

订单和估值有望回升，逆周期调节受益 —— 建筑 2019 年中期策略

建筑行业

推荐 维持评级

核心观点:

- **固定资产投资增速放缓，进出口贸易处于下行区间，消费有望受益减税降费而回升，宏观经济有一定下行压力。**2019年1-5月，固定资产投资增速为5.6%，环比降低0.5pct。固定资产投资增速有所放缓。2018年中美贸易磋商以来，出口承压。2019年1-5月我国进出口金额累计同比下滑3.7%，增速环比降低1.3pct；1-5月我国出口金额累计同比增长0.4%，增速环比提高0.2pct。总体来看，进出口处于下行区间。2019年1-5月我国限额零售品消费增速为3.6%，增速环比提高0.3pct。受益于减税降费政策，消费增速有望触底回升。
- **流动性有望维持合理充裕，货币政策趋于乐观。**2019年1-5月，M1当月同比增长3.4%，增速环比提高0.5pct。M2当月同比增长8.5%，增速环比持平。M1增速回升，M2增速企稳，增速有望触底回升。2018年M2当月同比增长为8.28%，2019年年初至今M2当月同比增长高于去年均值。产业债信用利差有所收窄。2019年6月17日，全体产业债信用利差为101.08BP，较年初收窄约32.36BP。值得关注的是美联储6月停止加息。中国、俄罗斯、印度等国家均有一定的降息或降准。全球货币政策整体偏鸽派，利率趋于下行。
- **上游大宗商品价格普跌，部分库存有所上升；中游汽车销量和工程机械销量增速持续放缓；下游需求整体较为疲软。基建投资和货币政策有望成为逆周期调节的较好选择。**2019年我国基建投资增速有望保持中等增速水平。基建细分领域的铁路增速持续回升，生态环保投资持续高增长。基建主力军的建筑央企或将受益。施工未启，设计先行。基建设计企业也有望受益于基建投资。逆周期调节的货币政策有望使M1持续回升，或间接带动房地产销售面积增速回升，装修装饰产业链有望受益。
- **建筑业绩和估值或触底回升。2019年下半年推荐基建和后地产产业链，关注生态环保和专业工程。**从订单看，建筑行业新签订单增速有望触底回升。从估值看，建筑行业2019年涨幅倒数第一，PE和PB处于历史中低位，具有较强的安全边际。经济下行，逆周期调节的基建和货币政策确定性高，基建和后地产产业链个股有望受益。推荐中国铁建(601186.SH)、中国交建(601800.SH)、中国中铁(601390.SH)、中国建筑(601668.SH)、中国中冶(601618.SH)、中国电建(601669.SH)、葛洲坝(600068.SH)、中设集团(603018.SH)、金螳螂(002081.SZ)等。
- **风险提示：固定资产投资下滑；应收账款回收不及预期；贸易磋商不及预期。**

分析师

龙天光

☎: 021-20252646

✉: longtianguang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519060004

联系人

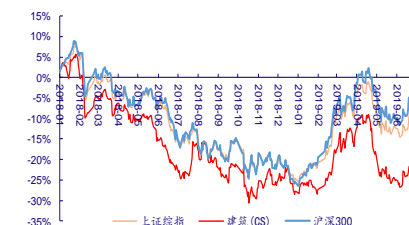
宋宾煌

☎: 021-20252646

✉: songbinhuang_yj@chinastock.com.cn

行业数据

2019.06.28



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

1.2018-06-28 建筑行业 2018 年中期策略: 水落石出

2.2018-12-27 建筑行业 2019 年投资策略: 蓝田种玉, 来者可追

目 录

一、宏观经济稳中求进	2
(一) 固定资产投资增速放缓.....	2
(二) 进出口处于下行区间.....	2
(三) 需求较弱, 消费有望受益减税而回升.....	3
二、流动性有望维持合理充裕	5
(一) 货币投放有望延续乐观.....	5
(二) 信用呈改善趋势.....	5
(三) 全球货币政策整体偏鸽派.....	6
三、 行业比较	7
(一) 上游商品价格普跌, 库存上升.....	7
(二) 中游景气度有所下行.....	9
(三) 下游需求整体疲软.....	11
四、建筑业新签订单增速有望回升	13
(一) 需求有望随固定资产投资增速回升而改善.....	13
(二) 建筑业新签订单增速有望触底回升.....	16
(三) 建筑行业估值处于较低水平.....	18
五、 投资建议	20
(一) 核心逻辑.....	20
(二) 重点公司估值一览.....	21
(三) 风险提示.....	22

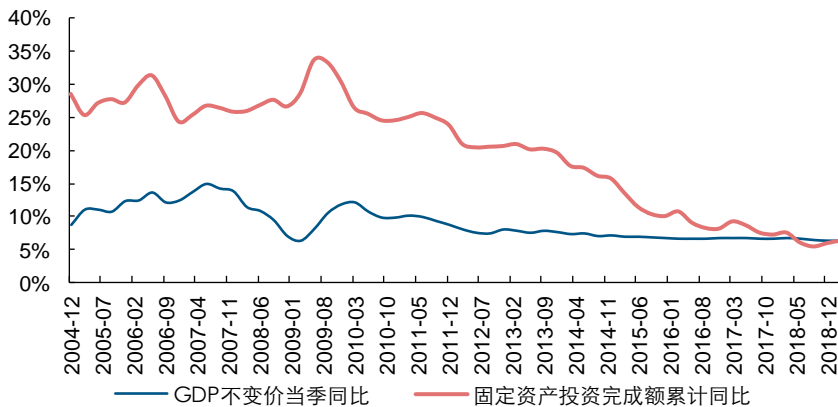
一、宏观经济稳中求进

我国固定资产投资增速持续放缓，进出口承压，消费增速有望受益减税降费而触底回升。

(一) 固定资产投资增速放缓

固定资产投资增速放缓。2008年以来，GDP增速和固定资产投资增速关联度下降，如果看固定资产投资实际增速，更能反映这一观点。我们认为一方面是投资产出的效率有所下降，另一方面是投资对GDP的贡献在下降。2009年以来，固定资产投资增速持续放缓。2019年1-5月，固定资产投资增速为5.6%，环比降低0.5pct。

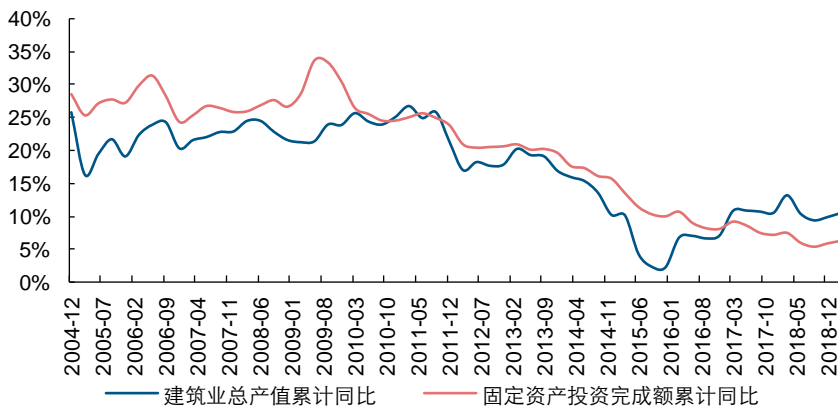
图1: GDP增速和固定资产投资增速对比



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国建筑业协会, 中国银河证券研究院

建筑业总产值和固定资产投资关联大。过去20年中国建筑业市场获得长足发展，建筑业总产值从2007年的51043亿元增长至2018年的235086亿元，复合增长率达到14.89%。2018年全年国内生产总值900309亿元，建筑业总产值与GDP的比值为26.11%。我国50%以上的固定资产投资要通过建筑业才能形成新的生产能力或使用价值，建筑业增加值约占国内生产总值的7%，建筑行业是很多行业的基础，产业关联度较大。

图2: 建筑业总产值增速和固定资产投资增速高度相关

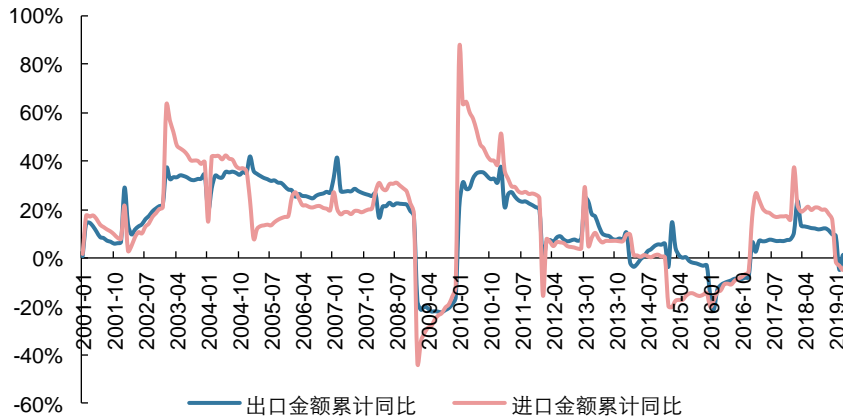


资料来源: 国家统计局, Wind, 中国建筑业协会, 中国银河证券研究院

(二) 进出口处于下行区间

进出口承压。2018 年中美贸易磋商以来，出口承压。2019 年 1-5 月我国进口金额累计同比下滑 3.7%，增速环比降低 1.3pct；1-5 月我国出口金额累计同比增长 0.4%，增速环比提高 0.2pct。总体来看，进出口处于下行区间。

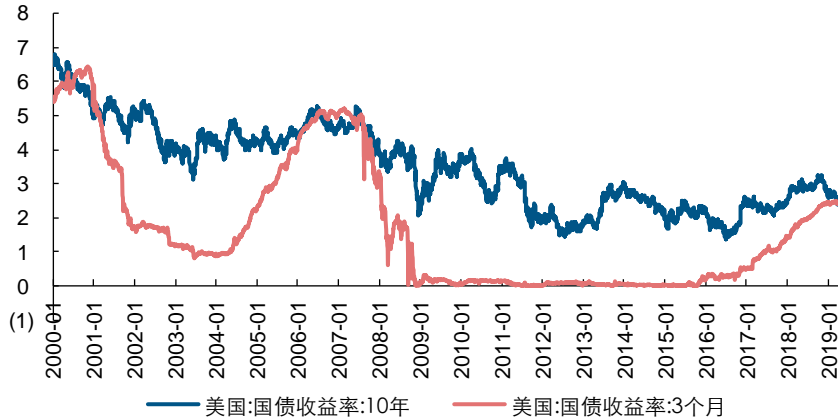
图 3：我国进出口压力较大



资料来源：国家统计局，Wind，中国建筑业协会，中国银河证券研究院

美国 10 年期国债收益率和 3 年期国债收益率倒挂。截至 2019 年 6 月 14 日，美国 10 年期国债收益率为 2.09%，3 月期国债收益率为 2.20%，美债长端利率和短端利率出现倒挂，美国经济有下行压力。此外，美国对亚洲、欧洲等地区国家加征关税，未来美国对亚洲和欧洲等地区的进口或难有积极贡献。

图 4：美国 10 年期国债收益率和 3 月期国债收益率倒挂



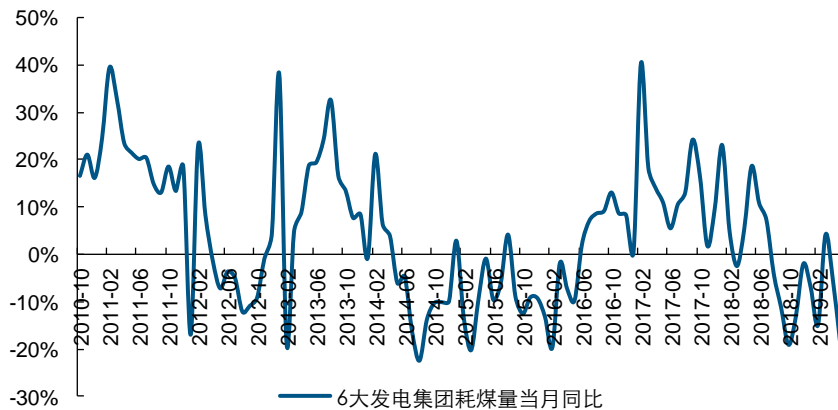
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）需求较弱，消费有望受益减税而回升

目前需求整体较弱。2019 年 5 月份，PPI 同比上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.3pct。2018 年 5 月 PPI 同比上涨 4.1%。

2019 年 1-5 月，6 大发电集团耗煤量当月同比下降 18.9%，增速同比降低 37.64pct，环比降低 13.58pct。

图 5：6 大发电集团耗煤量当月同比



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

2019 年 1-5 月，全社会用电量同比增长 4.9%，增速同比下降 4.85pct，环比降低 0.67pct。

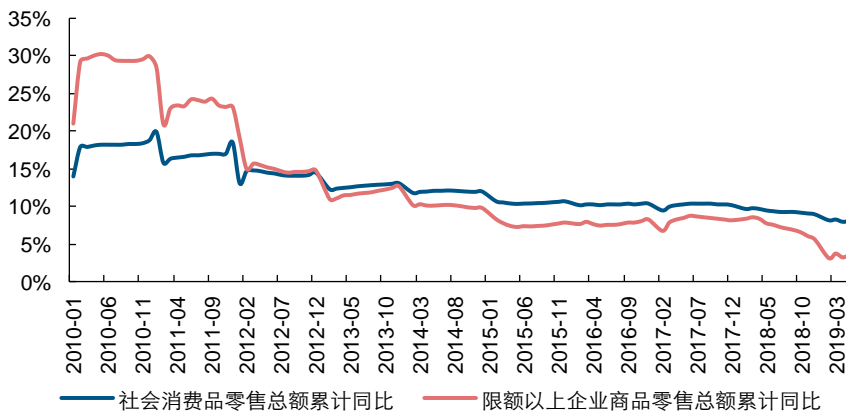
图 6：全社会用电量同比增速



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

2019 年 1-5 月社会消费品零售总额累计同比增长 8.1%，增速环比提高 0.1pct，限额零售品消费增速为 3.6%，增速环比提高 0.3pct。受益于减税降费政策，消费增速有望触底回升。

图 7：社会消费品零售总额增速



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

二、流动性有望维持合理充裕

(一) 货币投放有望延续乐观

社会融资规模增速明显强于去年。2019年1-5月，我国社会融资规模为10.96万亿元，同比增长27.69%，增速同比提高42.63pct，环比提高2.36pct。2019年以来，我国社融增速由负转正，社融规模明显大于去年。

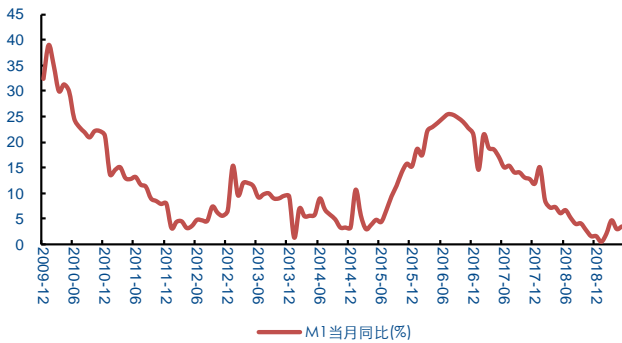
图8：社会融资规模增速



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

M1 增速回升。2019年1-5月，M1 当月同比增长3.4%，增速环比提高0.5pct。M2 增速企稳，有望触底回升。2019年1-5月，M2 当月同比增长8.5%，增速环比持平。2018年M2 当月同比增长速率为8.28%，2019年年初至今M2 当月同比增速高于去年均值。

图9：M1 增速回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：M2 增速企稳



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 信用呈改善趋势

年初至今，10年期国债收益率呈现先升后降走势，1年期国债收益率维持上行趋势，二者之间的利差有所收窄。此前，市场预期2019年二季度经济可能见底，但从数据来看，一季度经济数据超预期，二季度截至目前的经济数据有所下滑，二季度经济压力较大。

图 11: 10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率



图 12: 10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率差值

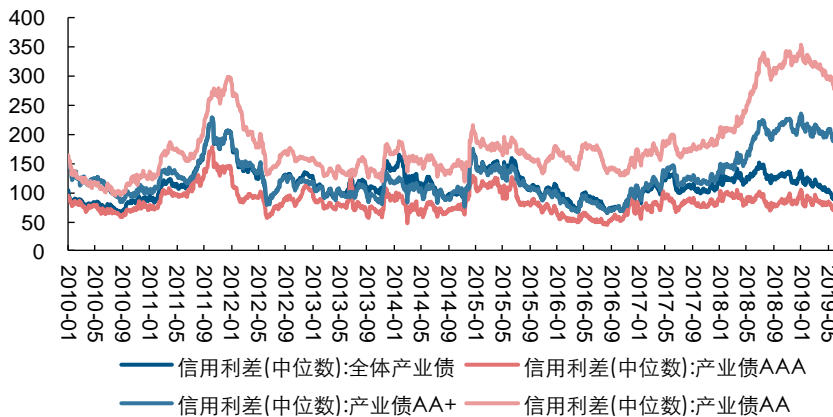


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

产业债信用利差有所收窄。2018 年 12 月 28 日, 全体产业债信用利差为 133.44BP, 2019 年 6 月 17 日, 全体产业债信用利差为 101.08BP, 年初至今产业债信用利差有所收窄。

图 13: 产业债信用利差收窄



资料来源: 兴业研究, Wind, 中国银河证券研究院

市场信用风险有所下降。我们认为一方面地方政府融资平台债务风险有所缓解, 另一方面随着股市的上涨, 股权质押风险有所下降。6 月 10 日, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《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》(以下简称《通知》)。《通知》坚持疏堵结合、协同配合、突出重点、防控风险和稳定预期。坚持结构性去杠杆的改革方向, 坚决不搞“大水漫灌”。对举借隐性债务上新项目、铺新摊子的要坚决问责、终身问责、倒查责任。我们认为终身问责制对于规范地方隐性债务具有极其重大的意义。《通知》指出要根据重大项目的收益明确发行主体权责; 允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金; 明确加快专项债券发行使用进度。《通知》旨在进一步健全地方政府举债融资机制, 在较大幅度增加专项债券规模基础上, 加强宏观政策协调配合, 保持市场流动性合理充裕。

(三) 全球货币政策整体偏鸽派

全球货币政策整体偏鸽派, 利率趋于下行。今年以来, 中国、俄罗斯、新西兰、澳大利亚、埃及、印度、马来西亚等国家均有不同程度的降息或降准。美国、欧元区等制造业 PMI 下行, 经济压力较大, 货币政策有望延续鸽派。

表 1: 全球经济体货币政策

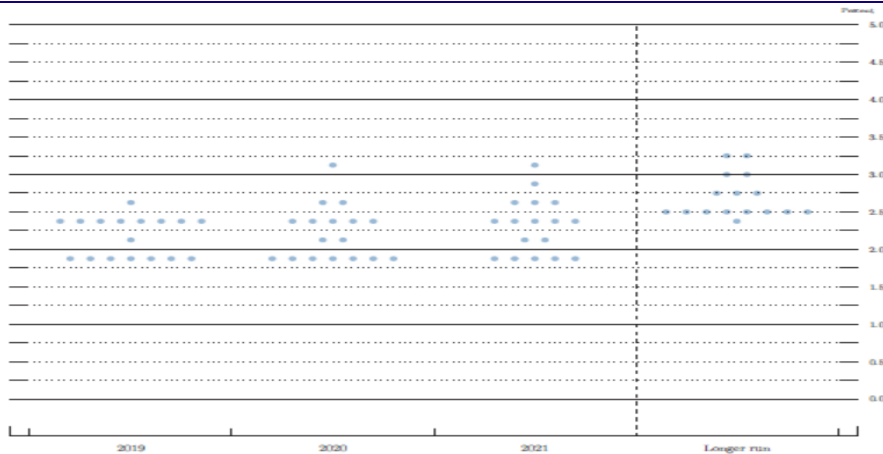
经济体	货币政策
中国	1 月 4 日, 中国人民银行发布公告称, 将于 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调存款准备金率 0.5pct。5 月 6 日, 央行官网发布公告, 决定从 2019 年 5 月 15 日开始, 对聚焦当地、服务县域的中小银行, 实行较低的优惠存款准备金率。公告显示, 约有 1000 家县域农商行可以享受该项优惠政策, 释放长期资金约 2800 亿元。

新西兰	6月26日, 新西兰央行: 鉴于下行风险, 可能需要下调政策利率, 随着时间的推移, 可能需要更低的现金利率; 委员们一致通过利率决议, 并在这次会议讨论降息的优点。
澳大利亚	6月4日, 澳大利亚联储公布利率决议, 下调6月现金利率25个基点至1.25%, 刷新历史低位, 预期1.25%, 前值1.5%。此为澳洲联储近三年来首次降息。
美国	6月20日, 美国联邦储备委员会宣布维持联邦基金利率2.25%-2.50%的目标区间不变。6月26日, 美联储布拉德: 如果美联储确实在7月降息, 我不会觉得有必要同时结束缩表, 因为这本来计划在9月结束; 年底前降息两次会确保经济软着陆, 政策将从轻微紧缩转向轻微宽松。
欧洲	6月24日, 欧洲央行总裁德拉吉在讲话中表示, 如果经济增长和通胀疲软的情况得不到改善, 央行将采取“进一步的刺激政策”。欧元区通胀率自2013年以来一直低于央行的目标水平。
埃及	2月15日, 埃及将基准利率下调100个基点至15.75%。
印度	2月7日, 印度央行曾宣布下调基准利率25个基点至6.25%。印度央行意外降低了基准利率并放弃了鹰派立场, 因通胀放缓给予央行决策者空间来支持政府刺激经济增长。4月4日, 印度央行4日宣布, 将基准利率下调25个基点至6%, 这是今年以来印度央行第二次降息, 也是达斯就任央行行长后再度降息。6月11日, 印度央行周四宣布降息25个基点至5.75%, 为年内第三次降息。印度央行将“宽松”的货币立场调整为“中性”。货币政策委员会6名成员一致投票决定降息25个基点, 并将立场改为“宽松”
俄罗斯	6月14日, 俄罗斯央行降息25个基点至7.50%, 为去年3月以来首次降息, 符合市场预期。
马来西亚	5月21日, 马来西亚央行日前宣布, 将隔夜政策利率下调25个基点, 由3.25%降至3.00%。这是马来西亚央行自2016年7月份以来首次降息, 也是今年东南亚国家中首家降息的央行。
菲律宾	5月10日, 菲律宾中央银行9日宣布, 从本月10日起将基准利率下调25个基点至4.5%。这是该国自2012年10月以来首次降息。
印尼	6月20日, 印尼央行: 维持关键利率在6.00%不变, 将存款准备金率降低50个基点; 仍认为存在降息空间, 降息只是时机问题。

资料来源: 中国政府网, Wind, 美联储, 澳联储, 搜狐财经, 腾讯财经, 百度, 中国银河证券研究院

美联储暂停加息。6月20日, 美联储宣布维持联邦基金利率2.25%-2.50%的目标区间不变, 下一步动作将根据经济走势做出决策, 美联储降息排上议程。

图 14: 美联储加息点阵图



资料来源: Federal Reserve, 中国银河证券研究院

三、行业比较

(一) 上游商品价格普跌, 库存上升

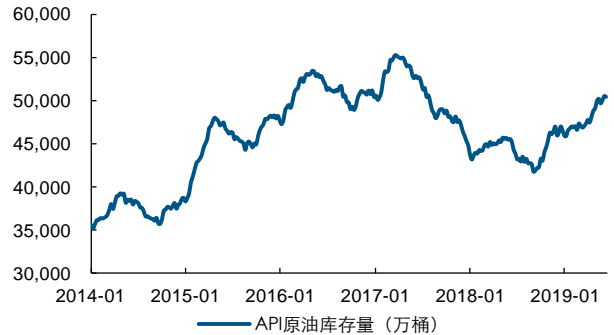
原油期货价格下跌。4月底以来, 原油期货价格有所下跌。2018年第四季度以来, API原油库存上升。美国原油期货储量增加引发投资者担忧。

图 15: 原油价格有所下跌



资料来源: Wind, IPE, 中国银河证券研究院

图 16: API 原油库存增加



资料来源: Wind, 美国石油协会, 中国银河证券研究院

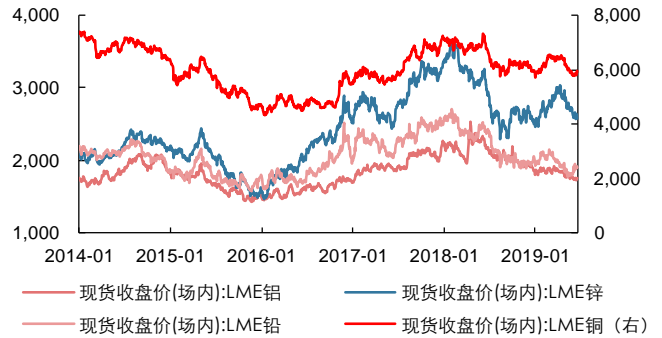
基本金属价格下行。3月下旬以来,基本金属的价格持续下行,库存增加。值得关注的是铁矿石的价格持续上涨。铁矿石受到年初矿难和3月澳洲飓风影响,供给端有所收缩。

图 17: 基本金属期货收盘价下行



资料来源: Wind, LME, 中国银河证券研究院

图 18: 基本金属现货收盘价普跌



资料来源: Wind, LME, 中国银河证券研究院

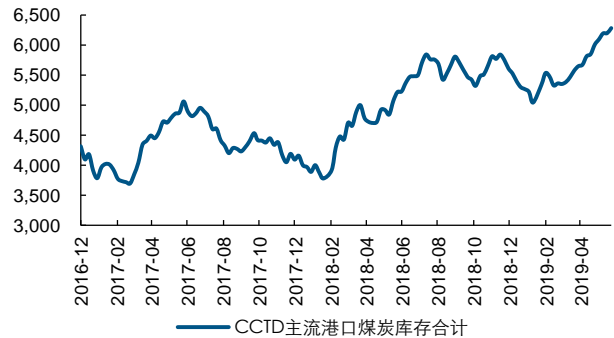
煤炭价格下行。秦皇岛动力煤(Q5500,山西产)的价格从3月11日的640元/吨下跌至6月21日的594元/吨。CCTD统计的主流港口煤炭库存合计上升。截至6月20日,CCTD主流港口煤炭库存合计6439.5万吨,较年初的5389万吨增长了19.49%。随着气温的回升,取暖耗煤减少。

图 19: 煤炭价格下行



资料来源: Wind, 钢之家, 中国银河证券研究院

图 20: CCTD 主流港口煤炭库存上升



资料来源: Wind, 煤炭市场网, 中国银河证券研究院

中游原材料价格有所下跌。截至6月20日,螺纹钢(HRB400φ16-25mm)为3951.5元/吨,价格较4月20日下跌4.49%。截至6月21日,中国玻璃价格指数为1099.67,较3月1日下跌4.31%。玻璃价格自2018年9月以来持续下行。2017年11月至今,房地产竣工面积增速持续负增长,叠加汽车行业销量下行,玻璃需求受到影响。

图 21: 螺纹钢 (HRB400φ16-25mm) 价格一览



图 22: 中国玻璃价格指数



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

全国水泥价格指数有所下跌, 但区域分化较大。华北和西北地区水泥价格震荡上行, 西南地区高位震荡, 其余地区水泥价格有所下跌。长江中下游地区迎来雨季, 新开工受到影响, 水泥需求减弱。

MDI、TDI 等化工品价格下行。需求淡季, 中美贸易磋商相互加征关税, 油价波动等因素影响化工品价格。值得注意的是 PTA 价格有所反弹, PTA 装置临停检修, 供给有所收缩。此外, 贸易摩擦缓和, 油价反弹也带动 PTA 价格反弹。

图 23: 全国水泥价格指数

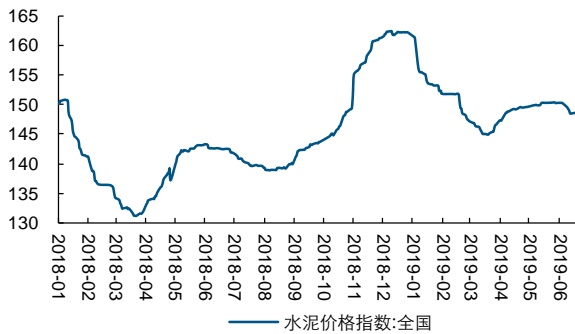
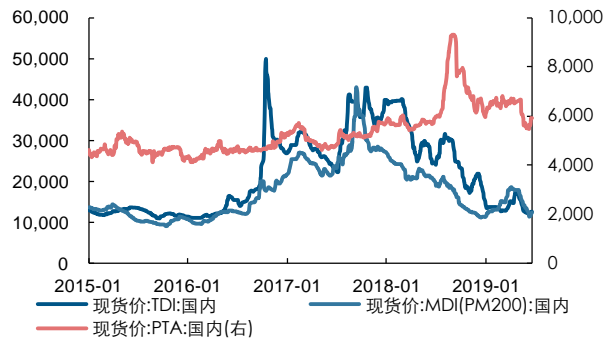


图 24: 化工品价格有所下跌



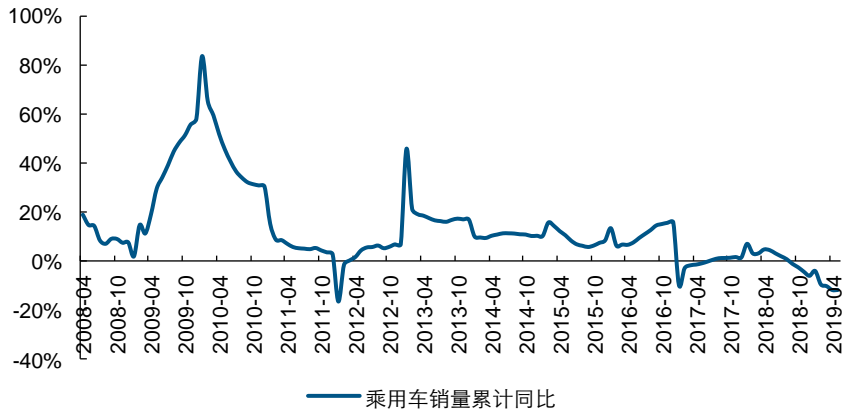
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 中游景气度有所下行

乘用车销量持续负增长。2019 年 1-5 月, 乘用车销量同比下降 11.8%, 增速同比降低 16.30pct, 环比持平。2019 年 1 月 29 日, 发改委等十部门联合印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》, 方案指出多措并举促进汽车消费。5 月 23 日, 财政部和税务总局发布公告, 自 2019 年 7 月 1 日起, 纳税人购买自用应税车辆实际支付给销售者的全部价款, 依据纳税人购买应税车辆时相关凭证载明的价格确定, 不包括增值税税款。车辆购置者按裸车成交价格交税, 消费者购置成本下降。此外, 部分地区驾校考试规则放宽。汽车消费有望受益。

图 25: 乘用车销量增速持续放缓



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

挖掘机销量增速持续下行。2019 年 1-5 月, 挖掘机销量同比增长 3.12%, 增速持续下行。2019 年 1-5 月, 固定资产投资增速虽然缓慢回升, 但增速比去年同期下降较多。政府强调不搞“大水漫灌”强刺激, 机械工程或难以出现大幅增长。2019 年第一季度, 我国集成电路设计、制造、封装测试产业销售额分别同比增长 16.3%、10.2%、5.1%, 增速分别环比下降 5.2pct、15.4pct、11.0pct。集成电路销售额增速有所下降。

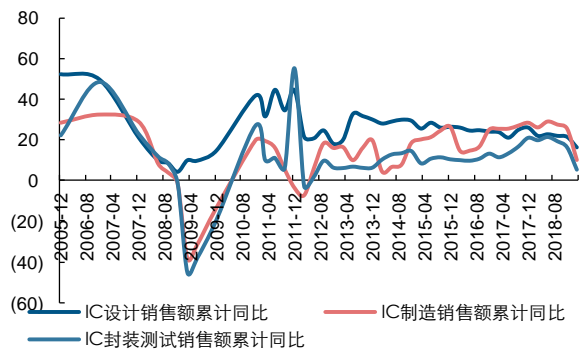
图 26: 挖掘机销量增速下行



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

BDI 持续回升, SCFI 下行。去年底以来原油价格上行、美国和中国一季度经济表现较好、局部自然灾害等因素带动 BDI 走高。未来国际贸易环境生变或使 BDI 升势承压。1 月以来, 上海出口集装箱运价指数有所下行。主要受中美相互加征关税的影响, 上海到美东、美西航线的运价指数下跌较大, 带动 SCFI 指数下行。

图 27: 集成电路产业销售额有所下滑



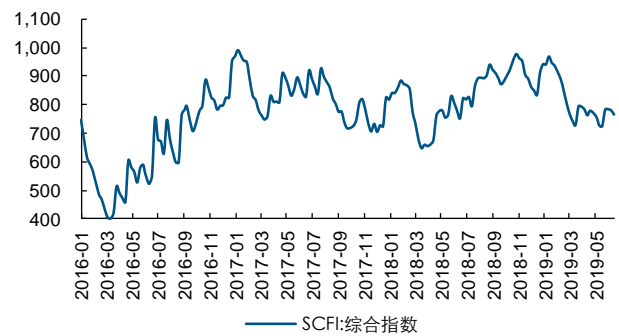
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 28: BDI 指数持续回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 29: SCFI 指数有所下降

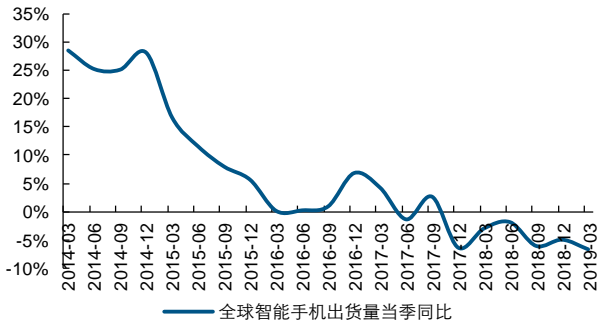


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 下游需求整体疲软

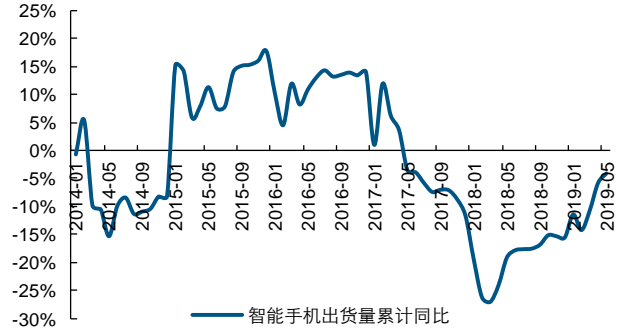
全球智能手机出货量持续下行。2019年1-3月,全球智能手机出货量当季同比下滑6.6%,增速环比下滑1.7pct。1-5月,我国智能手机出货量累计同比下滑4.1%,增速环比提高1.7pct,增速降幅有所收窄。

图 30: 全球智能手机出货量持续下行



资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

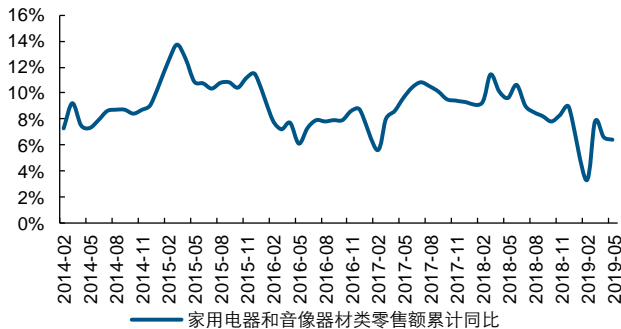
图 31: 中国智能手机出货量增速降幅收窄



资料来源: 工业和信息化部, 中国银河证券研究院

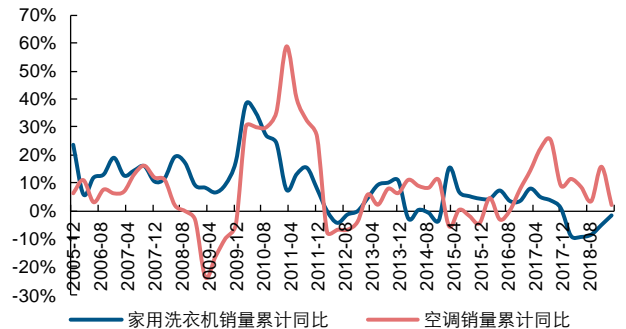
家电销售增速放缓。1-5月,家用电器和音像器材类零售额累计同比增长6.4%,增速同比下降3.2pct。1-3月,空调销量累计同比增长1.9%,增速大幅放缓。洗衣机销量累计同比下降1.8%,降幅有所收窄。

图 32: 家电及音像器材销售增速放缓



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

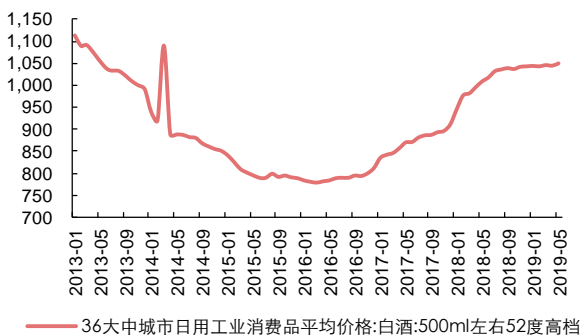
图 33: 空调销量增速大幅放缓



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

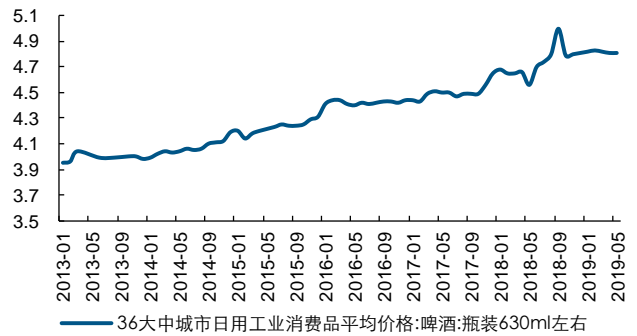
高档白酒消费价格稳中有升。高档白酒价格主要系2018年龙头白酒企业涨价贡献,2019年至今涨幅相对较小。啤酒价格相对保持稳定。

图 34: 高档白酒价格稳中有升



资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

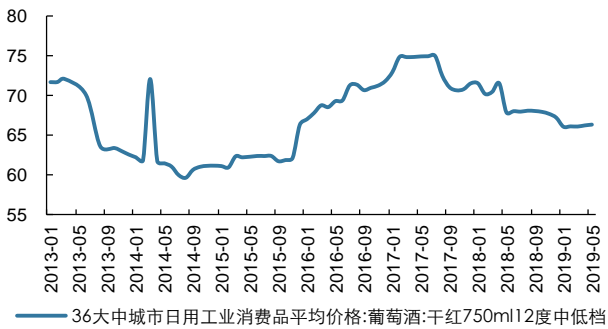
图 35: 啤酒价格维持稳定



资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

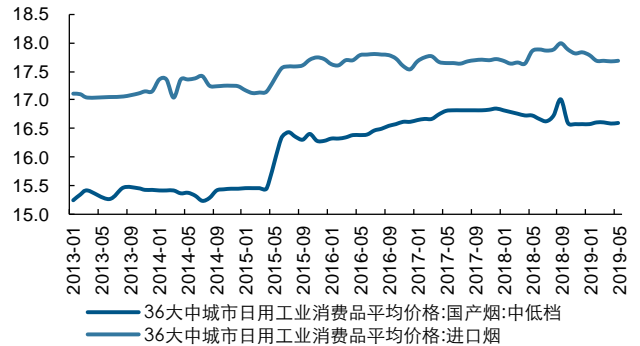
中低档的干红葡萄酒价格有所下降。中低档国产香烟、高档香烟和进口烟价格均有所下降。

图 36: 葡萄酒价格有所下降



资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

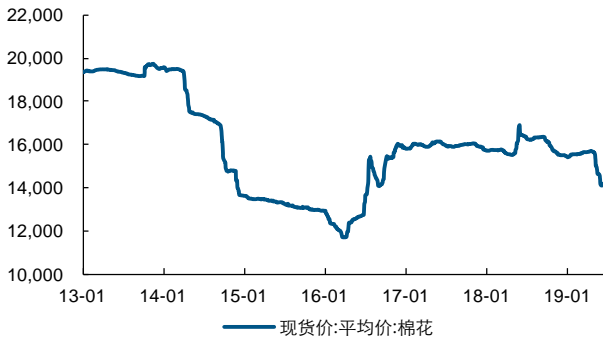
图 37: 香烟价格有所下降



资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

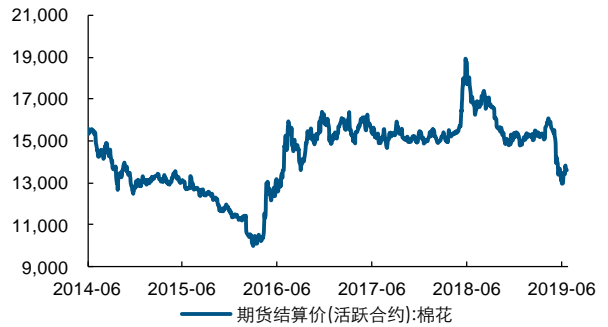
近期棉花现货价格筑底, 夏天来临, 棉花需求有所减弱。棉花期货价格局部触底反弹。供给端来看, 我国 2019 年棉花种植面积有所减少, 全国棉花产区受天气影响, 棉苗生长不足。需求端主要受贸易战加征关税抑制, 棉纺织和服装出口业受到一定影响。但是贸易战加征关税影响有限。需持续关注贸易战走势。

图 38: 棉花现货价格筑底



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 39: 棉花期货结算价局部反弹



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

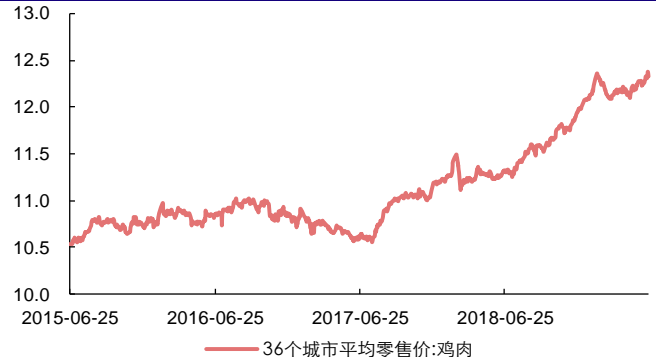
猪肉价格和鸡肉价格持续上行。截至 6 月 21 日, 我国猪价和鸡价持续上行。猪肉价格上行主要受非洲猪瘟影响, 行业去产能加速。但是据农村农业部, 非洲猪瘟疫情已得到有效控制, 月均发生猪瘟起数明显减少。鸡肉价格持续上涨, 主要受祖代种鸡数量减少及需求增加所致。白羽鸡种源全部依靠进口, 引种受限会造成鸡苗供应不足, 鸡肉价格上涨。此外, 非洲猪瘟致使猪产能下降, 鸡肉需求有所增加。

图 40: 猪肉价格持续上攻



资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

图 41: 鸡肉价格持续上行



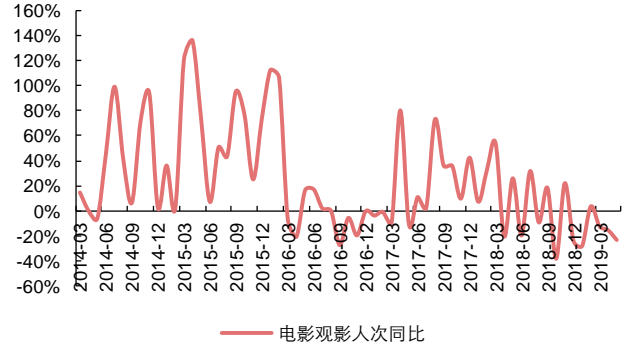
资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

电影票房下滑。从电影票房来看, 5 月国内电影票房收入同比下降 15.35%, 5 月观影人次同比降低 23.15%。2011 年以来, 9 年来中国电影同期的分账票房和观影人次首次下降。

图 42: 电影票房收入下滑



图 43: 电影观影人次下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

商品房销售面积增速持续下行。2019年1-5月,商品房销售面积累计同比下降1.6%,增速环比降低1.3pct,同比降低4.5pct。受调控政策和货币政策双重影响,房地产销售面积增速有望筑底。

图 44: 商品房销售面积增速持续下行



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

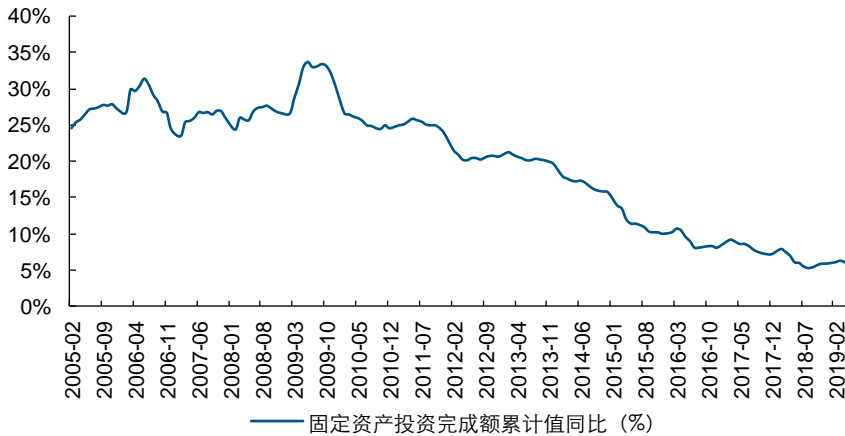
总之,上半年上游除铁矿石之外,原油、煤炭、基本金属、螺纹钢、玻璃、水泥和化工品等价格有所下跌,原油、煤炭等库存上升。中游乘用车销量增速、挖掘机销量增速、集成电路销售额增速短期不容乐观,但中期汽车消费或受益减税而改善。下游白酒和啤酒价格坚挺,猪和鸡受供给侧影响而价格强势,商品房、空调等销售增速放缓,电影票房收入增速下滑。

四、建筑业新签订单增速有望回升

(一) 需求有望随固定资产投资增速回升而改善

如前所述,我国经济下行有一定压力,投资有望起到逆周期调节作用。建筑业总产值增速与固定资产投资增速高度相关,建筑业的子行业中,基建、房建、专业工程都是典型的投资拉动型行业,其需求分别受基础设施、房地产、相关制造业固定资产投资的波动影响。2018年8月以来,固定资产投资增速缓慢回升,建筑行业整体需求有望改善。

图 45: 固定资产投资增速有望触底回升



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国建筑业协会, 中国银河证券研究院

基建投资有望保持中速增长。2018年10月31日, 国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见(以下简称《意见》)指出基础设施投资增速回落较多, 亟需聚焦基础设施领域突出短板, 确保经济运行在合理区间。基建板块获得政策的大力支持。其次, 推进基建补短板需要资金支持, 目前货币端和信用端均有所改善, 尤其是地方政府平台的合理融资需求得到有效保障, 《意见》严禁金融机构惜贷、抽贷、断贷, 地方政府的合理融资需求得到政策支持, 故基建投资有资金保障。再次, 中美贸易战、固定资产投资增速下行等因素使得经济下行压力加大, 政府对基建投资的可控性较强, 基建是稳经济的抓手。2019年2月26日, 发改委发布了《2018年全国固定资产投资发展趋势监测报告及2019年投资形势展望》(以下简称《展望》)。《展望》预计2019年我国基建投资有望保持中速增长态势。综上, 我们推荐基建产业链投资机会。

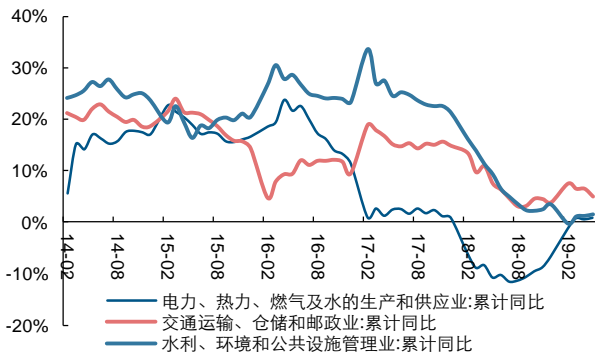
图 46: 广义基建投资同比触底回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

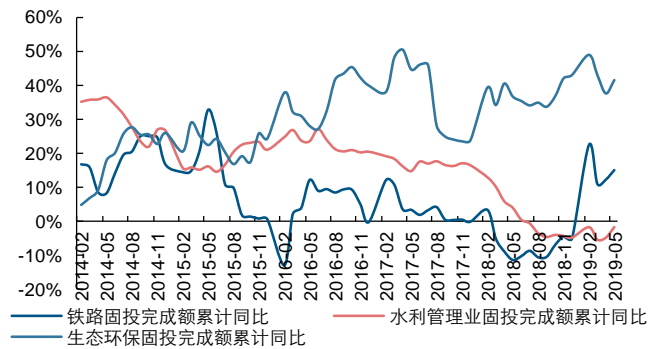
基建细分领域分化大。从细分领域来看, 电力、热力及水的生产供应业投资增速持续回升, 交运仓储邮政也投资增速放缓, 水利环境和公共设施管理业投资增速触底。具体来看, 铁路基建投资增速持续回升, 生态环保基建投资延续高增长, 水利管理业投资增速有望触底回升。

图 47: 基建投资三大细分领域



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

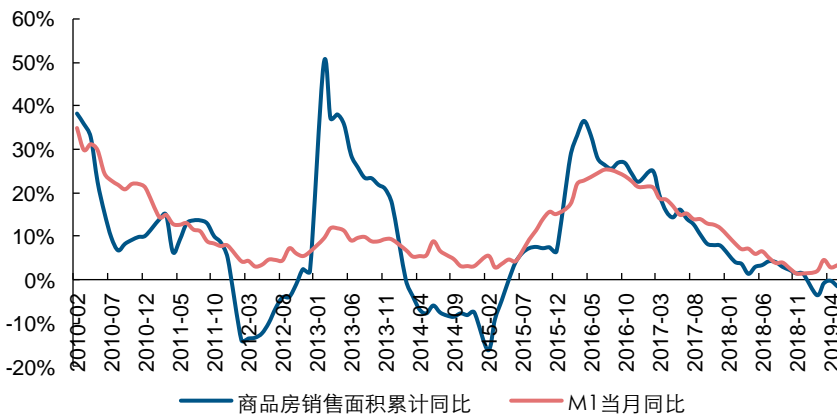
图 48: 景气度有望向好的基建细分领域



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

货币政策有望起到逆周期调节作用。6月美联储暂停加息,全球或开启货币宽松浪潮。我国央行领导指出货币政策有一定空间,下半年M1和M2有望持续回升。对比房地产销售面积增速和M1增速可知,二者关联度较大,M1衡量了居民的购买能力。若M1持续回升,则房地产销售面积增速有望触底回升。销售回升反过来将带动房地产投资,进而拉动新开工和施工。值得注意的是,房地产调控政策的存在将抑制房价大幅上行,房地产销售面积大幅增长难以重现。

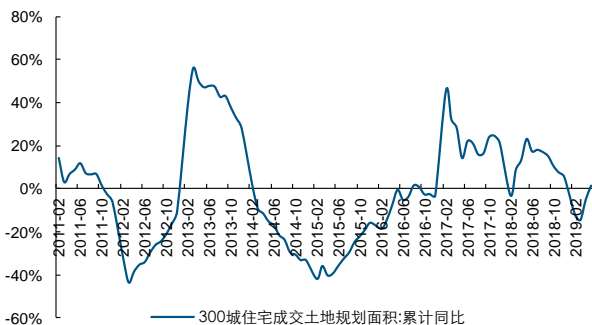
图 49: 商品房销售面积增速与M1增速高度相关



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

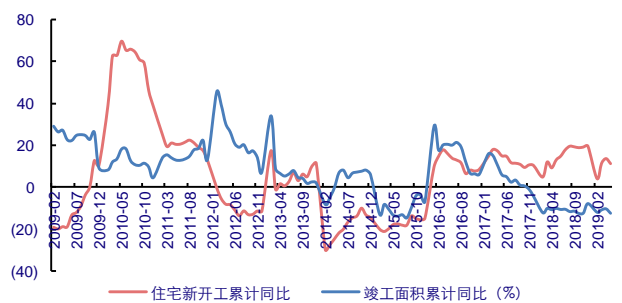
住宅新开工增速或回落。此外,从300城住宅类成交土地规划面积增速来看,2017年到2018年三季度是住宅类成交土地规划建筑面积的高峰期。住宅成交土地规划面积增速领先新开工增速,新开工大约滞后成交半年,下半年住宅新开工增速或回落。

图 50: 300城住宅类成交土地规划面积增速



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 51: 住宅新开工和房屋竣工面积增速



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

土地购置费增速放缓或拖累房地产投资增速。2018 年第二季度以来，房地产投资延续较快增长，我们认为土地购置费的高增长是主要贡献因素。2019 年至今，土地购置费累计增速持续下行，后续难以支撑房地产投资维持高位。

图 52: 土地购置费高增长支撑房地产投资较快增长



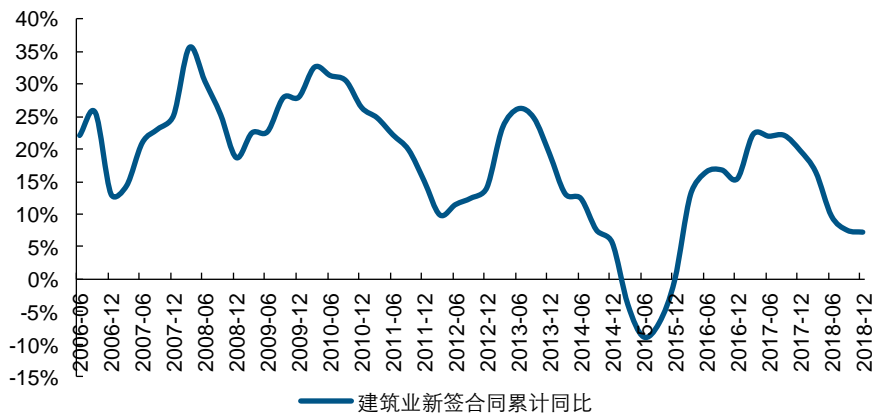
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

专业工程受上游资本开支影响较大。关于专业工程行业，我们认为主要受上游企业资本开支影响。若上游企业盈利改善，则其资本开支有望提速，专业工程景气度随之提升。以化建工程为例，若油价维持在合理高位，则石油石化企业盈利较为乐观，资本开支相应乐观，化建工程企业订单有望改善。国际工程承包主要受国际政治关系和各国经济影响。核电工程和国家的能源结构与能源政策关联较大。

(二) 建筑业新签订单增速有望触底回升

建筑业新签合同增速持续放缓。2017 年 9 月至 2018 年 12 月，建筑行业新签订单增速从 22% 降到了 7.16%。根据历史经验，建筑行业的业绩滞后新签订单 1-2 年。预计 2019 年建筑行业业绩增速将有所放缓。

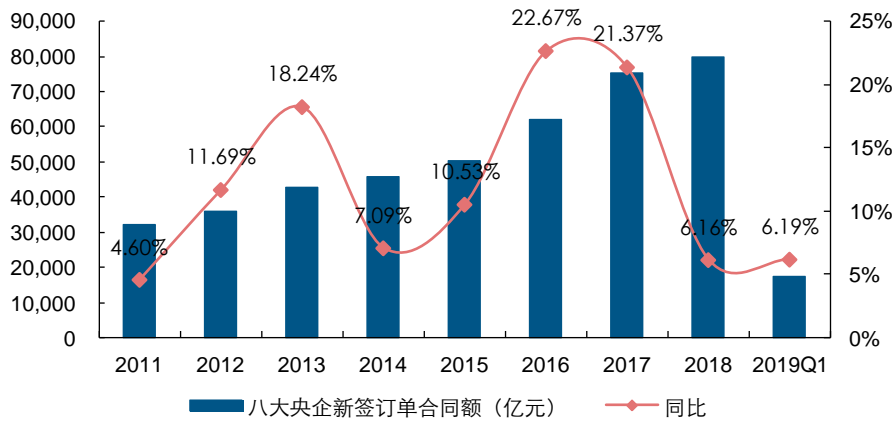
图 53: 建筑业新签合同额呈放缓趋势



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

八大建筑央企新签合同增速有望筑底。八大建筑央企 2018 年新签订单额累计同比增长 6.16%，增速创 2012 年以来新低。2018 年主要受去杠杆、PPP 退库、固定资产投资增速下滑等因素制约，建筑行业新签订单增速处于较低位置。2019 年一季度新签订单额增速为 6.19%，持续在低位徘徊。随着 PPP 退库逐渐完成，固定资产投资增速缓慢回升，预计建筑行业新签订单增速将回升。

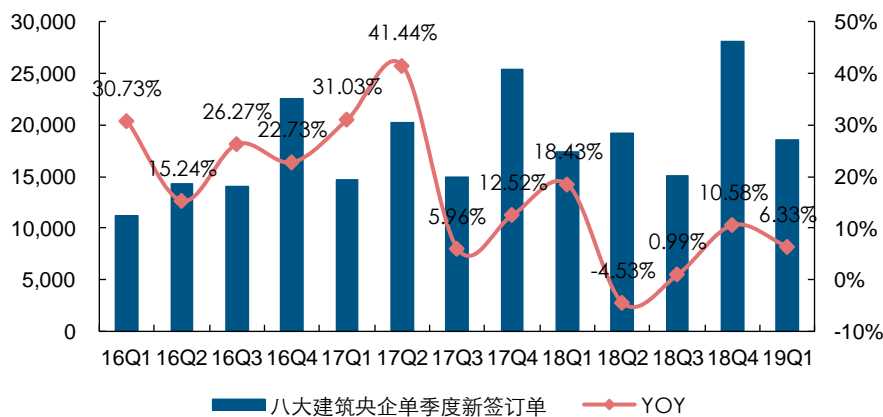
图 54：八大建筑央企新签合同额增速或已筑底



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

八大建筑央企季度新签订单增速震荡回升。从单季度新签订单增速来看，八大建筑央企 2018 年 Q2 新签订单增速为 -4.53%，增速创 2016 年 Q1 以来新低，但是 2018 年 Q3 和 Q4 新签订单增速持续回升，2019 年 Q1 新签订单增速为 6.33%，增速重回稳健增长区间。

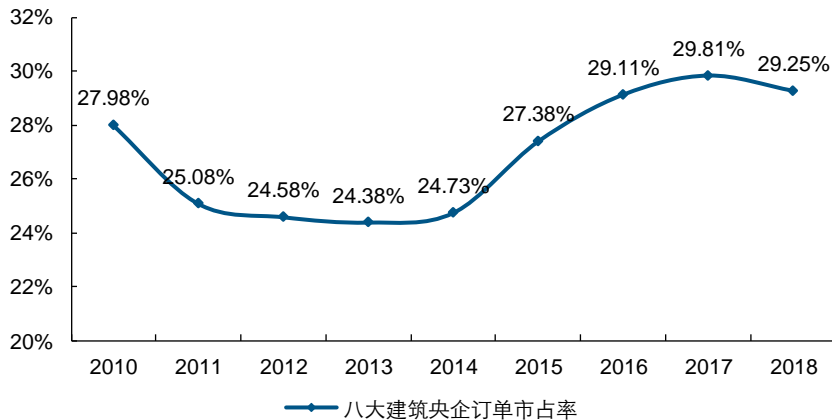
图 55：八大建筑央企季度新签合同额增速震荡筑底



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

建筑行业集中度提升。2013 年以来，建筑行业龙头优势越来越明显，市场占有率逐步提高，行业集中度持续提升。八大建筑央企新签订单市场占有率从 2013 年的 24.38% 提升至 2018 年的 29.25%。随着固定资产投资增速放缓及资金成本提升，行业竞争越发激烈，龙头企业在资质、品牌、资金等方面竞争优势明显，行业集中度或将进一步提升。

图 56：八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）建筑行业估值处于较低水平

横向来看，目前我国建筑上市企业估值和国际成熟市场建筑行业估值水平相当，比美股建筑企业估值略低，比港股建筑企业估值高。截至 2019 年 6 月 21 日，我国主要建筑企业的整体市盈率为 10.24 倍，美股主要建筑企业的市盈率为 12.39 倍，港股建筑企业的市盈率为 7.71 倍。纵向来看，目前我国建筑行业的市盈率处于历史中低位，尚有提升空间。

图 57：我国建筑企业的估值和海外建筑企业估值对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

建筑行业收益表现较差。从估值溢价来看，目前我国建筑行业对全部 A 股的估值溢价水平为负值。纵向来看，建筑行业对全部 A 股的估值溢价大部分时间为负值。

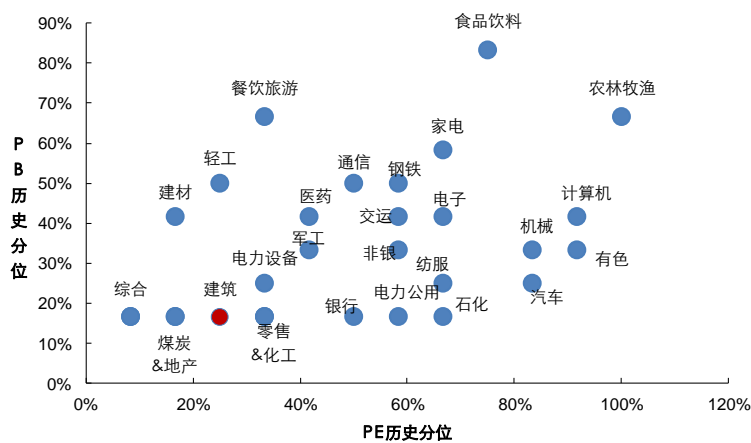
图 58: 建筑主要上市企业对全部 A 股的估值溢价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从各行业 PE、PB 的历史分位分布来看, 建筑位于第一象限的左下角。2008 年至今, 建筑行业当前 (6 月 26 日) PE、PB 历史分位分别为 25%、16.67%, 均处于历史较低水平。

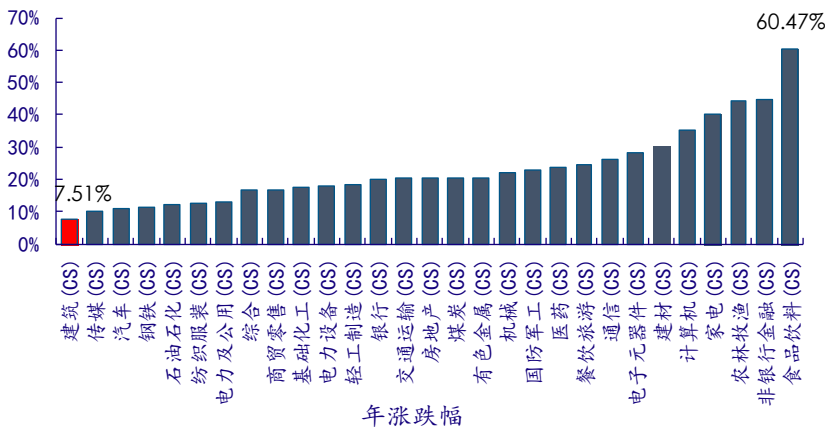
图 59: A 股细分行业 PE 和 PB 历史分位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

年初至今 (6 月 27 日), 建筑行业涨幅 7.51%, 排名倒数第一。同期上证综指涨 20.16%, 沪深 300 涨 27.37%, 建筑行业表现相对较差。

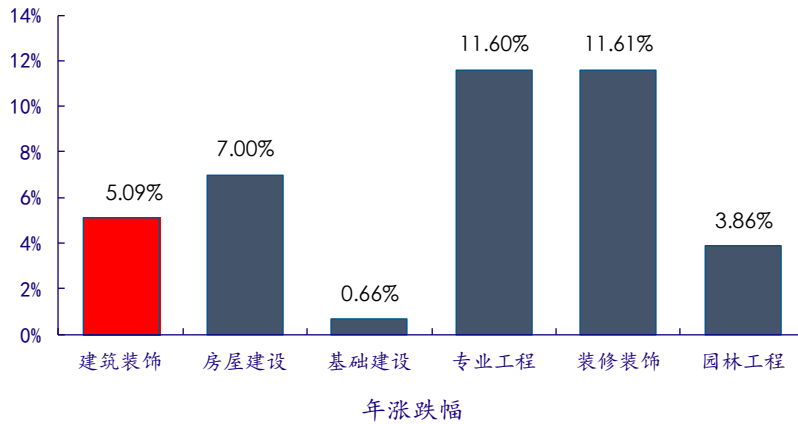
图 60: 年初至今建筑行业涨幅倒数第一



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从建筑（SW）指数来看，建筑细分子行业中装修装饰、专业工程涨幅较大，年初至今分别上涨 11.61%、11.60%。基建板块年初至今上涨 0.66%，涨幅最小。

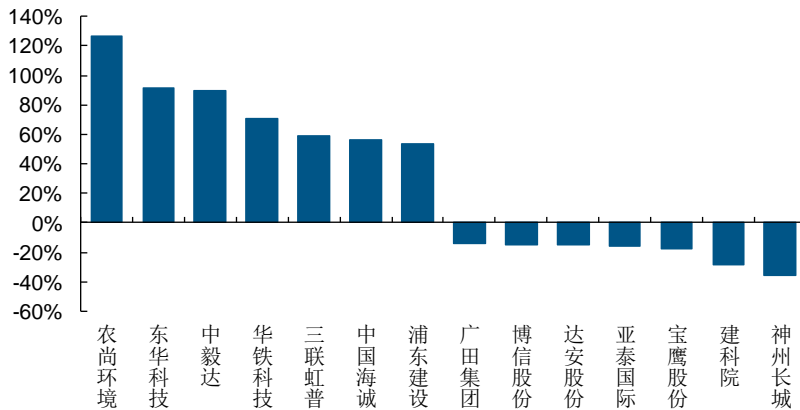
图 61：年初至今建筑细分行业涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从个股来看，年初至今农尚环境、东华科技等涨幅较大，亚泰国际、宝鹰股份、建科院等跌幅较大。

图 62：年初至今建筑个股涨跌幅榜



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、投资建议

固定资产投资增速放缓，进出口贸易处于下行区间，消费有望受益减税降费而回升，宏观经济有一定下行压力。2019 年至今，固定资产投资增速同比有所放缓。2018 年中美贸易磋商以来，出口承压。2019 年 1-5 月我国限额零售品消费增速为 3.6%，增速环比提高 0.3pct。受益于减税降费政策，消费增速有望触底回升。

流动性有望维持合理充裕，货币政策趋于乐观。2019 年以来，M1 增速回升。M2 增速企稳，有望触底回升。产业债信用利差有所收窄。值得关注的是美联储 6 月停止加息。今年以来，中国、俄罗斯、澳大利亚、印度等国家均有不同程度的降息或降准。全球货币政策整体偏鸽派，利率趋于下行。

建筑行业有望迎来业绩和估值双升。从订单看，建筑行业新签订单增速有望触底回升。从估值看，建筑行业 2019 年涨幅倒数第一，PE 和 PB 处于历史中低位，具有较强的安全边际。经济下行，逆周期调节的基建和货币政策确定性高，产业链个股受益。

(一) 核心逻辑

1、基建投资仍是逆周期调节较为可靠选择

如前所述，我国经济有一定下行压力，基建投资是较为可靠的逆周期调节手段，基建能在改善民生的同时托底经济发展。事实上从去年下半年以来，基建投资增速持续触底回升，2019年我国基建投资增速有望保持在中速增速水平。2013-2017年，广义基建投资增速在14%-26%之间，属于较快增速水平。2019年广义基建投资增速有望介于5%-9%之间。基建细分领域的铁路增速持续回升，生态环保投资持续高增长。此外，建筑行业的集中度在提升，龙头企业在资质、品牌、资金等方面竞争优势明显，集中度或将进一步提升。建议关注基建施工央企**中国铁建(601186.SH)**、**中国交建(601800.SH)**、**中国中铁(601390.SH)**、**中国建筑(601668.SH)**、**中国中冶(601618.SH)**、**中国电建(601669.SH)**、**葛洲坝(600068.SH)**等。此外亦可关注地方基建国企如**隧道股份(600820.SH)**、**安徽水利(600502.SH)**、**四川路桥(600039.SH)**、**山东路桥(000498.SZ)**、**粤水电(002060.SZ)**等。施工未启，设计先行。建议关注基建设计企业**苏交科(300284.SZ)**、**中设集团(603018.SH)**、**设计总院(603357.SZ)**、**勘设股份(603458.SH)**、**中衡设计(603017.SH)**、**同济科技(600846.SH)**、**华建集团(600629.SH)**等。

2、房地产销售有望受益货币政策逆周期调节

货币政策也是逆周期调节的较好选择。6月美联储停止加息，全球或开启货币宽松浪潮。我国央行领导指出货币政策有一定空间，下半年M1和M2有望持续回升。若M1持续回升，则房地产销售面积增速有望触底回升。销售回升反过来将带动房地产投资，进而拉动新开工和施工。装修装饰中的家装有望受益房地产销售回暖。此外，房地产行业集中度持续提升，采用大客户模式的家装公司的订单增速有望快于行业的平均增速。我们建议关注**金螳螂(002081.SZ)**、**全筑股份(603030.SH)**、**东易日盛(002713.SZ)**、**广田集团(002482.SZ)**、**亚厦股份(002375.SZ)**等。长三角一体化或将使辖区房建企业受益，中长期建议关注**上海建工(600170.SH)**、**浦东建设(600284.SH)**、**龙元建设(600491.SH)**等。

3、专业工程或存在主题投资机会

中国制造2025或带动制造业升级，我国芯片自主研发有望加速，关注**洁净室工程龙头亚翔集成(603929.SH)**。若原油价格上涨，则**化建工程长期景气度或提升**。中长期建议关注**中国化学(601117.SH)**等。人民币贬值使国际工程企业产生汇兑收益，“一带一路”倡议也有利于国际工程企业，建议关注**中工国际(002051.SZ)**、**北方国际(000065.SZ)**等。垃圾分类兴起，生态环保投资增长。建议关注**葛洲坝(600068.SH)**、**美尚生态(300495.SZ)**等。

(二) 重点公司估值一览

建筑行业重点推荐上市公司估值如下表所示：

表 2：重点公司估值一览

证券代码	证券简称	EPS/ (元/股)		PE	
		2018	2019 (E)	2018	2019 (E)
601668.SH	中国建筑	0.91	1.01	6.26	5.80
601186.SH	中国铁建	1.32	1.52	8.23	6.53
601390.SH	中国中铁	0.75	0.86	9.28	7.56
601800.SH	中国交建	1.22	1.38	9.25	8.16
600068.SH	葛洲坝	1.01	1.13	6.25	5.53
601669.SH	中国电建	0.50	0.57	9.66	9.42
601618.SH	中国中冶	0.31	0.35	10.12	8.82
601117.SH	中国化学	0.39	0.52	13.69	12.04
002081.SZ	金螳螂	0.79	0.93	10.08	11.38
603018.SH	中设集团	1.26	1.11	13.80	11.53

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(三) 风险提示

- 1、固定资产投资下滑。
- 2、应收账款回收不及预期。
- 3、贸易磋商不及预期。

插图目录

图 1: GDP 增速和固定资产投资增速对比	2
图 2: 建筑业总产值增速和固定资产投资增速高度相关	2
图 3: 我国进出口压力较大	3
图 4: 美国 10 年期国债收益率和 3 月期国债收益率倒挂	3
图 5: 6 大发电集团耗煤量当月同比	4
图 6: 全社会用电量同比增速	4
图 7: 社会消费品零售总额增速	4
图 8: 社会融资规模增速	5
图 9: M1 增速	5
图 10: M2 增速	5
图 11: 10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率	6
图 12: 10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率差值	6
图 13: 产业债信用利差收窄	6
图 14: 美联储加息点阵图	7
图 15: 原油价格有所下跌	8
图 16: API 原油库存增加	8
图 17: 基本金属期货收盘价下行	8
图 18: 基本金属现货收盘价普跌	8
图 19: 煤炭价格下行	8
图 20: CCTD 主流港口煤炭库存上升	8
图 21: 螺纹钢 (HRB400φ16-25mm) 价格一览	9
图 22: 中国玻璃价格指数	9
图 23: 全国水泥价格指数	9
图 24: 化工品价格有所下跌	9
图 25: 乘用车销量增速持续放缓	10
图 26: 挖掘机销量增速下行	10
图 27: 集成电路产业销售额有所下滑	10
图 28: BDI 指数持续回升	10
图 29: SCFI 指数有所下降	10
图 30: 全球智能手机出货量持续下行	11
图 31: 中国智能手机出货量增速降幅收窄	11
图 32: 家电及音像器材销售增速放缓	11
图 33: 空调销量增速大幅放缓	11
图 34: 高档白酒价格稳中有升	11
图 35: 啤酒价格温维持稳定	11
图 36: 葡萄酒价格有所下降	12
图 37: 香烟价格有所下降	12
图 38: 棉花现货价格筑底	12
图 39: 棉花期货结算价局部反弹	12
图 40: 猪肉价格持续上攻	12
图 41: 鸡肉价格持续上行	12
图 42: 电影票房收入下滑	13
图 43: 电影观影人次下降	13
图 44: 商品房销售面积增速持续下行	13
图 45: 固定资产投资增速有望触底回升	14
图 46: 广义基建投资同比触底回升	14
图 47: 基建投资三大细分领域	15

图 48: 景气度有望向好的基建细分领域	15
图 49: 商品房销售面积增速与 M1 增速高度相关	15
图 50: 300 城住宅类成交土地规划面积增速	15
图 51: 住宅新开工和房屋竣工面积增速	15
图 52: 土地购置费高增长支撑房地产投资较快增长	16
图 53: 建筑业新签合同额呈放缓趋势	16
图 54: 八大建筑央企新签合同额增速或已筑底	17
图 55: 八大建筑央企季度新签合同额增速震荡筑底	17
图 56: 八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升	18
图 57: 我国建筑企业的估值和海外建筑企业估值对比	18
图 58: 建筑主要上市企业对全部 A 股的估值溢价	19
图 59: A 股细分行业 PE 和 PB 历史分位	19
图 60: 年初至今建筑行业涨幅倒数第一	19
图 61: 年初至今建筑细分行业涨跌幅	20
图 62: 年初至今建筑个股涨跌幅榜	20

表格目录

表 1: 全球经济体货币政策	6
表 2: 重点公司估值一览	21

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

龙天光，中国银河证券建筑、通信行业分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn