



夜空中最亮的星

——建筑装饰行业2019年投资策略

作者：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

2019年1月14日

证券研究报告

核心观点

- 基建投资需要融资破局，地方债及信贷为关键
- 基建、国际工程有望估值持续提升
- 化学工程有望进入业绩释放周期

1、18年观点回顾及复盘

2、基建融资如何破局

3、建筑装饰板块三条主线

4、重点公司推荐

5、风险提示

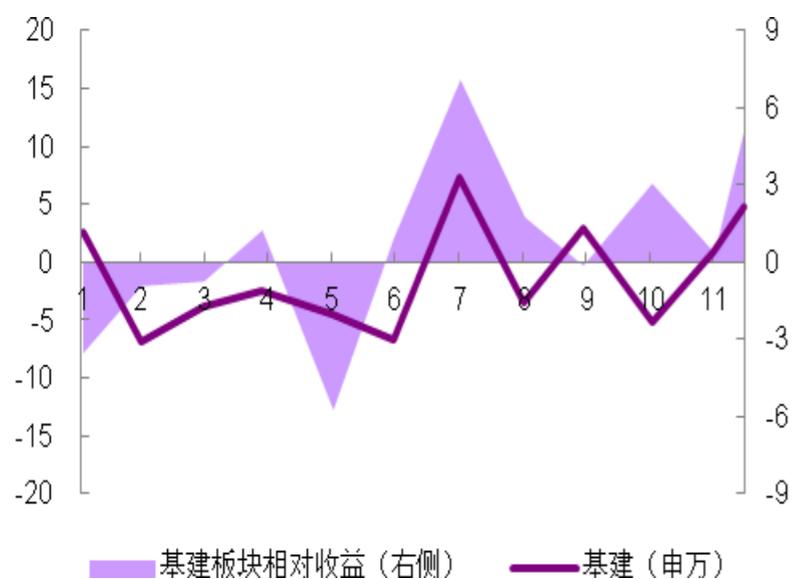
18年观点回顾及复盘

- 18年年初及年中观点回顾
- 18年宏观及行业数据验证
- 18年政策变化是驱动因素

18年年初及年中观点回顾

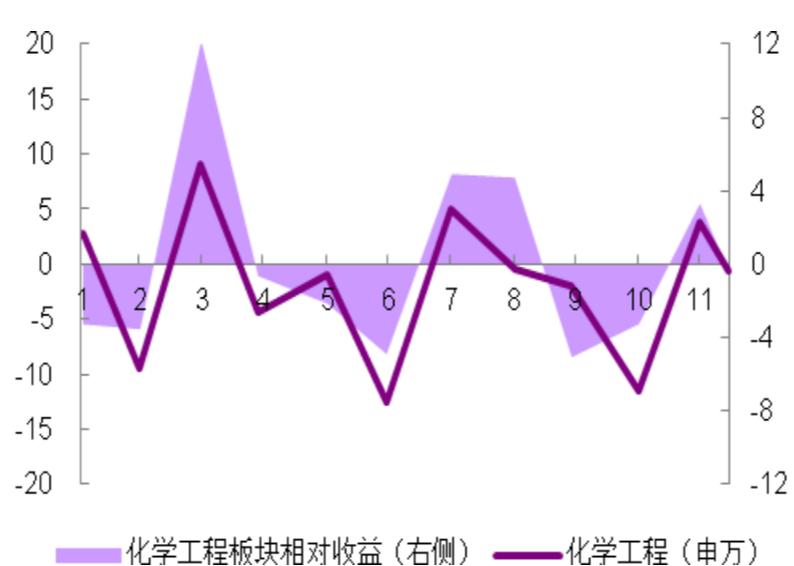
- 融资制约。基建宜右侧布局，等待政策明朗。
- 化学工程有确定性机会，国际工程受益于汇兑收益

基建板块走势 (%)



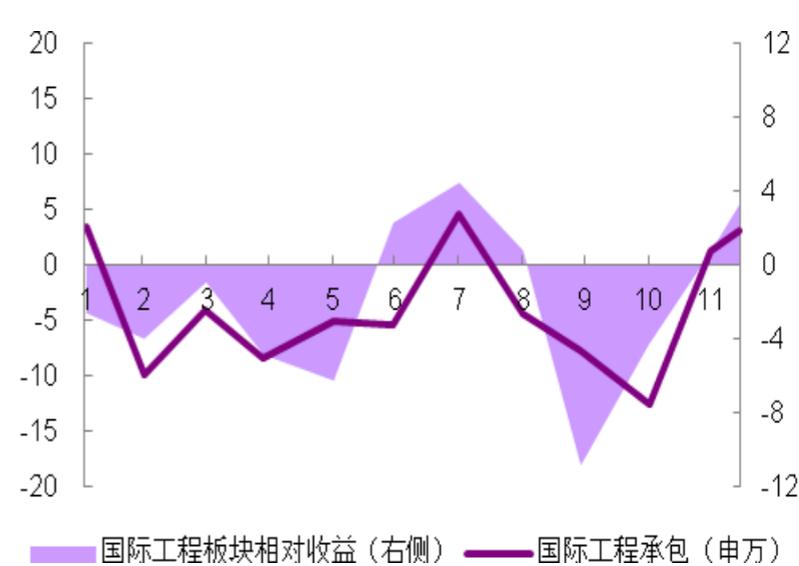
资料来源: Wind

化学工程板块走势 (%)



资料来源: Wind

国际工程板块走势 (%)

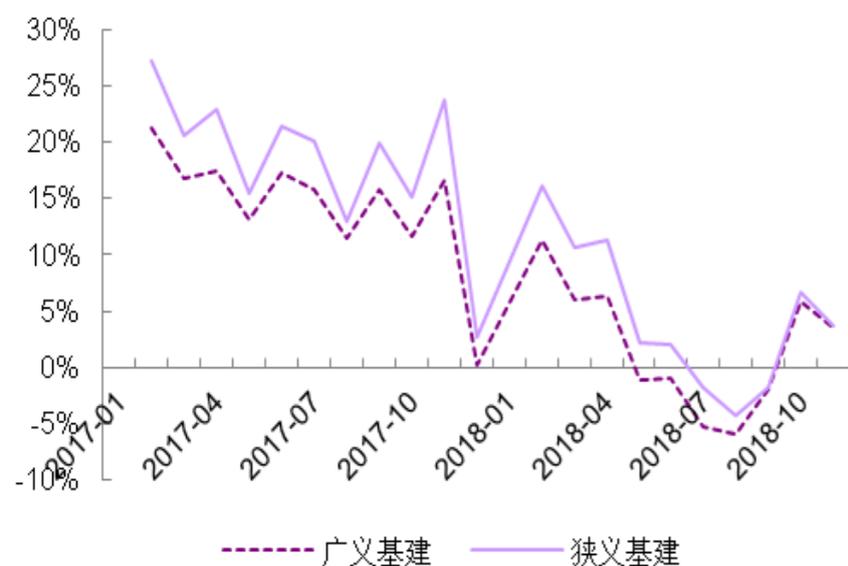


资料来源: Wind

18年宏观及行业数据验证

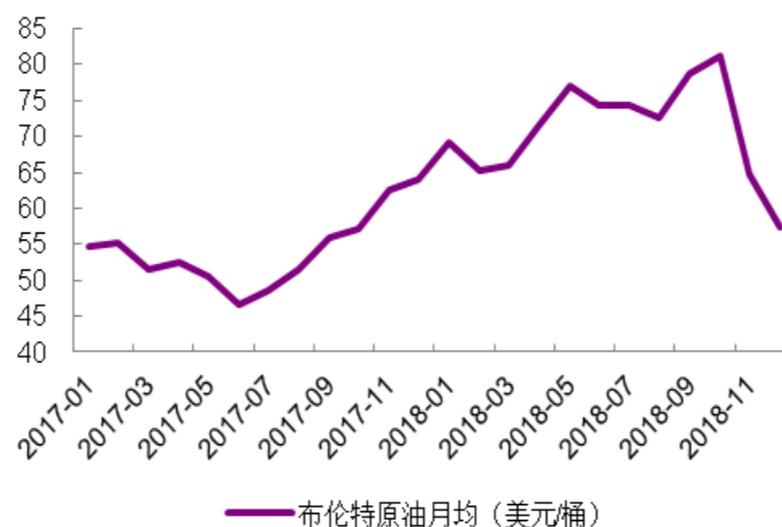
- 基建投资增速触底回升
- 原油价格冲高回落
- 美元指数维持强势

基建投资触底回升（单月同比）



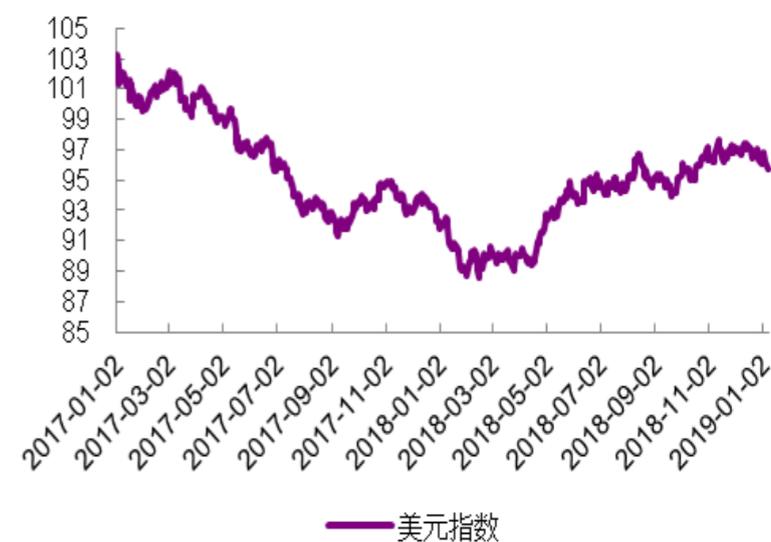
资料来源：Wind

原油价格冲高回落（布伦特，\$/桶）



资料来源：Wind

美元指数维持强势

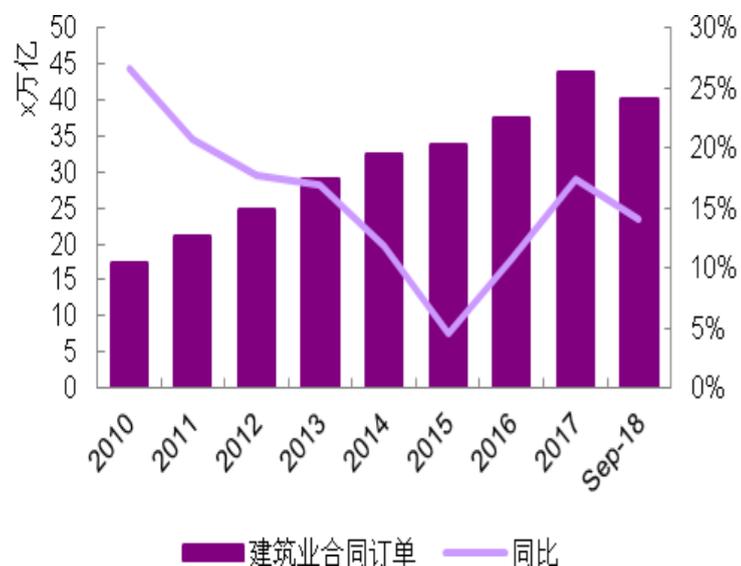


资料来源：Wind

18年宏观及行业数据验证

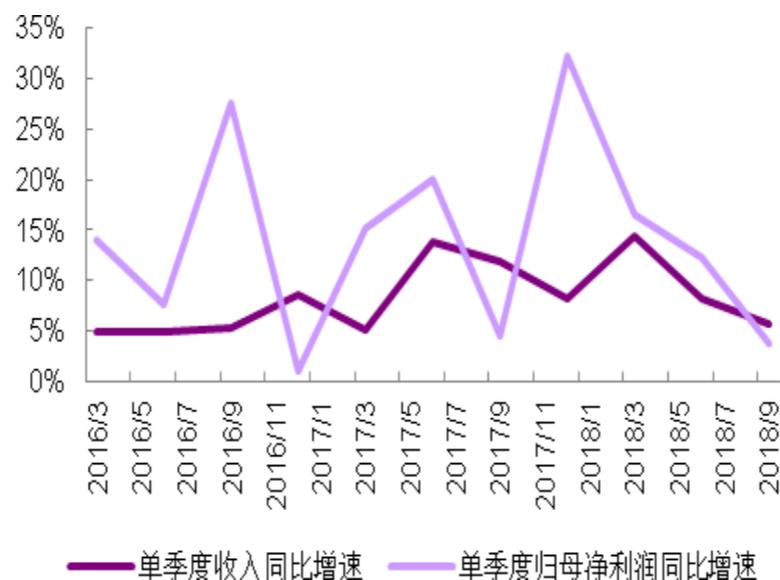
- 订单增速有放缓
- 收入/利润增速放缓
- 负债率趋势降低

行业新签订单增速边际放缓



资料来源: Wind

收入/利润增速放缓



资料来源: Wind

负债率趋势降低



资料来源: Wind

18年政策变化是驱动因素

- 从“去杠杆”到“稳基建”，18年7月是分水岭。
- “去杠杆”去的是风险，“稳基建”稳的是需求，两者并不矛盾。
- 19年政策明朗，关键变量在融资。

“去杠杆”政策一览

国资委	对央企、国企进行负债率考核
财政部	资本金“穿透式”审查
审计署	全面开展地方政府隐性债务审计
中央办公厅等	地方政府隐性债务问责办法

资料来源：政府网站，光大证券研究所整理

货币及信用政策

央行	多次降准（全面、定向），扩大MLF担保品范围
财政部	加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度。合理保障融资平台公司正常融资需求。
央行	窗口指导部分银行放贷
发改委	推动银行发行永续债等补充资本金

资料来源：政府网站，光大证券研究所整理

财政政策

财政部	2019年部分转移支付提前下达，总计1.7万亿；地方债（含专项债）提前下达
发改委	密集批复铁路、轨交项目
国务院	全面启动川藏铁路规划建设
中央政治局	财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大左右，加大基础设施领域补短板的力度，要实施好乡村振兴战略。

资料来源：政府网站，光大证券研究所整理

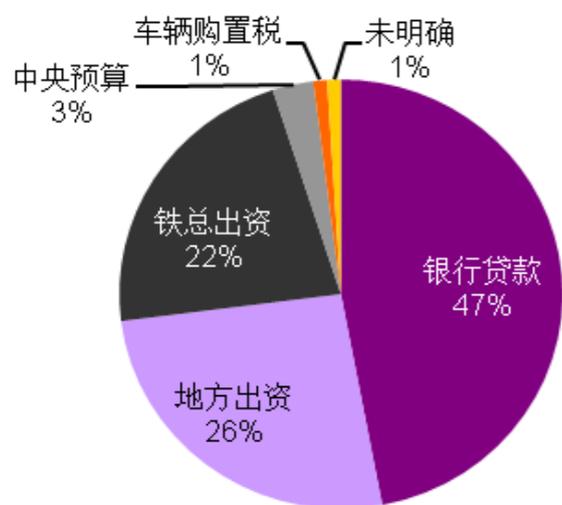
基建融资如何破局

- 以铁路看基建融资
- 以城投看基建融资
- 专项债及信贷为关键变量

以铁路看基建融资

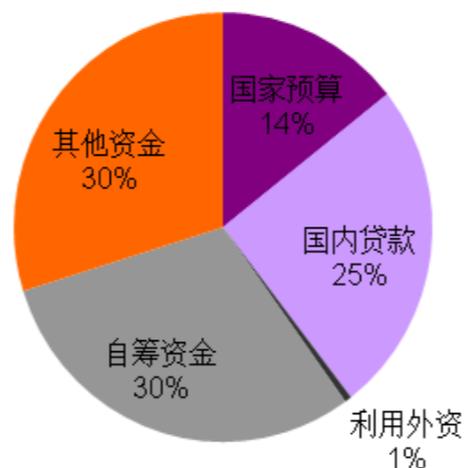
- 发改委对铁路项目最低资本金要求为20%
- 发改委对铁路项目批复，资本金中位数为50%
- 铁总资本开支中，信贷占比较低未来空间也更大

发改委批复资金来源（2012-2018）



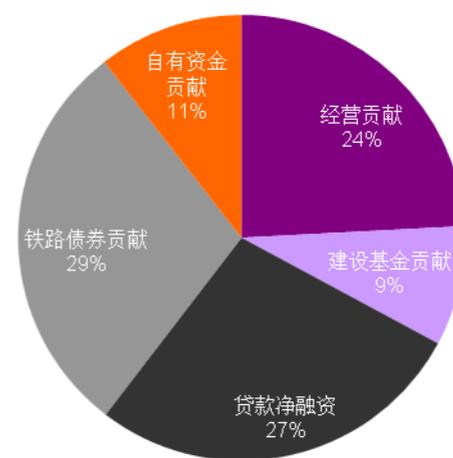
资料来源：国家发改委，光大证券研究所测算

2017年铁路投资资金来源



资料来源：wind

2017年铁总资本开支中资金来源



资料来源：Wind

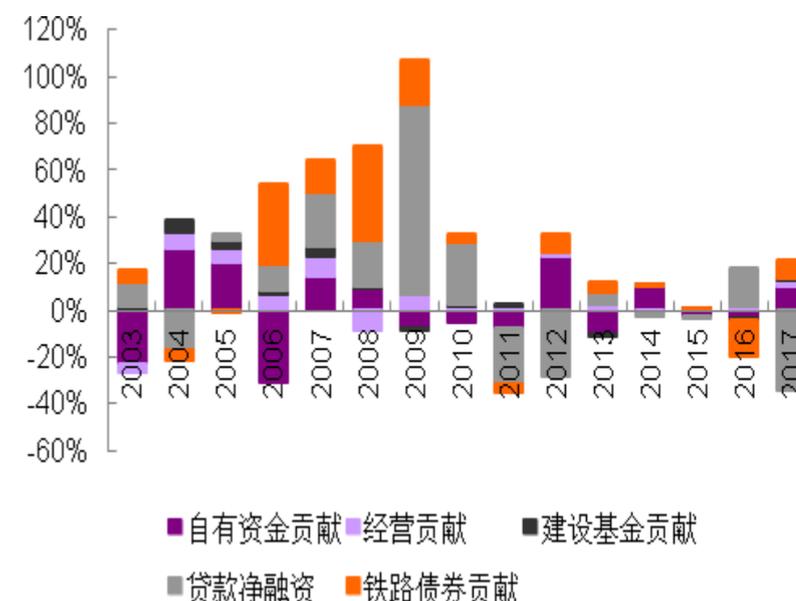
以铁路看基建融资

部分发改委批复项目

批复时间	项目名称	铁路类型	投资概算 (亿元)	资本金比例
2018/10/8	新建上海经苏州至湖州 (含既有沪昆线松江段改线工程)	区际铁路 高铁, 双线	367.95	56%
2018-05-04	粤东地区城际铁路	城际铁路	1002	50%
2017-08-08	上海至南通铁路 太仓至四团段	客货兼顾 I级, 双线	368.2	72%
2016-12-01	杭州经绍兴至台州铁路	主要沿线城际客流, 兼顾部分跨线客流 高铁, 双线	448.9	30%
2015-12-28	北京至霸州铁路	区际铁路 高铁, 双线	274.3	50%
2014-08-25	川藏铁路拉萨至林芝段	客货兼顾 I级, 单线	366	100%
2013-08-27	连云港至镇江铁路	客运专线	399.6	
2012-10-31	福州至平潭	客货兼顾 I级, 双线	257.3	50%

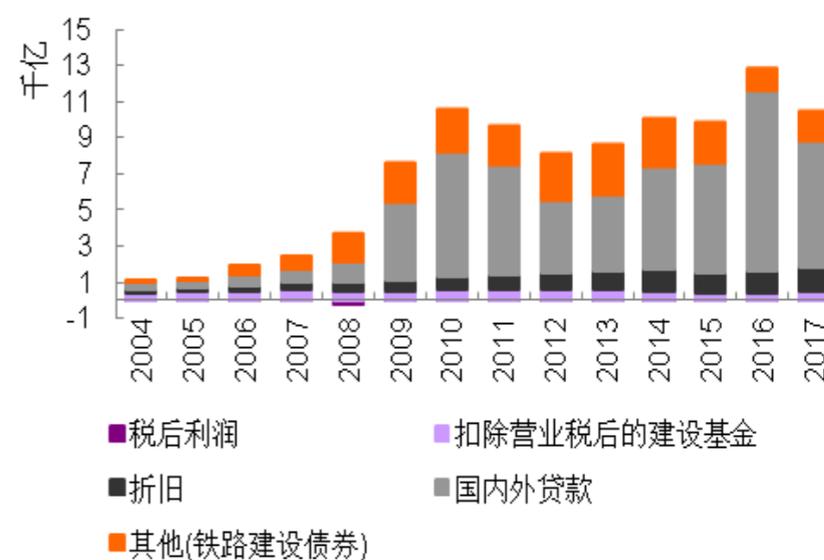
资料来源: 国家发改委

各项资金对铁总当年投资增速的拉动



资料来源: Wind

铁总资金来源



资料来源: Wind

以城投看基建融资

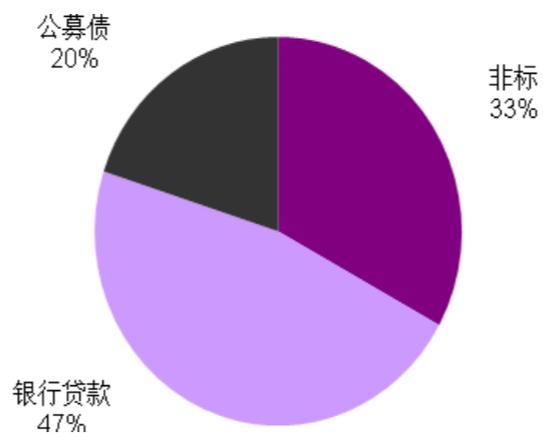
- 2017年城投占基建投资比例近70%，城投融资将直接影响基建增速
- 城投融资债务性资金中银行贷款占比最高，其次为非标及公募债
- 公募债边际企稳，非标依旧受限，信贷将为关键变量

城投占基建投资比重



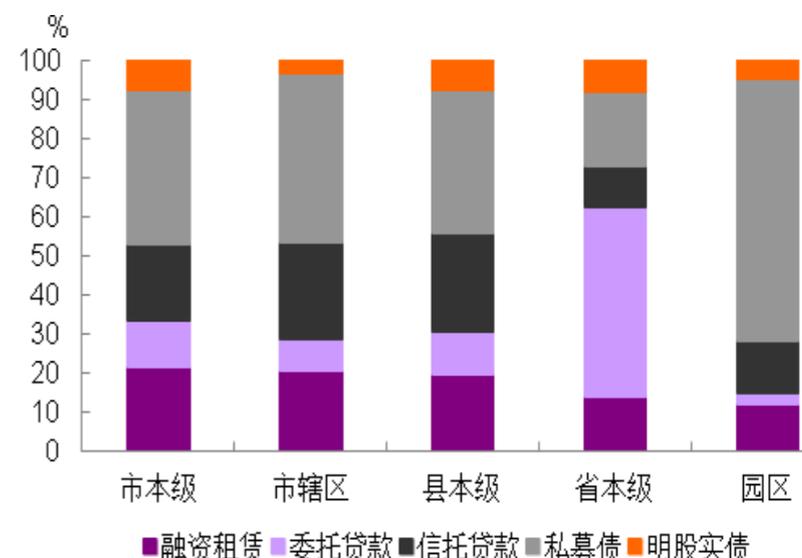
资料来源：光大证券研究所测算

2017年城投债务资金结构



资料来源：光大证券研究所测算

2017年城投非标结构

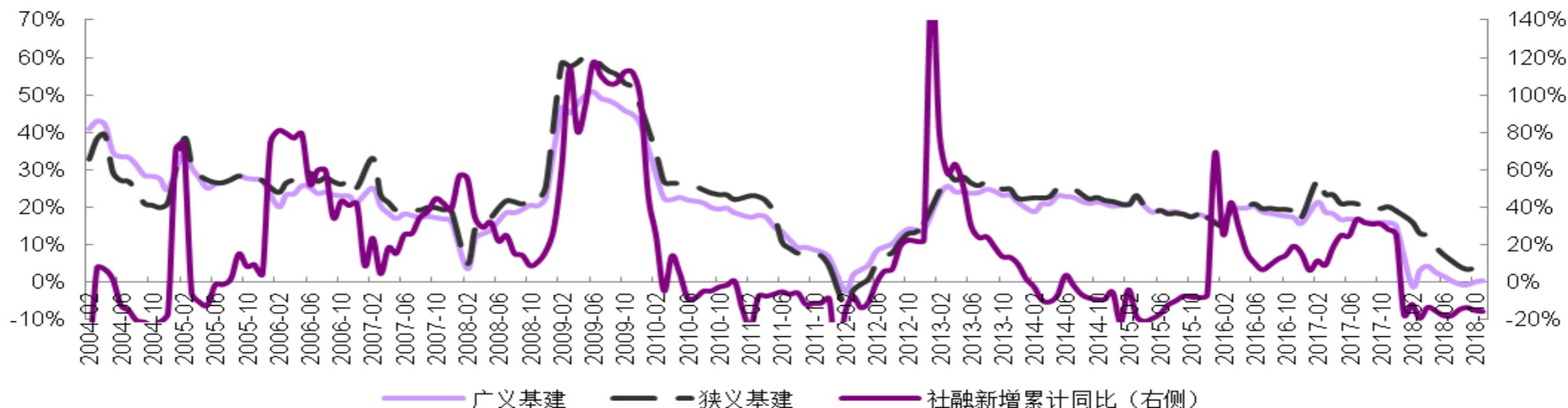


资料来源：光大证券研究所测算

专项债及信贷将为基建投资的关键变量

- 基建投资增速与社融呈现较强相关性
- 基建项目有公益性、回报周期长等特点，投资依赖信用扩张

基建投资增速与社融增速

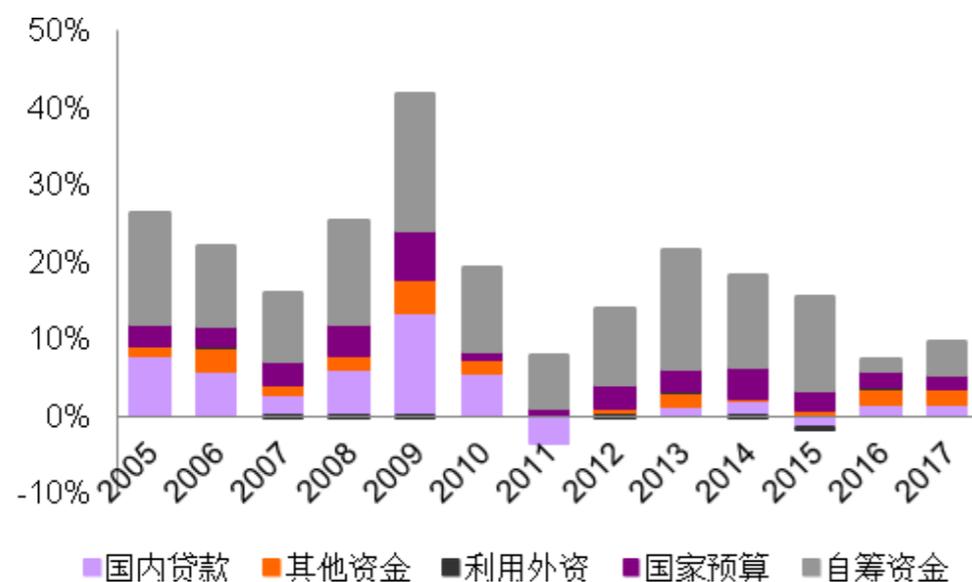


资料来源: Wind

专项债及信贷将为基建投资的关键变量

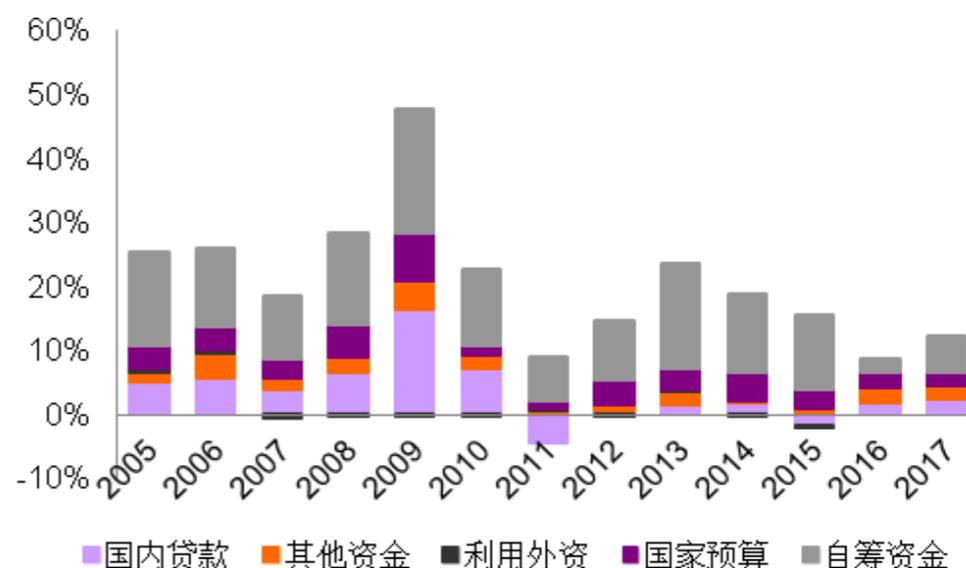
- 2010年之前，信贷对于基建投资增速的拉动较大。
- 国家预算资金对基建投资拉动相对稳定。
- 自筹资金（公募债、非标、自有资金等）对基建投资增速的拉动将减弱。

各类资金对于广义基建投资增速的拉动



资料来源：Wind

各类资金对于狭义基建投资增速的拉动

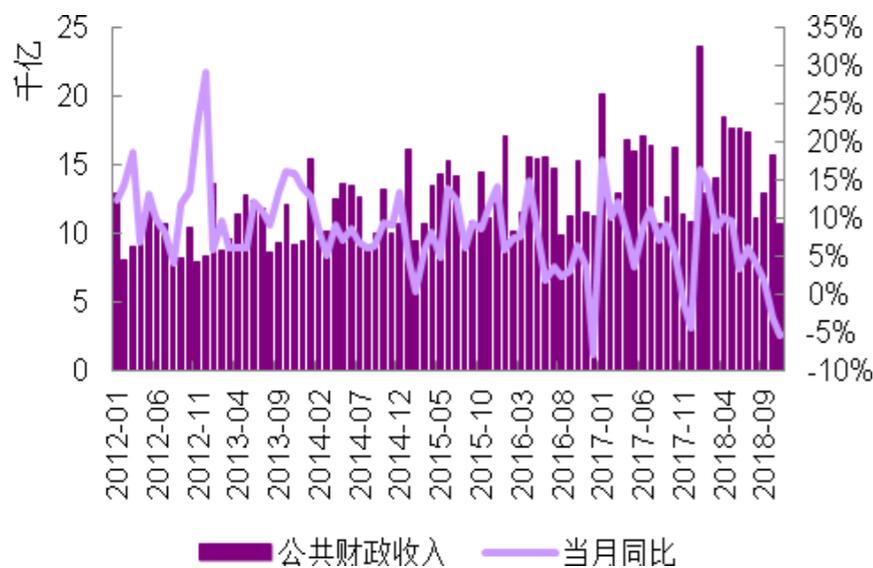


资料来源：Wind

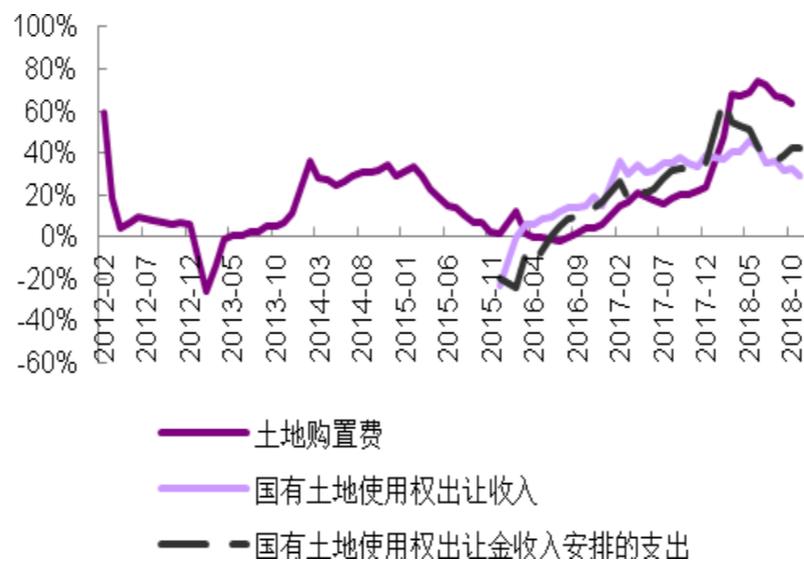
专项债及信贷将为基建投资的关键变量

- 公共财政收入走低，土地出让收入高位回落
- 地方债净新增将为变量

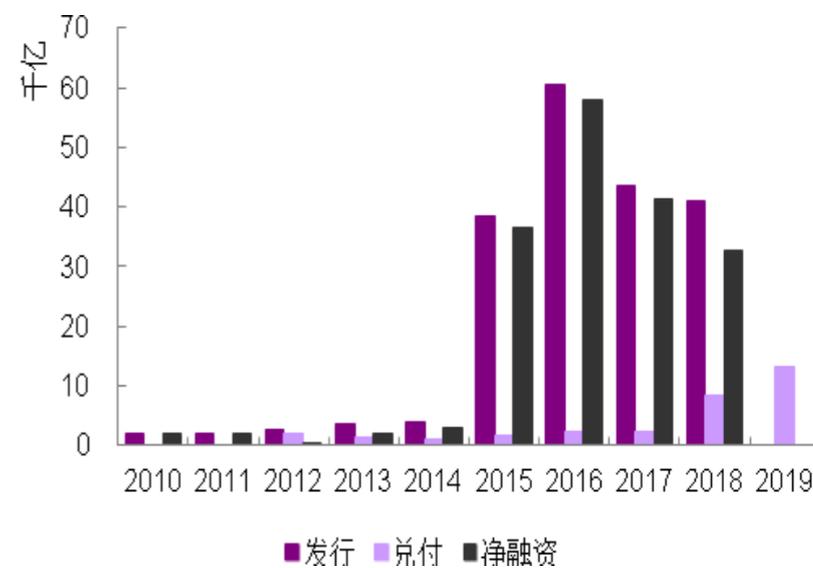
公共财政收入及当月同比



国有土地出让收入累计同比



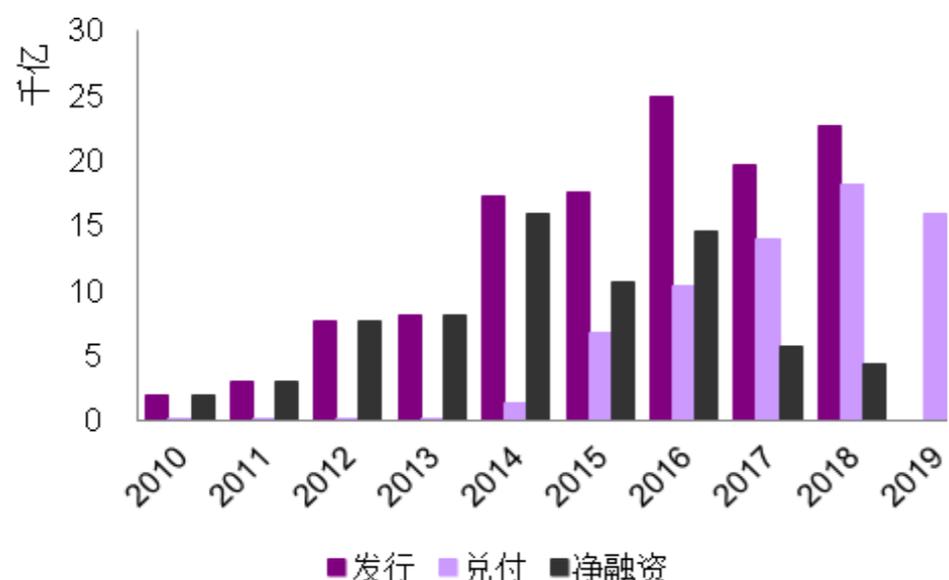
地方政府债融资情况



专项债及信贷将为基建投资的关键变量

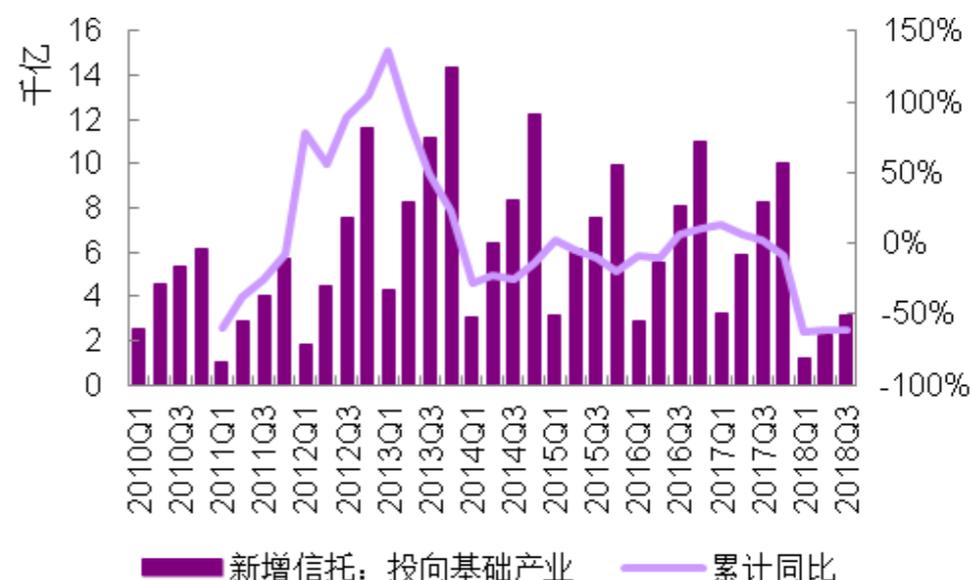
- 城投债融资有望企稳，19年兑付压力集中在Q1
- 非标融资边际向下

城投债融资到期情况



资料来源：Wind

新增信托：基础产业投向金额

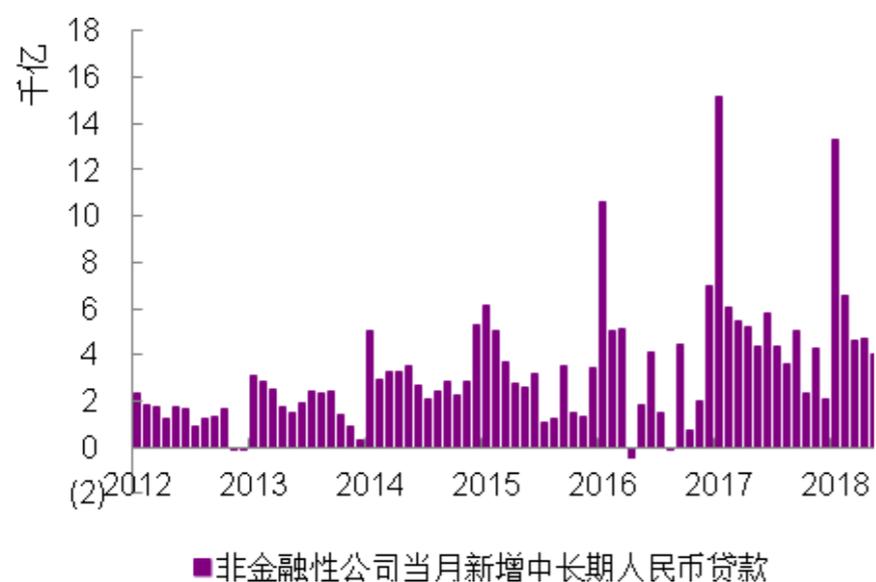


资料来源：Wind

专项债及信贷将为基建投资的关键变量

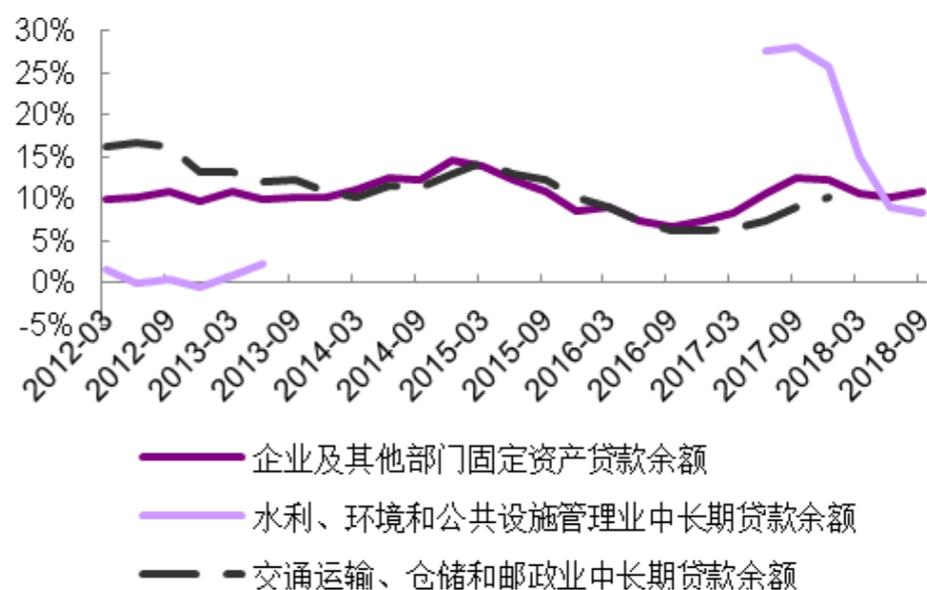
- 18年基建投资增速下滑与信贷增长放缓也有一定关系
- 19年多次降准预期下，流动性大概率宽裕，期待信贷边际改善

当月非金融性公司新增中长期贷款



资料来源：Wind

贷款余额同比增速



资料来源：Wind

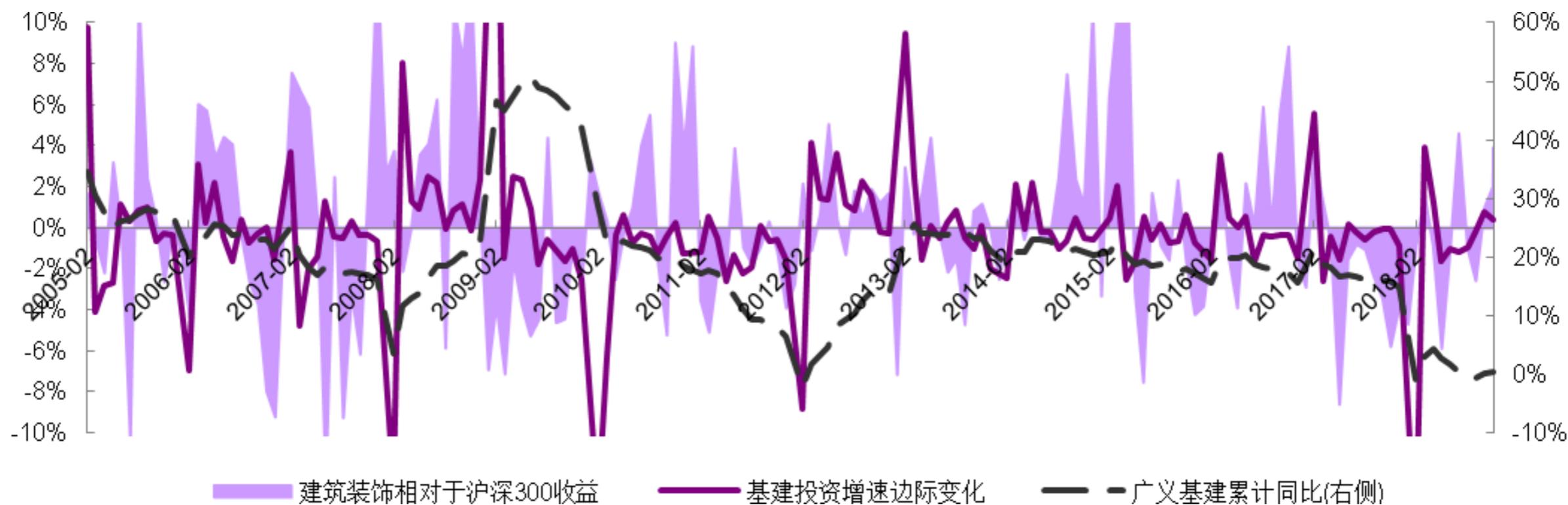
建筑装饰板块三条主线

- “补短板”预期下，建筑装饰板块或有较强相对收益
- 基建链条看好铁路、轨交、公路等
- 国际工程风起于青萍之末
- 化学工程期待业绩释放

“补短板”预期下，建筑装饰板块或有较强相对收益

- 宏观层面，展望2019年，我国对外贸易存在一定不确定性，消费、地产、制造业增速放缓，而基建是为数不多增速边际确定性向上的领域。
- 以建筑装饰（申万）相对沪深300观察，建筑装饰板块在基建投资边际发生实质性改善之前及期间会有较好的相对收益。

建筑装饰板块相对与沪深300收益VS基建投资增速边际



资料来源：Wind

基建链条看好铁路、轨交、公路等

- 2018年12月以来，发改委总计批复基建类项目新增投资约9680亿元，主要为轨交及铁路项目，其中城际铁路等投资规模约3386亿元。铁路、轨交景气度有确定性改善。

近期发改委批复铁路轨交项目

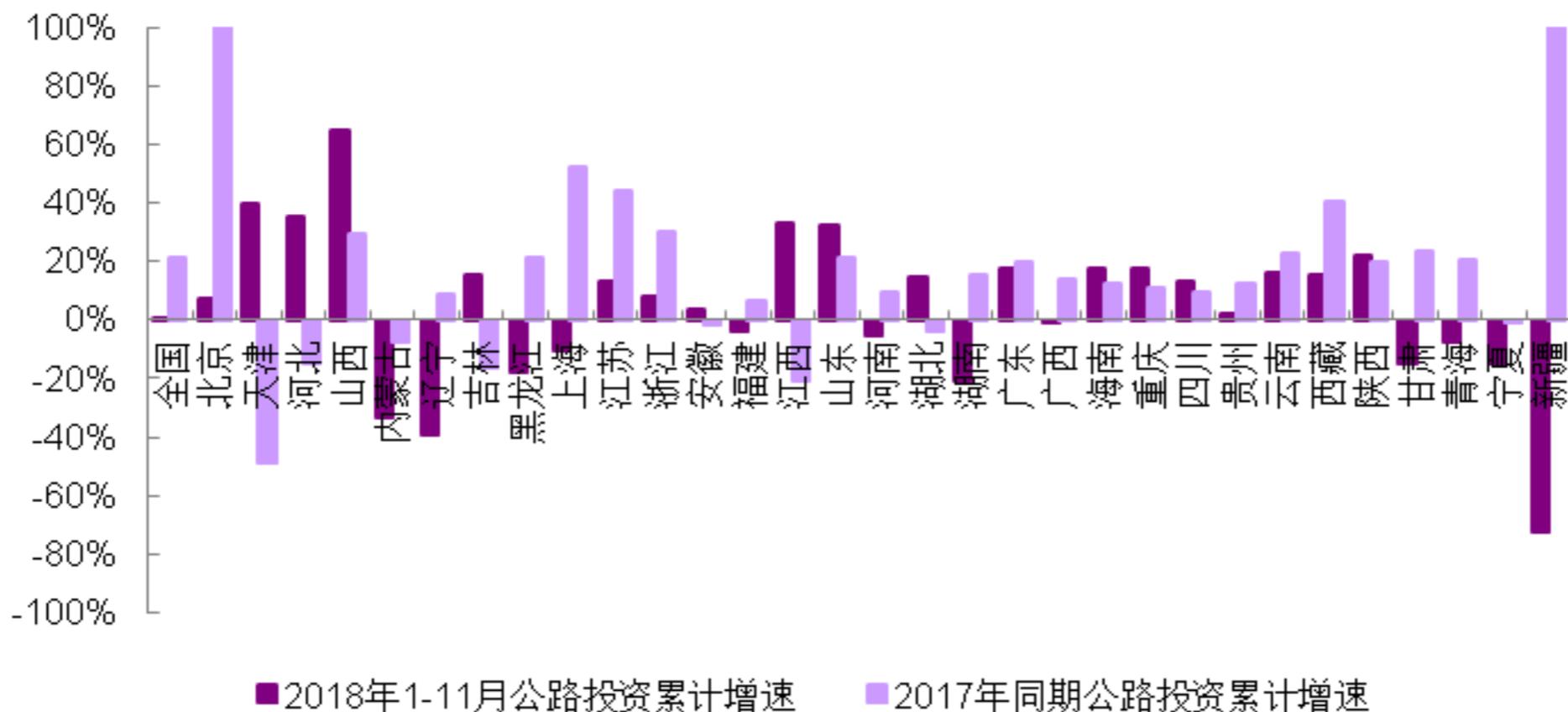
发布时间	项目名称	投资总额
2018/12/06	重庆市城市轨道交通第三期建设规划（2018-2023） 调整重庆市城市轨道交通第二期建设规划（2018-2020）	第三期规划新增投资约455亿 第二期规划新增投资约70亿
2018/12/14	调整济南市城市轨道交通第一期建设规划（2015~2019年）	新增投资29.3亿元
2018/12/19	杭州市城市轨道交通第三期建设规划（2017~2024年）调整	新增投资约577.6亿
2018/12/19	上海市城市轨道交通第三期建设规划（2018~2023年）	投资约2983亿元
2018/12/21	广西北部湾经济区城际铁路建设规划（2019-2023年）	近期投资517亿元
2018/12/25	新建西安至延安铁路	551.6亿元
2018/12/28	长春市城市轨道交通第三期建设规划（2019~2024年）	711.37亿元
2019/1/2	江苏省沿江城市群城际铁路建设规划（2019-2025年）	近期投资2317亿元
2019/1/2	武汉市城市轨道交通第四期建设规划（2019-2024年）	1469亿元

资料来源：国家发改委

基建链条看好铁路、轨交、公路等

- 看好公路建设板块中区域建设投资较为景气的方向。截至2018年11月，公路建设投资完成额1.99万亿元，同增0.2%；但部分区域建设仍旧维持较高增速，由于项目施工有连贯性，预计19年部分区域投资景气有望维持。

18年1-11月各地区公路投资累计增速

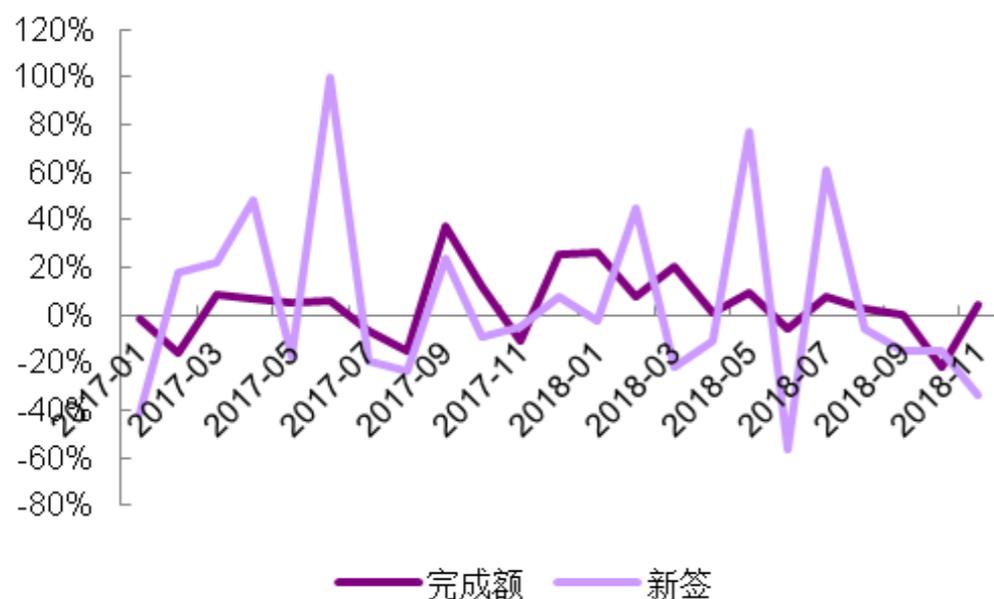


资料来源：交通部

国际工程风起于青萍之末

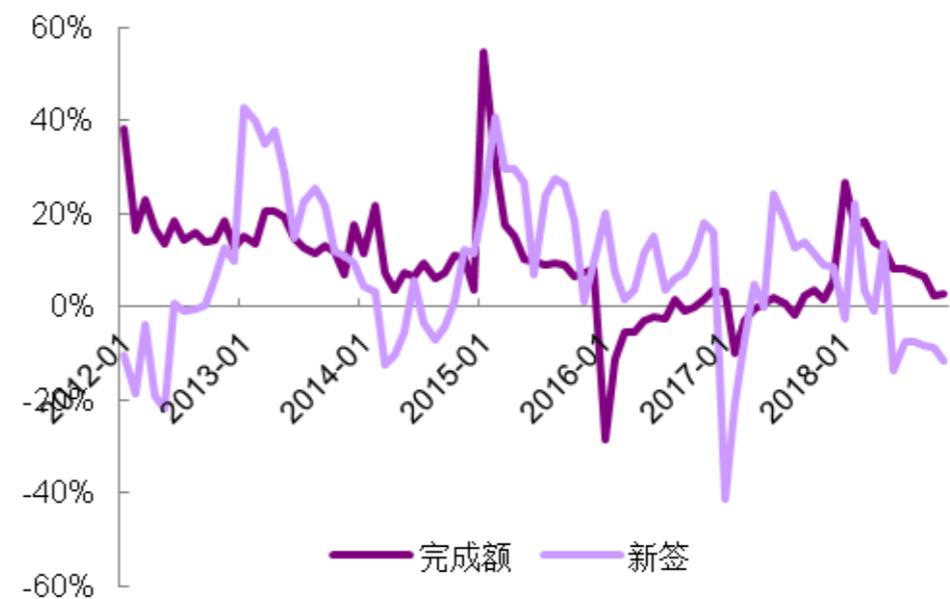
- 对外新签订单大幅下滑（行业及公司），影响国际工程公司成长预期，进而导致公司估值创新低
- 国际工程新签订单增速波动受三个维度因素影响1）基数效应；2）美元融资环境；3）中国对外投资情况。国外业主方在投资决策过程中需要解决其项目贷款融资问题，因而美元融资环境将显著影响订单签约。

对外承包完成额及新签单月同比



资料来源：Wind

对外承包完成额及新签累计同比

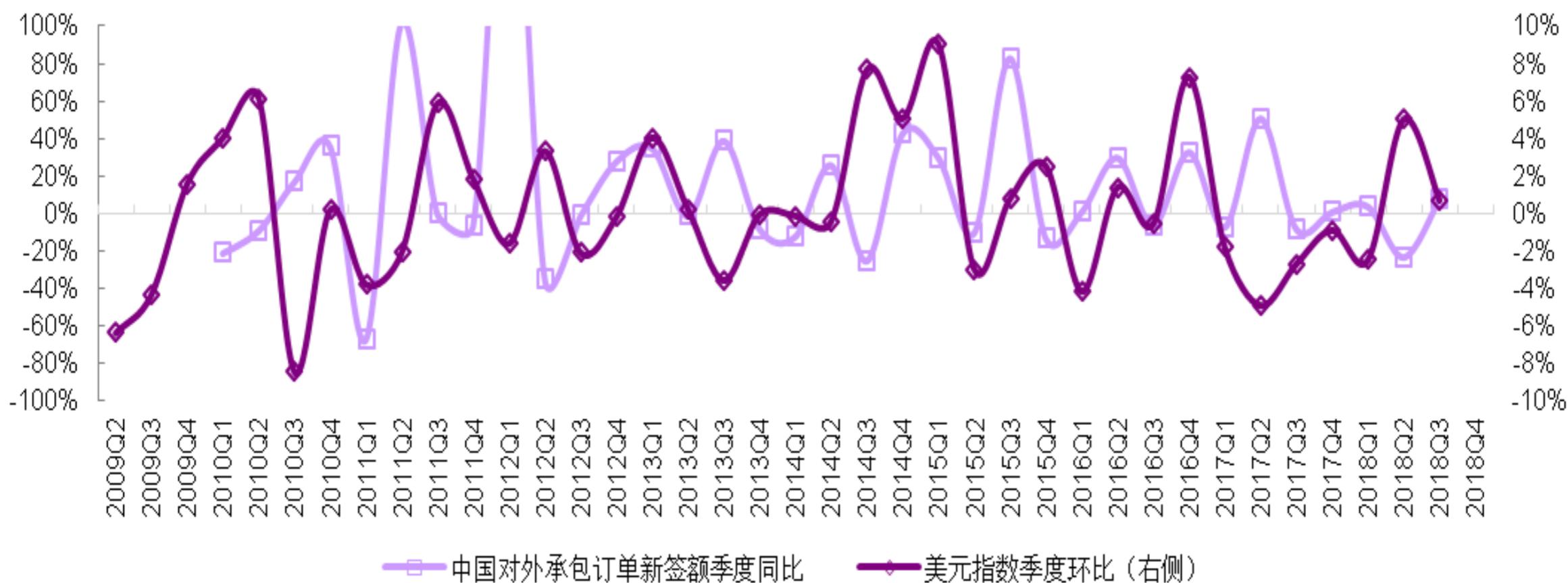


资料来源：Wind

国际工程风起于青萍之末

- 美元指数走势与对外工程订单呈现一定反向关系。随着美联储加息动能的减弱，后续业主方融资或有边际改善，带动19年新签订单在18年较低基数上实现边际改善。

中国对外承包新签订单额季度同比与美元指数季度环比

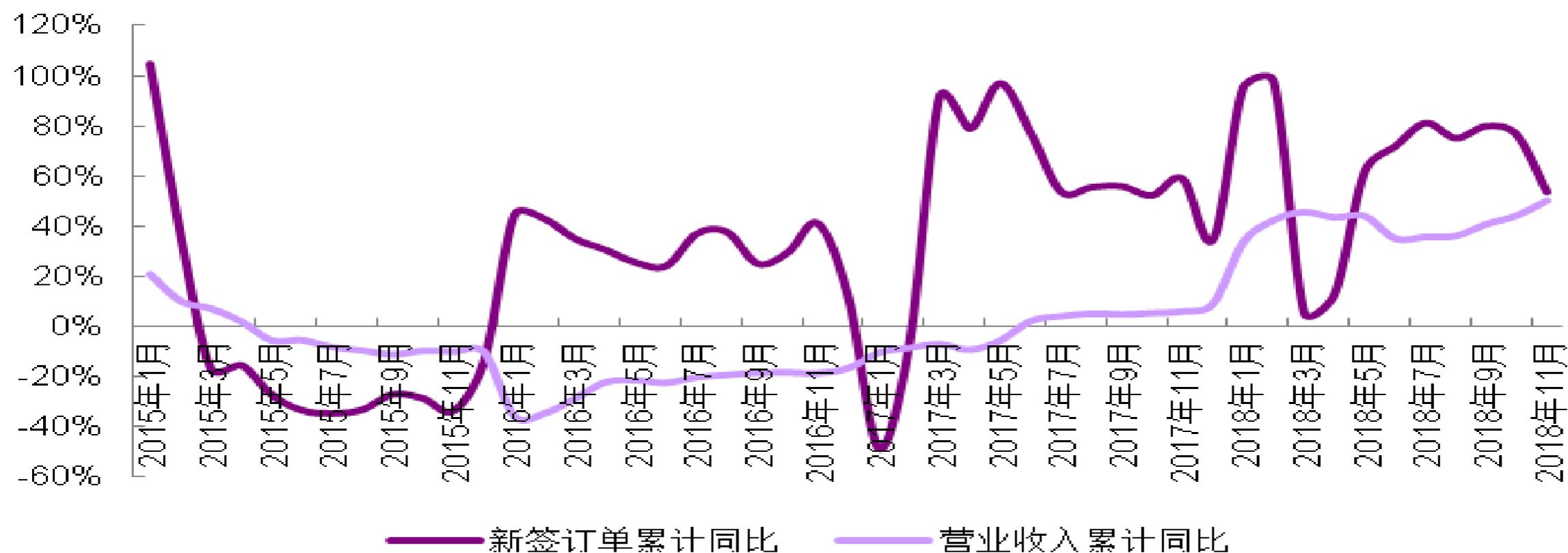


资料来源：Wind，光大证券研究所

化学工程期待业绩释放

- 新签订单多年高增长，低油价时期项目竣工结算，导致毛利率阶段性下滑、
- 现阶段化学工程板块估值已有安全边际。19年收入高增长叠加毛利率边际改善，业绩有弹性。

中国化学新签订单及营业收入累计同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

重点公司推荐

- 基建链条推荐山东路桥、苏交科、中国铁建、中国建筑
- 国际工程推荐中材国际、关注中工国际
- 化学工程推荐中国化学、关注延长化建

风险提示

- 基建投资增速不及预期
- 业主方融资不及预期（城投、地方政府）
- 原材料超预期上涨
- 海外订单签约不及预期
- 化学工程利润不及预期



谢谢观看!

THANK YOU!



光大证券研究所建筑研究团队

孙伟风 建筑和工程分析师

执业证书编号：S0930516110003

电子邮件：sunwf@ebscn.com

联系电话：021-52523822

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。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会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。