|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **建筑装饰** |  | **证券研究报告**  **2017年06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** |  |  |  | | --- | --- | | 唐笑 | 分析师 | | SAC执业证书编号：S1110517030004  tangx@tfzq.com | | | 岳恒宇 | 分析师 | | SAC执业证书编号：S1110517040005  yuehengyu@tfzq.com | | | 肖文劲 | 联系人 | | xiaowenjin@tfzq.com | |  |  | | --- | | **行业走势图** |   资料来源：贝格数据   |  | | --- | | **相关报告** | | 1 《建筑装饰-行业点评:财政部87号文对建筑行业影响点评》 2017-06-05 | | 2 《建筑装饰-行业深度研究:中央大力推进下趋势渐成，钢结构行业有望展翅腾飞》 2017-06-02 | | 3 《建筑装饰-行业点评:资源集聚+国改推进，建筑蓝筹至少存在相对收益》 2017-05-24 | |
| **建筑行业国企改革进入黄金窗口期，民营企业存在结构性机会** |
|  |
| **国企方面，维持国企改革超预期的判断**  在目前建筑行业景气度逐渐下行，且建筑国企估值较低的情况下，国企改革已经进入了必要阶段和难得的黄金窗口期。如果错过了这个时间窗口，下一次类似机会的到来可能比较遥远。随后部分建筑国有企业的国改进展将非常值得期待。  近期《国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案》已经国务院同意，其中提出了取消中央企业子企业分红权激励方案审批，以及下放中央企业子企业股权激励方案的审批权限等调整优化监管职能的一系列方案，很有可能是股权激励全面铺开的信号。  从投资的角度来看，由于目前各种社会资源正在大量向建筑央企集聚。作为承接PPP和一带一路所推动基建项目的主力，建筑央企在一定程度上起到了嫁接其他投资机构和基础设施建设的“通道作用”。因此，预计建筑国企相关投资标的至少能够贡献相对收益。  **民企方面，钢结构与住宅全装修等细分子行业将呈现结构性机会**  钢结构方面，通过观察近年来中央关于装配式建筑相关文件的出台频率变化，可以发现中央对于装配式建筑（尤其是钢结构建筑）推动方向已经趋于明朗。成本、行业标准体系、配套政策等以往钢结构发展中存在的瓶颈逐一弱化，钢结构建筑或成为建筑板块内难得的亮点之一。  住宅全装修方面，中央与地方层面对于住宅全装修的推动力度提升，近期海南省成为全国第一个明确要求新建住宅100%全装修的省市地区，除海南省外，推进住宅全装修较为激进的地区有上海、山东、浙江、以及成都市。在相关政策的助推下，传统的毛坯房模式将逐步由“全装修住宅”代替。此外，地产商集中度逐步提升，客观上推动了精装修市场行业集中度的上升。  园林方面，在建筑行业景气度下降的情况下，大力承接政府项目或结合其他手段逆势扩张从而提升市场份额是民营企业在目前形势下的占优策略。此外，第二批特色小镇发布在即，园林企业估值提升迎来又一催化因素。而全国特色小镇的建设大潮将包含大量生态景观园林、生态环保、市政绿化等内容，资质较为全面的园林上市将迎来新的发展机遇。  **投资建议**  建筑国企改革方面，推荐关注葛洲坝、中国建筑、中国中铁、中国中冶、中国电建、中国核建、中国铁建、中国交建等标的。此外，在地方国企改革方面，浦东建设、隧道股份、山东路桥、上海建工等标的同样会受益于改革过程。  民企方面，在行业集中度逐步上升以及政府对于装配式建筑与全装修的政策推动下，建筑民营企业中存在的钢结构、全装修等结构性机会仍然值得关注。钢结构方面，建议关注杭萧钢构、东南网架、精工钢构、富煌钢构等标的；  住宅全装修方面，建议关注奇信股份、全筑股份、广田集团等家装龙头企业。此外，园林方面，建议积极关注发展战略较为激进的园林民营企业的投资机会，比如东方园林、美尚生态、铁汉生态、棕榈股份等。  **风险提示：**我国固定投资增速加速下滑，钢结构建筑推进不达预期，PPP项目推进不达预期，国改推进不达预期 |

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **重点标的推荐** | | | | | |
| **股票** | **股票** | **收盘价** | **投资** | **EPS(元)** | **P/E** |
| |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **代码** | **名称** | **2017-06-12** | **2016A** | **2017E** | **2018E** | **2019E** | **2016A** | **2017E** | **2018E** | **2019E** | | 002135.SZ | 东南网架 | 8.05 | 0.06 | 0.13 | 0.19 | 0.25 | 134.17 | 61.92 | 42.37 | 32.20 | | 002310.SZ | 东方园林 | 16.73 | 0.48 | 0.73 | 1.03 | 1.34 | 34.85 | 22.92 | 16.24 | 12.49 | | 002431.SZ | 棕榈股份 | 12.23 | 0.09 | 0.30 | 0.39 | 0.49 | 135.89 | 40.77 | 31.36 | 24.96 | | 002781.SZ | 奇信股份 | 29.44 | 0.48 | 0.71 | 0.96 | 1.17 | 61.33 | 41.46 | 30.67 | 25.16 | | 300197.SZ | 铁汉生态 | 12.23 | 0.34 | 0.57 | 0.77 | 1.01 | 35.97 | 21.46 | 15.88 | 12.11 | | 300495.SZ | 美尚生态 | 14.98 | 0.87 | 1.62 | 2.11 | 2.70 | 17.22 | 9.25 | 7.10 | 5.55 | | 600068.SH | 葛洲坝 | 11.1 | 0.74 | 0.89 | 1.07 | 1.23 | 15.00 | 12.47 | 10.37 | 9.02 | | 600170.SH | 上海建工 | 3.6 | 0.28 | 0.31 | 0.35 | 0.39 | 12.86 | 11.61 | 10.29 | 9.23 | | 600477.SH | 杭萧钢构 | 12.98 | 0.42 | 0.56 | 0.66 | 0.80 | 30.90 | 23.18 | 19.67 | 16.23 | | 600496.SH | 精工钢构 | 4.89 | 0.07 | 0.09 | 0.11 | 0.14 | 69.86 | 54.33 | 44.45 | 34.93 | | 600820.SH | 隧道股份 | 9.83 | 0.53 | 0.62 | 0.73 | 0.84 | 18.55 | 15.85 | 13.47 | 11.70 | | 601186.SH | 中国铁建 | 12.14 | 1.03 | 1.15 | 1.27 | 1.39 | 11.79 | 10.56 | 9.56 | 8.73 | | 601390.SH | 中国中铁 | 8.96 | 0.55 | 0.59 | 0.63 | 0.67 | 16.29 | 15.19 | 14.22 | 13.37 | | 601611.SH | 中国核建 | 11.49 | 0.30 | 0.34 | 0.38 | 0.41 | 38.30 | 33.79 | 30.24 | 28.02 | | 601618.SH | 中国中冶 | 4.93 | 0.26 | 0.29 | 0.33 | 0.35 | 18.96 | 17.00 | 14.94 | 14.09 | | 601668.SH | 中国建筑 | 9.88 | 1.00 | 1.12 | 1.26 | 1.38 | 9.88 | 8.82 | 7.84 | 7.16 | | 601800.SH | 中国交建 | 16 | 1.04 | 1.16 | 1.29 | 1.45 | 15.38 | 13.79 | 12.40 | 11.03 | | 603030.SH | 全筑股份 | 28.61 | 0.57 | 0.83 | 1.20 | 1.65 | 50.19 | 34.47 | 23.84 | 17.34 | | | | | | |

|  |
| --- |
| 资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS |

|  |
| --- |
| 内容目录 |
| [1. 资源集聚下建筑蓝筹行情仍在，国改推进或为国企估值继续提升的关键因素 5](#_Toc485069696)  [1.1. 16年建筑蓝筹股行情持续，金融监管升级下有所回调 5](#_Toc485069697)  [1.2. 国改推进有望加速，将成为相关国企估值提升的关键因素 6](#_Toc485069698)  [1.2.1. 相比民企，国有建筑企业盈利性较弱 6](#_Toc485069699)  [1.2.2. 国有企业在股权激励方面的推进力度显著低于民营企业 7](#_Toc485069700)  [1.2.3. 建筑央企国企改革已经进入了必要阶段和黄金窗口期 8](#_Toc485069701)  [1.3. 股权激励从短期与长期来看均会对国有企业产生一定程度的积极影响 9](#_Toc485069702)  [1.3.1. 短期来看，建筑国企股权激励预案的公告或对股价产生正向影响 9](#_Toc485069703)  [1.3.2. 长期来看，建筑国企股权激励的实施对企业业绩释放具有促进作用 10](#_Toc485069704)  [1.4. 随后部分建筑央企和建筑地方国企的国企改革进展非常值得期待 12](#_Toc485069705)  [2. 建筑行业民营企业中结构性机会同样值得关注 13](#_Toc485069706)  [2.1. 装配式建筑进入大力推进期，钢结构将显著受益 13](#_Toc485069707)  [钢结构政策推动中央政策支持力度加大，配套行业标准逐步推出 13](#_Toc485069708)  [钢结构建筑的成本劣势有所改善 14](#_Toc485069709)  [钢结构建筑相关技术趋于成熟，多因素推动下公众认知有所改变 15](#_Toc485069710)  [钢结构建筑迎来增长机遇，发展空间可观 15](#_Toc485069711)  [部分上市钢结构企业将从政策推进中受益 16](#_Toc485069712)  [2.2. 17年住宅全装修或迎来超预期推进 17](#_Toc485069713)  [2.2.1. 中央与地方积极推进住宅全装修，全装修与装配式建筑的推进相辅相成 17](#_Toc485069714)  [2.2.2. 目前我国全装修比例较低，发展空间较大 19](#_Toc485069715)  [2.3. 发展激进的园林企业同样存在超预期可能 19](#_Toc485069716)  [3. 投资建议 20](#_Toc485069717)  [4. 风险提示 20](#_Toc485069718) |
| 图表目录 |
| [图1：2016年9月1日至今，建筑央企累计涨幅普遍高于大盘 4](#_Toc485069671)  [图2：以近五年数据为例，国有建筑企业的净利率显著低于民营企业 5](#_Toc485069672)  [图3：建筑行业内信贷资源向国企集聚现象十分显著 8](#_Toc485069673)  [图4：建筑国企股权激励预案的公告的确会对相关标的造成一定的正向影响（%） 9](#_Toc485069674)  [图5：建筑业私营单位人均工资逐步提升（左-元，右-百分比） 13](#_Toc485069675)  [图6：建筑业非私营单位人均工资逐步提升（左-元，右-百分比） 13](#_Toc485069676)  [图7：公众对于钢结构建筑的固有认知正在发生变化 14](#_Toc485069677)  [图8：我国粗钢产量近三年逐步趋于稳定 15](#_Toc485069678)  [图9：我国钢结构产量缓步提升 15](#_Toc485069679)  [图10：钢结构在居住类和部分基建相关建筑中应用较少 15](#_Toc485069680)  [图11：2016年已竣工钢结构工程项目住宅占比仅为4.1% 15](#_Toc485069681)  [图12：国内外住宅全装修比例对比 18](#_Toc485069682) |
| [表1： 16年大建筑央企在四季度归母净利润同比增速存在部分骤降现象 6](#_Toc485069683)  [表2： 5家央企净利润增速低于预期归因简述 7](#_Toc485069684)  [表3：国有企业在股权激励方面的实施进度显著低于民企 7](#_Toc485069685)  [表4：自2014年起，国有企业中，仅三家国有企业公布员工持股计划 8](#_Toc485069686)  [表5：九大建筑央企新签订单金额汇总 8](#_Toc485069687)  [表6：相关建筑国企股权激励的实施当年以及后两年的营收增长率有所提升 10](#_Toc485069688)  [表7：相关建筑企业的净利润在股权激励实施的当年与后一年出现良性变化 11](#_Toc485069689)  [表8：相关央企和地方国企在股权激励实施后第一年基本可以达成业绩条件要求 11](#_Toc485069690)  [表9：近两年中央对于钢结构建筑的政策支持逐步升级 13](#_Toc485069691)  [表10：17年《装配式建筑评价标准（征求意见稿）》中设定装配式建筑的最低标准 14](#_Toc485069692)  [表11：我国钢结构产量占钢产量比值依然过低 15](#_Toc485069693)  [表12：国家关于住宅全装修的相关政策 17](#_Toc485069694)  [表13：各省市全装修相关政策推进情况 17](#_Toc485069695) |

1. 资源集聚下建筑蓝筹行情仍在，国改推进或为国企估值继续提升的关键因素

在我国固定投资增速步入下行趋势的情况下，国有建筑企业在PPP与一带一路中的“通道意义”逐步显著，使得行业内订单与信贷资源纷纷向建筑国企集中，从而促成了自2016年9月起建筑蓝筹股行情的开启。尽管近期在金融监管升级以及流动性有所收紧的背景下建筑蓝筹股出现了一定程度的回调，但行情的核心驱动因素依然存在。

后期国改快速推进或成为国有建筑企业估值继续提升的关键因素。我们认为，在目前建筑行业景气度逐渐下行，且建筑国企估值较低的情况下，国企改革已经进入了必要阶段和难得的黄金窗口期。如果错过了这个时间窗口，下一次类似机会的到来可能比较遥远。

* 1. 16年建筑蓝筹股行情持续，金融监管升级下有所回调

从2016年9月份起，建筑工程板块蓝筹股行情悄然开启，以国有大建筑公司领涨为标志，期间中国建筑、葛洲坝、中国交建、中国电建、中国化学、中国中铁、中国铁建、中国中冶等出现交替上涨的情况。

|  |
| --- |
| 图1：2016年9月1日至今，建筑央企累计涨幅普遍高于大盘 |
|  |
| 资料来源：Wind，天风证券研究所 |

**我们认为行情发起的重要因素之一是资产荒在资本市场的延伸。**在资产荒发展到了一定阶段，国有建筑蓝筹显现出了很好的风险收益比，9月份产业资本和保险资金的强势介入，拉开了大建筑公司估值提升的序幕。另外，**在我国投资进入下行通道的背景下，建筑央企的“通道作用”在PPP与一带一路的快速推进中愈发明显，信贷和社会资源向建筑央企汇聚，由此带来了建筑央企的新一轮估值上涨机会。**

然而步入4月后，我国金融监管逐步升级，叠加财政部通过发布多个文件针对地方政府融资以及政府购买服务等财政支出方面进行规范和限制，市场流动性有所收缩，风险偏好下降，从而引起建筑央企相关标的的走势有所回调。但自2016年9月以来建筑央企的累计涨幅依然普遍跑赢大盘。**本轮行情的核心逻辑为--资产荒与国企改革下建筑蓝筹股的估值提升，我们认为该核心逻辑目前仍没有出现变化的迹象。**

**2017年下半年国改或现加速推进趋势，从而推动建筑央企估值的进一步提升。**近期《国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案》已经国务院同意，其中提出了取消中央企业子企业分红权激励方案审批，以及下放中央企业子企业股权激励方案的审批权限等调整优化监管职能的一系列方案，很有可能是股权激励全面铺开的信号。

* 1. 国改推进有望加速，将成为相关国企估值提升的关键因素

众所周知，在我国特殊体制之下，国有建筑企业的盈利能力普遍弱于民企，其中主要原因之一为建筑国企的管理者与控股股东、流通股股东的利益并未紧密绑在一起，因此对于业绩的诉求并没有民企那么强烈，存在一定程度的委托代理问题。而国有企业在股权激励和员工持股方面的实施进度也显著低于民企。16年年底国资委表示在“十项国企改革试点”中，其承担的8项试点工作已经全面铺开，再加上近期国资委发文中对于中央企业子企业股权激励方案审批权限的下放，我们认为国改的推进或将成为建筑央企今后走势中的重要的推动因素。

* + 1. 相比民企，国有建筑企业盈利性较弱

我们通过对板块内18家央企，14家地方国企，以及62家民营企业的净利率进行加权平均后得到版块内三种类型企业的近五年净利率，从而进行比较。从下图近五年央企、地方国企、以及民营企业净利率的数据对比中我们可以看到，**从2012年到2016年，央企和地方国企的净利率一般位于2.2%到3.3%的区间范围内，且近四年央企的净利率略微高于地方国企；而民营企业的同口径净利率位于5.2%到6.2%区间，显著高于国有企业。**

|  |
| --- |
| 图2：以近五年数据为例，国有建筑企业的净利率显著低于民营企业 |
|  |
| 资料来源：Wind，天风证券研究所 |

我们认为其中原因主要有两点：第一，建筑国企的管理者与控股股东、流通股股东的利益并未紧密绑在一起，因此对于业绩的诉求并没有民企那么强烈，存在一定程度的委托代理问题。第二，国有建筑公司往往会承担一些政策性任务和社会责任负担，导致部分项目的盈利性和回款质量稍差。以上因素均对我国国有建筑企业的盈利能力造成一定程度的抑制。

**16年9家建筑央企中有6家出现第四季度增速低于当年前三季度累计增速的现象。这或许是建筑央企“以退为进”为后期国改加速埋下的铺垫。**

在先前报告中，我们对9家大建筑央企进行了简要分析，我们发现板块内9家大建筑央企中有6家出现第四季度增速低于当年前三季度累计增速的现象（其中5家增速差额在15%以上），而15年9家大建筑央企中仅有2家企业出现上述状况。16年大建筑央企在四季度归母净利润同比增速低于前三季度累计增速的概率要高于往年。在归因分析中我们发现资产减值因素为部分建筑央企增速下滑的主要因素。

表1： 16年大建筑央企在四季度归母净利润同比增速存在部分骤降现象

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 代码 | 股票名称 | 15年Q4单季同比增速 | 15年前三季度累计同比增速 | Q4与前三季度累计同比增速差值 | 16年Q4单季同比增速 | 16年前三季度累计同比增速 | Q4与前三季度累计同比增速差值 |
| 600068.SH | 葛洲坝 | 63.23% | 2.98% | 60.25% | 29.76% | 24.96% | 4.81% |
| 601669.SH | 中国电建 | -80.97% | 49.10% | -130.07% | 409.44% | 8.01% | 401.43% |
| 601611.SH | 中国核建 | 244.60% | -27.43% | 272.04% | -25.72% | 25.84% | -51.56% |
| 601117.SH | 中国化学 | 61.41% | -26.79% | 88.21% | -65.82% | -23.38% | -42.44% |
| 601668.SH | 中国建筑 | 23.82% | 12.67% | 11.15% | -27.27% | 30.05% | -57.32% |
| 601800.SH | 中国交建 | 36.80% | 2.99% | 33.82% | -3.02% | 12.10% | -15.12% |
| 601186.SH | 中国铁建 | 17.83% | 8.23% | 9.60% | 7.62% | 12.43% | -4.81% |
| 601390.SH | 中国中铁 | 32.34% | 11.80% | 20.54% | -24.96% | 16.91% | -41.86% |
| 601618.SH | 中国中冶 | 12.04% | 26.46% | -14.41% | 22.34% | 6.52% | 15.82% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

表2： 5家央企净利润增速低于预期归因简述

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | 毛利率因素 | 资产减值因素 | 期间费用率因素 |
| 中国核建 |  | √ | √ |
| 中国化学 |  | √ |  |
| 中国中铁 | √ | √ |  |
| 中国交建 |  |  | √ |
| 中国建筑 | √ |  |  |

资料来源：Wind，天风证券研究所

资产减值、收入延迟确认等因素一方面可以体现出建筑央企财务报表的谨慎性原则，另一方面也为建筑央企未来利润的释放提供良好的基础。我们可以看到葛洲坝、中国建筑等具有稳定业绩的建筑蓝筹标的，正逐渐受到市场热捧。

* + 1. 国有企业在股权激励方面的推进力度显著低于民营企业

**国有企业在股权激励方面的推进力度显著低于民营企业**。从下表中对于板块内建筑企业自2015年1月1日至今的股权激励事件统计中，我们发现**在已经公布股权激励方案实施公告或预案公告的24家企业中，仅有四家国有建筑央企（中国建筑、中工国际、中国海诚、中国能建）**；此外，**在16家公布员工持股计划的建筑企业中，仅有上海建工、安徽水利、中钢国际三家国有企业。**这与央企和民企的单体产值体量极不匹配。

表3：国有企业在股权激励方面的实施进度显著低于民企

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 序号 | 证券代码 | 证券名称 | 企业性质 | 事件大类 | 事件类型 | 发生日期 |
| 1 | 603018.SH | 中设集团 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20170513 |
| 2 | 603030.SH | 全筑股份 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20170408 |
| 3 | 002325.SZ | 洪涛股份 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20170310 |
| 4 | 601668.SH | 中国建筑 | 中央国有企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20161230 |
| 5 | 002743.SZ | 富煌钢构 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20161213 |
| 6 | 3996.HK | 中国能建 | 中央国有企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20161121 |
| 7 | 300044.SZ | 赛为智能 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20161105 |
| 8 | 002310.SZ | 东方园林 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20160816 |
| 9 | 002713.SZ | 东易日盛 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20160720 |
| 10 | 002775.SZ | 文科园林 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20160709 |
| 11 | 300500.SZ | 启迪设计 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20160615 |
| 12 | 300495.SZ | 美尚生态 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20160609 |
| 13 | 002781.SZ | 奇信股份 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20160526 |
| 14 | 002713.SZ | 东易日盛 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励预案公告 | 20160425 |
| 15 | 603030.SH | 全筑股份 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20151211 |
| 16 | 603828.SH | 柯利达 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20150626 |
| 17 | 002717.SZ | 岭南园林 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20150612 |
| 18 | 603017.SH | 中衡设计 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20150610 |
| 19 | 600477.SH | 杭萧钢构 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20150602 |
| 20 | 002421.SZ | 达实智能 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20150106 |
| 21 | 002310.SZ | 东方园林 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20141213 |
| 22 | 002482.SZ | 广田集团 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20141126 |
| 23 | 600477.SH | 杭萧钢构 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20140919 |
| 24 | 002178.SZ | 延华智能 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20140529 |
| 25 | 002051.SZ | 中工国际 | 中央国有企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20140509 |
| 26 | 002116.SZ | 中国海诚 | 中央国有企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20140305 |
| 27 | 300044.SZ | 赛为智能 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20131105 |
| 28 | 002663.SZ | 普邦股份 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20130927 |
| 29 | 002325.SZ | 洪涛股份 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20130814 |
| 30 | 601668.SH | 中国建筑 | 中央国有企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20130629 |
| 31 | 002431.SZ | 棕榈股份 | 民营企业 | 股权激励 | 股权激励方案实施公告 | 20130620 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

表4：自2014年起，国有企业中，仅三家国有企业公布员工持股计划

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 证券代码 | 证券简称 | 公司属性 |
| 603030.SH | 全筑股份 | 民营企业 |
| 603828.SH | 柯利达 | 民营企业 |
| 002375.SZ | 亚厦股份 | 民营企业 |
| 002081.SZ | 金螳螂 | 民营企业 |
| 000018.SZ | 神州长城 | 民营企业 |
| 002310.SZ | 东方园林 | 民营企业 |
| 002047.SZ | 宝鹰股份 | 民营企业 |
| 600477.SH | 杭萧钢构 | 民营企业 |
| 300197.SZ | 铁汉生态 | 民营企业 |
| 300284.SZ | 苏交科 | 民营企业 |
| 002504.SZ | \*ST弘高 | 民营企业 |
| 002421.SZ | 达实智能 | 民营企业 |
| 002542.SZ | 中化岩土 | 民营企业 |
| 000928.SZ | 中钢国际 | 中央国有企业 |
| 600170.SH | 上海建工 | 地方国有企业 |
| 600502.SH | 安徽水利 | 地方国有企业 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

* + 1. 建筑央企国企改革已经进入了必要阶段和黄金窗口期

第一，短中期内建筑央企盈利性向好，但在未来结构性利好因素逐渐削弱的情况下，推进国企改革将有助于建筑央企盈利性维持在良好状态。近年来建筑央企的收入有所增长，盈利程度较好，订单和信贷资源向国有企业逐渐聚集。从2016年以及2017年一季度9大建筑央企新签合同额和同比增速可以看出，目前建筑项目相关订单正在逐渐向国企集聚。此外，在目前建筑行业整体景气度下降的情况下，银行出于控制信贷风险的考虑，在建筑板块企业信贷投放的选择上，也相对偏向于国有建筑央企。从下图中我们可以看到，在2015/2016年，建筑国企长期借款在绝对值以及增量上，均显著高于民营企业。因此，在订单以及信贷资源获得性优势较大情况下，国有建筑央企供给端出现了有利变化。**然而在固定资产投资已进入下滑通道的情况下，如果建筑央企没有通过国企改革助推业绩持续增长，目前盈利状况的良好局面可能只是昙花一现。**

表5：九大建筑央企新签订单金额汇总

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2016年新签合同额（亿） | 同比增长率 | 2017Q1新签合同额（亿） | 同比增长率 |
| 中国中铁 | 12350 | 29.38% | 2575 | 36.10% |
| 中国铁建 | 12191 | 28.49% | 2617 | 46.02% |
| 中国交建 | 7308 | 12.38% | 1513 | 40.25% |
| 中国建筑 | 18612 | 22.50% | 4332 | 24.38% |
| 中国中冶 | 5024 | 25.10% | 1262 | 12.00% |
| 葛洲坝 | 2136 | 17.62% | 690 | 42.55% |
| 中国化学 | 704.96 | 11.84% | 242 | 91.87% |
| 中国电建 | 3610.22 | 10.10% | 1455 | 18.84% |
| 中国核建 | 692.68 | 35.87% | 89.3 | -21.00% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

|  |
| --- |
| 图3：建筑行业内信贷资源向国企集聚现象十分显著 |
|  |
| 资料来源：Wind，天风证券研究所 |

第二，目前部分建筑国企PB值在盈利增长的情况下提升至1倍以上，而以往其PB值曾小于1倍，因此目前的估值水平给国改推进提供了宝贵的窗口期。目前部分建筑央企和地方建筑国企的PB值已经接近1倍，估值水平较低，其中9大建筑央企中,有7家PB值位于1-2倍区间**。**

综上，在目前建筑行业景气度下行，且建筑国企估值较低的情况下，国企改革已经逐渐进入必要阶段和难得的黄金窗口期，如果错过了这个时间窗口，下一次类似机会的到来可能比较遥远。

* 1. 股权激励从短期与长期来看均会对国有企业产生一定程度的积极影响

通过对相应时间区间内央企或地方国企发布的108次股权激励（包括成功实施与终止实施）分别进行短期与长期效果的简要分析，我们发现**在短期时间跨度下，央企或地方国企股权激励预案的公告的确会对相关标的市值造成一定的正向影响。**另外，通过对实施股权激励前后相关企业绩效的统计，可以看到**股权激励对于央企以及国有企业的业绩释放存在较为明显的推动作用，样本企业在股权激励的实施当年以及之后两年的绩效表现普遍优于相应行业整体水平。**

* + 1. 短期来看，建筑国企股权激励预案的公告或对股价产生正向影响

**基于相关数据的研究，我们发现在央企或地方国企公告股权激励预案的时间点附近，对应标的相对大盘的累计涨幅出现了显著提升。**在2009年4月至2017年5月的时间区间内，共央企和地方国企共计发布108次股权激励预案公告。我们将相关央企或地方国企公告股权激励预案的当天记为日期“0”，前/后一天记为“-1/1”，依次类推，并求出相关标的在公告日前后20天相对大盘的单日涨跌幅与累计涨跌幅，之后求平均，得出下图信息。从中我们可以观察到：第一，样本企业在预案公告后的第一天出现了约0.4027%的涨幅，位于40日单日涨幅中的第四位。第二，从预案公告前的第四天起样本标的相对于大盘的累计涨幅开始上升，至预案公告后的第三天达到顶点。**因此，从下图中我们发现在短期时间跨度下，央企或地方国企股权激励预案的公告的确会对相关标的造成一定的正向影响。**

|  |
| --- |
| 图4：建筑国企股权激励预案的公告的确会对相关标的造成一定的正向影响（%） |
|  |
| 资料来源：Wind，天风证券研究所 |

* + 1. 长期来看，建筑国企股权激励的实施对企业业绩释放具有促进作用

我们选取2009年至2015年间顺利实施股权激励次数较多的五个行业，通过观察不同样本行业内相关央企或地方国企盈利数据，**大多数样本企业在股权激励的实施当年以及随后两年的营收增长较对应行业出现不同程度的提升**。比如下表中通信行业里五个标的企业营收同比增速超出行业的百分点，从股权激励实施前一年的平均0.72个百分点，上升到实施当年的6.86个百分点，而实施后第一/二年该数据分别为10.85/11.06个百分点。同时在食品饮料、计算机、以及公用事业行业均发现类似规律。或基于2012年后我国投资进入下滑通道，个子板块间增速下滑幅度有所差异，样本中建筑行业相关企业在股权激励实施后的第一/第二年均遭遇了营收下滑。然而从表7中我们可以看到，4家建筑行业相关企业的净利润增长率在股权激励实施的当年与实施后的第一年出现了良性变化，4家企业的净利润同比增速平均超出行业整体水平约13个百分点，实施后的第一年超出5个百分点，均高于实施前一年。**综上，从长期来看，股权激励对于央企以及国有企业的业绩释放存在一定的积极影响。**

表6：相关建筑国企股权激励的实施当年以及后两年的营收增长率有所提升

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 营业收入同比增长率较行业整体增加额（以公司营收增速与行业整体营收增速相减得出） | | | | | | |
| 股票名称 | 实施年份 | 所属行业 | 实施前一年 | 实施当年 | 实施后第一年 | 实施后第二年 |
| 光迅科技 | 2014 | 通信 | -9.93% | 12.07% | 22.53% | 24.83% |
| 高鸿股份 | 2014 | 通信 | 22.94% | 11.98% | -1.67% | 11.86% |
| 烽火通信 | 2014 | 通信 | 0.01% | 15.68% | 19.28% | 23.74% |
| 东信和平 | 2013 | 通信 | -2.28% | 1.68% | 8.16% | 5.31% |
| 东方通信 | 2013 | 通信 | -7.16% | -7.10% | 5.97% | -10.46% |
| 均值 |  |  | 0.72% | 6.86% | 10.85% | 11.06% |
| 光明乳业 | 2014 | 食品饮料 | 12.24% | 23.38% | -10.23% | -3.39% |
| 光明乳业 | 2010 | 食品饮料 | -4.80% | -2.47% | 0.86% | -0.45% |
| 泸州老窖 | 2010 | 食品饮料 | 2.32% | -0.09% | 34.62% | 19.82% |
| 均值 |  |  | 3.26% | 6.94% | 8.41% | 5.33% |
| 中工国际 | 2014 | 建筑装饰 | -23.81% | -5.96% | -19.36% | -6.40% |
| 中国海诚 | 2014 | 建筑装饰 | -4.68% | -14.18% | -18.75% | -10.43% |
| 中国建筑 | 2013 | 建筑装饰 | 8.12% | 4.41% | 8.16% | 5.53% |
| 中国海诚 | 2012 | 建筑装饰 | 38.90% | 20.19% | -4.68% | -14.18% |
| 均值 |  |  | 4.63% | 1.11% | -8.66% | -6.37% |
| 华东电脑 | 2014 | 计算机 | -0.21% | -9.30% | -6.48% | -15.33% |
| 海康威视 | 2014 | 计算机 | 40.58% | 47.97% | 34.75% | 11.05% |
| 华虹计通 | 2013 | 计算机 | -19.55% | -20.25% | -12.91% | -18.48% |
| 海康威视 | 2012 | 计算机 | 40.11% | 28.23% | 40.58% | 47.97% |
| 科大讯飞 | 2011 | 计算机 | -23.31% | 22.75% | 31.08% | 51.54% |
| 南天信息 | 2010 | 计算机 | -31.03% | -42.34% | 14.28% | -40.91% |
| 均值 |  |  | 1.10% | 4.51% | 16.88% | 5.97% |
| 启迪桑德 | 2014 | 公用事业 | 22.06% | 62.78% | 48.67% | 10.37% |
| 东江环保 | 2014 | 公用事业 | -0.97% | 29.14% | 21.08% | 10.20% |
| 深圳燃气**（非主观筛选，不构成推荐）** | 2012 | 公用事业 | 5.77% | 3.77% | -9.40% | 10.94% |
| 启迪桑德 | 2010 | 公用事业 | 18.74% | 16.74% | 47.56% | 24.55% |
| 均值 |  |  | 11.40% | 28.11% | 26.98% | 14.02% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：\*上标中公用事业行业中启迪桑德与东江环保公司均对股权激励实施的当年进行了业绩考核，其余样本公司的第一个考核年均为股权激励实施年份后的第一年。

表7：相关建筑企业的净利润在股权激励实施的当年与后一年出现良性变化

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 净利润同比增长率较行业整体增加额（以公司净利润增速与行业整体净利润增速相减得出） | | | | | | |
| 股票名称 | 实施年份 | 所属行业 | 实施前一年 | 实施当年 | 实施后第一年 | 实施后第二年 |
| 中工国际 | 2014 | 建筑装饰 | -16.72% | 7.45% | 14.37% | 12.11% |
| 中国海诚 | 2014 | 建筑装饰 | -2.82% | 13.76% | 8.37% | -30.92% |
| 中国建筑 | 2013 | 建筑装饰 | 20.65% | -6.59% | 1.79% | 11.45% |
| 中国海诚 | 2012 | 建筑装饰 | 17.30% | 37.26% | -2.82% | 13.76% |
| 均值 |  |  | 4.60% | 12.97% | 5.43% | 1.60% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

基于2009年至2015年曾成功实施股权激励的央企与地方国企的解锁/行权条件达成情况统计，可以观察到样本中**第一个解锁/行权条件的达成率可达到83%**；**第二个解锁/行权条件的达成率可达到至少73%**（由于部分企业的条件达成情况并未披露，该数据仅针对已披露且已达成业绩要求的样本企业进行统计）；**第三个解锁/行权条件的达成率至少28%（分母剔除15家第三期达成条件仍未披露的公司后，该达成率为48%）。**通过观察上述数据，可以发现实施股权激励的央企或地方国企对于前两个解锁/行权条件的达成率处于较高水平，且达成率从第一到第三个解锁/行权期有所下滑。**基于样本数据，我们认为相关央企和地方国企在股权激励实施后第一年基本可以达成业绩条件要求。**

表8：相关央企和地方国企在股权激励实施后第一年基本可以达成业绩条件要求

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 代码 | 名称 | 首次实施公告日 | 第一个解锁或行权期 | 第二个解锁或行权期 | 第三个解锁或行权期 |
| 002281.SZ | 光迅科技 | 2014-12-30 | 达成 | 未披露 | 未披露 |
| 600850.SH | 华东电脑 | 2014-12-30 | 达成 | 未披露 | 未披露 |
| 000826.SZ | 启迪桑德 | 2014-12-30 | 达成 | 未披露 | 未披露 |
| 600597.SH | 光明乳业 | 2014-12-09 | 未披露 | 未披露 | 未披露 |
| 000851.SZ | 高鸿股份 | 2014-11-15 | 达成 | 未达成 | 未披露 |
| 600498.SH | 烽火通信 | 2014-11-14 | 达成 | 未披露 | 未披露 |
| 002415.SZ | 海康威视 | 2014-10-27 | 达成 | 未披露 | 未披露 |
| 601238.SH | 广汽集团 | 2014-09-20 | 达成 | 未披露 | 未披露 |
| 600482.SH | 中国动力 | 2014-08-27 | 未达到 | 未披露 | 未披露 |
| 002419.SZ | 天虹股份 | 2014-07-05 | 未达成 | 终止 | 终止 |
| 600019.SH | 宝钢股份 | 2014-05-23 | 未达到 | 达成 | 未披露 |
| 002051.SZ | 中工国际 | 2014-05-09 | 达成 | 达成 | 未披露 |
| 002116.SZ | 中国海诚 | 2014-03-05 | 达成 | 未达到 | 未披露 |
| 002672.SZ | 东江环保 | 2014-01-24 | 达成 | 达成 | 达成 |
| 002017.SZ | 东信和平 | 2013-12-24 | 达成 | 达成 | 未披露 |
| 300330.SZ | 华虹计通 | 2013-09-14 | 未达到 | 未达到 | 未达到 |
| 601668.SH | 中国建筑 | 2013-06-29 | 达成 | 达成 | 未披露 |
| 603128.SH | 华贸物流 | 2013-06-28 | 达成 | 达成 | 未披露 |
| 600776.SH | 东方通信 | 2013-06-19 | 未达到 | 未达到 | 未达到 |
| 600973.SH | 宝胜股份 | 2013-06-14 | 达成 | 未达到 | 未达成 |
| 002091.SZ | 江苏国泰 | 2013-03-15 | 达成 | 达成 | 达成 |
| 300034.SZ | 钢研高纳 | 2012-12-27 | 达成 | 达成 | 达成 |
| 601139.SH | 深圳燃气**（非主观筛选，不构成推荐）** | 2012-09-07 | 达成 | 达成 | 未达到 |
| 002415.SZ | 海康威视 | 2012-08-28 | 达成 | 达成 | 达成 |
| 000523.SZ | 广州浪奇 | 2012-07-26 | 达成 | 达成 | 未达成 |
| 600048.SH | 保利地产 | 2012-04-27 | 达成 | 达成 | 未达成 |
| 002116.SZ | 中国海诚 | 2012-03-24 | 达成 | 达成 | 达成 |
| 002230.SZ | 科大讯飞 | 2011-12-31 | 达成 | 达成 | 达成 |
| 000921.SZ | 海信科龙 | 2011-09-01 | 达成 | 达成 | 未达成 |
| 002305.SZ | 南国置业 | 2011-07-18 | 达成 | 达成 | 达成 |
| 000826.SZ | 启迪桑德 | 2010-12-22 | 达成 | 达成 | 达成 |
| 600597.SH | 光明乳业 | 2010-09-27 | 达成 | 达成 | 达成 |
| 600356.SH | 恒丰纸业 | 2010-07-10 | 达成 | 未达成 | 未达成 |
| 000948.SZ | 南天信息 | 2010-04-21 | 达成 | 未达成 | 未达成 |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 2010-02-11 | 达成 | 达成 | 未达成 |
| 600060.SH | 海信电器 | 2009-06-02 | 达成 | 达成 | 达成 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

* 1. 随后部分建筑央企和建筑地方国企的国企改革进展非常值得期待

**结合前文分析以及对以往实施股权激励的国企的相关数据论证，我们认为，目前国企改革已经处于黄金窗口期，且国改的推进对于建筑央企利润的释放或起到显著作用，**故随后部分建筑国有企业的国改进展将非常值得期待。从投资的角度来看，由于目前各种社会资源正在大量向建筑央企集聚。作为承接PPP和一带一路所推动基建项目的主力，建筑央企在一定程度上起到了嫁接其他投资机构和基础设施建设的“通道作用”。

因此，预计建筑国企相关投资标的至少能够贡献相对收益。在建筑央企改革方面，推荐关注葛洲坝、中国建筑、中国中铁、中国中冶、中国电建、中国核建、中国铁建、中国交建等标的。此外，在地方国企改革方面，浦东建设、隧道股份、山东路桥、上海建工等标的同样会受益于改革过程。

1. 建筑行业民营企业中结构性机会同样值得关注

除了国改推进下建筑国企存在的估值提升机遇，**在行业集中度逐步上升以及政府对于装配式建筑与全装修的政策推动下，建筑民营企业中存在的结构性机会仍然值得关注。**此外，发展战略较为激进的园林民营企业逐步进入业绩兑现期，其估值提升机会依然存在。

* 1. 装配式建筑进入大力推进期，钢结构将显著受益

2016年《中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》（下文简称“意见”）中提出“力争用十年时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%.....积极稳妥推广钢结构建筑”，并且目前大多数省市已经提出了相关配套政策对于装配式建筑的推广进行支持，辅助国家层面目标的实现。**相对于装配式建筑三大种类中的预制混凝土建筑与木建筑，钢结构建筑的优点更为鲜明，且具有直接相关的上市公司标的。**此外，钢铁产业供给侧改革推进与经济结构转型下社会各层面环保意识的提升，均给钢结构行业提供了发展良机。

钢结构政策推动中央政策支持力度加大，配套行业标准逐步推出

通过观察近年来中央关于装配式建筑相关文件的出台频率变化，我们可以发现，**中央对于装配式建筑（尤其是钢结构建筑）推动方向已经趋于明朗**。2016年9月，在国务院所发布的《关于大力发展装配式建筑的指导意见》中，出现“大力发展钢结构、混凝土等装配式建筑”的语句，这对于钢结构建筑在中央层面上的推广具有指示重要意义。

表9：近两年中央对于钢结构建筑的政策支持逐步升级

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 时间 | 相关部门 | 政策名称 | 政策内容 |
| 2017/3/23 | 住建部 | 《“十三五”装配式建筑行动方案》 | 目标在2020年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上，在重点推进地区达到20%以上，积极推进地区达到15%以上，鼓励推进地区达到10%以上。 |
| 2017/2/21 | 国务院 | 《关于促进建筑业持续健康发展的意见》 | 推广装配式建筑，大力发展装配式混凝土和**钢结构**建筑，不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例。 |
| 2017/2/21 | 发改委/住建部 | 《国家发改委、住房城乡建设部关于开展气候适应型城市建设试点工作的通知》 | 积极应对热岛效应和城市内涝，发展绿色建筑，实施城市更新和老旧小区综合改造，加快装配式建筑的产业化推广。 |
| 2016/12/20 | 国务院 | 《“十三五”节能减排综合工作方案》 | 实施绿色建筑全产业链发展计划和推行绿色施工方式，推广节能绿色建材、装配式和**钢结构**建筑。 |
| 2016/9/27 | 国务院 | 《关于大力发展装配式建筑的指导意见》 | 按照推进供给侧结构性改革和新型城镇化发展的要求，大力发展**钢结构**、混凝土等装配式建筑；以京津冀、长三角、珠三角城市群和常住人口超过300万的其他城市为重点，加快提高装配式建筑占新建建筑面积的比例。 |
| 2016/3/25 | 国务院 | 《政府工作报告》 | 在加强城市规划建设管理的工作中，积极推广绿色建筑和建材，大力发展**钢结构**和装配式建筑，加快标准化建设，提高建筑技术水平和工程质量。 |
| 2016/2/22 | 国务院 | 《中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》 | 决定大力推广装配式建筑，积极稳妥推广**钢结构**建筑，力争用10年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%。 |
| 2016/2/1 | 国务院 | 《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》 | 推广应用**钢结构**建筑，结合棚户区改造、危房改造和抗震安居工程实施，开展钢结构建筑推广应用试点，大幅提高钢结构应用比例。 |

资料来源：官方资料整理，天风证券研究所

此外，**通过相关评价标准与技术标准的逐步发布，钢结构建筑的发展痛点之一---行业标准规范体系的缺失，也将趋于缓解**。2015年8月，住建部发布《工业化建筑评价标准》，对预制率和装配率等术语进行首次官方层面界定的同时，从设计、建造、和管理三个阶段对工业化建筑（主要为装配式建筑）做出评价标准；2017年《装配式钢结构建筑技术标准》、《装配式混凝土建筑技术标准》也将正式实施。我们认为，尽管目前钢结构建筑相关行业标准仍未形成成熟体系，且地方标准与国标间或存在一定差异，**但行业标准规范体系逐步规范与统一的趋势已经逐渐显现，这将对钢结构建筑的推进起到关键作用。**

表10：17年《装配式建筑评价标准（征求意见稿）》中设定装配式建筑的最低标准

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 评价项分类 | 评价项 | 预制部件最低应用比例 |
| 承重结构构件 | 柱、支撑、承重墙、延性墙板等竖向承重构件主要采用金属材料、木材及非水泥基复合材料 | 100% |
| 柱、支撑、承重墙、延性墙板等竖向承重构件主要采用混凝土材料 | 50% |
|  | 楼（屋）盖构件 | 70% |
| 非承重构件 | 外围护墙采用非砌筑类型墙体 | 80% |
| 内隔墙采用非砌筑类型墙体 | 50% |
| 装修与设备管线 | 要求全装修 | / |

资料来源：住建部，天风证券研究所

钢结构建筑的成本劣势有所改善

随着钢结构技术与整体经济环境的变化，钢结构建筑成本较高的劣势正在逐步改善。

首先，钢结构工程用工量较少，在目前我国人力成本上升趋势下，钢结构工程所受到的人力成本冲击也较小。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 图5：建筑业私营单位人均工资逐步提升（左-元，右-百分比） |  | 图6：建筑业非私营单位人均工资逐步提升（左-元，右-百分比） |
|  |  |  |
| 资料来源：Wind，天风证券研究所 |  | 资料来源：Wind，天风证券研究所 |

其次，**中央与部分省市对于装配式建筑的多角度补助，叠加钢结构技术趋于成熟，均在一定程度上减少了装配式钢结构建筑与传统现浇建筑的成本差异。拿地方面**，为推行装配式建筑，上海、沈阳、北京、浙江、宁夏等地区对于施工项目拿地进行了限制，大多对新建建筑的装配率和预制率提出特定要求；**建筑费用方面**，部分地区对于传统土建工程的施工用水与建筑垃圾外运提升了相应费用；**财务补贴方面**，中央对于钢结构等绿色建筑提供财政补贴（绿色建筑三级标准为80元/平方米，目前此项补贴执行状况良好），且部分地方政府也会对地区内装配式建筑提供相应财务补贴或贷款优惠，从而进一步降低钢结构建筑的整体成本；**自身技术方面**，随着钢结构技术的逐步成熟，钢结构建筑的造价或呈现下降趋势。此外，建筑全生命周期来看，钢结构建筑在节水、节材（建材消耗下较传统方式减少约30%）、节地（得房率较高）等方面较传统现浇建筑具备一定优势，因此，若从建筑的全生命周期来看，钢结构建筑的整体成本未必处于劣势。

钢结构建筑相关技术趋于成熟，多因素推动下公众认知有所改变

**经过了十几年的发展，目前国内装配式结构的技术已经逐步成熟**，国内大多数经典钢结构建筑竣工于2000年之后。以往钢结构中建筑存在的部分问题已经逐渐得到解决，比如隔音效果、构件生产制作、耐热性、以及预埋件等相关问题均在技术的发展中依次解决。**此外，装配式钢结构的配套体系也在逐步完善**，外墙、内墙以及其他配套楼板的相关技术已经趋于成熟。

**随着公众对于钢结构建筑认识的普及，房产开发商、合作商、以及业主对于钢结构建筑的固有认知正在发生变化。**

**房产开发商方面**，钢结构建筑施工周期较短的特点可以使房产商方面提前回款，并减少利息占用。此外政府给予的相关补贴以及其他推进优惠或是房产开发商未来逐步倾向于选择钢结构建筑。

**合作商方面**，钢结构建筑的推广有助于带动相关板材、整体化卫浴、以及整体化厨房等产业链相关产品的销售。国家对于全装修的推进与钢结构建筑的推广存在一定程度的关联效应。

**业主方面**，随着钢结构以往存在的技术问题的逐步解决，钢结构建筑在抗震性优良、自重轻、得房率较高等优点显得更为突出。此外，随着公众环保意识的提升，业主对钢结构建筑的接纳程度有所提升。

|  |
| --- |
| 图7：公众对于钢结构建筑的固有认知正在发生变化 |
|  |
| 资料来源：天风证券研究所 |

钢结构建筑迎来增长机遇，发展空间可观

**根据钢结构协会数据，“十二五”期间我国钢结构产量占全国钢材总产量的5%左右，而美日等国家都达到了30%以上。**从近八年粗钢与钢结构产量的增速来看，在我国粗钢产量增速趋于稳定的情况下，钢结构产量增速呈逐步上升态势；钢结构产量占粗钢产量占比也从2010年的4.16%，连续上升至6.93%，与发达国家相比仍处低位，钢结构用钢量占比有望进一步提升。结合钢结构建筑在环保、性能等方面的优势，叠加我国钢结构用钢量的显著提升空间，钢结构建筑的推进将是我国建筑发展的主要方向之一。

表11：我国钢结构产量占钢产量比值依然过低

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 全国钢产量（吨） | 全国建筑用钢量（吨） | 全国钢结构产量（吨） | 钢结构产量占钢产量比值 | 钢结构占建筑用钢量 |
| 2010 | 6.25 | 2.5 | 0.26 | 4.16% | 10.40% |
| 2011 | 6.83 | 3.2 | 0.29 | 4.25% | 9.06% |
| 2012 | 7.17 | 3.3 | 0.35 | 4.88% | 10.61% |
| 2013 | 7.79 | 3.66 | 0.41 | 5.26% | 11.20% |
| 2014 | 8.23 | 3.96 | 0.46 | 5.59% | 11.62% |
| 2015 | 8.04 | 3.60 | 0.50 | 6.22% | 13.89% |
| 2016 | 8.08 | 3.30 | 0.56 | 6.93% | 16.97% |

资料来源：中国钢结构协会，天风证券研究所

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 图8：我国粗钢产量近三年逐步趋于稳定（左-吨，右-%） |  | 图9：我国钢结构产量缓步提升（左-吨，右-%） |
|  |  |  |
| 资料来源：Wind，天风证券研究所 |  | 资料来源：中国钢结构协会，天风证券研究所 |

此外，**钢结构在我国居住类建筑的应用比例依然过低，且钢结构在公路桥梁领域有待发展。**根据中国建筑金属结构协会数据，2016年已竣工有一定规模[[1]](#footnote-1)的钢结构工程项目中住宅仅占4.1%，桥梁、交通枢纽等基础设施建设占18.2%；而商业地产、场馆、以及厂房合计占74.5%。因此，住宅建设与基础设施建设中钢结构建筑的推进与普及将构成显著的潜在市场增量。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 图10：钢结构在居住类和部分基建相关建筑中应用较少 |  | 图11：2016年已竣工钢结构工程项目住宅占比仅为4.1% |
|  |  |  |
| 资料来源：中国建筑金属结构协会，天风证券研究所 |  | 资料来源：中国建筑金属结构协会，天风证券研究所 |

部分上市钢结构企业将从政策推进中受益

在国家对于以钢结构以及预制混凝土建筑为主的装配式建筑推进力度逐步增强的背景下，建议关注**杭萧钢构**（首创钢管束组合结构专利授权模式）、**东南网架**（钢结构加工设备全国领先、具备装配式钢结构建筑系统化集成体系）、**精工钢构**（钢结构施工总承包企业、“带路”扬帆出海）、**富煌钢构**（重钢结构建筑龙头、积极拥抱PPP项目）等标的。

* 1. 17年住宅全装修或迎来超预期推进

自2008年住建部发布《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》以来，国家与行业层面先后出台关于推动住宅全装修的相关文件。迄今为止，北京、上海、重庆、河南、海南等省市相继出台地方标准，其中海南省住建厅在17年5月22日发布《海南省商品住宅全装修管理办法》（试行），要求17年7月1日后取得施工许可证的住宅工程必须实行全装修，成为全国第一个明确要求新建住宅100%全装修的省市地区；此外，17年住建部发布的《建筑业“十三五”规划》中明确指出到2020年新开工全装修成品住宅面积需达到30%。中央和地方政策对于住宅全装修推进的目标设定或与预示着住宅全装修的推进迎来新的增速拐点。我们认为住宅全装修将迎来超预期推进，深耕家装业务多年的部分上市公司将直接从中获益。

* + 1. 中央与地方积极推进住宅全装修，全装修与装配式建筑的推进相辅相成

**中央对于住宅全装修持积极推进态度。**自1999年建设部发布《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》，国家对于住宅产业化、住宅全装修市场的发展一直持鼓励态度，同时在政策上给予支持。具体如下：

表12：国家关于住宅全装修的相关政策

|  |  |
| --- | --- |
| 时间 | 政策内容 |
| 1999年 | 建设部发布《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》，首次提出要“加强对住宅装修的管理，积极推广一次性装修或菜单式装修模式，避免二次装修造成的破坏结构、浪费和扰民等现象。” |
| 2002年 | 建设部颁发了《商品住宅装修一次到位实施导则》和《商品住宅装修一次到位材料、部品技术要点》等规范，前者明确了商品住宅装修一次到位的概念，后者则对装修材料选择等提出了要求。 |
| 2008年 | 住房与城乡建设部发布《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》，进一步完善扶持政策，推广全装修住宅，提出逐步取消毛坯房的标准 |
| 2010年 | 《建筑业“十二五”规划》鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房 |
| 2013年 | 国务院办公厅转发发展改革委和城乡建设部的《绿色建筑行动方案》，提出要推动建筑工业化，积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业链装修相结合 |
| 2017年 | 《建筑业“十三五”规划》鼓励和推动“装配式建筑+智能化”实现建筑节能和绿色建筑发展，明确指出到2020年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，新开工全装修成品住宅面积达到30%，绿色建材应用比例达到40%。 装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%。 |

资料来源：相关部门官方网站、天风证券研究所

装配式建筑是指用预制的构件在工地装配而成的建筑。这种建筑的[优点](http://baike.baidu.com/item/%E4%BC%98%E7%82%B9/884953)是建造[速度](http://baike.baidu.com/item/%E9%80%9F%E5%BA%A6/5456)快，受气候条件制约小，节约劳动力并可提高建筑质量。与毛坯房相比，全装修房由于是统一批量施工，成本会明显降低，污染和浪费大大减少；也更符合健康、安全和环保的要求，是推行装配式建筑的重要部分。对于发展绿色建筑、节能减排、解决过剩产能方面具有重要作用，将是国家政策未来积极推进的方向。

**地方政府相继出台推进成品住宅相关配套政策。**各省市也积极响应中央的号召，纷纷出台相关政策。截至2016年，江苏、山东、浙江、四川、河南、河北、安徽以及北京、上海、深圳、重庆等多地政府陆续出台“全装修政策”。其中海南省住建厅在17年5月22日发布《海南省商品住宅全装修管理办法》（试行），要求17年7月1日后取得施工许可证的住宅工程必须实行全装修，从而使海南省成为全国第一个明确要求新建住宅100%全装修的省市地区。**除海南省外，推进住宅全装修较为激进的地区有上海、山东、浙江、以及成都市。**在相关政策的助推下，传统的毛坯房模式将逐步由“全装修住宅”代替。

表13：各省市全装修相关政策推进情况

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 地区 | 时间 | 文件名 | 政策要点 | 进一步相关细则 |
| 河北 | 2012.5.21 | 《关于推进新建住房全装修工作的意见》 | 争取5年后新建住房全装修比例不低于60%；设区市基本实现住房全装修竣工。自2012年起，全省新建住房全装修比例应达到竣工面积的10%，石家庄、唐山市逐年按不低于10%的比例增加，其他各市逐年按不低于7%的比例增加。 |  |
| 江苏 | 2014.10.31 | 《关于加快推进建筑产业现代化促进建筑产业转型升级的意见》 | 到2025年年末，建筑产业现代化建造方式成为主要建造方式。全省建筑产业现代化施工的建筑面积占同期新开工建筑面积的比例、新建建筑装配化率达到50%以上，装修装配化率达到60%以上，新建成品住房比例达到50%以上，科技进步贡献率达到60%以上。 | 2016年12月5日《加强装配式混凝土结构建筑工程质量安全管理的通知》 |
| 北京 | 2017.3.3 | 《关于加快发展装配式建筑的实施意见》 | 本市保障性住房项目全部实施全装修成品交房，鼓励装配式装修；支持其他采用装配式建筑的住宅项目实施全装修成品交房。 | 《〈北京市建设工程计价依据——预算消耗量定额〉装配式房屋建筑工程》本定额自2017年6月1日起执行 |
| 辽宁 | 2015.8.10 | 省政府网站公布《辽宁省绿色建筑行动实施方案》 | 从2015年起，各地新建5万平米以上的住宅小区将全面推行全装修住房。到2020年底，全省新建住宅中全装修面积比例不低于50%。 |  |
| 山东 | 2015.9.6 | 《山东省房地产业转型升级实施方案》 | 2017年设区城市新建高层住宅实行全装修，2018年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。对全装修商品住宅、在销售时实行毛坯房。对全装修商品住宅，在销售时实行毛坯房和装修分别计价，分别开发票，分别纳税。 |  |
| 河南 | 2016.1.4 | 河南省委、省政府印发《关于加强城市规划建设管理工作的意见》（总纲） | 到2020年全省新建商品住宅基本实现无毛坯房。郑州航空港经济综合试验区、郑东新区从2016年起，新开工商品住宅全部执行成品房标准。 |  |
| 四川 | 2016.3.23 | 四川省人民政府《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》 | 到2020年，全省基本形成适应建筑产业现代化的市场机制和发展环境，在房屋、桥梁、水利、铁路等建设中积极推进建筑产业现代化。装配率达到30%以上的建筑，占新建建筑的比例达到30%；新建住宅全装修达到50%。 |  |
| 上海 | 2016.8.18 | 上海市住房和城乡建设管理委员会《关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知》 | 从2017年1月1日起，凡出让的新建商品房建设用地，全装修住宅面积占新建商品住宅面积的比列为：外环线以内的城区应达到100%，除奉贤区、金山区、崇明区之外，其他地区应达到50%。奉贤区、金山区、崇明区实施全装修比例为30%，至2020年应达到50%。 | 2015《全装修住宅室内装修设计标准》 |
| 江西 | 2016.8.22 | 《关于推进装配式建筑发展的指导意见》 | 促进传统装修方式向装配化转型提高全装修建筑比例 |  |
| 广西 | 2016.8.29 | 自助区住建厅等12个部门联合印发的《关于大力推广装配式建筑促进我区建筑产业现代化发展的指导意见》 | 到2020年底，新建全装修成品房面积比率达20%以上。 | 《装配式混凝土建筑全装修工程技术规程》  《装配整体式混凝土建筑结构设计规程》  自2017年6月1日起实施 |
| 浙江 | 2016.4.25 | 省人大法制委、环资委和省建厅发布《浙江省绿色建筑条例》 | 到2020年底，浙江新建多层和高层住宅将基本实现全装修，杭州市、宁波市、温州市和绍兴市新建普通住房和高层住宅将在2018年率先实现全装修 | 2016年10月9日浙江省住房和城乡建设厅批准由浙江省建筑装饰行业协会等单位主编的浙江省工程建设标准——《全装修住宅室内装饰工程质量验收规范》，该标准将与2017年7月1日起实施 |
| 海南 | 2017.5.22 | 《海南省商品住宅全装修管理办法（试行） | 从2017年7月1日起正式施行，装修费用将纳入到商品住宅总价，海南将成为我国首个全面施行商品住宅全装修的省份 |  |
| 湖北 | 2017.3.8 | 《关于大力发展装配式建筑的实施意见》 | 省会武汉装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到35%以上,襄阳市、宜昌市和荆门市达到20%以上,其他设区城市、恩施土家族苗族自治州、直管市和神农架林区达到15%以上。 |  |

资料来源：各省人民政府网站、天风证券研究所

**全装修将被列入国家装配式建筑基本标准**。为了大力推进装配式建筑发展，住建部2017年3月发布《装配式建筑评价标准》征求意见稿（并在6月初通过专家评审，正式文件公布在即），文件中提出了定义装配式建筑的5项最低标准，其中**要求必须采用全装修**。 因此，我国对于装配式建筑的大力推动与住宅全装修的推广存在相辅相成的关系。

* + 1. 目前我国全装修比例较低，发展空间较大

**我国住宅全装修发展空间较大**。我国全装修兴起于20世纪90年代，与欧美日相比发展时间较短。目前全装修住宅在我国住宅总量中的占较低，不到20%，相比于日本、瑞典、法国、美国、德国等发达国家80%以上的住宅全装修比例，住宅全装修仍有较大发展空间。

|  |
| --- |
| 图12：国内外住宅全装修比例对比 |
|  |
| 资料来源：wind、天风证券研究所 |

根据搜房网楼盘最新信息，经统计截止至2017年3月22日全国50个省市所有楼盘(包括正在售卖、待售、已售空)全装修房（含精装修）占比在5%以下,其中三亚和海口两大著名旅游城市全装修房比例分别为45%和15.58%，均值为3.2%；在售新房中，全国各省市在售新房全装修和精装比例均值为22.62%，其中该比例在北上广深杭等一线城市的数值显著大于三四线城市。

**地产商集中度逐步提升，客观上推动了精装修市场行业集中度的上升**。2016年，我国房地产产业集中度继续提升，根据中国房地产业协会统计的中国房地产500强测评结果，2016年十强房地产企业销售总金额约占500强销售总金额的35%，销售面积总计约占总销售面积的38%。与此同时，在2016年越过3000亿大关的房企就出现了三家（恒大、万科、碧桂园）。而**大型地产商的新房全装修比例相对较高**，比如万科精装修比例位于80%以上。此外，由于部分上市家装龙头企业常常与主要地产商存在合作关系。因此，地产商集中度提升有助于新建住宅全装修比例的提升，同时部分家装龙头企业，比如奇信股份、全筑股份、广田集团等，将从中获益。

* 1. 发展激进的园林企业同样存在超预期可能

**我们认为对于行业内民营企业而言，在建筑行业景气度下降的情况下，大力承接政府项目或结合其他手段逆势扩张从而提升市场份额是民营企业在目前形势下的占优策略。**在目前园林行业面临市场容量吃紧、竞争加剧的背景下，民企面临两项选择，要么保守发展以求经营质量的稳定，要么在市场下行中逆势扩张、积极接单，进而扩大市场份额，但同样需要承担后期回款或运营资本管理难度加大的风险，而企业家们根据自身风险偏好做出了不同的选择。**目前并没有发现伴随企业激进发展而衍生出的风险失控迹象**，比如园林行业中部分企业在激进发展与大力承接政府项目中收入结构依旧良好，且市场占有率显著扩大，未来业绩将大概率继续提升。

**第二批特色小镇发布在即，园林企业估值提升迎来又一催化因素。**继16年十月住建部公布首批127个中国特色小镇名单后，17年5月底，住建部要求各省（区、市）按照分配名额组织好特色小镇推荐工作，并于6月30日前上报推荐名单和资料，住建部将在审查后汇通财政部等部门认定并公布第二批全国特色小镇名单。而全国特色小镇的建设大潮将包含大量生态景观园林、生态环保、市政绿化等内容，资质较为全面的上市园林企业将迎来新的发展机遇。

因此，基于以上逻辑，我们建议积极关注发展战略较为激进的园林民营企业的投资机会，比如东方园林、美尚生态、铁汉生态、棕榈股份等。

1. 投资建议

**国企方面**，在目前建筑行业景气度逐渐下行，且建筑国企估值较低的情况下，国企改革已经进入了必要阶段和难得的黄金窗口期。如果错过了这个时间窗口，下一次类似机会的到来可能比较遥远。随后部分建筑国有企业的国改进展将非常值得期待。从投资的角度来看，由于目前各种社会资源正在大量向建筑央企集聚。作为承接PPP和一带一路所推动基建项目的主力，建筑央企在一定程度上起到了嫁接其他投资机构和基础设施建设的“通道作用”。因此，预计建筑国企相关投资标的至少能够贡献相对收益。在建筑央企改革方面，推荐关注**葛洲坝、中国建筑、中国中铁、中国中冶、中国电建、中国核建、中国铁建、中国交建等标的**。此外，在地方国企改革方面**，浦东建设、隧道股份、山东路桥、上海建工**等标的同样会受益于改革过程。

**民企方面，**在行业集中度逐步上升以及政府对于装配式建筑与全装修的政策推动下，建筑民营企业中存在的结构性机会仍然值得关注。

**钢结构方面**，通过观察近年来中央关于装配式建筑相关文件的出台频率变化，可以发现**中央对于装配式建筑（尤其是钢结构建筑）推动方向已经趋于明朗**。成本、行业标准体系、配套政策等以往钢结构发展中存在的瓶颈逐一弱化，钢结构建筑或成为建筑板块内难得的亮点之一。建议关注**杭萧钢构**、**东南网架**、**精工钢构**、**富煌钢构**等标的。

**住宅全装修方面**，中央与地方层面对于住宅全装修的推动力度提升，近期海南省成为全国第一个明确要求新建住宅100%全装修的省市地区，**除海南省外，推进住宅全装修较为激进的地区有上海、山东、浙江、以及成都市**。此外，地产商集中度逐步提升，客观上推动了精装修市场行业集中度的上升。**奇信股份、全筑股份、广田集团**等家装龙头企业将从中获益。

**园林方面，**建议积极关注发展战略较为激进的园林民营企业的投资机会，**比如东方园林、美尚生态、铁汉生态、棕榈股份等。**

1. 风险提示

我国固定投资增速加速下滑，钢结构建筑推进不达预期，PPP项目推进不达预期，国改推进不达预期。

|  |
| --- |
| **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 | | 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 | | |  | |  |  | | --- | --- | | 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 | | 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** | **武汉** | **上海** | **深圳** |
| 北京市西城区佟麟阁路36号  邮编：100031  邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路99  号保利广场A座37楼  邮编：430071  电话：(8627)-87618889  传真：(8627)-87618863  邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路333  号333世纪大厦20楼  邮编：201204  电话：(8621)-68815388  传真：(8621)-68812910  邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路4068号  卓越时代广场36楼  邮编：518017  电话：(86755)-82566970  传真：(86755)-23913441  邮箱：research@tfzq.com |

1. 有一定规模是指：高层建筑8000吨或200米以上；大跨度建筑15000平方米以上；塔桅建筑300米以上；单层建筑指跨度33米和40000平方米以上；住宅10000平方米以上；桥梁10000米或单跨100米。 [↑](#footnote-ref-1)