

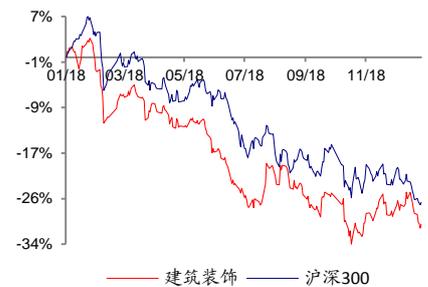
建筑装饰行业月度分析报告

新增专项债限额提前下达，建筑 PMI 逆势提升

- 板块表现：12月建筑板块跑赢大盘，城轨建设板块表现较好**
 12月建筑装饰指数下跌2.77%，跑赢沪深300 2.34个百分点。子版块方面，城轨建设板块表现较好，上涨6.1%。目前建筑板块的PE（TTM，整体法）约10.2倍，PB（LF）约1.1倍，建筑板块PE/PB估值水平均已处于历史底部水平。
- 基建投资持续回暖，建筑 PMI 逆势提升处高景气区间**
 根据国家统计局数据，1-11月固定资产投资同比增长5.9%，较1-10月增速提升0.2pct。其中，1-11月狭义基建投资同比增长3.7%，增速较1-10月持平，11月单月增长3.7%，增速保持平稳；而1-11月广义基建投资下滑0.6%（同比口径17年统计局公布实际投资额），较1-10月降幅收窄0.3pct，11月单月增长1.8%，基建投资增速延续触底回升趋势，预计主要系基建补短板政策叠加财政宽松效果逐步显现。其中，1-11月铁路投资同比下滑4.5%，降幅较1-10月继续收窄2.5pct，11月增长16.3%，铁路作为基建补短板重要领域，10-11月增速持续回暖。1-11月地产投资同比增长9.7%，与前期持平，新开工同比增长16.8%，较1-10月提升0.5pct维持高位，预计主要房企希望利用易得的开发贷加快新开工以解决现金流及还债压力。12月建筑业PMI逆势回升3.3pct至62.6%；建筑新订单指数环比持平连续3个月位于56.0%以上的较高景气区间，市场需求保持平稳较快增长。
- 新增专项债限额提前下达，企业信用利差有望呈现稳定下降趋势**
 全国人大授权国务院提前下达19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，在19年Q1启动发债工作。地方专项债提前发行，19年政府资金到位时间或早于预期。近期中央政治局会议及央行货币政策委员会会议均强调逆周期调节的稳健货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。预计未来货币政策方向将逐步向稳健偏宽松转变，后期整体融资环境有望改善。近期发改委印发1806号文支持AAA级优质企业发债融资，重点鼓励企业将募集资金用于国家重大战略、重点领域和重点项目，加大基础设施领域补短板力度，建筑央企、优质城投及地产龙头企业融资环境有望边际改善。近期央行创设定向中期借贷便利（TMLF），TMLF可看做对支持小微和民营企业力度较大的商业银行的额外奖励，此举有望进一步支持民企融资。后期伴随融资改善，企业信用利差有望呈现稳定下降趋势，公司估值亦存修复空间。
- PPP成交量出现边际改善，落地率稳步提升，项目有望逐渐规范化**
 PPP方面，PPP成交量在清库及融资环境收紧之后也明显放缓，92号文颁布以来，各地累计清理退库项目2428个、涉及投资额2.9万亿元，整改完善项目2005个、涉及投资额3.1万亿元。根据明树数据统计，9/10/11/12月单月成交量分别为2081/1730/1991/4108亿元，项目成交规模在12月大幅提升。目前PPP项目落地率已达到53.4%，落地速度继续加快。近期中央政治局会议、国务院以及地方政府频繁表态肯定和支持民营企业发展，有助于改善民企的融资环境，利好PPP民企的发展。此外，预计伴随PPP规范条例出台，PPP市场将向着高质量健康发展。
- 行业观点及重点公司**
 历史上看，2009-2018年建筑装饰板块1月平均收益为-3.1%，10年中跑赢大盘2次，跑赢大盘2次的平均超额收益为6.1%，跑输大盘5次的平均超额收益为-4.2%。子版块方面，水利工程板块表现最好，平均收益为2.3%，其次是钢结构，平均收益为0.5%；而园林工程和化学工程的表现最差，平均收益分别为-5.1%和-7.3%。**公司方面**，经济承压背景下，未来政策将更加注重逆周期调节及稳定总需求，基建补短板仍为重要发力方向。我们延续前期观点，**中长期建议关注三条主线：1）基建前端设计公司，如苏交科/中设集团/设计总院等；2）低PB基建央企，如中国铁建/中国中铁/中国交建等；3）弹性较大的地方基建国企，如四川路桥/山东路桥/隧道股份等。**此外，预计19年地产投资对经济的支撑作用仍将持续，地产政策存在边际宽松的可能性，**建议关注地产产业链的估值修复机会（中国建筑/金螳螂等）。**
- 风险提示：宏观政策环境变化导致行业景气度下降；固定资产投资及基建投资增速下滑加速导致公司订单不达预期；中美贸易摩擦存在不确定性。**

| 行业评级 | 买入 |
|------|------------|
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2019-01-03 |

相对市场表现



分析师： 姚遥
 SAC 执证号：S0260517070002
 SFC CE No. BMS332
 021-60750610
 gfyayao@gf.com.cn

相关研究：

| | |
|--|------------|
| 建筑装饰行业周报：建筑 PMI 逆势提升处高景气区间，新增专项债提前下达利好基建投资回暖 | 2019-01-01 |
| 建筑装饰行业周报：逆周期调节基建补短板仍为亮点，19年供给弹性向建筑头部企业集中 | 2018-12-23 |
| 建筑装饰行业月度分析报告：基建投资持续回暖，信贷融资逐步改善 | 2018-12-17 |

联系人： 尉凯旋 021-60750610
 yukaixuan@gf.com.cn

目录索引

| | |
|--|----|
| 一、12月建筑板块跑赢大盘，城轨建设板块表现较好..... | 5 |
| 二、基建投资持续回暖，建筑 PMI 逆势提升处高景气区间..... | 7 |
| 1-11月基建投资额同比增长 3.7%，与 1-10月同比增速持平..... | 7 |
| 1-11月制造业、投资累计同比增长 9.5%，12月制造业 PMI 下滑至荣枯线以下.... | 10 |
| 1-11月房地产开发投资同比增长 9.7%，新开工增速维持高位..... | 11 |
| 建筑 PMI 逆势提升，新订单指数连续三月高位景气..... | 13 |
| 三、新增专项债限额提前下达，企业信用利差有望呈现稳定下降趋势..... | 14 |
| 信用与融资：利率继续下行，企业信用利差有望呈现稳定下降趋势..... | 14 |
| 成本端：水泥价格保持高位，钢铁价格继续回落..... | 16 |
| 四、PPP 成交量出现边际改善，落地率稳步提升，项目有望逐渐规范化..... | 17 |
| 五、棚改安置利好装修装饰，Q3 国有企业产值增长较快..... | 19 |
| 六、“一带一路”工程新签合同额占对外承包工程比重逐渐提升..... | 20 |
| 七、行业观点及重点公司..... | 21 |
| 风险提示..... | 23 |

图表索引

| | |
|--|----|
| 图 1: 建筑装饰及沪深 300、上证综指走势图 | 5 |
| 图 2: 12 月主题板块涨跌幅 | 5 |
| 图 3: 12 月建筑装饰涨跌幅 | 5 |
| 图 4: 12 月各子板块走势情况 | 6 |
| 图 5: 各板块 PE (TTM, 整体法) 估值情况 (2018/12/28) (单位: 倍) | 6 |
| 图 6: 各板块 PB (LF) 估值情况 (2018/12/28) (单位: 倍) | 6 |
| 图 7: 建筑装饰板块及沪深 300 历年 PE (TTM, 整体法) 走势图 (单位: 倍) | 6 |
| 图 8: 建筑装饰板块及沪深 300 历年 PB (LF) 走势图 (单位: 倍) | 6 |
| 图 9: 全社会固定资产投资累计值及其同比 | 7 |
| 图 10: 狭义基建投资及累计同比 | 8 |
| 图 11: 全国交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额及累计同比 | 8 |
| 图 12: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资累计值及同比 | 8 |
| 图 13: 水利、环境和公共设施管理业投资累计值及同比 | 9 |
| 图 14: 道路运输业固定资产投资累计值及同比 | 9 |
| 图 15: 铁路运输业固定资产投资累计值及同比 | 9 |
| 图 16: 航空运输业固定资产投资累计值及同比 | 9 |
| 图 17: 水上运输业固定资产投资累计值及同比 | 9 |
| 图 18: 制造业固定资产投资累计值及其同比 (单位: 亿元) | 10 |
| 图 19: 石油加工、焦炼及核燃料加工业投资情况 | 11 |
| 图 20: 化学原料及化学制品制造业投资情况 | 11 |
| 图 21: 11 月制造业 PMI 回落至荣枯线 (单位: %) | 11 |
| 图 22: 大、中、小型企业 PMI 指数 (单位: %) | 11 |
| 图 23: 房地产固定资产投资完成额及同比情况 | 12 |
| 图 24: 土地交易价格价款累计值及同比 | 12 |
| 图 25: 全国土地购置面积及同比情况 | 12 |
| 图 26: 全国商品房销售面积累计值及同比 | 12 |
| 图 27: 全国房屋新开工面积累计值及同比 | 12 |
| 图 28: 全国房屋施工面积累计值及同比 | 13 |
| 图 29: 全国房屋竣工面积累计值及同比 | 13 |
| 图 30: 建筑业固定资产投资累计值及同比 | 13 |
| 图 31: 建筑业总产值及累计同比 | 14 |
| 图 32: 建筑工程总产值及累计同比 | 14 |
| 图 33: 安装工程总产值及累计同比 | 14 |
| 图 34: 竣工总产值及累计同比 | 14 |
| 图 37: 近期 10 年期国债收益率有所下滑 | 15 |
| 图 38: 建筑装饰产业债信用利差 (BP) | 15 |
| 图 39: 地方专项债单月发行额 (单位: 亿元) | 16 |
| 图 40: 地方债单月发行额 (单位: 亿元) | 16 |
| 图 41: 水泥当月产量及同比 | 16 |

| | |
|---|----|
| 图 42: 水泥价格指数..... | 16 |
| 图 43: 中厚板市场价 (元/吨) | 17 |
| 图 44: 螺纹钢市场价 (元/吨) | 17 |
| 图 45: 明数月度 PPP 成交数据 | 17 |
| 图 46: PPP 各阶段项目投资金额变化 (单位: 亿元) | 18 |
| 图 47: PPP 项目落地率变化情况..... | 18 |
| 图 48: 建筑业装修装饰产值及同比..... | 19 |
| 图 49: 国有及国有控股建筑企业装修装饰产值及同比..... | 19 |
| 图 50: 对外承包工程业务新签合同额累计值及累计同比..... | 20 |
| 图 51: 对外承包工程业务完成额累计值及同比..... | 20 |
| 图 52: “一带一路”沿线国家对外承包工程新签合同额及同比..... | 20 |
| 图 53: “一带一路”国家新签合同额占同期我国对外承包工程合同额比例 (%) | 20 |
| 图 54: 2009-2018 年建筑板块表现与大盘对比情况 | 21 |
| 图 55: 历年 1 月各子板块收益情况..... | 21 |
| | |
| 表 1: 近期支持民企融资政策动向..... | 18 |
| 表 2: 历年 Q1 建筑板块及各细分子版块市场表现情况..... | 21 |

一、12月建筑板块跑赢大盘，城轨建设板块表现较好

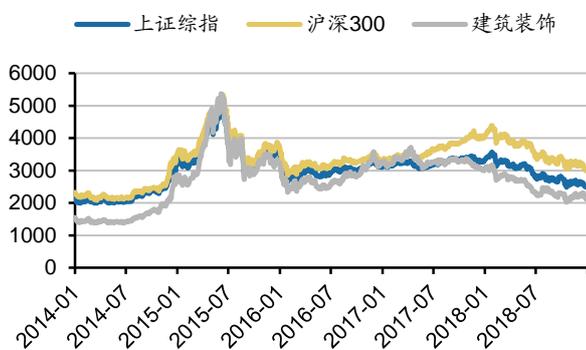
受市场整体趋势影响，12月建筑装饰指数下跌2.77%，跑赢沪深300 2.34个百分点。

子板块方面：城规建设涨幅最大(6.07%)，园林工程跌幅最大(-10.18%)；

主题方面：一带一路跌幅最小(-2.23%)，而PPP指数跌幅最大(-4.06%)。

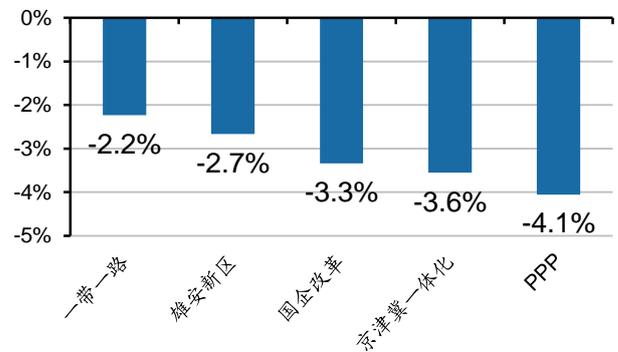
板块估值：目前建筑板块的PE(TTM, 整体法)约10.19倍，仅高于煤炭开采、钢铁、房地产和银行，低于其他各行业；PB(LF)约1.11倍，仅高于煤炭开采、钢铁、银行，低于其他各行业。目前板块PE, PB仍为历史底部水平。

图 1：建筑装饰及沪深300、上证综指走势图



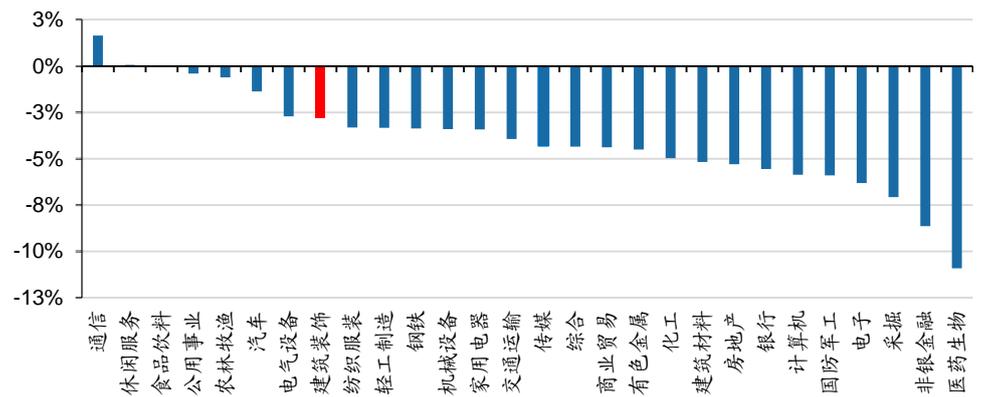
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2：12月主题板块涨跌幅



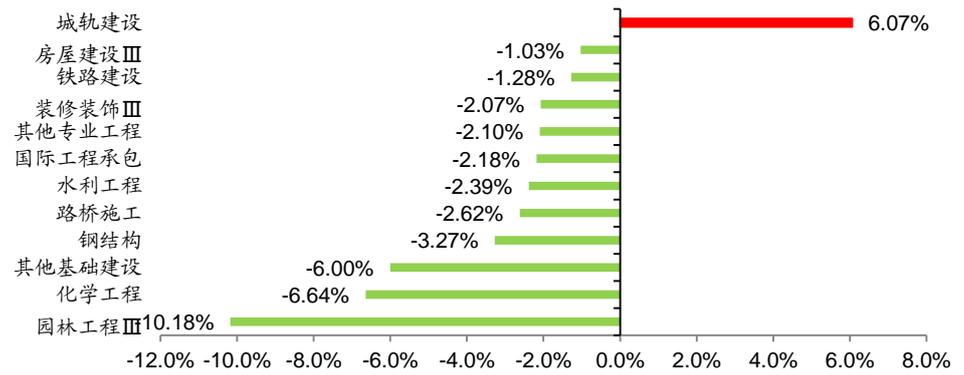
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 3：12月建筑装饰涨跌幅



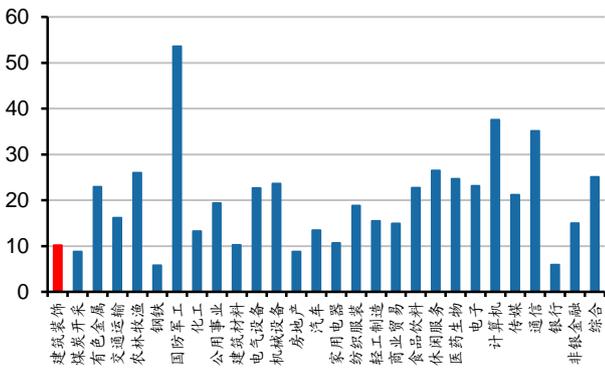
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 4: 12月各子板块走势情况



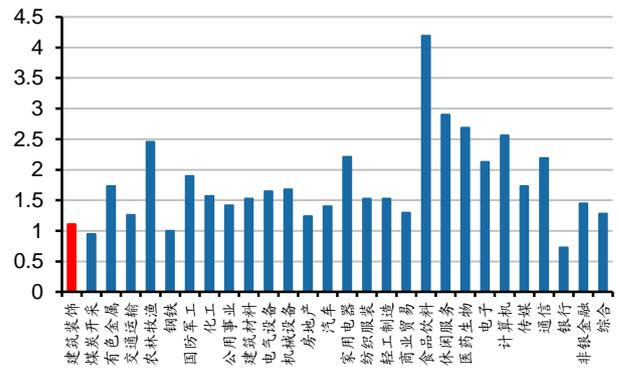
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 5: 各板块PE (TTM, 整体法) 估值情况 (2018/12/28) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 6: 各板块PB (LF) 估值情况 (2018/12/28) (单位: 倍)



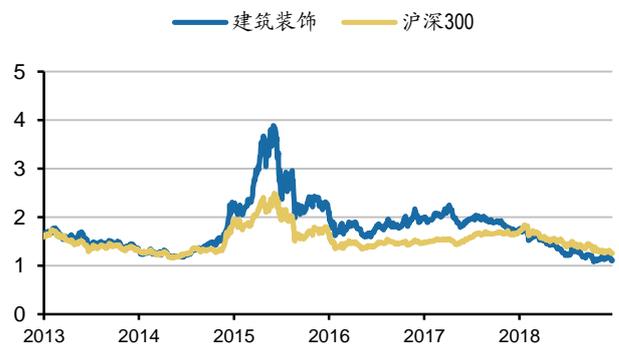
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 7: 建筑装饰板块及沪深300历年PE (TTM, 整体法) 走势图 (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 8: 建筑装饰板块及沪深300历年PB (LF) 走势图 (单位: 倍)

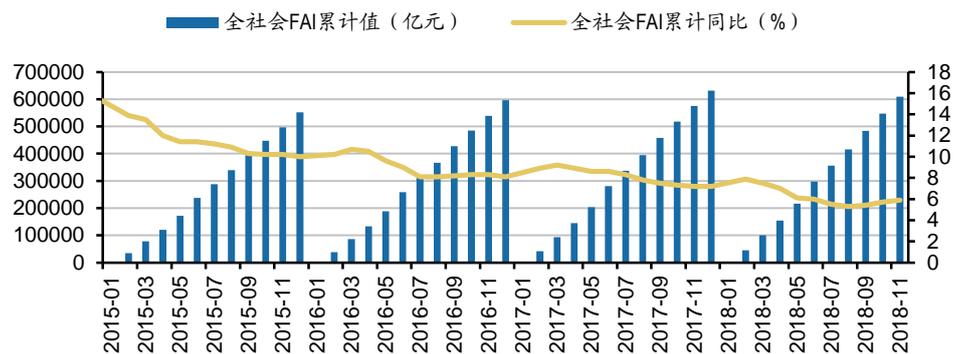


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

二、基建投资持续回暖，建筑 PMI 逆势提升处高景气区间

根据国家统计局数据，2018年1-11月份，全国固定资产投资累计609267亿元，累计同比增长5.9%，增速较1-10月上升0.2pct。

图 9：全社会固定资产投资累计值及其同比



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

1-11月基建投资额同比增长3.7%，与1-10月同比增速持平

根据国家统计局数据，1-11月固定资产投资同比增长5.9%，较1-10月增速提升0.2pct。其中，1-11月狭义基建投资同比增长3.7%，增速较1-10月持平，11月单月增长3.7%，增速保持平稳；而1-11月广义基建投资下滑0.6%（同比口径17年统计局公布实际投资额），较1-10月降幅收窄0.3pct，11月单月增长1.8%，基建投资增速延续触底回升趋势，预计主要系基建补短板政策叠加财政宽松效果逐步显现。细分板块看：

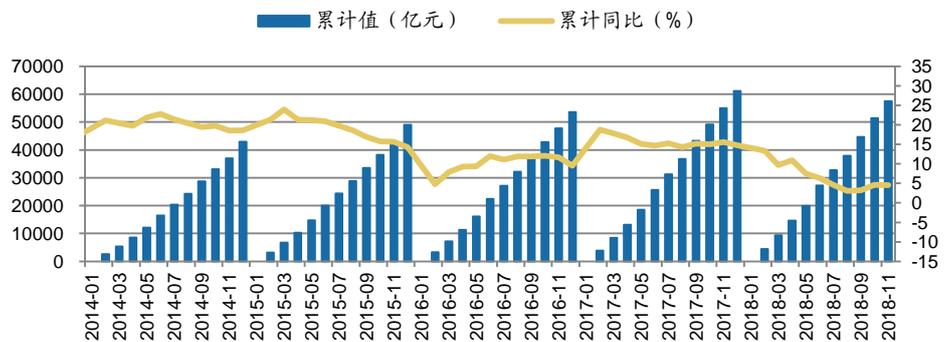
- 交通运输、仓储和邮政业：2018年1-11月累计同比为+4.5%，较1-10月累计同比下降0.1pct。进一步细分来看，2018年1-11月道路运输业基础建设投资累计同比为+8.5%，较1-10月累计同比增速下降1.6pct；18年1-11月铁路运输固定资产投资累计同比为-4.5%，较1-10月累计同比增速上升2.5pct；18年1-11月航空运输固定资产投资累计同比为0%，较1-10月累计同比增速下降4.7pct。
- 电力、热力、燃气及水的生产和供应业：18年1-11月累计同比为-8.8%，较1-10月累计同比增速上升0.8pct。
- 水利、环境和公共设施管理业：18年1-11月累计同比为+2.4%，较1-10月累计同比增速上升0.3pct；

图 10: 狭义基建投资及累计同比



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 11: 全国交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额及累计同比



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 12: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资累计值及同比



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 13: 水利、环境和公共设施管理业投资累计值及同比



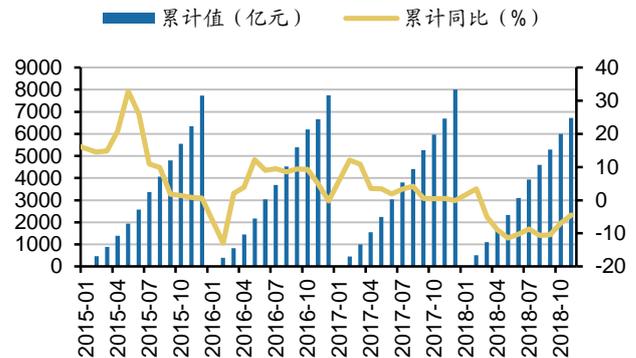
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 14: 道路运输业固定资产投资累计值及同比



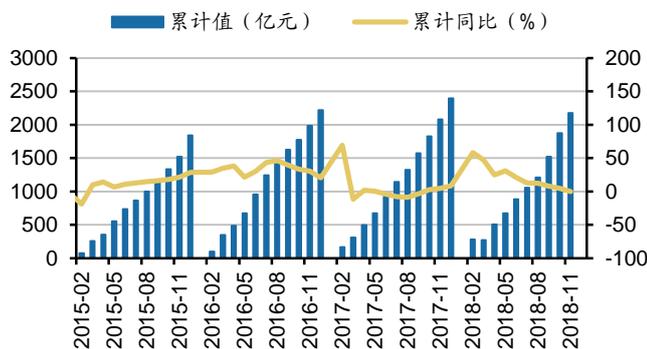
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 15: 铁路运输业固定资产投资累计值及同比



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 16: 航空运输业固定资产投资累计值及同比



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 17: 水上运输业固定资产投资累计值及同比



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

10月31日国办发布的《关于保持基建补短板力度的指导意见》要求加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，合理保障融资平台的正常融资需求，同时对重点领域和跟进配套措施的责任部门进行了明确。同日中央政治局会议指出，经济下

行压力有所加大，要实施好积极财政政策和稳健货币政策，做好稳投资和稳预期等工作。在目前内外环境下，基建稳增长及基建补短板的政策预期有望进一步强化。

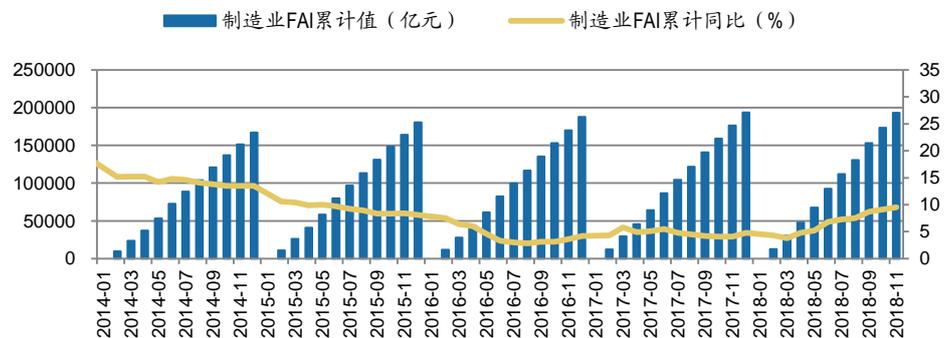
此外，《指导意见》表示将重点关注脱贫攻坚、铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保和社会民生等基建领域，中西部铁路及国家高速建设也被重点提及，我们认为扶贫及交通水利等仍是基建补短板重要方向，后期中央财政对相关领域的支持力度有望增强。

1-11 月制造业、投资累计同比增长 9.5%，12 月制造业 PMI 下滑至荣枯线以下

根据国家统计局相关数据，2018年1-11月制造业固定资产投资累计同比为+9.5%。较1-10月累计同比增速提高0.4pct，或与贸易摩擦后扩大内需对高端制造加大投资有关。其中，化学原料及化学制品制造业1-11月固定资产投资累计同比为5.8%，较1-10月累计同比增速上升3.0pct。

12月制造业PMI 49.4%，环比回落0.6pct，低于去年同期值2.2pct；12月大、中、小型企业PMI分别为50.1%，48.4%，48.6%。制造业PMI自2016年7月后首次低于荣枯线，经济下行压力进一步加剧。

图 18：制造业固定资产投资累计值及其同比（单位：亿元）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 19: 石油加工、焦炼及核燃料加工业投资情况



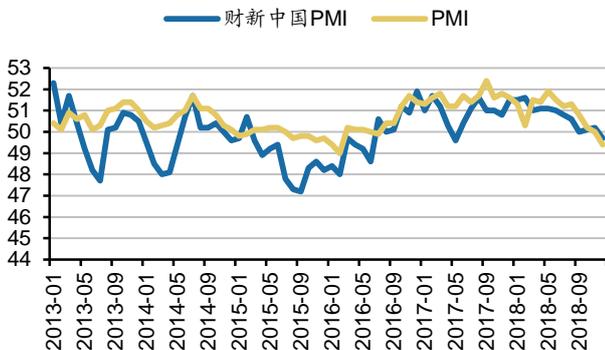
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 20: 化学原料及化学制品制造业投资情况



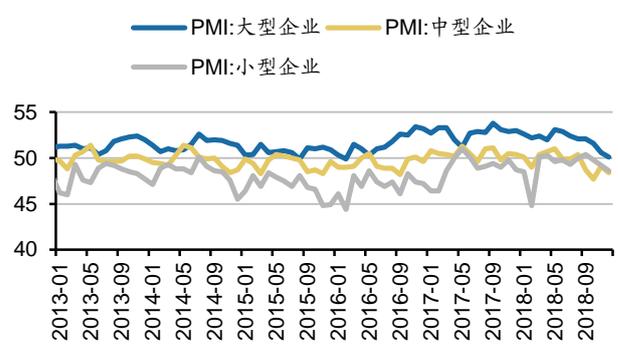
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 21: 11月制造业PMI回落至荣枯线(单位: %)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 22: 大、中、小型企业PMI指数(单位: %)

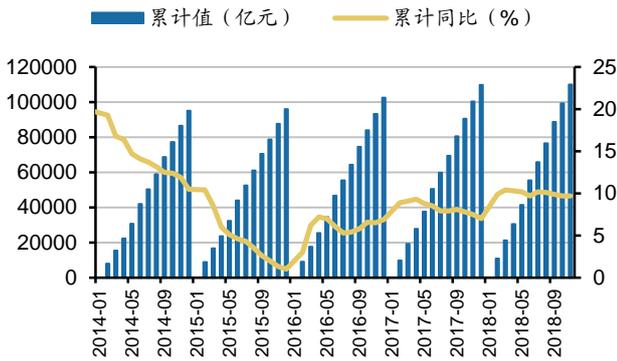


数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

1-11 月房地产开发投资同比增长 9.7%，新开工增速维持高位

根据国家统计局数据统计，2018 年 1-11 月房地产开发投资同比增长 9.7%，增速较 1-10 月份持平，主要受益于土地投资拉动以及施工投资边际改善（主要为施工面积的增长）为整体投资增速提供了韧性支撑。土地交易价款方面，1-11 月土地交易价款累计达 13746 亿元，累计同比上升 20.2%，较 1-10 月累计同比增速下降 0.4% pct；从土地购置面积看，1-11 月全国土地购置面积达 25326.0 万平方米，累计同比增长 14.3%，增速较 1-10 月下降 1.0 pct。

图 23: 房地产固定资产投资完成额及同比情况



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 24: 土地交易价格价款累计值及同比



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

1-11月房屋销售、新开工、施工、竣工面积同比分别增长+1.4%/+16.8%/+4.7%/-12.3%，增速较1-10月分别增长-0.8/+0.5/+0.4/+0.2pct。11月销售面积增速持续下滑，但新开工增速仍保持在高位，房企竣工交付节奏放缓。今年新开工面积高水平增长将逐渐带动竣工面积触底回升。

图 25: 全国土地购置面积及同比情况



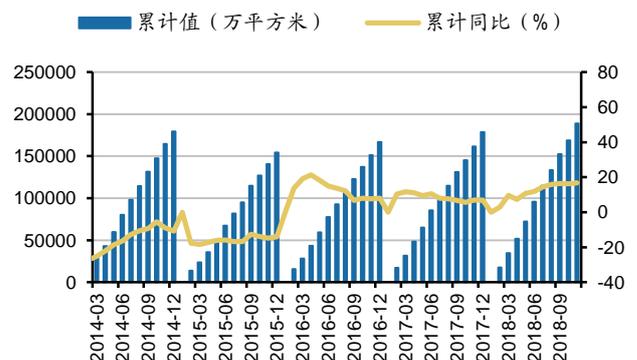
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 26: 全国商品房销售面积累计值及同比



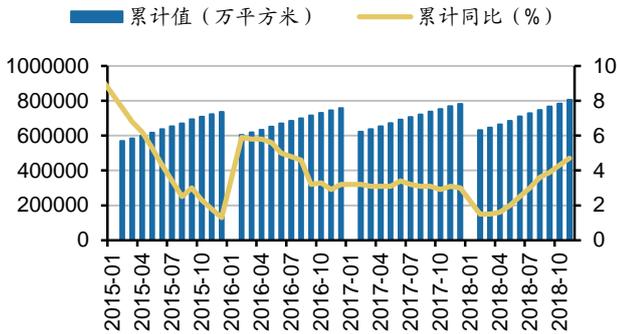
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 27: 全国房屋新开工面积累计值及同比



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 28: 全国房屋施工面积累计值及同比



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 29: 全国房屋竣工面积累计值及同比



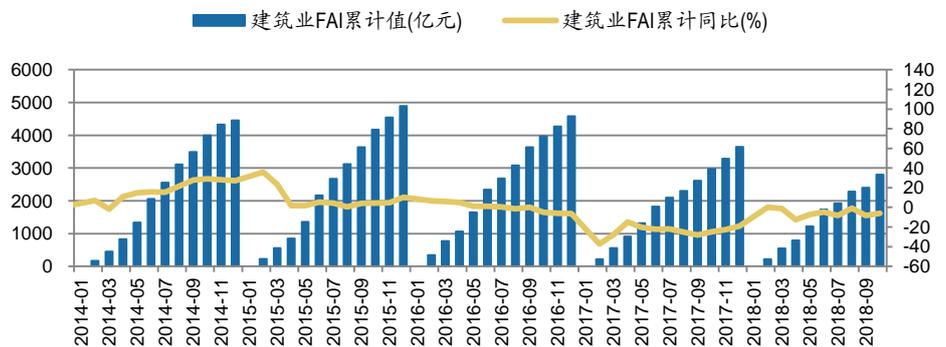
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

建筑 PMI 逆势提升，新订单指数连续三月高位景气

1) 12月官方制造业PMI环比回落0.6pct至49.4%，为2016年7月以来首次降至收缩区间，五个分项指标中，生产、需求、价格指数、从业人员均出现回落，经济下行压力进一步加剧；2) 12月建筑业PMI为62.6%，环比逆势提升3.3 pct，升至高位景气区间，建筑业增速有所加快，表明近期基建稳增长的政策措施效果有所显现；建筑业新订单指数为56.5%，与上月持平，连续3个月位于56.0%以上的较高景气区间，市场需求保持平稳较快增长。

另外，18年三季度建筑业总产值累计达152326亿元，同比增长9.4%。其中，建筑工程总产值累计达134725亿元，同比增长8.3%；安装工程总产值累计达12551亿元，同比增长8.9%；竣工总产值累计达65582亿元，同比增长1.9%。

图 30: 建筑业固定资产投资累计值及同比



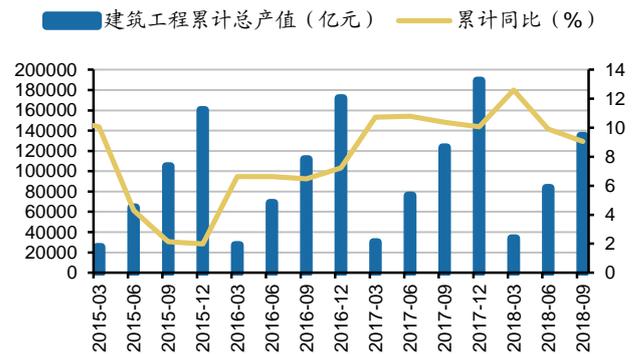
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 31: 建筑业总产值及累计同比



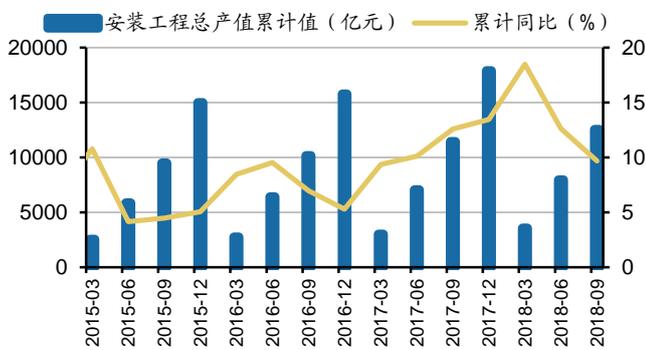
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 32: 建筑工程总产值及累计同比



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 33: 安装工程总产值及累计同比



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 34: 竣工总产值及累计同比



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

三、新增专项债限额提前下达，企业信用利差有望呈现稳定下降趋势

信用与融资：利率继续下行，企业信用利差有望呈现稳定下降趋势

11月社融规模增量为1.52万亿元，同比增速9.9%，其中人民币贷款增加1.23万亿元，同比增长12.9%，总体符合预期。考虑到无风险利率下行，新口径社融增速仍跌破10%，反映了企业信贷特别是民企信用问题尚未实质改善。近期中央政治局会议及央行货币政策委员会会议均强调逆周期调节的稳健货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。预计未来货币政策方向将逐步向稳健偏宽松转变，1月降准或可期，后期整体融资环境有望改善。

近期政策持续出台肯定和支持民企发展，重点解决“融资难”、“融资贵”等焦点问题，加之此前并购重组、配套融资等政策修改，均有利于改善民企融资环境，利好在手项目加速推进。1) 融资难问题：11月7日银保监会提出“一二五”目标加大对民

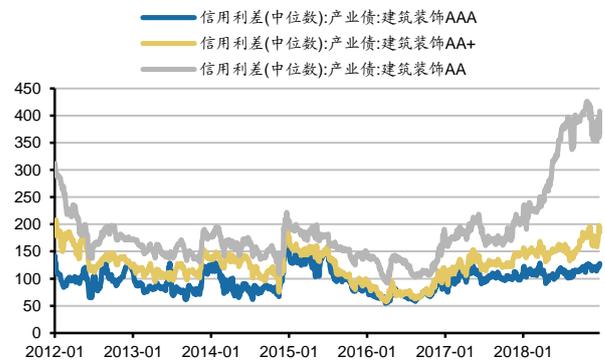
企贷款支持力度；央行力推民企债券融资支持工具CRM；11月9日财政部要求1800亿中国PPP基金更积极投入使用，并对民企参与PPP给予倾斜。2) 融资贵问题：11月9日国常会表示力争主要商业银行Q4新发放小微企业贷款平均利率较Q1下降1pct；同时要求地方政府/国企偿还拖欠民企资金，清理工程建设领域保证金，对欠款“限时清零”并需在春节前向国务院汇报清欠结果。12月20日，发改委印发1806号文支持AAA级优质企业发债融资，重点鼓励企业将募集资金用于国家重大战略、重点领域和重点项目，加大基础设施领域补短板力度，建筑央企、优质城投及地产龙头企业融资环境有望边际改善。近期央行创设定向中期借贷便利（TMLF），TMLF可看做对支持小微和民营企业力度较大的商业银行的额外奖励，此举有望进一步支持民企融资。

图 35: 近期10年期国债收益率有所下滑



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 36: 建筑装饰产业债信用利差 (BP)

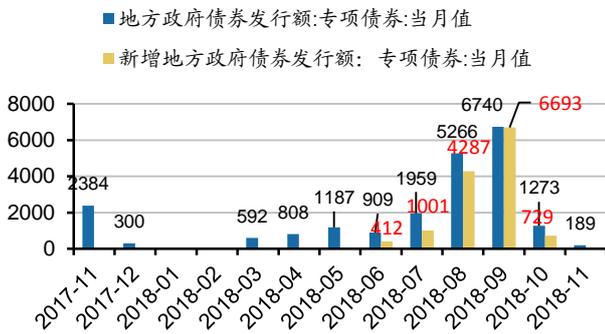


数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

2018年要安排地方专项债券1.35万亿元，相较2017年增加5500亿元（2017年为8000亿元）。8月以来地方专项债加速发行，据财政部数据，6/7/8/9月地方政府分别发行专项债909/1959/4449/6755亿元，其中新增专项债分别为412/1091/4287/6694亿元。新增1.35万亿地方专项债发行任务在10月底已经基本完成。

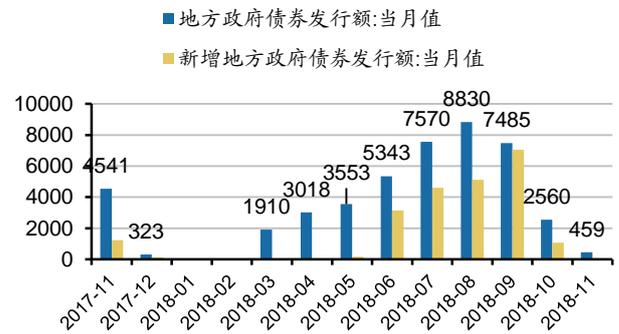
对于2019年，近期全国财政工作会议强调，2019年要大幅增加地方政府专项债券，并严格控制地方政府隐性债务。目前对地方隐性债务控制十分严格，难以再像以往通过融资平台大搞基建增加隐性负债来刺激基建投资。地方专项债的发行仍然是地方财政与基建资金的主要补充渠道，预计明年新增地方专项债或达2万亿。此外，12月29日，全国人大授权国务院提前下达19年地方政府新增一般债务限额5800亿元、新增专项债务限额8100亿元，在19年Q1启动发债工作。地方专项债提前发行，19年政府资金到位时间或早于预期。

图 37: 地方专项债单月发行额 (单位: 亿元)



数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

图 38: 地方债单月发行额 (单位: 亿元)



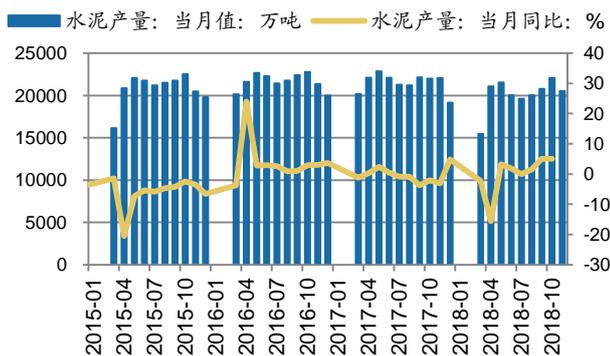
数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

成本端: 水泥价格保持高位, 钢铁价格继续回落

11月水泥当月产量为20521万吨,较去年同比下降6.94%,较10月增速下降11.5pct,水泥产量保持平稳;截止12月底,水泥价格指数达到162.27,较11月底涨幅不大,但仍继续处于高位水平。水泥价格近期持续保持在高位,对建筑企业成本端的负向影响仍将持续。

钢价方面,12月螺纹钢价格继续回落,而中厚板价格企稳,但仍处于较低水平,以钢材为主要原材料的建筑公司的成本压力有望缓解。

图 39: 水泥当月产量及同比



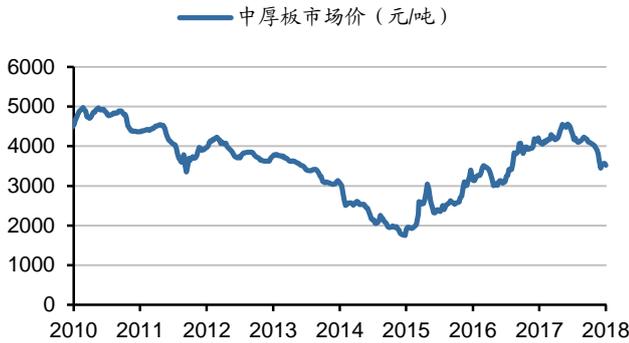
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 40: 水泥价格指数



数据来源: 中国水泥网、广发证券发展研究中心

图 41: 中厚板市场价 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 42: 螺纹钢市场价 (元/吨)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

四、PPP 成交量出现边际改善，落地率稳步提升，项目有望逐渐规范化

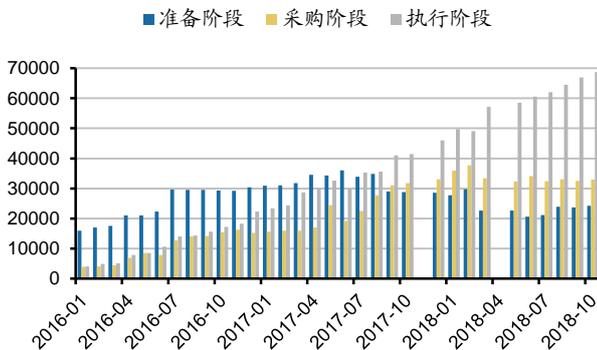
自92号文颁布以来，各地累计清理退库项目2428个、涉及投资额2.9万亿元，整改完善项目2005个、涉及投资额3.1万亿元。PPP管理库项目经过上半年一系列规范整改，现已进入平稳发展期。根据明数数据统计，9/10/11/12月单月成交量分别为2081/1730/1991/4108亿元，项目成交规模在12月大幅提升。而成交个数方面，12月成交数量260个，较9月增加了121个项目，环比上升87.1%。截止12月底，PPP累计成交额前三名的行业为交通运输、市政工程、城镇综合开发，分别成交40229.1/38456.9/17896.0亿元，合计占据总成交额的73.8%。而根据财政部数据，10月准备/采购/执行阶段的项目投资额分别为24286/32933/68693亿元，项目落地率达到53.4%，落地速度继续加快。

图 43: 明数月度PPP成交数据



数据来源: 明数数据、广发证券发展研究中心

图 44: PPP各阶段项目投资金额变化 (单位: 亿元)



数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

图 45: PPP项目落地率变化情况



数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

财政部近日发布隐性债务新规，指出非现时义务不确认为负债。11月22日，财政部PPP中心主任焦小平在第四届中国PPP融资论坛上表示，依法合规的10%红线以内的PPP支出责任不属于政府隐性债务，目前PPP整体风险控制在安全区间内。预计后续地方政府参与PPP类基建项目的积极性有望提升。

目前财政部正着力推进PPP规范发展，PPP立法条例有望近期出台。伴随PPP规范条例出台，预计PPP入库项目不会再次出现大幅波动，相关公司PPP项目亦可稳步推进。我们认为PPP已挤掉盲目发展和违规操作的泡沫，随着政策体系和信用体系的加强，未来PPP市场将保持高质量稳定发展，长期向好。此外，前面提到近期中央政治局会议、国务院以及各地政府频繁表态肯定和支持民营企业发展，有助于改善民企的融资环境，利好PPP民企的发展。

表 1: 近期支持民企融资政策动向

| 日期 | 部委 | 内容 |
|--------|-------|--|
| 10月31日 | 中央政治局 | 中央政治局会议：“支持行业龙头民营企业进行产业兼并重组”；应借助“民营企业债券融资支持计划”和“股权融资支持计划”来拓展民营企业融资渠道 |
| 11月1日 | 国务院 | 国务院常务会议：加大金融支持缓解民营企业特别是小微企业融资难融资贵。力争主要商业银行四季度新发放小微企业贷款平均利率比一季度下降1个百分点。 |
| 11月7日 | 银保监会 | 郭树清：初步考虑对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标。在新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于1/3，中小型银行不低于2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于50%。 |
| 11月16日 | 发改委 | 积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施：一是积极支持优质民营企业发债融资。二是加大小微企业增信集合债券对民营企业的支持力度。三是支持发行创业投资类企业债券。四是协调推进民营企业违约债券处置。五是配合金融管理部门，实施民营企业债券融资支持计划和股权融资支持计划。 |
| 11月23日 | 央行 | 《关于进一步加强民营企业和科技创新企业金融服务的实施意见》：通过发挥中央银行货币信贷工具导向支撑作用，增强民营企业信心。拓宽融资渠道、创新融资模式，缓解民营企业和科技创新企业融资难并努力降低融资成本 |

| | | |
|--------|-----|--|
| 11月19日 | 山东 | 深化政银企对接，依法利用政府资源，通过过桥资金、基金投入等方式，解决企业实际困难；组建政策性救助基金，纠正一些拖欠民营企业款项的行为。 |
| 11月20日 | 内蒙古 | 内蒙古多家金融机构推出纾困投资基金、债转股等一系列金融服务举措，积极化解民企融资难题：农行内蒙古分行仅用5个工作日就完成了对内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司的3亿元授信审批。 |

数据来源：国务院、中央政治局、财政部、发改委、中国人民银行、wind、广发证券发展研究中心

五、棚改安置利好装修装饰，Q3 国有企业产值增长较快

装饰板块18Q1-3产值8264亿元，同比增长8.4%；其中国有及国有控股建筑企业装饰装修产值1325亿元，同比增长13.3%，Q3国有及国有控股装修企业产值增速较前两个季度明显提升。根据建筑行业上市公司三季报情况，装修行业前三季度业绩增速为19.4%，领先于建筑行业其他细分子版块，装修企业在2018年有望维持高景气度，主要有两个因素支撑：1) 国家大力支持房屋租赁市场发展的背景下，“长租公寓”开辟了住宅装修新的市场；2) 全装修政策释放红利，装饰龙头企业纷纷进军住宅装修，借助B端房地产商克服以往客户分散的局限性，充分发挥规模优势。随着新型城镇化推进和消费持续升级，“长租公寓”的专业化发展、全装修政策释放红利，将给装修行业带来新的机遇，未来产值及龙头公司订单将有望进一步增长。

图 46：建筑业装修装饰产值及同比



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 47：国有及国有控股建筑企业装修装饰产值及同比

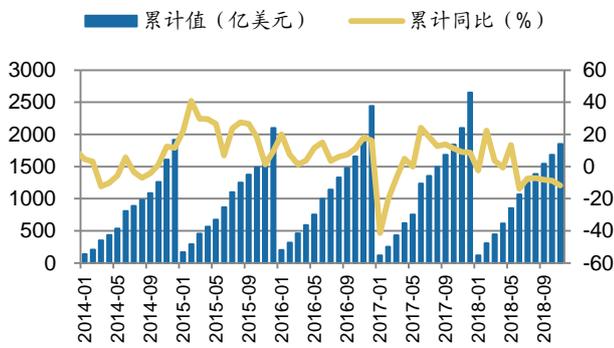


数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

六、“一带一路”工程新签合同额占对外承包工程比重 逐渐提升

商务部数据统计，2018年1-11月，我国对外承包工程累计新签合同总额为904.3亿美元，同比下降20.3%；我国对外承包工程累计完成额为736.6亿美元，同比增长12.6%。11月当月我国企业在“一带一路”沿线国家对外承包工程新签合同额95.2亿美元，同比减少16.9%。

图 48：对外承包工程业务新签合同额累计值及累计同比



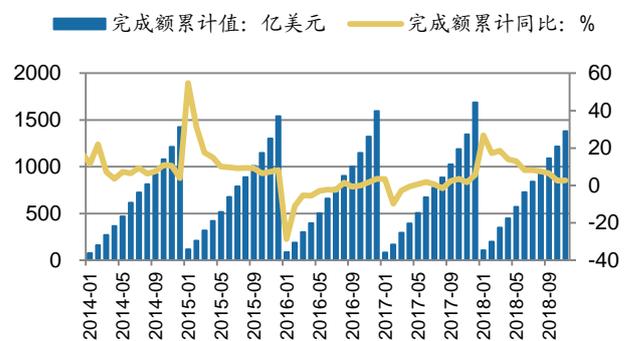
数据来源：商务部、广发证券发展研究中心

图 50：“一带一路”沿线国家对外承包工程新签合同额及同比



数据来源：商务部、广发证券发展研究中心

图 49：对外承包工程业务完成额累计值及同比



数据来源：商务部、广发证券发展研究中心

图 51：“一带一路”国家新签合同额占同期我国对外承包工程合同额比例（%）



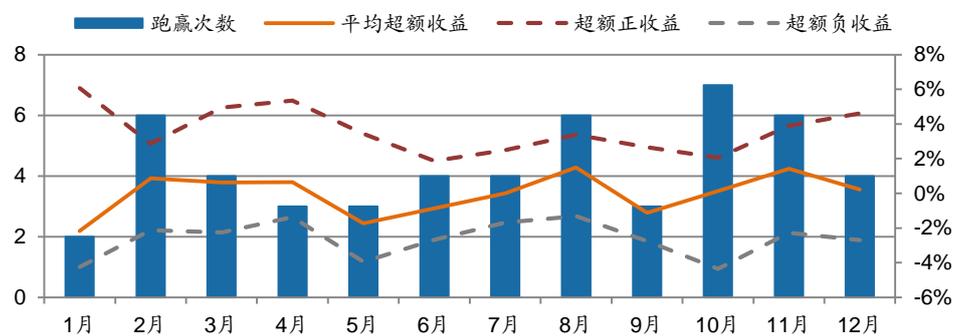
数据来源：商务部、广发证券发展研究中心

七、行业观点及重点公司

历史上看，2009-2018年建筑装饰板块1月平均收益为-3.1%，10年中跑赢大盘2次，跑赢大盘2次的平均超额收益为6.1%，跑输大盘5次的平均超额收益为-4.2%。

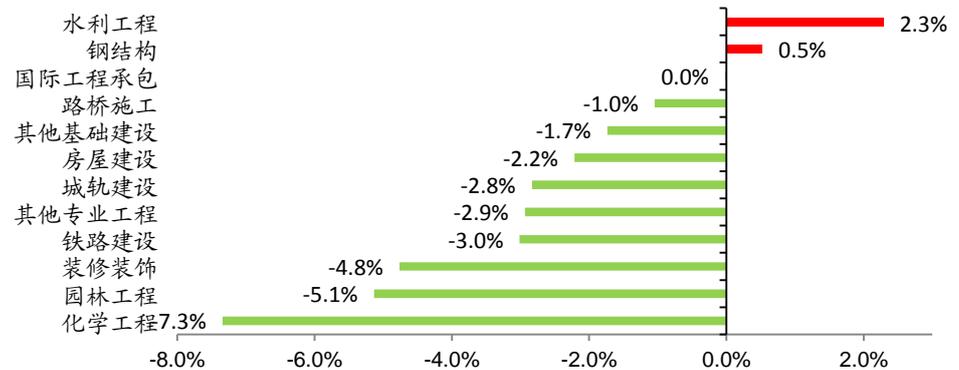
观察历史各建筑子版块1月份的平均收益情况，水利工程板块表现最好，平均收益为2.3%，其次是钢结构，平均收益为0.5%；而园林工程和化学工程的表现最差，平均收益分别为-5.1%和-7.3%

图 52: 2009-2018年建筑板块表现与大盘对比情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 53: 历年1月各子板块收益情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 2: 历年 Q1 建筑板块及各细分子版块市场表现情况

| | 沪深 300 | 建筑装饰 | 房屋建设 | 装修装饰 | 基础建设 | 专业工程 | 园林工程 |
|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 期间涨跌幅 | | | | | | | |
| 2012Q1 | 4.7% | 2.8% | 7.9% | 10.7% | -0.1% | 1.2% | 0.7% |
| 2013Q1 | -1.1% | -5.3% | -10.8% | -11.2% | -6.6% | 0.9% | 18.4% |
| 2014Q1 | -7.9% | -8.9% | -6.6% | -13.1% | -5.0% | -8.0% | -23.9% |
| 2015Q1 | 14.6% | 28.8% | 10.9% | 74.5% | 29.3% | 25.1% | 35.1% |

| | | | | | | | |
|--------------------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| 2016Q1 | -13.7% | -16.0% | -12.9% | -11.9% | -18.4% | -19.1% | -8.9% |
| 2017Q1 | 4.4% | 6.6% | 4.5% | 0.1% | 6.6% | 11.9% | 7.6% |
| 2018Q1 | -3.3% | -7.0% | -2.1% | -7.8% | -8.1% | -10.0% | -5.2% |
| 平均值 | -0.3% | 0.2% | -1.3% | 5.9% | -0.3% | 0.3% | 3.4% |
| 超越大盘指数（相对于沪深 300） | | | | | | | |
| 2012Q1 | - | -1.9% | 3.3% | 6.1% | -4.8% | -3.4% | -3.9% |
| 2013Q1 | - | -4.2% | -9.7% | -10.1% | -5.4% | 2.0% | 19.5% |
| 2014Q1 | - | -1.0% | 1.2% | -5.3% | 2.8% | -0.1% | -16.0% |
| 2015Q1 | - | 14.1% | -3.7% | 59.8% | 14.7% | 10.5% | 20.4% |
| 2016Q1 | - | -2.2% | 0.9% | 1.9% | -4.7% | -5.3% | 4.9% |
| 2017Q1 | - | 2.2% | 0.1% | -4.3% | 2.2% | 7.5% | 3.2% |
| 2018Q1 | - | -3.7% | 1.2% | -4.5% | -4.9% | -6.7% | -1.9% |
| 平均值 | - | 0.5% | -1.0% | 6.2% | 0.0% | 0.6% | 3.7% |

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

1、建筑PMI逆势提升处高景气区间，逆周期调节基建稳增长效果渐显。1) 12月官方制造业PMI环比继续回落0.6pct至49.4%，为2016年7月以来首次降至收缩区间，生产、需求、价格等分项指数均出现不同程度回落，经济下行压力有所加剧。2) 12月建筑业PMI为62.6%，环比逆势提升3.3 pct，升至高位景气区间，建筑业增速有所加快，表明近期基建稳增长的政策措施效果有所显现；建筑业新订单指数为56.5%，与上月持平，连续3个月位于56.0%以上的较高景气区间，市场需求保持平稳较快增长；建筑业业务活动预期指数为64.5%，继续位于高景气区间，且高于去年同期0.4 pct，企业对后期行业景气预期进一步提升。3) 经济承压背景下，预计未来政策将更加注重逆周期调节及稳定总需求，相关逆周期调节政策或加码，基建补短板仍为重要发力方向。

2、政策护航基建补短板领域有望持续发力，轨交项目密集批复相关公司或受益。1) 12月26日，全国交通运输工作会议指出，18年铁路完成投资7920亿元，公路水路完成投资2.3万亿元，民航完成投资810亿元，预期19年完成公路水路投资1.8万亿元左右。从近年投资情况看，17-19年公路水路投资目标均为1.8万亿，而17-18年实际投资分别为2.27/2.3万亿，均超年初目标。铁路、公路水路为基建补短板重要领域，预计19年公路水路实际投资有望在18年基础上进一步提升。2) 12月24日，住建部部署19年十大重点任务，要求大力发展钢结构等装配式建筑；近日，国务院正式批复《河北雄安新区总体规划（2018—2035年）》，雄安集团官网发布容东线和安大线道路施工招标公告，两项目总投资约24亿元。3) 近期发改委密集批复济南、上海、杭州、广西等地城市轨交项目，作为基建补短板重要方向，后续轨交项目投资有望持续增加，从批复情况看，年度投资金额较大且轨交项目毛利率较高，利好相关承建公司新签订单及业绩改善，如隧道股份/上海建工/中国铁建/中国中铁等。

3、新增专项债限额提前下达，基建投资回暖或好于预期，19年板块估值有望逐步修复。1) 货币政策方面，12月26日，央行货币政策委员会第四季度例会召开，会议强调稳健的货币政策要更加注重松紧适度，保持流动性合理充裕。当前经济下行压力较大，货币政策有望预调微调，松紧适度逐步向稳健偏宽松切换，1月份央行降准或可期。2) 财政政策方面，预计19年减税（增值税等）降费（社保费率调降等）幅度

有望超今年总体水平；12月29日，全国人大授权国务院提前下达19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，在19年Q1启动发债工作，且可在19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。我们认为积极财政政策下中央未来赤字率可能存在一定程度提升，以对冲减税降费对财政收支的影响，而地方专项债提前发行或可对冲土地出让增速减缓的影响。伴随上述政策的出台，19年政府资金到位时间或早于预期，企业信贷融资也有望改善，基建投资回暖的幅度和持续性或好于预期。3)历史上建筑板块估值与利率呈现较明显的负相关关系，在货币政策宽松及积极财政政策背景下，我们认为19年利率大概率趋势下行，建筑板块估值有望逐步修复。此外，我们用信用利差来反应企业的融资难度，建筑央企及地方国企多为AAA，民企公司评级一般为AA+/AA，后期伴随融资改善，企业信用利差有望呈现稳定下降趋势，公司估值亦存修复空间。

公司方面，经济承压背景下，未来政策将更加注重逆周期调节及稳定总需求，基建补短板仍为重要发力方向。我们延续前期观点，**中长期建议关注三条主线**：1) **基建前端设计公司**，如苏交科/中设集团/设计总院等；2) **低PB基建央企**，如中国铁建/中国中铁/中国交建等；3) **弹性较大的地方基建国企**，如四川路桥/山东路桥/隧道股份等。此外，预计19年地产投资对经济的支撑作用仍将持续，地产政策存在边际宽松的可能性，**建议关注地产产业链的估值修复机会**（中国建筑/金螳螂等）。

风险提示

宏观政策环境变化导致行业景气度下降；固定资产投资及基建投资增速下滑加速导致公司订单不达预期；中美贸易摩擦存在不确定性。

广发建筑工程行业研究小组

姚 遥：首席分析师，美国普林斯顿大学土木工程博士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
尉凯旋 研究助理，复旦大学金融硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-------------------------|-----------------------------|-------------------------|----------------------------|-------------------------------------|
| 地址 | 广州市天河区北路 183 号大都会广场 5 楼 | 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层 | 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼 | 香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室 |
| 邮政编码 | 510075 | 518026 | 100045 | 200120 | |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。