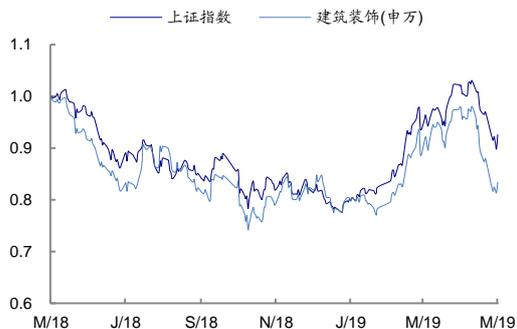


一年该行业与上证综指走势比较

行业投资策略



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》——2019-01-15

《国信证券-建筑行业 2 月投资策略暨年报业绩前瞻:基本面稳健,年报预喜率高,基建产业链龙头有望延续强势》——2019-02-14

《国信证券-建筑行业 3 月投资策略:滞涨显著,低估值下有望获得超额收益》——2019-03-12

《国信证券-建筑行业 4 月投资策略:一带一路催化,建筑补涨空间大》——2019-04-09

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

Q1 业绩显著回暖,龙头估值吸引力突出

● 固定资产投资持续回暖,行业维持高景气

2019 年 1-3 月,固定资产投资增速为 6.3%,环比提升 0.2pct;基建投资增速为 4.4%,环比提升 0.1pct,在补短板政策推动下回暖趋势不减。地产销售小幅回暖,在建项目进度有望加速,新开工、施工和竣工面积增速均有所提升;截至 3 月底财政部 PPP 管理库项目落地率达到 62.7%,环比上升 6.7pct;开工率率达到 60.0%,环比上升 11.8pct,当前 PPP 已逐步规范化步入正轨,落地率和开工率持续攀升。4 月建筑业 PMI 指数为 60.10%,行业延续着节后开工的高景气。

● Q1 业绩增速触底回升,行业基本面稳健向好

2018 年,建筑业整体业绩增速有所下滑,141 家上市公司合计营收 4.86 万亿,同比增长 10.19%;实现净利润 1470 亿元,同比增长 3.63%,增速同比下滑 14.09pct,我们判断主要是受基建投资增速大幅下滑所拖累。2019Q1 建筑业营收和净利润分别增长 13.32%和 13.73%,较 2018 年显著回暖,伴随基建补短板及稳增长政策逐步落地,未来业绩增速有望回升。行业盈利能力稳中有增;经营现金流持续正流入;负债率持续下降;应收账款小幅减少,短期偿债能力改善。

● 4 月行情复盘:大盘回调,建筑行业跑输指数

4 月沪深 300 指数上涨 1.06%,建筑行业下跌 5.00%,跑输沪深 300 指数 6.06pct。建筑子板块中钢结构表现较好。我们 4 月的投资组合收益稳健,实现收益-5.16%,跑输行业指数 0.16pct,跑输大盘指数 4.60pct。

● 重点推荐低估值龙头和高增长的设计咨询板块

节后开工 PMI 指数环比提升,PPP 落地率持续回升,当前行业景气度较高,但年初至今建筑板块持续跑输大盘,特别是基建和房建滞涨最为显著,龙头公司估值低,业绩确定性强,未来或存在较大的补涨空间。重点推荐中国铁建、中国中铁、中国建筑、上海建工、金螳螂、中国交建等。

设计咨询处于产业链前端,基建补短板最先受益,板块属于轻资产行业,负债低,现金流好。随着集中度提升龙头将直接受益,业绩维持高增长,当前估值与历史估值中枢还存在较大上涨空间。重点推荐中设集团、苏交科等。

● 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	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601186.SH	中国铁建	买入	10.12	133,104	1.59	1.82	6.36	5.56
601390.SH	中国中铁	买入	6.73	147,053	0.90	1.04	7.48	6.47
601668.SH	中国建筑	买入	5.73	240,553	1.04	1.15	5.51	4.98
600170.SH	上海建工	买入	3.93	34,994	0.38	0.48	10.34	8.19
002081.SZ	金螳螂	买入	10.34	27,674	0.97	1.16	10.66	8.91
603018.SH	中设集团	买入	19.76	6,201	1.71	2.37	11.56	8.34
300284.SZ	苏交科	买入	10.78	8,726	1.04	1.35	10.37	7.99
601800.SH	中国交建	买入	11.54	163,225	1.47	1.68	7.85	6.87

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

固定资产投资持续回暖，行业维持高景气	4
基建地产延续强势，固定资产投资回暖趋势不减.....	4
房地产销售有所回暖，在建项目进度有望加速.....	5
建筑业 PMI 维持景气，PPP 项目落地和开工大幅回升.....	6
Q1 业绩增速触底回升，行业基本面稳健向好	8
营收和利润增速均逐步企稳，2019Q1 明显回升.....	8
盈利能力较为平稳，经营效率有所下降.....	9
经营现金流和融资现金流持续净流入，投资现金流高位流出.....	9
资产负债率持续下降.....	10
运营能力有所下降，应收账款小幅减少.....	11
子行业概览：设计、化建表现抢眼，园林业绩大幅下滑.....	11
4 月行情复盘：大盘回调，行业跑输指数	13
主要股指均下跌，行业跑输指数.....	13
建筑子板块大部分下跌，钢结构等表现较好.....	15
建筑个股多数下跌，整体弱于大盘.....	16
A/H 股溢价有所扩大.....	17
投资组合收益稳健，整体跑输大盘.....	18
重点推荐低估值龙头和高增长的设计咨询板块	19
央企新签订单持续回暖，宽信用利好业绩释放.....	19
设计咨询业绩增速较快，龙头表现优于行业且当前估值低于历史估值中枢水平.....	20
重点推荐.....	22
风险提示.....	23
国信证券投资评级	25
分析师承诺	25
风险提示	25
证券投资咨询业务的说明	25

图表目录

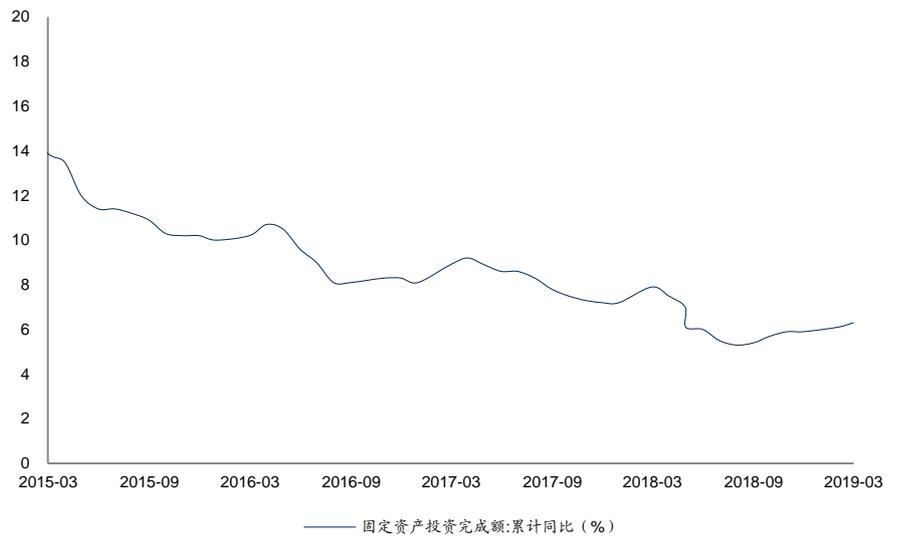
图 1: 2019 年 1-3 月固定资产投资完成额同比增加 6.3%.....	4
图 2: 房地产投资增速维持高位, 基建投资企稳回升, 工建投资继续下滑	4
图 3: 3 月商品房销售面积和销售额增速有所提升	5
图 4: 房屋竣工面积走势与新开工、施工面积之间存在背离	6
图 5: 建筑业 PMI 指数维持在景气区间	6
图 6: 3 月 PPP 落地率环比提升 6.7pct.....	7
图 7: 3 月 PPP 开工率环比提升 11.8pct.....	7
图 8: 建筑业新签订单有望在今年一季度实现反弹	7
图 9: 2018 年建筑行业营收增速较为平稳, 增长 10.19%	8
图 10: 2018 年建筑行业净利润增速有所下滑, 增长 3.63%.....	8
图 11: 2018Q3 建筑企业营收增速达到低点, 增长 5.71%	8
图 12: 2018Q4 建筑企业净利润增速达到低点, 增长-6.06%	8
图 13: 建筑行业净资产收益率有所下降, 2018 年为 10.56%.....	9
图 14: 2018 年毛利率略有提升, 净利率维持平稳	9
图 15: 2018 年经营效率下降, 期间费用率显著提升	9
图 16: 经营和融资现金流净流入, 投资现金流高位流出	10
图 17: 近几年行业资产负债率持续下降, 2018 年为 75.60%.....	10
图 18: 行业运营能力有所下降, 2018 年总资产周转率为 3.47 次	11
图 19: 2018 年行业应收账款余额同比减少 219 亿元	11
图 20: 2018 年行业速动比率提升 7%至 0.78 倍	11
图 21: 2018 年建筑子行业营收增速排名	12
图 22: 2018 年建筑子行业净利润增速排名	12
图 23: 2018 年建筑子行业毛利率水平排名	12
图 24: 2018 年建筑子行业毛利率水平变动排名	12
图 25: 2018 年建筑子行业资产负债率排名	13
图 26: 2018 年建筑子行业资产负债率变动排名	13
图 27: 4 月建筑行业下跌 5.00%, 跑输沪深 300 指数 6.06pct	14
图 28: 年初至今建筑行业上涨 4.36%, 走势弱于大盘	14
图 29: 建筑行业 4 月份涨跌幅在 28 个行业中排第 18 名	15
图 30: 建筑行业年初至今涨跌幅在 28 个行业中排名倒数第一	15
图 31: 建筑板块各子行业 4 月份涨跌幅排名	16
图 32: 建筑板块各子行业年初至今涨跌幅排名	16
图 33: 建筑板块 4 月份涨幅前五和跌幅前五的公司	17
图 34: 建筑板块年初至今涨幅前五和跌幅前五的公司	17
图 35: A、H 股同时上市的四家央企 4 月股价涨跌幅情况	18
图 36: 央企新签订单增速自去年四季度已开始反弹	19
图 37: 设计咨询行业处在建筑行业上游	20
图 38: 2018 年设计咨询行业上市公司营收同比增长 27%	20
图 39: 2018 年设计咨询上市公司净利润同比增长 35.3%	20
图 40: 设计咨询毛利率和净利率均有所下滑	21
图 41: 中设集团的当前估值低于历史估值中枢水平	21
图 42: 苏交科的当前估值低于历史估值中枢水平	22
表 1: 建筑子行业 2018 年现金流情况	13
表 2: 主要建筑企业 A/H 股溢价情况 (汇率以 4 月 30 日港币兑人民币中间价为准)	18
表 3: 国信建筑 4 月份投资组合涨跌幅情况	19
表 4: 国信建筑 5 月股票组合的主要投资逻辑	23
表 5: 国信建筑重点覆盖股票估值表	24

固定资产投资持续回暖，行业维持高景气

基建地产延续强势，固定资产投资回暖趋势不减

2019年1-3月，固定资产投资增速为6.3%，环比提升0.2pct，延续着从去年9月份以来的回暖趋势。

图 1: 2019年1-3月固定资产投资完成额同比增加6.3%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从建筑行业的三大下游基建投资、房地产投资和制造业投资来看，近几年此三大项合计占固定资产投资比例约为80%。2019年以来，建筑下游三项投资呈现出与2018年不同的分化趋势。

图 2: 房地产投资增速维持高位，基建投资企稳回升，工建投资继续下滑



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

具体来看，基建投资在补短板政策的推动下，2019年1-3月实现4.4%的正增

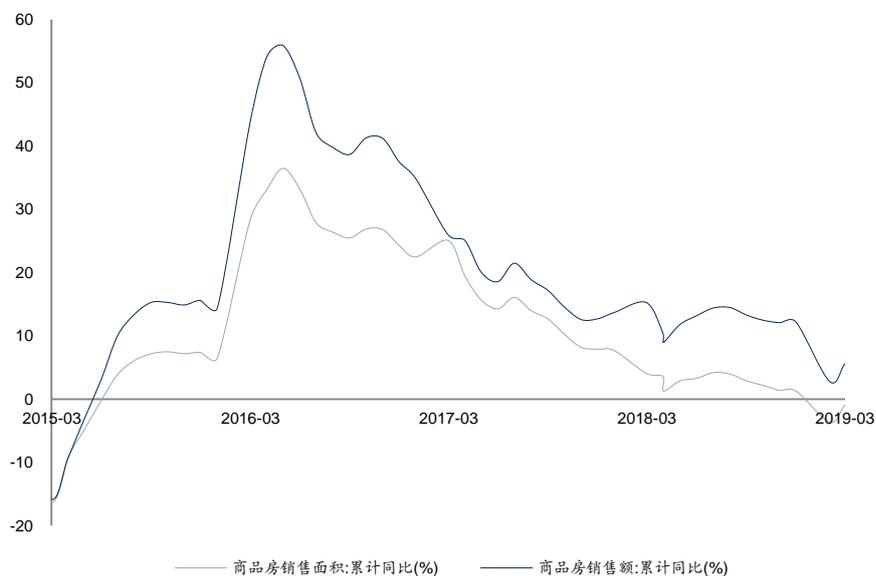
长，环比提升 0.1pct；房地产投资增速仍维持在相对高位水平，2019 年 1-3 月实现 11.8% 的正增长，环比提升 0.2pct；制造业投资受到需求端影响继续下滑，2019 年 1-3 月实现 4.6% 的正增长，环比下降 1.3pct。

房地产销售有所回暖，在建项目进度有望加速

最近一年房地产调控政策持续加码升级，中央对房地产市场的调控基调从“遏制房价过快上涨”提升至“坚决遏制房价上涨”，各地也陆续出台了一系列限购、限贷和遏制炒房的政策。同时，发改委也表示将因地制宜调整棚改货币化比例，这为依赖棚改进行城市化建设的三四线城市房地产市场踩下了急刹车。

今年以来，全国商品房销售在区域上呈现出较为明显的分化：三四线城市继续趋冷，一二线城市则有所回暖。在一二线城市销售回暖的带动下，3 月份全国商品房销售面积和销售额增速环比分别提升 2.7pct、2.8pct。

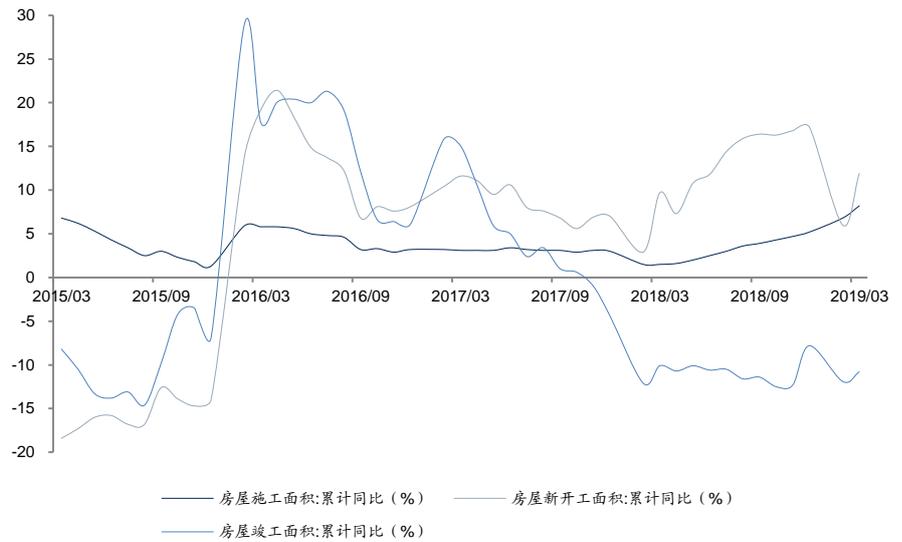
图 3：3 月商品房销售面积和销售额增速有所提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从施工端来看，2019 年 1-3 月房屋施工面积增速为 8.2%，环比提升 1.4pct；房屋新开工面积增速为 11.9%，环比提升 5.9pct；房屋竣工面积增速为 -10.80%，环比提升 1.1pct。其中新开工面积的增幅最大，反映了房企对未来市场景气的信心回升，在地产销售回暖以及资金面改善的带动下，在建项目的进度有望加快，未来房屋竣工面积增速有望回正。

图 4: 房屋竣工面积走势与新开工、施工面积之间存在背离

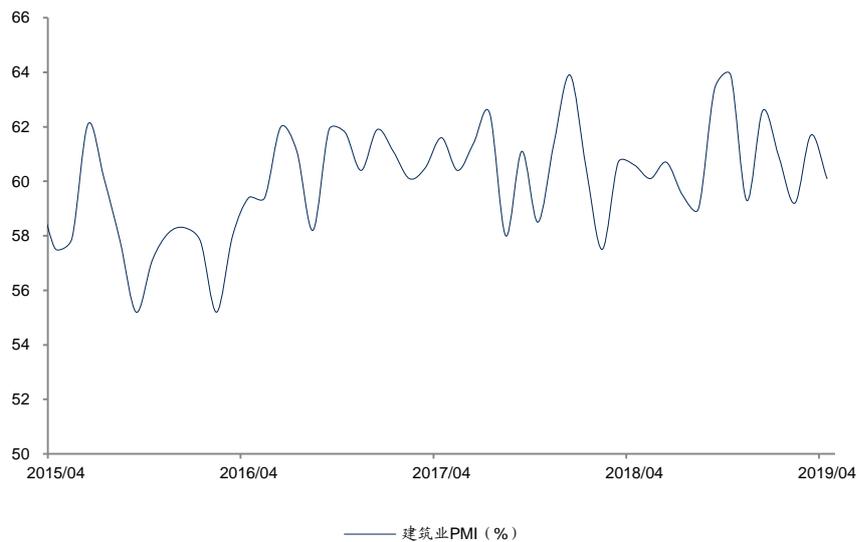


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

建筑业 PMI 维持景气, PPP 项目落地和开工大幅回升

截至 2019 年 4 月底建筑业 PMI 指数为 60.10%，继续维持在景气区间内。近期发改委批复了郑州城市轨道交通第三期规划，总投资 1138.94 亿；2018 年下半年至今多个铁路和城轨等大型基建项目获得发改委批复，总投资近 1.6 万亿，今年获批项目将陆续开工建设，随着行业的生产经营活动日趋活跃，建筑业 PMI 指数有望继续维持景气。

图 5: 建筑业 PMI 指数维持在景气区间



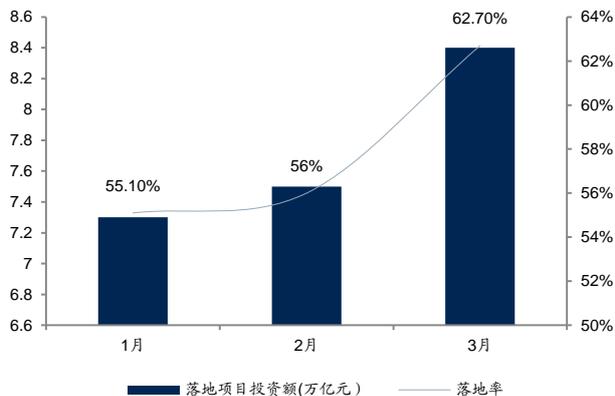
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财政部 PPP 中心的统计数据显示, 2019 年 3 月 PPP 项目管理库落地项目环比增加 621 个、投资额增加 9570 亿元, 落地率达到 62.7%, 环比上升 6.7pct; 已开工项目增加 949 个、投资额增加 1.6 万亿元, 开工率达到 60.0%, 环比上

升 11.8pct。

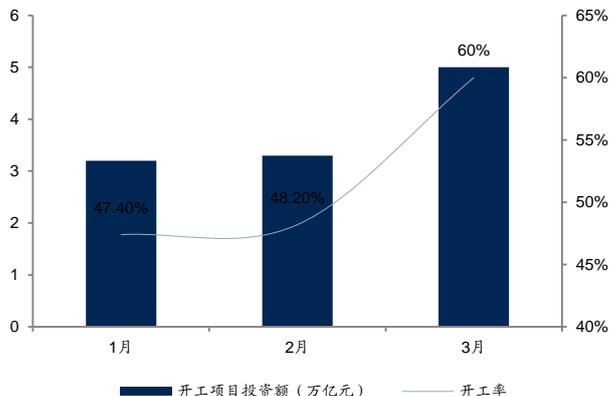
PPP 管理库项目数量经历了 2018 年初的短暂清库下调后，目前已经连续 11 个月呈平稳上涨趋势，且项目落地率和开工率快速攀升，随着 PPP 规范化后逐渐步入正轨，未来 PPP 或将成为加快基建补短板，助力地方政府稳增长的重要手段。

图 6：3 月 PPP 落地率环比提升 6.7pct



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：3 月 PPP 开工率环比提升 11.8pct



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

当前基建补短板政策力度不断加强，节后复工建筑业景气度回升，一季度行业新签订单增速有望止跌反弹。在交通项目投资落地、生态环保崛起、PPP 重回正轨等推动下，基建投资增速有望继续回升，预计全年投资增速或将重返至 10% 以上。

图 8：建筑业新签订单有望在今年一季度实现反弹



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

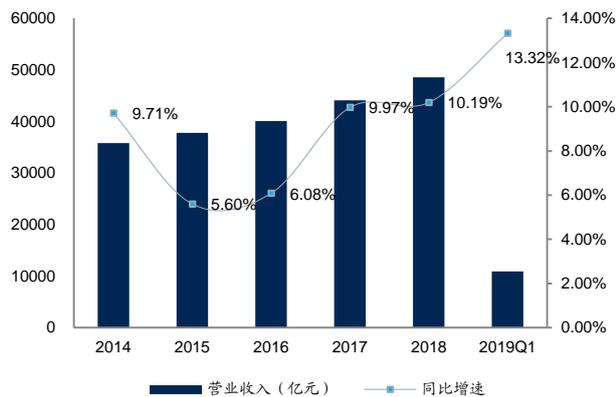
Q1 业绩增速触底回升，行业基本面稳健向好

营收和利润增速均逐步企稳，2019Q1 明显回升

2018 年，建筑行业整体业绩较为平稳，建筑企业合计完成营业收入 4.86 万亿元，同比增长 10.19%，与 2017 年增速基本持平；归母净利润实现 1470 亿元，同比增长 3.63%，增速比 2017 年下滑 14.10pct。

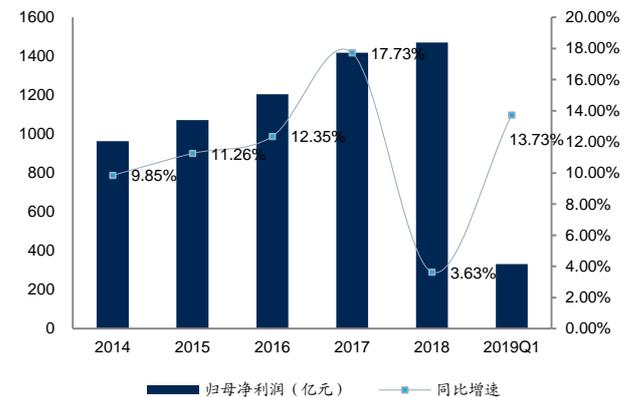
2019Q1，建筑行业营收和净利润增速均有所回升，其中营收同比增长 13.32%，比 2018 年提升 3.13pct；归母净利润同比增长 13.73%，比 2018 年提升 10.1pct。

图 9：2018 年建筑行业营收增速较为平稳，增长 10.19%



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

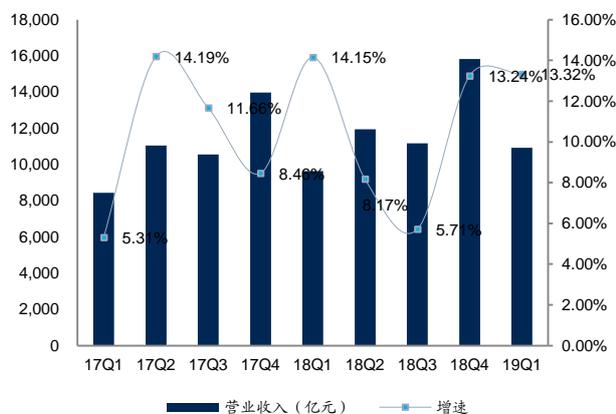
图 10：2018 年建筑行业净利润增速有所下滑，增长 3.63%



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

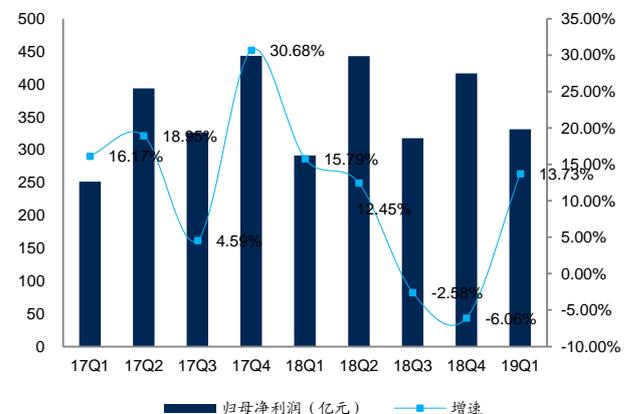
分季度来看，建筑行业有着较为明显的季节性特点，每年 Q4 季度是营收和利润确认的高峰期。2018 年 Q2、Q3、Q4 和 2019 年 Q1，建筑企业分别完成营业收入 1.19 万亿、1.12 万亿、1.58 万亿、1.09 万亿，分别同比增长 8.17%、5.71%、13.24%和 13.32%。实现归母净利润 442.98 亿、318.02 亿、416.75 亿、331.56 亿，分别同比增长 12.45%、-2.58%、-6.06%和 13.73%。受基建补短板等政策刺激，建筑行业营收和净利润增速分别在 2018 年 Q3 和 Q4 达到低点，之后开始企稳回升。

图 11：2018Q3 建筑企业营收增速达到低点，增长 5.71%



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 12：2018Q4 建筑企业净利润增速达到低点，增长-6.06%

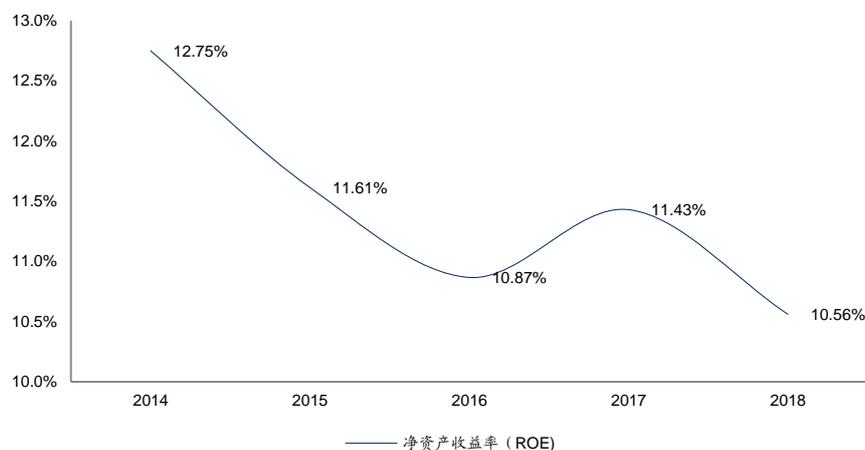


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

盈利能力较为平稳，经营效率有所下降

2018 年，建筑行业（WI 指数，下同）净资产收益率（ROE）为 10.56%，同比下降 0.87pct，盈利能力有所下降，我们判断主要原因是 2018 年行业内企业增发股份融资所致。

图 13: 建筑行业净资产收益率有所下降，2018 年为 10.56%

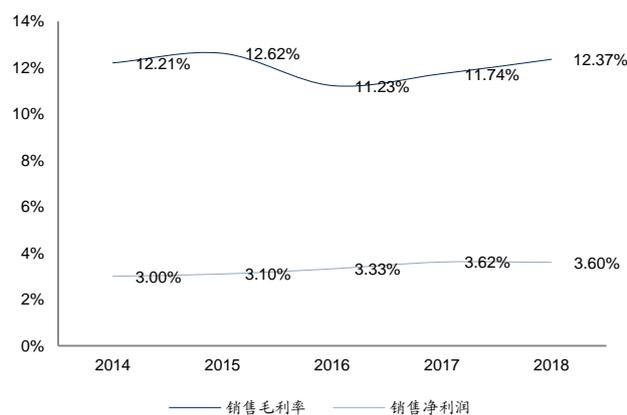


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从毛利率和净利率来看，2018 年建筑行业综合毛利率为 12.37%，同比提升 0.63pct；净利率为 3.60%，小幅下降 0.02pct。毛利率、净利率的稳中有升，主要是受国家供给侧结构改革、行业提质增效的推动。

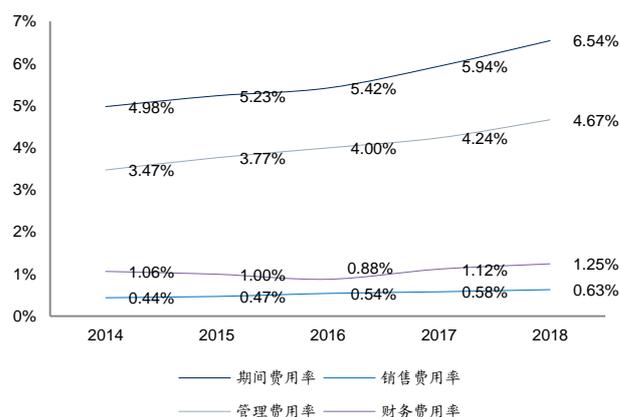
期间费用率为 6.54%（2018 年加回研发费用），同比提升 0.60pct。具体来看，期间费用率的提升主要来自于管理费用率的上升，其同比提升 0.43pct 至 4.67%；销售费用率受行业继续保持较快扩张以及行业竞争加剧等的影响，同比增长 0.05pct 至 0.63%；财务费用率受利息费用增加影响，同比增长 0.13pct 至 1.25%。

图 14: 2018 年毛利率略有提升，净利率维持平稳



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2018 年经营效率下降，期间费用率显著提升



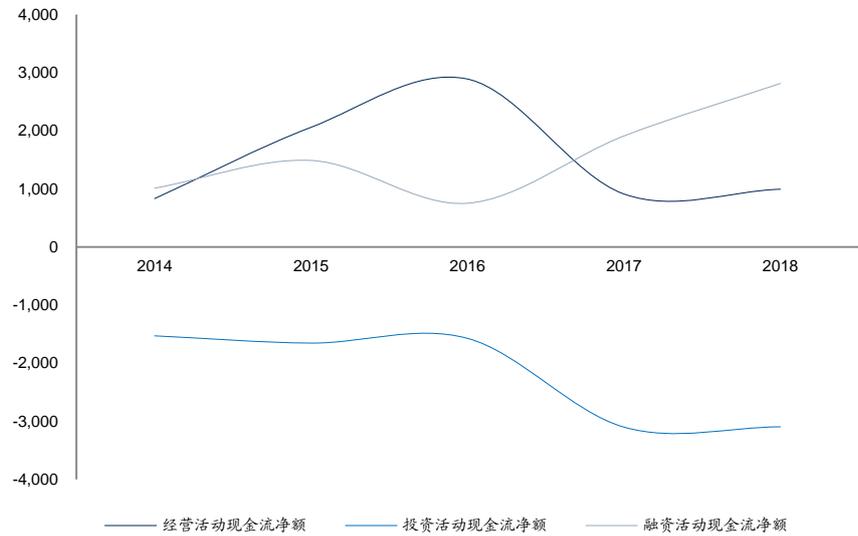
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

经营现金流和融资现金流持续净流入，投资现金流高位流出

2018 年，建筑行业经营现金流继续净流入，净流入水平与 2017 年基本持平，为 996 亿元，表明行业造血能力保持稳健。同时，行业继续保持扩张态势，投

资现金流净流出 3093 亿元，基本与去年同期持平，维持在高位流出水平。由于行业经营性现金流流入无法完全覆盖投资性现金流流出，行业继续加大融资力度，融资现金流净流入 2816 亿元，同比多流入 904 亿，大幅增长 47.24%。

图 16: 经营和融资现金流净流入，投资现金流高位流出

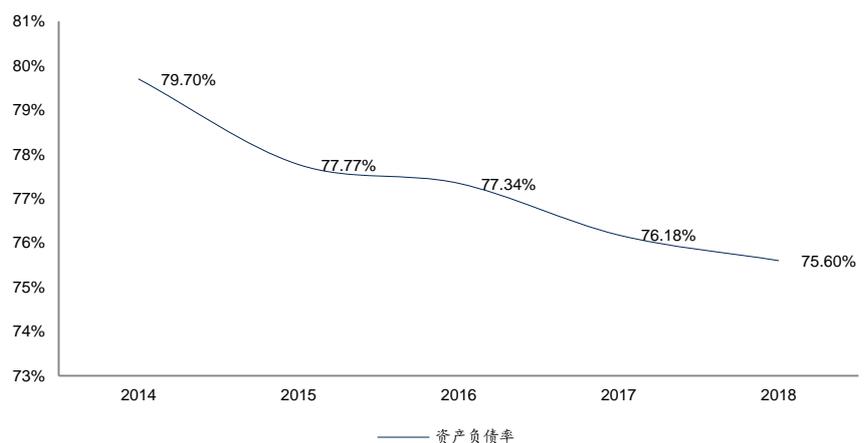


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资产负债率持续下降

在国家“防风险、降杠杆”的政策指引下，近几年建筑业的资产负债率持续下降。2018 年，行业资产负债率为 75.60%，比 2017 年下降 0.58pct，继续保持下降态势。

图 17: 近几年行业资产负债率持续下降，2018 年为 75.60%

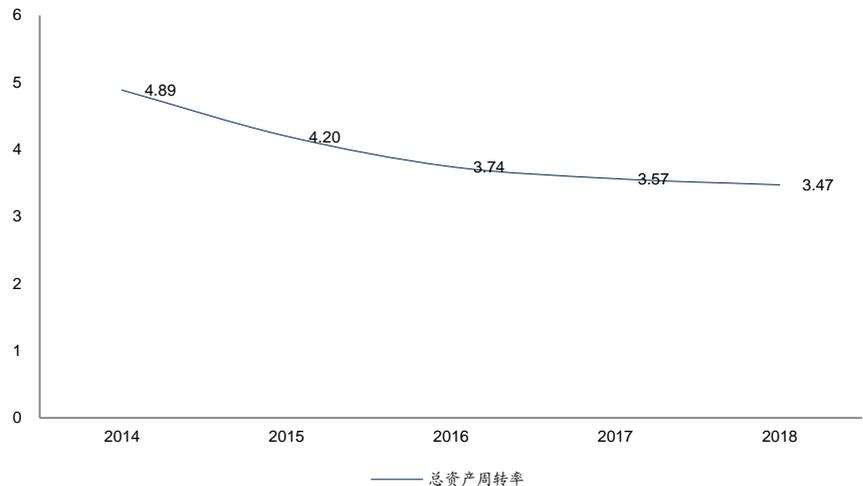


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

运营能力有所下降，应收账款小幅减少

2018年，行业运营能力有所下降。总资产周转率为3.47次，同比下降2.81%，但整体趋于平稳。

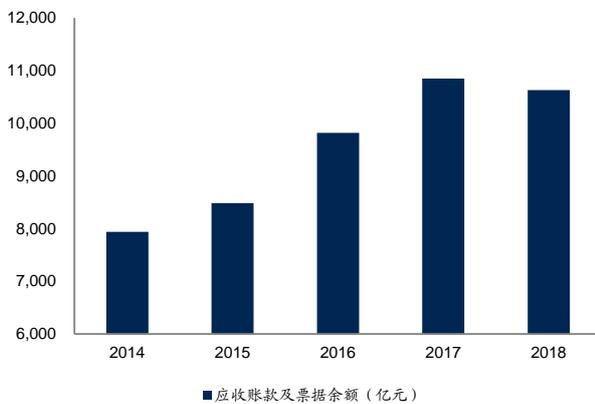
图 18: 行业运营能力有所下降，2018 年总资产周转率为 3.47 次



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

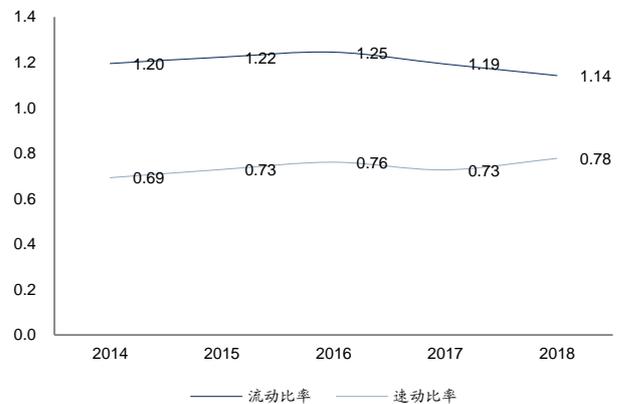
同时，行业 2018 年应收账款回收效率有所提升，余额同比减少 219 亿至 10628 亿元，结束之前持续增长的态势，应收账款风险有所降低。在此推动下，行业在手现金有所增加，速动比率同比提升 7% 至 0.78 倍，短期偿债能力有所改善。

图 19: 2018 年行业应收账款余额同比减少 219 亿元



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 2018 年行业速动比率提升 7% 至 0.78 倍



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

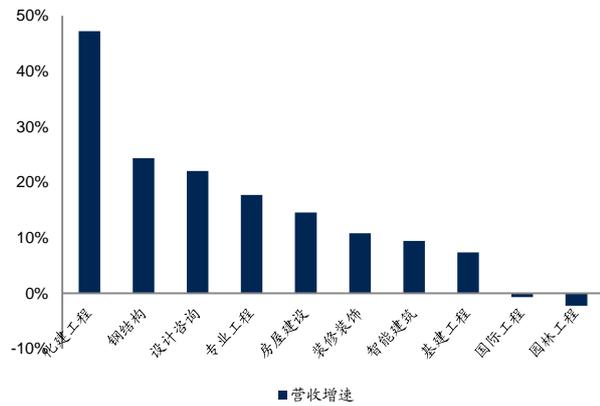
子行业概览：设计、化建表现抢眼，园林业绩大幅下滑

建筑行业子行业众多，上市公司可分为基建工程、园林工程、装修装饰、钢结构、设计咨询、房屋建设、建筑智能、专业工程、化建工程、国际工程等 10 个子行业。在进行子行业财务指标分析时，我们采取对上市公司指标取算术平均的方法计算。

业绩增速：化建工程表现抢眼，园林工程业绩大幅下滑

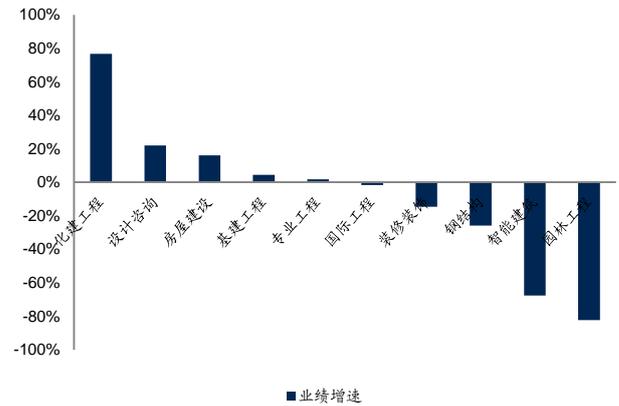
2018年，建筑子行业中，营收增速排名前三的分别是化建工程（47.23%）、钢结构（24.33%）和设计咨询（22.05%），排名后三的分别是园林工程（-2.24%）、国际工程（-0.65%）和基建工程（7.39%）。净利润增速排名前三的分别是化建工程（76.84%）、设计咨询（21.97%）和房屋建设（16.20%），排名后三的分别是园林工程（-82.23%）、智能建筑（-67.57%）和钢结构（-25.88%）。

图 21：2018 年建筑子行业营收增速排名



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 22：2018 年建筑子行业净利润增速排名

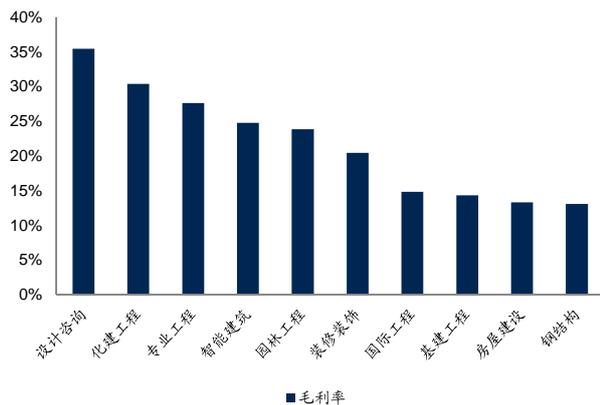


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

盈利能力：设计咨询毛利率领先，化建工程毛利率改善明显

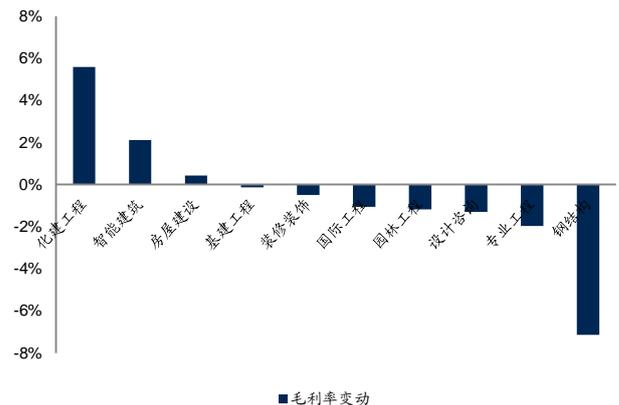
2018年，建筑子行业中，毛利率水平排名前三的分别是设计咨询（35.42%）、化建工程（30.36%）和专业工程（27.62%），排名后三的分别是钢结构（13.09%）、房屋建设（13.31%）和基建工程（14.30%）。毛利率增长排名靠前的是化建工程（+5.59pct）和智能建筑（+2.11pct），排名靠后的是钢结构（-7.14pct）和专业工程（-1.97pct）。

图 23：2018 年建筑子行业毛利率水平排名



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 24：2018 年建筑子行业毛利率水平变动排名



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

现金流情况：园林工程、智能建筑经营现金流净流出，其他均实现净流入

2018年，建筑子行业中，只有园林工程和智能建筑两个子行业出现了经营现金流（CFO）净流出，其他子行业经营现金流均一定幅度净流入；所有子行业投资现金流（CFI）净额均为负，表明均处在投资扩张中；而融资现金流（CFF）

成为资金的主要来源，除国际工程外均表现为流入。

从整体现金水平变动来看，园林工程、国际工程和智能建筑三个子行业现金净流出，在手现金减少，其他子行业现金均表现为净流入，整体流动性有所改善。

表 1: 建筑子行业 2018 年现金流情况

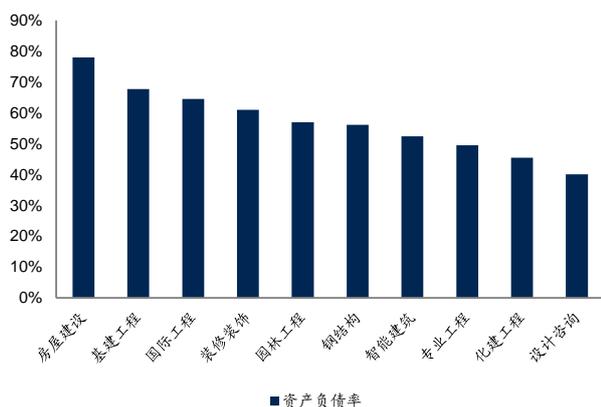
子行业	CFO 净额 (亿元)	CFI 净额 (亿元)	CFF 净额 (亿元)	现金流净额 (亿元)
设计咨询	16.69	-14.73	13.04	15.00
化建工程	55.32	-20.18	4.95	40.09
园林工程	-20.43	-114.96	85.14	-50.25
钢结构	34.74	-40.94	8.03	1.84
专业工程	19.02	-65.64	61.90	15.28
智能建筑	-0.85	-15.46	13.26	-3.05
国际工程	31.99	-12.81	-23.51	-4.33
装修装饰	36.39	-35.70	6.24	6.94
基建工程	660.23	-2342.44	1893.87	211.66
房屋建设	162.97	-430.30	753.03	485.70

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

负债情况及偿债能力: 房建负债率居首, 专业工程、园林工程负债率攀高

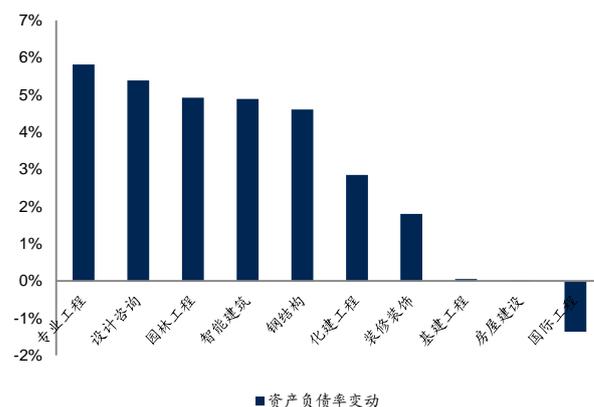
2018 年, 建筑子行业中, 资产负债率排名前三的分别是房屋建设 (78.00%)、基建工程 (67.73%) 和国际工程 (64.50%), 排名后三的分别是设计咨询 (40.10%)、化建工程 (45.45%) 和专业工程 (49.50%)。资产负债率增长排名靠前的是专业工程 (+5.82pct)、设计咨询 (+5.39pct) 和园林工程 (+4.92pct), 排名靠后的是国际工程 (-1.36pct)。

图 25: 2018 年建筑子行业资产负债率排名



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 26: 2018 年建筑子行业资产负债率变动排名



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

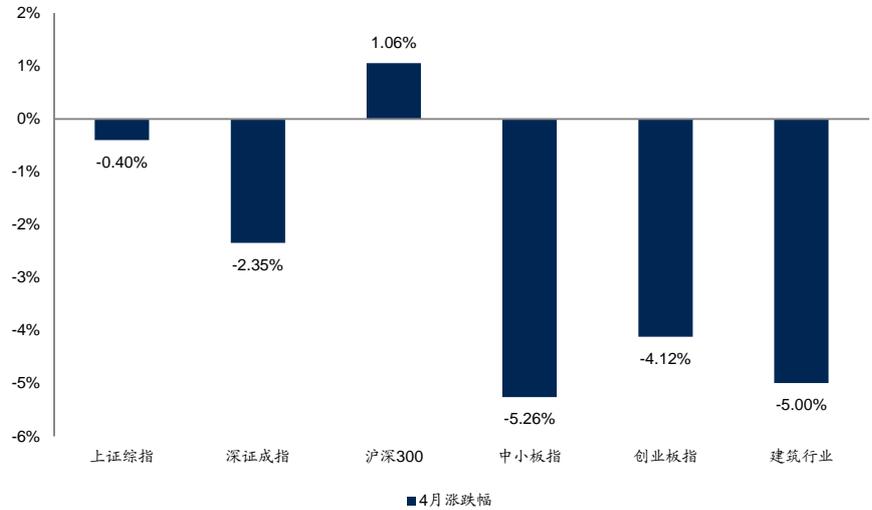
4 月行情复盘: 大盘回调, 行业跑输指数

主要股指均下跌, 行业跑输指数

2019 年 4 月, A 股主要股指普遍回调, 其中上证综指下跌 0.40%, 深证成指下

跌 2.35%，创业板指下跌 4.12%，沪深 300 指数上涨 1.06%。建筑行业（申万建筑装饰，下同）下跌 5.00%，跑输沪深 300 指数 6.06pct。

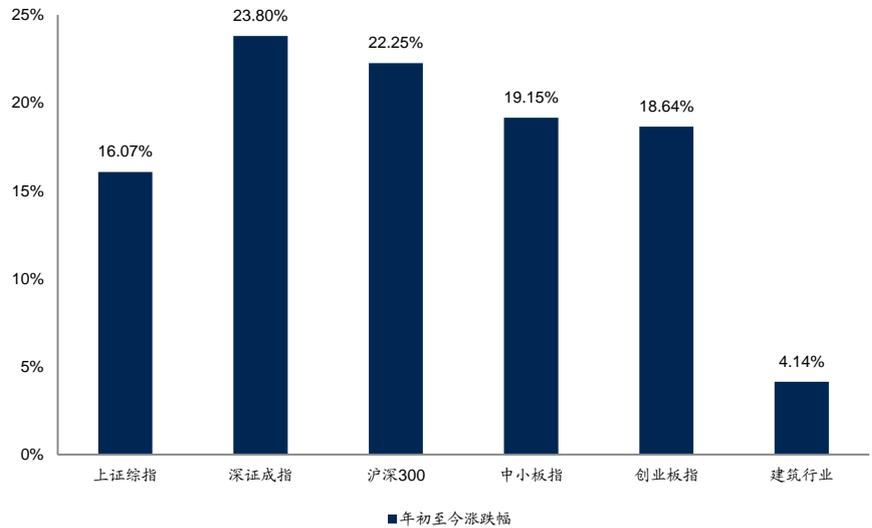
图 27：4 月建筑行业下跌 5.00%，跑输沪深 300 指数 6.06pct



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

年初至今，上证综指涨 16.54%，深证成指上涨 23.53%，创业板指上涨 19.54%。建筑行业上涨 4.36%，跑输沪深 300 指数 18.03pct。

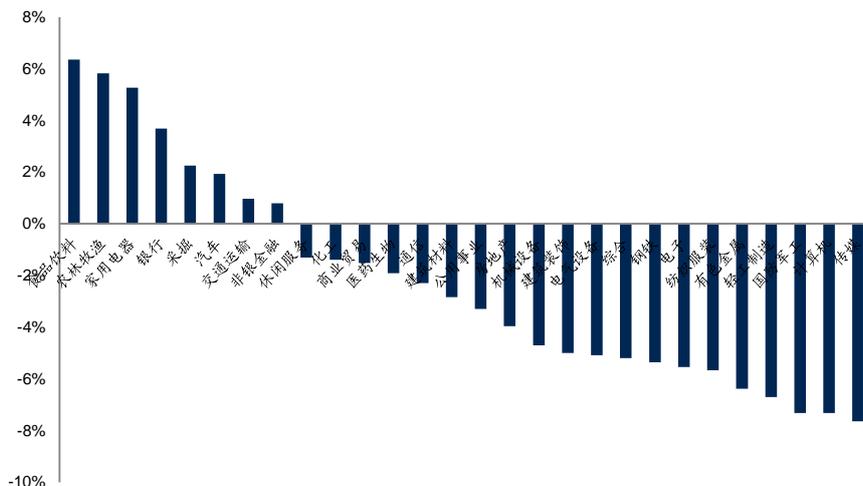
图 28：年初至今建筑行业上涨 4.36%，走势弱于大盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

本月，A 股行业大部分下跌，其中涨幅较大的是食品饮料（6.35%）、农林牧渔（5.82%）、家用电器（5.27%）、银行（3.69%）和采掘（2.26%）。建筑行业下跌 5.00%，在 28 个行业中排名第 18 名。

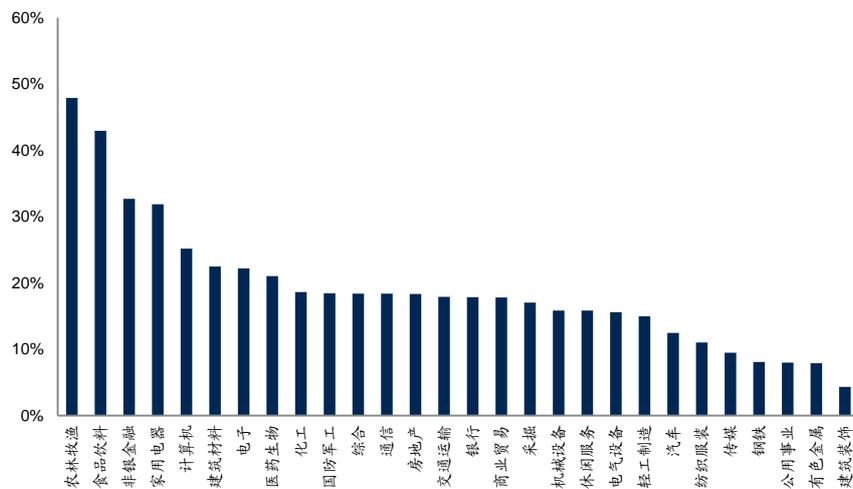
图 29: 建筑行业 4 月份涨跌幅在 28 个行业中排第 18 名



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

年初至今, 行业中涨幅较大的是农林牧渔 (47.91%)、食品饮料 (42.96%)、非银金融 (32.70%)、家用电器 (31.86%)、计算机 (25.18%)。建筑行业涨幅较小, 28 个行业中排名倒数第一。

图 30: 建筑行业年初至今涨跌幅在 28 个行业中排名倒数第一

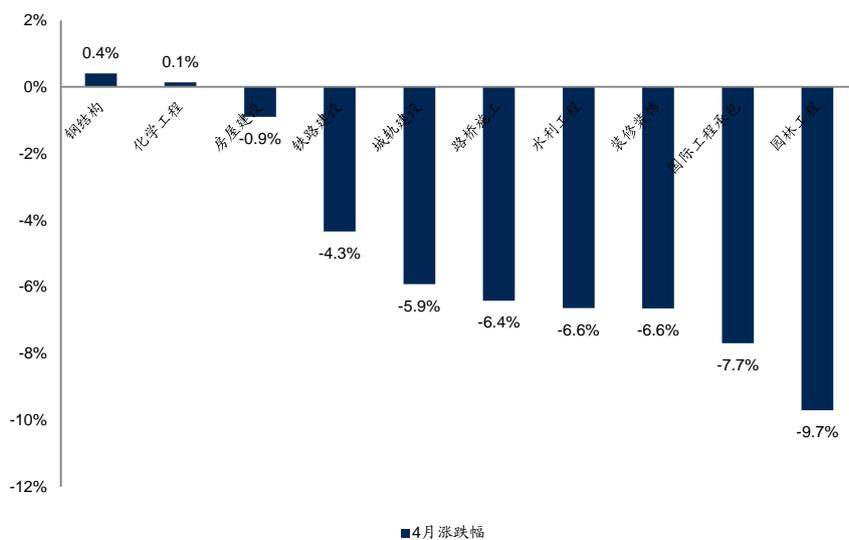


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

建筑子板块大部分下跌, 钢结构等表现较好

2019 年 4 月, 建筑行业涨幅较大的子行业分别是钢结构 (0.4%) 和化学工程 (0.1%), 跌幅较大的子行业分别是园林工程 (-9.7%)、国际工程承包 (-7.7%) 和装修装饰 (-6.6%)。

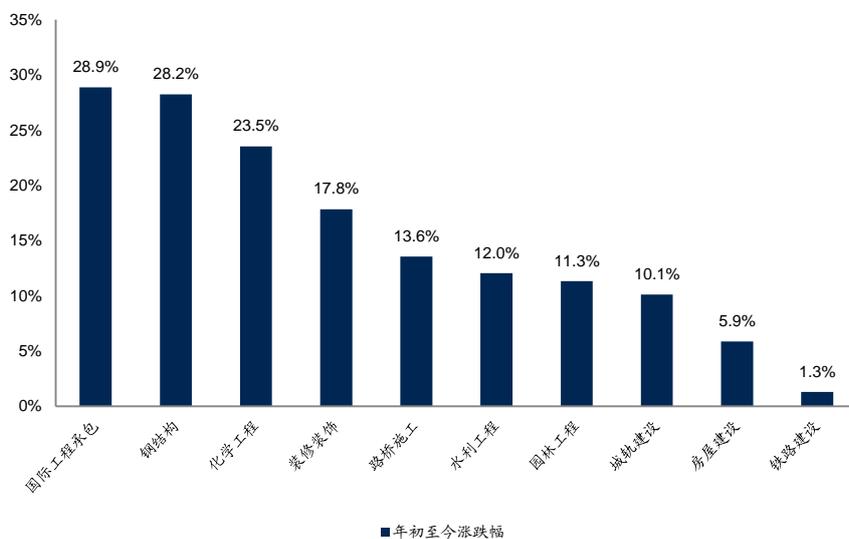
图 31: 建筑板块各子行业 4 月份涨跌幅排名



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

年初至今, 建筑板块涨幅较大的三个子行业分别是国际工程承包 (28.9%)、钢结构 (28.2%) 和化学工程 (23.5%), 涨幅较小的三个子行业分别是铁路建设 (1.3%)、房屋建设 (5.9%) 和城轨建设 (10.1%)。

图 32: 建筑板块各子行业年初至今涨跌幅排名

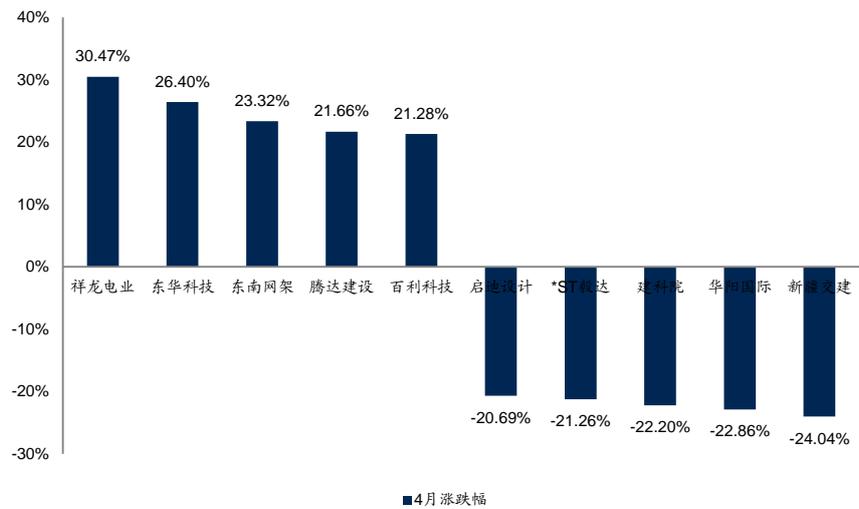


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

建筑个股多数下跌, 整体弱于大盘

2019 年 4 月, 建筑行业所有股票中有 13.67% 个股实现正收益, 比例低于全体 A 股 18.83% 个股上涨的比例。

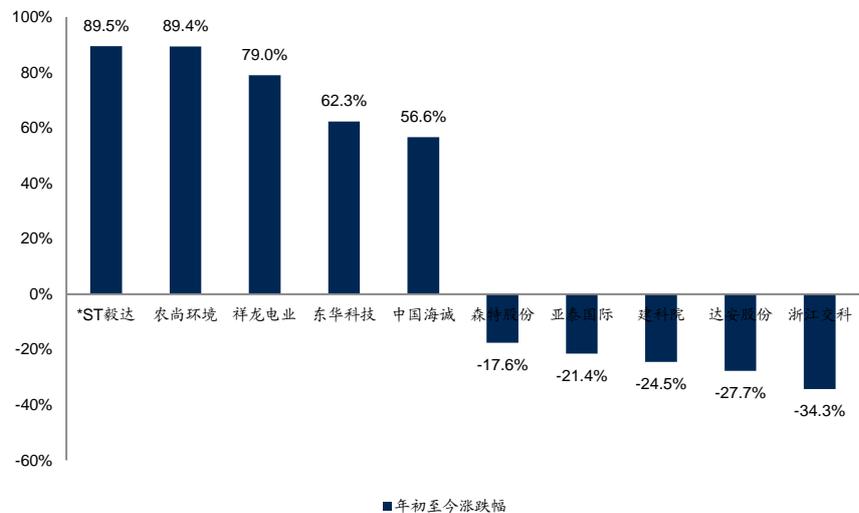
图 33: 建筑板块 4 月份涨幅前五和跌幅前五的公司



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

年初至今, 建筑行业所有股票中有 69.06% 的个股实现正收益, 比例低于全体 A 股 75.54% 个股上涨的比例。

图 34: 建筑板块年初至今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 股溢价有所扩大

截至 2019 年 4 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 34.18%, 较上个月有所扩大。其中中国中铁溢价率为 22.93%, 中国铁建溢价率为 25.00%, 中国中冶溢价率为 46.19%, 中国交建溢价率为 46.19%。

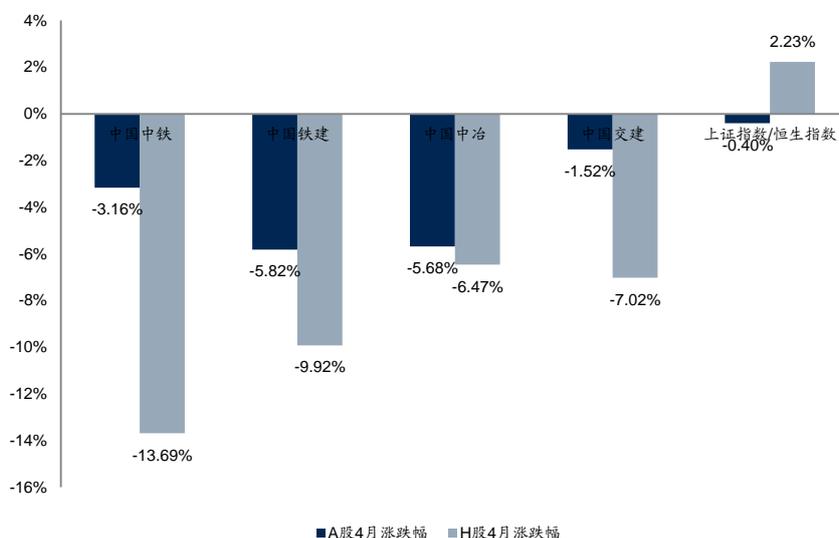
表 2: 主要建筑企业 A/H 股溢价情况 (汇率以 4 月 30 日港币兑人民币中间价为准)

个股组合	A 股股价	H 股股价	溢价率
中国中铁	7.04	5.43	22.93%
中国铁建	10.84	8.13	25.00%
中国中冶	3.32	1.91	42.61%
中国交建	12.32	6.63	46.19%
平均值	8.38	5.52	34.18%

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, 本月上证指数下跌 0.40%, 恒生指数上涨 2.23%, 四家建筑央企的 A 股和 H 股全部下跌, 且 A 股跌幅小于 H 股, 溢价率有所扩大。

图 35: A、H 股同时上市的四家央企 4 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 4 月, 我们推荐的投资组合收益稳健, 实现收益-5.16%, 跑输行业指数 0.16pct, 跑输大盘指数 4.60pct。

表 3: 国信建筑 4 月份投资组合涨跌幅情况

个股组合	4 月份涨跌幅
中国铁建	-5.82%
中国中铁	-3.16%
安徽水利	-9.29%
广田集团	-9.34%
全筑股份	-1.08%
中国交建	-1.52%
上海建工	2.14%
中工国际	-12.19%
北方国际	-6.17%
上证指数	-0.40%
申万建筑	-5.00%
组合收益	-5.16%

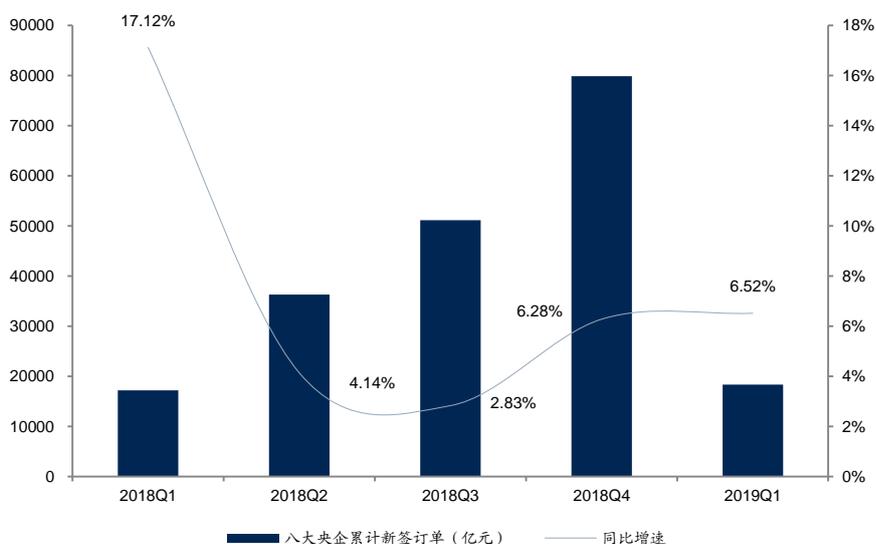
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

重点推荐低估值龙头和高增长的设计咨询板块

央企新签订单持续回暖, 宽信用利好业绩释放

去年前三季度, 八大建筑央企累计新签订单增速分别为 17.12%、4.14%、2.83%, 订单增速的持续下滑主要是由于行业整体资金面趋紧、龙头主动收缩业务以抵御风险。但从四季度开始, 随着基建补短板政策的不断强化, 许多重大项目加快推进, 货币政策也开始适度宽松, 于是我们看到了央企又重新扩张业务, 订单增速在四季度有了明显的反弹, 提升至 6.28%, 2019 年一季度则继续回暖至 6.52%。

图 36: 央企新签订单增速自去年四季度已开始反弹



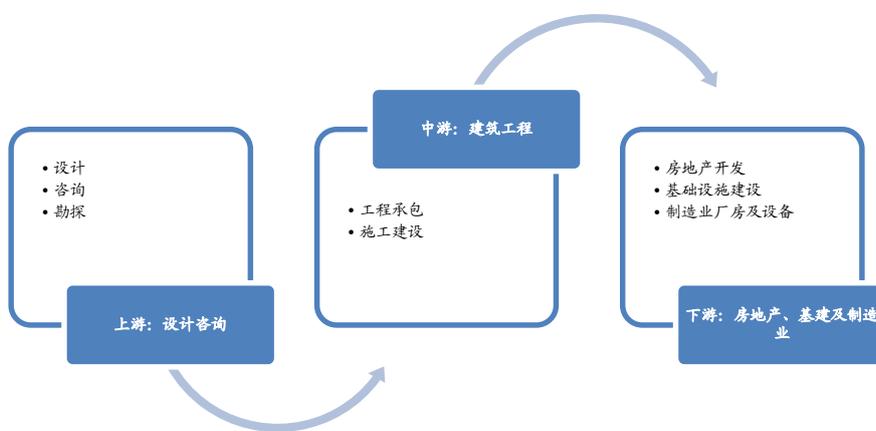
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

今年年初的全面降准释放了积极的货币政策信号，预计全年仍将保持适度宽松，而一季度社融数据的超预期表明宽货币向宽信用传导的渠道逐步畅通。我们预计，未来随着众多新项目的落地央企的订单仍将保持 2018 年四季度以来的回暖趋势，而订单的转化也将受益于宽信用政策，因此看好今年龙头央企的业绩。

设计咨询业绩增速较快，龙头表现优于行业且当前估值低于历史估值中枢水平

设计咨询行业位于建筑产业链的上游。因此建筑行业订单的变化，最先会反应到设计咨询行业营收的变化，而且由于一般设计周期相对建设周期要短得多，订单能比较迅速地转化为营业收入。当建筑行业订单快速增长的时候，最先受益的将是设计咨询企业。

图 37：设计咨询行业处在建筑行业上游



资料来源：建筑行业协会，国信证券经济研究所整理

2018 年，设计咨询行业合计营收 371 亿元，同比增长 22.05%，增速同比下降 3.26pct；合计实现净利润 37.38 亿元，同比增长 21.97%，增速居于建筑子行业前列。2018 年至今，苏文科（34.37%）、中设集团（33.54%）等龙头企业业绩显著高于行业平均增速，行业集中度有望提升。

2019Q1，设计咨询行业增速明显放缓，我们判断主要是上游增速放缓、行业竞争加剧等原因所致，其中营收同比增长 10.53%，归母净利润同比增长 14.21%。

图 38：2018 年设计咨询行业上市公司营收同比增长 27%



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

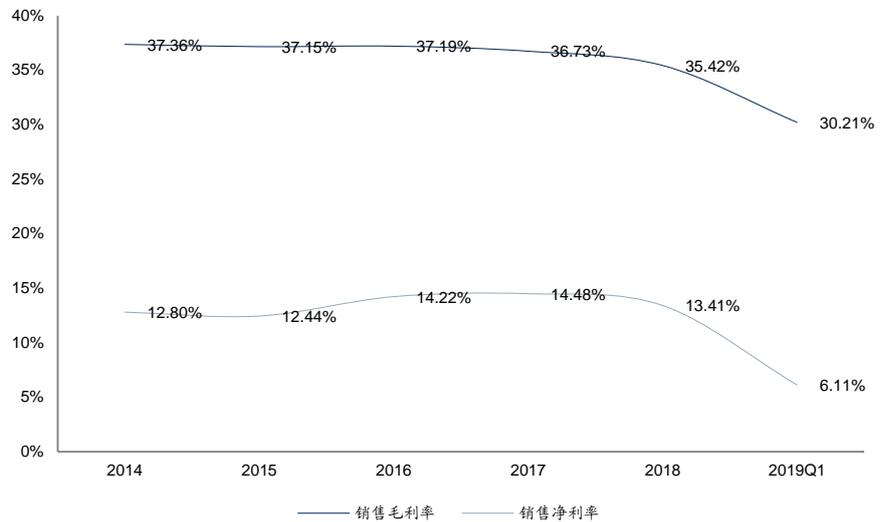
图 39：2018 年设计咨询上市公司净利润同比增长 35.3%



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

2018 年，设计咨询行业平均毛利率为 35.42%，同比下降 1.31pct，毛利率水平继续居于建筑子行业首位；平均净利率为 13.41%，同比下降 1.07pct。2019Q1，设计咨询行业毛利率和净利率继续下滑，分别为 30.21%和 6.11%，我们判断毛利率和净利率下滑主要是因为行业 EPC 业务占比提高。

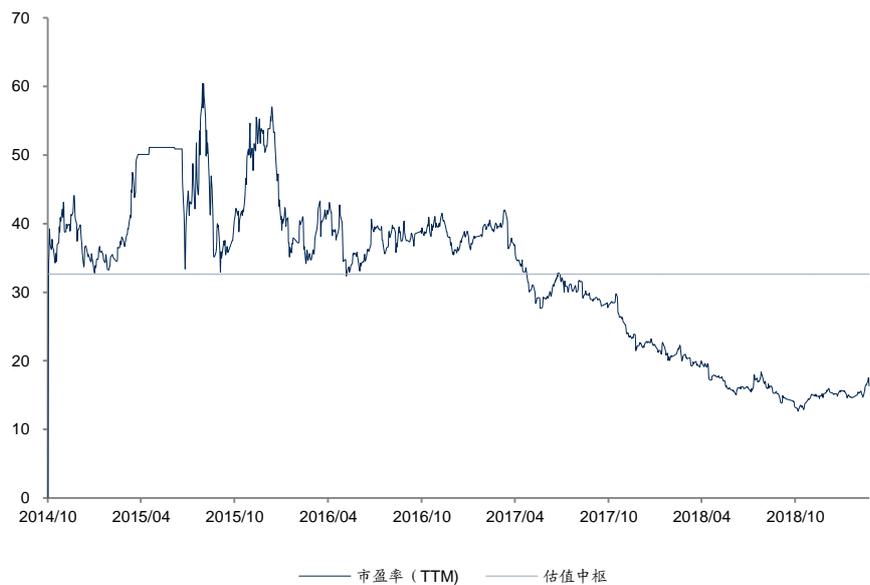
图 40：设计咨询毛利率和净利率均有所下滑



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

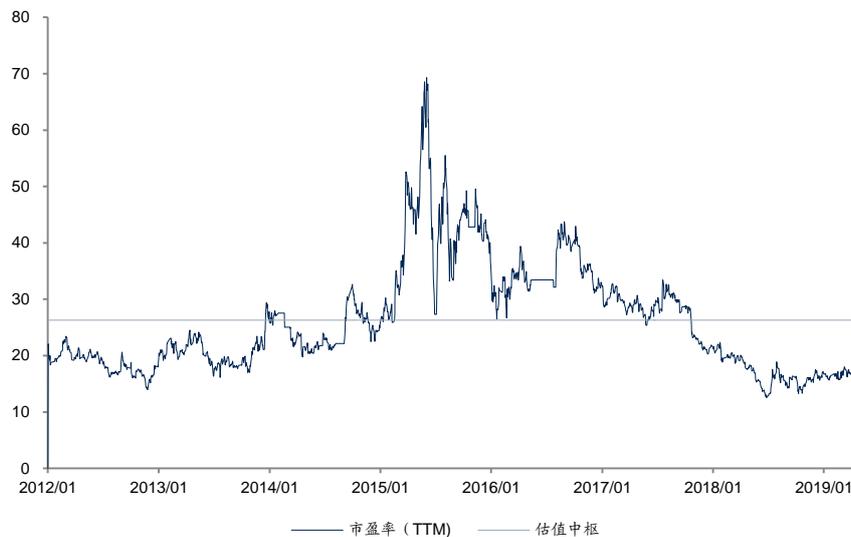
设计咨询的龙头公司估值目前仍处在历史低位，未来具备较大的向上修复空间。以中设集团和苏文科两家龙头来看，截至 2019 年 4 月 30 日中设集团的市盈率（TTM）为 14.75 倍，而公司的历史估值中枢水平为 32.65 倍，在 2014-2015 年牛市期间公司最高估值达到近 60 倍；苏文科的市盈率（TTM）为 13.73 倍，历史估值中枢为 26.29 倍，上轮牛市期间最高估值达到近 70 倍。

图 41：中设集团的当前估值低于历史估值中枢水平



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 42: 苏交科的当前估值低于历史估值中枢水平



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

重点推荐

2019 年开年固定资产投资在基建和地产的带动下继续企稳回升, 节后开工 PMI 指数环比提升, PPP 落地率持续回升。建筑行业当前景气度较高, 但年初至今建筑板块并未跑赢大盘, 特别是基建和房建滞涨最为显著, 未来或存在较大的补涨空间, 重点推荐中国铁建、中国中铁、中国建筑、上海建工、金螳螂、中国交建等。

设计咨询处于产业链前端, 基建补短板最先受益, 板块属于轻资产行业, 负债低, 现金流好。随着集中度提升龙头将直接受益, 业绩维持高增长, 当前估值与历史估值中枢还存在较大上涨空间。重点推荐中设集团、苏文科等。

表 4: 国信建筑 5 月股票组合的主要投资逻辑

股票代码	公司名称	投资逻辑
601186.SH	中国铁建	1. 业务结构优化, 毛利率有所提升 2. 海外订单逆势高增长 3. 有望受益铁路和城轨获批项目落地 4. 在手订单充沛, 受益当前宽信用环境, 订单有望加速转化
601390.SH	中国中铁	1. 控股股东增持力度空前, 彰显长期发展信心 2. 债转股降杠杆效果显著, 偿债能力持续提升 3. 稳居基建央企龙头, 有望受益铁路和城轨获批项目落地 4. 在手订单充沛, 受益当前宽信用环境, 订单有望加速转化
002081.SZ	金螳螂	1. 装修龙头, 2019Q1 订单提速 2. 毛利率有所提升, 营运能力改善 3. 互联网家装业务持续高增长 4. 股票激励助力成长
600170.SH	上海建工	1. 2018 年营收增长提速, 房地产业务增速亮眼 2. 充分计提资产减值损失, 应收账款风险可控 3. 新签合同超预期目标, 在手订单充沛 4. 省外市场占比逐年提升, 海外市场稳步推进 5. 近十年经营业绩稳健, 分红比例行业最高
601668.SH	中国建筑	1. 房建绝对龙头, 2018 年业绩超预期 2. 上市至今经营业绩稳健, 分红稳定比例高 3. 高增长的基建板块被低估 4. 第三期股权激励计划规模空前, 保障三年业绩稳健增长
603018.SH	中设集团	1. 交通工程设计咨询龙头, 资质齐全 2. 未来中国交通投资空间依然巨大, 公司位于产业链前端优先受益 3. 内生外延深化全国布局, 积极拓展环保、地下空间等新业务 4. 管理机制灵活, 股权激励保障业绩增长 5. 估值处于历史低位, 相比历史估值中枢还有较大的上涨空间
300284.SZ	苏文科	1. 2018 年业绩超预期, 主营业务维持高景气 2. 剥离美国子公司后, 海外经营风险进一步降低 3. 当前估值距离历史估值中枢仍有一定的上涨空间
601800.SH	中国交建	1. 交通工程建设龙头, 有望受益补短板政策下交通投资反弹 2. 在手订单充沛, 受益当前宽信用环境, 订单有望加速转化 3. 海外拓展最强央企, “一带一路”高峰论坛有望推动公司海外订单和业绩实现反弹

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

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。

表 5: 国信建筑重点覆盖股票估值表

股票代码	股票名称	投资评级	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
601186.SH	中国铁建	买入	1.59	1.82	2.09	6.29	5.49	4.78
601390.SH	中国中铁	买入	0.90	1.04	1.19	7.42	6.42	5.61
601668.SH	中国建筑	买入	1.04	1.15	1.26	5.54	5.01	4.57
601800.SH	中国交建	买入	1.47	1.68	1.93	7.78	6.80	5.92
002051.SZ	中工国际	买入	1.22	1.47	1.76	9.74	8.08	6.75
000065.SZ	北方国际	买入	0.95	1.15	1.42	10.02	8.28	6.70
600820.SH	隧道股份	买入	0.76	0.87	1.00	8.38	7.32	6.37
600170.SH	上海建工	买入	0.38	0.48	0.60	10.00	7.92	6.33
600502.SH	安徽水利	买入	0.57	0.69	0.84	7.42	6.13	5.04
300284.SZ	苏文科	买入	1.04	1.35	1.75	10.19	7.85	6.06
002081.SZ	金螳螂	买入	0.97	1.16	1.39	10.61	8.87	7.40
603018.SH	中设集团	买入	1.71	2.37	3.30	10.96	7.91	5.68
603030.SH	全筑股份	买入	0.77	1.07	1.40	8.73	6.28	4.80
002482.SZ	广田集团	买入	0.37	0.52	0.67	13.97	9.94	7.72
002116.SZ	中国海诚	买入	0.63	0.76	0.91	17.24	14.29	11.93
601117.SH	中国化学	买入	0.51	0.65	0.81	11.53	9.05	7.26
600039.SH	四川路桥	买入	0.41	0.50	0.60	8.88	7.28	6.07
603458.SH	勘设股份	买入	3.64	4.61	5.75	9.14	7.21	5.78
600496.SH	精工钢构	买入	0.20	0.36	0.55	15.70	8.72	5.71
600629.SH	华建集团	买入	0.68	0.77	0.88	17.34	15.31	13.40
603017.SH	中衡设计	买入	0.77	0.95	1.14	15.64	12.67	10.56

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

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