

建筑工程行业 2022 年 7 月投资策略

经济增长仍需基建发力，静待明确的政策信号

超配

核心观点

行业：重点领域支撑乏力，全年基建隐忧显现。投资端，基建稳增长政策陆续出台后实际落地举措不足，基建重点领域（道路、铁路、水利）增速在年初短暂反弹后，后续增长开始呈现乏力态势，1-5月道路投资同比下降0.3%，铁路投资同比下降3.0%。**政策端**，基建投资与开工前置对市场信心的提振作用有限，由于缺少具备可持续性的政策举措，基建增速在年初反弹后继续开始持续下行。当前基建投资对经济与信心的修复效果不及预期，稳增长压力仍然严峻，我们认为后续的政策需要明显加大力度，更关注解决实际问题，下半年有望看到政策演变的几条路径：1）盘活存量优质资产吸纳更多社会资金；2）发行特别国债对接重大项目，直接给予资金支持；3）适当放松专项债对项目收益性的监管要求；4）适当放松城投债发行监管。**项目端**，使用专项债用作资本金的项目数占比仅有2.3%，反映真正符合要求的项目很少，导致专项债总体的撬动作用有限。PPP项目集中开工，但新入库项目和落地项目投资额分别下滑7.9%和64.5%，项目回报机制方面，尽管可行性缺口补助类项目的占比显著提高，但融资条件最好的使用者付费类项目占比仍然较低。

公司：整体新签不及预期，央企龙头优势扩大。2022年Q1建筑业新签合同额6.34万亿元，同比增长2.1%，相对于上年四个季度的增速31.9%/14.4%/7.8%/5.96%持续下行，“稳增长”政策驱动下的实际落地订单增长略低于市场预期。2022年Q1，八大建筑央企新签合同额3.25亿元，同比增长19.7%，大幅领先建筑业新签增速。八大央企新签合同额占建筑业新签合同比例达到51%，同比去年一季度提升7.5个百分点，反映出行业集中度进一步提高，央企龙头优势持续扩大。

板块：六月跑输大盘，静待明确的政策信号。复苏逻辑下，板块热度明显降温。6月1日-6月27日，申万建筑装饰指数下跌0.08%，同时期上证指数上涨6.19%，沪深300指数上涨8.84%，在申万31个行业中排名第30。年初至今（截至6月27日），申万建筑装饰指数下跌3.48%，同时期上证指数下跌6.97%，沪深300指数下跌9.63%。

投资建议：基建稳增长为主，关注装配式和绿色建筑。央企基建企业一季度新签营收稳健增长，龙头优势持续扩大，推荐交通基建龙头**中国交建**；装配式建筑在稳增长的环境下持续承压，但行业转型升级的大趋势仍未改变，随着下半年经济逐渐回暖和疫情好转，板块具有较强的复苏弹性，推荐装配式钢结构龙头**鸿路钢构**；绿色建筑是实现“双碳”目标下的重点发展领域，BIPV渗透率有较大的潜在提升空间，看好板块在疫情后复苏期的业绩兑现，推荐绿色建筑设计龙头**启迪设计**。

风险提示：政策落地不及预期；重大项目审批进度不及预期；疫情反复导致地方财政压力持续增大。

行业研究 · 行业投资策略

建筑装饰

超配 · 维持评级

证券分析师：任鹤

联系人：朱家琪

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

zhujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040006

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《建筑工程行业 2022 年中期投资策略-逐渐清晰的基建稳增长逻辑》——2022-06-20

《扎实稳住经济一揽子政策措施点评-更明确即更坚决》——2022-05-31

《建筑工程行业双周报（2022.5.16-2022.5.27）-基建托底亟待强化，最后的政策酝酿期到来》——2022-05-30

《建筑工程行业双周报（2022.5.5-2022.5.13）-把握行业系统性机会，推荐关注高弹性龙头》——2022-05-16

《建筑工程行业专题-深度复盘二十年》——2022-04-28

内容目录

行业：重点领域支撑乏力，全年基建隐忧显现	4
投资端：基建稳增长发力，但重点领域支撑趋弱	4
政策端：稳经济压力仍然严峻，后续政策力度有望再加强	6
项目端：优质项目仍稀缺，制约专项债的撬动效果	7
公司：整体新签不及预期，央企龙头优势扩大	9
板块：六月跑输大盘，静待明确的政策信号	11
免责声明	13

图表目录

图1：固定资产投资增速（单位：%）	4
图2：固定资产投资分项增速（单位：%）	4
图3：广义和狭义基建投资增速（单位：%）	4
图4：广义基建投资分项增速（单位：%）	4
图5：广义基建三大分项对基建增速的拉动（单位：%）	5
图6：各分项对交通运输、仓储和邮政业投资增速的拉动（单位：%）	5
图7：1-4月交通运输、仓储和邮政业投资结构（单位：%）	5
图8：各分项对水利、环境和公共设施管理业投资增速的拉动（单位：%）	6
图9：1-4月水利、环境和公共设施管理业投资结构（单位：%）	6
图10：2022年下半年基建相关政策方向展望	7
图11：2021年以来月度重大项目开工投资额统计（单位：亿元）	8
图12：PPP开工和落地项目投资额（单位：亿元）	9
图13：PPP净入库项目数当月值与同比（单位：亿元）	9
图14：按回报机制分类的PPP项目占比情况变化（单位：%）	9
图15：建筑业新签合同额与增速（单位：亿元，%）	10
图16：部分上市建筑企业新签合同额增速（单位：%）	10
图17：新签合同口径建筑行业集中度变化（单位：亿元，%）	11
图18：6月1日-6月27日SW建筑装饰指数走势（单位：%）	11
图19：年初至今SW建筑装饰指数走势（单位：%）	11
图20：6月1日-6月27日SW建筑装饰三级行业涨跌幅（单位：%）	12
表1：年初至今专项债项目数据统计	8
表2：部分上市建筑企业2020年Q1经营业绩	10

行业：重点领域支撑乏力，全年基建隐忧显现

投资端：基建稳增长发力，但重点领域支撑趋弱

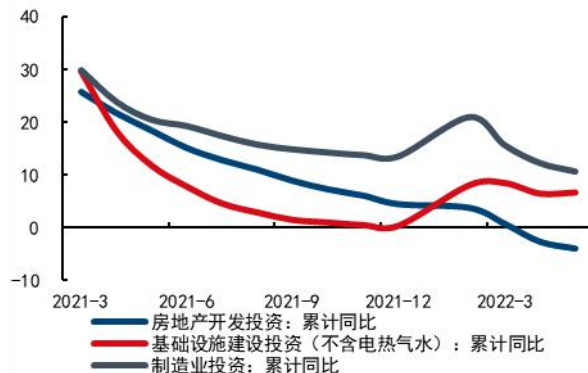
固定资产投资反弹，基建托底作用明显。2022年1-5月，全国固定资产投资（不含农户）20.6万亿元，同比增长6.2%。分领域看，基础设施投资同比增长6.7%，制造业投资增长10.6%，房地产开发投资下降4.0%。

图1：固定资产投资增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

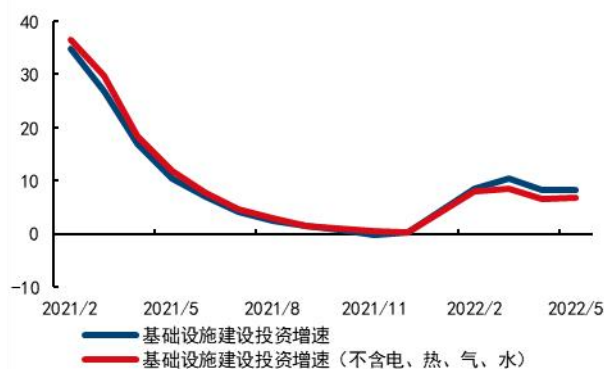
图2：固定资产投资分项增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

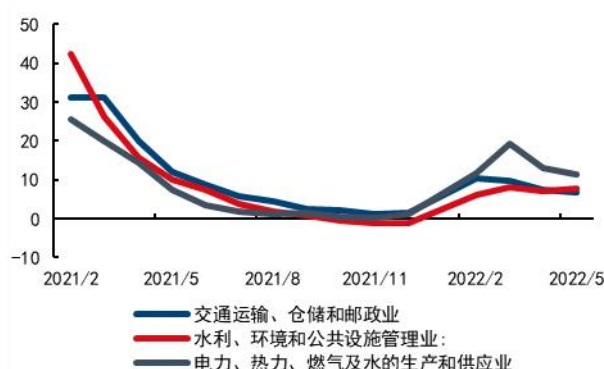
稳增长背景下基建投资迅速回暖。2022年1-5月，广义基建投资完成6.6万亿元，同比增长8.2%，基建投资（不含电、热、气、水）投资完成5.4万亿元，同比增长6.7%。同时期广义基建三大分项中，交通运输、仓储和邮政业投资2.35万亿元，同比增长6.9%，水利、环境和公共设施管理业投资3.08万亿元，同比增长7.9%，电力、热力、燃气及水的供应业投资1.17万亿元，同比增长11.5%。

图3：广义和狭义基建投资增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

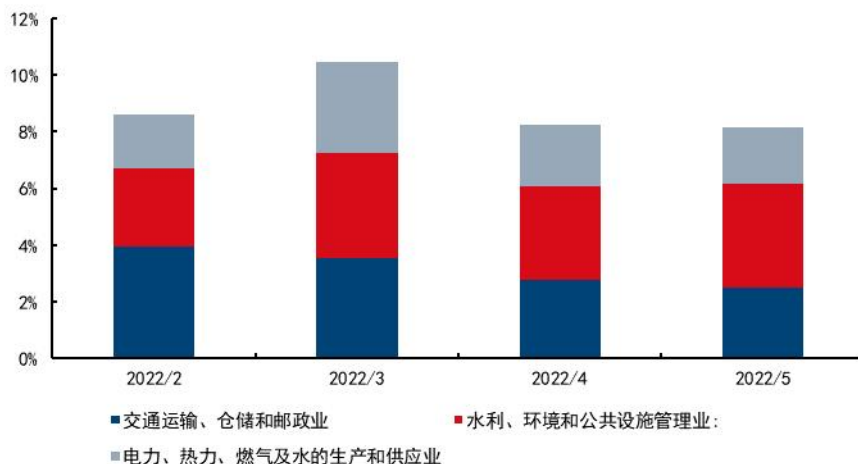
图4：广义基建投资分项增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

广义基建三大板块对基建投资增长的拉动均有较大贡献。2022年1-5月，交通运输、仓储和邮政业/水利、环境和公共设施管理业/电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资对广义基建增速的拉动分别为2.49%/3.70%/1.97%。

图5：广义基建三大分项对基建增速的拉动（单位：%）

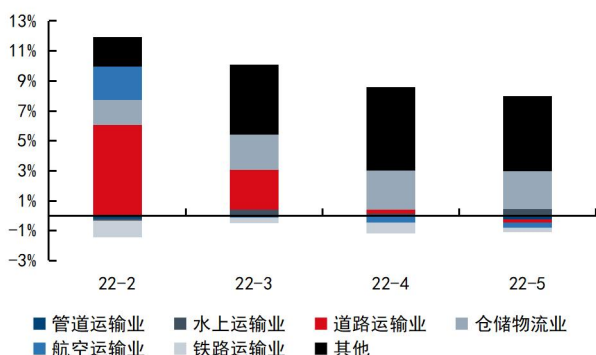


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

从更细分基建领域来看，重点基建领域的支撑正在衰减。过去支撑基建投资增长的重要领域（道路、铁路、水利）增速在年初短暂反弹后，后续增长开始呈现乏力态势，造成了市场对下半年基建投资增长持续性的担忧。

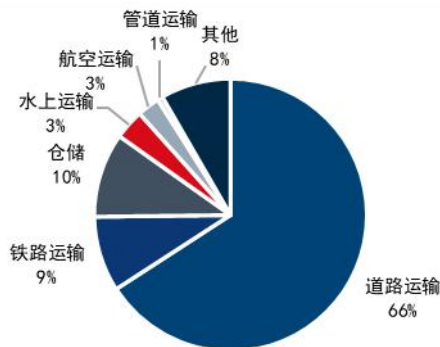
- ◆ 交通运输、仓储和邮政业投资中，1-5月道路投资同比下降0.3%，铁路投资同比下降3.0%。从对分项增速的拉动来看，3月后“其他”项成为了对增速拉动最多的部分，对1-5月交通运输、仓储和邮政业投资增速的贡献率达到了72.9%，而道路和铁路的贡献率仅为-3.1%和-4.4%。“其他”项的定义缺少明确的披露，根据国家统计局的行业分类，我们认为其中可能包含“多式联运、运输代理业、邮政业”的部分，这部分在4月单月投资额超过了1000亿，同比高增187%，但在5月仅增长93亿元，没有依据可以佐证其对基建投资拉动的可持续性。

图6：各分项对交通运输、仓储和邮政业投资增速的拉动（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图7：1-4月交通运输、仓储和邮政业投资结构（单位：%）

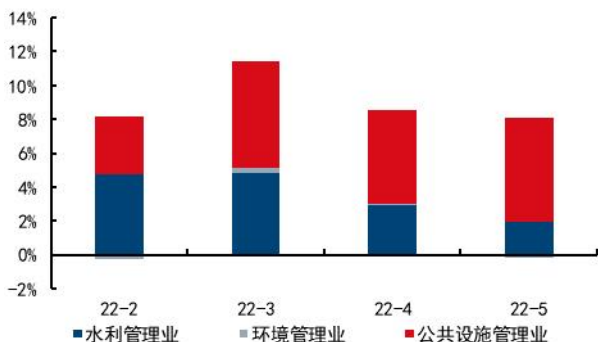


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

- ◆ 水利、环境和公共设施管理业投资中，1-5月水利投资同比增长11.8%，环境管理业投资同比下降2.1%，公共设施管理业同比增长7.9%。其中，水利作为基建的重点领域，对水利、环境和公共设施管理业投资增速的拉动从2月的

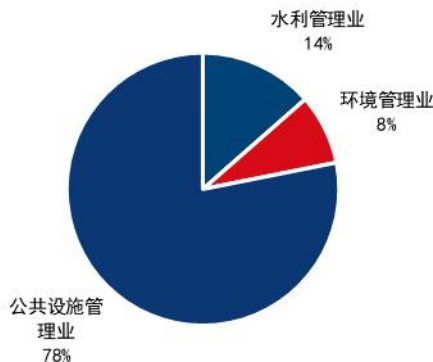
4.72%下滑到5月的1.95%。

图8：各分项对水利、环境和公共设施管理业投资增速的拉动（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图9：1-4月水利、环境和公共设施管理业投资结构（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

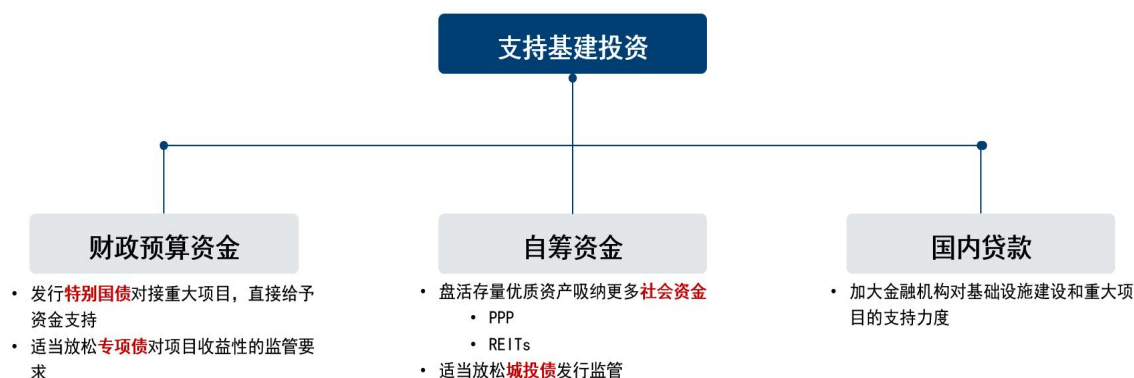
政策端：稳经济压力仍然严峻，后续政策力度有望再加强

从去年12月“稳增长”与“超前基建”提出开始，一系列支持基建的政策相继推出，其目标在于通过工程投资与开工前置来拉动上半年投资，提振市场整体信心，避免财政刺激力度过大导致地方财政风险恶化。但是可以看到的是，投资与开工前置对市场信心的提振作用有限，由于缺少具备可持续性的政策举措，基建增速在年初反弹后继续开始持续下行。当前基建投资对经济与信心的修复效果不及预期，稳经济压力仍然严峻，我们认为后续的政策需要明显加大力度，更关注解决实际问题，下半年有望看到政策演变的几条可能的方向：

- ◆ **盘活存量优质资产吸纳更多社会资金。**将有收益的、有运营价值的项目更大程度开放给社会资本，引导支持社会资本在其中占更多比例，政府财政资金更多向公益类项目倾斜。2022年5月，国务院办公厅发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，提出重点盘活存量规模较大、当前收益较好或增长潜力较大的基础设施项目资产，引导支持基础设施存量资产多、建设任务重、负债率较高的国有企业。未来随着基础设施REITs加速推进发行，存量运营类资产较多的央企建筑公司有望收益，资产质量和现金流均有望持续改善。
- ◆ **发行特别国债对接重大项目，直接给予资金支持。**发行特别国债支持基建可以有效规避项目收益率限制，直接支持重大基建项目。年初的财政赤字率和专项债限额设定较保守，在疫情对经济冲击超预期，留抵退税政策拉低财政收入预期的情况下，发行特别国债的必要性提升。参考2020年6月为了应对疫情冲击，发行了1万亿特别国债用于抗疫相关支出和支持小微企业支出。
- ◆ **适当放松专项债对项目收益性的监管要求。**对专项债项目收益率的严格要求是当前专项债使用效率不高的主要原因。习近平在4月的中央财经委员会上提出“全面加强基础设施建设，要注重效益，既要算经济账，又要算综合账，提高基础设施全生命周期综合效益”。我们认为，该表述显示了高层对基建项目收益性较严格的态度有所缓和，未来有望看到政策对收益性较弱但可带动区域经济发展的基建项目展示更大支持力度。
- ◆ **适当放松城投债发行监管。**2022年4月，央行及外汇局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，其中提到“要在风险可控、依法合规

的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施”。根据企业预警通数据，1-5 月，城投债净融资额同比增长-0.02%，在专项债撬动效果不佳、预算内财政收入承压、银行贷款支撑不足等多方面不利条件下，城投债的资金支持能力将更加关键。

图 10：2022 年下半年基建相关政策方向展望

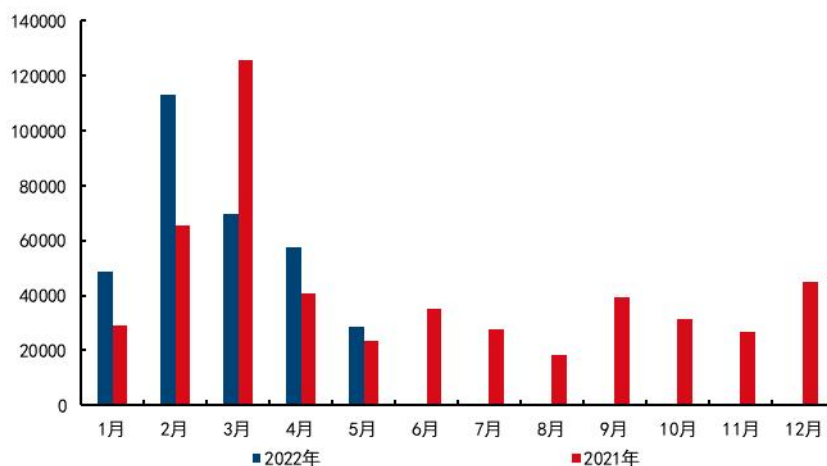


资料来源：国家统计局，国务院，财政部，中国人民银行，企业预警通，国信证券经济研究所整理

项目端：优质项目仍稀缺，制约专项债的撬动效果

专项债对重大项目的支持效果有限。根据 Mysteel 统计，2022 年 1-5 月，重大项目开工总投资额 31.8 万亿元，同比增长 11.8%，但根据企业预警通数据，1-5 月使用专项债的项目（包括所有专项债用作资本金和用作债务资金的项目）开工总投资额为 3.4 万亿元，仅占重大项目开工投资额的 10.6%，反映专项债对重大项目的实际支撑力度并不强。

图 11: 2021 年以来月度重大项目开工投资额统计 (单位: 亿元)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

受项目质量制约, 专项债作资本金撬动能力有限。根据企业预警通数据, 年初至今专项债用作资本金的项目中, 专项债在资本金中的占比平均为 42.2%, 说明对这类符合要求的项目而言, 专项债的撬动作用是比较明显的, 然而使用专项债用作资本金的项目数占比仅有 2.3%, 反映真正符合要求的项目很少, 总体的撬动作用仍然有限。

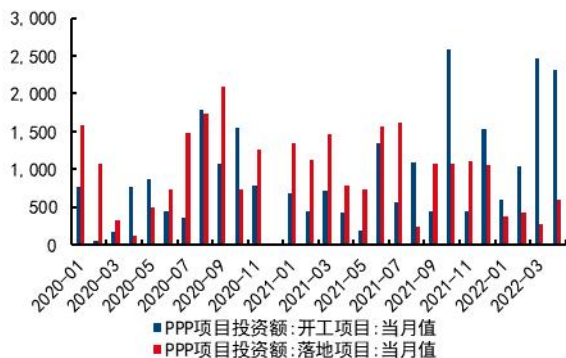
表 1: 年初至今专项债项目数据统计

申报专项债的项目总投资额 (亿元)	项目数 (个)	新增专项债发行规模 (亿元)	专项债作资本金额 (亿元)	项目资本金总额 (亿元)	专项债用作资本金的比例	专项债资本金占项目资本金比例	项目平均资本金比例
33,547.84	438	20,435.23	1,582.70	13878.21	7.74%	11.40%	41.37%

资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

PPP 项目集中开工, 但新入库项目和落地项目投资额下滑。2022 年 1-4 月, PPP 新入库项目 178 个, 投资额 3281 亿元, 投资额同比下降 7.9%; 签约落地项目 152 个, 投资额 1673 亿元, 投资额同比下降 64.5%; 开工建设项目 298 个, 投资额 6416 亿元, 投资额同比上升 183.8%。从数据中可以看出, 新的 PPP 申报进度并不如预期顺利。

图12: PPP 开工和落地项目投资额 (单位: 亿元)



资料来源: 财政部, 国信证券经济研究所整理

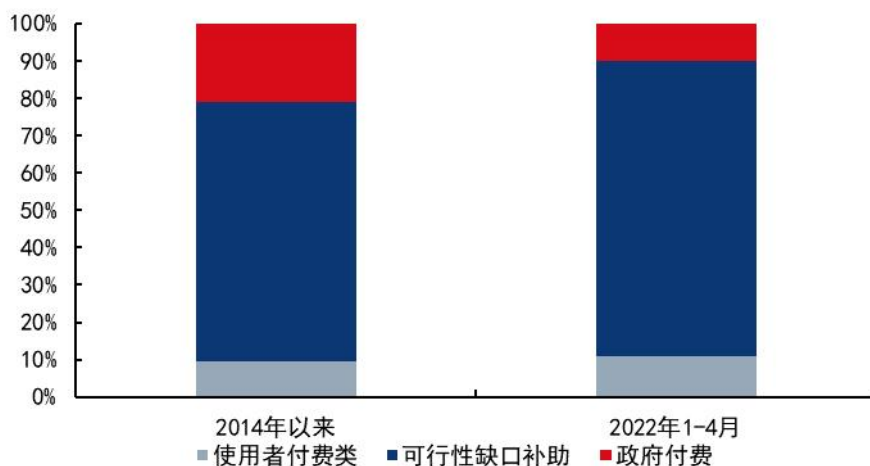
图13: PPP 净入库项目数当月值与同比 (单位: 亿元)



资料来源: 财政部, 国信证券经济研究所整理

新入库项目中使用者付费类项目占比依然不高。按照回报机制分类, 1-4 月新入库使用者付费类项目投资额 361 亿元, 可行性缺口补助类项目投资额 2595 亿元, 政府付费类项目投资额 324 亿元, 分别占比 11.0%/79.1%/9.9%。2014 年以来, PPP 管理库累计使用者付费类/可行性缺口补助类/政府付费类项目投资额分别为 1.6/11.3/3.5 万亿元, 占比为 9.7%/69.1%/21.2%。尽管可行性缺口补助类项目的占比显著提高, 但融资条件最好的使用者付费类项目占比仍然较低。

图14: 按回报机制分类的 PPP 项目占比情况变化 (单位: %)



资料来源: 财政部, 国信证券经济研究所整理

公司: 整体新签不及预期, 央企龙头优势扩大

建筑业一季度营收利润稳健增长。2022 年 Q1, 申万建筑装饰板块公司实现营业收入 1.87 万亿元, 同比增长 15.2%; 实现归母净利润 454.74 亿元, 同比增长 11.46%。主要上市建筑企业中, 除上海建工受疫情影响较大, 大部分建筑企业均实现营收和利润的稳健增长。

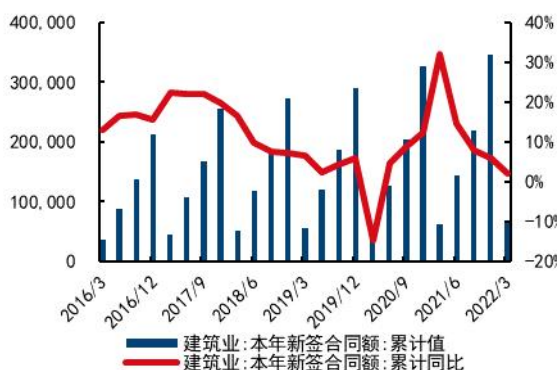
表2：部分上市建筑企业 2020 年 Q1 经营业绩

企业	代码	营业收入（亿元）	营业收入同比增速	归母净利润（亿元）	归母净利润同比增速
中国建筑	601668.SH	4854.4	19.9%	129.2	17.6%
中国中铁	601390.SH	2665.4	12.8%	75.9	17.0%
中国铁建	601186.SH	2644.8	13.1%	56.2	12.3%
中国交建	601800.SH	1721.0	13.3%	50.9	17.7%
中国中冶	601618.SH	1180.3	25.0%	26.8	25.5%
上海建工	600170.SH	530.3	-16.3%	-1.8	-227.2%
中国化学	601117.SH	352.9	41.5%	9.8	19.7%
四川路桥	600039.SH	182.9	32.8%	15.7	30.9%

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

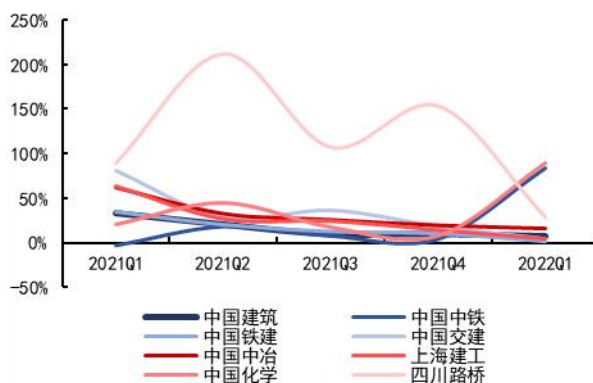
建筑业整体订单增长不及预期。根据国家统计局口径，2022 年 Q1 建筑业新签合同额 6.34 万亿元，同比增长 2.1%，相对于上年四个季度的增速 31.9%/14.4%/7.8%/5.96%持续下行，“稳增长”政策驱动下的实际落地订单增长略低于市场预期。

图 15：建筑业新签合同额与增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国家统计局，国信证券经济研究所整理

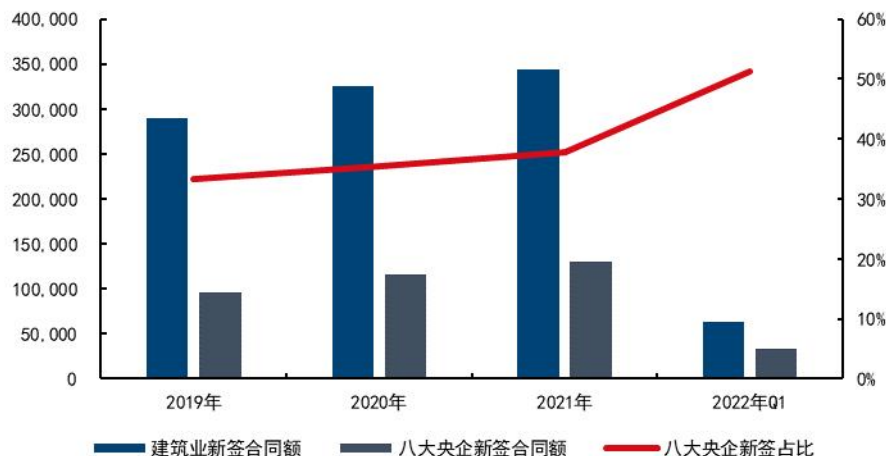
图 16：部分上市建筑企业新签合同额增速（单位：%）



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

建筑央企新签表现优异，龙头优势持续扩大。2022 年 Q1，八大建筑央企新签合同额 3.25 万亿元，同比增长 19.7%，大幅领先建筑业新签增速。八大央企新签合同额占建筑业新签合同比例达到 51%，同比去年一季度提升 7.5 个百分点，反映出行业集中度进一步提高，央企龙头优势持续扩大。主要上市建筑企业方面，中国铁建、中国化学一季度新签订单数据亮眼，分别同比增长 84.0%和 90.1%。

图17：新签合同口径建筑行业集中度变化（单位：亿元，%）

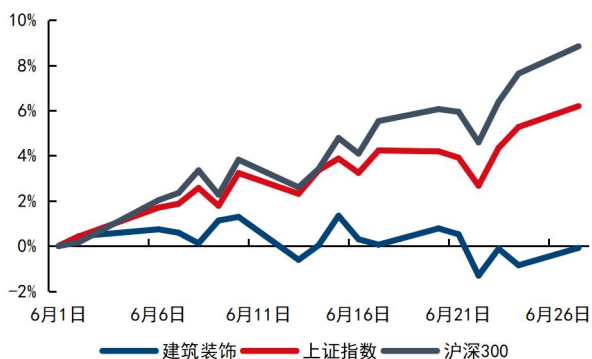


资料来源：iFinD，国家统计局，公司公告，国信证券经济研究所整理

板块：六月跑输大盘，静待明确的政策信号

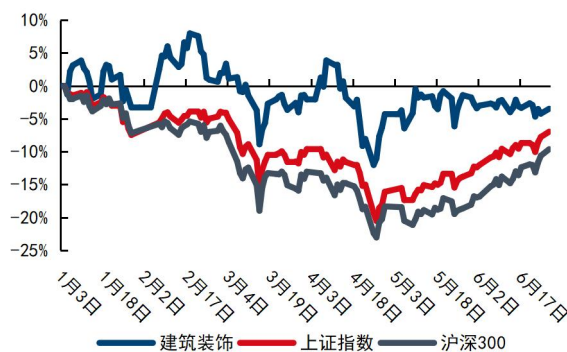
复苏逻辑下，板块热度明显降温。6月1日-6月27日，申万建筑装饰指数下跌0.08%，同时期上证指数上涨6.19%，沪深300指数上涨8.84%，在申万31个行业中排名第30。年初至今（截至6月27日），申万建筑装饰指数下跌3.48%，同时期上证指数下跌6.97%，沪深300指数下跌9.63%。

图18：6月1日-6月27日SW建筑装饰指数走势（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

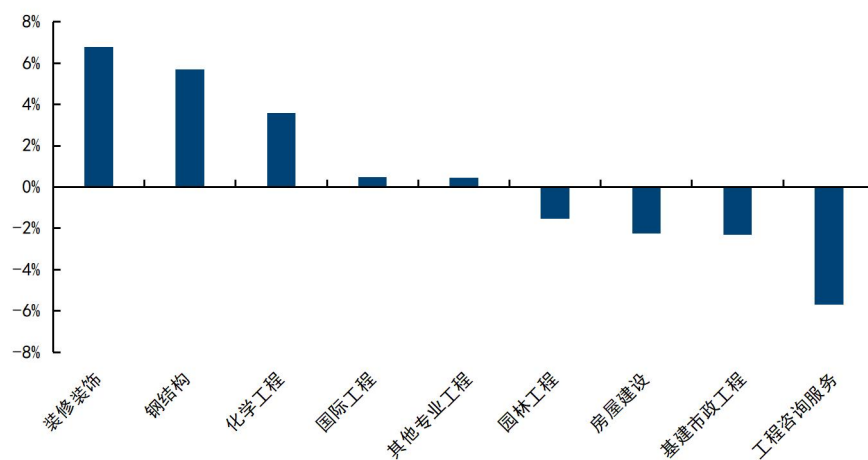
图19：年初至今SW建筑装饰指数走势（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

细分板块方面，房建、基建表现不佳，装修装饰、专业工程板块略有修复。6月1日-6月27日，工程咨询、基建市政工程、房屋建设等基建相关板块表现不佳，分别下跌5.70%/2.30%/2.23%；装修装饰、钢结构、化学工程板块等前期弱势板块修复明显，分别上涨6.79%/5.68%/3.57%。

图20: 6月1日-6月27日SW建筑装饰三级行业涨跌幅(单位: %)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032