

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

《国信证券-建筑与工程行业 2018 年中报业绩前瞻暨 8 月投资策略: 基建投资迎拐点, 重点推荐设计咨询龙头和补短板受益股》——2018-08-06

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

# 政策放松, 重点推荐补短板基建、设计咨询和装饰龙头

## ● 行业估值在历史底部, 中报业绩增速有所放缓

2018 年 8 月, 建筑行业下跌 6.16%, 跑输上证指数 0.91pct; 子板块中铁路建设上涨。年初至今, 建筑行业下跌 23.97%, 跑输上证指数 6.37pct; 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 8 月底, 建筑行业 PE 估值约 11.3 倍, 估值处于历史中低位。中报业绩增速放缓, 行业收入和利润分别同比增长 11.52%、15.73%, 近 80% 的公司归母净利润实现正增长, 基本符合预期。行业新签订单同比增长 9.6%, 增速放缓; 在手订单同比增长 16.2%, 在手订单充沛。8 月投资组合收益-5.2%, 跑赢行业指数 1.0pct。

## ● 政策放松, 投资迎来拐点

2018 年 1-7 月, 固定资产投资增速下滑至 5.5%, 降至历史新低, 基建投资增速大幅下滑 13.3pct 至 5.7% 的影响。7 月开始政策转向宽松, 补短板成为稳增长重点, 基建投资有望触底回升, 预计全年增速将重返 10% 以上。房地产投资增长 10.2%, 保持平稳; 工建投资增速连续四个月回升至 7.3%。投资触底回升有望带动建筑行业下半年业绩释放

## ● 重点推荐补短板基建、设计咨询龙头和装饰龙头

未来基建补短板将成为投资重点, 我们判断当前短板主要在区域性和结构性上, 区域上中西部投资空间仍然较大, 结构上交通和生态环保是重点。央企国企受益于行业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。目前估值较低, 部分个股跌破净资产。重点推荐中国铁建、中国建筑、中国中铁、四川路桥等。

设计咨询行业属于轻资产行业, 现金流好, 毛利率高, 盈利能力强。龙头受益于行业全国布局及行业整合业绩优异, 增长较快, 当前估值与历史估值中枢还存在较大提升空间。重点推荐中设集团、勤设股份等。

装饰龙头受益于地产, 以及政府大力推广成品住宅和长租公寓等政策, 订单和业绩触底回升, 估值处于历史底部。重点推荐广田集团、金螳螂等。

## ● 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	5.40	226,717	0.89	1.00	6.07	5.40
601186.SH	中国铁建	买入	10.60	139,199	1.35	1.55	7.85	6.84
601390.SH	中国中铁	买入	7.27	166,076	0.84	0.95	8.65	7.65
600039.SH	四川路桥	买入	3.57	12,964	0.38	0.46	9.39	7.76
603458.SH	勤设股份	买入	36.18	4,492	3.22	3.83	11.24	9.45
603018.SH	中设集团	买入	16.73	5,250	1.26	1.67	13.28	10.02
002081.SZ	金螳螂	买入	9.35	24,712	0.87	1.05	10.75	8.90
002482.SZ	广田集团	买入	5.97	9,208	0.57	0.72	10.47	8.29

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

建筑板块估值仍然在底部.....	5
8月大盘继续下跌，行业回调跑输大盘.....	5
建筑子板块大部分下跌，仅铁路建设逆势上涨.....	7
建筑个股涨跌不一，整体弱于大盘.....	8
A/H股溢价有所扩大，溢价水平较高.....	9
投资组合收益稳健，整体跑赢指数.....	10
行业基本面稳健，中报业绩增速放缓.....	10
整体业绩稳健，增速有所放缓.....	10
中报业绩基本符合预期，大部分公司盈利增加.....	11
新签订单稳健增长，在手订单充沛.....	11
政策转向宽松，投资迎来拐点.....	12
财政转向积极，货币有望逐渐宽松.....	12
地方专项债加快发行.....	13
基建投资有望触底反弹.....	15
房建投资受政策影响或将回落.....	20
制造业投资受外围环境影响不确定性增强.....	21
重点推荐补短板基建、业绩高增长的设计咨询龙头和装饰龙头.....	22
中西部基建投资空间仍然较大.....	22
交通和生态环保是补短板重点.....	24
建筑央企估值较低，业绩稳定，受益政策放松和补短板.....	27
设计咨询上市龙头优势明显，行业整合大势所趋.....	30
装饰龙头受益于地产，业绩确定性强.....	36
重点推荐.....	40
国信证券投资评级.....	41
分析师承诺.....	41
风险提示.....	41
证券投资咨询业务的说明.....	41

## 图表目录

图 1: 8 月份建筑行业下跌 6.16%，跑输大盘 0.91pct.....	5
图 2: 年初至今建筑行业下跌 23.97%，走势弱于大盘 .....	5
图 3: 建筑行业 8 月份涨跌幅在 28 个行业中排第 8 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 8 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 8 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 8 月股价涨跌幅情况 .....	9
图 11: 2017 年建筑业营收超 4 万亿，2018H1 增长 11.52%.....	10
图 12: 2018H1 建筑业净利润增速有所下滑 .....	10
图 13: 建筑装饰行业 2018 年中报归母净利润同比增长情况 .....	11
图 14: 2018 年 1-6 月，建筑业新签订单继续保持较快增长 .....	11
图 15: 2018 年 1-6 月，建筑行业合同额同比增长 16.2%，在手订单充沛 .....	12
图 16: 今年地方政府一般和专项债券月度发行额 .....	13
图 17: 今年地方政府新增和置换债券月度发行额 .....	14
图 18: 固定资产投资增速持续下行 .....	14
图 19: 房建投资增速保持平稳，基建投资持续下行，工建投资回暖趋势不减.....	15
图 20: PPP 总投资增速触底回升 .....	16
图 21: 我国轨道交通运营路线长度持续保持快速增长 .....	17
图 22: 我国在建轨道交通的城市数和线路长度持续增长 .....	17
图 23: 2018 年 1-7 月我国铁路固定资产投资情况 .....	18
图 24: 基建投资增速走势图 .....	19
图 25: 房地产投资增速走势图 .....	19
图 26: 房地产开发投资在 2015 年年底触底后，增速持续回升 .....	20
图 27: 商品房销售面积和销售额增速大概率会回落 .....	20
图 28: 制造业固定资产投资增速自今年上半年开始有回暖迹象 .....	21
图 29: 制造业 PMI 明显回落 .....	21
图 30: 中西部地区主要省份的城镇化率远低于全国平均水平 .....	22
图 31: 全国扶贫攻坚地图 .....	23
图 32: 中西部及东部地区部分省份的固定资产投资增速 .....	23
图 33: 公路建设固定资产投资情况 .....	25
图 34: 我国铁路固定资产投资 2013-2018 年 7 月的情况 .....	25
图 35: 2013-2017 年我国铁路运营里程 .....	25
图 36: 生态环保业投资 2018 年重回 30%以上的高速增长 .....	27
图 37: 八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升 .....	27
图 38: 八个建筑央企市盈率大部分低于行业和 A 股平均值 .....	28
图 39: 部分建筑央企市净值得跌 1.0，估值处在安全区域 .....	28
图 40: 设计咨询上市企业营收连续三年两位数以上增长 .....	30
图 41: 设计咨询上市企业净利润增长持续加速 .....	30
图 42: 设计咨询企业 ROE 高于建筑行业和 A 股平均水平 .....	31
图 43: 设计咨询企业股权受稀释后，ROE 仍保持较高水平 .....	31
图 44: 设计咨询企业毛利率和净利率均稳中有升 .....	31
图 45: 设计咨询企业毛利率和净利率远高于平均水平 .....	31
图 46: 设计咨询企业资产负债率逐年下降 .....	32
图 47: 设计咨询企业资产负债率远低于平均水平 .....	32
图 48: 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 .....	32
图 49: 设计咨询行业处在建筑行业上游 .....	33
图 50: 勘察设计院行业并购数量和金额有加快增长的趋势 .....	34
图 51: 苏交科上市以来的并购和股权投资事件时间表 .....	34
图 52: 中设集团上市以来的并购和股权投资事件时间表 .....	35
图 53: 中设集团营收保持高增长，近三年 CAGR 达 30.09%.....	35
图 54: 中设集团净利润增长较快，近三年 CAGR 达 21.37%.....	35
图 55: 苏交科营收保持高增长，近三年 CAGR 达 44.45%.....	35

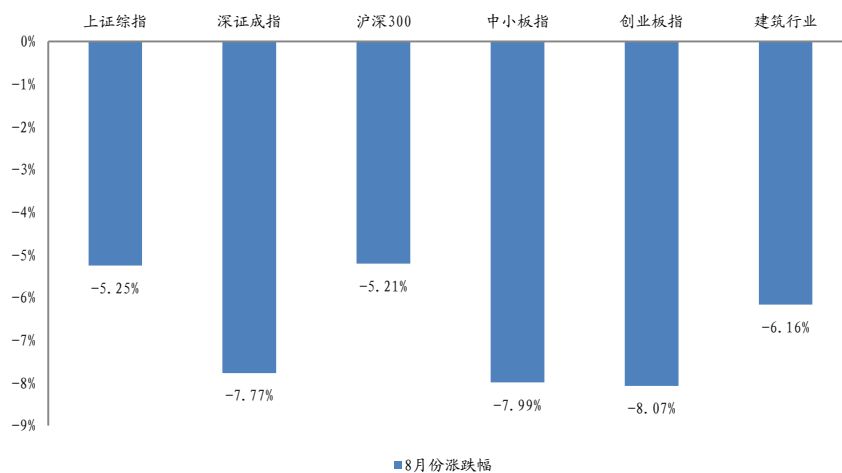
图 56: 苏交科净利润增长较快, 近三年 CAGR 达 22.47% .....	35
图 57: 中国近几年流动人口情况 .....	37
图 58: 2016 年流动人口居住方式 .....	37
图 59: 中国与主要发达国家租赁房屋与租赁人口占比 .....	37
图 60: 中国一线城市“十三五”土地规划中租赁房屋占比情况 .....	39
图 61: 全筑股份近几年营业收入稳步增长 .....	39
图 62: 全筑股份 2018 年上半年净利润大幅提升 .....	39
图 63: 广田集团营业收入增长稳健 .....	39
图 64: 广田集团近两年盈利快速增长 .....	39
图 65: 装饰龙头与行业及大盘市盈率比较 .....	40
表 1: 主要建筑企业 A/H 股溢价情况 (汇率以 8 月 31 日港币兑人民币中间价为准) .9	
表 2: 国信建筑下半年投资组合涨跌幅情况 .....	10
表 3: 2018 年 8 月份以来主要宏观政策梳理 .....	12
表 4: 财政部先后对 PPP 项目进行清理并限制地方政府融资 .....	15
表 5: 各部门及地方政府陆续出台新一轮促进 PPP 项目发展政策 .....	16
表 6: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目 .....	18
表 7: 近期关于城乡区域协调发展有关的政策 .....	19
表 8: “交通扶贫”的主要内容 .....	24
表 9: 2017 年 1 月国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权 .....	24
表 10: “十三五”期间, 铁路的平均年投资额约为 0.8 万亿 .....	25
表 11: 党的十八大以来, 在生态环保领域采取的一些重要举措 .....	26
表 12: 八大建筑央企 2018 年上半年新签订单 3.59 万亿元, 同比增长 5.3% .....	28
表 13: 八大建筑央企 2018 年上半年营业收入超 17446 亿元, 净利润达 549 亿元 ...	28
表 14: 八大建筑央企 2017 年新签 PPP 订单合计超 2.46 万亿元 .....	29
表 15: 八大建筑央企 2017 年海外订单 9103 亿元, 近三年 CAGR 达 20.42% .....	29
表 16: 2018 年度 ENR 国际承包商 250 强内地企业前 10 强全部是央企 .....	30
表 17: 行业部分资质情况介绍 .....	33
表 18: 勘察设计行业分类 .....	33
表 19: 近年来各地区/部门颁布的推进全装修住宅政策 .....	36
表 20: 近年来各地区/部门颁布的租赁住宅政策 .....	38

## 建筑板块估值仍然在底部

### 8月大盘继续下跌，行业回调跑输大盘

2018年8月，上证综指下跌5.25%，中小板指下跌7.99%，创业板指下跌8.07%。建筑行业（申万建筑装饰，下同）下跌6.16%，跑输上证指数0.91pct。

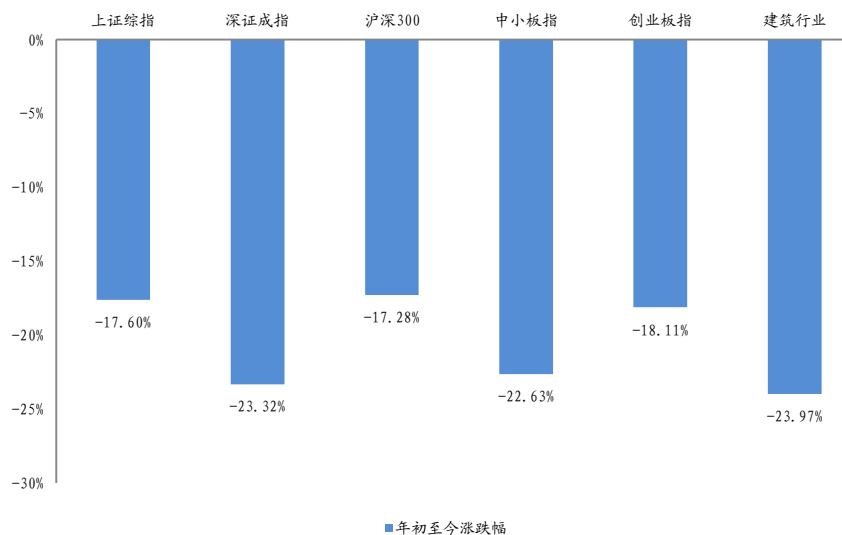
图 1：8月份建筑行业下跌 6.16%，跑输大盘 0.91pct



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 17.60%，中小板指跌 22.63%，创业板指跌 18.11%。建筑行业下跌 23.97%，跑输上证指数 6.37pct。

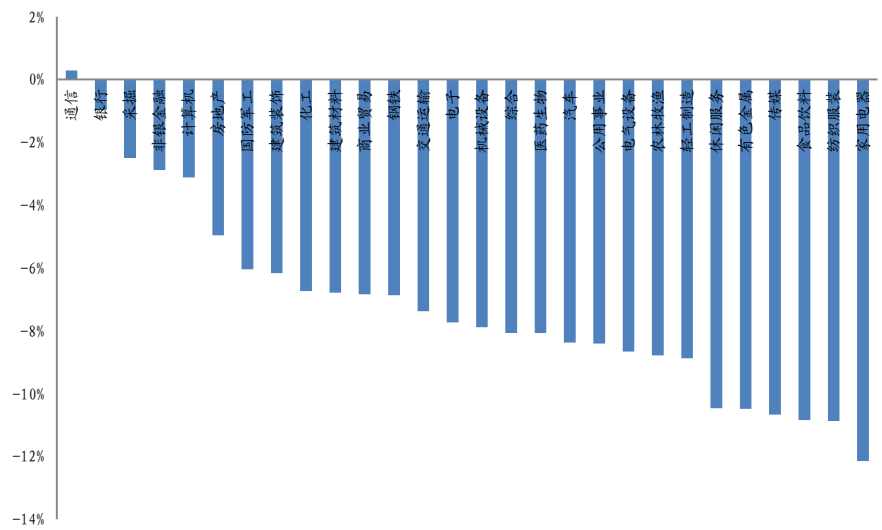
图 2：年初至今建筑行业下跌 23.97%，走势弱于大盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2018年8月，行业中仅有通信实现了上涨（+0.3%），其余行业全部为下跌；其中跌幅较大的是家用电器（-12.1%）、纺织服装（-10.9%）、食品饮料（-10.8%）、传媒（-10.7%）和有色金属（-10.5%）。建筑行业下跌6.2%，在28个行业中排名第8名。

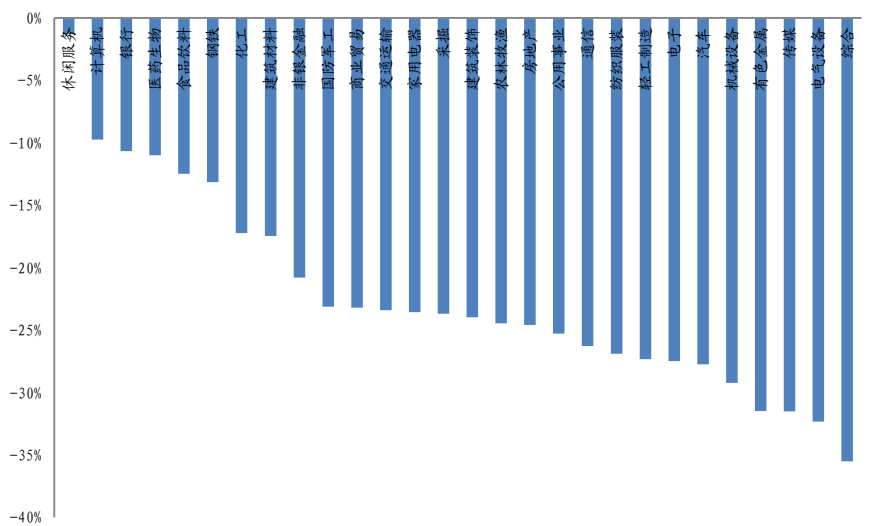
图 3: 建筑行业 8 月份涨跌幅在 28 个行业中排第 8 名



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 (-1.3%)、计算机 (-9.8%)、银行 (-10.7%)、医药生物 (-11.0%)、食品饮料 (-12.5%); 跌幅较大的是综合 (-35.5%)、电气设备 (-32.3%)、传媒 (-31.5%)、有色金属 (-31.5%) 和机械设备 (-29.2%)。建筑行业跌幅居中, 28 个行业中排名第 15 名。

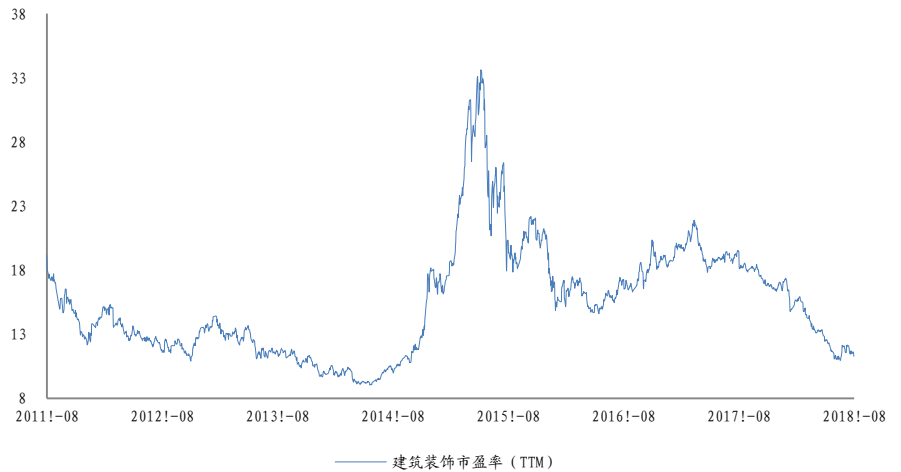
图 4: 建筑行业年初至今涨跌幅在 28 个行业中排第 15 名



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 8 月底, 申万 28 个一级行业中, 建筑装饰的 PE (TTM) 为 11.30 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, 当前的市盈率任然处于底部。

图 5: 当前建筑板块整体市盈率处于历史中低位

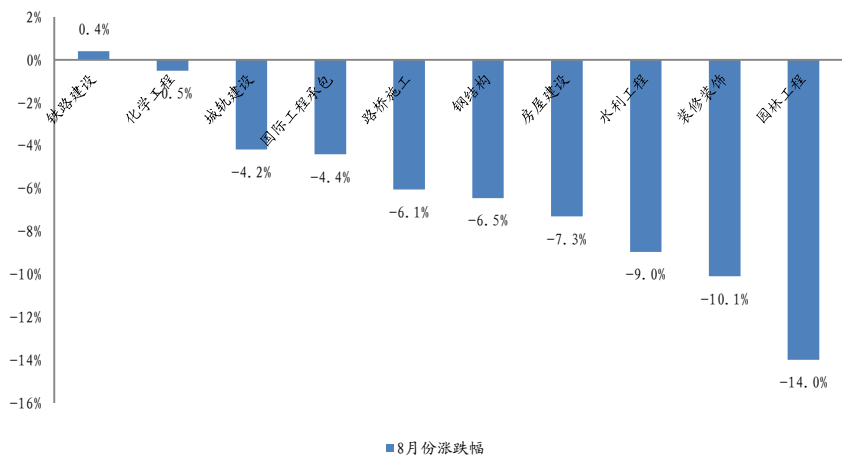


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

建筑子板块大部分下跌, 仅铁路建设逆势上涨

2018 年 8 月, 建筑行业子板块大部分下跌, 仅有铁路建设 (+0.4%) 逆势上涨, 跌幅前三的子行业分别是园林工程 (-14.0%)、装修装饰 (-10.1%) 和水利工程 (-9.0%)。

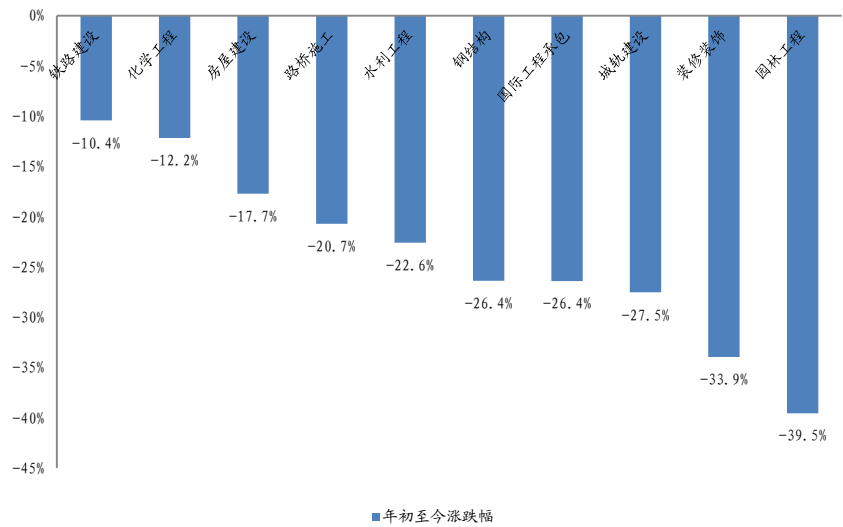
图 6: 建筑板块各子行业 8 月份涨跌幅排名



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 (-10.4%)、化学工程 (-12.2%) 和房屋建设 (-17.7%), 跌幅较大的三个子行业分别是园林工程 (-39.5%)、装修装饰 (-33.9%) 和城轨建设 (-27.5%)。

图 7：建筑板块各子行业年初至今涨跌幅排名

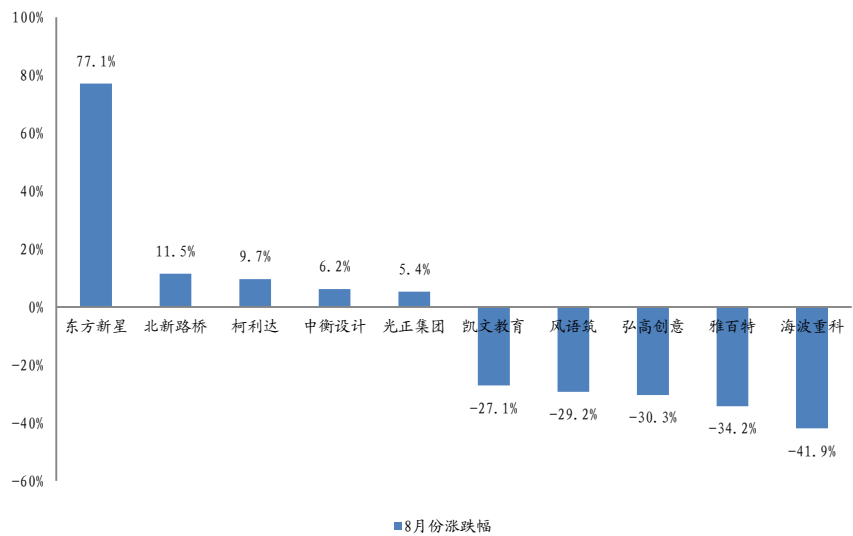


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 建筑个股涨跌不一，整体弱于大盘

2018年8月，建筑行业所有股票中仅有11.59%个股实现正收益，比例稍低于全体A股12.18%个股上涨的比例。

图 8：建筑板块 8 月份涨幅前五和跌幅前五的公司

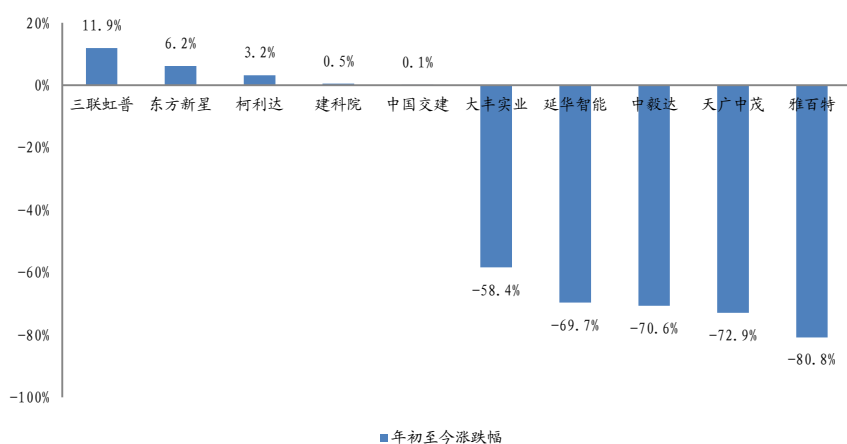


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

年初至今，建筑行业所有股票中仅有3.62%的个股实现正收益，比例低于全体A股10.85%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 股溢价有所扩大, 溢价水平较高

截至 2018 年 8 月 31 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溢价, 平均溢价率高达 33.40%, 较上个月有所扩大。其中中国中铁溢价率为 17.83%, 中国铁建溢价率为 22.09%, 中国中冶溢价率为 47.74%, 中国交建溢价率为 45.94%。

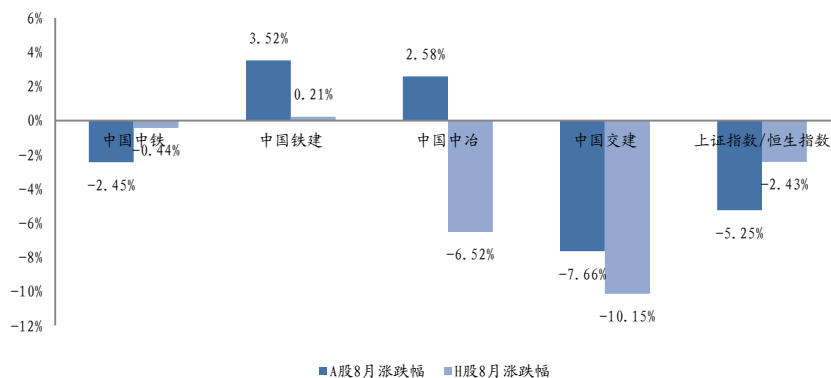
表 1: 主要建筑企业 A/H 股溢价情况 (汇率以 8 月 31 日港币兑人民币中间价为准)

个股组合	A 股股价	H 股股价	溢价率
中国中铁	7.18	5.90	17.83%
中国铁建	10.60	8.26	22.09%
中国中冶	3.58	1.87	47.74%
中国交建	12.54	6.78	45.94%
平均值	8.48	5.70	33.40%

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 8 月, 上证指数下跌 5.25%, 恒生指数下跌 2.43%, A 股有中国铁建和中国中冶实现上涨, 而港股仅有中国铁建上涨。中国交建、中国中冶、中国铁建的 A 股上涨幅度大于 H 股, 溢价率扩大; 中国中铁 A 股上涨幅度小于 H 股幅度, 溢价率缩小。

图 10: A、H 股同时上市的四家央企 8 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，整体跑赢指数

2018年8月，我们下半年推荐的投资组合中，超过半数个股跑赢大盘，投资组合实现收益-5.20%，跑赢行业指数 0.96pct，跑赢大盘指数 0.05pct。

表 2: 国信建筑下半年投资组合涨跌幅情况

个股组合	8月份涨跌幅
中设集团	1.03%
勘设股份	-18.51%
广田集团	-2.68%
金螳螂	-12.34%
中国建筑	-6.90%
中国中铁	-2.45%
中国铁建	3.52%
四川路桥	-3.25%
上证指数	-5.25%
申万建筑	-6.16%
组合收益	-5.20%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

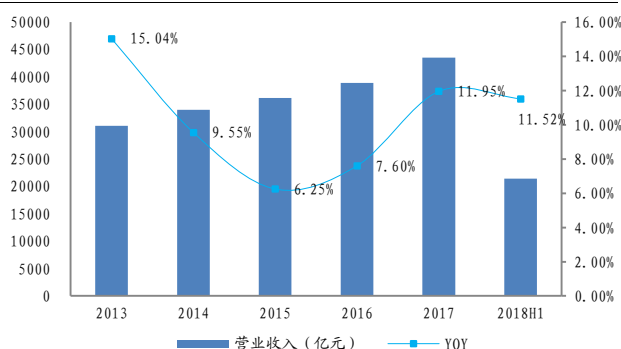
### 行业基本面稳健，中报业绩增速放缓

#### 整体业绩稳健，增速有所放缓

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%；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。

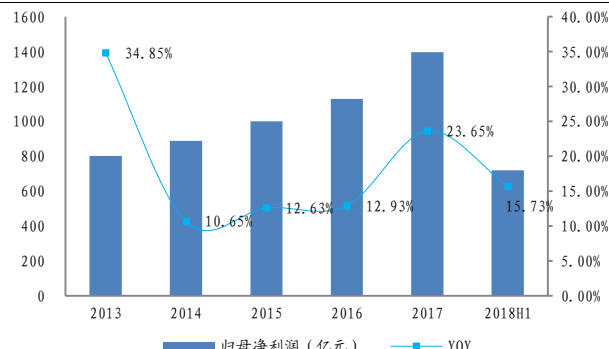
2018年上半年，建筑行业的营收和归母净利润分别为 21402、721 亿元，分别同比增长 11.52%、15.73%，营业收入延续两位数增速，但净利润增速有所下滑。

图 11: 2017 年建筑业营收超 4 万亿, 2018H1 增长 11.52%



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 12: 2018H1 建筑业净利润增速有所下滑

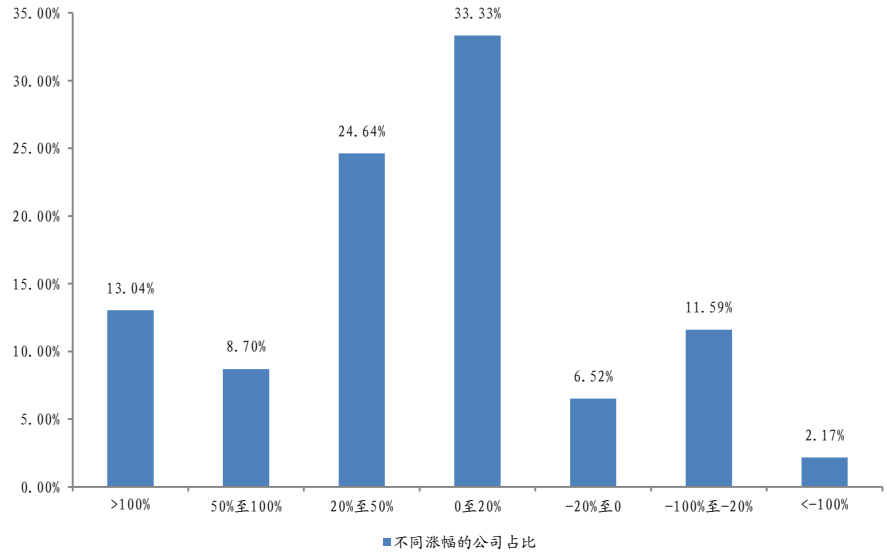


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 中报业绩基本符合预期，大部分公司盈利增加

在 138 家上市公司中，96.38% 的公司于报告期内实现了盈利，仅有 5 家公司亏损，业绩基本符合预期；近 80% 的公司归母净利润实现了正增长，其中同比增长率在 0 至 20% 的公司最多，占比达三分之一。

图 13: 建筑装饰行业 2018 年中报归母净利润同比增长情况

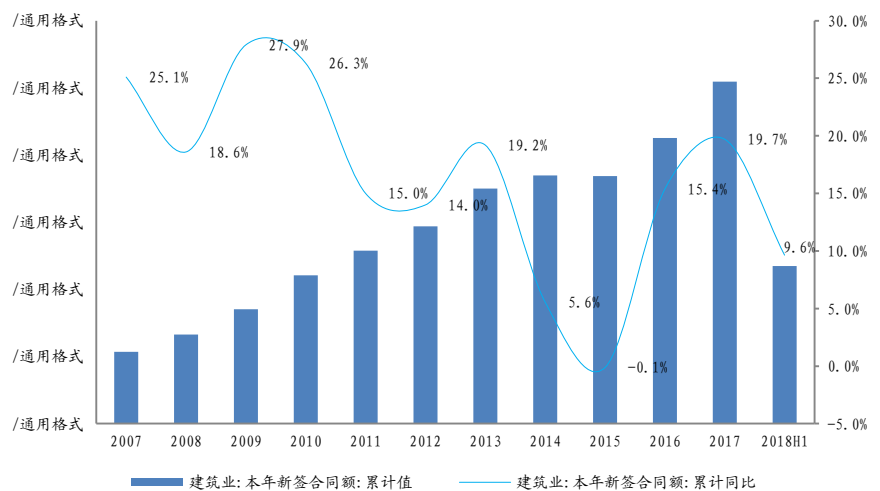


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 新签订单稳健增长，在手订单充沛

2018 年上半年，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%。

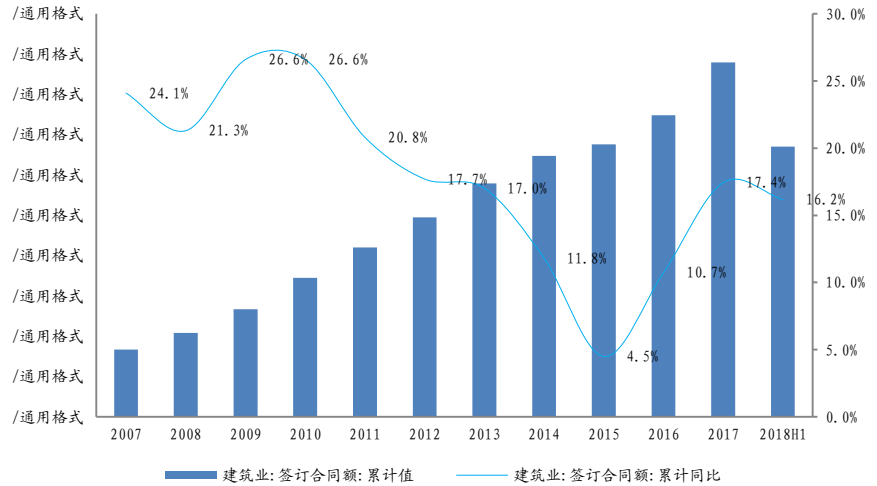
图 14: 2018 年 1-6 月，建筑业新签订单继续保持较快增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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 15: 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

## 政策转向宽松，投资迎来拐点

### 财政转向积极，货币有望逐渐宽松

继7月底中央政治局会议和国常会提出财政政策要更加积极，货币政策要松紧适度后，8月份央行、财政部等各部门也频繁释放出积极信号，进一步明确了在防范金融风险、稳定信用环境的同时，通过积极财政政策、疏通货币传导机制，满足实体经济发展需求，支持基础设施领域补短板，推动有效投资稳定增长。在财政积极、货币逐渐宽松的背景下，基建投资增长的预期明显改善。

表 3: 2018 年 8 月份以来主要宏观政策梳理

时间	部门	政策导向
8月3日	国务院	处理好稳增长与防风险的关系以及宏观总量与微观信贷的关系，发挥财政政策的积极作用，同时不放松金融监管、稳定信用环境
8月8日	发改委、央行等5部门	建立健全企业债务风险防控机制、深入推进市场化法治化债转股、加快推动“僵尸企业”债务处置
8月10日	央行	期需要防范短期内需求端“几碰头”可能对经济形成的冲击，并提出通过支持国家重大战略、加大对小微企业贷款等进行对冲。
8月14日	财政部	规范政府购买服务行为，推进政府购买服务第三方绩效评价工作
8月14日	财政部	加快地方政府专项债券发行，各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%。剩余的发行额度应当主要放在10月份发行。
8月17日	银保监会	进一步疏通货币政策传导机制，满足实体经济有效融资需求；支持基础设施领域补短板，推动有效投资稳定增长。

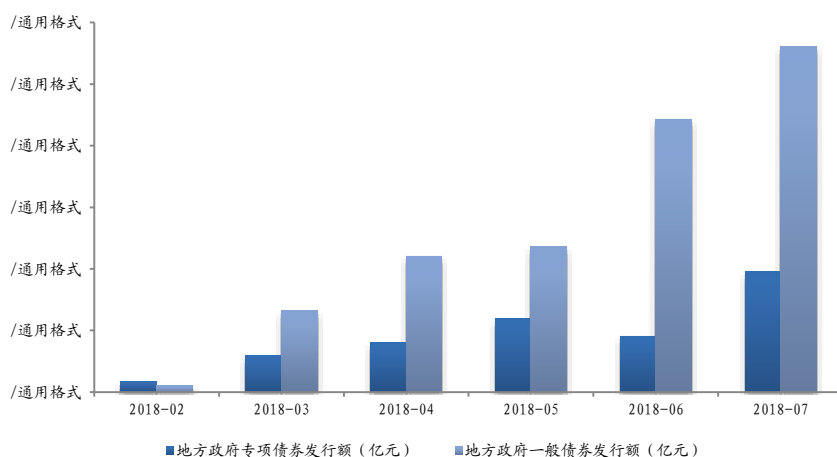
8月23日	国务院	国务院召开西部地区开发领导小组会议，要求促进西部地区发展，保持西部经济稳中向好，抓紧推进一批西部急需、符合国家规划的重大工程建设
8月29日	财政部	下一步财政政策要更加积极，提高政策的前瞻性、灵活性和有效性，从而在扩大内需和结构调整上发挥更大作用
8月30日	发改委	下一步将突出补短板这个重点，抓紧推进一批西部急需、符合国家规划的交通和信息网、生态环保、城镇污水、垃圾处理、能源通道等领域重大工程建设

资料来源：央行等各部门官网，国信证券经济研究所整理

### 地方专项债加快发行

根据年初制定的中央和地方预算草案，今年将计划发放新增地方专项债券 1.35 万亿元，比去年增加 5500 亿元，主要用于支持京津冀协同发展、长江经济带等重大战略以及生态环保、精准扶贫、棚户改造等重点领域。8月14日，财政部提出要加快地方政府专项债券发行，各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%。剩余的发行额度应当主要放在10月份发行。

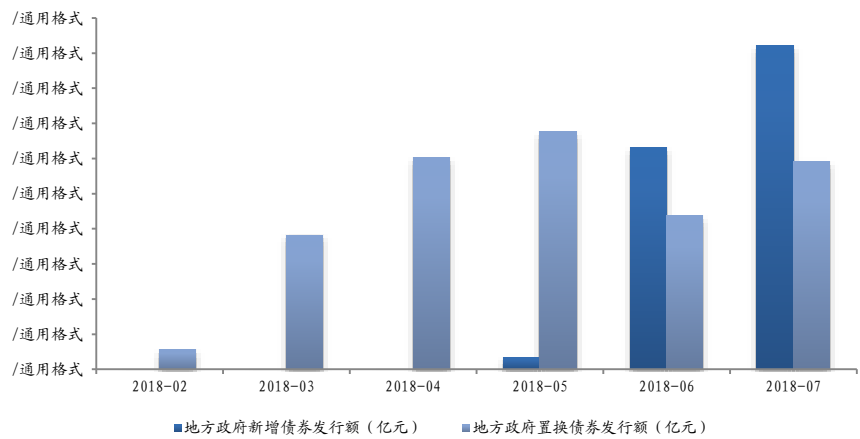
图 16：今年地方政府一般和专项债券月度发行额



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从实际发行情况来看，由于大多数地区于5月才通过本年预算调整方案并最终确定一般债和专项债的限额，因此上半年发行的地方政府债券主要是置换债券，新增债券从5月份才开始发行。结合专项债券的月度发行情况，截至到7月底新增专项债券最多只发行了3039亿，离9月底80%的发行指标还有7761亿缺口，预计8、9月份地方专项债券将迎来一波发行的小高峰。

图 17: 今年地方政府新增和置换债券月度发行额

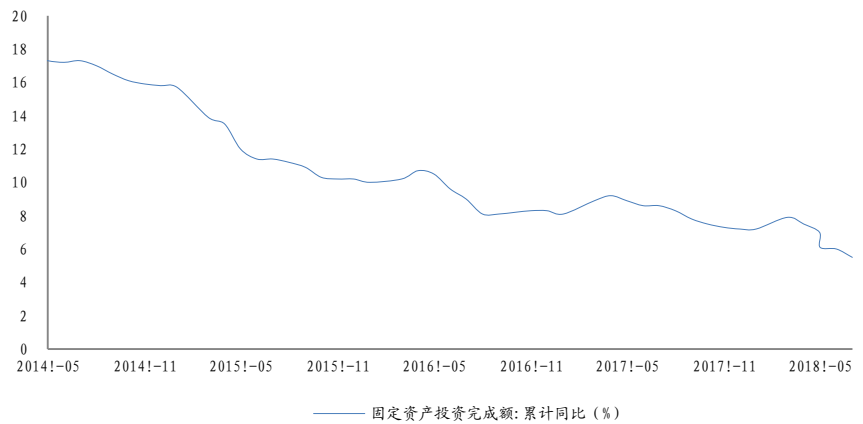


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

固定资产投资放缓, 建筑三大下游投资出现分化

2018年1-7月, 固定资产投资同比增速为5.5%, 较2017年回落1.7个百分点, 同比回落2.8pct。

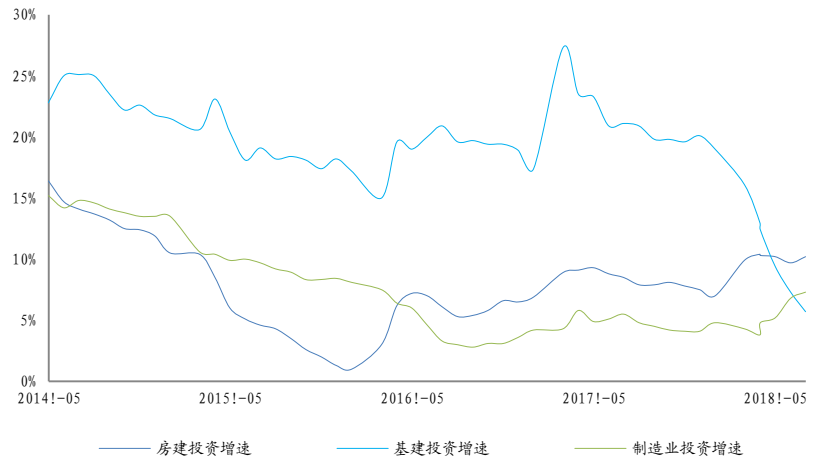
图 18: 固定资产投资增速持续下行



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, 且截至7月底这一趋势依然延续。

图 19: 房建投资增速保持平稳, 基建投资持续下行, 工建投资回暖趋势不减



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

具体来看, 房建投资受年初至今房地产景气带动, 增速相对平稳, 目前仍维持在相对高位水平, 2018年1-7月实现10.2%的正增长; 基建投资受宏观降杠杆、PPP清库以及地方政府债务约束等影响, 增速持续下行, 2018年1-7月实现5.7%的正增长, 比2017年同期下滑15.2pct; 工建投资(制造业)整体虽仍较低迷, 但从今年3月份开始已经明显触底回升, 2018年1-7月实现7.3%正增长, 增速环比提升0.5pct, 实现连续四个月回升。

### 基建投资有望触底反弹

下半年, 在全年基建投资预算实施、乡村振兴战略、生态环保投资崛起以及规范类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。

### PPP风险逐步释放, 转向规范

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 4: 财政部先后对 PPP 项目进行清理并限制地方政府融资

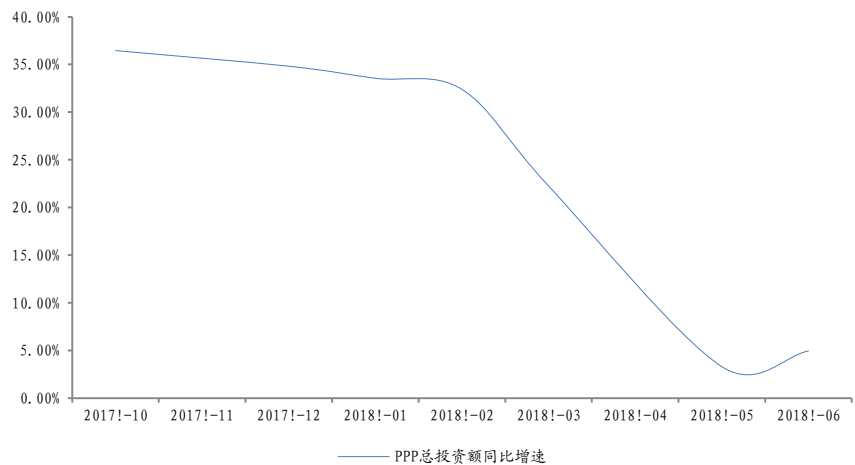
时间	文件	内容
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金【2017】92号)	对不规范PPP项目进行清理, 截止4月23日, 各地累计清理退库项目1695个, 涉及投资额1.8万亿元; 需要整改项目2005个, 涉及投资额3.1万亿元
2018年3月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预【2017】34号)	加强地方政府债务管理, 发挥政府规范举债对经济社会发展的促进作用, 有效防范化解地方政府债务风险
2018年4月	《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》(财预【2017】35号)	为规范新增地方政府债务限额管理

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

财政部公布的最新数据显示，截至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。随着PPP项目清理结束，近三个月来，国内PPP项目投资开始逐渐回归正常轨道，从5月份开始PPP总投资增速触底回升，迎来新一轮投资增长。

图 20: PPP 总投资增速触底回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

PPP 清理结束后市场风险被进一步释放，随着基建投资需求的回暖，PPP 依然是未来大型基础设施项目首选的模式，至此 PPP 将进入一个规范发展的时代。各部门和地方政府也相继出台了新政策推进 PPP 项目发展，重点推进 PPP 项目的规范管理以及在养老、生态等新领域的拓展，并为民间资本参与 PPP 项目提供更大的便利。

表 5: 各部门及地方政府陆续出台新一轮促进 PPP 项目发展政策

部门/地区	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%



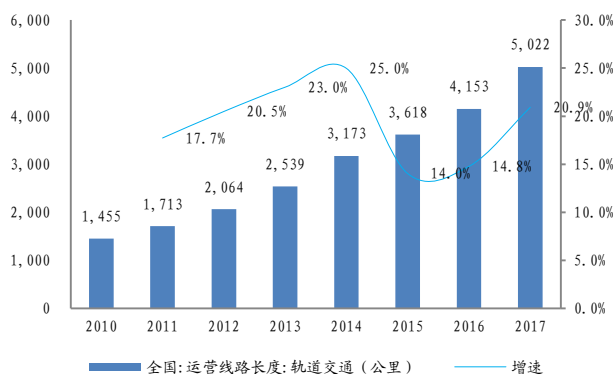
山东	坚定不移地将PPP改革推向深入	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 加强培训深度，强化科学理念引导</li> <li>➢ 加大推广力度，对接新旧动能转换，重点聚焦农业、环保、幸福产业、连片特困地区发展、美丽乡村建设等领域</li> </ul>
内蒙古	综合调动各类资金，实现PPP项目精细化管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 用好PPP基金，充分发挥引导增信作用，鼓励、引导社会资本积极参与铁路、公路、机场等七大基础设施网络体系建设</li> <li>➢ 多措并举支持PPP项目建设，综合运用预算内投资、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</li> </ul>
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"> <li>➢ 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</li> <li>➢ 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</li> </ul>
湖南	全面开展清查行动督导示范项目规范推进	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 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</li> <li>➢ 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</li> </ul>
南京	全面放开养老服务市场；激发民间有效投资活力	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 对在养老服务领域采取政府和社会资本合作（PPP）方式的项目，可以国有建设用地使用权作价出资或者入股建设</li> <li>➢ 深入开展报建审批事项清理核查，提高民间投资项目办理效率；将民营资本牵头的PPP试点项目奖励标准提高10%</li> </ul>
生态环保部	多管齐下深化“放管服”，助推环保PPP	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 规范生态环境领域政府和社会资本合作（PPP）模式，采取多种方式支持对实现污染防治攻坚战目标支撑作用强、生态环境效益显著的PPP项目。</li> <li>➢ 依托行业协会、科研机构等研究发布重点领域生态环境治理项目基准收益率，引导行业投资合理收益。对生态环境领域PPP项目与环境污染第三方治理项目引入第三方担保支付平台</li> </ul>

资料来源：生态环保部，地方政府，国信证券经济研究所整理

### 轨交审批重启，铁路投资或重返 8000 亿，交通建设迎来新一轮刺激

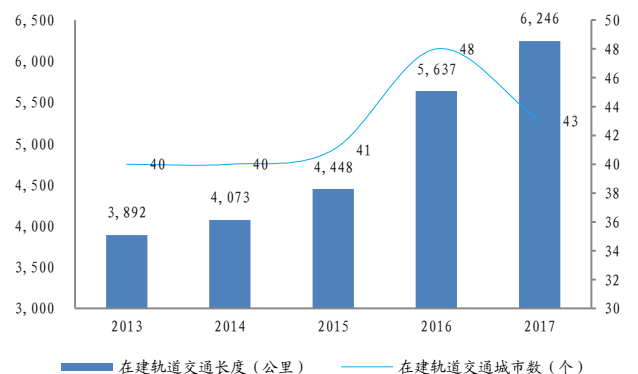
近几年，我国轨道交通一直处在快速发展的过程中。截至 2017 年，我国运营的轨道交通线路达 5022 公里，同比增长 20.9%，近五年的 CAGR 达到 19.5%；在建轨道交通的城市有 43 个，在建长度达 6246 公里。2017 年底，受内蒙古包头地铁项目被叫停以及防范地方系统性债务风险影响，发改委曾一度暂停了轨道交通建设规划审批工作。直到今年 7 月 17 日，规划审批工作才重新启动。

图 21：我国轨道交通运营路线长度持续保持快速增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 22：我国在建轨道交通的城市数和线路长度持续增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

7月30日，发改委审议通过了吉林省长春市第三期城市轨道交通建设规划，这是发改委暂停城轨建设规划审批将近一年之后的首个获批项目。之后不久苏州市轨道交通第三期建设规划也顺利获批，目前还有厦门、武汉、西安等城市的轨道交通项目在等待发改委批复。伴随着轨交项目的批复，接下来新项目将密集开工，下半年获批项目投资将加速落地。

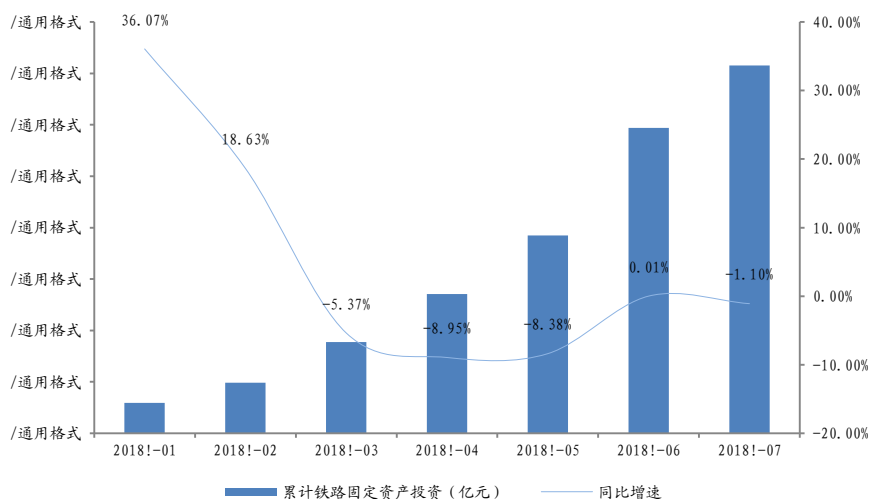
表 6: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目

时间	项目	总投资(亿元)
7月30日	长春市第三期城市轨道交通建设规划	787.32
8月14日	苏州市城市轨道交通第三期建设规划	950
8月5日	成都市城市轨道交通第四期建设规划(初审通过)	

资料来源：发改委，国信证券经济研究所整理

中国拥有超过 12.1 万公里的铁路运营里程，铁路是我国交通领域的重要基础设施，近年来随着各地高铁建设规划落地，铁路投资需求一直不减。但在今年年初中国铁路总公司的投资安排中计划年内总投资额仅有 7320 亿，是近四年来首次低于 8000 亿。从今年 1—5 月的实际投资情况来看，铁路固定资产投资额比往年同期下降最大幅度达到 8.95%，市场对于铁路投资的预期开始倾向悲观。

图 23: 2018 年 1-7 月我国铁路固定资产投资情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

8月初中铁总向外界透露出信息，今年铁路固定资产投资额将重返 8000 亿以上，比年初的计划增加近 800 亿。这意味着下半年铁路固定资产投资将加速，从 6 月和 7 月的数据来看，铁路投资已经有反弹的迹象，如果要完成 8000 亿的年度目标，未来 5 个月将至少再投资 4421 亿，比去年同期提升 10.88%。中铁总释放的积极信号，加上基建补短板的催化，下半年铁路投资需求有望再创新高。

**基建稳增长属性凸显，诸多因素利好基建投资触底反弹**

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 24: 基建投资增速走势图



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 25: 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

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。

表 7: 近期关于城乡区域协调发展有关的政策

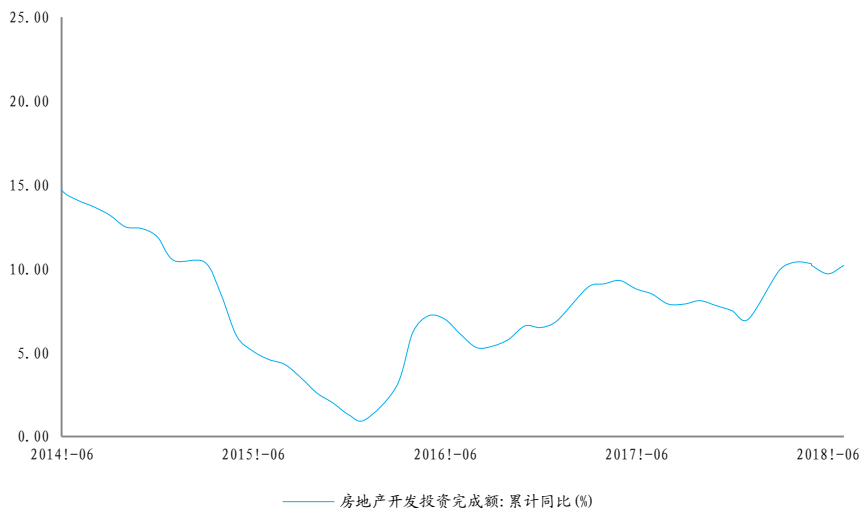
文件名	文件精神	关于基建投资的重要内容
《乡村振兴战略规划（2018—2022 年）》	把实施乡村振兴战略摆在优先位置，让乡村振兴成为全党全社会的共同行动	加大“三农”投入力度；创新城乡融合发展体制机制，着力改善农村基础设施和公共服务，扎实推进农村人居环境整治三年行动
《“三区三州”等深度贫困地区旅游基础设施改造升级行动计划》	“三区三州”等深度贫困地区大多位于重要生态安全屏障区域，自然资源条件好，大力发展生态旅游是将绿水青山变成金山银山的有效路径	基础设施和公共服务设施较为薄弱，成为制约旅游业发展的突出短板；提出了加快主通道建设、完善区域干线公路网络、改善旅游基础设施和公共服务设施、丰富旅游产品和服务等 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

### 房建投资受政策影响或将回落

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以及棚改货币化持续推动下，房地产开发投资增速在 2015 年触底后回升，此后一直维持上涨趋势，直到 2018 年 1-7 月份同比增长已达到 10.2%，处于相对较高的水平。

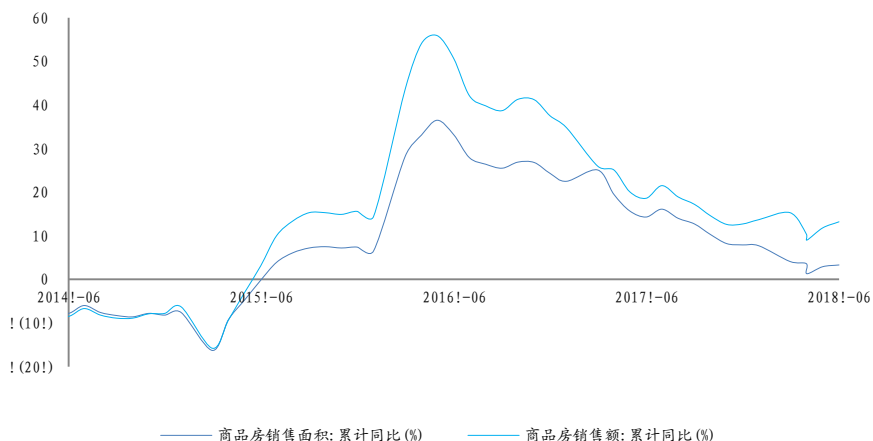
图 26: 房地产开发投资在 2015 年年底触底后，增速持续回升



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加码升级，各地陆续出台了一系列限购、限贷和遏制炒房的政策，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，虽说不会完全地“一刀切”但之后审批趋严、棚改贷款发放规模收紧已成为大概率事件。未来房地产市场将逐渐降温，房建投资增速难以维持在目前的高位，预计一旦下游地产商品房销售额回落房建投资走势很可能也会随之反转。

图 27: 商品房销售面积和销售额增速大概率会回落

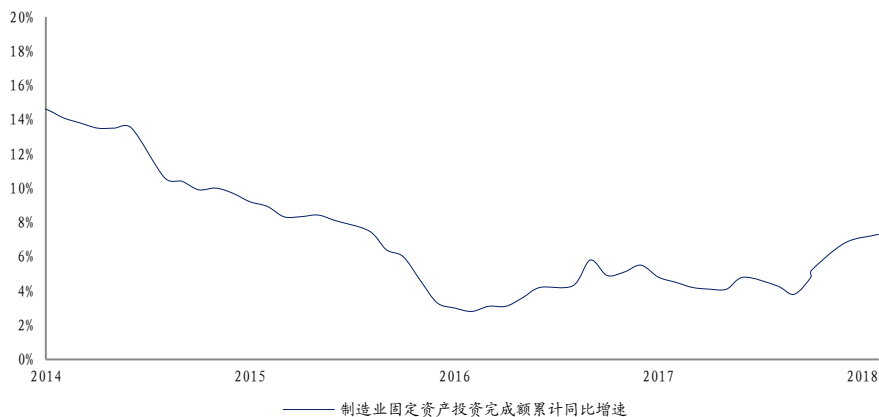


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 制造业投资受外围环境影响不确定性增强

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，直到 2016 年才企稳回升。2018 年上半年制造业投资开始有回暖的迹象，1-7 月制造业投资同比增长 7.3%，环比提升 0.5pct，增速连续四个月回升。

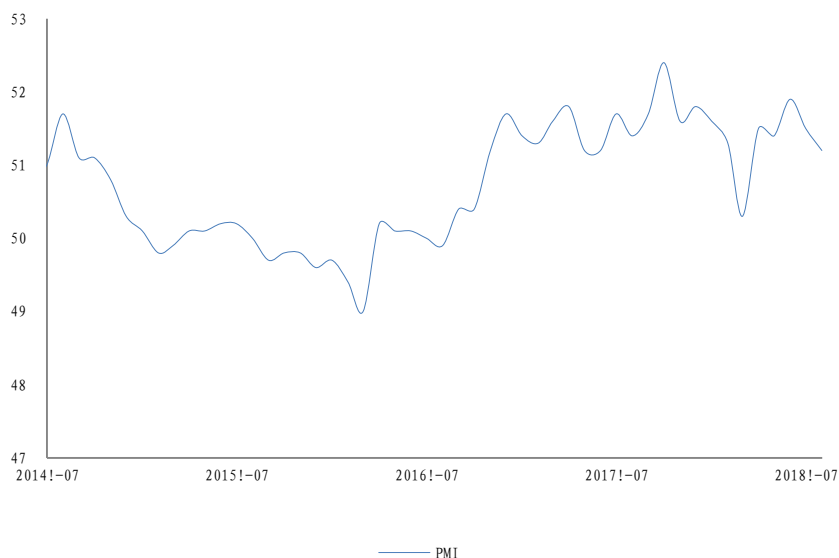
图 28: 制造业固定资产投资增速自今年上半年开始有回暖迹象



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

虽然国内环境对制造业投资似有复苏迹象，但外部环境的变化却更加不容忽视。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。

图 29: 制造业 PMI 明显回落



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我国当前的制造业对出口依赖较大，而且美国还是中国的最大贸易伙伴国，对外贸易的变数会给制造业投资带来较大的不确定性，近两个月的制造业 PMI 指数也开始回落，下半年整体投资恐难继续回升。

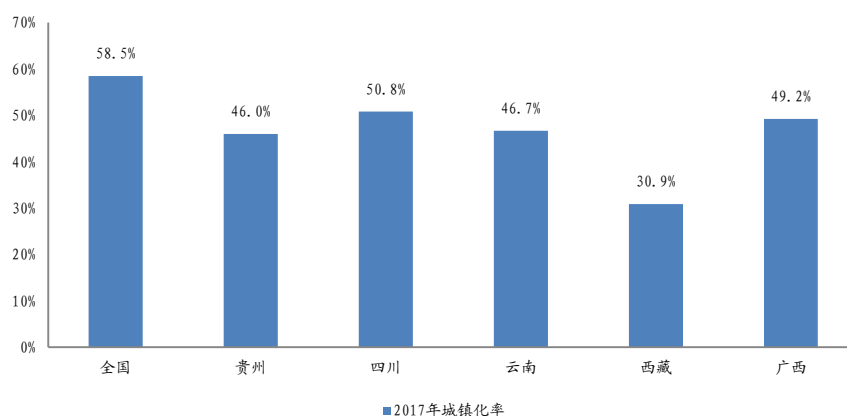
## 重点推荐补短板基建、业绩高增长的设计咨询龙头和装饰龙头

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，加大基础设施领域补短板的力度，实施好乡村振兴战略。8月30日，发改委就西部大开发进展情况举行新闻发布会，明确指出下一步要抓紧推进一批西部急需、符合国家规划的交通和信息网络、生态环保、城镇污水、垃圾处理、能源通道等领域重大工程建设。因此我们判断当前基建的短板主要体现在区域性和结构性上，区域上主要体现在中西部地区增长空间较大，结构上交通和生态环保仍是重点。

### 中西部基建投资空间仍然较大

中国目前发展的一大问题主要是地区发展的不平衡，中西部地区城镇化水平低于全国平均水平，与东部发达地区的差距更是巨大。截至2017年底，全国城镇化水平已经达到58.5%，而贵州、云南、四川等中西部省份的城镇化率均低于51%，对比东部发达省份如浙江68%的城镇化率，差距十分明显。未来中西部城市化空间广阔，基建投资需求依旧旺盛。

图 30: 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。

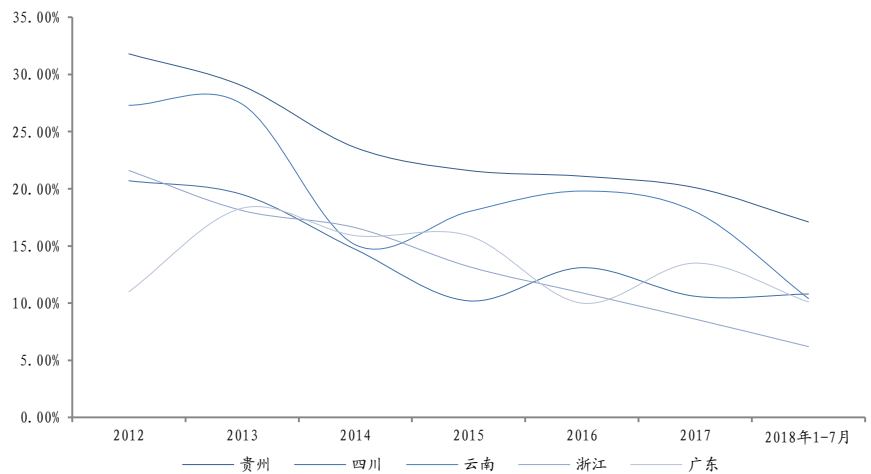
图 31: 全国扶贫攻坚地图



资料来源: 国务院网站、百度地图, 国信证券经济研究所整理

但从实际效果来看, 近几年来中西部大发展的同时, 与东部的整体差距却并没有显著缩小。中西部投资的力度目前看来还远远不够, 以西部云贵川三省为例, 四川的固定资产投资增速五年来基本与浙江、广东等发达地区持平, 云南最近一年来回落幅度也比较大, 只有贵州的增速相对稳定地高于东部地区。如果这样的趋势持续下去, 中西部和东部的差距只会继续拉大。

图 32: 中西部及东部地区部分省份的固定资产投资增速



资料来源: 国务院网站、百度地图, 国信证券经济研究所整理

总的来说, 目前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, 今后两年是重要的攻坚阶段, 各项建设时序必须提前, 投资额度也需相应增大, 形成后发赶超态势。我们预计从今年下半年开始, 中西部地区的基建投资将会迎来一轮新的增长高峰。



## 交通和生态环保是补短板重点

### 交通扶贫叠加“公路审批权”下放，公路投资依然坚挺

“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 8：“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 万公里的通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 9：2017 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。

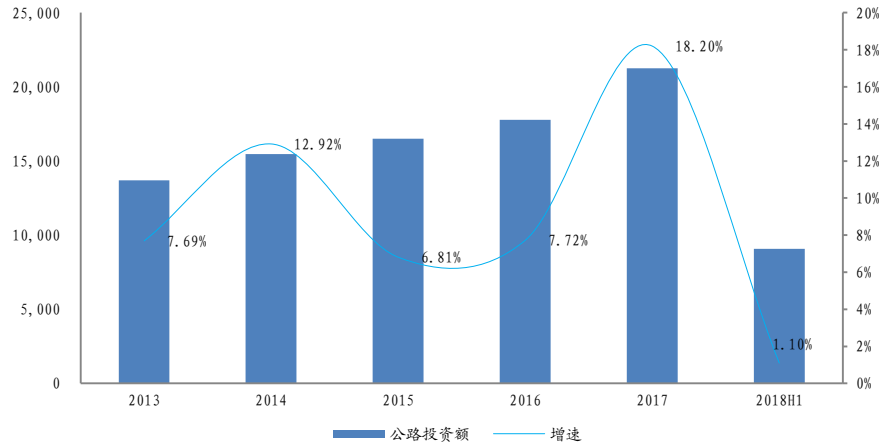
资料来源：发改委、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2018 年上半年，交通固定资产投资中公路建设投资额为 9066 亿元，同比增长



1.10%，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 33: 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

根据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》(简称“十三五”交通运输规划),到 2020 年,铁路营运里程将达到 15 万公里,“十三五”期间将新增 2.9 万公里,固定资产投资规模在 3.6-3.9 万亿左右,年平均投资额在 8000 亿左右;

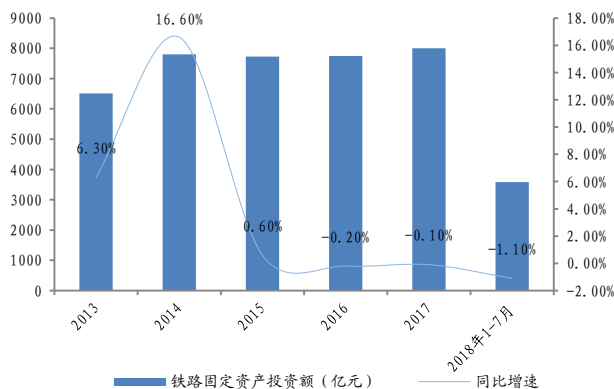
表 10: “十三五”期间,铁路的平均年投资额约为 0.8 万亿

项目	“十三五”新增里程 (万公里)	造价 (亿元/公里)	固定资产投资规模 (万亿元)	年平均固定资产投资 规模(万亿元)
普通铁路	1.8	0.5-0.6	0.9-1.08	0.18-0.22
高铁	1.1	2.5-2.6	2.75-2.86	0.55-0.57
合计	2.9	---	3.65-3.94	0.73-0.79

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析预测

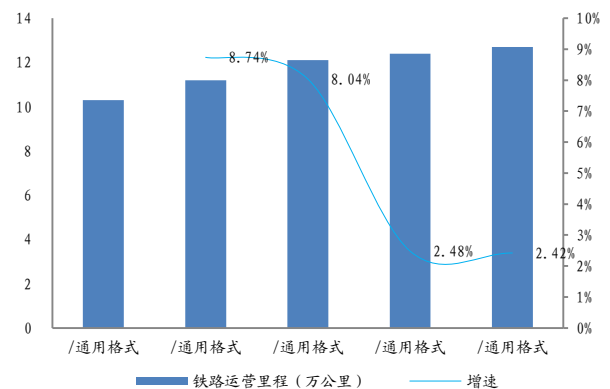
具体来看,2017 年我国完成铁路固定资产投资 8006 亿元。2018 年 1-7 月完成铁路投资额约 3578 亿元,增速逐渐企稳回升。中国铁路总公司在年初的工作会议中指出,2018 年铁路建设计划总投资为 7320 亿元,8 月初又传出消息实际投资额有望超 8000 亿。因此,下半年铁路投资值得期待。

图 34: 我国铁路固定资产投资 2013-2018 年 7 月的情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: 2013-2017 年我国铁路运营里程



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### “美丽中国”战略持续推进，生态环保是重点

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。

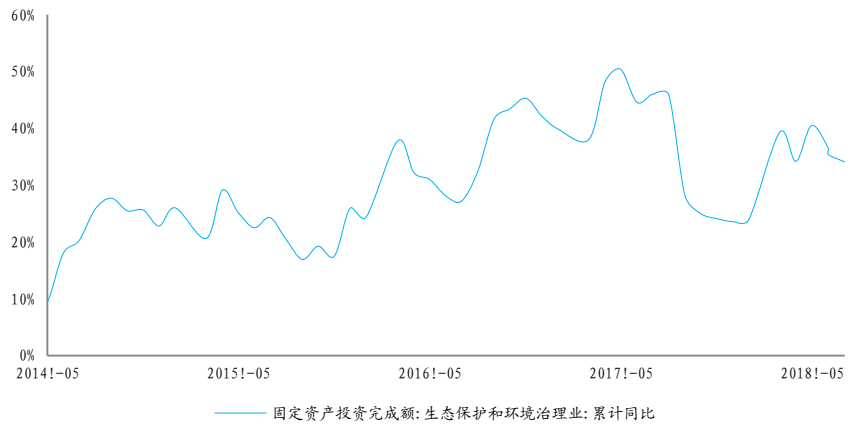
**表 11：党的十八大以来，在生态环保领域采取的一些重要举措**

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》
2018 年 8 月	生态环保部发布关于生态环境领域进一步深化“放管服”改革，推动经济高质量发展的指导意见

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 1-7 月，生态保护和环境治理业投资同比增长 34.10%，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 36: 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

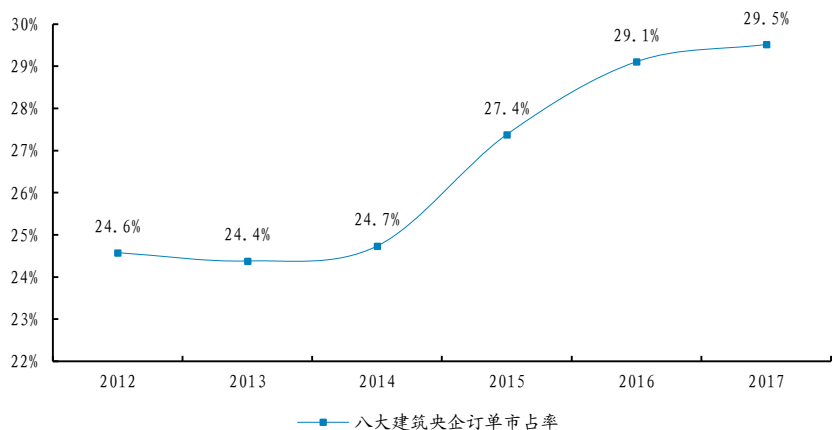
### 建筑央企估值较低, 业绩稳定, 受益政策放松和补短板

#### 行业集中度提升, 建筑龙头受益

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、资金等方面与中小企业相比具有无可比拟的竞争优势, 特别是对于大体量项目的管控能力和经验更是深受业主青睐。下半年在基建补短板背景下, 势必会有更多大型工程项目落地, 届时建筑龙头将最能从中直接受益。

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%。

图 37: 八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升

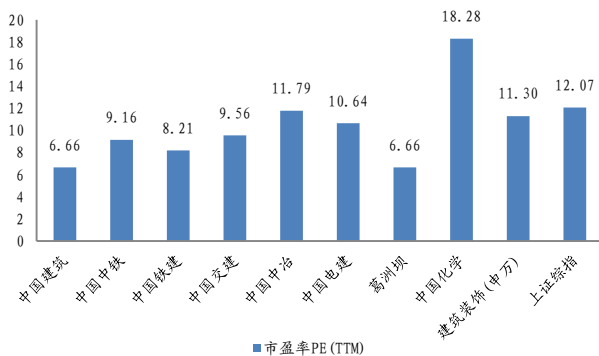


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 央企估值低，安全边际高

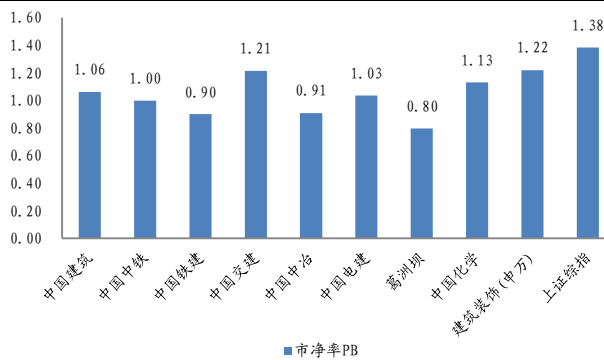
建筑央企整体估值偏低，除中国化学外市盈率远低于行业平均水平和上市公司平均水平，处在估值洼地，中国铁建、中国中冶、葛洲坝等建筑央企的市净率（PB）跌破 1.0，处在绝对安全区域，配置价值较高。

图 38: 八个建筑央企市盈率大部分低于行业和 A 股平均值



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 39: 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、国际环境变化等因素影响，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 12: 八大建筑央企 2018 年上半年新签订单 3.59 万亿元，同比增长 5.3%

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 年上半年, 八家建筑央企合计营业收入超 17446 亿元, 同比增长 11.58%; 合计归母净利润为 549 亿元, 同比增长 14.96%, 近三年 CAGR 达到 13.3%。

表 13: 八家建筑央企 2018 年上半年营业收入超 17446 亿元，净利润达 549 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	5821	12.22%	191	6.10%	13.4%
中国中铁	3163	5.88%	96	23.94%	15.8%
中国铁建	3075	7.01%	80	22.78%	11.0%
中国交建	2086	9.67%	82	8.45%	14.0%
中国中冶	1250	24.77%	29	8.69%	15.2%

中国电建	1258	5.25%	41	9.16%	1.9%
葛洲坝	455	-8.11%	20	12.64%	30.1%
中国化学	338	35.97%	11	27.95%	-21.1%
合计	17446	11.58%	549	14.96%	13.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 央企 PPP 优势明显

建筑央企具有较强的资源整合能力，在 PPP 订单获取及资金成本方面占据较大优势。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 14：八大建筑央企 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，ENR 国际承包商排名再创新高

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 15：八大建筑央企 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 年新签海外合同额 (亿元)	2017 年新签海外合同占比	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

今年 8 月，美国《工程新闻纪录》(ENR)发布了 2018 年度“全球最大 250 家国际承包商”排行榜，榜单主要依据公司的海外收入进行排名，是全世界范围内最权威的国际工程承包商排行榜。中国企业成绩再创新高，共有 10 家公司进入全球 50 强，且全部都是央企，中国交建更是稳居全球前三的席位，到今年为

止中国交建已连续三年保持在全球前三强行列。

表 16: 2018 年度 ENR 国际承包商 250 强内地企业前 10 强全部是央企

国际排名	企业名称	海外收入 (亿美元)
3	中国交通建设股份有限公司	231.02
8	中国建筑股份有限公司	139.71
10	中国电力建设股份有限公司	122.42
14	中国铁建股份有限公司	70.03
17	中国中铁股份有限公司	60.98
21	中国能源建设股份有限公司	54.59
25	中国机械工业集团有限公司	45.09
33	中国石油集团工程股份有限公司	36.99
44	中国冶金科工集团有限公司	28.62
46	中国化学工程集团公司	27.29

资料来源:《工程新闻纪录》(ENR), 国信证券经济研究所整理

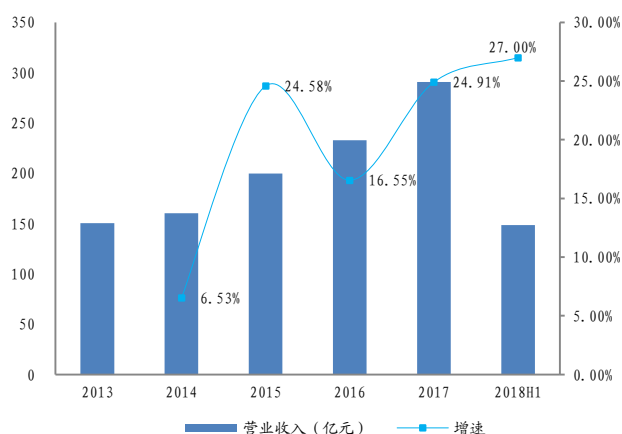
### 设计咨询上市龙头优势明显, 行业整合大势所趋

#### 中报业绩优异, 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 亿元, 近三年 CAGR 达到 24.49%。

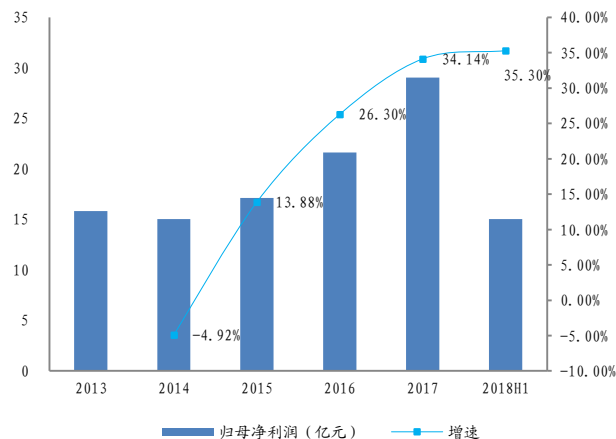
2018 年上半年, 设计咨询上市企业业绩继续保持高速增长。完成营业收入 148.4 亿元, 同比增长 27.00%; 实现归母净利润 15.03 亿元, 同比增长 35.30%, 盈利增长进一步加速。

图 40: 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

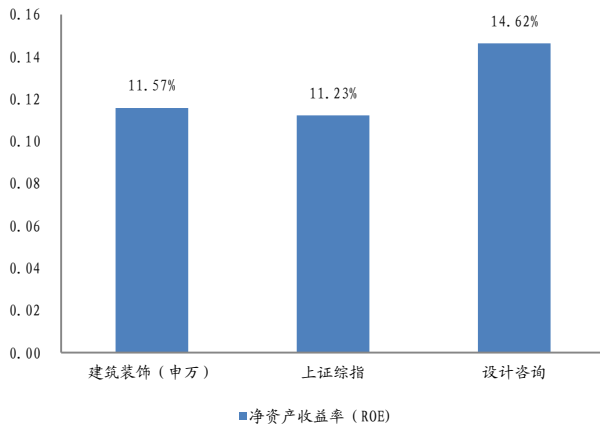
图 41: 设计咨询上市企业净利润增长持续加速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

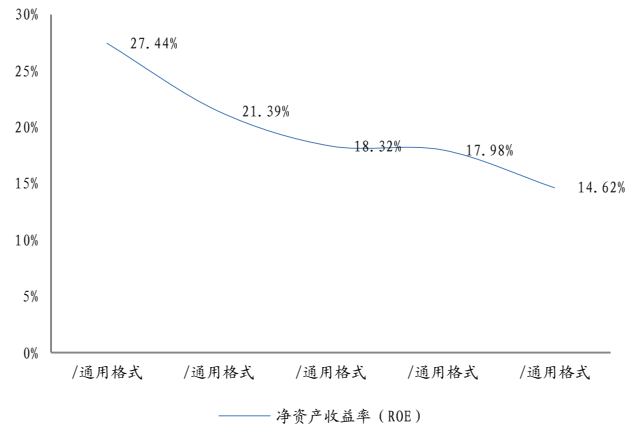
设计咨询企业具有较强的盈利能力。2017 年, 设计咨询上市企业净资产收益率 (ROE, 平均) 为 14.62%, 同比下降 3.35pct, 主要是受多家企业新上市后股份受到稀释的影响, 但仍维持较高水平, 比建筑行业平均水平高 3.06pct, 比 A 股上市公司平均水平高 3.40pct。

图 42: 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

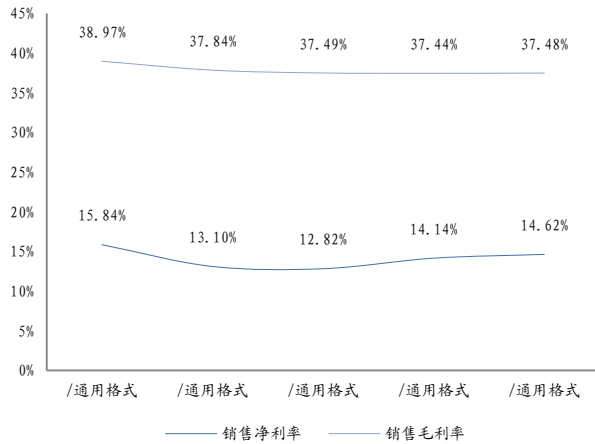
图 43: 设计咨询企业股权受稀释后, ROE 仍保持较高水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

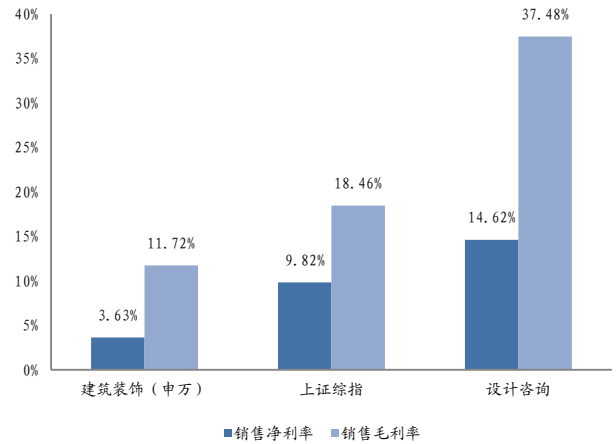
从设计咨询行业的毛利率和净利率水平来看, 其高盈利能力表现更为明显。2017 年, 设计咨询上市企业毛利率为 37.48%, 同比提升 0.04pct, 高出建筑行业平均水平 25.76pct, 高出 A 股上市公司平均水平 19.01pct; 净利率为 14.62%, 同比提升 0.48pct, 高出建筑行业平均水平 10.99pct, 高出 A 股上市公司平均水平 4.80pct。

图 44: 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 45: 设计咨询企业毛利率和净利率远高于平均水平

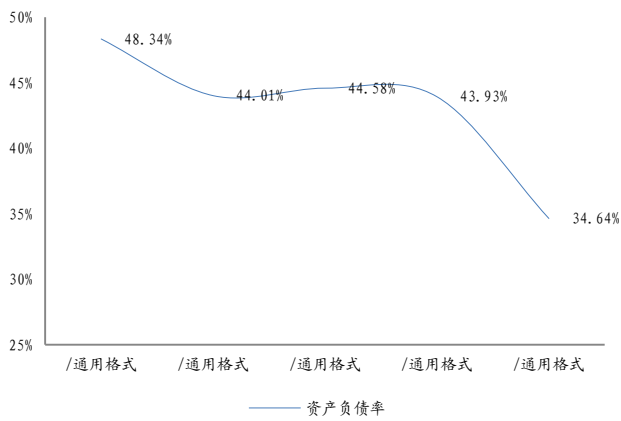


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

轻资产低负债, 现金流好

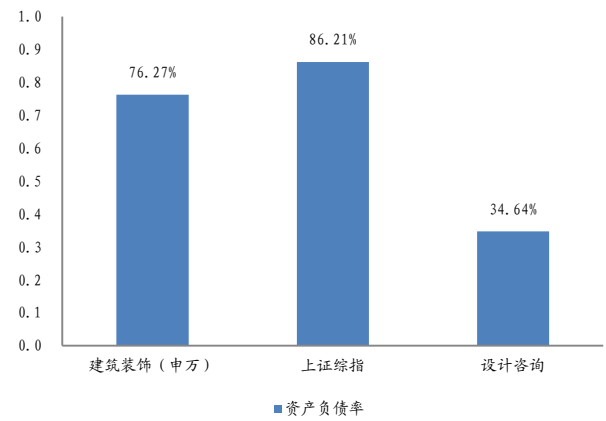
设计咨询行业的主要成本是人力成本, 属于轻资产模式, 资产负债率水平低。2017 年, 设计咨询上市企业平均资产负债率为 34.64%, 同比下降 9.29pct, 低于建筑行业平均水平 41.63pct, 低于 A 股上市公司平均水平 51.57pct。

图 46: 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

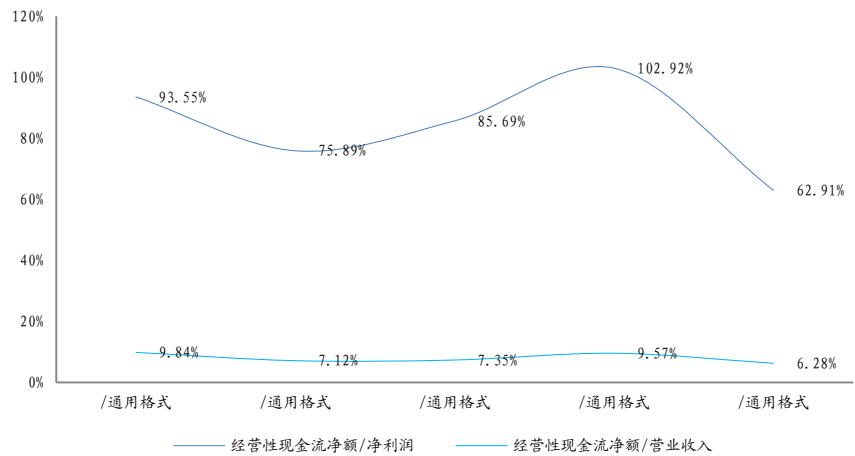
图 47: 设计咨询企业资产负债率远低于平均水平



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 48: 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



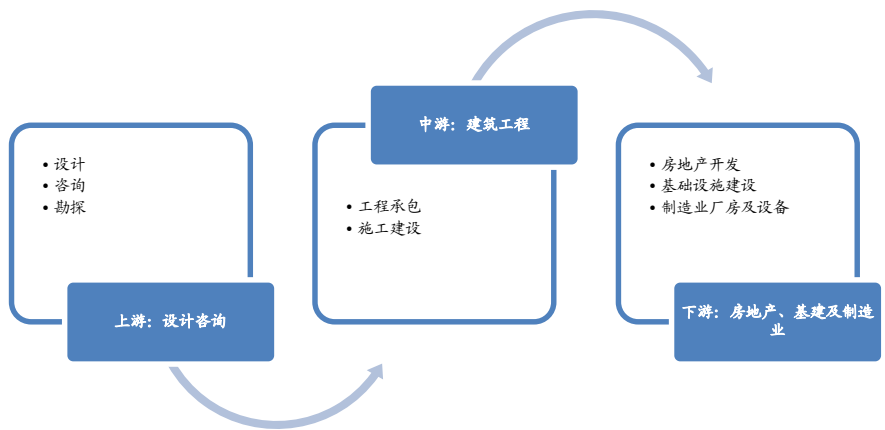
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**处于产业链前端, 进入壁垒较高**

设计咨询行业处在建筑产业链的上游。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, 而且由于一般设计周期相对建设周期要短得多, 订单能比较迅速地转化为营业收入。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。在下半年基建补短板的预期下, 在交通、生态环保等领域具有突出实力的设计咨询企业也将最先收益。



图 49: 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进入壁垒的行业。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、工程管理等细分专业	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, 所以新企业往往很难在较短的时间内组建一个实力强大的团队。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《2017 年全国工程勘察设计统计公报》, 2017 年全国共有 24754 个工程勘察设计企业, 内部竞争十分激烈, 平均营收只有 1.75 亿元, 平均净利润更是只有 0.073 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、竞争格局比较稳定等特点。

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	中国交建 (269 亿)、中国中铁 (129 亿)、中国铁建

范围内开展业务

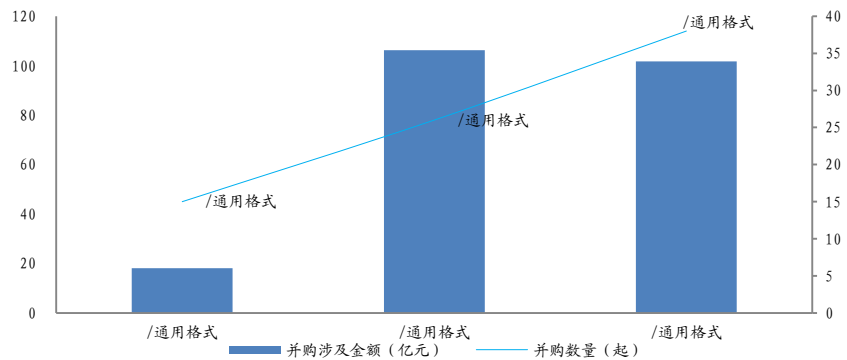
(145 亿)

<b>省级院</b>	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	苏文科 (65 亿)、中设集团 (27 亿)、勘设股份 (19 亿)、中衡设计 (14 亿)
<b>市级院</b>	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：住建部官网，公开资料，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 50: 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

苏文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 51: 苏文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。

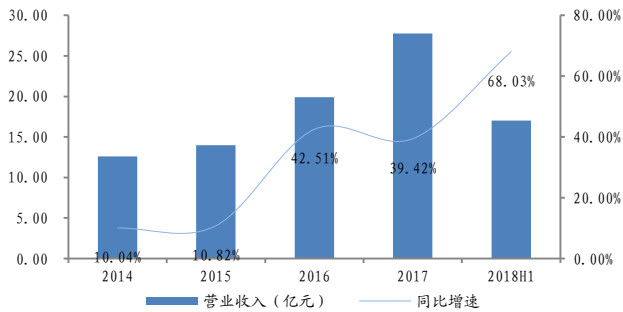
图 52: 中设集团上市以来的并购和股权投资事件时间表



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

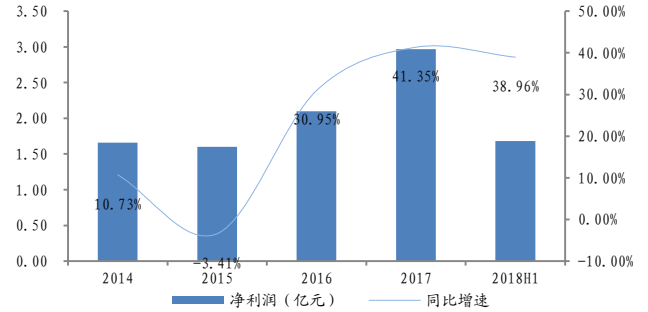
通过并购整合, 中设集团、苏交科等行业龙头均取得了快速发展, 业务持续保持高速增长, 在手订单充沛, 当前估值处在历史低位, 具有非常好的投资价值。具体详见我们前期发布的《中设集团深度报告: 交通设计龙头, 内生外延助增长, 订单饱满潜力大》、《苏交科深度报告: 设计咨询龙头, 国际国内双轮驱动, 深耕交通开拓环保》等报告。

图 53: 中设集团营收保持高增长, 近三年 CAGR 达 30.09%



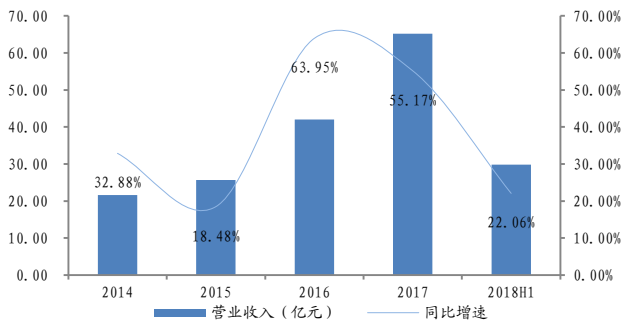
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 54: 中设集团净利润增长较快, 近三年 CAGR 达 21.37%



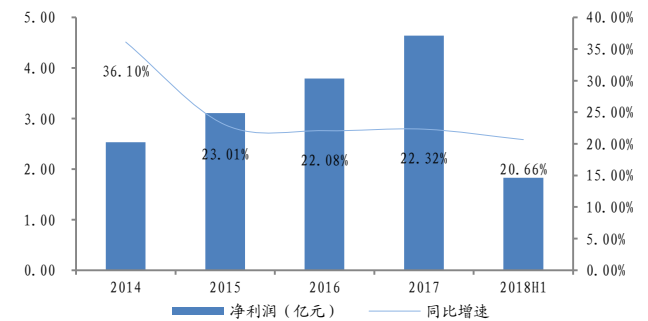
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 55: 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 56: 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

## 装饰龙头受益于地产，业绩确定性强

### 政府大力推广成品住宅，全装修覆盖率有望提升

国务院办公厅联合八部委最早于 1999 年就曾首次提出要“加强对住宅装修的管理，积极推广一次性装修或菜单式装修模式，避免二次装修造成的破坏结构、浪费和扰民等现象”；自 2015 年开始，许多省市相继出台了鼓励成品住宅建设的政策，提出成品住宅发展目标。而住宅城乡建设部 2017 年 4 月印发的《建筑业“十三五”规划》中更是直接指出 2020 年新开工全装修成品住宅面积要达到 30% 的目标。

**表 19：近年来各地区/部门颁布的推进全装修住宅政策**

颁布时间	地区/部门	政策文件及主要内容
2016 年 12 月	山东	《关于转发省住房城乡建设厅山东省建筑设计和装修服务业转型升级实施方案的通知》：次年设区城市新建高层住宅实行全装修。
2016 年 12 月	海南	《关于继续落实“两个暂停”政策，进一步促进房地产市场健康发展的通知》：次年 7 月 1 日起各市(县)商品住宅项目全部实行全装修。
2016 年 12 月	成都	《成都市建设行业大气污染防治十条措施》：2020 年底，成都中心城区、高新区和天府新区新建商品住宅中成品住宅比例达到 80%。
2017 年 7 月	上海	《上海市住房发展“十三五”规划》：大力推进装配式建筑发展，积极进全装修住宅建设。新建装配式住宅建筑单体预制率不应低于 40% 或单体装配率不低于 60%。
2017 年 8 月	苏州	《市政府办公室印发关于推进装配式建筑发展加强建设监管的实施细则（试行）的通知》：新建普通商品住房实施全装修，其他居住建筑倡导实施全装修。
2017 年 8 月	浙江	《关于加快建筑业改革与发展的实施意见》：杭州市、宁波市、绍兴市作为重点推进城市，中心城区出让或划拨土地上的新建项目全部实施装配式建造；新建住宅率先推行标准化、集成化、模块化的装配式装修。
2017 年 9 月	辽宁	《关于大力发展装配式建筑的实施意见》：城市中心区域原则上全部推行新建住宅全装修，逐年提高成品住宅比例。到 2020 年底，全省装配式建筑占新建建筑面积的比例力争达到 20% 以上，其中沈阳市力争达到 35% 以上。
2017 年 9 月	嘉兴	《嘉兴市绿色建筑专项规划（2017-2025）》：嘉兴市近期全面实行住宅全装修的中心城区（东至秀洲区界、南湖区分界，南至沪昆高速，西至乍嘉苏高速，北至申嘉湖高速）范围以内新建住宅全面实行全装修，实现成品交房。
2018 年 6 月	长沙	《关于新建商品住宅全装修价格核算规定的通知》：新建商品住宅全装修部分价格（套内装修部分），须由具备资质的第三方造价咨询机构进行核算。
2018 年 7 月	菏泽	《关于推进全装修住宅建设工作的实施意见》：自 2018 年 7 月 1 日以后菏泽市商品住宅工程实行全装修，全装修比例不低于该项目同期商品住宅开发建筑面积的 40%，之后逐步加大全装修的实施力度，每年全装修比例提高 15%，2022 年以后开工的工程基本实现全装修。

资料来源：各地政府官网，全联房地产商会全装修产业分会，国信证券经济研究所整理

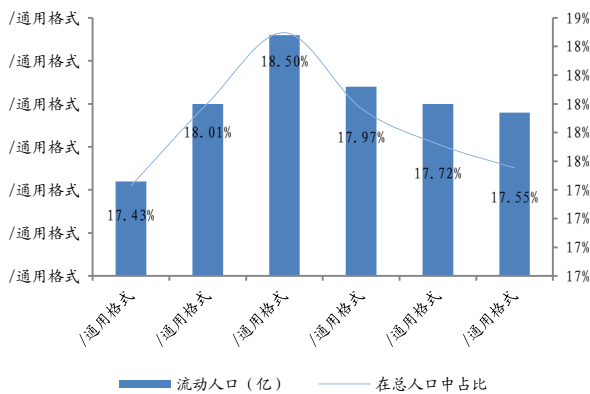
伴随着全装修政策落地，住宅全装修相关的标准规范也相继出台，内容涉及设计、施工、验收等方面，为住宅全装修发展提供了技术支撑，如 2015 年住房城乡建设部颁布的《住宅室内装饰装修设计规范》不仅明确了住宅室内装饰装修设计内容，对住宅室内各功能空间的装饰装修设计也做出了明确规定。

近年来各级地方政府和部门密集出台的全装修住宅政策、标准规范，将有力推动成品住宅比例迅速提升，未来全装修市场将进一步扩大。

### 长租公寓加速落地，住房租赁市场空间巨大

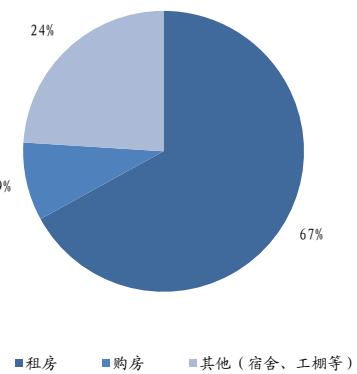
在中国的城镇化发展进程中，始终伴随着巨大的人口流动。到 2017 年底中国的流动人口总数大约为 2.44 亿人，占总人口的比例为 17.55%。根据国家计生委的《中国流动人口发展报告》，以 2016 年为例中国的流动人口当中有 67% 的比例选择在工作地点租房生活，如果将这一比例换算到总人口上，相当于全中国租房人口占比大约为 11.8%。

图 57: 中国近几年流动人口情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

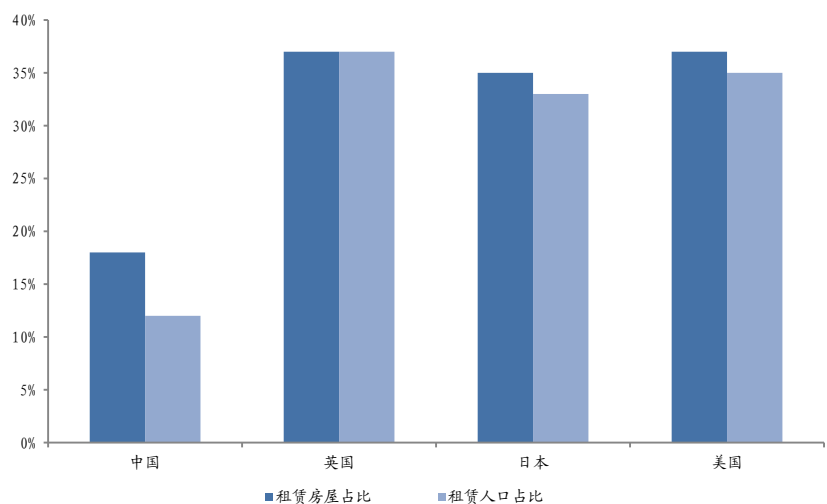
图 58: 2016 年流动人口居住方式



资料来源: 计生委《中国流动人口发展报告》，国信证券经济研究所整理

横向对比来看，世界上主要发达国家如英国、日本和美国的租房人口比例大约为 37%、33%和 35%，中国目前的租房人口比例相比依然偏低，住房租赁市场空间潜力巨大。

图 59: 中国与主要发达国家租赁房屋与租赁人口占比



资料来源: 全联房地产商会全装修产业分会, 国信证券经济研究所整理

住建部等 9 部门于 2017 年 7 月指出在人口净流入的大中城市要借鉴发达国家经验，支持企业转型为住房租赁企业，积极盘活存量房屋用于租赁，增加租赁住房有效供给。在此前后，各级地方政府和部门相继出台了发展租赁住宅的相关指导文件，制定了如租售同权、公积金提取用于支付房租等优惠政策。一系列动作充分表明了发展租赁住房市场已经成为国家的重点政策扶持导向。

**表 20: 近年来各地区/部门颁布的租赁住宅政策**

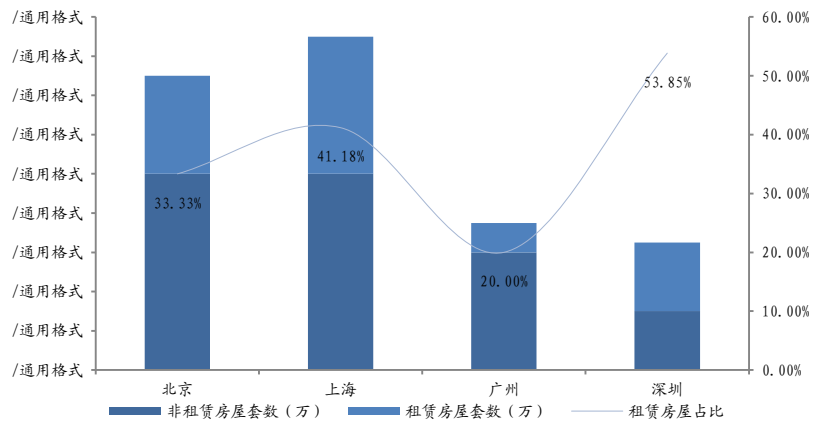
颁布时间	地区/部门	政策内容
2016 年 11 月	税务总局	纳税人以长（短）租形式出租酒店式公寓并提供配套服务的，按照住宿服务缴纳增值税
2017 年 1 月	广东	工作目标：到 2018 年，基本形成供应主体多元、经营服务规范、租赁关系稳定的住房租赁市场体系，推动实现城镇居民住有所居的目标
2017 年 2 月	住建部	规范租赁市场：加快住房租赁市场立法；多渠道增加租赁住房有效供应；大力发展公租房；加强住房租赁市场监管
2017 年 4 月	住建部	鼓励房地产开发企业参与工业厂房改造；开展集体建设用地建设租赁住房试点；鼓励个人依法出租自有住房
2017 年 4 月	北京	推动住房用地供给侧结构性改革，促进完善购租并举的住房体系，实现住有所居。未来 5 年加快供地新建住房中产权类约占 70%，租赁类约占 30%，未来五年 150 万套住房建设需求中包括 50 万套租赁住房
2017 年 7 月	九部委	在人口净流入的大城市中，加快发展住房租赁市场。选取广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市为首批试点单位，明确各地要搭建住房租赁交易平台增加新建租赁住房供应
2017 年 7 月	深圳	提出要加快培育住房租赁市场，规范租赁市场秩序，培育多元化、规模化、专业化的住房供应主体，形成先租后买的梯度住房消费模式，努力构建分层次、多渠道的住房供应体系
2017 年 7 月	上海	“十三五”时期上海新增住房供应总套数要比“十二五”期间增加 60% 左右，其中将大幅增加租赁住房供应。在产业集聚区、交通枢纽区、商办过剩区重点发展租赁住房，预计新增供应租赁住房 70 万套
2017 年 7 月	广州	住房租赁新政共 16 条，从商改租、入学、税收、水电等多个方面对住房租赁进行史无前例地大力扶持，首先提出了“租售同权”
2017 年 11 月	上交所	全国首单长租公寓资产类 REITs（房地产信托投资基金）获得上交所审议通过
2017 年 11 月	上海公积金中心	上海市首批 14 家具有较大规模的住房租赁企业共同签署住房公积金租赁提取集中办理业务合作协议，可申请公积金提取支付房租
2018 年 1 月	国土资源部	沈阳、南京、杭州等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案获得国土部同意

资料来源：公开资料，国信证券经济研究所整理

根据北上广深等一线城市制定的“十三五”土地规划，未来 5 年将增加住宅用地中用于建设租赁住房的比例，其中深圳更是计划将 53.85% 的土地用于建设长租公寓和公租房，如果计划顺利实施，未来中国的大中城市将达到欧美发达国家的租房供给水平。



图 60: 中国一线城市“十三五”土地规划中租赁住房占比情况



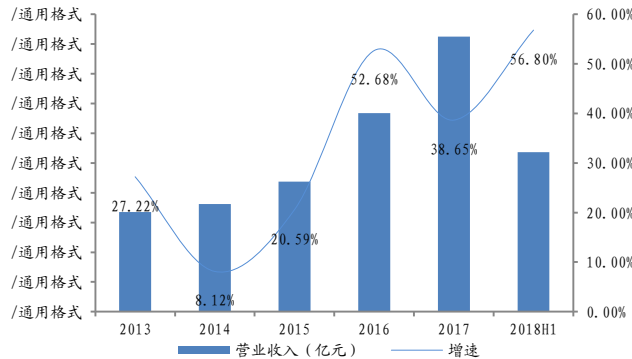
资料来源: 公开资料, 国信证券经济研究所整理

装饰龙头业绩稳健, 估值较低

装饰板块的龙头企业主要有全筑股份、广田集团、金螳螂等, 近几年这些公司业绩表现稳健, 订单充沛, 成长性较为突出。

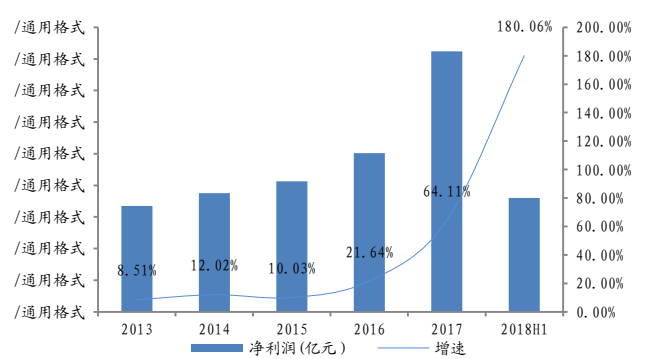
根据 2018 年中报, 装饰龙头也不乏亮眼成绩。全筑股份由于上半年订单集中释放、盈利能力显著提升, 净利润同比增长 180.06%, 远超预期。广田集团也延续了稳健的增长趋势, 近三年的净利润复合增长率将近 20%。

图 61: 全筑股份近几年营业收入稳步增长



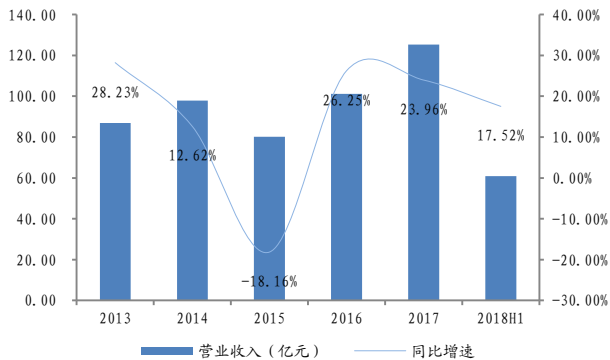
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 62: 全筑股份 2018 年上半年净利润大幅提升



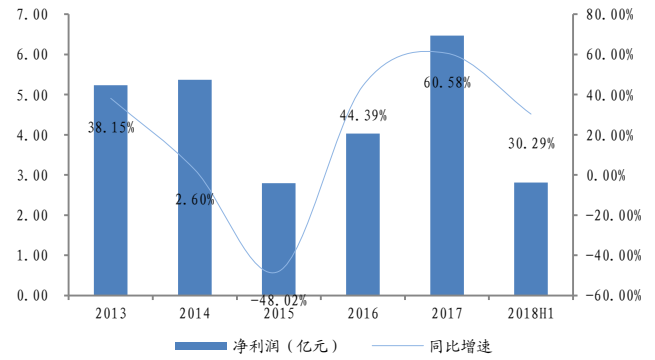
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 63: 广田集团营业收入增长稳健



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

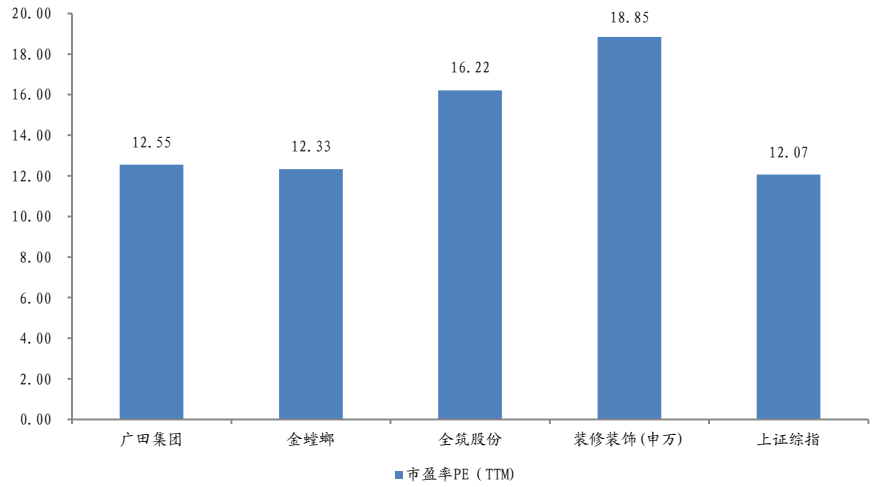
图 64: 广田集团近两年盈利快速增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

装饰龙头估值较低，广田集团、金螳螂和全筑股份的市盈率 PE (TTM) 均低于行业平均水平，略高于大盘。随着行业成长性持续被看好，未来装饰龙头的估值还有进一步提升的空间。

图 65: 装饰龙头与行业及大盘市盈率比较



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 重点推荐

重点推荐补短板基建、设计咨询龙头和装饰板块龙头。未来基建补短板将成为投资重点，我们判断当前短板主要在区域性和结构性上，区域上中西部投资空间仍然较大，结构上交通和生态环保是重点。央企国企受益于行业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。目前估值较低，部分个股跌破净资产。**重点推荐中国铁建、中国建筑、中国中铁、四川路桥等。**

设计咨询行业属于轻资产行业，现金流好，毛利率高，盈利能力强。龙头受益于行业全国布局及行业整合业绩优异，增长较快，当前估值与历史估值中枢还存在较大提升空间。**重点推荐中设集团、勘设股份等。**

装饰龙头受益于地产，以及政府大力推广成品住宅和长租公寓等政策，订单和业绩触底回升，估值处于历史底部。**重点推荐广田集团、金螳螂等。**

**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