

一年该行业与上证综指走势比较

行业投资策略



相关研究报告:

《国信证券-建筑行业 10 月投资策略: 政策强化估值修复, 重点推荐补短板受益央企及设计咨询龙头》——2018-10-12

《国信证券-建筑行业 2018 年三季度总结暨 11 月投资策略: 基建补短板进入落地期, 央企及设计咨询龙头有望优先受益》——2018-11-08

《国信证券-建筑行业 2019 年投资策略: 基建复苏, 聚焦龙头》——2018-12-14

证券分析师: 周松

电话: 021-60875163  
E-MAIL: zhousong@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号:  
S0980518030001  
联系人: 江剑  
电话: 021-60933161  
E-MAIL: jiangjian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

## 逆周期调控, 降准释放资金, 重点推荐基建产业链

### ● 2019 年经济下行压力较大, 宏观政策“稳”字当头

当前内外部环境日益复杂, 在国际贸易争端、全球同步进入衰退周期、国内债务风险等诸多因素下, 2019 年中国经济依然面临较大下行压力。中央经济工作会议再次强调稳增长, 近期央行全面降准释放 1.5 万亿、地方债额度提前下放等措施, 预示着未来积极的财政和宽松的货币政策将发挥重要的逆周期调控作用。

### ● 新批复项目总投资达 1.5 万亿, 基建投资有望迎来全面反弹

2018 年 1-11 月基建投资增速为 3.7%, 同比下滑 16.4pct, 降幅逐步缩窄。2018 年下半年至今发改委密集批复铁路和城轨项目, 总投资约 1.5 万亿, 近期大批新项目将陆续开工; 在乡村振兴和美丽中国战略指导下, 水利、生态环保投资保持高速增长。12 月份建筑业 PMI 为 62.6%, 继续维持在景气区间内。2019 年在财政积极、资金面宽松、交通投资回暖等刺激下, 基建投资有望迎来全面反弹。

### ● 2018 年行情复盘: 大盘大幅下跌, 建筑板块估值持续探底

2018 年, 上证综指下跌 24.59%, 建筑行业下跌 29.27%, 跑输上证指数 4.68pct。建筑子板块中铁路建设表现较好, 园林工程和国际工程跌幅较大。截至 2018 年底, 建筑行业 PE 估值约 10.19 倍, 已经处于历史低位。我们 12 月的投资组合收益稳健, 实现收益-1.74%, 跑赢行业指数 1.03pct, 跑赢大盘指数 1.90pct。

### ● 基建产业链投资机会确定性强, 重点推荐央企国企和设计咨询龙头

政策持续加码, 2019 年基建产业链迎来确定性较强的投资机会, 中西部地区有望优先受益补短板政策, 交通、水利和生态环保等领域仍是补短板的重点。央企国企在承接大订单上有明显优势, 业绩确定性强, 目前在手订单充沛, 未来受益补短板政策业绩有望加速释放; 整体估值远低于行业和上市公司平均水平, 部分个股跌破净资产, 安全边际高, 未来有望迎来估值修复。重点推荐中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国交建、安徽水利等。

设计咨询属于轻资产模式, 负债低, 现金流良好, 盈利能力强, 位于产业链前端优先受益基建补短板, 行业集中度提升利好龙头企业, 当前估值与历史估值中枢相比还存在较大上涨空间。重点推荐中设集团、苏交科、勘设股份等。

### ● 风险提示: 政策力度不及预期; 项目资金落实不到位; 应收账款坏账风险等。

### 重点推荐公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
601186.SH	中国铁建	买入	10.78	144,115	1.35	1.53	7.99	7.05
601390.SH	中国中铁	买入	7.06	158,878	0.84	0.95	8.40	7.43
601668.SH	中国建筑	买入	5.69	238,896	0.88	0.98	6.47	5.81
601800.SH	中国交建	买入	11.16	160,903	1.46	1.63	7.64	6.85
600502.SH	安徽水利	买入	3.78	6,506	0.51	0.57	7.41	6.63
300284.SZ	苏交科	买入	10.84	8,775	0.73	0.92	14.85	11.78
603018.SH	中设集团	买入	17.92	5,623	1.26	1.67	14.22	10.73
603458.SH	勘设股份	买入	31.25	3,942	3.22	3.83	9.70	8.16

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

<b>2019 年经济依然存较大下行压力，宏观政策“稳”字当头</b> .....	<b>5</b>
中央经济工作会议定调以稳增长、防风险为根基，立足长远高质量发展 .....	5
关注逆周期调控力度，改革有望持续深化.....	5
地方专项债将提前发放，2019 年发行限额有望大幅提高.....	7
<b>稳增长背景下基建投资有望迎来全面反弹</b> .....	<b>8</b>
政策保驾护航，基建补短板力度逐渐加强.....	8
交通扶贫叠加“公路审批权”下放，公路投资依然坚挺 .....	10
铁路建设成为补短板急先锋，中央主导投资确定性强 .....	11
轨交审批加速，或迎来新一轮刺激 .....	13
乡村振兴利好基建投资企稳回升 .....	14
“十三五”深化水利改革，中央水利投资有望维持在高位.....	15
“美丽中国”战略持续推进，生态环保是重点 .....	16
建筑业 PMI 景气度回升，基建将发挥托底作用 .....	18
<b>2018 年行情复盘：大盘大幅下跌，建筑板块估值持续探底</b> .....	<b>19</b>
2018 年 12 月大盘收官平淡，行业跑赢大盘.....	19
建筑子板块大部分下跌，铁路建设逆势上涨 .....	21
建筑个股涨跌不一，整体弱于大盘 .....	22
A/H 股溢价有所缩小 .....	23
投资组合收益稳健，整体跑赢大盘 .....	24
<b>把握基建产业链的确定性投资机会，重点推荐攻守兼备的央企国企及设计咨询龙头</b> .	<b>25</b>
央企业绩稳定估值低，在手订单充沛业绩有望加速释放 .....	25
设计咨询业绩亮眼，现金流良好，产业链前端优先受益基建补短板 .....	30
重点推荐.....	34
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>35</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>35</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>35</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>35</b>

## 图表目录

图 1: 近几年地方政府专项债券余额和新增额 .....	7
图 2: 保守估计 2019 年地方政府新增专项债规模将超 1.6 万亿 .....	8
图 3: 2018 年基建投资增速大幅下滑 .....	10
图 4: 近几年公路建设投资情况 .....	11
图 5: 近几年铁路投资均不低于 8000 亿 .....	12
图 6: 我国轨道交通运营路线长度持续保持快速增长 .....	13
图 7: 我国在建轨道交通的城市数和线路长度持续增长 .....	13
图 8: 用于农村基础设施建设的财政支出保持高增长 .....	15
图 9: “十三五”期间水利发展六大原则 .....	15
图 10: “十三五”期间水利发展六大目标 .....	15
图 11: 中央水利建设投资明年的增速有望继续维持在 10% 左右 .....	16
图 12: 生态环保业投资增速保持在较高水平 .....	18
图 13: 建筑业 PMI 指数维持在景气区间 .....	18
图 14: 基建投资增速走势图 .....	19
图 15: 房地产投资增速走势图 .....	19
图 16: 2018 年 12 月建筑行业下跌 2.77%，跑赢大盘 0.87pct .....	19
图 17: 2018 年建筑行业下跌 29.27%，走势弱于大盘 .....	20
图 18: 建筑行业 12 月份涨跌幅在 28 个行业中排第 8 名 .....	20
图 19: 建筑行业 2018 年涨跌幅在 28 个行业中排第 9 名 .....	21
图 20: 当前建筑板块整体市盈率处于历史中低位 .....	21
图 21: 建筑板块各子行业 12 月份涨跌幅排名 .....	22
图 22: 建筑板块各子行业 2018 年涨跌幅排名 .....	22
图 23: 建筑板块 12 月份涨幅前五和跌幅前五的公司 .....	23
图 24: 建筑板块 2018 年涨幅前五和跌幅前五的公司 .....	23
图 25: A、H 股同时上市的四家央企 10 月股价涨跌幅情况 .....	24
图 26: 基建行业的业绩波动基本与基建投资周期重合 .....	25
图 27: 央企占据了绝大多数的基建市场份额 .....	26
图 28: 八个建筑央企市盈率大部分低于行业和 A 股平均值 .....	28
图 29: 部分央企市净率跌破 1.0，估值处在安全区域 .....	28
图 30: 八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升 .....	29
图 31: 设计咨询行业处在建筑行业上游 .....	30
图 32: 勘察设计行业并购数量和金额有加快增长的趋势 .....	31
图 33: 中设集团营收保持高增长，近三年 CAGR 达 30.09% .....	32
图 34: 中设集团净利润增长较快，近三年 CAGR 达 21.37% .....	32
图 35: 苏文科营收保持高增长，近三年 CAGR 达 44.45% .....	32
图 36: 苏文科净利润增长较快，近三年 CAGR 达 22.47% .....	32
图 37: 2018 年前三季度上市设计企业营收增长 24.39% .....	32
图 38: 2018 年前三季度上市设计企业净利润增长 25.28% .....	32
图 39: 设计咨询企业 ROE 高于建筑行业和 A 股平均水平 .....	33
图 40: 设计咨询企业股权受稀释后，ROE 仍保持较高水平 .....	33
图 41: 设计咨询企业毛利率和净利率均稳中有升 .....	33
图 42: 设计咨询企业毛利率和净利率远高于平均水平 .....	33
图 43: 设计咨询企业资产负债率逐年下降 .....	34
图 44: 设计咨询企业资产负债率远低于平均水平 .....	34
图 45: 设计咨询企业经营现金流持续为正，每年的净额接近净利润水平 .....	34
表 1: 中央经济工作会议重要内容索引 .....	5
表 2: 2019 年 1 月央行降准的主要内容 .....	6
表 3: 2018 年 12 月份以来主要宏观政策梳理（接下页） .....	6
表 4: 2018 年 12 月份以来主要宏观政策梳理（承上页） .....	7
表 5: 基建补短板细分领域及重点内容 .....	9
表 6: “交通扶贫”的主要内容 .....	10
表 7: 2017 年国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权 .....	11
表 8: “十三五”期间，铁路的平均年投资额约为 0.8 万亿 .....	12
表 9: 下半年获批的重大铁路工程项目 .....	13

表 10: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目 .....	14
表 11: 近期关于城乡区域协调发展有关的政策.....	14
表 12: 党的十八大以来, 在生态环保领域采取的一些重要举措.....	17
表 13: 主要建筑企业 A/H 股溢价情况 (汇率以 12 月 28 日港币兑人民币中间价为准) .....	24
表 14: 国信建筑 12 月份投资组合涨跌幅情况.....	25
表 15: 八大建筑央企 2018 年前三季度新签订单 5.12 万亿元, 同比增长 11.7%.....	26
表 16: 截至 2018Q3 央企在手订单创下新高, 平均订单收入保障比达到 3.97 倍 .....	27
表 17: 八家建筑央企 2018 年前三季度营业收入超 2.65 万亿元, 净利润达 801 亿元.....	27
表 18: 八大建筑央企海外订单快速增长, 近三年 CAGR 达 20.42%.....	27
表 19: 2018 年度 ENR 国际承包商 250 强内地企业前 10 强全部是央企.....	28
表 20: 与国际建筑巨头相比, 央企的估值明显偏低.....	29
表 21: 行业部分资质情况介绍 .....	30
表 22: 勘察设计行业分类.....	31

## 2019 年经济依然存较大下行压力，宏观政策“稳”字当头

**中央经济工作会议定调以稳增长、防风险为根基，立足长远高质量发展**

2018 年中央经济工作会议于 12 月 19 日至 21 日在北京举行。会议确定了 2019 年要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过强化逆周期调控稳定总需求和经济增长，同时要守住不发生系统性风险的底线，坚持结构性去杠杆的基本思路，严控地方政府债务。

从推进更大规模的减税降费、大力支持科创和企业研发以及完善资本市场制度等一系列改革措施中可以看出，中央基本上否定了大水漫灌的短期经济刺激政策，而是希望从长远发展的角度将中国经济调整到高质量运行的轨道上。

**表 1: 中央经济工作会议重要内容索引**

政策类型	具体表述
宏观调控总基调	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，适时预调微调，稳定总需求。
货币政策	稳健的货币政策要松紧适度，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题
财政政策	积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模
金融监管政策	明年打好防范化解重大风险攻坚战，坚持结构性去杠杆基本思路，防范金融市场异常波动和共振，稳妥处理地方政府债务风险
房地产政策	构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房住不炒定位，因城施策、分类指导
对外政策	推动全方位对外开放，推进中美经贸磋商。
资本市场建设	资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，提高上市公司质量，完善交易制度，引导更多中长期资金进入，推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地

资料来源：新华社，人民网，国信证券经济研究所整理

### 关注逆周期调控力度，改革有望持续深化

当前中国的内外部环境都已发生了深刻的变化，国际贸易争端短期虽有所缓和，但长期来看中美双方要达成完全和解的过程必然漫长而艰辛，叠加全球经济进入衰退周期的影响国内经济下行压力也会逐步加大，部分企业特别是民营企业经营困难较多、长期积累的风险隐患集中暴露。因此，未来政策短期来看逆周期调控是重点。

近期，央行宣布为进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，全面下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中，2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。可以预见，未来更加宽松的货币政策将成为逆周期调控的重要工具。

**表 2: 2019 年 1 月央行降准的主要内容**

类型	具体内容
操作时间	2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日
降准政策	全面降低金融机构存款准备金率 100BP, 在两个操作日分别降低 50BP
释放基础货币	约 1.5 万亿, 加上即将开展定向中期借贷便利操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金, 净投放约 8000 亿。
降准目的	对冲春节前资金压力; 降低融资成本, 支持企业融资

资料来源: 央行, 国信证券经济研究所整理

2018 年底至今, 政策依然持续关注纾困民营企业、扩宽信用渠道、保持基建补短板力度、推动 5G 和高端制造业等国家战略产业发展等重大问题, 这也表明了 2019 年党和政府继续深化经济体制改革、升级调整产业结构、促进资本市场健康发展的决心。因此长期来看, 改革是推动中国经济转型升级的主导力量, 也是国家战略中不可动摇的核心内容。

**表 3: 2018 年 12 月份以来主要宏观政策梳理 (接下页)**

时间	部门	政策导向
12 月 4 日	发改委	落实去产能和“僵尸企业”债务重组政策, 加大对兼并重组的金融支持, 鼓励金融机构在依法合规和可控的前提下提供发放并购贷款。积极利用产权交易所、租赁、资产证券化等多方式充分盘活“僵尸企业”及去产能企业有效资产。
12 月 5 日	国务院	对不裁员或少裁员的参保企业, 可返还其上年度实际缴纳失业保险费的 50%。发挥政府性融资担保机构作用支持小微企业。充分发挥国家融资担保基金作用, 引导更多金融资源支持创业就业。
12 月 10 日	工信部	向基础电信运营企业发放 5G 系统试验频率使用许可, 将积极引导各基础电信运营企业做好 5G 系统试验的基站部署, 促进我国 5G 产业健康快速发展。
12 月 12 日	发改委	发布《关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》, 提出支持信用优良、经营稳健、对产业结构转型升级或区域经济发展具有引领作用的优质企业发行企业债券; 鼓励优质企业将债券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, 加快培育和发展战略性新兴产业。
12 月 13 日	中共中央	中央政治局会议指出, 明年要继续打好三大攻坚战, 推动制造业高质量发展, 推进先进制造业与现代服务业深度融合; 着力激发微观主体活力, 创新和完善宏观调控, 统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作, 保持经济运行在合理区间, 进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期, 提振市场信心。
12 月 17 日	发改委	发改委投资司召开调动民间投资积极性、促进民营经济持续健康发展工作座谈会: 要清醒的认识制约民间投资发展的不利因素, 制造业创新能力不足, 部分民营企业转型升级较慢; 融资难、融资贵的问题仍较突出, 相关政策亟待落实; 投资整体增速处于低位, 部分在建项目资金筹集困难等。
12 月 19 日	央行	创设定向中期借贷便利 (TMLF), 根据金融机构对小微企业、民营企业贷款增长情况, 向其提供长期稳定资金来源。
12 月 20 日	国税总局	发布全面实施新个人所得税法若干征管衔接问题的公告, 先行明确了工资、薪金所得, 劳务报酬所得, 稿酬所得, 特许权使用费所得的个人所得税扣缴计算方法; 整体扣缴办法另行发布; 新个人所得税法将于 2019 年 1 月 1 日正式实施。

资料来源: 央行等各部门官网, 国信证券经济研究所整理

表 4: 2018 年 12 月份以来主要宏观政策梳理 (承上页)

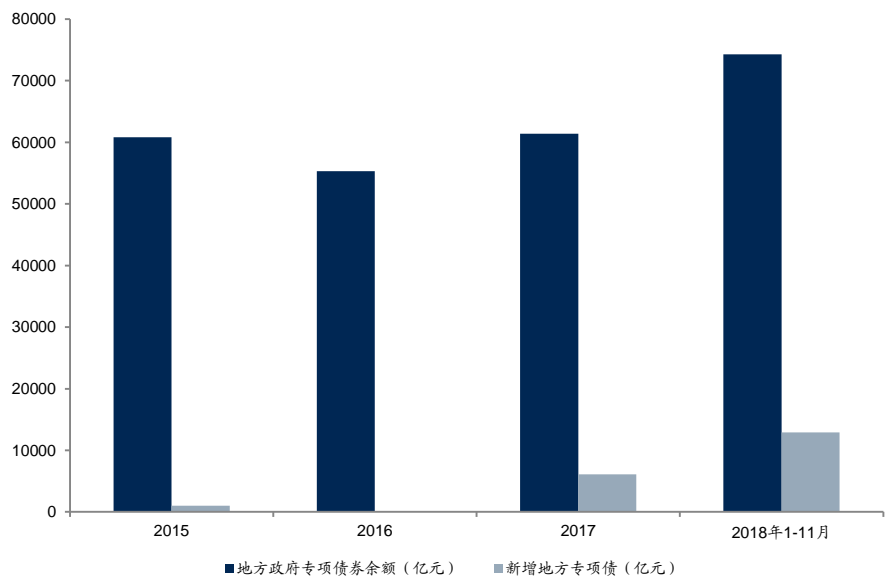
时间	部门	政策导向
12 月 25 日	国务院	国务院常务会议提出: 加大对民营经济和中小企业支持, 对民间投资进入资源开发、交通、市政等领域, 除另有规定外一律取消最低注册资本、股比结构等限制; 完善普惠金融定向降准政策。
12 月 26 日	交通部	2019 年主要预期目标: 完成公路水路固定资产投资 1.8 万亿元左右。新建农村公路 20 万公里, 实现具备条件的乡镇、建制村通硬化路。新增内河高等级航道达标里程 400 公里。新增通客车建制村 5000 个, 其中贫困地区 3000 个。新增直接通邮建制村 5000 个。确保北京大兴国际机场等重大项目如期建成。确保运输结构调整取得阶段性进展, 实现铁路货运量增加 3.5 亿吨, 集装箱铁水联运量增长 15% 以上。
12 月 27 日	国务院	正式批复《河北雄安新区总体规划 (2018-2035 年)》
12 月 28 日	中共中央	中央农村工作会议提出: 要毫不放松粮食生产, 深化农业供给侧结构性改革, 聚力打赢脱贫攻坚战, 抓好农村人居环境整治工作, 推进新一轮农村改革, 加快补齐农村基础设施和公共服务短板, 扎实做好乡村规划建设和社会治理各项工作, 强化五级书记抓乡村振兴, 加强懂农业、爱农村、爱农民农村工作队伍建设。
12 月 28 日	财政部	全国财政工作会议提出 2019 年工作重点: 大幅增加地方政府专项债券, 严控地方政府隐性债务, 有效防范化解财政金融风险; 推动经济转型升级; 进一步释放内需潜力; 促进区域协调发展; 贯彻实施乡村振兴战略; 加强保障和改善民生; 深化财税体制改革; 确保地方财政可持续; 持续提升财政管理效能; 推进国际财经合作。

资料来源: 央行等各部门官网, 国信证券经济研究所整理

### 地方专项债将提前发放, 2019 年发行限额有望大幅提高

专项债券一般指地方政府为了筹集资金建设某专项具体工程而发行的债券, 是地方政府开展基建的重要资金来源。近年来随着地方政府融资监管趋严, 城投非标融资作为“后门”被堵死, 地方政府债券则当做“前门”逐渐打开。2018 年初中央计划安排新增地方政府专项债 1.35 万亿, 比 2017 年增加了 5500 亿, 截至 11 月底累计新增专项债达到 1.29 万亿。

图 1: 近几年地方政府专项债券余额和新增额

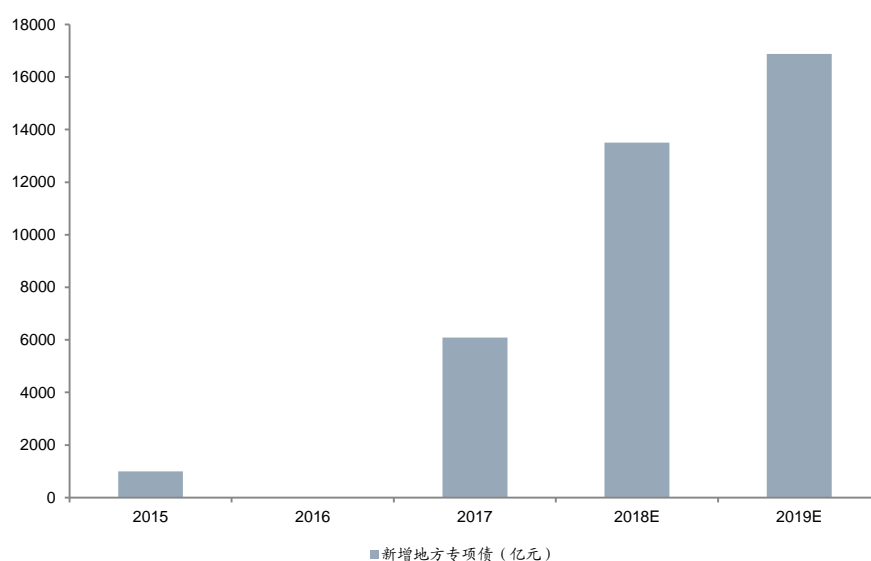


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

以往地方政府债券存在上半年无债可用、下半年集中发行的尴尬现象，这主要是由于通常 3 月份全国人大批准当年国务院提交的地方政府债务限额、5 月份各地区政府通过本年预算调整方案并最终确定各自的债务限额后，地方政府才有权发债。

2018 年底第十三届全国人民代表大会常务委员会第七次会议决定，在 2019 年 3 月份全国人民代表大会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；同时授权国务院在 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。这一决定将有利于地方政府在全年内更加自如地掌控发行节奏，缓解上半年地方政府缺钱的现象。

图 2: 保守估计 2019 年地方政府新增专项债规模将超 1.6 万亿



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

中央经济工作会议明确了 2019 年积极财政政策中的重要一点是将较大幅度增加地方政府专项债券规模，体现了中央依靠地方政府投资来稳增长的意愿。考虑到基建投资的整体规模，2019 年新增地方政府专项债保守估计将超过 1.6 万亿。

## 稳增长背景下基建投资有望迎来全面反弹

### 政策保驾护航，基建补短板力度逐渐加强

2018 年 10 月底国务院发布了《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(以下简称“指导意见”)，提出坚持既不过度依赖投资也不能不要投资、防止大起大落的原则，聚焦关键领域和薄弱环节，保持基础设施领域补短板力度，进一步完善基础设施和公共服务，提升基础设施供给质量，更好发挥有效投资对优化供给结构的关键性作用，保持经济平稳健康发展。

指导意见的发布有利于政策的考核和推进，有望加速各细分领域补短板政策的落地，基建补短板正式进入落地期。我们判断当前基建的短板主要体现在区域



性和结构性上，区域上中西部地区增长空间较大，结构上交通、水利和生态环保仍是重点。

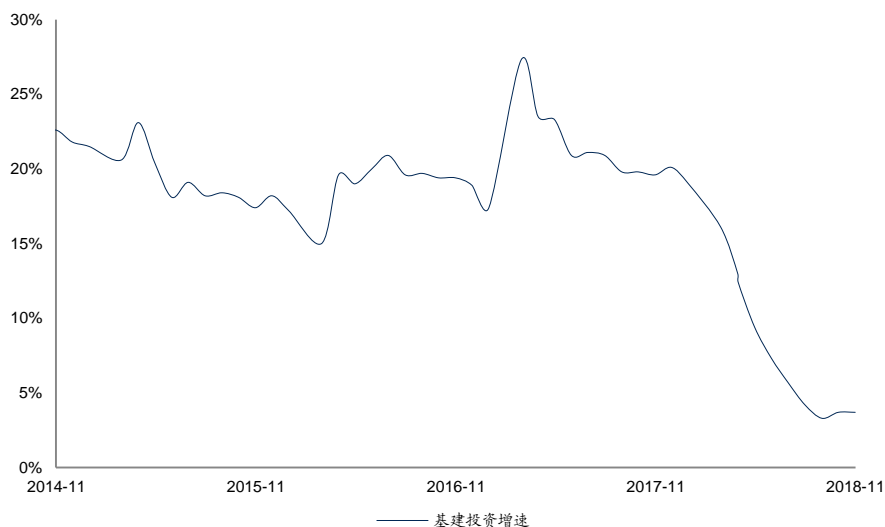
**表 5：基建补短板细分领域及重点内容**

补短板领域	重点内容
脱贫攻坚	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 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；</li> <li>➢ 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。</li> </ul>
铁路	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 以中西部为重点，加快推进高速铁路“八纵八横”主通道项目，完善铁路骨干网络；</li> <li>➢ 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；</li> <li>➢ 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。</li> </ul>
公路、水运	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 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；</li> <li>➢ 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。</li> </ul>
机场	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 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；</li> </ul>
水利	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 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；</li> <li>➢ 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；</li> <li>➢ 加快推进中小河流治理等灾后水利薄弱环节建设。</li> </ul>
能源	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 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；</li> <li>➢ 加快推进跨省跨区输电，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；</li> <li>➢ 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。</li> </ul>
农业农村	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 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；</li> <li>➢ 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。</li> </ul>
生态环保	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 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；</li> <li>➢ 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。</li> </ul>
社会民生	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 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；</li> <li>➢ 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。</li> </ul>

资料来源：wind 资讯，国务院官网，国信证券经济研究所整理

受宏观降杠杆、PPP 清库以及地方政府债务约束等影响，2018 年基建投资增速大幅下滑，1-11 月的累计同比增速仅为 3.7%，但降幅已经开始缩窄，企稳回升趋势明显。2018 年底的中央经济工作会议再次强调要加强基建补短板的力度，因此 2019 年基建投资进一步回升已经成为确定性很大的事件。

图 3：2018 年基建投资增速大幅下滑



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 交通扶贫叠加“公路审批权”下放，公路投资依然坚挺

“交通扶贫”是国家“十三五”期间非常重要的一个战略，当前已经进入了攻坚期。国家《“十三五”交通扶贫规划》一共明确了六项主要任务，重点是对贫困地区交通进行改造和升级，其中有五项是关于路桥建设规划的内容，为路桥建设创造了广阔空间，也为路桥投资提供了强劲的动力。

表 6：“交通扶贫”的主要内容

六大项	内容
第一项	提级改造 1.6 万公里国家高速公路和 4.6 万公里普通国道
第二项	建设约 23 万公里的通乡镇和建制村硬化路，到 2019 年，提前一年实现全国具备条件的建制村硬化路这个全面小康社会兜底性指标。建设约 10.8 万公里通村硬化路，解决较大人口规模撤并建制村和“直过民族”地区 20 户以上自然村的通畅问题
第三项	实施 30 万公里农村公路安保工程，加强农村公路上的安全生命防护工程建设和 1.5 万座危桥改造，对通客车村道上不符合安全通客车要求的窄路基路面合理进行加宽改造
第四项	建设约 3.2 万公里资源路、旅游路、产业园区路，进一步强化交通对产业扶贫的基础支撑作用，支持贫困地区特色产业发展
第五项	新增及改善航道里程 2600 公里，新增 80 个码头泊位，继续改善农村水网地区的渡运条件
第六项	持贫困地区改造建设县城老旧客运站 150 个、乡镇客运综合服务站 1100 个，实现具备条件的建制村通客车全覆盖。

资料来源：国务院网站、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2017 年，国家发展改革委把部分投资交通项目审批权下放到省级政府，其中包含了列入国家批准的相关规划中的新建高速公路项目。审批权的下放对地方新建高速公路比较有利。此外，财政部 87 号文鼓励土地储备专项债券和收费公路专项债券的试点，收费公路的融资行为获得政策支持。公路建设产业链审批端和融资端均受益。

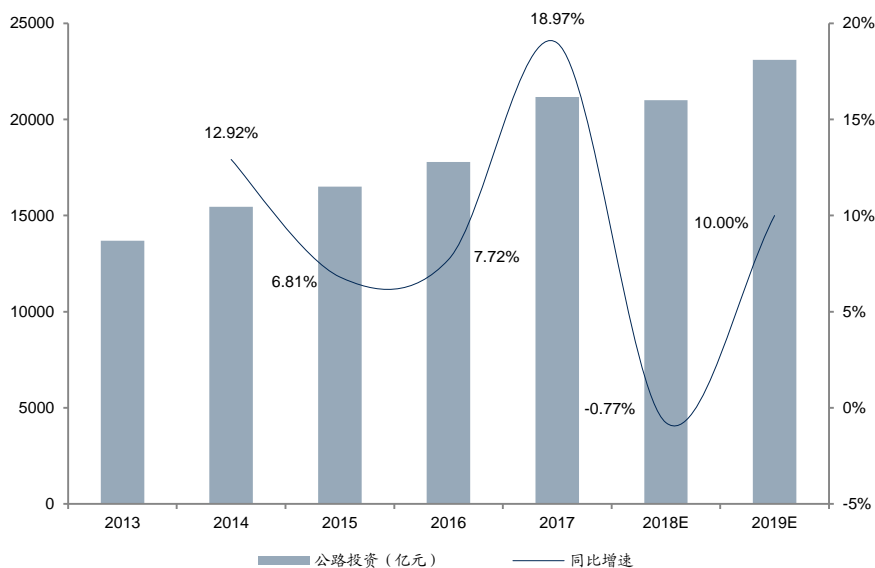
表 7: 2017 年国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权

领域	审批事项范围
铁路	列入国家批准的相关规划中非跨省的新建(含增建双线)普通铁路项目, 铁路总公司投资为主的由铁路总公司自行决定, 地方和社会投资为主的由省级政府审批可行性研究报告, 均通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
高速公路	列入国家批准的相关规划中的新建高速公路项目, 由省级政府审批可行性研究报告, 通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
独立公(铁)路桥梁(隧道)	列入国家批准的相关规划中的跨 10 万吨级及以上航道海域、跨大江大河(现状或规划为一级及以上通航段)的独立公(铁)路桥梁(隧道)项目, 由省级政府审批可行性研究报告, 通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
科研机构	列入国家批准的相关规划中的交通行业直属院校、科研机构等中央本级非经营项目(使用中央预算内投资 5,000 万元及以上项目除外), 由行业部门审批可行性研究报告, 通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。

资料来源: 发改委、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2018 年 1-11 月累计公路投资达到 1.98 万亿, 自 2017 年公路投资首次突破 2 万亿后, 2018 年全年突破 2 万亿基本没有问题。2019 年在 PPP 融资回暖、地方政府专项债大规模增加、存量项目加速落地等推动下, 公路投资有望继续再创新高。

图 4: 近几年公路建设投资情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 铁路建设成为补短板急先锋, 中央主导投资确定性强

中国拥有超过 12.1 万公里的铁路运营里程, 铁路是我国交通领域的重要基础设施, 近年来随着各地高铁建设规划落地, 铁路投资需求一直不减。根据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》(简称“十三五”交通运输规划), 到 2020 年, 铁路运营里程将达到 15 万公里, “十三五”期间将新增 2.9 万公里, 固定资产投资规模在 3.6-3.9 万亿左右, 年平均投资额在 8000 亿左右。

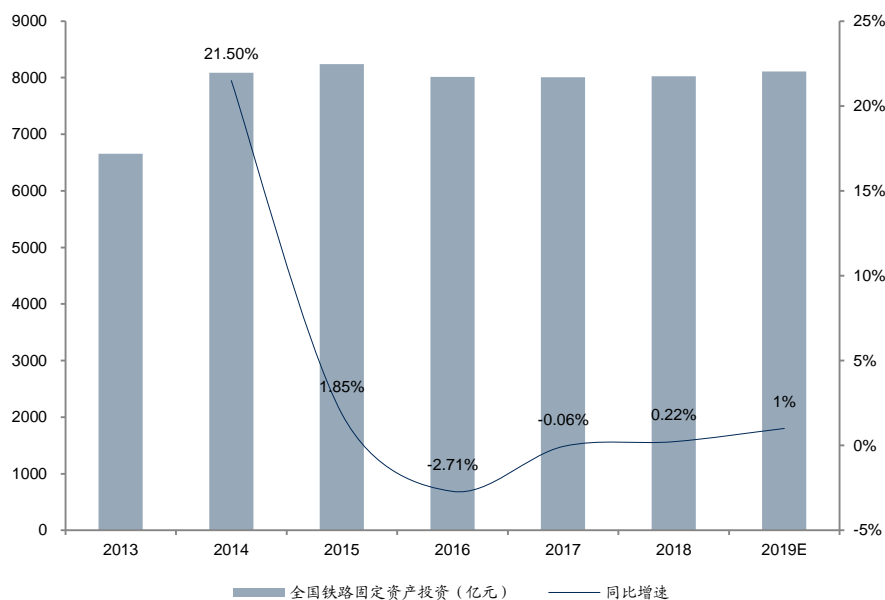
表 8: “十三五”期间，铁路的平均年投资额约为 0.8 万亿

项目	“十三五”新增里程 (万公里)	造价 (亿元/公里)	固定资产投资规模 (万亿元)	年平均固定资产投资 规模(万亿元)
普通铁路	1.8	0.5-0.6	0.9-1.08	0.18-0.22
高铁	1.1	2.5-2.6	2.75-2.86	0.55-0.57
合计	2.9	---	3.65-3.94	0.73-0.79

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析预测

相比于地方政府投资占比较大的公路项目，铁路投资主要由中央主导，资金来源保障高，确定性较强，因此每轮基建周期中铁路投资往往扮演着先行者的角色。2018 年全国铁路投资达到 8028 亿，比年初制定的计划增加了 700 多亿。近期，中铁总召开工作会议，提出 2019 年的工作目标：全国铁路固定资产投资保持强度规模，确保投产新线 6800 公里，其中高铁 3200 公里，并集中全力办好规划建设川藏铁路。在 2019 年财政积极的政策下，中央预算支出的资金依然充足，我们预计全年铁路投资有望继续超 8000 亿。

图 5: 近几年铁路投资均不低于 8000 亿



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

随着铁路投资的持续回升，一批大项目将加快推进。从 2018 年下半年开始，江苏省沿江城市群城际铁路、渝湘高铁重庆至黔江段、上海经苏州至湖州铁路等重大工程密集地获发改委批复，国家“十三五”规划的重点项目川藏铁路雅安至林芝段也已顺利通过预可研，涉及项目总投资超过 7400 亿元。2019 年新项目将陆续开工建设，中国铁建、中国中铁等基建龙头有望最先受益。

表 9: 下半年获批的重大铁路工程项目

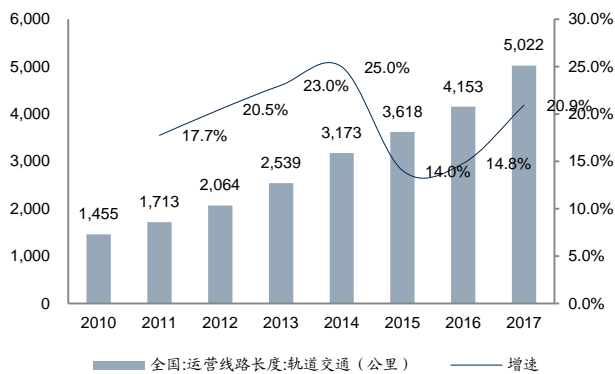
时间	项目	总投资(亿元)
7月2日	包头至银川铁路银川至惠农段	128.7
8月15日	江苏南沿江城际铁路	503.01
9月10日	川藏铁路雅安至林芝段(预可研)	2000
9月29日	杭州至衢州铁路建德至衢州段	236.3
10月8日	上海经苏州至湖州铁路	367.95
10月23日	渝湘高铁重庆至黔江段	535
10月23日	盐城至南通铁路	262.8
12月13日	广西北部湾经济区城际铁路	517
12月17日	新建西安至延安铁路	551.6
12月26日	江苏省沿江城市群城际铁路	2317

资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

### 轨交审批加速, 或迎来新一轮刺激

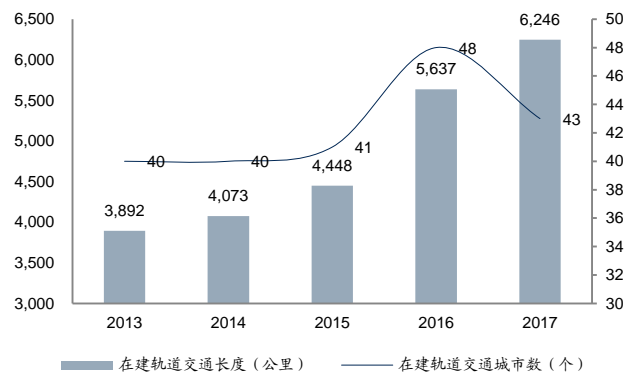
近几年, 我国轨道交通一直处在快速发展的过程中。截至 2017 年, 我国运营的轨道交通线路达 5022 公里, 同比增长 20.9%, 近五年的 CAGR 达到 19.5%; 在建轨道交通的城市有 43 个, 在建长度达 6246 公里。2017 年底, 受内蒙古包头地铁项目被叫停以及防范地方系统性债务风险影响, 发改委曾一度暂停了轨道交通建设规划审批工作。直到 2018 年 7 月, 规划审批工作才重新启动。

图 6: 我国轨道交通运营线路长度持续保持快速增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 我国在建轨道交通的城市数和线路长度持续增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

重启轨交审批后, 发改委在不到半年内先后审议并通过了长春、苏州、南京、杭州、济南、重庆、上海等地的轨道交通建设规划, 项目总投资达到 7500 多亿元, 目前还有厦门、武汉、西安等城市的轨道交通项目在等待发改委批复。伴随着轨交项目的批复, 接下来新项目将密集开工, 2019 年获批项目投资将加速落地。

**表 10: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目**

时间	项目	总投资(亿元)
7月30日	长春市第三期城市轨道交通建设规划	787.32
8月14日	苏州市城市轨道交通第三期建设规划	950.00
8月5日	成都市城市轨道交通第四期建设规划(初审通过)	--
10月23日	南京至句容城际轨道交通工程	209.75
11月26日	杭州市城市轨道交通第三期建设规划(增加投资)	577.6
11月28日	济南市城市轨道交通第一期建设规划(增加投资)	229
12月6日	重庆市城市快速轨道交通第三期建设规划(2018~2023年)	455.7
12月11日	上海市城市轨道交通第三期建设规划(2018~2023年)	2983.48
12月25日	武汉市城市轨道交通第四期建设规划(2018-2024年)	1469.07

资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

### 乡村振兴利好基建投资企稳回升

中共中央、国务院于 2018 年审议通过并印发了《乡村振兴战略规划(2018-2022 年)》(以下简称《乡村振兴战略》)、《“三区三州”等深度贫困地区旅游基础设施改造升级行动计划》等一系列城乡区域协调发展的政策, 乡村振兴上升至国家战略的新高度。

**表 11: 近期关于城乡区域协调发展有关的政策**

文件名	文件精神	关于基建投资的重要内容
《乡村振兴战略规划(2018—2022年)》	把实施乡村振兴战略摆在优先位置, 让乡村振兴成为全党全社会的共同行动	加大“三农”投入力度; 创新城乡融合发展体制机制, 着力改善农村基础设施和公共服务, 扎实推进农村人居环境整治三年行动
《“三区三州”等深度贫困地区旅游基础设施改造升级行动计划》	“三区三州”等深度贫困地区大多位于重要生态安全屏障区域, 自然资源条件好, 大力发展生态旅游是将绿水青山变成金山银山的有效路径	基础设施和公共服务设施较为薄弱, 成为制约旅游业发展的突出短板; 提出了加快主通道建设、完善区域干线公路网络、改善旅游基础设施和公共服务设施、丰富旅游产品和服务等 4 方面措施
《关中平原城市群发展规划》	关中平原是华夏文明重要发祥地和古丝绸之路的起点, 在国家现代化建设大局和全方位开放格局中具有独特战略地位	培育发展关中平原城市群, 发挥其承东启西、联接南北的区位优势, 推动全国经济增长和市场空间由东向西、由南向北拓展
《呼包鄂榆城市群发展规划》	将呼包鄂榆城市群培育发展成为中西部地区具有重要影响力的城市群	推进生态环境共建共保, 力加快基础设施互联互通, 提升人口和经济集聚水平
《兰州—西宁城市群发展规划》	把兰州—西宁城市群培育发展成为支撑国土安全和生态安全格局、维护西北地区繁荣稳定的重要城市群。	着力优化城镇空间布局, 加强生态建设和环境保护, 补齐基础设施和公共服务短板

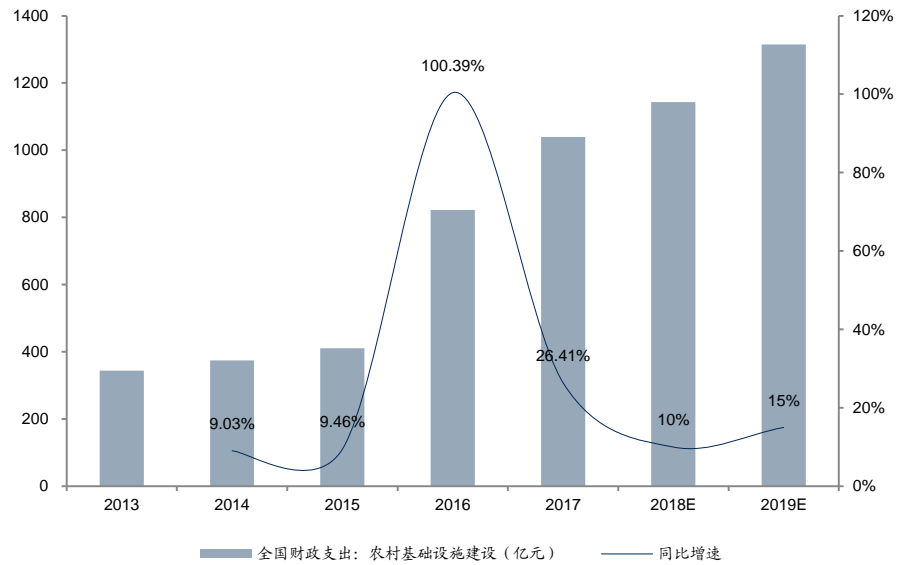
资料来源: 国务院, 发改委, 国信证券经济研究所整理

中央经济工作会议再次定调要扎实推进乡村振兴战略, 并提出四点要求: 坚持农业农村优先发展, 切实抓好农业特别是粮食生产; 重视培育家庭农场、农民合作社等新型经营主体; 改善农村人居环境, 重点做好垃圾污水处理、厕所革命、村容村貌提升; 继续深化农村土地制度改革。

目前来看, 薄弱的基础设施依然是乡村的一大短板, 也是实施乡村振兴战略过程中必须要攻克的一关。农村基建的资金来源主要依赖政府的财政支出, 近几年来用于农村基础设施建设的财政支出保持高速增长, 我们预计 2019 年有望

超 1300 亿。

图 8: 用于农村基础设施建设的财政支出保持高增长



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### “十三五”深化水利改革，中央水利投资有望维持在高位

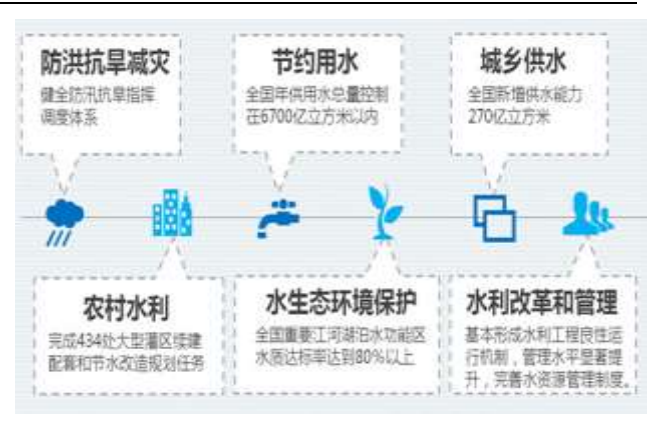
兴水利治水患历来为治国安邦的大事，中国的水利事业始终围绕着着社会的发展需求进行改革。“十三五”期间，我国水利发展规划将以江河流域系统整治和水生态保护修复为着力点推进水生态文明建设，明确到 2020 年，全国重要江河湖泊水功能区水质达标率达到 80%以上，新增水土流失综合治理面积 27 万平方公里，水生态环境状况明显改善；农村水利方面，新增农田有效灌溉面积 3000 万亩，发展高效节水灌溉面积 1 亿亩，新增小水电装机容量 500 万千瓦。

图 9: “十三五”期间水利发展六大原则



资料来源: 水利部, 国信证券经济研究所整理

图 10: “十三五”期间水利发展六大目标

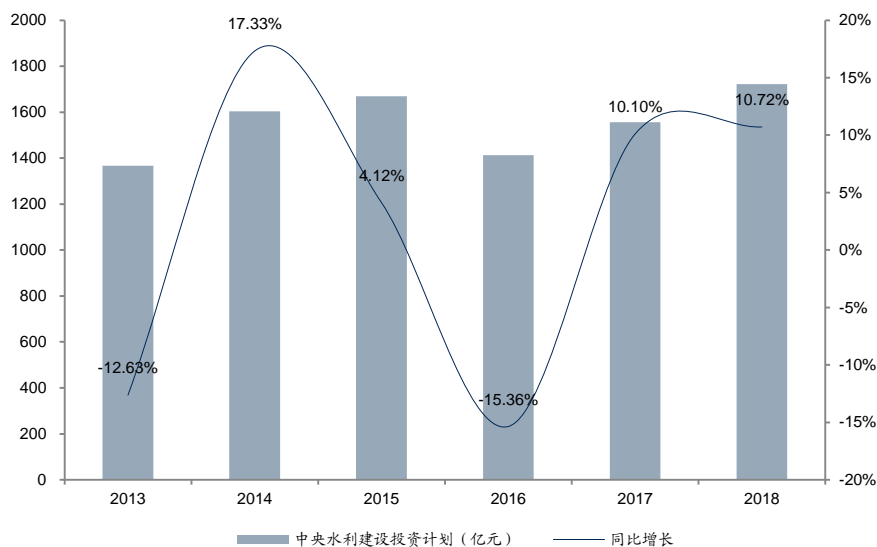


资料来源: 水利部, 国信证券经济研究所整理

与铁路投资类似，水利投资的绝大部分为中央主导，项目落地保障程度高，确定性较强。2018 年中央水利建设投资计划为 1722.88 亿元，主要用于支持重大水利工程项目，同比增长 10.72%，为近三年的最快增速。目前 172 项重大水利工程已开工 130 项，但一些超大体量项目（如引江济淮）的进度依然比较滞后。距 2020 年还有两年时间，若要实现“十三五”规划以及补短板的目标，

2019 年中央水利投资有望继续维持在较高水平,预计全年增长率在 10%左右。

图 11: 中央水利建设投资明年的增速有望继续维持在 10%左右



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### “美丽中国”战略持续推进，生态环保是重点

党的十八大以来，生态环保工作被提到了空前的高度。不仅完善了生态文明顶层设计和制度体系建设，提出“美丽中国”战略，建立并实施中央环境保护督察制度，而且深入实施大气、水、土壤污染防治三大行动计划，率先发布《中国落实 2030 年可持续发展议程国别方案》，实施《国家应对气候变化规划（2014-2020 年）》，推动了生态环境保护发生历史性、转折性、全局性变化。



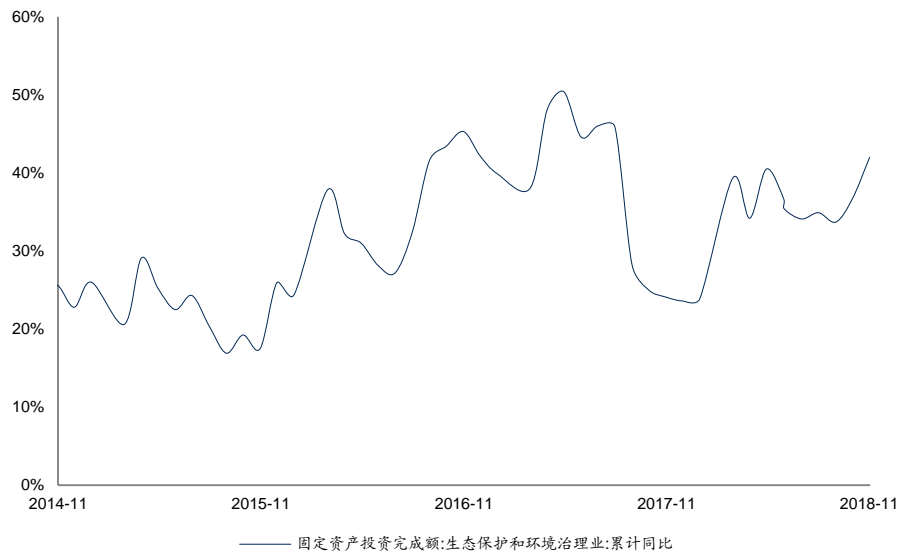
**表 12: 党的十八大以来，在生态环保领域采取的一些重要举措**

时间	重要举措
2014 年 4 月	《中华人民共和国环境保护法》（《新环保法》）正式出台，并于 2015 年 1 月 1 日实施。
2014 年 9 月	印发《国家应对气候变化规划（2014-2020 年）》
2015 年 4 月	中共中央、国务院印发《关于加快推进生态文明建设的意见》，这是继党的十八大和十八届三中、四中全会对生态文明建设作出顶层设计后，中央对生态文明建设的一次全面部署。
2015 年 4 月	《水污染防治行动计划》（《水十条》）发布
2015 年 9 月	《生态文明体制改革总体方案》公布，自然资源资产产权制度、国土空间开发保护制度、资源有偿使用和生态补偿制度等 8 项制度成为生态文明制度体系的顶层设计
2016 年 1 月	成立中央环保督查组，在全国范围内开展环保督查工作。
2016 年 5 月	分别发布《大气污染防治行动计划》（《气十条》）和《土壤污染防治行动计划》（《土十条》）
2016 年 10 月	中国发布《中国落实 2030 年可持续发展议程国别方案》
2017 年 10 月	习近平主席提出“美丽中国”战略
2018 年 3 月	十三届全国人民代表大会第一次会议通过《中华人民共和国宪法修正案》，生态文明正式写入国家根本法
2018 年 3 月	组建生态环保部
2018 年 7 月	国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》
2018 年 8 月	生态环保部发布关于生态环境领域进一步深化“放管服”改革，推动经济高质量发展的指导意见
2018 年 10 月	发改委、生态环保部等联合印发《关于加快推进长江经济带农业面源污染治理的指导意见》
2018 年 11 月	发改委印发《淮河生态经济带发展规划》和《汉江生态经济带发展规划》，要求重点打好污染防治攻坚战，着力推进绿色发展，改善淮河和汉江流域生态环境。
2018 年 12 月	发改委、生态环保部等联合印发《洞庭湖水环境综合治理规划》，要求保护好洞庭湖水质，持续改善洞庭湖流域生态环境，维护洞庭湖生态功能。

资料来源：生态环境部官网，国信证券经济研究所整理

2015 年以来，在党和国家的大力推动下，生态保护和环境治理业投资一直保持高速增长。2018 年 1-11 月，生态保护和环境治理业投资同比增长 42%，近三年的 CAGR 达到 29.2%。在未来很长时间内，中央将继续将防治污染作为三大攻坚战的重要一环，我们认为国家会继续加大力度投入，生态保护和环境治理业的投资也将会维持在一个较快的增长水平。

图 12: 生态环保业投资增速保持在较高水平

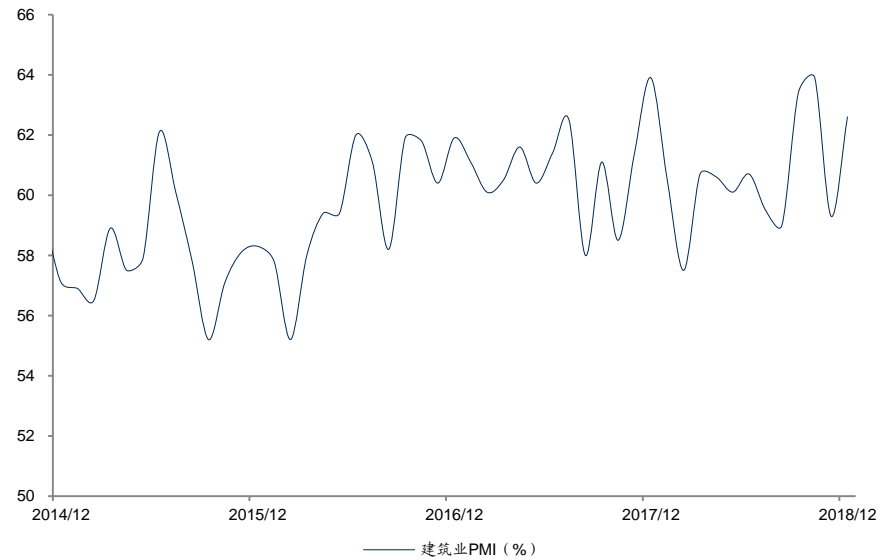


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 建筑业 PMI 景气度回升, 基建将发挥托底作用

截至 2018 年 12 月底建筑业 PMI 指数为 62.6%, 维持在景气区间内。2019 年多个获批的铁路、城轨项目将开工建设, 建筑业的生产旺季有望从 2018 年四季度一直延续到 2019 年上半年。

图 13: 建筑业 PMI 指数维持在景气区间

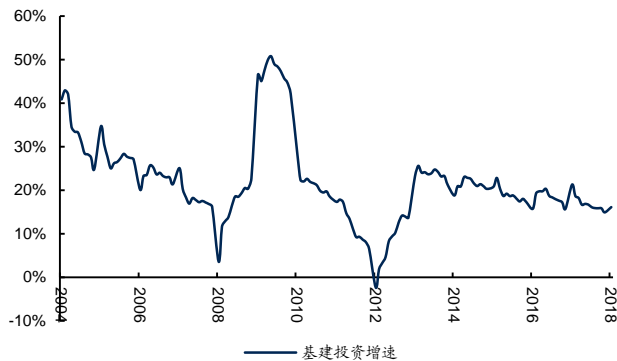


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基建投资是稳增长的重要手段, 从历史数据来看, 基建投资和房地产投资有一定的对冲作用, 尤其是房地产投资出现大幅下滑时, 对冲作用更为显著。中国经济当前面临着外部贸易冲突、内需疲软、房地产调控趋严等压力, 基建投资应当发挥出托底作用。

2019 年在基建补短板力度加强、乡村振兴战略、生态环保投资崛起等推动下，基建投资增速有望继续回升，预计全年投资增速或将重返 10%以上。

图 14: 基建投资增速走势图



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 房地产投资增速走势图



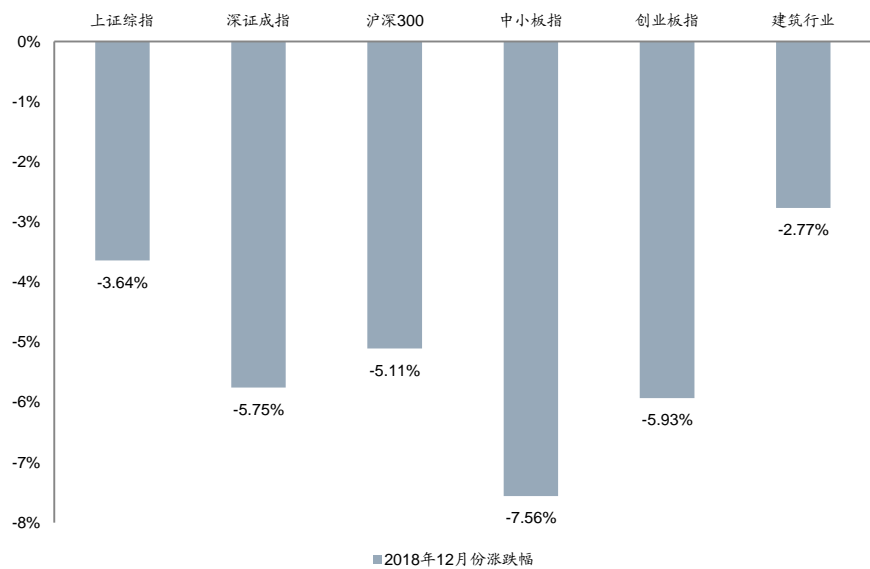
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 2018 年行情复盘: 大盘大幅下跌, 建筑板块估值持续探底

### 2018 年 12 月大盘收官平淡, 行业跑赢大盘

2018 年 12 月, A 股迎来年末收官, 大盘延续震荡下行趋势。其中上证综指下跌 3.64%, 中小板指下跌 7.56%, 创业板指下跌 5.93%。建筑行业 (申万建筑装饰, 下同) 下跌 2.77%, 跑赢上证指数 0.87pct。

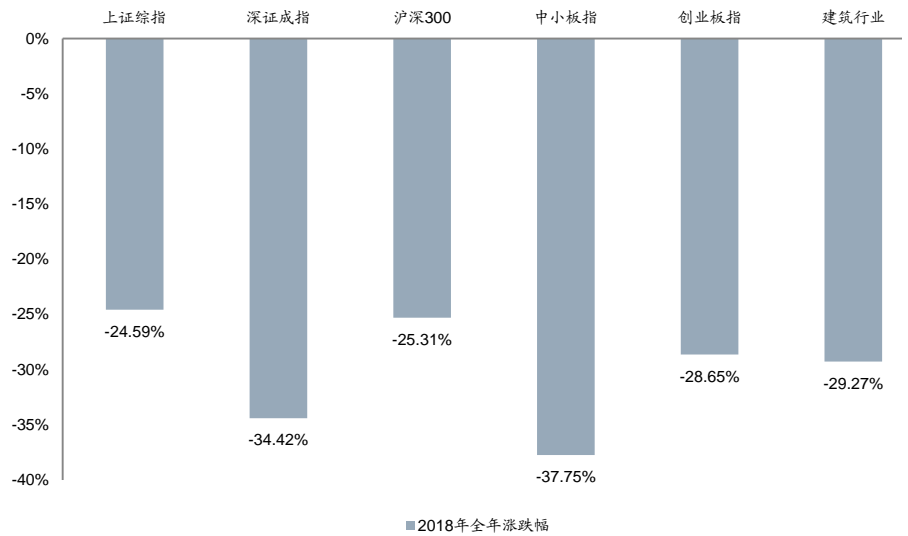
图 16: 2018 年 12 月建筑行业下跌 2.77%, 跑赢大盘 0.87pct



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2018 年全年, 上证综指跌 24.59%, 中小板指跌 37.75%, 创业板指跌 28.65%。建筑行业下跌 29.27%, 跑输上证指数 4.68pct。

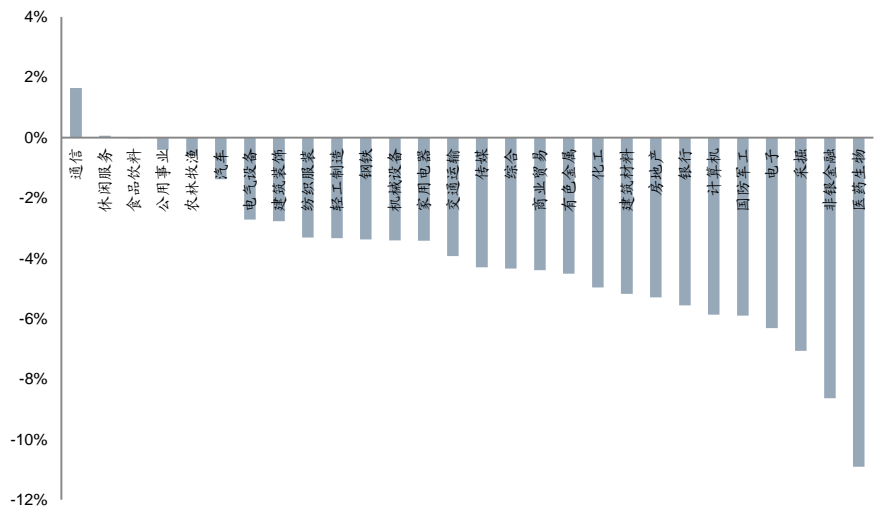
图 17: 2018 年建筑行业下跌 29.27%，走势弱于大盘



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2018 年 12 月, A 股行业除通信和休闲服务外全部下跌, 其中跌幅较小的是通信 (1.65%)、休闲服务 (0.06%)、食品饮料 (-0.02%)、公用事业 (-0.41%) 和农林牧渔 (-0.61%)。建筑行业下跌-2.77%, 在 28 个行业中排名第 8 名。

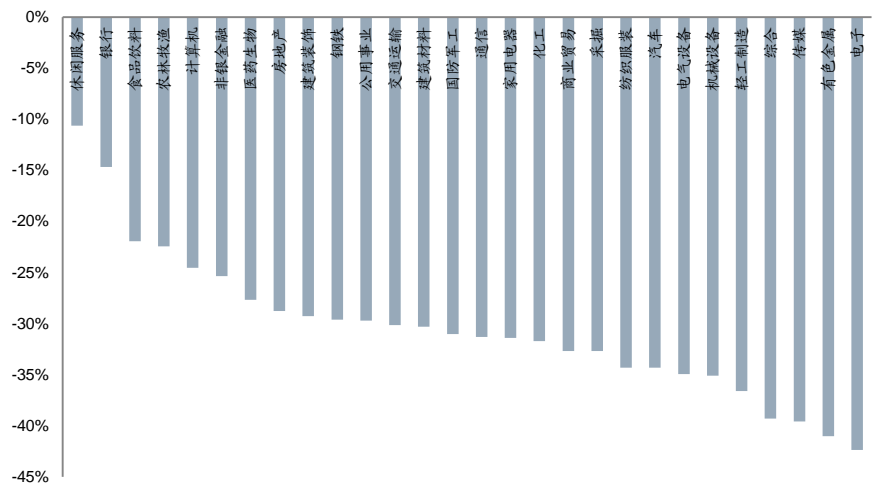
图 18: 建筑行业 12 月份涨跌幅在 28 个行业中排第 8 名



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2018 年全年, 行业中涨幅较大的是休闲服务 (-10.61%)、银行 (-14.67%)、食品饮料 (-21.95%)、农林牧渔 (-22.44%)、计算机 (-24.53%); 跌幅较大的是电子 (-42.37%)、有色金属 (-41.04%)、传媒 (-39.58%)、综合 (-39.30%) 和轻工制造 (-36.62%)。建筑行业跌幅相对较小, 28 个行业中排名第 9 名。

图 19: 建筑行业 2018 年涨跌幅在 28 个行业中排第 9 名



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

建筑板块估值相对较低。截至 2018 年底, 申万 28 个一级行业中, 建筑装饰的 PE(TTM) 为 10.19 倍, 排名倒数第四。从建筑板块自身历史市盈率来看, 2015 年 6 月达到 33.60 倍, 当前的市盈率处于历史中低位。

图 20: 当前建筑板块整体市盈率处于历史中低位

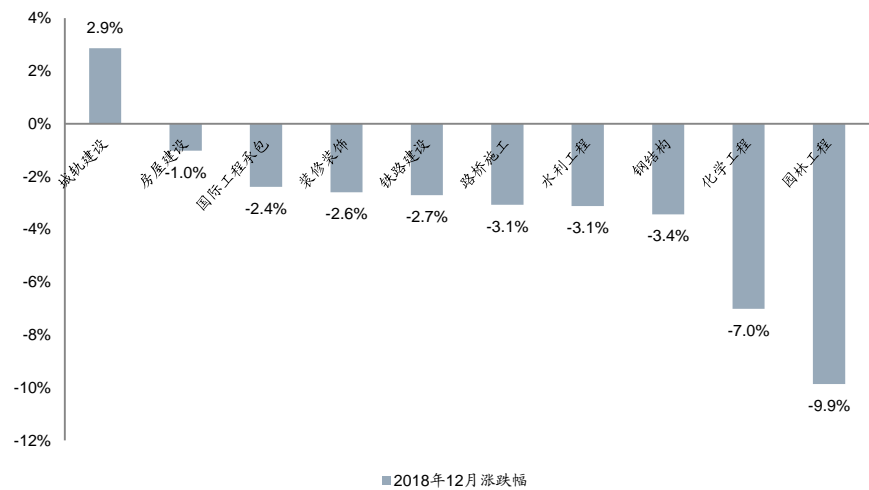


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 建筑子板块大部分下跌, 铁路建设逆势上涨

2018 年 12 月, 建筑行业子板块除铁路建设外全部下跌, 跌幅较小的子行业分别是铁路建设 (2.9%)、房屋建设 (-1.0%)、国际工程承包 (-2.4%), 跌幅较大的子行业分别是园林工程 (-9.9%)、化学工程 (-7.0%) 和钢结构 (-3.4%)。

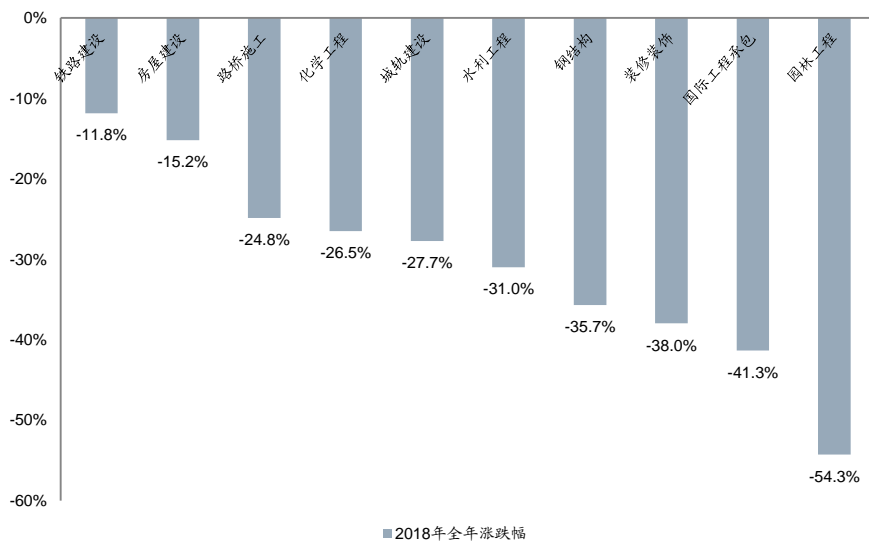
图 21: 建筑板块各子行业 12 月份涨跌幅排名



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2018 年全年, 申万建筑行业子板块全部下跌, 其中跌幅较小的三个子行业分别是铁路建设 (-11.8%)、房屋建设 (-15.2%) 和路桥施工 (-24.8%), 跌幅较大的三个子行业分别是园林工程 (-54.3%)、国际工程承包 (-41.3%) 和装修装饰 (-38.0%)。

图 22: 建筑板块各子行业 2018 年涨跌幅排名

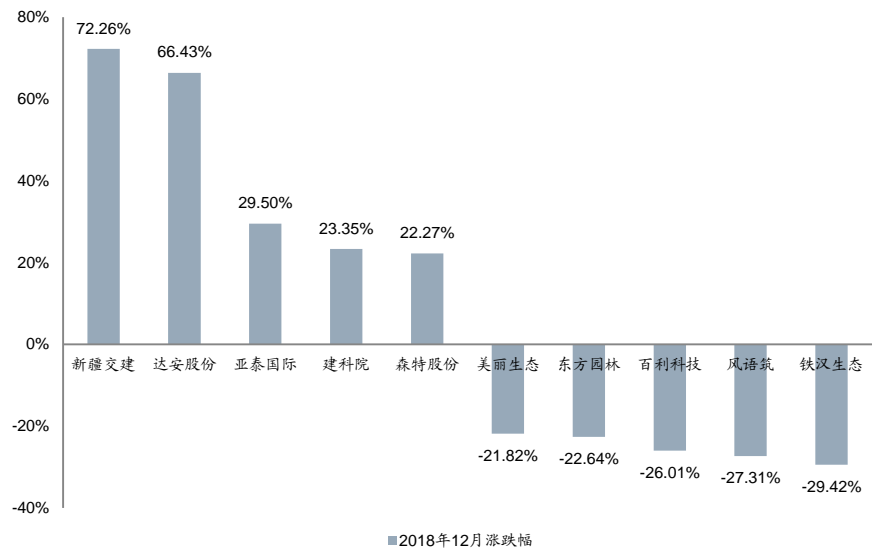


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 建筑个股涨跌不一, 整体弱于大盘

2018 年 12 月, 建筑行业所有股票中有 25.90% 个股实现正收益, 比例高于全体 A 股 22.71% 个股上涨的比例。

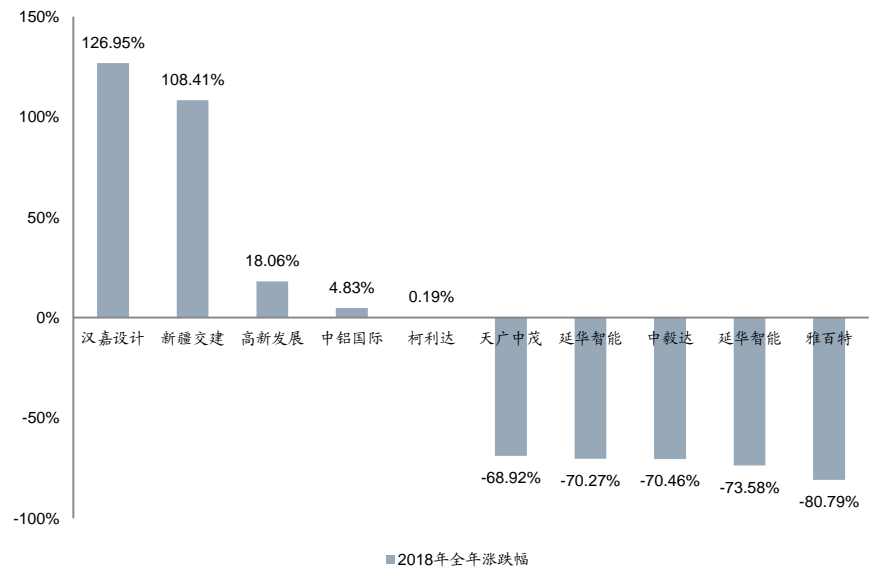
图 23: 建筑板块 12 月份涨幅前五和跌幅前五的公司



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2018 年全年, 建筑行业所有股票中仅有 2.88% 的个股实现正收益, 比例低于全体 A 股 8.47% 个股上涨的比例。

图 24: 建筑板块 2018 年涨幅前五和跌幅前五的公司



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### A/H 股溢价有所缩小

截至 2018 年底, A 股和 H 股同时上市的四家建筑央企在两市的平均溢价率为 28.69%, 较上个月有所缩小。其中中国中铁溢价率为 10.94%, 中国铁建溢价率为 14.70%, 中国中冶溢价率为 46.64%, 中国交建溢价率为 42.45%。

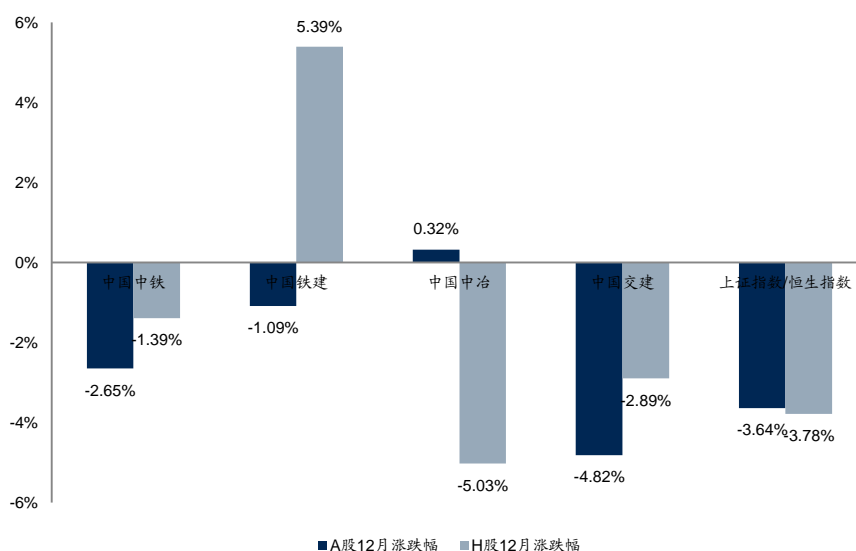
表 13: 主要建筑企业 A/H 股溢价情况(汇率以 12 月 28 日港币兑人民币中间价为准)

个股组合	A 股股价	H 股股价	溢价率
中国中铁	6.99	6.23	10.94%
中国铁建	10.87	9.27	14.70%
中国中冶	3.11	1.66	46.64%
中国交建	11.26	6.48	42.45%
平均值	8.05	5.91	28.69%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从两市股价的涨跌幅来看, 2018 年 12 月, 上证指数下跌 3.64%, 恒生指数下跌 3.78%, 而四家央企的 A 股除中国中冶外全部下跌, H 股除中国铁建外全部下跌, 整体上 A 股跌幅大于 H 股, 溢价率缩小。

图 25: A、H 股同时上市的四家央企 10 月股价涨跌幅情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 投资组合收益稳健, 整体跑赢大盘

2018 年 12 月, 我们推荐的投资组合收益稳健, 实现收益-1.74%, 跑赢行业指数 1.03pct, 跑赢大盘指数 1.90pct。



表 14: 国信建筑 12 月份投资组合涨跌幅情况

个股组合	12 月份涨跌幅
中国建筑	-1.21%
中国铁建	-1.09%
中国中铁	-2.65%
中国交建	-4.82%
安徽水利	-7.05%
苏交科	2.47%
中设集团	1.99%
勘设股份	-1.59%
上证指数	-3.64%
申万建筑	-2.77%
组合收益	-1.74%

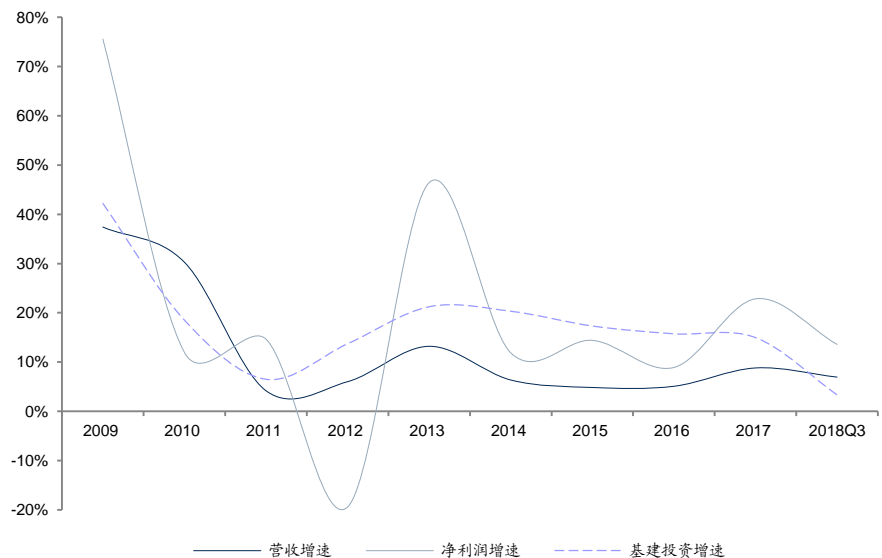
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 把握基建产业链的确定性投资机会, 重点推荐攻守兼备的央企国企及设计咨询龙头

央企业绩稳定估值低, 在手订单充沛业绩有望加速释放  
基建市场份额集中于央企

基建行业受整体投资波动影响较大, 且中间的传导过程基本没有滞后, 复盘前几轮基建周期可以发现, 行业整体业绩的波动基本与基建投资的周期重合。2018 年以来受到基建投资疲软的拖累, 行业业绩出现明显下滑, 在基建补短板的推动下, 预计 2019 年行业净利润增速可回升至 15% 左右。

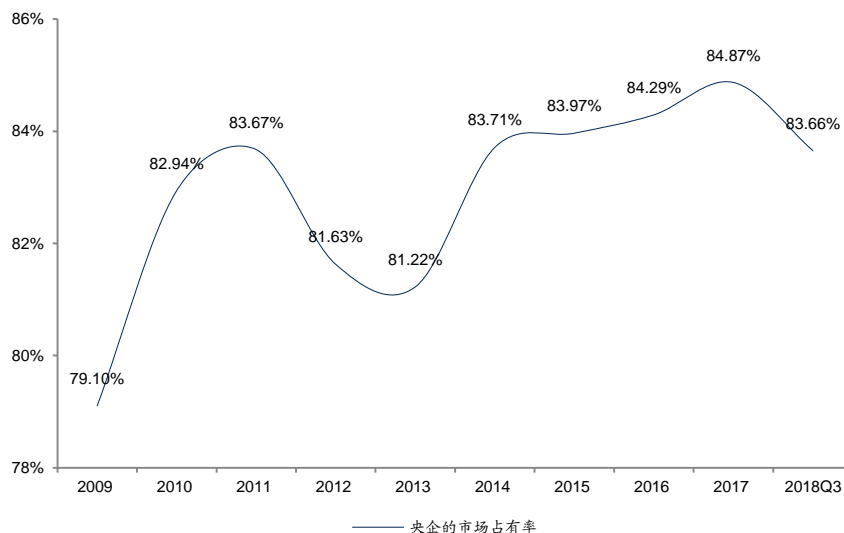
图 26: 基建行业的业绩波动基本与基建投资周期重合



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基建项目的工程体量大、技术复杂，进入壁垒也较高，因此基建行业是市场集中度最高的建筑子行业之一，中国中铁、中国铁建等央企占据了绝大多数的市场份额，且近几年市场占有率仍在逐步提升，2017年央企的市占率（仅统计上市公司的数据）最高曾达到84.87%。

图 27: 央企占据了绝大多数的基建市场份额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

今年基建补短板依然是政策重点，大批基建项目将加速落地，随着投资回暖行业业绩将整体回升。考虑到行业市场集中度高的特点，中国中铁、中国铁建等央企依然是本轮基建周期的最大受益方。

**央企在手订单创下历史新高，业绩确定性强，海外扩张力度不减**

八大建筑央企 2018 年前三季度新签订单合计 5.12 万亿元，同比增长 11.7%，尽管受基建投资大幅下滑、国际环境变化等因素影响，但整体仍保持稳健增长态势，近三年 CAGR 达到 16.4%。

表 15: 八大建筑央企 2018 年前三季度新签订单 5.12 万亿元，同比增长 11.7%

企业名称	2018Q1-3 新签订单(亿元)	2018Q1-3 YOY	2017 YOY	2016YOY	2015YOY
中国建筑	16639	3.8%	19%	24%	7%
中国中铁	9513	5.9%	26%	29%	2%
中国铁建	8916	5.3%	24%	29%	15%
中国交建	5828	-4.0%	23%	12%	7%
中国中冶	3971	16.3%	20%	25%	22%
中国电建	3738	4.5%	13%	10%	38%
葛洲坝	1471	-18.5%	6%	18%	32%
中国化学	1076	80.2%	35%	12%	-13%
合计	51152	11.7%	21%	23%	11%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

目前央企订单充沛，在手订单（即未完成合同额）已创下历史新高。截至 2018 年三季度末，八大央企的平均在手订单约为 17704.87 亿，平均订单收入保障比达到 3.97 倍。

**表 16: 截至 2018Q3 央企在手订单创下新高, 平均订单收入保障比达到 3.97 倍**

企业名称	2018Q1-3 在手订单 (亿元)	2018Q3 订单收入保障比	2017 订单收入保障比
中国建筑	44438.00	4.22	3.11
中国中铁	28387.30	4.20	2.85
中国铁建	26817.25	3.94	2.72
中国交建	15500.00	3.20	2.35
中国中冶	12097.00	4.96	3.86
中国电建	6930.65	2.60	1.93
葛洲坝	5371.46	5.03	4.28
中国化学	2097.28	3.58	2.66
平均	17704.87	3.97	2.97

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2018 年前三季度, 八家建筑央企合计营业收入超 2.65 万亿元, 同比增长 10.36%; 合计归母净利润为 801 亿元, 同比增长 12.40%, 近三年 CAGR 达到 13.3%。

**表 17: 八家建筑央企 2018 年前三季度营业收入超 2.65 万亿元, 净利润达 801 亿元**

企业名称	2018Q1-3 营业收入 (亿元)	2018Q1-3 营业收入 YOY	2018Q1-3 归母净利润 (亿元)	2018Q1-3 归母净利润 YOY	近三年归母净利润 CAGR
中国建筑	8405	9.03%	273	5.89%	13.4%
中国中铁	4958	4.97%	130	18.20%	15.8%
中国铁建	4899	6.40%	126	20.11%	11.0%
中国交建	3285	6.92%	129	9.66%	14.0%
中国中冶	1812	20.16%	38	6.10%	15.2%
中国电建	1959	4.86%	61	5.78%	1.9%
葛洲坝	674	-9.27%	28	7.64%	30.1%
中国化学	536	39.84%	16	25.78%	-21.1%
合计	26528	10.36%	801	12.40%	13.3%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

八大建筑央企近几年海外订单也保持了快速增长, 2015-2017 年海外订单 CAGR 达到 20.4%。其中 2017 年新签海外订单约 9103 亿元, 海外新签订单占比 12.1%, 同比增长 10.0%。受到海外市场景气度下降、国际政治环境不稳定以及 2017 年同期基数较高等影响, 2018 年前三季度新签海外订单 5981 亿元, 同比提升 1.97%, 增速有所放缓。

**表 18: 八大建筑央企海外订单快速增长, 近三年 CAGR 达 20.42%**

企业名称	2018Q1-3 新签海外订单 (亿元)	2018Q1-3 海外订单 YOY	2017 年新签海外订单 (亿元)	2017 年新签海外订单 单占比	2017 年海外订单 YOY
中国化学	471	93.53%	337	35.43%	0.28%
葛洲坝	534	-23.61%	806	35.65%	14.20%
中国电建	1174	15.75%	1188	29.21%	0.89%
中国交建	1337	-20.18%	2256	25.06%	0.81%
中国中冶	174	-51.67%	573	9.47%	-0.03%
中国中铁	437	-15.70%	905	5.81%	-11.70%
中国铁建	765	42.05%	1050	6.96%	-2.65%
中国建筑	1089	-24.40%	1988	8.95%	76.90%
合计	5981	1.97%	9103	12.11%	10.01%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

去年 8 月，美国《工程新闻纪录》(ENR)发布了 2018 年度“全球最大 250 家国际承包商”排行榜，榜单主要依据公司的海外收入进行排名，是全世界范围内最权威的国际工程承包商排行榜。中国企业成绩再创新高，共有 10 家公司进入全球 50 强，且全部都是央企，中国交建更是稳居全球前三的席位，到今年为止中国交建已连续三年保持在全球前三强行列。

表 19: 2018 年度 ENR 国际承包商 250 强内地企业前 10 强全部是央企

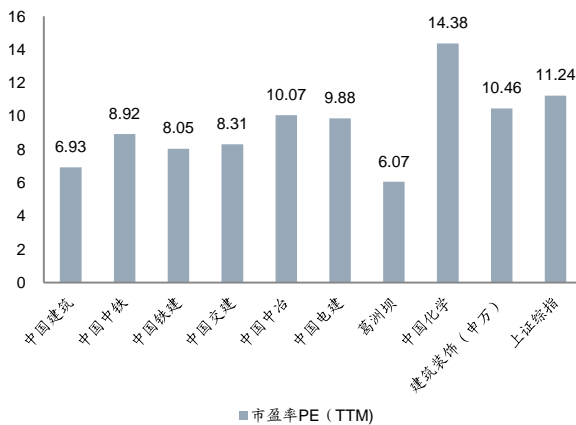
国际排名	企业名称	海外收入 (亿美元)
3	中国交通建设股份有限公司	231.02
8	中国建筑股份有限公司	139.71
10	中国电力建设股份有限公司	122.42
14	中国铁建股份有限公司	70.03
17	中国中铁股份有限公司	60.98
21	中国能源建设股份有限公司	54.59
25	中国机械工业集团有限公司	45.09
33	中国石油集团工程股份有限公司	36.99
44	中国冶金科工集团有限公司	28.62
46	中国化学工程集团公司	27.29

资料来源:《工程新闻纪录》(ENR), 国信证券经济研究所整理

央企估值低，安全边际高

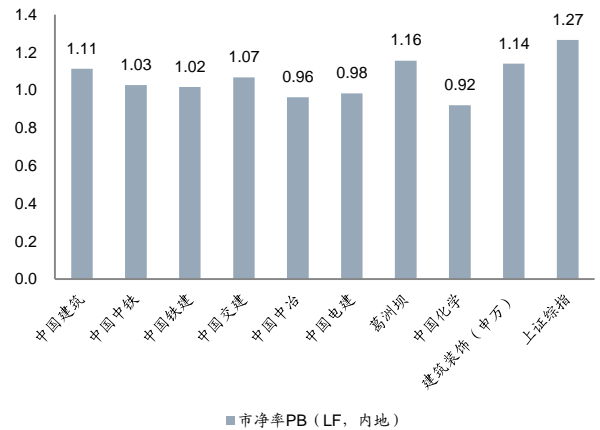
建筑央企整体估值偏低，除中国化学外市盈率远低于行业平均水平和上市公司平均水平，处在估值洼地。部分建筑央企的市净率 (PB) 跌破 1.0，处在绝对安全区域，配置价值较高。

图 28: 八个建筑央企市盈率大部分低于行业和 A 股平均值



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 29: 部分央企市净率跌破 1.0，估值处在安全区域



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

在成熟的国际工程市场中，ACS、霍克蒂夫、万喜等国际建筑巨头的平均 PE 估值大约为 22.93 倍，PB 估值大约为 2.37 倍，央企的平均估值相比之下明显偏低。未来中国建筑市场将逐渐向国际成熟市场融合，央企作为龙头企业整体估值还有较大的提升空间。

表 20: 与国际建筑巨头相比, 央企的估值明显偏低

公司名称	所属国家	市盈率 PE	市净率 PB
ACS	西班牙	13.06	2.88
霍克蒂夫	德国	19.84	4.62
万喜	法国	16.84	2.67
STRABAG	奥地利	13.40	1.47
TECHNIPFMC	英国	64.03	0.92
布伊格	法国	10.97	1.42
斯堪斯卡	瑞典	17.06	2.58
法罗里奥	西班牙	28.20	2.37
国际平均	--	22.93	2.37
央企平均	中国	9.19	0.92

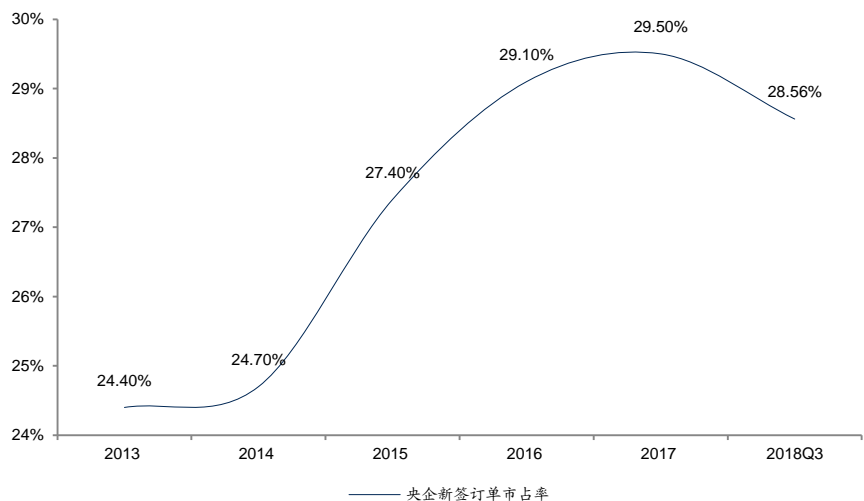
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 央企有望受益行业集中度提升

2015 年以来, 建筑行业龙头优势越来越明显, 市场占有率逐步提高, 行业集中度持续提升。八大建筑央企新签订单市场占有率从 2013 年的 24.4% 提升至 2017 年的 29.5%。2018 年至今央企受到国资委降杠杆以及 PPP 总量控制的要求, 订单份额占比有所下降。

随着固定资产投资增速放缓及资金成本提升, 未来行业竞争越发激烈, 龙头企业在资质、品牌、资金等方面与中小企业相比具有无可比拟的竞争优势, 特别是对于大体量项目的管控能力和经验更是深受业主青睐。明年在基建补短板背景下, 势必会有更多大型工程项目落地, 届时建筑龙头将最能从中直接受益, 市占率还将进一步提升。

图 30: 八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升



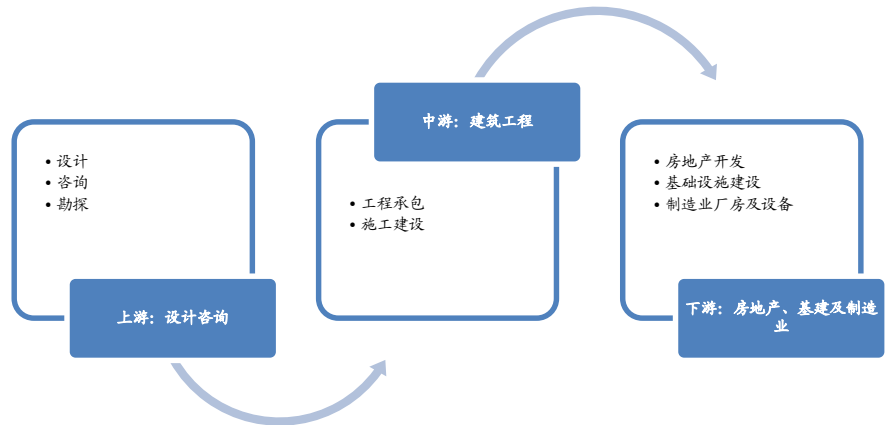
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**设计咨询业绩亮眼，现金流良好，产业链前端优先受益基建补短板**

**处于产业链前端，优先受益基建补短板**

设计咨询行业处在建筑产业链的上游。因此建筑行业订单的变化，最先会反应到设计咨询行业营收的变化，而且由于一般设计周期相对建设周期要短得多，订单能比较迅速地转化为营业收入。当建筑行业订单快速增长的时候，最先受益的将是设计咨询。在下半年基建补短板的预期下，在交通、生态环保等领域具有突出实力的设计咨询企业也将最先收益。

**图 31：设计咨询行业处在建筑行业上游**



资料来源：建筑行业协会，国信证券经济研究所整理

工程设计领域是一个具有较高进入壁垒的行业。一方面，要开展业务首先要获得严格的资质认证，一共有四大类 21 个行业 155 个专业及 8 个专项资质，每个资质又分为甲、乙、丙、丁等不同等级，不同等级的资质对企业的人力规模和业务规模有不同的标准要求，新进入的企业很难在短时间内获取到高等级的资质，低资质的企业业务规模也受到限制。

**表 21：行业部分资质情况介绍**

资质分类	等级分类	典型代表
综合	只有甲级	工程设计综合甲级，全国只有 76 家企业拥有，对企业资历、信用、设备条件、技术实力均有严格要求
行业	有甲、乙、丙、丁四个等级，又分为水利、公路等子行业	共有 21 个子行业类别，包括公路工程综合甲级、水利工程综合甲级等
专业	有甲乙丙丁四个等级，又分为勘察、设计、工程管理等细分专业	共有专业资质 155 个类别，包括工程勘察综合甲级、项目管理资格甲等
专项	甲级、乙级、丙级	共有 8 个类别，包括桥梁专项、隧道专项等

资料来源：住建部，国信证券经济研究所整理

另一方面，设计咨询行业是知识和人才密集型行业，高等级人才需要多年的培养或花高成本才能获得，所以新企业往往很难在较短的时间内组建一个实力强大的团队。因此，基于设计咨询行业的进入壁垒，在当前下游行业快速增长的背景下，拥有强大人才储备和技术优势的公司将有望获得快速发展。

**并购整合乃大势所趋，利好苏交科等行业龙头**

根据《2017 年全国工程勘察设计统计公报》，2017 年全国共有 24754 个工程

勘察设计企业，内部竞争十分激烈，平均营收只有 1.75 亿元，平均净利润更是只有 0.073 亿元。事实上，整个勘察设计行业大致可以分为“部级院”、“省级院”和“市级院”三种规模的企业，但规模都有限，整个行业呈现出主体多、集中度低、全国较为分散、竞争格局比较稳定等特点。

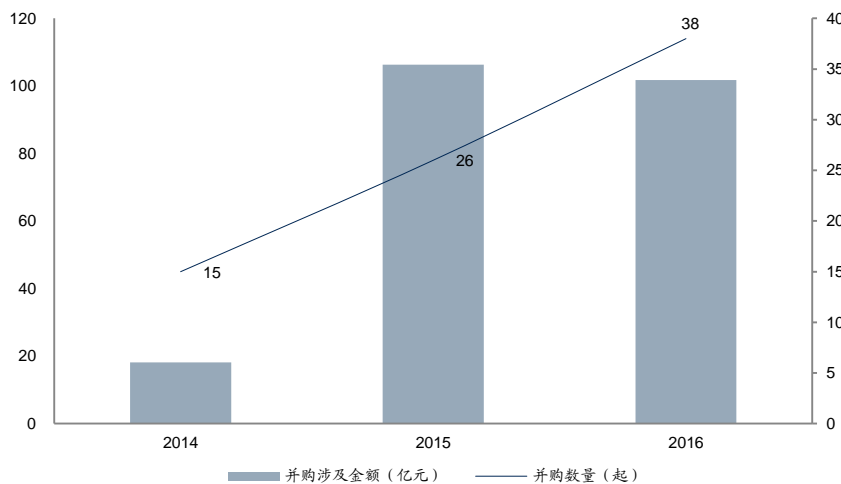
表 22: 勘察设计行业分类

类型	特点	典型企业及营收规模
部级院	主要是以工程施工为主业的大型中央企业及所属工程咨询企业，具有较强的专业技术水平和丰富的业务经验，设计力量比较强大，在全国范围内开展业务	中国交建（269 亿）、中国中铁（129 亿）、中国铁建（145 亿）
省级院	各地省级交通规划设计院、市政设计院等。这些单位主要是为地方交通工程服务，一般行业覆盖度较宽，同质性较强，因此仍存在一定程度的区域化市场特征	苏交科（65 亿）、中设集团（27 亿）、勘设股份（19 亿）、中衡设计（14 亿）
市级院	市级地方设计院一般规模比较小，资质范围较窄、等级较低。这些单位业务地域性较强，通常在固定地域范围内从事相对稳定的业务领域	建科院（3.8 亿）、建研院（4.4 亿）、其他市级研究院（1 亿左右）

资料来源：住建部官网，公开资料，国信证券经济研究所整理

近几年来，伴随着国家城市化进程的放缓，建筑行业的竞争日益激烈，龙头设计企业的优势日益明显，中小型设计企业的发展空间逐步缩小，行业整合将是未来的大势所趋。具体来看，2016 年行业共有 38 起并购，同比增长接近 50%，行业并购整合进入加速阶段。

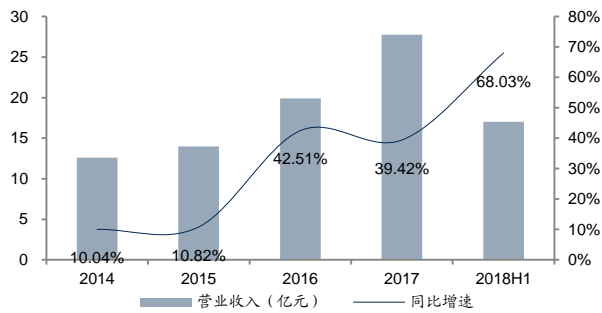
图 32: 勘察设计行业并购数量和金额有加快增长的趋势



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

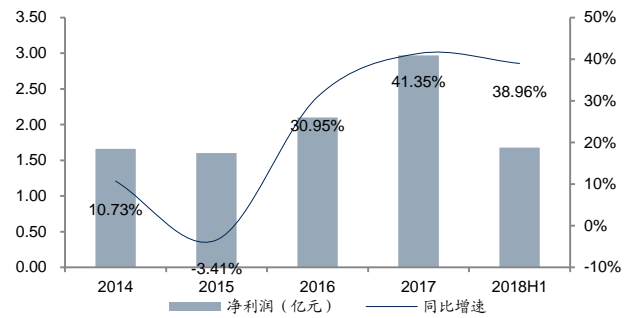
通过并购整合，中设集团、苏交科等行业龙头均取得了快速发展，业务持续保持高速增长，在手订单充沛，当前估值处在历史低位，具有非常好的投资价值。具体详见我们前期发布的《中设集团（603018）深度报告—交通设计龙头，内生外延助增长，订单饱满潜力大》、《苏交科（300284）深度：设计咨询龙头，国际国内双轮驱动，深耕交通开拓环保》等报告。

图 33: 中设集团营收保持高增长, 近三年 CAGR 达 30.09%



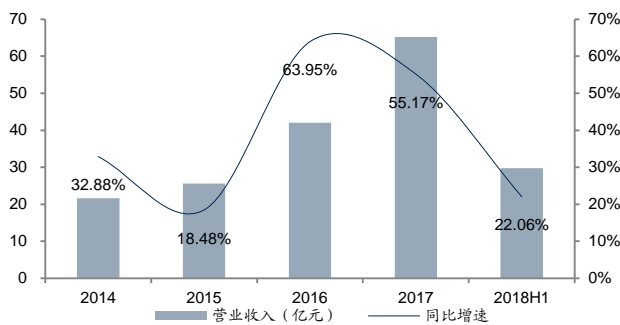
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 34: 中设集团净利润增长较快, 近三年 CAGR 达 21.37%



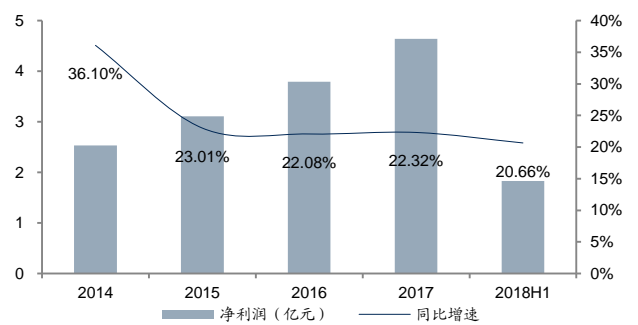
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: 苏交科营收保持高增长, 近三年 CAGR 达 44.45%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 36: 苏交科净利润增长较快, 近三年 CAGR 达 22.47%



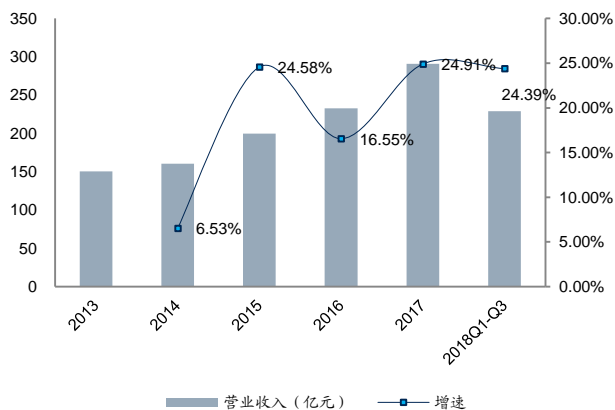
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 行业景气向上, 盈利能力强

近几年, 设计咨询行业营收和净利润持续保持高增长, 行业景气度高。2017 年, 设计咨询上市企业合计完成营业收入 290.69 亿元, 同比增长 24.91%, 近三年 CAGR 达到 21.95%; 实现净利润 29.03 亿元, 同比增长 34.14 亿元, 近三年 CAGR 达到 24.49%。

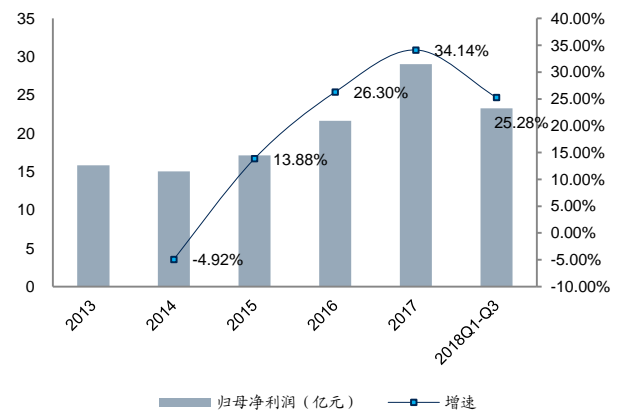
2018 年前三季度, 设计咨询上市企业业绩继续保持高增长。完成营业收入 1229 亿元, 同比增长 24.39%; 实现归母净利润 23 亿元, 同比增长 25.28%。

图 37: 2018 年前三季度上市设计企业营收增长 24.39%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 38: 2018 年前三季度上市设计企业净利润增长 25.28%

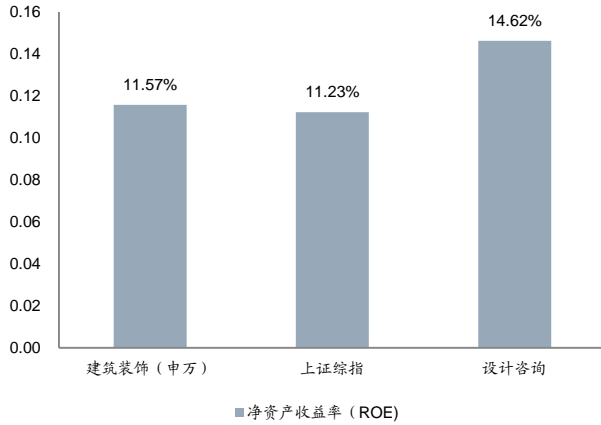


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理



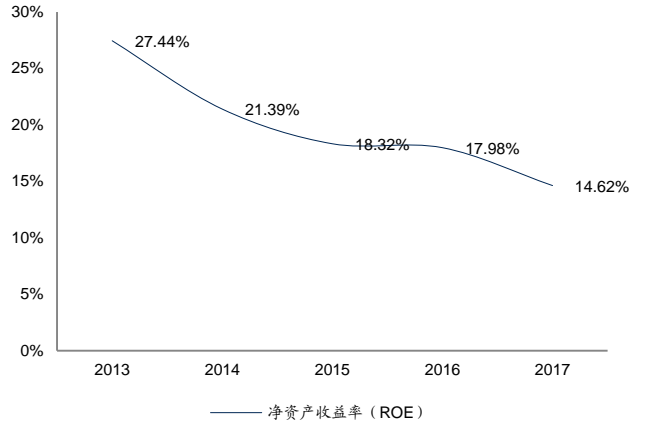
设计咨询企业具有较强的盈利能力。2017年，设计咨询上市企业净资产收益率（ROE，平均）为14.62%，同比下降3.35pct，主要是受多家企业新上市后股份受到稀释的影响，但仍维持较高水平，比建筑行业平均水平高3.06pct，比A股上市公司平均水平高3.40pct。

图 39: 设计咨询企业 ROE 高于建筑行业 and A 股平均水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

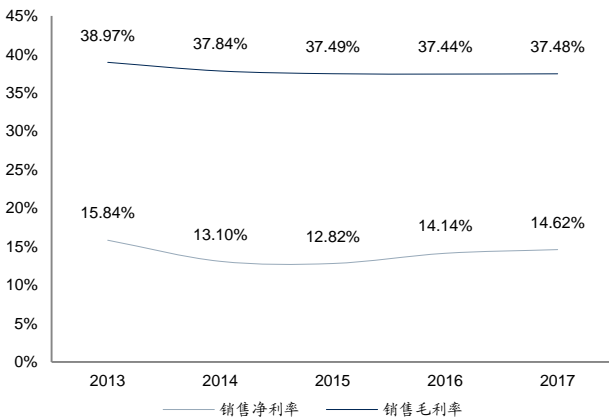
图 40: 设计咨询企业股权受稀释后, ROE 仍保持较高水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

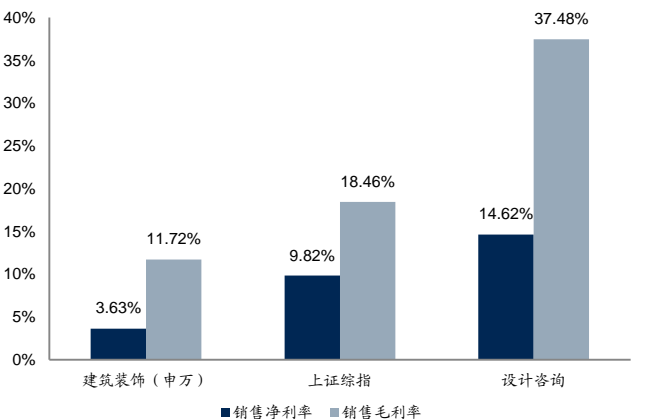
从设计咨询行业的毛利率和净利率水平来看，其高盈利能力表现更为明显。2017年，设计咨询上市企业毛利率为37.48%，同比提升0.04pct，高出建筑行业平均水平25.76pct，高出A股上市公司平均水平19.01pct；净利率为14.62%，同比提升0.48pct，高出建筑行业平均水平10.99pct，高出A股上市公司平均水平4.80pct。

图 41: 设计咨询企业毛利率和净利率均稳中有升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 42: 设计咨询企业毛利率和净利率远高于平均水平

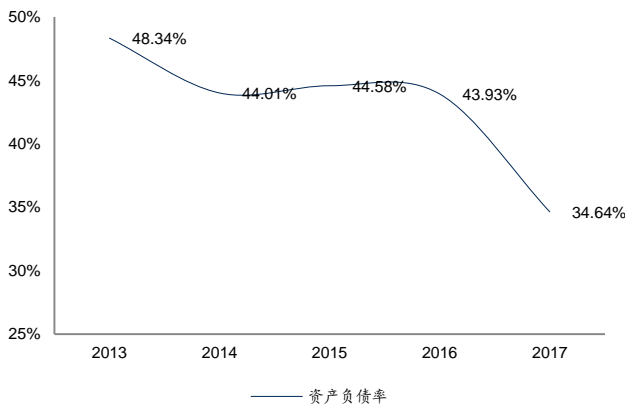


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

轻资产低负债，现金流好

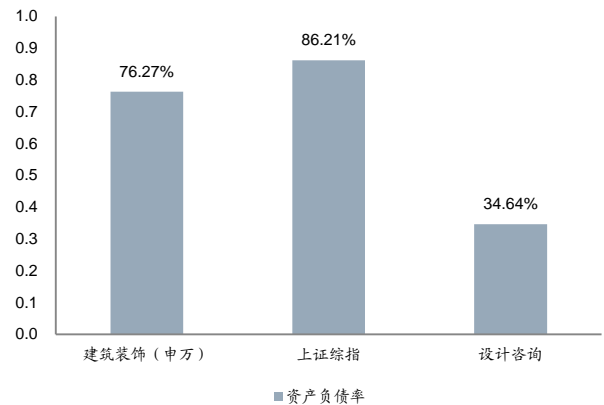
设计咨询行业的主要成本是人力成本，属于轻资产模式，资产负债率水平低。2017年，设计咨询上市企业平均资产负债率为34.64%，同比下降9.29pct，低于建筑行业平均水平41.63pct，低于A股上市公司平均水平51.57pct。

图 43: 设计咨询企业资产负债率逐年下降



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

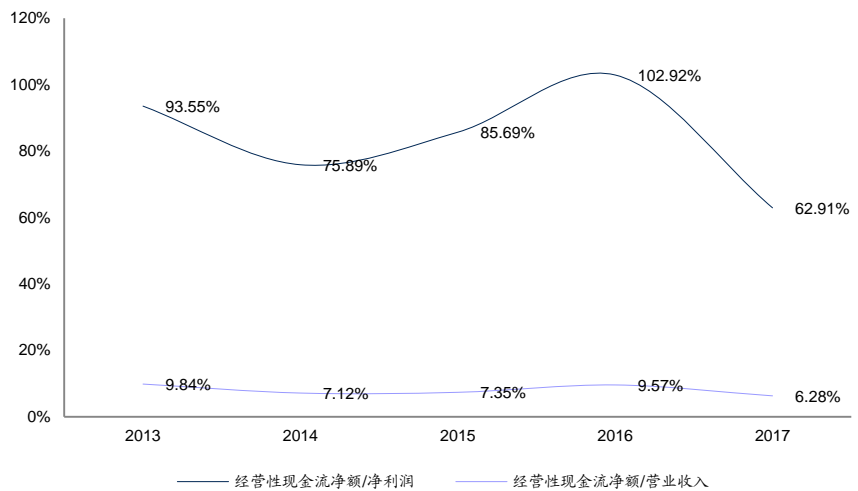
图 44: 设计咨询企业资产负债率远低于平均水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

同时, 设计咨询企业现金流也较为充裕, 近几年, 设计咨询企业经营现金流持续保持净流入, 每年的经营现金流净额水平基本与净利润水平持平, 且占营收的比重较为平稳。

图 45: 设计咨询企业经营现金流持续为正, 每年的净额接近净利润水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 重点推荐

重点推荐受益基建补短板的央企国企和设计咨询龙头。2019 年经济下行压力仍较大, 中央经济工作会议再次强调稳增长, 并继续加强基础设施领域补短板的力度。我们认为基建产业链存在确定性较强的投资机会, 中西部地区有望优先受益补短板政策, 交通、水利和生态环保等领域仍是补短板的重点。央企业绩确定性强, 目前在手订单充沛, 未来受益补短板政策业绩有望加速释放; 整体估值远低于行业和上市公司平均水平, 部分个股跌破净资产, 安全边际高。设计咨询轻资产低负债, 现金流良好, 盈利能力强, 位于产业链前端优先受益基建补短板, 当前估值与历史估值中枢相比还存在较大上涨空间。

**重点推荐:** 中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建、安徽水利、苏交科、中设集团、勘设股份等。

**风险提示:** 政策力度不及预期; 项目资金落实不到位; 应收账款坏账风险等。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032