

建筑装饰行业月度分析报告

基建投资持续回升，建筑 PMI 仍处高景气区间

● 4月建筑板块跑输大盘，钢结构板块表现较好

4月SW建筑装饰指数下跌7.43%，跑输沪深300指数5.91pct。子板块方面，钢结构板块表现较好，上涨0.41%。截止4月底，建筑板块PE(TTM,整体法)11.51倍，PB(LF)1.17倍，估值水平平均仍处于历史底部水平。

● 基建发力助建筑PMI重回高景气区间，后期竣工增速有望回暖

基建产业链：根据国家统计局数据，1-3月基建投资(不含电力)2.24万亿元，同增4.4%，增速较1-2月提升0.1pct，基建投资延续18Q4以来持续温和回升趋势；1-2月基建投资(含电力)2.64万亿元，同增2.95%，增速较1-2月提升0.45pct，政策宽松效果逐步显现。分行业看，1-3月铁路投资同增11.0%，较1-2月下降11.5pct，其中3月铁路投资同比持平；1-3月道路投资同增10.5%，较1-2月下降2.5pct，其中3月道路投资同比+0.2%。PMI方面，19年4月制造业PMI环比回落0.4pct至50.1%，低于去年同期值1.3pct；4月大、中、小型企业PMI分别为50.8%，49.1%，49.8%。在季节性回调的情况下制造业PMI仍连续2月位于荣枯线以上，表明需求端基建、地产支撑作用仍存。不过PMI分项生产指数回落0.6pct，1-3月工业企业利润同比下滑3.3%，表明经济虽有韧性但仍有下行压力。

地产产业链：根据国家统计局数据，19年1-3月房地产开发投资同比增长11.8%，增速较18年1-12月份上升2.3pct，继续维持高位。从建筑产业链看，17-18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，均可预计19年竣工增速有望回暖。

● 信用利差持续走低，地方债发行规模保持高增

根据中国人民银行数据，3月社融规模增量为2.86万亿元，同比多增1.28万亿元，社融高增表明宽信用效果逐步显现，信贷环境明显改善。此外，根据Wind数据，截止4月底，AAA/AA+/AA级建筑装饰产业债信用利差分别较3月高点下降8.38/3.38/65.79bp，信用利差持续走低，表明企业融资成本持续降低。根据Wind数据，19年1-4月地方债共计发行16334亿元，高于去年同期的4928亿，而发改委数据显示1-4月发改委审批项目投资总额同比增长37%，基建发力贡献仍较大。政府工作报告提出2019年新增3.08万亿元地方政府债务。财政部表示，争取9月底完成新增债券发行工作。据此推算，余下的5个月时间内，平均每个月按照发行2900亿元的节奏即可完成地方债发债任务，与年初的规模相比，压力较小。

● 第二届“一带一路”峰会在京召开，投资合作继续稳步推进

根据一带一路官网，4月25-27日，第二届“一带一路”国际合作高峰论坛在京召开，介绍了过去两年“一带一路”建设的工作进展。会议形成投资类项目及项目清单、融资类项目、中外地方政府和企业开展的合作项目，共6大类283项。根据商务部数据，2019年1-3月，我国对外承包工程累计新签合同总额为506.1亿美元，同比增长13.5%。19年3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183亿美元，同比增长150%，新签订单明显复苏，随着高峰论坛召开，有助于刺激订单持续落地。

● 行业观点及重点公司

历史上看，2008-2018年建筑装饰板块5月平均收益为-2.1%，10年中跑赢大盘4次，子板块方面，装修装饰板块表现最好，平均收益4.6%，其次是园林工程板块，平均收益为3.8%。公司方面，我们认为逆周期政策仍有连贯性，企业估值提升由流动性向业绩弹性转换，建议关注三条主线：1)基建投资持续回升，利好业绩高成长的前端设计/检测公司(如中设集团/苏交科/国检集团等)；2)地产竣工回暖利好住宅全装修公司业绩提升(如金螳螂/全筑股份等)；3)关注装配式钢结构/长三角一体化等业绩主题兼具的板块性机会(如精工钢构/上海建工等)。

● **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

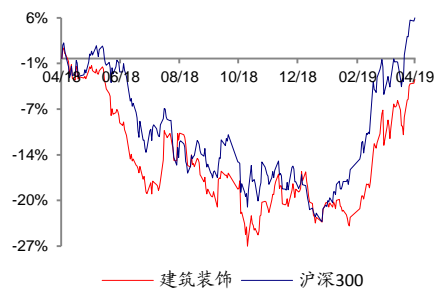
前次评级

买入

报告日期

2019-05-07

相对市场表现



分析师：

姚遥



SAC 执证号：S0260517070002



SFC CE No. BMS332



021-60750610



gfyayao@gf.com.cn

相关研究：

建筑行业18年报及19年一季报分析:营收平稳增长,业绩触底回升,订单持续改善 2019-05-05

建筑装饰行业:建筑PMI仍处高景气区间,19Q1板块业绩增速触底回升 2019-05-05

建筑装饰行业:逆周期调节体现相机抉择,关注高业绩弹性板块 2019-04-28

建筑装饰行业:逆周期调节体现相机抉择,关注高业绩弹性板块

建筑装饰行业:逆周期调节体现相机抉择,关注高业绩弹性板块

建筑装饰行业:逆周期调节体现相机抉择,关注高业绩弹性板块

性板块

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	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中设集团	603018.SH	CNY	19.03	2019/4/30	买入	24.60	1.62	2.02	11.78	9.41	5.86	4.59	17.36	17.85
上海建工	600170.SH	CNY	3.81	2019/3/29	买入	4.40	0.36	0.41	10.49	9.28	3.25	2.05	9.59	9.77
国检集团	603060.SH	CNY	25.80	2019/4/28	买入	30.00	1.06	1.28	24.35	20.12	18.46	14.50	16.62	16.74
全筑股份	603030.SH	CNY	6.58	2019/4/3	买入	10.00	0.63	0.79	10.46	8.34	4.27	3.52	15.66	16.42
金螳螂	002081.SZ	CNY	10.23	2019/4/27	买入	12.20	0.91	1.03	11.21	9.91	8.53	7.24	15.94	14.55
东易日盛	002713.SZ	CNY	17.15	2019/4/22	买入	22.00	1.16	1.36	14.85	12.57	8.08	5.75	20.15	19.12
中国交建	601800.SH	CNY	11.42	2019/4/2	买入	14.30	1.30	1.43	8.77	7.97	8.43	7.62	10.75	10.58
中国铁建	601186.SH	CNY	10.10	2019/4/1	买入	13.50	1.51	1.66	6.68	6.07	4.51	4.56	10.75	10.58
苏文科	300284.SZ	CNY	10.47	2019/4/16	买入	15.00	0.95	1.15	10.97	9.14	6.71	5.40	15.44	15.63
中国建筑	601668.SH	CNY	5.84	2019/4/12	买入	8.10	1.01	1.11	5.78	5.25	3.60	3.35	14.71	13.94

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、19年4月SW建筑板块跑输大盘，钢结构板块表现较好.....	6
二、基建发力助建筑PMI重回高景气区间，后期竣工增速有望回暖.....	8
19年1-3月基建投资同比增长4.4%，基建投资增速持续回升.....	8
19年1-3月制造业投资累计同比增长4.6%，4月制造业PMI重回荣枯线以上.....	11
19年1-3月房地产开发投资同比增长11.8%，后期竣工增速有望回暖.....	12
19年4月建筑PMI有所回落但仍处较高景气区间，经济承压基建稳增长仍为重要方向.....	14
三、信用利差持续走低，地方债发行规模保持高增.....	16
信用与融资：社融、信贷实现高增，信用利差持续走低.....	16
成本端：水泥价格有所上升，钢铁价格触底反弹.....	17
四、PPP项目落地率稳步提升，未来有望逐渐规范化.....	18
五、第二届“一带一路”峰会在京召开，投资合作继续稳步推进.....	19
六、行业观点及重点公司.....	21
风险提示.....	23

图表索引

图 1: SW 建筑装饰板块及沪深 300、上证综指走势图	6
图 2: 4 月主题板块涨跌幅	6
图 3: 4 月 SW 一级子板块涨跌幅	6
图 4: 4 月 SW 建筑装饰三级子板块涨跌幅	7
图 5: 各板块 PE (TTM, 整体法) 估值情况 (2019/4/30) (单位: 倍)	7
图 6: 各板块 PB (LF) 估值情况 (2019/4/30) (单位: 倍)	7
图 7: SW 建筑装饰板块及沪深 300 指数历年 PE (TTM, 整体法) 走势图 (单位: 倍)	7
图 8: SW 建筑装饰板块及沪深 300 指数历年 PB (LF) 走势图 (单位: 倍)	7
图 9: 全社会固定资产投资累计值 (左轴) 及其同比 (右轴)	8
图 10: 狭义基建投资 (左轴) 及累计同比 (右轴)	9
图 11: 全国交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额 (左轴) 及累计同比 (右轴)	9
图 12: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	9
图 13: 水利、环境和公共设施管理业投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	10
图 14: 道路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	10
图 15: 铁路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	10
图 16: 航空运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	10
图 17: 水上运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	10
图 18: 制造业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	11
图 19: 石油加工、焦炼及核燃料加工业投资情况	12
图 20: 化学原料及化学制品制造业投资情况	12
图 21: 4 月制造业 PMI 重回荣枯线以上 (单位: %)	12
图 22: 大、中、小型企业 PMI 指数 (单位: %)	12
图 23: 房地产开发投资完成额累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	13
图 24: 土地交易价格价款累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	13
图 25: 全国土地购置面积 (左轴) 及同比 (右轴)	13
图 26: 全国商品房销售面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	14
图 27: 全国房屋新开工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	14
图 28: 全国房屋施工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	14
图 29: 全国房屋竣工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	14
图 30: 建筑业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	15
图 31: 建筑业总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)	15
图 32: 建筑工程总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)	15
图 33: 安装工程总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)	15
图 34: 竣工总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)	15
图 35: 近期 10 年期国债收益率有所下滑	16
图 36: 建筑装饰产业债信用利差 (BP)	16

图 37: 地方专项债单月发行额 (单位: 亿元)	17
图 38: 地方债单月发行额 (单位: 亿元)	17
图 39: 水泥当月产量 (左轴) 及同比 (右轴)	17
图 40: 水泥价格指数	17
图 41: 中厚板市场价 (元/吨)	18
图 42: 螺纹钢市场价 (元/吨)	18
图 43: 明树月度 PPP 成交数据	18
图 44: PPP 各阶段项目投资金额变化 (单位: 亿元)	19
图 45: PPP 项目落地率变化情况	19
图 46: 我国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)	20
图 47: 我国对外承包工程业务完成额累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	20
图 48: 我国在“一带一路”沿线国家对外承包工程新签合同额 (左轴) 及同比 (右轴)	20
图 49: 我国在“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 (%)	20
图 50: 2008-2018 年 SW 建筑板块跑赢大盘次数 (左轴) 及超额收益情况 (右轴)	21
图 51: 历年 4 月各子板块平均收益情况 (2010 年-2018 年)	21

表 1: 历年 Q2 建筑板块及各细分子板块市场表现情况	21
------------------------------------	----

一、19年4月SW建筑板块跑输大盘，钢结构板块表现较好

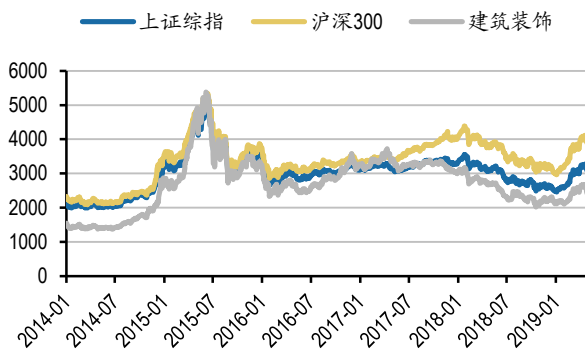
受市场整体趋势影响，19年4月建筑装饰指数下跌7.43%，跑输沪深300指数5.91个百分点。

子板块方面：钢结构涨幅最大(0.41%)，园林工程跌幅最大(-9.70%)；

主题方面：国企改革跌幅最小(-1.4%)，而京津冀一体化跌幅最大(-9.1%)。

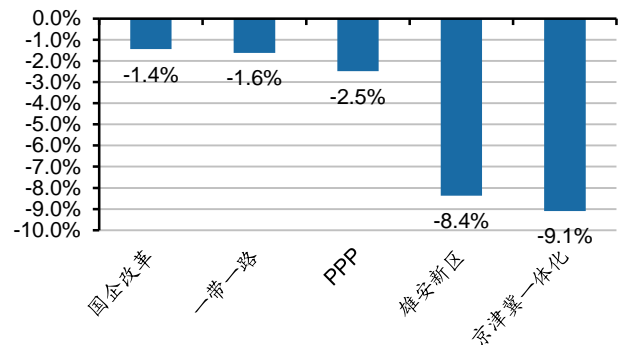
板块估值：目前建筑板块的PE(TTM, 整体法)约11.51倍，仅高于煤炭开采、钢铁、房地产和银行，低于其他各行业；PB(LF)约1.17倍，仅高于煤炭开采、钢铁、银行，低于其他各行业。目前板块PE, PB仍为历史底部水平。

图 1: SW建筑装饰板块及沪深300、上证综指走势图



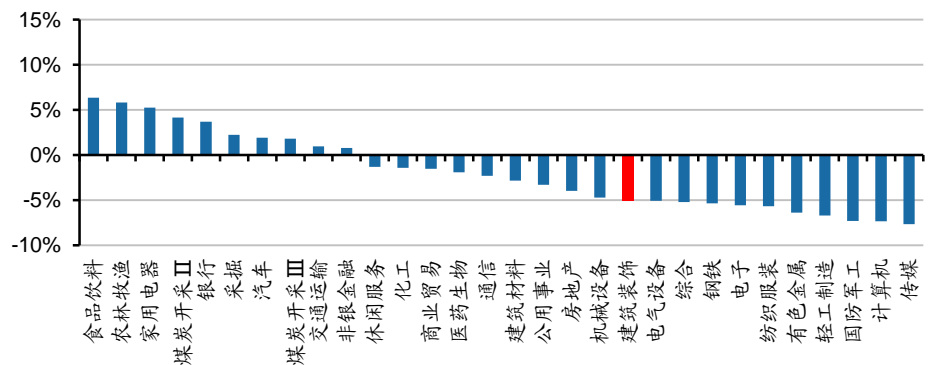
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 2: 4月主题板块涨跌幅



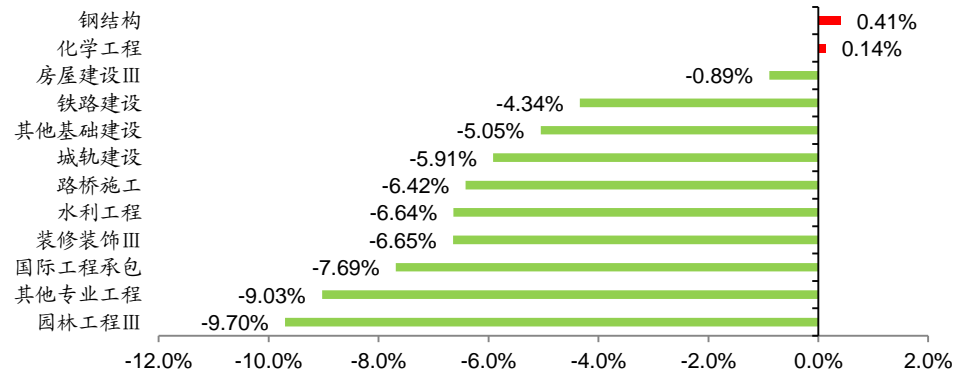
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 3: 4月SW一级子板块涨跌幅



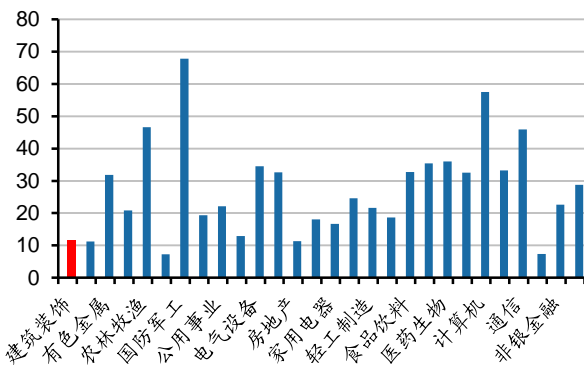
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 4: 4月SW建筑装饰三级子板块涨跌幅



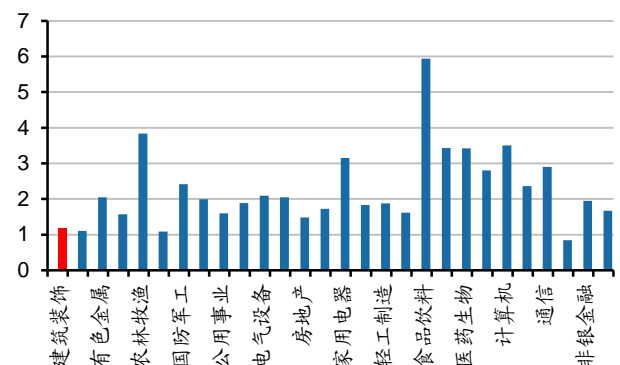
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 5: 各板块PE (TTM, 整体法) 估值情况 (2019/4/30) (单位: 倍)



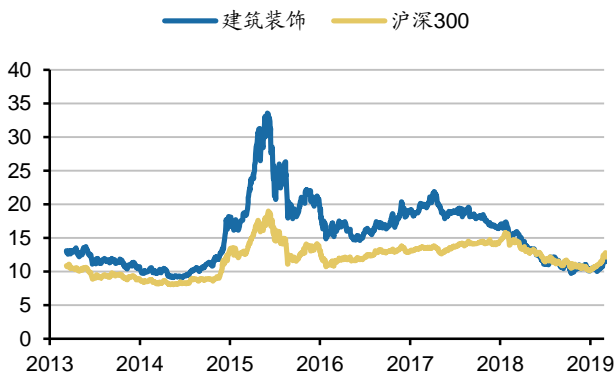
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 6: 各板块PB (LF) 估值情况 (2019/4/30) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 7: SW建筑装饰板块及沪深300指数历年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: SW建筑装饰板块及沪深300指数历年PB (LF) 走势图 (单位: 倍)

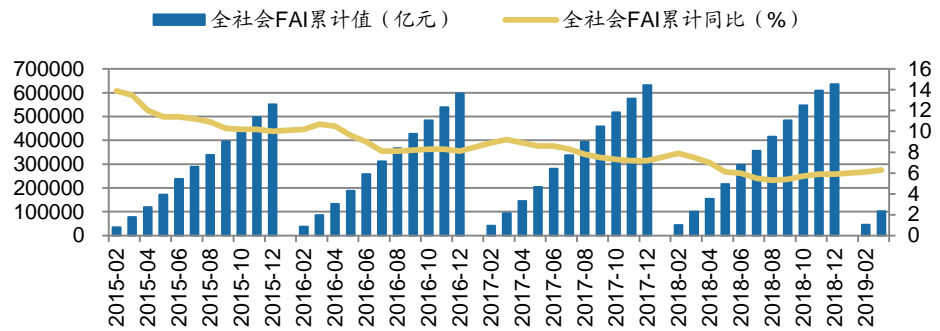


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

二、基建发力助建筑 PMI 重回高景气区间，后期竣工增速有望回暖

根据国家统计局数据，2019年1-3月份全国固定资产投资累计10.19万亿元，累计同比增长6.3%，增速较18年1-12月累计增速略有上升。

图 9：全社会固定资产投资累计值（左轴）及其同比（右轴）



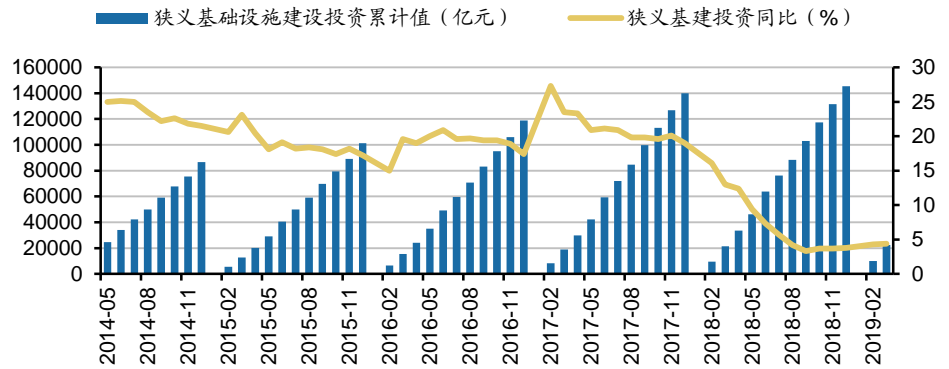
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

19年1-3月基建投资同比增长4.4%，基建投资增速持续回升

根据国家统计局数据，19年1-3月固定资产投资同比增长6.3%，较18年1-12月增速提升0.4pct。其中，19年1-3月狭义基建投资同比增长4.4%，增速较18年1-12月增长0.6pct；而19年1-3月广义基建投资较上年同期增长3.8%，较18年1-12月增幅提升1.8pct，基建发力迹象较为明显，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：

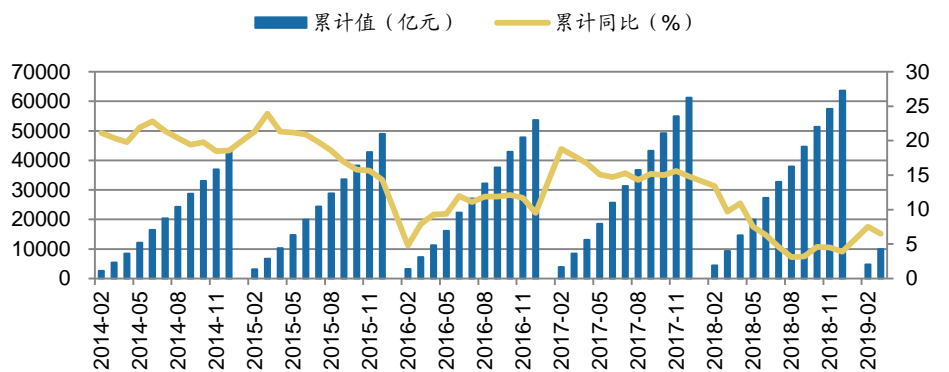
- 交通运输、仓储和邮政业：19年1-3月累计同比为+6.5%，较18年1-12月累计同比上升2.6pct。进一步细分来看，19年1-3月道路运输业基础建设投资累计同比+10.5%，较18年1-12月累计同比增速上升2.3pct；19年1-3月铁路运输固定资产投资累计同比为+11.0%，较18年1-12月累计同比增速上升16.1pct；19年1-3月航空运输固定资产投资累计同比为-12.3%，较18年1-12月累计同比增速下降17.1pct。
- 电力、热力、燃气及水的生产和供应业：19年1-3月累计同比为+0.7%，较18年1-12月累计同比增速上升7.4pct。
- 水利、环境和公共设施管理业：19年1-3月累计同比为+1.0%，较18年1-12月累计同比增速下降2.3pct；

图 10: 狭义基建投资 (左轴) 及累计同比 (右轴)



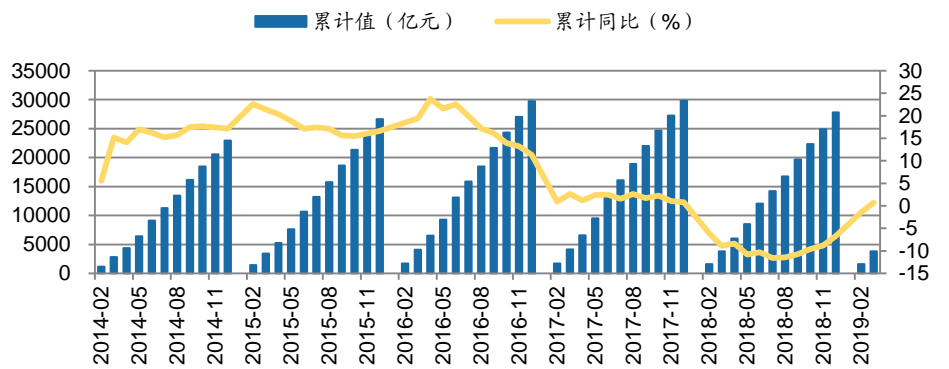
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 11: 全国交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额 (左轴) 及累计同比 (右轴)



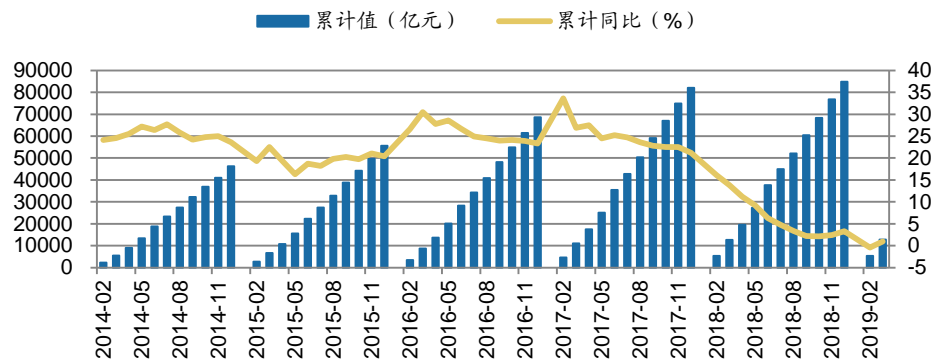
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 12: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



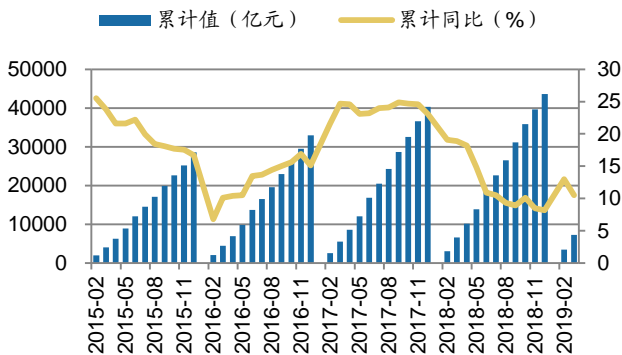
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 13: 水利、环境和公共设施管理业投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



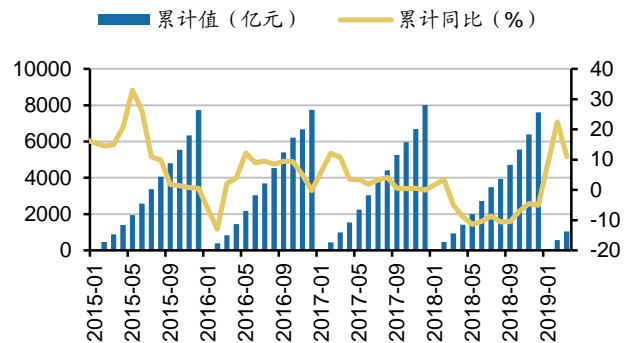
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 14: 道路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



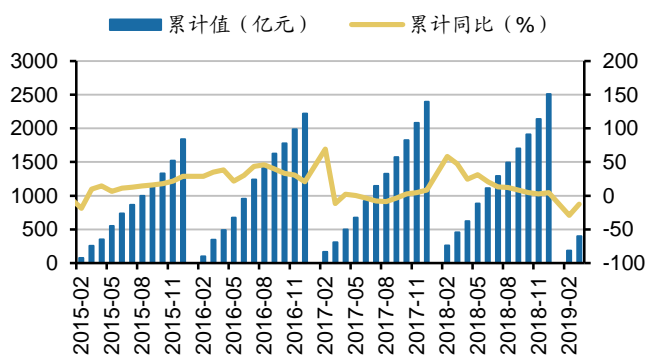
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 15: 铁路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



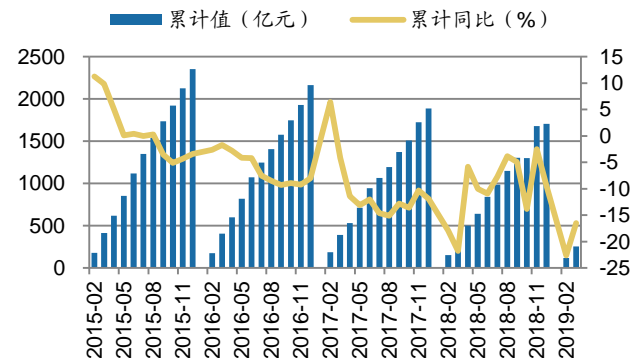
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 16: 航空运输业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

图 17: 水上运输业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

2018年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。

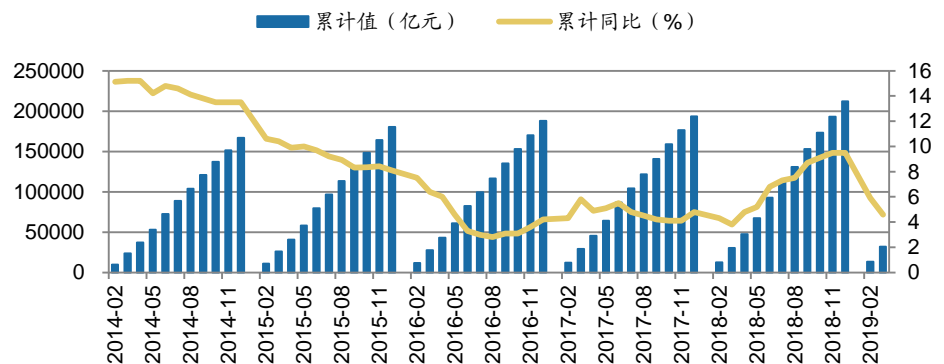
此外，《指导意见》表示将重点关注脱贫攻坚、铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保和社会民生等基建领域，中西部铁路及国家高速建设也被重点提及，我们认为扶贫及交通水利等仍是基建补短板重要方向，后期中央财政对相关领域的支持力度有望增强。

19年1-3月制造业投资累计同比增长4.6%，4月制造业PMI重回荣枯线以上

根据国家统计局数据，19年1-3月制造业固定资产投资累计同比为+4.6%。较18年1-12月累计同比增速下降4.9pct。其中，19年1-3月化学原料及化学制品制造业累计投资同比增速为11.3%，较18年1-12月累计同比增速提升5.3pct。

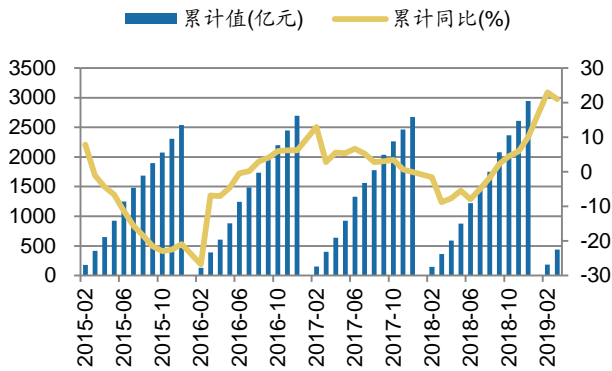
19年4月制造业PMI环比回落0.4 pct至50.1%，低于去年同期值1.3pct；4月大、中、小型企业PMI分别为50.8%，49.1%，49.8%。在季节性回调的情况下制造业PMI仍连续2月位于荣枯线以上，表明需求端基建、地产支撑作用仍存。不过PMI分项生产指数回落0.6 pct，1-3月工业企业利润同比下滑3.3%，表明经济虽有韧性但仍有下行压力。

图 18: 制造业固定资产投资累计值（左轴）及同比（右轴）



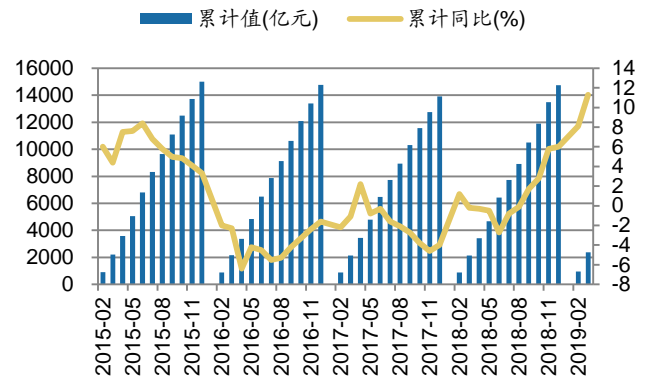
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 19: 石油加工、焦炼及核燃料加工业投资情况



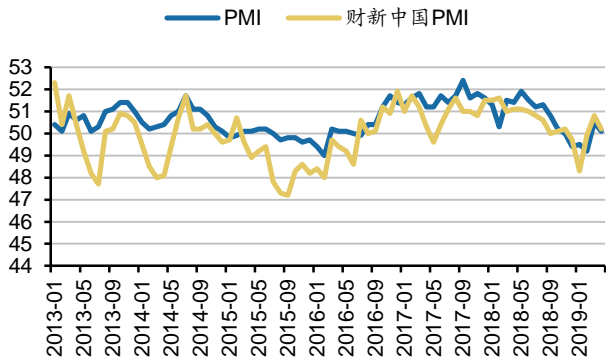
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 20: 化学原料及化学制品制造业投资情况



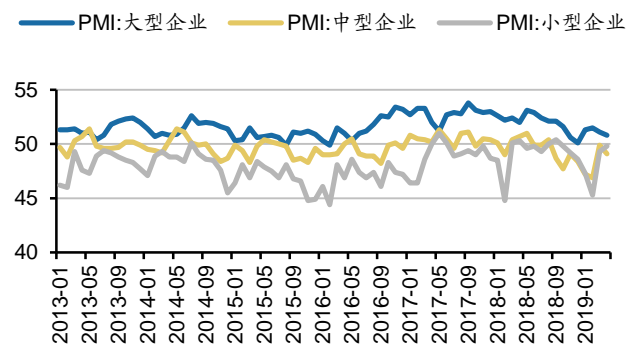
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 21: 4月制造业PMI重回荣枯线以上（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：%）

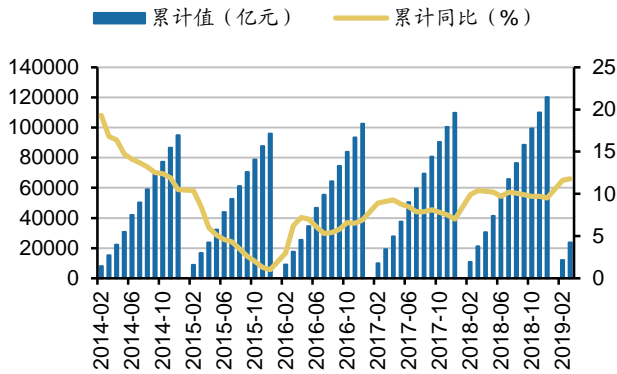


数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

19年1-3月房地产开发投资同比增长11.8%，后期竣工增速有望回暖

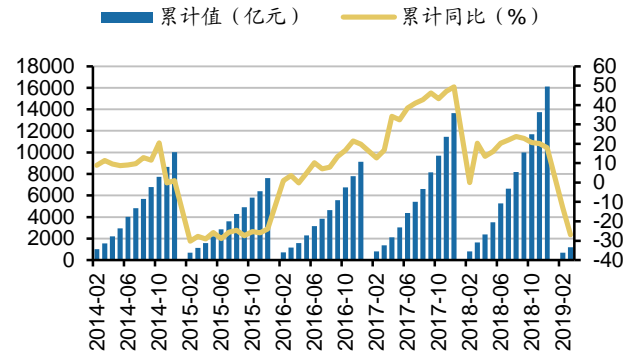
根据国家统计局数据统计，19年1-3月房地产开发投资同比增长11.8%，增速较18年1-12月份上升2.3pct，土地交易价款方面，19年1-3月土地交易价款累计达1194亿元，累计同比下降27.0%，较18年1-12月累计同比增速下降45.0pct；从土地购置面积看，19年1-3月全国土地购置面积达2543.3万平方米，累计同比下降33.1%，增速较18年1-12月下降47.3pct。两会财政部公布19年立法工作未提及房地产税，地产调控政策趋缓，利好后期行业估值修复。

图 23: 房地产开发投资完成额累计值 (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

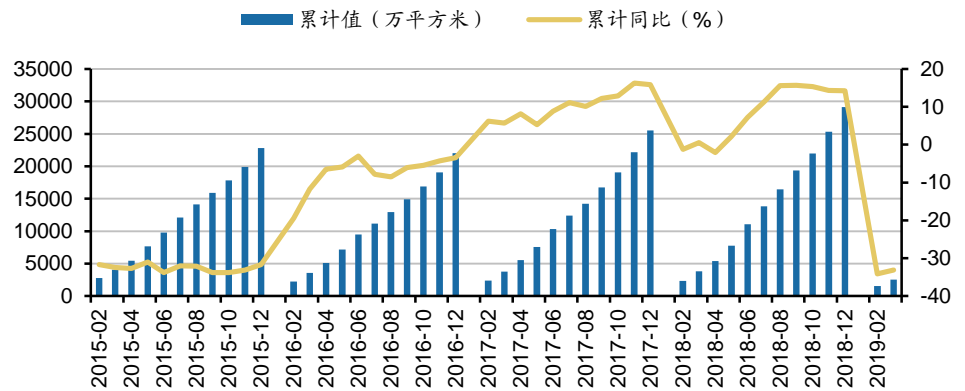
图 24: 土地交易价格价款累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

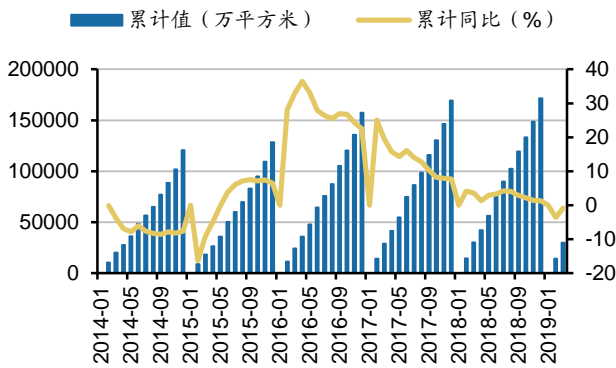
19年1-3月房屋销售、新开工、施工、竣工面积同比分别增长-0.9%/+11.9%/+8.2%/-10.8%，增速较18年1-12月分别变动-2.2/-5.3/+3.0/-3.0pct。19年1-3月销售面积增速继续下滑，新开工增速放缓，房屋施工节奏加快，房企竣工交付速度回落。从建筑产业链看，17-18年住宅竣工已连续两年负增长，而15-18年期房销售仍逐年增长，无论从建设周期或交房周期来看，均可预计19年竣工增速有望回暖。

图 25: 全国土地购置面积 (左轴) 及同比 (右轴)



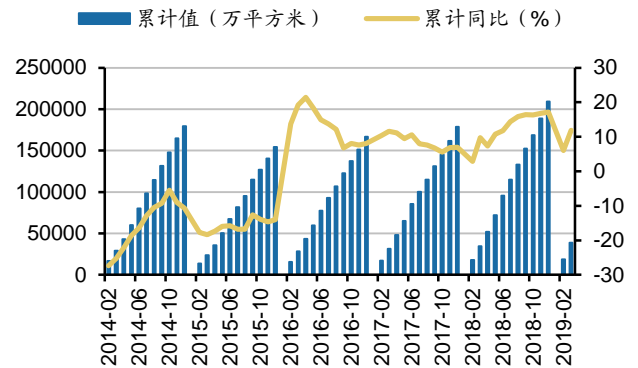
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 26: 全国商品房销售面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



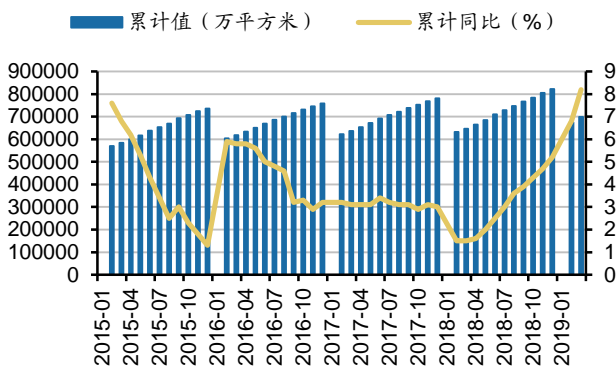
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 27: 全国房屋新开工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



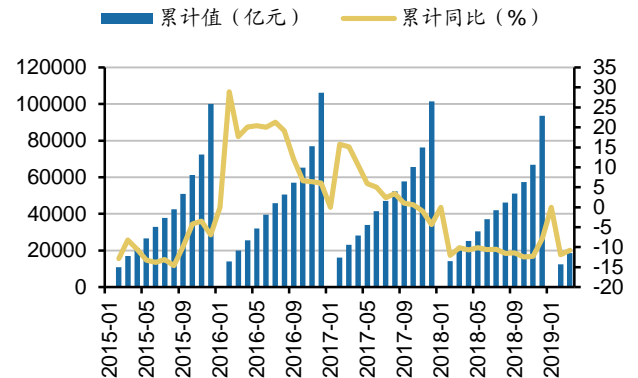
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 28: 全国房屋施工面积累计值 (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

图 29: 全国房屋竣工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



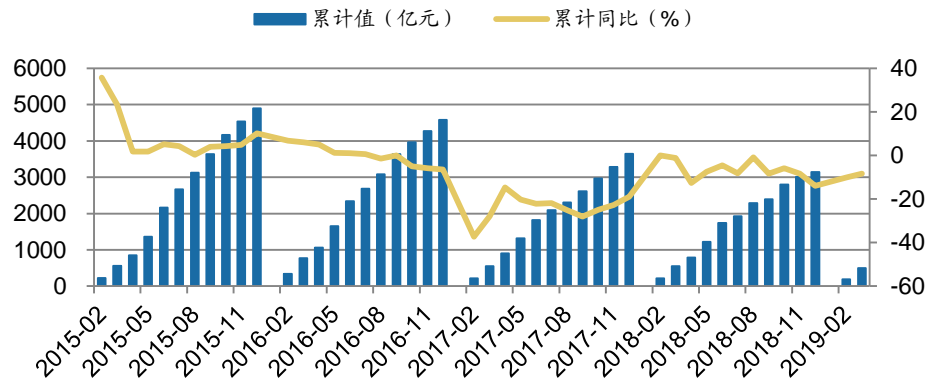
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

19年4月建筑PMI有所回落但仍处较高景气区间，经济承压基建稳增长仍为重要方向

4月建筑PMI仍处于高景气区间，经济承压基建稳增长仍为重要方向。19年4月建筑业PMI环比下降1.6 pct至60.1%，较去年同期下降0.5 pct，建筑业新订单指数环比下降3.3 pct至54.6%，两者均有所回落但仍处于较高景气区间。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。

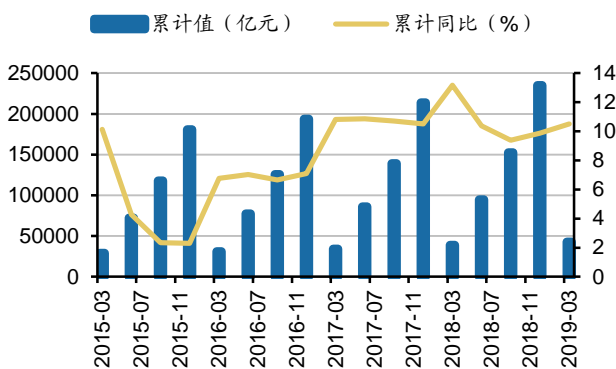
另外，18年四季度建筑业总产值累计达235086亿元，同比增长9.88%。其中，建筑工程总产值累计达207586亿元，同比增长9.74%；安装工程总产值累计达19630亿元，同比增长9.78%；竣工总产值累计达120786.22亿元，同比增长3.42%。

图 30: 建筑业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



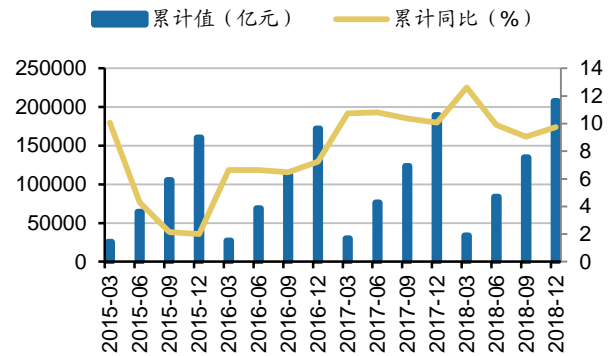
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 31: 建筑业总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



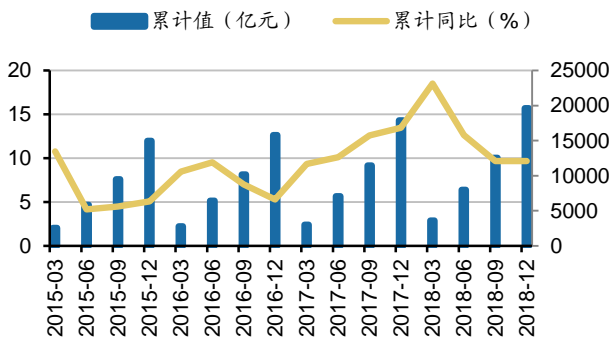
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 32: 建筑工程总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



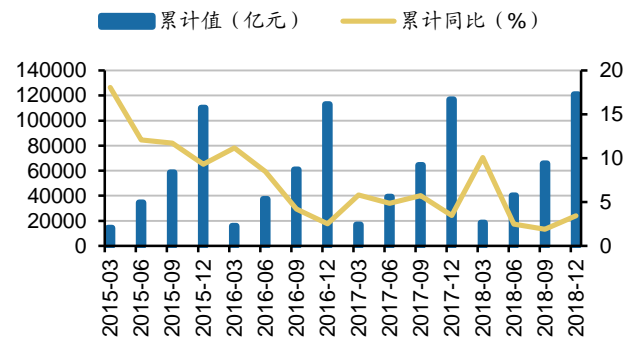
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 33: 安装工程总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



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 (左轴) 及累计同比 (右轴)



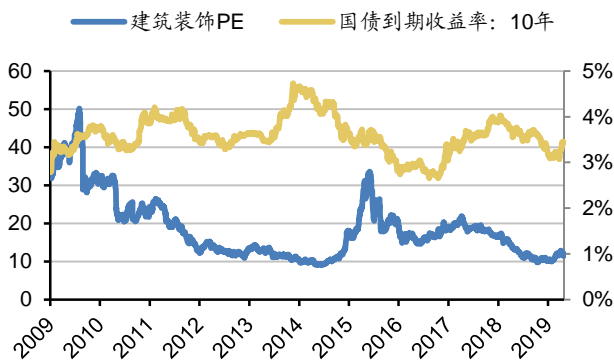
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

三、信用利差持续走低，地方债发行规模保持高增

信用与融资：社融、信贷实现高增，信用利差持续走低

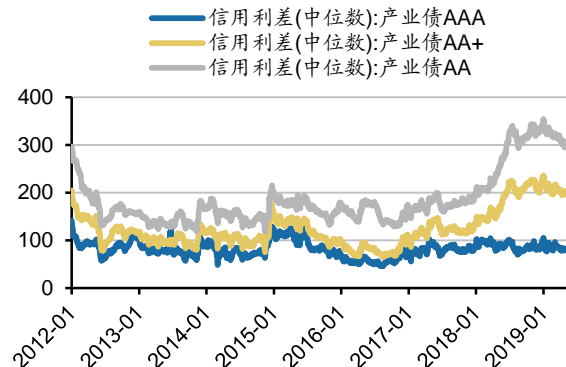
根据中国人民银行数据，3月社融规模增量为2.86万亿元，同比多增1.28万亿元；其中3月新增信贷1.69万亿，同比多增0.58万亿元。社融即信贷保持高增，表明宽信用效果逐步显现，信贷环境明显改善。此外，根据Wind数据，截止4月底，AAA/AA+/AA级建筑装饰产业债信用利差分别较3月高点下降8.38/3.38/65.79bp，信用利差持续走低，表明企业融资成本持续降低，尤其反映民营企业融资成本的AA级建筑装饰产业债信用利差降低明显，后续融资环境有望持续改善。

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

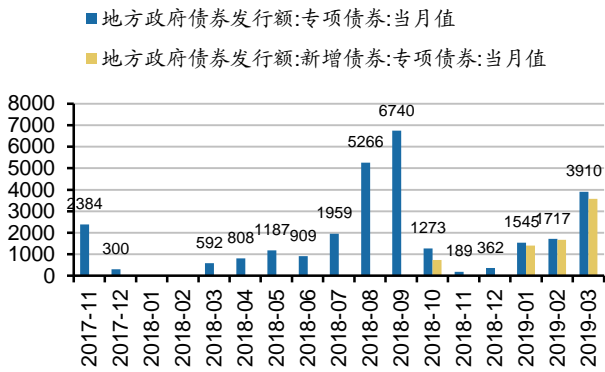
根据Wind数据，19年1-4月地方债共计发行16334亿，高于去年同期的4928亿，1-4月发改委审批项目投资总额（包含审批类、核准类、备案类）同比增长37%，基建发力贡献仍较大。政府工作报告提出2019年新增3.08万亿元地方政府债务。财政部表示，争取9月底完成新增债券发行工作。据此推算，余下的5个月时间内，平均每个月按照发行2900亿元的节奏即可完成地方债发债任务，与年初的规模相比，压力较小。

1月9日，全国人大常委会正式授权国务院提前下达2019年地方政府新增债务限额合计1.39万亿元，2019年一季度发行的新增债券规模已占提前下达限额的75.96%。今年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年增加8000亿元，为重点项目建设提供资金支持，为稳投资、补短板、调结构发挥重要作用，新增专项债发行进度的提前为2019年地方基础设施建设提供了资金来源，目前距离提前下发限额还有接近3300亿元的新增地方债券发行空间，3月24日在中国发展高层论坛2019年年会上，财政部部长刘昆表示今年将加快地方政府债券发行使用，争取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。

预计全年地方债的发行节奏将呈现“前高后低”的趋势，资金也有望投向棚户区改造、铁路和公路等交通基础设施与水利等领域。并且，地方债的加快发行，也将有助

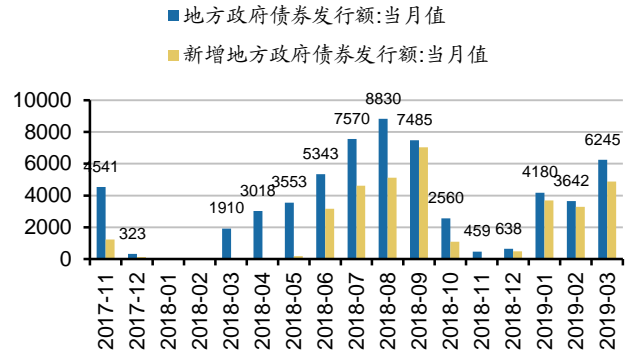
于对冲经济下行的压力。随着地方债发行的平稳推进，后期基建项目执行进度有望持续加快。

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)



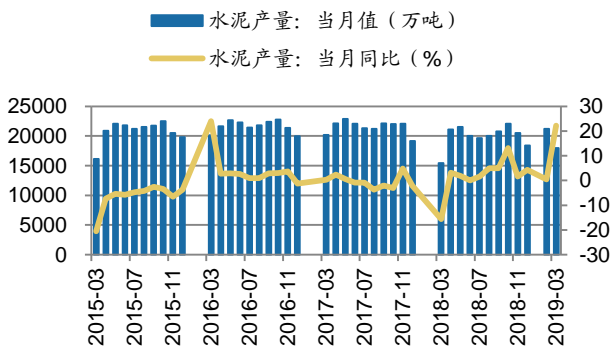
数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

成本端: 水泥价格有所上升, 钢铁价格触底反弹

19 年 1-3 月水泥产量为 39160 万吨, 较去年同比增长 4.01%, 较 18 年 12 月增速下降 0.29pct, 水泥产量保持平稳; 截止 19 年 4 月底, 水泥价格指数达到 149.67, 较 4 月初上升 1.60%。水泥价格本月初显上升趋势但幅度不大, 对建筑企业成本端仍有正面影响。

钢价方面, 19 年 1 月螺纹钢价格与中厚板价格在持续下降后有所回升, 以钢材为主要原材料的建筑公司的成本压力略有增加。

图 39: 水泥当月产量 (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

图 40: 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 41: 中厚板市场价 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 42: 螺纹钢市场价 (元/吨)

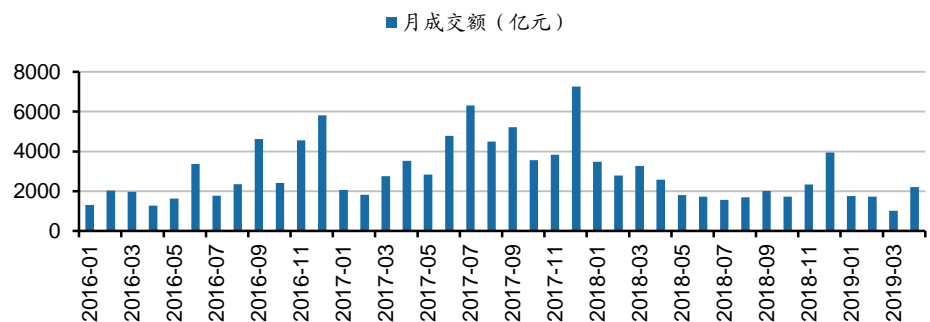


数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

四、PPP 项目落地率稳步提升，未来有望逐渐规范化

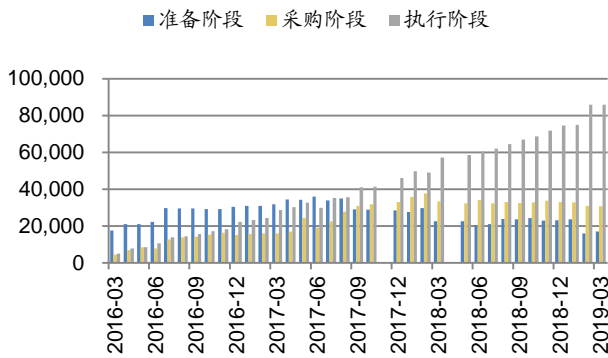
自2017年11月92号文颁布以来，各地累计清理退库项目2428个、涉及投资额2.9万亿元，整改完善项目2005个、涉及投资额3.1万亿元。PPP管理库项目经过上半年一系列规范整改，现已进入平稳发展期。根据明树数据统计，19年2/3/4月单月成交量分别为1714/1051/2198亿元，项目成交规模相比18年同期有明显下降。截止19年3月底，PPP累计成交额前三名的行业为交通运输、市政工程、城镇综合开发，分别成交53361.5/49472.0/23371.2亿元，合计占据总成交额的71.3%。而根据财政部数据，19年3月准备/采购/执行阶段的项目投资额分别为17083/30824/85906亿元，项目落地率达到63.9%，落地速度继续加快。

图 43: 明树月度PPP成交数据



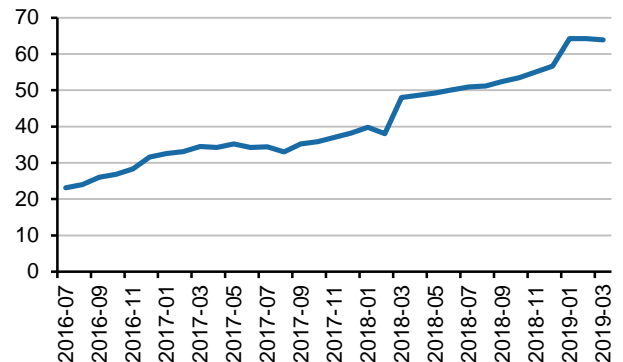
数据来源: 明树数据、广发证券发展研究中心

图 44: 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 45: 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

2019年3月7日, 财政部发布《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》。《意见》既肯定了政府和社会资本合作 (PPP) 模式在稳增长、促改革、惠民生方面发挥了积极作用, 也指出当前存在超出自身财力、固化政府支出责任、泛化运用范围等问题。财政部此次发文提出PPP规范发展的总体要求, 要求各级财政部门要进一步提高认识, 遵循“规范运行、严格监管、公开透明、诚信履约”的原则, 切实防控地方政府隐性债务风险, 坚决打好防范化解重大风险攻坚战, 扎实推进PPP规范发展, 并对以上四则原则作出了具体解释。在PPP实施细则上提出了六个规范的PPP应符合的条件, 以及同时还需要满足的三条审慎条件并明确了政府支出责任监管。在加强项目规范管理方面, 财政部要求不能出现政府承诺最低收益、不能未经法定程序选择社会资本方、不能以债务性资金出资、要及时准确披露信息。此外, 《意见》中还提出了要从鼓励参与、融资支持、分类指导等七条营造规范发展良好环境的举措。最后要求各级财政部门要协同配合抓好落实。

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, 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。

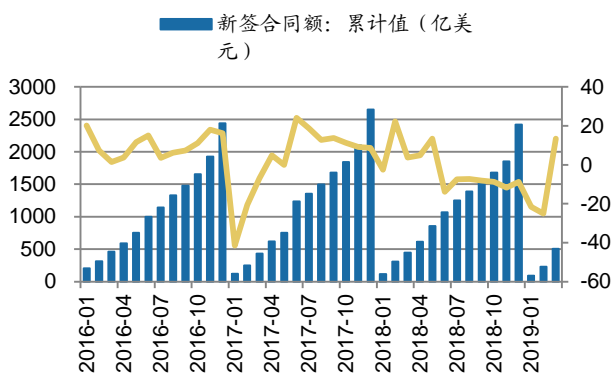
五、第二届“一带一路”峰会在京召开, 投资合作继续稳步推进

2019年4月25-27日, 中国在北京主办第二届“一带一路”国际合作高峰论坛, 介绍了过去两年“一带一路”建设的工作进展。习近平表示, 期待同各方一道强化合作机制, 着力构建互联互通伙伴关系。要共同推动建设开放型世界经济, 反对保护主义, 继续把共建“一带一路”同各国发展战略、区域和国际发展议程有效对接, 协同增效。通过双边合作、三方合作、多边合作等各种形式, 鼓励更多国家和企业深度参与, 做

大共同利益的“蛋糕”。会议清单包括中方打出的举措或发起的合作倡议、在高峰论坛期间或前夕签署的多双边合作文件、在高峰论坛框架下建立的多边合作平台、投资类项目及项目清单、融资类项目、中外地方政府和企业开展的合作项目，共6大类283项。

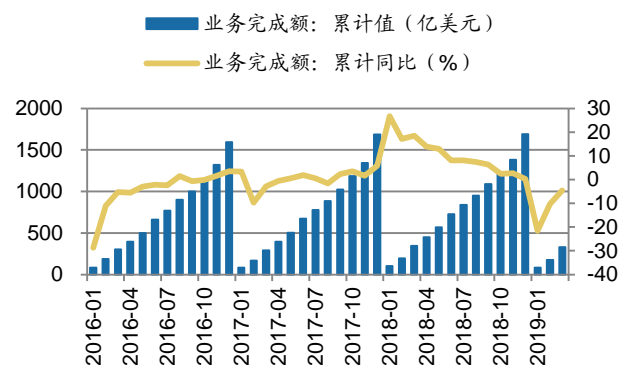
据商务部数据统计，2019年1-3月，我国对外承包工程累计新签合同总额为506.1亿美元，同比增长13.5%；我国对外承包工程累计完成额为330.6亿美元，同比下降4.6%。19年3月当月我国企业在“一带一路”沿线国家对外承包工程新签合同额183亿美元，同比增长150.3%。

图 46: 我国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)



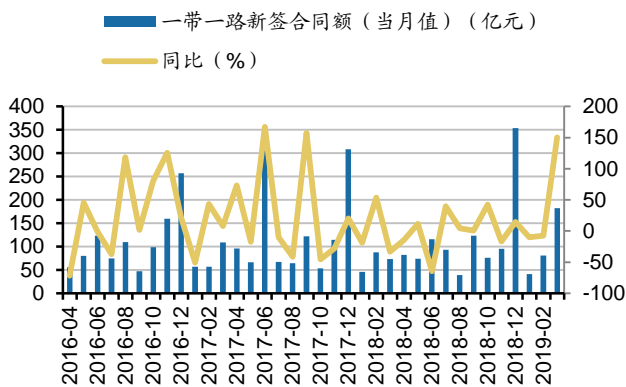
数据来源: 商务部、广发证券发展研究中心

图 47: 我国对外承包工程业务完成额累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



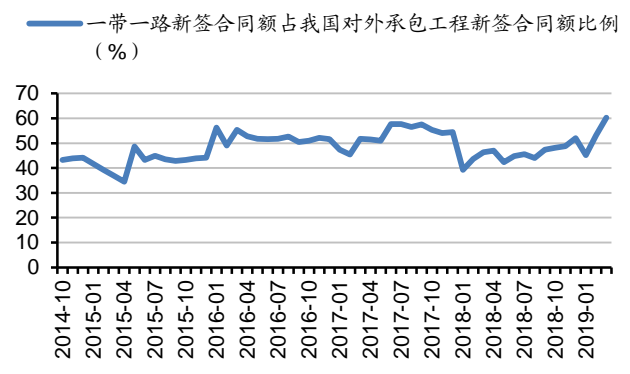
数据来源: 商务部、广发证券发展研究中心

图 48: 我国在“一带一路”沿线国家对外承包工程新签合同额 (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 49: 我国在“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 (%)



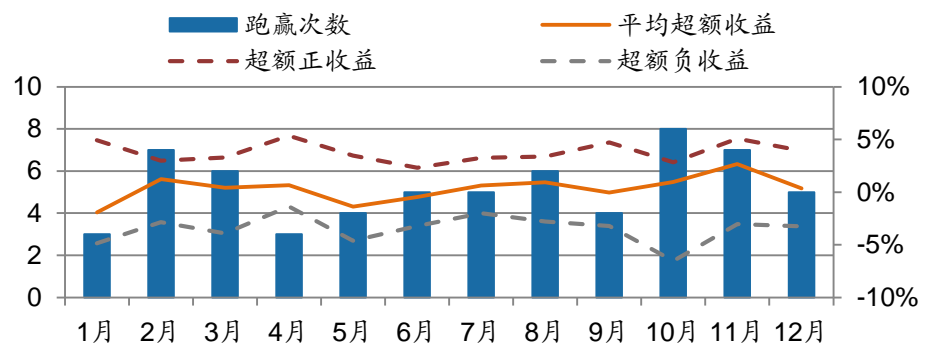
数据来源: 商务部、广发证券发展研究中心

六、行业观点及重点公司

历史上看，2008-2018年建筑装饰板块5月平均收益-2.1%，10年中跑赢大盘4次，跑赢大盘3次的平均超额收益为3.5%，跑输大盘6次的平均超额收益为-4.6%。

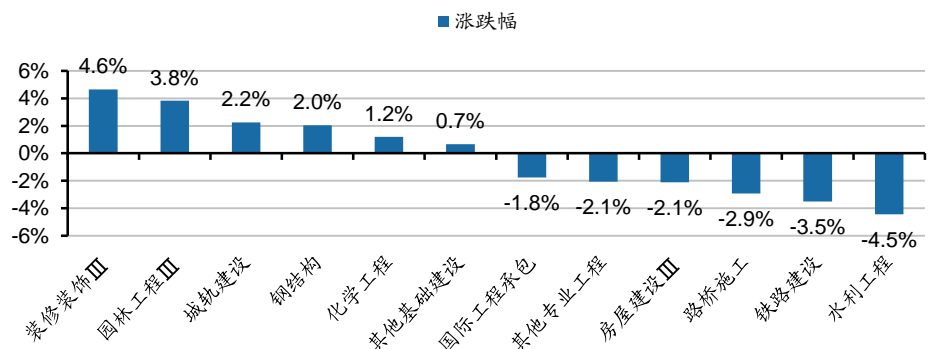
观察历史各建筑子板块4月份的平均收益情况，装修装饰板块表现最好，平均收益4.6%，其次是园林工程板块，平均收益为3.8%；而水利工程板块表现较差，平均收益均为-4.5%。

图 50: 2008-2018年SW建筑板块跑赢大盘次数（左轴）及超额收益情况（右轴）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 51: 历年4月各子板块平均收益情况（2010年-2018年）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 1: 历年 Q2 建筑板块及各细分子板块市场表现情况

	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							
2012Q2	0.27%	9.05%	6.42%	35.61%	3.99%	-0.92%	21.98%
2013Q2	-11.80%	-6.67%	-6.73%	16.96%	-16.74%	-15.56%	-3.21%
2014Q2	0.88%	-3.73%	0.64%	0.25%	20.06%	9.17%	2.70%

2015Q2	9.41%	6.17%	8.97%	16.24%	10.32%	19.27%	32.67%
2016Q2	-1.99%	-5.53%	-5.11%	-9.04%	57.24%	-3.58%	-1.27%
2017Q2	6.10%	0.82%	-4.95%	-9.34%	-22.02%	-0.84%	-0.59%
2018Q2	-9.94%	-14.45%	-16.89%	-21.49%	-16.13%	-15.66%	-25.74%
平均值	-1.01%	-2.05%	-2.52%	4.17%	5.25%	-1.16%	3.79%

超越大盘指数（相对于沪深 300）

2012Q2	-	8.77%	6.14%	35.34%	3.72%	-1.19%	21.71%
2013Q2	-	5.13%	5.07%	28.77%	-4.94%	-3.76%	8.59%
2014Q2	-	-4.60%	-0.23%	-0.63%	19.18%	8.30%	1.82%
2015Q2	-	-3.25%	-0.45%	6.82%	0.90%	9.86%	23.25%
2016Q2	-	-3.54%	-3.12%	-7.05%	59.24%	-1.58%	0.73%
2017Q2	-	-5.28%	-11.05%	-15.44%	-28.11%	-6.93%	-6.68%
2018Q2	-	-4.51%	-6.95%	-11.55%	-6.19%	-5.72%	-15.80%
平均值	-	-1.04%	-1.51%	5.18%	6.26%	-0.15%	4.80%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

1、建筑PMI有所回落但仍处较高景气区间，预计Q2基建投资增速仍将好于预期。 1) 根据国家统计局数据，4月中采制造业PMI环比回落0.4 pct至50.1%，在季节性回调的情况下仍连续2月位于荣枯线以上，表明需求端基建、地产支撑作用仍存。不过PMI分项中生产和新订单指数分别回落0.6/0.2 pct，1-3月工业企业利润同比下滑3.3%，表明经济虽有韧性但仍有下行压力。2) 4月建筑业PMI环比下降1.6 pct至60.1%，建筑业新订单指数环比下降3.3 pct至54.6%，两者均有所回落但仍处于较高景气区间。19年1-4月地方债共计发行16334亿，高于去年同期的4928亿，1-4月发改委审批项目投资总额（包含审批类、核准类、备案类）同比增长37%，基建发力贡献仍较大。3) 近期经济企稳背景下，未来政策在逆周期调节的力度和节奏方面或出现一定微调，但这并非转向信号，而是在稳增长前提下的相机抉择，我们预计货币财政政策的连贯性仍将持续，需求端基本面未出现变化。财政部表示争取9月底前完成新增债券发行，预计未来5个月月均发行约3500亿，结合Q1资金面逐步改善，预计Q2基建投资增速仍将好于预期。

2、19Q1板块营收净利增速触底回升，政策驱动基建央企业绩订单持续改善。 1) 18年报：建筑板块18年营收/归母净利润同比增长10.3%/5.6%，增速较17年下降0.1/14.6 pct；分季度来看，Q1-Q4收入增速分别为14.6%/8.5%/6.5%/12.2%，业绩增速分别为15.0%/13.3%/4.5%/-4.8%，Q4业绩增速下滑明显。19Q1：建筑板块一季度营收/归母净利润同比增长13.6%/12.8%，增速均较18年明显回升。综合来看，建筑板块营收总体平稳增长，19Q1业绩增速触底回升。2) 细分板块方面，18年房建/专业工程/基建/装修/园林板块业绩增速分别为16.1%/5.4%/4.7%/0.7%/-41.9%，较17年变动+4.0/-21.6/-5.6/-15.1/-65.2pct，房建板块维持较高增速且较17年有所提升。19Q1：房建/装修/基建/专业工程/园林板块业绩增速分别为16.9%/16.5%/14.0%/9.8%/-143.3%，较18Q1变动+0.9/-0.5/+2.3/-14.1/-211.2pct，房建/装修/基建维持较高增速。3) 建筑央企：18年业绩总体保持稳健增速，中国建筑/中国铁建同比增长16.1%/11.7%，增速较高；订单方面，基建央企订单增速有所放缓，中国中铁/中国铁建分别增长8.7%/5.1%。19Q1：受益基建补短板政策，建筑

央企业绩/订单持续改善，中国中铁/中国交建/中国铁建业绩分别增长20.2%/14.4%/13.6%，中国交建/中国建筑订单分别增长13.4%/9.0%。

3、继续关注装配式钢结构/长三角一体化等业绩主题兼具的板块性机会。1) 后期逆周期政策若有微调，企业估值提升将由流动性向业绩弹性转换，建议关注业绩高弹性板块。2) 装配式钢结构：18年以来钢结构公司订单处于饱和状态，伴随装配式住宅成本回落及政策催化，行业逐步进入快速发展期，龙头公司精工钢构/鸿路钢构/东南网架18年业绩增速193%/99%/65%（公司年报），19Q1业绩增速320%/31%/63%（公司一季报）。3) 长三角一体化：两会明确将长三角区域一体化发展上升为国家战略，近期上海发改委领导表示长三角一体化发展规划纲要正征求意见，同时抓紧制订长三角示范区金融工作方案；长三角地区未来基建空间广阔，利好区域建设龙头如上海建工/隧道股份等，两者19Q1业绩增速147.2%/7.3%，工程订单增速30.8%/9.5%。

公司方面，我们认为逆周期政策仍有连贯性，企业估值提升由流动性向业绩弹性转换，建议关注三条主线：1) 基建投资持续回升，利好业绩高成长的前端设计/检测公司（如中设集团/苏交科/国检集团等）；2) 地产竣工回暖利好住宅全装修公司业绩提升（如金螳螂/全筑股份等）；3) 关注装配式钢结构/长三角一体化等业绩主题兼具的板块性机会（如精工钢构/上海建工等）。

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。

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	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 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	510627	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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。