

建筑装饰行业月度分析报告

政治局会议聚焦旧改、新基建，中报行情逐步展开

核心观点：

● **7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**
7月建筑装饰指数上涨0.26%，跑输沪深300指数2.84pct。子板块方面，农林牧渔表现较好，上涨7.31%。截止7月底，建筑板块PE(TTM,整体法)10.06倍，PB(LF)1.08倍，估值水平平均仍处于历史底部。

● **政治局会议逆周期基建调节表述偏中性，仍看好后期竣工回暖**

基建产业链：根据国家统计局数据，19年1-6月狭义基建投资（不含电力）同比增长4.1%，增速较1-5月上升0.1pct；而19年1-6月广义基建投资较上年同期增长2.95%，较1-5月增速提升0.35pct。7月建筑业PMI为58.2%，比上月回落0.5pct，建筑业扩张步伐有所放慢。此外，建筑业新订单指数为54.7%，比上月回落1.3个百分点，表明需求继续增长，增速有所放缓。而本周中央政治局会议要求适时适度实施宏观政策逆周期调节，政策仍以稳为主，我们认为会议对逆周期调节及传统基建的态度偏中性。不过基建稳经济、稳就业重要性明显，且提振基建比放松地产更符合目前政策取向，若后期经济下行压力仍较大，专项债加码有望提升基建稳增长预期。

地产产业链：根据国家统计局数据，19年1-6月房地产开发投资同比增长10.9%，增速较1-5月份下降0.3pct，地产投资仍维持高位，短期对经济的支撑作用仍存。但是本周中央政治局会议坚持房住不炒，强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，中长期仍看好竣工端，住宅全装修企业有望受益。

● **地方债发行量持续高增，原材料价格下降降低成本端压力**

根据中国人民银行数据，6月社融规模增量为2.26万亿元，同比多增0.77万亿元，预计主因去年非标低基数及专项债发行放量；而6月新增信贷1.66万亿，同比少增0.18万亿元。6/7月份全国地方债发行总额分别为8995.51亿元/5559.37亿元，均明显高于5月份的3043.22亿元，2019年地方债发行节奏较往年明显加快。同时新规要求加快专项债券发行使用进度，力争9月底前发行完毕。后期财政发力、资本金比例下调、专项债加码，叠加货币政策宽松预期，资金面改善有望助推下半年基建投资回暖。而成本端方面，建筑业主要原材料水泥和钢材价格均有所下降，原材料价格的下降也降低建筑行业成本端的压力。

● **行业观点及重点公司**

历史上看，2008-2018年建筑装饰板块8月平均收益-0.5%，10年中跑赢大盘6次，跑输大盘6次的平均超额收益为1.2%，跑输大盘4次的平均超额收益为-1.3%。**公司方面**，目前建筑板块低估值优势明显，宽松预期利好板块估值修复，短期经济下行压力仍客观存在，基建稳增长预期有望提升，建议关注三条主线：**1)基建投资如期回升，利好业绩稳健高增的前端设计公司（如中设集团/苏交科等）及成长型检测行业龙头（国检集团）；2)低估值基建央企（如中国铁建（A+H股）/中国交建（A+H股）/中国建筑等）及地方龙头国企（如上海建工等）；3)年初以来公共空间及房建类订单维持高景气，后期地产竣工回暖利好装饰龙头公司（如金螳螂等）。**

● **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

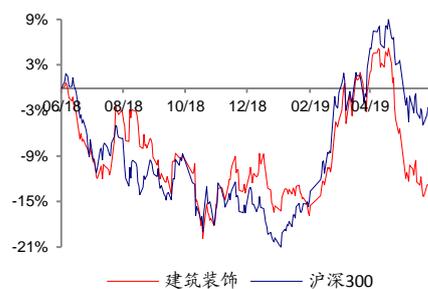
前次评级

买入

报告日期

2019-08-01

相对市场表现



分析师：

姚遥



SAC 执证号：S0260517070002



SFC CE No. BMS332



021-60750610



gfyayao@gf.com.cn

相关研究：

| | |
|---------------------------------------|------------|
| 中央政治局会议点评：聚焦基建结构升级 | 2019-07-30 |
| 建筑装饰行业周报：首批专项债作资本金项目落地，继续关注基建前端设计检测龙头 | 2019-07-28 |
| 建筑装饰行业中报前瞻：业绩增速有望企稳，静待基建投资回暖 | 2019-07-24 |

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 |
| 国检集团 | 603060.SH | CNY | 17.95 | 2019/7/11 | 买入 | 25.00 | 0.76 | 0.92 | 23.62 | 19.51 | 16.75 | 13.09 | 15.65 | 15.93 |
| 中设集团 | 603018.SH | CNY | 12.08 | 2019/7/18 | 买入 | 16.00 | 1.09 | 1.37 | 11.05 | 8.84 | 5.46 | 4.12 | 16.52 | 17.12 |
| 苏文科 | 300284.SZ | CNY | 9.06 | 2019/7/29 | 买入 | 11.20 | 0.80 | 0.96 | 11.39 | 9.44 | 5.82 | 4.64 | 14.98 | 15.26 |
| 上海建工 | 600170.SH | CNY | 3.76 | 2019/5/9 | 买入 | 4.40 | 0.36 | 0.41 | 10.35 | 9.16 | 3.12 | 1.92 | 9.59 | 9.77 |
| 金螳螂 | 002081.SZ | CNY | 11.03 | 2019/4/27 | 买入 | 12.20 | 0.91 | 1.03 | 12.09 | 10.69 | 8.53 | 7.24 | 15.94 | 14.55 |

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7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、政治局会议逆周期基建调节表述偏中性，仍看好后期竣工增速回暖..... | 8 |
| 19年1-6月基建投资同比增长4.1%，投资增速回暖..... | 8 |
| 19年1-6月制造业投资同比增长3.0%，7月制造业PMI仍位于荣枯线以下..... | 11 |
| 19年1-6月房地产开发投资同比增长10.9%，后期竣工增速有望回暖..... | 12 |
| 19年7月建筑PMI有所回落但仍处较高景气区间，经济承压基建稳增长仍为重要方向..... | 14 |
| 三、地方债发行量持续高增，原材料价格下降降低成本端压力..... | 16 |
| 信用与融资：社融、新增信贷增量同步上升，地方债发行量持续高增..... | 16 |
| 成本端：水泥及钢铁价格呈现不同程度下滑，供给端压力减缓..... | 17 |
| 四、PPP项目落地率持续提升，现已进入平稳期..... | 18 |
| 五、员工持股+债转股+重组，国企改革加速推进..... | 19 |
| 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: 7 月主题板块涨跌幅 | 6 |
| 图 3: 7 月 SW 一级子板块涨跌幅 | 6 |
| 图 4: 7 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 (2019/7/31) (单位: 倍) | 7 |
| 图 6: 各板块 PB (LF) 估值情况 (2019/7/31) (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) 基础建设不含电力 | 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: 制造业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴) | 12 |
| 图 19: 石油加工、焦炼及核燃料加工业投资情况 | 12 |
| 图 20: 化学原料及化学制品制造业投资情况 | 12 |
| 图 21: 7 月制造业 PMI 跌至荣枯线以下 (单位: %) | 12 |
| 图 22: 大、中、小型企业 PMI 指数 (单位: %) | 12 |
| 图 23: 房地产开发投资完成额累计值 (左轴) 及同比 (右轴) | 13 |
| 图 24: 土地交易价格价款累计值 (左轴) 及同比 (右轴) | 13 |
| 图 25: 全国土地购置面积 (左轴) 及同比 (右轴) | 13 |
| 图 26: 全国商品房销售面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴) | 14 |
| 图 27: 全国房屋新开工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴) | 14 |
| 图 28: 全国房屋施工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴) | 14 |
| 图 29: 全国房屋竣工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴) | 14 |
| 图 30: 建筑业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴) | 15 |
| 图 31: 建筑业总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴) | 15 |
| 图 32: 建筑工程总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴) | 15 |
| 图 33: 安装工程总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴) | 15 |
| 图 34: 竣工总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴) | 15 |
| 图 35: 近期 10 年期国债收益率有所下滑 | 16 |
| 图 36: 建筑装饰产业债信用利差 (BP) | 16 |

| | |
|--|----|
| 图 37: 地方政府债券单月发行额 | 17 |
| 图 38: 地方政府专项债券发行额 | 17 |
| 图 39: 水泥当月产量 (左轴) 及同比 (右轴) | 17 |
| 图 40: 水泥价格指数 | 17 |
| 图 41: 中厚板市场价 (元/吨) | 18 |
| 图 42: 螺纹钢市场价 (元/吨) | 18 |
| 图 43: 明树月度 PPP 成交数据 | 18 |
| 图 44: PPP 各阶段项目投资金额变化 (单位: 亿元) | 19 |
| 图 45: PPP 项目落地率变化情况 | 19 |
| 图 46: 中国中铁债转股方案一览 | 21 |
| 图 47: 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 48: 历年 7 月各子板块平均收益情况 (2010 年-2018 年) | 22 |
| | |
| 表 1: 历年 Q3 SW 建筑子板块及各细分子板块市场表现情况 | 22 |

一、19年7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

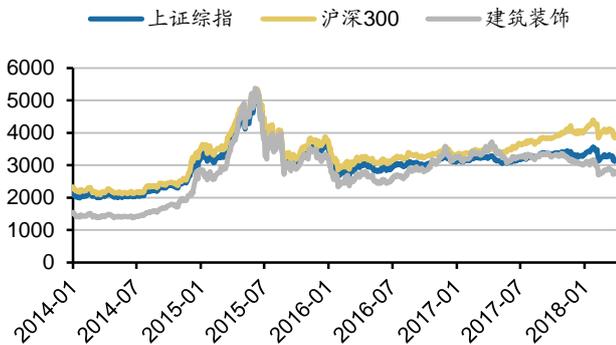
19年7月建筑装饰指数上涨0.26%，跑输沪深300指数2.84个百分点。

子板块方面：农林牧渔涨幅最大(7.31%)，有色金属跌幅最大(-5.64%)；

主题方面：国企改革跌幅最小(-0.12%)，PPP指数跌幅最大(-5.89%)。

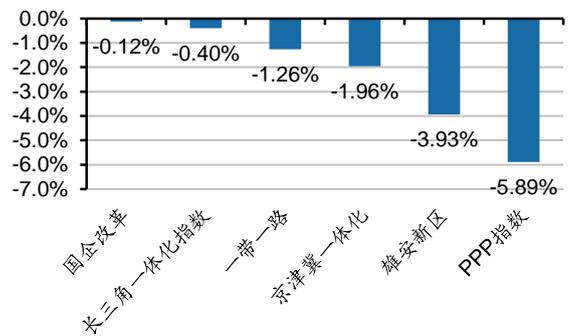
板块估值：截止7月底，建筑板块的PE（TTM，整体法）约10.06倍，仅高于钢铁、房地产和银行，低于其他各行业；PB（LF）约1.08倍，仅高于煤炭开采、钢铁、银行，低于其他各行业。目前板块PE，PB仍为历史底部水平。

图 1：SW建筑装饰板块及沪深300、上证综指走势图



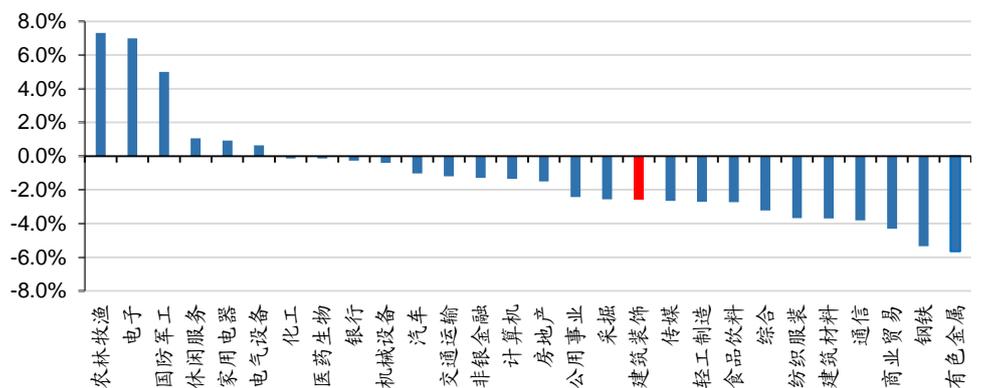
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2：7月主题板块涨跌幅



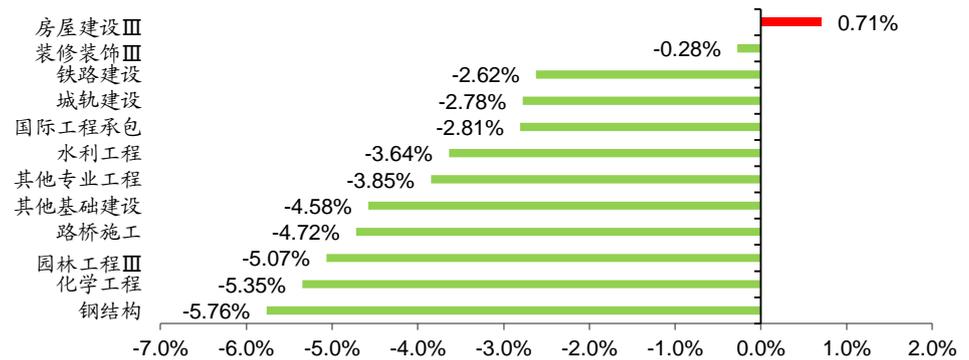
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 3：7月SW一级子板块涨跌幅



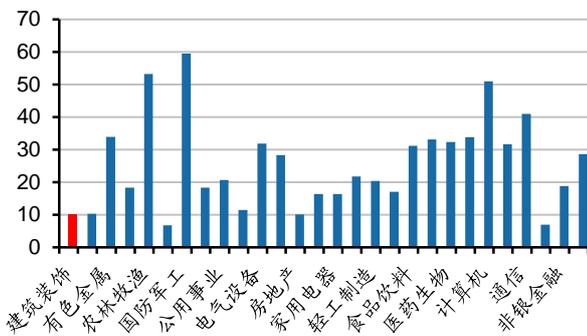
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 4: 7月SW建筑装饰三级子板块涨跌幅



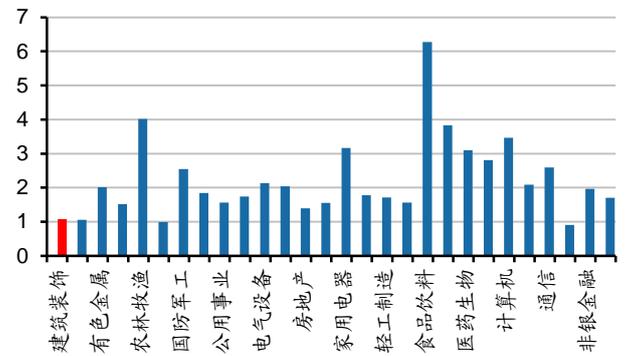
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 5: 各板块PE (TTM, 整体法) 估值情况 (2019/7/31) (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 (2019/7/31) (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、政治局会议逆周期基建调节表述偏中性，仍看好后期竣工增速回暖

根据国家统计局数据，2019年1-6月份全国固定资产投资累计29.91万亿元，累计同比增长5.8%，增速较1-5月累计增速上升0.2pct。

图 9：全社会固定资产投资累计值（左轴）及其同比（右轴）



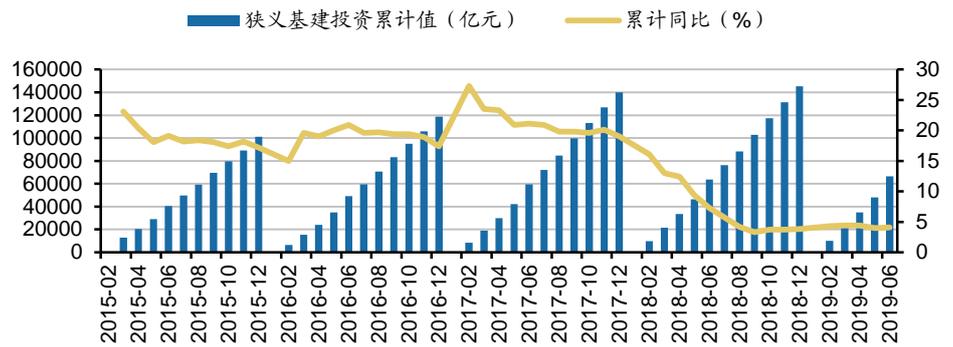
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

19年1-6月基建投资同比增长4.1%，投资增速回暖

其中，19年1-6月狭义基建投资同比增长4.1%，增速较1-5月上升0.1pct；而19年1-6月广义基建投资较上年同期增长2.95%，较1-5月增速增加0.35pct，基建投资增速略有上升，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：

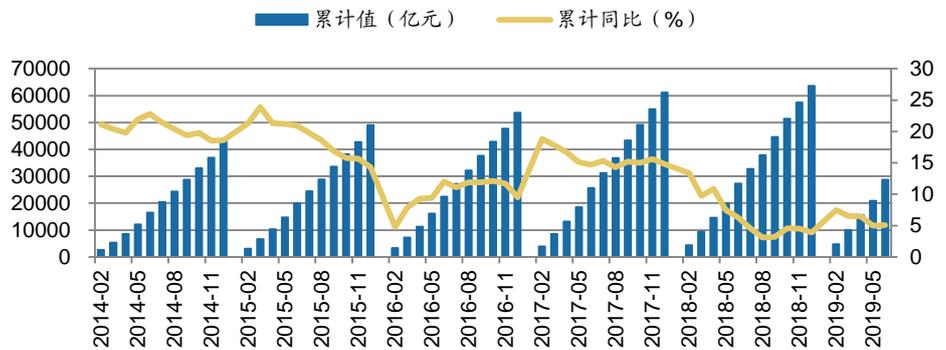
- 交通运输、仓储和邮政业：19年1-6月累计同比为+5.1%，较1-5月累计同比上升0.1pct。进一步细分来看，19年1-6月道路运输业基础建设投资累计同比+8.1%，较1-5月累计同比增速上升1.9pct；19年1-6月铁路运输固定资产投资累计同比为+14.1%，较1-5月累计同比增速下降1.0pct；19年1-6月航空运输固定资产投资累计同比为-9.8%，较1-5月累计同比增速上升0.4pct。
- 电力、热力、燃气及水的生产和供应业：19年1-6月累计同比为-0.5%，较1-5月月累计同比增速下降1.3pct。
- 水利、环境和公共设施管理业：19年1-6月累计同比为+2.5%，较1-5月累计同比增速上升1.1pct；

图 10: 狭义基建投资 (左轴) 及累计同比 (右轴) 基础建设不含电力



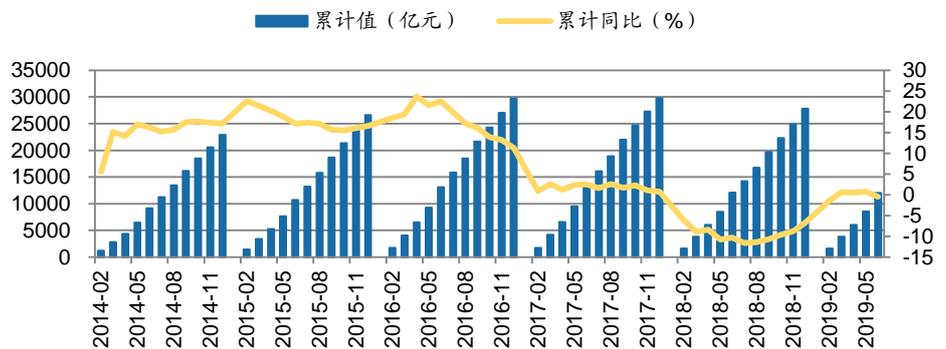
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



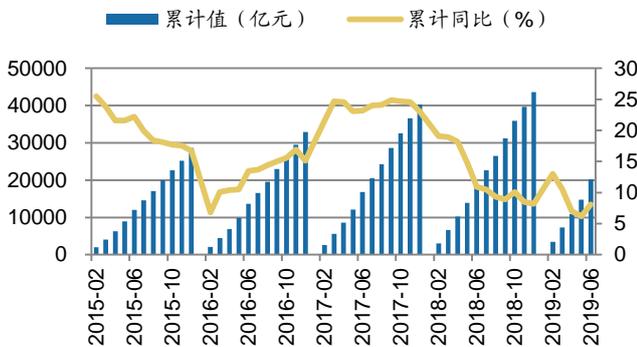
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



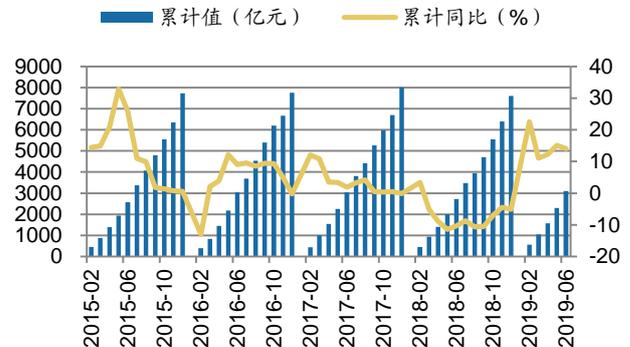
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 14: 道路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



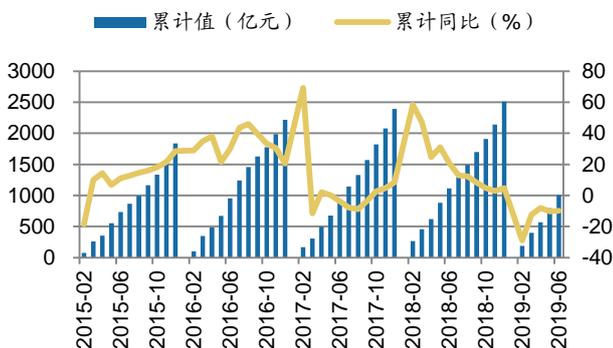
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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

2019年7月30日中央政治局会议召开,会议指出:上半年经济运行总体平稳、稳中有进,主要宏观经济指标处在合理区间;国内经济下行压力有所加大,要坚持稳中求

进工作总基调，坚持以供给侧结构性改革为主线，推动高质量发展。预计下半年政策重点仍将聚焦供给侧，而非大规模需求侧刺激对冲经济下滑。

➤ 财政维持稳定，货币或边际宽松，信用改善利好企业融资回暖。

1) 会议要求实施好积极的财政政策和稳健的货币政策：财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策；货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。2) 相较4月，7月财政政策强调加力提效和减税降费，预计政策导向仍以托底为主；7月货币政策延续“松紧适度”表述，而近期多国央行宣布降息，国内货币宽松预期逐步提升，有望带动基建投资回暖及建筑板块估值修复。3) 信用方面，会议要求支持民企发展，建立长效机制解决拖欠账款问题，同时考虑到70周年国庆临近，会议也并未提及“去杠杆”，预计企业融资环境有望边际改善。

➤ 逆周期基建调节表述偏中性，“旧改”列入“补短板工程”，城市群建设有望稳步推进。

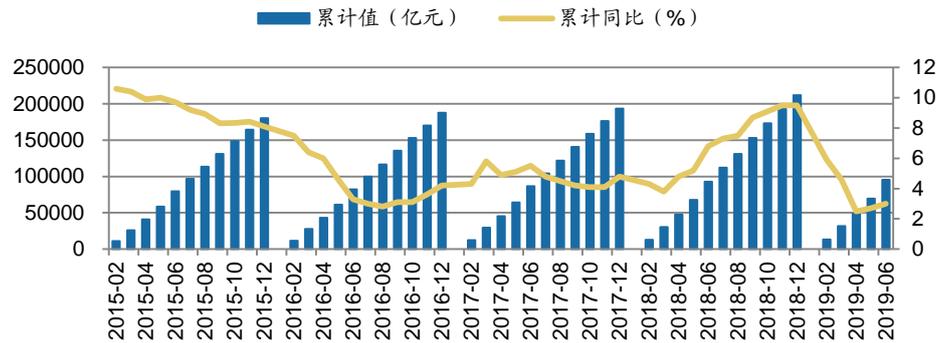
1) 会议要求适时适度实施宏观政策逆周期调节，有效应对经贸摩擦，全面做好“六稳”工作，加快推进信息网络等新型基础设施建设，并未提及传统基建。政策仍以稳为主，在经济形势平稳背景下，我们认为会议对逆周期调节及传统基建的态度偏中性。不过基建稳经济、稳就业重要性明显，且提振基建比放松地产更符合目前政策取向，若后期经济下行压力仍较大，专项债加码有望提升基建稳增长预期，关注后续跟进细则。2) 会议着重将“旧改”列入“补短板工程”，要求实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程。年初政府工作报告首提城镇老旧小区改造升级，4月三部委联合下发《关于做好2019年老旧小区改造工作的通知》，6月19日国常会再次部署推进“旧改”工作。考虑后期“棚改”计划大幅减少，我们预计政策方向可能以推动“旧改”接替“棚改”，有望拉动万亿市场投资，政府支持力度有望加大，利好相关建设及装修企业。3) 会议要求提升城市群功能，城镇化建设预计以大城市带动小城市协调发展为主，区域一体化政策有望稳步推进，如长三角自贸区、粤港澳大湾区等，部分区域建设龙头有望受益。

19年1-6月制造业投资同比增长3.0%，7月制造业PMI仍位于荣枯线以下

根据国家统计局数据，19年1-6月制造业固定资产投资累计同比为+3.0%。较1-5月累计同比增速提升0.3pct。其中，19年1-6月化学原料及化学制品制造业累计投资同比增速为9.3%，较1-5月累计同比增速提升1.9pct。

19年7月制造业PMI环比为49.7%，低于去年同期值1.5pct；7月制造业PMI环比持平为49.7%，低于去年同期值1.5pct；7月大、中、小型企业PMI分别为50.7%，48.7%，48.2%。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。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。1-6月全国规模以上工业企业利润同比下滑2.4%，降幅比1-5月扩大0.1pct，表明经济仍面临较大下行压力。

图 18: 制造业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



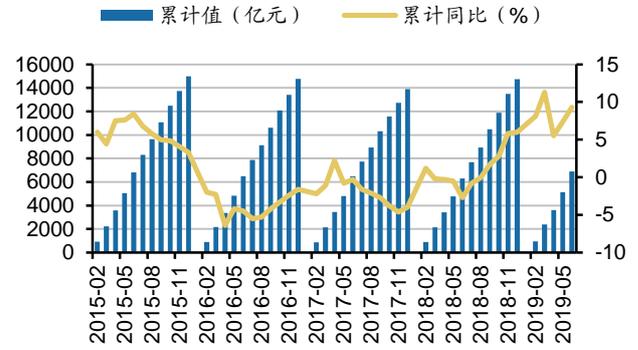
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 19: 石油加工、焦炼及核燃料加工业投资情况



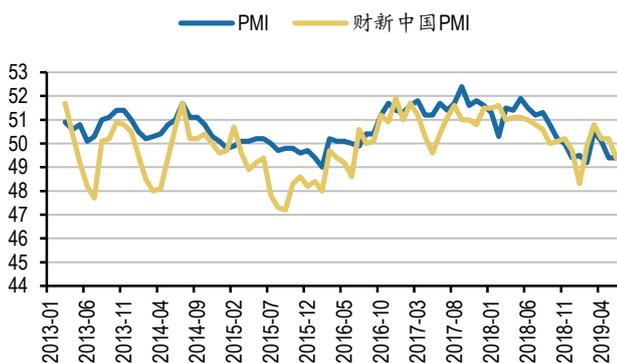
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 20: 化学原料及化学制品制造业投资情况



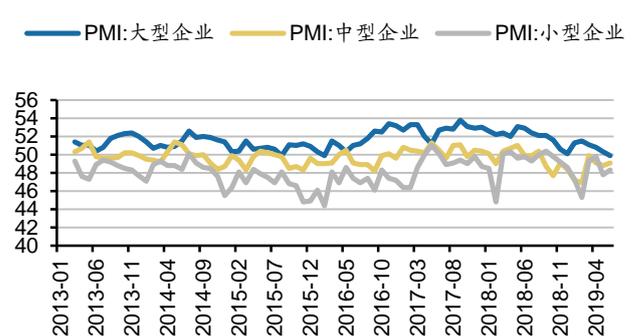
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 21: 7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 22: 大、中、小型企业PMI指数 (单位: %)



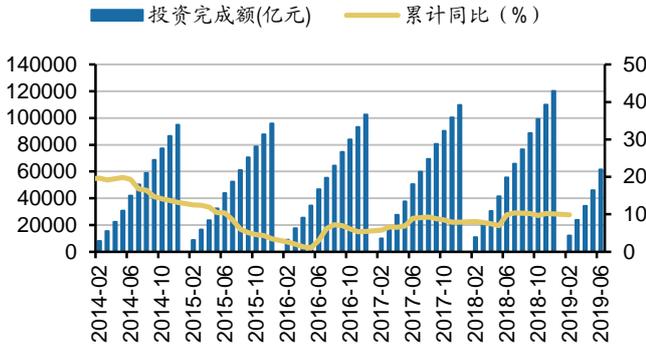
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

19年1-6月房地产开发投资同比增长10.9%，后期竣工增速有望回暖

根据国家统计局数据统计，19年1-6月房地产开发投资同比增长10.9%，增速较1-5月份下降0.3pct，继续保持在高位区间。土地交易价款方面，19年1-6月土地交易价款累计达3811.2亿元，累计同比下降27.6%，较1-5月累计同比增速上升8.0pct；从土

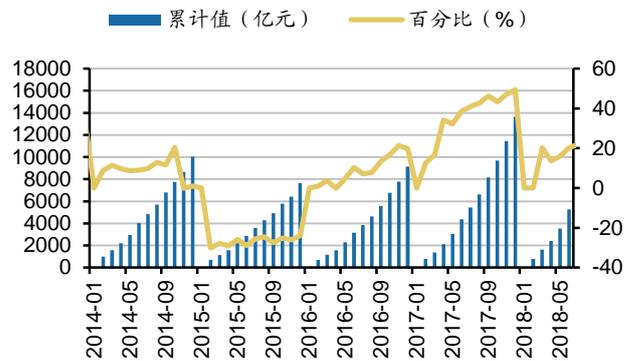
地购置面积看，19年1-6月全国土地购置面积达8035.3万平方米，累计同比下降27.5%，增速较1-5月累计同比增速提升5.7pct。两会财政部公布19年立法工作未提及房地产税，地产调控政策趋缓，利好后周期行业估值修复。

图 23: 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 24: 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1-6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1-5月分别变动-1.3/-2.6/+0.0/-2.1pct。19年1-6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。

此外，中央政治局会提提到：坚持房住不炒，强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。会议坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，同时专门提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。我们认为会议对地产调控的表态符合预期，预计短期内政府也不会通过拉动地产来对冲经济下行。

图 25: 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 26: 全国商品房销售面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



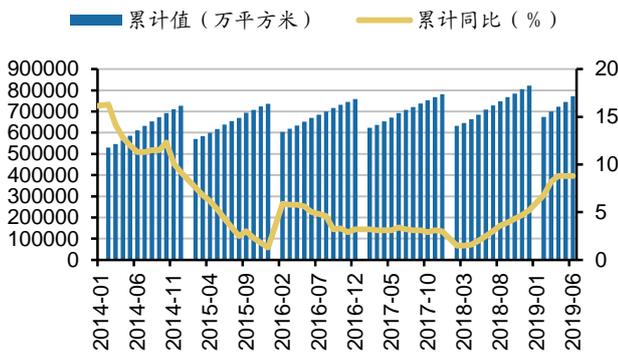
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 27: 全国房屋新开工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



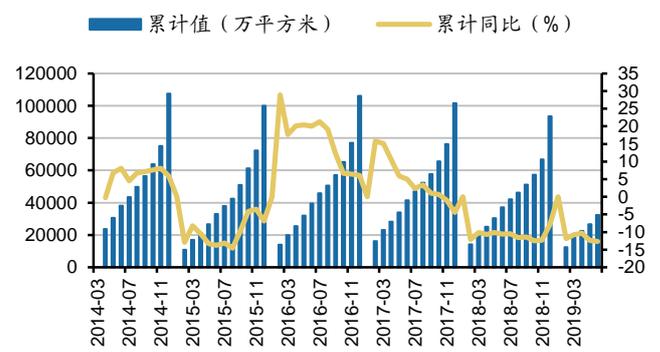
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 28: 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 29: 全国房屋竣工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



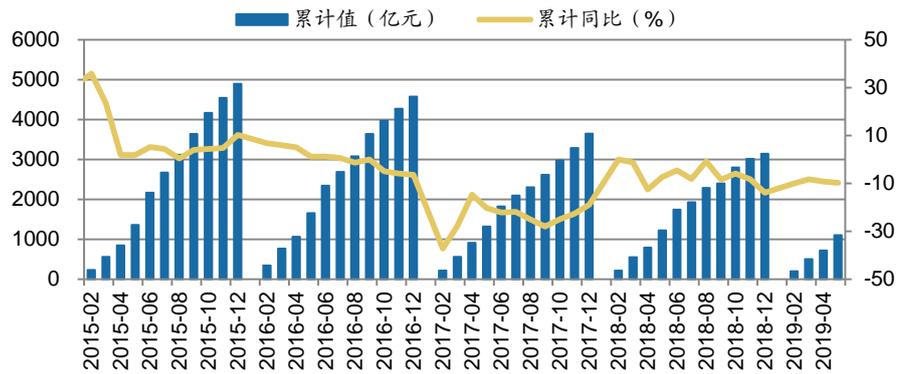
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

19年7月建筑 PMI 有所回落但仍处较高景气区间，经济承压基建稳增长仍为重要方向

19年7月建筑业PMI环比下降0.5pct至58.2%，较去年同期下降0.3 pct，建筑业新订单指数环比下降1.3 pct至54.7%，两者均出现回落但处于较高景气区间，表明需求持续增长，但增速有所放缓。

另外，19年上半年建筑业总产值累计达101616.1亿元，同比增长7.2%。其中，建筑工程总产值累计达89505.2亿元，同比增长6.98%；安装工程总产值累计达8692.6亿元，同比增长9.13%；竣工总产值累计达41263.7亿元，同比增长2.73%。

图 30: 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 31: 建筑业总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



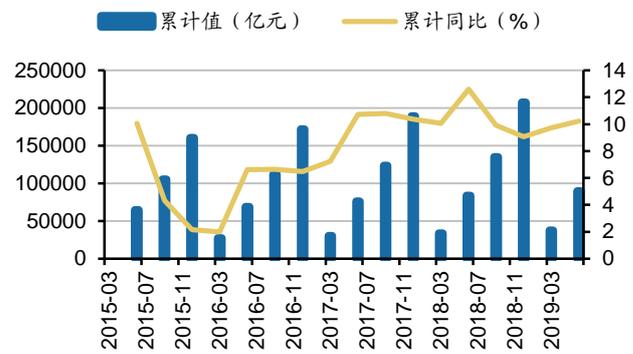
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 33: 安装工程总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



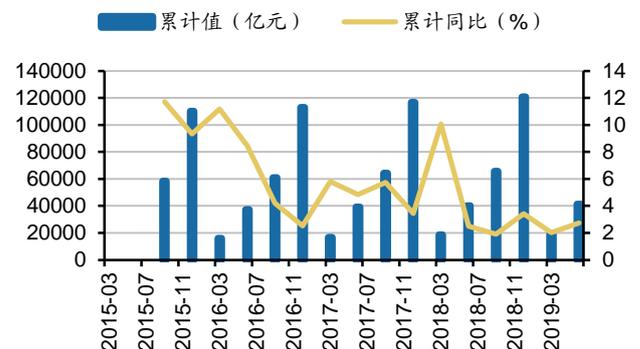
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 32: 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 34: 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、地方债发行量持续高增，原材料价格下降降低成本端压力

信用与融资：社融、新增信贷增量同步上升，地方债发行量持续高增

根据中国人民银行数据，2019年6月社融规模增量为2.26万亿元，同比增加7752亿元；6月社融规模增量为2.26万亿元，同比多增0.77万亿元，预计主因去年非标低基数及专项债发行放量；而6月新增信贷1.66万亿，同比少增0.18万亿元，预计受包商银行事件影响非银机构信贷及票据融资下行，近期AA级建筑产业债信用利差明显上行。

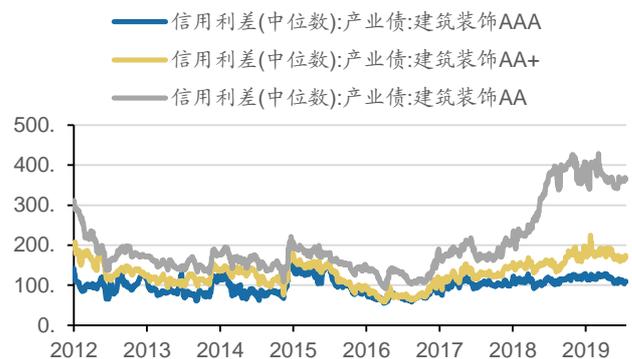
从信贷结构上看，6月企业中长期贷款新增3753亿，同比少增248亿，环比多增1229亿；6月新增地方专项债3579亿，同比多增2560亿，环比多增2328亿，基建修复推动企业中长期贷款小幅改善。6月居民中长期贷款新增4858亿，同比多增224亿，预计仍主要流向地产。

图 35：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 36：建筑装饰产业债信用利差 (BP)

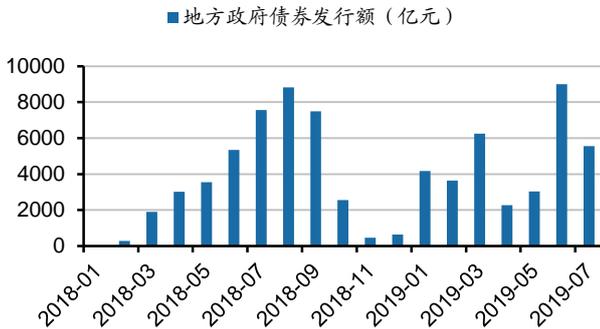


数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

6/7月份全国地方债发行总额分别为8995.51亿元/5559.37亿元，均明显高于5月份的3043.22亿元，2019年地方债发行节奏较往年明显加快。同时新规要求加快专项债券发行使用进度，力争9月底前发行完毕。后期财政发力、资本金比例下调、专项债加码，叠加货币政策宽松预期，资金面改善有望助推下半年基建投资回暖。

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 37: 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 38: 地方政府专项债券发行额



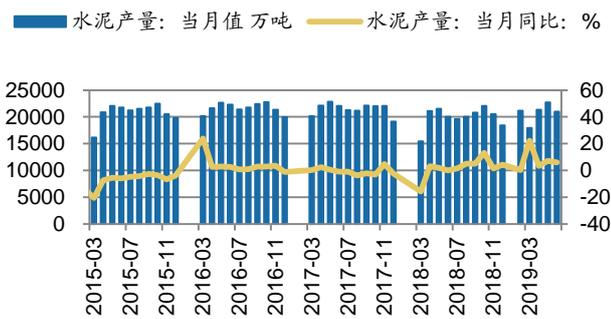
数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

成本端: 水泥及钢铁价格呈现不同程度下滑, 供给端压力减缓

19年1-6月水泥产量为104469.1万吨, 较去年同比增长6.80%, 较1-5月增速下降0.3pct, 水泥产量增速较快; 截止19年7月底, 水泥价格指数达到144.41, 较5月底下降1.76 pct。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7月螺纹钢价格与中厚板价格较6月出现了一定程度下降, 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 39: 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 40: 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 41: 中厚板市场价 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 42: 螺纹钢市场价 (元/吨)

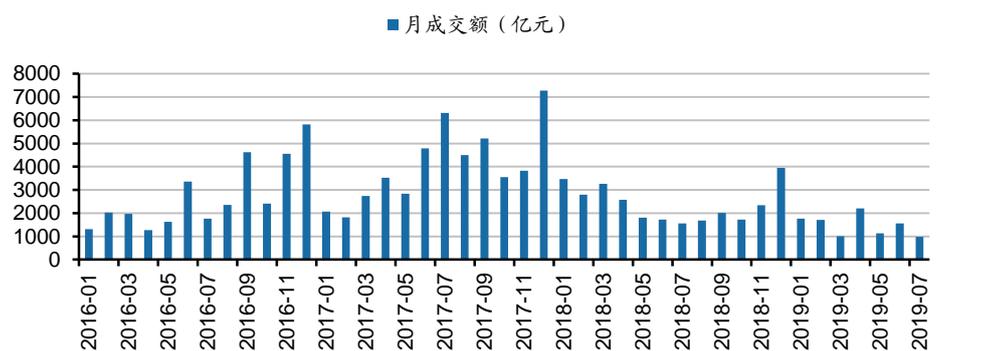


数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

四、PPP 项目落地率持续提升，现已进入平稳期

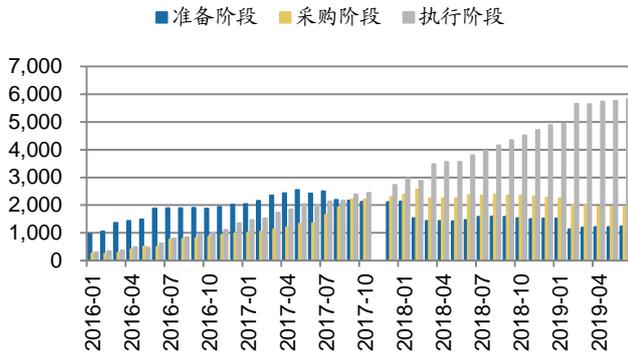
PPP管理库项目经过上半年一系列规范整改，现已进入平稳发展期。根据明树数据统计，2019年5/6/7月单月成交量分别为1129/1565/988亿元，项目成交规模相比18年同期有明显下降。截止6月底，PPP累计成交额前三名的行业为交通运输、市政工程、片区开发，分别成交53764.9/49439.3/23253.5亿元，合计占据总成交额的71.5%。而根据财政部数据，6月准备/采购/执行阶段的项目投资额分别为18050/28824/88617亿元，项目落地率达到47.3%，落地速度继续加快。

图 43: 明树月度PPP成交数据



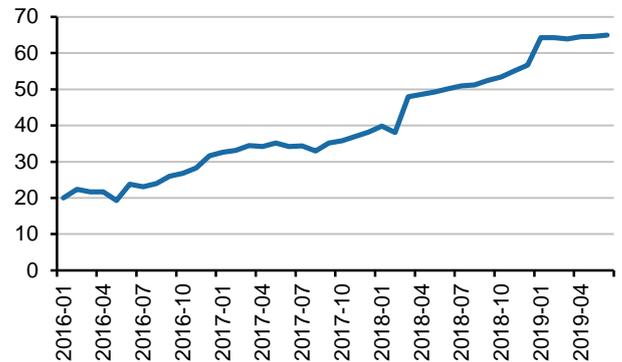
数据来源: 明树数据、广发证券发展研究中心

图 44: 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 45: 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。最后要求各级财政部门要协同配合抓好落实。

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、员工持股+债转股+重组, 国企改革加速推进

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。近期马钢

集团发布公告，宝武集团拟收购马钢集团51%股份。安徽省国资委持有马钢集团股权的比例将由100%降至49%。本次划转完成后，中国宝武集团将通过马钢集团间接控制马钢股份45.54%的股权，并实现对马钢股份的控制。马钢股份实际控制人将由安徽省国资委变更为国务院国资委。

➤ 员工持股

上海建工：公司为上海地区第三家公布员工持股的国企，根据公司18年年报，公司于2017年2月实施核心员工持股计划暨非公开发行股票事项，共有4,542名符合条件的员工按规定缴款参与员工持股计划，合计缴款金额为125,948万元。

中国建筑：公司近期实施了第三期A股限制性股票计划，根据公司2019年1月22日公告，其规定的限制性股票授予条件已达成，授予价格为3.468元/股，授予人数为2081人，授予数量为59991万股（占公司总股本的1.43%）。此次限制性股票激励计划解锁条件为前一个财务年度ROE不低于13.5%、净利润三年复合增长率不低于9.5%（考核期为2018-2021年，以2018年为基准），同时完成经济增加值的考核目标，有助于激发动力，公司未来业绩有望稳健增长。

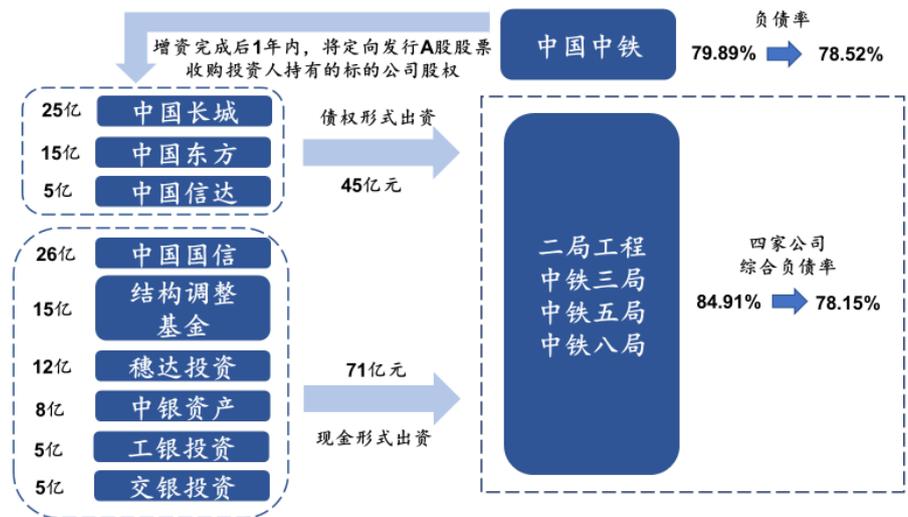
中国电建：2018年12月28日，公司董事会审议通过《关于中国电力建设股份有限公司以集中竞价交易方式回购股份的议案》。2019年1月17日，公司股东大会已审议通过该项回购议案。公司本次回购股份的用途包括但不限于用于转换公司可转债、员工持股计划或股权激励，或为维护公司价值及股东权益所必需等法律法规允许的其他情形。

➤ 债转股

中国中铁：2018年6月13日晚，负债率高企的建筑行业央企—中国中铁出台债转股方案。公司拟引入中国国新、中国长城、中国东方、结构调整基金、穗达投资、中银资产、中国信达、工银投资、交银投资等9家投资机构以债权和现金对公司下属子公司中铁二局工程、中铁三局、中铁五局以及中铁八局合计增资约116亿元。具体来看，中国长城、中国东方、中国信达均以债权形式出资，出资金额合计约45亿元。其余6家以现金形式出资，出资金额总计约71亿元。此外，中国中铁承诺，在增资完成后12个月内，投资者与公司将共同寻求机会，启动公司向投资人定向发行A股股票收购投资人持有的标的公司股权的交易。

山东路桥：公司2018年12月12日晚发布公告，公司在子公司路桥集团层面实施市场化债转股，由铁发基金和光大金瓯两家投资者合计增资11.5亿元，路桥集团于18年12月28日已经收到全部增资款项。公司市场化债转股的实施，有助于公司积极稳妥降低企业杠杆率，降低公司债务负担。同时债转股也有助于加强公司与铁发基金及其大股东铁发集团之间的密切关系，在后续运作中进一步加强合作。

图 46: 中国中铁债转股方案一览



数据来源: 《中国中铁发行股份购买资产报告书(草案)》、广发证券发展研究中心

➤ 重组

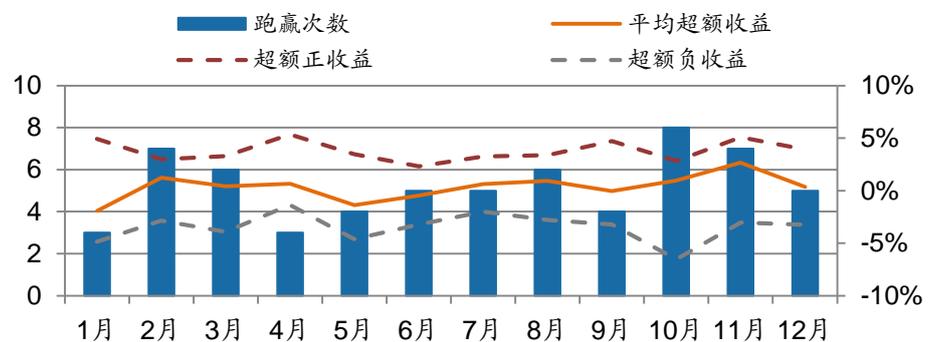
国检集团: 公司2019年4月26日公告,原中国中材集团中具有检验检测业务资质且直接或间接从事与公司及其控股子公司相同或相近的业务,构成实质性同业竞争的中材地质工程勘察研究院、咸阳非金属矿研究设计院等8家机构,采用合资设立公司、增资控股、收购股权或购买资产等方式将其所属检验检测业务纳入公司经营,以解决同业竞争问题,公司有望受益于两材重组。

六、行业观点及重点公司

历史上看，2008-2018年建筑装饰板块8月平均收益-0.5%，10年中跑赢大盘6次，跑赢大盘6次的平均超额收益为1.2%，跑输大盘4次的平均超额收益为-1.3%。

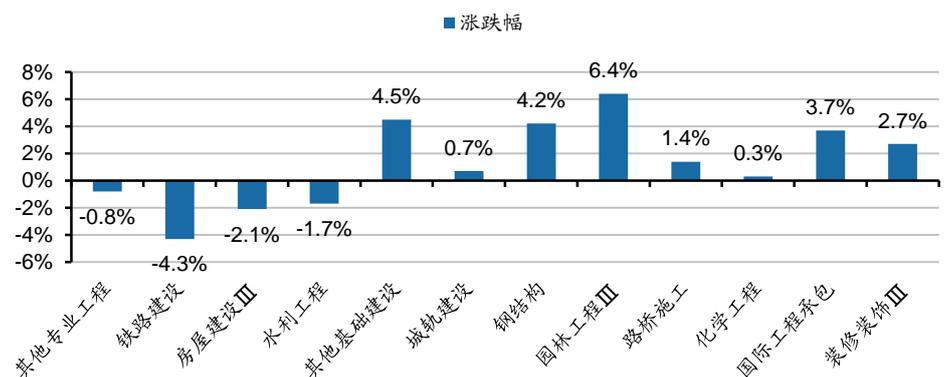
观察历史各建筑子板块8月份的平均收益情况，园林工程板块表现最好，平均收益6.4%，其次是其他基础建设板块，平均收益为4.5%；而铁路建设板块表现较差，平均收益为-4.3%。

图 47：2008-2018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 48：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 SW 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 |
|--------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 期间涨跌幅 | | | | | | | |
| 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% |

超越大盘指数（相对于沪深 300）

| | | | | | | | |
|--------|---|-------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 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. 经济下行压力客观存在，副总理再提“六稳”，基建稳增长预期有望提升。 1) 内外需仍存不确定性，经济下行压力客观存在：2019年1-6月工业企业利润同比-2.4%，前值-2.3%，降幅略有增加；中美贸易谈判定于7月底在上海进行，虽然边际缓和，但仍有反复可能。2) 近期多国央行宣布降息，国内货币宽松预期逐步提升。建筑业为融资密集型行业，我们认为货币宽松将利好基建投资回暖，进而带动板块估值修复。3) 7月30日政治局会议，会议要求适时适度实施宏观政策逆周期调节，有效应对经贸摩擦，全面做好“六稳”工作，加快推进信息网络等新型基础设施建设，并未提及传统基建。政策仍以稳为主，在经济形势平稳背景下，我们认为会议对逆周期调节及传统基建的态度偏中性。不过基建稳增长、稳就业重要性明显，且提振基建比放松地产更符合目前政策取向，若后期经济下行压力仍较大，专项债加码有望提升基建稳增长预期，关注后续跟进细则。

2. 首批专项债作资本金项目落地，资金面改善助下半年基建投资进一步回暖。 1) 6月专项债新规出台后，首批专项债作项目资本金的案例落地：2019年内蒙自治区政府专项债券（10-17期）中，呼和浩特新机场和集大高铁项目将发行专项债作为资本金，且运用“债贷组合”新模式。2) 19年至今发改委批复基建项目接近40个，总投资超9500亿元；从项目类型来看，主要集中在城市轨道交通、机场扩建等基建补短板领域，预计后期逆周期调节有望逐步发力。3) 据我们测算，专项债新规有望提高基建投资增速2-3%，19全年狭义基建增速或达8%；后期财政发力、资本金比例下调、专项债加码，叠加货币政策宽松预期，资金面改善有望助推下半年基建投资进一步回暖。

3. 中报前瞻：基建设计、区域龙头及钢结构公司19H1业绩增速或较高，建筑央企上半年新签订单较19Q1环比提升。 1) 19年以来建筑板块基本面及融资环境逐步改善，行业回暖及低基数效应有望带动板块19H1收入利润增速企稳回升。我们预计基建设计、部分区域基建龙头以及钢结构等公司业绩增速较高，基建央企、装饰龙头将保持稳健增长，而受PPP持续规范清理影响的园林公司仍有所下滑（详见中报前瞻报告《业绩增速有望企稳，静待基建投资回暖》）。2) 从已公布经营情况的建筑

公司来看：中国铁建（A+H股）/中国中铁（A+H股）/中国电建/中国中冶/上海建工/山东路桥19H1订单增速较高均在10%以上，传统基建央企（如中国铁建（A+H股）、中国中铁（A+H股））上半年新签订单增速均较19Q1提升，而中国建筑/隧道股份订单增速稳健且较去年同期有所提升，预计受益于基建补短板及区域政策推进，而中国化学/四川路桥受高基数影响增速回落明显；在逆周期调节背景下，预计基建前端设计龙头如中设集团/苏交科有望保持20-30%的较高订单增速；此外，19H1中国建筑和上海建工房建类订单保持较高增速，一定程度上反映了年初以来公共空间及地产类项目的高景气，预计装饰龙头金螳螂在地产竣工回暖及全装修政策推动下，整体订单有望维持30%以上增速。

4. 主题方面，继续关注长三角一体化/上海自贸区等相关受益标的。1) 7月22日上海市市长表示，已制定落实《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》实施方案，上半年上海各区集中签约落地项目202个、总投资超1900亿元，下半年还将开工项目220个、总投资约2000亿元。2) 上海自贸试验区新片区总体方案已经拟定，新片区有望提升长三角一体化战略发展空间；此外，第二届中国国际进口博览将于11月5-10日在上海举办。3) 长三角一体化及自贸试验新片区规划有望加强区域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。

公司方面，目前建筑板块低估值优势明显，宽松预期利好板块估值修复，短期经济下行压力仍客观存在，基建稳增长预期有望提升，建议关注三条主线：**1) 基建投资如期回升，利好业绩稳健高增的前端设计公司（如中设集团/苏交科等）及成长型检测行业龙头（国检集团）；2) 低估值基建央企（如中国铁建（A+H股）/中国交建（A+H股）/中国建筑等）及地方龙头国企（如上海建工等）；3) 年初以来公共空间及房建类订单维持高景气，后期地产竣工回暖利好装饰龙头公司（如金螳螂等）。**

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。