

建筑装饰

盈利向上有动力，看好房建装饰、设计与装配式龙头

基建房建护航建筑行业趋势向上。基建投资增速于去年10月企稳回升，年初以来延续复苏态势，考虑基数效应，预计Q2和Q3基建投资增速将进一步提升至8-10%水平，Q4预计走平。在货币相对宽松、房地产因城施策环境下，房地产销售今年春节以来实现良好增长，房地产施工保持较快节奏，在相机抉择的政策环境下，预计下半年房地产链仍将稳步增长。制造业投资年初以来有所回落，但化学投资增长加快值得关注。

建筑公司盈利增长加快。Q1建筑行业公司盈利增长明显加速。我们认为一方面行业受益于房建快速增长、基建持续复苏，另一方面也与建筑央企业绩释放节奏有关。预计今年建筑公司盈利将较快增长。细分领域看，除建筑央企整体增长较快外，我们认为信用在地产链的传导可能较基建更为疏通有力，预计房建及装饰整体将表现较好，此外设计龙头、装配式建筑（钢结构）龙头及化学工程龙头盈利亦有望实现快速增长。

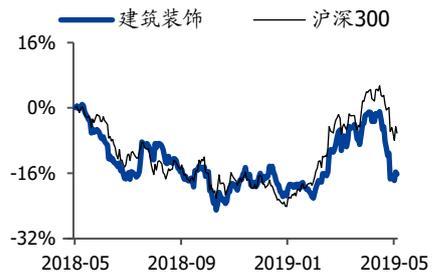
供给端与市场审美变化影响深远。经济进入高质量发展阶段后，中长期投资减速是大概率趋势。政府投资条例、PPP都要求未来投资精细化、预算化。PPP与一带一路经历前几年虚火后，也都进入理性发展阶段。装饰产业面临怎样服务大地产商和家庭客户的供给问题。装配式建筑和装修受政策大力推动，技术进步与应用明显加快。此外，价值投资及外资审美也通过资本市场对建筑上市公司提出新的发展要求。未来专业与技术对竞争重要性显著提升，资产负债表与现金流则将是经营结果的重要考量。

投资策略：基本面趋势向上，“三低”位置或有机会。当前板块基本面趋势向上，在板块涨幅、估值、持仓“三低”位置上不应悲观，给予行业“增持”评级。目前位置包含经济已企稳、基建重要性降低等诸多压制建筑板块表现的市场预期，下半年如若经济出现反复、中美贸易走势再现波折，则板块在较低位置上有望再迎贝塔机会。从阿尔法角度看，优选增长动力充足、估值偏低、现金流优异的龙头品种，重点推荐房建龙头**中国建筑、上海建工**；设计龙头**中设集团、苏交科**；装饰龙头**金螳螂、东易日盛、全筑股份**；装配式建筑/装饰龙头**精工钢构、亚厦股份**；化学工程龙头**中国化学**。

风险提示：政策变化风险，项目执行风险，应收账款风险，海外经营风险，融资进度不达预期。

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 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

相关研究

- 1、《建筑装饰：重提“六个稳”，低位建筑股或有机会》 2019-05-12
- 2、《建筑装饰：19Q1盈利明显加速，低估值优势显著》 2019-05-04
- 3、《建筑装饰：Q1建筑持仓大幅降低，基本面趋势仍将上行》 2019-04-28

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601668	中国建筑	买入	0.91	1.02	1.12	1.23	6.30	5.62	5.12	4.66
601800	中国交建	买入	1.22	1.37	1.50	1.64	9.46	8.42	7.69	7.04
600170	上海建工	买入	0.31	0.38	0.43	0.48	12.68	10.34	9.14	8.19
603018	中设集团	买入	1.26	1.64	2.10	2.62	15.68	12.05	9.41	7.54
300284	苏交科	买入	0.77	0.96	1.15	1.38	14.00	11.23	9.37	7.81
002081	金螳螂	买入	0.79	0.91	1.03	1.15	13.09	11.36	10.04	8.99
600496	精工钢构	买入	0.10	0.19	0.28	0.34	33.40	17.58	11.93	9.82

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



内容目录

1. 投资聚焦.....	5
2. 行业回顾与展望.....	6
2.1. 货币环境：稳健偏松，难以转向.....	6
2.2. 固定资产投资：房地产投资有韧性，基建延续温和复苏.....	8
2.3. 基建：4-9月低基数效应，有望延续温和复苏态势.....	9
2.4. 房地产：施工强劲，销售良好，因城施策留有相机抉择空间.....	10
2.5. 制造业：投资继续回落，细分行业间出现分化，关注化学工程.....	12
2.6. 海外：新签对外承包额出现反弹，行业逐步回归理性.....	13
2.7. PPP：行业政策逐渐明朗，精细化预算化时代到来.....	14
3. 专题一：盈利加速，板块“三低”，下半年或有机会.....	16
3.1. 建筑行业 Q1 盈利显著加快.....	16
3.2. 板块涨幅、估值、持仓三低.....	19
3.3. “三低”已反映市场预期，下半年或迎来机会.....	21
4. 专题二：外资加大配置给予优质龙头估值溢价.....	21
4.1. 当前外资已成为与公募和险资并列的市场重要力量.....	21
4.2. 纳入海外指数对 A 股建筑板块带来的潜在增量资金测算.....	22
4.2.1. MSCI 对建筑板块增量资金.....	22
4.2.2. FTSE 对建筑板块增量资金.....	23
4.2.3. 标普道琼斯对建筑板块增量资金.....	24
4.2.4. 三指数 2019 年带来潜在外资流入量汇总.....	24
4.3. 外资配置建筑持仓与偏好.....	26
4.4. 外资对于建筑央企、装饰、设计龙头的配置力度有望进一步加大.....	28
5. 专题三：装配式有望引燃行业变革.....	28
5.1. 装配式建筑快速推广，发展迅速.....	28
5.2. 钢结构性能优越，细分龙头有望快速崛起.....	30
5.3. 装配式装修顺应潮流，市场化有望显著加快.....	32
6. 行业投资策略与重点个股评述.....	33
6.1. 2019 年下半年行业投资策略.....	33
6.2. 重点个股评述.....	34
中国建筑.....	34
中国交建.....	35
上海建工.....	35
金螳螂.....	36
苏文科.....	37
中设集团.....	37
精工钢构.....	38
7. 风险提示.....	39

图表目录

图表 1: 月度社会融资规模数据 (亿元).....	6
图表 2: 月度金融机构新增人民币规模数据 (亿元).....	6
图表 3: 月度社会融资规模数据 (亿元).....	7
图表 4: M1、M2 同比增速 (%).....	7

图表 5: 国债到期收益率走势.....	7
图表 6: 2019 年最新投资数据及全年增速预测.....	8
图表 7: 固定资产投资单月值及累计增速.....	8
图表 8: 三大细分子行业投资增速.....	8
图表 9: 基建投资(全口径)累计及单月同比.....	9
图表 10: 基建投资(扣电热燃水口径)累计及单月同比.....	9
图表 11: 基建三大细分领域构成(2019 年 1-3 月数据).....	9
图表 12: 交通运输、仓储和邮政业累计及单月同比.....	9
图表 13: 水利、环境和公共设施管理业累计及单月同比.....	10
图表 14: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计及单月同比.....	10
图表 15: 房地产开发投资完成额单月值及累计增速.....	11
图表 16: 房屋新开工面积和竣工面积累计增速(%).....	11
图表 17: 商品房销售额累计及单月同比增速.....	11
图表 18: 商品房销售面积累计及单月增速.....	11
图表 19: 30 大中城市商品房成交面积单月同比增速(%).....	11
图表 20: 30 大中城市商品房日成交套数及成交面积情况.....	12
图表 21: 制造业固定资产投资单月值及累计增速.....	12
图表 22: 石油加工、炼焦及核燃料加工业投资单月值及累计增速.....	13
图表 23: 化学原料及化学制品制造业投资累计同比增速.....	13
图表 24: 国际原油价格走势.....	13
图表 25: 对外承包当年新签合同额及同比增速.....	14
图表 26: 对外承包当年完成营业额及同比增速.....	14
图表 27: 单月新增管理库金额及增速.....	14
图表 28: 单月新增执行阶段金额及增速.....	14
图表 29: PPP 管理库落地率变化.....	15
图表 30: 财政部信息平台已成交 PPP 项目与全口径已成交 PPP 项目投资回报率.....	15
图表 31: 建筑板块季度累计收入增速.....	16
图表 32: 建筑板块季度累计归母净利润增速.....	16
图表 33: 建筑板块单季度收入增速.....	17
图表 34: 建筑板块单季度归母净利润增速.....	17
图表 35: 建筑央企季度累计营收及业绩增速.....	18
图表 36: 建筑央企单季营收增速.....	18
图表 37: 建筑央企单季业绩增速.....	18
图表 38: 各子板块 2018 年及 2019Q1 营收增速.....	19
图表 39: 各子板块 2018 年及 2019Q1 业绩增速.....	19
图表 40: 年初至今各板块涨幅.....	20
图表 41: 各行业 PE 估值对比.....	20
图表 42: 各行业 PB 估值对比.....	20
图表 43: 建筑板块基金持仓与建筑指数变动.....	21
图表 44: 2013 至 2018 年间外资持股占比变化.....	22
图表 45: 2013 至 2018 年间公募、险资、外资持股市值变化(万亿元).....	22
图表 46: A 股及建筑板块 MSCI 扩容后流入资金测算.....	23
图表 47: 纳入 MSCI 后建筑个股累计流入资金测算(亿美元).....	23
图表 48: A 股及建筑板块“入富”后流入资金测算.....	24
图表 49: A 股流入外资测算合计(亿美元).....	25
图表 50: 建筑板块流入外资测算合计(亿美元).....	25

图表 51: 纳入 MSCI+FTSE 后建筑个股累计流入资金测算 (亿美元)	26
图表 52: 外资合计持股市值和持股比例前 10 位 (沪股通+深股通+QFII)	27
图表 53: 陆股通配置建筑标的细分行业市值占比	27
图表 54: QFII 配置建筑标的细分行业市值占比	27
图表 55: 各部门关于装配式建筑的主要政策汇总	29
图表 56: 装配化房建市场产值测算	30
图表 57: 日本已开工建筑主要结构占比	30
图表 58: PC 与钢结构的主要优劣势分析	31
图表 59: 装配式建筑评分表	31
图表 60: 精工钢构已公告技术合作协议情况	32
图表 61: 传统装修与装配式装修施工工艺对比	32
图表 62: 亚厦股份历年研发费用情况	33
图表 63: 重点标的估值情况	34

1. 投资聚焦

基建房建护航建筑行业趋势向上。自2018年7月底政策推出“六个稳”和基建补短板以来，基建投资增速于去年10月企稳回升，今年年初以来延续复苏态势，考虑基数效应，预计Q2和Q3基建投资增速将进一步提升至8-10%水平，Q4预计走平。在货币相对宽松、房地产因城施策环境下，房地产销售今年春节以来实现良好增长，房地产施工保持较快节奏，在相机抉择的政策环境下，预计下半年房地产链仍将稳步增长。制造业投资年初以来有所回落，但化学投资增长加快值得关注。

建筑公司2019年盈利增长加快。Q1建筑行业上市公司整体盈利增长明显加速。我们认为一方面行业受益于房建快速增长、基建持续复苏，另一方面也与建筑央企业绩释放节奏有关。预计后续季度建筑公司盈利仍将保持较快增长，尤其Q4受基数效应影响增长有望更快一步。细分领域看，除建筑央企整体有望保持较快增长外，我们认为信用在地产链的传导可能较基建更为疏通且更有弹性，预计房建及装饰整体将表现较好，此外设计龙头、装配式建筑（钢结构）龙头及化学工程龙头盈利亦有望实现快速增长。

板块涨幅、估值、持仓三低已包含诸多不利预期，下半年或有转机。由于去年下半年板块已跑出较多相对收益、市场对逆周期调控逻辑预期也已十分充分，年初以来板块涨幅显著落后，目前板块估值水平与机构持仓亦处于历史较低位置。4月政治局会议释放经济企稳、逆周期调控政策减弱信号后板块再度下探。我们认为板块当前位置已包含上述市场预期。下半年如若经济出现反复、中美贸易走势再现波折以及基建资金工具有新的突破，则板块在较低位置上有望再迎机会。

供给端与市场审美变化将影响深远。经济进入高质量发展阶段后，未来投资减速是大概率趋势。政府投资条例、PPP都要求投资精细化、预算化。PPP与一带一路经历前几年虚火后，也都进入理性发展阶段。装饰产业面临怎样服务大地产商和家庭客户的供给问题。装配式建筑和装修政策驱动，产业技术进步与应用明显加快。此外，价值投资及外资审美也通过资本市场对建筑上市公司提出新的发展要求。专业与技术重要性开始提升，资产负债表与现金流则将是经营结果的重要考量。

投资策略：目前板块基本面趋势向上，“三低”位置上不应悲观，整体给予“增持”评级。细分板块看好地产链（房建与装修）、成长设计龙头、化学工程与装配式建筑。个股选择上优选盈利增长动力充足、估值显著偏低品种，此外还考虑外资流入对现金流好的公司给予更多权重。优选增长动力充足、估值偏低、现金流优异的龙头品种，重点推荐房建龙头**中国建筑、上海建工**；设计龙头**中设集团、苏交科**；装饰龙头**金螳螂、东易日盛、全筑股份**；装配式建筑/装饰龙头**精工钢构、亚厦股份**；化学工程龙头**中国化学**。

2. 行业回顾与展望

2.1. 货币环境：稳健偏松，难以转向

1-4月总体宽松，后续趋势有望保持。1-4月单月社融增量分别为4.64万亿、0.70万亿、2.86万亿、1.36万亿，分别同比多增1.58万亿、-0.5万亿、1.28万亿、-0.42万亿，呈现出波动的特点，但总体而言保持宽松。其中一月社融强主要因银行早投放早受益，同时未贴现票据较多，二月主要因春节因素导致社融偏弱，三月因今年春节偏早，春季开工带动融资需求旺盛，四月春节错位因素消除，同时经济企稳后货币政策出现微调，可能影响了金融机构信贷投放，回落也在预期之内。虽然社融增速从3月的10.7%回落至4月的10.4%，但仍连续4个月显著高于去年四季度水平，1-4月社融增量也明显高于过去5年同期均值，表明整体稳健偏松的趋势未变。由于今年地方债额度增加较多，企业债融资环境改善，非标融资收缩放缓，同时近期面对国际环境不确定性增加，国内经济存在下行压力，管理层重提“六个稳”，显示逆周期调节必要性犹存，预计下半年融资环境仍会延续稳健偏宽松的情况，整体好于去年四季度。

图表1：月度社会融资规模数据（亿元）

时间	单月新增社融	新增人民币贷款	新增委托贷款	新增外币贷款	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
2018-01	30793	26850	-714	266	455	1437	1222	500	0
2018-02	11894	10199	-750	86	660	106	644	379	108
2018-03	15848	11425	-1850	139	-357	-323	3536	404	662
2018-04	17761	10987	-1481	-26	-94	1454	4047	533	808
2018-05	9518	11396	-1570	-228	-904	-1741	-382	438	1012
2018-06	14877	16787	-1642	-364	-1623	-3649	1349	258	1019
2018-07	12254	12861	-950	-773	-1192	-2744	2195	175	1851
2018-08	19391	13140	-1207	-344	-688	-779	3402	141	4106
2018-09	21691	14341	-1432	-670	-909	-548	382	272	7389
2018-10	7420	7141	-949	-800	-1273	-453	1476	176	868
2018-11	15239	12302	-1310	-787	-467	-127	3127	200	-332
2018-12	15898	9281	-2210	-702	-509	1023	3757	130	362
2019-01	46353	35668	-699	343	345	3786	4990	293	1088
2019-02	7030	7641	-508	-105	-37	-3103	805	119	1771
2019-03	28593	19584	-1070	3	528	1365	3455	122	2532
2019-04	13600	8733	-1199	-330	129	-357	3574	262	1679

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：月度金融机构新增人民币规模数据（亿元）

时间	单月新增人民币贷款	短期贷款及票据融资	票据融资	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
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
2019-02	8858	243	1695	7353	-706	-2932	2226	8341	1480	5127	1221
2019-03	16900	8373	978	11178	8908	4294	4605	10659	3101	6573	-2714
2019-04	10200	1550	1874	6988	5258	1093	4165	3471	-1417	2823	1417

资料来源：Wind，国盛证券研究所

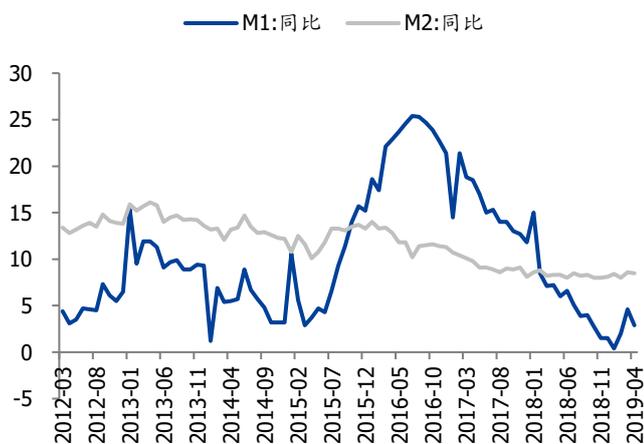
图表3: 月度社会融资规模数据(亿元)

月份	社融存量余额(亿元)			同比增速	
	社会融资规模存量	地方政府专项债券	旧口径	新口径	旧口径
2018年1月	1857716	54819	1802897	12.7%	11.7%
2018年2月	1869244	54927	1814317	12.7%	11.7%
2018年3月	1883713	55589	1828124	11.9%	11.0%
2018年4月	1900219	56397	1843822	11.9%	11.1%
2018年5月	1909414	57408	1852006	11.6%	10.9%
2018年6月	1923668	58427	1865241	11.1%	10.4%
2018年7月	1934604	60278	1874326	10.8%	10.3%
2018年8月	1952411	64384	1888027	10.8%	10.1%
2018年9月	1972661	71773	1900888	10.6%	9.6%
2018年10月	1978891	72641	1906250	10.2%	9.3%
2018年11月	1992935	72309	1920626	9.9%	9.1%
2018年12月	2007470	72671	1934799	9.8%	9.1%
2019年1月	2050800	73800	1977000	10.4%	9.7%
2019年2月	2056800	75500	1981300	10.1%	9.2%
2019年3月	2084100	78100	2006000	10.6%	9.7%
2019年4月	2096800	79700	2017100	10.4%	9.4%

资料来源: 央行官网, Wind, 国盛证券研究所, 旧口径=新口径-专项债

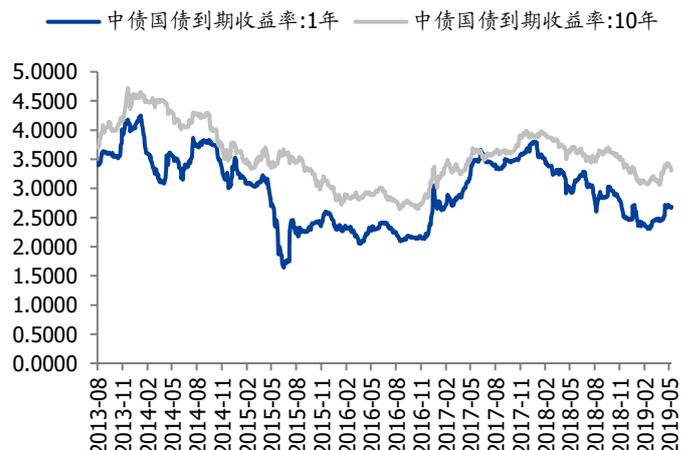
M1与M2差值再度走扩, 宽信用基础仍不牢固, 预计后续货币环境仍维持宽松。4月M2同比8.5%, 小幅低于前值8.6%; M1同比2.9%, 低于前值4.6%。M1与M2剪刀再度走扩。M1下行表明企业活期存款减少, 主要因4月贷款增量较少, 因此仍需密切关注宽信用的效果。4月利率有所反弹, 主要因3月超预期的经济数据影响, 随着社融等数据回落, 外部环境变化, 央行近期又继续结构性降准, 预计后续整体货币环境仍将维持宽松。

图表4: M1、M2同比增速(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 国债到期收益率走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2. 固定资产投资：房地产投资有韧性，基建延续温和复苏

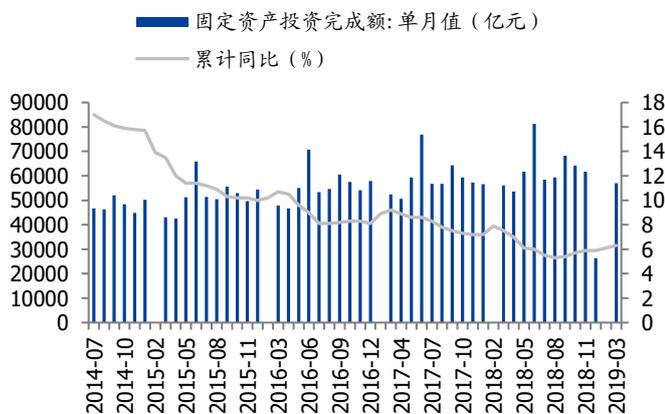
2019年1-3月份，全国固定资产投资同比增长6.3%，较1-2月份增速提升0.2个百分点，自去年8月份至今已连续6个月增速提升。其中基建与地产延续回升态势，制造业投资则继续回落。展望2019年全年，与2018年全年相比，预计基建投资增长将持续温和复苏，制造业投资增速逐渐回落，房地产投资增长可能略微放缓，但仍有韧性，预计全年固定资产投资增速在5.7%左右水平。

图表6：2019年最新投资数据及全年增速预测

(投资额单位：亿元)	2019年1-3月	2019年1-2月	2019年3月单月	2018年	2019年E
固定资产投资	101,871	44,849	57,022	635,636	672,100
增速	6.30%	6.10%	1.58%	5.90%	5.74%
房地产投资	23,803	12,090	11,713	120,264	127,480
增速	11.80%	11.60%	11.98%	9.50%	6.00%
制造业投资	31,840	13,431	18,409	212,009	222,610
增速	4.60%	5.90%	3.67%	9.50%	5.00%
基建投资(不含电力热力等)	22,411	10,069	12,342	145,325	158,349
增速	4.40%	4.30%	4.48%	3.80%	8.96%
基建投资(包含电力热力等)	26,496	11,749	14,747	176,185	187,537
增速	2.95%	2.50%	3.31%	1.79%	6.44%
基建:电力、热力、燃气及水生产供应业	3,836	1,608	2,228	27,798	29,188
增速	0.70%	-1.40%	2.27%	-6.70%	5.00%
基建:交通运输、仓储和邮政业	9,922	4,744	5,178	63,572	69,294
增速	6.50%	7.50%	5.60%	3.90%	9.00%
基建:水利、环境和公共设施管理业	12,739	5,398	7,341	84,815	89,056
增速	1.00%	-0.40%	2.05%	3.30%	5.00%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表7：固定资产投资单月值及累计增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：三大细分子行业投资增速



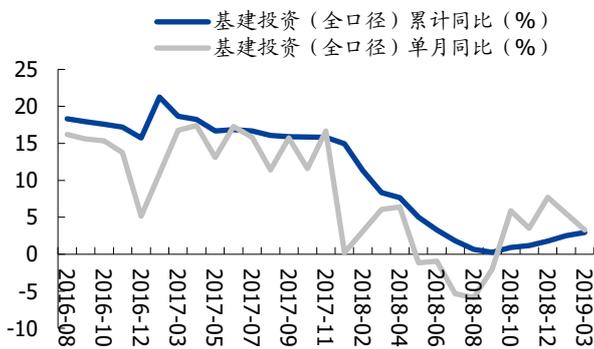
资料来源：Wind，国盛证券研究所

2.3. 基建：4-9月低基数效应，有望延续温和复苏态势

1-3月基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.4%，较1-2月份增速提升0.1个百分点；而全口径基建投资（这里我们假设之前基数无调整）同比增长3.0%，较1-2月份增速提升0.5个百分点，延续触底后的回升趋势。交通投资增速略有回落，其中铁路运输业投资增长11.0%，道路运输业投资增长10.5%；电力热力燃气和水利环境市政等则小幅回升。

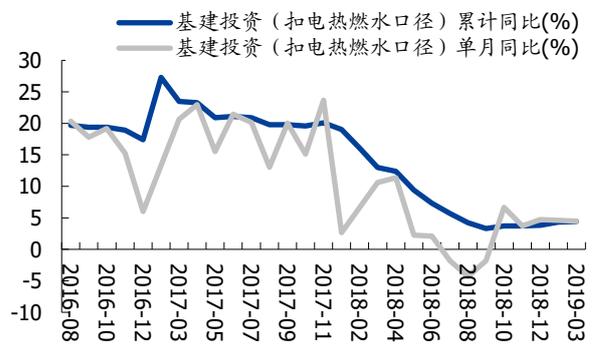
4-9月基建投资迎来低基数，复苏趋势有望延续。2018年4月后基建投资增速连续快速下滑，5月出现单月基建增速为负，直至9月才出现反弹，因此4-9月整体而言基数较低。前期基建补短板政策有望逐步体现出更明显效果，地方政府专项债较去年同期加速发行，表外融资收缩趋势放缓，叠加低基数效应，后续基建投资温和复苏有望延续。

图表 9: 基建投资（全口径）累计及单月同比



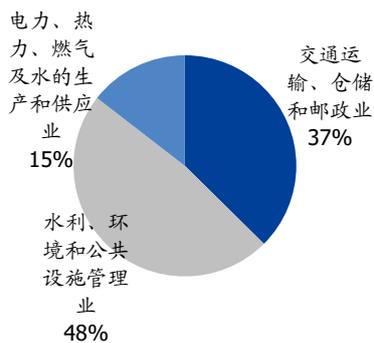
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 10: 基建投资（扣电热燃水口径）累计及单月同比



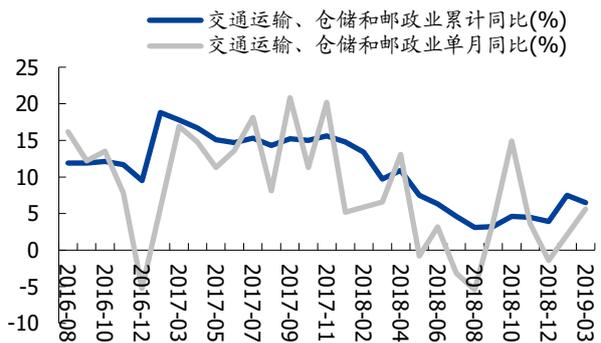
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 11: 基建三大细分领域构成（2019年1-3月数据）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 12: 交通运输、仓储和邮政业累计及单月同比



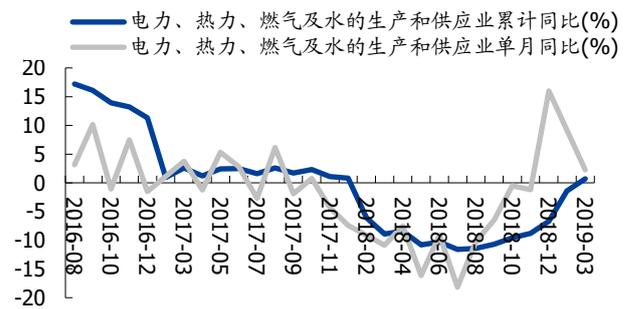
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 13: 水利、环境和公共设施管理业累计及单月同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计及单月同比



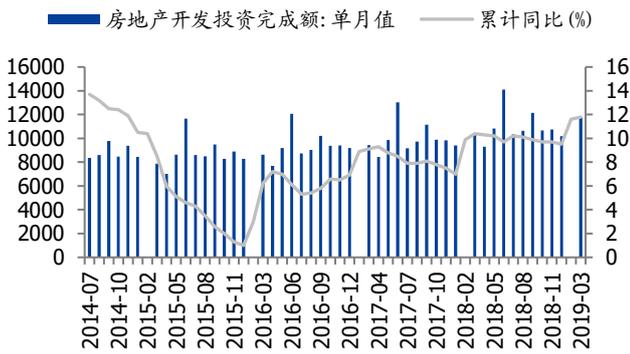
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.4. 房地产: 施工强劲, 销售良好, 因城施策留有相机抉择空间

建安贡献加大, 支撑 1-3 月地产投资增速保持韧性。1-3 月房地产投资同比增长 11.8%, 增速较 1-2 月提升 0.2 个 pct, 总体保持较快增长。去年在地产融资条件收紧的情况下, 房企大多采用加大新开工力度, 尽快达到预售条件, 然后收取预售房款的高周转模式, 在获取预售房款后往往施工放缓, 新开工与竣工之间的剪刀差持续扩大。而随着交房日期的临近, 房企将加大施工、竣工力度, 土地购置费对地产投资的贡献边际下降, 而建安投资的影响逐步加强。今年 1-2 月, 建筑工程累计同比增速高达 9.4%, 创下 2015 年以来的新高。1-3 月施工面积同比增长 8.2%, 较 1-2 月增速提升 1.4 个 pct; 新开工面积同比增长 11.9%, 较 1-2 月增速提升 5.9 个 pct; 竣工面积同比下滑 10.8%, 降幅较 1-2 月收窄 1.1 个 pct。土地购置面积、土地成交价款指标因去年较高基数大幅下滑, 但到位资金增速反弹, 1-3 月同比增长 5.9%, 较 1-2 月提升 3.8 个 pct。

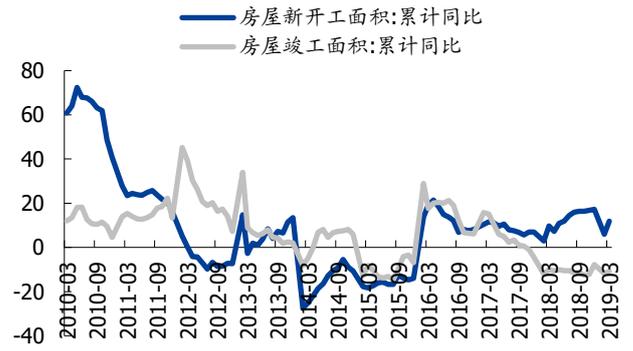
销售出现回暖, 因城施策留有政策操作空间。根据统计局公布, 1-3 月全国房地产销售金额增长 5.6%, 较 1-2 月增速提升 2.8 个 pct; 销售面积同比下降 0.9%, 降幅比 1-2 月收窄 2.7 个 pct, 地产销售回暖。根据 Wind 统计, 2019 年 4 月全国 30 大中城市商品房成交面积同比增速为 24.3%, 较 3 月增速提升 2.4 个 pct。分类别来看, 一线城市成交同比增长 56.0%, 增速较 3 月回落 5.8 个 pct; 二线城市成交同比增长 13.5 个 pct, 较 3 月提升 7.4 个 pct; 三线城市成交同比增长 27.3%, 增速较 3 月提升 0.5 个 pct。总体看年初以来销售情况良好。虽然近期政治局会议再次表示“房住不炒”, 但也提到要继续落实“一城一策、因城施策”, 目前整体货币环境较为宽松, 下半年由于外部环境变化, 经济存在不确定性, 因城施策为地产调控留有相机决断空间。

图表 15: 房地产开发投资完成额单月值及累计增速



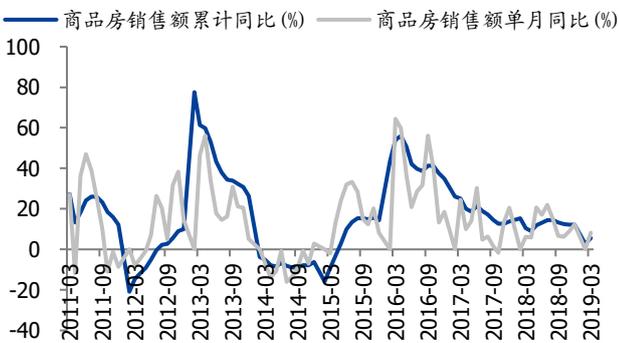
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 房屋新开工面积和竣工面积累计增速 (%)



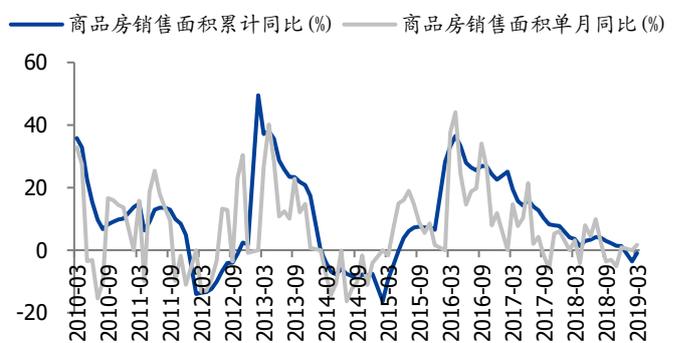
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 商品房销售额累计及单月同比增速



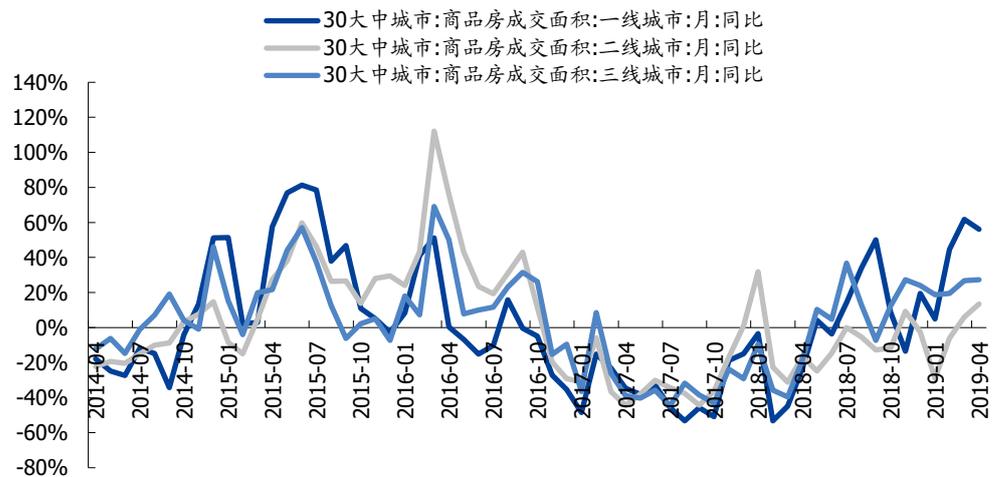
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 商品房销售面积累计及单月增速



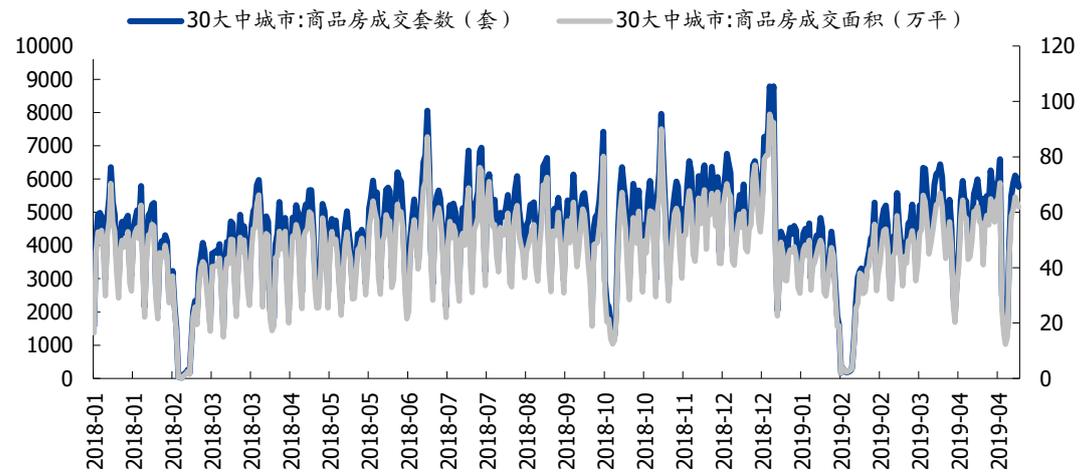
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 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 20: 30大中城市商品房日成交套数及成交面积情况

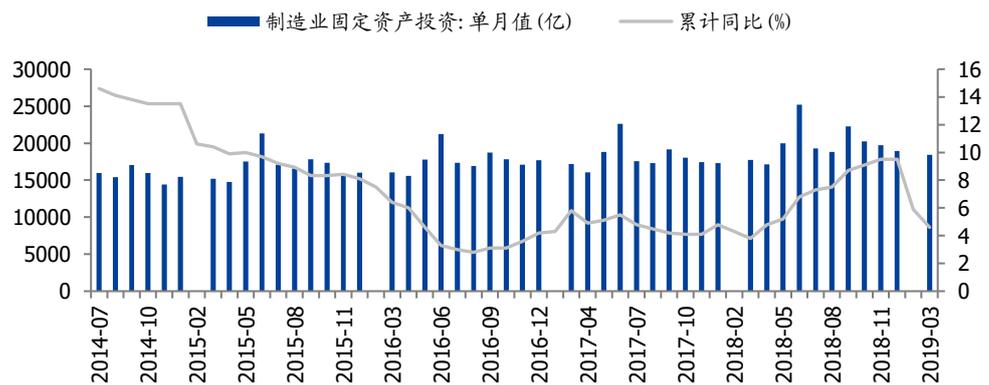


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.5. 制造业: 投资继续回落, 细分行业间出现分化, 关注化学工程

1-3月制造业投资增速同比增长4.6%，较1-2月份增速回落1.3个pct。考虑到当前企业盈利增速仍未见底，制造业新增意向投资动力不足，预计上半年制造业投资整体仍维持缓慢下行。但制造业细分行业中出现分化，其中高技术制造业投资、高技术服务业投资同比分别增长11.4%/19.3%，增速分别快于全部投资5.1/13.0个pct。化学原料和化学制品制造业1-3月增长11.3%，较1-2月份增速提升3.2个pct，维持去年7月以来的回升趋势。

图表 21: 制造业固定资产投资单月值及累计增速



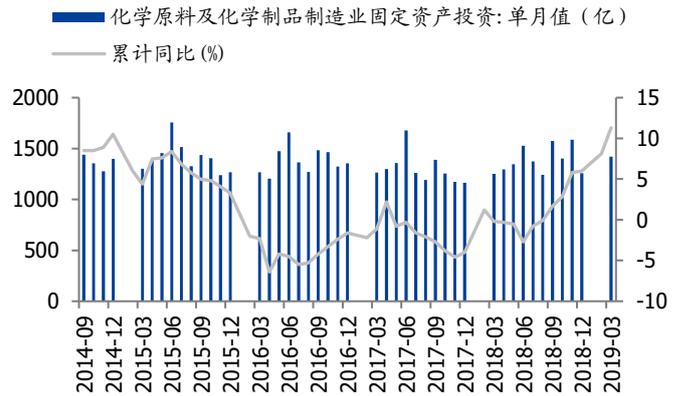
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 石油加工、炼焦及核燃料加工业投资单月值及累计增速



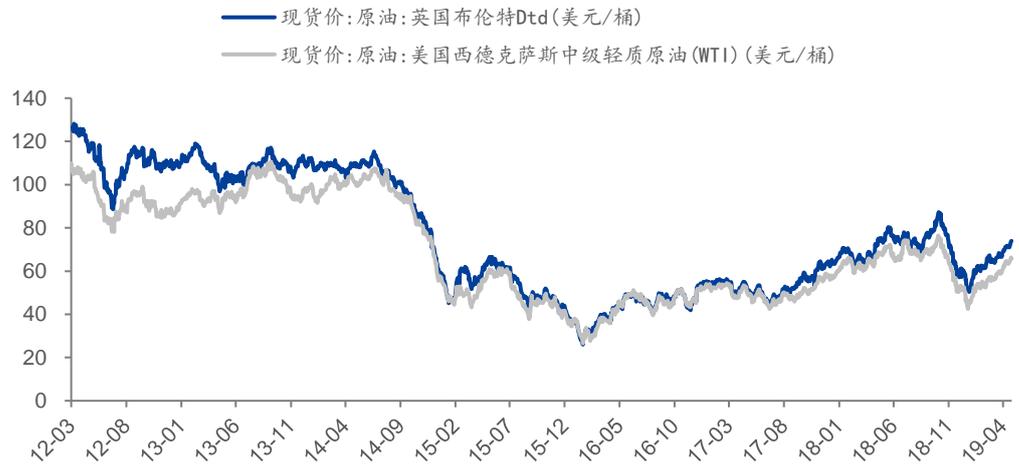
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 化学原料及化学制品制造业投资累计同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 国际原油价格走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.6. 海外: 新签对外承包额出现反弹, 行业逐步回归理性

2019年1-3月我国对外承包新签合同额506亿美元, 同比增长14%, 较1-2月增速提升38个pct; 对外承包完成营业额331亿美元, 同比下降5%, 较1-2月增速提升6个pct。由于去年行业数据整体基数较低, 今年新签订单或有改善。第二届一带一路国际合作高峰论坛于2019年4月25-27日成功举行, 取得丰硕成果, 继续凝聚共识和人心。一带一路倡议是长期事业, 短期可能存在一定波动, 国内企业在经历前期纷纷出海后面临一些挫折, 目前正回归理性。我们认为海外市场拓展为建筑工程企业打开新的成长空间, 仍是部分具备海外业务能力企业的长期战略方向。

图表 25: 对外承包当年新签合同额及同比增速



资料来源: 商务部, 国盛证券研究所

图表 26: 对外承包当年完成营业额及同比增速



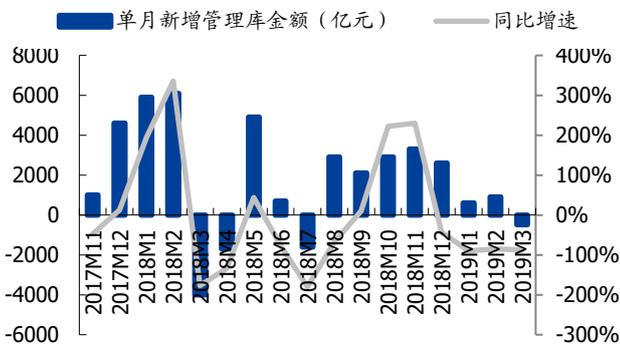
资料来源: 商务部, 国盛证券研究所

2.7. PPP: 行业政策逐渐明朗, 精细化预算化时代到来

政策逐步明确, 精细化预算化时代到来。2019年3月的“两会”政府工作报告肯定了继续推进PPP模式的方向不变; 财政部外发财金10号文, 意见通过正负面清单明确合规PPP标准, 进一步厘清了PPP与地方隐性债务的关系, 有助于各方统一认识, 促进当前PPP项目加快发展。此外, 10号文还提出了实际措施支持民企参与, 改善融资, 有望强化社会各界参与合规PPP项目的信心, 行业政策逐步明确。我们认为经济进入高质量发展阶段后, 中长期投资减速是大概率趋势, 近期出台的政府投资条例、PPP政策都要求未来投资精细化、预算化, 在经历前几年的爆发式增长后, 行业有望逐渐回归理性, 真正具备专业实力的龙头公司有望逐步胜出。

当前PPP项目库总量平稳, 3月落地率大幅提升。根据财政部PPP项目库网站数据, 2019年3月新增管理库金额-491亿元, 同比下降88%; 新增执行阶段金额9659亿元, 同比大幅增长590%, 今年年初至今入库项目趋少, 但库内项目执行显著提速。截至3月末, 项目落地率63.21%, 环比2月提升7.17个pct。

图表 27: 单月新增管理库金额及增速



资料来源: 财政部PPP项目库, 国盛证券研究所

图表 28: 单月新增执行阶段金额及增速



资料来源: 财政部PPP项目库, 国盛证券研究所

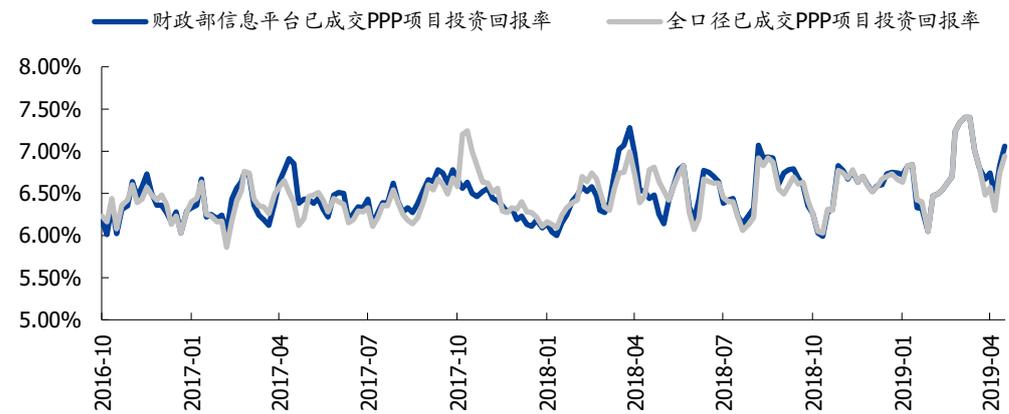
图表 29: PPP 管理库落地率变化



资料来源: 财政部 PPP 综合信息平台, 国盛证券研究所

投资回报率整体震荡, 近期略有回升。根据明树数据网站统计, 近期已成交 PPP 项目的投资回报率在 7.0% 附近, 较前期略有提升, 其中库内项目回报率略高于库外项目回报率。

图表 30: 财政部信息平台已成交 PPP 项目与全口径已成交 PPP 项目投资回报率



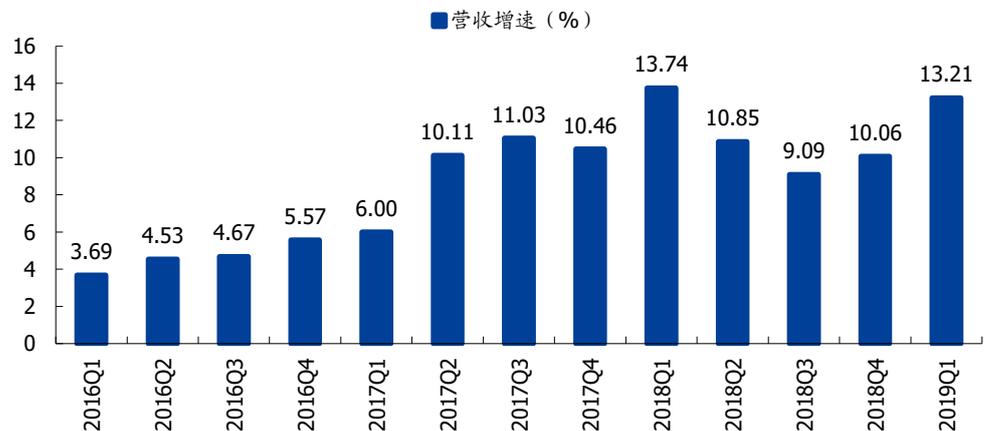
资料来源: 明树数据, 国盛证券研究所

3. 专题一：盈利加速，板块“三低”，下半年或有机会

3.1. 建筑行业 Q1 盈利显著加快

建筑行业 Q1 业绩显著加快。2018 年建筑上市公司整体营收同增 10.06%，较上年放缓 0.40 个 pct；归母净利润同增 4.09%，较上年放缓 13.66 个 pct，营收与业绩增长放缓主要系 2018 年去杠杆及紧信用环境下建筑企业开工及订单转化放缓。2018Q4 营收同增 12.29%，环比显著提升 6.28 个 pct，结束了 2018Q1-3 的逐季放缓趋势；归母净利润同减 9.88%，环比下降个 15.02pct，仍然处于下行趋势中。2019Q1 营收同增 13.21%，环比继续提升 1.08 个 pct，延续上行趋势；归母净利润同增 12.29%，环比大幅提升 19.76 个 pct，显著加速，我们认为一方面行业受益于房建快速增长、基建持续复苏，另一方面也与建筑央企业绩释放节奏有关。未来随着信用不断传导，房建快速增长，基建持续复苏，建筑板块收入及盈利有望保持较快增长。

图表 31：建筑板块季度累计收入增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 32：建筑板块季度累计归母净利润增速



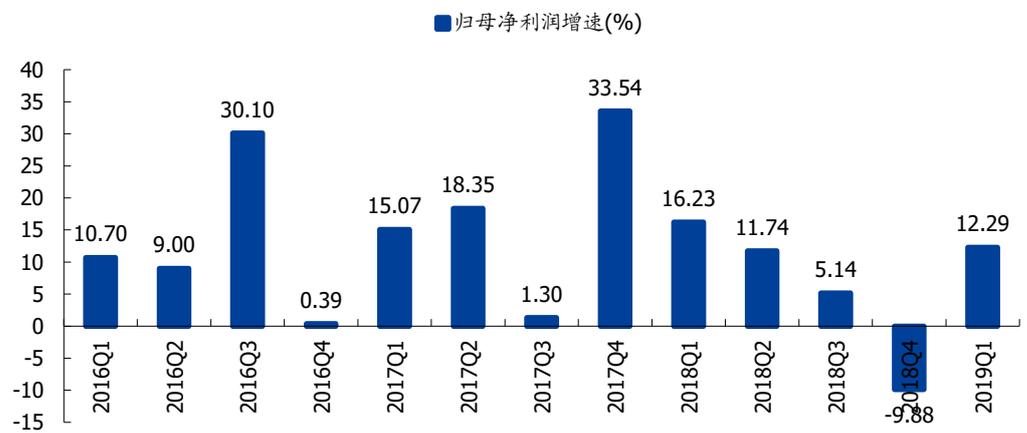
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 33: 建筑板块单季度收入增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

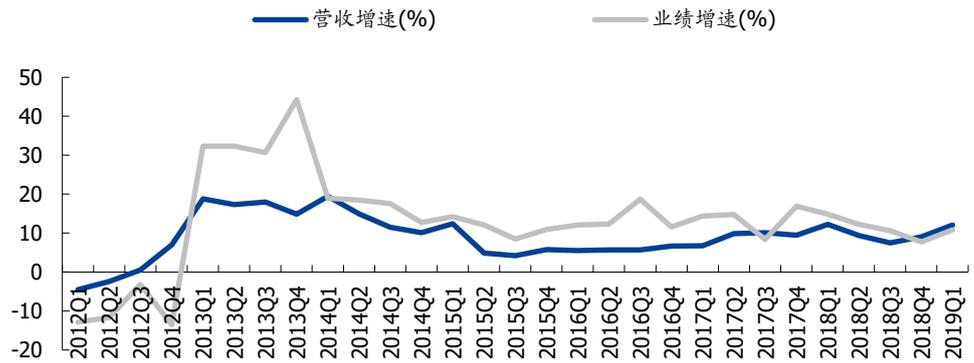
图表 34: 建筑板块单季度归母净利润增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

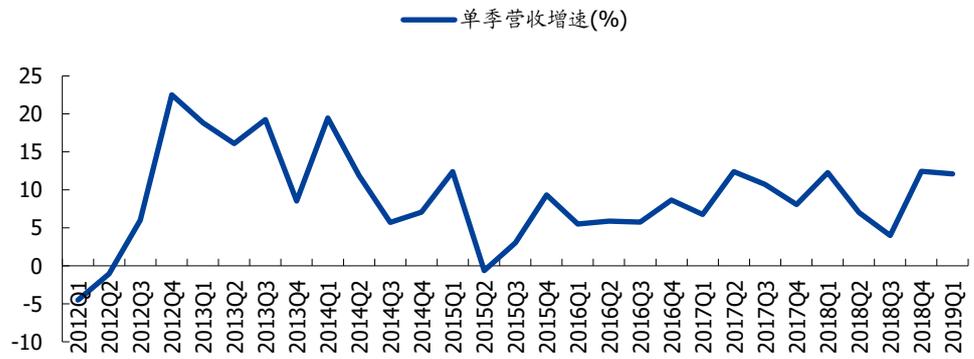
板块 Q1 业绩加速原因之一与央企业绩释放节奏有关，2018 年四季度建筑央企整体业绩增速放缓，2019Q1 盈利明显加速。2018 年央企营收与业绩分别增长 9.04%/7.72%，较 2017 年分别回落 0.45/9.21 个 pct。2018 年 Q4 单季收入较 Q3 单季加速，而业绩大幅放缓，主要因四季度财务费用等增加较多，另外中国交建、葛洲坝等公司 2017Q4 大额投资收益造成基数较高。2019Q1 央企营收与业绩分别增长 12.11%/10.87%，较 2018 年整体增速分别提升 3.07/3.15 个 pct。央企收入在 2018 年整体放缓主要因年初去杠杆背景下融资环境趋紧，项目进展速度出现放缓；2018Q4 至今营收触底回升，主要因基建补短板叠加融资环境逐步宽松，基建温和复苏所致，2019Q1 业绩亦开始加速。

图表 35: 建筑央企季度累计营收及业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 36: 建筑央企单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

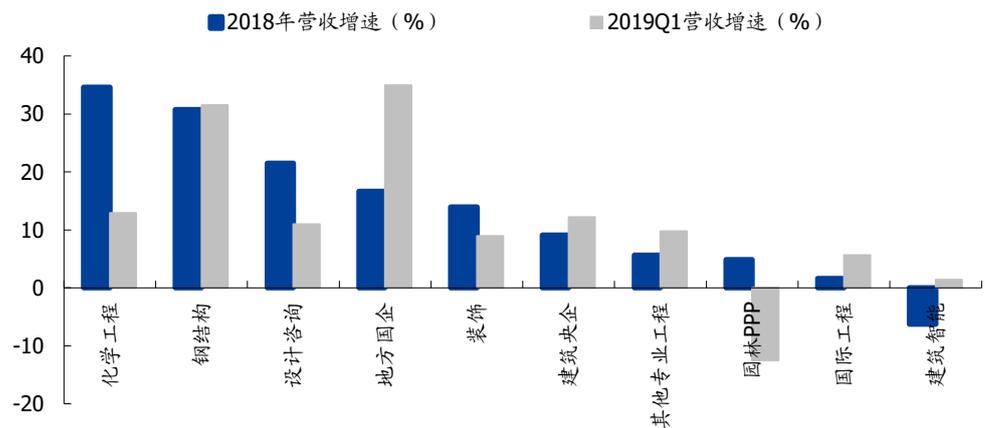
图表 37: 建筑央企单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

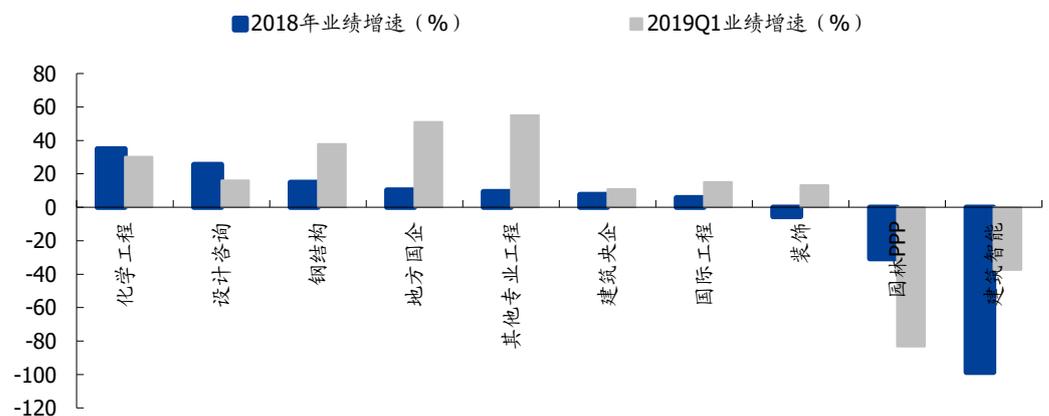
化学工程、钢结构、设计龙头引领增长。2018年收入增速排名前三的子板块为化学工程、钢结构与设计咨询，增速分别为34.6%/30.7%/21.5%，业绩增速排名前三的子板块为化学工程、设计咨询、钢结构，增速分别为35%/25.5%/14.8%。环比2018年，2019Q1收入加速的子板块为地方国企、建筑智能、专业工程、国际工程建筑央企与钢结构，具体来看，2019Q1营收增速排名前三的为地方国企、钢结构、化学工程，增速分别为34.9%/31.5%/12.9%，排名后三的为国际工程、建筑智能、园林PPP，增速分别为5.6%/1.4%/-12.5%。环比2018年，2019Q1除园林PPP、设计咨询、化学工程外，其他子板块业绩增速均有所加速。具体来看，业绩增速排名前三的为专业工程、地方国企、钢结构，增速分别为54.9%/51%/37.9%，排名后三的为建筑央企、建筑智能、园林PPP，增速分别为10.9%/-37.3%/-83.3%。

图表 38: 各子板块 2018 年及 2019Q1 营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 各子板块 2018 年及 2019Q1 业绩增速



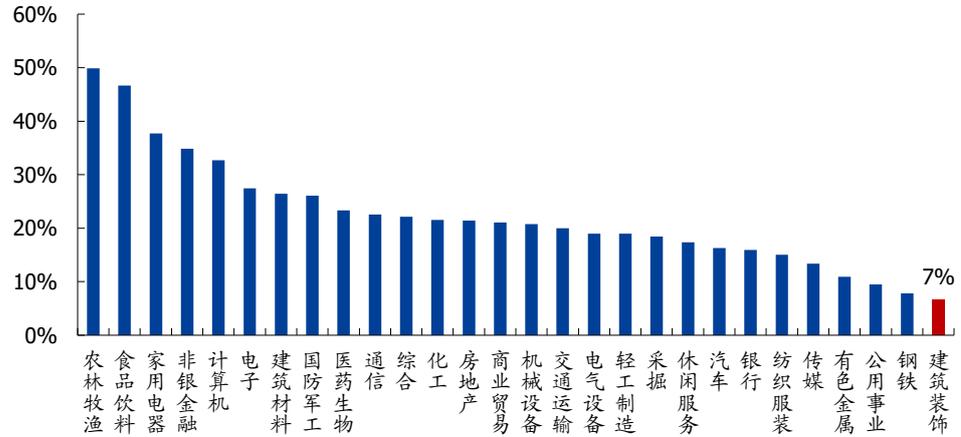
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2. 板块涨幅、估值、持仓三低

建筑板块显著滞涨，估值处于低位，性价比突显。年初以来申万建筑行业指数涨幅仅为7%，28个申万一级行业中涨幅最小，经历近期大幅调整后，估值已处历史底部。目前申万建筑行业指数PE(TTM)为10.6倍，仅高于房地产、钢铁及银行行业；PB(LF)为1.11倍，仅高于钢铁及银行行业，申万建筑行业指数与沪深300的PE(TTM)与PB

(LF) 比值仍处于底部区域，低估值优势显著。

图表 40: 年初至今各板块涨幅



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 41: 各行业 PE 估值对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 42: 各行业 PB 估值对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

建筑持仓大幅降低，板块预期极低，2019Q1 末基金（主动型+指数型）对建筑板块持仓占比仅为 1.05%，较 2018Q4 末大幅下降 1.39 个 pct，持仓占比接近 2008 年以来的历史低点，板块预期极低，已具有相对安全边际。因此，在行业基本面有望加速改善，板块估值已处历史底部、显著滞涨，预期已极低情况下，建筑板块有望展现投资机会。

图表 43: 建筑板块基金持仓与建筑指数变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3. “三低”已反映市场预期，下半年或迎来机会

由于去年下半年板块已跑出较多相对收益、市场对逆周期调控逻辑预期也已十分充分，年初以来板块涨幅显著落后，目前板块估值水平与机构持仓亦处于历史较低位置。4月政治局会议释放经济企稳、逆周期调控政策减弱信号后板块再度下探。我们认为板块当前位置已包含上述市场预期。下半年如若经济出现反复、中美贸易走势再现波折以及基建资金工具有新的突破，则板块在较低位置上有望再迎机会。

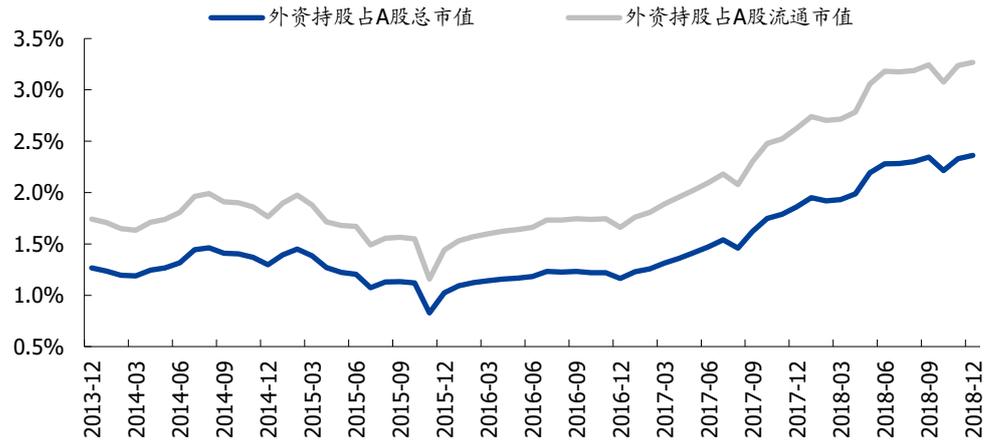
Q1 建筑行业公司盈利增长明显加速。我们认为一方面行业受益于房建快速增长、基建持续复苏，另一方面也与建筑央企业绩释放节奏有关。预计今年建筑公司盈利将较快增长。细分领域看，除建筑央企整体增长较快外，我们认为信用在地产链的传导可能较基建更为疏通有力，预计房建及装饰整体将表现较好，此外设计龙头、装配式建筑（钢结构）龙头及化学工程龙头盈利亦有望实现快速增长。重点推荐房建龙头**中国建筑、上海建工**；设计龙头**中设集团、苏交科**；装饰龙头**金螳螂、东易日盛、全筑股份**；装配式建筑/装饰龙头**精工钢构、亚厦股份**；化学工程龙头**中国化学**。

4. 专题二：外资加大配置给予优质龙头估值溢价

4.1. 当前外资已成为与公募和险资并列的市场重要力量

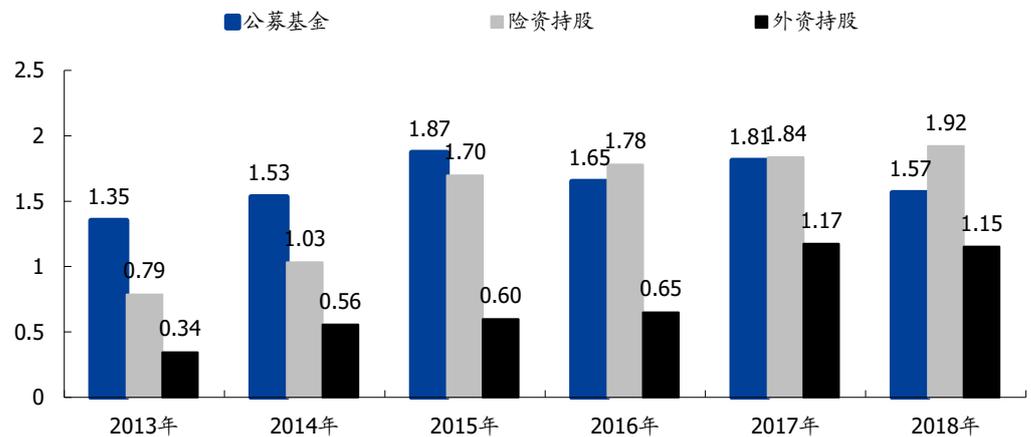
截至 2018 年底，A 股总市值/流通市值分别约为 48.8/35.2 万亿元，其中外资持股市值约 1.15 万亿元，占 A 股总市值/流通市值的比分别为 2.36%/3.27%，且呈逐年提升趋势，2015 年底该比例分别仅为 1.02%/1.44%。当前外资已成为和公募、险资并列的市场重要力量，且增长迅速，目前规模已是 2015 年规模的 1.9 倍。而公募/险资规模近几年变动不大，截至 2018 年底，公募/险资持股总市值分别约为 1.6/1.9 万亿元，较 2015 年持平或有所下降。

图表 44: 2013 至 2018 年间外资持股占比变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 2013 至 2018 年间公募、险资、外资持股市值变化 (万亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2. 纳入海外指数对 A 股建筑板块带来的潜在增量资金测算

4.2.1. MSCI 对建筑板块增量资金

当前 MSCI 成份股中共有 9 支建筑股票, 分别为中国建筑、中国交建、葛洲坝、中国电建、中国中冶、中国化学、中国铁建、隧道股份、金螳螂, 均为大盘 A 股, 无中盘 A 股, 截至 2019 年 4 月底, 合计流通市值约 7516 亿元, 占 MSCI 大盘 A 股总流通市值的 2.55%。

根据 MSCI 官网公布的四个囊括 A 股的主要指数 (MSCI EM/ACWI/China/Asia ex JP) 所对应的权重, 结合全球跟踪四个指数的基金总资产规模, 可大致测算出纳入因子调整至 10%/15%/20% 后所对应的 A 股资金累计流入额分别约为 348/513/797 亿美元。其中建筑板块约占成份中的 2.55%, 对应纳入因子调整至 10%/15%/20% 后所建筑板块资金累计流入额分别约为 8.9/13.1/20.3 亿美元。

图表 46: A 股及建筑板块 MSCI 扩容后流入资金测算

纳入因子	跟踪基金总资产	5%	10%	15%	20%
调整时间	规模 (亿美元)	2018年8月	2019年5月	2019年8月	2019年11月
MSCI EM	18000	0.72%	1.46%	2.14%	3.33%
MSCI ACWI	41000	0.09%	0.18%	0.27%	0.42%
MSCI China	130	2.32%	4.69%	6.88%	10.43%
MSCI Asia except Japan	310	0.83%	1.72%	2.55%	3.96%
A 股合计流入资金 (亿美元)		172	348	513	797
建筑板块流入资金 (亿美元)		4.4	8.9	13.1	20.3

资料来源: MSCI 官网, 国盛证券研究所, 其中 MSCI EM 和 MSCI ACWI 指数跟踪基金总资产规模数据为 2018 年 6 月 30 日 MSCI 官方公布数据; MSCI China 和 MSCI Asia except Japan 指数跟踪基金总资产规模来自于 Bloomberg 筛选, 数据口径可能偏小。

基于建筑个股自由流通市值占比测算, 至 2019 年 11 月纳入因子达到 20% 时, 中国建筑、中国交建、中国铁建、中国电建、中国中冶累计资金流入有望分别达到 6.8/3.9/3.4/1.6/1.6 亿美元。同时由于计算方式是按照个股流通市值占比计算, 因此在纳入因子分别为 5%/10%/15%/20% 时, 所有 MSCI 建筑个股流入资金量占其总流通市值的 0.06%/0.12%/0.17%/0.27%。

图表 47: 纳入 MSCI 后建筑个股累计流入资金测算 (亿美元)

纳入因子	5%	10%	15%	20%
调整时间	2018/8/1	2019/5/1	2019/8/1	2019/11/1
中国建筑	1.5	3.0	4.4	6.8
中国交建	0.8	1.7	2.5	3.9
中国铁建	0.7	1.5	2.2	3.4
中国电建	0.3	0.7	1.0	1.6
中国中冶	0.3	0.7	1.0	1.6
葛洲坝	0.2	0.4	0.5	0.8
中国化学	0.2	0.4	0.5	0.8
金螳螂	0.2	0.3	0.5	0.7
隧道股份	0.1	0.3	0.4	0.6
建筑板块流入资金 (亿美元)	4.4	8.9	13.1	20.3
占个股流通市值的比	0.06%	0.12%	0.17%	0.27%

资料来源: MSCI, Wind, 国盛证券研究所

4.2.2. FTSE 对建筑板块增量资金

纳入标的为富时中国 A 股互联互通全盘指数 (FTSE China A Stock Connect All Cap Index), 根据 FTSE 官网介绍, 截至目前, 该指数成份股共 1096 支股票, 其中建筑板块中, 权重较大的为中国建筑、中国铁建、中国交建、中国电建等央企。以 2019 年 4 月底流通股总市值计算, 建筑板块全体成份占富时中国 A 股互联互通全盘指数的比重约为 2.63%。

第一阶段纳入 A 股过程分 3 步: 2019 年 6 月纳入 20%, 2019 年 9 月纳入 40%, 2020 年 3 月纳入最后的 40%。3 步纳入顺利实施后, A 股占全球市场指数的权重将达到 0.57%。

根据 FTSE 官网统计, 截至 2017 年 12 月 31 日, 全球跟踪全球全市场指数的基金共有 1.7 万亿美元。据此可以估算 3 步纳入过程中流入 A 股的资金量将累计达到 97 亿美元,

其中第一步带来 19 亿美元资金流入；流入建筑板块合计 3 亿美元，其中第一步带来 0.7 亿美元资金流入。

图表 48: A 股及建筑板块“入富”后流入资金测算

分三步	第一步	第二步	第三步
日期	2019/6/24	2019/9/23	2020/3/23
比例安排	20%	40%	40%
A 股累计权重: 富时全球市场指数	0.115%	0.344%	0.573%
A 股流入资金 (亿美元)	19	58	97
建筑板块流入资金 (亿美元)	0.5	1.5	2.6

资料来源: FTSE, Bloomberg, 国盛证券研究所

基于建筑个股自由流通市值占比测算，至 2020 年 3 月 A 股纳入 FTSE 第一阶段的三步实施结束后，中国建筑、中国铁建、中国交建、中国电建、中国中冶累计资金流入有望分别达到 0.71/0.35/0.41/0.17/0.17 亿美元。同时由于计算方式是按照个股流通市值占比计算，因此在三步纳入时，所有 FTSE 建筑个股流入资金量均占其总流通市值的 0.01%/0.02%/0.03%。

4.2.3. 标普道琼斯对建筑板块增量资金

2018 年 12 月 26 日标普道琼斯指数公司 (S&P Dow Jones Indices) 宣布，将可以通过沪港通、深港通机制进行交易的合格中国 A 股纳入其有新兴市场分类的全球基准指数，纳入将自 2019 年 9 月 23 日市场开盘前生效，分类为“新兴市场”。12 月 31 日，标普道琼斯公布了入选的 A 股上市公司，总计 1241 家 A 股上市公司入选。按照 25% 的纳入因子纳入包括标普 BMI 指数、道琼斯全球指数在内的六个指数: S&P Global BMI、S&P Global BMIShariah、S&P/IFCI、Dow Jones Global Index、S&P Global Property 和 Dow Jones Islamic Markets。纳入后 A 股在标普道琼斯全球基准指数 (Global Benchmark Indices) 的占比为 0.57%。

以 0.57% 占比测算流入 A 股资金约 275 亿美元。根据标普道琼斯指数公司官网，全球共有 4.83 万亿美元基金资产跟踪标普道琼斯全球基准指数，据此测算 0.57% 占比对应流入 A 股资金规模约 275 亿美元。以建筑板块占比 3% 来估算，流入 A 股建筑板块的资金量约为 8 亿美元。

4.2.4. 三指数 2019 年带来潜在外资流入量汇总

预计 2019 年从 5 月起，A 股将通过 MSCI、FTSE 和标普道琼斯指数 3 个渠道流入外资 1169 亿美元，其中 5 月将通过 MSCI 扩容流入 176 亿美元；6 月通过 FTSE 流入 19 亿美元；8 月通过 MSCI 扩容流入 165 亿美元；9 月通过 FTSE 和标普道琼斯合计流入 314 亿美元；11 月通过 MSCI 扩容流入 284 亿美元；明年 3 月通过 FTSE 流入 39 亿美元。

其中建筑板块今年将从 5 月起合计流入 30 亿美元，其中 5 月通过 MSCI 扩容流入 6 亿美元；6 月 24 日通过 FTSE 流入 1 亿美元；8 月通过 MSCI 扩容流入 5 亿美元；9 月 23 日通过 FTSE 和标普道琼斯合计流入 9 亿美元；11 月通过 MSCI 扩容流入 9 亿美元；明年 3 月通过 FTSE 流入 2 亿美元。

其中流入量较大的有中国建筑、中国铁建、中国交建、中国电建、中国中冶、葛洲坝、中国化学、金螳螂，分别有望获得 7.5/3.7/4.3/1.8/1.8/0.9/0.8/0.8 亿美元的资金流入量，流入量占公司流通市值比例分别为 5%/5%/7%/4%/6%/4%/4%/4%，除金螳螂外均为建筑央企。

图表 49: A 股流入外资测算合计 (亿美元)

时间	MSCI 累计	FTSE 累计	标普道琼斯累计	合计累计	增量
2018 年 8 月	172			172	172
2019 年 5 月	348			348	176
2019 年 6 月 24 日		19		367	19
2019 年 8 月	513			532	165
2019 年 9 月 23 日		58		571	39
2019 年 9 月 23 日			275	846	275
2019 年 11 月	797			1130	284
2020 年 3 月 23 日		97		1169	39

资料来源: MSCI, FTSE, 标普道琼斯, 国盛证券研究所

图表 50: 建筑板块流入外资测算合计 (亿美元)

时间	MSCI 累计	FTSE 累计	标普道琼斯累计	合计累计	增量
2018 年 8 月	5			5	5
2019 年 5 月	11			11	6
2019 年 6 月 24 日		0.7		12	1
2019 年 8 月	16			17	5
2019 年 9 月 23 日		2.1		18	1
2019 年 9 月 23 日			8	26	8
2019 年 11 月	25			35	9
2020 年 3 月 23 日		3.6		37	2

资料来源: MSCI, FTSE, 标普道琼斯, 国盛证券研究所

图表 51: 纳入 MSCI+FTSE 后建筑个股累计流入资金测算 (亿美元)

日期	2018/8/1	2019/5/1	2019/6/24	2019/8/1	2019/9/23	2019/11/1	2020/3/23	合计流入(亿人民币)	占流通市值比
中国建筑	1.472	2.978	3.121	4.530	4.816	7.251	7.537	49.0	5.0%
中国铁建	0.728	1.472	1.543	2.240	2.381	3.585	3.727	24.2	5.3%
中国交建	0.845	1.709	1.791	2.600	2.763	4.161	4.325	28.1	7.1%
中国电建	0.347	0.703	0.736	1.069	1.136	1.711	1.778	11.6	3.6%
中国中冶	0.346	0.700	0.733	1.065	1.132	1.704	1.771	11.5	6.1%
葛洲坝	0.183	0.370	0.388	0.563	0.599	0.902	0.937	6.1	3.7%
中国化学	0.179	0.362	0.379	0.550	0.585	0.881	0.916	6.0	4.1%
金螳螂	0.161	0.325	0.340	0.494	0.525	0.791	0.822	5.3	4.1%
隧道股份	0.127	0.256	0.268	0.390	0.414	0.624	0.648	4.2	3.8%
中材国际			0.007	0.007	0.021	0.021	0.036	0.2	0.3%
海南瑞泽			0.004	0.004	0.013	0.013	0.022	0.1	0.3%
龙元建设			0.006	0.006	0.019	0.019	0.032	0.2	0.3%
四川路桥			0.007	0.007	0.022	0.022	0.037	0.2	0.3%
广田集团			0.005	0.005	0.015	0.015	0.025	0.2	0.6%
北方国际			0.004	0.004	0.011	0.011	0.019	0.1	0.4%
岭南股份			0.003	0.003	0.010	0.010	0.016	0.1	0.2%
苏交科			0.003	0.003	0.010	0.010	0.017	0.1	0.2%
浙江交科			0.002	0.002	0.007	0.007	0.012	0.1	0.3%
宝鹰股份			0.005	0.005	0.014	0.014	0.024	0.2	0.4%
亚厦股份			0.004	0.004	0.013	0.013	0.021	0.1	0.4%
达实智能			0.004	0.004	0.012	0.012	0.020	0.1	0.3%
安徽水利			0.002	0.002	0.007	0.007	0.012	0.1	0.2%
杭萧钢构			0.005	0.005	0.014	0.014	0.023	0.2	0.4%
蒙草生态			0.003	0.003	0.009	0.009	0.016	0.1	0.2%
美尚生态			0.003	0.003	0.008	0.008	0.013	0.1	0.2%
浦东建设			0.004	0.004	0.012	0.012	0.020	0.1	0.3%
西藏天路			0.004	0.004	0.011	0.011	0.018	0.1	0.3%
中化岩土			0.003	0.003	0.010	0.010	0.016	0.1	0.3%
美晨生态			0.003	0.003	0.010	0.010	0.017	0.1	0.3%
中钢国际			0.003	0.003	0.008	0.008	0.013	0.1	0.3%
名家汇			0.002	0.002	0.005	0.005	0.009	0.1	0.3%

资料来源: MSCI, FTSE, Wind, 国盛证券研究所

4.3. 外资配置建筑持仓与偏好

当前外资主要通过陆港通（沪股通+深股通）以及 QFII 对 A 股进行持股，截止 2019 年 4 月底，陆港通合计持股建筑板块市值约 115 亿元，占陆港通全部持股市值的 1.09%，其中深股通持股 13 亿元，占比 0.30%，沪股通持股 102 亿元，占比 1.53%。截止 2019 年一季报数据，QFII 持股建筑板块市值约 19.7 亿元，占 QFII 全部持股市值的 1.29%。

建筑个股层面上看，建筑央企、装饰装修、设计检测龙头获外资重点配置，其中：

沪股通中持股市值排名前三的是中国建筑、中国铁建和中国中铁，持股市值分别为54/11/7亿元，持股占流通A股比例排名前三的分别为国检集团、中国建筑和中国化学，分别占比6.40%/2.13%/1.85%；

深股通中持股市值排名前三的是金螳螂、苏交科和东方园林，持股市值分别为6.6/1.2/1.1亿元，持股占流通A股比例排名前三的分别为金螳螂、苏交科和亚厦股份，分别占比2.38%/2.03%/1.14%；

QFII持有建筑个股共21支，其中持股市值排名前三的是中国建筑、金螳螂和葛洲坝，持股市值分别为12.2/3.5/1.4亿元；持股占流通A股比例排名前三的分别为苏交科、海波重科和中油工程，分别占比2.11%/2.01%/1.90%。

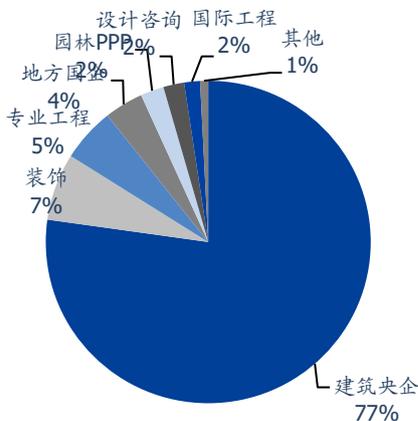
图表 52: 外资合计持股市值和持股比例前 10 位 (沪股通+深股通+QFII)

排序	持股市值前 10 位			排序	持股比例前 10 位		
	证券简称	持股市值 (万元)	占流通 A 股 (%)		证券简称	持股市值 (万元)	占流通 A 股 (%)
1	中国建筑	659542	2.62	1	国检集团	11024	6.40
2	中国铁建	114599	0.78	2	苏交科	24468	4.14
3	金螳螂	100372	3.65	3	金螳螂	100372	3.65
4	中国中铁	65946	0.41	4	中国建筑	659542	2.62
5	中国化学	56549	1.85	5	海波重科	1249	2.01
6	中国交建	53058	0.27	6	中油工程	12740	1.90
7	中国中冶	48563	0.71	7	中国化学	56549	1.85
8	葛洲坝	42172	1.34	8	亚翔集成	2360	1.47
9	中国电建	38129	0.64	9	葛洲坝	42172	1.34
10	隧道股份	26318	1.21	10	亚泰国际	849	1.24

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 数据截止 2019 年 4 月底

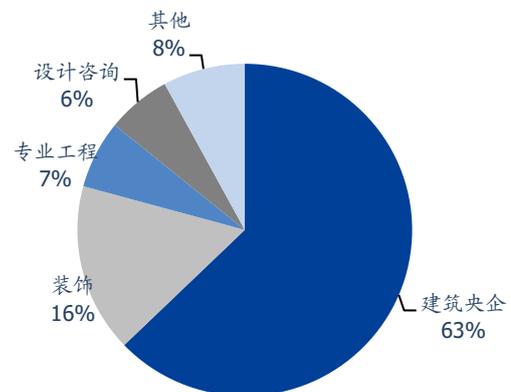
从对建筑细分板块市值配置上看, 无论是陆股通还是 QFII, 对于央企的持股市值占比占绝对比例, 其中陆股通持股市值 77% 为建筑央企, QFII 持股市值 63% 为建筑央企; 其次, 装饰和专业工程的持股市值占比也较多, 其中 QFII 对于装饰的持股市值占比达 16%, 主要是对金螳螂的持仓较多。

图表 53: 陆股通配置建筑标的细分行业市值占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 54: QFII 配置建筑标的细分行业市值占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.4. 外资对于建筑央企、装饰、设计龙头的配置力度有望进一步加大

截至 2018 年底，外资/募/险资持股 A 股市值分别约 1.2/1.6/1.9 万亿元，外资迅速成为与公募、险资并列的市场重要力量。而今年下半年及明年上半年，A 股将逐渐纳入至 MSCI、FTSE、标普道琼斯指数，根据我们测算，建筑板块有望逐渐获得全球跟踪这些指数的被动基金资金流入 37 亿美元，预计流入资金量占流通市值比例较高的个股为建筑央企中国交建（7%）、中国中冶（6%）、中国建筑（5%）、中国铁建（5%），民企流入资金量占流通市值比例最高的个股为金螳螂（4%）。结合当前陆港通（沪股通+深股通）以及 QFII 已有建筑持仓的偏好来看，外资对于建筑央企、装饰装修、设计检测龙头的配置力度有望进一步加大，建议重点关注建筑央企中国交建、中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国化学等，装饰龙头金螳螂、东易日盛，设计检测龙头苏交科、中设集团。

5. 专题三：装配式有望引燃行业变革

5.1. 装配式建筑快速推广，发展迅速

装配式建筑获政策大力推进，市场化有望加速。2016 年至今，国务院、住建部屡次发文从顶层设计积极推进装配式建筑发展，各个地方省市纷纷积极国家号召，根据自身情况采取了包括土地支持政策、建筑面积奖励政策、财政支持政策、税收支持政策、金融支持政策和建设环节支持政策等系列激励政策，引导当地企业发展装配式建筑，并纷纷出台相关规划，明确装配化率目标。

2019 年 3 月，住建部印发《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。

图表 55: 各部门关于装配式建筑的主要政策汇总

时间	部门	文件名称	主要内容
2016年2月	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》	提出大力推广装配式建筑,制定装配式建筑设计、施工和验收规范;鼓励建筑企业装配式施工,现场装配;加大政策支持力度,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年3月	十二届全国人大	《2016年政府工作报告》	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年9月	国务院	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区,常住人口超过300万的其他城市为积极推进地区,其余城市为鼓励推进地区,发展装配式混凝土结构、钢结构等装配式建筑
2017年1月	住建部	《装配式混凝土建筑技术标准》、 《装配式钢结构建筑技术标准》、 《装配式木结构建筑技术标准》	于2017年6月1日开始实施
2017年2月	国务院	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	提出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
2017年3月	住建部	《“十三五”装配式建筑行动方案》	提出到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;加快推进装配化装修,建设装配化装修试点示范工程
2017年7月	住建部	《关于印发贯彻落实促进建筑业持续健康发展意见重点任务分工方案》	协同18部委制定建筑业持续健康发展重点任务分配方案
2018年4月	住建部	《关于印发2018年工作要点的通知》	建筑节能与科技司提出研究编制装配式建筑领域技术体系框架,发布第一批装配式建筑技术体系和关键技术公告;推动编制装配式建筑团体标准,提高装配式建筑设计、生产、施工、装修等环节工程质量
2018年12月	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。
2019年3月	住建部	《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司2019年工作要点的通知》	强调要选择部分地区开展钢结构装配式住宅建设试点。

资料来源: 国务院、住建部等官网, 国盛证券研究所

2020年装配式建筑新开工产值有望达到2万亿。根据住建部数据,截至2016年装配式建筑面积约1.14亿平方米,对应产值约2850亿元。根据《“十三五”装配式建筑行动方案》对“2020年装配式建筑占新建建筑面积比例达15%以上”的要求测算,2020年装配式新开工建筑面积有望超过8亿平方米,以每平方米2500元测算,对应产值将超过2万亿元。

图表 56: 装配式房建市场产值测算

名称	建筑业新开工面积	装配式建筑占新建建筑面积的比例	装配式建筑面积	装配式建筑每平方米造价	装配式建筑新开工产值	装配式建筑市场规模增速
单位	亿平方米	%	亿平方米	元	亿元	%
2015	46.8	1.5	0.7	2500	1815	
2016	48.0	2.4	1.1	2500	2850	57%
2017	52.2	6.0	3.1	2500	7825	133%
2018	55.9	9.0	5.0	2500	12573	61%
2019E	54.0	12.0	6.5	2500	16200	29%
2020E	54.0	15.0	8.1	2500	20250	25%
2025E	50.0	30.0	15.0	2500	37500	13% (5年 CAGR)

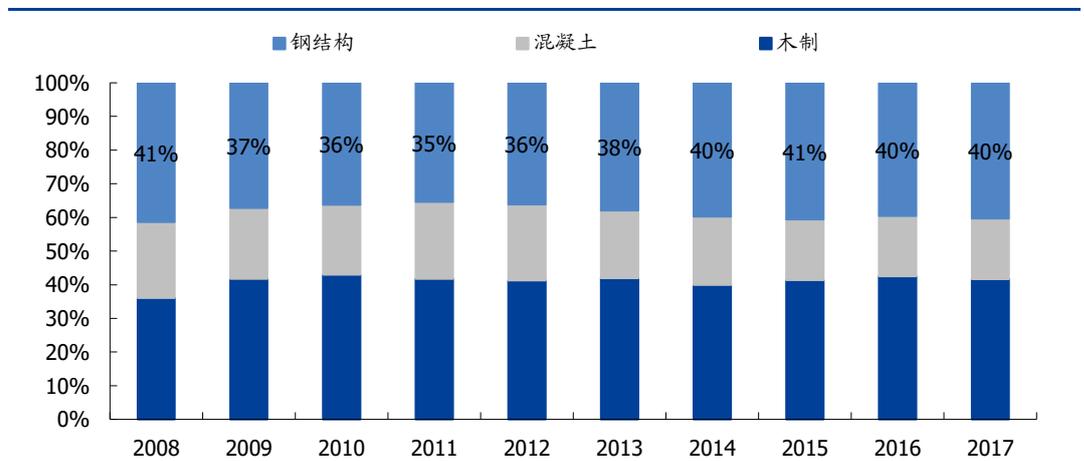
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5.2. 钢结构性能优越, 细分龙头有望快速崛起

近年来, 国家和各地方政府均持续出台各项促进政策支持装配式建筑行业的发展。2013年, 国务院《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》明确提出, 在建筑领域应优先采用、优先推广钢结构建筑, 2016年, 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》和《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》也都明确提出发展钢结构建筑, 其中提出力争用 10 年左右时间, 使装配式建筑占新建建筑比例达到 30%。此外各地方政府也纷纷响应, 陆续出台细化的地方性规划与目标, 采取了一系列经济激励政策, 引导当地企业发展装配式建筑。在政策驱动下, 行业有望加速发展。

钢结构未来需求市场巨大。我国钢结构建筑体系逐渐成熟, 钢结构住宅涵盖了低层、多层以及高层建筑, 装配工艺不断优化。国内钢结构起步较晚, 钢结构住宅在全部建筑中的比例仅为 6% 左右, 而欧美国家和地区装配式钢结构建筑比例超过 50%, 日本 2017 年已开工建筑中钢结构占比也在 40% 左右。随着钢结构建筑技术水平的不断提升叠加行业规模效应扩大, 钢结构建筑的成本将逐渐接近钢筋混凝土建筑成本, 未来的发展空间巨大。

图表 57: 日本已开工建筑主要结构占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

装配式钢结构建筑优势更为明显。钢结构与预制PC（预制混凝土建筑）是我国当前两大主流装配式建筑形式，相比于预制PC，钢结构具备自重轻、抗震性好、装配方式灵活不受工序限制、材料回收与循环利用等优势，其中虽然在耐火性和防腐性中表现较弱，但均可通过合金、涂层、镀锡等方式解决，因此钢结构更为符合建筑产业化及绿色建筑的趋势，应用前景更为广阔。

图表 58: PC与钢结构的主要优劣势分析

项目	PC（预制混凝土）	钢结构
构件重量	较重	较轻
耐火性	混凝土耐火性强，不易变形	温度升高会影响结构稳定，但可添加合金元素或使用涂料解决
防腐性	不易被腐蚀	较易腐蚀，但可使用涂料或镀锡增强耐腐蚀性
抗震性	只允许较小的位移	允许较大位移，抗震性好
装配方式	节点现浇、钢筋套筒、内角外挂等	螺栓、焊接
工序特点	需要等下层混凝土达到特定强度才能进行上一层施工	工序灵活，可以交叉作业
环保	难以回收，容易形成建筑垃圾	材料可回收与循环利用

资料来源：国盛证券研究所

钢结构更容易满足装配化率的政策要求。在国家政策方面，2018年1月22日住建部发布国家标准《装配式建筑评价标准》，并于2月1日正式开始实施。《评价标准》规定，装配式建筑应同时满足4大条件：1）主体结构部分得分不低于20分；2）围护墙和内隔墙部分得分不低于10分；3）采用全装修；4）装配率不低于50%。其中主体结构部分是分值最大的部分，占分50分，其中又以柱、支撑、承重墙、延性墙板等竖向构件的分值占据最高，为20-30分。《评价标准》要求柱等竖向构件的装配化率要达到35%以上，如果使用预制PC的模式，构件连接节点“钢筋套筒”的方式因操作工人技术水平难以统一，且套筒质量连接难以检测，而逐渐被认为是不安全的方式；应对该问题所替代的方式为“内浇外挂”，但“内浇外挂”却造成装配化率较低的问题，且PC构件强度检测困难，检测需要取样破坏其结构。钢结构则可以避免上述问题，装配化程度高，构件连接节点使用安全的螺栓或焊接，强度可以通过超声波等方式进行检测，更容易满足国家对于装配化率的评价要求。

图表 59: 装配式建筑评分表

评价项	评价要求	评价分值	最低分值	
主体结构 (50分)	柱、支撑、承重墙、延性墙板等竖向构件	$35\% \leq \text{比例} \leq 80\%$	20~30*	20
	梁、板、楼梯、阳台、空调板等构件	$70\% \leq \text{比例} \leq 80\%$	10~20*	
围护墙和内隔墙 (20分)	非承重围护墙非砌筑	$\text{比例} \geq 80\%$	5	10
	围护墙与保温、隔热、装饰一体化	$50\% \leq \text{比例} \leq 80\%$	2~5*	
	内隔墙非砌筑	$\text{比例} \geq 50\%$	5	
	内隔墙与管线、装修一体化	$50\% \leq \text{比例} \leq 80\%$	2~5*	
装修和设备管线 (30分)	全装修	-	6	6
	干式工法楼面、地面	$\text{比例} \geq 70\%$	6	
	集成厨房	$70\% \leq \text{比例} \leq 90\%$	3~6*	
	集成卫生间	$70\% \leq \text{比例} \leq 90\%$	3~6*	
	管线分离	$50\% \leq \text{比例} \leq 70\%$	4~6*	-

资料来源：住建部《装配式建筑评价标准》，带“*”项的分值采用“内插值”计算，国盛证券研究所

重点关注技术实力突出的钢结构龙头精工钢构。公司通过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5单合计加盟费2.7亿元，未来有望持续快速拓展。

图表 60: 精工钢构已公告技术合作协议情况

时间	签署对方	资源使用(万)	经营区域范围	成立合资公司注册资本
2017/9/25	宁夏城建集团有限公司	5000	宁夏回族自治区	1亿元
2018/1/24	恒热投资控股有限公司	6000	河北省秦皇岛市	2亿元
2018/8/31	东跃建设有限公司	5000	辽宁省盘锦市	2亿元
2018/10/30	太原高新置业有限公司	6000	山西省太原市	9000万, 公司参股19%
2019/4/22	新乡牧野绿色建筑产业园发展有限公司	5000	河南省新乡市	4000万元
合计		27000		

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.3. 装配式装修顺应潮流, 市场化有望显著加快

装配式装修技术日趋成熟, 有望带来行业变革。装配式装修是将工厂生产的部品部件在现场进行组合安装的装修方式, 主要包括干式工法楼(地)面、集成厨房、集成卫生间、管线与结构分离等。近年来由于传统装修用工成本快速上升及资源材料的现场严重损耗浪费, 装配式装修的相对优势有望不断显现与增强, 装配式装修逐步替代传统装修的行业变革有望到来。

图表 61: 传统装修与装配式装修施工工艺对比

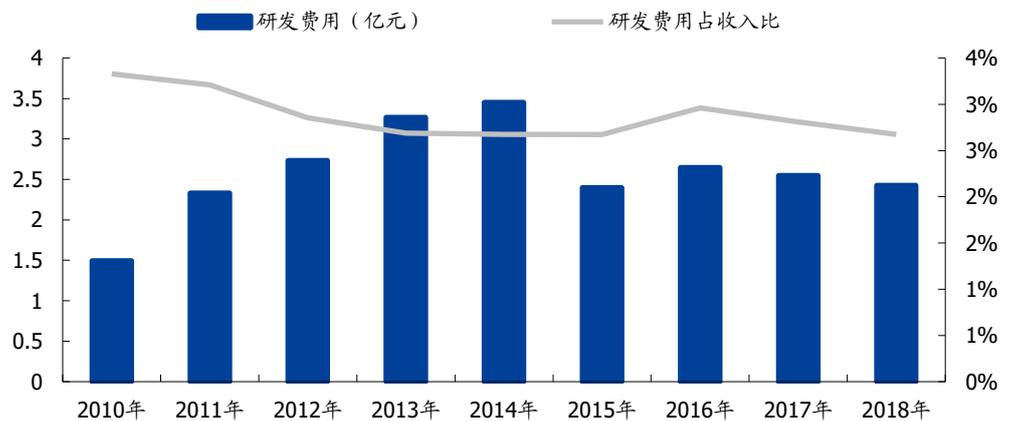
比对项目	传统装修	装配式装修
地面施工	湿作业, 地面荷载较重, 工序复杂, 面砖易空鼓、脱落, 排缝不均匀, 地暖管检修困难。	地面系统: 一次性铺装完成, 减重 67%, 现场无污染, 牢固耐久平整度高, 装配效率提高 300%。
二次结构墙体施工	表面平整度、垂直度会受工人施工水平影响, 湿作业易出现裂缝、渗水等。	轻质隔墙系统: 集成墙体灵活性强, 无湿作业, 精度高, 现场整洁干净, 施工时间缩短 200%。亦可集成装饰面, 实现结构装饰一体化, 简化施工。
墙面施工	工序多、易空鼓脱落, 涂饰面易开裂, 受气候影响。	快装墙面系统: 干法施工, 龙骨调平, 免铺贴, 质量稳定, 不受气候影响。
吊顶施工	厨卫吊顶吊筋、打孔、拼板, 施工复杂。	集成吊顶系统: 厨卫吊顶专用龙骨与墙板搭接, 施工简单, 免打孔, 免吊筋, 无噪音, 平整度高。
门窗施工	传统木门、窗套加工制作周期长, 受潮易变形翘曲, 易松动。	镀锌钢板与硅酸钙板集成门防水、防火、耐刮擦, 抗磕碰, 抗变形; 无需裁切开孔, 直接组装, 装配效率提高 200%。
管线施工	管线开槽工效低, 破坏结构, 维修难。	快装给水系统: 管线与结构分离, 不破坏结构, 易维修。
排水施工	水管排水噪音大, 检修麻烦, 上下层易干扰。	排水系统: 同层排水, 水管胶圈承插易操作。
卫生间施工	卫生间防水施工复杂, 易出现渗漏。	集成卫浴系统: 卫生间整体防水底盘, 地面减重 70%。现场装配效率提高 300%。整体卫浴空间及部件结合同层排水一体化设计, 契合度高。

资料来源: 预制建筑网, 国盛证券研究所

产能可均质化快速扩张，有望实现行业集中度有效提升与产业链重构。传统硬装装修的质量取决于装修工人的经验和技能，而受制于装修工人的水平高低不一，施工效率无法进一步提高，企业难以实现产能均质化扩张，而装配式装修可以直击这一痛点，现场工人只需要按照规定将其进行组装即可，组装所要求工人技能易学且可标准化复制，从而实现装修产品的均质化扩张，未来有望重塑家装、公寓、酒店乃至公装的市场份额格局。同时装配式装修业务可实现规模化产品供给与集团采购，有望显著增强装饰企业对于上下游的议价能力，不仅可越过传统家装建材市场的多重分销结构直接与原材料厂家对接，且可成为家居软装产业的流量入口，重塑装饰企业的产业链地位，提升装饰企业的整体经济效益。

重点关注技术储备雄厚的装配式装修龙头亚厦股份。公司凭借多年技术积淀及工厂制造业经验，成功实现行业多项领先技术突破并获得相关专利 1200 余项，打造出领先的产品技术体系，实现“全工业化装配式装修”，其装配式装修模式已经具备显著潜在优势，公告已签约及中标 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应用条件，未来有望快速推广。

图表 62: 亚厦股份历年研发费用情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

6. 行业投资策略与重点个股评述

6.1. 2019 下半年行业投资策略

投资策略: 目前板块基本面趋势向上,“三低”位置上不应悲观,整体给予“增持”评级。细分板块看好地产链(房建与装修)、成长设计龙头、化学工程与装配式建筑。个股选择上优选盈利增长动力充足、估值显著偏低品种,此外还考虑外资流入对现金流好的公司给予更多权重。优选增长动力充足、估值偏低、现金流优异的龙头品种,重点推荐房建龙头中国建筑、上海建工;设计龙头中设集团、苏交科;装饰龙头金螳螂、东易日盛、全筑股份;装配式建筑/装饰龙头精工钢构、亚厦股份;化学工程龙头中国化学。

图表 63: 重点标的的估值情况

股票简称	股价	EPS			PE			PB
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
中国建筑	5.67	1.02	1.12	1.23	5.6	5.1	4.6	1.03
中国交建	11.40	1.37	1.50	1.64	8.3	7.6	7.0	1.03
中国中铁	6.65	0.83	0.91	1.00	8.0	7.3	6.7	0.93
中国铁建	9.97	1.50	1.69	1.86	6.6	5.9	5.4	0.88
中国化学	6.13	0.51	0.66	0.80	12.0	9.3	7.7	0.99
上海建工	4.01	0.38	0.42	0.46	10.6	9.5	8.7	1.38
苏交科	11.06	0.96	1.15	1.38	11.5	9.6	8.0	2.07
中设集团	19.63	1.64	2.10	2.62	12.0	9.3	7.5	2.44
金螳螂	10.25	0.91	1.03	1.15	11.3	10.0	8.9	1.98
全筑股份	7.31	0.63	0.79	0.99	11.6	9.3	7.4	2.12
精工钢构	3.35	0.19	0.28	0.34	17.6	12.0	9.9	1.22
亚厦股份	5.75	0.33	0.41	0.49	17.4	14.0	11.7	0.99
龙元建设	6.80	0.75	0.93	1.13	9.1	7.3	6.0	1.04

资料来源: 国盛证券研究所, 股价为 2019 年 5 月 13 日收盘价

6.2. 重点个股评述

中国建筑

Q1 业绩稳健符合预期, 基建业务加速增长。公司 2019Q1 实现营业收入 2975.8 亿元, 同比增长 10%; 归母净利润 88.6 亿元, 同比增长 9%。非经常性损益 2.9 亿元, 较上年增加 2.2 亿元, 主要系交易性金融资产公允价值变动收益较多所致, 扣非后公司归母净利润 85.72 亿元, 同比增长 6%。分板块看, 2019Q1 房建业务实现营业收入 1967 亿元, 同比增长 10.1%; 基建业务实现营业收入 691 亿元, 同比增长 23.9%, 较 18 年加速 4.1 个 pct, 占比提升 0.15 个 pct 至 23.2%; 房地产业务实现营业收入 300 亿元, 同比降低 5.8%, 结算仍偏慢, 但待结算资源充足, 预计后续结算收入有望提速。

毛利率小幅提升, 现金流流出有所增加。2019Q1 公司毛利率 8.94%, YoY+0.07 个 pct, 实现小幅提升, 其中房建/基建/地产毛利率分别变化+0.1/-0.3/+0.5 个 pct; 期间费用率 3.45%, YoY+0.25 个 pct, 其中销售/管理(加回研发)/财务费用率 YoY+0.01/+0.28/-0.04 个 pct, 管理费用率增加主要系研发投入加大所致。资产减值损失(加信用减值)-0.6 亿元, 较上年减少 3.6 亿元。投资收益 11.5 亿元, 同比增加 4.2 亿元, 公允价值变动收益增加 2.3 亿元。所得税率 23.80%, YoY -0.08 个 pct。少数股东收益 30.3 亿元, 同比增加 6.6 亿元。归母净利率 2.98%, YoY-0.04 个 pct。经营活动现金净流出 981.2 亿元, 较上年同期流出扩大 88.7 亿元, 系建筑业务流出增加所致。收现比与付现比分别为 109%/145%, YoY+0.7/-1.5 个 pct。

Q1 房建订单增长较快, 地产销售放缓, 一线城市表现优异。2019Q1 公司建筑业务新签合同额分别为 5865 亿元, 同比增长 9.0%。其中房建业务新签 4925 亿元, 同比增长 32.3%, 明显高于整体订单增速; 基建业务新签 919 亿元, 同比降低 43.8%, 但 1-3 月降幅环比 1-2 月收窄 21.9 个 pct, 有所回暖; 境内/境外新签 5631/234 亿元, 同比增长 8.1%/35.7%; 新开工面积为 7606 万平米, 同比增长 8.5%。公司地产业务 2019Q1 实现合约销售额 697 亿元, 同比增长 4.2%, 其中一线城市实现销售额 174 亿元, 同比增长 49.8%; 合约销售面积 376 万平米, 同比降低 15.7%。近期销售增速有所放缓, 但一

线城市表现较好。Q1 新购置土地 320 万平方米，同比下降 66%，拿地保持相对谨慎。

投资建议：预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.02/1.12/1.23 元，分别增长 12.1%/10.1%/9.5%，当前股价对应三年 PE 分别为 5.6/5.1/4.6 倍，低估值优势显著，维持“买入”评级。

中国交建

Q1 营收与业绩加速。公司 2019Q1 实现营收 1022.5 亿元，同比增长 10%；实现归母净利润 39.3 亿元，同比增长 14%。非经常性损益 2.2 亿元，较上年多 1.5 亿元，主要系土地被征迁处置收益增加所致，扣非后归母净利润 37.1 亿元，同比增长 10%，与收入增速匹配。公司 2018Q1-2019Q1 分别实现营收增速 13%/7%/3%/-8%/10%，分别实现归母净利润增速 9%/8%/12%/-23%/14%。环比去年四季度，公司今年一季度营收实现明显回暖，预计主要因基建投资延续复苏态势。公司计划 2019 年营收增速不低于 10%，预计后续有望保持稳健增长。

财务指标整体表现平稳，现金流流出有所增加。2019Q1 公司毛利率 12.46%，YoY-0.13 个 pct，期间费用率 8.26%，YoY+0.12 个 pct，整体保持平稳，其中销售/管理（加回研发）/财务费用率 YoY+0.01/+0.59/-0.47 个 pct，财务费用率下降预计主要因本期汇兑损失减少。资产减值损失（含信用损失）基本与去年持平。公允价值收益增加 1.64 亿元，主要由于衍生金融工具公允价值变动所致。所得税率 18.6%，较上年下降 3.6 个 pct。归母净利率 3.84%，YoY+0.16 个 pct。经营活动现金净流出 382.9 亿元，较上年同期流出扩大 224.0 亿元，主要由于应收款周转放缓，收现比减少，同时业务规模扩大，付现比增加。一季度收现比与付现比分别为 117%与 171%，YoY-11/+9 个 pct。

Q1 订单明显提速，在手订单充裕。2019Q1 公司新签订单 2033 亿元，同比增长 13%，较 2018 年全年提升 12 个 pct，加速明显。基建建设/基建设计/疏浚业务订单分别为 1727/58/223 亿元，YoY12%/-54%/97%。其中新签 PPP 投资类项目合同额 166 亿元，占公司总订单的 8%，同比下降 43%。截至 2018 年末，公司在手订单 1.69 万亿元，是公司年收入的 3.4 倍，较为充裕。2019 年公司计划新签订单增速不低于 8%，其中 PPP 投资类项目订单 1500 亿元。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年分别实现归母净利润 221/242/266 亿元，分别增长 12%/10%/10%，EPS 分别为 1.37/1.50/1.64 元，当前股价对应未来三年 PE 分别为 8.3/7.6/7.0 倍，维持“买入”评级。

上海建工

高管增持彰显信心，后续业绩动力充足。公司 5 月 8 日公告，包括总裁、副总裁、总会计师、总工程师在内的 10 名董事、高管通过二级市场合计增持了 120 万股公司股份，增持股份占公司总股本的 0.013%，增持价格区间为 3.80~3.83 元/股。本次增持彰显了管理层对公司未来发展的信心。此前 2017 年公司完成员工持股，参加总人数达 4826 人，认购总金额 13.2 亿元，将于 2020 年初到期解禁，当前股价激励动能充足。复权持股成本 3.02 元，当前股价对应三年收益 26%。

Q1 营收大幅增长超预期，扣非业绩增长 16.43%。公司 2019Q1 实现营收 471.0 亿元，同比大幅增长 51.57%；归母净利润 13.2 亿元，同比增长 147%，主要因执行新金融工具会计准则，公允价值变动损益大幅增长至 6.93 亿元，是去年同期税前利润的 70.6%。扣非后公司归母净利润 6.1 亿元，同比增长 16.43%。分业务板块看，建筑施工/设计咨询/建筑工业/房地产开发/城市基础设施投资/其他业务分别实现收入 371.3/7.6/22.7/38.8/2.7/25.0 亿元，同比分别增长 47.9%/-4.7%/80.7%/140.6%/23.1%/33.8%。建筑施工收入增长强劲，显示一季度房建施工情

况较好，前期高增长订单向收入加快转化。

Q1 新签订单继续保持强劲增长，在手订单充裕。公司公告一季度累计新签合同 920.07 亿元，同增 30.82%，占公司董事会确定的 2019 年度新签合同目标总额的 27.84%。其中建筑施工业务 718 亿元，同增 23.3%；设计咨询 54.5 亿元，同增 91.4%；建筑工业 57.6 亿元，同增 139%；房产预售合同额约为 5.09 亿元，同比下降 78.1%；城市建设投资合同 62.9 亿元，同比增长 101%。公司 2018 年累计新签订单 3037 亿元，同增 18%，完成年度目标的 128%，近三年新签订单与当年收入的比值在 160% 以上，因此目前在手订单非常充裕，保障未来收入稳健增长。公司计划 2019 年新签合同额 3305 亿元，较 2018 年实际新签增长约 9%。

持续高分红，受益长三角一体化进程提速。公司公告 2018 年分红预案拟每 10 股派 1.35 元(含税)，合计分红 12 亿元，与去年基本持平，分红率 43%，股息率为 3.6%。公司 14-18 年分红率平均在 40% 以上，股息率排在板块前列，高分红低估值具备较强性价比。当前长三角一体化上升到国家战略，进程有望加快，公司作为长三角施工龙头，有望显著受益。

投资建议：由于资本市场波动较大，暂不考虑会计准则变更带来的金融工具公允价值变动损益影响，我们预测公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 33.7/38.7/43.1 亿元，同比增长 21%/15%/11%，对应 EPS 分别为 0.38/0.43/0.48 元，当前股价对应 PE 分别为 11/10/9 倍，维持“买入”评级。

金螳螂

18 年业绩稳健增长 11% 符合预期。公司 2018 年实现营收 250.9 亿元，同比增长 19%（剔除电商家装业务后同比增长 14%）；实现归母净利润 21.2 亿元，同比增长 11% 符合预期。其中装饰（公装）/互联网家装/设计/幕墙分别实现营收 182/34/18/16 亿元，同比增长 13%/79%/12%/25%；实现毛利润分别为 28/10/9/2 亿元，同比增长 22%/75%/100%/49%。2018Q1-4 营收分别增长 17%/13%/22%/24%，业绩分别增长 16%/4%/10%/12%。2019Q1 实现营收 60.6 亿元，同比增长 20%；实现归母净利润 6.0 亿元，同比增长 9% 符合预期。预计随着公司前期公装订单不断转化、家装业务快速放量，未来业绩有望加速增长。

毛利率有所下降，现金流较为充沛。2018 年公司毛利率 19.5%，同比持平，其中装饰（公装）/电商家装业务毛利率分别为 15.3%/29.7%，较上年同期分别变动-0.6/-0.8 个 pct，公装业务毛利率下降可能系较低利润率住宅精装修业务贡献收入占比提升所致，家装业务毛利率下降可能系前期业务快速扩张及较低利润率精装科技贡献收入占比提升所致，整体毛利率持平主要系高利润率家装业务占比提升所致。税金及附加占收入比小幅下降 0.1 个 pct。四项费用率 9.34%，较上年提升 0.29 个 pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别变动+0.27/+0.48/-0.40/-0.06 个 pct，销售及管理费用率提升主要系“金螳螂家”系列公司数量和规模扩大，相应的职工薪酬、广告费及租金增加较大所致；财务费用率下降主要系有息负债较少所致。经营性现金净流入 16.5 亿元，同比少流入 7.2%，在紧信用环境下公司现金流仍然较为充沛。2018 年净利率下降 0.5 个 pct，为 8.7%。2019 年 Q1 毛利率为 18.3%，同比下降 0.4 个 pct；四项费用率 9.79%，同比下降 0.54 个 pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-0.45/+0.40/-0.29/-0.20 个 pct；净利率为 9.1%，同比下降 1.4 个 pct；收现比/付现比分别为 124%/162%，分别较上年同比变化 -4/-5 个 pct，经营性现金净流出 9.4 亿元，去年同期为净流出 10.7 亿元，流出有所收窄。

订单加速增长趋势清晰，订单质量显著提升。2019 Q1 公司新签订单总额 107.0 亿元，同比快速增长 30%，其中新签公装/住宅/设计订单分别为 63.3/38.3/5.5 亿元，同比增长 45%/13%/19%，增速同比变动+46/-42/+32 个 pct，环比变动+28/-30/-12 个 pct，

公装业务驱动订单加快增长，我们预计公共建筑装修为公装订单增长主要增量来源，公司订单质量显著提升，有望带动利润率及现金流有所改善。2018Q1-2019Q1公司单季新签订单分别同比增长 15.9%/21.2%/28.5%/28.6%/30.4%，逐季加速趋势清晰。截止2019年Q1末，公司在手已签约未完工订单为602.6亿元，同比/环比分别增长32%/5%，约为18年收入2.4倍，充足订单有望持续向收入转化，业绩有望加快增长。

投资建议：目前估值已处历史较低水平，重点推荐。我们预测公司2019-2021年归母净利润分别为24.4/27.6/30.8亿元，同比增长15%/13%/12%，对应EPS分别为0.91/1.03/1.15元（18-21年CAGR为13.2%），当前股价对应PE分别为11/10/9倍，维持“买入”评级。

苏文科

Q1业绩增长24%略超预期，订单充足有望促增长加速。公司2019年Q1实现营业收入9.3亿元，同比减少19.4%，若剔除美国公司TestAmerica影响因素后，则同比增长10.0%；实现归母净利润0.9亿元，同比增长24%，处于此前预告业绩增长区间10%-30%偏上位置，略超预期。Q1营收增速整体低于业绩增速，主要系公司毛利率大幅提升，同时公司收购子公司少数股权导致少数股东损益减少所致。扣非后归母净利润同比增长21%。公司订单增长稳健，2018年全年业务承接额保持超过30%的增速，有望促2019年收入及业绩增长加速。

毛利率大幅提升，经营性现金净流出有所收窄。2019Q1公司毛利率31.8%，YoY+5.7个pct，预计主要因工程咨询主业毛利率提升且其业务占比提升所致。期间费用率18.6%，YoY+1.8个pct，其中销售/管理（加回研发）/财务费用率YoY-0.5/+1.5/+0.8个pct，销售费用率下降主要系出售TestAmerica后销售费用显著下降，管理费用率上升主要系管理人员增加及研发费用增多，财务费用率上升主要系公司带息负债增加。资产减值损失小幅多计提0.03亿元。所得税率20.9%，较上年下降5.0个pct，主要系部分子公司获得高新技术企业认定。归母净利率9.5%，YoY+3.3个pct。经营活动现金净流出3.5亿元，较上年同期流出收窄1.8亿元。收现比与付现比分别为138%与183%，YoY+21/+21个pct。

多方面取得积极进展，公司面临较多新增长点。1) 出售TestAmerica后公司资产负债表明显修复，管理压力降低后有望轻装上阵；2) Eptisa持续推动整合，2018年债转股增资增强资本实力，后续有望与公司优势互补发挥协同，并有望受益一带一路战略推进；3) 大力拓展环境检测、环境咨询和工程设计、环境治理和修复实施等环境业务，2018年成功开拓新疆、山东等5个省份，并增资江苏益铭（业务涉及环境检测、食品检测等领域）股权至51%，江苏益铭承诺18-20年净利润CAGR不低于30%，3年累计净利润不低于8778万元；4) 布局未来智慧交通，拓展智慧城市、民用航空等新兴业务，有望给公司带来全新利润增长点；5) 公司连续2年启动实施事业伙伴计划，利于公司形成中长期凝聚力，增强可持续发展动力。

投资建议：我们预测公司2019-2021年归母净利润分别为7.8/9.3/11.2亿元，同比增长25%/20%/20%，对应EPS为0.96/1.15/1.38元（18-21年CAGR 22%）。当前股价对应PE为12/10/8倍，维持“买入”评级。

中设集团

业绩继续快速增长29%略超预期。公司2019Q1实现营业收入7.9亿元，同比增长35%；实现归母净利润0.8亿元，同比增长29%，略超市场预期。其中营收增速快于业绩增速主要系公司EPC业务快速扩张所致，预计2019Q1公司实现EPC业务营收约为1.3亿元，去年同期约为0.2亿元，剔除EPC业务，则公司勘察设计类业务收入增长约16%，继续保持稳健增长。预计随着公司前期在手订单不断向收入和业绩转化，未来

有望继续实现较快增长。

设计规划业务毛利率显著提升，现金流较为稳健。2019Q1 年公司毛利率 29.3%，YoY-0.9 个 pct，有所下降主要系 EPC 业务占比提升所致。预计 EPC 业务毛利率约为 2.0%，剔除 EPC 后毛利率为 34.8%，YoY+5.3 个 pct，主要系公司所执行勘察设计业务项目质量显著提升，以及部分研发成本转为研发费用所致。期间费用率 18.0%，YoY+2.6 个 pct，主要系部分研发成本转为研发费用所致，其中销售/管理/研发(还原后)/财务费用率 YoY-1.4/+0.2/-1.4/+0.0 个 pct，销售及研发费用率下降主要系公司规模效应显现所致。所得税率较上期下降 1.6 个 pct。归母净利率 9.8%，YoY-0.4 个 pct。经营活动现金净流出 1.25 亿元，去年同期为 1.27 亿元。收现比与付现比分别为 143%与 208%，YoY+3/+14 个 pct，收款能力显著提升，对上游供应商付款显著放缓。

新签订单快速增长，在手订单饱满，未来增长动力充足。2018 年公司新签订单 64.1 亿元，同增 25%。其中勘察设计类业务新签订单 57.0 亿元，同增 21.3%，勘察设计类订单/收入覆盖率为 172% (YoY+12 个 pct)，勘察设计订单较为饱满。基于设计和项目管理的 EPC 业务取得高速增长，较 2017 年增长 400%，展现了公司从单一设计机构向全产业链、全产业链转变，我们预计公司 2019Q1 订单有望继续实现快速增长。2019 年全年公司计划新签订单增长 15-35%、收入增长 20-40%、盈利增长 15-35%，对保持继续较快增长展示较强信心。公司力争通过“产业化、平台化、国际化”战略引领，三年内打造国内首家“百亿级”设计集团。

江苏推万亿交通体系建设，省内设计龙头有望显著受益。近期江苏发布《关于加快推进全省现代综合交通运输体系建设的意见》，提出要做强综合立体交通网络及水运“两大特色”，补齐铁路、航空及过江通道“三大短板”，力争 3-5 年基本建成现代综合交通运输体系。2018-2022 年，“公铁水空”、管道、城市轨道和城市快速路建设投资规模力争突破一万亿元，年均投资完成额预计同比增长约 90%，新增相关设计规划业务总规模预计达 300 亿元。江苏交通基础设施建设有望全面提速，公司作为江苏省内交通规划设计龙头有望显著受益。

投资建议：我们预测公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.2/6.6/8.2 亿元，同比增长 30%/28%/25%，对应 EPS 分别为 1.64/2.10/2.62 元(2019-2021 年 CAGR 为 27.6%)，当前股价对应 PE 分别为 12/9/8 倍，考虑到公司良好的成长性和现金流，目前仍具较强投资价值，维持“买入”评级。

精工钢构

Q1 业绩大增 320%符合预期。公司 2019Q1 实现营业收入 22.2 亿元，同比增长 4%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长 320%，接近此前预告业绩增长区间 279%-328% 上限。2019Q1 公司业绩加速增长主要系传统钢结构业务盈利能力持续回升，装配式技术合作业务显著贡献业绩增量约 0.5 亿元所致，若剔除技术合作影响，公司 2019Q1 业绩仍然大幅增长 124%。未来随着公司装配式钢结构业务持续落地，传统钢结构主业订单质量提升驱动毛利率持续回升，公司业绩有望持续高增长。

毛利率显著提升，经营性现金大幅流入。2019Q1 公司毛利率 16.2%，YoY+5.5 个 pct，预计主要因高利润率技术合作业务带动所致(我们预计该业务毛利率达 90%)。期间费用率 11.2%，YoY+2.0 个 pct，其中销售/管理(加回研发)/财务费用率 YoY+0.1/+2.1/-0.1 个 pct，管理费用率上升主要系研发投入增加所致。资产减值损失较小，为 0.1 亿元，较上年有所减少。所得税率 12.7%，较上年大幅下降 25.0 个 pct，主要系公司大幅优化税务结构所致。归母净利率 4.8%，YoY+3.6 个 pct。经营性现金流量净额 2.8 亿元，去年同期为净流出 3.3 亿元，大幅改善。收现比与付现比分别为 123%与 115%，YoY+3/-16 个 pct，公司收款有所改善的同时对上游付款显著放缓致经营性现金流大幅改善。

装配式技术推广成果显著，有望成为全新增长点。公司公告子公司浙江绿筑与河南新乡牧野绿色建筑产业园发展公司签署装配式技术合作协议，双方成立合资公司，其中浙江绿筑对合资公司增资 0.1 亿元，持有其 10% 的股份，由合资公司向浙江绿筑支付资源使用费 0.5 亿元。截止目前，公司装配式技术合作协议已签 5 单，合计资源使用费金额已达 2.7 亿元，并收取后续资源使用费及设计费。公司通过 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，通过直营与技术加盟形式快速推广技术、提升市场份额，未来有望持续快速拓展。

投资建议：我们预测 19-21 年公司业绩分别为 3.5/5.0/6.2 亿元，EPS 分别为 0.19/0.28/0.34 元（18-21 年 CAGR 51%），当前股价对应 PE 分别为 18/12/10 倍，鉴于公司装配式有望驱动高速增长，以及公司在业内的龙头地位，应享受一定估值溢价，维持“买入”评级。

7. 风险提示

政策变化或执行力度不及预期风险，项目执行风险，应收账款风险，海外经营风险、融资进度不达预期等。

（1）政策变化风险

18 年下半年至今基建政策有所回暖，房地产政策也有一定边际放松迹象，但政策落地转化为投资完成需产业链各环节有效传导及配合，如若政策发生变化或落地执行缓慢，则投资增速可能会低于预期。

（2）项目执行风险

建筑工程项目从中标到正式施工经历多个环节，存在较长等待周期，同时施工过程中也存在多种不可控因素，因此如果企业在某个环节遇到阻碍，可能造成项目执行进度低于预期，从而影响收入和利润的确认。

（3）应收账款风险

建筑企业应收账款余额较大，随着公司业务规模的扩大，应收账款余额总体上呈增加趋势。如果应收账款不能及时回收可能将影响公司的资金周转速度和经营活动现金流量，进而可能对建筑企业经营及业绩水平造成不利影响。

（4）海外经营风险

当前国际贸易摩擦仍有进一步加剧风险，对新兴市场国家汇率波动可能存在一定波及，人民币对美元汇率波动存在加剧风险，海外工程公司则可能出现较大汇兑损益。同时海外经营环境与行业标准较国内存在显著差异，如若海外工程公司前期项目规划设计阶段未能充分考虑该差异性，则后期可能面临较大经营风险。

（5）融资进度不达预期

目前部分企业入手 PPP 类项目较多，需要外部融资支持，如外部融资环境收紧，可能会导致在手项目融资进度低于预期，项目无法按计划推进。

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