4pct 和 0.5pct，表明随着专项债加速发行以及部分“十四五”规划重大项目落地，基础设施建设进度有所较快。
- **专项债发行节奏加快，明年基建投资有望回升。**2021 年下半年专项债发行明显提速，7、8、9 和 10 月份新增专项债分别为 3403 亿、4884 亿、5231 亿和 5411 亿元，但基建投资并未出现反弹，预计是和新冠疫情、部分地区洪涝灾害和地方政府换届等因素有关。2021 年 11 月国务院常务会议指出，加快今年剩余额度发行，做好资金拨付和支出管理，力争在明年初形成更多实物工作量。明年在净出口增长空间有限以及房地产投资下行的背景下，基建投资作为稳增长的抓手作用凸显，预计明年基建投资有望回升。
- **双碳目标下装配式建筑迎机遇。**2021 年 11 月国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案》，提出到 2025 年，单位国内生产总值能源消耗比 2020 年下降 13.5%，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2020 年下降 18%，为实现碳达峰奠定坚实基础。到 2030 年，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 65%以上，顺利实现 2030 年前碳达峰目标。在建筑行业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。
- **行业集中度提升，业绩和估值有望持续回升。**八大建筑央企新签订单市场占有率从 2013 年的 24.38%提升至 2020 年的 34.49%。建筑行业集中度有望持续提升。建筑指数 PE 为 9.09 倍，10 年历史分位点为 8.77%，安全边际高。建议关注基建、装配建筑、绿色建筑、碳中和等领域投资机会。推荐中国铁建（601186.SH）、中国建筑（601668.SH）、中国交建（601800.SH）、中国中铁（601390.SH）、中国中冶（601618.SH）、中国电建（601669.SH）、中国能建（601868.SH）、中国化学（601117.SH）、华设集团（603018.SH）等。建议关注鸿路钢构（002541.SZ）、上海建工（600170.SH）、隧道股份（600820.SH）、中钢国际（000928.SZ）、四川路桥（600039.SH）、中衡设计（603017.SH）等。
- **风险提示：固定资产投资下滑的风险；应收账款回收不及预期的风险；新签订单不及预期的风险。**

建筑行业

推荐 维持评级

分析师

龙天光

☎：021-20252646

✉：longtianguang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519060004

钱德胜

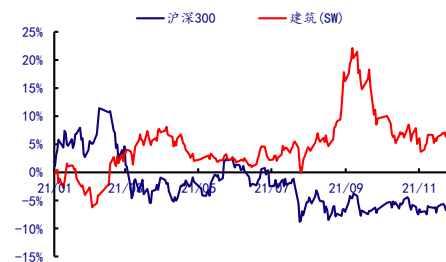
☎：021-20252621

✉：qiandesheng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521070001

行业数据

2021.12.01



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

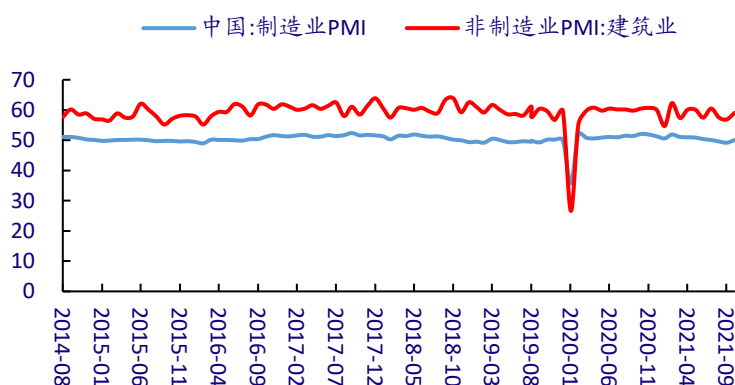
目 录

一、11月建筑业PMI为59.1%，明年基建有望回升.....	2
二、建筑行业景气度回升，绿色建筑助发展.....	5
（一）固定资产投资稳中求进.....	5
（二）绿色建筑获政策鼓励，碳中和与碳达峰助发展.....	6
（三）复苏延续，流动性或维持合理充裕.....	7
三、新签订单增速回落，基建投资小幅增长.....	11
（一）基建投资小幅增长.....	11
（二）建筑业新签订单增速回落.....	13
（三）建筑行业估值处于较低水平.....	15
四、投资建议.....	15

一、11月建筑业PMI为59.1%，明年基建有望回升

11月建筑业PMI环比提升2.2pct。11月份，中国制造业PMI为50.1%，环比提升0.9pct，位于临界点上，制造业重回扩张区间。非制造业商务活动指数为52.3%，环比略降0.1pct，继续高于临界点，非制造业保持稳定恢复。其中，建筑业商务活动指数为59.1%，环比上升2.2pct。建筑业新签订单指数为54.2%，环比上升1.9pct，建筑业生产和市场需求加快扩张。从行业情况看，土建工程建筑业商务活动指数和新签订单指数分别为60.5%和56.5%，环比上升5.4pct和0.5pct，表明随着专项债加速发行以及部分“十四五”规划重大项目落地，基础设施建设进度有所较快。

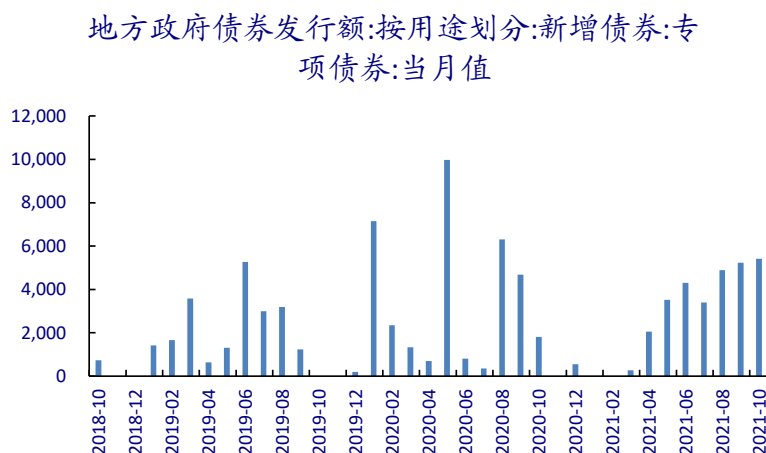
图1：制造业PMI和建筑业PMI



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

专项债发行节奏加快，明年基建投资有望回升。2021年下半年专项债发行明显提速，7、8和9月份新增专项债分别为3403亿、4884亿和5231亿元。2021年10月，全国发行地方政府债券8761亿元，其中，发行一般债券2320亿元，发行专项债券6441亿元，在10月新增债券中，专项债券为5411亿元。10月份新增专项债发行规模继续增加，但基建投资并未出现反弹，预计是和新冠疫情、部分地区洪涝灾害和地方政府换届等因素有关。2021年11月，国务院常务会议指出，加快今年剩余额度发行，做好资金拨付和支出管理，力争在明年初形成更多实物工作量。展望明年，在净出口增长空间有限以及房地产投资下行的背景下，基建投资作为稳增长的抓手作用凸显，预计明年基建投资有望回升。

图2：2021年下半年专项债发行节奏加快



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

双碳目标下装配式建筑迎机遇。2021年11月，国务院印发《2030年前碳达峰行动方案》，

提出到 2025 年，非化石能源消费比重达到 20% 左右，单位国内生产总值能源消耗比 2020 年下降 13.5%，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2020 年下降 18%，为实现碳达峰奠定坚实基础。到 2030 年，非化石能源消费比重达到 25% 左右，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 65% 以上，顺利实现 2030 年前碳达峰目标。在建筑行业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。同时，多个地方政府有关部门相继出台文件支持装配式建筑发展，例如四川省住建厅印发《提升装配式建筑发展质量五年行动方案》，明确了到 2025 年全省新开工装配式建筑占新建建筑 40%，装配式建筑单体建筑装配率不低于 50%；新疆自治区住建厅发布《关于进一步推进自治区装配式建筑发展的若干意见》，提出到 2025 年，全区装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。预计装配式建筑未来发展发展机遇。

多省发改委发布推进屋顶分布式光伏发电试点工作方案。2021 年 6 月，国家能源局印发《关于报送整县（市、区）屋顶光伏开发试点方案的通知》，开展整县（市、区）推进屋顶分布式光伏开发试点工作。《通知》要求，要具有比较丰富的屋顶资源，有利于规模化开发屋顶分布式光伏，且拥有较好的电力消纳能力；同时，县（市、区）党政机关建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 50%；学校、医院、村委会等公共建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 40%；工商业厂房屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 30%；农村居民屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 20%。目前，各省及新疆生产建设兵团均已按《通知》要求报送了试点方案，国家能源局综合司也公布了各地报送的试点县（市、区）名单。“十四五”期间，屋顶分布式光伏预计迎来较快发展。

表 1：整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点名单

省（自治区、直辖市）及新疆生产建设兵团	试点地区
北京（6 个）	大兴区（黄村镇、榆垓镇、大兴国际机场临空经济区、大兴区新媒体产业基地、亦庄镇、采育镇、大兴生物医药产业基地、大兴区京南物流中心）、北京经济技术开发区、房山区（霞云岭乡、拱辰街道）、通州区（运河商务区、张家湾设计小镇）、顺义区（马坡镇、天竺综合保税区）、门头沟区（中关村门头沟园）
天津（4 个）	东丽区、滨海新区、津南区、西青区
河北（37 个）	元氏县、栾城区、正定县、鹿泉区、赞皇县、兴隆县、平泉市、桥西区、万全、怀来县、海港区、山海关区、丰南区、玉田县、曹妃甸区、迁西县、乐亭县、香河县、望都县、徐水区、高阳县、博野县、安国市、东光县、渤海新区、孟村县、肃宁县、南皮县、安平县、饶阳县、信都区、隆尧县、巨鹿县、磁县、魏县、馆陶县、定州市
山西（26 个）	杏花岭区、清徐县、云冈区、灵丘县、怀仁市、右玉县、忻府区、五台县、原平市、介休市、寿阳县、灵石县、盂县、阳泉郊区、文水县、方山县、潞城区、长子县、高平市、陵川县、霍州市、乡宁县、河津市、永济市、芮城县、山西转型综合改革示范区
内蒙古（11 个）	赛罕区、青山区、准格尔旗、丰镇市、海勃湾区、临河区、阿拉善左旗、阿荣旗、扎赉特旗、科尔沁区、宁城县
辽宁（15 个）	法库县、庄河市、台安县、新抚区、本溪满族自治县、东港市、北镇市、鲅鱼圈区、阜蒙县、宏伟区、昌图县、盘山县、朝阳县、连山区、沈抚改革创新示范区
吉林（1 个）	汪清县
黑龙江（11 个）	哈尔滨新区、尚志市、宾县、兰西县、望奎县、红岗区、铁力市、克山县、林口县、松岭区、北安市
上海（8 个）	中国（上海）自由贸易试验区临港新片区、崇明区（新河镇、堡镇、建设镇、中兴镇）、黄浦区（打浦桥街道、半淞园街道）、闵行区（莘庄镇、马桥镇）、金山区（金山工业区）、嘉定区（嘉定工业区）、松江区（车墩镇、泖港镇、永丰街道、中山街道）、奉贤区（金汇镇、杨王工业区）

江苏 (59 个)	溧水区、六合区、鼓楼区、浦口区、锡山区、江阴市、宜兴市、惠山区、沛县、邳州市、睢宁县、铜山区、新沂市、丰县、徐州淮海国际港务区、鼓楼区、金坛区、常州经济开发区、钟楼区、天宁区、吴江区、常熟市、吴中区、相城区、通州区、海安市、如皋市、如东县、启东市、海门区、灌南县、赣榆县、盱眙县、淮阴区、洪泽区、涟水县、淮安区、建湖县、盐都区、射阳县、阜宁县、滨海县、盐城经济技术开发区、大丰区、扬州经济技术开发区、高邮市、仪征市、江都区、丹阳市、润州区、扬中市、丹徒区、镇江高新技术产业开发 区、海陵区、泰兴市、姜堰区、泰州医药高新技术产业开发 区、靖江市、宿城区
浙江 (30 个)	淳安县、永嘉县、平阳县、文成县、苍南县、泰顺县、海盐县、长兴县、武义县、磐安县、柯城区、衢江区、龙游县、江山市、常山县、开化县、嵊泗县、玉环市、天台县、仙居县、三门县、莲都区、龙泉市、青田县、云和县、庆元县、缙云县、遂昌县、松阳县、景宁族自治县
安徽 (17 个)	庐江县、长丰县、濉溪县、涡阳县、泗县、固镇县、太和县、大通区、滁州经济技术开发区、金寨县、和县、繁昌区、宣州区、义安区、贵池区、怀宁县、广德市
福建 (24 个)	闽侯县、海沧区、同安区、翔安区、龙海区、漳浦县、南靖县、平和县、诏安县、云霄县、漳州古雷港经济开发区、漳州高新技术产业开发区、沙县区、宁化县、涵江区、仙游县、建阳区、延平区、浦城县、顺昌县、建瓯市、上杭县、蕉城区、福安市
江西 (8 个)	信丰县、浮梁县、贵溪市、万安县、广昌县、高安市、横峰县、德安县
山东 (70 个)	莱芜区、历城区、章丘区、钢城区、商河县、平阴县、济南高新技术产业开发区、莱西市、胶州市、黄岛区、临淄区、博山区、桓台县、滕州市、薛城区、山亭区、峰城区、台儿庄区、枣庄市市中区、河口区、莱州市、福山区、海阳市、诸城市、青州市、高密市、坊子区、寒亭区、临朐县、寿光市、潍坊高新技术产业开发 区、潍坊峡山生态经济开发区、嘉祥县、鱼台县、梁山县、邹城市、曲阜市、肥城市、新泰市、东平县、莒县、岚山区、惠民县、沾化区、邹平市、滨城区、滨州北海经济开发区、平原县、齐河县、临邑县、禹城市、宁津县、茌平区、临清市、冠县、阳谷县、莘县、东昌府区、聊城经济技术开发区、沂水县、河东区、临沂高新技术产业开发区、郯城县、兰陵县、平邑县、东明县、鄆城县、鄆城县、定陶区、菏泽经济技术开发区
河南 (66 个)	登封市、金水区、郑州航空港经济综合实验区、郑州高新技术产业开发区、新密市、伊川县、孟津区、洛龙区、汝阳县、卫东区、邙县、叶县、鲁山县、内黄县、林州市、北关区、文峰区、安阳县、淇县、辉县市、原阳县、新乡高新技术产业开发 区、获嘉县、新乡县、封丘县、修武县、博爱县、台前县、濮阳县、华龙区、襄城县、鄆陵县、长葛市、魏都区、建安区、许昌经济技术开发区、召陵区、漯河经济技术开发区、源汇区、鄆城区、临颍县、灵宝市、卢氏县、湖滨区、三门峡市城乡一体化示范区、渑池县、睢县、柘城县、宁陵县、民权县、夏邑县、镇平县、光山县、罗山县、淮滨县、浉河区、信阳市上天梯非 金属矿管理区、信阳高新技术产业开发区、商城县、济源产城融合示范区、兰考县、邓州市、滑县、长垣市、新蔡县、固始县
湖北 (19 个)	掇刀区、京山市、猇亭区、秭归县、黄石新港（物流）工业园区、下陆区、宣恩县、应城市、云梦县、谷城县、襄城区、黄冈龙感湖管理区、黄州区、赤壁市、嘉鱼县、通城县、荆州区、洪湖市、房县
湖南 (12 个)	醴陵市、岳塘区、湘阴县、武陵区、涟源市、祁阳市、汨罗市、双峰县、南县、隆回县、冷水滩区、邵阳县
广东 (32 个)	潮安区、东莞市（大朗镇、桥头镇、谢岗镇、洪梅镇）、从化区、广州市（黄埔、开发区）、龙川县、东源县、惠阳区、惠州仲恺高新技术产业开发区、新会区、揭东区、高州市、化州市、平远县、梅江区、蕉岭县、清新区、清城区、濠江区、武江区、始兴县、南雄市、龙岗区、罗定市、雷州市、遂溪县、怀集县、高要区、肇庆高新技术产业开发区、封开县、广宁县、中山市（三角镇、南头镇、古镇镇、火炬开发区）、斗门区

广西 (22 个)	横州市、兴宁区、鹿寨县、柳城县、永福县、藤县、铁山港区、钦南区、灵山县、平南县、港北区、港南区、北流市、福绵区、平果市、田东县、右江区、东兰县、武宣县、江州区、扶绥县、天等县
海南 (10 个)	崖州区、天涯区、万宁市、东方市、澄迈县、定安县、屯昌县、临高县、琼中黎族苗族自治县、乐东黎族自治县
重庆 (16 个)	黔江区、涪陵区、长寿区、江津区、永川区、潼南区、城口县、丰都县、巫溪县、巫山县、奉节县、垫江县、酉阳县、彭水县、秀山县、万盛经济技术开发区
四川 (6 个)	金堂县、攀枝花市西区、旺苍县、嘉陵区、茂县、德昌县
贵州 (13 个)	开阳县、播州区、关岭县、镇宁县、盘州市、钟山区、镇远县、长顺县、兴义市、望谟县、威宁县、黔西市、松桃县
云南 (28 个)	宜良县、富民县、石林县、曲靖经济技术开发区、沾益区、麒麟区、楚雄市、禄丰市、双柏县、鹤庆县、祥云县、弥渡县、文山市、砚山县、丘北县、建水县、蒙自市、河口县、隆阳区、施甸县、泸水市、红塔区、昭阳区、华坪县、镇沅县、耿马县、芒市、景洪市
西藏 (9 个)	革吉县、萨嘎县、吉隆县、昌都经济技术开发区、琼结县、堆龙德庆区、尼木县、工布江达县、聂荣县
陕西 (26 个)	西安高新技术产业开发区、灞桥区、西安经济技术开发区、金台区、岐山县、三原县、武功县、耀州区、大荔县、澄城县、白水县、潼关县、渭南经济技术开发区、宝塔区、延川县、安塞区、定边县、吴堡县、榆阳区、城固县、汉台区、镇巴县、安康高新技术产业开发区、商州区、洛南县、韩城市
甘肃 (46 个)	景泰县、平川区、会宁县、靖远县、通渭县、渭源县、安定区、陇西县、临洮县、漳县、迭部县、合作市、玛曲县、夏河县、临潭县、嘉峪关市、永昌县、金川区、敦煌市、瓜州县、金塔县、肃州区、玉门市、阿克塞县、永登县、兰州新区、和政县、积石山县、临夏市、东乡县、康县、崇信县、灵台县、华亭市、庄浪县、合水县、镇原县、清水县、民勤县、古浪县、高台县、甘州区、民乐县、临泽县、山丹县、肃南县
青海 (32 个)	玛多县、班玛县、达日县、甘德县、久治县、化隆县、民和县、循化县、共和县、贵德县、贵南县、湟中区、湟源县、城东区、城北区、城中区、刚察县、门源县、海晏县、祁连县、尖扎县、同仁市、泽库县、杂多县、称多县、天峻县、茫崖市、乌兰县、都兰县、德令哈市、大柴旦行委、格尔木市
宁夏 (7 个)	兴庆区、贺兰县、惠农区、盐池县、红寺堡区、原州区、中宁县
新疆 (2 个)	奎屯市、头屯河区
新疆生产建设兵团 (3 个)	第三师图木舒克市、第五师双河市、第十师北屯市

资料来源：国家能源局、银河证券研究院

抽水蓄能将在新型电力系统中扮演重要角色。2021 年 9 月 9 日举行的 2021 年能源电力转型国际论坛上，国家电网董事长辛保安表示，未来五年国家电网计划投入 3500 亿美元（约合人民币 2 万亿元），推进电网转型升级。与传统电力系统相比，新型电力系统可以有效破解新能源发电大规模并网和消纳难题，有效实现新型用电设施灵活接入、即插即用，有力支撑源网荷储各环节高效协调互动，有力促进电力与其他能源系统的互补互济。到 2030 年，中国抽水蓄能装机将从目前的 2341 万千瓦提高到 1 亿千瓦。

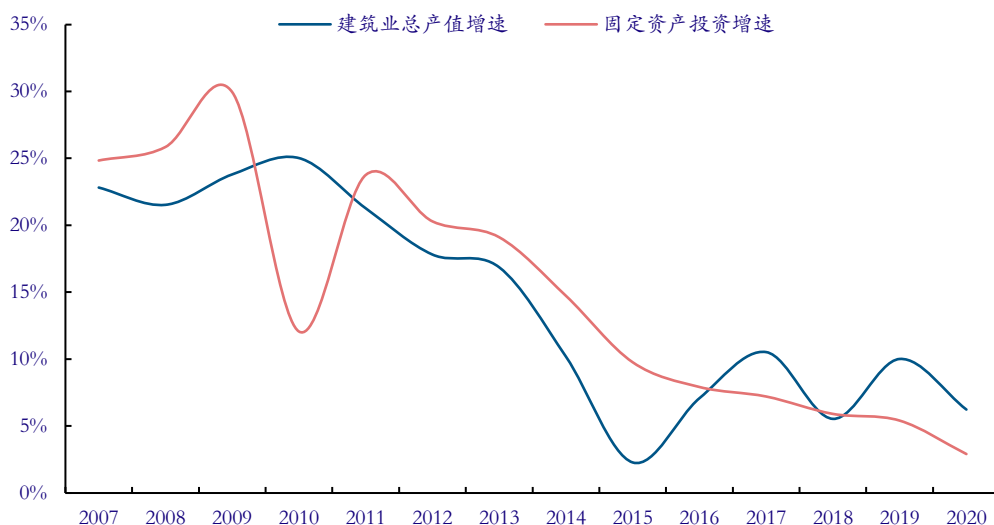
二、建筑行业景气度回升，绿色建筑助发展

（一）固定资产投资稳中求进

建筑业总产值和固定资产投资关联大。过去 20 年中国建筑业市场获得长足发展，建筑业总产值从 2007 年的 51043 亿元增长至 2020 年的 263947 亿元，复合增长率达到 13.47%。2020 年全年国内生产总值 1015986 亿元，建筑业总产值与 GDP 的比值为 25.98%。我国 50% 以上的固定资产投资要通过建筑业才能形成新的生产能力或使用价值，建筑业增加值约占国内生产

总值的 7%，建筑行业是很多行业的基础，产业关联度较大。

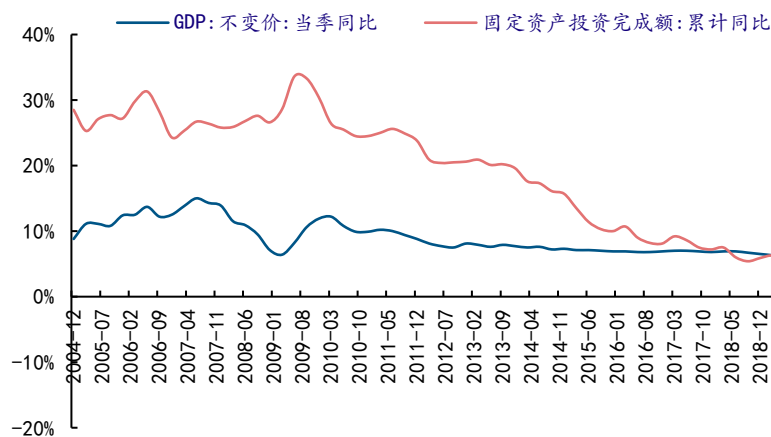
图 3：建筑业总产值增速和固定资产投资增速高度相关



资料来源：国家统计局，Wind，中国建筑业协会，中国银河证券研究院

固定资产投资稳中求进。2008 年以来，GDP 增速和固定资产投资增速关联度下降，如果看固定资产投资实际增速，更能反映这一观点。我们认为一方面是投资产出的效率有所下降，另一方面是投资对 GDP 的贡献在下降。2009 年以来，固定资产投资增速持续放缓。2021 年 1-10 月，全国固定资产投资（不含农户）44.58 万亿元，同比增长 6.1%；比 2019 年 1-10 月份增长 7.8%，两年平均增速为 3.8%。其中，民间固定资产投资 25.45 亿元，同比增长 8.5%。从环比看，10 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.15%。随着我国经济持续转型升级，长期来看投资增速或稳中求进。

图 4：GDP 增速和固定资产投资增速对比



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

（二）绿色建筑获政策鼓励，碳中和与碳达峰助发展

2021 年 3 月 12 日，新华社发布《中华人民共和国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》。《十四五》规划中提出了要拓展投资空间、实施乡村振兴、推进新型城市化、发展绿色建筑等。《十四五》规划还提出要降低碳排放强度，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。

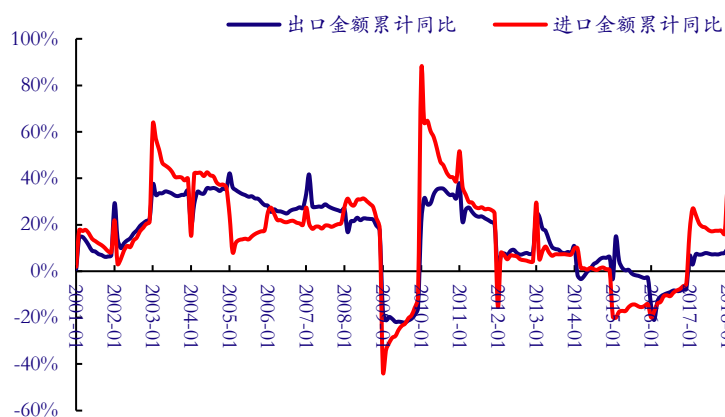
实现“碳中和”，建筑业任重道远。2020年9月22日，国家主席习近平在第七十五届联合国大会一般性辩论上宣布我国力争于2030年前二氧化碳排放达到峰值，努力争取到2060年前实现碳中和。据中国建筑节能协会能耗统计专委会日前的《中国建筑能耗研究报告2020》分析数据显示，2018年全国建筑全过程能耗总量为21.47亿吨标煤当量(tce)，占全国能源消费总量比重为46.5%；2018年全国建筑全过程碳排放总量为49.3亿tce，占全国碳排放的比重为51.3%。建筑全过程包括建材生产阶段、建筑施工阶段（包括建筑拆除）和建筑运行阶段，2018年建材生产阶段能耗11亿tce，占全国能源消费总量的比重为46.8%；建筑施工阶段能耗0.47亿tce，占全国能源消费总量的比重为2.2%；建筑运行阶段能耗10亿tce，占全国能源消费总量的比重为21.7%。同时，2018年全国建材生产阶段碳排放27.2亿吨二氧化碳当量(tCO₂)，占全国碳排放的比重为28.3%；建筑施工阶段碳排放1亿tCO₂，占全国碳排放的比重为1%；建筑运行阶段碳排放21.1亿tCO₂，占全国碳排放的比重为21.9%。根据报告预测，若要实现2030年建筑行业碳达峰，“十四五”期末建筑碳排放量应控制在25亿tCO₂，年均增速需要控制在1.5%；“十四五”期末建筑能耗总量应控制在12亿tce，年均增速需要控制在2.20%。

为了实现“碳达峰”目标、“碳中和”愿景的实现，中国政府和相关行业部门积极行动。由住房和城乡建设部、国家发展改革委、工业和信息化部等13个部门联合印发的《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》，明确要求实行工程建设项目全生命周期内的绿色建造，推动建立建筑业绿色供应链，提高建筑垃圾的综合利用水平，促进建筑业绿色改造升级。住建部决定在湖南省、广东省深圳市、江苏省常州市开展绿色建造试点，促进建筑业转型升级和城乡建设绿色发展。由住房和城乡建设部、国家发展改革委等7部门印发的《绿色建筑创建行动方案》则明确，到2022年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到70%，星级绿色建筑持续增加，既有建筑能效水平不断提高，住宅健康性能不断完善，装配化建造方式占比稳步提升。

（三）复苏延续，流动性或维持合理充裕

进出口继续保持较快增长。1-10月份，货物进出口总额316727亿元，同比增长22.2%。其中，出口174892亿元，同比增长22.5%；进口141835亿元，同比增长21.8%。1-10月份，一般贸易进出口占进出口总额的比重为61.7%，同比提高1.4pct。民营企业进出口占进出口总额的比重为48.3%，同比提高2.2pct。机电产品出口同比增长22.4%，占出口总额的比重为58.9%。贸易结构持续优化。

图5：我国进出口增速



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

2021年1-10月，全社会用电量累计68254亿千瓦时，同比增长12.2%，较2019年同期增长15.2%，两年平均增长7.3%。分产业看，第一产业用电量841亿千瓦时，同比增长18.4%；第二产业用电量45490亿千瓦时，同比增长11.3%；第三产业用电量11949亿千瓦时，同比增长20.0%；城乡居民生活用电量9974亿千瓦时，同比增长7.4%。

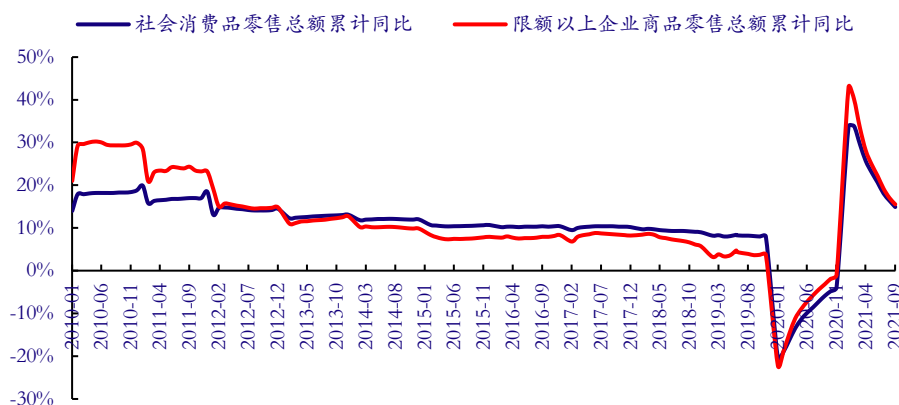
图 6: 全社会用电量同比增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

消费市场延续恢复态势。2021 年 1-10 月社会消费品零售总额累计同比增长 14.9%，继续保持较快增长；两年平均增长 4.0%，环比加快 0.1pct。10 月份，在节假日消费、网络购物等因素带动下，市场销售保持恢复态势。商品零售增速有所加快，线上消费保持较好增长势头。

图 7: 社会消费品零售总额增速

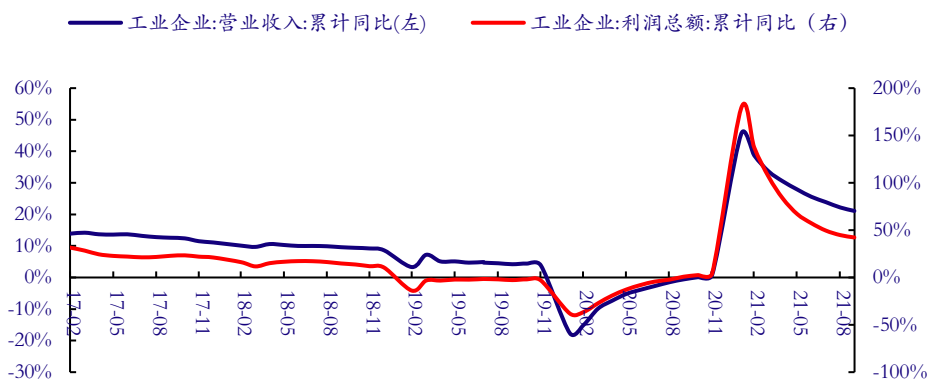


资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

工业企业利润保持较快增长。1-10 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 71649.9 亿元，同比增长 42.2%，比 2019 年 1-10 月份增长 43.2%，两年平均增长 19.7%。在 41 个工业大类行业中，32 个行业利润总额同比增长，1 个行业扭亏为盈，8 个行业下降。主要行业利润情况如下：石油、煤炭及其他燃料加工业利润总额同比增长 5.76 倍，石油和天然气开采业增长 2.63 倍，煤炭开采和洗选业增长 2.10 倍，有色金属冶炼和压延加工业增长 1.63 倍，黑色金属冶炼和压延加工业增长 1.32 倍，化学原料和化学制品制造业增长 1.16 倍，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 34.3%，非金属矿物制品业增长 15.2%，专用设备制造业增长 14.9%，电气机械和器材制造业增长 14.6%，通用设备制造业增长 13.7%，纺织业增长 1.9%，汽车制造业下降 2.9%，农副食品加工业下降 10.0%，电力、热力生产和供应业下降 29.0%。

1-10 月份，规模以上工业企业实现营业收入 102.22 万亿元，同比增长 21.1%；发生营业成本 85.56 万亿元，增长 20.3%；营业收入利润率为 7.01%，同比提高 1.04pct。

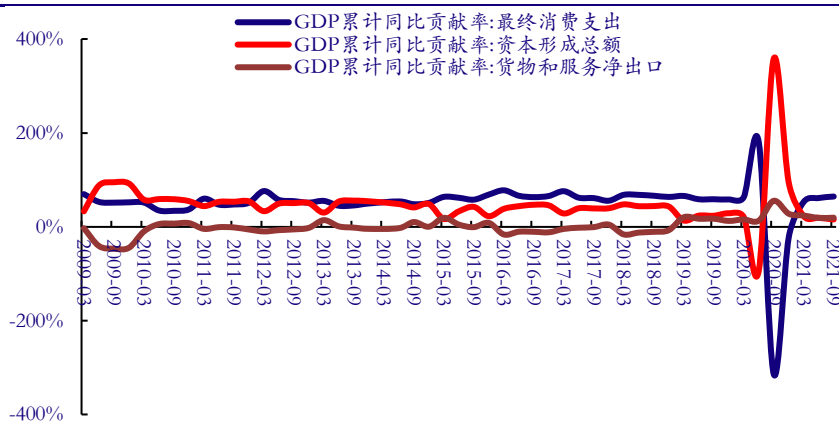
图 8: 我国规模以上工业企业营业收入和净利润增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

2021 年 1-9 月, 最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口三大部分对 GDP 的累计同比贡献率分别为 64.8%、15.6%、19.5%。最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口三大部分对 GDP 的累计同比的拉动分别为 6.3%、1.5%、1.9%。

图 9: 我国三大需求对 GDP 累计同比贡献率

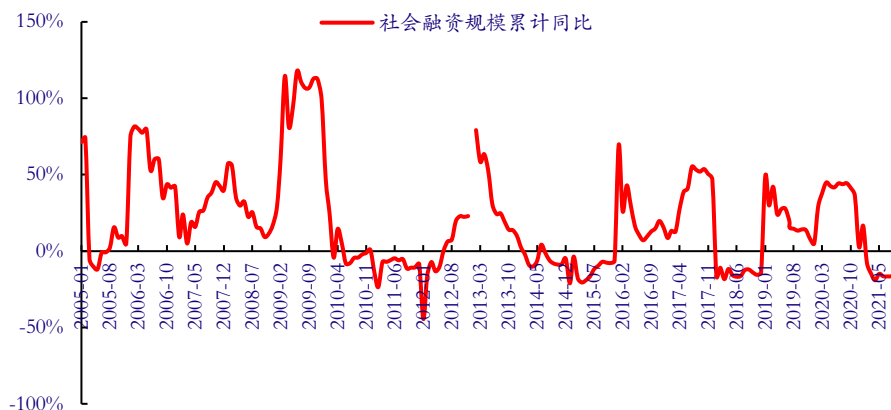


资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

流动性有望维持合理充裕, 货币供应量与经济增速相匹配。中国人民银行货币政策委员会 2021 年第三季度例会于 9 月 24 日召开。会议指出稳健的货币政策要灵活精准、合理适度, 保持流动性合理充裕, 增强信贷总量增长的稳定性, 保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配, 保持宏观杠杆率基本稳定。

社会融资规模增速高位回落。2021 年 1-10 月, 我国社会融资规模增量为 26.34 万亿元, 同比下降 15.07%。2020 年一季度爆发新冠疫情, 社融同比大幅增长, 去年同期基数较高致使今年增速回落。

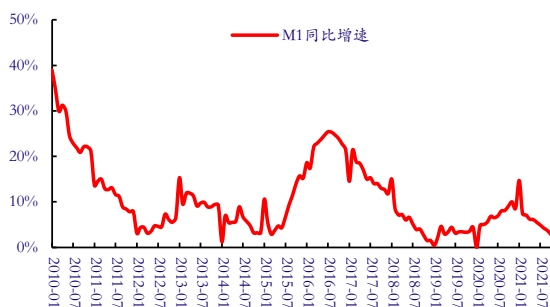
图 10: 社会融资规模增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

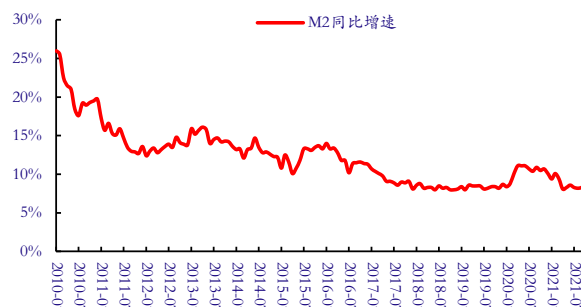
M1 环比微降、M2 环比略增。2021 年 10 月, M1 同比增长 2.8%, 增速环比降低 0.9pct, M2 同比增长 8.7%, 增速环比提高 0.4pct。

图 11: M1 增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

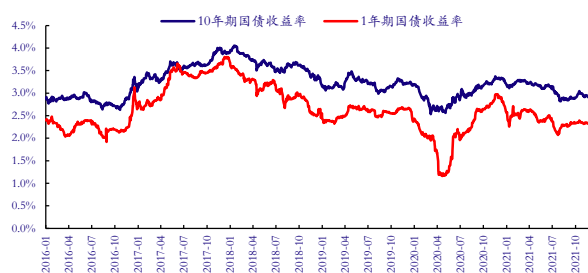
图 12: M2 增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

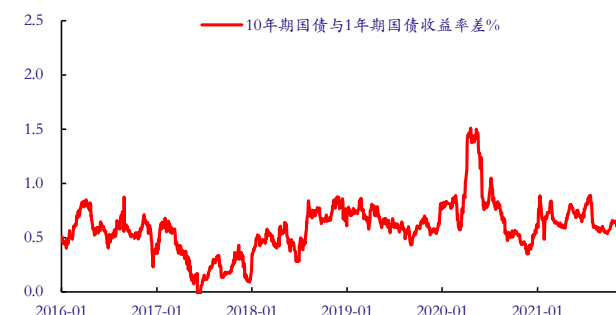
年初至今, 我国 10 年期和 1 年期国债收益率微跌, 二者之间的利差先升后降, 截止至 11 月 30 日, 利差较年初略有收窄。

图 13: 10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率差值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

全球主要国家维持宽松的货币政策。受到疫情影响, 除中国外, 全球多数国家经济均出现明显下滑, 为了推动经济复苏, 多数国家维持此前宽松的货币政策。

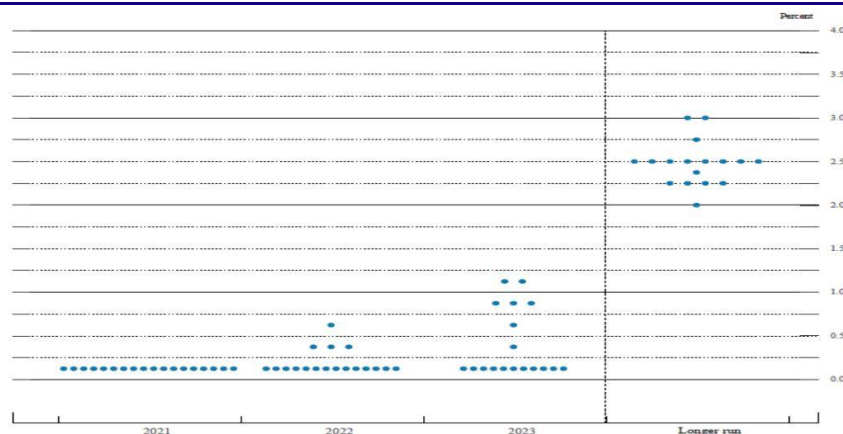
表 2: 全球经济体货币政策

经济体	货币政策
中国	中国人民银行决定于 2021 年 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点(不含已执行 5%存款准备金率的金融机构)。本次下调后,金融机构加权平均存款准备金率为 8.9%。将释放长期资金 1 万亿元。
日本	9 月 22 日,日本央行宣布维持-0.1%的利率不变,下调对产出及出口的预估。
美国	9 月 23 日,美联储决定将联邦基金利率目标区间维持在 0%至 0.25%,并预计,在劳动力市场条件达到与委员会对充分就业的评估相一致的水平、且通胀率已经升至 2%并有望在一段时间内适度超过 2%之前,维持这一目标区间是合适的。
欧洲	欧洲央行 9 月议息会议决定,维持三大关键利率不变,符合市场预期,维持主要再融资利率于 0%不变,维持边际借贷利率于 0.25%不变,维持存款机制利率于-0.5%不变。

资料来源: Wind, 美联储, 腾讯财经, 中国银河证券研究院

美联储维持利率不变。美联储 9 月议息会议结果显示,利率工具方面,美联储继续将基准利率维持在 0-0.25% 不变。资产购买方面,美联储称“如果进展大致如预期,则资产购买步伐可能很快就会放缓”,并重申将“在实现委员会的最大就业和价格稳定目标方面取得实质性进展之前”,继续以每个月不低于 800 亿美元的速度购买国债、以每个月不低于 400 亿美元的速度购买 MBS。经济预期方面,美联储增加了“近几个月,受大流行影响最严重的行业情况有所改善但病例增加延缓了复苏进展”,通胀的描述由“上升(has risen)”改为“位于高位(is elevated)”,但仍是暂时的。

图 15: 美联储加息点阵图



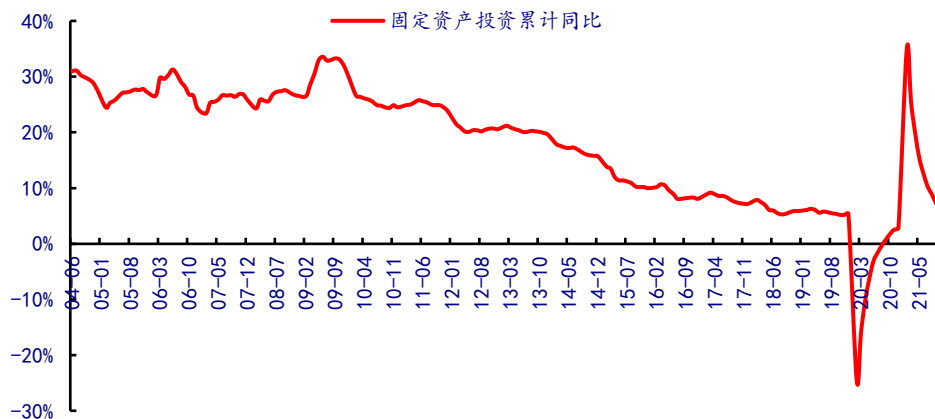
资料来源: Federal Reserve, 中国银河证券研究院

三、新签订单增速回落,基建投资小幅增长

(一) 基建投资小幅增长

固定资产投资对经济复苏功不可没。建筑业总产值增速与固定资产投资增速高度相关,建筑业的子行业中,基建、房建、专业工程都是典型的投资拉动型行业,其需求分别受基础设施、房地产、相关制造业固定资产投资的波动影响。年初至今,固定资产投资增速缓慢下滑,建筑行业整体需求减少。2021 年 1-10 月,固定资产投资增速为 6.1%,比 2019 年 1-10 月份增长 7.8%,两年平均增速为 3.8%。

图 16: 固定资产投资增速放缓



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国建筑业协会, 中国银河证券研究院

基建投资预计小幅增长。2021 年 1-10 月, 我国广义基建投资同比增长 0.72%, 增速较 1-9 月增速回落 0.8pct, 预计 2021 年全年维持小幅增长。

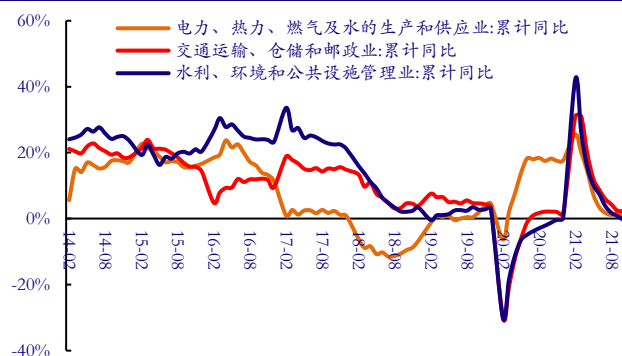
图 17: 广义基建投资增速放缓



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

基建细分领域增速均有所回落。分领域看, 2021 年 1-10 月, 电力、热力及水的生产供应业投资增速为 0.4%, 环比降低 1.2pct; 交运仓储邮政投资增速为 2.3%, 环比降低 0.1pct; 水利环境和公共设施管理业投资增速为-0.4%, 环比降低 0.4pct。

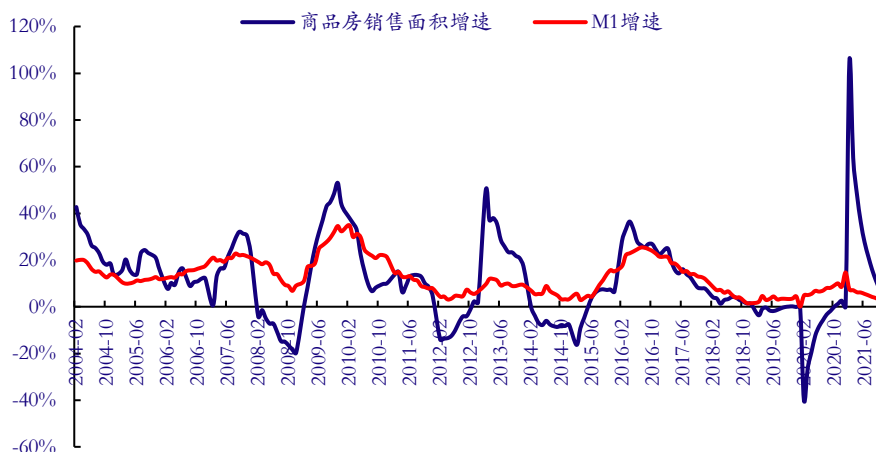
图 18: 基建细分领域增速情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

房地产销售面积增速受调控政策影响。对比房地产销售面积增速和 M1 增速可知，二者关联度较大。若 M1 持续回升，则房地产销售面积增速有望企稳。销售回升反过来将带动房地产投资，进而拉动新开工和施工。值得注意的是，房地产调控政策的存在将抑制房价大幅上行，中央政治局会议提出不将房地产作为短期刺激经济的手段，房地产销售面积大幅增长难以重现。

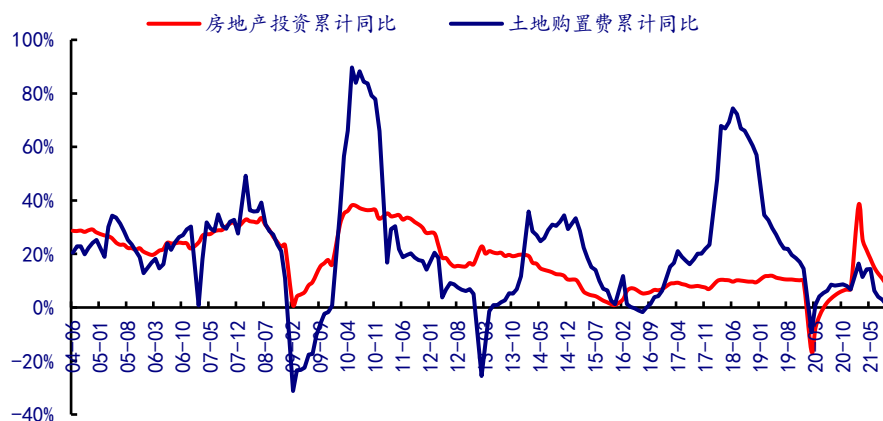
图 19: 商品房销售面积增速与 M1 增速对比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

土地购置费增速放缓或拖累房地产投资增速。2018 年第二季度以来，房地产投资延续较快增长，我们认为土地购置费的高增长是主要贡献因素。2019 年至今，土地购置费累计增速持续下行，后续难以支撑房地产投资维持高位。今年 1-10 月全国房地产开发投资 124934 亿元，同比增长 7.2%；比 2019 年 1—10 月份增长 14.0%，两年平均增长 6.8%。其中，住宅投资 94327 亿元，增长 9.3%。

图 20: 土地购置费增速与房地产投资增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

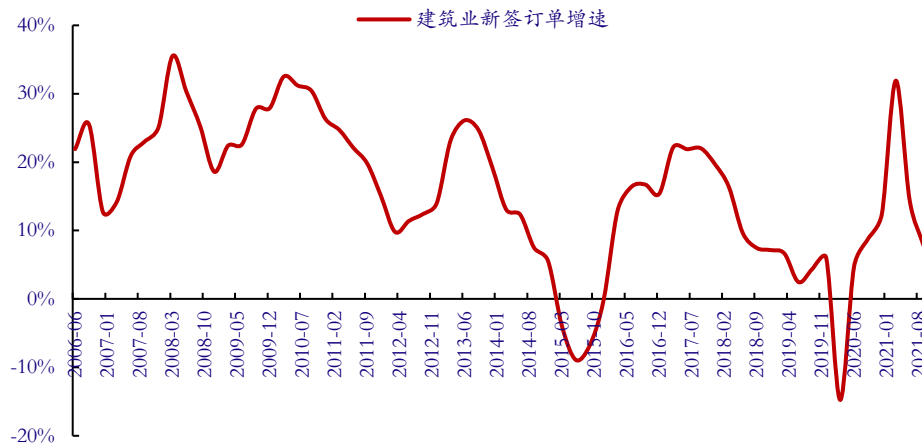
房地产竣工面积增速放缓。2021 年 1-10 月，房屋竣工面积为 5.73 亿平方米，同比增长 16.3%，增速环比降低 7.1pct。经过三年的负增长之后，今年以来竣工周期持续上修。

专业工程受上游资本开支及行业政策影响较大。关于专业工程行业，我们认为主要受上游企业资本开支影响。若上游企业盈利改善，则其资本开支有望提速，专业工程景气度随之提升。国际工程承包主要受国际政治关系和各国经济影响。核电工程和国家的能源结构与能源政策关联较大。

(二) 建筑业新签订单增速回落

建筑业新签合同增速有所回落。2017年9月至2018年12月，建筑行业新签订单增速从22%降到了7.16%。2020年第二季度，建筑行业新签订单增速逐渐回升。2021年前三季度建筑业新签订单增速为7.80%，增速同比降低0.96pct，环比降低6.6pct。

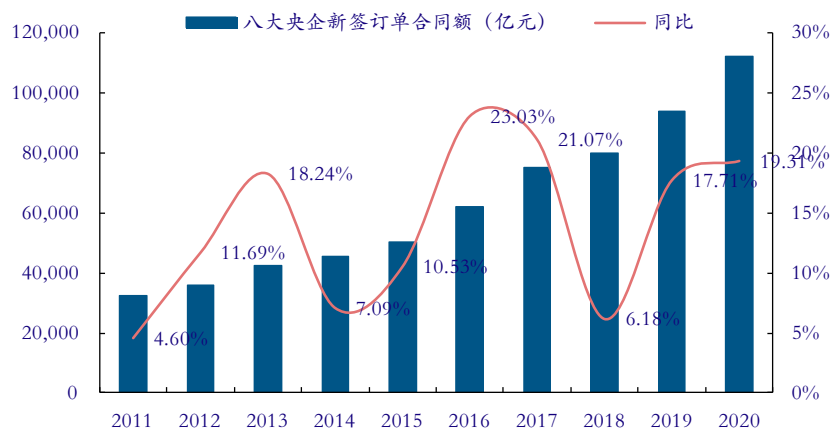
图 21：建筑业新签合同额增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

八大建筑央企新签合同增速加快。八大建筑央企2018年新签订单额累计同比增长6.16%，增速创2012年以来新低。2018年主要受去杠杆、PPP退库、固定资产投资增速下滑等因素制约，建筑行业新签订单增速处于较低位置。2020年八大建筑央企新签订单额增速为19.31%，增速同比提高1.6pct。2021年上半年，八大建筑央企新签订单额同比增长23.32%，增速同比提高5.05pct。建筑龙头企业新签订单增速持续加快。

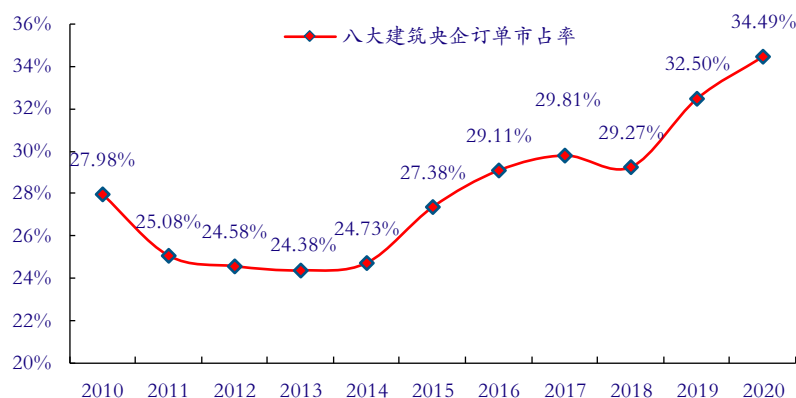
图 22：八大建筑央企新签合同额增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

建筑行业集中度提升。2013年以来，建筑行业龙头优势越来越明显，市场占有率逐步提高，行业集中度持续提升。八大建筑央企新签订单市场占有率从2013年的24.38%提升至2020年的34.49%。随着固定资产投资增速放缓及资金成本提升，行业竞争越发激烈，龙头企业在资质、品牌、资金等方面竞争优势明显，行业集中度或将进一步提升。

图 23：八大建筑央企新签合同市占率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）建筑行业估值处于较低水平

截至 2021 年 11 月 30 日。建筑指数动态 PE 为 9.09 倍，在过去 10 年的历史分位点为 8.77%。PB 为 0.89 倍，在过去 10 年的历史分位点为 8.19%。市销率为 0.26 倍，在过去 10 年的历史分位点为 24.56%。股息率为 1.98%，在过去 10 年的历史分位点为 71.93%。建筑行业估值处理历史低位，股息率处于高位。

四、投资建议

基建投资稳中求进。十四五规划指出要加强基建补短板，推进新基建建设，实施关键领域重大基建项目建设。基建能在改善民生的同时托底经济发展。2021 年 1-10 月，我国广义基建投资同比增长 0.72%，增速较 1-9 月增速回落 0.8pct，预计 2021 年基建投资保持小幅增长。今年以来财政支出整体节奏较慢，预计明年财政前置概率较大，基建对经济托底作用有望逐步显现。建筑行业的集中度在提升，龙头企业在资质、品牌、资金等方面竞争优势明显，集中度或将进一步提升。建议关注基建施工央企中国铁建（601186.SH）、中国交建（601800.SH）、中国中铁（601390.SH）、中国建筑（601668.SH）、中国中冶（601618.SH）、中国电建（601669.SH）、中国能建（601868.SH）等。此外亦可关注地方基建国企如四川路桥（600039.SH）、山东路桥（000498.SZ）、隧道股份（600820.SH）、安徽建工（600502.SH）、粤水电（002060.SZ）等。施工未启，设计先行。建议关注基建设计企业华设集团（603018.SH）、中衡设计（603017.SH）、华建集团（600629.SH）、同济科技（600846.SH）、勘设股份（603458.SH）等。

装配式建筑潜力较大。2016 年 9 月，国务院办公厅关于《大力发展装配式建筑的指导意见》印发，提出力争通过 10 年左右时间，装配式建筑比例达到 30%。2019 年，住建部提出装配式建筑发展规划，到 2020 年，全国装配式建筑占比约为 15%。2021 年 10 月，国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案》，提出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。装配式建筑受政策鼓励，当前渗透率较低，未来发展潜力大。建议关注鸿路钢构（002541.SZ）、杭萧钢构（600477.SH）、东南网架（002135.SZ）、精工钢构（600496.SH）、富煌钢构（002743.SZ）等。

专业工程存在结构性投资机会。十四五规划提出大力发展绿色建筑，“碳中和”及“碳达峰”成为政策关注焦点。据统计，我国建筑行业碳排放约占总碳排放量的 40%，建筑行业节能减排至关重要。中钢国际（000928.SZ）加快推进低碳冶金技术布局，全面打造绿色产业链，2020 年全年新签烧结机、高炉、线棒生产线、球团生产线等项目合同额近 140 亿元，未来业绩有保障。若原油价格为何合理区间，则化建工程企业盈利改善，长期景气度或提升。中长期建议关注中国化学（601117.SH）等。人民币贬值使国际工程企业产生汇兑收益，“一带一路”倡议也有利于国际工程企业，建议关注相关企业。

风险提示：1、固定资产投资下滑的风险。2、应收账款回收不及预期的风险。3、新签订单不及预期的风险。

插图目录

图 1: 制造业 PMI 和建筑业 PMI	2
图 2: 2021 下半年专项债发行节奏加快	2
图 3: 建筑业总产值增速和固定资产投资增速高度相关	6
图 4: GDP 增速和固定资产投资增速对比	6
图 5: 我国进出口增速	7
图 6: 全社会用电量同比增速	8
图 7: 社会消费品零售总额增速	8
图 8: 我国规模以上工业企业营业收入和净利润增速	9
图 9: 我国三大需求对 GDP 累计同比贡献率	9
图 10: 社会融资规模增速	10
图 11: M1 增速	10
图 12: M2 增速	10
图 13: 10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率	10
图 14: 10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率差值	10
图 15: 美联储加息点阵图	11
图 16: 固定资产投资增速放缓	12
图 17: 广义基建投资增速放缓	12
图 18: 基建细分领域增速情况	12
图 19: 商品房销售面积增速与 M1 增速对比	13
图 20: 土地购置费增速与房地产投资增速	13
图 21: 建筑业新签合同额增速	14
图 22: 八大建筑央企新签合同额增速	14
图 23: 八大建筑央企新签合同市占率	15

表格目录

表 1: 整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点名单	3
表 2: 全球经济体货币政策	11

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

龙天光：建筑、通信行业分析师。本科和研究生均毕业于复旦大学。2014 年就职于中国航空电子研究所。2016-2018 年就职于长江证券研究所。2018 年加入银河证券，担任通信、建筑行业组长。团队获 2017 年新财富第七名，Wind 最受欢迎分析师第五名。2018 年担任中央电视台财经频道节目录制嘉宾。2019 年获财经最佳选股分析师第一名。

钱德胜：建筑行业分析师。硕士学历，曾就职于国元证券研究所，5 年行业研究经验。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦 15 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn