

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

《国信证券-建筑行业 10 月投资策略: 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》——2018-10-12

《国信证券-建筑行业 2018 年三季度报总结暨 11 月投资策略: 基建补短板进入落地期, 央企及设计咨询龙头有望优先受益》——2018-11-07

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

基建复苏, 聚焦龙头

● 行业估值位于历史低位

年初至今, 上证综指下跌 20.35%, 建筑行业下跌 23.37%, 跑输上证指数 3.02pct; 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国际工程。目前建筑行业 PE 估值约 10.72 倍, PB 估值 1.16 倍, 处在历史低位, 存在较大提升空间。我们的投资组合收益稳健, 年初至今实现收益-1.22%, 跑赢大盘指数 19.13pct。

● 经济下行压力加大, 稳增长背景下基建投资反弹大势所趋

今年以来固定资产投资增速不断创新低, 8 月触底后, 目前已企稳回升, 年初至今增速为 5.7%, 同比下滑 1.6pct; 基建投资增速为 3.7%, 同比下滑 15.9pct, 但降幅开始缩窄。随着经济下行压力加大, 宏观调控的重点逐渐由去杠杆向稳增长转变, 政策开始频繁释放宽松信号, 基建补短板成为稳增长重点; 政策不断强化、重大项目加速审批, 补短板进入落地期。在专项债资金向投资建设端传导、信用环境逐步宽松、交通投资回暖等刺激下, 基建投资触底反弹大势所趋。

● 建筑各子板块基本面分化, 存结构性机会

建筑各子板块基本面分化较大。设计咨询龙头公司依托跨区域、跨行业拓展, 市场占有率提高, 实现逆势高增长; 央企国企在基建市场的集中度高, 业绩确定性较强, 行业虽受到基建投资下滑影响业绩有所回落, 但央企国企整体优势明显, 明年仍是基建补短板的最大受益者; 装修装饰处于地产产业链后端, 今年家装订单抢眼, 未来业绩有望逐步回暖; 园林行业资产负债率处于历史高位, 去杠杆对行业整体影响较大, 基本面仍有待改善, 今年来估值和业绩下滑造成戴维斯双杀, 未来或受益 PPP 放宽及政府纾困民企政策。

● 重点推荐受益基建补短板的央企国企和设计咨询龙头

这轮基建补短板主要由中央主导, 铁路、公路、轨道交通等基础设施以及水利、生态环保等领域是重点。区域上中西部地区有望优先受益。国企央企在承接大订单上有明显优势, 近几年新签订单保持高增长, 在手订单充沛, 业绩确定性强, 目前整体估值处于低位, 稳增长背景下有望迎来估值修复。重点推荐中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国交建、安徽水利等。

设计咨询板块属于轻资产模式, 负债低, 现金流良好, 位于产业链前端, 优先受益基建补短板, 行业集中度提升利好龙头企业, 在手订单充沛, 当前估值与历史估值中枢相比还存在较大提升空间。重点推荐中设集团、苏交科、勤设股份等。

● 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
601186.SH	中国铁建	买入	11.32	149,552	1.35	1.55	8.39	7.30
601390.SH	中国中铁	买入	7.24	162,030	0.84	0.95	8.62	7.62
601668.SH	中国建筑	买入	5.94	249,392	0.88	0.98	6.75	6.06
601800.SH	中国交建	买入	11.90	169,169	1.46	1.63	8.15	7.30
600502.SH	安徽水利	买入	3.96	6,816	0.51	0.57	7.76	6.95
300284.SZ	苏交科	买入	11.10	8,986	0.73	0.92	15.21	12.07
603018.SH	中设集团	买入	17.60	5,523	1.26	1.67	13.97	10.54
603458.SH	勤设股份	买入	30.96	3,905	3.22	3.83	9.61	8.08

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

建筑板块估值位于历史低位	5
年初至今大盘受宏观环境影响持续下行，行业估值跌至历史低位	5
建筑子板块普跌，铁路建设跌幅较小	6
建筑个股涨跌不一，整体弱于大盘	6
A/H 股溢价有所缩小	7
投资组合收益稳健，整体跑赢大盘	8
经济下行压力加大，稳增长背景下基建投资迎来拐点	8
宏观调控重点由去杠杆向稳增长的转变	8
基建投资增速已触底，关注订单的后续反弹	12
房地产销售增速已明显回落，未来不确定性较大	19
制造业投资受外围环境影响增速预期放缓	20
主要子板块基本面分化，存结构性机会	22
设计咨询趋势放缓，上市企业逆势高增长	22
央企业绩与固定资产投资波动相关度高，整体将受益基建补短板	27
装修装饰受益于地产投资景气，家装订单高增长	31
去杠杆对园林行业的影响深远，关注未来政策放松后的基本面反转	35
重点推荐央企国企及设计咨询龙头	41
政策强化，基建补短板进入落地期	41
中西部地区有望优先受益	41
交通、水利和生态环保是补短板重点	43
重点推荐公司	45
风险提示	53
国信证券投资评级	54
分析师承诺	54
风险提示	54
证券投资咨询业务的说明	54

图表目录

图 1: 年初至今建筑行业下跌 27.65%，走势弱于大盘	5
图 2: 建筑行业年初至今涨跌幅在 28 个行业中排第 9 名	5
图 3: 当前建筑板块整体市盈率处于历史低位	6
图 4: 建筑板块各子行业年初至今涨跌幅排名	6
图 5: 建筑板块年初至今涨幅前五和跌幅前五的公司	7
图 6: 年初至今 A、H 股同时上市的四家央企股价涨跌幅情况	8
图 7: 今年以来社融规模大幅下滑，增速保持在极低的水平	9
图 8: 今年地方政府一般和专项债券月度发行额	11
图 9: 今年地方政府新增和置换债券月度发行额	11
图 10: 固定资产投资触底，未来有望企稳回升	12
图 11: 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	12
图 12: 近几年国家铁路建设投资情况	14
图 13: 2018 年 7 月后铁路固定资产投资开始回暖	15
图 14: 我国轨道交通运营路线长度持续保持快速增长	16
图 15: 我国在建轨道交通的城市数和线路长度持续增长	16
图 16: “十三五”期间水利发展六大原则	17
图 17: “十三五”期间水利发展六大目标	17
图 18: 中央水利建设投资明年的增速有望继续维持在 10% 左右	17
图 19: 生态环保业投资增速保持在较高水平	18
图 20: 建筑业订单一般落后投资增速 3~5 个月触底	19
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	20
图 24: 商品房销售面积和销售额增速明显回落	20
图 25: 年初至今制造业固定资产投资增速为 9.1%	21
图 26: 制造业 PMI 持续回落	21
图 27: 设计咨询行业处在建筑行业上游	22
图 28: 基建龙头设计业务订单增速放缓	23
图 29: 基建龙头设计业务营收增长较为平稳	24
图 30: 设计咨询行业并购数量和金额有加快增长的趋势	24
图 31: 2018 年前三季度上市设计企业营收增长 24.39%	25
图 32: 2018 年前三季度上市设计企业净利润增长 25.28%	25
图 33: 设计咨询企业 ROE 高于建筑行业和 A 股平均水平	25
图 34: 设计咨询企业股权受稀释后，ROE 仍保持较高水平	25
图 35: 设计咨询企业毛利率和净利率均稳中有升	26
图 36: 设计咨询企业毛利率和净利率远高于平均水平	26
图 37: 设计咨询企业资产负债率逐年下降	26
图 38: 设计咨询企业资产负债率远低于平均水平	26
图 39: 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	26
图 40: 基建行业的业绩波动基本与基建投资周期重合	27
图 41: 央企占据了绝大多数的基建市场份额	28
图 42: 八个建筑央企市盈率大部分低于行业和 A 股平均值	30
图 43: 部分央企市净率跌破 1.0，估值处在安全区域	30
图 44: 八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升	31
图 45: 装修装饰行业分类	32
图 46: 近三年装修行业公司 IPO 上市明显加快	32
图 47: 装饰板块上市公司的市值分布情况	33
图 48: 装修行业位于地产产业链后端，估值波动周期基本与房地产保持一致	33
图 49: 2018 前三季度建筑装饰行业营收增长 11.19%	34
图 50: 2018 前三季度建筑装饰行业净利润增长 5.06%	34
图 51: 园林行业打破传统业务边界，向大生态、大环保领域不断扩展	36
图 52: 近三年园林行业公司 IPO 上市明显加快	36
图 53: 园林板块上市公司的市值分布情况	37
图 54: 园林行业近几年的资产负债率快速提升	37
图 55: 2018 年前三季度园林行业的营收增速为 9.14%	38

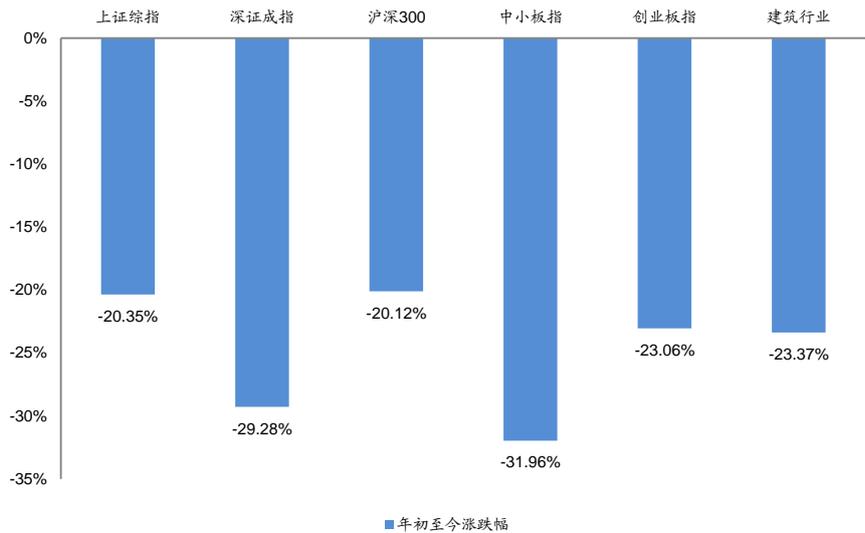
图 56: 2018 年前三季度园林行业净利润增速为-46.6%	38
图 57: 今年园林行业的现金流趋于恶化	38
图 58: 今年来园林行业的市盈率持续下滑	39
图 59: 全国扶贫攻坚主战场集中在中西部地区	42
图 60: 中西部地区主要省份的城镇化率远低于全国平均水平	42
图 61: 中西部及东部地区部分省份的固定资产投资增速	43
图 62: 中国铁建 2018Q1-3 营收同比增长 6.40%	45
图 63: 中国铁建 2018Q1-3 净利润同比增长 20.11%	45
图 64: 中国中铁 2018Q1-3 营收同比增长 4.97%	46
图 65: 中国中铁 2018Q1-3 净利润同比增长 18.20%	46
图 66: 中国建筑 2018Q1-3 营收同比增长 9.03%	47
图 67: 中国建筑 2018Q1-3 净利润同比增长 5.88%	47
图 68: 中国交建 2018Q1-3 营收同比增长 6.92%	48
图 69: 中国交建 2018Q1-3 净利润同比增长 9.66%	48
图 70: 安徽水利近几年营业收入情况	49
图 71: 安徽水利近几年净利润情况	49
图 72: 苏文科近几年营业收入情况	50
图 73: 苏文科近几年净利润情况	50
图 74: 中设集团近几年营业收入情况	51
图 75: 中设集团近几年净利润情况	51
图 76: 勤设股份近几年营业收入情况	52
图 77: 勤设股份近几年净利润情况	52
表 1: 主要建筑企业 A/H 股溢价情况 (汇率以 12 月 13 日港币兑人民币中间价为准)	7
表 2: 国信建筑年初至今投资组合涨跌幅情况	8
表 3: 财政部先后对 PPP 项目进行清理并限制地方政府融资	9
表 4: 下半年的重要宏观政策梳理	10
表 5: “交通扶贫”的主要内容	13
表 6: 2017 年国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权	13
表 7: “十三五”期间, 铁路的平均年投资额约为 0.8 万亿	14
表 8: 下半年获批的重大铁路工程项目	15
表 9: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目	16
表 10: 党的十八大以来, 在生态环保领域采取的一些重要举措	18
表 11: 行业部分资质情况介绍	22
表 12: 设计咨询行业细分领域的龙头企业	23
表 13: 建筑板块上市的国有企业汇总	27
表 14: 八大建筑央企 2018 年前三季度新签订单 5.12 万亿元, 同比增长 11.7%	28
表 15: 截至 2018Q3 央企在手订单创下新高, 平均订单收入保障比达到 3.97 倍	29
表 16: 八家建筑央企 2018 年前三季度营业收入超 2.65 万亿元, 净利润达 801 亿元	29
表 17: 八大建筑央企海外订单快速增长, 近三年 CAGR 达 20.42%	29
表 18: 2018 年度 ENR 国际承包商 250 强内地企业前 10 强全部是央企	30
表 19: 与国际建筑巨头相比, 央企的估值明显偏低	31
表 20: 主要装饰企业工装订单增速情况	34
表 21: 主要装饰企业家装订单增速情况	34
表 22: 近年来各地区/部门颁布的推进全装修住宅政策	35
表 23: 各地陆续出台新一轮促进 PPP 项目发展政策	40
表 24: 下半年各部门密集出台纾困中小企业的政策	41
表 25: 基建补短板细分领域及重点内容	44
表 26: 中国铁建盈利预测表	46
表 27: 中国中铁盈利预测表	47
表 28: 中国建筑盈利预测表	48
表 29: 中国交建盈利预测表	49
表 30: 安徽水利盈利预测表	50
表 31: 苏文科盈利预测表	51
表 32: 中设集团盈利预测表	52
表 33: 勤设股份盈利预测表	53

建筑板块估值位于历史低位

年初至今大盘受宏观环境影响持续下行，行业估值跌至历史低位

2018 年中国内外部宏观环境发生了一系列深刻的变化，在经济景气度下降的预期下，大盘承压并持续下行。年初至今上证综指跌 20.35%，中小板指跌 31.96%，创业板指跌 23.06%。建筑行业下跌 23.37%，跑输上证指数 3.02pct。

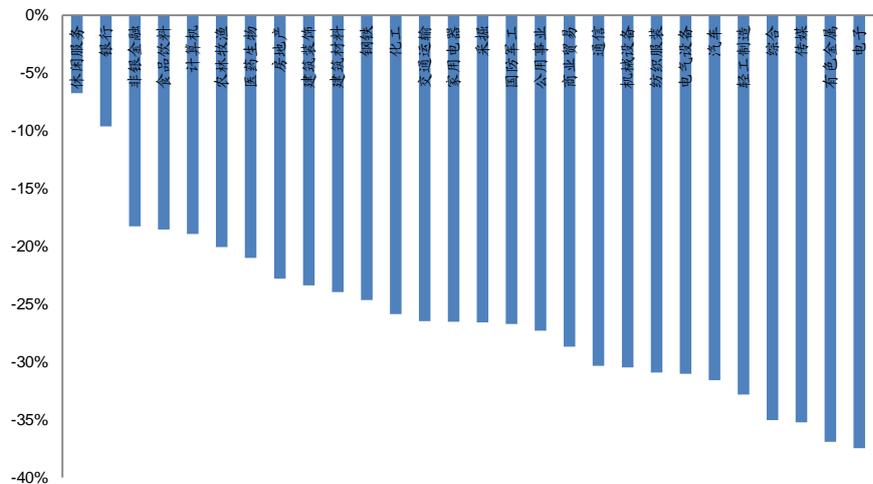
图 1：年初至今建筑行业下跌 27.65%，走势弱于大盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

年初至今各行业普跌，跌幅较小的是休闲服务（-6.7%）、银行（-9.6%）、非银金融（-18.3%）、食品饮料（-18.5%）；跌幅较大的是电子（-37.5%）、有色金属（-36.9%）、传媒（-35.2%）、综合（-35.0%）和轻工制造（-32.8%）。建筑行业跌幅较小，28 个行业中排名第 9 名。

图 2：建筑行业年初至今涨跌幅在 28 个行业中排第 9 名

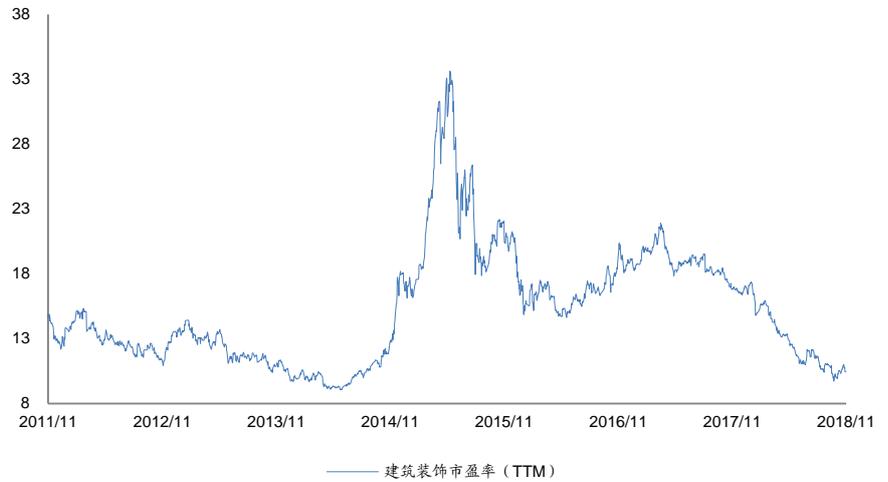


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

建筑板块估值相对较低。截至 12 月 12 日，申万 28 个一级行业中，建筑装饰的 PE (TTM) 为 10.72 倍，排名倒数第四。从建筑板块近几年的市盈率来看，

2015年6月曾达到33.60倍，当前的市盈率已跌至历史低位。

图3：当前建筑板块整体市盈率处于历史低位

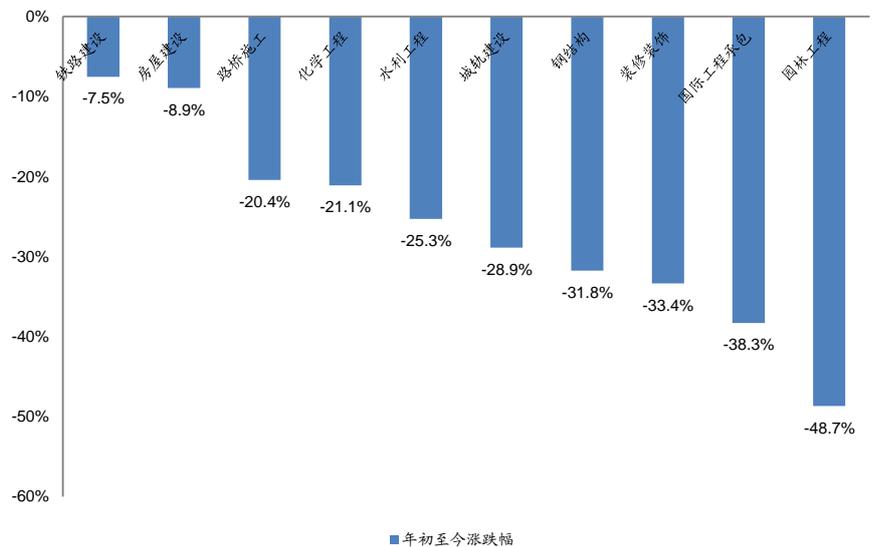


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

建筑子板块普跌，铁路建设跌幅较小

年初至今，申万建筑行业的子行业全部下跌，其中跌幅较小的三个子行业分别是铁路建设（-7.5%）、房屋建设（-8.9%）和路桥施工（-20.4%），跌幅较大的三个子行业分别是园林工程（-48.7%）、国际工程承包（-38.3%）和装修装饰（-33.4%）。

图4：建筑板块各子行业年初至今涨跌幅排名



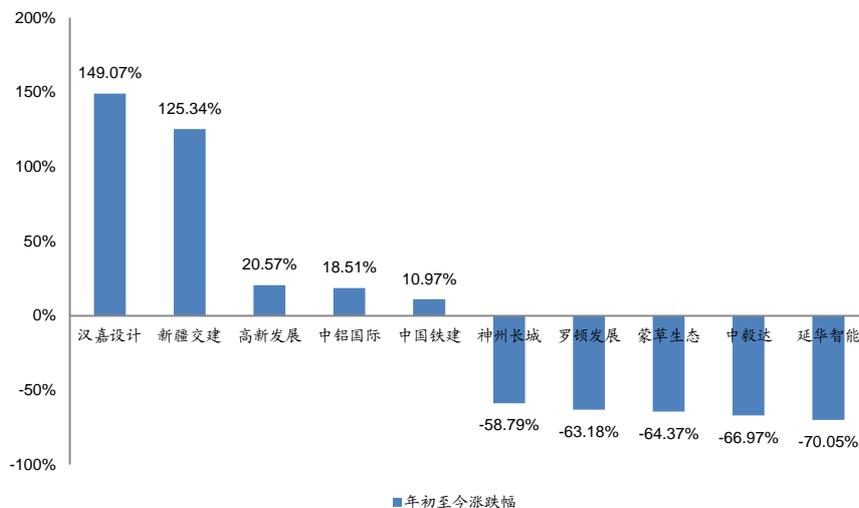
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

建筑个股涨跌不一，整体弱于大盘

年初至今，建筑行业所有股票中仅有2.16%的个股实现正收益，比例低于全体

A股 8.16%个股上涨的比例。

图 5: 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

截至 12 月 13 日, A 股和 H 股同时上市的四家建筑央企在两市的平均溢价率为 32.89%, 较年初有所缩小, 但整体溢价水平仍较高。其中中国中铁溢价率为 14.73%, 中国铁建溢价率为 23.38%, 中国中冶溢价率为 46.78%, 中国交建溢价率为 46.68%。

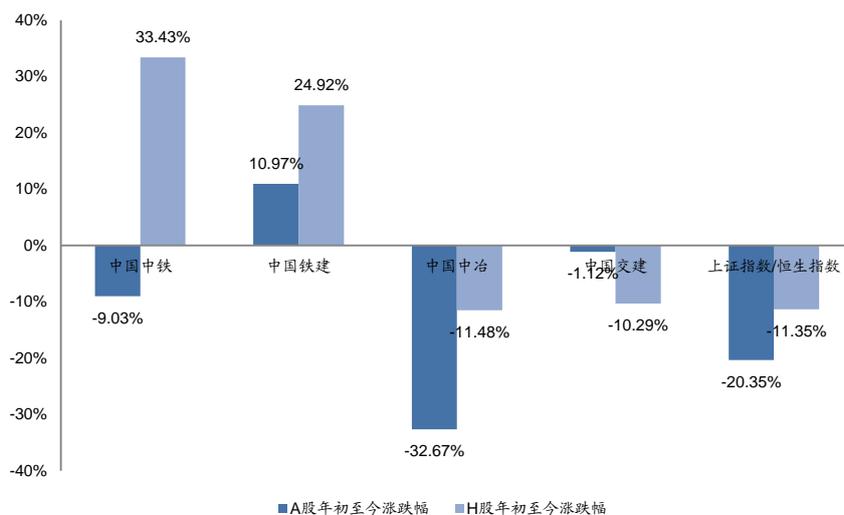
表 1: 主要建筑企业 A/H 股溢价情况 (汇率以 12 月 13 日港币兑人民币中间价为准)

个股组合	A 股股价	H 股股价	溢价率
中国中铁	7.52	6.41	14.73%
中国铁建	12.10	9.27	23.38%
中国中冶	3.19	1.70	46.78%
中国交建	12.39	6.61	46.68%
平均值	8.80	6.00	32.89%

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, 年初至今上证指数下跌 20.35%, 恒生指数下跌 11.35%, 四家央企除中国铁建外的 A 股均下跌, 而中国中铁和中国铁建的港股得以实现上涨, 整体上 A 股下跌幅度大于 H 股, 溢价率明显缩小。

图 6: 年初至今 A、H 股同时上市的四家央企股价涨跌幅情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资组合收益稳健, 整体跑赢大盘

年初至今, 我们推荐的投资组合取得了较高的相对收益。组合平均的绝对收益为-1.22%, 跑赢行业指数 22.15pct, 跑赢大盘指数 19.13pct。

表 2: 国信建筑年初至今投资组合涨跌幅情况

个股组合	年初至今涨跌幅
中国铁建	10.97%
中国中铁	-9.03%
苏文科	-1.48%
中设集团	-5.35%
上证指数	-20.35%
申万建筑	-23.37%
组合收益	-1.22%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

经济下行压力加大, 稳增长背景下基建投资迎来拐点

宏观调控重点由去杠杆向稳增长的转变

去杠杆贯穿全年始终

在中国过去十年的发展过程中, 投资拉动经济的模式将全社会的杠杆率推升到了一个较高的水平, 增加了经济的整体运行风险。最近一年来, 中央始终坚定宏观去杠杆的方向, 严格控制企业、居民和政府债务的过快增长。在宏观去杠杆的背景下, 各种融资渠道相继收紧, 社融规模增速全年都保持在极低的水平。

图 7: 今年以来社融规模大幅下滑, 增速保持在极低的水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在建筑行业, 去杠杆的一个重要标志是 PPP 的大规模收紧。自去年 11 月的 92 号文发布后, 财政部开始对 PPP 进行全面整改, 大批不合规、落地难的项目被清理出库, 同时在项目融资上将非标基本堵死, 对 PPP 订单体量较大的央企划定了红线, 一系列措施下 PPP 迅速降温。

表 3: 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
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》(财办金【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

政策下半年迎来宽松信号, 基建补短板成为重点

进入下半年后经济下行压力开始显现, 财政积极、货币宽松的预期也逐渐增强。7 月底中央政治局会议和国常会提出财政政策要更加积极, 货币政策要松紧适

度，并重点支持基础设施领域补短板。8月份央行、财政部等各部门也频繁释放出积极信号，进一步明确了在防范金融风险、稳定信用环境的同时，通过积极财政政策、疏通货币传导机制，满足实体经济发展需求，推动有效投资稳定增长。一系列政策导向预示着稳投资成为未来对抗经济下行的力量。

表 4: 下半年的重要宏观政策梳理

时间	部门	政策导向
7月20日	银保监会	发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，在公募理财投资非标、过渡期内安排等方面与《通知》保持一致。
7月23日	国务院常委会	明确了货币、财政政策适度宽松的风向，强调“流动性合理充裕”，积极的财政政策要更加积极
7月31日	中央政治局会议	坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策。把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度，实施好乡村振兴战略。
8月3日	国务院	处理好稳增长与防风险的关系以及宏观总量与微观信贷的关系，发挥财政政策的积极作用，同时不放松金融监管、稳定信用环境
8月14日	财政部	加快地方政府专项债券发行，各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%。剩余的发行额度应当主要放在10月份发行。
8月23日	国务院	国务院召开西部地区开发领导小组会议，要求促进西部地区发展，保持西部经济稳中向好，抓紧推进一批西部急需、符合国家规划的重大工程建设
8月30日	发改委	下一步将突出补短板这个重点，抓紧推进一批西部急需、符合国家规划的交通和信息网、生态环保、城镇污水、垃圾处理、能源通道等领域重大工程建设
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18日	发改委	加大基础设施等领域补短板力度，稳定有效投资。172项重大水利工程已开工建设130项，在建投资规模超过1万亿元。高标准农田加快建设。一批铁路重大项目建成运行。高速公路通车里程达13.6万公里
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；
10月7日	央行	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点，当日到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。
10月31日	国务院办公厅	印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，提出以下要求：保障在建项目顺利实施；加强地方政府专项债资金和项目管理；妥善解决存量隐性债务问题；严控新增隐性债务；调动社会资本参与。
11月9日	银保监会	对民营企业贷款要实现“一二五”目标，即在新增的公司贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于1/3，中小型银行不低于2/3，争取3年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司贷款的比例不低于50%。

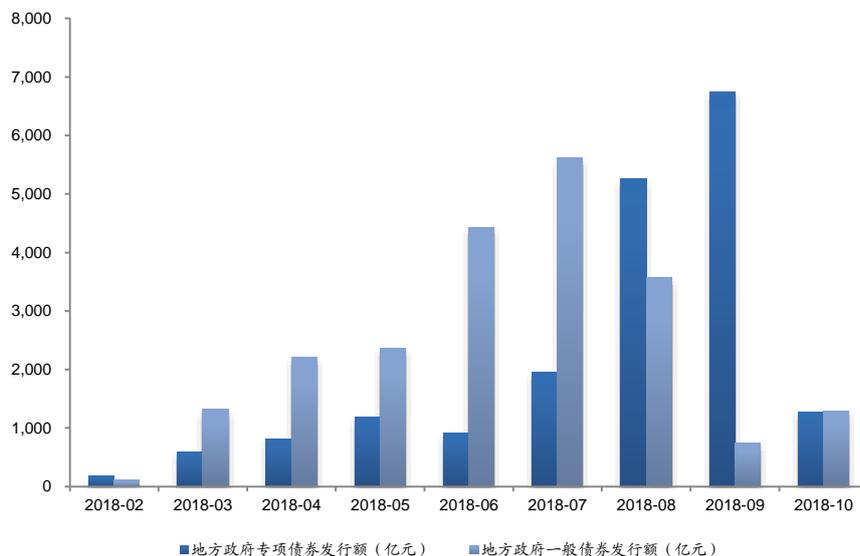
资料来源：央行等各部门官网，国信证券经济研究所整理

地方专项债发行加速，行业资金面有望改善

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、9 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。

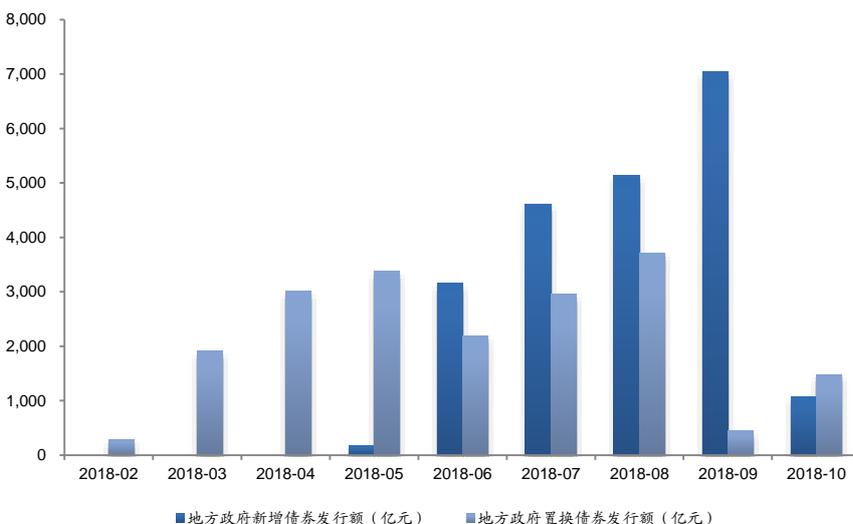
图 8：今年地方政府一般和专项债券月度发行额



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。专项债券的发行在三季度有明显的加速趋势，截至到 10 月底新增专项债券发行额可能已超过 1.5 万亿，年度 1.35 万亿的发行计划或可超额完成。

图 9：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

基建投资增速已触底，关注订单的后续反弹

固定资产投资创下历史新低，建筑三大下游投资分化趋势明显

年初至今，固定资产投资增速为 5.7%，同比回落 1.6pct，环比提升 0.3pct；今年固定资产投资下滑明显，并曾创下 5.3% 的历史最低增速，自 8 月触底反弹后，目前已基本企稳。

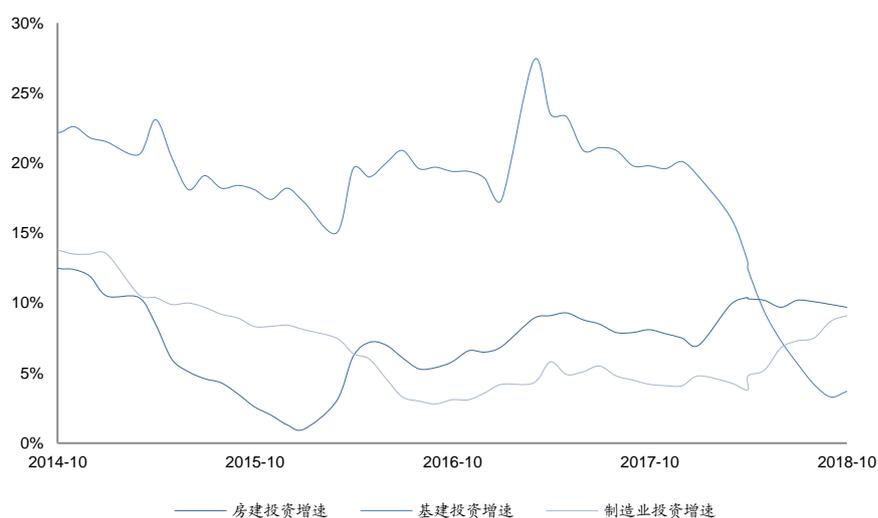
图 10：固定资产投资触底，未来有望企稳回升



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分化趋势明显。

图 11：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，年初至今实现 3.7% 的正增长，比 2017 年同期下滑 15.9pct；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，年初至今实现 9.7% 的正增长；工建投资（制造业）年初至今实现 9.1% 的正增长，同比提升 5.0pct，连续七个月实现回升。

交通扶贫叠加“公路审批权”下放，公路投资依然坚挺

“交通扶贫”是国家“十三五”期间非常重要的一个战略，当前已经进入了攻坚期。国家《“十三五”交通扶贫规划》一共明确了六项主要任务，重点是对贫困地区交通进行改造和升级，其中有五项是关于路桥建设规划的内容，为路桥建设创造了广阔空间，也为路桥投资提供了强劲的动力。

表 5：“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

2017 年，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 6：2017 年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

铁路建设成为补短板急先锋，回暖趋势明显

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。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，铁路运营里程将达到 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。

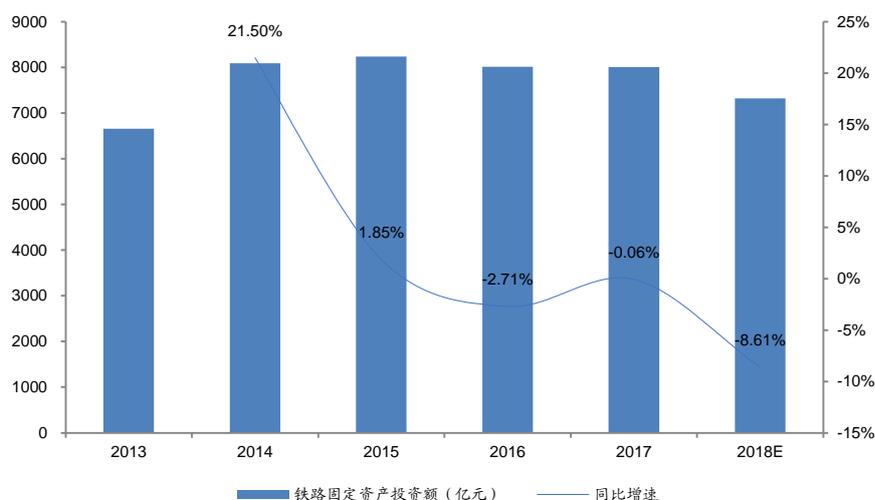
表 7: “十三五”期间，铁路的平均年投资额约为 0.8 万亿

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

在今年年初中国铁路总公司的投资安排中计划年内总投资额仅有 7320 亿，是近四年来首次低于 8000 亿。从今年 1-5 月的实际投资情况来看，铁路固定资产投资额比往年同期下降最大幅度达到 8.95%，因此市场对于铁路投资的预期开始倾向悲观。

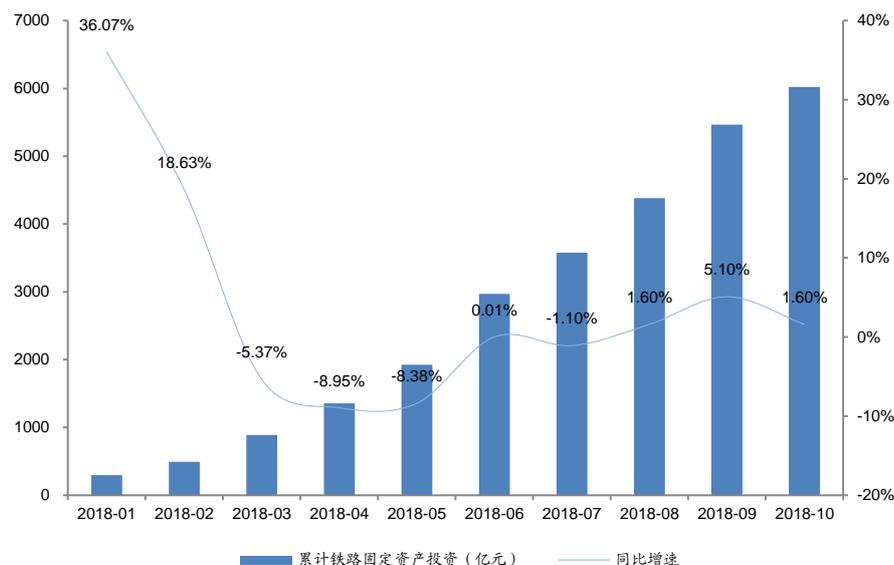
图 12: 近几年国家铁路建设投资情况



资料来源: 中国铁路总公司, Wind, 国信证券经济研究所整理

8 月初中铁总又向外界透露出信息，今年铁路固定资产投资额或将重返 8000 亿以上，比年初的计划增加近 800 亿。从近几个月的数据来看，铁路投资有明显的回暖趋势。

图 13: 2018 年 7 月后铁路固定资产投资开始回暖



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

随着铁路投资的持续回升, 一批大项目将加快推进。下半年江苏南沿江城际铁路、渝湘高铁重庆至黔江段、上海经苏州至湖州铁路等重大工程相继获发改委批复, 国家“十三五”规划的重点项目川藏铁路雅安至林芝段也已顺利通过预可研。未来新项目将陆续开工建设, **中国铁建、中国中铁**等基建龙头有望最先受益。

表 8: 下半年获批的重大铁路工程项目

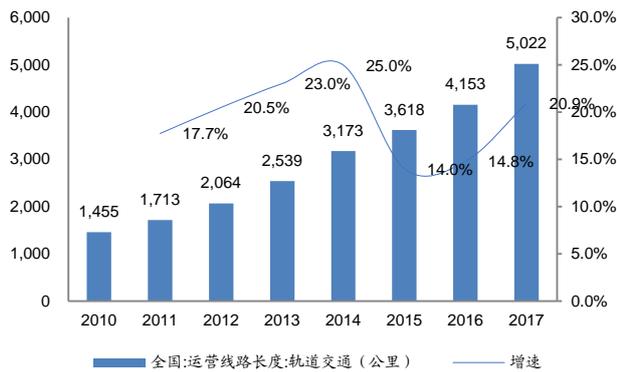
时间	项目	总投资 (亿元)
7 月 2 日	包头至银川铁路银川至惠农段	128.7
8 月 15 日	江苏南沿江城际铁路	503.01
9 月 10 日	川藏铁路雅安至林芝段 (预可研)	2000
9 月 29 日	杭州至衢州铁路建德至衢州段	236.3
10 月 8 日	上海经苏州至湖州铁路	367.95
10 月 23 日	渝湘高铁重庆至黔江段	535
10 月 23 日	盐城至南通铁路	262.8

资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

轨交审批重启, 或迎来新一轮刺激

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 14: 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 15: 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、重庆等地的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, 明年获批项目投资将加速落地。

表 9: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目

时间	项目	总投资 (亿元)
7月30日	长春市第三期城市轨道交通建设规划	787.32
8月14日	苏州市城市轨道交通第三期建设规划	950.00
8月5日	成都市城市轨道交通第四期建设规划 (初审通过)	--
10月23日	南京至句容城际轨道交通工程	209.75
12月6日	重庆市城市快速轨道交通第三期建设规划 (2018-2023年)	455.7

资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

“十三五”深化水利改革, 中央水利投资维持在高位

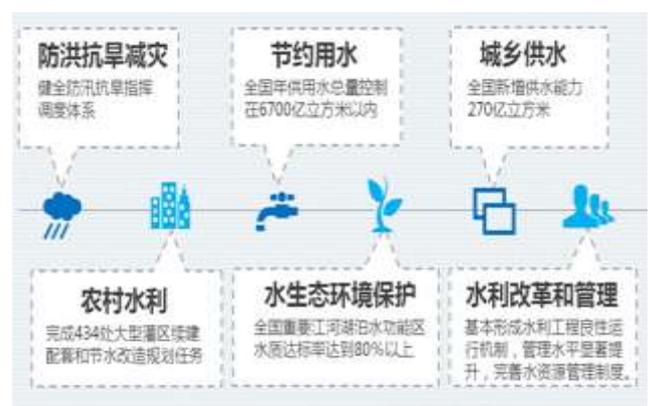
兴水利治水患历来为治国安邦的大事, 中国的水利事业始终围绕着着社会的发展需求进行改革。“十三五”期间, 我国水利发展规划将以江河流域系统整治和水生态保护修复为着力点推进水生态文明建设, 明确到 2020 年, 全国重要江河湖泊水功能区水质达标率达到 80% 以上, 新增水土流失综合治理面积 27 万平方公里, 水生态环境状况明显改善; 农村水利方面, 新增农田有效灌溉面积 3000 万亩, 发展高效节水灌溉面积 1 亿亩, 新增小水电装机容量 500 万千瓦。

图 16: “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

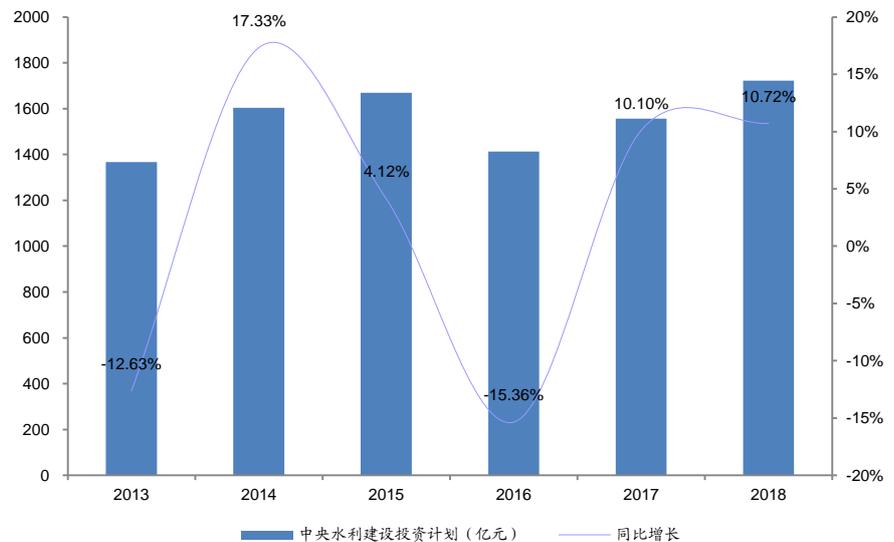
图 17: “十三五”期间水利发展六大目标



资料来源: 水利部, 国信证券经济研究所整理

水利投资的绝大部分为中央主导, 今年中央水利建设投资计划为 1722.88 亿元, 主要用于支持重大水利工程项目, 同比增长 10.72%, 为近三年的最快增速。目前 172 项重大水利工程已开工 130 项, 但一些超大体量项目 (如引江济淮) 的进度依然比较滞后。距 2020 年还有两年时间, 若要实现“十三五”规划以及补短板的目标, 明年中央水利投资有望继续维持在较高水平, 预计全年增长率在 10%左右。

图 18: 中央水利建设投资明年的增速有望继续维持在 10%左右



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

“美丽中国”战略持续推进, 生态环保是重点

党的十八大以来, 生态环保工作被提到了空前的高度。不仅完善了生态文明顶层设计和制度体系建设, 提出“美丽中国”战略, 建立并实施中央环境保护督察制度, 而且深入实施大气、水、土壤污染防治三大行动计划, 率先发布《中国落实 2030 年可持续发展议程国别方案》, 实施《国家应对气候变化规划 (2014-2020 年)》, 推动了生态环境保护发生历史性、转折性、全局性变化。

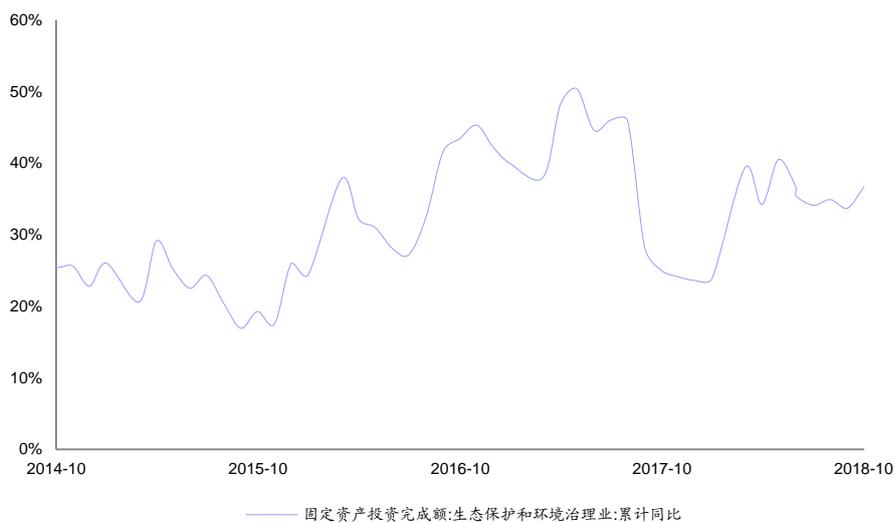
表 10: 党的十八大以来, 在生态环保领域采取的一些重要举措

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	组建生态环境部
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	生态环境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 1-10 月, 生态保护和环境治理业投资同比增长 36.70%, 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 19: 生态环保业投资增速保持在较高水平

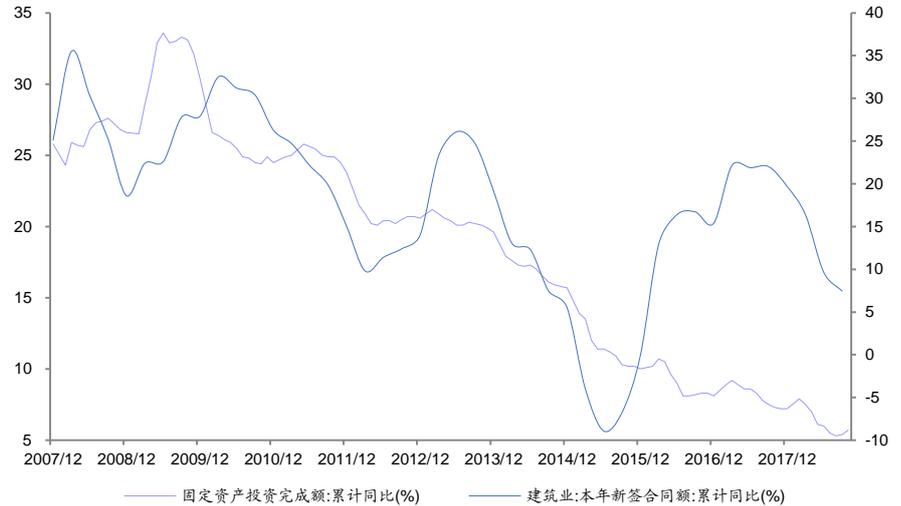


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

行业订单或可于明年一季度反弹，基建将发挥托底作用

虽然固定资产投资已企稳回升，但行业订单增速目前还未触底，表明企业仍然在消化存量订单，且资金面可能并未发生实质性好转。结合前几次基建周期来看，行业订单的底部一般会落后固定资产投资增速 3~5 个月出现，因此随着未来订单触底反弹我们判断行业可能会于明年一季度迎来全面反转。

图 20: 建筑业订单一般落后投资增速 3~5 个月触底

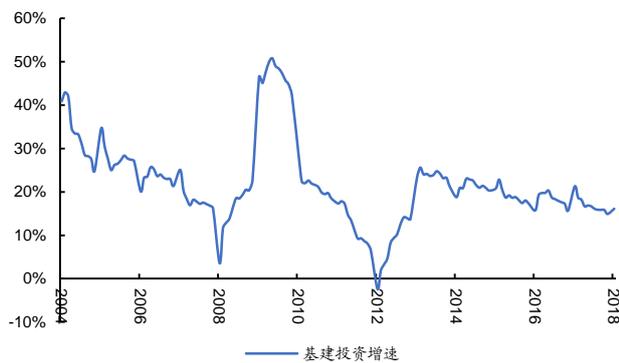


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基建投资历来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、内部经济增速下行等压力，基建投资应当发挥出托底作用。

明年在基建补短板项目落地、融资环境改善、生态环保投资崛起等推动下，基建投资增速有望继续回升，预计将重返 10% 以上。

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

房地产销售增速已明显回落，未来不确定性较大

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，年初至今同比增速达到 9.7%，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。销售增速作为房地产景气度的先导指标，自 8 月份以来已明显回落。

图 24: 商品房销售面积和销售额增速明显回落



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

房地产投资增速到达高点后，新一轮周期调整或将到来，目前市场降温信号明显。但由于经济下行压力下基建投资对经济的拉动作用有限，未来房地产的政策方向依然存在放松的可能性，这也是固定资产投资中不确定性最大的因素。

制造业投资受外围环境影响增速预期放缓

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，年初至今制造业投资同比增长 9.1%，环比提升 0.4pct。

图 25: 年初至今制造业固定资产投资增速为 9.1%



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，国际形势发生巨大变化。在此冲击下，我国对外贸易以及制造业或将受到影响，近三个月制造业 PMI 指数持续回落，未来制造业投资增速预期将放缓。

图 26: 制造业 PMI 持续回落



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

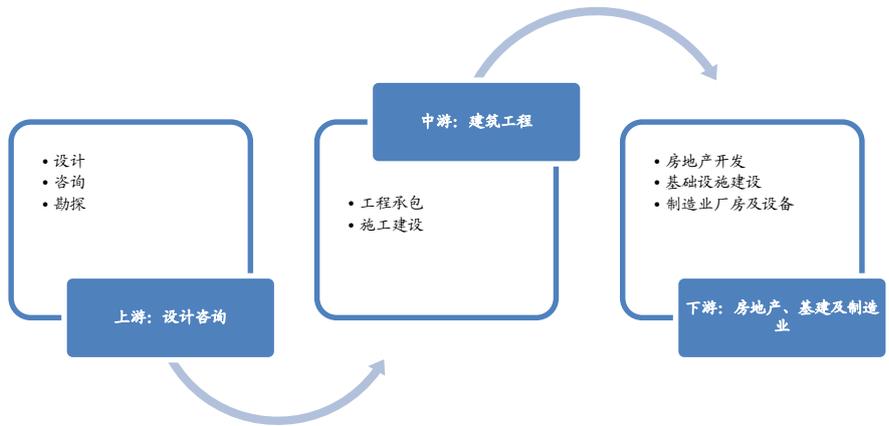
主要子板块基本面分化，存结构性机会

设计咨询趋势放缓，上市企业逆势高增长

处于产业链前端，优先受益基建补短板

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。在明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 27：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 11：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。

表 12: 设计咨询行业细分领域的龙头企业

行业	主要龙头企业	行业	主要龙头企业
煤炭	中煤科工、大地开发	建材	无
化工石化医药	中国化学	铁道	中国中铁、中国铁建
石油天然气	中国石油、中国石化	公路	中国交建、苏交科、中设集团
电力	中国电建、中国能建、国家电投	水运	中国交建
冶金	中国中冶	民航	中国航空规划院、上海新时代设计院
军工	中国兵器工业集团	市政	中国交建、中国建筑、上海建工
机械	国机集团	农林	无
商务粮	中国海诚	水利	长江勘测院、黄河勘测院
轻纺	中国海诚	海洋	中国交建
核工业	中广核集团、国防科工局	建筑	中国建筑、华建集团、同济大学建筑院
电子通信广电	太极实业、三大电信运营商		

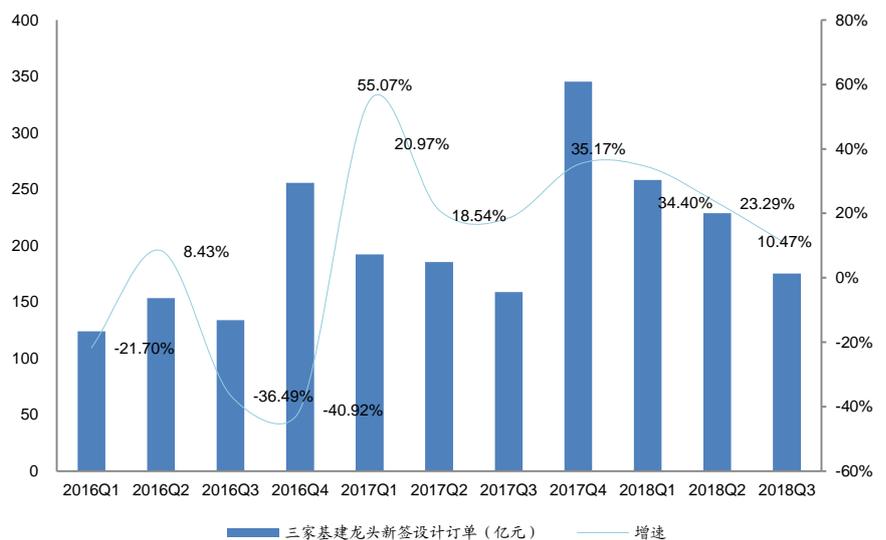
资料来源: 各公司官网,《建筑时报》, 国信证券经济研究所整理

基建设计订单增速放缓, 营收增长较为稳健

中国中铁、中国铁建、中国交建是基建领域的龙头, 其下属设计院在铁道、公路、市政、水利等基建设计领域拥有较高的市场份额, 该三家公司设计业务走势在很大程度上能代表基建设计行业的情况。

2017 年, 三家基建龙头企业的设计订单实现了高速增长, 并在 2017Q4 达到历史高点, 进入 2018 年以后, 增速呈现出逐季下降态势, 整体增速放缓。这与基建投资的走势基本一致, 未来随着基建投资的逐步企稳, 基建设计订单增速也有望企稳回升。

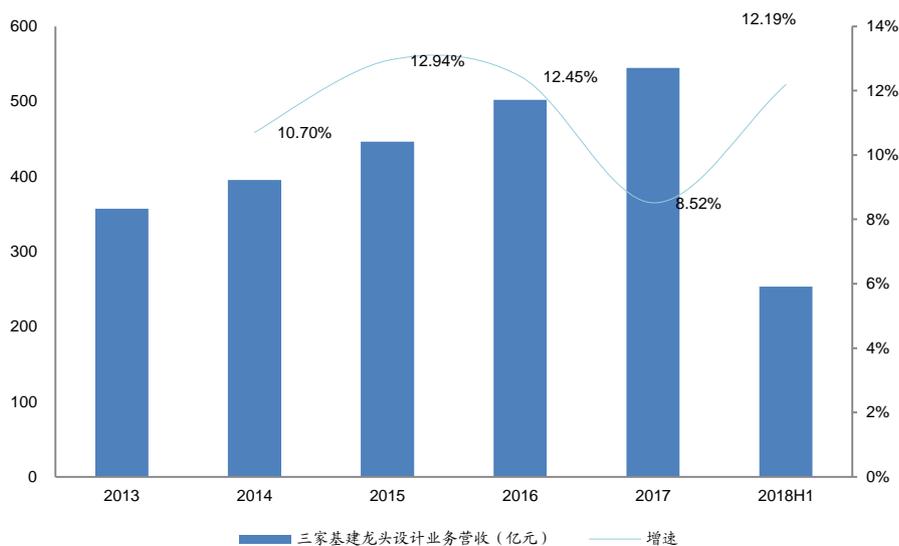
图 28: 基建龙头设计业务订单增速放缓



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从设计业务营收的情况来看, 随着前期订单的逐步释放, 基建龙头设计业务营收整体趋于平稳, 增速较 2017 年有所提升, 截止 2018H1 为 12.19%。

图 29: 基建龙头设计业务营收增长较为平稳



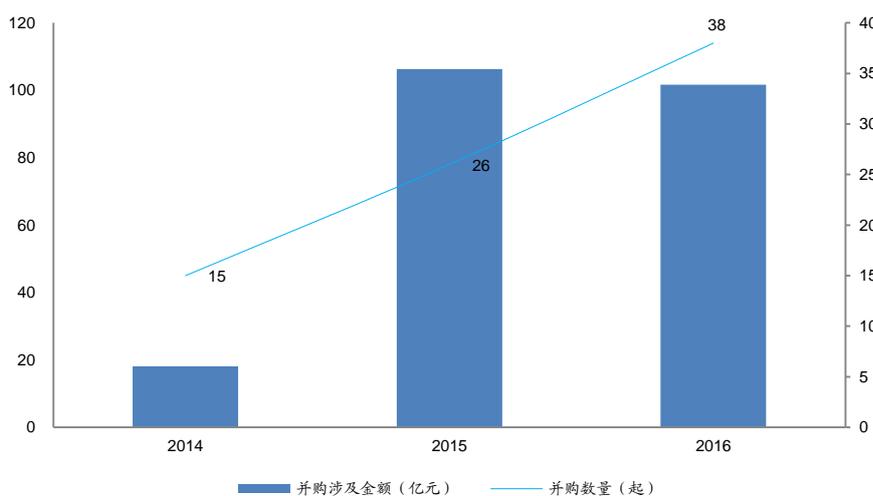
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

上市企业依托跨区域、跨行业拓展, 业绩逆势高增长

行业壁垒和地区保护是过去阻碍设计咨询龙头企业做大做强的主要原因, 伴随着政府对资质、管理、经营模式等体制机制方面的改革逐步深化, 原有的行业和区域壁垒逐渐打破, 不公平竞争的市场环境明显净化, 行业进入一个新的发展时期。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, 行业整合未来大势所趋。

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 30: 设计咨询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

上市平台能为公司大规模并购提供条件和创造优势, 一方面, 企业在上市后拥有更强大的融资能力, 会有更多的资金进行业务扩张; 另一方面, 上市会为企

业带来良好的品牌效应，推动了企业的业务突破。

A 股大约有 20 家左右的上市设计咨询企业，在跨区域和跨行业整合的推动下，整体处于一个快速扩张阶段，近几年实现了逆势高增长。截止 2018Q3，上市设计企业营收 229 亿元，同比增长 24.39%；净利润 23 亿元，同比增长 25.28%。

图 31：2018 年前三季度上市设计企业营收增长 24.39%



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 32：2018 年前三季度上市设计企业净利润增长 25.28%

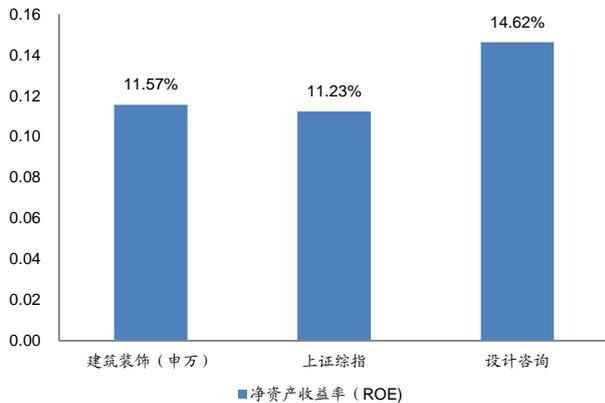


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

行业盈利能力较强，轻资产低负债，现金流好

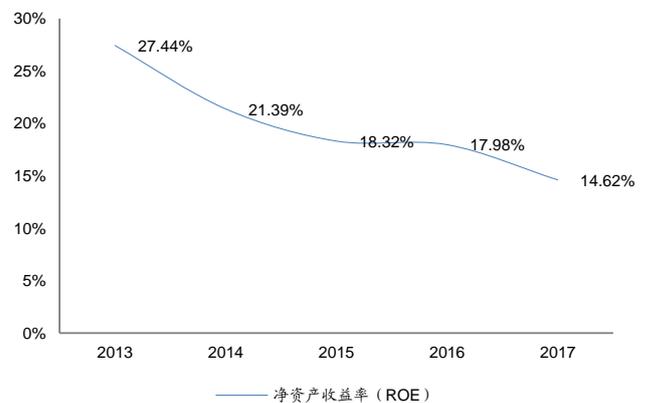
设计咨询企业具有较强的盈利能力。2017 年，设计咨询上市企业净资产收益率（ROE，平均）为 14.62%，同比下降 3.35pct，主要是受多家企业新上市后股份受到稀释的影响，但仍维持较高水平，比建筑行业平均水平高 3.06pct，比 A 股上市公司平均水平高 3.40pct。

图 33：设计咨询企业 ROE 高于建筑行业 and A 股平均水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

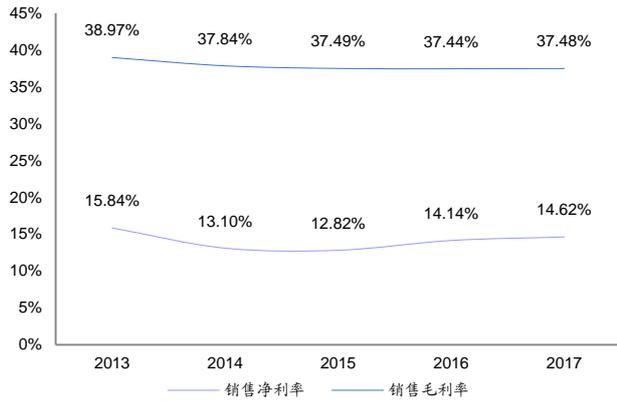
图 34：设计咨询企业股权受稀释后，ROE 仍保持较高水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

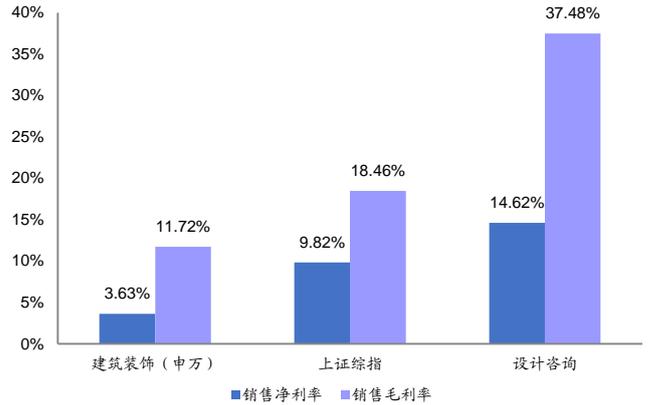
从设计咨询行业的毛利率和净利率水平来看，其高盈利能力表现更为明显。2017 年，设计咨询上市企业毛利率为 37.48%，同比提升 0.04pct，高出建筑行业平均水平 25.76pct，高出 A 股上市公司平均水平 19.01pct；净利率为 14.62%，同比提升 0.48pct，高出建筑行业平均水平 10.99pct，高出 A 股上市公司平均水平 4.80pct。

图 35: 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 36: 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

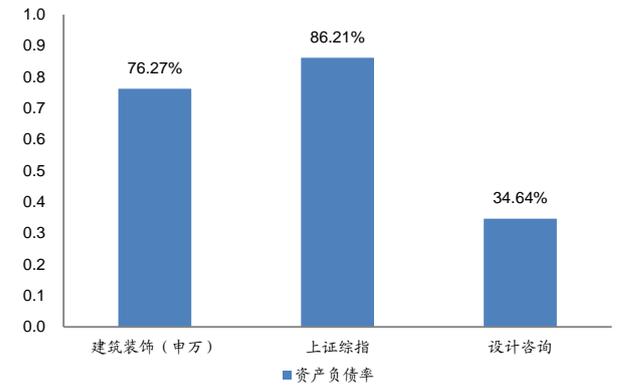
设计咨询行业的主要成本是人力成本, 属于轻资产模式, 资产负债率水平低。2017年, 设计咨询上市企业平均资产负债率为 34.64%, 同比下降 9.29pct, 低于建筑行业平均水平 41.63pct, 低于 A 股上市公司平均水平 51.57pct。

图 37: 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

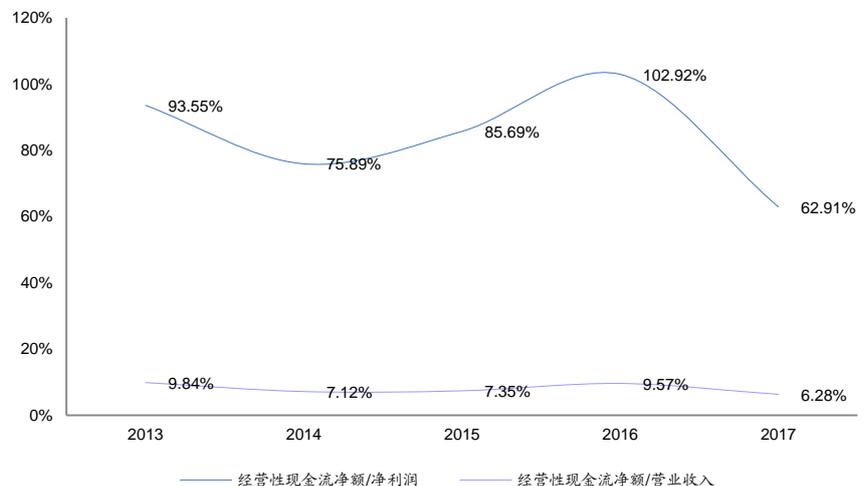
图 38: 设计咨询企业资产负债率远低于平均水平



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 39: 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

央企业绩与固定资产投资波动相关度高，整体将受益基建补短板

国有企业在建筑行业中占有绝对的主导地位，尤其是以施工为主营业务的上市公司很多均为国有企业。这些国有企业按照实控人的行政级别可以分为央企或地方国企，按照主营业务类型可以分为基建类、房建类和其他类型国有企业。在所有类型中，基建类央企是体量最大、实力最为雄厚的国有企业，包括中国交建、中国铁建、中国中铁等，这些央企也基本上主导了建筑行业的竞争格局。

表 13：建筑板块上市的国有企业汇总

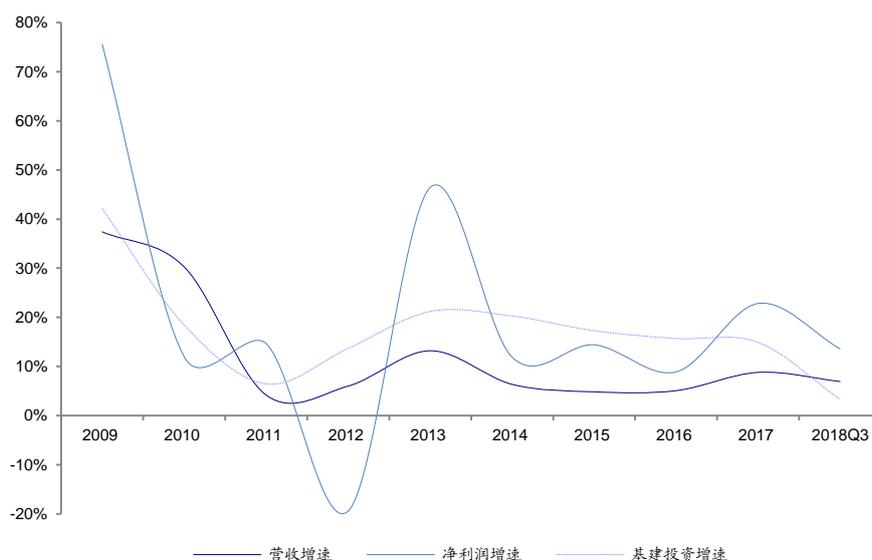
主营业务	基建	房建	其他
央企（或下属子公司）	中国交建、中国中铁、中国铁建、	中国建筑	中国化学、中工国际、
	中铁工业、中国电建、葛洲坝、		中国海诚、中国核建、
	中国中冶		中铝国际
地方国企	隧道股份、粤水电、安徽水利、	上海建工、宁波建工、	
	成都路桥、龙建股份、四川路桥、	重庆建工	
	西藏天路、北新路桥、浦东建设、		
	新疆交建		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

基建市场份额集中于央企

基建行业受整体投资波动影响较大，且中间的传导过程基本没有滞后，复盘前几轮基建周期可以发现，行业整体业绩的波动基本与基建投资的周期重合。今年以来受到基建投资疲软的拖累，行业业绩出现明显下滑，在四季度补短板的推动下，预计全年行业净利润增速可回升至 15%左右。

图 40：基建行业的业绩波动基本与基建投资周期重合

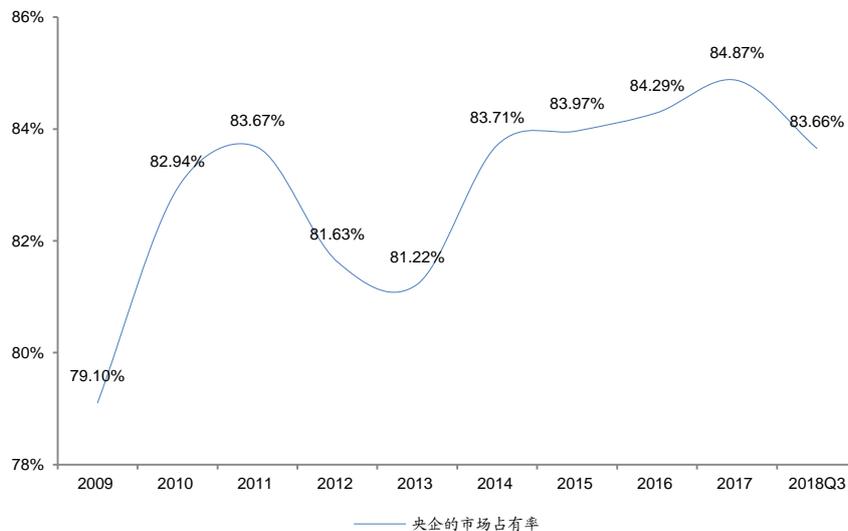


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

基建项目的工程体量大、技术复杂，进入壁垒也较高，因此基建行业是市场集中度最高的建筑子行业之一，中国中铁、中国铁建等央企占据了绝大多数的市场份额，且近几年市场占有率仍在逐步提升，去年央企的市占率（仅统计上市

公司的数据) 最高曾达到 84.87%。

图 41: 央企占据了绝大多数的基建市场份额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

明年基建补短板依然是政策重点, 大批基建项目将加速落地, 随着投资回暖行业业绩将整体回升。考虑到行业市场集中度高的特点, 中国中铁、中国铁建等央企依然是本轮基建周期的最大受益方。

央企订单持续高增长, 业绩确定性强, 海外扩张力度不减

八大建筑央企 2018 年前三季度新签订单合计 5.12 万亿元, 同比增长 11.7%, 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%。

表 14: 八大建筑央企 2018 年前三季度新签订单 5.12 万亿元, 同比增长 11.7%

企业名称	2018Q1-3 新签订单(亿元)	2018Q1-3 YOY	2017 YOY	2016YOY	2015YOY
中国建筑	16639	3.8%	19%	24%	7%
中国中铁	9513	5.9%	26%	29%	2%
中国铁建	8916	5.3%	24%	29%	15%
中国交建	5828	-4.0%	23%	12%	7%
中国中冶	3971	16.3%	20%	25%	22%
中国电建	3738	4.5%	13%	10%	38%
葛洲坝	1471	-18.5%	6%	18%	32%
中国化学	1076	80.2%	35%	12%	-13%
合计	51152	11.7%	21%	23%	11%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

目前央企订单充沛, 在手订单(即未完成合同额)已创下历史新高。截至 2018 年三季度末, 八大央企的平均在手订单约为 17704.87 亿, 平均订单收入保障比达到 3.97 倍。

表 15: 截至 2018Q3 央企在手订单创下新高, 平均订单收入保障比达到 3.97 倍

企业名称	2018Q1-3 在手订单 (亿元)	2018Q3 订单收入保障比	2017 订单收入保障比
中国建筑	44438.00	4.22	3.11
中国中铁	28387.30	4.20	2.85
中国铁建	26817.25	3.94	2.72
中国交建	15500.00	3.20	2.35
中国中冶	12097.00	4.96	3.86
中国电建	6930.65	2.60	1.93
葛洲坝	5371.46	5.03	4.28
中国化学	2097.28	3.58	2.66
平均	17704.87	3.97	2.97

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2018 年前三季度, 八家建筑央企合计营业收入超 2.65 万亿元, 同比增长 10.36%; 合计归母净利润为 801 亿元, 同比增长 12.40%, 近三年 CAGR 达到 13.3%。

表 16: 八家建筑央企 2018 年前三季度营业收入超 2.65 万亿元, 净利润达 801 亿元

企业名称	2018Q1-3 营业收入 (亿元)	2018Q1-3 营业收入 YOY	2018Q1-3 归母净利润 (亿元)	2018Q1-3 归母净利润 YOY	近三年归母净利润 CAGR
中国建筑	8405	9.03%	273	5.89%	13.4%
中国中铁	4958	4.97%	130	18.20%	15.8%
中国铁建	4899	6.40%	126	20.11%	11.0%
中国交建	3285	6.92%	129	9.66%	14.0%
中国中冶	1812	20.16%	38	6.10%	15.2%
中国电建	1959	4.86%	61	5.78%	1.9%
葛洲坝	674	-9.27%	28	7.64%	30.1%
中国化学	536	39.84%	16	25.78%	-21.1%
合计	26528	10.36%	801	12.40%	13.3%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

八大建筑央企近几年海外订单也保持了快速增长, 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, 今年前三季度新签海外订单 5981 亿元, 同比提升 1.97%, 增速有所放缓。

表 17: 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	2018Q1-3 新签海外订单 (亿元)	2018Q1-3 海外订单 YOY	2017 年新签海外订单 (亿元)	2017 年新签海外订单 占比	2017 年海外订单 YOY
中国化学	471	93.53%	337	35.43%	0.28%
葛洲坝	534	-23.61%	806	35.65%	14.20%
中国电建	1174	15.75%	1188	29.21%	0.89%
中国交建	1337	-20.18%	2256	25.06%	0.81%
中国中冶	174	-51.67%	573	9.47%	-0.03%
中国中铁	437	-15.70%	905	5.81%	-11.70%
中国铁建	765	42.05%	1050	6.96%	-2.65%
中国建筑	1089	-24.40%	1988	8.95%	76.90%
合计	5981	1.97%	9103	12.11%	10.01%

资料来源: 公司公告, 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 18: 2018 年度 ENR 国际承包商 250 强内地企业前 10 强全部是央企

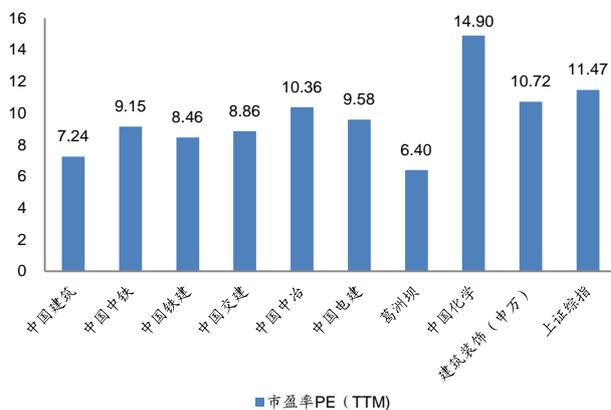
国际排名	企业名称	海外收入(亿美元)
3	中国交通建设股份有限公司	231.02
8	中国建筑股份有限公司	139.71
10	中国电力建设股份有限公司	122.42
14	中国铁建股份有限公司	70.03
17	中国中铁股份有限公司	60.98
21	中国能源建设股份有限公司	54.59
25	中国机械工业集团有限公司	45.09
33	中国石油集团工程股份有限公司	36.99
44	中国冶金科工集团有限公司	28.62
46	中国化学工程集团公司	27.29

资料来源:《工程新闻纪录》(ENR), 国信证券经济研究所整理

央企估值低，安全边际高

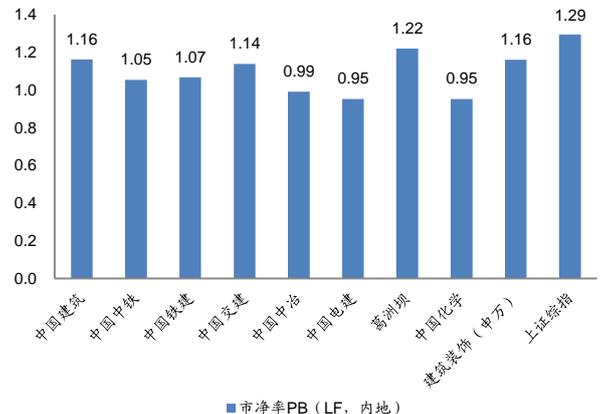
建筑央企整体估值偏低，除中国化学外市盈率远低于行业平均水平和上市公司平均水平，处在估值洼地。部分建筑央企的市净率 (PB) 跌破 1.0，处在绝对安全区域，配置价值较高。

图 42: 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 43: 部分央企市净率跌破 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

在成熟的国际工程市场中，ACS、霍克蒂夫、万喜等国际建筑巨头的平均 PE 估值大约为 22.93 倍，PB 估值大约为 2.37 倍，央企的平均估值相比之下明显偏低。未来中国建筑市场将逐渐向国际成熟市场融合，央企作为龙头企业整体估值还有较大的提升空间。

表 19: 与国际建筑巨头相比, 央企的估值明显偏低

公司名称	所属国家	市盈率 PE	市净率 PB
ACS	西班牙	13.06	2.88
霍克蒂夫	德国	19.84	4.62
万喜	法国	16.84	2.67
STRABAG	奥地利	13.40	1.47
TECHNIPFMC	英国	64.03	0.92
布伊格	法国	10.97	1.42
斯堪斯卡	瑞典	17.06	2.58
法罗里奥	西班牙	28.20	2.37
国际平均	--	22.93	2.37
央企平均	中国	9.19	0.92

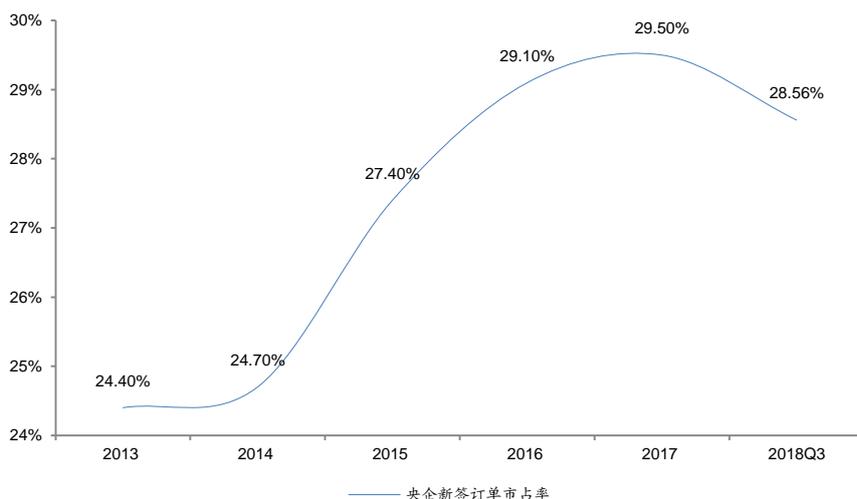
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

央企有望受益行业集中度提升

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%。今年央企受到国资委降杠杆以及 PPP 总量控制的要求, 订单份额占比有所下降。

随着固定资产投资增速放缓及资金成本提升, 未来行业竞争越发激烈, 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。明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, 市占率还将进一步提升。

图 44: 八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升



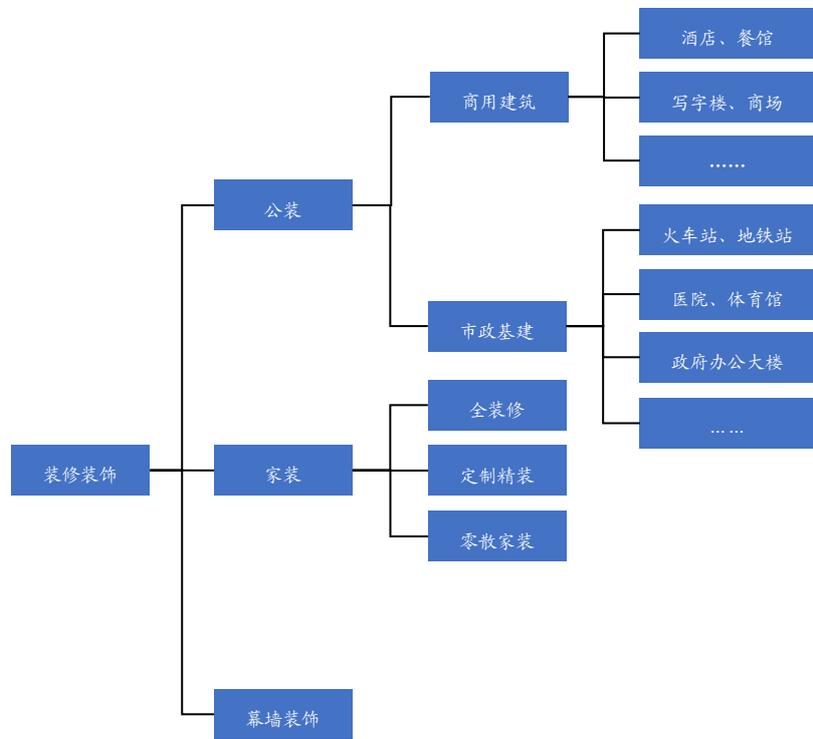
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

装修装饰受益于地产投资景气, 家装订单高增长

装修装饰行业主要是在建筑物的主体结构落成后, 对水电、墙体、地板、天花

板、景观等进行安装和修饰。按照建筑物的使用性质不同，装修装饰行业可以分为公共建筑装饰（包括酒店、商场等商用建筑以及医院、火车站等市政建筑，简称“公装”）、住宅装饰（简称“家装”）以及幕墙装饰，其中家装根据客户的类型又可分为全装修（最终客户为房地产商）、零散家装（最终客户为个体业主）以及定制家装（房地产商为中介、最终客户为个体业主）。

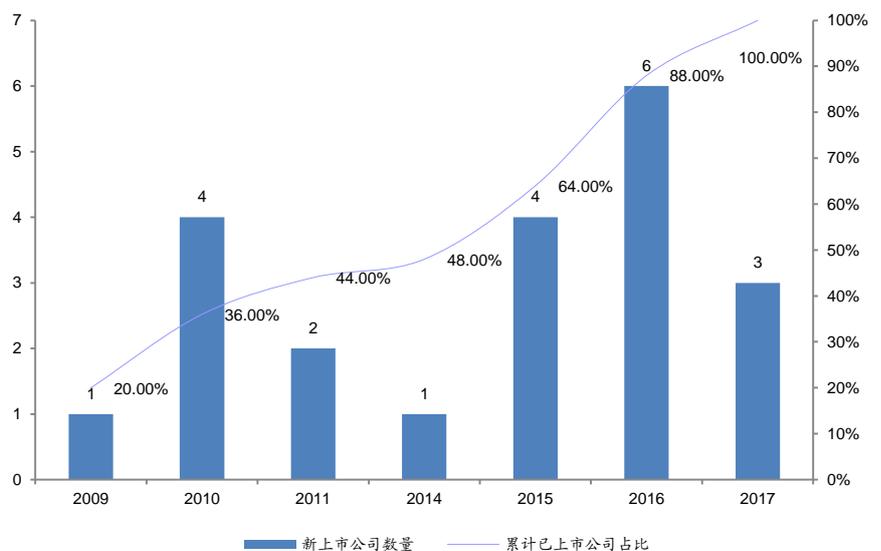
图 45: 装修装饰行业分类



资料来源：中国建筑装饰协会，国信证券经济研究所整理

装修装饰行业目前共有 25 家上市公司，且基本上都是民营企业。2014 年之前上市公司数量仅为现在的一半左右，近三年 IPO 上市则明显加快。

图 46: 近三年装修行业公司 IPO 上市明显加快

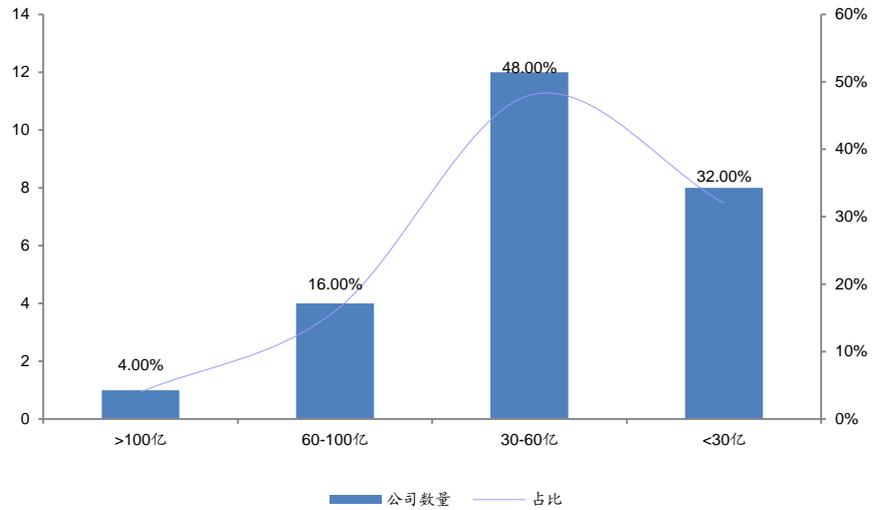


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

装修装饰企业的平均上市时间较短，公司规模和市值也相对较小，平均总市值

仅有 49.86 亿，市值小于 60 亿的公司占到了五分之四。

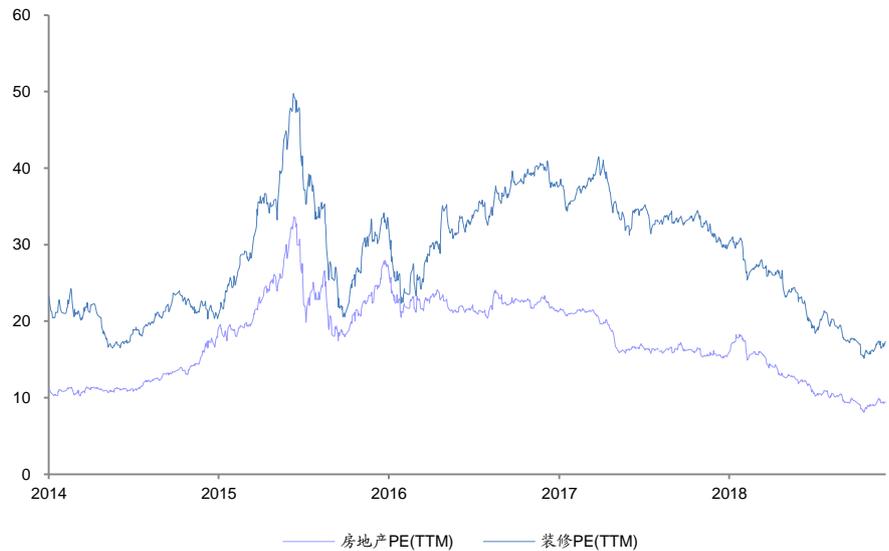
图 47: 装饰板块上市公司的市值分布情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

装修装饰行业位于地产产业链的后端，因此直接受到房地产开发投资的波动影响。从估值上看，装修的 PE 变化趋势基本与房地产保持一致。近期装修行业的 PE 估值有所提升，也是受益于未来房地产投资回暖的市场预期。

图 48: 装修行业位于地产产业链后端，估值波动周期基本与房地产保持一致



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公装订单增速差异较大，家装订单表现抢眼

2018 年前三季度，公装企业订单增速差异较大，其中龙头公司订单趋势较好，增速不断回暖，而其他公司增速较为缓慢或出现负增长。

表 20: 主要装饰企业公装订单增速情况

公司	2018Q1 增速	2018Q2 增速	2018Q3 增速
金螳螂	-0.37%	1.97%	4.16%
广田集团	-4.07%	81.03%	65.51%
亚厦股份	75.34%	15.46%	16.62%
建艺集团	-2.84%	15.87%	6.24%
中装建设	114.36%	51.03%	44.99%
江河集团	-3.63%	-3.88%	4.91%
科利达	-24.62%	-33.42%	-4.30%
洪涛股份	-43.60%	-11.20%	-15.89%
宝鹰股份	235.80%	176.41%	96.73%
奇信股份	-30.69%	-6.32%	-16.60%
瑞和股份	-26.90%	-5.98%	10.59%

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

与公装不同, 家装市场主要与房地产投资和销售直接相关。近几年, 房地产投资一直保持较快增长, 房地产销售也较为景气, 带动家装市场保持高速增长。2018 年前三季度, 主要家装公司订单均实现较快增长。

表 21: 主要装饰企业家装订单增速情况

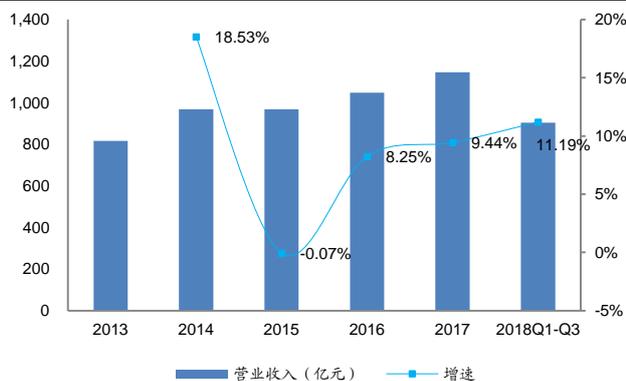
公司	2018Q1 增速	2018Q2 增速	2018Q3 增速
金螳螂	55.38%	61.03%	65.94%
广田集团	177.26%	188.29%	101.66%
亚厦股份	3.80%	63.86%	43.05%
建艺集团	282.07%	111.82%	37.56%
中装建设	428.99%	229.02%	106.10%
洪涛股份	214.89%	132.65%	24.69%
宝鹰股份	80.28%	112.47%	91.73%
奇信股份	18.57%	235.00%	131.63%
瑞和股份	182.24%	104.66%	17.45%

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

订单进入释放期, 业绩正逐步回暖

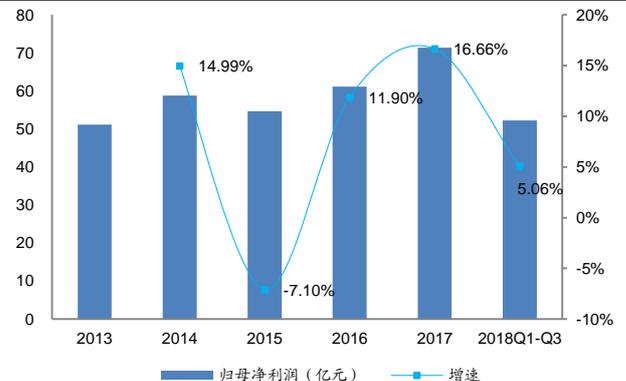
伴随订单的逐步转化, 建筑装饰行业的营收逐步回暖。2018 年前三季度, 装修装饰行业完成营业收入 904 亿元, 同比增长 11.19%, 增速比 2017 年提升 1.75pct, 发展稳中有升; 实现净利润 52 亿元, 同比增长 5.06%, 业绩增速较二季度略有下降。

图 49: 2018 前三季度建筑装饰行业营收增长 11.19%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 50: 2018 前三季度建筑装饰行业净利润增长 5.06%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

政府大力推广成品住宅，装修市场空间进一步打开

积极推广一次性装修或菜单式装修模式，可以避免二次装修造成的破坏结构、浪费和扰民等现象。自 2015 年开始，许多省市相继出台了鼓励成品住宅建设的政策，提出成品住宅发展目标。而住宅城乡建设部 2017 年 4 月印发的《建筑业“十三五”规划》中，也明确指出 2020 年新开工全装修成品住宅面积要达到 30% 的目标。

伴随着全装修政策落地，住宅全装修相关的标准规范也相继出台，将有力推动成品住宅比例迅速提升，未来全装修市场将进一步扩大。

表 22：近年来各地区/部门颁布的推进全装修住宅政策

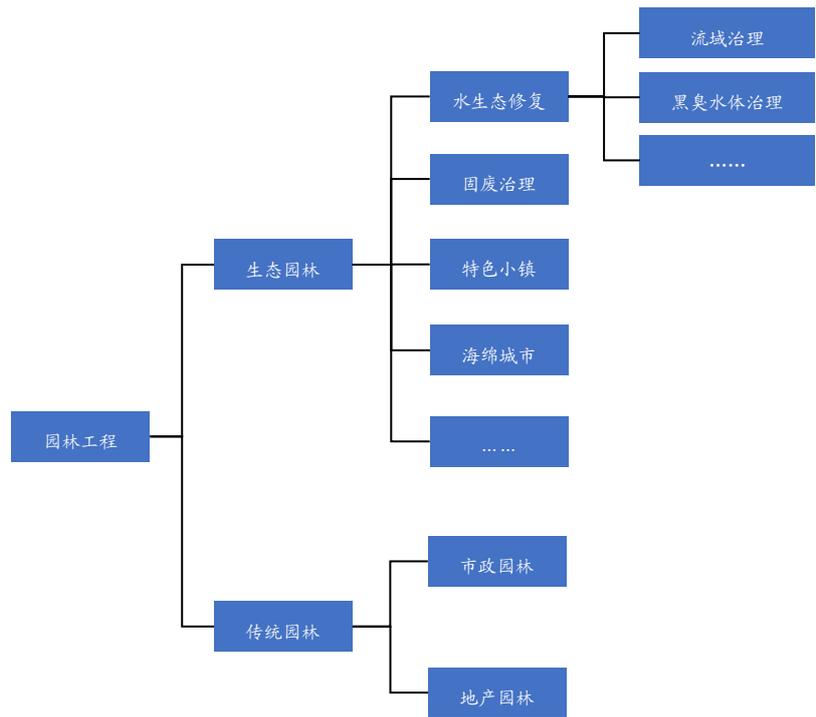
颁布时间	地区/部门	政策文件及主要内容
2016 年 12 月	山东	《关于转发省住房城乡建设厅山东省建筑设计和装修服务业转型升级实施方案的通知》：次年设区城市新建高层住宅实行全装修。
2016 年 12 月	海南	《关于继续落实“两个暂停”政策，进一步促进房地产市场健康发展的通知》：次年 7 月 1 日起各市(县)商品住宅项目全部实行全装修。
2016 年 12 月	成都	《成都市建设行业大气污染防治十条措施》：2020 年底，成都中心城区、高新区和天府新区新建商品住宅中成品住宅比例达到 80%。
2017 年 7 月	上海	《上海市住房发展“十三五”规划》：大力推进装配式建筑发展，积极推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

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

去杠杆对园林行业的影响深远，关注未来政策放松后的基本面反转

传统的园林工程主要包括地产园林和市政园林两部分，大部分都是房建工程和市政工程的后端景观配套项目。近年来随着生态环保投资的崛起，园林行业上市公司开始向大生态、大环保领域扩展，目前的业务涵盖了水生态修复、固废处理、特色小镇、海绵城市等。

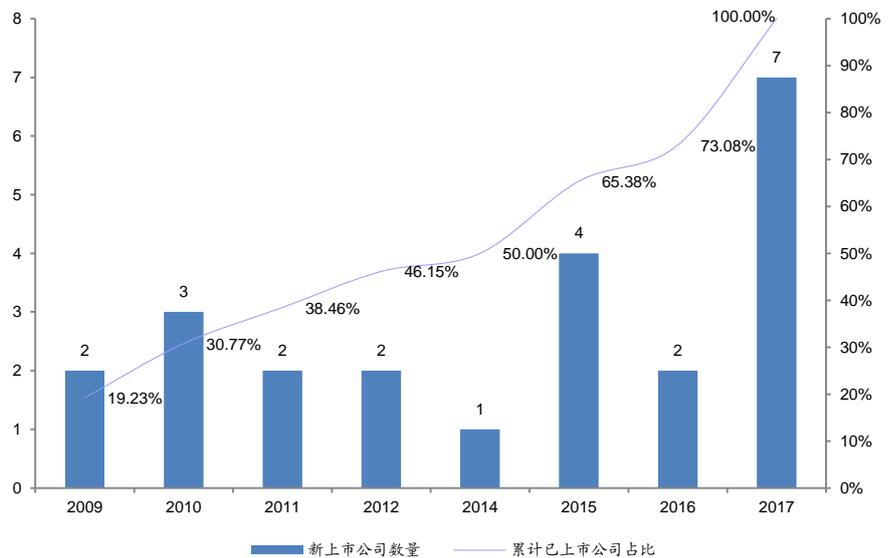
图 51: 园林行业打破传统业务边界, 向大生态、大环保领域不断扩展



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

与装修装饰行业类似, 园林行业的上市公司基本上都是民营企业。2014 年之前上市公司数量仅为现在的一半左右, 近三年 IPO 上市则明显加快。

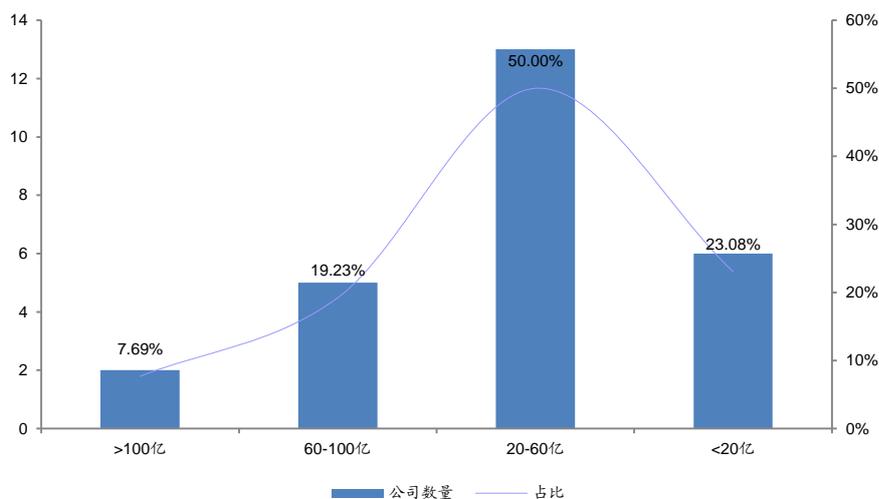
图 52: 近三年园林行业公司 IPO 上市明显加快



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

园林企业的平均上市时间较短, 公司规模和市值也相对较小, 平均总市值仅有 47.85 亿, 市值小于 60 亿的公司占到了将近五分之四。

图 53: 园林板块上市公司的市值分布情况

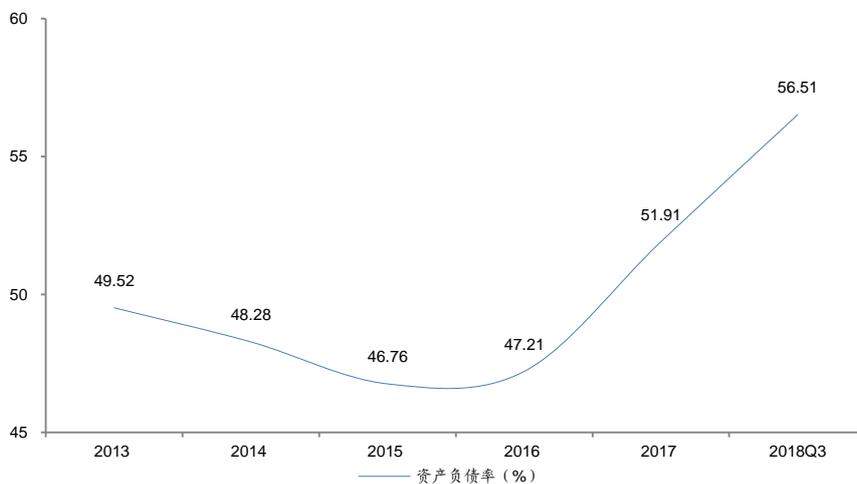


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

今年来园林行业的基本面持续恶化，迎来戴维斯双杀

园林行业的上市公司近几年通过 PPP 加速扩张，虽业绩增长亮眼，但同时也快速推高了资产负债率，截至 2018 年三季度末园林行业上市公司的平均资产负债率已达到 56.51%。

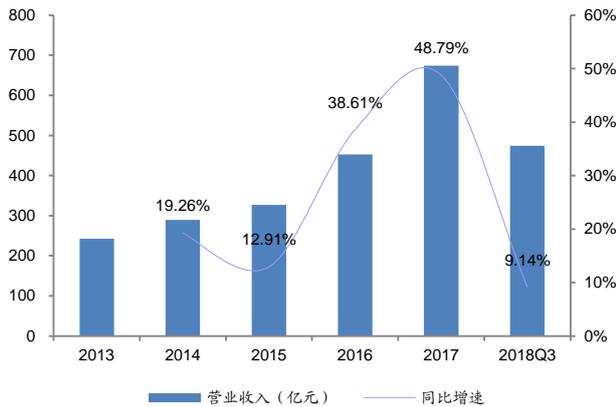
图 54: 园林行业近几年的资产负债率快速提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

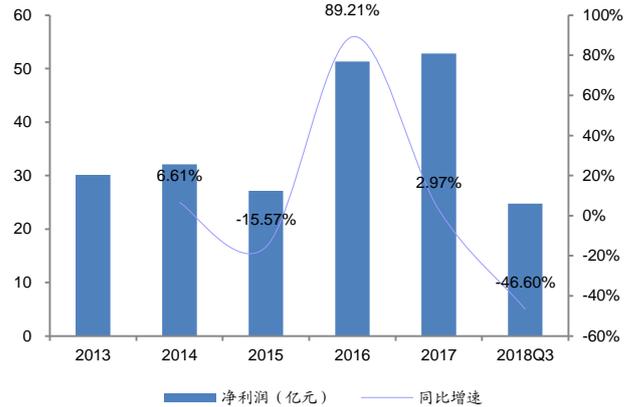
在今年的去杠杆中，园林行业由于 PPP 收紧订单和业绩均出现大幅下滑，其中 2018 年前三季度的行业平均净利润增速仅为 -46.6%，为近几年的最低谷。

图 55: 2018 年前三季度园林行业的营收增速为 9.14%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

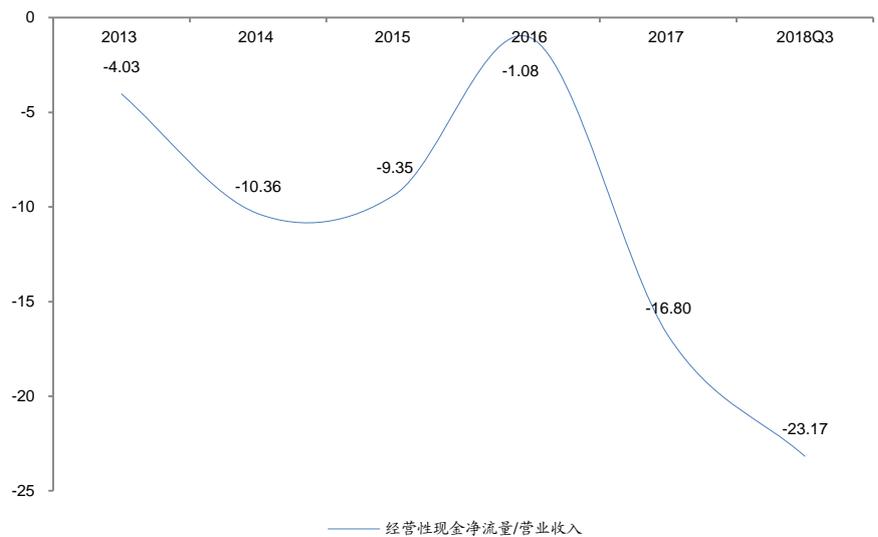
图 56: 2018 年前三季度园林行业净利润增速为-46.6%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

园林行业对资金具有较大的依赖性，今年信用环境的变化加上民营企业在融资中的弱势地位，使得整个行业的资金面趋于恶化。从现金流上看，项目回款周期拉长、融资渠道受阻等多方面因素导致行业经营性现金流的流出远大于流入，2018 年前三季度的经营性现金净流量/营业收入为-23.17，也是近几年的最低值。

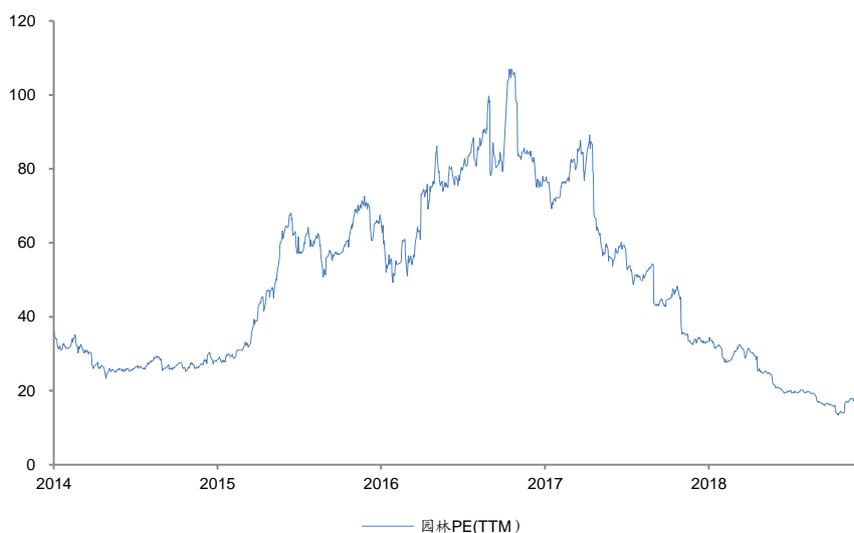
图 57: 今年园林行业的现金流趋于恶化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

伴随着业绩的大幅下滑，今年来园林行业的 PE 估值一路下行，目前的市盈率 16.74 倍为近五年的历史最低水平。由于行业的基本面持续恶化，业绩和估值的跳水形成了戴维斯双杀效应，但市场对行业未来的预期仍存在过度悲观的情绪。

图 58: 今年来园林行业的市盈率持续下滑



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

未来有望受益 PPP 放宽以及政府纾困民企的政策

经过上半年的 PPP 项目清理后, 地方政府以及企业的债务风险已经得到了有效控制, 下半年各地开始相继出台新政策推进 PPP 项目的规范发展, 并为民间投资参与 PPP 项目提供更大的便利。近期财政部又下发最新的指导意见, 明确 10% 限额以内的 PPP 支出责任将不再作为政府隐性债务。我们判断当前 PPP 的政策已经转向引导和支持民营社会资本作为主体参与 PPP 项目, 未来随着更多配套政策的出台或促进新一轮 PPP 的发展, 园林行业作为 PPP 的重要参与主体也将逐步走出低谷。

表 23: 各地陆续出台新一轮促进 PPP 项目发展政策

省份	政策重点	政策内容
安徽	推进重点民生领域 PPP 项目建设	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 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 ➢ 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 ➢ 着力营造公平竞争环境，鼓励民营企业等各类企业按同等标准和待遇参与 PPP 项目，保障采购过程公平、公正、公开 ➢ 创新 PPP 项目融资渠道，一是加强与中国 PPP 基金合作，二是鼓励地方政府与具有投资管理经验的金融机构共同发起设立 PPP 基金，三是支持开展 PPP 项目资产证券化业务
江苏	PPP 奖补资金将向民营资本倾斜	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 进一步强化 PPP 监管，坚持做规范的 PPP 项目，一是严把 PPP 项目入库关，二是严把 PPP 项目入库关，三是强化支出责任监测，四是加大 PPP 项目信息公开力度 ➢ 修改 PPP 奖补资金办法，加大对民营资本或民营资本牵头参与的 PPP 项目的扶持力度，标准在既定标准上浮 10% ➢ 改进基金投放方式，一是努力发挥江苏省 PPP 基金作用，二是加强与中政企 PPP 基金的对接 ➢ 加强 PPP 咨询机构管理，推动成立 PPP 咨询行业协会
山东	坚定不移地将 PPP 改革推向深入	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加强培训深度，强化科学理念引导 ➢ 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 ➢ 提升管理强度，优化 PPP 健康发展环境 ➢ 拓宽创新维度，促进项目落地实施
内蒙古	综合调动各类资金，实现 PPP 项目精细化管理	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 规范项目库建设，实现精细化管理 ➢ 严守底线，严格风险控制 ➢ 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 ➢ 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一的 PPP 项目管理运行模式	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 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 ➢ 加强部门配合，坚持政府主导，财政、发改及相关行业主管部门围绕地方经济社会发展规划 ➢ 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 ➢ 严守风险底线，一是严把“一案两评”关口，二是严把 PPP 模式的适用范围和边界，三是完善风险分担机制
湖南	全面开展清查行动督导示范项目规范推进	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 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 ➢ 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 ➢ 进一步加大宣传培训力度，重点宣传示范项目，树立成功案例，推广典型经验 ➢ 进一步提升政策研究水平，拟联合湖南大学设立 PPP 研究中心

资料来源：财政部，地方财政厅，国信证券经济研究所整理

此外，本轮去杠杆中暴露了中小企业发展过程中的诸多困难和问题，如融资难、融资贵、税费高等等。下半年政府密集出台一系列旨在纾困中小企业的政策，以民营企业为主的园林行业有望受益本轮纾困政策，特别是企业由于缺乏资金而导致订单无法落地的问题将逐步得到解决。未来园林行业的现金流状况一旦好转，很大概率预示着行业的拐点即将到来。

表 24: 下半年各部门密集出台纾困中小企业的政策

时间	部门	政策导向
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、小微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，指出落实新个税法配套措施，研究降低社保费率、确保创投基金税负不增。
10月17日	国务院	促进中小企业发展工作领导小组第二次会议在北京召开，强调必须进一步深化研究在减轻税费负担、解决融资难题、完善环保治理、提高科技创新能力、加强国际合作等方面支持中小微企业发展的政策措施，推动中小微企业高质量发展。
10月25日	财政部、工信部	印发《关于对小微企业融资担保业务实施降费奖补政策的通知》，中央财政在2018-2020年每年安排资金30亿元，采用奖补相结合的方式，对扩大小微企业融资担保业务规模、降低小微企业融资担保费率等政策性引导较强的地方进行奖补。
10月31日	中央政治局	中共中央政治局10月31日召开会议，分析研究当前经济形势，部署当前经济工作，提出要抓住经济运行主要矛盾有针对性地加以解决；切实办好自己事情 推动高质量发展；研究解决民营企业、中小企业发展遇到的困难；加强资本市场制度建设 激发市场活力；继续积极有效利用外资 维护在华外资企业合法权益
11月9日	银保监会	对民营企业贷款要实现“一二五”目标，即在新增的公司贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于1/3，中小型银行不低于2/3，争取3年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司贷款的比例不低于50%。

资料来源：央行等各部门官网，国信证券经济研究所整理

重点推荐央企国企及设计咨询龙头

政策强化，基建补短板进入落地期

10月底国务院发布了《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（以下简称“指导意见”），提出坚持既不过度依赖投资也不能不要投资、防止大起大落的原则，聚焦关键领域和薄弱环节，保持基础设施领域补短板力度，进一步完善基础设施和公共服务，提升基础设施供给质量，更好发挥有效投资对优化供给结构的关键性作用，保持经济平稳健康发展。

指导意见的发布有利于政策的考核和推进，有望加速各细分领域补短板政策的落地，基建补短板正式进入落地期。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。

中西部地区有望优先受益

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。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。

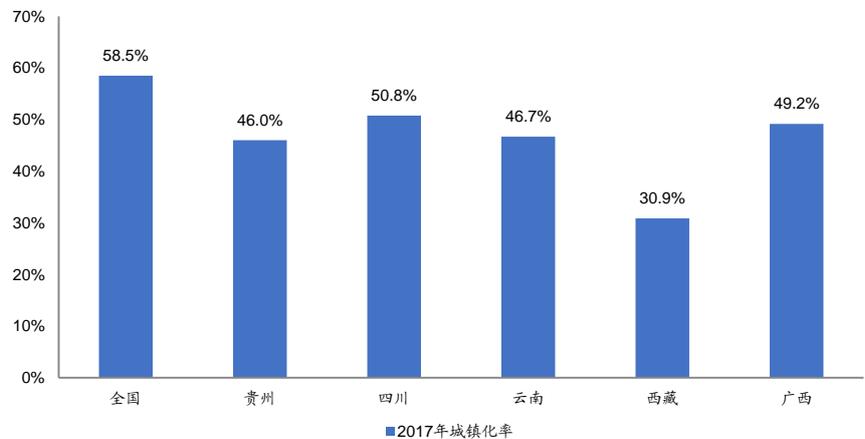
图 59: 全国扶贫攻坚主战场集中在中西部地区



资料来源：国务院网站、百度地图，国信证券经济研究所整理

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 60: 中西部地区主要省份的城镇化率远低于全国平均水平

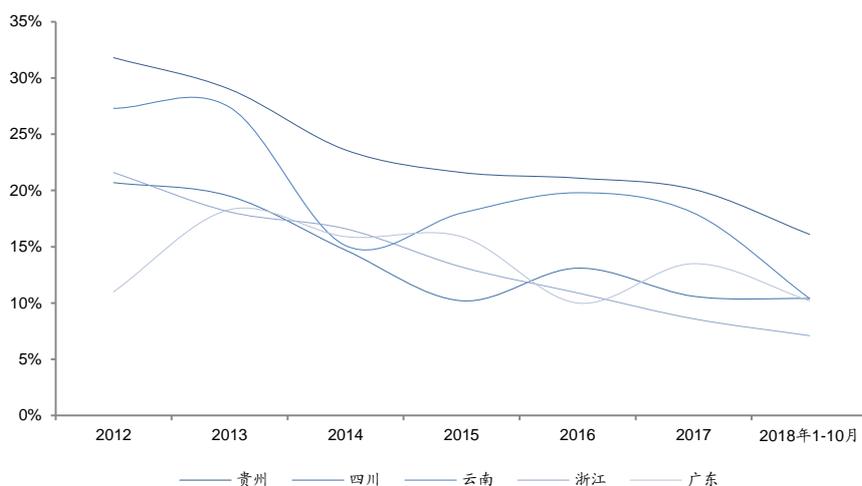


资料来源：Wind，地方政府官网，国信证券经济研究所整理

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。我们预计明年中西部地区的基建投资将会迎来一轮新的增长高峰。

图 61：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

指导意见明确聚焦基建补短板，支持“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等重大战略，围绕打好**精准脱贫、污染防治攻坚战**，着力补齐**铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、公共服务、城乡基础设施、棚户区改造**等领域短板，加快推进已纳入规划的重大项目。

表 25: 基建补短板细分领域及重点内容

补短板领域	重点内容
脱贫攻坚	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加强贫困地区特别是“三区三州”等深度贫困地区基础设施和基本公共服务设施建设; ➢ 大力支持革命老区、民族地区、边疆地区和资源枯竭、产业衰退地区加快发展。
铁路	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 以中西部为重点, 加快推进高速铁路“八纵八横”主通道项目, 完善铁路骨干网络; ➢ 加快推动一批战略性、标志性重大铁路项目开工建设, 推进京津冀、长三角、粤港澳大湾区等地区城际铁路规划建设; ➢ 加快国土开发性铁路建设, 实施一批集疏港铁路、铁路专用线建设和枢纽改造工程。
公路、水运	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加快启动一批国家高速公路网待贯通路段项目和对“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等重大战略有重要支撑作用的地方高速公路项目, 加快推进重点省区沿边公路建设; ➢ 加快推进三峡枢纽水运新通道和葛洲坝航运扩能工程前期工作, 加快启动长江干线、京杭运河等一批干线航道整治工程, 同步推动实施一批支线航道整治工程。
机场	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加快北京大兴国际机场建设, 重点推进一批国际枢纽机场和中西部支线机场新建、迁建、改扩建项目前期工作;
水利	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加快建设一批引调水、重点水源、江河湖泊治理、大型灌区等重大水利工程; ➢ 推进引江济淮、滇中引水、珠江三角洲水资源配置、碾盘山水利水电枢纽、向家坝灌区一期等重大水利工程建设; ➢ 加快推进中小河流治理等灾后水利薄弱环节建设。
能源	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加快金沙江拉哇水电站、雅砻江卡拉水电站等重大水电项目开工建设; ➢ 加快推进跨省跨区输电, 推动实施一批特高压输电工程; 加快实施新一轮农村电网改造升级工程; ➢ 推进燃煤机组超低排放与节能改造, 加大油气勘探开发力度, 做好天然气产供储销体系和重点地区应急储气能力建设。
农业农村	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 大力实施乡村振兴战略, 统筹加大高标准农田、特色农产品优势区、畜禽粪污资源化利用等农业基础设施建设力度; ➢ 推进农村产业融合发展, 扎实推进农村人居环境整治三年行动, 支持农村改厕工作, 促进农村生活垃圾和污水处理设施建设。
生态环保	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加大对天然林资源保护、重点防护林体系建设、水土保持等生态保护重点工程支持力度; ➢ 支持城镇生活污水、生活垃圾、危险废物处理设施建设, 加快黑臭水体治理。支持煤炭减量替代等重大节能工程和循环经济发展项目。支持重点流域水环境综合治理。
社会民生	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 支持教育、医疗卫生、文化、体育、养老、婴幼儿托育等设施建设, 进一步推进基本公共服务均等化; ➢ 推进保障性安居工程和城镇公共设施、城市排水防涝设施建设。加快推进“最后一公里”水电气路邮建设。

资料来源: wind 资讯, 国务院官网, 国信证券经济研究所整理

重点推荐公司

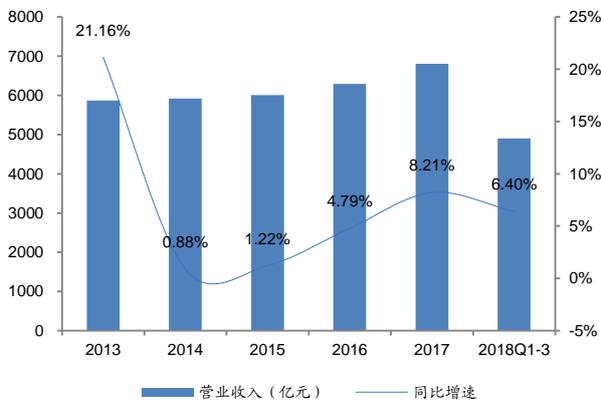
央企和国企在手订单充沛，业绩稳定估值低。补短板政策逐渐落地，基建产业链存在较大机会。中西部地区有望优先受益，交通、水利和生态环保领域仍是补短板重点。国企央企在承接大订单上有明显优势，近几年新签订单保持较快增长，在手订单充沛，业绩确定性强，目前整体估值低于行业和上市公司平均水平，超过半数跌破净资产，安全边际高，未来有望迎来估值修复。**重点推荐：中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国交建、安徽水利等。**

设计咨询业绩亮眼，现金流良好，产业链前端优先受益基建补短板。设计咨询属于轻资产模式，负债低，现金流良好，位于产业链前端，优先受益基建补短板，行业集中度提升利好龙头企业，当前估值与历史估值中枢相比还存在较大上涨空间。**重点推荐：中设集团、苏交科、勤设股份等。**

中国铁建：基建龙头，补短板优先受益，多元布局迸发活力

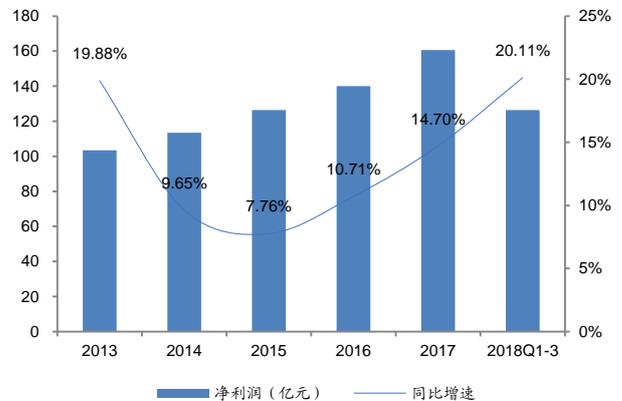
基建龙头，业绩提速：公司是我国最大的铁路建设集团之一，参与建设了我国几乎所有的大型铁路项目，主营业务是铁路、公路、城轨等领域的基建工程，基建订单居于建筑央企榜首，在高原、高寒、高铁等设计施工领域享有技术优势。2017 年实现营收 6810 亿，同比增长 8.21%；净利润 161 亿，同比增长 14.7%。2018 年前三季度营收和净利润分别同比增长 6.40%和 20.11%，主营业务工程承包占比 86%。公司第一大股东为中国铁道建筑有限公司，持股 51.13%，实控人为国资委。

图 62：中国铁建 2018Q1-3 营收同比增长 6.40%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 63：中国铁建 2018Q1-3 净利润同比增长 20.11%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

订单充沛，多元业务迸发活力：2018 年前三季度新签订单额达到 8916.565 亿，同比增长 5.33%，近三年 CAGR 达 25.59%；在手订单余额 26817.25 亿，收入保障比达到 3.94 倍。其中海外新签订单逆势高增长 42.05%，铁路、公路、市政、房建、城轨 2017 年新签订单规模均超 2000 亿，且公路、市政等毛利率较高的领域订单增长迅猛。勘察设计、工业制造、物流贸易等多元业务 2017 年新签订单分别增长 37%、42%和 27%，盈利能力强，营收占比只有 12%，但贡献了 35%的净利润。

基本面稳健，估值有望回升：盈利能力稳中有升，ROE、毛利率均逐年提升；负债率比 2013 年下降 7.08pct 至 77.76%，偿债能力和运营能力稳中向好。新掌舵人有望助推公司效率提升。PB 只有 1 倍左右，在基建企业中估值较低，

政策强化后估值有望回升。

表 26: 中国铁建盈利预测表

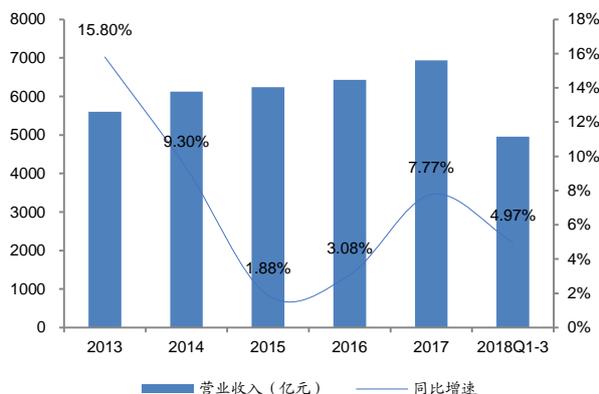
指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	629,327	680,981	742,617	800,311	847,113
(+/-%)	4.8%	8.2%	9.1%	7.8%	5.8%
净利润(百万元)	14000	16057	18552	20756	22451
(+/-%)	10.7%	14.7%	15.5%	11.9%	8.2%
摊薄每股收益(元)	1.03	1.18	1.37	1.53	1.65
EBIT Margin	3.4%	4.0%	4.1%	4.2%	4.4%
净资产收益率(ROE)	10.7%	10.7%	12.1%	13.2%	13.9%
市盈率 PE	11.0	9.6	8.3	7.4	6.8
EV/EBITDA	22.7	20.0	23.0	21.5	20.3
市净率(PB)	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析师预测

中国中铁: 基建龙头, 纵深一体强主业, 相关多元创增量

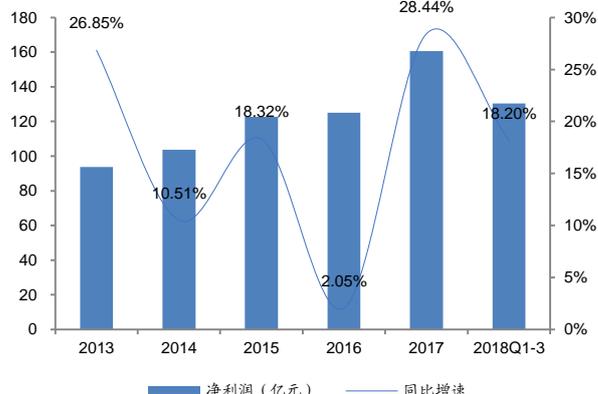
基建龙头, 技术雄厚资质全: 公司是全球最大的工程承包商之一, 拥有多项工程领域的最高资质, 主营业务是铁路、公路、市政等基建工程, 基建营收居于建筑央企榜首, 并在铁路施工、桥梁隧道等领域享有技术优势。公司 2017 年完成营收 6899 亿元, 同比增长 7.9%; 实现净利润 161 亿元, 同比增长 28.4%。2018 年前三季度业绩稳中向好, 营收和净利润分别同比增长 4.97% 和 18.20%。主营业务基建占总营收约 86%。第一大股东为中国铁路工程集团有限公司, 持股 54.39%, 实控人为国资委。

图 64: 中国中铁 2018Q1-3 营收同比增长 4.97%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 65: 中国中铁 2018Q1-3 净利润同比增长 18.20%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

主营业务稳健, 多元业务全面发展: 公司主业基建建设业务结构优化, 2018 年上半年, 盈利能力强的公路、市政业务分别增长 8.8% 和 16%, 占比分别达到 14.7% 和 50.5%; 勘察设计和工业制造受主业的推动, 分别增长 11.8% 和 2.1%。多元业务全面发力, 房地产去库存明显, 销售额大增 54%; 资源板块受益于金属价格高位, 营收增长 31%, 毛利率高达 46%; 投融资及金融服务盈利能力强, 毛利率分别为 55% 和 88%。

订单充沛保障业绩增长, 盈利改善助推估值回升: 2018 年前三季度新签订单额 9513.0 亿, 同比增长 5.9%, 近三年 CAGR 达 18.54%; 在手订单余额 28387.3 亿, 收入保障比达到 4.2 倍, 为历史最高水平。公路、市政近三年新签订单 CAGR 分别达 53% 和 29%。投融资业务占比提升、资源价格景气均能改善公司盈利能力, 债转股完成后公司资产负债率降低了 1.3pct, 当前低估值有望回升。

表 27: 中国中铁盈利预测表

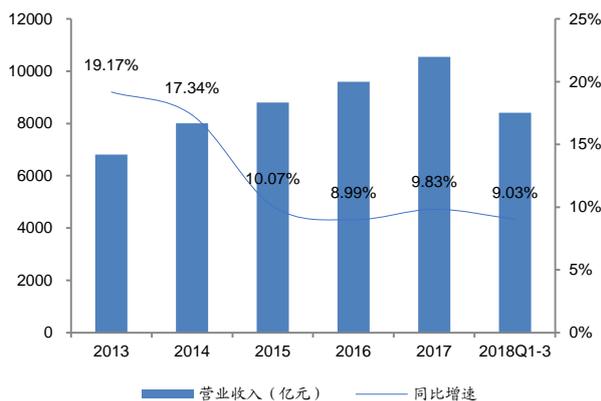
指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	643,357	693,367	762,754	832,216	907,476
(+/-%)	3.1%	7.8%	10.0%	9.1%	9.0%
净利润(百万元)	12509	16067	19144.97	21807.49	24612.83
(+/-%)	2.1%	28.4%	19.2%	13.9%	12.9%
摊薄每股收益(元)	0.55	0.70	0.84	0.95	1.08
EBIT Margin	3.3%	4.4%	4.1%	4.2%	4.2%
净资产收益率(ROE)	8.9%	10.3%	12.1%	13.6%	15.0%
市盈率 PE)	13.2	10.3	8.6	7.6	6.7
EV/EBITDA	25.8	21.2	22.0	21.1	20.4
市净率(PB)	1.18	1.06	1.05	1.03	1.01

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析师预测

中国建筑: 主业稳健, 基建业务助力估值提升

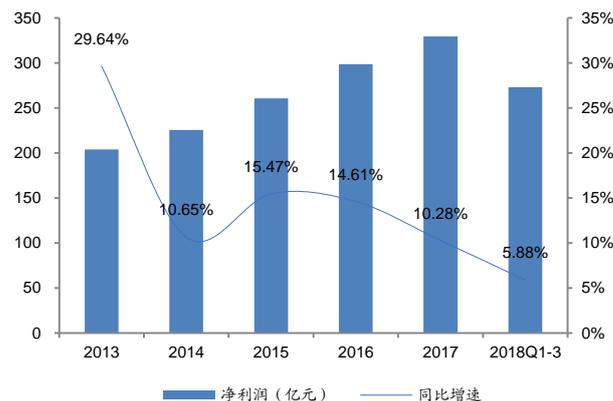
业绩稳健, 营收连续十年正增长, 净利润十年增长十二倍: 公司为建筑行业绝对龙头, 自上市以来业绩持续稳健增长, 营收连续十年保持正增长, 十年内 CAGR 达到 20.1%; 净利润十年增长 12.7 倍, 十年内 CAGR 达到 28.2%。2018 年前三季度公司实现营业收入 8405.10 亿, 同比增长 9.03%; 实现归属于上市公司股东的净利润 272.99 亿, 同比增长 5.88%。

图 66: 中国建筑 2018Q1-3 营收同比增长 9.03%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 67: 中国建筑 2018Q1-3 净利润同比增长 5.88%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

聚焦“532”比例, 业务结构持续优化: 近几年, 公司提出将在“十三五”期末实现房建、基建、地产“5: 3: 2”的产业结构目标, 目前已取得了显著成绩。毛利率较低的房建业务占比从 2013 年的 71.1% 下降到 2018 年上半年的 62.7%。发展空间较大且毛利率较高的基建业务从 14.2% 提升到 21.1%; 高盈利能力的房地产业务占比从 12.8% 提升到 13.9%。

基建和房地产业务板块被明显低估: 公司 2017 年基建板块贡献毛利润 177.34 亿元, 占比总毛利润的 16%。考虑到公司基建业务的营收增速远低于订单增速, 未来随着基建订单的落地, 基建贡献的利润比例将会进一步提高。而基建板块当前的平均估值约为 12 倍, 明显高于公司的估值。公司的房地产业务主要依托旗下的中海地产展开, 是公司盈利能力最强的业务板块, 为公司贡献了将近一半的利润。中海地产业绩稳健、基本面优异, 但与国内主要的房地产龙头企业相比, 估值却是最低的, 这与公司在房地产领域的地位和盈利能力不相符, 即公司的房地产板块被严重低估了。

表 28: 中国建筑盈利预测表

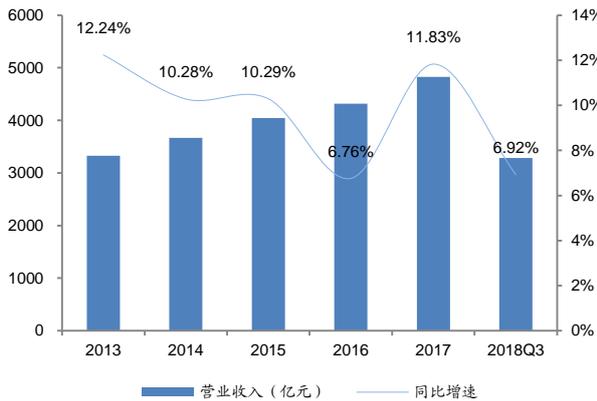
指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	959,765	1,054,107	1,157,975	1,264,777	1,379,452
(+/-%)	9.0%	9.8%	9.9%	9.2%	9.1%
净利润(百万元)	29870	32942	36907	41027	45595
(+/-%)	14.6%	10.3%	12.0%	11.2%	11.1%
摊薄每股收益(元)	0.71	0.78	0.88	0.98	1.09
EBIT Margin	6.0%	6.9%	7.1%	7.2%	7.2%
净资产收益率(ROE)	15.7%	15.3%	16.9%	18.4%	19.9%
市盈率 PE)	8.3	7.6	6.8	6.1	5.5
EV/EBITDA	19.9	18.2	17.6	16.8	16.1
市净率(PB)	1.31	1.16	1.14	1.12	1.09

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析师预测

中国交建: 业绩稳健向好, 基建补短板有望优先受益

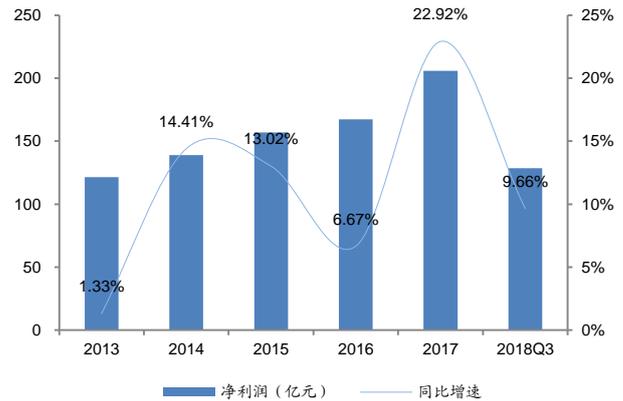
业绩稳健向好, 竞争优势明显: 公司在基建设计、基建建设、疏浚业务等多个细分行业中均处于绝对的龙头地位, 海外拓展能力、人才储备、管理水平、盈利能力水平在建筑央企中也处于领先地位。公司 2018 年前三季度完成营收 3285.47 亿元, 同比增长 6.92%, 在剥离振华重工业务后继续保持较快增长; 实现净利润 128.61 亿元, 同比增长 9.66%, 如果剔除振华重工剥离带来的影响, 扣非净利润增长 13.04%, 持续经营净利润增长 11.36%。

图 68: 中国交建 2018Q1-3 营收同比增长 6.92%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 69: 中国交建 2018Q1-3 净利润同比增长 9.66%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

订单充沛保障业绩, 基建补短板有望优先受益: 2017 年新签订单额 9000 亿, 同比增长 23.16%, 2018Q3 受基建投资放缓及同期基数较大等影响, 新签订单增速为-3.99%; 在手订单余额接近 1.55 万亿, 营收保障比超 3.2 倍。公司是我国最大的对外工程承包商, 世界领先的公路、桥梁设计及建设企业, 在港口、路桥、疏浚等领域享有技术和国际品牌优势。交通、水利等基础设施领域是基建补短板的重点, 公司作为龙头有望优先受益。

海外拓展最强央企, 稳居 ENR 国际承包商前三: 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。中国交建以 231.02 亿美元的海外营业收入, 大幅领先中国建筑、中国中铁等国内同行业央企, 继续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, 也是公司连续 11 年蝉联 ENR 全球最大国际承包商中国企业第 1 名。

表 29: 中国交建盈利预测表

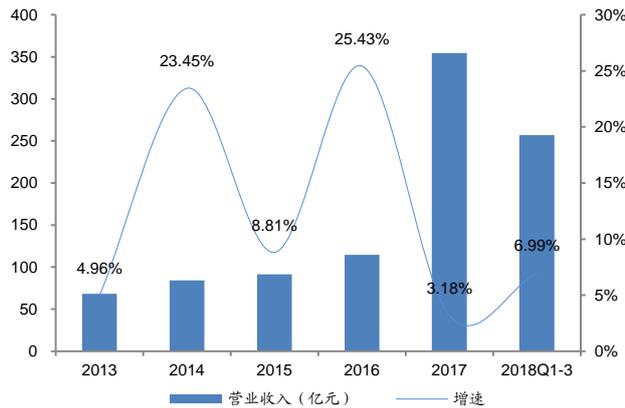
指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	431,743	482,804	546,574	619,003	698,345
(+/-%)	6.8%	11.8%	13.2%	13.3%	12.8%
净利润(百万元)	16743	20581	23592.43	26368.78	29769.05
(+/-%)	6.7%	22.9%	14.6%	11.8%	12.9%
摊薄每股收益(元)	1.04	1.27	1.46	1.63	1.84
EBIT Margin	7.2%	7.1%	6.9%	6.6%	6.4%
净资产收益率(ROE)	10.5%	11.4%	12.8%	14.1%	15.7%
市盈率 PE)	11.5	9.4	8.2	7.3	6.5
EV/EBITDA	19.9	19.0	19.5	19.0	18.3
市净率(PB)	1.21	1.06	1.05	1.03	1.02

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析师预测

安徽水利: 被低估的安徽基建龙头, 受益补短板和市场集中度提升

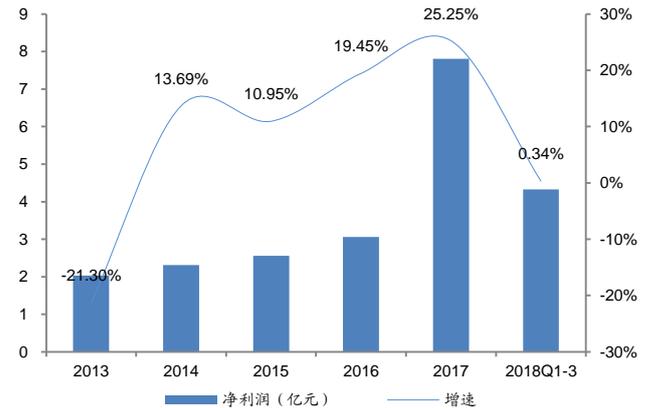
整体上市, 国资背景进一步加强: 公司去年吸收合并安徽建工实现了整体上市, 业务范围主要包括建筑施工、房地产等, 为安徽建筑行业龙头。并且引入毅达投资、安徽盐业等国资背景的战略投资者, 公司的国资控股比例由 17.91% 提升至 42.88%, 国资背景的加强提升了公司在安徽国资的地位, 在融资、订单获取和新业务开拓等方面有望获益。

图 70: 安徽水利近几年营业收入情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 71: 安徽水利近几年净利润情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

员工持股彰显信心, 市场集中度有望提升: 公司整体上市的同时完成员工持股计划, 当前员工持股比例为 6.21%, 为公司第二大股东, 锁定期 3 年, 认购价格 6.54 元/股, 较当前股价折价 28.44%, 彰显了公司长期发展的信心, 长期业绩提升动力强。公司在安徽省内的市场占有率仅为 5.2%, 与其他省份基建龙头相比明显偏低, 在国资背景和员工持股计划激励作用下, 未来市场占有率有望持续提升。安徽“十三五”交通规划及重大水利工程将推进, 引江济淮等超大体量项目已陆续开工, 安徽省固定资产投资近三年的复合增速为 11%, 公司有望受益补短板政策的落地。

盈利能力提升空间较大, 估值低于行业和国际平均水平: 2017 年公司的毛利率为 10.3%, 净利率为 2.2%; 同行业可比公司的平均毛利率为 11.58%, 净利率为 4.28%。公司的盈利能力低于平均水平, 整体上市之后随着公司治理水平以及基建业务占比的提升, 盈利能力有望提升到行业平均水平。公司当前 PE 估值为 8.58 倍, PB 估值为 0.80 倍, 均处于历史绝对低位, 远低于行业与国际平均水平, 估值提升空间较大。

表 30: 安徽水利盈利预测表

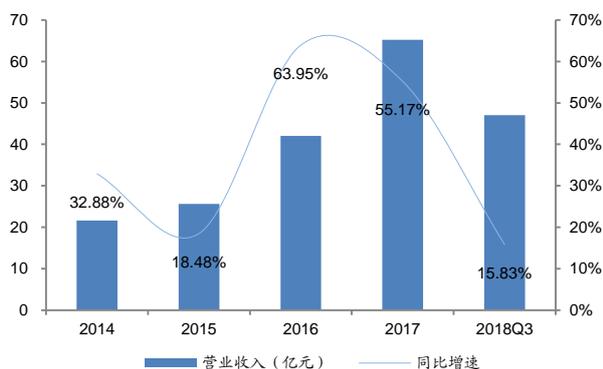
指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,477	35,457	40,813	46,594	53,163
(+/-%)	25.4%	208.9%	15.1%	14.2%	14.1%
净利润(百万元)	306	781	880.82	989.49	1129.94
(+/-%)	19.4%	155.6%	12.7%	12.3%	14.2%
摊薄每股收益(元)	0.18	0.45	0.51	0.57	0.66
EBIT Margin	5.3%	5.7%	5.3%	5.0%	4.8%
净资产收益率(ROE)	8.3%	10.1%	11.5%	13.1%	15.1%
市盈率 PE)	22.3	8.7	7.7	6.9	6.0
EV/EBITDA	24.2	27.5	25.0	25.9	26.1
市净率(PB)	1.85	0.88	0.89	0.90	0.91

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析师预测

苏交科: 设计咨询龙头, 国际国内双轮驱动, 深耕交通开拓环保

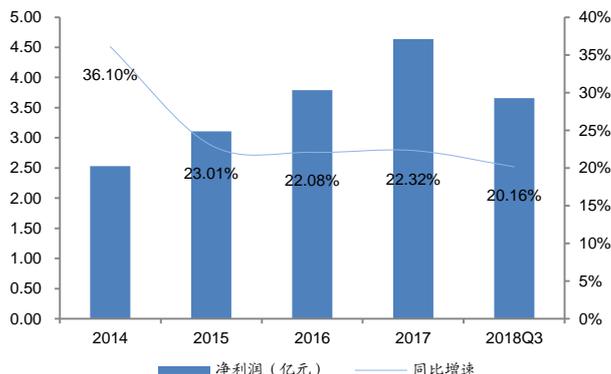
设计咨询龙头, 首家上市实力雄厚: 公司前身为江苏省交通科学研究院, 核心业务是交通、市政和环保领域的工程设计咨询服务。公司拥有工程设计综合甲级的最高等级资质。2017 年实现营收 65.19 亿, 同比增长 55.2%, 近三年 CAGR 达 44.4%; 净利润 4.64 亿, 同比增长 22.3%, 近三年 CAGR 达 22.4%。2018 年前三季度完成营业收入 47.01 亿元, 同比增长 15.83%; 实现归母净利润 3.66 亿元, 同比增长 20.16%。业绩持续保持高增长。

图 72: 苏交科近几年营业收入情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 73: 苏交科近几年净利润情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

交通环保投资空间大, 行业整合大势所趋: 2017 年铁路、公路及轨交投资同比增长约 15%, 2018 年同比增长或超 6%。环境检测与评价市场年规模或超 1000 亿元。设计咨询大致可以分为“部级院”、“省级院”和“市级院”三种规模的企业, 全国分散, 龙头市占率低, 跨地域业务扩张和并购整合有望推动上市龙头公司做大做强。

国内业务多元化, 全国布局: 公司自上市以来总计开展了 13 次大型并购, 通过外延式发展快速壮大团队和抢占市场份额, 已经在全国 31 个省市开展业务, 并形成了西北、西南、华南、华东、华北五大片区的格局。2017 年营收省内占比 21%、省外 43%、国际 36%。公司工程咨询的核心业务均保持了较快增长: 勘察设计、项目管理、综合检测近三年 CAGR 分别为 34.3%、28.3%、18.6%, 近期募资筹建环境检测运营中心等三个项目, 并投资银行和 PPP, 多元化布局确保业绩增长。

表 31: 苏交科盈利预测表

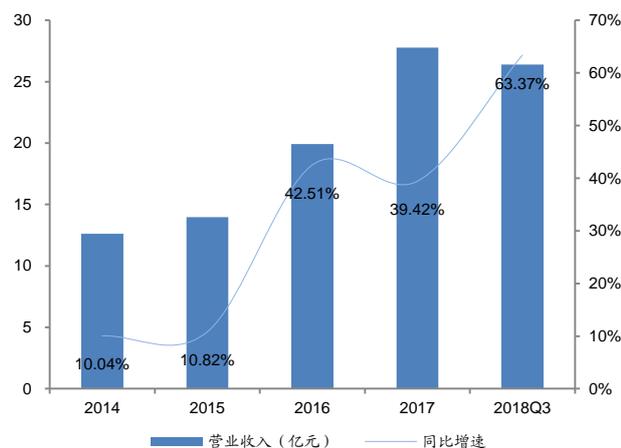
指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,201	6,519	7,429	8,477	9,731
(+/-%)	63.9%	55.2%	14.0%	14.1%	14.8%
净利润(百万元)	379	464	588.05	746.19	953.89
(+/-%)	22.1%	22.3%	26.8%	26.9%	27.8%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.57	0.73	0.92	1.18
EBIT Margin	14.6%	13.6%	13.7%	14.5%	15.4%
净资产收益率(ROE)	12.6%	12.5%	14.5%	16.7%	19.0%
市盈率 PE	23.7	19.4	15.3	12.0	9.4
EV/EBITDA	16.5	15.3	15.3	13.1	11.3
市净率(PB)	2.98	2.42	2.22	2.01	1.79

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析师预测

中设集团: 交通设计龙头, 内生外延助增长, 订单饱满潜力大

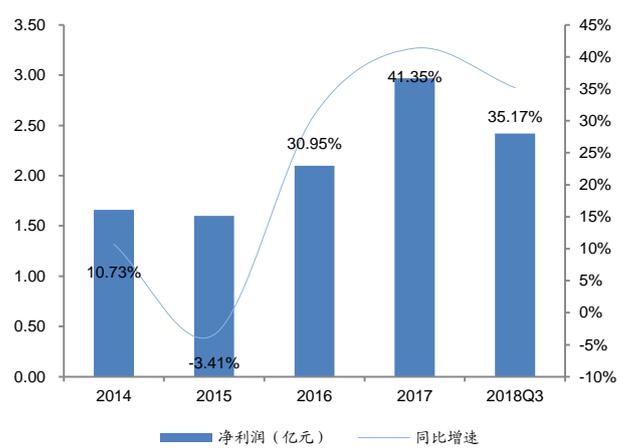
交通工程设计咨询龙头, 资质高而全: 公司前身为江苏省交通规划设计院, 核心业务是交通领域建设工程勘察设计业务。公司拥有工程设计综合甲级的最高等级资质, 可以承担住建部划定的全部 21 个行业和 8 个专项工程设计业务。2017 年实现营收 27.76 亿, 同比增长 39.4%, 上市以来 CAGR 达 30.1%; 净利润 2.97 亿, 同比增长 41.4%, 上市以来 CAGR 达 21.4%。2018 年前三季度公司业绩进一步提速, 完成营业收入 26.38 亿元, 同比大增 63.37%; 实现归母净利润 2.42 亿元, 同比增长 35.17%。

图 74: 中设集团近几年营业收入情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 75: 中设集团近几年净利润情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

订单充沛, 内生外延助增长: 2017 年新签订单 51.39 亿, 同比增长 30.9%, 连续 3 年订单增长超 20%。2018 年上半年继续保持快速增长, 新签订单 33.69 亿元, 同比增长 26.87%。公司自上市以来合计开展 4 次大型收购, 参股或全资设立 11 个新公司, 先后在深圳、上海、广州、北京等城市建立分公司或分院, 基本完成全国布局。2017 年公司省外订单占比近 50%, 同比增长 63%。公司积极布局生态环保和智能交通等新业务, 成立中设环境推动环保业务发展。

管理层换届, 股权激励助发展: 公司年完成了董事会换届, 管理层年轻化有望为公司带来新活力。公司完成了第一次限制性股票激励计划, 共授予 142 名员工, 认股份额为 351.76 万股, 解锁条件为 2017-2019 年各年净利润比 2016 年增长不低于 20%、40%、60%, 股权激励有望加速业绩释放。

表 32: 中设集团盈利预测表

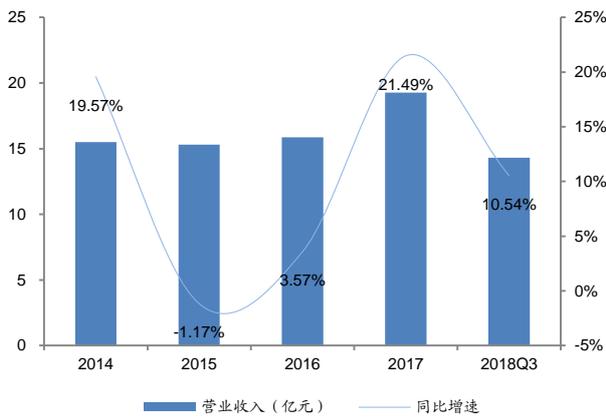
指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,991	2,776	3,591	4,673	6,072
(+/-%)	42.5%	39.4%	29.4%	30.1%	29.9%
净利润(百万元)	210	297	396.84	523.40	688.51
(+/-%)	31.0%	41.4%	33.8%	31.9%	31.5%
摊薄每股收益(元)	0.67	0.95	1.26	1.67	2.19
EBIT Margin	15.4%	16.6%	14.8%	14.5%	14.3%
净资产收益率(ROE)	11.0%	13.8%	16.3%	18.5%	20.6%
市盈率 PE)	26.3	18.6	13.9	10.6	8.0
EV/EBITDA	23.3	17.0	16.7	14.9	13.5
市净率(PB)	2.90	2.58	2.27	1.95	1.66

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析师预测

勤设股份: 贵州勘察设计龙头, 乘风起航

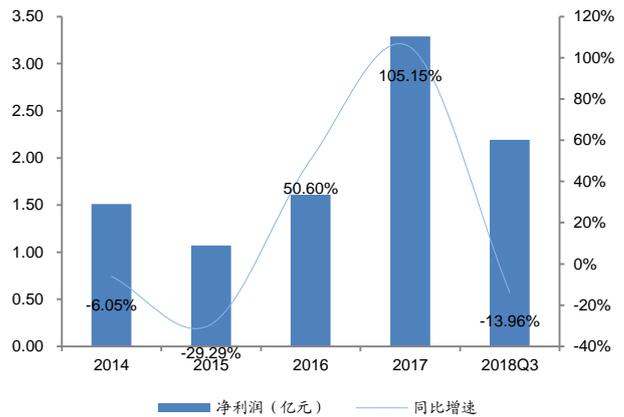
贵州勘察设计龙头, 技术优势明显: 公司前身是贵州省交通规划勘察设计研究院, 核心业务是公路领域的工程设计咨询。公司从贵州复杂山区地形中崛起, 在大跨径桥梁、山区超长隧道、盘行公路等山区交通工程技术领域拥有独特的技术优势。2017 年实现营收 19.27 亿, 同比增长 21.5%, 净利润 3.29 亿, 同比增长 105.2%, 近三年 CAGR 达 29.8%。2017 年公司设计咨询业务占比 82%。公司改制上市后股权结构分散, 没有实际控制人, 第一大股东张林持股 9.52%, 十大股东均为公司高管或员工, 合计持股 25.91%。

图 76: 勤设股份近几年营业收入情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 77: 勤设股份近几年净利润情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

西南地区基建空间广阔, 公路投资有望持续景气: 云贵川等西南省份 2018 年 1-10 月的固定资产投资增速分别为 10.4%、16.1%、10.4%, 远高于全国 5.7% 的增速, 西南地区城市化率均低于 51% (全国为 58.5%), 未来基建空间依旧广阔。公路投资在“交通扶贫”和“审批权下放”的推动下, 有望持续景气。设计咨询行业龙头市占率极低, 全国分散, 跨地域扩张和整合有望推动上市龙头公司做大做强。

订单充沛业绩有保障, 业务开拓潜力大: 公司 2017 年新签订单 82.34 亿元, 同比增长 260%, 其中设计咨询订单 27 亿元, 同比增长 46%, 近三年 CAGR35%。2018 前三季度新签订单 43.60 亿元, 受去年同期订单基数较高的影响增速有所回落。公司在省内公路市场份额占比达六成左右。公司提出公路、市政、建筑“三足鼎立”的业务发展格局, 2017 年市政、建筑新签订单 3.66 亿元/3.79 亿元, 近三年 CAGR 分别为 41%/223%, 均实现了较快增长。

表 33: 勤设股份盈利预测表

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,586	1,927	2,214	2,620	3,122
(+/-%)	3.6%	21.5%	14.9%	18.3%	19.2%
净利润(百万元)	161	329	337.95	416.24	521.21
(+/-%)	50.6%	105.1%	2.6%	23.2%	25.2%
摊薄每股收益(元)	1.27	2.61	2.68	3.30	4.13
EBIT Margin	20.5%	27.7%	21.8%	21.7%	21.9%
净资产收益率(ROE)	19.8%	16.8%	15.0%	16.0%	17.0%
市盈率 PE)	24.3	11.9	11.6	9.4	7.5
EV/EBITDA	15.8	9.5	11.5	10.3	9.2
市净率(PB)	4.81	1.99	1.74	1.50	1.28

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析师预测

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。

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