



建筑装饰

【联讯建筑 2019 年中期策略】：需求端改善确定，聚焦行业核心资产

2019 年 06 月 19 日

投资要点

增持(维持)

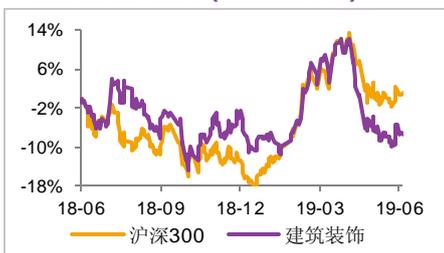
分析师：刘萍

执业编号：S0300517100001

电话：0755-83331495

邮箱：liuping_bf@lxsec.com

行业表现对比图(近 12 个月)



资料来源：聚源

相关研究

《建筑装饰行业报告_【联讯建筑建材周观点】短期可关注半导体工程服务商》
2019-05-26

《建筑装饰行业报告_【联讯建筑行业点评】专项债政策释放积极信号，重点推荐基建央企和水泥》2019-06-11

《建筑装饰行业报告_【联讯建筑 5 月 FAI 点评】地产基建投资增速回落，下半年怎么看？》2019-06-16

◇ 2019 年房地产投资展望：房地产投资增速将下行，但需求好于 2018 年

受土地购置费大幅下降拖累，预计 19 年房地产投资增速在 4 月见顶之后将逐月回落，但对于建筑工程行业而言，当期需求主要由建安工程投资决定，考虑前期较好的新开工及较低的库存，预计 19 年建安工程投资增速将保持各位数增长，截止 4 月，房地产建安工程投资增长 5.2%，其中建筑工程投资增长 9.1%，明显好于 2018 年的，18 年建安工程投资负增长（-3%）。

情景分析的结果显示 19 年房地产投资增速悲观情况为 3.3%，中性预测 6.8%，乐观情况是 9.1%，19 年下半年房地产投资增速下滑已成定局，来自地产的真实需求将好于 18 年。

◇ 2019 年基建投资展望：基建投资进一步复苏需要更多政策支持

我们认为对地方政府的债务约束及融资手段如果没有进一步放松，则从现有的资金来源的分析框架来看，2019 年基建投资增速虽不悲观，但也不会太乐观，主要原因在于：

不悲观是因为非标的抽血效应已经在 2018 年充分体现，考虑目前社融中，非标融资虽然继续为负，但是委托贷款已经转正，信托贷款每个月收缩大约 800 亿，全年整体来看，非标整体收缩 4000 亿左右，较 2018 年 1.4 万亿的收缩显著好转；

不乐观则是因为，自筹资金中的其它项，2018 年是大幅增长的，但是这种增长不具备持续性，我们预计会在 19 年回落至正常水平，而资金来源的其他方面增量有限，难以支持基建投资增速继续走高；

在我们的中性预期下，2019 传统口径基建投资增速大约在 5.6%左右，新口径则落在 8%左右，如果后续有更多鼓励政策出台，则不排除基建投资增速能更进一步。无论如何，19 年基建投资增速高于 18 年是大概率事件，因此从需求端的角度来看，是好于 18 年的。

◇ 2019 年行业产值增速展望：预计 2019 年行业增速大约为 6.7%

基于对 2019 年地产投资增速和基建投资增速的分析，我们预计 2019 年固定资产投资增速大约为 4.8%，我们以地产投资和基建投资作为自变量，以建筑业作为因变量做回归分析，可进一步拟合出 2019 年行业产值增速，拟合结果显示，2019 年建筑业产值增速约为 6.7%，较 2018 年小幅回落。

从回归结果来看，2019 年行业产值增速可能小幅回落，但从实际前 5 个月的情况，以及我们对 2019 年需求端的判断，我们认为 2019 年行业产值增速不排除小幅回升的可能。



◇ 投资建议，维持“增持”评级

今年以来，板块表现较差，主要还是市值占比较大的基建链表现较差，一方面去年下半年政策转向后，板块在去年下半年有相对收益，相当于提前于其他板块上涨，另一方面，年初政策面有一定的微调，强调“新基建”对传统基建预期形成负面影响。

展望下半年，我们认为 1-5 月较差的经济数据和基建投资数据将对引发政策面的再一次变化，考虑下半年房地产投资将迎来趋势性下行，而制造业投资在房地产下行和贸易摩擦的背景下，也难有起色，为保持经济活动的稳定性，加大对基建的支持力度可能将成为必要选择，基建链作为估值驱动的板块，可能有超额收益机会。

从地产链来看，尽管我们认为今年来自地产端的真实需求不差，但数据端的持续下行将对二级市场表现构成压力；从中长期来看，我们认为建筑工业化是行业未来的发展趋势，建筑工业化将主要涉及钢结构和内装工业化。

◇ 基建央企是基建链的首选，基建成长关注设计

我们前文对 07 年以来板块超额收益的 6 次机会做了统计，在这里，我们将基建企业分成三大类：分别是基建央企（8 家），基建地方国企（家），基建民企（家），从三类企业的历史表现来看，在 6 次超额收益机会中，央企的表现明显好于民营企业，除 2010 年外，5 次超额收益机会中表现最好的均是央企，包括 2018 年三季度以来的表现，因此，央企依然是基建产业链的首选。

基建产业链价值型我们重点推荐建筑行业的核心资产中国铁建、中国中铁、中国交建，成长型我们重点推荐设计行业的苏交科、中设集团。

◇ 装饰可能是房建链的最好选择，其次关注装配式建筑推进

长期来看，房地产行业景气高点已过，但由于劳动力拐点来临，建筑工业化成为发展趋势，有望带来新的机会；对于 2019 年房建产业链的投资机会，我们重点房建链核心资产中国建筑，以及内装工业化标的亚厦股份、家装龙头东易日盛；建议关注钢结构标的如鸿路钢构。

基建链和房建链之外，建议关注投资景气度未来较高的半导体板块，主要标的包括太极实业和亚翔集成；

◇ 风险提示

基建投资不达预期；

房地产投资增速大幅下滑；

政策出现方向性变动；



目 录

| | |
|--|----|
| 下半年房地产投资展望：房地产投资增速或将下行，但实际需求将好于去年..... | 6 |
| 上半年房地产投资增速高位运行，但 5 月出现快速回落..... | 6 |
| 土地购置费才是房地产投资大幅波动的主要原因..... | 7 |
| 房地产投资存在 4 年左右的土地库存周期..... | 7 |
| 19 年下半年地产投资增速将下行，但主要是受土地购置费的拖累..... | 8 |
| 2019 年基建投资展望：不悲观、不乐观..... | 9 |
| 19 年上半年基建投资增速不及预期..... | 9 |
| 基建投资资金来源拆解..... | 9 |
| 预计 2019 年广义基建增速约为 5.6%..... | 10 |
| 2019 年固定资产投资增速展望：中性情景下大约在 4.8%..... | 11 |
| 预计 2019 年行业产值增速大约为 6.7%..... | 12 |
| Q1 行业产值增速回升，新签合同增速趋稳..... | 12 |
| 中性情景下预计全年行业总产值增速为 6.7%，较 18 年有所回落..... | 12 |
| 行业集中度有提升趋势，未来龙头公司市占率将明显提升..... | 14 |
| 对 2019 年细分行业的增速判断：房建>装饰>基建..... | 14 |
| 板块估值水平处于历史低位，超额收益主要来源于政策驱动..... | 15 |
| 横向比较看，板块估值水平低于 A 股平均水平和沪深 300..... | 15 |
| 纵向来看，板块目前估值与历史底部已经非常接近..... | 16 |
| 从细分行业来看，设计、基建、钢结构等处于历史估值底部..... | 16 |
| 行业超额收益主要来自估值的提升..... | 17 |
| 投资建议：下半年基建有提估值机会，地产链建议关注..... | 18 |
| 基建下半年或迎来政策利好..... | 18 |
| 未来景气度较高的细分领域将主要集中在补短板及有现金流的领域..... | 19 |
| 从历史上来看，板块超额收益时间段内，基建央企表现最好..... | 20 |
| 基建链条的成长性机会关注设计..... | 21 |
| 地产链——或有阶段性机会，长期看好建筑工业化..... | 21 |
| 地产链景气高点已过..... | 21 |
| 装饰和钢结构是地产链上可能有机会的细分领域..... | 22 |
| 建筑工业化是未来的方向..... | 23 |
| 劳动力拐点来临..... | 23 |
| 建筑工业化显著减少人工成本提升施工效率..... | 24 |
| 重点推荐标的简析..... | 24 |
| 中国铁建：估值低廉的综合性基建领域龙头..... | 24 |
| 中国建筑：市场化程度最高、估值最低的建筑央企..... | 25 |
| 东易日盛：稳健发展的家装龙头..... | 26 |
| 重点推荐标的盈利预测与估值..... | 26 |
| 风险提示..... | 27 |

图表目录



| | |
|--|----|
| 图表 1: 房地产投资增速超表现较强韧性 (亿元) | 6 |
| 图表 2: 房地产新开工面积增速复苏明显 | 6 |
| 图表 3: 商品房销售额和销售面积增速持续下行 | 6 |
| 图表 4: 房地产土地购置费增速快速回落 | 7 |
| 图表 5: 土地购置费在房地产投资中的占比持续上升 | 7 |
| 图表 6: 商品房销售额和销售面积增速持续下行 | 7 |
| 图表 7: 新开工和房地产建安投资出现显著背离 | 8 |
| 图表 8: 对于 2019 年房地产投资增速的情景分析 | 9 |
| 图表 9: 狭义基建投资增速 19 年以来并不理想 | 9 |
| 图表 10: 广义基建投资增速低位运行 | 9 |
| 图表 11: 城镇基建投资资金来源/基础设施建设投资 | 10 |
| 图表 12: 城镇基建投资资金来源构成 (%) | 10 |
| 图表 13: 2018-2019 年基建投资增速预测 | 11 |
| 图表 14: 2019 年固定资产投资增速预测 (%) | 11 |
| 图表 15: 行业收入增速持续回升 (%) | 12 |
| 图表 16: 新签合同增速见底回升 (%) | 12 |
| 图表 17: 建筑业总产值与基建投资的拟合图 | 13 |
| 图表 18: 建筑业总产值与地产投资的拟合图 | 13 |
| 图表 19: 回归分析显示拟合度较高 | 13 |
| 图表 20: 2019 年行业总产值增速测算 (亿元) | 13 |
| 图表 21: 用回归公式回测历史增速 | 14 |
| 图表 22: CR4 新签合同市场占有率 | 14 |
| 图表 23: 建筑业细分领域增速 | 15 |
| 图表 24: 市盈率对比 (TTM, 整体法) | 15 |
| 图表 25: 市盈率对比 (TTM, 中值) | 15 |
| 图表 26: 1Q19 申万一级行业利润增速排名 | 16 |
| 图表 27: 板块历史 PE 估值 | 16 |
| 图表 28: 各个细分板块历史估值对比 (匹配规则: TTM) | 17 |
| 图表 29: 07 年以来板块有超额收益的时间 | 17 |
| 图表 30: 6 次半年以上超额收益机会的政策驱动力量及表现个股 | 17 |
| 图表 31: 07 年以来板块和指数走势对比 | 18 |
| 图表 32: 板块相对于沪深 300 的超额收益 | 18 |
| 图表 33: 广义基建三大细分领域增速 | 19 |
| 图表 34: 燃气 FAI 增速快速回升 | 19 |
| 图表 35: 电力、热力投资依然负增长, 但降幅收窄 | 19 |
| 图表 36: 道路运输投资增速回落 | 20 |
| 图表 37: 铁路投资快速持续提升 | 20 |
| 图表 38: 水利投资增速转正 | 20 |



| | |
|---|----|
| 图表 39: 基建三大细分领域投资增速当月表现..... | 20 |
| 图表 40: 从历史表现看, 超额收益机会央企表现好于地方国企也民营企业..... | 20 |
| 图表 41: 6 次超额收益机会中建筑央企个股的区间涨跌幅..... | 21 |
| 图表 42: 2010 年之后房建链条的超额收益机会更多来自预期扭转..... | 21 |
| 图表 43: 14-16 年房建产业链超额收益期间表现最好的前 10 只个股..... | 22 |
| 图表 44: 我国 16-59 周岁人口占比..... | 23 |
| 图表 45: 固定资产投资价格指数: 建筑安装工程人工费累计同比..... | 23 |
| 图表 46: 装配式建筑人工成本较传统装修明显节省..... | 24 |
| 图表 47: 重点标的盈利预测与估值..... | 26 |

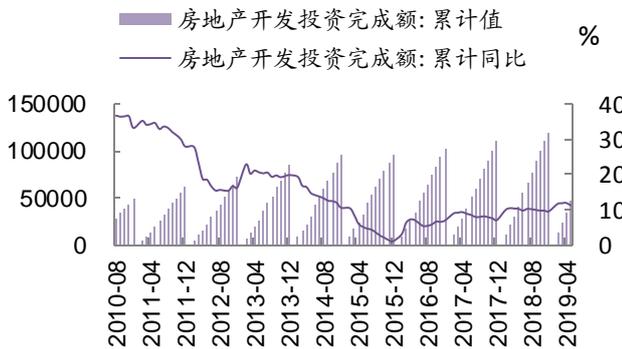


下半年房地产投资展望：房地产投资增速或将下行，但实际需求将好于去年

上半年房地产投资增速高位运行，但 5 月出现快速回落

今年以来，房地产投资表现持续超预期，1-5 月房地产开发投资累计增速 11.2%，超出我们年度策略中的预测。而房地产新开工增速维持较快增长，截止到 5 月份，增速 10.5%，依然位于高位；但从 5 月当月的数据看，房地产投资 5 月当月同比增速 10.7；增速较 4 月回落 1.1 个百分点；新开工来看，5 月当月新开工增速仅 4.0，较 4 月大幅回落 11.4 个百分点；

图表1： 房地产投资增速超表现较强韧性（亿元）



资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

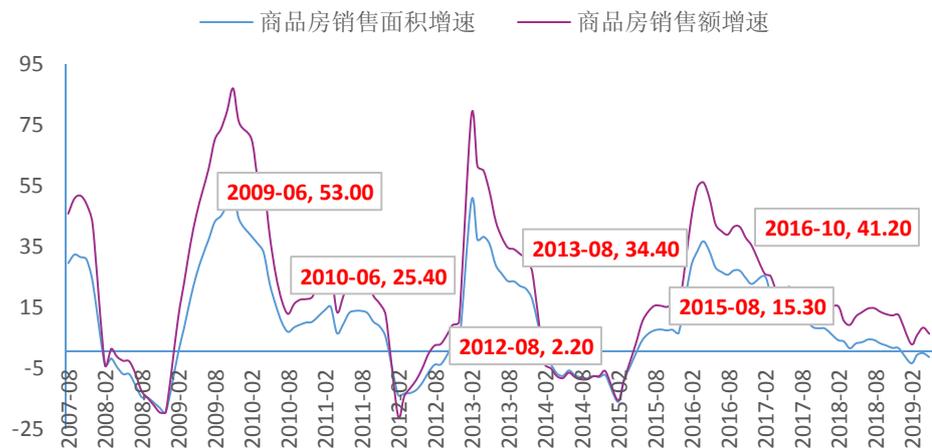
图表2： 房地产新开工面积增速复苏明显



资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

目前市场对 2019 年下半年房地产投资增速有分歧，乐观者认为目前房地产库存位于低位，房地产投资将表现出较强韧性；悲观者认为房地产销售已经下行，新开工显然不可持续，房地产投资下半年面临较大压力；那么实际情况会怎样呢，对于建筑建材行业而言，房地产投资毕竟是需求的两大来源之一，我们的看法是不悲观；

图表3： 商品房销售额和销售面积增速持续下行



资料来源：Wind，联讯证券

作为房地产行业的上游，对于建筑和建材来说，我们更关注的是真实的需求变化，



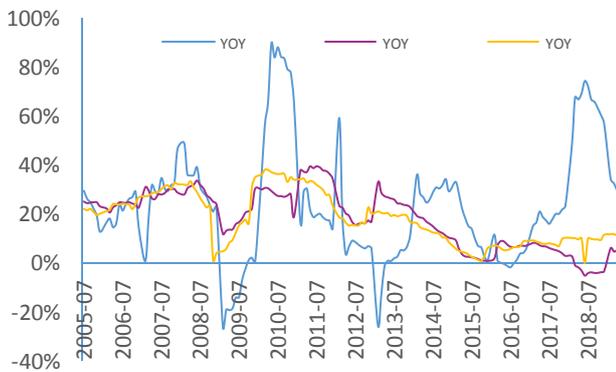
而不是投资增速的数据，由于增速的数据存在结构变化带来的影响，并不一定能反应真实的需求，所以在本报告中，我们从房地产投资的结构入手，重点研究 2019 年下半年房地产行业的真实需求状况。

土地购置费才是房地产投资大幅波动的主要原因

从房地产投资的结构来看，主要由三部分构成，首先是建安工程投资，历史上在房地产投资中的占比一般超过 70%，但近两年来持续下降，目前（19 年 4 月）已经降至 63%，其次是土地购置费，历史上多数时候是在 20%左右徘徊，但近两年快速上升，目前（18 年 10 月）已经升至 30.4%，剩下是其它投资，主要包含工器具购置等。

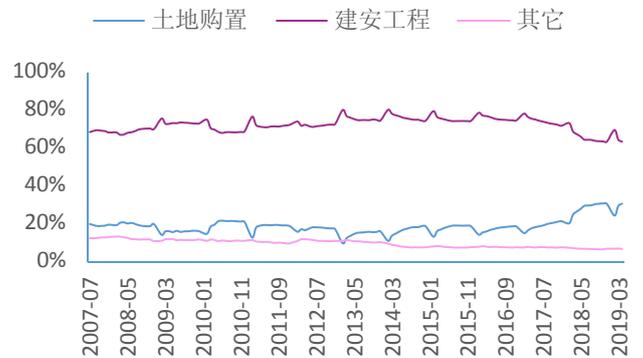
所以，从结构上来看，近几年房地产投资波动的主要原因是土地购置费的大幅波动，相对而言，建安工程投资增速的波动要平缓得多。

图表4： 房地产土地购置费增速快速回落



资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

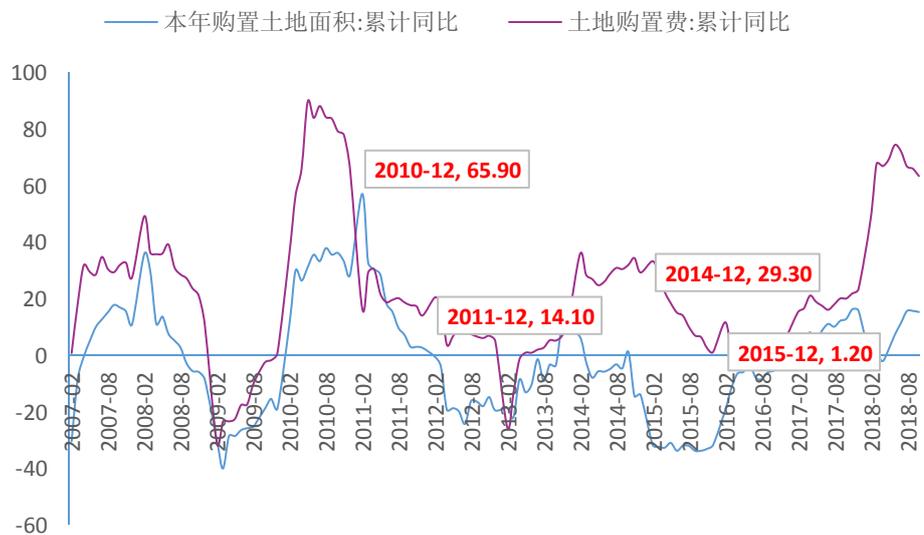
图表5： 土地购置费在房地产投资中的占比持续上升



资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

房地产投资存在 4 年左右的土地库存周期

图表6： 商品房销售额和销售面积增速持续下行



资料来源：Wind，联讯证券



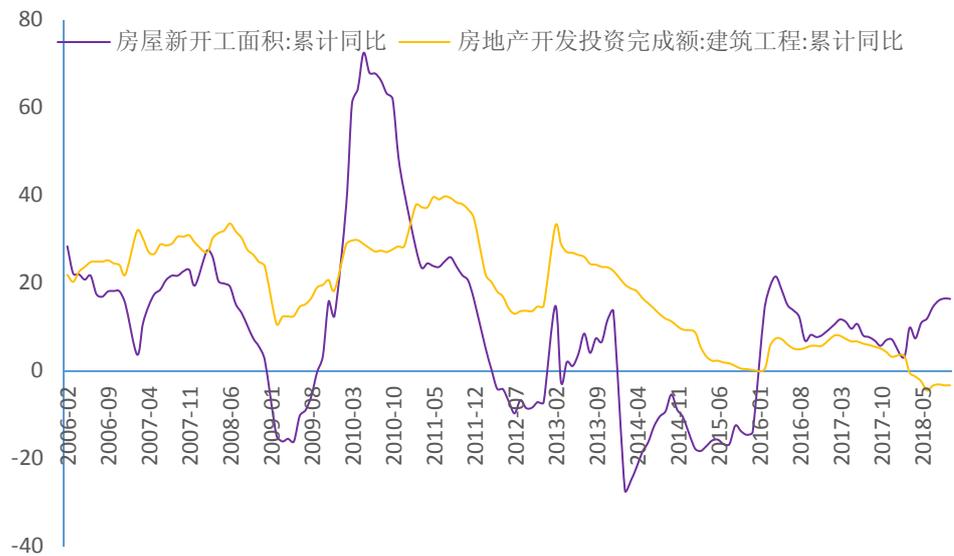
从 2008 年以来，房地产投资呈现出比较明显的 4 年左右的土地购置周期，这个与大部分房地产项目的开发周期相吻合，2009、2013、2017 年行业都出现了明显的土地补库存行为，土地的补库存基本只持续一年，而土地购置费滞后买地行为大约一年，土地购置费在高峰的第二年均会出现大幅回落，因此，明年土地购置费增速显著下滑是大概率事件，从幅度来看，10 年高峰后，11 年回落幅度大约在 50 个百分点，而 14 年土地补库存后，15 年回落幅度大约 29 个百分点，18 年全年土地购置费增速为 57%，截止 19 年 4 月，土地购置费增速为 29.7%，考虑土地成交已经大幅下行，我判断下半年土地购置费增速将继续下行，最终可能回落至 0-10% 之间。

19 年下半年地产投资增速将下行，但主要是受土地购置费的拖累

在分析过房地产投资的结构和土地库存周期后，对于 2019 年下半年房地产投资的增速趋势已经非常清晰，土地购置费增速大幅下降将拖累房地产投资增速继续下行。

对于建筑和建材行业来讲，当期的土地购置费并不产生需求，而是在滞后一年左右形成需求，体现当期需求的指标还是建安工程投资，从 19 年房地产建安工程投资的情况来看，是明显好于 2018 年的，18 年建安工程投资负增长 (-3%)，19 年以来，截止 4 月，建安工程投资增长 5.2%，其中建筑工程投资增长 9.1%，在考虑 18 年下半年以来较高的新开工以及极低的房地产库存水平，我们认为今年地产的建筑工程投资将显著好于去年，预计将维持 5% 以上的增长。

图表 7：新开工和房地产建安投资出现显著背离



资料来源: Wind, 联讯证券

基于以上分析，我们对 2019 年的房地产投资增速做情景分析，情景分析的结果显示 19 年房地产投资增速悲观情况为 3.3%，中性预测 6.8%，乐观情况是 9.1%，19 年下半年房地产投资增速下滑已成定局，4 月 11.9% 的增速大概率为全年高点，但由于房地产客观上有补库存的需求，而新开工到施工终会传导，因此 19 年来自地产的真实需求将好于 18 年。从 2008 年以来，房地产投资呈现出比较明显的 4 年左右的土地购置周期，这个与大部分房地产项目的开发周期相吻合，2009、2013、2017 年行业都出现了明显的土地补库存行为，土地的补库存基本只持续一年，而土地购置费滞后买地行为大约一年，土地购置费在高峰的第二年均会出现大幅回落，因此，明年土地购置费增速显著下滑是大概率事件，从幅度来看，10 年高峰后，11 年回落幅度大约在 50 个百分点，而 14



年土地补库存后, 15 年回落幅度大约 29 个百分点, 18 年全年土地购置费增速为 57%, 截止 19 年 4 月, 土地购置费增速为 29.7%, 考虑土地成交已经大幅下行, 我判断下半年土地购置费增速将继续下行, 最终可能回落至 0-10% 之间。

图表8: 对于 2019 年房地产投资增速的情景分析

| 构成 | 占比% | 增速% | | |
|---------------------|-----|------|------|------|
| | | 乐观 | 中性 | 悲观 |
| 房地产建安工程投资 | 63 | 10 | 8 | 5 |
| 土地购置费 | 30 | 8 | 5 | 0 |
| 其它 | 7 | 6 | 4 | 2 |
| 2019 年房地产投资预期增速 (%) | | 9.12 | 6.82 | 3.29 |

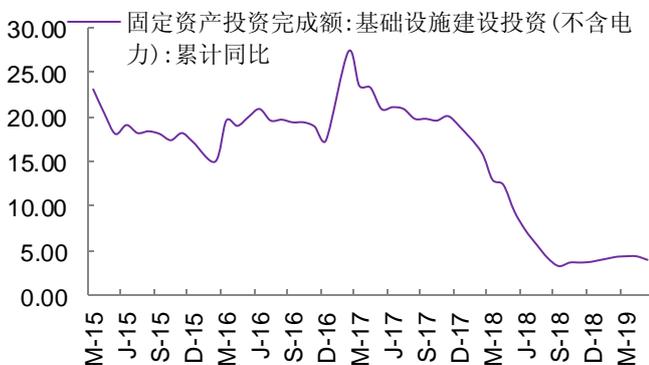
资料来源: 联讯证券

2019 年基建投资展望: 不悲观、不乐观

19 年上半年基建投资增速不及预期

2018 年在降杠杆和 PPP 清理整顿的背景下, 基建投资增速快速下行, 基建投资增速下行拖累整个固定资产投资增速表现不佳, 18 年 7 月份后, 政策开始出现转向, 但由于政策落地需要时间, 基建最终在 10 月开始出现企稳迹象, 基建投资开始逐月反弹, 但是反弹在 19 年 4 月似乎告一段落, 5 月狭义基建投资增速继续回落至 4%。

图表9: 狭义基建投资增速 19 年以来并不理想



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

图表10: 广义基建投资增速低位运行



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

众所周知, 去年以来基建投资主要受资金端的约束, 尤其是资管新规之后, 作为基建投资资金重要来源的非标受影响巨大, 持续抽血造成投资资金匮乏, 在建项目停工缓建, 新建项目难以启动。

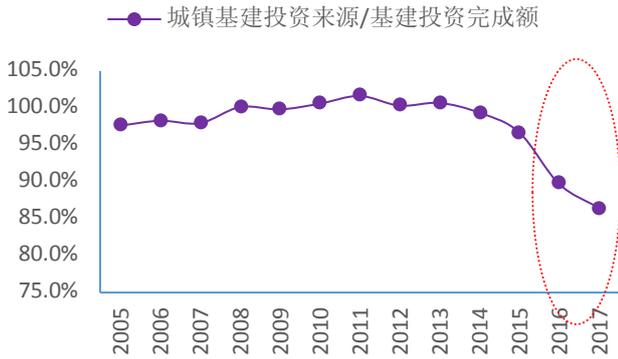
由于表外融资的收缩将长期化, 而对地方政府官员任期内债务进行终身追责, 多方因素下, 基建投资增速将持续受基建投资资金来源约束。

基建投资资金来源拆解

按照统计局的口径, 固定资产投资的来源可分为五大类, 分别是国家预算资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金。

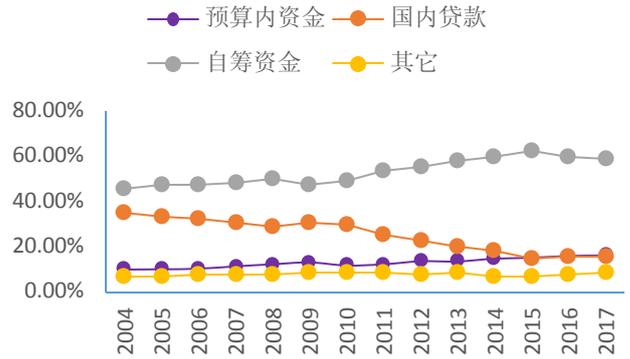


图表11: 城镇基建投资资金来源/基础设施建设投资



资料来源: Wind, 联讯证券研究院整理

图表12: 城镇基建投资资金来源构成 (%)



资料来源: Wind, 联讯证券研究院整理

统计局每年按行业公布城镇固定资产投资资金来源, 我们用电力热力和水、交运仓储邮政、水利环境和公用设施三个行业资金来源之和作为城镇基础设施建设的资金来源, 从历史上来看, 三个行业资金来源之和在基础设施建设中的占比一直保持在 90%以上, 近两年出现快速下降, 我们判断主要因为农村基建近两年投资加大, 增速较高占比持续提升, 我们假设城镇基建投资资金来源的占比与全国基建投资各项资金来源占比基本一致, 则可通过城镇基建投资资金来源拆分计算全国的情况。

从 2017 年的资金来源状况看, 预算内投资占比提升至 16.1%, 而自筹资金占比下降至 58.6%, 其它资金占比提升至 8.1%。

我们对自筹资金里面的分项资金来源做了估算, 主要包括政府性基金支出、城投债、PPP 以及非标等, 目前没有自筹资金来源的权威统计, 我们大致做一个拆解和估算 2017 年政府性基金收入约 6.1 万亿, 普遍认为大约 40%投入到基建, 则贡献约 2.5 万亿, 占基建投资资金来源约 16%;

PPP 截止 2017 年落地项目累计投资额约 4.6 万亿, 当年新增落地项目 2.6 万亿, 我们按照 2.5 年建设周期计算, 则当年落地项目实际完成投资=当年落地项目总投资*0.5*0.4, 存量项目完成投资=存量项目总投资*0.4, 则 PPP 贡献约 1.4 万亿, 占基建投资资金来源约 9%;

2017 年新增城投债约 0.47 万亿, 占基建投资资金来源约 3%;

非标部分, 我们简化按照社融投资中委托贷款和信托贷款增加额测算, 根据草根调研信息, 非标资金大约 60%流向基建, 则 2017 年贡献约 1.8 万亿, 占基建投资资金 12%;

基于 2017 年的资金来源构成, 以及 2018 年已经披露的数据, 我们可以相对靠谱的对 2019 年全年基建投资增速做一个预测。

预计 2019 年广义基建增速约为 5.6%

实际上, 2018 年的基建投资资金来源增量将主要来自预算内投资、贷款和自筹资金中的政府性基金和其他资金, 受资管新规影响, 自筹资金中非标融资为负值。

而预算内投资和国内贷款能提供的增量有限, 即使二者仍保持两位数的增长, 也难以在自筹资金大幅下降的基础上实现基建投资的大幅增长, 所以 2018 年我们看到基建投资增速持续下行。



图表13: 2019年基建投资增速预测

| | | 资金来源占比 | 金额 (万亿) | | 2018 | 2019E | 2019E | | 乐观 | 金额 | |
|--------------|-------|--------|---------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| | | | 2017 | 2018 | | | 悲观 | 中性 | | | |
| | | 占比 | 金额 | 增速 | 金额 | 增速 | 金额 | 增速 | 金额 | 增速 | |
| 基建完成投资 | | | 17.30 | 1.9% | 17.63 | 2.1% | 18.01 | 5.6% | 18.6 | 8.5% | 19.13 |
| 城镇基建投资 | | | | | | | | | | | |
| 资金来源/基建投资完成额 | | 86% | 14.95 | 0.3% | 15.00 | 3.2% | 15.49 | 6.7% | 16.0 | 9.7% | 16.46 |
| 预算内资金 | | 16% | 2.40 | 10.5% | 2.65 | 4.7% | 2.78 | 6.5% | 2.82 | 7.4% | 2.85 |
| 国内贷款 | | 16% | 2.34 | 19.5% | 2.80 | 8.0% | 3.02 | 10.0% | 3.08 | 12.0% | 3.13 |
| 其它 | | 8% | 1.45 | 18.0% | 1.71 | 4.0% | 1.78 | 5.0% | 1.80 | 6.0% | 1.81 |
| 自筹资金 | | 59% | 8.76 | | 7.84 | 0.9% | 7.91 | 5.9% | 8.31 | 10.5% | 8.66 |
| 其中 | | | | | | | | | | | |
| 1 | 政府性基金 | 16% | 2.46 | 30.9% | 3.22 | 2.0% | 3.28 | 4.0% | 3.35 | 6.0% | 3.41 |
| 2 | PPP | 9% | 1.40 | | 1.58 | 6.8% | 1.69 | 17.1% | 1.86 | 25.5% | 1.99 |
| 3 | 城投债 | 3% | 0.47 | | 0.26 | | 0.30 | | 0.30 | | 0.30 |
| 4 | 非标 | 12% | 1.82 | | -1.39 | | -0.48 | | -0.43 | | -0.36 |
| | 委托贷款 | | 0.47 | | -0.42 | | 0.12 | | 0.15 | | 0.18 |
| | 信托贷款 | | 1.36 | | -0.97 | | -0.60 | | -0.58 | | -0.54 |
| 5 | 专项债 | 1% | 0.08 | 68.8% | 0.14 | 59.3% | 0.22 | 30.0% | 0.28 | 15.4% | 0.32 |
| 6 | 其它 | 18% | 2.53 | 59.3% | 4.03 | -28.0% | 2.90 | -26.8% | 2.95 | -25.5% | 3.00 |

资料来源: 联讯证券

那么对于 2019 年的基建投资增速该如何判断? 我们认为对地方政府的债务约束及融资手段如果没有进一步放松, 则从现有的资金来源的分析框架来看, 2019 年基建投资增速虽不乐观, 但也不会太悲观, 主要原因在于:

不悲观是因为非标的抽血效应已经在 2018 年充分体现, 考虑目前社融中, 非标融资虽然继续为负, 但是委托贷款已经转正, 信托贷款每个月收缩大约 800 亿, 全年整体来看, 非标整体收缩 4000 亿左右, 较 2018 年 1.4 万亿的收缩显著好转;

不乐观则是因为, 自筹资金中的其它项, 2018 年是大幅增长的, 但是这种增长不具备持续性, 我们预计会在 19 年回落至正常水平, 而资金来源的其他方面增量有限, 难以支持基建投资增速继续走高;

在我们的中性预期下, 2019 传统口径基建投资增速大约在 5.6%左右, 新口径则落在 8%左右, 如果后续有更多鼓励政策出台, 则不排除基建投资增速能更进一步。无论如何, 19 年基建投资增速高于 18 年是大概率事件, 因此从需求端的角度来看, 是好于 18 年的。

2019年固定资产投资增速展望: 中性情景下大约在4.8%

我们对 2019 年固定资产投资的整体增速进行了情景分析, 在中性预测下, 我们假设全年房地产投资增速大约在 6.8%, 基建投资增速大约在 5.6%, 制造业投资增速 4%, 则由此测算的 2019 年固定资产投资增速大约为 4.8%。

图表14: 2019年固定资产投资增速预测 (%)



| | 房地产开发 | 基建 | 制造业 | 其它 | FAI 增速 2019E |
|------------|-------|------|------|------|--------------|
| 悲观 | 3.29 | 2.1 | 2 | 2 | |
| 中性 | 6.82 | 5.6 | 4 | 3 | |
| 乐观 | 9.12 | 8.5 | 6 | 4 | |
| 权重 | 21.2 | 26.3 | 31.9 | 20.6 | |
| 对 FAI 增速贡献 | | | | | |
| 悲观 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.4 | 2.3 |
| 中性 | 1.4 | 1.5 | 1.3 | 0.6 | 4.8 |
| 乐观 | 1.9 | 2.2 | 1.9 | 0.8 | 6.9 |

资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

预计 2019 年行业产值增速大约为 6.7%

Q1 行业产值增速回升, 新签合同增速趋稳

截至 2019 年 1 季度, 建筑业总产值增速为 10.5%, 较 2018 年全年 9.9% 的增速有所回升, 行业增速回升符合预期, 毕竟 Q1 融资环境改善, 基建投资和地产投资均出现一定程度的回升。

建筑业新签合同额增速在 17 年持续回升后, 在 18 年逐季回落。19 年 1 季度增速为 6.6%, 行业产值增速回升, 但新订单增速继续回落, 说明目前在建项目推进较好, 但新项目启动不是很理想。

图 15: 行业收入增速持续回升 (%)



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

图 16: 新签合同增速见底回升 (%)



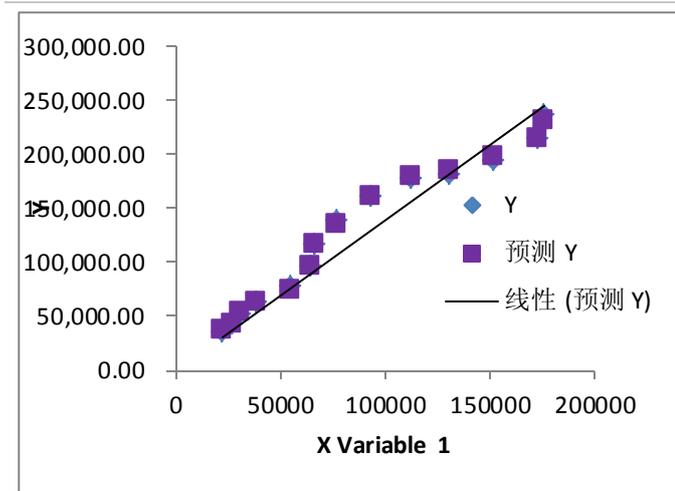
资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

中性情景下预计全年行业总产值增速为 6.7% 较 18 年有所回落

过往我们用固定资产投资额和建筑业总产值之间的线性关系来对行业增速做预测, 尽管解释度很高, 但在一阶导数后偏离度较大, 我们判断主要因为整个固定资产投资增速对行业拉动作用持续下行, 考虑行业需求主要来自于房地产和基建投资, 我们在对行业总产值的增速预测做了调整, 以房地产投资和基建投资作为因变量, 以行业产值作为自变量进行多元回归。

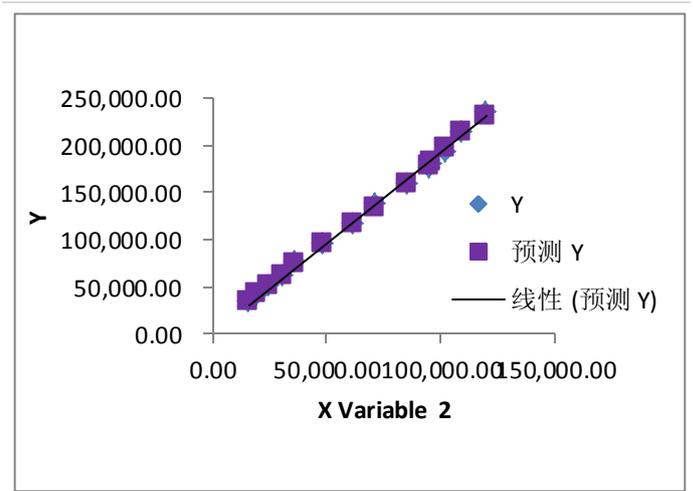


图表17: 建筑业总产值与基建投资的拟合图



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

图表18: 建筑业总产值与地产投资的拟合图



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

图表19: 回归分析显示拟合度较高

| 回归统计 | |
|-------------------|----------|
| 名称 | 值 |
| Multiple R | 0.999433 |
| R Square | 0.998867 |
| Adjusted R Square | 0.998661 |
| 标准误差 | 2478.016 |
| 观测值 | 14 |

资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

从回归分析的结果来看, 我们可以得出计算公式: 当年建筑业总产值 = 5905.248 + 0.2078 * 当年基建投资完成额 + 1.6244 * 当年房地产投资完成额

根据回归得出的模型, 我们根据前文对房地产投资和基建投资的分析, 可以计算出悲观情况下, 行业总产值大约为 24.51 万亿, 对应的增速为 4.3%, 而中性情景下, 对应的行业产值增速约为 6.7%, 乐观下, 行业增速可能回升到 9.6%。

从回归结果来看, 2019 年行业产值增速可能小幅回落, 但从实际前 5 个月的情况, 以及我们对 2019 年需求端的判断, 实际上 2019 年行业产值增速极大概率是小幅回升。

图表20: 2019 年行业总产值增速测算 (亿元)

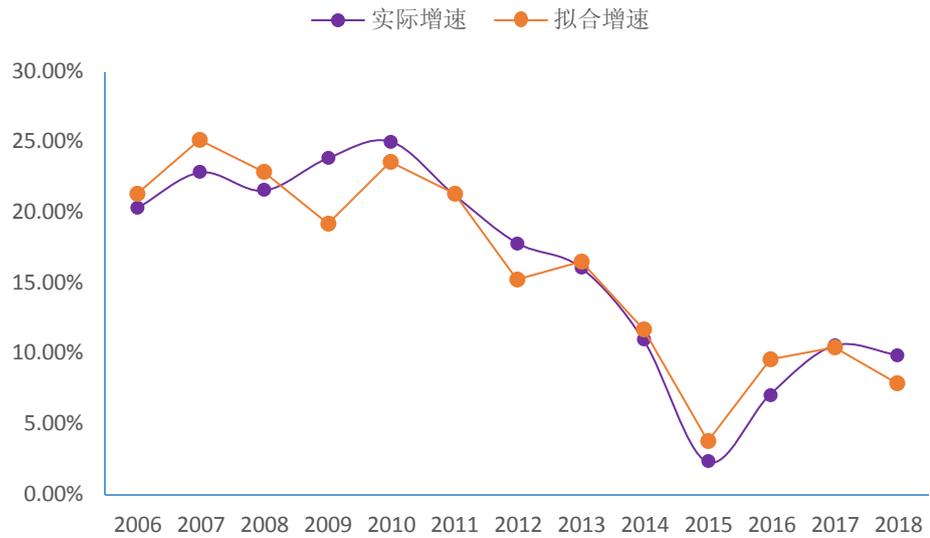
| | | 基建投资 | 房地产投资 | 建筑业总产值 | 建筑业总产值增速 |
|-------|----|-----------|-----------|-----------|----------|
| | 悲观 | 180012.51 | 124220.18 | 245100.84 | 4.26% |
| 2019E | 中性 | 186183.36 | 126998.27 | 250895.98 | 6.73% |
| | 乐观 | 191296.35 | 130485.91 | 257623.95 | 9.59% |

资料来源: wind, 联讯证券

从历史数据回测来看, 拟合度较高, 虽然有一定的偏差, 但方向和拐点基本没有太大问题。



图表21： 用回归公式回测历史增速

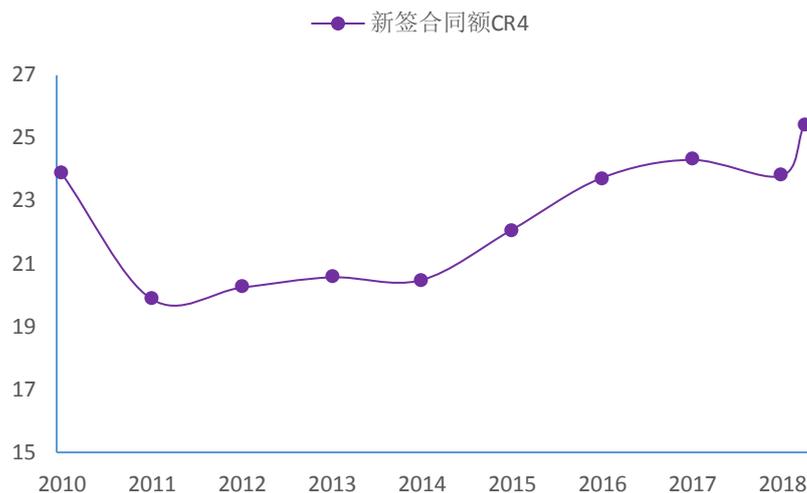


资料来源：Wind，联讯证券

行业集中度有提升趋势，未来龙头公司市占率将明显提升

我们用前4名企业新签合同金额的市场占有率作为观察指标，从2014年开始，新签合同额的CR4开始出现明显上行，意味着14年后，行业趋于集中，在今年Q1，这一趋势更加明显。为什么变化出现在2014年以后，我们认为可能与基建端15年开始PPP的流行以及对施工方融资能力的要求提升有关，而地产端则是因为房地产行业集中度开始出现明显提升。

图表22： CR4 新签合同市场占有率



资料来源：Wind，联讯证券

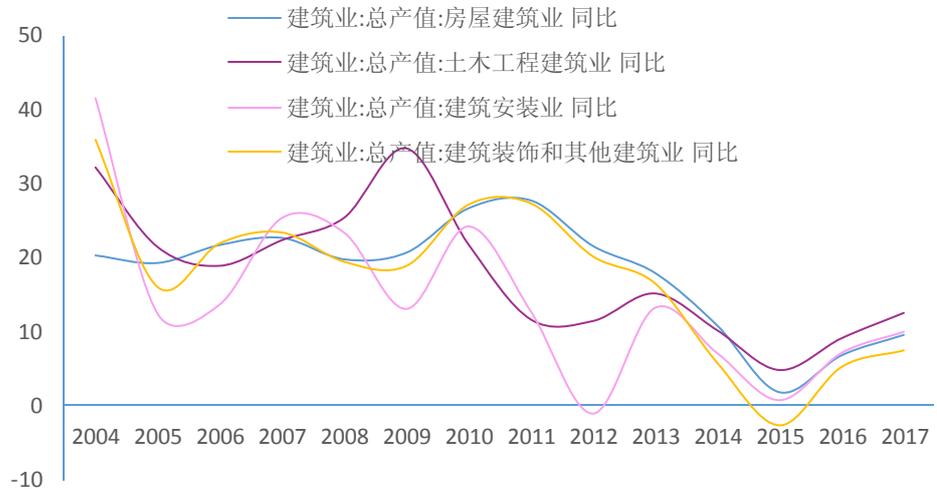
对2019年细分行业的增速判断：房建>装饰>基建

从行业的发展成熟度来看，整个建筑工程行业2010年增速见顶之后各个新领域增速均出现了下降，整体上，行业高增速期已经过去，始于2015年的本轮反弹高点也基



本在 18 年一季度探明，综合前面对房地产投资和基建投资的判断，2019 年三大细分领域的增速，我们认为房建>装饰>基建。

图表23: 建筑业细分领域增速



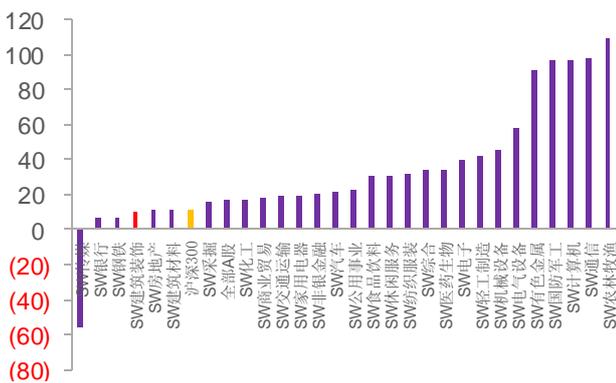
资料来源: Wind, 联讯证券

板块估值水平处于历史低位，超额收益主要来源于政策驱动

横向比较看，板块估值水平低于 A 股平均水平和沪深 300

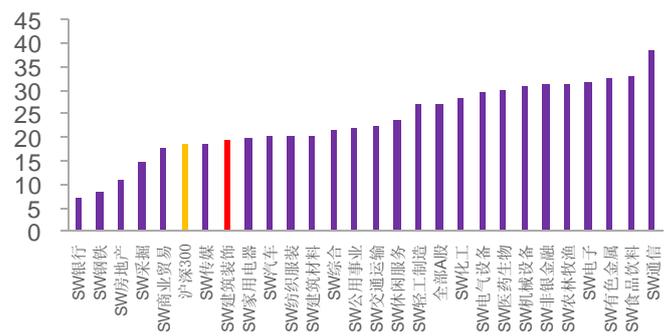
从横向比较看，目前（6 月 12 日收盘价）全部 A 股按照整体法计算的 TTM 市盈率大约为 27x，沪深 300 约为 11.9x，建筑装饰行业 10.7x 的估值水平低于全部 A 股和沪深 300 的水平。

图表24: 市盈率对比 (TTM, 整体法)



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

图表25: 市盈率对比 (TTM, 中值)

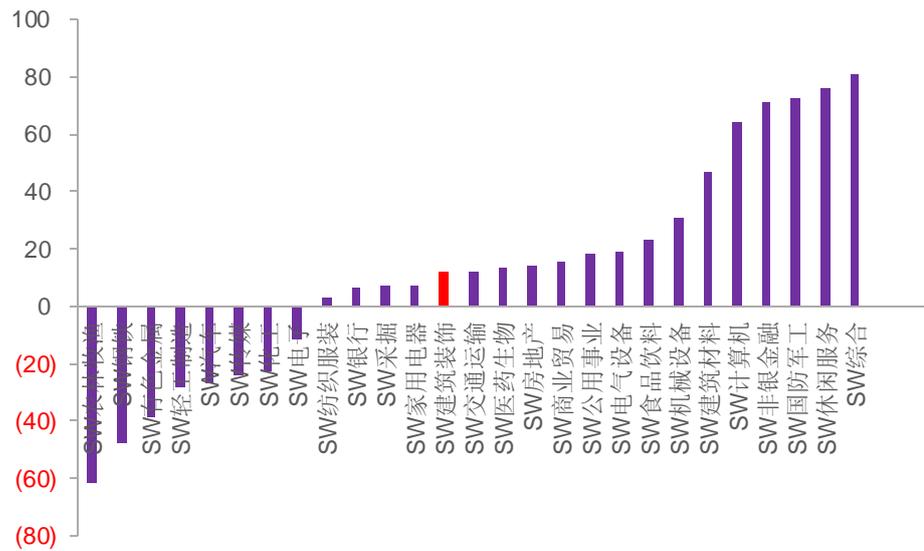


资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

从行业净利润的增速看，2019 年 1 季度板块净利润增速约为 11.8%，高于全部 A 股的 9.4%，和沪深 300 指数的 10.8%。



图表26: 1Q19 申万一级行业利润增速排名

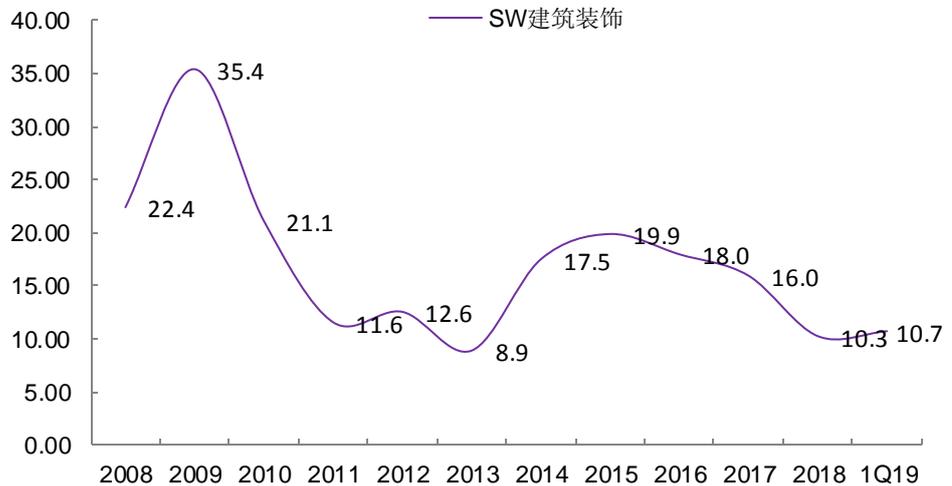


资料来源: Wind, 联讯证券

纵向来看, 板块目前估值与历史底部已经非常接近

纵向来看, 板块估值水平较历史底部已经非常接近, 2013 年板块估值最低时 PE 约为 8.9x, 目前 10.7x 的估值水平已经非常接近历史底部。

图表27: 板块历史 PE 估值



资料来源: Wind、联讯证券

从细分行业来看, 设计、基建、钢结构等处于历史估值底部

今年以来, 由于大盘较去年底有一定涨幅, 板块整体估值水平略有上升, 考虑部分细分领域景气度较高, Q1 净利润有所增长, 因此估值上行不明显, 其中设计行业比较突出, 估值较 18 年底还有所下降, 基建、专业工程、钢结构也基本位于历史估值底部。



图表28: 各个细分板块历史估值对比(匹配规则: TTM)

| 时间 | 建筑设计 | 园林 | 装饰 | 专业工程 | 基建 | 房建 | 钢结构 | 国际工程 |
|------------|-------|---------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 2008/12/31 | 30.24 | 60.24 | 20.42 | 18.35 | 41.12 | 30.73 | 19.92 | 18.71 |
| 2009/12/31 | 56.82 | -320.10 | 38.85 | 24.99 | 20.23 | 25.82 | 30.76 | 27.49 |
| 2010/12/31 | 63.06 | 114.50 | 65.10 | 18.65 | 17.49 | 12.26 | 33.70 | 27.89 |
| 2011/12/31 | 54.46 | 42.13 | 26.58 | 13.43 | 9.32 | 6.97 | 21.72 | 15.5 |
| 2012/12/31 | 36.48 | 36.99 | 29.59 | -76.68 | 9.13 | 7.87 | 40.66 | 26.93 |
| 2013/12/31 | 49.90 | 37.40 | 19.92 | 14.46 | 6.94 | 4.96 | 29.60 | 48.11 |
| 2014/12/31 | 37.77 | 36.77 | 19.30 | 22.43 | 18.25 | 10.23 | 38.34 | 36.12 |
| 2015/12/31 | 49.39 | 77.87 | 38.06 | 21.79 | 17.83 | 8.50 | 81.30 | 22.17 |
| 2016/12/31 | 39.67 | 45.27 | 37.03 | 25.06 | 13.51 | 9.93 | 65.41 | 21.65 |
| 2017/12/31 | 29.57 | 47.93 | 25.36 | 23.18 | 10.70 | 9.05 | 30.34 | 17.50 |
| 2018/12/31 | 17.08 | 32.06 | 18.07 | 13.45 | 8.31 | 7.23 | 15.47 | 19.45 |
| 2019/06/12 | 16.86 | 79.31 | 19.67 | 14.23 | 8.12 | 7.54 | 16.55 | 26.07 |

资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

行业超额收益主要来自估值的提升

从板块历史表现来看,超额收益主要还是来自于政策驱动,我们统计了2007年至今48个季度中板块相对于沪深300指数的表现,其中22个季度板块相对于沪深300有相对收益,在48个季度中占比约为45.8%,其中连续两个季度跑赢指数的时间有6次,包括4Q07-4Q08,3Q10-4Q10,2Q12-4Q12,3Q14-2Q15,3Q16-4Q17,以及3Q18-4Q18,从6次超额收益的机会来看,均是政策面,尤其是积极的基建政策带来机会。

图表29: 07年以来板块有超额收益的时间

| 时间 | 超额收益 | 时间 | 超额收益 |
|--------|--------|--------|--------|
| Dec-18 | 2.59% | Sep-12 | 0.90% |
| Sep-18 | 0.95% | Jun-12 | 6.14% |
| Mar-17 | 2.19% | Dec-10 | 9.33% |
| Dec-16 | 12.68% | Sep-10 | 8.36% |
| Sep-16 | 5.99% | Mar-10 | 5.36% |
| Jun-15 | 0.48% | Dec-08 | 20.18% |
| Mar-15 | 14.11% | Sep-08 | 8.31% |
| Dec-14 | 17.34% | Jun-08 | 6.91% |
| Sep-14 | 10.53% | Mar-08 | 2.93% |
| Dec-13 | 1.79% | Dec-07 | 7.51% |
| Dec-12 | 5.18% | Mar-07 | 18.83% |

资料来源: wind, 联讯证券

图表30: 6次半年以上超额收益机会的政策驱动力量及表现个股

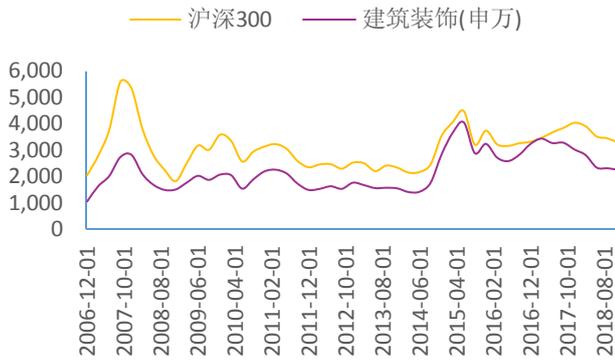
| | 政策 | 期间表现最好个股 |
|-----------|--------------|---------------|
| 4Q07-4Q08 | 金融海啸、四万亿 | 铁建 |
| 3Q10-4Q10 | 水利大发展 | 葛洲坝、粤水电、安徽水利 |
| 2Q12-4Q12 | 稳增长、上调铁路投资计划 | 两铁 |
| 3Q14-2Q15 | 一带一路, 国改 | 中国交建、两铁、中国电建等 |
| 3Q16-1Q17 | PPP, 一带一路 | 葛洲坝、中国交建、中国建筑 |



| | 政策 | 期间表现最好个股 |
|-----------|--------|------------|
| 3Q18-4Q18 | 稳增长补短板 | 中国铁建、中国交建等 |

资料来源：联讯证券

图表31： 07年以来板块和指数走势对比



资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

图表32： 板块相对于沪深 300 的超额收益



资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

投资建议：下半年基建有提估值机会，地产链建议关注

2010年以后，随着房地产投资增速的见顶，行业告别高增长阶段，此后超额收益的机会主要来自于政策利好对估值的提升，而政策的着眼点往往是基建链，因此基建表现出更多更好超额收益机会，而房建链相对消沉。

今年以来，板块表现较差，主要还是市值占比较大的基建链表现较差，一方面去年下半年政策转向后，板块在去年下半年有相对收益，相当于提前于其他板块上涨，另一方面，年初政策面有一定的微调，强调“新基建”对传统基建预期形成负面影响。

展望下半年，我们认为 1-5 月较差的经济数据和基建投资数据将对引发政策面的再一次变化，考虑下半年房地产投资将迎来趋势性下行，而制造业投资在房地产下行和贸易摩擦的背景下，也难有起色，为保持经济活动的稳定性，加大对基建的支持力度可能将成为必要选择，基建链作为估值驱动的板块，可能有超额收益机会。

从地产链来看，尽管我们认为今年来自地产端的真实需求不差，但数据端的持续下行将对二级市场表现构成压力；从中长期来看，我们认为建筑工业化是行业未来的发展趋势，建筑工业化将主要涉及钢结构和内装工业化。

基建下半年或迎来政策利好

近期国务院出台专项债可用于补充资本金的政策，已经显示出政策在加大对基建的支持力度，我们认为后续政策将有一定的持续进行；

从广义基建的三大方向来看，电力、热力、燃气和水投资今年反弹幅度较大，交运仓储和邮政业增速在三大领域中最高。



图表33: 广义基建三大细分领域增速

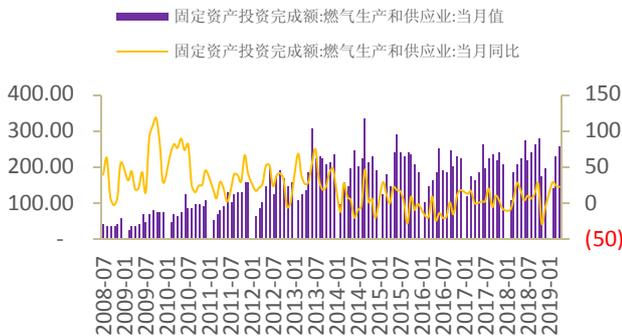


资料来源: Wind, 联讯证券

未来景气度较高的细分领域将主要集中在补短板及有现金流的领域

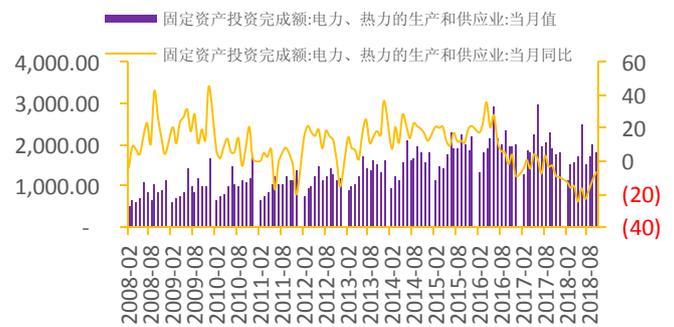
从政策的导向看,未来基建投资的主要方向是薄弱地区的铁路、公路及电力和燃气等,而从目前项目的启动来看,政策鼓励的方向是未来有现金流的项目,从这个角度考虑,铁路、高速公路、电力和燃气等将是未来的重点领域,另外,生态环保作为本届政府的重点关注领域,也将保持较快增长。

图表34: 燃气 FAI 增速快速回升



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

图表35: 电力、热力投资依然负增长,但降幅收窄

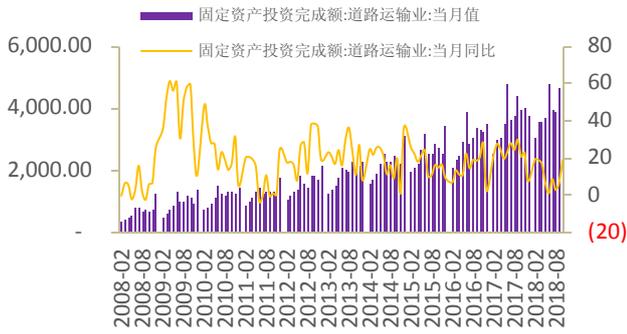


资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

从数据来看,也基本验证我们之前的判断,电力热力和水的生产中,投资增速较快的燃气,前4月增长22.8%,交运方面是铁路,前5月累计投资增长15.1%,水利和生态环境领域是生态环境建设投资,前5月增长41.5%;5月当月增速高达50%;

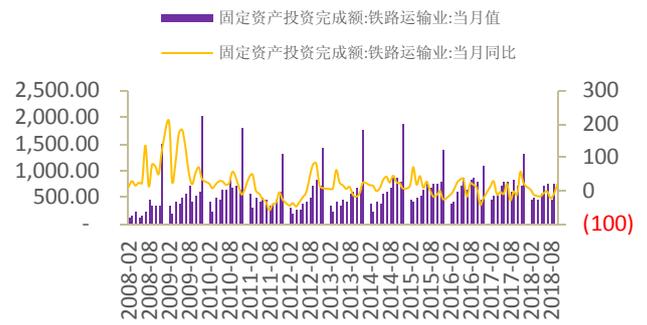


图表36: 道路运输投资增速回落



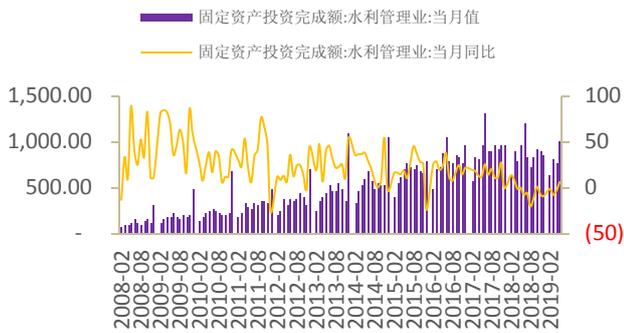
资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

图表37: 铁路投资快速持续提升



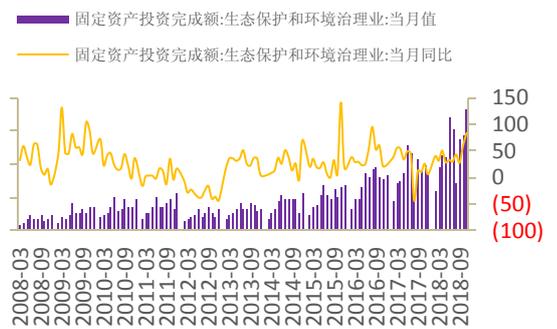
资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

图表38: 水利投资增速转正



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

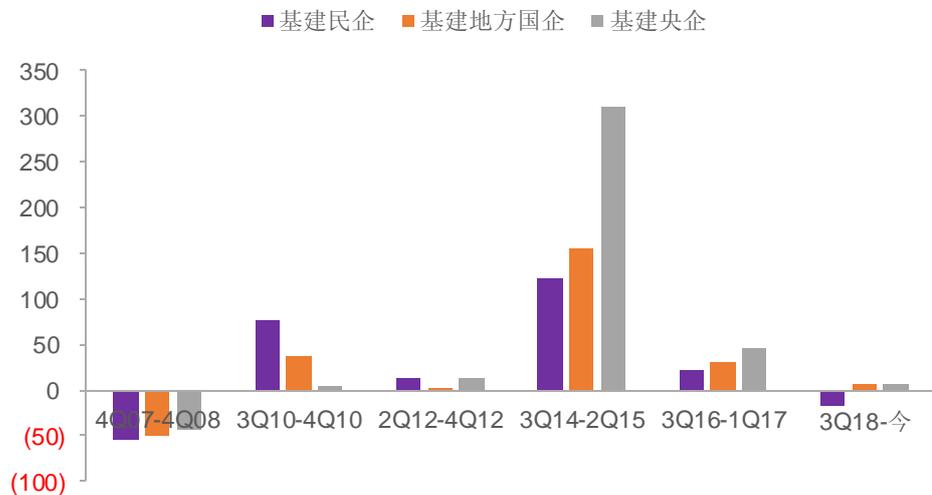
图表39: 基建三大细分领域投资增速当月表现



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

从历史上来看, 板块超额收益时间段内, 基建央企表现最好

图表40: 从历史表现看, 超额收益机会中央企表现好于地方国企也民营企业



资料来源: Wind, 联讯证券



我们前文对 07 年以来板块超额收益的 6 次机会做了统计，在这里，我们将基建企业分成三大类：分别是基建央企（8 家），基建地方国企（12 家），基建民企（33 家），从三类企业的历史表现来看，在 6 次超额收益机会中，央企的表现明显好于民营企业，除 2010 年外，5 次超额收益机会中表现最好的均是央企，包括 2018 年三季度以来的表现，因此，央企依然是基建产业链的首选。

从个股的表现来看，6 次超额收益中，区间涨跌幅最大的个股每次都有区别，但总体上，次数最多的是中国铁建，6 次中有 3 次涨幅最大，其次是葛洲坝，有 2 次，中国中铁有 1 次

图表41： 6 次超额收益机会中建筑央企个股的区间涨跌幅

| | 4Q07-4Q08 | 3Q10-4Q10 | 2Q12-4Q12 | 3Q14-2Q15 | 3Q16-1Q17 | 3Q18-4Q18 |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 中国铁建 | -13.75 | -3.77 | 51.39 | 251.10 | 34.61 | 33.81 |
| 中国交建 | | | -1.12 | 396.83 | 71.13 | 6.10 |
| 中国中铁 | -33.00 | 5.81 | 26.51 | 445.62 | 31.70 | -2.58 |
| 中国中冶 | | -2.49 | -11.37 | 337.82 | 40.11 | -3.67 |
| 中国建筑 | | -2.56 | 30.98 | 199.96 | 72.74 | 8.79 |
| 中国电建 | | | -6.61 | 330.89 | 38.79 | -9.89 |
| 葛洲坝 | -42.53 | 68.31 | -22.23 | 218.75 | 103.78 | -5.13 |
| 中国核建 | | | | | -18.07 | -5.98 |
| 平均 | -29.76 | 21.76 | 25.09 | 311.56 | 46.85 | 2.68 |

资料来源：wind，联讯证券

基建链条的成长性机会关注设计

设计行业虽然比较成熟，但国内设计公司过去受体制原因，大部分是区域型企业，大型综合型、跨区域设计企业较少，在 16 年开始大量上市后，有望借助资本市场力量实现区域和细分领域的扩张，并有望通过 EPC 模式实现规模的快速做大，因此，将表现出较好的成长性。

基于以上分析，基建产业链价值型我们重点推荐估值低综合实力强的中国铁建、中国中铁、中国交建，成长型我们重点推荐苏交科、中设集团。

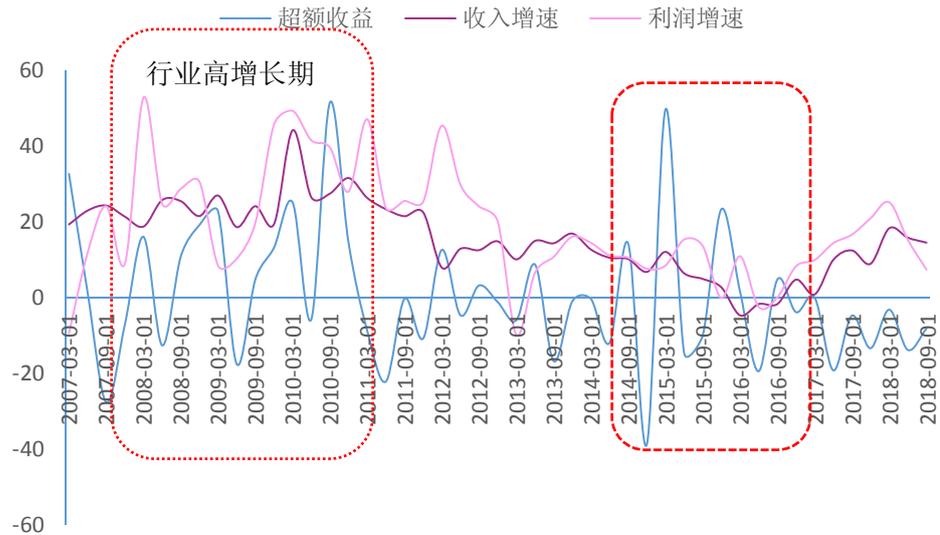
地产链——或有阶段性机会，长期看好建筑工业化

地产链景气高点已过

房建产业链一共 46 家上市公司，数量仅次于基建产业链，我们将板块内 46 家公司剔除中国建筑后作为一个整体，观察其历史股价表现，我们发现房建链条表现与基建链条迥然不同，2010 年后，板块连续两个季度获得超额收益的机会仅有一次，2015 年 Q4-2016Q1。

纵观 2007 年以来，房建产业链超额收益密集的时期，基本集中在两个阶段，一是 2010 年以前，行业处于高速增长期，板块收入利润高增长，体现出较好的成长性，表现超越沪深 300；2010 年为分水岭，行业增速见顶之后，超额收益的机会更多集中在 14-16 年期间，伴随的是房地产调控政策放松已经业绩预期反转期间。

图表42： 2010 年之后房建链条的超额收益机会更多来自预期扭转



资料来源: wind, 联讯证券

装饰和钢结构是地产链上可能有机会的细分领域

从表现最好的个股分布来看, 在超额收益期间表现最好的 10 只个股基本集中在装饰、钢结构、建筑智能化几个领域, 其中金螳螂、弘高创意三次上榜, 东易日盛、广田集团、洪涛股份、龙元建设、全筑股份均两次上榜。

图表43: 14-16 年房建产业链超额收益期间表现最好的前 10 只个股

| | 3Q14 | | 1Q15 | | 4Q15 | 1Q16 | |
|------|-------|------|--------|------|--------|------|---------|
| 精工钢构 | 44.41 | 富煌钢构 | 152.79 | 方大集团 | 111.47 | 东易日盛 | 9.38 |
| 宏润建设 | 39.95 | 延华智能 | 151.75 | 东易日盛 | 97.78 | 宝鹰股份 | 1.42 |
| 广田集团 | 38.85 | 金螳螂 | 109.35 | 神州长城 | 96.80 | 神州长城 | 0.85 |
| 弘高创意 | 37.43 | 全筑股份 | 94.99 | 弘高创意 | 72.77 | 方大集团 | (2.16) |
| 金螳螂 | 36.79 | 洪涛股份 | 86.08 | 广田集团 | 68.30 | 弘高创意 | (2.48) |
| 龙元建设 | 29.81 | 龙元建设 | 84.16 | 瑞和股份 | 67.75 | 杭萧钢构 | (3.09) |
| 东南网架 | 29.38 | 中衡设计 | 80.75 | 全筑股份 | 63.43 | 江河集团 | (5.87) |
| 中化岩土 | 28.01 | 普邦股份 | 79.31 | 延华智能 | 53.47 | 金螳螂 | (8.57) |
| 洪涛股份 | 27.32 | 宝鹰股份 | 75.51 | 江河集团 | 51.56 | 柯利达 | (9.74) |
| 亚厦股份 | 25.31 | 精工钢构 | 67.33 | 东南网架 | 50.62 | 奇信股份 | (11.40) |

资料来源: wind, 联讯证券

实际上, 房建产业链中, 按照建筑结构构成大致分为: 建筑、机电、智能系统、装饰、园林几个部分, 每个部分又包含 (设计、采购 (生产)、施工、养护几个环节) 在建筑的施工领域, 又有现浇和装配式之分, 目前国内以现浇为主, 代表性企业包括 (中国建筑、上海建工);

钢结构目前主要用于大跨度建筑, 以公共建筑为主, 体量较小且模式较重, 受钢材价格影响大, 但是由于劳动力拐点来临, 考虑目前的政策导向, 装配式建筑未来有较大发展空间, 目前政策明确提出发展钢结构住宅, 行业有机会迎来二次成长机遇;

而机电安装目前没有专门的上市公司, 智能系统普遍体量较小, 且以系统集成为主, 设备主要靠外购, 难以规模化, 园林也有类似问题, 所以地产园林公司都向市政和生态



转型；

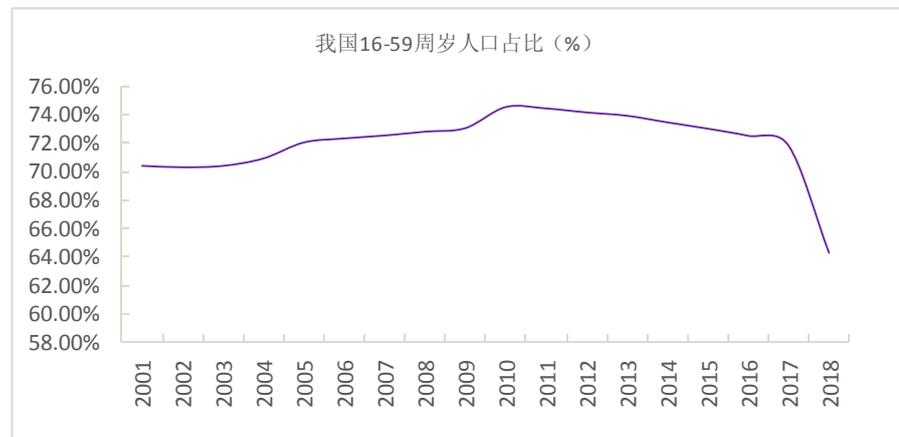
装饰装修是个大行业，仅次于建筑，毛利率好于土建，且目前受益于全装修房比例提升，行业未来还有发展机会。

建筑工业化是未来的方向

劳动力拐点来临

2018 年年末中国大陆总人口 139538 万人，其中，16 至 59 周岁的劳动年龄人口 89729 万人，占总人口的比重为 64.3%。16 至 59 岁劳动年龄人口在 2011 年达到峰值 9.25 亿人，此后逐年下降，2018 年首次跌破 9 亿人口大关。从数据表示，我国就业人口出现了拐点，即“加速向下”的拐点。

图表44： 我国 16-59 周岁人口占比



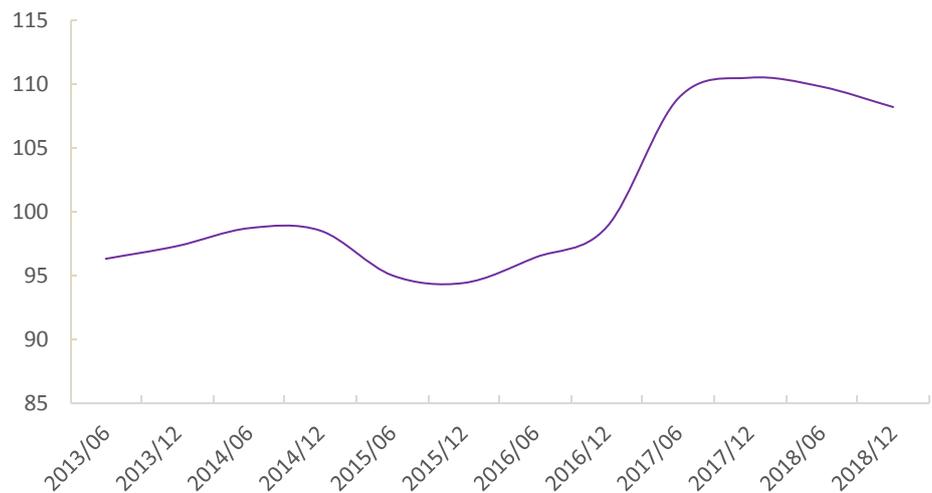
资料来源：统计局，联讯证券

与之相应是建安工程人工费用持续走高，根据固定资产投资价格指数数据，自 2008 年以来，只有 2015 年、2016 年两年相比上一年有所下降，近十年来，建安工程中人工费用一直呈增长趋势；

图表45： 固定资产投资价格指数：建筑安装工程人工费累计同比



固定资产投资价格指数：建筑安装工程人工费：累计同比



资料来源：统计局，联讯证券

建筑工业化显著减少人工成本提升施工效率

建筑工业化由于大量减少现场湿作业，可以降低现场施工人员数量，从而实现降低人工费的目的，按照行业通行测算，人工费在传统高层建筑中占比大约为 15%-20%，而装配式建筑中占比仅 10-15%，因此在人工费上可节约至少 5 个百分点的成本。

图表46： 装配式建筑人工成本较传统装修明显节省

| 传统建筑（高层） | | 装配式建筑（高层） | |
|------------------|-----------|------------------|----------|
| 费用名称 | 占总建安费用百分比 | 费用名称 | 占总建安费用比例 |
| 人工费 | 15-20% | 人工费 | 10-15% |
| 材料费 | 55-60% | 材料费 | 60-65% |
| 机械费 | 3-5% | 机械费 | 8%左右 |
| 措施费、管理费、规费、税金、利润 | 15-20% | 措施费、管理费、规费、税金、利润 | 15%左右 |

资料来源：土木智库，联讯证券

由此，对于 2019 年房建产业链的投资机会，我们重点房建和基建龙头中国建筑，以及内装工业化标的亚厦股份、家装龙头东易日盛；建议关注钢结构标的如鸿路钢构。

基建链和房建链之外，建议关注投资景气度未来较高的半导体板块，主要标的包括太极实业和亚翔集成；

重点推荐标的简析

中国铁建：估值低廉的综合性基建领域龙头

公司实力：中国铁建是中国乃至全球最具实力、最具规模的特大型综合建设集团之一，2018 年《财富》“世界 500 强企业”排名第 58 位、“全球 250 家最大承包商”排名第 3 位，2017 年“中国企业 500 强”排名第 14 位。



公司业务情况：公司业务涵盖工程承包、勘察设计咨询、房地产、投资服务、装备制造、物资物流、金融服务以及新兴产业。经营范围遍及包括台湾省在内的全国 32 个省、自治区、直辖市和香港、澳门特别行政区，以及世界 116 个国家。已经从以施工承包为主发展成为具有科研、规划、勘察、设计、施工、监理、维护、运营和投融资完整的行业产业链，具备了为业主提供一站式综合服务的能力。在高原铁路、高速铁路、高速公路、桥梁、隧道和城市轨道交通工程设计及建设领域确立了行业领先地位，

订单情况：公司 2019 年 Q1 新签工程合同 2974 亿，同比增长 6.3%，其中工程合同 2516 亿，同比增长 6.3%；

盈利预测与估值：预计 2019 年-2021 年，公司营业收入分别为 7888 亿元、8440 亿元、8950 亿元，同比分别增加 8.0%、7.0%、6.0%；归母净利润分别为 198 亿元、216 亿元、235 亿元，同比分别增加 10.3%、9.1%、9.1%。预计 2019 年-2021 年 EPS 分别为 1.46 元/股、1.59 元/股和 1.73 元/股，对应的 PE 分别为 7/6/6xx，铁路投资高景气，下半年基建有望迎政策支持，估值有提升空间。

中国建筑：市场化程度最高、估值最低的建筑央企

公司实力：公司是世界最大的工程承包商，代表着中国房建领域的最高水平，位居 2018 年度《财富》世界 500 强第 23 位，《财富》中国 500 强第 3 位，全球品牌价值 500 强第 44 位，获得标普、穆迪、惠誉等国际三大评级机构信用评级 A 级，为全球建筑行业最高信用评级。

公司业务情况：公司的经营业绩遍布国内及海外一百多个国家和地区，业务布局涵盖投资开发（地产开发、建造融资、持有运营）、工程建设（房屋建筑、基础设施建设）、勘察设计、新业务（绿色建造、节能环保、电子商务）等板块。在我国，中国建筑投资建设了 90% 以上 300 米以上摩天大楼、3/4 重点机场、3/4 卫星发射基地、1/3 城市综合管廊、1/2 核电站，每 25 个中国人中就有一人使用中国建筑建造的房子。

订单情况：截止 2019 年 5 月，公司当年新签合同 0.91 万亿，同比增长 5.0%，其中房建合同 0.77 万亿，同比增长 25.6%，基建业务 1358 亿元，同比下滑 45.6%，房地产合约销售额 1297 亿元，同比增长 16.7%；

盈利预测与估值：我们预计公司 2019 年-2021 年，公司营业收入分别为 1.35 亿元、1.47、1.55 亿元，同比分别增加 12%、9%、6%；归母净利润分别为 440.6 亿元、488.9、531.8 亿元，同比分别增加 15%、11%、9%。预计 2019 年-2021 年 EPS 分别为 1.05 元/股、1.16 元/股和 1.26 元/股，对应的 PE 分别为 6/5/5x；

亚厦股份：内装工业化有望迎来新的发展机遇

公司看点：公司经过高投入和长时间研发，形成了目前二级市场上独家拥有的全工业化内装体系：1、底层数据的信息化和设计模块化；2、生产的智能化；3、现场施工装配化。底层数据信息化和设计模块化是此体系的基础，包括基础数据的信息化，供应链体系的信息化和设计的模块化；信息化才能确保生产的智能化；生产的智能化是核心，能提高生产效率；安装的装配化是表现形式，能减少人工实现快速装修。

订单情况：公司 2018 年新签合同(含已中标未签约)152.19 亿元，同比增长 26.29%，全年订单数量和质量有明显提升。1Q19 新签订单 30.98 亿(+119.72%)，已中标未签约订单 42.19(+220.83%) 亿。



盈利预测:我们预计公司 2019 年-2021 年,公司营业收入分别为 108.30 亿元、127.49 亿元、154.81 亿元,同比分别增加 17.7%、17.7%、21.4%;归母净利润分别为 5.11 亿元、6.75 亿元、9.01 亿元,同比分别增加 38.4%、32.3%、33.3%。预计 2019 年-2021 年 EPS 分别为 0.38 元/股、0.50 元/股和 0.67 元/股,对应的 PE 分别为 15/11/8x;

东易日盛: 稳健发展的家装龙头

公司地位:东易日盛成立于 1997 年,长期并坚定地致力于为精英阶层提供真正“高品质完整家居解决方案”、引领客户步入拥有先进生活方式的高品位家居生活。公司以“装饰美好空间,筑就幸福生活”为使命,以“成为最受尊敬的卓越的住宅装饰品牌运营商”为愿景,以“专业的整体家装解决方案供应商”为定位,努力成为中国最具规模的、最具品牌影响力的、专业领先的家装产业集团。公司是家装行业第一家上市企业也是品牌价值最强的公司。

业务情况:业务主要分为三大块:传统 A6,新业务速美,以及并购。A6 是公司业务的基石,目前 A6 门店已扩充到 162 家,较 2017 年底的 150 家新开 12 家,基本完成全国业务布局。

速美业务正在快速扩张,速美业务渠道模式为“以直营为主、服务商为辅”,截至目前开设直营门店超过 45 家,经评估筛选后服务商店 25 家。速美业务目前还在亏损期,但因为商业模式和产品打磨已经趋于成熟,放量仅是时间问题;

公司上市后持续进行行业整合,并购了集艾、欣邑东方、创域等公司,其中集艾设计发展良好,我们预计其 2018 年利润有望达到 1 亿,成为公司增长重要来源。

订单情况:公司 2019 年一季度新签约订单 11.5 亿,同比增长 9.5%;截止一季度末已签约未完工订单 39.1 亿,同比增长 3.2%。

盈利预测与估值:预计 2019 年-2021 年,公司营业收入分别为 50.19 亿元、58.62 亿元、67.01 亿元,同比分别增加 19.4%、16.8%、14.3%;归母净利润分别为 3.2 亿元、4.05 亿元、5.04 亿元,同比分别增加 26.7%、26.5%、24.5%。预计 2019 年-2021 年 EPS 分别为 1.22 元/股、1.54 元/股和 1.92 元/股,对应的 PE 分别为 15/12 /10x,公司是二级市场少有的高分红公司。

重点推荐标的盈利预测与估值

图表47: 重点标的盈利预测与估值

| 代码 | 公司 | 股价 | 总市值 | EPS | | | | PE | | | | PB |
|--------|------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | |
| | | | 亿元 | | | | | | | | | |
| 601668 | 中国建筑 | 5.68 | 2384.54 | 0.91 | 1.01 | 1.12 | 1.24 | 6.24 | 5.61 | 5.06 | 4.59 | 1.20 |
| 601186 | 中国铁建 | 9.89 | 1318.55 | 1.32 | 1.51 | 1.69 | 1.85 | 7.49 | 6.54 | 5.85 | 5.34 | 1.05 |
| 601390 | 中国中铁 | 6.47 | 1436.47 | 0.75 | 0.85 | 0.96 | 1.07 | 8.59 | 7.61 | 6.76 | 6.06 | 1.04 |
| 601800 | 中国交建 | 11.03 | 1571.56 | 1.22 | 1.37 | 1.51 | 1.66 | 9.07 | 8.08 | 7.31 | 6.66 | 1.17 |
| 002713 | 东易日盛 | 17.90 | 47.02 | 0.96 | 1.20 | 1.44 | 1.70 | 18.61 | 14.96 | 12.46 | 10.52 | 4.54 |
| 603018 | 中设集团 | 12.94 | 60.10 | 0.85 | 1.11 | 1.40 | 1.68 | 15.17 | 11.66 | 9.22 | 7.72 | 2.62 |
| 002375 | 亚厦股份 | 5.40 | 72.36 | 0.28 | 0.33 | 0.38 | 0.52 | 19.62 | 16.39 | 14.20 | 10.38 | 1.14 |
| 300284 | 苏交科 | 9.22 | 89.56 | 0.64 | 0.78 | 0.95 | 1.15 | 14.37 | 11.75 | 9.66 | 7.99 | 2.41 |
| 600667 | 太极实业 | 7.40 | 155.86 | 0.27 | 0.27 | 0.42 | 0.53 | 27.20 | 27.06 | 17.62 | 13.96 | 2.57 |



资料来源: wind, 联讯证券

风险提示

- 基建投资不达预期;
- 房地产投资增速大幅下滑;
- 政策出现方向性变动;



分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017年10月加入联讯证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

研究院销售团队

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|----------------------|
| 北京 | 王爽 | 010-66235719 | 18810181193 | wangshuang@lxsec.com |
| 上海 | 徐佳琳 | 021-51782249 | 13795367644 | xujialin@lxsec.com |

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com