

建筑装饰行业月度分析报告

基建投资持续回暖，19年专项债发行提速

● 板块表现：19年1月建筑板块跑输大盘，房建板块表现较好

1月建筑装饰指数下跌1.53%，跑输沪深300指数7.87个百分点。子版块方面，房建板块表现较好，上涨5.0%。目前建筑板块PE（TTM整体法）10.2倍，PB（LF）1.1倍，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受季节因素影响有所回落

根据国家统计局数据，18年1-12月狭义基建投资同增3.8%，较1-11月提升0.1pct，12月单月增长4.8%，较11月提升1.1pct，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。18年1-12月地产投资同增9.5%，较1-11月增速下滑0.2pct，18年1-12月新开工面积同比增长17.2%，较1-11月提升0.4pct并维持高位，或反映出房企赶工以应对未来政策变动倾向。PMI方面，19年1月建筑业PMI为60.9%，环比回落1.7pct，主要受季节因素影响，较去年同期提升0.4pct，仍处高景气区间。建筑业新订单指数为55.8%，环比微跌0.7pct，建筑业业务活动预期指数为64.5%，与上月持平，市场需求及预期同样仍处高位。

● 新增专项债限额提前下达，资金到位或早于预期助基建投资增速回升

2018年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，预计2019年计划新发专项债规模较2018年同比增长约60%。结构方面，从近年地方债投向来看，一般地方债券主要投向扶贫、环保及没有收益的基建项目等，18年基建相关占比为48%，而新增专项债主要投向有项目收益的基建、土地储备和棚改，后两项18年占比在60%以上。预计19年伴随基建稳增长政策的持续出台，地方债特别是新增专项债投向基建相关占比或明显提升。1月份25省市及自治区合计发行地方债4180亿元，其中新增债券3688亿元，在发行数额及进度上较18年同期均有大幅提升；新增专项债1412亿元，占提前发行专项债券的17.4%。预计19年政府资金到位时间或早于预期，基建投资增速有望逐步回升。

● PPP项目落地率稳步提升，未来有望逐渐规范化

自2017年11月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。目前PPP项目落地率达到55.04%，落地率环比提升2.6pct，落地速度继续加快。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，相关公司PPP项目亦可稳步推进。

● 行业观点及重点公司

历史上看，过往10年建筑装饰板块2月平均收益3.6%，子版块中，其他基础设施建设板块表现最好（+9.4%），其次是装修装饰板块（+7.4%），而铁路建设板块表现较差（+1.3%）。公司方面，我们延续前期观点，基建产业链建议关注三条主线：1）基建前端设计/检测公司，如苏交科/中设集团；2）弹性较大的地方基建国企，如四川路桥/山东路桥等；3）低PB基建央企，如中国铁建/中国中铁。此外，预计19年地产投资对经济的支撑作用仍将持续，建议关注地产产业链的估值修复机会，如中国建筑/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。

行业评级

买入

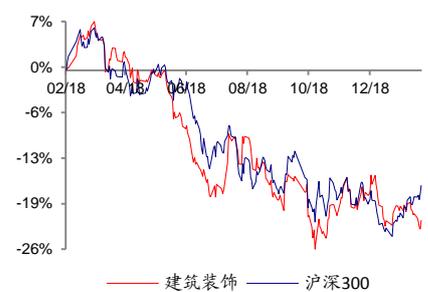
前次评级

买入

报告日期

2019-02-11

相对市场表现



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

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	2019-02-10
受季节性影响有所回落，地方两会基建投资仍为看点	
建筑装饰行业:基建投资持续回暖，道路运输贡献较大	2019-01-27
建筑行业18Q4公募基金持仓分析报告:18Q4公募基金建筑持仓触底回升，基建/设计增持明显	2019-01-23

联系人：

尉凯旋 021-60750610



yukaixuan@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/2/11	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
苏交科	300284.SZ	买入	CNY	10.85	12.70	0.72	0.89	15.07	12.19	7.46	5.90	13.40	14.50
中国铁建	601186.SH	买入	CNY	10.34	-	1.42	1.64	7.28	6.30	4.31	3.98	11.60	11.90
中国建筑	601668.SH	买入	CNY	6.11	7.00	0.89	0.99	6.87	6.17	4.92	4.08	14.40	13.90
中设集团	603018.SH	买入	CNY	17.27	-	1.25	1.56	13.85	11.07	5.63	4.44	14.80	15.70
四川路桥	600039.SH	买入	CNY	3.38	-	0.37	0.45	9.16	7.51	8.04	7.07	8.30	9.30
山东路桥	000498.SZ	买入	CNY	5.32	7.00	0.60	0.70	8.87	7.60	4.39	4.44	11.30	12.20
中国中铁	601390.SH	买入	CNY	6.80	-	0.82	0.93	8.31	7.31	4.04	3.13	10.70	11.10
金螳螂	002081.SZ	买入	CNY	8.78	10.00	0.82	0.94	10.71	9.34	6.55	5.32	14.70	14.50

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

一、19年1月建筑板块跑输大盘，房建板块表现较好	6
二、基建投资持续回暖，建筑 PMI 受季节因素影响有所回落	8
18年1-12月基建投资额同比增长3.8%，与1-11月同比增速略有提升	8
18年1-12月制造业投资累计同比增长9.5%，1月制造业 PMI 仍在荣枯线以下	11
18年1-12月房地产开发投资同比增长9.5%，新开工增速维持高位	12
19年1月建筑 PMI 受季节因素影响有所回落，经济承压基建稳增长仍为重要方向	13
三、新增专项债限额提前下达，政府资金到位时间或早于预期助基建投资增速回升	15
信用与融资：利率继续下行，2019年新增专项债将大幅提升	15
成本端：水泥价格保持高位，钢铁价格继续回落	17
四、PPP项目落地率稳步提升，未来有望逐渐规范化	17
五、“一带一路”工程新签合同额占对外承包工程比重逐渐提升，已超过50%	19
六、行业观点及重点公司	20
风险提示	22

图表索引

图 1: 建筑装饰及沪深 300、上证综指走势图	6
图 2: 1 月主题板块涨跌幅	6
图 3: 1 月建筑装饰涨跌幅	6
图 4: 1 月各子板块走势情况	7
图 5: 各板块 PE (TTM, 整体法) 估值情况 (2019/1/31) (单位: 倍)	7
图 6: 各板块 PB (LF) 估值情况 (2019/1/31) (单位: 倍)	7
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)	7
图 8: 建筑装饰板块及沪深 300 历年 PB (LF) 走势图 (单位: 倍)	7
图 9: 全社会固定资产投资累计值及其同比	8
图 10: 狭义基建投资及累计同比	9
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	9
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	9
图 13: 水利、环境和公共设施管理业投资累计值及同比	10
图 14: 道路运输业固定资产投资累计值及同比	10
图 15: 铁路运输业固定资产投资累计值及同比	10
图 16: 航空运输业固定资产投资累计值及同比	10
图 17: 水上运输业固定资产投资累计值及同比	10
图 18: 制造业固定资产投资累计值及其同比 (单位: 亿元)	11
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: 1 月制造业 PMI 仍在荣枯线以下 (单位: %)	12
图 22: 大、中、小型企业 PMI 指数 (单位: %)	12
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	13
图 26: 全国商品房销售面积累计值及同比	13
图 27: 全国房屋新开工面积累计值及同比	13
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	14
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	15
图 34: 竣工总产值及累计同比	15
图 35: 近期 10 年期国债收益率有所下滑	15
图 36: 建筑装饰产业债信用利差 (BP)	15
图 37: 地方专项债单月发行额 (单位: 亿元)	16
图 38: 地方债单月发行额 (单位: 亿元)	16
图 39: 存量专项债投资领域	16

图 40: 2018 年新增专项债投资领域.....	16
图 41: 水泥当月产量及同比.....	17
图 42: 水泥价格指数.....	17
图 43: 中厚板市场价 (元/吨)	17
图 44: 螺纹钢市场价 (元/吨)	17
图 45: 明树月度 PPP 成交数据	18
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: 对外承包工程业务新签合同额累计值及累计同比.....	19
图 49: 对外承包工程业务完成额累计值及同比.....	19
图 50: “一带一路”沿线国家对外承包工程新签合同额及同比.....	19
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 (%)	19
图 52: 2008-2017 年建筑板块表现与大盘对比情况	20
图 53: 历年 2 月各子板块收益情况.....	20
表 1: 历年 Q1 建筑板块及各细分子版块市场表现情况.....	20
表 2: 部分省市及自治区 2019 年政府工作报告中关于“基建投资”的表述	22

一、19年1月建筑板块跑输大盘，房建板块表现较好

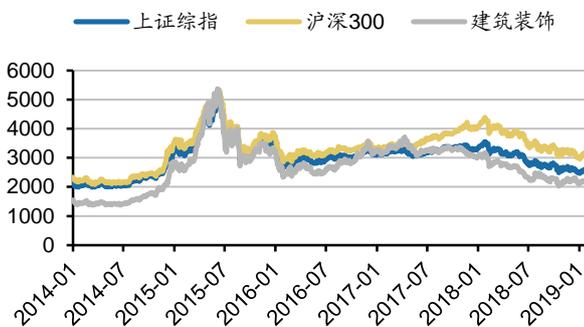
受市场整体趋势影响，19年1月建筑装饰指数下跌1.53%，跑输沪深300指数7.87个百分点。

子板块方面：房屋建设涨幅最大(4.99%)，园林工程跌幅最大(-8.09%)；

主题方面：国企改革涨幅最大(5.4%)，而PPP指数跌幅最大(-4.8%)。

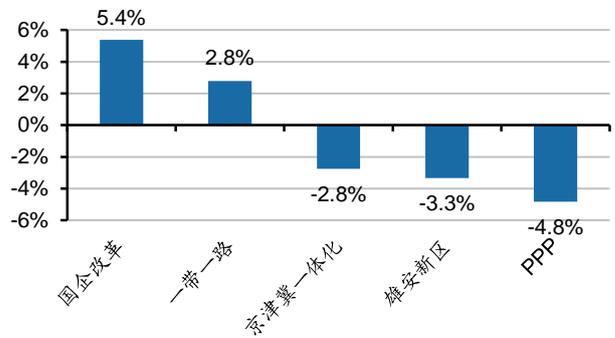
板块估值：目前建筑板块的PE(TTM, 整体法)约9.99倍，仅高于煤炭开采、钢铁、房地产和银行，低于其他各行业；PB(LF)约1.09倍，仅高于煤炭开采、钢铁、银行，低于其他各行业。目前板块PE, PB仍为历史底部水平。

图 1: 建筑装饰及沪深300、上证综指走势图



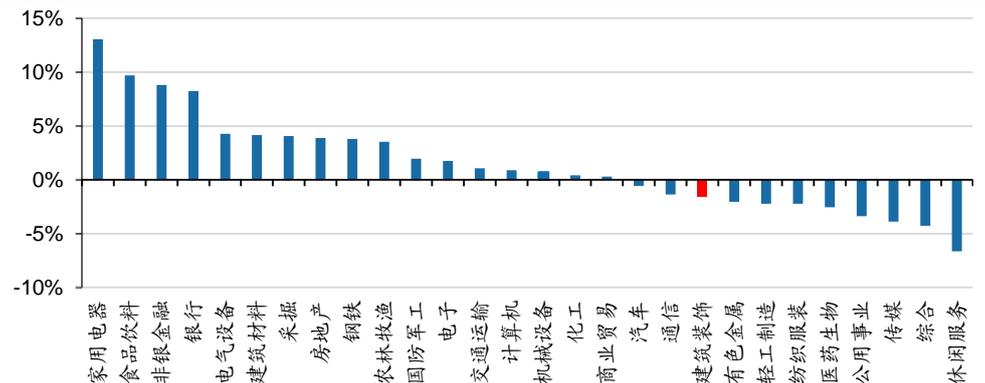
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 2: 1月主题板块涨跌幅



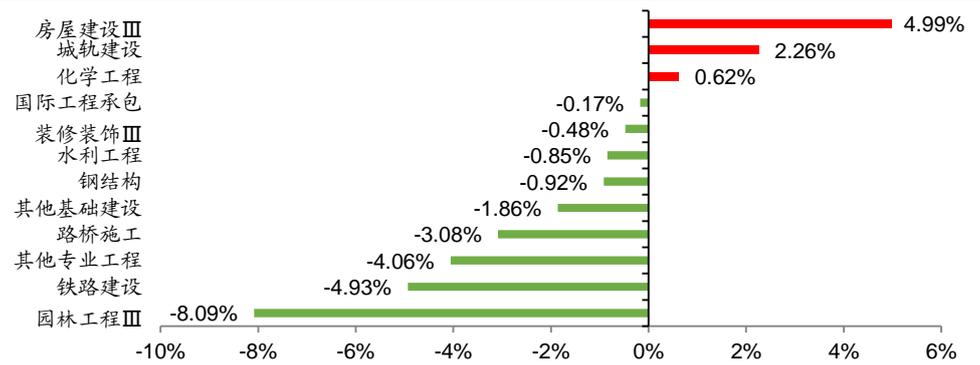
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 3: 1月建筑装饰涨跌幅



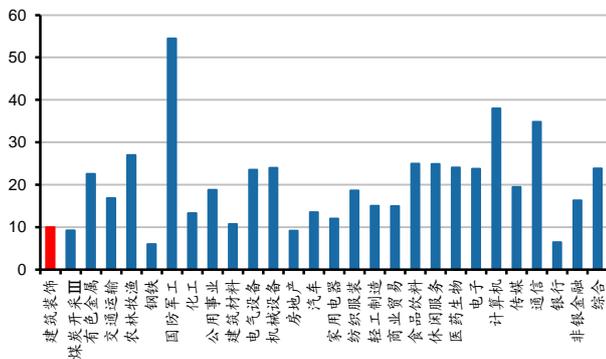
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 4: 1月各子板块走势情况



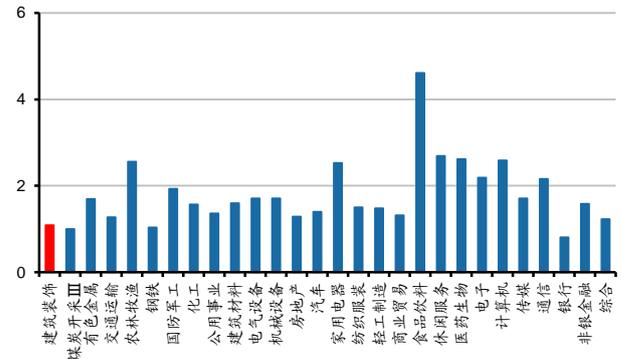
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 5: 各板块PE (TTM, 整体法) 估值情况 (2019/1/31) (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 (2019/1/31) (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)

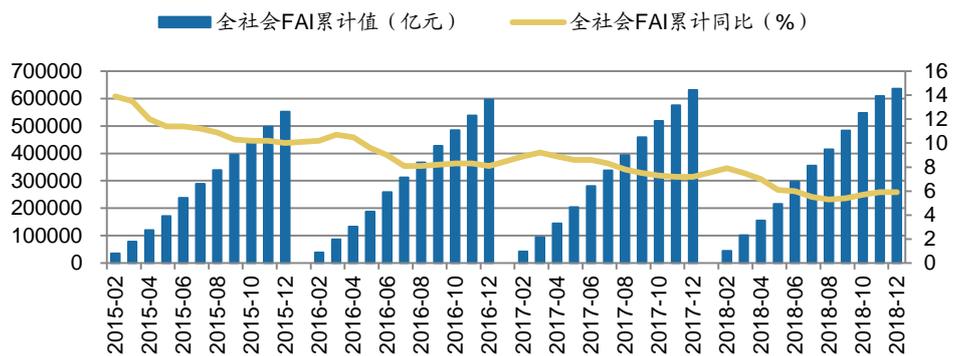


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

二、基建投资持续回暖，建筑 PMI 受季节因素影响有所回落

根据国家统计局数据，2018年1-12月份全国固定资产投资累计63.6万亿元，累计同比增长5.9%，增速较1-11月累计增速持平。

图 9：全社会固定资产投资累计值及其同比



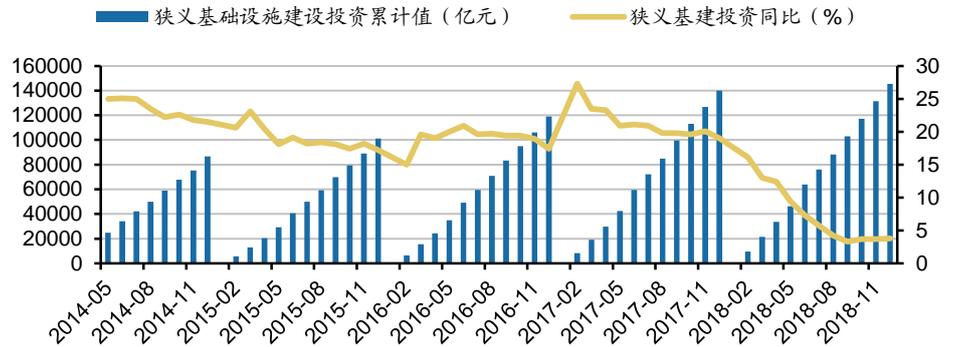
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

18年1-12月基建投资额同比增长3.8%，与1-11月同比增速略有提升

根据国家统计局数据，18年1-12月固定资产投资同比增长5.9%，较1-11月增速持平。其中，18年1-12月狭义基建投资同比增长3.8%，增速较1-11月增长0.1pct，12月单月增长4.8%，增速保持平稳；而18年1-12月广义基建投资较上年基本持平（同比口径17年统计局公布实际投资额），较1-11月降幅收窄0.6pct，12月单月增长6.0%，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：

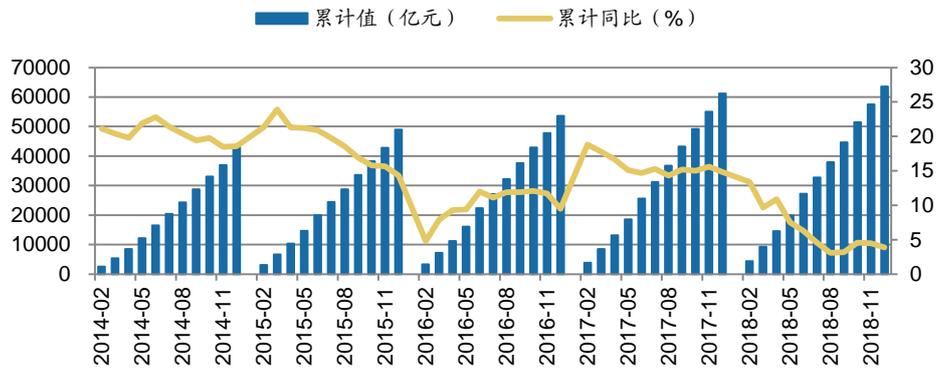
- 交通运输、仓储和邮政业：18年1-12月累计同比为+3.9%，较1-11月累计同比下降0.6pct。进一步细分来看，18年1-12月道路运输业基础建设投资累计同比为+8.2%，较1-11月累计同比增速下降0.3pct；18年1-12月铁路运输固定资产投资累计同比为-5.1%，较1-11月累计同比增速下降0.6pct；18年1-12月航空运输固定资产投资累计同比为4.8%，较1-11月累计同比增速上升1.9pct。
- 电力、热力、燃气及水的生产和供应业：18年1-12月累计同比为-6.7%，较1-11月累计同比增速上升2.1pct。
- 水利、环境和公共设施管理业：18年1-12月累计同比为+3.3%，较1-11月累计同比增速上升0.9pct；

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



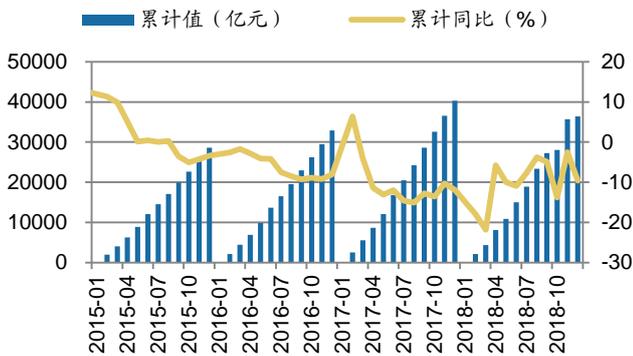
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 13: 水利、环境和公共设施管理业投资累计值及同比



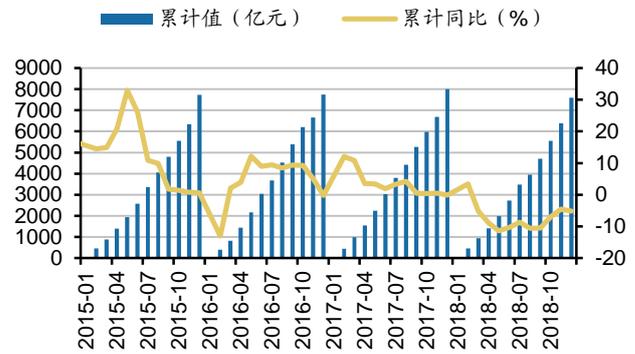
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 14: 道路运输业固定资产投资累计值及同比



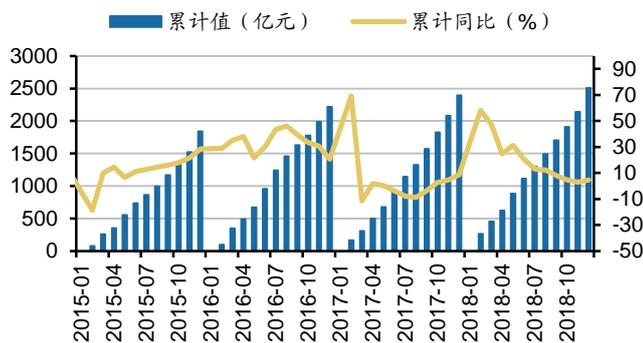
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 15: 铁路运输业固定资产投资累计值及同比



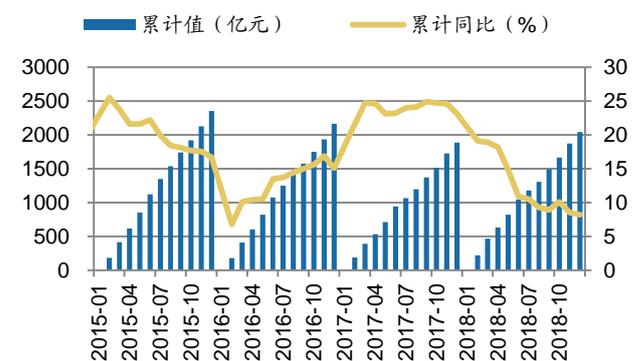
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

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。

18年1-12月制造业投资累计同比增长9.5%，1月制造业PMI仍在荣枯线以下

根据国家统计局数据，18年1-12月制造业固定资产投资累计同比为+9.5%。较1-11月累计同比增速持平。其中，18年1-12月化学原料及化学制品制造业累计投资同比增速为6.0%，较1-11月累计同比增速提升0.2pct。

19年1月制造业PMI 49.5%，环比上涨0.1pct，低于去年同期值1.8pct；1月大、中、小型企业PMI分别为51.3%，47.2%，47.3%。制造业PMI继上月再次低于荣枯线，仍处于收缩区间，经济下行压力仍较大。预计PMI短期将维持低位，2月春节月份环比可能再次走低。

图 18：制造业固定资产投资累计值及其同比（单位：亿元）



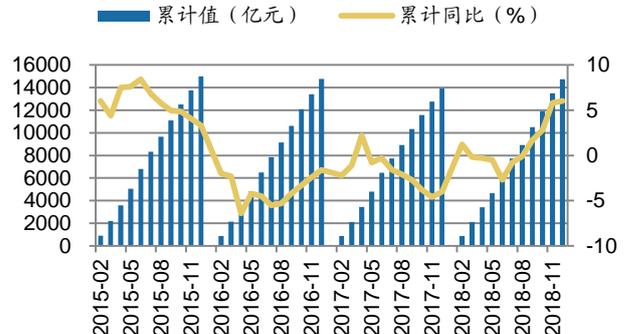
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 19：石油加工、焦炼及核燃料加工业投资情况



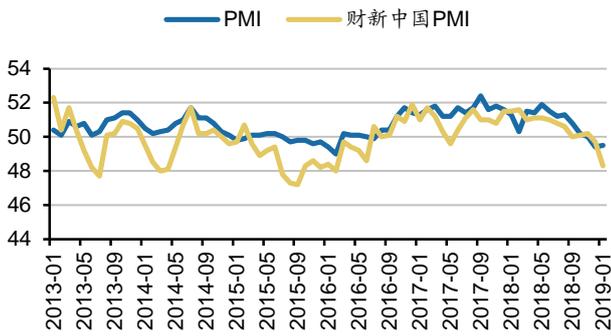
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 20：化学原料及化学制品制造业投资情况



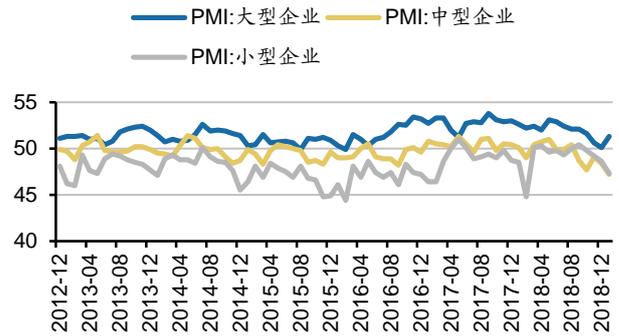
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 21: 1月制造业PMI仍在荣枯线以下 (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

18年1-12月房地产开发投资同比增长9.5%，新开工增速维持高位

根据国家统计局数据统计, 18年1-12月房地产开发投资同比增长9.5%, 增速较1-11月份下滑0.2pct, 土地交易价款方面, 18年1-12月土地交易价款累计达16102亿元, 累计同比上升18%, 较1-11月累计同比增速下降2.2pct; 从土地购置面积看, 18年1-12月全国土地购置面积达29141.6万平方米, 累计同比增长14.2%, 增速较1-11月下降0.1pct。

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

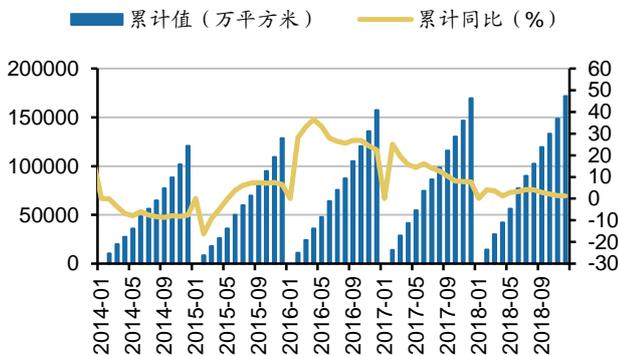
18年1-12月房屋销售、新开工、施工、竣工面积同比分别增长+1.3%/+17.2%/+5.2%/-7.8%, 增速较1-11月分别变动-0.1/+0.4/+0.5/+4.5pct。18年12月销售面积增速继续下滑, 但新开工增速仍保持在高位, 房企竣工交付节奏加快。今年新开工面积高水平增长逐渐带动竣工面积触底回升的效果显现。

图 25: 全国土地购置面积及同比情况



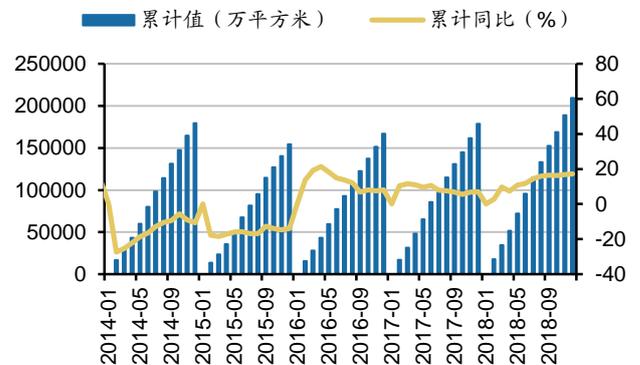
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

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

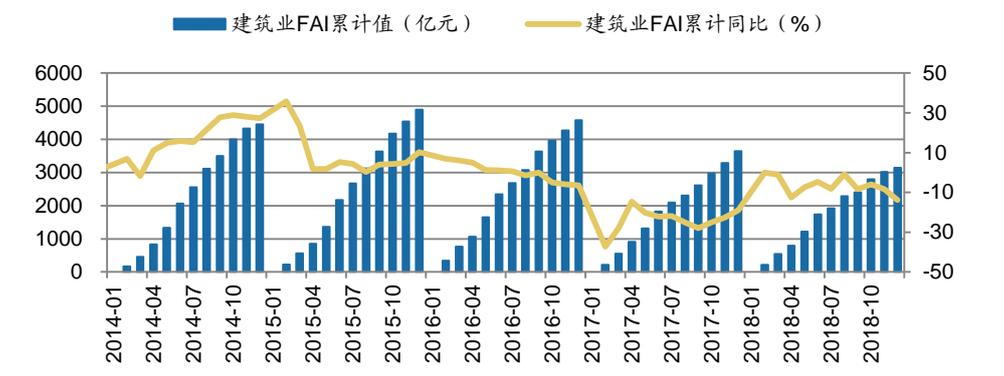
19年1月建筑PMI受季节因素影响有所回落，经济承压基建稳增长仍为重要方向

建筑PMI受季节因素影响有所回落，经济承压基建稳增长仍为重要方向。19年1月建筑业PMI为60.9%，环比回落1.7pct，主要受季节因素影响，而较去年同期提升0.4pct。

仍处高景气区间；建筑业新订单指数为55.8%，环比微跌0.7 pct，建筑业务活动预期指数为64.5%，与上月持平，市场需求及预期同样仍处高位。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。

另外，18年四季度建筑业总产值累计达235086亿元，同比增长9.9%。其中，建筑工程总产值累计达207586亿元，同比增长9.74%；安装工程总产值累计达19630亿元，同比增长9.78%；竣工总产值累计达120786.22亿元，同比增长3.42%。

图 30: 建筑业固定资产投资累计值及同比



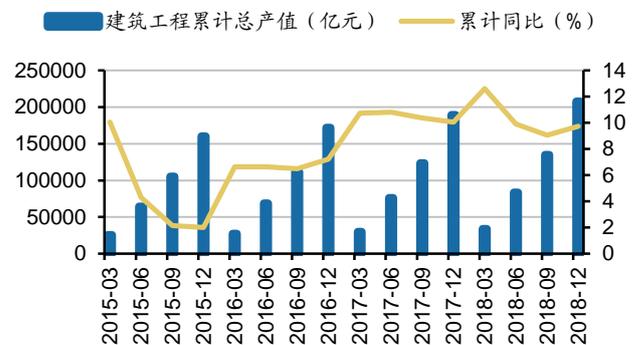
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

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



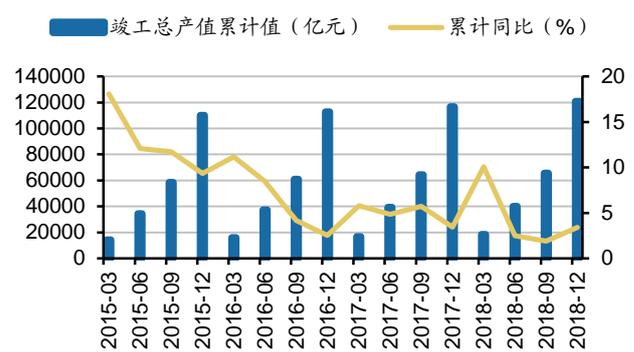
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

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，政府资金到位时间或早于预期助基建投资增速回升

信用与融资：利率继续下行，2019 年新增专项债将大幅提升

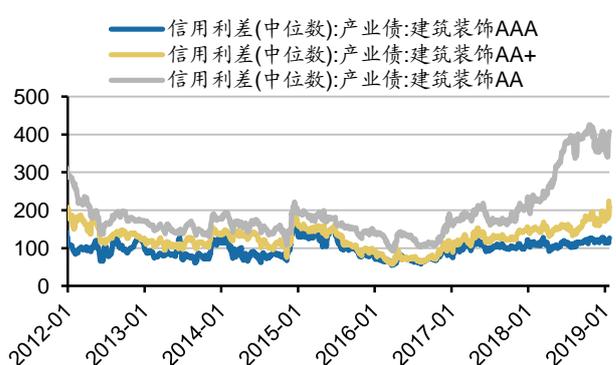
18年12月社融规模增量为1.59万亿元，同比增速9.8%，其中人民币贷款增加15.67万亿元，同比增长13.2%，总体符合预期。考虑到无风险利率下行，新口径社融增速仍跌破10%，反映了企业信贷特别是民企信用问题尚未实质改善。近期中央政治局会议及央行货币政策委员会会议均强调逆周期调节的稳健货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。预计未来货币政策方向将逐步向稳健偏宽松转变，后期整体融资环境有望改善。

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

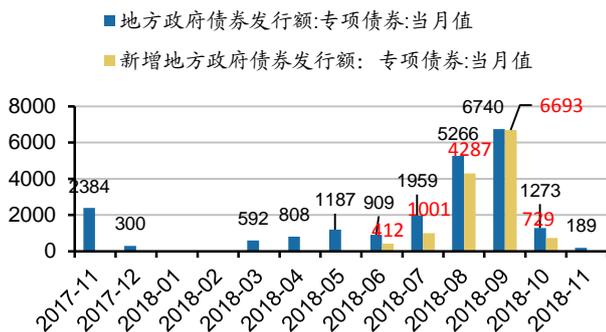
2018年要安排地方专项债券1.35万亿元，相较2017年增加5500亿元（2017年为8000亿元）。8月以来地方专项债加速发行，据财政部数据，6/7/8/9月地方政府分别发行专项债909/1959/4449/6755亿元，其中新增专项债分别为412/1091/4287/6694亿元。

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。另外，从近年地方债投向来看，一般地方债券主要投向扶贫、环保及没有收益的基建项目等，18年基建相关占比为48%，而新增专项债主要投向有项目收益的基建、土地储备和棚改，后两项18年占比在60%以上。预计19年伴随基建稳增长政策的持续出台，地方债特别是新增专项债投向基建相关占比或明显提升。

2018年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，预计2019年计划新发专项债规模较2018年同比增长约60%。2018年12月，在住建部下发的2019年的棚改计划中明确提出，政府购买棚改服务模式将被取消。对于新开工的棚改项目，不得以政府购买服务的名义变相举债或实施建设工程，而是要求以发行地方政府债券方式(棚改专项债)为主进行融资。

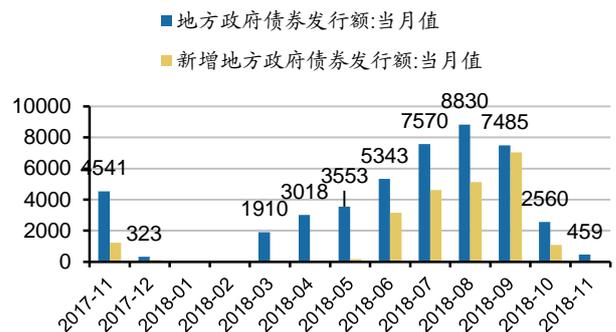
19年1月份25省市合计发行地方债4180亿元，其中新增债券3688亿元，在发行数额及进度上较18年同期均有大幅提升；新增专项债1412万元，占提前发行专项债券的17.4%。此前政策要求在Q1提前下达新增专项债务限额，19年政府资金到位时间或早于预期，基建投资增速有望逐步回升。

图 37: 地方专项债单月发行额 (单位: 亿元)



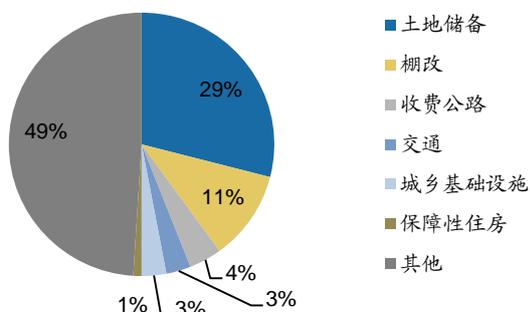
数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

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

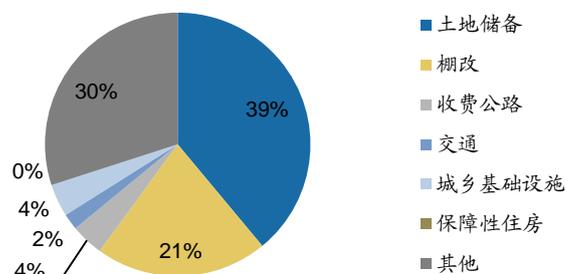
图 39: 存量专项债投资领域



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注释: 统计时点截止 2018 年 11 月末

图 40: 2018年新增专项债投资领域



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

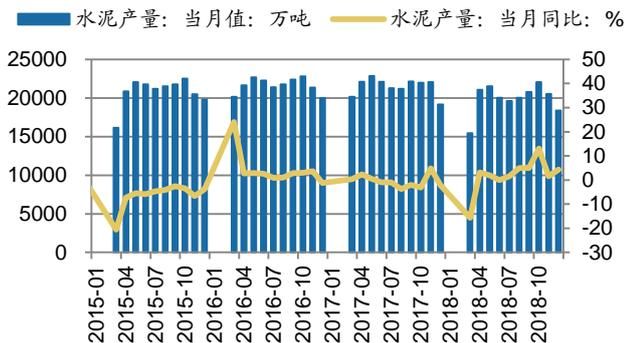
注释: 统计时点截止 2018 年 11 月末

成本端：水泥价格保持高位，钢铁价格继续回落

18年12月水泥当月产量为18394万吨，较去年同比下降3.92%，较11月增速上升2.7pct，水泥产量保持平稳；截止19年1月底，水泥价格指数达到152.39，较1月初降5.7%。水泥价格本月持续降低，对建筑企业成本端产生正面影响。

钢价方面，19年1月螺纹钢价格在连续回落后小幅上升，而中厚板价格持续下降后平稳在低位，以钢材为主要原材料的建筑公司的成本压力有望缓解。

图 41：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 42：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 43：中厚板市场价（元/吨）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 44：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 项目落地率稳步提升，未来有望逐渐规范化

自 2017 年 11 月 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。根据明树数据统计，18 年 10/11/12/1 月单月成交量分别为 1795/2472/4735/1772 亿元，项目成交规模在 12 月大幅提升。而成交个数方面，18 年 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 18

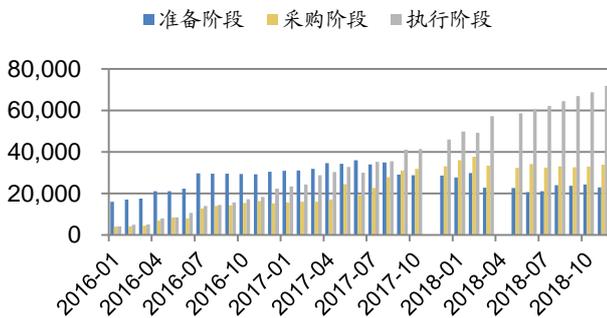
年12月底，PPP累计成交额前三名的行业为交通运输、市政工程、城镇综合开发，分别成交40229.1/38456.9/17896.0亿元，合计占据总成交额的73.8%。而根据财政部数据，18年12月准备/采购/执行阶段的项目投资额分别为22893/33820/71849亿元，项目落地率达到55.04%，落地速度继续加快。

图 45: 明树月度PPP成交数据



数据来源: 明树数据、广发证券发展研究中心

图 46: 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 47: 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。2018年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。

五、“一带一路”工程新签合同额占对外承包工程比重逐渐提升，已超过 50%

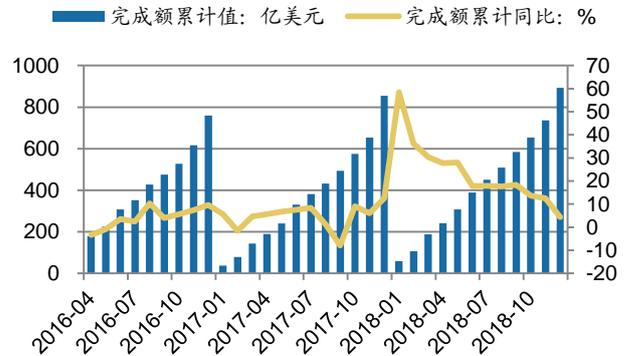
商务部数据统计，2018年1-12月，我国对外承包工程累计新签合同总额为1257.8亿美元，同比下降12.8%；我国对外承包工程累计完成额为893.3亿美元，同比增长4.4%。18年12月当月我国企业在“一带一路”沿线国家对外承包工程新签合同额353.5亿美元，同比增加14.8%。

图 48：对外承包工程业务新签合同额累计值及累计同比



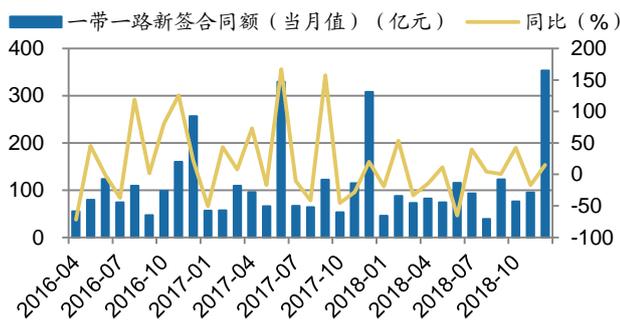
数据来源：商务部、广发证券发展研究中心

图 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 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 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（%）



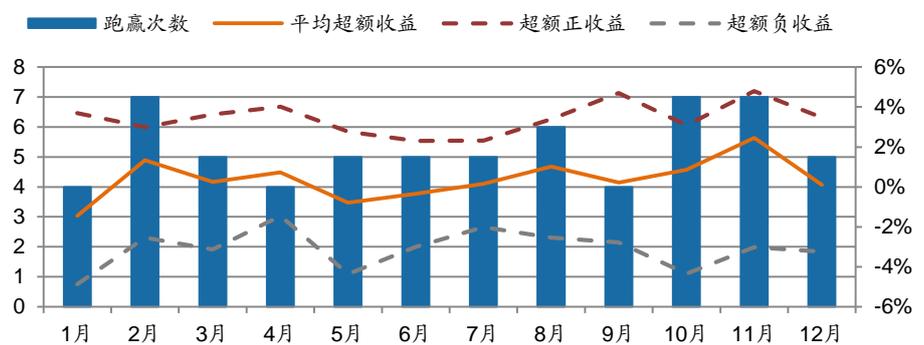
数据来源：商务部、广发证券发展研究中心

六、行业观点及重点公司

历史上看，2008-2017年建筑装饰板块2月平均收益3.6%，10年中跑赢大盘7次，跑赢大盘7次的平均超额收益为3.0%，跑输大盘3次的平均超额收益为-2.5%。

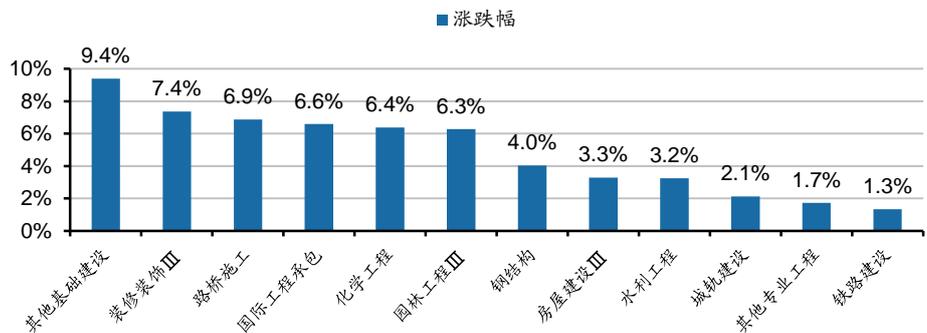
观察历史各建筑子版块2月份的平均收益情况，其他基础建设板块表现最好，平均收益9.4%，其次是装修装饰板块，平均收益为7.4%；而铁路建设板块表现较差，平均收益分别为1.3%。

图 52: 2008-2017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2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 1: 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受季节因素影响有所回落，经济承压基建稳增长仍为重要方向。 1) 1月官方制造业PMI环比微升0.1 pct至49.5%，但仍处于收缩区间，经济下行压力仍较大。预计PMI短期将维持低位，2月春节月份环比可能再次走低。2) 1月建筑业PMI为60.9%，环比回落1.7 pct，主要受季节因素影响，而较去年同期提升0.4 pct，仍处高景气区间；建筑业新订单指数为55.8%，环比微跌0.7 pct，建筑业务活动预期指数为64.5%，与上月持平，市场需求及预期同样仍处高位。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、地方两会基建投资仍为主要看点，关注轨交细分板块。 1) 经济工作会议关于逆周期调节稳增长的总基调，基建投资仍是19年地方工作主要看点，其中9省市及自治区公布投资计划总规模近25万亿元。传统“铁路/公路”基建先行（特别是轨道交通），此外建议关注新型基建（5G、工业互联网等）以及乡村振兴（公路水利、配电网、物流等基建补短板）。2) 未来中西部投资或以铁路公路等中央主导项目为主，而东部发达省份以轨交等地方项目为主。12月以来发改委共批复轨交项目总投资约9302亿元，轨交作为基建补短板重要领域，后续投资有望持续增加。从批复情况看，轨交项目单年投资额较大且毛利率较高，利好相关设计及承建公司（如隧道股份/上海建工/中国铁建/中国中铁等）。

3、地方债发行提速利好基建回暖，建筑板块18全年业绩维持稳健增长。 1) 1月份25省市及自治区合计发行地方债4180亿元，其中新增债券3688亿元，在发行数额及进度上较18年同期均有大幅提升，新增专项债1412亿元，占提前发行专项债券的17.4%。此前政策要求在Q1提前下达新增专项债务限额，19年政府资金到位时间或早于预期，基建投资增速有望逐步回升。2) 节前建筑板块业绩预告披露完毕，其中79家建筑企业18年合计归母净利润中值约582亿元，同比增长9.8%，较18年前三季度增速提升2.8pct，板块业绩稳健增长，其中装修/房建/专业工程子板块同比分别增长19%/16%/14%，维持较高增速。基建央企18年订单增速为8.4%，较18年前三季度增速2.7pct。

公司方面，我们延续前期观点，基建产业链建议关注三条主线：1) 基建前端设计/检

测公司，如苏交科/中设集团等；2）弹性较大的地方基建国企，如四川路桥/山东路桥等；3）低PB基建央企，如中国铁建/中国中铁等。此外，预计19年地产投资对经济的支撑作用仍将持续，建议关注地产产业链的估值修复机会，如中国建筑/金螳螂等。

表 2：部分省市及自治区2019年政府工作报告中关于“基建投资”的表述

省份	具体基建投资规划
西藏自治区	做好川藏铁路规划建设服务保障，全面推进拉林铁路建设，启动青藏铁路格拉段电气化改造。加快西藏大学新校区建设。推进“3+1”机场建设及日喀则和平机场改造工程。
黑龙江省	构建以哈尔滨为中心连通 10 个地级市的“一小时、两小时经济圈”。开工建设哈尔滨机场第二跑道。做好东宁界河大桥前期工作，推进黑瞎子岛口岸建设。
四川省	加快推进成南达万、成宜高铁和川藏铁路雅安至林芝段、汉巴南等铁路项目。加快建设马尔康至青海久治等进出川高速公路。天府国际机场力争主体完工。开工建设江家口、龙塘等大型水库。
湖北省	确保华星光电 T4、京东方 10.5 代线、广汽传祺宜昌基地、星晖整车迁址、汉十高铁、蒙华铁路湖北段等一批重大项目如期建成。开工建设东风本田扩建、西安至十堰高铁湖北段、宜昌至郑万高铁联络线等重大项目。
河北省	加快雄石城际、京秦高速等项目建设，全力支持北京城市副中心和大兴国际机场建设。高质量推进雄安新区开发建设，抓好容东片区和高铁站片区、启动区、白洋淀治理和保护等十大工程建设。
新疆维吾尔自治区	加强交通、水利、能源、城镇设施建设，加强生态建设，多渠道筹措建设资金。
河南省	实施投资 1000 亿元以上、总长 1000 公里以上的高速公路“双千工程”，开工建设栾川至卢氏高速公路等一批项目，建成周口至南阳等 3 条高速公路。建成鄂安沧输气管道濮阳支线等能源项目，力争开工西气东输三线中段，全面畅通省内输气网络。
湖南省	力争黔张常、蒙华铁路湖南段年内建成通车，抓好南益、长益复线等高速公路和湘西、郴州机场、南岳机场扩建及黄花机场东扩二期前期工作。加强 5G、农村 4G 网络、光纤宽带设施建设。
浙江省	构建省域城市域城区“三个 1 小时”交通圈，实现文成通高速，铁路杭州南站、杭州湾大桥北接线二期建成投用，开工建设沪苏湖、杭衢等铁路项目，建成地铁 68.5 公里。
上海市	启动建设机场联络线、轨道交通崇明线，加快建设 10 号线二期、14 号线、15 号线、18 号线一期等 128 公里城市轨道交通线。推进北横通道、浦东国际机场三期、沪通铁路和沪苏湖铁路上海段等重大基础设施建设。
重庆市	建设“米”字型高铁网，加快城市轨道交通建设，建设国际航空枢纽，建设国家公路运输枢纽，加快完善城市路网，加快完善信息网、能源网、水利网。

数据来源：各省市及自治区地方政府网站、广发证券发展研究中心

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，美国普林斯顿大学工学博士，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 年加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。