

# 建筑装饰

## 把握转型升级大势，掘金万亿变革新机——2021 中期行业策略

**政策温和收敛，总量增长平稳。**展望下半年，预计货币政策将边际收敛，信用趋于收缩，但考虑到经济复苏的不均衡性，预计政策收敛的力度和节奏相对温和。三大投资方面，制造业投资随经济复苏将持续修复，预计全年增长6%；基建投资将逐步回归常态，预计全口径全年增长4%左右；房地产投资韧性有望保持，全年预计增长7%。总体看下半年固投总量增长相对平稳，继续重点关注行业转型升级与格局变化。

**行业转型升级提速，26万亿市场变革蕴育巨大潜力。**总量增长放缓、人工及原材料价格上涨、环保政策约束等加速建筑行业转型升级步伐，产值26万亿的建筑市场变革将蕴育巨大机会。我们重点看好以下三个方向：

1) **智能建造大趋势下工业化与信息化龙头成长优异。**去年十三部委联合发文制定顶层规划，智能建造发展大势所趋。工业化作为智能建造载体，在人工成本快速上涨背景下是未来发展必然趋势，细分赛道快速增长，产业链面临重构。我们看好钢结构、装配式装修、设计等龙头中长期发展前景，随着后续业绩持续高增以及相关订单、产能不断释放，下半年依然有较好投资机会；信息化是智能建造的手段，当前我国建筑信息化渗透率与国际平均相差较远，低渗透率叠加新科技浪潮驱动产业变革，未来市场前景广阔，重点关注设计、施工阶段信息化龙头。

2) **“碳中和”约束下建筑绿色发展迎良机。**建筑行业碳排放量占全社会碳排放量40%，未来减排大有可为，绿色发展将是长期方向。绿色建筑在政策持续推动、渗透目标不断提高的趋势下迎来发展强动力，重点关注建造方式（装配式建筑、铝模租赁等）、材料选择（绿色建材制造与检测）、建筑类型（被动式建筑，如BIPV）、运维方式（建筑节能、智慧用电等）四方面绿色革命带来的产业机遇，其中建筑运行阶段碳排放占比高，我们重点看好BIPV、智慧用电等细分方向龙头企业。此外水泥、钢铁等高碳排放行业绿色智能化升级为专业工程提供新的业务空间，看好中材国际等优势龙头下半年在产线绿色智能化改造领域取得积极进展。

3) **建筑机械化背景下设备租赁快速发展。**建筑机械化可压减人工成本提升效率，是行业中长期趋势，近年来建安投资工程机械渗透率不断提升。同时建筑商自购设备动机低，预计租赁业务需求将大幅增加。租赁市场当前集中度低，对标海外龙头发展有很大提升空间。细分市场中高空作业平台在建筑装饰、设备安装、存量建筑维护修缮等领域应用广泛，目前我国总保有量/人均保有量约为美国的29%/7%，租赁市场潜力较大，看好华铁应急等行业领军企业持续受益。

**投资建议：**在总量增长平稳的背景下，我们认为2021年下半年建筑板块机会主要存在于26万亿市场转型升级的各细分赛道，以挖掘个股机会为主：1) “碳中和”绿色发展重点推荐水泥工业减排龙头**中材国际**；电力智能运维先锋**苏文电能**，BIPV关注**森特股份**。2) 建筑机械化推荐设备租赁新龙头**华铁应急**。3) 智能建造重点推荐信息化龙头**品茗股份**，关注**盈建科**；工业化龙头**鸿路钢构**、**精工钢构**、**亚厦股份**、**华阳国际**。低估值蓝筹重点推荐：**中国建筑**、**中国中铁**、**中国铁建**、**中国化学**等。

**风险提示：**疫情反复风险，政策变动风险，应收账款风险，海外经营风险等。

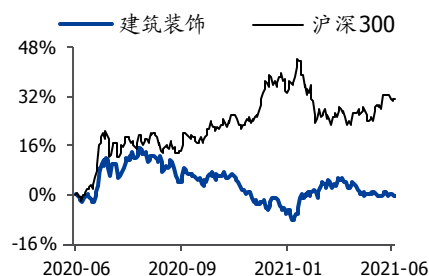
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600970.SH	中材国际	买入	0.65	1.00	1.11	1.22	14.94	9.71	8.75	7.96
300982.SZ	苏文电能	买入	1.69	2.41	3.40	4.76	28.95	20.30	14.39	10.28
601668.SH	中国建筑	买入	1.07	1.18	1.30	1.41	4.55	4.13	3.75	3.45

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

分析师 杨涛

执业证书编号：S0680518010002

### 相关研究

- 1、《建筑装饰：看好建筑业转型升级，重点推荐苏文电能、中材国际》2021-06-06
- 2、《建筑装饰：继续推荐建筑碳中和主线，关注水泥工业绿色智能转型提速》2021-05-30
- 3、《建筑装饰：看好建筑碳中和主线》2021-05-23

## 内容目录

1.投资聚焦.....	5
2.行业回顾与展望.....	5
2.1.货币金融政策环境：信用边际收紧，力度与节奏预计温和.....	5
2.2.固投：制造恢复，基建平稳，地产韧性.....	6
2.3.基建投资：下半年预计平稳，关注“十四五”重点方向.....	7
2.4.地产投资：韧性有望延续.....	9
2.5.制造业投资：顺周期有望持续修复.....	11
2.6.海外工程：疫情有反复，仍待恢复中.....	12
3.智能建造大势所趋，工业化与信息化龙头成长性优异.....	12
3.1.顶层政策引领，智能建造大势已来.....	12
3.2.工业化是智能建造载体，有望从政策驱动到行业自驱.....	14
3.3.信息化是智能建造实现重要手段，市场前景广阔.....	16
4.“碳中和”约束下，建筑行业绿色发展迎强动力.....	18
4.1.“碳中和”指明长期方向，建筑行业绿色化发展契合目标.....	18
4.2.绿色建筑变革深化，看好 BIPV、智能运维等方向.....	20
4.2.1.建造方式、材料选择、建筑类型、运维方式全产业链开启绿色革命.....	20
4.2.2.BIPV 是实现被动式建筑重要路径，潜在空间广阔.....	20
4.2.3.建筑运行环节碳排放占比高，智能运维大有可为.....	22
4.3.制造业绿色智能改造需求增加，推荐工业工程龙头.....	24
5.建筑机械化时代来临，设备租赁市场有望快速发展.....	25
5.1.建筑机械渗透率提升，建筑设备租赁市场快速发展.....	25
5.2.存量建筑市场空间广阔，相关设备租赁需求快速增长.....	28
5.3.高空作业平台租赁市场高速发展，领军企业持续受益.....	29
6.行业格局重塑进行中，建筑蓝筹价值待重估.....	31
6.1.存量时代竞争优势强化，龙头市占率有望加速提升.....	31
6.2.央企经营趋势向上，资产负债表逐步修复.....	33
6.3.板块估值处在历史低位，极具性价比.....	35
7.行业投资策略与重点个股评述.....	37
7.1.2021 年中期投资策略.....	37
7.2.重点个股评述.....	38
7.2.1.中材国际.....	38
7.2.2.苏文电能.....	39
7.2.3.华铁应急.....	39
7.2.4.鸿路钢构.....	40
7.2.5.精工钢构.....	41
7.2.6.中国建筑.....	42
8.风险提示.....	43

## 图表目录

图表 1：月度社会融资规模数据（亿元）.....	6
图表 2：月度金融机构新增人民币规模数据（亿元）.....	6
图表 3：固定资产投资完成额单月与累计同比增速.....	7
图表 4：固投三大类投资累计增速.....	7
图表 5：基建投资（全口径）累计及单月同比.....	8

图表 6: 基建投资（扣电热燃水口径）累计及单月同比	8
图表 7: 基建三大细分领域构成（2021 年 1-4 月数据）	8
图表 8: 交通运输、仓储和邮政业累计及单月同比	8
图表 9: 水利、环境和公共设施管理业累计及单月同比	8
图表 10: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计及单月同比	8
图表 11: 十四五规划纲要中涉及建筑行业发展内容摘要	9
图表 12: 房地产投资累计增速与单月增速	10
图表 13: 商品房销售额累计及单月同比增速	10
图表 14: 商品房销售面积累计及单月同比增速	10
图表 15: 房地产新开工面积与竣工面积累计同比	10
图表 16: 制造业投资累计同比与单月同比增速	11
图表 17: 石油加工、炼焦及核燃料加工业投资单月值及累计增速	11
图表 18: 化学原料及化学制品制造业投资累计同比增速	11
图表 19: 对外承包新签合同额及同比增速	12
图表 20: 对外承包完成营业额及同比增速	12
图表 21: 智能建造相关文件和政策	13
图表 22: 智能建造定义示意图	13
图表 23: 全国装配式建筑新开工面积及增速	14
图表 24: 新开工装配式面积结构形式占比	14
图表 25: 全国建筑工人数量	15
图表 26: 全国农民工年龄结构	15
图表 27: 建筑工业化改变行业价值链示意图	16
图表 28: 我国建筑信息化市场规模及增速	16
图表 29: 我国建筑信息化率及与国际对比	16
图表 30: 国内建筑信息化市场空间测算	17
图表 31: 建筑信息化软件领域竞争格局	17
图表 32: 我国近期碳达峰、碳中和政策汇总	18
图表 33: 我国绿色建筑政策汇总	19
图表 34: 绿色建筑实现途径	20
图表 35: 各类建筑能耗及功能对比图	21
图表 36: BIPV 经济性测算	21
图表 37: "隆顶"产品结构	21
图表 38: BIPV 增量市场规模预测	22
图表 39: 建筑全过程能耗数据	22
图表 40: 建筑全过程碳排放数据	22
图表 41: 我国历年节能服务业产业产值及增速	23
图表 42: 我国各行业二氧化碳排放量占比	24
图表 43: 主要工程机械十五年保有量测算值及增速	26
图表 44: 建安投资工程机械渗透率	26
图表 45: 建筑企业自有设备人均台数（台/人）	27
图表 46: 我国工程机械租赁渗透率	27
图表 47: 北美租赁行业集中度	28
图表 48: 中国租赁行业集中度	28
图表 49: 国内租赁头部企业基本情况	28
图表 50: 我国历年竣工房屋面积及累计竣工房屋面积	29
图表 51: 我国存量基础设施规模测算值	29

图表 52: 高空作业平台销量及同比增速.....	30
图表 53: 高空作业平台市场产品结构.....	30
图表 54: 中国、欧洲、美国高空作业平台设备保有量变动趋势(万台).....	31
图表 55: 建筑央企新签订单占行业的比重不断提升.....	32
图表 56: 建筑央企营收/建筑业总产值.....	32
图表 57: 未来龙头市占率加速提升的因素.....	33
图表 58: 建筑央企季度累计营收及业绩增速.....	33
图表 59: 建筑央企历年新签订单增速.....	34
图表 60: 建筑央企非流动资产合计及增速.....	34
图表 61: 建筑央企经营性现金流净额.....	35
图表 62: 建筑央企总资产周转率.....	35
图表 63: 建筑板块 PE 估值.....	36
图表 64: 建筑板块 PB 估值.....	36
图表 65: 建筑央企 PB 估值情况.....	36
图表 66: 建筑行业重点公司估值表.....	38



## 1. 投资聚焦

展望下半年，预计货币政策将边际收敛，信用趋于收缩，但考虑到经济复苏的不均衡性，预计政策收敛的力度和节奏相对温和。三大投资方面，我们预计全年基建投资平稳增长，房地产投资韧性仍在，制造业投资继续修复。总体看下半年固投总量增长相对平稳，继续关注行业转型升级与格局变化。

**行业转型升级提速，26 万亿市场变革蕴育巨大潜力。**总量增长放缓、人工及原材料价格上涨、环保政策约束等加速建筑行业转型升级步伐，产值 26 万亿的建筑市场变革将蕴育巨大机会。我们重点看好以下三个方向：

**1) 智能建造大趋势下工业化与信息化龙头成长优异。**去年十三部委联合发文制定顶层规划，智能建造发展大势所趋。工业化作为智能建造载体，在人工成本快速上涨背景下是未来发展必然趋势，细分赛道快速增长，产业链面临重构。我们看好钢结构、装配式装修、设计等龙头中长期发展前景，随着后续业绩持续高增以及相关订单、产能不断释放，下半年依然有较好投资机会；信息化是智能建造的手段，当前我国建筑信息化渗透率与国际平均相差较远，低渗透率叠加新科技浪潮驱动产业变革，未来市场前景广阔，重点关注设计、施工阶段信息化龙头。

**2) “碳中和”约束下建筑绿色发展迎良机。**建筑行业碳排放量占全社会碳排放量 40%，未来减排大有可为，绿色发展将是长期方向。绿色建筑在政策持续推动、渗透目标不断提高的趋势下迎来发展强动力，建筑运行阶段碳排放占比高，我们重点看好 BIPV、智慧用电等细分方向龙头企业。此外水泥、钢铁等高碳排放行业绿色智能化升级为专业工程提供新的业务空间，看好中材国际等优势龙头下半年在产线绿色智能化改造领域取得积极进展。

**3) 建筑机械化背景下设备租赁快速发展。**建筑机械化可压减人工成本提升效率，是行业中长期趋势，近年来建安投资工程机械渗透率不断提升。同时建筑商自购设备动机低，预计租赁业务需求将大幅增加。租赁市场当前集中度低，对标海外龙头发展有很大提升空间。细分市场中高空作业平台在建筑装修、设备安装、存量建筑维护修缮等领域应用广泛，目前我国总保有量/人均保有量约为美国的 29%/7%，租赁市场潜力较大，看好华铁应急等行业领军企业持续受益。

**投资建议：**在总量增长平稳的背景下，我们认为 2021 年下半年建筑板块机会主要存在于 26 万亿市场转型升级的各细分赛道，以挖掘个股机会为主：1) “碳中和”绿色发展重点推荐工业减排龙头中材国际；电力智能运维先锋苏文电能；BIPV 关注森特股份。2) 建筑机械化推荐设备租赁新龙头华铁应急。3) 智能建造重点推荐信息化龙头品茗股份，关注盈建科；工业化龙头鸿路钢构、精工钢构、亚厦股份、华阳国际。低估值蓝筹重点推荐：中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国化学等。

## 2. 行业回顾与展望

### 2.1. 货币金融政策环境：信用边际收紧，力度与节奏预计温和

二季度起货币政策边际从紧，信用收缩，但预计整体节奏与力度较为温和。4 月新增社融 1.85 万亿，同比少增 1.25 万亿，与 2019 年同期比多增 1790 亿元。社融存量增速为 11.7%，回落 0.6 个 pct。具体来看，社融口径内新增人民币贷款 1.28 万亿，较 20 年同比少增 3439 亿元，是社融的主要支撑；表外票据、信托贷款等融资同比少增 3714 亿元，企业债券同比大幅少增 5728 亿元，表外融资与企业债券是社融的主要拖累项；政府债

券发行速度加快，4 月同比多增 382 亿元，后续随着政府债券发行进入高峰，对社融将起到一定的支撑作用。整体来看，4 月新增社融略不及预期，反映了二季度起货币政策边际从紧、信用收缩的趋势，预计后续社融增速将继续回落。但考虑到 4 月 30 日政治局会议指出当前经济恢复，强调“稳健的货币政策要保持流动性合理充裕”，因此预计后续货币政策收敛的力度和节奏会较为温和。

图表 1: 月度社会融资规模数据 (亿元)

时间	单月新增社融	新增人民币贷款	新增委托贷款	新增外币贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	政府债券
2020-04	31027	16239	-579	910	23	577	9237	315	3357
2020-05	31866	15502	-273	457	-337	836	2879	353	11362
2020-06	34681	19029	-484	204	-852	2190	3686	538	7450
2020-07	16928	10221	-152	-524	-1367	-1130	2358	1215	5459
2020-08	35853	14201	-415	397	-316	1441	3659	1282	13788
2020-09	34693	19171	-317	-302	-1159	1503	1316	1141	10116
2020-10	13929	6663	-174	-175	-875	-1089	2263	927	4931
2020-11	21355	15309	-31	-447	-1387	-625	840	771	4000
2020-12	17192	11458	-559	-981	-4620	-2216	436	1126	7126
2021-01	51724	38182	91	1098	-842	4902	3757	991	2437
2021-02	17239	13413	-100	464	-936	639	1352	693	1017
2021-03	33416	27511	-42	282	-1791	-2296	3505	783	3131
2021-04	18507	12840	-213	-272	-1328	-2152	3509	814	3739

资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

图表 2: 月度金融机构新增人民币规模数据 (亿元)

时间	单月新增人民币贷款	短期贷款及票据融资	票据融资	中长期	居民户	居民户: 短期	居民户: 中长期	非金融性公司及其他部门	非金融性公司: 短期	非金融性公司: 中长期	非银行业金融机构
2020-04	17000	6128	3910	9936	6669	2280	4389	9563	-62	5547	404
2020-05	14800	5178	1586	9967	7043	2381	4662	8459	1211	5305	-660
2020-06	18100	5347	-2104	13697	9815	3400	6349	9278	4051	7348	-790
2020-07	9927	-1932	-1021	12035	7578	1510	6067	2645	-2421	5968	-270
2020-08	12800	1215	-1676	12823	8415	2844	5571	5797	47	7252	-1474
2020-09	19000	2036	-2632	17042	9607	3394	6362	9458	1274	10680	-201
2020-10	6898	-1689	-1124	8172	4331	272	4059	2335	-837	4113	382
2020-11	14300	4024	804	10936	7534	2486	5049	7812	734	5887	-1042
2020-12	12600	1386	3341	9892	5635	1142	4392	5953	-3097	5500	674
2021-01	35800	7628	-1405	29848	12700	3278	9448	25500	5755	20400	-1992
2021-02	13600	-2049	-1855	15113	1421	-2691	4113	12000	2497	11000	180
2021-03	27300	7465	-1525	19539	11479	5242	6239	16000	3748	13300	-270
2021-04	14700	929	2711	11523	5283	365	4918	7552	-2147	6605	1532

资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

## 2.2. 固投: 制造恢复, 基建平稳, 地产韧性

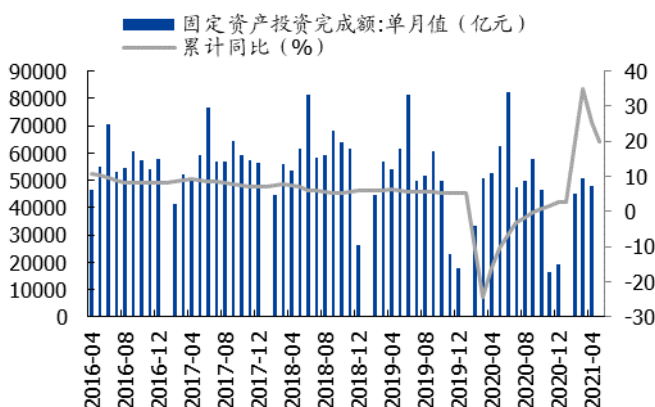
2021 年 1-4 月全国固定资产投资为 14.38 万亿元, 同比增长 19.9%, 较 1-3 月增速下滑 5.7 个 pct; 以 2019 年 1-4 月为基数两年复合增速 (后简称复合增速) 为 3.7%, 较 1-3 月提升 1 个 pct, 继续走在修复通道之中。其中房地产投资复合增速 8.4%, 较 1-3 月加速 0.7 个 pct, 仍然保持较强韧性; 基建投资 (全口径) 复合增速 3.3%, 较 1-3 月加速 0.3 个 pct, 保持平稳, 进入正常轨道; 制造业投资复合增速 -0.4%, 降幅较 1-3 月收窄。

**基建投资:** 预计全年难有明显抬升, 全口径同比增长 4% 左右。4 月 30 日政治局会议指出“用好稳增长压力较小的窗口”, 表明当前基建发力的必要性较低。同时今年地方政府隐性债务去化任务增大, 政府广义杠杆将收缩, 基建投资难有明显抬升。预计全年全口径基建投资增速为 4%, 与去年全年基本相当。

**房地产投资：**整体韧性仍强，全年预计同比增长 7% 左右，下半年将放缓。展望下半年，地产政策持续加码，货币政策边际收紧，预计地产销售景气度将趋于下行，整体新开工增速预计也持续偏弱，叠加去年下半年赶工造成的基数抬升，预计地产投资下半年同比增速将明显回落。预计 21 年全年房地产投资同比增长 7% (较 19 年复合增速 7%)，5-12 月份同比增长约 3% (较 19 年同期复合增速 6.7%)。

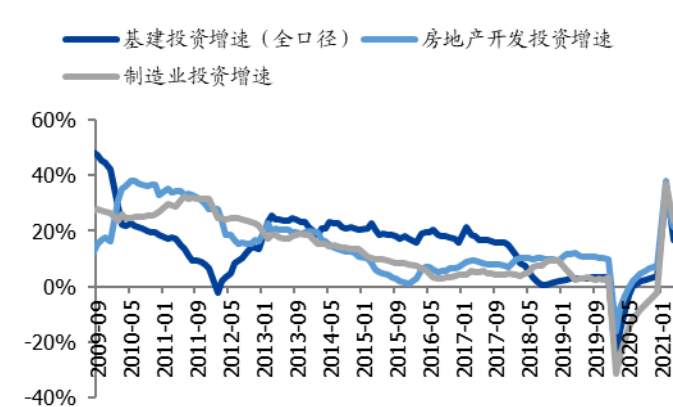
**制造业投资：**下半年预计将持续修复，全年预计增长 6% 左右。从相对 19 年的复合增速看，制造业投资下半年预计将持续修复，但力度可能略低于年初预期。我们预计全年制造业投资增长 6%，相较于 19 年同期复合增速为 1.8%。

图表 3：固定资产投资完成额单月与累计同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 4：固投三大类投资累计增速



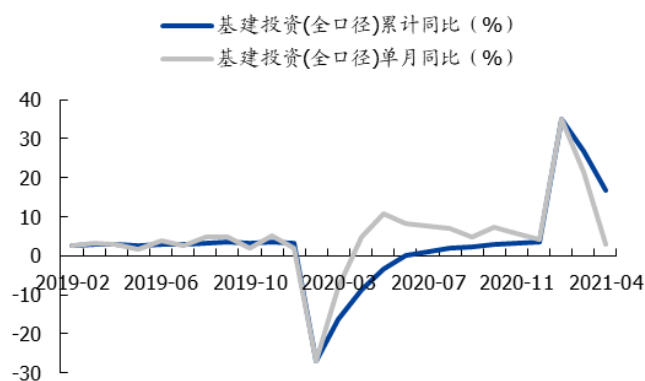
资料来源：Wind，国盛证券研究所

### 2.3. 基建投资：下半年预计平稳，关注“十四五”重点方向

**4 月起基建投资进入正常增长轨道。**今年 1-4 月基建投资（扣电热燃水口径）同比增长 18.4%，4 月同比增长 2.56%；基建投资（全口径）增长 16.91%，4 月单月同比增长 2.84%。基建投资 4 月单月同比大幅回落主要因去年二季度起疫情受控，赶工加快，造成基数快速抬升。基建投资（全口径）相较于 19 年同期复合增速为 3.3%，较 1-3 月加速 0.3 个 pct，保持平稳，进入正常增长轨道。

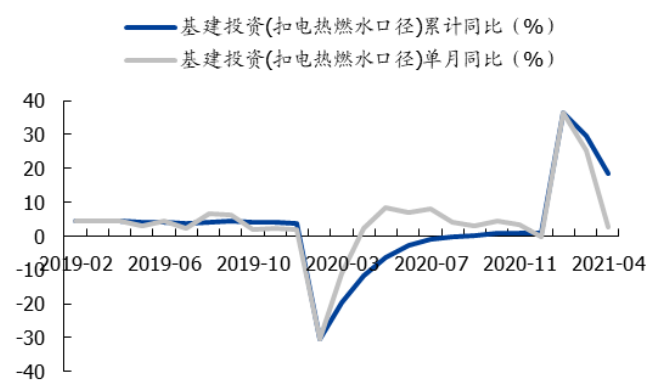
**全年基建投资（全口径）预计增长 4%。**展望下半年，地方政府专项债发行有望加快，一般性财政收入也将有恢复性增长，对基建投资资金形成一定支撑。但 4 月 30 日政治局会议指出“用好稳增长压力较小的窗口”，表明当前基建发力的必要性较低；同时今年地方政府隐性债务去化任务增大，政府广义杠杆将收缩，因此基建投资全年难有明显抬升。我们预计全年基建投资（全口径）同比增长 4% 左右，与去年情况相当；5-12 月同比增长 1%，相较于 19 年复合增速为 3.8%，保持平稳。

图表 5: 基建投资(全口径)累计及单月同比



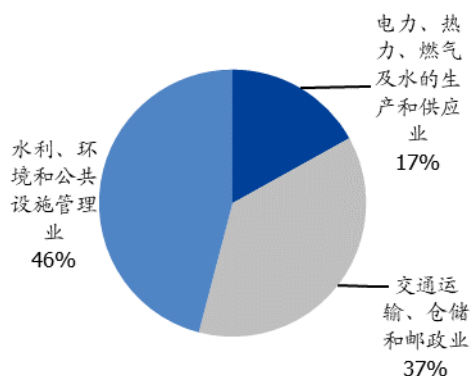
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 基建投资(扣电燃热水口径)累计及单月同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 基建三大细分领域构成(2021年1-4月数据)



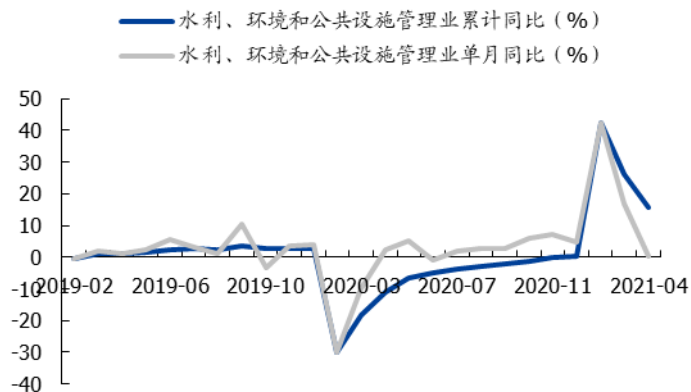
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 交通运输、仓储和邮政业累计及单月同比



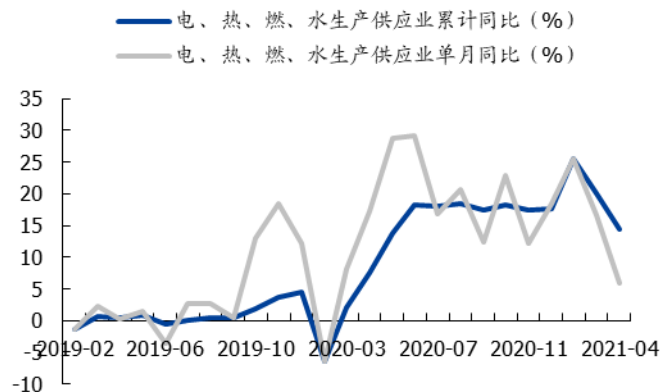
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 水利、环境和公共设施管理业累计及单月同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计及单月同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所



**十四五规划发布强调高质量发展，关注未来重点发展方向。**中央发布《国民经济和社会发展规划第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，在经济发展、创新驱动、民生福祉、绿色生态、安全保障等方面均提出发展要求。《规划》对于十四五期间固定资产投资提出“优化投资结构，提高投资效率，保持投资合理增长”的要求，我们认为随着我国城镇化进入中后期，固投总量快速增长已不是当前重心，高质量发展、机构优化为新时期投资主要特征。根据十四五规划，未来行业绿色化、智能化、工业化是长期转型方向，交通强国、城市更新、新基建提供更大机遇，投融资体制需要进行不断改革，这些都是行业未来需要关注的方向。

图表 11: 十四五规划纲要中涉及建筑行业发展内容摘要

与建筑相关主题	主要内容
积极应对气候变化	落实 2030 年应对气候变化国家自主贡献目标，制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，锚定努力争取 2060 年前实现碳中和，深入推进工业、建筑、交通等领域低碳转型。
推进新型城市建设	提升城市智慧化水平，发展智能建造，推广绿色建材、装配式建筑和钢结构住宅。
加快建设交通强国	持续完善战略骨干通道、铁路、轨交、港航、机场等交通工程，提出新增城际铁路和市域（郊）铁路 3000 公里、新增城市轨交 3000 公里、新增民用运输机场 30 个以上。
加快推进城市更新	改造提升老旧小区、老旧厂区、老旧街区和城中村等存量片区功能，推进老旧楼宇改造，提出完成 2000 年底前建成的 21.9 万个城镇老旧小区改造。
提升生态系统质量和稳定性	完善生态安全屏障体系，构建自然保护地体系，健全生态保护补偿机制，并提出青藏高原生态屏障区、黄河重点生态区、长江重点生态区等 8 个重要生态系统保护和修复工程。
推进投融资体制改革	规范有序推进政府和社会资本合作（PPP），推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）健康发展，有效盘活存量资产，形成存量资产和新增投资的良性循环。

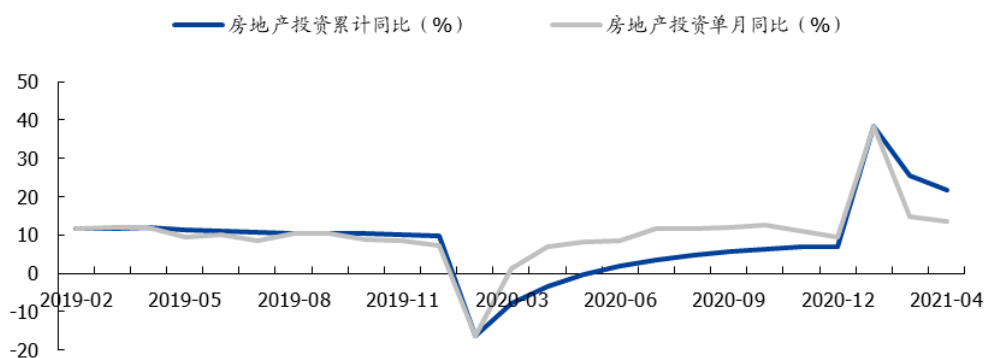
资料来源：十四五规划纲要，国盛证券研究所

## 2.4.地产投资：韧性有望延续

**1-4 月地产销售强势，新开工与竣工面积表现较弱。**因基数问题，1-4 月地产销售增速出现回落，但与 19 年同期比销售面积、销售金额复合增速分别达到 9.3%/17%，保持强势，处在近两年的高位。1-4 月新开工面积较 19 年复合增速为-4.1%，降幅较 1-3 月有所扩大，预计主要因前期地产商拿地持续下行以及政策的不确定性有关。竣工面积较 19 年复合增速为 0.4%，较 1-3 月放缓 1.3 个 pct，也表现较弱。

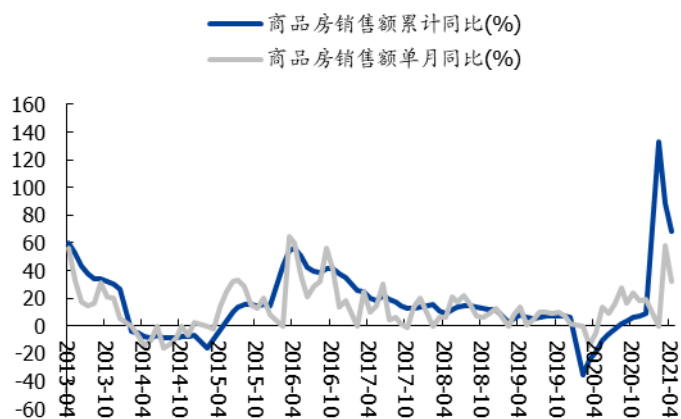
**地产投资韧性强，全年预计增长 7%，下半年小幅放缓。**1-4 月房地产投资同比增长 21.6%，较 19 年同期复合增速为 8.4%，较 1-3 月加速 0.7 个 pct，保持较强韧性。展望下半年，地产政策持续加码，货币政策边际收紧，预计地产销售景气度将趋于下行，整体新开工增速预计也持续偏弱，叠加去年下半年赶工造成的基数抬升，预计地产投资下半年同比增速将明显回落。预计 21 年全年房地产投资同比增长 7%（较 19 年复合增速 7%），5-12 月份同比增长约 3%（较 19 年同期复合增速 6.7%）。

图表 12: 房地产投资累计增速与单月增速



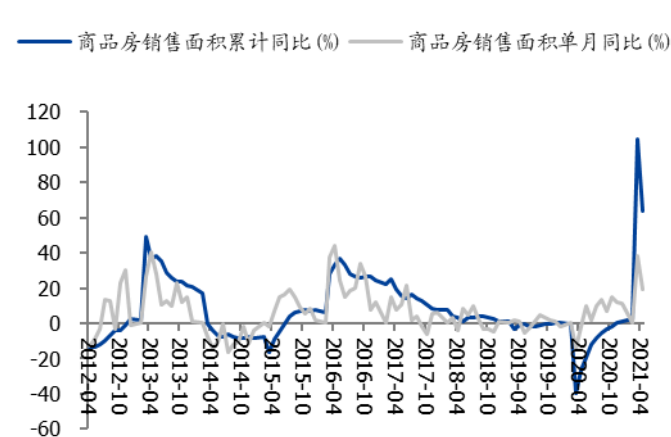
资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

图表 13: 商品房销售额累计及单月同比增速



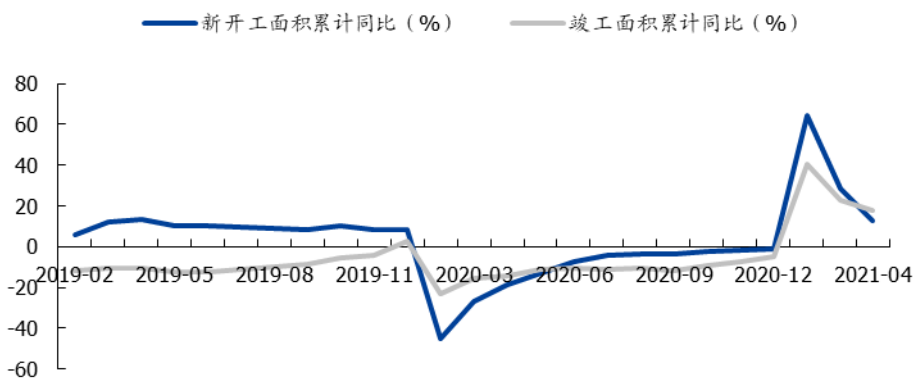
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 商品房销售面积累计及单月同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 房地产新开工面积与竣工面积累计同比

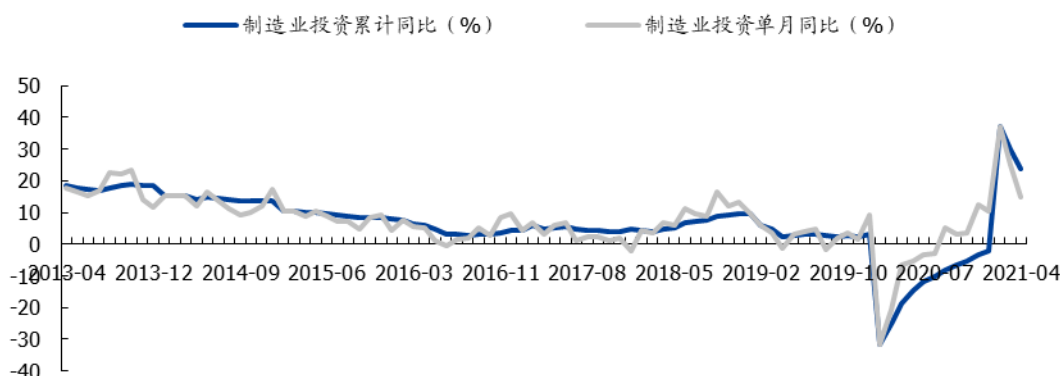


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.5.制造业投资：顺周期有望持续修复

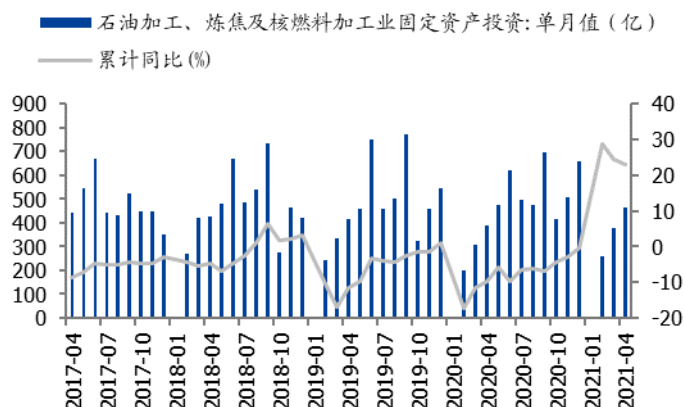
根据统计局数据，2021 年 1-4 月份制造业投资同比增长 23.8%，以 19 年同期为基数两年平均下降 0.4%，较 1-3 月份降幅收窄，显示制造业投资在持续修复。具体细分行业看，高技术制造业增长较快，两年复合增速 13.7%，其中医疗仪器设备及仪器仪表制造业、医药制造业投资同比分别增长 40.3%、33.1%，两年平均分别增长 13.4%、13.8%。多数制造业细分行业均有所修复，但高技术制造业以及与出口相关的产业链改善更大，化工、有色等重工业相对恢复幅度较小。预计下半年制造业投资将继续修复，全年制造业投资增长 6%，相较于 19 年同期复合增速为 1.8%。

图表 16: 制造业投资累计同比与单月同比增速



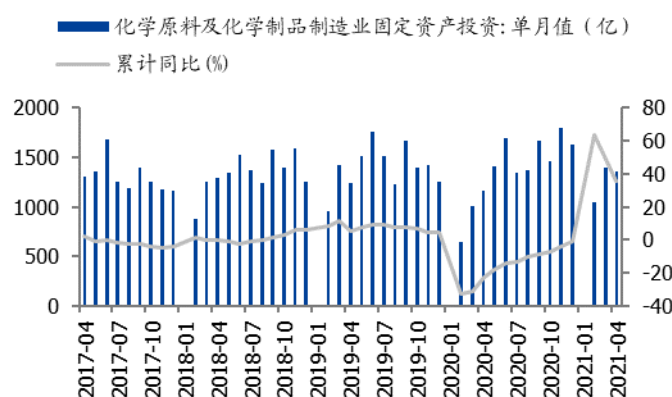
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 石油加工、炼焦及核燃料加工业投资单月值及累计增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 化学原料及化学制品制造业投资累计同比增速

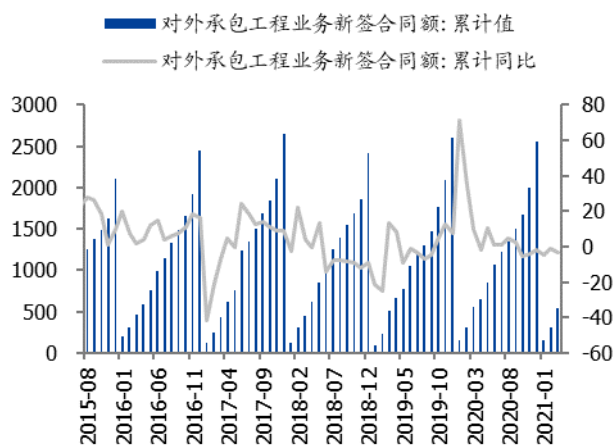


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.6.海外工程：疫情有反复，仍待恢复中

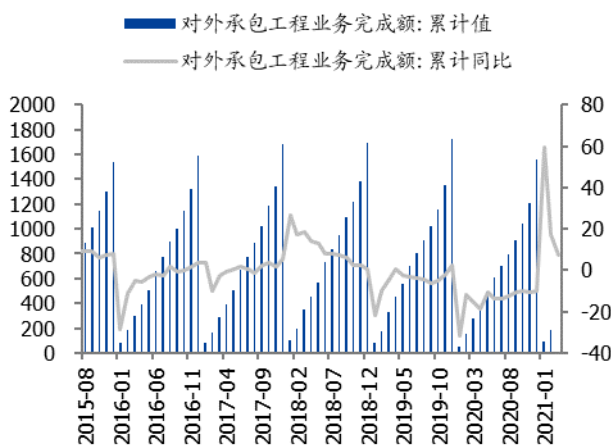
2021年1-3月我国对外承包新签合同额535.5亿美元，同比下降3.3%；对外承包完成营业额301.2亿美元，同比增长7.6%，相较19年同期下降9%，整体恢复进度偏慢。由于全球疫苗分配不均，发展中国家获取疫苗较少，接种进度偏慢，而这些地区是我国传统优势市场；此外印度等国家疫情再次出现大规模爆发，增加了全球疫情的不确定性，因此海外工程市场恢复整体较慢。预计三季度后疫苗多余产能可能会更大规模流向发展中国家，下半年我国优势市场恢复可能依然有限，预计到明年上半年海外工程市场将迎来更显著的改善。

图表 19: 对外承包新签合同额（亿美元）及同比增速



资料来源：商务部，国盛证券研究所

图表 20: 对外承包完成营业额（亿美元）及同比增速



资料来源：商务部，国盛证券研究所

## 3.智能建造大势所趋，工业化与信息化龙头成长性优异

### 3.1.顶层政策引领，智能建造大势已来

**重磅政策前瞻性指引，智能建造大势已来。**产业和政府都意识到了建筑行业转型升级的紧迫性和必要性。为了应对建筑行业面临的挑战，前瞻性的指引建筑行业的转型方向，2020年，住建部等13个部门联合下发《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》。该文件是指引未来建筑业建筑工业化与智能建造协同发展转型方向的顶层设计文件，由住建部、发改委、科技部、工信部等十三个相关部委共同制定发布，体现了国家对于建筑业转型升级的重视程度，也表明了智能建造是一个多专业协同的综合性行业。后续住建部跟进发布支持工业化、征集案例、评选试点等具体执行文件，加速推动落地。2021年智能建造被写入十四五规划，正式进入顶层推动，大力发展智能建造的元年，开启建筑行业转型升级的新时期。



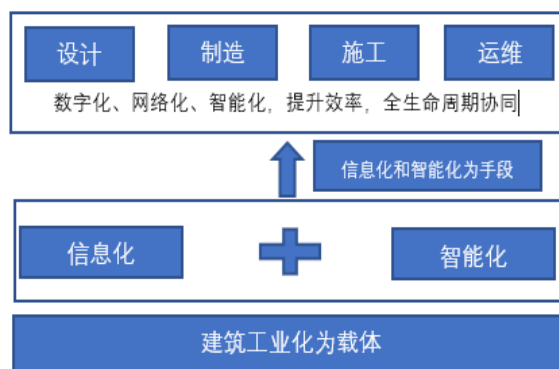
图表 21: 智能建造相关文件和政策

时间	发布单位	文件名	相关要点
2020 年 8 月	住建部等 13 部委	《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》	指引未来建筑业建筑工业化与智能建造协同发展转型方向的顶层设计文件，明确了智能建造的发展目标，给出了两个时间节点
2020 年 9 月	住建部等 9 部委	《关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》	当前和今后一个时期指导新型建筑工业化发展、提高建造水平和建筑品质、带动建筑业全面转型升级的重要文件，为智能建造打下工业化的基础
2021 年 2 月	住建部	《征集智能建造新技术新产品创新服务案例（第一批）的通知》	组织征集智能建造新技术新产品创新服务案例，落实智能建造顶层设计文件
2021 年 2 月	住建部	《关于同意开展智能建造试点的函》	同意上海、重庆、广东三地 7 个项目列为智能建造试点项目
2021 年 3 月	中共中央	《十四五规划和 2035 年远景目标纲要》	提升城市智慧化水平，发展智能建造，推广绿色建材、装配式建筑和钢结构住宅。

资料来源：住建部官网，国盛证券研究所

**智能建造以工业化为载体，信息化与智能化为手段。**我们理解智能建造是指，以建筑工业化为载体，以信息化和智能化为手段，实现设计、制造、施工、运维全生命周期各环节效率提升、协同融合的建设理念和方式。智能建造的载体是**建筑工业化**。建筑工业化实现了建筑行业从传统现浇施工转化为“工厂制造+现场拼装”，重塑了建筑行业的建造模式。特别是部品部件的大规模制造，突显了制造业的特点和优势，使得各个建造环节更易于融合。也更利于借助智能化和信息化的手段提升全生命周期各个环节的效率。**信息化和智能化**是实现智能建造的手段。在建筑工业化的载体上，结合先进的信息技术，如 BIM、大数据、云计算、物联网、人工智能等技术，与建造的设计、制造、施工、运维各个环节的工程要素相结合，实现各个环节的数字化、网络化、智能化升级，减少人工依赖，达到效率的大幅提升。

图表 22: 智能建造定义示意图



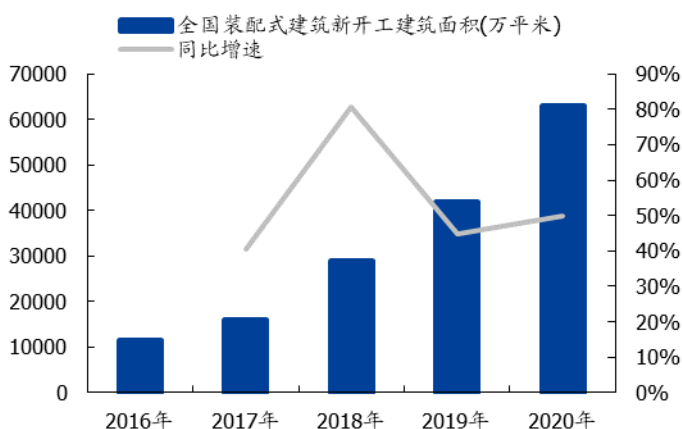
资料来源：住建部，国盛证券研究所

### 3.2. 工业化是智能建造载体，有望从政策驱动到行业自驱

建造工业化为行业转型提供了便利条件和载体，代表未来发展趋势。建筑工业化将部分传统的现场施工环节变为工厂制造加工，特别是预制构件（如混凝土构件、钢构件、装饰部品部件等）的大量推广应用，突显了制造业的特点和优势，使得各个建造环节更易于融合，可以充分借鉴制造业已有的经验。建筑工业化重构了传统建造的生产模式，对建筑行业的三个特性在一定程度上进行了优化，如对构件进行标准化，集中在工厂生产，减少生产过程的现场性以及对人的依赖，可以作为智能建造各种先进技术所发力的载体，加速行业转型的步伐。

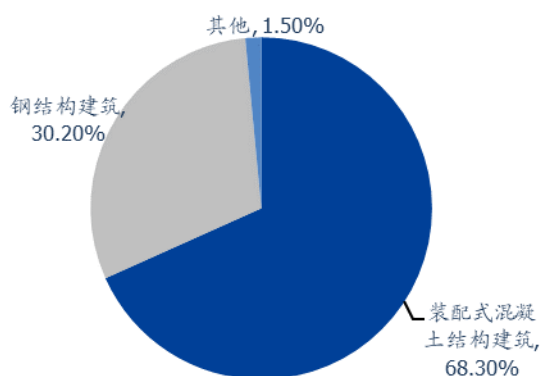
建筑工业化近年来发展迅速，渗透率快速提升。近年来，国家政策加速推进建筑工业化，取得了明显成效。住建部通报《2020年度全国装配式建筑发展情况》，2020年我国新开工装配式建筑6.3亿㎡，同比大幅增长50%（2016-2020年CAGR达53%），占新建建筑面积的比例约为20.5%，超额完成《“十三五”装配式建筑行动方案》确定的到2020年达到15%以上的工作目标。同时装配式建筑产业链迅速完善，已具备较强的量产能力。近年来我国装配式建筑的设计、生产、施工、装修等相关产业链公司快速成长，同时还带动了构件运输、装配安装、构配件生产等新型专业化公司发展。建筑工业化初步取得一定进展。

图表 23: 全国装配式建筑新开工面积及增速



资料来源：住建部，国盛证券研究所

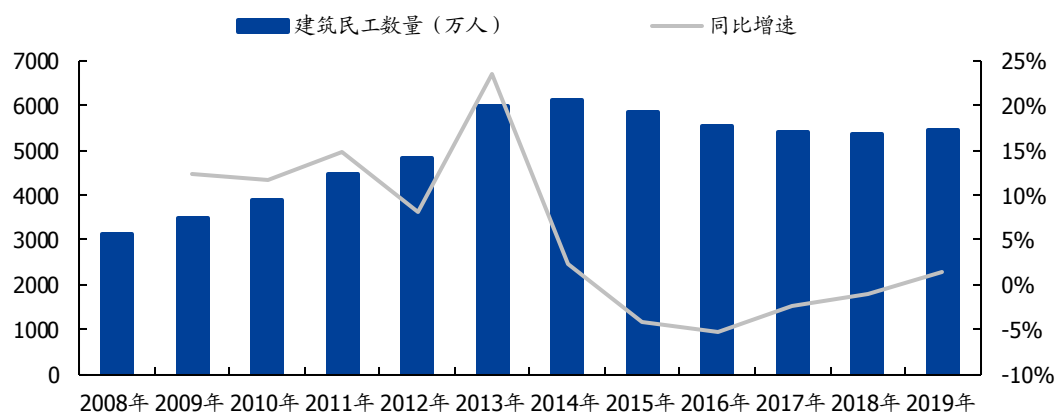
图表 24: 新开工装配式面积结构形式占比



资料来源：住建部，国盛证券研究所

传统建造方式成本压力日益增大，装配式建筑由政策驱动逐步转为产业自驱。我国建筑业长期以粗放的模式进行发展，一味追求经济的高增速而忽视了对社会和自然环境产生的影响，目前我国正步入高质量发展增长阶段，环保要求逐渐严格，长期看传统建筑施工成本将趋于提升。我国50岁以上农民工占比已达25%，较2008年提升14个pct，实际建筑工地工人结构可能比全行业水平更加老化，建筑工人的工资也持续上涨，未来人工可能成为行业面临的重大挑战。2016年以来随着政策的密集出台，装配式建筑行业快速发展；而后续随着行业技术及产业配套不断完善、装配式成本与传统施工成本不断接近且有望逆转，行业将步入产业自驱发展阶段。

图表 25: 全国建筑工人数量



资料来源:《农民工监测调查报告》, 国盛证券研究所

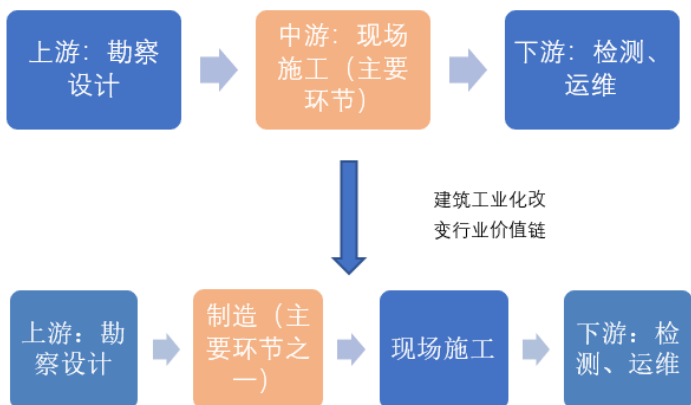
图表 26: 全国农民工年龄结构

年份	16-20岁	21-30岁	31-40岁	41-50岁	50岁以上
2008年	11%	35%	24%	19%	11%
2009年	9%	36%	24%	20%	12%
2010年	7%	36%	24%	21%	13%
2011年	6%	33%	23%	24%	14%
2012年	5%	32%	23%	26%	15%
2013年	5%	31%	23%	26%	15%
2014年	4%	30%	23%	26%	17%
2015年	4%	29%	22%	27%	18%
2016年	3%	29%	22%	27%	19%
2017年	3%	27%	23%	26%	21%
2018年	2%	25%	25%	26%	22%
2019年	2%	23%	26%	25%	25%

资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

**建筑工业化重塑产业价值链, 细分龙头有望快速成长。**随着装配式建筑的快速发展, 建筑业的属性将从劳动密集型的服务业, 转向具有相当程度制造业属性的工业, 未来相当一部分价值创造会转向制造环节。在行业发展初期, 大型企业采用 EPC 总承包是更优解决方案, 不仅可以减少双方磨合成本、提升建造效率与质量, 同时可以节省投资, 增厚项目利润。未来行业发展到一定阶段, 那些专注于设计、生产制造等领域的细分行业龙头也具备很大成长空间, 且可以通过规模化优势和精细化管理实现盈利能力的持续提升。

图表 27: 建筑工业化改变行业价值链示意图



资料来源: 国盛证券研究所

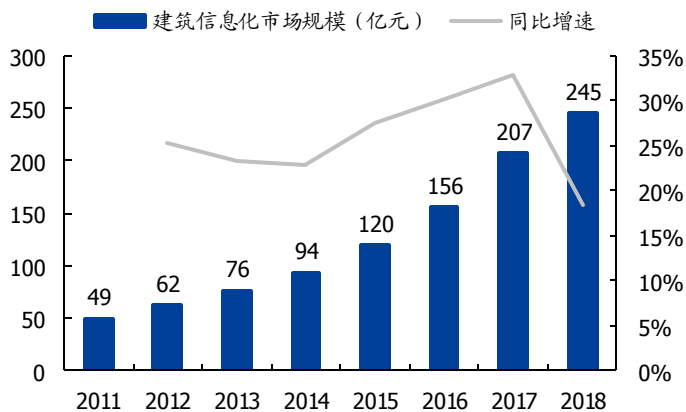
**重点推荐:** 随着建筑工业化持续发展, 建筑产业链价值分布将面临重构, 专注于部品部件制造的优势龙头有望快速崛起, 具有 EPC 能力的建筑公司也将迎快速发展。重点推荐装配式钢结构制造龙头**鸿路钢构**、装配式钢结构 EPC 民营龙头**精工钢构**; 装配式装修龙头**亚厦股份**; 装配式设计龙头**华阳国际**。

### 3.3. 信息化是智能建造实现重要手段, 市场前景广阔

我国建筑信息化市场规模逐步扩大, 但渗透率与国际平均相差较远。2018 年, 我国建筑信息化市场规模达 245 亿元, 同增 18.5%。虽然近年来我国建筑信息化市场规模增长均保持高位, 但相较于建筑业庞大的总产值, 信息化率仍然较低。根据盈建科招股书数据显示, 中国建筑业信息化率仅为 0.03%, 与国际建筑业信息化率 0.3% 的平均水平相差较远。

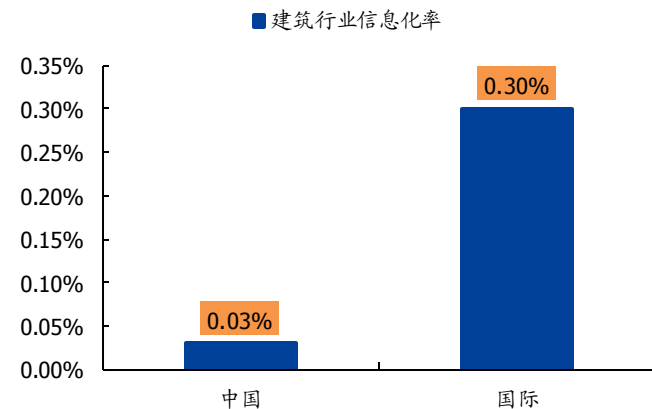
低渗透率叠加新科技浪潮驱动产业变革, 信息化市场前景广阔。高清晰度测量与定位技术、下一代 BIM 5D 技术、数字化协同和移动技术、物联网和高级分析技术等新科技逐步涌现, 为建筑信息化市场带来发展契机, 未来 BIM 渗透率有望进一步提升。根据统计局数据, 2020 年我国建筑业总产值 26.4 万亿元, 若未来保持该产值水平, 并假设我国建筑信息率提升至国际平均水平 0.3%, 则对应市场规模约 800 亿元/年。

图表 28: 我国建筑信息化市场规模及增速



资料来源: 锐观咨询, 国盛证券研究所

图表 29: 我国建筑信息化率及与国际对比



资料来源: 盈建科招股书, 国盛证券研究所



图表 30: 国内建筑信息化市场空间测算

项目	数据	备注
建筑业总产值（万亿元）	26.4	2020 年统计局数据
建筑信息化投入占比	0.3%	国外平均建筑信息化率为 0.3%
建筑信息化市场空间测算（亿元/年）	792	

资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

因建筑信息化属软件技术、新一代信息技术与传统建造技术相互交叉的专业领域，行业的技术门槛、研发经验壁垒较高。国内建筑信息化软件领域内“设计-施工-运维”全产业链产品覆盖的企业数量较少，各可比公司在细分领域各有专长。

根据软件类型的不同，可将建筑信息化软件市场参与者分为三类：1) 基础软件商：基础建模软件涵盖图形平台软件、建筑设计软件、结构设计软件、设备设计软件等，该细分领域由国外企业主导。2) 应用软件商：应用软件一般指利用基础软件所提供的模型数据，开展各种应用型工作的软件，包括土建算量、安装算量、安全计算软件、能耗分析软件、碰撞测试软件、施工进度策划等。该细分市场是国内的主要竞争领域。3) 管理平台软件商：管理平台软件指能对各类基础软件、应用软件数据及施工项目进行有效管理，用以支持建筑全生命周期数据的共享应用的软件，通常呈现为项目级、企业级管理平台，如 BIM 5D、智慧工地云平台等，国内主要厂家有广联达、品茗股份等。

图表 31: 建筑信息化软件领域竞争格局

软件类型	主要功能	主要厂家
基础软件	可被多个应用软件所用的基础建模软件，如图形平台软件、建筑设计软件、结构设计软件、设备设计软件等	国外 Autodesk、Bentley、Graphisoft
		国内 中望软件、北京天正、北京理正、探索者、盈建科、北京构力
应用软件	土建算量、安装算量、安全计算软件、能耗分析软件、碰撞测试软件、施工进度策划等	广联达、品茗股份、鸿业科技、斯维尔、上海红瓦信息科技有限公司
管理平台软件	对各类基础软件、应用软件数据及施工项目进行有效管理，用以支持建筑全生命周期数据的共享应用的软件	广联达、品茗股份

资料来源：品茗股份招股说明书，国盛证券研究所

**重点推荐施工信息化龙头品茗股份。**国内建筑信息化行业经过 20 多年发展，在设计、招投标环节已初步完成信息化普及，现阶段施工环节信息化正步入快速发展期。公司重点聚焦建筑施工信息化领域，尤其是施工安全 Know-how 储备雄厚，算法引擎集成了庞大且繁杂的各类国家与地方规范标准，并持续优化升级；智慧工地产品针对不同的应用场景和客户定制能力突出，形成较强技术壁垒。未来成长方面：1) 区域市场开拓，上市后全国市场有望持续开拓，省外经销渠道逐步转为直销，有望提升公司营收体量；2) “云+端”模式，未来通过推动“云+端”商业模式转型，有望转化存量用户为稳定付费用户、压缩盗版空间；3) 智慧工地延展，随着数据持续积累，可助力公司不断完善智慧工地产品丰富性和多样性，长期衍生需求广阔。

## 4. “碳中和”约束下，建筑行业绿色发展迎强动力

### 4.1. “碳中和”指明长期方向，建筑行业绿色化发展契合目标

碳中和政策指明长期发展方向，建筑减排大有可为。2020 年我国先后在联合国大会发言和中央经济工作会议中提出碳达峰、碳中和发展目标——二氧化碳排放力争 2030 年前达到峰值，力争 2060 年前实现碳中和。后续各部委、各省市碳达峰、碳中和政策持续密集出台。碳达峰、碳中和政策目标指引了我国各行业，尤其是高能耗、高排放行业长期发展方向，建筑行业碳排放量占全社会碳排放量 40%，建筑减排大有可为。

绿色建筑优势突出，契合碳中和长期发展目标。住房和城乡建设部标准定额司建筑节能处处长林岚指出，与普通建筑相比，绿色建筑有四大优势：节能水平更高，资源消耗更少，生态环境更好，节水效果更明显。绿色建筑约有 30 项指标与碳达峰、碳中和相关，通过优化围护结构热工性能，提升暖通空调、照明与电气设备能效水平，充分利用太阳能、地热能等可再生清洁能源等，能够有效减少化石能源消耗，降低建筑碳排放。

图表 32: 我国近期碳达峰、碳中和政策汇总

时间	政策	内容
2020 年 9 月	联合国第 75 届大会	中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。
2020 年 12 月	中央经济工作会议	我国二氧化碳排放力争 2030 年前达到峰值，力争 2060 年前实现碳中和。
2020 年 12 月 30 日	中央全面深化改革委员会第十七次会议	建立健全绿色低碳循环发展经济体系，促进经济社会发展全面绿色转型，高效利用资源、严格保护生态环境、有效控制温室气体排放。
2021 年 1 月 4 日	2021 年中国人民银行工作会议	落实碳达峰碳中和重大决策部署，完善绿色金融政策框架和激励机制。引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动建设碳排放交易市场为排碳合理定价。
2021 年 1 月 11 日	《关于统筹和加强应对气候变化与生态环境保护相关工作的指导意见》	全力推进 2030 年碳达峰目标，“鼓励能源、工业、交通、建筑等重点领域制定达峰专项方案”、“推动钢铁、建材、有色、化工、石化、电力、煤炭等重点行业提出明确的达峰目标并制定达峰行动方案”、“加快全国碳排放权交易市场制度建设、系统建设和基础能力建设”。
2021 年 2 月 23 日	工信部重点行业碳达峰、碳中和研讨会	围绕产业结构、重点产品市场需求及进出口、绿色低碳技术创新、碳交易市场等方面进行了深入讨论，提出了达峰路线图、达峰时间预测以及相应技术路径和政策建议等。
2021 年 2 月 25 日	《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	目标到 2025 年产业结构、能源结构、运输结构明显优化，到 2035 年重点行业、重点产品能源资源利用效率达到国际先进水平。
2021 年 3 月 5 日	《2021 年政府工作报告》	要制定 2030 年前碳排放达峰行动方案；优化产业结构和能源结构；扩大环境保护、节能节水等企业所得税优惠目录范围，促进新型节能环保技术、装备和产品研发应用，培育壮大节能环保产业；加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度；实施金融支持绿色低碳发展专项政策，设立碳减排支持工具。
2021 年 3 月 8 日	国务院新闻办公室新闻发布会	着力促进全面绿色转型，重点要围绕实现碳达峰、碳中和目标，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场；推进重点行业和重要领域绿色化改造，实现今年单位 GDP 能耗降低 3% 左右，主要污染物排放量继续下降的目标。
2021 年 3 月 16 日	中央财经委员会第九次会议	强调“将碳达峰、碳中和纳入生态文明建设整体布局”、“实施重点行业领域减污降碳行动”、“提升生态碳汇能力，强化国土空间规划和用途管控”。
2021 年 3 月 18 日	发改委碳达峰、碳中和专家座谈会	与会专家建议加快出台碳达峰、碳中和顶层设计政策文件，进一步提高各方认识，突出碳达峰、碳中和的工作重点，科学设定各阶段目标，明确基本原则、工作方向和主要任务，压实各行业、各地方主体责任，推动形成“1+N”政策体系，确保如期实现碳达峰、碳中和目标。
2021 年 3 月 22 日	央行全国主要银行信贷结构优化调整座谈会	围绕实现碳达峰、碳中和战略目标，设立碳减排支持工具，引导商业银行按照市场化原则加大对碳减排投融资活动的支持，撬动更多金融资源向绿色低碳产业倾斜。
2021 年 3 月 25 日	发改委碳达峰专家座谈会	将尽快明确核算方法，指导各地、各行业摸清碳排放“家底”。
2021 年 3 月 29 日	住建部《关于加强县城绿色低碳建设的意见（征求意见稿）》	要以绿色低碳理念引领县城高质量发展，县城新建建筑要普遍达到基本级绿色建筑要求，不断提高新建建筑中绿色建筑的比例，推行装配式钢结构等新型建造方式。
2021 年 4 月 1 日	国务院新闻办公室新闻发布会	央行副行长刘桂平在国新办新闻发布会上指出，央行已启动探索建立全国性的碳核算体系，持续支持我国碳达峰、碳中和目标。
2021 年 4 月 1 日	国家强制性能耗限额标准推进工作会	各行业协会要加快推动有关强制性能耗限额标准制修订工作，为实现碳达峰、碳中和及能耗双控目标提供有力支撑。

2021 年 4 月 2 日	首都义务植树活动	国家主席强调“坚定不移走生态优先、绿色发展之路，增加森林面积、提高森林质量，提升生态系统碳汇增量，为实现我国碳达峰碳中和目标、维护全球生态安全作出更大贡献”。
2021 年 4 月 23 日	中外媒体吹风会	生态环境部应对气候变化司司长李高介绍，碳排放权交易相关条例的制定也在抓紧推进当中。发改委副秘书长苏伟表示，在碳达峰行动方案的框架下，编制出台煤炭、电力、钢铁、石化、化工、有色金属、建材、建筑、交通、民工、农业、农村新型基础设施等一系列的实施方案。

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

**顶层设计密集出台，绿色建筑渗透目标不断明确。**我国自 2012 年以来推广绿色建筑力度开始加大，2012 年 4 月国务院发布《关于加快推动我国绿色建筑发展的实施意见》，提出到 2020 年绿色建筑占新建建筑比重超过 30% 的目标，力争 2015 年新增绿色建筑面积 10 亿平米。2016 年 12 月《“十三五”节能减排综合工作方案》中进一步将 2020 年城镇绿色建筑面积占新建建筑面积比重提高到 50%。2019 年 3 月第三次发布《绿色建筑评价标准》，不断扩充评价维度，完善评价方式。根据住建部数据，截至 2019 年底，全国累计建设绿色建筑面积超过 50 亿平方米，2019 年当年占城镇新建建筑比例达到 65%。

2020 年 7 月住建部、发改委等 7 部委发布《绿色建筑创建行动方案》，目标到 2022 年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到 70%。在政策持续推动、绿色建筑渗透目标不断提高的趋势下，我国绿色建筑增长趋势明确、动力充足。

**各省市积极出台星级绿色建筑奖补措施。**在国家顶层设计下，各省市纷纷出台相关绿色建筑奖补政策，主要措施包括土地招拍挂、财政补贴、税收优惠、信贷倾斜、容积率奖励、评奖评优等。地方政策的细化有望助力绿色建筑加快落地。

图表 33: 我国绿色建筑政策汇总

时间	发文单位	政策名称	核心内容
2006 年 5 月	住建部	《绿色建筑评价标准》GB50378-2006	为绿色建筑提出完整评价体系，围绕节地与室外环境、节能与能源利用、节水与水资源利用、节材与材料资源利用、室内环境质量、运营管理六大维度，给予建筑一/二/三星级的评价结果。
2012 年 4 月	国务院	《关于加快推动我国绿色建筑发展的实施意见》	1) 切实提高绿色建筑在新建建筑中的比重，到 2020 年，绿色建筑占新建建筑比重超过 30%，建筑建造和使用过程的能源资源消耗水平接近或达到现阶段发达国家水平；2) 到 2014 年政府投资的公益性建筑和直辖市、计划单列市及省会城市的保障性住房全面执行绿色建筑标准，力争到 2015 年，新增绿色建筑面积 10 亿平方米以上。
2013 年 1 月	国务院	《绿色建筑行动方案》	在政府投资建筑、商业房地产开发、工业建筑、新农村建筑等领域全面推进绿色建筑，要求“十二五”期间完成新建绿色建筑 10 亿平方米；到 2015 年末，20% 的城镇新建建筑达到绿色建筑标准要求。
2014 年 4 月	住建部	《绿色建筑评价标准》GB/T 50378-2014	在 2006 版的基础上增加施工管理、提高与创新等指标体系，在评分过程中采用指标权重计算法。
2016 年 12 月	国务院	《“十三五”节能减排综合工作方案》	到 2020 年，城镇绿色建筑面积占新建建筑面积比重提高到 50%。实施绿色建筑全产业链发展计划，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。
2017 年 2 月	国务院	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	明确提出要提升建筑设计水平，突出建筑使用功能及节能、节水、节地、节材和环保等要求，提供功能适用、经济合理、安全可靠、技术先进、环境协调的建筑设计产品。
2017 年 3 月	住建部	《关于印发建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划的通知》	“十三五”时期，建筑节能与绿色建筑发展的总体目标是：建筑节能标准加快提升，城镇新建建筑中绿色建筑推广比例大幅提高，既有建筑节能改造有序推进，可再生能源建筑应用规模逐步扩大，农村建筑节能实现新突破，使我国建筑总体能耗强度持续下降，建筑能源消费结构逐步改善，建筑领域绿色发展水平明显提高。
2019 年 3 月	住建部	《绿色建筑评价标准》GB/T 50378-2019	将指标体系更改为安全耐久、健康舒适、生活便利、资源节约、环境宜居、提高与创新六大维度，同时完善绿色建筑的评价体系
2020 年 7 月	住建部、发改委等七部门	《绿色建筑创建行动方案》	到 2022 年，当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到 70%，星级绿色建筑持续增加，装配化建造方式占比稳步提升，绿色建材应用进一步扩大，绿色住宅使用者监督全面推广。

资料来源：住建部，国务院，国盛证券研究所



## 4.2.绿色建筑变革深化，看好 BIPV、智能运维等方向

### 4.2.1.建造方式、材料选择、建筑类型、运维方式全产业链开启绿色革命

**绿色建筑定义。**我国国家标准《绿色建筑评价标准》（GB/T 50378—2019）中对绿色建筑给出了明确定义：在全寿命期内，节约资源、保护环境、减少污染，为人们提供健康、适用、高效的使用空间，最大限度地实现人与自然和谐共生的高质量建筑。从概念上来讲，绿色建筑主要包含三点：一是节能，这个节能是广义上的，实际上包含了“四节”，即节能、节地、节水、节材，主要是强调减少各种资源的浪费；二是保护环境，强调的是减少环境污染，减少二氧化碳排放；三是满足人们使用上的要求，为人们提供“健康”“适用”和“高效”的使用空间。

**全产业链变革，实现绿色建筑目标。**基于《绿色建筑评价标准（2019）》中关于资源节约的评分细项预示的产业方向，并结合《绿色建筑创建行动方案》的政策方向，我们认为我国打造资源节约型的绿色建筑应该实现建筑全产业链的绿色化变革，具体看分为以下几个方面：

**一是建造方式上，**应当选择装配式建筑，尤其是钢结构建筑更加受政策倾斜。同时对于传统建筑的建设，也应当尽量实现资源节约，比如用铝模板替代传统的木模板，亦符合建造过程资源节约的要求。

**二是材料选择上，**应当选择绿色建材，绿色建材一方面反映在材料生产过程中的资源节约上，另一方面也反映在建筑使用过程中，绿色建材的性能使建筑更加节能环保。

**三是建筑类型上，**应当积极选用超低能耗建筑、近零能耗建筑等被动式建筑类型，其中我们认为 BIPV 是被动式建筑发展的重要实施路径，未来潜在发展空间广阔。

**四是运维方式上，**由于建筑运行过程中能耗巨大，应当结合最新建筑科技成果进行智慧运维，实现建筑节能。对建筑的供电、供热等方面进行智能化管理，实现节能减排。

图表 34：绿色建筑实现途径

发展方向	具体内容	细分方向举例
建造方式	选择装配式建筑，尤其是钢结构建筑更加受政策倾斜。同时对于传统建筑的建设，也应当尽量实现资源节约，比如用铝模板替代传统的木模板	装配式建筑、铝模板
材料选择	选择绿色建材，绿色建材一方面反映在材料生产过程中的资源节约上，另一方面也反映在建筑使用过程中，绿色建材的性能使建筑更加节能环保。	绿色材料制造、绿色建材检测
建筑类型	积极选用超低能耗建筑、近零能耗建筑等被动式建筑类型	BIPV
运维模式	建筑运行过程中能耗巨大，应当结合最新建筑科技成果进行智慧运维	建筑节能、电力智能运维

资料来源：住建部，国盛证券研究所

### 4.2.2.BIPV 是实现被动式建筑重要路径，潜在空间广阔

在房屋建设之前就选用被动式建筑体系，可最大限度提升房屋运行环节节能减排能力。

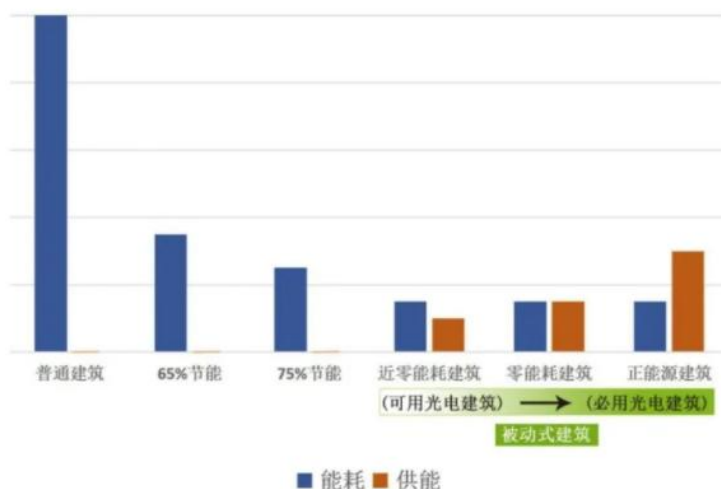
《绿色建筑创建行动方案》中明确提出推动超低能耗建筑、近零能耗建筑发展。超低能耗建筑、近零能耗建筑都可以认为是“被动式建筑”，是通过自然通风、自然采光、太阳能辐射和室内非供暖热源得热等各种被动式节能措施与建筑外围护结构保温隔热节能技术相结合建造而成的建筑。近零能耗建筑是超低能耗建筑的更高水平体现，进一步地，若建筑物每年生产的能源和消耗的能源达到平衡，则被称为零能耗建筑。

**被动式建筑是未来建筑发展重要方向之一。**2019 年 9 月，我国《近零能耗建筑技术标准》正式实施，这是国际上首次通过国家标准形式对近零能耗建筑相关定义进行明确规定，也是我国首部引领性建筑节能国家标准。目前我国山东、河南、北京、吉林等省市针对



超低能耗建筑示范推广的鼓励政策和技术标准陆续出台,在财政补贴、非计容面积奖励、备案价上浮、绿色信贷等方面提出了政策优惠。未来随着超低能耗建筑技术不断应用于单体建筑、民用建筑、公共建筑、多层建筑和高层建筑领域,行业空间广阔。

图表 35: 各类建筑能耗及功能对比图



资料来源: 中国建筑科学研究院, 国盛证券研究所

**BIPV (光伏建筑一体化, Building Integrated Photovoltaic)** 是实现被动式建筑的重要路径。BIPV 是一种将太阳能发电 (光伏) 产品集成到建筑上的技术, 光伏组件不仅要满足光伏发电的功能要求同时还要兼顾建筑的基本功能要求, 光伏产品实际上以建材的形式体现在建筑中, 如光电瓦屋顶、光电幕墙和光电采光顶等。

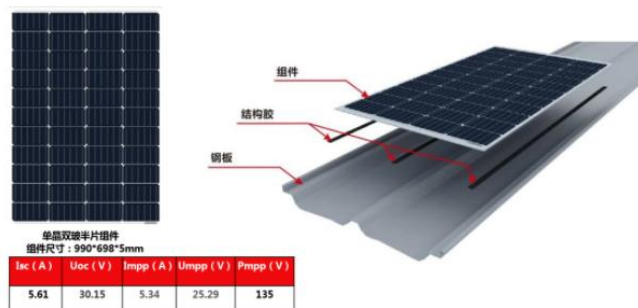
自十二五以来, 国内 BIPV 系统造价持续下降, 从 40 元/w 左右下降至目前的 4-6 元/w, 随着光伏集成技术持续提升以及行业规模持续扩大, 根据中国 BIPV 联盟的预测, 十四五末有望降至 2.5 元/w, BIPV 的经济性优势凸显。以**隆基股份的 BIPV 产品“隆顶”**为例, 单位造价约 5.5 元/w, 1000 平米屋顶、装机规模 200KW, 建设 BIPV 屋顶成本约 110 万元。按照工商业电价 0.69 元/度, 每年光照小时数约 1100 小时, 对应年产电 22 万度, 则每年售电收益约 15.18 万元, 对应投资回收期约 7-8 年。

图表 36: BIPV 经济性测算

项目	数据
单位造价 (元/w)	5.5
屋顶面积 (平米)	1000
装机规模 (KW)	200
<b>BIPV 屋顶成本 (万元)</b>	<b>110</b>
工商业电价 (元/度)	0.69
每年光照时间 (小时)	1100
<b>每年售电收益 (万元)</b>	<b>15.18</b>
回收期 (年)	7.25

资料来源: 国盛证券研究所

图表 37: “隆顶”产品结构



资料来源: 光伏们网, 国盛证券研究所

**BIPV 增量市场至 2025 年可达 300-400 亿, 复合增速 30%。**综合装机容量和可安装

面积两类测算方法，我们估算 2025 年 BIPV 增量市场为 300-400 亿元。从“可安装面积\*单位造价成本”分析，2025 年 BIPV 增量市场规模约为 342 亿元，5 年复合增速 30%，具体测算方式如下：

图表 38: BIPV 增量市场规模预测

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
可安装建筑面积（亿平方米）	2	2	2	2	2
BIPV 渗透率	5%	10%	12%	15%	18%
单位成本（元/平方米）	1200	1100	1050	1000	950
<b>BIPV 增量市场规模（亿元）</b>	<b>120</b>	<b>220</b>	<b>252</b>	<b>300</b>	<b>342</b>
<b>复合增速</b>	<b>29.9%</b>				

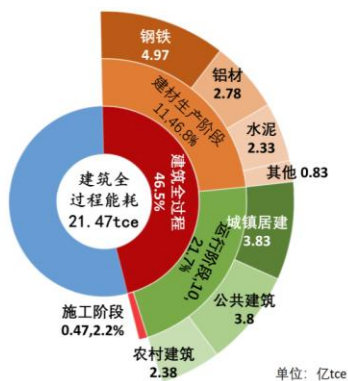
资料来源：Wind，国盛证券研究所

**重点关注森特股份：金属维护行业领军企业，联手隆基共推 BIPV 业务。**公司业务包括金属维护和环保治理两大板块，主要承接金属围护系统工程和声屏障系统工程，产品包括金属复合幕墙板、金属屋墙面单层板和隔吸声屏障板，在全国拥有 25 家分支机构，是国内领先的建筑金属围护系统一体化服务商。公司具备较强技术实力，研发人员占比 47%，拥有发明专利实用新型专利项和外观设计专利共计 155 项。今年 3 月隆基股份收购公司 27.25% 股权，成为公司第二大股东。隆基股份已在 BIPV 业务有较多业务储备，此前已组建超过百人的技术研发团队，研发出较为成熟的“隆顶”BIPV 产品。其 BIPV 工厂单线年产能达 300MW，设计有 3 条全自动生产线及 1 条研发线，全线投产后年产能将达到 1GW 左右。在战略入股森特股份后，森特股份有望在建筑屋顶资源、设计、维护上的优势与光伏巨头隆基在光伏行业的优势相结合，加速推广 BIPV 业务。

#### 4.2.3. 建筑运行环节碳排放占比高，智能运维大有可为

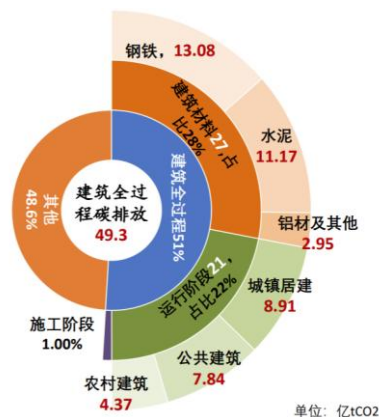
**建筑运行环节能耗高、排放量大，运行环节节能减排是绿色建筑发展的重要组成部分。**根据中国建筑节能协会能耗专委会发布的《中国建筑能耗研究报告（2020）》，2018 年全国建筑全过程能耗总量为 21.47 亿 tce，占全国能源消费总量比重为 46.5%；2018 年全国建筑全过程碳排放总量为 49.3 亿 tCO<sub>2</sub>，占全国碳排放的比重为 51.3%。从数据上可以看出，无论是能耗还是碳排放，建筑的运行阶段均占了主要比例，加强建筑运行阶段节能减排是实现绿色建筑的重点组成部分。

图表 39: 建筑全过程能耗数据



资料来源：中国建筑节能协会能耗统计专委会，国盛证券研究所

图表 40: 建筑全过程碳排放数据

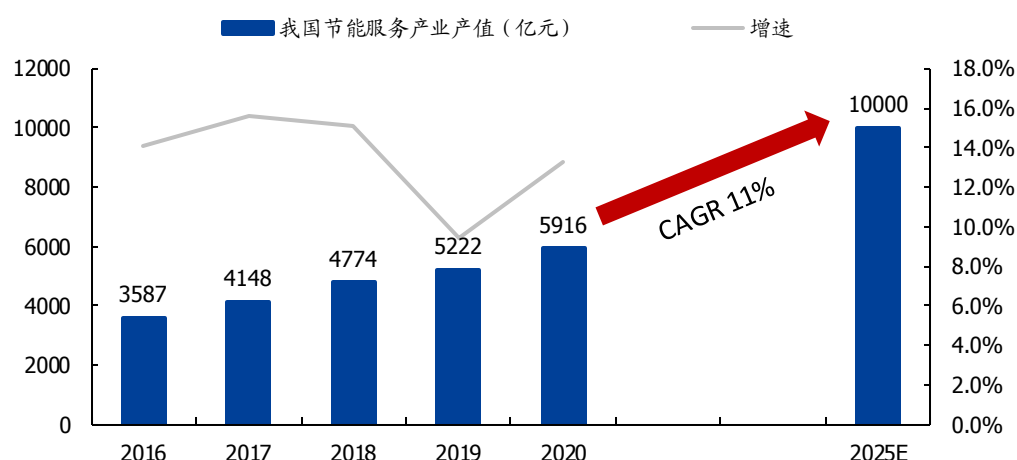


资料来源：中国建筑节能协会能耗统计专委会，国盛证券研究所

**建筑节能**是指在建筑全生命周期中，采用物联网等技术手段升级建筑管理模式等方式，使建筑运行更加节约电力、热力等能源，如商业建筑中的酒店、商业综合体、办公楼，公共建筑的场馆、机场、高铁站、医院，工厂建筑的中央空调厂房等均可通过更加智能化的控制实现节能减排，即使未运用被动式建筑或 BIPV 建设的房屋，也可以通过升级运营的方式实现建筑节能。运维在整个建筑生命周期内持续时间最长，占到 80-90%以上，行业目前依然未被重视，未来具有较好的成长潜力。

**节能服务 2025 年市场空间有望达到 1 万亿规模**。根据中国节能协会发布的《“十三五”节能服务产业发展报告》，截至 2020 年我国节能服务业总产值 5916 亿元，其中建筑领域项目数量占比 43%，工业领域占比 42%，公共设施占比 15%，考虑到工业及公共设施广义上也属于建筑范畴，我们大体可以以全国节能服务业总产值看做是建筑节能行业总体规模。根据中国节能协会发展目标，在 3060 双碳目标促进下，节能服务业有望持续发展，协会预计 2025 年行业产值有望达到 1 万亿元，对应 5 年复合增速约 11%。

图表 41: 我国历年节能服务业产业产值及增速



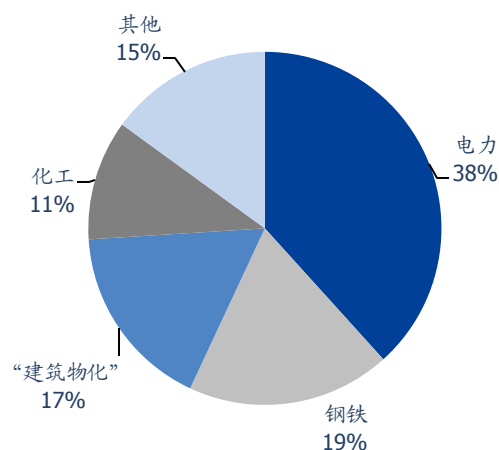
资料来源：中国节能协会，国盛证券研究所

**重点推荐智能用电先锋苏文电能**。公司在电力设计行业深耕多年，将电力设计成功向后端延伸，当前已成为国内集设计咨询（E）、设备服务（P）、安装建设（C）以及智能运维（O）为一体的大型一站式供用电服务商。电力运维服务是指为维护电力系统的安全稳定运行，保证电能质量，针对配电设施、用电设施，进行规划设计、安装调试、运行监测、维护保养、设备检修等专业服务。传统的电力运维服务需要安排人力在配电管理室进行值班，以保障电力的正常运营，而只有大型建筑和企业才会安排专业人员进行 24 小时值班，大量小企业和一般建筑难以安排，因此无法及时处理突发问题。公司通过将用户的各种用电设备接入智能管理云平台，借助云计算、大数据等技术实时监控用电情况，及时提醒用电异常。通过“线上监控+线下运维”相结合，在发现问题后线下及时派出专业维修人员，在系统的指引下高效的解决用电问题。公司当前所打造的“富兰克林云”智能电力运维平台可减少人力、物力、财力，同时还能促进用电企业节省电力，助力满足碳达峰、碳中和监管要求，成长空间广阔。

### 4.3.制造业绿色智能改造需求增加，推荐工业工程龙头

**制造业节能减排需求有望持续增长。**根据《“十三五”主要部门和重点行业二氧化碳排放控制目标建议》核算数据显示，以部门划分，2015 年工业部门直接排放二氧化碳 37 亿吨，占全国总排放的 40%，工业部门碳排放占比巨大。在碳中和发展目标下，预计未来高污染、高耗能的水泥、冶金与化工等传统制造业碳减排要求将持续收紧、能效要求不断提升，相关节能减排、提标改造、智能升级等需求有望持续增加。

图表 42: 我国各行业二氧化碳排放量占比



资料来源:《“十三五”主要部门和重点行业二氧化碳排放控制目标建议》，CEADs，国盛证券研究所

**水泥行业智能绿色改造有望加快，测算潜在改造投资空间约 1700 亿元。**近期工信部、发改委等七部委联合下发《关于提升水泥产品质量规范水泥市场秩序的意见》，提出要加快推动水泥行业绿色智能制造和产品升级。绿色发展方面，鼓励企业积极采用先进的节能减排和综合利用技术，促进水泥行业碳排放实现达峰；智能制造方面，将积极推动智能制造数字转型行动，促进水泥行业自动化、智能化、无人化变革，培育一批智能生产、运维、管理为一体的智能工厂。未来水泥行业绿色智能制造转型目标明确，推进有望加快。2020 年末全国有新型干法熟料生产线 1685 条，假设每条生产线节能改造的投资平均为 1 亿元，则全国市场空间约为 1700 亿元。

**钢铁行业持续推进超低排放改造，投资空间约 2600 亿元。**根据中国冶金报报道，自生态环境部等 5 部委 2019 年 4 月 22 日发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》以来，钢铁行业实施了世界最严环保标准的超低排放改造。目前全国约有 229 家钢企共 6.2 亿吨粗钢产能已完成或正在实施超低排放改造，近百家企业在加紧开展监测评估工作。据中国钢铁工业协会测算，全行业超低排放改造投资约需 2600 亿元。

**工业工程龙头有望受益行业绿色智能改造需求增加，同时向运维服务转型。**工业工程龙头在行业减排、智能化等方面技术储备丰富，有望受益后续提标改造需求的增加，带来更多工程订单。此外，借助智能化改造的机遇，在完成改造后有望切入后期运维环节，实现工程商向综合服务商的业务模式转型，实现业务的可持续性。

中材国际在近几年国内水泥产线升级改造领域市占率达 70%，在水泥节能减排、智能制造方面技术储备丰富，凭借先进技术与丰富客户资源，有望集中受益水泥行业“碳中和”、“智能制造”转型升级，潜力巨大。去年 12 月中建材集团召开水泥工厂智能制造方案



讨论会，今年 3 月公司与中材水泥签订战略合作协议，预计后续集团水泥产线智能化改造业务发展有望加快。

中钢国际在球团、高端长材轧制、焦化等绿色低碳冶金技术工艺具备较强市场竞争优势，并加快低碳冶炼工艺技术、短流程技术、氢能炼钢等前沿技术布局，在高炉低碳化方面，根据公司公告，公司总承包的八一钢铁富氢碳循环高炉试验项目，将成为全球绿色低碳创新研究基地的先锋项目，整个项目试验成功后，不仅能大幅度提高冶炼炉的利用系数，还可以减少 30% 的二氧化碳排放。宝武集团托管中钢集团后，中钢国际成为宝武集团高质量钢铁生态圈一员，未来有望获得更多集团支持，加快绿色化转型。

## 5. 建筑机械化时代来临，设备租赁市场有望快速发展

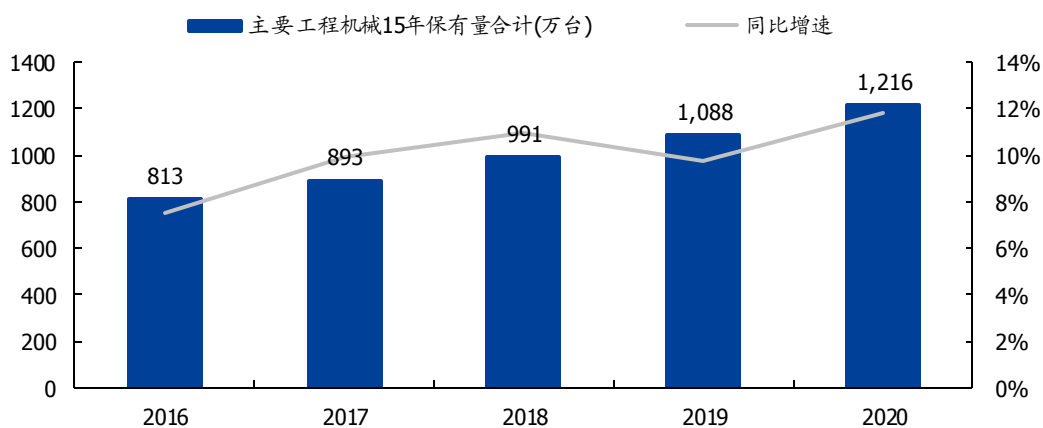
### 5.1. 建筑机械渗透率提升，建筑设备租赁市场快速发展

建筑机械化可压减人工成本提升效率，应对劳动力供给压力。新增民工同比增速下滑的同时劳动力持续老龄化，劳动力供需缺口逐步拉大，劳动成本上升预计将中长期掣肘传统建筑行业增长。而建筑机械化可缩减人工成本，提升效率，是应对劳动力供给压力的方式之一。一方面，建筑机械可以替代部分工种的作业，另一方面，针对目前无法完全替代的工种，建筑机械可通过辅助人工以提升效率，压缩成本。以高空作业为例，用传统脚手架进行高空作业需要 2 人辅助，而高空作业车无需辅助人员，单月单台高空作业车可节约近 1 万元的人工费。

在技术日趋成熟和建筑劳动力供给承压的背景下，推动以机械化和信息化等为主要内容的“智能建造”是行业中长期发展趋势。2020 年 8 月，住建部印发《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》，提出到 2025 年，我国智能建造与建筑工业化协同发展的政策体系和产业体系应基本建立，建筑工业化、数字化、智能化水平显著提高。“智能建造”下，预计作业机械化、管理信息化将成为工程建设的主要特征，对人工的依赖性将逐渐降低，建筑机械的渗透率将持续提升。

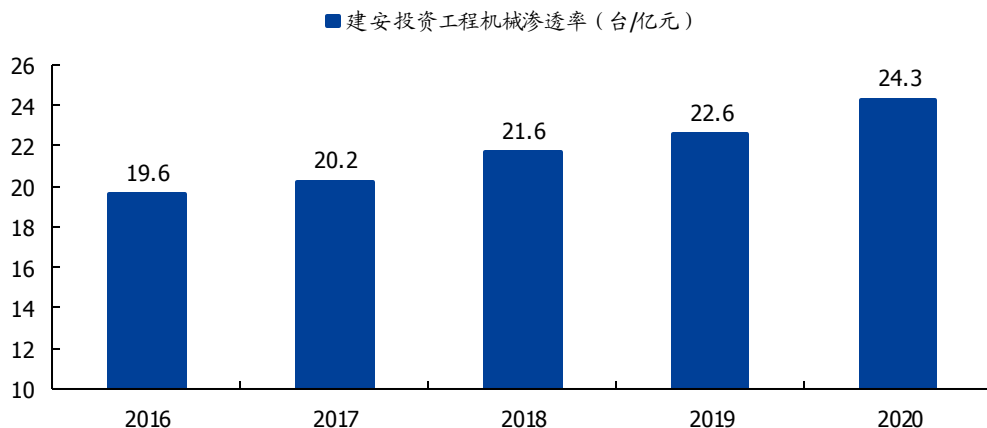
2020 年我国主要工程机械十五年保有量约 1200 万台，建安投资工程机械渗透率约 24.3 台/亿元。我们将挖掘机、装载机、平地机、推土机、压路机、摊铺机、叉车等主要工程机械的保有量进行了测算，得到截至 2020 年主要工程机械十五年保有量为 1216 万台，近 5 年复合增速 10%。进一步地，我们定义建安投资机械渗透率=主要工程机械 15 年保有量/建安投资规模，可以发现近年来我国建安投资工程机械渗透率呈明显提升趋势，2020 年达到 24.3 台/亿元，较 2016 年提升近 5 台/亿元。

图表 43: 主要工程机械十五年保有量测算值及增速



资料来源: 中国工程机械工业协会, 国盛证券研究所

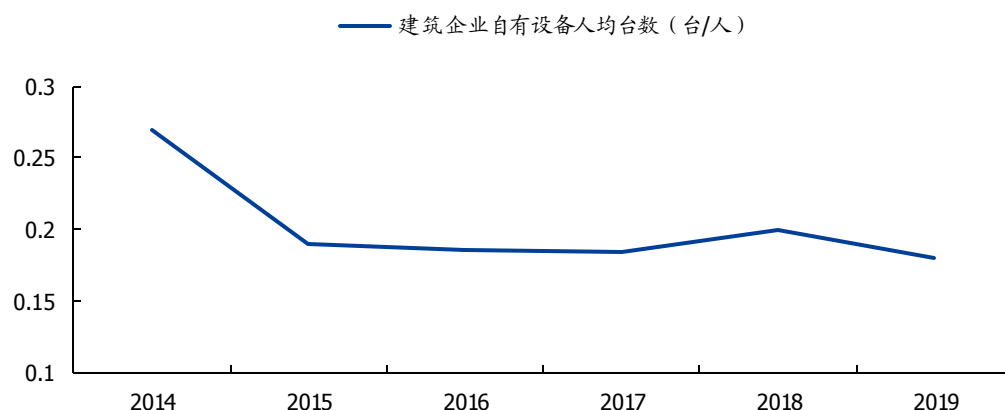
图表 44: 建安投资工程机械渗透率



资料来源: 中国工程机械工业协会, 国家统计局, 国盛证券研究所

随着建筑机械应用率上升, 租赁业务需求将大幅增加。对于建筑商而言自购设备需要承担设备维护、设备管理等多项成本, 自持设备的动机较低。2019 年, 建筑企业的自有设备人均台数仅 0.18 台/人, 且呈现逐年下降趋势。建筑全行业机械设备使用需求快速增长, 叠加业主自购动机低, 将促设备租赁行业需求持续增加。

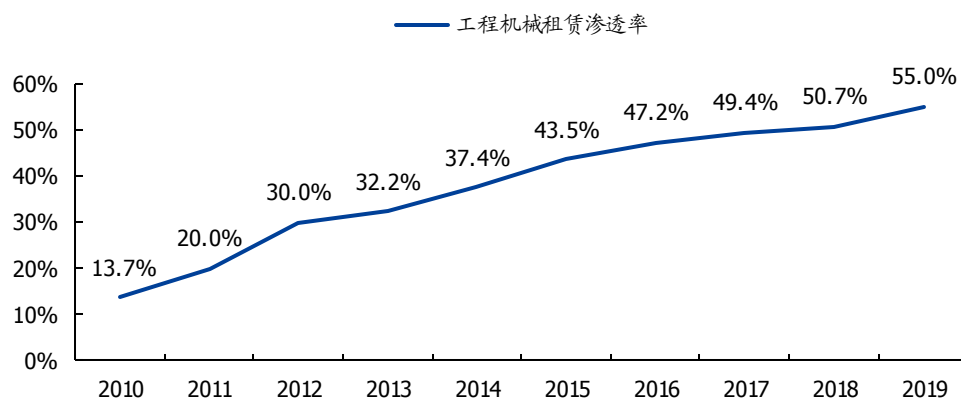
图表 45: 建筑企业自有设备人均台数 (台/人)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

租赁业务市场集中度低, 对标海外龙头企业提升空间广阔。我国的租赁市场具有渗透率高、但集中度低的特点。近十年, 我国工程机械租赁渗透率逐年提升, 近三年渗透率分别为 49.4%/50.7%/55%, 渗透率虽稳步提升但前 100 强租赁商市场占比仅 3%, 对标美国市场, 前 10 大北美租赁商的市场占比在 34%, 国内机械租赁龙头市占率有较大提升空间。

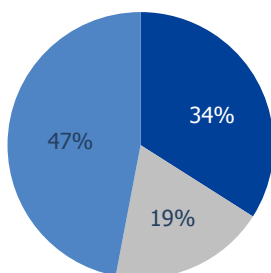
图表 46: 我国工程机械租赁渗透率



资料来源: 中国工程机械工业协会, 国盛证券研究所

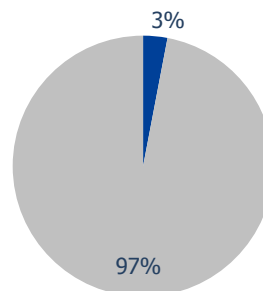
图表 47: 北美租赁行业集中度

■ 前 10 大设备租赁商 ■ 11-100 大租赁商 ■ 其他



图表 48: 中国租赁行业集中度

■ 前 100 强租赁企业 ■ 其他



资料来源: ASHTEAD 年报, 国盛证券研究所

资料来源: 中为咨询, 国盛证券研究所

图表 49: 国内租赁头部企业基本情况

	主要租赁产品	租赁资产规模
宏信建发	高空作业平台、道路设备、叉车、电力设备、周转材料、模架系统	2020 年底设备保有量 5.5 万台, 材料保有量 130 多万吨, 拥有 207 个服务网点
众能联合	高空作业设备(剪叉车、直臂车、曲臂车、蜘蛛车等); 大、中、小型挖掘机	机队规模超 3 万台
庞源租赁	塔机	2020 年底塔机保有量达 8261 台, 共计 167 万吨米
志特新材	建筑铝模系统	2020 年底持有模板资产 203 万平方米, 铝模板账面价值 6.7 亿元

资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

## 5.2. 存量建筑市场空间广阔, 相关设备租赁需求快速增长

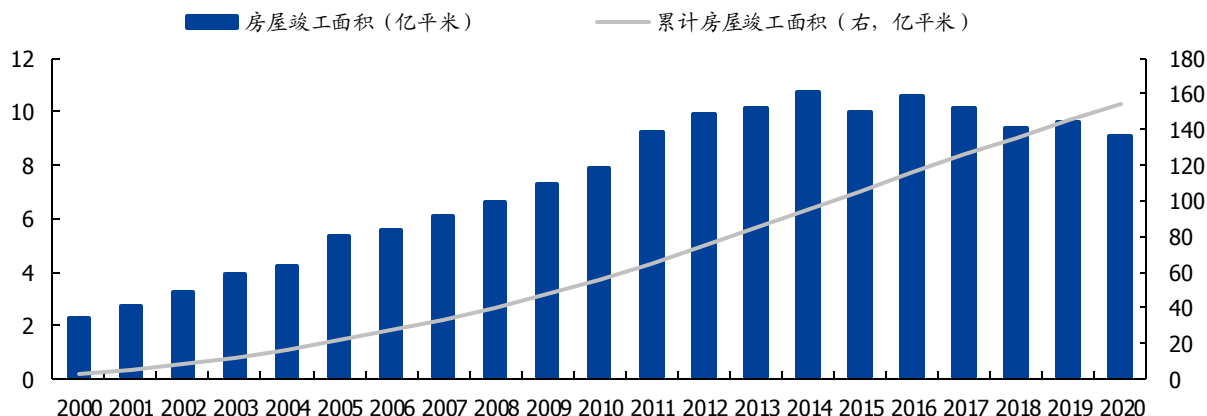
我国新建建筑体量趋于平稳, 存量建筑体量庞大。2019-2020 年我国固定资产投资仅分别增长 5.4%/2.9%, 当前我国建筑新建需求逐渐平稳, 但每年建设体量仍然较大, 2020 年建筑业实现总产值 26.4 万亿, 占 GDP 的 26%。增量建筑维持较大规模、增速放缓, 存量建筑。国家统计局数据显示我国自 2000 年至今累计竣工房屋面积已达 156 亿平米; 累计存量基础设施规模已超过 100 万亿; 世界高层建筑与都市人居学会 (CTBUH) 统计出 2019 年我国 200 米以上高层建筑已累计完工 742 座, 是全球拥有 200 米以上高层建筑最多的国家。

**运维、物管等存量建筑市场具备广阔发展空间。**在存量建筑持续增长情况下, 已有建筑的维护及管理业务需求持续上升, 带动以运维、物管为主的建筑后市场发展, 运维市场下的房屋修缮、外墙清洗、建筑保养等细分领域均将受益。且建筑后市场的需求较为稳定, 相较增量市场在经营模式上具有可长期经营、现金流稳定等优势, 在现有建筑业庞大体量的基础上, 发展空间十分广阔。

**设备租赁行业将持续受益于建筑后市场需求提升。**建筑的运维、物管对于支护设备的运用需求较大, 但建筑运维、物管使用这些支护设备频率并不高, 往往运维或物管单位在轻资产运行的要求下不会去直接购买这些设备, 租赁设备是更好的选择。因此在当前建筑后市场持续发展的背景下, 设备租赁行业需求有望快速增长。

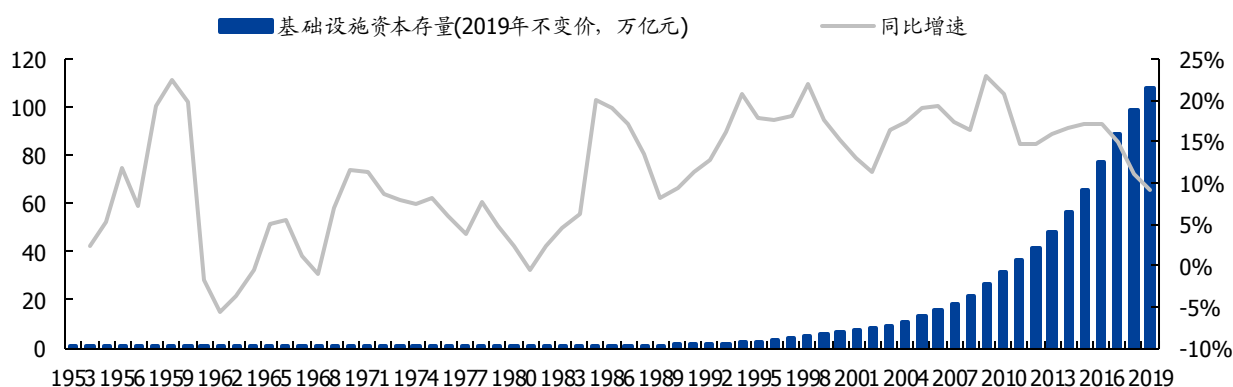


图表 50: 我国历年竣工房屋面积及累计竣工房屋面积



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 51: 我国存量基础设施规模测算值

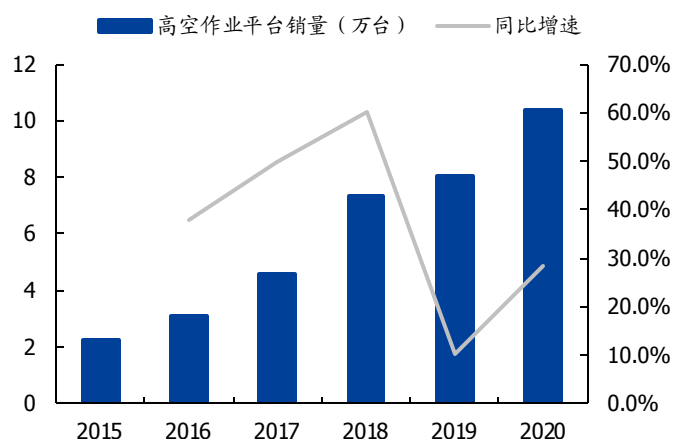


资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

### 5.3. 高空作业平台租赁市场高速发展, 领军企业持续受益

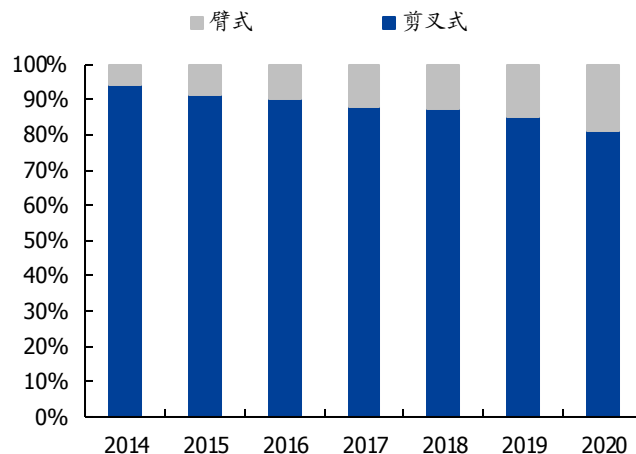
行业加速扩张, 市场结构逐步优化。据《2020 年高空作业平台租赁商调查报告》披露, 2020 年设备保有量已超 20 万台, 同比增速达 55%。2018-2020 年高空作业平台销量分别为 7.3/8.1/10.4 万台, 分别同增 60%/10%/28%, 2020 年疫情下销量仍取得逆势较高增长。从市场结构看, 2020 年剪叉式平台约占市场的 80%, 比例呈逐年下降趋势, 产品结构不断优化。

图表 52: 高空作业平台销量及同比增速



资料来源: 中国工程机械工业协会、产业信息化、国盛证券研究所

图表 53: 高空作业平台市场产品结构



资料来源: 华经研究、国盛证券研究所

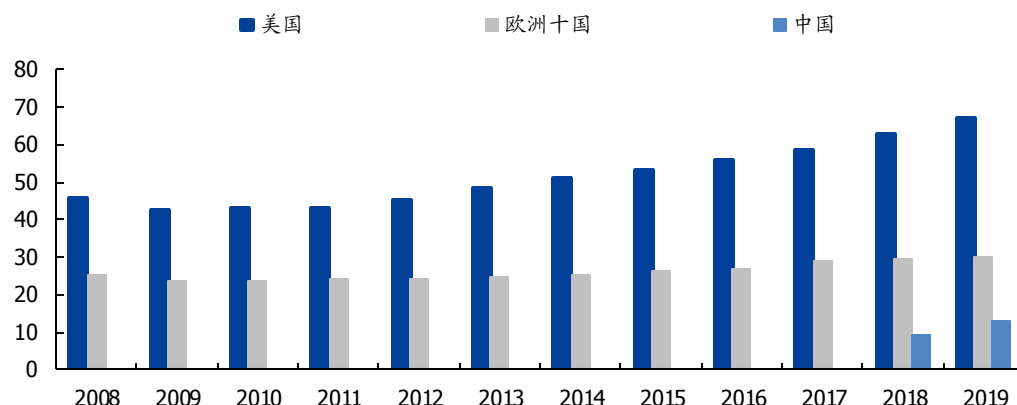
**成本及安全生产因素共驱行业发展, 对标欧美市场未来发展潜力巨大。**高空作业平台相较于传统脚手架、吊篮等登高作业方式的核心优势在于经济性及安全性在安全监管趋严、人工成本增长的大背景下, 行业长期成长动力十分充足。

对标欧美成熟市场, 无论从总保有量、人均保有量还是产品渗透率来看, 中国高空作业平台市场潜力巨大:

- 1) 总保有量:** 截至 2019 年, 我国高空作业平台保有量约为 12.9 万台, 而美国高空作业平台保有量约 67.0 万, 为我国的 5.2 倍;
- 2) 人均保有量:** 美国、欧洲十国高空作业平台人均保有量分别约为 20.1 台/万人、8.5 台/万人, 远高于中国人均保有量的 0.9 台/万人;
- 3) 产品渗透率:** 美国、欧洲十国高空作业平台产品渗透率 (设备台数与 GDP 之比) 约 3.1 台/亿美元、2.0 台/亿美元, 高于中国产品渗透率 0.8 台/亿美元。
- 4) 产品结构:** 我国高空作业平台市场的产品仍以剪叉式为主, 占比持续维持在 80% 以上, 而 2019 年美国租赁市场臂式设备保有量约有 23.8 万台, 占比达 38%; 欧洲十国臂式设备保有量约有 11.3 万台, 占比为 37.8%, 均高于中国市场。臂式相较剪叉式制造门槛更高, 但相应的具有更高的登高上限, 出租价格也远高于剪叉式。未来, 中国高空作业平台市场的产品结构也将进一步优化。

**市场空间预期可达 240 亿元:** 考虑设备保有量增长趋势、产品结构变化、租金水平等因素, 我国高空作业平台市场年租赁收入规模预期可达 240 亿元。

图表 54: 中国、欧洲、美国高空作业平台设备保有量变动趋势 (万台)



资料来源: IPAF, 华铁应急年报, 产业信息网, 国盛证券研究所

**重点推荐设备租赁新龙头华铁应急。**公司是国内少数独立上市的建筑设备租赁龙头，初期以建筑支护设备起家，近年来亦进入到地下维护设备、高空作业平台等领域，呈快速发展趋势。高空作业平台在建筑装修、设备安装、存量建筑维护修缮等领域应用空间广阔，目前我国总保有量/人均保有量约为美国的 29%/7%，是公司未来增长的重要方向。我们预计公司目前拥有登高机约 2-3 万台，市占率约 12%，与宏信建发、众能联合形成行业第一梯队。专业、渠道、管理共筑优势，资产管理效率高于同业，未来依靠转型城市运维，区域、品类扩张与轻资产模式实现加速成长。

## 6. 行业格局重塑进行中，建筑蓝筹价值待重估

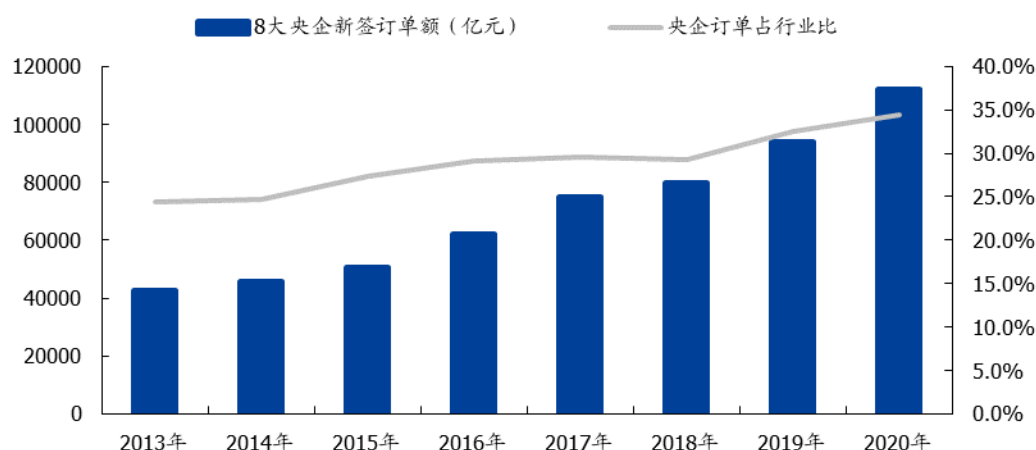
### 6.1. 存量时代竞争优势强化，龙头市占率有望加速提升

近几年行业集中度已经在不断提升。近年来建筑央企市占率提升加速，供给侧改革已在发生。近年来在反腐、营改增、金融监管、原材料价格波动、疫情冲击等诸多因素影响下行业集中度已持续提升，经营不规范、实力弱的小企业已然逐渐退出行业。

从央企新签订单占行业的比例看，2013 年 8 大建筑央企新签订单 3.63 万亿，占行业总订单的 24.7%。到 2020 年，央企合计新签订单达到 11.2 万亿，占行业总订单的比例上升至 34.5%，市占率提升了 10 个 pct。19-20 年行业整体增速低迷，而建筑央企新签订单增长在 20%左右，市占率持续提升。

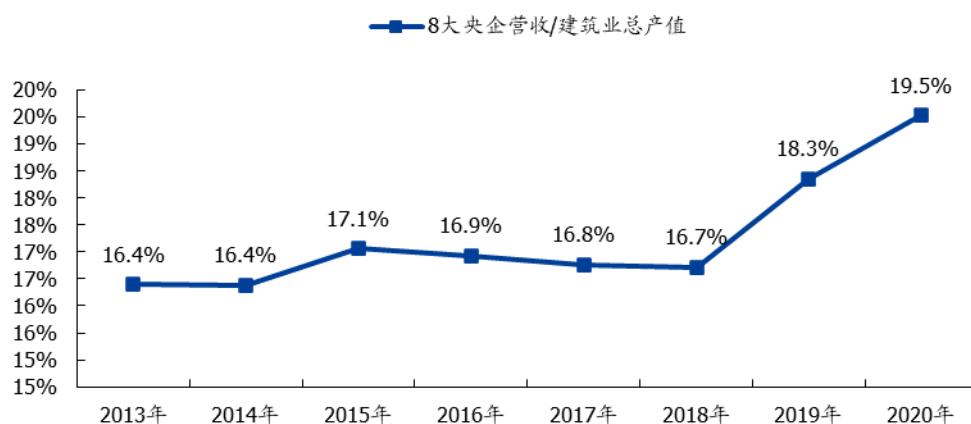
从央企营业收入与行业总产值的比例看。2018-2020 年央企收入占行业总产值的比重加速上升，特别在今年疫情冲击下，行业供给侧出清加快，建筑央企营收占建筑行业产值比例达到 19.5%，较 2016 年上升 3 个 pct，市占率提升加速趋势明显。

图表 55: 建筑央企新签订单占行业的比重不断提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 56: 建筑央企营收/建筑业总产值

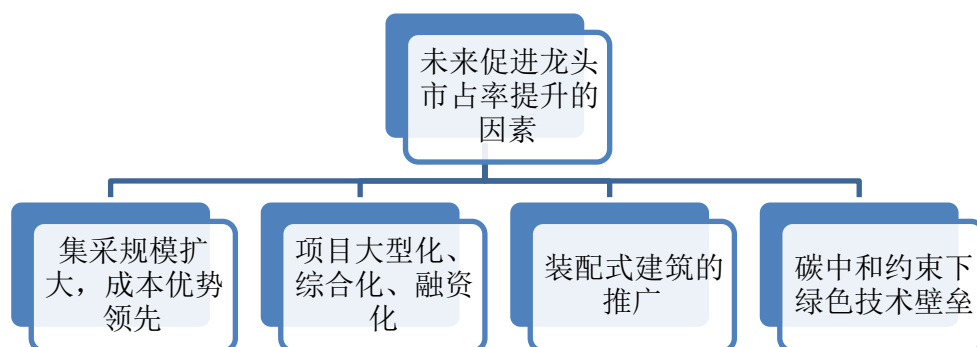


资料来源: 公司公告, 统计局, 国盛证券研究所

**未来多个因素将加速龙头市占率提升。**1) 央企等大型企业集采规模逐步加大, 产业链定价权增强, 在原材料及劳务成本上升背景下, 成本端规模优势将更明确地体现。2) 项目大型化、综合化、融资化趋势加速, 小企业无力承接, 而龙头企业具备全产业链综合服务能力, 各方面资源可以更好匹配。3) 装配式浪潮已来, 央企等龙头企业凭借着政府客户、土地、资金、技术等优势竞争实力更加突出, 同时装配式制造属性增强, 减少对现场人工的依赖, 将更具规模效应, 促强者更强。4) “碳中和”政策约束, 建筑行业绿色化技术标准将构筑更高壁垒, 龙头在技术、研发、资质等方面更具优势。以上多因素将促龙头市占率持续提升, 在低增长的新时代加速行业供给侧改革。



图表 57: 未来龙头市占率加速提升的因素

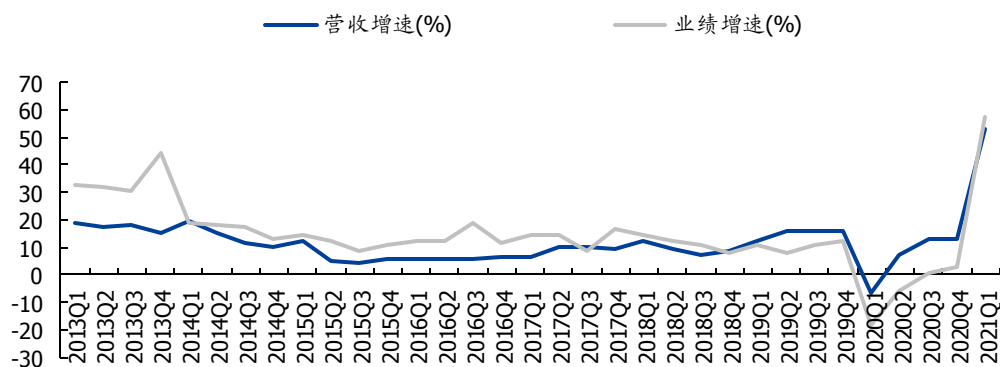


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 6.2. 央企经营趋势向上, 资产负债表逐步修复

**2020 年建筑央企收入业绩保持稳健, 2020Q1 延续向好趋势。**2020 年央企营收与业绩分别增长 13%/3%, 较 2019 年分别变动-3/-9 个 pct, 营收保持两位数以上较快增长, 业绩在疫情影响下继续保持正增长, 显示出龙头的经营韧性。业绩增速低于收入主要因: 1) 毛利率略下降; 2) 中国建筑等公司少数股东收益增加; 3) 投资收益下降, 比如中国中铁等公司去年资产转让有较多投资收益, 中国交建因高速公路免费通行导致参股的高速公路子公司确认投资收益减少。2020Q4 央企板块营收与业绩分别增长 14%/8%, 环比 Q3 变动-9/-6 个 pct, 较 Q3 环比增速放缓主要因大规模赶工结束, 施工节奏逐步回归正常。2021Q1 央企营收与业绩分别增长 53%/57%, 2 年 Q1 复合增速 20%/14%。2020Q1 央企板块营收业绩大幅反弹, 除疫情影响导致去年基数较低因素外, 央企普遍在手订单充裕, 施工节奏加快, 相比 2019 年 Q1, 央企板块营收与业绩 2 年 Q1 复合增速分别为 20%/14%, 基本面表现持续强劲, 市占率呈现进一步提升趋势。

图表 58: 建筑央企季度累计营收及业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**2020 年央企订单逆势强加速, 2021Q1 订单仍然表现强劲, 市占率持续提升, 在手订单充裕。**2020 年央企订单在疫情环境下逆势表现强劲, 多数企业订单增速甚至快于 2019 年, 市占率呈提升趋势, 在反腐、营改增、金融监管、原材料价格波动、疫情冲击等诸

多市场扰动因素下，央企供给侧竞争优势持续凸显。2021Q1 延续强势增长，各大央企 2 年 Q1 复合增速普遍表现优异，其中中国交建、葛洲坝 2 年 Q1 复合订单增速超 40%。目前央企普遍在手订单充裕，预计可保障未来收入实现稳健增长。

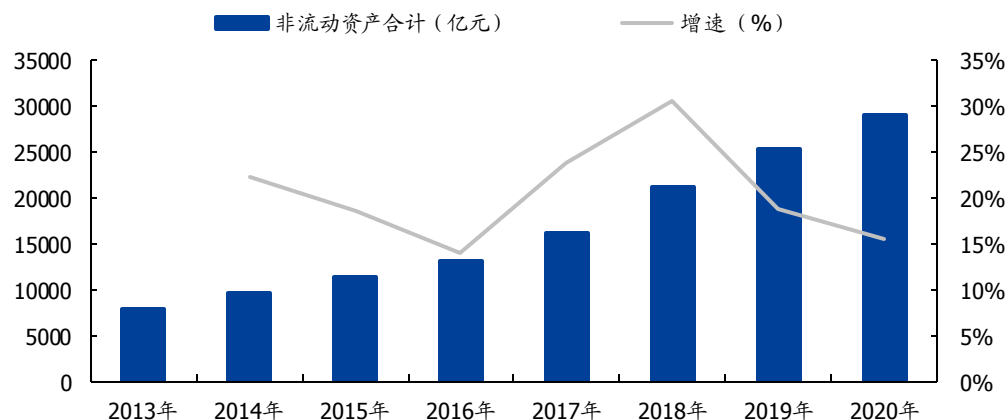
图表 59: 建筑央企历年新签订单增速

简称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021Q1	2 年 Q1 复合
中国中铁	0.53%	2.40%	29.05%	26.10%	8.70%	27.90%	20.40%	-2.50%	2.52%
中国铁建	-3.02%	14.62%	28.49%	23.72%	5.05%	26.66%	27.28%	34.89%	24.22%
中国中冶	29.18%	21.77%	25.10%	20.00%	10.40%	18.30%	29.40%	60.70%	24.14%
葛洲坝	15.53%	32.00%	17.62%	5.83%	-1.32%	12.98%	7.61%	132.74%	50.37%
中国电建	13.24%	37.75%	10.14%	12.68%	12.05%	12.29%	31.50%	30.96%	5.28%
中国核建			24.00%	25.70%	-0.50%	10.40%	13.25%	52.00%	8.26%
中国交建	11.99%	6.89%	12.38%	23.16%	1.12%	8.06%	10.59%	80.30%	42.04%
中国建筑	11.30%	7.10%	23.70%	19.40%	4.60%	6.60%	11.40%	32.10%	12.44%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

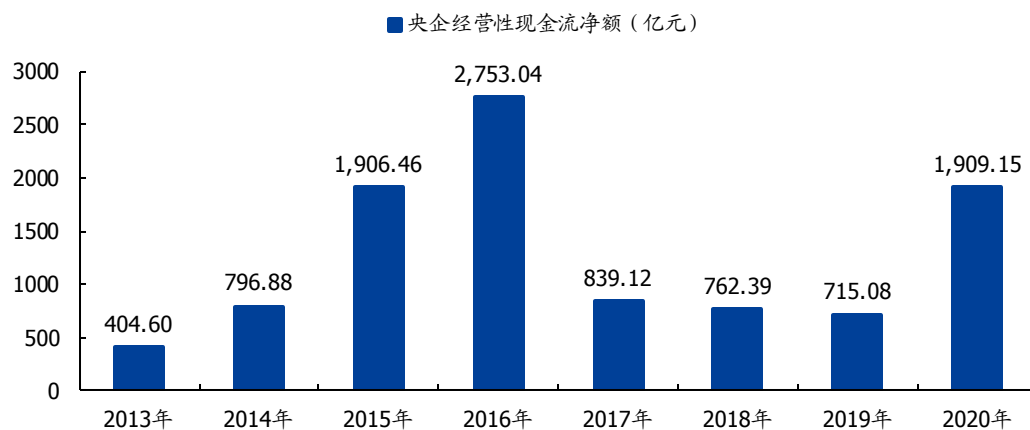
经营性现金流显著改善，资本开支压力未来减小，资产负债表有望优化。2015 年 PPP 模式开始推广，在 2016-2017 年进入爆发式增长的阶段。建筑央企是参与 PPP 项目的主力军，在此期间中标了大量的 PPP 项目。由于 PPP 项目需要使用自有资金投资，因此在落地高峰期（17-18 年）央企普遍面临的较大的资本开支压力和融资压力，非流动资产快速增加，总资产周转率下行。2018 年起 PPP 进入规范发展期，央企新签 PPP 项目速度大幅放缓，同时前期的部分项目完工进入回购期，2019 年起在手 PPP 项目的资本开支压力明显下降。非流动资产增速从 2018 年最高时的 30% 下降至 2020 年的 15%，总资产周转率也从 2018 年起持续回升。2020 年建筑央企整体经营性现金流净额合计为 1909 亿元，较 2019 年大幅增加约 1200 亿元，显著改善，叠加资本开支减少，预计未来资产负债表将持续优化。

图表 60: 建筑央企非流动资产合计及增速



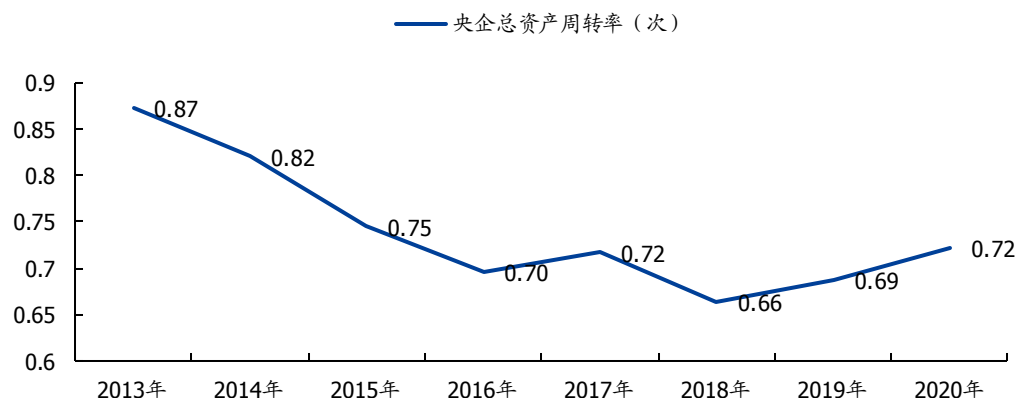
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 61: 建筑央企经营性现金流净额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 62: 建筑央企总资产周转率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 6.3. 板块估值处在历史低位, 极具性价比

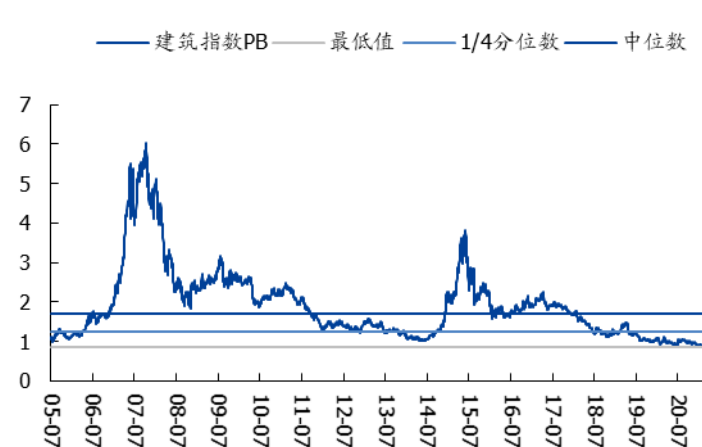
当前建筑板块估值处于历史最低区间。当前建筑板块估值 PE (ttm) 8.1 倍; PB (Lf) 为 0.91 倍, 较最低点高出 7%, 整体处于历史最低区间。横向对比来看, 建筑板块与沪深 300 的相对估值也处于历史最低区间。当前建筑板块 PE/PB 与沪深 300 的比值分别为 0.55/0.48 (历史最低分别为 0.48/0.45)。

图表 63: 建筑板块 PE 估值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 64: 建筑板块 PB 估值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

龙头个股估值处于历史最低区间, 未来有望从折价走向溢价。从个股的角度看, 八大建筑央企中目前全部破净。其中中国铁建、中国交建、中国建筑当前 PB 创出历史新低, 分别为 0.54、0.5、0.7 倍, 显著破净; 而中国中铁、中国电建、葛洲坝、中国化学、中国中冶目前 PB 也仅高于最低点 4%、3%、6%、9%、18%, 处于历史最低区间。随着行业进入低增长的新时期, 多发因素促行业供给侧向龙头不断集中, 龙头估值有望从折价走向溢价, 具备较大修复空间。

图表 65: 建筑央企 PB 估值情况

公司	最低 PB	出现时间	PB 中位数	目前 PB	与最低点比较
中国建筑	0.70	2014/6/23	1.19	0.70	0%
中国铁建	0.54	2021/6/5	1.17	0.54	0%
中国中铁	0.59	2014/3/10	1.31	0.62	4%
中国交建	0.50	2021/6/5	1.18	0.50	0%
中国电建	0.61	2020/2/3	1.17	0.63	3%
中国中冶	0.67	2020/5/29	1.23	0.79	18%
葛洲坝	0.90	2019/10/30	1.61	0.95	6%
中国化学	0.81	2019/8/9	1.49	0.88	9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所



## 7.行业投资策略与重点个股评述

### 7.1.2021 年中期投资策略

展望下半年，预计货币政策将边际收敛，信用趋于收缩，但考虑到经济复苏的不均衡性，预计政策收敛的力度和节奏相对温和。三大投资方面，我们预计全年基建投资平稳增长，房地产投资韧性仍在，制造业投资继续修复。总体看下半年固投总量增长相对平稳，继续重点关注行业转型升级与格局变化。

**行业转型升级提速，26 万亿市场变革蕴育巨大潜力。**总量增长放缓、人工及原材料价格上涨、环保政策约束等加速建筑行业转型升级步伐，产值 26 万亿的建筑市场变革将蕴育巨大机会。我们重点看好以下三个方向：

**1) 智能建造大趋势下工业化与信息化龙头成长优异。**去年十三部委联合发文制定顶层规划，智能建造发展大势所趋。工业化作为智能建造载体，在人工成本快速上涨背景下是未来发展必然趋势，细分赛道快速增长，产业链面临重构。我们看好钢结构、装配式装修、设计等龙头中长期发展前景，随着后续业绩持续高增以及相关订单、产能不断释放，下半年依然有较好投资机会；信息化是智能建造的手段，当前我国建筑信息化渗透率与国际平均相差较远，低渗透率叠加新科技浪潮驱动产业变革，未来市场前景广阔，重点关注设计、施工阶段信息化龙头。

**2) “碳中和”约束下建筑绿色发展迎良机。**建筑行业碳排放量占全社会碳排放量 40%，未来减排大有可为，绿色发展将是长期方向。绿色建筑在政策持续推动、渗透目标不断提高的趋势下迎来发展强动力，建筑运行阶段碳排放占比高，我们重点看好 BIPV、智慧用电等细分方向龙头企业。此外水泥、钢铁等高碳排放行业绿色智能化升级为专业工程提供新的业务空间，看好中材国际等优势龙头下半年在产线绿色智能化改造领域取得积极进展。

**3) 建筑机械化背景下设备租赁快速发展。**建筑机械化可压减人工成本提升效率，是行业中长期趋势；近年来建安投资工程机械渗透率不断提升。同时建筑商自购设备动机低，预计租赁业务需求将大幅增加。租赁市场当前集中度低，对标海外龙头发展有很大提升空间。细分市场中高空作业平台在建筑装修、设备安装、存量建筑维护修缮等领域应用广泛，目前我国总保有量/人均保有量约为美国的 29%/7%，租赁市场潜力较大，看好华铁应急等行业领军企业持续受益。

**投资建议：**在总量增长平稳的背景下，我们认为 2021 年下半年建筑板块机会主要存在于 26 万亿市场转型升级的各细分赛道，以挖掘个股机会为主：1) “碳中和”绿色发展重点推荐工业减排龙头中材国际；电力智能运维先锋苏文电能；BIPV 关注森特股份。2) 建筑机械化推荐设备租赁新龙头华铁应急。3) 智能建造重点推荐信息化龙头品茗股份，关注盈建科；工业化龙头鸿路钢构、精工钢构、亚厦股份、华阳国际。低估值蓝筹重点推荐：中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国化学等。

图表 66: 建筑行业重点公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
中国建筑	4.87	1.07	1.18	1.30	1.41	4.5	4.1	3.8	3.5	0.70
中国中铁	5.37	1.03	1.16	1.27	1.38	5.2	4.6	4.2	3.9	0.62
中国铁建	7.61	1.65	1.88	2.10	2.29	4.6	4.0	3.6	3.3	0.54
中国交建	6.70	1.00	1.19	1.33	1.45	6.7	5.6	5.1	4.6	0.50
中国化学	6.69	0.74	0.90	1.05	1.21	9.0	7.4	6.4	5.5	0.92
葛洲坝	6.98	0.93	1.30	1.45	1.62	7.5	5.4	4.8	4.3	0.96
中国中冶	3.05	0.38	0.43	0.49	0.56	8.0	7.1	6.2	5.4	0.80
中国电建	3.89	0.52	0.56	0.62	0.73	7.5	7.0	6.3	5.3	0.63
中国建筑国	4.92	1.19	1.36	1.54	1.71	4.1	3.6	3.2	2.9	0.00
上海建工	2.91	0.38	0.43	0.48	0.54	7.7	6.8	6.0	5.4	0.92
四川路桥	6.87	0.63	0.96	1.22	1.44	10.8	7.1	5.6	4.8	1.37
华设集团	10.37	1.05	1.22	1.40	1.61	9.9	8.5	7.4	6.5	1.69
华阳国际	17.69	0.88	1.12	1.42	1.79	20.0	15.7	12.5	9.9	2.90
鸿路钢构	52.78	1.53	2.29	2.94	3.77	34.6	23.0	17.9	14.0	4.75
精工钢构	4.10	0.32	0.41	0.51	0.63	12.7	10.1	8.1	6.5	1.19
富煌钢构	6.36	0.31	0.41	0.51	0.62	20.8	15.6	12.5	10.3	0.95
远大住工	14.96	0.44	1.10	1.45	1.70	33.7	13.5	10.3	8.8	0.00
金螳螂	7.96	0.88	1.03	1.18	1.36	9.0	7.8	6.7	5.8	1.27
亚厦股份	6.91	0.24	0.38	0.48	0.61	29.2	18.2	14.3	11.4	1.11
品茗股份	73.94	2.39	2.47	3.36	4.55	30.9	29.9	22.0	16.3	4.70
龙元建设	5.07	0.53	0.56	0.62	0.72	9.6	9.1	8.2	7.0	0.67
东珠生态	16.71	1.19	1.49	1.80	2.12	14.0	11.2	9.3	7.9	1.62
绿茵生态	11.18	0.90	1.15	1.45	1.91	12.4	9.7	7.7	5.8	1.75
共创草坪	41.80	1.02	1.32	1.69	2.15	40.9	31.6	24.7	19.4	9.76
苏文电能	48.93	1.69	2.41	3.40	4.76	28.9	20.3	14.4	10.3	5.41
华铁应急	9.71	0.36	0.51	0.72	1.00	27.2	19.1	13.6	9.7	2.57
中材国际	9.71	0.65	1.00	1.11	1.22	14.9	9.7	8.8	8.0	1.58
中工国际	6.60	-0.07	0.49	0.70	0.97	-97.4	13.4	9.4	6.8	0.78
北方国际	7.65	0.98	1.15	1.39	1.60	7.8	6.7	5.5	4.8	1.06
中钢国际	9.85	0.48	0.60	0.73	0.87	20.6	16.3	13.6	11.3	2.19

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2021 年 6 月 7 日收盘价, 中国交建、葛洲坝、中国中冶、中国电建、上海建工、富煌钢构、东珠生态、绿茵生态、中工国际、北方国际、中钢国际 EPS 数据使用 Wind 一致预期数据

## 7.2.重点个股评述

### 7.2.1.中材国际

**七部委联合发文, 水泥绿色智能制造转型加速。**近日工信部、发改委等七部委联合下发《关于提升水泥产品质量规范水泥市场秩序的意见》, 提出要加快推动水泥行业绿色智能制造和产品升级。绿色发展方面, 鼓励企业积极采用先进的节能减排和综合利用技术, 促进水泥行业碳排放实现达峰; 智能制造方面, 将积极推动智能制造数字转型行动, 促进水泥行业自动化、智能化、无人化变革, 培育一批智能生产、运维、管理为一体的智能工厂。未来水泥行业绿色智能制造转型目标明确, 推进有望加快。

**中材国际技术及客户资源领先，将深度受益水泥行业转型。**公司在近几年国内水泥产线升级改造领域市占率达 70%，在水泥节能减排、智能制造方面技术储备丰富，凭借先进技术与丰富客户资源，有望集中受益水泥行业“碳中和”、“智能制造”转型升级，潜力巨大。去年 12 月中建材集团召开水泥工厂智能制造方案讨论会，今年 3 月公司与中材水泥签订战略合作协议，预计后续集团水泥产线智能化改造业务发展有望加快。

**重组增厚 EPS，中材矿山价值突出，经营趋势向上。**公司重组方案若完成，将增厚公司 EPS10%，毛利率、净利率、资产周转率等指标也有明显提升。拟并入的中材矿山收入中矿山运维服务占比 80%，现金流优异，盈利能力与成长能力都较为突出，收购作价估值 PE 仅 7 倍，显著低估。公司 2021Q1 归母净利润 3 亿元，同比大幅增长 81%，较 19 年同期增长 28%，经营趋势向上。

**投资建议：**我们预计公司 21-23 年归母净利润分别为 17.5/19.3/21.3 亿元（暂不考虑资产注入影响），同增 54%/10%/10%，EPS 分别为 1.0/1.1/1.2 元，当前股价对应 PE 仅分别为 10/9/8 倍，低估值极具吸引力，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫苗效果不达预期、新业务推进不达预期、收购整合集团工程资产进度不达预期风险。

### 7.2.2. 苏文电能

**供用电服务龙头，受益智能用电需求增长。**公司为国内集设计咨询（E）、设备服务（P）、安装建设（C）以及智能运维（O）为一体的大型一站式供用电服务龙头。我国电力投资长期稳定增长，“双碳”目标下新能源与智能化发展潜力巨大，公司凭借突出的 EPCO 全产业链服务能力、丰富的大客户资源、以及强客户粘性的能源互联网平台，不断受益国内配电网建设持续推进、能源结构加速转变、工业企业节能降耗需求提升。

**近年来公司财务表现亮眼，2018-2020 年实现营收增长 42%/48%/38%，归母净利润增长 37%/91%/87%，且毛利率、归母净利率、ROE 均显著高于同行，负债率明显低于同行，现金流表现优异，盈利质量较高。**

**未来公司有望通过三方面持续成长：**1) 异地扩张：公司异地扩张能力突出，2017-2019 年公司中标市外项目 243/431/455 个，省外项目 45/49/103 个，当前公司持续加大上海基地建设，未来有望以常州为省内基地，上海为全国基地，加快省内省外市场同步开拓。2) 运维放量：在“双碳”目标下，工业企业对于节能降耗、智能用电需求持续提升，公司运维业务可持续性较强，随着 EPCO 业务不断开拓，公司在管运营项目有望持续放量，提升中长期盈利可持续性。3) 平台推广：公司“电能侠”企业端智能用电服务平台已初具规模，未来公司有望通过与外部电力企业合作、加大渠道建设力度，吸引更多第三方客户使用，加速能源互联网业务开拓。

**投资建议：**我们预测公司 2020-2022 年业绩增速分别为 42%/41%/40%，2019-2022 年 CAGR 为 41%，当前股价对应 PE 为 20/14/10 倍，考虑到公司 EPCO 模式优势突出，成长性优异，维持“买入”评级。

**风险提示：**电力行业竞争加剧风险，行业政策落地不及预期风险，核心人才流失风险，区域市场开拓风险，新业务开拓风险等。

### 7.2.3. 华铁应急

**依托建筑支护业务，发力高空作业平台及地下维护蓝海市场。**公司是国内少数独立上市的建筑设备租赁龙头，初期以建筑支护设备起家，近年来亦进入到地下维护设备、高空作业平台等领域，呈快速发展趋势。公司地下维护采用微创工法（部分为全国独有），在

轨道交通、旧城改造、市政维修等领域极具潜力。高空作业平台在建筑装修、设备安装、存量建筑维护修缮等领域应用空间广阔，目前我国总保有量/人均保有量约为美国的 29%/7%，是公司未来增长的重要方向。我们预计公司目前拥有登高机约 2-3 万台，市占率约 12%，与宏信建发、众能联合形成行业第一梯队。

**专业、渠道、管理共筑优势，资产管理效率远高于同业。**建筑专业性：公司长期扎根于建筑行业，对建筑施工理解深刻、服务细致。渠道优势：公司目前在全国已建有 20 个仓储中心及 60 个运营中心，遍布 400 个城市，形成覆盖全国的业务运营网络，网点间可高效协作调货，及时满足市场需求。管理优势：一方面，公司民企背景使得其激励机制较业内国企同行更为灵活，执行力更强；另一方面，公司通过持续迭代升级“擎天”数字化管理系统，提升设备出租率，密切跟踪设备流向，提升资产盈利能力的同时保障资产安全。从 ROA 横向比较看，公司盈利能力远高于同业公司。

**转型城市运维，区域、品类扩张与轻资产模式共驱未来成长。**1) 转型城市运维，由新建设备租赁商逐步转为城市运维设备租赁商，跟随存量建筑市场持续增长；2) 渠道下沉，完善全国化网点，并向三四线城市及区县级地区持续下沉；3) 多品类扩张，精选潜力产品，设备品类扩张打造更多业务增长点；4) 轻资产模式，与国资热联集团合作打造第三方资产管理模式样板，未来通过复制该轻资产扩张模式，有望快速增加在管资产规模，提升盈利能力，打开成长天花板。

**大幅溢价激励彰显强烈信心，划定营收年增 40% 目标。**公司发布 2021 年股票期权激励计划（草案），拟激励包括董事、高级管理人员以及核心技术/业务人员共 812 人，合计授予股票期权 4466 万份，占公司总股本 4.95%，加上去年限制性股票激励计划，有效期内的股权激励计划总股票将达公司总股本 10%。本次激励行权价格 10.50 元/股，较当前股价溢价幅度高达 21%。首次授予股票期权 12 个月后分四期解锁 20%/20%/30%/30%，解锁条件为 2021-2024 年实现营收 21.4/29.9/41.9/58.6 亿元，连续 4 年维持 40% 高增速，彰显未来发展强烈信心。公司目前正在高空作业平台、建筑支护及地下维护等领域快速扩张，在占领市场阶段公司选取营业收入作为股权激励的业绩考核指标更能反映公司成长性。本次激励员工范围较去年明显扩大，绑定各层级骨干利益，有望充分调动公司员工积极性，促公司持续快速成长。

**投资建议：**我们预测 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.6/6.5/9.1 亿元，同比增长 42%/41%/40%，EPS 分别为 0.51/0.72/1.00 元，2020-2023 年 CAGR 为 41%，当前股价对应 PE 为 19/14/10 倍，考虑到国内租赁行业成长趋势明确，公司规模、管理、渠道等优势突出，维持“买入”评级。

**风险提示：**主要设备租金下降超预期风险；行业竞争加剧风险。

#### 7.2.4. 鸿路钢构

**产能释放+政府奖补增加，Q1 营收业绩大幅加速。**公司 2021Q1 实现营收 32.9 亿元，同增 139%（较 2019Q1 增长 54%，两年复合增速 24%），主要系公司产能持续快速扩张与释放，Q1 实现钢结构产量 68.7 万吨，预计增速较高（Q1 产量已分别达到 2019H1/2020H1 的 84%/72%），带动公司钢结构销量较快增长。Q1 实现归母净利润 1.8 亿元，同增 339%（较 2019Q1 增长 168%，两年复合增速 64%）；实现扣非后归母净利润 1.3 亿元，同增 380%（较 2019Q1 增长 114%，两年复合增速 46%）。业绩增速快于收入，一方面因 Q1 确认政府补助收益约 7000 万元，另一方面因公司规模优势持续显现、盈利能力提升所致。吨净利方面，Q1 公司钢结构吨净利约 185 元，由于 2020Q1 数据受疫情影响不具可比性，我们以 2019Q1 及 H1 数据做对比，测算 2021Q1 吨净利较 2019Q1 及 H1 均有明显提升，显示公司制造能力持续提升、规模优势不断增强，盈利能力持续提升。



规模效应持续显现促毛利率提升、费用率下降，钢材采购增多致现金流净流出。2021Q1 公司毛利率 13.0%，YoY+0.8 个 pct，在 Q1 钢价快速上行情况下公司毛利率仍能提升主要系规模效应持续显现，同时公司对下游业主具备较强的议价能力，成本上行转嫁能力强。期间费用率 6.75%，YoY-0.35 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别 YoY+0.11/-1.54/+1.31/-0.23 个 pct，规模效应不断凸显促公司管理费用率持续下降，Q1 研发投入加大致研发费用率增加。所得税率 26.1%，基本保持平稳。净利率 5.5%，YoY+2.5 个 pct。Q1 公司经营性现金流净流出 2.9 亿元，上年同期为净流入 1500 万元，预计主要系在钢价波动背景下公司钢材采购增多所致（Q1 末公司存货 65 亿元，较去年年底增加 7.5 亿元）。收现比/付现比分别为 105%/105%，YoY-41/-35 个 pct，较 2019Q1 +5/+10 个 pct。

钢结构契合建筑低碳发展方向，公司规模核心优势持续强化。近期碳中和、绿色建筑、智能建造等政策密集出台，大力推行以装配式钢结构为代表的新型低碳建筑，钢结构行业需求旺盛。公司专注钢结构制造加工，近年来持续扩张钢结构产能、完善生产管理体系，2020 年实现平均产能 320 余万吨，同比增加 80 万吨，并计划至 2022 年总产能提升至 500 万吨。在当前行业需求旺盛背景下，公司有望一方面依托规模优势，持续提升接单和成本转嫁能力，逐步掌握行业话语权；另一方面依托优异的管理实力，快速执行订单，在产量快速增长的情况下降低边际成本、提升吨净利，进一步强化规模优势，实现正向闭环。

**投资建议：**我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 12.0/15.4/19.7 亿元，同增 50%/28%/28%（2020-2023 年 CAGR 为 35%），EPS 分别为 2.29/2.94/3.77 元，当前股价对应 PE 为 23/18/14 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**产能建设及产能利用率不及预期风险，钢材价格波动风险，竞争加剧风险等。

## 7.2.5.精工钢构

**EPC 及装配式业务持续放量，2020 年业绩增长 61%符合预期。**公司 2020 年实现营收 114.8 亿元，同增 12%；实现归母净利润 6.5 亿元，同增 61%，基本符合此前预告业绩。分业务看，2020 年钢结构/EPC/专利授权业务分别实现营收 88.3/23.1/0.8 亿元，同比变化-4%/+224%/+33%，当前公司 EPC 及装配式业务发展迅速，规模显著放量。分季度看，Q1/Q2/Q3/Q4 公司分别实现营收 24/24/30/38 亿元，同比变化 +6%/-4%/+16%/+27%；分别实现归母净利润 1.3/1.4/2.2/1.6 亿元，同增 20%/88%/72%/69%。疫情下公司业绩逆势高增长，主要系高毛利 EPC 及装配式业务开展良好且占比提升，驱动整体盈利水平提升。2020 年公司承接订单 184 亿元，同增 31%，个均合同约 4200 万元，同增 39%，订单大型化趋势明显，在手优质订单充裕。且去年顺利完成 10 亿元定增，为快速扩张再添动力。拟分红派息 6039 万元，同比增长 45%。

**费用管控优异，利润率提升叠加周转加快驱动 ROE 上行。**2020 年公司毛利率 15.7%，YoY+0.5 个 pct，其中工业建筑/商业建筑/公共建筑/EPC 业务毛利率分别为 12.7%/14.8%/15.6%/17.1%，YoY-0.1/+0.2/+0.2/+0.6 个 pct，传统钢结构业务毛利率表现平稳，EPC 业务毛利率上升且占比提升，驱动公司整体毛利率持续改善。期间费用率 9.1%，YoY-1.3 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 YoY-0.3/-0.5/-0.1/-0.5 个 pct，销售与管理费用率下降主要系公司持续推动降本增效，成果显著；财务费用率下降主要系市场信用环境改善，同时再融资成功促使公司财务费用率下降。资产（含信用）减值损失较去年多计提约 0.5 亿元。所得税率 4.7%，YoY+2.7 个 pct，主要系使用前期未确认递延所得税资产的可抵扣亏损、研发费用加计扣除两项上年较多，2020 年同比较少。归母净利率 5.64%，YoY+1.70 个 pct。经营活动现金净流入 4.2 亿元，较上年减少 1.2 亿元，预计主要系在钢价波动背景下公司采取部分措施锁定钢价。收现比与付现比分别为 93%与 94%，表现基本平稳。存货周转率/应收账款周转率分别为 3.03/5.78 次，

YoY+1.38/+0.02 次，净利率提升叠加周转加快驱动公司 2020 年 ROE 上行 2.8 个 pct 至 10.7%。

**新业务全国市场开拓持续顺利，传统分包业务稳中有进。**2020 年公司 EPC 及装配式新业务承接订单 56.4 亿元，同比翻倍增长，订单占比由 2019 年的 20% 提升至 31%，收入占比则由 7.5% 提升至 13.2%。年内公司相继开拓了浙江省丽水市、安徽省六安市、甘肃省张掖市等新市场区域，并成功获得建筑工程总承包特级资质及建筑行业设计甲级资质，助力公司全国化业务持续扩张。传统钢结构分包业务新签订单 126.4 亿元，同增 14%，其中大项目、老客户比例持续提升，业务发展稳中有进。同时海外业务亦实现疫情下逆势扩张，承接订单 6.8 亿元，同比大增 205%，彰显公司国际市场影响力。

**拟开展核心团队激励试点，长效激励骨干促公司行稳致远。**公司拟在核心子公司浙江精工开展核心团队激励试点，浙江精工的技术、营销、项目等核心管理团队，通过设立有限合伙企业并对浙江精工增资的方式（增资不超过 3000 万元，股比 1.5%），成为浙江精工的少数股东暨“事业合伙人”，核心团队将获取年度分红收益或共同承担亏损，同时还约定资产达到一定收益后逐步现金分红。该激励方案未来将逐步推广至其他核心子公司，有望实现子公司业绩与骨干收入高度相关，并形成长效激励机制，助力公司行稳致远。

**投资建议：**我们预测 2021-2023 年公司归母净利为 8.2/10.2/12.7 亿元，EPS 为 0.41/0.51/0.63 元（2020-2023 年 CAGR 为 25%），当前股价对应 PE 分别为 10/8/7 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**钢材价格波动风险、EPC 及装配式业务拓展不及预期风险、BIM 技术应用不及预期风险等。

## 7.2.6. 中国建筑

**Q1 收入业绩强势反弹，较 19Q1 两年业绩复合增速 11%。**公司 2021 年 Q1 实现营业收入 4047.3 亿元，同比增长 53.4%（较 19Q1 增长 36%，两年复合增速 17%）；归母净利润 110.1 亿元，同比增长 45.5%（较 19Q1 增长 24%，两年复合增速 11%），整体表现略超预期。公司收入业绩实现强势反弹，一方面因去年受疫情影响基数较低，另一方面因在手订单充裕施工节奏良好。分业务板块看，房建实现营业收入 2665 亿元，同比增长 50.9%；基建实现营业收入 955 亿元，同比增长 49.8%；地产实现营业收入 395 亿元，同比增长 76%，各项业务均实现大幅反弹。

**毛利率有所下滑，现金流情况同比改善。**公司 Q1 实现综合毛利率 8.78%，YOY-0.47 个 pct，预计主要因地产业务毛利率下滑影响。期间费用率 3.85%，YoY-0.26 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 YoY 变化-0.05/-0.22/+0.37/-0.36 个 pct，管理费用率下降主要因收入恢复正常增长部分刚性费用摊薄所致；研发费用率增长较多主要因本期研发投入力度增加；财务费用率下降主要因去年同期汇兑出现损失。投资收益减少 4.9 亿元，主要因本期对联营、合营企业投资收益下降。归母净利率 2.72%，YoY-0.15 个 pct。一季度经营性现金流净流出 458 亿元，同比少流出 452 亿元，改善明显，收现比与付现比分别为 117% 与 128%，YoY+5/-18 个 pct。

**一季度新签订单及地产销售趋势良好。**公司 2021 年 1-3 月份新签施工合同额 7414 亿元，同增 32.1%，较 19Q1 增长 26.4%；其中房建新签合同额 5729 亿元，同比增长 27.7%；基建新签合同额 1658 亿元，同增 50.7%。1-3 月份公司地产业务合约销售额 913 亿元，同增 47.5%，较 19 年 Q1 增长 31%；合约销售面积 433 万平方米，同增 33%，较 19 年 Q1 增长 15.2%，期末在手土地储备 1.2 亿平米，地产存货超七成在一线及省会城市，土储充裕结构健康。

**市占率持续提升，低估值性价比优。**公司施工领域市占率持续提升，以施工面积统计市占率由 2009 年的 4.5% 提升至 2020 年的 10.3%，未来装配式建筑、项目大型化与综合化等趋势深化有望加速央企龙头市占率提升。地产领域“三条红线”等调控政策持续加码，也更有利于市场向经营稳健的央企龙头集中。公司 2009 年上市以来收入/业绩复合增速分别为 18%/21%，且无一年下滑，连续 10 年 ROE 维持在 15% 以上，从业绩增长及 ROE 等多角度考核均为稀缺核心资产，当前公司 21 年 PE 为 4.2 倍，PB(If) 0.72 倍，仅高于历史最低点 3%，低估值性价比优。

**投资建议：**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 497/544/591 亿元，同比增长 10.5%/9.4%/8.7%，EPS 分别为 1.18/1.30/1.41 元，当前股价对应 PE 分别为 4.1/3.8/3.5 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策变化和执行风险、海内外疫情变化风险、项目执行进度不达预期风险、融资环境收紧风险、房地产政策调控风险。

## 8. 风险提示

疫情反复风险，政策变动风险，应收账款风险，海外经营风险等。

### 疫情反复风险

当前国内疫情基本处于受控状态，但近期海外疫情有复燃趋势，若后续再度爆发，则对建筑企业经营情况将产生不利影响。

### 政策变动风险

建筑板块估值与盈利预期都受到政策预期影响，而投资相关的政策具有不确定性。

### 应收账款风险

建筑公司资产端具有较多应收帐款，如若不能如期收回，可能对建筑公司盈利造成不利影响。

### 海外经营风险

国际汇率波动将可能对海外工程公司业绩造成不利影响。此外海外市场不确定因素较多，可能对相关公司造成潜在负面影响。

## 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
