

证券研究报告—深度报告

建筑与工程
**建筑行业 2018 年中报业绩前瞻
暨 8 月投资策略**
超配

(维持评级)

2018 年 8 月 6 日

一年该行业与上证综指走势比较

相关研究报告:

《国信证券-建筑与工程行业 2018 年 3 月投资策略: 风劲帆满, 蓄势谋远》——2018-03-19

《国信证券-建筑工程行业年报&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

《国信证券-建筑与工程行业 2018 年下半年投资策略: 博观约取, 坚守价值》——2018-07-02

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号: 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

行业投资策略

基建投资迎拐点, 重点推荐设计咨询龙头和补短板受益股

● 行情回顾: 估值触底迎来修复

2018 年 7 月, 建筑行业触底反弹 4.80%, 跑赢上证指数 3.78pct; 子板块中路桥施工领涨。年初至今, 建筑行业下跌 20.24%, 跑输上证指数 3.94pct; 子板块中表现较好的是铁路建设, 跌幅较大的是园林工程和装修装饰。截至 7 月底, 建筑行业 PE 估值约 12 倍, 估值处于历史中低位。我们 7 月的推荐组合实现收益 +14.80%, 跑赢行业指数 10.0pct。

● 基本面稳健, 中报业绩有望提速

2018 年 1-6 月, 建筑行业新签订单 11.74 万亿, YOY+9.6%, 近三年 CAGR 为 11.4%。在手订单总额达 33.54 万亿, YOY+16.2%。截止 8 月 1 日, 已发布中期业绩预告的 69 家企业, 58 家实现同比增长, 占比达 84%。业绩预增的企业中有 34 家业绩增幅在 15% 以上。随着订单逐步落地, 行业业绩有望提速。

● 政策转向宽松, 基建投资迎来拐点

2018 年上半年, 受去杠杆、PPP 清库、资金成本上升等因素影响, 基建投资增速下滑至 7.3%, 比 2017 年增速下降 11.7pct。近期政策转向宽松, 政治局会议和国务院常委会均强调财政政策要更加积极, 基建补短板将成为重点。下半年在专项债加速落地、乡村振兴战略及 PPP 规范发展等刺激下, 基建投资有望企稳回升, 预计全年增速维持在 10% 以上。

● 重点推荐低补短板基建受益股、设计咨询龙头

政治局会议提出将大基础设施领域补短板力度, 我们判断当前基建短板主要在区域性和结构性上, 中西部空间仍然较大, 生态环保仍是重点。建筑央企和区域基建龙头直接受益。国企央企受益于集中度提升以及海外订单高增长, 近几年新签订单和业绩均保持较快增速, 在手订单充沛, 业绩确定性强。目前整体估值较低, 部分个股跌破净资产。本月重点推荐公司: 中国铁建、中国建筑、中国交建、四川路桥、安徽水利等。

设计咨询属于轻资产, 现金流好, 龙头受益于行业整合业绩优异, 当前估值与历史估值中枢还存在较大提升空间。本月重点推荐苏交科、中设集团、勘设股份等。

● 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。
重点推荐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	5.60	235,117	0.89	1.00	6.29	5.60
601186.SH	中国铁建	买入	10.42	141,499	1.35	1.55	7.72	6.72
601800.SH	中国交建	买入	13.39	216,580	1.41	1.56	9.50	8.58
600039.SH	四川路桥	买入	3.84	13,864	0.38	0.46	10.11	8.35
600502.SH	安徽水利	买入	4.33	7,453	0.55	0.67	7.87	6.46
603018.SH	中设集团	买入	16.65	5,225	1.26	1.67	13.21	9.97
300284.SZ	苏交科	买入	10.16	8,225	0.73	0.92	13.92	11.04
603458.SH	勘设股份	买入	41.94	5,207	3.22	3.83	13.02	10.95

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

估值触底，迎来修复	5
7月大盘企稳反弹，创业板继续下跌	5
建筑子板块全面反弹，路桥施工领涨	7
建筑个股涨跌不一，整体强于大盘	8
A/H股折价有所扩大，折价空间较大	9
投资组合收益稳健，跑赢指数	10
行业基本面稳健，中报业绩有望提速	10
业绩稳健，保持快速增长	10
新签订单稳健增长，在手订单充沛	11
中报预增为主	11
政策转向宽松，基建投资迎拐点	12
政策转向宽松	12
基建投资迎拐点	13
政策持续收紧，房建投资或将回落	18
制造业投资受外围环境影响或将回落	19
重点推荐补短板基建和设计咨询龙头	20
固定资产投资潜力依旧巨大	20
中西部基建投资和生态环保是补短板重点	21
行业集中度提升，建筑龙头受益	25
建筑央企估值较低，业绩确定性强	25
设计咨询持续景气，整合提速利好龙头	27
重点推荐	34
国信证券投资评级	35
分析师承诺	35
风险提示	35
证券投资咨询业务的说明	35

图表目录

图 1: 7 月份建筑行业触底反弹 4.80%，跑赢大盘 3.78pct	5
图 2: 年初至今建筑行业下跌 20.24%，走势弱于大盘	5
图 3: 建筑行业 7 月份涨跌幅在 28 个行业中排第 3 名	6
图 4: 建筑行业年初至今涨跌幅在 28 个行业中排第 15 名	6
图 5: 当前建筑板块整体市盈率处于历史中低位	7
图 6: 建筑板块各子行业 7 月份涨跌幅排名	7
图 7: 建筑板块各子行业年初至今涨跌幅排名	8
图 8: 建筑板块 7 月份涨幅前五和跌幅前五的公司	8
图 9: 建筑板块年初至今涨幅前五和跌幅前五的公司	9
图 10: A、H 股同时上市的四家央企 7 月股价涨跌幅情况	9
图 11: 2017 年建筑业营收超 4 万亿，2018Q1 增长 15%	10
图 12: 建筑业归母净利润连续 5 年保持两位数以上增长	10
图 13: 2018 年 1-6 月，建筑业新签订单继续保持较快增长	11
图 14: 2018 年 1-6 月，建筑行业合同额同比增长 16.2%，在手订单充沛	11
图 15: 建筑装饰行业 2018 年中报预告情况	12
图 16: 固定资产投资增速有所放缓	13
图 17: 房建投资维持高位，基建投资明显放缓，工建投资企稳回升	14
图 18: 2017 年下半年以来，十年前国债收益率持续保持在高位	15
图 19: 基建投资增速从 2017 年 2 月份以来持续放缓	15
图 20: 基建投资增速走势图	16
图 21: 房地产投资增速走势图	16
图 22: 房地产开发投资在 2015 年年底触底后，增速持续回升	18
图 23: 商品房销售面积和销售额增速当前仍处于较高水平，但大概率会回落	18
图 24: 制造业固定资产投资增速开始触底回升	19
图 25: 制造业 PMI 有回落迹象	19
图 26: 固定资产意向投资空间依旧广阔	20
图 27: 中西部成为固定资产意向投资主力，占比提升	20
图 28: 中西部地区主要省份的城镇化率远低于全国平均水平	21
图 29: 全国扶贫攻坚地图	21
图 30: 公路建设固定资产投资情况	23
图 31: 生态环保业投资 2018 年重回 30%以上的高速增长	24
图 32: 环境治理投资规模有望超 2 万亿元	24
图 33: 八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升	25
图 34: 八个建筑央企市盈率普遍低于行业和 A 股平均值	25
图 35: 部分建筑央企市净率跌破 1.0，估值处在安全区域	25
图 36: 我国大型建筑央企海外订单占比普遍偏低	27
图 37: 设计咨询上市企业营收连续三年两位数以上增长	28
图 38: 设计咨询上市企业净利润近三年 CAGR 达 24.29%	28
图 39: 设计咨询企业 ROE 高于建筑行业和 A 股平均水平	28
图 40: 设计咨询企业股权受稀释后，ROE 仍保持较高水平	28
图 41: 设计咨询企业毛利率和净利率均稳中有升	29
图 42: 设计咨询企业毛利率和净利率远高于平均水平	29
图 43: 设计咨询企业资产负债率逐年下降	29
图 44: 设计咨询企业资产负债率远低于平均水平	29
图 45: 设计咨询企业经营现金流持续为正，每年的净额接近净利润水平	30
图 46: 设计咨询企业流动比率和速动比率逐年攀升	30
图 47: 设计咨询企业流动比率和速动比率远高于平均水平	30
图 48: 设计咨询行业处在建筑行业上游	31
图 49: 勘察行业并购数量和金额有加快增长的趋势	32
图 50: 苏交科上市以来的并购和股权投资事件时间表	33
图 51: 中设集团上市以来的并购和股权投资事件时间表	33
图 52: 中设集团营收保持高增长，近三年 CAGR 达 30.09%	34
图 53: 中设集团净利润增长较快，近三年 CAGR 达 21.37%	34
图 54: 苏交科营收保持高增长，近三年 CAGR 达 44.45%	34
图 55: 苏交科净利润增长较快，近三年 CAGR 达 22.47%	34

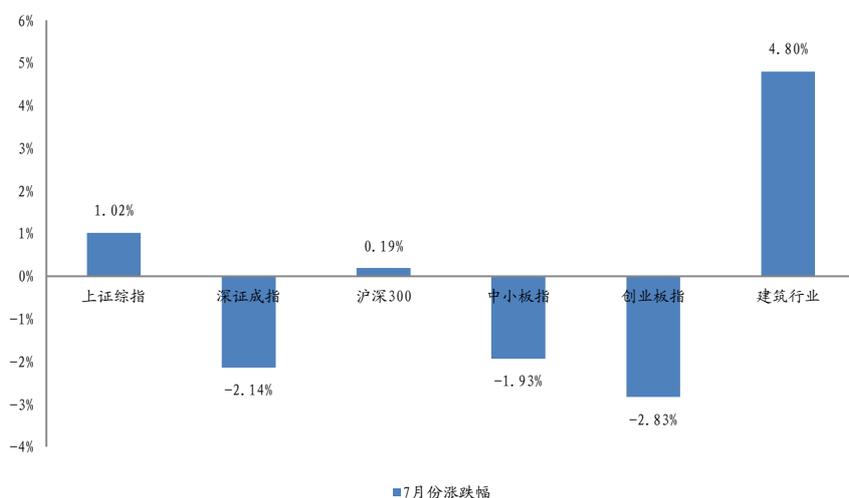
表 1: 主要建筑企业 A/H 股折价情况.....	9
表 2: 国信建筑下半年投资组合涨跌幅情况.....	10
表 3: 预告盈利的具体情况分类.....	12
表 4: 2018 年 7 月份以来主要宏观政策梳理.....	13
表 5: 中央持续推进去杠杆.....	14
表 6: 财政部先后对 PPP 项目进行清理并限制地方政府融资.....	14
表 7: 2018 年 7 月份以来各地专项债发行提速.....	16
表 8: 近期关于城乡区域协调发展有关的政策.....	17
表 9: 各地陆续出台新一轮促进 PPP 项目发展政策.....	17
表 10: “交通扶贫”的主要内容.....	22
表 11: 2017 年 1 月国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权.....	22
表 12: 党的十八大以来, 在生态环保领域采取的一些重要举措.....	23
表 13: 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%.....	26
表 14: 八大建筑央企 2018 年 1-3 月营业收入超 7954 亿元, 净利润达 229 亿元.....	26
表 15: 八大建筑央企 2017 年新签 PPP 订单合计超 2.46 万亿元.....	26
表 16: 八大建筑央企 2017 年海外订单 9103 亿元, 近三年 CAGR 达 20.42%.....	27
表 17: 行业部分资质情况介绍.....	31
表 18: 勘察设计公司分类.....	32

估值触底，迎来修复

7月大盘企稳反弹，创业板继续下跌

2018年7月，上证综指上涨1.02%，中小板指下跌1.93%，创业板指跌2.83%。建筑行业（申万建筑装饰，下同）触底反弹4.80%，跑赢上证指数3.78pct。

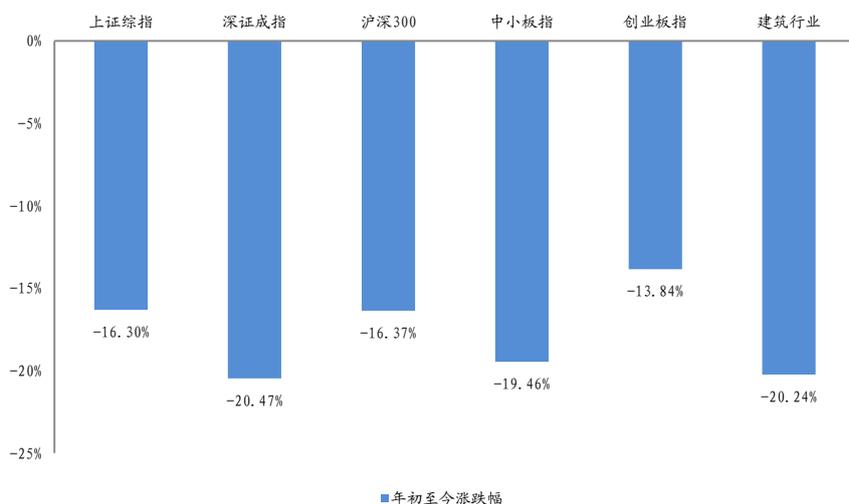
图 1：7月份建筑行业触底反弹 4.80%，跑赢大盘 3.78pct



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16.30%，中小板指跌19.46%，创业板指跌13.84%。建筑行业下跌20.24%，跑输上证指数3.94pct。

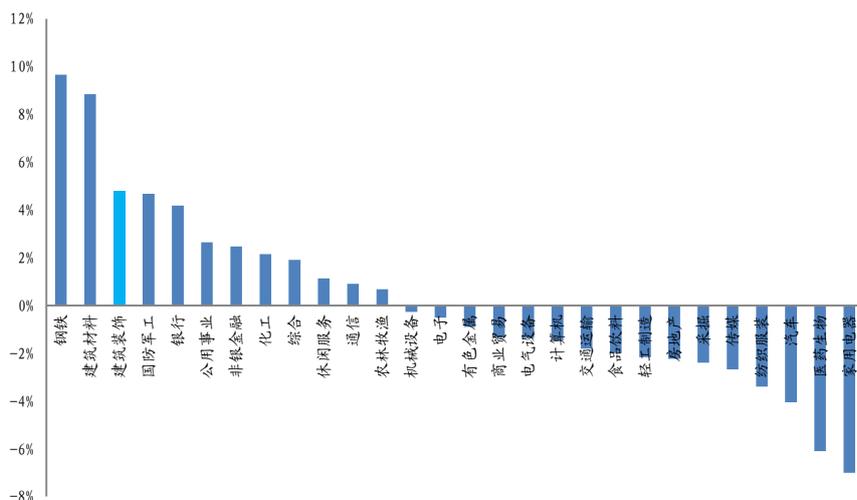
图 2：年初至今建筑行业下跌 20.24%，走势弱于大盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2018年7月，行业中涨幅较大的是钢铁（+9.65%）、建筑材料（+8.84%）、建筑装饰（+4.80%）、国防军工（+4.68%）、银行（+4.17%）；跌幅较大的是家用电器（-7.00%）、医药生物（-6.10%）、汽车（-4.05%）、纺织服装（-3.40%）和传媒（-2.68%）。建筑行业上涨4.80%，在28个行业中排名3名。

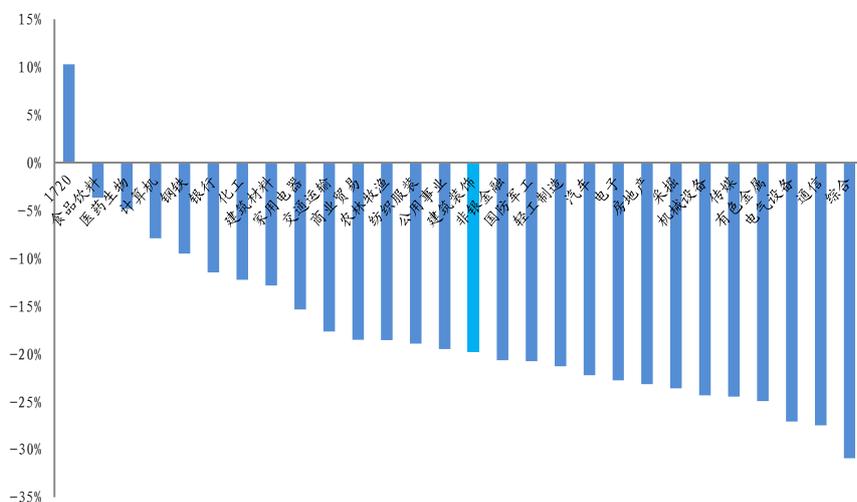
图 3: 建筑行业 7 月份涨跌幅在 28 个行业中排第 3 名



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

年初至今, 行业中涨幅较大的是休闲服务 (+10.29%)、食品饮料 (-3.68%)、医药生物 (-4.85%)、计算机 (-7.91%)、钢铁 (-9.53%); 跌幅较大的是综合 (-30.92%)、通信 (-27.51%)、电气设备 (-27.11%)、有色金属 (-24.96%) 和传媒 (-24.49%)。建筑行业跌幅居中, 28 个行业中排名第 15 名。

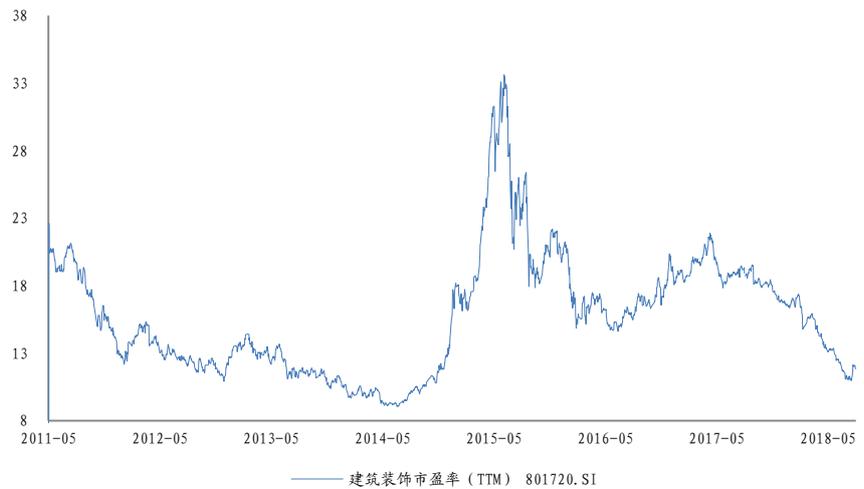
图 4: 建筑行业年初至今涨跌幅在 28 个行业中排第 15 名



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 7 月底, 申万 28 个一级行业中, 建筑装饰的 PE (TTM) 为 12.03 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

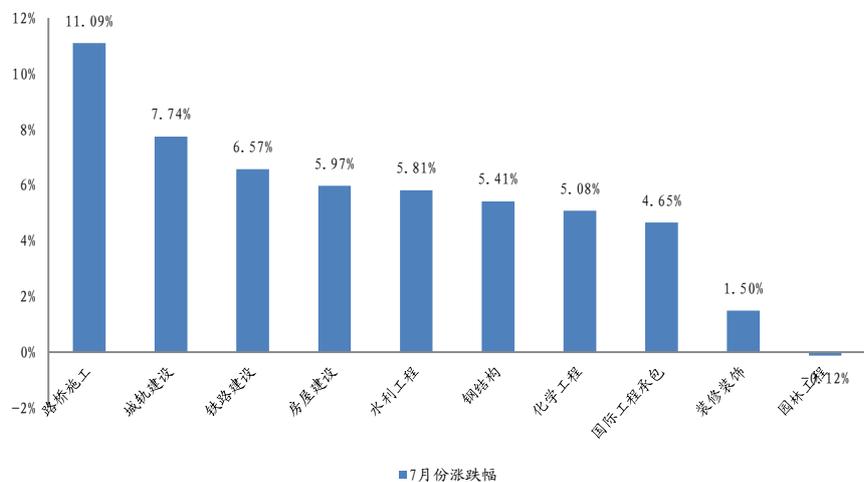


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

建筑子板块全面反弹, 路桥施工领涨

2018年7月, 建筑行业子板块全面上涨, 其中路桥施工 (+11.09%)、城轨建设 (+7.74%)、铁路建设 (-6.57%) 三个行业涨幅居前, 涨幅后三的子行业分别是园林工程 (-0.12%)、装修装饰 (-1.50%) 和国际工程承包 (-4.65%)。

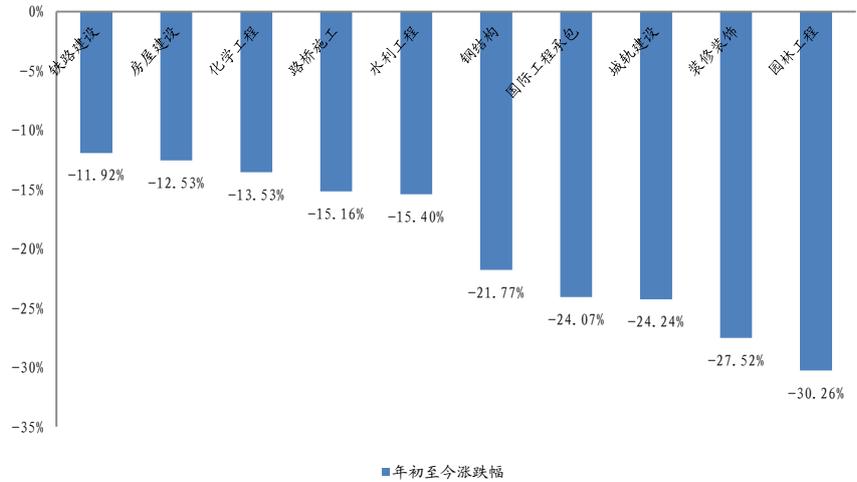
图 6: 建筑板块各子行业 7 月份涨跌幅排名



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

年初至今, 申万建筑行业子行业全部下跌, 其中跌幅较小的三个子行业分别是铁路建设 (-11.92%)、房屋建设 (-12.53%) 和化学工程 (-13.53%), 跌幅较大的三个子行业分别是园林工程 (-30.26%)、装修装饰 (-27.52%) 和城轨建设 (-24.24%)。

图 7: 建筑板块各子行业年初至今涨跌幅排名

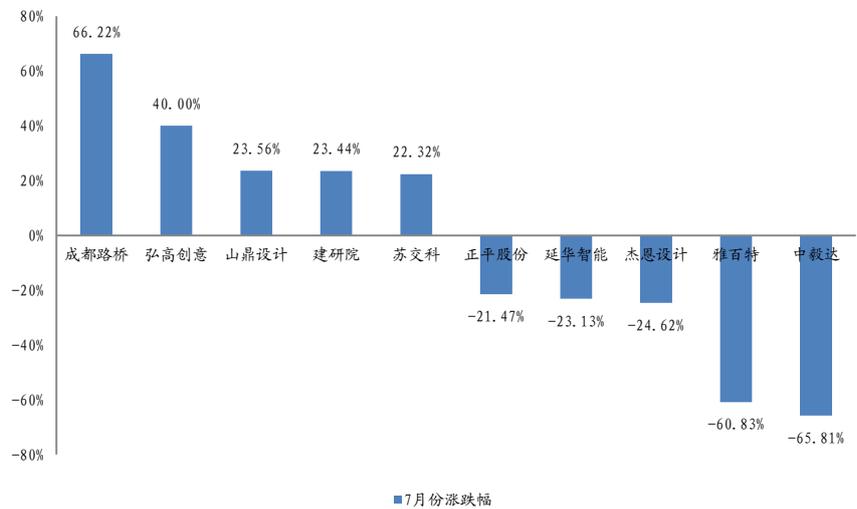


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

建筑个股涨跌不一, 整体强于大盘

2018年7月, 建筑行业所有股票中有 63.77% 个股实现正收益, 比例高于全体 A 股 45.89% 个股上涨的比例。

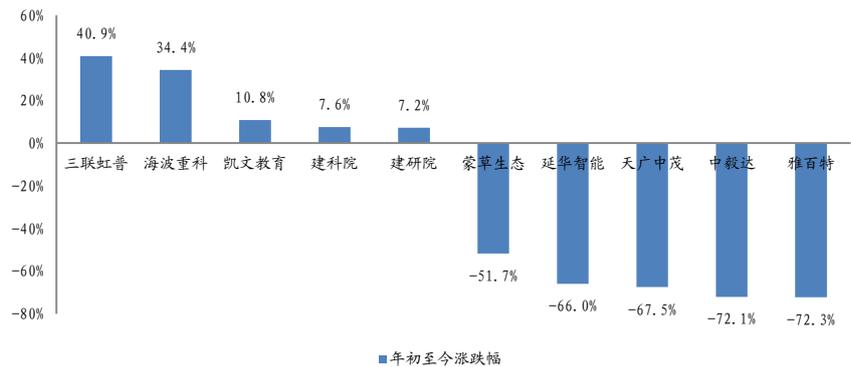
图 8: 建筑板块 7 月份涨幅前五和跌幅前五的公司



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 6.52% 的个股实现正收益, 比例低于全体 A 股 12.45% 个股上涨的比例。

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

A/H 股折价有所扩大, 折价空间较大

截止 2018 年 8 月 1 日, A 股和 H 股同时上市的四家建筑央企在两市的股价存在较大折价, 平均折价率高达 29.75%, 较上个月有所扩大。其中中国中铁折价率为 10.67%, 中国铁建折价率为 11.32%, 中国中冶折价率为 56.36%, 中国交建折价率为 58.46%。

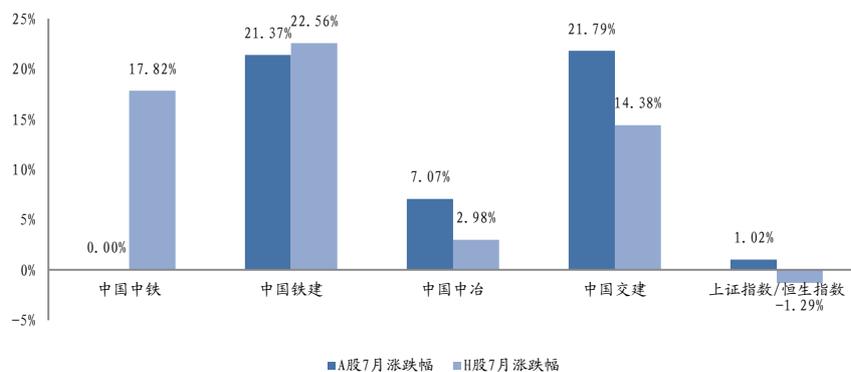
表 1: 主要建筑企业 A/H 股折价情况

个股组合	A 股股价	H 股股价	折价率
中国中铁	7.47	6.75	10.67%
中国铁建	10.42	9.36	11.32%
中国中冶	3.44	2.20	56.36%
中国交建	13.39	8.45	58.46%
平均值	8.68	6.69	29.75%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从两市股价的涨跌幅来看, 2018 年 7 月, 上证指数上涨 1.02%, 恒生指数下跌 1.29%, 除中国中铁两市停牌外, 其他三个公司两市的股价均上涨, 其中中国交建、中国中冶 A 股上涨幅度大于 H 股, 折价率扩大; 中国铁建 A 股上涨幅度小于 H 股幅度, 折价率缩小。

图 10: A、H 股同时上市的四家央企 7 月股价涨跌幅情况



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7月，我们下半年推荐的投资组合中，除中国中铁（港股上涨17.82%）停牌外，7支个股全部跑赢大盘，投资组合实现收益+14.80%，跑赢行业指数10.0pct，跑赢大盘指数13.78pct。

表 2: 国信建筑下半年投资组合涨跌幅情况

个股组合	7月份涨跌幅
中国建筑	6.23%
中国铁建	21.37%
中国交建	21.79%
中国中冶	7.07%
中国中铁(港股)	17.82%
中设集团	4.55%
苏文科	22.32%
北方国际	17.23%
上证指数	+1.02%
申万建筑	+4.80%
组合收益	+14.80%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

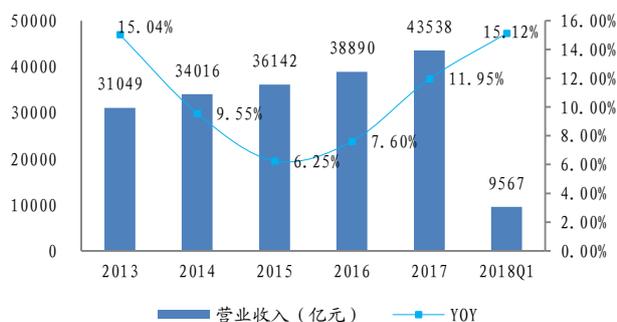
行业基本面稳健，中报业绩有望提速

业绩稳健，保持快速增长

2017年，建筑行业上市公司整体业绩持续向好，合计完成营业收入4.35万亿元，历史上首次超过4万亿，同比增长11.95%，增速进一步提高；归母净利润实现1397亿元，同比增长23.65%，增速创近年来新高，连续五年保持两位数以上增长。

2018Q1，建筑行业的营收和归母净利润分别为9567/286亿元，分别同比增长15.12%/18.47%，延续高增长趋势，全年业绩有望进一步提高。

图 11: 2017 年建筑业营收超 4 万亿，2018Q1 增长 15%



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 12: 建筑业归母净利润连续 5 年保持两位数以上增长

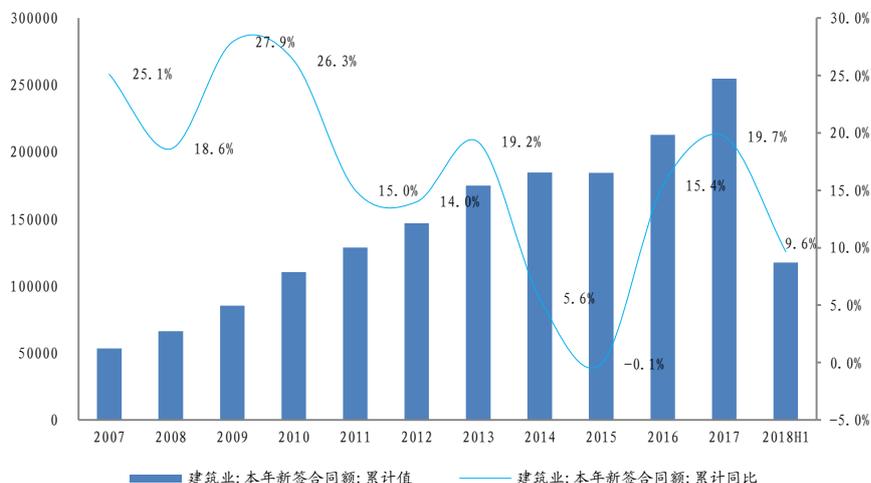


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

新签订单稳健增长，在手订单充沛

2018年1-6月，建筑行业依旧景气，新签订合同额11.74万亿元，继续保持前两年快速发展态势，同比增长9.6%，近三年CAGR为11.4%。

图 13: 2018 年 1-6 月，建筑业新签订单继续保持较快增长



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1-6月，建筑业签订总合同额33.54万亿元，同比增长16.2%，在手订单充沛。

图 14: 2018 年 1-6 月，建筑行业合同额同比增长 16.2%，在手订单充沛

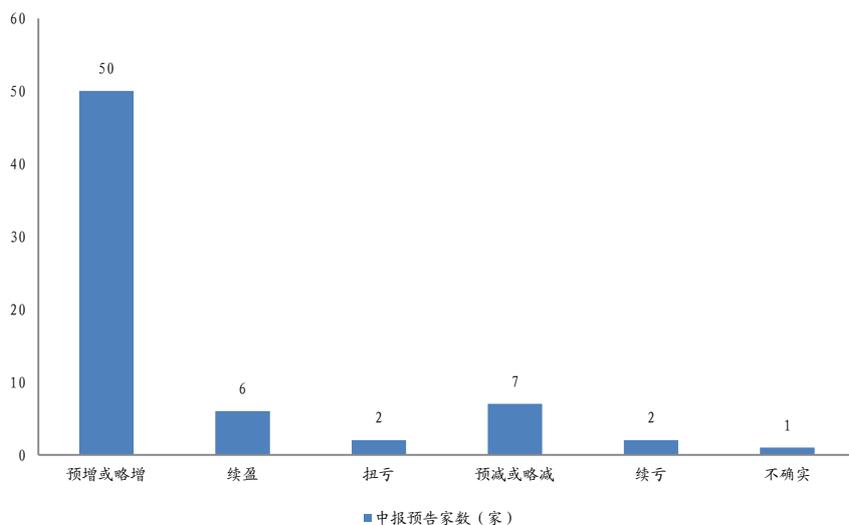


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

中报预增为主

截至2018年8月1日，在建筑装饰（申万）801720.SI指数成分股中，已发布中期业绩预报及快报的有69家公司，其中：58家公司实现业绩预告同比增长（包括预增、扭亏、续盈、略增），占比84.1%；11家公司业绩预告同比下降（包括预减、续亏、首亏、略减），占比15.9%。

图 15: 建筑装饰行业 2018 年中报预告情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在预告盈利的 58 家企业中, 有 15 家预计增速超过 50%, 占比 25.9%; 有 10 家业绩增速在 30%-50%之间, 占比 17.2%; 有 9 家预计增速在 15%-30%之间, 占比 15.5%; 剩下的 24 家盈利在 15%之内, 占比 41.4%。

表 3: 预告盈利的具体情况分类

分类	预增 50%以上	预增 30%-50%	预增 15%-30%	预增 15%以内	合计
预增	13	9	2	0	24
略增	0	1	7	18	26
扭亏	0	0	0	6	6
续盈	2	0	0	0	2
合计	15	10	9	24	58

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

政策转向宽松, 基建投资迎拐点

政策转向宽松

近期, 中央政治局会议和国务院常务会议均强调财政政策要更加积极, 货币政策要松紧适度。从 7 月份以来, 政策层面传达出明显的宽松迹象, 影响固定资产投资下滑的因素在减弱。

先是央行和银保监会鼓励银行加大信贷投放和投资信用债, 随后, 央行发布资管新规细则、银保监会发布银行理财新规征求意见稿、证监会发布私募资产管理办法征求意见稿, 执行节奏和力度边际上有所缓和。

表 4: 2018 年 7 月份以来主要宏观政策梳理

时间	部门	政策导向
7 月 12 日	住建部	因地制宜推进棚改货币化安置
7 月 17 日	银保监会	要求银行业金融机构加快提升民营企业和小微企业融资服务能力
7 月 18 日	央行	央行窗口指导银行增配“AA+”以下信用债，额外给予 MLF 资金鼓励
7 月 20 日	央行	央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》
7 月 20 日	银保监会	发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，在公募理财投资非标、过渡期内安排等方面与《通知》保持一致。
7 月 20 日	证监会	发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》及其配套细则，对于资管新规的要求有所放松
7 月 23 日	国务院常委会	明确了货币、财政政策适度宽松的风向，强调“流动性合理充裕”，积极的财政政策要更加积极
7 月 31 日	中央政治局会议	坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策。把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度，实施好乡村振兴战略。

资料来源：央行等各部门官网，国信证券经济研究所整理

基建投资迎拐点

固定资产投资放缓，建筑三大下游投资出现分化

2018 年 1-6 月，固定资产投资同比增速为 6.0%，较 2017 年回落 1.2 个百分点，同比回落 2.6pct。

图 16: 固定资产投资增速有所放缓



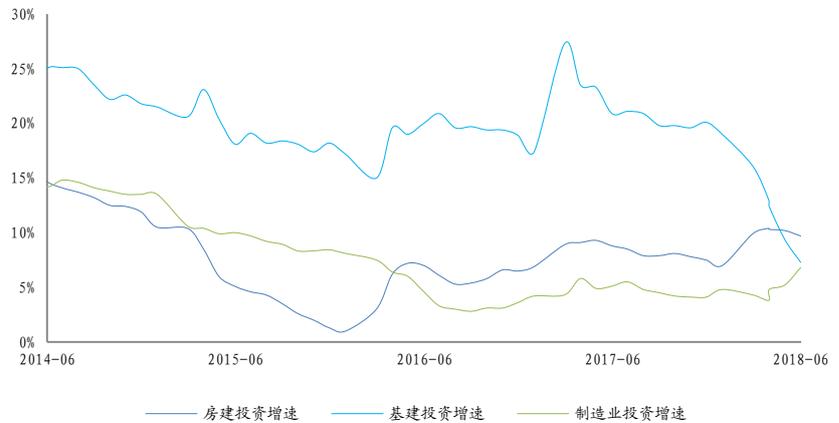
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从建筑行业的三大下游基建投资、房地产投资和制造业投资来看，近几年此三大项合计占固定资产投资比例约为 80%。建筑业景气度与固定资产投资高度相关。2018 年以来，建筑下游三项的投资走势出现了明显分化。

具体来看，房建投资受房地产景气带动，增速持续在高位，2018 年 1-6 月实现 9.7% 的正增长；基建投资受降杠杆以及地方政府财政约束等影响，增速明显下滑，2018 年 1-6 月实现 7.3% 的正增长，比 2017 年下滑 11.7pct；工建投资（制

制造业)整体仍较低迷,但有企稳回暖迹象,2018年1-6月实现6.8%正增长,增速环比提升1.6pct,实现连续两个月回升。

图 17: 房建投资维持高位,基建投资明显放缓,工建投资企稳回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

受去杠杆、PPP 清库等影响,上半年基建投资大幅下滑

2015年,中央提出了“去产能、去库存、去杠杆”等五大任务,2016-2017年去产能和去库存取得了显著成效,而进入2018年,去杠杆的力度和决心持续加大。

表 5: 中央持续推进去杠杆

会议名称	去杠杆相关内容
2015年12月中央经济工作会议	会议提出,2016年经济社会发展主要是抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务。
2016年8月国务院常务会议	把国企降杠杆作为“去杠杆”的重中之重,做好降低央企负债率工作。包括建立严格的分行业负债率警戒线管控制度,建立多渠道降低企业债务的机制,积极稳妥推进市场化法治化债转股等。
2016年12月国务院常务会议	对主业处于充分竞争行业和领域的商业类国企推进混合所有制改革。抓紧淘汰落后产能、处置“僵尸企业”。继续推动降杠杆、减负债。促进国企效益持续增长。

资料来源: 新华网, 国务院, 国信证券经济研究所整理

2017年11月以来,财政部先后多次发文,对PPP项目进行清理整顿,大量PPP项目被清退出库,虽然此举有利于PPP项目的长期发展,但短期内在市场形成利空。同时,财政部对地方政府财政预算及举债规模进行限制,地方政府财政普遍紧张,推动基建投资的最大动力受到限制,基建投资增速明显下滑。

表 6: 财政部先后对 PPP 项目进行清理并限制地方政府融资

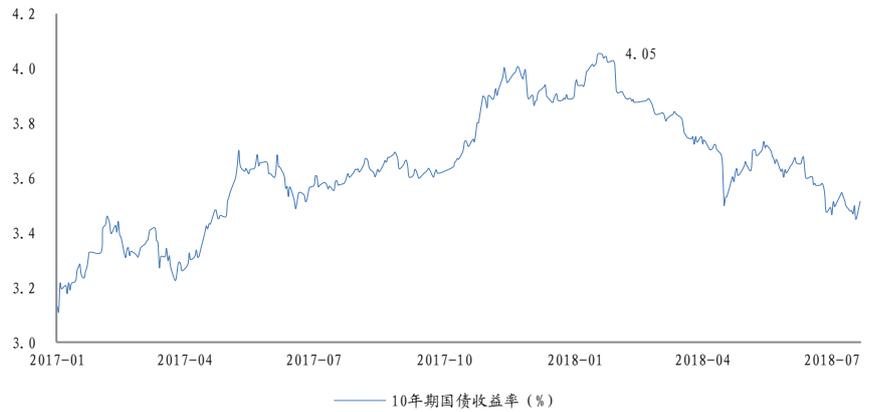
时间	文件	内容
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金【2017】92号)	对不规范PPP项目进行清理,截止4月23日,各地累计清理退库项目1695个,涉及投资额1.8万亿元;需要整改项目2005个,涉及投资额3.1万亿元
2018年3月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预【2017】34号)	加强地方政府债务管理,发挥政府规范举债对经济社会发展的促进作用,有效防范化解地方政府债务风险

2018年4月	《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》(财预【2017】35号)	为规范新增地方政府债务限额管理
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作(PPP)示范项目规范管理的通知》(财金【2018】54号)	为进一步强化PPP示范项目规范管理,更好发挥引领带动作用
2018年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知(财预【2017】50号)》	规范地方政府融资举债行为
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库【2018】61号)	规范地方政府债券发行

资料来源:财政部、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2017年下半年以来,资金面持续趋紧,10年期国债收益率在高位时达到4.05%。建筑行业整体是重资产高负债经营,融资成本一方面影响行业利润表,另一方面,加大了融资难度。

图 18: 2017 年下半年以来,十年前国债收益率持续保持在高位



资料来源:Wind,国信证券经济研究所整理

在以上多方面因素的影响下,基建投资增速大幅放缓。2018年1-6月份,基建投资(不含电力)累计同比增长7.3%,增速比2017年回落11.7pct。

图 19: 基建投资增速从 2017 年 2 月份以来持续放缓



资料来源:Wind,国信证券经济研究所整理

基建稳增长属性凸显，下半年基建投资有望企稳回升

基建投资是稳增长的重要手段。从历史数据来看，基建投资和房地产投资有一定的对冲作用，尤其是房地产投资出现大幅下滑时，对冲作用更为显著。中国经济当前面临着外部贸易冲突、内部经济增速下滑等不确定性因素，基建投资稳增长的属性得到凸显。

图 20: 基建投资增速走势图

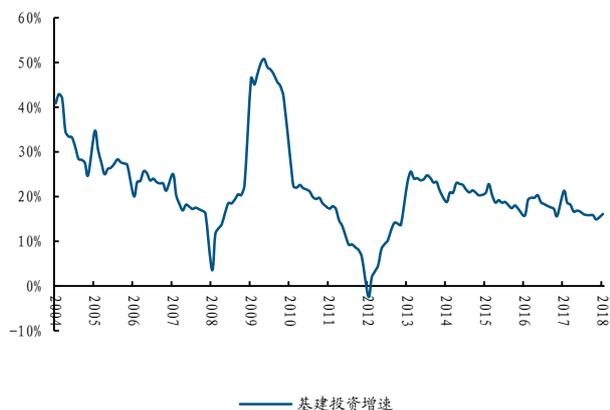
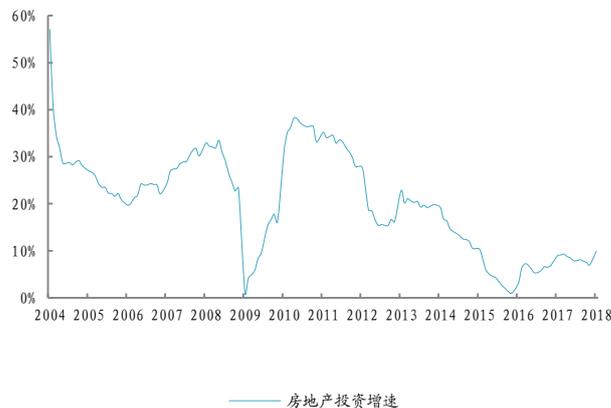


图 21: 房地产投资增速走势图



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

近期，除了在政策层面出现边际宽松的迹象，下半年基建投资的资金也有望得到解决。近期召开的国务院常务会议提出，要加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效。

数据显示，2018 年上半年地方新增债券发行规模为 3329 亿元，距离全年 2.18 万亿（8300 亿元+1.35 万亿元）新增债券规模尚有不小的距离，缺口预计在第三、四季度会逐步补齐。事实上，7 月份以来，河北、大连、安徽、福建、陕西等地陆续发行专项债，各地专项债券发行提速。

表 7: 2018 年 7 月份以来各地专项债发行提速

时间	省市名称	规模及债券类型
7 月 17 日	陕西省	发行收费公路专项债券 80 亿元
7 月 19 日	福建省	发行专项债券 70.89 亿元
7 月 20 日	安徽省	发行专项债券 96.5 亿元
7 月 23 日	大连市	发行 97092 万元专项债券
7 月 24 日	河北省	发行 149.11 亿元专项债券

资料来源: 财政部及地方政府官网, 国信证券经济研究所整理

同时，中共中央、国务院在近期印发了《乡村振兴战略规划（2018—2022 年）》（以下简称《乡村振兴战略》）、《“三区三州”等深度贫困地区旅游基础设施改造升级行动计划》等一系列城乡区域协调发展的政策。乡村振兴上升至国家战略的新高度，是党的十九大作出的重大决策部署，是决胜全面建成小康社会、全面建设社会主义现代化国家的重大历史任务，是新时代“三农”工作的总抓手。

作为美好乡村的重要组成部分，现代化基础设施建设和美丽的乡村环境营造成为重要抓手，有望带动基建投资企稳。

表 8: 近期关于城乡区域协调发展有关的政策

文件名	文件精神	关于基建投资的重要内容
《乡村振兴战略规划（2018—2022 年）》	把实施乡村振兴战略摆在优先位置，让乡村振兴成为全党全社会的共同行动	加大“三农”投入力度；创新城乡融合发展体制机制，着力改善农村基础设施和公共服务，扎实推进农村人居环境整治三年行动
《“三区三州”等深度贫困地区旅游基础设施改造升级行动计划》	“三区三州”等深度贫困地区大多位于重要生态安全屏障区域，自然资源条件好，大力发展生态旅游是将绿水青山变成金山银山的有效路径	基础设施和公共服务设施较为薄弱，成为制约旅游业发展的突出短板；提出了加快主通道建设、完善区域干线公路网络、改善旅游基础设施和公共服务设施、丰富旅游产品和服务等 4 方面措施
《关中平原城市群发展规划》	关中平原是华夏文明重要发祥地和古丝绸之路的起点，在国家现代化建设大局和全方位开放格局中具有独特战略地位	培育发展关中平原城市群，发挥其承东启西、联接南北的区位优势，推动全国经济增长和市场空间由东向西、由南向北拓展
《呼包鄂榆城市群发展规划》	将呼包鄂榆城市群培育发展成为中西部地区具有重要影响力的城市群	推进生态环境共建共保，力加快基础设施互联互通，提升人口和经济集聚水平
《兰州—西宁城市群发展规划》	把兰州—西宁城市群培育发展成为支撑国土安全和生态安全格局、维护西北地区繁荣稳定的重要城市群。	着力优化城镇空间布局，加强生态建设和环境保护，补齐基础设施和公共服务短板

资料来源：国务院，发改委，国信证券经济研究所整理

随着 PPP 项目清理结束，近两个月来，国内 PPP 项目投资开始回归正常轨道，迎来新一轮投资增长，多地相继出台新政策推进 PPP 项目发展。其中，安徽、江苏、陕西、河南等地接连出台了新一轮促进 PPP 项目发展的政策，重点推进 PPP 项目的规范管理，并为民间投资参与 PPP 项目提供更大的便利。

下半年，在全年基建投资预算实施、乡村振兴战略、规范类 PPP 项目正常发展的推动下，基建投资增速有望企稳回升，预计全年维持在 10% 左右。

表 9: 各地陆续出台新一轮促进 PPP 项目发展政策

省份	政策重点	政策内容
安徽	推进重点民生领域	➢ 加大 PPP 模式规范推广力度，一是严把 PPP 模式适用范围和边界，二是创新管理方式
	PPP 项目建设	➢ 推进重点领域 PPP 项目建设，对连片特困地区发展、美丽乡村建设、生态环境治理等民生领域 PPP 项目进行优先扶持
江苏	PPP 奖补资金将向民营资本倾斜	➢ 进一步强化 PPP 监管，坚持做规范的 PPP 项目，一是严把 PPP 项目入库关，二是严把 PPP 项目入库关，三是强化支出责任监测，四是加大 PPP 项目信息公开力度
		➢ 修改 PPP 奖补资金办法，加大对民营资本或民营资本牵头参与的 PPP 项目的扶持力度，标准在既定标准上浮 10%
山东	坚定不移地将 PPP 改革推向深入	➢ 加强培训深度，强化科学理念引导 ➢ 加大推广力度，对接新旧动能转换，重点聚焦农业、环保、幸福产业、连片特困地区发展、美丽乡村建设等领域
内蒙古	综合调动各类资金，实现 PPP 项目精细化管理	➢ 用好 PPP 基金，充分发挥引导增信作用，鼓励、引导社会资本积极参与铁路、公路、机场等七大基础设施网络体系建设 ➢ 多措并举支持 PPP 项目建设，综合运用预算内投资、财政专项资金、国际金融组织和外国政府贷款、政府投资基金等

湖北	建立财政上下归口统一的PPP项目管理运行模式	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加强政策和工作指导，一是加大政策宣传力度，二是建立省级PPP综合信息平台，三是建立财政上下归口统一的项目管理运行模式 ➢ 加强示范引领，聚焦连片特困地区发展、美丽乡村建设、长江经济带、生态环境治理等领域
	湖南	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 进一步规范PPP发展模式，一是重点把握好PPP工作的“四条线”，二是全面开展清查行动 ➢ 进一步推进示范项目建设，一是督导示范项目规范推进，二是创新县域PPP项目推广模式，三是加强项目后期绩效管理

资料来源：财政部，地方财政厅，国信证券经济研究所整理

政策持续收紧，房建投资或将回落

房地产投资受政策调控影响较大，2014年以来进入“去库存”周期，在三四线城市迅速去库存的推动下，房地产投资增速在2015年触底后回升，2018年1-6月份同比增长9.7%。

图 22: 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

进入 2018 年以来，房地产调控政策持续收紧，各地陆续出台了一系列限购和防止炒房政策，规范房地产市场。同时，发改委也表示将因地制宜调整棚改货币化比例，未来房地产很可能会降温，房建投资大概率会回落。

图 23: 商品房销售面积和销售额增速当前仍处于较高水平，但大概率会回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

制造业投资受外围环境影响或将回落

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 1-6 月制造业投资同比增长 6.8%，环比提升 1.6pct，增速连续两个月回升。

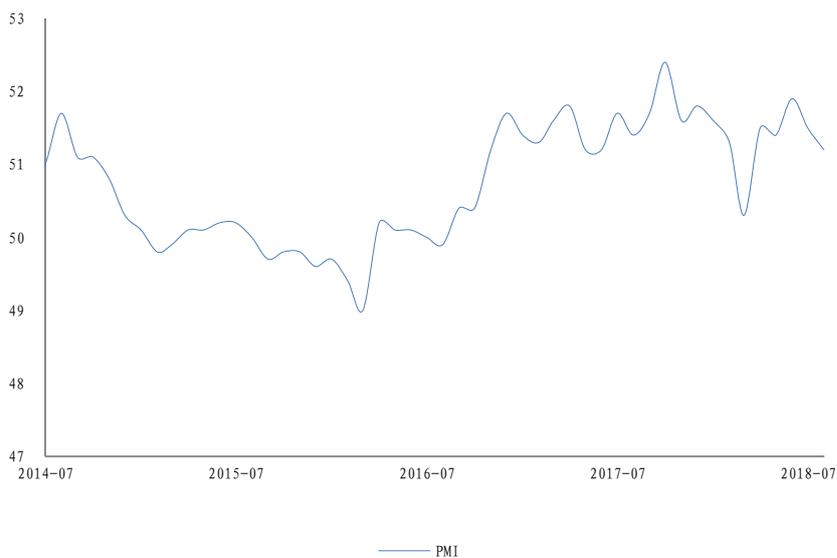
图 24: 制造业固定资产投资增速开始触底回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

自 2018 年 3 月以来，中美贸易冲突持续升温，国际形势发生巨大变化。在此冲击下，我国对外贸易会受到较大影响，增速可能会明显下滑。我国当前的制造业对出口依赖较大，对外贸易的变数会给制造业投资带来较大不确定性，近两个月的制造业 PMI 指数也在回落，下半年整体投资恐难继续回升。

图 25: 制造业 PMI 有回落迹象



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

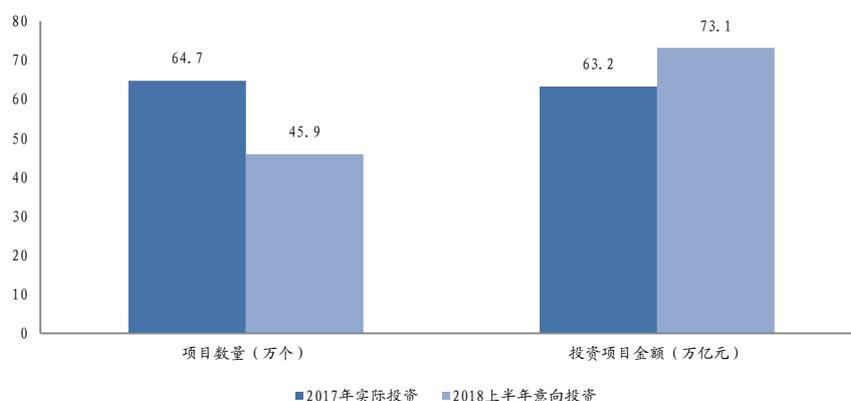
重点推荐补短板基建和设计咨询龙头

7月31日，政治局会议强调要坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策。把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，将加大基础设施领域补短板的力度，实施好乡村振兴战略。我们判断当前短板主要在区域性和结构性上，中西部空间较大，生态环保仍是重点。

固定资产投资潜力依旧巨大

近期，发改委发布了首份大数据《全国固定资产投资发展趋势监测报告》(以下简称“报告”)，显示出我国固定资产投资意向趋于稳健，潜在的投资空间依旧巨大。根据报告，2018年上半年全国意向投资项目数量新增45.9万个，同比增长23.3%。意向投资项目投资额新增73.1万亿元(2017年固定资产投资额为63.2万亿元)，同比增长6.9%。

图 26: 固定资产意向投资空间依旧广阔



资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

分区域来看，意向投资趋向于从东部转向中西部。报告显示，东部地区意向投资额占比从2017年上半年的53.0%下降到40.6%，中部地区从16.2%上升到25.6%，西部地区从27.0%上升到28.7%。这跟我们年初策略报告《建筑行业投资策略：风劲帆满、蓄势谋远》里面分析的区域策略基本吻合。

图 27: 中西部成为固定资产意向投资主力，占比提升



资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

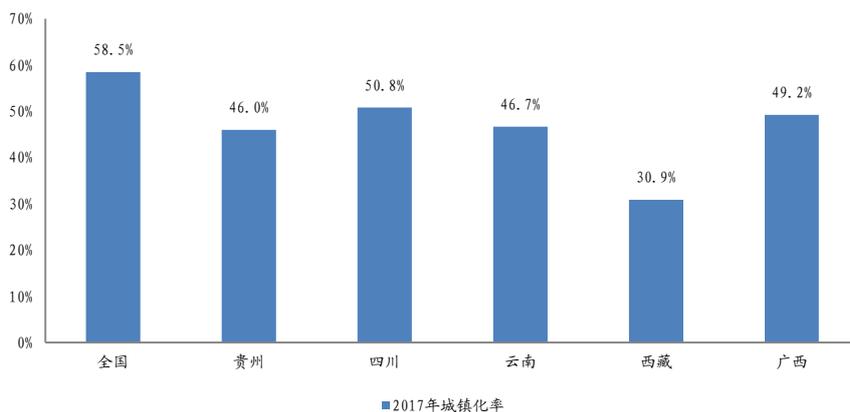
中西部基建投资和生态环保是补短板重点

中西部地区城镇化水平低，基建空间依旧广阔

中西部地区城镇化水平远低于全国平均水平，未来城市化空间依旧广阔，对基建投资的需要依旧旺盛，未来有望推动固定资产投资继续保持高增长。

截止 2017 年底，全国城镇化水平已经达到 58.5%，而贵州、云南等中西部省份的城镇化率均低于 51%，其中贵州、云南、四川、西藏、广西五个省份的城镇化率分别为 46.0%、46.7%、50.8%、30.9%和 49.2%。

图 28: 中西部地区主要省份的城镇化率远低于全国平均水平



资料来源: Wind, 地方政府官网, 国信证券经济研究所整理

根据国务院印发的《中国农村扶贫开发纲要(2011-2020年)》，全国共有六盘山区、秦巴山区、武陵山区等 14 个连片特困地区，其中大部分分布在中西部地区，集中在贵州、四川、云南、西藏、内蒙古等省份，而这些省份正是城镇化水平低、贫困率高的省份，也是国家扶贫的重点。

中西部地区在经济总量、基础设施规模、城镇化率等方面相较全国平均水平还有一定差距，要实现国家提出的 2020 年同步小康的目标，则必然要求各项建设时序提前，投资额度相应增大，形成后发赶超态势。

图 29: 全国扶贫攻坚地图



资料来源: 国务院网站、百度地图, 国信证券经济研究所整理

交通扶贫叠加“公路审批权”下放，2018年公路投资有望超2.3万亿

“交通扶贫”是国家“十三五”期间非常重要的一个战略，当前已经进入了攻坚期。国家《“十三五”交通扶贫规划》一共明确了六项主要任务，重点是对贫困地区交通进行改造和升级，其中有五项是关于路桥建设规划的内容，为路桥建设创造了广阔空间，也为路桥投资提供了强劲的动力。

表 10：“交通扶贫”的主要内容

六大项	内容
第一项	提级改造 1.6 万公里国家高速公路和 4.6 万公里普通国道
第二项	建设约 23 万公里的乡镇和建制村硬化路，到 2019 年，提前一年实现全国具备条件的建制村通硬化路这个全面小康社会兜底性指标。建设约 10.8 万公里通村硬化路，解决较大人口规模撤并建制村和“直过民族”地区 20 户以上自然村的通畅问题
第三项	实施 30 万公里农村公路安保工程，加强农村公路上的安全生命防护工程建设和 1.5 万座危桥改造，对通客车村道上不符合安全通客车要求的窄路基路面合理进行加宽改造
第四项	建设约 3.2 万公里资源路、旅游路、产业园区路，进一步强化交通对产业扶贫的基础支撑作用，支持贫困地区特色产业发展
第五项	新增及改善航道里程 2600 公里，新增 80 个码头泊位，继续改善农村水网地区的渡运条件
第六项	持贫困地区改造建设县城老旧客运站 150 个、乡镇客运综合服务站 1100 个，实现具备条件的建制村通客车全覆盖。

资料来源：国务院网站、国信证券经济研究所分析师归纳整理

同时，在 2017 年 1 月，国家发展改革委把部分投资交通项目审批权下放到省级政府，其中包含了列入国家批准的相关规划中的新建高速公路项目。审批权的下放对地方新建高速公路比较有利。此外，财政部 87 号文鼓励土地储备专项债券和收费公路专项债券的试点，收费公路的融资行为获得政策支持。公路建设产业链审批端和融资端均受益。

表 11：2017 年 1 月国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权

领域	审批事项范围
铁路	列入国家批准的相关规划中非跨省的新建（含增建双线）普通铁路项目，铁路总公司投资为主的由铁路总公司自行决定，地方和社会投资为主的由省级政府审批可行性研究报告，均通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
高速公路	列入国家批准的相关规划中的新建高速公路项目，由省级政府审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
独立公（铁）路桥梁（隧道）	列入国家批准的相关规划中的跨 10 万吨级及以上航道海域、跨大江大河（现状或规划为一级及以上通航段）的独立公（铁）路桥梁（隧道）项目，由省级政府审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
科研机构	列入国家批准的相关规划中的交通行业直属院校、科研机构等中央本级非经营项目（使用中央预算内投资 5,000 万元及以上项目除外），由行业部门审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。

资料来源：发改委、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2018 年 1-5 月，交通固定资产投资中公路建设投资额为 6808 万亿元，同比增长 4.90%，增速较 2017 年有所放缓。但根据“交通扶贫”战略及“十三五”交通规划的情况来看，公路建设仍是基建投资的重点，下半年增速有望提升。

我们预计 2018 年全年增速在 10%左右,对应公路建设投资额或超 2.3 万亿元。

图 30: 公路建设固定资产投资情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

“美丽中国”环保是重点

党的十八大以来,生态环保工作被提到了空前的高度。不仅完善了生态文明顶层设计和制度体系建设,提出“美丽中国”战略,建立并实施中央环境保护督察制度,而且深入实施大气、水、土壤污染防治三大行动计划,率先发布《中国落实 2030 年可持续发展议程国别方案》,实施《国家应对气候变化规划(2014-2020 年)》,推动了生态环境保护发生历史性、转折性、全局性变化。

表 12: 党的十八大以来,在生态环保领域采取的一些重要举措

时间	重要举措
2014 年 4 月	《中华人民共和国环境保护法》(《新环保法》)正式出台,并于 2015 年 1 月 1 日实施。
2014 年 9 月	印发《国家应对气候变化规划(2014-2020 年)》
2015 年 4 月	中共中央、国务院印发《关于加快推进生态文明建设的意见》,这是继党的十八大和十八届三中、四中全会对生态文明建设作出顶层设计后,中央对生态文明建设的一次全面部署。
2015 年 4 月	《水污染防治行动计划》(《水十条》)发布
2015 年 9 月	《生态文明体制改革总体方案》公布,自然资源资产产权制度、国土空间开发保护制度、资源有偿使用和生态补偿制度等 8 项制度成为生态文明制度体系的顶层设计
2016 年 1 月	成立中央环保督查组,在全国范围内开展环保督查工作。
2016 年 5 月	分别发布《大气污染防治行动计划》(《气十条》)和《土壤污染防治行动计划》(《土十条》)
2016 年 10 月	中国发布《中国落实 2030 年可持续发展议程国别方案》
2017 年 10 月	习近平主席提出“美丽中国”战略
2018 年 3 月	十三届全国人民代表大会第一次会议通过《中华人民共和国宪法修正案》,生态文明正式写入国家根本法
2018 年 3 月	组建生态环保部
2018 年 7 月	国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》

资料来源: 生态环境部官网, 国信证券经济研究所整理

2015年以来，在党和国家的大力推动下，生态保护和环境治理业投资一直保持高速增长。2018年1-5月，生态保护和环境治理业投资同比增长36.7%，增速再次回到30%以上的增长，近三年的CAGR达到29.2%。

在未来很长一段时间内，我们认为国家将会继续加大力度投入，生态保护和环境治理业的投资也将会维持在一个较快的增长水平。

图 31: 生态环保业投资 2018 年重回 30% 以上的高速增长



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

“十三五”以来，国家及各地方政府积极出台相关政策促进环保行业的政策落实。2010-2016年环境污染治理投资额从7612亿元增加到9023亿元，其中2016年占当年国内生产总值的1.4%。

当前环境形势依旧严峻，国家也在不断加大对污染企业和污染源的治理力度，并在政策的推动下逐渐加大财政保障力度。我们预测未来几年环境治理支出均能保持较快增长，假设年增长率为10%，到2020年环境污染治理投资额将达到1.35万亿元，而到2025年，环境污染治理投资额也有望超过2万亿元。

图 32: 环境治理投资规模有望超 2 万亿元

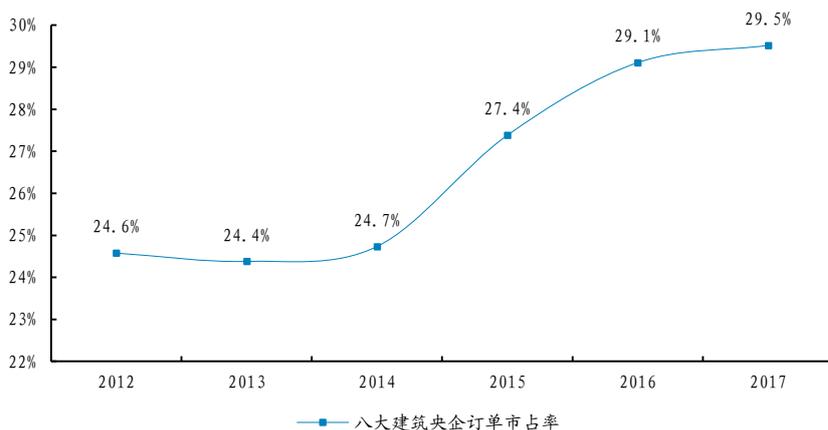


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理及分析预测

行业集中度提升，建筑龙头受益

从 2015 年以来，建筑行业龙头优势越来越明显，市场占有率逐步提高，行业集中度持续提升。八大建筑央企新签订单市场占有率从 2013 年的 24.4% 提升至 2017 年的 29.5%。随着固定资产投资增速放缓及资金成本提升，行业竞争越发激烈，龙头企业在资质、品牌、资金等方面竞争优势明显，行业集中度或将进一步提升。

图 33：八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升



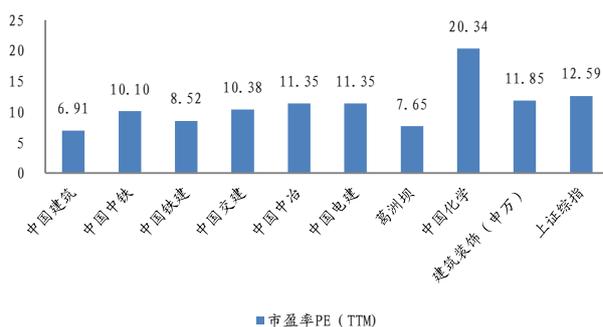
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

建筑央企估值较低，业绩确定性强

央企估值低，安全边际高

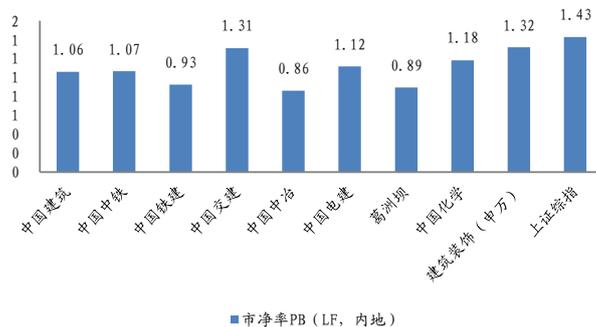
建筑央企整体估值低，市盈率远低于行业平均水平和上市公司平均水平，处在估值洼地，中国铁建、中国中冶等建筑央企的市净率（PB）跌破 1.0，处在绝对安全区域，配置价值高。

图 34：八个建筑央企市盈率普遍低于行业和 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 年上半年新签订单合计 3.59 万亿元，同比增长 5.3%，尽管受基建投资大幅下滑影响，但整体仍保持稳健增长态势，近三年 CAGR 达到 16.4%。其中中国化学、中国中铁、中国铁建三家建筑央企，2018 年 1-6 月新签订单额同比增长超过 10%。

表 13: 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	2018H1 新签订单(亿元)	2018H1 YOY	2017 YOY	2016YOY	2015YOY
中国建筑	12140	1.6%	19%	24%	7%
中国中铁	5617	13.0%	26%	29%	2%
中国铁建	6090	10.4%	24%	29%	15%
中国交建	4288	1.7%	23%	12%	7%
中国中冶	3171	6.4%	20%	25%	22%
中国电建	2614	-5.0%	13%	10%	38%
葛洲坝	1199	-4.8%	6%	18%	32%
中国化学	801	72.1%	35%	12%	-13%
合计	35920	5.3%	21%	23%	11%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2018 年一季度, 八家建筑央企合计营业收入超 7954 亿元, 同比增长 12.7%; 合计归母净利润为 229 亿元, 同比增长 15.1%, 近三年 CAGR 达到 13.3%。

表 14: 八家建筑央企 2018 1-3 月营业收入超 7954 亿元, 净利润达 229 亿元

企业名称	2018Q1 营业收入 (亿元)	2018Q1 营业收入 YOY	2018Q1 归母净利 润(亿元)	2018Q1 归母净利 润 YOY	近三年归母净利 润 CAGR
中国建筑	2702	15.0%	81	15.0%	13.4%
中国中铁	1476	10.1%	32	21.9%	15.8%
中国铁建	1316	7.0%	34	18.9%	11.0%
中国交建	933	12.8%	34	9.3%	14.0%
中国中冶	552	24.9%	17	15.2%	15.2%
葛洲坝	209	-9.9%	8	1.5%	30.1%
中国电建	618	16.4%	19	12.4%	1.9%
中国化学	149	41.9%	4	29.0%	-21.1%
合计	7954	12.7%	229	15.1%	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, PPP 优势明显

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 15: 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	3,774	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	1,338	32.89%
中国化学	951	-	-
合计	75,175	24,691	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%。

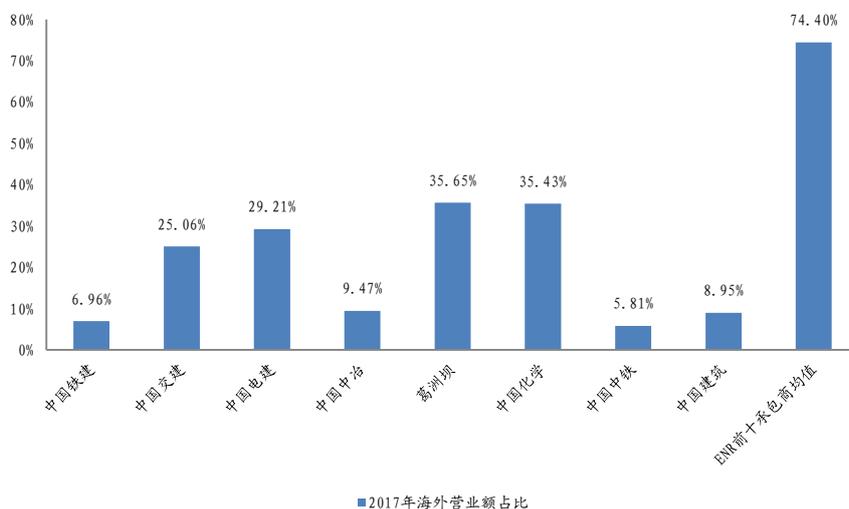
表 16: 八大建筑央企 2017 年海外订单 9103 亿元，近三年 CAGR 达 20.42%

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。同时，大型建筑央企对海外业务的重视程度也不断提升。

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

设计咨询持续景气，整合提速利好龙头

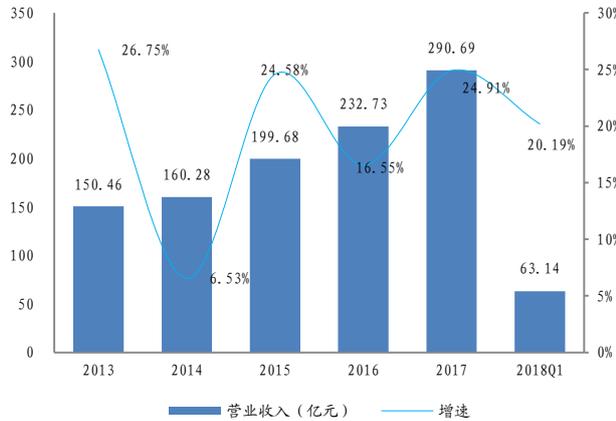
业绩优异，盈利能力强

近几年，设计咨询行业营收和净利润持续保持高增长，行业景气度高。2017 年，设计咨询上市企业合计完成营业收入 290.69 亿元，同比增长 24.91%，近三年

CAGR 达到 21.95%；实现净利润 29.03 亿元，同比增长 34.14%，近三年 CAGR 达到 24.49%。

2018 年一季度，设计咨询上市企业业绩继续保持高速增长。完成营业收入 63.14 亿元，同比增长 20.19%；实现净利润 5.41 亿元，同比增长 22.62%。

图 37: 设计咨询上市企业营收连续三年两位数以上增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

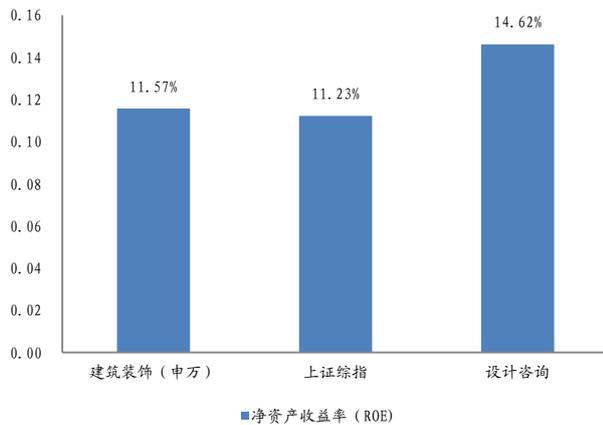
图 38: 设计咨询上市企业净利润近三年 CAGR 达 24.29%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

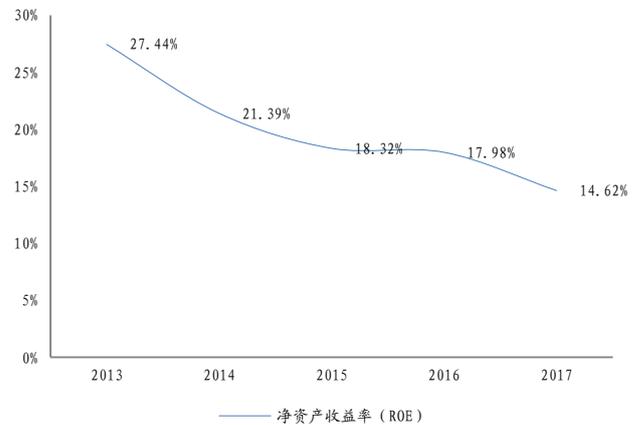
设计咨询企业具有较强的盈利能力。2017 年，设计咨询上市企业净资产收益率（ROE，平均）为 14.62%，同比下降 3.35pct，主要是受多家企业新上市后股份受到稀释的影响，但仍维持较高水平，比建筑行业平均水平高 3.06pct，比 A 股上市公司平均水平高 3.40pct。

图 39: 设计咨询企业 ROE 高于建筑行业和 A 股平均水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 40: 设计咨询企业股权受稀释后，ROE 仍保持较高水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

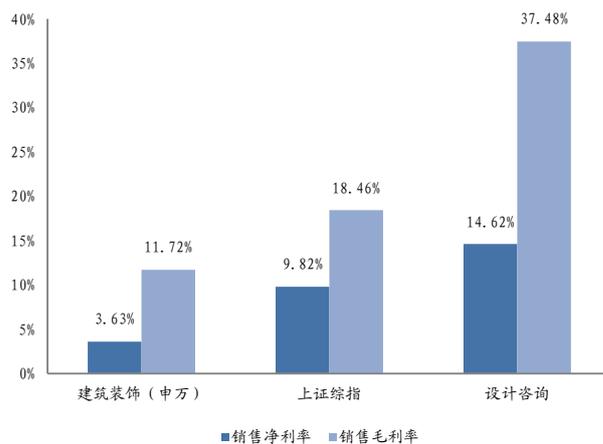
从设计咨询行业的毛利率和净利率水平来看，其高盈利能力表现更为明显 2017 年，设计咨询上市企业毛利率为 37.48%，同比提升 0.04pct，高出建筑行业平均水平 25.76pct，高出 A 股上市公司平均水平 19.01pct；净利率为 14.62%，同比提升 0.48pct，高出建筑行业平均水平 10.99pct，高出 A 股上市公司平均水平 4.80pct。

图 41: 设计咨询企业毛利率和净利率均稳中有升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 42: 设计咨询企业毛利率和净利率远高于平均水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

轻资产低负债, 现金流好

设计咨询行业的主要成本是人力成本, 属于轻资产模式, 资产负债率水平低。

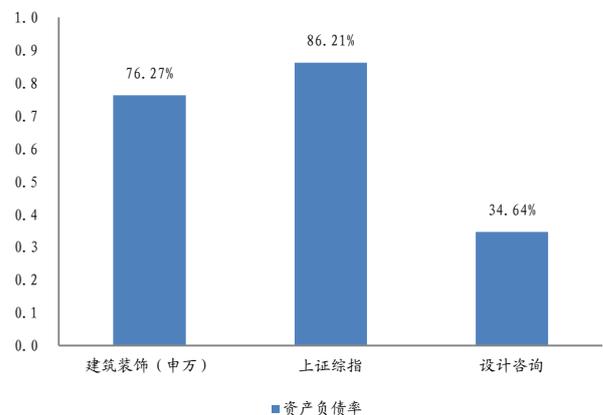
2017 年, 设计咨询上市企业平均资产负债率为 34.64%, 同比下降 9.29pct, 低于建筑行业平均水平 41.63pct, 低于 A 股上市公司平均水平 51.57pct。

图 43: 设计咨询企业资产负债率逐年下降



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

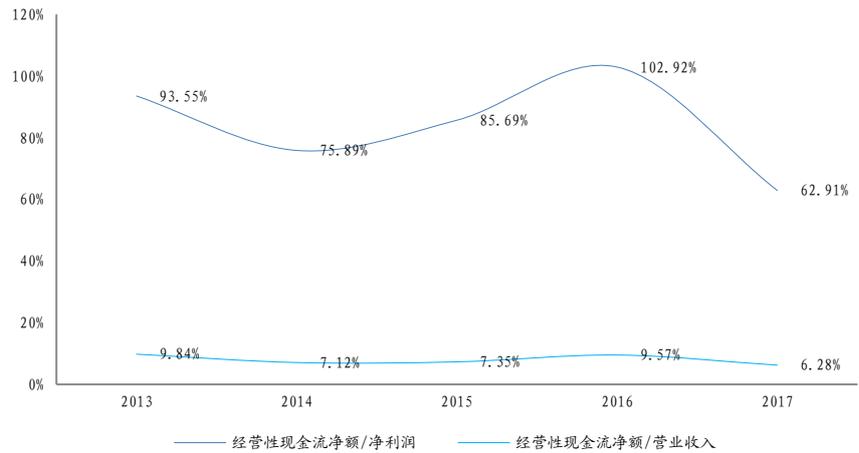
图 44: 设计咨询企业资产负债率远低于平均水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

同时, 设计咨询企业现金流也较为充裕, 近几年, 设计咨询企业经营现金流持续保持净流入, 每年的经营现金流净额水平基本与净利润水平持平, 且占营收的比重较为平稳。

图 45: 设计咨询企业经营现金流持续为正, 每年的净额接近净利润水平

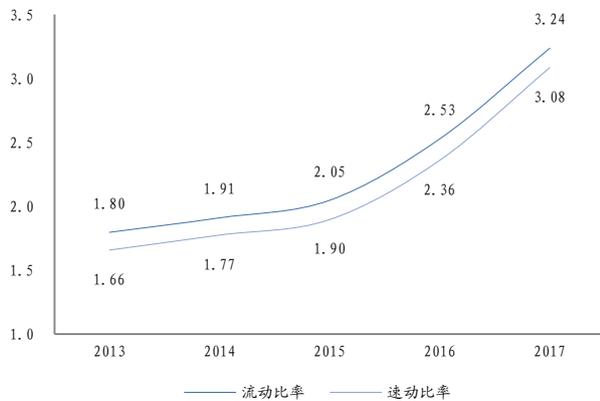


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从流动比率 (流动资产/流动负债) 和速动比率 (现金及其等价物等速动资产/流动负债) 来看, 设计咨询企业现金及流动资产占比高, 偿债能力强。

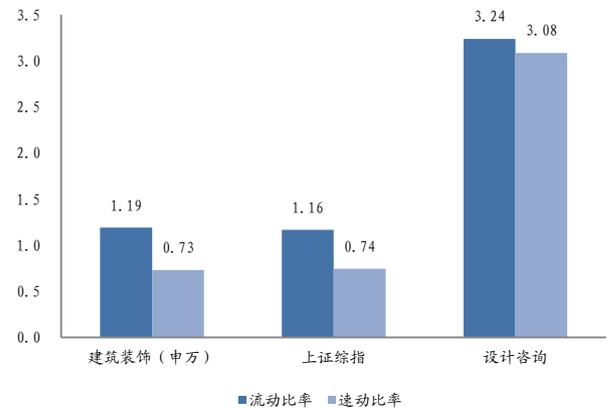
2017 年, 设计咨询企业流动比率为 3.24 倍, 同比提升 28.06%, 是建筑行业平均水平的 2.72 倍, 是 A 股上市企业平均水平 2.78 倍。速动比率为 3.08 倍, 同比提升 30.51%, 是建筑行业平均水平的 4.24 倍, 是 A 股上市企业平均水平的 4.16 倍。

图 46: 设计咨询企业流动比率和速动比率逐年攀升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 47: 设计咨询企业流动比率和速动比率远高于平均水平



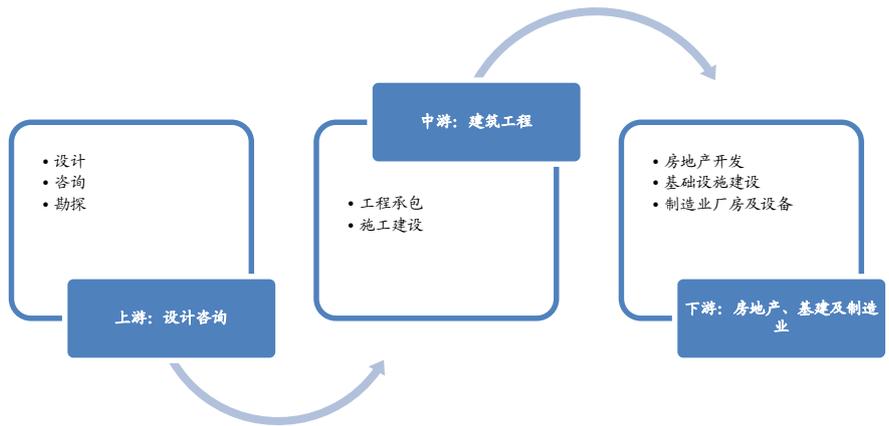
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

处于产业链前端, 进入壁垒较高

从建筑行业上下游分工来看, 设计咨询行业处在行业上游。当下游企业有固定资产投资建设时, 首先会开展设计、咨询及勘探工作, 然后按设计图纸等开展施工建设。

因此, 建筑行业订单的变化, 最先会反应到设计咨询行业营收的变化。即当建筑行业订单快速增长的时候, 最先受益的将是设计咨询, 反之, 最先衰退的也是设计咨询。

图 48: 设计咨询行业处在建筑行业上游



资料来源: 建筑行业协会, 国信证券经济研究所整理

工程设计领域是一个具有较高壁垒的行业。一方面, 要开展业务首先要获得严格的资质认证, 一共有四大类 21 个行业 155 个专业及 8 个专项资质, 每个资质又分为甲、乙、丙、丁等不同等级, 不同等级的资质对企业的人力规模和业务规模有不同的标准要求, 新进入的企业很难在短时间内获取到高等级的资质, 低资质的企业业务规模也受到限制。

表 17: 行业部分资质情况介绍

资质分类	等级分类	典型代表
综合	只有甲级	工程设计综合甲级, 全国只有 76 家企业拥有, 对企业资历、信用、设备条件、技术实力均有严格要求
行业	有甲、乙、丙、丁四个等级, 又分为水利、公路等子行业	共有 21 个子行业类别, 包括公路工程综合甲级、水利工程综合甲级等
专业	有甲乙丙丁四个等级, 又分为勘察、设计、施工等细分专业	共有专业资质 155 个类别, 包括工程勘察综合甲级、项目管理资格甲级等
专项	甲级、乙级、丙级	共有 8 个类别, 包括桥梁专项、隧道专项等

资料来源: 住建部, 国信证券经济研究所整理

另一方面, 设计咨询行业是知识和人才密集型行业, 高等级人才需要多年的培养或花高成本才能获得, 所以很难在很短的时间内组建一个非常强大的团队。

因此, 基于设计咨询行业的进入壁垒, 在当前下游行业快速增长的背景下, 拥有强大人才储备和技术优势的公司将有望获得快速发展。

并购整合乃大势所趋, 利好苏交科等行业龙头

根据《2016 年全国工程勘察设计统计公报》, 2016 年全国共有 21983 个工程勘察设计企业, 平均营收只有 1.5 亿元。事实上, 整个勘察设计行业大致可以分为“部级院”、“省级院”和“市级院”三种规模的企业, 但规模都有限, 整个行业呈现出主体多、集中度低、全国较为分散等特点。

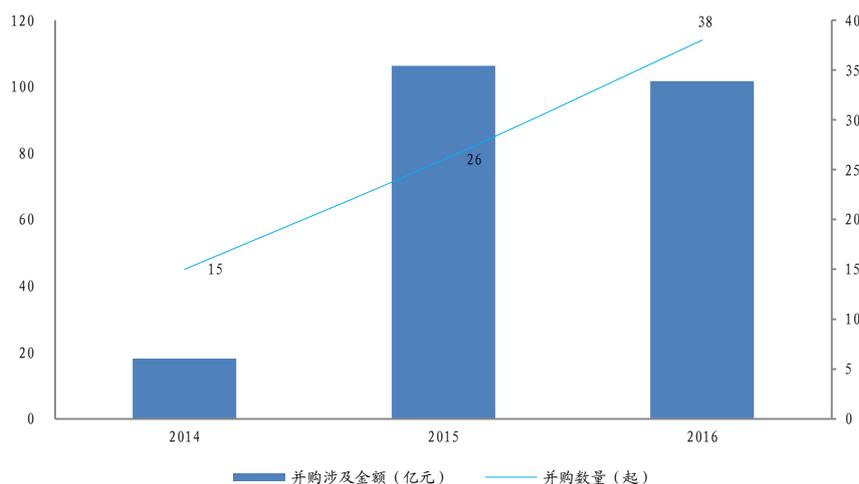
表 18: 勘察设计行业分类

类型	特点	典型企业及营收规模
部级院	主要是以工程施工为主业的大型中央企业及所属工程咨询企业,具有较强的专业技术水平和丰富的业务经验,设计力量比较强大,在全国范围内开展业务	中国交建(269亿)、中国中铁(129亿)、中国铁建(145亿)
省级院	各地省级交通规划设计院、市政设计院等。这些单位主要是为地方交通工程服务,一般行业覆盖度较宽,同质性较强,因此仍存在一定程度的区域化市场特征	苏交科(65亿)、中设集团(27亿)、勘设股份(19亿)、中衡设计(14亿)
市级院	市级地方设计院一般规模比较小,资质范围较窄、等级较低。这些单位业务地域性较强,通常在固定地域范围内从事相对稳定的业务领域	建科院(3.8亿)、建研院(4.4亿)、其他市级研究院(1亿左右)

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

近几年来,伴随着国家城市化进程的放缓,建筑行业的竞争日益激烈,龙头设计企业的优势日益明显,中小型设计企业的发展空间逐步缩小,行业整合将是未来的大势所趋。具体来看,2016年行业共有38起并购,同比增长接近50%,行业并购整合进入加速阶段。

图 49: 勘察设计行业并购数量和金额有加快增长的趋势



资料来源:公开资料整理,国信证券经济研究所整理

苏交科作为行业内第一家工程咨询上市企业,2011年上市以来累计开展了13次并购,业务规模快速增长,近三年CAGR达到44.44%。

图 50: 苏交科上市以来的并购和股权投资事件时间表



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

中设集团作为交通工程设计领域的龙头, 近两年在全国范围内快速布局, 上市后累计展开了4次并购, 合计参股或全资设立11个新公司, 业务涉及投资、交通科技、工程技术、勘察设计、环境工程、民航设计等多个领域。

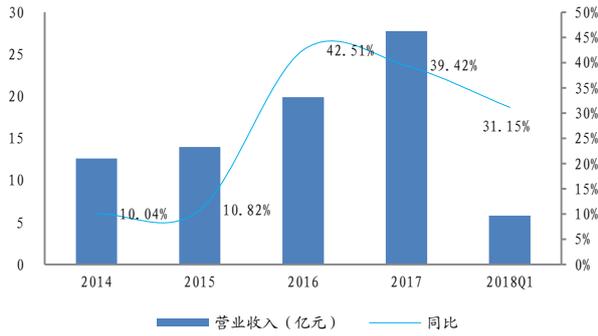
图 51: 中设集团上市以来的并购和股权投资事件时间表



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

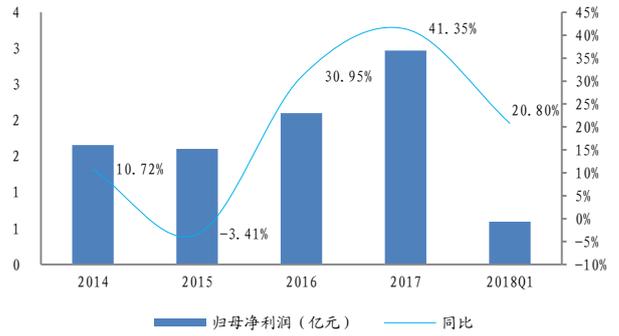
通过并购整合, 中设集团、苏交科等行业龙头均取得了快速发展, 业务持续保持高速增长, 在手订单充沛, 当前估值处在历史低位, 具有非常好的投资价值。具体详见我们前期发布的《中设集团(603018)深度报告—交通设计龙头, 内生外延助增长, 订单饱满潜力大》、《苏交科(300284)深度: 设计咨询龙头, 国际国内双轮驱动, 深耕交通开拓环保》等报告。

图 52: 中设集团营收保持高增长, 近三年 CAGR 达 30.09%



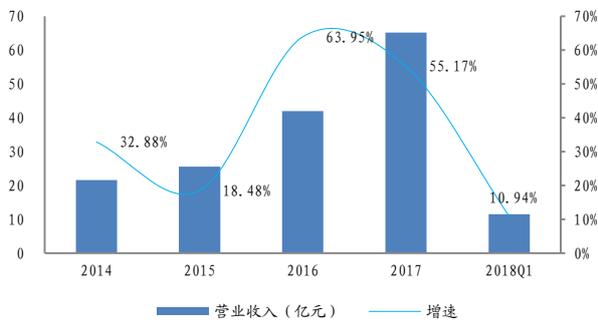
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 53: 中设集团净利润增长较快, 近三年 CAGR 达 21.37%



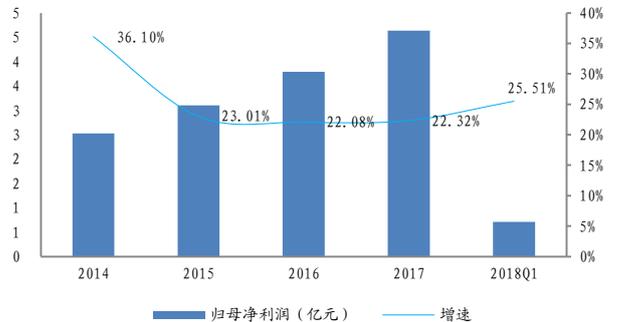
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 54: 苏交科营收保持高增长, 近三年 CAGR 达 44.45%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 55: 苏交科净利润增长较快, 近三年 CAGR 达 22.47%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

重点推荐

重点推荐低补短板基建、设计咨询龙头。政治局会议提出将大基础设施领域补短板的力度, 我们判断当前短板主要在区域性和结构性上, 中西部空间较大, 生态环保仍是重点。建筑央企和区域基建龙头有望受益。国企央企受益于集中度提升以及海外订单高增长, 近几年新签订单和业绩均保持较快增速。在手订单充沛, 业绩确定性强。目前整体估值较低, 部分个股跌破净资产。设计咨询属于轻资产行业, 现金流好, 龙头受益于行业整合业绩优异, 当前估值与历史估值中枢还存在较大上涨空间。

重点推荐: 中国建筑、中国交建、中国铁建、四川路桥、安徽水利、苏交科、中设集团、勘设股份等。

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