

2018-9-23

行业研究 | 行业周报

评级 中性 维持

建筑与工程行业

未来增值税率改革对建筑各子板块有哪些影响？

■ 本周基建子板块表现较好

本周板块表现相对较好，中信建筑指数上涨 4.30%，排名全行业第 10，相对上证综指/深证综指/沪深 300 指数涨幅-0.02%/+0.66%/-0.89%。子行业来看，表现前三分别为基建、房建和智能建筑，分别上涨 6.43%、5.96%和 4.06%。

■ 未来增值税率改革对建筑各子板块有哪些影响？

2018 年 3 月政府工作报告提出“改革完善增值税，按照三档并两档方向调整税率水平，重点降低制造业、交通运输等行业税率”。考虑建筑行业到目前主要有 6%、10%和 16%三档税率，预计未来减税目标下的两档税率可能分为 6%、10%和 6%、16%两种。我们从建筑不同子板块中选取业务相对专一的标的进行分析，得到这两种情况下不同子板块企业受到的影响：

1) 在三挡变两档分别为 6%、10%的情形下，建筑企业成本端增值税进项减少，主要为原材料增值税率由 17%下调至 10%，而收入端仍分别按照之前的 6%和 10%税率征收，即营业成本增加而收入基本保持不变。这种情形下，低毛利率、原材料成本占比高的业务受影响较大（比如基建、房建、钢结构），高毛利率、原材料成本占比高的业务受影响次之（比如装饰、园林），而原材料占比较小的工程咨询业务基本不受影响；

2) 三挡变两档分别为 6%、16%的情形下，建筑企业成本端的运输成本增值税率由 10%下调至 6%，收入端施工服务类子行业所缴纳增值税率由之前的 10%下调至 6%（税率下调使得收入确认增加）。在此情形下，低毛利率的房建、基建及钢结构板块毛利润提升幅度较大，高毛利率的家装、园林等板块毛利润提升幅度次之，工程咨询行业基本不受影响。

此外，对上下游的议价能力也会扰动增值税率对利润的影响。建筑行业无论是对上游原材料供应商，还是对下游业主部门，议价能力均相对较弱。假设 I 情形下，原材料增值税率下调，理论上会带动建筑企业向上游厂商压价，但考虑到去产能背景下供给偏紧，原材料降价幅度不大，对建筑行业毛利率改善或不大；假设 II 情形下，收入增值税率下降，理论上建筑企业可以维持原合同价格，但考虑到地产商、政府部门话语权更强，反而有可能迫使建筑企业降低合同报价，从而导致利润率提升幅度也低于预期。

■ 继续看好低估值/高增长标的

建筑行业作为“需求导向型”和“资金驱动型”的行业，无论是财政刺激需求还是资金边际放松，都将引导企业基本面向良性发展，建议关注中国铁建、苏交科、中国建筑、岭南股份、中国化学、葛洲坝、四川路桥。此外，打破传统家装产能瓶颈的金螳螂，专注全装修市场的全筑股份也值得关注。

风险提示： 1. 基建投资不达预期风险；
2. 行业新签订单增速下滑风险。

分析师 毕春晖

☎ (8621)61118715

✉ bich@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020001

联系人 李家明

☎ (8621) 61118715

✉ lijm4@cjsc.com.cn

联系人 石人望

☎ (8621) 61118715

✉ shirw@cjsc.com.cn

相关研究

《基建稳增长，资金从何而来？》2018-9-16

《基建投资延续下滑，企稳有待政策落实及资金到位》2018-9-15

《社保征收改革，建筑业影响几何？》2018-9-8

目录

核心观点.....	3
一周行情回顾	6
估值情况.....	7
基础数据.....	9
一周重点公告及新闻.....	9

图表目录

图 1: 不同企业毛利率情况	3
图 2: 2017 年不同企业成本结构情况	4
图 3: 假设 I 情形下不同公司的毛利率情况.....	4
图 4: 假设 I 情形下不同公司的利润总额/收入情况.....	4
图 5: 假设 II 情形下不同公司的毛利率情况.....	5
图 6: 假设 II 情形下不同公司的利润总额/收入情况.....	5
图 7: 各行业当周涨跌幅一览.....	6
图 8: 建筑行业子板块周涨跌幅一览.....	6
图 9: 建筑行业子板块年初至今涨跌幅一览.....	6
图 10: 建筑行业周涨跌幅一览.....	7
图 11: 建筑行业周相对收益一览	7
图 12: 当周涨幅前五个股.....	7
图 13: 当周跌幅前五个股.....	7
图 14: 建筑板块 PE、PB 历史情况.....	8
图 15: 建筑各子板块 PE 估值情况	8
图 16: 全行业 PE 估值情况	8
图 17: 2 季度以来美元兑人民币汇率持续走高	9
图 18: 今年以来国内利率下滑.....	9
表 1: 本周重点公司公告一览.....	9
表 2: 本周大宗交易一览	10
表 3: 本周重点新闻一览.....	11

核心观点

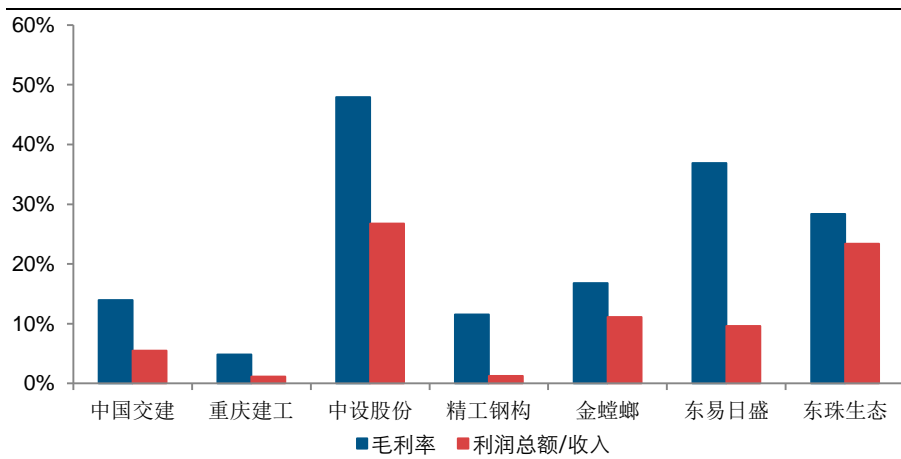
2016 年营改增之后，建筑行业由缴纳营业税改为缴纳增值税，由于在实际操作过程中，建筑企业增值税进项发票很难收集完全，因此实际缴税负担仍然偏重。为进一步减轻企业税负，2018 年 3 月政府工作报告提出“改革完善增值税，按照三档并两档方向调整税率水平，重点降低制造业、交通运输等行业税率”。考虑到目前建筑行业共有 6%、10% 和 16% 三档税率（2018 年 5 月开始实施），我们预计未来减税目标下的两档税率可能分为 6%、10% 和 6%、16% 两种，这两种情况下不同子板块企业受何等影响，是本周我们讨论的主题。

在讨论影响之前，首先需大致了解建筑企业所采用的增值税税率。一般而言，建筑企业收入中，建造安装、装饰及园林等建筑服务要按照 10% 的税率缴纳增值税（销项），而工程勘察勘探等技术服务是按照 6% 的税率缴纳增值税（销项）；建筑企业营业成本中，交通运输服务按照 10% 税率缴纳，原材料购置和机械使用费按照 16% 税率缴纳，劳务派遣则按照 6% 税率缴纳。

为尽可能减少企业其他业务对我们所研究子板块的影响，我们从基建、房建、工程咨询、钢结构、工装、家装、园林等行业分别选取业务相对专一的标的，分别为中国交建、重庆建工、中设股份、精工钢构、金螳螂、东易日盛和东珠生态；同时为研究计算方便，我们统一假设 2017 年建筑企业报表所采用的增值税率为 16%、10% 和 6% 三档。

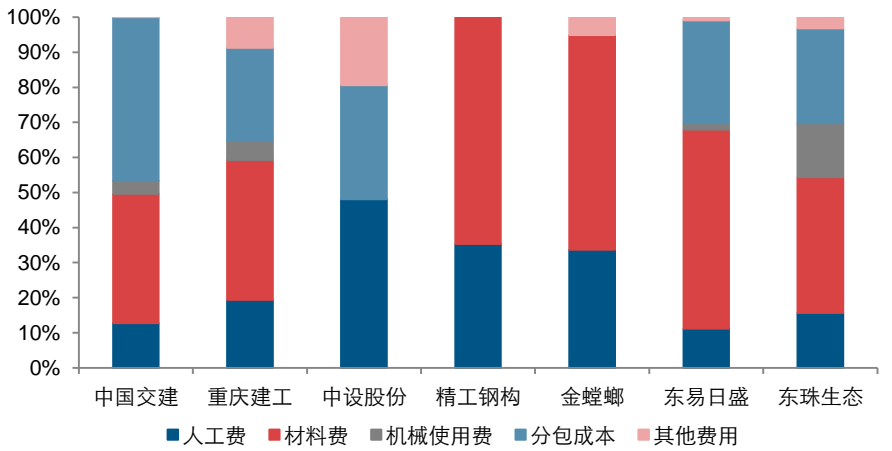
本次样本选择涵盖了不同毛利率、不同成本结构的板块。比如，从利润率看，工程咨询、园林和装饰行业显著好于房建、基建和钢结构；从成本结构来看，房建、基建、园林行业的原材料和人工成本占比均较高，钢结构、装饰子行业原材料占比超过 50%，而工程咨询人工成本超过 40%。

图 1：不同企业毛利率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：2017 年不同企业成本结构情况



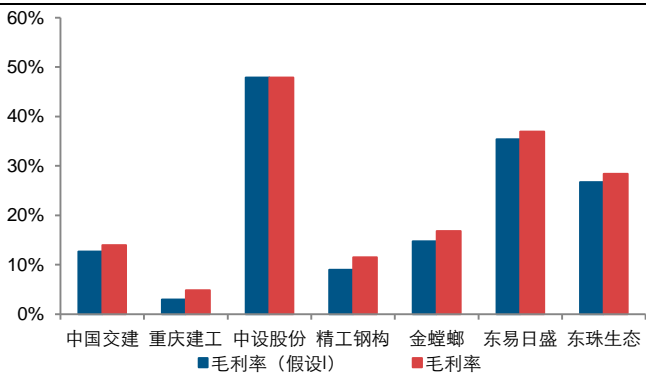
资料来源：公司公告，长江证券研究所

按照以下两个假设，我们计算增值税三挡变两档后对企业利润的影响

假设 1：三挡变两档分别为 6%、10%

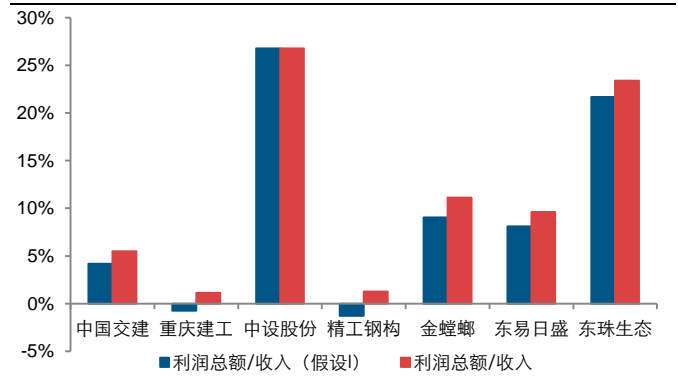
在新的两档税率下，建筑企业成本端增值税进项减少，比如原材料增值税率由 17% 下调至 10%；而收入端仍按照之前的 6% 和 10% 税率征收，即营业成本增加而收入基本保持不变，因而对利润的影响总体偏负面：中国交建、重庆建工、中设股份、精工钢构、金螳螂、东易日盛、东珠生态的毛利润分别较之前减少 9%、39%、0%、22%、12%、4%、6%，即低毛利率、原材料成本占比高的业务受影响较大（比如基建、房建、钢结构），高毛利率、原材料成本占比高的业务受影响次之（比如装饰、园林），而原材料占比较小的工程咨询业务基本不受影响。

图 3：假设 I 情形下不同公司的毛利率情况



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 4：假设 I 情形下不同公司的利润总额/收入情况



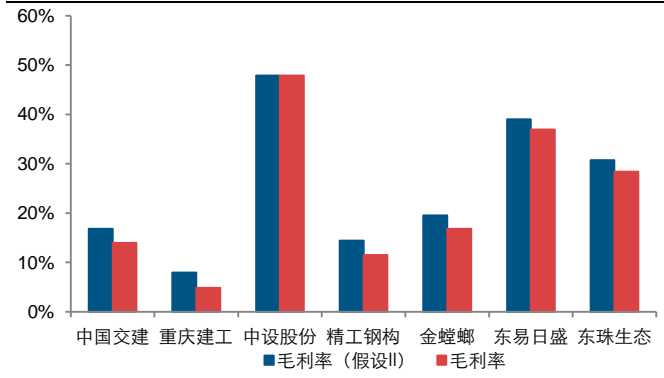
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

假设 2：三挡变两档分别为 6%、16%

按照假设 II，意味着建筑企业成本端增值税进项减少，只是减少的细项由原材料变为运输成本，运输成本增值税率由 10% 下调至 6%；收入端则要分情况，勘察咨询类收入仍按照之前 6% 税率征收，但施工服务类子行业收入所缴纳增值税率由之前的 10% 下调至 6%。考虑到建筑企业运输成本占比不高，因此对利润的影响不大；但收入由于税率的下调使得报表确认额增加，进而带来利润率的提高：中国交建、重庆建工、中设股份、精工钢构、金螳螂、东易日盛、东珠生态的毛利润分别较之前增加 24%、70%、0%、

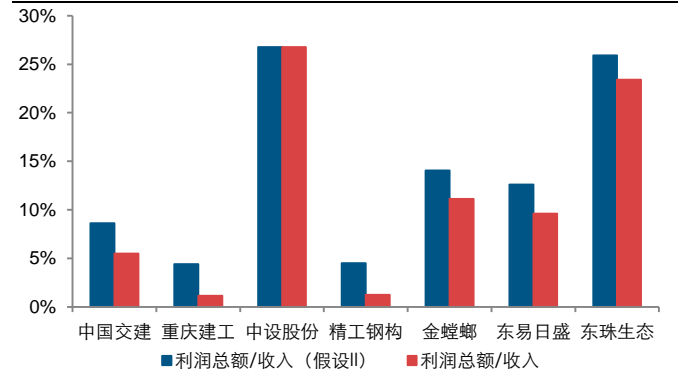
30%、20%、9%、12%。这种情形下，低毛利率业务受影响相对较大，高毛利率业务受影响次之，而工程咨询由于销项税率始终为6%基本不受影响。

图 5：假设 II 情形下不同公司的毛利率情况



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 6：假设 II 情形下不同公司的利润总额/收入情况



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

此外，对上下游的议价能力也会扰动增值税率对利润的影响。建筑行业位于产业链中游，无论是对上游钢铁、水泥等原材料供应商，还是对下游房地产、政府等部门，议价能力均相对较弱。假设 I 情形下，原材料增值税率下调，理论上会带动建筑企业向上游厂商压价，但考虑到去产能背景下供给偏紧，原材料降价幅度不大，对建筑行业毛利率改善或不大；假设 II 情形下，收入增值税率下降，理论上建筑企业可以维持原合同价格，但考虑到地产商、政府部门话语权更强，反而有可能迫使建筑企业降低合同报价，从而导致利润率提升幅度也低于预期。

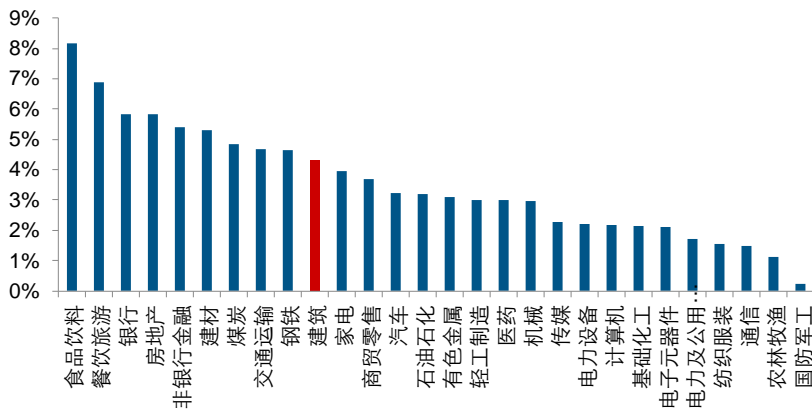
总而言之，按照 3 月政府工作报告提出的“三档并两档方向调整税率水平”，我们假定了两种调整方式：1) 在三档变两档分别为 6%、10% 的情形下，低毛利率、材料成本占比高的子行业毛利下滑幅度较大；2) 三档变两档分别为 6%、16% 的情形下，低毛利率的子行业毛利提升幅度也较大。若考虑建筑企业相对于上下游的议价能力，增值税率对利润率的影响或进一步得到平滑。

一周行情回顾

本周板块表现相对较好，上证综指上涨 4.32%，沪深 300 指数上涨 5.19%，中信建筑指数上涨 4.30%，排名全行业第 10，相对上证综指/深证综指/沪深 300 指数涨幅 -0.02%/+0.66%/-0.89%。子行业来看，表现前三分别为基建、房建和智能建筑，分别上涨 6.43%、5.96%和 4.06%。

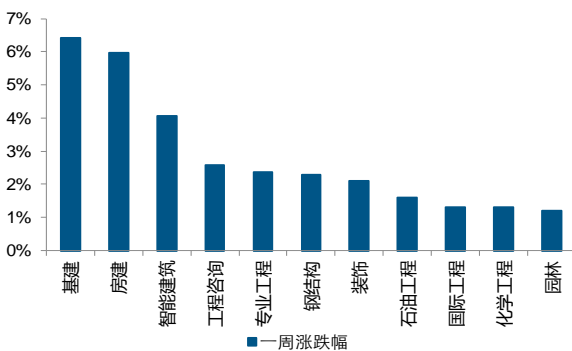
从个股来看，本周涨幅排名前五的个股分别是：山东路桥(27.50%)、正平股份(17.35%)、围海股份(13.73%)、苏交科(12.31%)、龙元建设(10.64%)；跌幅前五分别为设研院(-6.42%)、名雕股份(-5.21%)、中化岩土(-4.30%) *ST 罗顿(-3.39%)与森特股份(-3.17%)。

图 7：各行业当周涨跌幅一览



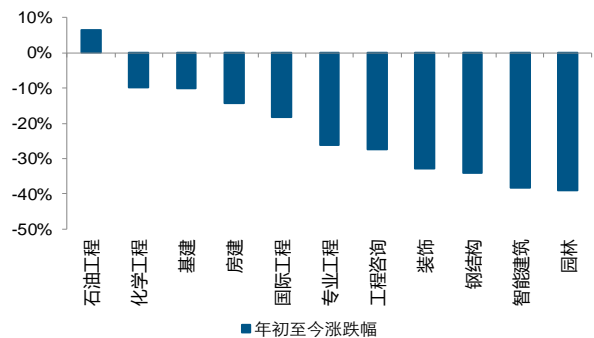
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：建筑行业子板块周涨跌幅一览



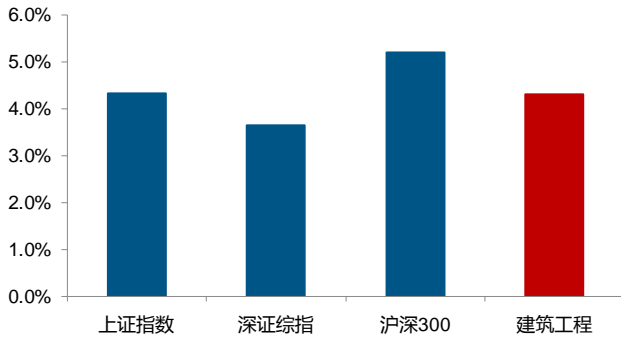
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：建筑行业子板块年初至今涨跌幅一览



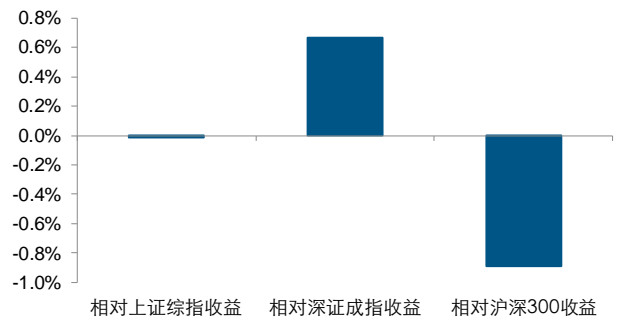
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：建筑行业周涨跌幅一览



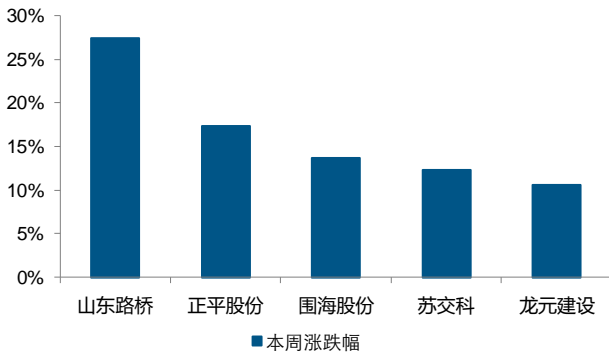
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：建筑行业周相对收益一览



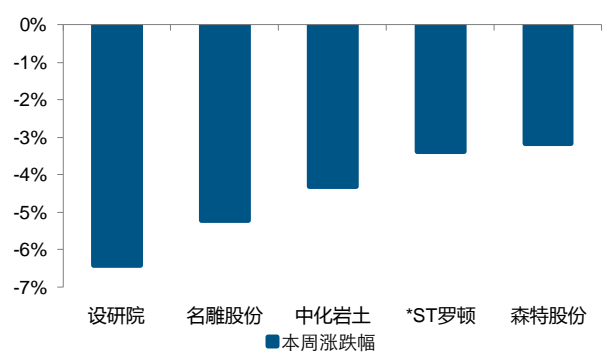
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：当周涨幅前五个股



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：当周跌幅前五个股



资料来源：Wind，长江证券研究所

估值情况

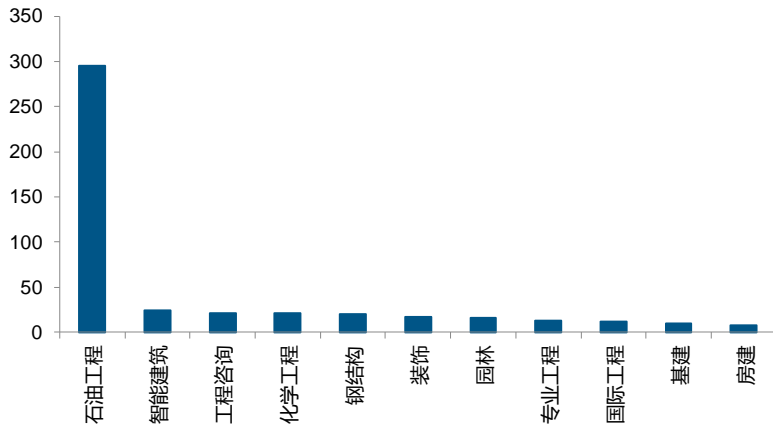
根据 9 月 21 日最新收盘价，中信建筑板块 PE (TTM) 为 11.30 倍，PB (整体法) 为 1.25 倍，均处于 2010 年以来历史较低水平；全行业看，建筑 PE 高于房地产、煤炭、钢铁和银行板块，是第五低的行业。子行业来看，房建板块 PE 估值最低为 7.67 倍，石油工程板块 PE 估值最高为 295.72 倍（剔除负值），其他板块 PE (TTM) 估值分别为基建 9.83 倍/国际工程 12.31 倍/专业工程 13.26 倍/园林 16.07 倍/装饰 17.57 倍/钢结构 20.43 倍/化学工程 21.08 倍/工程咨询 21.41 倍/智能建筑 24.23 倍。

图 14: 建筑板块 PE、PB 历史情况



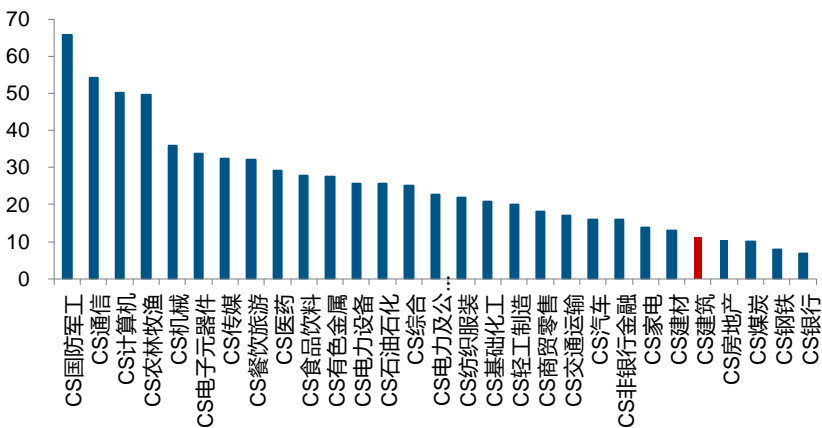
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 15: 建筑各子板块 PE 估值情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 16: 全行业 PE 估值情况

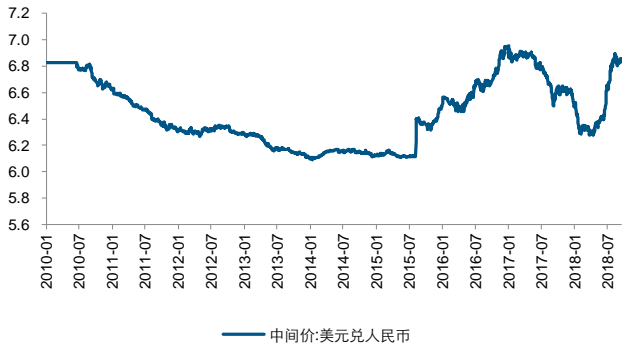


资料来源: Wind, 长江证券研究所

基础数据

2018年2季度以来,美元兑人民币汇率逐渐走高,9月21日美元兑人民币中间价为6.84,环比上周五持平,较年初上涨3278个基点;国内利率水平近期有所回升,9月21日十年期国债最新收益率为3.68%,环比上周五上升4个基点,与年初相比下降22.6个基点。

图 17: 2 季度以来美元兑人民币汇率持续走高



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 18: 今年以来国内利率下滑



资料来源: Wind, 长江证券研究所

一周重点公告及新闻

表 1: 本周重点公司公告一览

日期	公司名称	公告内容
2018-09-17	中国建筑	2018年1-8月新签合同额14735亿元,同增3.9%。其中房建10658亿元,同增8.9%;基建3995亿元,同减7.4%;勘察设计82亿元,同增9.7%。
2018-09-17	鸿路钢构	全资子公司鸿翔建材与青岛义和钢构签订上海某项目钢结构制作合同,钢结构制作量预计为12010吨,估价7566万元。
2018-09-17	诚邦股份	中标“丽水万洋低碳智造小镇基础设施PPP项目”,项目总投资约72547.12万元,成交价格为工程费下浮6%、投资回报率在人民银行五年以上期贷款基准利率上浮30%。工程建设期4年,运营期15年。
2018-09-17	设研院	拟出资56037.27万元购买中赆国际87.20%股权,其中现金支付27360.78万元,发行股份支付28676.49万元,以38.47元/股计算,预计发行745.42万股。
2018-09-18	全筑股份	公司控股股东朱斌先生和持股5%以上股东陈文先生近日对其质押的股份进行了补充质押:朱斌先生将其持有的无限售条件流通股145万股、78万股用作补充质押,本次补质押后,朱斌先生累计质押公司股份1.20亿股,占其所持有公司股份的72.07%,占公司总股本的22.38%;陈文先生将其持有的无限售条件流通股75万股用作补充质押,本次补质押后,陈文先生累计质押公司股份4345.53万股,占其所持有公司股份的86.41%,占公司总股本的8.07%。
2018-09-19	亚厦股份	首次签订装配式装修业务合同,合同价款合计为1.40亿元。(中

		标已公告)
2018-09-19	中国电建	2018年1月至8月, 公司新签合同总额约为3,468.86亿元, 同比增长9.54%。
2018-09-19	铁汉生态	签订广东省河源市东源县整县推进城乡环境综合整治 (PPP) 项目 (东部片区) 的合同, 本项目总投融资约5.51亿元。(中标已公告)
2018-09-19	乾景园林	中标东升科技园二期周边绿地建设工程二标段 (施工), 中标价4,559.98万元。(预中标已公告)
2018-09-20	苏交科	西班牙时间2018年9月18日, 根据公司以238.29万欧元购入 SAFER INVESTMENTS S.à.R.L持有的EPTISA 3.28%股份, 并按西班牙法律要求完成了相关公证手续, 本次股份交割完成后, 苏交科共持有EPTISA 93.98%股份。
2018-09-20	龙元建设	预中标西安市灞桥区农村生活污水治理工程PPP项目, 项目总投资额为6.16亿元, 项目采用BOT模式, 合作期限为30年, 其中建设期4年, 运营期26年。
2018-09-20	中国中铁	2018年9月19日, 公司与成都市人民政府签署了《深化合作协议》, 公司与成都市政府将围绕成都市加快建设美丽宜居公园城市等方面展开合作。
2018-09-20	粤水电	签署惠州市惠阳区石桥片区市政基础设施建设PPP目爱民西路 (兴湖路至大华三路) 建设工程施工合同, 合同金额为1.07亿元, 工期为540天。(预中标已公告)
2018-09-20	铁汉生态	1. 中标南京市麒麟高新区景观品质提升建设工程项目, 项目总投资2.49亿元, 总工期为365天。 2. 中标丰城市乡镇集镇污水处理系统建设PPP项目, 项目总投资6.98亿元, 合作期限为30年。
2018-09-20	中国建筑	近期, 公司共获得重大项目11个, 项目金额合计432.4亿元, 占2017年度经审计营业收入4.1%。
2018-09-20	铁汉生态	中标广东省信宜市水质净化设施整体打包PPP项目子包三, 项目总投资5.16亿元; 合作期限: 特许经营期为30年 (其中建设期2年, 运营期28年)。

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

表 2: 本周大宗交易一览

日期	公司名称	成交量	成交金额
2018-09-17	中矿资源	30万股	430.70万元
2018-09-17	中衡设计	89万股	736.92万元
2018-09-17	中衡设计	31万股	256.68万元
2018-09-17	腾达建设	888万股	1998万元
2018-09-18	中国化学	48.53万股	350.39万元
2018-09-18	中国电建	210万股	991.2万元

资料来源: 上交所网站, 深交所网站, 长江证券研究所

表 3: 本周重点新闻一览

日期	新闻内容
2018-09-17	住建部网站显示, 2018年全国棚改新开工580万套。1-8月, 已开工465万套, 占年度目标任务的80%, 完成投资11900多亿元。
2018-09-18	8月份债券市场共发行各类债券4.4万亿元; 银行间货币市场成交共计92.2万亿元, 同比增长42.10%, 环比增长19.35%; 银行间债券市场现券成交16.6万亿元, 日均成交7209亿元, 同比增长69.24%, 环比增长14.38%。
2018-09-18	发改委: 截至目前, 172项重大水利工程已开工建设130项, 在建投资规模超过1万亿元。与此同时, 高标准农田加快建设, 一批铁路重大项目建成运行。接下来, 发展改革委将督促地方补短板项目储备, 进一步稳定有效投资。
2018-09-19	中国证券投资基金业协会拟于近日为提供港股投资顾问服务的香港机构开展基金信息备案。自此, 香港机构可为内地证券基金经营机构提供咨询服务, 我国投资咨询业务开放迈出重要一步。
2018-09-19	港交所消息, 投资者将迎来中秋节假期, 为满足香港和内地两地的交易及结算安排, 南向的港股通将于9月20日(星期四)至9月25日(星期二)暂停服务; 北向的沪股通和深股通则于9月21日(星期五)至9月25日(星期二)暂停服务。9月26日(星期三), 沪深港通将正常提供服务。
2018-09-20	商务部: 中国与“一带一路”沿线国家的投资和经贸合作水平显著提升, 中国对沿线国家的投资超过800亿美元, 已建立82个境外经贸合作区, 为当地创造了24万多个就业岗位。
2018-09-20	经合组织周四发布全球经济展望, 预计2018年全球经济增速为3.7%, 较5月预估下降0.1%; 2019年为3.7%, 较5月预估下降0.2%。

资料来源: Wind, 网易财经, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼（518048）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。