

稳增长背景下基建产业链投资

孙明新

首席基础材料和工程服务分析师

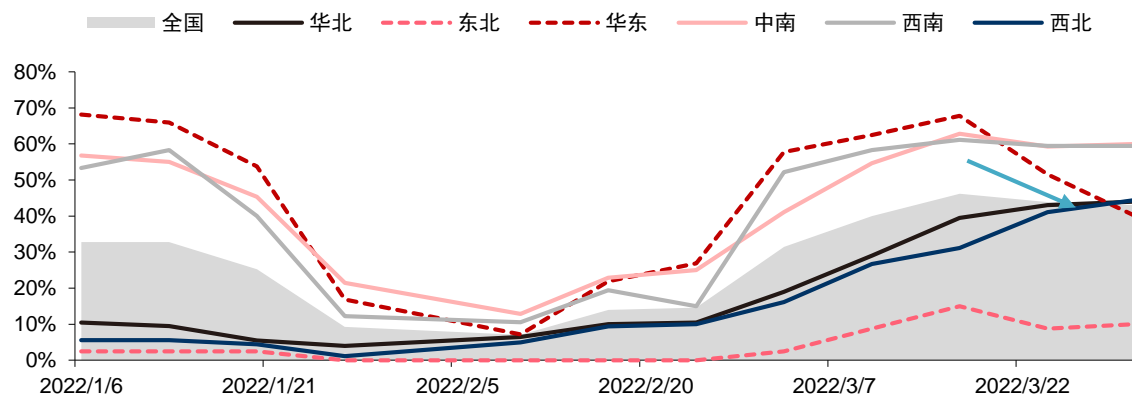
中信证券研究部

2022年4月14日

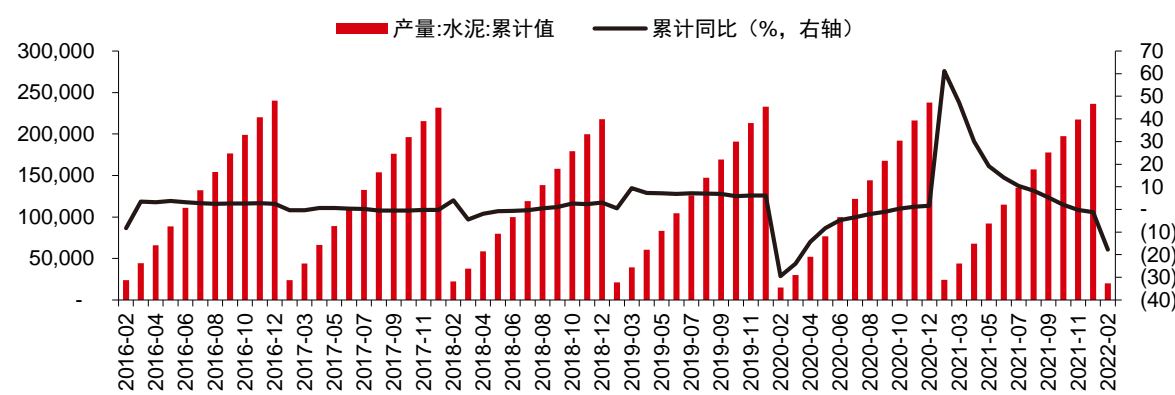
1. 短期疫情反复，稳增长重要性进一步提升

- 3月以来，局部疫情反复对多地生产经营活动造成明显影响，4月上旬全国粉磨站开工率仅46%，同比下降20pcts，受局部疫情反复冲击最为严重的华东地区粉磨站开工率下滑明显。另外水泥出货率、螺纹钢主要钢厂开工率与道路施工相关的石油沥青装置开工率均在3月下旬有所走低，显示短期经济增速下行压力较大，从而增大了疫情后稳增长政策发力的重要性。

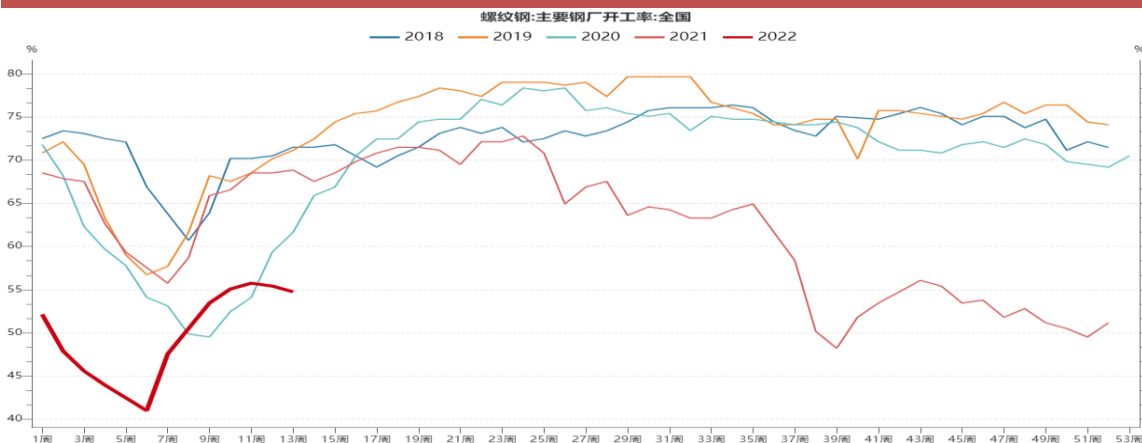
水泥粉磨站开工率复苏受阻、弱于历史同期



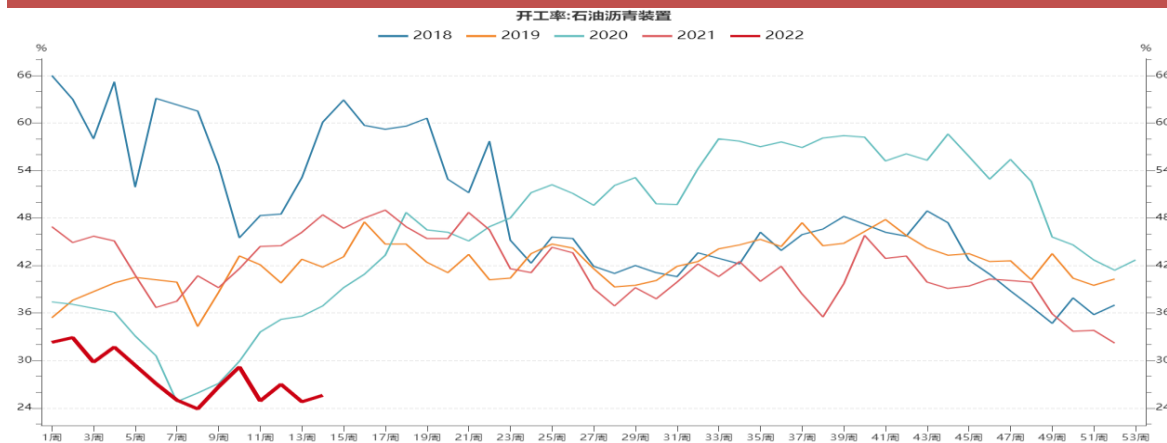
2022年1~2月份水泥产量累计下降近20%



主要钢厂螺纹钢开工率复苏情况弱于历史同期



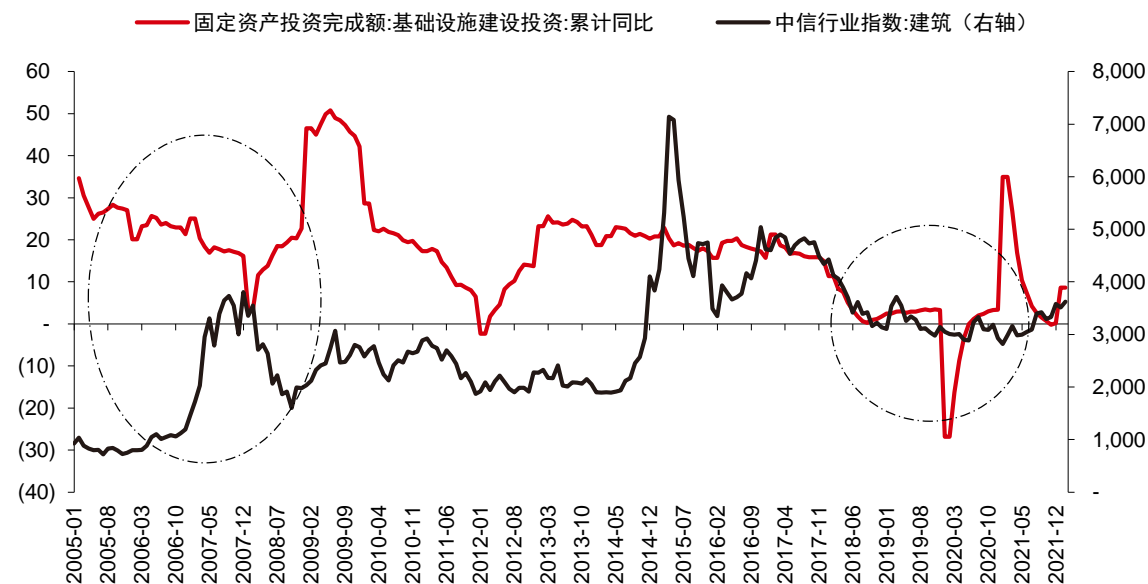
石油沥青装置开工率复苏情况弱于历史同期



2.1 历史上，稳增长阶段建筑板块一般会提前上涨

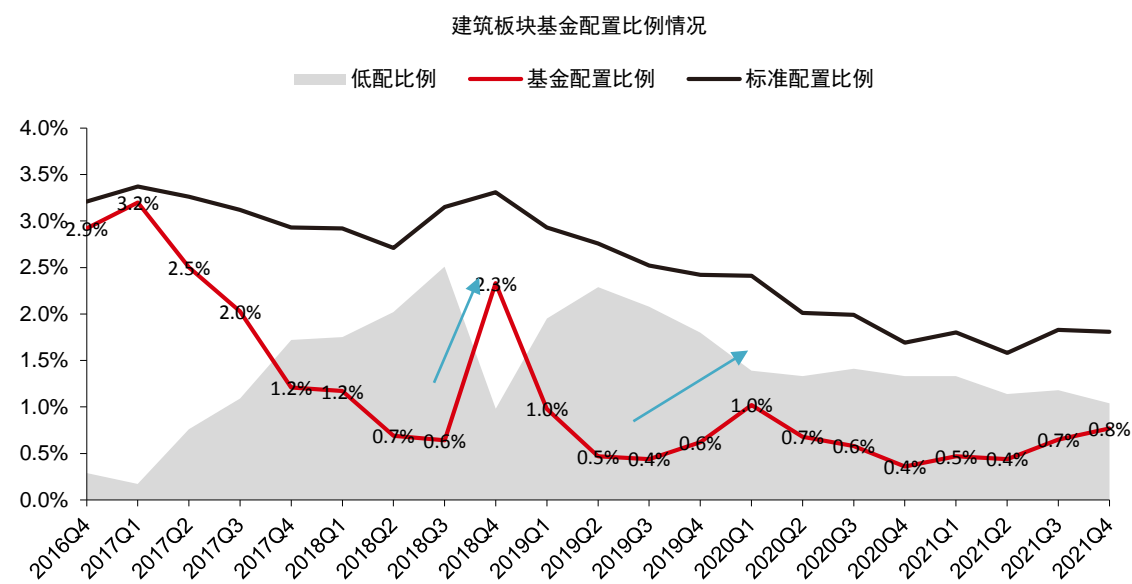
- 在稳增长政策预期下，预计建筑板块表现会领先于基建投资落地。
- 从基金持仓方面看，2016Q4-2021Q4基金持续低配建筑行业，且配置比例（基金重仓建筑行业市值规模占基金重仓股总市值的比例）呈下降趋势。但在具有稳增长预期的2018Q4和2020Q1，建筑行业基金配置比例分别由0.64%升至2.33%、由0.62%升至1.02%，基金加仓呈现较大弹性。

建筑指数与基建投资增速对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

历史上稳增长预期阶段基金明显增配建筑板块

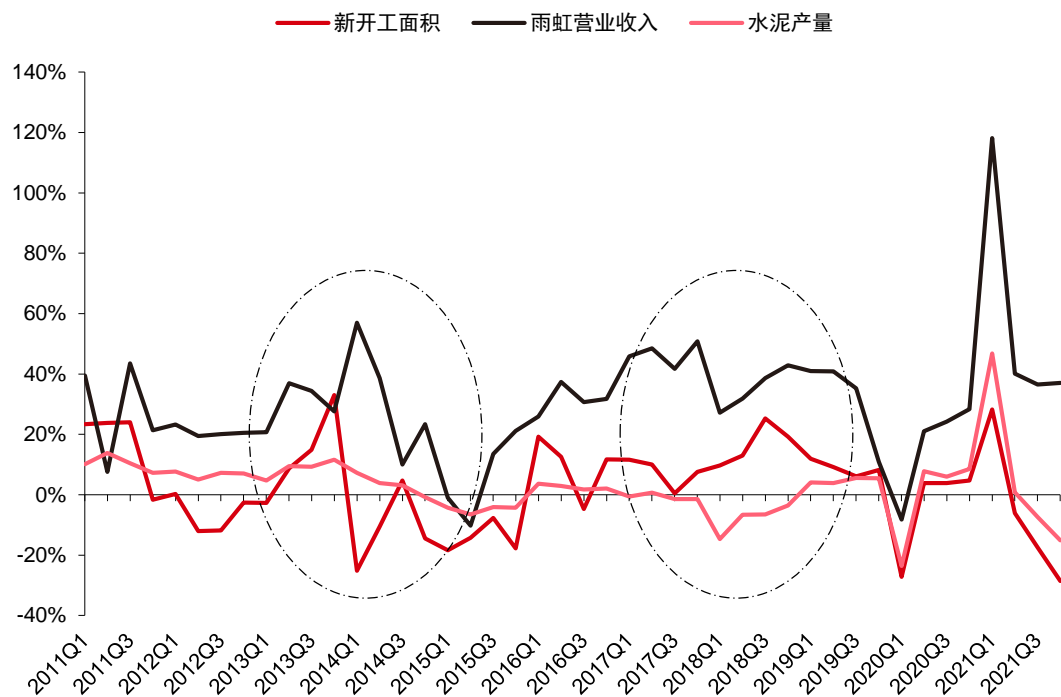


资料来源：Wind，中信证券研究部

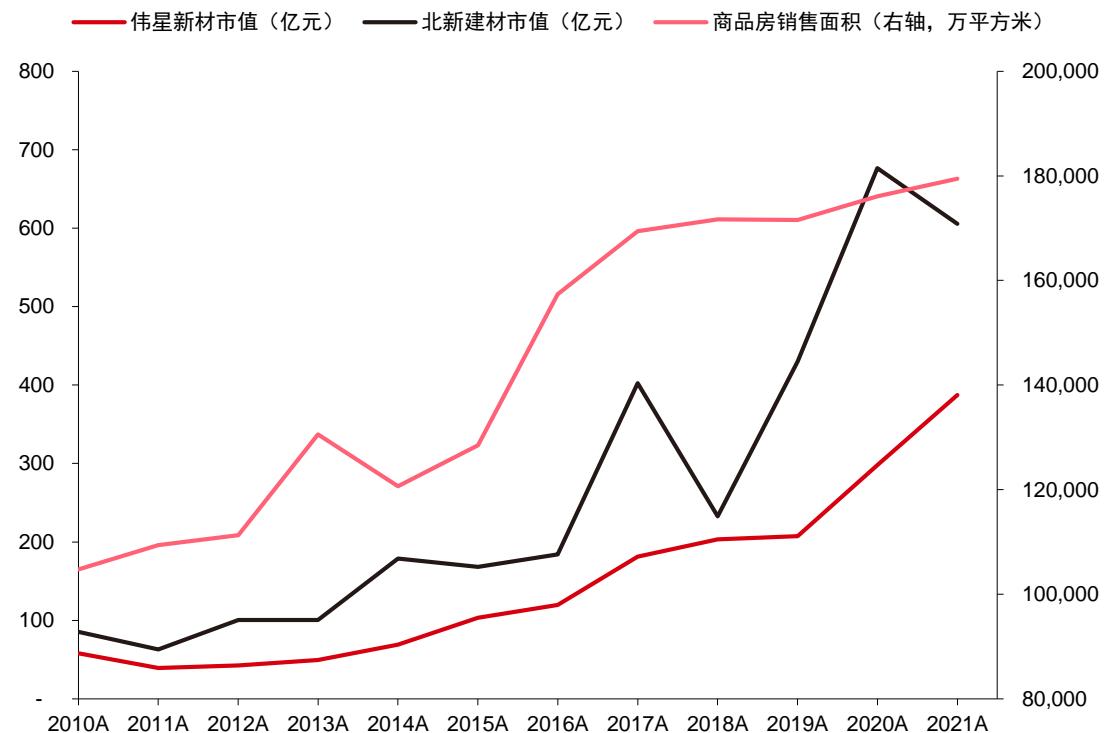
2.2 建材板块表现与地产需求基本同频

- 从历史复盘看，地产新开工面积带动产业链防水、水泥等材料需求，两者相关性较高，但新开工以房屋正式开始破土刨槽（地基处理或打永久桩）的日期为准，因此对建材需求的带动效应稍有延迟一季度左右。
- 随着房屋销售面积总量持续增长，消费建材龙头公司通过全国产能布局、渠道、品牌、资金等综合优势不断提升自身份额，业绩规模不断上升，企业市值也随之增加，同时企业市值变化与房屋销售面积波动保持相对一致。

房屋新开工面积与水泥产量及雨虹收入单季度同比增速



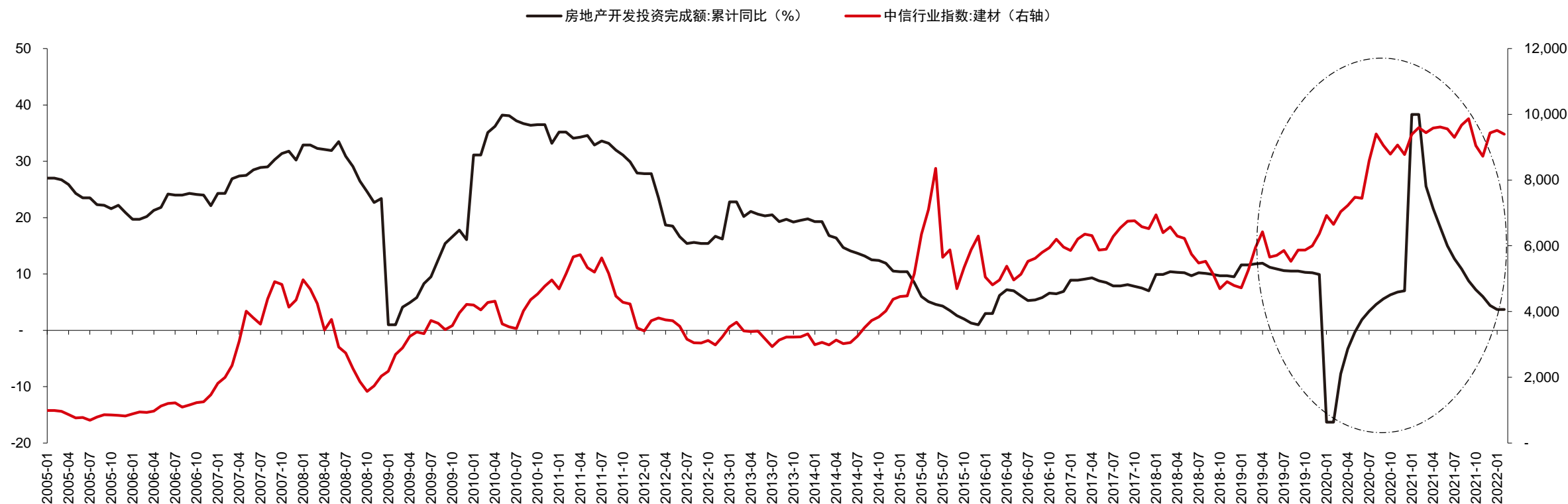
商品房销售面积与伟星及北新市值对比



2.3 建材龙头阿尔法能力不断增强

- 从历史复盘看，建材板块整体表现与房地产开发投资增速较为一致，其中在2019年后建材指数表现受地产需求下行影响较小，主要因为行业龙头公司alpha能力不断增强，通过集中度提升与多品类拓展，业绩波动受地产总量需求减弱。

建材板块整体表现与房地产开发投资增速对比

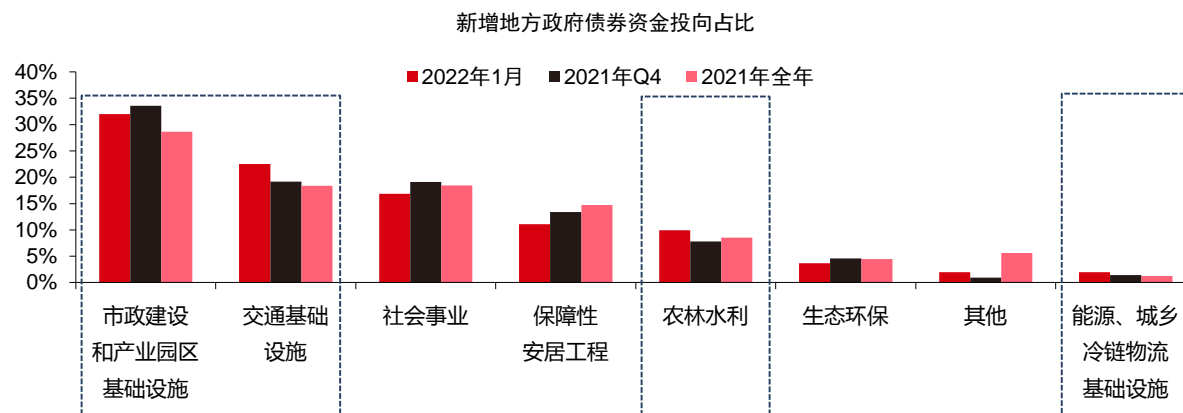
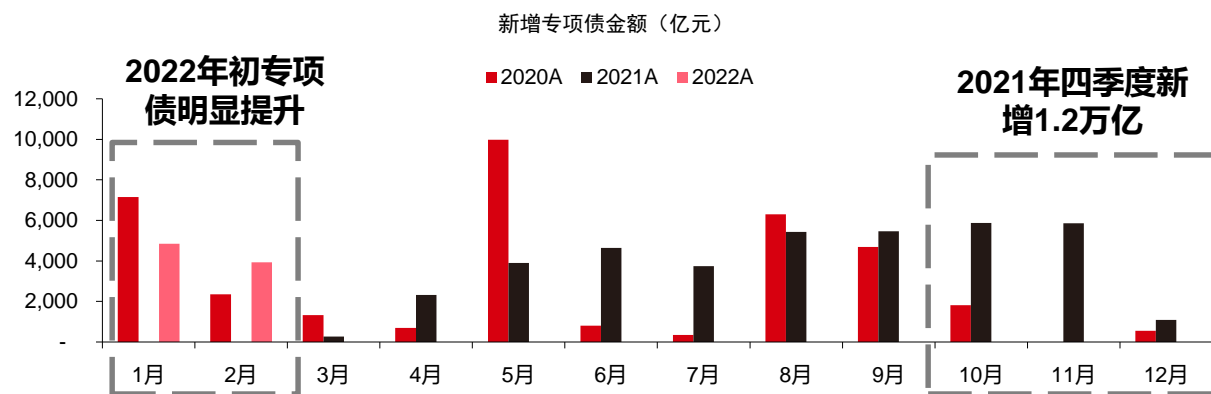


资料来源: Wind, 中信证券研究部

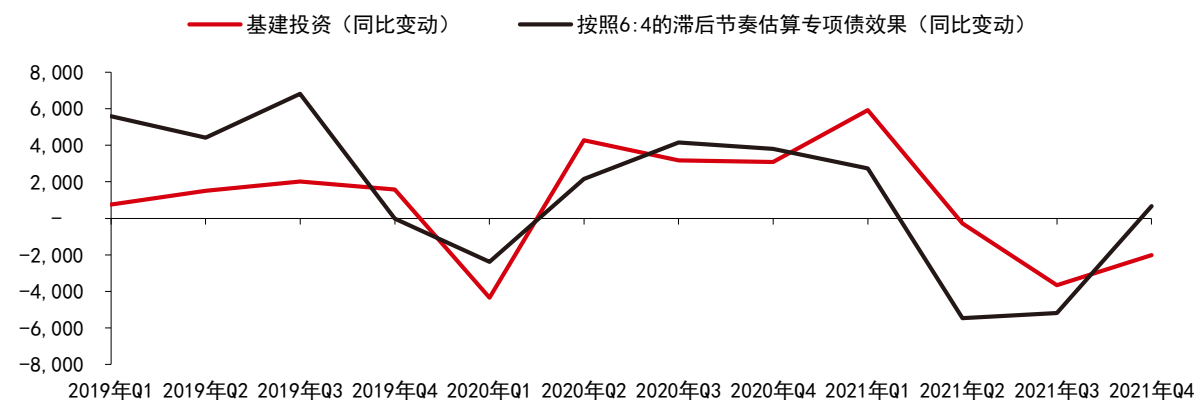
3.1 稳增长政策下，传统基建将逐步发力

- 随着2021年四季度以来稳增长政策逐步加码，专项债发行提速且侧重传统基建领域，或可带动2022年基建投资增长6.5%。节奏上有望前高后低。

2021年底及2022年初以来专项债提速且侧重传统基建领域



预计2022基建投资将呈现前高后低趋势，助力稳增长（单位：亿元）

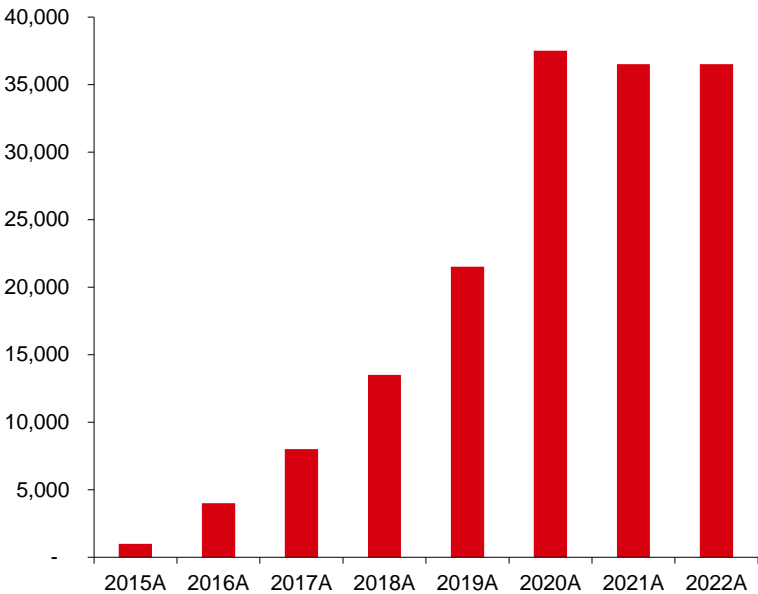


基建投资增速	固定资产投资完成额增加值（亿元）	对应GDP支出法增加值（亿元）	对应GDP支出法增速（以2020年数据为基数静态测算）
1%	1,882	1,130	0.11%
3%	5,645	3,390	0.33%
5%	9,408	5,650	0.55%
7%	13,172	7,910	0.77%
9%	16,935	10,170	0.99%

3.2 专项债或侧重于传统基建

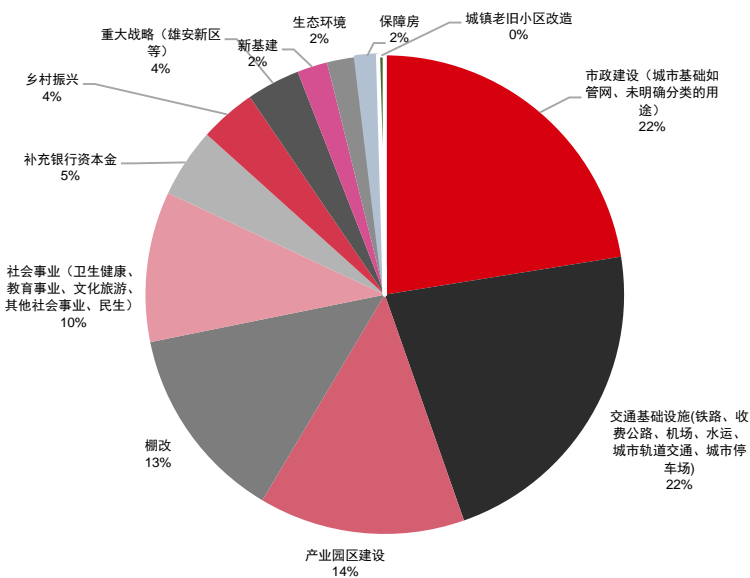
- 专项债更多投向基础设施建设以及老旧小区改造、城市更新等项目中。
- 预计将积极推进基建投资，尤其是发挥重大工程项目的引领作用。

地方专项债额度（亿元）



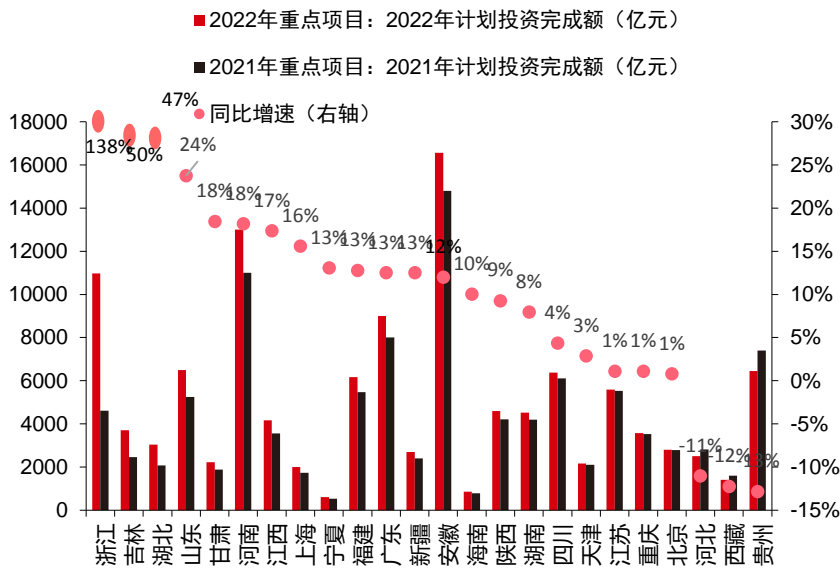
资料来源：Wind，中信证券研究部；2022年数据为年初确定的额度

专项债更多投向基建和民生建设



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：2020年数据为假设不发生疫情可能的新增专项债金额安排

各地方重点项目计划投资额

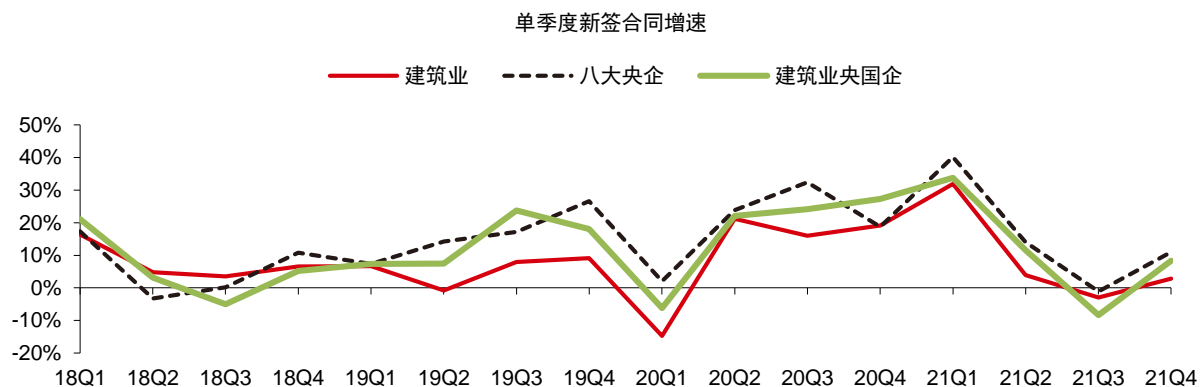


资料来源：国家发改委，中信证券研究部，注：所统计为各地方发改委所公布的省重点建设项目年度计划投资完成额，其中吉林、甘肃、上海、天津、江苏、重庆所统计为省列重大项目年度计划投资完成额

3.3 央企国企或成为稳增长主力军

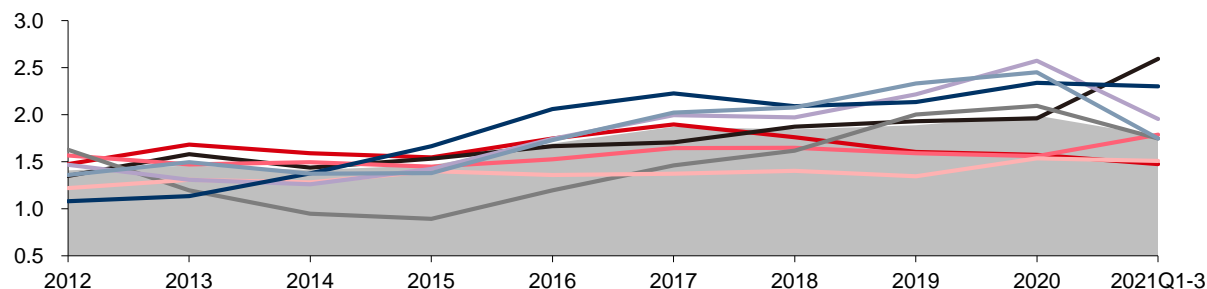
- 稳增长政策下，央企在手订单充足，我们测算2021年四季度八大建筑央企新签合同额合计增速达到8.6%，2021年前三季度八大建筑央企合计订单保障倍数达到1.77。2022年1-2月，中国建筑的房地产业务新签合同额同比增长6.7%，其中房建业务同比增长7.0%、基建业务同比增长5.3%；此外，中国中冶、中国电建1-2月新签合同额增速分别为14.6%、1.7%。

订单保障倍数持续提升，央企国企在手订单量有望转化为收入确认



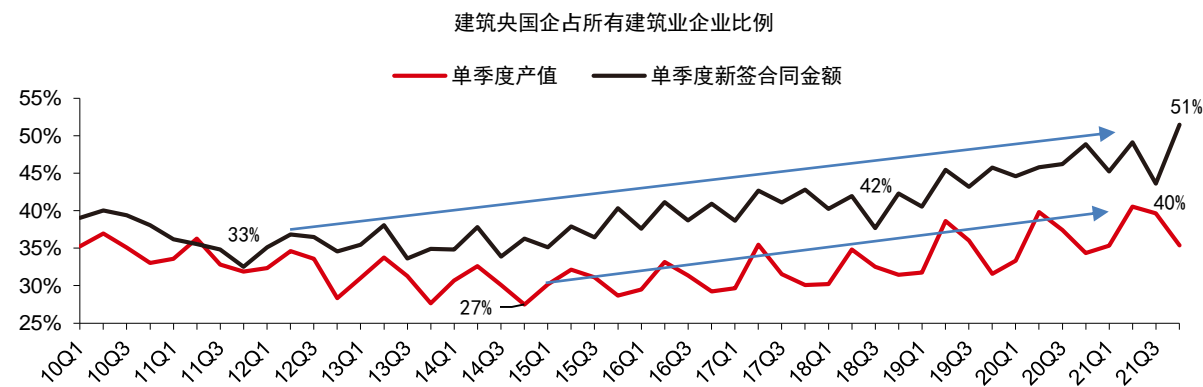
八大央企订单保障倍数(=扣税后新签合同额/收入)

— 合计 — 中国建筑 — 中国能建 — 中国交建 — 中国化学
— 中国电建 — 中国铁建 — 中国中冶 — 中国中铁



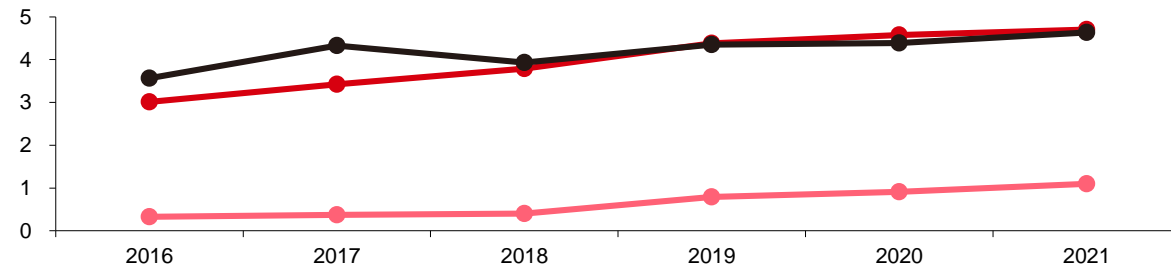
资料来源：Wind，中信证券研究部（含测算）

基建相关的建筑行业集中度提升趋势明显



单个新签项目平均合同金额(亿元)

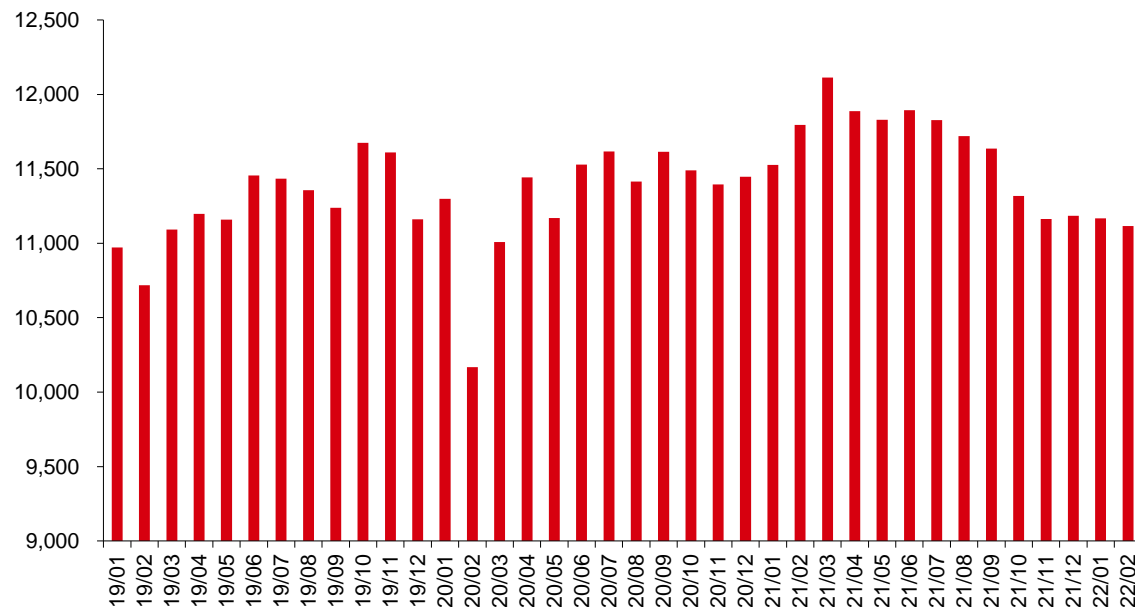
— 中国铁建(工程承包项目) — 中国交建(基建建设项目) — 中国化学(工程或施工承包及总承包项目)



4.1 3月房价保持稳定

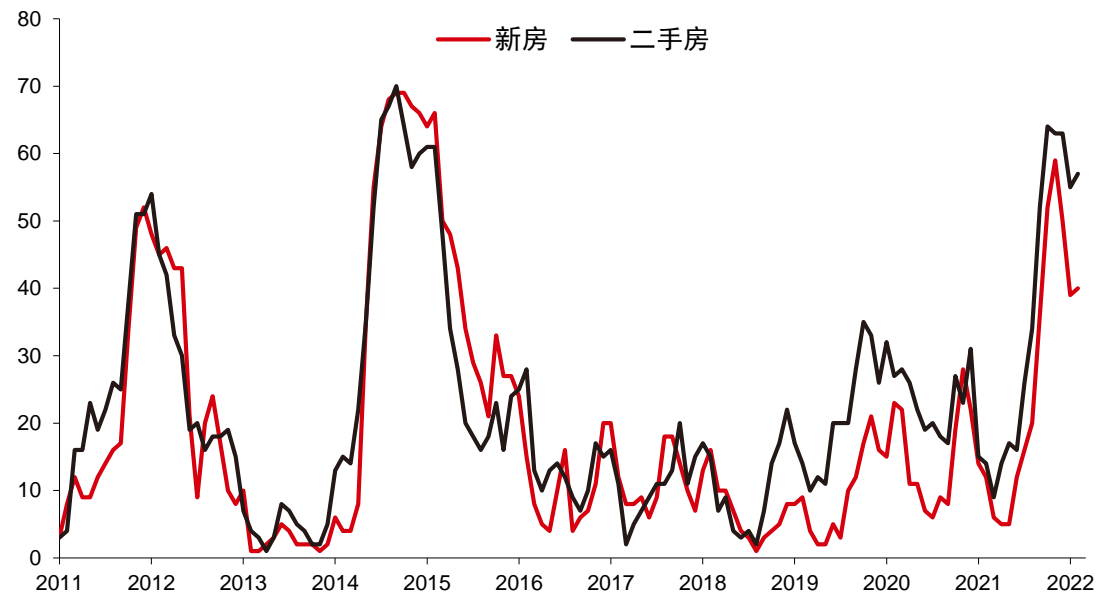
- 贝壳活跃交易数据显示，2021年三季度房价出现了明显调整，彼时按揭投放规模下降，按揭利率上升，放款周期拉长，二手房房价出现明显下跌。但是从2021年四季度开始，随着按揭投放正常化，房价开始企稳。

我们跟踪的部分城市二手房价格的中位数（元/平米）



资料来源：贝壳App，中信证券研究部

70大中城市房价下降城市数



资料来源：Wind，中信证券研究部

4.2 居民杠杆率处于较低水平，部分城市的政策取得明显效果

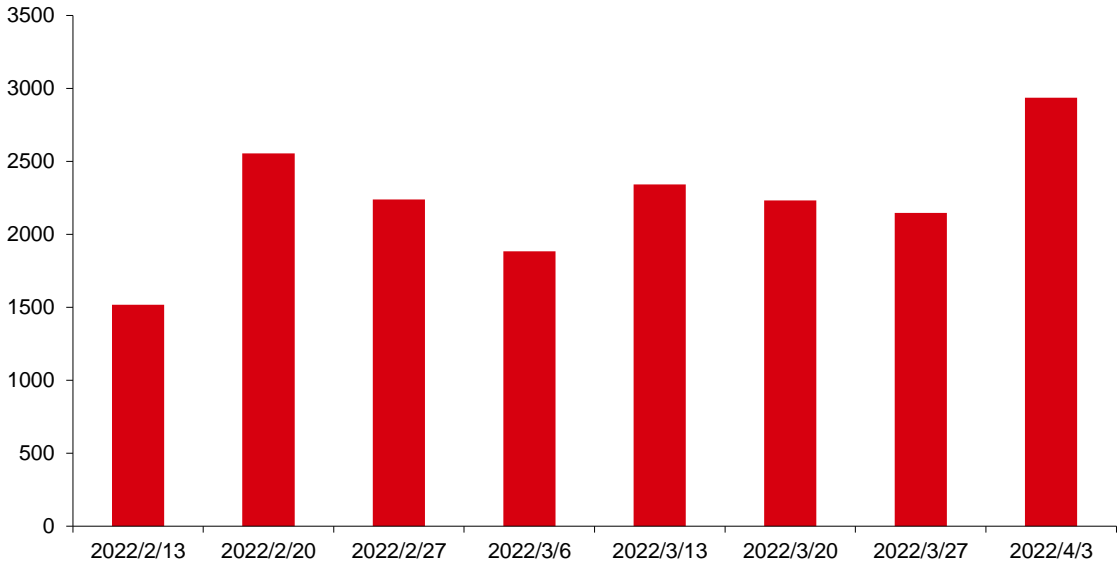
- 经过数年去杠杆，住房交易中杠杆率处于较低水平。全国范围看，2021年住房交易金额中，来自银行、公积金中心贷款占比为37.5%，为过去6年最低水平。京沪等一线城市甚至更低。
- 一些已经出现政策放松的城市，效果明显。以郑州为例，最新一周（3月28日到4月3日）的新房、二手房成交套数分别为政策出台当周（2月28日到4月6日）的155.8%及141.9%。

部分城市住房交易杠杆率测算

城市及地区	2016	2017	2018	2019	2020	2021
上海	34.9%	36.6%	28.8%	27.7%	22.5%	23.5%
北京	31.6%	31.6%	23.1%	20.9%	19.8%	18.1%
深圳	67.3%	51.4%	66.6%	50.5%	41.4%	51.4%
全国	46.1%	40.6%	38.4%	41.0%	39.5%	37.5%

资料来源：各城市公积金中心网站，中指数据，中信证券研究部

2021年春节后郑州各周新房交易套数



资料来源：思源郑州微信公众号，中信证券研究部

4.3 销售恢复测算

- 我们此前预计政策合力，行业一季度末有望见底，二三季度随后明显回升
- 预计三季度销售同比将回正，而投资紧随销售回暖而回暖

2022年房地产行业预判							
时间	商品房销售面积	商品房销售额	商品销售均价	房地产投资	新开工面积	施工面积	竣工面积
2022E	-5.9%	-5.2%	0.7%	0.9%	-5.0%	3.1%	6.5%
2022Q1E	-15.1%	-27.2%	-1.9%	0.9%	13.6%	-19.9%	-18.6%
2022Q2E	-12.6%	-11.4%	1.9%	-0.1%	-10.0%	3.8%	-3.7%
2022Q3E	-0.8%	5.2%	1.0%	1.3%	-2.0%	3.5%	5.9%
2022Q4E	3.9%	9.2%	0.5%	0.9%	8.0%	3.2%	11.2%
	单季度同比	单季度同比	单季度同比	期末累计值同比	单季度同比	单季度同比	单季度同比

资料来源：中信证券研究部预测 注：一季度历史上各指标单季度净增长绝对值均为负数，考察同比意义不大

5.1 投资策略

- 首先，短期疫情扰动加大经济增速下行压力，二季度稳增长政策加码的紧迫性提升，“资金跟着项目走”有望得到更好落实，头部建筑企业订单项目充足，保障业绩稳定增长，优先推荐低估值龙头中国建筑、中国中铁、鸿路钢构、东珠生态，建议关注中国交建、中国电建、中国能建、精工钢构、志特新材、山东路桥、中国化学、华设集团、中天精装。
- 另外，随着各地地产政策逐渐放松，地产需求或见底并逐步改善，消费建材龙头通过渠道下沉及品类拓展业绩有望迎来加速释放，推荐坚朗五金、蒙娜丽莎、东方雨虹、北新建材、伟星新材、东鹏控股、科顺股份。
- 最后，水泥价格有望维持高位波动，企业通过延伸产业链上下游仍具成长性，主要企业估值已经具备很好的吸引力，随着稳增长预期逐步升温具备估值修复空间，建议重点关注旺季行情，推荐中国建材、海螺水泥、华新水泥。我们认为竣工面积高峰带来需求延后但未消失，商品房预售资金监管亦利好竣工，供给端行业新增产能预计有限，推荐南玻A、旗滨集团、信义玻璃。
- 风险因素：地产及基建投资不及预期；行业新增产能过多；原材料价格大幅波动；上市公司订单低于预期。

5.2 建筑板块投资标的

重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司	收盘价	EPS（元）				PE				评级
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
中国建筑	5.51	1.07	1.19	1.31	1.43	5.15	4.63	4.21	3.85	买入
中国中铁	6.10	0.96	1.06	1.17	1.29	6.35	5.75	5.21	4.73	买入
鸿路钢构	40.88	1.52	2.29	2.89	3.73	26.89	17.85	14.15	10.96	买入
中天精装	19.16	1.43	1.55	1.91	2.3	13.40	12.36	10.03	8.33	买入
东珠生态	10.78	0.85	1.06	1.25	1.47	12.68	10.17	8.62	7.33	买入
精工钢构	4.56	0.32	0.39	0.47	0.56	14.25	11.69	9.70	8.14	
志特新材	36.71	1.92	1.49	2.31	3.08	19.12	24.64	15.89	11.92	
山东路桥	8.43	0.86	1.05	1.31	2.08	9.80	8.03	6.44	4.05	
中国交建	9.15	1	1.27	1.45	1.65	9.15	7.20	6.31	5.55	
中国电建	7.22	0.52	0.59	0.7	0.82	13.88	12.24	10.31	8.80	
中国能建	2.47	0.16	0.17	0.21	0.24	15.44	14.53	11.76	10.29	
中国化学	9.75	0.74	0.69	0.93	1.15	13.18	14.13	10.48	8.48	
华设集团	8.37	1.05	0.97	1.13	1.3	7.97	8.63	7.41	6.44	

资料来源：wind，中信证券研究部预测；注：无评级公司采用wind一致预期，股价为2022年4月8日

5.3 建材板块投资标的

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价（元）	EPS（元）			PE（x）			评级
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
旗滨集团	13.48	0.68	1.60	1.65	19.8	8.4	8.2	买入
信义玻璃	18.72	1.59	2.88	3.11	11.8	6.5	6.0	买入
南玻A	7.42	0.25	0.49	0.92	29.7	15.1	8.1	买入
中国建材	10.76	1.67	2.28	2.73	6.4	4.7	3.9	买入
华新水泥	21.60	2.69	2.58	2.96	8.0	8.4	7.3	买入
海螺水泥	40.92	6.63	6.28	7.34	6.2	6.5	5.6	买入
东方雨虹	46.63	1.51	1.66	2.21	30.9	28.1	21.1	买入
坚朗五金	109.00	2.54	2.80	4.24	42.9	38.9	25.7	买入
北新建材	31.79	1.69	2.08	2.48	18.8	15.3	12.8	买入
伟星新材	21.58	0.75	0.77	0.98	28.8	28.0	22.0	买入
蒙娜丽莎	18.60	1.37	1.84	2.44	13.6	10.1	7.6	买入
东鹏控股	10.26	0.72	0.58	0.93	14.3	17.7	11.0	买入
科顺股份	13.08	0.77	0.63	1.17	17.0	20.8	11.2	买入
国检集团	14.16	0.38	0.42	0.61	37.3	33.7	23.2	买入
玉马遮阳	22.63	0.82	1.10	1.41	27.6	20.6	16.0	买入
中国巨石	16.30	0.60	1.51	1.79	27.2	10.8	9.1	买入
中材科技	23.56	1.22	2.01	2.29	19.3	11.7	10.3	买入
石英股份	57.80	0.53	0.75	1.43	109.1	77.1	40.4	买入

资料来源：中信证券研究部预测 注：股价为2022年4月8日



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

孙明新（首席基础材料和工程服务分析师）
执业证书编号：S1010519090001

免责声明



分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发；在英国由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalamal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）(商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159) 受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2022版权所有。保留一切权利。