

基建仍将扮演重要角色

——建筑工程行业 2019 年度策略

◇ 回顾 2018：行业整体下行承压，业绩增速有所放缓

自 18 年初由国务院政府报告奠定“降杠杆、控风险”主基调以来，全社会信用收缩与社融增速下滑明显，对高垫资、高杠杆、回款难的建筑行业形成较强制约。**行业层面：**订单下滑明显，其中基建尤为疲软，房建小幅回暖，国际订单降幅大于国内；**业绩方面：**前三季度行业营收及净利润增速均逊于去年同期，账款周转拉长，原材料及人力等成本上涨较快致现金情况有所恶化；**市场方面：**18Q3 基金继续低配，以铁路建设为代表的基建板块有所加仓，其它板块全部减仓，其中园林板块减仓幅度最大。

◇ 展望 2019：再度肩负“稳增长”重任，凸显行业投资优势

受益于政策大幅改善与融资困境有所消弭，基建投资增速于 18 年 10 月触底反弹，结束 14 个月下滑趋势，“补短板”及“稳增长”角色再获重提。展望 19 年，在中美贸易摩擦不断加剧、国内制造业及消费升级仍需等待、房地产调控等一系列不确定因素较强的宏观背景下，基建仍为稳定我国经济增长、发展区域经济、提升人民生活水平的最重要角色之一。

9 月以来，侧重于中西部/环保/民生/交通/水利等“短板”需求的基建投资已出现明显边际改善。随着财政/货币政策进一步改善融资端，同时受 18 年上半年基数较低、春节后新项目加速集中开工等影响，**预计 19Q1~Q2 基建增速有望持续加快，全年增速区间约为 6%~9%。**

◇ 投资建议：PPP 贡献较强弹性，海外基建订单值得期待

基建仰赖外部投资，预计基建资金中财政支出、城投债、非标等仍将下滑，专项债有所增长但受额度限制，PPP 有望贡献新的增量资金，并已获得国务院 101 号文等系列重要政策支持，19 年有望实现加速发展。同时，明年将召开第二届“一带一路”峰会，海外订单有望在今年低基数上实现超预期增长。

我们推荐**中国中冶、中国电建**等央企，**浙江文科、上海建工、四川路桥**等优质地方国企，以及受益于民企融资改善的民营 PPP 领军者**龙元建设**和装配式技术落地加速的**精工钢构**。

◇ **风险分析：**基建增速不达预期；PPP 落地率及收益率不达预期；相关货币与财政政策不达预期；成本端上涨过快侵蚀利润。

建筑装饰

维持

增持

纪振鹏

jizhenpeng@csc.com.cn

021-68821630

执业证书编号：S1440518100006

研究助理 杨欣达

yangxinda@csc.com.cn

18321706993

发布日期：2018 年 12 月 10 日

市场表现



相关研究报告

目录

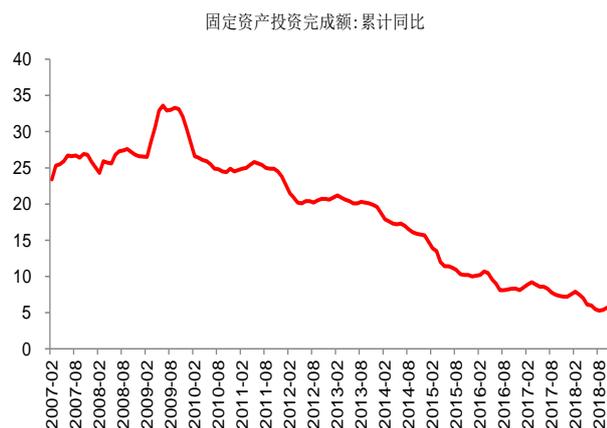
一、2019 年展望：基建托底“稳增长”，凸显行业投资优势.....	1
1.1、10 月基建投资增速回升，明年有望持续改善.....	1
1.2、政策层面：补短板+PPP 支持力度加强.....	3
1.3、一带一路峰会召开在即，海外基建值得期待.....	5
二、资金来源：专项债和 PPP 为潜在增量，政府性基金为重要变量.....	8
2.1、国家预算内资金：增速明年或将降低.....	8
2.2、政府性基金：受土地出让金下滑影响较为明显.....	10
2.3、地方政府专项债：贡献加大，但受总额度限制较严.....	13
2.4、城投债：净融资额贡献或将有限.....	15
2.5、PPP：政策扶持加速发展，有望贡献较强弹性.....	15
2.6、非标：严监管趋势未改、难以贡献正增量.....	17
三、2018 年行业回顾：新签订单下滑，板块持续分化.....	18
3.1 基建订单疲软，房建订单回暖.....	18
3.2 境外订单下行压力大于境内.....	19
3.3 园林子板块订单大幅负增长.....	20
四、2018 年业绩回顾：业绩下行压力较大.....	21
4.1 行业增长情况：营收业绩增速放缓.....	21
4.2 行业盈利能力：毛利率、净利率提升.....	23
4.3 负债及运营情况：负债率下降，两金周转率上升.....	24
4.4 经营性现金流流出幅度扩大.....	25
4.5 细分子板块：化学工程与园林工程两极分化.....	26
五、2018 年市场回顾：基金低配，加仓基建，减仓园林.....	27
六、投资建议：PPP 贡献较强弹性，海外基建订单值得期待.....	31
6.1、建筑央企推荐：中国中冶、中国电建.....	31
6.2、优质地方国企推荐：浙江交科、上海建工、四川路桥.....	31
6.7、民营龙头推荐：龙元建设、精工钢构.....	32
七、风险分析.....	34

一、2019 年展望：基建托底“稳增长”，凸显行业投资优势

1.1、10 月基建投资增速回升，明年有望持续改善

自今年年初以来，固定资产投资增速从 7.9% 持续下滑至 8 月份的 5.3%。制造业、基建及房地产开发投资是固定资产投资最主要的三大领域，17 年末占比分别为 31%、27% 和 17%，合计约 75%。年初以来制造业投资持续上升，房地产开发投资基本稳定，而基建投资大幅下滑，拖累固定资产投资整体增速。

自 2018 年 3 月由国务院政府工作报告奠定“降杠杆、控风险”主基调以来，全社会信用收缩与社融增速下滑明显，对高垫资、高杠杆、回款难的建筑装饰企业业务拓展形成较大制约。同时，过往两年发展迅速、为我国各地大型基建项目推进带来积极变化的 PPP 模式亦遭遇政策严监管，叠加下半年正在进行中的各地政府债务大排查，致建筑行业今年以来普遍出现融资面偏紧、流动性紧张以及偿债压力加剧等情况，政策面利空因素较强，对行业形成强力压制。

图表1： 固定资产投资增速（%）


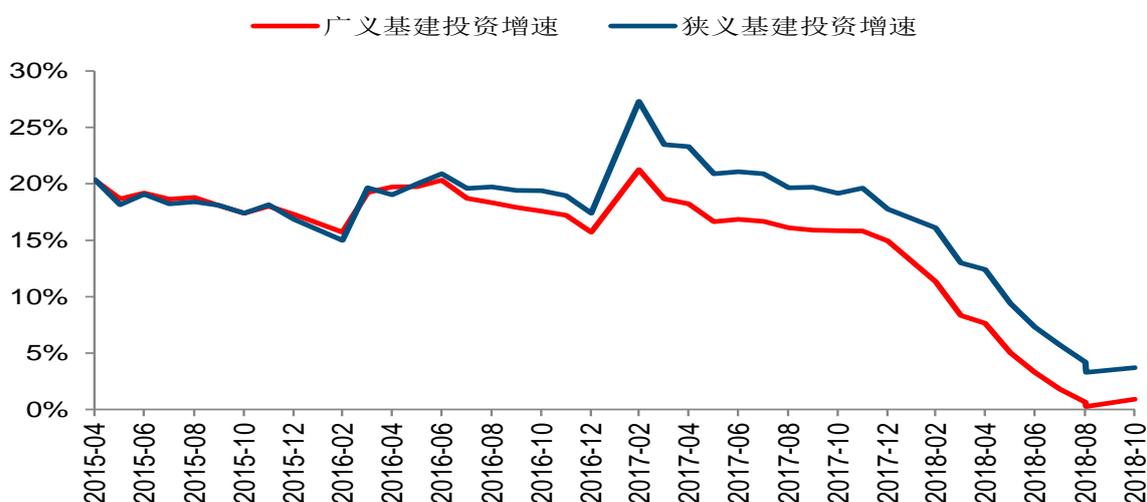
资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表2： 固定资产主要细分领域投资增速（%）


资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

自 7 月 23 日国常会要求“财政政策要更积极”以及加快地方专项债发行等一系列措施，显示行业政策正在迎来积极转向。9 月份基建投资增速已经出现边际改善的迹象，10 月份全国固定资产投资指标，同比增长 5.7%，增速较 1-9 月份回升 0.3 个百分点，主要受基建和制造业投资增速上升拉动。其中，基础设施投资狭义口径下同比增长 3.7%，较 1-9 月份回升 0.4 个百分点。广义口径下基础设施投资增速 0.9%，较 1-9 月份回升 0.7 个百分点，终结连续 14 个月下降趋势。

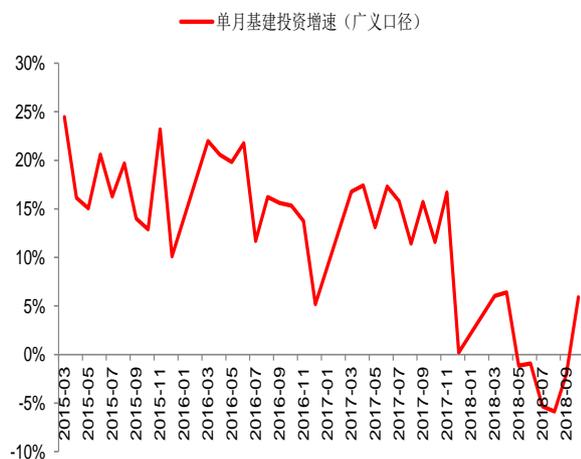
图表3： 广义及狭义基建投资增速



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

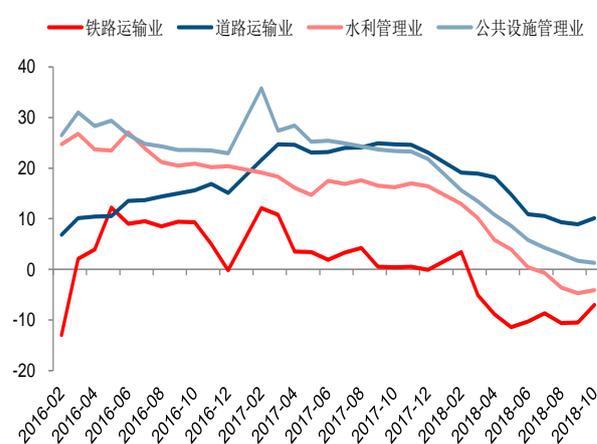
10月份单月广义基建投资增速5.9%，相比于9月单月增速提升7.9个百分点，10月单月基建投资明显改善。基础设施中，铁路运输、水利管理业、道路运输业增速改善，分别提升了2.5/1.2/0.6个百分点，仅公共设施管理业投资增速回落了0.4个百分点。展望今年四季度及明年，基建投资增速有望持续修复。

图表4： 单月基建投资增速（广义口径）



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表5： 基建细分领域累计投资增速（%）



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

再次明确“基建补短板”正在逐步落地：一是进入18Q4，侧重于农村、环保、社会、民生、交通、水利等方面的基建需求正在逐步回温，受往年基数较低、新开工节后集中落地等影响，19Q1基建增速将持续加速复苏；二是再度明确只要是合规的重大在建项目，不能轻易停工；三是从国务院层面首次突出PPP对于基建的主引擎作用，PPP新增投资及落地率均出现明显边际改善；四是11月以来民企再获“一二五”贷款新政等政策支持，同时国务院推进地方政府和国有企业拖欠民营企业账款问题妥善解决；五是1800亿国家PPP基金与民企合作比例正在上升，银行等金融机构降准后储备资金充裕，在政策利好不断引导下，对基建投资的资金来源问题亦可获得良好改善。

1.2、政策层面：补短板+PPP 支持力度加强

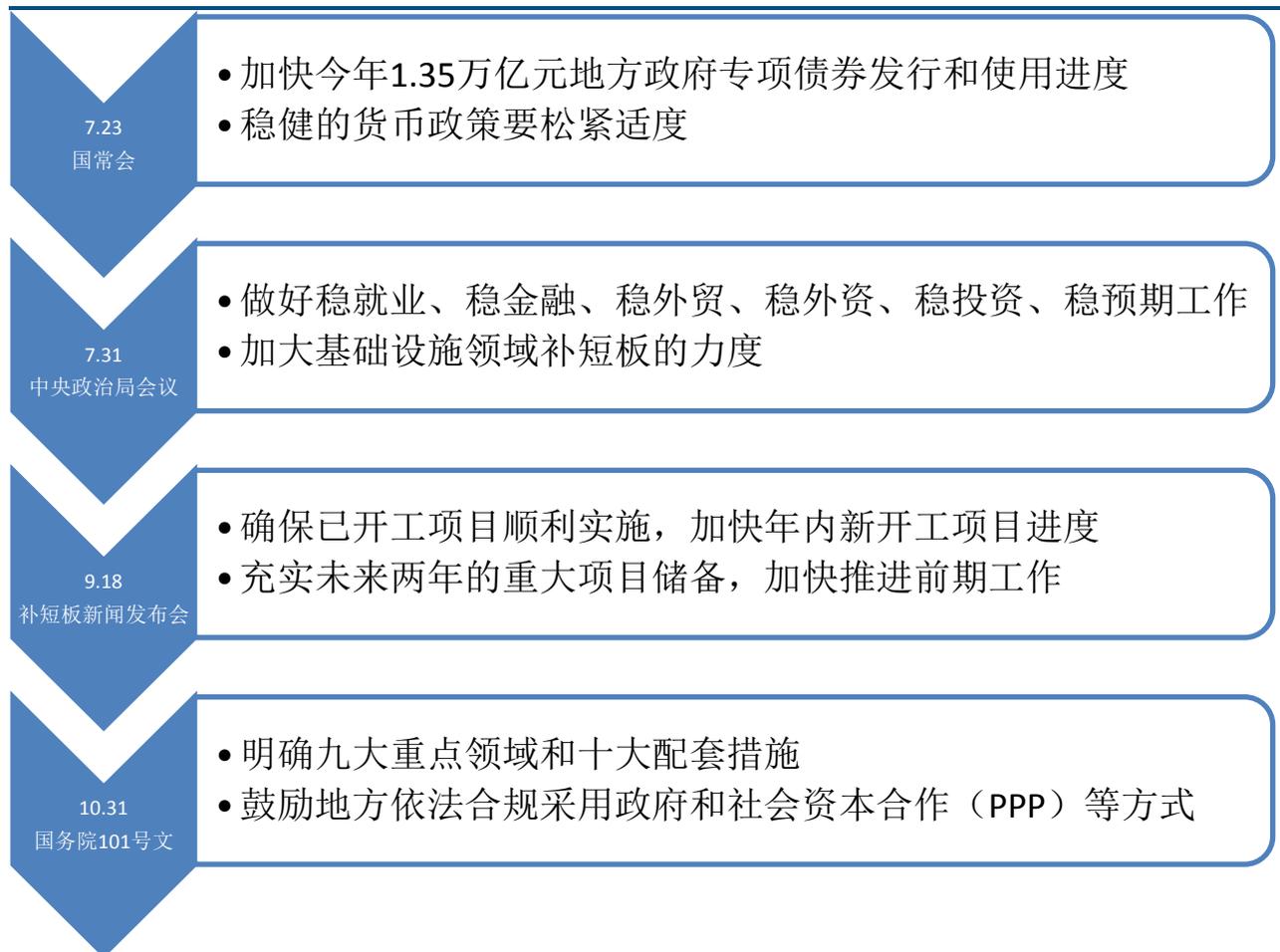
自 7 月 23 日国常会要求加快专项债发行进度及稳健的货币政策要松紧适度后，政策层面出现边际改善信号。10 月 31 日，国务院发布 101 号文，明确包括铁路、公路与水运、水利、机场、能源、生态环保、农业农村、社会民生及脱贫攻坚九大投资领域具体投资方向。结合 9 月 18 日发改委就加大基础设施等领域补短板力度举办发布会，未来主要投资方向包括：

水利工程方面：集中安排中央预算内投资 550 亿元，用于支持 172 项重大水利工程，其中已开工建设 130 项，今年新开工 8 项，在建投资规模超过 1 万亿元；

交通工程方面：1) 加快推进“十三五”规划内项目、特别是中西部地区重大项目前期工作；2) 确保在建项目顺利实施，加快推进一批打通“最后一公里”的项目；3) 力争新开工一批符合“三个突出”要求的重大项目，具体包括：1) 突出骨干道路：包括综合运输大通道、重点道路通道连通和延伸、中西部/东北地区/沿边通道等建设工程；2) 突出国家重大战略：包括内外联通通道、城际/城市交通、民用机场、航空运输网络、农村公路等建设工程；3) 突出打通“最后一公里”：包括综合客运枢纽、公路缺失路段、铁路瓶颈路段（包括铁路进港口/进物流园区/进重点工矿企业）等建设工程。

确保已开工项目顺利实施，加快年内新开工项目进度。今年四季度将加快推进新开工项目建设，具体包括：包头至银川、和田至若羌、湖州至苏州至上海等铁路项目建设；启动一批国家高速公路网待贯通路段，实施武汉至安庆 6 米水深航道等航道整治工程；力争实施乌鲁木齐机场改扩建工程、韶关机场军民合用工程以及新建菏泽、丽水机场等重大工程。

充实未来两年的重大项目储备，加快推进前期工作。在铁路方面，推进高铁“八纵八横”主通道建设，拓展区域铁路连接线，研究推动实施京津冀、长三角、珠三角等地区的城际铁路，在中心城市周边规划发展市域（郊）铁路；在公路水运方面，加快储备一批国家高速公路网待贯通路段，启动长江干线剩余航道整治工程，同步推动一批水运支线航道整治工程；在民用机场方面，加快推进深圳、西安等枢纽机场改扩建工程前期工作，支持地方加快推进安阳、昭苏等一批中西部支线前期工作。

图表6：近期主要政策


资料来源：中国政府网，中信建投证券研究发展部

PPP 政策鼓励渐入佳境，有望为“基建补短板”提供核心动能。国务院 101 号文明确提出规范有序推进 PPP 项目。鼓励地方依法合规采用 PPP 等方式，撬动社会资本特别是民间投资投入补短板重大项目。PPP 模式合法地位得到确立，并且特别强调对合规的 PPP 项目加大推进落实。PPP 项目在经历了 18 年上半年比较激烈的清理整顿，目前在库项目质量提高，同时对地方政府的约束和对项目的把控都得到加强。补短板与 PPP 政策支持力度不断加强，基建稳增长的必要性得以体现。

1.3、一带一路峰会召开在即，海外基建值得期待

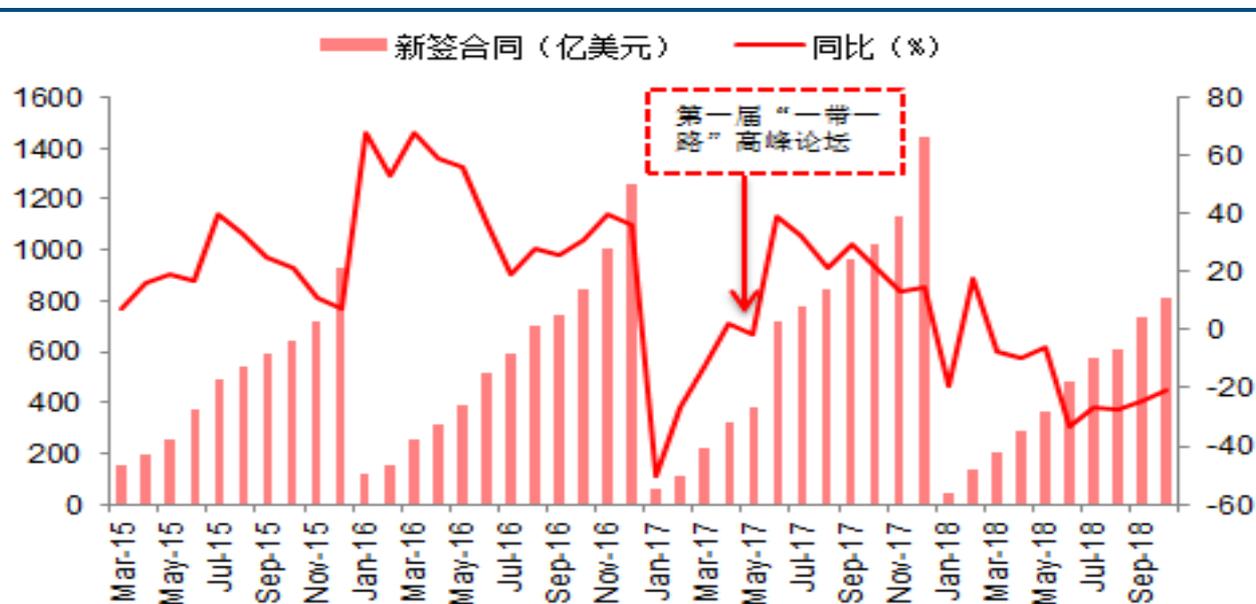
一带一路从 2013 年起正式提出并上升至国家顶层合作倡议，到 2017 年正式写入党章。今年，由于海外工程市场整体表现不佳，叠加一带一路沿线前两年新签订单在高基数上增长，导致今年订单出现较大幅度的负增长，一带一路沿线对外承包工程完成额亦出现放缓的迹象。

图表7： 一带一路大事记

	大事件	具体进展
2013	一带一路正式提出	上升国家战略
2014	丝路基金设立	规模 400 亿。参与投资巴基斯坦、哈萨克斯坦、俄罗斯、阿联酋、埃及、意大利等国家
2015	亚投行成立	参与投资的基础设施建设项目数达到 24 个，涉及 12 个国家，贷款总额超过 42 亿美元
2016	一带一路列入“十三五”规划	在国际产能合作、贸易升级、高标准自贸区网络建设发力
2017	一带一路写入党章 国际合作高峰论坛举办	与 30 个国家政府签署经贸合作协议，设立 3800 亿专项贷款
2018	宣布将于 19 年 4 月在北京举办第二届 一带一路国际合作高峰论坛	已经同 140 多个国家和国际组织签署共建“一带一路”合作协议

资料来源：中信建投证券研究发展部

图表8： 一带一路沿线新签对外承包工程合同额

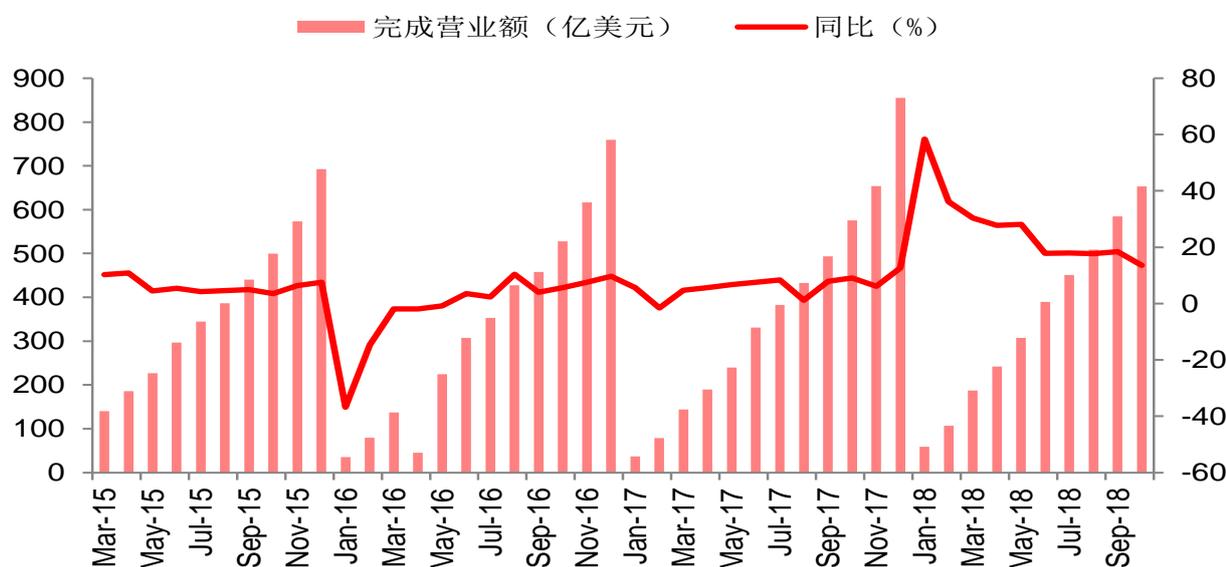


资料来源：商务部，中信建投证券研究发展部

我们注意到，在 17 年 5 月第一届“一带一路”国际合作高峰论坛召开后，促成一大批订单落地，新签订单增速出现显著增长。随着第二届“一带一路”国际合作高峰论坛将于明年 4 月在北京举办，我们认为今年的订单处于低基数水平叠加峰会召开，将直接利好明年一带一路沿线订单增长，工程完成额或将于明年年底有不错

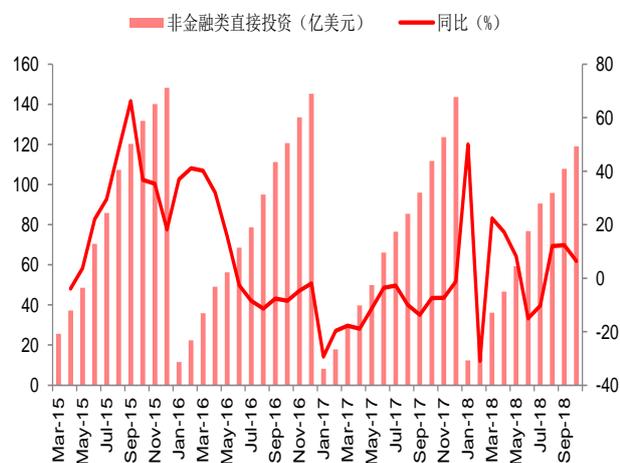
的表现。

图表9： 一带一路对外承包工程完成额



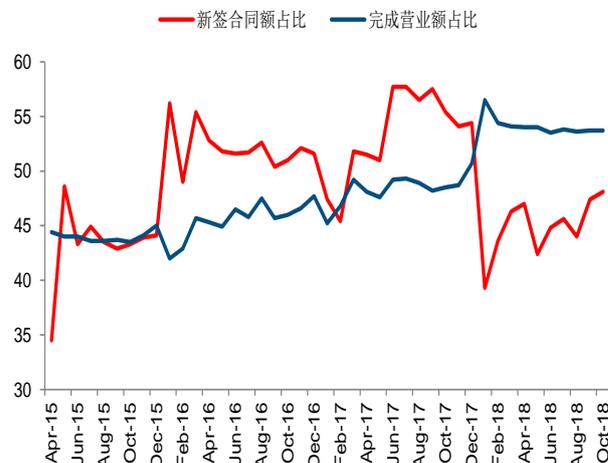
资料来源：商务部，中信建投证券研究发展部

图表10： 一带一路沿线非金融类直接投资



资料来源：商务部，中信建投证券研究发展部

图表11： 一带一路沿线新签订单及完成额海外工程比重



资料来源：商务部，中信建投证券研究发展部

总体来看，基建投资取决于需求、意愿和能力。短期来看，经济下行压力仍然较大，基建稳增长的必要性仍然存在。资金决定基建投资的能力，明年财政支出、非标、城投债等增速预计将下滑，专项债和PPP将贡献增量，但是空间比较有限，政府性基金的变化则取决于房地产政策是否会出现放松，为资金端的重要变量。我们判断基建资金将会有小幅增长。需求方面，经过高速路网、铁路网的主干线建设后，铁路、城轨、公路等在未来两年的投资增速预计都会出现下滑，基建投资方向将主要以补短板与原有线路加密为主。目前基建投资基数已经很大，增长空间很难与2008年时同日而语。我们判断明年基建投资增速好于今年，预测增速区间在6%-9%。

图表12： 基建主要领域投资额预测（亿元）

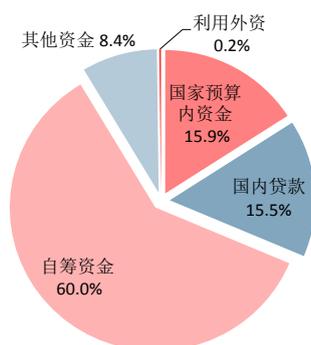
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
全国铁路固定资产投资额	8238	8015	8010	8000	8000	7320
同比增速	1.9%	-2.7%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-8.5%
固定资产投资完成额:城市轨道交通	3683	4384	4762	5110	5458	5806
同比增速	20.9%	19.0%	8.6%	7.3%	6.8%	6.4%
公路建设投资额	16513	17976	21253	22954	24331	25547
同比增速	6.8%	8.9%	18.2%	8.0%	6.0%	5.0%
水电基本建设投资完成额	789	617	618	640	662	683
同比增速	-16.3%	-21.8%	0.1%	3.5%	3.4%	3.3%

资料来源：国家统计局，十三五规划，中信建投证券研究发展部

二、资金来源：专项债和 PPP 为潜在增量，政府性基金为重要变量

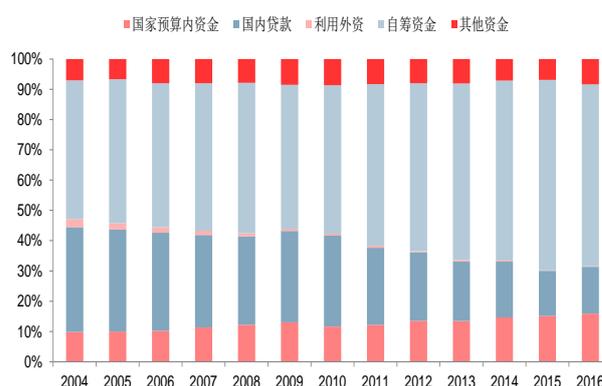
国家统计局将基建投资资金来源划分为国家预算内资金、国内贷款、自筹资金、利用外资和其它资金，其中前三者在 2016 年的金额占比分别为 15.9%、15.5% 和 60%。利用外资规模较小、其它资金来源具有不确定性，不在我们讨论范围内。近几年非标的发展导致表外融资增加，国内贷款占比出现下降，自筹和国家预算内资金占比有上升趋势。

图表13： 2016 年基建投资来源占比



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表14： 国内贷款下降、自筹和预算内资金占比上升



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

2.1、国家预算内资金：增速明年或将降低

受减税影响，用于基建的国家预算内资金增速明年或将降低。用于基建的国家预算内资金取决于公共财政支出规模及其占公共财政支出比重。用于基建的预算内资金占比有逐渐上升的趋势，2016 年达到 11.5%，我们预计 19 年占比将维持稳定或小幅度提高。

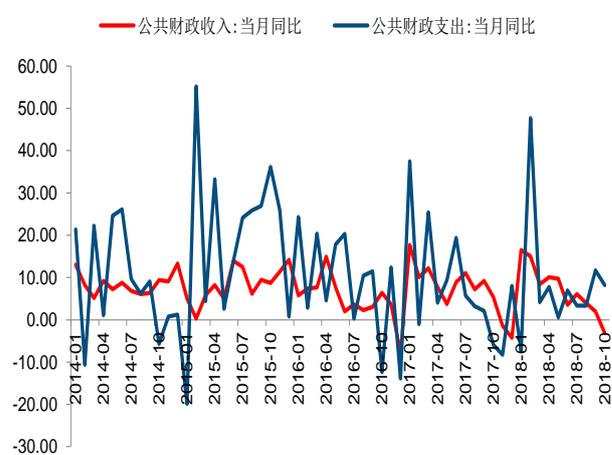
公共财政支出取决于财政收入。2018 年政府工作报告提出全年再为企业和个人减税 8000 多亿元，为市场主体减轻非税负担 3000 多亿元。这两项目标均显著高于 2017 年减税 3500 亿元、涉企收费 2000 亿元的目标。近期，中央一系列重要会议发出明确的政策信号：推进增值税等实质性减税，对小微企业、科技型初创企业可实施普惠性税收免除。10 月当月公共财政收入同比下降 3.1%，较 9 月份降低 5.1 个百分点。其中占比 84% 的税收收入同比下降 5.1%，较 9 月份降幅扩大 11 个百分点，非税收入同比提高。

图表15：用于基建的国家预算内资金占财政支出比重上升



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

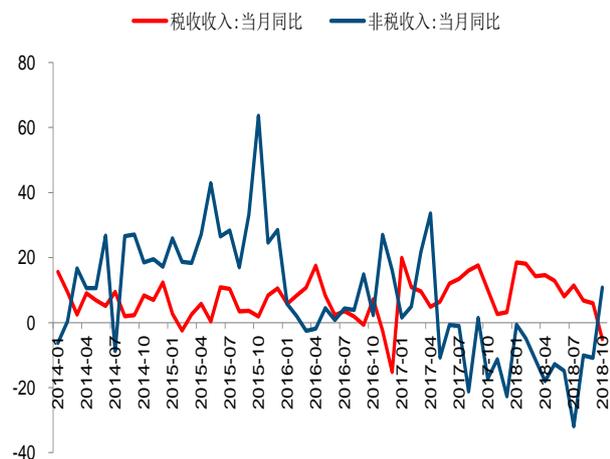
图表16：公共财政收支当月同比增速



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

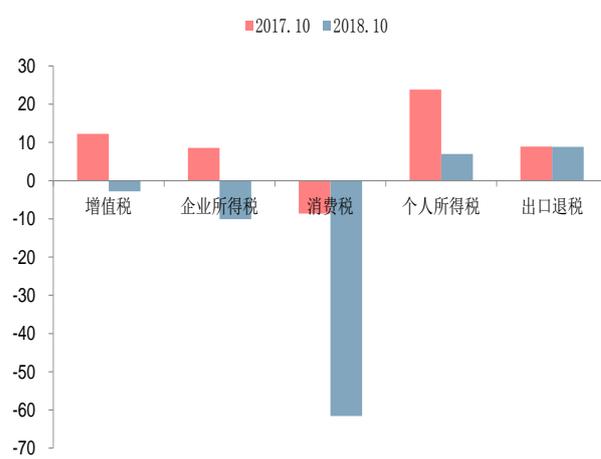
税收收入占比较大的几个税种有增值税、企业所得税、消费税、个人所得税和出口退税，占比近 90%，除出口退税外均出现较大幅度的下滑。展望 18 年全年及 2019 年，出口退税率将从 18 年 11 月 1 日起上调、个税起征点上调及增加专项扣除项目将从 19 年 1 月 1 日起生效，叠加增值税、企业所得税等多项减税政策将导致明年上半年税收收入出现一定程度下滑。此外，财政部部长刘昆也表态“下一步应继续加大减税力度，尤其应通过降低增值税税率，小微企业普惠式减税，创新驱动等税收激励政策”。因此我们判断 2019 年财政收入增速将出现下滑。

图表17：税收与非税收收入当月同比增速



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

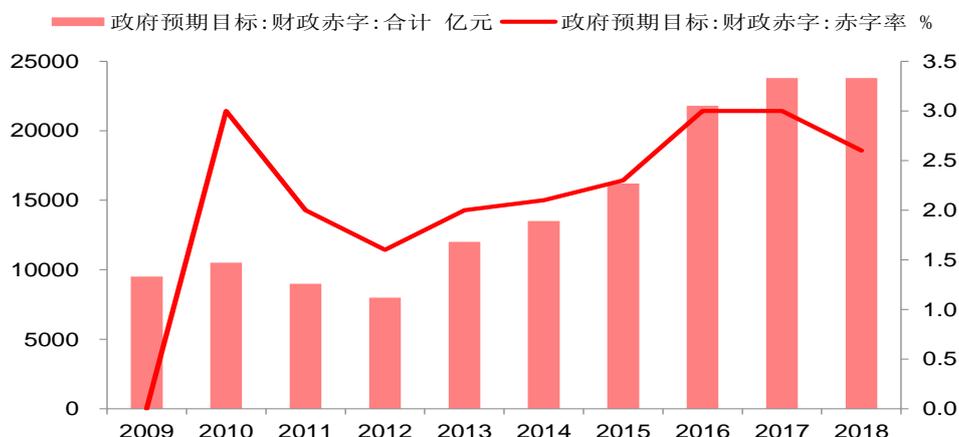
图表18：主要税收收入当月同比变化



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

2018 年政府预期赤字合计 2.38 亿元，维持 2017 年水平不变，赤字率目标下调至 2.6%，实际上是降低财政赤字的相对水平。随着今年下半年集中排查地方政府隐性债务，明年不排除将部分隐性债务转为显性债务，从而提高财政赤字的可能。总体来看，我们认为财政赤字的上调规模将小于减税带来的财政收入下降规模，从而导致用于基建的财政支出增速降低。

图表19： 政府预期目标：财政赤字金额及赤字率

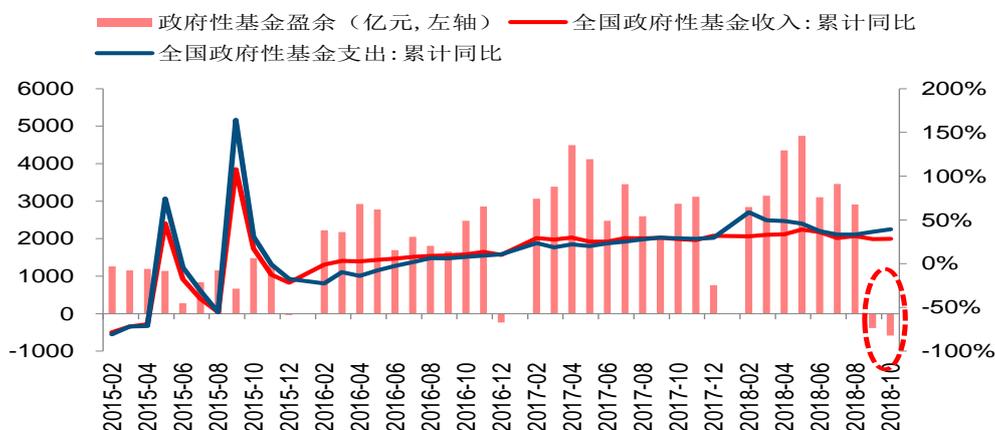


资料来源：国家发改委，中信建投证券研究发展部

2.2、政府性基金：受土地出让金下滑影响较为明显

自筹资金主要分为政府性基金、专项债、铁道债、PPP、非标等。受土地出让金收入下滑，政府性基金收入增速预计将下降。全国政府性基金以收定支，收入与支出增速基本保持一致，且差额占支出比在最近几年有明显的减小迹象。通过前几年的收支情况可以看出，在年末的时候财政支出明显加大，整年维持在小幅盈余或赤字的水平。而今年自7月底以来开始加大对基础设施补短板的支持，政府性基金作为资金来源的重要组成部分也开始发力。政府性基金盈余自7月份的2908亿元开始下行，到10月份时赤字580亿元。8、9、10月单月支出增速明显提速，今年政府性基金集中支出早于往年。

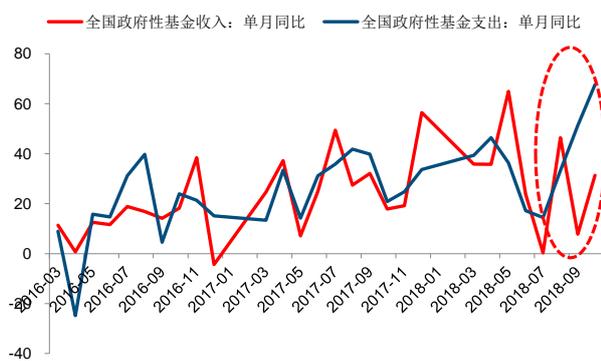
图表20： 全国政府性基金收入及支出增速



资料来源：财政部，中信建投证券研究发展部

全国政府性基金收入以地方政府收入为主，2017 年中央和地方政府本级政府性基金收入占比分别为 6% 和 94%。地方政府性基金收入主要来自国有土地使用权出让收入，占比 90% 以上。因此，全国政府性基金支出主要取决于地方政府的土地出让收入。

图表21： 全国政府性基金单月收入及支出同比增速



资料来源：财政部，中信建投证券研究发展部

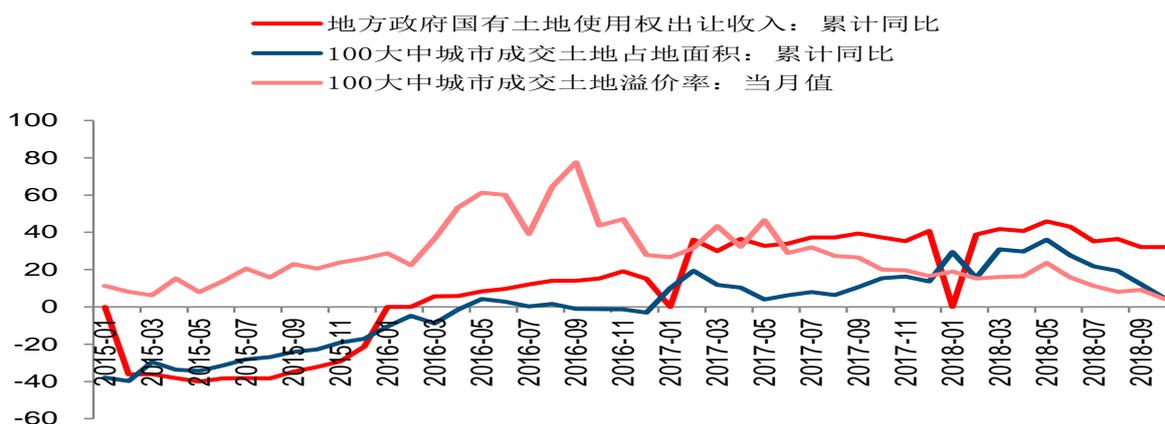
图表22： 100 大中城市土地流拍率上升



资料来源：中指，中信建投证券研究发展部

自 2016 年年底的中央经济工作会议首次提出“房住不炒”的总基调，房地产市场调控政策愈加趋严，涉及到房企融资、购房者信贷等配套措施陆续出台，叠加今年以来“去杠杆”导致房企融资端收紧，拿地意愿有所减弱。17 年以来土地流拍率明显上升，到 18 年三季度 100 个大中城市土地流拍率上升至 7.2%。2018 年 10 月土地成交面积累计同比增速 4.7%，自年初以来下降近 25 个百分点。成交价格上，土地溢价率也明显下降，为近 6 年以来的最低水平。成交面积和溢价率的共同走弱导致土地使用权出让收入自高位开始下行。我们判断随着明年房地产调控政策仍将维持稳定，下行趋势或将延续。

图表23： 成交土地面积、溢价率及地方政府国有土地使用权出让收入下滑

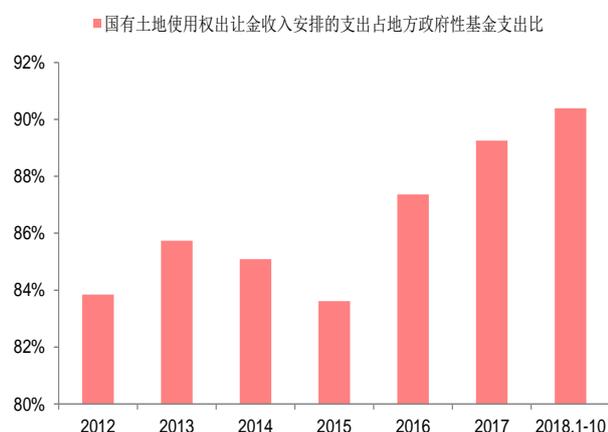


资料来源：财政部，Wind，中信建投证券研究发展部

全国政府性基金支出以地方政府性基金支出为主，而其中主要用于国有土地使用权出让金收入安排的支出，2018 年 1-10 月占地方政府性基金支出比达到 90%。国有土地使用权出让金收入安排的支出主要用于征地和拆迁补偿、补助被征地农民支出、土地开发支出等支出，2011-2014 年占比为 80% 左右，而剩余部分主要用于基建相关，包括城市建设、农村基础设施建设、农田水利建设等的支出。我们估算全国政府性基金中用于基建的支出

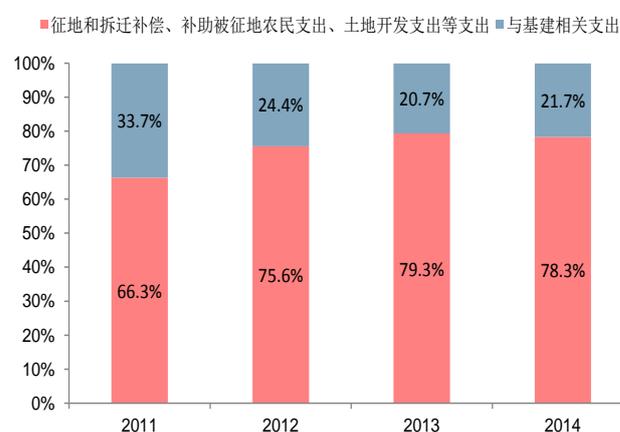
在 20%-30% 的区间。

图表24： 国有土地使用权出让金收入安排的支出占地方政府性基金支出比



资料来源：财政部，中信建投证券研究发展部

图表25： 国有土地使用权出让金收入安排的支出细分

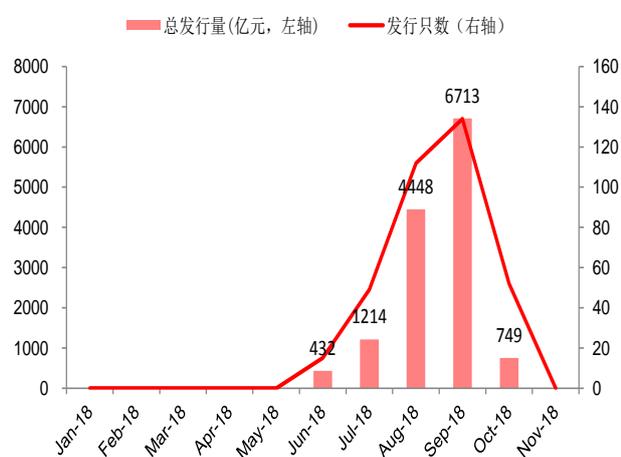


资料来源：财政部，中信建投证券研究发展部

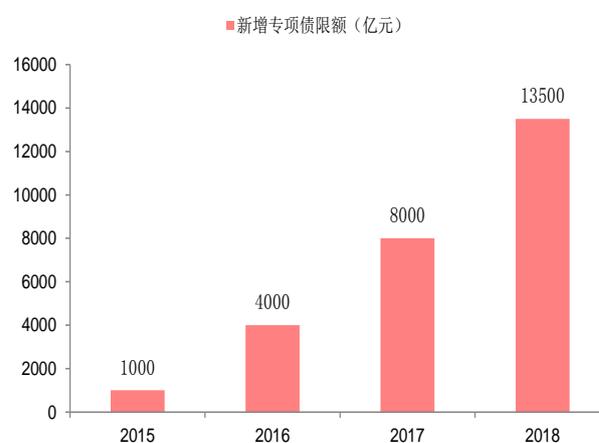
我们估算 2018 年政府性基金支出中用于基建相关投资的规模约 1.8 万亿元。展望 2019 年，若中美贸易战缓和及经济压力下行减弱，房地产调控政策或将维持当前的趋严局面。但若经济下行压力超过预期，不排除一定程度上放松地产政策，从而传导到地方政府土地出让，使政府性基金收入增加，作为基建投资的重要资金来源；另一方面，边际改善的房地产政策也从房地产投资层面稳投资和增长，起到一举两得的效果。

2.3、地方政府专项债：贡献加大，但受总额度限制较严

2019 年新增专项债额度预计将会提升，为基建投资贡献增量资金。2015 年至 2018 年，全国人大批准的新增专项债限额分别为 1000 亿、4000 亿、8000 亿和 1.35 万亿元，规模逐年提高。专项债将是遏制地方政府隐性债务发债的有效途径，未来新增规模有望进一步提升，我们估计 2019 年或将达到 2 万亿元规模。从存量方面来看，2018 年专项债限额为 8.62 万亿元，而 18 年 9 月地方政府专项债务余额为 7.38 万亿元，未使用额度可以结转至第二年。新增专项债限额提升与未使用额度将为明年基建投资贡献增量资金。

图表26： 2018 年 1-12 月新增专项债金额及个数


资料来源：中信建投证券研究发展部

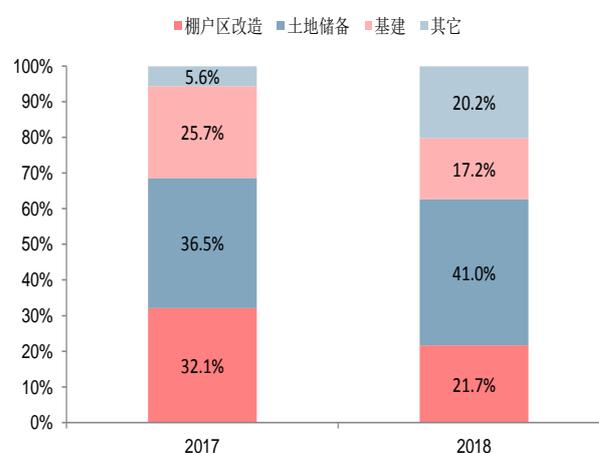
图表27： 2015-2018 年新增专项债限额


资料来源：中信建投证券研究发展部

2018 年上半年，新增专项债发行进缓慢，主要受到地方债务置换压力偏大等因素影响。2018 年 8 月，财政部发布财库〔2018〕72 号文，要求为加快地方政府专项债券发行和使用进度，发行进度不受季度均衡要求限制，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。新增专项债在 8 月明显提速，9 月达到顶峰。

图表28： 新增专项债用途（亿元）


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表29： 新增专项债用途占比


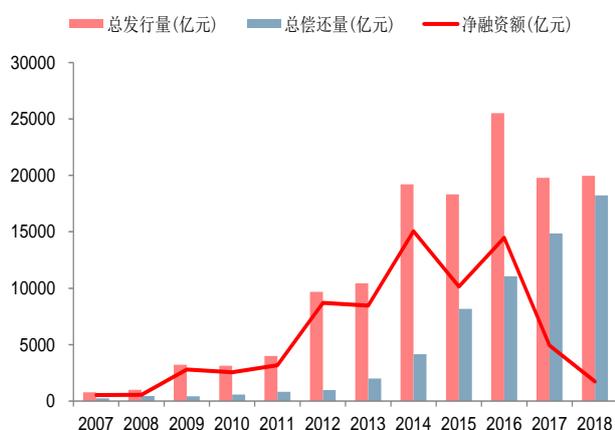
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

从专项债用途来看，主要用于棚改和土储。18年新增专项债投向基建（包括收费公路、环境生态）的占比约17%，较17年有所下降，但是由于新增专项债发行规模加大，新增专项债用于基建的金额略有减少120亿元。此外18年新增专项债未说明具体用途或用途较为广泛的大幅增加，达到2643亿元，其中有相当一部分用于基建。我们判断2018年新增专项债用于基建的规模要高于2017年。我们推算若明年新增专项债限额为2万亿，其中30%用于基建，将有6000亿元资金投入基建。

2.4、城投债：净融资额贡献或将有限

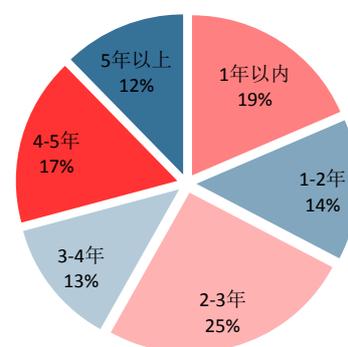
城投债在 94 年的分税制改革及 95 的《预算法》规定地方政府不得发行地方政府债券的背景下应运而生。在 12-14 年期间经历了爆发式的增长，14 年总发行量 1.9 万亿元，同比增长近一倍。之后除 16 年外基本维持在这一水平。前几年的大规模发行在最近几年迎来偿还高峰，今年大部分新发行的城投债用于偿还之前债务，净融资额仅有 1729 亿元。未来三年内将有接近 60% 的城投债到期，因此净融资额贡献将十分有限。

图表30： 城投债发行量、偿还量及净融资额（亿元）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表31： 截至 2018 年 11 月城投债存量统计（按剩余期限）



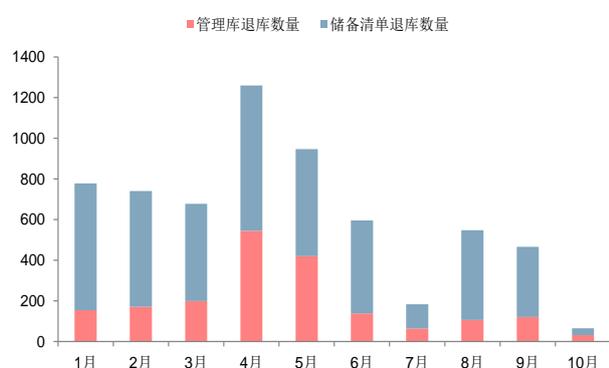
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

国办发（2018）101 号文提出要合理保障融资平台公司正常融资需求。我们认为这次对融资平台的支持主要是保障在建项目的融资需求，预防烂尾项目，但总体来看，在融资平台逐渐退出历史舞台的背景下，未来空间不会太大。因此我们判断明年城投债对基建资金将会有负贡献。

2.5、PPP：政策扶持加速发展，有望贡献较强弹性

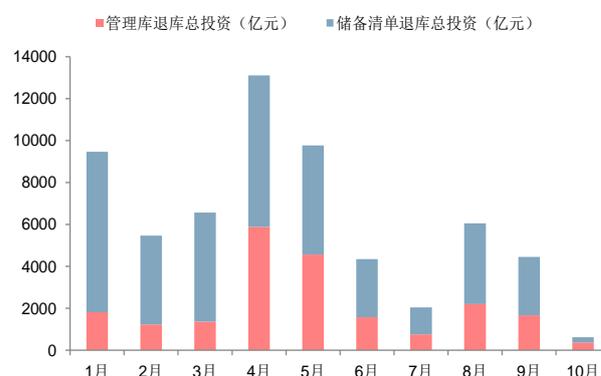
PPP 清库影响逐渐减弱，成交额企稳回升。2018 年 1-10 月，财政部 PPP 库总计退库 6260 个项目，总投资额 6.19 万亿。财政部 92 号文及 54 号文要求对不合规的 PPP 项目及 173 个示范项目分别于 18 年 3 月和 5 月底之前完成清库。5 月后清库规模和数量呈现下降趋势，10 月清库规模仅 622 亿元。储备清单退库数量始终高于管理库退库，因此执行阶段项目受清库影响较小。清库影响逐步减弱，留库项目质量获得明显提升。

图表32：管理库及储备清单退库数量



资料来源：大岳咨询，中信建投证券研究发展部

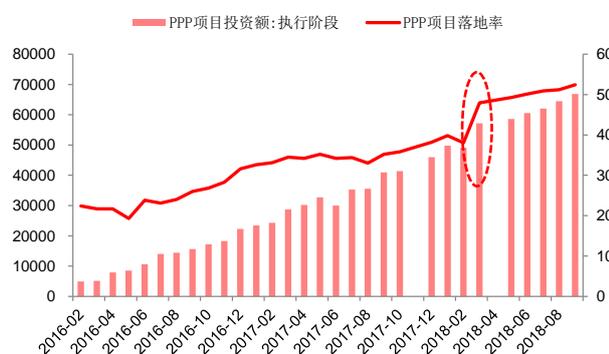
图表33：管理库及储备清单退库总投资（亿元）



资料来源：大岳咨询，中信建投证券研究发展部

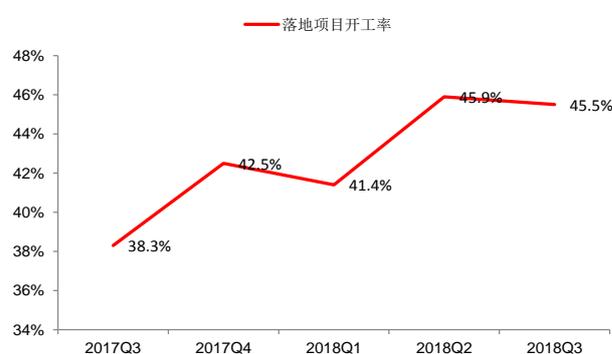
9月以来，PPP项目落地率及开工率均有提升。从落地数据看，自18年3月开始集中清库后，项目落地率出现明显提升：18年3月累计落地率为48%，较2月落地率大幅提高9.9个百分点；9月项目累计落地率达49.3%，自18年3月份后持续呈现上升趋势。进入执行阶段的项目开工率显著提升。财政部PPP中心2018年三季度报告显示，管理库累计已开工项目1860个，开工率为45.5%。无论是项目落地率还是开工率都有明显上升的趋势，为基建复苏提供弹性。

图表34：PPP项目落地率



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表35：PPP落地项目开工率



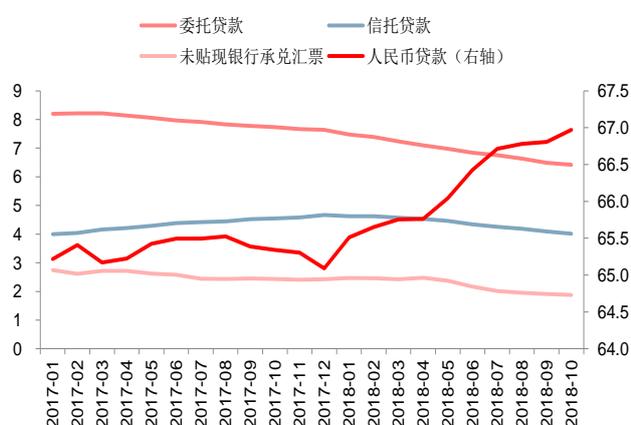
资料来源：财政部，中信建投证券研究发展部

但是当下时点仍需理性看待PPP回暖趋势。相比于2016、2017年的爆发式增长，未来每个月两三千亿成交量或将是PPP项目的正常状态，这也有利于PPP项目的长期健康地发展。此次由国办发对PPP项目的再一次支持，整个金融市场对PPP项目的兴趣也在逐渐恢复。同时指导意见明确金融市场支持，加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，从融资层面利好PPP业务。

2.6、非标：严监管趋势未改、难以贡献正增量

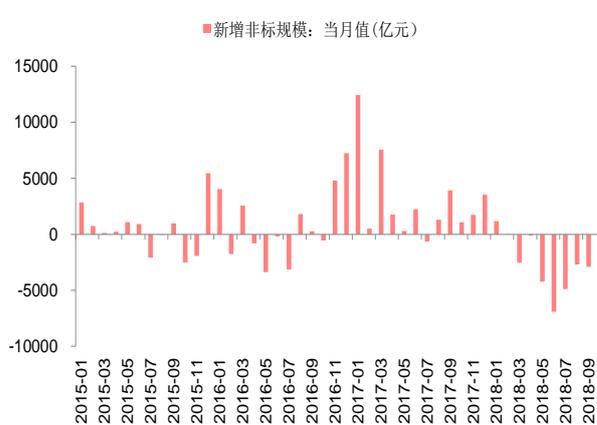
非标主要包含信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票。受到金融严监管和资管新规的影响，非标规模在18年以来出现负增长。18年1-10月新增非标规模为-2.57万亿元。我们认为，随着金融严监管有望持续，19年非标规模或将维持负增长。新增信托金额中投向基础产业的比例有持续下降的趋势。2018年上半年投向基础产业占新增信托金额的6.5%。我们预计明年非标资金将为基建投资带来负贡献。

图表36：人民币贷款及非标占比



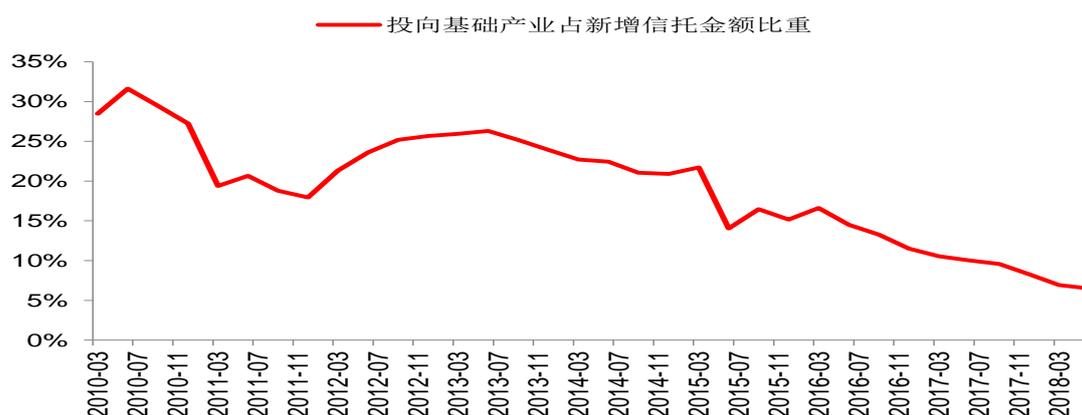
资料来源：中国人民银行，中信建投证券研究发展部

图表37：新增非标规模自18年初以来负增长



资料来源：中国人民银行，中信建投证券研究发展部

图表38：投向基础产业占新增信托金额比重



资料来源：中国信托业协会，中信建投证券研究发展部

三、2018 年行业回顾：新签订单下滑，板块持续分化

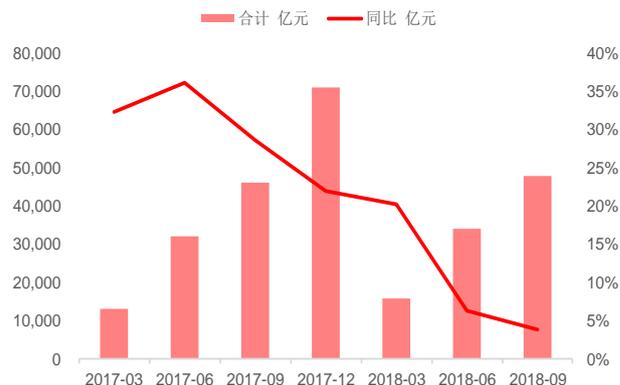
根据国家统计局统计，建筑行业 2018 年前三季度累计签订新订单 17.9 万亿元，同比增长 7.46%。其中 Q1、Q2、Q3 当年累计新签订单同比增速分别为 16.4%、9.6%、7.5%，呈下滑趋势。从建筑业央企新签订单情况来看，八大建筑央企 2018 年 Q1、Q2、Q3 当年累计新签订单同比增速分别为 18.6%、5.4%、3.9%，二季度以来八大央企订单下降幅度高于平均水平。

图表39： 2016-2018Q3 建筑业新签订单情况



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表40： 2016-2018Q3 八大建筑央企新签订单情况

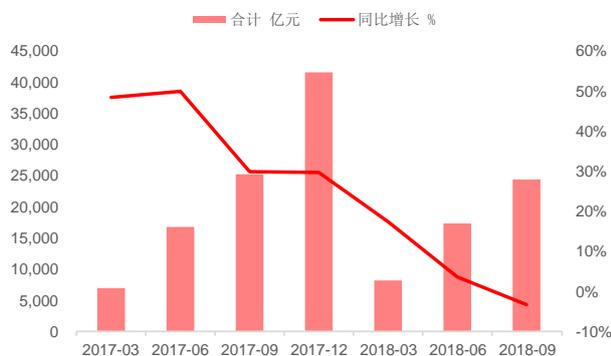


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

3.1 基建订单疲软，房建订单回暖

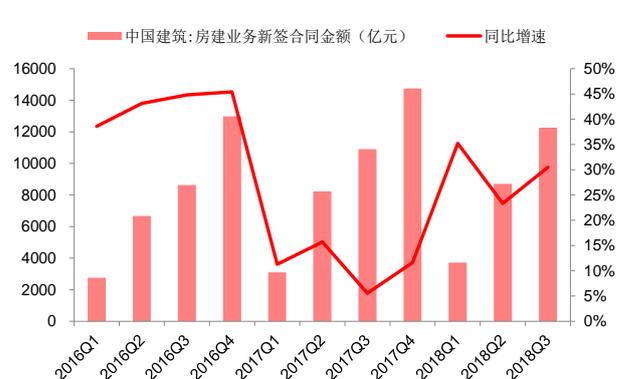
建筑央企基建订单表现疲软，前三季度同比增速出现负增长，我们统计了中国铁建、中国中铁、中国交建及中国建筑的基建订单，2018 年 Q1、Q2、Q3 基建业务累计新签订单同比增速分别为 17.5%、3.7%、-3.3%。基建订单中公路订单下降幅度大于铁路。根据中国铁建、中国中铁及中国交建披露的基建细分业务来看，前三季度公路新签订单分别为 1%、-2.4%、-6.3%；铁路业务新签订单 65.5%、31.6%、-2.6%。

图表41： 2016-2018Q3 八大建筑央企基建业务新签订单



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

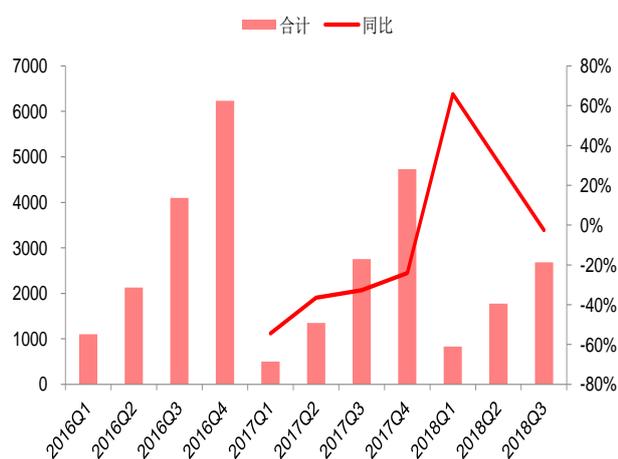
图表42： 2017-2018Q3 中国建筑房建订单情况



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

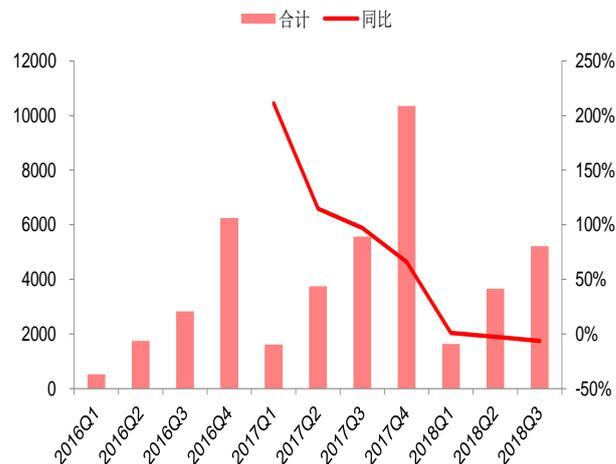
房建业务方面，我们统计了中国建筑新签房建合同额，前三季度增速分别为 35.2%、23.3%、30.5%。相比基建订单整体疲软，房建订单有回暖迹象。18 年房地产行业去化率整体下滑，房产企业加快新开工从而增加推盘数量，导致建筑企业房建订单较快增长。

图表43： 两铁及中交新签铁路订单



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表44： 两铁及中交新签公路订单



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

3.2 境外订单下行压力大于境内

根据商务部统计，2018 年 1-10 月份对外承包工程业务完成额 1217 亿元，同比增长 2.5%；新签合同 1682 亿元，同比下降 8.7%。对外承包工程完成额自年初以来持续下滑，新签订单也维持负增长。

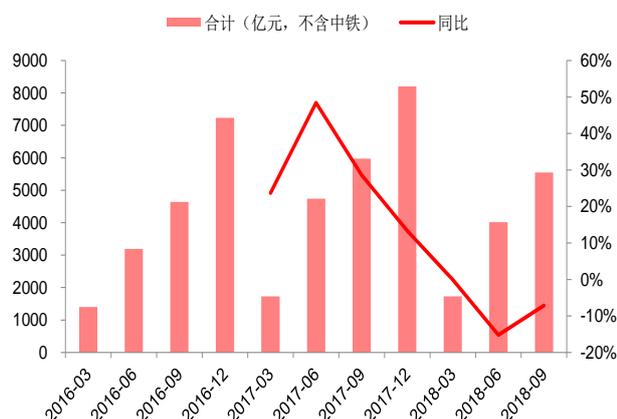
图表45： 对外承包工程完成额及新签合同额增速



资料来源：商务部，中信建投证券研究发展部

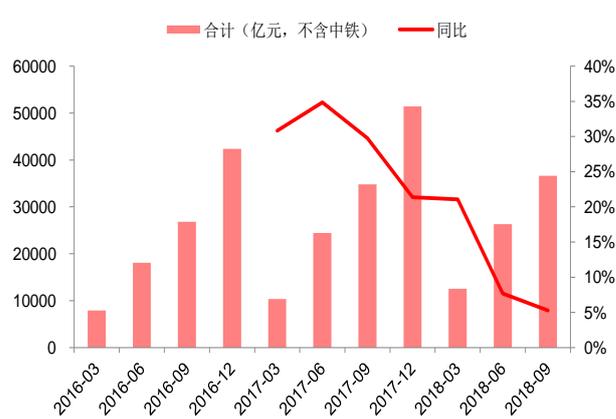
八大建筑央企除中国中铁（2017Q1 未披露境内外订单数据）外，2018 年 Q1、Q2、Q3 境外新签订单同比增速为-0.1%、-15.2%、-7.1%，前三季度维持负增长。境内新签订单同比增速为 21.1%、7.7%、5.3%，国内订单虽有所下滑，但整体好于国外订单。

图表46：八大建筑央企境外订单金额及增速（不含中铁）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表47：八大建筑央企境内订单金额及增速（不含中铁）

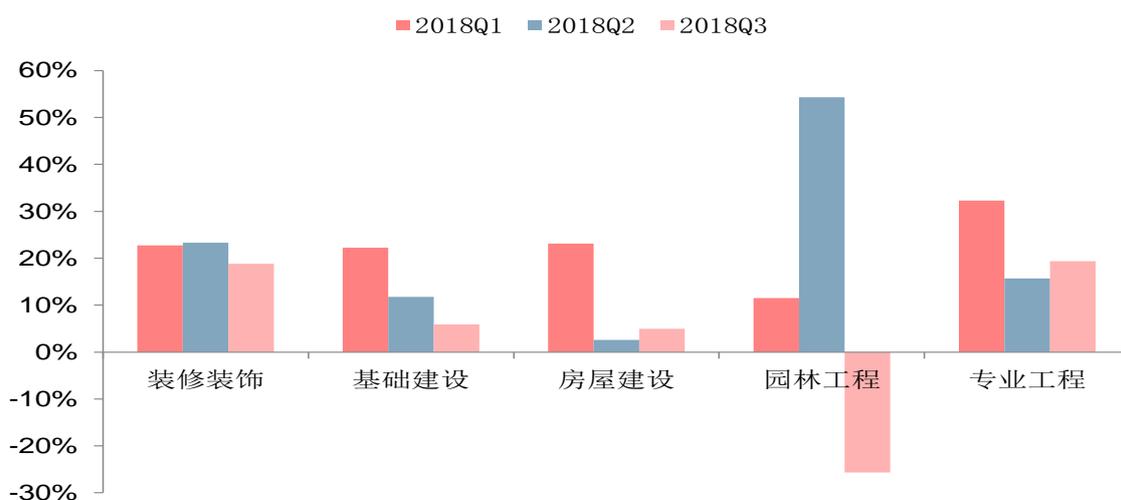


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

3.3 园林子板块订单大幅负增长

我们统计了 SW 建筑装饰行业中 32 家披露 17 及 18 年新签订单的公司，与房地产相关的房屋建设及装饰装修订单增速较为稳定，专业工程中中国中冶受房建订单表现较好、中国化学受益于国际油价持续上涨，石化产业链相关生产企业的资本开支增加，板块整体订单维持较快增长。基建订单持续下滑，园林工程板块受融资收紧及 PPP 政策趋严的影响，前三季度订单大幅负增长。

图表48：建筑子板块订单增速



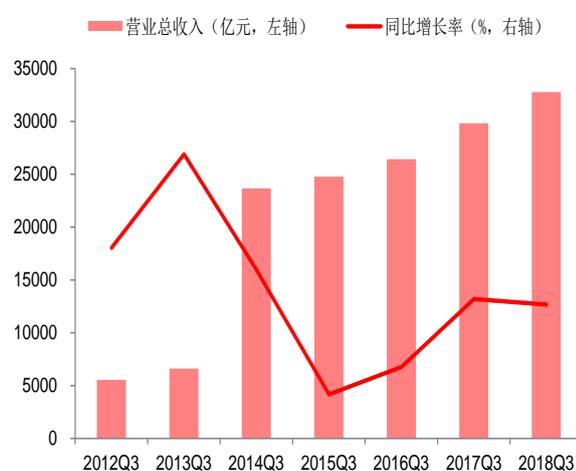
资料来源：中信建投证券研究发展部

四、2018 年业绩回顾：业绩下行压力较大

4.1 行业增长情况：营收业绩增速放缓

2018 年前三季度，申万建筑装饰板块全体上市公司实现营业总收入 3.28 万亿元，同比增长 9.1%，比去年同期下降 0.36 个百分点，收入增速结束从 15 年以来的上升趋势。18 年前三季度收入增速比 18 年上半年放缓 0.8 个百分点。从单季度营业总收入来看，三季度单季度实现营收同比增长 5.8%，增速较 2018 年 Q1、Q2 均有所回落。

图表49： 2012-2018 前三季度营收及同比增速



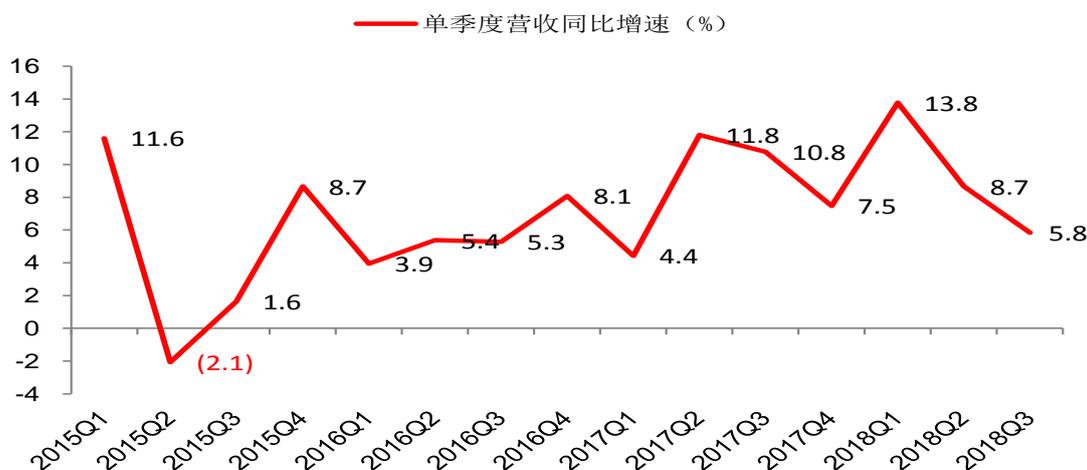
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表50： 2015-2018 年营收累计同比增速



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

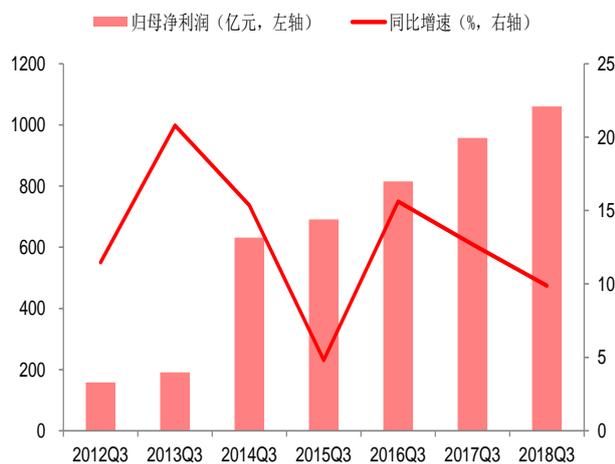
图表51： 2015-2018 单季度营收同比增速 (%)



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

2018年前三季度，建筑行业实现归母净利润1060.4亿元，同比增长9.9%，比去年同期下降2.8个百分点，增速自16年以来持续下行。这主要与营收增速下滑及财务费率、管理费率上升推高期间费用率有关。18年前三季度归母净利润比18年上半年增速放缓2.6个百分点。

图表52： 2012-2018 前三季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表53： 2015-2018 年归母净利润累计同比增速



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

从单季度数据来看，三季度单季度实现归母净利润同比增长3.5%，增速较2018年Q1、Q2相比大幅回落。我们认为，收入和业绩增速下滑主要与2018年信用收紧、融资端收紧、PPP集中清库等多方面不利因素，导致项目进展有所放缓。

图表54： 2015-2018 单季度归母净利润同比增速 (%)



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

4.2 行业盈利能力：毛利率、净利率提升

毛利率同比提升。2018 年前三季度，建筑行业平均毛利率为 11.6%，较去年同期提高 0.6 个百分点。我们认为这主要与高毛利率的 PPP 投资类项目增加所致。分季度来看，18 年三季度的销售毛利率较上半年下滑 0.12 个百分点。

图表55： 三季度销售毛利率（%）


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

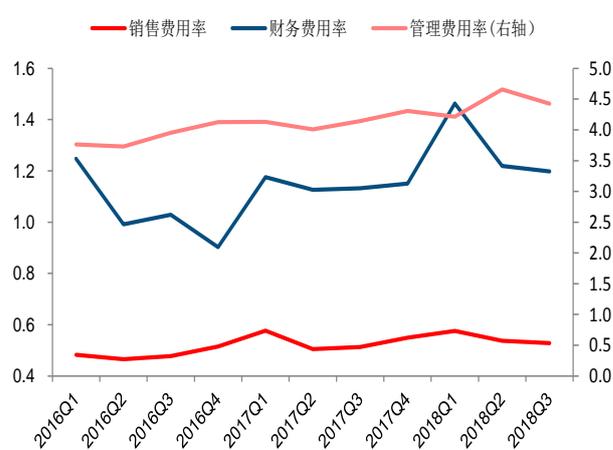
图表56： 2016-2018 分季度销售毛利率（%）


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

管理费率与财务费率上升推高期间费用率，三季度环比有所改善。2018 年三季度建筑行业期间费用率为 6.15%，同比上升 0.36 个百分点，管理费用率（18 年加回研发费用）和财务费用率分别上升 0.28 和 0.07 个百分点。我们认为管理费用率上升幅度较大主要因为人均职工薪酬和职工人数均有增长，另一方面，提高企业研发费用税前加计扣除比例后，企业更愿意将一些原来部分成本计提在研发费用中。分季度来看，三季度期间费用较上半年有所改善，主要受管理费率环比下降所致。

图表57： 期间费用率（%）


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

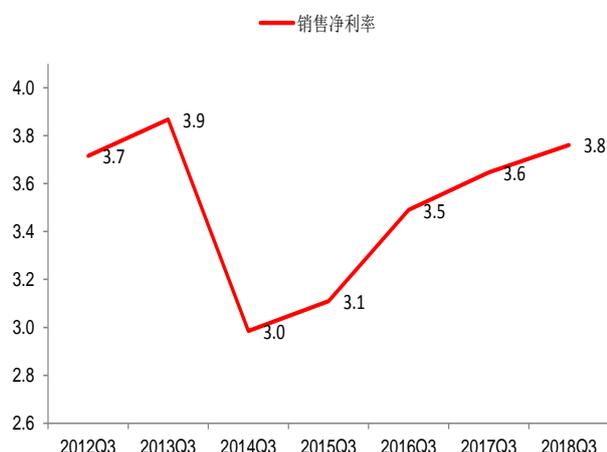
图表58： 期间费用率明细


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

净利率同比持续提升。2018 年四季度，建筑行业平均净利率为 3.76%，较去年同期提高 0.11 个百分点。分

季度来看，18年三季度的销售净利率较上半年下滑0.2个百分点。毛利率的上升幅度大于期间费用率的上升幅度，导致净利率提升。

图表59：三季度销售净利率（%）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表60：2016-2018分季度销售净利率（%）

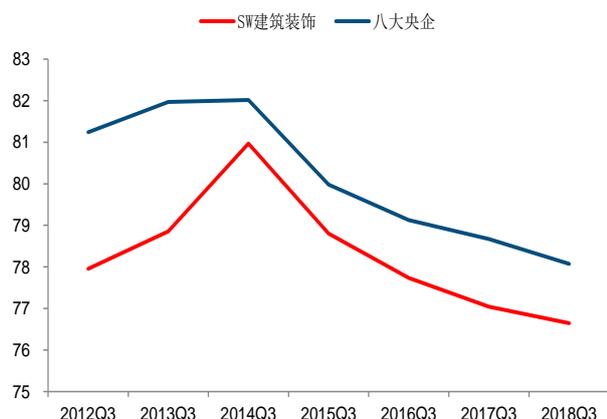


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

4.3 负债及运营情况：负债率下降，两金周转率上升

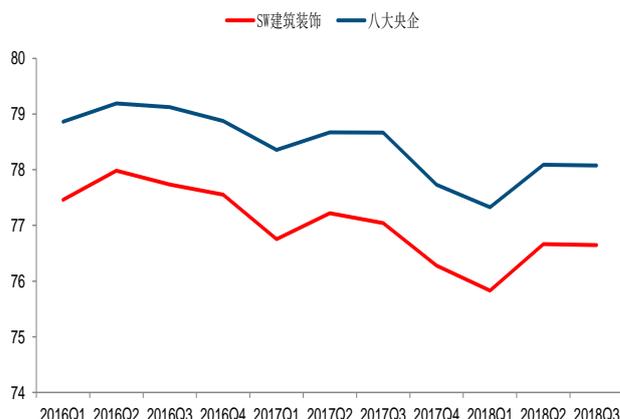
建筑行业资产负债率自14年以来持续下行。2018年三季度，板块资产负债率76.6%，同比下降0.4个百分点。其中，八大建筑央企负债率同比下降0.6个百分点，下降幅度大于板块平均水平。这主要是因为建筑央企采取多种手段应对降杠杆的行政要求，如中国中铁今年通过债转股将资产负债率降低1.3个百分点。分季度来看，2018年三季度资产负债率与二季度基本持平，较一季度有所上升。这主要与建筑业垫资施工有关，随着四季度工程款逐步到位及偿还借款，资产负债率有望进一步下降。

图表61：三季度资产负债率



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表62：2016-2018季度资产负债率（%）

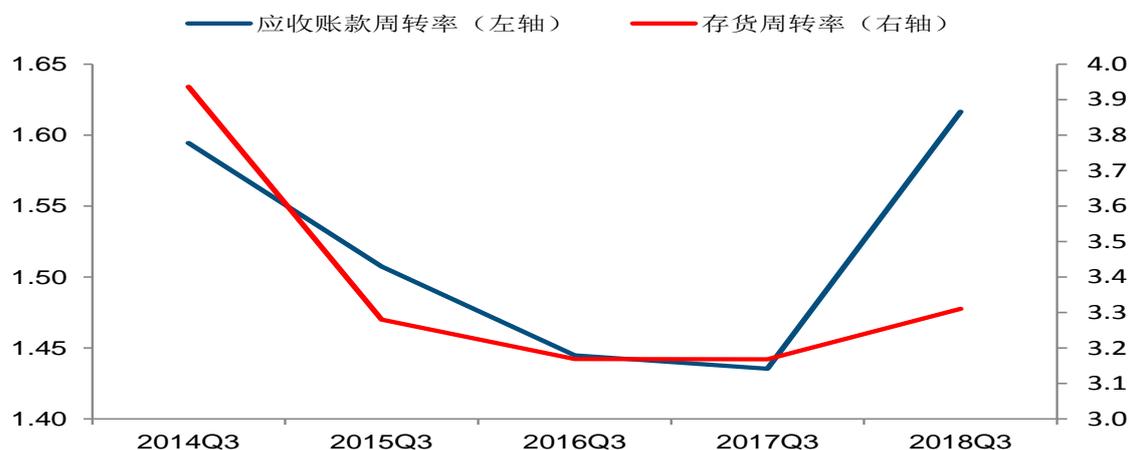


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

运营能力方面，由于两金周转率具有明显的季度特征，即一季度最低，四季度集中回款最高，因此我们比

较 14-18 年第三季度的周转率情况。2018 年三季度应收账款和存货周转率分别为 3.31 和 1.62，同比增加 0.14 和 0.18，出现改善。这主要因为建筑公司今年普遍加强两金催收力度。

图表63： 三季度应收账款及存货周转率

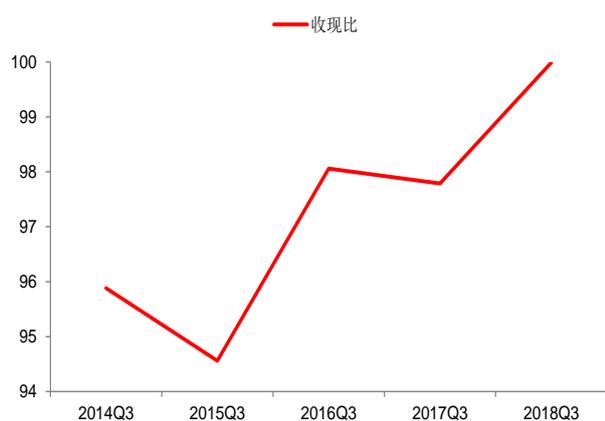


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

4.4 经营性现金流流出幅度扩大

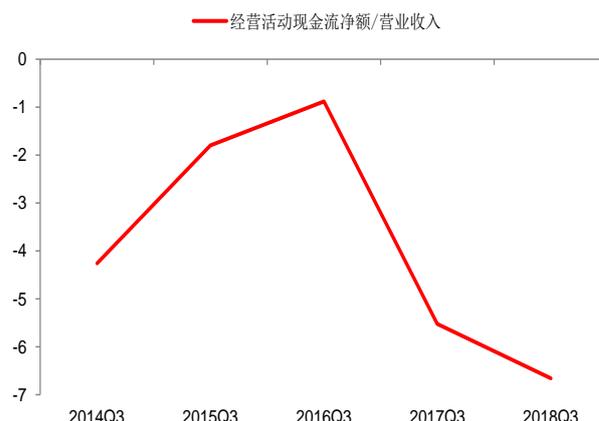
建筑施工企业加强账款催收初见成效，2018 年三季度收现比为 1，同比增加 2.2 个百分点。而另一方面，由于支付员工薪酬增加以及上游原材料如钢材、水泥、砂石料等价格上涨导致采购成本的增加，公司支出的现金也大幅增加。整体来看，经营性现金流流出幅度扩大，三季度经营性现金流净额与营业收入之比为-6.7%，同比下滑 1.1 个百分点。

图表64： 三季度收现比 (%)



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表65： 经营活动产生的现金流净额/营业收入 (%)

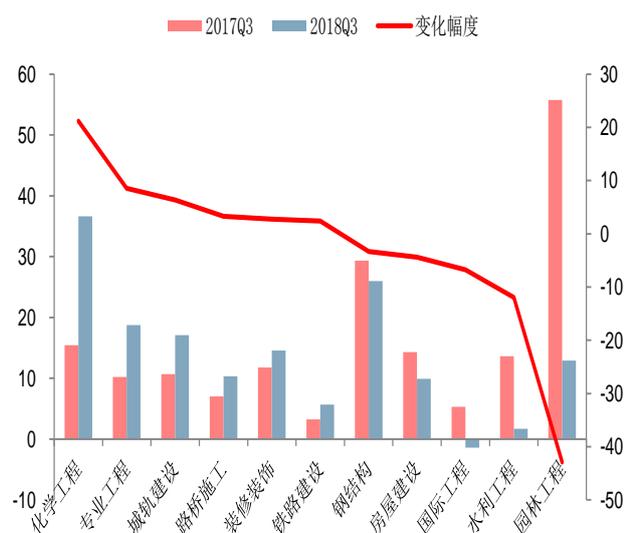


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

4.5 细分子板块：化学工程与园林工程两极分化

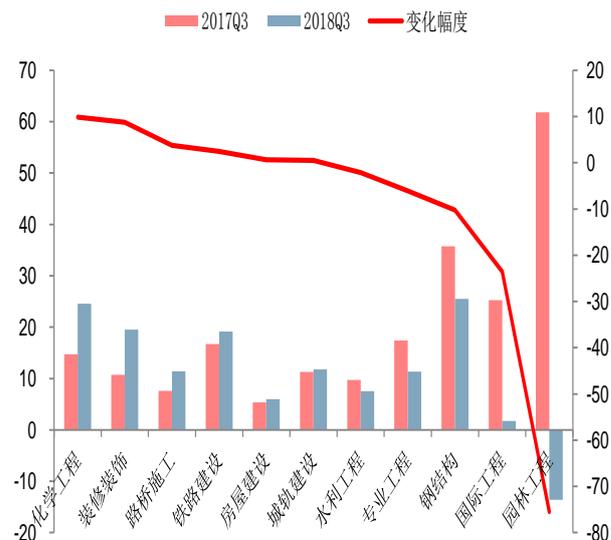
建筑子板块中，2018 年前三季度收入增速排名前三的分别是化学工程、钢结构和专业工程。收入增速后三位的是国际工程、水利工程和铁路建设。而从 18 年前三季度较 17 年前三季度收入增速变化幅度来看，化学工程收入增速同比提高 21.2 个百分点，而园林工程则下降 42.9 个百分点。

图表66：建筑子板块营收增速



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表67：建筑子板块归母净利润增速



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

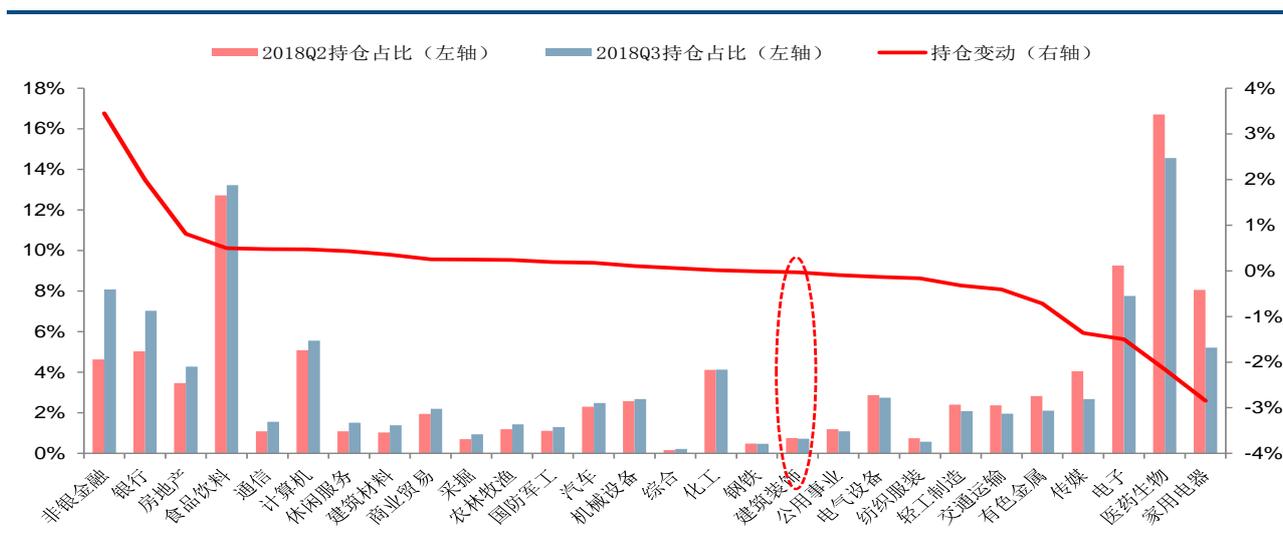
从归母净利润增速来看，2018 年前三季度增速排名前三的分别为钢结构、化学工程和装饰装修板块。排名后三位的分别为园林工程、国际工程和房屋建设板块。归母净利润增速上升最大的是化学工程板块，上升 9.8 个百分点。18 年受益于国际油价持续上涨，石化产业链相关生产企业的资本开支 CAPEX 持续获得较快提升，催动国内外石化、炼化及煤化工工程建设需求维持高景气度，致化学工程相关建筑企业的营业收入及业绩出现快速提升。18 年前三季度化学工程板块新签订单增速远高于建筑板块平均水平，延续高增长趋势，为之后业绩增长奠定基础。

归母净利润增速下降幅度最大的是园林工程板块，下降 75.5 个百分点。业绩大幅下滑主要系园林板块大多以民营企业为主，受行业上半年“紧信用”、“降杠杆”影响，同时 PPP 板块在清库、地方监管趋严等因素下增速大幅回落，致相关企业融资渠道大幅收窄、资金成本大幅上升，收入垫资能力下降较快，亦对公司净利润形成明显侵蚀。

五、2018 年市场回顾：基金低配，加仓基建，减仓园林

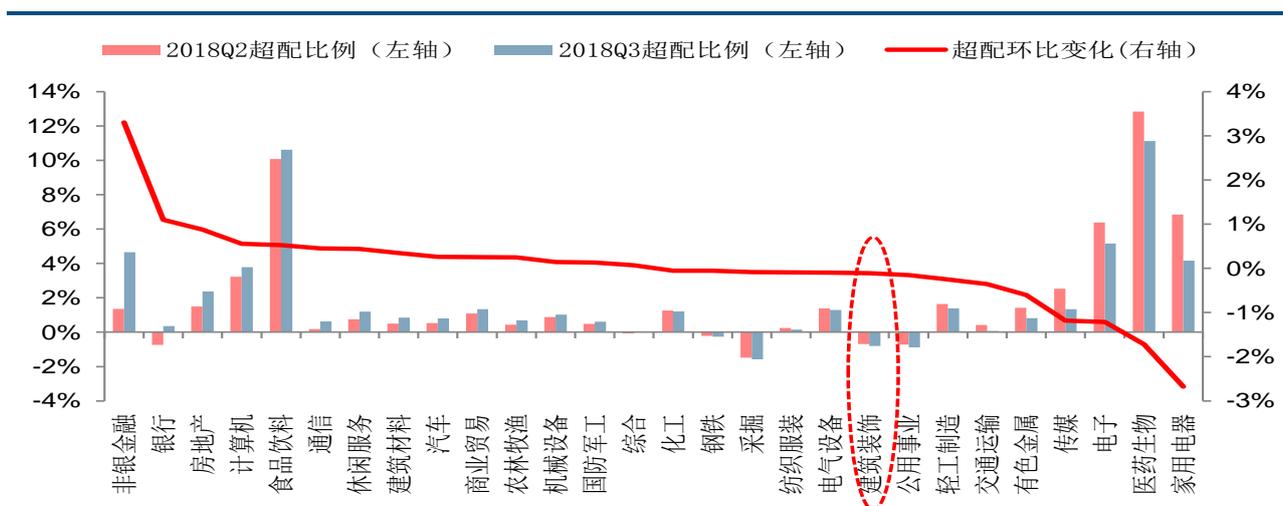
我们统计了 3010 支主动偏股型基金的前十大重仓股。2018 年三季度建筑装饰行业受到小幅减仓，行业持仓占比下降 0.03 个百分点；从持仓份额来看，2018Q3 持仓占比在申万 28 个行业中占 0.72%，处于较低水平，仅高于综合、钢铁及纺织服装三个行业。从基金超配比例（基金持仓比例-申万行业流通市值）来看，建筑行业 2018 年三季度超配比例为-0.84%，较二季度下降 0.11 个百分点。

图表68：主动偏股型基金申万行业持仓占比及变化



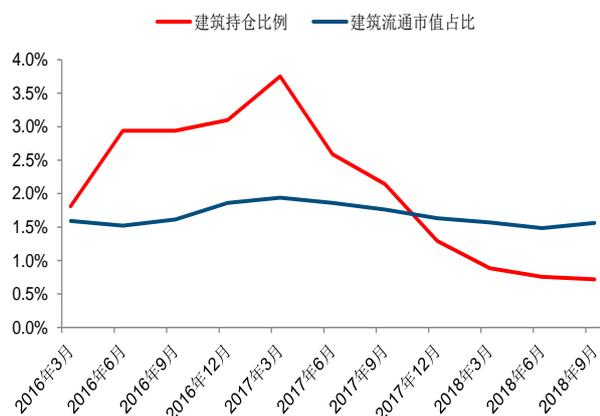
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表69：主动投资型基金中不同行业超配比例及变化

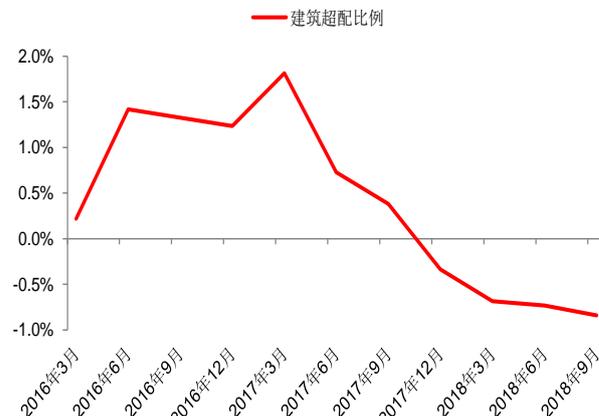


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

2017 年四季度以来，建筑行业连续四个季度低配，并且低配规模有持续扩大的趋势。2018Q3 低配比例较 2017Q4 扩大 0.5 个百分点。我们认为这主要与基建投资增速持续下滑及新签订单增速放缓有关。

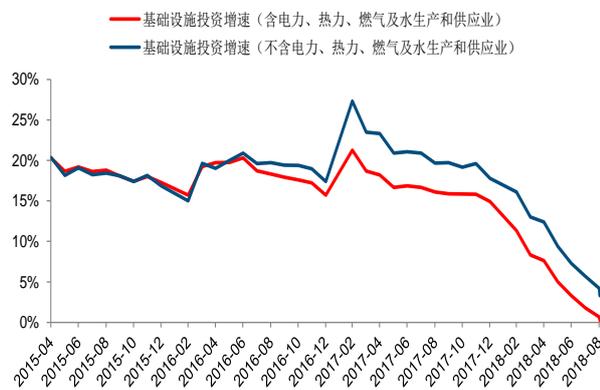
图表70： 建筑行业持仓比例及流通市值占比


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表71： 建筑行业超配比例


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

广义口径下，基建投资在 2017 年 2 月达到阶段性高点 21.3% 后持续下行，从 18 年初下行速率加快，2018 年 1-9 月基建投资增速仅有 0.3%。订单方面，建筑业本年新签合同额在 2017 年四季度增速开始下滑。基建投资增速、新签订单增速与建筑行业超配比例同期开始下滑。

图表72： 基建投资增速


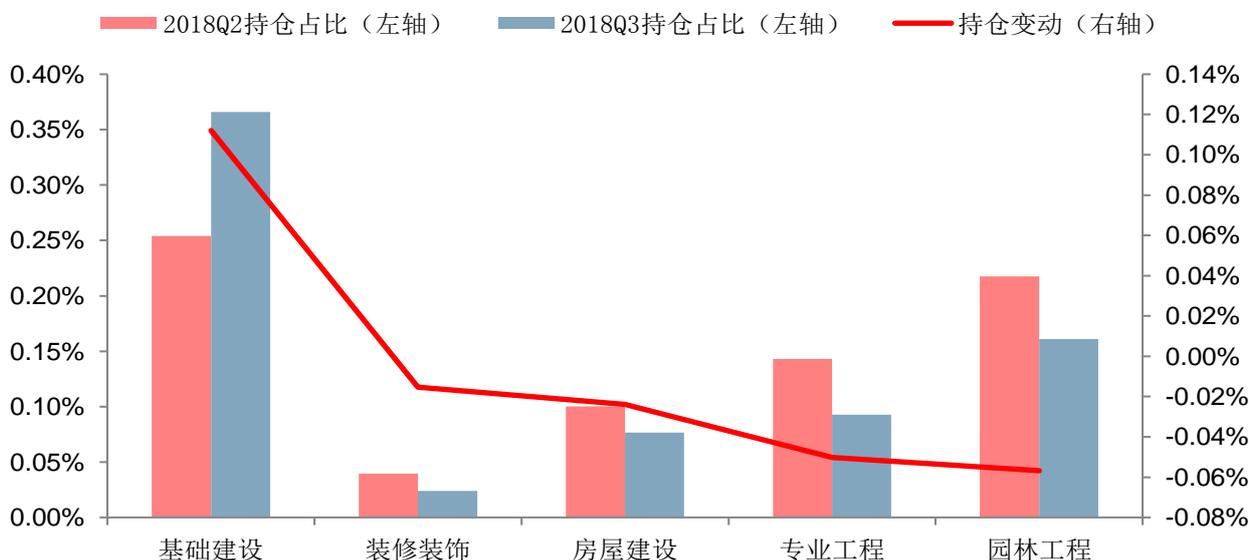
资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表73： 建筑业新签订单增速


资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

建筑装饰二级子板块中，除基建外均受到了减持。园林工程、专业工程、房屋建设及装修装饰在所有行业中持仓份额占比分别下降 0.06/0.05/0.02/0.02 个百分点。基建板块份额占比上升 0.11 个百分点。7 月底随着国常会和中央政治局会议的召开，财政和货币出现边际改善，补短板也被作为重要任务之一。基建稳增长的重要性加强，主动偏股型基金在三季度加仓基建板块。

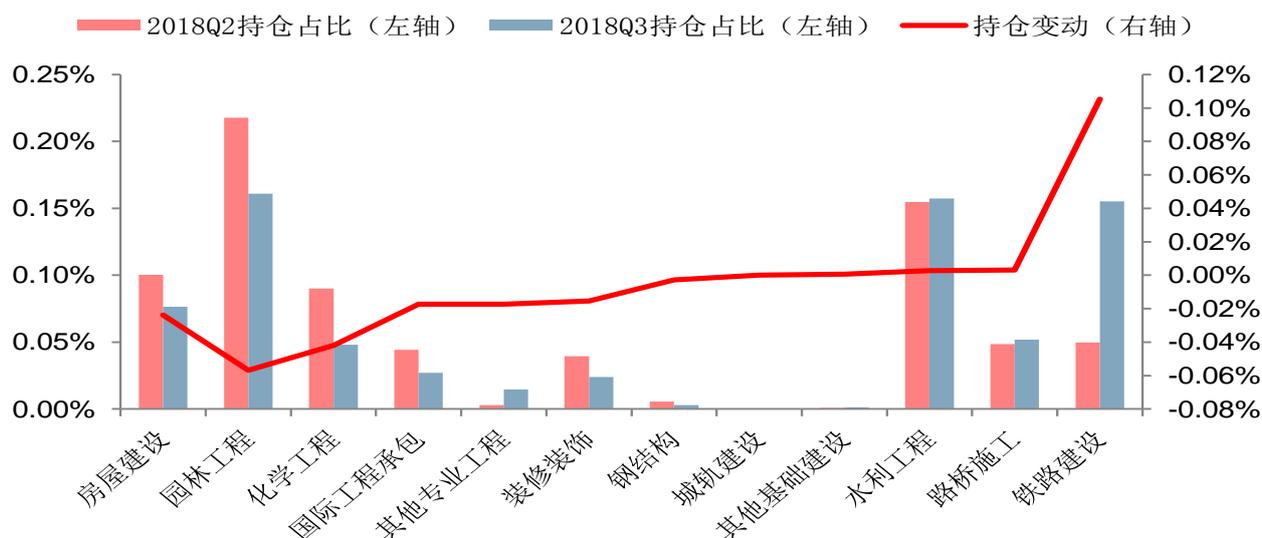
图表74： 建筑装饰二级子行业持仓占比及变化



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

从三级子板块来看, 铁路建设持仓份额占比上升 0.1 个百分点, 在所有三级板块中增速最快。今年铁路投资计划有望从 7320 亿元重返至 8000 亿元。7 月国务院总理考察西藏的基础建设时, 提出了铁路建设滞后, 需要加快进度建设。基建板块中的路桥工程及水利工程也均有不同程度的加仓。

图表75： 建筑装饰三级子行业持仓占比及变化

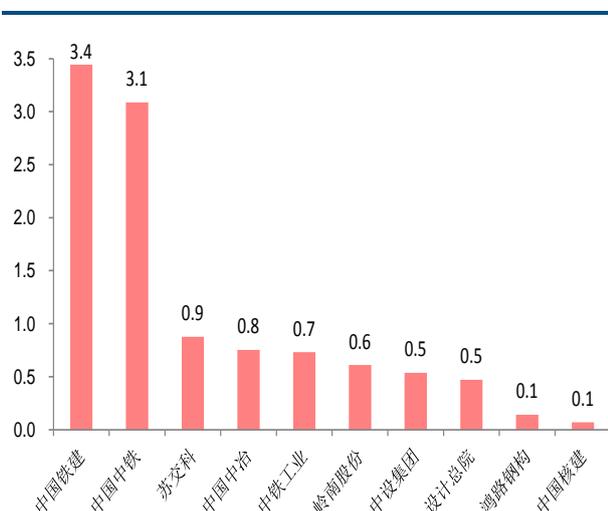


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

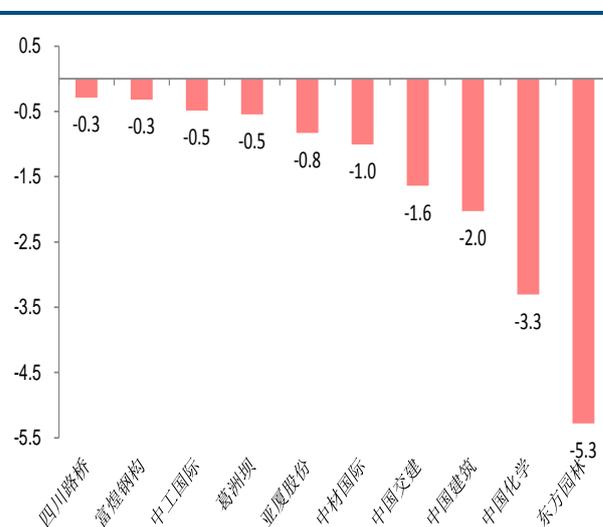
从具体建筑个股来看, 主动偏股型基金加仓中国铁建和中国中铁 3.4 亿元和 3.1 亿元。前十重仓股中包括中国铁建的基金新增 61 家。受到减仓金额和基金家数最多的是东方园林, 减仓 5.3 亿元, 27 家基金减仓。此外受

请参阅最后一页的重要声明

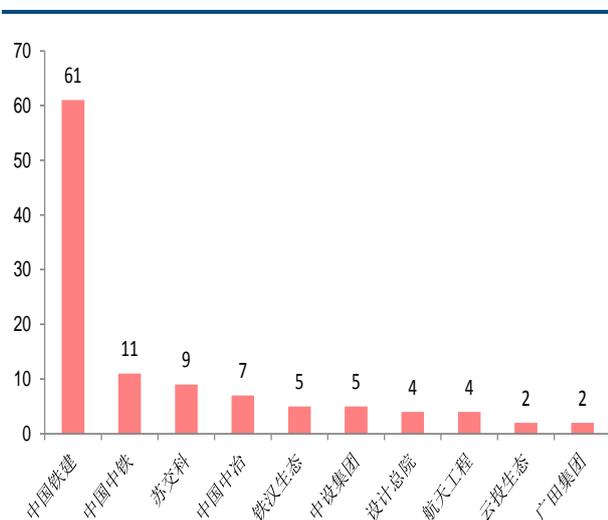
减持较多的还有国际工程板块中的中工国际及中材国际，房建板块的中国建筑等。

图表76： 2018Q3 建筑加仓金额前十个股（亿元）


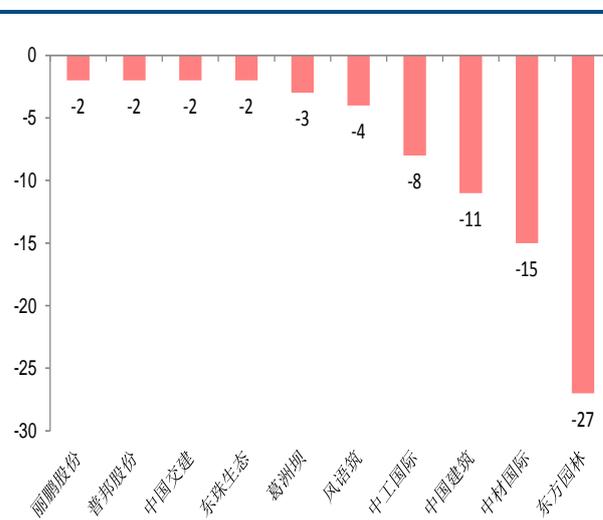
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表77： 2018Q3 建筑减仓金额前十个股（亿元）


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表78： 2018Q3 建筑加仓个股基金家数


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表79： 2018Q3 建筑减仓个股基金家数


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

六、投资建议：PPP 贡献较强弹性，海外基建订单值得期待

6.1、建筑央企推荐：中国中冶、中国电建

中国中冶

公司 18Q1-Q3 新签订单 4503 亿元，同增 11%，其中 Q3 新签 1333 亿元，同增 21%。在单笔金额超 5000 万元以上订单中，房建/基建/冶金分别同增 13%/49%/19%。在基建增速持续低迷背景下，公司基建业务始终保持大幅增长，显示近年以地下管廊、主题乐园及水环境治理等新兴基建领域为突破口的转型卓有成效，后续增长可期。

作为央企龙头之一，公司在冶金工程及新兴基建领域持续突破，基本面经营持续向好，新签订单连续三年大幅增长，海外矿业利润良好，综合盈利能力不断提升，与五矿整合进展顺利。我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.33、0.37 和 0.42 元，目标价 4.17 元，**维持“买入”评级**。

中国电建

公司是水利建设行业龙头，2018 年 1 月至 10 月新签合同总额 3,963.99 亿元，同比增长 3.07%，其中国内新签 2,761.48 亿元，同比减少 0.73%；国外新签 1,202.51 亿元，同比增长 13%。国内外水利电力业务新签合同额合计约为人民币 1,428.47 亿元。

作为最早布局海外的建筑央企，公司目前在境外超过一百个国家和地区执行合同金额约 6,000 亿元，尤其是在“一带一路”沿线的 40 个国家执行合同金额超过 2,500 亿元。此外，公司发挥其“懂水熟电”核心优势及自身的全产业链优势，在水利行业投资波动之时，积极转型水环境处理、清洁能源、绿色环境和智能建筑等生态环保及新型业务，保障业绩稳健增长。我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2018~2020 年 EPS 为 0.52、0.58、0.64 元，目标价 5.40 元，**维持“增持”评级**。

6.2、优质地方国企推荐：浙江交科、上海建工、四川路桥

浙江交科

公司“化工+基建”双主业驱动，基建业务稳健增长。东南地区基建空间大，未来基建大概率与地方政府财政实力挂钩，浙江优势明显，辐射东南五省。公司 18Q3 新中标合计约 17 亿元，截至 2018 年 9 月末累计在手基建订单超过 426 亿元，达去年基建板块收入的 3 倍，在手订单储备充足。截至今年前三季度，公司化工板块业绩环比有所下降，我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2018~2020 年的 EPS 分别为 0.92、1.09、1.23 元，目标价 12.70 元，**维持“增持”评级**。

四川路桥

公司作为西南地区龙头基建企业之一，大股东铁投集团在省内公路铁路基建方面优势明显。随着补短板被作为当前重点任务，公司有望享受政策红利。公司 18 年上半年开工情况明显优于去年同期，下半年有望进一步加快施工收入确认速度，全年在低基数上有望实现收入及业绩端的快速增长。估值层面，目前公司市净率为 0.95，具有较好安全边际。我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2018-2020 年的 EPS 为 0.36、0.42 和 0.49 元，目标价 4.26 元，**维持“买入”评级。**

上海建工

公司作为规模最大的地方建筑行业龙头，五大事业群订单饱满，咨询设计、建筑工业和房地产等非施工业务增长较快，盈利结构持续改善。18 年成功发行规模 20 亿元的可续期公司债券，票面利率 5.15%，基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末公司有权行使续期选择权，将本品种债券期限延长 1 个周期（即 3 年）或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。永续债的成功发行有望对公司债务结构形成有效改善，降低财务费用，缓解业务拓展带来的融资压力。

2018 年 1 月至 9 月，公司累计新签合同金额为人民币 2,077.97 亿元，较上年同期增长约 10%，占公司董事会确定的 2018 年度新签合同目标总额的 87.68%。其中值得关注的是装饰类、设计类及建筑工业化新签订单增长较快，为订单贡献新的增量。考虑上述基本面经营持续向好等因素，我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2018-2020 年的归母净利润为 29.2、32.7 和 36.2 亿元，EPS 为 0.33、0.37 和 0.41 元，目标价 3.63 元，**维持“买入”评级。**

6.7、民营龙头推荐：龙元建设、精工钢构

龙元建设

近期建筑板块最显著的三个变化：民营企业+资本市场+基建补短板，民营 PPP 龙头公司将在其中承担重要角色。随着系列重要政策的推出，合规 PPP 不涉及地方隐性债务、“一二五”贷款新政促使银行对民企增强支持力度等，均将持续推进民营企业参与 PPP 基建项目的热情与便利度，并最终转化为收入与市占率的提升。

公司 2018 年前三季度新签订单 249 亿，为 2017 年收入的 1.4 倍。今年上半年公司非公开募集资金 29 亿元，全部用于 PPP 项目投资建设。公司债转股已经顺利完成，目前资产负债率降至 80% 以下。公司及大股东质押率在行业内均处于较低水平。我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2018-2020 年的归母净利润为 8.5//10.8/11.2 亿元，EPS 为 0.56/0.71/0.74 元，目标价 8.04 元，**维持“增持”评级。**

精工钢构

集成业务正在落地，工业建筑与公共建筑订单加速增长：公司现已形成 PSC 住宅、公寓、学校、医院、办公楼五大装配式建筑产品体系，绿色集成业务正在落地。其中 PSC 集成体系兼顾预制钢结构 PS 与预制混凝土 PC 优点，技术水平国内领先。2018 年前三季度公司累计承接新业务额 94.4 亿元，同比增长 9.4%。其中，工业建筑和公共建筑板块增速较快，分别同比增长 32% 和 120%，显示集成业务正在落地，持续实现市场突破。

技术加盟提升规模，盈利能力加速改善：公司自 2017 年以来通过直营和技术授权模式双轨布局市场，截至 2018 年 9 月底已完成 3 单技术授权，顺利打开宁夏、东北及河北等市场，报告期内已确认授权收入约 5,500 万元，助力公司实现利润端与市占率的快速提升，同时有效改善现金流。预计公司 2018-2020 年的归母净利润为 1.91、2.88 和 3.60 亿元，EPS 为 0.11、0.16 和 0.20 元，目标价 3.52 元，对应 PE 为 24/17/13X，**维持“买入”评级。**

七、风险分析

基建增速不达预期；

PPP 落地率及收益率不达预期；

相关货币与财政政策不达预期；

成本端上涨过快侵蚀利润。

分析师介绍

纪振鹏：西安交通大学学士，同济大学硕士，2018年加入中信建投证券研究发展部。

研究助理 **杨欣达** 18321706993 yangxinda@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859