

推荐 (维持)

基建中梁砥柱，民企雨过天晴

2018年11月25日

建筑行业2019年度投资策略

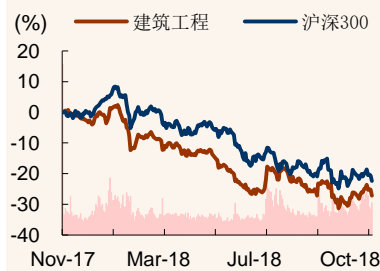
上证指数 2579

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	121	3.4
总市值 (亿元)	13959	3.1
流通市值 (亿元)	11844	3.3

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.5	-16.9	-29.2
相对表现	1.7	1.5	-5.9



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《建筑行业定期报告—发改委密集批复重大工程，中西部投资加速》2018-11-25
- 2、《建筑行业定期报告—基建投资已企稳回升，合规PPP有望加速推进》2018-11-18
- 3、《建筑行业定期报告—民企融资获多类驰援，乡村旅游亟需基建落实》2018-11-11

王彬鹏

021-68407543
wangbinpeng@cmschina.com.cn
S1090517070004

于泽群

yuzequn@cmschina.com.cn
S1090518080002

年初至今 (11月中旬)，建筑行业在政策面明确改善后，表现出良好的相对收益。往后看，在宏观经济增长承压的背景下，基建投资方向为补短板，地方政府依托专项债资金以及合规的PPP项目来推动重大项目开工，加强投资，看好建筑央企龙头。同时信用环境在政策的引导下逐渐放松，民企融资将得到改善，以民企为主的设计、园林板块有望快速改善回款，修复现金流状况；装饰行业受房地产预期估值下滑至历史低点，配置价值凸显。个股方面，推荐中国铁建、四川路桥、苏交科以及岭南股份等。

□ **基建补短板在中西部，关注民企融资改善机会。**通过我们对于十三五规划的梳理发现，西北、华中、华东地区的铁路建设进度相对落后，公路方面整体推进速度较快，仅西部的公路通车里程与规划差距较大，机场方面整体建设推进程度适中。我们认为国内基建补短板未来的主要方向仍是以中西部地区为主的铁路与公路建设。此外经过上半年长期信用趋紧，民企融资得到政策重点支持，央行、财政部纷纷出现相关政策努力扭转民企融资困境，我们认为在政策的指引下，地方政府配合银行端加大对于民企融资支持，将有效的改善民企融资困难与现金流紧张问题。

□ **基建投资明年一季度有望快速回升。**通过我们对2011-2012年基建投资复盘后发现，2011与2018年基建投资下滑的核心解释因素为资金。目前阶段在政策面确认改善，资金面开始边际改善后，发改委在10月份密集批复铁路建设项目，我们认为在本轮基建投资中，地方政府因受到存量债务的影响，投资力度与行动可能会不及2012年，但以中央为主导的铁路投资有望最先受益，全年基建投资增速在四季度企稳，明年一季度增速有望恢复7%左右的增速。重点关注明年一季度基建投资数据验证后对于基建央企的估值催化。

□ **专项债与合规PPP有望成为主要资金来源。**地方政府基建投资资金主要来自债务融资、土地收入。目前地方政府土地收入快速下滑，且地方隐性债务整理仍在进行，专项债成为地方政府主要资金增量。预计2019年将会有2.3万亿，同比增长70%。PPP仍是基建投资的主要项目模式，经过清库后，合规的PPP项目将快速落地，预计2019年带动基建投资2.44万亿。

□ **投资建议：**重点关注业绩估值较优的建筑央企及地方基建龙头。重点推荐中国铁建、四川路桥、苏交科以及岭南股份等。

□ **风险提示：**政策落实不及预期，资金到位程度不及预期。

重点公司主要财务指标

	股价	17EPS	18EPS	19EPS	18PE	19PE	PB	评级
中国铁建	10.78	1.18	1.42	1.62	7.23	6.34	0.9	强烈推荐-A
四川路桥	3.36	0.29	0.38	0.47	8.84	7.15	0.9	强烈推荐-A
苏交科	10.22	0.82	0.71	0.90	14.39	11.36	2.1	强烈推荐-A
岭南股份	9.21	1.17	0.97	1.45	9.49	6.35	2.2	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券; 截止日期: 2018年11月24日

正文目录

一、基建关注补短板，关注民企融资改善机会	5
1、稳增长+补短板政策组合，使基建投资变得更有效.....	5
2、从十三五规划来看各区域基建短板.....	6
3、多政策支持民企融资，现金流情况有望好转	8
二、基建投资四季度有望临拐点，铁路投资有望最先复苏.....	10
1、信用收缩导致基建投资增速下滑，资金面边际改善	10
2、政策与地方融资改善先行，重大工程开工是关键点.....	12
3、铁路投资先行发力，公路投资逐渐企稳	14
三、专项债与合规 PPP 有望成为主要资金来源	15
1、土地出让速度放缓影响政府性基金收入	15
2、专项债成为地方政府融资新渠道	16
3、合规 PPP，最重要的基建投资抓手.....	17
四、行业估值历史低位，关注预期低的装饰行业	19
1、行业表现居中，子板块出现分化	19
2、行业静态估值已处于底部	21
3、“新家装”愈加成熟，放量可期.....	24
五、投资建议	25
1、中国铁建：在手订单充足，净利润保持稳增长，估值低.....	25
2、苏文科：业绩稳健增长，持续整合海外资源	26
3、四川路桥：业绩持续高增，充分受益基建补短板.....	27
4、岭南园林：营收净利润高速增长，生态文旅双轮驱动可期	27
六、风险提示	28

图表目录

图 1：各省十三五公路通路里程 2017 年与 2020 年目标比较	7
图 2：18Q1-Q3 建筑子行业应收账款占收入比重比较	9
图 3：18 Q1-Q3 建筑子行业存货占收入比重比较.....	9
图 4：18Q1-Q3 建筑子行业收现比较	10
图 5：18 Q1-Q3 子行业经营净流量占收入比重比较	10
图 6：2004 年以来，基建投资增速出现过三次大幅度的下滑	10

图 7: 资金面趋紧是 2011 与 2018 基建投资增速下滑重要因素之一.....	11
图 8: 贷款增速在 5 月份探底.....	12
图 9: 建筑行业信用利差走势出现了分化.....	12
图 10: 2011-2013 年基建投资增速与重要事件数据节点复盘情况.....	12
图 11: 10 月单月基建投资完成额增速回升至 5.90%.....	13
图 12: 基建意向总投资同比增速趋好.....	14
图 13: 基建投资总备案投资额增速回升至 27%.....	14
图 14: 铁路固定资产投资在 4 月份见底后持续回升.....	14
图 15: 公路投资增速 (%) 在 7 月政策出台后企稳.....	15
图 16: 基建投资资金来源划分.....	15
图 17: 2016 年基建投资中来源于自筹资金的占比大.....	15
图 18: 地产销售已出现下滑迹象.....	16
图 19: 三四线城市对国有土地出让收入贡献大.....	16
图 20 2018 年新增专项债发行超 1.35 万亿.....	16
图 21: PPP 项目落地率不断提高.....	17
图 22: 年初至今 (11 月 21 日), 上证综指和深证成指以及建筑指数变动情况.....	20
图 23: 年初至今 (11 月 21 日) 建筑行业涨幅居中偏后.....	20
图 24: 年初至今 (11 月 21 日) 建筑子板块涨跌情况.....	20
图 25: 建筑行业 PE 估值已接近底部.....	22
图 26: 建筑行业 PB 估值下滑.....	22
图 27: 基建板块 PE (整体法) 估值下滑幅度较大.....	22
图 28: 园林板块 PE (整体法) 在 2018 年下滑明显.....	22
图 29: 基建、房屋建设、专业工程 PB 下滑至历史低位.....	23
图 30: 园林与装饰 PB (整体法) 下滑至历史低位.....	23
图 31: 互联网家装发展的变化.....	24
图 32: “新”家装行业处于快速增长前夕.....	25
表 1: 基建补短板政策 7 月后密集落地, 稳增长与补短板相互呼应.....	5
表 2: 全国十三五规划主要基建项目领域与 2020 年目标值差距.....	6
表 3: 铁路营业里程十三五规划目标与完成进度情况.....	7
表 4: 高速公路营业里程十三五规划目标与完成情况.....	8

表 5: 民用机场十三五规划目标与完成情况	8
表 6: 近期利好民企融资的政策.....	8
表 7: 2019 年地方政府专项债务预计将新增 2.7 万亿	17
表 8: 2018 年 PPP 相关主要政策	17
表 9: PPP 项目 2017 年-2019 年基建投资估算 (亿元)	19
表 10: 年初至今 (11 月 21 日) 个股涨跌表现分类.....	21
表 11: 2010-2018 年建筑行业 PE (TTM, 整体法)	23
表 12: 2010-2018 年建筑行业 PB (LYR, 整体法)	23
表 13: 中国铁建盈利预测简表	26
表 14: 苏文科盈利预测简表	26
表 15: 四川路桥盈利预测简表	27
表 16: 岭南园林盈利预测简表	27

一、基建关注补短板，关注民企融资改善机会

从7月份国常会提出基建补短板，并在10月底出台了补短板意见，通过我们对于十三五规划的梳理发现，西北、华中、华东地区的铁路建设进度相对落后，公路方面整体推进速度较快，仅西部的公路通车里程与规划差距较大，机场方面整体建设推进程度适中。我们认为国内基建补短板未来的主要方向仍以中西部地区为主的铁路与公路建设。此外经过上半年长期信用趋紧，民企融资得到政策重点支持，央行、财政部纷纷出现相关政策努力扭转民企融资困境，我们认为在政策的指引下，地方政府配合银行端加大对于民企融资支持，将有效的改善民企融资困难与现金流紧张问题。

1、稳增长+补短板政策组合，使基建投资变得更有效

从2017年开始清理PPP在库项目后，资管新规落地以及MPA考核的落地都意味着整体金融防风险政策的落地，但在2018年4月，国常会再次提出了持续扩大内需的目标，我们认为这代表政策面边际改善的开始，随后资管新规实施细则落地，政策力度要好于市场预期，在2018年7月底，国务院提出基建补短板，1.35万亿地方债加快进度，确认了政策面的拐点。随后乡村振兴以及川藏铁路作为基建补短板的重点方向，相关规划在9月底与10月初集中出台。基建投资作为稳增长的主要手段，搭配补短板的政策，充分体现出本轮基建投资有效性，使得更多能够快速提升民生、利用效率更高的基建类项目得到重点支持。

表 1：基建补短板政策 7 月后密集落地，稳增长与补短板相互呼应

时间	部门	政策/会议主要内容
2017/11	央行等五部委	资管新规（征求意见稿）发布，对银行理财资金投资非标资产进行了严格限制，禁止资金池操作、采取资产穿透原则等。
2018/3	财政部	PPP项目集中清库结束
2018/4	中央政治局会议	国常会首提“持续扩大内需”，强调货币政策要“注重引导预期”
2018/6	国务院	部署实施蓝天保卫战三年行动计划，致力于持续改善空气质量。
2018/7	央行等五部委	资管新规实施细则落地
2018/7	国务院	要求保持宏观政策稳定，坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，根据形势变化相机预调微调、定向调控，应对好外部环境不确定性，保持经济运行在合理区间；推进供给侧结构性改革补短板，有效保障在建项目资金需求，对接发展和民生需要，推进建设和储备一批重大项目。加强相关方面衔接，加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效。
2018/7~8	发改委	先后审批通过了长春市第三期城市轨道交通建设规划、苏州市第三期城市轨道交通建设规划，规划总投资超1700亿元。
2018/8	国务院	聚焦补短板、扩内需、稳就业，在环保、交通能源、社会事业等方面，向民间资本集中推介一大批商业潜力大、投资回报机制明确的项目，积极支持民间资本控股。
2018/9	中共中央、国务院	印发《乡村振兴战略规划（2018-2022年）》，对实施乡村振兴战略作出阶段性谋划，分别明确至2020年和2022年的目标任务，部署重大工程、重大计划，确保乡村振兴战略落实落地。
2018/10	国务院	关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）的通知，关注节能减排问题，以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场，以推进大宗货物运输“公转铁、公转水”为主攻方向，不断完善综合运输网络，切实提高运输组织水平，减少公路运输量，增加铁路运输量。
2018/10	发改委	《“三区三州”等深度贫困地区旅游基础设施提升工程建设方案》，鼓励深度贫困地区的旅游基础设施和公共服务设施建设，推进旅游业发展。
2018/10	国务院	中央财经委员会第三次会议，全面启动川藏铁路规划建设，加强统一领导，加强项目前期工作，加强建设运营资金保障

时间	部门	政策/会议主要内容
2018/10	国务院	聚焦关键领域和薄弱环节，保持基础设施领域补短板力度，包括脱贫攻坚领域、铁路领域、公路水运领域、机场领域、水利领域、能源领域、农业农村领域、生态环保领域、社会民生领域。

资料来源：中国政府网，国家发改委，财政部，招商证券

2、从十三五规划来看各区域基建短板

在 10 月 31 日的补短板意见中，首先明确九大领域重点任务，其中首要任务为扶贫，做好“三区三州”等深度贫困地区基础设施建设。随后明晰了铁路、公路水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保以及社会民生等八大领域的短板之处。其中，**铁路以中西部为重点**，而在十三五规划中，铁路营业里程仍有 2.3 万公里可建，后续年平均建设进度为 0.77 万公里；**公路以加快各经济带之间互通的高速公路为主**，2017 年高速公路 13.65 万公里，距离 15 万的目标仍有 1.35 万公里，重点关注经济发达地区的公路规划；**水运以加快三峡枢纽与葛洲坝航运扩能的前期工作**；**水利强调重大水利工程的推进**；**机场领域重点推进中西部支线机场的改扩建**，至 2020 年，民用运输机场目标为 260 个，2017 年有 229 个，仍需要新建近 31 个机场。**能源领域推动金沙江等重大水电项目开工**；**大力实施乡村振兴战略，改善农村生产力与生存环境为重点**；**生态环保领域强调林资源的保护建设，水土环境保护的重点工程**；**社会民生更是强调整体城镇居民多方面的生活需求的设施建设**。

表 2：全国十三五规划主要基建项目领域与 2020 年目标值差距

基建项目	2015 年	2020 年目标值	2015	2016	2017	离目标差距
铁路营业里程(万公里)	12.1	15	12.1	12.4	12.7	2.3
-当年新增(公里)			9531	3281	3038	
高速铁路营业里程(万公里)	1.9	3			2.5	0.5
-当年新增(公里)			3306	1903	2182	
铁路复线率	53%	60%	52.90%	54.90%	56.50%	3.50%
铁路电气化率(%)	61%	70%	60.80%	64.80%	68.20%	1.80%
公路通车里程(万公里)	458	500	457.73	469.52	477.35	22.65
-当年新增(万公里)			11.34	11.79	7.83	
高速公路建成里程(万公里)	12.4	15	12.35	13.1	13.65	1.35
-当年新增(万公里)			1.2	0.8	0.6	
沿海港口万吨级以上泊位数(个)	2207	2527	2221	2317	2366	
民用运输机场数(个)	207	260	210	218	229	31
建制村通硬化路率(%)	94.5	99			98.35%	98
城市轨道交通运营里程(公里)	3300	6000	3390.7	3911.9	4726	1274
油气管网里程(万公里)	11.2	16.9		11.64		

资料来源：Wind、招商证券

铁路营业里程方面，全国十三五总规划至 2020 年目标为 15 万公里，根据各省的十三五综合规划来看，总目标达到了 16.07 万公里。至 2017 年，从各省的数据来看，铁路营业里程达 12.55 万公里，新增 2900 公里，从各省的完成进度来看，其中西北、华中、华东的完成进度相对滞后，铁路建设对于以上区域，属于整体基建的短板。

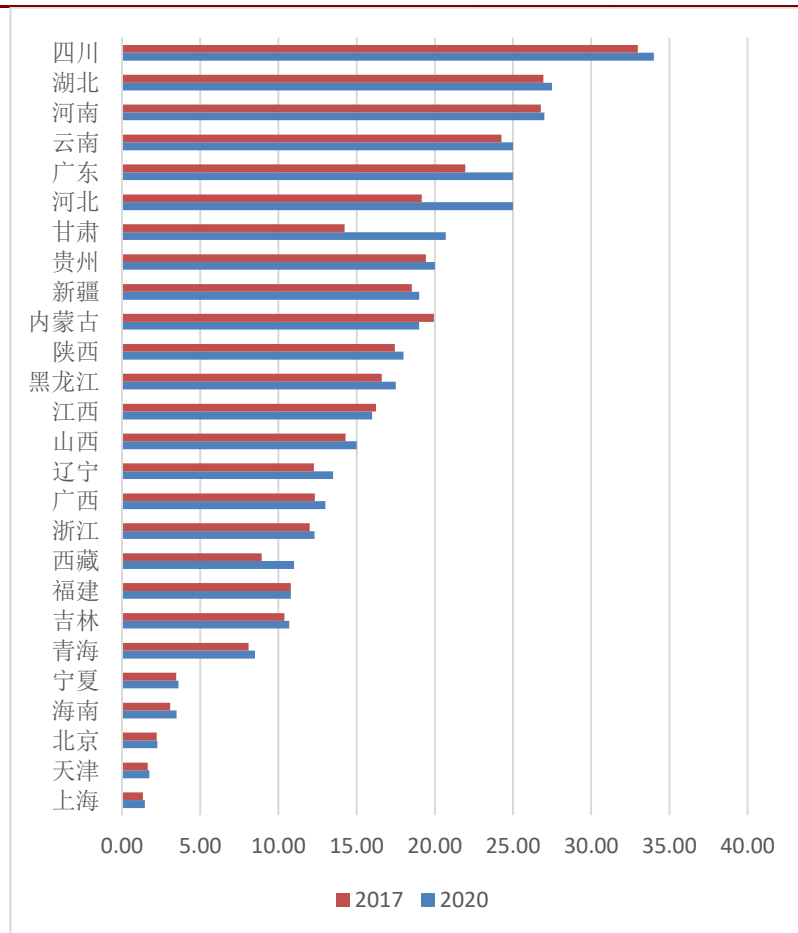
表 3：铁路营业里程十三五规划目标与完成进度情况

区域	2015 年	至 2020 年目标	2016 年	2017 年	十三五规划新增量	距离目标	未完成进度
西北	1.85	2.94	1.83	1.93	1.09	1.01	93%
华东	2.12	2.95	2.13	2.19	0.83	0.76	91%
华中	1.39	1.85	1.44	1.44	0.46	0.41	90%
华南	1.01	1.26	1.04	1.04	0.25	0.22	88%
东北	1.67	1.99	1.68	1.72	0.32	0.27	84%
华北	2.65	3.14	2.69	2.76	0.49	0.38	78%
西南	1.33	1.94	1.44	1.48	0.61	0.46	76%
总计	12.02	16.07	12.26	12.55	4.05	3.51	87%

资料来源：各省发改委官网、Wind、招商证券；单位：万公里；注：各省至 2020 年目标汇总后大于全国总目标，存在制定目标超出实际的情况。

公路通路里程方面，全国十三五总规划至 2020 年目标为 500 万公里，至 2017 年，从各省的数据来看，铁路营业里程达 477.3 万公里，新增 7.7 万公里，从各省的至 2020 年目标通车里程来看，大多数省份的公路通车里程建设进度推进较快。其中广东、河北、甘肃、四川以及西藏距离 2020 年目标值有一定差距。我们认为随着城镇化的快速推进，国内的公路建设推进速度较快，仅西部地区的个别省份公路发展稍有滞后。

图 1：各省十三五公路通路里程 2017 年与 2020 年目标比较



资料来源：各省发改委官网、Wind、招商证券；单位：万公里；

西北高速公路发展相对滞后，全国十三五总规划至 2020 年目标为 15 万公里，根据各

省的十三五综合规划来看，总目标达到了 17.12 万公里，超过全国总规划达 2 万公里。至 2017 年，从各省的数据来看，高速公路通路里程达 13.63 万公里，新增 5400 公里；从各省的完成进度来看，高速公路的整体完成进度相对较快，如西南未完成进度达到 62.6%，华东与华南未完成进度分别为 66.3% 以及 67.4%，远低于全国 74.1% 的平均水平，而华北与西北的高速路通路进度相对滞后。重点关注西北地方国企建设龙头四川路桥。

表 4：高速公路营业里程十三五规划目标与完成情况

区域	2015 年	至 2020 年目标	2016 年	2017 年	十三五规划新增量	距离目标值	未完成进度
西北	1.7659	2.58	1.889	1.8705	0.814	0.7095	87.2%
华北	1.8489	2.904	1.9141	2.0357	1.055	0.8683	82.3%
华中	1.8162	2.25	1.8732	1.9194	0.434	0.3306	76.2%
东北	1.117	1.3429	1.1658	1.1843	0.226	0.1586	70.2%
华南	1.2113	1.9137	1.3081	1.4401	0.702	0.4736	67.4%
华东	2.8897	3.55	3.0522	3.112	0.660	0.438	66.3%
西南	1.7658	2.58	1.8908	2.0701	0.814	0.5099	62.6%
总计	12.41	17.12	13.09	13.63	4.71	3.49	74.1%

资料来源：各省发改委官网、Wind、招商证券；单位：万公里；注：各省至 2020 年目标汇总后大于全国总目标，存在制定目标超出实际的情况。

民用机场方面，全国十三五规划至 2020 年全国民用机场大道 260 个，根据地方的十三五规划来看，整体目标达到 300 个，根据 2018 年最新的数据显示，全国目前的民用机场数量已经达 236 个，全国目标还有 24 个，所以整体进度推进较快。

表 5：民用机场十三五规划目标与完成情况

区域	2015 年	2018 年	至 2020 年目标值	十三五规划新增量	距离目标值
东北	23	26	29	6	3
华北	28	31	40	12	9
华东	45	47	58	13	11
华南	19	21	25	6	4
华中	14	17	26	12	9
西北	38	45	60	22	15
西南	44	49	62	18	13
总计	211	236	300	89	64

资料来源：各省发改委官网、Wind、招商证券；单位：个；注：各省至 2020 年目标汇总后大于全国总目标，存在制定目标超出实际的情况。

3、多政策支持民企融资，现金流情况有望好转

自 10 月 22 日央行表态引导设立民企债券融资支持工具后，中国支持民企措施密集出台，多项金融利好落地，包括提高银行对民企贷款占新增公司类贷款比例，推动“民营企业债券融资支持工具”落地。

表 6：近期利好民企融资的政策

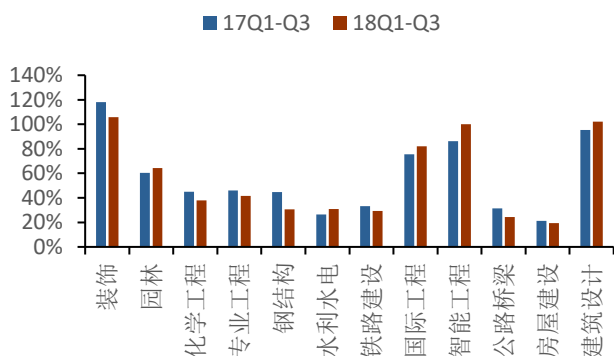
日期	发文部门	文件名称或会议名称	内容
2018-10-22	人民银行	贯彻落实支持民营经济发展的指示具体措施	设立民营企业债券融资支持工具 毫不动摇支持民营经济发展。
2018-11-02	证监会	贯彻落实支持民营经济发展的指示具体措施	证监会组织交易所债券市场启动了信用保护工具试点。

日期	发文部门	文件名称或会议名称	内容
2018-11-06	人民银行	《关于进一步深化民营和小微企业金融服务的实施意见》	加强定向调控、精准调控，综合运用再贷款、再贴现、定向降准等工具有针对性地“滴灌”，着力加强结构优化，引导、撬动对经营正常、流动性暂时遇到困难民营、小微企业的金融支持。
2018-11-08	国务院	关于聚焦企业关切进一步推动优化营商环境政策落实的通知	进一步减少社会资本市场准入限制，有序推进政府和社。
2018-11-09	国常会	国务院常务会议	要求加大金融支持，缓解民营和小微企业融资难融资贵，力争主要商业银行四季度金融机构新发放的小微企业平均贷款利率比一季度降低1%等。
2018-11-09	四大行	四大行发布会	四大行纷纷出台具体措施支持民营企业发展。
2018-11-15	发改委	发改委新闻发布会	发改委出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的五大措施。

资料来源：发改委、证监会、人民银行、招商证券等

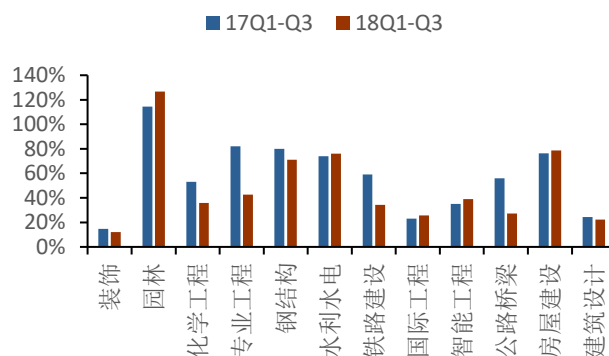
民企融资问题获政策重点支持，对于建筑行业以民企为主，融资较为困难的园林行业来说，资金的快速流入大大降低经营风险。从2018年三季报来看，应收账款情况来看，子行业中园林、设计行业、水利水电、国际工程的应收账款占收入比重有所提升，周转情况有所恶化外，其余板块均出现不同幅度的好转；其中园林、设计及装饰板块应收账款占收入比重分别为64.38%、102.02%、105.75%。存货占收入方面，园林板块，存货占收入比重同比增加12.22pp至126.71%。而装饰和设计分别下降2.67/2.21pp至12.11%/22.16%。

图 2：18Q1-Q3 建筑子行业应收账款占收入比重比较



资料来源：Wind、招商证券

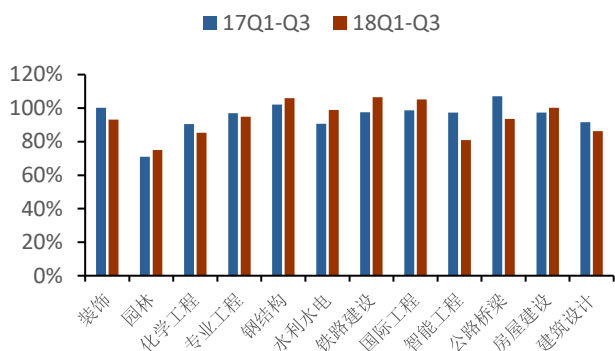
图 3：18 Q1-Q3 建筑子行业存货占收入比重比较



资料来源：Wind、招商证券

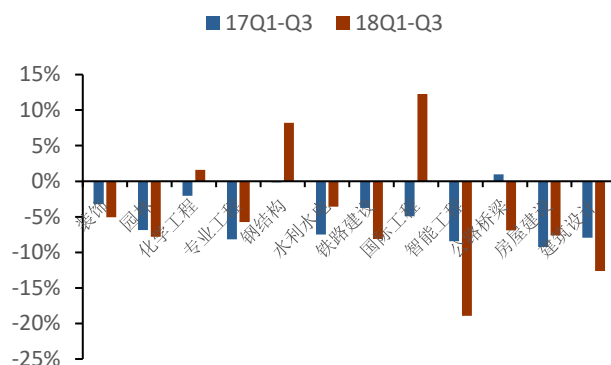
收现比方面，园林收现比同比增加4.07pp达75%；装饰和设计则出现不同幅度的下降，分别降至93.2%和86.23%。经营性现金流方面，园林、设计及装饰板块均出现下降，分别下降0.94/4.67/1.88pp至-7.79%/-12.61%/-5.08%。

图 4：18Q1-Q3 建筑子行业收现比比较



资料来源：Wind、招商证券

图 5：18 Q1-Q3 子行业经营净流量占收入比重比较



资料来源：Wind、招商证券

二、基建投资四季度有望临拐点，铁路投资有望最先复苏

通过我们对 2011-2012 年基建投资复盘后发现，2011 与 2018 年基建投资下滑的核心解释因素为资金。目前阶段在政策面确认改善，资金面开始边际改善后，发改委在 10 月份密集批复铁路建设项目，我们认为在本轮基建投资中，地方政府因受到存量债务的影响，投资力度与行动可能会不及 2012 年，但以中央为主导的铁路投资有望最先受益，全年基建投资增速在四季度企稳，明年一季度增速有望恢复 7% 左右的增速。重点关注明年一季度基建投资数据验证后对于基建央企的估值催化。

1、信用收缩导致基建投资增速下滑，资金面边际改善

2004 年以来，我国基建投资增速先后经历了 2008/2011/2018 年 3 次大的增速下滑，其中 2008 与 2011 年投资增速在政策的驱动下，出现明显拐点，随后迎来增速的反弹。通过国内宏观经济环境、货币政策、信用环境的对比，我们发现 2011 年和 2018 年基建投资下滑历程具有非常显著的相似性。

图 6：2004 年以来，基建投资增速出现过三次大幅度的下滑

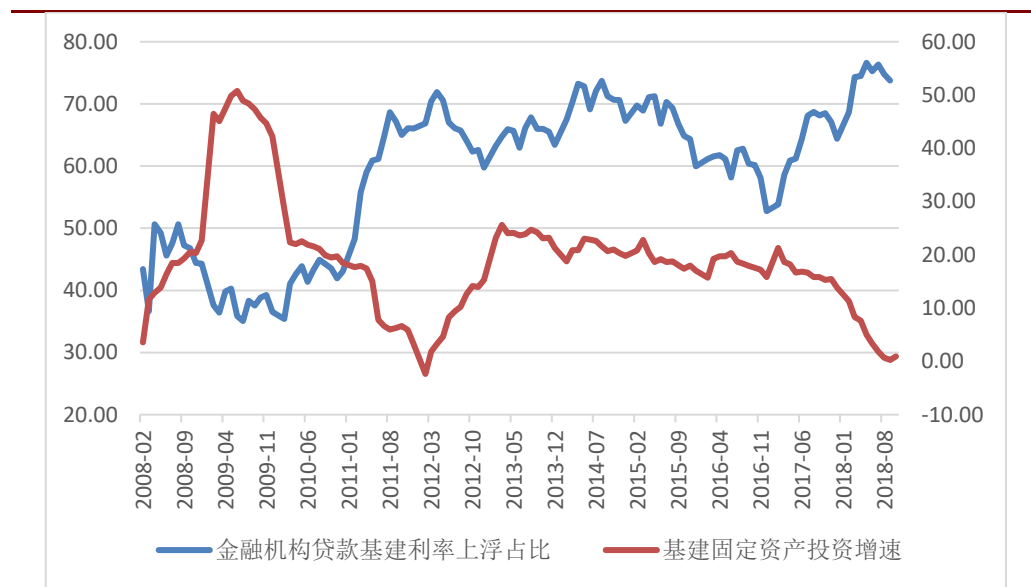


资料来源：招商证券、wind

虽然 2011 年与 2018 年促使资金面趋紧的原因不同，但是资金面趋紧后，特别是当信

用环境收缩后，直接导致基建投资增速快速下滑。基建行业整体仍是以资金为驱动的行业，我们用贷款利率来评价当时经济环境的资金面情况。从2010年底开始，金融机构贷款利率上浮占比开始快速提高，从2010年底的43%提高到2012年4月份的71.9%，而基建投资增速几乎同期同步下滑。2017年2月开始，基准利率上浮贷款占比开始提高，同期基建投资增速开始下滑。

图7：资金面趋紧是2011与2018基建投资增速下滑重要因素之一



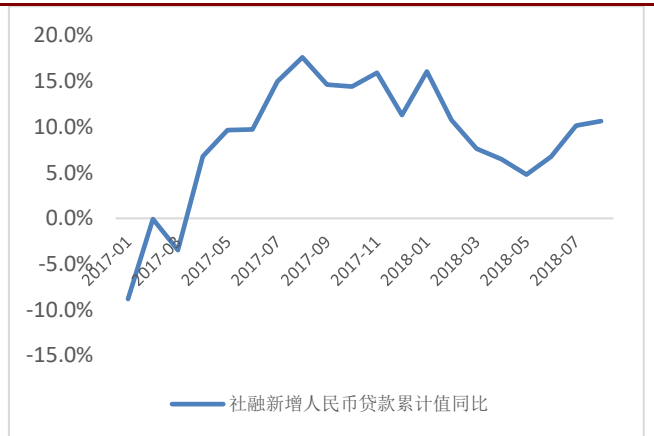
资料来源：Wind、招商证券

2016年7月，中央政治局工作会议明确提出金融去杠杆。2016年开展针对商业银行的MPA考核；2017年11月，资管新规（征求意见稿）出台，对银行理财投资非标做出了非常严格的限制；2018年4月，去杠杆防风险成为了首要的工作任务，国内融资环境出现了明显的收紧；2018年5月，民企出现违约潮导致整个融资处于冰点，建筑行业民企融资受到了阻碍。

从社融数据来看，新增人民币贷款的增速在6月份出现了改善，资金紧张的局面开始稍有缓和。社融中新增人民币贷款累计增速从4.8%上升至11.69%（1-10月）。在2012年回顾时我们发现，社融数据与基建投资数据基本同步，但是本轮社融增速已开始回升。

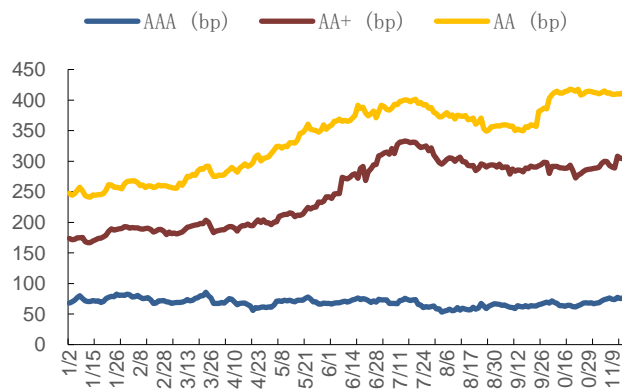
但从建筑行业的信用利差的走势来看，建筑行业的融资并未出现全面的改善，AAA的公司债券融资利率基本维持较低的利率。但是AA的公司融资情况，在9月中旬后持续上升，我们认为建筑行业融资出现分化，央企融资情况相对较好，AAA的信用利差维持低位，而以AA评级为主的民企，虽然目前融资仍存在一定困难，但近期政策努力解决融资难的问题，未来有望改善。

图 8：贷款增速在 5 月份探底



资料来源：Wind、招商证券

图 9：建筑行业信用利差走势出现了分化

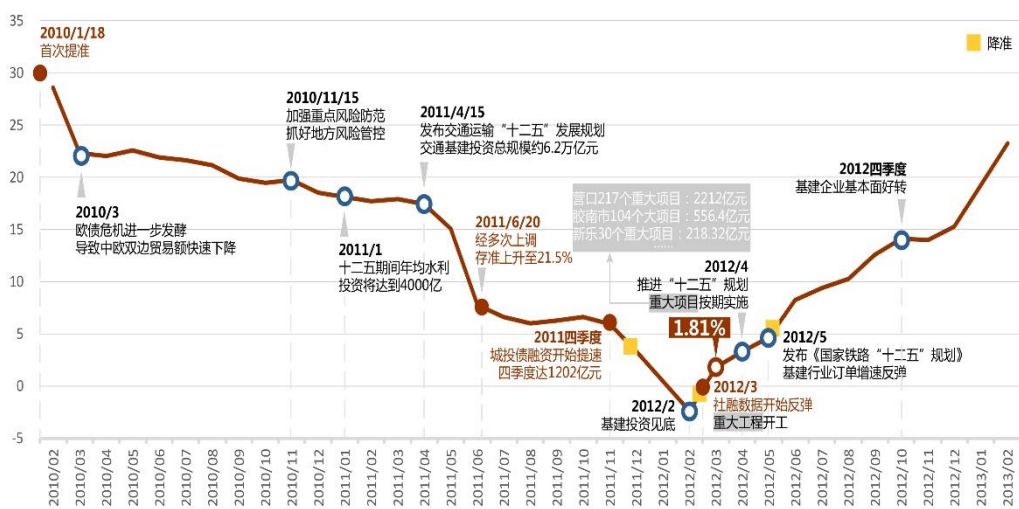


资料来源：Wind、招商证券

2、政策与地方融资改善先行，重大工程开工是关键点

2010 年-2012 年基建投资增速从开始快速下滑到增速回升，增速的最低点在 2012 年 2 月，我们梳理整个过程发现，首先资金面变化是影响基建投资增速下滑的主要原因，政策面在 2011 年出现相关规划，水利工程建设作为短板项目被重点发展，2011 年下半年开始，地方融资平台在经过审核后，11 月份开始城投债发行加速，同时 11 月底开始首次降准，但整体基建投资仍持续向下，我们认为资金面的改善到投资需要一个季度时间。2012 年 2 月基建投资增速见底，2012 年 3 月份重大工程开始动工，4 月国务院提出推进“十二五”规划重大项目按期实施，2012 年 3 月社融数据与基建投资数据基本同步开始反转，二季度订单增速开始反弹，而建筑行业基本面是在四季度出现明显改善。我们认为在分析 2012 年拐点临近时，最明确的信号指标即为重大工程开工情况，同时资金面应在相对宽松的阶段。

图 10：2011-2013 年基建投资增速与重要事件数据节点复盘情况



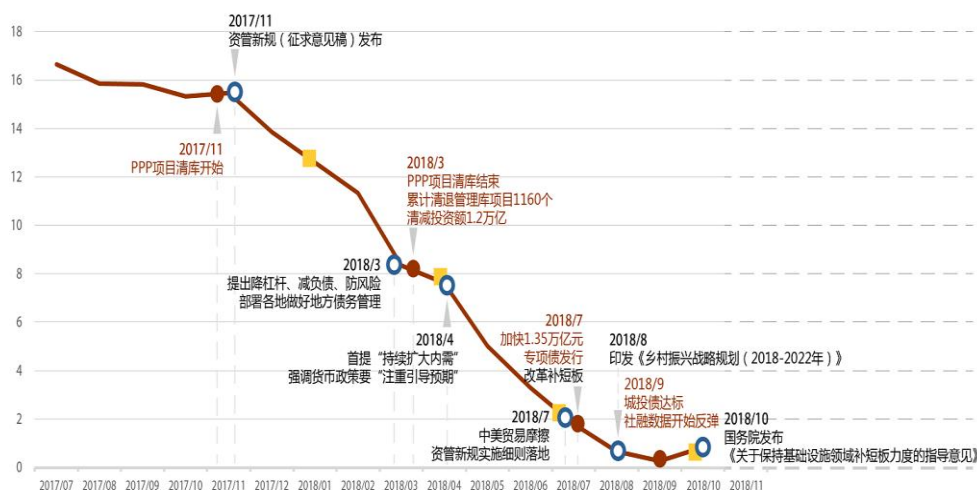
资料来源：招商证券

2018 年初以来，受国内金融去杠杆进程持续推进、地方债务严格问责影响，基建投资

增速持续下滑，给宏观经济增长带来了较大的压力。为了稳定内需和经济增长，国家相继出台了一系列政策推动在建基建项目的正常推进，并针对基建领域进行有针对性的补短板。由于从国家政策向基建投资的基本面传导尚需要一定时间，当前基建投资增速仍处于下滑区间，2018年1-10月累计同比增速回升至0.92%，10月单月基建投资完成额增速回升至5.90%。

与2012年整体节奏相似，2011年四季度，地方政府在完成地方债务摸底后，地方融资平台重新恢复其融资能力，城投债快速发行。随后在2012年3月，重大项目工程开始开工。我们认为，基建投资一直都是意向逆周期的调节工具，需要通过基建投资来托底时，地方政府首先加快的是在建工程以及已签合同未开工的项目。在9月18日，国家发改委表示着力加大基础设施等领域补短板力度，防范地方政府隐性债务风险，进一步加强重大项目储备，加快前期工作，推进项目新开工建设，加强在建项目后续资金保障。

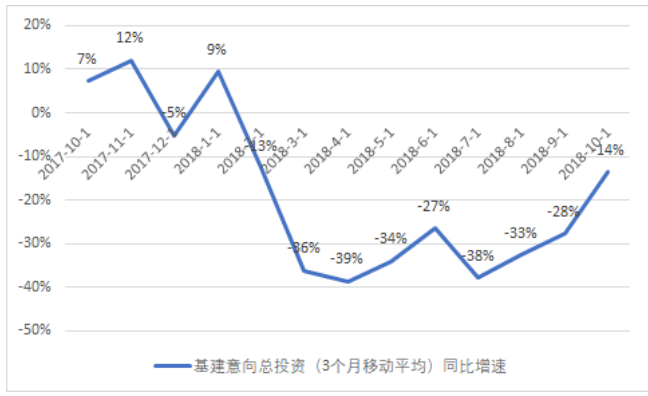
图 11：10 月单月基建投资完成额增速回升至 5.90%



资料来源：Wind、招商证券

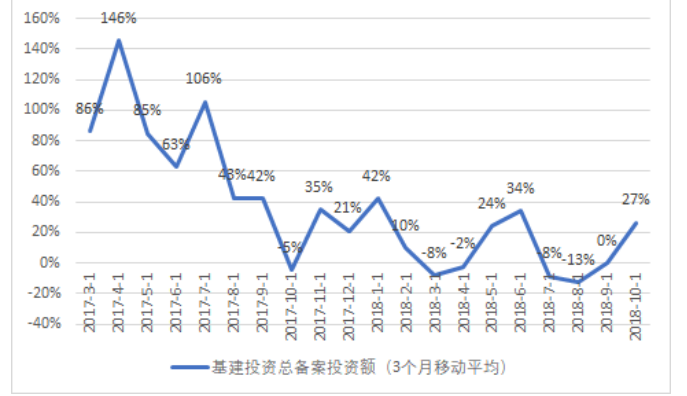
重大工程开工情况是关键。重大工程的开工进度一方面由政策推动，更重要的是地方政府的政策执行进度。重大工程开工代表基建投资开始复苏，地方会积极申报有关基建项目，2018年1-10月基建备案总投资为60015亿元，同比增长8.55%，意向总投资为21.8万亿，同比下滑-27.54%，因为单月同比增速波动较大，从三个与移动平均的趋势来看，基建意向总投资与备案投资增速均持续回升。

图 12: 基建意向总投资同比增速趋好



资料来源: Wind、招商证券

图 13: 基建投资总备案投资额增速回升至 27%

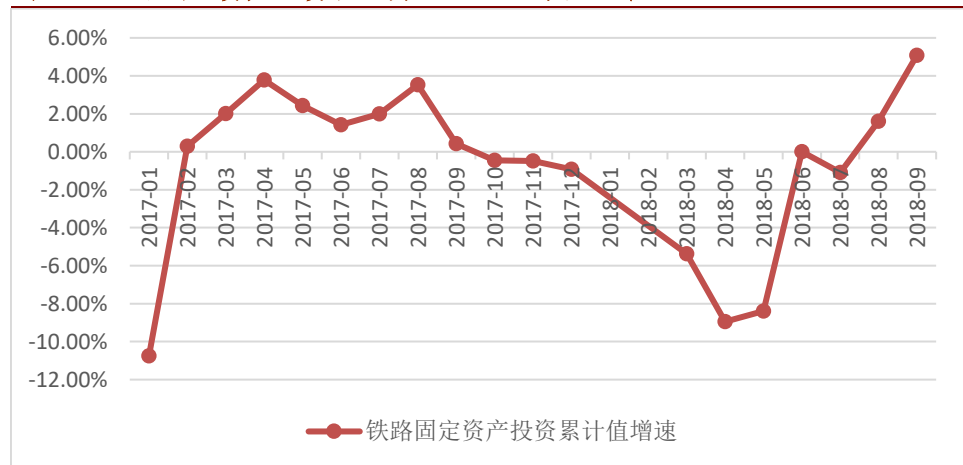


资料来源: Wind、招商证券

3、铁路投资先行发力，公路投资逐渐企稳

铁路投资在政策推动下，最先发力。从 7 月份底国常会提出补短板的政策后，以中央为主导的铁路投资在政策上和投资上都最先表现。政策方面，先是 2018 年铁路投资规划从 7320 亿元有望提升至 8000 亿元，虽然整体提升幅度并不高，但是关键在于中央对于铁路投资的态度发生了转变。投资方面，2018 年 1-9 月份铁路固定资产投资累计同比增长 5.08%，8,9 月单月同比增长分别为 15.65%与 21.96%，铁路投资持续提升。重大项目方面，10 月国常会要求加速川藏铁路建设，并且发改委开始密集审批铁路项目，先后批复重庆至黔江线、上海至湖州线，以及 7 月批复了包头至银川线，共计投资 1031.65 亿元。重点推荐国内铁路建设龙头中国铁建。

图 14: 铁路固定资产投资在 4 月份见底后持续回升

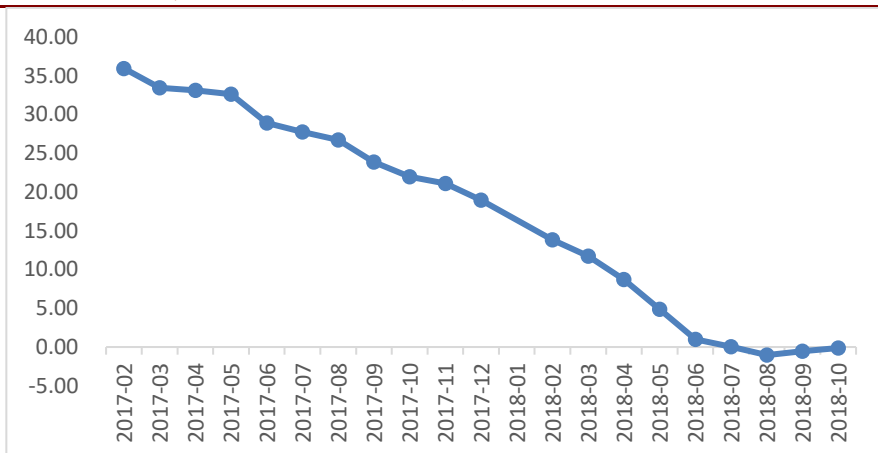


资料来源: WIND、招商证券; 注: 因为 2018 年 1、2 月份基数小增速波动大, 剔除了统计

公路投资企稳，关注补短板区域。公路整体投资增速从 2017 年的高速增长后，2018 年增速持续下滑，并在 8 月份公路投资累计同比出现负增长，单月投资增速也在 9 月与 10 月刚刚企稳回升。通过十三五规划的数据来看，我们发现国内公路里程发展在整个基建行业发展中，推进力度较快，我们认为一方面原因在于公路项目整体周期规划时间较短，投资体量较大；另一方面 2017 年大多数公路项目借助 PPP 模式快速推进，导

致 2017 年保持在 20%左右的增速。在目前地方政府投资受到存量债务影响，公路投资增速反弹空间有限，需要关注地方区域公路投资发展情况。

图 15：公路投资增速（%）在 7 月政策出台后企稳

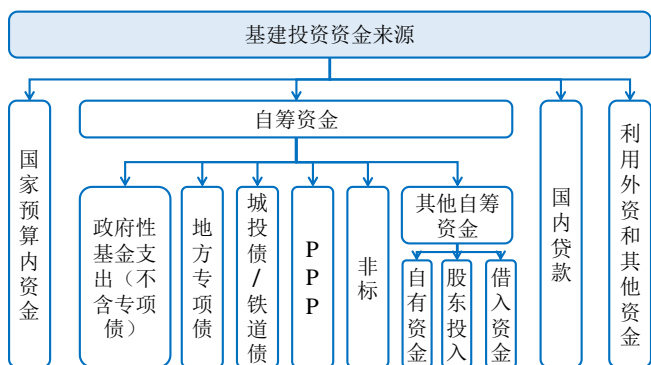


资料来源：Wind、招商证券；单位：%

三、专项债与合规 PPP 有望成为主要资金来源

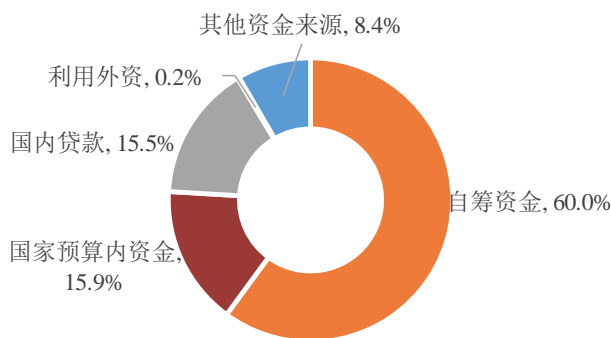
基建投资的资金来源可以分为国家预算内资金、自筹资金、国内贷款、利用外资和其他类资金。利用的外资自 2009 年以来占比不超过 1%。2016 年，在基建投资的资金来源中，自筹资金占比最高，达到 60%；国家预算内资金和国内贷款占比相当，分别为 15.9% 和 15.5%，利用外资占比仅 0.2%，其他资金来源占比达 8.4%。

图 16：基建投资资金来源划分



资料来源：Wind、招商证券

图 17：2016 年基建投资中来源于自筹资金的占比大



资料来源：Wind、招商证券

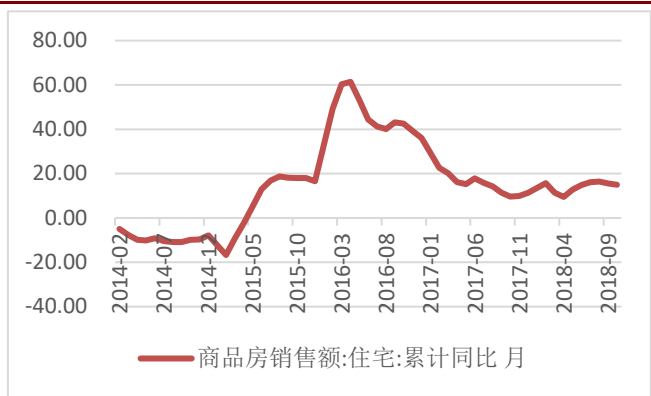
1、土地出让速度放缓影响政府性基金收入

政府性基金收入中土地出让收入占比大。2016 年，国有土地使用权出让收入占全国政府性基金收入（不含专项债）的 78%。近年来，土地出让收入与支出基本持平，故土地出让收入直接决定支出。而国有土地使用权出让收入与房地产销售密切相关，房地产销售良好、房价走高时地方政府推地意愿更强，土地出让收入更高。

三四线及以下城市土地使用权出让收入贡献大，PSL 收紧将对国有土地使用权出让收

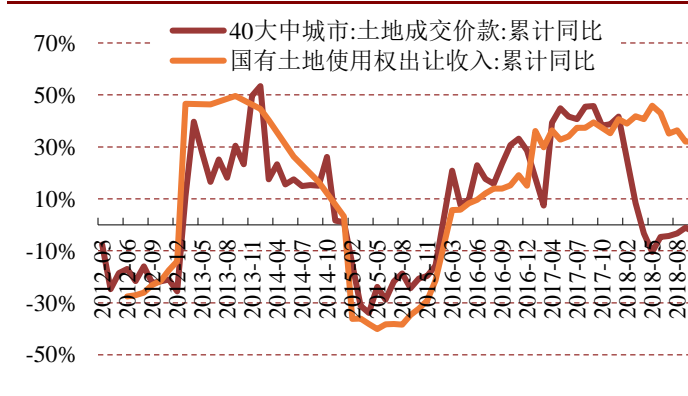
入增长造成负面影响。一般情况下，全国国有土地使用权出让收入与 40 大中城市土地成交价款增速高度同步。从 2018 年 8 月开始商品房销售数据开始缓慢向下，2018 年 1~10 月，国有土地使用权出让收入与 40 大中城市土地出让收入增速均先后出现下滑。我们认为在当前整体房地产行业政策仍趋紧的情况下，2019 年由土地收入贡献于基建投资的资金增幅难以提升。

图 18: 地产销售已出现下滑迹象



资料来源: Wind、招商证券

图 19: 三四线城市对国有土地出让收入贡献大

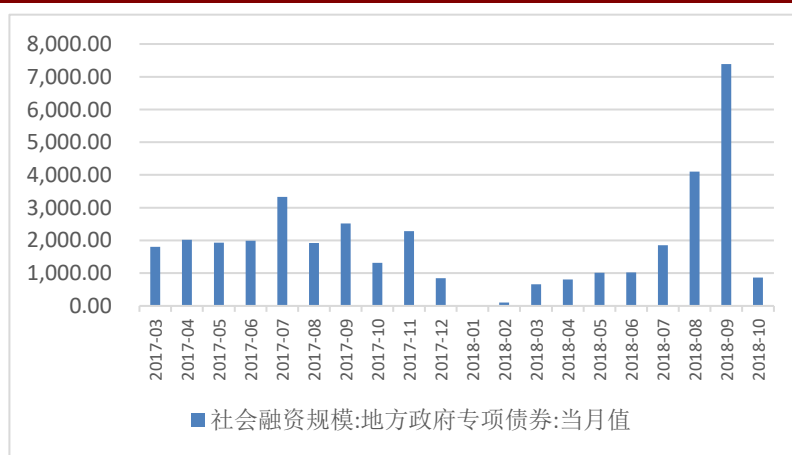


资料来源: Wind、招商证券

2、专项债成为地方政府融资新渠道

近年来，地方政府专项债务增加限额逐渐增加，2018 年新增限额达到了 13500 亿元，提升幅度达到近三年最大值。截至 11 月初，1.35 万亿地方政府专项债已完成发行，在 2018 年 7 月 23 日国务院常务会议明确指出“加强相关方面衔接，加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效”，直接推动下半年地方政府在专项债的发行进度加快，其中 9 月份单月发行 7000 亿元以上。我们认为作为未来地方政府的主要融资途径，2018 年相比 2017 年专项债额度同比增长 68%，我们认为 2019 年新增专项债额度增速仍保持在 70%，故 2019 年新增专项债额度有望达到 2.3 万亿。

图 20 2018 年新增专项债发行超 1.35 万亿



资料来源: Wind、招商证券; 单位: 亿元

表 7：2019 年地方政府专项债务预计将新增 2.7 万亿

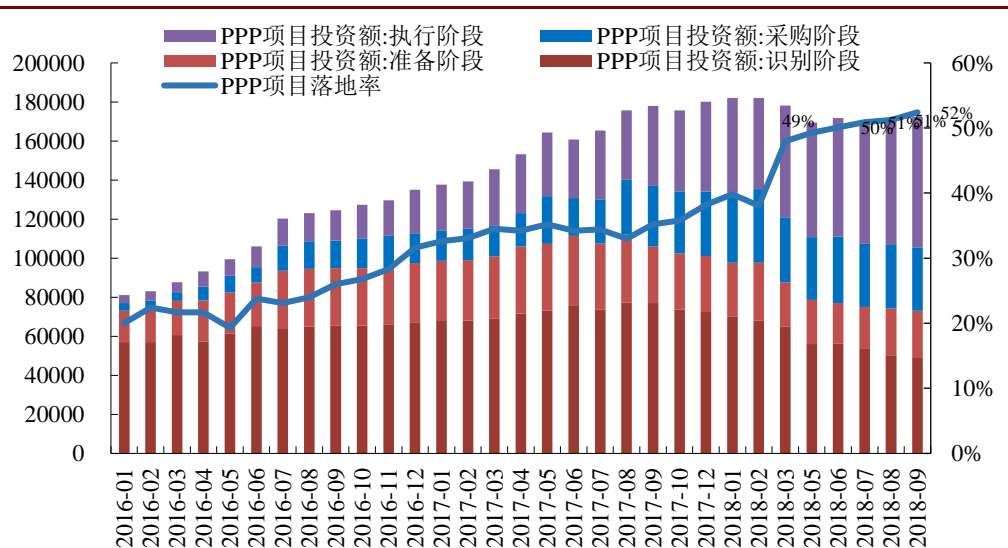
单位：亿元	地方政府专项债务 增加限额	年末地方政府专项 债务余额	地方政府专项债务限额	当年新增地方政府专项债务
2015	1000	54949	60802	1000
2016	4000	55296	64685	4037
2017	8000	61468	72685	8000
2018	13500	74968 (预估数)	86185	13556
2019E	23000 (预估数)			23000 (预估数)

资料来源：Wind，财政部，招商证券 注：当年新增地方政府专项债务数据：2015 与 2017 年数据来自当年政府性基金收入决算表，2016 年数据来自当年《关于 2016 年中央决算的报告》，2018 年、2019 年数据为预估数据。

3、合规 PPP，最重要的基建投资抓手

随着 2018 年一季度 PPP 集中清库工作的结束，PPP 模式进一步规范化，进而带动了项目落地率的不断提高。截止 2018 年 9 月，PPP 项目落地率达到 52.41%，同比提高 17.21%。PPP 项目主要集中于交通运输、市政工程等基建领域，估计基建领域投资占 PPP 总投资的比例超过 90%。

图 21：PPP 项目落地率不断提高



资料来源：Wind、招商证券；单位：亿元

PPP 项目在反复受到质疑后，2018 年全年对于 PPP 项目的政策主要围绕在合规、加强社会资本参与以及注重项目质量等方向展开，近期在补短板意见稿中再次提及运用 PPP 项目来带动基建投资项目。我们认为合规的 PPP 项目将会在 2019 年快速落地。有望成为基建投资的重要途径。

表 8：2018 年 PPP 相关主要政策

日期	发文部门	文件名称	主要内容
2018 年 1 月	证监会	证监会对《关于建立 PPP 退出机制的提案》的答复	积极支持符合条件的 PPP 企业进行股权融资；积极支持符合条件的 PPP 企业发行债券融资；通过资产证券化方式丰富 PPP 项目退出渠道
2018 年 2 月	财政部	《关于公布第四批政府和社会资本合作示范项目名单的通知》	第四批示范项目共计 396 个，投资总额 7588.44 亿元，覆盖全国 31 个省、自治区、直辖市

日期	发文部门	文件名称	主要内容
2018年2月	财政部	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》	强调地方债将用于重大区域发展以及乡村振兴、生态环保、保障性住房、公立医院、公立高校、交通、水利、市政基础设施等领域项目；建立健全“举债必问效、无效必问责”的政府债务资金绩效管理机制
2018年3月	国务院法制办、发改委、财政部	《基础设施和公共服务领域政府和社会资本合作条例》入选国家立法计划	PPP条例纳入今年立法计划，明确了PPP项目实施条件、开展模式和管理监督机制等。
2018年3月	财政部	关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知	国有金融企业应以PPP项目规范运作为融资前提条件，且按照市场化方式运作。
2018年4月	财政部	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	1、对核查存在问题的173个示范项目分类进行处置；2、引以为戒，加强项目规范管理：夯实项目前期工作、切实履行采购程序、严格审查签约主体、杜绝违法违规现象、强化项目履约监管；3、切实强化信息公开，接受社会监督，提升信息公开质量、加强运行情况监测、强化咨询服务监督；4、建立健全长效管理机制，落实示范项目管理责任、强化示范项目动态管理、开展示范项目定期评估。
2018年4月	财政部、文化和旅游部	关于在旅游领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见	通过在旅游领域推广PPP模式，推动项目实施机构对政府承担旅游公共服务事项与相邻相近相关的经营性资源进行统筹规划综合提升。
2018年9月	国务院	关于加强国有企业资产负债约束的指导意见	降低国有企业平均资产负债率，完善多渠道资本补充机制，鼓励国有企业引入民营资本
2018年9月	国务院	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	进一步吸引社会投资，加快推进短板领域基础设施建设；通过PPP模式等方式，鼓励社会力量参与基础设施建设。
2018年9月	财政部	财政部贯彻落实实施乡村振兴战略的意见	创新乡村振兴多渠道资金筹集机制，探索在农业农村领域有稳定收益的公益性项目推广PPP模式的实施路径和机制。
2018年10月	财政部	关于下达2018年度普惠金融发展专项资金预算的通知	中央财政下达2018年普惠金融发展专项资金，部分用以支持PPP项目，引导和鼓励地方融资平台公司存量公共服务项目转型。
2018年11月	财政部	关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见	鼓励通过发行公司信用类债券、转为PPP等市场化方式开展后续融资；鼓励地方依法依规采用PPP等方式，撬动社会资本投入补短板重大项目。
2018年11月	财政部	关于加强中国政企合作投资基金管理的通知	政企合作投资基金相关公司应当支持国家重大战略，向PPP项目给予倾斜，并重视PPP规范管理工作，确保项目运营安全
2018年11月	财政部	《政府会计准则第8号——负债》	明确政府负债是指政府会计主体过去的经济业务或者事项形成的，预期会导致经济资源流出政府会计主体的现时义务。未来发生的经济业务或者事项形成的义务不属于现时义务，因此PPP项目不应当确认为负债。

资料来源：发改委、国务院、证监会、招商证券

PPP模式贡献的基建投资的资金来源主要分为两部分：企业、政府的资本金投入和银行贷款。国发51号文针对不同行业规定了20%/25%/30%/35%/40%等五个档次的资本金比例，考虑到PPP项目以基建项目为主，资本金比例多集中在20%/25%/30%三个档位，因此资本金比例整体估算为25%。在这25%的资本金中，一般情况下企业出资比例一般

为 90%，政府出资比例为 10%。其他 75% 的项目资金一般通过银行贷款进行融资。

根据 Wind 数据，截止 2018 年 9 月底，PPP 项目执行阶段金额 66874.54 亿元，随着 PPP 清库结束，项目落地率仍持续提升，2018 年 1-10 月已新增落地 2.08 万亿，2017 年新增落地 2.37 万亿等因素，假设 PPP 项目从落地开始建设，平均建设期为 2.5 年(30 个月)，项目投资在建设期内平均分布，90% 的 PPP 为基建相关项目。估算出 2017 与 2018 年 PPP 投资额分别为 12858 与 22179 亿元；2019 年全年由 PPP 项目带动的基建投资约 24475 亿元。

表 9：PPP 项目 2017 年-2019 年基建投资估算（亿元）

2017 年	各月投资完成额	2018 年	各月投资完成额	2019 年	预计各月投资完成额
1 月	702	1 月	1573	1 月	1911
2 月	729	2 月	1693	2 月	1970
3 月	861	3 月	1814	3 月	2006
4 月	906	4 月	1835	4 月	2029
5 月	980.2	5 月	1857	5 月	2068
6 月	980.2	6 月	1916	6 月	2019
7 月	1137.9	7 月	1838	7 月	2058
8 月	1147.3	8 月	1886	8 月	2102
9 月	1310.2	9 月	1952	9 月	2042
10 月	1322.2	10 月	1920	10 月	2068
11 月	1322.2	11 月	1953	11 月	2066
12 月	1460.2	12 月	1941	12 月	2137
汇总	12858	汇总	22179	汇总	24475

资料来源：wind、招商证券

四、行业估值历史低位，关注预期低的装饰行业

建筑行业子板块经过 2018 年的大幅度下跌，子行业估值接近 10 年来低点，其中装饰行业静态 PE 为 16.6 倍，PB 为 1.91 倍，均接近历史最低点，我们认为装饰行业受地产后周期逻辑影响，估值受到明显抑制，基本面稳健增长会持续消化估值，配置价值凸显，关注预期的边际变化。建议关注家装龙头东易日盛、金螳螂。

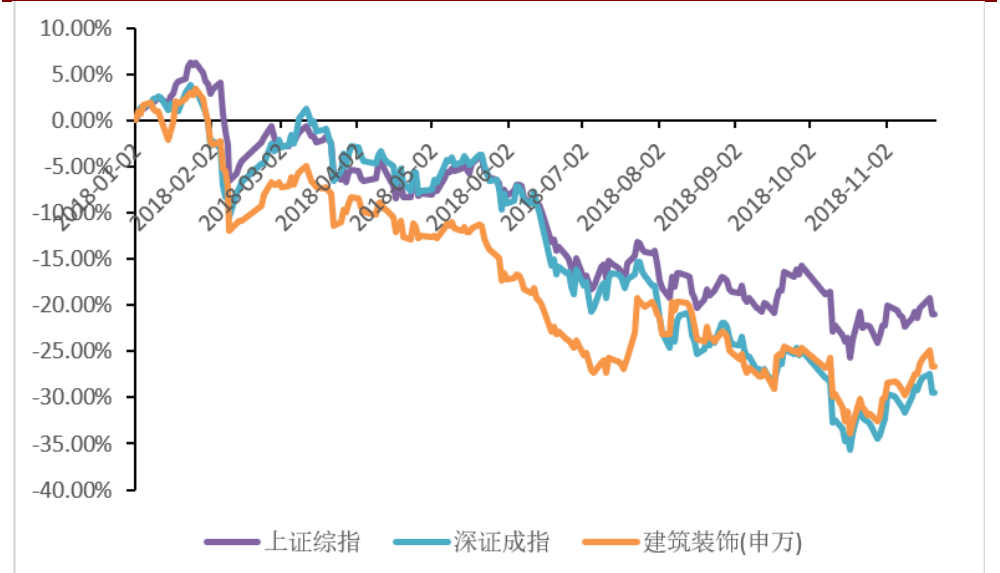
1、行业表现居中，子板块出现分化

年初至今（11 月 21 日），国内 A 股市场从年初开始持续下探，上证综指和深证成指经过全年的下跌后，低位持续震荡，上证综指下跌 20.98%，深证成指下跌 29.51%。建筑板块表现稍微弱于上证综指，但强于深证成指，年初至今，建筑板块仅下跌 26.65%，在各行业板块中处于相对居中的位置，位于整个行业涨跌幅第 14 位。不过 7 月底后，建筑行业明凸出防御性，相对收益显著，这主要原因：1) 在 7 月底的国常会上，推动积极的财政政策和稳健的货币政策，基建投资将成为进一步扩内需的重要一环，稳增长预期持续确认；2) 经过上半年的去杠杆防风险政策指导下，资金面出现边际改善，1.35 万亿专项债在 9 月份基本完成发行；3) 8 月提出本轮基建投资主要以补短板为主后，基建补短板相关政策逐步落地，10 月底出台《关于保持基础设施补短板力度的指导意见》，基建行情热持续。

从建筑子板块来看，年初至今，跌幅最小的是铁路建设板块，下跌 7%，其次是房屋建设板块，下跌 15.9%，化学工程与路桥施工跌幅基本与上证指数持平，分别下跌 19.1%

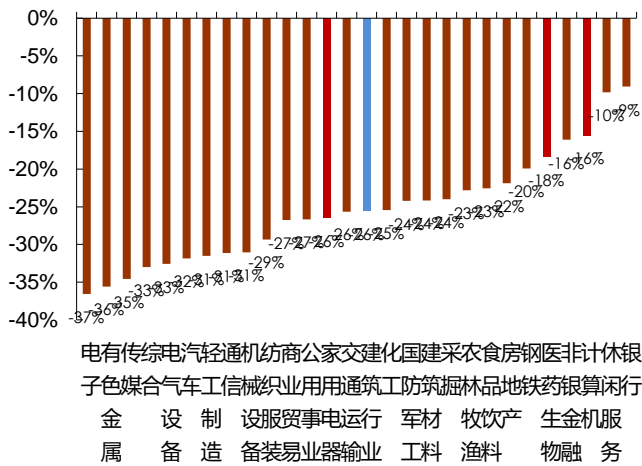
与 20.0%；跌幅最大的是园林板块，下跌 45.8%，主要原因是以 PPP 项目为主要业务的园林板块另一方面在去杠杆防风险的情况下，地方存量债务问题导致项目本金无法到尾，项目进展较慢；另一方面国内整体信用紧缩导致项目资金难以落地。

图 22：年初至今（11 月 21 日），上证综指和深证成指以及建筑指数变动情况



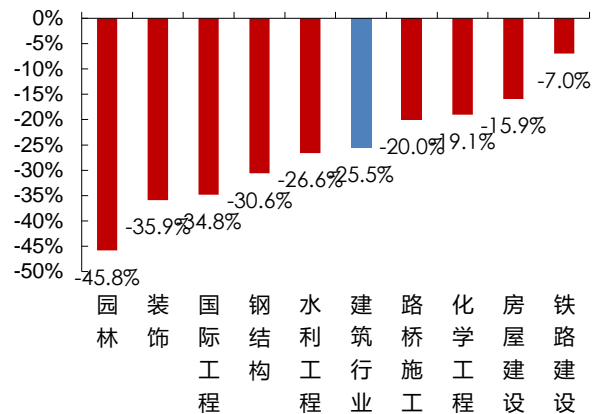
资料来源：Wind、招商证券

图 23：年初至今（11 月 21 日）建筑行业涨幅居中偏后



资料来源：Wind、招商证券

图 24：年初至今（11 月 21 日）建筑子板块涨跌情况



资料来源：Wind、招商证券

个股方面，年初至今（11 月 21 日），涨跌不一，分化严重，剔除次新股后，只有 3 家公司为正收益，其中中国铁建(基建反弹龙头)上涨 2.08%；共有 12 只股票涨幅在 0~-25% 之间，其中多为基建央企和国企，且跌幅较小的排名靠前的也多为基建反弹收益标的，分别为设计总院 (-1.37%)、中国交建(-2%)、美尚生态(-4.14%)、中国中铁(-9.51%)、海油工程(-9.62%)、中设集团(-10.55%)、苏教科(-11.69%)、中国建筑(-12.07%)、中铁工业(-12.78%)、四川路桥(-12.86%)、中国化学(-13.2%)；

表 10: 年初至今 (11 月 21 日) 个股涨跌表现分类

涨跌类型	个股表现
>0%	中国铁建(2.08%)、柯利达(0.85%)、东方新星(0.5%)
0~-25%	设计总院(-1.37%)、中国交建(-2%)、美尚生态(-4.14%)、中国中铁(-9.51%)、海油工程(-9.62%)、中设集团(-10.55%)、苏文科(-11.69%)、中国建筑(-12.07%)、中铁工业(-12.78%)、四川路桥(-12.86%)、中国化学(-13.2%)、城地股份(-13.48%)、宝鹰股份(-13.57%)、上海建工(-13.94%)、江河集团(-14.46%)、浦东建设(-14.57%)、葛洲坝(-14.67%)、北新路桥(-15.23%)、岭南股份(-16.04%)、鸿路钢构(-16.87%)、建科院(-18.3%)、龙元建设(-19%)、延长化建(-19.27%)、光正集团(-19.37%)、龙建股份(-19.51%)、镇海股份(-20.05%)、航天工程(-20.29%)、美丽生态(-20.3%)、维业股份(-20.76%)、宏润建设(-21.18%)、山东路桥(-21.22%)、华建集团(-21.34%)、名雕股份(-21.49%)、粤水电(-21.79%)、空港股份(-22.89%)、宁波建工(-23.03%)、亚泰国际(-23.49%)、北方国际(-23.62%)、华电重工(-23.66%)、全筑股份(-24.11%)、隧道股份(-24.51%)、东易日盛(-24.52%)、方大集团(-24.62%)、合诚股份(-24.81%)
-25%~-50%	海波重科(-25.64%)、中钢国际(-25.67%)、亚厦股份(-26%)、东南网架(-26.69%)、名家汇(-26.78%)、中公高科(-27.16%)、浙江文科(-27.58%)、西藏天路(-27.61%)、花王股份(-28.21%)、杰恩设计(-28.33%)、科达股份(-28.38%)、中装建设(-28.53%)、东方铁塔(-28.68%)、中国核建(-28.86%)、中设股份(-29.09%)、百利科技(-29.5%)、建艺集团(-29.58%)、建研院(-29.82%)、洪涛股份(-30.64%)、精工钢构(-30.64%)、华铁科技(-30.75%)、安徽水利(-30.8%)、中国海诚(-30.89%)、重庆建工(-31.23%)、乾景园林(-31.42%)、瑞和股份(-31.44%)、东珠生态(-31.5%)、岳阳林纸(-31.71%)、森特股份(-31.93%)、卓郎智能(-32.43%)、中国电建(-32.54%)、中国中冶(-32.88%)、铁汉生态(-33.35%)、凯文教育(-33.52%)、亚翔集成(-33.92%)、奇信股份(-34.05%)、中工国际(-34.06%)、中化岩土(-34.06%)、成都路桥(-34.5%)、弘高创意(-34.77%)、三维工程(-35.44%)、广田集团(-35.6%)、达实智能(-35.77%)、正平股份(-36.81%)、达安股份(-36.82%)、元成股份(-37.69%)、丽鹏股份(-37.96%)、中衡设计(-38.06%)、杭州园林(-38.26%)、中材国际(-39.23%)、启迪设计(-39.44%)、东华科技(-39.57%)、华凯创意(-40.1%)、富煌钢构(-40.11%)、美芝股份(-40.39%)、金螳螂(-41.84%)、诚邦股份(-42.1%)、围海股份(-43.09%)、中矿资源(-44.02%)、腾达建设(-44.25%)、云投生态(-45.61%)、农尚环境(-46.51%)、普邦股份(-46.7%)、杭萧钢构(-47.16%)、文科园林(-47.68%)、棕榈股份(-48.7%)、美晨生态(-49.98%)
<-50%	山鼎设计(-50.79%)、大千生态(-51.12%)、神州长城(-52.84%)、东方园林(-53.06%)、天域生态(-53.15%)、绿茵生态(-53.69%)、勘设股份(-56.13%)、蒙草生态(-63.56%)、*ST 罗顿(-64.34%)、延华智能(-65.23%)、*ST 毅达(-67.71%)、*ST 百特(-80.79%)

资料来源: wind、招商证券

2、行业静态估值已处于底部

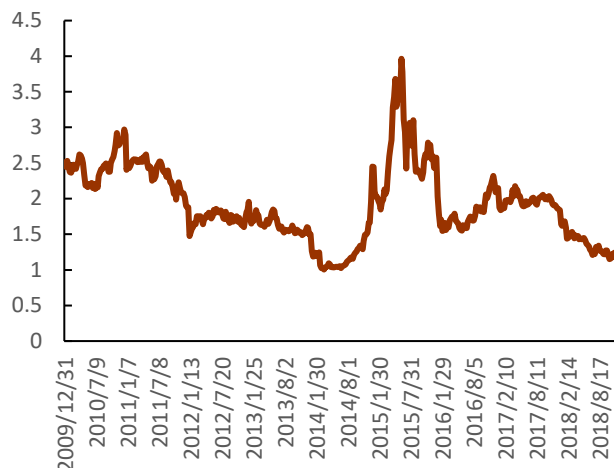
建筑行业估值处于历史较低水平, 截止 2018 年 11 月 21 日, 建筑装饰行业整体法 PE (TTM) 10.36 倍, 整体法 PB (TTM) 1.23 倍, 纵向来看, 估值属于近三年的较低水平。建筑装饰行业整体法 PE(TTM) 大约处于近 10 年低值的 17.98%, 整体法 PB(TTM) 大约处于近 10 年低值的 9.87%。

图 25: 建筑行业 PE 估值已接近底部



资料来源: Wind、招商证券

图 26: 建筑行业 PB 估值下滑



资料来源: Wind、招商证券

分子行业来看, 基建与房屋建设作为建筑行业市值占比最大的两个子行业, 估值整体下滑明显; 园林行业在 2016 年业绩大幅度下滑后, PE 估值快速的上升, 而 2017 年行业受 PPP 模式发展的影响, 成长性得到确认, PE 估值快速下滑, PB 在历史低位, ROE 提升明显; 装饰板块近两年估值下滑显著; 专业工程板块整体估值水平下滑至合理水平。

图 27: 基建板块 PE (整体法) 估值下滑幅度较大



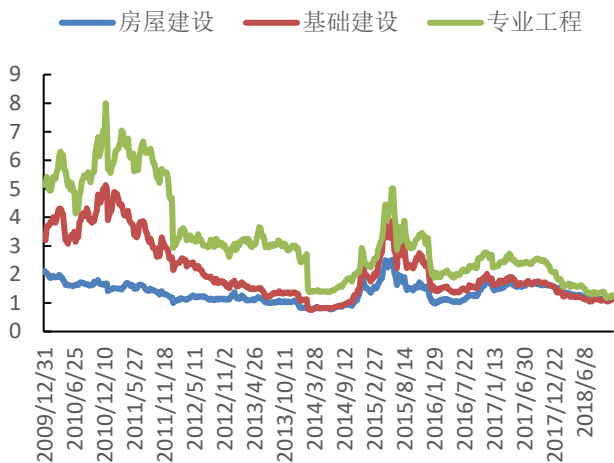
资料来源: Wind、招商证券

图 28: 园林板块 PE (整体法) 在 2018 年下滑明显



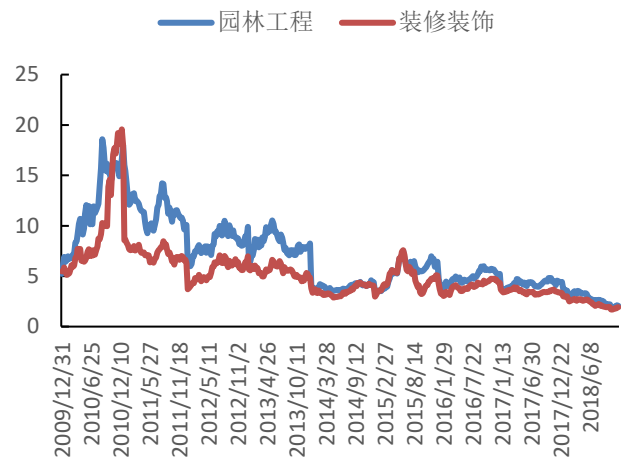
资料来源: Wind、招商证券 注: 因园林工程在 2010-2011 年间峰值较大, 因此在图中未表达

图 29: 基建、房屋建设、专业工程 PB 下滑至历史低位



资料来源: Wind、招商证券

图 30: 园林与装饰 PB (整体法) 下滑至历史低位



资料来源: Wind、招商证券

从历史估值水平来看, 建筑工程行业静态 PE10.36 倍, 距离最低值 7.67 倍还有 25% 的空间, PB1.23 倍, 最小值为 1.00 倍。子行业中装饰装修估值最接近底部目前 PE16.64 倍, 最小值为 15.22 倍, PB1.91 倍, 最小值 1.69 倍。此外房建与基础建设在估值上距离历史最低点仍有一些空间。

表 11: 2010-2018 年建筑行业 PE (TTM, 整体法)

	2018/11/21	最大值	最小值	平均值	中位数
建筑工程	10.36	35.88	7.67	15.79	15.42
房屋建设	7.84	36.74	4.51	10.18	8.76
基础建设	9.79	34.20	6.17	16.52	15.93
专业工程	14.08	60.57	13.27	30.31	29.31
园林工程	16.36	148.85	13.55	48.83	40.25
装饰装修	16.64	76.65	15.22	33.27	32.14

资料来源: Wind、招商证券

表 12: 2010-2018 年建筑行业 PB (LYR, 整体法)

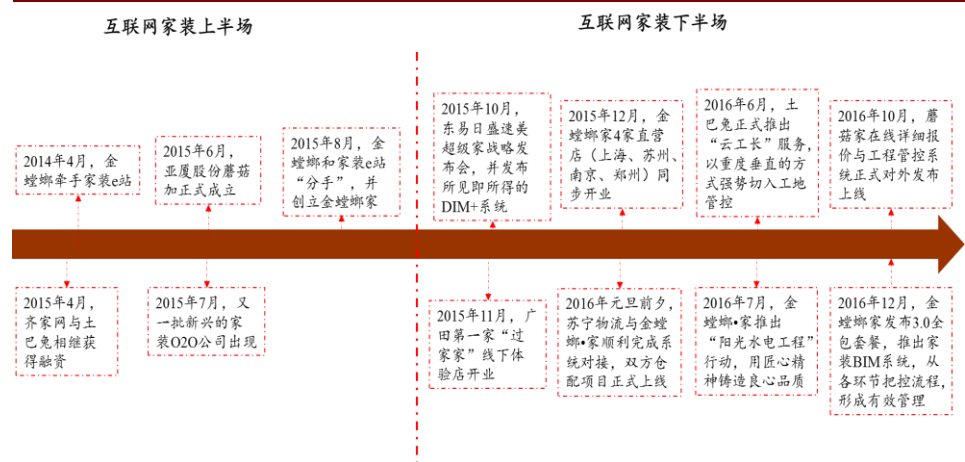
	2018/11/21	最大值	最小值	平均值	中位数
建筑工程	1.23	3.96	1.00	1.92	1.84
房屋建设	1.17	2.51	0.77	1.36	1.30
基础建设	1.13	5.13	0.75	2.13	1.73
专业工程	1.27	8.00	1.18	3.24	2.93
园林工程	2.06	18.59	1.87	6.88	5.87
装饰装修	1.91	9.31	1.69	5.18	4.60

资料来源: Wind、招商证券

3、“新家装”愈加成熟，放量可期

互联网家装发展经过几个阶段，我们把家装分为两个大阶段，第一个大阶段是15年8月份之前，注重互联网+，所见所得，线上营销宣传，流量导入，互联网思维较重，对于线下客户体验关注较少，而后来发现施工端出了问题，线下做好才是王道；第二个阶段是15年8月份至今，进入第二个阶段的标志性事件是金螳螂和家装e站分手，从那个时候开始，大家注重线下施工质量，注重口碑，金螳螂重新成立金螳螂家，东易日盛速美超级家也重新定位等等，节奏趋于稳健，线下开店，做施工质量，做口碑，我们将目前的家装称为“新家装”。

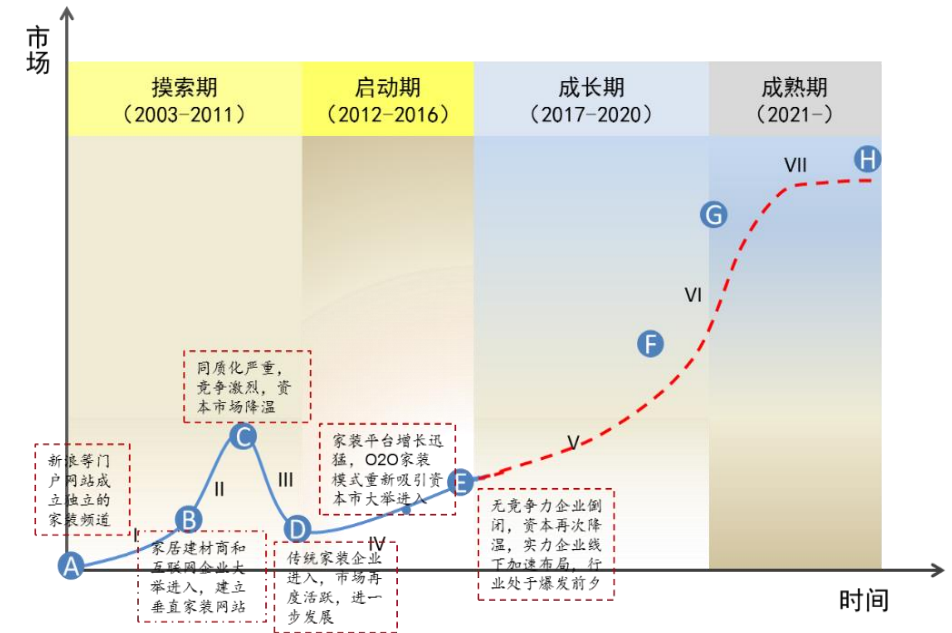
图 31：互联网家装发展的变化



资料来源：公开信息、招商证券

行业发展进入下半场，各方面更加规范，经过两年多的准备及布局之后，我们认为行业处于快速增长前夕。目前平台型家装企业和垂直型家装企业的界限已经被打破，两种模式都在进入互相融合的尝试。家装行业产业链从横向及纵向被更深入地挖掘和改造，出现不同程度的融合升级的变化。一方面，垂直型企业加大线上投入，注重流量的导入和业务宣传；另一方面，平台型企业流量快速增长，成交额也迅速攀升，知名度渐起之后，开始着手打磨线下团队，提升线下施工管理能力。

图 32：“新”家装行业处于快速增长前夕



资料来源：易观智库、招商证券

多家公司“新家装”业务进展顺利，放量可期。金螳螂、东易快速布局，广田、亚厦稳扎稳打，都取得了一定的进展。目前，金螳螂家在全国已开设 172 家线下直营店，遍布江浙沪、一线城市、省会城市等；东易日盛目前已经开设 160 多家线下 A6 直营店，速美业务有 48 家直营店与 25 家服务商。

面对行业的发展，成功的互联网家装企业需要具备出众的管理能力，并完善供应链体系和用户服务体系，加强和资本的合作，做强做大业务规模。就未来 5-10 年而言，我国住宅、装饰产业化比例仍较低，现场施工的痛点仍较多，业主对于施工质量仍十分关注，垂直型家装企业的直营模式将是发展趋势；长期而言，随着装配化、产业化率的不断提升，对比美国发展趋势，平台型企业或也将具有一席之地。

五、投资建议

基建投资回升预期加码，首先关注的是以中央为主的铁路建设相关标的，其次从补短板的角度出发，关注地方基建龙头四川路桥，从基建全产业链来看，关注前端设计板块优质公司苏文科，最后推荐受益融资改善的高增长标的岭南股份。

1、中国铁建：在手订单充足，净利润保持稳增长，估值低

- 18 前三季度公司新签合同 8916.565 亿元，同比增长 5.33%，为年度计划的 59.05%。其中，国内业务新签合同 8151.699 亿元，同比增长 2.84%；海外业务新签合同 764.866 亿元，同比增长 42.05%。截至第三季度末，公司未完成合同 26817.25 亿元，同比增长 23.25%，在手订单充沛保障公司业绩；
- 18 年前三季度公司净利润增速 20.11%，增速大幅领先营收增速，主要原因是高毛利率的非工程承包业务营收占比提升。房地产板块方面，18 年前三季度签约销售面积 393.80 万平方米，同比增加 11.70%；签约销售面积 579.297 亿元，同比增加 17.58%；

- 公司已发展成为国内最具规模和实力的基建央企，以工程承包业务为核心，多元布局物流、房地产等领域增厚公司业绩。随着基建回暖预期确认，公司作为龙头将率先受益；
- 风险提示：基建投资力度不及预期，回款不及预期。

我们预计 18、19 年 EPS 分别为 1.42 和 1.62 元/股，对应 PE 分别为 7.72 和 6.77 倍，维持强烈推荐。

表 13：中国铁建盈利预测简表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	680981	739097	821178	899661
同比增长	8%	9%	11%	10%
营业利润(百万元)	20910	25252	28806	32851
同比增长	15%	21%	14%	14%
净利润(百万元)	16057	19317	21990	25036
同比增长	15%	20%	14%	14%
每股收益(元)	1.18	1.42	1.62	1.84
P/E(倍)	8.6	7.2	6.3	5.5
P/B(倍)	0.9	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind、招商证券；注：报告期为 2018/11/23

2、苏交科：业绩稳健增长，持续整合海外资源

- 以 1.75 亿美元的价格出售 Test America，同时公司通过债转股的方式增资 Eptisa，公司开始海外资产的整合，以略微收益的价格将 TA 出售，更加优化公司资产负债情况，同时通过债转股的方式增资 EP，优化 EP 的资产负债结构，增强其业务承接能力和资本实力；
- 公司工程咨询及工程承包业务稳健增长，高在手订单保障公司业绩；同时，公司多元布局产业链，通过投资并购，加大省外和国外市场的开拓力度，国内外协同效应可期；
- 风险提示：基建投资力度不及预期，回款不及预期。

我们预计 18、19 年公司 EPS 分别为 0.71 和 0.90 元/股，对应 PE 分别为 14.73 和 11.62 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

表 14：苏交科盈利预测简表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	6519	8303	10024	12038
同比增长	55%	27%	21%	20%
营业利润(百万元)	621	773	980	1217
同比增长	49%	25%	27%	24%
净利润(百万元)	464	577	731	906
同比增长	22%	24%	27%	24%
每股收益(元)	0.80	0.71	0.90	1.12
P/E(倍)	10.7	12.0	9.5	7.6
P/B(倍)	1.3	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind、招商证券；注：报告期为 2018/11/23

3、四川路桥：业绩持续高增，充分受益基建补短板

- 2018 年前三季度总工程施工订单金额仍达到 484.06 亿元，在 2017 年订单爆发式增长的基础上仍实现 17% 的增长。工程施工在手订单充足，后续有望实现持续快速增长；
- 公司是西南地区路桥施工龙头，背靠铁投集团，将充分受益于四川省内贫困地区基建补短板的持续推进；
- 公司开始布局锂电池业务，海外矿产业务有序推进，业务多元化进展顺利；
- 风险提示：基建投资力度不及预期，回款不及预期。

我们预计 18、19 年公司 EPS 分别为 0.38 和 0.47 元/股，对应 PE 分别为 9.11 和 7.36 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

表 15：四川路桥盈利预测简表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	32763	40134	46556	53539
同比增长	9%	23%	16%	15%
营业利润(百万元)	1344	1731	2127	2508
同比增长	-4%	29%	23%	18%
净利润(百万元)	1064	1372	1684	1983
同比增长	2%	29%	23%	18%
每股收益(元)	0.29	0.38	0.47	0.55
P/E(倍)	11.7	9.1	7.4	6.3
P/B(倍)	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind、招商证券；注：报告期为 2018/11/23

4、岭南股份：营收净利润高速增长，生态文旅双轮驱动可期

- 新签订单充足，2018 年前三季度公司新签订单金额约 170 亿元，同比增速超过 90%，为公司未来业绩增长奠定了坚实的基础；
- 公司资金状况良好，18 年前三季度现金流量净额相比去年同期上升 5.2 亿元至-1.5 亿元，应收账款及应收票据占营收的比重同比下滑 3.1pp 至 47.3%；
- 定位于“城乡服务运营商”，实行“生态环境+文化旅游”双引擎发展战略，紧抓乡村振兴战略机遇期，大力推行文化旅游“二次创业”战略布局的实施，推动公司营收业绩实现高速增长；
- 风险提示：PPP 项目进展不及预期，融资改善不及预期。

我们预计 18、19 年 EPS 分别为 0.97 和 1.45 元/股，对应 PE 分别为 9.97 和 6.67 倍，维持强烈推荐。

表 16：岭南股份盈利预测简表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	4779	9557	13858	18016
同比增长	86%	100%	45%	30%
营业利润(百万元)	607	1170	1750	2335
同比增长	105%	93%	50%	33%
净利润(百万元)	509	978	1462	1950

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
同比增长	95%	92%	49%	33%
每股收益(元)	1.17	0.97	1.45	1.93
P/E(倍)	7.6	9.2	6.1	4.6
P/B(倍)	1.1	2.0	1.5	1.2

资料来源：Wind、招商证券；注：报告期为 2018/11/23

六、风险提示

政策落实不及预期：基建投资受国家政策影响较大。当前，国家出台了一系列维持固定资产投资稳定的政策，但政策落实仍有待观察。

资金落实不及预期：基建投资受资金影响较大，当前国内正处于金融去杠杆的进程中，资管新规实施细则实现了对银行理财资金管控的边际放松，但对资金面的影响仍有待观察。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王彬鹏：上海财经大学数量经济学硕士，2015年7月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

于泽群：华东师范大学金融学硕士，2018年5月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。