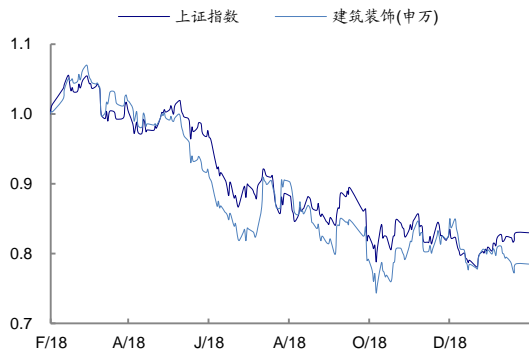


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《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

《国信证券-建筑行业 2019 年 1 月投资策略: 逆周期调控, 降准释放资金, 重点推荐基建产业链》——2018-01-15

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码: 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

行业投资策略

基本面稳健, 年报预喜率高, 基建产业链龙头有望延续强势

● 基建托底是一季度稳增长的关键

一季度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。1 月地方债发行已提前启动, 今年发行规模将大幅增加。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。稳增长背景下基建投资有望迎来全面反弹。

● 2018 年 Q4 建筑板块获公募基金加仓, 整体持仓继续向龙头聚集

截至 2018 年底, 公募基金对建筑板块的持仓市值占股票投资市值比为 2.38%, 相对标准行业配置比例为 -0.86%, 比 2018 年 Q3 分别提升了 1.05pct 和 0.93pct。其中前十大重仓建筑股的持仓占比达到 92.39%, 资金集聚效应愈发显著。

● 行业基本面稳健, 2018 年报业绩预喜率稍高于 A 股平均水平

2018 年建筑行业新签订单 27.28 万亿, 同比增长 7.16%; 在手订单总额 49.44 万亿, 同比增长 12.5%, 创下历史新高。建筑行业共有 50 家公司发布业绩预告, 披露率为 39.68%, 其中公告业绩预增的公司占比 64%, 稍高于 A 股平均水平。

● 1 月行情复盘: 大盘开门红, 建筑板块有待发力

1 月上证综指上涨 3.64%, 建筑行业下跌 1.53%, 跑输上证指数 5.17pct。建筑子板块中房屋建设表现较好, 园林工程和铁路建设跌幅较大。1 月的投资组合收益稳健, 实现收益 -1.82%, 跑输行业指数 0.29pct, 跑输大盘指数 5.46pct。

● 政策强化, 继续推荐受益基建补短板的央企国企及设计咨询龙头

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是补短板的重点。央企国企业绩确定性强, 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。重点推荐中国建筑、中国铁建、中国中铁、安徽水利、隧道股份等。

设计咨询龙头轻资产低负债, 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。

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	10.34	138,197	1.37	1.53	7.55	6.76
601390.SH	中国中铁	买入	6.80	153,332	0.84	0.95	8.10	7.16
601668.SH	中国建筑	买入	6.11	256,529	0.88	0.98	6.94	6.23
600820.SH	隧道股份	买入	6.76	21,254	0.67	0.79	10.09	8.56
600502.SH	安徽水利	买入	3.75	6,454	0.51	0.57	7.35	6.58
300284.SZ	苏交科	买入	10.85	8,783	0.73	0.92	14.86	11.79
603018.SH	中设集团	买入	17.27	5,419	1.26	1.67	13.71	10.34
603458.SH	勘设股份	买入	30.43	3,838	2.68	3.30	11.35	9.22

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

基建托底是一季度稳增长的关键	5
政策保驾护航，基建补短板力度逐渐加强.....	5
铁路：补短板急先锋，中央主导投资确定性强.....	8
公路：中国公路建设空间巨大，专项债规模大幅增加保障资金需求.....	9
轨道交通：项目审批提速，或迎来新一轮刺激.....	12
建筑业 PMI 受春节假期影响回落，经济下行期基建将发挥托底作用.....	13
2018 年 Q4 建筑板块获公募基金加仓，整体持仓继续向行业龙头聚集	14
建筑板块多年保持低配状态，对机构资金的吸引力有望提升.....	14
前十大重仓股的持仓占比超过 92%.....	15
2018 年业绩前瞻：行业基本面稳健，年报业绩预喜率稍高于 A 股平均水平	15
行业整体业绩稳健，有望继续保持两位数以上增长.....	15
新签订单增速放缓，在手订单创下历史新高.....	16
年报业绩预增为主.....	17
1 月行情复盘：大盘开门红，建筑板块有待发力	18
新年大盘迎来开门红，行业跑输大盘.....	18
建筑子板块涨跌参半，房屋建设等表现较好.....	19
建筑个股涨跌不一，整体弱于大盘.....	20
A/H 股溢价大幅缩小.....	20
投资组合收益稳健，整体跑输大盘.....	21
政策强化，继续推荐受益基建补短板的央企国企及设计咨询龙头	22
重点推荐.....	22
风险提示.....	30
国信证券投资评级	31
分析师承诺	31
风险提示	31
证券投资咨询业务的说明	31

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 2 万亿	7
图 3: 铁路投资主要由中央政府主导	8
图 4: 近几年铁路投资均不低于 8000 亿	9
图 5: 中国的人均公路里程远低于美国等发达国家	10
图 6: 东部省份人均公里里程低于西部, 中部与全国平均值大致持平	10
图 7: 近几年公路建设投资情况	12
图 8: 我国轨道交通运营路线长度持续保持快速增长	12
图 9: 我国在建轨道交通的城市数和线路长度持续增长	12
图 10: 建筑业 PMI 指数受到假期影响有所回落	13
图 11: 近十年的基建投资 (左轴) 和 GDP (右轴) 增速	14
图 12: 近几年建筑板块基金持仓情况	14
图 13: 2018 年末公募基金十大重仓建筑股及其持仓市值占比	15
图 14: 近几年建筑行业整体营收情况	16
图 15: 近几年建筑行业整体归母净利润情况	16
图 16: 建筑行业近几年新签订单情况	16
图 17: 建筑行业近几年在手订单情况	17
图 18: 建筑行业 2018 年业绩预增、预减和亏损的公司数目	17
图 19: 业绩预增公司不同增速的具体公司数目情况	18
图 20: 1 月建筑行业下跌 1.53%, 跑输大盘 5.17pct	18
图 21: 建筑行业 1 月份涨跌幅在 28 个行业中排第 20 名	19
图 22: 当前建筑板块整体市盈率处于历史中低位	19
图 23: 建筑板块各子行业 1 月份涨跌幅排名	20
图 24: 建筑板块 1 月份涨幅前五和跌幅前五的公司	20
图 25: A、H 股同时上市的四家央企 1 月股价涨跌幅情况	21
图 26: 公司四季度业绩增长大幅提速	23
图 27: 中国铁建 2018Q1-3 营收同比增长 6.40%	24
图 28: 中国铁建 2018Q1-3 净利润同比增长 20.11%	24
图 29: 中国中铁 2018Q1-3 营收同比增长 4.97%	25
图 30: 中国中铁 2018Q1-3 净利润同比增长 18.20%	25
图 31: 安徽水利近几年营业收入情况	26
图 32: 安徽水利近几年净利润情况	26
图 33: 公司在上海轨交建设市场的占有率逐年提升	27
图 34: 苏交科近几年营业收入情况	28
图 35: 苏交科近几年净利润情况	28
图 36: 中设集团近几年营业收入情况	29
图 37: 中设集团近几年净利润情况	29
图 38: 勘设股份近几年营业收入情况	30
图 39: 勘设股份近几年净利润情况	30
表 1: 基建补短板细分领域及重点内容	5
表 2: 2019 年重点投资领域	6
表 3: “十三五”期间, 铁路的平均年投资额约为 0.8 万亿	8
表 4: 2018 年下半年至今获批的重大铁路工程项目	9
表 5: “交通扶贫”的主要内容	11
表 6: 2017 年国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权	11
表 7: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目	13
表 8: 主要建筑企业 A/H 股溢价情况 (汇率以 1 月 31 日港币兑人民币中间价为准)	21
表 9: 国信建筑 1 月份投资组合涨跌幅情况	22
表 10: 中国建筑盈利预测表	23
表 11: 中国铁建盈利预测表	24
表 12: 中国中铁盈利预测表	25
表 13: 安徽水利盈利预测表	26
表 14: 隧道股份盈利预测表	27
表 15: 苏交科盈利预测表	28

表 16: 中设集团盈利预测表	29
表 17: 勤设股份盈利预测表	30

基建托底是一季度稳增长的关键

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。

表 1：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"> ➢ 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； ➢ 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。
铁路	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 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； ➢ 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； ➢ 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。
公路、水运	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 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； ➢ 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。
机场	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 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；
水利	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 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； ➢ 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；加快推进中小河流治理等灾后水利薄弱环节建设。
能源	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 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； ➢ 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； ➢ 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。
农业农村	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 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； ➢ 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。
生态环保	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 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； ➢ 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。
社会民生	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 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； ➢ 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。

资料来源：wind 资讯，国务院官网，国信证券经济研究所整理

一季度中央预算内投资计划将尽快下达，2019 年经济有望迎来开门红

1月15日，发改委在国新办新闻发布会上指出，今年要发挥好投资的关键作用，重点是坚持使市场在资源配置中起决定性作用，要在投资环境、项目推进和资金保障三个方面下功夫，争取在一季度预下达大部分中央预算内投资计划，推进在建项目加快实施，加快开工已纳入规划的重大项目，尽快形成更多实物工作量。

除了加大投资力度，发改委指出还要加强重大技术装备补短板，推进传统产业改造提升，建设一批国家产业创新中心；制定出台稳住汽车、家电等热点产品消费的措施，鼓励信息、旅游、体育等服务消费和网购等消费新业态。着力发展壮大实体经济。在多项政策组合出击下，2019 年经济有望迎来开门红。

把握稳增长基调：精准投资，坚决不搞“大水漫灌”式强刺激

当前的稳增长将围绕“建设、改造”两个关键词加大投资力度。“建设”突出五个方面：一是加强新型基础设施建设，推进人工智能、工业互联网、物联网建设，加快 5G 商用步伐；二是加强城乡基础设施建设，推进市政、物流基础设施建设，推进脱贫攻坚、农村基础设施建设；三是加强能源、交通、水利等重大基础设施建设；四是加强民生和公共服务项目建设力度，尤其是补上教育、医疗、健康、养老这些方面的短板；五是加强生态环保和自然灾害防治能力建设。“改造”则突出是加大制造业技术改造和设备更新。

表 2：2019 年重点投资领域

类型	主要项目
新型基础设施建设	人工智能、工业互联网、物联网建设
城乡基础设施建设	市政、物流、农村基础设施
重大基础设施建设	能源、交通、水利
民生和公共服务项目建设	教育、医疗、健康、养老
生态环保和自然灾害防治能力建设	水生态修复、固废治理

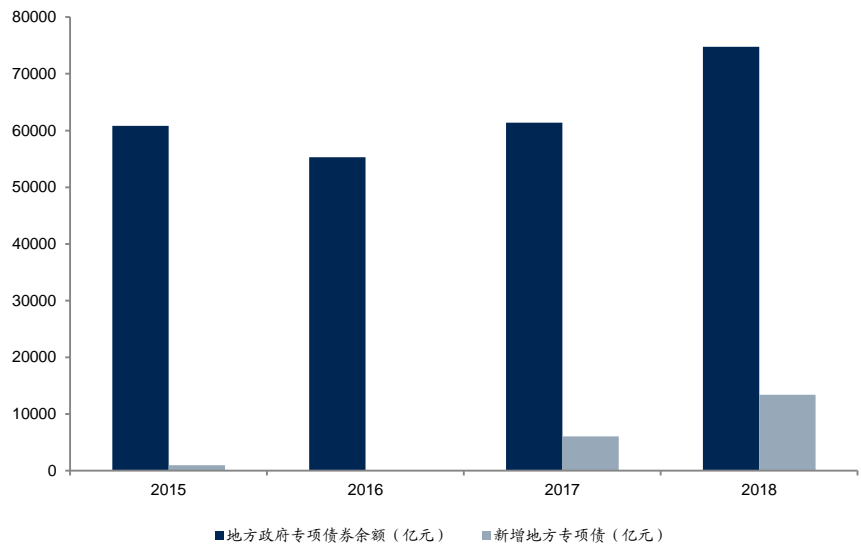
资料来源：新华网，发改委，国信证券经济研究所整理

当前政策反复强调，发挥投资的关键作用重在形成精准投资、有效投资，坚决不搞“大水漫灌”式的强刺激。在投资重点上突出补短板，在项目选择上突出纳入规划的项目，在投资决策上坚持发挥市场在资源配置中的决定性作用，坚持补短板、稳投资、防风险相统一。

地方专项债发行提前启动，2019 年发行规模有望大幅增加

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，地方政府债券则被当做“前门”逐渐打开。2018 年实际发行新增地方政府专项债约 1.34 万亿，比 2017 年增加了 7000 多亿。

图 1：近几年地方政府专项债券余额和新增额

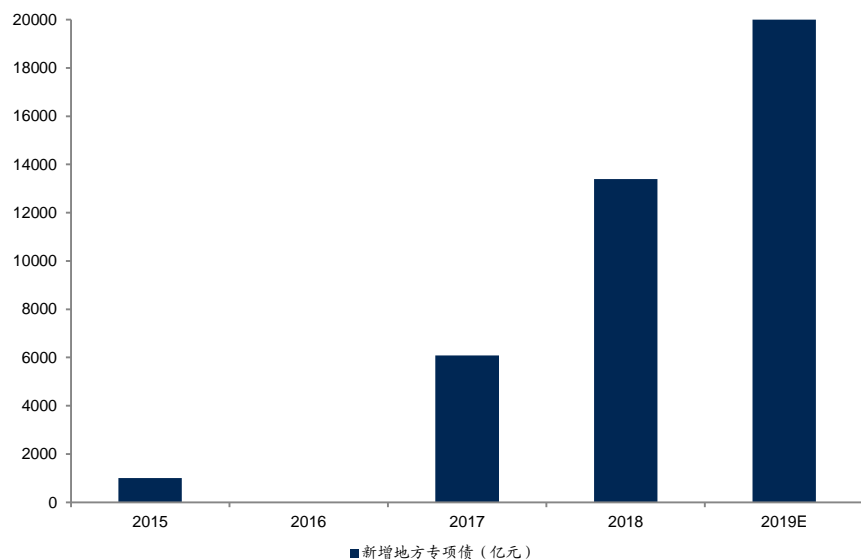


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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 月份各地方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。今年 1 月以来，北京、浙江、广东、江苏等各地政府已累计发行地方债 4000 多亿，其中新增专项债 1400 多亿，而往年 1 月份地方债的发行基本都还未启动。

图 2：保守估计 2019 年地方政府新增专项债规模将超 2 万亿



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

目前可以明确的是，2019年将成为财政政策发挥积极作用的关键之年，地方政府专项债券规模有望大幅增加，且发行使用进度也会明显加快。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2万亿。

铁路：补短板急先锋，中央主导投资确定性强

中国目前拥有超过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。

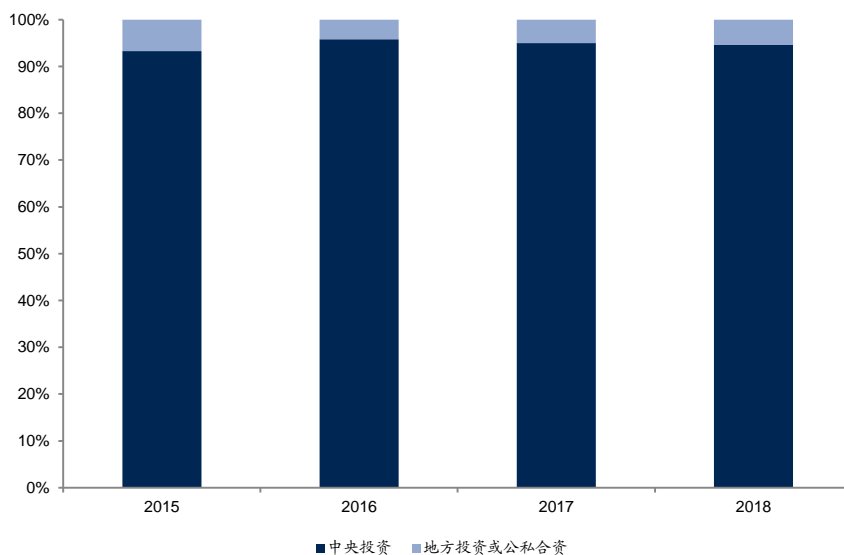
表3：“十三五”期间，铁路的平均年投资额约为0.8万亿

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政府主导，近几年中央政府投资占全国铁路总投资的95%左右，地方政府投资或者公私合资的铁路份额占比很低。铁路投资的资金来源保障高，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。

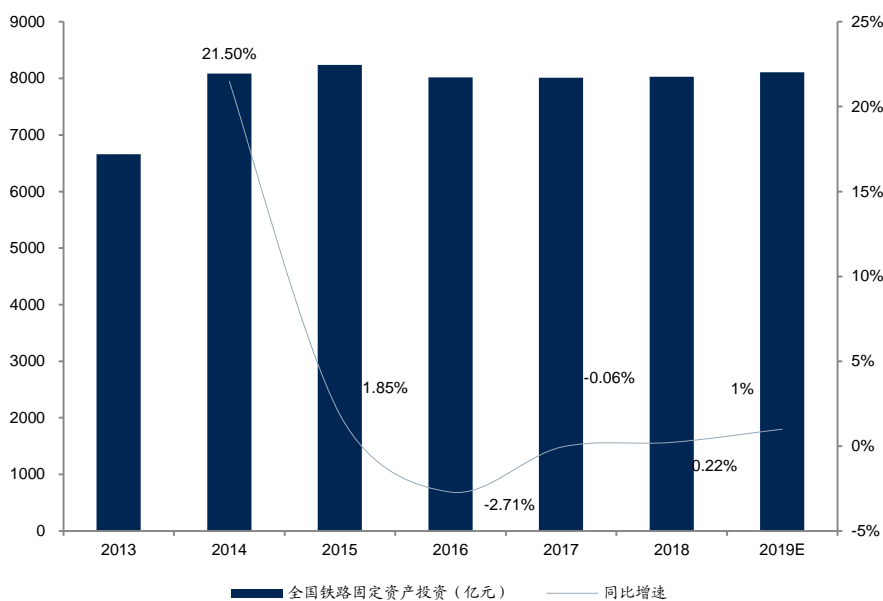
图3：铁路投资主要由中央政府主导



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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。今年1月初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 4: 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、中国中铁等铁路建设龙头有望最先受益。

表 4: 2018 年下半年至今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

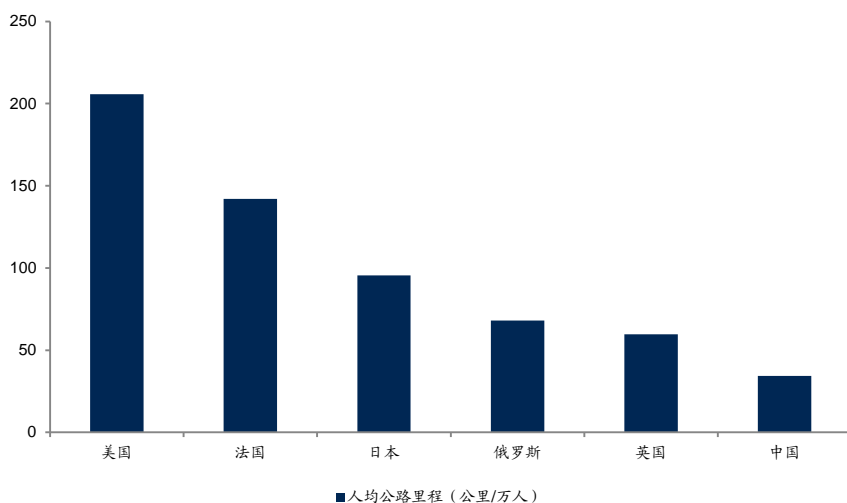
资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

公路: 中国公路建设空间巨大, 专项债规模大幅增加保障资金需求

中国人均公路里程与发达国家相比差距较大, 国内各地区发展不平衡

截至 2017 年底, 中国目前已经投入使用的公路总里程大约为 477.35 万公里, 在全世界范围内仅次于美国。但另一方面, 中国的人均公路里程大约仅有 34.34 公里/万人, 而美国的人均公路里程大约为 205.65 公里/万人, 与日本、英国等其他发达经济体相比, 中国的人均公路里程也存在一定的差距。

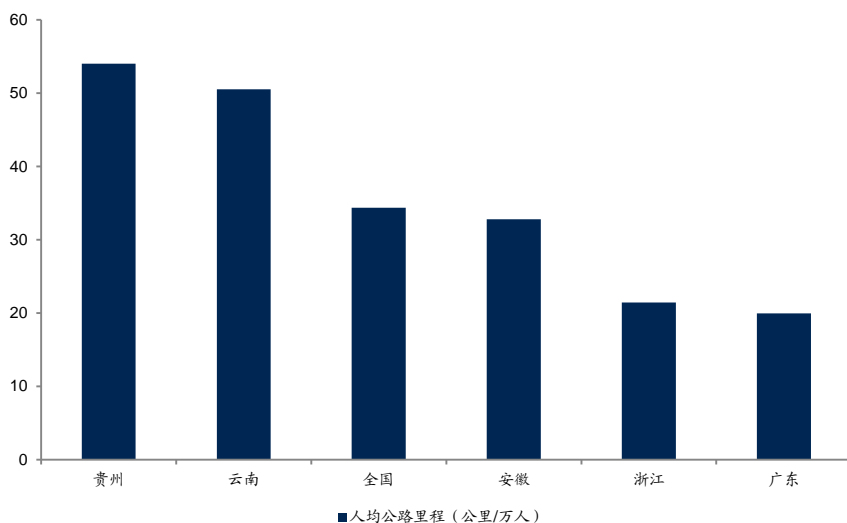
图 5：中国的人均公路里程远低于美国等发达国家



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从国内各地区的人均公路里程情况来看，可以发现浙江、广东等经济较为发达的东部省份的人均公路里程明显低于西部地区，而安徽等中部省份的人均公路里程则大致与全国平均值持平。因此，尽管西部基础设施水平与东部相比整体存在差距，但实际上东部地区对新建公路的经济性需求往往要大于西部地区。

图 6：东部省份人均公里里程低于西部，中部与全国平均值大致持平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

总的来说，中国大规模的公路建设也仅仅不到二十年，目前的公路覆盖水平与发达国家相比存在一定的差距，且国内各地区之间发展不平衡，存在结构性与经济性需求的矛盾。未来中国公路建设的空间依然十分广阔。

“十三五”规划聚焦交通扶贫，“公路审批权”下放提升项目批复效率

“交通扶贫”是国家“十三五”期间的重要战略规划，当前已经进入了攻坚期，其中重点任务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 5：“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。审批权的下放提升了新建项目的批复效率，特别对地方政府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 6：2017 年国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权

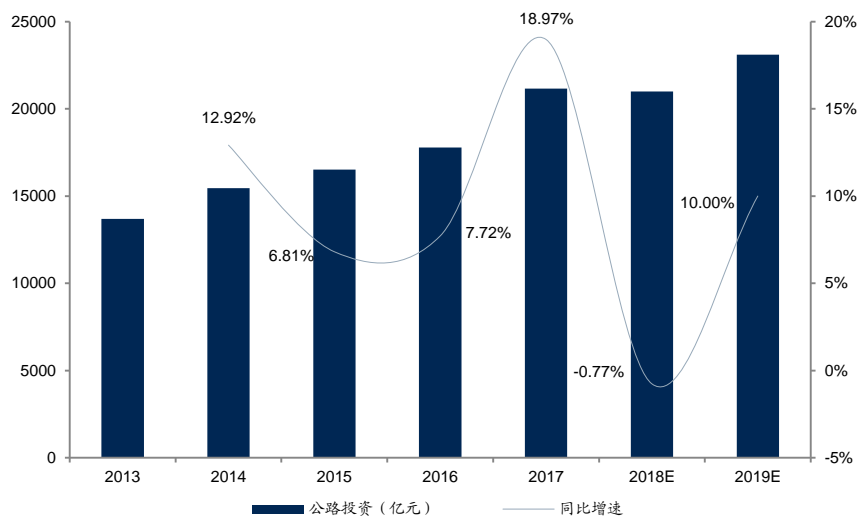
领域	审批事项范围
铁路	列入国家批准的相关规划中非跨省的新建（含增建双线）普通铁路项目，铁路总公司投资为主的由铁路总公司自行决定，地方和社会投资为主的由省级政府审批可行性研究报告，均通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
高速公路	列入国家批准的相关规划中的新建高速公路项目，由省级政府审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
独立公（铁）路桥梁（隧道）	列入国家批准的相关规划中的跨 10 万吨级及以上航道海域、跨大江大河（现状或规划为一级及以上通航段）的独立公（铁）路桥梁（隧道）项目，由省级政府审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台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

2019 年公路投资有望再创新高

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，我们预计公路投资将继续再创新高。

图 7: 近几年公路建设投资情况

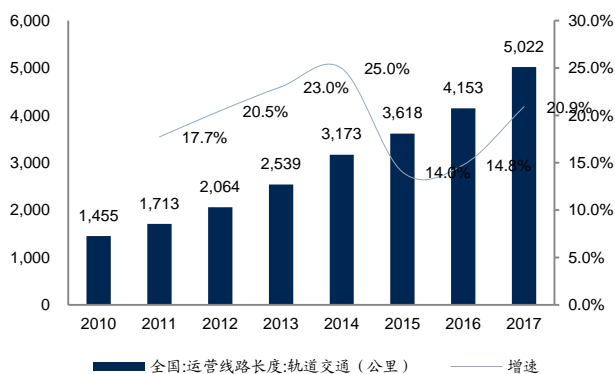


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

轨道交通: 项目审批提速, 或迎来新一轮刺激

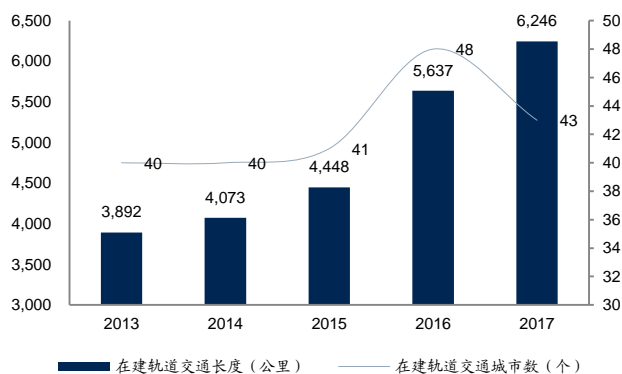
近几年, 我国轨道交通一直处在快速发展的过程中。截至 2017 年, 我国运营的轨道交通线路达 5022 公里, 同比增长 20.9%, 近五年的 CAGR 达到 19.5%; 在建轨道交通的城市有 43 个, 在建长度达 6246 公里。2017 年底, 受内蒙古包头地铁项目被叫停以及防范地方系统性债务风险影响, 发改委曾一度暂停了轨道交通建设规划审批工作。直到 2018 年 7 月, 规划审批工作才重新启动。

图 8: 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 9: 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, 隧道股份作为轨交建设领域的龙头企业有望受益。

表 7: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目

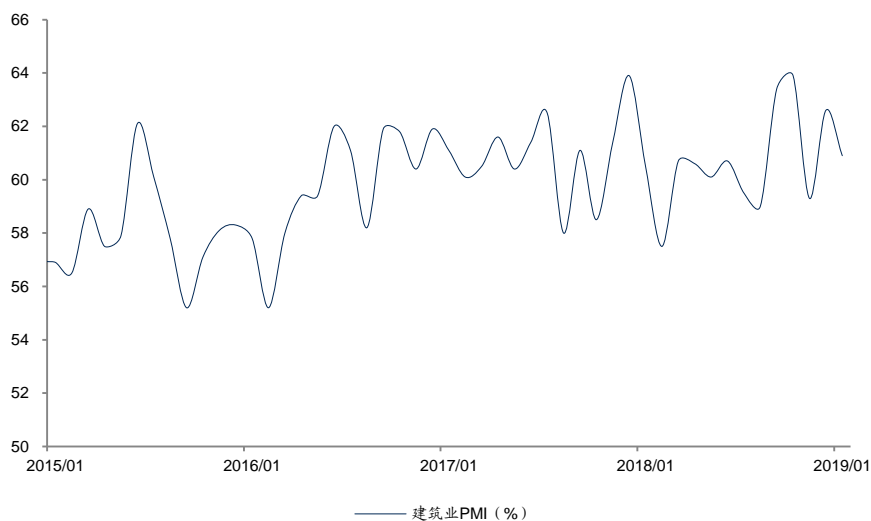
时间	项目	总投资(亿元)
7月30日	长春市第三期城市轨道交通建设规划	787.32
8月14日	苏州市城市轨道交通第三期建设规划	950.00
8月5日	成都市城市轨道交通第四期建设规划(初审通过)	--
10月23日	南京至句容城际轨道交通工程	209.75
11月26日	杭州市城市轨道交通第三期建设规划(增加投资)	577.6
11月28日	济南市城市轨道交通第一期建设规划(增加投资)	229
12月6日	重庆市城市快速轨道交通第三期建设规划(2018~2023年)	455.7
12月11日	上海市城市轨道交通第三期建设规划(2018~2023年)	2983.48
12月25日	武汉市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

建筑业 PMI 受春节假期影响回落, 经济下行期基建将发挥托底作用

截至 2019 年 1 月底建筑业 PMI 指数为 60.9%, 较去年底有所回落。从往年数据上看, 一季度建筑业 PMI 受到春节假期影响较大。2019 年多个获批的铁路、城轨项目将开工建设, 3 月份开始行业景气度有望逐渐回升。

图 10: 建筑业 PMI 指数受到假期影响有所回落

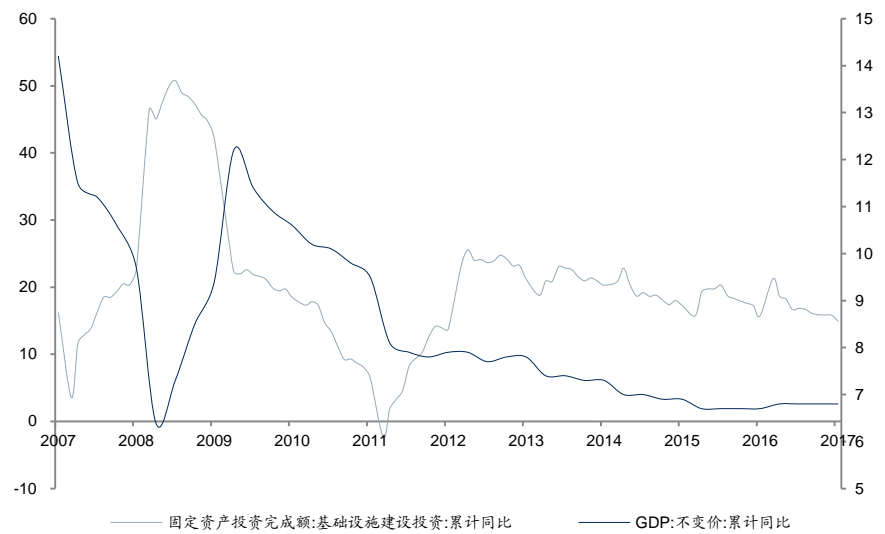


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基建投资是稳增长的重要手段, 从历史数据来看, 基建投资对经济的拉动作用较为显著, 尤其是 2008-2009 年以及 2011-2012 年经济下行期间对 GDP 的企稳乃至反弹起到了决定性的作用。当前中国经济正面临着外部贸易冲突、内需疲软、房地产调控趋严等压力, 基建投资的刺激效果虽已不如十年前那般强劲, 但对于经济的托底作用却依然十分关键。

当前基建补短板政策力度不断加强, 在交通项目投资落地、生态环保崛起、乡村振兴战略等推动下, 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 11: 近十年的基建投资 (左轴) 和 GDP (右轴) 增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

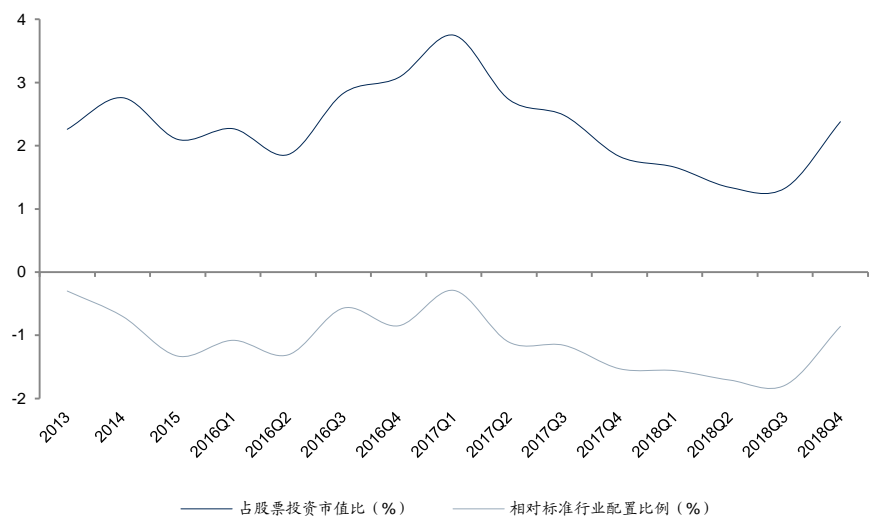
2018 年 Q4 建筑板块获公募基金加仓，整体持仓继续向行业龙头聚集

建筑板块多年保持低配状态，对机构资金的吸引力有望提升

从 2013 年至今，公募基金对建筑板块的投资市值占比一直低于标准行业配置比例，保持着明显的低配状态。

截至 2018 年底，公募基金对建筑板块的持仓市值占股票投资市值比为 2.38%，相对标准行业配置比例为 -0.86%，比 2018 年 Q3 分别提升了 1.05pct 和 0.93pct。在基建补短板政策不断强化的刺激下，建筑板块有望受到更多资金的青睐。

图 12: 近几年建筑板块基金持仓情况

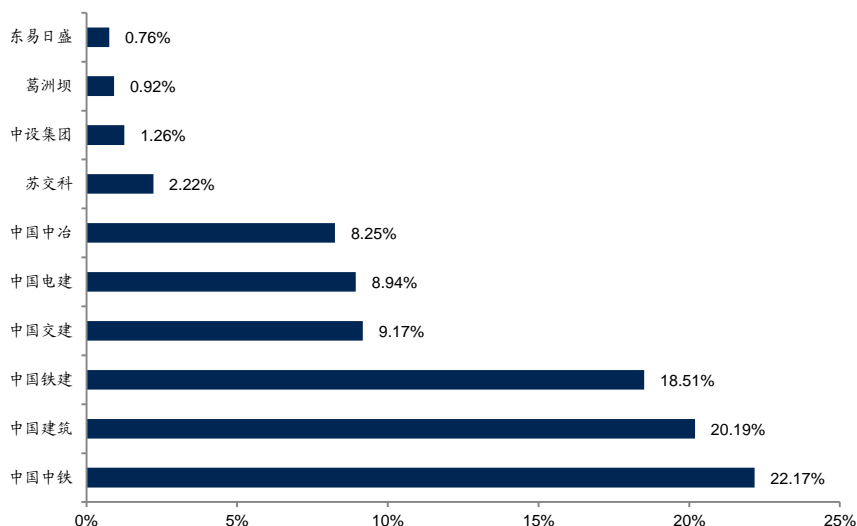


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

前十大重仓股的持仓占比超过 92%

截至 2018 年底，公募基金对建筑板块的前十大重仓股持仓市值占行业总持仓市值的比例达到 92.39%，其中中国中铁的机构持仓占比最高，达到 22.17%。在前十大重仓股中，7 家为建筑央企，2 家为设计咨询板块龙头，1 家为家装板块龙头，机构资金对龙头企业的集聚效应愈发明显。

图 13: 2018 年末公募基金十大重仓建筑股及其持仓市值占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

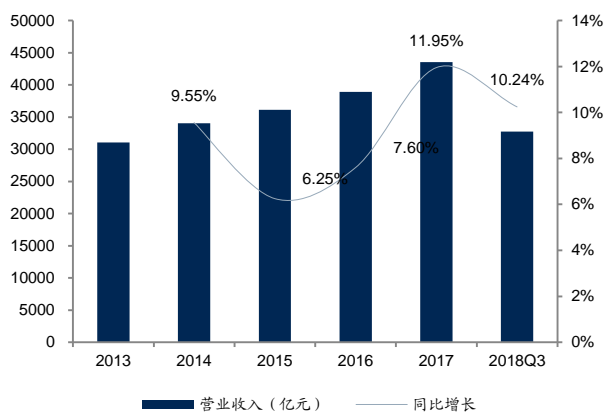
2018 年业绩前瞻: 行业基本面稳健, 年报业绩预喜率稍高于 A 股平均水平

行业整体业绩稳健, 有望继续保持两位数以上增长

2017 年, 建筑行业合计完成营业收入 4.35 万亿元, 历史上首次超过 4 万亿, 同比增长 11.95%, 增速进一步提高; 实现归母净利润 1397 亿元, 同比增长 23.65%, 增速创近五年来新高, 并连续五年保持两位数以上增长。

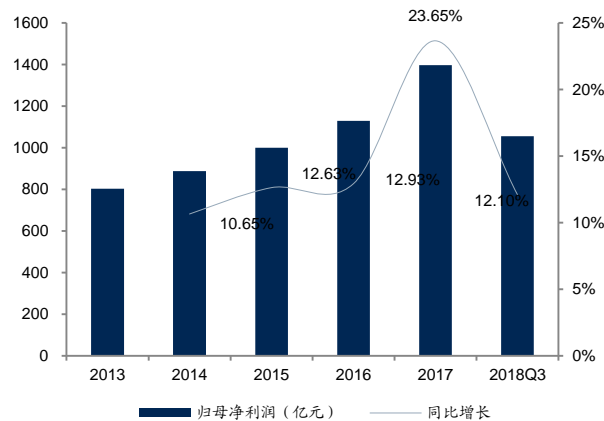
2018 年前三季度, 建筑行业整体实现营收 3.27 万亿, 同比增长 10.24%; 归母净利润 1055 亿, 同比增长 12.10%。预计 2018 年全年行业整体业绩依然稳健, 有望继续保持两位数以上增长, 但增速相对 2017 年的高位或有所回落。

图 14: 近几年建筑行业整体营收情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 近几年建筑行业整体归母净利润情况

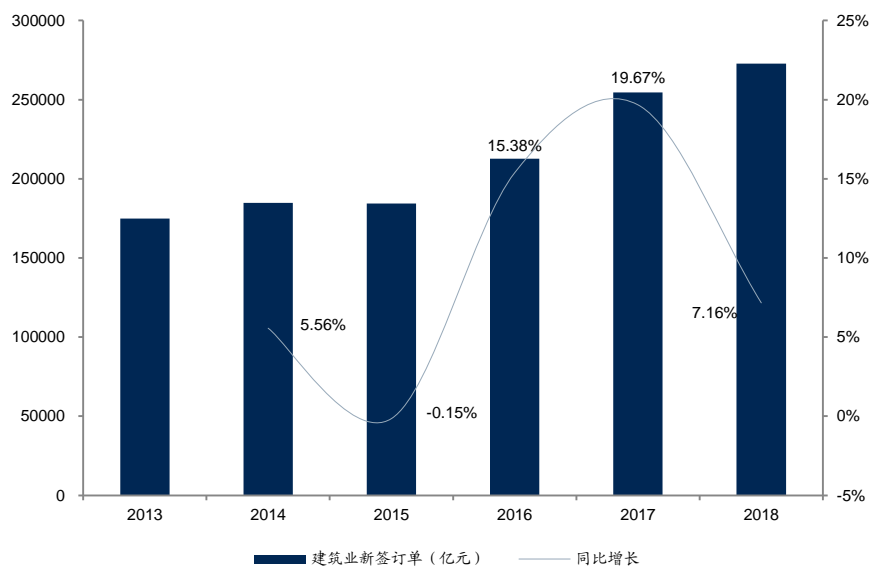


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

新签订单增速放缓, 在手订单创下历史新高

2018 年建筑行业新签订单 27.28 万亿, 同比增长 7.16%, 受到降杠杆、PPP 清理、融资收紧等影响, 行业新签订单增速有所放缓。

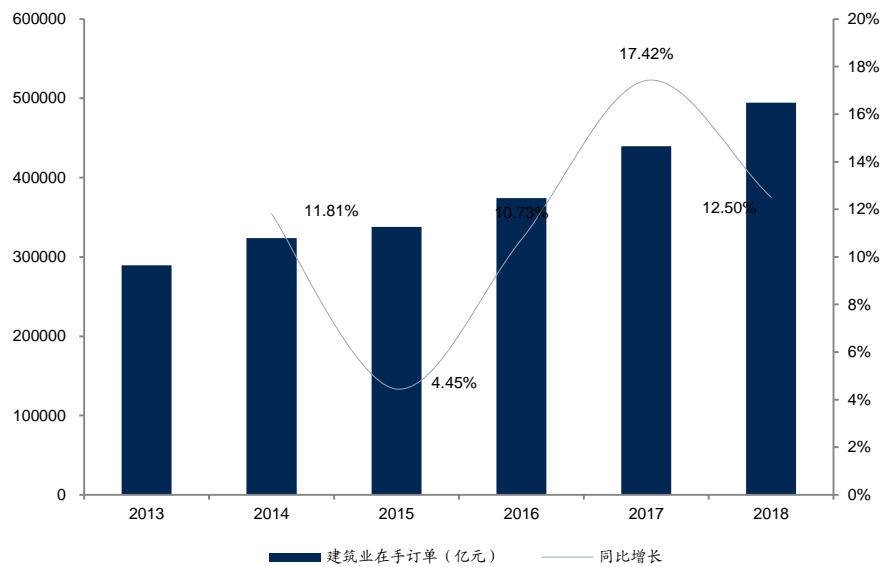
图 16: 建筑行业近几年新签订单情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

伴随着近几年新签订单的快速增长, 建筑行业在手订单额也逐年增长, 截至 2018 年底行业在手订单达到 49.44 万亿, 同比增长 12.5%, 当前在手订单再次创下历史新高。

图 17: 建筑行业近几年在手订单情况



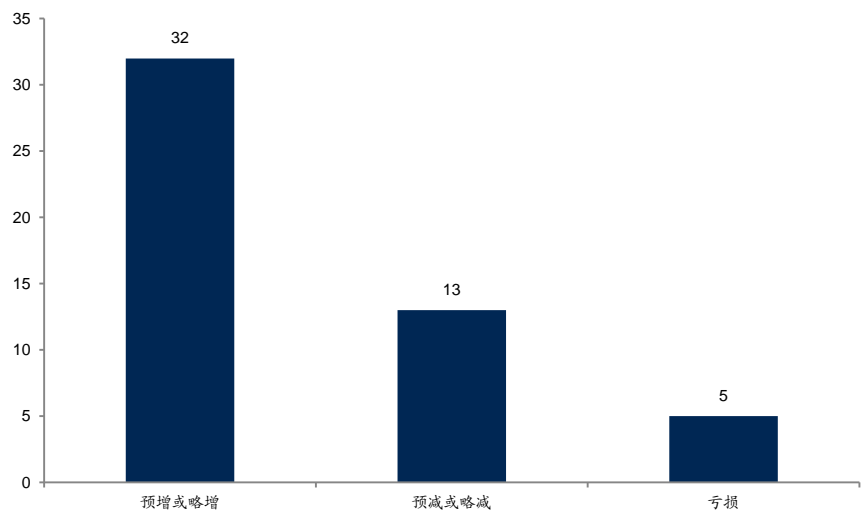
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

年报业绩预增为主

截至 1 月底, A 股共有 2477 家上市公司发布 2018 年业绩预告, 整体披露率为 69.27%, 其中公告业绩预增的公司占比为 62.21%。

建筑行业共有 50 家上市公司发布业绩预告, 披露率为 39.68%, 低于 A 股平均水平。其中公告业绩预增的公司有 32 家, 占比 64%, 稍高于 A 股平均水平。

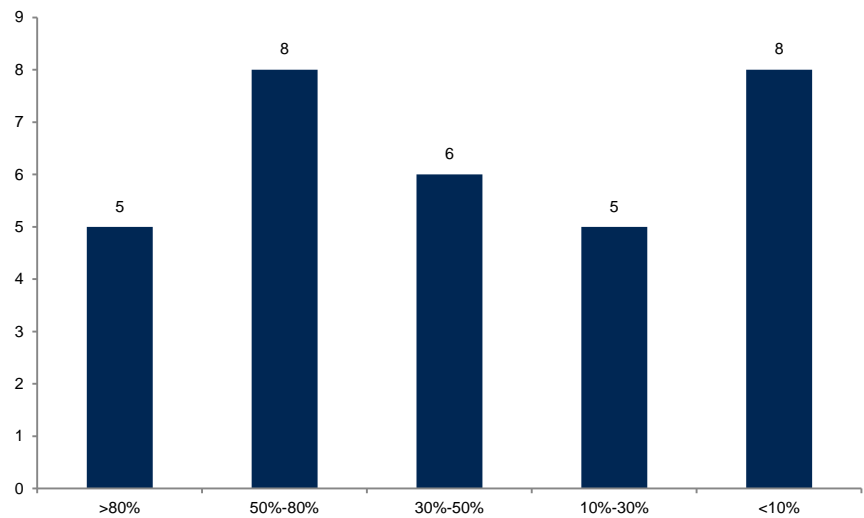
图 18: 建筑行业 2018 年业绩预增、预减和亏损的公司数目



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在业绩预增的 32 家企业中, 有 5 家预计增速超过 80%, 占比 15.63%; 有 8 家业绩增速在 50%-80% 之间, 占比 25.00%; 有 6 家预计增速在 30%-50% 之间, 占比 18.75%; 有 5 家预计增速在 10%-30% 之间, 占比 15.63%; 剩下的 8 家业绩增速在 10% 以内, 占比 25.00%。

图 19: 业绩预增公司不同增速的具体公司数目情况



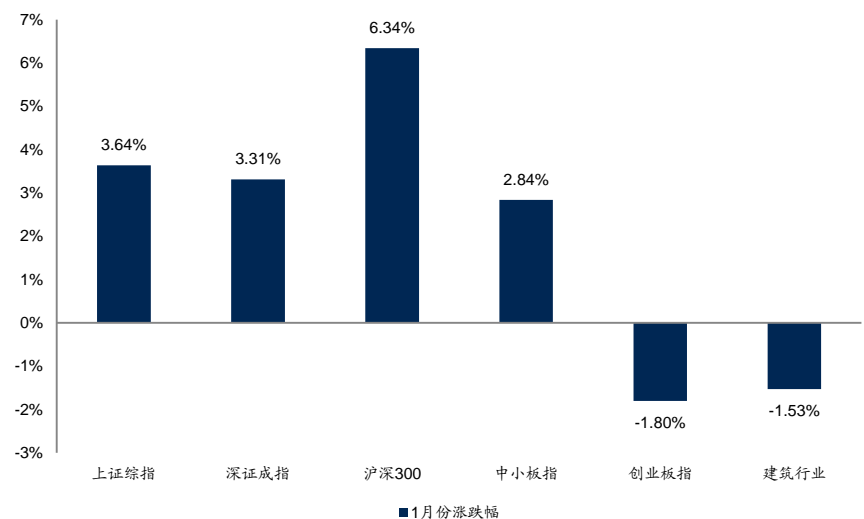
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

1 月行情复盘: 大盘开门红, 建筑板块有待发力

新年大盘迎来开门红, 行业跑输大盘

2019 年 1 月, A 股主要股指迎来新年开门红, 其中上证综指上涨 3.64%, 深证成指上涨 3.31%, 创业板指下跌 1.80%。建筑行业(申万建筑装饰, 下同)下跌 1.53%, 跑输上证指数 5.17pct。

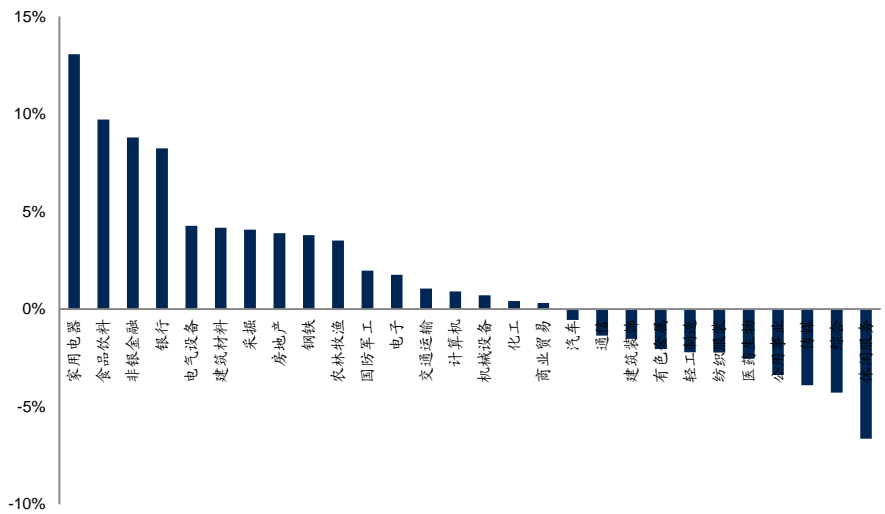
图 20: 1 月建筑行业下跌 1.53%, 跑输大盘 5.17pct



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

本月, A 股行业超过半数实现上涨, 其中涨幅较大的是家用电器(13.06%)、食品饮料(9.72%)、非银金融(8.81%)、银行(8.24%)和电器设备(4.26%)。建筑行业下跌 1.53%, 在 28 个行业中排名第 20 名。

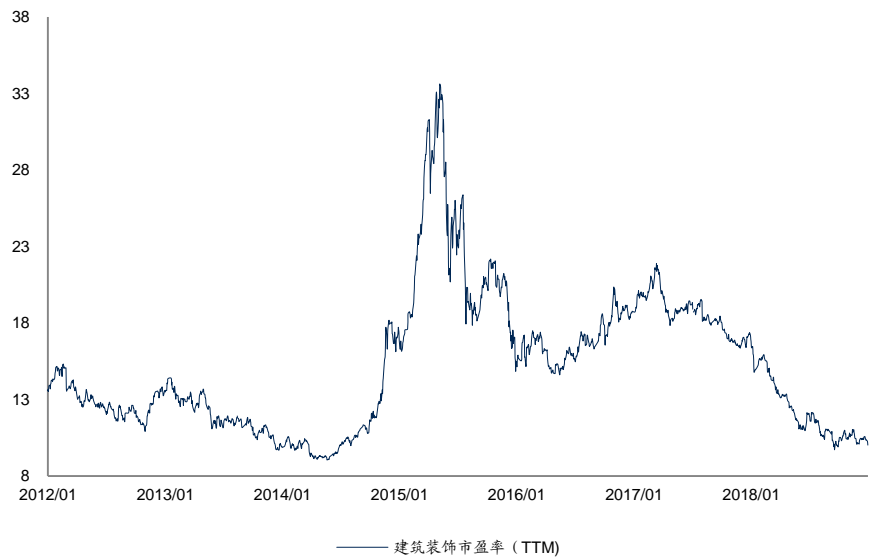
图 21: 建筑行业 1 月份涨跌幅在 28 个行业中排第 20 名



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 2019 年 1 月底, 申万 28 个一级行业中, 建筑装饰的 PE (TTM) 为 9.99 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 22: 当前建筑板块整体市盈率处于历史中低位

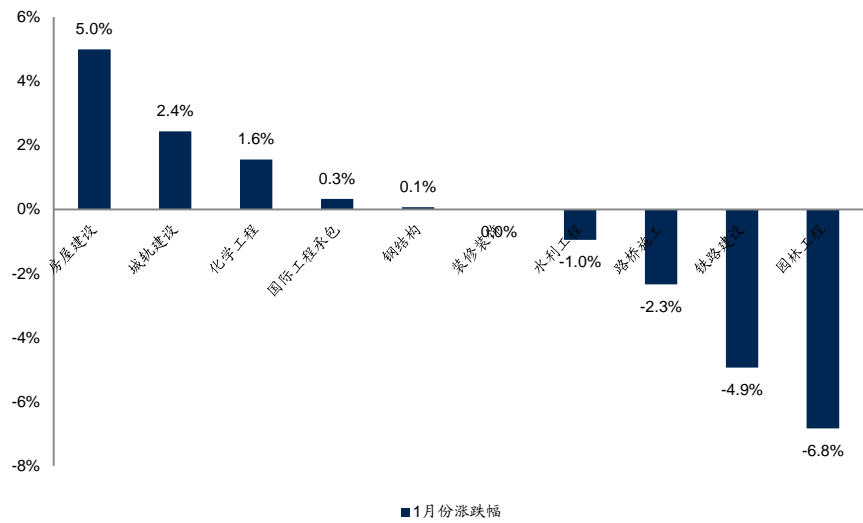


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

建筑子板块涨跌参半, 房屋建设等表现较好

2019 年 1 月, 建筑行业子板块涨跌参半, 涨幅较大的子行业分别是房屋建设 (5.0%)、城轨建设 (2.4%)、化学工程 (1.6%), 跌幅较大的子行业分别是园林工程 (-6.8%)、铁路建设 (-4.9%) 和路桥施工 (-2.3%)。

图 23: 建筑板块各子行业 1 月份涨跌幅排名

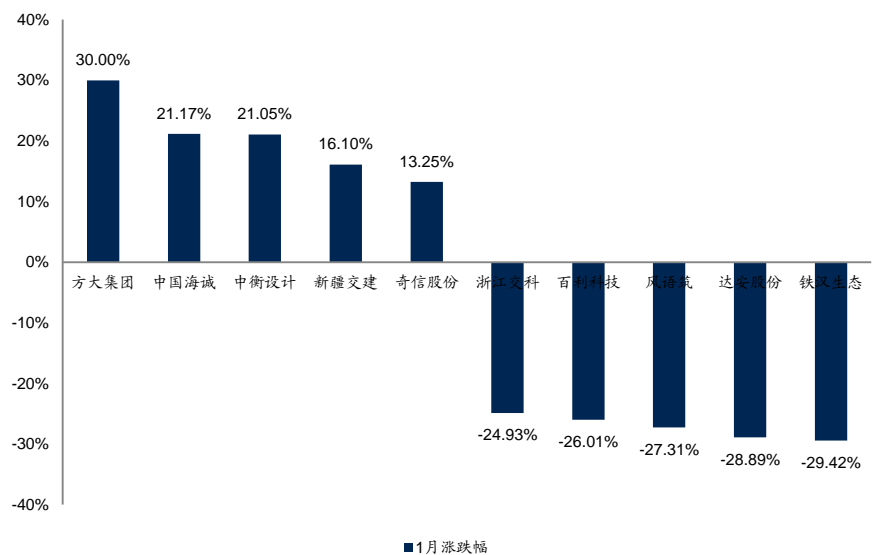


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

建筑个股涨跌不一, 整体弱于大盘

2019 年 1 月, 建筑行业所有股票中有 30.22% 个股实现正收益, 比例低于全体 A 股 38.47% 个股上涨的比例。

图 24: 建筑板块 1 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

A/H 股溢价大幅缩小

截至 2019 年 1 月底, 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 21.98%, 较上个月有所缩小。其中中国中铁溢价率为 6.37%, 中国铁建

溢价率为 7.73%，中国中冶溢价率为 36.99%，中国交建溢价率为 36.81%。

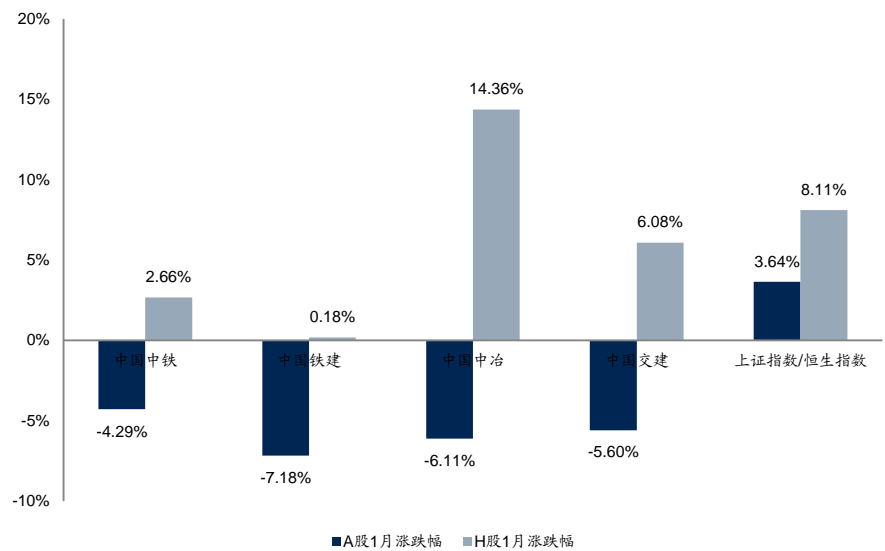
表 8: 主要建筑企业 A/H 股溢价情况 (汇率以 1 月 31 日港币兑人民币中间价为准)

个股组合	A 股股价	H 股股价	溢价率
中国中铁	6.69	6.26	6.37%
中国铁建	10.09	9.31	7.73%
中国中冶	2.92	1.84	36.99%
中国交建	10.63	6.72	36.81%
平均值	7.58	6.03	21.98%

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, 本月上证指数上涨 3.64%, 恒生指数上涨 8.11%, 四家建筑央企的 A 股全部下跌, 而 H 股全部上涨, 溢价率大幅缩小。

图 25: A、H 股同时上市的四家央企 1 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, 整体跑输大盘

2019 年 1 月, 我们推荐的投资组合收益稳健, 实现收益-1.82%, 跑输行业指数 0.29pct, 跑输大盘指数 5.46pct。

表 9: 国信建筑 1 月份投资组合涨跌幅情况

个股组合	1 月份涨跌幅
中国建筑	7.37%
中国铁建	-7.18%
中国中铁	-4.29%
中国交建	-5.60%
安徽水利	0.84%
苏交科	2.60%
中设集团	-3.85%
勘设股份	-4.46%
上证指数	3.64%
中万建筑	-1.53%
组合收益	-1.82%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

政策强化, 继续推荐受益基建补短板的央企国企及设计咨询龙头

重点推荐

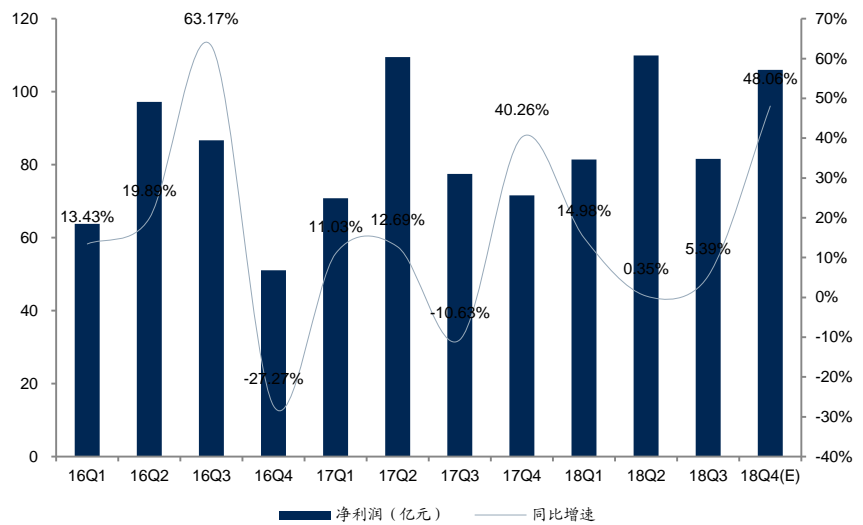
2019 年经济下行压力仍较大, 中央经济工作会议再次强调稳增长, 并继续加强基础设施领域补短板的力度。我们认为基建产业链存在确定性较强的投资机会, 中西部地区有望优先受益补短板政策, 交通、水利和生态环保等领域仍是补短板的重点。央企业绩确定性强, 目前在手订单充沛, 未来受益补短板政策业绩有望加速释放; 整体估值远低于行业和上市公司平均水平, 部分个股跌破净资产, 安全边际高。重点推荐**中国建筑、中国铁建、中国中铁、安徽水利、隧道股份等**。

设计咨询龙头轻资产低负债, 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**苏交科、中设集团、勘设股份等**。

中国建筑: 2018 年业绩超预期, 有望维持高分红

四季度业绩增长大幅提速, 全年业绩或超预期: 根据公司三季报披露, 前三季度归母净利润为 272.99 亿, 据此推算公司四季度实现归母净利润为 90.01 亿至 122.01 亿, 同比增长 25.71%至 70.41%。公司第一、二、第三季度的净利润增速分别为 14.98%、0.35%和 5.39%, 如果四季度的业绩增长取预增公告的中位数增长率 48.06%, 相对前三季度明显有大幅的提速, 这也是近两年公司业绩最好的单季度。四季度业绩增长大幅提速可能来源于年底项目集中结算回款、补短板政策下项目资金落地加快等因素。

图 26: 公司四季度业绩增长大幅提速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

上市至今经营业绩稳健, 分红稳定比例高: 公司自上市以来业绩持续稳健增长, 营收连续十年保持正增长, 十年内 CAGR 达到 20.1%; 净利润十年增长 6.62 倍, 十年内 CAGR 达到 28.2%。从上市之初的高速发展, 到目前公司已进入稳健增长的阶段。近三年公司保持着较高的分红比例, 股息率稳定在 4% 左右, 现金分红比例稳定在 20% 左右, 从股息率上看公司是近几年龙头建筑企业中分红比例最高的。考虑到 2018 年业绩的超预期, 分红有望继续保持在较高的水平。

第三期股权激励计划规模空前, 保障三年业绩稳健增长: 公司于 2018 年底完成了第三期限制性股票激励计划的授予工作, 以 3.468 元/股的价格向 2,081 名激励对象授予 A 股普通股股票 59,991 万股, 占总股本的 1.43%, 规模远超前两次股权激励计划。股票限售期为两年, 期满后分三年解锁。限制性股票的解锁条件为 1) 净资产收益率不低于 13.5%; 2) 净利润三年复合增长率不低于 9.5%; 3) 完成经济增加值 (EVA) 考核目标。总的来说, 该计划设定的考核目标基本符合我们对公司未来的业绩和财务预期, 有利于充分激发核心员工活力, 保障未来三年公司业绩的稳健增长。

表 10: 中国建筑盈利预测表

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	959,765	1,054,107	1,157,975	1,264,777	1,379,452
(+/-%)	9.0%	9.8%	9.9%	9.2%	9.1%
净利润 (百万元)	29870	32942	36907	41027	45595
(+/-%)	14.6%	10.3%	12.0%	11.2%	11.1%
摊薄每股收益 (元)	0.71	0.78	0.88	0.98	1.09
EBIT Margin	6.0%	6.9%	7.1%	7.2%	7.2%
净资产收益率 (ROE)	15.7%	15.3%	16.9%	18.4%	19.9%
市盈率 (PE)	8.6	7.8	7.0	6.3	5.6
EV/EBITDA	19.9	18.3	17.7	16.8	16.2
市净率 (PB)	1.35	1.19	1.17	1.15	1.12

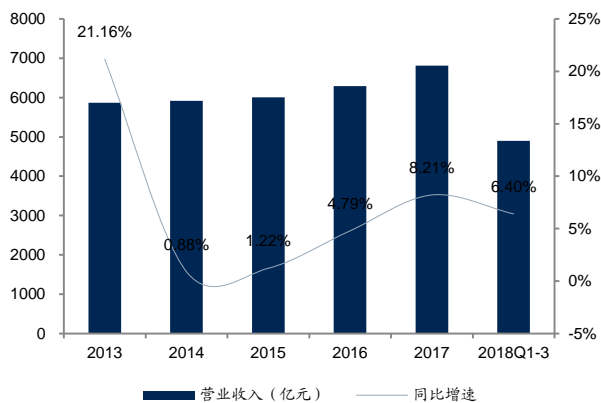
资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析师预测

中国铁建: 基建龙头, 补短板优先受益, 多元布局迸发活力

基建龙头, 业绩提速: 公司是我国最大的铁路建设集团之一, 参与建设了我国几乎所有的大型铁路项目, 主营业务是铁路、公路、城轨等领域的基建工程, 基建订单居于建筑央企榜首, 在高原、高寒、高铁等设计施工领域享有技术优

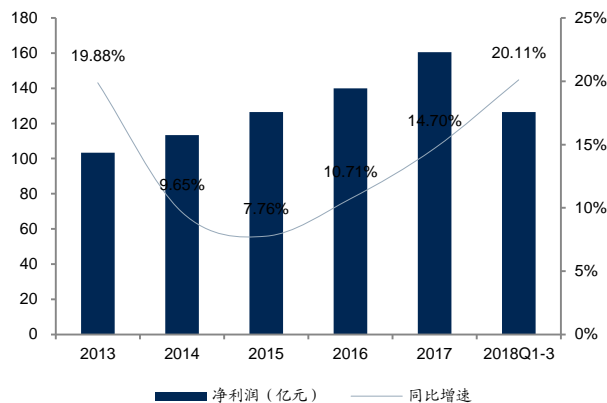
势。2017 年实现营收 6810 亿，同比增长 8.21%；净利润 161 亿，同比增长 14.7%。2018 年前三季度营收和净利润分别同比增长 6.40%和 20.11%，主营业务工程承包占比 86%。公司第一大股东为中国铁道建筑有限公司，持股 51.13%，实控人为国资委。

图 27: 中国铁建 2018Q1-3 营收同比增长 6.40%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 28: 中国铁建 2018Q1-3 净利润同比增长 20.11%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

订单充沛，多元业务迸发活力：2018 年前三季度新签订单额达到 8916.565 亿，同比增长 5.33%，近三年 CAGR 达 25.59%；在手订单余额 26817.25 亿，收入保障比达到 3.94 倍。其中海外新签订单逆势高增长 42.05%，铁路、公路、市政、房建、城轨 2017 年新签订单规模均超 2000 亿，且公路、市政等毛利率较高的领域订单增长迅猛。勘察设计、工业制造、物流贸易等多元业务 2017 年新签订单分别增长 37%、42%和 27%，盈利能力强，营收占比只有 12%，但贡献了 35%的净利润。

基本面稳健，估值有望回升：盈利能力稳中有升，ROE、毛利率均逐年提升；负债率比 2013 年下降 7.08pct 至 77.76%，偿债能力和运营能力稳中向好。新掌舵人有望助推公司效率提升。PB 只有 1 倍左右，在基建企业中估值较低，政策强化后估值有望回升。

表 11: 中国铁建盈利预测表

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	629,327	680,981	742,617	800,311	847,113
(+/-%)	4.8%	8.2%	9.1%	7.8%	5.8%
净利润(百万元)	14000	16057	18552	20756	22451
(+/-%)	10.7%	14.7%	15.5%	11.9%	8.2%
摊薄每股收益(元)	1.03	1.18	1.37	1.53	1.65
EBIT Margin	3.4%	4.0%	4.1%	4.2%	4.4%
净资产收益率(ROE)	10.7%	10.7%	12.1%	13.2%	13.9%
市盈率 PE	10.0	8.7	7.6	6.8	6.3
EV/EBITDA	22.3	19.7	22.7	21.2	20.0
市净率(PB)	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9

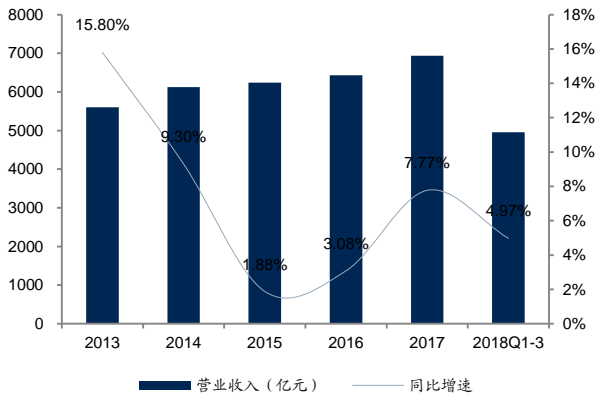
资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析师预测

中国中铁：基建龙头，纵深一体强主业，相关多元创增量

基建龙头，技术雄厚资质全：公司是全球最大的工程承包商之一，拥有多项工程领域的最高资质，主营业务是铁路、公路、市政等基建工程，基建营收居于建筑央企榜首，并在铁路施工、桥梁隧道等领域享有技术优势。公司 2017 年

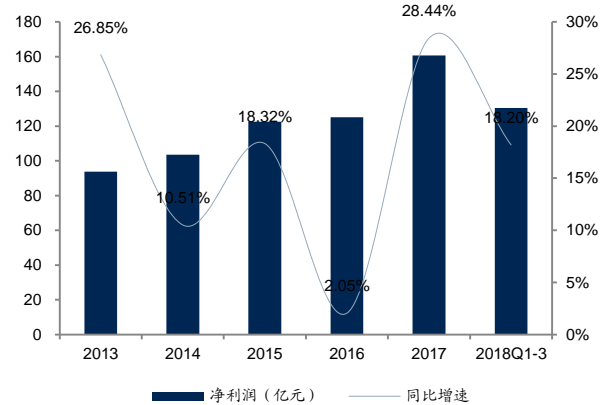
完成营收 6899 亿元,同比增长 7.9%;实现净利润 161 亿元,同比增长 28.4%。2018 年前三季度业绩稳中向好,营收和净利润分别同比增长 4.97%和 18.20%。主营业务基建占总营收约 86%。第一大股东为中国铁路工程集团有限公司,持股 54.39%,实控人为国资委。

图 29: 中国中铁 2018Q1-3 营收同比增长 4.97%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 30: 中国中铁 2018Q1-3 净利润同比增长 18.20%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

主营业务稳健,多元业务全面发展:公司主业基建建设业务结构优化,2018 年上半年,盈利能力强的公路、市政业务分别增长 8.8%和 16%,占比分别达到 14.7%和 50.5%;勘察设计和工业制造受主业的推动,分别增长 11.8%和 2.1%。多元业务全面发力,房地产去库存明显,销售额大增 54%;资源板块受益于金属价格高位,营收增长 31%,毛利率高达 46%;投融资及金融服务盈利能力强,毛利率分别为 55%和 88%。

订单充沛保障业绩增长,盈利改善助推估值回升:2018 年前三季度新签订单额 9513.0 亿,同比增长 5.9%,近三年 CAGR 达 18.54%;在手订单余额 28387.3 亿,收入保障比达到 4.2 倍,为历史最高水平。公路、市政近三年新签订单 CAGR 分别达 53%和 29%。投融资业务占比提升、资源价格景气均能改善公司盈利能力,债转股完成后公司资产负债率降低了 1.3pct,当前低估有望回升。

表 12: 中国中铁盈利预测表

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	643,357	693,367	762,754	832,216	907,476
(+/-)	3.1%	7.8%	10.0%	9.1%	9.0%
净利润(百万元)	12509	16067	19144.97	21807.49	24612.83
(+/-)	2.1%	28.4%	19.2%	13.9%	12.9%
摊薄每股收益(元)	0.55	0.70	0.84	0.95	1.08
EBIT Margin	3.3%	4.4%	4.1%	4.2%	4.2%
净资产收益率(ROE)	8.9%	10.3%	12.1%	13.6%	15.0%
市盈率 PE	12.4	9.7	8.1	7.1	6.3
EV/EBITDA	25.5	21.0	21.8	20.9	20.2
市净率(PB)	1.11	1.00	0.98	0.97	0.95

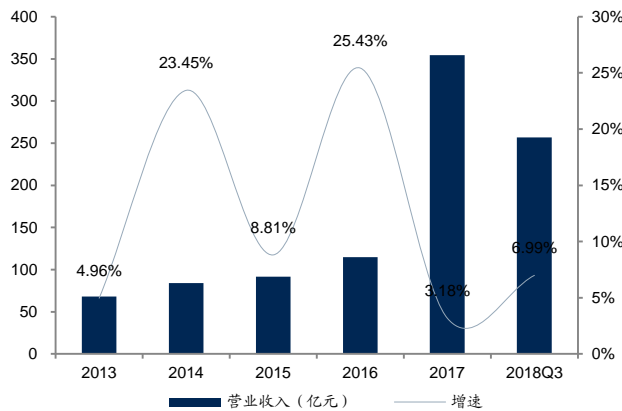
资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析师预测

安徽水利: 被低估的安徽基建龙头, 受益补短板和市场集中度提升

整体上市, 国资背景进一步加强:公司去年吸收合并安徽建工实现了整体上市, 业务范围主要包括建筑施工、房地产等, 为安徽建筑行业龙头。并且引入毅达投资、安徽盐业等国资背景的战略投资者, 公司的国资控股比例由 17.91%提升

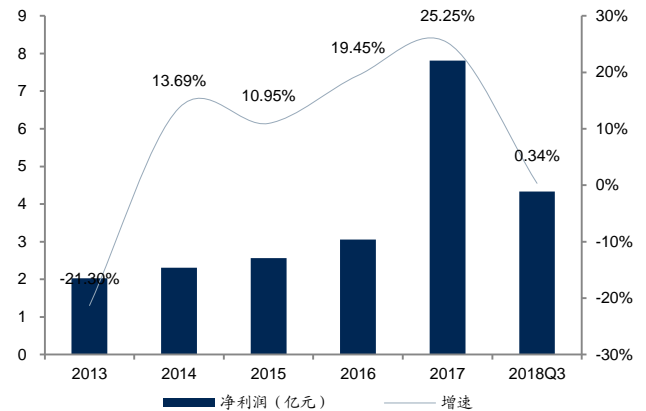
至 42.88%，国资背景加强提升了公司在安徽国资的地位，在融资、订单获取和新业务开拓等方面有望获益。

图 31: 安徽水利近几年营业收入情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 32: 安徽水利近几年净利润情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

员工持股彰显信心，市场集中度有望提升：公司整体上市的同时完成员工持股计划，当前员工持股比例为 6.21%，为公司第二大股东，锁定期 3 年，认购价格 6.54 元/股，较当前股价折价 28.44%，彰显了公司长期发展的信心，长期业绩提升动力强。公司在安徽省内的市场占有率仅为 5.2%，与其他省份基建龙头相比明显偏低，在国资背景和员工持股计划激励作用下，未来市场占有率有望持续提升。安徽“十三五”交通规划及重大水利工程将推进，引江济淮等超大体量项目已陆续开工，安徽省固定资产投资近三年的复合增速为 11%，公司有望受益补短板政策的落地。

盈利能力提升空间较大，估值低于行业和国际平均水平：2017 年公司的毛利率为 10.3%，净利率为 2.2%；同行业可比公司的平均毛利率为 11.58%，净利率为 4.28%。公司的盈利能力低于平均水平，整体上市之后随着公司治理水平以及基建业务占比的提升，盈利能力有望提升到行业平均水平。公司当前 PE 估值为 8.58 倍，PB 估值为 0.80 倍，均处于历史绝对低位，远低于行业与国际平均水平，估值提升空间较大。

表 13: 安徽水利盈利预测表

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,477	35,457	40,813	46,594	53,163
(+/-%)	25.4%	208.9%	15.1%	14.2%	14.1%
净利润(百万元)	306	781	880.82	989.49	1129.94
(+/-%)	19.4%	155.6%	12.7%	12.3%	14.2%
摊薄每股收益(元)	0.18	0.45	0.51	0.57	0.66
EBIT Margin	5.3%	5.7%	5.3%	5.0%	4.8%
净资产收益率(ROE)	8.3%	10.1%	11.5%	13.1%	15.1%
市盈率 PE	21.1	8.3	7.3	6.5	5.7
EV/EBITDA	23.9	27.4	24.9	25.8	26.0
市净率(PB)	1.76	0.83	0.84	0.85	0.86

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析师预测

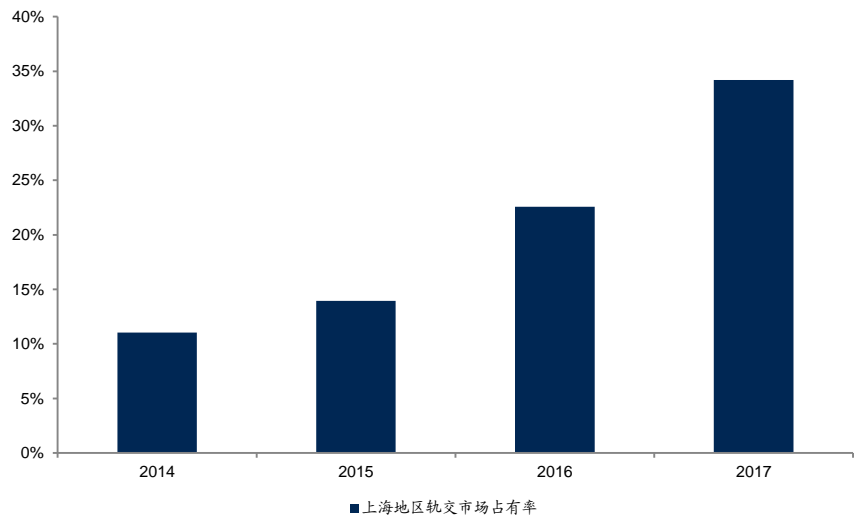
隧道股份：省外市场增长强劲，受益于轨道交通审批提速

上海市外业务占比超过 60%，海外市场稳步推进：近几年，公司“全国化”战略不断推进，重点区域、重点城市布局日趋成熟。公司围绕相关国家战略，在全国 18 个省、直辖市和自治区均有开展业务。在“全国化”战略的推动下，公司上海以外市场订单的占比已超过 60%，2017 年这一比例更是达到 68.49%，

为历史最高水平。海外市场上，公司除在新加坡、印度、马来西亚等国家和地区的在建项目平稳有序推进外，还积极向有潜力的新区域进行拓展，未来海外市场业务占比有望进一步提升。

上海轨交建设市场绝对龙头，轨交业务有望迎来新一轮爆发：轨道交通建设是公司深耕多年的领域，尤其在上海地区，近几年公司不断扩大市场份额，截至2017年底我们预计公司的市场占有率已经超过三分之一，是绝对的龙头企业。

图 33: 公司在上海轨交建设市场的占有率逐年提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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。重启轨交审批后，发改委在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。其中上海城市轨道交通第三期建设规划总投资高达近 3000 亿（约 1000 亿用于工程建设），如果按照目前公司在上海市场三分之一的市场占有率，未来公司在该项目上获取的订单大约有 333 亿。伴随着获批项目的逐步落地，公司的轨交业务必定将迎来新一轮的爆发。

稳定高分红有望继续维持：近三年公司保持着稳定的高分红，平均股息率大约为 2.92%，平均现金分红比例大约为 28.11%。从股息率上看公司近几年的分红比例在建筑行业中排名前列。考虑到 2018 年业绩的稳健增长，分红有望继续保持较高的水平。

表 14: 隧道股份盈利预测表

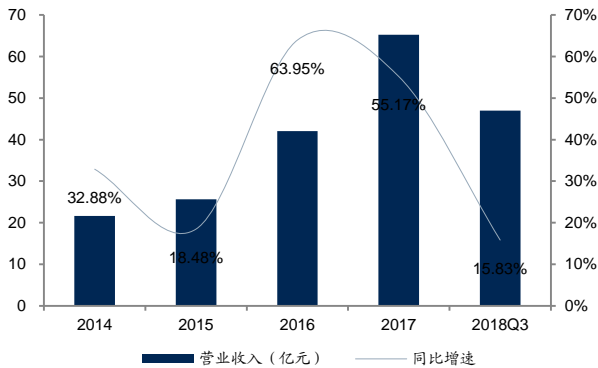
指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	28,828	31,526	36,976	42,373	48,581
(+/-%)	7.6%	9.4%	17.3%	14.6%	14.6%
净利润(百万元)	1653	1810	2116.71	2486.14	2834.95
(+/-%)	11.6%	9.5%	16.9%	17.5%	14.0%
摊薄每股收益(元)	0.53	0.58	0.67	0.79	0.90
EBIT Margin	4.5%	4.2%	3.8%	4.3%	4.6%
净资产收益率(ROE)	9.3%	9.5%	10.6%	11.9%	12.9%
市盈率 PE	12.9	11.7	10.0	8.5	7.5
EV/EBITDA	39.0	33.4	33.6	26.5	24.2
市净率(PB)	1.19	1.12	1.07	1.02	0.97

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析师预测

苏交科：设计咨询龙头，国际国内双轮驱动，深耕交通开拓环保

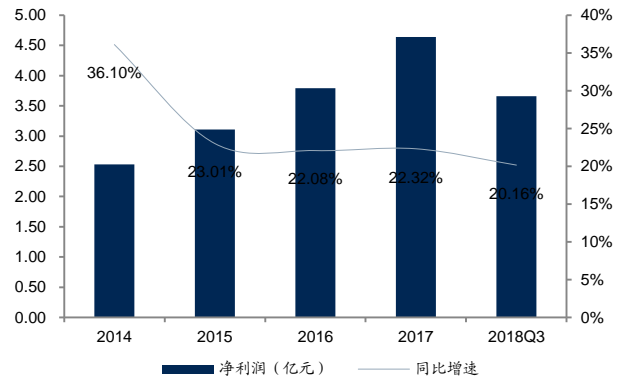
设计咨询龙头，首家上市实力雄厚：公司前身为江苏省交通科学研究院，核心业务是交通、市政和环保领域的工程设计咨询服务。公司拥有工程设计综合甲级的最高等级资质。2017 年实现营收 65.19 亿，同比增长 55.2%，近三年 CAGR 达 44.4%；净利润 4.64 亿，同比增长 22.3%，近三年 CAGR 达 22.4%。2018 年前三季度完成营业收入 47.01 亿元，同比增长 15.83%；实现归母净利润 3.66 亿元，同比增长 20.16%。业绩持续保持高增长。

图 34：苏交科近几年营业收入情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 35：苏交科近几年净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

交通环保投资空间大，行业整合大势所趋：2017 年铁路、公路及轨交投资同比增长约 15%，2018 年同比增长或超 6%。环境检测与评价市场年规模或超 1000 亿元。设计咨询大致可以分为“部级院”、“省级院”和“市级院”三种规模的企业，全国分散，龙头市占率低，跨地域业务扩张和并购整合有望推动上市龙头公司做大做强。

国内业务多元化，全国布局：公司自上市以来总计开展了 13 次大型并购，通过外延式发展快速壮大团队和抢占市场份额，已经在全国 31 个省市开展业务，并形成了西北、西南、华南、华东、华北五大片区的格局。2017 年营收省内占比 21%、省外 43%、国际 36%。公司工程咨询的核心业务均保持了较快增长：勘察设计、项目管理、综合检测近三年 CAGR 分别为 34.3%、28.3%、18.6%，近期募资筹建环境检测运营中心等三个项目，并投资银行和 PPP，多元化布局确保业绩增长。

表 15：苏交科盈利预测表

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,201	6,519	7,429	8,477	9,731
(+/-%)	63.9%	55.2%	14.0%	14.1%	14.8%
净利润(百万元)	379	464	588.05	746.19	953.89
(+/-%)	22.1%	22.3%	26.8%	26.9%	27.8%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.57	0.73	0.92	1.18
EBIT Margin	14.6%	13.6%	13.7%	14.5%	15.4%
净资产收益率(ROE)	12.6%	12.5%	14.5%	16.7%	19.0%
市盈率 PE)	23.2	18.9	14.9	11.8	9.2
EV/EBITDA	16.3	15.1	15.1	13.0	11.2
市净率(PB)	2.91	2.37	2.17	1.96	1.75

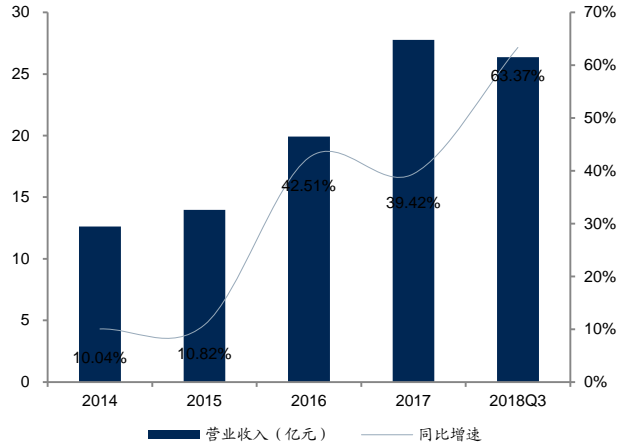
资料来源：wind，国信证券经济研究所分析师预测

中设集团：交通设计龙头，内生外延助增长，订单饱满潜力大

交通工程设计咨询龙头，资质高而全：公司前身为江苏省交通规划设计院，核

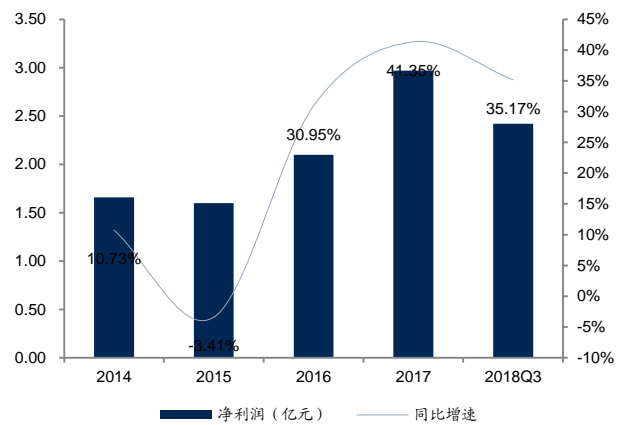
心业务是交通领域建设工程勘察设计业务。公司拥有工程设计综合甲级的最高等级资质，可以承担住建部划定的全部 21 个行业和 8 个专项工程设计业务。2017 年实现营收 27.76 亿，同比增长 39.4%，上市以来 CAGR 达 30.1%；净利润 2.97 亿，同比增长 41.4%，上市以来 CAGR 达 21.4%。2018 年前三季度公司业绩进一步提速，完成营业收入 26.38 亿元，同比大增 63.37%；实现归母净利润 2.42 亿元，同比增长 35.17%。

图 36: 中设集团近几年营业收入情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 37: 中设集团近几年净利润情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

订单充沛，内生外延助增长：2017 年新签订单 51.39 亿，同比增长 30.9%，连续 3 年订单增长超 20%。2018 年上半年继续保持快速增长，新签订单 33.69 亿元，同比增长 26.87%。公司自上市以来合计开展 4 次大型收购，参股或全资设立 11 个新公司，先后在深圳、上海、广州、北京等城市建立分公司或分院，基本完成全国布局。2017 年公司省外订单占比近 50%，同比增长 63%。公司积极布局生态环保和智能交通等新业务，成立中设环境推动环保业务发展。

管理层换届，股权激励助发展：公司年完成了董事会换届，管理层年轻化有望为公司带来新活力。公司完成了第一次限制性股票激励计划，共授予 142 名员工，认股份额为 351.76 万股，解锁条件为 2017-2019 年各年净利润比 2016 年增长不低于 20%、40%、60%，股权激励有望加速业绩释放。

表 16: 中设集团盈利预测表

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,991	2,776	3,591	4,673	6,072
(+/-%)	42.5%	39.4%	29.4%	30.1%	29.9%
净利润(百万元)	210	297	396.84	523.40	688.51
(+/-%)	31.0%	41.4%	33.8%	31.9%	31.5%
摊薄每股收益(元)	0.67	0.95	1.26	1.67	2.19
EBIT Margin	15.4%	16.6%	14.8%	14.5%	14.3%
净资产收益率(ROE)	11.0%	13.8%	16.3%	18.5%	20.6%
市盈率 PE	25.8	18.3	13.7	10.4	7.9
EV/EBITDA	23.0	16.8	16.6	14.8	13.4
市净率(PB)	2.85	2.53	2.22	1.92	1.62

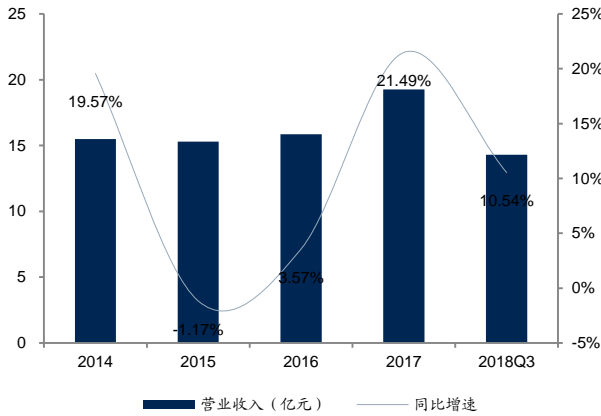
资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析师预测

勘设股份: 贵州勘察设计龙头, 乘风起航

贵州勘察设计龙头, 技术优势明显: 公司前身是贵州省交通规划勘察设计研究院, 核心业务是公路领域的工程设计咨询。公司从贵州复杂山区地形中崛起, 在大跨径桥梁、山区超长隧道、盘行公路等山区交通工程技术领域拥有独特的

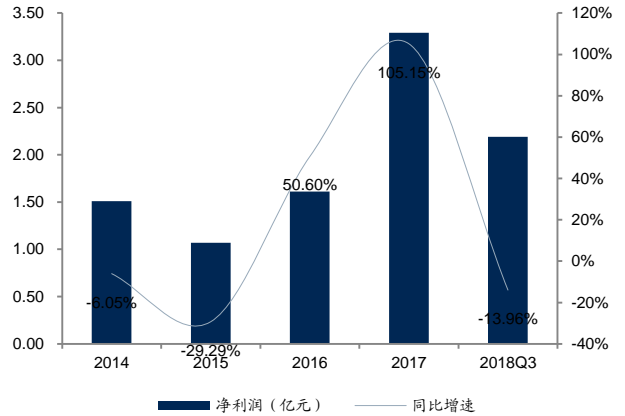
技术优势。2017 年实现营收 19.27 亿，同比增长 21.5%，净利润 3.29 亿，同比增长 105.2%，近三年 CAGR 达 29.8%。2017 年公司设计咨询业务占比 82%。公司改制上市后股权结构分散，没有实际控制人，第一大股东张林持股 9.52%，十大股东均为公司高管或员工，合计持股 25.91%。

图 38: 勤设股份近几年营业收入情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 39: 勤设股份近几年净利润情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

西南地区基建空间广阔，公路投资有望持续景气：云贵川等西南省份 2018 年 1-10 月的固定资产投资增速分别为 10.4%、16.1%、10.4%，远高于全国 5.7% 的增速，西南地区城市化率均低于 51%（全国为 58.5%），未来基建空间依旧广阔。公路投资在“交通扶贫”和“审批权下放”的推动下，有望持续景气。设计咨询行业龙头市占率极低，全国分散，跨地域扩张和整合有望推动上市龙头公司做大做强。

订单充沛业绩有保障，业务开拓潜力大：公司 2017 年新签订单 82.34 亿元，同比增长 260%，其中设计咨询订单 27 亿元，同比增长 46%，近三年 CAGR35%。2018 前三季度新签订单 43.60 亿元，受去年同期订单基数较高的影响增速有所回落。公司在省内公路市场份额占比达六成左右。公司提出公路、市政、建筑“三足鼎立”的业务发展格局，2017 年市政、建筑新签订单 3.66 亿元/3.79 亿元，近三年 CAGR 分别为 41%/223%，均实现了较快增长。

表 17: 勤设股份盈利预测表

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,586	1,927	2,214	2,620	3,122
(+/-%)	3.6%	21.5%	14.9%	18.3%	19.2%
净利润(百万元)	161	329	337.95	416.24	521.21
(+/-%)	50.6%	105.1%	2.6%	23.2%	25.2%
摊薄每股收益(元)	1.27	2.61	2.68	3.30	4.13
EBIT Margin	20.5%	27.7%	21.8%	21.7%	21.9%
净资产收益率(ROE)	19.8%	16.8%	15.0%	16.0%	17.0%
市盈率 PE	23.9	11.7	11.4	9.2	7.4
EV/EBITDA	15.6	9.4	11.4	10.2	9.1
市净率(PB)	4.73	1.96	1.71	1.47	1.25

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析师预测

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