

建筑装饰

建筑行业 2022 年中期策略：稳增长景气有望延续，新能源建筑加速兑现

H2 基建景气有望延续，继续看好新能源建筑和稳增长主线

22Q2 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，建议关注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 向上动力或更强；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，继续看好新能源建筑和稳增长投资主线。

“建筑+”进入基本面加速兑现期，看好业绩高成长

22H2，“建筑+新能源”有望进入实质性推进阶段，抽水蓄能、分布式光伏等新业务有望逐步展现订单和业绩的成长性，龙头公司的产业链地位也有望逐步验证。同时“建筑+化工”进入产能释放关键节点，相较于传统低毛利率的建筑施工业务，化工产品具备更好的利润弹性，有望为公司的业绩贡献增量。此外 2021 年装配式建筑在成本高企情况下，需求或受到阶段性影响，而在原材料成本大幅波动的阶段，龙头充分证明了自身的抗风险能力，随着原材料价格的企稳回落，装配式建筑和钢结构需求增速有望回升，钢结构龙头有望继续演绎产量和吨净利双升。

基建有望继续发力，政策催化期向基本面兑现期过渡

需求端，我们预计 2022 年广义/狭义基建增速分别为 7.34%/6.91%，重点看好水利工程、新能建基建、重点交通工程的投资力度和强度，22H2 基建增速在低基数的基础上仍具备较好的反弹基础，预计 22H1/H2 的狭义基建增速为 5.9%/7.8%，22H1/H2 的广义基建增速为 7.0%/7.6%，下半年基建景气有望延续；**供给端**，22H1 专项债密集发行，我们预计 8 月底前专项债资金仍将对基建的资金来源有所贡献，9 月后建议重点关注政府特殊金融工具（3000 亿金融债券）、政府性基金收入和支出结余（4000 亿）、土地出让、城投债净融资的边际变化；**竞争格局端**，订单及财报两维度已验证传统建筑龙头市占率的持续提升，在激励持续推进之下，龙头业绩成长性存预期差，2021 年以来建筑板块 ROE 已如期探底回升，后续持续上行动力仍然较强。我们预计 2022 年地方国企仍有望体现高业绩弹性。

投资建议：看好“建筑+”龙头成长性与价值品种估值修复

“建筑+”龙头中长期成长维度下，布局“新能源”、“化工”产业的企业逐步进入业绩兑现期，业绩有望高增长，此外，装配式建筑景气度有望回升，**推荐中国电建、鸿路钢构、森特股份、江河集团，关注粤水电等**。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、四川路桥等**，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，**推荐中国建筑、中国交建等**。

风险提示：基建&地产投资超预期下行；新能源&化工业务拓展不及预期；装配式龙头集中度提升不及预期；央企、国企改革提效进度不及预期，疫情反复风险。

证券研究报告

2022 年 07 月 12 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

武慧东

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521050002

wuhuidong@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：聚源数据

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 2022/7/8	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021A	2022E	2023E	2020A	2021A	2022E	2023E
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
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
601886.SH	江河集团	8.81	买入	0.82	-0.87	0.63	0.85	10.74	-10.13	13.98	10.36
000498.SZ	山东路桥	10.03	买入	0.86	1.37	1.67	2.15	11.66	7.32	6.01	4.67
600039.SH	四川路桥	10.72	买入	0.63	1.16	1.49	1.74	17.02	9.24	7.19	6.16
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
601800.SH	中国交建	8.84	买入	1.00	1.11	1.28	1.44	8.84	8.32	7.22	6.42
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
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
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

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS，22-23 年 EPS 均为天风证券预测

内容目录

1. 基本面及行情回顾.....	5
1.1. 年初以来基建基本面已在宏观层面得到验证	5
1.2. 建筑+新能源相关政策持续出台，基本面有所兑现.....	7
1.3. 受宏观环境与政策催化显著，稳增长板块年初以来收益较好.....	11
1.4. 建筑+表现回顾	13
2. 下半年展望.....	14
2.1. 基建由政策催化期向基本面兑现期过度，看好下半年基建继续发力	14
2.1.1. 需求端：景气有望延续，看好基本面兑现能力	14
2.1.2. 供给端：专项债额度发行完毕，关注增量资金的释放意愿和能力	18
2.1.3. 竞争格局：头部集中度趋势加强，ROE 加速改善	20
2.2. 建筑+新能源保持高景气.....	23
3. 投资建议.....	23
4. 风险提示.....	24

图表目录

图 1：建筑三大下游板块投资累计同比增速	5
图 2：基建细分子行业累计投资同比增速	5
图 3：近期建筑+新能源政策持续加码	7
图 4：企业视角，建筑+新能源逐步进入兑现期	8
图 5：分省市县已明确整县推进光伏情况（截止 22 年初）	11
图 6：2010 年以来 SW 建筑和沪深 300 涨跌幅和超额收益率	12
图 7：22 年来 SW 建筑、央企、地方国企和沪深 300 定基收益率	13
图 8：22 年来 SW 建筑、央企和地方国企相对沪深 300 超额收益率	13
图 9：22 年以来基建央企个股的区间涨跌幅（21.12.31-22.6.29）	13
图 10：22 年以来地方国企个股的区间涨跌幅（21.12.31-22.6.29）	13
图 11：建筑+新能源 22 年初以来股价表现情况	14
图 12：建筑+实业 22 年初以来股价表现情况	14
图 13：2022 年单月狭义基建增速预测（单位：%）	17
图 14：2022 年单月广义基建增速预测（单位：%）	17
图 15：各省重大项目投资汇总	18
图 16：2016-2022 年全国新增专项债额度（单位：亿元）	18
图 17：2021 和 2022 年地方专项债单月发行额度（单位：亿元）	19
图 18：2022 年以来分省份专项债发行额度（单位：亿元）	19
图 19：营收口径八大建筑央企市占率测算	20
图 20：新签订单口径八大建筑央企市占率测算	20
图 21：建筑央企应收+存货周转天数和净现比	21
图 22：建筑央企资产负债率情况	21
图 23：建筑行业 ROE 趋势	21

图 24：建筑央企 ROE 趋势	21
图 25：中国化学己二腈生产技术自主研发历程	22
表 1：四大建筑央企订单增速情况（%）	6
表 2：中国中铁基建订单拆解	6
表 3：地方国企订单增速情况	6
表 4：2022 年基建稳增长相关政策陆续出台	15
表 5：2022 年基建投资分行业预测表（亿元）	16
表 6：代表性建筑央企、国企产业资本增持或合作方案	22

1. 基本面及行情回顾

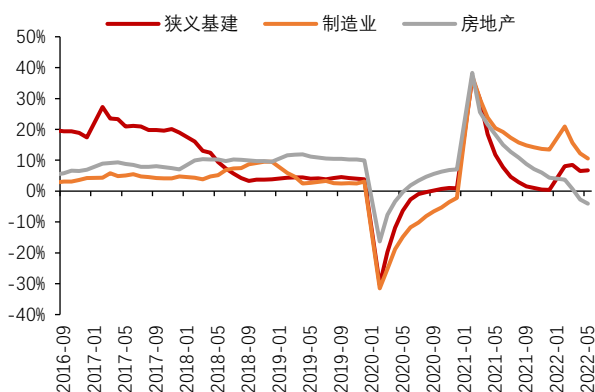
1.1. 年初以来基建基本面已在宏观微观层面得到验证

宏观两维度基建景气度验证此前观点。我们曾在 2022 年建筑年度策略《“建筑+”兑现，ROE 及市占率加速提升》中判断，展望 2022 年，实际需求驱动 22H1 基建景气度较好，21Q4 专项债发行加速叠加提前批次下达，有望带动 22Q1 基建景气度环比改善，低基数或推动基建景气延续至 22Q3，实际需求或成为贯穿十四五的发展主线，结构化和区域化特征显著，传统低估值龙头在集中度提升、国企改革加速推进、商业模式改善等因素带动下，ROE 如期进入上行通道，价值属性或持续增强。“建筑+”经过前期估值催化，2022 年有望进入基本面兑现期，布局“新能源”、“化工”产业链的龙头业绩有望高增长，产业链话语权有望进一步强化。总体来看，年初至今，基建基本面在宏观投资数据和微观央企订单层面均得以验证，符合我们此前对于 22H1 基建景气度高于下半年的判断。

宏观层面，5 月基建如期发力，Q2 基建景气度维持高位。22 年 1-5 月狭义基建/广义基建同比分别+6.7%/+8.2%，5 月单月狭义基建/广义基建同比分别+7.2%/+7.9%（增速环比+4.3/+3.6pct），基建如期发力，单月实现 7%以上增速，符合我们的前期判断。近期财政部要求 6 月底基本完成年内专项债发行并尽快投入使用，国常会部署调增政策性银行 8000 亿元信贷额度支持重大基建项目，资金端受到充分呵护，我们预计 6 月基建景气度仍有望延续。

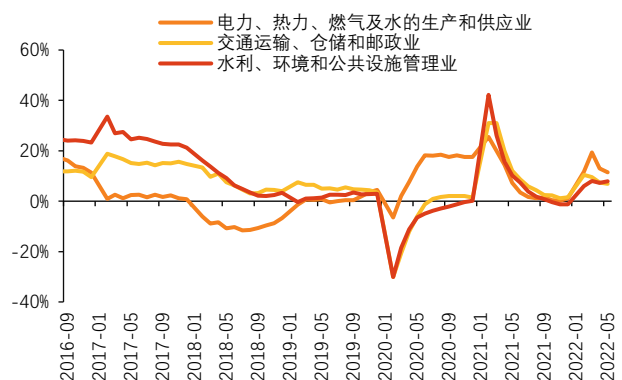
基建结构性行情显著。1-5 月交通仓储邮政投资同比+6.9%，单月同比+5.5%（增速环比+1.8pct），其中铁路运输投资同比-3%，单月同比+9.3%（增速环比+27.8pct），道路运输投资同比-0.3%，单月同比-2.2%（增速环比+3.5pct）。1-5 月水电燃热投资同比+11.5%，单月同比+7.8%（增速环比+5.5pct）。1-5 月水利环境公共设施投资同比+7.9%，单月同比+9.6%（增速环比+3.9pct），其中水利投资同比+11.8%，单月同比+11.3%（增速环比+5.1pct），水利投资有望进一步加码，公共设施管理投资同比+7.9%，单月同比+9.9%（增速环比+4.6pct）。从基建发力的方向来看，基建结构性特征愈加明显，重大水利、新能源（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。

图 1：建筑三大下游板块投资累计同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：基建细分子行业累计投资同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

微观层面，基建产业链订单超预期增长，验证景气度回升逻辑。此前，我们认为在专项债提速、财政前置和重大项目储备充分前提下，基建增速有望显著改善，22 年掣肘基建投资的资金、土地和项目因素均有明显缓解，基建迎来良好的基本面兑现期，从当前主要基建产业链的地方国企和央企的订单情况来看，均大幅好于预期，验证我们此前的 22H1 基建景气度高企的观点。

从央企的订单来看，行业景气上行、央企市占率提升趋势明显。中国化学 22Q1 订单增速同比+90%，3 月单月新签订单同比+98%，在 21Q1 不低的基数上，订单仍保持较高增速，中国中铁 22Q1 新签订单同比+84%，中国中冶和中国电建由于 21Q1 基数较高，但 22Q1 订单同比增速仍有 14%、7%；此外，22Q1 中国化学实现收入 355 亿元，同比+41%，收入

也延续高增趋势。

表 1：四大建筑央企订单增速情况（%）

建筑央企	20FY	21Q1	21H1	21Q1-3	21FY	22Q1
中国中铁	20	-2	19	8	4	84
中国化学	11	20	45	17	7	90
中国中冶	29	61	32	25	18	14
中国电建	32	56	14	4	16	7

资料来源：公司公告，天风证券研究所

中国中铁基建订单具有重要的信号意义。我们详细拆解了中国中铁 22Q1 的订单，基建订单同比+94.1%，细分板块中公路、市政及其他订单增速均超过 100%，传统铁路订单增速仅为 8.0%，体现出 Q1 基建稳增长发力的强度，而同时从公司披露的重大项目来看，Q1 重大项目合计近 1800 亿元，稳增长政策下政府以有效需求驱动实际投资，同时订单大幅增长也体现了行业集中度的提升及公司竞争优势的凸显。

表 2：中国中铁基建订单拆解

时间	新签合同 (亿元)	同比	基建订单 (亿元)	同比	细分：铁路 订单(亿元)	同比	细分：公路订 单(亿元)	同比	细分：市政及其 他订单(亿元)	同比
19Q1	3133	21.3%	2706	3.7%	518	-2.3%	420	7.6%	1768	4.7%
19H1	7013	13.0%	5979	13.5%	1009	13.4%	894	-4.6%	4076	18.5%
19Q1-3	10897	5.9%	9082	17.9%	1490	11.0%	1216	-13.5%	6376	28.8%
19FY	21649	8.7%	17946	25.1%	3112	22.5%	3091	2.5%	11743	33.6%
20Q1	3376	0.3%	3022	11.7%	565	9.1%	736	75.3%	1721	-2.7%
20H1	8703	10.5%	7587	26.9%	1233	22.3%	1157	29.4%	5196	27.5%
20Q1-3	13542	14.5%	11384	25.4%	1847	24.0%	2019	66.0%	7518	17.9%
20FY	26057	27.9%	21829	21.6%	3554	14.2%	4098	32.6%	14178	20.7%
21Q1	3292	-2.5%	2800	-7.3%	527	-6.7%	343	-53.4%	1930	12.2%
21H1	10337	18.8%	9101	20.0%	1197	-2.9%	1136	-1.9%	6768	30.3%
21Q1-3	14664	8.3%	12688	11.5%	2068	12.0%	1591	-21.2%	9029	20.1%
21FY	27293	4.7%	24167	10.7%	4336	22.0%	2953	-27.9%	16879	19.0%
22Q1	6057	84.0%	5435	94.1%	569	8.0%	849	147.4%	4017	108.1%
两年复 合增速		33.9%		34.1%		0.4%		7.4%		52.8%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从地方国企的订单来看，地方基建的弹性更强。我们从安徽建工、北新路桥、龙建股份、浦东建设和四川路桥的订单来看，订单增速维度地方国企弹性更强，22Q1 安徽建工订单同比+85%，北新路桥、龙建股份同比增速超 300%，浦东建设订单增速近 50%，表明地方基建复工热情较高，2022 年为助力稳增长实现经济开门红，各省提前进行重大项目集中开工，元旦后山东、安徽、江苏、江西、湖南等省便开始推进重大项目集中开工，从而实现稳字当头、稳中求进，发挥投资的关键作用。

表 3：地方国企订单增速情况（%）

地方国企	20FY	21Q1	21H1	21Q1-3	21FY	22Q1
安徽建工	19	119	21	25	21	85
北新路桥	471	64	173	104	237	354
龙建股份	-3	-79	35	23	-10	380
浦东建设	35	-29	37	72	24	49
四川路桥	-28	89	212	107	153	29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

疫情边际减弱，关注 Q3 复工复产发力的进度和强度。随着疫情逐步减弱，5 月 29 日上海发布《上海市加快经济恢复和重振行动方案》，提出逐步推动零售、金融、交通物流、房地产、建筑等行业复工达产，6 月 2 日北京市人民政府印发《北京市统筹疫情防控和稳定经济增长的实施方案》，积极稳妥有序推进复工复产，坚持“动态清零”总方针，分区分级实施社会面防控措施，6 月 2 日，中国电建在京召开上半年提质增效稳增长工作专题会议，会议提出抢抓党中央部署系列稳增长政策的重要窗口期，加快出台稳增长工作措施，开足马力拼出“红六月”，全力稳经营、挖潜能、提质量、增效益，确保二季度工作圆满收官，总体来看疫情影响逐步减弱，建筑企业逐步迎来复工的高峰期，而 Q3 仍有望加速弥补此前停工停产的进度，预计仍处于加速赶工期，预计建筑龙头公司有望保持较好的订单和业绩稳定性。

1.2. 建筑+新能源相关政策持续出台，基本面有所兑现

建筑业碳减排大有可为，政策持续加码，“建筑+新能源”为行业变革重要趋势。建筑业是“耗能大户”之一，建筑部门碳减排是支撑我国实现“双碳”目标的关键抓手之一。我们认为建筑部门碳减排途径大体可分为：a) 能效加速，即提升建筑能源利用效率，如使用更优质的建筑保温材料、多层玻璃等；b) 建筑产能，如布局屋顶分布式光伏（如 BIPV）等；c) 建筑电气化和电力脱碳，推动建筑电气化，提升建筑用电与电网的互动能力；d) 负碳技术运用，如加大小区绿化和城市绿地面积。其中“建筑产能”是其中核心选项。政策亦稳步加码，如 2021/10 国务院发布的《2030 年前碳达峰行动方案》强调到 2025 年，新建公共建筑、新建厂房屋顶光伏覆盖率力争达到 50%。2021/09 住建部发布的《建筑节能与可再生能源利用规范》（2022/04 起实施，为强制规范）明确新建建筑应安装太阳能系统、既有建筑增设或改造太阳能系统。建筑+新能源已成为建筑业未来发展重要趋势。

图 3：近期建筑+新能源政策持续加码

文件名称	时间	部门	主要内容
《关于加强县城绿色低碳建设的意见》	2021.05	住建部等 15 部门	通过提升新建厂房、公共建筑等屋顶光伏比例和实施光伏建筑一体化开发等方式，构件县城绿色低碳能源体系，推广分布式风电、分布式光伏、智能光伏等清洁能源应用
《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发时点方案的通知》	2021.06	国家能源局综合司	项目试点县（市、区）要具备丰富的屋顶资源、有较好的消纳能力， <u>党政机关建筑屋顶总面积光伏可安装比例不低于 50%，学校、医院等不低于 40%，商业集群屋顶安装光伏比例比地 30%，农村居民屋顶不低于 20%。</u>
《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035 年）》	2021.09	国家能源局	要求加快抽水蓄能电站核准建设，各省（区、市）能源主管部门根据中长期规划，结合本地区实际情况，统筹电力系统需求、新能源发展等，按照能核尽核、能开尽开的原则，在规划重点实施项目库内核准建设抽水蓄能电站。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。
《建筑节能与可再生能源利用通用规范》	2021.09	住建部	本规范为 强制性工程建设规范，自 2022 年 4 月 1 日起实施 。本规范明确 新建建筑应安装太阳能系统、既有建筑增设或改造太阳能系统 。太阳能热利用系统中的太阳能集热器设计使用寿命应高于 15 年。太阳能光伏发电系统中的光伏组件设计使用寿命应高于 25 年。
《关于公布整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点名单的通知》	2021.09	国家能源局	公布了全国 676 个整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点名单。将依托可再生能源发电项目开发按调度机制，对试点地区各类屋顶分布式光伏发电项目备案、开工、建设和并网情况等进行全过程监测，按季度公布相关信息。国家能源局将于每年一季度对上年度各试点地区的开发进度、新能源消纳利用、模式创新以及合规情况等进行评估并予公布。
《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》	2021.10	中办、国办	明确 25 年/30 年/60 年能源结构目标（非化石能源占比分别达到 ~20%/~25%/80%+）， <u>路径角度，前期更加聚焦单位产值能耗、CO2 排放、森林覆盖率及蓄积量、风电/光伏装机容量等量化指标。</u>
《2030 年前碳达峰行动方案》	2021.10	国务院	明确碳达峰“十大行动”，包括 a) 能源结构调整，清洁能源是重要抓手（新能源大力发展、水电积极推进、核电有序发展），同时明确要加快建设新型电力系统（抽水蓄能、新能源+储能、一体化+多能互补等）；b) 实施节能降碳重点工程（推动建材等行业开展节能降碳改造）， <u>推动建材行业碳达峰（水泥</u>

			错峰生产常态化/缩短水泥熟料装置运转时间等、电力天然气在建材企业能源来源占比提升等)，并坚决遏制“两高”项目盲目发展；c) 建筑能效水平提升，推广节能绿色建筑，优化建筑用能结构。其中重点明确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、逐步开展公共建筑能耗限额管理/25年城镇新建建筑全面执行绿色建筑标准、推广光伏发电与建筑一体化应用/25年新建公共机构建筑/厂房屋顶光伏覆盖率力争50%。
《深入开展公共机构绿色低碳引领行动促进碳达峰实施方案》	2021.11	发改委等4部委	到25年公共机构新建建筑可安装光伏屋顶面积力争实现覆盖率达到50%。
《十四五绿色建筑节能规划》	2022.03	住建部	十四五期间四线居住建筑改造超1亿平米、公共建筑改造超2.5亿平米；同时新增住宅及公共建筑光伏装机超5GW
《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》	2022.05	发改委、国家能源局	推动太阳能与建筑深度融合。完善光伏建筑一体化应用技术体系，壮大光伏电力生产型消费群体。到25年，公共机构新建建筑屋顶光伏覆盖率力争达到50%。
《支持绿色发展税费政策优惠指引》	2022.06	国税局	对分布式光伏发电自发自用电量免收国家重大水利工程见色号基金、免收可再生能源电价附加、免收大中型水库移民后期扶持基金、免收农网还贷资金。
《“十四五”可再生能源发展规划》	2022.06	发改委等多部委	“十四五”期间，新建工业园区、新增大型公共建筑分布是光伏安装率达50%以上。

资料来源：中国政府网等，天风证券研究所

建筑企业在“建筑+新能源”产业趋势背景下亦有积极进展（光伏建筑、新能源工程及投资）。对于建筑企业，“双碳”背景下，其扮演的角色绝不仅仅限于建筑部门，大体而言，主要聚焦两方面：1）针对建筑部门，承担新建筑设计/施工等工作（如BIPV等），如分布式光伏屋顶（代表上市公司包括森特股份、东南网架等）、光伏幕墙（代表上市公司包括江河集团等）等，我们注意到江河集团、森特股份等22h1均有大额新签的光伏建筑订单，精工钢构、杭萧钢构等亦有积极进展。2）承担能源供给端新能源（光伏、风电、水电、抽水蓄能等）设计/建设等任务，如中国电建、粤水电等已承担较多新能源项目工程环节；同时亦有企业参与布局新能源资产运营，如中国电建、中国能建、粤水电等已有较大体量新能源项目投资（以及在投及拟投）。

图4：企业视角，建筑+新能源逐步进入兑现期

公司名称	事项	时间	细节
江河集团	投资项目，300MW光伏建筑一体化异型光伏组件柔性生产基地项目	2022/5/11	通过全资子公司北京江河智慧光伏建筑有限公司（下称“江河光伏建筑”）在湖北省浠水县投资建设300MW光伏建筑一体化异型光伏组件柔性生产基地项目。预计合计投资额度5亿元，其中固定资产支出2.3亿。预计项目开始逐步投产
	新签订单，台泥杭州环保科技总部（萧政储出（2019）14号地块幕墙工程）	2022/3/17	项目金额2.56亿，预计工期426天。以办公为主的商业综合体，建筑高度209.85米，幕墙总面积约为10.39万平方米。公司负责该项目的玻璃幕墙、石材幕墙及碲化镉光伏幕墙一体化施工。
	新签订单，北京工人体育场改造重建政府和社会资本合作（PPP）项目屋面工程	2022/2/8	项目金额2.78亿，预计工期120天。施工范围包括屋面结构、屋面专项工艺设计、屋面光伏发电等工程内容，该项目幕墙总面积约为6.58万平方米。
森特股份	整合事项，收购隆基绿能光伏工程有限公司100%股权	2022/4/27	本次工商登记变更完成后，公司直接持有光伏工程100%的股权，光伏工程为公司100%持股的全资子公司，纳入公司合并报表。
	新签订单，山东重工集团权属公司屋面分布式光伏发电项目	2022/3/7	项目金额8.0亿，预计工期150天。
精工钢构	战略合作，与江苏天合签署战略合作协议	2022/5/30	甲方为“精工钢构”，乙方为“江苏天合”，甲乙双方共同推广天能瓦BIPV光伏分布式电站业务，甲方负责钢结构包括天能瓦（彩钢板）体系的实施，乙方负责分布式光伏电站系统的实施。按具体项目的合同条款各自享有权利和承担义务。同时乙方在项目合作时给予甲方技术、商务合作等支持。战略合作协议有效期5年。合作期间，甲乙双方共同展开技术研发工作，技术成果双方共享。合作期间同等条件下，甲乙双方优先选取对方深度合作。双方战略合作期间计划实现光伏系统500MW销售规模，2022年度计划实现100MW销售规模。

	战略合作，与东方日升绿电签署的战略合作协议	2022/3/29	甲方为“东方日升绿电”，乙方为“精工钢构”，双方拟在 BIPV 产品的研发、产品采购、业务合作及推广等领域上展开合作。协议有效期至 2032/12/31。甲方利用自身在光伏发电领域的优势，乙方利用自身在建筑围护系统领域的优势，根据市场的需求联合研发升级 BIPV 产品功能性、经济性、实用性。 双方共同开发 BIPV 屋顶产品，注册名称为“精昇”的商品商标。双方对“精昇”商品商标的所有权和使用权各 50%，乙方属于该品牌产品的唯一销售商，甲方为该品牌相关产品的唯一供应商。 双方在同等待条件下优先支持各方除上述合作内容之外的其他业务发展。
	设立子公司精工绿电光能科技有限公司	2022/3/17	由公司控股，下属所控制的精工工业、美建建筑、上海精锐等公司进行参股的方式共同设立。该公司将专门负责分布式光伏的 EPC 业务。该子公司将成为公司专业提供分布式光伏电站建设的主体，成为公司为客户提供绿色低碳建筑的重要组成部分，有利于进一步完善公司在绿色建筑方面的产业布局。
	合特光电投资建设的年产 100 万平方 BIPV 组件的智能生产线投产	2021/11/5	合特光电本次投产的智能生产线，位于杭萧钢构产业园内，生产产品可涵盖光伏发电瓦、光伏彩色幕墙、光伏发电砖、轻质化柔性组件等多种 BIPV 组件。
	杭萧钢构与国电电力发展有限公司签订战略合作协议《关于光伏电站项目战略合作框架协议》	2021/11/4	双方将重点围绕杭萧及其战略合作参股公司已有和新建生产基地厂房屋顶资源,大力推广绿色节能建筑和光伏建筑一体化技术应用,共同合作开发建设大型分布式光伏电站项目。双方控股子公司浙江合特光电有限公司、国电宁波风电开发有限公司，将共同完成双方合作的电站项目的落地工作。
杭萧钢构	与张群芳、合特光电签订《增资扩股协议》	2021/7/16	本次增资扩股完成后，合特光电注册资本增至 6862 万元，公司将持有合特光电 51% 的股权，张群芳将持有合特光电 49% 的股权。合特光电将成为公司合并报表范围内的控股子公司。为实现 BIPV（光伏建筑一体化）项目产业化，公司有权在本次增资扩股完成后，设立 BIPV 子公司，拟注册资金 2 亿元，公司持有 BIPV 子公司 80% 股份，合特光电持有 20% 股份。
	投资项目，全资子公司新疆粤水电签订新疆阿瓦提县 200 万千瓦“光伏+”示范园区项目框架协议	2022/5/30	阿瓦提县人民政府同意新疆粤水电在阿瓦提县境内投资建设 200 万千瓦光伏电站、配套储能、升压站等设施设备，结合光伏建设开展治沙、农业、科创、旅游等项目。项目预计投资约 100 亿，2022-2025 年分期建设，拟选址于阿瓦提县新型光伏产业园，计划用地约 6.6 万亩。
	拟投资项目，巴楚县 2021-2022 年新增保障性光伏并网发电项目	2022/4/28	公司为新疆维吾尔自治区喀什地区巴楚县 2021-2022 年新增 10 万千瓦保障性光伏并网发电项目业主单位。根据招标文件，该项目为装机 10 万千瓦的地面集中式光伏发电项目，配套光伏储能设施不低于单体装机规模的 15%、充电小时数不低于 2 小时。公司将做好项目的可行性研究，在履行公司审批程序后进行投资建设，并履行相应的信息披露义务。
	投资项目，广东遂溪县官田水库二期 50MW 光伏发电项目	2022/3/30	项目预计投资 2.28 亿，建设周期 180 天。预计该项目全部投资财务内部收益率为 7.26%（税后），资本金内部收益率为 11.7%（税后），投资回收期为 11.54 年。
	拟投资项目，全资子公司新疆粤水电能源与贵州省毕节市威宁彝族回族苗族自治县人民政府在威宁彝族回族苗族自治县签订《威宁县新能源发电项目开发框架协议书》	2022/3/17	威宁县人民政府同意新疆粤水电在威宁县境内投资建设总装机 105 万千瓦的新能源发电项目;其中分布式光伏项目拟建设规模约 5 万千瓦，集中式光伏发电项目 80 万千瓦（光伏+农业、养殖业、制氢、储能等），风力发电项目 20 万千瓦；项目总投资预计 63 亿元。
	新签订单，广东省湛江市徐闻县华德力新能源 300MW 农光互补光伏电站 EPC 总承包	2022/3/15	合同金额 12.9 亿，工期 365 天。该项目主要建设内容为湛江市徐闻县华德力新能源 300MW 农光互补光伏电站 EPC 总承包（包括设计、设备的供货及监造、催交、运输、保险、接车、卸车、仓储保管、光伏电站建筑及安装工程、新建 110kV 升压站（暂定以电网批复为准）、35kV 集电线路建筑安装工程、场内道路、调试等），桩基行距及光伏板最低点距地面净高满足广东省农光互补要求。
粤水电	拟投资项目，新疆维吾尔自治区阿克苏地区 2021 年第二批光伏发电项目（乌什县一标段）	2022/2/17	该项目装机容量为 10 万千瓦，每个标段光伏发电项目按不低于 15% 的装机比例配置储能规模,且额定功率下的储能时长不低于 3 小时配置。公司将做好项目的可行性研究，在履行公司审批程序后进行投资建设，并履行相应的信息披露义务。

	战略合作，公司与内蒙古自治区乌海市人民政府、江苏兴邦能源科技有限公司签订《战略合作框架协议》	2022/2/16	拟设立1个国际院士未来零碳氢能科创中心。建设2个碳中和氢能产业园（风光绿氢制储运加产业园和氢燃料电池发动机及其核心部件产业园）。打造上中下游3个产业集群。上游风光发电、绿氢制储运加；中游燃料电池发动机及其核心部件研发生产制造；下游绿氢及其燃料电池在交通运输、建筑、公用设施、军事、船舶及航空航天领域的应用。兴邦科技将联合国开发计划署（UNDP）、全球环境基金、中国科技部共同执行的“促进中国燃料电池汽车商业化发展项目”的实践成果和经验引入乌海市。 乌海市人民政府、兴邦科技和公司各方联合引进央企、地方国企、金融机构与社会资本，共同设立氢能绿色金融服务平台，规划投资20亿元完善氢能产业金融服务体系。
	拟投资项目，东南粤水电投资公司与湖南省郴州市安仁县平背乡人民政府签订《战略合作框架协议》	2022/2/10	平背乡人民政府同意东南粤水电投资有限公司在安仁县平背乡投资建设光伏+农业综合开发项目；项目规划用地面积1500亩，具体建设内容为在自建食用菌大棚上发展光伏等新能源产业，预计装机100MW，规划总投资4亿。
	拟投资项目，与广东省珠海市富山工业园管理委员会签订《富山工业园源网荷储一体化综合能源管理项目投资框架协议》	2021/11/19	富山管委会同意公司在富山工业园区内投资建设源网荷储一体化综合能源管理项目，具体建设内容为分布式光伏项目、储能项目、综合能源管理中心、智慧停车场等项目。项目规划总投资41.5亿。
	拟投资项目，东南粤水电投资公司与湖南省邵阳市大祥区人民政府签订《光伏发电开发建设招商框架协议书》	2021/11/10	大祥区人民政府同意东南粤水电在邵阳市大祥区罗市镇投资建设500MW光伏发电基地。项目规划总投资20亿。
	拟投资项目，东南粤水电投资公司与河南省信阳市罗山县人民政府签订《罗山县子路镇东南粤水电150MW农光复合光伏能源基地项目投资框架协议》	2021/9/11	罗山县人民政府同意东南粤水电在罗山县子路镇及周边区域投资建设150MW农光复合光伏能源基地项目。项目规划总投资6亿。
	拟投资项目，东南粤水电投资有限公司与湖南省益阳市安化县人民政府签订《安化县粤水电大福镇300MW林光互补光伏发电项目战略合作框架协议》	2021/7/10	安化县人民政府同意东南粤水电在安化县投资开发300MW林光互补光伏发电项目。项目规划总投资12.86亿。
	拟投资项目，安化县人民政府同意东南粤水电在安化县投资开发300MW林光互补光伏发电项目	2021/5/13	鸭河工区管委会同意东南粤水电在鸭河工区境内投资开发500MW集中式农光互补光伏发电项目（具体开发规模以河南省能源规划和最终申报指标为准）。项目规划总投资25亿。
	拟投资项目，新疆粤水电能源与新疆维吾尔自治区洛浦县人民政府签订《洛浦县新能源发电项目框架协议书》	2021/3/25	新疆洛浦县人民政府同意新疆粤水电在新疆洛浦县规划光伏区域内开发光储一体化项目，装机容量平价1500MW，用地面积5万亩。项目规划总投资60亿。
	拟投资项目，新疆粤水电能源与新疆生产建设兵团第十二师221团签订《新疆生产建设兵团第十二师221团光伏发电项目合作开发框架协议》	2021/3/6	十二师221团同意新疆粤水电在十二师221团水管所及四连辖区内投资建设700MW光伏发电项目，项目总用地约16000亩。项目规划总投资25亿。
	拟投资项目，签署渭南市华州区屋顶光伏发电项目投资开发合作协议	2021/11/15	项目选址位于华州区内，拟在党政机关建筑屋顶、学校、医院、村委会等公共建筑屋顶、工商业厂房屋顶、小区及农村居民屋顶建设200MW兆瓦光伏发电项目。项目预计2023年12月底之前建成并网，项目规划总投资10亿。
龙元建设	战略合作协议，与淮南市谢家集区人民政府签署光伏新能源投资开发战略协议	2021/11/15	甲方为“淮南市谢家集区人民政府”，乙方为“龙元建设”与“江苏天合”，甲方同意乙方在符合规划条件的区辖境内投资开发光伏新能源项目，资源包括但不限于：党政机关、学校、医院、场馆、村委会等公共建筑屋顶，工商业厂房屋顶，居民屋顶，水面、荒草地及其它具备投资建设条件的地面等。项目规划总投资10亿。

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

整县推进发展如火如荼，机遇与挑战并存。整县推进是“建筑+新能源”中重要抓手，推进效果较为明显。据国家能源局，21年我国分布式光伏装机容量达1.08亿kW，约占全部光伏发电并网装机容量的三分之一。2021/06/20国家能源局下发文件正式启动分布式整县推进工作；21/09正式确定676个整县推进的试点名单，县域分布式资源成为“兵家必争之地”。据黑鹰光伏，从整县推进试点县市明确至22年初，不少省市已明确规模情况，整体确定规模已超过70GW。同时我们也注意到，整县推进模式亦有一定挑战需要面对，包括如何平衡市场化与“垄断”、“一刀切”；分布式电站系统安全保障机制；户用屋顶利用率偏低；分布式电站建设质量问题；如何集中统筹与管理分布式电站资产等。

图 5：分省市县已明确整县推进光伏情况（截止 22 年初）

省（区、市）	开发规模	开发商
山东	约 36,820	n/a
浙江	3,000+	n/a
河南	约 15,000	n/a
山西	1,100	n/a
甘肃	3,000	n/a
陕西	4,200	n/a
福建：福安市	200	时代永福科技
福建：蒲城县	300	华能集团
广西：平南县	2,200	国家能源集团
湖北：宜昌猇亭区	100	华润电力（宜昌）有限公司 国网综能服务集团、湖北综合能源公司、湖北宜昌供电公司
湖北：秭归县	50	n/a
湖北：赤壁市	154	n/a
湖北：嘉鱼县	111	n/a
湖北：通城县	80	n/a
湖南：岳塘区	130	大唐华银电力
湖南：祁阳市	770	国家能源集团、正泰安能
吉林：汪清县	500	国家电投
江苏：盐城市大丰区	161.6	n/a
江苏：南通市通州区	223.5	n/a
江西：浮梁县	550	国家能源集团
辽宁：本溪县	50	中利集团
内蒙古：宁城县	76.354	n/a
内蒙古：科尔沁区	603.238	n/a
宁夏：石嘴山惠农区	400	
陕西：城固县	200	
四川：旺苍县	42.98	
云南：景洪市	245	国电电力
重庆：潼南区	170	
重庆：垫江	110	
重庆：彭水	300	
河北：渤海新区南大港产业园区	150	中国华电集团河北华润能源
合计	约 70,798	

注：开发规模单位为 MW；

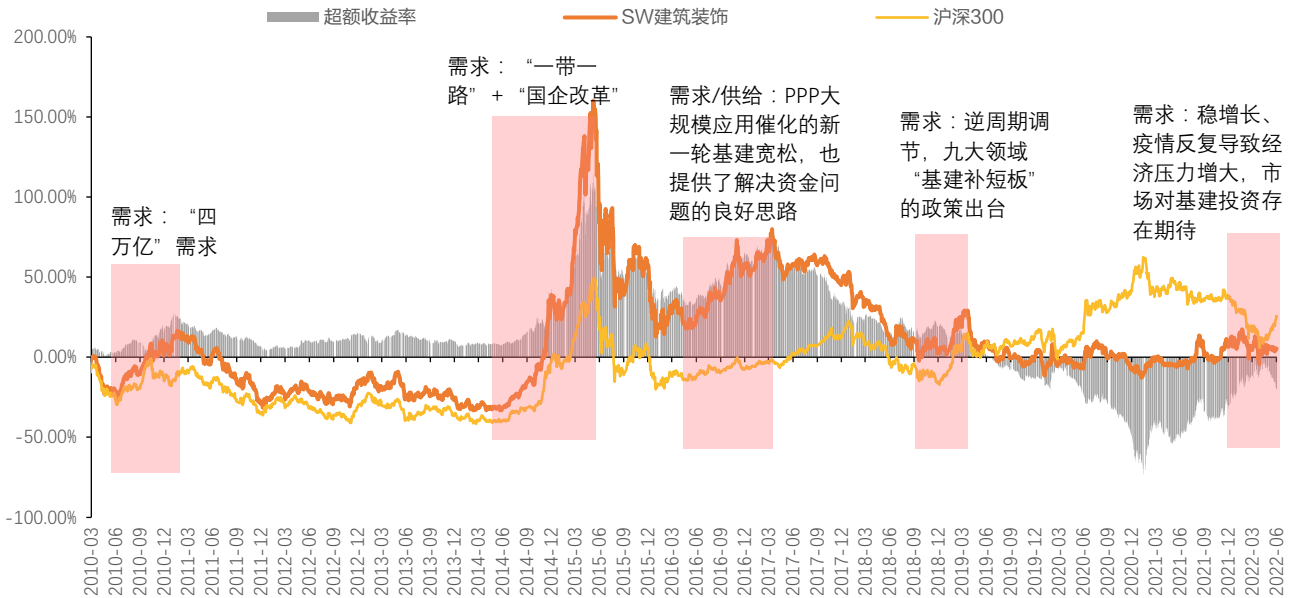
资料来源：黑鹰光伏，北极星太阳能，天风证券研究所

1.3. 受宏观环境与政策催化显著，稳增长板块年初以来收益较好

复盘几轮建筑行情，宏观环境和政策催化通常是造就建筑主要行情的原因。回顾过往十年，建筑行业主要有两波大的行情，分别为：1）2014 年 8 月-2015 年 6 月期间，SW 建筑板块相对于沪深 300 的超额收益最高达到 114%；2）2016 年 6 月-2017 年 4 月，SW 建筑板块录得 82% 的最高超额收益，对比前两波行情 SW 建筑指数明显跑赢沪深 300 指数，我们认为宽松货币环境对基本面改善的促进、国企改革及一带一路的主题催化、以及建筑相对较低的估值水平是三个重要因素。

2022 年稳增长行情弱于过往，但个股表现更为强劲。进入 2022 年，经济下行压力加大、叠加疫情反复，市场对于基建投资托底经济存在期待，同时 22Q1 经济稳增长需求强于过去 5 年，在专项债提速、财政前置和重大项目储备充分前提下，基建增速环比显著改善，建筑板块表现较好，其中以建筑央企和地方国企为主的稳增长板块具备良好的受益，但总体来看，2022 年建筑行情弱于此前三波稳增长行情，建筑板块整体也没有表现出相对沪深 300 更高的超额收益，我们认为与此前三波行情中基建增速不及预期以及市场对于中长期基建空间的增长存在担忧有关，随着市场对于基建托底经济的预期逐渐理性化和合理化，在 β 行情的情绪催化下，市场更看重基本面表现好、中长期逻辑更顺的有 α 的个股，因此行情方面也呈现出结构性特征。

图 6：2010 年以来 SW 建筑和沪深 300 涨跌幅和超额收益率

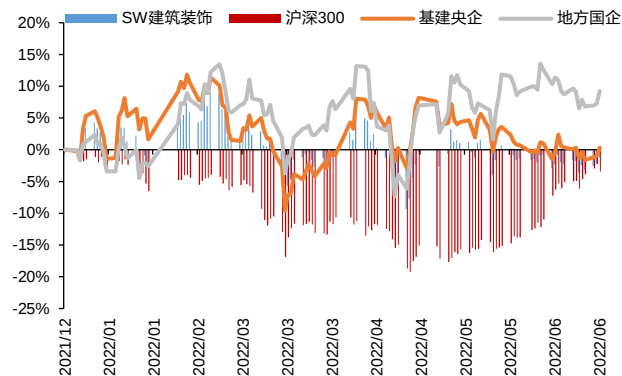


资料来源：Wind，天风证券研究所

具体地，我们选取基建链条上的九大建筑央企和十四家地方国企作为稳增长板块的研究对象，从而具体研究稳增长板块在 2022 年以来的行情表现。2022 年以来，建筑板块表现出相较于沪深 300 较好的超额收益率，而作为基建链条上的建筑央企和地方国企表现出更高的超额收益。总体来看，本轮基建稳增长或更注重结构性发力，虽然基建总量弹性不大，但保障房、水利管网等子行业景气度有望受到明显提振，从开年以来行情来看，市场亦更加注重细分子行业的结构性机会，具体地，稳增长的行情可分为三个阶段：

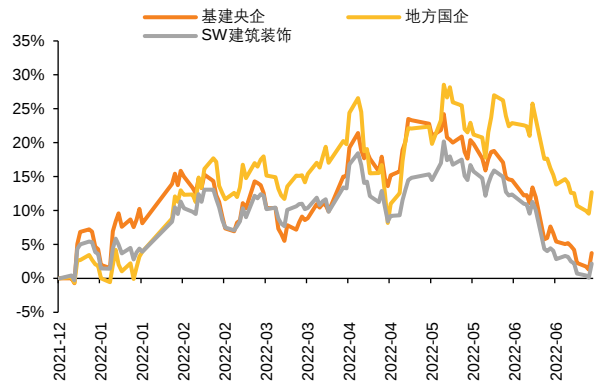
- 1) 快速上涨 (22.01.04-22.03.10)：**这一阶段，地方国企和基建央企显著跑赢大盘，整体呈现快速上涨的趋势，我们预计主要与稳增长预期升温背景下，年初新开工预期和两会政策催化的春季躁动行情有关。21 年末中央经济工作会议召开，定调 2022 年发展重心和工作策略，会议进一步强调了稳增长的重要性，基建有望成为本轮稳增长的主要抓手，同时会议提出在财政政策方面提出适度超前开展基础设施投资，国务院政策例行吹风会，要求加大对水利、城市管网建设等重大项目的支持力度，政策层面对于基建的支持力度显著提升。22 年初，政策层面对于基建支持力度再次提升，1 月 10 日国常会要求把稳增长放在更加突出位置，部署加快推进“十四五”规划《纲要》和专项规划确定的重大项目，扩大有效投资，本轮稳增长或更注重结构发力而非总量弹性。
- 2) 震荡反弹 (22.03.11-22.05.20)：**这一阶段，稳增长板块呈现“V”字型反弹态势，4 月之前稳增长板块出现震荡下跌的趋势，体现出市场对于稳增长政策连贯性和效果的担忧，4 月之后，稳增长板块呈现回弹趋势，主要系政策端利好仍频出，同时基建景气程度在宏观基建投资增速和微观央企订单层面均得到数据验证。
- 3) 高位回落 (22.05.21-至今)：**这一阶段，稳增长板块整体震荡下跌，传统建筑股主要受政策及宏观环境带来的催化影响，政策及宏观环境带来的 PE 端的催化影响逐渐边际减弱，同时市场风格切换导致稳增长板块的关注度有所下降。

图 7：22 年来 SW 建筑、央企、地方国企和沪深 300 定基收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

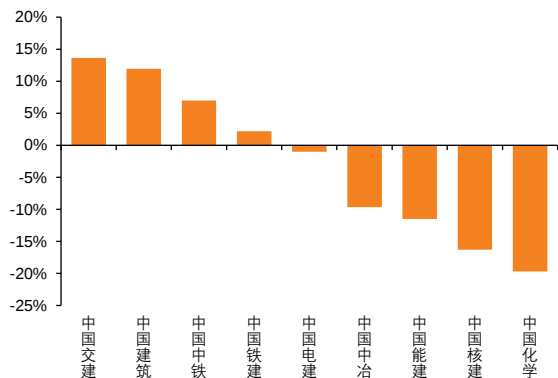
图 8：22 年来 SW 建筑、央企和地方国企相对沪深 300 超额收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

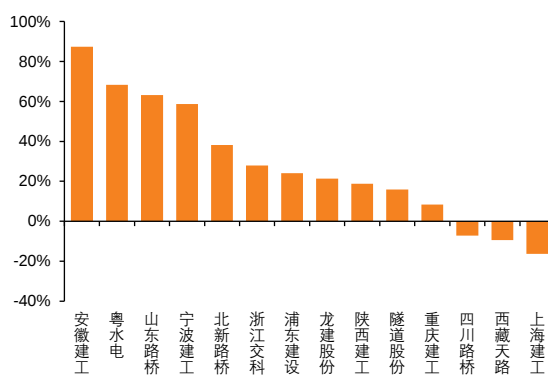
从个股的维度来看，地方国企的弹性明显强于基建央企，业绩高增长叠加新能源建筑转型催化估值提升。从基建央企的维度来看，基建业务占比较高的中国交建涨幅居前，年初以来中国交建录得 13.64% 的收益率，其他估值较低的中国建筑、中国中铁和中国铁建均录得正收益。从地方国企的维度来看，14 家地方国企中 11 家录得正收益，而区间收益率超过 50% 的有四家，安徽建工、粤水电、山东路桥和宁波建工分别录得 87.4%、68.2%、63.1% 和 58.7% 的正收益率。考虑到 21 年中报建筑板块标的基数较高，业绩具备弹性的品种较少，我们预计 22 年中报建筑板块总体表现较为平稳，地方国企和央企的业绩确定性较高，安徽建工或因为基数仍表现较好，总体来看，考虑到 21 年中报建筑板块基数相对较高，低基数品种较少，可能会对投资节奏造成一定扰动。

图 9：22 年以来基建央企个股的区间涨跌幅（21.12.31-22.6.29）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：22 年以来地方国企个股的区间涨跌幅（21.12.31-22.6.29）



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.4. 建筑+表现回顾

“建筑+新能源”股价表现有较多分化，22 年初以来不乏亮眼结构性机会。主要“建筑+新能源”标的表现分化较大，粤水电、江河集团、杭萧钢构、精工钢构、永福股份因更优的公司基本面变化、市场风险偏好阶段变化及不同的市场认知预期差等有较大的超额收益，22 年初至今其较建筑（申万）指数超额收益分别为 57.2%、40.1%、15.1%、10.8%、5.4%。21 年相对更受青睐的苏文电能、森特股份等则表现较疲弱，在整体市场风险偏好下降的背景下，估值出现一定回落，22 年初至今二者较建筑（申万）指数超额收益分别为 -36.5%、-22.2%。此外，中国电建、中国能建为代表的蓝筹则相对平稳，后续更好的股价表现或仍需基本面持续兑现。

图 11：建筑+新能源 22 年初以来股价表现情况

代码	股票名称	22年初以来涨幅	相较建筑指数超额收益	相较沪深300超额收益
601669.SH	中国电建	-2.7%	-0.7%	6.9%
601868.SH	中国能建	-12.8%	-10.8%	-3.2%
601226.SH	华电重工	0.0%	2.0%	9.6%
002060.SZ	粤水电	55.2%	57.2%	64.8%
300982.SZ	苏文电能	-38.5%	-36.5%	-28.9%
603098.SH	森特股份	-24.2%	-22.2%	-14.6%
300712.SZ	永福股份	3.4%	5.4%	12.9%
002135.SZ	东南网架	-16.6%	-14.6%	-7.0%
600496.SH	精工钢构	8.7%	10.8%	18.3%
600477.SH	杭萧钢构	13.1%	15.1%	22.7%
601886.SH	江河集团	38.1%	40.1%	47.7%
002620.SZ	瑞和股份	-8.4%	-6.3%	1.2%
300621.SZ	维业股份	-0.3%	1.7%	9.3%
600491.SH	龙元建设	-2.2%	-0.2%	7.4%
300500.SZ	启迪设计	-23.3%	-21.3%	-13.7%
801720.SI	vs建筑（申万）	-2.0%		
000300.SH	vs沪深300	-9.6%		

资料来源：Wind，天风证券研究所；股价截止 2022/07/01

“建筑+化工”表现疲弱，“建筑+采矿”与建筑指数关联度更高。“建筑+化工”代表标的中国化学、东华科技负超额收益较为明显，22年初至今二者较建筑（申万）指数超额收益分别为-16.5%、-27.1%，反映化工实业基本面兑现节奏或慢于市场预期，同时亦与相关化工板块疲弱有一定关系。“建筑+采矿”代表标的中国中冶、中国中铁分化较明显，结合市场反馈，采矿业务难以系统性改变二者估值方式，其股价表现与建筑行业有较强关联性，其中中国中铁因更受益基建投资向上弹性预期，为更纯的基建工程标的，22年初至今其较建筑（申万）指数录得 10.5%超额收益。

图 12：建筑+实业 22 年初以来股价表现情况

代码	股票名称	22年初以来涨幅	相较建筑指数超额收益	相较沪深300超额收益
601117.SH	中国化学	-18.6%	-16.5%	-6.9%
002140.SZ	东华科技	-29.1%	-27.1%	-17.5%
601618.SH	中国中冶	-7.8%	-5.8%	3.8%
601390.SH	中国中铁	8.5%	10.5%	20.1%
801720.SI	vs建筑（申万）	-2.0%		
000300.SH	vs沪深300	-9.6%		

资料来源：Wind，天风证券研究所；股价截止 2022/07/01

2. 下半年展望

2.1. 基建由政策催化期向基本面兑现期过度，看好下半年基建继续发力

2.1.1. 需求端：景气有望延续，看好基本面兑现能力

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。

表 4：2022 年基建稳增长相关政策陆续出台

时间	部门&具体会议	主要内容
2022/1/10	国常会	把稳增长放在更加突出位置，部署加快推进“十四五”规划《纲要》和专项规划确定的重大项目，扩大有效投资，强调围绕粮食能源安全、先进制造业和高技术产业、交通物流和网络通信等基础设施、城市保障性住房等重点领域建设，建立协调机制，做好融资、用地、用能等要素保障。对列入规划、条件具备的项目要简化相关手续，特别是前期已论证多年的重大水利项目要推动抓紧实施，采取以工代赈等方式，使部分暂时没能就业的农民工有活干、有收入
2022/1/18	国家发改委	适度超前开展基础设施投资 ，加快推进“十四五”规划 102 项重大工程项目，按照“资金跟着项目走”的要求，尽快将去年四季度发行的地方政府专项债券落实到具体项目，抓紧发行已下达额度，力争在一季度形成更多实物工作量，继续推进交通、能源、水利、农业、环保、物流等传统基础设施建设；加大对传统产业改造优化升级的支持力度，加快推进工业、建筑、交通等行业节能降碳改造；推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点，推动盘活存量资产、形成投资良性循环
2022/1/18	人民银行	当前经济面临三重压力，稳本身就是最大的“进”。2022 年，人民银行将贯彻落实中央经济工作会议精神，坚持稳字当头、稳中求进，稳健的货币政策灵活适度，主要围绕以下几点：一是保持货币信贷总量稳定增长，二是保持信贷结构稳步优化，三是保持企业综合融资成本稳中有降，四是保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定
2022/1/19	交通运输部“十四五”现代综合交通运输体系发展规划	十四五期间，铁路营业里程增加 1.9 万公里、其中高速铁路增加 1.2 万公里，公里里程增加 30.2 万公里，其中高速公路里程增加 2.9 万公里；城市轨道交通增加 3400 万公里
2022/1/29	财政部税务总局关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点税收政策的公告	1) 重组阶段，原始权益人为发行 REITs 进行的资产重组不征收所得税；2) 发行阶段，原始权益人的所得税，推迟至实际获得收入之时再缴纳，包括原始权益人战投锁定份额；3) 运营阶段，无税收优惠
2022/2/22	交通运输部关于积极扩大交通有效投资的通知	适度超前开展基础设施投资 ，强力推进“十四五”规划项目落地实施，加快 102 项国家重大工程交通项目和“6 轴 7 廊 8 通道”战略骨干通道项目建设，规划内项目尽快启动前期工作
2022/2/24	住建部国务院新闻办新闻发布会	加快发展保障性租赁住房，新筹集公租房 10 万套，棚户区改造 120 万套，希望全年能够建设筹集保障性租赁住房 240 万套(间)，积极发展装配式建筑，大力推广绿色建筑
2022/3/15	国务院 2022 年政府工作报告	2022 年 GDP 增长目标为 5.5%，全年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，开工一批具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目 适度超前开展基础设施投资 ，建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施，加快城市燃气管道、给水管网等管网更新改造，完善防洪排涝设施，继续推进地下综合管廊建设
2022/3/29	国务院常务会议	用好政府债券扩大有效投资专项债券在“ 靠前发力 ”的基础上，应以更大力度推进发行使用。尽快下达剩余专项债额度，今年新增地方政府专项债券额度 3.65 万亿元，去年提前下达的 1.46 万亿元今年 5 月底前发行完毕，今年下达的额度，9 月底前发行完毕
2022/4/8	水利部发改委国吹风会 务院政策例行吹风会	加强 2022 年水利工程建设扩大有效投资，今年再开工一批已纳入规划、条件成熟的项目，全年可完成投资约 8000 亿元。优化支出结构、将水利工程作为政府投资的优先方向、将水利领域符合条件的项目作为政府债券重点支持方向，允许将专项债券用作水利项目资本金
2022/6/30	中国人民银行与外汇局《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》	加大对有效投资支持力度，包括金融机构加大对重大项目、惠民生补短板项目（水利、交通、管网、市政）和新基建的支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台合理融资需求，保障在建项目实施，做好 PPP 金融支持，以及加大对增长缓慢区域的支持。市政投资占狭义基建近 50%，此前受隐性负债管理约束，地方市政投资连续保持低增长或负增长状态，对基建形成较大拖累，后续若融资平台融资能力得到改善，地方市政投资有望边际回暖，给基建投资带来较大改善弹性。此外，此前基建景气度主要受区域财力影响（如专项债），西部区域基建已连续萎靡，后续若金融支持更加公平，西部地区基建投资有较大改善空间
2022/4/27	中央财经委员会	全面加强基础设施建设，构建现代化基础设施体系，加强交通、能源、水利等网络型基础设施建设，建设便捷高效的城际铁路网，发展市域(郊)铁路和城市轨道交通，推动建设城市综合道路交通体系，有序推进地下综合管廊建设
2022/4/29	中央政治局政治局会议	要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设
2022/5/6	中共中央办公厅、国务院办公厅《关于推进以	到 2025 年，以县城为重要载体的城镇化建设取得重要进展：1) 交通方面，完善市政交通，加强停车场、充电桩建设，扩大干线铁路、高速公路、国省干线公路等覆盖面；

	县城为重要载体的城镇化建设的意见》	2) 防洪防灾方面, 逐步消除严重易涝积水区段, 开展重要建筑抗震鉴定及加固改造; 3) 管网改造方面, 全面推进老化燃气管道更新改造, 推进老化供热管道更新改造, 改善居民基本居住条件; 4) 低碳发展方面, 积极推动屋顶分布式光伏发电, 大力发展绿色建筑、装配式建筑、绿色建材; 5) 生态环境方面, 现代化县城要“宜居宜业”, 要完善生态绿地系统、加强河道、湖泊、滨海地带等湿地生态和水环境修复、加强黑臭水体治理
2022/5/12	中央财经委员会办公室新闻发布会	全面加强基础设施建设, 发挥有效投资的关键作用, 把稳增长放在更加突出的位置, 加强跨周期政策调节, 继续稳定信贷总量, 继续降低融资成本
2022/5/23	国常会	今年专项债 8 月底前基本使用到位, 支持范围扩大到新型基础设施建设, 支持发行 3000 亿元铁路建设债券、加大以工代赈力度
2022/5/25	国务院全国稳住经济大盘电视电话会议	要努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降, 保持经济运行在合理区间, 加大实施力度、国常会确定 6 方面 33 条稳经济一揽子改革措施, 各部门 5 月底前要出台可操作的实施增则、应出尽出、帮扶市场主体纾困、稳岗拓岗等政策能出尽出, 进一步打通物流和产业链上下游衔接堵点, 推动复工复产
2022/5/25	国务院关于进一步盘活存量资产、扩大有效投资的意见	存量资产盘活对象聚焦重点领域、重点区域、重点企业三大方向, 盘活方式包括基建 REITs、PPP、产权交易等, 支持政策包括落实项目盘活条件、提高收益率、完善规划和用地用海政策等
2022/5/31	国务院《扎实稳住经济的一揽子政策措施》	抓紧完成今年专项债券发行使用任务, 加快今年已下达的 3.45 万亿元专项债券发行使用进度, 在 6 月底前基本发行完毕, 力争在 8 月底前基本使用完毕

资料来源: 国务院, 人民银行, 天风证券研究所

我们预计 2022 年广义/狭义基建增速分别为 7.34%/6.91%。我们看好重点水利工程、综合立体交通网、新能建基建的投资力度和强度, 同时城市燃气管道等管网更新改造、地下综合管廊等领域景气度有望回升, 我们预计 2022 年广义/狭义基建增速分别为 7.34%/6.91%, 22H2 基建增速在低基数的基础上仍具备较好的反弹基础, 行业进入由政策落地带来的基本面兑现期, 下半年基建投资仍有望保持较高增速。

表 5: 2022 年基建投资分行业预测表 (亿元)

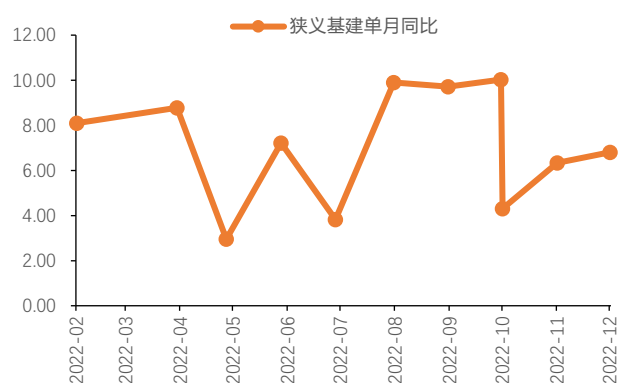
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
1. 交通水利								
公路	16513	17784	21163	21335	21894	24312	25090	27599
yoy	6.80%	7.70%	17.70%	0.40%	2.62%	11.04%	3.20%	10.00%
全国铁路	8238	8015	8010	8028	8029	7819	7489	7564
yoy		-2.71%	-0.06%	0.22%	0.01%	-2.62%	-4.22%	1.00%
民航基本建设	769	782	869	857	969	1050	1103	1191
yoy	4.78%	1.70%	11.12%	-1.43%	13.12%	8.31%	5.00%	8.00%
水利管理业	7250	8725	10021	9530	9663	10098	10229	11764
yoy	15.27%	20.35%	14.85%	-4.90%	1.40%	4.50%	1.30%	15.00%
2. 偏市政类								
公共设施管理	46180	56776	68262	69969	70179	69196	68297	72053
yoy	21.09%	22.95%	20.23%	2.50%	0.30%	-1.40%	-1.30%	5.50%
电力热力生产供应	20260	22638	22055	19342	19304	22585	23309	26227
yoy	15.52%	11.73%	-2.57%	-12.30%	-0.20%	17.00%	3.20%	12.52%
水生产供应	4118	4964	5509	6352	7426	9089	8707	8881
yoy	31.29%	20.54%	10.99%	15.30%	16.90%	22.40%	-4.20%	2.00%
燃气生产供应	2331	2135	2230	2372	2802	3043	2976	3035
yoy	4.00%	-8.44%	4.45%	6.40%	18.10%	8.60%	-2.20%	2.00%
3. 生态环保	2249	3146	3822	5466	7499	8144	7932	8567
yoy	24.90%	39.87%	21.52%	43.00%	37.20%	8.60%	-2.60%	8.00%
4. 城市轨交	3683	3847	4762	5470	5959	6286	6475	6863
yoy	27.04%	4.45%	23.78%	14.87%	8.94%	5.49%	3.00%	6.00%
广义基建投资	131363	152012	173085	176185	182049	188258	188654	202499

yoy	17.35%	15.72%	13.86%	1.79%	3.33%	3.41%	0.21%	7.34%
(1+2+3+4)/广义基建	84.95%	84.74%	84.76%	84.41%	84.44%	85.85%	85.60%	85.80%
狭义基建投资	104654	122276	140005	145325	150848	152205	152817	163374
yoy	17.44%	16.84%	14.50%	3.80%	3.80%	0.90%	0.40%	6.91%
(1+公共设施+3+4)/狭义基建	81.11%	81.03%	83.50%	83.02%	82.33%	83.38%	82.85%	83.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

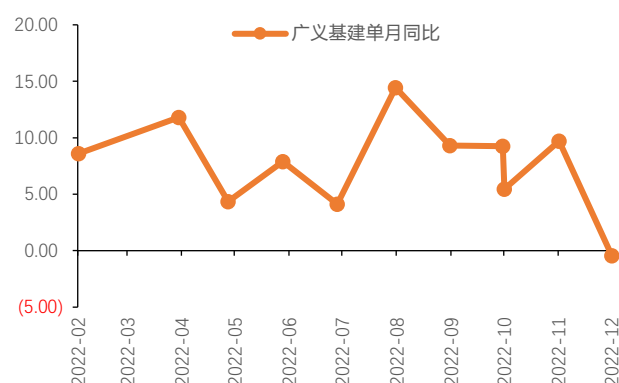
低基数+政策利好兑现，22H2 基建增速仍有望保持高弹性。从季间节奏来看，我们预计 22H1/H2 的狭义基建增速为 5.9%/7.8%，22H1/H2 的广义基建增速为 7.0%/7.6%；单季度来看，考虑到近期疫情反复可能延迟地产销售和消费的复苏，22Q2 基建投资仍有望维持较高增长，22Q3 和 22Q4 基建增速在低基数的基础上仍具备较好的反弹基础，同时上半年密集出台的基建政策有望在 Q3 形成基本面的兑现，我们测算 Q3 单月基建增速仍有望保持超过 8% 的增速弹性，Q4 增速或有所回落，但仍受益于低基数，10-11 月单月基建增速仍较为可观，2022 年基建行业的景气度有望延续。

图 13：2022 年单月狭义基建增速预测（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：2022 年单月广义基建增速预测（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

地方政府重点项目开工有望带来显著建设增量。2022 年为助力稳增长实现经济开门红，各省提前进行重大项目集中开工，元旦后山东、安徽、江苏、江西、湖南等省便开始推进重大项目集中开工，从而实现稳字当头、稳中求进，发挥投资的关键作用，近期受到疫情反复影响，我们判断后续稳增长仍有望加码。考虑到实际需求或成为十四五阶段发展的主线，结构化和区域化特征显著。

从我们不完全统计的 2022 年各省市重大项目投资数据来看，2022 年可比口径重大项目投资增速超 10%，增速较高，绝对值达 12 万亿元，考虑年间跨度的总投资额超 47 万亿，其中不同区域增速差异较大，宁夏、浙江两地增速超 100%，湖北、上海、广西、甘肃等地增速分别为 47%、33%、28%、25%，我们预计财政实力较强的省份重大投资有望在 2022 年加码，而个别省份由于十三五发力较晚，预计十四五期间投资也有望明显提速。以增速最高的浙江省为例，2022 年安排浙江省“4+1”重大建设项目 843 个，年度计划投资 10972 亿元。其中，交通重大项目 121 个，计划投资 2267 亿元；生态环保、城市更新和水利设施重大项目 154 个，计划投资 5018 亿元；高新技术与产业重大项目 568 个，计划投资 3687 亿元，符合我们对于能源基建、水利和重大交通工程投资加码的判断。

图 15：各省重大项目投资汇总

省份	2022年投资 项目数 (个)	2022年投 资项目数 相比2021 年同比增 速	2022年总 投资规模 (亿元)	2022年总 投资规模 相比2021 年同比增 速	2022年计 划完成投 资额(亿 元)	2022年投 资规模相 比2021年 同比增速
广东	1570	13%	76700	9%	9000	13%
贵州	3347	-18%			6449	-13%
福建	1587	-2%	40800	2%	6168	8%
江苏	220	-8%			5590	1%
陕西	220	-60%	19000	-16%	4629	8%
广西	1996	16%	37826	8%	4008	28%
山东	2000	25%	31000	0%	2857	
北京	300	0%	12000	-8%	2802	1%
河北	695	2%	11200	-6%	2500	-11%
甘肃	234	48%	13071	31%	2225	25%
上海	173	4%			2000	33%
青海	1184		5800		960	
海南	152	18%	4274	12%	856	9%
江西	491	-7%	17071	3%	4165	17%
川渝共建+成都	1060	-6%	45435	-4%	5310	5%
河南	1794	31%	48000	9%	13000	18%
内蒙古	3289	7%	27000	13%	5854	26%
天津	452	5%	11700	-34%	2158	3%
新疆	370	6%	21700	32%	2700	
重庆	877	-2%	26000	-7%	3600	2%
黑龙江	500	127%	8257	-2%	2150	20%
西藏	181				1404	-12%
浙江	843	36%			10972	138%
安徽	8897	13%			16572	12%
宁夏	1076	1096%	5042	148%	1477	178%
湖北	456	49%	14000		3038	47%
湖南	309	3%	18524	-2%	4527	8%
合计(可比口径)	33426	10.3%	474600	2.9%	120454	16.7%

资料来源：各政府公开网站，天风证券研究所

2.1.2. 供给端：专项债额度发行完毕，关注增量资金的释放意愿和能力

专项债发行加速，下半年关注专项债落地的情况。2021 年底，中央经济工作会议提出要保证财政支出强度，加快支出进度，定调 2022 年财政前置的特征。2022 年 1 月国务院、发改委进一步提出“尽快将去年四季度发行的地方政府专项债券落实到具体项目”，3 月国常会提出用好政府债券，扩大有效投资专项债券在“靠前发力”的基础上，应以更大力度推进发行使用。尽快下达剩余专项债额度，今年新增地方政府专项债券额度 3.65 万亿元，去年提前下达的 1.46 万亿元今年 5 月底前发行完毕，今年下达的额度，9 月底前发行完毕，4 月央行出台 23 条金融举措，提出“合理购买地方政府债券”，促进政府债券靠前的倾向明显；随后 5 月底国务院要求抓紧完成今年专项债券发行使用任务，加快今年已下达的 3.45 万亿元专项债券发行使用进度，在 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用完毕，总体来看上半年专项债发行一直在加速，明显超出我们的预期。

图 16：2016-2022 年全国新增专项债额度（单位：亿元）

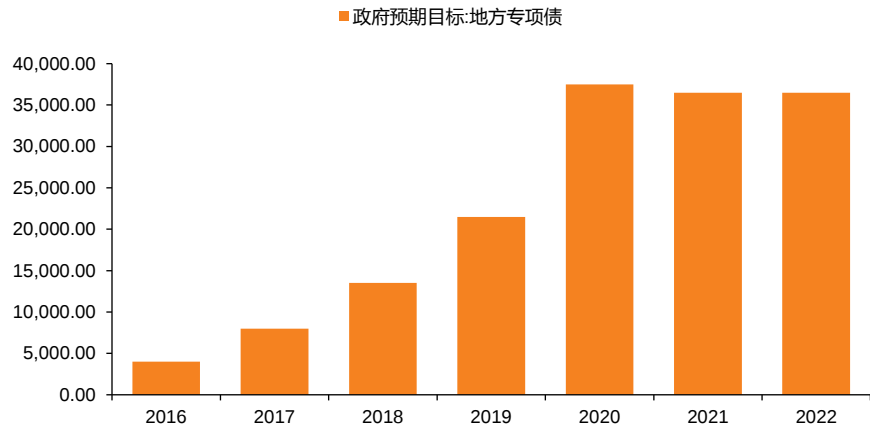
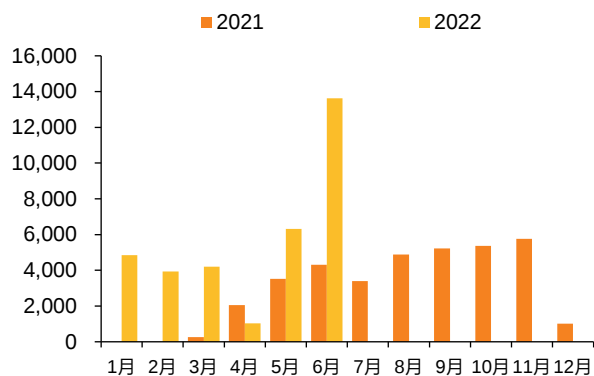
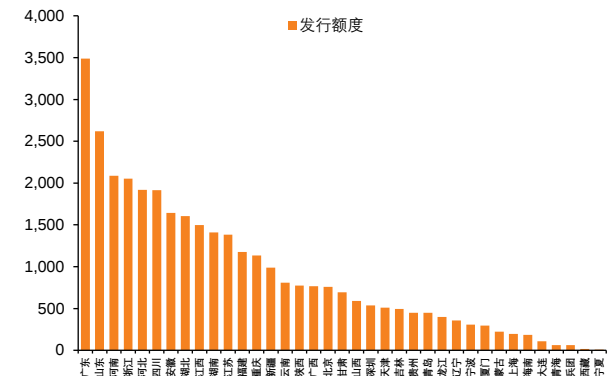


图 17: 2021 和 2022 年地方专项债单月发行额度 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 2022 年以来分省份专项债发行额度 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

当前专项债发行额度约占全年预算额度的 93.1%，看好后续实物量转化。据我们统计，截止 6 月 30 日，新增地方政府专项债已经发行额度为 33965.47 亿元，占财务部 2022 年预算安排的专项债限额 36500 亿元的 93.1%，总体来看 5-6 月各省份专项债呈现加速发行态势，其中 6 月单月发行额度近 1.4 万亿元，展望后续，从财政部表述来看，预计 8 月底前专项债资金仍将对基建的资金来源有所贡献。分省份来看，广东、山东两省份专项债发行额度分别为 3488、2621 亿元，河南、浙江、河北、四川、安徽、湖北、江西、湖南、江苏、福建、重庆十一个省份专项债发行额度超过 1000 亿元，总体来看，财政实力较为强劲的省份专项债发行额度较高。

关注增量资金的释放意愿和能力。9 月后，随着财政资金发力逐步弱化，则需更多关注其他资金来源，特别是政府特殊金融工具、土地出让、城投债净融资的边际变化。目前来看，疫情导致财政收支缺口扩大，较年初预算有一定差距，上半年地方财政尚有留存资金与专项债的支持，下半年随着专项债发行完毕，8 月底基本完成使用之后，地方政府面临的财政资金缺口将有所加大，亟需增量资金的扶持。由于今年专项债发行的前置，跟去年下半年比，专项债发行量已不具备优势，若土地出让收入未见好转，可能会给基建持续发力带来压力，我们重点关注几方面的增量资金：

1) 发行 3000 亿元金融债券：近日国常会确定通过政策开发性金融工具补充基建资本金，发行 3000 亿元金融债券补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥，我们认为该种方式类似于专项建设基金，在当前信贷环境较好的情况下，能够快速带动基建项目落地。与专项债做资本金相比，地方政府资金成本更低（有中央贴息），且不形成地方政府债务，与特别国债相比，其落地速度更快，程序更加简单，但可能杠杆更低。我们认为随着该种方式的推进，发行国债的概率进一步降低，但从对基建的推动角度，其可以见效更快。

2) 政府性基金收入和支出结余：3 月 5 日财政部公布《关于 2021 年中央和地方预算执行

情况与 2022 年中央和地方预算草案的报告》，其中提到 2022 年，全国政府性基金预算收入 98636.67 亿元，增长 0.6%。加上上年结转收入 354.67 亿元、特定国有金融机构和专营机构上缴利润 16500 亿元、地方政府专项债务收入 36500 亿元，收入总量为 151991.34 亿元。全国政府性基金预算支出 138991.34 亿元，增长 22.3%。调入一般公共预算 9000 亿元，则 2022 年政府性基金收入和支出的差额为 4000 亿元。

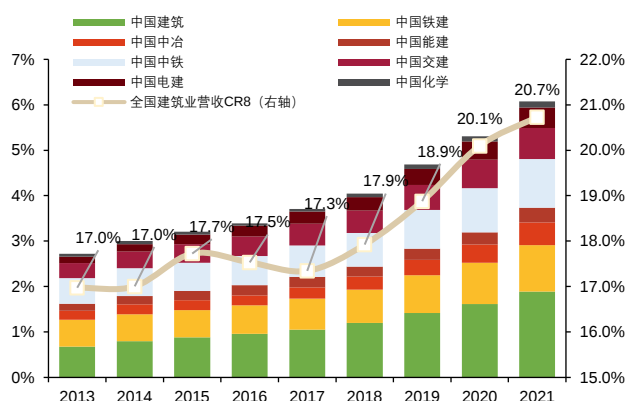
3) 存量资产盘活：5 月 25 日国务院发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，意见指出有效盘活存量资产，形成存量资产和新增投资的良性循环，聚焦盘活存量资产重点方向、优化完善存量资产盘活方式、加大盘活存量资产政策支持等方面提供政策指引。其中，重点盘活存量规模较大、当前收益较好或增长潜力较大的基础设施项目资产，包括交通、水利、清洁能源、保障性租赁住房、水电气热等市政设施、生态环保、产业园区、仓储物流、旅游、新型基础设施等，此外统筹盘活存量和改扩建有机结合的项目资产，包括综合交通枢纽改造、工业企业退城进园等，从盘活存量的方式来看，包括公募 REITs、PPP、产权交易、国有资本投资运营、兼并重组等，这些发展对我国的资本市场、实体经济都有广泛影响，意见作为指引我国存量资产盘活的纲领性文件，在国务院层面首次对 REITs 发展作出明确具体的安排和要求，彰显了我国发展基础设施 REITs 的战略意义，同时资产盘活也是获取基建资金来源的重要方式。此前北大光华管理学院发布《中国基础设施 REITs 创新发展研究》曾测算，中国基础设施存量规模超过 100 万亿元，若仅将 1% 进行证券化，即支撑万亿规模的基础设施 REITs 市场。

2.1.3. 竞争格局：头部集中度趋势加强，ROE 加速改善

行业集中度持续提升，央企竞争优势显著。我们以订单和收入两个维度进行测算，以八大建筑央企为例，我们以八家企业的“新签订单额/建筑行业新签合同额”估算龙头订单市占率，以“营业收入/建筑行业总收入”估算龙头企业收入市占率，从我们的测算来看，截至 2021 年，八大建筑央企以营收口径测算的市占率为 20.7%，相较于 2016 年的 17.5% 提升 3.2pct，总体来看，2016 年之前央企市占率提升较为缓慢，2016 年之后市占率加速提升，我们预计与 PPP 浪潮退去之后，大刀阔斧的时代过去之后，建筑央企凭借融资成本和业务开拓能力快速提升市占率。

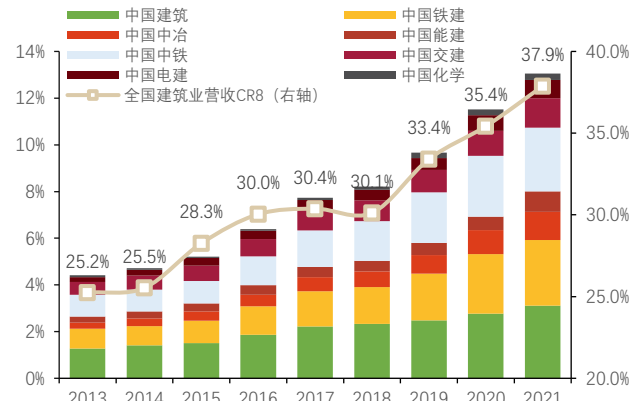
从订单市占率来看，建筑央企订单市占率高于收入市占率，截止 2021 年末，八大建筑央企订单市占率为 37.9%，相较于 2016 年提升 7.8pct，虽然趋势与收入市占率相同，但是提升幅度高于收入市占率，这也符合建筑行业订单领先收入的特征，我们认为央企具有较强的融资能力、管理能力以及风险抵抗能力，因此在项目获取方面，建筑央企占有优势，中长期来看，市占率仍有望进一步提升。

图 19：营收口径八大建筑央企市占率测算



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：新签订单口径八大建筑央企市占率测算

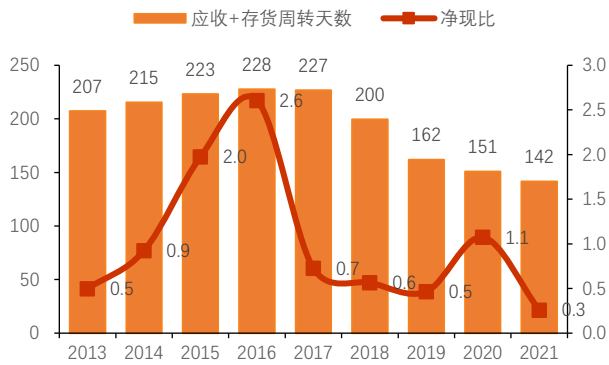


资料来源：Wind，天风证券研究所

建筑央企营运能力提升显著，盈利质量有望持续向好。2021 年，国资委明确央企“两利四

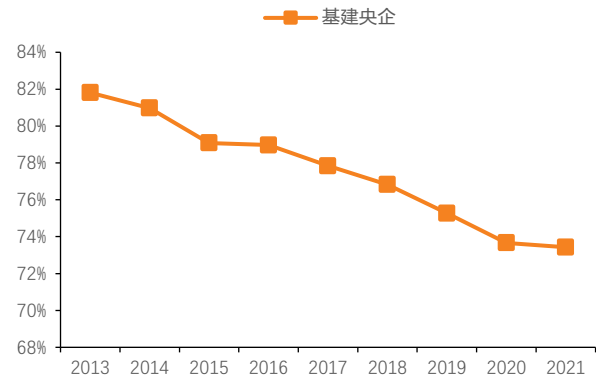
率”经营目标，以“签约立状”的形式明确了 2021 年度经营考核任务：中央企业要力争净利润、利润总额增速高于国民经济增速，营业收入利润率、研发投入强度、全员劳动生产率明显增长，资产负债率保持稳健可控。从近几年的财务数据来看，建筑央企的市占率下降明显，从 2013 年的 82% 左右逐渐下降到 2021 年的 75% 以下，营运能力角度看，8 大央企存货及应收合计周转天数由 2016 年末 228 天高点降至 2021 年末 142 天，建筑央企逐步由“承包商”向“运营商、投资商”转型，盈利质量有望持续向好。

图 21：建筑央企应收+存货周转天数和净现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

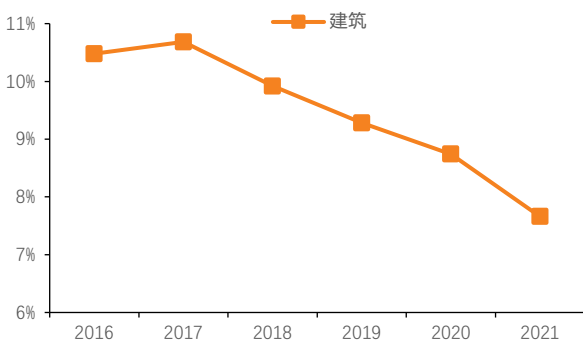
图 22：建筑央企资产负债率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

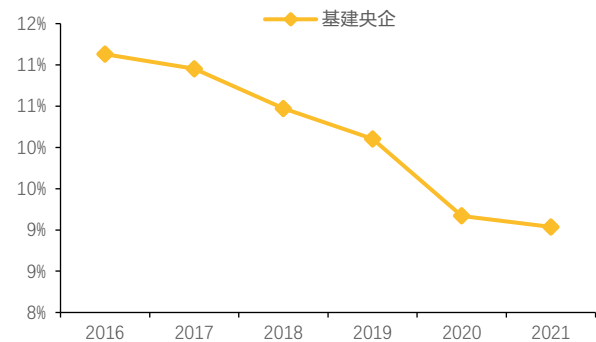
ROE 改善趋势仍有望持续。央企作为主导建筑板块行情与财务表现的核心子板块，过去数年去杠杆使其 ROE 上升动力不足，降杠杆刚性任务下对债转股等工具的使用使央企业绩受到压制。而进入 2021 年，降杠杆对央企财务的影响逐步减轻，总体来看央企 22 年一季度业绩表现较好，中国交建、中国中冶、中国铁建等业绩增速均超预期，另一方面降杠杆带来的支付压力下降，收款提速对现金流的积极影响有望更加显现，同时提升周转率，预计央企 ROE 有望持续进入上行通道。中长期看，我们认为《政府投资条例》有望改善建筑企业商业模式，未来央企在维持较高 ROE 和稳定业绩增速的同时，分红能力也有望显著提升。

图 23：建筑行业 ROE 趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：建筑央企 ROE 趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

提质增效理顺业务发展脉络，改革激发内在增长活力。伴随着为期三年的国企改革行动，建筑央企、国企积极进行变革，通过横向拓展业务范围，纵向整合产业链下游，大股东增持改善上市公司经营效率，成本管理等措施，理顺业务发展脉络，改革激发内在增长活力。我们预计 2022 年地方国企仍有望体现高业绩弹性，当前时点传统建筑央企、国企仍处于估值底部区间，后续激励、分红政策等有望成为估值提升催化剂。

依托公司建筑行业经验与优势，横向拓展业务范围。整体来看，建筑行业总需求趋于稳定的大背景下，在资质优势及属地化壁垒均较强的地方国企近年来发展迅速，主要系公司进行了快速的“品类”扩张，如山东路桥，2015-2021 年路桥工程施工占收入比例始终维持在 80% 以上，公司经过前几年的业绩积累，已具备独立承接轨道项目的的能力，后续轨道交

通将成为公司另一增长点；中国电建拟将所持房地产板块资产与电建集团持有的优质电网辅业相关资产进行置换，剥离房地产业务并更加注重电力建设及运营主业。

推进子公司混改及产业链向下延伸，构建“央企品牌实力+民营机制”及“工程+产品”的企业新生态。目前，大型建筑央企利用自身技术及资质优势，积极拓展实业项目，并深度绑定核心员工，激发企业活力。根据中国化学 20 年报披露，中国化学依托于旗下优质的设计承包类公司，投资建成了全世界单系列最大己内酰胺项目（33 万吨/年），目前正在投资建设我国突破我国技术难点的产品—己二腈项目，利用超临界流体技术制备高效保温材料纳米级硅基气凝胶，正在投资建设气凝胶项目；下属子公司天辰公司已二腈项目除引入民营资本外，还明确核心技术骨干和企业职工实施项目跟投，形成利益共同体，充分激发企业活力，制定了“四个 15%”和“两个 5 年”等激励奖励政策，有助于提升项目质量以及盈利能力持续激发创新活力。

图 25：中国化学己二腈生产技术自主研发历程



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

产业资本增持有望明显改善上市公司效率和利润提升驱动力。地方国企层面，大股东层面合并叠加股权比例提升，激励自上而下理顺，对于上市公司支持力度不断增加，利润及分红规模的快速扩大，对于大股东层面亦产生显著积极影响。例如山东路桥大股东山东高速集团与齐鲁交通合并，省内路桥资产进一步集中。山东高速和齐鲁交通是山东省内原有两大投资主体，公司此前在山东高速的高速公路业务市占率预计已较高，但在齐鲁交通处市占率较低，两大投资主体于 21 年 1 月合并后，公司高速公路省内市占率有望大幅提升。**央企层面**，21 年以来，中国建筑国际多次通过二级市场陆续回购股票；此外中国化学实施混改，引入战略投资者万华化学，加强产业链融合，混改有望进一步为公司注入新鲜血液，激发增长活力。

表 6：代表性建筑央企、国企产业资本增持或合作方案

公司名称	企业性质	具体内容
中国建筑	央企	截至 20 年 12 月 14 日，回购股份方案已实施完毕。累计回购股份数量合计为 91203.6 万股，占公司总股本比例约 2.17%。回购总股数接近计划上限，回购均价为 5.25 元/股，已支付的总金额为人民币 47.92 亿元。如期推动第四期股权激励计划，12 月 23 日授予 2765 名激励对象限制性股票 91203.6 万股
中国化学	央企	万华化学与中国化学签署了股权转让协议，以 4.2 亿元的转让价格受让中国化学持有的华陆公司 30%股权
中国建筑国际	央企	21 年 1 月 26 日以来，公司前后 16 次通过二级市场陆续回购 1154 万股股票

中国中铁	央企	21 年 11 月 23 日，公布股权激励方案，要求为 22/23/24 年度扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 10.50%/11.00%/11.50%，以 20 年为基准，22/23/24 年归母扣非净利润复合增长率不低于 12%
山东路桥	地方国企	21 年 1 月 29 日，控股股东山东高速集团与齐鲁交通的联合重组已完成过户，原股东齐鲁交通所持 5588.8 万股无限售条件股份已过户至山东高速集团名下，山东高速集团持有山东路桥的股权比例增加至 57.84%

资料来源：公司公告、中国证券报、天风证券研究所

2.2. 建筑+新能源保持高景气

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。**
代表企业包括中国电建、中国能建、粤水电；中国电建 22 年规划新能源投资安排 522 亿，其中新能源项目 483 亿；22 年规划新开工新能源项目超 10GW，结合较短施工周期，预计 22 年完成装机规模较 21 年有可观增量。此外，我们预计中国能建、粤水电 22 年或亦可观察到较多新能源投资落地。
- 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。**
代表企业包括森特股份、江河集团、杭萧钢构、精工钢构、东南网架等。部分企业 22h1 已斩获可观 BIPV 新签订单（参考前文梳理），22h2 新签节奏边际或延续加速。此外森特股份、永福股份以外，后续其他建筑企业和新能源产业资本互动亦值得期待，或催化 BIPV 行业发展进一步加速。
- 3) 抽水蓄能工程推进继续提速，重点关注中国电建、中国能建。**据 22/06 发布的《抽水蓄能产业发展报告（2021 年度）》，21 年全年我国已建成抽水蓄能装机容量 36.4GW；同时预计 22 年投产规模约 9GW，22 年底抽水蓄能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。结合前期国家能源局发布的《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035 年）》，及 22/06 中国电建董事长丁焰章于人民日报撰文明确“十四五”抽水蓄能开工目标 270GW 等，我们预计“十四五”抽蓄核准、开工、建设提速有较大确定性，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。

3. 投资建议

我们建议继续从“建筑+”龙头成长性与价值品种估值修复两条主线布局建筑机会：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 或向上动力更强；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。

“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、江河集团等，关注粤水电等；

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、四川路桥等**，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，**推荐中国建筑、中国交建等，关注祁连山（中交设计重组）等。**

4. 风险提示

基建&地产投资超预期下行：我们预计 2022H1 专项债的密集发行推动今年形成实物工作量，有望带动基建景气度明显改善，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。

疫情反复风险：疫情反复可能会使建筑施工等业务受到影响，并或增加物流及人员成本项目，从而影响公司业绩弹性。

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