

基建与竣工仍为年内两大引擎，“装配式”与“精装”已成行业趋势

——建筑建材行业 2020 年下半年投资策略

行业中期报告

◆**20 年下半年投资展望：**装配式建筑/装修、精装修（尤其是 ToB 类企业与大地产商合作深化）是行业最重要的发展趋势与变革，年内相关细分领域的个股已有较好的表现。基建与竣工仍为建筑建材板块年内两大引擎，关注需求/估值仍阶段性处底部的细分领域。

◆**装配式建筑行业确定性高，钢结构或为最优：**“人口红利消弭”与“政策支持”驱动装配式建筑近年快速发展。19 年以来，钢结构装配式住宅为政策主推的方向，且企业微观订单已有一定验证，判断钢结构未来增速将快于装配式整体增速。

◆**To B 类消费建材受益于竣工及精装，“旧改”带来额外需求：**“精装”与“集采”改变了消费建材传统的扩张路径与分销渠道。与地产商深度合作，利于消费建材类企业快速扩张；竣工改善带来中期需求高景气，而“旧改”或创造额外需求。此外，产品提标带来的供给侧去化提速。

◆**基建需求侧弹性，供给格局改善，看好西北及华东水泥：**基建投资带来需求侧弹性，看好投资增速年内拾阶而上。华东地区，寡头竞争格局稳固，产能利用率稳中有升，控量保价、提升效益的竞合策略已成共识，我们认为现阶段的高景气或可持续较长周期；西北地区，约 50%-60% 的需求源于基建，随着区域供需格局的优化，判断下半年或有量价弹性。

◆**建筑央企经营边际改善，关注 REITs 带来的投融资模式变革：**基建投资增速持续边际改善，但央企估值持续下行，反映市场对其中期成长性及资产质量担忧。同时观测到 1) 收入及订单提速；2) 资产周转加快；且央企去杠杆接近尾声，ROE 有向上弹性。我们判断，REITs 大规模推广将弱化央企扩张掣肘，并改善报表质量。REITs 推广节奏或为板块估值修复催化剂，关注 1) 后续配套政策演变；2) 推广力度。

◆**基建投资改善+竣工向好，板块受益，建筑和建材均维持“买入”评级：**建筑和建材整体估值仍处于历史低位，REITs 打开基建投资中期增长空间，支撑需求，且竣工向好，双引擎拉动，维持建筑建材“买入”评级。建筑方面，央企推荐中国交建、中国建筑等；钢结构推荐鸿路钢构、精工钢构；自下而上，关注金螳螂、华铁应急、中材国际、上海建工、隧道股份。建材方面，水泥关注华东、西北区域，关注海螺水泥、冀东水泥、塔牌集团、华新水泥，同时关注宁夏建材、祁连山、上峰水泥、天山股份；消费建材关注东方雨虹、垒知集团、中材科技、山东药玻、北新建材、永高股份。

◆**风险提示：**基建投资增速、地产景气度、钢结构推广力度低于预期等

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
002541.SZ	鸿路钢构	24.18	1.07	1.34	1.69	23	18	14	买入
600496.SH	精工钢构	3.25	0.22	0.28	0.34	15	12	9	买入
601668.SH	中国建筑	5.01	1.00	1.10	1.21	5	5	4	买入
601800.SH	中国交建	7.65	1.24	1.34	1.48	6	6	5	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 06 月 12 日

买入（维持）

分析师

孙伟凤（执业证书编号：S0930516110003）
021-52523822
sunwf@ebcn.com

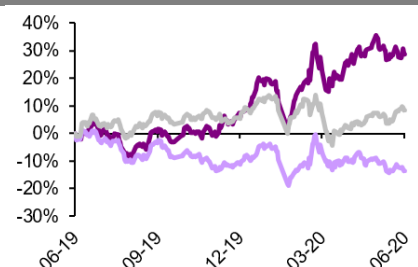
陈浩武（执业证书编号：S0930510120013）
021-52523816
chenhaowu@ebcn.com

胡添雅（执业证书编号：S0930518110002）
021-52523817
hutianya@ebcn.com

联系人

武慧东
010-58452024
wuhuidong@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

研究背景

20 年初以来建筑行业走势与沪深 300 接近，建材行业表现相对不俗。建筑、建材板块估值总体仍在历史底部区间，而另一方面，机构对建筑、建材股票仓位近几个季度总体稳步提升。本篇报告重点展望 20 年下半年建筑建材板块投资机会。

我们区别于市场的观点

我们认为，基建和竣工仍是建筑建材板块年内两大引擎，重点关注需求/估值仍处于阶段性底部的细分领域：

- 1) 装配式建筑行业有确定性，其中钢结构最优。其中鸿路钢构商业模式是亮点。
- 2) 消费建材受益竣工向上、精装渗透提升，“旧改”带来额外增量。
- 3) 需求有弹性，供给格局优化，看好西北及华东区域水泥表现。
- 4) 建筑央企经营边际改善，同时基建公募 REITs 试点或重构板块投资逻辑。

投资观点

建筑板块关注度在逐步升温，基金持仓连续三个季度提升。但总体而言，板块估值仍在历史底部区域，向上空间值得重视。近期基建公募 REITs 试点文件打开基建投资中期空间，短期受逆周期加码提振，我们对基建投资增速较前期更加乐观。我们对 2H19 建筑板块表现不悲观。我们认为板块估值存在较大提升空间，**维持建筑和工程行业“买入”评级**。需求有支撑，水泥高景气有持续性，消费建材高质量发展拐点临近，**维持建筑材料行业“买入”评级**。

建筑板块：1) 建筑央企经营好转，且基建公募 REITs 或重构板块投资逻辑，推荐**中国交建、中国建筑**等；2) 看好钢结构成长性，推荐**鸿路钢构、精工钢构**；3) 自下而上，关注**金螳螂、华铁应急、中材国际、上海建工、隧道股份**。

建材板块：1) 水泥重点关注华东、西北区域。关注“一稳一进”组合，“稳”组合**海螺水泥、冀东水泥、塔牌集团、华新水泥**，“进组合”布局西北区域的水泥企业**宁夏建材、祁连山、上峰水泥、天山股份**；2) 消费建材关注**东方雨虹、垒知集团、中材科技、山东药玻、北新建材、永高股份**。

目 录

1、 行业回顾及展望	4
1.1、 观点及板块表现回顾	4
1.2、 2H20 行业展望	7
2、 基建 REITs 试点重构逻辑，对基建投资更乐观	10
2.1、 近期推出基础设施公募 REITs 试点文件	10
2.2、 经济承压，逆周期加码，REITs 试点破局	11
2.3、 对基建投资增速更乐观，或重构板块逻辑	13
3、 建筑央企经营边际好转，估值有望修复	15
3.1、 收入、新签延续提速，好于行业平均	15
3.2、 基建央企 ROE 修复迹象出现	16
3.3、 REITs 试点打开空间，建筑央企估值有望提升	20
4、 重视钢结构成长性	22
4.1、 政策持续加码装配式建筑推广，钢结构为优选路径	22
4.2、 钢结构长期成长空间广阔	23
4.3、 三种情境下，短期钢结构渗透率提升斜率有望更陡	24
4.4、 数据验证，行业高景气	25
5、 水泥：行业高景气有持续性，看好华东、西北	26
5.1、 1-4 月水泥产量同减 14.4%，单 4 月同增 3.8%	26
5.2、 长期视角预判行业景气：持续	26
5.3、 重点区域：华东、西北	27
6、 消费建材：高质量发展拐点临近，重点关注消费建材需求升级	29
6.1、 建筑质量提升带来的子领域建材需求升级在即	29
6.2、 “旧改”的推出与投资端稳增长相对应	31
6.3、 地产后周期，消费建材龙头市占率提升趋势不改	34
6.4、 2H20 成本端利好有望延续	36
7、 观点总结暨投资建议	38
8、 重点公司推荐	40
8.1、 鸿路钢构：钢构制造龙头，成长性突出	40
8.2、 精工钢构：EPC 转型有效果，受益钢构高景气	41
8.3、 中国建筑：地产链龙头，业绩稳健	42
8.4、 中国交建：有望明显受益公募基建 REITs 试点	43
9、 风险提示	44

1、行业回顾及展望

1.1、观点及板块表现回顾

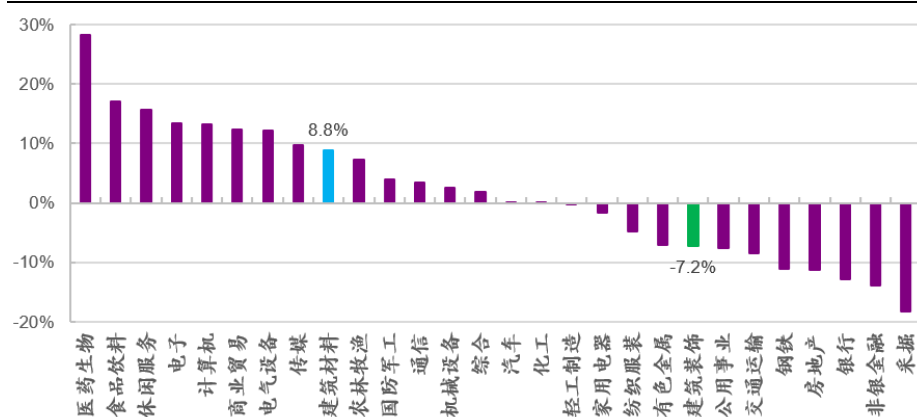
20 年年度策略报告我们明确提到几条主线：

- 1) 基建投资增速边际回升，对需求侧有正面影响；
- 2) 装配式建筑，尤其是钢结构装配式住宅推广下的细分领域渗透率提升；
- 3) 竣工回暖以及精装房渗透率提升，带来地产后周期品种尤其是 To B 类建材企业的确定性机会。

虽然 1Q20 受疫情影响，数据趋势有扰动，我们仍维持前期判断。

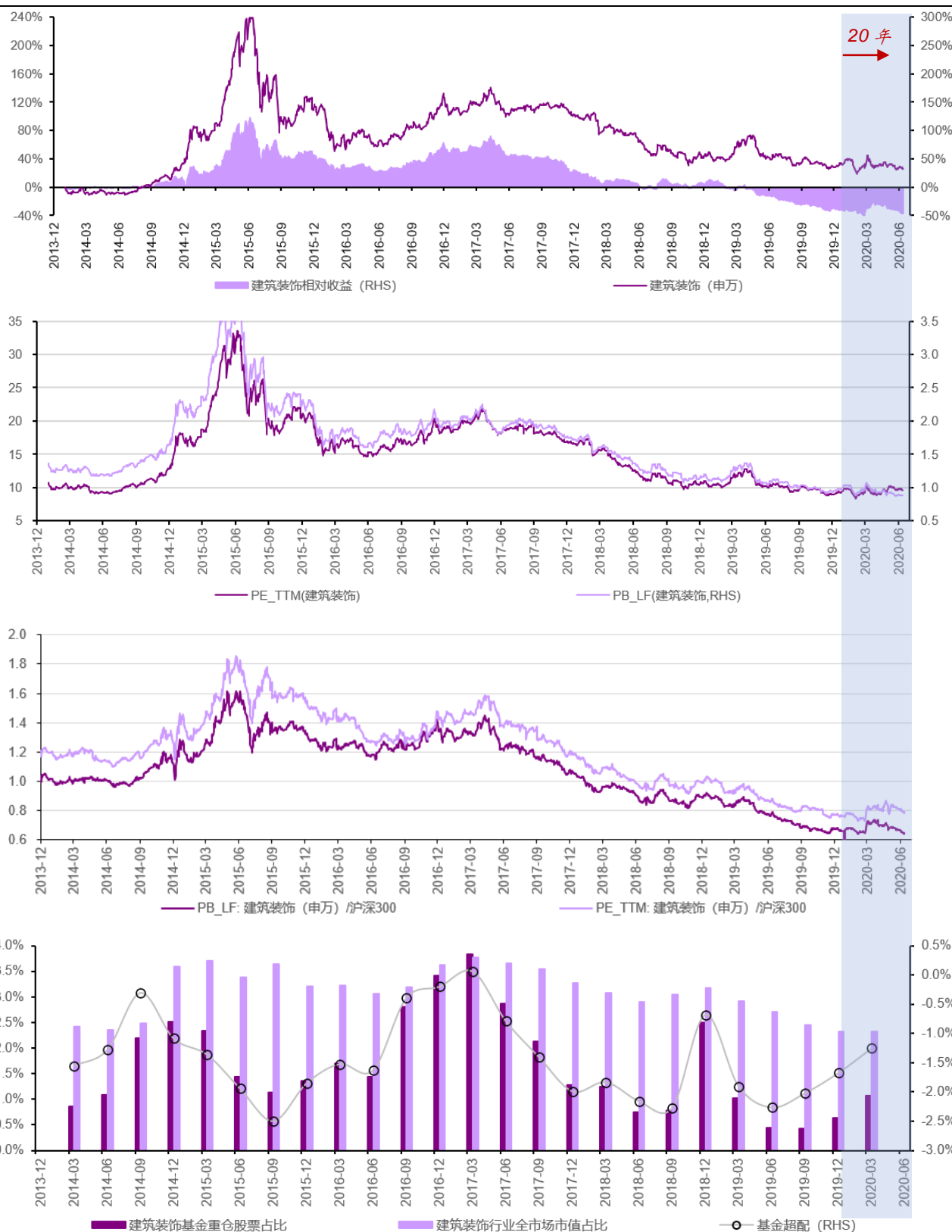
20 年初至 2020 年 06 月 12 日，建筑材料、建筑装饰板块收益率分别为 8.8%、-7.2%，建筑行业走势与沪深 300 接近，建材行业表现相对不俗。建筑、建材板块估值总体仍在历史底部区间，而机构对建筑、建材股票仓位近几个季度总体稳步提升。

图 1：各主要行业（申万）20 年年初至今投资收益



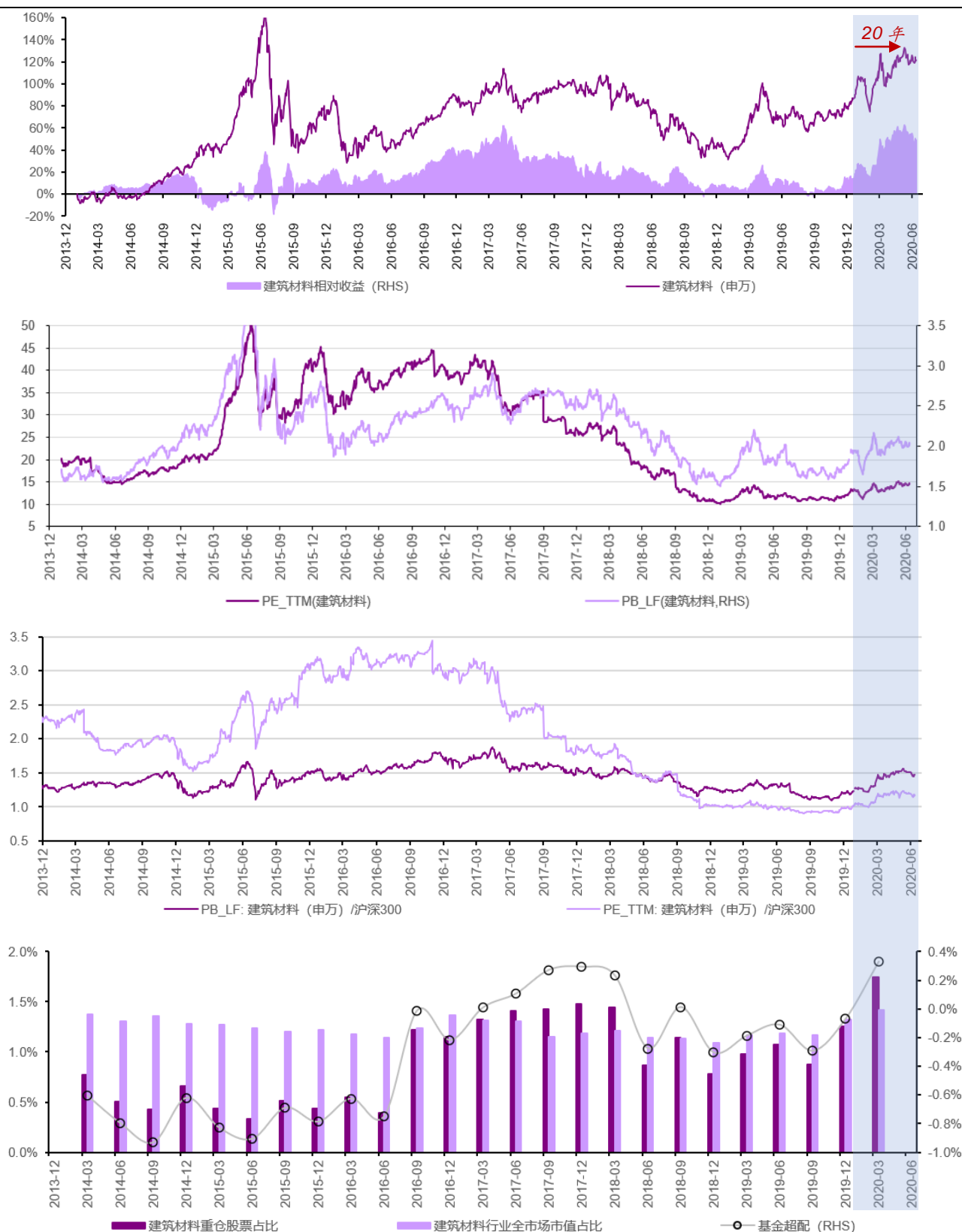
资料来源：Wind，截止 2020.06.12 收盘价

图 2：建筑装饰（申万）行业 14 年以来相对收益、PE_TTM、PB_LF（指数及相对沪深 300）及基金超配情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020 年 06 月 12 日收盘价

图 3：建筑材料（申万）行业 14 年以来相对收益、PE_TTM、PB_LF（指数及相对沪深 300）及基金超配情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020 年 06 月 12 日收盘价

1.2、2H20 行业展望

货币、财政稳步发力，融资向好，逆周期稳步加码。20 年 1-4 月社融增量为 14.2 万亿，较上年同期增加 3.9 万亿（vs 1-3 月为增加 2.5 万亿），社融增量增幅继续大幅提升；其中基建相关社融增量 9.6 万亿，较上年同期多增 2.8 万亿（vs 1-3 月为多增 2.1 万亿），基建新增社融亦向好。20 年 1-4 月地方政府债/城投债净融资额 1.7/1.0 万亿，同比分别增加 4,109/5,183 亿（vs 1-3 月为增加 3,391/3,183 亿）。此外专项债发行节奏大幅提前，近期再次下达第三批 1 万亿专项债额度，且要求于 5 月底发行完毕；同时专项债投向基建占比有明显提升。

表 1：1-4 月与基建相关新增社融变化（14-20 年）

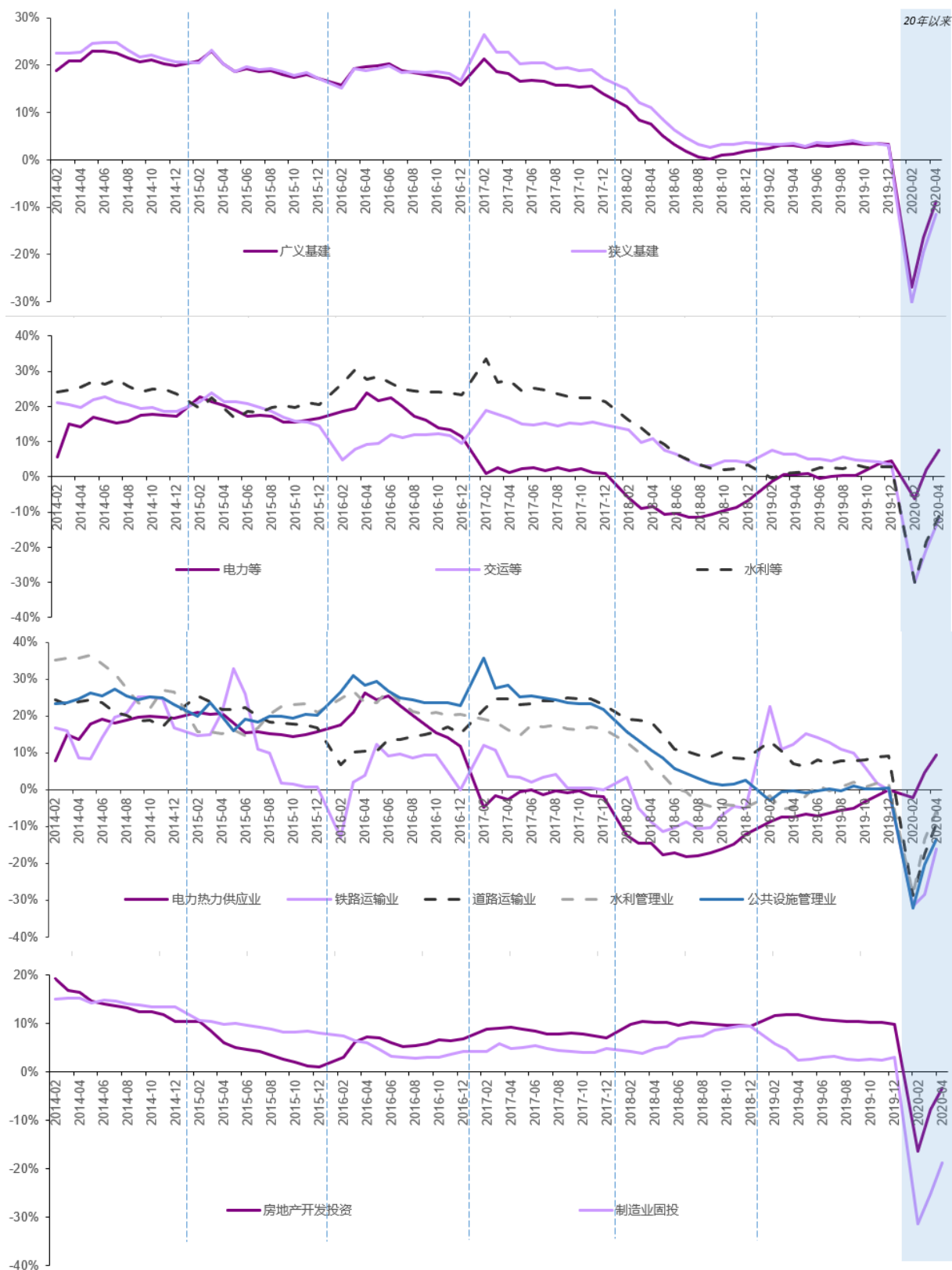
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
新增委托贷款（亿元）	8,688	3,586	7,179	6,318	-4,790	-3,475	-1,549
新增信托贷款（亿元）	3,275	-33	1,861	8,555	626	965	-106
企业债券融资（亿元）	7,529	5,544	15,916	-518	10,281	13,199	26,781
非金融企业境内股票融资（亿元）	1,557	2,304	3,792	3,365	1,816	792	1,571
地方政府专项债券（亿元）	0	0	0	9,644	7,299	13,891	19,138
新增非金融企业中长期贷款（亿元）	14,434	17,576	20,270	31,926	29,168	28,523	35,947
新增与基建相关的社融规模（亿元）	35,483	28,977	49,018	59,290	44,400	53,896	81,782
较上年同期增长	-2,572	-6,506	20,041	10,272	-14,890	9,497	27,886

资料来源：Wind，中国人民银行，光大证券研究所

单 4 月基建投资增速转正，后续基建投资增速可以更乐观。20 年 1-4 月广义/狭义基建投资分别同减 8.9%/11.8%，降幅较 1-3 月分别收窄 7.6/7.9pcts。测算单 4 月广义/狭义基建投资同比增速分别为+4.8%/+2.3%，单月增速转正，分别环比+12.8/+13.4pcts。分项来看，1-4 月电力等/交运等/水利公用等投资累计增速分别为+7.6%/-12.1%/-11.2%，增速均较 1-3 月有改善。单 4 月，电力等/交运等/水利公用等投资增速分别为+17.3%/+3.1%/+2.1%，增速分别环比+9.2/+15.2/+12.1pcts。总体而言，4 月基建投资增速虽转正，但整体增速并不高，显示项目复工强度仍在逐步提升，随着施工回归正常并有赶工需求，且资金到位较好（融资改善、逆周期加码），后续可以更乐观。

制造业投资仍承压，地产投资仍待观察。20 年 1-4 月制造业投资同减 18.8%，降幅较 1-3 月收窄 6.4pcts。同期地产开发投资 3.3 万亿，同减 3.3%，降幅较 1-3 月收窄 4.4pcts。测算单 4 月制造业投资增速-6.7%，环比+13.9pcts。测算单 4 月地产开发投资增速+7.0%，环比 5.9pcts，受益于拿地大幅增加、融资边际放松等。20 年 1-4 月新开工、竣工面积累计增速分别为-18.4%/-14.5%，单 4 月同比增速分别为-1.3%/-8.8%，分别环比+9.1/-7.9pcts。制造业投资恢复相对缓慢，地产开发投资增速后续走势仍要参考政策情况。

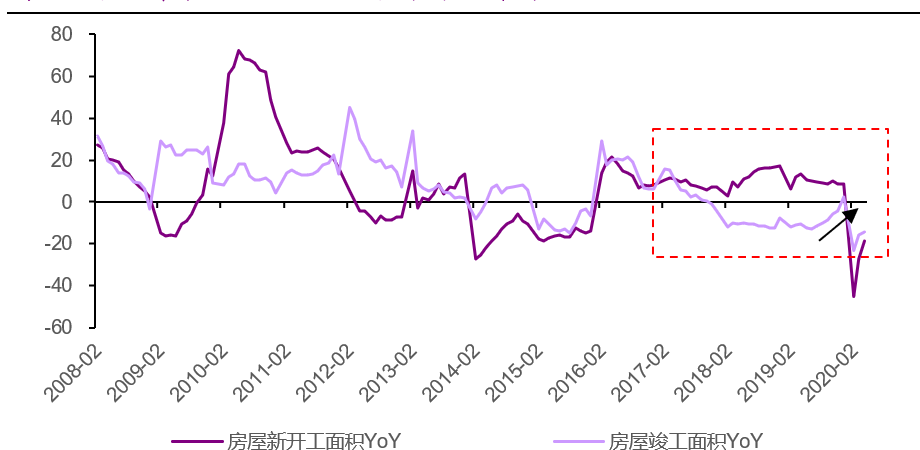
图 4：基建投资及分行业、重点细分领域投资增速和地产开发、制造业固投增速



资料来源：国家统计局，光大证券研究所，截止 2020.04

竣工向上有确定性。本轮周期，地产新开工面积增速快于竣工面积增速已从2016年底持续至今。从逻辑上探讨，新开工之后必有竣工，只不过新开工与竣工之间通常会有一定周期的滞后，而这“滞后”的长短通常为地产开发的节奏、以及建筑企业施工周期的变化。总体而言，01-11年新开工-竣工周期约2年；12-16年新开工-竣工周期约3年；16年之后，新开工-竣工周期或拉长至3.5年。新开工-竣工周期的持续拉长，与地产商转变为高周转经营模式有关（重销售、轻竣工），另外层面由于精装房渗透率的逐步提高，施工周期也会相应变长。近年竣工数据曾长时间处于底部，今年疫情前竣工向上趋势已明朗，疫情对数据产生扰动，但我们认为竣工向上确定性不变。

图5：房屋新开工、竣工面积累计增速（%）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所，截止2020.04

2、基建 REITs 试点重构逻辑，对基建投资更乐观

2.1、近期推出基础设施公募 REITs 试点文件

20 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发改委联合发布《关于推进基础设施公募 REITs 试点相关工作的通知》（证监发〔2020〕40 号）。文件明确基础设施 REITs 试点的基本原则、试点项目要求及试点工作安排，标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。

表 2：《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》主要内容

项目	内容
基本原则	<ol style="list-style-type: none"> 1. 符合国家政策，聚焦优质资产。 2. 遵循市场原则，坚持权益导向。 3. 创新规范并举，提升运营能力。 4. 规则先行，稳妥开展试点。（先行法律法规框架下，重点领域以个案方式先行开展基础设施 REITs 试点） 5. 强化机构主体责任，推动归位尽责。 6. 完善相关政策，有效防控风险。
项目要求	<ol style="list-style-type: none"> 1. 聚焦重点区域。优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家经济技术开发区开展试点。 2. 聚焦重点行业。有限支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。 3. 聚焦优质项目。基础设施 REITs 项目应符合条件包括：a. 项目权属清晰，通过竣工验收，PPP 项目收入来源以使用者付费为主，无重大问题和纠纷；b. 具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，有潜力；c. 发起人信用好，运营方运营能力过关。 4. 加强融资用途管理。鼓励回收资金用于新的基础设施和公用事业建设，重点支持补短板项目，形成投资良性循环。
试点工作安排	<ol style="list-style-type: none"> 1. 试点初期，符合条件的证券公司或公募基金管理公司，设立并募集基础设施证券投资基金（公开发售）。购买同一实际控制人所属的管理人设立发行的资产支持证券，完成对标的基础设施收购，开展基础设施 REITs 业务。符合条件的，可申请在交易所上市。 2. 各省发改委做好加强指导，推动盘活存量资产，促进回收资金用于基础设施补短板项目建设。国家发改委将符合条件的项目推荐至证监会，并由证监会、沪深交易所自主决策，遵循市场化原则，履行注册、审查等程序。 3. 中国证监会制定公开募集基础设施证券投资基金相关规则沪深交易所建立基础设施资产支持证券发行审查制度；同时相关机构落实各项监管要求。 4. 证监会、发改委将加强沟通、协作，推动基础设施 REITs 试点工作顺利开展，并探索开展基础设施 REITs 试点的其他可行模式

资料来源：证监会，发改委，光大证券研究所

基础设施试点公募 REITs 开启，对基础设施行业持续性发展有重要意义¹。基建投资受多因素影响，增速阶段性放缓，且经历数十年快速增长后积累了巨大体量的存量基础设施资产。对行业而言，基础设施 REITs 试点文件出台

¹ 参考报告外发报告：

1) 《基建公募 REITs 起航，建筑板块迎来重大机遇》，2020.05.01，孙伟风、武慧东；
 2) 《投资 REITs 吸引力高，作为第四类大类资产有优势》，2020.05.02，孙伟风、武慧东；
 3) 《当公募基建 REITs 来敲门——真“REITs”来临，哪些行业受益？》，2020.05.04，王一峰、孙伟风等；
 4) 《上修基建投资增速预期》，2020.05.06，孙伟风、武慧东

对行业意义非凡，具体体现在几方面：**1) 存量基础设施资产运营往精细化、专业化方向迈进。**优质的存量基础设施资产 REITs 化，通常会引入专业的该类资产运营机构，资产增值将成为首要目的，其运营向精细化、专业化方向迈进；**2) 更为重要的是基建投资资金来源明显拓宽。**通过权益化融资的方式盘活存量基础设施资产，有助于降低宏观/微观部门杠杆率，募集的资金以资本金的形式参与基建投资，可撬动数量可观的增量基建投资资金；**3) 提供资产价格锚，提升社会资本参与基础设施投资热情。**该类资产 REITs 化后信息披露透明化程度提升，借助资本市场公开透明的定价机制，有助于形成该类资产的价格锚，叠加 REITs 化带来的项目退出路径拓宽，有望提升社会资本参与基础设施投资的热情。

2.2、经济承压，逆周期加码，REITs 试点破局

我国金融周期持续下行，18 年以来 GDP 增速持续放缓；2020Q1 受新冠疫情冲击，单季度 GDP 实现负增长。现阶段，资本形成总额对于 GDP 的拉动依旧扮演较为重要的作用；短期受疫情影响，消费及出口依然受到限制。“新老基建”将是“六稳”、“六保”的重要抓手之一，**逆周期调节政策重要性凸显²**。中央层面，逆周期调节政策持续加码，央行引导利率、准备金率稳步下行，财政部多次下达提前批地方债额度，**逆周期调节力度稳步加码。**

历史上 REITs 推出与经济周期密不可分，本次基建公募 REITs 试点或为我国破局关键抓手。历史上看，美国等各国推出 REITs 都与经济周期密不可分，绝大多数国家在经济衰退期或经济转型、发展动力不足时出台 REITs 相关的法律法规，为摆脱经济衰退、降低银行坏账、引领经济发展提供新动能。纵向来看，14-15 年我国亦面临经济下行压力，且地方隐性债务风险逐步暴露、地方融资平台债务风险累积，同时地产投资亦出现明显下滑。PPP 模式的大力推广阶段性解决了基建投资资金来源的问题，但后期 PPP 监管趋严，且对化解地方隐性债务并未做出明显贡献，社会资本参与基础设施项目热情有所消退，18 年以来基建投资增速逐步下滑至低个位数水平。我们认为本次基建公募 REITs 试点文件出台，或能在当前政策框架下有效拓宽新增基建投资资金来源，或是破局关键抓手。

² 参考报告外发报告《单 4 月基建投资增速转正，后续可以更乐观》，2020.05.17，孙伟风、武慧东；

表 3：19 年下半年以来，逆周期调节力度稳步加码

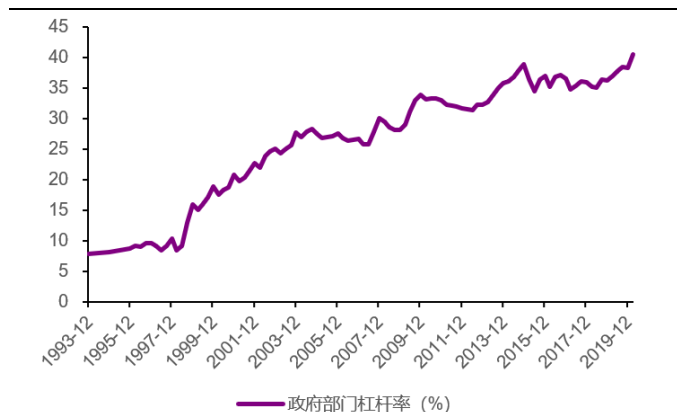
时间	会议/文件	主要内容
2019.08.31	金融委员会	要求加大宏观经济逆周期调节力度，下大力气疏通货币政策传导，实施积极财政政策
2019.09.04	国常会	会部署精准施策加大力度做好“六稳”工作，确定加快地方政府专项债券发行使用的措施（包括督促加快专项债发行使用、扩大专项债在基建领域使用范围、限制专项债用于土储及房地产相关项目、鼓励专项债做资本金），带动有效投资支持补短板扩内需
2019.09.16	央行	全面下调金融机构存款准备金率 0.5pct（不含财务公司、金融租赁公司、汽车金融公司），同时对仅在省级行政区域内经营的城商行定向下调存款准备金率 1.0 pct
2019.11.13	国常会	决定 1) 降低部分基础设施项目最低资本金比例；2) 基础设施和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益性、股权类金融工具筹措资本金
2019.11.28	财政部	提前下达 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿，以带动有效投资支持补短板扩内需
2019.12.10	中央经济工作会议	明确提出 20 年是实现全面建成小康社会和完成“十三五”规划目标任务的关键之年，工作总基调为“稳中求进”
2020.01.06	央行	全面降准。下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）
2020.02.08	政治局会议	要求聚焦疫情对经济运行带来的冲击影响，做好“六稳”工作，加大金融支持力度，加大新项目投资开工力度，积极推进在建项目
2020.02.11	财政部	提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8,480 亿，其中一般债务限额 5,580 亿元，专项债务限额 2,900 亿
2020.02.14	中央深化改革委员会第十二次会议	强调基础设施是经济社会发展的重要支撑，要求统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造现代化基础设施体系，肯定了中长期持续发展的必要性
2020.02.21	政治局会议	会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度。同时强调，要发挥好有效投资关键作用，加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度。
2020.02.25	交通部委会	提出要增加有效投资。分类有序推进在建项目尽快复工，全力推进新建项目开工，做到“应复尽复、应开尽开、能开快开”。同时要推进重大工程建设统筹推进各项规划编制工作，推进重点工程项目，积极实施交通强国试点工作，进一步扩大试点范围
2020.03.04	政治局会议	明确要选好投资项目，加强用地、用能、资金等政策配套，加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设；要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020.03.27	政治局会议	指出要加大宏观政策调节和实施力度，要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施。具体而言：1) 提出要适当提高财政赤字率；2) 要发行特别国债；3) 要增加地方政府专项债券规模，加快地方政府专项债发行和使用；4) 要引导贷款利率下行，保持流动性合理充裕；5) 要加紧做好重项目前期准备和建设
2020.03.31	国常会	确定要再提前下达一批地方政府专项债额度，带动扩大有效投资，并要求力争二季度发行完毕
2020.04.03	央行	对中小银行定向下调存款准备金率 1pct，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两批实施到位，每次均下调 0.5pct，共释放长期资金约 4,000 亿元；同时决定自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%
2020.04.14	国常会	再次明确要抓紧按程序再提前下达一定规模的地方政府专项债
2020.04.17	政治局会议	指出 20 年 1 季度极不寻常，当前经济发展面临的挑战前所未有；明确提出要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，明确前期提出的特别国债性质为抗疫特别国债；明确提出要降息；明确要加强传统基础设施和新型基础设施投资；同时明确要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位
2020.04.28	财政部	下达第三批提前批专项债额度 1 万亿，并要求争取于 5 月底前发行完毕

资料来源：中国政府网、财政部、新华网等

2.3、对基建投资增速更乐观，或重构板块逻辑

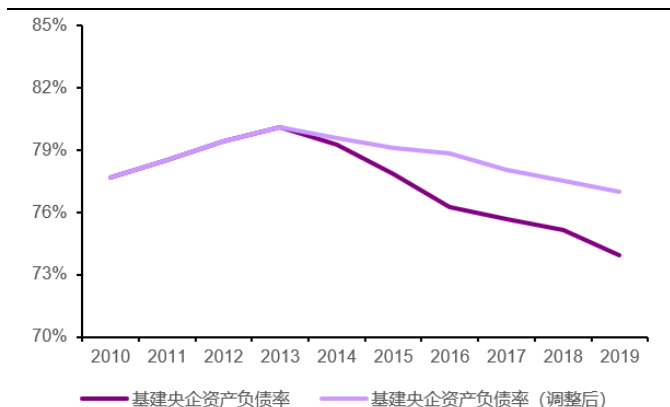
近年基建投资增速由高增速下滑至个位数水平源于业主及施工企业两方困境。地方政府受限于收入压力（土地出让收入作为主要收入来源，增速近年明显放缓，且“房住不炒”定位难有放松）、债务约束（杠杆率高企、防范隐形债务保持高压），即在项目业主层面动力、能力不足。另一方面，项目施工中大量的垫资现象及部分项目为投资带动施工模式致业绩扩张需负债扩张先行，但央企为主的工程承包企业 15 年以来背负降杠杆压力，高速扩张意愿、能力亦受限制。业主及施工企业两方陷入困境，因而市场对中长期基建投资增速相对悲观。

图 6：我国政府部门杠杆率变化



资料来源：国家资产负债表研究中心，光大证券研究所

图 7：八家基建央企整体负债率变化



资料来源：公司公告，光大证券研究所

注 1：统计数据含 8 家基建央企（中国建筑、中国交建、中国中铁、中国铁建、中国中冶、中国电建、中国化学、葛洲坝）；

注 2：统计资产负债率按照各企业总资产规模进行标准化处理；调整后资产负债率计算中将永续债、优先股调整至负债口径

逆周期调节力度加码，基建公募 REITs 破局，对基建投资更乐观。

多指标验证逆周期调节力度稳步提升，上调 20 年基建投资增速预测。如前文所述，金融周期下行，叠加疫情冲击，国家逆周期调节力度持续加码。具体而言，专项债发行节奏/强度较 19 年继续加快/提升，投向基建比例明显提升、且用作资本金规模提升幅度明显；城投债净融资额继续向好，非标融资贡献收窄；此外 20 年以来 LPR 利率稳步下降、存款准备金率多次下调。近期我们上调了 20 年基建投资增速预测³，乐观/中性/悲观三种情景下，预计 20 年广义基建投资增速分别为 16.5%、12.9%、9.9%（vs 19 年为 3.3%）

基建公募 REITs 破解当前基建投融资困境，中期基建投资增速可以更乐观。

基建公募 REITs 股权融资属性更强，地方政府有望跳出隐形债务限制约束，明显拓宽地方政府融资渠道。简单测算，截止 19 年末，存量基础设施资产规模高达 149.5 万亿⁴。未来数年若有 3% 的存量基础设施资产通过 REITs 证券化，对应募集资金金额 4.5 万亿。结合文件精神，“鼓励回收资金用于

³ 参考报告外发报告《上修中期基建投资增速预期》，2020.05.06，孙伟风、武慧东；

⁴ 基础设施投资额可视为以成本计量的基础设施存量规模，根据 1995-2019 年基建投资数据可粗略测算存量基础设施资产规模

新的基础设施和公用事业投资，以形成投资良性循环”。若地方政府将募集资金全部用于基建再投资，可撬动的新增基建投资额分别为 22.4 万亿（假设资本金比例为 20%）。同时考虑到社会资本参与基础设施投资热情相应提升，我们认为基础设施公募 REITs 的推出，或可对中期基建投资增速更乐观。我们判断 20-22 年基建投资增速有较大概率维持两位数水平。

图 8：基础设施 REITs 化可带来的新增基建投资额测算

19年末测算存量基础设施资产（万亿）	149.5		
资产证券化率	1%	3%	5%
REITs化募集资金（万亿）	1.5	4.5	7.5
项目资本金比例	20%		
撬动新增基建投资额（万亿）	7.5	22.4	37.4
vs 19年全年基建投资额（万亿）	18.2		

资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算

表 4：20 年基建投资拆分预测

基建投资来自：（亿元）	2017	2018	2019E	乐观	2020E 中性	悲观
国家预算内资金	24,082	25,142	26,488		27,804	
国内贷款	23,398	21,587	22,785		25,064	
利用外资	460	378	400		400	
自筹资金	87,587	84,928	92,117	109,478	103,518	98,543
全国政府性基金	12,246	15,786	19,334	20,042	19,462	18,881
地方政府专项债	2,160	3,645	5,590	13,300	10,500	8,320
城投债	4,761	4,816	10,669		15,000	
铁道债	1,980	2,277	1,850		1,900	
委托贷款	1,871	-451	-347		-150	
信托贷款	1,554	-3,213	-1,879		-600	
PPP	3,555	4,289	2,750	3,500	3,125	2,750
其他自筹资金	59,460	57,779	54,149	62,342	60,139	58,299
其他资金	14,006	14,026	14,711	17,493	16,875	16,358
广义基建投资（资金来源口径）	149,533	146,061	156,501	186,096	179,518	174,026
广义基建投资缺口（完成额与资金来源口径差值）	23,553	30,179	25,555	26,053	26,030	26,104
广义基建投资（完成额口径）	173,085	176,240	182,057	212,149	205,548	200,130
YoY	13.9%	1.8%	3.3%	16.5%	12.9%	9.9%

资料来源：国家统计局，央行，光大证券研究所预测

注：对于各项具体的测算公式参考 2020 年 1 月 13 日外发报告《这个时间，怎么看 20 年基建投资？》

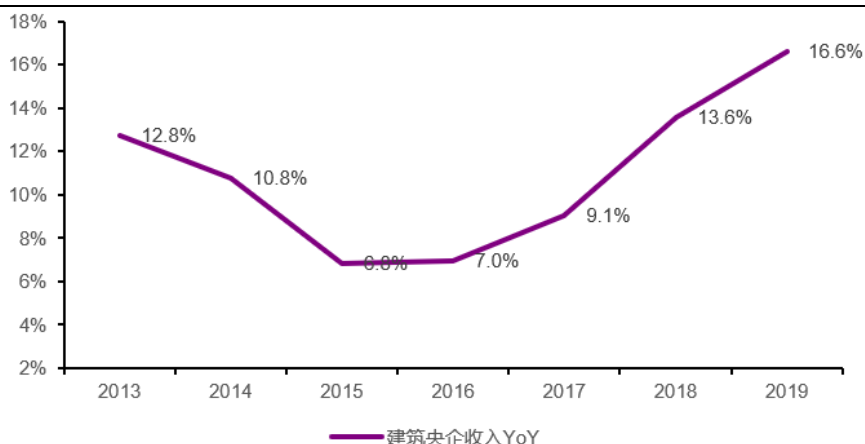
3、建筑央企经营边际好转，估值有望修复

3.1、收入、新签延续提速，好于行业平均

19 年建筑央企收入稳步提速，1Q20 受疫情冲击较小。19 年建筑央企整体收入增速 16.6%，增速较 18 年提升 3.0pcts。建筑央企收入增速自 15 年触底以来，收入增速逐年提升。1Q20 受疫情影响，收入同比下降 7.0% (vs 建筑板块整体同减 9.0%)。

19 年建筑央企新签订单节奏继续提速，且明显快于行业整体。19 年建筑央企整体新签合同额 9.4 万亿，同比增长 17.9%，增速较 18 年提升 11.6pcts，且明显快于建筑业整体新签合同额增速（19 年建筑业新签合同额 28.9 万亿，增速仅 6.0%）。1Q20 建筑央企新签合同额仍为正增长（同增 2.4%，vs 行业整体为-14.8%），显示央企韧性较强。

图 9：八家建筑央企整体收入增速

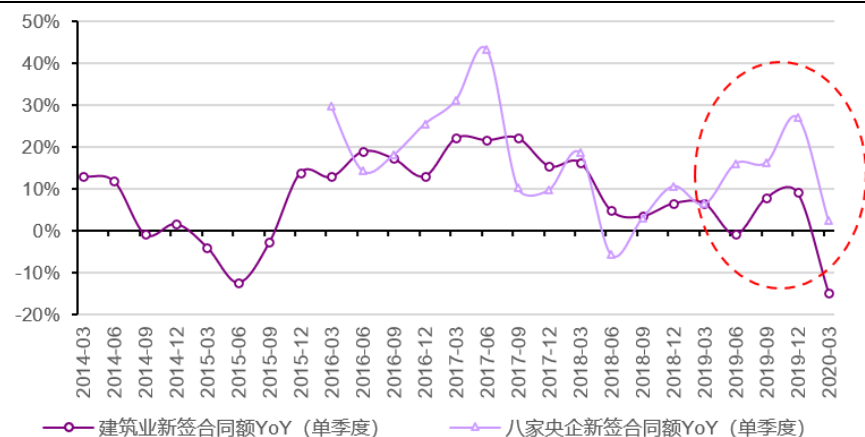


资料来源：各公司公告，光大证券研究所

注 1：八家建筑央企指中国建筑、中国交建、中国中铁、中国铁建、中国中冶、中国化学、葛洲坝、中国电建，下文同；

注 2：数据按照各企业资产规模进行标准化处理

图 10：行业整体 vs 八家央企新签合同额增速（单季度）



资料来源：国家统计局，各公司公告，光大证券研究所整理

19 年整体建筑央企订单、收入层面均在提速，且明显好于行业平均水平，契合行业集中度提升的大趋势，同时部分亦源于 19 年基建投资增速较 18 年有边际改善。

3.2、基建央企 ROE 修复迹象出现

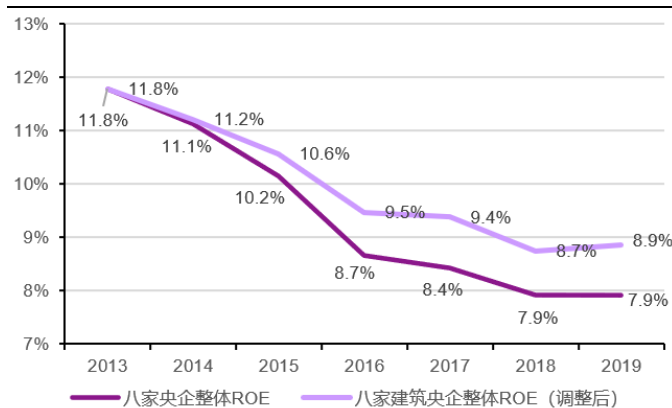
建筑行业整体 ROE 近年来总体稳定在 10-12% 左右（19 年中信建筑指数成分整体 ROE 为 10.2%，较 18 年下降 0.4pct），但近年总体承压，核心源于金融供给侧改革大背景下建筑央企为代表企业正经历剧烈去杠杆过程。八家建筑央企 19 年整体 ROE 为 7.9%，与 18 年基本持平，仍处近年低点。1Q20 受疫情影响，大部分工程项目推进进度明显放缓，利润率下滑致年化 ROE 至历史低点。

图 11：中信建筑指数整体 ROE 变动



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：八家建筑央企整体 ROE 变动（年度）

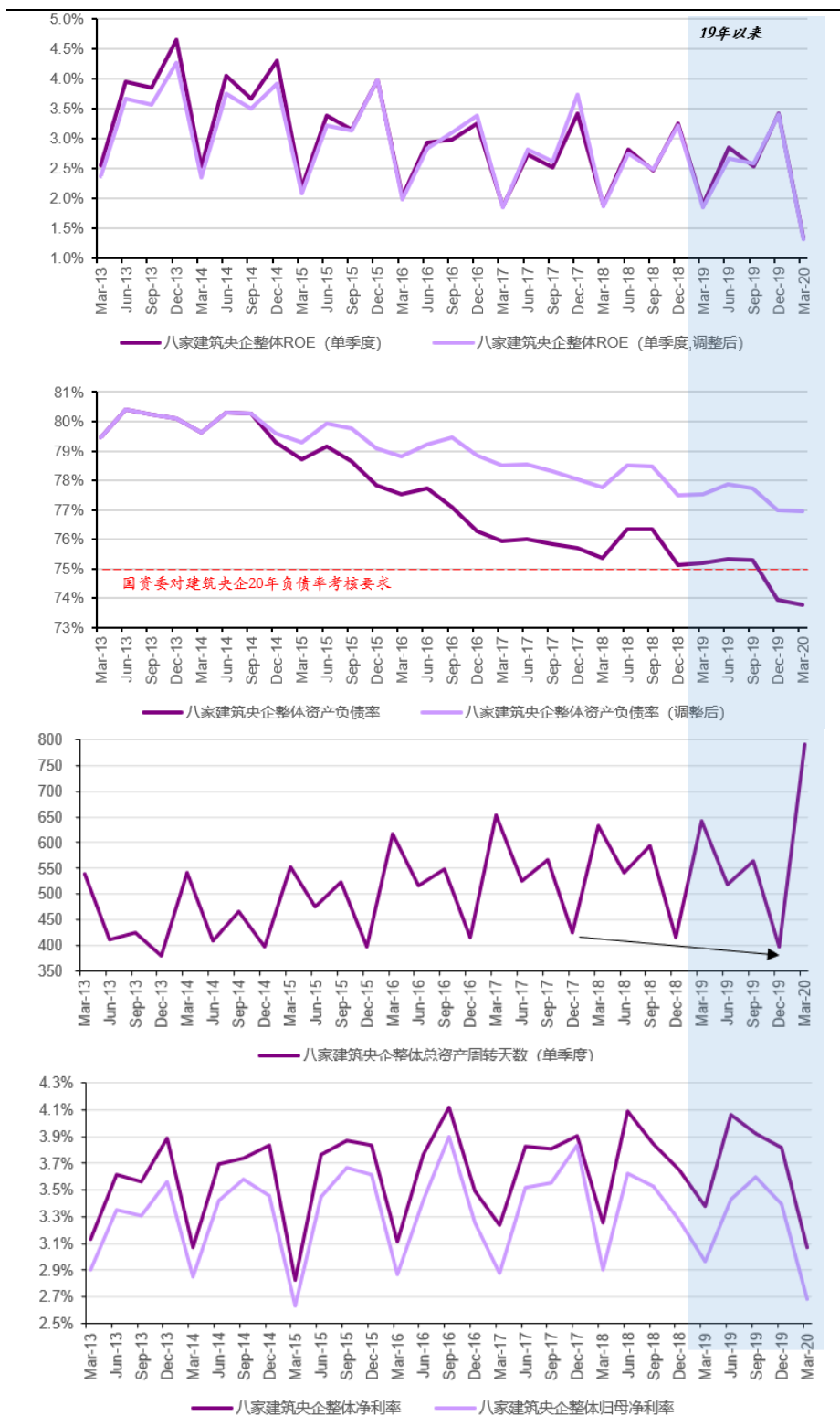


资料来源：各公司公告，光大证券研究所

注：本文 ROE 计算方式为期间净利润 ÷ 期初期末净资产均值；调整后 ROE = 期间归母净利润 ÷ 期初期末净资产均值（剔除永续债、优先股），下文同

我们判断 20 年基建央企 ROE 或将逐渐修复，事实上 19 年调整后 ROE（剔除永续债、优先股影响）已较 18 年同比提升 0.2pct 至 8.9%，ROE 已初步企稳，并出现修复迹象。

图 13：杜邦分析的角度，判断 20 年基建央企整体 ROE 有望逐步修复

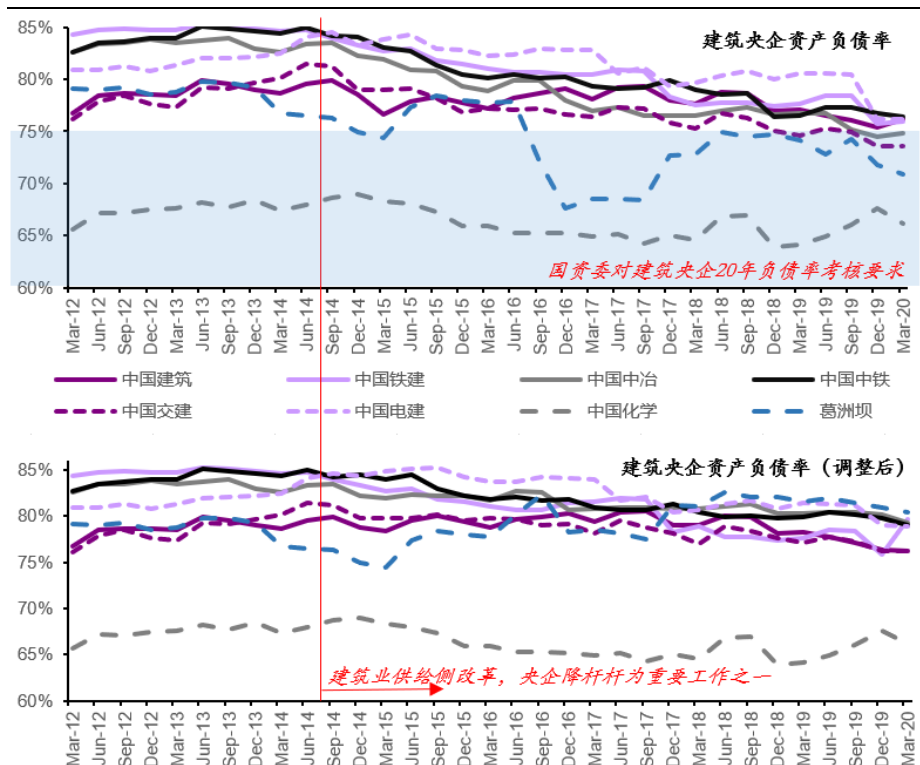


资料来源：各公司公告，光大证券研究所

从杜邦三因子角度来理解，ROE 修复主要源于：

1) “去杠杆”的斜率放缓：主要央企负债率接近20年国资委考核要求(75%)。事实上，截止1Q20末，八家建筑央企整体资产负债率为73.8%，同时考虑到一季度通常为建筑企业负债率高点，后续降杆杆压力已不大。具体而言，截止1Q20末，八家建筑央企资产负债率由高到低分别为中国中铁(76.4%)、中国建筑(76.2%)、中国电建(76.2%)、中国铁建(75.9%)、中国中冶(74.9%)、中国交建(73.6%)、葛洲坝(70.9%)、中国化学(66.2%)，建筑央企负债率下降压力已大幅缓解。

图 14：八家建筑央企资产负债率变动 (1Q12-1Q20)

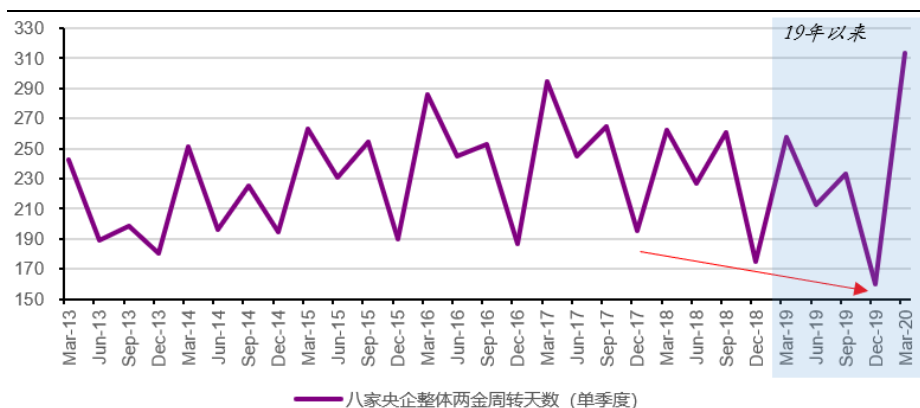


资料来源：各公司公告，光大证券研究所

注：调整后资产负债率指将优先股、永续债重新归类至负债重新计算得到的资产负债率

2) 管理提效，资产周转加快：央企积极压降两金力度，资金回收加快，19年八家建筑央企整体总资产周转天数为484天，同比减少42天，总资产周转速度连续两年加快。1Q20疫情影响项目施工进度，致单季度两金周转天数同比大幅提升56天至313天，随着复工正常化，料两金周转速度加快趋势有延续性，带动总资产周转速度稳步改善。

图 15：八家建筑央企整体“两金”周转率变动（1Q13-1Q20）

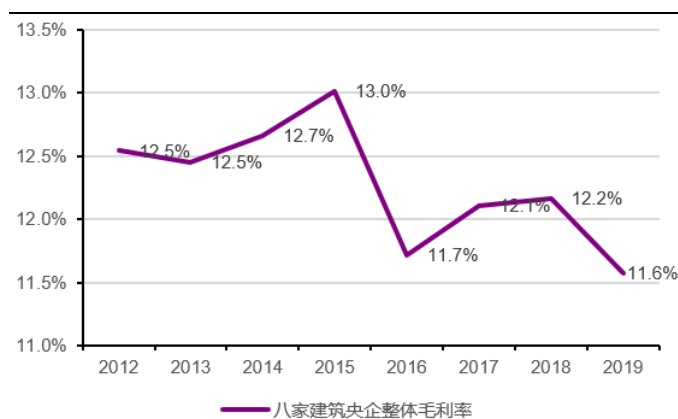


资料来源：各公司公告，光大证券研究所

注：两金周转天数=存货周转天数+应收账款周转天数，其中存货加回合同资产

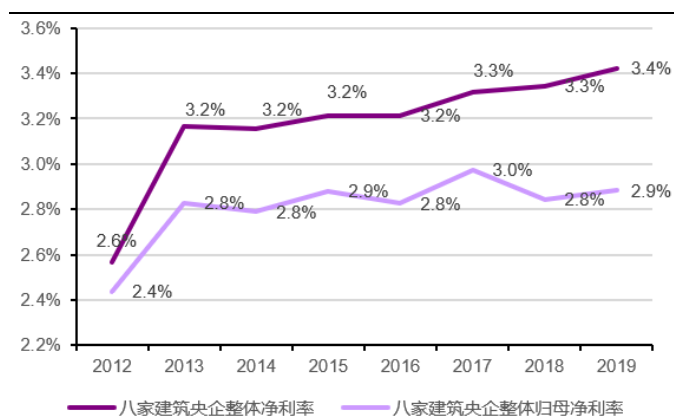
3) 盈利能力将提升：管理提效，主要企业费用率有降低，人均薪酬稳步提升的背景下，人均创收、人均创利亦稳定上升。营业利润率、净利率近年总体保持上升趋势。资金回收加快，减值损失减少。短期受原材料成本影响，使毛利率有压力，后续有望改善。需要指出永续债、优先股等权益融资工具使用增加，带动少数股东损益对归母净利有一定拖累，随着负债率逐渐达标，后续影响有望逐渐弱化。19年八家基建央企整体毛利率同比下降0.6pct至11.6%，但净利率、归母净利率均分别同比提升0.1pct至3.4%、2.9%，判断后续盈利能力仍有较大提升空间。

图 16：标准化后八家建筑央企整体毛利率



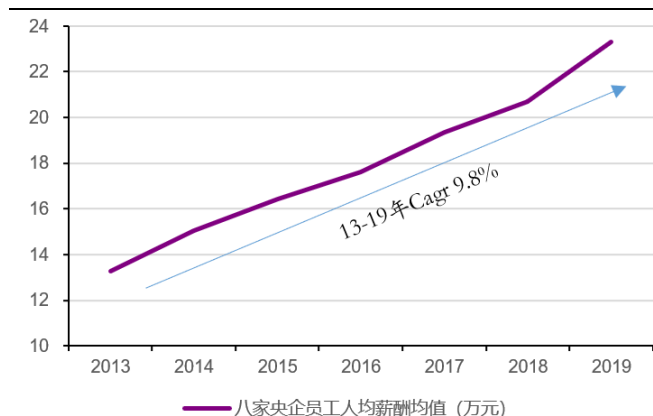
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 17：标准化后八家建筑央企整体净利率及归母净利率



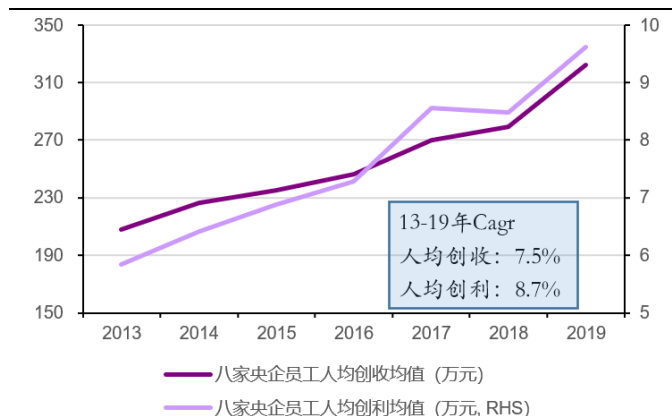
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 18：八大建筑央企员工人均薪酬均值



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 19：八大建筑央企员工人均创收及创利均值

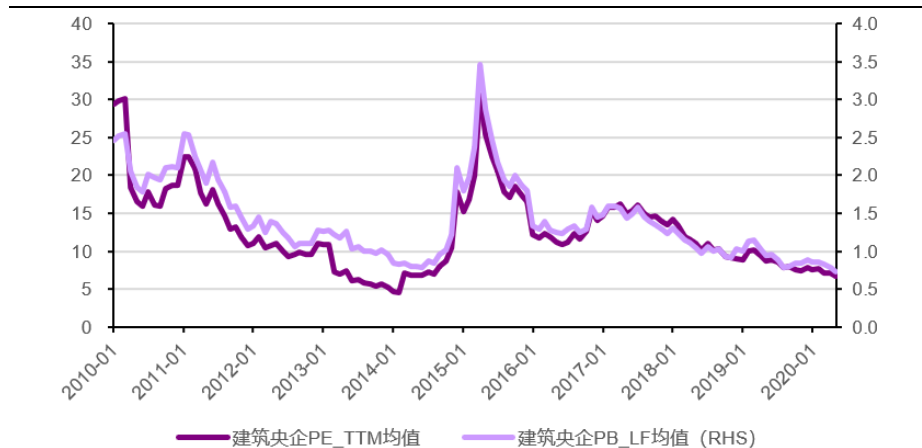


资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.3、REITs 试点打开空间，建筑央企估值有望提升

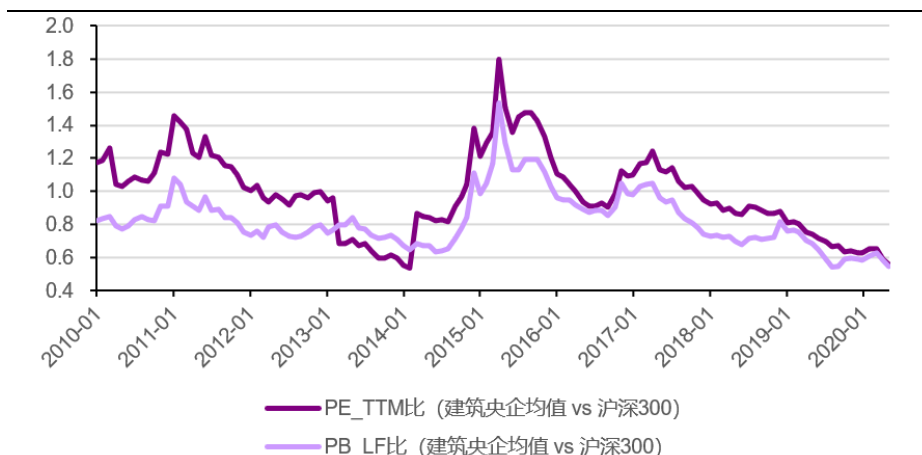
尽管建筑央企收入、订单增速均较为亮眼，且呈逐年改善趋势，ROE 出现向上信号，但近年来板块整体估值持续下行，板块估值相对于沪深 300 估值已到达历史底部区间。财务数据基本面与估值的背离，反映了投资者对于建筑央企中长期成长性及其资产质量的担忧。

图 20：建筑央企整体估值变化 (PE_TTM、PB_LF 变化)



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 2020.06.12

图 21：建筑央企估值相对于沪深 300 估值变化（PE_TTM 比、PB_LF 比）



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 2020.06.12

我们认为建筑央企发生的三方面变化，值得重点关注：

- 1) 行业已今非昔比，行业集中度提升，建筑央企竞争优势逐渐显现。央企新签、收入增速近年均快于行业整体（19 年尤甚），显示行业集中度在提升，建筑央企竞争优势在逐渐显现，本质上源于建筑业市场环境净化。
- 2) “降杠杆”对新承接订单、推进工程进度的掣肘大幅减弱。15 年以来，央企受国资委“降杠杆”考核，承接新签订单、工程进度推进节奏方面有所顾忌（在这样的背景下，成绩仍相对亮眼）。20 年为国资委对建筑央企“降杠杆”考核最后一年。考虑到建筑央企降负债卓有成效，大部分已接近或完成考核目标，20 年及之后“降杠杆”压力大幅缓解，订单获取、工程推进方面掣肘将明显减弱。
- 3) 基础设施公募 REITs 试点，让我们对中长期基建投资增速更加乐观，行业整体成长上限大幅拔高。

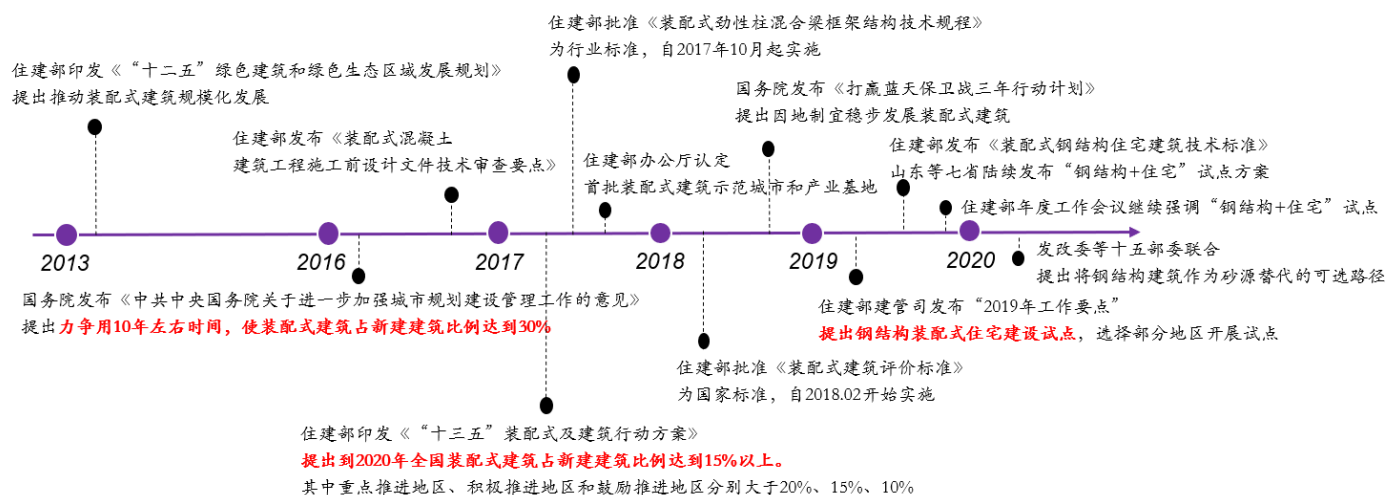
基于上述三方面原因，我们认为建筑央企当前整体估值情况过于悲观，后续存在修复预期。

4、重视钢结构成长性

4.1、政策持续加码装配式建筑推广，钢结构为优选路径

装配式建筑政策支持持续加码。13 年住建部印发的《“十二五”绿色建筑和绿色生态区域发展规划》首次明确提出要我国要加快形成装配式混凝土、钢结构等工业化建筑体系；国务院于 2016 年提出我国力争用 10 年左右时间装配式建筑占新建建筑比例达到 30%；2017 年住建部进一步明确装配式建筑发展规划，提出到 2020 年全国装配式建筑占新建建筑比例达到 15% 以上，其中重点推进地区、积极推进地区和鼓励推进地区分别大于 20%、15% 和 10%，此外多项装配式建筑建设、评估标准相继出台，各省/地区相继发布配套政策支持推进装配式建筑实施，明确装配式建筑占新建建筑比例目标，同时提出相关补贴、优惠政策。

图 22：中央推动装配式建筑发展部分关键政策



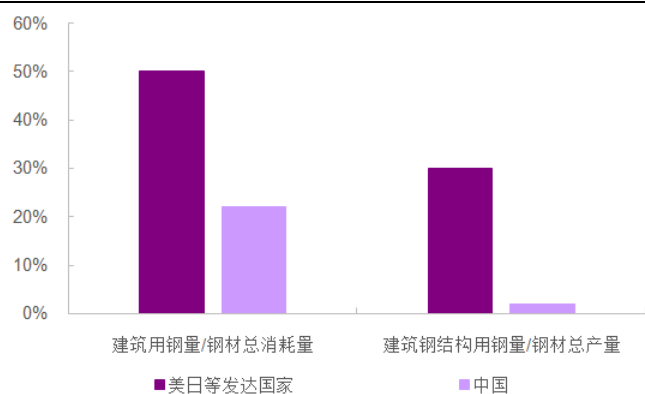
资料来源：国务院，中央政府网，新华网等，光大证券研究所整理

住建部首次仅提推广钢结构，明确住宅建设试点，后续配套政策值得期待。复盘我国发展装配式建筑相关政策，政府上层部门基本同时推广 PC 结构和钢结构应用，并无明显侧重。2019 年 3 月 27 日住建部建设市场监管司发布的“2019 年工作要点”于首条工作要点“推进建筑业中重点领域改革，促进建筑产业转型升级”中单独提出要开展钢结构装配式住宅建设试点，系装配式建筑推广政策中首次仅提钢结构试点，同时提出将选择部分地区开展试点，并将于试点地区保障性住房、装配式住宅建设、农村危房改造和易地扶贫搬迁中明确一定比例工程项目采用钢结构装配式建造。山东等七省陆续推出推进钢结构装配式建筑试点方案，明确试点范围、目标、推广路径、政策支持，钢结构推广有望提速，后续其他地区类似配套政策值得期待。

4.2、钢结构长期成长空间广阔

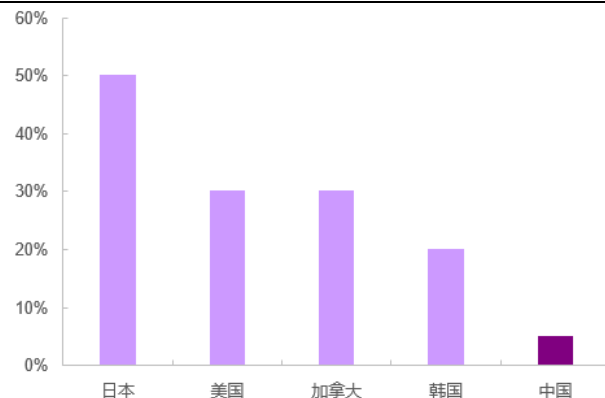
对比国外，钢结构建筑占比有巨大提升空间。从三个角度可以直观感受我国钢结构装配式建筑与国外美日为代表的发达国家差距：1) 2017 年，中国建筑用钢量占钢材总消耗量比例约 22-26%，发达国家普遍在 50% 以上；中国建筑钢结构用钢量占钢材总产量比例不足 2%，发达国家则普遍为 30% 以上；2) 2017 年，中国使用钢结构住宅占比不足 5%，发达国家则普遍在 20%，日本高达 50%。参照发达国家建筑现代化发展路径，我国钢结构建筑占比仍有巨大提升空间。

图 23：我国建筑钢结构用钢量较发达国家差距明显（2017 年）



资料来源：前瞻产业研究院

图 24：我国使用钢结构住宅占比较发达国家差距明显（2017 年）



资料来源：前瞻产业研究院

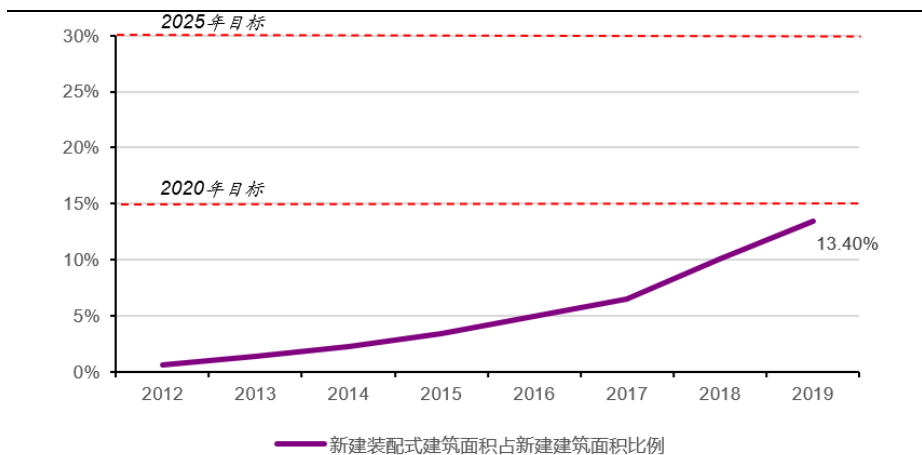
预计 19-25 年新建钢结构装配式建筑面积 Cagr 超 20%，成长性突出。据住建部，19 年我国新建装配式建筑面积 4.2 亿平米，同增 44.6%，占当年新建建筑面积比例达到 13.4%，其中钢结构装配式建筑占比 30.4%。若要达到 25 年政府目标（即新建装配式建筑面积占当年新建建筑面积比例为 30%），19-25 年新建装配式建筑面积 Cagr 为 14.4%；技术路径层面钢结构优先推进，假设 25 年新建建筑中一半为钢结构装配式建筑，则新建钢结构装配式建筑面积 19-25 年 Cagr 为 24.3%，钢结构具备突出成长性。

表 5：至 25 年装配式建筑面积、钢结构装配式建筑面积及增速测算

	2019	2025E
新建建筑面积（万平方米）	311,940	311,940
新建装配式房屋面积/新开工房屋面积	13.4%	30.0%
新建装配式房屋面积（万平方米）	41,800	93,582
Cagr (2018-)	-	14.4%
装配式建筑中钢结构建筑占比	30.4%	50.0%
新建钢结构装配式建筑面积（万平方米）	12,707	46,791
Cagr (2018-)	-	24.3%

资料来源：装配式建筑产业协会，国家统计局，光大证券研究所测算

图 25：我国新建装配式建筑面积占房屋新开工比例



资料来源：装配式建筑产业协会，国家统计局，光大证券研究所

长期钢结构渗透率提升源于其逐渐显现的成本优势。据 16 年住建部《装配式建筑工程消耗量定额》（征求意见稿），造价成本排序，钢结构>PC 结构>现浇。但同时注意到钢结构建筑人工成本占比最低、资源型材料（如水泥、砂石）消耗少。在人工成本稳步提升、上游资源性材料监管加强/企业整合度提升的背景下，长期看，钢结构住宅成本较现浇、PC 结构均有优势。同时应注意，产业配套逐渐完善、总包模式应用对降低钢结构住宅建造成本的效果不容忽视⁵。

4.3、三种情境下，短期钢结构渗透率提升斜率有望更陡

短期来看，我们认为钢结构渗透率提升斜率有望更陡，前期我们提出三种情景¹：

● 情景一，劳动力供给持续承压

15 年起，建筑业农民工数量持续减少，建筑业占农民工择业比重亦在持续降低，可见经济回报并非农民工择业的唯一指标；除此之外，农民工年龄结构持续老化，且考虑到建筑工地的作业强度，后续建筑业人力缺口或将持续扩大。

现阶段，国内“疫情”已得到有效控制，不过人员流动尚有一定限制。若“疫情”等其他因素持续影响建筑业劳动力供给，考虑到钢结构装配式住宅“人工工时较少”的特点，地产商采用相关路径的意愿或提高。

● 情景二，若地产销售加速回暖，补库需求驱动

销售回款是地产商最为重要的资金来源。“高周转”模式下，地产对“拿地->预售/结构封顶”的时间周期有进一步缩短的需求。从历史数据观察，地

⁵ 见外发报告《三种情景下，钢结构装配式住宅渗透率可更陡峭》，2020.04.10，孙伟风、武慧东

产销售面积是新开工的重要前置指标。目前商品住宅库存仍处在较低水平，若后续地产销售数据反弹较快（未来某个时间段），结合钢结构装配式住宅有“工期短”，“得房率高”，“容积率优惠”等特点，地产商采用相关路径的意愿或提高。

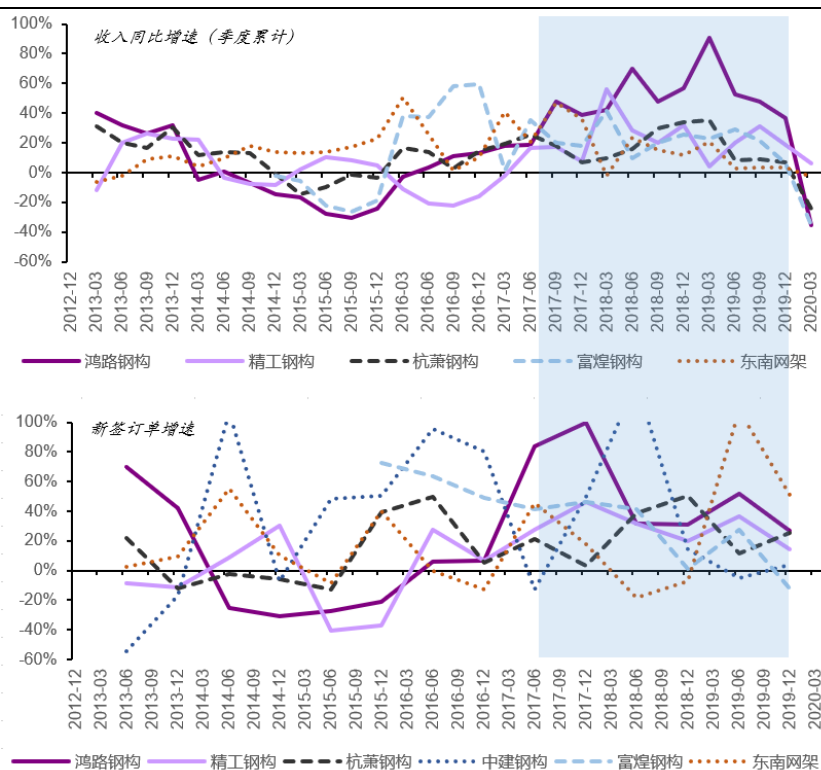
● 情景三，地产商降低即期偿付资金规模的冲动

2020 年，地产商逐步进入境内债、境外债的兑付高峰期，资金偿付压力较增大。由于钢结构装配式建筑在地下空间造价有 30%-50% 的节余，且在主体结构造价上比 PC 等有优势，地产商采用相关路径的意愿或提高。

4.4、数据验证，行业高景气

数据显示钢结构行业高景气。钢构在公共建筑领域应用广泛，而 PC 则在住宅领域更受青睐。住宅建设面积占房建比例达 70%，前期钢构在此方向几无应用。政策推广装配式建筑力度稳步加码，并在技术路径向钢结构倾斜，随着后续配套政策逐步完善、逐渐落地，钢构行业高景气有望持续，钢构企业近期数据亦在持续印证（如 1Q20 钢结构板块净利逆势增长⁶，19 年鸿路/精工/东南收入、净利、新签订单额增速分别为 36.6%/ 18.6%/ 3.2%、34.4%/ 126.3%/ 46.3%、26.6%/ 14.4%/ 51.0%）。

图 26：代表钢构企业收入、新签订单增速



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

⁶ 见外发报告《建筑和工程行业 19 年报和 20 年一季报综述》，2020.05.13，孙伟凤、武慧东

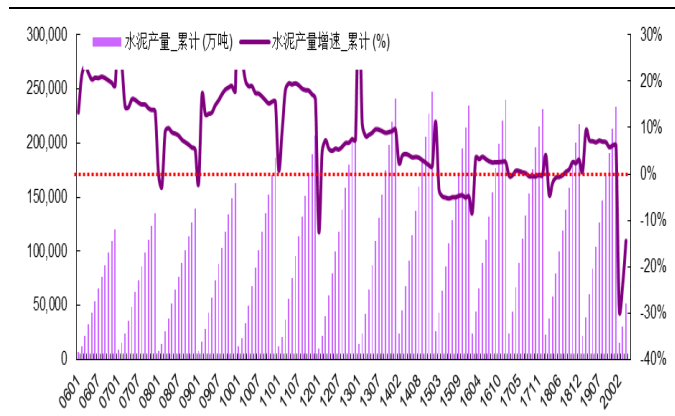
5、水泥：行业高景气有持续性，看好华东、西北

5.1、1-4 月水泥产量同减 14.4%，单 4 月同增 3.8%

受新冠肺炎疫情影响，2020 年 1-4 月我国水泥产量同比下降 14.4%，降幅逐月缩窄。单 4 月水泥产量同比增长 3.8%，考虑 4 月里水泥需求处于爬坡过程，我们认为 5 月水泥产量增速高于 4 月水平。

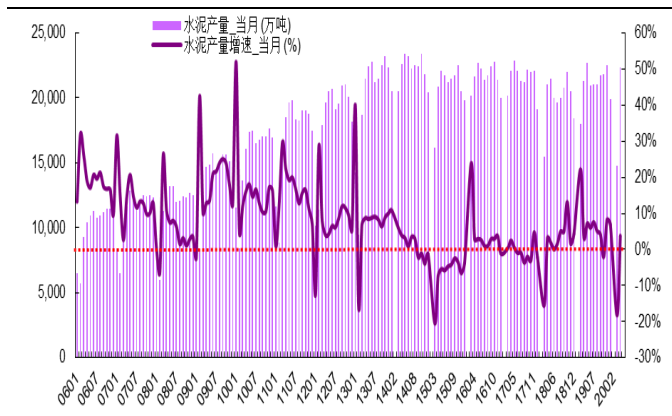
1-2 月政府工作重心以控制疫情为主，3 月逐步转变为防控疫情和复工复产恢复经济并重。在这一过程中国家及时加大宏观对冲政策，提出“积极的财政政策要更加积极有为”，政府调控经济的逆周期管理工具-基础设施建设投资-重回“稳增长”基本引擎。3 月底 4 月初，我国南部地区多数基建项目已基本全面复工，北部地区随着天气转暖正在复工进程中。城市市政施工和房地产施工也在 4 月里逐步正常复工。因此，今年我国水泥产量增速呈现明显的“前低后高”特点，并且随着基建和城市市政领域今年的新开工项目在下半年规模释放对水泥产品的新增需求，我们对于水泥行业今年的需求增长乐观看待。

图 27：2020 年 1-4 月我国水泥产量同降 14.4%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所整理，截止 2020.04

图 28：4 月水泥产量同增 3.8%，预计 5 月增速提高



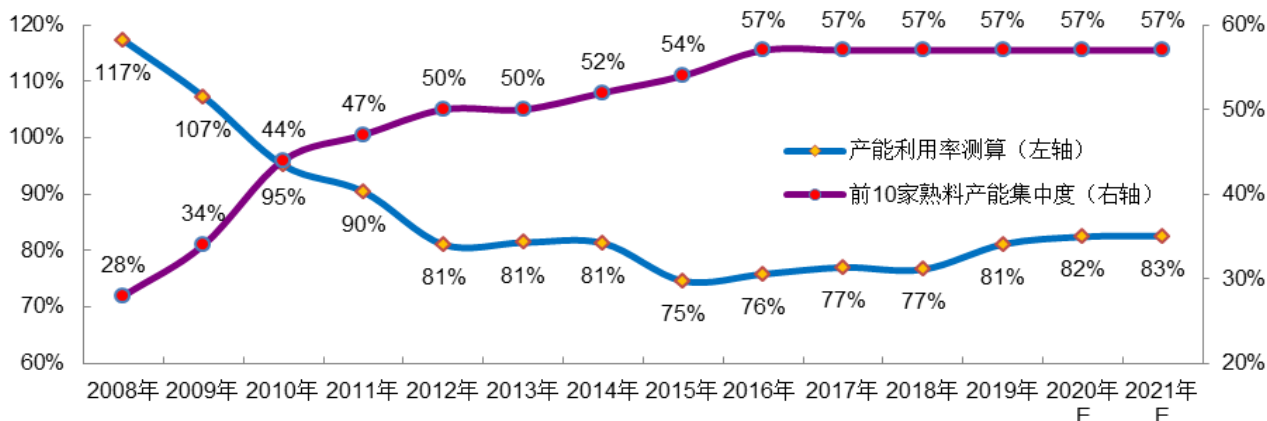
资料来源：数字水泥、光大证券研究所整理，截止 2020.04

5.2、长期视角预判行业景气：持续

传统产品制造行业，产能利用率刻画供求关系边际变化，集中度刻画竞争格局演化。在没有新技术、新产品替代的条件下，供求边际变化决定行业景气变化，竞争格局变化决定景气变化的难易和持续程度，因水泥碳酸盐属性不易保存，决定了供求边际为主、集中度为辅，两者综合分析可以较为准确地分析行业景气的变化。

展望 2020 年甚至更长时间，我国水泥行业集中度保持高位稳定，各区域和地区更是基本形成寡头垄断格局。没有外部企业的规模进入以及行业内下位企业规模新增产能，行业目前良好的寡头竞争格局应能继续保持。在这一市场格局下，新增产能冲击动能仅 1% 的弱冲击程度下，熟料产能利用率仍然稳步抬升，水泥行业的高景气度应会保持稳定抑或仍有提升，行业景气周期将较以往大幅延长。

图 29：2016 年已表现为集中度高位稳定，利用率稳定抬升，预计 20-21 年该趋势持续



资料来源：水泥地理、数字水泥网、光大证券研究所整理

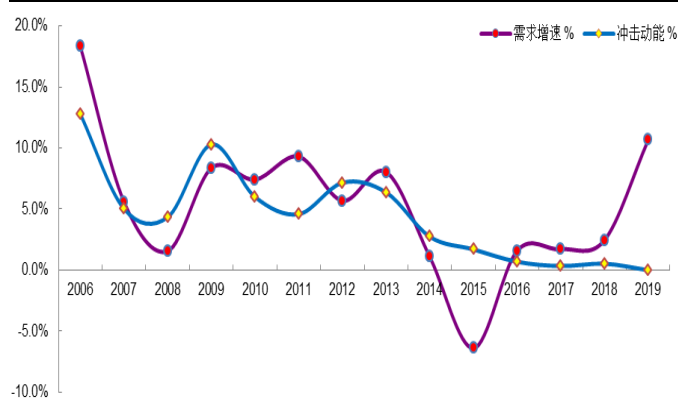
注：1、熟料（名义）产能利用率分母端为水泥行业新干法熟料总产能，分子端为含落后产能生产熟料的全口径熟料产量，指标测算结果会高于熟料实际产能利用率。但这十几年间水泥行业新增产能均为新干法熟料产能，所以名义利用率的演化趋势与实际利用率演化趋势是一致的。然后，辅以水泥行业熟料产能集中度随时间序列演化刻画市场竞争格局。2、2020 年和 2021 年预测值为光大证券研究所测算结果。

5.3、重点区域：华东、西北

5.3.1、华东区域

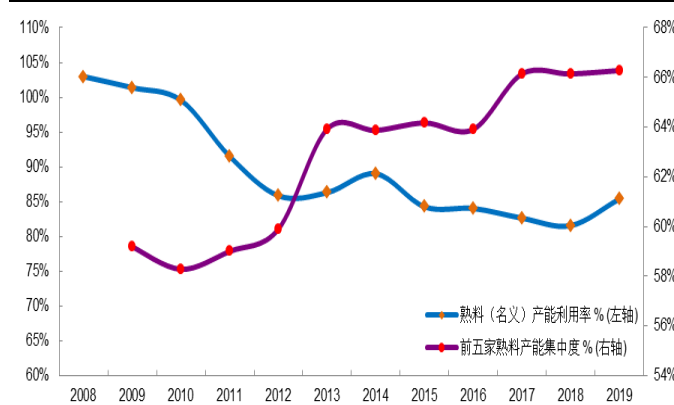
华东区域作为我国水泥行业经营最成熟的区域，其作用不仅仅只体现在价格标杆这一个方面，其发展历程里的各个阶段也将在我国水泥行业其他区域逐一体现出来。

图 30：华东区水泥行业冲击动能和需求增速匹配图谱



资料来源：数字水泥，水泥地理、光大证券研究所整理

图 31：华东区熟料（名义）产能利用率及集中度演变



资料来源：数字水泥，水泥地理、光大证券研究所整理

在华东区域水泥行业处于发展阶段，需求蛋糕持续变大的时候，企业释放产能、充分竞争、扩展市场份额为个体最优策略，且在景气上行时这一动机更加强烈。个体理性的集合带来群体不理性的结果：新增产能规模大于需求增加，产能利用率逐年下降。集中度在提升，行业自律机制逐步建立并发挥“锦

上添花”作用，但“雪中送炭”作用不明显，此阶段中景气周期呈牛短熊长特征。

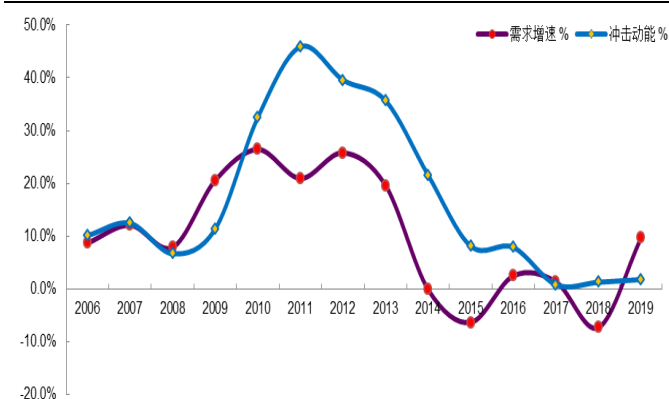
当华东区域水泥行业需求增速放缓事实上进入平台期，在位企业经历了最初几年时间的不适应后，当需求平台化成为企业共识，企业做大规模提高市占率的最优策略被控量保价、提高效益的竞合策略替代，控制新增产能投放成为企业的内在约束。集中度高位稳定，寡头竞争格局形成并巩固。此时个体理性的集合带来了群体最优的结果：不同于以往高盈利时企业规模新增产能冲动，这一轮景气时长和程度都优于历史，但区域内新增熟料产能规模年均仅百万吨级，冲击动能微乎其微。

长投资视角分析，行业发展进入平台期已有经年，企业心态稳定，在位企业最优策略为控量保价、提升效益的竞合策略，寡头竞争格局形成并稳固，产能利用率稳中有升，华东区域水泥行业此轮景气周期将会很长。

5.3.2、西北地区

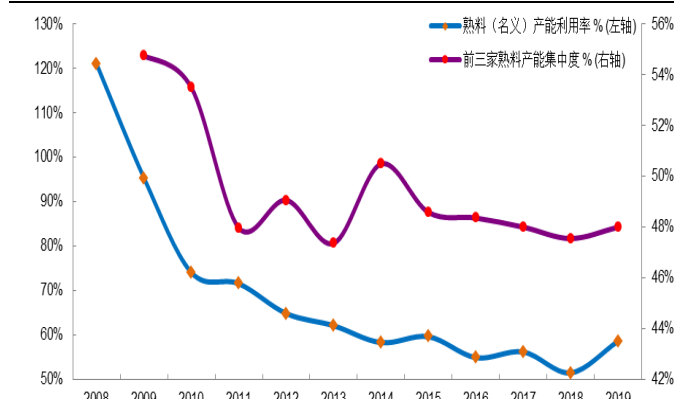
西北区域水泥行业在 2011 年以前景气程度高，单位产品盈利能力远高于其他区域。此后由于规模新增产能投放和需求增速持续下行，供求边际持续恶化，行业集中度也呈下降态势，行业景气度持续回落。

图 32：西北区水泥行业冲击动能和需求增速匹配图谱



资料来源：数字水泥，水泥地理、光大证券研究所整理

图 33：西北区熟料（名义）产能利用率及集中度演变



资料来源：数字水泥，水泥地理、光大证券研究所整理

2016-2019 年的四年时间里西北区域水泥行业新增产能大幅下降，年均投放熟料产能约 100 万吨左右，冲击动能弱冲击（1%左右），区域水泥需求复苏却不理想（见图 32），使得区域熟料产能利用率只是总体保持稳定，并未现持续抬升；区域行业集中度已基本保持稳定在 48% 水平。同时由于西北区域水泥和熟料运输基本为陆路运输，各地区间具备一定的封闭性，各地区区域集中度对于价格有指导意义，西北区域各地区的前三名企业熟料集中度在 60-70% 区间，远高于区域其他行业集中度，也高于我国很多省、市、自治区的行业集中度。从供求边际变化和行业集中度的双指标分析中可知，西北区域仅仅只是在等待需求端的复苏和持续稳健增长这一要素，届时西北“三朵金花”将重新绽放。

西北区域水泥行业下游需求 50-60%来自于基础设施建设领域，今年受新冠肺炎疫情影响，我国及时加大宏观对冲政策，提出“积极的财政政策要更加积极有为”，政府调控经济的逆周期管理工具-基础设施建设投资-得到加强。西北区域水泥行业的各项指标基数低，需求弹性可期。

表 6：2019 年七大区域相关指标值比较

	华东区	中南区	东南区	西南区	华北区	西北区	东北区
新干法熟料产能（万吨）	38,649	22,297	16,769	43,876	34,320	16,829	17,342
水泥产量（万吨）	58,223	30,424	28,174	56,681	33,307	12,556	11,652
固定资产投资完成额（亿元）	190,309	103,518	80,111	121,512	141,266	23,977	39,696
-交通固定资产投资完成额（亿元）	4,975	2,449	2,777	7,019	2,960	2,251	1,022
房地产投资完成额（亿元）	42,209	11,796	22,861	21,969	23,938	3,271	6,149

资料来源：WIND、数字水泥、光大证券研究所

6、消费建材：高质量发展拐点临近，重点关注消费建材需求升级

6.1、建筑质量提升带来的子领域建材需求升级在即

2019 年 8 月，住建部贯彻落实《国务院关于印发深化标准化工作改革方案的通知》（国发〔2015〕13 号），按照《住房和城乡建设部关于深化工程建设标准化工作改革的意见》关于构建我国强制性工程建设规范体系要求，组织中国城市建设研究院有限公司等单位起草了住房和城乡建设领域的 40 项工程规范征求意见稿目录。

《国务院关于印发深化标准化工作改革方案的通知》（国发〔2015〕13 号）：目的是**对标国际标准，改变国内标准缺失老化、交叉重复矛盾、不够合理、协调推进机制不完善的问题**；计划到 2020 年基本建成结构合理、衔接配套、覆盖全面、适应经济社会发展需求的新型标准体系。

其中《工程结构通用规范》意见函重点强调对不同应用领域的建筑工程要求结构的设计工作年限。即为在规定的设计工作年限内，应以经济合理的方式满足下列要求：能够承受正常施工和使用期间可能出现的各种作用，能够满足结构和结构构件的预定使用要求，材料的劣化不影响结构的安全和正常使用。

征求意见稿中规定中建筑工程要求的设计年限实质要求提升：建筑结构的设计工作年限不应低于表 7 规定，其中普通房屋和构筑物设计工作年限不应低于 50 年。铁路工程结构设计工作年限应按 100 年、60 年和 30 年分级。公路工程结构设计工作年限中桥涵隧道的主体结构设计工作年限不应低于 100 年。港口工程结构设计工作年限中永久性港口建筑物不低于 50 年。水工结构的设计工作年限应根据其级别，采用不同的设计工作年限；1 级-3 级主要建筑物结构的设计工作年限应采用 100 年，其他永久性建筑物结构应采用 50 年。

表 7：2019 年房屋建筑结构的设计工作年限

	设计工作年限 (年)	示例
1	5	临时性建筑结构
2	25	易于替换的结构构件
3	50	普通房屋和构筑物
4	100	标志性建筑和特别重要的建筑结构

资料来源：住建部《工程结构通用规范》征求意见稿

相应的工程结构的防水层、电气和管道等附属设施的设计工作年限，应根据主体结构的设计工作年限和附属设施的材料、构造和工作要求等因素确定。建筑结构的设计工作年限提升带来相关建筑材料，如防水材料、管道、电气等的设计工作年限提升，即材料要求质量和材料耐久性显著提升。此外对于建筑的可持续性亦在逐步重视，材料的环保和节能性能的重视亦在逐步提升，涂料、防水材料、管材等要求提升。

根据《国务院关于印发深化标准化工作改革方案的通知》中计划 2020 年理顺并建立协同、权威的强制性国家标准管理体制，预计我国强制性工程建设规范正式文件将尽快发布。2020 年配套的建筑工程质量验收规范亦在提升制定中。

2020 年 5 月 12 日北京市住建委的《保障性住房百年住宅标准研究》课题研究开启，全面启动北京的百年住宅标准研究工作。到 2035 年，北京的新建住房将全面实施百年住宅标准。

以建筑屋面相关的防水要求为例对比 2004 年版、2012 年版和 2019 年征求意见稿中相关防水工程的使用年限规范情况：

表 8：原 2004 年版的《屋面工程防水规范》

设防等级	要求合理 使用年限	建筑物类别	设防要求	防水层材料选择
I 级设防	25 年	对防水有特殊要求的工程，如国家级国际政治活动中心	三道防水设防	宜选用合成高分子防水卷材、高聚物改性沥青防水卷材、金属板材、合成高分子防水涂料等材料、细石防水混凝土、平瓦、油毡瓦等材料
II 级设防	15 年	重要的建筑和高层建筑（12 层以上），如城市中较大型的公共建筑、重要的博物馆、大型厂房、恒温恒湿车间、实验室、别墅等	二道防水设防	宜选用高聚物改性沥青防水卷材、合成高分子卷材、金属板材、高聚物改性沥青防水涂料、合成高分子防水涂料等材料、细石防水混凝土、平瓦、油毡瓦等材料
III 级设防	10 年	一般建筑，包括一般的工业与民用建筑、普通住宅、一般办公楼、学校、旅馆等	一道防水设防	宜选用高聚物改性沥青防水卷材、合成高分子卷材、三毡四油沥青防水卷材、金属板材、高聚物改性沥青防水涂料、合成高分子防水涂料等材料
IV 级设防	5 年	临时永久建筑，如简易宿舍、车间、计划改建的临时防水的建筑	一道防水设防	可选用二毡三油沥青防水卷材、高聚物改性沥青防水涂料等材料

资料来源：《屋面工程技术规范》GB50345-2004

2004 版中建筑屋面防水等级及使用年限是根据建筑物的类别、重要程度、使用功能要求以及选用的防水材料确定的。I 级为 25 年、II 级为 15 年、III 级为 10 年、IV 级为 5 年，其防水层设防层次也有区别，I 级为三道以上，II 级为二道，III 级为一道，与使用材料的材质相联系，如 III 级可选用的高聚

物改性沥青涂料、平瓦、油毡瓦不能在Ⅰ级防水工程中使用等。一般建筑屋面防水使用寿命10年，属于一道Ⅲ级设防一道防水。

屋面的防水性能，不仅取决于防水材料本身的特性，还与不同防水材料组合后的整体的防水效果有关。由于缺乏对防水材料合理使用年限的相关实验数据，所以根据规范审查专家意见，2012版取消了对防水层合理使用年限的规定。根据现行《房屋建筑工程质量保修办法》和《商品房住宅工程质量保修规程》对于一般建筑防水设计使用年限为10年，施工单位保修不低于5年。

表 9：2019 年住宅建筑的设计工作年限

类别	设计工作年限（年）
结构	不低于50
屋面防水	不低于20
卫生间防水	不低于15
地下工程防水	不低于建筑结构设计工作年限

资料来源：2019年住建部《住宅项目规划》征求意见稿

2019年《住宅项目规划》征求意见稿中屋面防水设计工作年限已提升至20年，地下工程防水要求不低于建筑结构设计工程年限，卫生间防水不低于15年，规范明确细致且标准较过去有显著提升，相较于早期关注防水材料性能，本次修订更加重视防水材料的耐久性。

建筑工程质量整体提升需要使用者对于建筑质量和使用寿命的要求提升，特别是相关建筑寿命的防水、管道等隐蔽性工程的重视度上升。国家推行建筑领域的强制性工程建设规范体系为主导，带来的对于国内对于建筑质量重视度的提升和建筑相关材料耐久性和环保节能性能要求提高，推动消费建材行业踏上高质量发展之路。

6.2、“旧改”的推出与投资端稳增长相对应

2020年4月14日国常会推进城镇老旧小区改造，全年各地计划改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户，比19年增加一倍。我们认为“旧改”的推出与“棚改”的退出和投资端稳增长相对应。

2020年5月2日，在国际绿色建筑与节能大会线上研讨会上，国务院参事、住房和城乡建设部副部长仇保兴在《疫后复兴，“旧改”再出发》的演讲中指出⁷：中国在2015年开始启动大规模棚改，每年以500万、600万套的速度开展，随着2019年棚改进入尾声，未来房地产投资萎缩是必然现象，因此2020年国务院决定把旧改规模扩大一倍。

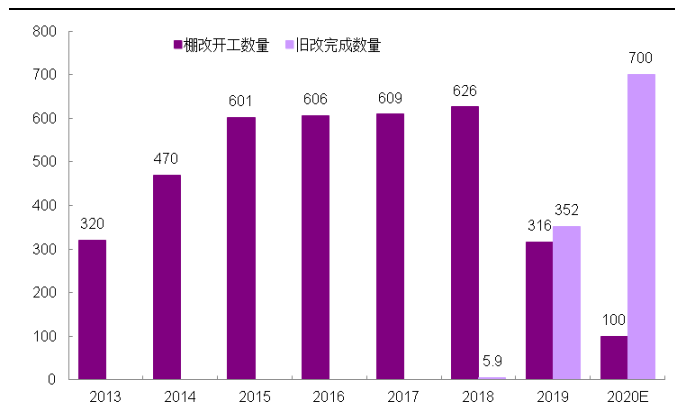
根据住建部，2008年-2012年我国改造开工各类棚户区1260万套、2013年320万套、2014年470万套、2015年601万套、2016年606万套、2017年609万套、2018年626万套。2019年全国各类棚户区改造开工316万

⁷ 参考自中国房地产报对发言内容整理：
<https://new.qq.com/omn/20200510/20200510A09S8800.html>

套，顺利完成年度目标任务，完成投资 1.2 万亿元，同比收缩 49.5%，棚改正式进入尾声。

回顾 2008 年以来的国内棚改的政策演变和实际开工数量情况：

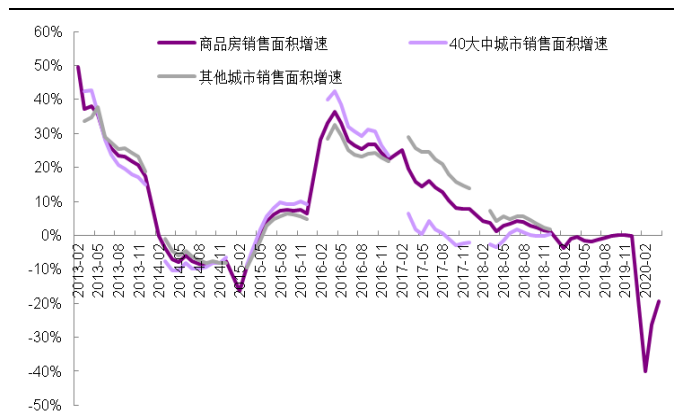
图 34：“旧改”是对“棚改”的接力（万套）



资料来源：住建部，光大证券研究所

注：2020 年“棚改”计划数量为光大证券研究所预测

图 35：商品房销售面积分解



资料来源：Wind

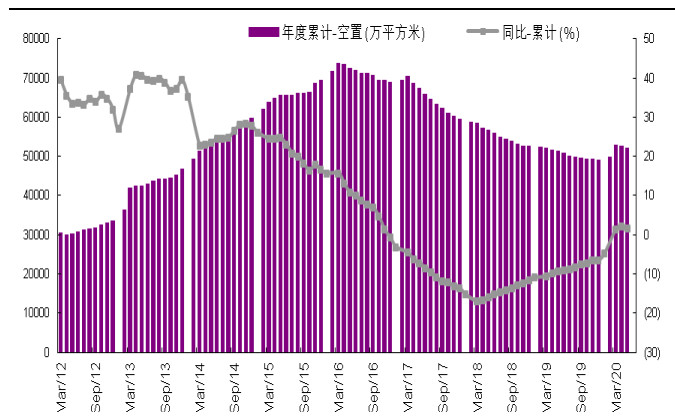
注：2019 年后全国 40 大中城市销售面积不再公布

2008 年-2014 年，国内棚户区改造是以“拆一补一，实物安置”为主。从 2014 年开始，棚户区改造逐渐演变为货币化棚改安置并受到大力推广，而货币化棚改的出台本意是去房地产库存。

货币化棚改安置具体流程是：央行通过抵押补充贷款（PSL），为国家开发银行提供低息长期贷款。国开行贷款给各地方政府，用于购买棚户区破旧住房换取土地。拿到货币补偿的棚户区居民去购买商品房或投资商业，而房企又源源不断地买地建房提供产品，最终实现房地产去库存。

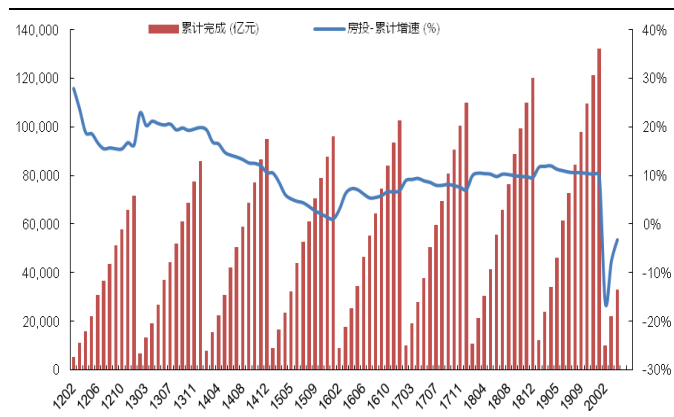
2015 年-2017 年，三四线城市棚户区改造占比不断提升，销售带动下三四线城市快速去库存（还带动建材行业内企业近年来营销网络不断向三四线城市下沉），16 年 9 月楼市限购限贷政策出台后，40 大中城市快速放缓，三四线城市房地产市场繁荣带动和延续了 2016 年至今地产投资的高景气。

图 36：房地产库存指标



资料来源：Wind，截止 2020.04

图 37：房地产投资情况



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 2020.04

2018年-2020年，2017年国务院常务会议确定的2018-2020三年棚改攻坚计划，改造规模为1500万套；但由于2018年10月，国务院常务会议指出商品住房库存不足带来房价上涨压力加大的市县需尽快安排货币化安置优惠政策退出，导致主要资金来源PSL下降；2019年“棚改”开工面积大幅下滑，整体进入尾声。

综上所述，货币化棚改是本轮房地产高景气的重要推手之一，现阶段商品房仍处于去化过程但速度放缓，随着国内棚改进入尾声，对房地产销售面积增长的刺激持续减弱，本轮地产投资繁荣亦进入最后阶段（棚改所需时间较长，相较于旧改投资周期约半年左右）。

“旧改”首次提出于2015年，2017年住建部正式启动“旧改”试点；2018年开始有序推进“旧改”，全国完成改造老旧小区106个涉及居民5.9万户；2019年密集出台政策加速“旧改”落地，同时配套资金支持和试点深化，全国完成改造老旧小区1.9万个，涉及居民352万户；2020年年各地计划改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户，“旧改”正式接力“棚改”开始发力，预计未来几年内规模将保持稳定。

据仇保兴《疫后复兴，“旧改”再出发》演讲⁸，“目前国内建筑面积约460亿平方米中，老旧小区即2000年前住宅总量大于100亿平方米，综合改造成本按1000元/平方米计算，总投资额将达10万亿”、“2020年计划改造700万户，每户100平方米，加上停车设施、加装电梯、海绵社区建设，总投资额将达到7000亿元到1万亿元，预计可拉动固定资产投资1.2-1.5个百分点”。

“棚改”房屋建安费投入在2000-3000元/平米（拆旧建新），“旧改”投入在1000-2000元/平米，“棚改”对相关建材需求的拉动远大于“旧改”带来的需求，相较于资本市场一般认知下“旧改”对建材的地产端需求有较大的拉动和贡献作用，我们认为“旧改”是弥补“棚改”退出历史舞台的过渡和替代，对建材整体需求进一步扩大影响有限，更多是投资端稳需求保增长的意义。

根据2020年《浙江省城镇老旧小区改造技术导则》，老旧小区指建设标准不高、房屋年久失修、设施缺损、功能不全、环境脏乱差、影响居民基本生活且群众改造意愿强烈的住宅小区，重点是2000年前建成的小区，不包括已纳入棚户区改造计划的小区，城镇老旧小区内超过建筑合理使用年限三分之二以上的既有建筑。

表 10： 老旧小区改造分类

	具体项目	涉及建材
基础设施改造	道路交通、无障碍设施、给排水设施、电气设施、燃气设施、安防设施、房屋修缮、违章违建、环卫设施、停车设施地下空间、通信设施	混凝土、砂浆、管材、防水等
小区环境优化	小区特色风貌、外立面改造、绿色技术改造、海绵化改造、景观绿化	混凝土、砂浆、涂料、保温、防水等
服务功能提升	休闲健身设施、养老托幼设施、多层住宅加装电梯、机动车位改造、局部改扩建、其他设施	

资料来源：2020年《浙江省城镇老旧小区改造技术导则》、2017年《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》

⁸ 根据中国房地产报的演讲纪要整理内容，
<https://new.qq.com/omn/20200510/20200510A09S8800.html>

6.3、地产后周期，消费建材龙头市占率提升趋势不改

消费建材行业集中度普遍不高，上游原材料特别是石油化工产品链供给端高度集中，下游房地产和基建话语权大，行业内企业低价中标和垫资是常态，龙头企业扩张市场依靠的更多是融资而非自身造血。

16 年以来房地产持续高景气，2020 年前期已成交的商品房逐渐进入交付期，带动竣工端的消费建材需求向好。叠加工程端中房地产全装修比例大幅上升，房地产企业集采业务快速发展，带动防水材料行业集中度快速提升。住建部于 2019 年 2 月发布的《住宅项目规范》征求意见稿中明确提出“城镇新建住宅建筑应全装修交付”。随着下游地产行业全装修渗透率的提升，各类消费建材龙头企业的工程端起量带动营收和业绩增速加速，品牌优势凸显。

房地产后周期，竣工面积的逐步释放和基建稳增长下，对消费建材的需求形成支撑，我们预计这一过程仍将持续，一段之内仍将是工程业务持续发力带动消费建材龙头企业市场占有率提升。

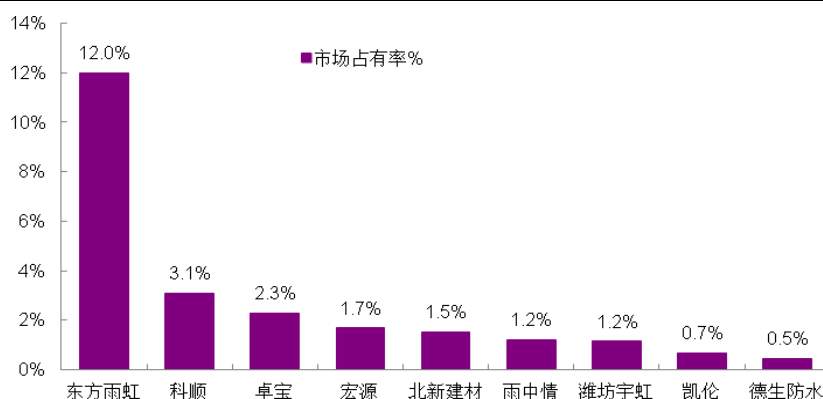
图 38：期房从新开工到竣工流程



资料来源：光大证券研究所

长期看，建筑质量整体提升需要建筑的使用者对于建筑工程质量和使用寿命的要求提升，相关建材的质量、环保节能性能和使用年限同步提升带来需求结构优化，为消费建材行业下一阶段发展的重点，对应现阶段消费建材行业龙头企业市场占有率仍不高（以防水材料行业为例），未来部分消费建材行业集中度仍然有进一步提高的空间。

图 39：2019 年防水材料行业主要企业市场占有率



资料来源：中国产业信息网

而随着发展，未来房地产存量市场的重要性将逐步体现。根据部分城市的房产管理部门建议的房屋大修周期：砖混结构 15-20 年，钢筋混凝土结构房屋 20-25 年，我们假设国内 90 年代以来新建的住房钢混结构为主，每 20-25 年需要大修一次，每次大修都将需要对内部整体装修进行全面改造，未来“二次装修”存量市场可期。

表 11：待修缮面积增长测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
100%的建筑进行修缮（万平方米）	11771	16376	19690	23619	28429	32966
85%的建筑进行修缮（万平方米）	10005	13920	16737	20076	24165	28021
70%的建筑进行修缮（万平方米）	8239	11463	13783	16533	19901	23076
需修缮的建筑面积增速（%）		39%	20%	20%	20%	16%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

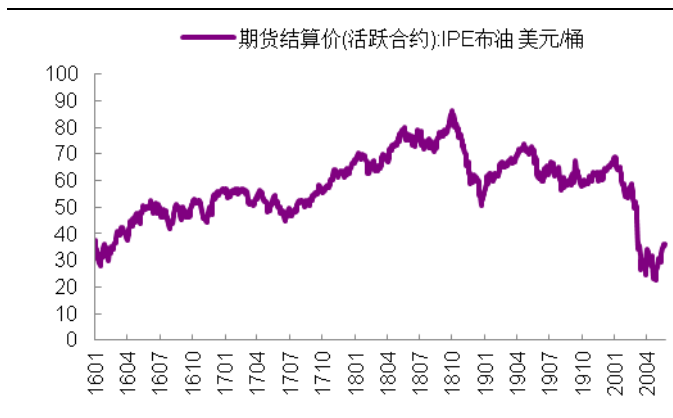
注：建筑修缮面积计算为房地产竣工面积回推 21-25 年，100% 的建筑进行修缮的情况下每年贡献 20% 的建筑修缮需求五年全部修缮完成，此外 1995-1997 年没有统计局数据按 20% 的增速估计其大概值。

消费建材行业仍将不断产生新的变化，而龙头企业优势亦将不断加强，未来市占率还将进一步提升。

6.4、2H20 成本端利好有望延续

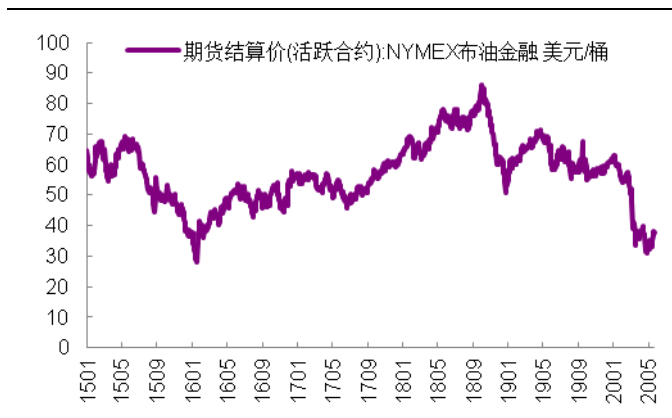
多个建材子行业（比如防水材料、混凝土添加剂、塑料管道、涂料等）的原材料成本和能源成本与原油价格变化联系紧密。2017-2018 年原油价格上涨带来的原材料和能源成本上涨压力，2019 年原油价格在区间波动，但产业链上相关产品价格走势有所分化，基本保持稳定。2020 年初受全球新冠肺炎疫情影响，原油价格大幅下跌，带动石油产业链相关产品价格全面下跌，部分国家复工预期下 5 月价格已开始止跌企稳小幅上涨，而全球疫情尚未缓解需求难言乐观，下半年预计油价仍将维持较低水平，向上空间有限。

图 40：IPE 布油价格走势图谱（美元/桶）



资料来源：Wind，截止 2020.06.12

图 41：NYMEX 原油价格走势图谱（美元/桶）

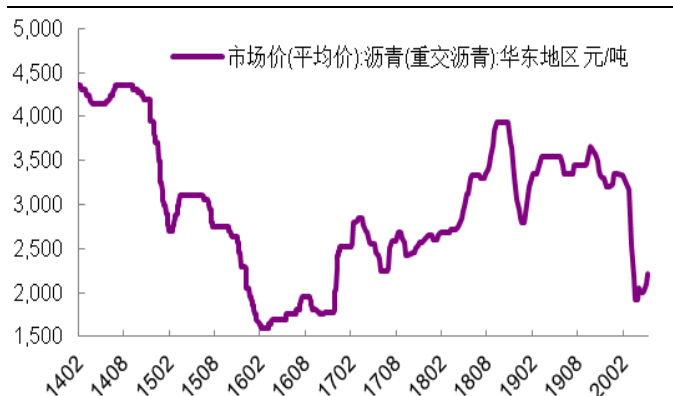


资料来源：Wind，截止 2020.06.12

沥青价格方面，6 月 7 日最新价格 2485 元/吨，同比下降 30.0%，1-6 月累计价格跌幅 22.5%。

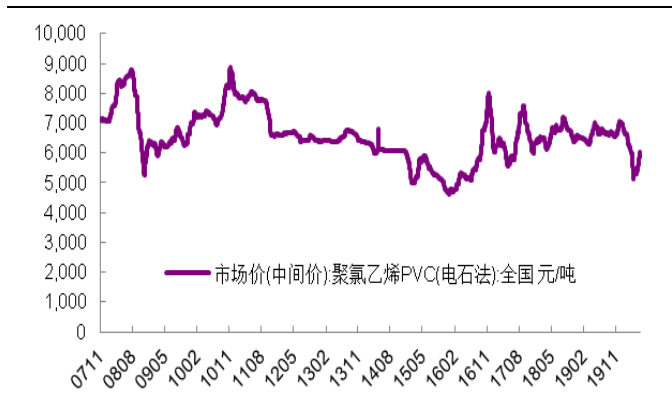
PVC 价格方面，6 月 12 日最新价格 6272 元/吨，同比下降 5.7%，1-6 月累计价格跌幅 8.7%。

图 42：华东地区重交沥青平均价



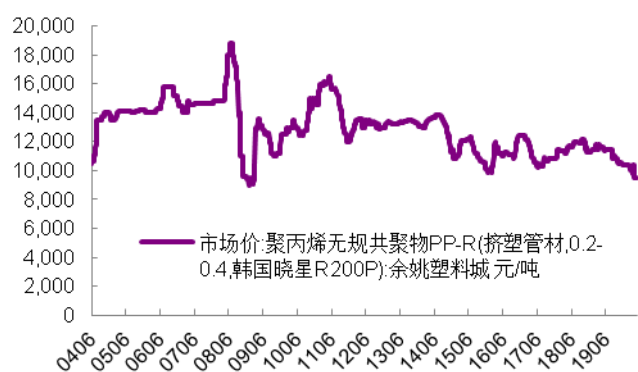
资料来源：Wind，截止 2020.06.07

图 43：国内 PVC 平均价



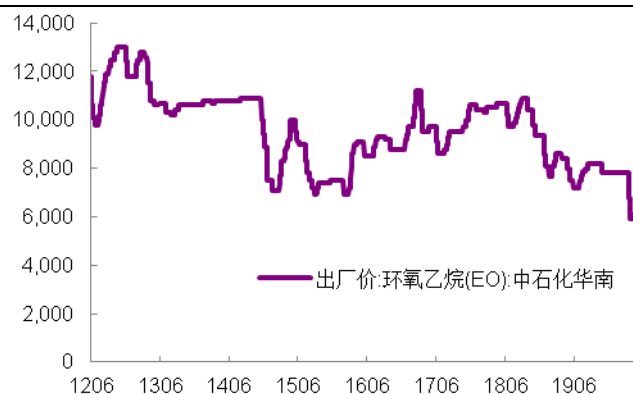
资料来源：Wind，截止 2020.06.12

图 44：国内 PP-R 代表地区平均价



资料来源：Wind，截止 2020.06.12

图 45：国内中石化环氧乙烷价格（元/吨）



资料来源：Wind，截止 2020.06.12

PP-R 价格方面，6 月 12 日最新均价 9500 元/吨，同比下降 17.4%，1-6 月累计价格跌幅 13.2%。

环氧乙烷价格方面，6 月 12 日最新均价 6467 元/吨，1-6 月累计价格跌幅 11.1%。

7、观点总结暨投资建议

观点回顾：在 2020 年年度策略报告中，我们明确提出如下主线：1) 基建投资增速边际回升，对需求侧有正面影响；2) 装配式建筑，尤其是钢结构装配式住宅推广下的细分领域渗透率提升；3) 竣工回暖以及精装房渗透率提升，带来地产后周期品种尤其是 ToB 类建材企业的确定性机会。虽然 20Q1 受疫情影响，数据趋势有扰动，我们仍维持前期判断。

2020 年下半年投资展望：装配式建筑/装修、精装修（尤其是 ToB 类企业与大地产商合作深化）是行业最重要的发展趋势与变革，年内相关细分领域的个股已有较好的表现。对于上述细分领域，随着行业数据逐步验证，以及相关企业业绩持续兑现，或仍将有较好的市场表现。基建与竣工仍是建筑建材板块年内两大引擎，关注需求/估值仍阶段性处底部的细分领域。

1) 装配式建筑行业确定性高，钢结构或为最优：“人口红利消弭”与“政策支持”驱动装配式建筑近年快速发展。2019 年以来，钢结构装配式住宅为政策主推的方向，且企业微观订单已有一定验证，判断钢结构未来增速将快于装配式整体增速。鸿路钢构聚焦制造环节，与其他上市钢结构工程企业合作大于竞争；鸿路成长路径清晰，但对模仿者有一定难度。

2) ToB 类消费建材受益于竣工及精装，“旧改”带来额外需求：“精装”与“集采”则改变了消费建材传统的扩张路径与分销渠道。与地产商深度合作，有利于消费建材类企业快速扩张；竣工改善带来中期需求的高确定性，而“旧改”或创造额外需求。此外，产品提标也将进一步确立龙头企业优势，进而加速供给侧去化。

3) 基建需求侧弹性，供给格局改善，看好西北及华东水泥：基建投资带来需求侧弹性，看好投资增速年内拾阶而上。华东地区，寡头竞争格局形成并稳固，产能利用率稳中有升，控量保价、提升效益的竞合策略已成共识，故现阶段的高景气或可持续较长周期；西北地区，约 50%-60% 的需求源于基建，随着区域供需格局的优化，判断下半年或有量价弹性。

4) 建筑央企经营边际改善，关注 REITs 带来的投融资模式变革：虽然基建投资增速持续边际改善，但建筑央企估值持续下行。同时观测到 1) 收入及订单提速；2) 杠杆率下降；3) 业绩增速相对稳定；且央企去杠杆接近尾声，ROE 将有向上弹性。目前板块表现，更多反映市场对企业中期成长性以及资产质量的担忧。我们判断，若后续 REITs 大规模推广，或将使企业扩张突破资产负债表限制，并将改善报表质量。REITs 能否成为板块估值修复的催化剂？将取决于 1) 后续配套政策的演变；2) 推广的规模。

建筑板块关注度在逐步升温，基金持仓连续三个季度提升。但总体而言，板块估值仍在历史底部区域，向上空间值得重视。近期基建公募 REITs 试点文件打开基建投资中期空间，短期受逆周期加码提振，我们对基建投资增速较前期更加乐观。我们对 2H20 建筑板块表现不悲观。我们认为板块估值存在较大提升空间，**维持建筑装饰行业“买入”评级**。需求有支撑，水泥高景气有持续性，消费建材高质量发展拐点临近，**维持建筑材料行业“买入”评级**。

投资标的：

建筑板块我们看好几个方向：

- a) 建筑央企 ROE 回升带动估值修复，且基建公募 REITs 试点有望直接受益。推荐中国交建、中国建筑等。
- b) 看好钢结构成长性。推荐制造环节产能快速扩张的鸿路钢构，同时推荐转型总包、效果初现的钢结构工程龙头精工钢构。
- c) 自下而上建议关注金螳螂、华铁应急、中材国际、上海建工、隧道股份。

建材板块我们看好两个方向：

- a) 水泥重点关注华东、西北区域。关注“一稳一进”组合，“稳”组合海螺水泥、冀东水泥、塔牌集团、华新水泥，“进组合”布局西北区域的水泥企业宁夏建材、祁连山、上峰水泥、天山股份。
- b) 消费建材关注东方雨虹、垒知集团、中材科技、山东药玻、北新建材，永高股份。

8、重点公司推荐

8.1、鸿路钢构：钢构制造龙头，成长性突出

◆“产能扩张”是行业变化及公司竞争优势的注脚。钢结构装配式行业已驶入成长快车道。鸿路钢构深耕制造环节，其经营策略与其他上市钢结构企业形成错位竞争。在行业成长性有较大确定性的背景下，制造企业的成长曲线将取决扩产节奏。以企业家视角，“扩产”决策树的关键节点为：1) 其产品竞争优势（较同行具备显著成本优势）；2) 吨 Capex 回报率（19 年吨产能 ROE 为 26%-33%，有吸引力）；3) 管理半径（管理体系扁平化易发挥规模优势、生产基地作为成本中心易复制、管理精细化）。综合来看，公司产能扩张有持续性，19 年底产能接近 300 万吨（vs 18 年底为 160 万吨），20 年底将达到 380 万吨。产能扩张提速，市占率稳步提升，壁垒逐步加深。

◆报表质量稳步改善：经营现金流向好，广义营运周期改善，反哺利润表。商业模式角度，制作环节明显优于工程环节，制作业务占比提升带动现金流稳步向好，同时存货结构优化、应收账款周转提速。广义营运周期大幅缩短（19 年同减 39%），是公司经营效率提升、产业链议价能力提升的直观体现；吨营运资金占用持续减少（19 年同减 36%），且仍有改善空间，意味着随着产能规模的增大，其 ROIC 将边际向上。判断鸿路的报表质量改善有持续性，有利于 1) 公司财务费用率的降低；2) 资产减值损失的减少；实现对利润表反哺。

◆19 年业绩超预期，1Q20 疫情影响明显，料 2Q20 起重回增长：19 年公司收入 107.6 亿，同增 36.6%，归母净利 5.6 亿，同增 34.4%（其中扣非归母净利同增 80.1%），超市场预期。钢结构制造占比在稳步提升，营运周期继续缩短，但产能扩张致产能利用率承压，料后续逐渐改善。1Q20 公司收入 13.8 亿，同减 35.4%，归母净利 4,154 万，同减 38.8%，疫情影响生产基地生产节奏。预计 2Q20 起疫情影响将大幅减弱，业绩有望重回增长。

◆关注长期投资价值，维持“买入”评级：公司聚焦钢结构制作环节，错位竞争，优势明显。短期成长曲线关注公司扩产节奏，管理提效、资产周转提速、盈利能力有提升空间。维持 20-22 年归母净利预测 7.0/8.8/10.6 亿，现价对应 20 年 PE 18x，维持“买入”评级。

◆风险提示：政策推动、产能扩张不及预期，钢价大幅波动

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,874	10,755	14,398	17,434	19,919
营业收入增长率	56.46%	36.58%	33.87%	21.08%	14.26%
净利润（百万元）	416	559	700	883	1,057
净利润增长率	98.58%	34.39%	25.13%	26.26%	19.62%
EPS（元）	0.79	1.07	1.34	1.69	2.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.41%	11.32%	12.60%	13.95%	14.56%
P/E	30	23	18	14	12
P/B	2.9	2.6	2.3	2.0	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 06 月 12 日

8.2、精工钢构：EPC 转型有效果，受益钢构高景气

◆总包模式为行业未来发展趋势，公司向 EPC 转型效果渐显：

工程总承包为行业未来发展趋势，具有诸多优势。EPC、DB 为实际操作中常见的总承包模式（EPC 是“终极”总承包模式），相较传统工程分包，总包对于工程承包商及业主均有重要意义。工程承包商角度，1) 利润环节增加，设计、施工一体化利于实现资源最优化配置，项目利润率会改善；2) 结算直接对接业主，下游可部分转移资金压力，现金流会改善。业主角度，权责清晰，同时项目预算可减少。参考海外发展经验及住建部等政策引导，工程总承包模式为行业未来发展趋势，装配式建筑为最优先推进领域之一。

公司转型 EPC 效果开始逐渐显现。依托子公司绿筑集成的技术、产品优势及前期 EPC 模式承揽新老基建经验，结合公司在传统钢结构工程领域丰富的项目经验，公司整体工程业务向 EPC 转型有优势。效果已经开始显现，公司已通过总包模式承接多单工程项目（其中部分为 EPC 模式）。

◆产业链布局完整，制造环节重视总装产能：

钢结构装配式建筑产业链大体可划分为原材料上游→制造环节（构件制造、总装制造）→工程环节，公司在产业链层面拥有相对完整布局。工程环节公司已处于行业第一梯队。制造环节，公司在全国拥有七大基地，包括传统钢结构构件生产年产能约 65 万吨及配套建材产品年产能约 1,500 万平米及集成建筑总装环节产能 100 万平米（子公司绿筑集成，未考虑合作伙伴）。制造环节，公司更加侧重于发展附加值更高的总装环节，随着公司战略合作伙伴队伍扩大，公司全口径总装产能或将保持快速增长。

◆维持“买入”评级：公司 18 年以来收入加速，19 年净利同比 122.0%，1Q20 疫情影响下仍保持正增长（增速为+6.1%）。订单结构改善、质量提升，带动盈利能力稳步改善（其中 1Q20 归母净利增速+19.5%）。“两金”周转速度稳步加快，资产结构及周转较可比公司有优势。我们维持前期业绩预测，20-22 年归母净利预测分别为 5.1/6.2/7.6 亿元，YoY 分别为 26%/23%/22%，现价对应 20 年 PE 仅 12x，维持“买入”评级。

风险提示：回款低于预期、钢价大幅波动、政策风险、融资弱于预期

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,631	10,235	12,264	14,780	17,688
营业收入增长率	32.11%	18.59%	19.82%	20.51%	19.67%
净利润（百万元）	182	403	507	621	758
净利润增长率	192.98%	121.95%	25.66%	22.62%	21.95%
EPS（元）	0.10	0.22	0.28	0.34	0.42
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.73%	7.66%	8.85%	9.86%	10.83%
P/E	32	15	12	9	8
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 06 月 12 日

8.3、中国建筑：地产链龙头，业绩稳健

◆公司是房建绝对龙头，地产、基建、设计等多业务有优势：中国建筑是唯一的国资委直属建筑央企，主要业务涵盖房建、基建、地产开发、勘察设计等，是全球最大的综合性工程承包企业。房建领域，公司过往承接的一系列项目显示公司代表国内乃至全球房建施工领域最高水平；基建领域，公司是行业后起之秀，业务量具备相当规模，业务覆盖国内主要区域及海外几十个国家；地产开发领域，拥有中海地产/中海宏洋/中建地产三大品牌，差异化定位，其中中海地产为国内地产开发领域龙头之一；勘察设计业务由7家具有甲级设计资质的勘察设计企业领衔开展，其中房建设计领域优势明显。

◆收入及新签 FY19 房建亮眼、地产开发高增，基建向好，1Q20 有韧性：19 年公司收入 1.42 万亿，YoY +18.4%，增速同比+4.6pcts。分业务看，房建、基建、地产开发、勘察设计收入 YoY 分别为+20.5%、+15.0%、+17.9%、+4.9%，增速分别同比+4.6、-4.8、+15.2、-10.5pcts，房建继续提速，基建、地产开发高增，房建/基建/地产开发业务收入占比分别为 61.4%/22.4%/15.3%（分别同比+1.0/-0.7/-0.1pct）。1Q20 公司收入 2,638 亿，同比-5.1%，受疫情影响，主要业务均同比负增，但相对有韧性。19 年建筑业务新签合同额 2.48 万亿，YoY +6.8%，增速同比+2.2pcts，其中房建、基建 YoY 分别为+15.9%、-17.5%，房建亮眼、基建承压（但在逐季转好）；地产合约销售额 3,818 亿，YoY +26.8%，延续高增。1Q20 建筑业务新签合同额 YoY -4.3%，地产开发合约销售额 YoY -11.2%。

◆费用管控优异，降负债卓有成效：19 年公司综合毛利率 11.1%，同比-0.8pct。其中房建、基建、地产开发毛利率分别为 6.4%、8.5%、31.1%，分别同比-0.3pct、+0.1pct、-3.9pcts。期间费用率 4.0%，同比-0.2pct，主因财务费用大幅减少。此外，应收账款周转加快致减值损失大幅减少，综合致 19 年净利率同比减少 0.1pct 至 4.5%。中海地产利润贡献增加叠加永续债利息计提，致少数股东损失同比大幅增长，拖累归母净利率同比降低 0.3pct 至 2.9%。1Q20 公司综合毛利率、归母净利率分别为 9.2%、2.9%，分别同比+0.3、-0.1pct。截止 1Q20 末，公司资产负债率为 76.2%（一季度通常为年内高点），同比-0.8pct，后续继续降负债压力已不大。

◆维持“买入”评级：疫情影响，小幅调低公司 20-21 年归母净利预测至 462、508 亿（前值 479、538 亿），新增 22 年预测 578 亿，20-22 年 YoY 分别为 10.4%、10.0%、13.6%，现价对应 20 年 PE 仅 5x，维持“买入”评级。

◆风险提示：基建增速下行、房地产销售大幅放缓、应收账款回款恶化

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,199,325	1,419,837	1,590,579	1,735,326	1,929,876
营业收入增长率	13.78%	18.39%	12.03%	9.10%	11.21%
净利润（百万元）	38,241	41,881	46,216	50,849	57,782
净利润增长率	16.09%	9.52%	10.35%	10.02%	13.64%
EPS（元）	0.91	1.00	1.10	1.21	1.38
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.68%	15.11%	14.64%	14.21%	14.22%
P/E	6	5	5	4	4
P/B	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 06 月 12 日

8.4、中国交建：有望明显受益公募基建 REITs 试点

◆公司是我国交通基建、疏浚领域龙头，建筑业出海龙头之一：公司在主要业务领域基建建设、基建设计和疏浚工程方面均为国内领导者，可提供涵盖基建项目各阶段的综合解决方案。是世界最大的港口设计建设公司、公路与桥梁设计建设公司、疏浚公司等；同时是中国最大的高速公路投资商。海外工程方面，18 年及之前公司海外营收、新签合同额均排中资企业首位；19 年公司海外营收达 962 亿，八大基建央企中排第二（被中国铁建超过），新签合同额 1,958 亿，亦排第二（被中国建筑超过）。

◆19 年收入增速创新高，利润率下滑，在手订单充裕，1Q20 新签逆势增长：19 年公司收入 5,548 亿，YoY +13.0%，收入增速创 11 年以来最高水平。基建建设、基建设计收入均提速，基建建设收入占比同比+0.8pct 至 88.5%。19 年新签订单 9,627 亿，YoY +8.1%，增速回暖，主因工程建设类订单增加，市政及海外成为新增长点。截止 19 年末，在执行未完成合同约 19,991 亿，约为同期收入 3.6 倍，在手订单充裕。1Q20 公司收入 954 亿，YoY -6.7%，工程进度受疫情拖累。同期新签合同额 2,275 亿，YoY +11.9%，逆势高增。

19 年综合毛利率 12.8%，同减 0.7pct；其中，基建建设、基建设计、疏浚业务毛利率分别同减 0.5pct、1.9pcts 及 1.4pcts，源于分包力度加大及原材料价格上涨。费用管控有效、有效所得税税率有所降低部分抵消毛利率下滑拖累，但永续债增加致少数股东损益影响加大，同期归母净利率同比减少 0.4pct 至 3.6%。1Q20 毛利率、归母净利率分别同减 0.4pct、1.3pcts 至 8.5%、2.5%。

◆建企中运营资产占比领先，有望明显受益公募基建 REITs 试点：20 年 4 月底证监会、发改委联合出台的公募基建 REITs 试点文件标志着对于基础设施行业将产生深远影响，包括存量基础设施资产运营精细化、明显拓宽基建投资资金来源等。部分建筑企业前期沉淀了大量的运营类基础设施资产，其 REITs 化对于改善资产质量、增厚利润表等具有显著意义，其中报表内运营资产占总资产比重较高的建企将更受益。19 年末，中国交建无形资产占总资产比例高达 19.9%，上市建筑企业内排第四，且资产质量较好，后续有望明显受益公募基建 REITs 试点的推进。

◆维持“买入”评级：维持对公司 20-22 年归母净利预测分别为 217、239、265 亿，YoY 分别为+7.9%、+10.1%、+11.0%，现价对应 A、H 股 20 年 PE 分别为 6x、4x，均维持“买入”评级。

◆风险提示：基建增速下行、公募基建 REITs 试点推进弱于预期

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	490,872	554,792	600,000	666,810	735,272
营业收入增长率	1.67%	13.02%	8.15%	11.13%	10.27%
净利润（百万元）	19,680	20,108	21,701	23,887	26,525
净利润增长率	-4.37%	2.17%	7.93%	10.07%	11.04%
EPS（元）	1.22	1.24	1.34	1.48	1.64
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.98%	8.74%	8.75%	8.92%	9.16%
P/E（A 股）	6.7	6.6	6.1	5.5	5.0
P/E（H 股）	3.9	3.9	3.6	3.3	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 06 月 12 日，港币兑人民币汇率为 0.9143

9、风险提示

国内基建投资不及预期：基建投资不及预期将减少建筑企业（如中国建筑等主要建筑央企）基建项目新签订单及项目推进进度，进而对基建业务业绩产生影响。

国内实际利率过快上行：国内实际利率过快上行将进一步压制建筑板块估值。建筑企业资金需求量较大，融资成本过快上升会影响企业业务推进速度及公司业绩。

人民币快速升值：部分建筑企业由于海外业务较多，因而持有大量外汇头寸。若人民币快速升值，账面会出现大量汇兑损失，进而压低整体利润增速。

地产景气度下降：装修装饰类企业经营依赖房屋竣工带来的公装、精装需求，及二手房交易带动的家装需求，若地产行业景气度下降，或对公装、精装、家装需求产生负面影响。

水泥需求不足及新进入者风险：国家对疫情对冲力度不足等致水泥需求5个百分点以上下降风险；行业外部企业大规模进入水泥行业，或是行业下位企业规模新增产能投放，引致行业集中度快速下降的风险。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券 代码	公司 名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
002541.SZ	鸿路钢构	24.18	1.07	1.34	1.69	23	18	14	2.6	2.3	2.0	买入	维持
600496.SH	精工钢构	3.25	0.22	0.28	0.34	15	12	9	1.1	1.0	0.9	买入	维持
601668.SH	中国建筑	5.01	1.00	1.10	1.21	5	5	4	0.8	0.7	0.6	买入	维持
601800.SH	中国交建	7.65	1.24	1.34	1.48	6	6	5	0.5	0.5	0.5	买入	维持
1800.HK	中国交通建设	4.79	1.24	1.34	1.48	4	3	3	0.3	0.3	0.3	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 06 月 12 日

注：港股收盘价单位为港元，港币兑人民币汇率为 0.9143

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大 厦 A 座 17 楼