

# 建筑装饰行业月度分析报告

## 两会基建投资目标符合预期，融资改善利好估值修复

### ● 板块表现：2月建筑板块跑输大盘，园林板块表现较好

2月SW建筑装饰指数上涨12.6%，跑输沪深300指数0.33pct。子板块方面：SW园林工程涨幅最大(+22.7%)，SW房屋建设涨幅较小(+3.9%)；主题方面：PPP指数涨幅最大(+21.6%)，而国企改革涨幅最小(+12.1%)。目前建筑板块PE(TTM,整体法)约11.4倍，PB(LF)约1.24倍。

### ● 两会基建投资目标符合预期，基建启动迹象较为明显

**两会：**政府工作报告提出19年计划完成铁路投资8000亿元、公路水运投资1.8万亿元，再开工一批重大水利工程，加快川藏铁路规划建设，加大基础设施投资力度，加强新一代信息基础设施建设。铁路/公路水运投资目标与前期一致，符合我们预期，历年均超额完成。考虑到19年新增地方专项债2.15亿元，较18年增加8000万元，19年公路投资有望超预期。增值税方面，将制造业现行16%的税率降至13%，建筑业现行10%的税率降至9%，根据我们测算，增值税下调对建筑行业影响有限，其中高毛利率、原材料占比较低的企业受影响较小。

**PMI：**2月建筑业PMI为59.2%，环比回落1.7pct，受春节影响建筑PMI有所回落，而较去年同期提升1.7pct，仍处较高景气区间；建筑业活动预期指数为66.7%，较上月提升2.2pct，市场预期仍处高位。年初以来基建启动迹象较为明显，1-2月发改委审批项目投资总额(包含审批类、核准类、备案类)同比大幅增长108%，逆周期调节有望加码。

### ● 社融高增宽信用效果渐显，融资改善利好基建投资加速回升

社融高增宽信用效果渐显，融资改善利好基建投资加速回升。1)1月份社融规模增量为4.64万亿元，比上年同期多1.56万亿元，新增信贷3.23万亿元，同比多增3284亿元，社融增速企稳回升且大幅超市场预期，表明货币宽松向信用宽松传导趋于通畅，信贷环境明显改善。2)从信贷结构上看，企业中长期贷款新增达1.4万亿，同比多增700亿，中长贷更多用于基建及制造业投资；居民中长贷新增6969亿，同比多增1059亿，预计主要流向地产。初步估算新增社融中占比1/3以上投向基建，融资环境改善利好基建投资加速回升，同时也有望对制造业形成重要支撑。根据Wind数据显示，1-2月全国累计发行地方政府债券7821.38亿元，其中2月份发行3641.72亿元。预计一季度发行规模可能超过1万亿元。全年计划发行新增地方专项债2.15亿元，预计19年政府资金到位时间或早于预期，预计1-2月基建投资增速有望进一步回升。

### ● 行业观点及重点公司

历史上看，2009-2018年建筑装饰板块3月平均收益3.3%，10年中跑赢大盘6次。子板块方面，化学工程板块表现最好，平均收益7.5%，其次是工程承包板块，平均收益为7.2%。公司方面，我们延续前期观点，中长期建议关注三条主线：1)基建前端设计，如苏交科/中设集团等；2)19年公路/轨交投资或超预期，利好相关建设龙头企业，如中国交建/隧道股份/上海建工等；3)后期竣工增速回暖利好装饰订单提升，关注地产后周期的估值修复机会，如金螳螂/东易日盛/全筑股份等。港股方面，建议关注港澳基建市占率较高的中国建筑国际(03311.HK)。

● **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

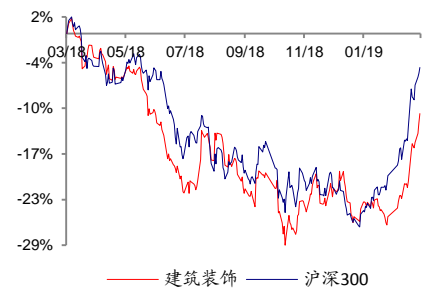
前次评级

买入

报告日期

2019-03-07

### 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:基建启动迹象明显，融资改善利好估值修复	2019-03-03
建筑装饰行业周报:粤港澳大湾区规划有望拉动投资需求，地方专项债发行提速	2019-02-24
建筑装饰行业周报:信贷增长利好基建投资回升，关注节后地方基建开工情况	2019-02-17

### 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 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/7		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
苏交科	300284.SZ	买入	CNY	12.83	13.00	0.75	0.92	17.11	13.95	9.65	7.32	13.81	14.96
中设集团	603018.SH	买入	CNY	21.46	24.60	1.26	1.64	17.03	13.09	7.00	5.99	16.00	17.60
中国交建	601800.SH	买入	CNY	12.85	-	1.41	1.56	9.11	8.24	7.70	7.43	11.38	11.34
中国铁建	601186.SH	买入	CNY	11.76	-	1.42	1.64	8.28	7.17	4.84	4.44	11.57	11.87
金螳螂	002081.SZ	买入	CNY	10.72	12.20	0.81	0.93	13.28	11.54	9.04	7.48	14.53	14.32
东易日盛	002713.SZ	买入	CNY	17.75	20.00	0.99	1.19	17.93	14.92	8.24	5.57	17.49	18.42
全筑股份	603030.SH	买入	CNY	7.05	-	0.53	0.73	13.32	9.71	8.51	8.26	15.07	17.14

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 目录索引

一、2月建筑板块跑输大盘，园林板块表现较好.....	5
二、两会基建投资目标符合预期，基建启动迹象较为明显.....	7
PMI：建筑业务活动预期指数提升市场预期仍处高位，基建启动迹象较为明显.....	7
两会：铁路/公路投资目标符合预期，增值税下调对建筑业影响有限.....	7
投资：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
三、社融高增宽信用效果渐显，融资改善利好基建投资加速回升.....	10
融资与信用：社融高增宽信用效果渐显，19年新增地方专项债2.15万亿.....	10
成本端：原材料价格趋稳，建筑企业成本端压力减小.....	12
四、PPP项目落地率稳步提升，未来有望逐渐规范化.....	13
五、“一带一路”高峰论坛将于北京举行，沿线国家投资有望好转.....	15
六、行业观点及重点公司.....	16
风险提示.....	18

## 图表索引

图 1: SW 建筑装饰及沪深 300 走势图.....	5
图 2: 2 月主题板块涨跌幅 (%) .....	5
图 3: SW 一级板块 2 月涨跌幅情况 (%) .....	5
图 4: SW 建筑装饰板块三级子板块 2 月涨跌幅情况 (%) .....	6
图 5: 各板块 PE (TTM, 整体法) 估值情况 (2019/2/28) (单位: 倍) .....	6
图 6: 各板块 PB (LF) 估值情况 (2019/2/28) (单位: 倍) .....	6
图 7: 建筑装饰板块及沪深 300 历年 PE (TTM, 整体法) 走势图 (单位: 倍) .....	6
图 8: 建筑装饰板块及沪深 300 历年 PB (LF) 走势图 (单位: 倍) .....	6
图 9: 制造业 PMI 指数 (单位: %) .....	7
图 10: 建筑业 PMI 指数 (单位: %) .....	7
图 11: 全社会固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴) .....	9
图 12: 狭义基建投资 (左轴) 及同比 (右轴) .....	9
图 13: 历月社会融资规模 .....	10
图 14: 历月新增人民币贷款 .....	10
图 15: 建筑装饰产业债信用利差 (BP) .....	11
图 16: 地方专项债单月发行额 (单位: 亿元) .....	12
图 17: 地方债单月发行额 (单位: 亿元) .....	12
图 18: 水泥价格指数 .....	13
图 19: 水泥价格指数 .....	13
图 20: 中厚板市场价 (元/吨) .....	13
图 21: 螺纹钢市场价 (元/吨) .....	13
图 22: 明树月度 PPP 成交数据 .....	14
图 23: PPP 各阶段项目投资金额变化 (单位: 亿元) .....	14
图 24: PPP 项目落地率变化情况 .....	14
图 25: 对外承包工程业务新签合同额累计值 (左轴) 及累计同比 (右轴) .....	15
图 26: 对外承包工程业务完成额累计值 (左轴) 及同比 (右轴) .....	15
图 27: “一带一路”沿线国家对外承包工程新签合同额及同比 .....	15
图 28: “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 (%) .....	15
图 29: 2009-2018 年建筑板块表现与大盘对比情况 .....	16
图 30: 历年 3 月各子板块收益情况 .....	16
表 1: 历年政府工作报告基建投资目标值 .....	8
表 2: 2018 年至今各月社融数据情况 (单位: 亿元) .....	10
表 3: 2018 年至今各月新增人民币贷款情况 (单位: 亿元) .....	11
表 4: 历年 Q1 建筑板块及各细分子版块市场表现情况 .....	16

## 一、2月建筑板块跑输大盘，园林板块表现较好

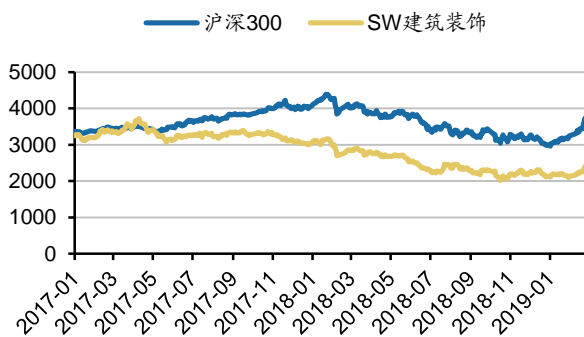
2019年2月SW建筑装饰指数上涨12.60%，跑输沪深300指数0.33个百分点。

子板块方面：SW园林工程涨幅最大(+22.68%)，SW房屋建设涨幅最小(+3.88%)；

主题方面：PPP指数涨幅最大(+21.62%)，而国企改革涨幅最小(+12.06%)。

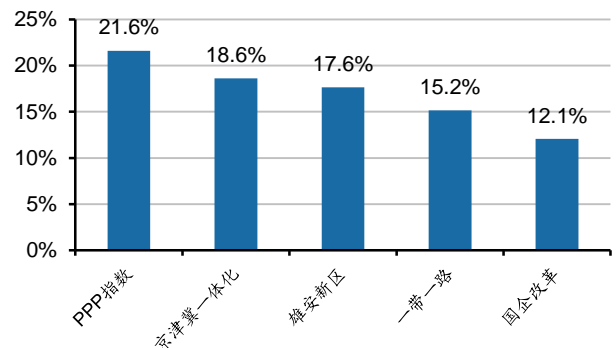
板块估值：目前建筑板块的PE(TTM, 整体法)约11.4倍，仅高于煤炭开采、钢铁、房地产和银行，低于其他各行业；PB(LF)约1.24倍，仅高于煤炭开采、钢铁、银行，低于其他各行业。目前板块PE, PB仍为较低水平。

图 1: SW建筑装饰及沪深300走势图



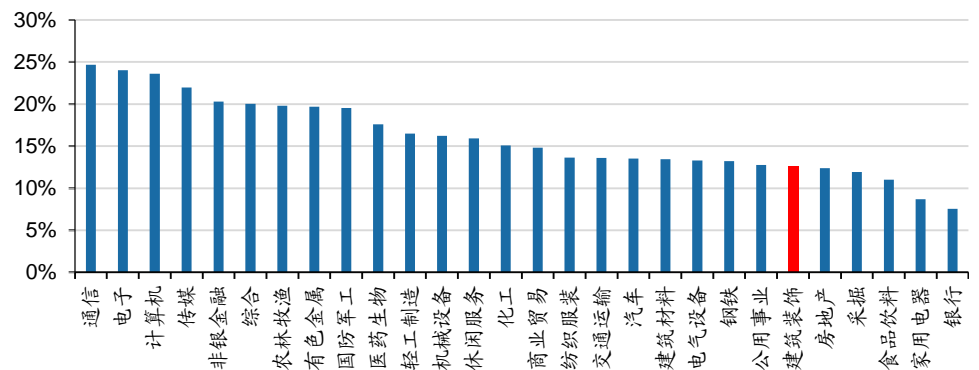
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 2: 2月主题板块涨跌幅(%)



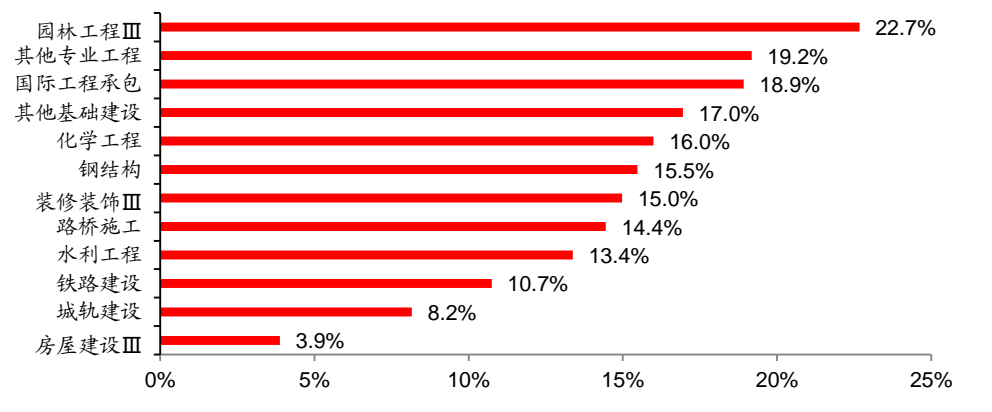
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 3: SW一级板块2月涨跌幅情况(%)



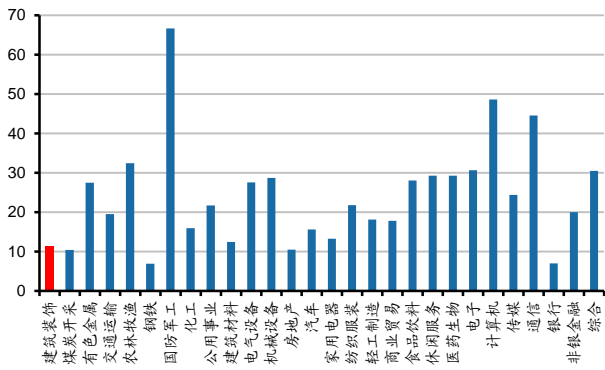
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 4: SW建筑装饰板块三级子板块2月涨跌幅情况 (%)



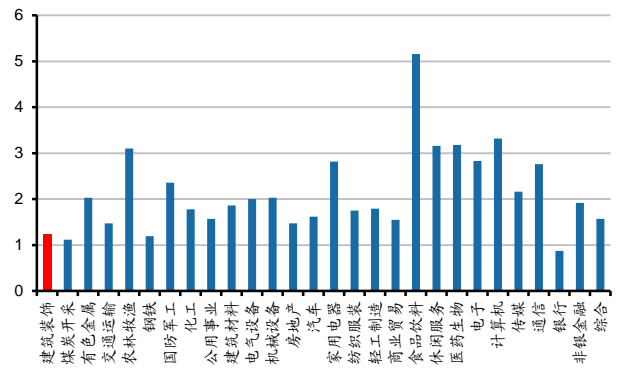
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 5: 各板块PE (TTM, 整体法) 估值情况 (2019/2/28) (单位: 倍)



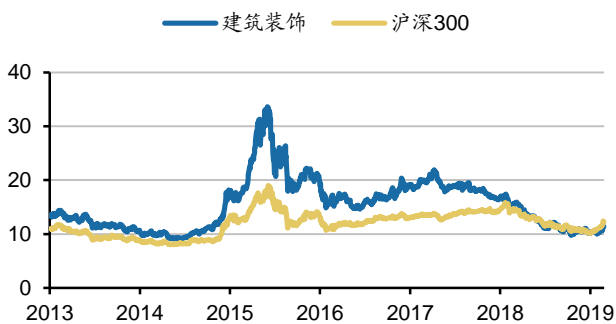
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 6: 各板块PB (LF) 估值情况 (2019/2/28) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

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



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

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



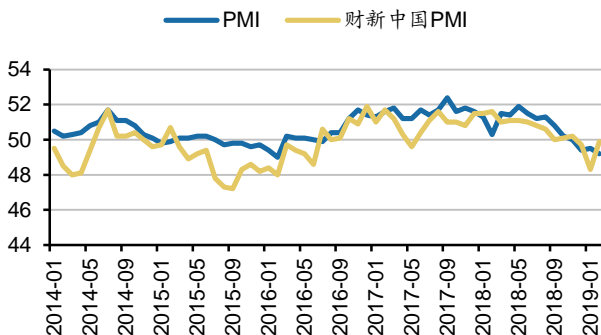
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 二、两会基建投资目标符合预期，基建启动迹象较为明显

### PMI：建筑业务活动预期指数提升市场预期仍处高位，基建启动迹象较为明显

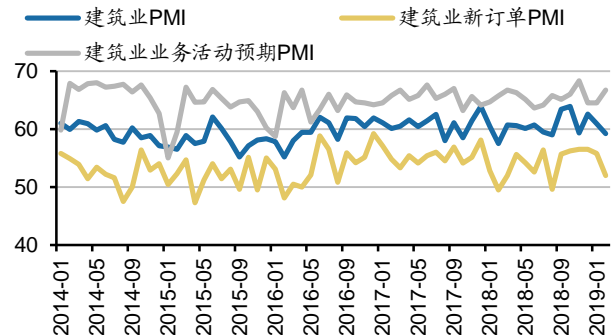
受春节影响建筑PMI有所回落，年初以来基建启动迹象较为明显，逆周期调节有望加码。1) 2月官方制造业PMI环比下降0.3 pct至49.2%，连续3个月处于收缩区间，分项指数中生产、进口和新出口订单指数均创09年以来新低。表明经济下行压力仍存，预计PMI短期仍将维持低位。2) 2月建筑业PMI为59.2%，环比回落1.7 pct，而较去年同期提升1.7 pct，仍处较高景气区间；建筑业新订单指数为52.0%，环比下跌3.8 pct，主要受春节因素影响；建筑业务活动预期指数为66.7%，较上月提升2.2 pct，市场预期仍处高位。年初以来基建启动迹象较为明显，1-2月发改委审批项目投资总额（包含审批类、核准类、备案类）同比大幅增长108%，逆周期调节有望加码。

图 9：制造业PMI指数（单位：%）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 10：建筑业PMI指数（单位：%）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

### 两会：铁路/公路投资目标符合预期，增值税下调对建筑业影响有限

政府工作报告提出：要合理扩大有效投资，紧扣国家发展战略，加快实施一批重点项目。计划2019年完成铁路投资8000亿元、公路水运投资1.8万亿元，再开工一批重大水利工程，加快川藏铁路规划建设，加大城际交通、物流、市政、灾害防治、民用和通用航空等基础设施投资力度，加强新一代信息基础设施建设。

铁路投资目标除2018年年初下调至7320亿但后期重新提升至8000亿外，近年年初目标值一直为8000亿，而公路水路投资目标值也均为1.8万亿，今年铁路投资及公路水路投资目标符合我们预期。从历年完成情况看，铁路投资实际完成额均达到年初目标值，而公路对基建投资贡献较大且实际完成额均明显超过

年初目标，根据政府工作报告，2019年计划新增地方专项债2.15亿元，宽信用背景下地方债发行提速；此外，信托新规有望带来增量资金，前期制约地方政府投资积极性的城投融资也在边际改善，预计19年公路投资或超预期。

表 1: 历年政府工作报告基建投资目标值

年份	项目	铁路投资 (亿元)	公路水运投资 (万亿元)	水利在建投资 (万亿元)	新建改建农村公路 (万公里)
2019	目标值	8000	1.8	再开工一批	-
	较上年目标	上升	持平	模糊	
2018	目标值	7320	1.8	1	20
	实际值	8028	2.3	1.01	31.8
2017	目标值	8000	1.8	开工 15 项	20
	实际值	8010.4	2.27	16 项	28.5
2016	目标值	8000	1.65	20	15
	实际值	8015	2.79	21	20
2015	目标值	8427	-	-	23
	实际值	8238	1.8	-	27
2014	目标值	-	-	-	23
	实际值	8088	1.69	-	23

数据来源：政府工作报告、国家统计局、中国铁路总公司、广发证券发展研究中心

增值税方面，将制造业等行业现行16%的税率降至13%，将交通运输业、建筑业等行业现行10%的税率降至9%，确保主要行业税负明显降低；保持6%一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增。据我们测算，若假设含税买价及卖价均不变，增值税下调对建筑行业影响较小。若假设公司毛利率为10%，原材料成本占比为50%，则这次增值税下调将降低公司毛利率0.2个百分点。

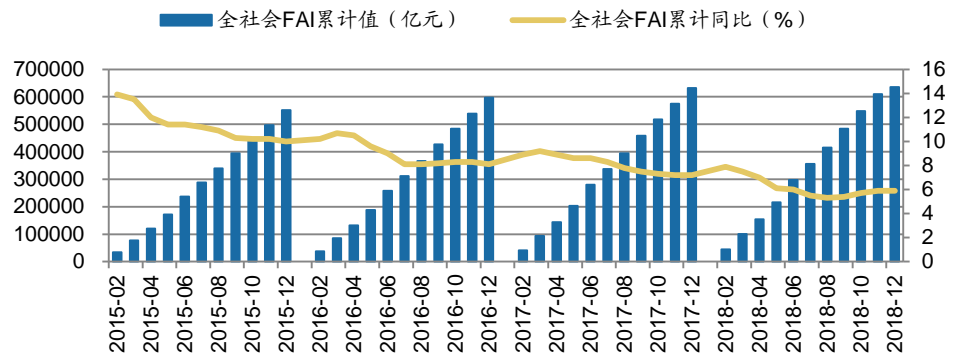
理论上毛利率越低则成本越高，增值税下调对公司净利润的影响也就越大。而高毛利率、原材料成本比重较低的企业影响较小。为确保所有行业税负只减不增，未来政府有望通过税收返还或抵扣等方式对建筑行业进行税收优惠，整体而言，增值税率下调对建筑行业影响有限。

### 投资：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，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 11: 全社会固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)

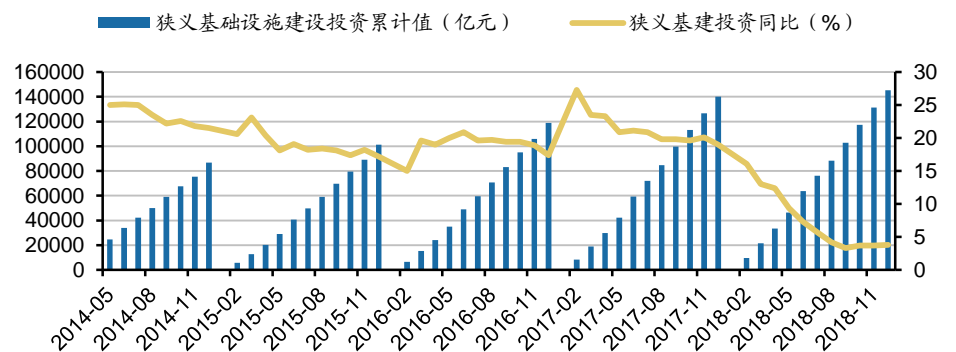


数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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0.1 pct, 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0.6 pct, 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 12: 狭义基建投资 (左轴) 及同比 (右轴)



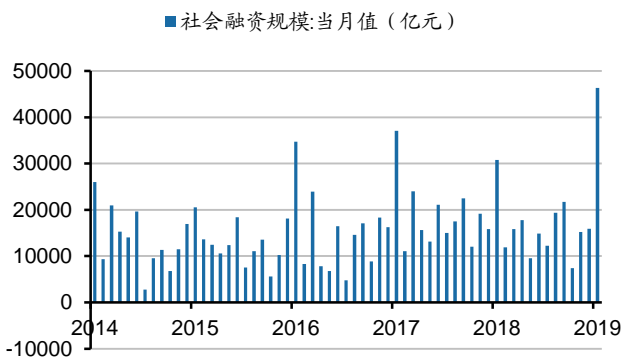
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

### 三、社融高增宽信用效果渐显，融资改善利好基建投资加速回升

**融资与信用：社融高增宽信用效果渐显，19年新增地方专项债2.15万亿**

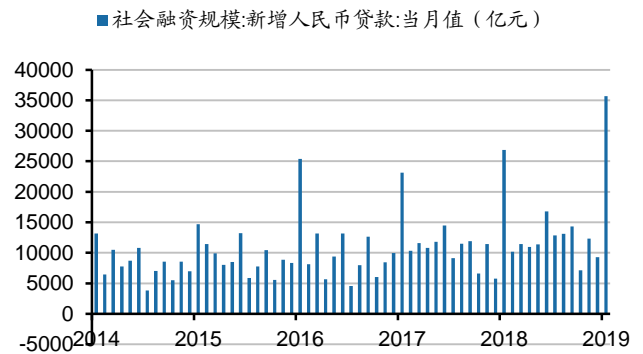
社融高增宽信用效果渐显，融资改善利好基建投资加速回升。1) 1月份社融规模增量为4.64万亿元，比上年同期多1.56万亿元，新增信贷3.23万亿元，同比多增3284亿元，社融增速企稳回升且大幅超市场预期，表明货币宽松向信用宽松传导趋于通畅，信贷环境明显改善。2) 从信贷结构上看，企业中长期贷款新增达1.4万亿，同比多增700亿，中长贷更多用于基建及制造业投资；居民中长贷新增6969亿，同比多增1059亿，预计主要流向地产。初步估算新增社融中占比1/3以上投向基建，融资环境改善利好基建投资加速回升，同时也有望对制造业形成重要支撑。

图 13: 历月社会融资规模



数据来源：中国人民银行、广发证券发展研究中心

图 14: 历月新增人民币贷款



数据来源：中国人民银行、广发证券发展研究中心

表 2: 2018 年至今各月社融数据情况 (单位: 亿元)

指标名称	合计	对实体经济 发放的人民 币贷款	新增外币 贷款	新增委托 贷款	新增信托 贷款	新增未贴 现银行承 兑汇票	企业债券 融资	非金融企 业境内股 票融资	地方政府 专项债券	存款类金融 机构资产支 持证券	贷款核 销
2018-01	30793	26850	266	-714	455	1437	1222	500	0	-137	320
2018-02	11894	10199	86	-750	660	106	644	379	108	-146	261
2018-03	15848	11425	139	-1850	-357	-323	3536	404	662	387	1234
2018-04	17761	10987	-26	-1481	-94	1454	4047	533	808	821	259
2018-05	9518	11396	-228	-1570	-904	-1741	-382	438	1012	377	479
2018-06	14877	16787	-364	-1642	-1623	-3649	1349	258	1019	272	1737
2018-07	12254	12861	-773	-950	-1192	-2744	2195	175	1851	123	176
2018-08	19391	13140	-344	-1207	-688	-779	3402	141	4106	501	377
2018-09	21691	14341	-670	-1432	-909	-548	382	272	7389	895	1615
2018-10	7420	7141	-800	-949	-1273	-453	1476	176	868	188	446

2018-11	15239	12302	-787	-1310	-467	-127	3127	200	-332	1157	729
2018-12	15898	9281	-702	-2210	-509	1023	3757	130	362	1503	2518
2019-01	46400	35700	343	-699	345	3786	4990	293	1088		

数据来源：中国人民银行、广发证券发展研究中心

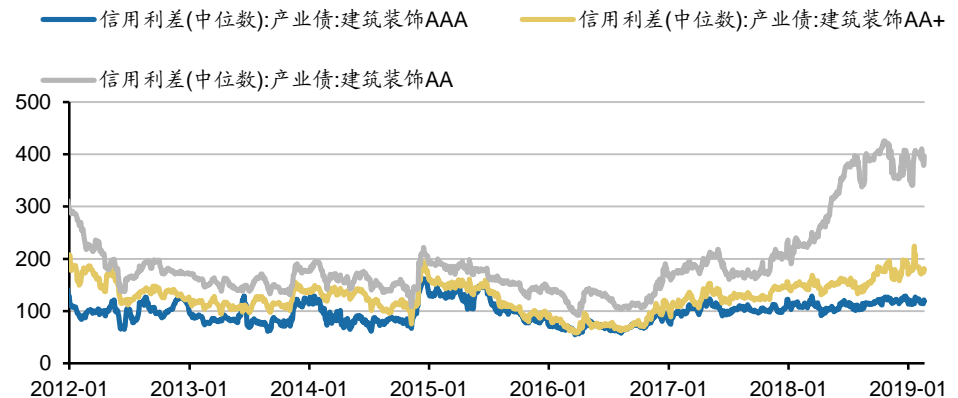
表 3：2018 年至今各月新增人民币贷款情况（单位：亿元）

指标名称	合计	短期贷款		中长期	居民户	居民户： 短期	居民户： 中长期	非金融性 公司及其 他部门	非金融性 公司：短 期	非金融性 公司：中 长期	非银行业 金融机构
		及票据融 资	票据融资								
2018-01	29000	7203	347	19210	9016	3106	5910	17800	3750	13300	1862
2018-02	8393	164	-775	9805	2751	-469	3220	7447	1408	6585	-1795
2018-03	11200	2742	-119	8385	5733	2032	3770	5653	829	4615	-208
2018-04	11800	2501	23	8211	5284	1741	3543	5726	737	4668	685
2018-05	11500	3082	1447	7954	6143	2220	3923	5255	-585	4031	142
2018-06	18400	7908	2947	8635	7073	2370	4634	9819	2592	4001	1648
2018-07	14500	3121	2388	9451	6344	1768	4576	6501	-1035	4875	1582
2018-08	12800	4949	4099	7840	7012	2598	4415	6127	-1748	3425	-439
2018-09	13800	5975	1743	8109	7544	3134	4309	6772	1098	3800	-603
2018-10	6970	1837	1064	5159	5636	1907	3730	1503	-1134	1429	-268
2018-11	12500	4370	2341	7686	6560	2169	4391	5764	-140	3295	277
2018-12	10800	4129	3395	5055	4504	1524	3079	4733	-790	1976	1518
2019-01	32300	14009	5160	20969	9898	2930	6969	25800	5919	14000	-3386

数据来源：中国人民银行、广发证券发展研究中心

信用利差方面，截止2019年2月底，建筑装饰AAA/AA+/AA级产业债较1月底分别下滑8.15/30.52/10.12 BP，信用利差降低表明融资环境正逐步改善，后期宽货币逐步向宽信用传导，利率趋势下行利好建筑板块估值修复。

图 15：建筑装饰产业债信用利差（BP）

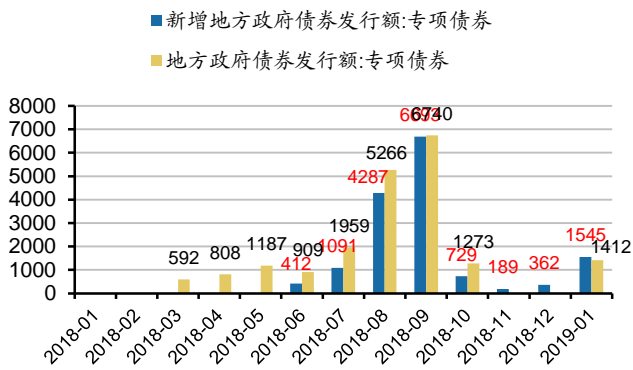


数据来源：明树数据、广发证券发展研究中心

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。19年3月5日，政府工作报告提出2019年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，较18年新增地方专项债限额增加8000亿，符合之前市场预期。根据Wind数据显示，1月份地方政府债共发行4179.7亿元，其中新增债券3687.6亿元，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%。而1月-2月全国累计发行地方政府债券7821.38亿元，其中2月份发行3641.7176亿元。预计一季度发行规模可能超过1万亿元。预计19年政府资金到位时间或早于预期，预计1-2月基建投资增速有望进一步回升。

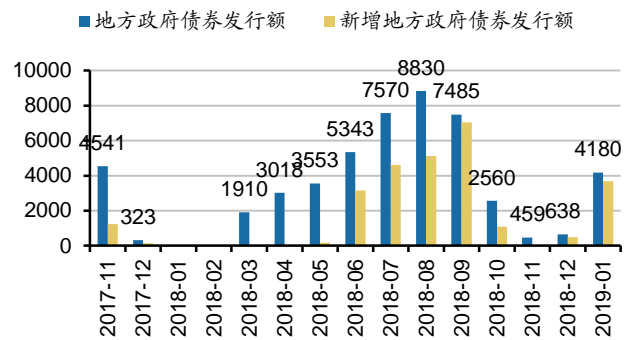
此外，3月7日，财政部部长刘昆在十三届全国人大二次会议记者会上表示，目前中国地方政府债务风险总体可控，不允许发生新的地方政府隐性债务。今年的地方政府专项债将支持雄安新区建设等重大战略，关注雄安新区建设进度。

图 16: 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 17: 地方债单月发行额 (单位: 亿元)

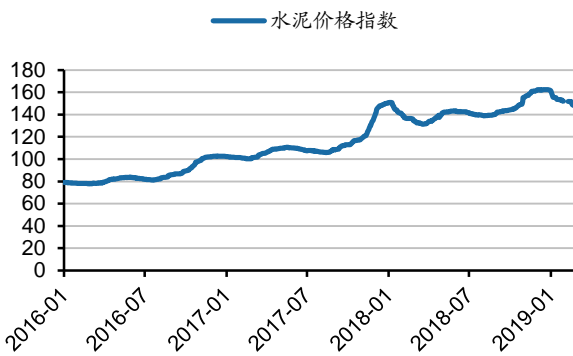


数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

### 成本端: 原材料价格趋稳, 建筑企业成本端压力减小

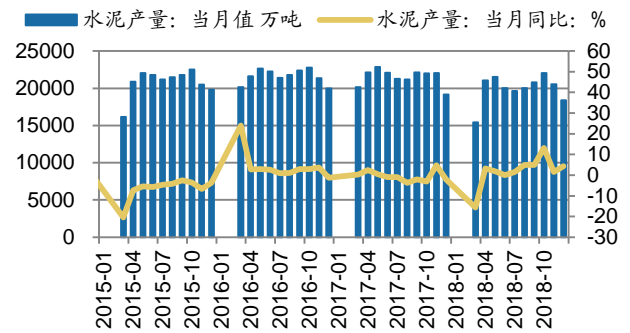
截止19年2月底, 水泥价格指数达到147.48, 较1月底降3.2%。水泥价格本月持续降低, 对建筑企业成本端产生正面影响。钢价方面, 19年2月螺纹钢价格及中厚板价格继续小幅上升, 但是幅度均较小, 一般建筑企业与上游原材料商签订合同时约定原材料价格未出现5%的变动时均按照协议价执行, 所以近期钢价小幅上升对公司影响不大。预计未来原材料价格将逐渐趋于稳定, 短期内难以出现大幅波动, 未来建筑企业成本端压力降逐渐减小。

图 18: 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 19: 水泥价格指数



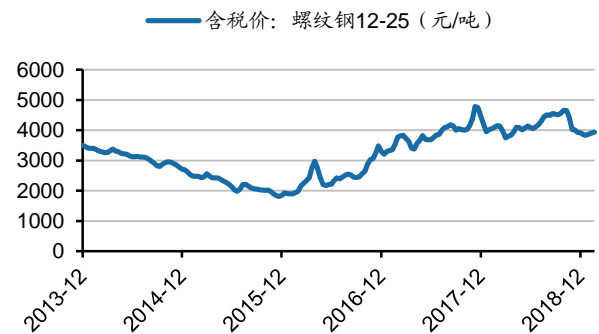
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 20: 中厚板市场价 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 21: 螺纹钢市场价 (元/吨)



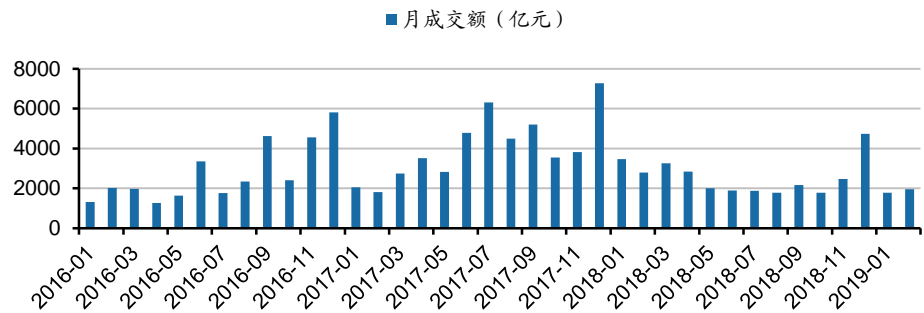
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

## 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11月至19年2月单月成交量分别为2476/4735/1785/1965亿元，项目成交规模在12月大幅提升，1-2月又逐渐趋稳。

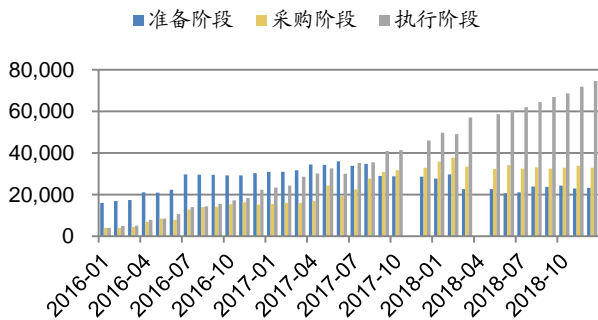
截止18年12月底，PPP累计成交额前三名的行业为交通运输、市政工程、城镇综合开发，分别成交40229.1/38456.9/17896.0亿元，合计占据总成交额的73.8%。而根据财政部数据，18年12月准备/采购/执行阶段的项目投资额分别为22893/33820/71849亿元，项目落地率达到56.53%，落地速度继续加快。

图 22: 明树月度PPP成交数据



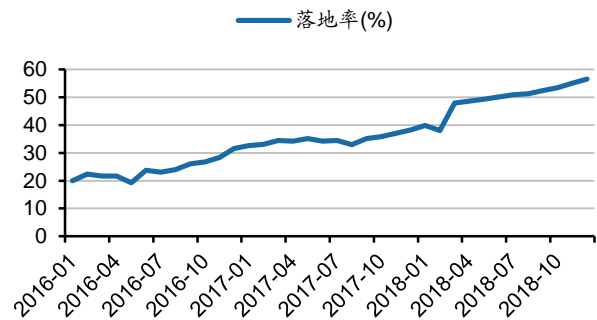
数据来源: 明树数据、广发证券发展研究中心

图 23: 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 24: 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整体风险控制在安全区间内。预计后续地方政府参与PPP类基建项目的积极性有望提升。

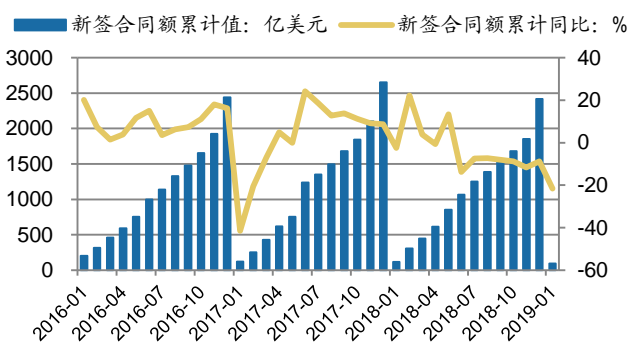
目前财政部正着力推进PPP规范发展, PPP立法条例有望近期出台。伴随PPP规范条例出台, 预计PPP入库项目不会再次出现大幅波动, 相关公司PPP项目亦可稳步推进。我们认为PPP已挤掉盲目发展和违规操作的泡沫, 随着政策体系和信用体系的加强, 未来PPP市场将保持高质量稳定发展, 长期向好。此外, 前面提到近期中央政治局会议、国务院以及各地政府频繁表态肯定和支持民营企业发展, 有助于改善民企的融资环境, 利好PPP民企的发展。

## 五、“一带一路”高峰论坛将于北京举行，沿线国家投资有望好转

商务部数据统计，2019年1月，我国对外承包工程累计新签合同总额为91.5亿美元，同比减少21.6%；我国对外承包工程完成额为81.4亿美元，同比减少21.6%。19年1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41.3亿美元，同比减少10.0%，占同期我国对外承包工程合同额比例约45%，较2018年年底略有下滑。

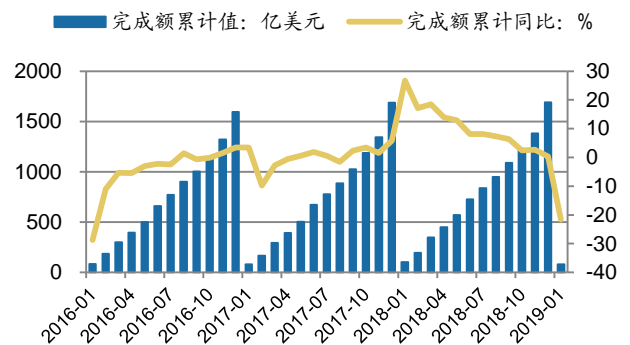
本次政府工作报告中多次提及“一带一路”，此外，第二届“一带一路”国际合作高峰论坛将于2019年4月在北京举行，“一带一路”的重要性重新提升，沿线国家投资有望好转

图 25: 对外承包工程业务新签合同额累计值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



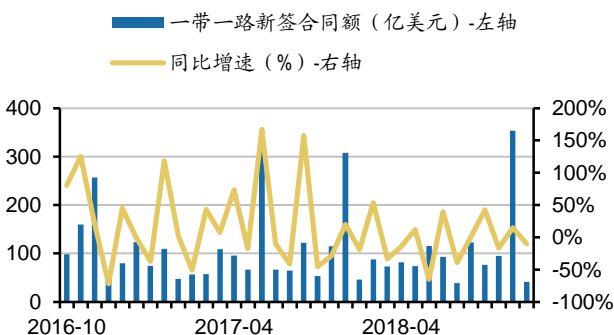
数据来源: 商务部、广发证券发展研究中心

图 26: 对外承包工程业务完成额累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



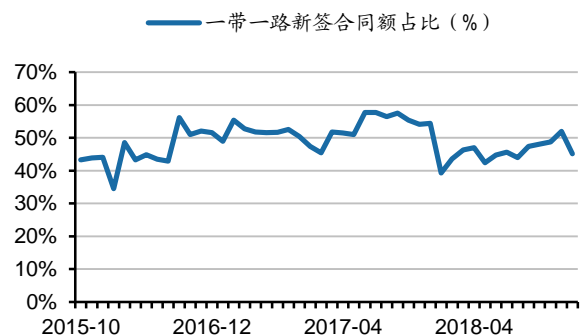
数据来源: 商务部、广发证券发展研究中心

图 27: “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 28: “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 (%)



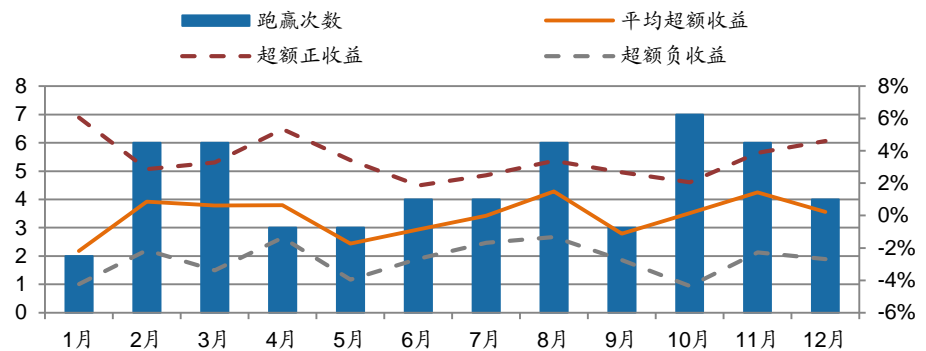
数据来源: 商务部、广发证券发展研究中心

## 六、行业观点及重点公司

历史上看，2009-2018年建筑装饰板块3月平均收益3.3%，10年中跑赢大盘6次，跑赢大盘6次的平均超额收益为3.3%，跑输大盘3次的平均超额收益为-3.4%。

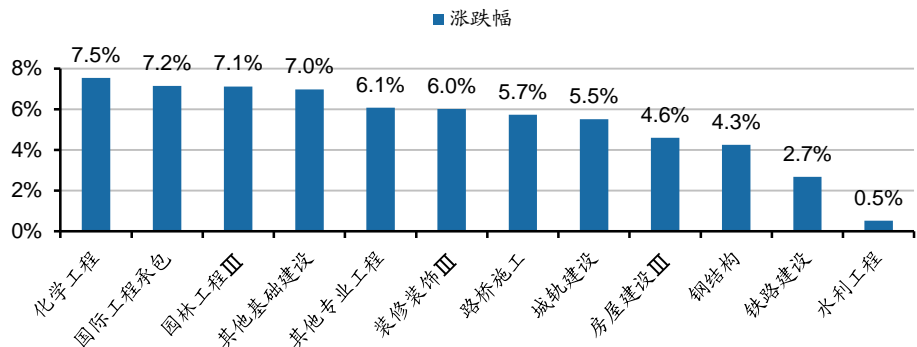
观察历史各建筑子版块3月份的平均收益情况，化学工程板块表现最好，平均收益7.5%，其次是工程承包板块，平均收益为7.2%；而水利工程板块表现较差，平均收益为0.5%。

图 29: 2009-2018年建筑板块表现与大盘对比情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 30: 历年3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 4: 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	<b>-0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>5.9%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>3.4%</b>

**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	-	<b>0.5%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>6.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.6%</b>	<b>3.7%</b>

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

**1、受春节影响建筑PMI有所回落，年初以来基建启动迹象较为明显，逆周期调节有望加码。** 1) 2月官方制造业PMI环比下降0.3 pct至49.2%，连续3个月处于收缩区间，分项指数中生产、进口和新出口订单指数均创09年以来新低，表明经济下行压力仍存，预计PMI短期仍将维持低位。2) 2月建筑业PMI为59.2%，环比回落1.7 pct，而较去年同期提升1.7 pct，仍处较高景气区间；建筑业新订单指数为52.0%，环比下跌3.8 pct 主要受春节因素影响，建筑业务活动预期指数为66.7%，较上月提升2.2 pct 市场预期仍处高位。3) 经济承压背景下，未来政策将更加注重逆周期调节及稳定总需求，基建补短板仍为重要发力方向。年初以来基建启动迹象较为明显，19年1-2月地方债共计发行7821亿，大幅高于去年同期，1-2月发改委审批项目投资总额（包含审批类、核准类、备案类）同比大幅增长108%，逆周期调节有望加码。

**2、19年基建投资有望对冲地产下行，竣工增速回暖利好装饰订单提升，公路/轨交或超预期。** 1) 从微观层面看，地产新开工在时间及进度上或低于预期，而基建类存量及新增项目开工均呈向好趋势，我们认为后期若地产投资出现下行，基建稳增长预期有望进一步加强，基建景气回升有望在数据层面得到验证，关注1-2月基建投资增速。2) 从建筑产业链看，2017-2018年住宅竣工已连续两年负增长，而15-18年期房销售仍逐年增长，无论从建设周期或交房周期来看，预计19年竣工增速有望回暖，作为地产后周期的装修企业有望受益。3) 从基建投向看，目前市场对19年铁路投资预期较为充分，而对公路及轨交投资尚未形成一致预期。从近年情况看，公路对基建投资贡献较大且实际完成额均超年初目标，目前宽信用背景下地方债发行提速，信托新规有望带来增量资金，前期制约地方政府投资积极性的城投融资也在边际改善，预计19年公路投资或超预期，而轨交是地方基建发力重点领域，建议关注公路建设龙头央企中国交建，以及轨交施工企业如隧道股份/上海建工/宏润建设等。

**3、横向比较建筑板块业绩确定性更优，融资环境改善利好估值修复。** 1) 19年以来市场风险偏好回升，横向比较建筑板块业绩确定性更优（本周建筑板块业绩快报发布完毕，85家建筑公司18年合计归母净利润同比增长10.2%，较18年前三季度增速提升3.0 pct），关注两会关于基建领域投资的相关表述。2) 近期融资环境逐步改善，根据Wind统计数据，截至2月底，AAA/AA+/AA企业债信用利差较1月高点下降

8.15/45.41/10.12 BP，后期宽货币逐步向宽信用传导，利率趋势下行利好建筑板块估值修复，相关民企PPP公司也有望受益。3) 根据MSCI官网公告，本周MSCI宣布分三步将中国A股纳入因子从5%增加至20%，建筑板块共有10家公司入选，且以基建央企为主，后续增量资金亦有望提升板块表现。

公司方面，我们延续前期观点，中长期建议关注三条主线：1) 基建前端设计，如苏交科/中设集团等；2) 19年公路/轨交投资或超预期，利好相关建设龙头企业，如中国交建/隧道股份/上海建工等；3) 后期竣工增速回暖利好装饰订单提升，关注地产后周期的估值修复机会，如金螳螂/东易日盛/全筑股份等。港股方面，建议关注港澳基建市占率较高的中国建筑国际(03311.HK)。

## 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。