

紧跟政策导向，把握成长性

2019年建筑行业中期策略

分析日期 2019年05月21日

行业评级： 标配(40)
证券分析师：吴骏燕

执业证书编号：S0630517120001

电话：20333916

邮箱：wjyan@longone.com.cn

行业走势图



相关研究报告

1. 东海证券：建筑装饰行业 20190526
2. 东海证券：建筑装饰行业周报 20190518
3. 东海证券：建筑装饰行业周报
4. 东海证券：建筑装饰行业周报
5. 东海证券：建筑装饰行业周报

◎ 投资要点：

2019年1-5月份建筑板块整体走势不佳。年初至今跑输大盘，截至5月20日累计涨幅仅4.03%，跑输沪深300指数8.00pct，在申万28个行业中排名倒数第一；主要受到市场对基建利好政策持续性和宏观经济、货币政策大环境等的担忧，使市场风险偏好于消费及成长性板块，建筑板块热点不高。建筑估值接近底部，预计短期内板块估值难有较大回调，中后期我们认为在经济下行压力依然存在的背景下，稳增长、扩内需依旧是政策重点，基建逆周期调节需求或继续加强，建筑的估值水平或有希望保持平稳。

固投数据相对稳定，基建、房建边际向上。1) 1-4月全国固定资产投资同比增长6.1%，受制造业拖累较1-3月增速下降0.2pct，但整体趋势维持相对稳定增速。2) 基建：整体来看基建投资延续了温和复苏的态势，交通运输投资增速仍处领先地位。2018年4月后基建投资增速连续快速下滑，直至9月才出现反弹，因此5月-9月整体来看基数较低。前期基建补短板政策落地有望在投资数据有所反映，加上融资端数据仍较好，基建投资预计在二季度增速有望保持复苏态势。3) 地产：投资增速保持韧性，今年以来地产公司融资边际相对向好，我们预计在地产施工面积增速继续保持增势的背景下，施工面积向竣工面积转化为大概率事件，2019年上半年竣工面积增速有望得到改善。

融资环境有所改善。1) 基建：地方专项债提前发放利于平滑政府财政投资，加速基建建设。城投债净融资额改善，助力企业融资环境向好。社融增速的反弹表明“宽货币”到“宽信用”的政策传导初见成效，利好建筑行业的资金面改善。2) 房建：地产资金面边际改善，2019年1-4月房地产开发资金来源同比增长8.9%，增速环比提升3.0pct，同比升6.8pct。3) 整体来看，建筑业的货币环境仍是保持稳健偏松的趋势。近期对国际环境不确定性增加，国内经济仍存在下行压力，政府提出“六个稳”，再次显示了逆周期调节的必要性。我们认为下半年货币政策仍会延续稳健偏宽松的导向，整体好于去年四季度。

投资策略：紧跟政策导向，把握成长性。1) 关注铁路、公路、轨交相关**基建产业链，央企、设计具备长期投资价值。**交通建设产业链投资需求稳定且符合政策热点，央企新签订单仍是建筑业增长主力，集中度提升下优先享受基建补短板落地效应；优质国企具有区域资源优势，有望受益国企改革进一步推动；堪设位于产业链前端，龙头受益市占率提升。2) **装饰受益地产竣工端预期改善和地产行业集中度提高。**装饰行业订单增速在2019年仍有较稳增长趋势。地产行业集中度快速提升，有助装饰龙头提升市占率，全装逐渐成为行业趋势。3) **关注景气度较高的化学工程。**化建工程投资受基建、房建压制较小，与油价等市场化指标相关。油价上涨改善企业盈利，刺激下游投产，化工产业链回暖。我们认为化工行业仍呈现一定景气度，行业龙头有望显著受益。

风险提示：基建投资不及预期风险；融资环境趋紧风险；订单推进缓慢，业绩不达预期风险；油价上涨持续性不及预期；海外工程执行风险。

正文目录

1. 2019 年上半年建筑板块行情回顾	5
1.1 走势回顾.....	5
1.2 业绩回顾.....	6
1.2.1 2018 年建筑板块营收净利增速放缓.....	6
1.2.2 子板块.....	9
1.3 估值回顾.....	9
2. 2019 年建筑行业基本面回顾与展望	11
2.1 固投数据相对稳定，基建、房建边际向上.....	11
2.2 融资环境有所改善.....	13
2.2.1 基建：政策支持下资金来源多有亮点.....	13
2.2.2 房建：地产资金面边际改善.....	16
3. 投资策略：紧跟政策导向，把握成长性	17
3.1 关注铁路、公路、轨交相关基建产业链，央企、设计具备长期投资价值.....	17
3.1.1 交通建设产业链投资需求稳定.....	17
3.1.2 央企国企优势明显.....	21
3.1.3 堪设位于产业链前端，龙头受益市占率提升.....	23
3.2 装饰受益地产竣工端预期改善和地产行业集中度提高.....	24
3.3 关注景气度较高的化学工程.....	25
4. 关注标的概况	27
4.1 中国铁建.....	27
4.2 上海建工.....	28
4.3 苏文科.....	29
4.4 金螳螂.....	30
4.5 中国化学.....	30
5. 风险提示	31

图表目录

图 1 建筑板块指数走势.....	5
图 2 子板块指数涨跌幅.....	5
图 3 申万一级行业年初至今涨跌幅对比.....	5
图 4 2018 年建筑业营收增速较为平稳.....	6
图 5 2018 年建筑业归母净利润增速下滑较大.....	6
图 6 近年单季度营收同比增速.....	7
图 7 近年单季度归母净利润同比增速.....	7
图 8 近年 ROE 同比增速.....	7
图 9 近年毛利率和净利率同比增速.....	7
图 10 建筑行业资产负债率近年呈下降趋势.....	8
图 11 建筑行业三费率情况.....	8
图 12 建筑行业近年三项营运指标.....	8
图 13 建筑行业近年非流动资产占比提升.....	8
图 14 建筑板块经营性现金流净额/营收情况 (%).....	9
图 15 建筑板块收现比和付现比情况 (%).....	9
图 16 建筑各子板块收入增速情况 (%).....	9
图 17 建筑装各子板块净利润增速情况 (%).....	9
图 18 建筑装饰板块绝对及相对 PE 估值.....	10

图 19 建筑装饰板块绝对及相对 PB 估值.....	10
图 20 2010 年至今建筑板块整体市盈率（历史 TTM、整体法）.....	10
图 21 地产、公路固定资产投资增速与 A 股建筑公司市盈率情况.....	11
图 22 铁路、电力固定资产投资增速与 A 股建筑公司市盈率情况.....	11
图 23 固投累计值及增速.....	12
图 24 三大细分子行业投资增速.....	12
图 25 基建主要项目投资增速.....	12
图 26 交运细分项目投资增速.....	12
图 27 房地产开发投资完成额累计额及增速.....	13
图 28 地产新开工和竣工面积增速剪刀差扩大.....	13
图 29 地产竣工增速和销售增速近几年变化趋同.....	13
图 30 地产施工面积累计同比增速.....	13
图 31 政府性基金收入来源.....	14
图 32 政府性基金支出累计值及增速.....	14
图 33 2019 年前两月地方政府债券发放额大增.....	14
图 34 2019 年地方专项债提前发放.....	14
图 35 2019 年 1-3 月城投债净融资额较去年大幅改善.....	15
图 36 社融的拐点大致领先基建投资 1-2 个月.....	15
图 37 1 月社融规模创下单月最高历史记录.....	15
图 38 基建国内贷款和新增人民币贷款同比增速.....	16
图 39 基建国内贷款占新增人民币贷款比例.....	16
图 40 新增人民币贷款累计值.....	16
图 41 新增人民币贷款当月值.....	16
图 42 房地产开发主要资金来源同比增速.....	17
图 43 房地产开发应付工程款同比增速（左）及占比（右）.....	17
图 44 2018 年 2 月以来基建项目各分项申报金额（亿元）.....	18
图 45 基建投资分项目增速情况（%）.....	18
图 46 “十三五”各省综合交通投资规划示意图.....	18
图 47 铁路投产将在未来两年进一步提速.....	19
图 48 铁路投资完成额稳定，国家铁路为主.....	19
图 49 中央保障铁路投资资金来源.....	19
图 50 2018 年年末全国公路总里程达 484.65 万公里.....	20
图 51 我国各个区域人均公路里程都远远低于美国.....	20
图 52 近几年轨交投资情况（万亿元）.....	20
图 53 我国人均轨交仍较低.....	20
图 54 各地区运营轨交总里程（公里）.....	21
图 55 各地区在建轨交总里程（公里）.....	21
图 56 央企与建筑行业新签订单情况.....	22
图 57 央企占新签订单明显提升.....	22
图 58 上海建工与四川路桥新签订单增速.....	22
图 59 优质地方国企营收增速与央企均值对比.....	22
图 60 我国工程勘察设计企业营业总收入.....	23
图 61 我国工程勘察设计企业利润总额.....	23
图 62 装饰行业新签订单额与地产投资增速比较.....	25
图 63 装饰细分龙头公司收入与竣工面积增速比较.....	25
图 64 房地产行业市场集中度.....	25
图 65 部分龙头房企全装比例.....	25
图 66 原油期货结算价格走势（美元/桶）.....	26

图 67 原油价格同化学工程行业单季利润增速具有高度相关性.....	26
图 68 石油化工行业不同领域投资同比增速.....	26
图 69 沪深 A 股已上市石化化工细分行业归母净利润合计.....	26
图 70 中国铁建营收净利增速情况.....	27
图 71 中国铁建毛利净利率情况.....	27
图 72 中国铁建估值 (TTM) 历史变化.....	27
图 73 各大建筑央企 PE (TTM) 比较.....	28
图 74 各大建筑央企 PB 比较.....	28
图 75 上海建工营收净利增速情况.....	28
图 76 上海建工毛利净利率情况.....	28
图 77 苏文科营收净利增速情况.....	29
图 78 苏文科毛利净利率情况.....	29
图 79 苏文科估值 (TTM) 历史变化.....	29
图 80 金螳螂营收净利增速情况.....	30
图 81 金螳螂毛利净利率情况.....	30
图 82 中国化学营收净利增速情况.....	31
图 83 中国化学毛利净利率情况.....	31
表 1 2019 年至今建筑装饰行业个股涨跌幅排行 (%)	6
表 2 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目.....	21
表 3 近期地方国企的激励事件及市场动作.....	22
表 4 苏文科发展历程.....	24

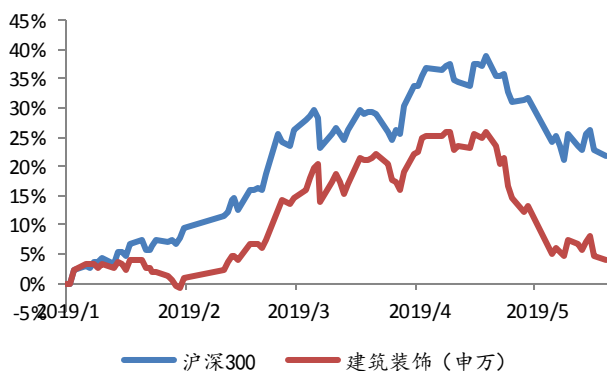
1. 2019 年上半年建筑板块行情回顾

1.1 走势回顾

2019 年 1-5 月份申万建筑装饰板块整体走势不佳，年初至今跑输大盘，截至 5 月 20 日累计涨幅仅 4.03%，跑输沪深 300 指数 8.00pct，在申万 28 个行业中排名倒数第一；主要受到市场对基建利好政策持续性和宏观经济、货币政策大环境等的担忧，使市场风险偏好于消费及成长性板块，建筑板块热点不高。

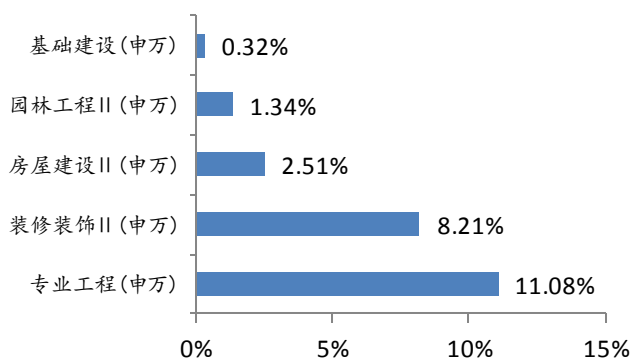
子板块方面，专业工程涨幅最大，达 11.08%，主要受益“一带一路”峰会主题带动国际工程公司上涨。其次是装修装饰子板块涨幅 8.21%，主要受益年初地产投资指数企稳及设计公司业绩向好影响；其余三个子板块涨幅较弱，基建子板块滞涨最为显著。

图 1 建筑板块指数走势



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

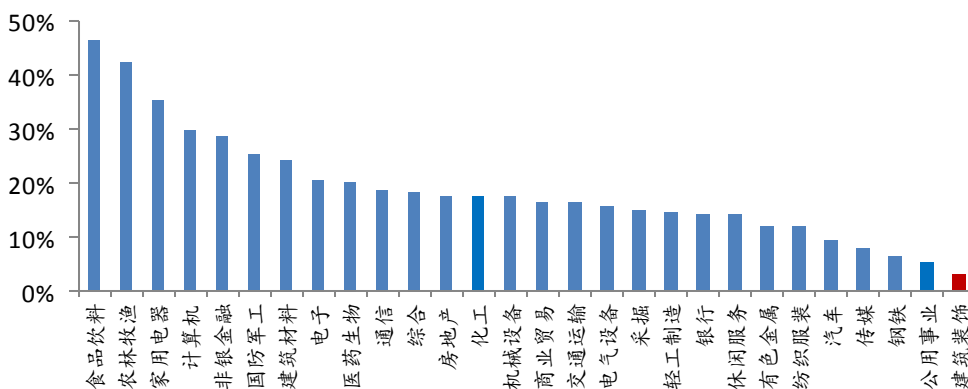
图 2 子板块指数涨跌幅



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

注：日期截至 2018/5/20。

图 3 申万一级行业年初至今涨跌幅对比



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

建筑装饰行业个股：

年初至今个股涨多跌少，热点相对分散。年初至 5 月 20 日，我们重点跟踪的 129 支个股中共 94 支取得正收益，在剔除 2018 年 6 月以后上市的次新后，共 90 支个股取得正收益，超过涨幅 20% 的共有 28 只，超过 40% 的共有 9 只。中小建企板块涨幅比较突

出。年初以来，跌幅前十的个股主要是老次新股估值下杀，其中共有 7 只为 2016 年 6 月之后上市的个股。

表 1 2019 年至今建筑装饰行业个股涨跌幅排行 (%)

涨幅榜	代码	简称	涨跌幅	所属子板块	跌幅榜	代码	简称	涨跌幅
1	300536.SZ	农尚环境	111.5385	园林	1	002061.SZ	浙江交科	-34.4693
2	002140.SZ	东华科技	91.1458	专业工程	2	000018.SZ	*ST 神城	-32.5472
3	600610.SH	*ST 毅达	89.5349	园林	3	300675.SZ	建科院	-22.7892
4	002116.SZ	中国海诚	54.1606	基建	4	002310.SZ	东方园林	-20.9770
5	600512.SH	腾达建设	52.0930	基建	5	603098.SH	森特股份	-20.1902
6	603828.SH	柯利达	50.3947	装饰	6	002811.SZ	亚泰国际	-19.1667
7	600284.SH	浦东建设	46.4309	基建	7	002717.SZ	岭南股份	-19.0797
8	601789.SH	宁波建工	44.8387	基建	8	002047.SZ	宝鹰股份	-14.3066
9	603959.SH	百利科技	41.9093	专业工程	9	300649.SZ	杭州园林	-13.2401
10	000055.SZ	方大集团	39.8710	专业工程	10	300732.SZ	设研院	-13.0732

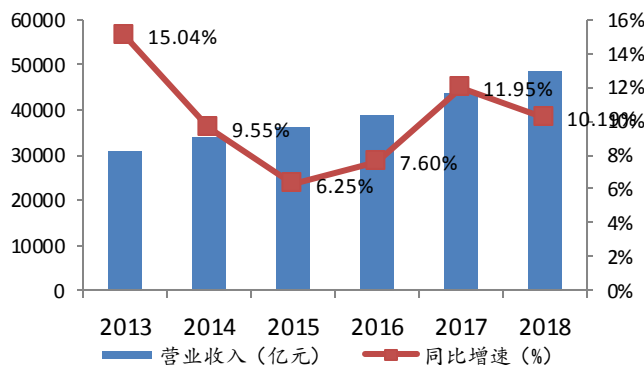
资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

1.2 业绩回顾

1.2.1 2018 年建筑板块营收净利增速放缓

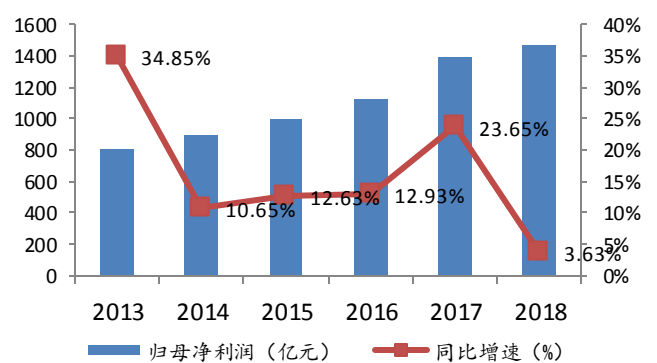
2018 年，申万建筑板块整体业绩有所放缓，行业合计完成营业收入 4.86 万亿元，同比增长 10.19%；归母净利润实现 1470 亿元，同比增长 3.63%，增速较去年下滑 14.09pct。营收和净利增速放缓，基本反映了基建投资增速放缓，以及去杠杆、紧信用等不利因素造成的订单转化速度下行，和新签订单增速放缓等行业情况。

图 4 2018 年建筑业营收增速较为平稳



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

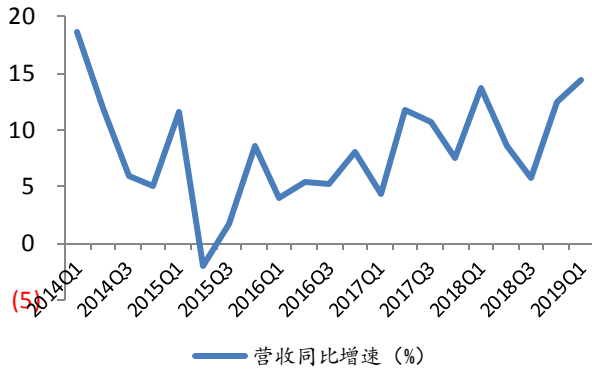
图 5 2018 年建筑业归母净利润增速下滑较大



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

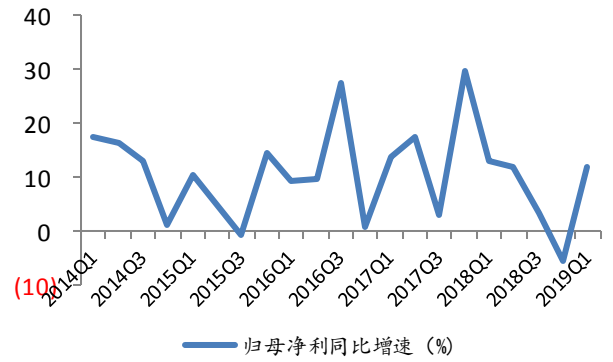
2019Q1，申万建筑行业的营收和归母净利润分别为 10953/328 亿元，分别同比增长 13.29%/11.84%，相较于 2018 年 Q4 的增速环比有所上升，说明基建补短板刺激有一定效果。

图 6 近年单季度营收同比增速



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

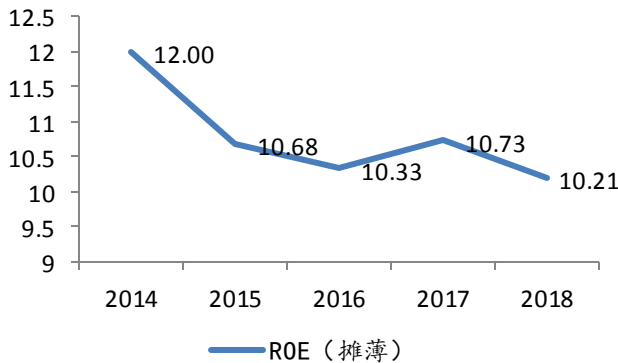
图 7 2 近年单季度归母净利润同比增速



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

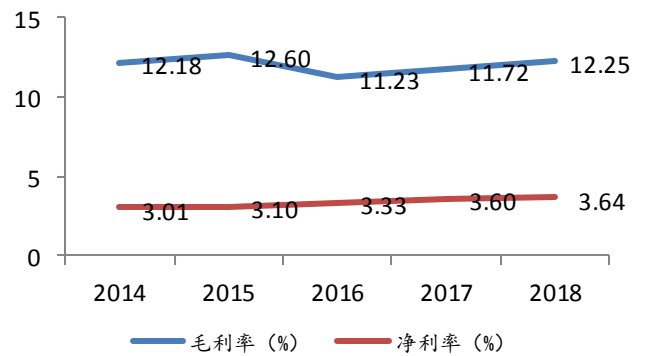
盈利能力方面, 2018 年申万建筑板块 ROE 同比下降, 利润率有所提升。2018 年申万建筑板块 ROE 为 10.21%, 同比下降 0.52pct。从毛利率和净利率来看, 2018 年行业毛利率为 12.25%, 同比提升 0.53pct; 行业净利率为 3.64%, 同比小幅提升 0.04pct。我们认为行业毛利率、净利率稳中有升, 但 ROE 有所下降的情况反映了建筑业结构调整, 去杠杆作用显现。

图 8 近年 ROE 同比增速



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

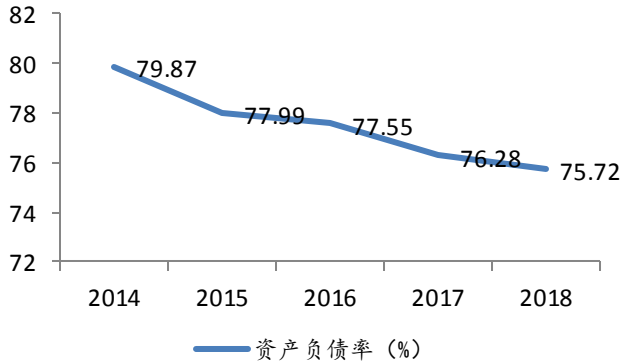
图 9 2 近年毛利率和净利率同比增速



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

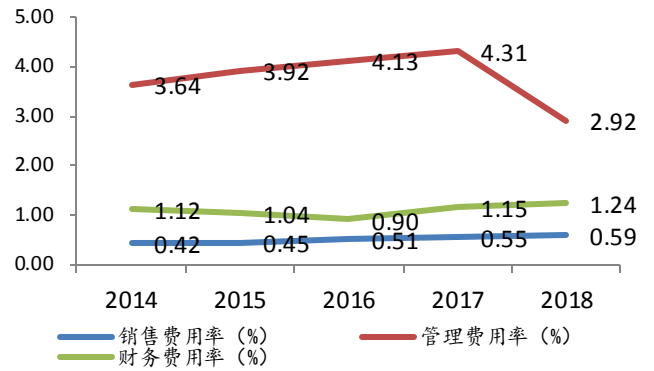
具体来看, 建筑业资产负债率进一步下行, 销售/财务费用率提升。在国家“防风险、降杠杆”的政策指引下, 建筑业的资产负债率持续下降, 2018 年资产负债率为 75.72%, 同比减少 0.55pct。随着“降杠杆”的推进, 下降趋势有望延续。行业 2018 年销售/财务费用率提升较为显著, 或与 2018 年度融资成本上行、企业为应对政策变化改变收入确认进度有关。

图 10 建筑行业资产负债率近年呈下降趋势



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

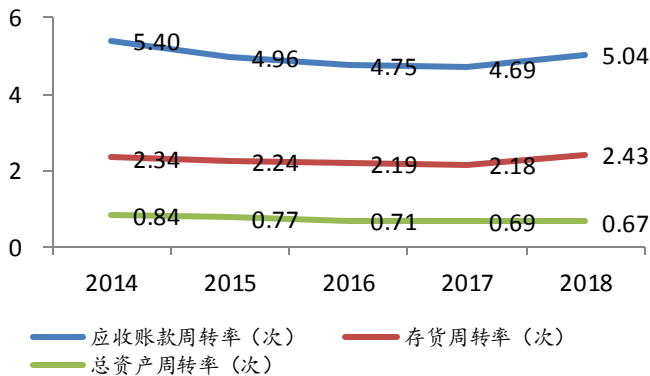
图 11 建筑行业三费率情况



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

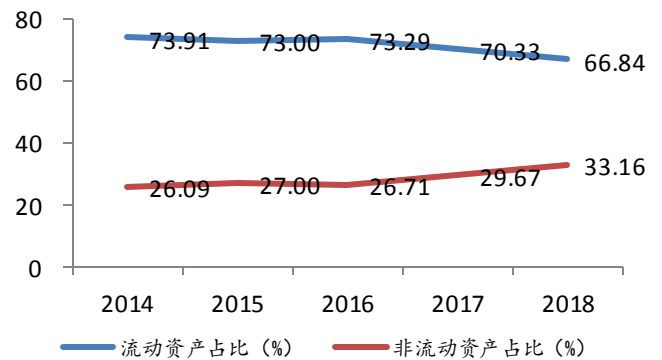
营运能力方面, 2018 年申万建筑板块应收账款回款改善, 但总资产周转率下降。2018 年在资金压力较大背景下, 建筑公司多加大了回款力度, 申万建筑板块应收账款周转率、存货周转率略有回升。但总资产周转率继续下降, 我们认为和非流动资产增速较快有关, 主要或受到大部分 PPP 项目落地及回款影响。预计短期内建筑板块营运能力整体难有很大改善。

图 12 建筑行业近年三项营运指标



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

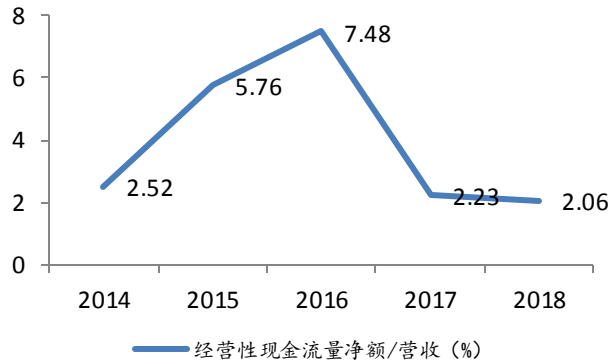
图 13 建筑行业近年非流动资产占比提升



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

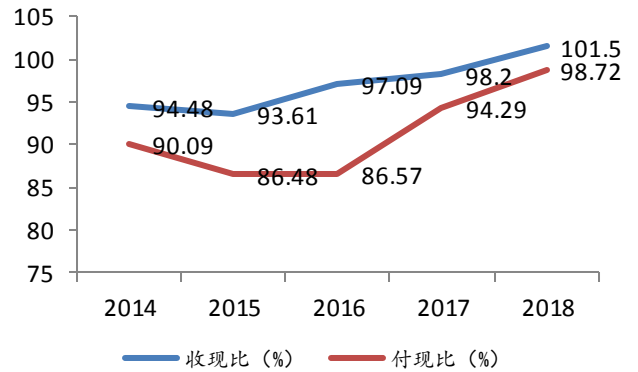
2018 年建筑板块收现比虽有所提高但受付现比拖累, 整体现金流/营收比未见改善。申万建筑板块 2018 年收现比达到 101.5%, 同比上升 2.86pct, 但同时付现比也同比上升 4.43pct, 整体经营性现金流净额/营收比仍延续恶化形式, 和去年融资环境偏紧有关。而从 2019 年一季度现金流情况来看, 建筑企业 2019Q1 经营性现金流净额-2844.15 亿元, 较去年同期多流出 365.16 亿元, 收现比 (109.6%) 较去年同期 (111%) 有所下降是现金流恶化的主因。需要继续关注现金流出增加是否能在后期有效带动企业预售账款转化及营收转化的速率。

图 14 建筑板块经营性现金流净额/营收情况 (%)



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

图 15 建筑板块收现比和付现比情况 (%)

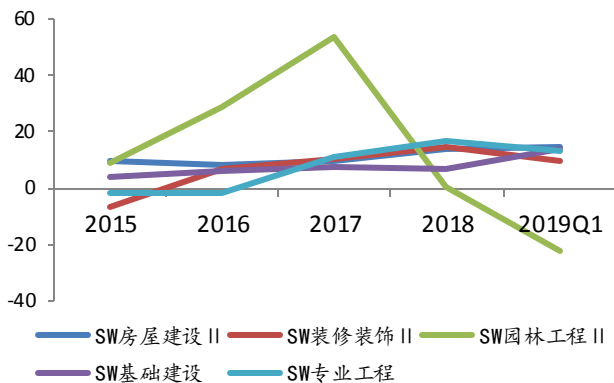


资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

1.2.2 子板块

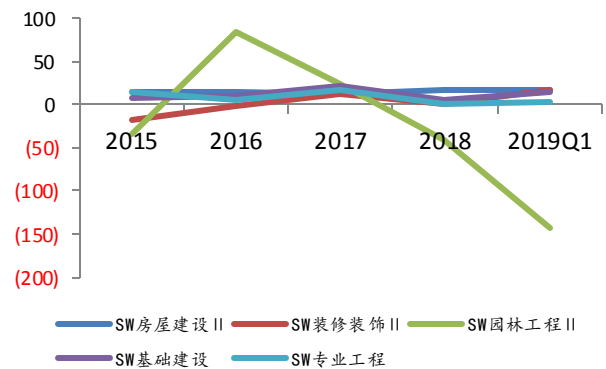
2018 年专业工程表现最佳, 园林板块业绩大幅回落。专业工程子板块在 2017 年业绩转正后延续向上趋势, 2018 年成为建筑板块中唯一营收和净利润同步增长的子板块, 营收、归母净利润增速分别为 16.97%、1.18%; 园林板块则受到政府去杠杆、PPP 项目整顿及民企融资难等影响, 业绩大幅回落, 2018 年其营收和归母净利润增速分别为 0.69%和-41%。

图 16 建筑各子板块收入增速情况 (%)



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

图 17 建筑装各子板块净利润增速情况 (%)



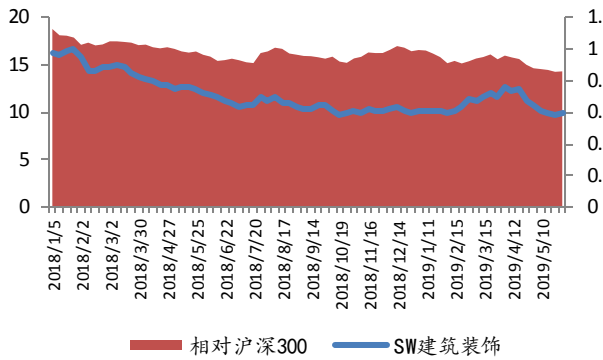
资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

2019 年一季度房建和基建业绩增速较去年同期有所增长, 园林依旧未见明显改善。2019 年一季报显示, 建筑子板块中房屋建设和基础建设净利润增速分别为 16.95%、13.6%, 较去年同期增速增长 1.65pct、5.02pct, 受益于地产新开工面积增速在一季度维持一定位置以及基建稳增长、地方政府和国企融资环境有所改善等影响。而园林板块资金面依然紧张, 收入增速下滑及财务支出加大使利润进一步被侵蚀, 其归母净利润增速在一季度同比由正转负, 下滑至-143%。若融资环境及对民企资金面政策有继续宽松现象, 预计园林企业在二季度或迎来业绩改善。

1.3 估值回顾

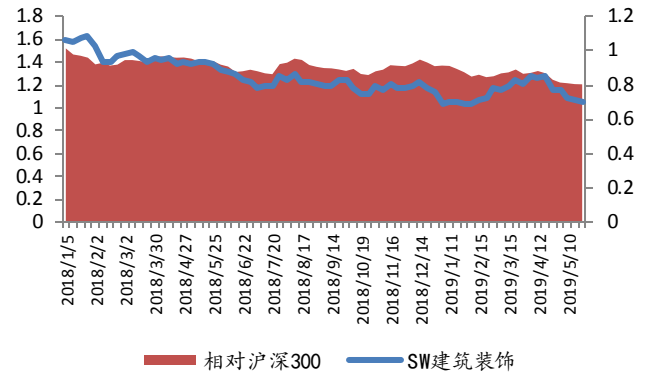
建筑装饰板块业绩和估值背离。2010 年以来，建筑板块净利润持续稳健增长，2010-2017 年建筑装饰板块归母净利润年复合增长率为 15%。而建筑板块市盈率则以 16.1 倍为均值，在 0.48-2.01 倍均值范围内大幅波动，其波动幅度远大于业绩波动。建筑相对沪深 300 的估值年初至今有一定下降，去年 6 月以来建筑与沪深 300PE (TTM) 的比值基本在 0.9-1 之间波动。近两个月比值有所下滑，可能与市场对未来货币市场进一步宽松预期及基建投资调节力度的不确定性有关。

图 18 建筑装饰板块绝对及相对 PE 估值



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 19 建筑装饰板块绝对及相对 PB 估值

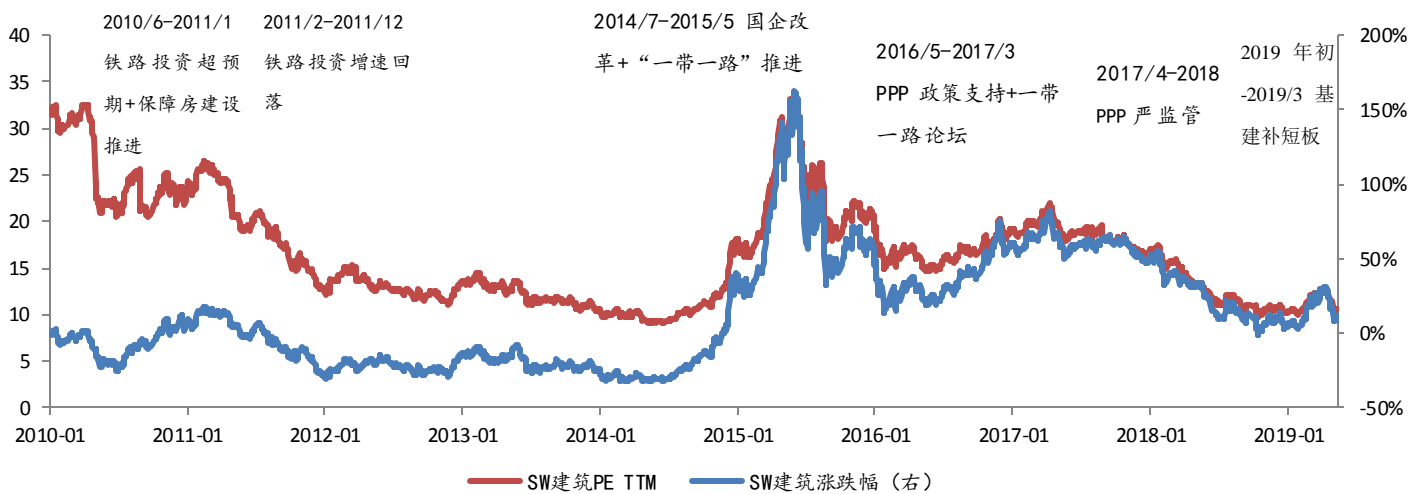


资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

政策预期和投资预期影响整体板块估值。

由于地产和基建均很大程度上受到国家政策的影响，因此政策会影响建筑股的估值水平。例如，2008 年 11 月，随着“四万亿计划”的推出，市场对基建投资预期显著提升，其后中国交建 H 股价最高涨幅接近 190%；2010 年，政府推进保障房建设，中国建筑国际 H 股价迎来显著上涨；2016 年 5 月，一系列 PPP 扶持政策的推动下，建筑板块估值出现明显提升；2017 年末至 2018 年初，“一带一路”高峰论坛的召开也显著提升了建筑板块的估值水平；2019 年基建补短板不断被提及重视，建筑估值也随大盘有所回升。

图 20 2010 年至今建筑板块整体市盈率（历史 TTM、整体法）

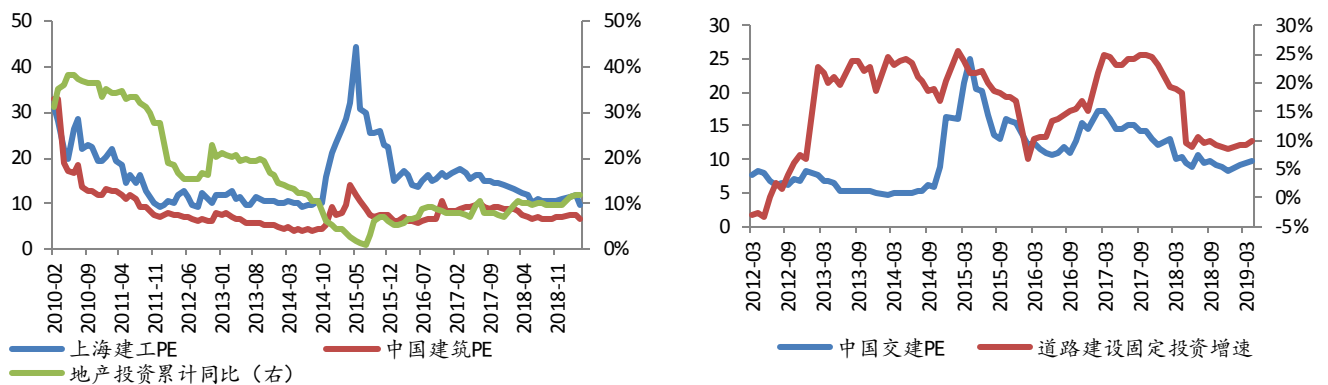


资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

由于建筑行业与地产和基建投资密切相关，所以市场对投资的预期直接影响到建筑股的估值水平。例如，2012 年底至 2013 年初，市场预期水利水电投资或加快，期间中国水电（现为中国电建）上涨近 40%；2011 年 723 甬温线铁路事故后，铁路项目大面积停

工，投资者对铁路投资预期降低，其后“两铁”A股股价均下跌超过35%，H股股价下跌约50%。

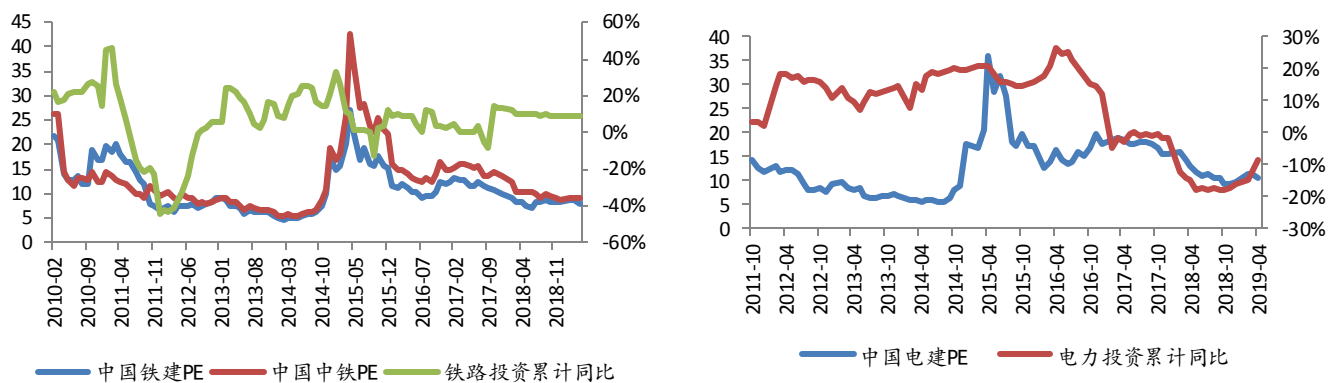
图 21 地产、公路固定资产投资增速与 A 股建筑公司市盈率情况



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 22 铁路、电力固定资产投资增速与 A 股建筑公司市盈率情况



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

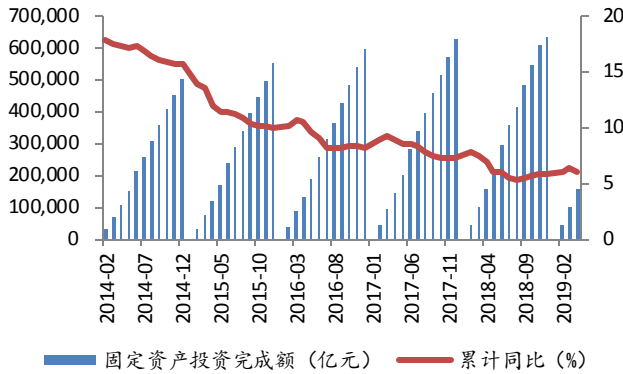
整体来看，建筑板块在 2019 年 3 月后估值再次下调，或与市场对后期投资增速成长空间、货币政策宽松空间以及政策力度持续性有所担忧，造成板块估值压制。预计短期内板块估值难有较大回调，中后期我们认为在经济下行压力依然存在的背景下，稳增长、扩内需依旧是政策重点，基建逆周期调节需求或继续加强，建筑的低估值水平或有希望保持平稳。

2. 2019 年建筑行业基本面回顾与展望

2.1 固投数据相对稳定，基建、房建边际向上

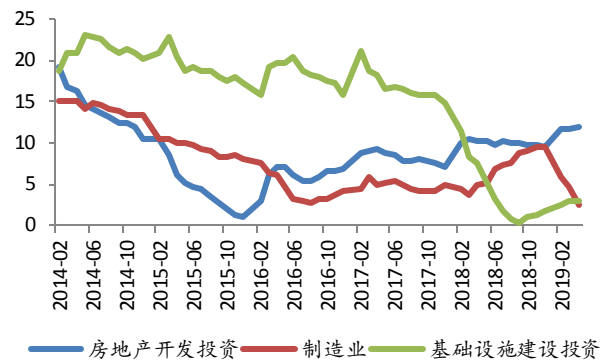
据国家统计局公布 2019 年 1-4 月数据，1-4 月全国固定资产投资 155747 亿元，同比增长 6.1%，受制造业拖累较 1-3 月增速下降 0.2pct，但整体趋势维持相对稳定增速；其中基建与地产投资温和复苏，制造业继续回落。

图 23 固投累计值及增速



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 24 三大细分子行业投资增速



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

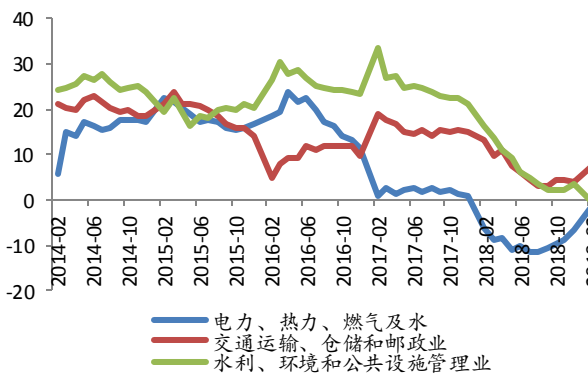
基建：托底作用显现，低基数效应下后续有望继续回升。

2019年1-4月，广义基建累计投资4.1万亿，同增3.0%，增速较前三个月微增0.1pct；狭义基建累计投资3.5万亿，同增4.4%，增速与前三个月持平。整体来看基建投资延续了温和复苏的态势。

分项目来看，交通运输投资增速仍处领先地位，电力热力燃气及水利则略有增长。2019年1-4月，电力热力燃气/交通运输/水利环境投资累计同比增速分别为0.5%/6.5%/0.1%，较前三个月分别变动-0.2pct/0.0pct/0.1pct。交运细分项目中，道路和铁路运输业固投累计额增速较年初均有所回落，但铁路投资额增速仍处于近五年较高水平。

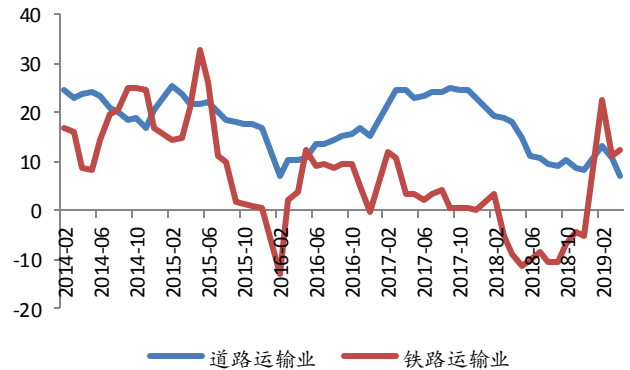
2018年4月后基建投资增速连续快速下滑，直至9月才出现反弹，因此5月-9月整体来看基数较低。前期基建补短板政策落地有望在投资数据有所反映，加上融资端数据仍较好，基建投资预计在二季度增速有望保持复苏态势。

图 25 基建主要项目投资增速



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 26 交运细分项目投资增速



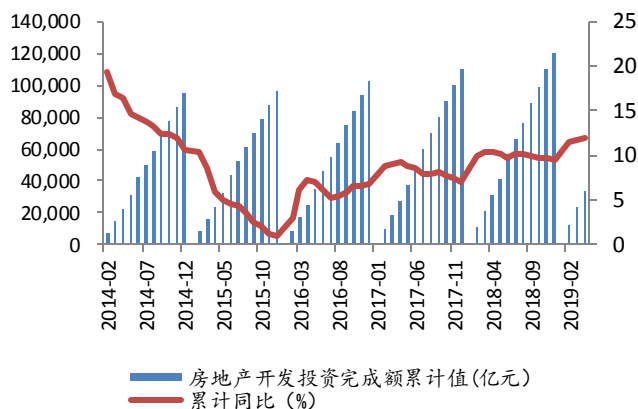
资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

地产：投资增速保持韧性，后续施工或向竣工端转化

房地产开发投资34217亿元，同比增长11.9%，较1-3月增速提升0.1pct；1-4月房地产新开工、竣工增速剪刀差依旧较大，分别为13.1%、-10.3%，较前三个月分别变动1.2pct和0.5pct。一般来说，竣工滞后销售2-3年，滞后新开工1-2年。但近三年新开工增速均保持在7%以上，而竣工增速则趋势下行甚至呈现负增长。2018年竣工和新开工剪刀差逐渐扩大，我们认为这或与去年下半年融资收紧下，地产公司多采取预售政策，加快新盘开工，但在收到预售款后又因资金限制放慢施工进度有关，这一形势继续延续至今年

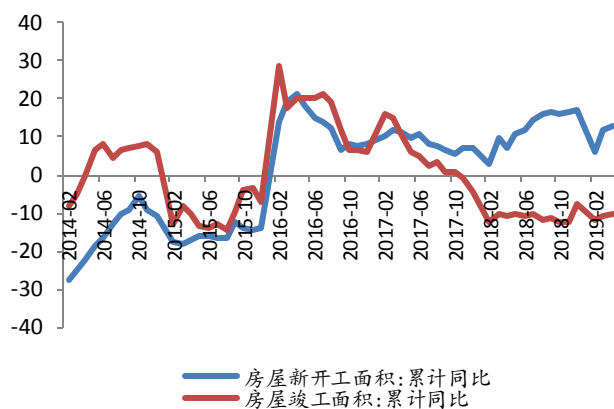
一季度。今年以来地产公司融资边际相对向好，我们预计在地产施工面积增速继续保持增势的背景下，施工面积向竣工面积转化为大概率事件，2019年上半年竣工面积增速有望得到改善。

图 27 房地产开发投资完成额累计额及增速



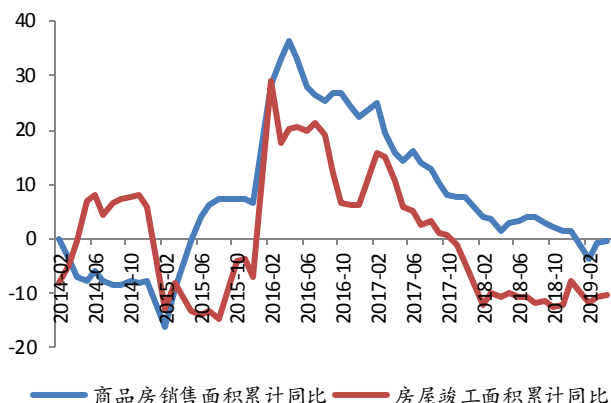
资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 28 地产新开工和竣工面积增速剪刀差扩大



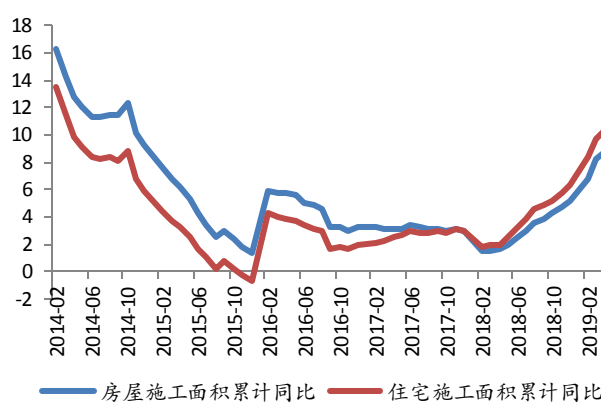
资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 29 地产竣工增速和销售增速近几年变化趋同



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 30 地产施工面积累计同比增速



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

2.2 融资环境有所改善

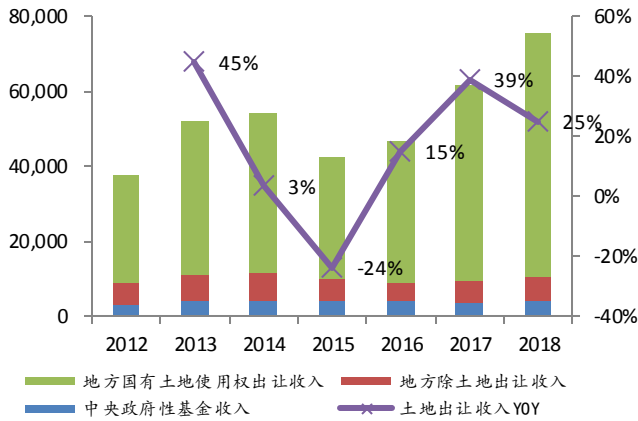
2.2.1 基建：政策支持下资金来源多有亮点

地方专项债提前发放利于平滑政府财政投资，加速基建建设

专项债券一般指地方政府为了筹集资金建设某专项具体工程而发行的债券，是地方政府开展基建的重要资金来源。

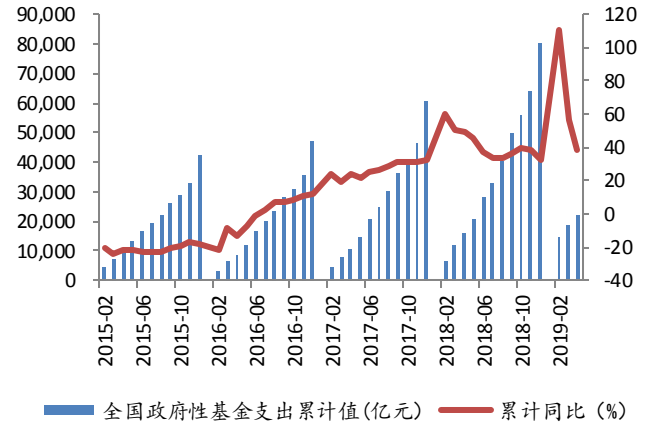
2016年以来政府性基金支出规模加速增长，2018年同比增长32.1%至8.0万亿元，主要得益于地方土地出让收入仍保持一定增速。但从支出明细来看，国有土地出让收入中仅有40%左右用于基建支出，考虑到政策对地产调控依然保持谨慎态势，预计后续国有土地出让收入中对基建支出的影响相对减弱，而近期政策大力支持地方专项债的投放，一定程度上使之成为自筹资金对基建投资贡献的亮点。

图 31 政府性基金收入来源



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

图 32 政府性基金支出累计值及增速

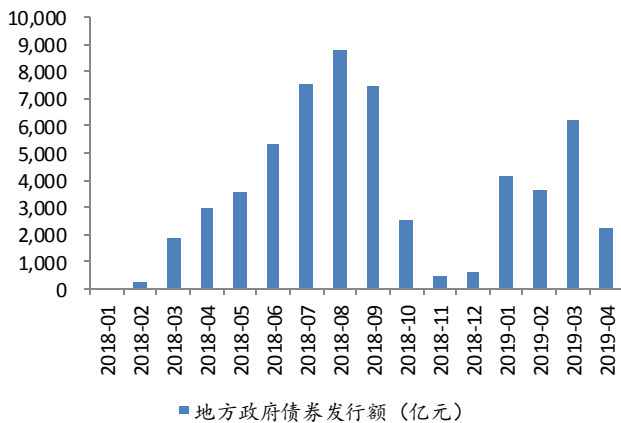


资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

2018 年底第十三届全国人民代表大会常务委员会第七次会议决定, 在 2019 年 3 月份全国人民代表大会批准当年地方政府债务限额之前, 授权国务院提前下达 2019 年地方政府新增一般债务限额 5800 亿元、新增专项债务限额 8100 亿元, 合计 13900 亿元; 同时授权国务院在 2019 年以后年度, 在当年新增地方政府债务限额的 60% 以内, 提前下达下一年度新增地方政府债务限额。2019 年《政府工作报告》明确提出, 今年计划发行 2.15 万亿元人民币地方政府专项债券, 与 2018 年政府工作报告中计划发行的 1.35 万亿相比, 2019 年计划发行规模增长了近 60%。

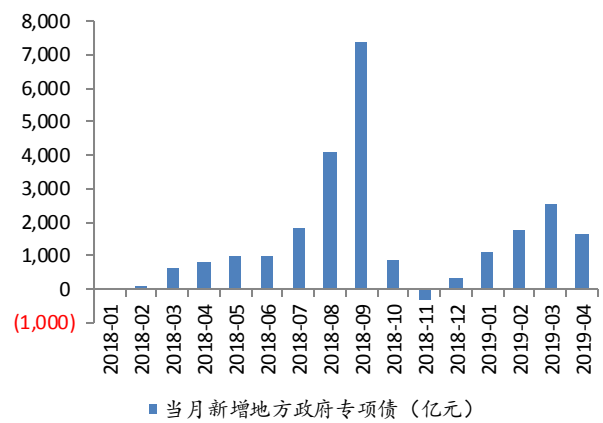
Wind 数据显示, 2019 年 1-4 月全国新增发行地方政府债 1.45 万亿元, 其中, 一般债券 0.66 万亿元, 专项债券 0.78 万亿。相比往年, 地方政府一般将专项债发放集中在下半年, 1 月份专项债券发放额均为 0, 今年政府专项债提前发放, 1 月即达到了 1088 亿, 这有利于缓解政府上半年财政缺少状况, 更大力度地支持基建相关项目投入。这也会对社融增速起到一定提振作用, 宽货币向宽信用的传导速度或加快。

图 33 2019 年前两月地方政府债券发放额大增



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

图 34 2019 年地方专项债提前发放



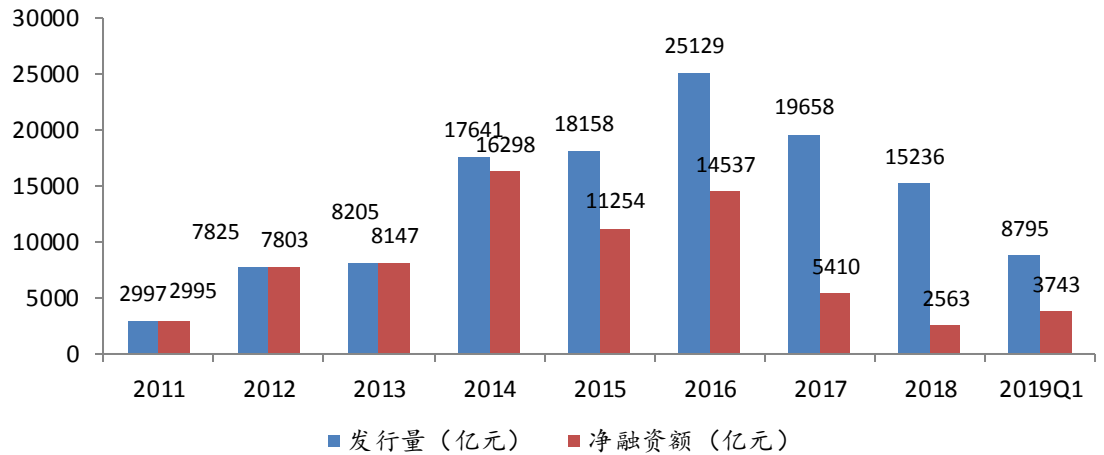
资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

城投债净融资额改善, 助力企业融资环境向好。

目前债券类融资种类繁多, 发行主体不一, 主要包括专项建设债、城投债、铁道债、信用债等。其中城投债的规模变动最为关键, 其余各类债券的发行规模都较小。城投债受利率上行、到期偿付高峰、合规及资本金比例双重约束的影响, 2018 年实现净融资 2563.81

亿元，延续了历年正向净融资态势，但净融资金量创 2012 年以来最低水平。2018 年 10 月以来，国办发〔2018〕101 号文强化政策微调放松预期，城投债融资增速大幅提升，为基建提供了重要的资金来源，预计将驱动基建投资增速回升。Wind 数据统计，今年一季度，城投债发行总量 8795 亿元，发行只数 1087 只，净融资额 3743 亿元，发行总量和发行只数创历史峰值，分别较 2018 年同期猛增 52%、80%，成为各债券种类中最强势品种。

图 35 2019 年 1-3 月城投债净融资额较去年大幅改善



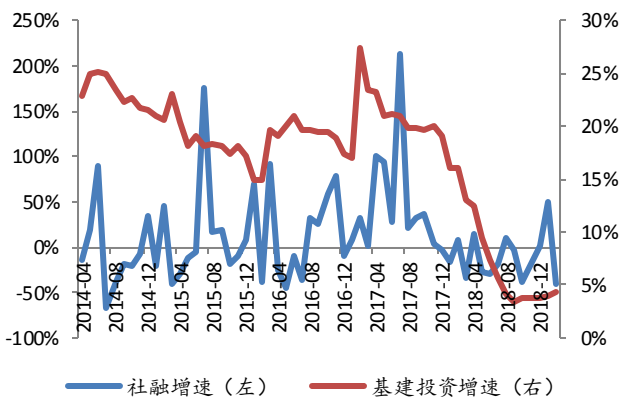
资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

基建国内贷款与社融、新增人民币贷款紧密相关。

社融反映了实体经济融资活动的意愿，当前的中国经济结构依然偏向投资主导，因此实体企业和政府部门的很大一部分融资都会用于固定资产的投资，从这个角度上看，社融应该是投资的先导指标。从历史数据看，社融拐点大致领先基建投资 1-2 个月，如果当前的社融拐点能够确认，基建投资将会率先在未来做出反应。

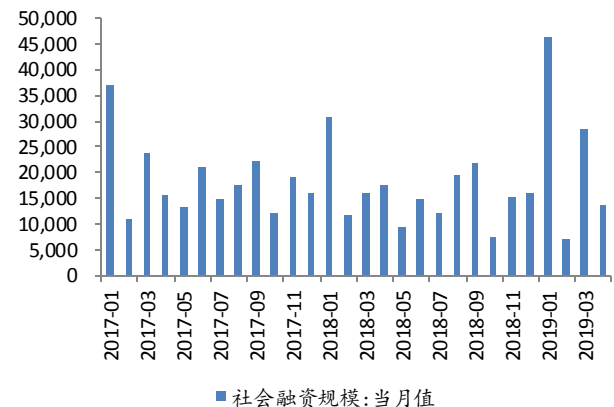
2019 年 1 月社融当月值 4.64 万亿，环比大增 3.05 万亿元，创下单月历史最高记录，其中新增人民币贷款 3.57 万亿，同比多增 8800 亿；社融存量 205.1 万亿元，同比增长 10.4%，相比上月回升 0.6%，为 2017 年 8 月份以来首次反弹。截至 3 月末社会融资规模存量为 208.41 万亿元，同比增长 10.7%。社融增速的反弹表明“宽货币”到“宽信用”的政策传导初见成效，利好建筑行业的资金面改善。

图 36 社融的拐点大致领先基建投资 1-2 个月



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

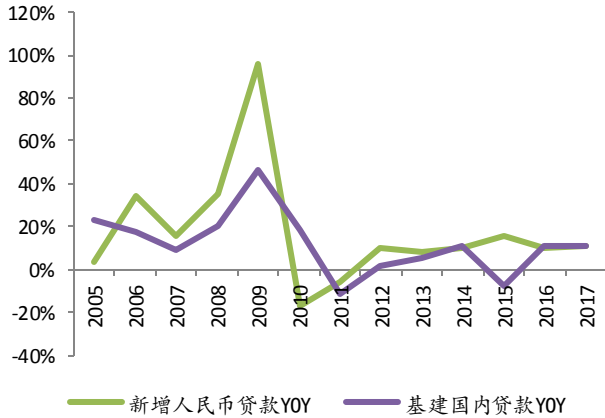
图 37 1 月社融规模创下单月最高历史记录



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

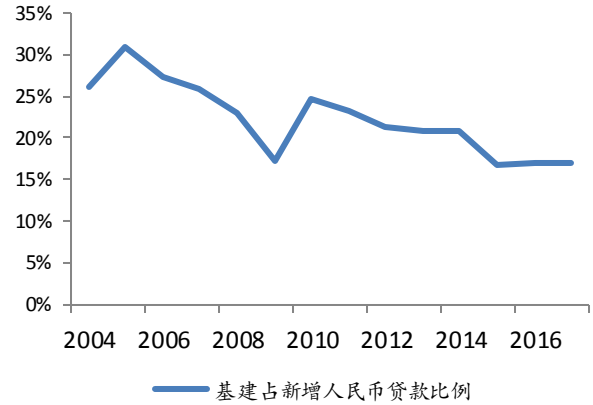
社融组成结构中人民币贷款一般占据主导位置，而基建国内贷款与新增人民币贷款增速变动趋势基本保持一致，2011年以来基建贷款占比稳定在17%左右。在资管新规出台，表外融资依旧较严监管的背景下，预计表内融资将加大力度，国内贷款有望复苏。据统计，2018年全国新增人民币贷款15.7万亿元，同比增长13.2%，连续六个月维持两位数区间增长；2019年1-4月累计新增人民币贷款7.2万亿元，接近去年全年的一半。后续我们预计全年信贷支持基建项目或进一步突出。

图 38 基建国内贷款和新增人民币贷款同比增速



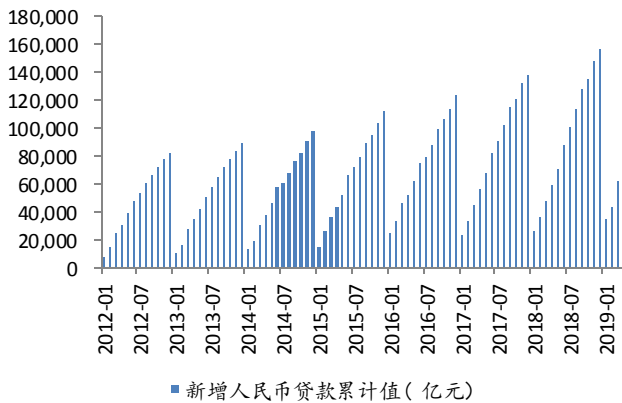
资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 39 基建国内贷款占新增人民币贷款比例



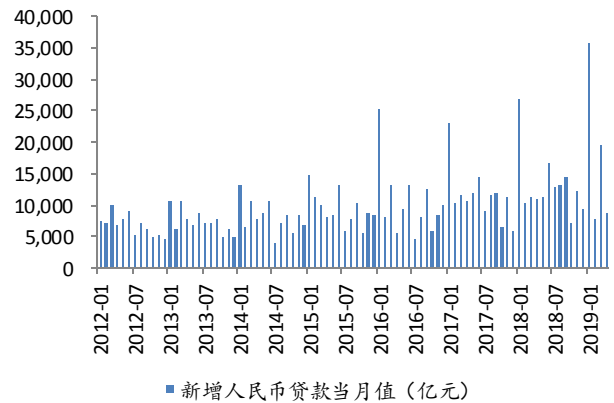
资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 40 新增人民币贷款累计值



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 41 新增人民币贷款当月值



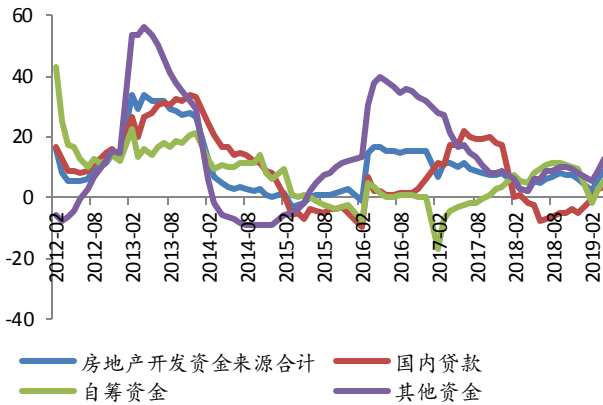
资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

2.2.2 房建：地产资金面边际改善

据统计局,2019年1-4月,房地产开发资金来源同比增长8.9%,增速环比提升3.0pct,同比升6.8pct。其中占比18%的国内贷款同比增长3.7%,在3月结束了连续十个月的负增长后继续回升;占比51%的其他资金同比增长12.79%,其中定金及预收款同比增长15.1%,个人按揭贷款同比增长12.4%;占比30%的自筹资金同比增长5.3%,增速均实现环比改善,地产资金面总体边际改善明显。

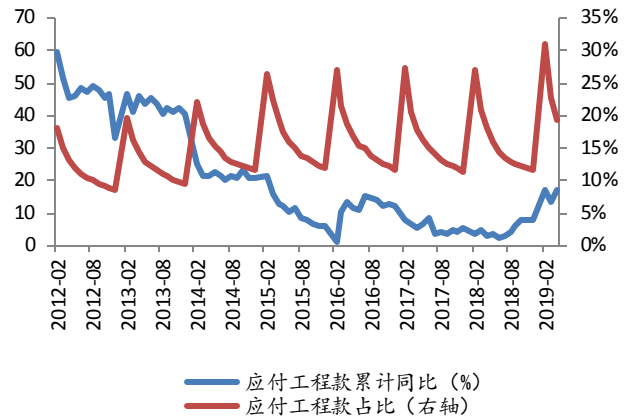
受益地产资金面改善,2019年1-3月房开资金来源中应付建筑企业工程款同比增长13.8%,增速环比下降3.2pct,应付工程款占房开资金比重为22.6%,增速较前值下降8.3pct,若未来房企融资能够持续改善,我们认为对改善房建产业链现金流具有积极意义。

图 42 房地产开发主要资金来源同比增速



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

图 43 房地产开发应付工程款同比增速 (左) 及占比 (右)



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

整体来看, 建筑业的货币环境仍是保持稳健偏松的趋势。近期对国际环境不确定性增加, 国内经济仍存在下行压力, 政府提出“六个稳”, 再次显示了逆周期调节的必要性。我们认为下半年货币政策仍会延续稳健偏宽松的导向, 整体好于去年四季度。

3. 投资策略: 紧跟政策导向, 把握成长性

内外环境压力下基建逆周期调节作用不可忽视, 建筑板块估值与政策导向紧密相关, 基建子板块今年以来滞涨最为明显, 在资金面、政策面边际向好背景下, 迎合政策热点、低估值、具有成长性个股值得关注。同时, 地产投资韧性依旧存在, 行业集中度提升逻辑下后周期产业装饰龙头有望进一步提升市占率。建筑子板块中的化学工程板块逻辑相对独立, 受地产、基建投资影响小, 可予以一定关注。

3.1 关注铁路、公路、轨交相关基建产业链, 央企、设计具备长期投资价值

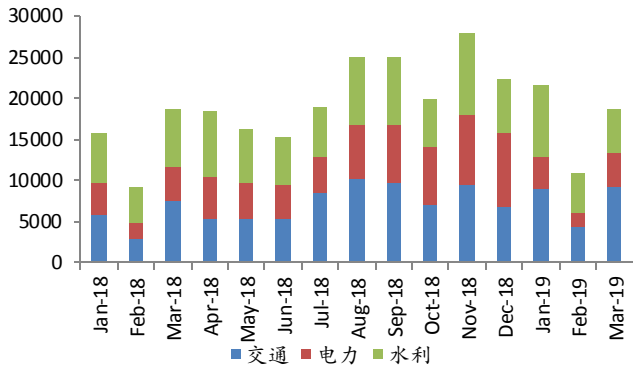
3.1.1 交通建设产业链投资需求稳定

随着基建“补短板”相关政策逐步推出, 基建的预期托底作用日益显现。不同于以往基建的反弹作用, 受“稳增长”同时“防风险”的政策指导下, 从基建投资结构上看, 中央“补短板”先行, 地方财政空间充足区域跟进。即意味着中央相关规划优先, 同时兼顾管控地方隐性债务。故铁路、公路、城轨产业链等符合中央十三五期间以及中长期规划的基建项目更易成为投资看点。

2019 年 1-3 月, 发改委全国投资项目在线审批监管平台申报基建投资项目金额为 48882.54 亿元, 同比增长 24.81%。分项目类型看, 3 月份水利类申报投资总额同比下降 25.07%, 交通类申报总额增长 19.72%, 电力类申报投资总额同比上升 5.67%。交通项目是拉动基建投资项目申报增长的最主要因素, 尤其 2 月份中央交通项目单月超 1600 亿申报额, 是历史最高之一。前端项目申报的储备充足, 在资金到位的情况下, 项目招投标和落地有望加快。

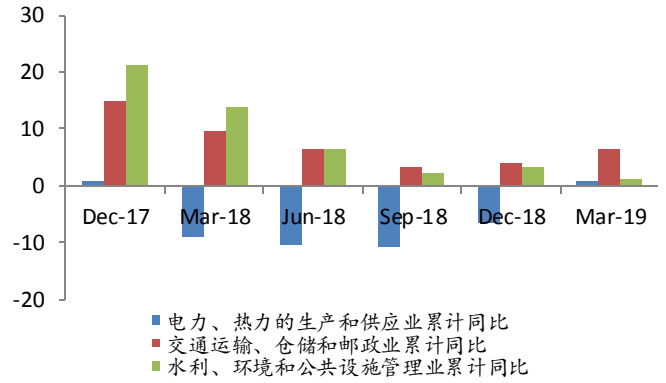
从基建分项增速也可以看到, 与轨道交通、公路、高铁等相关的交通运输所在分项在 2018 年 Q3 后迎来了逐步提升, 2019 年 Q1 增速为 6.5%。

图 44 2018 年 2 月以来基建项目各分项申报金额（亿元）



资料来源：发改委全国投资项目在线审批监管平台、东海证券研究所

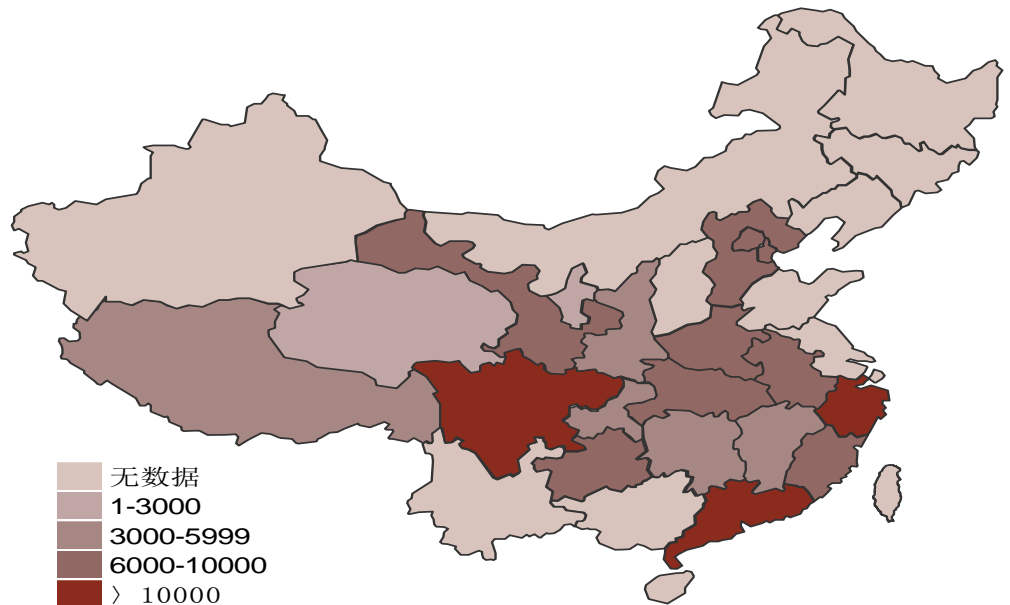
图 45 基建投资分项目增速情况（%）



资料来源：Wind 资讯、东海证券研究所

从交通投资区域来看，整体上中东部地区由于财政支持较为充足等优势，在投资规划额度上领先于西部地区。从全国各省的《“十三五”综合交通规划》文件中统计得出，广东省（14600 亿元）和浙江省（10962 亿元）为交通规划投资额最大的前两位，均处于经济较为发达的东部沿海地区；而规划投资最小的宁夏回族自治区（2597 亿元）和青海省（2852 亿元）均为西部地区省市。

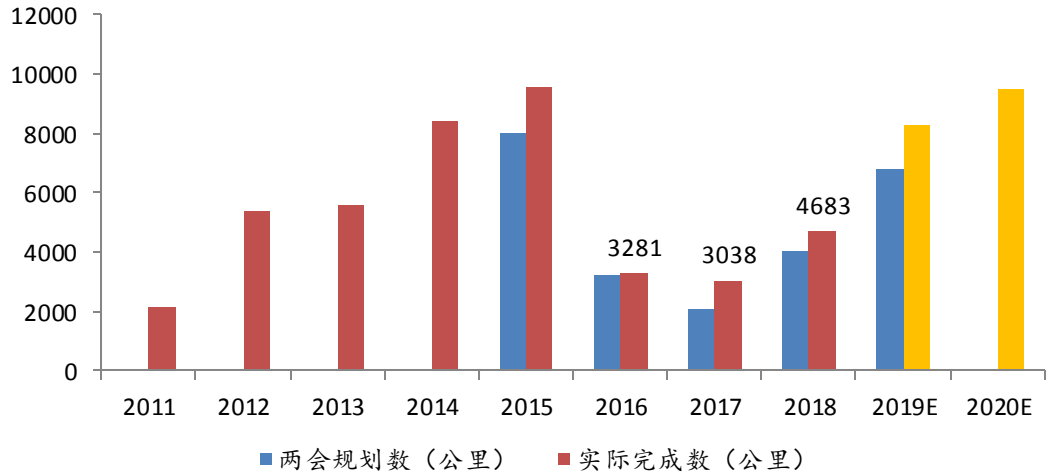
图 46 “十三五”各省综合交通投资规划示意图



资料来源：各省《综合交通“十三五”规划》文件，东海证券研究所

铁路投产将在未来两年进一步提速。近五年来我国铁路固定资产投资实际完成额稳定在 8000 亿元以上。根据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，到 2020 年，铁路营运里程将达到 15 万公里，“十三五”期间将新增 2.9 万公里，对比 2016-2018 年实际新增运营里程总计 1.1 万公里，仍有 1.8 万公里的需求空间。2019 年两会也再次明确将新增 6800 公里运营里程，相较 2018 年的 4000 公里同比增长 70%。对比“十二五”期间我国新投产铁路完成情况，我们认为 2019-2020 作为“十三五”的最后两年，铁路投产路线将进一步加速。

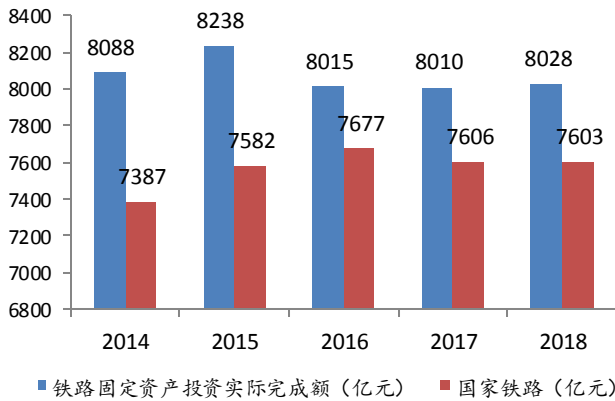
图 47 铁路投产将在未来两年进一步提速



资料来源：铁路总公司，东海证券研究所

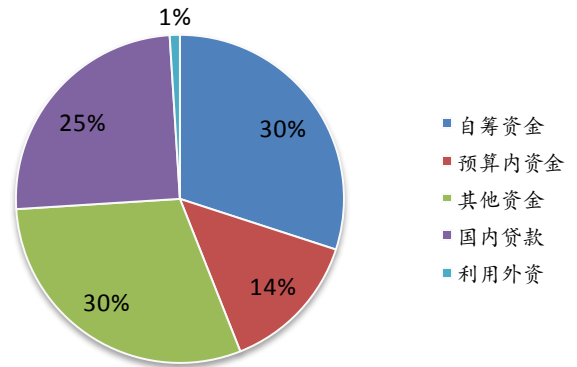
铁路投资近年总量稳定，以中央为主导。近五年来我国铁路固定资产投资实际完成额稳定在 8000 亿元以上，其中，国家铁路投资占比均在 90%以上。而从铁路运输固定资产投资资金来源划分来看，除了自筹资金，其他资金（主要是中央专项补贴款）占据了较重要的位置，也说明铁路投资主要由中央政府主导，资金来源较有保障，因此成为每轮基建投资的主要角色。

图 48 铁路投资完成额稳定，国家铁路为主



资料来源：Wind 资讯，统计局，东海证券研究所

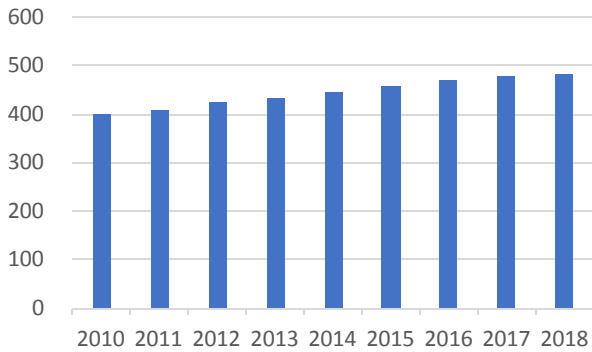
图 49 中央保障铁路投资资金来源



资料来源：Wind 资讯，统计局，东海证券研究所

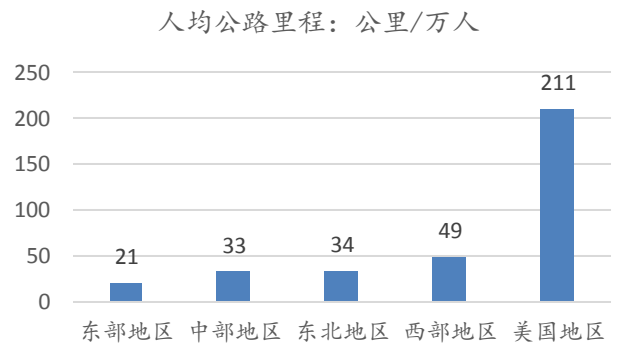
中国人均公路里程与发达国家相比仍有较大差距，公路仍有一定发展空间。2018 年年末全国公路总里程达 484.65 万公里，其中，高速公路 14.26 万公里，里程规模居世界第一。但是，若从人均公里数来看，我国各个区域公路人均公里数仍与美国相比具有较大差距。未来我国公路发展仍有一定空间需要追赶。

图 50 2018 年年末全国公路总里程达 484.65 万公里



资料来源: Wind 资讯, 统计局, 东海证券研究所

图 51 我国各个区域人均公路里程都远远低于美国

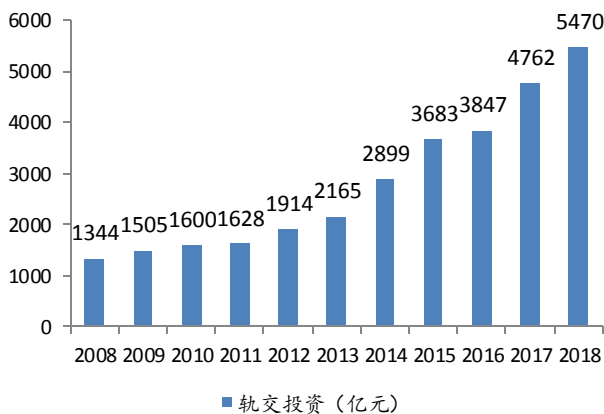


资料来源: 公开资料, 东海证券研究所

公路投资保持平稳。据交通部数据,2018 年全国累计公路建设投资达到 2.13 万亿元,自 2017 年公路建设投资突破 2 万亿元后继续保持平稳增势。截至 2019 年 4 月末,全国累计公路建设投资达到 0.52 万亿元,相较 2018 年同期 0.50 万亿元增长速度依旧平稳,预计 2019 年公路投资增速仍将维稳。

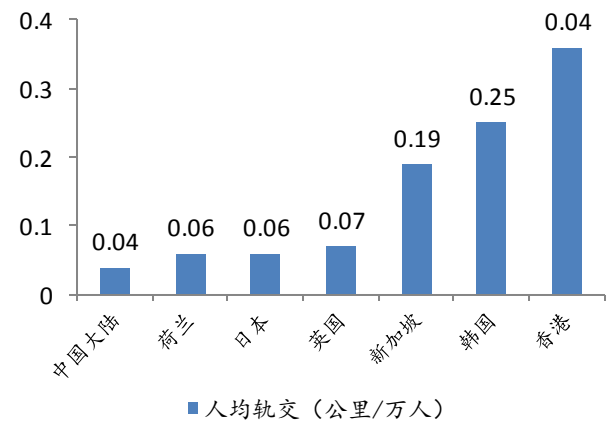
轨交年投资额超 5000 亿元,对标海外轨交需求广阔。截至 2018 年末,轨交项目投资额约 5470 亿元,同比增长 15%,三年复合增长率达 12%,仍处于快速发展阶段。轨交开通城市 35 个,运营总长达 5767 公里,轨交总长度位居世界之首,但人均轨交仍低,2018 年中国人均轨交仅 0.04 公里/万人,仍低于别国 2017 年人均数据:香港(0.36)/韩国(0.25)/英国(0.07)/日本(0.06)。

图 52 近几年轨交投资情况 (万亿元)



资料来源: Wind 资讯, 统计局, 东海证券研究所

图 53 我国人均轨交仍较低



资料来源: 公开资料, 东海证券研究所

发改委重启项目审批,轨交建设有望复苏。2010 年以来,国内各地掀起城市轨道交通建设高潮。部分城市轨道交通建设如火如荼的同时,也产生了一些城市轨道交通发展与地方财力和需求不匹配的问题。2017 年底,受内蒙古包头地铁项目被叫停以及防范地方系统性债务风险影响,发改委曾一度暂停了轨道交通建设规划审批工作。2018 年 7 月发布的《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》中,城市建设地铁的准入门槛进行调整,地铁审批对于地方财力、GDP、城区常住人口的要求均有所提高。之后规划审批工作才重新启动。在“加大有效投资”、“补短板”的政策推进下,发改委开始密集批复了长春、苏州、重庆、济南、杭州、上海、武汉七个城市的轨道交通建设规划,项目总投资达到 7500 多亿元。随着 2019 年这些批复项目的陆续开工,轨交建设有望迎来新一轮复苏。

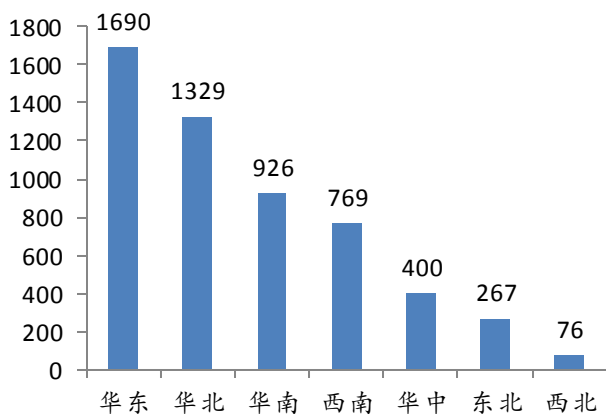
表 2 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目

	项目	总投资（亿元）
1	长春市第三期城市轨道交通建设规划	787.32
2	苏州市城市轨道交通第三期建设规划	950
3	南京至句容城际轨道交通工程	209.75
4	杭州市城市轨道交通第三期建设规划（增加投资）	577.6
5	济南市城市轨道交通第一期建设规划（增加投资）	229
6	重庆市城市快速轨道交通第三期建设规划（2018~2023 年）	455.7
7	上海市城市轨道交通第三期建设规划（2018~2023 年）	2983.48
8	武汉市城市轨道交通第四期建设规划（2018-2024 年）	1469.07

资料来源：发改委，东海证券研究所

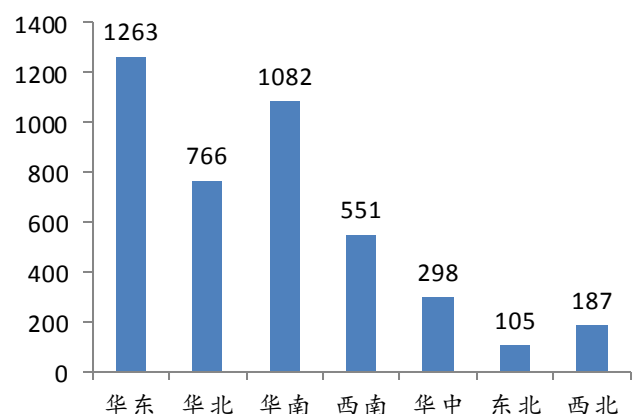
从区域来看，轨交建设偏重华东地区。到 2018 年，华东地区已运营的城市轨道交通运营线路总里程达到 1,690 公里，占全国规划总里程的 29.3%；在建的轨道交通运营线路里程达 1,263 公里，占全国在建总里程的 28.9%，是我国未来城轨建设核心地区。东部地区一般具有软土地质，本身具有建设地下设施的天然优势，又大多是经济较发达，人口密集的城市区域，对轨交类的交通设施具有更大的需求。轨道交通产业涉及设计、施工、机械设备、运营管理、原材料等各个产业。

图 54 各地区运营轨交总里程（公里）



资料来源：中国城市轨道交通协会，东海证券研究所

图 55 各地区在建轨交总里程（公里）



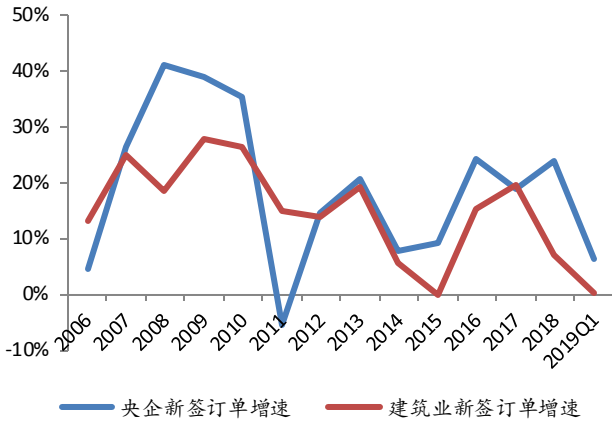
资料来源：中国城市轨道交通协会，东海证券研究所

3.1.2 央企国企优势明显

央企新签订单仍是建筑业增长主力，集中度提升下优先享受基建补短板落地效应。2017 年至今，受到宏观经济因素影响，建筑行业总产值增速放缓。从新签合同订单来看，建筑行业新签合同额自 2007 年同比增速下降了 18 个 pct，目前处于历史低位。考虑到订单转化需要 1-2 年时间，预计未来两年建筑业总产值难有较大提升。而新签订单额中，央企仍然依靠其雄厚的资金及资源实力，占比逐年提升。我们认为本轮基建补短板下，央企承接了更多的项目，未来也是推动行业产值增长的主力。短期来看，央企降杠杆可能仍将延续，但随着《政府投资条例》出台，未来政府投资类项目中政府对施工企业的付款周期有望缩短，一定程度带动央企资产周转率的提升（间接促进去杠杆），使其在降杠杆的同时接单能力受到的限制有所减弱。此外，央企在 16-18 年间承接的 PPP 项目未来逐步进入回购期，也有望在一定程度上改善其现金流。总体而言，央企在项目质量上的优势，有望

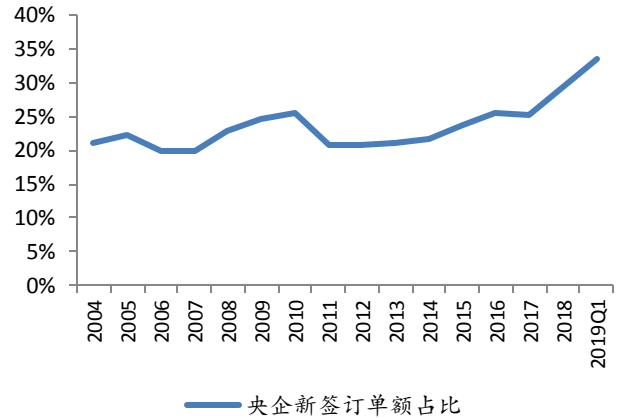
使其在行业进入规范发展时期后率先受益，财务报表的改善有望率先体现，使其在工程类业务的接单过程中具备更大优势。

图 56 央企与建筑行业新签订单情况



资料来源: wind 资讯, 东海证券研究所

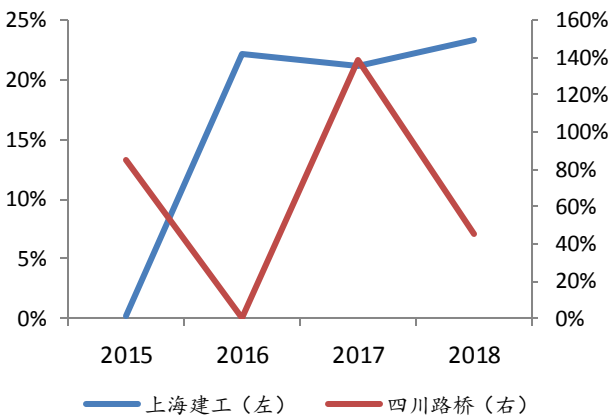
图 57 央企占新签订单明显提升



资料来源: wind 资讯, 东海证券研究所

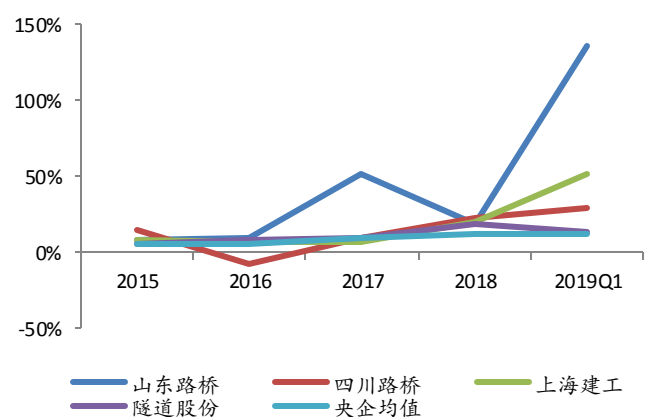
优质国企具有区域资源优势，有望受益国企改革进一步推动。2019 年以来，长三角一体化、粤港澳大湾区以及西部建设屡被提及和关注，区域热点较高，地方建筑国企有望享受区域建设投资加强的红利。从基本面看，2018 年在央企战略性控制规模的情况下，上海建工及四川路桥均取得订单高速增长。而 19Q1 从收入增速角度看，上海建工/隧道股份/四川路桥/山东路桥分别达到 52%/14%/30%/135%，平均值远好于央企 (12%)。除此之外，随着国企改革的进一步推进，地方国企制度更为灵活，考核激励逐步改善，及市场化资本运作的开展，也有望进一步激发地方国企的内在动力。

图 58 上海建工与四川路桥新签订单增速



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图 59 优质地方国企营收增速与央企均值对比



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

表 3 近期地方国企的激励事件及市场动作

公司	时间	事件
上海建工	2019 年 5 月	高管连续两年在业绩期后增持股票，与公司利益的绑定提升
隧道股份	2018 年 12 月	发布业绩增量奖励计划，管理层激励性薪酬与 ROE、收入业绩关联度提升
山东路桥	2018 年 12 月	子公司层面完成市场化债转股

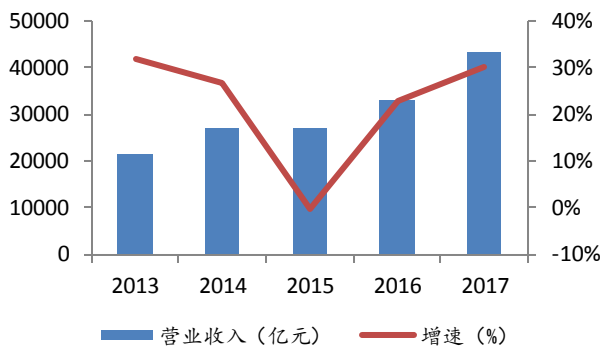
资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

3.1.3 堪设位于产业链前端，龙头受益市占率提升

勘察设计作为基本建设的开端，包含工程测量、工程地质勘察和工程设计三项内容。其中工程设计处于工程建设产业链的前端，是连接投资至工程成品实现的重要环节，对工程经济效益有着直接影响。工程设计领域涵盖军工、机械、公路、市政、建筑等 21 项子行业。

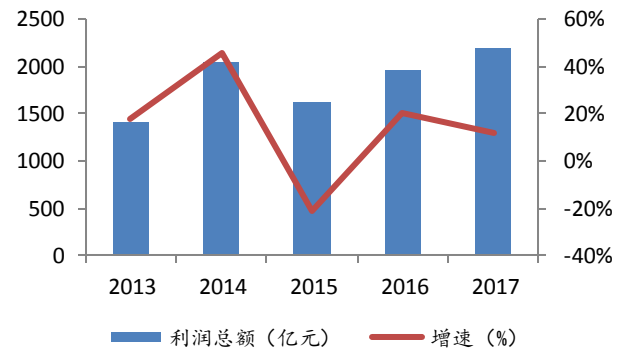
堪设行业整体景气度回暖，集中度仍较低。根据住建部《2017 年全国工程勘察设计统计公报》数据，2017 年我国工程勘察设计行业共实现营业收入 43391.3 亿元，同比增长 30.16%；实现利润总额 2189 亿元，同比增长 11.61%。而我们统计截至 2017 年上市的 17 家设计公司，其营收合计 235 亿元，仅为行业整体营收的 0.5%，堪设行业集中度仍有待提高。

图 60 我国工程勘察设计企业营业总收入



资料来源：Wind 资讯、东海证券研究所

图 61 我国工程勘察设计企业利润总额



资料来源：Wind 资讯、东海证券研究所

行业竞争加剧，并购成为企业持续发展重要趋势。勘察设计行业的竞争格局可以分为四大块：国家级部属设计院、各省级地方设计院、各地级市设计院以及境外工程咨询公司等类型。随着勘察设计行业市场化程度的加深，民营企业迅速崛起。相较于大型国有设计院，民营企业更具有地缘优势，经营方针更为灵活，也更易吸引社会资本参与。观察历年 ENR 和中国《建筑时报》主办的 ENR/建筑时报“中国工程设计企业 60 强”排名，民营企业的排名明显上升，如苏交科从 2010 年的第 37 名，到 2014 年的 22 名；很多民营设计院也第一次出现在了榜单当中。

观察国际市场不难发现，多家实现快速崛起的设计公司均有较为丰富的并购经历。这与勘察设计行业本身的特点不无关系。设计咨询类行业具有明显的地域特征，条块分割现象严重，因而企业往往选择熟知当地市场的优质企业作为并购对象，打入该市场；设计行业是智力密集型行业，人才流动频繁，高精尖人才需要更高的薪酬匹配，因此，对于资本雄厚的部分设计企业可以通过并购更快速的获得业务拓展所需的人力资源；设计细分领域众多，每个领域都有比较明显的学习曲线效应，若想快速取得多方面技术、人员，赢得更大范围的市场，与内部发展相比较，并购是一条捷径。因此近年来，上市勘察设计公司跨区域并购动作频频，例如苏交科在近几年通过并购实现了不错的成绩。

表 4 苏交科发展历程

发展阶段	时间	主要事件
上市前	1978	公司前身江苏省交通科学研究所成立
	2002	公司改制为民营企业
	2008	公司变更为股份有限公司
	2012	公司登陆上市
内生扩张	2012~2013	省内业务占比 50%-60%；工程设计咨询业务占比 75%以上； 并购杭州华龙、甘肃科地、江苏三联安全
加速省外拓展、 集团化开启	2014~2015	省外业务占比提升至 60%；拓展承包类及 PPP 业务，工程设计咨询业务占比 70%左右；2015 年“苏交科集团有限公司”正式挂牌；并购淮安院、厦门市政、英诺伟霆、中铁瑞威
多元化协同、 全球化开启	2016~至今	省内业务占比仅为 20%左右；战略联合全球领先的工程设计咨询服务商西班牙 EPTISA 公司；工程设计咨询业务占比 65%-75%左右；并购 TA（出售）、EP、中山水利、石家庄市政院

资料来源：公司公告，东海证券研究所

龙头设计公司市占率提升更快，强者恒强。我们认为未来随着国内建筑设计行业竞争愈加激烈，积极的并购并寻求上市融资的途径成为企业发展的大概率选择方向。而其中各大民营设计企业，尤其是上市公司具有市场和资金的优势，能够通过并购迅速掌握市场资源，获得突发式发展，在行业集中度提升的背景下，订单获取能力更强，市占率提升更快。

综上，铁路、公路、轨交基建产业链与政策方向相符合，是基建补短板的重点板块，而基建产业中央企具有较大资金优势，且有望优先受益行业集中度提升带来的集群效应，目前估值处于低位，具有长期投资价值；基建产业链前端的设计勘察类龙头公司也有望享受重点区域交通建设和市占率提升的红利，具备良好的中长期成长性。

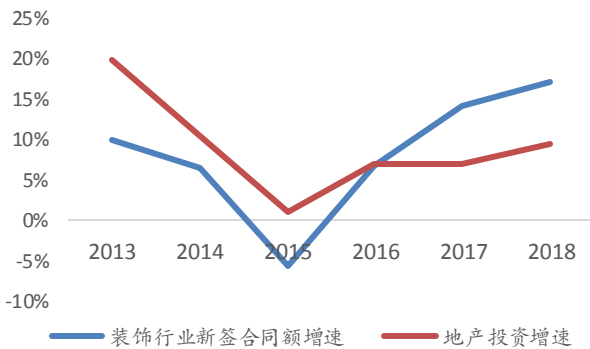
3.2 装饰受益地产竣工端预期改善和地产行业集中度提高

装饰行业订单增速在 2019 年仍有较稳增长趋势。作为地产的上游，装饰行业与地产投资息息相关，地产竣工面积增速也与装饰公司收入增速呈现相关性。从 2013 年到 2015 年，房地产开发投资的增速放缓，同年的装修装饰行业订单量增速也同步下降。到了 2016 年房地产开发投资的增速企稳并小幅回升后，装修装饰订单量迅速大幅反弹。据统计 2018 年 17 家主要上市装饰公司新签订单金额合计 1190.59 亿元，较 2017 年增长 17.13%，增速进一步提升。

另外，我们选取金螳螂与全筑股份两家上市细分业务龙头，发现其收入增速也与地产竣工面积增速变化呈现一定相关性。这是因为装饰业务一般在竣工前后确认收款，所以收入增速的改善也将与竣工增速改善同步。在前文基本面分析中我们也提到房地产投资边际有所宽松预期，地产资金面边际也有所改善，虽然地产竣工端仍未见明显修复，但地产施工端向竣工端的转化是种必然。在地产施工面积增速继续回升的态势下，竣工面积增速的反弹也将可以期待。地产竣工端预期改善下，作为地产后周期的装饰设计细分行业有望受益。

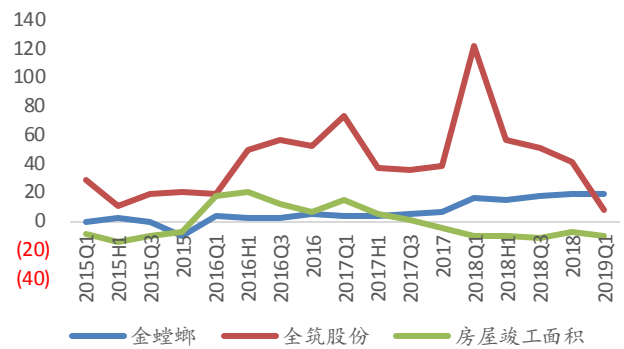
我们认为地产政策虽未明显放松，但在 2019 年 1-4 月地产投资数据大部分向好背景下，2019 年全年装饰行业订单获取仍有一定动力，行业业绩增长仍有看点。

图 62 装饰行业新签订单额与地产投资增速比较



资料来源：Wind 资讯、东海证券研究所

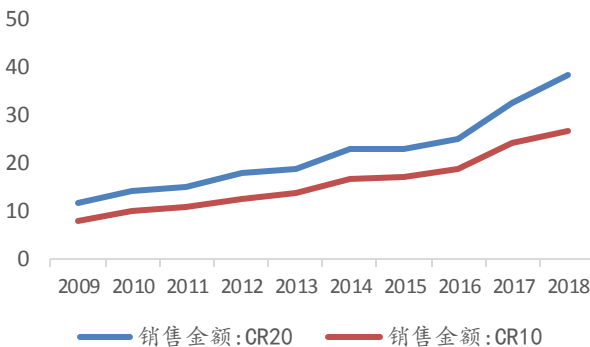
图 63 装饰细分龙头公司收入与竣工面积增速比较



资料来源：Wind 资讯、东海证券研究所

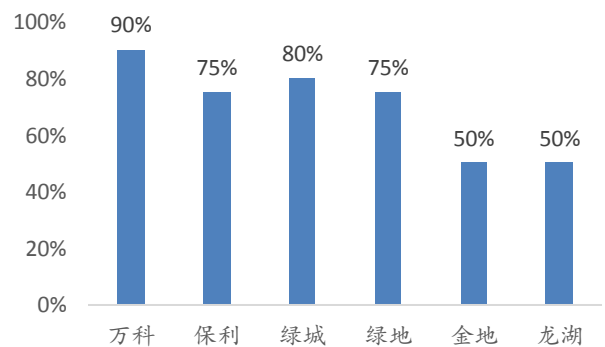
地产行业集中度快速提升，有助装饰龙头提升市占率，全装逐渐成为行业趋势。从房地产市场销售金额来看，近年地产行业集中度快速提升，上市装饰龙头合作比例较高的 CR20 的销售金额从 2013 年的 18.88% 快速攀升至 2018 年的 38.32%。下游地产龙头的集聚效应有望作用于合作方装饰企业，使之获得更多市场空间；地产龙头更高的抗风险能力和更快的周转速度也有利于装饰企业的账款回收。而大部分龙头房企多采用成品住宅交付，全装比例较高，随着龙头效应加剧，成品住宅占有将进一步提升，以全装业务为主的优质装修龙头或迎来发展机遇。

图 64 房地产行业市场集中度



资料来源：公开资料、东海证券研究所

图 65 部分龙头房企全装比例

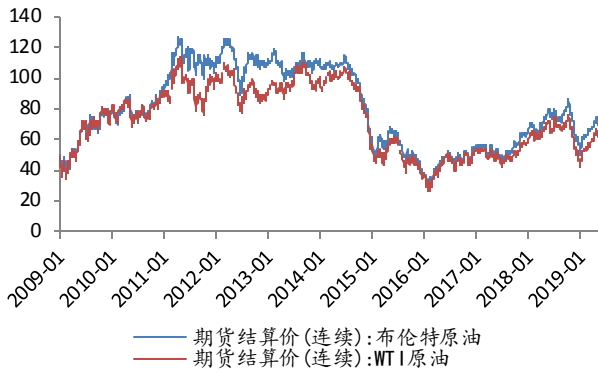


资料来源：公开资料、东海证券研究所

3.3 关注景气度较高的化学工程

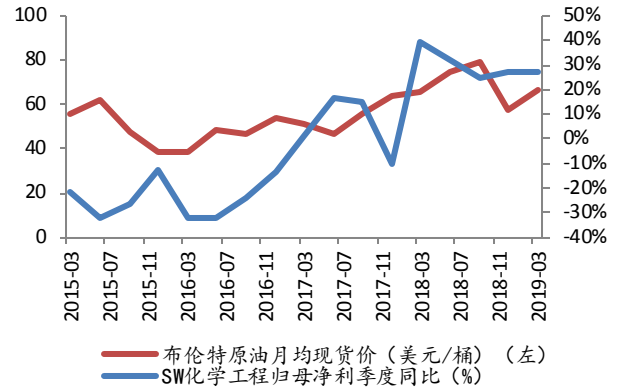
化建工程投资受基建、房建压制较小，与油价等市场化指标相关。化工企业利润与油价高度相关，从长周期看，油价在 14 年开始下跌，化学工程行业整体营收及利润同比增速均在 14 年末出现大幅下滑；油价在 2016 年中开始起底回升，化学工程行业营收及净利润同比增速在 2016Q3 开始同步复苏。

图 66 原油期货结算价格走势（美元/桶）



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

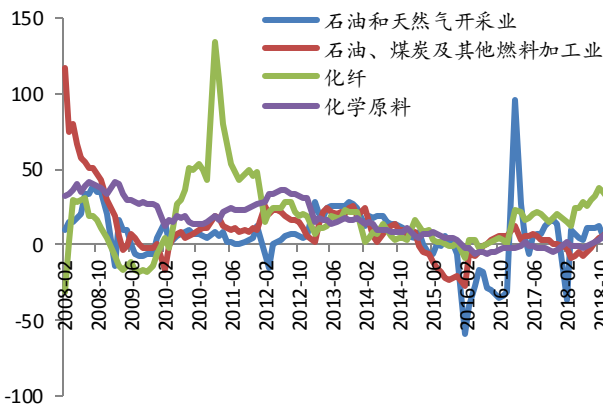
图 67 原油价格同化学工程行业单季利润增速具有高度相关性



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

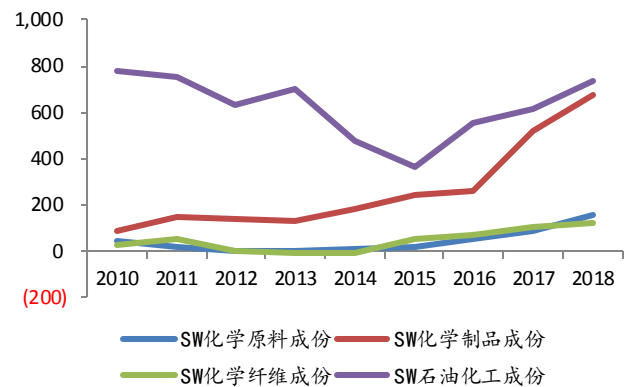
油价上涨改善企业盈利，刺激下游投产，化工产业链回暖。 化建工程市场规模主要取决于化工、石油化工企业的投资建设规模。2019 年至今，在持续数月的减产大背景下，现货强劲、委伊制裁、美伊对峙为油价带来支撑。石油化工属于成本驱动型行业，油价上升带动下游化工品涨价。下游化工企业（以化学原料、化学制品及化学纤维企业为代表）可以以低成本购入原材料，在油价上升期间，将化工品以较高的价格卖出，赚取库存收益。2018 年，沪深 A 股已上市石化和化工细分行业盈利普遍继续增长，企业的投资能力上升。另外，尽管油价在后市影响因素众多，但 2019 年一季度油价反弹重回上升通道后，各细分领域生产投资也随着回暖。石油加工业投资于 2016 年底触底回升，2019 年一季度累计同比增长 21%，增速同比上升 29.8pct；油气开采投资于 2018 年底回升，2019 年一季度累计同比增长 16.5%，增速同比上升 7.3pct。化学原料及制品投资增速也继续回升，2019 年一季度累计同比增长 11.3%，增速同比上升 11.5pct。

图 68 石油化工行业不同领域投资同比增速



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 69 沪深 A 股已上市石化化工细分行业归母净利润合计



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

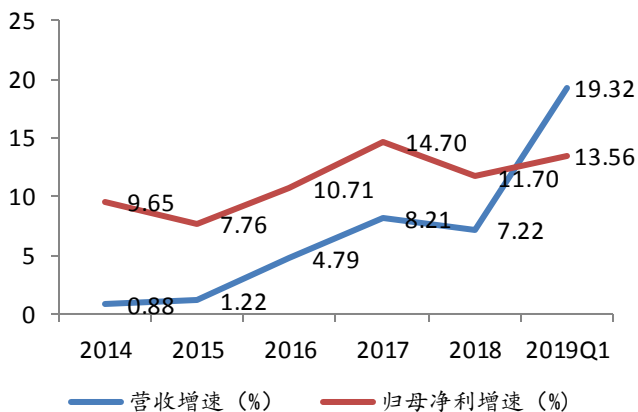
我们认为化工行业仍呈现一定景气度，行业龙头有望显著受益。 国内三巨头之一的中国化学 2018 年新签合同额达 1450 亿(+53%)，供给侧改革/退城入园助化工订单增 58%，其中油价攀升带动煤化工订单高增 181%；2019 年计划新签合同 1616 亿(+12%)，1-4 月公司新签订单合计金额 458 亿，同增约 40%，其中海外合同 187 亿，增长 96%；国内合同 271 亿，同增 16%。我们认为在一带一路以及国内新型煤化工的战略意义进一步增强的背景下，公司作为化工工程建设龙头，相关领域订单增速仍有望维持高位。

4. 关注标的概况

4.1 中国铁建

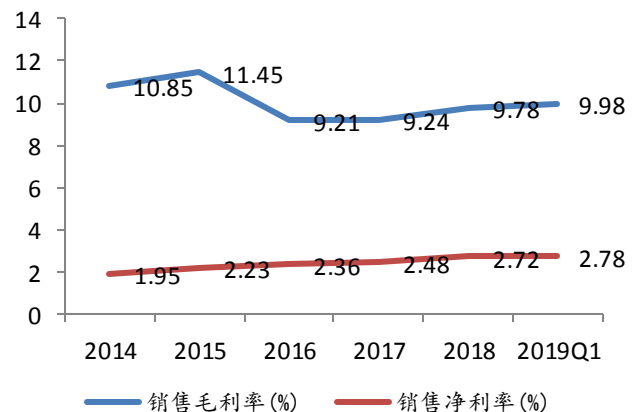
基建龙头，2019 年业绩提速明显，在手订单充足。公司是我国最大的铁路建设集团之一，主营铁路、公路、城轨等领域的基建工程，在高原、高寒、高铁等设计施工领域确立了行业领导地位。2019 年一季度公司实现营收 1570.89 亿元，同比增长 19.32%；归母净利润 38.86 亿元，同比增长 13.56%，业绩提速明显。截至 2019 年一季度末，在执行未完工订单为 28219 亿元，同比增长 10%，订单覆盖率 3.9 倍（较去年同期提升 0.1 倍），充足的在手订单保障未来公司持续稳健增长。

图 70 中国铁建营收净利增速情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 71 中国铁建毛利净利率情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

多元业务提供利润增长点，海外业务拓宽市场空间。公司除基建、房建的主要业务外，还发展了勘察设计、工业制造、物流贸易等多元业务。虽然它们的营收占比比较小，但是却成为了净利润重要的贡献点。2017 年公司勘察设计、工业制造、物流贸易三项业务合计只贡献了 12.3% 的营业收入，但却贡献了 35% 的净利润。主要得益于这些业务稳中有升的毛利率。另外，公司近几年也积极拓展海外市场，2018 年公司海外新签订单 1302 亿，同增 24.03%。

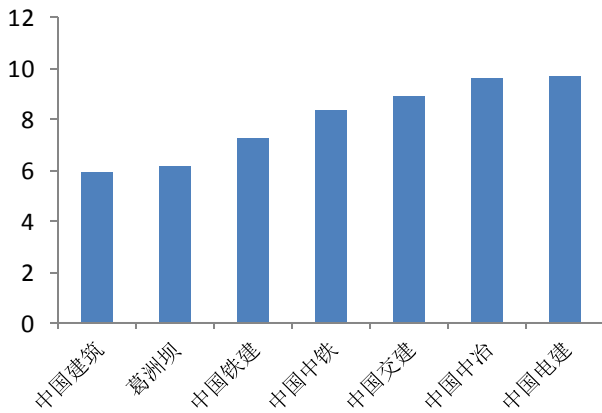
公司估值较低有望在市场回暖和政策驱动下回升。从历史估值看，公司目前估值处于历史低位。截至 2019 年 5 月 20 日中国铁建 PE (TTM) 为 7.44 倍。而公司和其他大型建筑央企比较，估值也处于较低位置。

图 72 中国铁建估值 (TTM) 历史变化



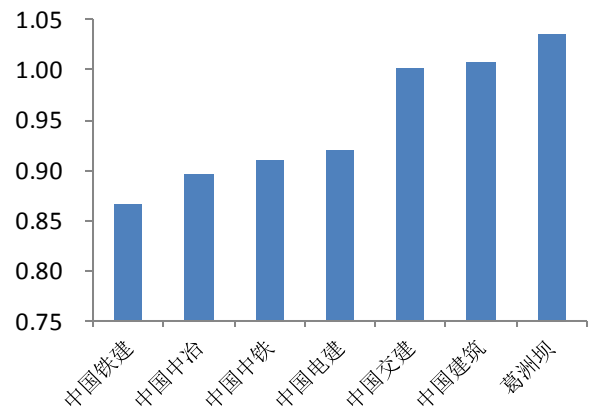
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 73 各大建筑央企 PE (TTM) 比较



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 74 各大建筑央企 PB 比较

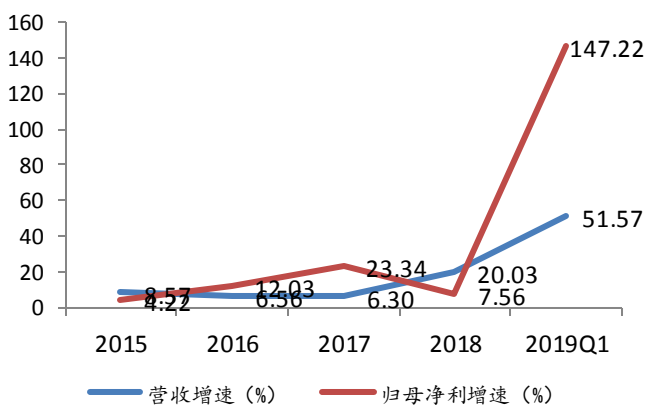


资料来源: Wind, 东海证券研究所

4.2 上海建工

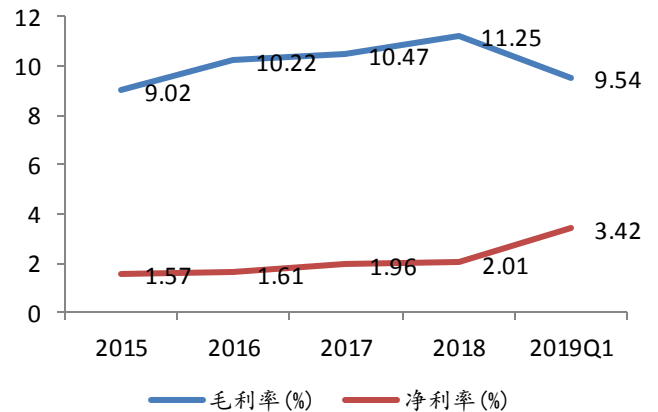
长三角建筑龙头，业绩稳健。公司作为上海市建设的重要承担企业，参与了 50% 以上市重大工程，并逐步在长三角地区形成了区域一体化的经营格局。当前形成了以建筑施工业务为基础，房地产开发、城市建设投资、设计咨询和建筑工业等多元化发展的完整产业链。公司 2019 年一季度营收增速同比提升 35.1pct 达到 51.6%，增速创近年新高；一季度归母净利润实现 13.17 亿，同比增加 147.22%，收入及归母净利润增速皆超预期。

图 75 上海建工营收净利增速情况



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图 76 上海建工毛利净利率情况



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

订单充足，后续有望充分受益长三角一体化发展。2019 年政府工作报告再提将长三角区域一体化发展上升为国家战略，编制实施发展规划纲要，未来发展有望按下“快进键”。公司最近三年订单复合增速 21.7%，2019 年新签订单目标为 3305 亿，同比增速 8.8%。未来随着长三角一体化建设推进，新签订单有望继续较快增长为业绩提供保障。

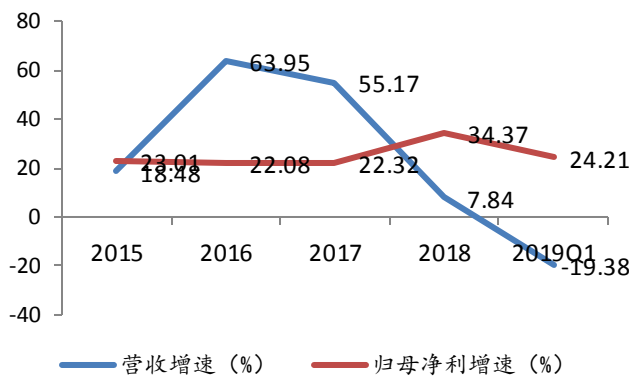
股东增持，业绩释放有动力。近日，公司 10 位董事、高管合计增持了 119.94 万股，增持股份占公司总股本的 0.013%，增持价格区间为 3.80~3.83 元/股，增持完成后，10 位董事、高管共持有公司股份 255.47 万股，占公司总股本 0.0287%，此次增持彰显公司高层对公司未来的发展信心。2020 年 3 月员工持股将到期解禁，当前持股成本约为 2.78 元/股，动力充足。

4.3 苏交科

内交建工程设计领域民营龙头，有望率先受益基建补短板。设计咨询产业位于基建产业链前端，有别于其他土建施工行业，具有轻资产的特点。随着基建补短板方向日益明确，而交建建设更显突出，公司作为此领域龙头，资质齐全，立足长三角，海内外均享有较高声誉，有望率先受益，政策托底为其业绩提供确定性。

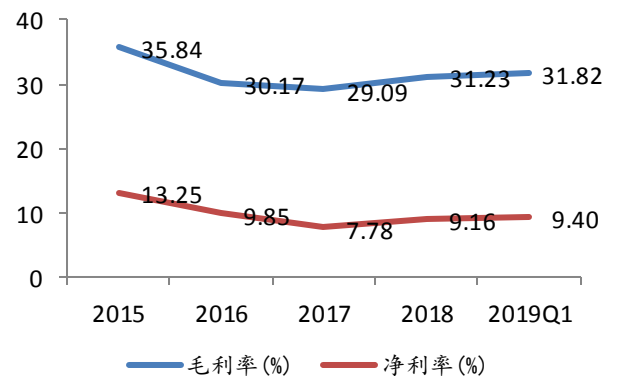
公司 2018 年业绩超预期，估值目前处于历史较低位。2018 年公司实现营业收入 69.94 亿元，同比增长 7.29%；实现归母净利润 6.07 亿元，同比增长 30.81%。公司归母净利润增速已连续六年超过 20%，2018 年更是重回 30% 区间，超出市场预期。2019 年一季度营收增速回落主要受去年出售 TestAmerica (TA) 的影响，剔除 TA 贡献，公司 2019 年一季度营收实际增速为 10.0%。估值方面，公司业绩与估值呈一定程度的正相关性。2013-2017 年公司平均 PE 为 27 倍，其业绩增速均大于 20%；2018 年业绩增速重回 30%，但目前估值仅为 17 倍，估值具有一定提升空间。

图 77 苏交科营收净利增速情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 78 苏交科毛利净利率情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 79 苏交科估值 (TTM) 历史变化



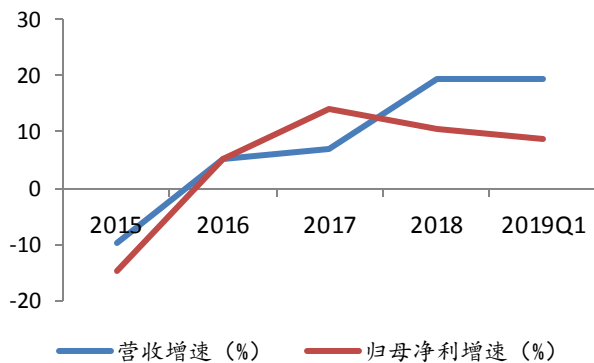
资料来源：Wind，东海证券研究所

事业伙伴计划有助公司员工激发动力。公司自 2017 年起实事业伙伴计划，若归母净利润同比增长超 20%，则事业伙伴以自有资金出资，公司按 1:1 的比例提取事业伙伴计划专项基金，共同认购资管计划份额。事业伙伴计划较长的锁定期有助于深度绑定员工和公司利益、激发员工活力、优化公司治理，保障公司长期发展。公司已成功实施第一期事业伙伴：参与计划的员工共 87 人，员工个人实缴认购款项总额约 2633 万元(公司按 1:1 缴纳专项基金、合计共约 5267 万元)，在二级市场买入公司股票约 551 万股/均价为 9.55 元。

4.4 金螳螂

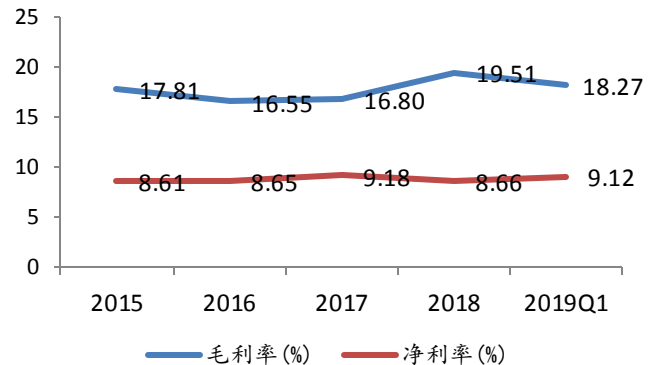
家装龙头积极拓展家装市场，创造盈利新增收。公司作为传统家装龙头，业绩稳健。收入增速自 2015 年触底后逐年提升，净利润稳健增长。近年开始布局家装及全装修市场，家装业务在收入端贡献提升，随着业务逐渐稳定放量，预计后期家装业务在利润端贡献也将释放。2017 年“金螳螂·家”开设门店 55 家，2018 年继续新设门店 23 家，截至目前合计已开线下直营店 173 家，实现点面结合的全国市场布局，2018 年互联网家装业务实现收入 34.3 亿元，同比增长 79%，对收入贡献率提升 4.55 个百分点至 13.7%。未来随着大量门店进一步整合至成熟运营，业绩有望继续加速释放。

图 80 金螳螂营收净利增速情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 81 金螳螂毛利净利率情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

受益基建增速回升、地产施工面积增速提升，公司订单继续稳增。公司 2018 年新签订单 392.3 亿元，同比+23.9%，其中公装订单 213.4 亿元，同比+7.0%，住宅订单 155.8 亿元，同比+57.9%。2019 年一季度新签订单 107.0 亿元，同比+30.4%，其中公装订单 63.3 亿元，同比+45.2%，住宅订单 38.3 亿元，同比+12.9%。2019 年公装新签目标 30%；C 端料将放缓店面扩张，旨在提高经营效率，家装订单目标 80 亿（同比+34.2%）。目前公司累计已签约未完工订单额为 602.6 亿元，为 2018 年营收的 2.4 倍，未来业绩保障较好。

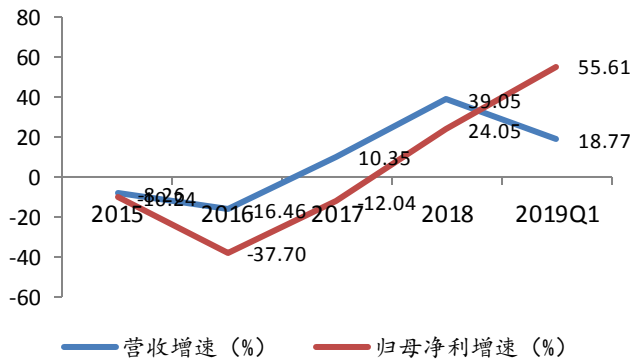
4.5 中国化学

化工工程建设龙头，受益化工景气周期，业绩回暖明显。公司具备完整产业链，先后承建了我国绝大多数化工、石油化工及煤化工项目和生产基地。受益油价回稳，化工行业仍处于景气周期，2018 年度，公司实现营业收入 814 亿元，同增 39%；实现归母净利润

19.3 亿元，同增 24%。2019Q1，公司实现营业收入 177 亿元，同增 18%；实现归母净利润 6.2 亿元，同增 56%。

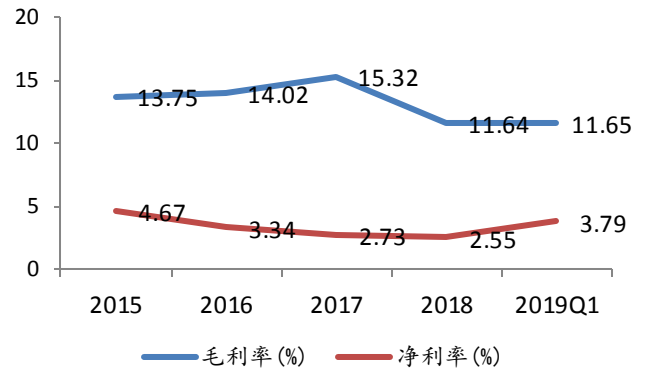
订单增速有望受益一带一路及国内新型煤化工改革维持高位。2019 年 1-4 月公司新签订单合计金额 458 亿，同增约 40%，其中海外合同 187 亿，增长 96%；国内合同 271 亿，同增 16%。公司 2018 年煤化工相关新签订单总额 252 亿，大幅增长 181%，后续该板块贡献收入有望显著提升。随着原油价格回升、退城入园需求释放、基建/投资类业务突破，公司订单有望持续高增。

图 82 中国化学营收净利增速情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 83 中国化学毛利净利率率情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

晟达 PTA 项目一次开车成功，后续减值压力有望减轻。公司之前旗下 PTA 项目于近期成功开车，公司于 2016-2018 年分别计提该项目资产减值 4.92 亿元、4.02 亿元、3.96 亿元，是过去三年的资产减值中主要组成部分之一。根据《PTA 资产租赁合同》，公司可获得稳定租金。后续减值压力也有望减轻，从而提升后续公司订单向净利润转化的确定性。

5. 风险提示

- 1、基建投资不及预期风险；
- 2、融资环境改善不及预期风险；
- 3、海外工程执行风险；
- 4、订单推进缓慢，业绩不达预期风险；
- 5、油价上涨持续性不及预期。

分析师简介:

吴骏燕, 法国克莱蒙费朗一大项目管理硕士, 2015年11月加入东海证券, 主要研究方向为建筑、建材。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8621) 20333619

传真: (8621) 50585608

邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 66216231

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089