



中信证券研究部



罗鼎  
首席建筑&水泥  
分析师  
S1010516030001



杨畅  
建筑&水泥分析师  
S1010520050002

建筑及水泥行业

评级 强于大市 (维持)

核心观点

疫情得到控制后税收压力缓解以及今年低基数下地方财政基建支出有望逐步回暖，“十四五”规划相关重大工程有望逐步开工，我们预计 2021 年基建投资会同比温和增长 5%，节奏上由于低基数 1H21 增速会相对更快。建议把握以下主线：1) 水泥：a) 推荐需求长期空间稳健且竞争格局更优的华南、华东区域，推荐华润水泥控股、海螺水泥、华新水泥、中国建材、塔牌集团；b) 需求与基建相关性更高且受益城市群建设的京津冀区域，关注冀东水泥；c) 需求受基建与扶贫共同驱动、价格仍有上升空间、供给格局改善且受益后续区域政策催化的西北区域，推荐西部水泥、祁连山，关注宁夏建材。2) 建筑：推荐装配式产业链龙头，推荐 PC 构件龙头远大住工，关注钢结构部件龙头鸿路钢构以及钢结构工程龙头精工钢构等；推荐在装配式装修领域有所布局的公装龙头金螳螂，关注亚厦股份；b) 推荐中国建筑，中国中铁；c) 推荐在 EPC 项目上竞争力强、负债仍有扩张空间、现金流优质的园林民企，推荐东珠生态、绿茵生态，关注美尚生态等；d) 推荐践行精细化管理和“优质客户”战略，在高盈利的同时通过高质量和稳定的交付能力积攒口碑，有望在批量精装修行业较快增长的精装修龙头中天精装。

■ 2021 年基建投资同比温和增长 5%。1) 政策端看，1H20 逆周期政策不断加码，地方陆续配合加大基建投资力度；2H20 逆周期政策方向未改，且前期政策逐步进入落地阶段。2) 资金端看，专项债发行持续发力（9M20 同比+58%），中长期信贷增速持续迅速回升（9M20 同比+50%），配合政策支持基建托底。疫情得到控制后基建累计投资增速持续修复，但 5 月后单月基建投资增速有所放缓，我们判断 6-8 月主要为雨水及洪水对工程进度扰动，但 9 月仍旧未见抬头或主要由地方财政用于基建的支出同比下滑拖累所致（9M20 同比-12.5%）。虽专项债持续发力，但财政支出投入基建的乘数效应较大，整体基建呈现温和复苏。考虑到雨水洪水扰动后相关工程料继续推进，2021 年税收压力缓解后地方财政基建支出有望逐步回暖，“十四五”规划相关重大工程有望逐步开工，我们预计 2021 年基建投资同比温和增长 5%，节奏上 1H21 增速会相对更快。

■ “十四五”基建展望：从逐量到重质。1) 我们预计“十四五”期间以人为核心的新型城镇化继续深入推进，城镇化率会继续提升。2) 继续坚持区域发展战略，发挥中心城市和城市群综合带动作用；京津冀、粤港澳、长三角仍为核心城市群建设的重中之重；同时随着《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》出台，成渝城市群级别或可比肩三大国家级都市圈。3) 深化供给侧改革为不变主线，生态环保政策料保持力度。对于水泥行业而言，目前全国水泥熟料产能仍然过剩，我们认为“十四五”期间水泥行业的供给侧改革举措将保持力度。4) 脱贫攻坚成果巩固拓展，乡村振兴战略全面推进，我们认为重大扶贫工程及乡村基础设施建设将继续推进。

- **建筑：基建料温和增长，寻找增长性最优赛道。**逆周期政策稳步落地，2021 年料将继续 2020 年态势呈现整体回暖，保持温和增长，但预计子板块的增速会有所分化，同时区域上也会有所侧重。我们建议关注：1) **继续保持较快增长的生态园林子板块**：“十四五”提出深入打好污染防治攻坚战、坚持山水林田湖草系统治理、加强大江大河和重要湖泊湿地生态保护治理等目标下，环保投资料将继续高增，而再融资政策的放松为园林企业带来实际资金支持；同时 EPC 等现汇项目（相对 PPP 项目而言资金占用较少、周期较短）占比由 20%回升至 70%，行业现金占用情况料将逐步得到改善。2) **新旧基建合力，城轨投资料有所提速**：“十四五”明确提出加快城市群和都市圈轨道交通网络化，核心城市群内部的互联互通大有可为；预计 2020-2021 将进入新一轮规划批复高峰期，2020-2022 年城轨新增里程/投资 CAGR 将达 26%/28%，且与国际大都市相比，我国核心城市的城轨密度仍具提升空间。3) 长三角、珠三角、京津冀、成渝城市群作为重点城市群推进地域，料拥有更加丰富基础设施建设机会。
  
- **水泥：基建温和增长+地产稳健，整体需求保持韧性；在新增产能可控、供给侧改革及环保监管持续下，供给端仍有较强控制力，我们预计 2021 年水泥价格整体仍将保持高位，行业整体盈利保持高位平稳，盈利弱周期化会继续兑现。**需求端看，预计 2021 年基建需求将温和增长，同时地产建安投资增速将趋缓但仍将稳健，我们预计 2021 年水泥产销量同比温和增长 5%。供给端看，2019/2020E 新增供给可控（新增熟料产能冲击比例为 1.2%/1.1%）；预计“十四五”期间水泥行业的供给侧改革举措以及环保督察力度不减；错峰生产保持强度，且行业自律限产逐步成为解决区域供需失衡的常态化手段。此外，《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》文件的出台料将推动错峰生产常态化，巩固化解过剩产能成果。
  
- **装配式建筑：政策细化，成本趋降，渗透率料快速上升。**政策端看，近年来，装配式政策推动分阶段且不断深化，而推动建筑工业化，减少建筑工地现场作业环节，则是政策不变的目标；政策推动下，产业链料百花齐放；成本端看，从造价角度来看装配式建筑成本已经接近传统现浇模式，当前装配式建筑行业成本较高的主要原因是规模化优势尚未体现，随着产能利用率的提升，成本预计将会大幅下降，考虑政府补贴因素，我们预计 PC 装配式有望在 2022 年前后与传统现浇成本持平。此外，装修环节（全装修和装配式装修）也逐渐被重视，全装修在新版装配式评价方式中已成为前置条件。
  
- **风险因素：**疫情防控不及预期，财政、货币结构性发力不及预期；雨水等天气扰动等。
  
- **投资策略。**疫情得到控制后税收压力缓解以及 2020 年低基数下地方财政基建支出有望逐步回暖，“十四五”规划相关重大工程有望逐步开工，预计 2021 基建需求将保持温和增长。建议把握以下主线：
  - 1) **水泥：**区域上整体呈现相对均衡，a) 推荐需求长期空间稳健且竞争格局更优的华南、华东区域，推荐龙头优势凸显的**华润水泥控股（H）、海螺水泥（A/H）、华新水泥、中国建材、塔牌集团**；b) 需求与基建相关性更高且受益城市群建设的京津冀区域，关注**冀东水泥**；c) 需求受基建与扶贫共同驱动、供给格局改善且受益后续扶贫需求及区域政策催化的西北区域，推荐**西部水泥（H）、祁连山**，关注**宁夏建材**。
  - 2) **建筑：**a) 推荐装配式产业链龙头，推荐 PC 构件龙头**远大住工**，关注钢结构部件龙头**鸿路钢构**，以及钢结构工程龙头**精工钢构**等；推荐在装配式装修领域有所布局的公装龙头**金螳螂**，关注**亚厦股份**；b) 推荐积极参与城轨建设，优质运营资产占比相对较高的低估值建筑央企，推荐推出股权激励方案、且地产开发业务在金融审慎监管下行稳致远的**中国建筑**，以及综合性基建央企**中国中铁**；c) 推荐在 EPC 项目上竞争力强、负债仍有扩张空间、现金流优质的园林民企，推荐**东珠生态、绿茵生态**，关注**美尚生态**等；d) 推荐践行精细化管理和“优质客户”战略，在高盈利的同时通过高质量和稳定的交付能力积攒口碑，有望在批量精装修行业较快增长的精装修龙头**中天精装**。

**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
		19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
海螺水泥	54.00	6.34	6.69	6.61	6.35	8.5	8.1	8.2	8.5	买入
华润水泥控股	10.48	1.27	1.55	1.65	1.71	8.2	6.7	6.4	6.1	买入
塔牌集团	13.70	1.46	1.72	1.90	2.03	9.4	8.0	7.2	6.7	买入
西部水泥	1.22	0.33	0.36	0.44	0.47	3.3	3.0	2.4	2.3	买入
祁连山	15.88	1.59	2.26	2.59	2.85	10.0	7.0	6.1	5.6	买入
华新水泥	24.63	3.03	2.87	3.13	3.17	8.1	8.6	7.9	7.8	买入
远大住工	23.75	1.39	1.53	1.96	2.51	15.0	13.7	10.7	8.3	买入
中天精装	46.52	1.61	1.46	1.96	2.56	28.9	31.9	23.7	18.2	买入
东珠生态	19.89	1.13	1.54	2.06	2.72	17.6	12.9	9.7	7.3	买入
绿茵生态	12.75	1.00	0.92	1.17	1.48	12.8	13.9	10.9	8.6	买入
中国建筑	5.27	0.97	1.07	1.18	1.29	5.4	4.9	4.5	4.1	买入
中国中铁	5.50	0.95	0.87	0.97	1.07	5.8	6.3	5.7	5.1	买入

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2020 年 11 月 10 日收盘价; 华润水泥控股的股价及 EPS 为港元; 西部水泥、远大住工的股价为港元

## 目录

<b>政策及资金支持而财政乏力，2020 基建温和复苏</b> .....	1
政策端：疫情得到控制后 1H20 逆周期加码，2H20 进入落地阶段.....	1
资金端：专项债发行持续发力，信贷支持力度加大.....	1
基建持续复苏但强度弱于预期，或为公共财政支出下滑所致.....	3
<b>“十四五”基建展望：从逐量到重质</b> .....	4
以人为核心的新型城镇化继续深入推进.....	4
区域协调发展战略坚持落实推进.....	6
深化供给侧改革为不变主线，生态环保料保持力度.....	7
<b>建筑：基建料温和增长，寻找增长性最优赛道</b> .....	10
生态园林：寒冬已过，仍是最优细分.....	11
城轨：中期景气持续，对标海外仍有长期空间.....	13
<b>水泥：需求稳中有升，全年盈利维持高位</b> .....	16
需求端：基建温和增长，地产稳健，整体需求保持韧性.....	16
供给端：供给侧改革及环保监管持续，供给格局整体可控.....	17
<b>装配式：政策细化，成本趋降，渗透率料快速上升</b> .....	20
政策端：政策不断深化，建筑工业化为不变主线.....	20
成本端：2022 前后装配式构件成本将大致与现浇持平.....	20
<b>风险因素</b> .....	22
<b>投资建议</b> .....	23

## 插图目录

图 1: 专项债累计发行及同比增速 .....	2
图 2: 中长期贷款累计同比增速 .....	2
图 3: 全国水泥平均发货率 (%) .....	2
图 4: 挖掘机行业月度销量 (台) 及同比增速 (右轴) .....	2
图 5: 基建投资累计同比增速 .....	3
图 6: 基建投资单月同比增速 .....	3
图 7: 公共财政支出同比及基建相关公共财政支出同比 .....	3
图 8: 建筑装饰产业债信用利差 (bps) .....	3
图 9: 基建各子领域投资累计同比增速 (%) .....	4
图 10: 基建各子领域投资单月同比增速 .....	4
图 11: 2010-2020 年全国基建投资累计同比增速 .....	10
图 12: 基建主要子板块投资累计同比增速 (%) .....	11
图 13: 四大城市群历年建筑安装工程投资同比增速 .....	11
图 14: 基建、生态环保及市政绿化投资同比增速 .....	12
图 15: PPP 管理库综合治理和污水处理平均投资金额 (亿元) .....	13
图 16: 2018 年水治理参与企业的净资产与筹资情况对比 .....	13
图 17: 主要园林企业重大中标项目 PPP/现汇项目比重 .....	13
图 18: 2011-2019 年每年新增运营线路里程 (公里) .....	14
图 19: 2011-2018 年城轨每年完成投资额 (亿元) .....	14
图 20: 各国际大都市城轨密度 (公里/平方公里) .....	14
图 21: 各国际大都市城轨密度 (公里/万人) .....	14
图 22: 全国各城市 2019 年已运营城轨里程 (公里) 及规划在建里程 (公里) .....	15
图 23: 2017-2025 年全国地铁及轻轨运营里程及预测 (公里) .....	16
图 24: (基建+地产建安) 投资同比增速及水泥产量同比增速 .....	16
图 25: 2019 年各区域新增产能 (万吨) 及产能冲击比例 .....	17
图 26: 2020 年各区域新增产能 (万吨) 及产能冲击比例 .....	17
图 27: 京津冀、长三角、珠三角空气质量指数 (AQI) 走势 .....	18
图 28: 2017-2020E 各地区错峰生产计划天数比较 .....	19
图 29: 水泥出货率: 全国平均 (%) .....	19
图 30: 水泥价格 P·O42.5: 全国均价 (元/吨) .....	19
图 31: 各类型装配式建筑技术与现浇混凝土成本对比 (元/m <sup>2</sup> ) .....	21



## 表格目录

表 1：2020 年以来逆周期调节及基建相关政策梳理 .....	1
表 2：“十三五”规划关于城镇化相关内容整理 .....	5
表 3：2016-2020 年政府工作报告对于城镇化工作回顾及本年计划内容 .....	5
表 4：“十三五”规划关于区域发展相关内容整理 .....	6
表 5：2016-2020 年政府工作报告对于供给侧改革工作回顾及本年计划内容 .....	7
表 6：2016-2020 年政府工作报告对于生态环保工作回顾及本年计划内容 .....	8
表 7：再融资新规旧规对比 .....	12
表 8：各阶段我国城市轨道交通建设情况 .....	14
表 9：已有轨道交通建设规划、但尚未得到国家发改委批复的主要城市一览 .....	15
表 10：工信部在中国水泥行业 50 强高层论坛上的发言 .....	18
表 11：装配式建筑工程消耗定额 .....	21
表 12：按供给独栋建筑与较大规模项目的预制外墙价格对比 .....	21
表 13：基建及水泥板块重点跟踪公司盈利预测 .....	23

## 政策及资金支持而财政乏力，2020 基建温和复苏

### 政策端：疫情得到控制后 1H20 逆周期加码，2H20 进入落地阶段

**1H20 逆周期政策不断加码**，具体措施包括 1) 财政政策上：积极的财政政策更加积极有为。提高财政赤字率至 3.6%、发行 1 万亿元特别国债、增加地方专项债发行额度至 3.75 万亿元；2) 货币政策上：稳健的货币政策更加灵活适度。引导 M2/社融余额增速明显高于 2019 年，并提出“务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行”。**另一方面，地方陆续配合加大基建投资力度**：1) 我们梳理了浙江“十大千亿”工程的推进状态，除了有一部分项目为在建工程推进以外，其余大部分项目为规划项目的逐步落地，有一部分项目的落地节奏有所提前；2) 湖北 3 月调整基建项目资本金比例，最低资本金由 20% 下调至 15%，全域解封后水泥出货迅速恢复至正常水平；3) 2Q20 广西下达 2020 年第二批自治区层面统筹推进重大项目计划，总投资 11479.8 亿元，年度计划投资 1224.6 亿元。以上均体现了地方政府亦逐步加强基建投资、加快项目建设，与中央加码基建的动作相匹配。

表 1：2020 年以来逆周期调节及基建相关政策

日期	部委或会议	文件或政策
1 月 1 日	央行	全面降准：1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金约 8000 亿元
2 月 8 日	交通运输部	在做好新冠病毒疫情防控工作的同时，各地要统筹抓好公路水运工程复工开工建设，进一步加大交通投资力度；除湖北省和防控任务较重地区外，原则上应在 2 月 15 日前做好复工准备，力争 2 月 20 日前复工；地方应重点项目尽快开工、全面完成年度目标任务。
2 月 21 日	中央政治局会议	积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务
2 月 23 日	统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议	要扩大地方政府专项债券发行规模，优化预算内投资结构
3 月 13 日	央行	3 月 16 日对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点，共释放长期资金 5500 亿元
3 月 27 日	中央政治局会议	适当提高财政赤字率、发行特别国债、增加并加快地方政府专项债发行和使用、引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕、加紧做好重点项目前期准备和建设工作等
4 月 3 日	联防联控机制新闻发布会	明确政府的专项债不用于土储和与地产相关的项目，将城镇老旧小区改造纳入专项债支持范围
5 月 22 日	政府工作报告	2020 年目标财政赤字率 3.6% 以上，财政赤字水平 3.76 万亿元（较去年+1 万亿元）；并发行 1 万亿元抗疫特别国债；拟安排地方专项债 3.75 万亿元（较去年+1.6 万亿元），并提高专项债可用作项目资本金的比例；引导 M2/社融余额增速明显高于去年

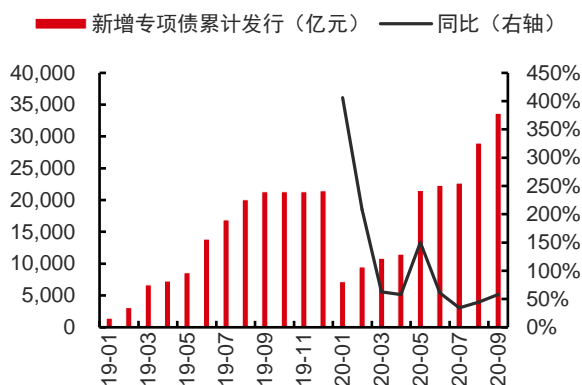
资料来源：中国政府网等政府网站、中信证券研究部

**2H20 逆周期政策方向未改，前期政策逐步进入落地阶段**。7 月 30 日，中共中央政治局召开会议，部署下半年经济工作，提出“逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，其抓手在于消费与投资的扩张。从会议对于政策的表述上看，“财政政策要更加积极有为、注重实效”、“货币政策要更加灵活适度、精准导向”，基本延续政府工作报告以来的政策定调，2H20 逆周期政策仍保持力度，同时上半年政策逐步进入落地阶段。

### 资金端：专项债发行持续发力，信贷支持力度加大

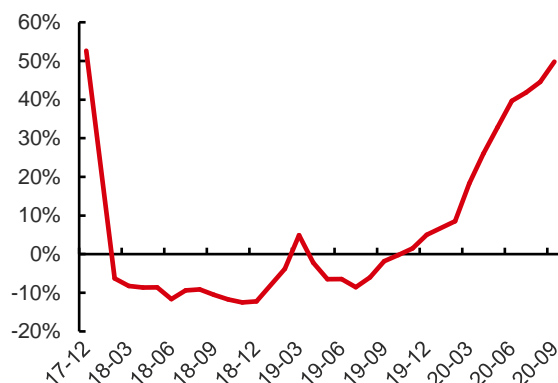
从资金面看，专项债发行持续发力，中长期信贷增速持续迅速回升，配合政策支持基建托底。2020 年 1-9 月新增专项债累计发行 3.37 万亿元，同比+58%，且专项债中投向基建比例同比明显提升，专项债的快速发行及落地为基建输血；同时信贷作为基建资金更主要的来源，亦同步持续回升，2020 年 1-9 月企业中长期信贷同比+50%，从信贷端配合政策支持基建复苏。

图 1：专项债累计发行及同比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

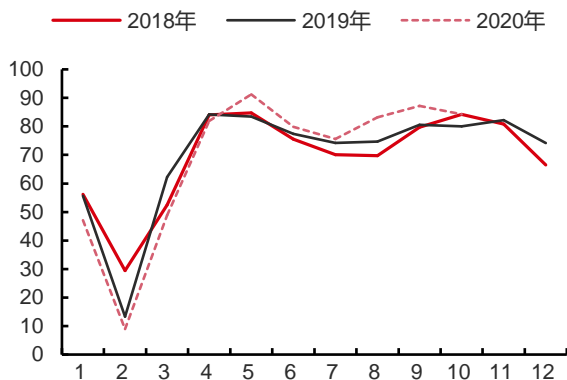
图 2：中长期贷款累计同比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

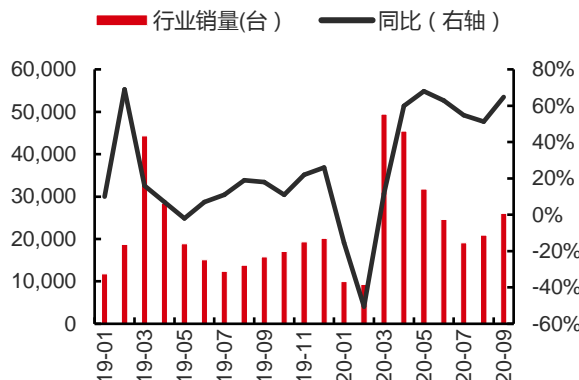
下游高景气佐证 2Q20 以来基建投资复苏趋势：1) 水泥发货从疫情后起迅速恢复，发货情况持续优于去年同期。2020 年 5 月-10 月全国水泥平均发货率均高于 2019 年同期，2020 年 10 月平均发货率为 84%，较去年同期提升 4pcts；2020 年 1-9 月全国累计水泥产量 16.76 亿吨，同比-1.1%，降幅较 1-8 月收窄 1.0pct，其中 9 月全国单月水泥产量 2.33 亿吨，同比+6.4%。2) 挖掘机销量 3 月已转正，4-9 月单月销量同比增速均超 50%持续高增。2020 年 1-9 月挖掘机销量 23.7 万台，同比+32%。剔除雨水扰动影响下，水泥发货高企体现了当期项目逐步推进；挖掘机销量持续高增则一定程度体现了对于未来工程强度的乐观预期。下游的高景气佐证 2Q20 以来基建投资复苏趋势。

图 3：全国水泥平均发货率 (%)



资料来源：数字水泥网，中信证券研究部

图 4：挖掘机行业月度销量 (台) 及同比增速 (右轴)



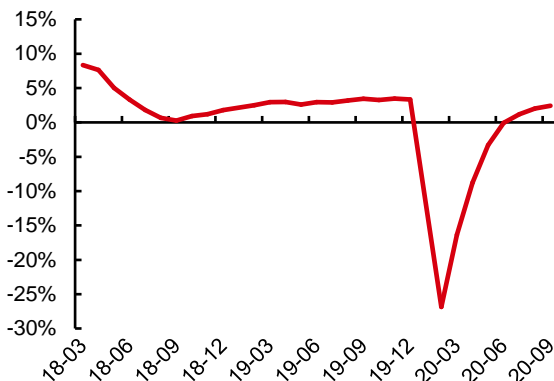
资料来源：中国工程机械工业协会，中信证券研究部



## 基建持续复苏但强度弱于预期，或为公共财政支出下滑所致

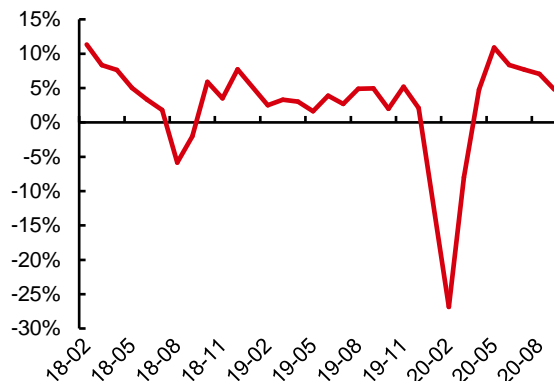
疫情得到控制后基建累计投资增速持续修复，但 5 月后单月基建投资增速逐步放缓。政策和资金支持下基建累计投资增速从 2M20 的-26.9%修复至 9M20 的 2.4%；但从单月投资看，5 月基建投资增速同比+10.9%达到年内高点，随后 6-9 月单月基建投资增速逐步放缓。

图 5：基建投资累计同比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

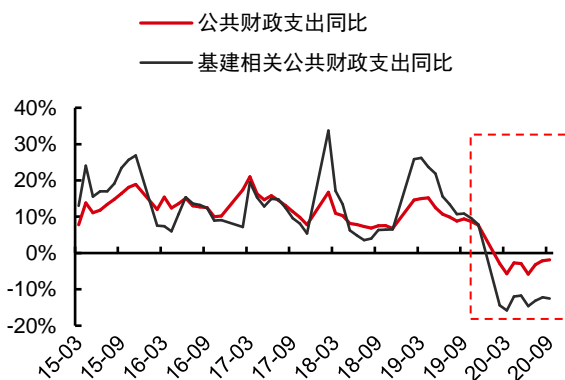
图 6：基建投资单月同比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

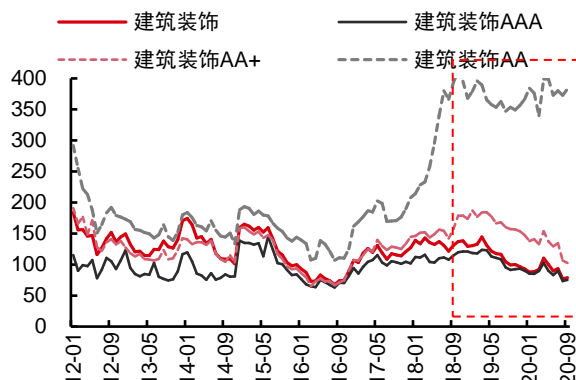
基建持续复苏但强度弱于预期，我们判断主要有以下原因：1) 雨水及洪水扰动，6 月-8 月全国范围内经历强降水及洪涝灾害过程，对受灾区域的工程进度造成扰动。2) 受疫情影响，地方财政用于基建的支出同比下滑，9M20 与基建相关公共财政支出同比-12.5%，而 9M20 公共财政支出同比-1.9%，疫情影响公共财政支出对于基建的投入，而公共财政支出投入基建的乘数效应相对较大；3) 地方财政基建支出下滑下，社会资金对于基建投入呈现结构性的特征，重点项目及大型建筑企业的资金得到保障，相对高等级的建筑装饰产业债信用利差呈现下行趋势，而中小建筑企业的资金成本未见显著下行，AA 级建筑装饰产业债信用利差基本持平（同期整体 AA 级产业债信用利差则逐步下行）。尽管全年专项债发行力度较大，但专项债目前仍主要作为项目配套资金使用，地方财政支出下滑以及社会资金对于基建投入结构性分化，导致基建投资持续复苏但强度弱于预期。

图 7：公共财政支出同比及基建相关公共财政支出同比



资料来源：Wind，中信证券研究部

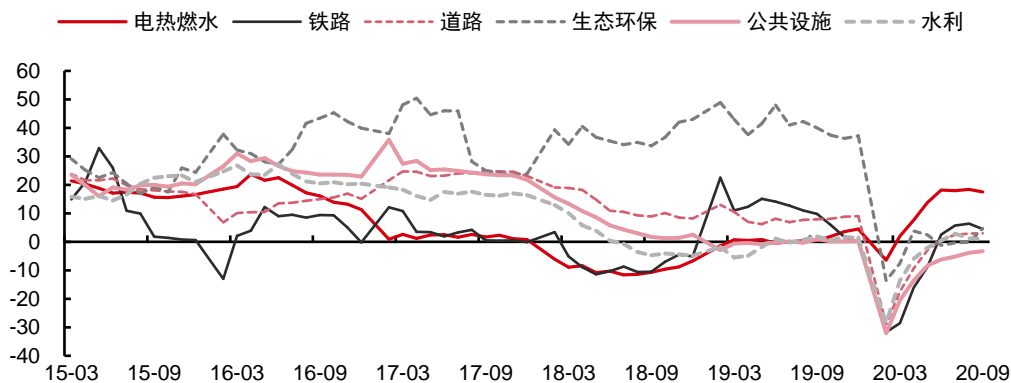
图 8：建筑装饰产业债信用利差 (bps)



资料来源：Wind，中信证券研究部

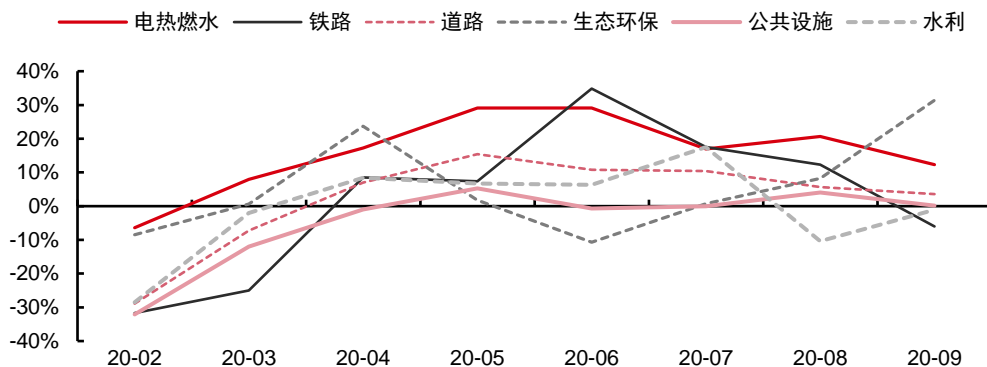
从子领域看，各子领域增速继续分化。9M20 电力、热力、燃气、水生产供应/生态环保/铁路/公路/水利、公共设施投资分别同比+17.5%、+4.7%、+4.5%、+3.0%、+0.9%、-3.3%，从增速上各子领域均趋于复苏，但复苏程度有所分化，电热燃水投资快速复苏，铁路、公路等交通投资在疫情得到控制后较好恢复，而主要依赖地方财政支出的市政公共设施投资仍未同比转正。

图 9：基建各子领域投资累计同比增速（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：基建各子领域投资单月同比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

考虑到雨水洪水扰动后相关基础设施工程料继续推进，疫情得到控制后税收压力缓解以及今年低基数下地方财政基建支出有望逐步回暖，“十四五”规划相关重大工程有望逐步开工，我们预计 2021 年基建投资将继续维持温和增长。

## “十四五”基建展望：从逐量到重质

### 以人为核心的新型城镇化继续深入推进

“十三五”规划明确将户籍人口城镇化率加快提高作为重要的发展目标。具体而言，“十三五”在推进城镇化方面主要目标包括加快农业转移人口市民化、优化城镇化布局和形态、建设和谐宜居城市、健全住房供应体系、推动城乡协调发展、推进新型城镇化重大

工程。

表 2：“十三五”规划关于城镇化相关内容

主要目标	具体措施
加快农业转移人口市民化	深化户籍制度改革；实施居住证制度；健全促进农业转移人口市民化的机制
优化城镇化布局和形态	加快城市群建设发展；增强中心城市辐射带动功能；加快发展中小城市和特色小镇
建设和谐宜居城市	加快新型城市建设；加强城市基础设施建设；加快城镇棚户区 and 危房改造；提升城市治理水平
健全住房供应体系	完善购租并举的住房制度；促进房地产市场健康发展；提高住房保障水平
推动城乡协调发展	发展特色县域经济；加快建设美丽宜居乡村；促进城乡公共资源均衡配置
新型城镇化重大工程	“三个 1 亿人”城镇化；新生中小城市；特色小镇；智慧城市；绿色、森林城市；海绵城市；地下管廊（网）、美丽乡村

资料来源：“十三五”规划纲要，中信证券研究部

**“十三五”期间城镇化进程取得了显著的成效：**1) 绝大多数城市放宽落户限制，2019 年常住人口城镇化率首次超过 60%，提前完成十三五目标；2) 住房保障水平稳步提高，2016-2019 城镇棚户区住房改造实际执行 2157 万套；3) 城乡区域发展协调性持续增强，2015-2019 年新改建农村公路 139.2 万公里，农村公路总里程达 405 万公里，加大对革命老区、民族地区、边疆地区、贫困地区改革发展支持力度；4) 城市群建设发展加快，京津冀协同发展取得明显进展，长江经济带生态优先、绿色发展格局不断巩固，粤港澳大湾区规划建设迈出实质性步伐。

表 3：2016-2020 年政府工作报告对于城镇化工作回顾及本年计划内容

时间	上年/过去 5 年工作回顾	工作回顾具体内容	本年计划内容
2016	着眼开拓发展空间，促进区域协调发展和新型城镇化	继续推动东、中、西、东北地区“四大板块”协调发展，重点推进“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”，在基础设施、产业布局、生态环保等方面实施一批重大工程。制定实施促进西藏和四省藏区、新疆发展的政策措施。推进户籍制度改革，出台居住证制度，加强城镇基础设施建设，新型城镇化取得新成效。	城镇化是现代化的必由之路，是我国最大的内需潜力和发展动能所在。今年重点抓好三项工作。一是加快农业转移人口市民化。深化户籍制度改革，放宽城镇落户条件，建立健全“人地钱”挂钩政策。扩大新型城镇化综合试点范围。居住证具有很高的含金量，要加快覆盖未落户的城镇常住人口，使他们依法享有居住地义务教育、就业、医疗等基本公共服务。发展中西部地区中小城市和小城镇，容纳更多的农民工就近就业创业，让他们挣钱顾家两不误。二是推进城镇保障性安居工程建设和房地产市场健康发展。今年棚户区住房改造 600 万套，提高棚改货币化安置比例。完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性需求和改善性需求，因城施策化解房地产库存，促进房地产市场平稳运行。建立租购并举的住房制度，把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围。三是加强城市规划建设管理。增强城市规划的科学性、前瞻性、权威性、公开性，促进“多规合一”。开工建设城市地下综合管廊 2000 公里以上。积极推广绿色建筑和建材，大力发展钢结构和装配式建筑，加快标准化建设，提高建筑技术水平和工程质量。推进城市管理体制创新，打造智慧城市，完善公共交通网络，治理交通拥堵等突出问题，改善人居环境，使人民群众生活得更安心、更省心、更舒心。
2017	促进区域城乡协调发展，新的增长极增长带加快形成	深入实施“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展三大战略，启动建设一批重点项目。编制西部大开发“十三五”规划，实施新一轮东北振兴战略，推动中部地区崛起，支持东部地区率先发展。加快推进新型城镇化，深化户籍制度改革，全面推行居住证制度，又有 1600 万人进城落户。发展的协同叠加	深化户籍制度改革，今年实现进城落户 1300 万人以上，加快居住证制度全覆盖。支持中小城市和特色小镇发展，推动一批具备条件的县和特大镇有序设市，发挥城市群辐射带动作用。促进“多规合一”，提升城市规划设计水平。推进建筑业改革发展，提高工程质量。统筹城市地上地下建设，加强城市地质调查，再开工建设城市地下综合管廊 2000 公里以上，启动消除城区重点易涝区段三年行动，推进海绵城市建设，有效治理交通拥堵等“城市病”，使城市既有“面子”、更有“里子”。

时间	上年/过去 5 年工作回顾	工作回顾具体内容	本年计划内容
2018	过去五年：坚持实施区域协调发展和新型城镇化战略，着力推动平衡发展，新的增长极增长带加快成长	效应不断显现。 积极推进京津冀协同发展、长江经济带发展，编制实施相关规划，建设一批重点项目。实施重点城市群规划，促进大中小城市和小城镇协调发展。绝大多数城市放宽落户限制，居住证制度全面实施，城镇基本公共服务向常住人口覆盖。城乡区域发展协调性显著增强。	今年再进城落户 1300 万人，加快农业转移人口市民化。优先发展公共交通，健全菜市场、停车场等便民服务设施。有序推进“城中村”、老旧小区改造，完善配套设施，鼓励有条件的加装电梯。加强排涝管网、地下综合管廊等建设。新型城镇化的核心在人，要加强精细化服务、人性化管理，使人人都有公平发展机会，让居民生活得方便、舒心。
2019	统筹城乡区域发展，良性互动格局加快形成	新型城镇化扎实推进，近 1400 万农业转移人口在城镇落户。京津冀协同发展取得明显进展，长江经济带生态优先、绿色发展格局不断巩固。粤港澳大湾区规划建设迈出实质性步伐，港珠澳大桥建成通车。新增高速铁路运营里程 4100 公里，新建改建高速公路 6000 多公里、农村公路 30 多万公里。城乡区域发展协调性持续增强。	坚持以中心城市引领城市群发展。抓好农业转移人口落户，推动城镇基本公共服务覆盖常住人口。更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求。继续推进地下综合管廊建设。城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造提升，更新水电路气等配套设施，支持加装电梯和无障碍环境建设，健全便民市场、便利店、步行街、停车场等生活服务设施。新型城镇化要处处体现以人为核心，提高柔性化治理、精细化服务水平，让城市更加宜居，更具包容和人文关怀。
2020	经济结构和区域布局继续优化	常住人口城镇化率首次超过 60%，重大区域战略深入实施。	发挥中心城市和城市群综合带动作用，培育产业、增加就业。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。完善便民、无障碍设施，让城市更宜居。

资料来源：2016-2020 政府工作报告，中信证券研究部

2020 年 10 月 29 日，第十九届五中全会审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，其中“十四五”规划对于城镇化相关内容做了若干部署：1) 优先发展农业农村，全面推进乡村振兴，加快农业农村现代化；2) 推进区域协调发展、以人为核心的新型城镇化，完善新型城镇化战略，构建高质量发展的国土空间布局和支撑体系。

我们认为，“十四五”期间以人为核心的新型城镇化继续深入推进：1) 以人为本的新型城镇化继续深入推进，城镇化率料继续提升；2) 户籍及土地改革制度推进，农业转移人口市民化进程持续；3) 巩固完善城市配套基础设施、生活服务设施建设，继续推进保障性住房建设，大力进行城镇老旧小区改造；4) 继续坚持区域发展战略，发挥中心城市和城市群综合带动作用。

## 区域协调发展战略坚持落实推进

“十三五”规划提及推动区域协调发展。“十三五”区域发展战略的指导思想为“以区域发展总体战略为基础，以“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展引领，形成沿海沿江沿线经济带为主的纵向横向经济轴带，塑造要素有序自由流动、主体功能约束有效、基本公共服务均等、资源环境可承载的区域协调发展的新格局。”

表 4：“十三五”规划关于区域发展相关内容

措施	具体做法
深入实施区域发展总体战略	深入推进西部大开发；大力推动东北地区等老工业基地振兴；促进中部地区崛起；支持东部地区率先发展；健全区域协调发展机制。



措施	具体做法
推动京津冀协同发展	有序疏解北京非首都功能;优化空间格局和功能定位;构建一体化现代交通网络;扩大环境容量和生态空间;推动公共服务共建共享。
推进长江经济带发展	建设沿江绿色生态廊道;构建高质量综合立体交通走廊;优化沿江城镇和产业布局。
扶持特殊类型地区发展	支持革命老区开发建设;推动民族地区健康发展;推进边疆地区开发开放;促进困难地区转型发展。
拓展蓝色经济空间	壮大海洋经济;加强海洋资源环境保护;维护海洋权益。

资料来源：“十三五”规划纲要，中信证券研究部

“十三五”期间区域发展战略较快推进，京津冀协同发展取得明显进展，长江经济带生态优先、绿色发展格局不断巩固，粤港澳大湾区规划建设迈出实质性步伐。“十四五”规划中区域发展战略仍然占据重要地位，10月29日会议提出，“优化国土空间布局，推进区域协调发展和新型城镇化。坚持实施区域重大战略、区域协调发展战略、主体功能区战略，健全区域协调发展体制机制。要构建国土空间开发保护新格局，推动区域协调发展，推进以人为核心的新型城镇化”。我们认为，京津冀协同发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展仍为我国核心城市群建设的重中之重；同时随着《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》出台，成渝城市群级别或可比肩京津冀、长三角、粤港澳等三大国家级都市圈。

### 深化供给侧改革为不变主线，生态环保政策料保持力度

无论是“十三五”还是“十四五”规划，供给侧改革均为不变的政策主线。“十三五”规划中供给侧改革的内容主要体现为“围绕结构深度调整、振兴实体经济，推进供给侧结构性改革，培育壮大新兴产业，改造提升传统产业，加快构建创新能力强、品质服务优、协作紧密、环境友好的现代产业新体系。”10月29日第十九届五中全会会议提出，“坚持稳中求进工作总基调，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线”。对于水泥行业而言，“十三五”期间通过严禁新增产能、产能置换、错峰生产等举措优化了行业的供给格局，但目前全国水泥熟料产能仍然过剩，我们认为“十四五”期间水泥行业的供给侧改革举措料将保持力度。10月28日，工信部原材料司召开了《水泥玻璃行业产能置换实施办法(修订稿)》研讨会，产能置换的修订，将更好适应新形势的发展，进一步明确各项具体要求，规范产能置换操作程序。

表 5：2016-2020 年政府工作报告对于供给侧改革工作回顾及本年计划内容

时间	上年工作内容回顾	本年工作计划
2016	制定实施创新驱动发展战略纲要和意见，出台推动大众创业、万众创新政策举措，落实“互联网+”行动计划，增强经济发展新动力。一大批创客走上创业创新之路。完善农业支持政策，促进农业发展方式加快转变。针对工业增速下降、企业效益下滑，我们一手抓新兴产业培育，一手抓传统产业改造提升。启动实施《中国制造 2025》，设立国家新兴产业创业投资引导基金、中小企业发展基金，扩大国家自主创新示范区。积极化解过剩产能，推进企业兼并重组。近三年淘汰落后炼钢炼铁产能 9000 多万吨、水泥 2.3 亿吨、平板玻璃 7600 多万重量箱、电解铝 100 多万吨。促进生产性、生活性服务业加快发展。狠抓节能减排和环境保护，各项约束性指标超额完成。公布自主减排行动目标，推动国际气候变化谈判取得积极成果。	加强供给侧结构性改革，增强持续增长动力。围绕解决重点领域的突出矛盾和问题，加快破除体制机制障碍，以供给侧结构性改革提高供给体系的质量和效率，进一步激发市场活力和社会创造力。
2017	以钢铁、煤炭行业为重点去产能，全年退出钢铁产能超过 6500 万吨、煤炭产能超过 2.9 亿吨，超额完成年度目标任务，分流职工得到较好安置。支持农民工在城镇购房，提高棚改货币化安置比例，房地产去库存取得积极成效。推动企业兼并重组，发展直接融资，实施市场化法治化债转股，工业企业资产负债率有所下降。着眼促进企业降成本，出台减税降费、降低“五险一金”缴费比例、下调电价等举措。加大补短板力度，办了一批当前急需又利长远的大事。	用改革的办法深入推进“三去一降一补”。要在巩固成果基础上，针对新情况新问题，完善政策措施，努力取得更大成效。
2018	紧紧依靠改革破解经济发展和结构失衡难题，大力发展新兴产业，改造提升传统产业，提高供给体系质量和效率。扎实推进“三去一降一补”。五年来，在淘汰水泥、平板玻璃等落后产能基础上，以钢铁、煤炭等	深入推进供给侧结构性改革。坚持把发展经济着力点放在实体经济上，继续



时间	上年工作内容回顾	本年工作计划
	<p>行业为重点加大去产能力度，中央财政安排 1000 亿元专项奖补资金予以支持，用于分流职工安置。退出钢铁产能 1.7 亿吨以上、煤炭产能 8 亿吨，安置分流职工 110 多万人。因城施策分类指导，三四线城市商品住宅去库存取得明显成效，热点城市房价涨势得到控制。积极稳妥去杠杆，控制债务规模，增加股权融资，工业企业资产负债率连续下降，宏观杠杆率涨幅明显收窄、总体趋于稳定。多措并举降成本，压减政府性基金项目 30%，削减中央政府层面设立的涉企收费项目 60% 以上，阶段性降低“五险一金”缴费比例，推动降低用能、物流、电信等成本。突出重点加大补短板力度。推进供给侧结构性改革，必须破除要素市场化配置障碍，降低制度性交易成本。针对长期存在的重审批、轻监管、弱服务问题，我们持续深化“放管服”改革，加快转变政府职能，减少微观管理、直接干预，注重加强宏观调控、市场监管和公共服务。五年来，国务院部门行政审批事项削减 44%，非行政许可审批彻底终结，中央政府层面核准的企业投资项目减少 90%，行政审批中介服务事项压减 74%，职业资格许可和认定大幅减少。</p>	<p>抓好“三去一降一补”，大力简政减税降费，不断优化营商环境，进一步激发市场主体活力，提升经济发展质量。</p>
2019	<p>加大“破、立、降”力度。推进钢铁、煤炭行业市场化去产能。实施稳投资举措，制造业投资、民间投资增速明显回升。出台促进居民消费政策。全面推进“互联网+”，运用新技术新模式改造传统产业。深入推进简政减税降费。取消一批行政许可事项，“证照分离”改革在全国推开，企业开办时间大幅压缩，工业生产许可证种类压减三分之一以上。“双随机、一公开”监管全面实施。清理规范各类涉企收费，推动降低用能、用网和物流等成本。深化“互联网+政务服务”，各地探索推广一批有特色的改革举措，企业和群众办事便利度不断提高。</p>	<p>坚持创新引领发展，培育壮大新动能。发挥我国人力人才资源丰富、国内市场巨大等综合优势，改革创新科技研发和产业化应用机制，大力培育专业精神，促进新旧动能接续转换。</p>
2020	<p>税降费 2.36 万亿元，超过原定的近 2 万亿元规模，制造业和小微企业受益最多。政府机构改革任务完成。“放管服”改革纵深推进。设立科创板。共建“一带一路”取得新成效。出台外商投资法实施条例，增设上海自贸试验区新片区。外贸外资保持稳定。发展新动能不断增强。科技创新取得一批重大成果。新兴产业持续壮大，传统产业加快升级。大众创业万众创新深入开展，企业数量日均净增 1 万户以上。先进制造业、现代服务业较快增长。</p>	<p>依靠改革激发市场主体活力，增强发展新动能</p>

资料来源：2016-2020 政府工作报告，中信证券研究部

**预计环保政策将持续保持高压态势。**“十三五”规划对生态文明建设提出较高目标（推进资源节约集约利用、加大环境综合治理力度、加强生态保护修复、健全生态安全保障机制、发展绿色环保产业等）。而在“十三五”期间，2017 年十九大报告提出要坚决打好三大攻坚战，其中重要环节即为污染防治攻坚战；随即全面开展蓝天、碧水、净土保卫战，期内蓝天保卫战取得良好效果，主要污染物排放量持续下降。10 月 29 日第十九届五中全会会议继续强调了“坚持节约优先、保护优先、自然恢复为主”、“推动绿色低碳发展，持续改善环境质量，提升生态系统质量和稳定性”等。水泥错峰生产开展五年来，对于减少秋冬采暖季污染物排放发挥了重要作用；我们预计“十四五”期间环保政策将持续保持高压态势，《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》文件的出台将推动错峰生产常态化，巩固化解过剩产能成果。

表 6：2016-2020 年政府工作报告对于生态环保工作回顾及本年计划内容

时间	上年工作内容回顾	本年工作计划内容
2016	<p>狠抓节能减排和环境保护，各项约束性指标超额完成。公布自主减排行动目标，推动国际气候变化谈判取得积极成果。</p>	<p>重拳治理大气雾霾和水污染。今年化学需氧量、氨氮排放量要分别下降 2%，二氧化硫、氮氧化物排放量分别下降 3%，重点地区细颗粒物(PM2.5)浓度继续下降。着力抓好减少燃煤排放和机动车排放。加强煤炭清洁高效利用，减少散煤使用，推进以电代煤、以气代煤。全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造。加快淘汰不符合强制性标准的燃煤锅炉。增加天然气供应，完善风能、太阳能、生物质能等发展扶持政策，提高清洁能源比重。鼓励秸秆资源化利用，减少直接焚烧。全面推广车用燃油国五标准，淘汰黄标车和老旧车 380 万辆。在重点区域实行大气污染联防联控。全面推进城镇污水处理设施建设与改造，加强农业面源污染和流域水环境综合治理。加大工业污染源治理力度，对排污企业全面实行在线监测。强化环境保护督察。新修订的环境保护法必须严格执行，对超标偷排者必须严厉打击，对姑息纵容者必须严肃追究。</p> <p>大力发展节能环保产业。扩大绿色环保标准覆盖面。支持推广节能环保先进技术</p>

时间	上年工作内容回顾	本年工作计划内容
		装备, 广泛开展合同能源管理和环境污染第三方治理。加大建筑节能改造力度, 加快传统制造业绿色改造。开展全民节能、节水行动, 推进垃圾分类处理, 健全再生资源回收利用网络, 把节能环保产业培育成我国发展的一大支柱产业。 加强生态安全屏障建设。健全生态保护补偿机制。停止天然林商业性采伐, 实行新一轮草原生态保护补助奖励政策。推进地下水超采区综合治理试点, 实施湿地保护与恢复工程, 继续治理荒漠化、石漠化和水土流失。
2017	制定实施生态文明建设目标评价考核办法, 建设国家生态文明试验区。强化大气污染治理, 二氧化硫、氮氧化物排放量分别下降 5.6% 和 4%, 74 个重点城市细颗粒物 (PM2.5) 年均浓度下降 9.1%。优化能源结构, 清洁能源消费比重提高 1.7 个百分点, 煤炭消费比重下降 2 个百分点。推进水污染防治, 出台土壤污染防治行动计划。开展中央环境保护督察, 严肃查处一批环境违法案件, 推动了环保工作深入开展。	坚决打好蓝天保卫战。今年二氧化硫、氮氧化物排放量要分别下降 3%, 重点地区细颗粒物 (PM2.5) 浓度明显下降。一要加快解决燃煤污染问题。全面实施散煤综合治理, 推进北方地区冬季清洁取暖, 完成以电代煤、以气代煤 300 万户以上, 全部淘汰地级以上城市建成区燃煤小锅炉。加大燃煤电厂超低排放和节能改造力度, 东中部地区要分别于今明两年完成, 西部地区于 2020 年完成。抓紧解决机制和技术问题, 优先保障可再生能源发电上网, 有效缓解弃水、弃风、弃光状况。加快秸秆资源化利用。二要全面推进污染源治理。开展重点行业污染治理专项行动。对所有重点工业污染源, 实行 24 小时在线监控。明确排放不达标企业最后达标时限, 到期不达标的坚决依法关停。三要强化机动车尾气治理。基本淘汰黄标车, 加快淘汰老旧机动车, 对高排放机动车进行专项整治, 鼓励使用清洁能源汽车。在重点区域加快推广使用国六标准燃油。四要有效应对重污染天气。加强对雾霾形成机理研究, 提高应对的科学性和精准性。扩大重点区域联防联控范围, 强化应急措施。五要严格环境执法和督查问责。对偷排、造假的, 必须严厉打击; 对执法不力、姑息纵容的, 必须严肃追究; 对空气质量恶化、应对不力的, 必须严格问责。
2018	树立绿水青山就是金山银山理念, 以前所未有的决心和力度加强生态环境保护。重拳整治大气污染, 重点地区细颗粒物 (PM2.5) 平均浓度下降 30% 以上。加强散煤治理, 推进重点行业节能减排, 71% 的煤电机组实现超低排放。优化能源结构, 煤炭消费比重下降 8.1 个百分点, 清洁能源消费比重提高 6.3 个百分点。提高燃油品质, 淘汰黄标车和老旧车 2000 多万辆。加强重点流域海域水污染防治, 化肥农药使用量实现零增长。推进重大生态保护和修复工程, 扩大退耕还林还草还湿, 加强荒漠化、石漠化、水土流失综合治理。开展中央环保督察, 严肃查处违法案件。积极推动《巴黎协定》签署生效, 我国在应对全球气候变化中发挥了重要作用。	今年二氧化硫、氮氧化物排放量要下降 3%, 重点地区细颗粒物 (PM2.5) 浓度继续下降。推动钢铁等行业超低排放改造。提高污染排放标准, 实行限期达标。开展柴油货车超标排放专项治理。深入推进水、土壤污染防治, 今年化学需氧量、氨氮排放量要下降 2%。实施重点流域和海域综合治理, 全面整治黑臭水体。加大污水处理设施建设力度, 完善收费政策。严禁“洋垃圾”入境。加强生态系统保护和修复, 全面划定生态保护红线, 完成造林 1 亿亩以上, 耕地轮作休耕试点面积增加到 3000 万亩, 扩大湿地保护和恢复范围, 深化国家公园体制改革试点。严控填海造地。严格环境执法。我们要携手行动, 建设天蓝、地绿、水清的美丽中国。健全生态文明体制。改革完善生态环境管理制度, 加强自然生态空间用途管制, 推行生态环境损害赔偿制度, 完善生态补偿机制, 以更加有效的制度保护生态环境。
2019	优化能源和运输结构。稳妥推进北方地区“煤改气”“煤改电”。全面建立河长制、湖长制。化肥农药使用量实现双下降。加强生态环保督察执法。积极应对气候变化。长江经济带生态优先、绿色发展格局不断巩固。	持续推进污染防治。巩固扩大蓝天保卫战成果, 今年二氧化硫、氮氧化物排放量要下降 3%, 重点地区细颗粒物 (PM2.5) 浓度继续下降。持续开展京津冀及周边、长三角、汾渭平原大气污染防治攻坚, 加强工业、燃煤、机动车三大污染治理。做好北方地区清洁取暖工作, 确保群众温暖过冬。强化水、土壤污染防治, 今年化学需氧量、氨氮排放量要下降 2%。加快治理黑臭水体, 防治农业面源污染, 推进重点流域和近岸海域综合整治。加强固体废弃物和城市垃圾分类处置, 促进减量化、资源化、无害化。加强污染防治重大科技攻关。企业作为污染防治主体, 必须依法履行环保责任。改革创新环境治理方式, 对企业既依法依规监管, 又重视合理诉求、加强帮扶指导, 对需要达标整改的给予合理过渡期, 避免处置措施简单粗暴、一关了之。企业有内在动力和外部压力, 污染防治一定能取得更大成效。 壮大绿色环保产业。坚持源头治理, 加快火电、钢铁行业超低排放改造, 实施重污染行业达标排放改造。调整优化能源结构。推进煤炭清洁化利用。健全天然气产供储销体系。大力发展可再生能源, 加快解决风、光、水电消纳问题。加大城市污水管网和处理设施建设力度。促进资源节约集约和循环利用, 推广绿色建筑、绿色快递包装。改革完善环境经济政策, 健全排污权交易制度, 加快发展绿色金融, 培育一批专业化环保骨干企业, 提升绿色发展能力。

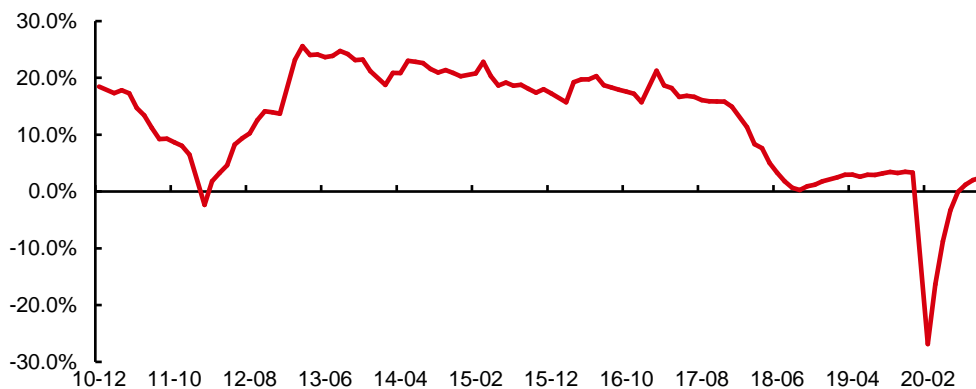
时间	上年工作内容回顾	本年工作计划内容
2020	污染防治持续推进，主要污染物排放量继续下降，生态环境总体改善。金融运行总体平稳。	加强生态系统保护修复。推进山水林田湖草生态保护修复工程试点，持续抓好国土绿化，加强荒漠化、石漠化、水土流失治理。加大生物多样性保护力度。继续开展退耕还林还草还湿。深化国家公园体制改革。健全生态补偿机制。绿色发展人人有责，贵在行动、成在坚持。我们要共同努力，让人民群众享有美丽宜居环境。  突出依法、科学、精准治污。深化重点地区大气污染治理攻坚。加强污水、垃圾处置设施建设，推进生活垃圾分类。加快人口密集区危化品生产企业搬迁改造。壮大节能环保产业。严惩非法捕杀、交易、食用野生动物行为。实施重要生态系统保护和修复重大工程，促进生态文明建设。推动煤炭清洁高效利用，发展可再生能源，完善石油、天然气、电力产供销体系，提升能源储备能资料来源：中信证券研究部。

资料来源：2016-2020 政府工作报告，中信证券研究部

## ■ 建筑：基建料将温和增长，寻找成长性最优赛道

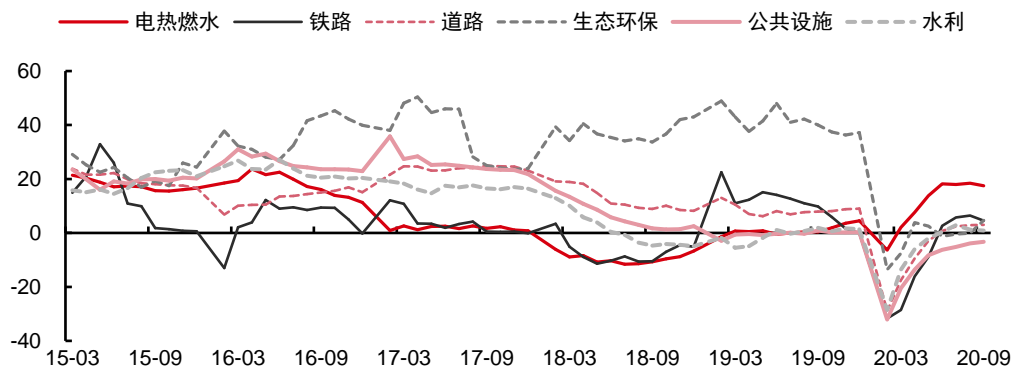
逆周期政策稳步落地，2021 年料将延续 2020 年态势呈现整体回暖，保持温和增长，但子板块的增速料有所分化，同时区域上也会有所侧重。我们建议关注：1) 继续保持较快增长的生态园林子板块；2) 新旧基建合力，中期内城轨投资料有所提速；3) 渗透率不断提升，行业持续高增的装配式建筑产业链。4) 长三角、珠三角、京津冀、成渝城市群作为重点城市群推进地域，基建增速将会继续保持领先，料拥有更加丰富基础设施建设机会。

图 11：2010-2020 年全国基建投资累计同比增速



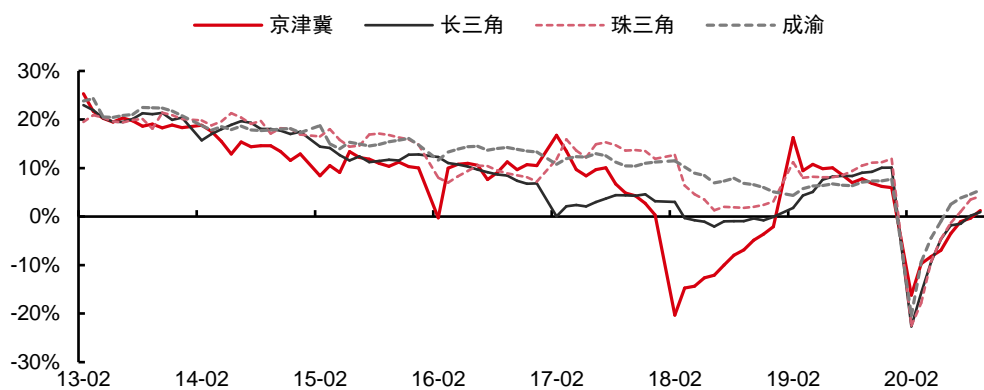
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：基建主要子板块投资累计同比增速（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：四大城市群历年建筑安装工程投资同比增速



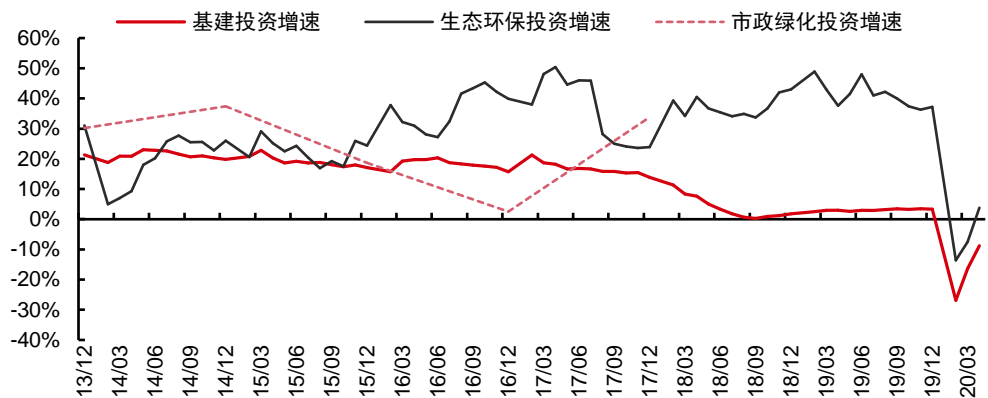
资料来源：Wind，中信证券研究部

## 生态园林：寒冬已过，仍是最优细分

过去三年内生态环保行业保持较快增长。2017 年下半年起，基建投资增速从 20% 水平逐步下滑至 0% 左右水平，2018Q4 企稳后，2019 年全年保持 3% 左右的温和复苏。而 2017H2-2019 年生态环保的投资增速仍保持 30% 以上的较快增长。但同期行业内经历动荡洗牌：2015-17 年 PPP 迎来爆发性增长，园林行业通过再融资及质押等获得资金，积极参与 PPP 项目，订单和业绩高增，其代价是负债率迅速提升（由 51% 提升至 61%）、质押率高企（30%）及现金流质量下降。2018 年初，PPP 热的退潮使地方及金融机构暂停对 PPP 项目的资金支持，同时资管新规限制了流向基建的表外资金，行业的外部输血和资金回流均受限制；资金紧张下业务收缩、利息费用高企导致收入利润下滑，同时市场担忧行业的高质押及资金链断裂风险，业绩估值均下行。**短期看在坚决打赢污染防治攻坚战下，环保治理的投入料将保持强度；中长期看改善人居环境等依然是提升社会发展水平的重要举措，环境治理的长期前景仍然向好。**



图 14：基建、生态环保及市政绿化投资同比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

**再融资通道再次开启，及时为园林企业输血，市场对园林行业资金链断裂的担忧料将逐步消解。**2015-17 年园林行业通过定增等再融资工具进行项目的配套融资或收购资产，期间融资现金流大幅流入，支撑企业收入和订单大幅增长；2020 年 2 月 14 日，证监会正式发布优化主板、创业板再融资系列配套政策，在融资规模、发行对象、定价机制、批文有效期、减持、锁定机制等多维度进行优化，降低上市公司融资门槛。园林行业重回 2015-17 年大举负债扩张的概率较小，但此次再融资通道的再次开启，将为融资较紧张的园林企业及时输血，市场对于园林行业资金链断裂的担忧料将逐步消解。

表 7：再融资新规旧规对比

修订项目	再融资新规	再融资旧规
定价基准日	6 个月期：发行期首日 18 个月期：非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或发行期首日	发行期首日
发行价格	发行价格不低于定价基准前 20 个交易日 公司股票均价的 8 折	发行价格不低于定价基准前 20 个交易日 公司股票均价的 9 折
锁定期	大股东、关联方、战略投资者：锁定 18 个月 其他投资者：锁定 6 个月	大股东、关联方、战略投资者： 锁定 36 个月 其他投资者：锁定 12 个月
减持规则	对定增股份的减持不再做任何限制	解禁后 1 年内通过竞价交易减持不超过持有 非公开发行股份的 50%
发行对象数量	主板、中小板、创业板均不超过 35 名	主板、中小板：不超过 10 名 创业板：不超过 5 名
批文有效期	12 个月	6 个月
发行股数	不超过总股本的 30%	不超过总股本的 20%

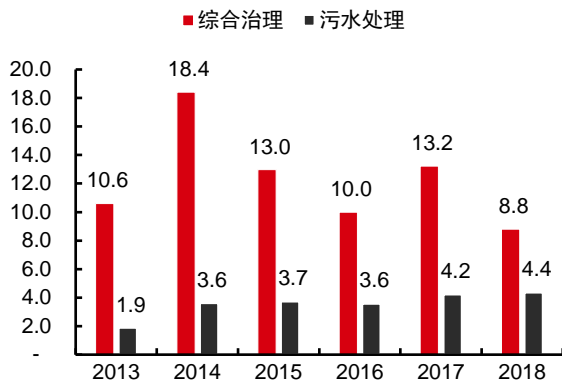
资料来源：Wind，中信证券研究部

**行业较快增长，但格局出现变化：**随着民企报表和现金流承压及生态治理项目单体规模提升，越来越多的园林民企开始选择与融资实力雄厚的央企联合中标项目，发挥各自优势。除项目合作外，企业间亦愿意做股权上的绑定；而再融资的放松，为战投进入提供了足够的安全垫，我们预计未来园林民企引入央企国企战投的整合动作将加码，既为公司提



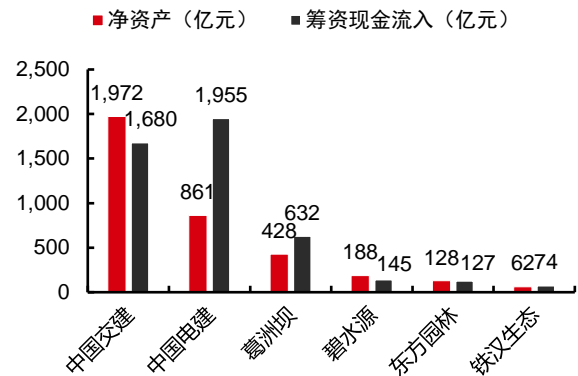
供了直接的资金支持和间接的信用背书，又为中长期稳定合作奠定基础。

图 15: PPP 管理库综合治理和污水处理平均投资金额 (亿元)



资料来源: 财政部, 中信证券研究部

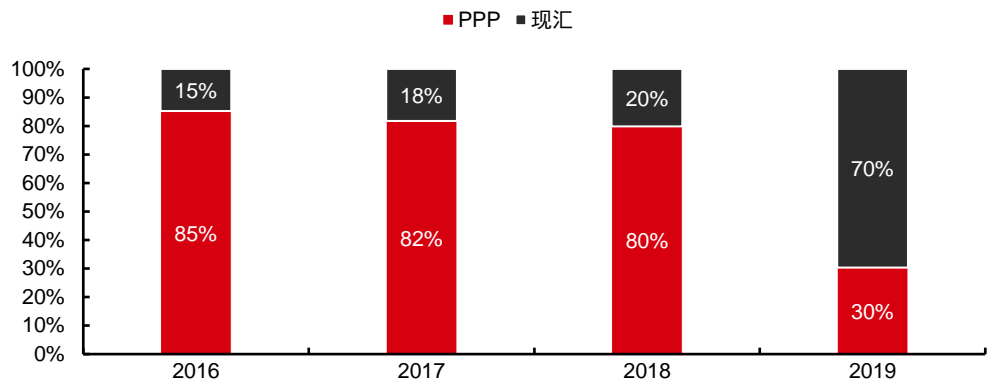
图 16: 2018 年水治理参与企业的净资产与筹资情况对比



资料来源: Wind, 中信证券研究部

PPP 平稳发展的同时，园林行业整体 EPC 等现汇订单占比明显回升。我们统计了主要园林企业 2016-2019 年重大项目中标情况，自 2016 年以来 PPP 中标规模比重逐年下降，2019 年比重由 80%左右水平降至 30%。相较 PPP 项目，EPC 等现汇项目对于企业的资金占用较少、周期较短；我们认为，随着在手现汇项目的逐步实施，园林行业现金占用情况将逐步得到改善。

图 17: 主要园林企业重大中标项目 PPP/现汇项目比重



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

### 城轨：中期景气持续，对标海外仍有长期空间

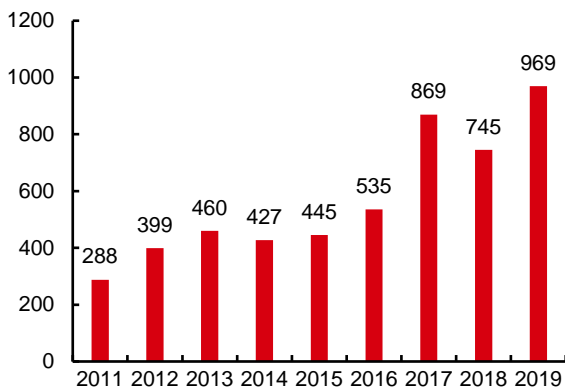
“十三五”至今，2016-19 年全国新投运线路达 3,112 公里，年均新投运 778 公里，较“十二五”期间的 404 公里提升 93%；2019 年已建成线路达 6,730 公里，新增里程达 969 公里，新增里程仍处于高位。城轨投资亦逐步提升，根据中国城市轨道交通协会数据，2016-2018 年轨交投资 CAGR 达 19%。

表 8: 各阶段我国城市轨道交通建设情况

时间	阶段末总运营里程（公里）	平均建设速度（公里/年）
1970-2000	146	5
“十五”（2001-2005）	545	80
“十一五”（2006-2010）	1,599	211
“十二五”（2011-2015）	3,618	404
<b>“十三五”至今（2016-2019）</b>	<b>6,730</b>	<b>778</b>

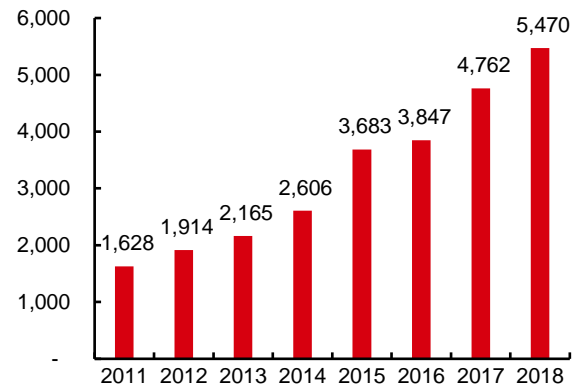
资料来源：中国城市轨道交通协会，中信证券研究部

图 18: 2011-2019 年每年新增运营线路里程（公里）



资料来源：中国城市轨道交通协会，中信证券研究部

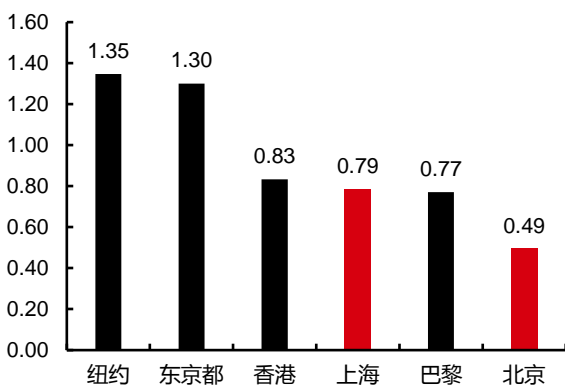
图 19: 2011-2018 年城轨每年完成投资额（亿元）



资料来源：中国城市轨道交通协会，中信证券研究部

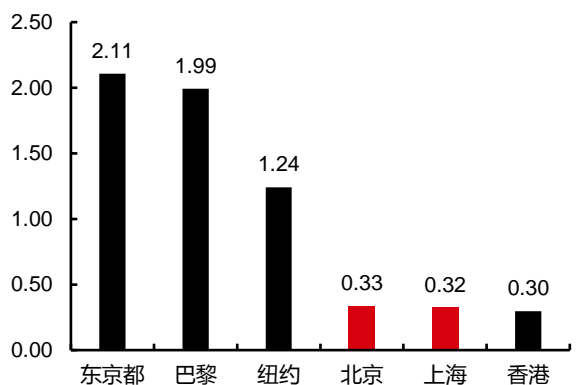
与国际大都市相比，我国核心城市的城轨密度仍具提升空间：以城市建成区面积看，北京、上海城轨密度仅为 0.49、0.79 公里/平方公里，纽约、东京都等城市群城轨密度可达 1.3 公里/平方公里；以城市居住人口看，北京、上海城轨密度仅为 0.33、0.32 公里/万人，东京都、巴黎等可达 2 公里/万人水平。

图 20: 各国际大都市城轨密度（公里/平方公里）



资料来源：Wind，各城市交通局，中国城市轨道交通协会，中信证券研究部

图 21: 各国际大都市城轨密度（公里/万人）



资料来源：Wind，各城市交通局，中国城市轨道交通协会，中信证券研究部

**2020-21 料将进入新一轮规划批复高峰期**：在目前 44 个已得到规划批复城市中，2020-22 年将有 27 个城市规划年限到期；若包含 2018-19 年到期的城市，2020 年则有 18 个城市规划待更新。此外，除已获批城市新一轮批复加快以外，未获批城市存在突破可

能：有十余个城市已经推出各自的轨道交通建设规划，其中约有 7 个城市已获得了省级发改委批复。在政策的倡导和推动下，我们认为这些尚未获批的城市亦或存在突破的可能。

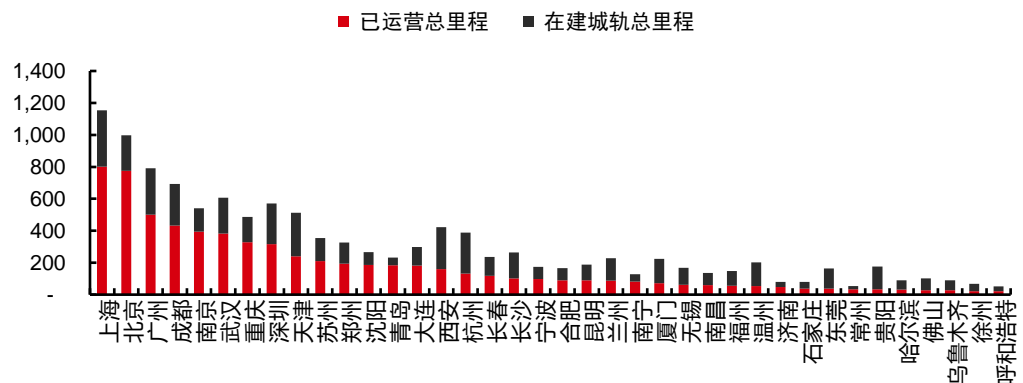
表 9：已有轨道交通建设规划、但尚未得到国家发改委批复的主要城市一览

城市	2018 一般公共预算收入（亿元）	2018 地区生产总值（亿元）	2018 市常住人口（万人）	备注
	<b>300</b>	<b>3000</b>	<b>300</b>	<b>申报建设地铁的标准</b>
潍坊	569.8	6156.8	937.3	可申报建设地铁
泉州	474.2	8468.0	870.0	可申报建设地铁
台州	431.2	4874.7	615.0	可申报建设地铁
济宁	400.2	4370.2	834.6	可申报建设地铁
惠州	393.0	4103.1	483.0	可申报建设地铁
	<b>150</b>	<b>1500</b>	<b>150</b>	<b>申报建设轻轨的标准</b>
珠海	331.5	2914.7	189.1	可申报建设轻轨
威海	284.4	3641.5	283.0	可申报建设轻轨
淮安	247.3	3601.3	492.5	可申报建设轻轨
邯郸	243.4	3454.6	952.8	可申报建设轻轨
宜昌	237.2	4064.2	413.6	可申报建设轻轨
株洲	189.3	2631.5	402.1	可申报建设轻轨
马鞍山	151.0	1918.1	233.7	可申报建设轻轨
泸州	150.1	1695.0	432.4	可申报建设轻轨
绵阳	124.5	2303.8	485.7	
淮南	105.4	1133.3	349.0	
南平	96.2	1792.5	269.0	
西宁	92.9	1286.4	238.7	
渭南	86.0	1767.7	532.8	

资料来源：Wind，各城市财政预算报告，中信证券研究部

预计 2020-2022 年，我国将新增轨道交通运营里程 4,735 公里，到 2022 年末，全国轨交运营线路总里程将达到 11,466 公里，三年 CAGR 为 19.4%，其中新增里程 CAGR 达 26%，增速在交通基建领域领先地位显著。

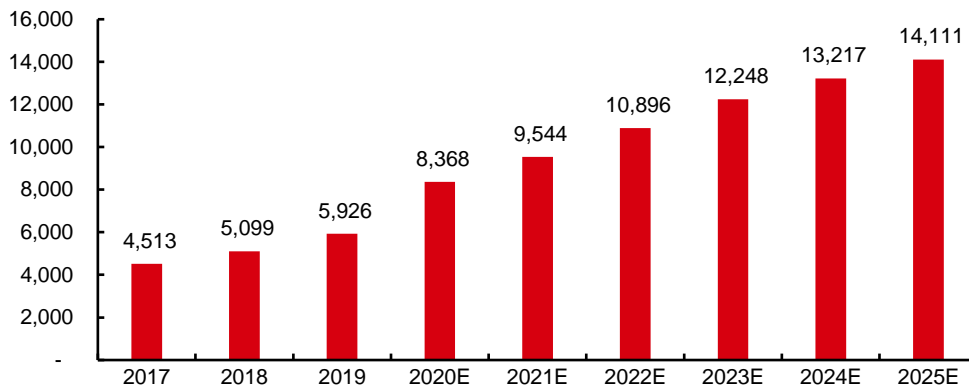
图 22：全国各城市 2019 年已运营城轨里程（公里）及规划在建里程（公里）



资料来源：国家发改委，中国城市轨道交通协会，中信证券研究部

预计 2020-22 年城轨领域总投资约 3.5 万亿元，CAGR 达 28%；其中土建投资约 1 万亿元。我们预计未来三年城市轨道交通每公里造价约 7.5 亿元/公里未来三年城轨总投资或达 35,513 亿元；此外，土建投资占城轨建设投资比例料将稳定在 30%左右，对应土建投资或达 10,654 亿元。

图 23：2017-2025 年全国地铁及轻轨运营里程及预测（公里）



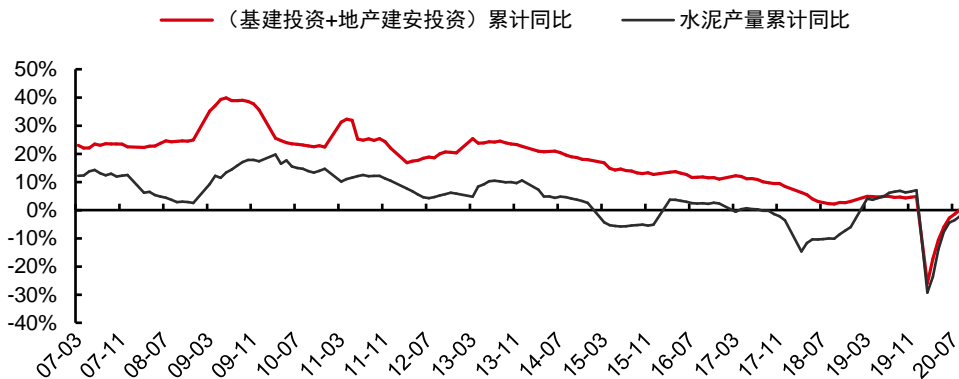
资料来源：Wind，国家发改委，中国城市轨道交通协会，中信证券研究部预测

## ■ 水泥：需求稳中有升，全年盈利维持高位

### 需求端：基建温和增长，地产稳健，整体需求保持韧性

基建温和增长+城镇化继续发展支撑地产建安投资稳健保证水泥需求，整体需求 2021 年保持韧性；区域或水泥需求开始呈现分化。水泥下游需求可大致分为基建、地产、民用（农村）需求。民用需求具有一定的消费属性，与当地的人口、GDP 等较相关，不易观测但较为稳定；从数据分析看，水泥产量的波动与基建投资、地产（建安）投资的波动密切相关。

图 24：（基建+地产建安）投资同比增速及水泥产量同比增速



资料来源：数字水泥网，Wind，中信证券研究部

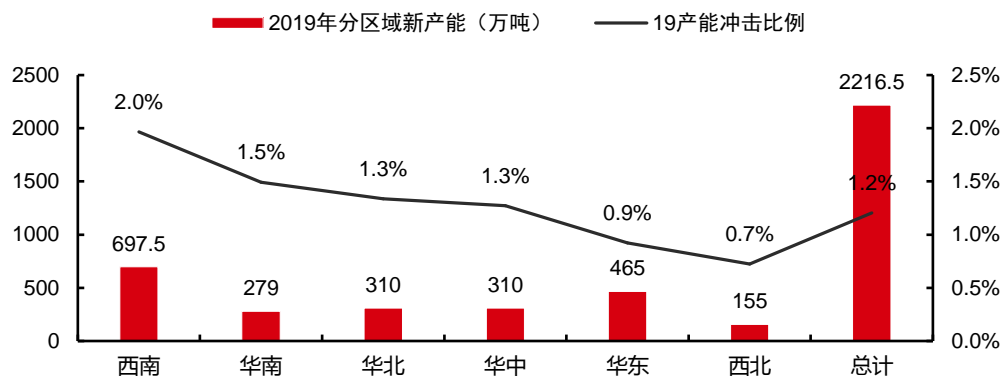
疫情得到控制后税收压力缓解以及今年低基数下地方财政基建支出有望逐步回暖，

“十四五”规划相关重大工程有望逐步开工，预计 2021 基建需求将保持温和增长。另一方面，2021 年受企业积极意愿的影响新开工规模会有所提升，但又受近期拿地数量不多的影响，新开工增速会较为有限；同时随着开发周期拉长必然伴随单位面积单位时间投资强度下降，投资强度会呈现缓慢下行趋势；综上所述，我们预计地产建安投资增速将趋缓但仍将稳健。基于对于基建和地产的判断，我们认为 2021 年全国水泥产销量将保持低个位数增长。

### 供给端：供给侧改革及环保监管持续，供给格局整体可控

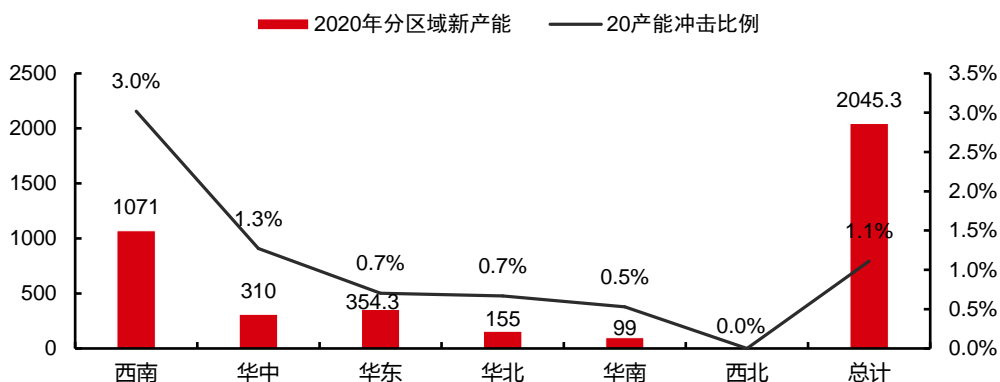
2019-2020 年新增供给整体影响料可控，结构上西南地区或面临冲击。2019/2020E 新增熟料年产能 2217/2045 万吨，新增产能冲击比例为 1.2%/1.1%，预计整体影响可控。但在结构上西南区域或面临较强的新增产能冲击（2019/2020E 为 2.0%/3.0%），预计西北影响最小（2019/2020E 为 0.7%/0.0%），其余地区有一定新增产能但影响可控。

图 25：2019 年各区域新增产能（万吨）及产能冲击比例



资料来源：数字水泥网，中信证券研究部

图 26：2020 年各区域新增产能（万吨）及产能冲击比例



资料来源：数字水泥网，中信证券研究部（含预测）

预计“十四五”期间水泥行业的供给侧改革举措以及环保督察力度不减。对于水泥行业而言，“十三五”期间通过严禁新增产能、产能置换、错峰生产等举措优化了行业的供给格局，但目前全国水泥熟料产能仍然过剩，我们认为“十四五”期间水泥行业的供给侧



改革举措将保持力度。10 月 28 日工信部原材料司召开了《水泥玻璃行业产能置换实施办法(修订稿)》研讨会,产能置换的修订以及产能置换比例的收紧将更好适应新形势的发展,进一步明晰各项具体要求,规范产能置换操作程序。

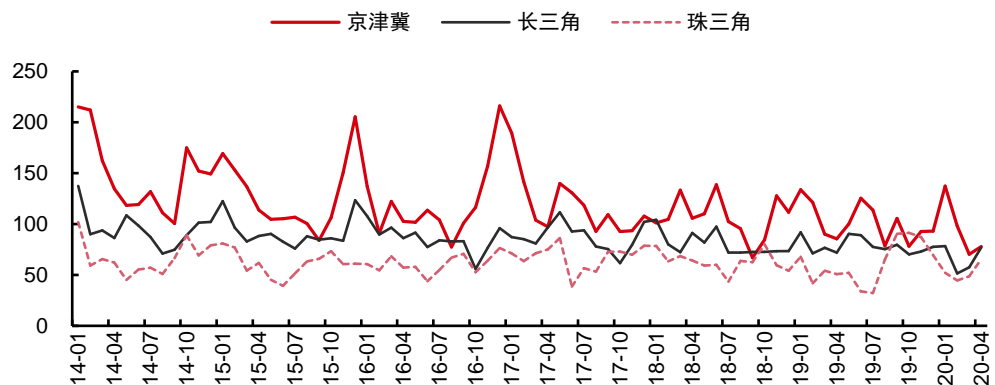
表 10: 工信部在中国水泥行业 50 强高层论坛上的发言

要点	具体内容
水泥运行总体平稳,经济下行条件下,水泥产能严重过剩矛盾仍待根本解决。	新冠肺炎疫情对水泥行业冲击大,但随着国家促进复工复产和落实“六保”“六稳”等一系列政策措施出台落地,全国水泥生产逐月好转。虽然水泥熟料进口量增长对沿海市场造成一定影响,但并未动摇全行业经济运行总体平稳。当前,经济形势复杂,水泥产能严重过剩的矛盾并没有根本解决,一些地方水泥企业亏损严重,一些地方新上项目冲动较强,对此全行业应时刻保持清醒,把问题考虑的更全面一些,把困难考虑的更充分一些,把应对措施想的更周全一些,力争做到未雨绸缪。
产能置换将提升置换比例,压减可用于置换产能范围,继续推动水泥行业化解过剩产能	新方案将在 2017 年发布的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》基础上修订加以补充完善。1) 提升政策的可操作性和针对性。2) 过去两年政策变化内容,将在修订稿中予以吸纳,如 2018 年新推出的产能清单制度和跨省置换听证会制度等后续明确的相关内容。3) 进一步提高水泥行业大气污染防治重点区域和其他区域的置换比例,分别由 1.5:1 和 1.25:1 提高为 2:1 和 1.5:1。对 2013 年以来,连续停产三年及以上的水泥熟料生产线不能用于产能置换。进一步缩小了可用于置换的产能范围,防止“僵尸产能”死灰复燃。
进一步实现常态下的错峰生产	1) 错峰生产目前已经取得良好成效。2016-2019 年水泥错峰生产共减排二氧化碳 15.3 亿吨、二氧化硫 5.34 万吨、氮氧化物 196.1 万吨、颗粒物 2.61 万吨。2) 拟出台《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》,进一步提高政治站位,精准施策安排好错峰生产,统筹处理好错峰生产和正常经营管理的关系,加大环保监督检查力度,充分发挥行业协会作用,加强舆论引导营造良好环境。

资料来源:数字水泥网,中信证券研究部

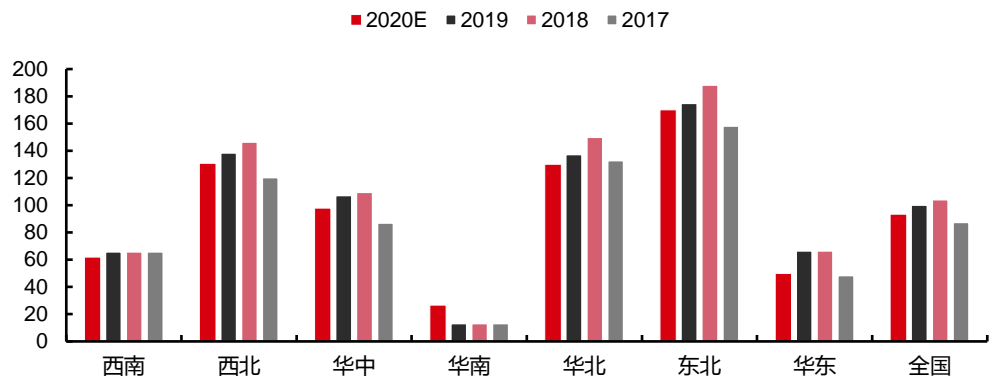
**错峰生产整体保持强度,行业自律限产逐步成为解决区域供需失衡的常态化手段,常态化错峰生产文件或将出台。**根据目前已披露的错峰生产计划(主要包括 2019 年冬季及 2020 年夏季)看,全国整体错峰生产保持强度,与往年差异不大。在疫情期间下游需求停滞时,各地水泥企业亦相应延长错峰生产或延缓复产,使得全国整体水泥价格未出现大幅度下滑,经受住了疫情的考验;而下游恢复后已有河南、辽宁等地企业通过自律限产消化库存,价格企稳回升。在目前产能仍然过剩的背景下,预计行业自律限产将成为解决供需失衡的常态化手段。此外,随着《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》文件的出台,将推动错峰生产常态化,巩固化解过剩产能成果。

图 27: 京津冀、长三角、珠三角空气质量指数(AQI)走势



资料来源: Wind, 中信证券研究部

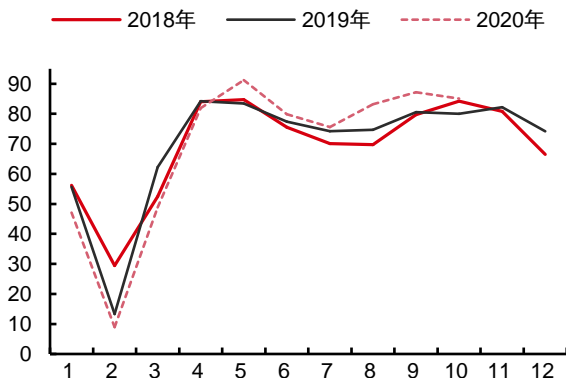
图 28：2017-2020E 各地区错峰生产计划天数比较



资料来源：数字水泥网，各省市工信厅，中信证券研究部 注：若 2020 冬季错峰计划未披露，则该地区 2020 冬季错峰天数等于 2019 年冬季错峰天数

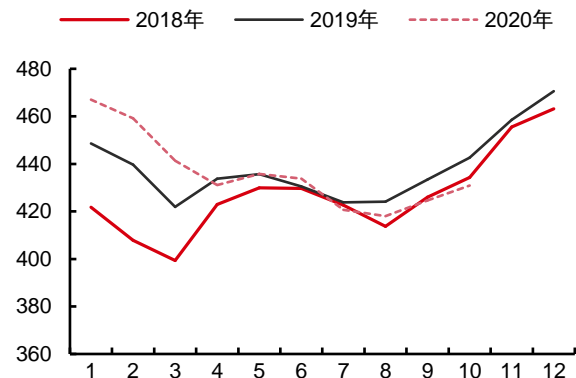
**综合考虑新增供给可控，供给侧改革及环保监管持续，竞争格局整体仍趋于优化，水泥企业在供给上仍有较强控制力；在 2021 年需求整体保持韧性的背景下，我们预计 2021 年水泥价格整体仍将保持高位区间；行业整体盈利保持高位平稳，盈利弱周期化继续兑现。**

图 29：水泥出货率：全国平均（%）



资料来源：数字水泥网，中信证券研究部

图 30：水泥价格 P·O42.5：全国均价（元/吨）



资料来源：数字水泥网，中信证券研究部

**分区域看，我们预计 2021 年区域间需求将呈现整体均衡。我们建议把握以下主线：**

- 1) 推荐受益粤港澳大湾区及长三角一体化建设、需求长期空间稳健的华南、华东区域。**
- 2) 推荐需求与基建相关性更高、价格仍有上升空间且供给格局改善的部分北方区域（京津冀、西北）；其中京津冀区域需求将受益城市群建设的继续推进；受益于“补短板”重大工程以及扶贫等需求，西北区域需求料将保持较好状态。**

## ■ 装配式：政策细化，成本趋降，渗透率料快速上升

我们认为装配式行业发展正处于蓬勃发展阶段，政策不断细化，同时，劳动力成本不断上升叠加装配式规模效应体现，2021-2022 年前后装配式构件成本料将大致与现浇持平，进一步解除成本制约。我们预计在政策推动和成本下降情况下，装配式建筑 3-5 年内保持较快增长。

### 政策端：政策不断深化，建筑工业化为不变主线

**装配式建筑能耗低、施工效率高、绿色环保。**我国目前三大体系预制混凝土为主，钢构为辅。装配式建筑采用标准化设计、工厂化生产、装配化施工。与传统现浇相比能耗低、施工效率高、绿色环保。预制混凝土结构(PC)、钢结构、木结构三大结构体系中，我国主要以 PC 为主（65%）、钢结构为辅（30%）。

**政策路径：建筑工业化主线清晰，细节政策不断完善。**我们梳理了 2012 年至今的相关政策，发现装配式建筑政策呈现以下特点：1) 近年来装配式政策推动分阶段且不断深化：政策推广经历了以推动绿色建筑为目标而发展装配式建筑（2013-2015 年），到装配式政策和国家标准密集出台，顶层设计基本完善（2015-2018 年），再到全方位强调推动全产业链发展，并与智能制造相结合（2018 年至今）的过程。2) 推动建筑工业化，减少建筑工地现场作业环节，则是政策不变的主线。3) 钢结构装配式政策力度提升，在农村及保障房领域逐步推广。4) 除结构主体和部品件外，装修环节（全装修和装配式装修）也逐渐被重视，全装修在新版装配式评价方式中已成为必须的前置条件。

**新版装配式的评价方式更加简化，强调装配率导向。**旧标准中，存在大量模糊的判断性得分项，因此项目可获得许多基础性得分，装配化比率的高低往往不能拉开分差；而新版的装配式建筑评价标准更加具体及量化（只考虑各部分装配化率，将各部分装配化率求平均即为总装配化率）。在当前装配式建筑发展起步期，装配率的导向为各地政府提供了简便可操作的评判标准，将有助于装配式技术体系的快速推广。另一方面，考虑到国家推广装配式的政策目标和主线，我们认为，我国未来装配式建筑技术体系的发展，除了贴合当前装配率的要求外，更应符合“推动建筑工业化、减少建筑工地现场作业环节”的目标。

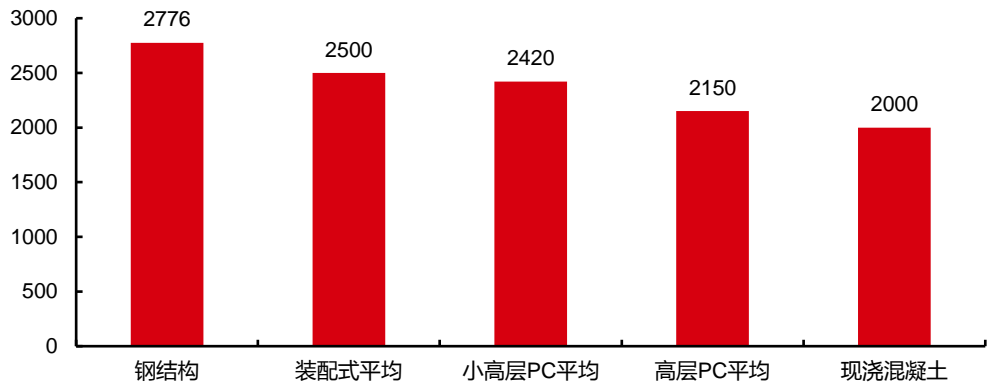
**产业链料百花齐放，钢结构公建渗透率有望较快提升。**我们认为在完善装配式建筑设计、制造、施工等能力的目标下，全产业链在政策推动下将百花齐放，装配式建筑行业中期内仍将保持较快增长。此外，随着政策落地及配套技术体系逐步完善，钢结构装配式在公共建筑市场渗透率有望较快提升；而在住宅市场上，考虑到我国居民居住习惯及成本等因素，我们认为 PC 模式仍是民用住宅领域发展主流，钢结构装配式在高层建筑以及试点地区的保障性住房等领域将继续拓展。

### 成本端：2022 前后装配式构件成本将大致与现浇持平

**装配式建筑的成本已接近传统现浇模式。**从住建部最新发布的《装配式建筑工程消耗量定额》来看，装配式混凝土结构低层住宅建造成本约为 2150 元/m<sup>2</sup>，高层住宅 2420 元/m<sup>2</sup>；装配式钢结构高层住宅建造单价约为 2776 元/m<sup>2</sup>。根据住房和城乡建设部住宅产业

化促进中心的测算，现浇混凝土房屋建造成本约为 2000 元/m<sup>2</sup>，装配式建筑相对现浇模式溢价 7.5%-38%，从造价角度来看，装配式建筑成本已经接近传统现浇模式。

图 31：各类型装配式建筑技术与现浇混凝土成本对比（元/m<sup>2</sup>）



资料来源：《装配式建筑工程消耗定额》（住房和城乡建设部住宅产业化促进中心），中信证券研究部

表 11：装配式建筑工程消耗定额

项目	估算参考价 (元/m <sup>2</sup> )	
装配式混凝土	低层住宅	PC 率 20% 1990
	低层住宅	PC 率 40% 2134
	低层住宅	PC 率 50% 2205
	低层住宅	PC 率 60% 2277
	高层住宅	PC 率 20% 2231
	高层住宅	PC 率 40% 2396
	高层住宅	PC 率 50% 2478
	高层住宅	PC 率 60% 2559
装配式钢结构	高层住宅 2776	

资料来源：《装配式建筑工程消耗量定额》（住房和城乡建设部住宅产业化促进中心），中信证券研究部

当前装配式建筑行业成本较高的主要原因是规模化优势尚未体现，随着产能利用率的提升，成本将会大幅下降。预制构件的成本可分为变动成本和规模化生产可降低的成本。前者包括钢筋、混凝土等原材料费用，占比约 42%；后者主要包括模具、人工费、管理等通过规模化生产可以有效降低的成本，占比约 58%。据住房和城乡建设部住宅产业化促进中心对某项目的测算，专门为一栋楼生产构件，出厂价格 3344 元/m<sup>3</sup>；而为较大规模的项目供应高标准化程度的构件，出厂价格可降低至 2563 元/m<sup>3</sup>，两者差额达 780 元/m<sup>3</sup>。假定其他条件不变，年产能 15 万立方米的生产线负荷为 18%时，预制构件平均售价为 3200 元/m<sup>3</sup>方可达到盈利，而当实现 80%产能时，预制构件的盈亏平衡均价仅 1640 元/m<sup>3</sup>。

表 12：按供给单栋建筑与较大规模项目的预制外墙价格对比

序号	分项费用	按供给单栋楼计算 (元/m <sup>3</sup> )	按较大规模项目计算 (元/m <sup>3</sup> )	差额 (元/m <sup>3</sup> )	差额占比
(一)	直接费	2590	1986	604	77.4%
1	材料费	752	752	-	-
2	模板	357	153	204	26.1%
3	蒸汽养护费	230	150	80	10.3%

序号	分项费用	按供给单栋楼计算 (元/m <sup>3</sup> )	按较大规模项目计算 (元/m <sup>3</sup> )	差额 (元/m <sup>3</sup> )	差额占比
4	电费	75	55	20	2.6%
5	厂房折旧、租赁	250	120	130	16.7%
6	机械折旧费、摊销	161	80	81	10.4%
7	劳动保护	15	15	-	-
8	检测检验费	30	30	-	-
9	钢筋加工费	120	120	-	-
10	构件制作人工费、钢筋加工费	450	360	90	11.5%
11	运输费	150	150	-	-
(二)	企业管理费 (直接费 × 10%)	259	199	60	7.7%
(三)	利润 (直接费 × 5%)	129	99	30	3.9%
(四)	规费 (直接费 + 企业管理费 + 利润) × 3%	89	69	21	2.7%
(五)	税金 (直接费 + 企业管理费 + 利润 + 规费) × 9%	276	212	64	8.2%
	合计	3344	2564	780	100.0%

资料来源：住房和城乡建设部住宅产业化促进中心测算，中信证券研究部；注：较大规模项目按照 10 万平米住宅项目计算

**考虑政府补贴因素，PC 装配式有望在 2022 年前后与传统现浇成本持平。**根据《装配式建筑工程消耗量定额》公布的标准混凝土小高层住宅为例，2018 年现浇建筑成本 2061 元/m<sup>2</sup>，其中建安造价合计 1752 元/m<sup>2</sup>；60%PC 率的装配式建筑成本 2556 元/m<sup>2</sup>，其中建安造价合计 2171 元/m<sup>2</sup>。我们以此数据测算，装配化率在 40% 以上的 PC 装配式建筑有望在 2021 年年内与现浇建筑成本持平。考虑目前各地装配化率的要求不一，我们预计 PC 装配式在 2022 年前后与传统现浇成本持平。

## ■ 风险因素

- 1) 疫情防控不及预期；
- 2) 财政、货币政策结构性发力不及预期；
- 3) 雨水等天气因素扰动；



## 投资建议

### 投资策略

疫情得到控制后，税收压力缓解以及今年低基数下地方财政基建支出有望逐步回暖，“十四五”规划相关重大工程有望逐步开工，预计 2021 基建需求将保持温和增长。建议把握以下主线：

1) **水泥**：区域上整体呈现均衡，a) 推荐需求长期空间稳健的华南、华东区域，推荐龙头优势凸显的**华润水泥控股（H）、海螺水泥（A/H）、华新水泥、塔牌集团**；b) 需求与基建相关性更高且受益城市群建设的京津冀区域，关注**冀东水泥**；c) 需求与基建更相关、供给格局改善且受益后续扶贫需求及区域政策催化的西北区域，推荐**西部水泥（H）、祁连山**，关注**中国建材（H）、宁夏建材**。

2) **建筑**：a) 推荐装配式产业链龙头，推荐 PC 构件龙头**远大住工**，关注钢结构部件龙头**鸿路钢构**，以及钢结构工程龙头**精工钢构**等；推荐在装配式装修领域有所布局的公装龙头**金螳螂**，关注**亚厦股份**；b) 推荐积极参与城轨建设，优质运营资产占比相对较高的低估值建筑央企，推荐推出股权激励方案、且地产开发业务在金融审慎监管下行稳致远的**中国建筑**，以及综合性基建央企**中国中铁**；c) 推荐在 EPC 项目上竞争力强、负债仍有扩张空间、现金流优质的园林民企，推荐**东珠生态、绿茵生态**，关注**美尚生态**等；d) 推荐践行精细化管理和“优质客户”战略，在高盈利的同时通过高质量和稳定的交付能力积攒口碑，有望在批量精装修行业较快增长的精装修龙头**中天精装**。

表 13：基建及水泥板块重点跟踪公司盈利预测

简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				评级
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
海螺水泥	54.00	6.34	6.69	6.61	6.35	8.5	8.1	8.2	8.5	买入
华润水泥控股	10.48	1.27	1.55	1.65	1.71	8.2	6.7	6.4	6.1	买入
塔牌集团	13.70	1.46	1.72	1.90	2.03	9.4	8.0	7.2	6.7	买入
西部水泥	1.22	0.33	0.36	0.44	0.47	3.3	3.0	2.4	2.3	买入
祁连山	15.88	1.59	2.26	2.59	2.85	10.0	7.0	6.1	5.6	买入
华新水泥	24.63	3.03	2.87	3.13	3.17	8.1	8.6	7.9	7.8	买入
远大住工	23.75	1.39	1.53	1.96	2.51	15.0	13.7	10.7	8.3	买入
中天精装	46.52	1.61	1.46	1.96	2.56	28.9	31.9	23.7	18.2	买入
东珠生态	19.89	1.13	1.54	2.06	2.72	17.6	12.9	9.7	7.3	买入
绿茵生态	12.75	1.00	0.92	1.17	1.48	12.8	13.9	10.9	8.6	买入
中国建筑	5.27	0.97	1.07	1.18	1.29	5.4	4.9	4.5	4.1	买入
中国中铁	5.50	0.95	0.87	0.97	1.07	5.8	6.3	5.7	5.1	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 11 月 10 日收盘价；华润水泥控股的股价及 EPS 为港元；西部水泥、远大住工的股价为港元

## 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
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
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；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal 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) 086/12/2019。

**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。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，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。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对对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，且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。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**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 2020 版权所有。保留一切权利。