

建筑装饰

看好地产链预期修复下的装饰龙头机会，继续看好一带一路、设计及PPP龙头

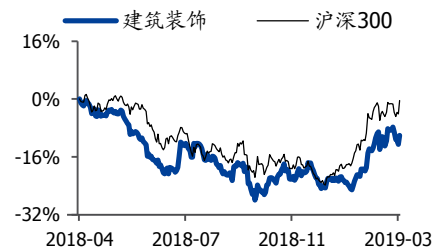
地方债发行前置，3月建筑PMI走强，建筑行业基本面稳固。根据新华网报道，本周财政部部长刘昆在中国发展高层论坛2019年会上强调将加快地方政府债券发行使用，争取在9月底前将全年新增地方政府债务限额3.08万亿元发行完毕，同时，督促各地加快资金拨付，及时用在项目上，充分发挥对地方稳投资、扩内需的积极作用。根据Wind统计，全国3月份发行地方政府债6245亿元创6个月新高，其中一般债2335亿元，专项债3910亿元。其中新增债中，新增一般债1304亿元，新增专项债3582亿元，而2017年1-3月份、2018年1-4月份均无新增一般债和专项债，地方债发行节奏显著提速。根据统计局公布，全国3月制造业PMI为50.5%重回荣枯线之上，受节后复工趋势强劲影响，创18年10月以来新高，主要分项指标中，需求、生产及价格均有所回升，前期宽信用及减税降费政策效果有所显现。建筑业PMI提升2.5个pct至61.7%重回高位景气区间，从建筑服务供给端来看，3月企业用工量有所增加，从业人员指数为54.1%，环比提升0.9个pct，表明随着气候转暖和节后集中开工，建筑业生产扩张加快。从建筑服务需求端来看，新订单指数为57.9%，环比显著提升5.9个pct，为15个月高点。随着专项债发行提速，基建补短板的加快落地，以及地产新开工较快增速向竣工的逐渐传导，建筑业有望维持高景气。

2018Q4两铁业绩增长低于市场预期，龙头设计公司成长性优异。本周多家建筑龙头公司发布2018年报或快报，**1) 央企业绩有所低于预期，财务费用增长与计提增加是主要原因。**中国铁建/中国中铁/中国交建/中国中冶/葛洲坝营收分别同比增长7%/7%/2%/19%/-6%，业绩分别同比增长12%/7%/-4%/5%/-1%；Q4单季营收分别增长9%/11%/-8%/16%/2%，业绩分别增长-4%/-17%/-23%/4%/-11%。中国铁建和中国中铁Q4业绩低于预期主要是因财务费用大幅增长、计提增加以及毛利率有所下降（有可能是利润确认趋于保守）。中国交建业绩下滑系2017Q4转让振华重工确认较多投资收益致业绩基数较高，而2018Q4非经业绩大幅增长28%，增长较快。在今年货币宽松、基建持续复苏环境下，预计今年建筑央企还将稳健增长。**2) 设计公司分化，龙头成长性优异。**苏交科、中设集团、设计总院及设研院营收分别同比增长7%/51%/20%/22%，业绩分别同比增长31%/34%/51%/31%；Q4单季营收分别增长-7%/34%/-15%/25%（苏交科Q4收入下降主要因TestAmerica出表所致），业绩分别增长52%/31%/-24%/16%，Q4单季苏交科及中设集团业绩显著加速，设计总院及设研院业绩增长有所下滑或放缓。龙头公司成长性更为优异。**3) 上海建工业绩略超预期，2018年营收同比增长20%，增速创2011年来新高，业绩同比增长8%，略高于之前业绩快报其中扣非后归母净利润同比增长28%，差异主要系2017年公司获政府补贴较多致基数较高；Q4单季营收同比增长30%，业绩同比增长41%，四季度营收与业绩加速明显。**从投资角度看，由于目前基建复苏已经预期之中，节奏和强度上并未超预期，因此板块性机会并不显著，我们认为还需聚焦在绩优个股上，重点推荐兼具基本面与长三角政策弹性的交通建设设计龙头**苏交科、中设集团**，以及建工龙头**上海建工**。

地产竣工趋快，销售改善预期提升，重点推荐装饰龙头。一方面，2018年全国地产新开工增速持续加速，在补库存和交付压力下，今年施工和竣工应有所保障，招商蛇口、新城控股及蓝光发展2019年公告计划竣工较2018年实际竣工分别显著增长100%、92%及19%。在竣工及交付有望加快背景下，装饰环节将从中受益，今年收入和盈利有望得到较强支撑，其中以住宅精装修、商业地产为主要业务内容的公装公司将率先受益，其次家装公司也有望跟随受益。另一方面，1月地产销售数据惨淡使得市场对地产链预期都处于极低位置，近期货币环境趋于宽松，市场利率逐渐降低也传递至地产市场，而地产调控因城施策也有局部积极变化，结合2月以来销售降幅收窄、3月至今重点城市日频交易数据好转（根据Wind数据，3月1日至28日30大中城市商品房成交套数同比增长27%，环比增长79%；成交面积同比增长25%，环比增长73%），目前装饰板块极有可能迎来一轮估值提升。当前装饰龙头估值仍处较低水平，重点推荐订单逐季加速趋势清晰的装饰龙头**金螳螂**，装配式装修业务拓展成果显著的**亚厦股份**，有望受益住宅精装修行业快速发展及长三角一体化建设的全筑股份，家装品牌龙头**东易日**

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 杨涛

执业证书编号：S0680518010002

邮箱：yangtao1@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

相关研究

- 1.《建筑装饰：看好地产链预期修复下的装饰龙头机会，继续看好一带一路、设计及PPP龙头》2019-03-24
- 2.《建筑装饰：房地产竣工趋快与销售改善之际推荐装饰龙头》2019-03-24
- 3.《建筑装饰：推进西部大开发形成新格局，看好西部基建与一带一路》2019-03-20



盛，以及装饰主业迈入高质量发展期、医疗业务快速成长的江河集团。

政策推动装配式建筑应用加快，看好细分领域技术龙头。本周住建部外发《建筑市场监管司 2019 年工作要点》，强调要选择部分地区开展钢结构装配式住宅建设试点。推动试点项目落地，在试点地区保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、易地扶贫搬迁中，明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式，推动建立成熟的钢结构装配式住宅建设体系。装配式技术推广有望加速，储备雄厚的行业龙头有望快速崛起。**精工钢构**通过 PSC 钢结构+混凝土装配式技术有望快速推广装配式建筑业务，兼顾钢结构和混凝土两种结构材料优点，可大幅节省人力成本，公司通过直营与技术加盟形式快速推广技术、提升市场份额，并收取后续资源费及设计费，目前已公告技术合作协议 4 单合计加盟费 2.2 亿元，未来有望持续快速拓展。**亚厦股份**持续研发布局工业化装修，可以大幅缩短工期、节省人力，同时改善材料性能及提升环保性能，在手专利已达 1008 项竞争壁垒显著。未来公司承接住宅精装修、高端公寓、酒店及家装业务市场潜力极大，2018Q4 签约及中标 12.2 亿元住宅装配式装修订单，标志其装配式装修产品已经具备一定商业化推广和应用条件。

一带一路仍具机会，北方国际中长期成长性最优。本周外交部发言人耿爽表示一带一路目前已得到 150 多个国家和国际组织的积极响应和参与，最近欧方的一系列表态和举措表明，越来越多的欧洲国家认识到“一带一路”倡议的积极意义和其所蕴含的重要机遇。随着近期 G7 重要成员国意大利的加入，一带一路推进再获重大进展。4 月下旬第二届一带一路峰会召开在即，本届峰会规格更高，规模更大，预定出席的外国国家元首和政府首脑人数将明显超过首届论坛，有望推动重大项目新签和生效，提振板块信心。同时在加大国企混改方面，两会提出今年将推出第四批 100 家以上的混改试点，国际工程公司及所属集团普遍列入央企改革试点与国改“双百行动”名单，板块关注度有望持续提升。我们当前国际工程板块催化明确，前期调整后目前平均 19 年 12 倍左右市盈率估值仍低，重点推荐板块平台型公司**北方国际**（详见我们 3 月 15 日深度报告，我们认为这是板块内中长期成长性最优标的）、**中工国际**（详见我们 2 月 20 日深度报告），其他可关注**中钢国际**（18 年订单大幅改善）与**中材国际**（估值极低，有望受益“两材”整合）。

PPP 行业逐步迎来复苏，优质民营 PPP 龙头有望快速成长。2019 年两会政府工作报告提出“有序推进政府与社会资本合作（PPP）”，与 2018 年报告中 PPP 内容缺位相比，体现了管理层对经历规范整顿后的 PPP 持支持鼓励态度。近期财政部外发财金 10 号文肯定 PPP 行业发展方向，明确合规 PPP 执行标准有利于促进当前 PPP 加快发展。结合当前信用趋于扩张、资金成本下降的环境下，预计今年 PPP 行业将逐步迎来复苏。我们认为今年将持续分化，部分前期陷入债务困境的企业仍需 1-2 年通过股权融资或业务动态收缩回笼资金来降低负债率、修复资产负债表，这些公司的盈利规模目前具有不确定性，未来市值将随盈利规模的逐步明确而重新定价；而前期资金充足、业务合规稳健的公司有望在行业复苏期内实现快速成长，重点推荐**龙元建设**（19 年预计增长 30%+，PE9X）、**岭南股份**（估值极低，下修转债转股价后诉求显著增强）、**东珠生态**（无有息负债，资产负债表质量极佳）。

投资策略：虽然基建仍在持续复苏，但力度并未超出预期，建筑央企年报业绩也普遍低于预期，而目前建筑板块装配式建筑、一带一路、长三角一体化等细分行业政策催化丰富、个股活跃，在当前市场风险偏好不断上升背景下，建议多聚焦于具有成长性个股或具有细分行业逻辑/政策催化个股。重点推荐：1）兼具基本面优势与长三角一体化政策弹性的**苏交科**（19 年 PE14X）、**中设集团**（19 年 PE13X）**上海建工**（19 年 PE10X）**龙元建设**（19 年预计增长 30%+，PE10X）；2）受益于装配式政策推进的钢结构龙头**精工钢构**（PSC 钢结构技术有望不断提升市场份额，目前已签署技术合作协议 4 单）、**亚厦股份**（装配式装修龙头）；3）地产链预期修复下的装饰龙头**金螳螂**（订单逐季加速趋势清晰，19 年 PE13X）、**全筑股份**（住宅精装修占比极高，成长性好，19 年 PE11X）、**东易日盛**（品牌家装龙头）；4）具有一带一路明确催化、估值仍低的国际工程公司**北方国际**（19 年 PE12X，潜在增长空间大）、**中工国际**（19 年 PE12X，平台型龙头），关注**中钢国际**（19 年 PE14X，18 年订单大幅改善）与**中材国际**（19 年 PE9X）。

风险提示：房地产竣工与销售低于预期风险，政策变化或执行力度不及预期风险，信用风险，项目执行风险，应收账款风险，海外经营风险等。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300284	苏文科	买入	0.57	0.75	0.94	1.16	22.1	16.9	13.5	10.9
603018	中设集团	买入	0.95	1.26	1.65	2.13	21.9	16.4	12.5	9.7
600170	上海建工	买入	0.29	0.31	0.38	0.42	12.9	12.0	9.8	8.9
600496	精工钢构	--	0.03	0.11	0.16	0.19	104.8	33.3	22.2	19.2
002081	金螳螂	买入	0.72	0.80	0.92	1.06	16.4	14.8	12.8	11.1
603030	全筑股份	买入	0.31	0.50	0.66	0.83	24.1	14.6	11.2	8.9
000065	北方国际	买入	0.65	0.77	0.92	1.07	17.2	14.5	12.2	10.5
002051	中工国际	买入	1.33	1.08	1.25	1.44	11.3	14.0	12.1	10.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

本周核心观点	5
行业周度行情回顾	5
行业动态分析	7
投资策略	12
风险提示	13

图表目录

图表 1: 建筑装饰行业行情及整体估值情况	6
图表 2: 申万建筑装饰三级行业周涨跌幅	6
图表 3: 周个股涨跌幅前五	7
图表 4: 地方债发行汇总统计	7
图表 5: 三家建筑央企 2018 年收入目标及完成情况	8
图表 6: 三家建筑央企 2018 年新签订单目标及完成情况	8
图表 7: 全国房屋新开工面积及竣工面积累计同比增速 (%)	9
图表 8: 30 大中城市商品房成交面积单月同比增速 (%)	9
图表 9: 13 家装饰上市公司逐季度新签订单情况	9
图表 10: 重点装饰公司估值情况	10
图表 11: 推广装配式建筑政策汇总	10
图表 12: "一带一路"+"国改"标的梳理	11
图表 13: 一带一路指数 PE (ttm) 走势图	12
图表 14: 重点国际工程公司估值情况	12

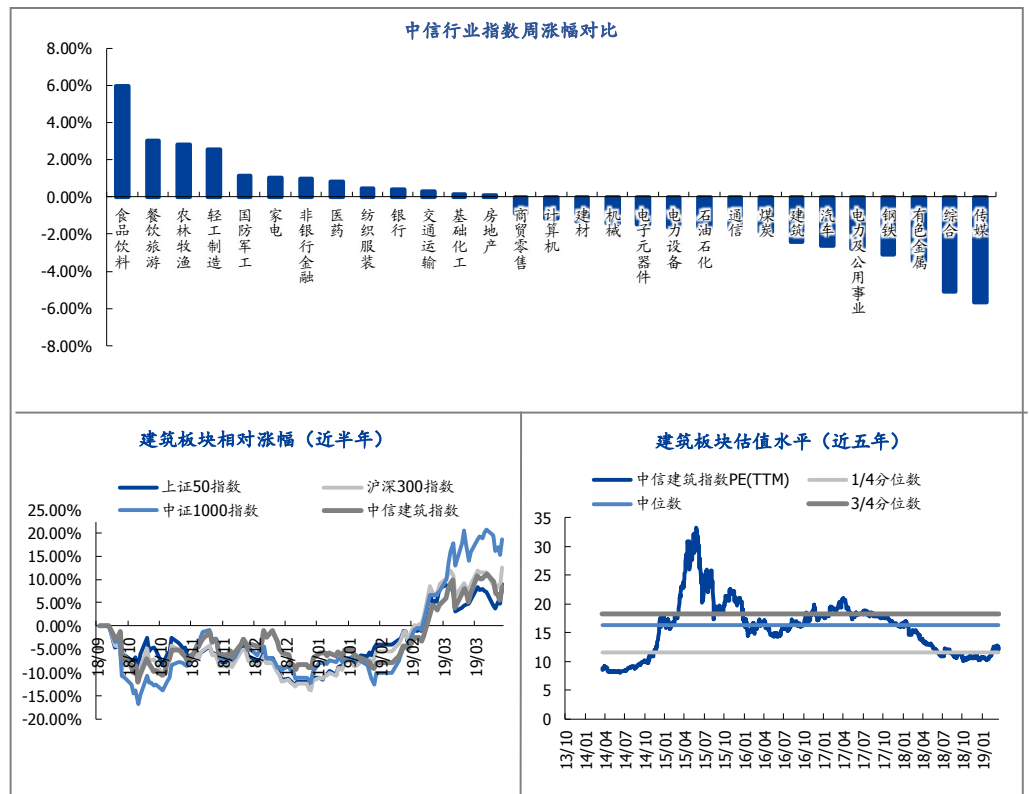
本周核心观点

虽然基建仍在持续复苏，但力度并未超出预期，建筑央企年报业绩也普遍低于预期，而目前建筑板块装配式建筑、一带一路、长三角一体化等细分行业政策催化丰富、个股活跃，在当前市场风险偏好不断上升背景下，建议多聚焦于具有成长性个股或具有细分行业逻辑/政策催化个股。重点推荐：1) 兼具基本面优势与长三角一体化政策弹性的苏文科 (19年 PE14X)、中设集团 (19年 PE13X) 上海建工 (19年 PE10X) 龙元建设 (19年预计增长 30%+, PE10X); 2) 受益于装配式政策推进的钢结构龙头精工钢构 (PSC 钢结构技术有望不断提升市场份额，目前已签署技术合作协议 4 单)、亚厦股份 (装配式装修龙头); 3) 地产链预期修复下的装饰龙头金螳螂 (订单逐季加速趋势清晰, 19年 PE13X)、全筑股份 (住宅精装修占比极高, 成长性好, 19年 PE11X)、东易日盛 (品牌家装龙头); 4) 具有一带一路明确催化、估值仍低的国际工程公司北方国际 (19年 PE12X, 潜在增长空间大), 中工国际 (19年 PE12X, 平台型龙头), 关注中钢国际 (19年 PE14X, 18年订单大幅改善) 与中材国际 (19年 PE9X)。

行业周度行情回顾

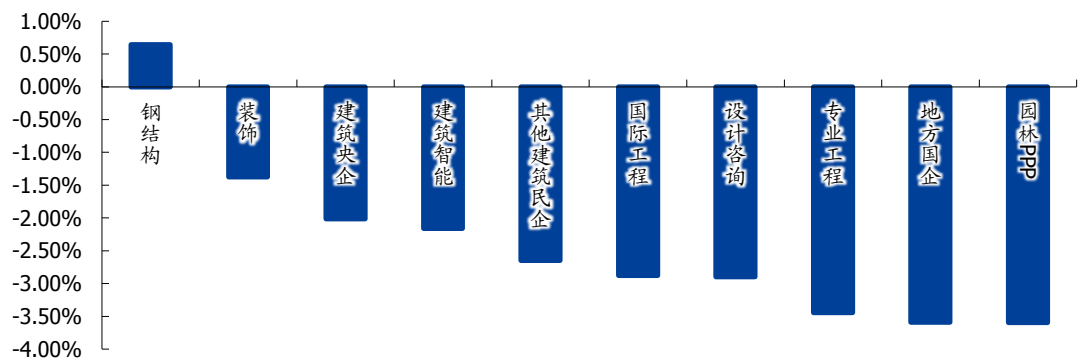
本周 29 个 A 股中信一级行业中，涨跌幅前三的分别为食品饮料 (5.98%)，餐饮旅游 (3.02%)，农林牧渔 (2.84%); 涨跌幅后三的分别为传媒 (-5.67)，综合 (-5.10%)，有色金属 (-3.45%)。建筑板块下跌 2.43%，周涨幅排在中信一级行业指数第 23 名，相较上证综指/沪深 300 指数/创业板指收益率分别为-2.00%/-3.43%/-2.41%。分子板块看，涨跌幅前三分别为钢结构 (0.64%)，装饰 (-1.37%)，建筑央企 (-2.02%); 涨跌幅后三分别为园林 PPP (-3.59%)，地方国企 (-3.59%)，专业工程 (-3.44%)。个股方面，涨幅前三的分别为农尚环境 (14.87%)，东易日盛 (10.75%)，普邦股份 (10.71%); 跌幅前三的分别为北新路桥 (-15.08%)，中设股份 (-13.86%)，中铝国际 (-11.19%)。

图表 1: 建筑装饰行业行情及整体估值情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 申万建筑装饰三级行业周涨跌幅



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 周个股涨跌幅前五

涨幅排名	公司简称	周涨跌幅	跌幅排名	公司简称	周涨跌幅
1	农尚环境	14.87%	1	北新路桥	-15.08%
2	东易日盛	10.75%	2	中设股份	-13.86%
3	普邦股份	10.71%	3	中铝国际	-11.19%
4	花王股份	8.61%	4	海南瑞泽	-10.69%
5	达安股份	6.24%	5	神州长城	-10.30%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

行业动态分析

地方债发行前置, 3月建筑 PMI 走强, 建筑行业基本面稳固。根据新华网报道, 本周财政部部长刘昆在中国发展高层论坛 2019 年会上强调将加快地方政府债券发行使用, 争取在 9 月底前将全年新增地方政府债务限额 3.08 万亿元发行完毕, 同时, 督促各地加快资金拨付, 及时用在项目上, 充分发挥对地方稳投资、扩内需的积极作用。根据 Wind 统计, 全国 3 月份发行地方政府债 6245 亿元创 6 个月新高, 其中一般债 2335 亿元, 专项债 3910 亿元。其中新增债中, 新增一般债 1304 亿元, 新增专项债 3582 亿元, 而 2017 年 1-3 月份、2018 年 1-4 月份均无新增一般债和专项债, 地方债发行节奏显著提速。根据统计局公布, 全国 3 月制造业 PMI 为 50.5% 重回荣枯线之上, 受节后复工趋势强劲影响, 创 18 年 10 月以来新高, 主要分项指标中, 需求、生产及价格均有所回升, 前期宽信用及减税降费政策效果有所显现。建筑业 PMI 提升 2.5 个 pct 至 61.7% 重回高位景气区间, 从建筑服务供给端来看, 3 月企业用工量有所增加, 从业人员指数为 54.1%, 环比提升 0.9 个 pct, 表明随着气候转暖和节后集中开工, 建筑业生产扩张加快。从建筑服务需求端来看, 新订单指数为 57.9%, 环比显著提升 5.9 个 pct, 为 15 个月高点。随着专项债发行提速, 基建补短板的加快落地, 以及地产新开工较快增速向竣工的逐渐传导, 建筑业有望维持高景气。

图表 4: 地方债发行汇总统计

时间	一般债券 (亿元)				专项债券 (亿元)				发债合计 (亿元)
	新增	置换	借新还旧	总计	新增	置换	借新还旧	总计	
2018 年 1 月									
2018 年 2 月		108		108	25	153		178	286
2018 年 3 月		1318		1318	592			592	1910
2018 年 4 月		2135	75	2210	808			808	3018
2018 年 5 月	171	1702	492	2366	1175	12		1187	3553
2018 年 6 月	2745	1097	592	4434	412	488	9	909	5343
2018 年 7 月	3523	1101	986	5611	1091	585	283	1959	7570
2018 年 8 月	839	1364	1361	3564	4287	748	230	5266	8830
2018 年 9 月	357		389	746	6688		52	6740	7485
2018 年 10 月	349	2	982	1333	729		499	1228	2560
2018 年 11 月	42		228	270			190	190	459
2018 年 12 月	154	122		276	321	41		362	638
2019 年 1 月	2276		359	2635	1412		133	1545	4180
2019 年 2 月	1607		318	1925	1666		50	1716	3642
2019 年 3 月	1304		1031	2335	3582		328	3910	6245

资料来源: 财政部, Wind, 国盛证券研究所

2018Q4 两铁业绩增长低于市场预期，龙头设计公司成长性优异。本周多家建筑龙头公司发布 2018 年报或快报，**1) 央企业绩有所低于预期，财务费用增长与计提增加是主要原因。**中国铁建/中国中铁/中国交建/中国中冶/葛洲坝营收分别同比增长 7%/7%/2%/19%/-6%，业绩分别同比增长 12%/7%/-4%/5%/-1%；Q4 单季营收分别增长 9%/11%/-8%/16%/2%，业绩分别增长 -4%/-17%/-23%/4%/-11%。中国铁建和中国中铁 Q4 业绩低于预期主要是因财务费用大幅增长、计提增加以及毛利率有所下降（有可能是利润确认趋于保守）。中国交建业绩下滑系 2017Q4 转让振华重工确认较多投资收益致业绩基数较高，而 2018Q4 非经业绩大幅增长 28%，增长较快。在今年货币宽松、基建持续复苏环境下，预计今年建筑央企还将稳健增长。**2) 设计公司分化，龙头成长性优异。**苏交科、中设集团、设计总院及设研院营收分别同比增长 7%/51%/20%/22%，业绩分别同比增长 31%/34%/51%/31%；Q4 单季营收分别增长 -7%/34%/-15%/25%（苏交科 Q4 收入下降主要因 TestAmerica 出表所致），业绩分别增长 52%/31%/-24%/16%，Q4 单季苏交科及中设集团业绩显著加速，设计总院及设研院业绩增长有所下滑或放缓。龙头公司成长性更为优异。**3) 上海建工业绩略超快报，2018 年营收同比增长 20%，增速创 2011 年来新高，业绩同比增长 8%，略高于之前业绩快报其中扣非后归母净利润同比增长 28%，差异主要系 2017 年公司获政府补贴较多致基数较高；Q4 单季营收同比增长 30%，业绩同比增长 41%，四季度营收与业绩加速明显。**从投资角度看，由于目前基建复苏已经预期之中，节奏和强度上并未超预期，因此板块性机会并不显著，我们认为还需聚焦在绩优个股上，重点推荐兼具基本面与长三角政策弹性的交通基建设计龙头**苏交科、中设集团**，以及建工龙头**上海建工**。

图表 5: 三家建筑央企 2018 年收入目标及完成情况

公司名称	2018 年目标收入 (亿元)	同比增长	2018 年实际收入 (亿元)	同比增长	实际完成度
中国铁建	7008	3%	7301	7%	104%
中国中铁	6700	-3%	7404	7%	111%
中国交建	4900	1.5%	4909	2%	100%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 三家建筑央企 2018 年新签订单目标及完成情况

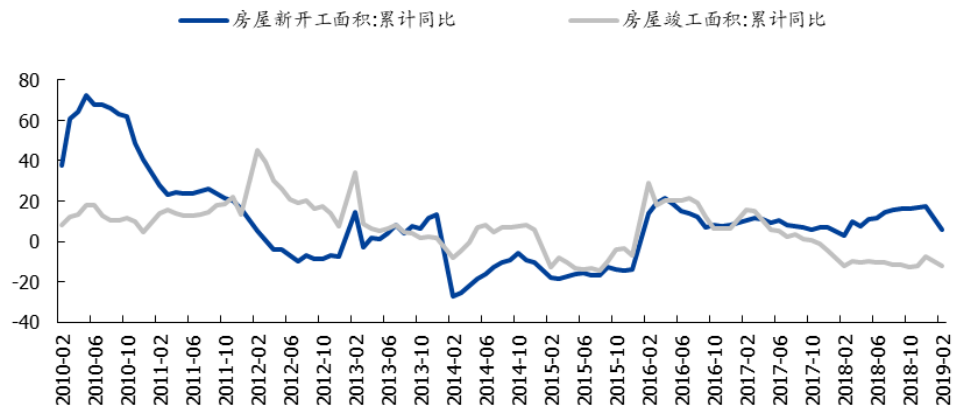
公司名称	2018 年目标新签合同额 (亿元)	同比增长	2018 年实际新签合同额 (亿元)	同比增长	实际完成度
中国铁建	15100	0%	15844	5%	105%
中国中铁	14800	-5%	16922	9%	114%
中国交建	9720	8%	8909	-1%	92%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

地产竣工趋快，销售改善预期提升，重点推荐装饰龙头。一方面，2018 年全国地产新开工增速持续加速，在补库存和交付压力下，今年施工和竣工应有所保障，招商蛇口、新城控股及蓝光发展 2019 年公告计划竣工较 2018 年实际竣工分别显著增长 100%、92% 及 19%。在竣工及交付有望加快背景下，装饰环节将从中受益，今年收入和盈利有望得到较强支撑，其中以住宅精装修、商业地产为主要业务内容的公装公司将率先受益，其次家装公司也有望跟随受益。另一方面，1 月地产销售数据惨淡使得市场对地产链预期都处于极低位置，近期货币环境趋于宽松，市场利率逐渐降低也逐渐传递至地产市场，而地产调控因城施策也有局部积极变化，结合 2 月以来销售降幅收窄、3 月至今重点城市日频交易数据好转（根据 Wind 数据，3 月 1 日至 28 日 30 大中城市商品房成交套数同比增长 27%，环比增长 79%；成交面积同比增长 25%，环比增长 73%），目前装饰板块极有可能迎来一轮估值提升。当前装饰龙头估值仍处较低水平，重点推荐订单逐季加速趋势清晰的装饰龙头**金螳螂**，装配式装修业务拓展成果显著的**亚厦股份**，有望受益

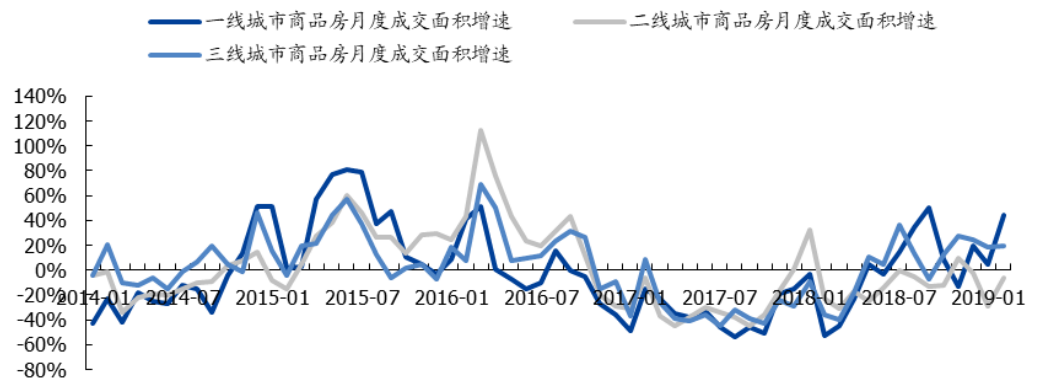
住宅精装修行业快速发展及长三角一体化建设的全筑股份，家装品牌龙头东易日盛，以及装饰主业迈入高质量发展期、医疗业务快速成长的江河集团。

图表 7: 全国房屋新开工面积及竣工面积累计同比增速 (%)



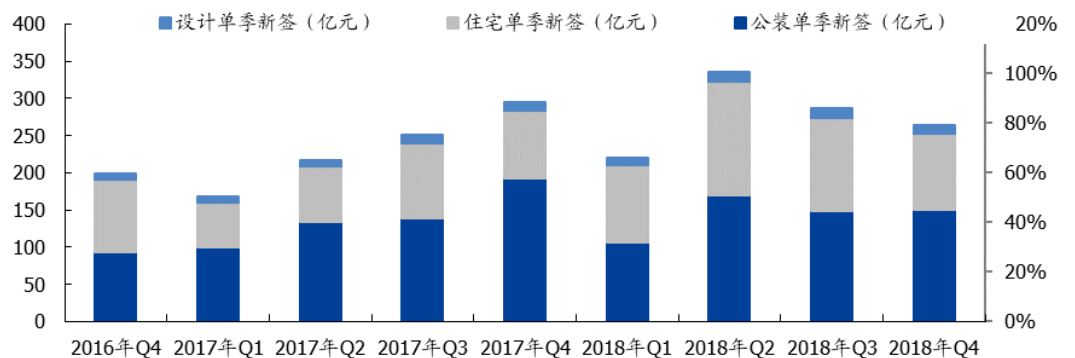
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 8: 30 大中城市商品房成交面积单月同比增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 13 家装饰上市公司逐季度新签订单情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 重点装饰公司估值情况

股票简称	股价	EPS			PE			PB
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
金螳螂	11.78	0.80	0.92	1.06	14.8	12.8	11.1	2.46
东易日盛	20.91	1.00	1.19	1.43	21.0	17.5	14.6	4.54
亚厦股份	6.68	0.28	0.36	0.51	24.2	18.3	13.1	1.14
全筑股份	7.38	0.50	0.66	0.83	14.6	11.2	8.9	2.31
江河集团	9.00	0.53	0.65	0.80	17.1	13.8	11.3	1.36

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2019 年 3 月 29 日收盘价, 其中江河集团 2018 年 EPS 为其年报计算值

政策推动装配式建筑应用加快, 看好细分领域技术龙头。本周住建部外发《建筑市场监管司 2019 年工作要点》, 强调要选择部分地区开展钢结构装配式住宅建设试点。推动试点项目落地, 在试点地区保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、易地扶贫搬迁中, 明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式, 推动建立成熟的钢结构装配式住宅建设体系。装配式技术推广有望加速, 储备雄厚的行业龙头有望快速崛起。**精工钢构**通过 PSC 钢结构+混凝土装配式技术有望快速推广装配式建筑业务, 兼顾钢结构和混凝土两种结构材料优点, 可大幅节省人力成本, 公司通过直营与技术加盟形式快速推广技术、提升市场份额, 并收取后续资源费及设计费, 目前已公告技术合作协议 4 单合计加盟费 2.2 亿元, 未来有望持续快速拓展。**亚厦股份**持续研发布局工业化装修, 可以大幅缩短工期、节省人力, 同时改善材料性能及提升环保性能, 在手专利已达 1008 项竞争壁垒显著。未来公司承接住宅精装修、高端公寓、酒店及家装业务市场潜力极大, 2018Q4 签约及中标 12.2 亿元住宅装配式装修订单, 标志其装配式装修产品已经具备一定商业化推广和应用条件。

图表 11: 推广装配式建筑政策汇总

时间	发布单位	政策名称	主要内容
2013.1.1	国家发改委、住建部	《绿色建筑行动方案》	提出“推广适合工业化生产的预制装配式混凝土、钢结构等建筑体系, 加快发展建设工程的预制和装配技术, 提高建筑工业化技术集成水平”。
2013.10.6	国务院	《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	指出“推广钢结构在建设领域的应用, 提高公共建筑和政府投资建设领域钢结构使用比例, 在地震等自然灾害高发地区推广轻钢结构集成房屋等抗震型建筑”。
2015.8.31	工信部、住建部	《促进绿色建材生产和应用行动方案》	提出“发展钢结构建筑和金属建材。在文化体育、教育医疗、交通枢纽、商业仓储等公共建筑中积极采用钢结构, 发展钢结构住宅。工业建筑和基础设施大量采用钢结构。在大跨度工业厂房中全面采用钢结构。推进轻钢结构农房建设”“推广预拌砂浆, 研发推广钢结构等装配式建筑应用的配套墙体材料。”“研究制定建材下乡专项财政补贴和钢结构部品生产企业增值税优惠政策。”
2015.11.4	国务院	国务院常务会议	提出结合棚改和抗震安居工程等, 展开钢结构建筑试点。
2016.2.1	国务院	《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	指出推广应用钢结构建筑, 结合棚户区改造、危房改造和抗震安居工程实施, 开展钢结构建筑推广应用试点, 大幅提高钢结构应用比例。
2016.2.6	中共中央、国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	指出在发展新型建筑方式方面加大政策支持力度, 积极稳妥推广钢结构建筑。力争用 10 年左右时间, 使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。
2016.3.5		政府工作报告	提出积极推广绿色建筑和建材, 大力发展钢结构和装配式建筑, 提高建筑工程标准和质量。
2016.9.14	国务院	国务院常务会议	认为按照推进供给侧结构性改革和新型城镇化发展的要求, 大力发展钢结构、混凝土等装配式建筑, 具有发展节能环保新产业、提高建筑安全水平、推动化解过剩产能等一举多得之效。会议决定以京津冀、长三角、珠三角城市群和常住人口超过 300 万的其他城市为重点, 加快提高装配式建筑占新建建筑面积的比例。
2016.9.27	国务院办公厅	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	要求按照适用、经济、安全、绿色、美观的要求, 推动建造方式创新, 大力发展装配式混凝土建筑和钢结构建筑, 不断提高装配式建筑在新建建筑

			中的比例。
2017.1.5	国务院	《“十三五”节能减排综合工作方案》	提出强化建筑节能，推广节能绿色建材、装配式和钢结构建筑。
2017.2	国务院	国务院常务会议	深化建筑业改革，推广装配式建筑。
2017.2	国务院	《关于促进建筑业持续健康发展的建议》	推广智能和装配式建筑。坚持标准化设计、工厂化生产、装配化施工、一体化装修、信息化管理、智能化应用，推动建造方式创新，大力发展装配式混凝土和钢结构建筑，在具备条件的地方倡导发展现代木结构建筑，不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例。力争用10年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%。
2017.3	住建部	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五规划”》	在有条件的农村地区推广轻型钢结构、现代木结构、现代夯土结构等新型房屋。结合农村危房改造稳步推进农房节能改造。
2017.3	住建部	《“十三五”装配式建筑行动方案》、《装配式建筑示范城市管理办法》、《装配式建筑产业基地管理办法》	《行动方案》“到2020年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上，其中重点推进地区达到20%以上，积极推进地区达到15%以上，鼓励推进地区达到10%以上。”“到2020年，培育50个以上装配式建筑示范城市，200个以上装配式建筑产业基地，500个以上装配式建筑示范工程，建设30个以上装配式建筑科技创新基地。”“突破钢结构建筑在围护体系、材料性能、连接工艺等方面的技术瓶颈。”“强化设计统筹地位，统筹全产业链发展。”
2017.7	住建部	《建筑业持续健康发展意见》分工方案	推广智能和装配式建筑——住房城乡建设部、发展改革委、工业和信息化部。
2018.3	住建部科技司	《2018年工作要点》	扩大绿色建筑强制推广范围，力争到今年底，城镇绿色建筑占新建建筑比例达到40%。
2018.12	住建部	全国住房和城乡建设工作会议	大力发展钢结构等装配式建筑，积极化解建筑材料、用工供需不平衡的矛盾，加快完善装配式建筑技术和标准体系。

资料来源：政府官网，国盛证券研究所

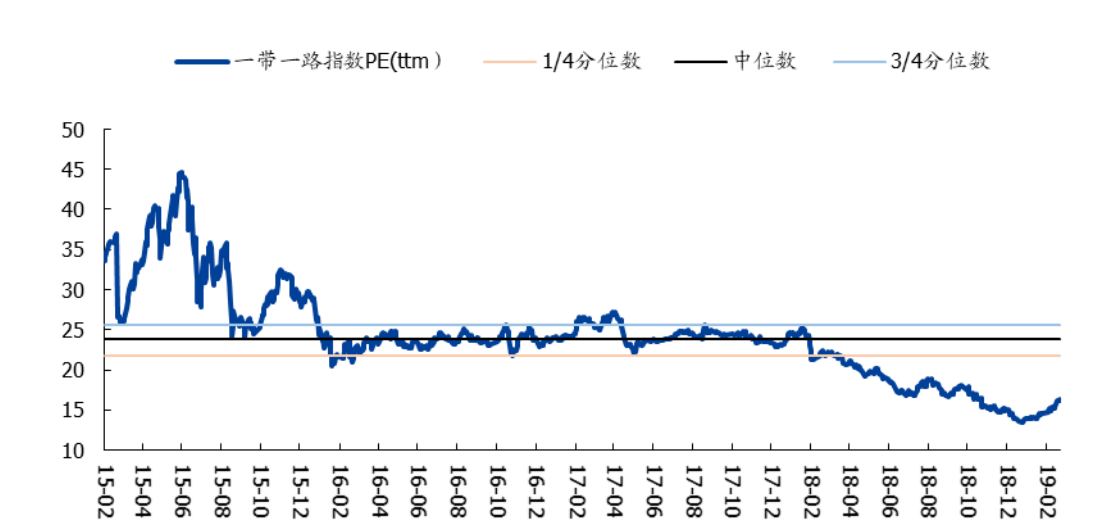
一带一路仍具机会，北方国际中长期成长性最优。本周外交部发言人耿爽表示一带一路目前已得到150多个国家和国际组织的积极响应和参与，最近欧方的一系列表态和举措表明，越来越多的欧洲国家认识到“一带一路”倡议的积极意义和其所蕴含的重要机遇。随着近期G7重要成员国意大利的加入，一带一路推进再获重大进展。4月下旬第二届一带一路峰会召开在即，本届峰会规格更高，规模更大，预定出席的外国国家元首和政府首脑人数将明显超过首届论坛，有望推动重大项目新签和生效，提振板块信心。同时在加大国企混改方面，两会提出今年将推出第四批100家以上的混改试点，国际工程公司及所属集团普遍列入央企改革试点与国改“双百行动”名单，板块关注度有望持续提升。我们当前国际工程板块催化明确，前期调整后目前平均19年12倍左右市盈率的估值仍低，重点推荐板块平台型公司**北方国际**（详见我们3月15日深度报告，我们认为是板块内中长期成长性最优标的）、**中工国际**（详见我们2月20日深度报告），其他可关注**中钢国际**（18年订单大幅改善）与**中材国际**（估值极低，有望受益“两材”整合）。

图表 12: “一带一路” + “国改”标的梳理

名称	市值(亿元)	所属概念	备注
中工国际	163	国有资本投资运营 双百行动企业	母公司为国有资本投资公司试点；公司列入国资委国企改革双百行动企业；拟收购标的中工中元列入国资委国企改革双百行动企业
中成股份	39	国有资本投资运营	母公司为国有资本投资运营试点
中材国际	122	双百行动企业	公司列入国资委国企改革双百行动企业
中钢国际	69	双百行动企业	公司列入国资委国企改革双百行动企业

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 13: 一带一路指数 PE (ttm) 走势图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 重点国际工程公司估值情况

股票简称	股价	EPS			PE			PB
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
中工国际	15.09	1.08	1.25	1.44	14.0	12.1	10.5	1.84
北方国际	11.19	0.77	0.92	1.07	14.5	12.2	10.5	2.06
中钢国际	6.18	0.35	0.44	0.50	17.6	14.1	12.2	1.71
中材国际	7.69	0.79	0.86	0.95	9.8	8.9	8.1	1.54
中工国际	15.09	1.08	1.25	1.44	14.0	12.1	10.5	1.84

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2019 年 3 月 29 日收盘价, 其中中钢国际、中材国际 2018 年 EPS 为其年报计算值

PPP 行业逐步迎来复苏, 优质民营 PPP 龙头有望快速成长。2019 年两会政府工作报告提出“有序推进政府与社会资本合作 (PPP)”, 与 2018 年报告中 PPP 内容缺位相比, 体现了管理层对经历规范整顿后的 PPP 持支持鼓励态度。近期财政部外发财金 10 号文肯定 PPP 行业发展方向, 明确合规 PPP 执行标准有利于促进当前 PPP 加快发展。结合当前信用趋于扩张、资金成本下降的环境下, 预计今年 PPP 行业将逐步迎来复苏。我们认为今年将持续分化, 部分前期陷入债务困境的企业仍需 1-2 年通过股权融资或业务动态收缩回笼资金来降低负债率、修复资产负债表, 这些公司的盈利规模目前具有不确定性, 未来市值将随盈利规模的逐步明确而重新定价; 而前期资金充足、业务合规稳健的公司有望在行业复苏期内实现快速成长, 重点推荐**龙元建设**(19 年预计增长 30%+, PE9X)、**岭南股份**(估值极低, 下修转债转股价后诉求显著增强)、**东珠生态**(无有息负债, 资产负债表质量极佳)。

投资策略

虽然基建仍在持续复苏, 但力度并未超出预期, 建筑央企年报业绩也普遍低于预期, 而目前建筑板块装配式建筑、一带一路、长三角一体化等细分行业政策催化丰富、个股活跃, 在当前市场风险偏好不断上升背景下, 建议多聚焦于具有成长性个股或具有细分行

业逻辑/政策催化个股。重点推荐：1) 兼具基本面优势与长三角一体化政策弹性的苏文科 (19年 PE14X)、中设集团 (19年 PE13X) 上海建工 (19年 PE10X) 龙元建设 (19年预计增长 30%+, PE10X); 2) 受益于装配式政策推进的钢结构龙头精工钢构 (PSC 钢结构技术有望不断提升市场份额, 目前已签署技术合作协议 4 单)、亚厦股份 (装配式装修龙头); 3) 地产链预期修复下的装饰龙头金螳螂 (订单逐季加速趋势清晰, 19年 PE13X)、全筑股份 (住宅精装修占比极高, 成长性好, 19年 PE11X)、东易日盛 (品牌家装龙头); 4) 具有一带一路明确催化、估值仍低的国际工程公司北方国际 (19年 PE12X, 潜在增长空间大), 中工国际 (19年 PE12X, 平台型龙头), 关注中钢国际 (19年 PE14X, 18年订单大幅改善) 与中材国际 (19年 PE9X)。

风险提示

房地产竣工与销售低于预期风险, 政策变化或执行力度不及预期风险, 信用风险, 项目执行风险, 应收账款风险, 海外经营风险等。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com