

建筑装饰

Q2 央企订单加速+持仓新低，板块配置正当时

基建发力正当时，对冲地产融资收紧，建筑央企配置性价比突显。2019 上半年全口径基建投资增长 2.95%，增速提升力度低于市场预期，主要系在此前严控隐性债务的政策框架下，符合财政纪律的地方政府有效需求不足。但当前基建仍有较大潜在政策空间，上半年由于房地产投资较为强势，基建政策尚未真正发力。随着目前房地产融资收紧趋势已明，后续政策面可能会转向基建作为对冲工具，潜在政策发力点包括结构性提升政府杠杆率、下调项目资本金比例、重新加大 PPP 推广力度等，板块有望迎来估值提升机会。其中，建筑央企当前具有较强配置性价比：**1) 从估值角度来看**，目前建筑央企平均 PE (TTM) 为 8.8 倍，平均 PB (LF) 为 0.94 倍，与沪深 300 的 PE (TTM) 与 PB (LF) 比值均处于底部区域，低估值优势显著；**2) 从相对涨幅角度来看**，年初以来建筑央企平均涨幅仅为 1.2%，相对上证 50 指数年初以来 28.1% 的涨幅显著滞涨，存一定补涨需求；**3) 从持仓角度来看**，2019Q2 末基金对建筑板块持仓占比继续下降至 0.47%，创 2008 年以来历史新低，具有相对安全边际。因此，当前建筑央企订单加速，而涨幅、估值、持仓三低，在基建有望逐步发力之际，配置性价比突显。

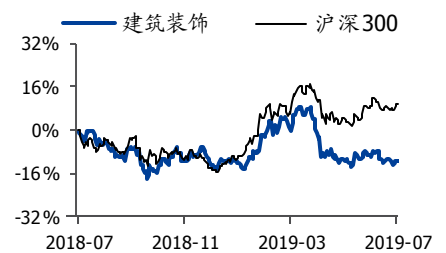
Q2 建筑央企订单增长加快，房建订单是主要动力。2019H1 七家建筑央企合计新签订单增长 10.8%，其中 Q1/Q2 单季分别增长 6.0%/15.7%，Q2 显著加速。其中葛洲坝/中国中铁/中国铁建/中国中冶上半年订单增速分别较一季度加快 50/10/12/15 个 pct，中国建筑及中国电建二季度新签订单有所放缓。我们近期建筑央企系列调研发现：**1) Q2 订单增长主要驱动力**预计仍是房建，主要受益于前期房地产销售快速增长后的补库存周期；而基建类订单整体稳健，其中铁路、城轨和市政类增长较快，路桥类基本持平。**2) 当前央企反馈融资环境**较去年整体有所改善，融资成本回落至基准下浮 5%-10% 的水平，前期政府出台的专项债可做资本金等新政还未大面积展现效果，基建项目施工情况整体平稳。预计央企整体全年收入仍可达到 8%-10% 左右增速，毛利率随着业务结构的变化有提升的趋势，全年业绩保持稳健增长可期。**3) 去杠杆方面**央企仍面临一定约束，但整体压力可控，不会对业务开展造成很大影响。除加强应收账款清收、提升内部盈利外，各家央企还积极通过发行永续债、债转股、应收账款资产证券化等方式来降低杠杆率，满足国资委考核目。

首批专项债作资本金项目推出，“债贷组合”有望部分缓解地方资本金紧张局面。近期针对专项债做项目资本金，财政部金融司司长王毅强调其需符合以下四个条件：**1) 主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目；2) 项目本身必须要有收益，且经过收益评估证明能够偿还；3) 资本金必须落实到项目实体，不得搞成资金池放大资本金；4) 专项债只能作项目部分资本金。**根据中国债券信息网显示，近日首批专项债作项目资本金案例已推出，呼和浩特新机场项目和集大高铁项目将发行专项债作为资本金，其中**呼和浩特新机场项目**机场工程资本金为 105 亿元（100 亿财政资金+5 亿专项债），项目贷款为 105 亿元，资本金比例为 50%，专项债可作部分资本金后，该项目地方政府自有资金撬动比例由 2.0 提升至 2.1；**集大高铁项目**资本金为 78 亿（专项债 50 亿元+自筹资金 28 亿元），项目贷款 33 亿元，资本金比例为 70%，专项债可作部分资本金后，地方政府自有资金撬动比例由 1.4 大幅提升至 4.0，同时项目预期收益覆盖专项债券及贷款融资本息后仍有剩余专项收入。未来随着专项债持续发行，“债（专项债）贷（贷款）组合”模式有望部分缓解当前地方资本金紧张局面，撬动更多重大项目加快落地实施。

金螳螂：竣工加快业绩转化，被忽视的装饰龙头核心资产。地产竣工将助力前期订单加速向业绩转化。今年以来公司订单较快增长（预计约 30%）。结构上看，今年公装订单保持较快增长，精装修订单有所控制，订单质量有所提升。家装业务在过去 3 年每年 60-70 家新开店后，今年不主动扩张，致力于提高存量门店效率和盈利质量。截止 2019Q1 末，公司在手已签约未完工

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 杨涛

执业证书编号：S0680518010002

邮箱：yangtao1@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

相关研究

- 1、《建筑装饰：Q2 建筑持仓降至新低，建议积极加配基建链》2019-07-20
- 2、《建筑装饰：当前基建怎么看：政策空间仍足，对冲地产收紧，基建发力正当时》2019-07-19
- 3、《建筑装饰：新增社融基建资金增长加快，基建链吸引力增强》2019-07-14



订单为602亿，约为18年收入2.4倍。在今年房地产补库存和交付压力下，今年施工和竣工量的增长将促公司订单向收入和盈利加速转化。另一方面，装饰行业规模庞大且具有消费属性，公司作为行业龙头，经营稳健、历史现金流优异，堪称核心资产。在外资趋势流入、前期核心资产整体估值大幅提升之际，公司具有较强配置价值。

投资策略：随着地产融资逐渐收紧，后续政策面可能逐渐转向基建作为对冲工具，潜在政策发力点包括结构性提升政府杠杆率（预计仍以专项债为主）、下调项目资本金比例等。Q2建筑央企订单呈加速趋势。而近期首批专项债作资本金项目推出有助于改善地方资本金短缺局面。目前建筑板块涨幅/估值/持仓三低，板块已具有相对安全边际。随着基建重要性再增强，板块估值有望提升，配置基建正当时。重点推荐低估值建筑央企**中国建筑**（关注中海地产向上拐点，1.09xPB，仅5.9xPE）、**中国铁建**（Q2订单加速明显，0.89xPB，6.7xPE）、**中国交建**（马来铁路大单复工，0.98xPB，8.2xPE）、**中国中铁**（0.90xPB，7.8xPE），兼具成长性和现金流价值的设计龙头**苏交科**（12xPE，2019H1业绩预告中值20%继续稳健增长）、**中设集团**（12xPE），估值已极低的PPP龙头**龙元建设**（9xPE），以及地产竣工加快业绩转化、被忽视的核心资产装饰龙头**金螳螂**（12xPE）。

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

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601668	中国建筑	买入	0.91	1.02	1.12	1.23	6.6	5.9	5.4	4.9
601186	中国铁建	买入	1.32	1.50	1.69	1.86	7.6	6.7	5.9	5.4
601800	中国交建	买入	1.22	1.37	1.50	1.64	9.2	8.2	7.5	6.8
300284	苏交科	买入	0.64	0.80	0.96	1.15	14.5	11.6	9.7	8.1
603018	中设集团	买入	0.85	1.08	1.30	1.54	14.6	11.5	9.5	8.0
600491	龙元建设	买入	0.60	0.75	0.93	1.13	11.1	8.9	7.2	5.9
002081	金螳螂	买入	0.79	0.91	1.03	1.15	13.9	12.1	10.7	9.6

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com