

## 证券研究报告—深度报告

## 建筑工程

## 建筑工程行业 5 月投资策略

超配

(维持评级)

2018 年 5 月 15 日

一年该行业与上证综指走势比较

行业投资策略



## 相关研究报告：

《国信证券-建筑工程行业 3 月投资策略: 风

劲帆满, 蓄势谋远》——2018-03-19

《国信证券-建筑工程行业 Q2 投资策略: 央企蓄势待发, 国际工程迎来拐点》——2018-04-16

《国信证券-建筑工程行业年报&amp;一季报总结:

业绩提速, 基本面持续向好, 重点关注低估值央企和国际工程》——2018-05-08

## 证券分析师: 周松

电话: 021-60875163

E-MAIL: zhousong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码:  
S0980518030001

## 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

## 估值探底, 行业迎来绝佳配置机会

## ● 建筑板块估值探底, 迎来绝佳配置机会

2018 年 4 月, 建筑行业下跌 6.33%, 跑赢上证指数 0.02pct; 子板块中铁路建设、化学工程、装修装饰跌幅较小, 国际工程、水利工程跌幅较大。年初至今, 建筑行业下跌 9.68%, 跑输上证指数 5.67pct; 子板块中表现较好的是化学工程, 跌幅较大的是国际工程、城轨建设、钢结构。截至 5 月 13 日, 建筑行业 PE 估值 13 倍, 排名所有行业倒数第四, 估值处于历史中低位。

2018 年 4 月, 我们推荐的重点公司组合实现收益 -3.26%, 跑赢行业指数 3.06pct, 跑赢大盘指数 3.09pct。投资组建立至今合实现收益 -1.66%, 跑赢行业指数 2.38pct, 跑赢大盘指数 0.95pct。

## ● 下游需求平稳, PPP 正本清源

建筑行业三大下游基建、房建、工建需求整体平稳。1-3 月, 基建投资同比增长 13.0%, 继续保持两位数增速。细分领域中, 公路、航空、生态环保、公共设施管理等增速较快。房地产投资同比增长 10.4%, 同比增速继续提升, 公租房政策不断推进, 房地产投资增速或将放缓。制造业投资同比增长 3.8%, 增速仍在低位徘徊。PPP 项目完成阶段清理, 入库项目有所减少, 入库金额继续保持增长, 项目质量明显提升, 有利于 PPP 项目长期健康发展。1-3 月, 建筑行业新签订单合同额 5.18 万亿元, 同比增长 16.4%, 继续保持高增长趋势。随着新签订单的持续增长, 建筑业在手订单合同额 25.9 万亿元, 同比增长 18.6%, 充沛的在手订单保障未来业绩。

## ● 重点推荐低估值央企和国际工程

建筑央企受益于集中度提升, 以及 PPP 订单和海外订单高增长, 16 和 17 年新签订单同比增长约 23%/21%, 增速创几年来新高。今年 1-3 月份, 央企新签订单同比增长 18.4%, 延续高增长趋势。2017 年八大央企业绩同比增长 16.5%, 增速创近几年新高。一般业绩滞后订单 1-2 年, 前两年新签订单落地, 央企业绩 2018 年有望超预期。目前央企整体估值较低, 部分个股已经跌破净资产, PB 估值仅 0.9 倍左右, 估值处于近几年的低位。未来区域建设、一带一路等政策和业绩催化下, 有望迎来戴维斯双升。一带一路沿线国家潜在建筑市场空间巨大, 金融机构信贷支持力度增加, 中国企业国际工程承包市场份额逐步扩大。国际工程公司前期受人民币升值对业绩和预期影响较大, 目前处于历史最低估值水平, 随着人民币升值压力释放, 国际工程或将迎来拐点。重点推荐中国建筑、中国化学、中工国际、北方国际等。

## ● 风险提示

固定资产投资下滑; 项目落地不及预期; 应收账款坏账风险等。

## 重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
601668.SH	中国建筑	买入	8.53	255,900	1.26	1.40	6.8	6.1
601117.SH	中国化学	买入	7.76	38,280	0.45	0.61	17.2	12.9
002051.SZ	中工国际	买入	15.62	17,382	1.53	1.80	10.2	8.7
000065.SZ	北方国际	买入	14.70	7,541	1.26	1.62	11.7	9.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

建筑板块估值探底，迎来绝佳配置机会 .....	4
4月主要股指全面下跌 .....	4
子板块全线下跌，化学工程表现较好 .....	6
个股涨跌不一，整体弱于大盘 .....	6
投资组合收益稳健，跑赢指数 .....	7
<b>下游需求平稳，PPP 正本清源 .....</b>	<b>8</b>
建筑三大下游行业需求平稳 .....	8
基建投资韧性强，公路、环保等细分行业景气高 .....	9
房建投资受政策影响较大 .....	11
制造业投资有望回升 .....	12
PPP 项目完成清理，正本清源 .....	13
住房租赁 REITs 试点发行，或带动行业投资 .....	16
建筑行业新订单持续高增长，在手订单充沛 .....	17
<b>央企估值低，国际工程迎来拐点 .....</b>	<b>18</b>
建筑央企估值较低，业绩确定性强 .....	18
国际工程估值创新低，或迎来拐点 .....	20
<b>国信证券投资评级 .....</b>	<b>24</b>
<b>分析师承诺 .....</b>	<b>24</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>24</b>
<b>证券投资咨询业务的说明 .....</b>	<b>24</b>

## 图表目录

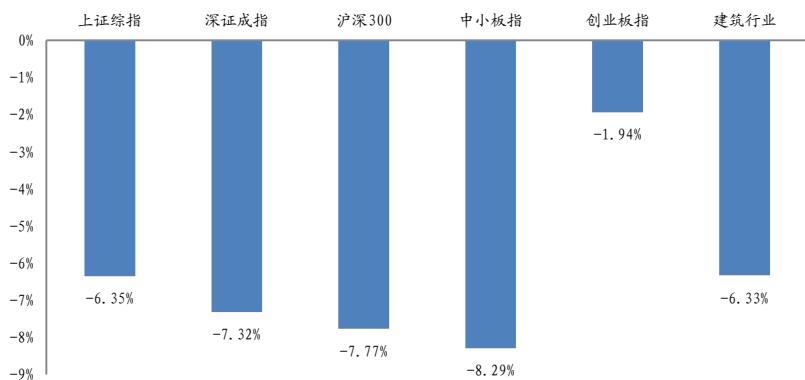
图 1: 4月份建筑行业下跌 6.33%，走势与大盘基本持平 .....	4
图 2: 年初至今建筑行业下跌 9.68%，走势弱于大盘 .....	4
图 3: 建筑行业 4月份涨跌幅在 28 个行业中排第 11 名 .....	5
图 4: 建筑行业年初至今涨跌幅在 28 个行业中排第 24 名 .....	5
图 5: 当前建筑板块整体市盈率处于历史中低位 .....	5
图 6: 建筑板块各子行业 4月份涨跌幅排名 .....	6
图 7: 建筑板块各子行业年初至今份涨跌幅排名 .....	6
图 8: 建筑板块 4月份涨幅前五和跌幅前五的公司 .....	7
图 9: 建筑板块年初至今涨幅前五和跌幅前五的公司 .....	7
图 10: 固定资产投资完成额增速企稳回升 .....	8
图 11: 房建投资回暖，基建投资高位运行，工建投资企稳 .....	8
图 12: 基建投资增速有所下滑，但仍保持高位运行 .....	9
图 13: 历年基建投资三大分项占比变化 .....	9
图 14: 近几年基建三大分项的增速情况 .....	10
图 15: 公路投资持续保持高增长，航空运输投资增长迅猛 .....	10
图 16: 铁路、水上运输、管道运输等均出现负增长 .....	10
图 17: 近年水利、环境及公共设施管理投资三大分项投资增速 .....	11
图 18: 房地产开发投资在 2015 年年底触底后，增速持续回升 .....	11
图 19: 商品房销售面积和销售额增速均有所下滑 .....	12
图 20: 制造业固定资产投资增速有企稳迹象 .....	12
图 21: 制造业 PMI 稳中有升 .....	12
图 22: PPP 入库项目落地率逐渐提升 .....	13
图 23: 清退项目实施阶段分布 .....	14
图 24: 清退项目发起时间划分 .....	14
图 25: 截至 2017 年各行业 PPP 项目投资额占比 .....	14
图 26: 西部地区 PPP 入库项目投资额环比增速下降 .....	14
图 27: 东部地区 PPP 入库项目投资额环比增速放缓 .....	14
图 28: 中部地区 PPP 入库项目投资额环比增速提升 .....	15
图 29: 东北地区 PPP 入库项目投资额环比增速加快 .....	15
图 30: 10 年期国债收益率 .....	15
图 31: 房地产信托投资基金 REITS 简析 .....	16
图 32: 2018 年 1-3 月，建筑业新签订单继续保持高速增长 .....	17
图 33: 2018 年 1-3 月，建筑行业合同额同比增长 18.6%，在手订单充沛 .....	17
图 34: 八个建筑市盈率普遍低于行业平均值和 A 股平均值 .....	18
图 35: 部分建筑央企市净率跌破 1.0，估值处在安全区域 .....	18
图 36: 我国大型建筑央企海外订单占比普遍偏低 .....	20
图 37: 对外承包工程完成营业额增速有所回升 .....	20
图 38: 对外承包工程新签合同额稳健增长 .....	20
图 39: 国际工程营收加速回暖，2018Q1 增长 8.7% .....	21
图 40: 国际工程板块营收增速逐年加快 .....	21
图 41: 国际工程净利润在汇兑冲减后，仍保持较快增长 .....	21
图 42: 国际工程受汇兑影响，财务费用增长迅猛 .....	21
图 43: 人民币汇率进入 2018 年开始企稳，并呈现出贬值趋势 .....	22
图 44: “一带一路”企业影响力排名前 50 企业的性质 .....	22
 表 1: 国信建筑投资组合涨跌幅情况 .....	7
表 2: 财政部 92 号文内容 .....	13
表 3: 2017 年 11 月至 2018 年 4 月财政部 PPP 项目退库情况 .....	13
表 4: 人民银行 2018 年来开展了两次降准操作 .....	15
表 5: 我国 REITS 发展现状 .....	16
表 6: 八大建筑央企 2018 年 1-3 月新签订单 1.74 万亿元，同比增长 18.4% .....	18
表 7: 八家建筑央企 2017 年营业收入超 3.58 万亿元，净利润超 1000 亿元 .....	19
表 8: 八大建筑央企 2017 年新签 PPP 订单合计超 2.46 万亿元 .....	19
表 9: 八大建筑央企 2017 年海外订单 9103 亿元，近三年 CAGR 达 20.42% .....	19
表 10: 近 10 年国际承包商 250 强中国企业表现情况 .....	21

## 建筑板块估值探底，迎来绝佳配置机会

### 4月主要股指全面下跌

2018年4月，上证综指跌6.35%，中小板指和创业板指分别跌8.29%和1.94%。建筑行业（申万建筑装饰，下同）下跌6.33%，跑赢上证指数0.02pct。

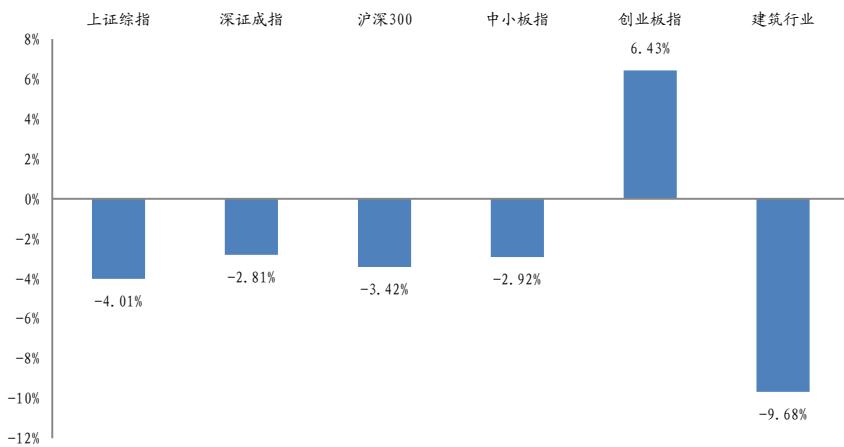
图1：4月份建筑行业下跌6.33%，走势与大盘基本持平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

年初至今，上证综指跌4.01%，中小板指跌2.92%，创业板指涨6.43%。建筑行业下跌9.68%，跑输上证指数5.67pct。

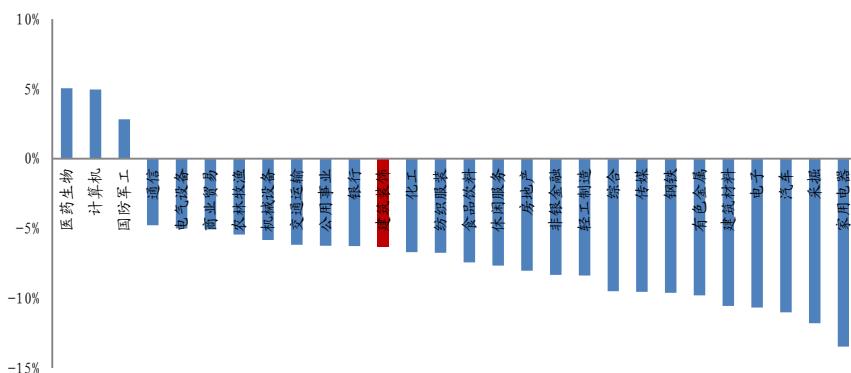
图2：年初至今建筑行业下跌9.68%，走势弱于大盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2018年4月，申万行业中涨幅较大的是医药生物(+5.05%)、国防军工(+4.95%)、计算机(+2.82%)、通信(-4.78%)、电气设备(-5.00%)；跌幅较大的是家用电器(-13.48%)、采掘(-11.80%)、汽车(-11.01%)、电子(-10.67%)和建筑材料(-10.55%)。建筑行业下跌6.32%，在28个行业中排名11名。

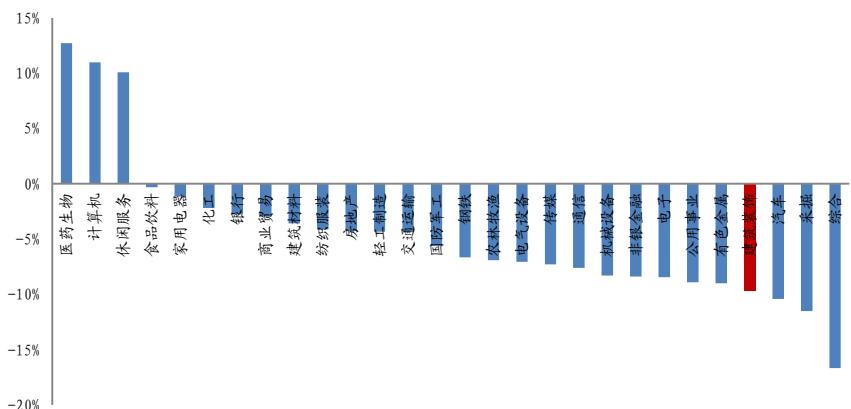
图 3: 建筑行业 4 月份涨跌幅在 28 个行业中排第 11 名



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

年初至今, 申万行业中涨幅较大的是医药生物(+12.71%)、计算机(+10.96%)、休闲服务(+10.06%)、食品饮料(-0.31%)、家用电器(-1.17%); 跌幅较大的是综合(-16.67%)、采掘(-11.53%)、汽车(-10.42%)、建筑装饰(-9.68%)和有色金属(-8.99%)。建筑行业跌幅较大, 28 个行业中排名倒数第 4 名。

图 4: 建筑行业年初至今涨跌幅在 28 个行业中排第 24 名



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

建筑板块估值相对较低。截至 5 月 13 日, 申万 28 个一级行业中, 建筑装饰的 PE(TTM) 为 13.29 倍, 排名倒数第四。从建筑板块自身历史市盈率来看, 2015 年 6 月达到 33.60 倍, 当前的市盈率处于历史中低位。

图 5: 当前建筑板块整体市盈率处于历史中低位

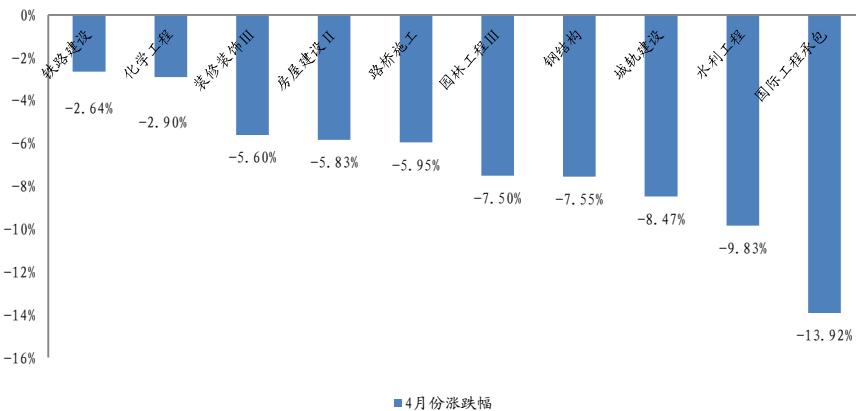


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 子板块全线下跌，化学工程表现较好

2018年4月，建筑行业子板块全面下跌，其中铁路建设（-2.64%）、化学工程（-2.90%）、装修装饰（-5.60%）三个行业跌幅最小，跌幅前三的子行业分别是国际工程（-13.92%）、水利工程（-9.83%）和城轨建设（-8.47%）。

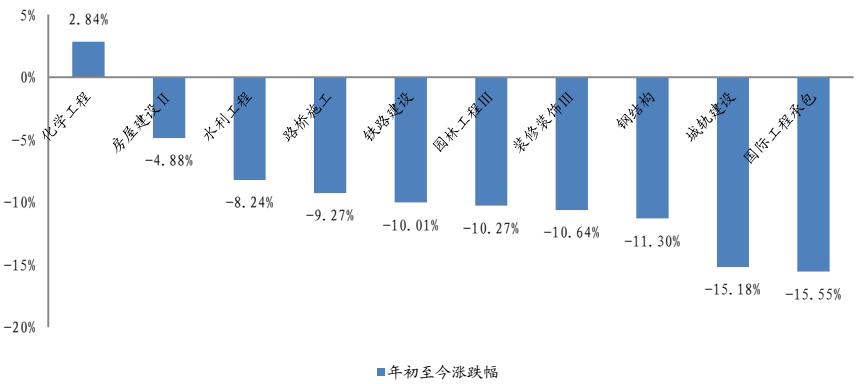
图 6：建筑板块各子行业 4 月份涨跌幅排名



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

年初至今，除化学工程（+2.84%）外，申万建筑行业子行业全部下跌，其中跌幅前三的子行业分别是国际工程（-15.55%）、城轨建设（-15.18%）和钢结构（-11.30%）。其中化学工程主要受中国化学（+16.74%）上涨的拉动，该子行业的其他个股均全面下跌。

图 7：建筑板块各子行业年初至今份涨跌幅排名

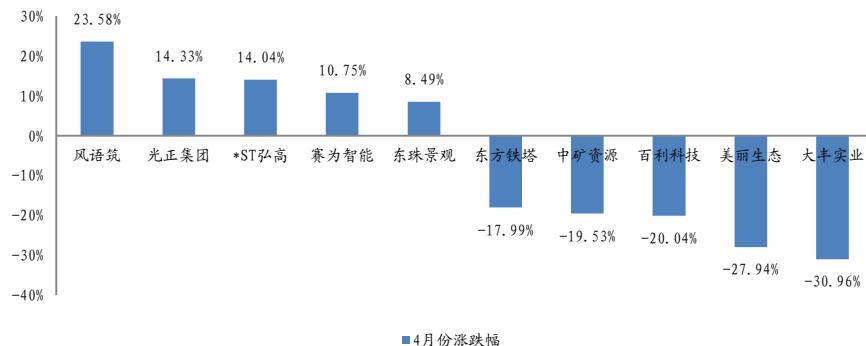


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 个股涨跌不一，整体弱于大盘

2018年4月，建筑行业所有股票中有20.0%个股实现正收益，比例低于全体A股33.5%个股上涨的比例。其中涨幅居前的是风语筑（+23.58%）、光正集团（+14.33%）、\*ST弘高（+14.04%）、赛为智能（+10.75%）和东珠景观（+8.49%）；跌幅居前五的个股分别为大丰实业（-30.96%）、美丽生态（-27.94%）、百利科技（-20.04%）、中矿资源（-19.53%）和东方铁塔（-17.99%）。

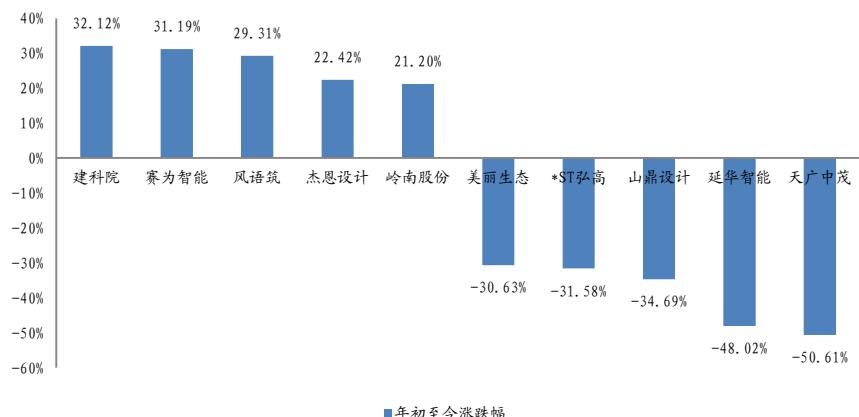
图 8: 建筑板块 4 月份涨幅前五和跌幅前五的公司



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

年初至今，建筑行业所有股票中有 19.6% 的个股实现正收益。比例低于全体 A 股 35.3% 个股上涨的比例。其中涨幅居前的是建科院 (+32.12%)、赛为智能 (+31.19%)、风语筑 (+23.58%)、杰恩设计 (+22.42%) 和岭南股份 (+21.20%)；跌幅居前五的个股分别为天广中茂 (-50.61%)、延华智能 (-48.02%)、山鼎设计 (-34.69%)、\*ST 弘高 (-31.58%) 和美丽生态 (-30.63%)。

图 9: 建筑板块年初至今涨幅前五和跌幅前五的公司



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 投资组合收益稳健，跑赢指数

2018 年 4 月，推荐的投资组合中，6 支个股有 5 支跑赢大盘，投资组合实现收益 -3.26%，跑赢行业指数 3.06pct，跑赢大盘指数 3.09pct。成立至今，投资组合实现收益 -1.66%，跑赢行业指数 2.38pct，跑赢大盘指数 0.95pct。

表 1: 国信建筑投资组合涨跌幅情况

个股组合	4 月份涨跌幅	成立至今涨跌幅
中国建筑	-3.12%	-7.03%
中国交建	3.81%	-5.67%
中国铁建	1.33%	-6.00%
中工国际	-3.16%	-6.30%
北方国际	-17.48%	-2.60%

中国化学	-0.95%	17.61%
上证指数	-6.35%	-2.61%
申万建筑	-6.32%	-4.04%
组合收益	-3.26%	-1.66%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 下游需求平稳, PPP 正本清源

### 建筑三大下游行业需求平稳

建筑业总产值与固定资产投资高度相关。基建投资、房地产投资和制造业投资三大项合计占固定资产投资比例约为 80%。受房地产投资和制造业投资增速下滑的影响, 固定资产投资增速逐年放缓, 2017 年同比增长 7.2%。2018 年 1-3 月, 固定资产投资同比增速为 7.5%, 较 2017 年提升了 0.3 个百分点。

图 10: 固定资产投资完成额增速企稳回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

进入 2018 年以来, 房建投资受房地产景气带动, 增速有所回升, 2018 年 1-3 月实现 10.4% 的正增长; 基建投资受益于 PPP 项目投资拉动以及扶贫攻坚推进, 持续保持高位增长, 2018 年 1-3 月实现 13% 的正增长; 工建投资(制造业)整体仍较低迷, 但有企稳迹象, 近一年的增长均保持在 4% 左右, 2018 年 1-3 月实现 3.8% 正增长。

图 11: 房建投资回暖, 基建投资高位运行, 工建投资企稳



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 基建投资韧性强，公路、环保等细分行业景气高

#### 基建投资维持较快增速

基建投资最近三年的CAGR为17.5%，2017年基建投资同比增长14.9%，2018年1-3月，基建投资同比增长为13.0%，基本符合预期。

图 12：基建投资增速有所下滑，但仍保持高位运行



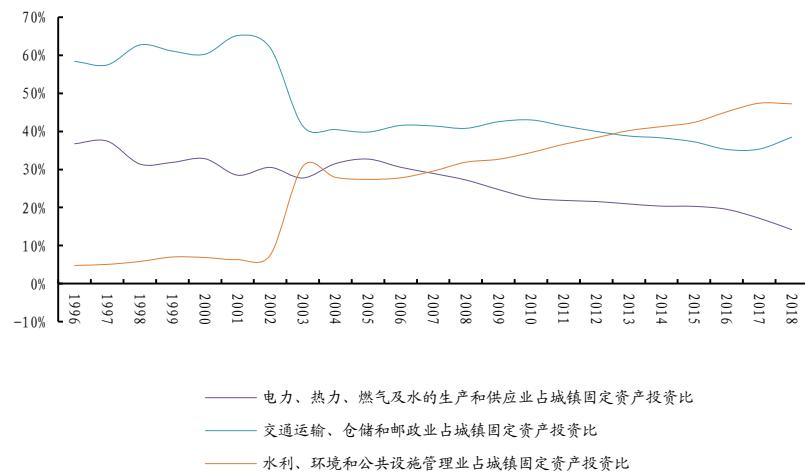
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

#### 水利、环境和公共设施管理业成基建核心，交通运输、仓储和邮电业增速较快

根据我国的统计范畴，基础设施建设投资包括三部分：（1）交通运输、仓储和邮电业；（2）电力、燃气及水的生产和供应业；（3）水利、环境和公共设施管理业。

基建三大分项重心在逐步转移。2005年之前“电力、热力、燃气及水的生产和供应业”主导，占基建投资的比重在2005年达到33%；2005-2010年“交通运输、仓储和邮电业”主导，占基建投资的比重在2010年达到峰值43%；2010年之后“水利、环境和公共设施管理业”成为新的主导，2012-2017年投资增速均超过20%，2017年投资额达到82105亿元，占基建投资的比重已超过47%，预计未来仍将保持较快的增速。

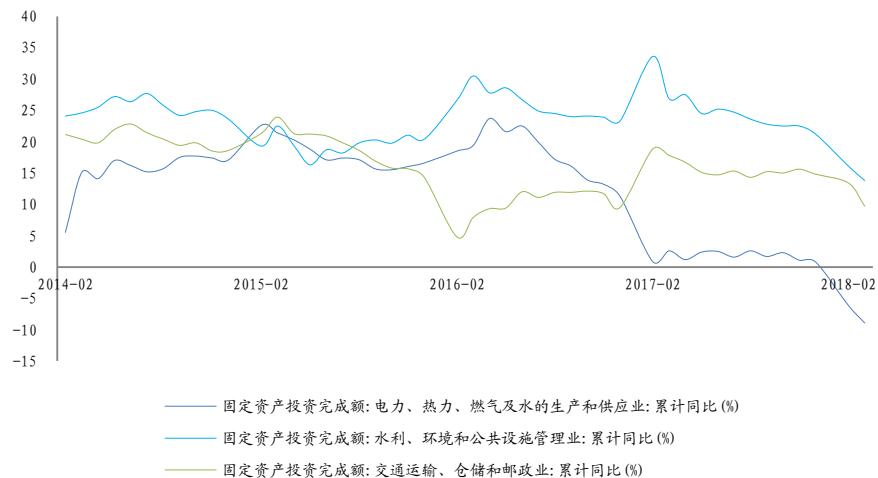
图 13：历年基建投资三大分项占比变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2018年1-3月，基建投资三大分项出现分化，在美丽中国大战略的推动下，水利、环境和公共设施管理业继续保持高速增长，同比增长13.8%；交通运输、仓储和邮政业也保持了较快增长，同比增长9.7%；受制于供给侧改革的影响，电力、热力、燃气及水的生产和供应业则出现明显的回落，同比增长-8.9%。

图14：近几年基建三大分项的增速情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

#### 公路投资持续景气，铁路投资开始下滑

从交通运输、仓储和邮政业的分项来看，公路投资持续保持景气，2018年1-3月实现18.9%的正增长；航空投资进入2018年呈现出迅猛增长态势，1-3月同比大增47.2%；铁路、水上运输、管道运输等投资均负增长，其中铁路投资增长-5.1%，水上运输投资增长-21.8%，管道运输增长-30.8%。

图15：公路投资持续保持高增长，航空运输投资增长迅猛



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图16：铁路、水上运输、管道运输等均出现负增长

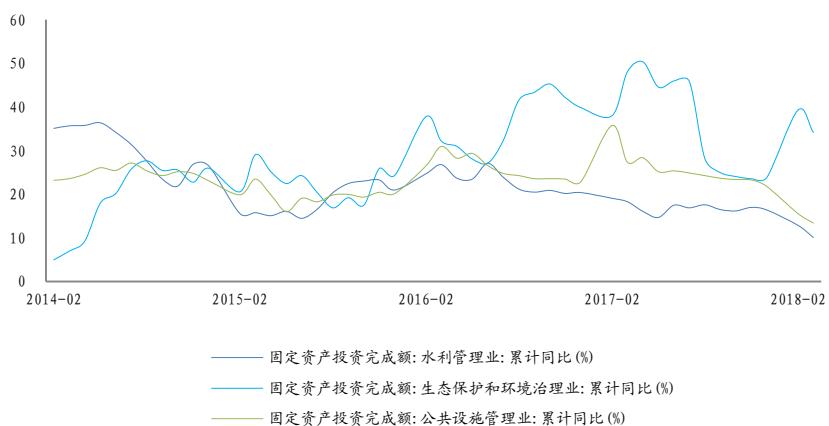


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

#### 生态环境投资持续景气，水利和公共设施管理投资保持两位数以上增长

从水利、环境和公共设施管理业的分项来看，生态环境持续保持高速增长，2018年1-3月同比增长34.2%，增速较2017年提升10.3pct；水利管理和公共设施管理投资增长速度有所下滑，但仍保持两位数以上增，其中水利管理投资增长10.1%，公共设施管理投资增长13.4%。

图 17：近年水利、环境及公共设施管理投资三大分项投资增速

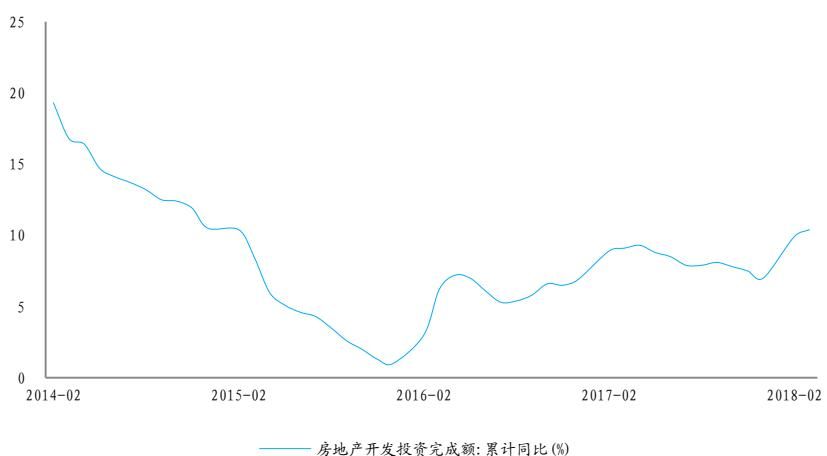


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 房建投资受政策影响较大

房地产投资受政策调控影响较大, 2016 年以来调控政策不断密集出台, 房地产投资也出现了比较明显的变化。房地产投资增速 2015 年触底后回升, 2018 年 1-3 月份同比增长 10.4%。

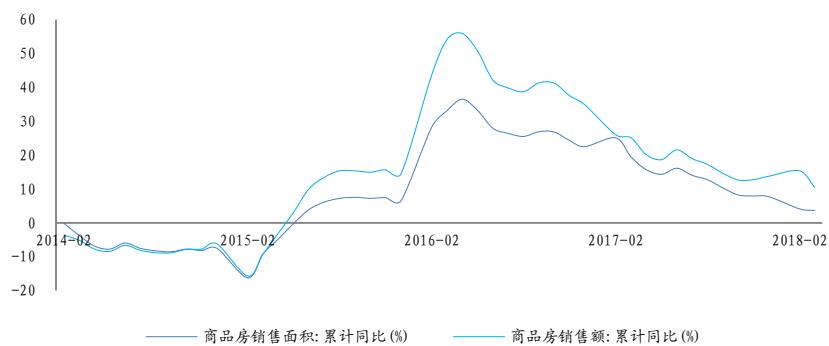
图 18：房地产开发投资在 2015 年年底触底后，增速持续回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

一般房地产开发投资增速落后商品房销售面积增速 5-7 个月左右, 2018 年整体商品房销售在各地政府限购等严厉的管控措施下面临压力, 2018 年 1-3 月商品房销售面积和销售额增速均有所下滑, 其中商品房销售面积增长 3.6%, 商品房销售额增长 10.4%。预计房地产开发投资增速或将回落。

图 19: 商品房销售面积和销售额增速均有所下滑

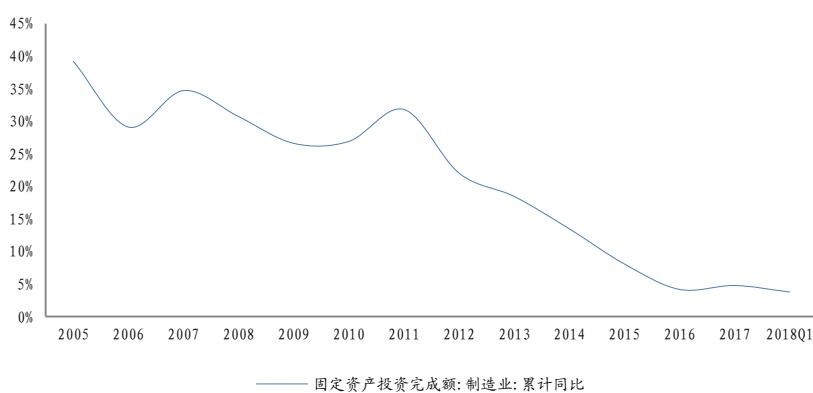


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 制造业投资有望回升

制造业投资主要影响工业建筑。2004-2012 年工业建筑安装工程投资 CAGR 达 33%，整体增速比较平稳，之后连续下滑，2018 年 1-3 月制造业投资同比增长 3.8%，增速仍在低位徘徊，但有企稳迹象。

图 20: 制造业固定资产投资增速有企稳迹象



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

具体来看，制造业采购经理人指数 PMI 持续保持在荣枯线以上，2018 年 4 月份为 51.4，同比提升 0.2，环比降低 0.1。

图 21: 制造业 PMI 稳中有升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## PPP 项目完成清理，正本清源

### PPP 项目库阶段性清查完毕

2017 年 11 月 10 日，财政部发布财办金【2017】92 号文《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》，明确了 PPP 的入库标准和负面清单，还特别强调了“按效付费机制”，并要求在 2018 年 3 月底前完成对在库项目的集中清理。

表 2：财政部 92 号文内容

文件名称	时间节点	目的	内容
《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》	2017 年 11 月 10 日发布，要求 2018 年 3 月 31 日前完成清理	及时纠正 PPP 泛化滥用现象，进一步推进 PPP 规范发展，着力推动 PPP 回归公共服务创新供给机制的本源，促进实现公共服务提质增效目标，夯实 PPP 可持续发展基础	要求将处于识别阶段的项目，纳入项目储备清单，重点进行项目孵化和推荐；将处于准备、采购、执行、移交阶段的项目，纳入项目管理库，实施全生命周期管理；将条件不符合、操作不规范、信息不完善项目清理出库，一共规定了七大类、二十三种需要退出库的情形。

资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

截止 2018 年 4 月 1 日，项目库清理完毕，在库项目数量总计 13970 个，涉及总投资额 18.26 万亿元。在 2017 年 11 月至 2018 年 4 月 1 日期间，根据明树数据，财政部 PPP 库共清退项目数 2230 个，涉及投资金额 2.2 万亿元（大岳咨询的数据为清退项目数 2467 个，金额 2.45 万亿元）。此次总的项目数退库率为 15.9%，金额退库率为 12.1%。

表 3：2017 年 11 月至 2018 年 4 月财政部 PPP 项目退库情况

退库情况	总库情况	退库率
2230 个	13970	15.9%
2.2 万亿	18.26 万亿	12.1%

资料来源：明树数据，国信证券经济研究所整理

### PPP 项目落地率稳健提升，入库质量明显改善

相比传统的 BT 和 BOT 模式，PPP 项目通过引入社会资本，能缓解地方财政压力；此外，PPP 能整合优质项目管理经验，提高项目管理水平。此次财政部对 PPP 项目进行清理，进一步提升了 PPP 项目的质量，PPP 项目的落地率在原有的基础上进一步提升。

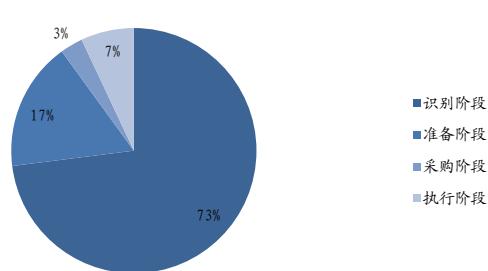
图 22：PPP 入库项目落地率逐渐提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

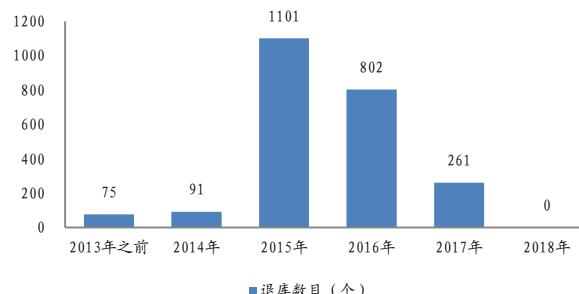
从具体清理的情况来看，财政部清理的项目大部分是处于识别阶段和长期未落地的项目，其中处于识别阶段的项目 1697 个，占比超过 73%，项目发起时间是 2015 年及之前的项目 1267 个，占比超过 54%。这些项目一般都是质量比较低、无法落地的项目，此次专项清理，有助于 PPP 项目更加规范和健康的发展。

图 23：清退项目实施阶段分布



资料来源：明树数据，国信证券经济研究所整理

图 24：清退项目发起时间划分

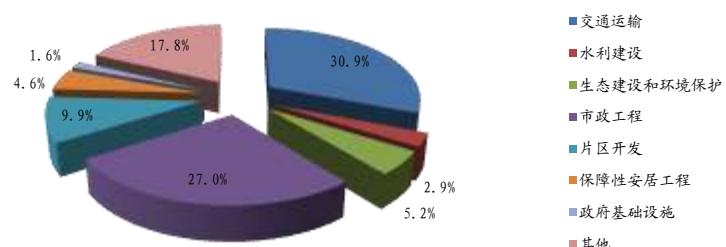


资料来源：明树数据，国信证券经济研究所整理

### PPP 项目结构和地域分化较大，下半年有望回暖

PPP 项目集中在交通运输等基建领域，地域分化较为明显。PPP 项目投资额分行业来看，交通运输和市政工程等基建领域占比大，合计比重达 77.7%。

图 25：截至 2017 年各行业 PPP 项目投资额占比



资料来源：财政部 PPP 中心，国信证券经济研究所整理

西部地区财力相对较弱，前期入库 PPP 项目投资额基数较大，近期投资额环比增速有所放缓。东部经济发达，采用 PPP 模式较少，入库 PPP 项目投资额环比增速平稳。

图 26：西部地区 PPP 入库项目投资额环比增速下降



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

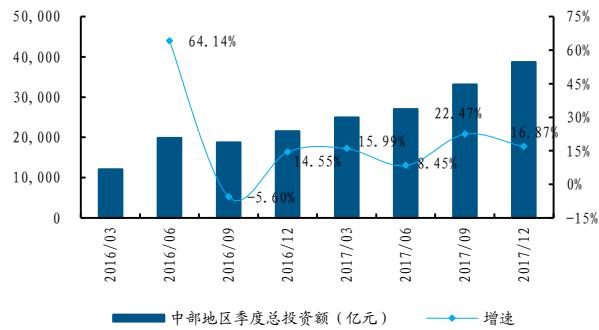
图 27：东部地区 PPP 入库项目投资额环比增速放缓



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

东北地区和中部地区入库 PPP 项目的投资额基数较小, 2017 年以来 PPP 项目投资额环比增速有加快趋势。

图 28: 中部地区 PPP 入库项目投资额环比增速提升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 29: 东北地区 PPP 入库项目投资额环比增速加快



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

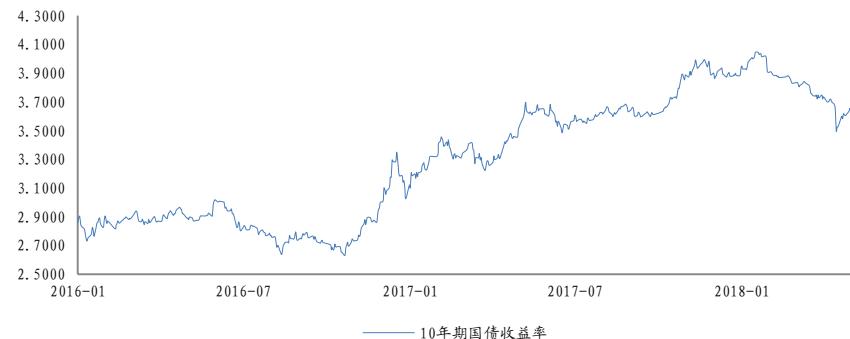
**资金成本下降, PPP 项目有望回暖。**2018 年以来, 央行先后两次下调部分金融机构存款准备金率, 资金面趋紧的局面有所缓解, 资金成本有所下降, 10 年期国债收益率呈现出下降趋势。资金环境的变化对 PPP 项目的落地影响较大, 伴随着资金成本的下降, PPP 项目有望逐步回暖。

表 4: 人民银行 2018 年来开展了两次降准操作

时间	事件	内容	释放资金量及影响
2018 年 1 月	《中国人民银行关于对普惠金融实施定向降准的通知》(银发〔2017〕222 号)	第一档: 贷款余额或增量占比达到 1.5% 的商业银行, 存款准备金率可在基准档基础上下调 0.5 个百分点; 第二档: 贷款余额或增量占比达到 10% 的商业银行, 存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调 1 个百分点。	释放流动性在 7000 至 8000 亿左右, 定向降准可适当缓解央行公开市场操作的压力
2018 年 4 月	4 月 25 日起下调部分金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点	一是从 2018 年 4 月 25 日起, 下调上述几类银行人民币存款准备金率 1 个百分点; 二是在降准当日, 持有未到期 MLF 的银行, 各自按照“先借先还”的顺序, 用降准释放的资金偿还其所借央行的 MLF	约 13000 亿元。偿还 MLF 约 9000 亿元, 释放增量资金约 4000 亿元, 大部分增量给了城商行和非县域农商行。

资料来源: 中国人民银行, 国信证券经济研究所整理

图 30: 10 年期国债收益率



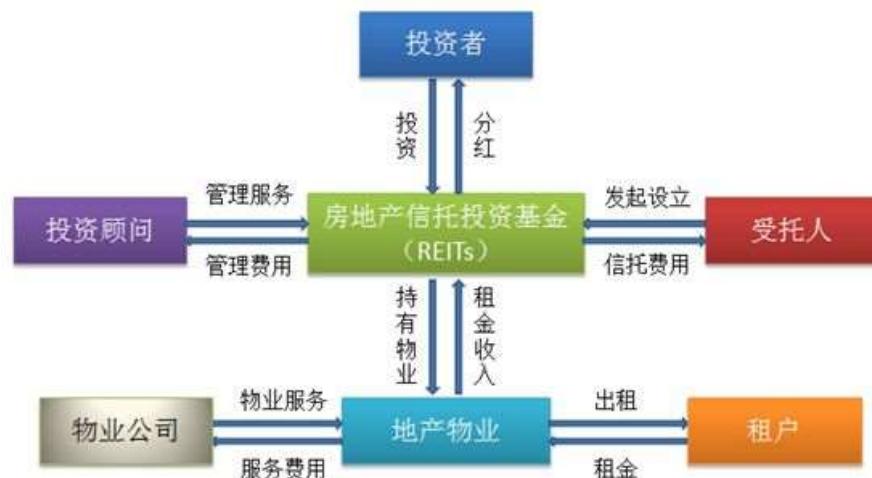
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 住房租赁 REITs 试点发行，或带动行业投资

近期，中国证监会、住建部联合印发《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，明确要求重点支持住房租赁企业发行以其持有的不动产物业作为底层资产的权益类资产证券化产品，试点发行房地产信托投资基金（简称 REITs）。

REITs 是房地产证券化的重要手段。房地产证券化就是把流动性较低的、非证券形态的房地产投资，直接转化为资本市场上的证券资产的金融交易过程。REITs 的魅力在于通过资金的“集合”，为中小投资者提供了投资于房地产业的机会，既分散了房地产投资风险，也具有较好的变现性。

图 31：房地产信托投资基金 REITs 简析



资料来源：住建部，国信证券经济研究所整理

我国一直在积极推进 REITs 的发行工作。2014 年住建部等部委启动 REITs 试点方案编制工作，并在北、上、广、深开启了具体操作，当年就有两单私募 REITs 获准发行，REITs 市场正式破冰起航。随后，REITs 的发行一直处于加速状态。

表 5：我国 REITs 发展现状

时间	事件	内容
2014 年	住建部等部委启动 REITs 试点方案 编制工作	在北、上、广、深开启了具体操作，当年就有 两单私募 REITs 获准发行
2016 年 6 月	《国务院办公厅关于加快培育和发 展住房租赁市场的若干意见》(国办发 [2016]39 号)发布	全面部署加快培育和发展住房租赁市场工作
2016 年	REITs 的发行速度加快	私募 REITs 发行规模为 131.25 亿元
2017 年 5 月	住建部公布《住房租赁和销售管理条 例（征求意见稿）》	我国首部专门针对住房租赁和销售的法规
2017 年	发行进一步加快，翻倍增长	私募 REITs 发行规模达 291.38 亿元
2018Q1	私募 REITs 继续保持良好的发展势 头	已通过审批 6 单，成功发行 3 单
2018 年 5 月	中国证监会、住建部联合发布《关于 推进住房租赁资产证券化相关工作 的通知》	国务院提出加快发展住房租赁市场之后，首份 具体操作性文件正式落地

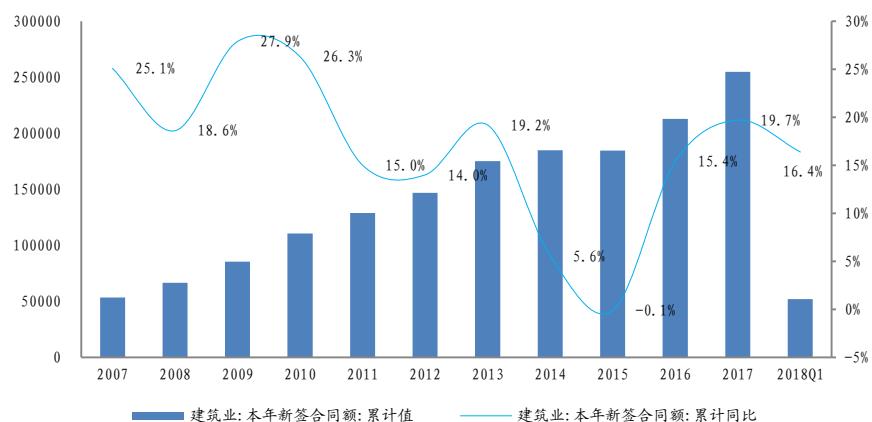
资料来源：国务院办公厅、财政部、住建部等政府网站，国信证券经济研究所整理

根据国外的经验,REITS 具有广阔的市场和空间,预计未来我国住房租赁 REITS 规模将超万亿。以美国为例,截至 2017 年 9 月末,美国 REITS 总市值 1.11 万亿美元,住房租赁 REITS 合计总市值占总体 REITS 市值的 13.2%,若以同样比例 13% 来估算,中国住房租赁 REITS 的潜在市值规模将在 5200 亿元~1.56 万亿元之间。

### 建筑行业新签订单持续高增长,在手订单充沛

2018 年 1-3 月,建筑行业依旧景气,新签订合同额 5.18 万亿元,继续保持前两年快速发展态势,同比增长 16.4%。

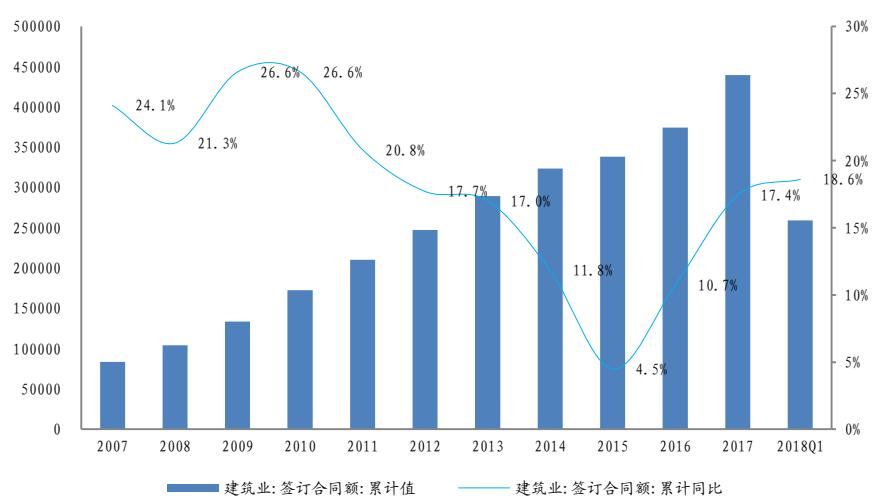
图 32: 2018 年 1-3 月,建筑业新签订单继续保持高速增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

伴随着新签订单的持续增长,建筑业签订总合同额(含往年未完工订单续签)呈现出加快增长态势。2018 年 1-3 月,建筑业签订总合同额 25.9 万亿元,同比增长 18.6%,在手订单充沛。

图 33: 2018 年 1-3 月,建筑行业合同额同比增长 18.6%,在手订单充沛



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

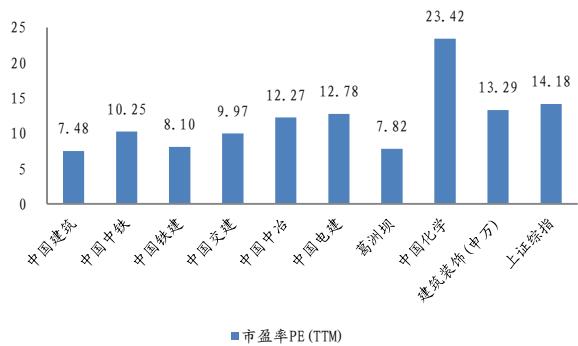
## 央企估值低，国际工程迎来拐点

建筑央企估值较低，业绩确定性强

央企估值低，安全边际高

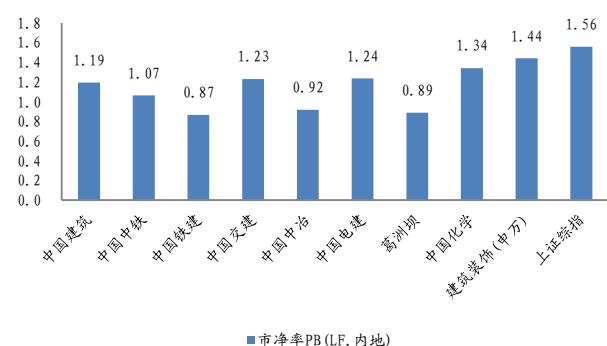
建筑央企整体估值低，市盈率远低于行业平均水平和上市公司平均水平，处在估值洼地，中国铁建、中国中冶等建筑央企的市净率（PB）跌破 1.0，处在绝对安全区域，配置价值高。

图 34: 八个建筑市盈率普遍低于行业平均值和 A 股平均值



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 35: 部分建筑央企市净率跌破 1.0，估值处在安全区域



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

央企订单持续高增长，业绩确定性强

八大建筑央企 2018 年 1-3 月新签订单合计 1.74 万亿元，同比增长 18.4%，延续了 2017 年的高增长趋势，连续四年保持两位数以上的增长，近三年 CAGR 达到 16.4%。其中中国建筑、中国中铁、中国交建、中国中冶四家建筑央企，2018 年 1-3 月新签订单额同比增长超过 20%。

表 6: 八大建筑央企 2018 年 1-3 月新签订单 1.74 万亿元，同比增长 18.4%

企业名称	2018Q1 新签订单(亿元)	2018Q1 YOY	2017 YOY	2016YOY	2015YOY
中国建筑	5383	24.3%	19%	24%	7%
中国中铁	3123	21.3%	26%	29%	2%
中国铁建	2799	7.0%	24%	29%	15%
中国交建	1793	20.5%	23%	12%	7%
中国中冶	1729	37.0%	20%	25%	22%
中国电建	1510	3.7%	13%	10%	38%
葛洲坝	798	15.7%	6%	18%	32%
中国化学	255	5.3%	35%	12%	-13%
合计	17390	18.4%	21%	23%	11%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2017 年，八家建筑央企合计营业收入超 3.58 万亿元，合计归母净利润为 1053 亿元，较 2016 年同比增长 16.5%，近三年 CAGR 达到 13.3%。

表 7：八家建筑央企 2017 年营业收入超 3.58 万亿元，净利润超 1000 亿元

企业名称	2017 年营业收入 (亿元)	2017 年归母净利润 (亿元)	归母净利润 YOY	2015-2017 年归母净利润 CAGR
中国建筑	10541	329	10.3%	13.4%
中国中铁	6899	161	28.4%	15.8%
中国铁建	6810	161	14.7%	11.0%
中国交建	4828	206	22.9%	14.0%
中国中冶	2440	61	12.8%	15.2%
葛洲坝	1068	47	37.9%	30.1%
中国电建	2661	74	8.8%	1.9%
中国化学	577	16	12.0%	-21.1%
合计	35824	1053	16.5%	13.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 央企融资能力强，获取 PPP 订单有优势

建筑央企在 PPP 订单获取及资金成本方面具有较大优势。八大建筑央企 2017 年新签 PPP 订单估算合计超 2.46 万亿元，占新签订单比例超过 30%。

表 8：八大建筑央企 2017 年新签 PPP 订单合计超 2.46 万亿元

企业名称	2017 新签订单 (亿元)	2017 年新签 PPP 订单(亿元)	2017 年新签 PPP 订单占比
中国建筑	22,216	8,000	36.01%
中国中铁	15,569	3,711	23.84%
中国铁建	15,083	3774	25.02%
中国交建	9,000	4,467	49.63%
中国中冶	6,028	2,900	48.11%
葛洲坝	2,260	501	22.16%
中国电建	4,068	1338	32.89%
中国化学	951	-	-
合计	75,175	24691	32.84%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 央企海外订单快速增长，发展空间巨大

八大建筑央企近几年海外订单持续保持快速增长，2015-2017 年海外订单 CAGR 达到 20.4%。其中 2017 年新签海外订单约 9103 亿元，海外新签订单占比 12.1%，同比增长 10.0%。

表 9：八大建筑央企 2017 年海外订单 9103 亿元，近三年 CAGR 达 20.42%

企业名称	2017 新签订单 (亿元)	2017 新签海外合 同额 (亿元)	2017 新签海外 合同占比	2017 年海外订单 YOY	2015-2017 年 CAGR
中国化学	951	337	35.43%	0.28%	35.27%
葛洲坝	2,260	806	35.65%	14.20%	12.36%
中国电建	4,068	1188	29.21%	0.89%	11.36%
中国交建	9,000	2256	25.06%	0.81%	20.12%
中国中冶	6,028	573	9.47%	-0.03%	49.78%
中国中铁	15,569	905	5.81%	-11.70%	51.15%
中国铁建	15,083	1050	6.96%	-2.65%	-6.34%
中国建筑	22,216	1988	8.95%	76.90%	38.57%

合计	75,175	9103	12.11%	10.01%	20.42%
----	--------	------	--------	--------	--------

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

从 2017 年的数据来看，我国大型建筑央企海外订单占比普遍偏低，占比最高的葛洲坝和中国化学也只有 35%，远低于 ENR 前十国外承包商 2016 年的平均值 74.4%，未来还有非常大的提升空间。

图 36：我国大型建筑央企海外订单占比普遍偏低



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

同时，大型建筑央企对海外业务的重视程度也不断提升。中国交建明确未来海外业务收入占比将达到 30%、利润占比达 50%，且海外业务置于全局优先发展的地位；中国电建规划到 2020 年海外业务占比达到 35%，中国中铁规划到 2020 年海外业务占比达到 1/3。

### 国际工程估值创新低，或迎来拐点

业绩持续向好，国际工程市场份额逐步扩大。

2017 年，我国对外工程承包整体保持稳中有升的态势，其中完成营业额 1686 亿美元，YOY+5.8%。新签合同 2653 亿美元，YOY+8.7%。我国对外承包工程新签合同额从 2011 年的 1423 亿美元增长到 2017 年的 2653 亿美元，7 年的 CAGR 达到 11%。

图 37：对外承包工程完成营业额增速有所回升



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 38：对外承包工程新签合同额稳健增长



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

根据 2017 年 ENR 排行榜的统计，2016 年进入世界前 250 强国际承包商名录的 65 家中国企业海外营业额合计 987.2 亿美元，同比增长 5.4%，相较 2015 年 1% 的增速有所加快，而且优于全球平均-6.4% 的增速。

表 10: 近 10 年国际承包商 250 强中国企业表现情况

年份	入围 ENR250 强企业数量	入围 ENR250 强中国企业海外营业收入 (亿美元)	同比增长率	占全球海外承包市场份额
2014	65	936.8	4.46%	19.3%
2015	65	946.2	1.00%	18.9%
2016	65	987.2	5.40%	21.1%

资料来源: ENR, 国信证券经济研究所整理

### 国际工程营收加速回暖, 利润提升被汇兑损失掩盖

国际工程板块整体营收保持较快增长, 近三年增速逐年提升, 有加速回暖迹象。

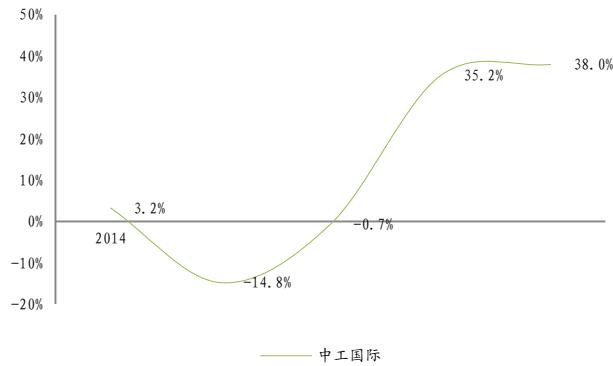
2018 年 1-3 月, 国际工程企业合计完成营收 100 亿元, 同比增长 8.7%。其中中工国际 2018 年 1-3 月营业收入同比增速分别达 38.0%。

图 39: 国际工程营收加速回暖, 2018Q1 增长 8.7%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 40: 国际工程企业营收增速逐年加快

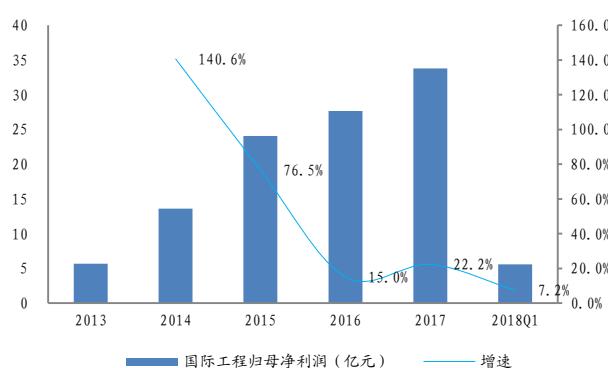


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2017 年以来, 国际工程受汇兑损失影响, 净利润冲减较大, 但仍实现较快增长, 其中 2018 年 1-3 月同比增长 7.2%, 如果加回汇兑损失影响, 同比增长将超 100%。

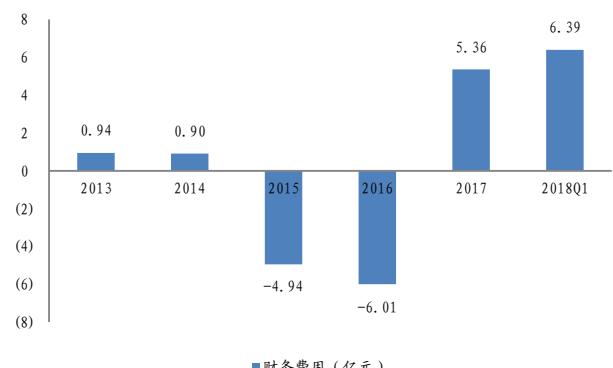
具体来看, 2017 年国际工程因为汇兑损失影响, 财务费用同比增加 11.36 亿元, 占比当年净利润超过三分之一; 2018 年 1-3 月财务费用同比增加 5.07 亿元, 占比当期净利润超过 90%。

图 41: 国际工程净利润在汇兑冲减后, 仍保持较快增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

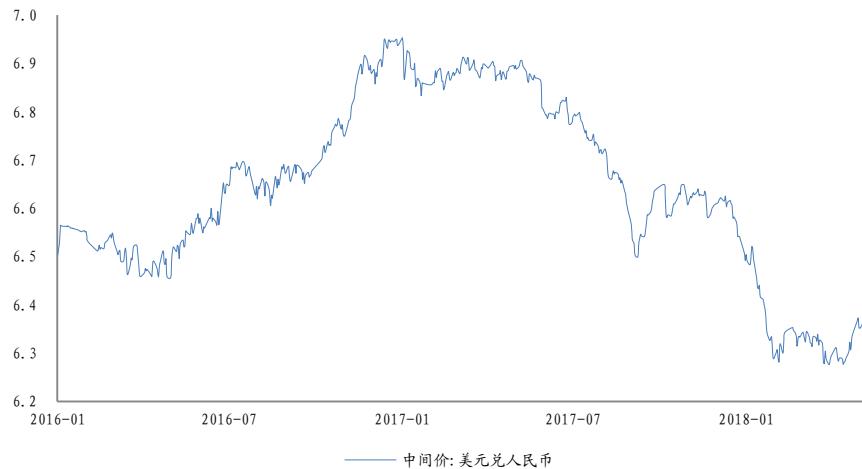
图 42: 国际工程受汇兑影响, 财务费用增长迅猛



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

进入 2018 年以来，人民币开始企稳并呈现出贬值趋势，未来，随着中国经济增速的放缓，我们预计人民币大幅升值的可能性较小，国际工程将有可能减少汇兑损失，提升业绩水平。

图 43：人民币汇率进入 2018 年开始企稳，并呈现出贬值趋势



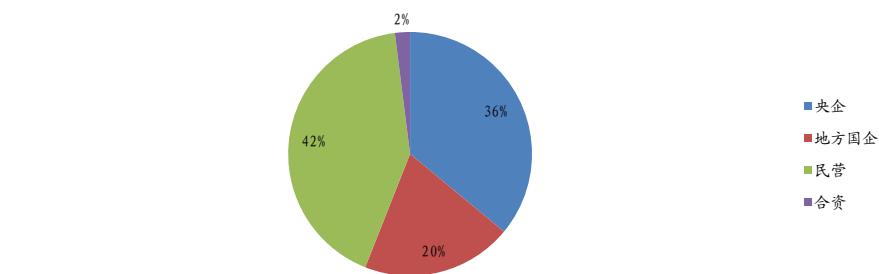
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 建筑民企走出去增多

随着“一带一路”战略的深化，民营企业影响力开始显现。不少民营企业通过自身的业务拓展和品牌宣传，在“一带一路”沿线国家的影响力开始显现。

报告显示，影响力排名前 50 名的企业中，民营企业占 42%，央企和地方国企分别占 36% 和 20%。国家发改委西部开发司巡视员欧晓理指出，在“一带一路”建设上，民企是主力军也是生力军。在不同领域，国企和民企有着各自不同的优势，比如在基础设施建设这种重资产的领域，国企力量有优势，在产业园区的建设等方面，民企的优势更大。

图 44：“一带一路”企业影响力排名前 50 企业的性质



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 重点推荐建筑央企和国际工程板块

建筑央企受益于集中度提升，以及 PPP 订单和海外订单高增长，八大央企 16 和 17 年新签订单同比增长约 23%/21%，增速创几年来新高。今年 1-3 月份，央企新签订单同比增长 18.4%，延续高增长趋势。2017 年八大央企业绩同

比增长 16.5%，增速创近几年新高。一般业绩滞后订单 1-2 年，前两年新签订单落地，央企业绩 2018 年有望超预期。目前央企整体估值较低，部分个股已经跌破净资产，PB 估值仅 0.9 倍左右，估值处于近几年的低位。未来在区域建设、一带一路政策和业绩等催化下，有望迎来戴维斯双升。一带一路沿线国家潜在建筑市场空间巨大，金融机构信贷支持力度增加，中国建筑企业国际工程承包市场份额逐步扩大。国际工程公司前期受人民币升值影响较大，目前处于历史最低估值水平，随着人民币升值压力释放，国际工程或将迎来拐点。

重点推荐公司：中国建筑、中国化学、中工国际、北方国际等。

风险提示：固定资产投资下滑；项目落地不及预期；应收账款坏账风险。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032