

三周期共振，基建宽松开启稳增长

华泰研究

2022年2月10日 | 中国内地

专题研究

建筑与工程 增持 (维持)
建材 增持 (维持)

研究员 方晏荷
SAC No. S0570517080007 fangyanhe@htsc.com
SFC No. BPW811 +86-755-22660892

研究员 张艺露
SAC No. S0570520070002 zhangyilu@htsc.com

前瞻视点专题 1：稳增长开启板块大行情

我们在本报告中论证了建筑建材春季行情的条件已然具备：1) 单季度 GDP 增速连续下滑叠加 21Q1 稳增长压力；2) 1 月开启宽信用周期；3) 量化周期显示三周期共振向上。短期稳增长有助于低估值建筑股估值修复，中长期看建筑供给侧变革（去杠杆结束改善资产负债表和现金流量表，龙头市占率提升加速稳定增长预期）有助于行情延续。我们建议围绕稳增长发力方向：新老基建（水利管网、交通通信、粮食能源安全）和保障性租赁住房等进行布局，重点推荐中国建筑、中国中铁、中国电建、北新建材、东宏股份。

宽信用如期落地，三周期模型共振向上

我们总结了 2008/2012/2016/2018 年四次基建宽松，认为主要发生在经济衰退阶段和宽信用环境，且宽信用的持续性决定了行情的持续时间。基建宽松之后，往往表现为基建投资和建筑企业订单的跃升，建筑指数在宽松周期均具有 30% 以上涨幅，持续周期在 9 个月以上。2021 年 12 月政策纠偏符合历史统计的周期规律，即 7-8 个季度的政策周期；而 1 月 5 年期 LPR 下调 5bp 开启宽信用周期，将有助于基建项目落地。量化周期来看，基建子板块已处于向上进程，且向上动能最强，而房屋建设和专业工程板块或稍晚 1-2 个月，且房建动能强于专业工程。

21Q4 建筑订单明显改善，1 月 PMI 显示预期恢复

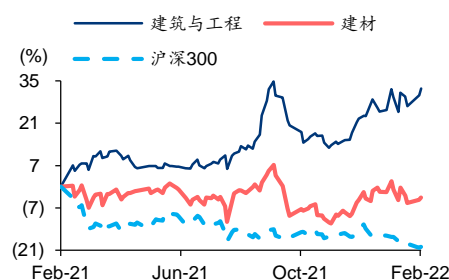
从建筑企业新签订单看，21Q4 中字头建筑股的订单增速较 21Q3 普遍明显回升，为 2022 年收入增长提供了坚实的基础；地方国企新签订单分化明显，山东、四川、新疆、深圳等地国企 21Q4 新签订单增长明显。根据 Wind，2022 年 1 月建筑业活动预期 PMI 为 64.4%，为 2021 年 5 月以来新高，高于春节时间点相近的 2014 年的 59.8%，与 2017 年和 2019 年的 64.5% 相当，可见市场认为 2022 年春季建筑业活动指数将回到疫情前的正常水平，但强刺激的因素目前预期较弱，系新老基建共振、发力方向更为多元。

建筑股估值延续回升，稳杠杆决定行情高度

建筑股大多由估值驱动，而建材股由盈利驱动，且历次宽松中业绩高成长和低 PB 稳健 ROE 个股均具有较好的机会。截至 2022 年 2 月 9 日，建筑相对沪深 300PE 比值 0.73 倍，PB 比值 0.65 倍，均创 2020 年 5 月以来新高。展望 2022 年，我们认为净利润增速、ROE 和市占率提升有望推动建筑股估值回升：1) 建筑央企资产负债率基本降至 75% 以下，2018 年以来增收不增利的现象有望改善；2) 地方和地产去杠杆接近实现，建筑央企应收账款周转率有望提升；叠加 PPP 项目现金流支出减少、Reits 盘活存量运营资产，ROE 和现金流有望改善；3) 建筑 CR8 订单和收入份额快速提升。

风险提示：稳增长力度不及预期，历史统计规律失效，市场系统性风险。

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
中国建筑	601668 CH	6.66	买入
中国中铁	601390 CH	7.26	增持
中国电建	601669 CH	9.90	增持
北新建材	000786 CH	39.31	买入
东宏股份	603856 CH	21.06	买入

资料来源：华泰研究预测

正文目录

宏观：稳增长有望发力，宽信用加速项目落地	3
经济周期：开门红有压力，稳增长诉求提升.....	3
信用周期：信用宽松是本轮行情延续的关键.....	4
量化周期：板块指数仍处于修复进程.....	5
中观：Q4 订单明显改善，估值延续修复	6
基本面：多指标验证稳增长落地，ROE 回升可期.....	6
21Q4 新签订单明显改善.....	6
建筑 PMI 回升至疫情前水平.....	7
估值：建筑估值延续修复，ROE 有望回升.....	8
驱动一：增收有望增利.....	8
驱动二：ROE 回升在即.....	9
驱动三：龙头市占率加速提升.....	10
重点推荐：围绕稳增长发力方向挖掘标的	11
中国建筑（601668 CH，买入，目标价：6.66 元）.....	11
中国中铁（601390 CH，增持，目标价：7.26 元）.....	12
中国电建（601669 CH，增持，目标价：9.90 元）.....	12
北新建材（000786 CH，买入，目标价：39.31 元）.....	12
东宏股份（603856 CH，买入，目标价：21.06 元）.....	12
风险提示.....	13

宏观：稳增长有望发力，宽信用加速项目落地

我们沿用此前的三周期模型，从经济周期、信用周期、量化周期等宏观三维度研判本轮建筑股行情。总结 2008 年以来的四次基建宽松（2020 年因疫情导致的宽松因出口很好，并未实际落地，我们将其视为 2018 和 2022 年两次宽松的过渡），我们认为宽松往往发生在宏观环境存在较大压力时，但呈现方式并不相同，2008 年的基建宽松表现为中央财政主导，结束后催生了消费升级大牛市；2012 年为地方和企业投资主导，结束后催生了 TMT 新经济大潮；2016 年为投融资体制方式的变革，结束后催生了医药消费牛市；而 2018 年以来的稳增长经历了震荡和反复，但伴随着周期股的崛起。基建宽松周期不断循环，周而复始。

我们认为基建宽松都致力于使国内经济增长方式跳出传统的粗放发展方式，谋求高质量发展，为转型升级赢得时间，推动经济发展螺旋式前进；基建宽松只要运用得当，仍然是驱动经济发展的重要支撑力量。结合 2008/2012/2016 年（《从历史三次基建宽松看当前机会》20180731）和 2018 年的四次基建宽松，我们总结了主要的统计规律：1）发生的条件主要是和经济增长、就业指标挂钩，其中 GDP 增速连续六个季度下滑时，基建投资往往成为重要的政策工具，即经济衰退阶段容易发生基建宽松；2）基建宽松的措施，表现为财政和货币政策的互相配合，其中积极的财政政策和宽信用环境必不可少；3）基建宽松之后，往往表现为基建投资和建筑企业订单的跃升，但基建投资增速中枢下移；（4）二级市场上，建筑指数在宽松周期均具有 30% 以上涨幅，持续周期在 9 个月以上。个股层面，业绩高成长和低 PB 个股均具有较好的机会。

图表1：2008 年以来四次基建宽松特征比较

	2008 年	2012 年	2016 年	2018 年
1、建筑指数上升期间	2008.11-2009.07	2012.01-2013.02	2016.06-2017.04	2018.10-2019.04
2、指数涨跌幅(相对沪深 300)	105% (-26%)	33% (14%)	45% (34%)	35% (-1.6%)
3、宏观情境描述	GDP 增速连续六个季度下滑 积极的财政政策 适度宽松的货币政策，	GDP 连续六个季度下滑 积极的财政政策 稳健的货币政策，	GDP 连续六个季度下滑 积极的财政政策要加大力度 稳健的货币政策灵活适度	GDP 增速连续六个季度下滑 积极的财政政策 稳健的货币政策
4、所处经济周期描述	衰退-复苏	衰退-复苏-扩张	复苏-扩张	衰退-复苏
5、所处信用周期描述	宽货币紧信用-宽货币宽信用-紧货币宽信用	宽货币紧信用-紧货币宽信用	宽货币紧信用-宽货币宽信用-紧货币宽信用	宽货币紧信用-宽货币宽信用
6、广义基建投资增速描述	2008 年 23% 2009 年 42%	2012 年 14% 2013 年 21%	2016 年 16% 2017 年 15%	2018 年 1.8% 2019 年 3.3%
7、建筑企业订单增速	高增速延续三年	高增速延续两年	高增速延续两年	2019 年增速较快
8、领涨股特征	国际工程（高成长） 地方国企（低 PB）	装饰（高成长） 路桥国企（低 PB）	园林（高成长） 大建筑（低 PB）	国际工程（较高成长） 地方国企（低 PB）

注：2017 年基建投资增速低于 2016 年，系统计口径改变和金融防风险启动。

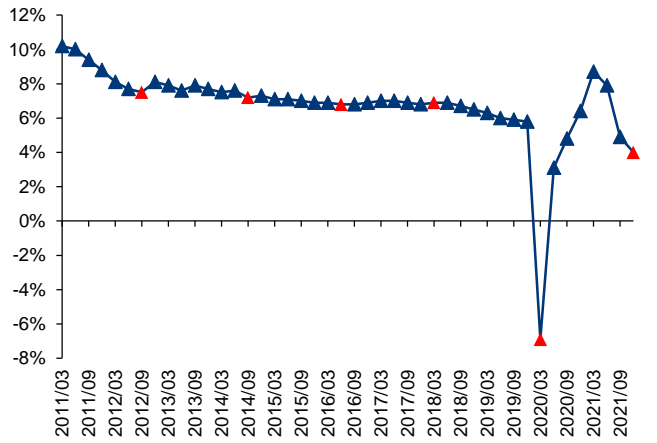
资料来源：Wind，华泰研究

经济周期：开门红有压力，稳增长诉求提升

22Q1 经济增长面临一定下行压力，稳增长偏向新老基建共振。2020 年以来，尽管有疫情影响，但由于国内较早控制得当，因此出口和国内经济恢复较快，投资拉动经济增长的动力有所减弱，这样使得往常四年一次（2008/2012/2016 年）的基建宽松周期并没有明显出现；加上 2017 年开始的去杠杆加速了投资下滑，因此 2018 年下半年宽松周期已提前开启。剔除疫情导致的基数效应外，2021 年 3 月以来宏观经济景气指数、GDP 和工业增加值同比增速等均快速回落，我们认为短期回落或将持续，因此需要逆周期和跨周期调节相互配合，并适度超前开展基础设施建设。同时，由于短期地产投资仍然承压，推动老基建向新基建转型、提升传统产业转型的相关工程投资服务仍将保持高增长。

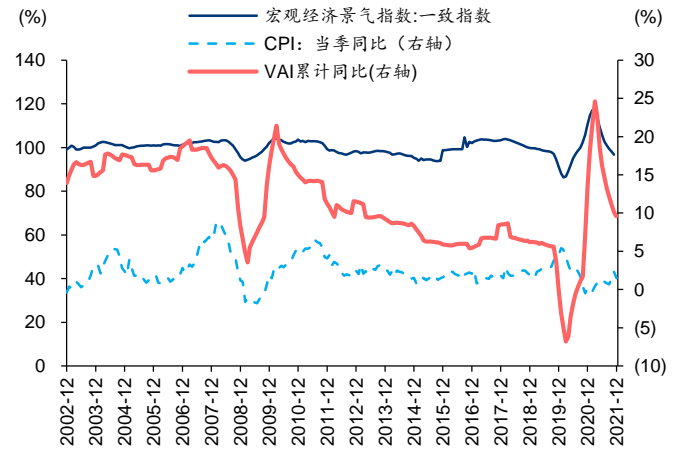
21Q3/21Q4 国内不变价 GDP 同比分别增长 4.9%/4.0%，低于疫情之前 2019 年最低单季度同比增速 5.8%。我们认为当前经济或处于主动去库存的阶段，而从历次基建宽松的经验看，一般 7-8 个季度政策转换的概率高（对应后文量化周期中的 24 个月短周期），而 20Q1-21Q4 已经历连续八个季度，因此当前阶段稳增长需求大，只有 22Q1 稳增长落地实施之后，之后才可能推动经济的新复苏。

图2： 不变价 GDP 当季度同比增速



资料来源：Wind、华泰研究

图3： 宏观经济景气指数与 CPI、工业增加值同比增速



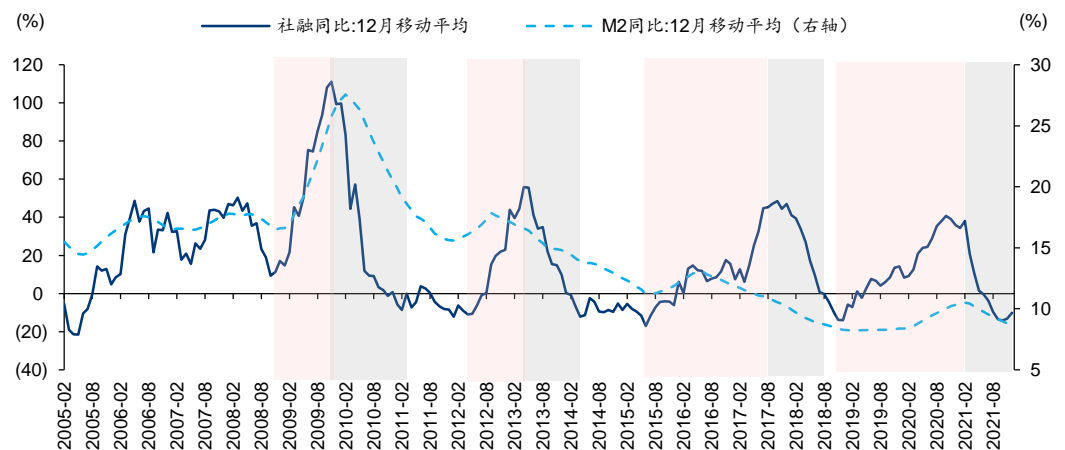
资料来源：Wind、华泰研究

信用周期：信用宽松是本轮行情延续的关键

21Q2 以来紧信用导致的信用预期拐点是本轮建筑股行情演绎的关键。建筑工程公司的业务扩张主要依靠资金推动，与信用周期关系密切，因此信用周期对建筑股的影响强于货币周期，即对建筑 DCF 模型中的分子（盈利）影响要强于分母（无风险回报率），宽信用时期建筑股表现好于紧信用时期。2021 年 9 月，我们曾判断信用预期拐点是影响本轮建筑股行情演绎的关键，但直至去年 11 月，由于地产信用风险频发，限电和原材料涨价导致基建项目推进缓慢，宽信用不及预期，导致建筑股行情在去年 9 月短暂上涨后未能持续（《2021 VS 2014，寻找建筑股行情延续的关键》20210905），12 月政策转向后才有所改善。今年 1 月，5 年期 LPR 利率下调 5BP，我们认为宽信用力度得以加码，因此看好建筑建材板块的春季行情（《宽信用吹响冲锋号，Q1 板块行情可期》）。展望未来，我们认为宽信用的持续性将决定板块行情的持续性。

以社会融资规模移动 12 月平均同比增速看，2013 年由于影子银行问题导致 2013 年 6 月和 12 月两次市场“钱荒”，并导致 2013 年 12 月中央经济工作会议首次单列防控地方政府债务风险，并影响至今。2014 年尽管社融同比增速继续向下，但在降息周期影响下，2014Q4 同比增速企稳回升，而建筑股大幅表现也是同一时期。而 2021Q2 以来无论社会融资规模还是 M2 同比增速，均呈现快速下降，其中社融和 M2 同比增速再次转负，该情形最近一次出现为 2018Q4，随着地产去杠杆陆续实现，21Q4 社融降幅有所收窄。且从历史上来看，紧信用周期一般不会超过一年，因此我们预计 2021 年开始的信用下滑，在 2022 年有望持续得以改善。

图4： 2005 年以来当月社会融资规模与 M2 同比增速



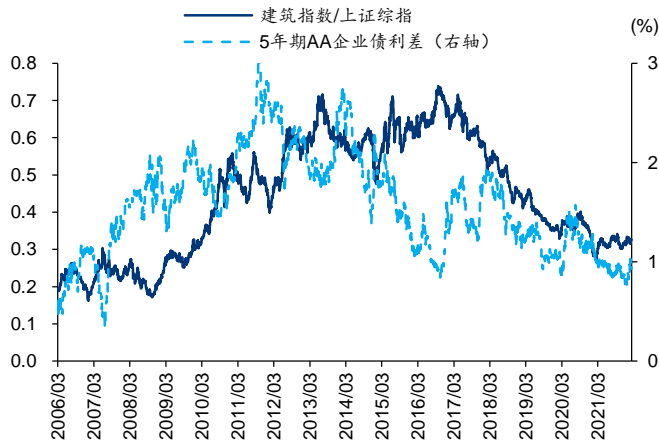
注：红色为宽信用周期，灰色为紧信用周期。

资料来源：Wind、华泰研究

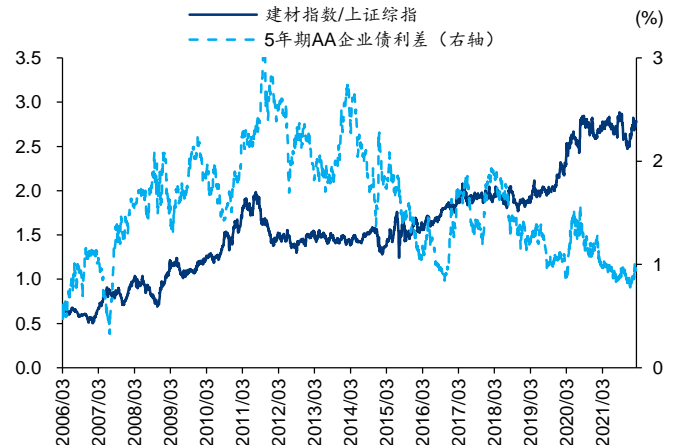
找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

从信用利差与建筑建材指数的相对收益来看，二者并没有绝对的结论。阶段性来看，2018年以来建筑指数相对上证综指的走势与5年期信用利差高度正相关，而建材指数高度负相关，即企业信用利差走阔，建筑指数表现相对占优；信用利差收窄，建材指数表现相对占优。我们认为这与建筑建材指数的成分股有所不同和下游需求不同有关，建筑股大多为上证综指成分股，二者表现相对一致；且下游需求基建/地产/制造业均有，因此与信用宽松更为相关。2022年以来，5年期企业债利差触底回升，带动建筑指数回升。

图表5：建筑指数/上证综指与5年期企业债利差


资料来源：Wind、华泰研究

图表6：建材指数/上证综指与5年期企业债利差


资料来源：Wind、华泰研究

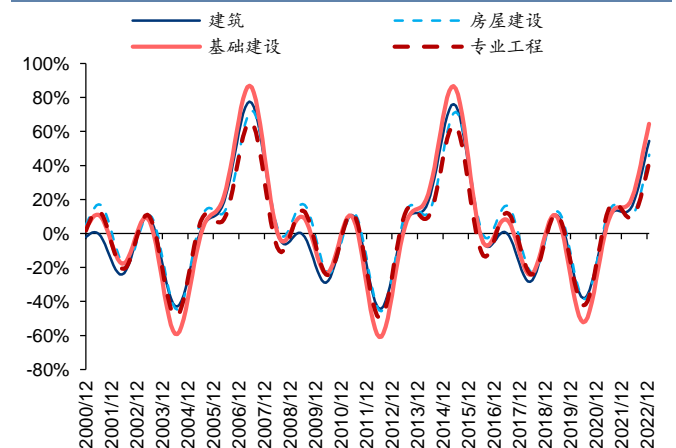
量化周期：板块指数仍处于修复进程

量化周期角度看，我们发现A股建筑指数同比序列（对数同比收益率）存在最显著的三个驱动周期，分别为24个月、48个月和95个月，其中24个月与前文7-8个季度单季GDP同比增速的转换周期相对应。历史上，2006年和2014年只有当三周期均处于上行期时，板块呈现大牛市行情，其他时间大都处于震荡。具体来看，2022年2月处于中周期48个月和长周期95个月的上行期，但处于小周期24个月的下行阶段，因2018//2020年去杠杆和疫情影响，已部分开启基建宽松，但总体来看，我们认为今年板块春季行情可期，4月或震荡调整后，三周期仍将向上。从细分子板块来看，目前基建子板块已处于回归曲线向上进程，且向上动能最强，而房屋建设和专业工程板块或稍晚1-2个月，且房建动能强于专业工程。

考虑到模型因时间序列的不同，拟合测度的周期长度有所变化，根据1999.12-2022.01的同比序列数据，我们估算的A股建筑指数同比序列为24个月、44个月和98个月，与此前的估算值在中周期和长周期略有差异。按该周期长度，我们预测的建筑指数同比序列仍将震荡向上，但指数上行的空间较前者更为有限。

图表7：建筑指数与同比序列


资料来源：Wind、华泰研究

图表8：建筑指数及二级子板块三周期拟合曲线


资料来源：Wind、华泰研究预测

找报告，上“数据理河”

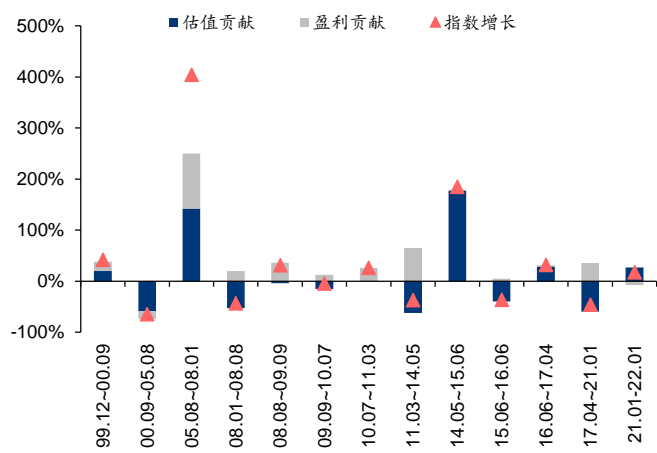
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

中观：Q4 订单明显改善，估值延续修复

我们在此前的研究中已经论证了建筑股行情虽然与盈利有一定关系，但大部分时间由估值驱动（《盈虚有时，三重维度复盘建筑轮动》20180701），我们同样将建材指数涨跌幅拆分为估值因子驱动和盈利因子驱动，发现建材股行情则更多时候由盈利驱动，指数与盈利的相关性更强，一般大涨或大跌均发生于戴维斯双击。1999.12-2022.01 不同涨跌区间内，建材指数与盈利因子的相关性高达 0.80，而建筑指数与盈利的相关性仅 0.53，系建筑股盈利增速稳健。

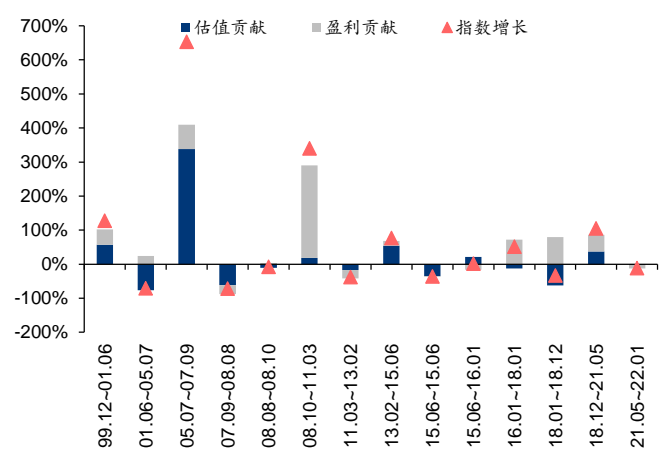
我们认为从中观角度看，估值驱动能够较好地解释建筑股行情，宽信用决定行情的持续性，但行业和公司基本面的改善幅度决定行情的高度。展望 2022 年，我们认为当前建筑企业新签订单、建筑 PMI 回升均显示了短期稳增长的实际落地，而 Reits 等能否推动建筑股 ROE 的回升、投资业务能否推动现金流量表的改善将决定中期估值修复的程度；建材企业仍然受地产需求的不确定性影响，盈利的回升将决定估值和指数高度。

图表9：建筑指数涨跌大多由估值驱动



资料来源：Wind、华泰研究

图表10：建材指数涨跌大多由盈利驱动



资料来源：Wind、华泰研究

基本面：多指标验证稳增长落地，ROE 回升可期

21Q4 新签订单明显改善

从建筑企业新签订单看，21Q4 中字头建筑股的订单增速较 21Q3 普遍明显回升，为 2022 年收入增长提供了坚实的基础；地方国企新签订单分化明显，山东、四川、新疆、深圳等地国企 21Q4 新签订单增长明显。

图表11：20Q4-21Q4 主要建筑央企单季度新签订单及同比增速

	20Q4 新签 (亿元)	YoY (%)	21Q1 新签 (亿元)	YoY (%)	21Q2 新签 (亿元)	YoY (%)	21Q3 新签 (亿元)	YoY (%)	21Q4 新签 (亿元)	YoY (%)
中国建筑 (601668 CH)	8195.00	11.62%	7414.00	32.09%	8656.00	20.88%	8458.00	25.72%	6546.00	12.16%
其中：设计	44.00	5.97%	26.00	-3.70%	37.00	-7.35%	26.00	-9.18%	40.00	-9.15%
其中：基建	2884.00	31.39%	1658.00	50.73%	2269.00	50.46%	1174.00	29.93%	3338.00	23.92%
中国中铁 (601390 CH)	12514.60	16.39%	3292.30	-2.47%	7044.40	32.22%	4326.80	-10.58%	12629.70	0.92%
其中：设计	65.00	-43.03%	46.30	-5.89%	49.40	-24.58%	51.10	-35.23%	58.70	-9.69%
其中：基建	10444.80	17.83%	2799.90	-7.34%	6301.20	38.02%	3587.10	-5.54%	11478.60	9.90%
中国铁建 (601186 CH)	11636.87	30.51%	4589.20	34.89%	5956.35	11.20%	5117.88	-0.58%	12533.09	7.70%
其中：设计	35.23	11.23%	100.12	25.87%	65.72	0.52%	40.13	-11.57%	59.59	69.12%
其中：基建	10122.20	29.98%	3713.12	20.93%	4884.72	6.60%	4312.11	-2.72%	11195.10	10.60%
中国中冶 (601618 CH)	3188.00	25.98%	2805.70	60.69%	3344.90	15.12%	2,423.40	2.80%	2,423.40	-23.98%
中国电建 (601669 CH)	1708.06	35.69%	2313.05	55.87%	1509.61	-19.61%	1383.25	-16.80%	2596.92	52.04%
其中：水利水电	290.80	-52.72%	-1196.41	19.95%	1083.94	70.07%	66.99	-82.70%	1,031.94	254.86%
中国能建 (601868 CH)	1,680.94	3.48%	-3,339.56	-14.96%	2,394.17	34.67%	1,091.11	4.67%	2,802.10	66.70%
其中：电力工程	872.75	6.30%	-1,980.17	-5.70%	1,252.75	80.78%	692.03	1.33%	832.90	-4.57%
中国化学 (601117 CH)	1042.41	-7.15%	546.76	20.44%	771.86	69.31%	404.69	-27.66%	974.40	-6.52%

注：标色为两位数同比增速，下同。

资料来源：公司公告、华泰研究

图表12： 20Q4-21Q4 主要地方建筑国企单季度新签订单及同比增速

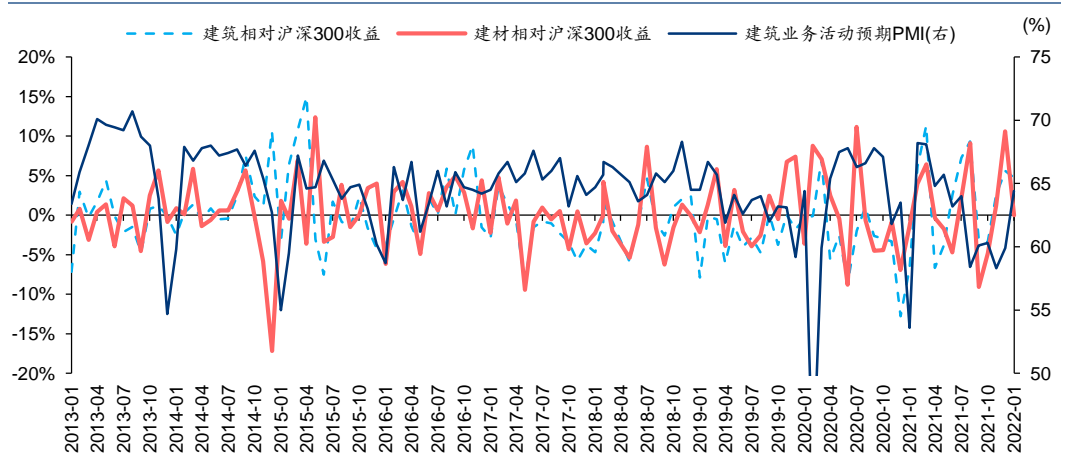
	20Q4 新签 (亿元)	YoY (%)	21Q1 新签 (亿元)	YoY (%)	21Q2 新签 (亿元)	YoY (%)	21Q3 新签 (亿元)	YoY (%)	21Q4 新签 (亿元)	YoY (%)
上海建工 (600170 CH)	1381.40	18.70%	-2905.84	-3.72%	1156.31	6.85%	973.16	19.56%	1333.59	-3.46%
隧道股份 (600820 CH)	204.72	-11.34%	-489.32	0.42%	143.87	-12.48%	473.75	207.43%	269.73	31.76%
浦东建设 (600284 CH)	42.39	113.11%	36.25	-28.62%	50.46	303.99%	39.76	285.39%	17.67	-58.33%
浙江建投 (002761 CH)	372.04	-	373.08	10.33%	432.39	17.57%	325.75	1.08%	369.01	-0.81%
浙江交科 (002061 CH)	31.33	-60.37%	23.38	-35.77%	23.60	-54.22%	17.03	-8.19%	31.87	1.72%
四川路桥 (600039 CH)	124.14	-64.37%	111.79	89.33%	367.53	288.17%	81.84	-30.32%	440.57	254.91%
山东路桥 (000498 CH)	40.13	59.50%	259.01	480.48%	229.22	42.91%	170.81	-24.50%	208.62	419.86%
安徽建工 (600502 CH)	176.45	2.02%	178.19	118.93%	191.80	-14.47%	192.17	32.30%	-	-
重庆建工 (600939 CH)	196.99	-7.16%	133.21	6.84%	190.63	-3.98%	117.97	12.76%	190.68	-3.20%
粤水电 (002060 CH)	23.38	-15.65%	13.08	-54.44%	20.04	328.08%	21.73	-40.74%	23.07	-1.33%
天健集团 (000090 CH)	40.94	87.10%	30.63	100.92%	42.82	-14.20%	48.45	370.49%	107.03	161.44%
北新路桥 (002307 CH)	30.40	403.76%	12.68	63.96%	60.95	217.44%	72.91	62.41%	59.98	97.31%
龙建股份 (600853 CH)	18.64	-78.17%	10.06	-79.05%	119.08	150.25%	27.96	-70.10%	30.86	65.55%

资料来源：公司公告、华泰研究

建筑 PMI 回升至疫情前水平

我们比较了 2012 年以来建筑业七个 PMI 指标与建筑建材相对沪深 300 超额收益的关系，其中仅建筑业务活动预期 PMI 与二者有一定的正相关关系。

根据 Wind，2022 年 1 月建筑业活动预期 PMI 为 64.4%，为 2021 年 5 月以来新高，原材料价格高涨与基建地产项目滞后等影响项目推进因素陆续得到缓解，推动建筑业活动预期 PMI 回升。考虑到 2022 年春节为 2 月 1 日，我们与历史上春节相近的时间点比较，虽然建筑业活动预期 PMI 高于 2014 年（春节 1 月 31 日）的 59.8%，但与 2017 年（春节 1 月 28 日）的 64.5%、2019 年（春节 2 月 5 日）的 64.5% 相当，可见市场认为 2022 年春季建筑业活动指数将回到疫情前的正常水平，但强刺激的因素目前预期较弱，系新老基建共振、发力方向更为多元。

图表13： 建筑建材超额收益与建筑业务活动预期 PMI 走势


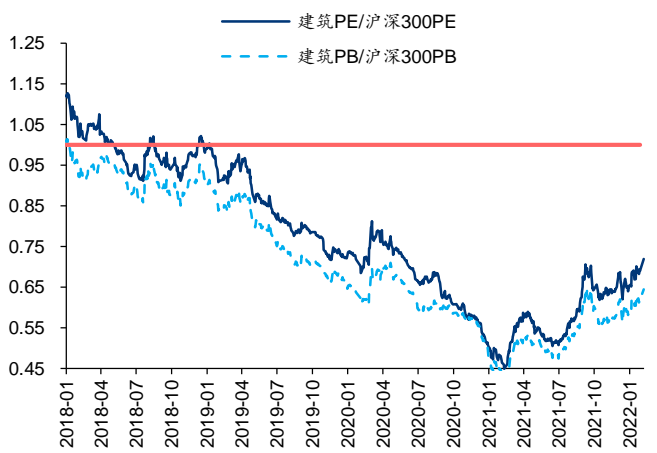
资料来源：Wind、华泰研究

估值：建筑估值延续修复，ROE有望回升

从估值情况看，我们沿用建筑指数相对沪深300的PE（或PB）比值这一指标，来比较建筑建材相对于市场的估值水平。我们发现，2018年以建筑相对沪深300的PE和PB估值大幅下跌，系投资端持续承压且建筑国企持续去杠杆，这也解释了2018年和2020年两次基建宽松并未实质性落地导致的板块杀估值；而建材企业比值较为稳定，2019年以来建筑PE/沪深300PE比值稳定在0.85-1.15倍区间。

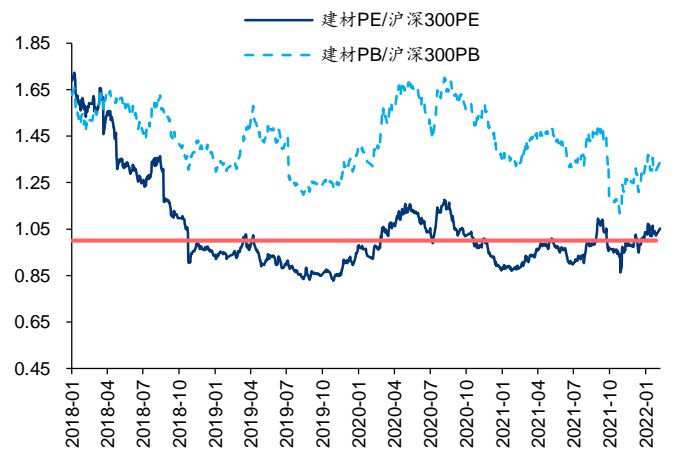
回顾历史，2014年建筑相对沪深300的PE（PB）比值均创1995年以来新低，直至沪港通、一带一路等引发了大行情。而2021年初，建筑相对沪深300的PE和PB比值再创1995年以来新低，存在较强的均值回归需求，建材股估值处于合理区间。截止2022年2月9日，建筑相对沪深300PE比值0.73倍，PB比值0.65倍，均创2020年5月以来新高。展望2022年，我们认为净利润增速改善、ROE有望回升和市占率提升有望推动建筑股估值回升。

图表14：2018年以来建筑相对沪深300 PE（PB）比值



注：红线为1倍，右同。
资料来源：Wind、华泰研究

图表15：2018年以来建材相对沪深300 PE（PB）比值



资料来源：Wind、华泰研究

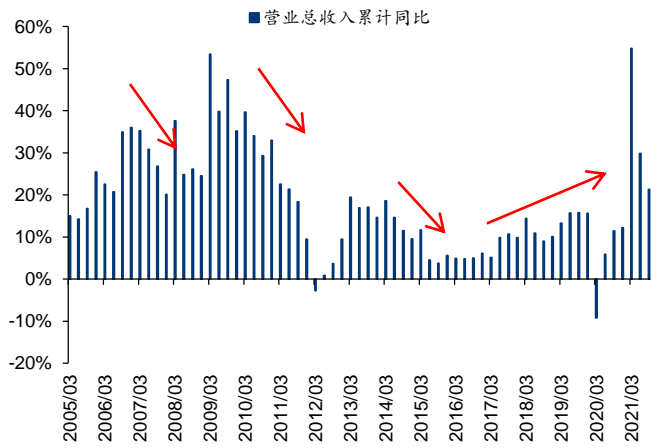
驱动一：增收有望增利

从行业基本面来看，2018年以来建筑板块增收不增利是导致行业估值下杀的重要原因。2018-2020年，建筑板块营业收入三年均保持两位数同比增速，2020年在疫情影响下全年板块营收仍同比增长12%，但归母净利润增速并不快，均只有个位数，2018-2020年建筑行业归母净利润同比分别增长5.5%/3.0%/3.4%。

我们认为该期间建筑板块收入增速较快但净利润增速不高的原因较多，其中降杠杆是主要因素，因部分建筑国企通过发行优先股、可转债或债转股等方式实现了名义降杠杆，但利息费用的增长以及少数股东损益增长，导致归母净利润增速不高。

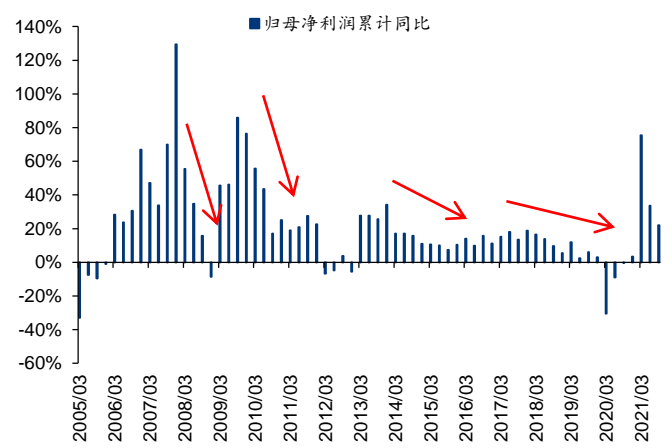
而进入2021年以来，我们认为建筑央企国企从去杠杆到稳杠杆，板块收入及净利润增长更为匹配，且有望持续。21年前三季度建筑板块收入同比增长21%，归母净利润同比增长22%；其中21Q1-Q3收入同比分别增长55%/15%/7%，归母净利润同比分别增长76%/13%/4%，21Q3原材料价格涨价对建筑股盈利影响较大，但我们认为该因素有望通过调差等弥补。

图表16: 建筑板块营业收入同比增速



资料来源: Wind、华泰研究

图表17: 建筑板块归母净利润同比增速



资料来源: Wind、华泰研究

驱动二: ROE 回升在即

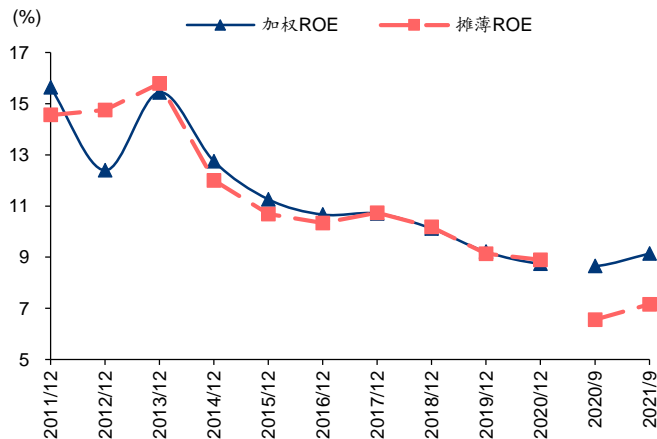
我们曾深入分析总结了建筑估值的影响因子, 并认为稳定且较高的 ROE 是建筑维持一定估值水平的重要决定因素, 2013 年以来基建投资的下行与资产周转率、负债率的下行是板块估值下调的主要原因 (《估值筑底, 布局来年》20191025)

宏观层面, 2018 年 9 月, 《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》首次统一隐性债务口径, 降低地方政府隐性债务取得积极进展。根据广东省财政厅提交的 2021 年政府工作报告显示, 广东省 2021 年实施新一轮预算管理制度改革, 率先开展全省全域无隐性债务试点、如期实现“清零”目标。而 2021 年地产信用风险加速释放, 房地产去杠杆快速进行。

行业层面, 2013 年以来建筑 ROE 持续回落, 是导致估值下杀的重要原因。但 2021 年以来, 板块 ROE 同比小幅提升, 21 年前三季度建筑 ROE 为 9.2%, 较 20 年前三季度的 8.7% 小幅提升, 其中净利率和资产周转率的回升是主要因素。我们认为建筑企业净利率总体稳定, 资产负债率随着降杠杆基本稳定在 75% 以下水平, 随着建筑企业运营管理效率的提升, 建筑 ROE 有望延续回升。

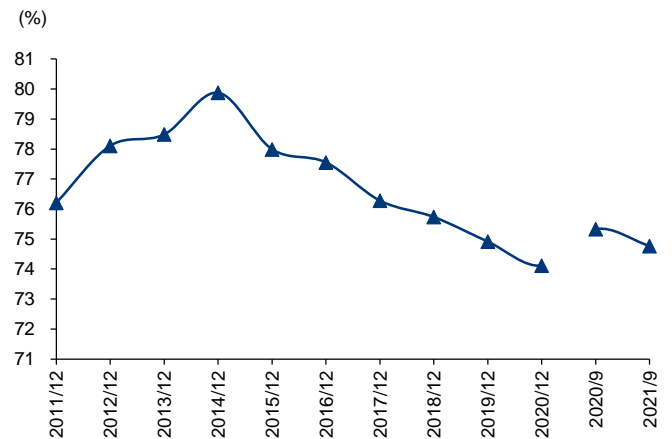
展望 2022 年, 我们认为今年有望成为建筑企业运营效率提升的重要拐点。2016 年开启的 PPP 项目合作浪潮, 推动大量基础设施项目将于“十四五”陆续进入运营期, 建筑企业投资现金流压力相对缓解; 且 Reits 在 2022 年有望迎来快速发展, 降低地方政府和建筑企业杠杆。今年 1 月 28 日, 证监会印发的 2022 年度立法工作计划包括《不动产投资信托基金办法》, 1 月 29 日财政部、税务总局联合印发《关于基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点税收政策的公告》, Reits 有望成为基建投资重要的资金来源。

图表18: 2021 年前三季度建筑 ROE 小幅回升



资料来源: Wind、华泰研究

图表19: 2021 年前三季度建筑资产负债率延续下降

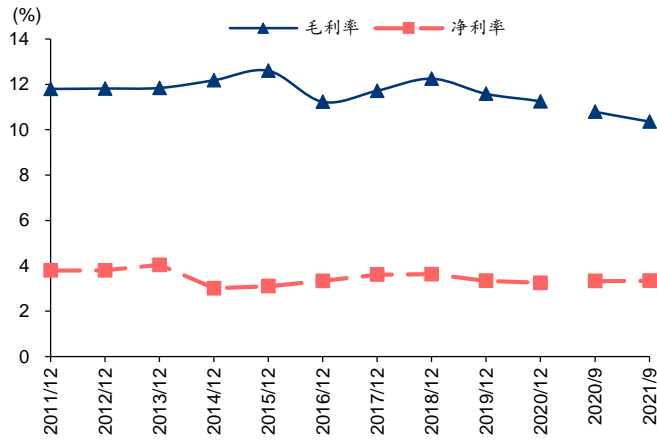


资料来源: Wind、华泰研究

找报告, 上“数据理河”

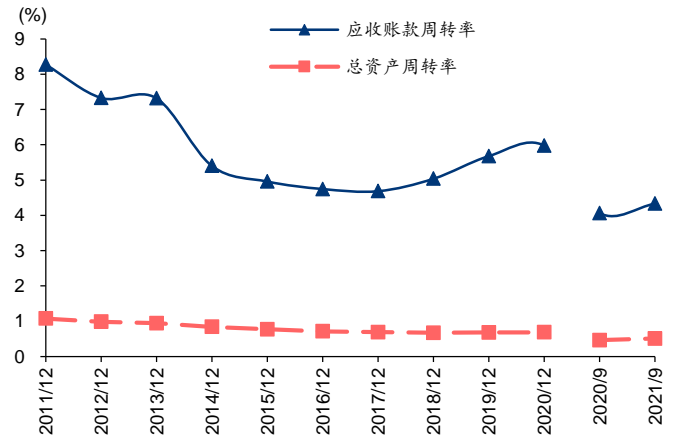
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

图20: 2021年前三季度建筑净利率小幅回升



资料来源: Wind、华泰研究

图21: 2021年前三季度建筑营运能力小幅提升



资料来源: Wind、华泰研究

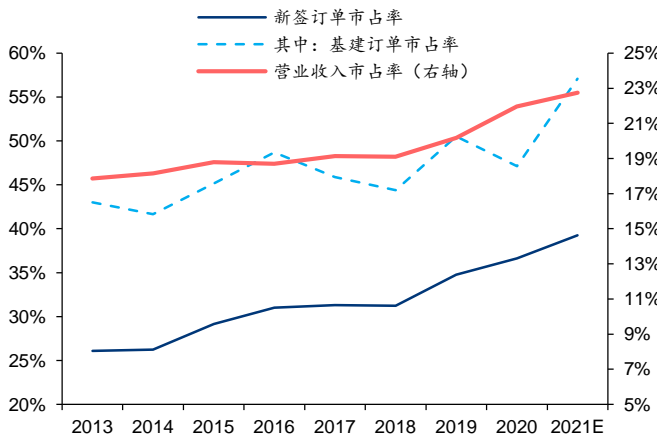
驱动三: 龙头市占率加速提升

我们认为, 建筑工程商业模式中融资成本、技术实力和管理边界决定了建筑国企, 尤其建筑央企的市场份额将持续提升。2017年宏观去杠杆实施以来, 八大建筑央企的订单和收入市占率已实现了加速提升。我们估算2020年CR8建筑央企新签建筑工程订单市占率达37%, 其中基建业务新签订单市占率47%, 收入市占率22%; 2021年三项业务市场份额预计进一步提升。

此外, 建筑央企继续开拓海外业务, 我们估算2020年CR8建筑央企海外新签订单市占率高达70%, 海外收入市占率39%, 我们预计2021年继续快速提升。

稳健的市场地位, 有助于建筑央企稳步提升市占率, 从而构建“盈利能力稳健-稳步扩张”的良性循环, 并能对冲下游投资需求的走弱, 实现稳定的增长曲线。

图22: 2018年以来八大上市建筑央企订单和收入份额加速提升



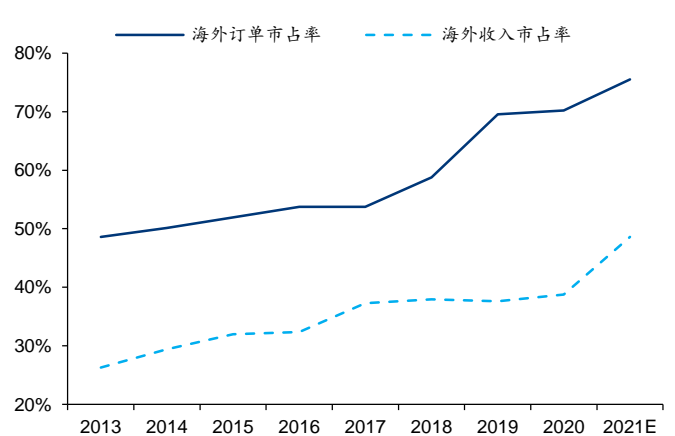
注1: 八大建筑央企为中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国能建、中国中冶、中国化学, 右同。

注2: 新签订单市占率=八大建筑央企新签订单合计/全国建筑业企业新签合同额, 基建订单市占率=八大建筑央企新签基建订单合计/全国建筑业企业基建新签合同额, 营业收入市占率=八大建筑央企营收合计/全国建筑业企业总收入。

注3: 中国交建2021年新签订单尚未披露, 以近三年Q4平均值估算。八大建筑央企2021年收入来自Wind一致预期。

资料来源: 中国建筑业协会、Wind、华泰研究

图23: 2018年以来八大上市建筑央企海外业务市占率加速提升



注1: 海外订单市占率=八大建筑央企新签海外订单合计/我国对外承包工程业务新签合同额, 海外收入市占率=八大建筑央企海外收入合计/我国对外承包工程业务完成营业额。

注2: 八大建筑央企2021年海外收入按Wind一致预期和2020年海外收入占比估算加总。

资料来源: 中国商务部、Wind、华泰研究

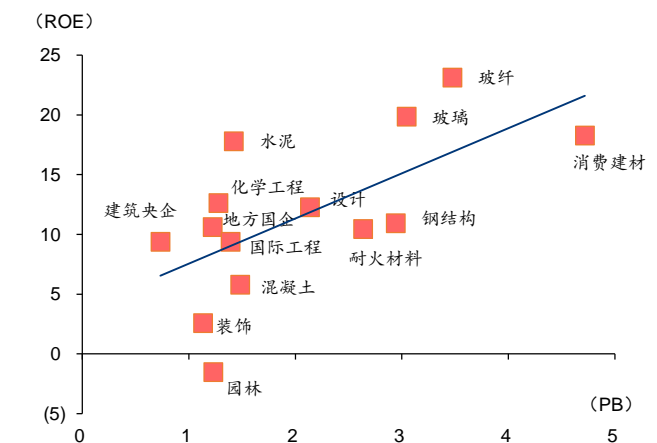
重点推荐：围绕稳增长发力方向挖掘标的

总结全文，我们对 2022 年建筑建材板块行情继续保持乐观。我们认为历次基建宽松中板块行情均经历了“政策转向”-“宽信用兑现”-“基本面分化”的三个阶段，自 2021 年 12 月政策纠偏以来，我们持续看到稳增长系列政策出台，今年 1 月宽信用落地后，板块行情将有望延续，而 21Q1 稳增长的实际效果将在 4 月左右得到数据验证。

行业来看，中长期加快实施“十四五”规划《纲要》102 项重大工程项目和专项规划重点项目将成为发力方向；就 2022 年而言，我们建议围绕稳增长发力方向：新老基建（水利管网、交通通信、粮食能源安全）和保障性租赁住房等进行布局。就细分板块而言，虽然每轮行情中涨幅会有差异，但板块内个股并不十分明显。

板块和个股而言，截至 2022 年 2 月 9 日收盘，建筑建材二级细分行业的 PB-ROE 差异较大，其中园林、装饰受去杠杆影响最大，其 ROE 和 PB 均处于低位；而玻璃纤维受益于去年量价齐升，处于高景气阶段，PB-ROE 均处于高位。就此轮稳增长行情而言，我们结合历次基建宽松行情中高成长和低 PB 两个维度，相对更看好居于左上区间的高 ROE 低 PB 品种，包括建筑央企、地方国企、水泥，同时建议优选右上区间高成长的消费建材和玻璃纤维，重点推荐中国建筑、中国中铁、中国电建、北新建材、东宏股份。

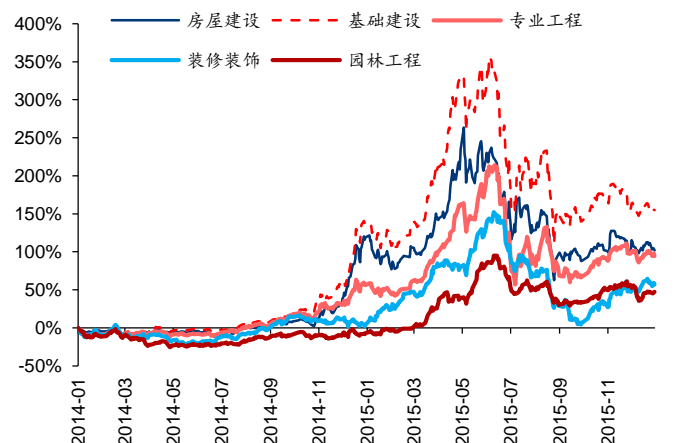
图表24：建筑建材二级细分行业 PB-ROE



注：图中线段为建筑建材板块 PB-ROE 趋势线。

资料来源：Wind、华泰研究

图表25：2014-2015 年建筑二级板块涨跌幅



资料来源：Wind、华泰研究

中国建筑（601668 CH，买入，目标价：6.66 元）

公司是全球建筑工程龙头，我们认为短期行业景气度改善有望提振公司工程及地产两大主业估值，中长期来看，公司市占率提升有望驱动实现年均 8% 左右归母净利润增长。公司 2020 年 1-12 月建筑业务新签合同 3.11 万亿元，同比+12.1%，12 月新签 4661 亿元，同环比+42.7%/+48.7%；1-12 月地产销售额 4221 亿元，同比-1.5%，12 月销售额 585 亿元，同环比-0.5%/+88.7%。我们认为公司 12 月建筑订单高速增长反映稳增长政策正有效落地，地产销售亦显著好于行业水平，优质龙头有望继续受益政策改善。我们预计公司 21-23 年 EPS 预测为 1.19/1.31/1.41 元，采用分部估值法并选用可比公司 22 年 PE 均值，认可给予公司 22 年 273 亿元建筑净利/275 亿元地产净利 5.0x/5.2xPE，目标价 6.66 元，维持“买入”评级。（最新报告日期：20220109）

风险提示：稳增长政策低于预期，地产/工程增速不及预期，坏账大幅增加。

中国中铁 (601390 CH, 增持, 目标价: 7.26 元)

公司是我国铁路基建龙头企业之一, 2020年11月22日晚公司公告2021年限制性股票激励计划(草案), 拟向董事、中高级管理人员及核心骨干等不超过732人, 授予限制性股票数量不超过2亿股, 约占总股本的0.98%, 授予价格为3.55元/股。我们认为公司首期激励计划的推出, 彰显国企改革市场化成效, 有望充分激发活力。预计公司21-23年EPS预测为1.16/1.32/1.50元。可比公司22年Wind一致预期均值6.5xPE, 考虑公司业务结构相对传统, 利润增长弹性或低于可比公司, 给予公司22年5.5xPE, 目标价7.26元, 维持“增持”评级。(最新报告日期: 20211123)

风险提示: 基建投资增速放缓, 毛利率提升持续性不及预期。

中国电建 (601669 CH, 增持, 目标价: 9.90 元)

公司为国内电力工程龙头企业, 1月6日晚公告以房地产板块, 与集团优质电网辅业资产置换明细及评估值, 我们认为此次交易有望强化公司盈利能力, 拓宽融资空间, 加速公司新能源主业发展。短期来看, 优质资产的置入有利于增厚公司利润, 且设计公司相对轻资产的运营模式有助于强化公司的盈利水平, 有望提振公司估值水平。中长期来看, 地产业务的置出有利于公司更聚焦于新能源主业, 在双碳背景下进一步发挥电力工程建设的龙头优势; 同时也有助于公司拓宽在资本市场上的融资渠道和空间。因交易尚未完成, 我们维持公司21-23年EPS预测为0.58/0.68/0.78元, 采用分部估值法, 认可给予公司22年25亿元电力运营净利20xPE/78亿元工程建设利润13xPE(可比公司为19.2/12.3xPE, 估值溢价来自此次交易有望改善公司资产盈利弹性及宏观稳增长加码), 目标价9.90元, 维持“增持”评级。(最新报告日期: 20210107)

风险提示: “十四五”新能源装机低于预期, 新能源基建拓展不及预期。

北新建材 (000786 CH, 买入, 目标价: 39.31 元)

公司是国内石膏板龙头企业, 市场占有率约60%。公司持续布局防水、实质性开展涂料板块整合, 一体两翼战略有望加速实现。受下游地产资金紧张影响及原料成本上涨, 我们认为中小型防水、涂料企业或遭遇亏损及现金流断裂风险, 行业有望加速整合, 市占率提升进入难得窗口期, 公司依托央企资源及优质石膏板主业带来的较强抗风险能力, 有望受益于行业整合红利。我们看好公司龙头地位带来的弱周期性以及一体两翼加速布局, 考虑公司盈利承压且防水及涂料整合或拖累业绩, 我们预计公司2021-23年EPS为2.18/2.58/2.95元。可比公司21年Wind一致预期均值23.5xPE, 考虑公司防水及涂料业务仍在推进过程中, 给予21年18.0xPE, 目标价39.31元, 维持“买入”评级。(最新报告日期: 20211027)

风险提示: 原料涨价超预期; 防水业务整合不及预期; 反垄断政策风险波及。

东宏股份 (603856 CH, 买入, 目标价: 21.06 元)

公司是国内唯一一家同时具备金属/非金属压力管道A级制造许可的企业, 致力于成为“全球领先的管道工程解决方案提供商”。公司大口径管道生产技术领先, 曾参与南水北调东线等多项国家重点工程。2021年7月公司中标引汉济渭二期工程PCCP管、球墨铸铁管、压力钢管管道及管件采购项目, 总金额8.2亿元, 约占公司20年收入的34%, 而引汉济渭工程属于南水北调西线工程, 总投资180亿元, 彰显公司工程管道实力。我们认为22年水利稳增长有望加码, 且公司在手订单充裕, 项目执行预计加快; 原材料价格有望企稳推动公司毛利率回升; 公司产能扩张后规模效应有望释放, 我们预计公司21-23年归母净利润2.49/4.02/4.57亿元, 可比公司Wind一致预期22年PE均值13.5倍, 考虑水利管网投资有望加速, 认可给予公司22年13.5倍PE, 目标价21.06元, 维持“买入”评级。(最新报告日期: 20220118)

风险提示: 原料价格大幅上涨; 新增产能无法及时消化导致利用率提升慢。

图表26：重点公司估值表

公司简称	公司代码	市值 (亿元)	股价 (元)	目标价 (元)	评级	EPS (元)				PE (X)			
						2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
中国建筑	601668 CH	2,269	5.41	6.66	买入	1.07	1.19	1.31	1.41	5.06	4.55	4.13	3.84
中国中铁	601390 CH	1,614	6.57	7.26	增持	1.03	1.16	1.32	1.50	6.38	5.66	4.98	4.38
中国电建	601669 CH	1,458	9.53	9.9	增持	0.52	0.58	0.68	0.78	18.33	16.43	14.01	12.22
北新建材	000786 CH	580	34.35	39.31	买入	1.69	2.18	2.58	2.95	20.33	15.76	13.31	11.64
东宏股份	603856 CH	41	15.95	21.06	买入	1.23	0.96	1.56	1.77	12.97	16.61	10.22	9.01

注：表中股价及市值为截至 2022 年 2 月 9 日收盘，EPS 为华泰研究预测；以上盈利预测及上文推荐文字来自最新报告。

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

风险提示

稳增长政策执行低于预期。近期多部委连续出台有利政策，推动投资端稳增长，但考虑“十三五”期间规范类政策出台较多，且近期地方人事变化刚落地，可能导致稳增长政策在实际执行中可能低于预期。2021 年专项债剩余使用额度约 1.2 万亿元，叠加 2022 年首批提前下达的专项债额度，二者合计 2.66 万亿元，但在实际操作中，由于专项债需要投向有一定效益的项目，因此项目筛选较为严格。考虑优质项目启动需要时间，专项债实际使用进度可能较慢。

历史统计规律失效：本文的逻辑推演和数据验证以历史数据为统计基础，但金融市场的表现是复杂高维的，而且新的政策环境和宏观变量可能导致未来发展并不会只是简单的历史重复，因此历史发生的结论并不必然意味着未来也将如此，即历史统计规律也可能失效。

市场系统性风险：去年以来外围市场动荡程度提升，对我国二级市场和宏观经济调控影响较大。我们在本文提出的相关量化结论主要基于历史数据模型，如若发生系统冲击比如较大的市场系统性危机时，可能导致相关结论并不准确。

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国中铁（601390 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国中铁（601390 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司