

蓝田种玉，来者可追

——建筑 2019 年投资策略

建筑行业

推荐 维持评级

核心观点:

- **融资平台信用变迁，宏观政策稳中求进。**弱需求背景下，业主方的信用尤为重要。债务终身问责制的出台使得地方融资平台负责人更加谨小慎微，地方融资行为将趋于理性。其次，50号文规范了担保行为，违规担保将受处罚，78号文规范了通过购买服务进行违规举债行为。部分财力较弱省份融资将比以往困难，部分地方融资平台的融资行为从买方市场转向卖方市场，我们认为过去通过大规模投资进行经济刺激的信用基础发生了改变。国务院常会提出保持宏观政策稳定，坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，预计2019年固定资产投资增速将缓慢提升。
- **房建基建韧性较强，园林业绩显著放缓。**2018年前三季度，建筑行业业绩增速放缓，新签订单增速放缓。我们认为主要受去杠杆、PPP项目暂缓和退库、地方政府平台债务规范等因素影响。建筑子行业中房建业绩增速稳中有升，基建业绩增速略有放缓，园林工程业绩增速下降最为显著，专业工程和装修装饰下降幅度较大。房建业绩受中国建筑(601668.SH)影响较大，基建业绩放缓受基建投资增速下行影响，园林工程受PPP退库和暂停以及融资成本上行拖累，装修装饰主要受房地产销售增速放缓影响。此外，人民币贬值使得国际工程企业汇兑收益增加。展望2019年，建筑行业业绩增速或持续放缓，但集中度提升和结构分化中存有机会。
- **政策持续聚焦基建补短板，房屋新开工面积高增长提升房建行业景气度。**根据我们的测算口径，2017年广义基建投资同比增长13.86%，2018年1-11月仅同比增长1.65%（狭义基建投资增速为3.7%），下降幅度收窄。我们认为去杠杆背景下的地方政府债务的整治和PPP清理是基建投资增速下滑的主因之一。2018年第三季度以来，政策持续加码基建投资，2019年基建投资增速有望持续回升。年初至今房屋新开工面积增速持续高增长。1-11月，房屋新开工面积同比增长16.8%，增速创2016年9月以来新高。我们认为房建行业有望维持较高景气度。
- **推荐基建投资机会，关注房建产业链。**首先，国务院常会提出加大基建补短板力度，国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见指出亟需聚焦基础设施领域突出短板，基建持续获得政策大力支持。其次，货币和信用均发生边际改善。央行降准，信用利差有所收窄。国务院提出在市场化原则前提下，要保障地方政府平台的合理融资需求。再次，目前经济下行压力较大，基建是稳经济的抓手。综上，我们推荐基建产业链投资机会。此外，房屋新开工面积高增长提升房建行业景气度，房建或存在结构性机会。我们推荐基建产业链个股：中国铁建(601186.SH)、中国中铁(601390.SH)、中国交建(601800.SH)、中国建筑(601668.SH)、葛洲坝(600068.SH)、苏交科(300284.SZ)、中设集团(603018.SH)、设计总院(603357.SH)等。
- **风险提示：固定资产投资下滑；应收账款回收不及预期；贸易磋商不及预期。**

分析师

毕立

☎: 021-20252650

huali@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516080004

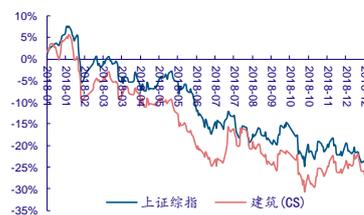
联系人

龙天光

☎: 021-20252646

✉: longtianguang_yj@chinastock.com.cn

建筑行业指数年初至今表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

目 录

一、信用变迁，稳中求进.....	2
(一) 地方政府财力研究.....	2
(二) 地方政府债务研究.....	5
(三) 信用变迁.....	9
二、投资反弹或带动景气度回升.....	10
(一) 基建投资触底回升.....	10
(二) 房地产投资增速或放缓.....	14
(三) 制造业投资回升，改建贡献大.....	16
三、业绩增速放缓，基建房建韧性较强.....	17
(一) 业绩增速放缓,盈利能力略有提升.....	17
(二) 房建收入增速放缓，净利润增速微增.....	21
(三) 房地产销售放缓拖累装修装饰业绩.....	21
(四) PPP 退库及融资环境恶化使园林业绩显著放缓.....	22
(五) 投资增速放缓致使基建业绩增速有所放缓.....	23
(六) 专业工程净利润增速大幅放缓.....	24
四、推荐基建，关注房建.....	25
(一) 行业集中度提升.....	25
(二) 推荐政策持续催化的基建产业链.....	25
(三) 关注景气度较高的房建.....	26
(四) 重点公司估值一览.....	26
(五) 风险提示.....	26

一、信用变迁，稳中求进

传统研究框架比较注重投资，当货币和信用比较宽松时，来自需求端的拉动占据主导因素。近年来国内经历了主动去杠杆的过程，地方政府平台的融资行为受到监管的持续规范。2018年下半年，主动去杠杆过渡到结构性去杠杆乃至稳杠杆，信用和货币边际改善。2018年固定资产投资增速放缓，基建投资增速下滑较多，需求端较弱。我们认为此时对地方政府的财力和信用的研究尤为重要。

（一）地方政府财力研究

建筑行业业主方主要是地方政府，地方政府的财政状况对于建筑行业订单金额多少、在建项目的保障、回款质量等影响较大。地方政府财政收入主要通过公共预算收入来度量。公共预算收入的构成有税收收入、土地出让金、中央转移支付等。税收收入是地方政府财力最可靠的来源。中西部贫困地区获得的中央转移支付较多。分税制改革之后，土地出让金成为地方政府创收的重要来源。

1、一般公共预算收入

地方政府的公共预算收入可以分为五部分：（一）一般公共预算收入；（二）政府性基金预算收入；（三）社会保险基金预算收入；（四）其他资金收入；（五）上年结转。公共预算里面的一般公共预算收入是衡量地方政府偿债能力最为重要的指标。广东、江苏、上海、山东、浙江、北京在2017年各省市一般公共预算收入中排名靠前，西藏、青海、宁夏、海南和甘肃2017年一般公共预算收入较少。2017年31省市一般公共预算收入（地方本级财政收入）合计约9.15万亿元，中央财政一般公共预算收入为8.11万亿元，公共财政收入合计约为17.26万亿元。加上使用结转结余及调入资金1.01万亿元，收入总量为18.27万亿元。

图1：2017年各省一般公共预算收入（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

一般公共预算收入主要包括税收收入、非税收入，此外还有中央财政税收返还和补助收入、区级上解收入、上年结转收入、地方政府一般债务收入、调入资金、动用预算稳定调节基金等。2017年上海市级一般公共预算收入中税收收入执行数为2620.4亿元，占比约为56.65%，贡献了主要收入来源。非税收入占比约为11.60%，中央财政税收返还和补助收入占比约为16.85%，三项收入占比约为85%。

表1：上海市级2017年一般公共预算收入（亿元）

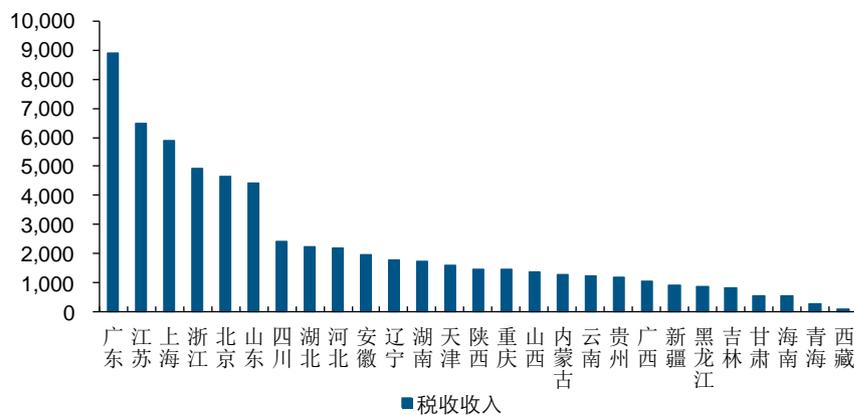
项目	年初预算数	经人大批准的调整后预算数	执行数	执行数为调整后预算数的%
税收收入	2,554.0	2,554.0	2,620.4	102.6
其中：增值税	1,026.0	1,026.0	1,084.8	105.7
企业所得税	852.0	852.0	803.0	94.2
个人所得税	330.0	330.0	343.9	104.2

城市维护建设税	129.8	129.8	153.2	118.0
房产税	44.8	44.8	54.5	121.7
印花税	6.5	6.5	7.2	110.8
城镇土地使用税	23.8	23.8	24.9	104.6
土地增值税	65.0	65.0	78.5	120.8
车船税	6.7	6.7	12.9	192.5
耕地占用税	2.3	2.3	3.1	134.8
契税	67.1	67.1	54.4	81.1
非税收入	594.0	559.7	536.4	95.8
其中：专项收入	324.4	324.4	285.0	87.9
教育费附加收入	154.4	154.4	148.1	95.9
地方教育附加收入	105.3	105.3	101.2	96.1
文化事业建设费收入	16.0	16.0	14.1	88.1
残疾人就业保障金收入	15.0	15.0	20.9	139.3
教育资金收入	13.0	13.0		
农田水利建设资金收入	10.4	10.4		
水利建设专项收入	0.8	0.8	0.7	87.5
新增建设用地土地有偿使用费收入	3.5	3.5		
其他专项收入	6.0	6.0		
行政事业性收费收入	90.5	56.2	55.7	99.1
国有资源（资产）有偿使用收入	157.3	157.3	164.8	104.8
政府住房基金收入	1.3	1.3	1.6	123.1
其他收入	20.5	20.5	29.3	142.9
一般公共预算收入合计	3,148.0	3,113.7	3,156.8	101.4
中央财政税收返还和补助收入	700.5	700.5	779.5	111.3
区级上解收入	154.8	154.8	154.6	99.9
上年结转收入	44.9	44.9	47.3	105.3
地方政府一般债务收入	103.5	274.5	273.9	99.8
调入资金	21.6	21.6	165.3	765.3
动用预算稳定调节基金		48	48	100
总计	4,173.3	4,358.0	4,625.4	106.1

资料来源：上海市财政局官网，中国银河证券研究院

从税收收入来看，广东、江苏、上海、浙江和北京税收收入排名靠前，西藏、青海、海南、甘肃和吉林排名靠后。这里河南、福建、江西和宁夏的数据未纳入统计。沿海经济发达地区税收收入较多。

图 2：2017 年各省税收收入（亿元）



资料来源：各省市官网，中国银河证券研究院

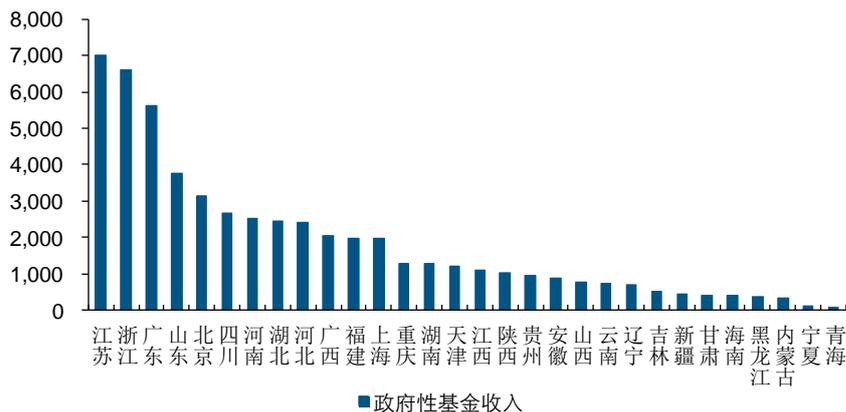
中央一般公共预算收入加地方一般公共预算收入之后为公共财政收入，2017 年公共财政收入总额为 17.26 万亿元，其中，税收收入为 14.44 亿元，占比约 83.65%。税收收入是公共财

政收入的主要来源，税收收入中又包括增值税、消费税、所得税等。

2、政府性基金预算收入

公共预算收入构成中第二块是政府性基金预算收入，主要包括国有土地使用权出让收入、地方政府专项债务收入、动用上年结转收入、城市基础设施配套费收入、国有土地收益基金收入、污水处理费收入等。2017年各省市政府性基金收入中，江苏、浙江、广东、山东、北京排名靠前。青海、宁夏、内蒙古、黑龙江、海南等2017年政府性基金收入较少。

图3：2017年各省市政府性基金收入（亿元）



资料来源：各省市官网，中国银河证券研究院

上海市级2017年政府性基金预算收入中土地出让金收入执行数为1,782.6亿元，占比为66.56%，地方政府专项债务收入执行数为509.2亿元，占比为19.01%。可以看出土地出让金收入构成政府性基金收入的主要来源。对于中西部落后省份，土地出让金收入占政府性基金收入比例更高。

表2：上海市级2017年政府性基金预算收入（亿元）

项目	年初预算数	经人大批准的调整后预算数	执行数	执行数为调整后预算数的%
城市公用事业附加收入	31.9	7.5	9.9	132.0
国有土地使用权出让收入	2,058.5	1,673.3	1,782.6	106.5
国有土地收益基金收入	38.0	32.6	45.3	139.0
农业土地开发资金收入	1.8	1.0	1.1	110.0
彩票公益金收入	11.6	11.6	12.2	105.2
城市基础设施配套费收入	46.5	46.5	48.1	103.4
车辆通行费收入	15.7	15.7	17.5	111.5
港口建设费收入	2.6	2.6	2.9	111.5
彩票发行销售机构业务费收入	2.6	2.6	3.0	115.4
污水处理费收入	35.4	35.4	38.6	109.0
其他政府性基金收入	2.5	1.8	-0.6	
政府性基金收入合计	2,247.1	1,830.6	1,960.6	107.1
中央财政对本市政府性基金补助收入	16.6	16.6	18.1	109.0
动用上年结转收入	73.4	78.3	190.1	242.8
地方政府专项债务收入	113.0	525.0	509.2	97.0
总计	2,450.1	2,450.5	2,678.0	109.3

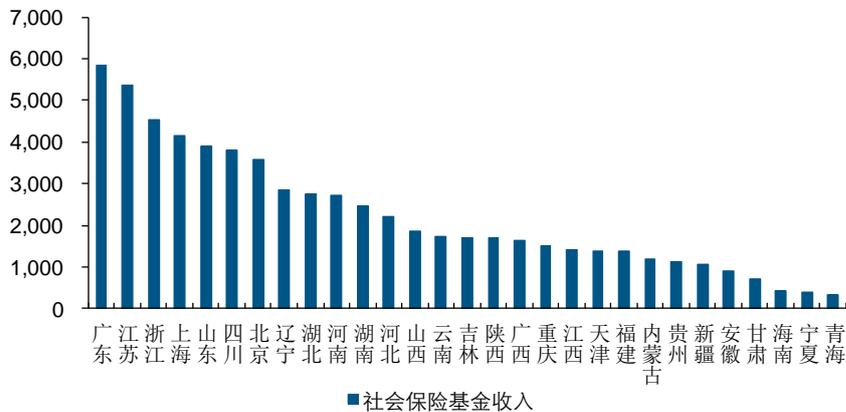
资料来源：上海市财政局官网，中国银河证券研究院

2017年，所有省市政府性基金收入加总金额为6.15万亿元，其中，中央为3285亿元，地方为5.76万亿元。政府性基金收入中国有土地使用权出让收入5.21万亿元，占政府性基金收入的比例约为84.70%，国有土地使用权出让是政府性基金的主要来源。

3、社保基金预算收入

公共预算收入来源的第三项是社保基金预算收入。2017年，除了黑龙江和西藏，全国29省市中政府性基金收入排名靠前的省份为广东、江苏、浙江、上海和山东，排名靠后的省份为安徽、甘肃、海南、宁夏和青海。29省市社保基金收入合计约6.47万亿元。经济发达省市社保基金预算收入较高。

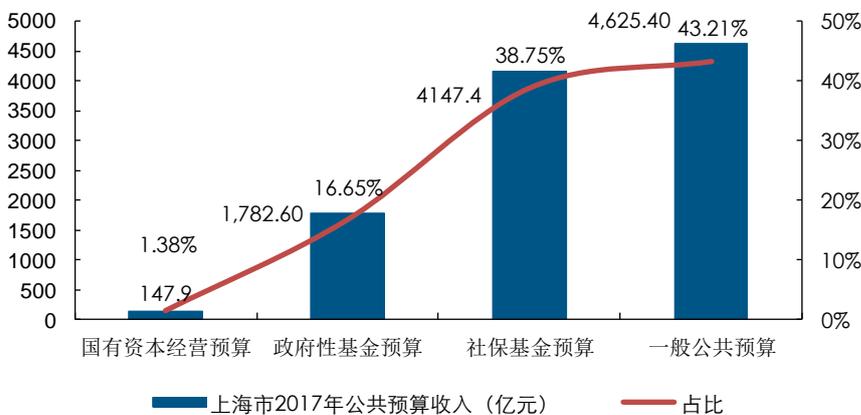
图4：2017年各省社保基金收入（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2017年，上海市全市10项社会保险基金收入4147.4亿元，为调整预算的100.8%，同比增长5.6%。其中：保险费收入3419.6亿元，财政补贴收入538.1亿元，利息等其他社会保险收入189.7亿元。全市10项社会保险基金支出3594.7亿元，完成调整预算的100.1%，同比增长18.4%。当年收支结余552.7亿元，年末滚存结余4488.6亿元。保险费收入占比为82.45%，构成社保基金预算收入的主要来源。

图5：2017年上海市公共预算收入构成（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

上海市2017年公共预算收入中，还包括国有资本经营预算收入。2017年，上海市国有资本经营收入120.1亿元，为预算的120%，同比增长5.8%。加上上年结转收入27.8亿元，收入总量为147.9亿元。通过对比可以发现，上海市的国有资本经营预算收入体量相对较小，社保基金预算收入和一般公共预算收入占比较大。

总之，政府公共预算收入中一般公共预算收入、社保基金预算收入和政府性基金预算收入构成主要来源。2017年税收收入占公共财政收入的比例约83.65%，国有土地使用权出让占政府性基金收入的比例约为84.70%。税收收入较为可靠，政府性基金收入可以通过土地出让金来调节，社保基金的收入主要来自保险费。

(二) 地方政府债务研究

1、显性债务

近年地方政府平台举借了大量的债务，包括显性债务和隐性债务。2017 年末，地方政府债务余额约为 16.47 万亿元，截至 2018 年 10 月，地方政府债务余额约为 18.40 万亿元。其中，一般债务为 10.93 万亿元，专项债务为 7.48 万亿元。政府债券为 18.15 万亿元。可以看出，显性债务余额在增加。

图 6：2017 年至今地方政府债务余额（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2、隐性债务

隐性债务主要以影子信贷为主。影子信贷本身是中性的，是显性信贷的有力补充。中国的“影子银行”包含两部分，一部分主要包括银行业内不受监管的证券化活动，以银信合作为主要代表，还包括委托贷款、小额贷款公司、担保公司、信托公司、财务公司和金融租赁公司等进行的“储蓄转投资”业务；另一部分为不受监管的民间金融，主要包括地下钱庄、民间借贷、典当行等。借债渠道主要有信托、资管、金融租赁、私募基金等工具。

2.1 委托贷款

委托贷款一般有三个流向，第一是流入地方政府融资平台，第二是流入房地产，第三是流入部分信用较差的企业。打破地方融资平台刚兑之前，融资平台的信用高于房地产企业，房地产企业信用高于其余信用较差企业。

图 7：近年社融规模存量中的委托贷款（万亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

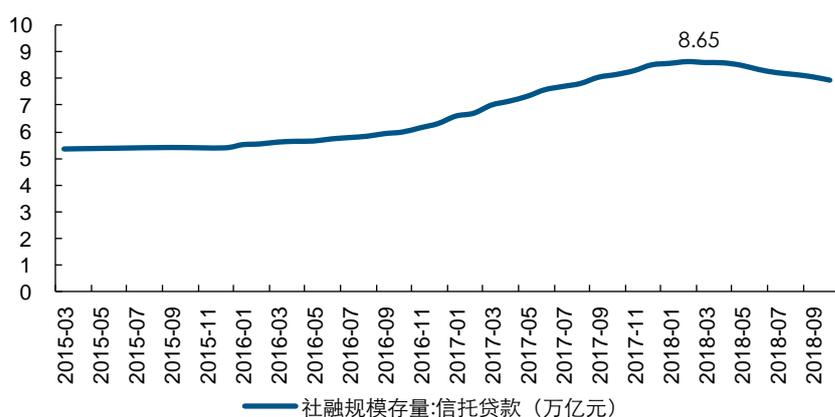
2016 年 7 月比 2015 年 7 月的社融规模多出 2.36 万亿元。2017 年 7 月底的社融规模比 2016 年 7 月的多出 1.58 万亿元。2017 年 7 月末，委贷规模为 13.81 万亿元。截至 2018 年 11 月底，

委贷规模为 12.58 万亿元，与 2017 年 7 月末的委贷差额为 1 万亿元。2016 年委托贷款膨胀的速度较快，2017 年之后增速减缓。假设委贷存量中有 30% 流入地方融资平台，对应的数值为 3.843 万亿元，如果有 40% 流入地方政府平台，对应的数值为 5.124 万亿元。

2.2 信托贷款

社融存量中信托规模近年高速增长，2018 年 11 月，信托存量规模高达 7.9 万亿元。根据中国信托业协会统计数据，截至 2018 年第二季度末，信政合作余额为 1.25 万亿元，占比 4.77%。信托又可分为单一信托和集合信托。单一信托主要通过机构一次募集资金。集合信托往往从普通高净值投资者手里分散募集资金，常分批次募集，募集周期比单一资金信托长。信托也通过别的渠道流入平台，若信托存量规模中有 50% 留在平台，对应的规模为 3.95 万亿元。

图 8：近年社融存量中信托贷款合同余额（万亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2.3 融资租赁

融资租赁合同余额从 2012 年的 1.55 万亿元增长至 2017 年末的 6.06 万亿元。2012 年至 2017 年的融资租赁贷款合同余额增量为 4.51 万亿元，预计融资租赁贷款存量中的 70% (4.24 万亿元) 流入地方融资平台。融资租赁一般通过医院、学校、城投公司、水务公司、景区、电厂等承租人流入融资平台，期限多为 3-5 年期，5 年期较多。付款方式主要为季度后付，融资成本浮动范围较大。一般 AA 评级平台融资成本为 7%-10% 左右，AA 评级以下平台多在 10% 以上，有的甚至超过 16%。资本具有逐利性，很多原本做企业融资租赁业务的公司也主动转投地方融资平台。

图 9：2006-2017 年融资租赁期末合同余额（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

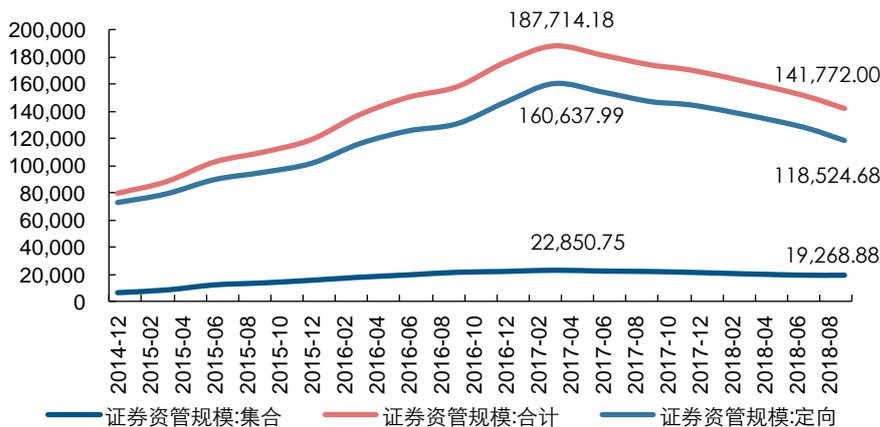
融资租赁包括售后回租、直租、转租赁等方式。售后回租(sale and lease-back)是承租人将

自有的设备等固定资产卖给租赁公司，然后再从租赁公司租回使用。其内容为固定资产所有权发生转移，租赁物件的位置及使用人不变，双方当事人（承租人与供货人合二为一，法律文本上仍为三方当事人）、两个合同，租赁期满、承租人全额清偿租金后收回原有固定资产，附属于所有权的风险等由承租人承担。直租是由承租人选定供货商，金融租赁公司支付货款进行设备购置，购置回的设备租给承租人使用，租赁期满、承租人全额清偿租金后设备所有权自然转让给承租人，附属于所有权的风险等由承租人承担。直租法律文本上为三方当事人、两个合同，是标准的融资租赁。在形式上，直租相当于为承租人的设备购置提供了一种按揭类金融产品。流入地方政府平台的信贷主要是通过回租模式流入，标的有医疗设备、教学设备、道路、管网、景区索道，甚至建筑物等。

2.4 券商资管

券商资管也有一部分流入地方融资平台。2017 年第一季度，证券资管规模达到历史高峰 18.77 万亿元，其中，定向资管为 16.06 万亿元，集合资管为 2.29 万亿元，其余为直投资基金和专项资管。2017 年第二季度之后，券商资管规模开始萎缩。截至 2018 年 11 月底，券商资管规模萎缩至 14.18 万亿元。2017 年 11 月 17 日，《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》出台。2018 年 4 月 27 日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局日前联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106 号，以下简称《意见》）。《意见》明确资产管理业务不得承诺保本保收益，打破刚性兑付。严格非标准化债权类资产投资要求，禁止资金池，防范影子银行风险和流动性风险。消除多层嵌套，抑制通道业务。

图 10：2014-2018 年券商资管规模（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3 地方政府债务测算

关于地方政府的隐性负债规模，目前尚无比较权威的数据。如果委贷存量规模中有 40% 流入地方融资平台，对应的数值为 5.03 万亿元。信托按照存量规模的 50% 的比例来算，则约有 3.95 万亿元。从融资租赁的增长规模推测，流入地方政府平台的融资租赁规模余额约有 4.24 万亿元。此外若券商资管有 40% 流入地方政府平台，则其存量规模尚有 5.67 万亿元。此外还有非标私募债、私募基金、P2P、期货资管、未贴现银行承兑汇票、理财产品投非标等，预计其规模为 4.14 万亿元。当前时点，按照上述比例估算加总之后地方政府影子信贷规模约为 24.14 万亿元。

表 3：地方融资平台影子信贷规模测算

项目	存量规模（万亿元）	30.00%	40.00%	50.00%	60.00%	70.00%	预测值
委托贷款	12.58	3.77	5.03	6.29	7.55	8.81	5.03
信托贷款	7.90	2.37	3.16	3.95	4.74	5.53	3.95
未贴现银行承兑汇票	3.70	1.11	1.48	1.85	2.22	2.59	1.11
融资租赁合同余额	6.06	1.82	2.42	3.03	3.64	4.24	4.24

证券资产管理规模	14.18	4.25	5.67	7.09	8.51	9.92	5.67
期货资产管理规模	0.17	0.05	0.07	0.08	0.10	0.12	0.07
理财产品投非标规模 (2016.6)	4.36	1.31	1.75	2.18	2.62	3.06	2.18
证券私募基金管理规模	2.26	0.68	0.90	1.13	1.36	1.58	0.90
其他私募基金管理规模	1.96	0.59	0.79	0.98	1.18	1.37	0.98
影子信贷规模估算合计	53.18	15.95	21.27	26.59	31.91	37.22	24.14

资料来源: Wind, 中国信托业协会, 中国银河证券研究院

地方政府债务规模的扩大引起了监管的重视。地方债终身问责制和财预〔2017〕87号文(《关于坚决制止地方政府违法违规融资的通知》)是近年规范地方政府融资的重要里程碑。87号文规范通过购买服务进行融资的行为使得违规举债大幅减少。债务终身问责制使得地方政府举债更加合理。

表 4: 近年地方政府债务规范文件

规范地方债务文件	主要内容
《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号)	建立地方政府债务管理的法律制度框架, 赋予地方政府依法适度举债权限
《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》(财预〔2015〕225号)	依法设置地方政府举债规模的“天花板”
《地方政府一般债务预算管理办法》(财预〔2016〕154号)和《地方政府专项债务预算管理办法》(财预〔2016〕155号)经全国人大批准, 2015年、2016年、2017年分别安排新增地方政府债务限额 6000 亿元、11800 亿元、16300 亿元	将政府债务分类纳入一般公共预算和政府性基金预算管理, 改变以往地方政府债务游离于预算之外的局面, 主动接受人大和社会监督
《地方政府性债务风险应急处置预案》(国办函〔2016〕88号), 经国务院同意印发《地方政府性债务风险分类处置指南》(财预〔2016〕152号)	发行地方政府债券用于重大公益性项目建设, 支持地方经济社会持续健康发展, 推进供给侧结构性改革
《财政部驻各地财政监察专员办事处实施地方政府债务监督暂行办法》(财预〔2016〕175号)	对地方政府性债务风险应急处置作出系统性安排, 妥善做好风险事件应急政策储备
《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), 印发《关于坚决制止地方政府违法违规融资的通知》(财预〔2017〕87号)	授予专员办就地查处的权力, 建立发现一起、查处一起、问责一起的机制, 实现地方政府债务常态化监督
关于坚决制止地方政府违法违规融资的通知(财预〔2017〕87号)	严禁借政府投资基金、政府和社会资本合作 (PPP)、政府购买服务等名义变相举债; 部署清理整改违法违规融资担保问题, 组织核查问责部分市县、金融机构违法违规融资担保行为
	严格按照规定范围实施政府购买服务, 严格规范政府购买服务预算管理, 严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资。

资料来源: 中国政府网, 发改委, 财政部, 中国银河证券研究院

目前很多研究员将地方政府负债率其定义为: 显性带息负债/GDP, 我们认为有待商榷。首先是负债, 地方融资平台的真实负债确实难以统计, 只能根据已有的显性负债来量化带息负债。事实上, 隐性负债规模较大, 不能忽视。我们认为以财政收入或者一般公共预算收入来衡量地方政府的真实财力较为贴近现实。所以, 我们认为以(显性债务+隐性债务)/(财政收入)或者(显性债务+隐性债务)/(一般公共预算收入)来衡量地方政府负债率更能反映出地方融资平台的偿债能力。2017年31省市一般公共预算收入合计91451.9亿元, 全国GDP为82.7122万亿元。显性债务为18.4万亿元, 若隐性债务为24.14万亿元, 以(显性债务+隐性债务)/2017年GDP, 则负债率为51.43%, 若以(显性债务+隐性债务)/(一般公共预算收入)来度量, 则为465.16%, 上述数据仅为预测数据, 真实数据请参考国家统计局公布的数据。

(三) 信用变迁

2017年上半年之前, 地方政府融资平台有地方财政作为信用背书, 其信用通常高于地方国企, 地方国企的信用通常高于地方民企, 地方政府融资平台是信贷市场上的买方机构。由于部分地方政府违规举债, 导致地方政府债务规模日益扩大, 最终引起监管重视。为了规范地方政府融资平台的融资行为, 监管出台了地方债终身问责制, 50号文规范违规担保, 87号文禁止购买服务违规举债行为, 资管新规打破刚兑, 切断通道业务。这些监管措施使得地方政府融资平台过度融资的行为、违规举债行为得到遏制, 地方政府债务规模得到有效控制。

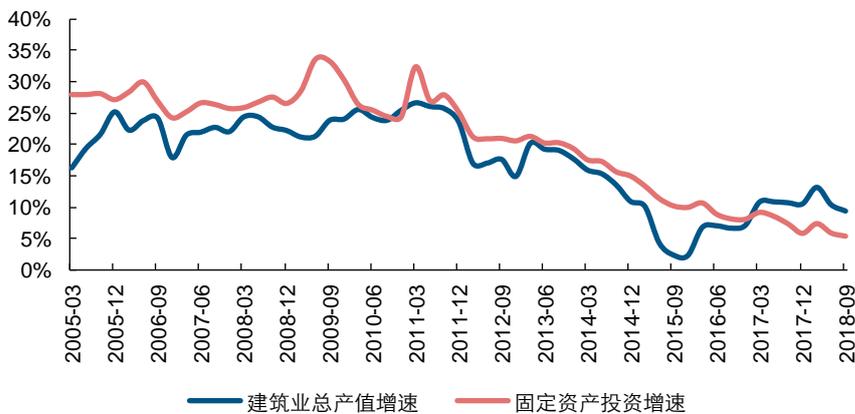
2017年下半年至2018年上半年, 国内主动去杠杆背景下, 部分融资平台负责人因为违规举债而被处罚, 部分融资平台发生延期支付现象, 叠加资管新规要求打破刚兑, 投融资市场过去数年延续的信用规则发生变化。东三省、内蒙、西藏、新疆、湖南等省份的融资平台甚至被部分机构列入禁止进入名单。当前时点, 部分地方融资平台从买方市场进入到了卖方市场。

总之，地方政府债务终身问责制使得平台负责人更加谨小慎微，地方融资行为将趋于理性。其次，违规担保将受处罚，非标、购买服务进行违规举债等渠道被阻断。此外，部分财力较弱省份融资将比以往困难。部分地方融资平台的融资行为从买方市场转向卖方市场，我们认为过去通过大规模投资进行经济刺激的信用基础发生了改变，需要区别对待。国务院常会提出保持宏观政策稳定，坚持不搞“大水漫灌”式强刺激。预计2019年固定资产投资增速将缓慢提升。

二、投资反弹或带动景气度回升

建筑业总产值增速和固定资产投资增速高度相关，50%以上的固定资产投资要通过建筑行业来转化。2004年至今，固定资产投资增速持续下行。2018年1-10月，全国完成固定资产投资（不含农户）547567亿元，同比增长5.7%，增速比前三季度提高0.3pct，增速企稳后继续回升。其中，基建投资增速触底回升，民间投资增速进一步加快，制造业投资增速持续回升。

图 11：建筑业总产值增速和固定资产投资增速高度相关



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(一) 基建投资触底回升

固定资产投资构成中的基建、地产、制造业投资增速分化较大。基建投资增速自2018年初以来持续下行。根据我们的测算口径，2017年广义基建投资同比增长13.86%，而2018年1-11月份仅同比增长1.65%。狭义基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长3.7%，增速与1-10月份持平。我们认为去杠杆背景下的地方政府债务的整治、PPP退库处理等因素是基建投资增速放缓的主因。

图 12：基建、地产和制造业投资增速一览



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

1、2018 年基建投资增速有望超 2.6%

广义基建投资三大构成项目中，电力、热力、燃气及水的生产供应业持续负增长，1-11 月同比增长-8.8%，是基建投资增速放缓的主要拖累项。交运、仓储、邮政业和水利环境公共设施管理业增速也大幅放缓，交运、仓储、邮政业投资 1-11 月同比增长 4.5%，水利、环境公共设施管理投资 1-11 月同比增长 2.4%。经济下行阶段，基建投资是稳增长的抓手，国务院常会提出要加大基建补短板力度，我们认为基建投资增速 2019 年有望持续回升。

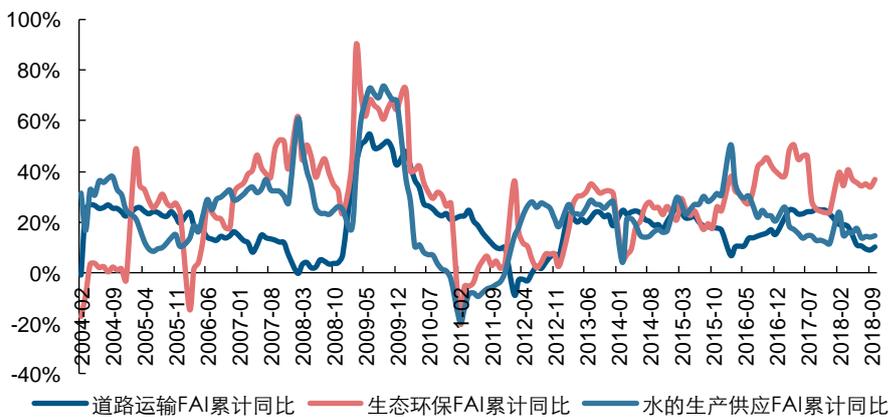
图 13: 基建三大构成投资增速一览



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

细分行业中生态保护和环境治理业、水的生产和供应业、道路运输业这三大细分领域投资增速较快。环保政策趋严，中央提出要建设美丽中国，生态保护和环境治理业投资增速较快。道路运输业投资增速回升主要受益于基建补短板。水的生产供应业投资增速较为平稳。

图 14: 基建细分领域中投资增速较快项目



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2018 年全年，我们预计广义基建投资增速有望达到 2.58%。其中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增速全年有望收窄至-7.5%，交运、仓储、邮政业投资增速全年预计回升至 4.9%，水利、环境公共设施管理投资增速有望达 2.80%。推算下来，2018 年全年基建投资增速有望达到 17.76 万亿元。

表 5: 2018 年基建投资增速预测

日期	电力、热力、燃气及水的生产和供应业 YOY	交通运输、仓储和邮政业 YOY	水利、环境和公共设施管理业 YOY	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	交通运输、仓储和邮政业	水利、环境和公共设施管理业	基建投资总额 (亿元)	广义基建投资同比
2018-02	-6.10%	13.40%	16.10%	1630.38	4412.96	5419.56	11462.90	11.34%
2018-03	-8.90%	9.70%	13.80%	3809.14	9316.09	12612.56	25737.78	8.34%

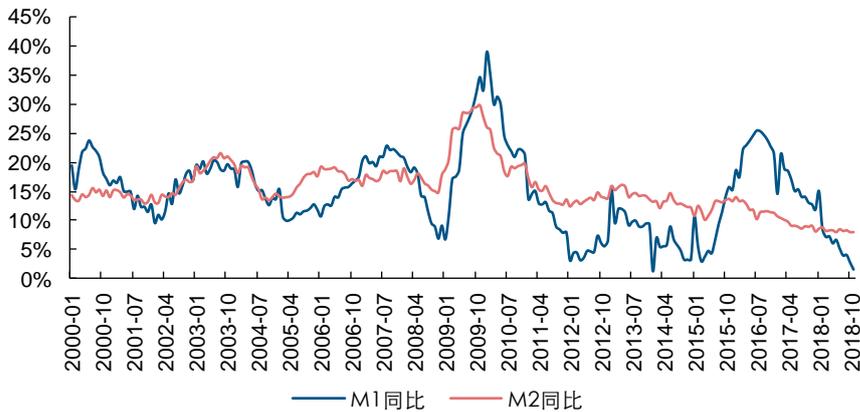
2018-04	-8.40%	10.90%	11.20%	6026.14	14587.66	19490.15	40103.95	7.63%
2018-05	-10.80%	7.50%	9.20%	8493.05	19927.55	27318.99	55739.60	5.02%
2018-06	-10.30%	6.30%	6.30%	12053.73	27272.67	37646.07	76972.47	3.31%
2018-07	-11.60%	4.60%	4.80%	14234.01	32709.49	44883.63	91827.12	1.80%
2018-08	-11.40%	3.10%	3.40%	16740.33	37911.91	52098.06	106750.30	0.66%
2018-09	-10.70%	3.20%	2.20%	19658.31	44654.41	60380.60	124693.33	0.26%
2018-10	-9.60%	4.60%	2.10%	22306.45	51410.98	68392.38	142109.82	0.92%
2018-11	-8.80%	4.50%	2.40%	24,870.64	58,178.25	76,737.89	159,786.78	1.65%
2018-12(E)	-7.50%	4.90%	2.80%	27,559.58	65,591.20	84,404.25	177,555.03	2.58%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2、2019 年基建投资有望超 18 万亿元

我们认为 2019 年有望超过 18 万亿元。首先, 国务院常会提出加大基建补短板力度, 中西部基础设施建设空间较大, 基建获得政策支持。其次, 信用和货币边际改善, 地方政府融资平台合理融资需求获得保障。再次, 经济下行压力大, 基建是稳增长有力武器。去杠杆使得货币和信用有所收紧。1-11 月, M1 增速为 1.5%, 同比降低 11.2pct。1-11 月 M2 增速为 8.0%, 同比降低 0.9pct。M1 和 M2 同比增速均出现较大下滑, 去杠杆背景下货币有所收紧。

图 15: M1 和 M2 增速持续下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

社融增速不容乐观。2018 年年初以来, 社融持续负增长。1-11 月社融增速为-15.32%, 同比降低 43.89pct。社融规模萎缩主要因非标监管使得委贷、资管、信托等信贷规模大幅萎缩所致。展望 2019 年, 我们认为社融总量增速维持低位, 但增速预计有所回升。

图 16: 社融增速持续下行

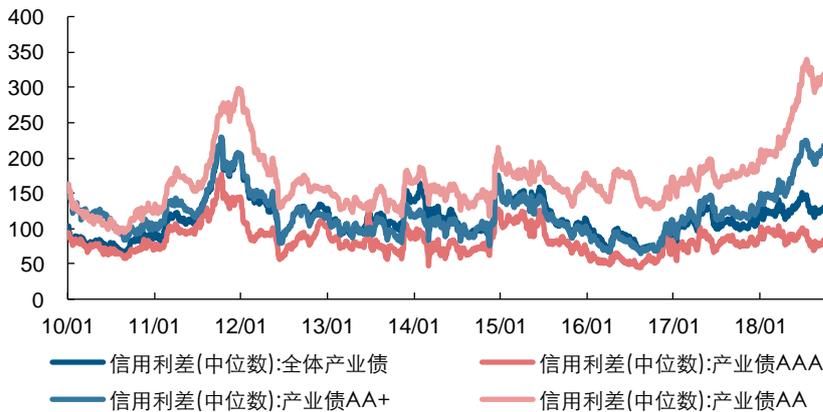


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

货币趋紧一定程度会带来融资成本上行。7月下旬，央行窗口指导银行，向公开市场一级交易商额外给予中期借贷便利（MLF）资金，用于支持贷款投放和信用债投资。对于新增信用债投资，AA+及以上债券的投资，1:1配MLF；AA+以下债券的投资，1:2配MLF，要求必须为产业类信用债。对于信贷投放，银行较月初报送贷款额度外的多增部分，给予1:1配MLF资金；同时要求多增部分为普通贷款，不包含票据和同业借款。支持产业类信用债有利于改善信用紧缩的局面。

2018年10月7日，央行决定从2018年10月15日起下调人民币存款准备金率1个百分点，释放资金部分用于偿还当日到期的约4500亿元MLF，除去此部分共释放增量资金约7500亿元。央行降准进一步改善市场流动性。全体产业债信用利差（中位数）从2018年7月2日的148.29BP收窄至12月10日的118.44BP，信用利差有所收窄，信用边际改善。

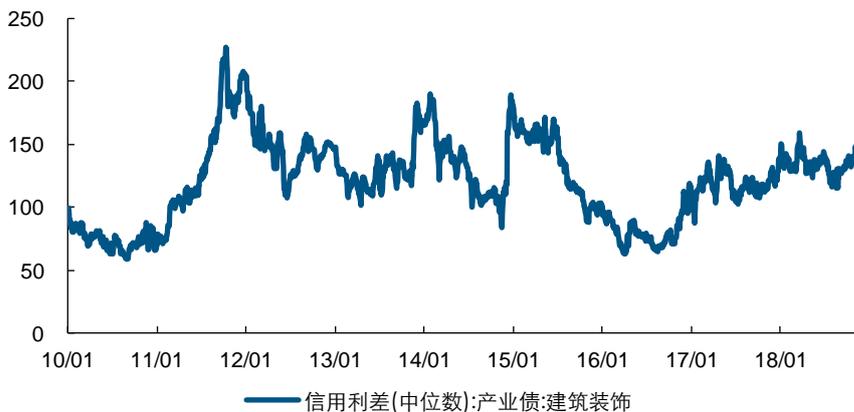
图 17：全体产业债信用利差有所收窄



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

建筑装饰产业债信用利差中位数从2018年7月2日的142.14BP收窄至12月10日的127.70BP，建筑产业债的信用发生改善。一方面，地方政府融资平台的合理融资行为得到政策支持。另一方面，企业股权质押平仓风险得到有效缓解，信用环境得到改善。2018年上半年，建筑企业融资成本普遍上升15%以上，部分民营企业融资困难，甚至发生债务危机。下半年货币和信用环境改善，各级政府、大型央企等成立了民企纾困基金。总之，政策层面支持大幅缓解了上市公司债务危机和股权质押平仓风险。

图 18：建筑装饰产业债信用利差有所收窄



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

10月31日，国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见（以下简称《意见》）指出，今年以来整体投资增速放缓，特别是基础设施投资增速回落较多，一些领域和项目存在较大投资缺口，亟需聚焦基础设施领域突出短板，确保经济运行在合理区间。《意见》

提出分别从铁路、公路、水利等领域进行补短板。铁路领域要以中西部为重点，加快推进高速铁路“八纵八横”主通道项目，拓展区域铁路连接线，进一步完善铁路骨干网络。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。公路、水运领域要加快启动一批国家高速公路网待贯路段项目和对“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。水利领域要加快推进引江济淮、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，进一步完善水利基础设施网络。《意见》指出金融领域要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，合理保障融资平台公司正常融资需求，不盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。

展望 2019 年，我们预计基建投资增速有望回升至 6.08%-7.56%。对应基建投资总额为 18.85-19.10 万亿元。其中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增速全年预计在-3%~-2%之间，交运、仓储、邮政业投资增速全年预计在 10%~11.5%之间，水利、环境公共设施管理投资增速有望达 6~7.4%。

表 6: 基建投资增速预测

日期	电力、热力、燃气及水的生产和供应业 YOY	交通运输、仓储和邮政业 YOY	水利、环境和公共设施管理业 YOY	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	交通运输、仓储和邮政业	水利、环境和公共设施管理业	基建投资总额 (亿元)	广义基建投资同比
2019 (E) 下限	-3.00%	10.00%	6.00%	26,732.79	72,150.32	89,642.57	188,525.68	6.08%
2019 (E) 上限	-2.10%	11.50%	7.40%	26,980.83	73,134.19	90,826.52	190,941.54	7.44%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 房地产投资增速或放缓

2018 年以来，房屋新开工面积增速持续高增长，竣工面积增速持续处于负增长，施工面积增速处于低位徘徊。1-11 月份，房屋新开工面积同比增长 16.8%，增速创 2016 年 9 月以来新高。房屋新开工面积高增长有望持续提升房建行业景气度。

图 19: 房屋新开工面积增速高增长


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从销售数据来看，2018 年 1-11 月商品房销售面积增速为 1.4%，增速震荡筑底，装修装饰行业的景气度或随之下行。此外，我们发现商品房销售面积增速和 M1 增速关联度较大。M1 增速反应了经济中的现实购买能力，住房是居民消费最重要的选项，二者增速关联较大。

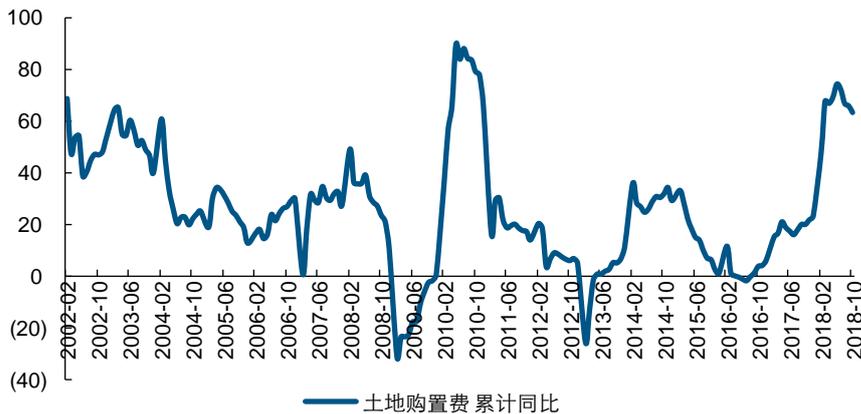
图 20: 商品房销售面积增速和 M1 增速关联度较大



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2018 年 1-10 月份房地产投资增速为 9.7%。其中, 土地购置费为 3.01 万亿元, 占房地产投资额比例为 30.32%, 增速为 63.4%, 土地购置费增速对房地产投资增速贡献较大。

图 21: 土地购置费累计同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2018 年 1-10 月, 扣除土地购置费之后房地产投资增速为-4.03%。中央提出“坚决遏制房价上涨”。房地产投资增速或随着调控的延续而回落。2019 年房地产投资增速或在 4%-6%之间。

图 22: 扣除土地购置费之后的房地产投资增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 制造业投资回升，改建贡献大

2018年3月以来，制造业投资增速触底回升。1-11月，制造业固定资产投资增速为9.5%，增速创2015年8月以来新高。国家政策持续推进制造业的转型升级，我们认为随着《中国制造2025》的推进，制造业投资增速有望持续回升。

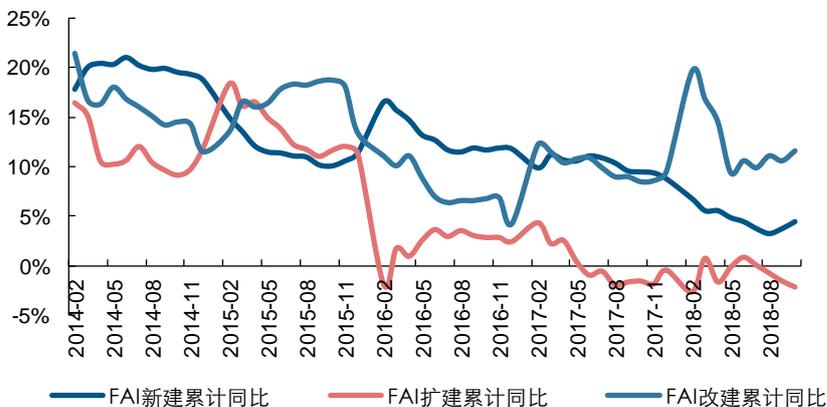
图 23：基建、地产和制造业投资增速一览



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

我们对固定资产投资中新建、扩建和改建部分增速进行拆分。可以看到2018年1-10月，扩建的固定资产投资增速为-2.1%，新建固定资产投资增速为4.5%，改建的固定资产投资增速为11.6%。近年来，改建的固定资产投资对整体固定资产投资抬升作用较多。我们认为供给侧改革和环保政策趋严使得部分企业的改建固定资产投资增多。

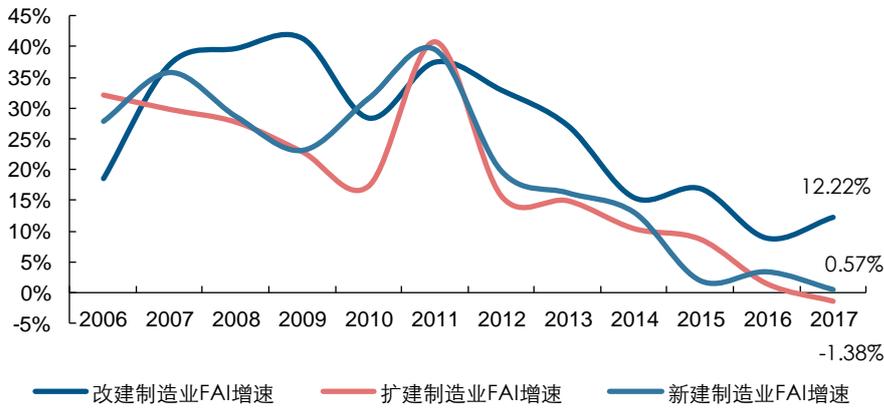
图 24：新建、改建和扩建固定资产投资增速一览



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从制造业投资来看，2011年以来，改建制造业投资增速持续高于新建和扩建制造业投资增速。2016年和2017较为明显。2017年新建制造业固定资产投资增速为0.57%，扩建制造业固定资产投资增速为-1.38%，改建制造业固定资产投资增速为12.22%。

图 25: 新建、改建和扩建制造业固定资产投资增速一览



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

总之,随着政策持续加码基建补短板,信用和货币边际改善,基建投资增速有望持续回升。其次,房地产投资增速或将随着土地购置费增速的回落和调控的延续而放缓。第三,制造业投资增速有望随着制造业转型升级的推进延续较快增速。

三、业绩增速放缓,基建房建韧性强

(一) 业绩增速放缓,盈利能力略有提升

建筑行业 2017 年实现营业收入 4.36 万亿元,同比增长 11.98%。2018 年前三季度实现营业收入 3.28 万亿元,同比增长 9.98%,增速较去年同期降低 2.88pct。实现归母净利润 1060.37 亿元,同比增长 10.72%,增速较去年同期降低 6.76pct。

图 26: 建筑行业近年营业收入及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 27: 建筑行业近年归母净利润及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

建筑行业 2018 年前三季度营业收入和归母净利润同比增速均有所放缓。我们认为主要受去杠杆、PPP 项目暂缓和退库、地方政府平台债务规范等因素影响。

图 28：2018Q1-3 建筑行业营业收入增速放缓

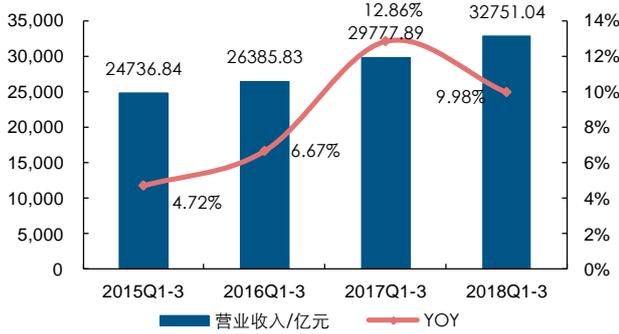


图 29：2018Q1-3 建筑行业归母净利润增速放缓



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

根据历史经验，建筑行业的业绩滞后新签订单 1-2 年。2017 年 9 月至 2018 年 9 月，建筑行业新签订单增速从 22% 降到了 7.46%，2018 年前三季度建筑行业业绩已经放缓，预计 2019 年建筑行业业绩增速将持续放缓。

图 30：2017 年 9 月至今建筑行业新签订单增速有所放缓



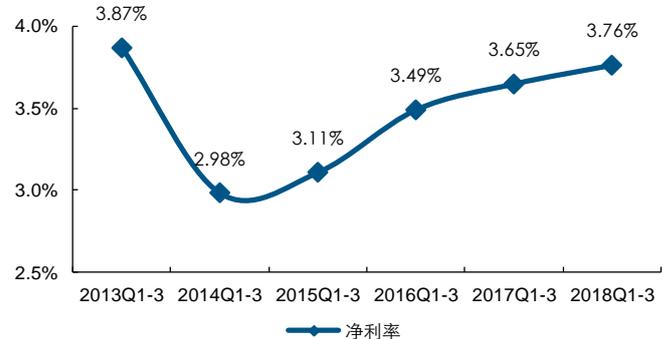
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2018 年前三季度建筑行业盈利能力略有提升。2018Q1-3 建筑行业毛利率为 11.65%，同比提高 0.60pct，净利率为 3.76%，同比提高 0.11pct，主要系中国铁建(601186.SH)、中国中铁(601390.SH)等央企净利率及毛利率提升带动所致。

图 31：2018 年前三季度建筑行业毛利率有所提升



图 32：2018 年前三季度建筑行业净利率有所提升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2018 年前三季度建筑行业应收账款周转率为 3.31 次，比去年同期提高 0.14 次，应收账款周转率略有提高。存货周转率为 1.62 次，同比提高 0.18 次。

图 33: 建筑行业 2018Q1-3 应收账款周转率有所回升

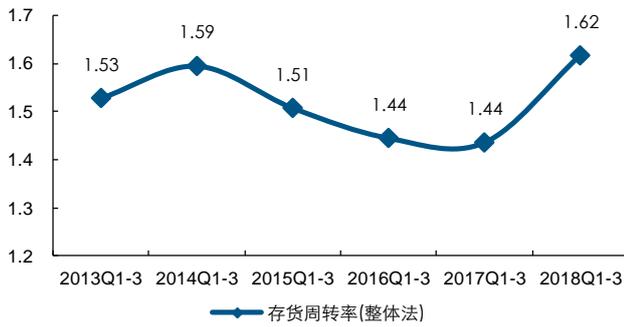
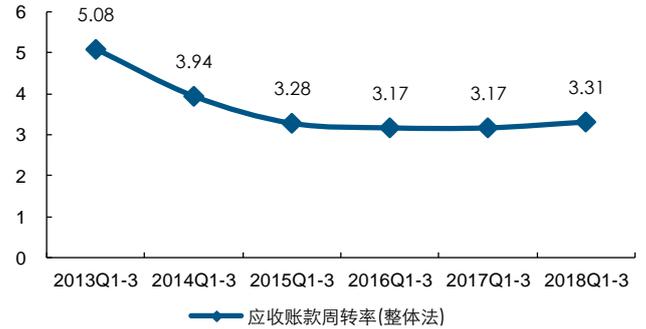


图 34: 建筑行业 2018Q1-3 存货周转率有所回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2018 年前三季度建筑行业固定资产周转率为 10.88 次, 同比显著提高 3.28 次, 建筑行业对厂房、设备等固定资产的利用率显著提高。2018 年前三季度建筑行业经营活动产生的现金流量净额/营业收入为 -6.66%, 同比降低 1.14pct。

图 35: 建筑行业 2018Q1-3 固定资产周转率提升显著

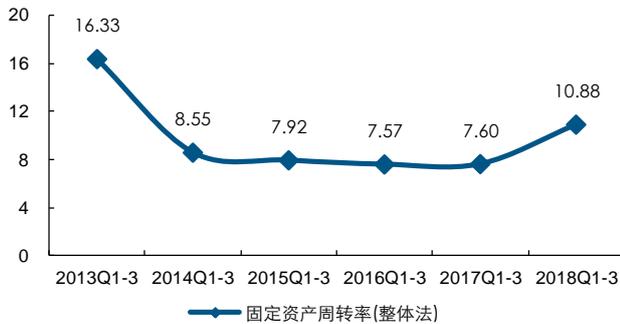
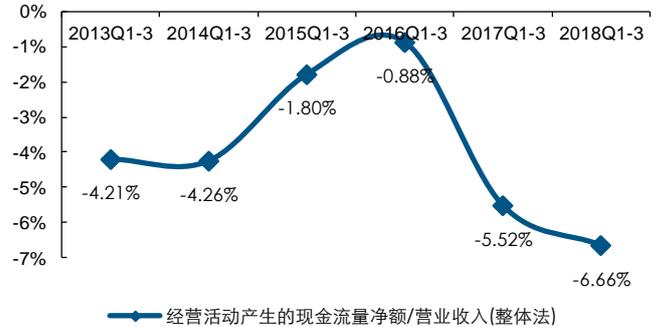


图 36: 建筑行业 2018Q1-3 经营活动产生的现金流量净额/营业收入持续下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

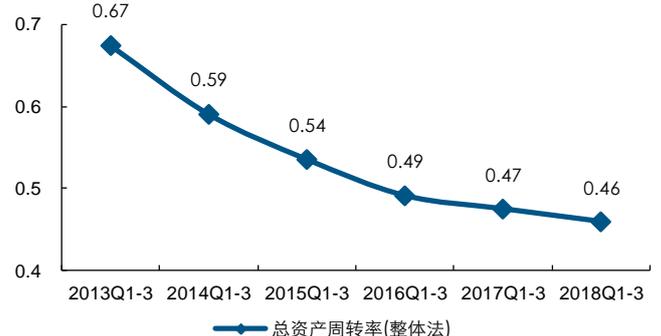
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2018 年前三季度建筑行业 ROE 为 5.28%, 同比降低 2.17pct, ROE 同比下降较为显著。总资产周转率为 0.46 次, 同比降低 0.01 次, 基本保持稳定。

图 37: 2018 年前三季度建筑行业 ROE 同比下降



图 38: 2018 年前三季度建筑行业总资产周转率同比下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2018Q1-3 建筑行业资产负债率为 76.65%, 同比降低 0.39pct。国资委要求建筑央企降低自身资产负债。权益乘数为 4.28, 同比略微减小 0.08。根据杜邦分析, 建筑行业净利率提升, 总资产周转率和权益乘数的下降使 ROE 下降。

图 39: 2018 年前三季度建筑行业资产负债率同比有所下降

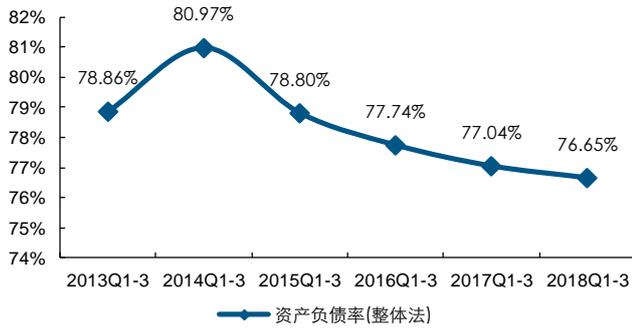


图 40: 2018 年前三季度建筑行业权益乘数同比有所减小

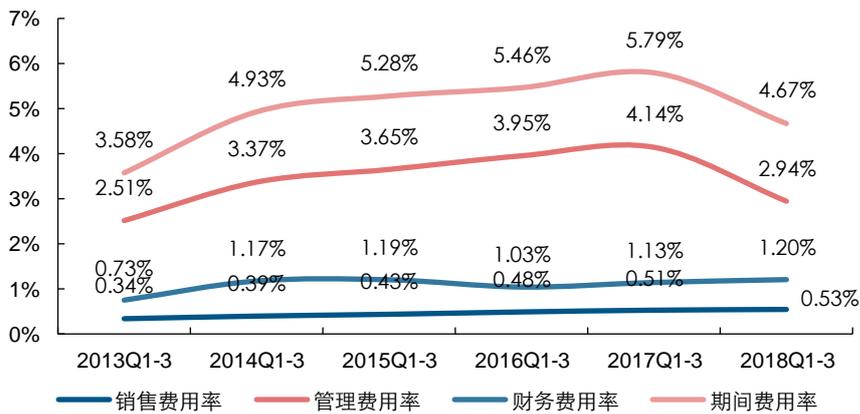


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

管理费用率的改善带动期间费用率改善。2018 年前三季度建筑行业期间费用率为 4.67%，同比降低 1.12pct，改善较为明显。其中，管理费用率为 2.94%，同比降低 1.20pct；财务费用率为 1.20%，同比提升 0.07pct；销售费用率为 0.53%，同比提高 0.02pct。管理费用率改善主要系计算管理费用率时将研发费用剥离导致。

图 41: 2018 年前三季度建筑行业期间费用率明显降低



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

9 月 20 日，财政部、税务总局和科技部联合发布了《关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》，指出企业开展研发活动中实际发生的研发费用，未形成无形资产计入当期损益的，在按规定据实扣除的基础上，在 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日期间，再按照实际发生额的 75% 在税前加计扣除；形成无形资产的，在上述期间按照无形资产成本的 175% 在税前摊销。经过我们的测算，建筑行业八大央企受益较大。新规对中国化学(601117.SH)、中国中冶(601618.SH)、中国电建(601669.SH)、中国中铁(601390.SH)的影响较大。

表 7: 八大建筑央企研发费用税前加计扣除比例测算

证券简称	证券代码	2017 年所得税率	2017 研发投入/亿元	费用化研发支出/亿元	资本化研发支出/亿元	2017 年净利润/亿元	新增可抵税金/亿元	对净利润影响比例
中国交建	601800.SH	25.00%	86.14	85.87	0.27	213.19	5.37	2.52%
中国中铁	601390.SH	25.00%	120.20	120.17	0.03	142.04	7.51	5.29%
中国铁建	601186.SH	25.00%	103.98	103.98	0.00	169.19	6.50	3.84%
中国电建	601669.SH	25.00%	75.96	75.93	0.02	80.55	4.75	5.89%
葛洲坝	600068.SH	15.00%	17.26	15.97	1.28	58.47	0.60	1.03%
中国中冶	601618.SH	25.00%	75.64	75.64	0.00	67.12	4.73	7.04%
中国化学	601117.SH	25.00%	18.07	18.07	0.00	15.96	1.13	7.08%
中国建筑	601668.SH	25.00%	123.85	123.85	0.00	466.49	7.74	1.66%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

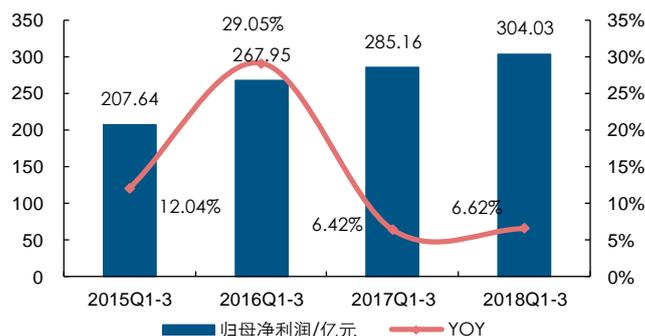
注:

- 1、提高研发费用税前加计扣除为：费用化研发支出部分 75%，原来为 50%；形成无形资产部分 175%税前摊销，原来为 150%。假设研发资本化确认的无形资产摊销年限为 10 年。
- 2、利润影响占比=（费用化研发*25%+资本化研发/10*25%）*2017 年所得税率/2017 年净利润。

（二）房建收入增速放缓，净利润增速微增

建筑行业细分子行业较多，业绩分化较大。2018 年前三季度房建营业收入同比增长 10.23%，同比降低 8.75pct。净利润同比增长 6.62%，同比提高 0.20pct。房建业绩受中国建筑(601668.SH)影响较大。

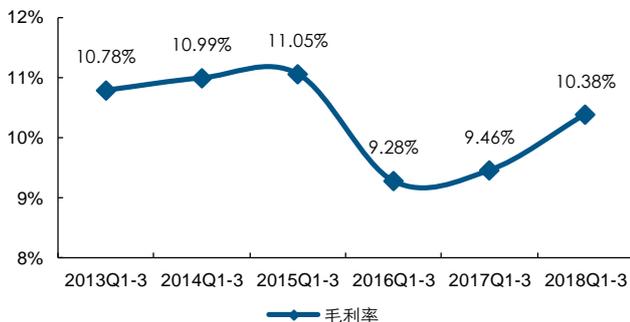
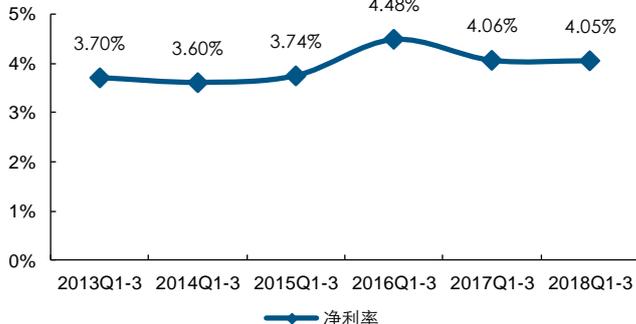
图 42：2018Q1-3 房建行业营业收入增速放缓

图 43：2018 年前三季度房建行业归母净利率同比略有提升


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2018 年前三季度房建行业毛利率有所提升。2018Q1-3 建筑行业毛利率为 10.38%，同比提高 0.92pct，净利率为 4.05%，同比降低 0.01pct。

图 44：2018Q1-3 房建行业毛利率同比有所提升

图 45：2018 年前三季度房建行业净利率同比趋稳


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从个股方面来看，中国建筑(601668.SH) 2018 年前三季度营业收入为 8405.10 亿元，同比增长 9.03%，增速下降 6.00pct。归母净利润为 272.99 亿元，同比增长 5.89%，增速提高 1.79pct。龙元建设(600491.SH) 2018 年 Q1-3 归母净利润同比增长 52.95%，增速同比降低 25.68pct。城地股份(603887.SH)和宏润建设(002062.SZ)归母净利润增速均超过 20%。上海建工(600170.SH)和天健集团(000090.SZ)归母净利润增速有所下降。

（三）房地产销售放缓拖累装修装饰业绩

2018 年前三季度装修装饰行业营业收入同比增长 9.11%，同比降低 12.54pct。净利润同比增长 9.19%，同比降低 12.85pct。2018 年房地产调控政策较为严厉，商品房销售增速下滑至低位，装修装饰行业受此影响较大。展望 2018 年全年，装修装饰行业业绩增速或进一步放缓。

图 46: 2018Q1-3 装修装饰行业营业收入增速放缓

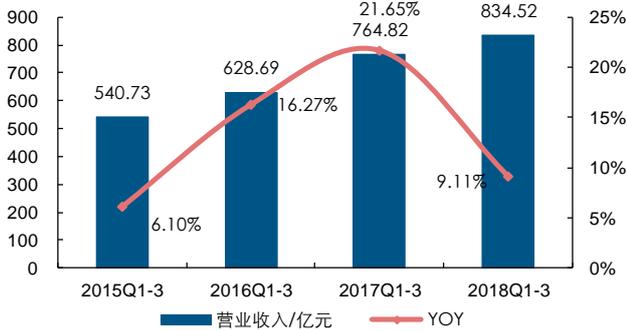
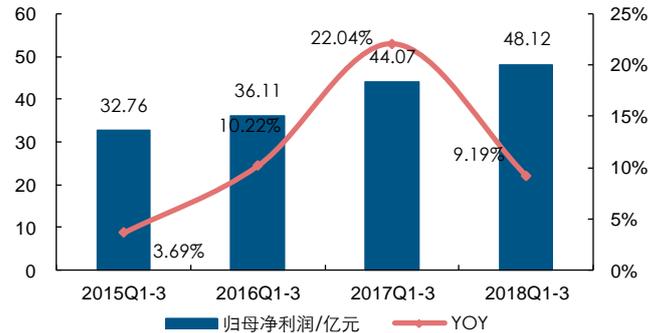


图 47: 2018Q1-3 装修装饰行业归母净利润增速放缓



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

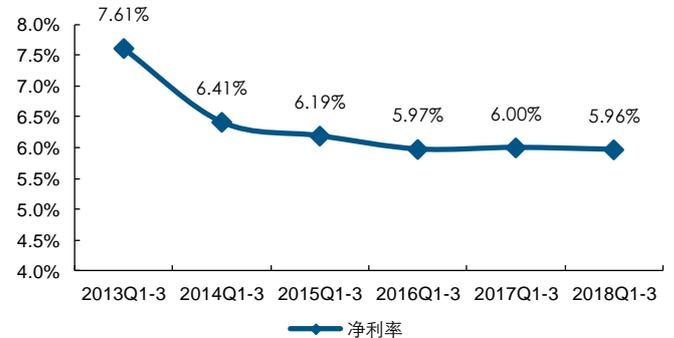
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2018 年前三季度装修装饰行业毛利率有所提升。2018Q1-3 装修装饰行业毛利率为 17.65%，同比提高 1.14pct，净利率为 5.96%，同比降低 0.04pct。

图 48: 2018Q1-3 房建行业毛利率同比有所提升



图 49: 2018 年前三季度房建行业净利率同比趋稳



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

全筑股份(603030.SH)、名家汇(300506.SZ)、东易日盛(002713.SZ)和易尚展示(002751.SZ) 2018 年前三季度归母净利润增速均超过 80%。金螳螂(002081.SZ) 2018 年前三季度营业收入为 185.39 亿元，同比增长 17.85%，增速提高 12.15pct。归母净利润为 15.84 亿元，同比增长 10.24%，增速提高 4.85pct。

(四) PPP 退库及融资环境恶化使园林业绩显著放缓

2018 年前三季度园林工程行业营业收入同比增长 42.63%，增速同比降低 17.13pct。净利润同比增长 9.56%，同比降低 70.07pct。2018 年上半年 PPP 退库及部分省份 PPP 项目暂停，使得园林工程企业项目施工收到一定影响。此外，去杠杆导致货币收紧，行业融资成本上行，民营园林企业现金流承压。

图 50: 2018Q1-3 园林工程行业营业收入增速放缓

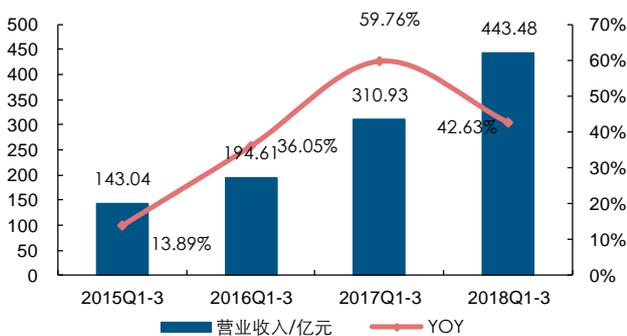
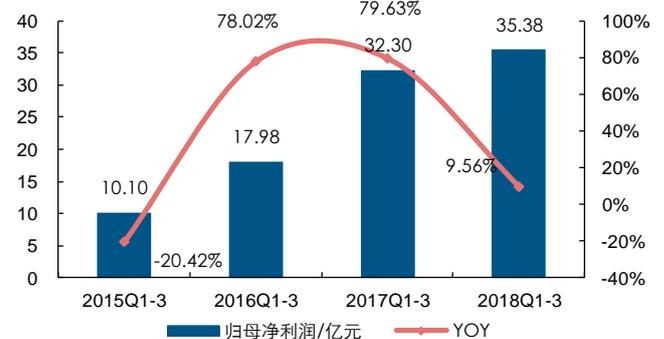


图 51: 2018Q1-3 园林工程行业归母净利润增速放缓



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2018年前三季度园林工程行业净利率有所下滑。2018Q1-3园林工程行业毛利率为26.42%，同比提高0.57pct，净利率为8.16%，同比降低2.42pct。期间费用率上升是导致净利率下滑的原因之一，2018年前三季度园林工程行业期间费用率为13.94%，同比提高1.70pct。

图 52: 2018Q1-3 园林工程行业毛利率同比有所提升

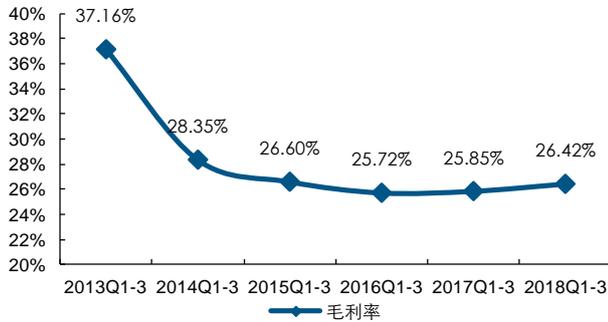
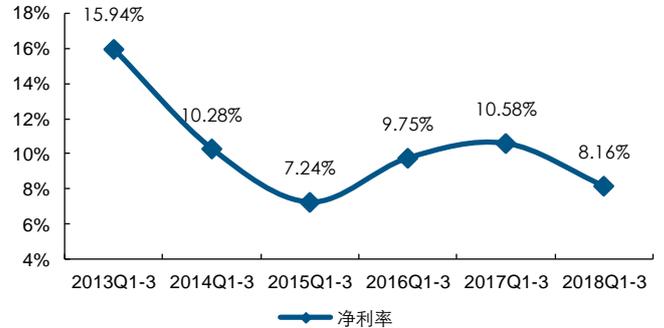


图 53: 2018 年前三季度园林工程行业净利率同比下降明显



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

岭南园林 (002717.SZ)、杭州园林 (300649.SZ)、元成股份 (603388.SH) 2018 年前三季度净利润增速较快。棕榈股份 (002431.SZ)、丽鹏股份 (002374.SZ)、蒙草生态 (300355.SZ) 等净利润同比下滑均超过 40%。截至 2018 年三季度, 管理库 PPP 项目投资额共 12.3 万亿元, 储备库 5 万亿元。2018 年前三季度, 管理库和示范库 PPP 退库金额累计超过 2.25 万亿元。PPP 的退库使得企业订单减少, 新疆、湖南等地区的 PPP 项目暂停也影响了企业的施工进度。此外, 2018 年上半年行业的信用和货币收紧, 加大园林企业的融资压力。

(五) 投资增速放缓致使基建业绩增速有所放缓

2018 年前三季度基建行业营业收入同比增长 7.11%, 增速同比降低 0.89pct。净利润同比增长 14.19%, 同比降低 4.15pct。2018 年上半年基建投资增速显著下滑, 使得基建板块新签订单下滑。此外地方政府融资平台进行债务规范, 部分平台的融资功能受到影响, 一定程度上影响了基建行业的施工。

图 54: 2018Q1-3 基建行业营业收入增速放缓

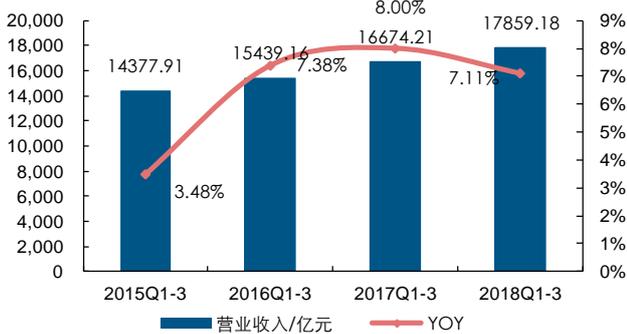


图 55: 2018Q1-3 基建行业归母净利润增速放缓

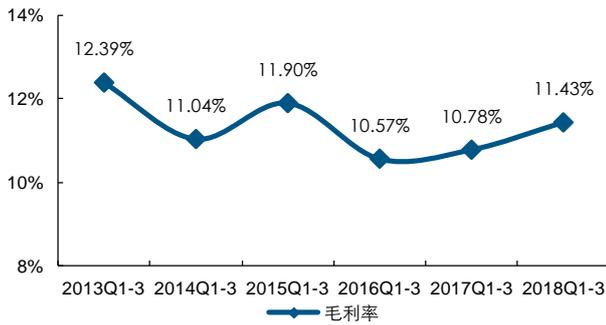


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

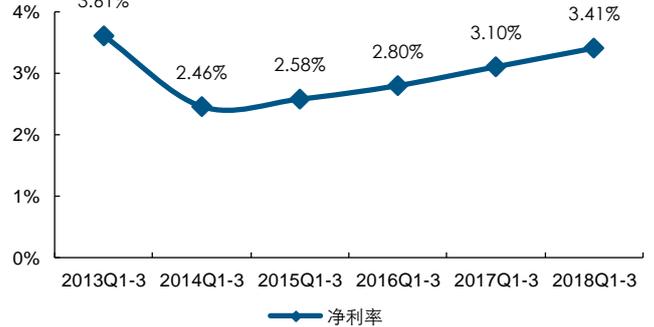
2018年前三季度园林工程行业净利率有所提升。2018Q1-3园林工程行业毛利率为11.43%，同比提高0.65pct，净利率为3.41%，同比提高0.31pct。

图 56: 2018Q1-3 基建行业毛利率同比有所提升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 57: 2018 年前三季度基建行业净利率略有上升



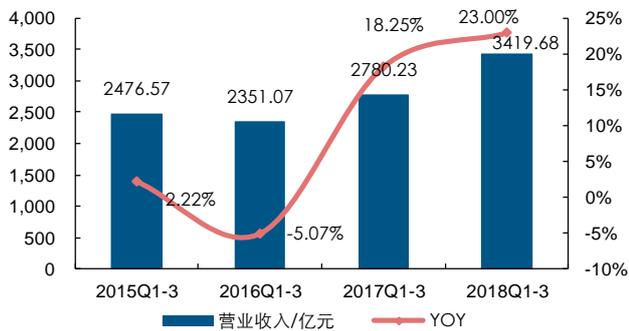
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

华电重工 (601226.SH)、围海股份 (002586.SZ)、龙建股份 (600853.SH) 和正平股份 (603843.SH) 2018 年前三季度净利润增速超过 98%，主要系前期基数较小。腾达建设 (600512.SH)、成都路桥 (002628.SZ)、浦东建设 (600284.SH) 净利润增速有所下滑。

(六) 专业工程净利润增速大幅放缓

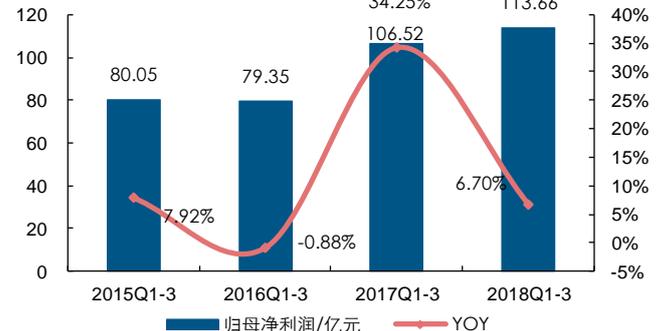
2018 年前三季度专业工程行业营业收入同比增长 23.00%，增速同比提高 4.75pct。净利润同比增长 6.70%，同比降低 27.55pct。业绩受中国中冶 (601618.SH)、中工国际 (002051.SZ) 和中材国际 (600970.SH) 影响较大。

图 58: 2018Q1-3 专业工程行业营业收入增速提升缓



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

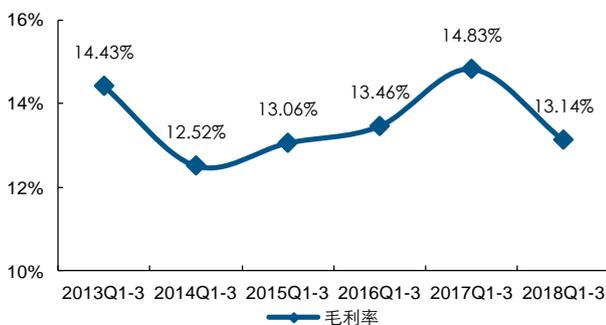
图 59: 2018Q1-3 专业工程行业归母净利润增速大幅下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2018 年前三季度专业工程行业净利率同比下降。2018Q1-3 专业工程行业毛利率为 13.14%，同比降低 1.69pct，净利率为 3.65%，同比降低 0.47pct。

图 60: 2018Q1-3 专业工程行业毛利率同比下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 61: 2018 年前三季度专业工程行业净利率通同降低



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

华铁科技 (603300.SH)、中矿资源 (002738.SZ) 业绩增速均超过 100%，中材国际

(600970.SH)、亚翔集成(603929.SH)业绩增速较快。中钢国际(000928.SZ)业绩增速有所下滑。北方国际(000065.SZ)和航天工程(603698.SH)净利润增速同比下滑较多。化学工程行业个股较多,整体来看,化工工程板块中的百利科技(603959.SH)、三联虹普(300384.SZ)、中国化学(601117.SH)、中化岩土(002542.SZ)、镇海股份(603637.SH)、延长化建(600248.SH)业绩同比提升。2018年前三季度百利科技(603959.SH)、三联虹普(300384.SZ)、东方新星(002755.SZ)和中国化学(601117.SH)的净利润增速均超过25%,三维工程(002469.SZ)和海油工程(600583.SH)业绩增速有所下滑。

总体来看,房建行业业绩增速稳中有升,其余子行业业绩增速均不同程度放缓。基建行业业绩增速略有放缓,园林工程行业业绩增速下降最为显著,专业工程和装修装饰下降幅度较大。年初以来,去杠杆、贸易冲突、固定资产投资增速放缓、行业信用和货币收紧等因素叠加在一起,使得建筑行业整体业绩增速有所放缓。

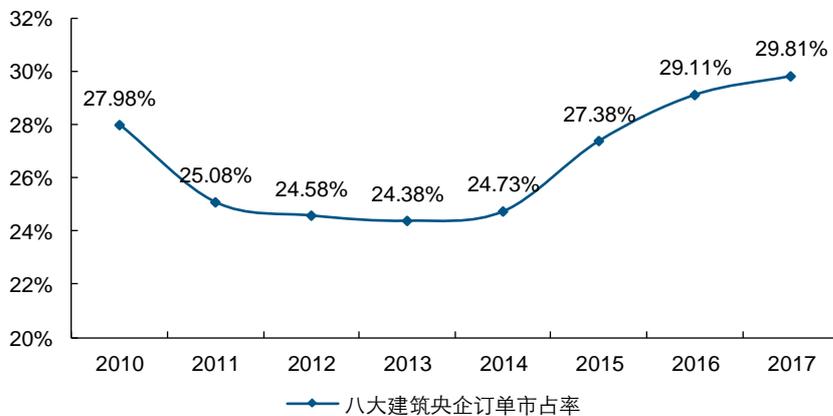
四、推荐基建,关注房建

地方融资平台的信用因过去数年的债务膨胀及引发的结果而发生改变,过去强刺激的信用基础随之发生了改变。国务院常会提出保持宏观政策稳定,坚持不搞“大水漫灌”式强刺激,意味着投资不会有大规模的增长,此时信用和货币的改善较为关键。此外行业竞争格局优化、行业投资结构分化、细分领域景气周期反转向上等情况有望带来较好投资机会。

(一) 行业集中度提升

2013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。八大建筑央企新签合同市场占有率从2013年的24.38%提升至2017年的29.81%。随着固定资产投资增速放缓及资金成本提升,行业竞争越发激烈,龙头企业在资质、品牌、资金等方面竞争优势明显,行业集中度或将进一步提升。

图 62: 八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 推荐政策持续催化的基建产业链

首先,从政策层面来看,国务院常会提出加大基建补短板力度。10月31日,国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见(以下简称《意见》)指出,今年以来整体投资增速放缓,特别是基础设施投资增速回落较多,一些领域和项目存在较大投资缺口,亟需聚焦基础设施领域突出短板,确保经济运行在合理区间。基建板块获得政策的大力支持。其次,推进基建补短板需要资金支持,目前货币端和信用端均发生改善,尤其是地方政府平台的合理融资需求得到有效保障,《意见》严禁金融机构惜贷、抽贷、断贷,地方政府的合理融资需求得到政策支持,故基建投资有资金保障。再次,中美贸易战、固定资产投资增速下行等因素使

得经济下行压力加大，政府对基建投资的可控性较强，基建是稳经济的抓手。综上，我们推荐基建产业链投资机会。

基建投资回升将使作为基建主力军的基建央企和地方国企受益。个股方面施工端推荐：中国铁建(601186.SH)、中国中铁(601390.SH)、中国交建(601800.SH)、中国建筑(601668.SH)、葛洲坝(600068.SH)、四川路桥(600039.SH)、山东路桥(000498.SZ)等。施工未启，设计先行。位于基建产业链前端的设计咨询将率先受益基建投资回升。设计端推荐苏交科(300284.SZ)、中设集团(603018.SH)、设计总院(603357.SH)等。

(三) 关注景气度较高的房建

2018年年初至今，房屋新开工面积增速持续高增长。1-11月份，房屋新开工面积同比增长16.8%，增速创2016年9月以来新高。房屋新开工面积高增长有望持续提升房建行业景气度，建议关注房建行业投资机会。个股方面建议关注中国建筑(601668.SH)、龙元建设(600491.SH)、上海建工(600170.SH)等。

(四) 重点公司估值一览

表8：重点公司估值一览

证券代码	证券简称	EPS/(元/股)(E)		PE(E)	
		2018	2019	2018	2019
601668.SH	中国建筑	0.86	0.96	6.78	6.10
601186.SH	中国铁建	1.41	1.61	7.97	6.99
601390.SH	中国中铁	0.81	0.92	8.70	7.67
601800.SH	中国交建	1.37	1.51	8.63	7.84
600068.SH	葛洲坝	1.21	1.45	5.26	4.40
300284.SZ	苏交科	0.71	0.87	14.99	12.16
603018.SH	中设集团	1.25	1.61	14.08	10.97
603357.SH	设计总院	1.57	1.98	13.56	10.77

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(五) 风险提示

1、固定资产投资下滑；2、应收账款回收不及预期；3、贸易磋商不及预期。

插图目录

图 1: 2017 年各省一般公共预算收入 (亿元)	2
图 2: 2017 年各省税收收入 (亿元)	3
图 3: 2017 年各省政府性基金收入 (亿元)	4
图 4: 2017 年各省社保基金收入 (亿元)	5
图 5: 2017 年上海市公共预算收入构成 (亿元)	5
图 6: 2017 年至今地方政府债务余额 (亿元)	6
图 7: 近年社融规模存量中的委托贷款 (万亿元)	6
图 8: 近年社融存量中信托贷款合同余额 (万亿元)	7
图 9: 2006-2017 年融资租赁期末合同余额 (亿元)	7
图 10: 2014-2018 年券商资管规模 (亿元)	8
图 11: 建筑业总产值增速和固定资产投资增速高度相关	10
图 12: 基建、地产和制造业投资增速一览	10
图 13: 基建三大构成投资增速一览	11
图 14: 基建细分领域中投资增速较快项目	11
图 15: M1 和 M2 增速持续下行	12
图 16: 社融增速持续下行	12
图 17: 全体产业债信用利差有所收窄	13
图 18: 建筑装饰产业债信用利差有所收窄	13
图 19: 房屋新开工面积增速高增长	14
图 20: 商品房销售面积增速和 M1 增速关联度较大	15
图 21: 土地购置费累计同比	15
图 22: 扣除土地购置费之后的房地产投资增速	15
图 23: 基建、地产和制造业投资增速一览	16
图 24: 新建、改建和扩建固定资产投资增速一览	16
图 25: 新建、改建和扩建制造业固定资产投资增速一览	17
图 26: 建筑行业近年营业收入及增速	17
图 27: 建筑行业近年归母净利润及增速	17
图 28: 2018Q1-3 建筑行业营业收入增速放缓	18
图 29: 2018Q1-3 建筑行业归母净利润增速放缓	18
图 30: 2017 年 9 月至今建筑行业新签订单增速有所放缓	18
图 31: 2018 年前三季度建筑行业毛利率有所提升	18
图 32: 2018 年前三季度建筑行业净利率有所提升	18
图 33: 建筑行业 2018Q1-3 应收账款周转率有所回升	19
图 34: 建筑行业 2018Q1-3 存货周转率有所回升	19
图 35: 建筑行业 2018Q1-3 固定资产周转率提升显著	19
图 36: 建筑行业 2018Q1-3 经营活动产生的现金流量净额/营业收入持续下降	19
图 37: 2018 年前三季度建筑行业 ROE 同比下降	19
图 38: 2018 年前三季度建筑行业总资产周转率同比下降	19
图 39: 2018 年前三季度建筑行业资产负债率同比有所下降	20
图 40: 2018 年前三季度建筑行业权益乘数同比有所减小	20
图 41: 2018 年前三季度建筑行业期间费用率明显降低	20
图 42: 2018Q1-3 房建行业营业收入增速放缓	21
图 43: 2018 年前三季度房建行业归母净利率同比略有提升	21
图 44: 2018Q1-3 房建行业毛利率同比有所提升	21
图 45: 2018 年前三季度房建行业净利率同比趋稳	21
图 46: 2018Q1-3 装修装饰行业营业收入增速放缓	22
图 47: 2018Q1-3 装修装饰行业归母净利润增速放缓	22

图 48: 2018Q1-3 房建行业毛利率同比有所提升	22
图 49: 2018 年前三季度房建行业净利率同比趋稳	22
图 50: 2018Q1-3 园林工程行业营业收入增速放缓	22
图 51: 2018Q1-3 园林工程行业归母净利润增速放缓	22
图 52: 2018Q1-3 园林工程行业毛利率同比有所提升	23
图 53: 2018 年前三季度园林工程行业净利率同比下降明显	23
图 54: 2018Q1-3 基建行业营业收入增速放缓	23
图 55: 2018Q1-3 基建行业归母净利润增速放缓	23
图 56: 2018Q1-3 基建行业毛利率同比有所提升	24
图 57: 2018 年前三季度基建行业净利率略有上升	24
图 58: 2018Q1-3 专业工程行业营业收入增速提升缓	24
图 59: 2018Q1-3 专业工程行业归母净利润增速大幅下降	24
图 60: 2018Q1-3 专业工程行业毛利率同比下降	24
图 61: 2018 年前三季度专业工程行业净利率通同降低	24
图 62: 八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升	25

表格目录

表 1: 上海市级 2017 年一般公共预算收入 (亿元)	2
表 2: 上海市级 2017 年政府性基金预算收入 (亿元)	4
表 3: 地方融资平台影子信贷规模测算	8
表 4: 近年地方政府债务规范文件	9
表 5: 2018 年基建投资增速预测	11
表 6: 基建投资增速预测	14
表 7: 八大建筑央企研发费用税前加计扣除比例测算	20
表 8: 重点公司估值一览	26

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

华立，银河证券行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn