

建筑装饰

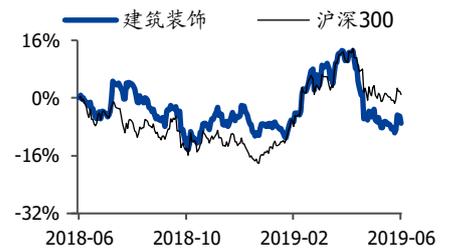
基建对冲方向再确认，板块迎极佳配置机会

充分重视“专项债+配套融资”的政策信号意义。我们上周刚外发《基建对冲预期提升，政策工具如何选择？》的专题报告提示政策对冲可能性及低位基建板块机会，本周央办、国办就下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，明确对于重大项目在评估项目收益偿还专项债本息后专项收入具备融资条件的，允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金，发挥专项债对于重大合规项目的撬动作用，有力补充重大在建及补短板项目资金来源。同时该文鼓励地方政府和金融机构在依法合规的前提下，采用各类市场化的融资方式支持重大项目建设，并将建立正向激励和合规免责机制，调动地方政府和金融机构积极性。我们认为：1、管理层针对政府项目资本金不足的问题明确专项债可做资本金、针对地方政府动力不足的问题提出正向激励和合规免责机制，都抓到了目前问题的关键。2、具体有多少专项债可以用作资本金、以及能撬动多少基建投资，市场测算结果分歧较大，我们认为文件留有较大的操作余地，应重视潜在弹性空间。例如，对于适用项目领域，原文为“主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略实施的地方高速公路、供电、供气项目”，这里“主要是”就为其他领域项目适用性留有余地。又如，“收益兼有政府性基金收入和其他经营性专项收入，且偿还债券本息后仍有剩余专项收入的重大项目，可以由有关企业法人项目单位根据剩余专项收入情况向金融机构市场化融资”，而政府性基金收入和其他经营性专项收入的规模及占比都要依赖于实操过程中的预估，这也为实操留有空间。3、最为重要的是政策信号意义。一是在四月政治局会议释放Q1经济启稳、逆周期调节政策可能边际减弱信号后，以及在近日统计局数据表明5月投资及其他重要经济指标承压之际，基建加码的必要性再度提升，此次发文则是印证这一方向，不排除后续还有进一步配套措施的可能。二是从政策着力点看，不是简单的在专项债量上做加法，而是在专项债的使用方式上做乘法，从一定角度看具有突破意义。我们认为当前时点，基建政策再度升温值得充分重视，建筑板块前期跌幅大、估值和持仓均低，具有较高性价比，继续重点推荐低估值建筑央企和设计龙头。

基建及地产拖累固投增速放缓，制造业投资小幅回升，基建加码必要性提升。2019年1-5月份，全国固定资产投资同比增长5.6%，增速比1-4月回落0.5个pct，其中制造业投资增速小幅回升，基建与地产投资增长有所放缓，成为拖累固投主要因素。往后看，在投资承压（尤其是房地产投资增速有下行趋势）的情况下，后续对基建政策加码必要性再度提升。**1）基建投资增速放缓，低于预期，政策层面已采取措施。**1-5月基建投资（不含电力等）增速为4.0%，较1-4月回落0.4个pct；全口径基建投资增长2.6%，较1-4月回落0.4个pct。在去年5月基数较低情况下今年5月增速进一步下行，基建增速低于预期，表明前期基建政策力度不足，我们认为主要原因是在此前严控隐性债务的政策框架下，符合财政纪律的地方政府有效需求不足。上周中办、国办发文提出地方政府专项债可做资本金，则有望在现有政策框架下，打开新的资金来源空间，扭转基建颓势。更重要的是，该次发文也表明了管理层对问题的发觉和重视，采取针对性措施来解决问题。我们预计后续不排除还有配套政策措施的可能。**2）房地产投资回落，趋势承压。**1-5月房地产投资同比增长11.2%，增速比1-4月回落0.7个pct。商品房销售面积同比下降1.6%，降幅扩大1.3个pct；销售额增长6.1%，增速回落2.0个pct，地产需求再度转弱。施工面积同比增长8.8%，增速较1-4月持平；新开工面积同比增长10.5%，较1-4月增速放缓2.6个pct；竣工面积同比下滑12.4%，降幅较1-4月扩大2.1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，到位资金增速小幅下滑，1-5月同比增长7.6%，较1-4月下滑1.3个pct，地产投资仍有下行压力。**3）制造业投资小幅回升。**1-5月制造业投资增长2.7%，增速小幅回升0.2个pct，但仍处于历史低点附近。目前企业盈利仍面临压力，且2018年制造业持续加速基数较高，预计后续仍有一定下行压力。

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 杨涛

执业证书编号：S0680518010002

邮箱：yangtao1@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

相关研究

- 1、《建筑装饰：全球宽松背景下建筑低估值优势显著，关注设计龙头现金流价值》2019-06-09
- 2、《建筑装饰：基建对冲预期提升，政策工具如何选择？》2019-06-05
- 3、《建筑装饰：基建增速向上，板块“三低”存机会》2019-06-02



5月社融延续趋松格局，基建中长期贷款有望改善，促需求加快释放。 本周央行公布5月新增社融1.4万亿元（同比多增4466亿元），社融存量增速由4月10.4%回升至10.6%，货币延续趋松格局。其中，与基建关联性较强的细分项目中，企业债券5月同比多增858亿元、地方政府专项债同比多发239亿元，地方政府与平台发债均有明显加快。此外，委托贷款与信托贷款合计同比少减1823亿元（假设去年基数无调整），预计城投到期非标能够得到金融机构有效接续。但对非金融性公司中长期贷款同比显著少增1507亿元（假设去年基数无调整），在目前银行信贷供给较为充裕环境下，反映出实体经济中长期贷款需求有所不足的问题，预计随着专项债资本金新政、鼓励基建项目市场化融资政策落地，后续基建相关中长期贷款增长有望加快，促进基建有效需求加快释放。

重视成长型设计龙头的现金流价值。 由于设计公司为正现金流的业务表现，近期我们外发报告《换一个视角定价，FCFF模型详解设计龙头被低估》尝试采用自由现金流模型（FCFF）对设计龙头中设集团进行估值，并严格讨论与设定相关参数，模型测算结果显示，公司当前股价依然明显被低估，这是由于：一方面，设计龙头公司成长性优异，通过三方面可快速提升市占率：1) **异地扩张**：收购外省公司及团队进行扩张；2) **业务横向及纵向拓展**：从单纯交通或建筑设计向综合设计拓展，并涉及EPC及环境检测等业务；3) **项目大型化**：下游基建行业由融资平台向PPP等招投标方式转变导致项目体量不断增长。另一方面，设计公司轻资产正现金流优势显著，设计业务分为多个阶段，通常每阶段业主付款后才推进下一阶段，收款保障性较高，同时设计业务轻资产运营，主要成本为人工与服务采购，随着项目推进较为均匀支付，项目收款与成本支付之差持续为正，现金流表现优异。因此，设计板块作为产业链最前端，不仅受益于当前基建温和复苏，且中长期受益于行业市占率提升，轻资产正现金流业务模式优势显著，具有优异成长性与极佳现金流，经过近期调整后板块估值已处历史底部，为配置优选品种，重点推荐龙头公司**中设集团、苏交科**。

投资策略：5月投资数据明显放缓、尤其是房地产趋势承压背景下，基建加码必要性显著提升。专项债+配套融资政策撬动基建空间具有较大实操弹性，更重要的是政策信号意义值得充分重视（一是重新加码基建，可能具有后续政策跟进，另一方面此次政策不是简单做量的加法，而是允许做乘法）。建筑板块目前涨幅/估值/持仓三低，具有较高性价比，我们积极看好板块后续机会。重点推荐低估值建筑央企**中国建筑**（1.04xPB，仅5.6xPE）、**中国铁建**（0.86xPB，6.5xPE）、**中国中铁**（0.90xPB，7.8xPE）、**中国交建**（1.00xPB，8.1xPE）以及兼具成长性和现金流价值的设计龙头**中设集团**（12xPE）、**苏交科**（12xPE）。此外还推荐装饰龙头**金螳螂**（11xPE）、长三角一体化房建龙头**上海建工**（Q1新签订单继续强劲增长31%，高管增持彰显信心），以及装配式建筑与装饰龙头**精工钢构**、**亚厦股份**。

风险提示：稳增长政策不及预期风险，融资环境改善不及预期风险，房地产竣工与销售低于预期风险，项目执行风险，应收账款风险，海外经营风险等。

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	6.3	5.6	5.1	4.7
601186	中国铁建	买入	1.32	1.50	1.69	1.86	7.4	6.5	5.8	5.3
603018	中设集团	买入	0.85	1.08	1.30	1.54	15.1	11.9	9.9	8.3
300284	苏交科	买入	0.64	0.80	0.96	1.15	14.4	11.5	9.6	8.0
002081	金螳螂	买入	0.79	0.91	1.03	1.15	12.7	11.1	9.8	8.7
600170	上海建工	买入	0.31	0.38	0.42	0.46	12.0	9.8	8.9	8.1
600496	精工钢构	买入	0.10	0.19	0.28	0.34	31.5	16.6	11.3	9.3
002375	亚厦股份	买入	0.28	0.32	0.38	0.47	19.3	16.9	14.2	11.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

本周核心观点	4
行业周度行情回顾	4
行业动态分析	5
投资策略	12
上市公司重要信息汇总	13
风险提示	15

图表目录

图表 1: 建筑装饰行业行情及整体估值情况	4
图表 2: 建筑行业子板块周涨跌幅	5
图表 3: 周个股涨跌幅前五	5
图表 4: 2018 年新增专项债分领域占比 (左)、2019 年 1-5 月新增专项债分领域占比 (右)	6
图表 5: 2018 年及 2019 年 1-5 月新增专项债分领域发行情况	6
图表 6: 新增专项债月度发行规模	7
图表 7: 固定资产投资单月完成额及累计增速	8
图表 8: 基建、房地产开发及制造业投资累计同比增速	8
图表 9: 2019 年 1-4 月投资数据汇总	9
图表 10: 房屋销售面积、新开工面积与房地产开发投资额累计同比增速 (%)	9
图表 11: 2018 年初至今社融月度增量拆分	10
图表 12: 2018 年初至今金融机构新增贷款月度增量拆分	10
图表 13: 2018 年初至今城投债发行额与净融资额情况	11
图表 14: 金融机构月度新增人民币贷款及新增中长期贷款占比	11
图表 15: 重点基建设计公司估值情况	12
图表 16: 建筑行业重点公司估值表	13
图表 17: 重点公司动态跟踪 (2019/6/10-2019/6/14)	13
图表 18: 周度大宗交易汇总	15
图表 19: 周度限售解禁	15
图表 20: 周度股权质押	15
图表 21: 周度主要股东减持	15

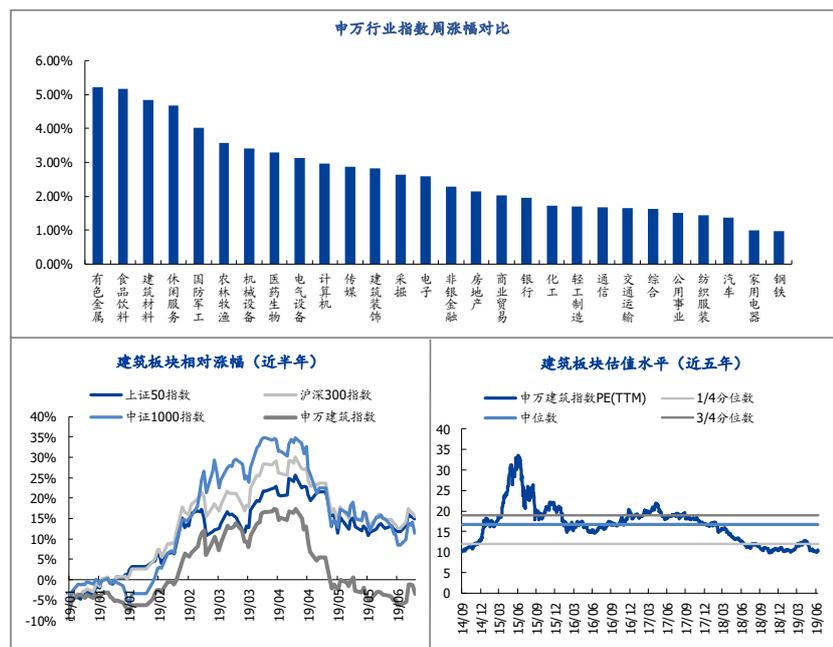
本周核心观点

5月投资数据明显放缓、尤其是房地产趋势承压背景下，基建加码必要性显著提升。我们上周刚外发《基建对冲预期提升，政策工具如何选择？》的专题报告提示政策对冲可能性及低位基建板块机会，本周央办、国办就下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，明确允许专项债作为重大项目资本金可配套融资。专项债+配套融资政策撬动基建空间具有较大实操弹性，更重要的是政策信号意义值得充分重视（一是重新加码基建，可能具有后续政策跟进，另一方面此次政策不是简单做量的加法，而是允许做乘法）。建筑板块目前涨幅/估值/持仓三低，具有较高性价比，我们积极看好板块后续机会。重点推荐低估值建筑央企**中国建筑**（1.04xPB，仅5.6xPE）、**中国铁建**（0.86xPB，6.5xPE）、**中国中铁**（0.90xPB，7.8xPE）、**中国交建**（1.00xPB，8.1xPE）以及兼具成长性和现金流价值的设计龙头**中设集团**（12xPE）、**苏交科**（12xPE）。此外还推荐装饰龙头**金螳螂**（11xPE）、长三角一体化房建龙头**上海建工**（Q1新签订单继续强劲增长31%，高管增持彰显信心），以及装配式建筑与装饰龙头**精工钢构**、**亚厦股份**。

行业周度行情回顾

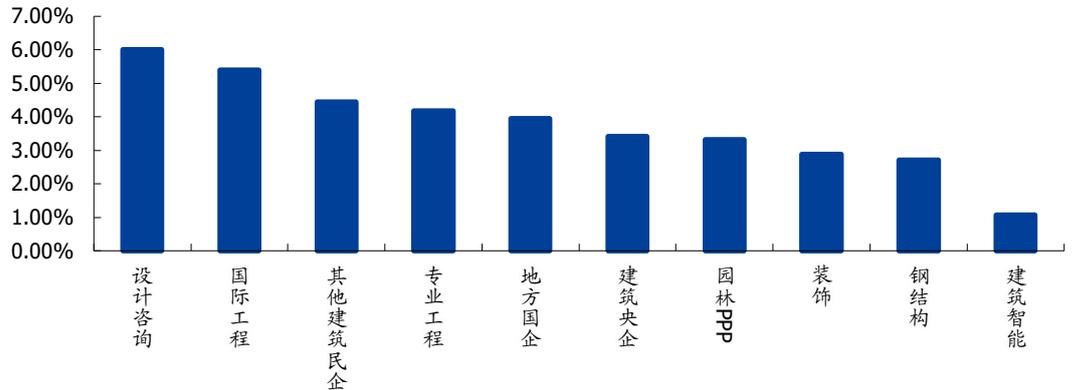
本周28个A股申万一级行业中，涨跌幅前三的分别为有色金属（5.23%），食品饮料（5.17%），建筑材料（4.85%）；涨跌幅后三的分别为钢铁（0.98%），家用电器（0.99%），汽车（1.37%）。建筑板块上涨2.83%，周涨幅排在申万一级行业指数第12名，相较上证综指/沪深300指数/创业板指收益率分别为0.91%/0.30%/0.15%。分子板块看，涨跌幅前三分别为设计咨询（6.00%），国际工程（5.40%），其他建筑民企（4.43%）；涨跌幅后三分别为建筑智能（1.06%），钢结构（2.71%），装饰（2.89%）。个股方面，涨幅前三的分别为建研院（31.29%），元成股份（20.81%），三联虹普（19.27%）；跌幅前三的分别为农尚环境（-8.26%），达安股份（-6.10%），蒙草生态（-5.98%）。

图表1：建筑装饰行业行情及整体估值情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2: 建筑行业子板块周涨跌幅



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 周个股涨跌幅前五

涨幅排名	公司简称	周涨跌幅	跌幅排名	公司简称	周涨跌幅
1	建研院	31.29%	1	农尚环境	-8.26%
2	元成股份	20.81%	2	达安股份	-6.10%
3	三联虹普	19.27%	3	蒙草生态	-5.98%
4	合诚股份	13.60%	4	中国海诚	-4.98%
5	东方园林	11.63%	5	美芝股份	-3.40%

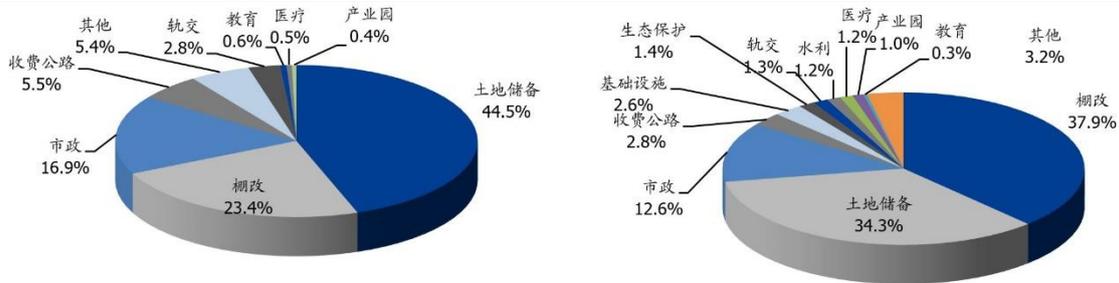
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

行业动态分析

充分重视“专项债+配套融资”的政策信号意义。我们上周刚外发《基建对冲预期提升，政策工具如何选择？》的专题报告提示政策对冲可能性及低位基建板块机会，本周央办、国办就下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，明确对于重大项目在评估项目收益偿还专项债本息后专项收入具备融资条件的，允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金，发挥专项债对于重大合规项目的撬动作用，有力补充重大在建及补短板项目资金来源。同时该文鼓励地方政府和金融机构在依法合规的前提下，采用各类市场化的融资方式支持重大项目建设，并将建立正向激励和合规免责机制，调动地方政府和金融机构积极性。我们认为：1、管理层针对政府项目资本金不足的问题明确专项债可做资本金、针对地方政府动力不足的问题提出正向激励和合规免责机制，都抓到了目前问题的关键。2、具体有多少专项债可以用作资本金、以及能撬动多少基建投资，市场测算结果分歧较大，我们认为文件留有较大的操作余地，应重视潜在弹性空间。例如，对于适用项目领域，原文为“主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略实施的地方高速公路、供电、供气项目”，这里“主要是”就为其他领域项目适用性留有余地。又如，“收益兼有政府性基金收入和其他经营性专项收入，且偿还债券本息后仍有剩余专项收入的重大项目，可以由有关企业法人项目单位根据剩余专项收入情况向金融机构市场化融资”，而政府性基金收入和其他经营性专项收入的规模及占比都要依赖于实操过程中的预估，这也为实操留有空间。3、最为重要的是政策信号意义。一是在四月政治局会议释放 Q1 经济启稳、逆周期调节政策可能边际减弱信号后，

以及在近日统计局数据表明5月投资及其他重要经济指标承压之际，基建加码的必要性再度提升，此次发文则是印证这一方向，不排除后续还有进一步配套措施的可能。二是从政策着力点看，不是简单的在专项债量上做加法，而是在专项债的使用方式上做乘法，从一定角度看具有突破意义。我们认为当前时点，基建政策再度升温值得充分重视，建筑板块前期跌幅大、估值和持仓均低，具有较高性价比，继续重点推荐低估值建筑央企和设计龙头。

图表4：2018年新增专项债分领域占比（左）、2019年1-5月新增专项债分领域占比（右）



资料来源：财政部，Wind，国盛证券研究所

图表5：2018年及2019年1-5月新增专项债分领域发行情况

2018年			2019年1-5月		
领域	规模	占比	领域	规模	占比
土地储备	6024.3	44.5%	棚改	3262.5	37.9%
棚改	3163.9	23.4%	土地储备	2946.0	34.3%
市政	2279.6	16.9%	市政	1085.7	12.6%
收费公路	749.6	5.5%	收费公路	241.4	2.8%
其他	730.7	5.4%	基础设施	225.3	2.6%
轨交	385.2	2.8%	其他	163.4	1.9%
教育	75.3	0.6%	生态保护	123.5	1.4%
医疗	62.7	0.5%	轨交	116.0	1.3%
产业园	56.0	0.4%	水利	106.0	1.2%
			医疗	99.6	1.2%
			产业园	85.7	1.0%
			保障性住房	35.0	0.4%
			旅游	33.1	0.4%
			教育	27.3	0.3%
			乡村振兴	26.8	0.3%
			机场	21.1	0.2%
合计	13527.3	100.0%	合计	8598.4	100.0%

资料来源：财政部，Wind，国盛证券研究所

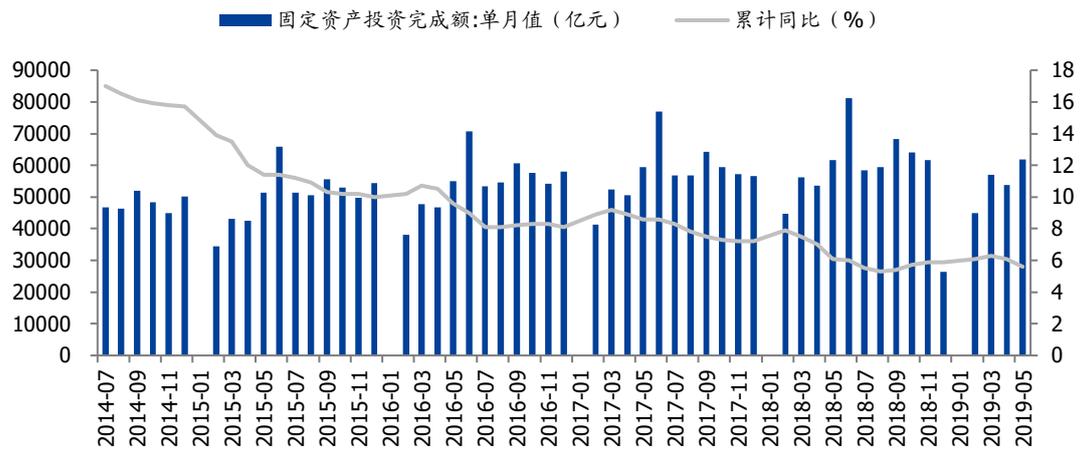
图表 6: 新增专项债月度发行规模



资料来源: 财政部, Wind, 国盛证券研究所

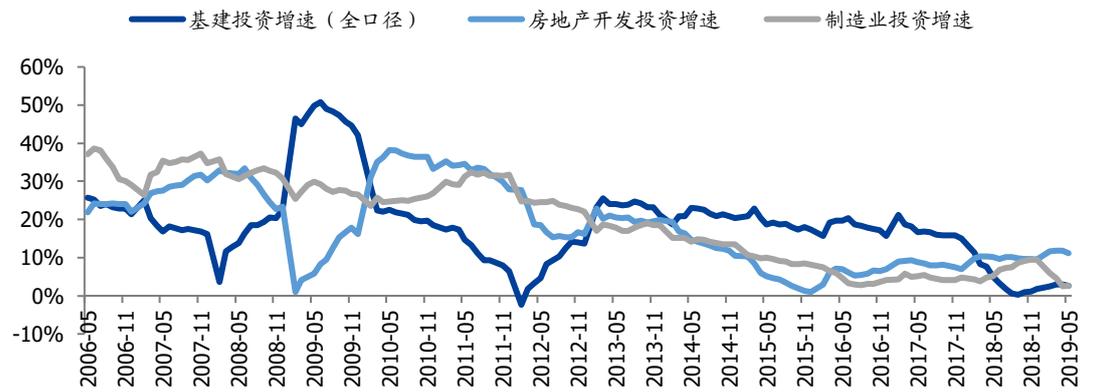
基建及地产拖累固投增速放缓, 制造业投资小幅回升, 基建加码必要性提升。2019年1-5月份, 全国固定资产投资同比增长5.6%, 增速比1-4月回落0.5个pct, 其中制造业投资增速小幅回升, 基建与地产投资增长有所放缓, 成为拖累固投主要因素。往后看, 在投资承压(尤其是房地产投资增速有下行趋势)的情况下, 后续对基建政策加码必要性再度提升。**1) 基建投资增速放缓, 低于预期, 政策层面已采取措施。**1-5月基建投资(不含电力等)增速为4.0%, 较1-4月回落0.4个pct; 全口径基建投资增长2.6%, 较1-4月回落0.4个pct。在去年5月基数较低情况下今年5月增速进一步下行, 基建增速低于预期, 表明前期基建政策力度不足, 我们认为主要原因是在此前严控隐性债务的政策框架下, 符合财政纪律的地方政府有效需求不足。上周中办、国办发提出地方政府专项债可做资本金, 则有望在现有政策框架下, 打开新的资金来源空间, 扭转基建颓势。更重要的是, 该次发文也表明了管理层对问题的发觉和重视, 采取针对性措施来解决问题。我们预计后续不排除还有配套政策措施的可能。**2) 房地产投资回落, 趋势承压。**1-5月房地产投资同比增长11.2%, 增速比1-4月回落0.7个pct。商品房销售面积同比下降1.6%, 降幅扩大1.3个pct; 销售额增长6.1%, 增速回落2.0个pct, 地产需求再度转弱。施工面积同比增长8.8%, 增速较1-4月持平; 新开工面积同比增长10.5%, 较1-4月增速放缓2.6个pct; 竣工面积同比下滑12.4%, 降幅较1-4月扩大2.1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, 到位资金增速小幅下滑, 1-5月同比增长7.6%, 较1-4月下月1.3个pct, 地产投资仍有下行压力。**3) 制造业投资小幅回升。**1-5月制造业投资增长2.7%, 增速小幅回升0.2个pct, 但仍处于历史低点附近。目前企业盈利仍面临压力, 且2018年制造业持续加速基数较高, 预计后续仍有一定下行压力。

图表 7: 固定资产投资单月完成额及累计增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 8: 基建、房地产开发及制造业投资累计同比增速



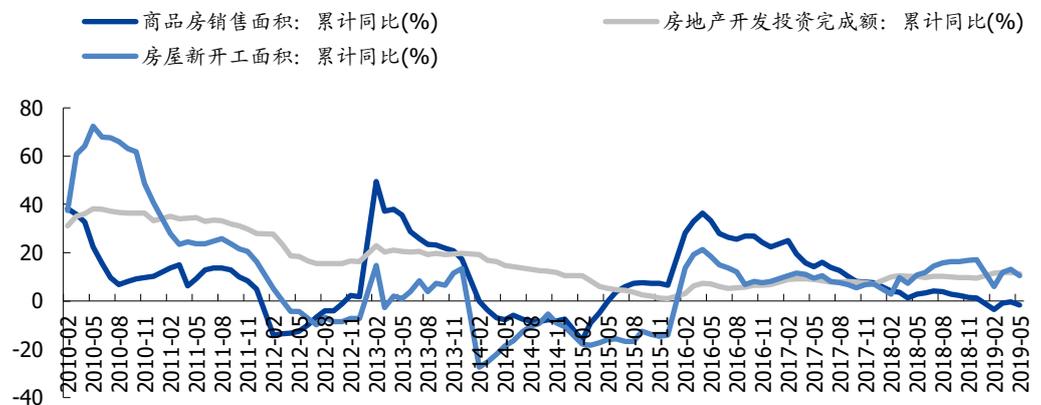
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 9: 2019 年 1-4 月投资数据汇总

(单位: 亿元)	2019 年 1-5 月	2019 年 1-4 月	2019 年 5 月	2018 年 1-5 月	2018 年 1-4 月
固定资产投资	217,555	155,747	61,808	216,043	154,358
增速	5.60%	6.10%	0.20%	6.10%	7.00%
房地产投资	46,075	34,217	11,858	41,420	30,592
增速	11.20%	11.90%	9.51%	10.20%	10.30%
制造业投资	69,344	48,746	20,598	67,520	47,557
增速	2.70%	2.50%	3.18%	5.20%	4.80%
基建投资(不含电力热力等)	48,134	34,956	13,178	46,283	33,483
增速	4.00%	4.40%	2.95%	9.40%	12.40%
基建投资(包含电力热力等)	57,186	41,297	15,890	55,740	40,104
增速	2.60%	2.97%	1.62%	5.02%	7.63%
基建: 电力、热力、燃气及水生产供应业	8,561	6,056	2,505	8,493	6,026
增速	0.80%	0.50%	1.53%	-10.80%	-8.40%
基建: 交通运输、仓储和邮政业	20,924	15,536	5,388	19,928	14,588
增速	5.00%	6.50%	0.90%	7.50%	10.90%
基建: 水利、环境和公共设施管理业	27,701	19,705	7,997	27,319	19,490
增速	1.40%	1.10%	2.15%	9.20%	11.20%

资料来源: 财政部, Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 房屋销售面积、新开工面积与房地产开发投资额累计同比增速 (%)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

5 月社融延续趋松格局, 基建中长期贷款有望改善, 促需求加快释放。 本周央行公布 5 月新增社融 1.4 万亿元(同比多增 4466 亿元), 社融存量增速由 4 月 10.4% 回升至 10.6%, 货币延续趋松格局。其中, 与基建关联性较强的细分项目中, 企业债券 5 月同比多增 858 亿元、地方政府专项债同比多发 239 亿元, 地方政府与平台发债均有明显加快。此外, 委托贷款与信托贷款合计同比少减 1823 亿元(假设去年基数无调整), 预计城投到期非标能够得到金融机构有效接续。但对非金融性公司中长期贷款同比显著少增 1507 亿元(假设去年基数无调整), 在目前银行信贷供给较为充裕环境下, 反映出实体经济中长期贷款需求有所不足的问题, 预计随着专项债资本金新政、鼓励基建项目市场化融资政策落地, 后续基建相关中长期贷款增长有望加快, 促进基建有效需求加快释放。

图表 11: 2018 年初至今社融月度增量拆分

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	存款类金融机构资产支持证券	贷款核销
2018-01	30793	26850	-714	266	455	1437	1222	500	0	-137	320
2018-02	11894	10199	-750	86	660	106	644	379	108	-146	261
2018-03	15848	11425	-1850	139	-357	-323	3536	404	662	387	1234
2018-04	17761	10987	-1481	-26	-94	1454	4047	533	808	821	259
2018-05	9518	11396	-1570	-228	-904	-1741	-382	438	1012	377	479
2018-06	14877	16787	-1642	-364	-1623	-3649	1349	258	1019	272	1737
2018-07	12254	12861	-950	-773	-1192	-2744	2195	175	1851	123	176
2018-08	19391	13140	-1207	-344	-688	-779	3402	141	4106	501	377
2018-09	21691	14341	-1432	-670	-909	-548	382	272	7389	895	1615
2018-10	7420	7141	-949	-800	-1273	-453	1476	176	868	188	446
2018-11	15239	12302	-1310	-787	-467	-127	3127	200	-332	1157	729
2018-12	15898	9281	-2210	-702	-509	1023	3757	130	362	1503	2518
2019-01	46353	35668	-699	343	345	3786	4990	293	1088	0	0
2019-02	7030	7641	-508	-105	-37	-3103	805	119	1771	0	0
2019-03	28593	19584	-1070	3	528	1365	3455	122	2532	0	0
2019-04	13592	8733	-1199	-330	129	-357	3574	262	1679	0	0
2019-05	14000	11900	-631	191	-52	-770	476	259	1251	0	0

资料来源: 央行官网, 国盛证券研究所

图表 12: 2018 年初至今金融机构新增贷款月度增量拆分

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
2019-05	11800	4289	1132	7201	6625	1948	4677	5224	1209	2524	58

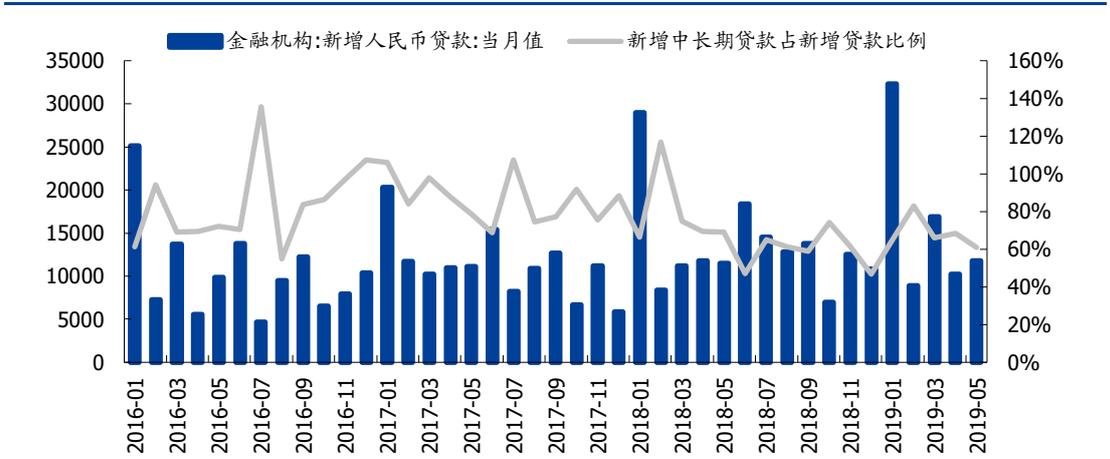
资料来源: 央行官网, 国盛证券研究所

图表 13: 2018 年初至今城投债发行额与净融资额情况

时间	城投债月度发行额 (亿元)	月度发行额同比增速	城投债月度净融资额 (亿元)	月度净融资额同比增量 (亿元)
2018 年 1-2 月	2,361.87	101.29%	419.10	935.40
2018 年 3 月	3,365.78	119.00%	1,589.80	1,768.41
2018 年 4 月	3,213.35	59.46%	1,060.69	321.59
2018 年 5 月	1,023.50	49.35%	-663.34	-295.23
2018 年 6 月	1,207.00	-31.02%	-406.67	-1,006.08
2018 年 7 月	1,719.42	-29.88%	331.03	-1,099.87
2018 年 8 月	2,548.31	-12.13%	682.21	-1,071.81
2018 年 9 月	1,753.80	-20.46%	-52.14	-773.92
2018 年 10 月	1,953.89	7.40%	569.37	-51.07
2018 年 11 月	2,650.50	42.76%	1,267.30	1,042.75
2018 年 12 月	2,972.84	104.52%	1,364.42	1,419.91
2019 年 1-2 月	4,615.96	95.44%	2,217.36	1,798.26
2019 年 3 月	3,912.82	16.25%	1,296.25	-293.55
2019 年 4 月	3,426.95	6.65%	1,541.49	480.80
2019 年 5 月	1,724.50	68.49%	144.16	807.50

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 金融机构月度新增人民币贷款及新增中长期贷款占比



资料来源: 央行官网, 国盛证券研究所

重视成长型设计龙头的现金流价值。由于设计公司为正现金流的业务表现，近期我们外发报告《换一个视角定价，FCFF 模型详解设计龙头被低估》尝试采用自由现金流模型（FCFF）对设计龙头中设集团进行估值，并严格讨论与设定相关参数，模型测算结果显示，公司当前股价依然明显被低估，这是由于：一方面，设计龙头公司成长性优异，通过三方面可快速提升市占率：1) **异地扩张**：收购外省公司及团队进行扩张；2) **业务横向及纵向拓展**：从单纯交通或建筑设计向综合设计拓展，并涉及 EPC 及环境检测等业务；3) **项目大型化**：下游基建行业由融资平台向 PPP 等招投标方式转变导致项目体量不断增长。另一方面，**设计公司轻资产正现金流优势显著**，设计业务分为多个阶段，通常每阶段业主付款后才推进下一阶段，收款保障性较高，同时设计业务轻资产运营，主要成本为人工与服务采购，随着项目推进较为均匀支付，项目收款与成本支付之差持续为正，现金流表现优异。因此，设计板块作为产业链最前端，不仅受益于当前基建温和复苏，

且中长期受益于行业市占率提升，轻资产正现金流业务模式优势显著，具有优异成长性与极佳现金流，经过近期调整后板块估值已处历史底部，为配置优选品种，重点推荐龙头公司**中设集团**、**苏文科**。

图表 15: 重点基建设计公司估值情况

股票简称	EPS (元)				PE			
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
苏文科	0.64	0.80	0.96	1.15	14.4	11.5	9.6	8.0
中设集团	0.85	1.08	1.30	1.54	15.1	11.9	9.9	8.3
设计总院	0.96	1.11	1.27	1.46	13.3	11.5	10.0	8.7
设研院	1.57	1.89	2.17	2.49	13.2	10.9	9.5	8.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资策略

5月投资数据明显放缓、尤其是房地产趋势承压背景下，基建加码必要性显著提升。专项债+配套融资政策撬动基建空间具有较大实操弹性，更重要的是政策信号意义值得充分重视（一是重新加码基建，可能具有后续政策跟进，另一方面此次政策不是简单做量的加法，而是允许做乘法）。建筑板块目前涨幅/估值/持仓三低，具有较高性价比，我们积极看好板块后续机会。重点推荐低估值建筑央企**中国建筑**（1.04xPB, 仅5.6xPE）、**中国铁建**（0.86xPB, 6.5xPE）、**中国中铁**（0.90xPB, 7.8xPE）、**中国交建**（1.00xPB, 8.1xPE）以及兼具成长性和现金流价值的设计龙头**中设集团**（12xPE）、**苏文科**（12xPE）。此外还推荐装饰龙头**金螳螂**（11xPE）、长三角一体化房建龙头**上海建工**（Q1新签订单继续强劲增长31%，高管增持彰显信心），以及装配式建筑与装饰龙头**精工钢构**、**亚厦股份**。

图表 16: 建筑行业重点公司估值表

股票简称	股价	EPS				PE				PB
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
中国建筑	5.73	0.91	1.02	1.12	1.23	6.3	5.6	5.1	4.7	1.04
中国铁建	9.77	1.32	1.50	1.69	1.86	7.4	6.5	5.8	5.3	0.86
中国中铁	6.47	0.75	0.83	0.91	1.00	8.6	7.8	7.1	6.5	0.90
中国交建	11.05	1.22	1.37	1.50	1.64	9.1	8.1	7.4	6.7	1.00
中国化学	6.16	0.39	0.51	0.66	0.80	15.8	12.1	9.3	7.7	1.00
葛洲坝	6.15	1.01	1.13	1.26	1.39	6.1	5.4	4.9	4.4	1.03
中国中冶	3.01	0.31	0.34	0.36	0.38	9.7	8.7	8.3	7.9	0.89
中国电建	5.22	0.50	0.58	0.67	0.74	10.4	9.0	7.8	7.1	0.98
龙元建设	6.93	0.60	0.75	0.93	1.13	11.6	9.2	7.5	6.1	1.06
岭南股份	4.97	0.76	0.99	1.29	1.55	6.5	5.0	3.9	3.2	1.76
东珠生态	16.71	1.02	1.44	1.87	2.42	16.4	11.6	8.9	6.9	2.01
苏交科	9.23	0.64	0.80	0.96	1.15	14.4	11.5	9.6	8.0	2.13
中设集团	12.83	0.85	1.08	1.30	1.54	15.1	11.9	9.9	8.3	2.48
设计总院	12.74	0.96	1.11	1.27	1.46	13.3	11.5	10.0	8.7	2.71
设研院	20.65	1.57	1.89	2.17	2.49	13.2	10.9	9.5	8.3	1.89
四川路桥	3.59	0.32	0.36	0.39	0.43	11.2	10.1	9.1	8.3	0.90
隧道股份	6.38	0.63	0.70	0.77	0.84	10.1	9.2	8.3	7.6	0.95
上海建工	3.72	0.31	0.38	0.42	0.46	12.0	9.8	8.9	8.1	1.28
金螳螂	10.06	0.79	0.91	1.03	1.15	12.7	11.1	9.8	8.7	2.02
东易日盛	17.40	0.96	1.15	1.39	1.66	18.1	15.1	12.6	10.5	4.10
亚厦股份	5.41	0.28	0.32	0.38	0.47	19.3	16.9	14.2	11.5	0.94
全筑股份	6.30	0.48	0.65	0.82	1.03	13.1	9.7	7.7	6.1	1.83
江河集团	7.30	0.53	0.65	0.80	0.99	13.8	11.2	9.1	7.4	1.13
精工钢构	3.15	0.10	0.19	0.28	0.34	31.5	16.6	11.3	9.3	1.14
中工国际	11.43	0.97	1.12	1.30	1.49	11.8	10.2	8.8	7.7	1.34
北方国际	8.83	0.77	0.91	1.07	1.24	11.5	9.7	8.3	7.1	1.62
中钢国际	5.74	0.35	0.44	0.50	0.56	16.4	13.1	11.4	10.3	1.59
中材国际	6.40	0.79	0.86	0.95	1.05	8.1	7.4	6.7	6.1	1.28

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2019 年 6 月 14 日收盘价

上市公司重要信息汇总

图表 17: 重点公司动态跟踪 (2019/6/10-2019/6/14)

中标公告		
公司	时间	内容
粤水电	2019/6/10	签订珠江三角洲水资源配置工程土建施工 A2 标合同, 合同金额 16.4 亿元, 占公司 2018 年度经审计营业收入的 20%, 工期 60 个月。(已公告)
四川路桥	2019/6/11	全资子公司路桥集团拟与本公司控股股东铁投集团及其它公司组成联合体投资 G4216 线屏山新市-金阳-宁南-攀枝花段高速公路项目, 路桥集团按参股比例 0.985% 需投入项目资本金约 1.7 亿元。

文科园林	2019/6/11	公司组成的联合体签署了《惠安 县林口至聚龙道路景观环境综合提升工程勘察设计施工总承包(EPC)》，合同金额约为人民币 5 亿元，占公司 2018 年营业收入的 17%，工期 18 个月。
江河集团	2019/6/13	全资子公司收到 Proposed Commercial Development at New Kowloon Inland A 标段幕墙工程中标通知书，中标金额为 4.4 亿港元，约折合人民币 3.9 亿元，约占公司 2018 年度营业收入的 2%，预计总工期为 353 天。
山东路桥	2019/6/13	子公司路桥集团确定为京台高速公路泰安至枣庄(鲁苏界)段改扩建工程项目主体工程施工第四标段(TZSG-4)中标单位，中标价 23.6 亿元，二级子公司鲁桥建设确定为本项目施工第五标段(TZSG-5)的中标单位，中标价 39.2 亿元，两标段合计 62.8 亿元，占公司 2018 年营业收入的 43%，工期均为 1260 日历天。
腾达建设	2019/6/13	公司为“时代大道改造工程”项目的中标人，中标价 1.9 亿元，占公司 2018 年营业总收入的 5%，工期 470 日历天。
中国铁建	2019/6/14	中标东乡县沿洮河经济带开发建设项目 EPC 总承包项目，中标价约 71.91 亿元，约占本公司 2018 年营业收入的 1%，工期 1218 日历天。(已公告)
龙元建设	2019/6/14	签署了九龙节能环保产业园(龙鼎企业中心)一期 L13-01/02 宗地 14#-25#厂房及地下车库总承包施工合同，合同金额 2.1 亿元，占公司 2018 年审计营业额的 1%，工期 395 天。(已公告)
中成股份	2019/6/14	签订越南禄善光伏电站项目 EPC 总承包合同协议书，合同金额 2.3 亿美元，占公司 2018 年审计营业额的 127%，工期 24 个月。(已公告)
乾景园林	2019/6/14	签订四川省雅安市荣经县经河、荣河县城段河道治理工程 PPP 模式，合同为 2.5 亿元，占公司 2018 年审计营业额的 71%，其中建设期 2 年，运营维护期 13 年(已公告，已入库)

其他公告

公司	时间	内容
海南瑞泽	2019/6/10	实施 2018 年年度权益分派，每股现金红利 0.041 元(含税)，股权登记日：2019 年 6 月 14 日，除权除息日为：2019 年 6 月 17 日。
中国化学	2019/6/11	2019 年 1-5 月，公司累计新签合同额 575.07 亿元，同减 5.96%，较上月回落 45.54 个 pct，5 月单月新签 116.92 亿元，同减 58.72%。其中新签国内合同额 325.86 亿元，同增 3.76%，较上月回落 12.62 个 pct，5 月单月新签 54.87 亿元，同减 32.43%；新签境外合同 249.21 亿元，同减 16.22%，较上月回落 112.42 个 pct，5 月单月新签 62.05 亿元，同减 69.29%。1-5 月累计实现营业收入 300.75 亿元，同增 15.81%，较上月回落 3.21 个 pct，5 月单月营收 62.82 亿元，同增 5.09%。
四川路桥	2019/6/11	公司 5 月中标工程施工项目 11 个，合同金额约 14.4 亿元，1-5 月公司累计中标工程施工项目 58 个，中标金额约 140 亿元。
丽鹏股份	2019/6/11	控股股东苏州睿畅购入公司股份 207.5 万股，占公司总股本比例 0.24%；杭州晨莘购入公司股份 136.2 万股，占公司总股本比例 0.16%。苏州睿畅及其一致行动人杭州晨莘累计增持公司股份 3509.7 万股，占公司总股本比例的 4%。
中工国际	2019/6/12	孟加拉甘达堡水厂土建施工项目商务合同正式生效。
东珠生态	2019/6/12	联合体中标福建政和念山国家湿地公园建设项目设计采购施工总承包项目，中标价 0.8 亿元，占公司 2018 年度经审计营业收入的 5%，工期 360 天(已公告)
隧道股份	2019/6/12	实施 2018 年年度权益分派，每股现金红利 0.19 元(含税)，股权登记日：2019 年 6 月 19 日，除权除息日为：2019 年 6 月 20 日。
中成股份	2019/6/12	实施 2018 年年度权益分派，每股现金红利 0.2 元(含税)，股权登记日：2019 年 6 月 19 日，除权除息日为：2019 年 6 月 20 日。
中国铁建	2019/6/13	公司拟建议发行由本公司担保美元永续债，并将于约 2019 年 6 月 14 日起向机构投资者开展路演。
东易日盛	2019/6/13	公司实施 2018 年度权益分派，向全体股东每 10 股派 8.8 元转增 6 股，股权登记日为 2019 年 6 月 20 日，除权除息日为 2019 年 6 月 21 日。
山东路桥	2019/6/13	公司实施 2018 年度权益分派，向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 0.75 元，股权登记日为 2019 年 6 月 19 日，除权除息日为 2019 年 6 月 20 日。
鸿路钢构	2019/6/13	全资子公司颍上县盛鸿建筑科技有限公司收到颍上县人民政府拨出 3236 万元奖励资金。
赛为智能	2019/6/13	教育部同意公司控股子公司安徽工业大学工商学院转设为马鞍山学院，公司持有马鞍山学院股权比例由 70%变更为持股 100%，成为马鞍山学院全资举办者。
中国中冶	2019/6/14	公司 2019 年 1-5 月份新签合同额人民币 2,995.4 亿元，较上年同期增长 19%，其中新签海外合同额为人民币 99.1 亿元，同比增长 55%；国内新签合同额 2896.3 亿元，同比增长 18%。
龙元建设	2019/6/14	同意将公司员工持股计划存续期延长 12 个月，即至 2020 年 8 月 15 日止。
中国核建	2019/6/14	2019 年 5 月公司新签合同 355 亿元，同增 29%，其中军工工程/核电工程/工业与民用工程新签合同分别为 19.6/14.3/321.1 亿元，同增分别为-48%/19%/43%，截至 2019 年 5 月，公司累计实现营业收入 219.6 亿元。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 18: 周度大宗交易汇总

名称	成交价	折价率(%)	成交量(万股\份\张)
铁汉生态	3.35	0.00	2,800.00
达安股份	15.67	-9.94	272.00
美晨生态	3.33	-10.00	280.00
三联虹普	14.00	-1.89	30.00

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 周度限售解禁

简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁前流通股占比(%)	解禁后流通股占比(%)	解禁股份类型
中国核建	2019-06-13	166,320.00	36.64	100.00	首发原股东限售股份

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 周度股权质押

名称	股东名称	质押股数(万股)	质押起始日期	质押比例
岭南股份	尹洪卫	235	2019-06-10	0.15%
龙建股份	黑龙江省建设投资集团有限公司	8,949	2019-06-12	13.89%
达安股份	陈志雄	645	2019-06-12	4.73%
奇信股份	深圳市智大投资控股有限公司	366	2019-06-12	1.62%
精工钢构	精工控股集团(浙江)投资有限公司	15,000	2019-06-12	8.29%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 周度主要股东减持

名称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	净买入股份数合计(万股)	增减仓参考市值(万元)	参考均价(元/股)	占流通盘比例
建科院	2	1	减持	-146.66	-2,975.24	20.29	1.82%
达安股份	1	1	减持	-289.48	-5,399.42	18.65	6.62%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

稳增长政策不及预期风险, 融资环境改善不及预期风险, 房地产竣工与销售低于预期风险, 项目执行风险, 应收账款风险, 海外经营风险等。

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所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