

# 建筑装饰行业月度分析报告

专项债新规或助基建持续回暖，下半年政策对冲有望发力

● **6月SW建筑板块跑输大盘，建筑板块处于低涨幅、低估值的状况**  
6月建筑装饰指数上涨1.79%，跑输沪深300指数3.54pct。子板块方面，铁路建设表现较好，上涨4.14%。截止6月底，建筑板块PE(TTM,整体法)10.36倍，PB(LF)1.10倍，估值水平平均仍处于历史底部水平。

● **基建投资增速略有回落，专项债新规预计将拉动全年基建投资增速提升2-3pct**

**基建产业链：**根据国家统计局数据，19年1-5月固定资产投资同比增长5.6%，较1-4月增速下降0.5pct。其中，19年1-5月狭义基建投资（不含电力）同比增长4.0%，增速较1-4月下降0.4pct；而19年1-5月广义基建投资（含电力）较上年同期增长2.6%，较1-4月增速回落0.4pct，基建投资增速略有下滑，在稳定总需求背景下，预计后期逆周期政策连贯性有望强化，调节力度也有望进一步提升。6月建筑业PMI环比回升0.1pct至58.7%，建筑业新订单指数环比大幅提升3.9pct至56.0%，两者均出现回暖且处于较高景气区间，表明建筑业需求持续增长且增速有所加快。国办发允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金，资金瓶颈有望突破，预计地方项目资本金及配套资金问题将是后续政策着力重点。

**地产产业链：**根据国家统计局数据，19年1-5月房地产开发投资同比增长11.2%，增速较1-4月份下降0.7pct，地产投资仍维持高位，短期对经济的支撑作用仍存。从稳增长的角度看，若基建承压，地产投资对经济的支撑作用仍会持续；而从建设周期或交房周期来看，尽管周期有所拉长，但我们仍看好19年后期竣工增速回暖逻辑，利好住宅全装修企业。

● **社融稳健增长，信用利差走低，融资环境持续改善**

根据中国人民银行数据，2019年5月社融规模增量为1.4万亿元，同比多增0.45万亿元，5月新增信贷1.18万亿元，同比多增0.03万亿元，5月社融增量较4月有明显改善。Wind数据显示，截至2019年6月28日，AAA/AA+/AA级建筑产业债信用利差较年内高点下降17.1/27.1/48.4bp，近期信用利差有走低趋势。此外，水泥及钢材价格均略有回落，建筑企业成本压力有所降低。

● **国改预期持续升温，长三角一体化持续推进**

作为国企改革的重要突破口，混改正在加速批量落地。根据《经济参考报》，第四批混改试点名单已经国务院国有企业改革领导小组审议通过，共有160家企业，资产总量超过2.5万亿元。多地也在整体上加大混改力度，扩大范围，放宽限制。建筑板块上市央企及国企实施了员工持股、债转股或重组并购，加速推进国企改革。如上海建工、中国建筑、中国电建均采取了员工持股，激发员工活力；而中国中铁和山东路桥分别实施债转股（山东路桥为子公司层面），助力公司降低资产负债率；而国检集团作为中建材旗下检测行业上市平台有望受益于两材重组。

● **行业观点及重点公司**

历史上看，2008-2018年建筑装饰板块7月平均收益2.6%，10年中跑赢大盘5次，跑赢大盘5次的平均超额收益为3.2%，跑输大盘5次的平均超额收益为-2.0%。**公司方面**，我们延续前期观点，经济承压背景下逆周期调节力度仍有望进一步提升，短期中美贸易争端有所缓和，市场风险偏好或有提升，聚焦业绩成长性，建议关注**三条主线**：**1）基建投资有望加码，利好业绩高成长的前端检测/设计公司（如国检集团/中设集团/苏交科等）；2）后期地产竣工回暖利好住宅全装修公司业绩提升（如金螳螂等）；3）关注长三角一体化、国企改革等业绩主题兼备的板块机会（如上海建工等）。**

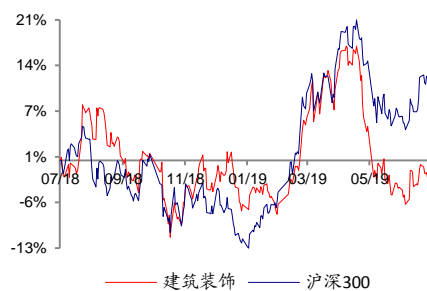
● **风险提示：**宏观政策环境变化导致行业景气度下降；基建投资增速下滑加速导致公司订单不达预期。

行业评级 **买入**

前次评级 **买入**

报告日期 **2019-07-01**

相对市场表现



分析师：

姚遥



SAC 执证号：S0260517070002



SFC CE No. BMS332



021-60750610



gfyaoyao@gf.com.cn

相关研究：

建筑装饰行业:建筑 PMI 回暖 2019-06-30

延续高景气，短期风险偏好

提升关注业绩高弹性个股

建筑装饰行业 2019 年中期策略 2019-06-23

略:拨云见日，否极泰来

建筑装饰行业周报:宽松预期 2019-06-23

利好板块估值修复，继续关

注检测设计等自下而上机会

联系人：

尉凯旋 021-60750610



yukaixuan@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
上海建工	600170.SH	CNY	3.81	2019/5/9	买入	4.40	0.36	0.41	10.49	9.28	3.12	1.92	9.59	9.77
全筑股份	603030.SH	CNY	6.40	2019/4/3	买入	10.00	0.63	0.79	10.17	8.11	4.27	3.52	15.66	16.42
金螳螂	002081.SZ	CNY	10.60	2019/4/27	买入	12.20	0.91	1.03	11.61	10.27	8.53	7.24	15.94	14.55
中国交建	601800.SH	CNY	11.47	2019/4/2	买入	14.30	1.30	1.43	8.81	8.00	8.43	7.62	10.75	10.58
中国铁建	601186.SH	CNY	10.14	2019/4/1	买入	13.50	1.51	1.66	6.71	6.10	4.51	4.56	10.75	10.58
中国建筑	601668.SH	CNY	5.87	2019/4/12	买入	8.10	1.01	1.11	5.81	5.28	3.60	3.35	14.71	13.94

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

一、19年6月SW建筑板块跑输大盘，建筑板块处于低涨幅、低估值的状况.....	6
二、基建投资增速略有回落，专项债新规预计将拉动全年基建投资增速提升2-3PCT.....	8
19年1-5月狭义基建投资（不含电力）同比增长4.0%，基建投资增速略有下滑.....	8
19年1-5月制造业投资累计同比增长2.7%，6月制造业PMI仍位于荣枯线以下..	12
19年1-5月房地产开发投资同比增长11.2%，后期竣工增速有望回暖.....	13
6月建筑PMI回暖延续高景气，新签订单指数环比大幅增长.....	15
三、社融稳健增长，信用利差走低，融资环境持续改善.....	16
信用与融资：社融、新增信贷增量稳健增长，信用利差继续走低.....	16
成本端：水泥及钢铁价格均出现一定程度下滑.....	17
四、PPP项目落地率持续提升，现已进入平稳期.....	18
五、国改预期持续升温，长三角一体化持续推进.....	20
六、行业观点及重点公司.....	22
风险提示.....	24

## 图表索引

图 1: SW 建筑装饰板块及沪深 300、上证综指走势图	6
图 2: 6 月主题板块涨跌幅	6
图 3: 6 月 SW 一级子板块涨跌幅	6
图 4: 6 月 SW 建筑装饰三级子板块涨跌幅	7
图 5: 各板块 PE (TTM, 整体法) 估值情况 (2019/6/30) (单位: 倍)	7
图 6: 各板块 PB (LF) 估值情况 (2019/6/30) (单位: 倍)	7
图 7: SW 建筑装饰板块及沪深 300 指数历年 PE (TTM, 整体法) 走势图 (单位: 倍)	7
图 8: SW 建筑装饰板块及沪深 300 指数历年 PB (LF) 走势图 (单位: 倍)	7
图 9: 全社会固定资产投资累计值 (左轴) 及其同比 (右轴)	8
图 10: 狭义基建投资 (左轴) 及累计同比 (右轴)	9
图 11: 全国交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额 (左轴) 及累计同比 (右轴)	9
图 12: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	9
图 13: 水利、环境和公共设施管理业投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	10
图 14: 道路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	10
图 15: 铁路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	10
图 16: 航空运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	10
图 17: 水上运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	10
图 18: 2019 年 1-5 月地方专项债券资金用途占比	11
图 19: 2019 年 1-5 月各月地方专项债券资金用途 (亿元)	11
图 20: 制造业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	12
图 21: 石油加工、焦炼及核燃料加工业投资情况	12
图 22: 化学原料及化学制品制造业投资情况	12
图 23: 6 月制造业 PMI 跌至荣枯线以下 (单位: %)	13
图 24: 大、中、小型企业 PMI 指数 (单位: %)	13
图 25: 房地产开发投资完成额累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	13
图 26: 土地交易价格价款累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	13
图 27: 全国土地购置面积 (左轴) 及同比 (右轴)	14
图 28: 全国商品房销售面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	14
图 29: 全国房屋新开工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	14
图 30: 全国房屋施工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	14
图 31: 全国房屋竣工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	14
图 32: 建筑业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	15
图 33: 建筑业总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)	15
图 34: 建筑工程总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)	15
图 35: 安装工程总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)	16
图 36: 竣工总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)	16

图 37: 近期 10 年期国债收益率有所下滑 .....	16
图 38: 建筑装饰产业债信用利差 (BP) .....	16
图 39: 地方政府债券单月发行额 .....	17
图 40: 地方政府专项债券发行额 .....	17
图 41: 水泥当月产量 (左轴) 及同比 (右轴) .....	17
图 42: 水泥价格指数 .....	17
图 43: 中厚板市场价 (元/吨) .....	18
图 44: 螺纹钢市场价 (元/吨) .....	18
图 45: 明树月度 PPP 成交数据 .....	18
图 46: PPP 各阶段项目投资金额变化 (单位: 亿元) .....	19
图 47: PPP 项目落地率变化情况 .....	19
图 48: 钢材价格变动情况 .....	21
图 49: 钢结构公司钢结构业务毛利率 .....	21
图 50: 杭萧钢构新签订单及增速 .....	21
图 51: 杭萧钢构收入及增速 .....	21
图 52: 精工钢构新签订单及增速 .....	21
图 53: 精工钢构收入及增速 .....	21
图 54: 鸿路钢构新签订单及增速 .....	22
图 55: 鸿路钢构收入及增速 .....	22
图 56: 2008-2018 年 SW 建筑板块跑赢大盘次数 (左轴) 及超额收益情况 (右轴) .....	22
图 57: 历年 7 月各子板块平均收益情况 (2010 年-2018 年) .....	23
表 1: 历年 Q3 建筑子板块及各细分子板块市场表现情况 .....	23

## 一、19年6月 SW 建筑板块跑输大盘，建筑板块处于低涨幅、低估值的状况

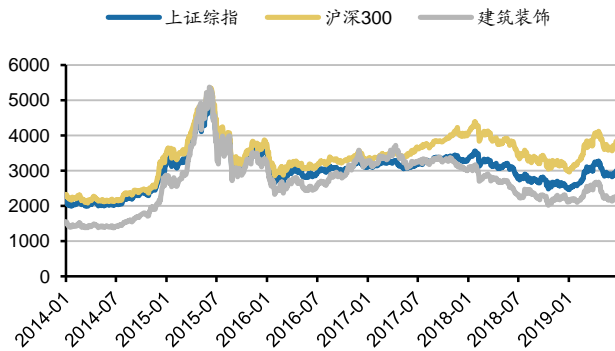
19年6月建筑装饰指数上涨1.79%，跑输沪深300指数3.54个百分点。

**子板块方面：**铁路建设涨幅最大(4.14%)，其他专业工程跌幅最大(-1.84%)；

**主题方面：**国企改革涨幅最大(5.3%)，京津冀一体化跌幅最大(-1.1%)。

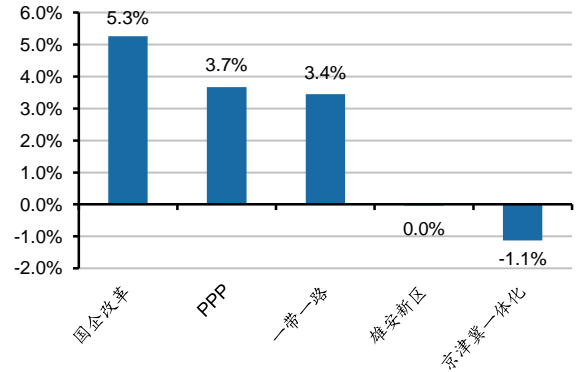
**板块估值：**目前建筑板块的PE (TTM, 整体法) 约10.36倍，仅高于钢铁、房地产和银行，低于其他各行业；PB (LF) 约1.10倍，仅高于煤炭开采、钢铁、银行，低于其他各行业。目前板块PE, PB仍为历史底部水平。

图 1: SW建筑装饰板块及沪深300、上证综指走势图



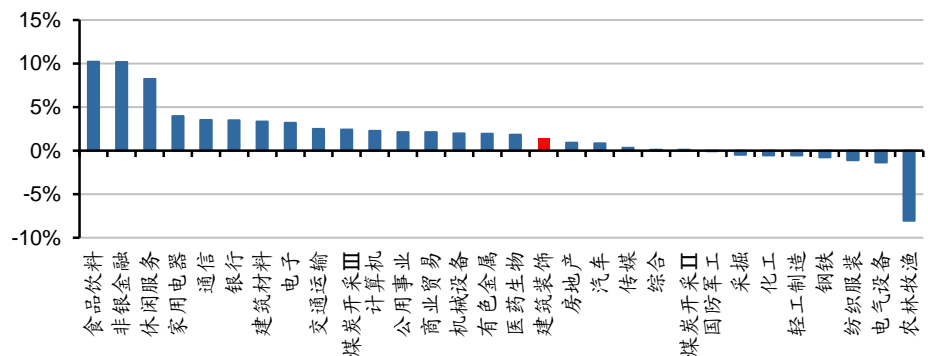
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 2: 6月主题板块涨跌幅



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

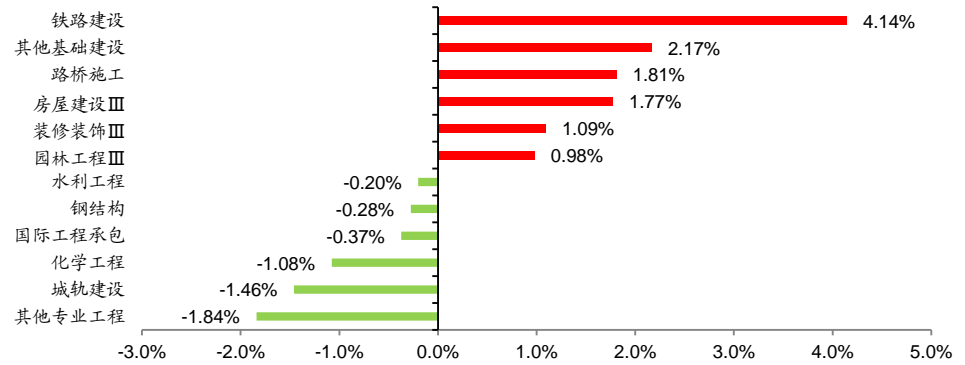
图 3: 6月SW一级子板块涨跌幅



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

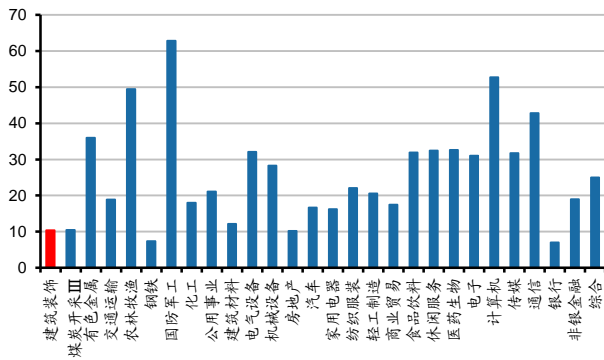


图 4: 6月SW建筑装饰三级子板块涨跌幅



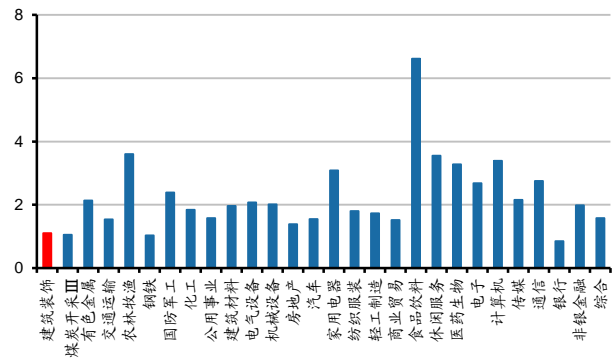
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 5: 各板块PE (TTM, 整体法) 估值情况 (2019/6/30) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 6: 各板块PB (LF) 估值情况 (2019/6/30) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 7: SW建筑装饰板块及沪深300指数历年PE (TTM, 整体法) 走势图 (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 8: SW建筑装饰板块及沪深300指数历年PB (LF) 走势图 (单位: 倍)

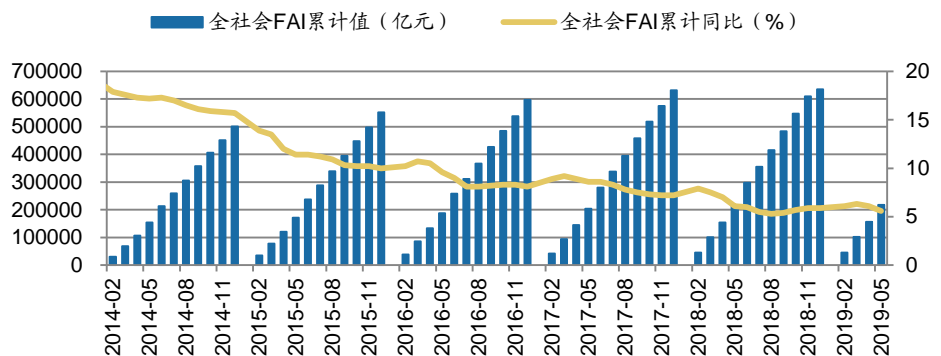


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 二、基建投资增速略有回落，专项债新规预计将拉动全年基建投资增速提升 2-3pct

根据国家统计局数据，2019年1-5月份全国固定资产投资累计21.76万亿元，累计同比增长5.6%，增速较1-4月累计增速下降0.5pct。

图 9：全社会固定资产投资累计值（左轴）及其同比（右轴）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

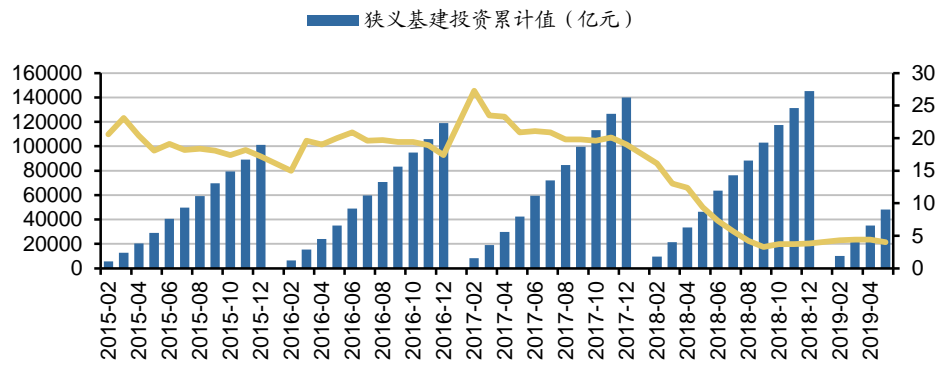
### 19年1-5月狭义基建投资（不含电力）同比增长4.0%，基建投资增速略有下滑

其中，19年1-5月狭义基建投资（不含电力）同比增长4.0%，增速较1-4月下降0.4pct；而19年1-5月广义基建投资（含电力）较上年同期增长2.6%，较1-4月增速回落0.4pct，基建投资增速保略有下滑，在稳定总需求背景下，预计后期逆周期政策连贯性有望强化，调节力度也有望进一步提升，细分板块看：

- 交通运输、仓储和邮政业：19年1-5月累计同比为+5.0%，较1-4月累计同比下降1.5pct。进一步细分来看，19年1-5月道路运输业基础建设投资累计同比+6.2%，较1-4月累计同比增速下降0.8pct；19年1-5月铁路运输固定资产投资累计同比为+15.1%，较1-4月累计同比增速上升2.8pct；19年1-5月航空运输固定资产投资累计同比为0.0%，较1-4月累计同比增速上升8.1pct。
- 电力、热力、燃气及水的生产和供应业：19年1-5月累计同比为+0.8%，较1-4月月累计同比增速提升0.3pct。
- 水利、环境和公共设施管理业：19年1-5月累计同比为+1.4%，较1-4月累计同比增速上升0.3pct；

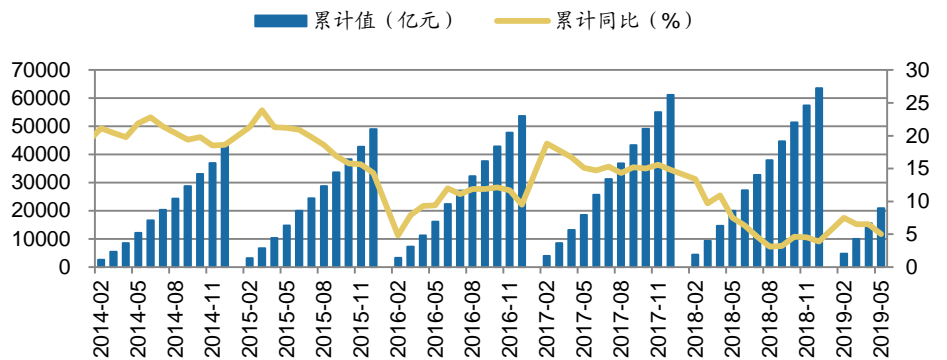


图 10: 狭义基建投资 (左轴) 及累计同比 (右轴)



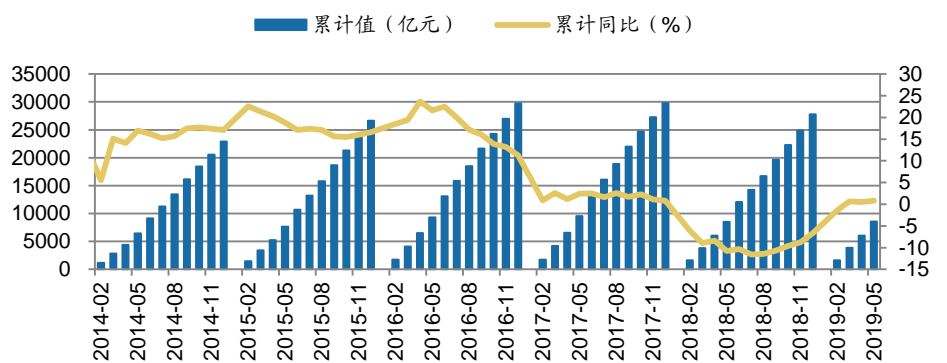
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 11: 全国交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额 (左轴) 及累计同比 (右轴)



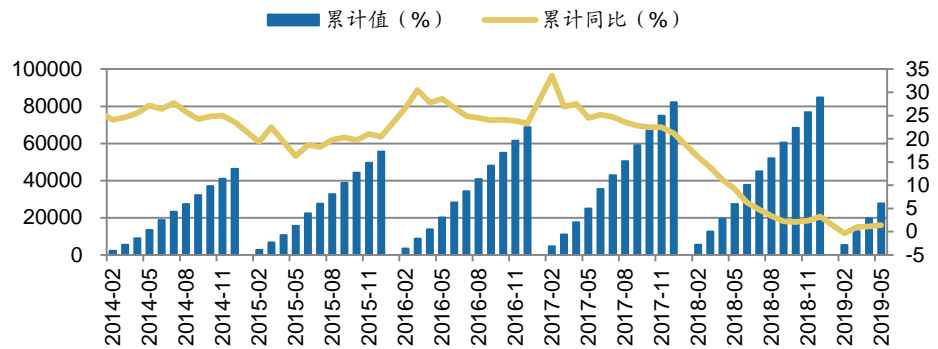
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 12: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



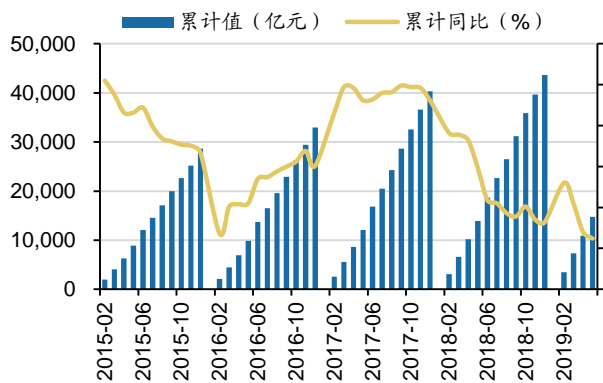
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 13: 水利、环境和公共设施管理业投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



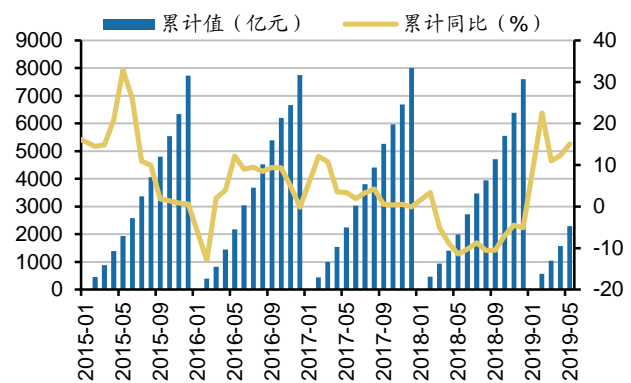
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 14: 道路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



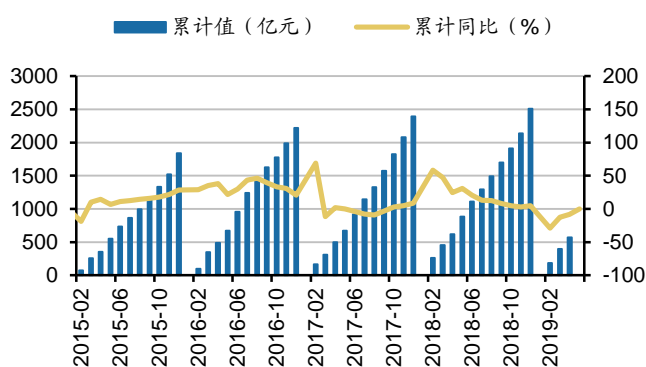
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 15: 铁路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



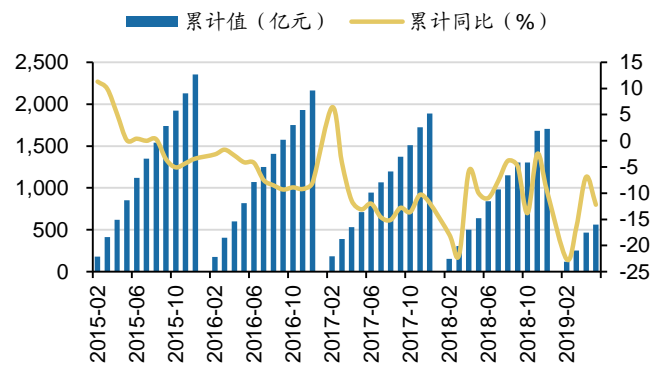
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 16: 航空运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 17: 水上运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

近期中办、国办印发《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》。对于符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目（主要是国家重点

支持的铁路、高速公路、供电、供气项目），允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金，但不得超越项目收益实际水平过度融资。

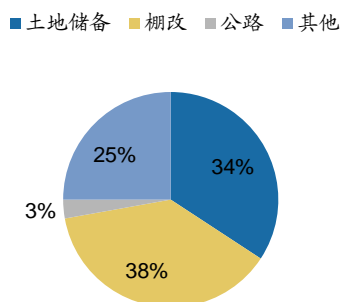
1) 政策明确了专项债可以用于部分重大项目资本金，有利于地方政府适度降低项目资本金出资比例。未来铁路、高速公路等重大项目融资模式有可能转化为专项债+银行贷款模式。两会政府工作报告将2019年新增专项债额度设为2.15万亿元，而根据Wind统计数据，1-5月新增地方专项债8726.26亿元，除去1-5月已发行新增地方专项债，还剩约1.28万亿元新增专项债尚未发行。铁路、公路项目资本金比例一般在20%左右，而专项债用于交通基础设施建设的比例一般在20%以上，我们预计19年下半年基建投资增速将出现回暖。

2) 政策鼓励保险机构为符合标准的中长期专项债券项目提供融资支持。允许项目单位发行公司信用类债券，支持符合标准的专项债券项目，利好项目公司融资。

3) 政策进一步明确了多渠道筹措项目资本金，鼓励地方政府通过统筹预算收入、上级转移支付、结转结余资金，以及按规定动用预算稳定调节基金等渠道筹集重大项目资本金。允许各地使用财政建设补助资金、中央预算内投资作为重大项目资本金，鼓励将发行地方政府债券后腾出的财力用于重大项目资本金。

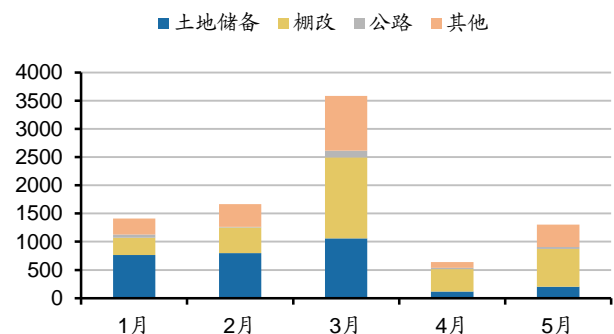
根据Wind统计数据，1-5月用于高速公路、铁路、供水供电项目的专项债约占发行总量的8.6%，目前距2.15万亿元地方专项债额度还有1.28万亿元，若则6-12月仍按照以上比例发行，则还有1100亿元专项债用于以上项目，而一般专项债用于交通基础设施建设的比例一般在20%以上，若发行的全部专项债都可以用于补充项目资本金，则带来的项目资金增量约为4400亿元（1100×5-1100），2018年基建投资（含电力）总量约为17.6万亿元，则带来的基建资金增量为2.5个百分点。

图 18: 2019 年 1-5 月地方专项债券资金用途占比



数据来源：财政部、广发证券发展研究中心

图 19: 2019 年 1-5 月各月地方专项债券资金用途 (亿元)



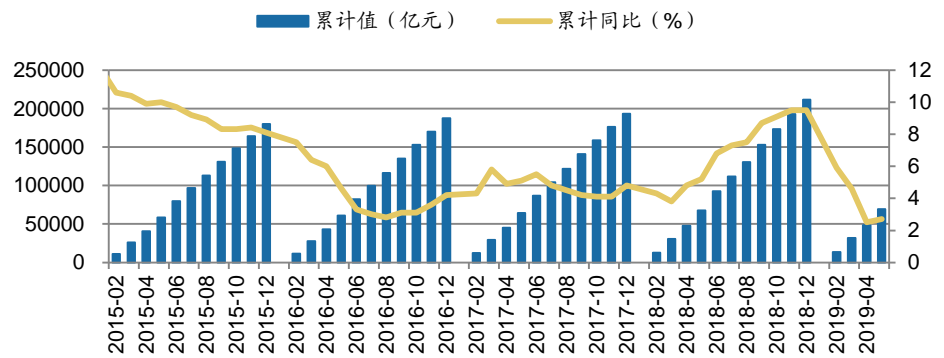
数据来源：中国人民银行、广发证券发展研究中心

## 19年1-5月制造业投资累计同比增长2.7%，6月制造业PMI仍位于荣枯线以下

根据国家统计局数据，19年1-5月制造业固定资产投资累计同比为+2.7%。较1-4月累计同比增速提升0.2pct。其中，19年1-45月化学原料及化学制品制造业累计投资同比增速为7.4%，较1-4月累计同比增速提升1.9pct。

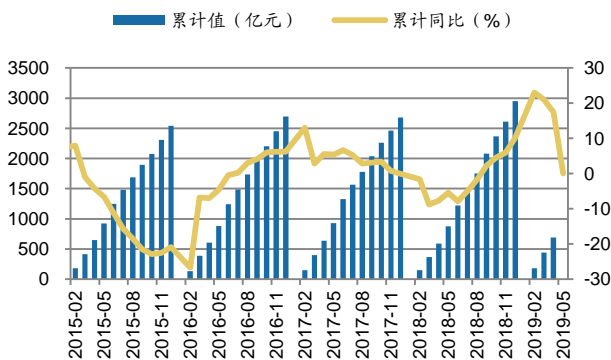
19年6月制造业PMI环比持平为49.4%，低于去年同期值2.1pct；6月大、中、小型企业PMI分别为49.9%，49.1%，48.3%。制造业PMI指数时隔3月再次降至收缩区间，PMI分项中生产、新订单指数均出现不同程度回落。其中，反映需求的新订单指数回落0.2pct至49.6%，仍处收缩区间。在季节性回调的情况下制造业PMI跌落至荣枯线以下，企业盈利端承压。1-5月工业企业利润同比下滑2.3%，降幅减少1.1pct，表明经济仍面临较大下行压力。

图 20: 制造业固定资产投资累计值（左轴）及同比（右轴）



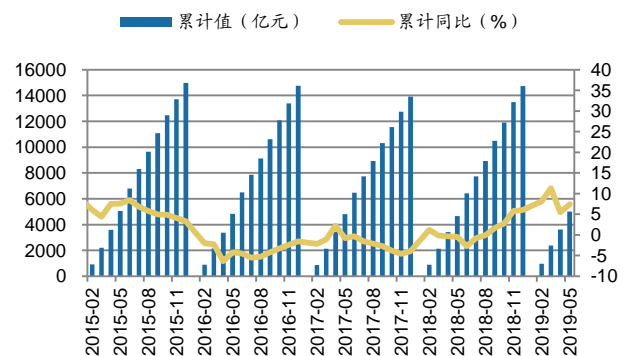
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 21: 石油加工、焦炼及核燃料加工业投资情况



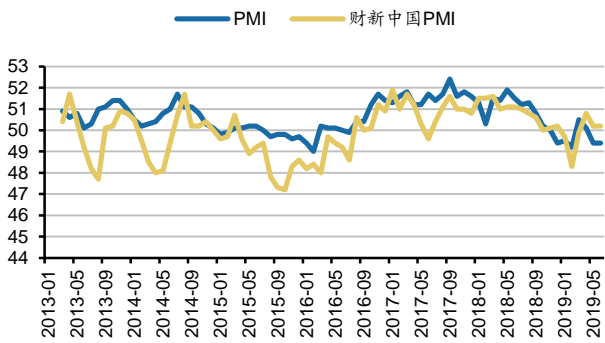
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 22: 化学原料及化学制品制造业投资情况



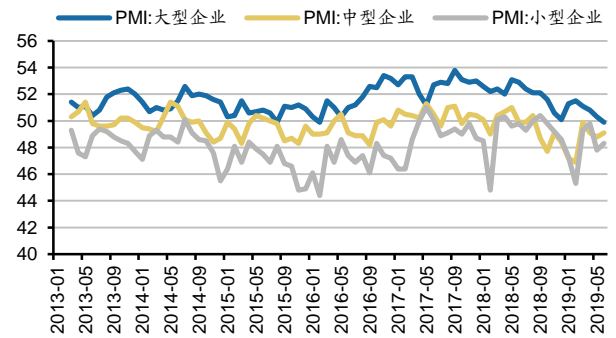
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 23: 6月制造业PMI跌至荣枯线以下(单位: %)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 24: 大、中、小型企业PMI指数(单位: %)

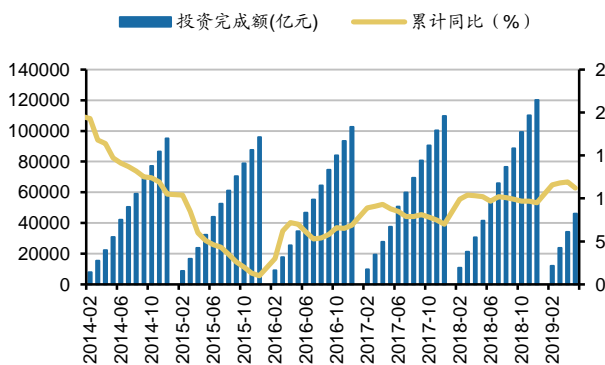


数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

### 19年1-5月房地产开发投资同比增长11.2%，后期竣工增速有望回暖

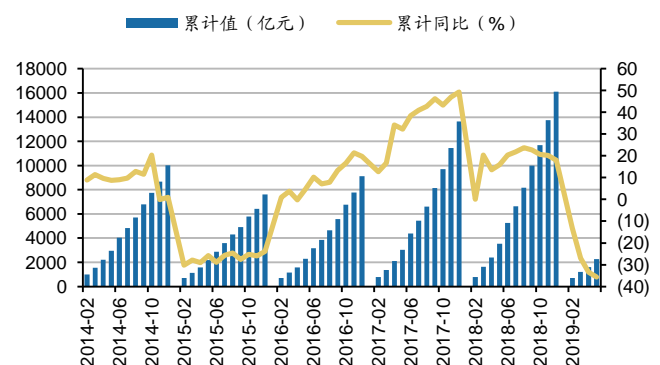
根据国家统计局数据统计，19年1-5月房地产开发投资同比增长11.2%，增速较1-4月份下降0.7pct，继续保持在高位区间。土地交易价款方面，19年1-5月土地交易价款累计达2269.0亿元，累计同比下降35.6%，较1-4月累计同比增速下降2.1pct；从土地购置面积看，19年1-5月全国土地购置面积达5169.8万平方米，累计同比下降33.2%，增速较1-4月累计同比增速提升0.6pct。两会财政部公布19年立法工作未提及房地产税，地产调控政策趋缓，利好后周期行业估值修复。

图 25: 房地产开发投资完成额累计值(左轴)及同比(右轴)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

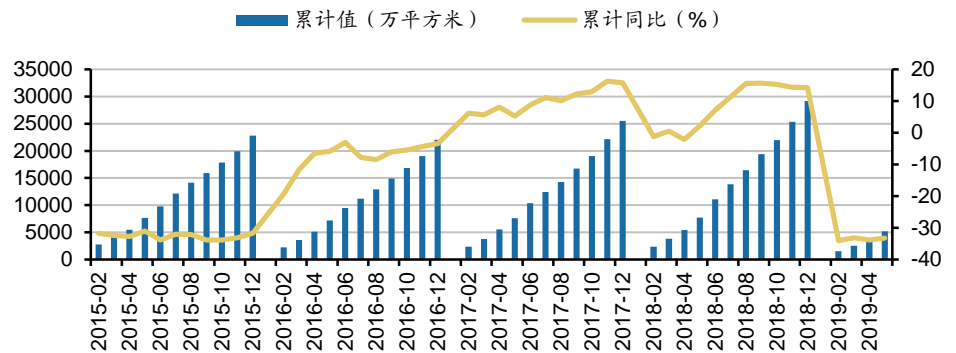
图 26: 土地交易价格价款累计值(左轴)及同比(右轴)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

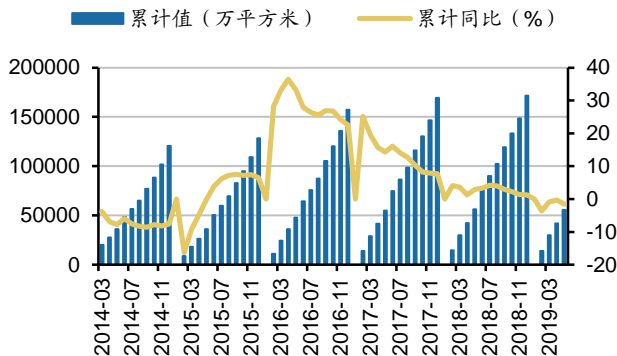
19年1-5月房屋销售、新开工、施工、竣工面积同比分别增长-1.6%/10.5%/+8.8%/-12.4%，增速较1-4月分别变动-1.3/-2.6/+0.0/-2.1pct。19年1-5月销售面积增速为负，新开工增速略有下滑，房屋施工节奏持平，房企竣工交付速度持续变缓。从建筑产业链看，17-18年住宅竣工已连续两年负增长，而15-18年期房销售仍逐年增长，无论从建设周期或交房周期来看，均可预计19年竣工增速有望回暖，利好住宅全装修企业。

图 27: 全国土地购置面积 (左轴) 及同比 (右轴)



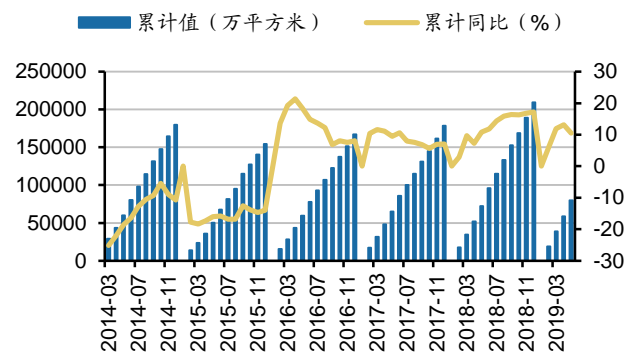
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 28: 全国商品房销售面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



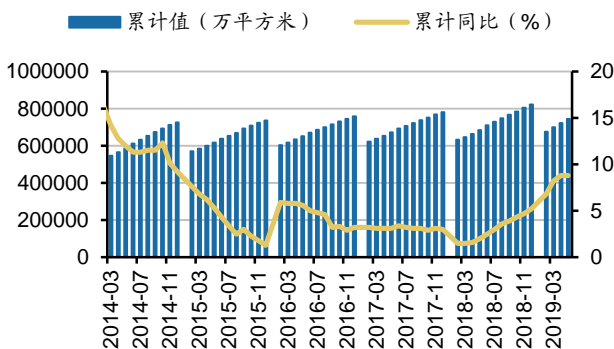
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 29: 全国房屋新开工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



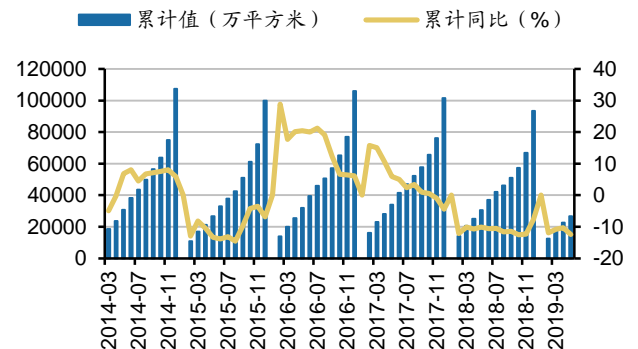
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 30: 全国房屋施工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 31: 全国房屋竣工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

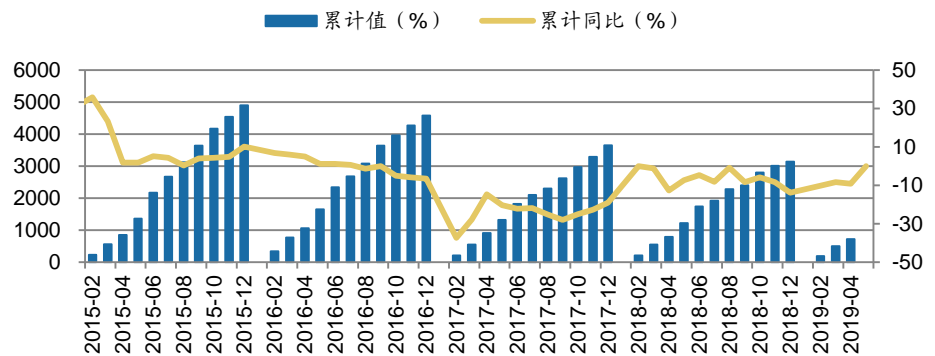


### 6月建筑PMI回暖延续高景气，新签订单指数环比大幅增长

19年6月建筑业PMI环比回升0.1pct至58.7%，较去年同期下降2.0pct，建筑业新订单指数环比大幅提升3.9pct至56.0%，两者均出现回暖且处于较高景气区间，表明建筑业需求继续增长且增速有所加快。

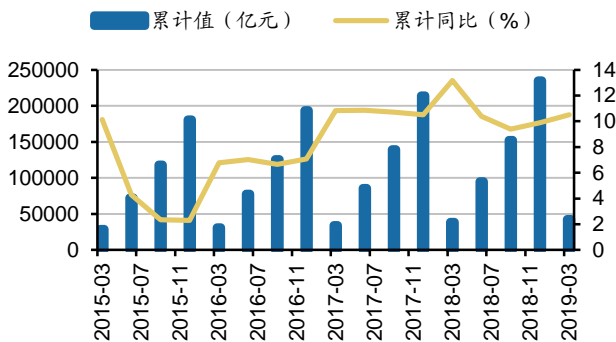
另外，19年一季度建筑业总产值累计达42758.4亿元，同比增长10.50%。其中，建筑工程总产值累计达37272.4亿元，同比增长10.22%；安装工程总产值累计达3931.8亿元，同比增长9.69%；竣工总产值累计达18864.2亿元，同比增长2.02%。

图 32: 建筑业固定资产投资累计值（左轴）及同比（右轴）



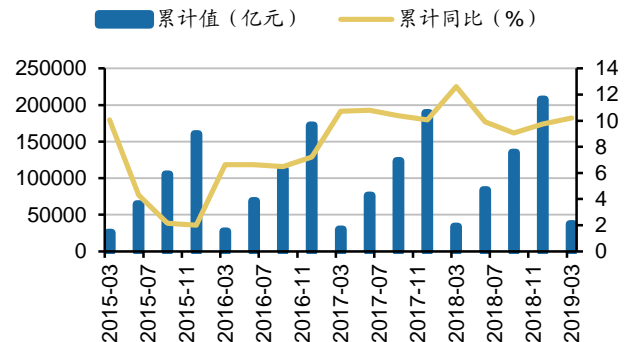
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 33: 建筑业总产值（左轴）及累计同比（右轴）



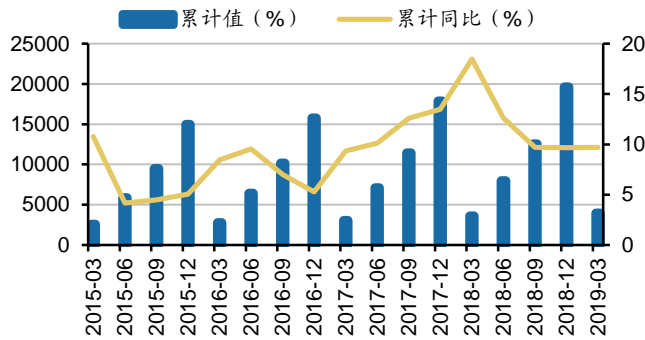
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 34: 建筑工程总产值（左轴）及累计同比（右轴）



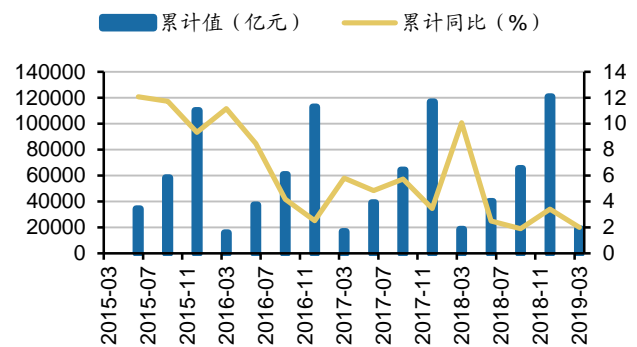
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 35: 安装工程总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 36: 竣工总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



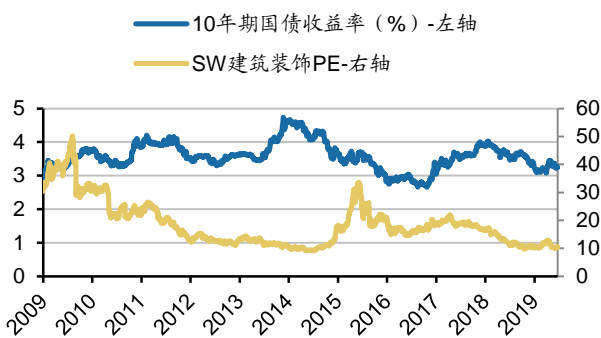
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

### 三、社融稳健增长, 信用利差走低, 融资环境持续改善

#### 信用与融资: 社融、新增信贷增量稳健增长, 信用利差继续走低

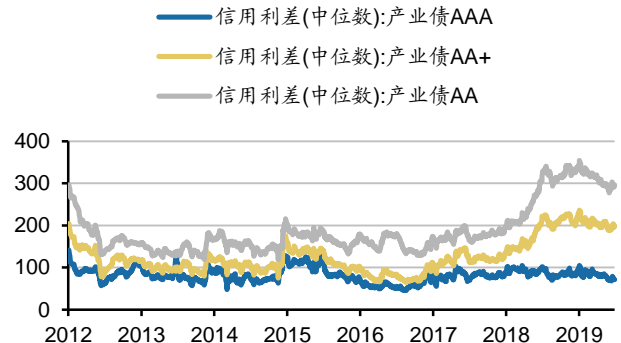
5 月社融规模增量为 1.4 万亿元, 同比多增 0.45 万亿元, 5 月新增信贷 1.18 万亿元, 同比多增 313 亿元, 社融改善主要由于表外融资企稳。不过从信贷结构上看, 5 月企业中长期贷款新增 2524 亿元, 同比少增 1507 亿元, 5 月新增地方专项债 1251 亿元, 同比多增 239 亿元, 而环比少增 428 亿元, 或表明企业资本开支 (如基建等) 仍偏谨慎; 5 月居民中长期贷款新增 4677 亿元, 同比多增 754 亿元。国办发文允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金, 资金瓶颈有望突破, 预计地方项目资本金及配套资金问题将是后续政策着力重点。Wind 数据显示, 截至 2019 年 6 月 28 日, AAA/AA+/AA 级建筑产业债信用利差较年内高点下降 17.1/27.1/48.4bp, 近期信用利差有走低趋势。

图 37: 近期 10 年期国债收益率有所下滑



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 38: 建筑装饰产业债信用利差 (BP)

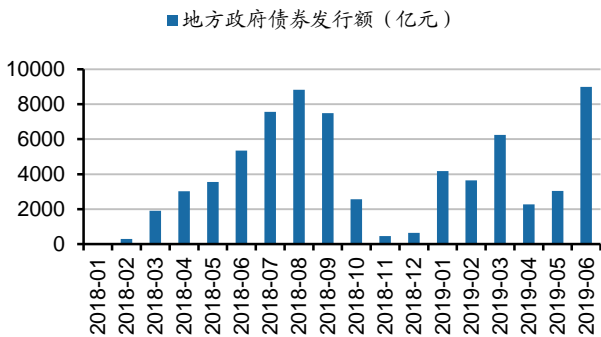


数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

6月份全国地方债发行总额为8995.51亿元，高于5月份的3043.22亿元。2019年地方债发行节奏较往年明显加快，截至6月底，19年共发行2.84万亿地方债，同比增长101%。1-6月发改委审批项目投资总额同比增长28%，基建发力贡献仍较大。

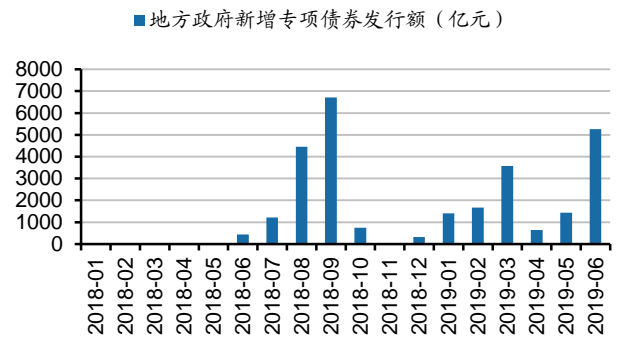
此外，根据新华社，国务院总理李克强公布《政府投资条例》，自2019年7月1日起施行。一方面明确界定政府投资范围，确保政府投资聚焦重点、精准发力。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主；国家建立政府投资范围定期评估调整机制，不断优化政府投资方向和结构。另外一方面，明确政府投资的主要原则和基本要求，政府投资应当与经济社会发展水平和财政收支状况相适应；政府及其有关部门不得违法违规举借债务筹措政府投资资金；安排政府投资资金应当平等对待各类投资主体。

图 39：地方政府债券单月发行额



数据来源：财政部、广发证券发展研究中心

图 40：地方政府专项债券发行额



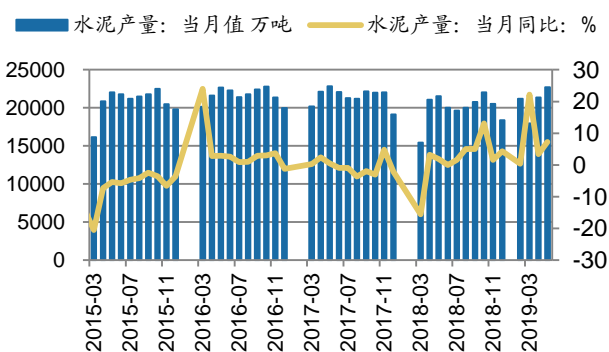
数据来源：财政部、广发证券发展研究中心

### 成本端：水泥及钢铁价格均出现一定程度下滑

19年1-5月水泥产量为83319.6万吨，较去年同比增长7.10%，较1-4月增速下降0.2pct，水泥产量增速较快；截止19年6月底，水泥价格指数达到146.99，较5月底下降3.37%。水泥价格本月有所下降，对建筑企业成本端有正面影响。

钢价方面，19年6月螺纹钢价格与中厚板价格较5月出现了一定程度下滑，目前仍处于相对高位，仍然会给以钢材为主要原材料的建筑公司带来一定的成本压力。

图 41：水泥当月产量（左轴）及同比（右轴）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 42：水泥价格指数



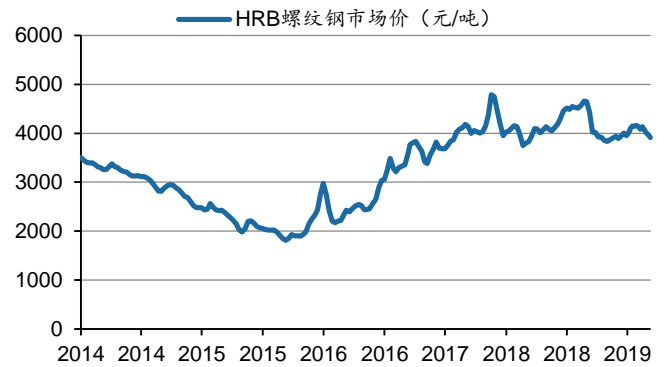
数据来源：中国水泥网、广发证券发展研究中心

图 43: 中厚板市场价 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 44: 螺纹钢市场价 (元/吨)

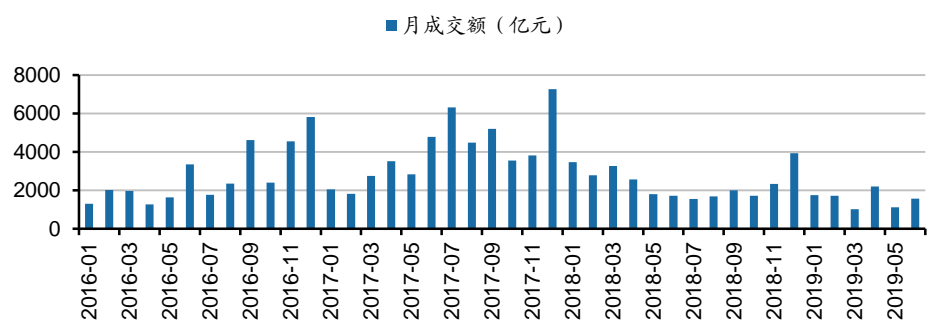


数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

#### 四、PPP 项目落地率持续提升，现已进入平稳期

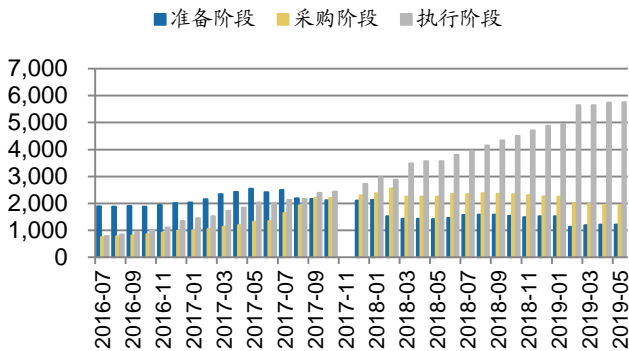
PPP管理库项目经过上半年一系列规范整改，现已进入平稳发展期。根据明树数据统计，2019年4/5/6月单月成交量分别为2198/1129/1566亿元，项目成交规模相比18年同期有明显下降。截止5月底，PPP累计成交额前三名的行业为交通运输、市政工程、片区开发，分别成交53764.9/49439.3/23253.5亿元，合计占据总成交额的71.5%。而根据财政部数据，5月准备/采购/执行阶段的项目投资额分别为17659/30027/87383亿元，项目落地率达到64.57%，落地速度继续加快。

图 45: 明树月度PPP成交数据



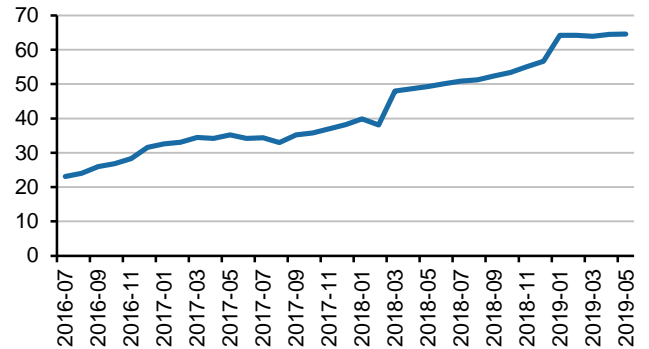
数据来源: 明树数据、广发证券发展研究中心

图 46: PPP各阶段项目投资金额变化 (单位: 亿元)



数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

图 47: PPP项目落地率变化情况



数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

2019年3月7日, 财政部发布《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》。《意见》既肯定了政府和社会资本合作 (PPP) 模式在稳增长、促改革、惠民生方面发挥了积极作用, 也指出当前存在超出自身财力、固化政府支出责任、泛化运用范围等问题。财政部此次发文提出PPP规范发展的总体要求, 要求各级财政部门要进一步提高认识, 遵循“规范运行、严格监管、公开透明、诚信履约”的原则, 切实防控地方政府隐性债务风险, 坚决打好防范化解重大风险攻坚战, 扎实推进PPP规范发展, 并对以上四则原则作出了具体解释。在PPP实施细则上提出了六个规范的PPP应符合的条件, 以及同时还需要满足的三条审慎条件并明确了政府支出责任监管。在加强项目规范管理方面, 财政部要求不能出现政府承诺最低收益、不能未经法定程序选择社会资本方、不能以债务性资金出资、要及时准确披露信息。此外, 《意见》中还提出了要从鼓励参与、融资支持、分类指导等七条营造规范发展良好环境的举措。

为了坚决遏制假借政府和社会资本合作 (PPP) 增加地方政府隐性债务风险, 近期财政部发布财办金2019【40】号文, 要求各地财政部门在6月底前, 完成入库PPP项目纳入政府性债务监测平台情况梳理核实工作。对于增加地方政府隐性债务的PPP项目, 将从PPP项目库中清退出库, 并中止实施或转为其他合法合规方式继续实施, 其中继续实施的项目要做好隐性债务化解工作, 维护各方合法权益, 避免出现半拉子工程。这将对拟投资13万亿元的PPP项目产生影响, 一些增加隐性债务的PPP项目将被处理。资金来源受限或对基建投资增速产生一定影响; 叠加前期逆周期政策体现相机抉择, 市场担心基建投资回暖的力度及持续性, 导致建筑板块估值承压。



## 五、国改预期持续升温，长三角一体化持续推进

### ➤ 国改预期持续升温，关注员工持股、债转股和兼并重组

1) 近期国改预期持续升温，本周中国交建公告拟向控股股东中交集团及战略投资者转让全资子公司中交疏浚不超过80%股权，此举有利于公司降低负债（约2.7pct），进一步聚焦主业；而中交疏浚作为国企改革“双百行动”企业，转让之后有望加强中交集团对中交疏浚的管控，提升经营效率。2) 6月12日，国资委与中央企业签订经营业绩责任书，要求2019年度中央企业净利润目标比上年增长9%，中国建筑、中国石油、中国移动等20家企业2019年度合计净利润目标较上年增长12%。3) 我们认为在国企改革方案中，员工持股、债转股和兼并重组等有望成为主要突破口：上海建工/中国建筑/中国电建均已实施或拟实施员工股权激励计划；出于国资委降负债率的要求，建筑央企中国中铁/中国铁建已完成或拟实施债转股，地方国企山东路桥在子公司层面实施市场化债转股；两材合并后，中材国际/国检集团有望受益两材重组推进。

### ➤ 长三角一体化持续推进

2018年11月习近平主席在进博会上表示支持长三角一体化发展；2019年3月5日两会政府工作报告再次明确将长三角区域一体化发展上升为国家战略；根据新京报报导，上海市委书记提出在沪苏浙三省市交界区域建设“长三角一体化发展示范区”。而长三角地区近5年基建投资CAGR在15%以上；根据沪苏浙三省市十三五规划，加强综合交通运输体系建设是重要发力方向。目前长三角区域内铁路公路、轨交等人均里程密度与发达国家仍有差距，未来基建空间广阔；近期发改委已批复上海轨交、江苏城际铁路项目总投资达7000亿，后续轨交建设有望加速推进。2019年长三角一体化战略有望稳步推进，后期长三角规划有望出台，利好相关建设龙头企业，如上海建工/隧道股份等。

### ➤ 钢结构：政策推动钢结构，钢结构企业遇业绩拐点

2017年3月出台《“十三五”装配式建筑行动方案》及配套管理办法。要求到2020年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上，全国划分为“重点推进、积极推进、鼓励推进”三类地区有重点地“自上而下”逐步推进：1) 重点推进地区包括京津冀、长三角、珠三角三大城市群，装配式建筑占新建建筑的比例须达20%；2) 积极推进地区包括常住人口超过300万的其他城市，装配式建筑占新建建筑的比例须达15%；3) 鼓励推进地区包括其余城市，装配式建筑占新建建筑的比例须达10%。

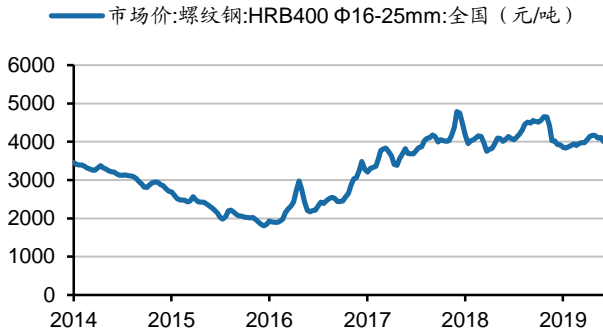
而住建部于2019年3月11日发布《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司2019年工作要点的通知》，提出要推进建筑业重点领域改革，促进建筑产业转型升级，其中首条即强调要推进钢结构于住宅建设试点。

我们通过研究发现：钢价在2015年底价格跌落到最低，而此时多数钢结构公司的毛利率却达到最高，之后随着钢价的持续上涨，钢结构公司的毛利率逐渐下降，而2018年钢价略有回落，钢结构公司相应业务的毛利率也有所提升，即钢材价格和钢结构业务毛利率之间存在明显的负相关关系，且目前原材料价格、装配式住宅成本均逐步回落，上述制约因素消除后，行业有望迎来快速发展期。



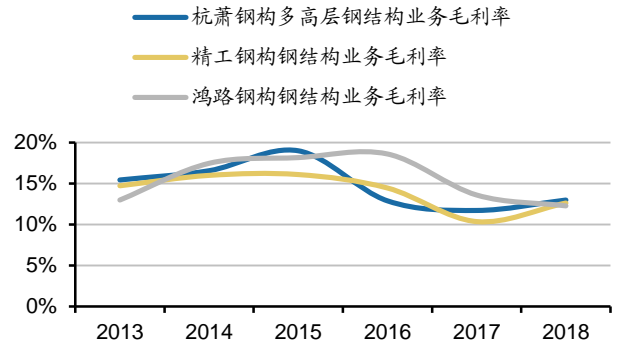
从钢结构企业的订单和收入增速可以看到，钢结构公司2018年订单及收入增速明显提升，多数公司业绩也在2018年出现拐点。从模式上看，钢结构公司正逐渐往EPC住宅和轻资产转型。

图 48: 钢材价格变动情况



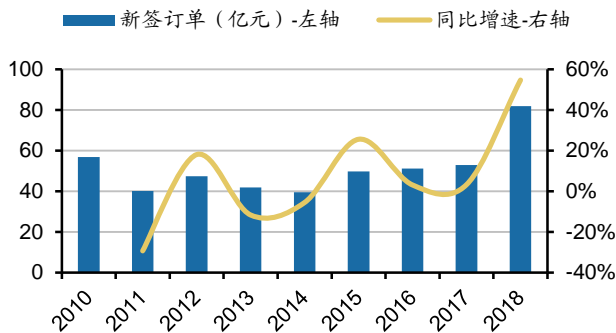
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 49: 钢结构公司钢结构业务毛利率



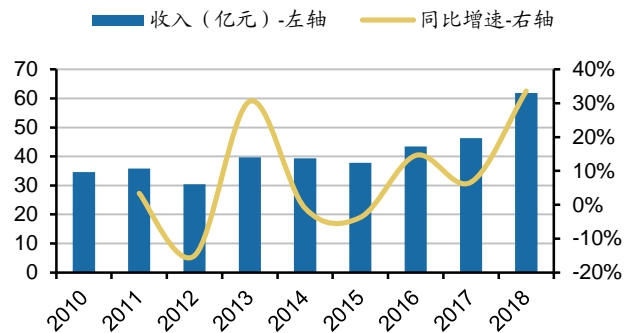
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 50: 杭萧钢构新签订单及增速



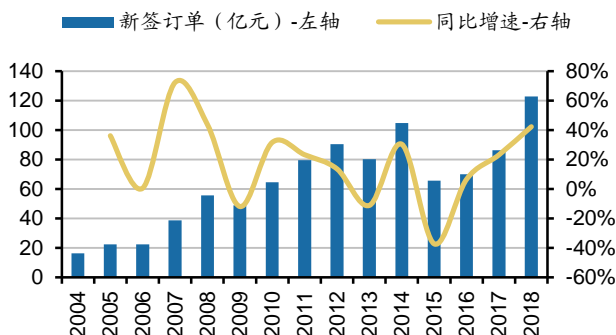
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 51: 杭萧钢构收入及增速



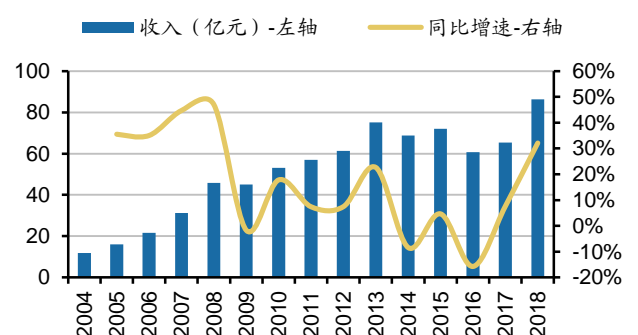
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 52: 精工钢构新签订单及增速



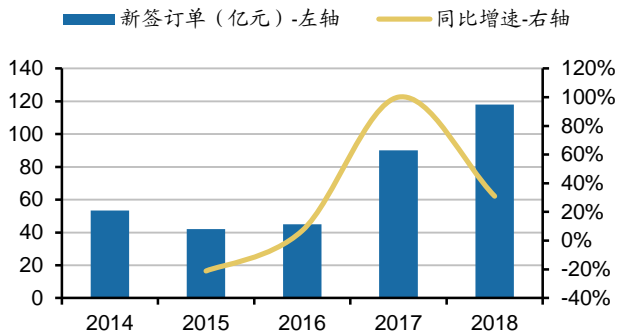
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 53: 精工钢构收入及增速



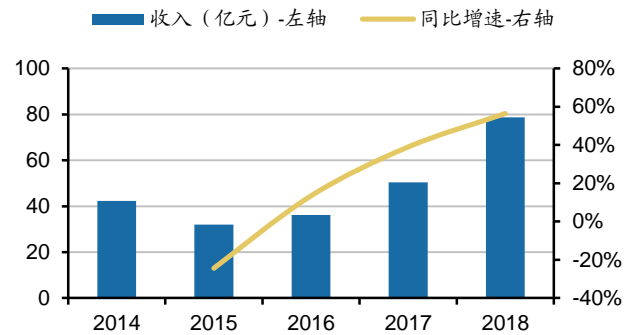
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 54: 鸿路钢构新签订单及增速



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 55: 鸿路钢构收入及增速



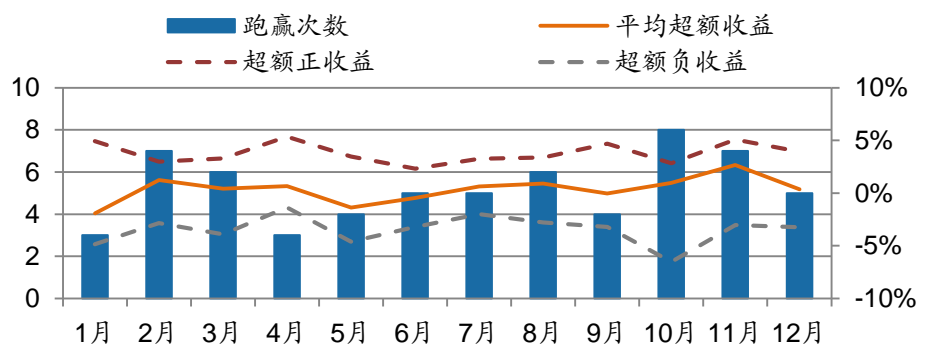
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

## 六、行业观点及重点公司

历史上看, 2008-2018年建筑装饰板块7月平均收益2.6%, 10年中跑赢大盘5次, 跑赢大盘5次的平均超额收益为3.2%, 跑输大盘5次的平均超额收益为-2.0%。

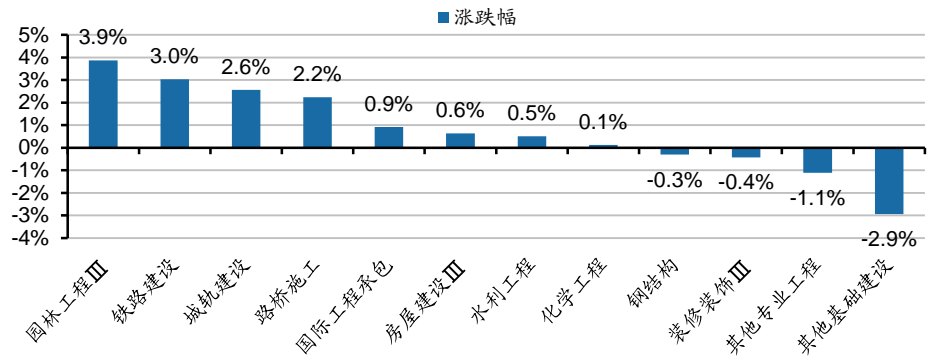
观察历史各建筑子板块7月份的平均收益情况, 园林工程板块表现最好, 平均收益3.9%, 其次是铁路建设板块, 平均收益为3.0%; 而其他基础建设板块表现较差, 平均收益为-2.9%。

图 56: 2008-2018年SW建筑板块跑赢大盘次数 (左轴) 及超额收益情况 (右轴)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 57: 历年7月各子板块平均收益情况 (2010年-2018年)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 1: 历年 Q3 建筑子板块及各细分子板块市场表现情况

	沪深 300	建筑装饰	房屋建设	装修装饰	基础建设	专业工程	园林工程
<b>期间涨跌幅</b>							
2012Q3	-6.8%	-5.9%	-6.4%	-0.1%	-9.8%	-1.1%	-3.4%
2013Q3	9.5%	0.8%	0.8%	-14.7%	13.0%	-2.5%	-9.2%
2014Q3	13.2%	23.7%	20.2%	30.8%	22.3%	27.6%	17.0%
2015Q3	-28.4%	-28.9%	-29.3%	-49.0%	-25.8%	-25.8%	-20.1%
2016Q3	3.2%	9.1%	16.6%	8.7%	5.9%	4.4%	20.5%
2017Q3	4.6%	0.4%	-1.6%	-1.3%	-0.8%	4.3%	1.8%
2018Q3	-2.1%	-1.1%	-0.2%	-9.6%	6.6%	-2.1%	-17.0%
平均值	-1.0%	-0.3%	0.0%	-5.0%	1.6%	0.7%	-1.5%
<b>超越大盘指数 (相对于沪深 300)</b>							
2012Q3	-	0.9%	0.4%	6.7%	-3.0%	5.7%	3.4%
2013Q3	-	-8.7%	-8.7%	-24.2%	3.5%	-12.0%	-18.7%
2014Q3	-	10.5%	7.0%	17.6%	9.1%	14.4%	3.8%
2015Q3	-	-0.5%	-0.9%	-20.6%	2.6%	2.6%	8.3%
2016Q3	-	5.9%	13.4%	5.5%	2.7%	1.2%	17.3%
2017Q3	-	-4.2%	-6.2%	-5.9%	-5.4%	-0.3%	-2.8%
2018Q3	-	1.0%	1.9%	-7.5%	8.7%	0.0%	-14.9%
平均值	-	0.7%	1.0%	-4.1%	2.6%	1.7%	-0.5%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**1、建筑PMI回暖延续高景气，G20峰会释放积极信号，逆周期政策对冲仍需跟踪后续谈判进程。** 1) 6月中采制造业PMI环比持平于49.4%，连续2月处于收缩区间，PMI分项中生产、新订单、从业人员指数继续出现不同程度回落。反映需求的新订单指数回落0.2pct至49.6%，仍处收缩区间；其中，6月进口和新出口订单指数分别回落0.3pct/0.2pct至46.8%/46.3%，表明内外需均有所下行。2) 6月建筑业PMI环比回升0.1pct至58.7%，建筑业新订单指数环比大幅提升3.9pct至56.0%，两者均出现回暖且处于较高景气区间，表明建筑业需求继续增长且增速有所加快。19年1-6月地方债

共计发行2.84万亿，高于去年同期的1.41万亿，1-6月发改委审批项目投资总额同比增长28%，基建发力贡献仍较大；近期专项债新规允许专项债作为重大项目资本金，同时货币政策加快推进利率市场化，宽松预期提升利好基建投资回暖，进而带动板块估值修复。3）我们认为短期需求端基建、地产支撑作用或仍存，但5-6月PMI处于低位，1-5月工业企业利润仍同比下滑2.3%，表明经济仍面临较大下行压力。本周G20峰会尘埃落定，中美元首会面效果较为积极，贸易摩擦升级担忧或暂缓，短期市场情绪有望改善，不过后续谈判进程仍有反复可能，需持续跟踪。在外部仍存不确定性背景下，若后期经济下行压力加大，政策相机抉择，预计逆周期调节力度仍有望进一步提升。

**2、Q3板块或存超额收益机会，短期风险偏好或提升，关注检测、设计龙头等业绩高弹性个股。**1）从统计数据来看，历年Q3建筑板块存超额受益机会，特别是基建、房建子板块表现较好，预计主要由于往年地方债（包括专项债）集中在Q3发行，且基建投资规模前低后高，Q3基建对冲预期较为充分。2）短期中美贸易争端呈现缓和迹象，市场风险偏好或有所提升，建筑子板块中检测、设计龙头等业绩高弹性个股或受益。3）具体来看，前端检测设计龙头市占率低、成长性好，均存在自下而上逻辑（详见中期策略报告《拨云见日，否极泰来》）：建工建材检测为朝阳行业，龙头公司国检集团ROE及现金流逐步改善，“跨区域、跨领域”战略稳步推进；设计龙头中设集团、苏交科目前估值处于历史最低水平，且有望受益基建回暖。

**3、主题方面，继续关注国企改革、长三角一体化等相关受益标的。**1）国企改革：近期国改预期持续升温，我们认为在国企改革方案中，员工持股、债转股和兼并重组等有望成为主要突破口：中国建筑/上海建工/中国电建均已实施或拟实施员工股权激励计划；出于国资委降负债率的要求，建筑央企中国中铁已完成实施债转股，中国交建拟向控股股东及战略投资者转让子公司股权，地方国企山东路桥在子公司层面实施市场化债转股；两材合并后，中材国际/国检集团有望受益于两材重组。2）长三角一体化：6月28日，习近平主席在G20峰会上宣布进一步扩大对外开放，增设上海自由贸易试验区新片区；同日，上海市委书记李强表示加快推进《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》贯彻落实。《规划纲要》要求加强长三角地区互联互通及交通基础设施建设，利好区域建设龙头如上海建工等。

## 风险提示

宏观政策环境变化导致行业景气度下降；基建投资增速下滑加速导致公司订单不达预期。

## 广发建筑工程行业研究小组

姚 遥：首席分析师，美国普林斯顿大学工学博士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

尉 凯 旋：研究助理，复旦大学金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。



本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。