



拥抱变革

——建筑装饰行业2019年下半年投资策略

作者：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

2019年6月22日

证券研究报告

核心观点

- 基建投资边际改善趋势有望延续
- 房屋竣工向好方向可期，装饰类企业业绩预期好转
- 拥抱变革，下半年不悲观

1、1H19建筑装饰板块回顾

2、关注基建投资、地产竣工的潜在变化

3、改革为建筑业带来了什么

4、投资建议

5、重点公司推荐

6、风险提示

1H19建筑装饰板块回顾

- 年度策略观点回顾
- 1H19年宏观及微观数据验证
- 1H19建筑装饰市场表现

年度策略观点回顾

19年年度策略中我们明确提出三条主线：

- 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
- 国际工程板块将受益于美联储加息动能减弱及“一带一路”峰会效应，带动新签订单边际改善
- 化学工程板块利润率将迎来改善

1H19年宏观及微观数据验证

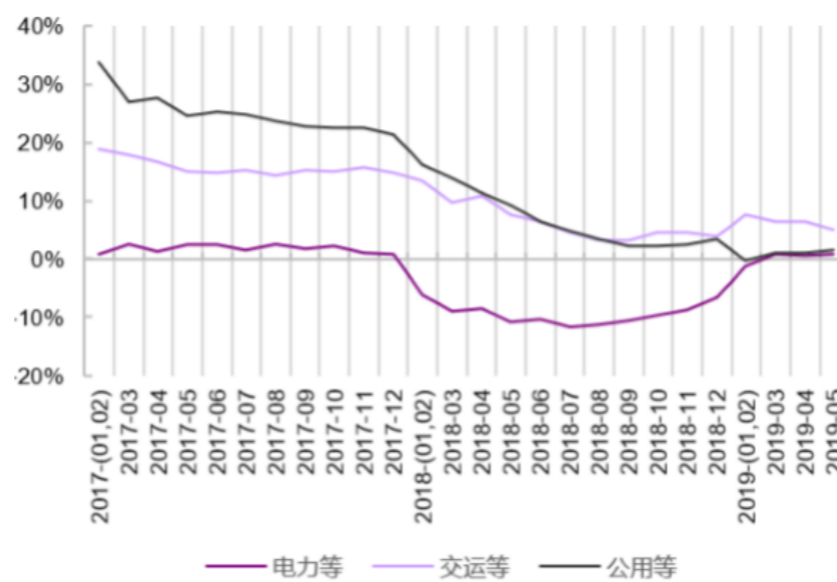
- 19年迄今基建投资边际改善，验证年度策略判断
- 建筑业新签合同、主要央企新签合同延续4Q18改善趋势

广义/狭义基建累计同比增速



资料来源：Wind，国家统计局，光大证券研究所整理

基建投资分行业累计同比增速



资料来源：Wind，国家统计局，光大证券研究所整理

建筑行业新签合同额增速（单季度）

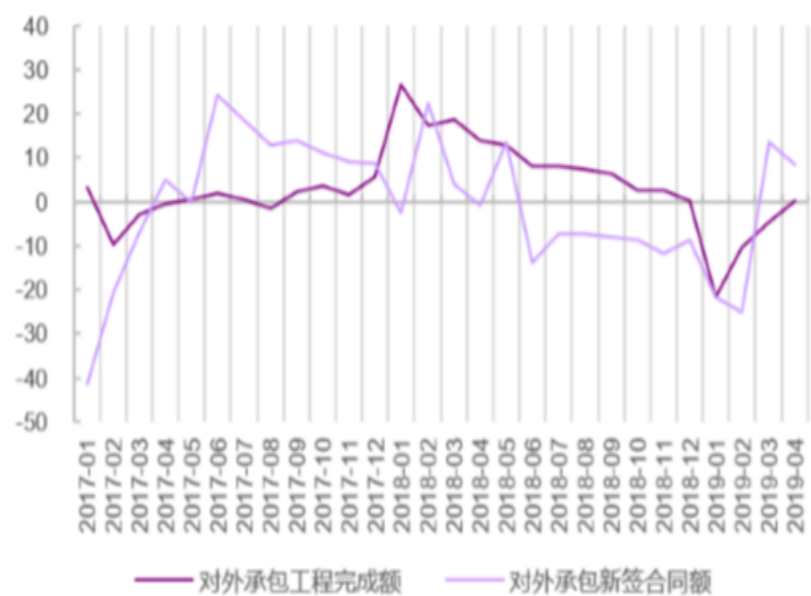


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1H19年宏观及微观数据验证

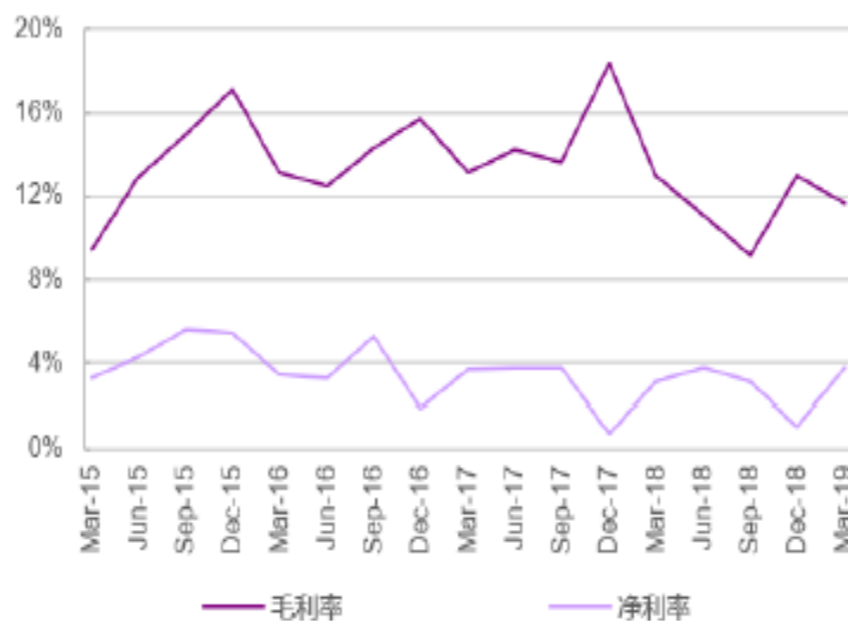
- 国际工程订单大幅增长，期待业绩逐步兑现
- 化学工程关注利润率持续改善

对外承包完成额及新签合同额累计同比增速 (%)



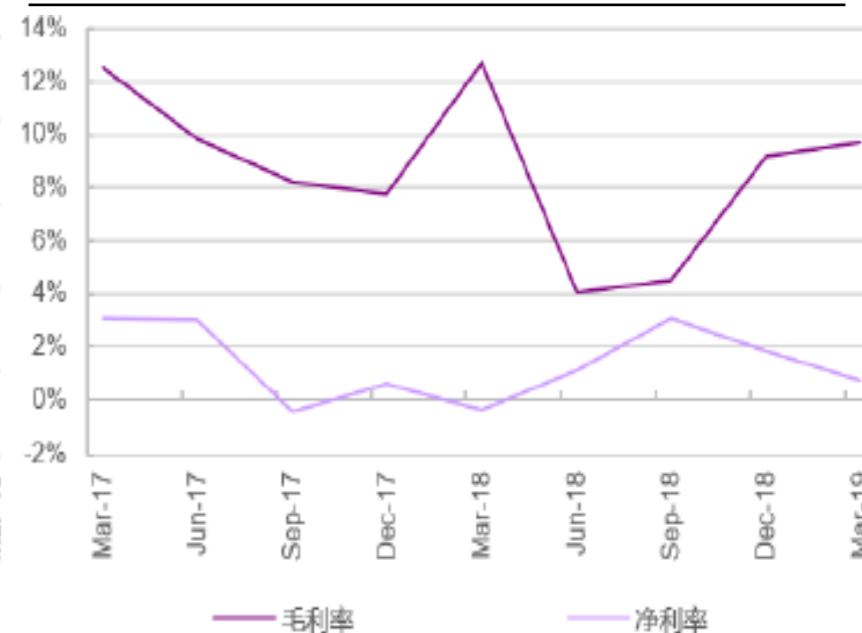
资料来源：商务部，Wind，光大证券研究所

中国化学毛利率、净利率 (单季度)



资料来源：公司公告

中油工程毛利率、净利率 (单季度)

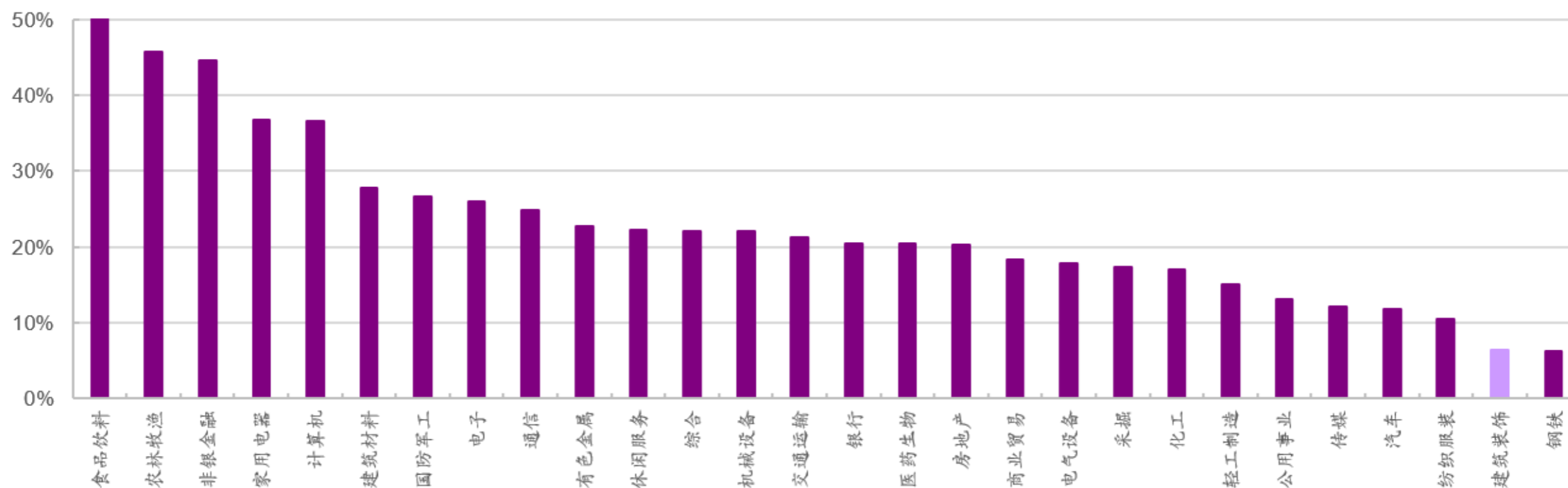


资料来源：公司公告

行业边际向上，但市场表现差强人意

- 建筑装饰板块倒数
- 基建建设、化学工程板块整体跑输沪深300
- 国际工程板块受市场对货币政策预期影响明显
- 装饰装修板块表现相对较好

建筑装饰板块19年涨幅倒数

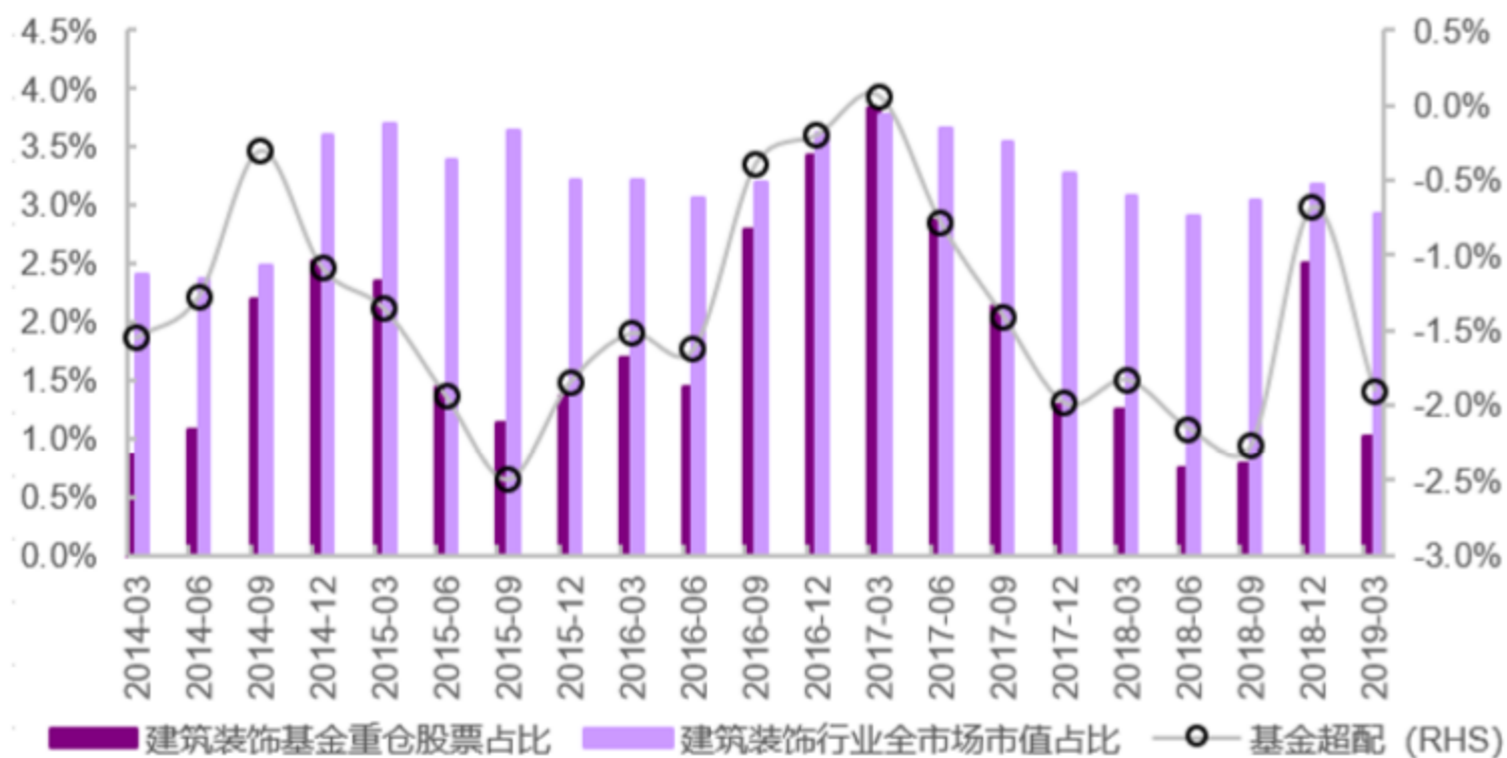


资料来源：Wind，截止2019.06.21收盘价

行业边际向上，但市场表现差强人意

- 建筑装饰板块涨幅倒数
- 基金持仓接近近年低位

建筑装饰行业基金重仓股票超配情况

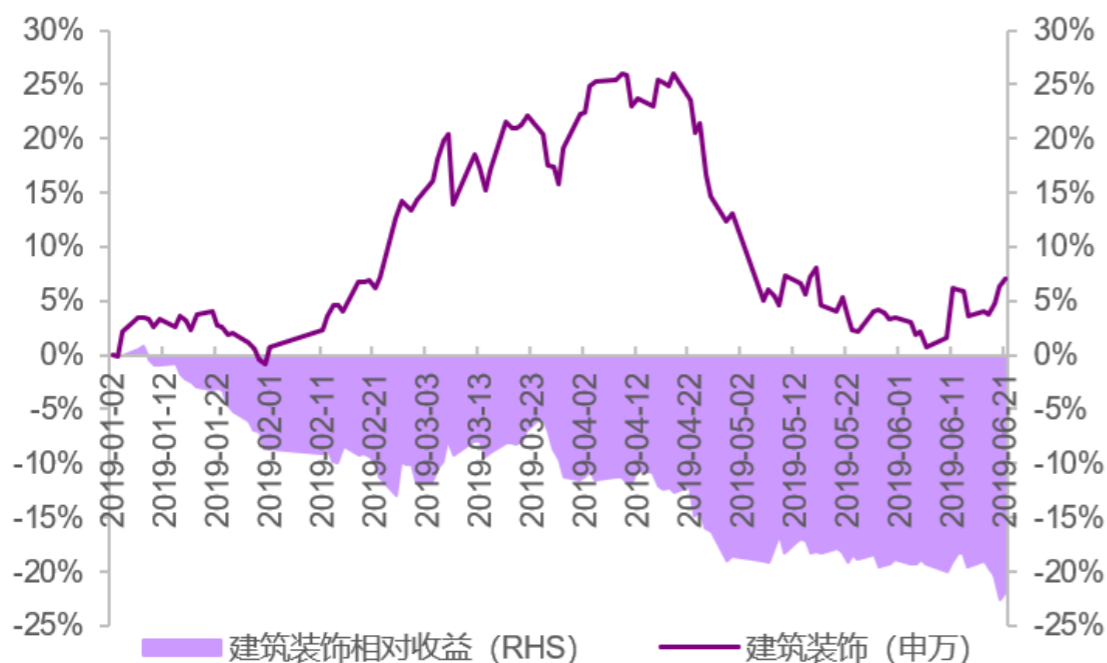


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

行业边际向上，但市场表现差强人意

- 建筑装饰板块涨幅倒数
- 基金持仓接近近年低位
- 板块估值接近历史最低水平

年初至今建筑装饰（申万）相对沪深300收益



资料来源：Wind，截止2019.06.21收盘价

年初至今建筑装饰（申万）PE_TTM走势



资料来源：Wind，截止2019.06.21收盘价

关注基建投资、地产竣工的潜在变化

- 基建投资边际改善趋势有望延续
- 房屋竣工向好方向可期，装修装饰类企业受益

基建投资边际改善趋势有望延续

- 基数效应或使2H19基建提速
- 融资环境持续改善，基建投资边际改善趋势有望延续

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

房屋竣工向好方向可期，装饰类企业受益

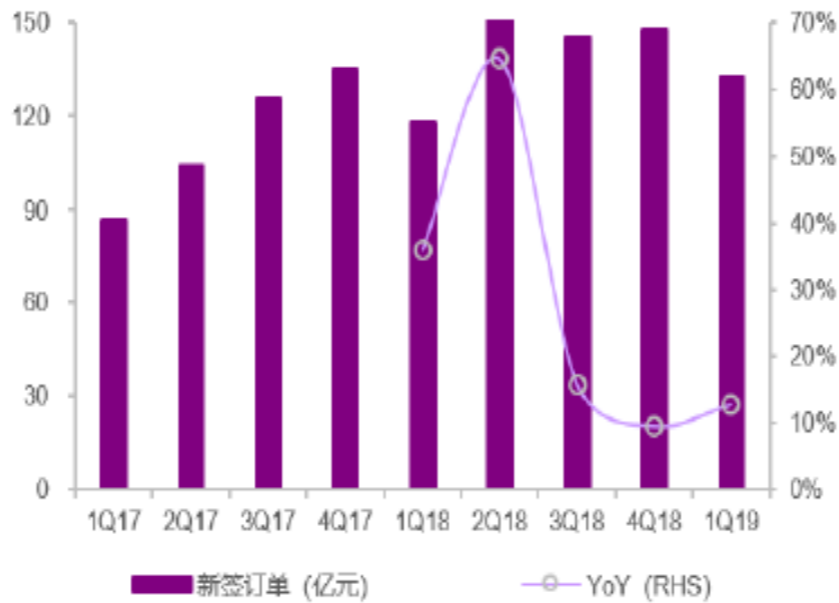
- 地产景气度持续回升，房屋新开工维持高位，房屋竣工向好方向可期
- 装修企业公装、精装新签订单有望受益
- 二手房成交回暖，互联网家装新签订单有望受益

新开工与竣工面积（滞后三年）比较（2012年至今）



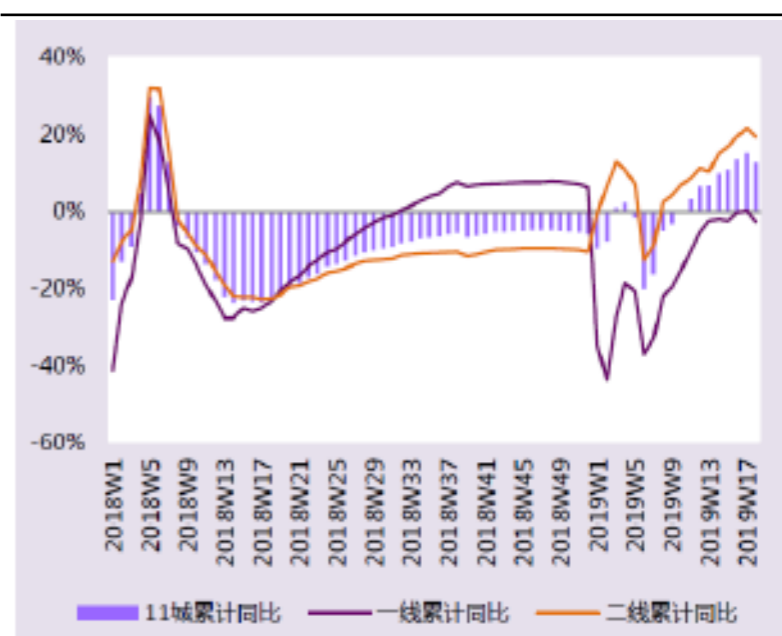
资料来源：Wind，光大证券研究所
注：采用12月移动平均计算同比

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

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

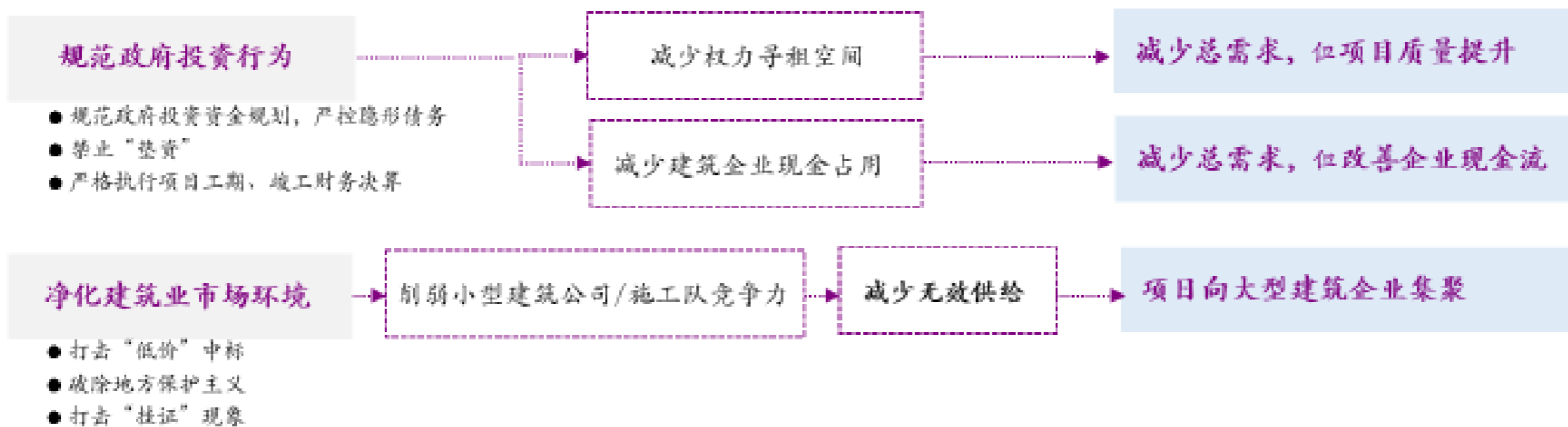
改革为建筑业带来了什么？

- “合规”带来建筑业产能去化
- “去杠杆”持续推进，央企“提质增效”渐入佳境
- 期待国改激励机制变化释放经营活力
- 建筑业现代化为长期看点，钢结构将站上风口

“合规”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，但有助于改善建筑业回款、现金流。
- 打击“挂证”去处无效供给，规范项目招标投标模式提高有效供给。

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

“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”
- 止血+补血+造血三管齐下推进“去杠杆”

近期“去杠杆”重要政策梳理

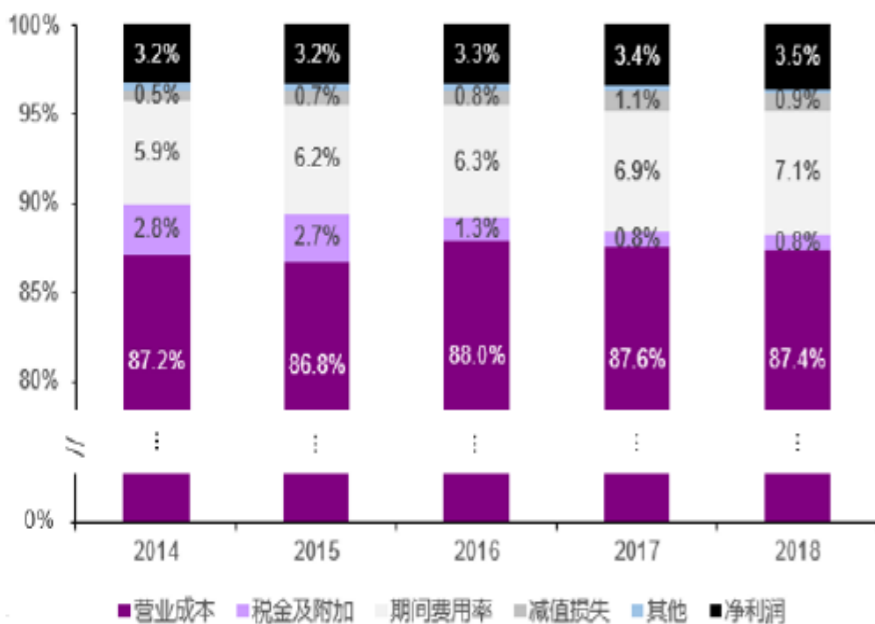
时间	发布机构	主要内容
2017/11/01	央行等五部委	资管新规征求意见稿发布，对银行理财资金投资非标资产进行了严格限制，禁止资金池操作、采取资产穿透原则等
2017/11/01	财政部	92号文：PPP项目严格入库标准，集中清理已入库项目。
2018/03/01	财政部	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》： 国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款。国有金融企业应加强“穿透式”资本金审查。
2018/08/01	国家审计署	全面开展地方政府隐性债务审计
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年连续亏损的子公司不得单独投资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：中国政府网，国家发改委，财政部等

“去杠杆”持续推进，央企“提质增效”渐入佳境

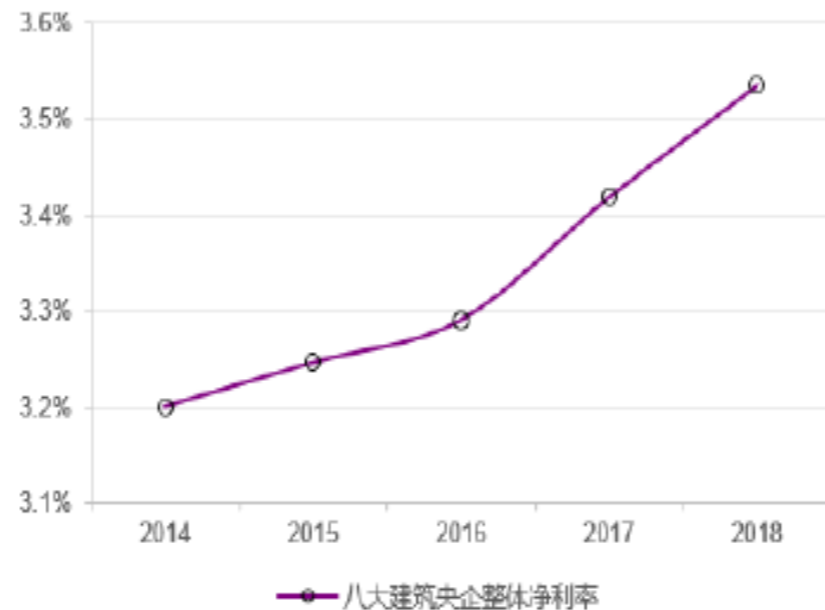
- 建筑央企经营持续“增效”，整体毛利率呈改善趋势
- 期间费用率增幅边际放缓，减值损失占比大概率维持，盈利能力改善趋势有望延续

标准化后八大建筑央企利润表拆分



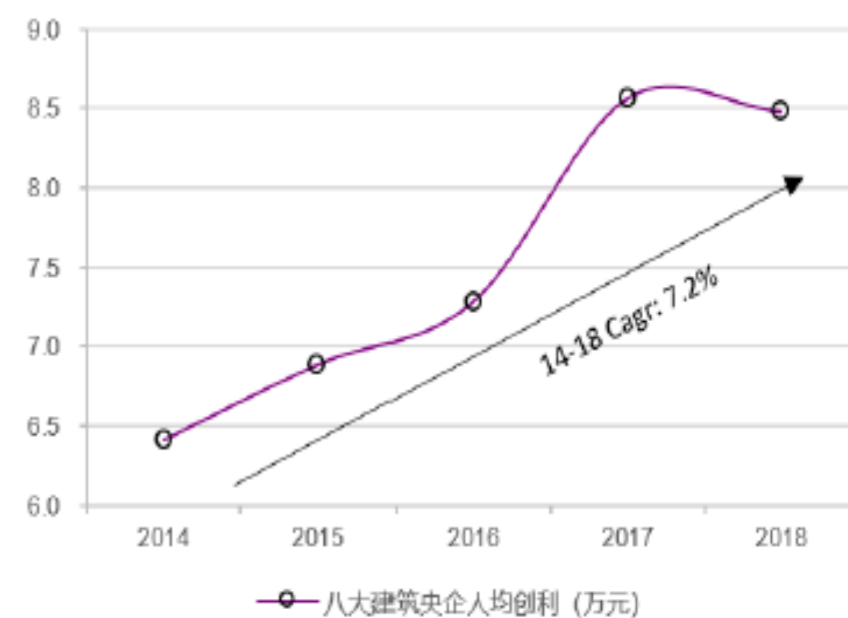
资料来源：公司公告，光大证券研究所测算
注：原始数据按照各央企营收规模计算权重进行调整，比例为调整后数据计算得到

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

标准化后八大建筑央企人均归母净利润

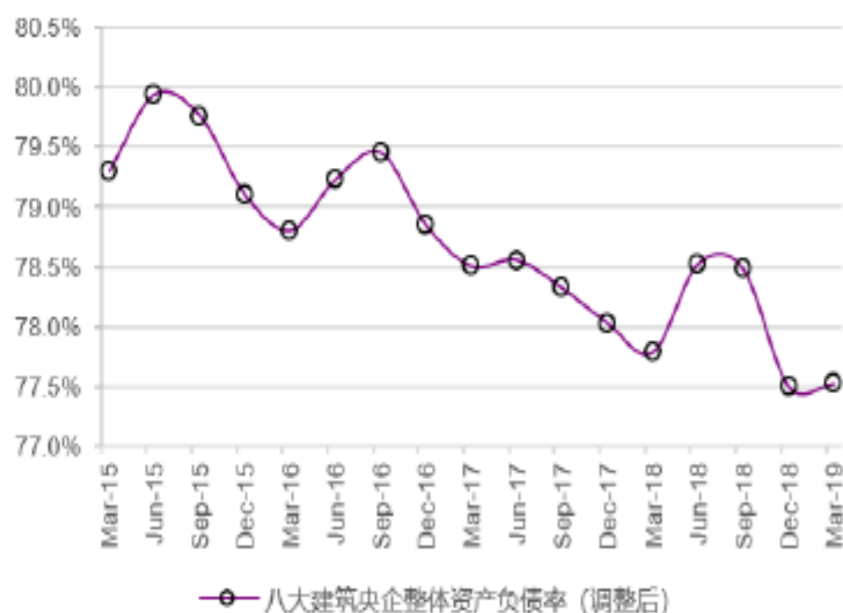


资料来源：公司公告，光大证券研究所测算
注：原始数据按照各央企营收规模计算权重进行调整，比例为调整后数据计算得到

“去杠杆”持续推进，央企“提质增效”渐入佳境

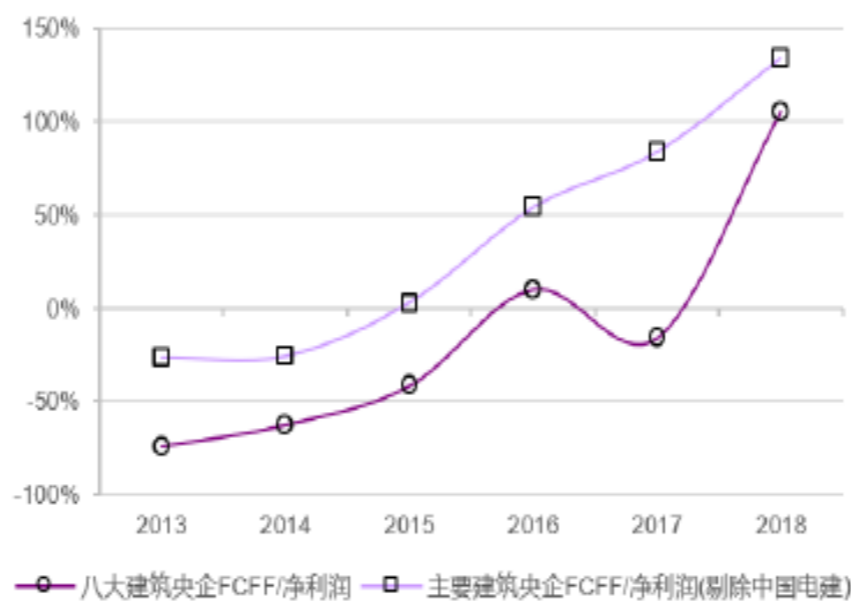
- 建筑央企资产负债率持续下降，计提持续加码资产“提质”
- 建筑央企现金流持续改善，资产瘦身提振营运效率

标准化后八大建筑央调整资产负债率



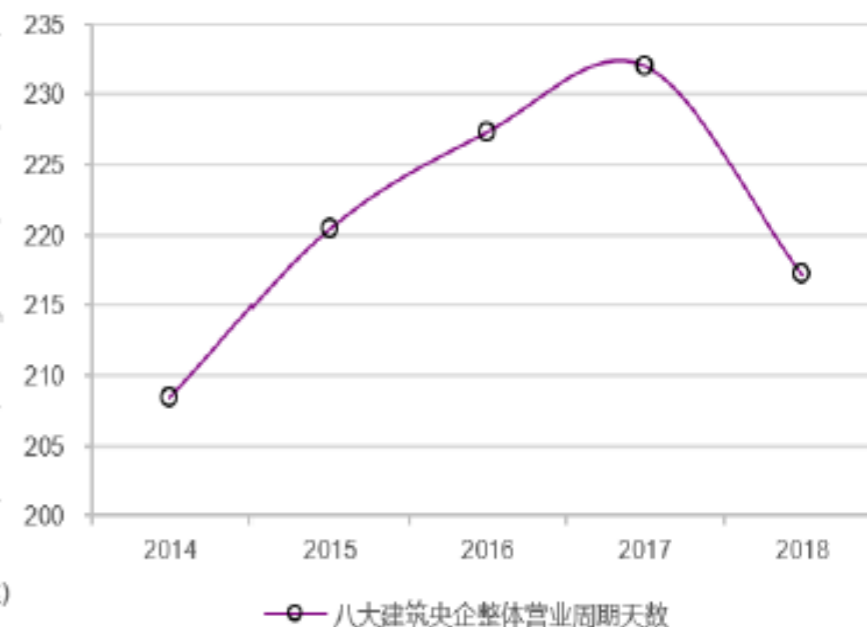
资料来源：公司公告，光大证券研究所测算
 注1：计算中将优先股、永续债归为负债
 注2：原始数据按照各央企总资产规模计算权重进行调整，比例为调整后数据计算得到

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-234亿大幅度降低至-659亿，大幅偏离其他央企的变动趋势

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

期待国改激励机制变化释放经营活力

- 国有企业改革持续推进，力度逐渐加大。建筑行业为国企改革重点行业，国企总资产占行业总资产比例为92.3%
- 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，浙江文科，中国海诚等

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

建筑业现代化为长期看点，钢结构将站上风口

- 装配式建筑政策支持持续加码，到2020年全国装配式建筑占新建建筑比例达15%
- 2019年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

中央推动装配式建筑发展部分关键政策

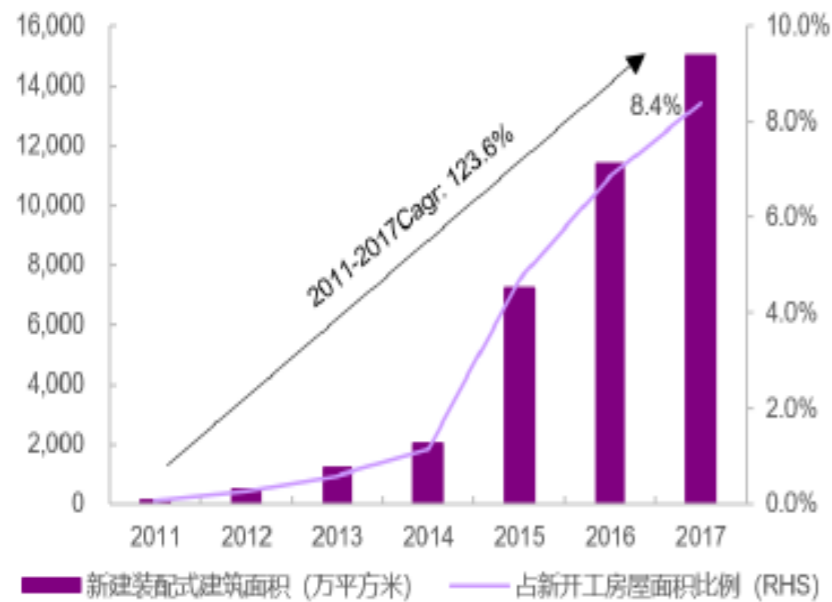


资料来源：国务院，中央政府网，新华网等，光大证券研究所整理

建筑业现代化为长期看点，钢结构将站上风口

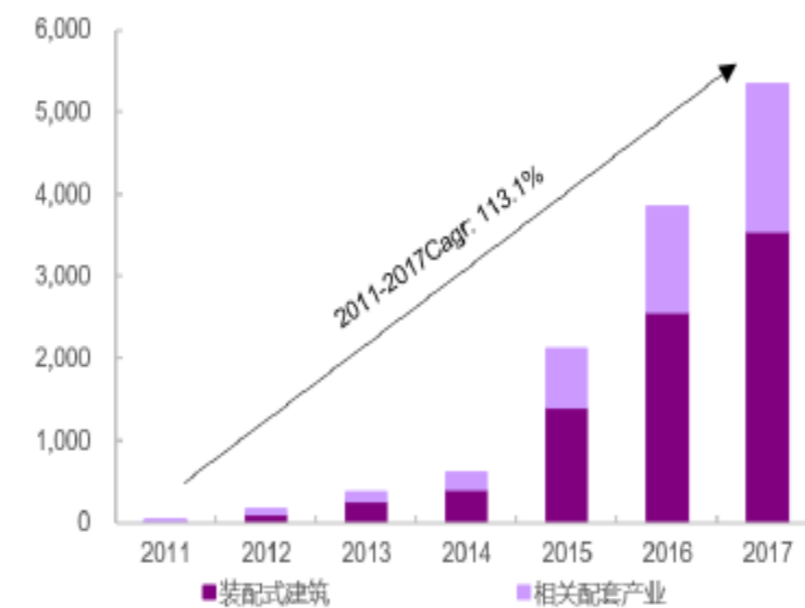
- 我国装配式建筑行业规模持续高速增长
- 对比发达国家，我国钢结构建筑占比提升空间大
- 长期来看钢结构装配式建筑造价劣势将逐渐消失，短期价格劣势可通过政府补贴弥补

我国新建装配式建筑面积增长迅速



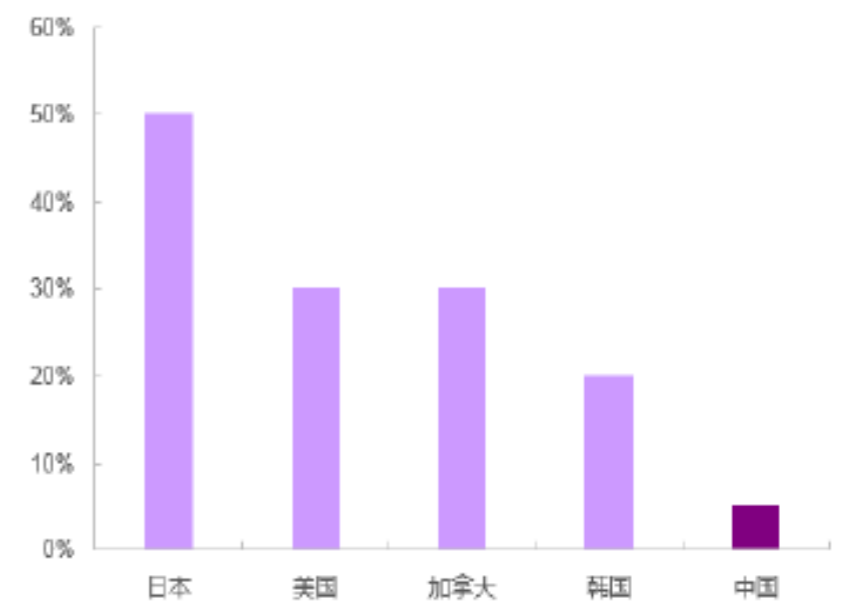
资料来源：智妍咨询，Wind，光大证券研究所整理

装配式建筑及配套产业规模（亿元）发展快速



资料来源：智妍咨询，光大证券研究所整理

我国钢结构住宅占比较发达国家差距明显



资料来源：前瞻产业研究院，2017年数据

投资建议

2H19不悲观，维持“买入评级”

- 宏观层面：基建投资增速下半年有望进一步提速
- 行业层面：市场集中度提升
- 企业微观层面：企业经营活力有望进一步增强

建筑装饰（申万）与沪深300PB_LF比值变动



资料来源：Wind，截止2019.06.21收盘价

推荐细分

细分推荐理由及重点公司

细分	推荐理由	重点关注
基建央企	经营“增效”、资产“提质”、负债率降低，激励机制持续完善，更多“国改动作值得期待”，企业经营活力有望增强	中国建筑、中国交建、中国中铁、葛洲坝、中国中冶、中国化学
区域景气度高地方国企	长三角一体化战略、山东及周边公路、铁路投资保持高强度	浦东建设、上海建工、山东路桥、隧道股份
石油石化工程	企业优质订单占比提高，“能源安全”或使内需与油价脱钩	中油工程、中国化学
装修装饰	房屋新开工面积持续增加，竣工面积增速向好方向可期，二手房成交明显回暖	金螳螂、东易日盛
钢结构	装配式建筑行业规模持续高增长	鸿路钢构、精工钢构
国际工程	海外新签订单大幅改善	中材国际

资料来源：光大证券研究所整理

行业重点公司预期

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	5.86	-	0.91	1.04	1.20	6.4	5.6	4.9	0.87	买入	维持
601800.SH	中国交建	11.36	12.79	1.22	1.35	1.50	9.3	8.4	7.6	0.85	买入	维持
1800.HK	中国交通建设	7.44	11.38	1.22	1.35	1.50	5.4	4.8	4.4	0.49	买入	维持
601390.SH	中国中铁	6.61	7.48	0.75	0.83	0.92	8.8	8.0	7.2	0.73	买入	维持
0390.HK	中国中铁	6.13	7.77	0.75	0.83	0.92	7.1	6.5	5.9	0.59	买入	维持
600068.SH	葛洲坝	6.35	8.20	1.01	1.11	1.24	6.3	5.7	5.1	0.62	买入	维持
601618.SH	中国中冶	3.08	4.33	0.31	0.35	0.40	10.0	8.8	7.8	0.71	买入	维持
1618.HK	中国中冶	2.16	3.45	0.31	0.35	0.40	6.2	5.4	4.8	0.44	买入	维持
601186.SH	中国铁建	10.06	13.38	1.32	1.48	1.67	7.6	6.8	6.0	0.73	买入	维持
601117.SH	中国化学	6.26	7.28	0.39	0.56	0.80	16.0	11.1	7.9	0.88	买入	维持
600284.SH	浦东建设	7.07	9.41	0.47	0.50	0.55	15.1	14.1	12.9	1.11	买入	维持
600170.SH	上海建工	3.84	4.39	0.31	0.38	0.47	12.3	10.0	8.3	1.03	买入	维持
000498.SZ	山东路桥	5.51	-	0.59	0.68	0.79	9.3	8.1	7.0	1.09	买入	维持
600820.SH	隧道股份	6.44	8.28	0.63	0.69	0.76	10.2	9.3	8.4	0.92	买入	维持
600970.SH	中材国际	6.66	10.40	0.79	1.03	1.25	8.5	6.5	5.3	1.15	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价、汇率时间问2019年06月21日，1港币兑0.8769人民币元，
注：股价、目标价单位A股为元，港股为港元

重点公司推荐

- **中国建筑：房建亮眼，基建有望改善**
- **中国交建：“一带一路龙头”，1Q19业绩/订单回暖**
- **中国中铁：铁路/城轨基建龙头，业务结构持续改善**
- **葛洲坝：电力能源工程龙头，环保成新增长引擎**
- **中国中冶：冶金工程龙头，多元化拓展值得期待**
- **中国化学：订单、收入高增，期待利润触底回升**
- **中材国际：订单好转，业绩延续高增速**

风险提示

- 国内基建投资不及预期
- 海外投资不及预期
- 石化化工产业链投资不及预期
- 国内实际利率过快上行
- 人民币快速升值
- 地产景气度下降



谢谢观看!

THANK YOU!



光大证券研究所建筑装饰研究团队

孙伟风 建筑和工程分析师

执业证书编号：S0930516110003

电子邮件：sunwf@ebscn.com

联系电话：021-52523822

武慧东 建筑和工程助理分析师

电子邮件：wuhuidong@ebscn.com

联系电话：010-58452063

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曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

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。

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的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。