

拥抱变革

——建筑装饰行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

◆**1H19 建筑板块回顾：**一季度经济数据好于市场预期，多重因素导致市场风险偏好提升，相较而言建筑装饰板块表现差强人意；装修装饰、国际工程等细分方向阶段性表现良好。深究宏观、行业数据以及估值水平，建筑装饰板块下半年有望孕育投资良机。19年1-4月经济数据前高后低，货币政策“松”“紧”博弈，但基建投资拾阶而上趋势未变。年内迄今建筑装饰板块涨幅倒数，基金持仓、行业相对PB估值均处在历史底部区间。

◆**基本面变化源于“行业变革”，2H19 基建投资提速或为催化：**坚定看好行业变革创造长期价值 1) 需求端，政府投资行为更规范，区域壁垒击破，建筑企业垫资减少；2) 供给端，打击唯报价论的低价中标，打击中小企业“挂证”现象，减少无效供给同时扩大有效供给。企业层面，经营效率逐步提高，资产更扎实，负债率亦有降低。“提质增效”使企业增长质量明显提升。此外，基数效应以及较为宽裕的融资环境，有望使 2H19 基建提速，或能催化板块行情。

“绿色建筑（含装配式建筑）”是传统建筑数十万亿市场中有长期成长性的细分方向，近期对于钢构装配式的政策转变有望驱动钢构行业进入成长快车道。

◆**维持建筑装饰板块“买入”评级：**经济回落致“逆周期”调节预期升温，融资相对宽裕及同期较低的增长基数，看好 2H19 建筑行业增速、经营的边际持续改善。相对安全的估值水平、较低的基金持仓，以及较高确定性的行业边际改善，令我们对下半年板块表现保持乐观，维持“买入”评级。

◆**标的选择及聚焦：**经营“增效”、资产“提质”效果初显，“国改”或释放经营活力，看好央企板块 Beta，推荐**中国建筑、中国交建、中国中铁、中国化学、葛洲坝、中国中冶**等；部分景气向上的发达区域建筑企业或有更大弹性，关注**浦东建设、上海建工、山东路桥、隧道股份**；石油石化边际向上，“能源安全”使内需与油价脱钩，期待“国管”成立进一步提振需求，关注**中油工程、中国化学**；竣工终将复苏，地产后周期受益，建议关注**金螳螂、东易日盛**；政策微调，钢构站上装配式风口，建议关注**鸿路钢构、精工钢构**；此外，自下而上推荐**中材国际**，因其估值有安全边际，且“两材合并”后续协同值得期待。

◆**风险分析：**基建投资增速不及预期，海外投资不及预期，石油化工投资不及预期，国内实际利率过快上行，人民币快速升值，地产景气度下降

买入（维持）

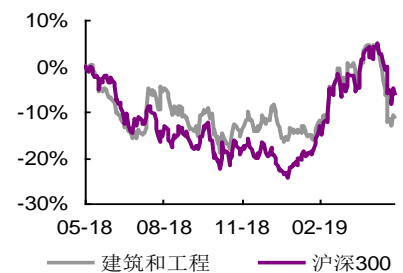
分析师

孙伟风（执业证书编号：S0930516110003）
021-52523822
sunwf@ebsec.com

联系人

武慧东
010-58452063
wuhuidong@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

基建投资增速改善趋势延续，布局板块相对收益机会——关于 2019 年 1-3 月固定资产投资、房地产开发投资数据点评

..... 2019-04-17

Q1 社融超预期，基建板块配置价值凸显——关于 2019 年 3 月新增社融数据点评

..... 2019-04-14

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
601668	中国建筑	5.66	0.91	1.04	1.20	6.2	5.4	4.7	买入
601800	中国交建	10.95	1.22	1.35	1.50	9.0	8.1	7.3	买入
601390	中国中铁	6.42	0.75	0.83	0.92	8.5	7.7	7.0	买入
600068	葛洲坝	6.09	1.01	1.11	1.24	6.0	5.5	4.9	买入
601618	中国中冶	2.98	0.31	0.35	0.40	9.7	8.5	7.5	买入
601117	中国化学	6.08	0.39	0.56	0.80	15.5	10.8	7.6	买入
600970	中材国际	6.44	0.79	1.03	1.25	8.2	6.3	5.1	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 05 日

投资聚焦

研究背景

19年1-4月经济数据前高后低，货币政策“松”“紧”博弈，多重因素导致市场风险偏好大幅震荡，相较而言建筑装饰板块表现差强人意，年内板块涨幅倒数；装修装饰、国际工程等细分方向阶段性表现良好。结合宏观环境、行业数据观察、行业环境变化及当前板块估值水平，我们认为建筑装饰板块下半年有望孕育投资良机。

我们区别于市场的观点

市场囿于传统建筑企业的刻板印象，忽视了行业及企业正在发生的变革：行业层面，政府投资行为得到规范，垫资现象有望得到缓解；“低价中标”、“挂靠”等无效供给有望被抑制。企业层面，经营效率逐步提高，资产更扎实，负债率亦有降低。“提质增效”使企业增长质量不可同日而语。

市场囿于对建筑行业成长性的判断，忽视了细分领域可能存在的成长性：“绿色建筑”是建筑行业长期发展的方向，装配式建筑是劳动力成本攀升背景下建筑行业转型的必由之路。2011-2017年，装配式配套产业规模复合增速逾110%。随着近期政策调整，钢结构有望站上装配式建筑风口，迎来发展机遇期。

投资观点

对2H19建筑装饰板块表现不悲观，维持板块“买入”评级：经济回落致“逆周期”调节预期升温，融资相对宽裕及同期较低的增长基数，看好2H19建筑行业增速、经营的边际持续改善。相对安全的估值水平、较低的基金持仓，以及较高确定性的行业边际改善，令我们对下半年板块表现保持乐观，维持“买入”评级。

重点关注几个方向：

1) 看好建筑央企板块 Beta：主要央企经营“增效”、资产“提质”、负债率持续降低，“国改”或释放活力，推荐**中国建筑、中国交建、中国中铁、中国化学、葛洲坝、中国中冶**等；

2) 看好部分区域地方国企弹性：关注基建高景气区域，受益长三角一体化等战略、区域基建规划空间大，推荐**浦东建设、上海建工、山东路桥、隧道股份**。

3) 关注受益石油石化投资边际向上：“能源安全”使内需与油价脱钩，期待“国管”成立进一步提振需求，关注**中油工程、中国化学**；

4) 关注受益地产受周期装饰装修龙头：年内竣工大概率向好，二手房成交转暖，公装/精装/家装龙头有望受益，建议关注**金螳螂、东易日盛**；

5) 看好钢结构行业成长性：政策微调，后续配套措施值得期待，钢构有望站上装配式风口，看好行业长期成长性，建议关注**鸿路钢构、精工钢构**；

6) 自下而上推荐**中材国际**，因其估值有安全边际，且“两材合并”后续协同值得期待。

目 录

1、 1H19 建筑装饰板块回顾	4
1.1、 年度策略观点回顾	4
1.2、 宏观及微观数据验证	4
1.3、 行业边际向上，但市场表现差强人意	7
2、 关注基建投资、地产竣工的潜在变化	10
2.1、 基建投资边际改善趋势有望延续	10
2.2、 房屋竣工向好方向可期，装饰类企业业绩预期好转	12
3、 改革为建筑业带来了什么？	13
3.1、 “合规”本身就将带来建筑业产能去化	13
3.2、 “去杠杆”持续推进，央企“提质增效”渐入佳境	15
3.3、 期待国改激励机制变化释放经营活力	20
3.4、 建筑业现代化为长期看点，钢结构将站上风口	23
4、 投资建议：拥抱变革，下半年不悲观	27
5、 重点公司推荐	29
5.1、 中国建筑：房建亮眼，基建有望改善	29
5.2、 中国交建：“一带一路”龙头，1Q19 业绩/订单回暖	30
5.3、 中国中铁：铁路/城轨基建龙头，业务结构持续改善	35
5.4、 葛洲坝：电力能源工程龙头，环保成新增长引擎	40
5.5、 中国中冶：冶金工程龙头，多元化拓展值得期待	44
5.6、 中国化学：订单、收入高增，期待利润率触底回升	45
5.7、 中材国际：订单转好，业绩延续高增速	46
6、 风险分析	47

1、1H19 建筑装饰板块回顾

1.1、年度策略观点回顾

19 年年度策略报告中我们提出 2019 年基建是为数不多的增速边际确定性向上的领域，19 年迄今各项数据验证判断。

19 年年度策略中我们明确提出三条主线：

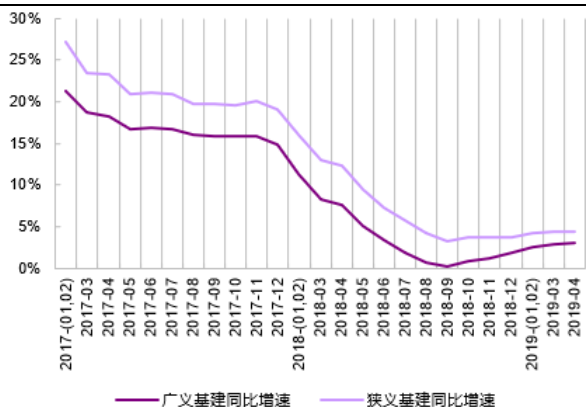
- 1) 基建链条将受益于基建投资增速边际改善带动基建板块整体估值修复；
- 2) 国际工程板块将受益于美联储加息动能减弱，海外业主方融资边际改善叠加“一带一路”峰会效应带来的订单集中签约，带动板块 19 年新签订单边际改善，板块估值有望修复；
- 3) 化学工程板块利润率将迎来改善，业绩具备弹性，同时板块估值处于近年底部，具备安全边际，细分板块或存在超额收益机会。

1.2、宏观及微观数据验证

1.2.1、基建投资边际改善，企业新签订单缓慢复苏

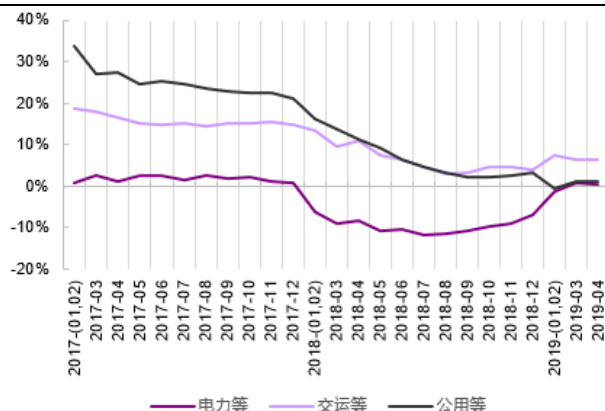
19 年迄今基建投资数据验证了年度策略前期判断。1-4 月广义基建/狭义基建累计投资分别为 4.1/3.5 万亿，同比增速分别为 3.0%/4.4%，同比增速较 1-3 月分别变动+0.4/+0.0pct。其中电力等、交运等投资增速稳健，公用等增速触底企稳。细分来看，铁路增速维持高位，道路增速略有下滑，公共设施投资增速触底拐点初现，水利投资增速下滑边际放缓。

图 1：广义/狭义基建累计投资增速持续回升



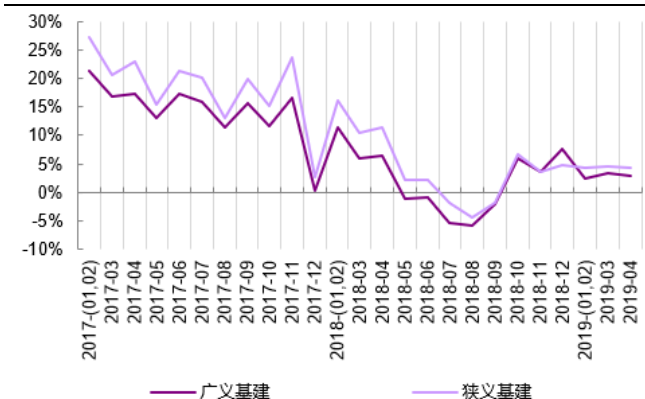
资料来源：Wind，国家统计局，光大证券研究所整理

图 2：基建投资分行业累计增速



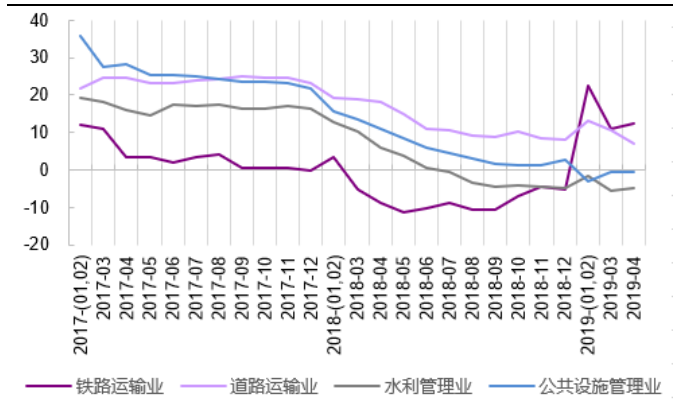
资料来源：Wind，国家统计局，光大证券研究所整理

图 3：广义/狭义基建单月增速



资料来源：Wind，国家统计局，光大证券研究所整理

图 4：基建投资细分领域累计增速 (%)



资料来源：Wind，国家统计局，光大证券研究所整理

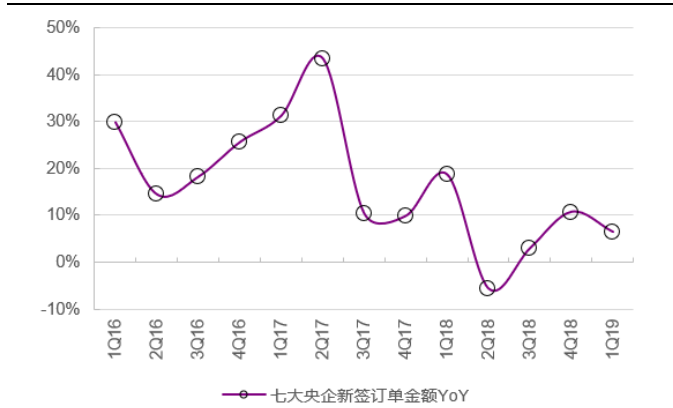
微观数据层面，1Q19 建筑业新签合同额 5.5 万亿，同增 6.6%，新签合同额增速延续 4Q18 回暖态势。八大建筑央企（见图 6 注，下同）1Q19 新签订单额合计 1.84 万亿，同增 6.4%，延续 4Q18 较快增长势头。

图 5：我国建筑行业新签合同额增速（单季度）



资料来源：Wind

图 6：八大建筑央企新签订单额增速（单季度）



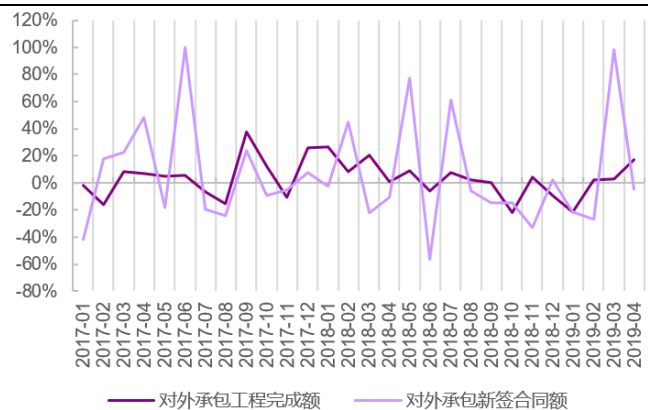
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：八大建筑央企指中国建筑、中国铁建、中国中冶、中国中铁、中国交建、中国电建、中国化学、葛洲坝

1.2.2、国际工程订单大幅增长，期待业绩逐步兑现

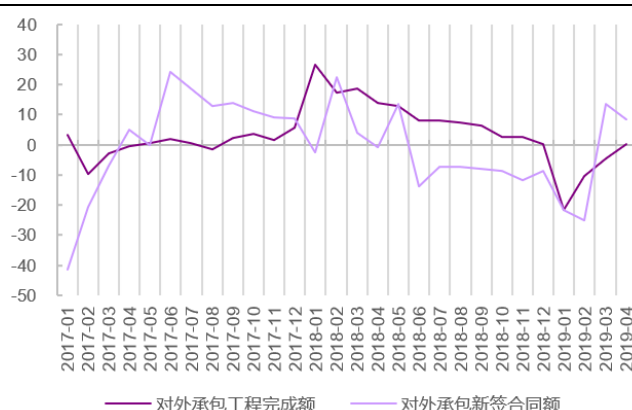
对外新签订单 19 年 3 月份起同比增速转正，企业微观订单持续改善。2019 年 1-4 月对外工程承包新签合同额 666.5 亿美元，同增 8.6%，延续 3 月以来较快增速。主要公司层面：主要央企（七家，见图 9 注）1Q19 新签境外合同额 1,566.4 亿元，同增 29.8%，较去年同期变动+44.8pcts，主要国际工程公司（四家，见图 10 注）1Q19 新签合同额 142.0 亿元，同增 12.5%，较去年同期+21.9pcts，新签订单增速延续边际改善趋势。

图 7：对外承包完成额及新签合同额单月同比增速 (%)



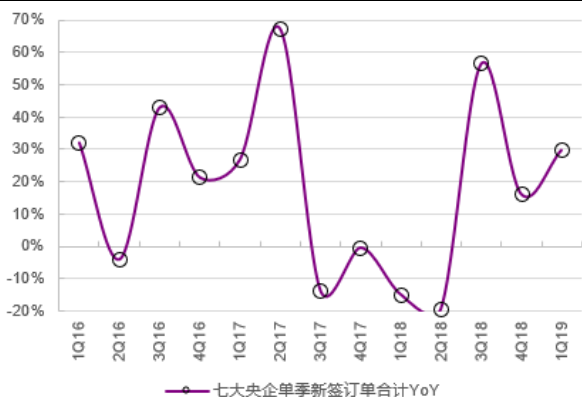
资料来源：商务部，Wind，光大证券研究所

图 8：对外承包完成额及新签合同额累计同比增速 (%)



资料来源：商务部，Wind，光大证券研究所

图 9：七大建筑央企合计新签境外订单额增速 (单季度)



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：中国中铁历史数据有限，仅整理其余七大建筑央企

图 10：四家国际工程企业新签境外订单额及增速 (单季度)



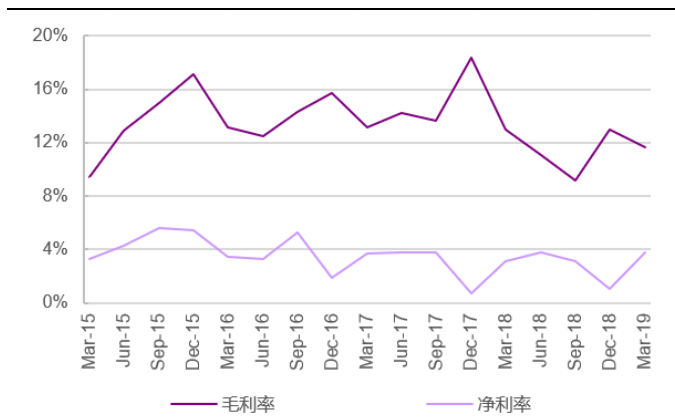
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：四大国际工程企业指中材国际/中工国际/中钢国际/北方国际

1.2.3、化工工程关注利润率持续改善

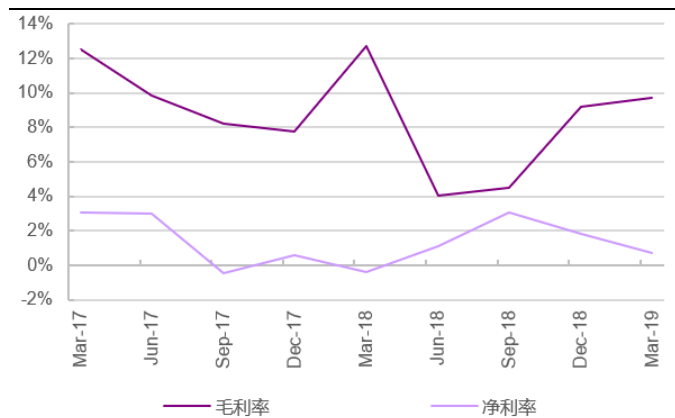
石油石化投资向好趋势未变，主要企业订单延续较快增速，利润率有边际改善。中国化学、中油工程 1Q19 毛利率/净利率分别为 11.6%/3.8%、9.7%/0.7%，分别较 1Q18 变动-1.4/+0.7pcts、-3.0/+1.1pcts，毛利率下滑幅度收窄，毛利率延续 4Q18 以来改善趋势。低油价低利润率项目陆续结算，新签优质订单占比提高，看好全年化学工程企业利润率提升。

图 11: 中国化学毛利率、净利率 (单季度)



资料来源: 公司公告

图 12: 中油工程毛利率、净利率 (单季度)

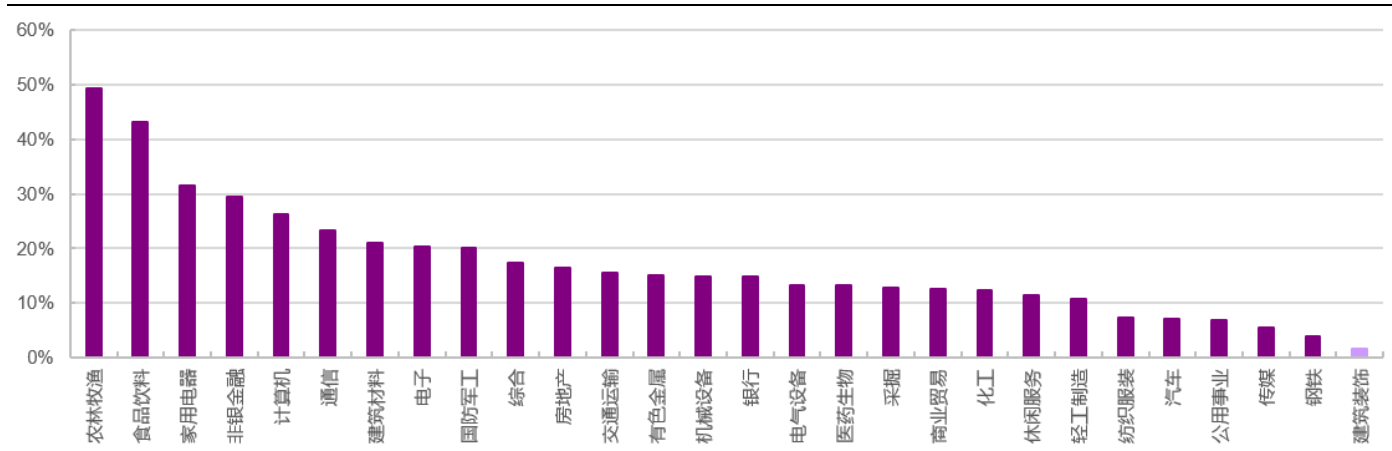


资料来源: 公司公告

1.3、行业边际向上，但市场表现差强人意

1Q19 经济数据超市场预期，市场风险偏好有较大提升，建筑装饰板块相对吸引力相对偏弱。年初至 2019 年 6 月 5 日，申万一级行业中，建筑装饰板块收益倒数第一，相对沪深 300 超额收益为-18.9%。

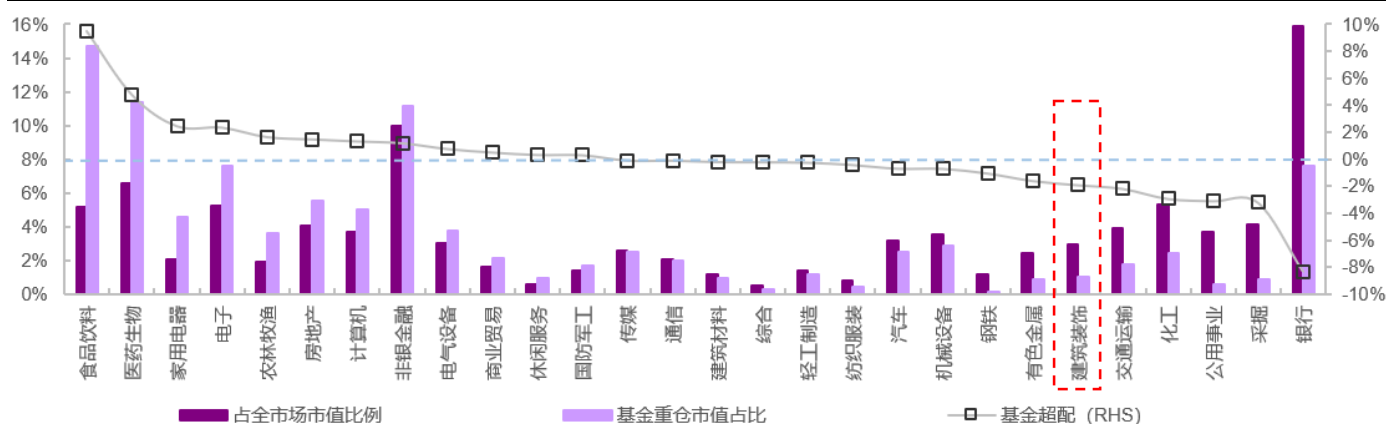
图 13: 各主要行业 (申万) 年初至今投资收益



资料来源: Wind, 截止 2019.06.05 收盘价

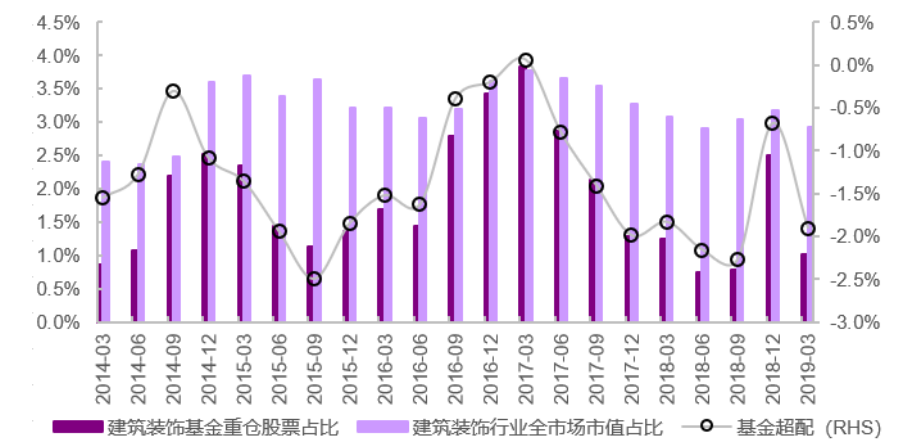
1Q19 基金大幅减配建筑装饰行业，行业超配情况接近 14 年以来低点。截止 1Q19 末，基金持仓建筑装饰行业公司市值 (基金重仓股票口径) 占所有持仓比例为 1.02%，较市场行业市值占比 (2.92%) 低 1.90 pcts。按照基金超配情况进行排序，建筑装饰行业在申万 28 个一级行业中排倒数第六。受 1Q19 市场风险偏好提升及风格切换，机构较大幅度降低建筑装饰行业公司仓位，目前建筑装饰行业基金超配幅度接近 14 年以来最低水平。

图 14: 各行业 (申万) 基金重仓股票超配情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 截止 1Q19 末

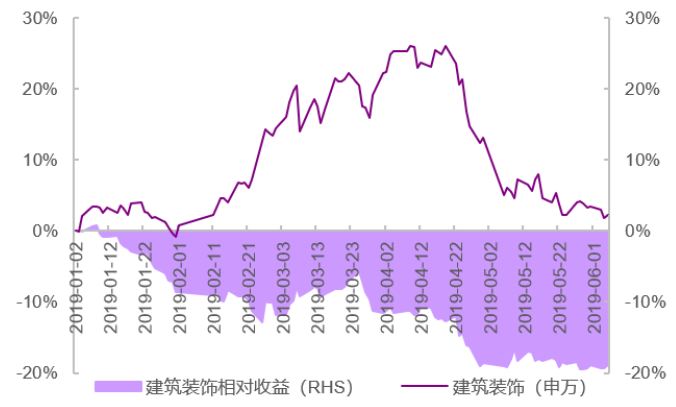
图 15: 建筑装饰行业基金重仓股票超配情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

与基金持仓相对应, 建筑板块估值接近历史最低水平。

图 16: 年初至今建筑装饰 (申万) 相对沪深 300 收益



资料来源: Wind, 截止 2019.06.05 收盘价

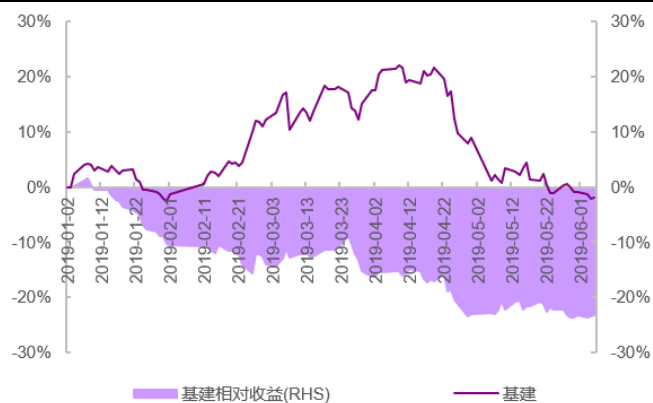
图 17: 年初至今建筑装饰 (申万) PE_TTM 倍数走势



资料来源: Wind, 截止 2019.06.05 收盘价

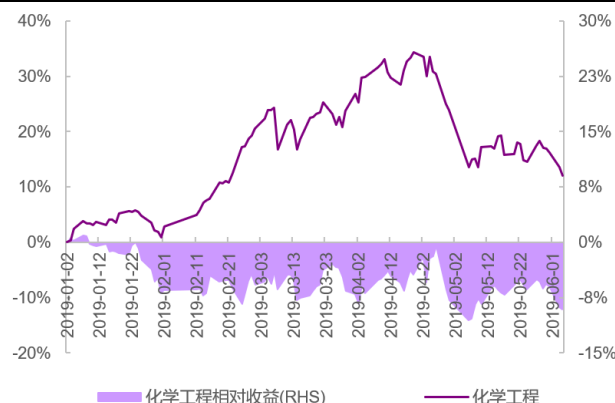
细分来看：我们年初明确看好的基建板块、化学工程板块尽管有宏观/微观数据验证，但未取得理想超额收益，其上涨更多受益于经济初步企稳、贸易摩擦缓和带来的大盘整体上涨，基建板块、化学工程板块整体明显跑输沪深300。国际工程为我们明确看好的另一条主线。国际工程板块1Q19中大幅跑赢沪深300指数，但4月底由于市场对货币政策预期分歧加大，叠加中美谈判不及预期，板块回吐前期超额收益。其他子行业中，随着房屋新开工、竣工剪刀差持续，房屋竣工转好预期增强，装修装饰板块表现相对较好。

图 18：年初至今基础设施建设（申万）相对沪深 300 收益



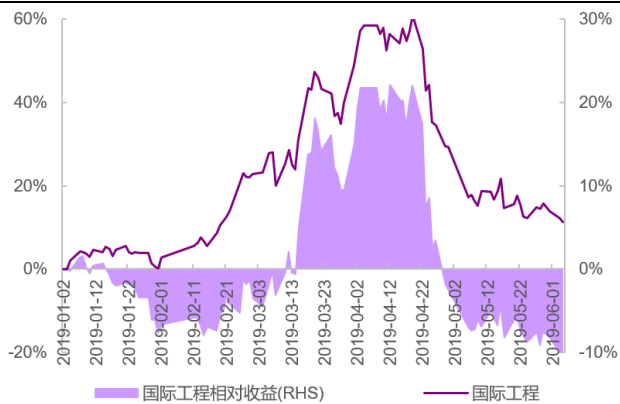
资料来源：Wind，截止 2019.06.05 收盘价

图 19：年初至今化学工程（申万）相对沪深 300 收益



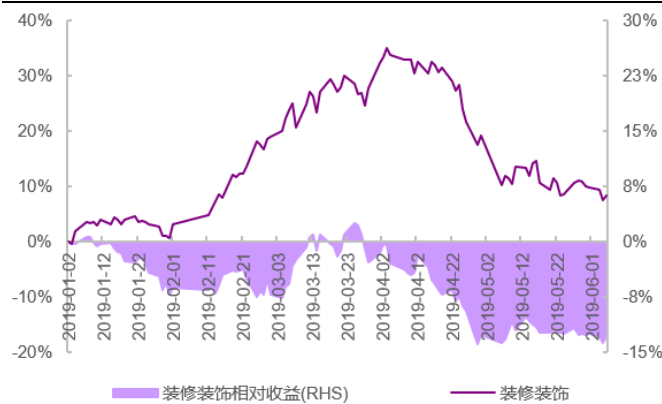
资料来源：Wind，截止 2019.06.05 收盘价

图 20：年初至今国际工程（申万）相对沪深 300 收益



资料来源：Wind，截止 2019.06.05 收盘价

图 21：年初至今装修装饰（申万）相对沪深 300 收益



资料来源：Wind，截止 2019.06.05 收盘价

2、关注基建投资、地产竣工的潜在变化

2.1、基建投资边际改善趋势有望延续

基数效应或使 19 年 5 月起基建提速。18 年基建投资增速于 5 月起大幅放缓：18 年 5 月为广义基建投资自 12 年以来首次单月负增长；18 年 7 月狭义基建投资单月增速转负。在 19 年全年基建投资增速（广义/狭义）分别为 6.0%、8.0%、10.0% 的假设情形下，19 年 5-12 月广义基建投资增速将分别达到 6.9%、9.5%、12.1%，狭义基建投资增速将分别达到 6.5%、9.1%、11.7%。18 年下半年低基数效应或致 19 年 5 月起基建投资提速。

表 1：不同基建增速假设下，2019 年 5-12 月对应基建投资增速

基建投资增速全年假设	6.0%	8.0%	10.0%
19 年全年广义基建投资 (亿元)	186,756	190,280	193,803
其中 5-12 月广义基建投资 (亿元)	145,459	148,983	152,507
5-12 月广义基建投资 YoY	6.9%	9.5%	12.1%
19 年全年狭义基建投资 (亿元)	154,045	156,951	159,858
其中 5-12 月狭义基建投资 (亿元)	119,089	121,995	124,902
5-12 月狭义基建投资 YoY	6.5%	9.1%	11.7%

资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算

融资环境持续改善，基建投资边际改善趋势有望延续。19 年迄今新增社融大幅转正（去年同期为负），其中基建相关的新增社融延续改善趋势（1-4 月基建相关新增社融 46,507 亿，同比+8,628 亿），作为影响基建投资重要抓手的政府债融资净额大幅增加（1-4 月地方债务净融资 17,717 亿，同比+9,521 亿），融资环境持续改善。融资是基建投资重要的先行指标，基建投资增速与新增社融存在较明显正相关。考虑到基建融资环境持续改善，我们判断基建投资增速改善趋势将延续。

表 2：2012-2019 年 1-4 月基建相关社融新增情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
新增委托贷款 (亿元)	3,825	7,161	8,688	3,586	7,179	6,299	-4,795	-3,477
新增信托贷款 (亿元)	1,824	10,187	3,275	-33	1,861	8,822	664	965
企业债券融资 (亿元)	4,847	9,612	7,529	5,544	15,916	-1,005	9,450	12,634
非金融企业境内股票融资 (亿元)	1,065	891	1,557	2,304	3,792	3,365	1,816	792
地方政府专项债券 (亿元)	0	0	0	0	0	3,825	1,577	7,070
新增非金融企业中长期贷款 (亿元)	7,171	10,204	14,434	17,576	20,270	31,926	29,168	28,523
新增与基建相关的社融规模 (亿元)	18,732	38,055	35,483	28,977	49,018	53,231	37,879	46,507
较上年同期增长 (亿元)		19,323	-2,572	-6,506	20,041	4,213	-15,352	8,628

资料来源：Wind

注：表格中均为对应年份 1-4 月累计数据

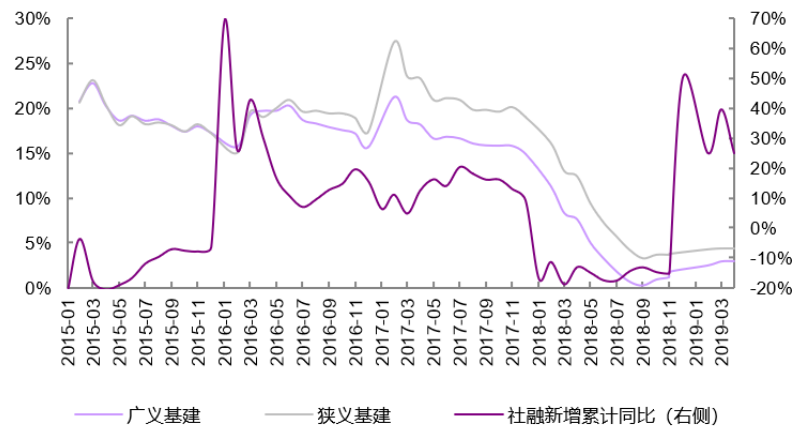
表 3: 2013-2019 年 1-4 月地方债融资净额情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
地方政府债融资净额 (亿元)	0	0	0	19,388	7,994	5,213	12,898
城投债融资净额 (亿元)	3,368	6,009	1,793	7,055	255	2,982	4,819
地方债合计融资净额 (亿元)	3,368	6,009	1,793	26,443	8,249	8,196	17,717
较上年统计增长 (亿元)		2,641	-4,216	24,650	-18,194	-53	9,521

资料来源: Wind

注: 表格中均为对应年份 1-4 月累计数据

图 22: 新增社融累计同比增速与广义/狭义基建累计同比增速比较

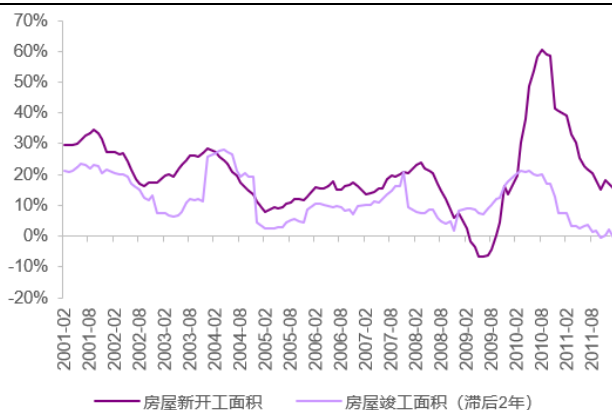


资料来源: Wind

2.2、房屋竣工向好方向可期，装饰类企业业绩预期好转

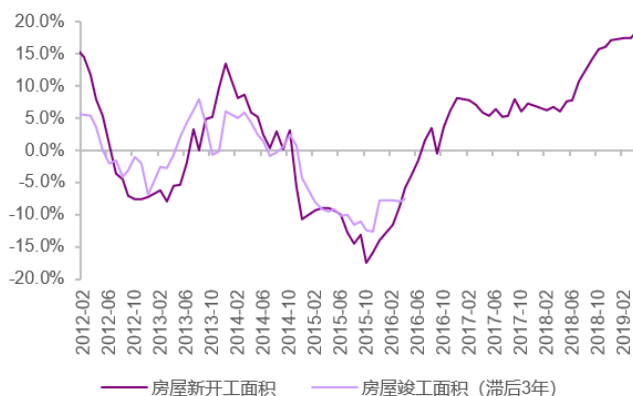
房屋竣工向好方向可期，装饰装修企业有望受益。19年以来，地产景气度持续回升，房屋新开工维持高位，但竣工仍疲软，通常竣工较新开工滞后2-3年，新开工可作为竣工的前瞻指标，我们判断房屋竣工面积增速年内向好方向可期，装修企业公装、精装新签订单有望受益。金螳螂、东易日盛、广田股份精装+公装1Q19合计新签订单金额132.6亿，同增12.6%，增速环比改善。截止2019年5月10日，二手房累计成交面积同比+12.6%，19年以来二手房成交明显回暖，装饰装修企业互联网家装新签订单有望受益。

图 23: 新开工与竣工面积(滞后 2 年)比较(2001-2011)



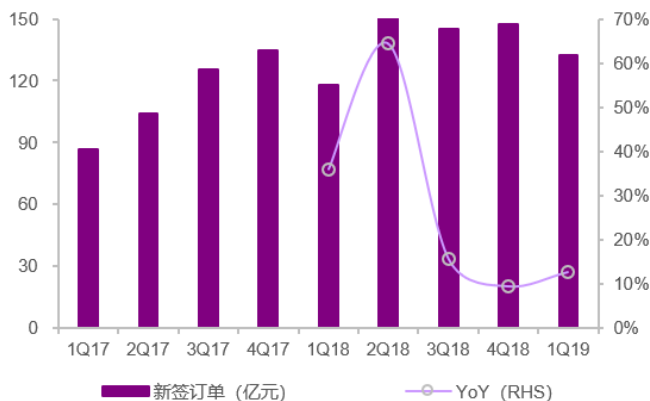
资料来源: Wind, 光大证券研究所
注: 采用 12 月移动平均计算同比

图 24: 新开工与竣工面积(滞后 3 年)比较(2012-今)



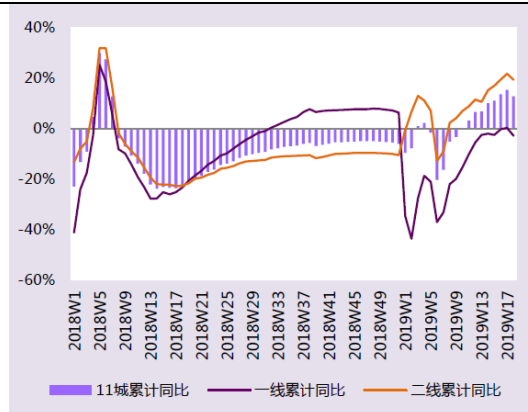
资料来源: Wind, 光大证券研究所
注: 采用 12 月移动平均计算同比

图 25: 代表企业公装+精装新签订单金额及增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理
注: 新签订单为金螳螂/广田股份/东易日盛的公装、精装新签订单合计金额

图 26: 11 城二手房交易面积累计同比(周)



资料来源: Wind, 光大证券研究所地产研究团队

3、改革为建筑业带来了什么？

2015年11月习近平总书记在中央财经领导小组第十一次首次提出要“着力加强供给侧结构性改革、着力提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力”，明确我国未来经济改革的侧重点，**首次明确提出供给侧改革**，后中央层面陆续出台政策，各领域供给侧改革逐渐深化。

图 27：供给侧结构性改革要点

供给侧	+	结构性	+	改革
<ul style="list-style-type: none"> · 需求侧三驾马车乏力 · 刺激效果边际减弱 · 聚焦供给端/企业端/上中游 · 产能过剩/楼市库存/债务 		<ul style="list-style-type: none"> · 扩大有效/中高端供给 · 减少无效/低端供给 · 增强供给结构对需求变化适应性 · 提高全要素生产率 		<ul style="list-style-type: none"> · “三去一降一补” · 去产能、去库存、去杠杆 · 降成本 · 补短板

资料来源：光大证券研究所

梳理近年来政策，建筑业供给侧结构性改革主要包括几方面内容：1) 净化市场环境，规范化与合规化；2) 大力“去杠杆”，央企为代表推进“提质增效”；3) 推进国企改革激励机制改革；4) 建筑业现代化推广。

3.1、“合规”本身就将带来建筑业产能去化

政府投资行为持续规范、打击“垫资”模式，虽有或压减政府投资项目规模可能，但有助于改善建筑企业回款、现金流。政府投资行为进一步规范，2019年5月5日，国务院发布《政府投资条例》，对政府投资方向/投资方式等进行了进一步明确规范。一方面明确提出政府投资年度计划应与本级预算相衔接，严禁违法违规举债筹措政府投资基金，严控隐性债务，或对政府投资规模产生影响；另一方面，在政府项目实施层面，禁止“垫资”，严格执行项目工期、竣工财务决算有助于推动工程价款及时结算，有助于参与政府项目建筑企业改善回款及缓解现金流压力。

表 4：政策层面持续规范政府投资行为

时间	部门	政策文件	要点
2017.04.26	财政部	关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、规范政府与社会资本方的合作行为（不得变相设立各类投资基金、变相举债）、规范地方政府举债融资机制
2017.05.28	财政部	关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知	规范政府购买服务实施范围、预算管理；严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资
2019.05.05	国务院	政府投资条例	明确政府投资方向（公共领域、非经营项目为主）、投资方式（直接投资为主）；明确政府投资管理职责、投资决策程序；明确投资年度计划要求、规范项目实施（禁止垫资等，严格执行项目建设工期、竣工财务决算推动工程价款及时结算）、强调事后监管

资料来源：国务院，中国政府网，光大证券研究所整理

打击“挂证”去除无效供给，规范项目招投标模式提高有效供给。近年来国务院/住建部等中央部门持续加大建筑市场净化力度，重点针对几类现象：1) 恶意低价中标；2) 工程项目施工过程中“垫资”行为；3) 各类保证金名目繁多，多以现金支付，大量占用施工企业现金；4) 工程价款结算周期长，5)

区域保护主义严重，部分地方政府干预招投标过程；6) “挂证”现象广泛存在，资质管理较混乱。这几类乱象与过去项目招投标模式存在直接关系。近年来国务院/住建部等将招投标模式改革作为净化建筑业市场环境的主要抓手之一，改革力度持续加大，针对性举措包括加强招投标全过程监管、增加过程透明度，实施建筑市场“黑名单”制度推进诚信体系建设，削减保证金名目、推行银行保函替代部分现金保证金，推进竣工财务决算倒逼工程价款及时结算，工程计价规则加快统一、推进信息共享，持续高压打击“挂证”现象等。

表 5：中央持续净化建筑市场环境主要政策梳理

时间	部门	政策文件	要点
2014.07.08	住建部	关于推进建筑业发展和改革的若干意见	进一步放开建筑市场，改革行政审批制度，改革招投标监管方式；变革建筑业发展方式，推进建筑产业现代化
2017.02.24	国务院	关于促进建筑业持续健康发展的意见	深化建筑业简政放权改革；完善工程建设组织模式；加强工程质量安全管理； <u>优化建筑市场环境（建立统一开放的建筑市场，健全建筑市场信用体系；加强承包履约管理，规范工程价款结算，通过工程预付款、业主支付担保等经济和法律手段规范建设单位行为，预防拖欠工程款）</u> ；提高从业人员素质；推进建筑产业现代化；加快建筑业企业“走出去”
2017.04.26	住建部	建筑业发展“十三五”规划	深化建筑业体制机制改革（发包监管改革）；推动建筑产业现代化；推进建筑节能与绿色建筑发展；提升从业人员素质（包括完善权益保障机制）；深化建筑业“放管服”改革（市场准入、工程造价体系、打破区域壁垒、诚信体系）；提升安全重视程度； <u>促进建筑业企业转型升级（国企改革、包括减税/保证金制度改革等企业减负）</u> ；开拓国际市场
2018.03.27	住建部	住房城乡建设部建筑市场监管司 2018 年工作要点	一、推进建筑业供给侧结构性改革（深化工程招投标制度改革[民间投资的房建工程由建设单位自主决定发包方式；探索采用通用技术标准的政府投资工程实行提供履约担保基础上的最低价中标]；推动工程建设组织方式变革[推进工程总承包、推进建筑师负责制]；培训现代化建筑产业工人队伍）；二、完善建筑市场监管体制机制（ <u>优化营商环境、推进诚信体系建设、加强建筑市场监管[加大对资质资格申报弄虚作假、安全事故、建筑施工转包违法分包等行为投诉举报案件查处力度]</u> ）；三、深化行政审批制度改革；四、落实全面从严治党政治责任。
2018.05.19	国务院办公厅	《关于开展工程建设项目审批制度改革试点的通知	深化“放管服”改革，压缩审批流程，开展工程建设项目审批制度改革试点；
2018.07.10	住建部	《关于加快推进实施工程担保制度的指导意见》征求意见	推进工程担保制度建设；并明确提出， <u>到 2020 年各类保证金的保函替代率提升 30%</u>
2018.11.27	住建部	《开展工程建设领域专业技术人员职业资格“挂证”等违法违规行为专项整治	挂证”专项整治具体时间安排
2019.03.25	住建部	住房和城乡建设部建筑市场监管司 2019 年工作要点	一、推进建筑业重点领域改革：开展钢结构装配式住宅建设试点； <u>深化工程招投标制度改革（简化/全过程监管）</u> ；完善工程建设组织模式（推行工程总承包，发展全过程工程咨询，推进建筑师负责制试点）；改革建筑用工制度（明确提出推动建筑劳务企业转型，发展专业企业）；二、深化建筑业放管服改革，优化营商环境：优化市场准入，推进告知承诺制； <u>严厉打击违法违规问题（开展“挂证”问题专项整治，探索建立“挂证”问题长效机制；严厉查处转包违法分包等违法行为）</u> ；三、做好巡视“后半篇文章”，加强党的建设

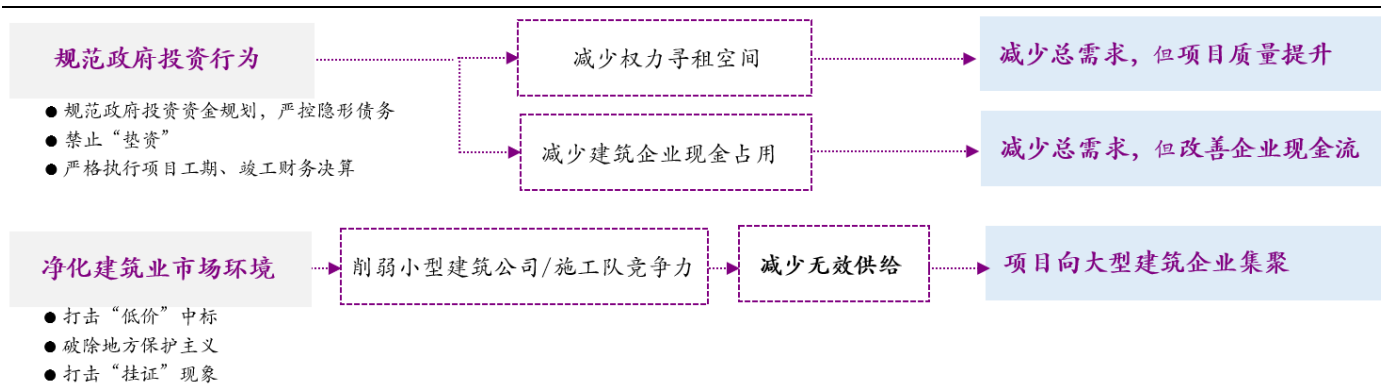
资料来源：国务院，住建部，中国政府网，光大证券研究所整理

表 6：我国建筑工程招标投标模式存在的问题及针对性政策举措

存在问题	政策针对性改革举措
招标投标程序不规范，存在恶意低价中标、“垫资”施工、回款不及时、各类保证金大量占用施工方现金等乱象	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 加强招投标全过程监管，强化事后监管力度，加大违法行为处罚力度； ✓ “挂证”大力度持续加强，推动建立个人执业保险制度，探索建立解决遏制“挂证”长效机制； ✓ 实施建筑市场“黑名单”制度，推进诚信体系建设； ✓ 加快推进实施工程担保制度； ✓ 加快推进实施银行保函替代方式，持续清理规范工程建设领域保证金； ✓ 推进竣工财务决算，推动工程价款及时结算
行政干预严重，部分地区地方保护主义严重	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 推进取消各地区、各行业在法律法规和国务院规定外对企业设置的不合理准入条件，严禁擅自（变相）设立审批/备案事项； ✓ 推进各地区信息公开力度及相关问责力度； ✓ 推进建立跨省承揽业务企业违法违规行为的查处督办、协调机制，强化项目承建过程的事中、事后监管力度
缺乏健全的工程造价管理制度，助长恶性低价中标	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 加快统一工程计价规则，完善工程量清算计价体系； ✓ 持续推进政府及国有投资工程估算及概算计价依据的编制； ✓ 建立工程全寿命周期的成本核算制度； ✓ 重点推进新兴建筑领域如绿色建筑、装配式建筑、城市地下综合管廊、海绵城市等工程计价依据编制； ✓ 推进实现工程造价信息共享机制，加强工程造价检测及相关信息发布

资料来源：住建部，中国政府网，光大证券研究所整理

图 28：规范政府投资行为、净化建筑业市场环境将使优质建筑企业受益



资料来源：光大证券研究所

3.2、“去杠杆”持续推进，央企“提质增效”渐入佳境

18 年国企“去杠杆”要求细化，效果显现，19 年将持续推进。“去杠杆”企业层面重点聚焦央企、地方国企，2018 年 9 月中办国办印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，将负债率考核由央企扩展至地方国企，对未来两年资产负债扩张提出明确量化要求，要求至 2020 年国企资产负债率需在 2017 年底的基础上降低 2pcts，之后需要达到同行业同规模企业的平均水平。2018 年央企平均资产负债率同比下降 0.6pct 至 65.7%，建筑业主要央企负债率均呈下降趋势。2019 年 1 月国资委主持召开的央企、地方国企负责人明确提出 2019 年中央企业生产经营目标任务为“经济效益实现稳定增长，流动资产周转率提高，资产负债率继续下降”，央企、地方国企“去杠杆”仍将持续推进，化解风险同时实现“提质增效”。

表 7: 近期“去杠杆”重要政策梳理

时间	发布机构	主要内容
2017/11/01	央行等五部委	资管新规征求意见稿发布, 对银行理财资金投资非标资产进行了严格限制, 禁止资金池操作、采取资产穿透原则等
2017/11/01	财政部	92 号文: PPP 项目严格入库标准, 集中清理已入库项目。
2018/03/01	财政部	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》: 国有金融企业除购买地方政府债券外, 不得直接或通过地方国有企业事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资, 不得违规新增地方政府融资平台公司贷款。国有金融企业应加强“穿透式”资本金审查。
2018/08/01	国家审计署	全面开展地方政府隐性债务审计
2018/08/01	中央办公厅、国务院	《地方政府隐性债务问责办法》、《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》: 各债务部门根据部门实际和债务结构, 采取出让政府股权以及经营性资产、其他项目结转资金、经营收入、盘活存量资金、处置政府闲置资产等多种方式化解隐性债务, 隐性债务不可能再进行债券置换, 化解方案不得再作争取财政资金和债券置换的计划安排。
2017/11/01	国资委	192 号文: 加强中央企业 PPP 业务风险管控, 控制规模投资不允许超过上年净资产的 50%, 资产负债率高于 85% 或近 2 年连续亏损的子企业不得单独投资 PPP 项目。
2018/01/01	国资委	至 2020 年, 央企平均资产负债率要降 2 个百分点。
2018/09/01	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》, 将负债率考核从央企扩展至地方国企。
2018/12/01	中央经济工作会议	“要坚持结构性去杠杆的基本思路”, “稳妥处理地方债务风险, 做到坚定、可控、有序、适度”
2019/01/14	国资委	央企、地方国企负责人会议, 将深化国有企业资产负债约束制度改革, 更加有效地去杠杆。推进市场化法制化债转股扩量提质, 有序引导高负债国企有序降低负债率。会议明确 2019 年中央企业生产经营目标任务是“经济效益实现稳定增长, 流动资产周转率提高, 资产负债率继续下降”。
2019/03/05	国务院	《政府工作报告》, 继续打好三大攻坚战, 防范化解重大风险要强化底线思维, 坚持结构性去杠杆, 防范金融市场异常波动, 稳妥处理地方政府债务风险, 防控输入性风险。

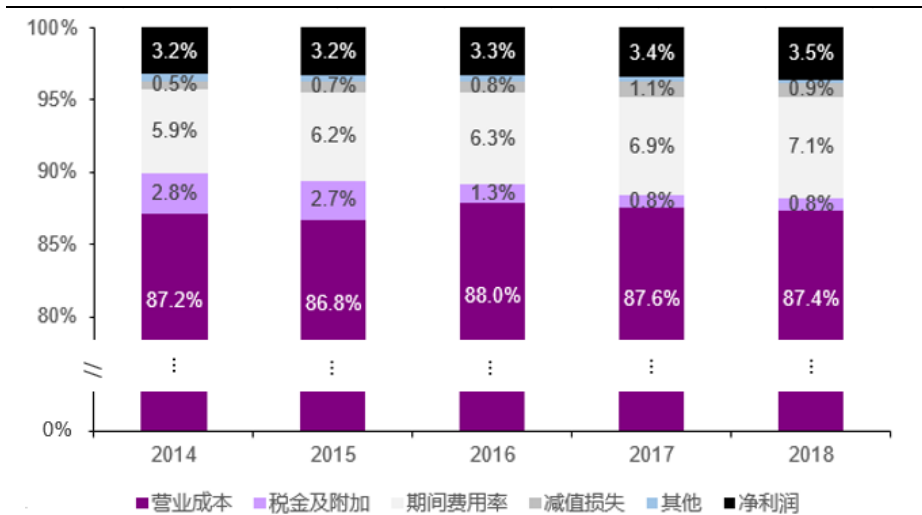
资料来源: 国务院, 财政部, 中国政府网, 光大证券研究所整理

止血+补血+造血三管齐下推进“去杠杆”。央企“去杠杆”重点围绕三方面展开: 一是“止血”, 包括清理不良资产, 特别是亏损企业项目, 严控“两金”, 严控高风险业务、债务投资; 二是“补血”, 通过资本市场, 通过债转股扩大股权融资, 引入各类资本, 进一步开展混合制改革、股权多元化改革, 用市场化方式增加资本; 三是“造血”, 进一步瘦身健体, 提升公司管理水平和资金使用效率, 提高价值创造能力, 增加经营积累。其中止血、造血为企业内生“提质增效”, 为目前主要国企(特别是建筑业央企)“去杠杆”的主要手段。

● 建筑央企经营持续“增效”，盈利能力改善趋势有望延续

营业成本中，人工费用支出近年来持续提升，环保限产等带动原材料价格出现较大波动，但项目管理/管控、施工效率提升等带动分包成本等支出持续下降致单位营业成本自16年以来持续下降，建筑央企整体毛利率呈改善趋势；受益于16年开始实行“营改增”，大力推进减税降负，税金及附加成本15-17年大幅下降1.9pcts，18年与17年基本持平；期间费用率呈逐年上升趋势，由14年5.9%提升1.2pcts至18年7.1%，但增长幅度边际放缓，主要驱动因素为研发费用持续增加，此外职工薪酬提升亦有少量贡献；减值损失占营收比例（18年含信用减值损失）总体呈上升趋势，但18年较17年下降0.2pct；整体上看，16年以来企业项目段成本管控能力持续提升为盈利能力改善的核心原因，减值损失占比大概率维持现有水平，期间费用率增幅边际放缓，未来建筑央企盈利改善趋势有望延续。

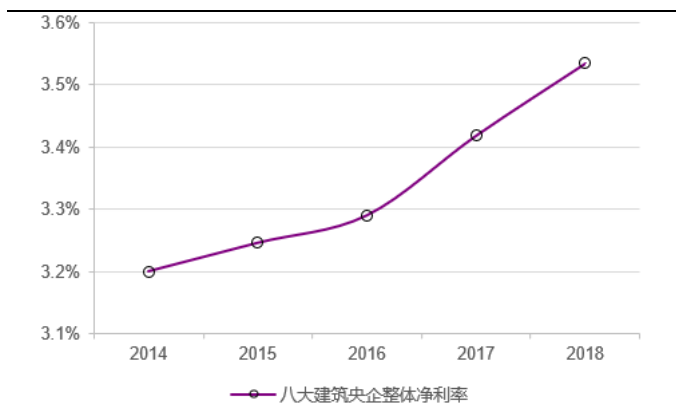
图 29：标准化后八大建筑央企利润表拆分



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

注：原始数据按照各央企营收规模计算权重进行调整，比例为调整后数据计算得到

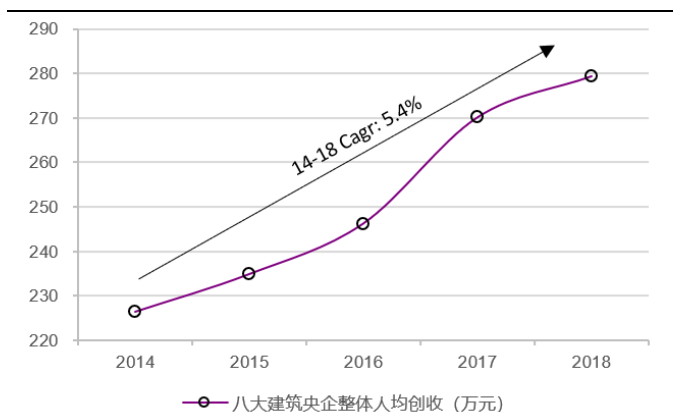
图 30：标准化后八大建筑央企整体净利率



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

注：原始数据按照各央企营收规模计算权重进行调整，比例为调整后数据计算得到

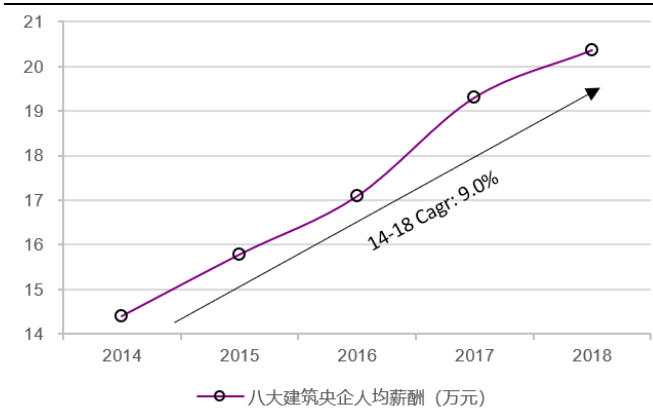
图 31：标准化后八大建筑央企人均创收



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

注：原始数据按照各央企营收规模计算权重进行调整，比例为调整后数据计算得到

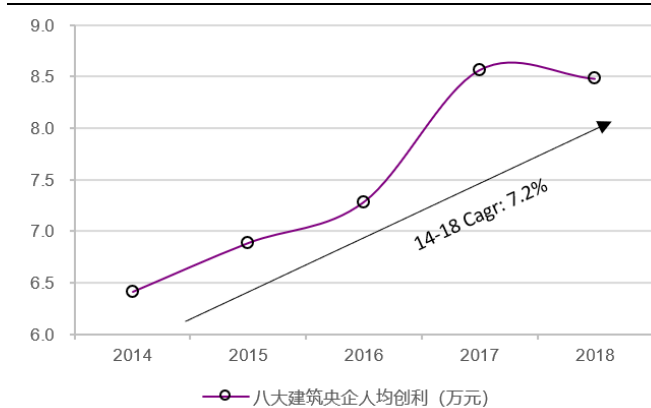
图 32：标准化后八大建筑央企人均薪酬



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

注：原始数据按照各央企营收规模计算权重进行调整，比例为调整后数据计算得到

图 33：标准化后八大建筑央企人均归母净利润



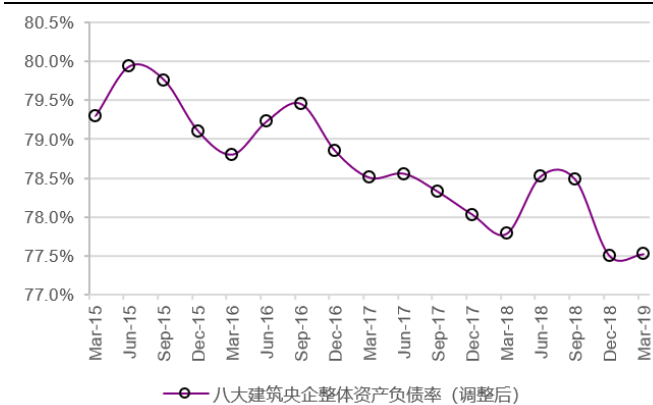
资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

注：原始数据按照各央企营收规模计算权重进行调整，比例为调整后数据计算得到

● 建筑央企资产负债率持续下降，计提持续加码资产“提质”

八大建筑央企调整后资产负债率（将永续债、优先股由股东权益重新分类至负债）均持续下行趋势。截止 1Q19 末，八大建筑央企调整后资产负债率（数据按总资产规模标准化，下同）为 77.5%，较 1Q15 下降 1.8pcts。带息负债比率 15-16 年持续下降，17 年后基本稳定，稳定于在 33%-36%。14 年以来主要央企应收账款坏账准备、存货跌价准备（含合同资产减值准备）二者占应收账款余额比例持续提升，18 年八大建筑央企整体应收账款坏账准备占应收账款余额、存货跌价准备占存货余额分别为 10.5%、1.5%，分别较 14 年提升 5.2pcts、0.8pct，建筑央企的资产质量持续提升。

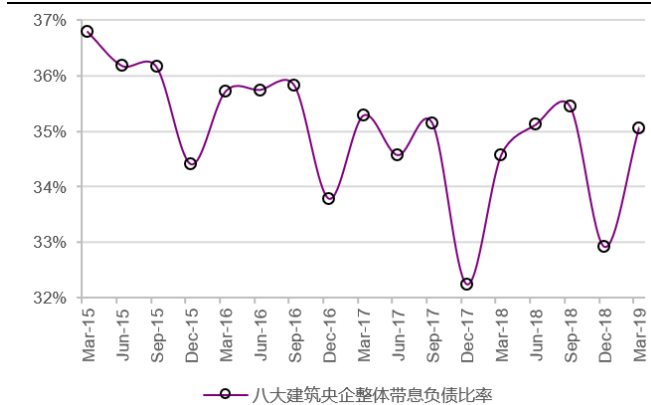
图 34：标准化后八大建筑央企调整后资产负债率



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

注 1：计算中将优先股、永续债归为负债；
注 2：原始数据按照各央企总资产规模计算权重进行调整，比例为调整后数据计算得到

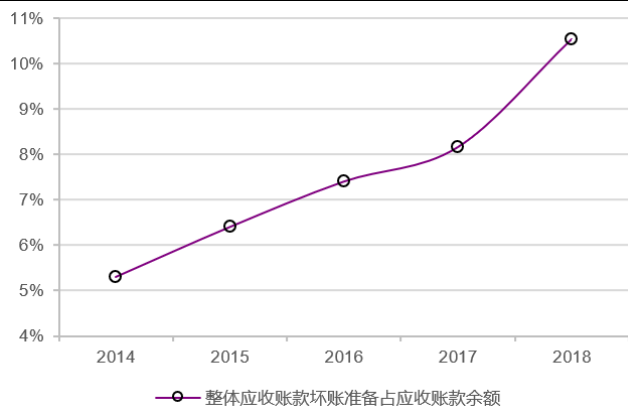
图 35：标准化后八大建筑央企带息负债比率



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

注：原始数据按照各央企总资产规模计算权重进行调整，比例为调整后数据计算得到

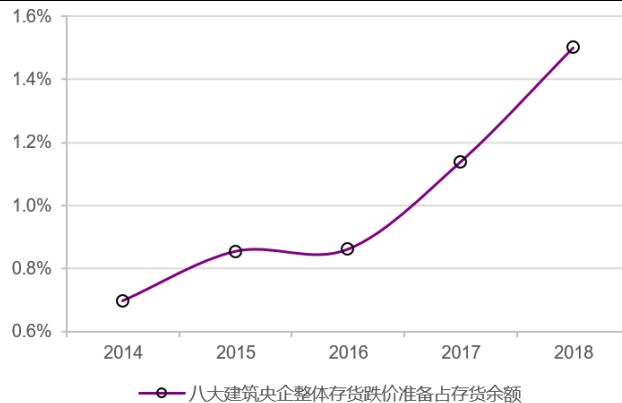
图 36: 标准化后八大建筑央企应收账款坏账准备占应收账款余额比例



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所测算

注 1: 原始数据按照各央企总资产规模计算权重进行调整, 比例为调整后数据计算得到

图 37: 标准化后八大建筑央企存货跌价准备占存货余额比例



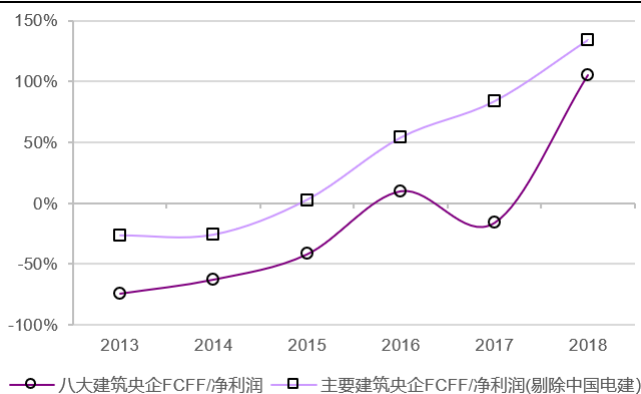
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所测算

注 1: 18 年存货含合同资产, 存货跌价准备含合同资产减值准备
注 2: 原始数据按照各央企总资产规模计算权重进行调整, 比例为调整后数据计算得到

● 建筑央企现金流持续改善, 资产瘦身提振运营效率

近年来主要建筑央企 FCFF 与净利润比总体呈持续上升趋势, 18 年八大建筑央企 FCFF/净利润为 105.3%, 创近年新高, 现金流持续改善。主要资产周转率于 17 年触底, 18 年八大建筑央企整体营业周期天数为 217.2 天, 较 17 年明显减少, 运营效率提升成效初现。

图 38: 标准化后八大建筑央企 FCFF/净利润

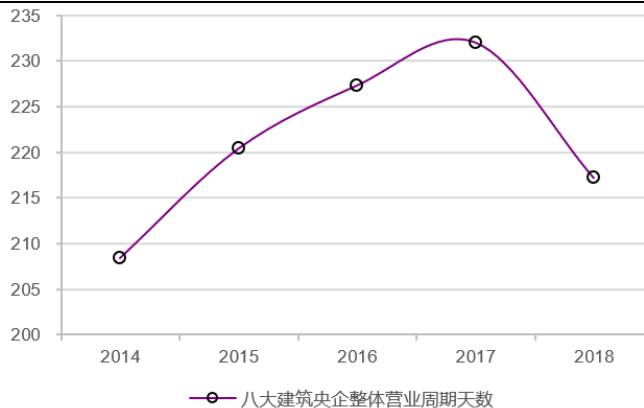


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所测算

注 1: 原始数据按照各央企总资产规模计算权重进行调整, 比例为调整后数据计算得到

注 2: 2017 年中国电建新签 PPP 项目大幅增加, 致当年 FCFF 由 2016 年的 -234 亿大幅降低至 -659 亿, 大幅偏离其他央企的变动趋势

图 39: 标准化后八大建筑央企营业周期天数



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所测算

注: 原始数据按照各央企总资产规模计算权重进行调整, 比例为调整后数据计算得到

3.3、期待国改激励机制变化释放经营活力

国改持续推进，力度逐渐加大。2013 年十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》拉开了新一轮国企改革序幕，提出“积极发展混合所有制，以管资本为主加强国有企业监督，改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司”。2015 年国务院发布《关于深化国有企业改革的指导意见》及 22 个配套文件，完成国企改革顶层设计。此后国企改革进入实质推进阶段。目前国资委已累计推出 3 批 50 家重要领域混改试点并取得良好效果；5 月 16 日召开的国务院国企改革领导小组第二次会议审议通过了国企第四批混改试点名单，第四批名单涉及 160 家企业，其中中央系统 107 家，地方企业 53 家。此外，国改通过投资运营公司方案、国企“双百行动”、选定创建世界一流示范企业名单等多种形式持续推进。

表 8：近年来中央层面关于国企改革主要政策

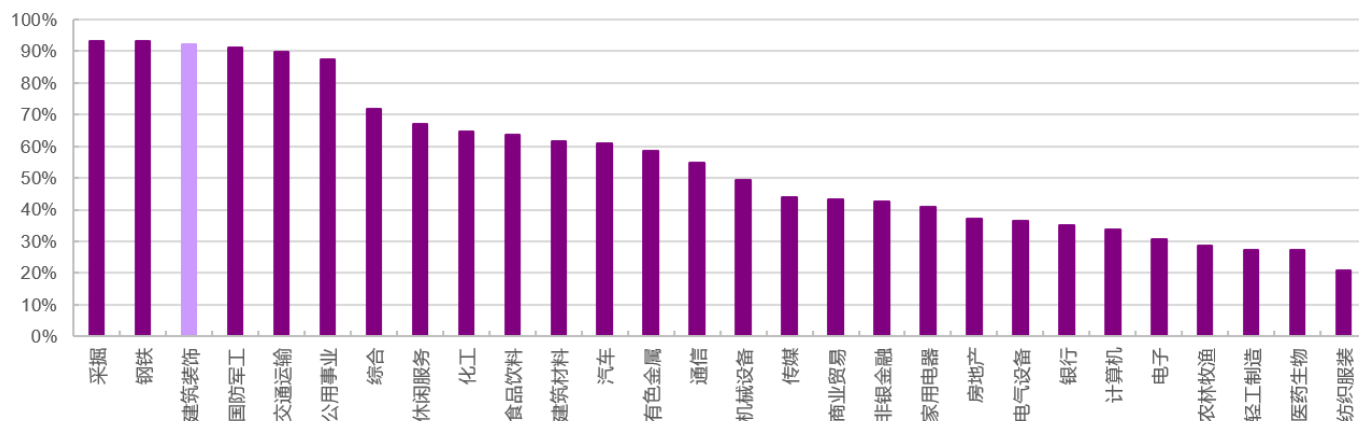
时间	政策名称	政策主要内容
2013-11	十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	明确提出要积极发展混合所有制经济，允许非国有资本参股，允许混合所有制经济实行员工持股；提出要完善国有资产管理体制，以管资本为主加强国有资产监管，并改革国有资本授权经营体制
2015-08	中共中央、国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》	对国有企业改革从制度层面作了总体规划。要求到 2020 年在重要领域和关键环节取得决定性成果。重点主要包括：1) 分类推进国有企业改革（其中商业类国企实行股份制改革）；2) 完善现代企业制度，推进公司制股份制改革；3) 完善国资管理体制，以管资本为主突出国有资产监管机构职能转变；4) 发展混合所有制经济（一方面推进国有企业混合所有制改革，引进非国有资本参与国企改革。另一方面鼓励国有资本以多种方式入股非国有企业），探索实行混合所有制企业员工持股
2016-03	《关于印发加快剥离国有企业办社会职能和解决历史遗留问题工作方案的通知》（国发〔2016〕19 号）	1) 坚持市场化导向，政企分开；2) 允许采取分离移交/重组改制/关闭撤销/政府购买服务/专业化运营管理等解决历史遗留问题；3) 国有企业职工家属区“三供一业”分离移交；4) 剥离国有企业办医疗/教育等公共服务机构，引入社会资本参与企业办医疗/教育机构的重组改制；5) 对国有企业退休人员实行社会化管理；6) 推进厂办大集体改革；7) 集中解决少数国有大中型困难企业问题，通过依法破产清算/重整/债务重组等方式开展集中治理；8) 力争到 2020 年基本完成剥离国有企业办社会职能和解决历史遗留问题
2016-05	国务院常务会议审议通过《中央企业深化改革瘦身健康工作方案》	1) 要加大供给侧结构性改革力度，优化国有资本布局结构；2) 压缩管理层级，精简机构人员；3) 整合集中资源，做强做优主业；4) 以创新促健体，发展新经济；5) 推进降本增效，提高运营效率；6) 用三年时间完成处置 345 户“僵尸企业”，通过重组方式推进
2016-06	《关于国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作指导意见的通知》（国办发〔2016〕45 号）	坚持政策引导与企业自主相结合，推进公共服务专业化运营，国有企业不再承担与主业发展方向不符的公共服务职能；国有企业职工家属区的物业管理可由国有物业管理公司接收，也可由当地政府指定有关单位接收，支持实力强、信誉好的国有物业管理公司跨地区接收移交企业的物业管理职能。
2016-07	《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》（国办发〔2016〕56 号）	1) 巩固加强一批，包括通过兼并重组/创新合作/淘汰落后产能/化解过剩产能/处置低效无效资产等途径，形成国有资本有进有退、合理流动的机制、对国家战略物资储备领域/战略安全等领域实行国有独资或控股、对服务国家战略目标/重要前瞻性战略产业/生态环境保护等重要行业加大国有资本投资力度；2) 创新发展一批，主要通过搭建调整重组平台、搭建科技创新平台、搭建国际化经营平台完成；3) 重组整合一批，包括推进装备制造/建筑工程/电力/钢铁/有色金属/航运/建材/旅游/航空服务等领域重组以集中资源且化解行业过剩产能、鼓励通信/电力/汽车/新材料/新能源/油气管道/海工装备/航空货运等领域建立股份制专业化平台以减少无序竞争提升资源配置效率、加快推进中央企业内部资源整合；4) 清理退出一批，包括钢铁/煤炭等作为重点压缩过剩产能淘汰落后产能、加大清理长期亏损/扭亏无望/低效无效的企业/资产力度

<p>2016-08 《国有控股混合所有制企业员工持股试点意见》(国资发改革[2016]133号)</p>	<p>1) 坚持增量引入, 利益绑定。主要采取增资扩股、出资新设方式开展员工持股, 并保证国有资本处于控股地位; 2) 主业处于充分竞争行业和领域的商业类企业。股权结构合理, 非公有资本股东所持股份应达到一定比例, 公司董事会中有非公有资本股东推荐的董事。公司治理结构健全, 建立市场化的劳动人事分配制度和业绩考核评价体系, 形成管理人员能上能下、员工能进能出、收入能增能减的市场化机制; 3) 优先支持人才资本和技术要素贡献占比较高的转制科研院所、高新技术企业、科技服务型企业开展员工持股试点</p>
<p>2016-08 《关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》(国办发[2016] 63号)</p>	<p>明确追责范围, 资产损失和经营投资责任认定, 并明确责任追究处理</p>
<p>2017-07 国资委等6部门印发《关于国有企业办教育医疗机构深化改革的指导意见》(国资发改革[2017] 134号)</p>	<p>1) 对国有企业办教育机构、医疗机构分类处理, 分类施策, 深化改革, 既要减轻国有企业办社会负担, 激发国有企业活力; 2) 对企业办教育机构、医疗机构采取资源优化整合、移交等多种方式实现专业化管理、收支平衡</p>
<p>2018-05 国资委、财政部、证监会联合发布《上市公司国有股权监督管理办法》</p>	<p>规范上市公司国有股权的转让/受让/国有股东与上市公司进行资产重组等</p>
<p>2018-07 《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》(国发[2018] 23号)</p>	<p>1) 通过改组组建国有资本投资/运营公司, 构建国有资本投资/运营主体, 改革国有资本授权经营体制, 完善国有资产管理体制, 实现国有资本所有权与企业经营权分离, 实行国有资本市场化运作; 2) 国有资本投资公司主要以服务国家战略、优化国有资本布局、提升产业竞争力为目标, 在关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域, 按照政府确定的国有资本布局 and 结构优化要求, 以对战略性核心业务控股为主, 通过开展投资融资、产业培育和资本运作等, 发挥投资引导和结构调整作用, 推动产业集聚、化解过剩产能和转型升级, 培育核心竞争力和创新能力; 3) 国有资本运营公司主要以提升国有资本运营效率/提高国有资本回报为目标, 以财务性持股为主, 通过股权运作/基金投资/培育孵化/价值管理/有序进退等方式, 盘活国有资产存量, 引导和带动社会资本共同发展, 实现国有资本合理流动和保值增值</p>
<p>2019-03 《中央企业负责人经营业绩考核办法》(国资发改革[2019] 40号)</p>	<p>规定企业负责人经营业绩考核遵循以下原则: 坚持质量第一效益优先, 坚持市场化方向, 坚持依法依规, 坚持短期目标与长远发展有机统一, 坚持用国际对标行业对标, 坚持业绩考核与激励约束紧密结合</p>

资料来源: 国资委, 中国政府网, 光大证券研究所整理

建筑行业为国企改革重点行业。上市公司层面, 按照申万一级行业分类, 建筑装饰行业国有企业合计 44 家, 截止 1Q19 末, 其总资产占行业总资产比例为 92.3%, 仅次于采掘、钢铁行业, 为国企改革的重点行业。

图 40: 各行业(申万) 国企总资产占全行业总资产比例



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 截止 1Q19 末

近半数建筑国企已开展员工激励机制改革、完善，后续更多国改动作值得期待。建筑行业国企具有规模大、股权集中的特点，有望通过国企改革解决低效率、高负债经营等问题。建筑行业国企目前主要通过三条路径进行国改：1) 国有资源优化重组；2) 混合所有制改革；3) 完善员工激励机制。接近半数建筑上市国企已开展员工激励机制改革/完善，此外部分建筑国企通过参与“双百行动”、“十项试点”、“国有资本投资公司试点”等方案积极推进国改进程，后续更多国改动作值得期待。

表 9：建筑行业公司国改路径梳理

改革路径	改革方式	国有企业性质不变
完善员工激励机制	股权激励计划(股票期权以及限制性股票)	山东路桥, 中国海诚, 中材国际, 中工国际, 中化岩土, 葛洲坝, 华建集团, 中国建筑, 云投生态
	员工持股计划	中钢国际, 云投生态, 上海建工, 安徽水利, 设计总院, 建科院
	业绩激励机制	中国化学, 中铝国际, 隧道股份, 粤水电
混合制改革	引入战略投资者	新疆交建, 建科院, 延长化建, 华电重工
	设立股权投资基金	上海建工, 龙建股份, 中国建筑
	联合投资	粤水电, 葛洲坝
国有资源优化	资产重组	北方国际, 山东路桥, 高新发展, 中钢国际, 中工国际, 粤水电, 浙江交科, 中国海诚等

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

表 10：建筑行业“双百行动”及其他试点参与上市公司梳理

试点名称	建筑行业参与上市公司
双百行动	中国铁建, 中国中铁, 中国建筑, 中国电建, 中国核建, 中钢国际
十项试点	中铝国际
国有资本投资公司试点	中国交建
省国有资本运营试点	山东路桥

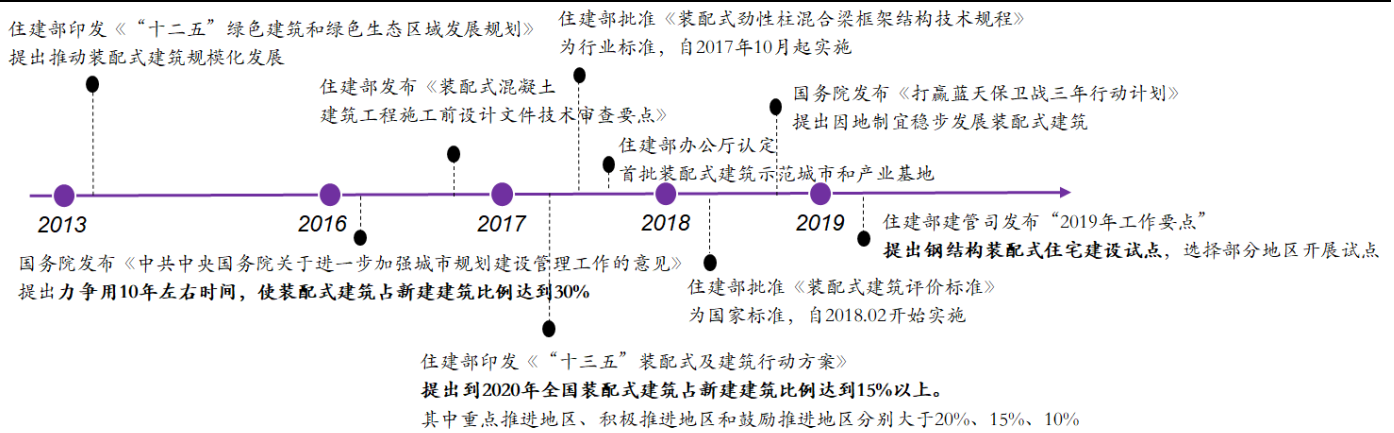
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

3.4、建筑业现代化为长期看点，钢结构将站上风口

3.4.1、政策持续加码装配式建筑推广，首提“钢结构+住宅”

装配式建筑政策支持持续加码。2013 年住建部印发的《“十二五”绿色建筑和绿色生态区域发展规划》首次明确提出我国要加快形成装配式混凝土、钢结构等工业化建筑体系；国务院于 2016 年提出我国力争用 10 年左右时间装配式建筑占新建建筑比例达到 30%；2017 年住建部进一步明确装配式建筑发展规划，提出到 2020 年全国装配式建筑占新建建筑比例达到 15% 以上，其中重点推进地区、积极推进地区和鼓励推进地区分别大于 20%、15% 和 10%，此外多项装配式建筑建设、评估标准相继出台，各省/地区相继发布配套政策支持推进装配式建筑实施，明确装配式建筑占新建建筑比例目标，同时提出相关补贴、优惠政策。

图 41：中央推动装配式建筑发展部分关键政策



资料来源：国务院，中央政府网，新华网等，光大证券研究所整理

住建部首次仅提推广钢结构，明确住宅建设试点，后续配套政策值得期待。回顾我国发展装配式建筑相关政策，政府上层部门基本同时推广 PC 结构和钢结构应用，并无明显侧重。2019 年 3 月 27 日住建部建设市场监管司发布的“2019 年工作要点”于首条工作要点“推进建筑业中重点领域改革，促进建筑产业转型升级”中单独提出要开展钢结构装配式住宅建设试点，系装配式建筑推广政策中首次仅提钢结构试点，同时提出将选择部分地区开展试点，并将于试点地区保障性住房、装配式住宅建设、农村危房改造和易地扶贫搬迁中明确一定比例工程项目采用钢结构装配式建造。参考过往中央政策提出后地方政府配套政策往往快速跟进，我们认为“钢结构+住宅”地方配套政策值得期待。

表 11: 推进装配式建筑发展的重要中央政策及地方政府政策配套情况

政策级别	发布时间	部门	政策标题	主要内容
装配式建筑占比目标相关				
中央	2016.02	国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的意见》	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%
	2017.03	住建部	《“十三五”装配式及建筑行动方案》	提出到 2020 年全国装配式建筑占新建建筑比例达到 15% 以上, 其中重点推进地区、积极推进地区和鼓励推进地区分别大于 20%、15% 和 10%
地方配套	2017-2018	北京等各地区住建厅	各地区《关于推进装配式建筑发展的实施意见》等	根据各地实际情况, 明确 2020 年、2025 年装配式建筑占新建建筑面积比例, 明确重点推进地区、积极推进地区、鼓励推荐地区及各地区比例目标
建筑装配化率相关				
中央	2017-2018	住建部	《装配式混凝土建筑技术标准》	明确规定被评定为装配式建筑的单体建筑需满足下列条件: 1) 竖向承重构件为混凝土材料时, 预制部品部件比例不应低于 50%; 2) 竖向承重构件为金属材料、木材及非水泥基符合材料时, 竖向构件应全部采用预制部品部件; 3) 楼盖构件比例不低于 70%; 4) 外围护墙比例不低于 80%; 5) 内隔墙不低于 50%; 6) 采用全装修
			《装配式钢结构建筑技术标准》	
《装配式木结构建筑技术标准》				
《装配式建筑评价标准》				
地方配套	2017-2018	北京等部分地区住建厅	《北京市发展装配式建筑 2017 年工作计划》等	细化了装配式建筑装配率要求、评价标准、实施范围等, 如北京规定装配式建筑装配率不低于 50%, 同时明确高度在 60 米 (含) 以下时, 单体建筑预制率应不低于 40%, 建筑高度在 60 米以上时, 单体建筑预制率应不低于 20%
装配式建筑补贴支持政策				
中央	2016.09	国务院	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	明确提出推进装配式建筑的保障措施, 包括加大政策支持, 给予相关企业政策优惠、税收优惠、土地保障等
	2017.03	住建部	《“十三五”装配式及建筑行动方案》	明确提出要落实支持政策, 包括鼓励各地创新支持政策, 加强对供给侧和需求侧双向支持力度, 加强土地保障, 税收优惠等, 同时可将装配率水平作为支持鼓励政策的依据
地方配套	2017-2018	上海等各地区住建厅	各地区《关于推进装配式建筑发展的实施意见》等	如北京提出包括面积奖励、财政奖励、增值税即征即退优惠、房屋预收便利等支持政策; 上海提出符合条件的装配式建筑项目, 每平方米补贴 100 元
推广钢结构试点住宅建设				
中央	2019.03	住建部建筑市场监管司	《住房和城乡建设建筑市场监管司 2019 年工作要点》	提出开展钢结构装配式住宅建设试点。选择部分地区开展试点, 明确试点工作目标、任务和保障措施, 稳步推进试点工作。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、异地扶贫搬迁中, 明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式, 跟踪试点项目推进情况
地方配套	???	???	???	???

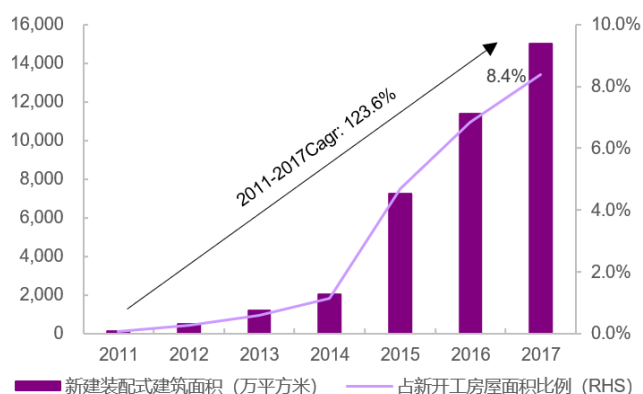
资料来源: 中国政府网, 各地区政府官网, 光大证券研究所整理

3.4.2、装配式建筑正高速发展, 预计成长性将保持

我国装配式建筑行业正高速发展。近年来在政策持续推动、建筑技术持续升级的背景下, 我国装配式建筑面积、行业规模迎来快速发展。2017 年我国新建装配式建筑面积达到 1.5 亿平方米, 占 2017 年新开工房屋面积比例已达 8.4%, 面积较 2016 年增长 31.6%, 2011-2017 年新建装配式建筑面积复合增速高达 123.6%; 2017 年装配式建筑及相关配套产业 (清洁能源、一体

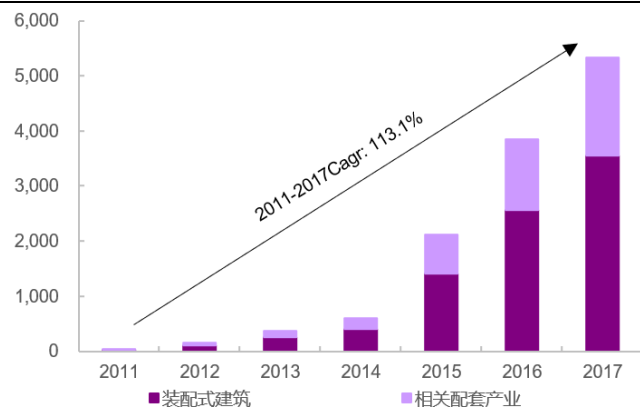
化装饰、智能家居等) 总行业规模达到 5333 亿元, 较 2016 年增加 38.6%, 2011-2017 年行业规模复合增速高达 113.1%。

图 42: 我国新建装配式建筑面积近年来增长迅速



资料来源: 智研咨询, Wind, 光大证券研究所整理

图 43: 装配式建筑及配套产业规模 (亿元) 发展快速



资料来源: 智研咨询, 光大证券研究所整理

预计行业成长性将保持。参考政策目标, 我们预计装配式建筑行业规模 2020 年、2025 年将分别达到 7,006、14,011 亿元, 2017-2020 年装配式建筑行业规模 Cagr 为 27.9%, 2017-2025 年 Cagr 为 19.6%, 装配式建筑行业未来将保持高速增长。

表 12: 装配式建筑行业规模测算

	2017	2020E	2025E
新开工房屋面积 (万平方米)	178,654	209,342	209,342
新建装配式房屋面积/新开工房屋面积	8.4%	15%	30%
新建装配式房屋面积 (万平方米)	15,000	31,401	62,803
平均造价 (元/平方米)	2,231	2,231	2,231
装配式建筑行业规模 (亿元)	3,347	7,006	14,011
Cagr (2017-)	/	27.9%	19.6%

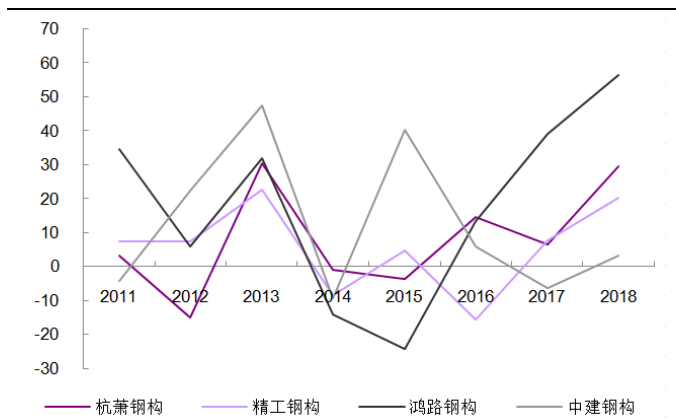
资料来源: 《装配式建筑工程消耗量定额》(征求意见稿), 智研咨询, 光大证券研究所测算

注: 2020、2025 年房屋新开工面积以 2018 年房屋新开工面积为基数, 假设后续年复合增速为 0%

3.4.3、空间巨大, 钢结构将站上装配式风口

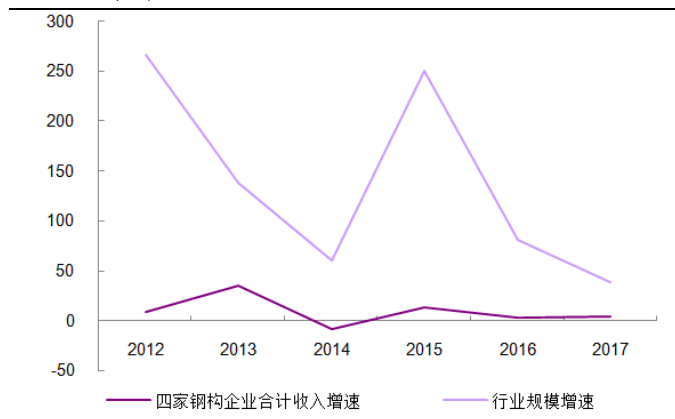
钢构并未享受到行业成长红利, 钢构将借此次政策站上风口。钢构在公共建筑领域应用广泛, 而 PC 则在住宅领域更受青睐。住宅建设占房建达 70%, 前期钢构在此方向几无应用。参考主要钢构上市企业经营数据, 钢构公司尚未享受装配式建筑行业高成长红利。考虑到此次住建部明确单独提出在试点地区住宅建设推广使用钢结构, 随着后续配套政策逐渐落地, 钢构有望突破天花板, 将站上装配式建筑风口。

图 44：四大钢构企业收入增速 (%)



资料来源：杭萧钢构、精工钢构、鸿路钢构、中建钢构

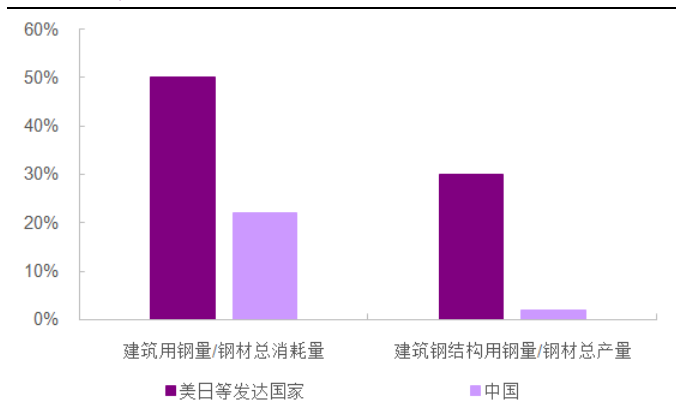
图 45：四大钢构企业合计收入增速与装配式建筑行业增速比较 (%)



资料来源：杭萧钢构、精工钢构、鸿路钢构、中建钢构、智研咨询

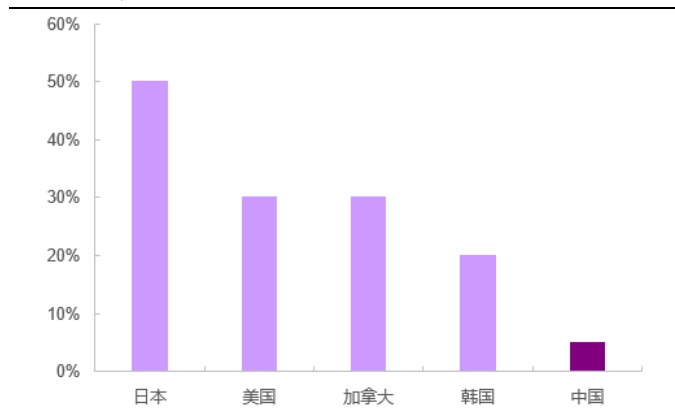
对比国外，钢结构建筑占比有巨大提升空间。从三个角度可以直观感受我国钢结构装配式建筑与国外美日为代表的发达国家差距：1) 2017 年，中国建筑用钢量占钢材总消耗量比例约 22-26%，发达国家普遍在 50% 以上；中国建筑钢结构用钢量占钢材总产量比例不足 2%，发达国家则普遍为 30% 以上；2) 2017 年，中国使用钢结构住宅占比不足 5%，发达国家则普遍在 20%，日本高达 50%。参照发达国家建筑现代化发展路径，我国钢结构建筑占比仍有巨大提升空间。

图 46：我国建筑钢结构用钢量较发达国家差距明显 (2017 年)



资料来源：前瞻产业研究院

图 47：我国使用钢结构住宅占比较发达国家差距明显 (2017 年)



资料来源：前瞻产业研究院

考虑到：1) 我国装配式建筑行业规模持续高增长；2) 政策推动钢结构装配式建筑试点部分地区保障性住房建设，短期有望推进钢构快速应用；3) 长期来看钢结构装配式建筑造价劣势将逐渐消失，短期价格劣势可通过政府补贴弥补；4) 对比发达国家，我国钢结构建筑占比提升空间大；我们认为钢结构装配式建筑空间广阔，发展将提速，看好行业长期成长性。

4、投资建议：拥抱变革，下半年不悲观

◆ 对 2H19 建筑板块表现不悲观，维持建筑装饰行业“买入”评级：

宏观层面：近期经济数据回落致“逆周期”调节预期升温，新增社融、地方债券融资等数据显示融资相对充裕，此外叠加 2H18 基数效应，基建投资增速下半年有望进一步提速。

行业层面：政府投资行为持续规范，建筑业市场环境持续净化，项目质量呈提升态势，市场持续向大型建筑企业集聚。

企业微观层面：受益于行业环境净化，伴随着供给侧改革推进深入，建筑装饰板块代表权重——主要央企经营“增效”、资产“提质”、负债率持续降低；此外激励机制持续完善，更多“国改”动作值得期待，企业经营活力有望进一步增强。

当前建筑装饰（申万）整体与沪深 300 指数对应的 PB_LF 比值为 2010 年以来最低点。我们看好 2H19 建筑行业增速、经营边际持续改善。考虑到主要企业资产质量持续提升，叠加基建投资 2H19 有望提速，基金持仓处于低位，我们认为板块估值存在较大提升空间，维持建筑装饰行业“买入”评级。

图 48：建筑装饰（申万）与沪深 300 PB_LF 比值变动



资料来源：Wind，光大证券研究所，股价截止 2019.06.05

◆ 细分推荐主要基建央企、区域景气度高地方国企、石油化工工程、装饰装修、钢结构等：

基建央企：主要央企经营“增效”、资产“提质”、负债率持续降低，估值接近历史低点具备安全边际；此外激励机制持续完善，更多“国改”动作值得期待，企业经营活力有望进一步增强。看好央企板块 Beta，重点推荐中国建筑、中国交建、中国中铁、葛洲坝、中国中冶、中国化学等。

区域景气度高地方国企：随着长三角一体化战略地位提升，区域基建高景气度维持；山东及周边公路、铁路等投资规划保持高强度；地方国企将受益于区域基建投资高景气，重点推荐浦东建设、上海建工、山东路桥、隧道股份。

石油石化工程：石油石化投资向好趋势未变，主要企业订单延续较快增速，随着低油价低利润率项目陆续结算，新签优质订单占比提高，看好全年石油石化工程企业利润率提升；“能源安全”或使内需与油价脱钩，期待“国管”成立进一步提振需求。关注**中油工程、中国化学**。

装修装饰：一手房成交面积增速延续边际改善趋势；房屋新开工面积增速持续维持高位，19年年内竣工面积增速向好方向可期，装修企业公装、精装新签订单有望受益。19年以来二手房成交明显回暖，装饰装修企业互联网家装新签订单有望受益。主要装饰装修企业1Q19新签订单数据与行业数据互相印证，重点关注**金螳螂、东易日盛**。

钢结构：我国装配式建筑行业规模持续高增长，但前期主要为PC受益；19年3月住建部建筑市场监管司提出的推动钢结构装配式建筑试点部分地区保障性住房建设，随着后续配套政策逐渐落地，钢结构有望突破天花板，我们认为钢结构装配式建筑空间广阔，发展将提速，看好行业长期成长性。重点关注**鸿路钢构、精工钢构**。

国际工程：主要央企海外新签订单、国际工程企业新签订单大幅改善，后续业绩值得期待，板块自下而上重点推荐估值具有安全边际、“两材合并”后续协同值得期待的中材国际。

5、重点公司推荐

5.1、中国建筑：房建亮眼，基建有望改善

◆**房建收入增速提升明显，料基建/房地产增速将边际改善**：公司 18 年收入中房建/基建/房地产开发收入占比分别为 60.4%/23.1%/15.5%，为公司最核心三大业务。1Q19 房建/基建/房地产开发营收 YoY 分别为+10.1%/+23.9%/-5.8%。房建收入增速延续 18 年较快增速；基建业务收入受 18 年基建投资疲软影响但仍保持较快增长，考虑到 19 年基建投资增速边际改善，预计基建业务收入增速有进一步提升可能；房地产开发业务收入放缓与收入确认节奏有关，考虑公司在手预售房产款规模及 15 年以来房地产合约销售额基本稳定于 20%以上增速，预计房地产收入增速将逐渐改善。

◆**预计盈利能力仍有改善空间**：公司 1Q19 综合毛利率为 8.9%，与上年同期持平，分行业看，房建/基建/房地产开发毛利率分别为 5.1%/8.8%/29.7%，分别同比变动+0.1/-0.3/+0.5pct，房建业务毛利率延续 18 年改善趋势，房地产开发毛利率提升源于结算项目较低拿地成本及成本管控能力提升，基建业务毛利率维持较高水平，结合在手订单结构判断基建、房地产开发业务收入占比仍有继续提升空间，预计毛利率仍有持续改善空间。公司期间费用率基本稳定；15 年以来坏账等计提力度持续增大，资产“提质”效果显现，减值损失大幅增加概率较小，预计随着毛利率改善，净利率仍有提升空间。

◆**新签订单房建保持较快增长，基建有望改善；房地产销售料将稳健增长**：公司 1Q19 房建/基建新签合同额 YoY +32.3%/-43.8%，增速分别同比变动+12.3/-77.8 pcts，房建新签订单增速持续提升，基建业务新签订单增速下滑明显，随着 19 年基建投资转暖逐渐传导，基建业务新签订单有望逐渐改善。1Q19 房地产合约销售额增速 4.3%，增速放缓；一线城市表现较好，销售额占比约 24.9%，YoY 49.8%，随着公司未来进一步聚焦于一二线核心城市，坚持“慎拿地/高周转/保资金”策略，预计房地产销售将保持稳健增长。

◆**股票激励计划持续激发公司活力，维持“买入”评级**：公司于 19 年初完成第三期限限制性股票激励计划，授予部分核心员工限制性股票，加深核心员工与公司利益绑定，有利于激发核心员工活力。公司作为世界级房建龙头，基本面持续向好，新订单增长稳健，主要业务市占率稳步提升，估值安全边际高。维持对公司 19-21 年盈利预测，预计三年 EPS 分别为 1.04/1.20/1.37 元，现价对应 19 年 PE 分别为 5.4x，维持“买入”评级。

◆**风险提示**：基建增速下行、房地产销售大幅放缓、应收账款回款恶化

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,054,107	1,199,325	1,345,402	1,510,699	1,674,197
营业收入增长率	9.83%	13.78%	12.18%	12.29%	10.82%
净利润（百万元）	32,942	38,241	43,734	50,233	57,333
净利润增长率	10.28%	16.09%	14.36%	14.86%	14.13%
EPS（元）	0.78	0.91	1.04	1.20	1.37
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.34%	15.68%	15.43%	15.41%	15.30%
P/E	7	6	5	5	4
P/B	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 05 日

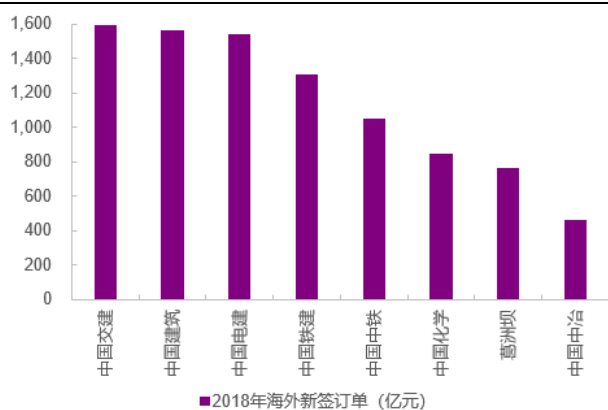
5.2、中国交建：“一带一路”龙头，1Q19 业绩/订单回暖

公司前身为中国港湾建设集团和中国路桥集团，2005 年两大当时央企合并组建中国交建集团，此后重组改制为股份有限公司并先后与港交所、上交所上市（1800.HK、601800.SH）。公司在基建建设、基建设计和疏浚工程领域均为国内领导者，可提供涵盖基建项目各阶段的综合解决方案，经过超 60 多年的发展，公司目前是世界最大的港口设计建设公司、世界最大的公路与桥梁设计建设公司、世界最大的疏浚公司；同时是中国最大的国际工程承包公司、中国最大的高速公路投资商，拥有中国最大的民用船队。2018 年公司位列《财富》杂志评选的“世界 500 强”企业第 91 位，连续 3 年荣膺 ENR 全球最大国际承包商第 3 名。

◆**公司是我国交通基建、疏浚领域龙头。**中国绝大部分沿海、内河大中型港口及航道均有公司参与设计、建设，全球跨度超千米合计 26 座桥梁中，公司参与设计、承建、监理其中 10 座。公司参与数量众多的国家重点项目，包括国内乃至全球水工、桥梁建设史上多项“第一”，包括苏通长江大桥（我国建桥史上工程规模最大、综合建设条件最复杂）、上海洋山深水港（全球最大智能集装箱码头）、长江口深水航道整治工程（规模最大的水运建设工程）、港珠澳大桥（世界最长跨海大桥）等。

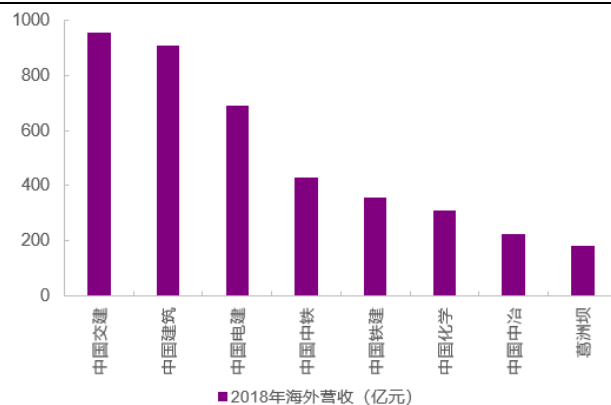
◆**建筑业“一带一路”龙头，海外业务规模居同行首位。**2018 年公司海外营收达 953.8 亿元，同减 10.6%（扣除 17 年振华重工部分），在建筑业八大央企中位居首位；2018 年公司海外新签合同额 1,590.1 亿元，同减 27.7%（17 年新签马来西亚东海岸铁路项目超级大单，金额约人民币 728 亿，扣除该大单后 18 年新签海外合同额同增 11.1%），在建筑业八大央企位列第一。

图 49：中国交建海外新签订单额排主要建筑央企首位



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 50：中国交建海外营收排主要建筑央企首位



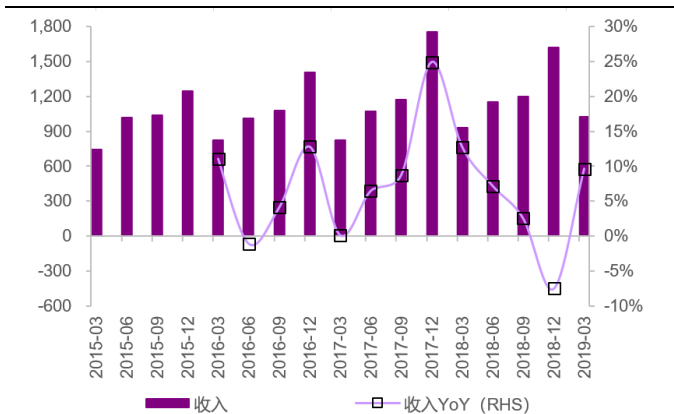
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

◆**1Q19 营收增速回暖，基建投资改善有望带动业绩复苏。**2018 年公司收入 4,908.7 亿，YoY+1.7%，增速较 17 年下降 10.1pct。18 年公司向控股股东中交集团转让 30.0%振华重工股权（转让后持股占比为 16.2%），18 年起振华重工不再并表。剔除 17 年振华重工贡献，18 年公司实际增速为 6.5%。其中基建建设/基建设计/疏浚业务收入 YoY 分别为 5.3%/17.0%/-3.8%，同

比分别变动-9.4/+14.6/-16.4 pcts。基建业务（2018 年收入占比 87.7%，同比提升 3.1pcts）受 18 年基建投资疲软影响明显，拖累公司整体营收增速，基建设计表现亮眼，疏浚业务受环保政策影响较大，承接项目减少。公司 1Q19 收入增速 9.6%，增速明显回暖。随着基建补短板持续深化，19 年基建投资持续边际改善，料基建业务收入有望提速带动整体营收增速改善。

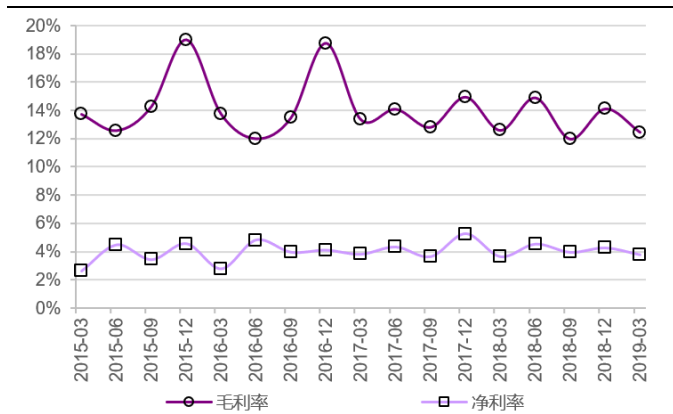
◆**毛利率有望改善，净利率提升趋势有望延续。**公司 FY18/1Q19 毛利率分别为 13.5%/12.5%，分别同比变动-0.5（剔除振华重工出表影响后为-0.3）/-0.1pct，毛利率下滑速度边际放缓。毛利率下滑主要原因为 1) 基建设计业务大型项目占比多，项目整体毛利水平较低；2) 较低毛利的基建建设业务占比提升。我们判断随着大型项目占比回归合理水平，基建设计业务毛利率有望改善；考虑到在手订单结构，我们认为基建建设收入占比未来将逐渐下降；综合考虑预计公司综合毛利率有望逐渐改善。公司 16 年以来期间费用率整体呈下行趋势，费用管控有力；减值损失对公司利润影响呈逐渐减小趋势，FY18/1Q19 净利率分别为 4.2%/3.8%，分别同比变动+0.1/+0.1pct，净利率提升趋势有望随毛利率改善而延续。

图 51：公司营收及增速（亿元，单季度）



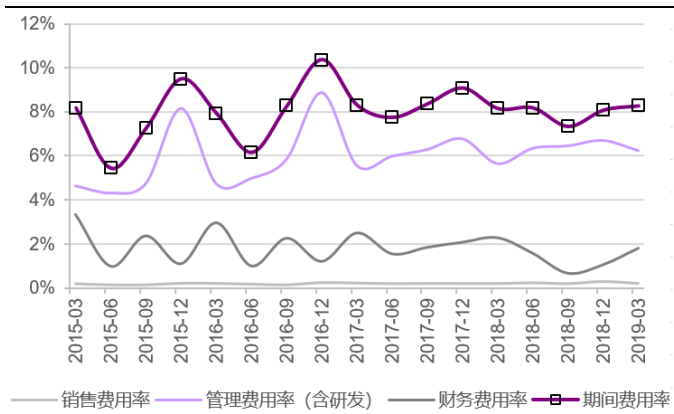
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 52：公司毛利率、净利率（单季度）



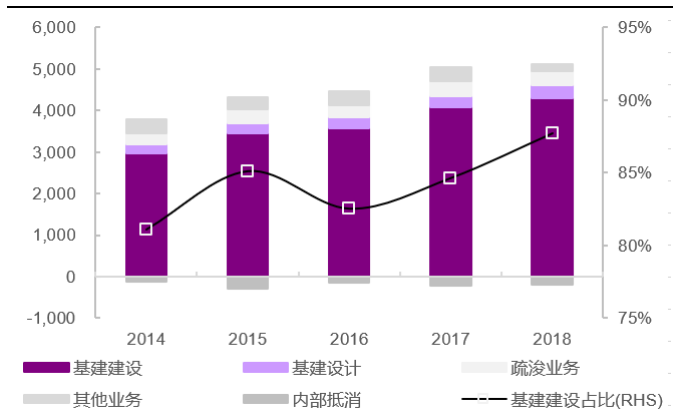
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 53：公司三费费用率（单季度）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 54：公司收入结构（亿元）及基建建设占比

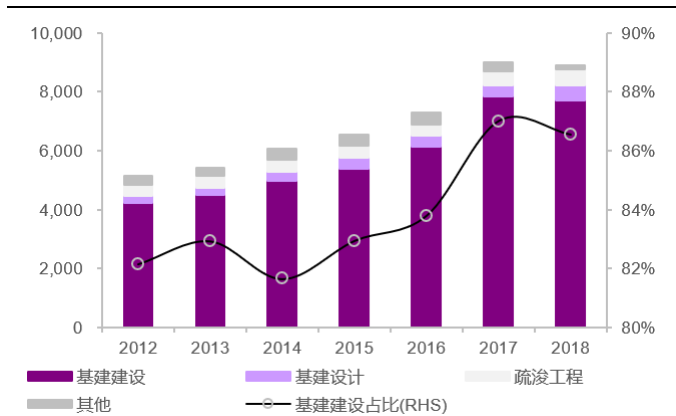


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

◆**在手订单充足，新签订单增速转暖，订单结构持续优化。**FY18、1Q19 公司新签合同额分别为 8,908.7/2,033.1 亿，YoY 分别为 1.1%（剔除振华重工

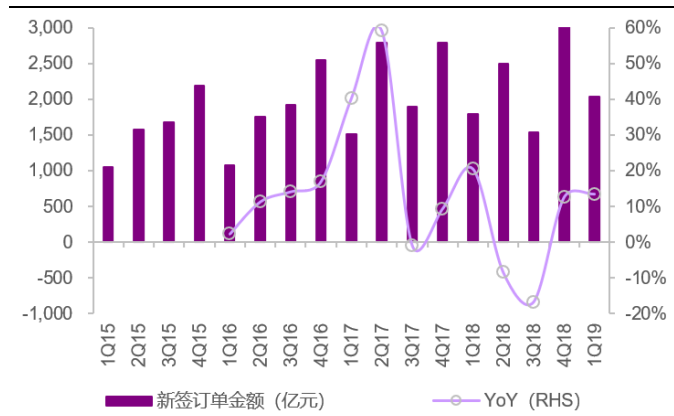
出表影响) /13.4%，18年新签订单增速大幅下降受18年基建投资增速拖累较大，1Q19新签订单增速延续4Q18较快增速。随着19年基建投资增速边际改善，预计新签订单额增速存在进一步改善空间。2018年公司新签订合同额为18年全年营收的1.8倍，在手订单充沛，未来业绩保障性强。订单结构方面，18年基建业务新签订单额占总订单额比例为86.5%，较17年下降2.4pcts，订单结构持续改善。

图 55: 公司新签订单结构 (亿元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 56: 公司新签订单额及增速 (单季度)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

◆ 关键假设及盈利预测:

公司收入/利润主要来自基建建设/基建设计/疏浚业务三大业务, 从新签合同至收入确认通常需要1-3年, 各板块业务收入预测参考各板块业务新签订单节奏及订单推进进度, 预计19-21年营收增速为10.0%/10.3%/9.6%; 结合各业务毛利水平, 我们预计19-21年公司综合毛利率分别为13.7%/13.9%/13.9%。预计公司19-21年归母净利润分别为218.9/242.2/275.7亿, 对应EPS分别为1.35/1.50/1.70元。

表 13: 公司业绩拆分预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营收合计(亿元)	4,828	4,909	5,401	5,960	6,532
YoY	11.8%	1.7%	10.0%	10.3%	9.6%
基建建设(亿元)	4,087	4,305	4,693	5,133	5,597
yoy	14.7%	5.3%	9.0%	9.4%	9.0%
基建设计(亿元)	270	316	370	439	501
yoy	2.4%	17.0%	17.4%	18.5%	14.1%
疏浚业务(亿元)	341	328	380	436	488
yoy	12.6%	-3.8%	15.9%	14.6%	12.1%
毛利润 (亿元)	674	662	740	826	909
综合毛利率	14.0%	13.5%	13.7%	13.9%	13.9%
基建建设	12.4%	12.2%	12.4%	12.5%	12.5%
基建设计	23.8%	21.1%	22.0%	22.5%	23.0%
疏浚业务	13.4%	14.4%	14.0%	14.0%	14.0%
归母净利 (亿元)	206	197	219	242	276
归母净利率	4.3%	4.0%	4.1%	4.1%	4.2%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

◆ 有望受益基建投资改善，A股、H股首次覆盖均予“买入”评级：

19年开年以来基建投资增速呈边际改善趋势，考虑到融资环境持续改善，基建补短板持续深化，基建投资增速改善趋势有望延续，公司有望直接受益。公司作为“一带一路”龙头，盈利能力有望进一步改善，在手订单充沛。最新股价分别对应公司A股/H股2019年PB分别为0.82x/0.46x，均接近近5年最低水平。参考A股海外业务较强的主要建筑类央企及区域基建龙头2019年PB均值为0.96倍，给予中国交建(601800.SH)2019年目标PB 0.96倍，对应目标价12.79元，首次覆盖给予“买入”评级；港股建筑施工类可比企业2019年PB均值为0.75倍，中国交通建设(1800.HK)明显低估，给予公司2019年目标PB 0.75倍，目标价11.38港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：中国交建（601800.SH）可比公司估值表

股票代码	股票简称	股价 元	市值 亿元	P/E				P/B			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601668.SH	中国建筑	5.66	2,376	6.2	5.6	5.0	4.6	0.97	0.86	0.76	0.70
601117.SH	中国化学	6.08	300	15.5	11.8	9.5	7.8	0.91	0.87	0.81	0.74
600970.SH	中材国际	6.44	112	8.2	6.7	5.5	4.8	1.29	1.10	0.94	0.81
600170.SH	上海建工	3.66	326	11.7	9.8	8.5	7.4	1.05	1.06	0.98	0.92
000498.SZ	山东路桥	5.08	57	8.6	7.5	6.6	6.0	1.14	1.02	0.92	0.84
600039.SH	四川路桥	3.53	127	10.9	8.6	7.2	6.4	0.91	0.86	0.80	0.76
平均值				10.2	8.3	7.1	6.2	1.05	0.96	0.79	0.72
中位数				9.7	8.1	6.9	6.2	1.01	0.95	0.79	0.72
601800.SH	中国交建	10.95	1,556	9.0	8.1	7.3	6.4	0.90	0.82	0.75	0.69

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：除中国交建外，其他公司P/E、P/B均来自wind一致预期，股价截止2019.06.05

表 15：中国交通建设（1800.HK）可比公司估值表

股票代码	股票简称	股价 港元	市值 亿港元	P/E				P/B			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
0390.HK	中国中铁	5.81	1,606	6.8	6.4	5.7	5.7	0.61	-	-	-
3311.HK	中国建筑国际	8.00	404	9.0	7.1	6.1	6.1	1.05	0.92	0.85	0.74
3996.HK	中国能源建设	0.92	276	5.3	4.8	4.5	4.5	0.48	0.45	0.41	0.39
1829.HK	中国机械工程	3.44	142	5.8	6.6	6.4	6.4	0.76	0.71	0.67	-
2386.HK	中石化炼化工程	6.47	286	14.9	8.6	7.6	7.6	0.97	0.93	0.88	0.79
平均值				8.4	6.7	6.1	6.1	0.77	0.75	0.70	-
中位数				6.8	6.6	6.1	6.1	0.76	0.82	0.76	-
1800.HK	中国交通建设	6.93	1,771	5.0	4.5	4.1	3.6	0.50	0.46	0.42	0.38

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：除中国交通建设外，其他公司P/E、P/B均来自wind一致预期，1港币兑0.8787人民币元，股价、汇率截止2019.06.05

◆ 风险提示：基建投资增速明显下滑、融资超预期收紧、海外订单推进不及预期、人民币快速升值风险

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	482,804	490,872	540,096	595,961	653,177
营业收入增长率	11.83%	1.67%	10.03%	10.34%	9.60%
净利润 (百万元)	20,581	19,680	21,890	24,218	27,567
净利润增长率	22.92%	-4.37%	11.23%	10.64%	13.83%
EPS (元)	1.27	1.22	1.35	1.50	1.70
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.35%	9.98%	10.17%	10.29%	10.67%
P/B (A股)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
P/B (H股)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 06 月 05 日, 港元兑人民币汇率为 0.8787 元

5.3、中国中铁：铁路/城轨基建龙头，业务结构持续改善

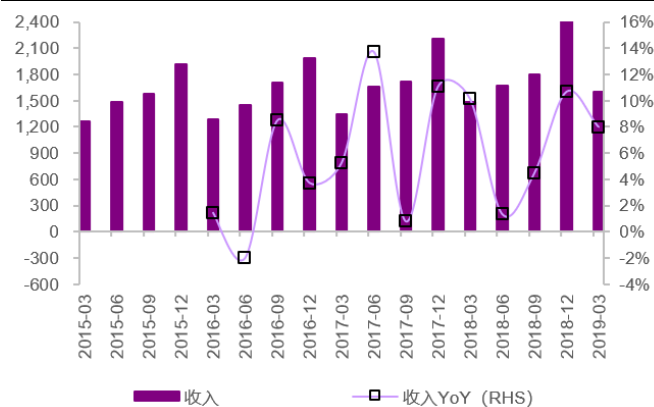
◆**公司是中国铁路、城轨基建龙头。**公司创立于1950年，2007年中国铁路工程总公司独家发起设立中国中铁股份有限公司并于同年12月先后在上交所、港交所上市（601390.SH、0390.HK）。公司主要业务包括基建施工（铁路/公路/城轨等）、勘察设计/咨询、工程设备与零部件制造，同时在房地产开发、物资贸易、基础设施投资运营、矿产资源开发及金融等领域进行多元化拓展。公司目前是全球第二大建筑工程承包商，是中国最大的铁路、城轨施工企业。公司连续13年进入世界企业500强，2018年在《财富》世界500强企业排名第56位。公司国内铁路、城轨建设市占率长期分别维持在50%、40%以上，龙头地位稳固。公司拥有高速铁路建造技术、桥梁结构健康与安全、盾构及掘进技术三个国家重点实验室，技术实力雄厚。

◆**18年基建施工收入增速放缓，料19年将逐渐改善，收入结构持续改善。**2018年公司收入7,404.4亿，YoY+6.8%，增速较17年下降1.0pct。其中基建建设/房地产开发/工业设备与零部件/勘察设计与咨询业务YoY分别为4.6%/42.7%/10.1%/12.6%，分别较17年变动-3.6/+49.5/-0.5/+0.9pcts。基建业务（2018年收入占比84.3%）受铁路投资下滑影响明显（铁路基建收入同减12.8%），拖累公司整体营收增速，房地产开发、勘察设计收入增速延续改善趋势，工业设备与零部件制造业务增速基本稳定，带动公司业务结构持续改善。公司1Q19收入增速8.2%，延续4Q18收入较快增长趋势。随着基建补短板持续深化，19年基建投资持续边际改善，料基建业务收入增速将提升带动整体营收增速改善。

◆**盈利能力改善趋势有望延续。**公司FY18/1Q19毛利率分别为10.2%/9.8%，分别同比变动+0.4/+0.8pct，毛利率持续改善，主要原因为1）基建业务中毛利率较低的铁路收入占比持续下降带动基建板块整体毛利率提升；2）较高毛利率的房地产开发、工程设备与零部件制造、勘察设计与咨询收入占比提升。考虑公司在手订单结构，我们判断基建板块毛利率提升及收入占比下降的趋势仍有望延续，预计公司整体毛利率改善趋势将延续。公司自4Q17以来期间费用率持续提升，1Q19期间费用率同比提升0.2pct至5.6%，增长幅度已边际放缓，1Q19公司净利率2.6%，同比变动0.3pct，延续18年以来持续改善趋势。我们判断期间费用率未来大幅提升概率较小，随着毛利率持续改善，净利率改善趋势有望延续。

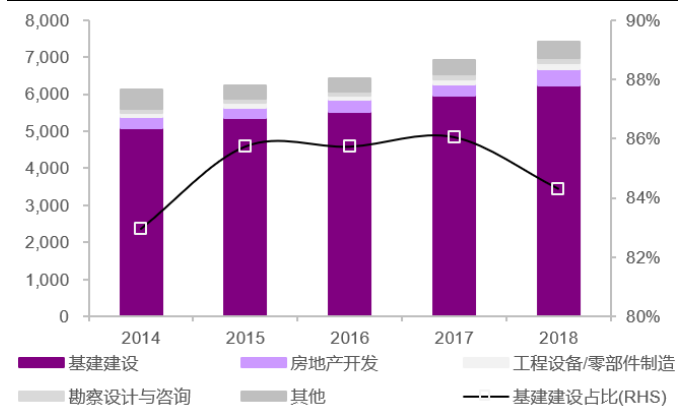
◆**在手订单充足，新签订单增速有望转暖，订单结构持续优化。**FY18、1Q19公司新签合同额分别为16,921.6/3,132.9亿，YoY分别为8.7%/3.7%，增速分别同比变动-17.4/-21.0pcts，受18年基建投资增速拖累较大，随着19年基建投资增速边际改善，预计新签订单额增速将回暖。2018年公司新签订单合同额为18年全年营收的2.3倍，在手订单充沛，未来业绩保障性强。订单结构方面，近年来基建新签订单占总新签订单比例持续下降，18年基建业务新签订单额占总订单额比例为84.9%，较17年下降2.3pcts，此外基建新签订单中铁路占比亦呈下降趋势，订单结构持续改善。

图 57：公司营收及增速（亿元，单季度）



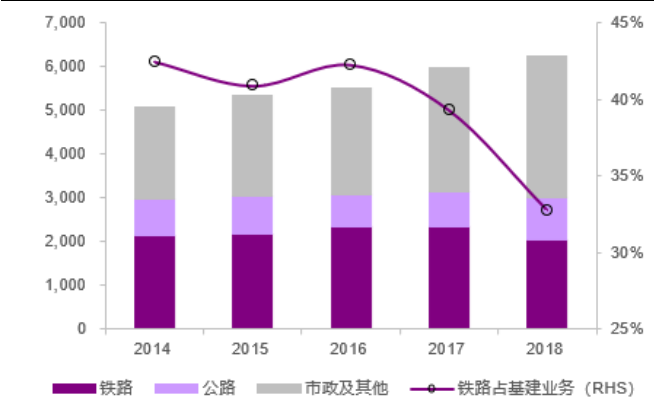
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 58：公司收入结构（亿元）及基建建设占比



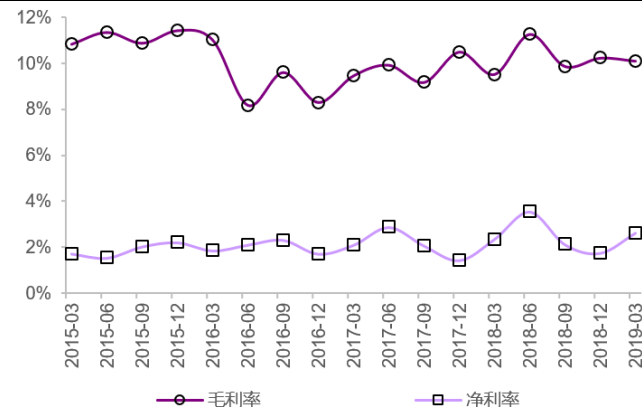
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 59：基建业务收入拆分（亿元）



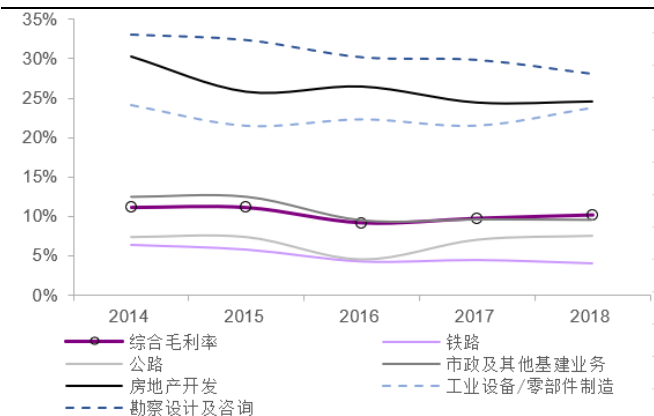
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 60：公司毛利率、净利率（单季度）



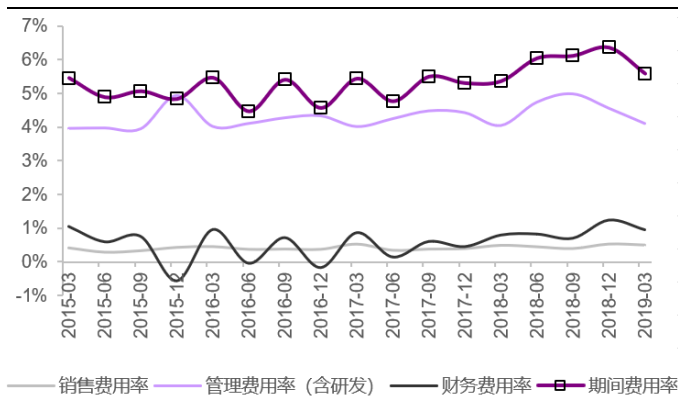
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 61：公司分业务毛利率



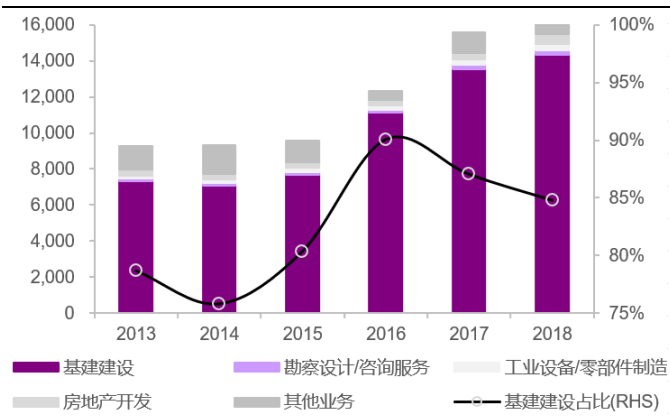
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 62：公司三费费用率（单季度）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

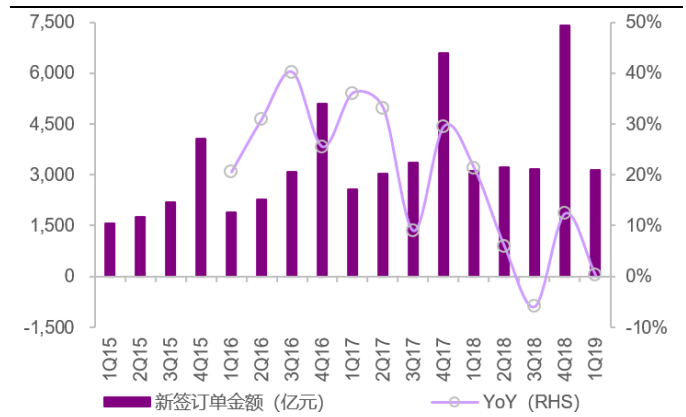
图 63：公司新签订单结构（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：2016 年口径调整，其他业务中部分新签订单并入基建建设；目前其他业务主要包括矿产资源业务和金融业务

图 64：公司新签订单额及增速（单季度）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

◆ 关键假设及盈利预测：

公司主要收入、利润来自基建建设、房地产开发、工程设备与零部件制造、勘察设计与咨询四大业务，从新签合同至收入确认通常需要 1-3 年，各板块业务收入预测参考各板块业务新签订单节奏及订单推进进度，我们预计公司 19-21 年营收增速为 9.7%/9.8%/9.4%；结合各业务毛利水平，我们预计 19-21 年公司综合毛利率分别为 10.4%/10.7%/10.8%。

我们预计公司 19-21 年归母净利润分别为 189.7/209.8/234.9 亿，对应 EPS 分别为 0.83/0.92/1.03 元。

表 16：公司业绩拆分预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营收合计(亿元)	6,934	7,404	8,123	8,915	9,753
YoY	7.8%	6.8%	9.7%	9.8%	9.4%
基建建设(亿元)	5,966	6,242	6,785	7,385	8,033
yoy	14.7%	5.3%	9.0%	9.4%	9.0%
房地产开发(亿元)	304	433	533	649	746
yoy	-6.8%	42.7%	23.1%	21.6%	15.0%
工程设备与零部件制造(亿元)	136	150	171	186	211
yoy	10.6%	10.1%	14.0%	9.0%	13.0%
勘察设计与咨询(亿元)	130	146	161	181	202
yoy	11.7%	12.6%	10.4%	12.5%	11.4%
毛利润	681	758	845	950	1,055
综合毛利率	9.8%	10.2%	10.4%	10.7%	10.8%
基建建设	7.2%	7.4%	7.5%	7.6%	7.7%
房地产开发	24.5%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%
工程设备与零部件制造	21.5%	23.8%	23.8%	23.8%	23.8%
勘察设计与咨询	29.8%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
归母净利润(亿元)	160.7	172.0	189.7	209.8	234.9
归母净利润率	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

◆铁路轨交龙头地位稳固，A股、H股首次覆盖均予“买入”评级：

19年开年以来基建投资增速呈边际改善趋势，考虑到融资环境持续改善，基建投资增速改善趋势有望延续；随着长三角区域一体化、粤港澳大湾区建设、雄安新区规划建设等国家重大战略部署进入实质推进阶段，铁路/公路/城轨等建设规划/需求稳中向好，公司有望直接受益。最新股价分别对应公司A股/H股2019年PB分别为0.71x/0.56x，均接近近5年最低水平。参考A股主要建筑类央企及路桥、轨交区域基建龙头2019年PB均值为0.82倍，给予中国中铁(601390.SH)2019年目标PB0.82倍，对应目标价7.48元，首次覆盖给予“买入”评级；港股建筑施工类可比企业2019年PB均值为0.75倍，中国中铁(0390.HK)明显低估，给予公司2019年目标PB0.75倍，目标价7.77港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 17：中国中铁（601390.SH）可比公司估值表

股票代码	股票简称	股价 元	市值 亿元	P/E				P/B			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601668.SH	中国建筑	5.66	2,376	6.2	5.6	5.0	4.6	0.97	0.86	0.76	0.70
601186.SH	中国铁建	9.44	1,253	7.1	6.2	5.6	5.0	0.75	0.71	0.65	0.59
601800.SH	中国交建	10.95	1,556	9.0	7.9	7.1	6.4	0.90	0.89	0.84	0.79
601618.SH	中国中冶	2.98	583	9.7	8.6	7.6	6.8	0.74	0.73	0.68	0.66
600039.SH	四川路桥	3.53	127	10.9	8.6	7.2	6.4	0.91	0.86	0.80	0.76
600820.SH	隧道股份	6.27	197	10.0	8.9	8.0	7.2	0.96	0.90	0.84	0.78
平均值				8.8	7.6	6.8	6.1	0.87	0.82	0.70	0.65
中位数				9.3	8.3	7.2	6.4	0.90	0.86	0.70	0.65
601390.SH	中国中铁	6.42	1,411	8.5	7.7	7.0	6.2	0.76	0.71	0.65	0.60

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：除中国中铁外，其他公司P/E、P/B均来自wind一致预期，股价截止2019.06.05

表 18：中国中铁（0390.HK）可比公司估值表

股票代码	股票简称	股价 港元	市值 亿港元	P/E				P/B			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
1800.HK	中国交通建设	6.93	1,771	5.0	4.3	4.0	4.0	0.50	-	-	-
3311.HK	中国建筑国际	8.00	404	9.0	7.1	6.1	6.1	1.05	0.92	0.85	0.74
3996.HK	中国能源建设	0.92	276	5.3	4.8	4.5	4.5	0.48	0.45	0.41	0.39
1829.HK	中国机械工程	3.44	142	5.8	6.6	6.4	6.4	0.76	0.71	0.67	-
2386.HK	中石化炼化工程	6.47	286	14.9	8.6	7.6	7.6	0.97	0.93	0.88	0.79
平均值				8.0	6.3	5.7	5.7	0.75	0.75	0.70	-
中位数				5.8	6.6	6.1	6.1	0.76	0.82	0.76	-
0390.HK	中国中铁	5.81	1,606	6.8	6.1	5.6	5.0	0.61	0.56	0.52	0.48

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：除中国中铁外，其他公司P/E、P/B均来自wind一致预期，1港币兑0.8787人民币元，股价、汇率截止2019.06.05

◆风险提示：基建投资增速明显下滑、融资超预期收紧、海外订单推进不及预期、人民币快速升值风险

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	689,945	737,714	809,309	888,268	971,680
营业收入增长率	7.90%	6.92%	9.70%	9.76%	9.39%
净利润 (百万元)	16,067	17,198	18,973	20,984	23,486
净利润增长率	28.44%	7.04%	10.32%	10.60%	11.92%
EPS (元)	0.70	0.75	0.83	0.92	1.03
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.34%	8.97%	9.13%	9.30%	9.57%
P/B (A 股)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
P/B (H 股)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 06 月 05 日, 港元兑人民币汇率为 0.8787 元

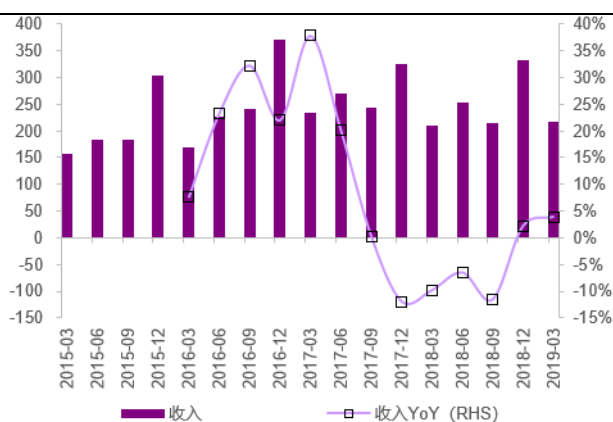
5.4、葛洲坝：电力能源工程龙头，环保成新增长引擎

◆**公司是世界电力能源工程龙头。**公司是中国能源建设旗下骨干企业，于1997年在上交所上市（600068.SH）。公司主要业务为建筑施工/运营，近年来持续布局环保业务。公司在大江大河导截流/筑坝施工/地下工程/大型金属结构制造安装/大型机组安装等领域具备世界领先技术优势，建设了包括世界最大水电工程三峡工程在内的大型水电工程150多项，在全球18个国家和地区已经建成和正在建设的水电站和抽水蓄能电站超过600座，攻克了23项世界级水利水电技术难题，公司在国内火电/水电施工领域市占率分别超过60%/30%。

◆**再生资源回收利用综合实力领先，环保业务成新增长引擎。**公司积极抢抓国家推进生态文明建设、大力发展节能环保产业的历史机遇，2014年全资设立绿园科技进军再生资源回收利用领域，通过绿园科技近三年先后控股环嘉/兴业/展慈等公司；2015年先后收购凯丹水务（现改名为葛洲坝水务）/湖南海川达/北京中凯等污水处理企业，内生外延持续完善环保产业链布局，目前形成再生资源回收利用/水环境治理/污泥污泥治理/新兴道路材料/固废垃圾处理/清洁能源五大板块布局。再生资源回收利用为目前核心环保业务，绿园科技位居中国再生资源企业百强排行榜前三甲，再生资源年处理量达千万吨，产量全国第一，是国内再生资源经营种类最丰富的企业。

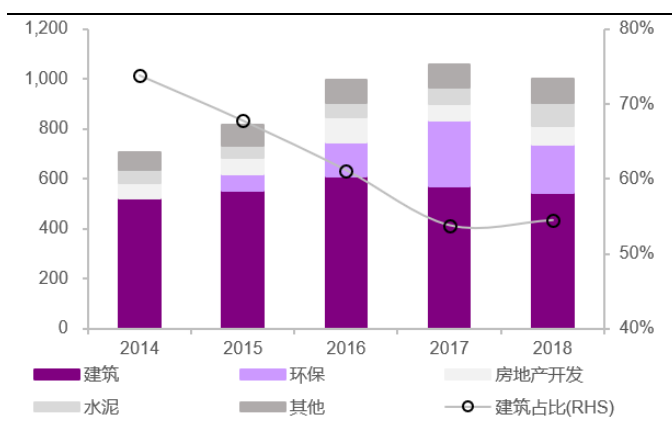
◆**1Q19 营收增速延续 4Q18 改善趋势，有望进一步提速。**2018年公司收入1,006.26亿，YoY -5.8%，较17年同比下降12.3pcts。其中，建筑/环保/房地产开发/水泥业务YoY分别为-4.3%/-27.2%/+19.1%/+33.1%，分别较17年变动+2.2/-119.5/+56.0/+12.7pcts。建筑业务收入下降主要受基建增速下行/国际项目进度低于预期等因素所致，环保业务主要受环保督察和中美贸易摩擦导致的再生资源市场波动影响明显。4Q18以来公司营收已现改善趋势，1Q19收入增速3.9%，增速同比变动+13.8pcts。随着基建补短板持续深化/国内基建投资边际改善/环保督察工作结束，料建筑、环保业务收入增速将进一步提升，公司整体收入增速有望进一步提升。

图 65：公司营收及增速（亿元，单季度）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 66：公司收入结构（亿元）及建筑占比

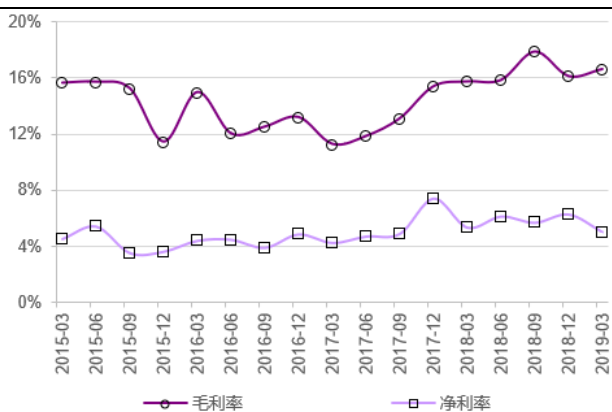


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：其他业务中主要包括民用爆破、装备制造、公路/水务运营、金融等业务

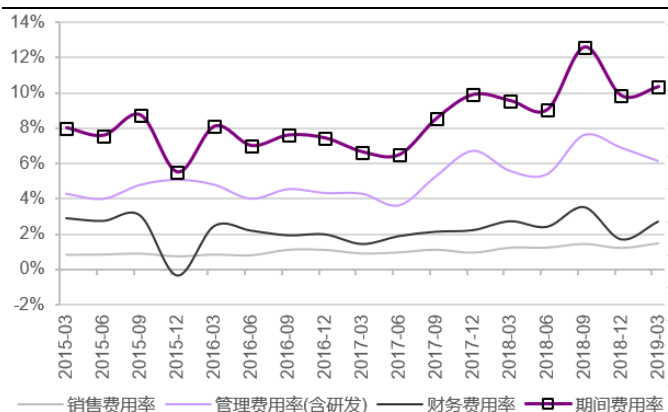
◆**毛利率改善趋势有望延续。**公司 FY18/1Q19 毛利率分别为 16.3%/16.6%，分别同比变动+3.3/+0.9pcts，毛利率持续改善，主要原因为 1)建筑（订单结构优化）/水泥（行业景气/售价提升）等业务毛利率持续提升；2) 较高毛利率的房地产开发/水泥业务收入占比提升。此外随着再生资源深加工生产线及产业园投产，环保业务毛利率（18 年为 1.5%）有较大提升空间，公司综合毛利率改善趋势将大概率延续。1Q19 公司净利率同比下降 0.3pct 至 5.0%，主要受期间费用率提升（提升 0.8pct 至 10.3%，多元化持续拓展致管理费用率提升）及业务结构变动致税金及附加占收入比例提升（提升 0.3pct 致 1.8%）所致。考虑到期间费用率增幅已边际放缓，判断毛利率持续改善有望带动净利率修复。

图 67：公司毛利率、净利率（单季度）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

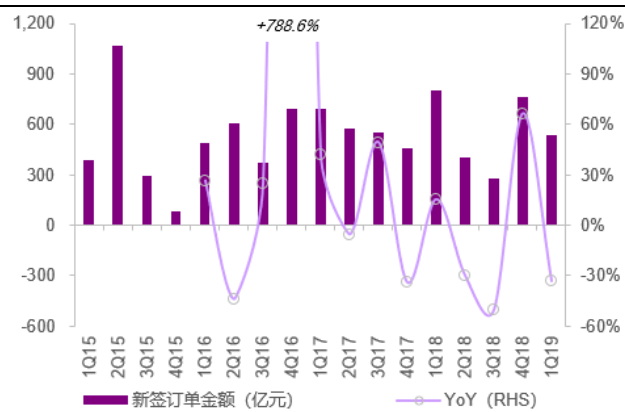
图 68：公司三费费用率（单季度）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

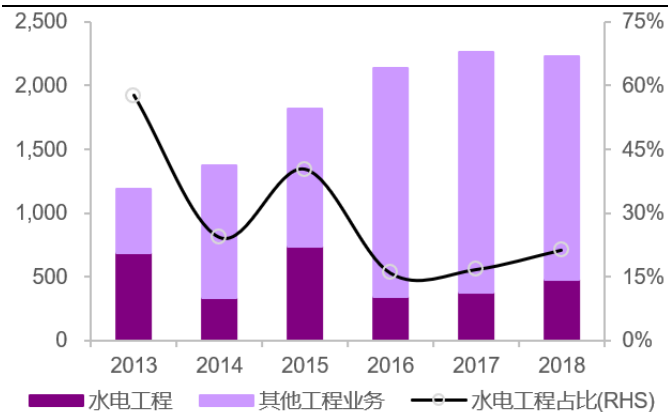
◆**在手订单充足，新签订单增速有望转暖，水电工程龙头地位稳固。** FY18/1Q19 公司新签合同额分别为 2,230.7/535.0 亿，YoY 分别为 -1.3%/-33.0%，增速分别同比变动-7.1/-48.7pcts，受 18 年基建投资增速拖累较大，随着 19 年基建投资增速边际改善，预计新签订单额增速将回暖。2018 年公司新签订单合同额为 18 年全年营收的 2.2 倍，在手订单充沛，未来业绩保障性强。水电工程是公司优势业务，18 年公司新签国内外水电工程合同额 475.4 亿元，YoY +25.5%，囊括国内主要大中型水电站、水利枢纽项目，水电工程龙头地位稳固。

图 69：公司新签订单额及增速（单季度）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 70：公司新签订单结构（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

◆ 关键假设及盈利预测：

公司主要收入、利润来自建筑、环保、房地产开发、水泥等业务。其中建筑业务为公司支柱业务，从新签合同至收入确认通常需要 1-3 年，收入预测参考公司新签订单节奏及订单推进进度；环保有望成为公司业绩新增长引擎，考虑到环保督察/再生资源市场大幅波动有望减弱，假设板块 19-21 年收入增速为 15.0%，毛利率有望稳健提升，19-21 年毛利率假设为 4.0%/4.5%/5.0%；其他板块业务有望稳步推进。预计公司 19-21 年营收增速为 8.3%/10.1%/9.9%，预计 19-21 年公司综合毛利率分别为 16.6%/16.5%/16.3%。

我们预计公司 19-21 年归母净利分别为 52.2/59.1/65.8 亿，对应 EPS 分别为 1.13/1.28/1.43 元。

表 19：公司业绩拆分预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营收合计(亿元)	1,059	1,001	1,084	1,194	1,311
YoY	6.3%	-5.5%	8.3%	10.1%	9.9%
建筑(亿元)	570	545	567	609	653
yoy	-6.5%	-4.3%	4.0%	7.4%	7.1%
环保(亿元)	267	194	223	257	295
yoy	92.3%	-27.2%	15.0%	15.0%	15.0%
房地产开发(亿元)	62	74	87	100	115
yoy	-36.9%	19.1%	17.0%	15.0%	15.0%
水泥(亿元)	67	89	107	126	145
yoy	20.4%	33.1%	20.0%	18.0%	15.0%
民用爆破(亿元)	30	32	33	35	37
yoy	9.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
装备制造(亿元)	22	13	13	13	13
yoy	98.7%	-40.3%	0.0%	0.0%	0.0%
其他(亿元)	41	53	53	53	53
yoy	-25.4%	29.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利润	138	163	180	197	214
综合毛利率	13.0%	16.3%	16.6%	16.5%	16.3%
建筑	12.3%	13.6%	13.6%	13.3%	13.0%
环保	1.0%	1.5%	4.0%	4.5%	4.5%
房地产开发	27.7%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%
水泥	32.4%	43.1%	40.0%	40.0%	40.0%
民用爆破	23.6%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%
装备制造	16.3%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%
其他	37.0%	39.3%	39.3%	39.3%	39.3%
归母净利(亿元)	46.8	46.6	52.2	59.1	65.8
归母净利率	4.4%	4.7%	4.8%	4.9%	5.0%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

◆环保有望成业绩增长新引擎，首次覆盖予“买入”评级：

公司受益公司在手订单充沛，公司业绩保障性强。随着 19 年基建投资边际改善趋势，建筑板块订单推进有望加速，新签订单额增速有望改善。随着环保督察对环保板块业务影响料将边际减弱，公司 19 年业绩有望改善。最新股价对应公司 2019 年 PB 为 0.59，接近近 5 年最低水平。参考主要建筑类央企及电力能源工程区域龙头 2019 年 PB 均值为 0.80 倍，给予葛洲坝 2019 年目标 PB 0.80 倍，对应目标价 8.20 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 20：公司可比公司估值表

股票代码	股票简称	股价 元	市值 亿元	P/E				P/B			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601668.SH	中国建筑	5.66	2,376	6.2	5.6	5.0	4.6	0.97	0.86	0.76	0.70
601186.SH	中国铁建	9.44	1,253	7.1	6.2	5.6	5.0	0.75	0.71	0.65	0.59
601800.SH	中国交建	10.95	1,556	9.0	7.9	7.1	6.4	0.90	0.89	0.84	0.79
601618.SH	中国中冶	2.98	583	9.7	8.6	7.6	6.8	0.74	0.73	0.68	0.66
601669.SH	中国电建	4.87	745	9.7	8.6	7.7	6.8	0.87	0.83	0.79	0.76
600502.SH	安徽水利	4.76	82	10.2	8.5	7.2	6.1	0.90	1.08	1.05	1.02
平均值				8.3	7.4	6.6	5.9	0.85	0.80	0.70	0.65
中位数				9.0	7.9	7.1	6.4	0.87	0.83	0.70	0.65
600068.SH	葛洲坝	6.09	280	6.0	5.4	4.7	4.3	0.66	0.59	0.54	0.49

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：除葛洲坝外，其他公司 P/E、P/B 均来自 wind 一致预期，股价截止 2019.06.05

◆风险提示：基建投资增速明显下滑、海外经营风险、环保业务拓展不及预期、再生资源市场大幅波动

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	106,807	100,626	108,981	119,970	131,798
营业收入增长率	6.54%	-5.79%	8.30%	10.08%	9.86%
净利润（百万元）	4,684	4,658	5,224	5,909	6,577
净利润增长率	37.94%	-0.55%	12.17%	13.10%	11.30%
EPS（元）	1.02	1.01	1.13	1.28	1.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.41%	10.88%	11.07%	11.32%	11.38%
P/E	6	6	5	5	4
P/B	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 05 日

5.5、中国中冶：冶金工程龙头，多元化拓展值得期待

公司是我国钢铁工业开拓者和奠基者，为世界冶金工程龙头。公司主要业务包括工程承包（包括冶金、房建、基建等）、房地产开发、资源开发、装备制造，2018年四个板块收入占总收入比例分别为89.2%/7.9%/2.4%/1.8%。

◆**收入增速稳健，盈利能力略有下滑：**公司1Q19营收YoY+14.3%，受益于充足在手订单及推进顺利，收入增速维持较高水平，考虑到新签订单增长稳健，我们预计收入将保持稳健增长。1Q19毛利率为12.7%，同比变动+0.1pct，毛利率下滑趋势边际企稳。考虑到近年来毛利率较低的主业工程承包业务占比持续提升且料趋势仍将延续，我们判断公司综合毛利率仍有小幅下降空间。1Q19公司信用减值损失4.6亿（公司2Q18开始新金融准则，增加信用减值损失科目），占当期收入0.7%，拖累归母净利率同比下降0.2pct至2.8%，预计未来归母净利率将边际企稳。

◆**在手订单充足，工程业务多元化拓展成效明显：**1Q19公司新签合同额1,821.2亿，YoY+5.3%，同比变动-31.7pcts，增速下滑明显，其中工程承包业务新签合同占比96.8%，占比延续提升趋势。公司2014-2018年新签订单金额Cagr为19.2%，领先主要建筑央企，2Q18-1Q19新签合同合计6,749.6亿，为18年全年营收的2.3倍，在手订单充足。分行业看，1Q19公司冶金/房建/基建/其他工程新签合同金额分别占工程承包业务新签合同额12.8%/52.8%/20.3%/14.1%，传统业务冶金工程占比保持较低水平，多元化拓展成效明显。考虑到19年基建投资增速持续改善，基建补短板持续深化，公司有望直接受益，预计新签订单增速下滑趋势将改善。

◆**业绩稳定性有望提升，A股、H股维持“买入”评级：**公司工程业务多元化拓展成效明显，同时大力布局地下管廊等新兴产业，业绩稳定性有望持续提升。考虑到融资环境持续改善，基建补短板持续深化，基建投资增速改善趋势有望延续，公司有望直接受益。维持19-21年盈利预测，预计19-21年EPS分别为0.35/0.40/0.44元，现价对应公司A股/H股2019年PB分别为0.69x/0.42x，均接近近5年最低水平。维持公司A股/H股目标PB分别为1.0x/0.7x，对应目标价分别为4.33元（维持）、3.45港元（因汇率波动上调），均维持“买入”评级。

◆**风险提示：**工程项目进展不及预期，基建投资增速不及预期

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	244,000	289,535	333,805	384,936	436,430
营业收入增长率	11.13%	18.66%	15.29%	15.32%	13.38%
净利润（百万元）	6,061	6,372	7,287	8,226	9,046
净利润增长率	12.75%	5.12%	14.37%	12.88%	9.97%
EPS（元）	0.29	0.31	0.35	0.40	0.44
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.35%	7.59%	8.12%	8.53%	8.72%
P/B（A股）	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
P/B（H股）	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年06月05日，港元兑人民币汇率为0.8787元

5.6、中国化学：订单、收入高增，期待利润率触底回升

中国化学是我国化学工程建设领域排头兵，在煤化工、基础化工领域有独到技术优势。

◆**新签订单高速增长**：公司 FY18 /1Q19 新签订单额分别为 1,450.1/377.1 亿，分别同增 52.5%/47.1%。新签订单延续高增长主要由于：1) 油价回稳、化工企业搬迁入园，带动下游石化、化工、煤化工等企业资本开支规模提升；2) 公司经营理念改变，市场拓展有力，境内外多元业务（非化工）全面增长；3) 海外市场拓展有力，品牌、工艺、技术输出卓有成效。

◆**项目利润率有所降低、三费管控有力**：公司 FY18 /1Q19 综合毛利率分别 11.6%/11.6%，分别同减 3.7/2.3pcts。综合毛利率走低主要由于：1) 低油价时期订单进入结算、部分新开工的石化项目毛利率偏低；2) 部分项目成本上涨高于此前预期。判断后续随着高毛利项目占比提升，利润率有边际改善空间。18 年公司期间费用率 6.5%，同减 2.1pcts，1Q19 期间费用率同比延续减少趋势。

◆**资产减值对利润率影响将逐步降低**：2018 年度，公司资产减值规模 12.6 亿元，较 17 年同期减少约 3 亿元，占收入比重下降 1.1pcts 至 1.6%。18 年度，公司资产减值主要为：1) 新增计提 PTA 项目固定资产及无形资产减值准备 3.96 亿元；2) 新增三个项目（新疆国泰新华、刚果蒙哥 1200kt/a 钾肥项目、荣信甲醇合成项目）的存货跌价准备约 1 亿元；3) 以及新增多个项目的应收账款单项计提准备。中长期来看 PTA 项目减值风险依旧存在，账龄法下应收账款减值规模或将持续增大，但也正因为公司收入规模的快速增长，也使应收账款占收入比重走低。

◆**订单及收入趋势向好，期待 19 年利润提速，维持“买入”评级**：订单持续高增长有望提振收入增速，基建投融资项目陆续落地，打开后续成长空间。公司资产负债率在同类建筑央企中偏低，为后续投融资项目拓展提供了足够的财务空间。18 年由于低油价时期项目陆续进入竣工决算周期，阶段性拉低公司毛利率，判断后续利润率将边际改善。1Q19 公司项目毛利率企稳，三费管控得力，资产减值占收入比重有望降低，净利润率已现边际改善趋势。维持公司 19-21 年盈利预测，预计 19-21 年 EPS 分别为 0.56/0.80/1.08 元，维持 19 年目标 PE 13x，对应目标价 7.28 元，维持“买入”评级。

◆**风险提示**：资产减值规模大幅增长，下游石化化工投资不及预期，毛利率持续下滑，人民币快速升值

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	58,571	81,445	107,902	140,282	183,941
营业收入增长率	10.35%	39.05%	32.48%	30.01%	31.12%
净利润（百万元）	1,557	1,932	2,771	3,932	5,351
净利润增长率	-12.04%	24.05%	43.42%	41.93%	36.07%
EPS（元）	0.32	0.39	0.56	0.80	1.08
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.49%	5.88%	7.91%	10.31%	12.63%
P/E	19	16	11	8	6
P/B	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 05 日

5.7、中材国际：订单转好，业绩延续高增速

中材国际为全球水泥窑生产线设计、装备、施工的龙头企业，全球市场占有率近 50%，近十年签订海外订单合同超 2000 亿元，多年位列我国境外工程项目完成合同额第一。

◆短期汇兑收益贡献较为明显：

1Q19 公司主营业务毛利率 16.5%，同减 1.7pcts。销售及管理费用总计占收入比重 8.8%，同增 0.3pct。汇兑因素阶段性增厚公司利润：财务费用率 2.6%，同减 2.2pcts；公允价值及投资净收益占收入比重约为 0.6%，同增 0.7pct（注，投资净收益主要为远期外汇合同交割，公允价值变动主要为交易性金融资产如外汇远期合约）。

◆看好公司盈利能力持续提升：

公司管理提效，项目盈利能力持续提升。公司作为中建材集团旗下“双百行动”试点单位，期待后续激励机制变革进一步激发公司经营活力并提高整体盈利能力。公司在全球水泥窑市场份额稳固且占比高，随着旗下子公司划分其业务主导区域，项目竞标强度有望降低，订单质量将持续好转并最终提高公司盈利能力。

◆订单转好护航增长：

1Q19 公司新签订单 76 亿元，同增 42%。新签订单好转受到两个层面因素影响。其一，全球流动性边际好转，业主项目融资压力缓解带动签约落地；其二，依托公司前期海外业务布局以及整体经营思路转变，多元化业务拓展有力，使其成长空间得以拓宽。

◆订单转好，看好公司长期增长潜力，维持“买入”评级：

“两材合并”带来经营活力，未来与集团及兄弟单位在水泥协同处置危废、“抱团出海”等领域或方向均有期待。管理提效，公司利润率将持续提升；全球水泥窑工程市场份额稳固，多元业务持续拓展打开成长空间。维持公司 19-21 年盈利预测，预计 19-21 年 EPS 分别为 1.03/1.25/1.48 元。订单转好，对公司长期增长保持乐观判断，维持目标价 10.40 元，并维持“买入”评级。

◆风险提示：两材内部整合进度不及预期、外汇套保风险、商誉减值、海外项目推进逊于预期

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	19,554	21,501	24,660	28,715	34,173
营业收入增长率	2.88%	9.96%	14.69%	16.45%	19.00%
净利润（百万元）	977	1,368	1,788	2,182	2,570
净利润增长率	91.04%	39.98%	30.73%	22.05%	17.79%
EPS（元）	0.56	0.79	1.03	1.25	1.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.92%	15.71%	17.79%	18.76%	19.08%
P/E	12	8	6	5	4
P/B	1.5	1.3	1.1	1.0	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 05 日

6、风险分析

国内基建投资不及预期：基建投资不及预期将减少建筑企业（如中国建筑等主要建筑央企）基建项目新签订单及项目推进进度，进而对基建业务业绩产生影响。

海外投资不及预期：由于国际工程板块主要业务范围为海外，央企石化化工龙头已有约 40% 以上的收入来源为海外。若海外经济回落，海外投资不及预期，则会对国际工程、专业工程公司业绩造成重大影响。

石化化工产业链投资不及预期：中国化学、中油工程等石化化工工程企业订单已出现积极变化。若产业链投资最终不及预期，将影响其开工进度、收入确认进度以及未来订单获取，最终对工程企业业绩造成不利影响。

国内实际利率过快上行：国内实际利率过快上行将进一步压制建筑板块估值。建筑企业资金需求量较大，融资成本过快上升会影响企业业务推进速度及公司业绩。

人民币快速升值：部分建筑企业由于海外业务较多，因而持有大量外汇头寸。在人民币快速升值的背景下，账面会出现大量汇兑损失，进而压低整体利润增速。

地产景气度下降：装修装饰类企业经营依赖房屋竣工带来的公装、精装需求，及二手房交易带动的家装需求，若地产行业景气度下降，或对公装、精装、家装需求产生负面影响。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价	目标价	EPS (元)			P/E(x)			P/B(x)	投资评级	
				18A	19E	20E	18A	19E	20E	19E	本次	变动
601668.SH	中国建筑	5.66	-	0.91	1.04	1.20	6.2	5.4	4.7	0.84	买入	维持
601800.SH	中国交建	10.95	12.79	1.22	1.35	1.50	9.0	8.1	7.3	0.82	买入	首次
1800.HK	中国交通建设	6.93	11.38	1.22	1.35	1.50	5.0	4.5	4.1	0.46	买入	首次
601390.SH	中国中铁	6.42	7.48	0.75	0.83	0.92	8.5	7.7	7.0	0.71	买入	首次
0390.HK	中国中铁	5.81	7.77	0.75	0.83	0.92	6.8	6.1	5.6	0.56	买入	首次
600068.SH	葛洲坝	6.09	8.20	1.01	1.11	1.24	6.0	5.5	4.9	0.60	买入	首次
601618.SH	中国中冶	2.98	4.33	0.31	0.35	0.40	9.7	8.5	7.5	0.69	买入	维持
1618.HK	中国中冶	2.04	3.45	0.31	0.35	0.40	5.8	5.1	4.5	0.41	买入	维持
601186.SH	中国铁建	9.44	13.38	1.32	1.48	1.67	7.1	6.4	5.6	0.68	买入	维持
601117.SH	中国化学	6.08	7.28	0.39	0.56	0.80	15.5	10.8	7.6	0.86	买入	维持
600284.SH	浦东建设	6.96	9.41	0.47	0.50	0.55	14.9	13.9	12.7	1.09	买入	维持
600170.SH	上海建工	3.66	4.39	0.31	0.38	0.47	11.7	9.6	7.9	0.98	买入	维持
000498.SZ	山东路桥	5.08	-	0.59	0.68	0.79	8.6	7.5	6.5	1.00	买入	维持
600820.SH	隧道股份	6.27	8.28	0.63	0.69	0.76	10.0	9.1	8.2	0.90	买入	维持
600970.SH	中材国际	6.44	10.40	0.79	1.03	1.25	8.2	6.3	5.1	1.11	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价、汇率时间为 2019 年 06 月 05 日，1 港币兑 0.8787 人民币元，

注：股价、目标价单位 A 股为元，港股为港元

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼