

建筑装饰行业月度分析报告

PMI有所回落，国改稳步推进

● **5月SW建筑板块跑输大盘，建筑板块处于低涨幅、低估值的状况**
5月建筑装饰指数下跌8.59%，跑输沪深300指数1.35pct。子板块方面，其他专业工程板块表现较好，下跌5.50%。截止5月底，建筑板块PE(TTM, 整体法)10.22倍，PB(LF)1.07倍，估值水平平均仍处于历史底部水平。

● **需求走弱致建筑PMI回落，后期竣工增速有望回暖**
基建产业链：根据国家统计局数据，19年1-4月固定资产投资同比增长6.1%，较1-3月增速下降0.2pct。其中，19年1-4月狭义基建投资同比增长4.4%，增速较1-3月不变；而19年1-4月广义基建投资较上年同期增长3.8%，较1-3月保持不变，基建投资增速保持稳定，在稳定总需求背景下，预计后期逆周期政策连贯性有望强化，调节力度也有望进一步提升。19年5月制造业PMI环比回落0.7pct至49.4%，低于去年同期值2.5pct；5月大、中、小型企业PMI分别为50.3%，48.8%，47.8%。PMI分项中生产、新订单指数均出现不同程度回落。其中，反映需求的新订单指数大幅回落1.6pct至49.8%，降至50%以下，是制造业PMI回落的主要原因。1-4月工业企业利润同比下滑3.4%，表明经济仍有一定下行压力。

地产产业链：根据国家统计局数据，19年1-4月房地产开发投资同比增长11.9%，增速较1-3月份上升0.1pct，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。

● **融资环境趋紧，或对基建投资产生影响**
根据中国人民银行数据，4月社融规模增量为1.36万亿元，同比减少0.41万亿元；其中4月新增信贷1.02万亿，同比少增0.16万亿元。新增人民币贷款和社会融资规模增量双双出现回落，一定程度上体现出在前期快速投放之后，对未来流动性约束存在担忧。融资环境趋紧或对基建投资产生一定影响，我们认为基建回暖的力度及持续性存在不确定性，导致建筑板块特别是基建央企及前端设计龙头估值承压。此外，根据新华社，国务院总理李克强公布《政府投资条例》，明确界定政府投资范围，确保政府投资聚焦重点、精准发力。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。同时强调政府及其有关部门不得违法违规举借债务筹措政府投资资金；安排政府投资资金应当平等对待各类投资主体。

● **员工持股+债转股+重组，国企改革稳步推进**
作为国企改革的重要突破口，混改正在加速批量落地。根据《经济参考报》，第四批混改试点名单已经国务院国有企业改革领导小组审议通过，共有160家企业，资产总量超过2.5万亿元。多地也在整体上加大混改力度，扩大范围，放宽限制。建筑板块上市央企及国企实施了员工持股、债转股或重组并购，加速推进国企改革。如上海建工、中国建筑、中国电建均采取了员工持股，激发员工活力；而中国中铁和山东路桥分别实施债转股（山东路桥为子公司层面），助力公司降低资产负债率；而国检集团作为中建材旗下检测行业上市平台有望受益于两材重组。

● **行业观点及重点公司**
历史上看，2008-2018年建筑装饰板块6月平均收益-5.1%，10年中跑赢大盘5次，跑赢大盘5次的平均超额收益为2.3%，跑输大盘5次的平均超额收益为-3.2%。公司方面，我们延续前期观点，经济承压叠加外部不确定性增加背景下，逆周期政策连贯性及调节力度有望强化，聚焦业绩弹性，建议关注三条主线：1)基建投资有望加码，利好业绩高成长的前端检测/设计公司（如国检集团/苏交科/中设集团等）；2)地产竣工回暖利好住宅全装修公司业绩提升（如金螳螂等）；3)关注长三角一体化等业绩主题兼具的板块机会（如上海建工等）。

● **风险提示：**宏观政策环境变化导致行业景气度下降；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	2019-06-04

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：

建筑装饰行业周报：需求走弱致建筑PMI回落，继续关注前端检测设计龙头	2019-06-02
建筑装饰行业周报：围绕“六稳”基建政策连贯性及调节力度有望强化，关注前端检测设计公司	2019-05-26
建筑装饰行业周报：基建持续改善，地产仍超预期，逆周期调节力度或进一步提升	2019-05-19

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
上海建工	600170.SH	CNY	3.72	2019/5/9	买入	4.40	0.36	0.41	10.24	9.06	3.12	1.92	9.59	9.77
国检集团	603060.SH	CNY	26.93	2019/4/28	买入	30.00	1.06	1.28	25.41	21.00	18.46	14.50	16.62	16.74
全筑股份	603030.SH	CNY	6.50	2019/4/3	买入	10.00	0.63	0.79	10.33	8.23	4.27	3.52	15.66	16.42
金螳螂	002081.SZ	CNY	9.81	2019/4/27	买入	12.20	0.91	1.03	10.75	9.51	8.53	7.24	15.94	14.55
东易日盛	002713.SZ	CNY	17.20	2019/4/22	买入	22.00	1.16	1.36	14.89	12.61	8.08	5.75	20.15	19.12
中国交建	601800.SH	CNY	10.91	2019/4/2	买入	14.30	1.30	1.43	8.38	7.61	8.43	7.62	10.75	10.58
中国铁建	601186.SH	CNY	9.46	2019/4/1	买入	13.50	1.51	1.66	6.26	5.69	4.51	4.56	10.75	10.58
中国建筑	601668.SH	CNY	5.63	2019/4/12	买入	8.10	1.01	1.11	5.58	5.06	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5月SW建筑板块跑输大盘，建筑板块处于低涨幅、低估值的状况.....	6
二、需求走弱致建筑PMI回落，后期竣工增速有望回暖.....	8
19年1-4月基建投资额同比增长4.4%，基建投资增速保持稳定.....	8
19年1-4月制造业投资累计同比增长2.5%，5月制造业PMI跌落荣枯线以下.....	11
19年1-4月房地产开发投资同比增长11.9%，后期竣工增速有望回暖.....	12
19年5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、融资环境趋紧，或对基建投资产生影响.....	16
信用与融资：社融、新增信贷增量双双回落，受季节性影响较大.....	16
成本端：水泥价格有所上升，钢铁价格基本持平.....	17
四、PPP项目落地率稳步提升，政府严控隐性债务风险PPP项目清理加速.....	18
五、员工持股+债转股+重组，国企改革加速推进.....	20
六、行业观点及重点公司.....	22
风险提示.....	24

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: 5 月主题板块涨跌幅	6
图 3: 5 月 SW 一级子版块涨跌幅	6
图 4: 5 月 SW 建筑装饰三级子版块涨跌幅	7
图 5: 各板块 PE (TTM, 整体法) 估值情况 (2019/5/31) (单位: 倍)	7
图 6: 各板块 PB (LF) 估值情况 (2019/5/31) (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: 5 月制造业 PMI 跌至荣枯线以下 (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: 中国中铁债转股方案一览	21
图 47: 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)	22
图 48: 历年 6 月各子板块平均收益情况 (2010 年-2018 年)	22
表 1: 历年 Q2 建筑板块及各细分子版块市场表现情况	22

一、19年5月SW建筑板块跑输大盘，建筑板块处于低涨幅、低估值的状况

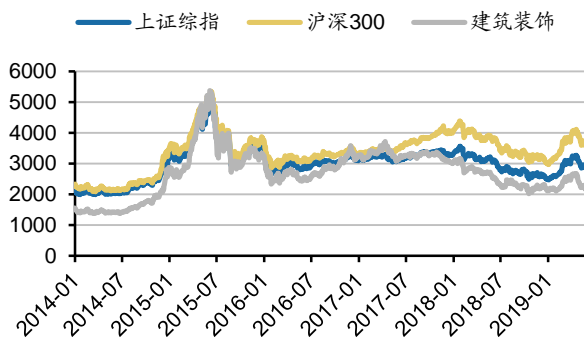
受市场整体趋势影响，19年5月建筑装饰指数下跌8.59%，跑输沪深300指数1.35个百分点。

子板块方面：其他专业工程跌幅最小(-5.50%)，钢结构跌幅最大(-13.51%)；

主题方面：京津冀一体化跌幅最小(-5.8%)，而PPP指数跌幅最大(-9.6%)。

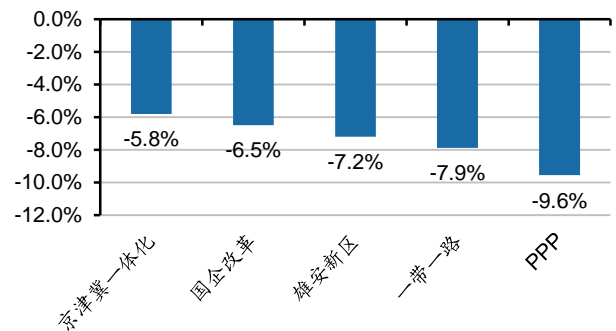
板块估值：目前建筑板块的PE(TTM, 整体法)约10.22倍，仅高于煤炭开采、钢铁、房地产和银行，低于其他各行业；PB(LF)约1.07倍，仅高于煤炭开采、钢铁、银行，低于其他各行业。目前板块PE, PB仍为历史底部水平。

图 1: SW建筑装饰板块及沪深300、上证综指走势图



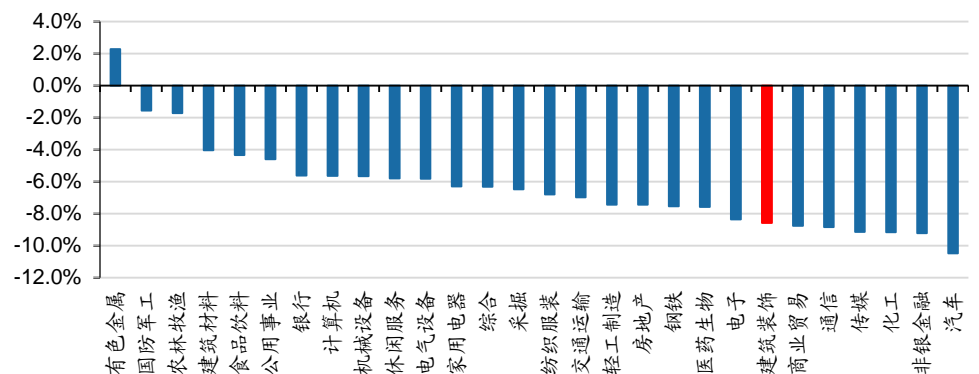
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 2: 5月主题板块涨跌幅



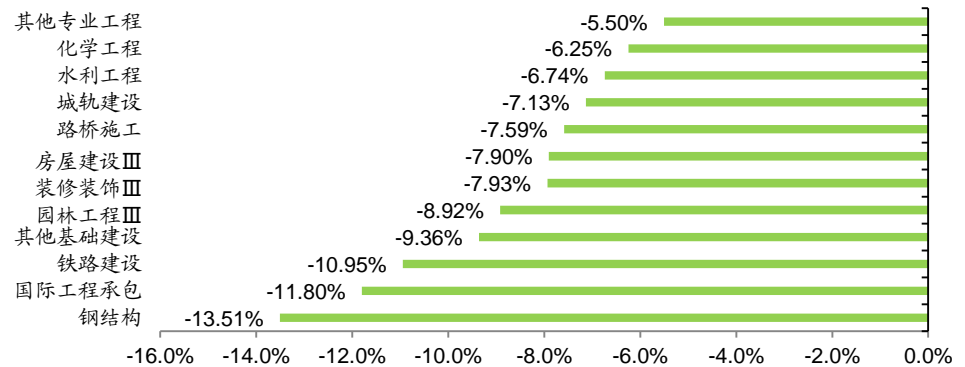
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 3: 5月SW一级子板块涨跌幅



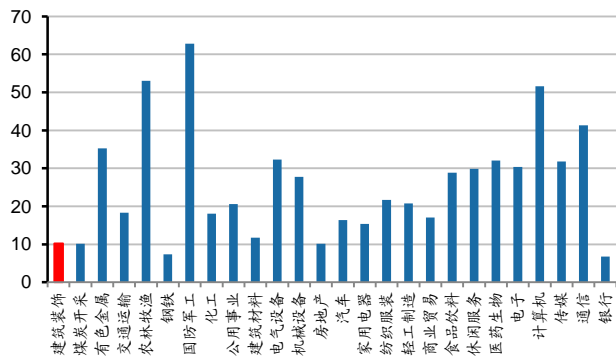
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 4：5月SW建筑装饰三级子板块涨跌幅



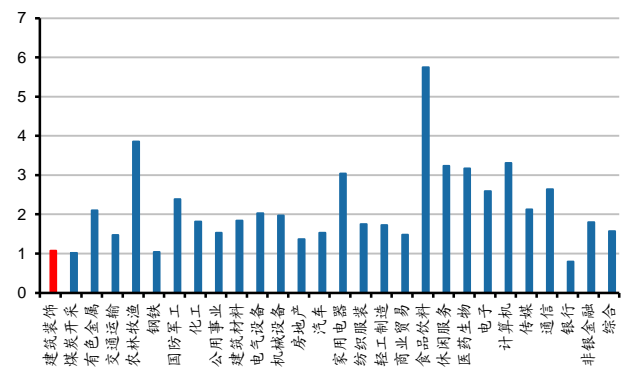
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 5：各板块PE (TTM, 整体法) 估值情况 (2019/5/31) (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 (2019/5/31) (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)

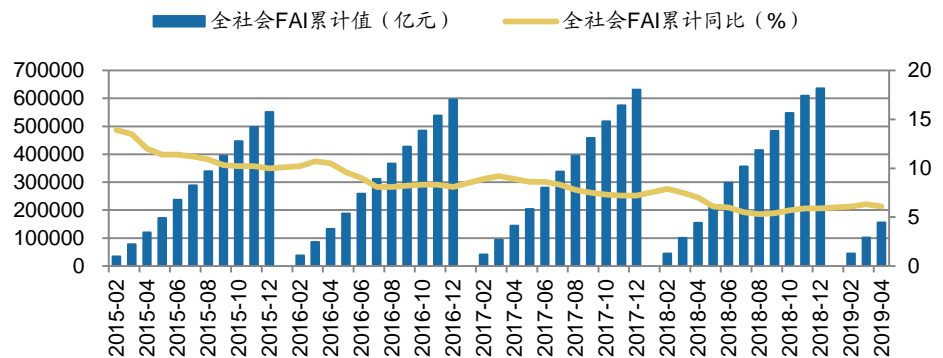


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、需求走弱致建筑 PMI 回落，后期竣工增速有望回暖

根据国家统计局数据，2019年1-4月份全国固定资产投资累计15.57万亿元，累计同比增长6.1%，增速较1-3月累计增速下降0.2pct。

图 9：全社会固定资产投资累计值（左轴）及其同比（右轴）



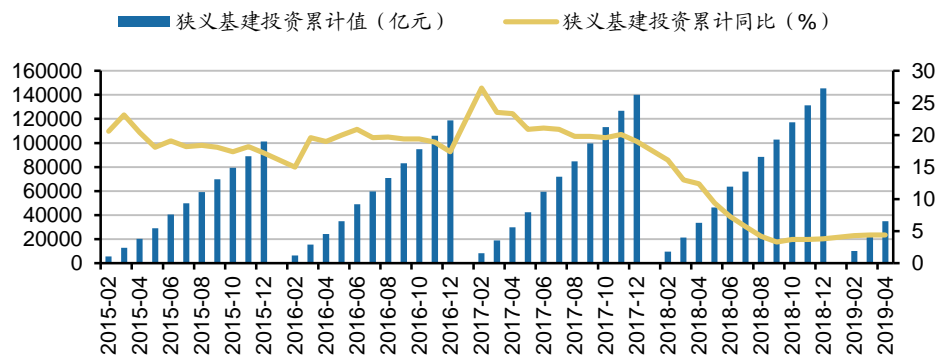
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

19年1-4月基建投资额同比增长4.4%，基建投资增速保持稳定

其中，19年1-4月狭义基建投资同比增长4.4%，增速较1-3月保持不变；而19年1-4月广义基建投资较上年同期增长3.8%，较1-3月增速保持不变，基建投资增速保持稳定，在稳定总需求背景下，预计后期逆周期政策连贯性有望强化，调节力度也有望进一步提升，细分板块看：

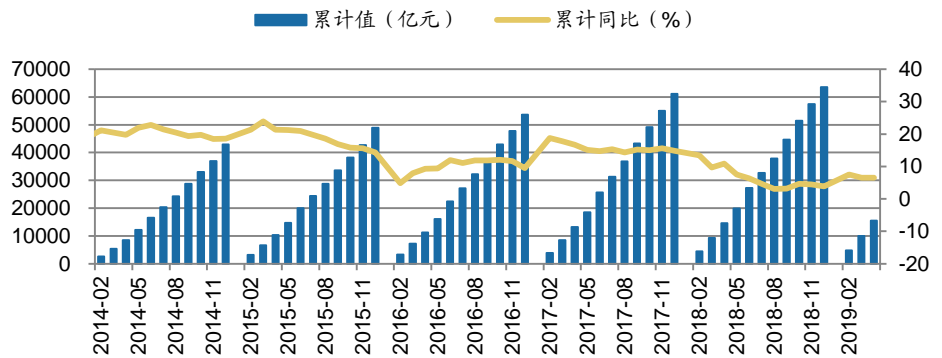
- 交通运输、仓储和邮政业：19年1-4月累计同比为+6.5%，较1-3月累计同比保持不变。进一步细分来看，19年1-4月道路运输业基础建设投资累计同比+7.0%，较1-3月累计同比增速下降3.5pct；19年1-4月铁路运输固定资产投资累计同比为+12.3%，较1-3月累计同比增速上升1.3pct；19年1-4月航空运输固定资产投资累计同比为-8.1%，较1-3月累计同比增速上升4.2pct。
- 电力、热力、燃气及水的生产和供应业：19年1-4月累计同比为+0.5%，较1-3月月累计同比增速下降0.2pct。
- 水利、环境和公共设施管理业：19年1-4月累计同比为+1.1%，较1-3月累计同比增速上升0.1pct；

图 10: 狭义基建投资 (左轴) 及累计同比 (右轴)



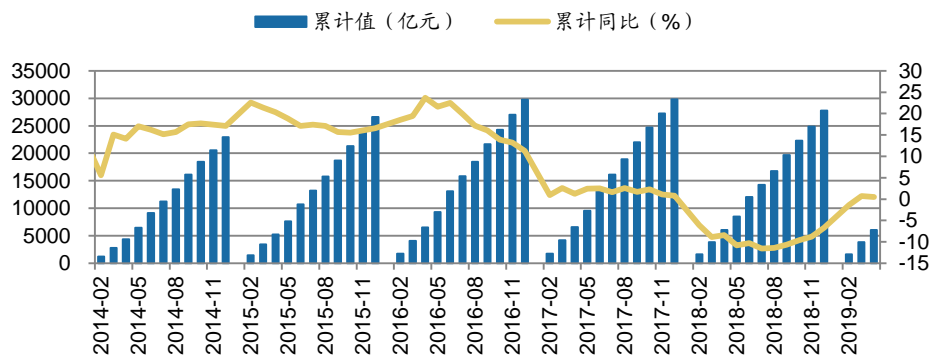
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



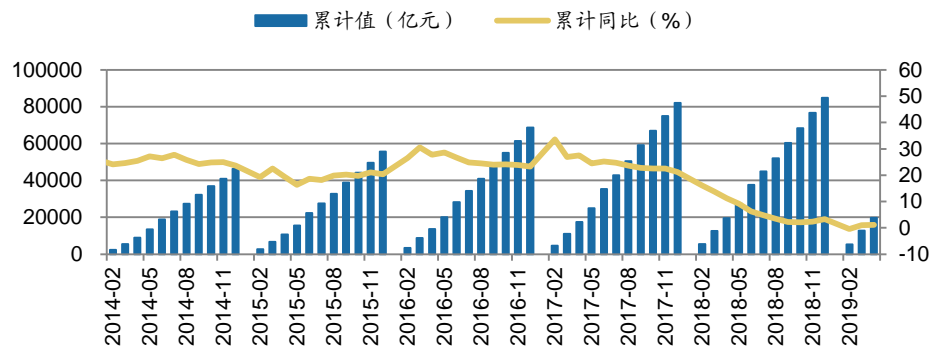
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



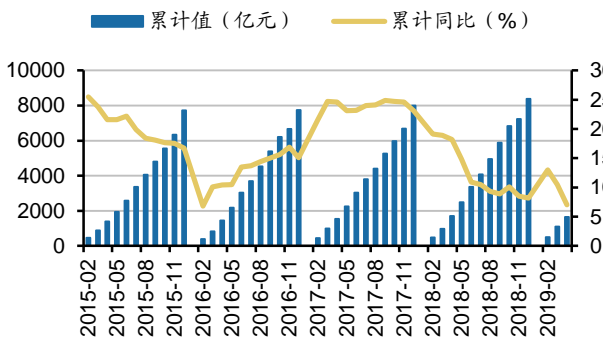
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



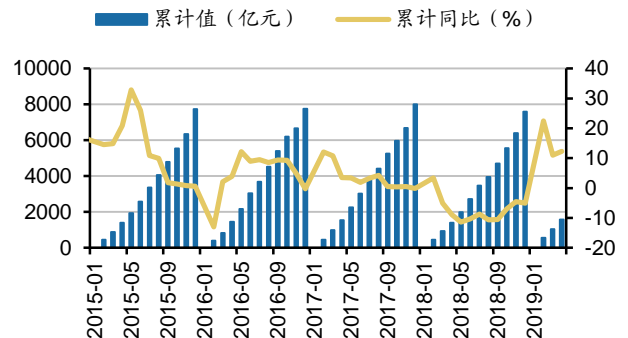
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 14: 道路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



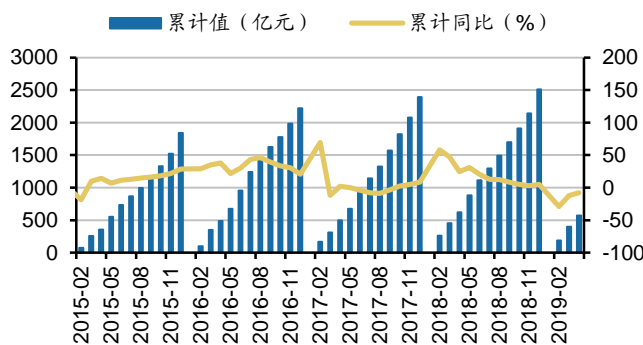
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 15: 铁路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



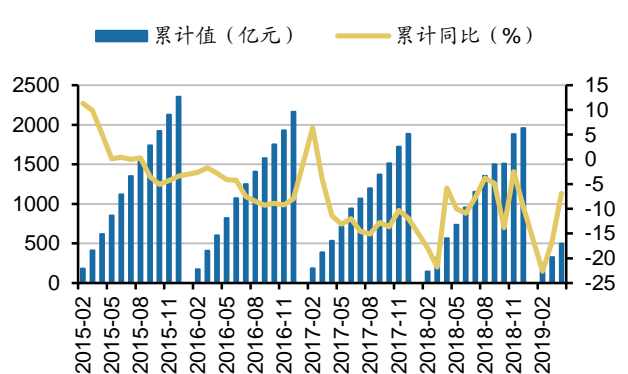
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

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

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。

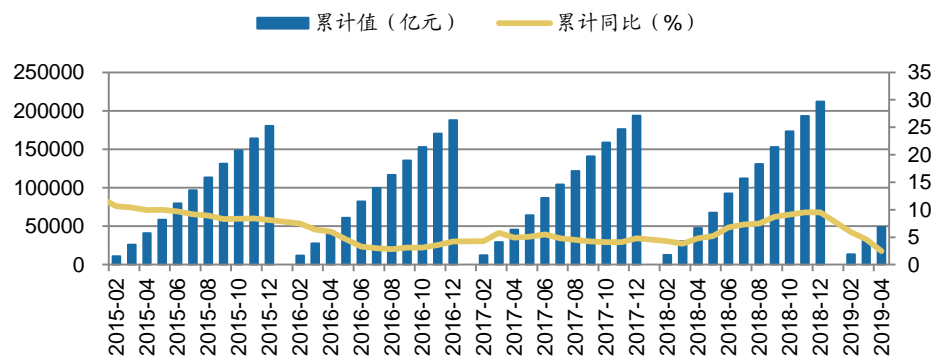
此外，《指导意见》表示将重点关注脱贫攻坚、铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保和社会民生等基建领域，中西部铁路及国家高速建设也被重点提及，我们认为扶贫及交通水利等仍是基建补短板重要方向，后期中央财政对相关领域的支持力度有望增强。

19年1-4月制造业投资累计同比增长2.5%，5月制造业PMI跌落荣枯线以下

根据国家统计局数据，19年1-4月制造业固定资产投资累计同比为+2.5%。较1-3月累计同比增速下降2.1pct。其中，19年1-4月化学原料及化学制品制造业累计投资同比增速为5.5%，较1-3月累计同比增速下降5.8pct。

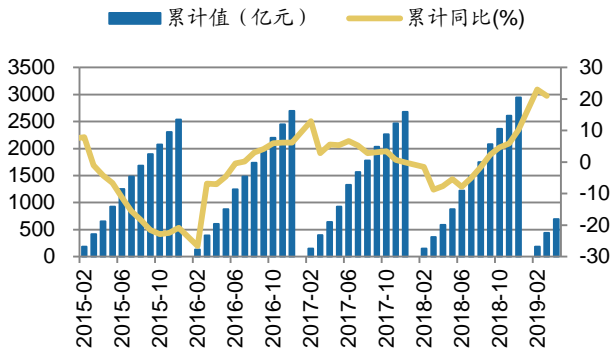
19年5月制造业PMI环比回落0.7pct至49.4%，低于去年同期值2.5pct；5月大、中、小型企业PMI分别为50.3%，48.8%，47.8%。制造业PMI指数时隔3月再次降至收缩区间，PMI分项中生产、新订单指数均出现不同程度回落。其中，反映需求的新订单指数大幅回落1.6pct至49.8%，降至50%以下，是制造业PMI回落的主要原因。在季节性回调的情况下制造业PMI跌落至荣枯线以下，企业盈利端承压。1-4月工业企业利润同比下滑3.4%，降幅扩大0.1pct，表明经济仍有一定下行压力。

图 18: 制造业固定资产投资累计值（左轴）及同比（右轴）



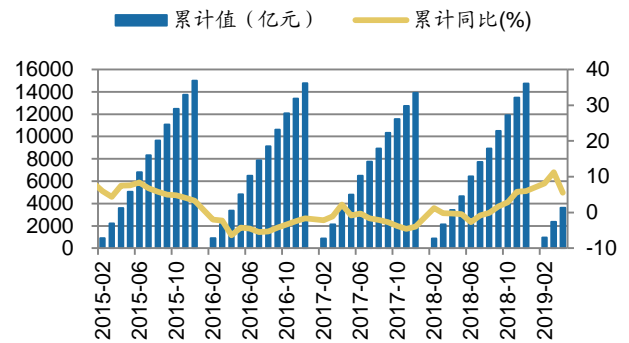
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 19: 石油加工、焦炼及核燃料加工业投资情况



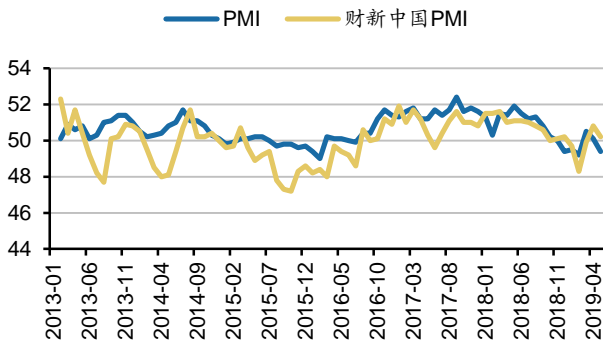
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 20: 化学原料及化学制品制造业投资情况



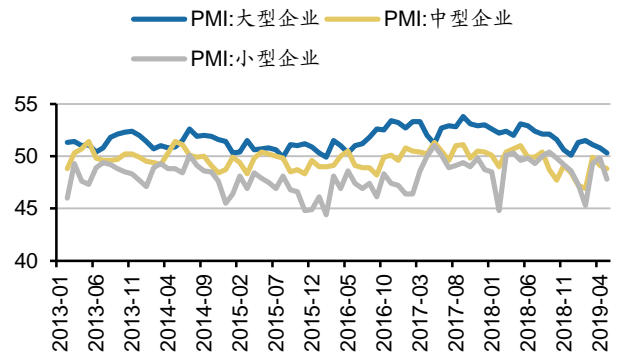
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 21: 5月制造业PMI跌至荣枯线以下（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：%）

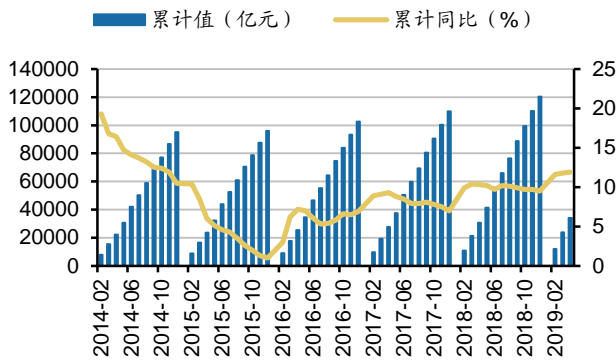


数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

19 年 1-4 月房地产开发投资同比增长 11.9%，后期竣工增速有望回暖

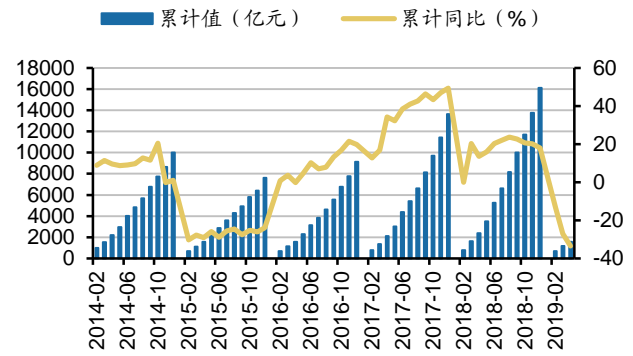
根据国家统计局数据统计，19 年 1-4 月房地产开发投资同比增长 11.9%，增速较 1-3 月份上升 0.1pct，土地交易价款方面，19 年 1-4 月土地交易价款累计达 1589.6 亿元，累计同比下降 33.5%，较 1-3 月累计同比增速下降 6.5pct；从土地购置面积看，19 年 1-4 月全国土地购置面积达 2582.3 万平方米，累计同比下降 33.8%，增速较 1-3 月累计同比增速下降 0.7pct。两会财政部公布 19 年立法工作未提及房地产税，地产调控政策趋缓，利好后期行业估值修复。

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

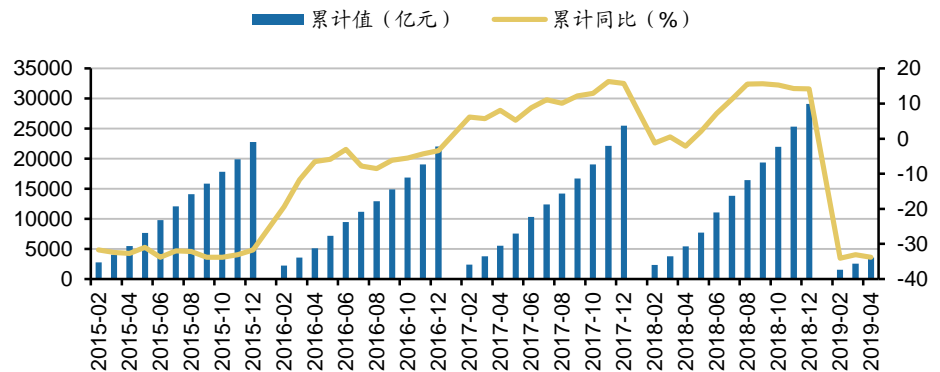
图 24: 土地交易价格价款累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

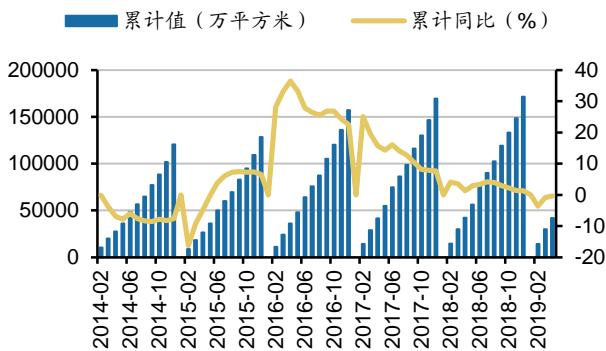
19年1-4月房屋销售、新开工、施工、竣工面积同比分别增长-0.3%/13.1%/+8.8%/-10.3%，增速较1-3月分别变动+0.6/+1.2/+0.6/+0.5pct。19年1-4月销售面积增速为负，但增速呈上涨趋势，年中有望回正。新开工增速略有上涨，房屋施工节奏加快，房企竣工交付速度微幅上升，地产销售-到位资金-新开工/施工-开发投资的传导继续呈好转趋势。从建筑产业链看，17-18年住宅竣工已连续两年负增长，而15-18年期房销售仍逐年增长，无论从建设周期或交房周期来看，均可预计19年竣工增速有望回暖，利好住宅全装修企业。

图 25: 全国土地购置面积 (左轴) 及同比 (右轴)



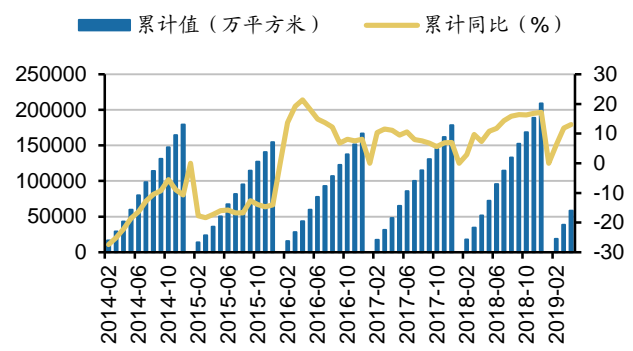
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 26: 全国商品房销售面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



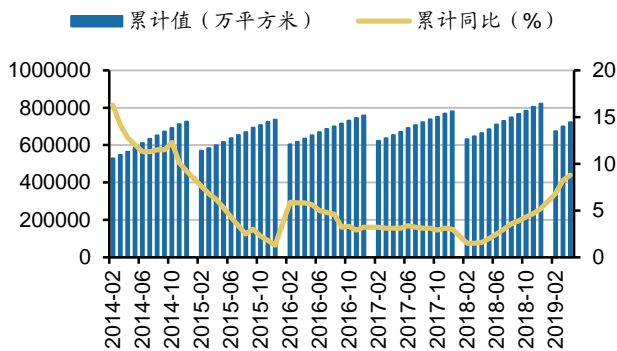
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 27: 全国房屋新开工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



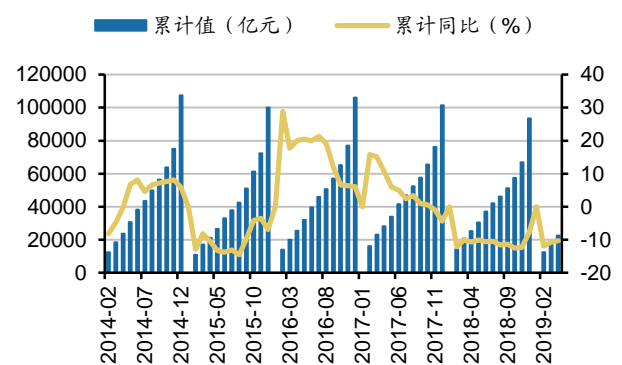
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



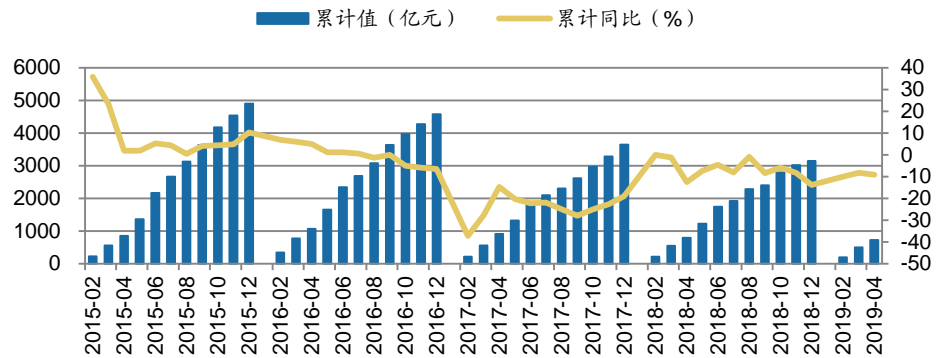
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

19年5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

5月建筑PMI有所回落，但仍处于高景气区间，经济承压基建稳增长仍为重要方向。19年5月建筑业PMI环比下降1.5 pct至58.6%，较去年同期下降1.5 pct，建筑业新订单指数环比下降2.5 pct至52.1%，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。

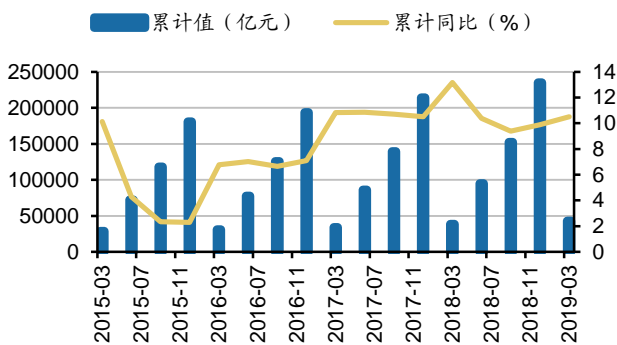
另外，18年一季度建筑业总产值累计达42758.4亿元，同比增长10.50%。其中，建筑工程总产值累计达37272.4亿元，同比增长10.22%；安装工程总产值累计达3931.8亿元，同比增长9.69%；竣工总产值累计达18864.2亿元，同比增长2.02%。

图 30: 建筑业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



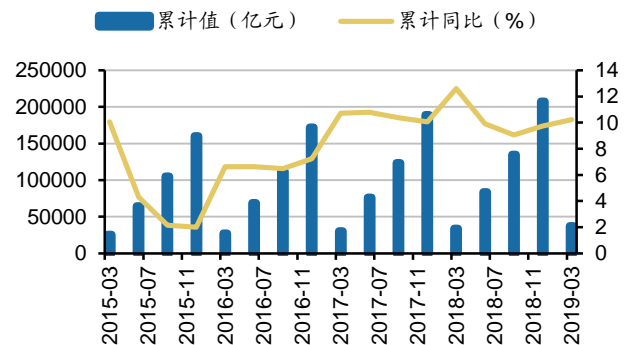
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 31: 建筑业总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



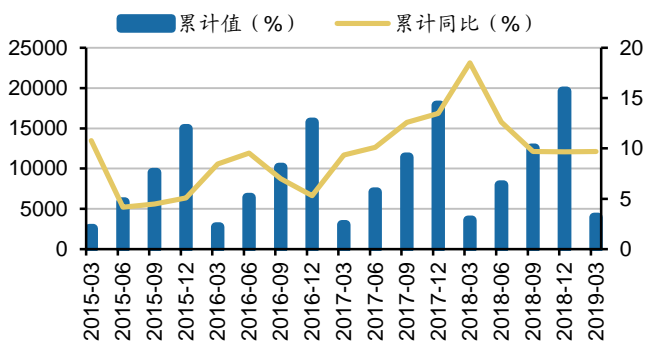
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 32: 建筑工程总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



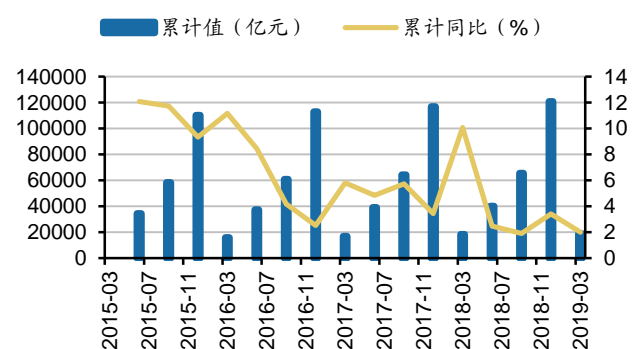
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



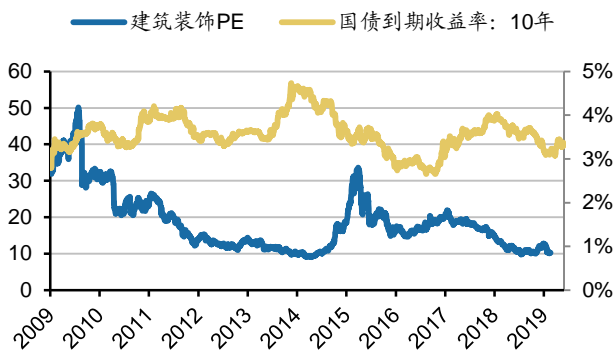
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

三、融资环境趋紧，或对基建投资产生影响

信用与融资：社融、新增信贷增量双双回落，受季节性影响较大

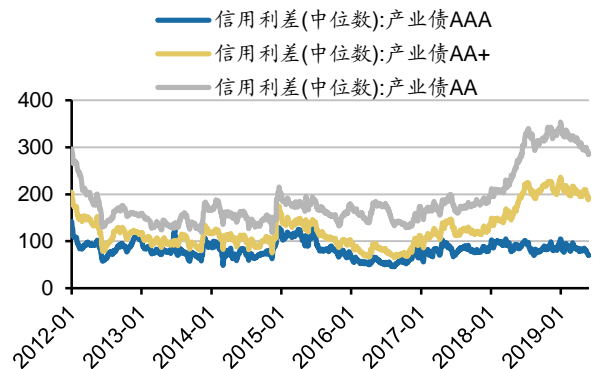
根据中国人民银行数据，4月社融规模增量为1.36万亿元，同比减少0.41万亿元；其中4月新增信贷1.02万亿，同比少增0.16万亿元。新增人民币贷款和社会融资规模增量双双出现回落，一定程度上体现出在前期快速投放之后，存款类金融机构普遍对未来流动性约束存在担忧。融资环境趋紧或对基建投资产生一定影响，我们认为基建回暖的力度及持续性存在不确定性，导致建筑板块特别是基建央企及前端设计龙头估值承压。

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)

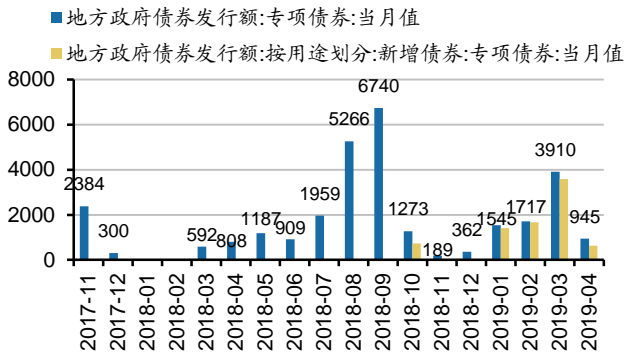


数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

5月份全国共发行77只地方债，发行总额为3043.22亿元，高于4月份的2266.76亿元，但与3月份的发行额（6245.13亿元）相比仍有较大差距。2019年地方债发行节奏较往年明显加快，截至5月底，19年共发行1.94万亿地方债，新增一般债占全年新增地方政府一般债务限额的64.5%，新增专项债占全年新增专项债务限额的40.0%，目前尚未发行置换债，地方债5月发行量目前仍处在低位，预计下半年地方政府可能面临较大发债压力。4月社会融资规模缩水受季节性影响较大，总的来看货币政策逆周期调节方向并未改变，松紧适度目标或因外部因素有所调整。

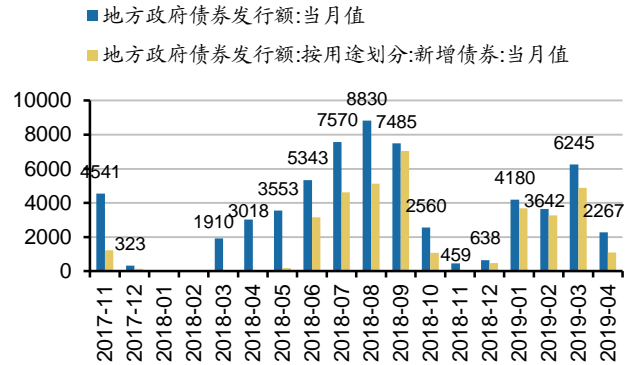
此外，根据新华社，国务院总理李克强公布《政府投资条例》，自2019年7月1日起施行。一方面明确界定政府投资范围，确保政府投资聚焦重点、精准发力。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主；国家建立政府投资范围定期评估调整机制，不断优化政府投资方向和结构。另外一方面，明确政府投资的主要原则和基本要求，政府投资应当与经济社会发展水平和财政收支状况相适应；政府及其有关部门不得违法违规举借债务筹措政府投资资金；安排政府投资资金应当平等对待各类投资主体。

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)



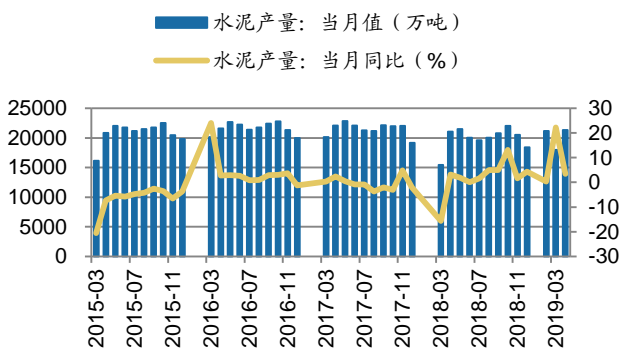
数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

成本端: 水泥价格有所上升, 钢铁价格基本持平

19 年 1-4 月水泥产量为 60561.2 万吨, 较去年同比增长 7.30%, 较 1-3 月增速提升 3.29pct, 水泥产量增速较快; 截止 19 年 4 月底, 水泥价格指数达到 150.36, 较 4 月底上升 0.46%。水泥价格本月上升幅度不大, 对建筑企业成本端仍有正面影响。

钢价方面, 19 年 5 月螺纹钢价格与中厚板价格在前期回升后保持相对稳定水平, 仍然会给以钢材为主要原材料的建筑公司带来一定的成本压力。

图 39: 水泥当月产量 (左轴) 及同比 (右轴)



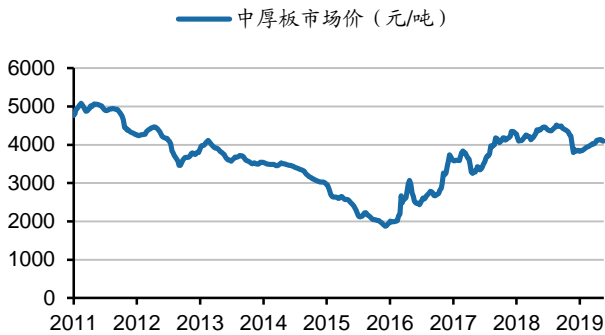
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



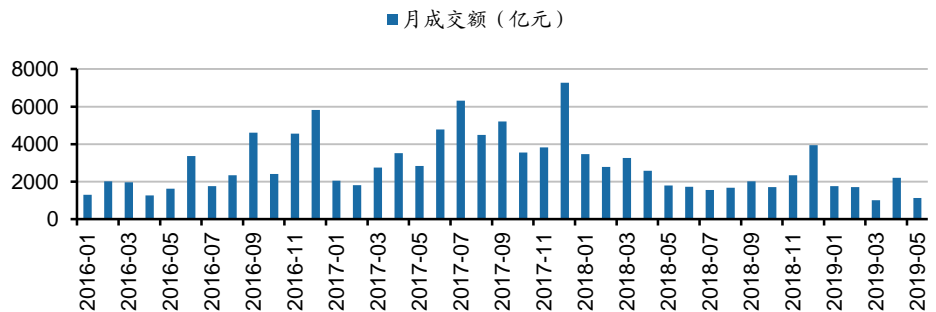
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

四、PPP 项目落地率稳步提升，政府严控隐性债务风险

PPP 项目清理加速

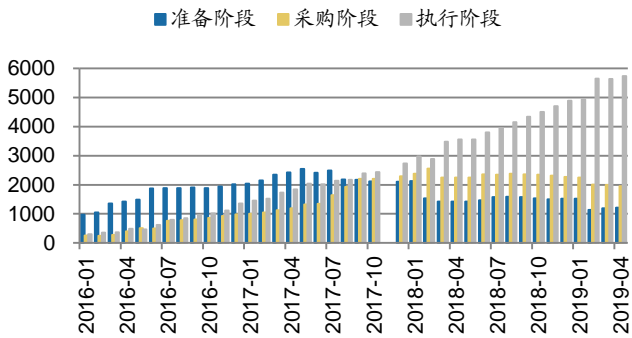
自2017年11月92号文颁布以来，各地累计清理退库项目2428个、涉及投资额2.9万亿元，整改完善项目2005个、涉及投资额3.1万亿元。PPP管理库项目经过上半年一系列规范整改，现已进入平稳发展期。根据明树数据统计，19年3/4/5月单月成交量分别为1015/2198/1129亿元，项目成交规模相比18年同期有明显下降。截止19年4月底，PPP累计成交额前三名的行业为交通运输、市政工程、片区开发，分别成交53694.9/49427.9/23328.8亿元，合计占据总成交额的71.5%。而根据财政部数据，19年3月准备/采购/执行阶段的项目投资额分别为17129/30200/87204亿元，项目落地率达到64.5%，落地速度继续加快。

图 43: 明树月度PPP成交数据



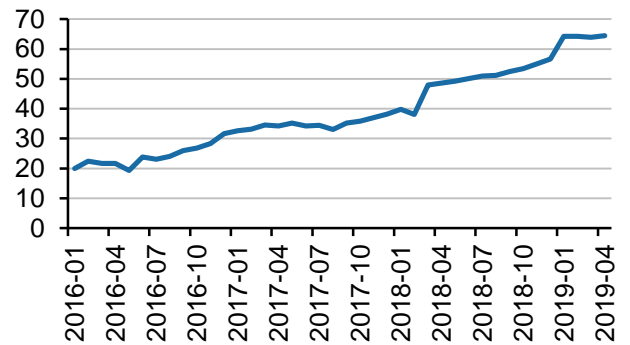
数据来源: 明树数据、广发证券发展研究中心

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

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。

为了坚决遏制假借政府和社会资本合作 (PPP) 增加地方政府隐性债务风险, 近期财政部发布财办金2019【40】号文, 要求各地财政部门在6月底前, 完成入库PPP项目纳入政府性债务监测平台情况梳理核实工作。对于增加地方政府隐性债务的PPP项目, 将从PPP项目库中清退出库, 并中止实施或转为其他合法合规方式继续实施, 其中继续实施的项目要做好隐性债务化解工作, 维护各方合法权益, 避免出现半拉子工程。这将对拟投资13万亿元的PPP项目产生影响, 一些增加隐性债务的PPP项目将被处理。资金来源受限或对基建投资增速产生一定影响; 叠加前期逆周期政策体现相机抉择, 市场担心基建投资回暖的力度及持续性, 导致建筑板块估值承压。

五、员工持股+债转股+重组，国企改革加速推进

作为国企改革的重要突破口，混改正在加速批量落地。根据《经济参考报》，第四批混改试点名单已经国务院国有企业改革领导小组审议通过，共有160家企业，资产总量超过2.5万亿元。多地也在整体上加大混改力度，扩大范围，放宽限制。近期马钢集团发布公告，宝武集团拟收购马钢集团51%股份。安徽省国资委持有马钢集团股权的比例将由100%降至49%。本次划转完成后，中国宝武集团将通过马钢集团间接控制马钢股份45.54%的股权，并实现对马钢股份的控制。马钢股份实际控制人将由安徽省国资委变更为国务院国资委。

➤ 员工持股

上海建工：公司为上海地区第三家公布员工持股的国企，根据公司18年年报，公司于2017年2月实施核心员工持股计划暨非公开发行股票事项，共有4,542名符合条件的员工按规定缴款参与员工持股计划，合计缴款金额为125,948万元。

中国建筑：公司近期实施了第三期A股限制性股票计划，根据公司2019年1月22日公告，其规定的限制性股票授予条件已达成，授予价格为3.468元/股，授予人数为2081人，授予数量为59991万股（占公司总股本的1.43%）。此次限制性股票激励计划解锁条件为前一个财务年度ROE不低于13.5%、净利润三年复合增长率不低于9.5%（考核期为2018-2021年，以2018年为基准），同时完成经济增加值的考核目标，有助于激发动力，公司未来业绩有望稳健增长。

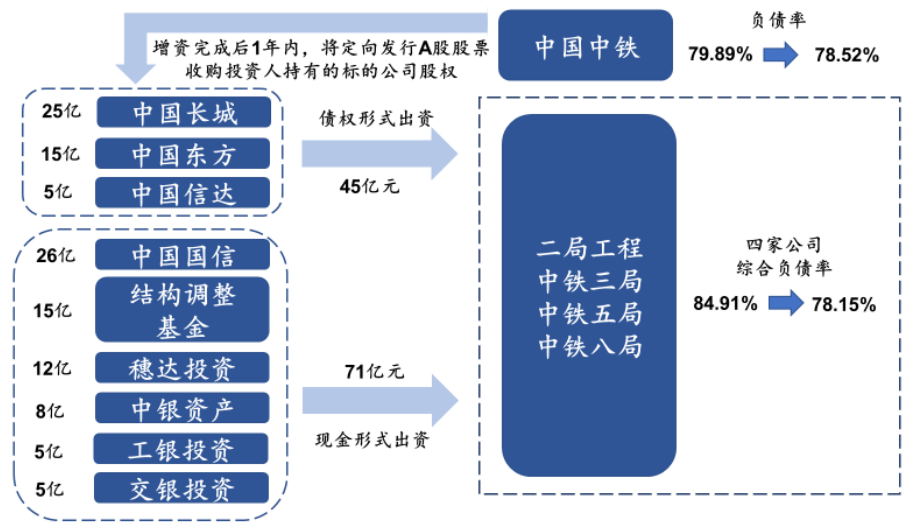
中国电建：2018年12月28日，公司董事会审议通过《关于中国电力建设股份有限公司以集中竞价交易方式回购股份的议案》。2019年1月17日，公司股东大会已审议通过该项回购议案。公司本次回购股份的用途包括但不限于用于转换公司可转债、员工持股计划或股权激励，或为维护公司价值及股东权益所必需等法律法规允许的其他情形。

➤ 债转股

中国中铁：2018年6月13日晚，负债率高企的建筑行业央企—中国中铁出台债转股方案。公司拟引入中国国新、中国长城、中国东方、结构调整基金、穗达投资、中银资产、中国信达、工银投资、交银投资等9家投资机构以债权和现金对公司下属子公司中铁二局工程、中铁三局、中铁五局以及中铁八局合计增资约116亿元。具体来看，中国长城、中国东方、中国信达均以债权形式出资，出资金额合计约45亿元。其余6家以现金形式出资，出资金额总计约71亿元。此外，中国中铁承诺，在增资完成后12个月内，投资者与公司将共同寻求机会，启动公司向投资人定向发行A股股票收购投资人持有的标的公司股权的交易。

山东路桥：公司2018年12月12日晚发布公告，公司在子公司路桥集团层面实施市场化债转股，由铁发基金和光大金瓯两家投资者合计增资11.5亿元，路桥集团于18年12月28日已经收到全部增资款项。公司市场化债转股的实施，有助于公司积极稳妥降低企业杠杆率，降低公司债务负担。同时债转股也有助于加强公司与铁发基金及其大股东铁发集团之间的密切关系，在后续运作中进一步加强合作。

图 46: 中国中铁债转股方案一览



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

➤ 重组

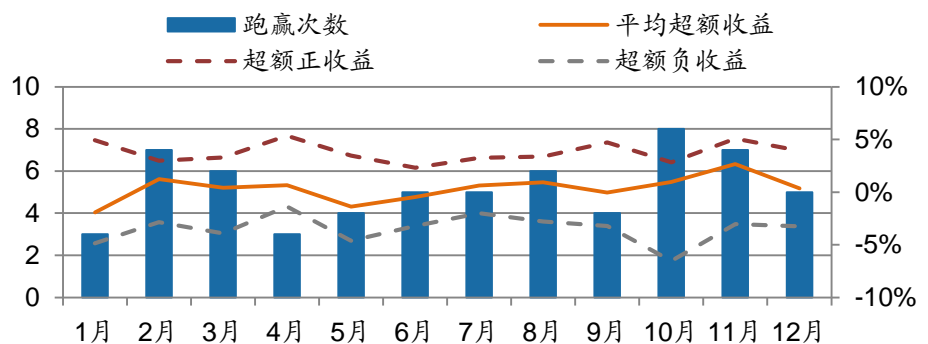
国检集团: 公司2019年4月26日公告, 原中国中材集团中具有检验检测业务资质且直接或间接从事与公司及其控股子公司相同或相近的业务, 构成实质性同业竞争的中材地质工程勘察研究院、咸阳非金属矿研究设计院等8家机构, 采用合资设立公司、增资控股、收购股权或购买资产等方式将其所属检验检测业务纳入公司经营, 以解决同业竞争问题, 公司有望受益于两材重组。

六、行业观点及重点公司

历史上看，2008-2018年建筑装饰板块6月平均收益-5.1%，10年中跑赢大盘5次，跑赢大盘5次的平均超额收益为2.3%，跑输大盘5次的平均超额收益为-3.2%。

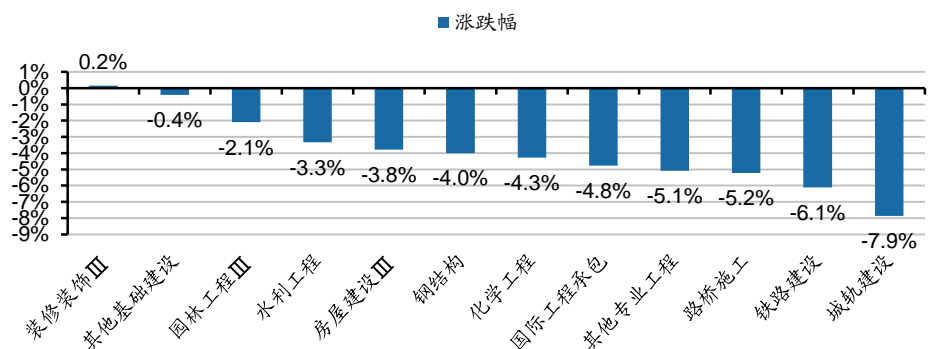
观察历史各建筑子版块6月份的平均收益情况，装修装饰板块表现最好，平均收益0.2%，也是唯一平均收益为正的子版块，其次是其他基础建设板块，平均收益为-0.4%；而城轨建设板块表现较差，平均收益为-7.9%。

图 47：2008-2018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 48：历年6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版块市场表现情况

	沪深 300	建筑装饰	房屋建设	装修装饰	基础建设	专业工程	园林工程
期间涨跌幅							
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、需求走弱致建筑PMI回落，经济仍存下行压力，逆周期调节力度有望强化。 1) 5月中采制造业PMI环比回落0.7 pct至49.4%，时隔3月再次降至收缩区间，PMI分项中生产、新订单指数均出现不同程度回落。其中，反映需求的新订单指数回落1.6 pct至49.8%，降至50%以下，是制造业PMI回落的主要原因。2) 5月建筑业PMI环比下降1.5 pct至58.6%，建筑业新订单指数环比下降2.5 pct至52.1%，两者均有所回落但仍处于较高景气区间。19年1-5月地方债共计发行1.94万亿元，高于去年同期的0.88万亿元，1-5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26%，基建发力贡献仍较大。3) 我们认为短期需求端基建、地产支撑作用或仍存，但5月以来外部环境不确定性增加，1-4月工业企业利润同比下滑3.4%，降幅扩大0.1 pct，表明经济仍面临下行压力。在稳定总需求背景下，预计后期逆周期政策连贯性有望强化，调节力度也有望进一步提升。

2、融资趋紧影响估值，目前板块“三低”明显，关注检测、设计及装饰龙头等自下而上机会。 1) 近期财政部发布财办金2019【40】号文，要求地方政府在6月底前清理PPP项目，再次表明政府严控隐性债务风险的态度；融资环境趋紧或对基建投资产生一定影响，我们认为基建回暖的力度及持续性存在不确定性，导致建筑板块特别是基建央企及前端设计龙头估值承压。2) 3月以来地产投资及销售持续超预期，房企融资也呈现边际改善。但近期银保监会2019【23】号通知，仍强调对于违规向地产公司及项目提供融资的整治要求，地产融资收紧将影响相关后周期装饰公司的回款及工程收入确认。3) 目前建筑板块处于低涨幅、低估值、低持仓的“三低”状况，子板块中，前端检测设计龙头市占率低、成长性好，装饰龙头集中度有望提升且受益地产竣工回暖，均存在自下而上逻辑：建工建材检测为朝阳行业，龙头公司国检集团ROE及现金流逐步改善，“跨区域、跨领域”战略稳步推进；设计龙头苏交科、中设集团目前估值处于历史最低水平，且有望受益基建回暖；装饰龙头金螳螂目前家装价值处于历史较低估值水平，家装业绩有望释放，且后期若地产竣工回暖将带来订单提升。

3、聚焦业绩弹性主线，继续关注长三角一体化/高股息率等确定性主题机会。1) 我们认为在稳增长调结构背景下，逆周期政策仍将更多体现相机抉择，企业估值弹性将由流动性向业绩/ROE/现金流转换。2) 长三角一体化：近期长三角区域高层会议要求加强地区互联互通及交通基础设施建设，利好区域建设龙头如上海建工等。3) 本周A股纳入MSCI因子从5%提高至10%，板块或受益于配置比例提升。同时近期市场波动或较为明显，建议关注东易日盛/上海建工/中国建筑等高股息率公司。

公司方面，我们延续前期观点，经济承压叠加外部不确定性增加背景下，逆周期政策连贯性及调节力度有望强化，聚焦业绩弹性，建议关注三条主线：**1) 基建投资有望加码，利好业绩高成长的前端检测/设计公司（如国检集团/苏交科/中设集团等）；2) 地产竣工回暖利好住宅全装修公司业绩提升（如金螳螂等）；3) 关注长三角一体化等业绩主题兼具的板块机会（如上海建工等）。**

风险提示

宏观政策环境变化导致行业景气度下降；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。