

行业研究/中期策略

2019年05月12日

行业评级:

建筑 增持 (维持)

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

王涛 执业证书编号: S0570519040004
研究员 021-28972059
wangtao@htsc.com

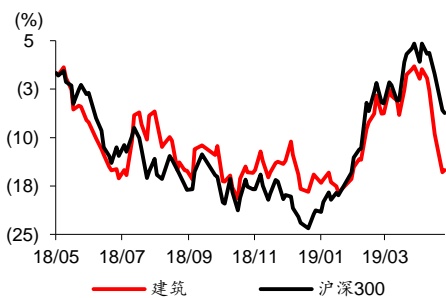
相关研究

1 《建筑: 费用侵蚀利润, 19Q2 基本面或企稳》2019.05

2 《建筑: 行业周报 (第十八周)》2019.05

3 《中国中铁(601390, 增持): 业绩超预期, 盈利能力持续提升》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

成长看设计检测, 弹性选地方龙头

建筑行业 2019 年中期策略

板块盈利有望逐步改善, 19H2 估值有望保持平稳

18FY 受政策及融资收紧影响, 板块营收/利润增速下滑, 19Q1 收入/业绩增速环比改善, 预付账款增加或对全年收入提速产生积极影响, 融资改善情况下全年现金流有望改善, 负债结构望进一步优化。19H2 政策及融资宽松趋势或呈微调态势, 我们预计基建、地产投资合计增速趋稳, 但经济增长或仍有压力, 货币信用环境或不会大幅收紧, 建筑 PE(TTM)已低于去年 7 月行情启动前, 下行空间较小。行业增速平稳基调下, 建议自下而上挖掘基本面改善弹性大及中长期成长性好于板块及个股, 重点推荐基建设计、地方国企及装饰龙头, 基建央企当前估值水平亦具备长期投资价值。

Q1 基本面呈现向好态势, 19M3-4 政策及融资环境出现微调

建筑 19Q1 营收/扣非净利同比升 14%/9%, 增速环比改善但同比下滑。Q1 建筑预付账款同比增长 8.2%, 增速同比大幅提升, 或带动板块 Q2-4 收入提速。部分央企国企 Q1 订单增速环比改善, 总体看基建订单增速仍未企稳, 房建订单增速延续高增长, 民营设计龙头订单增速明显高于行业, 装饰龙头工装订单保持高景气。今年以来基建政策以规范为主, 政府投资条例出台后, 预计未来政策或仍在稳增长与防风险间博弈, 4 月单月社融尽管负增长, 但宏观经济压力仍在, 预计未来货币信用环境趋紧可能性较小。

基建增速趋稳但具结构性机会, 设计检测龙头基本面受周期影响小

1-4 月地方债新增 1.45 万亿, 财政积极发力, 信贷、城投及非标融资均有一定改善, 我们预计全年广义基建实际到位资金同比增长 3.8%, 需求角度预计狭义/广义基建投资增速 8.1%/7.1%, 城轨及电力投资有望实现较快增速, 东部交通基建增速或仍然较高。短期看地方国企龙头在订单连续快速增长, 激励改善和市场化资本运作带动下业绩释放动力有望增强, 部分园林龙头 Q1 项目长期融资取得成效, H2 基本面改善弹性或较大。中长期基建设计检测龙头市占率提升空间大, 我们测算市占率提升 0.5pct 对应中设集团 18 年 40% 的订单弹性, 行业短期规模缩量对龙头基本面冲击较小。

地产竣工或持续改善, 下游集中度提升利好上游建筑装饰龙头

我们预计下半年地产销售及新开工面积增速或逐步下降, 但房企融资改善下, 新开工 16-18 年复合增速 10.7% 有望在 Q2-4 逐渐向竣工面积增速传导。装饰龙头长周期收入增速与竣工增速具相关性, 15 年竣工增速触底反弹后装饰龙头收入增速均呈现回暖, Top20 地产商销售面积集中度 17/18 年加速提升, 上游装饰龙头有望受益。

投资建议: 成长选设计检测, 业绩弹性看地方龙头, 行业景气看化建

设计/装饰龙头有望受益市占率提升, 基建设计龙头当前 PE (19E) 接近 18M7 行情启动前, 重点推荐中设集团, 苏交科, 国检集团, 装饰推荐金螳螂。地方国企龙头全年业绩向上弹性高, 推荐上海建工。同时关注行业景气度上行的化建及钢结构龙头。基建央企报表优化后分红率或有提升空间, 建议关注中国建筑, 中国铁建。

风险提示: 货币信用趋紧, 地产投资下滑超预期, 基建政策收紧超预期。

正文目录

基本面逐步企稳回升，建筑指数年初至今跑输沪深 300 指数	4
18FY 基本面逐步触底，19Q1 展现积极信号	4
18FY 收入/利润增速、盈利能力均下滑，19Q1 行业订单转化或提速	4
基建设计龙头效应显现，化学工程收入/业绩增速双改善	6
新签订单增速企稳趋势有望在 Q2 更加明确	9
行情：年初至今板块跑输沪深 300 指数，专业工程涨幅较好	11
估值：估值底部已逐步显现，短期政策及融资仍是主要驱动因素	12
基建：增速有望平稳回升，结构性机会凸显	14
补短板方向明确，规范发展大背景下投资增速或平稳回升	14
需求：总体需求提升或有限，关注重点区域及工程类型	17
融资：宽信用效果逐步显现，企业/项目融资双改善	21
供给侧：施工/设计集中度有望继续提升，优化激励地方国企动力增强	24
房建：竣工改善有望持续兑现，装饰龙头集中度或提升	26
房企融资边际改善，销售短期回暖	26
新开工增速或逐渐下行，竣工逻辑有望持续兑现	27
装饰龙头有望受益竣工改善及下游市占率提升	28
专业工程：化建景气延续，钢结构或迎基本面改善	30
化工石化投资景气周期延续，龙头公司订单转化有望带动收入利润提速	30
政策进一步明确，钢结构使用比例提升望改善龙头基本面	32
投资建议：设计检测成长性好，地方龙头业绩弹性大	34
基建：短看地方国企/园林基本面改善，长看设计/央企市占率提升	34
房建：政策仍是销售/新开工数据核心变量，竣工改善逻辑望持续兑现	35
专业工程：关注化学工程及钢结构龙头	35
量化周期：短期有补涨空间，长线布局时点来临	35
风险提示	37

图表目录

图表 1：2014-2018 年建筑行业整体营收及归母净利润及同比增长率	4
图表 2：2014-2019Q1 年建筑行业单季度收入及归母净利润同比增长率	4
图表 3：2014-2018 年建筑行业摊薄 ROE 走势	4
图表 4：2014-2018 年建筑行业毛利率和净利率	4
图表 5：2014-2018 年建筑行业资产负债率	5
图表 6：14-18 年建筑大基建板块与其余板块整体资产负债率变化	5
图表 7：2014-2018 年建筑行业三项营运指标	5
图表 8：2011 年至今建筑板块四项财务数据的同比增速	5
图表 9：2017、2018 建筑行业各子板块经营净现金/营业收入	6
图表 10：主要 PPP 子板块（CFO 净额-投资支付现金）/营收（%）	6
图表 11：各年 Q1 末建筑板块预付账款增速及全年营收增速变化关系	6
图表 12：2018 年建筑行业各子板块营收及归母净利润增速	7
图表 13：2018 年建筑子板块营收/业绩增速与 2017 年的差	7
图表 14：2017、2018 设计咨询各子板块营收增速	7
图表 15：2017、2018 设计咨询各子板块归母净利润增速	7
图表 16：建筑子板块单季度营收同比增速（1）	8
图表 17：建筑子板块单季度营收同比增速（2）	8
图表 18：建筑单季度业绩及同比增速	8
图表 19：建筑板块不同情形下业绩同比增速	8
图表 20：设计、装饰、园林子板块单季度业绩同比增速	9
图表 21：大基建、国际工程、化学工程子板块单季度业绩同比增速	9
图表 22：主要建筑央企国企各个季度新签订单金额累计同比增速（%）	9
图表 23：房建产业链部分土建及装饰企业季度累计新签订单同比增速（%）	10
图表 24：部分基建产业链公司季度基建工程新签订单累计同比增速（%）	10
图表 25：主要全国性设计公司设计咨询订单同比增速情况（%）	11
图表 26：18 年六月以来 SW 建筑及沪深 300 指数涨跌幅	11
图表 27：19 年以来申万一级行业涨跌幅	11

图表 28:	三大下游行业指数 18 年 6 月以来涨跌幅	12
图表 29:	19 年初至 5 月 10 日建筑个股涨幅超过 20% 的个股排名	12
图表 30:	18 年 6 月至今建筑板块与大盘估值比值	13
图表 31:	2004 年 2 月至今基建地产投资增速与估值的关系	13
图表 32:	16 年以来信用类指标的变化情况	13
图表 33:	16 年以来货币类指标的变化情况	13
图表 34:	广义及狭义基建投资增速 (累计同比)	14
图表 35:	基建三大子行业投资增速 (累计同比)	14
图表 36:	国办发【2018】101 号文明确的 9 个基建补短板重点领域	15
图表 37:	19-20 年狭义基建 (不变价) 复合增速敏感性测算表	15
图表 38:	2018 年全国投资项目在线监管审批平台拟建项目同比增长	16
图表 39:	2018 年 7 月以来基建相关重要政策文件梳理	17
图表 40:	主要基建子行业 19Q1 同比增速相较 18Q1-3 累计同比增速的提升幅度	18
图表 41:	统计局铁路及道路运输业投资增速 (累计同比)	18
图表 42:	交通运输部交通固定资产投资增速 (累计同比)	18
图表 43:	水电燃热的生产供应业投资增速 (累计同比)	18
图表 44:	水利市政环保投资增速 (累计同比)	18
图表 45:	各省固定资产投资中建筑安装工程投资累计同比增速及变化	19
图表 46:	财政部 PPP 库项目数量及同比增速	20
图表 47:	财政部 PPP 储备库及管理库项目个数环比净增量	20
图表 48:	重点传统基建项目投资及增速预测 (单位: 亿元)	21
图表 49:	一般公共预算收支当月同比增速	22
图表 50:	全国政府性基金收支累计同比增速	22
图表 51:	当月新增人民币贷款	22
图表 52:	新增人民币贷款与中长期贷款余额同比增长	22
图表 53:	城投债发行与净融资	23
图表 54:	新增委托贷款与新增信托贷款	23
图表 55:	基建行业信用债发行与净融资	23
图表 56:	铁道债发行与净融资	23
图表 57:	2018-19 年基建投资资金来源预测	24
图表 58:	建筑业本年新签合同额及同比增速	24
图表 59:	建筑业本年新签合同额 CR4 及 CR7 历史变化	24
图表 60:	部分央企和地方国企 2018 年债券融资情况	25
图表 61:	18 年以来地方国企在激励改革及市场化资本运作方面取得的成效	25
图表 62:	房地产开发主要资金来源同比增速	26
图表 63:	房地产开发应付工程款同比增速 (左) 及占比 (右)	26
图表 64:	商品房销售面积同比增速	26
图表 65:	商品房一/二/三线城市平均库存	26
图表 66:	一二三线城市房屋成交面积单月同比增速	27
图表 67:	房屋新开工面商品房销售面积同比增速及增速差	27
图表 68:	房屋新开工面积与土地购置面积同比增速	27
图表 69:	房地产竣工面积累计同比增速	28
图表 70:	房屋施工面积累计同比增速	28
图表 71:	房地产竣工面积累计同比增速	29
图表 72:	房屋施工面积累计同比增速	29
图表 73:	房地产企业销售面积市占率历史变化	29
图表 74:	2019 年三桶油资本开支将维持高位	30
图表 75:	石油化工行业不同领域投资同比增速	30
图表 76:	中国化学净利润与经营现金流	31
图表 77:	石化投资与基建、房建投资同比增速	31
图表 78:	化工投资与中国化学订单、收入同比增速	31
图表 79:	2017 年我国一定规模钢结构工程项目中不同建筑类型占比	32
图表 80:	装配式建筑钢结构市场规模及占比	32
图表 81:	装配式建筑钢结构市场空间敏感性分析	32
图表 82:	三家钢结构行业龙头市占率测算	33
图表 83:	2017 年美国建筑钢结构市场份额	33
图表 84:	2019 年重点推荐个股盈利预测及估值	35
图表 85:	建筑指数序列不同周期频谱	36
图表 86:	建筑指数同比序列以及拟合曲线	36

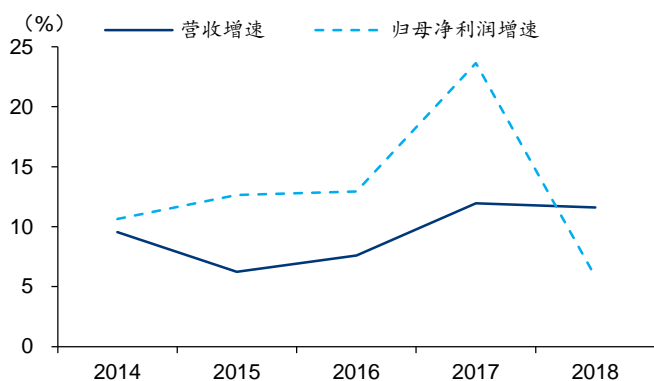
基本面逐步企稳回升，建筑指数年初至今跑输沪深300指数

18FY 基本面逐步触底，19Q1 展现积极信号

18FY 收入/利润增速、盈利能力均下滑，19Q1 行业订单转化或提速

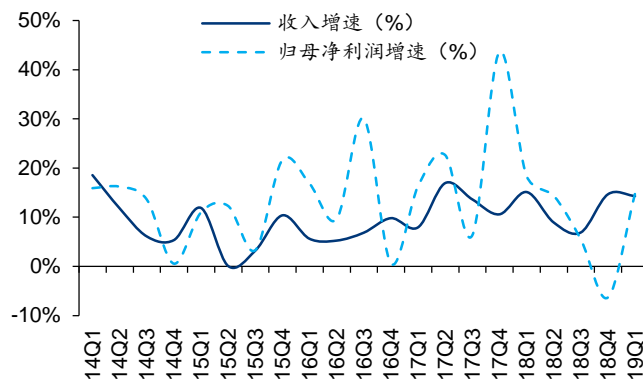
建筑板块 18FY 营收/利润增速均放缓，单季度利润增速在 18Q4 触底后于 19Q1 有所反弹。2018 年 CS 建筑板块营收同比增速 11.61%，归母净利润同比增速 5.83%，二者相比 17 年有所放缓，且都结束了 15-17 年增速连续上升的态势。我们认为营收增速放缓基本反映了行业在 18 年因去杠杆、紧信用等不利因素造成的订单转化速度下行，及新签订单增速放缓。18 年 1-4 季度中板块单季度营收增速在 Q3 触底，18Q4 及 19Q1 维持在较高水平，但归母净利单季度增速进入 18 年后逐季下滑，且在 18Q4 下滑至负数，我们判断费用、资产减值及商誉减值等因素对盈利能力的影响是业绩下滑的主因，而 19Q1 板块业绩增速环比明显回升，但仍未超过 18Q1 的水平。

图表1：2014-2018 年建筑行业整体营收及归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

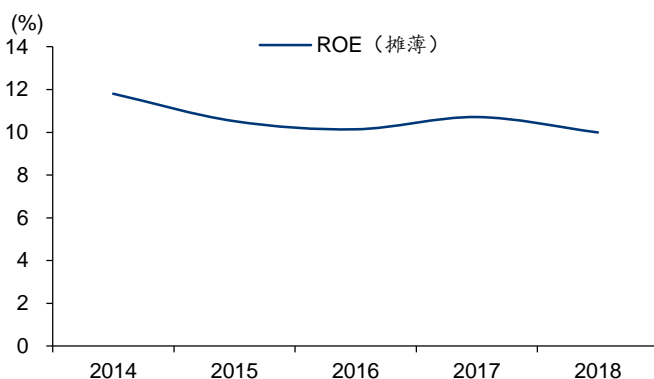
图表2：2014-2019Q1 年建筑行业单季度收入及归母净利润同比增长率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

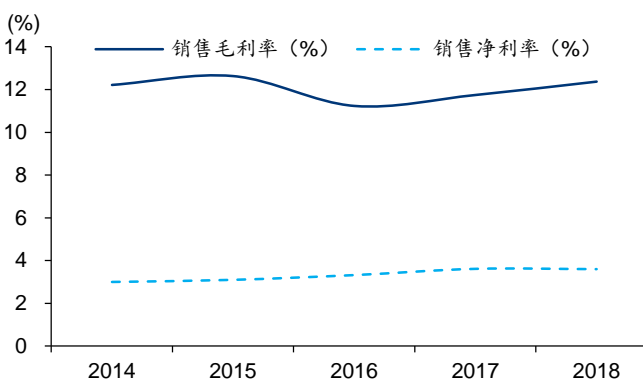
18FY 建筑板块 ROE 同比下滑，19 年盈利能力或有所提升，整体负债率或下降，资产周转率或相对稳定。18FY 建筑板块摊薄 ROE10%，同比下降 0.72pct，从拆分指标看，净利率 3.60%，同比下降 0.02pct，整体资产负债率 75.6%，同比下降 0.58pct，总资产周转率 0.67 次，同比下降 0.02 次。18FY 建筑板块在毛利率继续提升的情况下，管理/财务费用率提升较为显著，对盈利能力形成侵蚀，我们认为与 18Q2 之后政策对板块收入确认进度形成较大影响，且融资成本快速上升有关，19FY 整体经济环境有利于行业收入增速提升，且年初至今宏观融资利率已同比下降，我们预计板块 19FY 盈利能力有望提升。

图表3：2014-2018 年建筑行业摊薄 ROE 走势



资料来源：Wind、华泰证券研究所

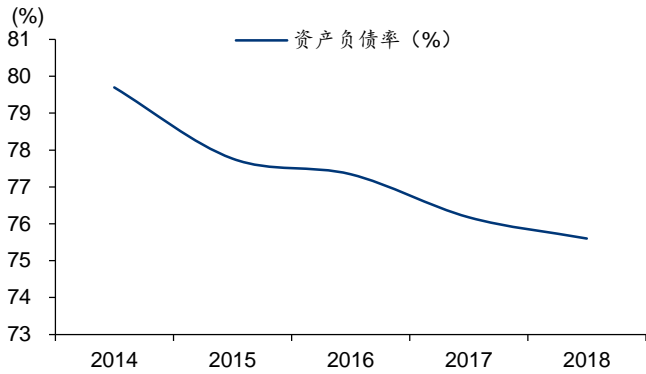
图表4：2014-2018 年建筑行业毛利率和净利率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

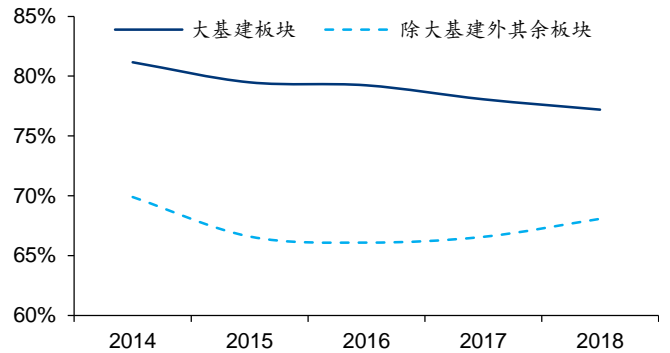
2014年以来建筑央企国企进入去杠杆通道，2014-2018年负债率持续下降，我们认为此趋势在大基建板块整体负债率下降至75%以内之前或仍将持续(18FY末77.2%)，而2016年以来PPP项目的快速落地及2018年的项目融资难使民企在18FY末资产负债率已上升至68.08%的较高水平，我们预计19年负债率的下降及资产负债表的优化是民企努力方向。

图表5: 2014-2018年建筑行业资产负债率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

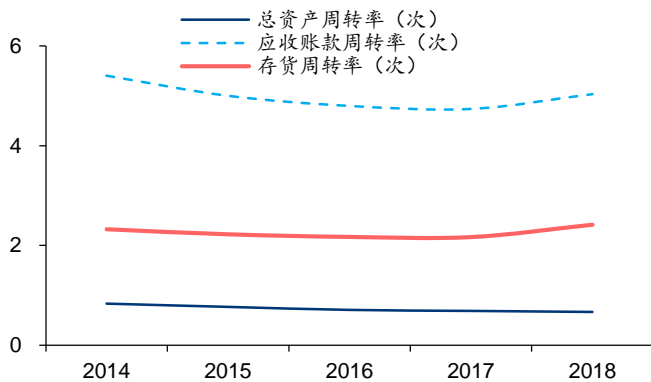
图表6: 14-18年建筑大基建板块与其余板块整体资产负债率变化



资料来源: Wind、华泰证券研究所

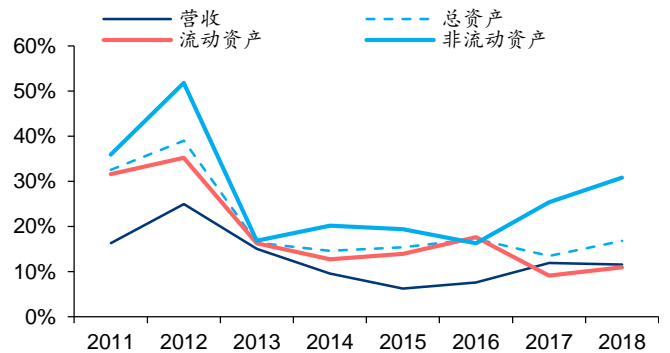
14-18年建筑板块总资产周转率持续下降，但16年之后非流动资产的增速快于流动资产的增速，18FY板块非流动资产增速较快的为长期股权投资、在建工程及长期应收款，基本对应PPP项目的落地及未来的款项回收权利，而流动资产增速相对于收入增速放缓则意味着板块应收+存货的总体周转效率逐步提升。我们认为19FY建筑板块的非流动资产仍可能呈现较快的增速，短期内虽然总资产周转率的提升仍有压力，但中长期经营性现金流的改善已逐渐具备基础。

图表7: 2014-2018年建筑行业三项营运指标



资料来源: Wind、华泰证券研究所

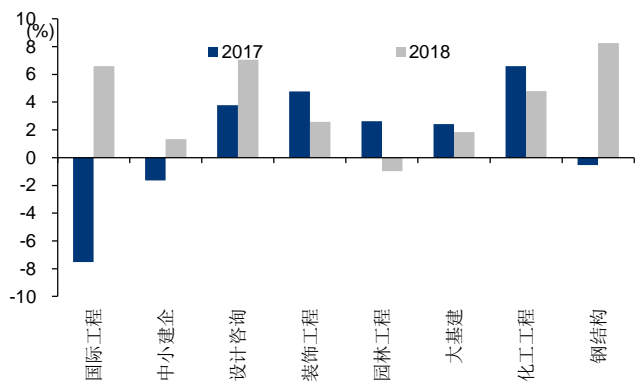
图表8: 2011年至今建筑板块四项财务数据的同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

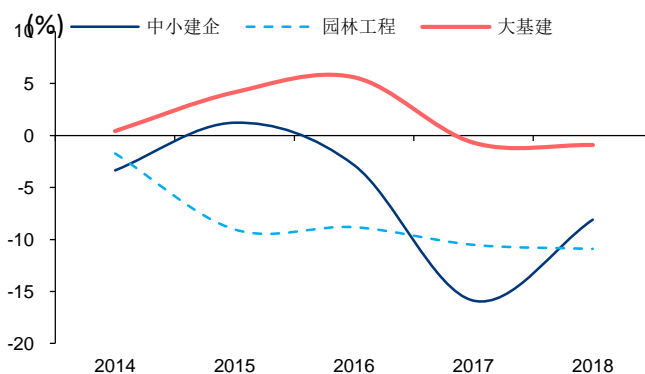
以国内施工业务为主的大基建、中小建企和园林板块18FY经营现金流有一定恶化，园林PPP项目获取外部融资的能力在18FY改善或不明显。18FY建筑板块CFO净额同比增长4.1%，我们以CFO净额/营收衡量各子板块的现金流状况，18年装饰/园林/大基建指标有所恶化，园林CFO净额由正转负，我们认为基本符合去年行业融资偏紧的情况。若以(CFO净额-投资支付现金)/营收衡量PPP相关板块的总现金流情况，大基建和园林该指标恶化，而中小建企指标回升，但三个板块指标值仍均为负。去年上述三个子板块投资支付现金占营收的比重均有所下降，但园林和大基建指标恶化的原因均在于经营净现金占营收比重下降的更多，我们认为一定程度体现出PPP项目在18年获取外部融资的能力仍无明显改善。

图表9: 2017、2018 建筑行业各子板块经营净现金/营业收入



资料来源: Wind、华泰证券研究所

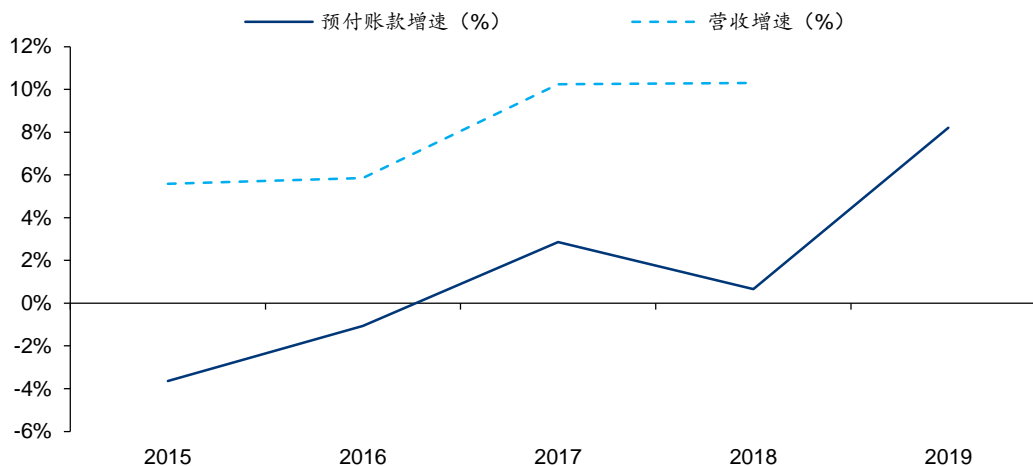
图表10: 主要 PPP 子板块 (CFO 净额-投资支付现金)/营收 (%)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

19Q1 板块现金流出增加, 预付账款增速同比提升, 对后续收入确认或具有积极影响。19Q1 板块经营净现金流出 2823 亿元, 较 18Q1 流出量进一步扩大, 板块 Q1 销售商品、提供劳务收到的现金同比增加 1285 亿元, 同比改善, 而购买商品、提供劳务支付的现金同比增加 1190 亿元, 同比增长 10.15%。我们认为建筑板块 Q1 收到的现金基本为 18 年末支付完毕的工程款, 而 19Q1 支付的款项则部分为未来有望转化为成本的预付账款 (19Q1 同比增长 8.2%)。我们认为 19Q1 预付账款增速的上行, 以及现金支出的增加有望使 19 年板块营收增长提速。

图表11: 各年 Q1 末建筑板块预付账款增速及全年营收增速变化关系



注: 各年预付账款增速为对应年份 Q1 末预付账款账面金额的同比增速, 营收增速则为全年营收的同比增速

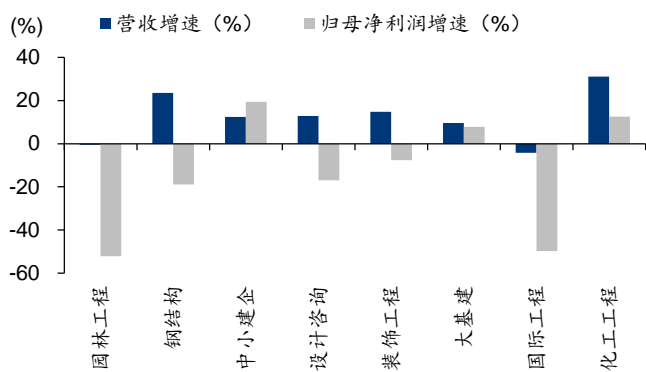
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

基建设计龙头效应显现, 化学工程收入/业绩增速双改善

2018 年建筑子板块业绩整体承压, 仅化工工程板块收入/业绩增速同时提升。2018 年归母净利润增速前三名的建筑子板块分别为中小建企、化工工程、大基建, 增速分别为 19.4%, 12.6%, 7.7%, 业绩增速排名后三位的是园林工程、国际工程、钢结构, 增速分别为 -52.1%, -49.8%, -18.9%, 其中国际工程和钢结构板块个股的业绩分化较为明显, 而园林龙头体现出的业绩增速下滑趋势则较为统一。

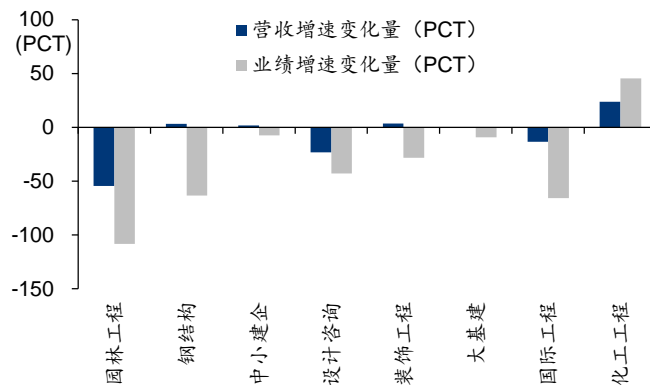
化学工程是唯一收入/业绩增速均呈现同比改善的板块, 园林收入/业绩增速均恶化明显。园林工程、国际工程、钢结构和设计咨询板块业绩出现同比负增长, 其中设计板块主要受其他类设计子板块业绩大幅下滑影响 (由盈利 10.36 亿元转为亏损 -3.70 亿元)。从增速的同比变动来看, 化工工程、装饰工程、钢结构、中小建企、大基建营收增速高于 17 年同期, 但除化学工程外, 其余四个板块收入增速改善的幅度十分有限。而业绩角度则仅化工工程利润增速高于 17 年同期。

图表12： 2018年建筑行业各子板块营收及归母净利润增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

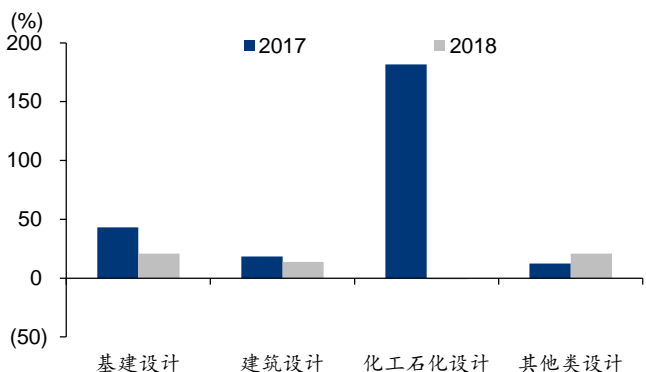
图表13： 2018年建筑子板块营收/业绩增速与2017年的差



资料来源：Wind、华泰证券研究所

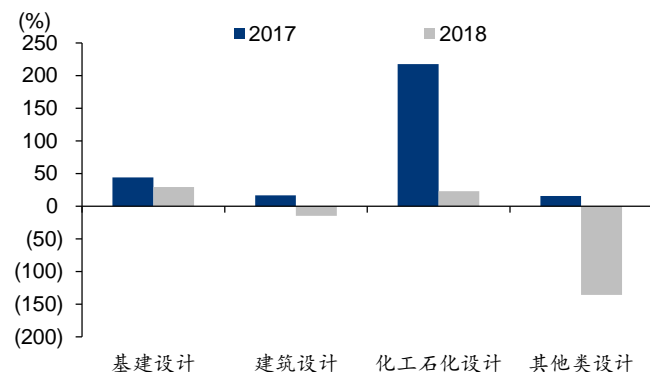
设计子板块收入增速有所分化，利润增速方面基建设计子板块仍然优势明显。在不考虑其他类设计板块的情况下，设计子板块仍然是建筑板块中利润增速较高的子板块。基建设计子板块18年业绩/收入分别同比增长29.2%/20.8%，业绩增速高于所有二级子行业，而收入增速则仅低于化工工程和钢结构。虽然基建设计板块收入/业绩增速较17年相比均有所下滑，但在行业景气度下降周期中仍保持在较高水平，龙头公司市占率提升逐步兑现。

图表14： 2017、2018设计咨询各子板块营收增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

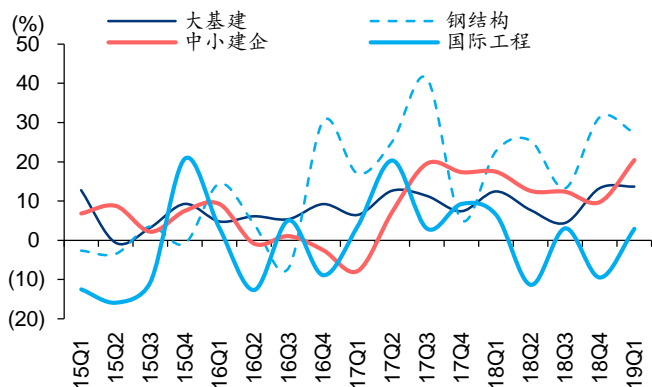
图表15： 2017、2018设计咨询各子板块归母净利润增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

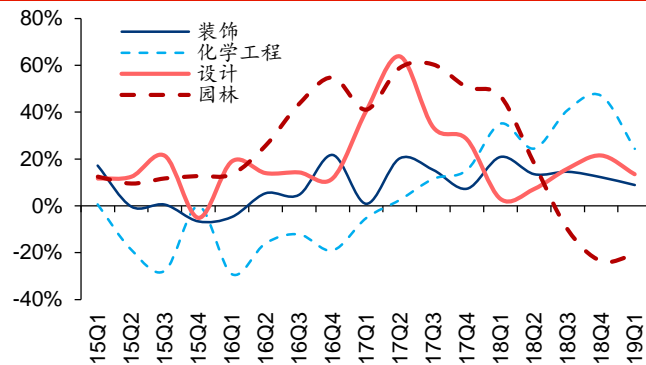
19Q1收入增速在子板块间存在一定分化，我们预计Q2/Q3大基建、装饰等板块的收入增速有望上行，基建设计有望保持高位，而园林则有可能企稳回升。19Q1园林收入同比下降20.73%，连续三个季度增速为负，也是唯一一个在19Q1收入下滑的建筑子板块，但其收入降幅环比呈现收窄。我们认为园林公司未来基本面的回暖可能从资产负债表的修复及费用率的改善开始，进而向新签订单和收入结转过渡。设计板块19Q1收入同比增长13.47%，较18Q1增速同比增加10.54pct，但增速环比有所下行。19Q1装饰板块收入同比增长8.92%，受益于地产新开工向竣工的结转，未来订单高速增长有望向收入高增长转化；化学工程收入增速较18Q4高位回落。总体来看，19Q1基建相关的中小建企和大基建收入增速处于较高水平，园林景气度则相对较低。

图表16: 建筑子板块单季度营收同比增速 (1)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

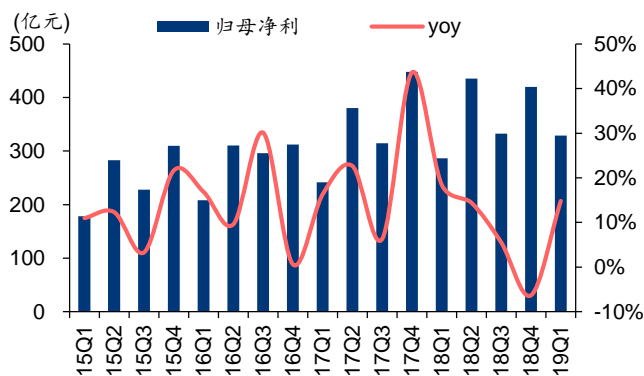
图表17: 建筑子板块单季度营收同比增速 (2)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

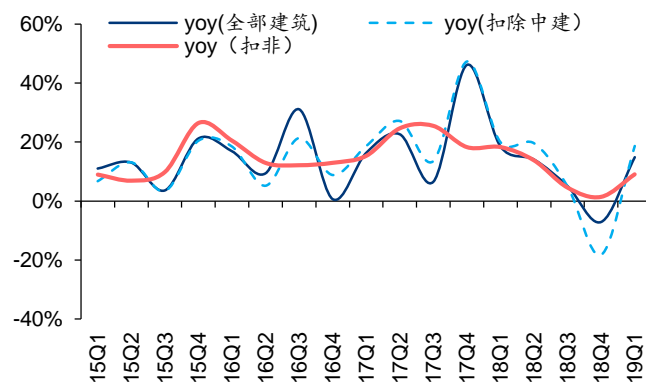
建筑行业 19Q1 业绩增速较高部分原因是股票投资收益较多,扣非业绩增速低于收入增速可能表明主业盈利能力仍在下行。设计咨询和化学工程同比增速改善,园林业绩负增长。19Q1 建筑板块业绩同比增长 14.81%, 增速环比增加 21.11pct, 同比减少 3.63pct, 剔除权重股中国建筑后, 建筑板块 19Q1 业绩同比增长 18.61%, 增速环比上升 36.17pct, 同比减少 1.27pct, 扣非后建筑板块业绩同比增长 9.04%, 增速环比上升 7.65pct, 同比减少 9.27pct。总体来看, 由于 19Q1 多数建筑公司将持有的股票类金融资产公允价值当期损益计入利润表, 而 19Q1 沪深股市表现较好, 板块业绩增速因此受益。但从扣非角度来看, 19Q1 板块业绩增速仍然明显低于 18Q1, 且扣非业绩增速低于收入增速, 体现出板块的主营业务的盈利能力或仍有一定下降。19Q1 化学工程和设计咨询板块业绩同比增长 242.25%/39.51%, 增速同比增加 276.1/27.6pct, 子板块中业绩改善幅度明显; 19Q1 园林板块业绩下滑较为明显, 同比由盈转亏, 我们预计收入增速未明显提升且财务刚性支出仍然较多是主要原因。

图表18: 建筑单季度业绩及同比增速



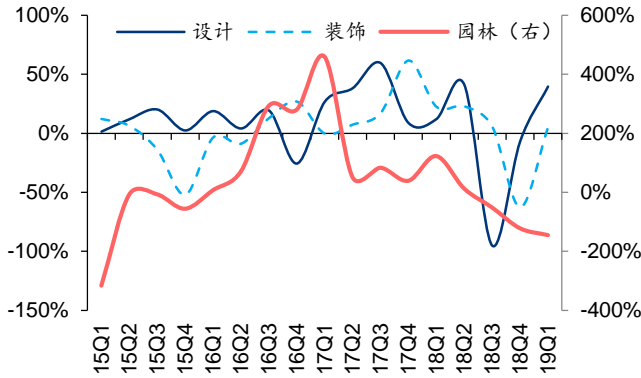
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表19: 建筑板块不同情形下业绩同比增速



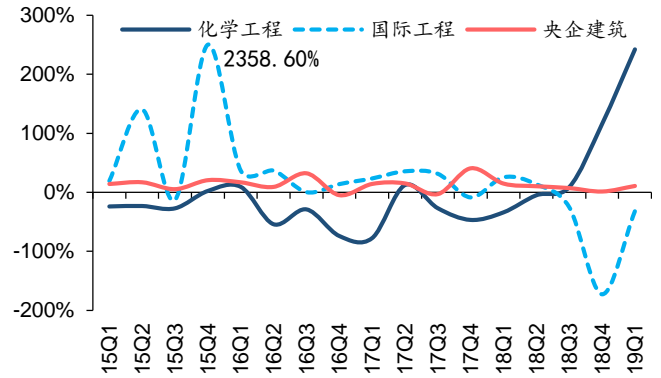
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表20: 设计、装饰、园林子板块单季度业绩同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表21: 大基建、国际工程、化学工程子板块单季度业绩同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

新签订单增速企稳趋势有望在 Q2 更加明确

央企国企 19Q1 经营简报基本发布完毕,大部分央企 Q1 新签订单增速同比仍有一定下降,但部分公司环比已出现改善,未来央企订单增速的走势可能对行业总体景气度具有指导意义。19Q1 新签订单额增速中,仅中国电建和上海建工高于 18Q1,上海建工 Q1 新签订单额增速 30.8%,增速同比环比均改善明显。从增速的环比变化情况来看,交建、铁建、中建、电建、上海建工均呈现环比改善,中国化学虽然增速环比下降,但仍然超过 40%,中铁和中冶增速环比有所下滑,可能与 18Q1 较高的基数相关。而葛洲坝已经连续四个季度新签订单额下滑。我们认为交建、中建在 18Q1 高基数情况下,19Q1 新签订单增速仍环比改善,其 H1 订单增速有望继续上行,而两铁虽然目前 Q1 新签订单金额增速较低,后续轨交订单释放可能加速的情况下,19H1 及全年订单增速有望高于 Q1。

图表22: 主要建筑央企国企各个季度新签订单金额累计同比增速 (%)

	中国交建	中国铁建	中国中铁	中国建筑	葛洲坝	中国电建	中国化学	中国中冶	上海建工
2017Q2	57.73	46.85	34.47	33.68	16.12	61.69	77.40	21.92	31.22
2017Q3	36.31	24.67	23.65	33.26	24.55	38.79	56.15	26.17	28.06
2017Q4	27.86	23.72	26.06	19.37	5.83	18.38	34.87	20.40	20.06
2018Q1	23.32	6.98	21.32	24.28	15.69	1.49	5.95	36.97	13.42
2018Q2	1.36	10.39	7.79	1.56	(4.78)	(10.42)	72.05	6.32	3.64
2018Q3	(7.15)	5.33	5.94	3.78	(18.48)	0.09	80.16	10.37	10.34
2018Q4	(1.54)	5.05	8.69	4.58	(1.32)	4.94	52.52	10.06	17.68
2019Q1	12.38	6.27	0.30	8.93	(33.00)	14.04	42.11	5.30	30.82

注: 订单口径均为季度累计新签合同总额。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

中国建筑及上海建工房建类订单增速连续三个季度回升,龙头装饰公司公装订单增长情况好于住宅类订单。中国建筑和上海建工是国内具有代表性的房建施工类公司,二者自 17Q2 以来房建施工类新签订单的累计同比增速变动趋势基本一致,18 年以来,二者的房建类订单增速均于 18Q2 触底,此后连续三个季度回升,且在 18Q1 基数较高的情况下,19Q1 仍然都实现了 20% 以上的订单增速。处于房建产业链后端的装饰公司订单增速有一定分化,金螳螂季度公告的累计签单同比增速已连续五个季度回升,但全筑、广田在 19Q1 新签订单同比增速均环比下滑。具体来看,19Q1 金螳螂、广田和亚厦的公装新签订单增速分别达到 45%/38%/93%,均较 18 年全年明显改善,但金螳螂、广田、全筑和亚厦 19Q1 公告住宅施工业务的新签订单增速 13%/-46%/50%/354%,其中金螳螂和广田较 18 年全年增速下行,全筑和亚厦 Q1 增速则环比改善,总体来看,装饰龙头公司在公装业务回暖趋势上的表现一致性更强。

图表23: 房建产业链部分土建及装饰企业季度累计新签订单同比增速 (%)

	中国建筑	上海建工	宁波建工	金螳螂	全筑股份	广田集团	亚厦股份
2017Q2	23.37	33.99	(20.91)				
2017Q3	26.37	30.93	(21.36)				
2017Q4	13.63	21.16	(21.61)				
2018Q1	20.41	34.93	89.98	15.92		87.25	57.77
2018Q2	5.76	7.00	37.36	18.72		146.54	26.48
2018Q3	12.56	15.21	55.31	22.15	61.55	86.82	24.47
2018Q4	14.09	23.33	43.81	23.85	38.89	47.39	8.38
2019Q1	32.29	23.26	(31.77)	30.43	16.09	(24.67)	119.41

注: 中国建筑、宁波建工订单为房建业务订单, 上海建工为施工业务订单, 装饰公司均为全口径订单。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

代表性基建央企和民企基建施工类新签订单增速在 19Q1 尚未企稳。代表性基建央企中, 19Q1 交建、铁建和隧道股份的工程订单增速高于 18 年全年订单增速, 但由于各公司 18Q1 增速的基数普遍较高, 因此 19Q1 增速同比尚未企稳。而中国建筑基建新签订单则连续四个季度累计同比负增长。我们认为去年 Q2 之后央企基建施工订单的负增长可能与行业环境及企业自身主动控制规模相关, 18Q2-18Q4 订单增速的基数逐步下降, 有利于央企在今年 H2 订单回暖。民企中龙元建设虽然基建施工订单在 19Q1 取得正增长, 但 Q1 占比较低对全年指引性较弱, 其作为民企 PPP 龙头, 在 19Q1 未签约 PPP 项目, 可能一定程度反映出民企在 19Q1 推动 PPP 项目落地难度仍较大。

图表24: 部分基建产业链公司季度基建工程新签订单累计同比增速 (%)

	中国建筑	中国交建	中国铁建	中国中铁	四川路桥	隧道股份	龙元建设 (基建)	龙元建设 (PPP)
2017Q2	64.51	57.73	51.60	32.51	152.99	37.48	8.88	47.24
2017Q3	50.90	36.31	24.70	19.32	237.67	48.01	(4.07)	108.07
2017Q4	32.32	27.86	22.08	37.91	138.73	34.79	(22.43)	43.31
2018Q1	34.04	23.32	8.48	21.60	299.33	35.37	770.00	3.72
2018Q2	-8.04	1.36	9.27	10.86	106.41	2.31	(66.28)	3.77
2018Q3	-15.19	-7.15	2.92	1.64	17.05	12.58	(74.22)	(52.43)
2018Q4	-14.41	-1.54	4.58	5.85	45.63	-11.96	(58.75)	(35.88)
2019Q1	-43.76	12.38	6.30	3.71	-61.00	9.54	24.14	(100.00)

注: 中国建筑订单为基础建设订单, 交通和两铁均为工程承包订单, 四川路桥和隧道股份为全口径订单, 龙元建设为基建和 PPP 口径订单。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

设计咨询新签订单增速存在一定分化, 央企在 19Q1 普遍负增长, 而民营龙头和地方国企维持较高增速, 市占率提升逻辑持续兑现。19Q1 四大工程央企设计咨询订单均呈现负增长, 我们认为一方面与其 18Q1 基数较高相关 (除铁建外), 另一方面可能也与整体行业环境相关。央企设计业务规模较大, 但主动扩张能力及意愿相对较低, 我们认为其订单增速一定程度可以反映行业情况。但上海建工 (地方国企) 及中设集团等民营企业在 19Q1 仍然取得了较高的订单增长, 上海建工旗下上海市政设计研究总院是业内领先的市政设计院, 我们认为其在激励改善情况下, 自身能力可以支撑其通过提升市占率, 在较差的整体市场环境中保持较高订单增长, 而民营设计院自身具备激励和制度优势, 市占率提升的逻辑在其获得设计综合甲级资质后有望持续兑现。

图表25： 主要全国性设计公司设计咨询订单同比增速情况 (%)

	中国建筑	中国交建	中国铁建	中国中铁	上海建工	中设集团
2017Q2	35.90	37.69	6.48	135.89	2.12	
2017Q3	40.68	7.47	54.05	19.19	8.07	
2017Q4	49.43	-2.69	36.48	3.33	62.88	66.0
2018Q1	28.57	77.11	-2.23	19.77	9.12	
2018Q2	13.21	47.57	23.65	-3.59	54.27	18.82
2018Q3	4.82	48.74	10.83	-6.44	50.17	
2018Q4	-2.31	30.80	3.71	-5.91	32.70	21.32
2019Q1	-22.22	-53.98	-26.68	-1.88	91.44	约 40

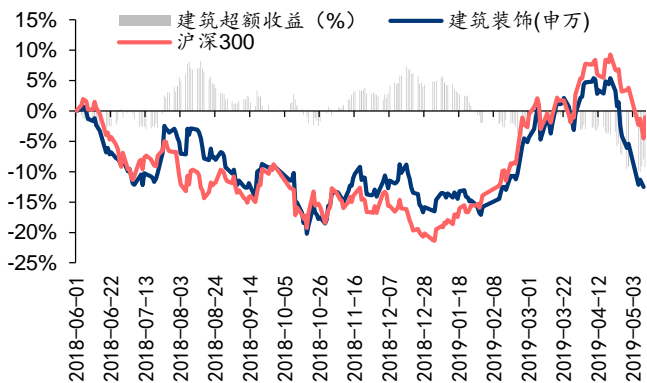
注：中设集团 19Q1 订单增速为华泰证券研究所预测

资料来源：Wind，华泰证券研究所

行情：年初至今板块跑输沪深 300 指数，专业工程涨幅较好

板块在 18Q4 呈现超额收益，但 19Q1 在经济回暖预期驱动估值提升带动的市场普涨行情中表现较差。年初至 5 月 10 日 SW 建筑指数上涨 6%，同期沪深 300 指数上涨 20%，建筑明显跑输大盘，在 28 个申万一级行业中收益排名末尾。我们认为 Q1 基建利好政策未延续此前连续出台的趋势，无风险收益率下行、宏观经济回暖超预期情况下市场偏好向消费及成长性板块转移，对基建稳增长力度的预期也有所下调。建筑指数曾在去年 7 月中下旬快速拉升，在此区间内市场普遍预期经济下行压力较大，而 7 月 23 日国务院常务会议可作为 18Q3 和 18Q4 建筑政策驱动行情的起点。此后建筑曾在 11 月初至 12 月中旬期间取得超过 5% 的超额收益，而在此期间，国办发 101 号文等推动基建补短板的政策连续出台。进入 19 年后，尽管央行全面降准、融资环境改善也有望对建筑行业基本面提振产生积极影响，但政策出台力度减弱，对建筑板块行情影响较大。

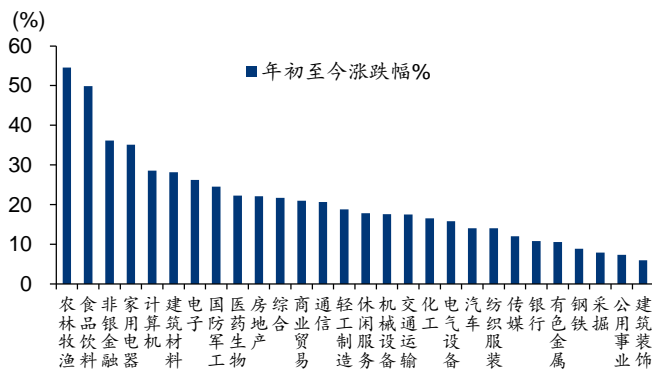
图表26： 18年六月以来 SW 建筑及沪深 300 指数涨跌幅



注：数据截至 5 月 10 日收盘。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27： 19年以来申万一级行业涨跌幅

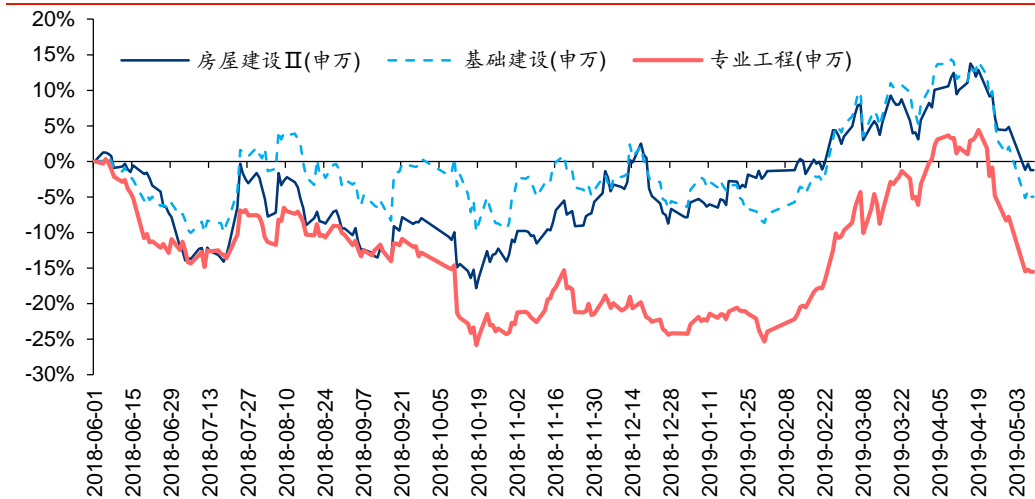


注：数据截至 5 月 10 日收盘。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

18Q4 基建指数率先企稳，19Q1 专业工程涨幅较好。 房建、基建和专业工程是建筑板块的三大子行业，而房建和基建是历史上基建及房地产托底经济的主要受益板块。18 年 7 月国务院常务会议后，基建指数率先企稳，而在 10 月中旬稳增长信号进一步明确后，房建和基建指数进入上行通道，至 19 年 4 月中旬的高点，房建和基建指数相对于 18 年 6 月初的涨幅基本一致。专业工程在 18 年 10 月中旬企稳后开始底部盘整，最终在 19 年 1 月末随沪深 300 指数进入上行通道，一带一路主题带动国际工程公司股价大涨，同时石油、化工工程公司在此阶段表现也优于基建和房建标的。

图表28：三大下游行业指数 18年6月以来涨跌幅

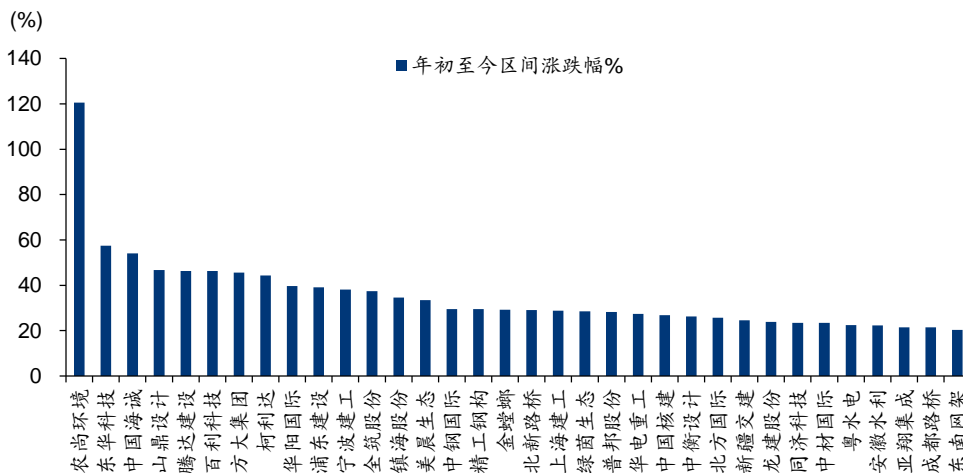


注：数据截至5月10日收盘。

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

年初至今设计、钢结构和中小建企板块涨幅超过 15%，建筑个股涨多跌少，热点相对分散。年初至5月10日，设计/钢结构/中小建企板块涨幅排名前三，分别为20%/18%/17%，我们重点跟踪的122只个股中共99只取得正收益，涨幅超过20%的股票共34只，超过40%的个股有8只，其中农尚环境涨幅最大高达121%，其次为东华科技(57%)、中国海诚(54%)、山鼎设计(47%)、腾达建设(46.3%)、百利科技(46.2%)、方大集团(45.5%)、柯利达(44%)。年初以来，跌幅前十的个股主要是老次新股估值下杀，其中共有7只为2016年6月之后上市的个股。

图表29：19年初至5月10日建筑个股涨幅超过20%的个股排名



注：数据截至5月10日收盘。

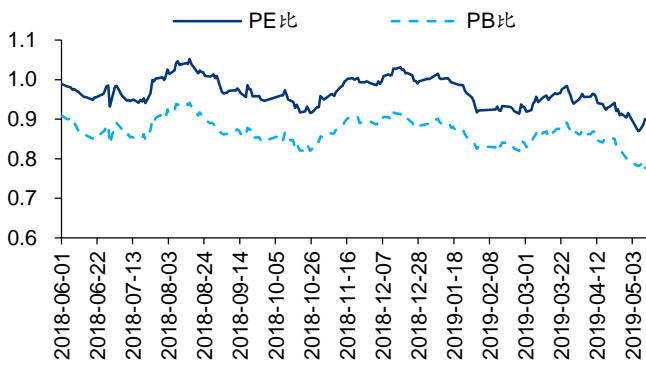
资料来源：Wind、华泰证券研究所

估值：估值底部已逐步显现，短期政策及融资仍是主要驱动因素

建筑估值继续下探的空间较小，但相对沪深300估值的变动或仍然取决于宏观环境及政策变化。从长周期看，伴随着基建地产投资增速的下行，2004年以来建筑PE(TTM)逐步下行，18年10月以来基建地产投资增速已企稳回升，而建筑PE也呈现出回升态势，我们认为短期内基建地产投资增速继续向下的可能性较小，全年较大概率呈现平稳回升态势，而未来呈现平稳增长的可能性较大，因此从中长期驱动估值的因素来看，我们认为建筑PE(TTM)继续下探的空间较小。

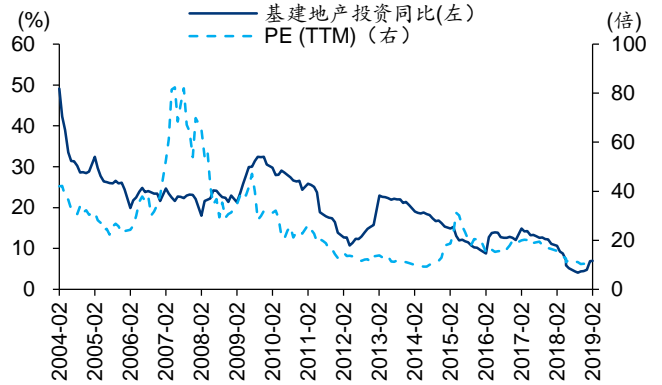
建筑相对沪深300的估值年初至今有一定下降，去年6月以来建筑与沪深300PE(TTM)的比值基本在0.9-1之间波动。5月10日收盘SW建筑与沪深300PE(TTM)的比值为0.90，5月10日收盘建筑PE(TTM)仅高于钢铁和银行，已低于地产。去年6月至今建筑与沪深300PE(TTM)的比值基本在0.9-1之间震荡，比值在短时间内上升往往对应政策驱动的建筑超额收益行情。19年3月以来建筑与沪深300PE(TTM)出现下降，我们认为一方面由于3月后PPP及政府投资相关规范政策出台或使得基建市场空间受到一定限制，另一方面3月以来宏观经济回暖超预期，货币/信用环境进一步宽松的预期逐步减弱。当前PE比低于18年10月建筑超额收益行情启动前的水平，可能一定程度反映了市场对于基建和地产对经济增长贡献在未来可能进一步下降的预期。

图表30： 18年6月至今建筑板块与大盘估值比值



注：PE比=申万建筑PE(TTM)/沪深300PE(TTM)、PB比=申万建筑PB(LF)/沪深300PB(LF)。数据截至5月10日收盘。
资料来源：Wind、华泰证券研究所

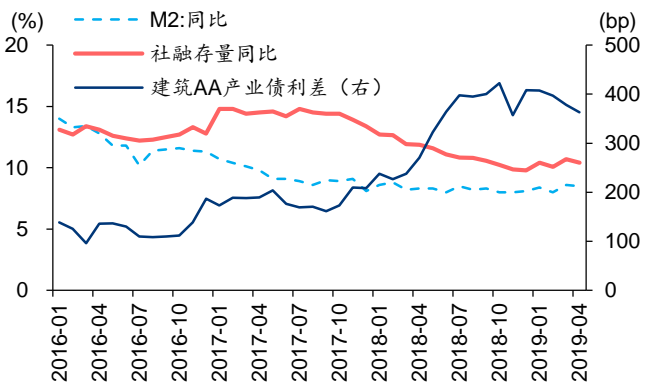
图表31： 2004年2月至今基建地产投资增速与估值的关系



注：数据截至5月10日收盘。
资料来源：Wind、华泰证券研究所

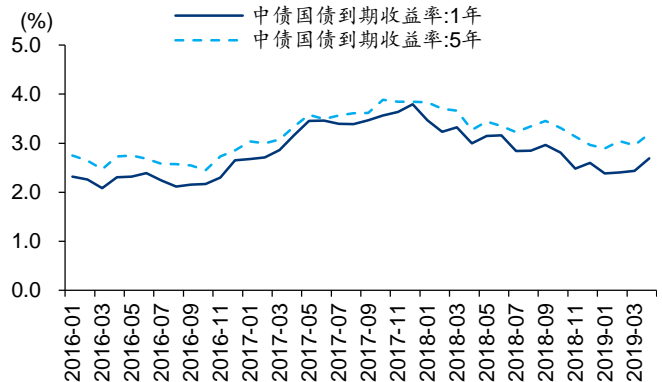
建筑估值对货币信用指标敏感性较高，19M4货币及信用宽松程度均边际下降可能在短期内对建筑估值产生压制，但未来稳增长的需求或仍然存在。1年期国债的到期收益率在19M3之后出现上升，而4月末五年期国债的到期收益率也处于年初以来的最高水平，货币环境宽松程度的边际下降对整个二级市场的估值或产生一定影响。19年以来信用环境整体向好，社融增速及M2同比增速均企稳回升，建筑AA及产业债的信用利差也较高位明显回落，但4月社融增速环比下降，单月融资规模同比下滑23%，信用环境改善的持续性受到影响，但4月制造业PMI出现环比回落，未来国内经济或仍然承压。我们认为若未来国内稳增长需求提升，货币、信用环境有望继续宽松，建筑估值有望回升。

图表32： 16年以来信用类指标的变化情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表33： 16年以来货币类指标的变化情况



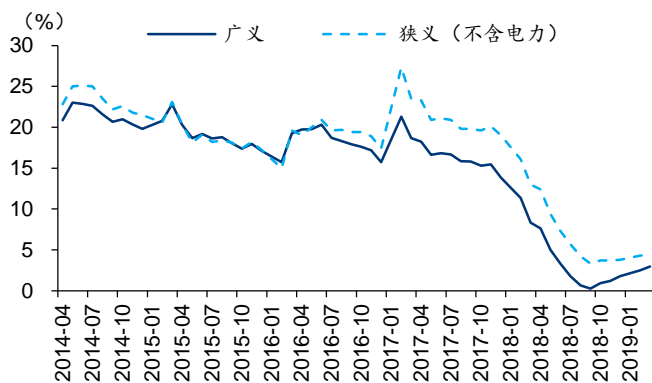
资料来源：Wind、华泰证券研究所

基建：增速有望平稳回升，结构性机会凸显

补短板方向明确，规范发展大背景下投资增速或平稳回升

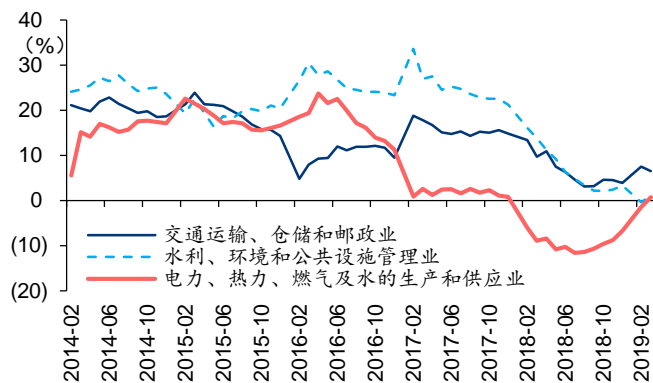
18Q4及19Q1基建增速如期逐步回升，但回升速度相对平缓。18年7月起经济逆周期调节政策逐步释放，国务院常务会议及中央政治局会议先后提出满足城投平台合理融资需求、“六稳”及加大基建补短板力度等政策措施，广义和狭义基建投资增速均于9月触底并于10月开始回升，18年广义/狭义基建投资增速1.79%/3.8%，19Q1广义/狭义基建投资增速进一步上行至2.95%/4.4%，从数据上可以看出，去年9月之后，交通仓储和水电燃热对基建投资增速企稳贡献较大，而市政水利类投资增速则在19M1-2才接近触底。从细分子行业看，19Q1生态环保投资同比增长43%，铁路运输业投资增速11%，道路运输业投资增速10.5%，此外，燃气和水的生产和供应业投资同比增速也超过20%，而公共设施管理和水利投资19Q1仍同比下滑。总体而言，本轮基建投资增速回升的幅度较为平缓。

图表34：广义及狭义基建投资增速（累计同比）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表35：基建三大子行业投资增速（累计同比）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

增速较快的细分子行业基本与国办发【2018】101号文提及的重点领域重合，未来基建投资总量增速或趋稳，关注补短板重点方向。去年国务院发布的《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，明确基建补短板的方向为扶贫、交通、水利、能源、农村、环保及社会民生领域，目前看，几大领域中除水利投资表现仍然疲软外，19Q1及18Q4交通、能源、环保等领域投资增速均呈现出改善态势。我们认为在经济增速宽容度提高，防风险仍是政策重要着眼点的情况下，19年全年基建投资或仍然保持平稳回升的态势，但未来政府投资的聚焦性可能更强，补短板的重点领域获得政策和资金重点支持的可能性更大。

图表36： 国办发【2018】101号文明确的9个基建补短板重点领域

重点领域	具体内容
脱贫攻坚	深入推进易地扶贫搬迁工程，大力实施以工代赈，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	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。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	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	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，力争尽早启动建设，提升国际枢纽机场竞争力，扩大中西部地区航空运输覆盖范围。
水利	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，进一步完善水利基础设施网络。加快推进中小河流治理等灾后水利薄弱环节建设。
能源	进一步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，优化完善各省份电网主网架，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。继续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。积极推进一批油气产能、管网等重点项目。
农业农村	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，促进提升农业综合生产能力。持续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，推进村庄综合建设。
生态环保	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	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：国办发【2018】101号文，华泰证券研究所

随着经济增速宽容度的提升，我们预计19/20年基建投资增速或处于相对稳定的水平。根据我们在建筑行业19年年度策略《短看基建托底，长看信用及融资改善》中的测算方法，要实现“十八大”制定的2020年国内生产总值和居民人均收入较2010年翻一番的目标，若按照2020年不变价GDP较2010年增长95%-100%计算，19/20年GDP复合增长率需要达到4.84%-6.17%，2020年不变价GDP总额需达到94万亿元。我们测算以2015年作为基准，15-18年不变价狭义基建投资额占GDP的比重平均值为16.6%且总体于16%-17%间波动，我们假设19/20年狭义基建投资占GDP比重稳定于16.5%，则2020年不变价狭义基建投资总额有望达到15.2-15.6万亿元，19-20年的复合增速有望达到5.2%-6.5%，在考虑价格因素后每年增速可能会有1-2pct的提升空间。

随着基建投资占GDP比重的变化，狭义基建可能达到的增速区间也有所变化，但总体而言，19Q1GDP同比增速6.4%仍然高于6.17%，一方面未来GDP增速压力可能小于此前预期，另一方面其他领域投资及消费对经济增长的贡献回升或好于此前预期，通过大幅拉动基建投资稳定经济的需求边际下降，因此我们认为19/20年基建投资增速或维持总体稳定，基建投资增速预期的提升或仍需观察中美贸易摩擦等经济不确定性事件的发展。

图表37： 19-20年狭义基建（不变价）复合增速敏感性测算表

狭义基建占GDP比重	2020年不变价GDP相对于2010年的增幅	
	95%	100%
18.50%	11.40%	12.80%
17.50%	8.30%	9.70%
16.50%	5.20%	6.50%
15.50%	1.90%	3.20%
14.50%	-1.40%	-0.20%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

另一方面，制造业和房地产投资增速较为乐观，一定程度也使得拉动基建稳投资的需求边际减弱。据统计局，19Q1房地产开发投资同比增长11.8%，增速同比升0.2pct，环比升1.4pct，而地产新开工及施工等实物量指标增速也保持向好态势，制造业19Q1投资增速4.6%，增速环比降1.3pct，但减税对制造业的利好有望在后期逐步释放。根据发改委全国

投资项目在线监管审批平台的数据，2018 年房地产开发/制造业/基建投资拟建项目额同比增速 32.8%/24%/5.3%，而全国各类型拟建投资项目额合计同比增速 15.5%，我们认为在地产和制造业投资有望向好情况下，基建投资增速大幅拉升可能性较低。

图表38： 2018 年全国投资项目在线监管审批平台拟建项目同比增长

行业	2018 年同比增长情况				
	1-3 月	4-6 月	7-9 月	10-12 月	全年
合计	45.3%	23.4%	15.6%	-8.9%	15.5%
基础设施	19.8%	2.8%	7.9%	-5.1%	5.3%
制造业	88.0%	33.2%	15.5%	-5.6%	24.0%
房地产开发投资	48.3%	44.5%	42.9%	2.1%	32.8%

资料来源：全国投资项目在线监管审批平台，华泰证券研究所

去年 7 月至今出台的基建政策仍然是稳增长与防风险并重，《政府投资条例》出台后，未来基建政策的基调或是在规范化框架下的微调。去年 7 月的国务院常务会议及中央政治局会议后，“六稳”成为政策主要着力点，在 8-12 月期间，中央层面推出的主要政策中仅 8 月发布的《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》及《地方政府隐性债务问责方法》侧重于防风险，其他政策则更多侧重于加大补短板力度。期间 PPP 政策也迎来了边际转暖，财政部明确合规 PPP 支出责任不算做政府隐性债务，且要求政企合作基金加大对民营企业参与 PPP 的支持力度。

2019 年三月之后，相关政策的出台则更多以规范化发展为主要导向，3 月初财政部印发《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》，对政府付费类项目设定了一般公共预算支出 5% 的红线，虽然相比征求意见稿的“原则上不再开展完全政府付费项目”，管控力度有所减弱，但体现出的控总量态度仍然明确。4 月中央政治局会议没有提及“六稳”，且重提“房住不炒”，并将经济下行压力更多归结为结构性和体制性的，我们认为一定程度上弱化了逆周期调节的表述。而五月国务院颁布《政府投资条例》，其中将地方政府投资项目主要限制在非经营性项目，且投资项目的资金需提前落实，从更广的范围上（我们预计 2018 年政府投资项目涉及投资额约 4 万亿元）对政府基建投资进行了规范化管理，我们预计未来在资金约束条件下，政府投资或更加聚焦于重点领域。

图表39： 2018年7月以来基建相关重要政策文件梳理

时间	机构	事件
2018年7月	国务院	国常会要求积极财政政策要更加积极，稳健的货币政策要松紧适度，加快地方专项债发行，保障融资平台公司合理融资和在建项目资金需求，保持经济运行在合理区间。
2018年7月	中共中央	提出“六稳”，要求财政政策在扩大内需和结构调整上发挥更大作用，加大基础设施领域补短板的力度。
2018年8月	银保监会	下发76号文，要求“在不增加地方政府隐性债务的前提下，加大对资本金到位、运作规范的基础设施补短板项目的信贷投放。”
2018年8月	财政部	下发《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，要求为加快地方政府专项债券发行和使用进度，更好地稳投资、扩内需、补短板。
2018年8月	中共中央、国务院	下发《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》，《地方政府隐性债务问责办法》，坚决遏制隐性债务增量，积极稳妥化解存量隐性债务。
2018年8月	发改委	长春、苏州等地轨道交通建设规划获批，轨交投资审批重启。
2018年8月	银保监会	下发《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》，对符合授信条件但遇到暂时经营困难的企业，要继续予以资金支持，不应盲目抽贷、断贷。
2018年8月	银保监会	地方政府债券参照国债和政策性金融债，取消“商业银行投资部门投资于本行所主承地方债券的金额，在债券存续期内，不应超过当只债券发行量的20%。”的限制。
2018年9月	财政部	下发《关于规范推进政府与社会资本合作（PPP）工作的实施意见（征求意见稿）》，明确规范的PPP项目形成的中长期财政支出不属于地方政府隐性债务，原则上不再开展完全政府付费项目。
2018年9月	国常会	加大简政减税降费力度，聚焦补短板扩大有效投资，按照既不过度依赖投资、也不能不要投资、防止大起大落的要求，稳住投资保持正常增长。
2018年9月	央行	从2018年10月15日起，降准1个百分点，偿还到期的4500亿元MLF，并释放增量资金约7500亿元。
2018年10月	国务院	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号文，基建补短板提出九大重点任务十大配套措施。
2018年11月	国务院	国务院常务会议决定抓紧开展专项清欠行动，国办牵头督办，有关部门各负其责，审计部门要介入。对地方、部门拖欠不还的，中央财政要采取扣转其在国库存款或相应减少转移支付等措施清欠。大力清理规范工程建设领域保证金，大幅提升商业债务违约成本，严禁发生新的欠款。清欠情况明年春节前向国务院报告。
2018年11月	财政部等	发布加强中国政企合作投资基金管理的通知，要求积极探索与民营资本合作的模式、路径，对民营企业参与的政府和社会资本合作（PPP）项目要给予倾斜。不能只投大不投小、投发达地区不投欠发达地区、投国有企业参与的不投民营企业参与的PPP项目。
2018年11月	PPP融资论坛	强调10%红线内PPP支出不是政府隐性债务，绩效合格的项目政府必须履行支付义务，后期将进一步出台支持PPP、民企参与PPP及解决资本金出资问题的相关政策，总体基调与2017年的论坛形成鲜明对比
2018年12月	中共中央	中央经济工作会议提出宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求；积极的财政政策要加力提效，较大幅度增加地方政府专项债券规模；稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。
2018年12月	全国人大	全国人大常委会会议决定，在2019年3月人大批准当年地方政府债务限额之前，授权国务院提前下达2019年地方政府新增一般债务限额5800亿元、新增专项债务限额8100亿元，合计13900亿元；授权国务院在2019年以后年度，在当年新增地方政府债务限额的60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额
2019年2月	国务院	印发的《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，间接融资方面提出增加民企信贷投放，新发放公司类贷款中民企占比应进一步提高，直接融资方面提出加快实施民企债券融资支持工具和民企发展及资产管理计划，积极支持民企扩大直接融资，
2019年3月	财政部	印发《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》，规定所有PPP项目本年支出应小于一般公共预算支出的10%，政府性基金和国有资本经营预算不能用来支付PPP支出，当PPP支出超过当年一般公共预算支出5%以上时不可新上马政府付费项目，可行性缺口补助项目中使用者付费比例不应低于10%（分子、分母尚未明确），PPP形成的支出事项算作政府经营性支出，纳入预算管理，不算做隐性债务未来引导中国PPP基金、险资等资金对民营企业参与投资的PPP项目给予融资方面的倾斜。
2019年3月	中共中央	政府工作报告同时指出，要适当降低基础设施等项目资本金比例，用好开发性金融工具，吸引更多民间资本参与重点领域项目建设，有序推进政府和社会资本合作，决不能“新官不理旧账”。同时公布的2019年公路水运投资计划1.8万亿元同比持平，铁路投资8000亿元，同比增长9.59%，中央预算内投资安排5776亿元，同比增长7.44%
2019年4月	中共中央	政治局会议与18年12月及19年2月的会议相比，没有完整提及“六稳”，重新提出房住不炒，并将经济存在的下行压力归因为“既有周期性因素，但更多是结构性和体制性的”。
2019年5月	国务院	颁布《政府投资条例》，政府投资的投向，资金落实，年度投资规划及监管做出法律性规定，强调政府投资项目不得由施工企业垫资，且项目进行前必须落实资金来源

资料来源：各部委网站，华泰证券研究所

需求：总体需求提升或有限，关注重点区域及工程类型

18Q4 及 19Q1 基建补短板的重要发力方向是交通、环保及民生。狭义基建投资增速于18M9见底回升，并于19Q1达到4.4%，较18Q1-3的最低点高1.1pct。从细分子行业的增速变化趋势来看，铁路运输业的投资增速在18M9后回暖速度明显提升，电力热力、燃

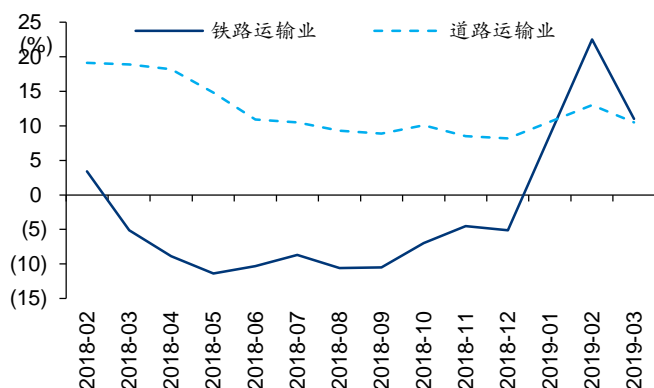
气投资增速在此后的改善幅度也较为明显。从19Q1相比18Q1-3投资增速的改善幅度看，铁路运输业最大，其次为能源供应及生态环保，道路运输改善幅度较小，水利及市政投资增速仍继续下行。从交通部的数据看，全国交通固定资产投资/铁路投资/公路建设投资19Q1较18Q1-3的投资增速提升幅度为1.88/5.12/3.22pct。从19Q1投资增速的持续性来看，交通类投资呈现高位回落，而能源类及生态环保类投资增速的持续性相对较好，市政及水利投资增速则仍在寻底过程中。

图表40：主要基建子行业19Q1同比增速相较18Q1-3累计同比增速的提升幅度

	提升幅度 (pct)
铁路运输业	21.50
燃气生产供应	15.80
电力、热力的生产供应	9.60
生态环保	9.30
水生产供应	7.70
道路运输业	1.60
水利	-0.80
公共设施管理	-2.30

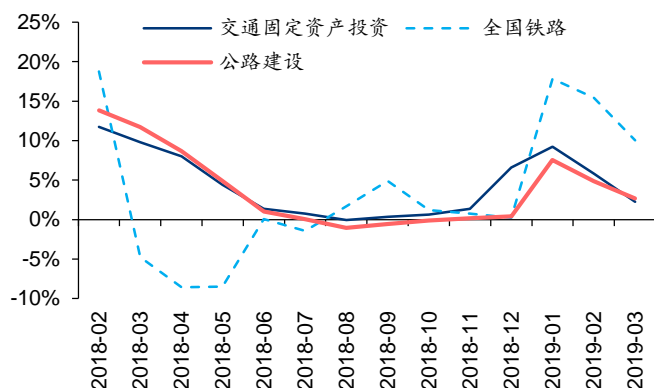
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表41：统计局铁路及道路运输业投资增速（累计同比）



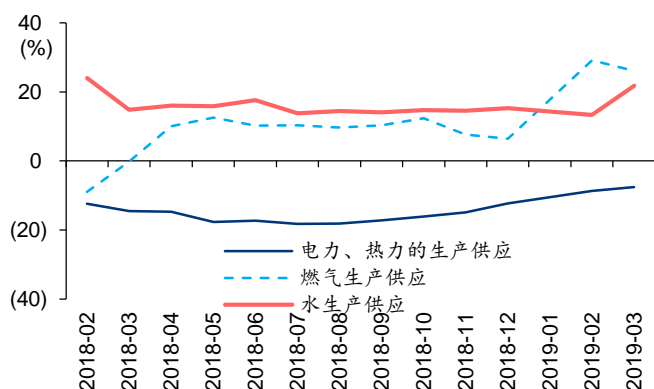
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表42：交通运输部交通固定资产投资增速（累计同比）



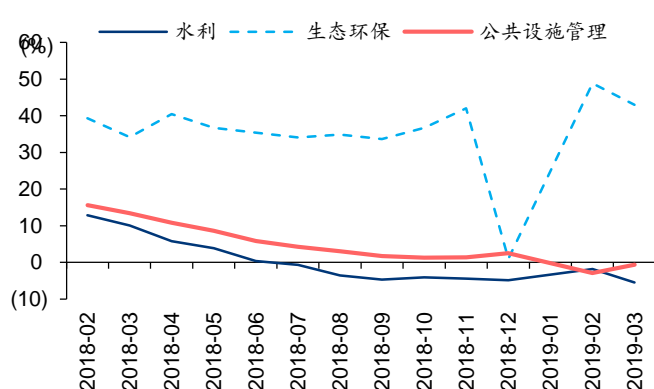
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表43：水电燃热的生产供应业投资增速（累计同比）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表44：水利市政环保投资增速（累计同比）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

分地区看，19Q1中部地区交通基建投资及固定资产投资中的建筑安装工程投资部分改善较为明显，但从全年的交通基建或固投规划来看，财政发达省份增速仍然领先。据交通部，19Q1东/中/西部交通固定资产投资同比增长6.2%/17.9%/-7.5%，而18Q1-3为15.1%/0.7%/-9.3%，中部交通基建投资增速明显改善，西部降幅收窄，而东部增速出现下滑。由于分地区的基建月度数据不可得，我们分析各省固定资产投资中建安工程投资的增

速，19Q1 建安工程投资增速前 10 的省份中 3 个来自东部，4 个来自西部，3 个来自于中部。我们认为中西部是去年国办发 101 号文基建补短板的重点区域，叠加 18Q1 中部和西部基建投资增速基数相对较低，二者共同导致中西部在 19Q1 交通基建投资及建安工程投资增速改善较为明显，但根据我们在 2 月 16 日外发的《东南财政强省交通固投或仍超预期》，华东、华南和西南地区 19 年固投增速目标位列各省前列，鲁桂浙豫苏交通基建投资规划增速快，经济发达区域的固投增速目标较高，我们预计在资金仍然是基建投资主要制约因素情况下，财政实力较强的省份总体的基建投资增速仍然可能快于财政实力较弱的区域。

图表45：各省固定资产投资中建筑安装工程投资累计同比增速及变化

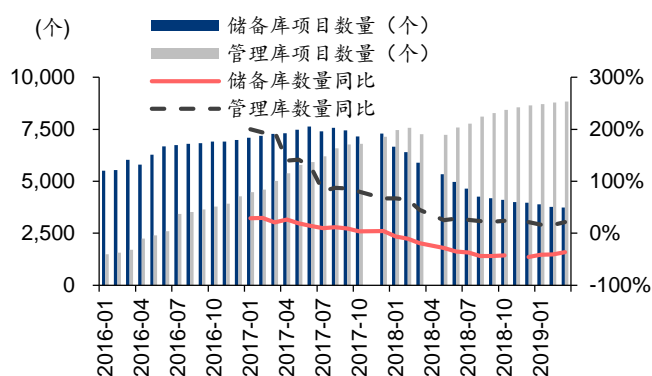
	19Q1 增速 (%)	18Q1-3 增速 (%)	19Q1 相对 18Q1-3 提升幅度 (PCT)
天津	21.40	-41.60	63.00
北京	20.50	1.20	19.30
山西	13.80	-3.40	17.20
河南	12.90	8.10	4.80
浙江	12.50	-9.00	21.50
湖北	12.50	9.50	3.00
陕西	11.20	13.80	-2.60
甘肃	10.50	-9.20	19.70
云南	10.00	10.50	-0.50
贵州	9.70	13.90	-4.20
湖南	9.20	8.00	1.20
江西	8.80	11.80	-3.00
黑龙江	8.30	-7.50	15.80
广东	8.00	1.80	6.20
安徽	7.00	5.40	1.60
四川	7.00	11.10	-4.10
福建	6.70	11.50	-4.80
河北	5.30	4.70	0.60
吉林	3.00	-1.40	4.40
重庆	2.20	-1.70	3.90
江苏	1.20	4.10	-2.90
广西	-0.50	8.80	-9.30
上海	-1.80	-0.70	-1.10
山东	-5.50	8.00	-13.50
新疆	-6.10	-46.40	40.30
辽宁	-6.80	-12.50	5.70
青海	-12.80	-1.10	-11.70
宁夏	-15.10	-26.10	11.00
内蒙古	-19.80	-35.80	16.00
西藏	-24.90	9.10	-34.00
海南	-32.20	-15.10	-17.10

资料来源：Wind，华泰证券研究所

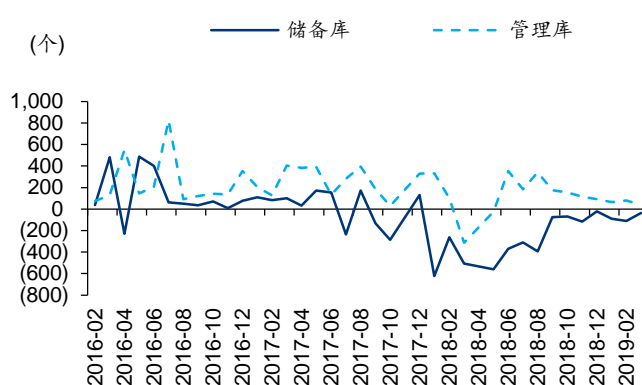
PPP 项目由储备库向管理库转化的难度或有所增加。2017 年 10 月开始财政部 PPP 项目库将识别阶段项目纳入储备库，将准备、采购和执行阶段的项目纳入管理库，储备库项目净增量等于新纳入项目-退库项目-纳入管理库项目，管理库项目净增量=由储备库新纳入项目-退库项目。从 18 年 1 月开始，储备库项目的月度环比净增量始终为负，环比下降数量在 18 年五月后逐步缩窄，我们认为反映了第一阶段清库完成后新立项 PPP 项目或重新增加，但可能也同时反映出项目由储备库进入管理库的难度有所增加，而管理库项目的月度环比净增量在 18 年 6 月份之后确实呈现趋势性下降。

财政承受能力及政府支出责任的资金来源可能成为未来 PPP 市场扩容的难点，19 年全年 PPP 项目落地金额或仍维持在 2-2.5 万亿元之间。根据财政部的数据，19Q1 末 2524 个有 PPP 项目的财政本级中，1141 个本级在个别年份财政承受能力超过 5% 红线，原则上未来无法继续开展新的政府付费项目，占到全部本级的 45%。而根据财政部《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》，政府性基金不能作为 PPP 支出责任的资金来源，

据财政部数据，19Q1末PPP管理库全部项目未来30年（2019年至2048年）的财政支出责任共计16.5万亿元，包括一般公共预算支出责任13万亿元、政府性基金支出责任3.5万亿元，政府性基金占比达21%。其中，已落地项目财政支出责任10.7万亿元，包括一般公共预算支出责任8.1万亿元、政府性基金支出责任2.6万亿元，政府性基金占比达24%。未来若上述实施意见得到严格执行，政府支出责任的资金来源可能也会成为新立项PPP项目障碍之一。16年以前/17年/18年/19Q1PPP项目的落地金额分别为2.2/2.4/2.6/1.2万亿元，我们认为随着落地率上升速度及管理库中项目数量净增趋缓，未来PPP项目落地金额增速或有所下降，我们预计2019年全年PPP落地金额或仍维持在2-2.5万亿之间。但在资金约束较强的情况下，地方政府可能对生态环保等重点领域的投资更加聚焦。

图表46： 财政部PPP库项目数量及同比增速


资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表47： 财政部PPP储备库及管理库项目个数环比净增量


资料来源：Wind，华泰证券研究所

因此，从需求角度来看，我们预计2019年传统重点基建领域（交通运输、水利、电源电网）合计投资为5.2万亿元，同比增长5.7%；狭义基建投资预计16.0万亿元，同比增长8.1%，广义基建投资预计18.9万亿元，同比增长7.1%。传统的交通、水利、能源基建作为需求端重点领域，一直是基建补短板的重点任务，我们预计国办101号文的下发也将驱动传统基建投资的增长。5月初国务院正式发布《政府投资条例》，对于近四万亿元的政府投资项目将构筑中长期规范管理框架，我们认为政府投资项目边界的确定有利于促进基建投资在补短板与防风险之间形成新的均衡。2019年我们预计传统的公路、铁路、水运、水利、电源等基建项目将维持低速稳健增长；而轨道交通随着各地规划的快速批复，有望在今年贡献较大增量，电网基建有望在新一轮特高压建设中复制上一轮年能源基建投资快速增长的趋势，我们预计2019年轨道交通和电网基建投资分别增长25%、12%。且随着地方融资平台合理融资需求的满足，与地方融资相关的市政等领域投资预计2019年占比将提升，即狭义基建占比的下降。我们测算2019年全年狭义基建投资预计同比增长8.1%。我们测算2019年广义基建投资预计同比增长7.1%，主要在于电源电网等能源市政基建投资回升带动传统项目占比提升。若经济增长压力超预期或地方债务风险提前得到处置，那么2019年基建投资增长仍或超过我们预计。

图表48：重点传统基建项目投资及增速预测（单位：亿元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
公路	12596	12714	13692	15461	16513	17784	21163	21335	21762
YOY (%)	9.70%	0.94%	7.69%	12.92%	6.80%	7.70%	17.70%	0.40%	2.00%
铁路(基本建设)	4611	5185	5328	6623	6692	6412	6408	6422	6551
YOY (%)	-34.80%	12.45%	2.76%	24.31%	1.04%	-4.18%	-0.06%	0.22%	2.00%
轨道交通	1628	1914	2165	2899	3683	3847	4762	4226	5283
YOY (%)	-4.10%	17.57%	13.11%	33.90%	27.04%	4.45%	23.78%	-11.25%	25.00%
内河及沿海建设	1405	1494	1528	1460	1457	1396	1216	1191	1215
YOY (%)	19.90%	6.33%	2.28%	-4.45%	-0.21%	-4.19%	-12.93%	-2.02%	2.00%
民航(基本建设)	688	712	717	734	769	782	869	857	943
YOY (%)	6.40%	3.56%	0.62%	2.46%	4.78%	1.70%	11.12%	-1.43%	10.00%
水利	3086	3964	3758	4083	5452	6100	7132	6873	7216
YOY (%)	33.00%	28.46%	-5.21%	8.66%	33.53%	11.87%	16.93%	-3.64%	5.00%
电源基建	3927	3732	3717	3686	3936	3408	2700	2721	2884
YOY (%)	-1.06%	-4.98%	-0.40%	-0.83%	10.98%	-12.90%	-20.80%	-6.20%	6.00%
电网基建	3687	3661	3894	4119	4640	5431	5339	5373	6018
YOY (%)	6.92%	-0.69%	6.36%	5.79%	11.74%	16.90%	-2.15%	0.60%	12.00%
重点项目小计	31628	33376	34798	39066	43143	45161	49589	48998	51871
YOY (%)		5.53%	4.26%	12.26%	10.44%	4.68%	9.80%	-1.19%	5.86%
狭义基建投资	52287	60500	73992	89114	104654	122276	143291	148387	160333
狭义基建占比	45.93%	42.95%	36.74%	35.08%	33.03%	29.70%	29.00%	27.57%	26.80%
YOY (%)	4.12%	15.71%	22.30%	21.50%	17.20%	17.40%	19.00%	3.80%	8.05%
广义基建投资	66946	77172	93621	111939	131363	152012	173085	176185	188622
广义基建占比	47.24%	43.25%	37.17%	34.90%	32.84%	29.71%	28.65%	27.81%	27.50%
YOY (%)	6.48%	13.70%	21.21%	20.29%	17.29%	15.71%	14.93%	1.79%	7.06%

注：广义基建占比=重点项目小计/广义基建投资。狭义基建投资不含电源、电网基建投资。

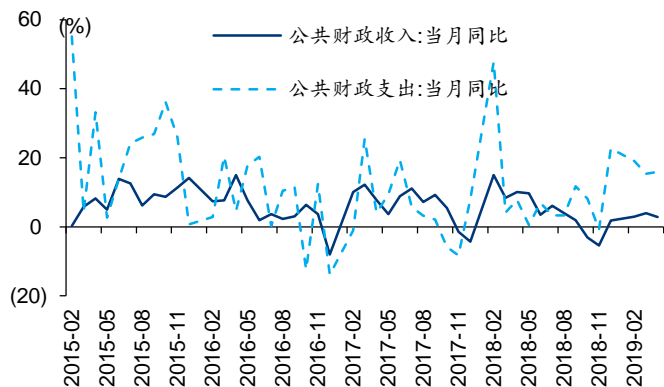
资料来源：Wind，华泰证券研究所

融资：宽信用效果逐步显现，企业/项目融资双改善

一季度财政明显发力，预算内资金仍有支撑。今年以来财政政策积极发力，主要体现在地方专项债前置发行，资金加快拨付使用，据财政部，2019年1-4月全国新增发行地方政府债1.45万亿元，其中，一般债券0.66万亿元，专项债券0.78万亿。根据财政部2019年预算草案，2019年国有土地出让收入6.7万亿元，同比增长3%，国有土地出让收入安排的支出6.5万亿元，同比大幅增长15.3%（今年1-4月地方土地出让支出增长21.3%）。专项债提前发行与国有土地出让收入支出增长驱动1-4月政府性基金支出增速38.3%（上年同期48.9%）。根据3月的政府工作报告，2019年预算赤字率为2.8%，较2018年提升0.2个百分点，且今年1-4月全国一般公共预算支出7.6万亿元，同比增速15.2%（上年同期10.3%），其中与基建相关的城乡社区事务投资增速23.3%、农林水事务增速16.4%、交通运输增速33.1%。

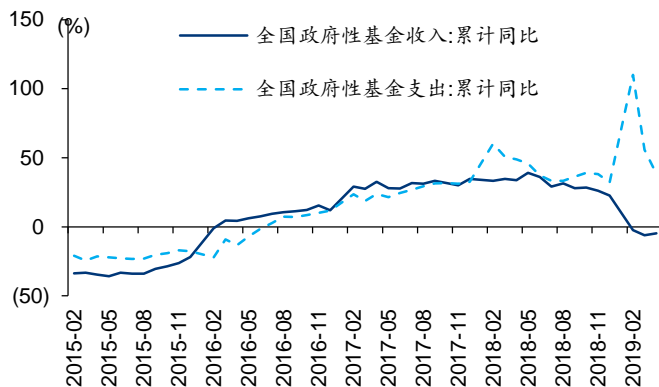
根据华泰固收团队5月7日外发报告《疾风遇劲草，千淘见真金》中的测算，今年地方政府预算内顶格仍有约4.5万亿弹性债务空间。2019年地方政府债务限额约24万亿元，相较于18年末债务余额，全年有约5.7万亿的债务空间，其中当年新增限额3.08万亿（一般债0.93万亿、专项债2.15万亿）。扣除19Q1已新增的1.2万亿元，剩余三个季度仍有约4.5万亿空间，且以专项债为主（约2.7万亿），积极财政有望延续，对基建投资延续回升形成支撑。

图表49: 一般公共财政收支当月同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表50: 全国政府性基金收支累计同比增速

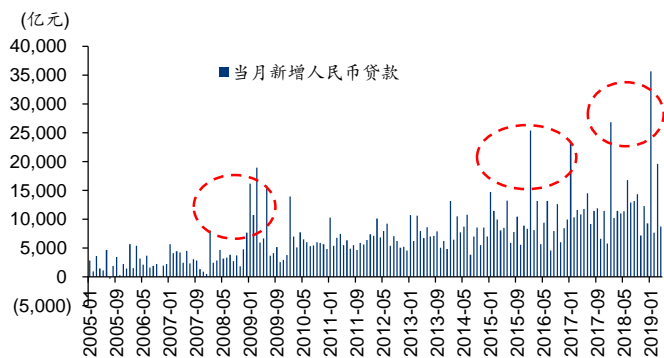


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

国内信贷稳健增长, 2019年基建信贷增速预计有较大改善。2018年全国新增人民币贷款15.7万亿元, 同比增长13.2%, 连续六个月维持两位数区间增长, 但受地方政府隐性债务防控和民企信用风险集中显现等因素影响, 2018年新增贷款投向基建的比重并未上升, 我们测算13家主要银行(含国开行)2018年投向基建的贷款余额19.6万亿元, 同比增长7.6%, 较2017年的增速12.0%有所下降。

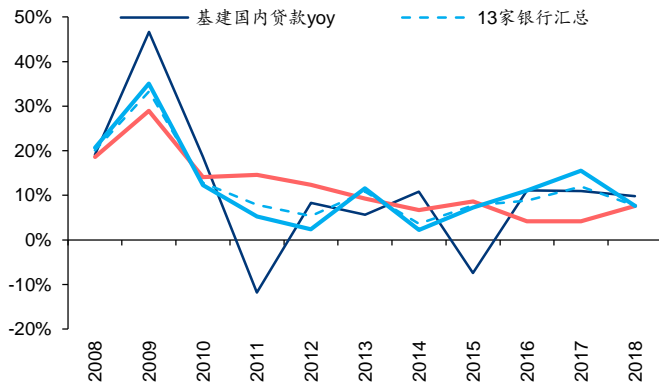
但自去年7月国常会确立基建补短板以及保障地方融资平台合理融资等要求以来, 以及年末政府会计准则-负债的出台, 银行针对地方融资平台和优质民企的信贷有所改善, M2和社融增速已在去年Q4实现企稳, 并在今年1-4月延续改善。今年1-4月M2同比增长8.5%, 大幅好于去年全年的8.1%, 且1-4月累计新增人民币贷款7.2万亿元, 接近去年全年的一半, 我们预计全年信贷支持基建项目或进一步突出, 基建贷款占全部新增人民币贷款的比重上升至17% (2018年测算为16.4%), 全年基建贷款增速或15%左右。

图表51: 当月新增人民币贷款



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表52: 新增人民币贷款与中长期贷款余额同比增长

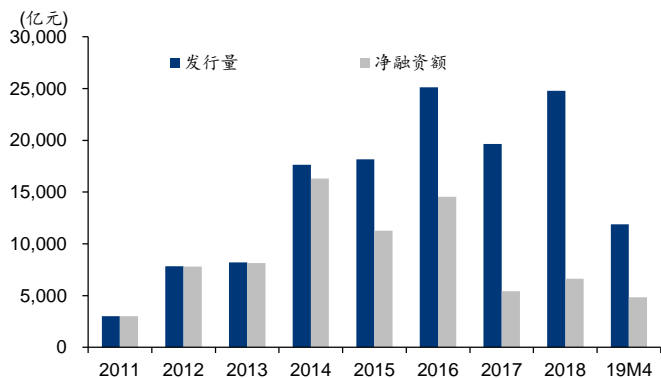


注: 13家银行包括国开行、五大行、招商、浦发、兴业、中信、民生、光大、平安。
资料来源: 各银行年报, 华泰证券研究所

城投债信用债等发行改善, 信托等表外融资回升有望延续。基建自筹资金一般在8万亿元左右, 是基建融资来源中的最重要部分。我们测算2018年基建自筹资金7.6万亿元, 其中政府性基金支出约3.6万亿元, 剩余主要是各类债券、非标等其他融资和PPP等。2018年上半年债券市场受地方政府和民企信用风险频发等因素影响, 发行情况一般, 下半年在政策改善后发行有所回升, 2018年城投债发行2.5万亿元, 净融资0.66万亿元, 广义基建行业发行信用债1.86万亿元, 净融资0.43万亿元。我们预计2019年城投债偿还规模2.0万亿元, 较18年增加1408亿元; 基建行业信用债预计偿还规模1.5万亿元, 较18年增加1070亿元, 偿债规模小幅增加, 但考虑今年以来信用风险有所改善, 因此我们预计2019年净融资额均延续改善。

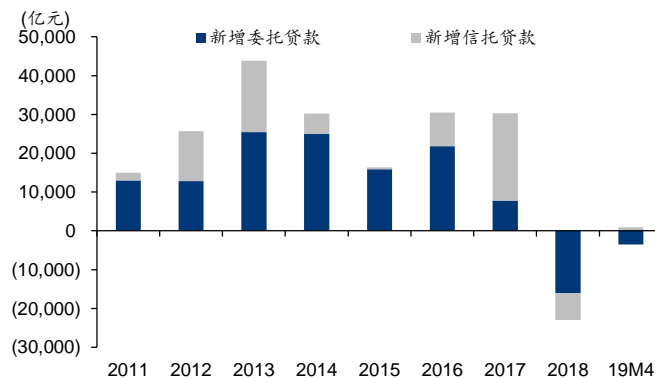
表外融资部分，据统计局数据，受资管新规等影响，2018 年新增委托贷款减少 1.6 万亿元，新增信托贷款减少 6901 亿元，二者合计减少 2.3 万亿元；投向基础产业的新增信托项目金额为 4316 亿元，较 2017 年的 10051 亿元大幅下降 57%。2019 年 1-4 月，新增委托贷款减少 3477 亿元，新增信托贷款增加 965 亿元，两项均有所改善。随着信用环境的进一步规范和融资普惠政策的改善，我们预计表外融资最坏的时间点或已过去，全年有望延续回升态势。

图表53: 城投债发行与净融资



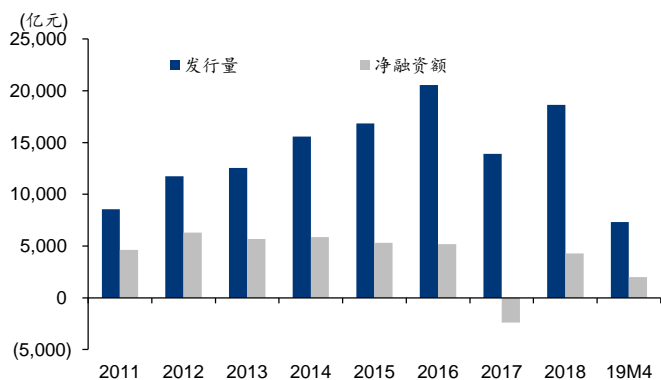
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表54: 新增委托贷款与新增信托贷款



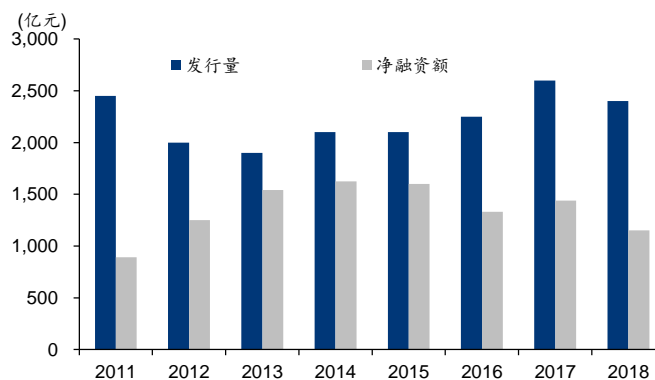
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表55: 基建行业信用债发行与净融资



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表56: 铁道债发行与净融资



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

综合来看，资金供给角度我们预计 2019 年广义基建投资实际到位资金或同比增长 3.8%，资金到位缺口维持不变。我们通过拆分广义基建实际到位资金，认为在当前宏观政策背景下，基建投资的资金来源将主要来自国家预算资金、银行贷款和自筹资金，其中政府性基金支出（主要是卖地和专项债）增加对冲自筹资金中非标等其他部分的下滑。银行贷款在 2018 年受资本金到位约束较大，增速有所下降，我们预计 2019 年或将改善。

在《政府投资条例》等系列规定下，我们预计工程企业垫资和拖欠工程款等问题将得到一定改善，因此 2019 年基建实际到位资金与基建投资缺口（体现为本年应付款）或维持稳定，与 2018 年的 17.83% 基本持平。2018 年广义基建投资同比增长 1.8%，基于资金来源角度，我们测算 2019 年广义基建投资或同比增长 3.8%。

图表57: 2018-19年基建投资资金来源预测

	2016 (亿元)	yoy	2017 (亿元)	yoy	2018E (亿元)	yoy	2019E (亿元)	yoy
国家预算资金	21,663	13.31%	24,082	11.16%	26,509	10.08%	29,406	10.93%
国内贷款	21,084	11.13%	23,398	10.98%	25,701	9.84%	29,572	15.06%
自筹资金	81,845	2.60%	87,587	7.02%	76,224	-12.97%	77,480	1.65%
(1) 政府性基金	21,067	8.50%	26,738	26.92%	35,545	32.93%	39,810	12.00%
(2) 城投债	14,537	29.17%	5,410	-62.78%	6,621	22.39%	9,000	35.92%
(3) 非标等	39,322	-15.05%	45,261	15.10%	26,903	-40.56%	19,000	-29.38%
(4) PPP	3,913	-65.23%	7,516	92.08%	5,412	-28.00%	7,570	39.89%
(5) 其他债券	3,006	64.69%	2,662	-11.45%	1,744	-34.49%	2,100	20.42%
利用外资	265	26.19%	460	73.74%	239	-48.00%	239	0.00%
其他资金	11,439	30.33%	14,006	22.43%	16,106	15.00%	18,522	15.00%
基建资金来源	136,296	7.44%	149,533	9.71%	144,780	-3.18%	155,219	7.21%
本年应付款	20,290	4.77%	23,089	13.80%	25,398	10.00%		
资金缺口占比	10.34%		13.61%		17.83%		17.83%	
广义基建投资	152,012	15.71%	173,085	13.86%	176,185	1.79%	182,887	3.80%

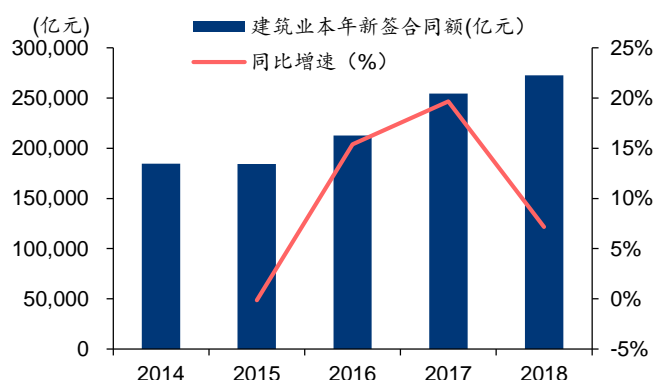
注: 资金缺口占比=(基建投资完成额-基建投资资金到位)/基建投资完成额

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

供给侧: 施工/设计集中度有望继续提升, 优化激励地方国企动力增强

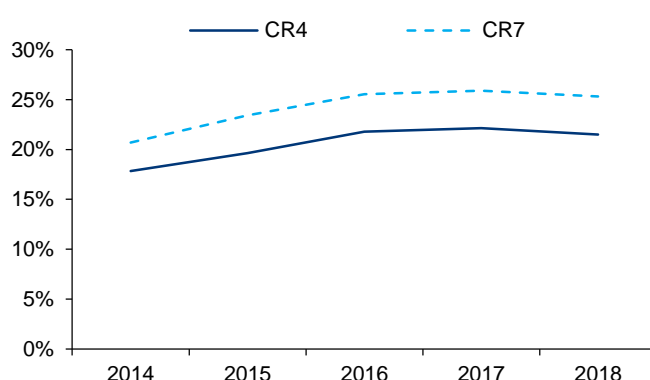
未来具备融资与能力优势的基建央企订单市占率有望重新回到提升通道。2014年以来, 中国每年工程业务新签合同额最大的四家公司为中建、两铁和交建, 2014年其工程业务新签订单总额占到建筑业当年新签合同额的17.8%, 15-17年间随着PPP模式的广泛推进, 具备融资优势的央企新签订单市占率持续提升, 2018年CR4有所下降, 我们认为央企在降杠杆和防风险过程中主动降低规模扩张速度可能是主要的原因。短期来看, 央企降杠杆可能仍将延续, 但随着《政府投资条例》出台, 未来政府投资类项目中政府对施工企业的付款周期有望缩短, 一定程度带动央企资产周转率的提升(间接促进去杠杆), 使其在降杠杆的同时接单能力受到的限制有所减弱。此外, 央企在16-18年间承接的PPP项目未来逐步进入回购期, 也有望在一定程度上改善其现金流。总体而言, 央企在项目质量上的优势, 有望使其在行业进入规范发展时期后率先受益, 财务报表的改善有望率先体现, 使其在工程类业务的接单过程中具备更大优势。

图表58: 建筑业本年新签合同额及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表59: 建筑业本年新签合同额 CR4 及 CR7 历史变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

优质地方国企在融资优势及专业能力方面与央企的差距相对较小, 且具备一定的地域优势, 激励及管理机制改善有望对其收入/业绩转化产生正面影响。我们认为优质地方工程国企虽然在规模上与央企具备较大差距, 但其在技术能力上与央企接近, 且从18年发行债券的情况看, 虽然央企在融资成本上仍然具备一定的优势, 但地方国企融资成本的绝对值也较低。2018年在央企战略性控制规模的情况下, 上海建工及四川路桥均取得订单高速增长。而19Q1从收入增速角度看, 上海建工/隧道股份/四川路桥/山东路桥分别达到52%/14%/30%/135%, 平均值远好于央企, 除了其订单高速增长带来的收入结转提速外, 考核激励逐步改善, 及市场化资本运作的开展, 也有望进一步激发地方国企的内在动力。

图表60： 部分央企和地方国企 2018年债券融资情况

	时间	融资类型	评级	期限(年)	规模(亿元)	利率成本(%)
上海建工	2018年10月	可续期债券	AAA	5	15	5.45
	2018年8月	可续期债券	AAA	3	20	5.15
隧道股份	2018年5月	公司债	AAA	3	5	4.8
四川路桥	2018年7月	短期融资券	AA+	1	8	5.23
山东路桥	2018年10月	中票	AA	3	3	5.5
中国建筑	2018年8月	中票	AAA	5	100	4.7
中国铁建	2018年5月	可续期债券	AAA	3	20	5.3
中国中铁	2018年11月	可续期债券	AAA	5	7	4.99

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表61： 18年以来地方国企在激励改革及市场化资本运作方面取得的成效

公司	时间	事件
上海建工	2019年5月	高管连续两年在业绩期后增持股票，与公司利益的绑定提升
隧道股份	2018年12月	发布业绩增量奖励计划，管理层激励性薪酬与ROE、收入业绩关联度提升
山东路桥	2018年12月	子公司层面完成市场化债转股

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

中长期看，基建设计民营龙头市占率仍有望继续提升，管理能力不断提升情况下成长天花板有望向上突破，大行业小公司格局下龙头公司受行业周期的影响或较小。中设集团和苏交科分别在16年和17年获得设计行业最高资质等级，随后其在行业景气度下行情况下订单增速连续保持在较高水平，市占率提升逻辑持续兑现。中长期看，设计公司扩张一方面依托于自身较强的专业服务能力，另一方面，激励机制和管理能力则可能成为内生人员扩张与兼并整合过程中的主要限制因素。我们认为目前民营设计院在激励和精细化管理方面相对于大多数国有设计院的优势仍然较为明显，同时龙头公司的技术能力不断成为或接近行业领先水平，为其未来继续进行市占率提升奠定了基础。

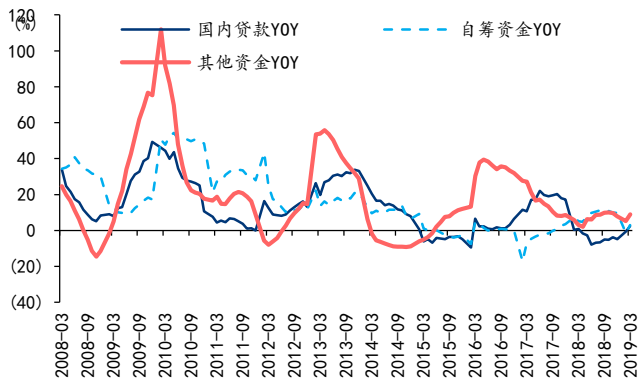
根据住建部的数据，2017年设计行业新签合同额5513亿元，同比增长18%，我们预计行业整体容量在18-20年有望保持在5000亿元以上，而18年中设集团公告新签工程咨询合同额57亿元，我们预计市占率尚不足2%，苏交科的情况也较为类似，而按照每年5000亿元的市场容量及中设集团18年57亿元的年新签咨询合同额，市占率提升0.5pct即意味着40%以上的订单增量。因此我们认为龙头公司在内生外延不断提升自身市占率的过程中，行业周期性对其自身成长性的影响或较小。

房建：竣工改善有望持续兑现，装饰龙头集中度或提升

房企融资边际改善，销售短期回暖

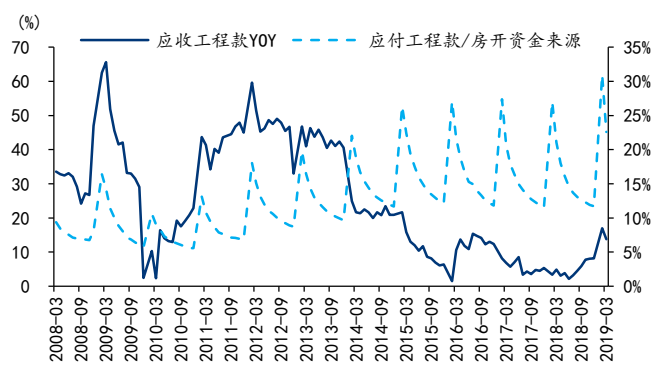
地产资金面边际改善，国内贷款复苏，房建及装饰企业应收款压力有望下降。据统计局，2019年1-3月，房地产开发资金来源同比增长5.9%，增速环比提升3.8pct，同比升2.8pct。其中占比18%的国内贷款同比增长2.5%，结束了连续十个月的负增长；占比51%的其他资金同比增长8.9%，其中定金及预收款同比增长10.5%，个人按揭贷款同比增长9.4%；占比30%的自筹资金同比增长3.0%，增速均实现环比改善，地产资金面总体边际改善明显。受益地产资金面改善，2019年1-3月房开资金来源中应付建筑企业工程款同比增长13.8%，增速环比下降3.2pct，应付工程款占房开资金比重为22.6%，增速较前值下降8.3pct，若未来房企融资能够持续改善，我们认为对改善房建产业链现金流具有积极意义。

图表62： 房地产开发主要资金来源同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表63： 房地产开发应付工程款同比增速（左）及占比（右）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

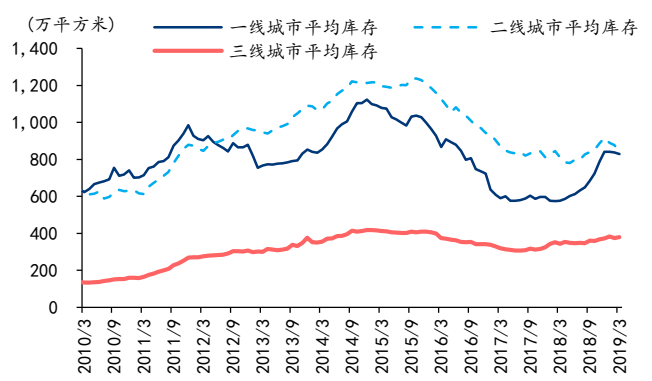
销售数据有所回暖，下半年继续重点关注政策走向。2019年1-3月商品房销售面积同比增速为-0.9%，前值-3.6%，去年同期3.6%，3月单月商品房销售面积同比增加1.75%，我们认为推盘量提升和去化率回暖，带动3月单月销售面积重回正增长，从库存角度看，一二线城市去化表现相对较好，而三线城市3月末平均库存环比略升。我们认为下半年全国地产销售增速的变化或仍然主要与政策及三四线城市的需求变化有关。

图表64： 商品房销售面积同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表65： 商品房一/二/三线城市平均库存

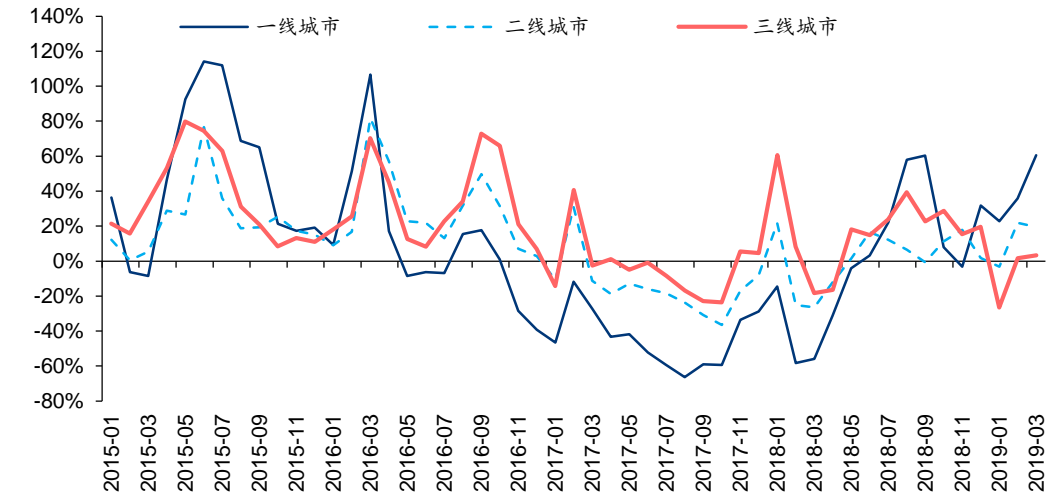


资料来源：克而瑞、华泰证券研究所

我们认为未来各线城市间地产销售数据或产生一定分化，三线城市需求或存在下滑风险。根据克而瑞的数据，一/二/三线城市19M3地产成交面积同比增速分别为60.5%/19.4%/3.26%，一线城市在18年11月后增速向上趋势较为明显，二线城市单月增速过去一年中在0-20%间宽幅震荡，而三线城市在18M8后单月成交面积增速下行趋势较为明显。我们认为15-18

年住建部每年的棚改建设计划均维持在 600 万套左右的高位，而 19 年全国棚改建设计划仅 285 套，同比下滑近一半，由棚改货币化催生的需求或无法持续，对三线城市房屋成交或产生较大影响。2018 年一/二/三线城市成交面积占比 5%/55%/40%，若未来二线城市成交面积同比增速无法持续向上，而三线城市成交出现下滑，我们认为全国范围销售面积同比增速仍然存在一定下行压力。

图表66：一二三线城市房屋成交面积单月同比增速

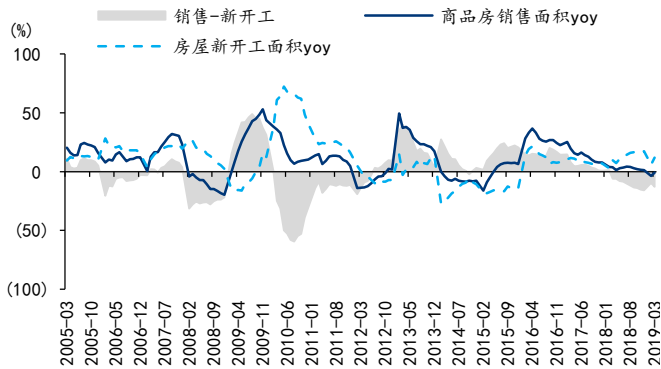


资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

新开工增速或逐渐下行，竣工逻辑有望持续兑现

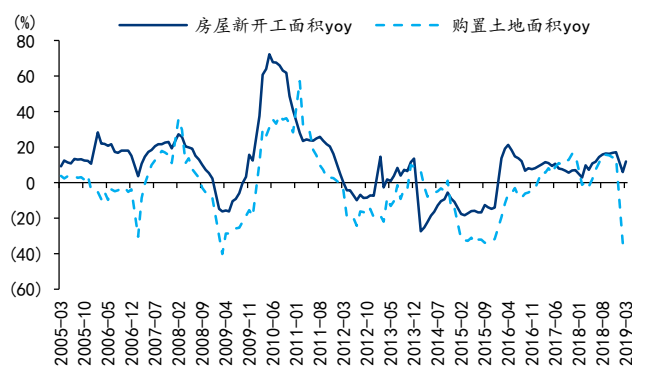
19Q1 新开工面积继续保持较高增长，但从销售、土地购置以及商品房库存角度出发，19H2 新开工面积增速或逐渐下行。19Q1 房屋新开工面积同比增长 11.9%，增速环比升 5.9pct，同比升 2.2pct，但相对于 18H2 各月增速已出现一定回落。我们认为去年下半年销售增速保持一定水平，且库存在较低水平，开发商在加快推盘的情况下导致新开工面积增速较高，19Q1 这种趋势或部分延续。但 19Q1 销售面积同比增速-0.9%，去年下半年以来各线城市库存水平均有一定回升，且 19Q1 土地购置面积增速-33.1%，我们认为三者可能共同导致 19H2 新开工面积增速逐步下降。但 19M3 单月销售面积仍然正增长，销售面积、土地购置面积降幅环比缩窄，一二线城市库存也有一定下降，若未来政策相对稳定，我们认为需求推动下全年新开工或仍能实现一定增长。

图表67：房屋新开工面商品房销售面积同比增速及增速差



资料来源：Wind，华泰证券研究所

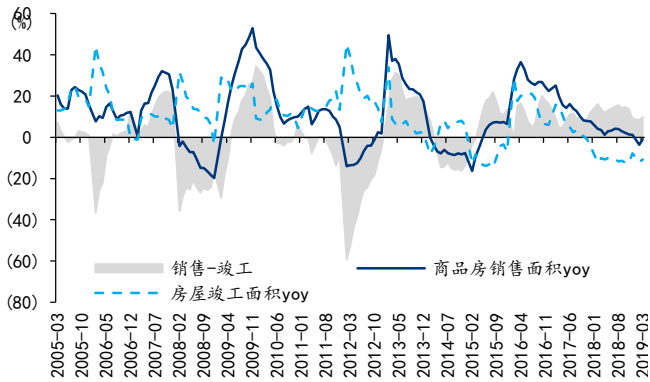
图表68：房屋新开工面积与土地购置面积同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

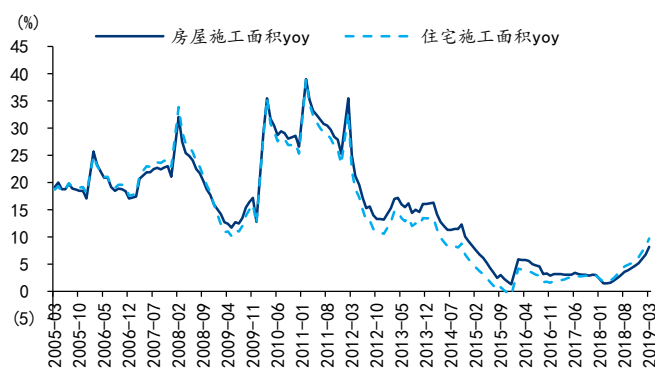
房屋施工面积增速改善的趋势已经形成，未来竣工面积改善或能够在数据端反映。19Q1房屋施工面积增速8.2%，19M3单月增速68%，房屋施工面积增速自18M1-3触底以来已连续回升1年。一般而言，竣工滞后销售2-3年，滞后新开工1-2年，销售面积/新开工面积增速自15年3月和8月触底反弹，而竣工面积增速也在15年8月触底反弹，随后其与销售面积增速的变化同步性较高。16/17/18年新开工面积增速均保持了7.5%以上的增速，但竣工面积增速在16年6月之后却始终随销售面积增速下滑，直到18年初竣工面积增速降幅趋于平稳，但至今仍未明显改善。我们认为去年竣工面积增速未见改善的一个可能原因是房企融资不畅情况下延缓了在建项目的施工进度，但今年以来房企融资边际好转，且新开工向竣工转化存在必然性，因此我们认为19H2竣工面积增速有望持续改善。

图表69： 房地产竣工面积累计同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表70： 房屋施工面积累计同比增速



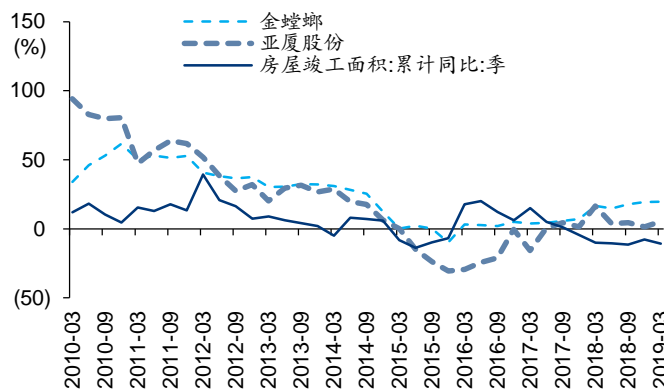
资料来源：Wind，华泰证券研究所

装饰龙头有望受益竣工改善及下游市占率提升

装饰龙头历史收入增速变化与竣工面积增速变化情况存在一定相关性，未来竣工若改善，龙头公司有望受益。2012年3月后，竣工面积增速进入了3年零3个月的下行周期，直到15Q2竣工面积增速才触底回升。而在竣工面积增速下滑期间，三家上市时间较长的装饰龙头金螳螂、亚厦股份和广田集团也均不同程度经历了收入增速的连续下滑。15Q2-16Q2竣工面积增速有所改善，并在顶部震荡至17Q1，在此期间，金螳螂收入增速随竣工面积增速改善的趋势不明显，而亚厦股份、广田集团的收入增速均明显改善，彼时新上市的全筑股份收入增速变化趋势与竣工面积增速相关性较高，且保持了较高的弹性。东易日盛在17Q2之前收入增速相对稳定，未明显受到竣工增速波动的影响，但在17Q2之后，在竣工增速较长时间连续下滑的情况下，其收入增速也出现明显下滑。

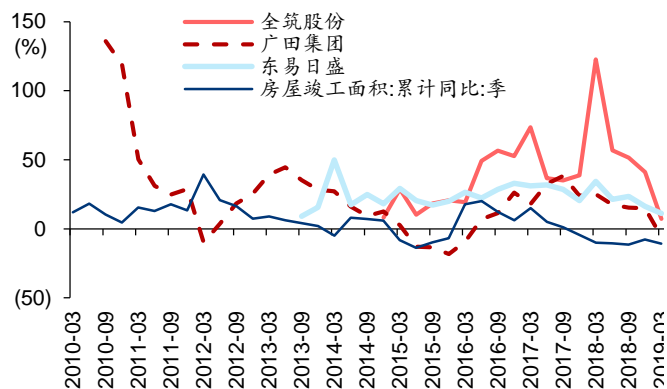
装饰公司收入增速的改善或略滞后于竣工面积增速改善，全筑股份收入增速与竣工面积增速的同步性较好。从15Q2竣工增速触底反弹时的情况看，全筑股份收入增速与竣工增速基本同步触底回升，而广田集团和亚厦股份则滞后两个季度，东易日盛虽然收入增速波动不大，但从15Q3至17Q1，其收入增速也进入了小幅连续提升的通道。但从理论上来看，对于住宅装修而言，B端住宅精装修业务活动发生在竣工之前，收入确认增速改善理论上略领先于竣工面积改善，而C端家装业务则在竣工后进行，其收入增速改善应滞后于竣工面积。因此我们认为，未来若竣工面积增速改善，B端精装修业务收入占比较高的装饰公司有望率先受益。金螳螂虽然历史上收入增速与竣工面积增速相关性较小，但其在18年加大在住宅精装修领域的拿单力度，而定制精装和金螳螂·家业务也与地产强相关，因此未来竣工面积改善也有望对其收入提速产生积极影响。

图表71: 房地产竣工面积累计同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

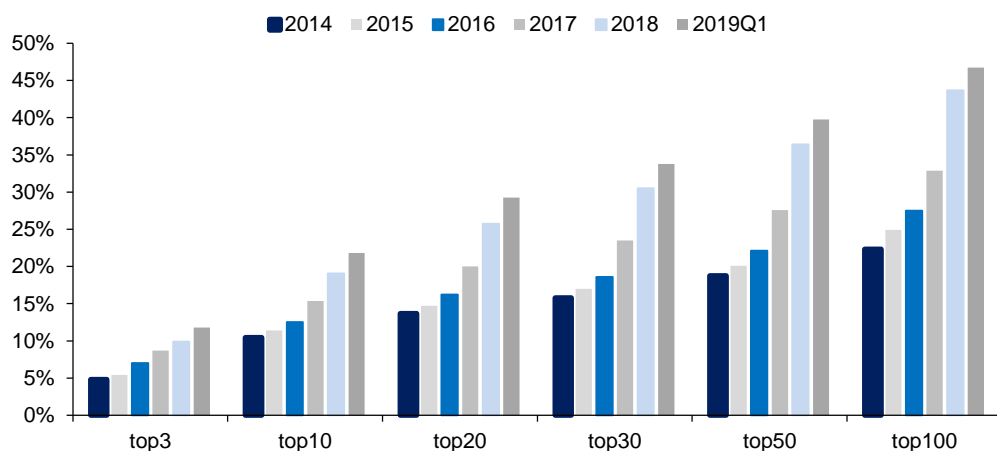
图表72: 房屋施工面积累计同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

地产集中度提升情况下，龙头装饰公司集中度有望随之提升。地产商融资若边际改善，装饰企业现金流有望好转。根据克而瑞的数据，top3-top100 房企销售面积的市占率自 2014 至 2019Q1 始终处于上升状态，我们以上市装饰龙头合作比例较高的 top20 地产商的市占率来看，17-18 年其销售面积市占率提升速度较 15/16 年明显提升，19Q1 仍然保持了较高的市占率增速。相比而言，top3 和 top10 市占率的提升速度相对缓慢，因此从战略上来看，大客户较为集中于 top20 房企但不局限于 top10 房企的装饰公司未来市占率上升有望更快。19Q1 房企资金来源中建筑企业应付款占比和增速均环比下降，贷款等其他外部融资渠道的改善有望间接促进装饰企业的现金流改善。

图表73: 房地产企业销售面积市占率历史变化



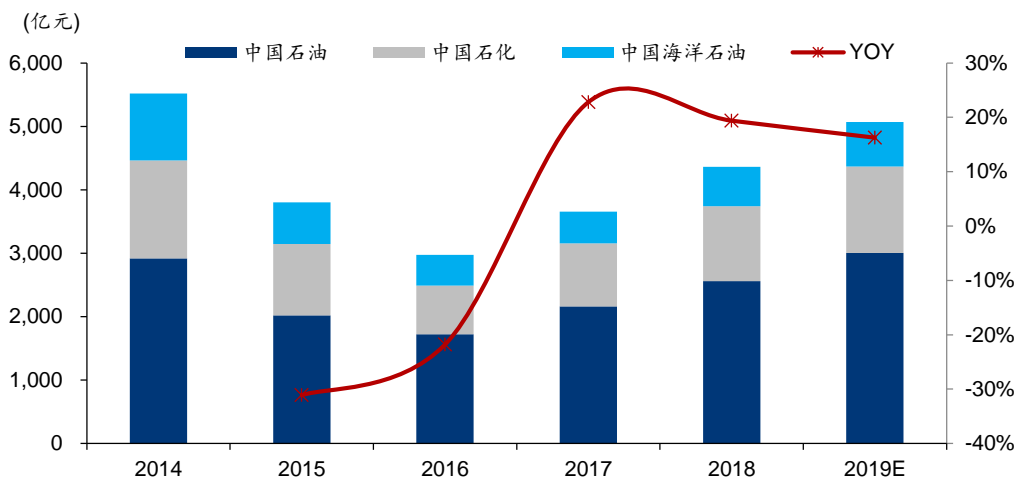
资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

专业工程：化建景气延续，钢结构或迎基本面改善

化工石化投资景气周期延续，龙头公司订单转化有望带动收入利润提速

三桶油资本开支维持高位，管道业务重组或带动下游需求释放。根据中石油、中石化和中国海洋石油三家公司（以下简称“三桶油”）的公告，18年三桶油资本开支合计4361亿元，同比增长19%，19年三桶油资本开支计划合计5069亿元，同比增长16%，资本开支有望维持高位。去年以来重组“三桶油”管道业务并成立国家油气管道公司的改革方案进展明显加快，目前“三桶油”的管道业务尚不集中，若国家油气管道公司年内成立，我们认为有望较大幅度促进油气管道领域的投资力度。

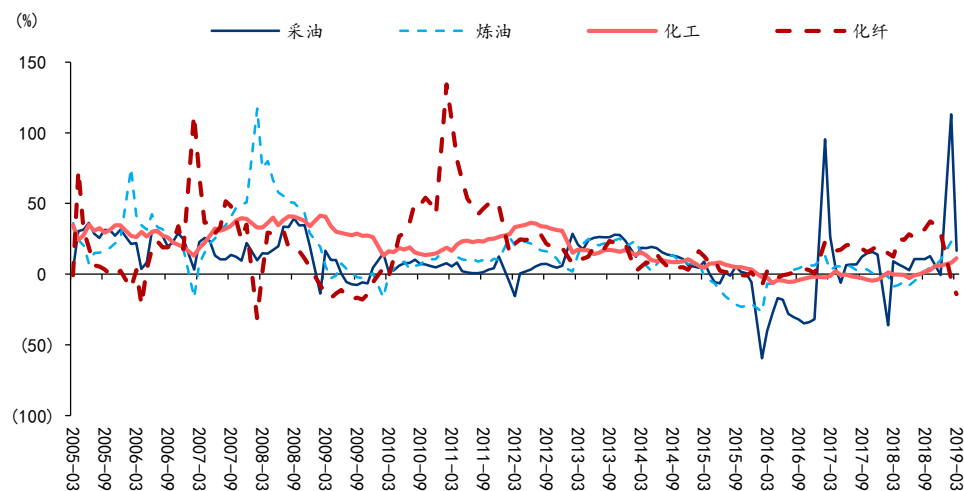
图表74：2019年三桶油资本开支将维持高位



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

根据我们外发于18年5月15日的报告《景气周期上行，化学工程谱新篇》中的分析，一般而言，随着油价触底回升，细分领域按“石油加工（炼油）→油气开采（采油）→化纤制造（化纤）→化学原料（化工）”的顺序新增产能投资。油价在去年Q4较大幅度调整后，今年以来重回上升通道，我们认为未来影响油价的因素仍然是多方面的，但当前油价已进一步提升大部分炼油及煤化工项目的经济性。炼油投资已于16年触底返升，19年1-3月累计同比增长21%，增速同比升29.8pct；而油气开采投资于18年触底返升，19年1-3月累计同比增长16.5%，增速同比升7.3pct。化学原料及制品投资增速继续回升，19年1-3月同比增长11.3%，增速同比提升11.5pct。

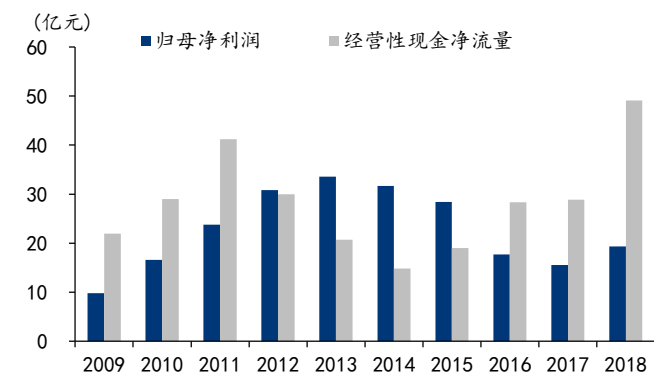
图表75：石油化工行业不同领域投资同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

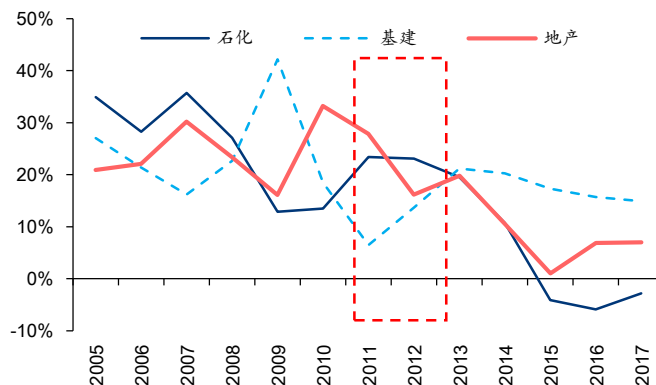
与基建、房建等建筑工程受信用周期影响较大不同，化学工业工程现金流好，逻辑相对独立。化学工程的业主大多为大型工业企业，市场化程度较高，在收付款环节都较为及时。业主投资决策往往与油价等市场化指标有较强相关性，受国家宏观调控的总体影响相对要小，且在基建、房建投资受限时，往往成为地方政府拉动民间投资和经济发展的力量，具有一定的逆周期性。2011-2012年，由于“四万亿”投资退潮，2011年基建投资同比增长6.48%，结束连续六年两位数增长；房地产投资由于地产信托严监管，自筹资金下滑，2012年地产投资同比增长16.20%，为连续第二年增速下滑。同期，新型煤化工等化工项目成为地方政府拉动经济增长的重要方式，2011-2012年，石化行业完成固定资产投资1.43/1.76万亿元，同比增长23.40%/23.10%，连续两年维持20%以上增速。

图表76：中国化学净利润与经营现金流



资料来源：Wind、华泰证券研究所

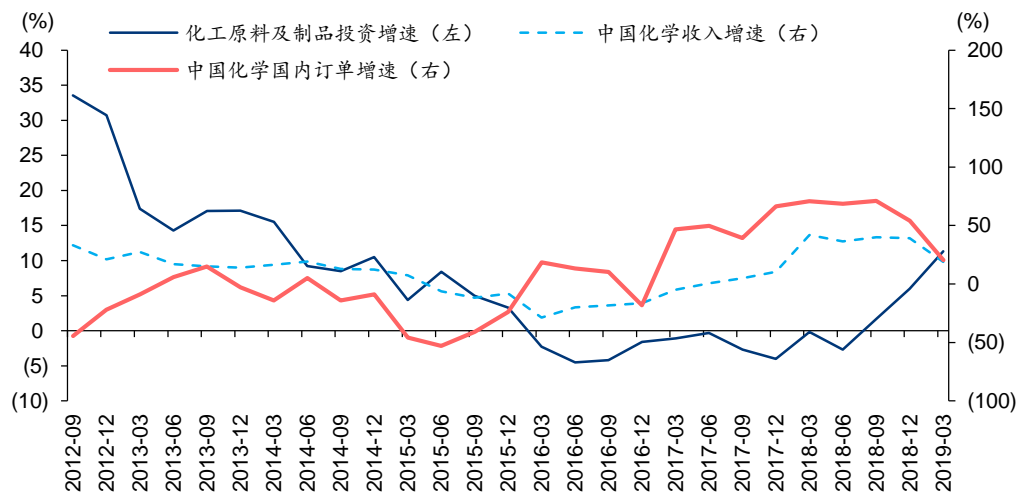
图表77：石化投资与基建、房建投资同比增速



资料来源：Wind、中国石油和化学工业联合会、华泰证券研究所

1.7 万亿元市场有待开启，化学工程企业受益弹性大。随着环保和安全生产理念进一步提升，我们预计 2019 年退城入园有望继续扩大化工企业搬迁改造市场。化学工程行业景气度已经大幅回升，若油价稳定在 70 美元以上，炼油炼化盈利增强、地方投资拉动和搬迁改造市场有望共同驱动行业投资继续攀升。我们预计“十三五”期间化工工程投资合计约 1.7 万亿元，其中民营炼化一体化投资约 3300 亿元，新型煤化工投资约 6200 亿元，退城入园搬迁改造投资约 7500 亿元，若油价稳定 80 美元以上，我们预计煤制油和煤制气的景气度也将快速上升，并带动化工投资上行。以中国化学为例，下游行业投资筑底后逐渐改善，公司新签订单持续保持高速增长，目前已反映在收入端，若 2019 年毛利率能够随着项目结算加快实现提升，那么净利润端的传导也将相对顺畅。

图表78：化工投资与中国化学订单、收入同比增速

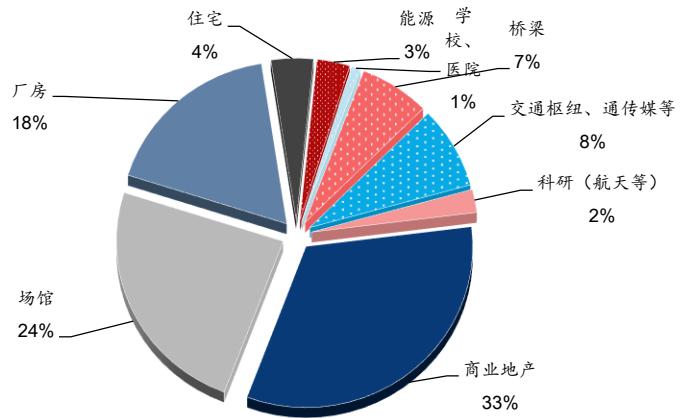


资料来源：Wind、华泰证券研究所

政策进一步明确，钢结构使用比例提升望改善龙头基本面

产业政策有望进一步推动钢结构的推广。2016年以来，政策对钢结构的扶持力度明显加强，多地政府也出台相关政策鼓励钢结构装配式建筑项目落地。住建部2019年3月11日发布建市综函【2019】9号，首次提出开展钢结构装配式住宅建设试点，在试点地区明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式，此前住建部虽然已经多次发文推进装配式建筑应用，但并未单独提及钢结构形式，此次发文仅提及钢结构，产业政策逐步向钢结构行业倾斜。根据中国建筑金属结构协会数据，2017年世界上主要发达国家的民用建筑中钢结构建筑占比均超过20%，其中美国占比达到45%。相比之下，我国民用建筑中钢结构建筑占比仅约4%，中长期来看，钢结构渗透率有望提升。

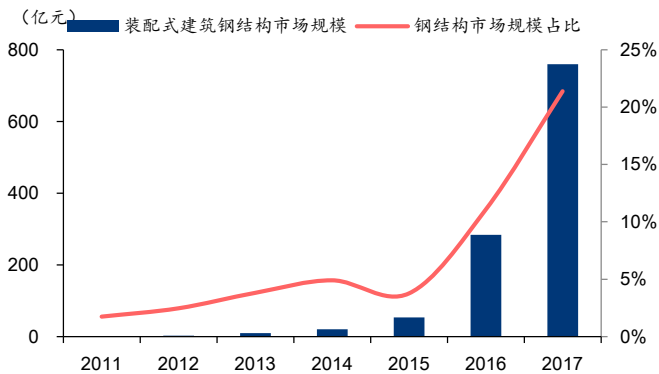
图表79：2017年我国一定规模钢结构工程项目中不同建筑类型占比



资料来源：中国建筑金属结构协会钢结构分会，华泰证券研究所

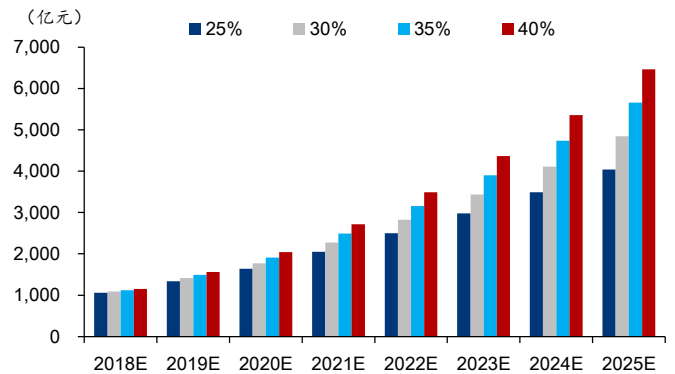
政策规划目标清晰，2020年市场有望突破7000亿元。《“十三五”装配式建筑行动方案》和《关于促进建筑业持续健康发展的意见》的建设要求，到2020年全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上，2025年达到30%。根据我们外发于19年3月7日《政策暖风频吹，两主线掘金装配式建筑》中测算，若2020/2025年装配式建筑占比达到15%/30%，市场规模有望达7208/16158亿元。2015至2017年装配式钢结构市场规模为53.2/283.9/759.9亿元，分别占同期装配式建筑市场规模的3.8%/11.1%/21.4%，假设到2020/2025年装配式钢结构市场规模占装配式建筑总规模的25%/30%，则2020/2025年钢结构市场规模预计达到1774/4848亿元，市场空间广阔。

图表80：装配式建筑钢结构市场规模及占比



资料来源：住建部、产业信息网、华泰证券研究所

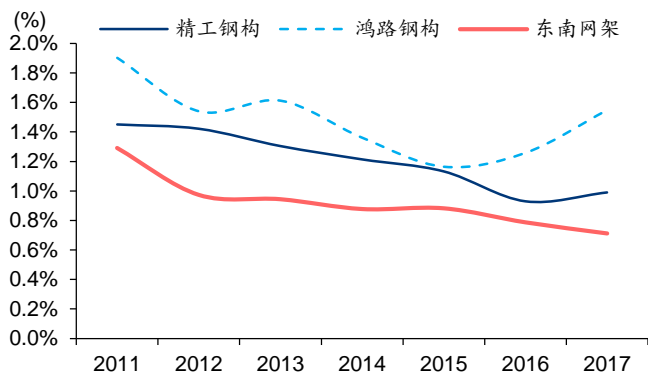
图表81：装配式建筑钢结构市场空间敏感性分析



资料来源：华泰证券研究所

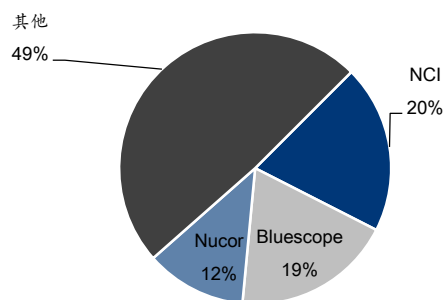
2017年钢结构龙头企业市占率不足2%，预计未来行业集中度将进一步提高。根据中国钢结构协会的统计，截至2018年末我国拥有钢结构制造企业资质的单位共510家，其中钢结构年产量达到5万吨或营业收入达到4亿元的特级资质企业仅129家。行业总体呈现市场化程度高、行业集中度低、同质化竞争严重的特点。以精工钢构、东南网架和鸿路钢构三家老牌钢结构上市企业为例，2011年以来三家企业的钢结构产量占全国钢结构产量比重震荡下行但17年精工与鸿路市占率有所回升，2017年市占率分别仅为0.99%、0.71%和1.55%，合计市占率不足4%。

图表82：三家钢结构行业龙头市占率测算



资料来源：Wind、中国建筑金属结构协会钢结构分会、华泰证券研究所

图表83：2017年美国建筑钢结构市场份额



资料来源：中国建筑金属结构协会钢结构分会、华泰证券研究所

对标国外发达国家，2017年美国NCI、Bluescope、Nucor三大钢结构巨头合计市占率超过50%，尽管目前国内龙头企业市占率仍然很低，但随着国家经济发展、产业政策调整及行业监管趋严，一些缺乏创新、实力较为薄弱、缺少资质、管理不健全的中小企业在竞争中将被逐步淘汰，而拥有技术优势、规模优势、品牌优势、具备设计制作安装一体化经营实力的企业将在竞争中进一步做强做大，通过行业整合或创新模式的方式，进一步驱动行业集中度的提升。

投资建议：设计检测成长性好，地方龙头业绩弹性大

下半年建筑整体估值或保持相对稳定。根据我们在本文中的分析，中长期看建筑估值的整体下移主要受基建地产投资总额增速逐渐走低影响，我们认为下半年基建投资增速或仍然处于稳健回升的趋势，地产新开工及土地购置虽然有一定压力，但融资改善下施工进度加快有望使地产投资增速保持相对平稳，基建地产二者总和的同比增速或稳中略升。短周期看，建筑估值的波动主要与货币及信用指标的波动相关，虽然19M4货币及信用宽松程度均有一定下降，但19M4宏观经济指标同时回落，我们认为下半年经济增长仍然面临一定压力，货币及信用收紧可能性较小，但宏观微调情况下政策、融资角度继续大幅回暖的可能性也较小。因此从中长期和短期的估值驱动因素看，建筑下半年估值有望保持相对稳定。

收入提速叠加盈利能力提升，建筑19H2整体收入/业绩增速有望提升。我们认为19H2建筑基本面有望企稳回升：1) 18年建筑板块受政策及融资环境影响，收入增速有所下降，管理/财务费用率提升，19Q1板块收入增速已有一定回升，且从预付账款和现金流出两方面分析，板块后续收入增速有望继续提升。今年以来行业融资成本或有一定下降，有望带动板块全年财务费用率下降；2) 施工类板块18FY经营净现金与收入的比出现一定下降，19年随着国家对政府投资性项目施工企业垫资情况的管控提升，业主整体融资环境的改善，以及PPP相关公司长期应收款进入回购期，建筑板块现金流及资产周转率均有望提升。3) 短期看，19H2建筑板块可能出现净利率同比提升，负债率同比仍下降，总资产周转率稳中略升的情况，ROE提升的主要动力仍为利润率的提升。中长期垫资情况若能好转，对于纯施工企业而言资产周转率有望提升，而对于投资施工类公司而言，特许经营权等能够产生长期收益的非流动资产占比有望提升。

基建：短看地方国企/园林基本面改善，长看设计/央企市占率提升

基建景气度下半年或仍有小幅回暖，从子板块业绩弹性角度建议关注地方国企龙头及园林。我们预计19年全年狭义基建投资增速有望超过8%，较19M1-4的增速4.4%仍有一定提升，从自下而上的角度，地方国企、园林基本面的改善弹性较大。地方国企中，上海建工、四川路桥17/18年均实现订单高增长，山东路桥也连续三年公告新签合同额保持在200亿元以上（18年新签246亿元），在手订单对业绩改善创造了基础条件。**19年我们预计各个公司在激励制度改革与市场化资本运作的带动下，业绩释放动力及管理效率有望提升，推荐上海建工，关注四川路桥，山东路桥。**园林18FY公司及项目融资受到较大制约，板块收入业绩下滑显著，但19Q1传统龙头项目融资有所改善，部分项目获得政策性银行长期信贷匹配，未来板块长期有息负债占比有望继续提升，降低企业短期偿债压力。**我们认为融资率先改善的传统龙头有望在19H2显现业绩向上弹性，关注铁汉生态，蒙草生态。**

基建设计市占率提升逻辑持续兑现，中长期央企仍是行业市占率提升及商业模式改善的较大受益者，继续重点推荐基建设计龙头中设集团和苏交科。我们认为基建设计龙头在订单和产值层面的市占率提升表现已较为明显，中长期在行业整合提速带动下市占率持续提升是较大概率事件。我们认为市场目前担心在十三五最后两年行业总规模可能收缩情况下，龙头公司市占率提升不足以抵消行业周期下行的影响，但根据我们在上文的测算，市占率提升0.5pct即对应中设集团40%的订单弹性（按18年的市场容量和中设集团新签订单测算），而且行业在非景气时期，龙头公司整合所需成本更低，进度也有望更快，我们认为基建设计龙头仍然是中长期成长持续性最好的建筑公司，继续重点推荐中设集团，苏交科，国检集团。央企虽然18年在主动控制规模情况下市占率有一定下降，但中长期看，其融资及专业能力优势仍有望促使其市占率提升，未来若行业商业模式发生变化，央企自身比较优质的项目是其改善现金流、积累能够长期提供现金流的基建资产的重要优势，我们认为未来其在现金流和资产负债表逐步优化过程中，分红率具备提升可能，当前估值水平逐渐具备长期投资价值，推荐中国建筑，关注中国铁建，中国中铁，中国交建。

房建：政策仍是销售/新开工数据核心变量，竣工改善逻辑望持续兑现

我们认为新开工向竣工转化规律是19H2竣工持续改善的主要推动力，受政策影响或较小，竣工改善对装饰龙头收入提速或有带动作用，装饰龙头市占率有望提升。我们预计19H2销售及新开工面积的增长持续性或受到政策影响，若地产政策边际放松的力度偏小或时间节点偏后，则销售和新开工增速19H2或仍然承压。但新开工增速在16-18年连续三年较高增长，而其向竣工的转化存在一定必然性。根据上文的分析，装饰龙头在15年竣工增速触底反弹后，大部分收入增速均随之改善，从历史弹性看，全筑股份收入增速对于竣工增速的敏感性更加明显。但龙头金螳螂18年加大地产精装修业务的拓展力度，同时其家装业务（定制精装及C端家装）有望使其订单及收入中地产业务的占比提升，未来竣工改善对其收入增速的带动作用有望提升，但理论上C端家装的收入提升会滞后于竣工，但订单增速可能与竣工同步性较好。

14年-19Q1期间地产销售面积CR20不断提升，且17/18年集中度提升趋势更加明显，我们认为龙头装饰公司客户多集中于龙头地产商，未来下游集中度提升有望带动装饰集中度提升。而在公装领域，随着招投标流程更加清晰透明且对工程质量要求的提升，金螳螂等优质装饰龙头的市占率也有望提升。从竣工改善和市占率提升两个维度，继续推荐装饰龙头金螳螂，关注全筑股份，东易日盛。

专业工程：关注化学工程及钢结构龙头

化建板块经营现金流好，业绩弹性大，行业高景气持续情况下，关注化学工程及油服板块龙头。钢结构市场中长期具备成长性，关注基本面边际改善的龙头公司。原油价格重回上行通道，三桶油资本开支维持较高增长，石化化工产业链投资复苏趋势已经显现，我们认为化学工程板块公司在手订单向收入的转化在19年仍有望提速，而化学工程及部分油服龙头也有望直接受益三桶油资本开支快速增长及油气管道公司改革。钢结构未来在建筑中的运用比例提升值得期待，未来若钢价下行，钢结构经济性提升有望加速应用比例提升过程，行业竞争格局逐步优化，龙头公司基本面望逐步改善，推荐鸿路钢构，关注精工钢构。

图表84：2019年重点推荐个股盈利预测及估值

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	股价 (元)	PE (TTM)	EPS (元)				PE (X)			
					2017	2018	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
603018.SH	中设集团	62.01	19.76	15.00	0.95	1.26	1.66	2.11	20.80	15.68	11.90	9.36
300284.SZ	苏文科	87.26	10.78	13.63	0.57	0.77	0.92	1.11	18.91	14.00	11.72	9.71
603060.SH	国检集团	56.96	25.89	29.50	0.66	0.87	1.07	1.29	39.23	29.76	24.20	20.07
600170.SH	上海建工	349.94	3.93	9.82	0.29	0.31	0.37	0.41	13.55	12.68	10.62	9.59
002081.SZ	金螳螂	276.74	10.34	9.88	0.72	0.79	0.88	1.06	14.36	13.09	11.75	9.75
601668.SH	中国建筑	2,405.53	5.73	12.75	0.78	0.91	1.05	1.17	7.35	6.30	5.46	4.90
002541.SZ	鸿路钢构	42.68	8.15	6.18	0.40	0.79	0.97	1.12	20.38	10.32	8.40	7.28

注：表中股价及市值为截至2019年5月10日收盘，19/20年EPS为华泰证券研究所预测。

资料来源：Wind、华泰证券研究所

量化周期：短期有补涨空间，长线布局时点来临

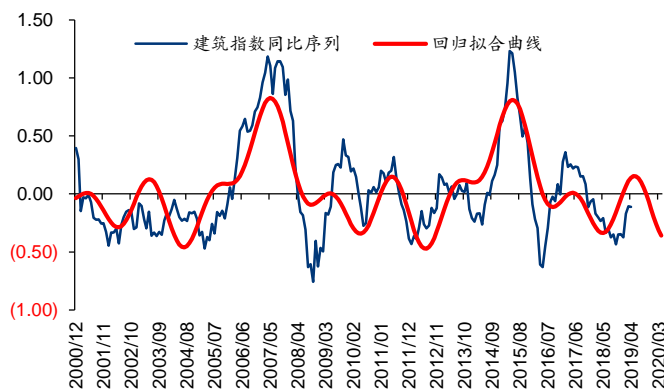
根据我们在2018年7月1日外发的深度报告《盈虚有时，三重维度复盘建筑轮动》，我们当时判断基建指数同比序列将于7月首先触底，房建板块触底在10月，工建板块则在19年1月触底，总体来看，基建板块有望率先于18Q3企稳，建筑整体板块则在18Q4迎来转机。回顾来看，基建指数于10月19日盘中创新低但收盘仍高于7月6日，房建和工建指数于10月18日触底后带动建筑指数企稳回升。

外因扰动，5月急跌后短期有望迎来修复。根据我们在2019年3月17日外发的深度报告《基本面/估值/量化三维再看建筑补涨机会》，我们当时判断建筑指数同比序列处于短周期上行期（接近顶部），以及中周期向下拐点和长周期向上拐点阶段，建筑指数同比序列阶段性高点或在今年5月。但4月下旬以来，在外资流出、外部贸易问题反复等因素扰动下，建筑指数提前见到阶段性高点。

从不同的周期长度来看，当前处于短周期（24月）和中周期（48月）的顶部区间，长周期（95月）的底部区间，指数同比序列拐点仍看今年5月。按照今年3月深度报告《基本面/估值/量化三维再看建筑补涨机会》，我们维持A股建筑指数存在的最显著的三个驱动周期，分别为24个月、48个月、95个月。类似2006年和2014年，只有当三周期均处于上行期时，板块呈现牛市行情，其他时间由于周期运行的不同方向而处于震荡。

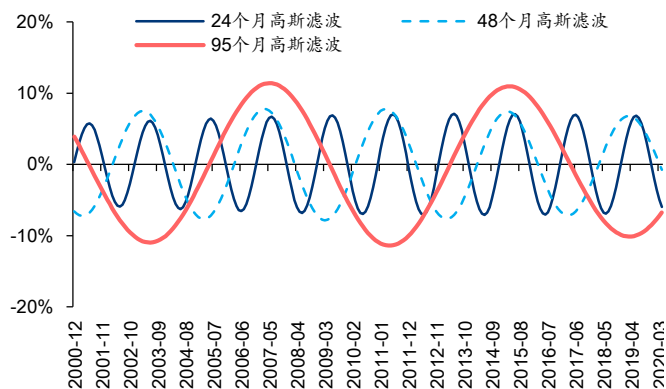
根据4月最新的收盘序列，我们更新量化模型后具体来看，当前5月建筑指数处于24月周期中2018年6月底以来的第11个月，十分接近顶部拐点；48月周期中2017年3月底以来的第26个月，目前处于顶部拐点右侧下行周期；但处于95月周期中2015年4月以来的第48个月，已经处于长周期底部拐点右侧上行周期。综合来看，建筑指数同比序列当前处于短周期和中周期顶部，长周期底部，建筑指数同比序列阶段性高点或仍然在今年5月。但经过近期较快调整后，我们预计短期或有修复性行情（短周期顶部拐点未到）。全年来看，我们维持今年3月的判断，即在政策、国际环境等不发生重大变化的背景下，建筑指数2019年全年震荡市，长线布局将迎来重要时点，但类似2006/2014年的三周期共振则最早可能在2020年下半年见到。

图表85：建筑指数序列不同周期频谱



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表86：建筑指数同比序列以及拟合曲线



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- 1) 利率重回上行，货币、信用环境趋紧。**三月经济回暖超预期后，后续货币及信用政策可能视经济增长情况而出现一定微调，目前十年期国债利率维持在 3.3%左右，较年初的 3.2%有所上行，建筑企业付息债务规模一般较大，若 19 年货币信用环境重新收紧，建筑企业经营业绩在一定程度上仍将面临下滑压力。且估值层面面临无风险利率上行的压力，估值修复行情或受到制约。
- 2) 地产投资超预期下行。**目前房建订单占建筑业新签订单的比重维持在 60%以上，19Q1 中国建筑房建订单占工程新签订单的 84%，房屋建筑仍是建筑业的重要组成部分。目前市场对 19 年房地产投资较为悲观，且建筑企业已积极转型拓展基建和环保业务，但如果 19 年地产投资超预期快速下行，将影响建筑业新签订单整体增速和在手订单执行，进而影响收入和净利润确认。
- 3) 基建及 PPP 政策、融资环境改善不及预期。**年初至今基建出台政策体现为鼓励与规范并重，地方政府控杠杆与显/隐性债务核查未来或常态化，资金仍然是制约基建投资能否回暖的重要因素。未来若基建投资融资环境改善不及预期，则投资增速有可能继续下行，相关企业业绩或受影响波动。我们判断当前 PPP 已进入规范发展阶段，PPP 管理库清查成为常规工作。我们预期后续或将出台 PPP 条例等更高层面的制度建设，鼓励民企等社会资本参与 PPP 项目建设，但如果相关政策出台不及时或力度低于预期，我们预计将对 PPP 订单落地和兑现产生重要的影响。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com