

建筑装饰

稳增长主线延续，新能源建筑加速兑现

我们认为 Q2 是基建的政策密集期，进入 Q3 后基建相关政策出台力度或边际减弱，行业进入由政策落地带来的基本面兑现期，预计基建投资和企业报表仍然保持强劲，但 PE 端催化边际弱化。传统建筑股主要受政策及宏观环境带来的催化影响，建议持有基本面强劲的低估值品种；钢结构制造龙头股价主要跟随基本面变化，Q3 向上动力更强；建筑+经过估值消化后或进入合理位置，潜在行业催化值得重视。

基建政策密集期，下半年有望迎来政策兑现期。22 年以来，政策端多次强调“适度超前开展基础设施投资”、“发挥有效投资”，稳增长相关政策不断发力。Q1 处于基建发力的蜜月期，Q2 基建政策密集出台且数据端验证基建景气度，国常会决定新开工一批水利项目、发改委要求加快“十四五”规划 102 项重大工程进度、财政部要求 6 月末完成发行专项债，我们认为全年稳增长的基调并没有变，而近期的地产销售、居民消费出现低迷，也增加了疫情得到有效控制后加大基建投资的紧迫性。从政策倾向的领域来看，基建结构性特征愈加明显，重大水利、新能源基建（抽水蓄能、风光水电等）、交通相关项目成为发力主要方向，传统“铁公基”为主导的时代或已过去。展望 22Q3，基建相关政策出台力度或边际减弱，行业进入由政策落地带来的基本面兑现期，预计基建投资在低基数基础之上仍有望保持较高增长。

新能源行业未来一段时间保持较好成长性为市场共识，“建筑+新能源”或亦延续高景气。我们建议重点关注三个方向：1）建筑企业通过新能源投资挖掘第二成长曲线，重点关注中国电建、中国能建、粤水电。2）光伏建筑一体化蕴含的传统建筑企业二次成长机遇，重点关注江河集团、森特股份等。3）抽水蓄能工程推进继续提速。据 22/06 发布的《抽水蓄能产业发展报告（2021 年度）》，预计 22 年投产规模约 9GW，22 年底抽蓄电站总装机容量预计提升至约 45GW，同时核准规模预计将超过 50GW，抽蓄产业链景气度料有明显提升，建筑企业参与抽蓄工程为主，其中水利工程领域有明显优势的中国电建、中国能建预计更受益该市场变革。

行情回顾

上周建筑（中信）指数下跌 0.92%，沪深 300 指数下跌 0.85%，三级子板块中除专业工程上涨 1.36%录得正收益，其余子板块悉数下跌。个股中深城交（+16.36%）、北新路桥（+15.30%）、ST 花王（+13.61%）、华铁应急（+10.49%）、时空科技（+10.20%）涨幅居前。

投资建议

考虑到疫情反复、国际形势动荡等因素经济下行压力加大，稳增长有望成为贯穿全年的经济主线，利好低估值建筑蓝筹估值修复。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、四川路桥，“建筑+”进入基本面兑现期，推荐中国电建、森特股份、江河集团、鸿路钢构，同时建议关注粤水电、祁连山（中交设计重组）。

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、央企、国企改革提效进度不及预期。

证券研究报告

2022 年 07 月 10 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《建筑装饰-行业研究周报:H2 基建有望再发力，继续推荐稳增长和新能源建筑》 2022-07-03
- 2 《建筑装饰-行业研究周报:重点推荐 BIPV、抽水蓄能等新能源建筑》 2022-06-26
- 3 《建筑装饰-行业研究周报:基建如期发力，看好后续地产触底反弹》 2022-06-19

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2022/07/08	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021A	2022E	2023E	2020A	2021A	2022E	2023E
000498.SZ	山东路桥	10.03	买入	0.86	1.37	1.67	2.15	6.27	3.93	3.23	2.51
601668.SH	中国建筑	5.39	买入	1.07	1.23	1.34	1.52	5.04	4.38	4.02	3.55
601669.SH	中国电建	7.57	买入	0.52	0.56	0.72	0.82	14.56	13.52	10.51	9.23
002541.SZ	鸿路钢构	33.49	买入	1.16	1.67	2.03	2.52	28.87	20.05	16.50	13.29
601800.SH	中国交建	8.84	买入	1.00	1.11	1.28	1.44	8.84	7.96	6.91	6.14
601390.SH	中国中铁	6.28	买入	1.02	1.12	1.29	1.43	6.16	5.61	4.87	4.39
601186.SH	中国铁建	7.88	买入	1.65	1.82	2.14	2.51	4.78	4.33	3.68	3.14
600248.SH	陕西建工	5.22	买入	0.77	0.94	1.49	1.72	6.78	5.55	3.50	3.03
002140.SZ	东华科技	10.66	买入	0.36	0.46	0.55	0.66	29.61	23.17	19.38	16.15
002949.SZ	华阳国际	13.36	买入	0.88	0.54	1.28	1.59	15.18	24.74	10.44	8.40
300982.SZ	苏文电能	43.87	买入	1.69	2.15	2.75	3.45	25.96	20.40	15.95	12.72
601117.SH	中国化学	10.20	买入	0.60	0.76	0.99	1.29	17.00	13.42	10.30	7.91
601618.SH	中国中冶	3.49	买入	0.38	0.40	0.49	0.56	9.18	8.73	7.12	6.23
603098.SH	森特股份	34.02	增持	0.34	0.06	0.75	1.14	100.06	567.00	45.36	29.84
600496.SH	精工钢构	4.48	买入	0.32	0.34	0.43	0.53	14.00	13.18	10.42	8.45
601886.SH	江河集团	8.81	买入	0.82	-0.87	0.63	0.85	5.46	-5.15	7.11	5.27

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

注：苏文电能系与环保公用团队联合覆盖。

内容目录

1. 本周专题：稳增长主线延续，新能源建筑加速兑现	4
2. 行情回顾.....	4
3. 投资建议.....	5
4. 风险提示.....	5

图表目录

图 1：中信建筑三级子行业上周（0627-0701）涨跌幅	4
图 2：建筑个股涨幅前五	5
图 3：代表性央企&国企涨跌幅	5

1. 本周专题：稳增长主线延续，新能源建筑加速兑现

我们认为 Q2 是基建的政策密集期，进入 Q3 后基建相关政策出台力度或边际减弱，行业进入由政策落地带来的基本面兑现期，预计基建投资和企业报表仍然保持强劲，但 PE 端催化边际弱化。传统建筑股主要受政策及宏观环境带来的催化影响，建议持有基本面强劲的低估值品种；钢结构制造龙头股价主要跟随基本面变化，Q3 向上动力更强；建筑+经过估值消化后或进入合理位置，潜在行业催化值得重视。

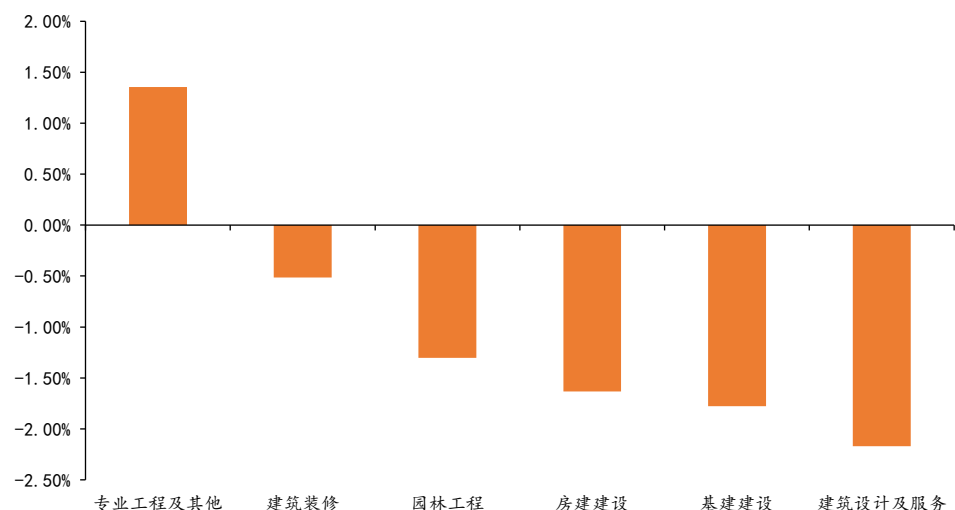
基建政策密集期，下半年有望迎来政策兑现期。进入 22 年以来，政策端多次强调“适度超前开展基础设施投资”、“发挥有效投资”，稳增长相关政策不断发力。Q1 处于基建发力的蜜月期，Q2 基建政策密集出台且数据端验证基建景气度，国常会决定新开工一批水利项目、发改委要求加快“十四五”规划 102 项重大工程进度、财政部要求 6 月末完成发行专项债，我们认为全年稳增长的基调并没有变，而近期的地产销售、居民消费出现低迷，也增加了疫情得到有效控制后加大基建投资力度的紧迫性。从政策倾向的领域来看，基建结构性特征愈加明显，重大水利、新能源基建（抽水蓄能、风光水电等）、交通相关项目成为发力主要方向，传统“铁公基”为主导的时代或已过去。展望 22Q3，基建相关政策出台力度或边际减弱，行业进入由政策落地带来的基本面兑现期，预计基建投资在低基数基础之上仍有望保持较高增长。

新能源行业未来一段时间保持较好成长性为市场共识，“建筑+新能源”或亦延续高景气。我们建议重点关注三个方向：1）建筑企业通过新能源投资挖掘第二成长曲线，重点关注中国电建、中国能建、粤水电。2）光伏建筑一体化蕴含的传统建筑企业二次成长机遇，重点关注江河集团、森特股份等。3）抽水蓄能工程推进继续提速。据 22/06 发布的《抽水蓄能产业发展报告（2021 年度）》，预计 22 年投产规模约 9GW，22 年底抽蓄电站总装机容量预计提升至约 45GW，同时核准规模预计将超过 50GW，抽蓄产业链景气度料有明显提升，建筑企业参与抽蓄工程为主，其中水利工程领域有明显优势的中国电建、中国能建预计更受益该市场变革。

2. 行情回顾

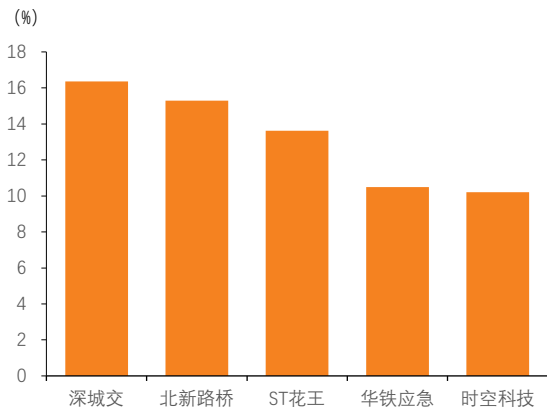
上周建筑（中信）指数下跌 0.92%，沪深 300 指数下跌 0.85%，三级子板块中除专业工程上涨 1.36%录得正收益，其余子板块悉数下跌。个股中深城交（+16.36%）、北新路桥（+15.30%）、ST 花王（+13.61%）、华铁应急（+10.49%）、时空科技（+10.20%）涨幅居前。

图 1：中信建筑三级子行业上周（0704-0708）涨跌幅



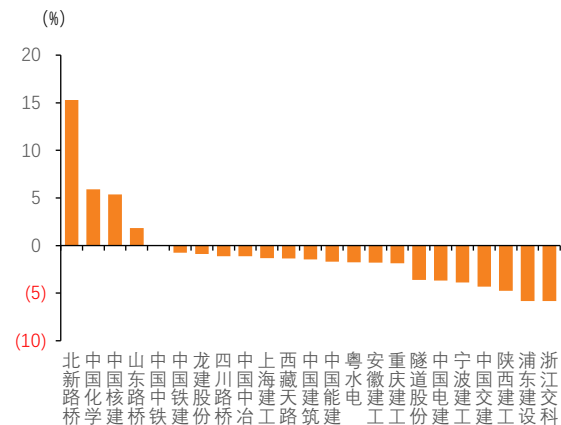
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：建筑个股涨幅前五



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：代表性央企&国企涨跌幅



资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 投资建议

我们建议继续从价值品种估值修复与“建筑+”龙头成长性两条主线布局建筑机会：

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

价值品种估值修复维度下，供给侧逻辑兑现，龙头市占率提升趋势强化，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。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、四川路桥，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、中国铁建等。

4. 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；

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com