

证券研究报告—深度报告

建筑与工程

建筑行业 10 月投资策略

超配

(维持评级)

2018 年 10 月 11 日

一年该行业与上证综指走势比较

行业投资策略



相关研究报告:

《国信证券-建筑工程行业年报&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

《国信证券-建筑与工程行业 2018 年中报总结:行业增速放缓,设计咨询、化学工程高速增长,投资迎来拐点》——2018-09-05

《国信证券-建筑行业 9 月投资策略:政策放松,重点推荐补短板基建、设计咨询和装饰龙头》——2018-09-07

证券分析师:周松

电话: 021-60875163

E-MAIL: zhousong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518030001

联系人:江剑

电话: 021-60933161

E-MAIL: jiangjian@guosen.com.cn

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

政策强化估值修复,重点推荐补短板受益央企及设计咨询龙头

● 大盘企稳回升,行业估值仍在低位

2018 年 9 月,上证综指上涨 3.53%,建筑行业上涨 0.56%,跑输上证综指 2.97pct;子板块涨跌参半,其中铁路建设涨势亮眼。年初至今,建筑行业下跌 23.54%,跑输上证综指 8.85pct;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 9 月底,建筑行业 PE 估值约 11.06 倍,估值仍处于历史中低位,未来存在估值修复机会。由于房地产周期调整装饰板块受到拖累,我们 9 月份的投资组合实现收益-0.24%,跑输行业指数 0.8pct。

● 政策持续强化,基建投资有望企稳回升

2018 年 1-8 月,固定资产投资增速为 5.3%,同比回落 2.5pct,其中基建投资增速为 4.2%,同比下滑 15.6pct。近期多项财税体制改革措施加速落地,地方专项债发行速度明显加快,央行着力疏通货币传导机制支持实体经济,基建补短板依然是重点。9 月份建筑业 PMI 为 63.4%,环比提升 4.4pct,自今年 2 月份后重回 60%以上。在专项债加速落地、乡村振兴战略、交通投资回暖等刺激下,基建投资增速边际改善,未来有望企稳回升。

● 重点推荐补短板受益央企和区域基建龙头、设计咨询龙头

政策主要聚焦在基础设施领域补短板,我们认为补短板主要体现在区域性和结构性上。区域上中西部基建提升空间较大,结构性上交通、水利和生态环保领域仍是补短板重点。央企国企受益于集中度的提升,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,目前整体估值远低于行业和上市公司平均水平,部分个股跌破净资产,安全边际高,未来有望迎来估值修复。重点推荐中国铁建、中国交建、中国建筑、中国中铁、四川路桥等。

设计咨询处于产业链前端最先收益,属于轻资产行业,负债低,现金流好,目前行业并购整合趋势加快,随着集中度提升龙头将直接受益,当前估值与历史估值中枢还存在较大上涨空间。重点推荐中设集团、苏文科、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	5.49	230,499	0.89	1.00	6.17	5.49
601186.SH	中国铁建	买入	11.15	147,262	1.35	1.55	8.26	7.19
601390.SH	中国中铁	买入	7.77	174,057	0.84	0.95	9.25	8.18
601800.SH	中国交建	买入	12.78	181,181	1.46	1.63	8.75	7.84
600039.SH	四川路桥	买入	3.44	12,420	0.38	0.46	9.05	7.48
300284.SZ	苏文科	买入	9.78	7,917	0.73	0.92	13.40	10.63
603018.SH	中设集团	买入	15.74	4,939	1.26	1.67	12.49	9.42
603458.SH	勘设股份	买入	35.36	4,390	3.22	3.83	10.98	9.23

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

建筑板块估值仍在低位.....	5
9月大盘企稳回升，行业小幅上涨.....	5
建筑子板块涨跌参半，铁路建设涨势亮眼.....	7
建筑个股涨跌不一，整体稍弱于大盘.....	8
A/H股溢价有所缩小，但溢价仍较高.....	9
投资组合收益稳健，整体跑输指数.....	10
政策持续强化，基建投资有望企稳回升.....	10
财税体制改革加速落地，流动性有望进一步释放.....	10
财政发力，地方专项债发行提速.....	11
基建投资增速有望触底反弹.....	13
房地产新一轮周期或将到来，房建投资增速大概率回落.....	19
制造业投资受外围环境影响增速边际放缓.....	20
关注区域性和结构性机会，重点推荐基建补短板受益股、设计咨询.....	21
政策持续强化.....	21
中西部基建投资空间大.....	21
交通、水利和生态环保是补短板重点.....	22
建筑央企和区域基建龙头业绩稳定，有望受益基建补短板.....	27
设计咨询业绩亮眼，现金流良好，行业整合利好龙头.....	32
重点推荐.....	37
国信证券投资评级.....	38
分析师承诺.....	38
风险提示.....	38
证券投资咨询业务的说明.....	38

图表目录

图 1: 9 月份建筑行业上涨 0.56%，跑输大盘 2.97pct.....	5
图 2: 年初至今建筑行业下跌 23.54%，走势弱于大盘.....	5
图 3: 建筑行业 9 月份涨跌幅在 28 个行业中排第 13 名.....	6
图 4: 建筑行业年初至今涨跌幅在 28 个行业中排第 16 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 9 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 9 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.....	10
图 11: 今年地方政府一般和专项债券月度发行额.....	12
图 12: 今年地方政府新增和置换债券月度发行额.....	12
图 13: 固定资产投资增速持续下行.....	13
图 14: 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，.....	13
图 15: PPP 总投资增速企稳.....	14
图 16: 我国轨道交通运营路线长度持续保持快速增长.....	16
图 17: 我国在建轨道交通的城市数和线路长度持续增长.....	16
图 18: 近几年国家铁路建设投资情况.....	16
图 19: 2018 年 1-7 月我国铁路固定资产投资情况.....	17
图 20: 9 月建筑业 PMI 重回 60%以上.....	18
图 21: 基建投资增速走势图.....	19
图 22: 房地产投资增速走势图.....	19
图 23: 房地产开发投资在 2015 年年底触底后，增速持续回升.....	19
图 24: 商品房销售面积和销售额增速回落预期明显.....	20
图 25: 制造业固定资产投资增速目前已边际放缓.....	20
图 26: 制造业 PMI 明显回落.....	21
图 27: 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 28: 中西部及东部地区部分省份的固定资产投资增速.....	22
图 29: 公路建设固定资产投资情况.....	24
图 30: 我国铁路固定资产投资 2013-2018 年 8 月的情况.....	24
图 31: 2013-2017 年我国铁路运营里程.....	24
图 32: 川藏铁路规划路线图.....	25
图 33: “十三五”期间水利发展六大原则.....	25
图 34: “十三五”期间水利发展六大目标.....	25
图 35: 生态环保投资增速保持在较高水平.....	27
图 36: 八个建筑央企市盈率大部分低于行业和 A 股平均值.....	27
图 37: 部分建筑央企市净率跌破 1.0，估值处在安全区域.....	27
图 38: 八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升.....	30
图 39: 全国扶贫攻坚地图.....	30
图 40: 设计咨询行业处在建筑行业上游.....	32
图 41: 勘察设计行业并购数量和金额有加快增长的趋势.....	34
图 42: 中设集团营收保持高增长，近三年 CAGR 达 30.09%.....	34
图 43: 中设集团净利润增长较快，近三年 CAGR 达 21.37%.....	34
图 44: 苏文科营收保持高增长，近三年 CAGR 达 44.45%.....	34
图 45: 苏文科净利润增长较快，近三年 CAGR 达 22.47%.....	34
图 46: 设计咨询上市企业营收连续三年两位数以上增长.....	35
图 47: 设计咨询上市企业净利润增长持续加速.....	35
图 48: 设计咨询企业 ROE 高于建筑行业和 A 股平均水平.....	35
图 49: 设计咨询企业股权受稀释后，ROE 仍保持较高水平.....	35
图 50: 设计咨询企业毛利率和净利率均稳中有升.....	36
图 51: 设计咨询企业毛利率和净利率远高于平均水平.....	36
图 52: 设计咨询企业资产负债率逐年下降.....	36
图 53: 设计咨询企业资产负债率远低于平均水平.....	36
图 54: 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.....	37

表 1: 主要建筑企业 A/H 股溢价情况（汇率以 9 月 30 日港币兑人民币中间价为准）。9

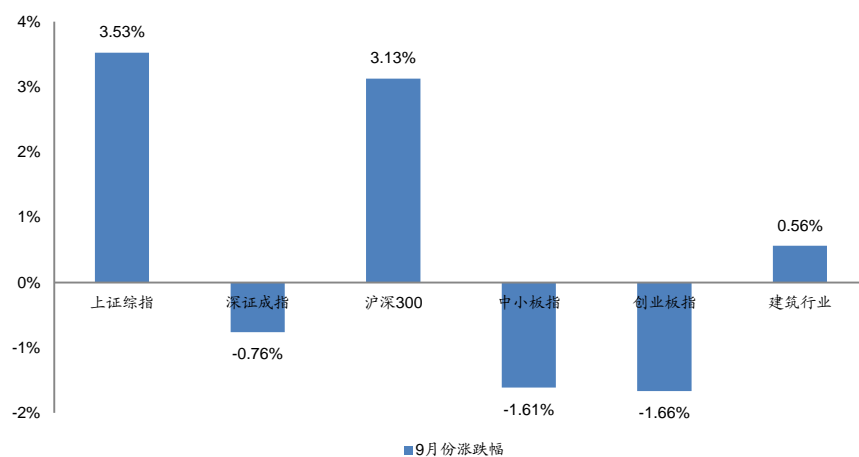
表 2: 国信建筑下半年投资组合涨跌幅情况	10
表 3: 2018 年 9 月份以来主要宏观政策梳理	11
表 4: 财政部先后对 PPP 项目进行清理并限制地方政府融资	14
表 5: 各部门及地方政府陆续出台新一轮促进 PPP 项目发展政策	15
表 6: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目	16
表 7: 近期关于城乡区域协调发展有关的政策	18
表 8: “交通扶贫”的主要内容	23
表 9: 2017 年 1 月国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权	23
表 10: “十三五”期间, 铁路的平均年投资额约为 0.8 万亿	24
表 11: 截至 8 月底中央预算内水利投资计划完成情况	26
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	26
表 13: 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 14: 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 15: 八大建筑央企海外订单快速增长, 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	29
表 17: 西南主要省份交通领域“十三五规划”的主要内容	31
表 18: 安徽省承接的部分国家 172 项重大水利工程项目情况	31
表 19: 安徽省“十三五”水利发展规划投资情况	32
表 20: 行业部分资质情况介绍	33
表 21: 勘察设计行业分类	33

建筑板块估值仍在低位

9 月大盘企稳回升，行业小幅上涨

2018 年 9 月，上证综指上涨 3.53%，中小板指下跌 1.61%，创业板指下跌 1.66%。建筑行业（申万建筑装饰，下同）上涨 0.56%，跑输上证指数 2.97pct。

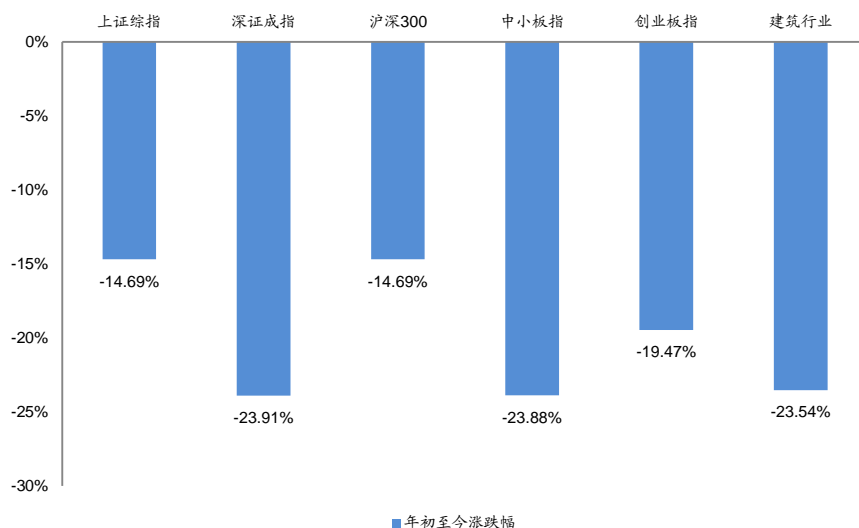
图 1：9 月份建筑行业上涨 0.56%，跑输大盘 2.97pct



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 14.69%，中小板指跌 23.88%，创业板指跌 19.47%。建筑行业下跌 23.54%，跑输上证指数 8.85pct。

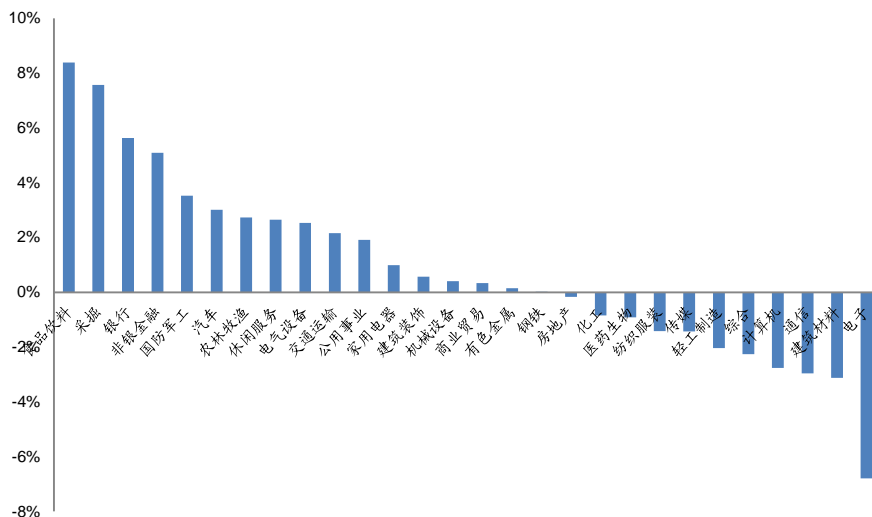
图 2：年初至今建筑行业下跌 23.54%，走势弱于大盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2018 年 9 月，全部行业中超过一半实现了上涨，其中涨幅较大的是食品饮料（8.4%）、采掘（7.6%）、银行（5.6%）、非银金融（5.1%）和国防军工（3.5%）。建筑行业上涨 0.6%，在 28 个行业中排名第 13 名。

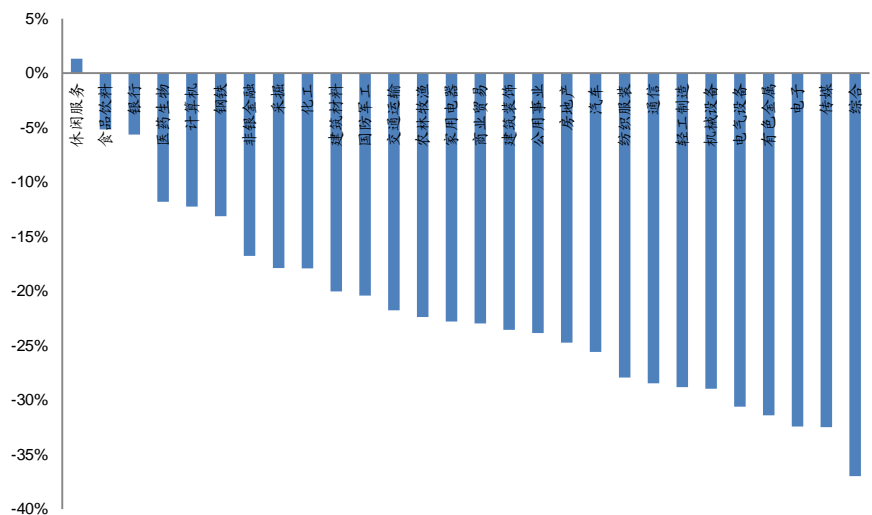
图 3：建筑行业 9 月份涨跌幅在 28 个行业中排名第 13 名



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%）、食品饮料（-5.2%）、银行（-5.6%）、医药生物（-11.8%）、计算机（-12.2%）；跌幅较大的是综合（-37.0%）、传媒（-32.5%）、电子（-32.4%）、有色金属（-31.4%）和电器设备（-30.6%）。建筑行业跌幅居中，28 个行业中排名第 16 名。

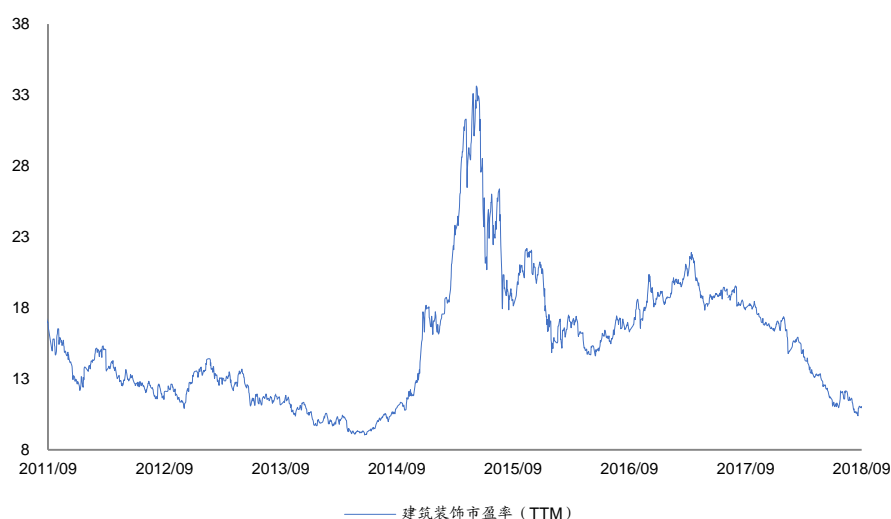
图 4：建筑行业年初至今涨跌幅在 28 个行业中排名第 16 名



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 9 月底，申万 28 个一级行业中，建筑装饰的 PE（TTM）为 11.06 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

建筑子板块涨跌参半，铁路建设涨势亮眼

2018 年 9 月，建筑行业子板块涨跌参半，涨幅前三的子行业分别是铁路建设（5.9%）、水利工程（2.4%）、城轨建设（2.2%），跌幅前三的子行业分别是国际工程承包（-7.7%）、园林工程（-3.4%）和钢结构（-2.6%）。

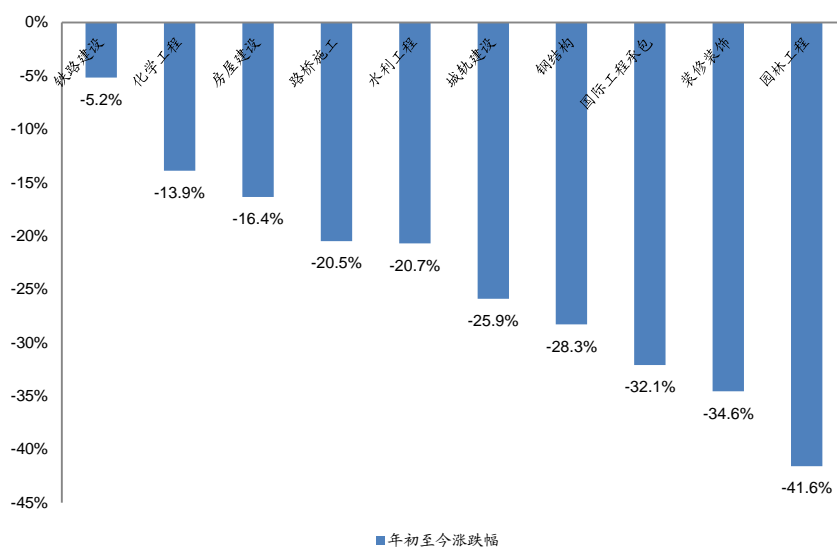
图 6：建筑板块各子行业 9 月份涨跌幅排名



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（-5.2%）、化学工程（-13.9%）和房屋建设（-16.4%），跌幅较大的三个子行业分别是园林工程（-41.6%）、装修装饰（-34.6%）和国际工程承包（-32.1%）。

图 7：建筑板块各子行业年初至今涨跌幅排名

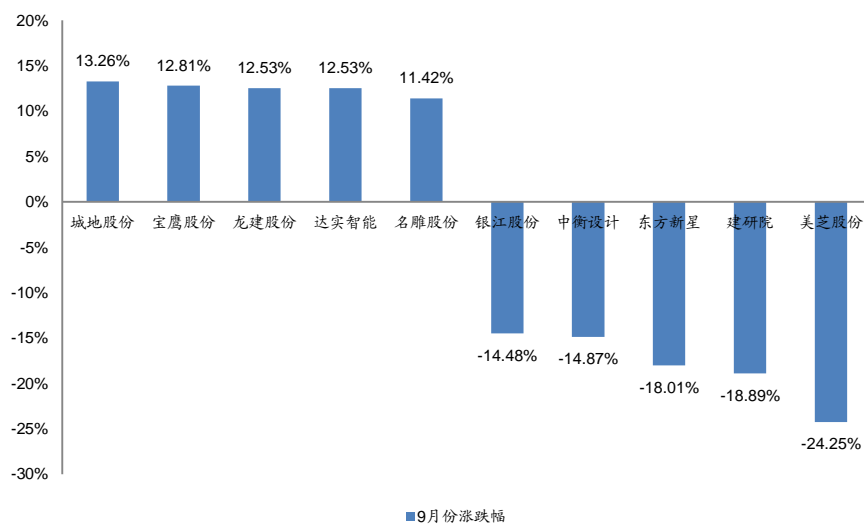


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

建筑个股涨跌不一，整体稍弱于大盘

2018 年 9 月，建筑行业所有股票中有 40.58% 个股实现正收益，比例稍低于全体 A 股 43.58% 个股上涨的比例。

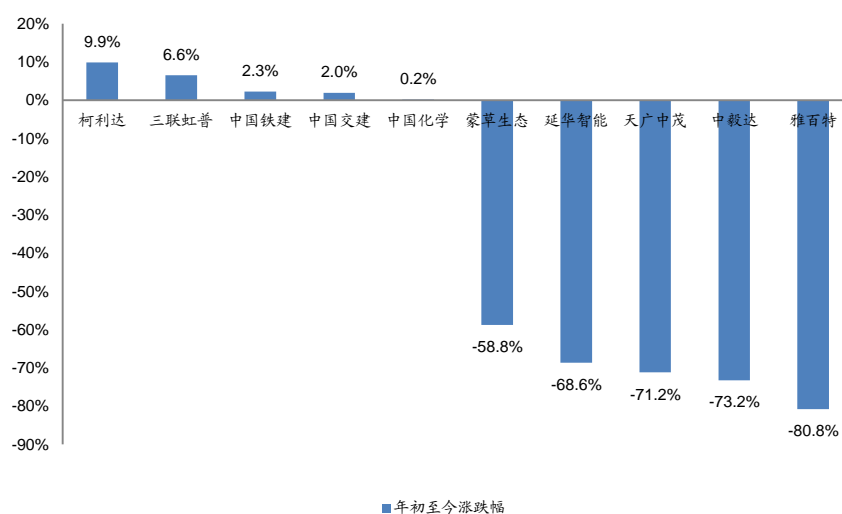
图 8：建筑板块 9 月份涨幅前五和跌幅前五的公司



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 股溢价有所缩小，但溢价仍较高

截至 2018 年 9 月 30 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 29.37%，较上个月有所缩小。其中中国中铁溢价率为 10.81%，中国铁建溢价率为 18.21%，中国中冶溢价率为 46.78%，中国交建溢价率为 45.31%。

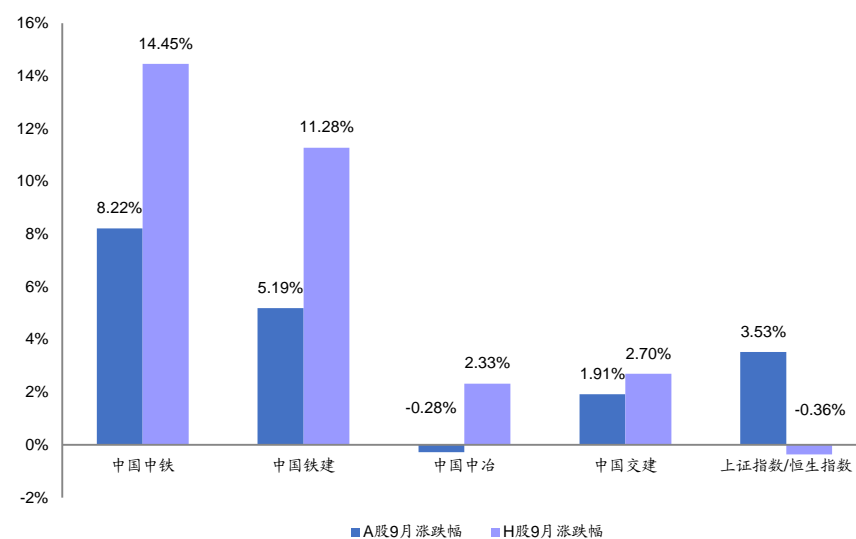
表 1：主要建筑企业 A/H 股溢价情况（汇率以 9 月 30 日港币兑人民币中间价为准）

个股组合	A 股股价	H 股股价	溢价率
中国中铁	7.77	6.93	10.81%
中国铁建	11.15	9.12	18.21%
中国中冶	3.57	1.90	46.78%
中国交建	12.78	6.99	45.31%
平均值	8.82	6.23	29.37%

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 9 月，上证指数上涨 3.53%，恒生指数下跌 0.36%，A 股有中国铁建、中国中铁和中国交建实现上涨，而港股则全部实现上涨。中国交建、中国中冶、中国铁建和中国中铁的 A 股上涨幅度均小于 H 股，溢价率明显缩小。

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，整体跑输指数

2018 年 9 月，由于房地产周期调整装饰板块受到拖累，我们的投资组合实现收益-0.24%，跑输行业指数 0.8pct。

表 2: 国信建筑下半年投资组合涨跌幅情况

个股组合	9 月份涨跌幅
中国建筑	1.67%
中国铁建	5.19%
中国中铁	8.22%
四川路桥	-3.64%
广田集团	-1.03%
中设集团	-5.92%
金螳螂	-4.16%
勘设股份	-2.27%
上证指数	3.53%
申万建筑	0.56%
组合收益	-0.24%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

政策持续强化，基建投资有望企稳回升

财税体制改革加速落地，流动性有望进一步释放

继 8 月份央行、财政部等各部门频繁释放出财政积极的信号，进一步明确支持基础设施领域补短板、推动有效投资稳定增长后，9 月份多项财税改革措施相继落地。此外，在流动性释放以及疏通货币传导方面，依然延续对小微企业的

贷款支持力度，理财新规的发布将引导市场资金更加合理有效地配置，未来货币仍存在继续宽松的预期。

表 3：2018 年 9 月份以来主要宏观政策梳理

时间	部门	政策导向
9 月 4 日	银保监会	发布《关于商业银行承销地方政府债券有关事项的通知》，新预算法实施后，地方政府债券发行兑付方式由财政部代为还本付息变为省级政府自发自还，地方政府债券规模管理比照国债实行余额限额管理。
9 月 6 日	国务院	国常会要求全面落实出台新修订个税法，指出落实新税法配套措施、研究降低社保费率、确保创投基金税负不增。
9 月 6 日	证监会	对《公司法》中部分有关股份回购的条目提出了修改建议，并公开征求意见。内容包括：一是增加股份回购情形；二是完善实施股份回购的决策程序；三是建立库存股制度。
9 月 6 日	财政部、税务总局	发布《关于金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税政策的通知》，自 2018 年 9 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对金融机构向小微企业、微型企业和个体工商户发放小额贷款取得的利息收入，免征增值税。
9 月 7 日	财政部、税务总局	发布《关于 2018 年第四季度个人所得税减除费用和税率适用问题的通知》，明确了新税法下个人所得税减除费用和税率适用问题。
9 月 11 日	人民银行、证监会	发布 2018 年第 14 号公告，就加强对信用评级机构监管和监管信息共享、推进信用评级机构完善内部制度、统一评级标准、提高评级质量等方面进行规范
9 月 13 日	国务院	发布《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，完善国有企业资产负债自我约束机制，合理设定资产负债率水平和资产负债结构、加强资产负债约束日常管理。
9 月 18 日	发改委	召开新闻发布会，介绍加大基础设施等领域补短板力度，稳定有效投资有关工作情况。今年内，中央预算内投资将集中支持保障性安居工程、“三农”建设、重大基础设施、区域协调发展、社会事业和社会治理、生态环保等领域建设
9 月 21 日	国务院	发布《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》，指出要构建更加成熟的消费细分市场，壮大消费新增长点，深化收入分配制度改革，改善居民消费能力
9 月 21 日	财政部、科技部、税务总局	发布《关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》，旨在进一步激励企业加大研发投入，支持科技创新
9 月 28 日	银保监会	发布《商业银行理财业务监督管理办法》，公募理财可以通过公募基金投资股票；在理财产品销售方面，引入不少于 24 小时的投资冷静期要求，并进一步提高了条款表述的针对性和准确性；将单只公募理财产品销售起点由目前的 5 万元降至 1 万元，个人首次购买需进行面签。

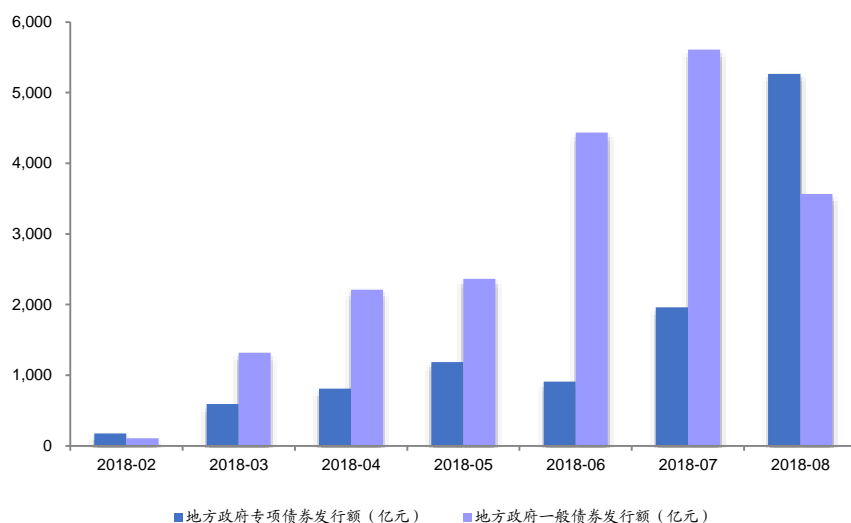
资料来源：央行等各部门官网，国信证券经济研究所整理

财政发力，地方专项债发行提速

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。8 月份地方政府债券尤其是专项债券的发行显著提速，有望缓解目前建筑行业资金面紧张的现状，保障在建项目顺利进行，刺激基建补短板的投资需求。

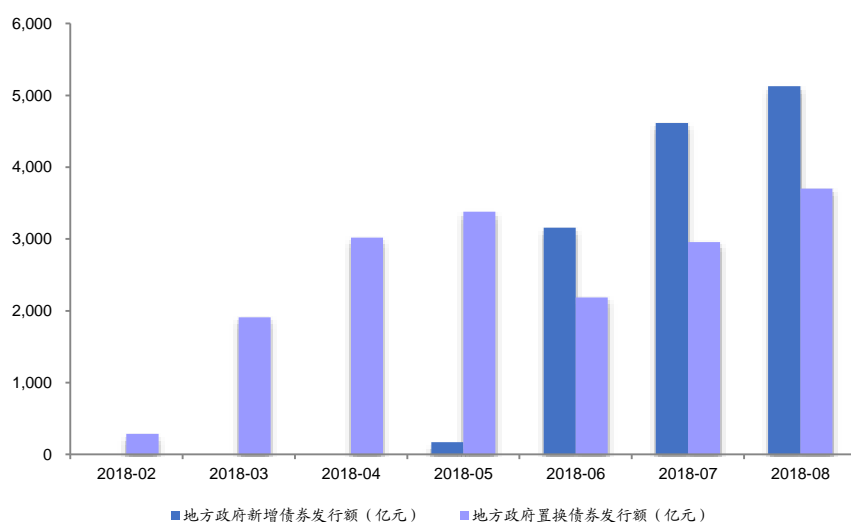
图 11：今年地方政府一般和专项债券月度发行额



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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 8 月底新增专项债券最多发行了 8166 亿，离 9 月底 80% 的发行指标 (1.08 亿) 还有大约 2634 亿缺口，经过 8 月份的集中发行后，9 月份的发行压力明显得到释放。

图 12：今年地方政府新增和置换债券月度发行额



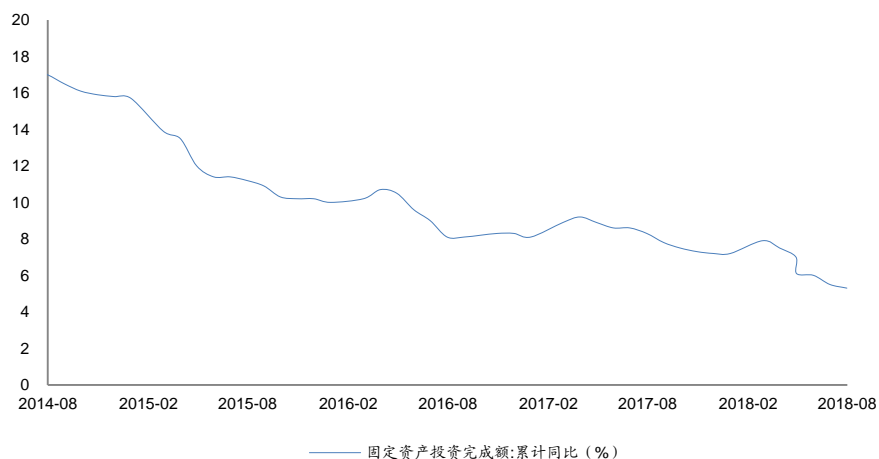
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

基建投资增速有望触底反弹

固定资产投资持续放缓，建筑三大下游投资分化趋势明显

2018 年 1-8 月，固定资产投资增速为 5.3%，同比回落 2.5pct，固定资产投资增速年内已经连续 6 个月下滑。

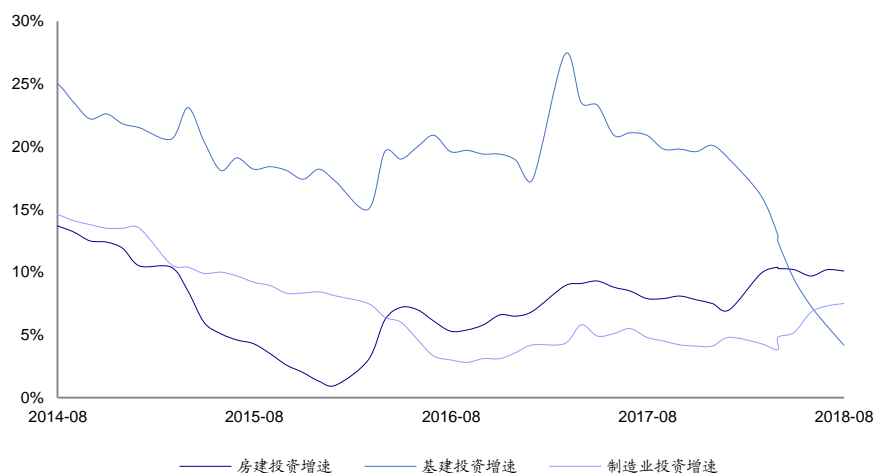
图 13: 固定资产投资增速持续下行



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 8 月底这一趋势依然延续。

图 14: 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，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，增速大幅下滑，2018 年 1-8 月实现 4.2%的正增长，比 2017 年同期下滑 15.6pct；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 1-8 月实现 10.1%的正增长；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 1-8 月实现 7.5%正增长，增速环比提升 0.2pct，实现连续五个月回升。

PPP 风险逐步释放，投资增速企稳

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。

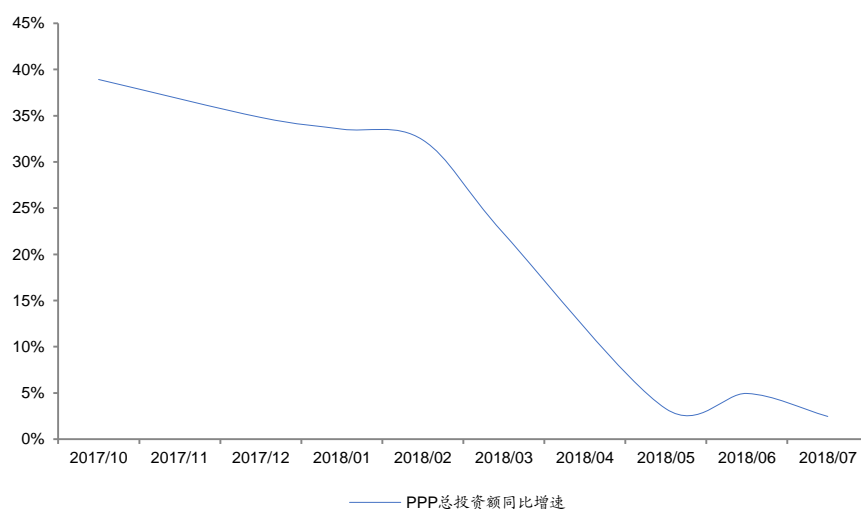
表 4：财政部先后对 PPP 项目进行清理并限制地方政府融资

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，近四个月来国内 PPP 项目投资开始逐渐回归正常轨道，从 5 月份开始 PPP 总投资增速止住下滑趋势，目前已经明显企稳。

图 15：PPP 总投资增速企稳



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重要模式，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，未来随着新增项目的落地 PPP 有望迎来新一轮投资增长。

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

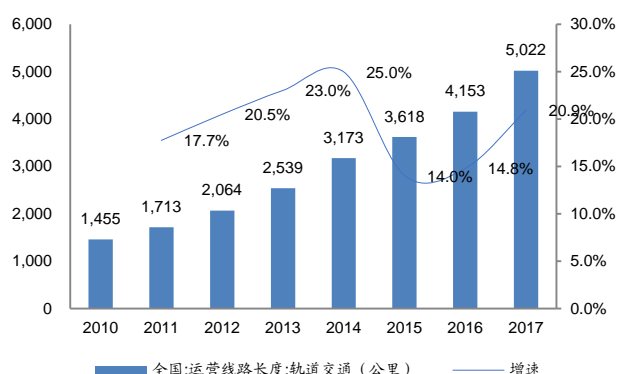
部门/地区	政策重点	政策内容
安徽	推进重点民生领域	➢ 加大 PPP 模式规范推广力度，一是严把 PPP 模式适用范围和边界，二是创新管理方式
	PPP 项目建设	➢ 推进重点领域 PPP 项目建设，对连片特困地区发展、美丽乡村建设、生态环境治理等民生领域 PPP 项目进行优先扶持
江苏	PPP 奖补资金将向民	➢ 进一步强化 PPP 监管，坚持做规范的 PPP 项目，一是严把 PPP 项目入库关，一是严把 PPP 项目入库关，三是强化支出责任监测，四是加大 PPP 项目信息公开力度
	营资本倾斜	➢ 修改 PPP 奖补资金办法，加大对民营资本或民营资本牵头参与的 PPP 项目的扶持力度，标准在既定标准上浮 10%
山东	坚定不移地将 PPP 改	➢ 加强培训深度，强化科学理念引导
	革推向深入	➢ 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，	➢ 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
	实现 PPP 项目精细化	➢ 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	➢ 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
	一的 PPP 项目管理运	➢ 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	全面开展清查行动督	➢ 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
	导示范项目规范推进	➢ 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
南京	全面放开养老服务市	➢ 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
	场；激发民间有效投	➢ 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 试点项目奖补标准提高 10%
生态环保部	多管齐下深化“放管	➢ 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。
	服”，助推环保 PPP	➢ 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

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

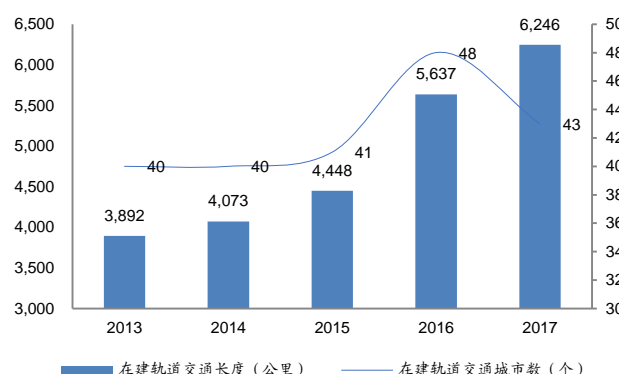
近几年，我国轨道交通一直处在快速发展的过程中。截至 2017 年，我国运营的轨道交通线路达 5022 公里，同比增长 20.9%，近五年的 CAGR 达到 19.5%；在建轨道交通的城市有 43 个，在建长度达 6246 公里。2017 年底，受内蒙古包头地铁项目被叫停以及防范地方系统性债务风险影响，发改委曾一度暂停了轨道交通建设规划审批工作。直到今年 7 月 17 日，规划审批工作才重新启动。

图 16: 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 17: 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。

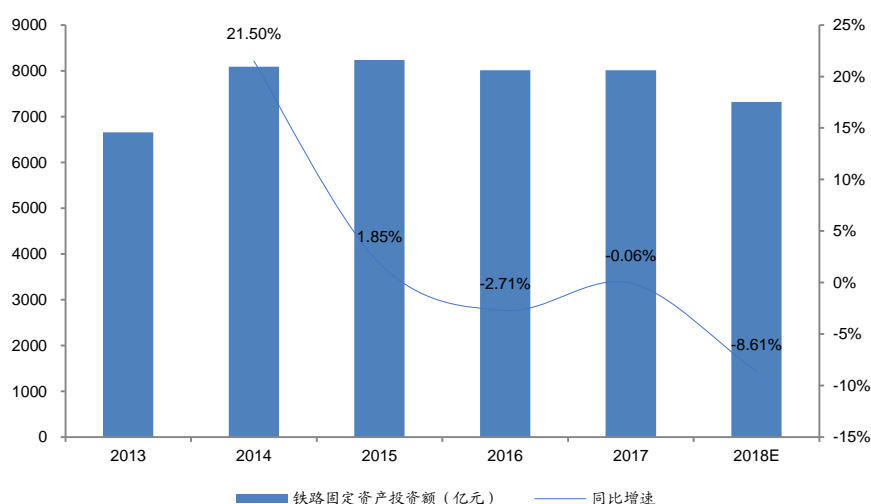
表 6: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目

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	950.00
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去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。

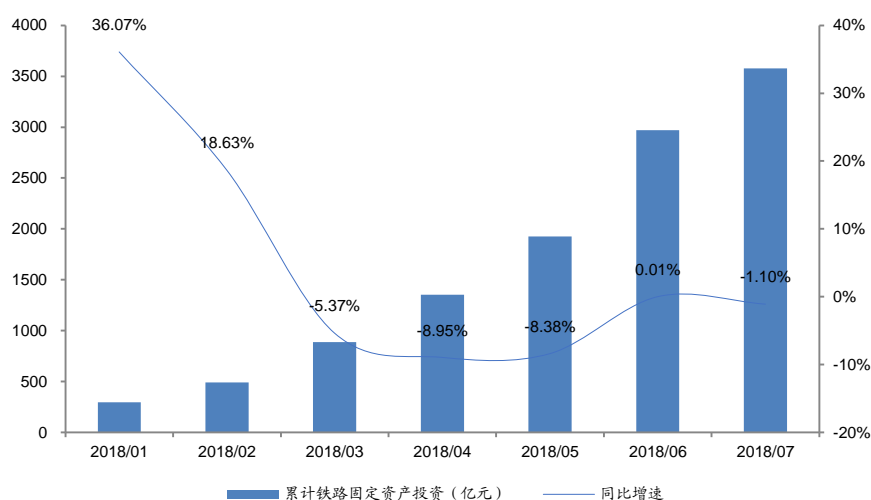
图 18: 近几年国家铁路建设投资情况



资料来源: 中国铁路总公司, 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。

图 19: 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

乡村振兴利好基建投资企稳回升

中共中央、国务院于今年审议通过并印发了《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。

在农村基础设施方面,水利是加大补短板力度、稳定有效投资的重点领域之一,国务院曾于 2014 年 5 月召开国常会确定了 2020 年前需建成的 172 项重大水利工程项目。发改委在今年 9 月 18 日的发布会上表示,172 项重大水利工程目前已开工建设 130 项,在建投资规模超过 1 万亿元,中央预算内水利投资将继续重点支持 172 项重大水利工程建设,尽快补齐中小河流治理、农村饮水安全、灌区节水配套等薄弱短板,预计年内水利投资将加快落地。

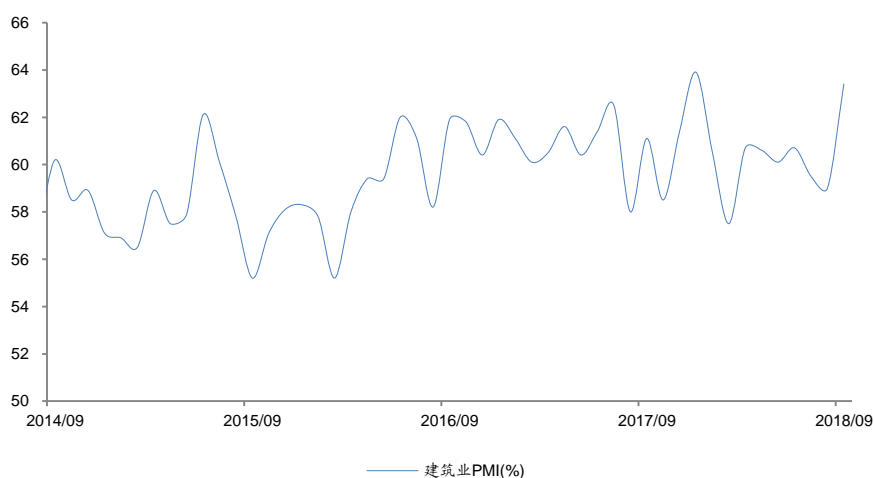
表 7：近期关于城乡区域协调发展有关的政策

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

建筑业 PMI 已先行反弹，基建将发挥稳增长属性

9 月份建筑业 PMI 指数较上月大幅回升 4.4pct，达到 63.4%，自今年 2 月份后重回 60%以上。三季度至四季度是建筑业的生产旺季，PMI 指数的反弹表明下游行业的投资需求在逐步释放，生产活动加快，预示着建筑业行业周期很可能将回归景气。

图 20：9 月建筑业 PMI 重回 60%以上


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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，基建投资应当发挥出稳增长属性。

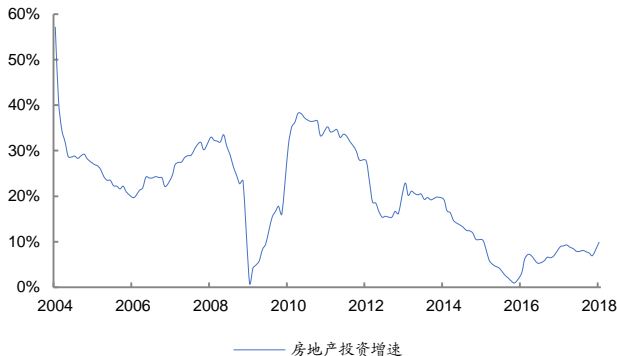
下半年，在全年基建投资预算实施、乡村振兴战略、生态环保投资崛起以及规范类 PPP 项目正常发展的推动下，基建投资增速有望企稳回升，预计全年投资增速或将重返两位数。

图 21: 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 22: 房地产投资增速走势图

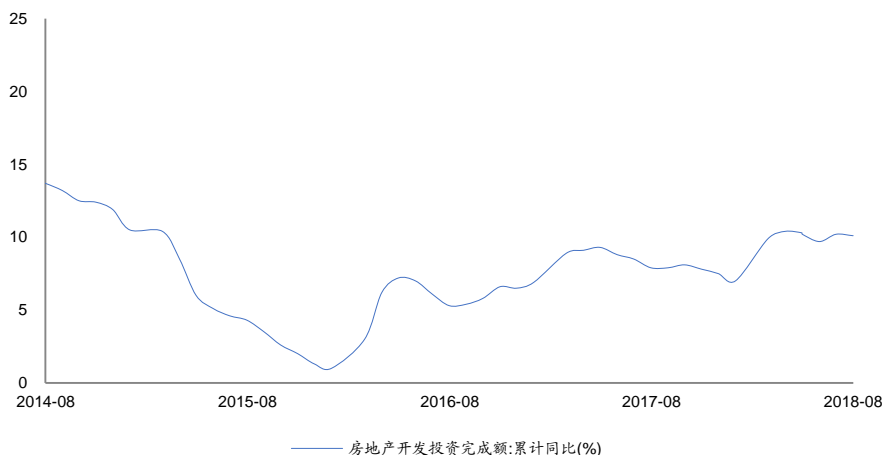


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

房地产新一轮周期或将到来，房建投资增速大概率回落

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 1-8 月份同比增长达到 10.1%，处于相对较高的水平。

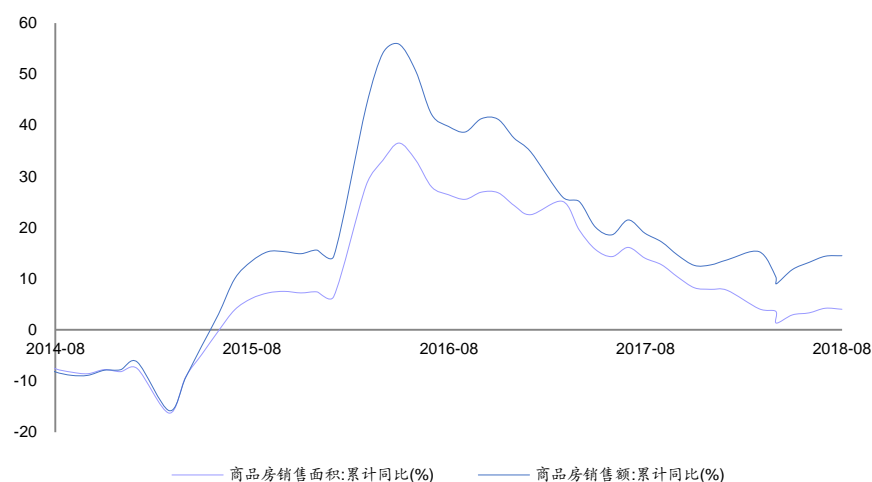
图 23: 房地产开发投资在 2015 年年底触底后，增速持续回升



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。房地产增速到达高点后，新一轮周期调整也即将到来，市场降温已成为普遍预期。房建投资增速必定难以维持，未来投资增速大概率将回落。

图 24: 商品房销售面积和销售额增速回落预期明显

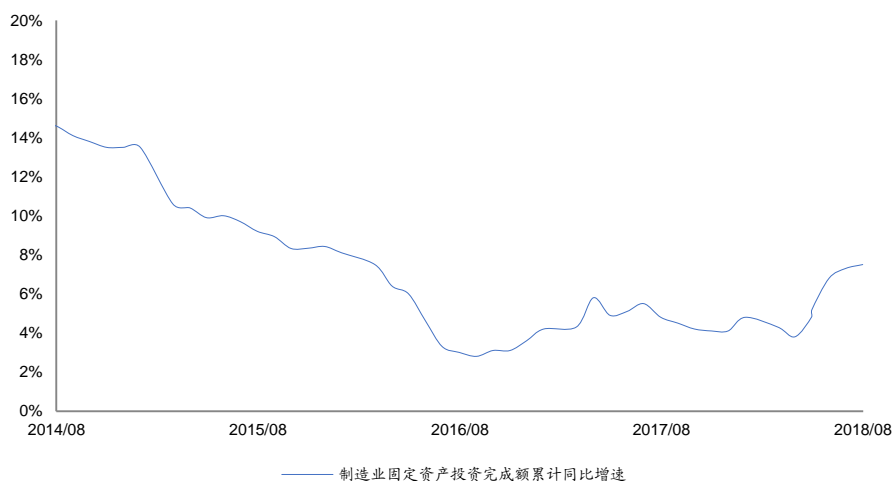


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

制造业投资受外围环境影响增速边际放缓

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，1-8 月制造业投资同比增长 7.5%，环比提升 0.2pct，增速连续五个月回升，但目前增长趋势已明显边际放缓。

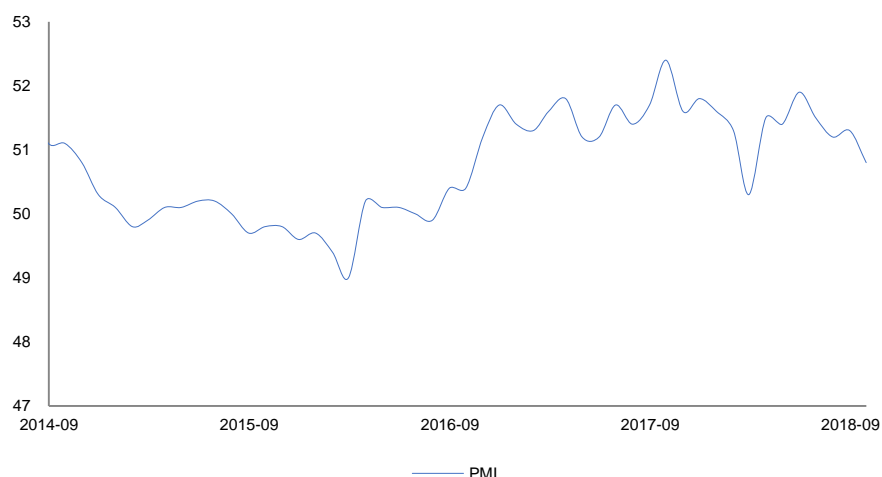
图 25: 制造业固定资产投资增速目前已边际放缓



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，国际形势发生重大变化，近期美国宣布将对价值 2000 亿美元的中国产品加征 10% 关税并于 9 月 24 日生效。在此冲击下，我国对外贸易以及制造业或将受到影响，未来制造业投资增速仍不容乐观。

图 26: 制造业 PMI 明显回落



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

关注区域性和结构性机会，重点推荐基建补短板受益股、设计咨询

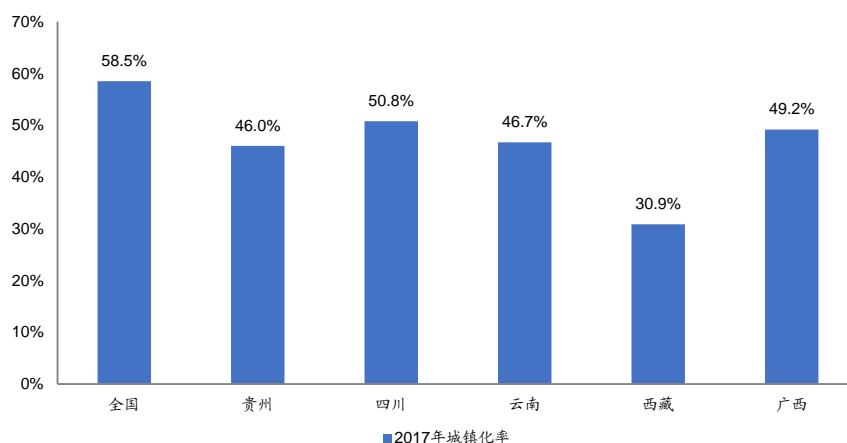
政策持续强化

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，加大基础设施领域补短板的力度，实施好乡村振兴战略。9月18日，发改委召开专题发布会，介绍基础设施、农业、民生、环保等领域补短板工作情况，并强调要继续聚焦在稳投资、提高投资针对性精准性、管好用好中央预算内投资、支持乡村振兴战略、加强交通重大项目储备、加大水利补短板力度、发展城市轨道交通、支持生态保护与修复等重点事项上。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，区域上中西部地区增长空间较大，结构上交通、水利和生态环保仍是重点。

中西部基建投资空间大

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 27：中西部地区主要省份的城镇化率远低于全国平均水平

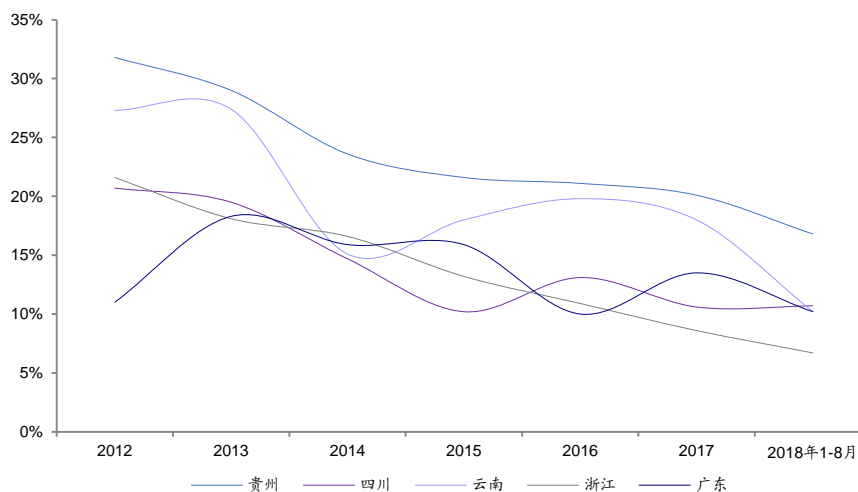


资料来源：Wind，地方政府官网，国信证券经济研究所整理

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。

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。

图 28：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：wind，国信证券经济研究所整理

交通、水利和生态环保是补短板重点

交通扶贫叠加“公路审批权”下放，公路和铁路投资依然坚挺

“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

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。

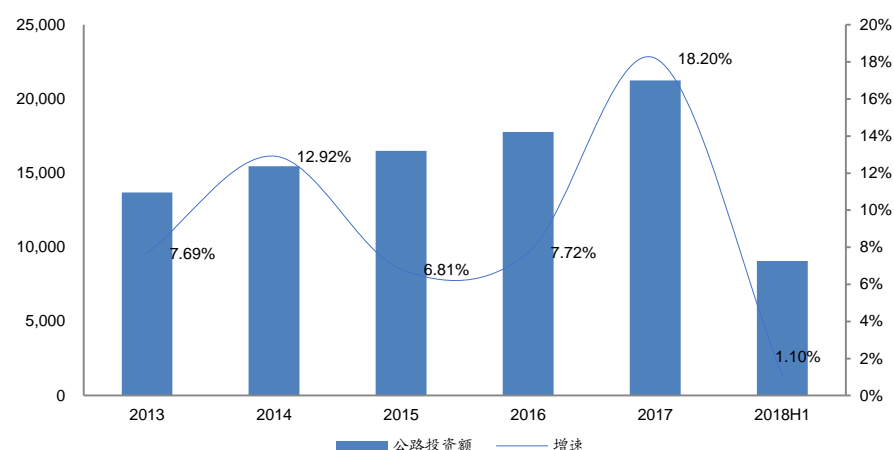
表 9：2017 年 1 月国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权

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。

图 29: 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。

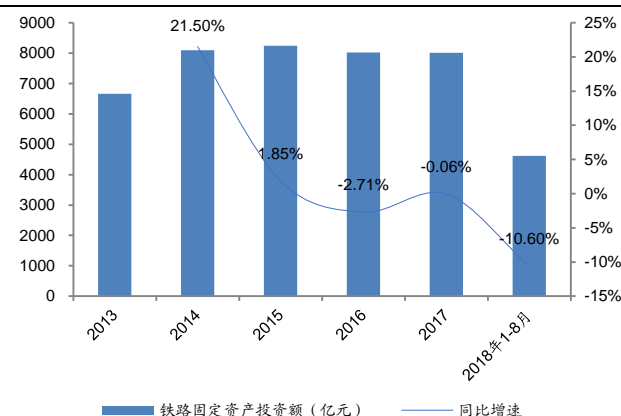
表 10: “十三五”期间,铁路的平均年投资额约为 0.8 万亿

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

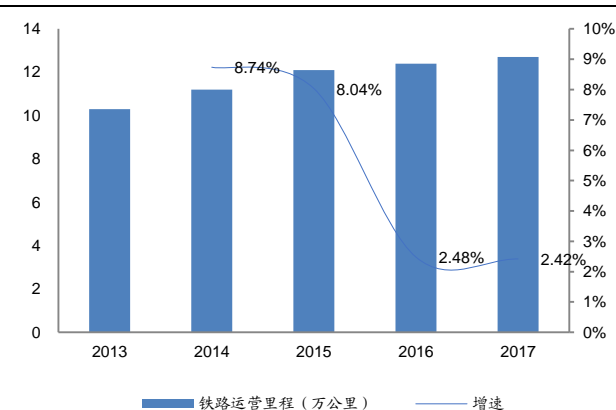
具体来看,2017 年我国完成铁路固定资产投资 8010 亿元。2018 年 1-8 月完成铁路投资额约 4612 亿元,但同比增速仍在下滑,在全年 8000 亿的目标下,今年 9-12 月的铁路投资有望回升。

图 30: 我国铁路固定资产投资 2013-2018 年 8 月的情况



资料来源: 中国铁路总公司, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 31: 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

随着铁路投资的预期回升,一批大项目将加快推进。近期中共中央政治局常委、国务院总理、国务院西部地区开发领导小组组长李克强主持召开国务院西部地区开发领导小组会议,强调加快开工建设川藏铁路、渝昆铁路等大通道。川藏铁路是国家“十三五”规划的重点项目,总投资将达到 2700 亿元。此次川藏铁路

等重大工程项目开工提上日程，中国铁建、中国中铁等基建龙头有望最先受益，未来订单值得期待。

图 32：川藏铁路规划路线图



资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

“十三五”深化水利改革，年内投资预算仅完成过半

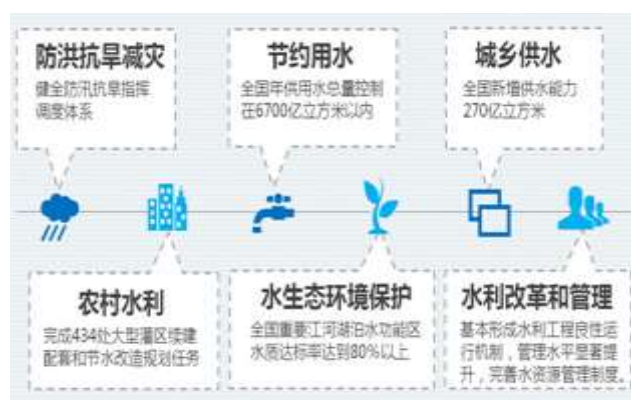
兴水利治水患历来为治国安邦的大事，中国的水利事业始终围绕社会的发展需求进行改革。“十三五”期间，我国水利发展规划将以江河流域系统整治和水生态保护修复为着力点推进水生态文明建设，明确到 2020 年，全国重要江河湖泊水功能区水质达标率达到 80%以上，新增水土流失综合治理面积 27 万平方公里，水生态环境状况明显改善；农村水利方面，新增农田有效灌溉面积 3000 万亩，发展高效节水灌溉面积 1 亿亩，新增小水电装机容量 500 万千瓦。

图 33：“十三五”期间水利发展六大原则



资料来源：水利部，国信证券经济研究所整理

图 34：“十三五”期间水利发展六大目标



资料来源：水利部，国信证券经济研究所整理

根据水利部发布的中央水利建设投资统计月报，截至 8 月底，中央预算内水利投资已完成 907.9 亿，完成率仅为 53%，其中重大水利工程投资完成 560.6 亿，完成率仅为 50.2%。从项目投资来源上看，地方投资完成率仅为 41.5%，低于中央投资的完成率 64.2%。目前整体投资完成进度依然滞后，尤其地方投资的空间较大，需要在 9-12 月补齐，未来水利投资将加快落地，可重点关重大水利工程较为集中的区域，相关基建龙头有望受益。

表 11：截至 8 月底中央预算内水利投资计划完成情况

项目	完成投资额（亿元）	完成率
中央投资	558.3	64.2%
地方投资	349.6	41.5%
累计	907.9	53.0%
其中：重大水利工程	560.6	50.2%

资料来源：水利部，国信证券经济研究所分析预测

“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。

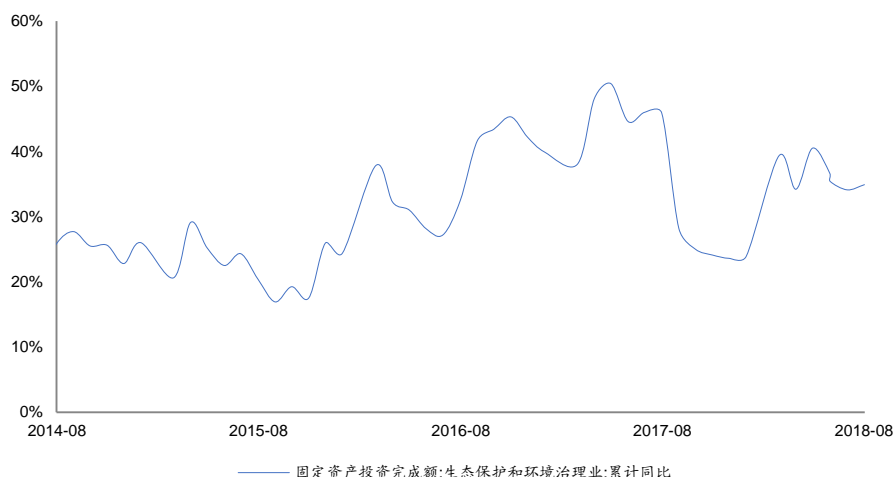
表 12：党的十八大以来，在生态环保领域采取的一些重要举措

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》
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 1-8 月，生态保护和环境治理业投资同比增长 34.90%，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 35: 生态环保业投资增速保持在较高水平



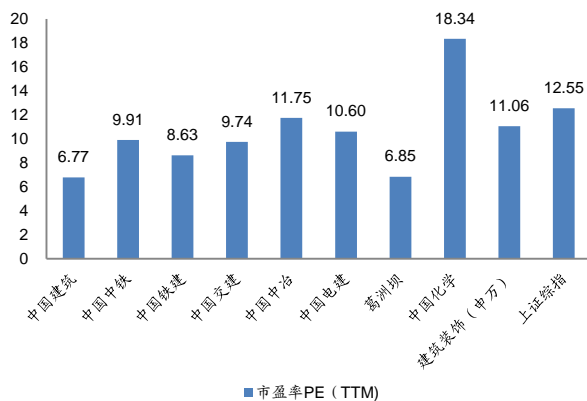
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

建筑央企和区域基建龙头业绩稳定, 有望受益基建补短板

央企估值低, 安全边际高

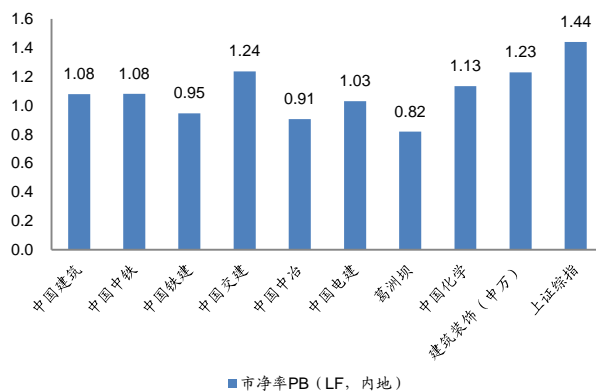
建筑央企整体估值偏低, 除中国化学外市盈率远低于行业平均水平和上市公司平均水平, 处在估值洼地, 中国铁建、中国中冶等建筑央企的市净率 (PB) 跌破 1.0, 处在绝对安全区域, 配置价值较高。

图 36: 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 37: 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, 业绩确定性高

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 年上半年新签订单额同比增长超过 10%。

表 13：八大建筑央企 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 14：八家建筑央企 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%。受到海外市场景气度下降、国际政治环境不稳定以及去年同期基数较高等影响，今年上半年新签海外订单 4322 亿元，同比下降 3.57%。

表 15：八大建筑央企海外订单快速增长，近三年 CAGR 达 20.42%

企业名称	2018H1 新签海外 订单（亿元）	2018H1 海外订单 YOY	2017 新签海外订单 （亿元）	2017 新签海外订 单占比	2017 年海外订单 YOY
中国化学	396	75.70%	337	35.43%	0.28%
葛洲坝	381	-33.66%	806	35.65%	14.20%
中国电建	785	10.61%	1188	29.21%	0.89%
中国交建	1215	-13.32%	2256	25.06%	0.81%
中国中冶	77	-64.91%	573	9.47%	-0.03%
中国中铁	303	6.20%	905	5.81%	-11.70%
中国铁建	688	52.74%	1050	6.96%	-2.65%
中国建筑	473	-57.60%	1988	8.95%	76.90%
合计	4322	-3.57%	9103	12.11%	10.01%

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

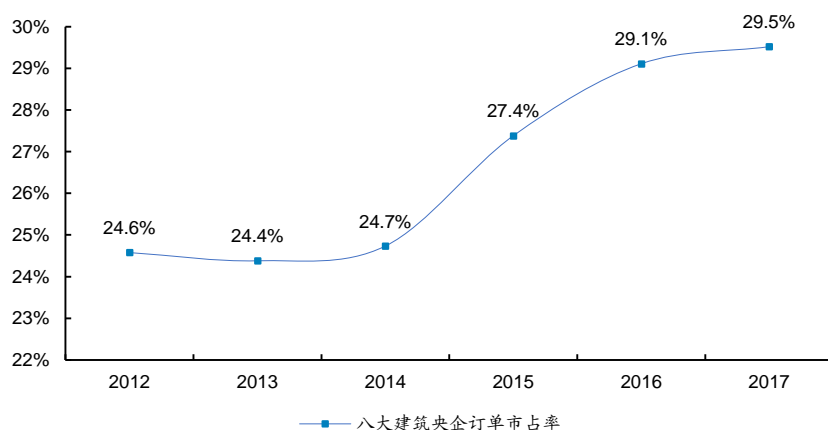
资料来源：《工程新闻纪录》(ENR)，国信证券经济研究所整理

行业集中度提升，建筑龙头受益

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%。

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。

图 38: 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

深耕补短板重点领域和地区, 相关基建龙头直接受益

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 39: 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

“要致富、先修路”, 进入“十三五”期间, 西南五省分别出台了各自省份的“交通运输十三五规划”, 交通运输投资规模将超 3.69 亿, 其中公路投资合计投资规模有望超 2.48 亿, 市场空间广阔。作为西南地区的基建龙头, 四川路桥深耕公路工程、铁路工程、交通基础设施投资建设领域多年, 具备适应西南地形条件的施工经验和技术优势, 具体详见我们前期发布的《四川路桥(600039.SH)深度报告: 西部基建龙头, 订单充沛迎拐点, 多元布局谋发展》。

表 17：西南主要省份交通领域“十三五规划”的主要内容

省份	十三五期间投资规模	十三五交通规划的主要内容
贵州	交通投资 7600 亿， 公路投资 5300 亿	全省高速公路网规划总里程将达到 10,196 公里，其中，国家高速 4,127 公里、省级高速 3,641 公里、地方高速 2,428 公里。
云南	交通投资 7500 亿， 公路投资 6500 亿	新增高速公路通车里程 4,000 公里，在建高速公路 2,000 公里，高速公路通车里程达 8,000 公里。
广西	交通投资 6088 亿， 公路投资 2800 亿	全区公路总里程达到 13 万公里，其中高速公路里程达到 7000 公里左右，二级及以上高等级普通公路里程突破 1.7 万公里。
四川	交通投资 10300 亿， 公路投资 4800 亿	公路网总里程达到 34 万公里，高速公路通车里程达到 8000 公里
西藏	交通投资 5431 亿， 以公路投资为主	全区公路总里程达到 11 万公里，二级及以上高等级公路里程达到 3500 公里
合计	交通投资 36919 亿，公路投资 24831 亿	

资料来源：各省政府官网，交通运输部，国信证券经济研究所整理

除了交通之外，水利也是本次补短板的重点。国务院曾于 2014 年 5 月召开国常会部署十三五规划期间的水利工作方针，确定了 2020 年前需建成的 172 项重大水利工程项目，目前安徽省共有 15 大项、26 子项工程列入其中，涵盖引调水工程、进一步治淮、长江河势控制和河道整治、大型水库、大中型灌区续建配套等，总投资 1740 余亿元，是承接工程项目最多、金额最大的省份之一。

表 18：安徽省承接的部分国家 172 项重大水利工程项目情况

项目名称	总投资（亿元）
牛岭水库	29.00
江巷水库	30.58
月潭水库	30.00
下浒山水库	14.15
长江马鞍山河段二期整治工程	10.19
港口湾水库灌区工程	29.50
淠史杭灌区续建配套与节水改造工程	3.70
巢湖环湖防洪治理工程	18.40
怀洪新河水系洼地治理工程	24.60
淮河干流蚌埠至浮山段行洪区调整和建设工程	56.00
引江济淮工程	912.71
淮水北调工程	13.66
长江崩岸应急治理（长江中下游干流河道治理项目的子项）	6.40
西淝河等沿淮洼地治理应急工程	9.60

资料来源：发改委，国信证券经济研究所整理

根据安徽省水利厅披露，今年上半年全省水利项目完成投资 117.04 亿元，较去年同期增加 43.55 亿元，增长 60%。全省纳入国务院 172 项重大水利工程项目已开工 15 个，总投资 1200 多亿元，是继贵州之后第二个在建重大水利工程总

投资突破千亿元的省份。

根据 2016 年印发的安徽省“十三五”水利发展规划，“十三五”期间全省水利规划总投资测算为 2114 亿元，2018~19 年的预算投资额分别为 503.1 亿元、499.1 亿元和 380.9 亿元，重点投向防洪减灾、水资源配置、农村水利和水生态治理与保护等领域。预计安徽省未来将加快水利建设，安徽水利为华东地区老牌基建国企，重组后以安徽建工整体上市，实力大增，在水利领域优势突出，有望直接受益。

表 19：安徽省“十三五”水利发展规划投资情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	合计
防洪减灾	198.0	220.5	114.2	532.7
水资源配置	200.0	172.3	158.5	530.8
农村水利	79.1	80.3	82.2	241.6
水生态治理与保护	16.2	16.2	16.2	48.6
能力提升	9.8	9.8	9.8	29.4
合计	503.1	499.1	380.9	1383.1

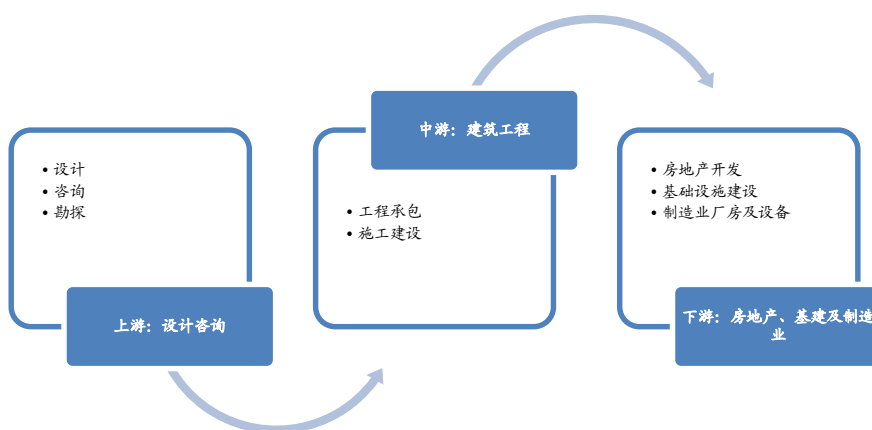
资料来源：安徽省政府官网，国信证券经济研究所整理

设计咨询业绩亮眼，现金流良好，行业整合利好龙头

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 40：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 20：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。

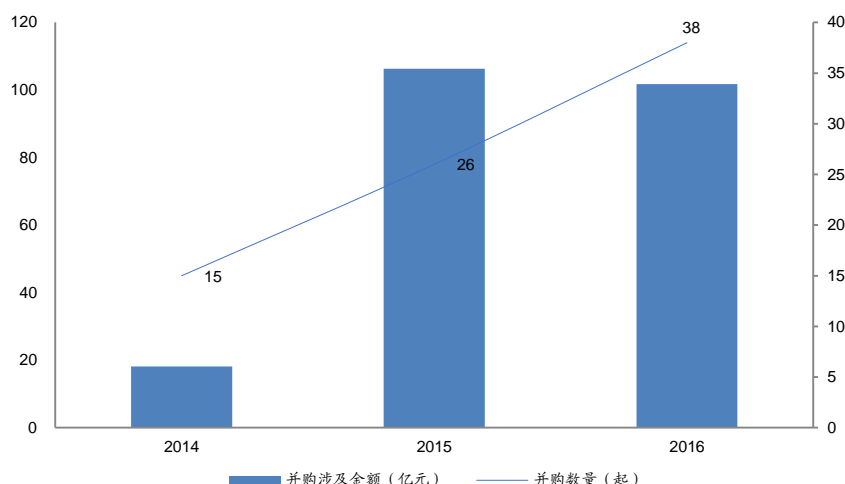
表 21：勘察设计行业分类

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，一般行业覆盖面较宽，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：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。

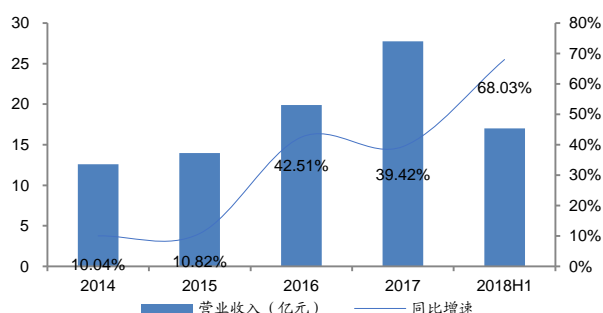
图 41: 勘察设计行业并购数量和金额有加快增长的趋势



资料来源：公开资料整理，国信证券经济研究所整理

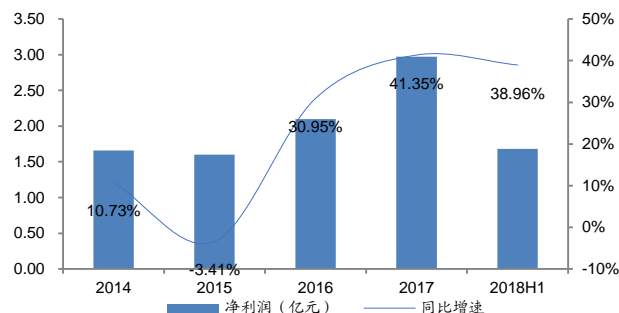
通过并购整合，中设集团、苏交科等行业龙头均取得了快速发展，业务持续保持高速增长，在手订单充沛，当前估值处在历史低位，具有非常好的投资价值。具体详见我们前期发布的《中设集团（603018）深度报告—交通设计龙头，内生外延助增长，订单饱满潜力大》、《苏交科（300284）深度：设计咨询龙头，国际国内双轮驱动，深耕交通开拓环保》等报告。

图 42: 中设集团营收保持高增长,近三年 CAGR 达 30.09%



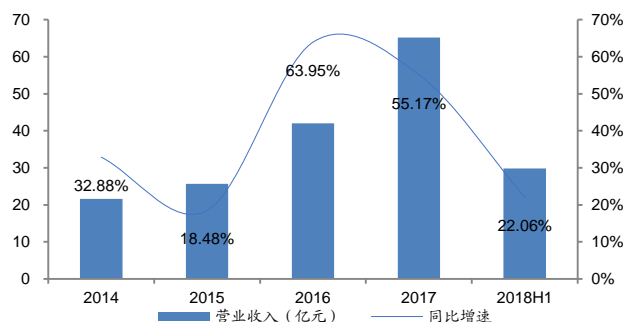
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 43: 中设集团净利润增长较快,近三年 CAGR 达 21.37%



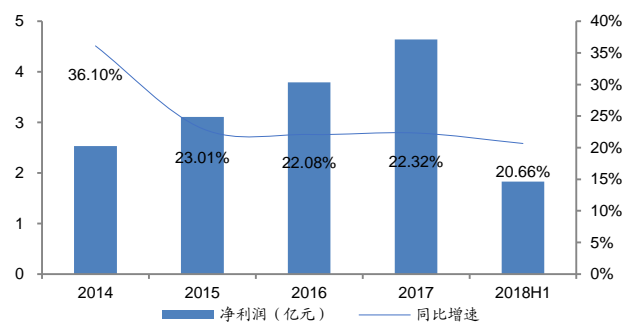
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 44: 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 45: 苏交科净利润增长较快,近三年 CAGR 达 22.47%



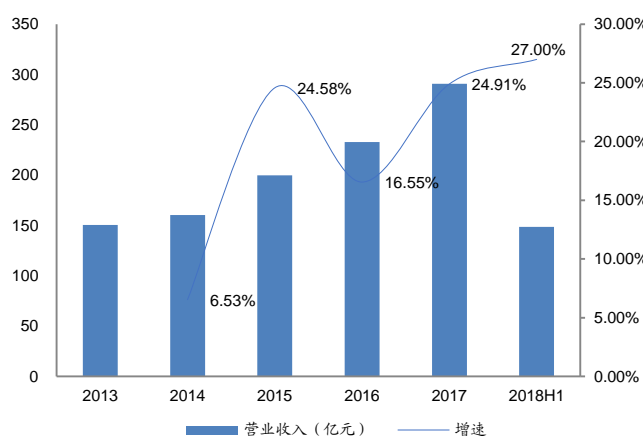
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

轻资产，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%。

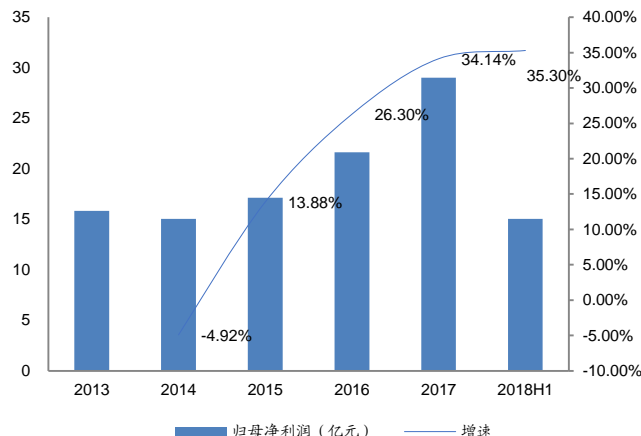
2018 年上半年，设计咨询上市企业业绩继续保持高增长。完成营业收入 148.4 亿元，同比增长 27.00%；实现归母净利润 15.03 亿元，同比增长 35.30%，盈利增长进一步加速。

图 46：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

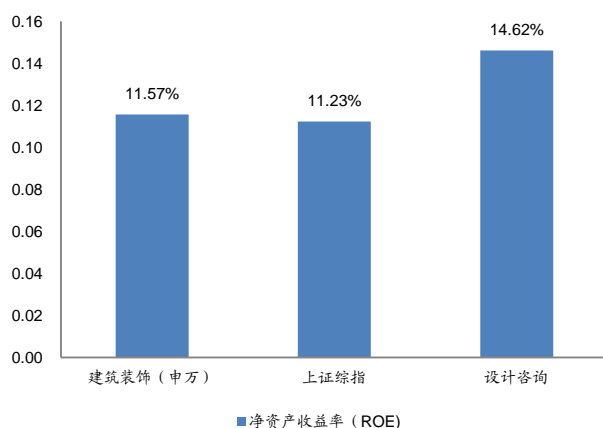
图 47：设计咨询上市企业净利润增长持续加速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

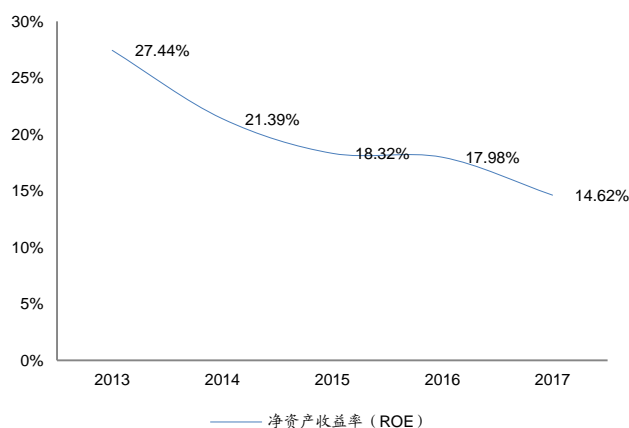
设计咨询企业具有较强的盈利能力。2017 年，设计咨询上市企业净资产收益率（ROE，平均）为 14.62%，同比下降 3.35pct，主要是受多家企业新上市后股份受到稀释的影响，但仍维持较高水平，比建筑行业平均水平高 3.06pct，比 A 股上市公司平均水平高 3.40pct。

图 48：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

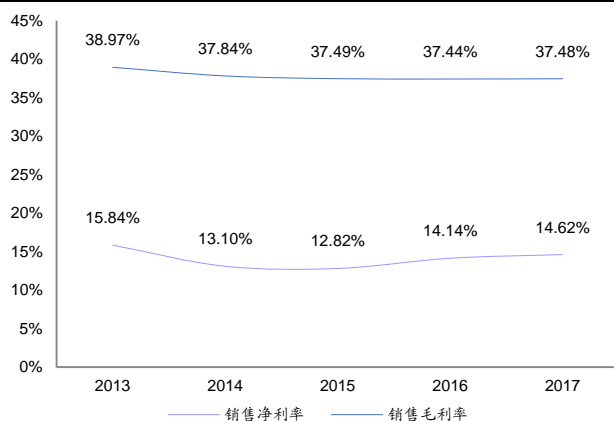
图 49：设计咨询企业股权受稀释后，ROE 仍保持较高水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

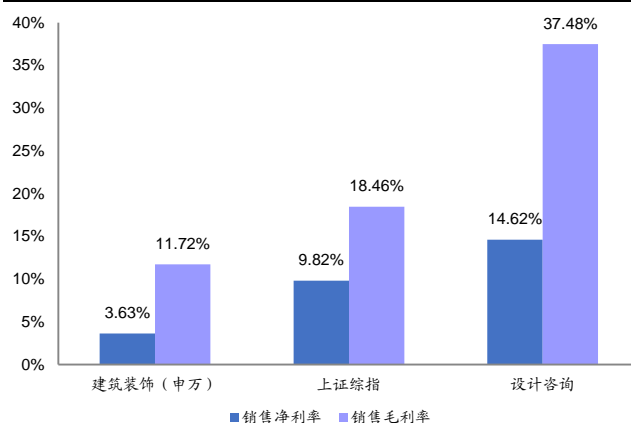
从设计咨询行业的毛利率和净利率水平来看，其高盈利能力表现更为明显。2017 年，设计咨询上市企业毛利率为 37.48%，同比提升 0.04pct，高出建筑行业平均水平 25.76pct，高出 A 股上市公司平均水平 19.01pct；净利率为 14.62%，同比提升 0.48pct，高出建筑行业平均水平 10.99pct，高出 A 股上市公司平均水平 4.80pct。

图 50: 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 51: 设计咨询企业毛利率和净利率远高于平均水平

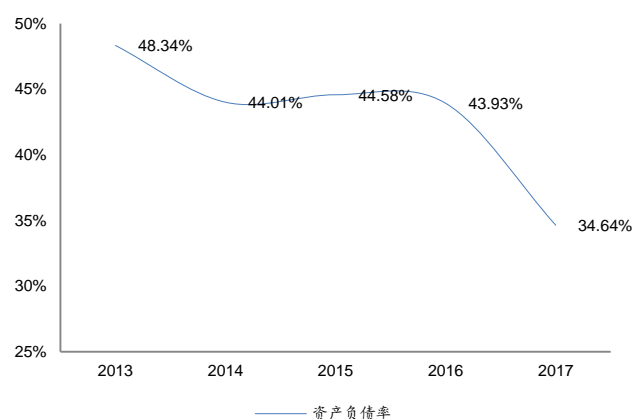


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

轻资产低负债, 现金流好

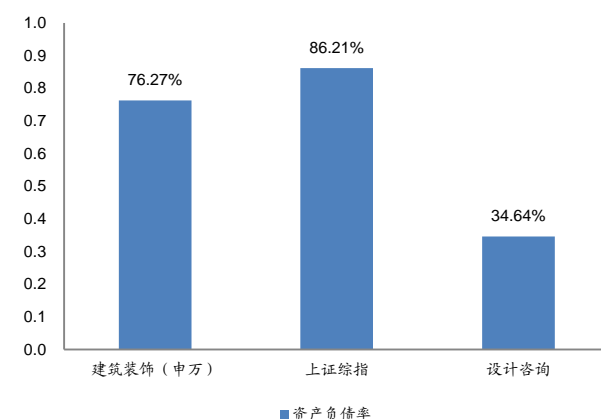
设计咨询行业的主要成本是人力成本, 属于轻资产模式, 资产负债率水平低。2017 年, 设计咨询上市企业平均资产负债率为 34.64%, 同比下降 9.29pct, 低于建筑行业平均水平 41.63pct, 低于 A 股上市公司平均水平 51.57pct。

图 52: 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

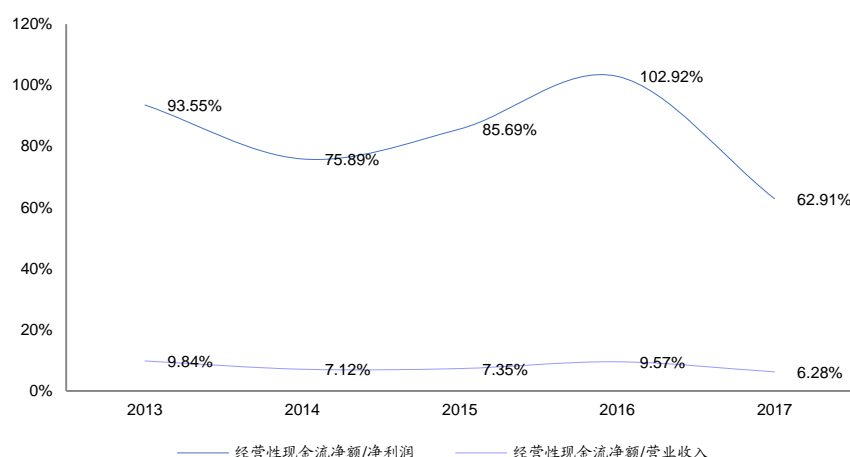
图 53: 设计咨询企业资产负债率远低于平均水平



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 54：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

重点推荐

重点推荐受益基建补短板的央企和区域基建龙头、设计咨询。在财政释放积极信号、货币逐渐宽松的宏观环境下，政策主要聚焦在加大基础设施领域补短板的力度上，我们认为当前应关注区域性和结构性机会，中西部基建提升空间较大，交通、水利和生态环保领域仍是补短板重点。央企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，目前整体估值远低于行业和上市公司平均水平，部分个股跌破净资产，安全边际高，未来有望迎来估值修复。设计咨询轻资产低负债，现金流良好，目前行业并购整合趋势加快，随着集中度提升龙头将直接受益，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、中国中铁、四川路桥、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