

证券研究报告—深度报告

建筑与工程

建筑行业 2019 年中报总结及基建专题研究

超配

(维持评级)

2019 年 09 月 17 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《国信证券-建筑行业 2019 年投资策略: 基建复苏, 聚焦龙头》——2018-12-14

《国信证券-建筑行业 2018 年年报及 2019 年一季报点评: 柳暗花明, 业绩触底回升》——2019-05-07

《国信证券-建筑行业 2019 年下半年投资策略: 否极泰来, 不确定环境下拥抱确定性》——2019-06-21

证券分析师: 周松

电话: 021-60875163

E-MAIL: zhousong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518030001

联系人: 江剑

电话: 021-60933161

E-MAIL: jiangjian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

行业营收提速, 基建投资触底回升

● 营收提速, 业绩承压

2019 年上半年, 建筑行业合计完成营业收入 2.50 万亿元, 同比增长 15.72%; 实现归母净利润 764 亿元, 同比增长 3.98%。分季度来看, 2018 年 Q3、Q4、2019 年 Q1 和 Q2, 行业分别完成营收 1.12 万亿、1.58 万亿、1.09 万亿、1.41 万亿, 分别同比增长 5.71%、13.24%、13.32%、17.78%; 实现归母净利润 318.02 亿、416.75 亿、331.56 亿、432.28 亿, 分别同比增长-2.58%、-7.09%、13.70%、-1.99%。行业营收增长明显, 净利润有所下滑, 主要原因是 2018 年计提减值, 2019 年 Q2 行业内体量较大的央企计提了一年的永续债股息等导致少数股东损益增加。

● 子板块表现分化, 基建稳中向好

在建筑各子行业中, 由于石化化工行业持续高景气, 化建工程上半年净利润同比增长 74.42%, 位列各子行业首位; 园林工程受到去杠杆影响基本面仍未出现明显好转, 上半年净利润同比下滑 87.07%。基建工程行业营收和净利润分别同比增长 15.95%、10.45%, 业绩稳健向好; 行业平均毛利率为 13.98%, 同比提升 0.31pct; 平均净利率为 6.18%, 同比提升 1.32pct, 盈利能力有所改善。

● 逆周期调控加码, 基建投资提速

2019 年 1-8 月, 固定资产投资增速仅为 5.5%, 比 2018 年下滑 0.4pct; 其中基建投资增速为 3.19%, 比 2018 年提升 1.4pct, 8 月环比提升 0.28pct, 触底回升。当前稳增长压力较大, 逆周期调控发力, 9 月 4 日国常会提出加快专项债的发行使用进度、扩大使用范围, 并提前下达明年专项债部分新增额度; 9 月 6 日央行公告降准释放九千亿资金, 积极的财政和适度宽松的货币政策推动基建投资提速。

● 基建分化明显, 铁路、公路、轨交等领域增速较快

铁路、轨交等交通基础设施是专项债资金的重点支持领域, 稳增长政策使相关行业直接受益。2019 年 1-8 月, 基建投资三大分项交通运输、公共设施管理及电力行业分别同比增长 5.5%、2.4%、0.4%, 交通运输行业景气度较好。2019 年全国各省交通计划总投资超过 3 万亿, 其中 1-8 月铁路运输业和道路运输业投资分别同比增长 11%、7.7%, 高于基建总投资增速。

● 重点推荐基建产业链龙头

基建产业链龙头估值普遍接近历史最低位, 在手订单为历史最高水平, 随着政策落实推进, 订单有望加快落地, 业绩确定性强, 估值修复后补涨空间大。重点推荐中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国交建、中设集团、苏交科等。

● 风险提示: 政策力度不及预期; 项目资金落实不到位; 应收账款坏账风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601186.SH	中国铁建	买入	10.17	134,208	1.52	1.69	6.69	6.02
601390.SH	中国中铁	买入	6.35	138,224	0.90	1.04	7.06	6.11
601668.SH	中国建筑	买入	5.83	244,751	1.01	1.10	5.77	5.30
601800.SH	中国交建	买入	10.80	152,750	1.33	1.45	8.12	7.45
603018.SH	中设集团	买入	12.48	5,796	1.08	1.33	11.56	9.38
300284.SZ	苏交科	买入	9.50	9,228	0.81	0.99	11.73	9.60

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

行业整体情况：营收提速，业绩承压	5
经营业绩稳健向好，营收提速	5
盈利能力较为平稳，研发支出增长影响期间费用	6
资产负债率小幅提升	7
运营能力有所下降，应收账款平稳可控	7
行业固有特性导致现金流净流出增加，下半年有望回正	8
子板块表现分化，基建稳中向好	9
化建工程表现亮眼，园林工程仍未见好转	9
基建工程业绩提速，盈利能力有所提升	11
逆周期调控加码，基建投资有望提速	12
固定资产投资增速有所下滑，稳增长不及预期	12
项目落地不及预期，当前基建投资仍处在低位	12
降准对冲资金缺口，行业资金面有望改善	13
融资渠道扩张，专项债杠杆效应+多渠道融资有望撬动基建投资回升	14
基建分化明显，铁路、公路、轨交等领域增速较快	16
交通运输投资增速较快，行业景气度高	16
各省交通计划总投资近 3 万亿，项目储备充足	17
铁路投资中央主导确定性强，川藏铁路等重大项目有望加快推进	19
轨道交通获批项目有望加速落地，或迎来新一轮刺激	22
公路建设空间巨大，“十三五”交通扶贫公路是重点	24
重点推荐低估值的基建和设计咨询龙头	27
央企在手订单创历史新高，集中度显著提升	27
设计咨询位于基建产业链前端优先受益，龙头估值远低于历史估值中枢水平	28
重点推荐	31
风险提示	31
国信证券投资评级	32
分析师承诺	32
风险提示	32
证券投资咨询业务的说明	32

图表目录

图 1: 2019H1 建筑行业营收增长 15.72%	5
图 2: 2019H1 建筑行业净利润增长 3.98%	5
图 3: 2019Q2 建筑企业营收增长提速	5
图 4: 2019Q2 建筑企业净利润有所下滑	5
图 5: 2019 年上半年建筑央企的少数股东损益增长较快	6
图 6: 2019 年上半年毛利率和净利率略有下降	6
图 7: 2019 年上半年期间费用率有所提升	6
图 8: 2019 年上半年资产负债率小幅提升, 近几年持续下降	7
图 9: 行业运营能力有所下降, 2019 年上半年总资产周转率为 5.04 次	7
图 10: 2019 年上半年行业应收账款余额与去年底基本持平	8
图 11: 2019 年上半年行业经营性现金流同比多流出 279.72 亿	8
图 12: 2019 年上半年建筑子行业营收增速排名	9
图 13: 2019 年上半年建筑子行业净利润增速排名	9
图 14: 2019H1 建筑子行业毛利率水平排名	10
图 15: 2019H1 建筑子行业毛利率水平变动排名	10
图 16: 2019H1 建筑子行业资产负债率排名	11
图 17: 2019H1 建筑子行业资产负债率变动排名	11
图 18: 2019H1 基建工程营收增长 15.95%	11
图 19: 2019H1 基建工程净利润增长 10.45%	11
图 20: 基建工程毛利率和净利率均有所提升	12
图 21: 今年以来固定资产投资数据不及预期	12
图 22: 今年基建投资仍处在低位, 未来的提升空间较大	13
图 23: 近几年地方政府新增专项债发行限额	15
图 24: 2019 年地方政府新增专项债累计发行额已达到全年限额的 93%	15
图 25: 近几年基建三大分项投资的增长情况	17
图 26: 2019 年全国交通固定资产投资有望迎来高增长	19
图 27: 铁路投资主要由中央政府主导	20
图 28: 近几年铁路投资均不低于 8000 亿, 2019 年 1-7 月增长有所提速	21
图 29: 川藏铁路规划路线图	21
图 30: 我国轨道交通运营路线长度持续保持快速增长	22
图 31: 我国开通轨道交通的城市数量持续增长	22
图 32: 预计 2019-2020 年全国轨道交通总投资将达到 1.2 万亿	24
图 33: 中国的人均公路里程远低于美国等发达国家	24
图 34: 东部省份人均公里里程低于西部, 中部与全国平均值大致持平	25
图 35: 近几年公路建设投资情况	26
图 36: 2019 年上半年央企订单占有率提升至 35.36%	28
图 37: 设计咨询行业处在建筑行业上游	28
图 38: 全国勘察设计市场近几年保持较快增长, 市场规模巨大	29
图 39: 中设集团的当前估值低于历史估值中枢水平	30
图 40: 苏交科的当前估值低于历史估值中枢水平	30
表 1: 建筑子行业 2019 年上半年经营性现金流情况	10
表 2: 9 月央行降准的主要内容	13
表 3: 2018 年以来降准政策梳理	14
表 4: 不同行业的 PPP 项目最低资本金比例	14
表 5: 不同情景下专项债撬动基建投资的测算	16
表 6: 2019 年全国 28 省/自治区/直辖市的交通投资计划 (转下表)	18
表 7: 2019 年全国 28 省/自治区/直辖市的交通投资计划 (接上表)	19
表 8: “十三五”期间, 铁路的平均年投资额约为 0.8 万亿	20
表 9: 川藏铁路各路段投资建设情况	22
表 10: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目	23
表 11: 《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》主要目标	23
表 12: “交通扶贫”的主要内容	25

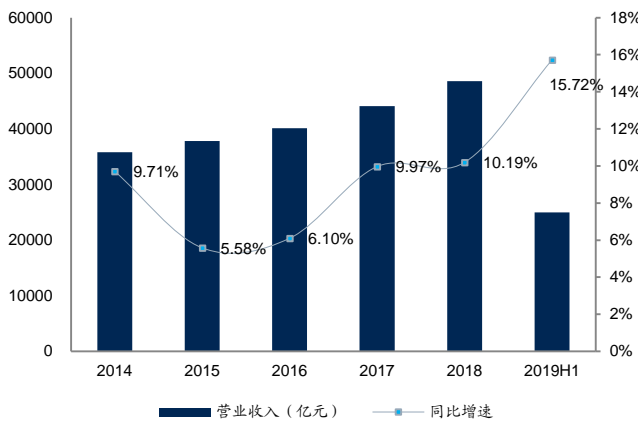
表 13: 2017 年国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权	26
表 14: 八大央企上半年新签订单平均增速约为 16%	27
表 15: 截至 2018 年底央企在手订单创下新高, 平均订单收入保障比达到 3.86 倍 ...	27
表 16: 勘察设计行业分类.....	29
表 17: 勘察设计行业加速整合的主要驱动因素	29

行业整体情况：营收提速，业绩承压

经营业绩稳健向好，营收提速

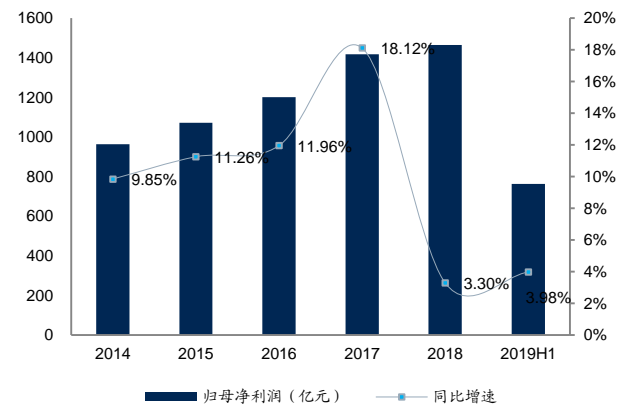
2019年上半年，建筑行业整体业绩稳健，建筑企业合计完成营业收入 2.50 万亿元，同比增长 15.72%，增速比 2018 年提升 5.53pct；归母净利润实现 764 亿元，同比增长 3.98%，增速比 2018 年提升 0.68pct。

图 1：2019H1 建筑行业营收增长 15.72%



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

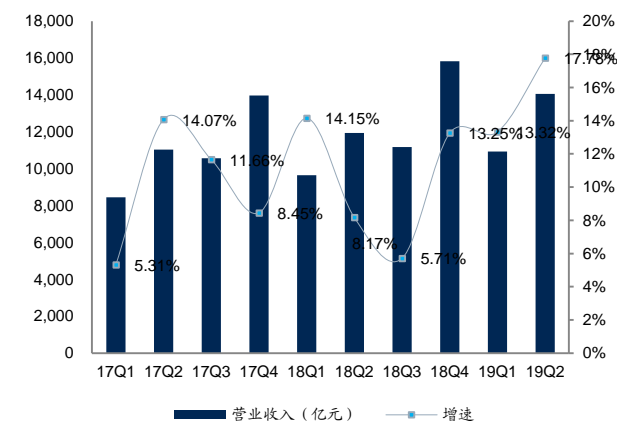
图 2：2019H1 建筑行业净利润增长 3.98%



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

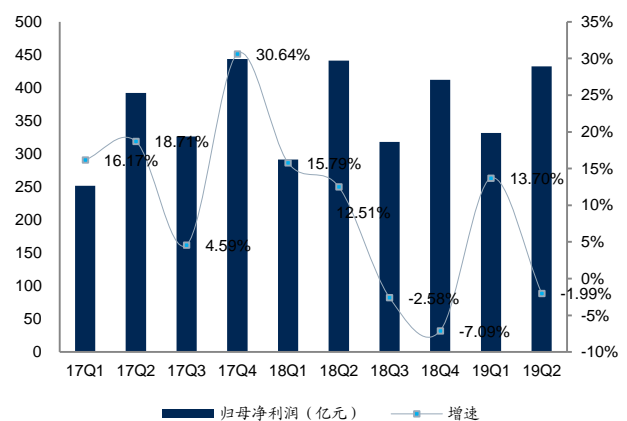
分季度来看，建筑行业的经营业绩有着较为明显的季节性特点，一般每年四季度是营收和利润确认的高峰期。2018 年 Q3、Q4、2019 年 Q1 和 Q2，建筑企业分别完成营业收入 1.12 万亿、1.58 万亿、1.09 万亿、1.41 万亿，分别同比增长 5.71%、13.24%、13.32%、17.78%；实现归母净利润 318.02 亿、416.75 亿、331.56 亿、432.28 亿，分别同比增长-2.58%、-7.09%、13.70%、-1.99%。行业整体营收增长提速，净利润有所下滑，主要是因为 2018 年 Q4 计提减值，以及今年 Q2 行业内体量较大的央企计提了一年的永续债股息导致少数股东损益大幅增加。

图 3：2019Q2 建筑企业营收增长提速



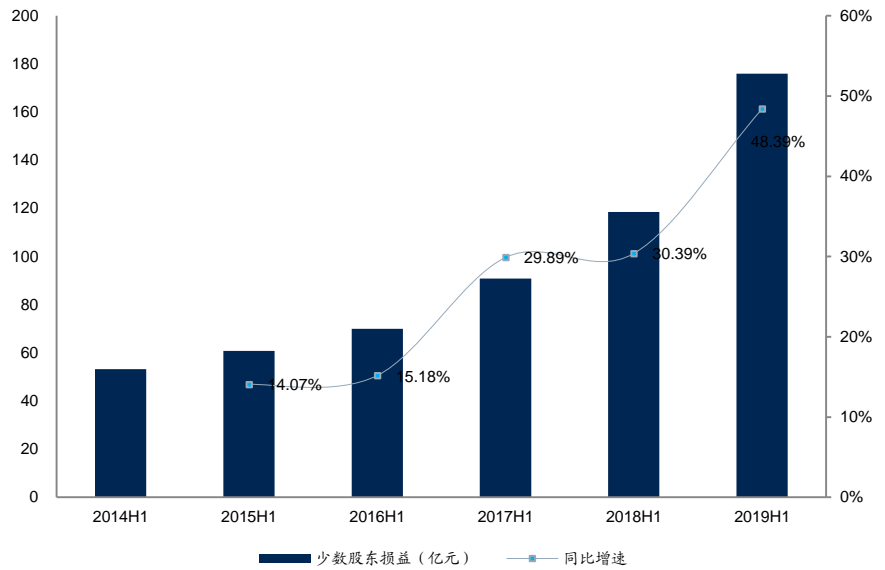
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：2019Q2 建筑企业净利润有所下滑



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 5：2019 年上半年建筑央企的少数股东损益增长较快



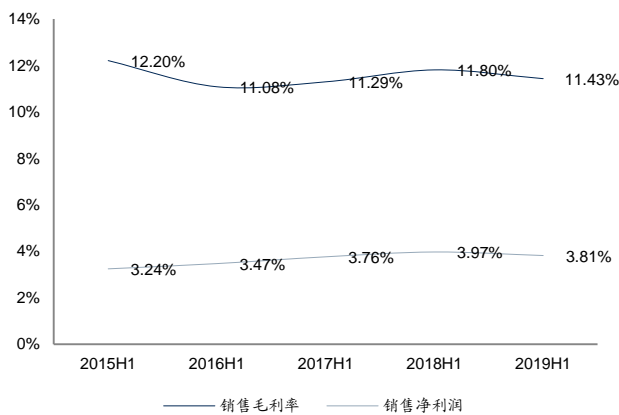
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利能力较为平稳，研发支出增长影响期间费用

从毛利率和净利率来看，2019 年上半年建筑行业综合毛利率为 11.43%，同比小幅下降 0.38pct；净利率为 3.81%，小幅下降 0.15pct。毛利率、净利率相对较为平稳，在未来国家供给侧结构改革持续推进、行业提质增效的推动下仍有进一步提升的空间。

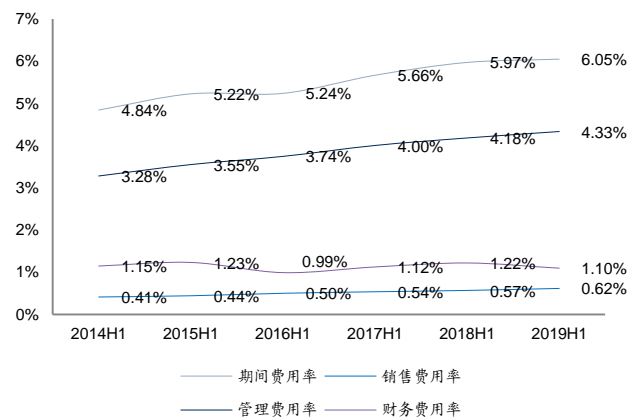
由于 2018 年后新的会计准则中研发费用不再从管理费用中列支，因此我们在计算近两年的期间费用时将研发费用加回以便于纵向对比。调整过后，2019 年上半年建筑行业期间费用率为 6.05%，同比提升 0.08pct。具体来看，期间费用率的提升主要来自于研发支出的增长，其中调整后的管理费用率同比提升 0.15pct 至 4.33%；财务费用率由于债务支出减少和汇兑收益增加，同比减少 0.12pct 至 1.10%；销售费用率相对稳定，同比增长 0.05pct 至 0.62%。

图 6：2019 年上半年毛利率和净利率略有下降



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 7：2019 年上半年期间费用率有所提升

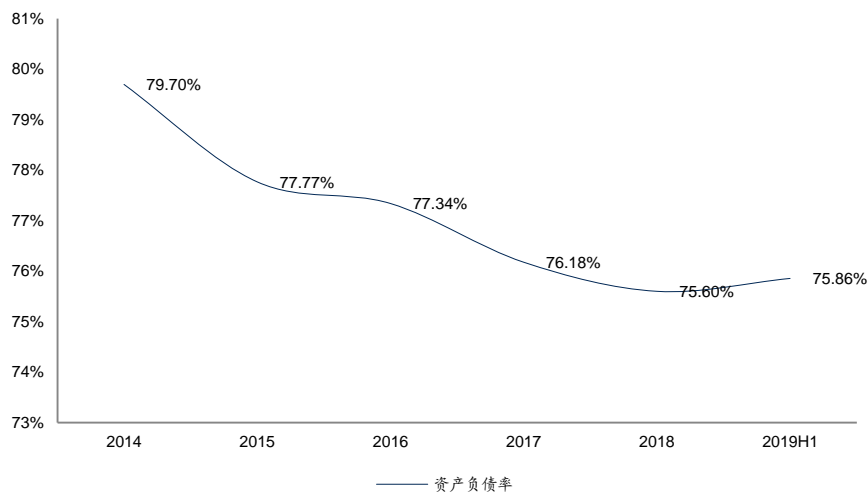


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资产负债率小幅提升

在国家“防风险、降杠杆”的政策指引下，近几年建筑业的资产负债率持续下降。2019年上半年，行业资产负债率为75.86%，比2018年底小幅提升0.26pct，随着下半年项目结算回款增加，行业整体资产负债率有望继续下降。

图 8：2019 年上半年资产负债率小幅提升，近几年持续下降

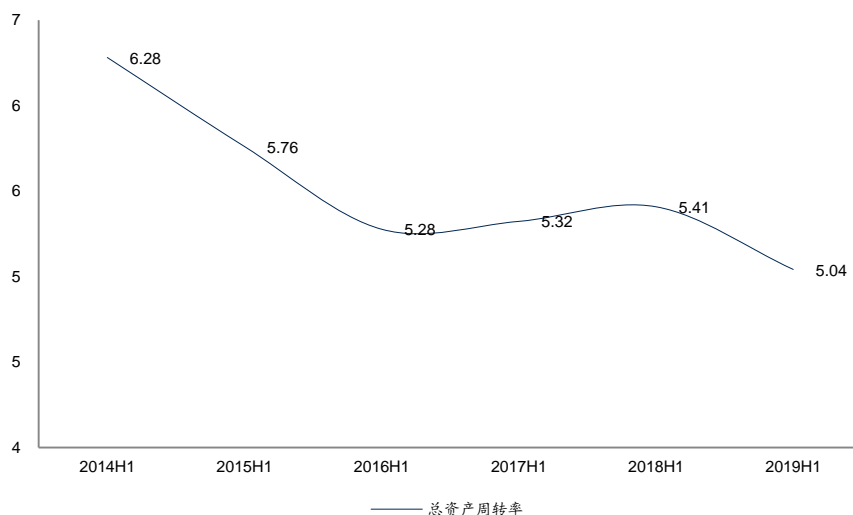


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

运营能力有所下降，应收账款平稳可控

2019年上半年，行业整体运营能力有所下降，总资产周转率为5.04次，同比下降6.78%。

图 9：行业运营能力有所下降，2019 年上半年总资产周转率为 5.04 次

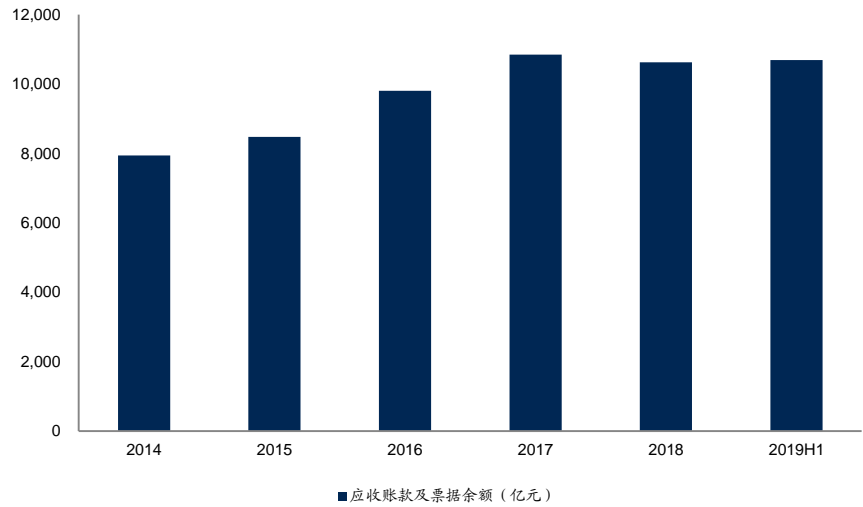


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

同时，行业上半年应收账款增长幅度较小，余额为10689亿元，与去年底基本持平。在去杠杆政策的推动下，通过合理计提坏账、增加清收力度，行业整体

应收账款风险可控。

图 10: 2019 年上半年行业应收账款余额与去年底基本持平

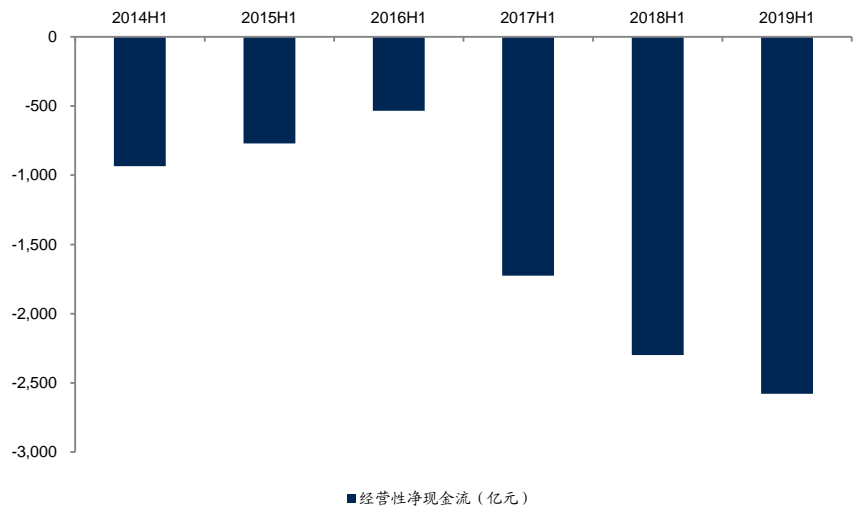


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业固有特性导致现金流净流出增加, 下半年有望回正

2019 年上半年行业经营性净现金流为-2579.36, 同比多流出 279.72 亿。由于建筑行业存在垫资施工的商业模式, 上半年业主付款进度一般较慢, 且在 2017 年去杠杆的政策下融资环境逐步收紧, 更加造成了行业的经营性现金流紧张的局面。当前货币政策已趋向宽松, 下半年随着项目结算付款增加, 行业现金流有望回暖。

图 11: 2019 年上半年行业经营性现金流同比多流出 279.72 亿



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

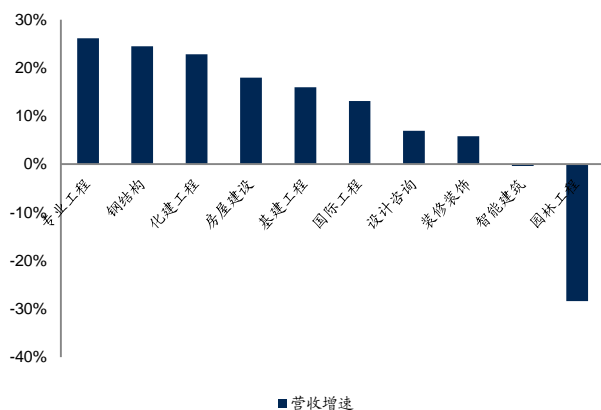
子板块表现分化，基建稳中向好

建筑行业子行业众多，上市公司可分为建筑工程、园林工程、装修装饰、钢结构、设计咨询、房屋建设、建筑智能、专业工程、化建工程、国际工程等 10 个子行业。在进行子行业财务指标分析时，我们采取对上市公司指标取算术平均的方法计算。

化建工程表现亮眼，园林工程仍未见好转

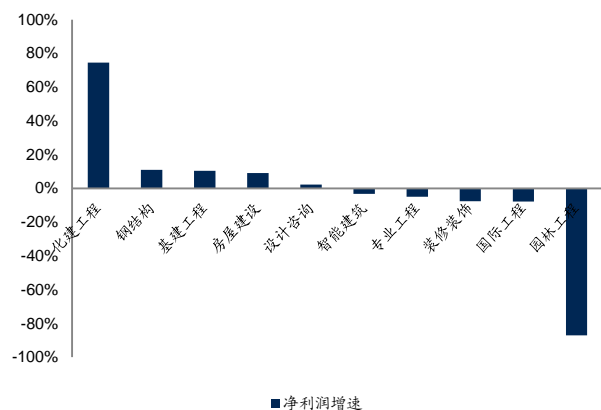
2019 年上半年，建筑板块各子行业中营收增速排名前三的分别是专业工程（26.10%）、钢结构（24.45%）和化建工程（22.82%），排名后三的分别是园林工程（-28.38%）、智能建筑（-0.36%）和装修装饰（5.77%）。净利润增速排名前三的分别是化建工程（74.42%）、钢结构（10.99%）和建筑工程（10.45%），排名后三的分别是园林工程（-87.07%）、国际工程（-7.85%）和装修装饰（-7.72%）。

图 12：2019 年上半年建筑子行业营收增速排名



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 13：2019 年上半年建筑子行业净利润增速排名

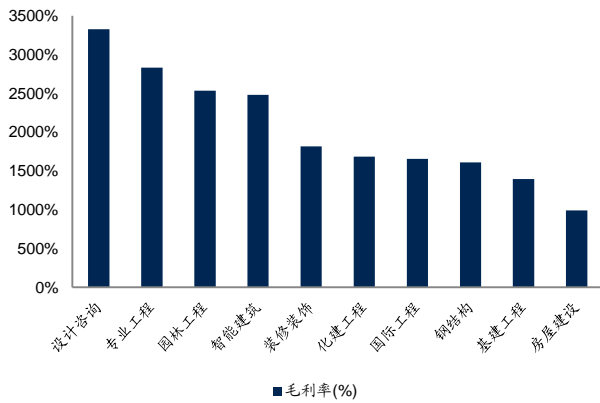


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

盈利能力：设计咨询毛利率领先，化建工程毛利率改善明显

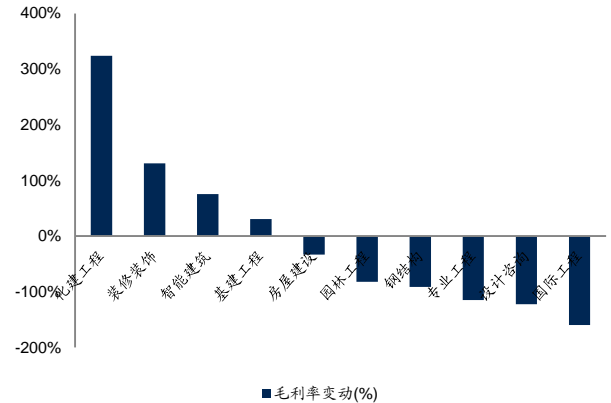
2019 年上半年，建筑子行业中毛利率水平排名前三的分别是设计咨询（33.30%）、专业工程（28.33%）和园林工程（25.36%），排名后三的分别是房屋建设（9.92%）、建筑工程（13.98%）和钢结构（16.10%）。毛利率增长排名靠前的是化建工程（+3.24pct）和装饰装饰（+1.31pct），排名靠后的是国际工程（-1.60pct）和设计咨询（-1.22pct）。

图 14: 2019H1 建筑子行业毛利率水平排名



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2019H1 建筑子行业毛利率水平变动排名



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

现金流情况: 仅钢结构实现净流入, 房屋建设流出增加较多

2019 年上半年, 建筑子行业中只有钢结构实现了经营现金流净流入, 其他子行业经营现金流均为净流出。从整体现金流水平变动来看, 园林工程、钢结构和装修装饰三个子行业现金净流出减少, 其他子行业现金净流出均有所增加, 整体流动性有待于下半年改善。

表 1: 建筑子行业 2019 年上半年经营性现金流情况

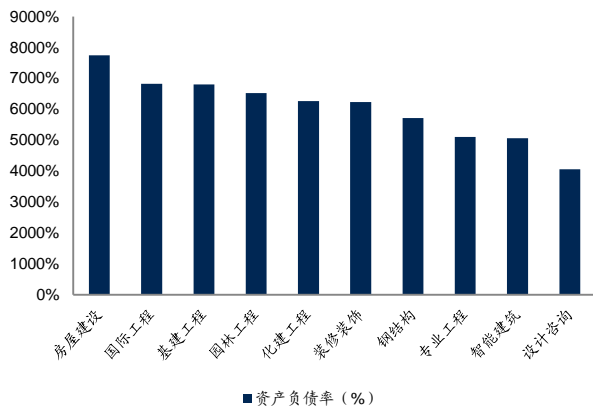
子行业	经营性净现金流 (亿元)	同比增减 (亿元)
设计咨询	-26.86	-2.42
化建工程	-22.58	-44.94
园林工程	-29.19	3.54
钢结构	16.36	7.42
专业工程	-53.83	-9.95
智能建筑	-1.0310	15.96
国际工程	-31.64	-28.68
装修装饰	-27.39	2.71
基建工程	-1419.12	-25.26
房屋建设	-983.94	-217.21

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

负债情况及偿债能力: 房建负债率居首, 专业工程等负债率提升

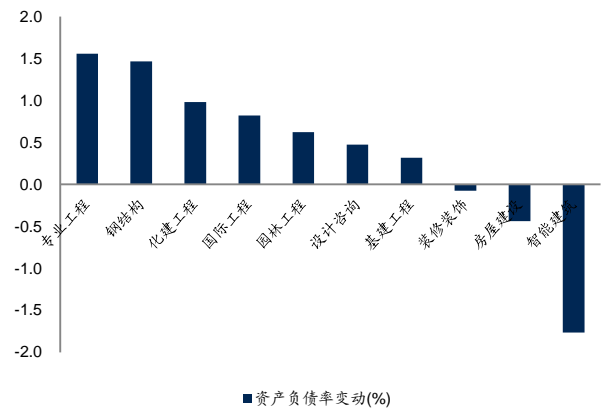
2019 年上半年, 建筑子行业中资产负债率排名前三的分别是房屋建设 (77.45%)、国际工程 (68.27%) 和基建工程 (68.05%), 排名后三的分别是设计咨询 (40.57%)、智能建筑 (50.64%) 和专业工程 (51.06%)。资产负债率增长排名靠前的是专业工程 (+1.56pct)、钢结构 (+1.47pct) 和化建工程 (+0.98pct), 排名靠后的是智能建筑 (-1.76pct)。

图 16: 2019H1 建筑子行业资产负债率排名



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 2019H1 建筑子行业资产负债率变动排名

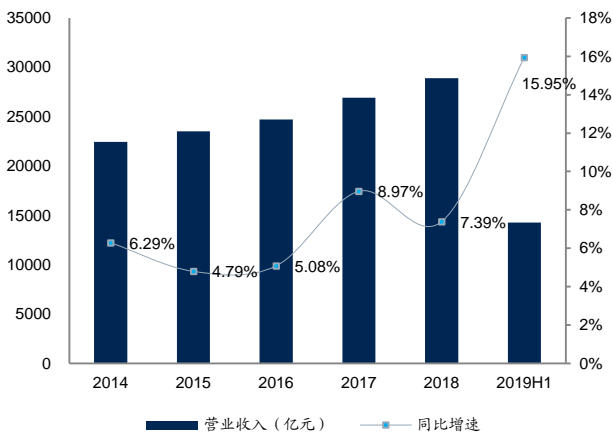


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

基建工程业绩提速，盈利能力有所提升

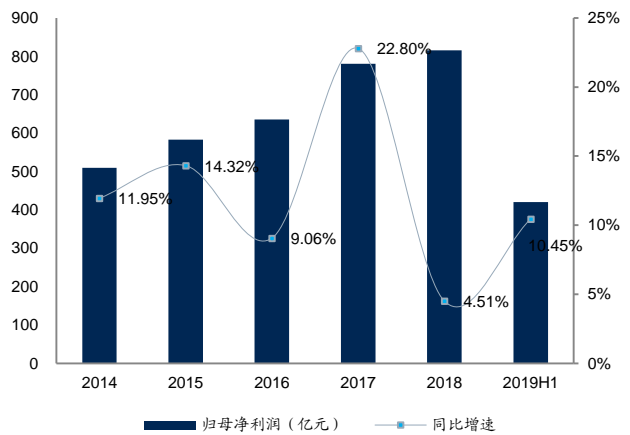
2019 年上半年，基建工程行业完成营业收入 14267 亿元，同比增长 15.95%；实现净利润 420.67 亿元，同比增长 10.45%，业绩相对 2018 年有所提速。虽然上半年基建投资增长不及预期，但当前逆周期调控政策逐步加码，稳增长背景下基建托底势在必行，存量基建订单有望加速落地，我们判断未来基建工程业绩有望继续提速。

图 18: 2019H1 基建工程营收增长 15.95%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

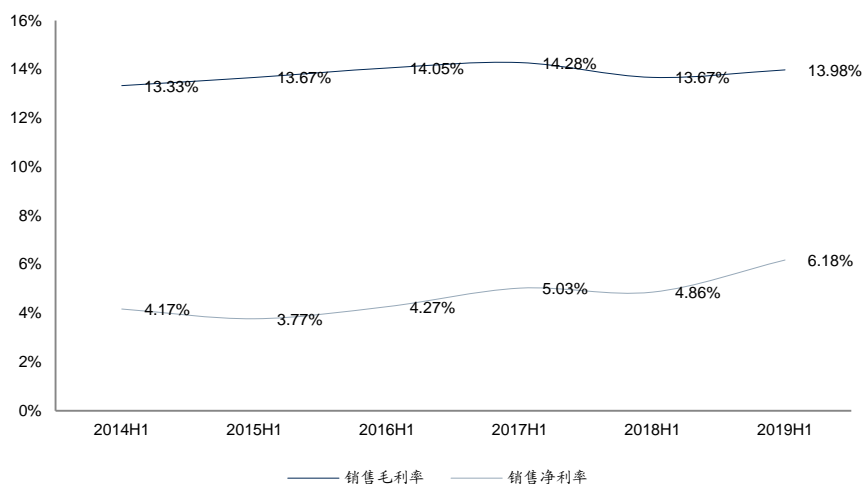
图 19: 2019H1 基建工程净利润增长 10.45%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

2019 年上半年，基建工程行业平均毛利率为 13.98%，同比提升 0.31pct；平均净利率为 6.18%，同比提升 1.32pct。毛利率和净利率提升主要与基建企业的业务结构调整（如高毛利率的地产、市政业务占比增加）、汇兑和投资收益增加等因素有关。

图 20: 基建工程毛利率和净利率均有所提升



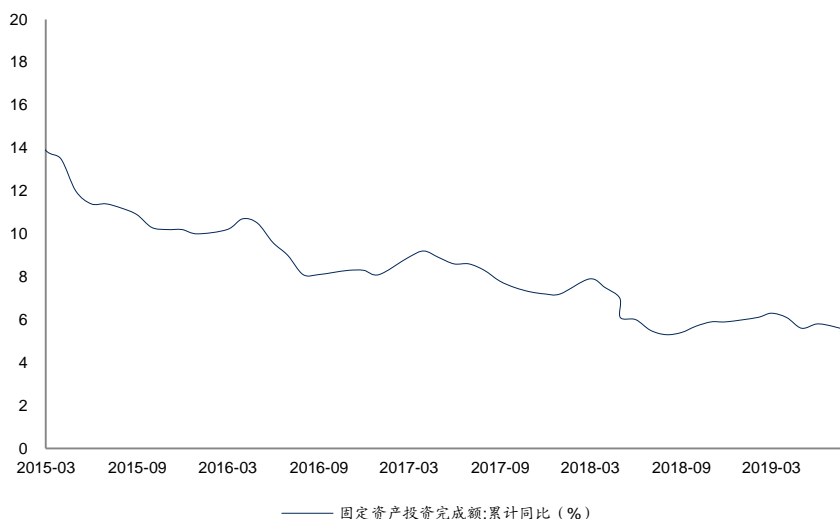
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

逆周期调控加码，基建投资有望提速

固定资产投资增速有所下滑，稳增长不及预期

2019年1-8月，固定资产投资增速为5.5%，比2018年下滑0.4pct。当前中国经济处在换挡改革的关键时期，固定资产投资对经济稳增长的作用至关重要，投资数据的低迷无疑为下半年增加了经济下行的不确定性压力。

图 21: 今年以来固定资产投资数据不及预期



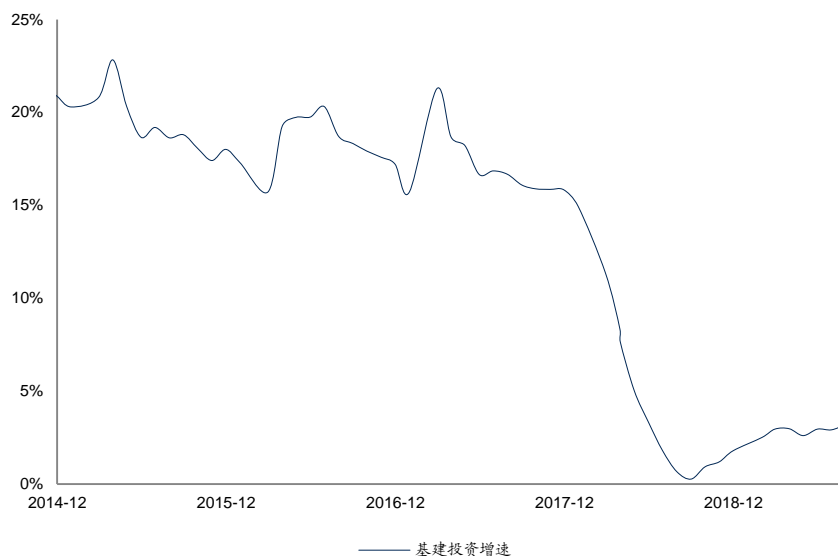
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

项目落地不及预期，当前基建投资仍处在低位

作为对冲经济下行的重要手段，今年以来基建投资表现低于预期。2019年1-8

月，基建投资（全口径）增速仅为 3.19%，去年底提升 1.4pct，我们认为基建投资低于预期的主要原因是重大项目的落地和进展较慢所致。纵向对比来看，当前基建投资增速为近十年的低位，随着逆周期调控政策逐步加码，未来基建投资有望发挥托底作用。

图 22: 今年基建投资仍处在低位，未来的提升空间较大



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

降准对冲资金缺口，行业资金面有望改善

2019 年 9 月 6 日中国人民银行发布公告，为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，决定于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。除此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。本次降准预计可释放长期资金约 9000 亿元，其中全面降准释放资金约 8000 亿元，定向降准释放资金约 1000 亿元。

表 2: 9 月央行降准的主要内容

类型	全面降准	定向降准
操作时间	9 月 16 日	于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施
降准政策	全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点	对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点
释放基础货币	8000 亿元	1000 亿元
降准目的	加大逆周期调节力度，保持流动性合理充裕	促进加大对小微、民营企业的支持力度

资料来源: 央行, 国信证券经济研究所整理

9 月作为季末月天然面临较高的资金缺口压力：缴准、国庆节前取现、MPA 考核等季节性因素持续压制资金面，降准旨在对冲月中税期，整体看货币宽松有助于缓解 9 月的资金压力。本次降准是 2018 年 4 月以来第 5 次全面降准，是宽松货币政策的延续。此次距离年初全面降准已经过去 8 个月，而且释放资

金为 5 次中最多（9000 亿），宽货币再次确认，且力度略微加码。

表 3: 2018 年以来降准政策梳理

公告日	类型	降准幅度 (BP)	释放资金 (亿元)
2018-04-17	全面降准	100	4000
2018-06-24	全面降准	50	5000
2018-10-07	全面降准	100	7500
2019-01-04	全面降准	100	8000
2019-09-06	全面降准+定向降准	50	9000

资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

为对冲经济下行压力，我们判断未来中国将继续实施稳健的货币政策，不搞大水漫灌而注重定向调控、兼顾内外平衡，通过加大逆周期调节力度，保持流动性合理充裕，使广义货币 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配。建筑行业的经营模式是典型的资金驱动型，下半年也面临着集中回款的资金压力，因此本次降准释放资金将对全行业的资金面起到改善作用，若宽货币能够顺利向宽信用传导，近年来受到去杠杆影响较大的民营企业有望逐步走出困境、迎来基本面反转。

融资渠道扩张，专项债杠杆效应+多渠道融资有望撬动基建投资回升 PPP 项目资本金的硬性要求给社会资本方带来较大的资金压力

目前大部分基建项目都是以 PPP 的模式进行的，而 PPP 资本金是指在项目总投资中，由社会资本方认缴的出资额（必须是实缴资本），对项目公司来说是非债务性资金，项目公司法人不承担这部分资金的任何利息和债务。

一般来说 PPP 项目的资本金占总投资的比例不得低于一定的水平，这个比例在政府发标时就已经确定了。根据国务院于 2015 年下发的《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》，规定了不同行业的 PPP 项目中社会资本方需要投入的最低资本金比例。

表 4: 不同行业的 PPP 项目最低资本金比例

行业名称	最低资本金比例
钢铁、电解铝	40%
水泥	35%
煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、多晶硅	30%
化肥（钾肥除外）、机场、港口、沿海及内河航运	25%
铁路、公路、城市轨道交通、玉米深加工	20%
保障性住房和普通商品住房	20%
其他房地产	25%
电力等其他	20%
平均	27%

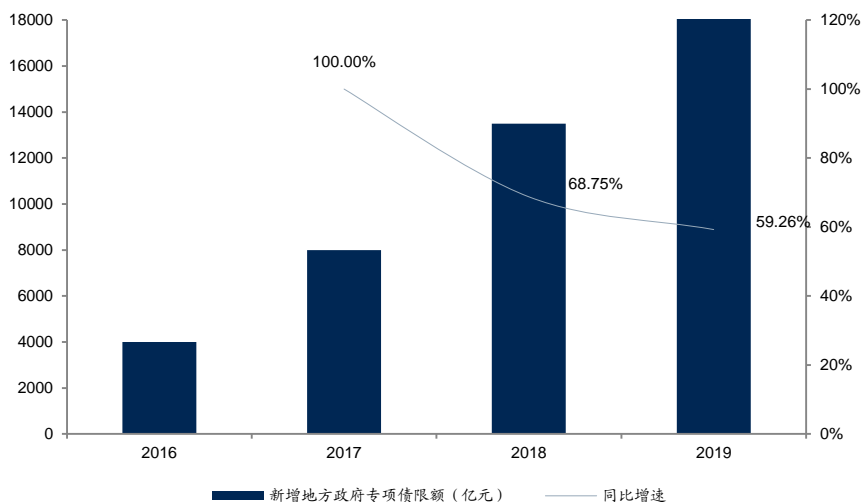
资料来源：《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》，国信证券经济研究所整理

目前大部分 PPP 项目的最低资本金比例在 20-30% 之间，由于 PPP 项目投资额较大，因此资本金的硬性要求对社会资本产生了资金压力，不利于提升社会资本参与 PPP 项目的积极性。

专项债发行规模大幅增加，发行使用进度有所加快

专项债券一般指地方政府为了筹集资金建设某专项具体工程而发行的债券，是地方政府开展基建的重要资金来源。近年来随着地方政府融资监管趋严，城投非标融资作为“后门”被堵死，地方政府债券则被当做“前门”逐渐打开，其中2019年新增专项债限额规模达到2.15万亿，同比大幅增长59.26%。

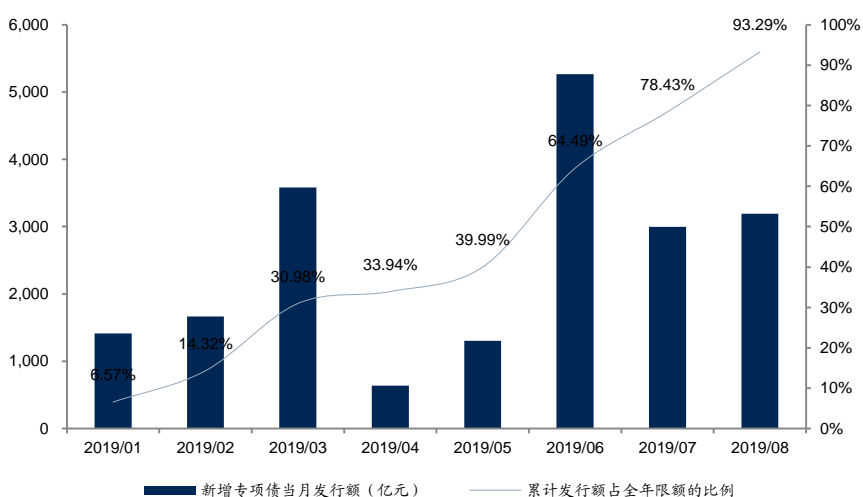
图 23: 近几年地方政府新增专项债发行限额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

根据财政部的统计数据，截至8月底全国已累计发行新增地方政府专项债券20057.47亿元，占全年限额的93.29%，按照9月4日国常会的指示，剩余的6.71%将在9月底之前全部发行完毕，且之后国务院按规定还可提前下达明年专项债部分新增额度，以便年初即可发债融资，匹配项目资金需求，当前逆周期调控政策下专项债的发行使用进度明显加快。

图 24: 2019 年地方政府新增专项债累计发行额已达到全年限额的 93%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

专项债未来可作为资本金且使用范围逐步扩大，有望带动基建投资提速

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》，提出地方政府专项债可以作为资本金参与项目投资，这意味着地方政府可以在PPP中适度增加杠杆，将极大缓解社会资本的融资压力。此外，文件还鼓励银行、保险金融机构积极提供配套融资支持，鼓励项目单位发行公司信用类债券，进一步明确项目公司可采用多渠道筹措项目资本金，未来专项债+银行贷款+多渠道融资模式有望成为铁路、高速公路、城市轨道交通等重大项目的投融资模式。

表 5：不同情景下专项债撬动基建投资的测算

	新增专项债用于 基建的比例	新增专项债可用于基建 资本金的规模/万亿元	资本金比例	资本金撬动的基建投资占 2018 年基建投资的 /万亿元	比例
乐观	80%	0.344	25%	1.376	7.64%
中性	50%	0.215	25%	0.86	4.78%
悲观	20%	0.086	25%	0.34	1.91%

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

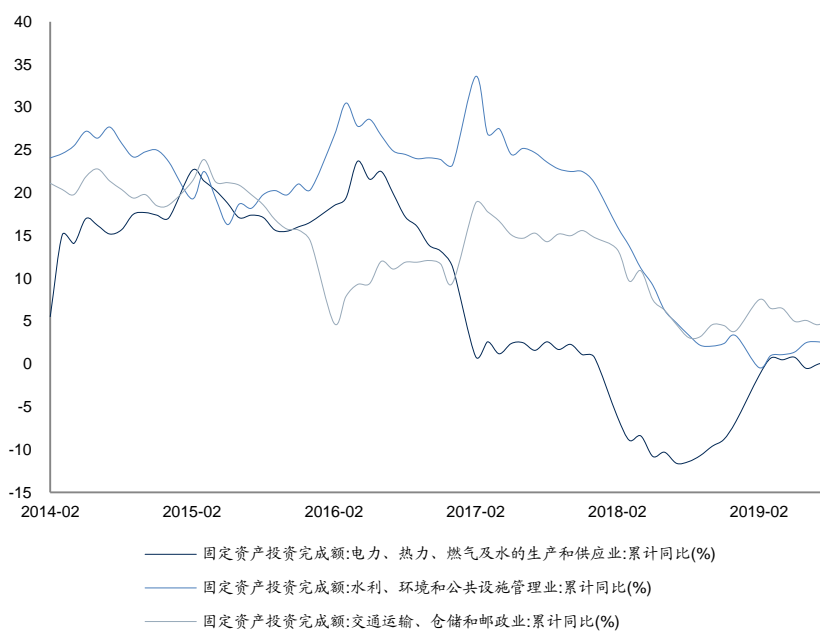
以往专项债主要投向土地储备和棚改，用于基建的占比只有 20%左右。9月4日国常会上提出将专项债的使用范围进一步扩大，其中铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施以及水电气热等市政和产业园区基础设施为重点支持领域，并明确不得用于土地储备和房地产相关领域以及可完全商业化运作的产业项目。假设明年新增专项债限额与今年持平，即 2.15 万亿，如果其中投向基建的专项债占比提高至 80%且其中 20%可用作资本金，新规预计可带动明年基建投资 7%至 8%的增速。

基建分化明显，铁路、公路、轨交等领域增速较快

交通运输投资增速较快，行业景气度高

根据统计局公布的固定资产投资统计口径，基础设施建设由三大行业组成，分别为：①交通运输、仓储和邮政业②水利、环境和公共设施管理业③电力、热力、燃气及水的生产和供应业。2019年1-8月，三大行业投资增速分别为 5.5%、2.4%、0.4%。交通运输、仓储和邮政业在基建总投资中占比超过 35%，今年以来增长稳定且增速高于基建总投资增速，是基建托底的中流砥柱。

图 25: 近几年基建三大分项投资的增长情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

各省交通计划总投资近 3 万亿，项目储备充足

根据不完全统计，全国共有 28 个省/自治区/直辖市发布了 2019 年交通投资计划（包括公路、铁路、水路等各类交通设施），总投资达到 29327.4 亿，涉及川藏铁路、京张铁路等重点工程。其中四川、广西等 8 省的投资计划超千亿，四川更是以 5700 亿的投资计划冠绝全国。

投资计划超千亿的省份主要集中在西南地区 and 江浙、广东等东部沿海地区，其中西南地区整体基础设施薄弱，是本轮基建补短板的重点，今年将加大投资；而东部发达地区由于持续人口净流入，经济的快速发展催生出交通基础设施的建设需求。

表 6: 2019 年全国 28 省/自治区/直辖市的交通投资计划 (转下表)

省/自治区/直辖市	计划投资 (亿元)	重点工程
山东	约 900	郑济高铁、雄商高铁、潍烟高铁、鲁南高铁菏泽至兰考段, 京沪高铁二通道、济南至滨州、莱西至荣成等高铁
河北	900	北京大兴国际机场北线高速廊坊段和国道 G105 京冀交界路段, 京秦高速遵化至秦皇岛段, 京雄高速、荣乌高速新线和容易、安大公路
湖北	900	汉十高铁、蒙华铁路湖北段, 黄冈至黄梅高铁、武汉至仙桃城际铁路, 沿江高铁湖北段、西安至十堰高铁湖北段、宜昌至郑万高铁联络线
广西	1100	钦州至北海改扩建、贺州至巴马高速公路, 钦州东航道扩建二期工程、贵阳至南宁高铁、南宁国际空港综合交通枢纽
四川	5700	南达万、成自宜高铁和川藏铁路雅安至林芝段、汉巴南等铁路, 马尔康至青海久治、资阳至重庆潼南、广安至陕西镇巴、宜宾至云南威信、绵阳至九寨沟、宜宾至攀枝花高速公路
云南	约 2600	渝昆高铁, 玉磨、大瑞、丽香、大临等铁路
西藏	548	拉林铁路, 国道 109 线那曲至拉萨、国道 219 线萨嘎至朗县
甘肃	771	景泰至中川机场、平凉至天水、甜水堡至永和、武都至九寨沟高速公路, 兰州新区至兰州、兰州北绕城东段高速公路
山西	434	大张高铁、太焦高铁, 雄安至忻州高铁, 右玉至平鲁、阳城至蟒河高速公路, 临猗黄河大桥及引线工程、运三高速三门峡公铁黄河大桥
河南	566	设栗川至卢氏高速公路, 郑州高铁南站枢纽和三洋铁路河南段, 郑济高铁濮阳至济南段
北京	2354	大兴国际机场高速公路, 轨道交通新机场线一期, 京张铁路, 轨道交通新机场线北延、11 号线西延
天津	104.3	天津至北京新机场联络线, 京滨、京唐铁路, 京沪高铁二通道、津承城际项目, 津石高速、津歧公路
内蒙古	400	包茂高速包头—东胜改扩建工程、二广高速苏尼特右旗—化德、绥满高速海拉尔—满洲里, 大饭铺—龙口高速公路
辽宁	100	朝凌高铁, 沈白客专, 沈阳机场二跑道、大连新机场
江苏	1370	宁淮、北沿江、通苏嘉甬、沪苏湖铁路, 沪通铁路长江大桥、五峰山长江大桥、南京五桥, 连云港至宿迁高速公路
浙江	2600	沪嘉甬铁路、杭温铁路、金甬舟铁路、杭绍甬智慧高速公路、铁路杭州西站枢纽
吉林	284.1	集安至通化、辽源至东辽、吉林至机场改扩建、榆树至松原高速公路
陕西	650	银川至西安、西安至延安高铁, 绥德至延川、蒲城至黄龙高速公路蒲城至白水段
湖南	500	益南、长益复线、龙琅高速公路, 渝怀复线、张吉怀、常益长铁路
安徽	约 770	合肥—新沂高铁和巢湖—马鞍山、淮北—宿州—蚌埠城际铁路, 池州长江公路大桥, 铜陵长江公铁大桥、合肥—周口高速公路
福建	850	莆炎高速福州至三明段, 厦蓉高速漳州至龙岩段, 国道 356 木兰大道三期, 省道 219 漳平芦芝至和平段
江西	560	昌吉赣客专、蒙华铁路, 大广高速南康至龙南, 都九高速鄱阳湖二桥

资料来源: 各地方政府交通运输部门、政府工作报告, 国信证券经济研究所整理

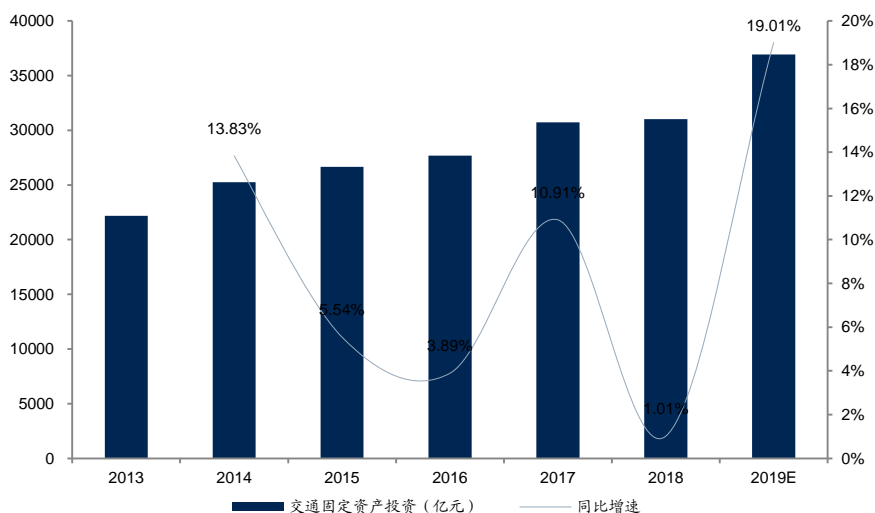
表 7: 2019 年全国 28 省/自治区/直辖市的交通投资计划 (接上表)

省/自治区/直辖市	计划投资 (亿元)	重点工程
黑龙江	470	京哈高速拉林河至哈尔滨段、鹤大高速佳木斯过境段、绥满高速卧里屯至白家窑段、绥化至大庆高速公路, 佳木斯至鹤岗提速改造、铁力至伊春客专、哈尔滨至绥化至铁力客专
宁夏	120	银西高铁、包银高铁、中兰高铁、宝中铁路, 京藏高速改扩建
广东	1200	虎门二桥、汕(头)湛(江)高速清远至云浮段, 宁莞高速潮州东联络线, 莲花山通道
贵州	1200	贵阳至成都、安顺至六盘水等高速铁路, 建成高速公路 500 公里以上
新疆	526	G30 线乌鲁木齐—奎屯、大黄山—乌鲁木齐改扩建, G7 线伊吾—巴里坤高速公路、G0711 线乌鲁木齐—库尔勒(尉犁)高速公路
重庆	850	渝万高铁、渝西高铁和渝昆高铁, 潼南至荣昌高速公路
总计	29327.4	

资料来源: 各地方政府交通运输部门、政府工作报告, 国信证券经济研究所整理

2019 年各地区交通计划总投资 29327.4 亿中包括了几乎全部的公路水路投资和地方铁路投资, 我们假设今年国家铁路投资与去年持平, 即 7600 亿, 则可以近似估计出今年全国交通固定资产投资为 36927 万, 比 2018 年增长 19%。

图 26: 2019 年全国交通固定资产投资有望迎来高增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

铁路投资中央主导确定性强, 川藏铁路等重大项目有望加快推进

中国目前拥有超过 12.1 万公里的铁路运营里程, 铁路是我国交通领域的重要基础设施, 近年来随着各地高铁建设规划落地, 铁路投资需求一直不减。根据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》(简称“十三五”交通运输规划), 到 2020 年, 铁路运营里程将达到 15 万公里, “十三五”期间将新增 2.9 万公里, 固定资产投资规模在 3.6-3.9 万亿左右, 年平均投资额在 8000 亿左右。

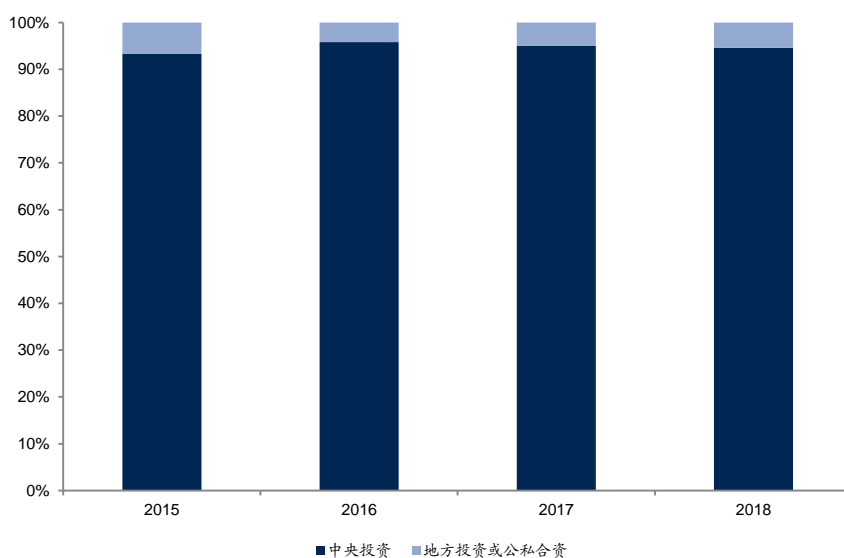
表 8: “十三五”期间，铁路的平均年投资额约为 0.8 万亿

项目	“十三五”新增里程 (万公里)	造价 (亿元/公里)	固定资产投资规模 (万亿元)	年平均固定资产投资 规模(万亿元)
普通铁路	1.8	0.5-0.6	0.9-1.08	0.18-0.22
高铁	1.1	2.5-2.6	2.75-2.86	0.55-0.57
合计	2.9	---	3.65-3.94	0.73-0.79

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析预测

相比于地方政府投资占比较大的公路项目，铁路投资主要由中央政府主导，近几年中央政府投资占全国铁路总投资的 95% 左右，地方政府投资或者公私合资的铁路份额占比很低。铁路投资的资金来源保障高，确定性较强，因此每轮基建周期中铁路投资往往扮演着先行者的角色。

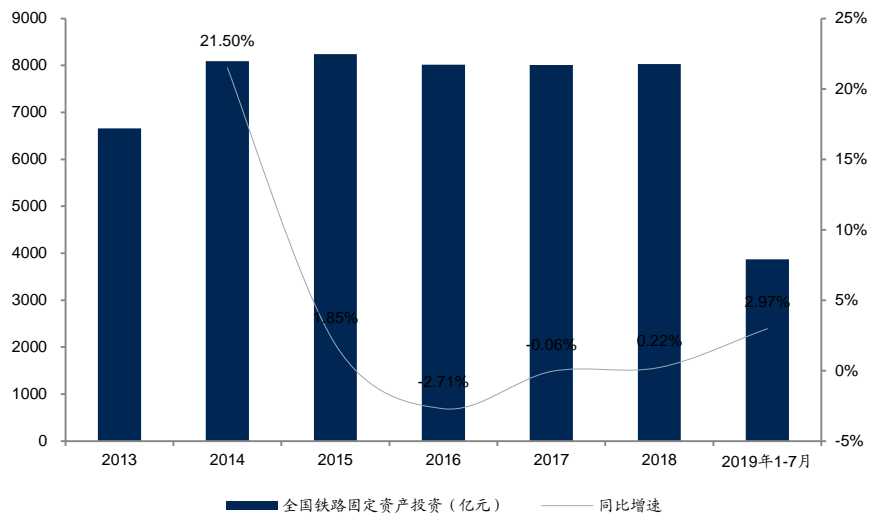
图 27: 铁路投资主要由中央政府主导



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

今年 1 月初中铁总召开工作会议，提出 2019 年的工作目标: 全国铁路固定资产投资保持强度规模，确保投产新线 6800 公里，其中高铁 3200 公里，并集中全力办好规划建设川藏铁路。2019 年 1-7 月实际完成铁路投资 3868 亿，同比增长 2.97%，增速比 2018 年提升 2.75pct。在 2019 年财政积极的政策下，中央预算支出的资金依然充足，我们预计全年铁路投资有望继续超 8000 亿。

图 28: 近几年铁路投资均不低于 8000 亿, 2019 年 1-7 月增长有所提速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

近期在国务院新闻办举行新闻发布会上, 四川省委书记、省人大常委会主任彭清华表示, 川藏铁路建设将加快推进。目前川藏铁路成都至雅安段已经通车, 拉萨至林芝段正在建设中, 下一步要攻克的是难度最大的雅安至林芝段, 全长大约 1300 公里。

图 29: 川藏铁路规划路线图



资料来源: 交通运输部, 国信证券经济研究所整理

川藏铁路是国家“十三五”规划的重点项目, 总投资将达到 2700 亿元。随着雅安至林芝段的项目建设逐步推进, 中国中铁、中国铁建等基建龙头有望最先受益, 订单业绩增长可期。

表 9: 川藏铁路各路段投资建设情况

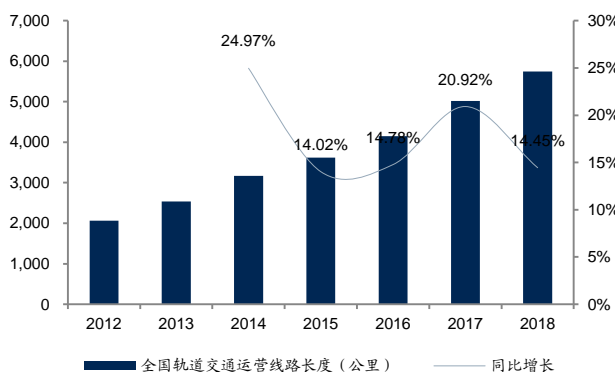
路段	开工时间	线路总长	预计总投资	主要承建单位
成都-雅安	2014 年底	41.184km	约 314 亿	中铁二局、八局 (中国中铁) 中铁十二局 (中国铁建) 水电五局 (中国电建)
拉萨-林芝	2014 年底	403.11km	约 366 亿	葛洲坝 中铁一局、二局、五局、九局、 电气化局 (中国中铁) 中铁十一局、十五局、十七局、 十八局、十九局、港航局 (中 国铁建)
雅安-林芝	待定	1298.092km	约 2000 亿	待定

资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

轨道交通获批项目有望加速落地, 或迎来新一轮刺激

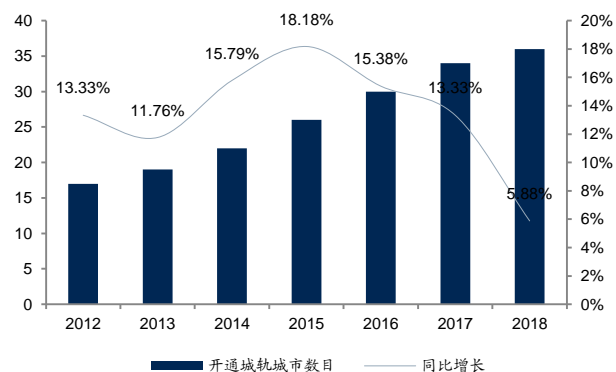
近几年, 我国轨道交通一直处在快速发展的过程中。截至 2018 年, 我国运营的轨道交通线路达 5747 公里, 同比增长 14.45%, 近五年的 CAGR 达到 17.75%; 已开通轨道交通的城市达到 36 个, 在建城市 43 个, 在建长度达 6246 公里。2017 年底, 受内蒙古包头地铁项目被叫停以及防范地方系统性债务风险影响, 发改委曾一度暂停了轨道交通建设规划审批工作。直到 2018 年 7 月, 规划审批工作才重新启动。

图 30: 我国轨道交通运营线路长度持续保持快速增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 31: 我国开通轨道交通的城市数量持续增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

重启轨交审批后, 发改委在一年内先后审议并通过了长春、苏州、南京、杭州、济南、重庆、上海等地的轨道交通建设规划, 项目总投资近万亿元。伴随着轨交项目的批复, 接下来新项目将密集开工, 未来几年获批项目投资将加速落地。

表 10: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目

时间	项目	总投资(亿元)
2018年7月	长春市第三期城市轨道交通建设规划	787.32
2018年8月	苏州市城市轨道交通第三期建设规划	950.00
2018年8月	成都市城市轨道交通第四期建设规划(初审通过)	--
2018年10月	南京至句容城际轨道交通工程	209.75
2018年11月	杭州市城市轨道交通第三期建设规划(增加投资)	577.6
2018年11月	济南市城市轨道交通第一期建设规划(增加投资)	229
2018年12月	重庆市城市轨道交通第三期建设规划(2018~2023年)	455.7
2018年12月	上海市城市轨道交通第三期建设规划(2018~2023年)	2983.48
2018年12月	武汉市城市轨道交通第四期建设规划(2018-2024年)	1469.07
2019年3月	郑州市城市轨道交通第三期建设规划(2019-2024年)	1138.94
2019年6月	西安市城市轨道交通第三期建设规划(2018-2024年)	968.5
2019年7月	洛阳市城市轨道交通2号线一期工程	143.94
2019年7月	石家庄市城市轨道交通第二期建设规划(2020-2025年)部分线路	446.36

资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

根据国务院印发的《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，到 2020 年我国城市轨道交通运营里程要比 2015 年增长近一倍，并推进城区常住人口 300 万以上的城市轨道交通成网。

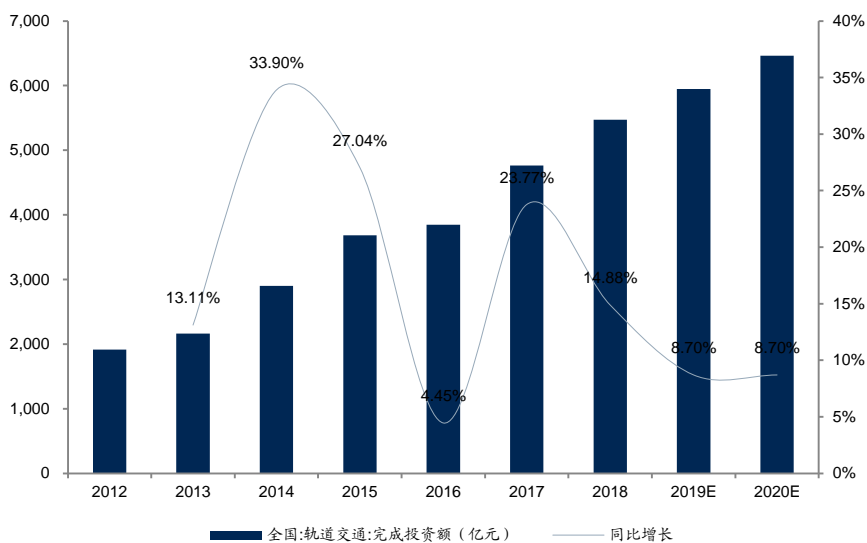
表 11: 《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》主要目标

行业	主要内容
铁路	新增营业里程 2.9 万公里，高铁增加约 1.1 万公里，高速铁路覆盖 80% 以上的城区人口 100 万以上城市
公路	新建改建高速公路通车里程 26000 公里，基本覆盖 20 万以上人口城市
城市轨道交通	运营里程比 2015 年增长近一倍，推进城区常住人口 300 万以上的城市轨道交通成网。
机场	新增通用机场 200 个，新增民用运输机场 53 个，基本覆盖 20 万以上人口城市
港口	新增沿海港口万吨级及以上泊位超过 300 个，内河高等级航道网基本建成

资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

十三五规划期间至今已过半，从 2015 年到 2018 年全国轨道交通投资由 3683 亿增长至 5470 亿，年复合增速达到 14%。根据规划，假设到 2020 年全国运营里程达到 7236 公里(即比 2015 年的运营里程 3618 公里翻一番)，则 2019-2020 年还应新增里程 1489 公里，按照过去三年平均每公里约 8.3 亿元的投资建设成本，未来两年的总投资额将达到 12358 亿元，折算到每年的投资额分别为 5946 亿、6463 亿，复合增长率达到 8.7%。

图 32: 预计 2019-2020 年全国轨道交通总投资将达到 1.2 万亿



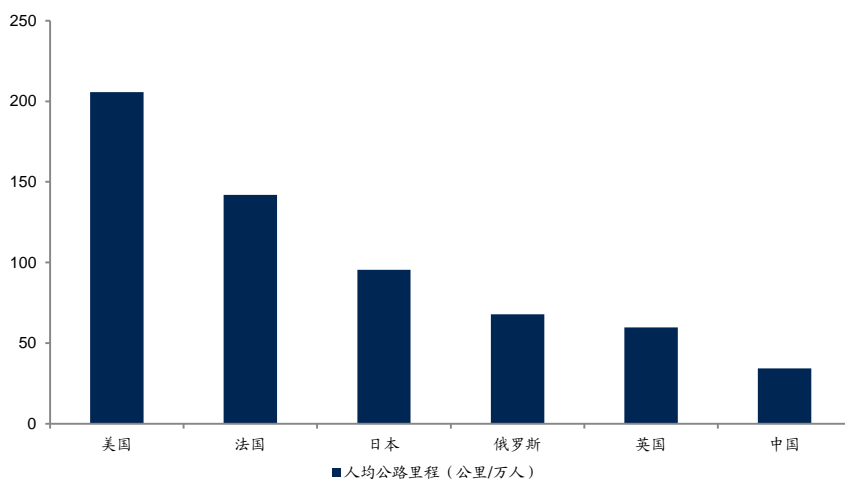
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

公路建设空间巨大,“十三五”交通扶贫公路是重点

中国人均公路里程与发达国家相比差距较大,国内各地区发展不平衡

截至 2018 年底,中国目前已经投入使用的公路总里程大约为 477.35 万公里,在全世界范围内仅次于美国。但另一方面,中国的人均公路里程大约仅有 34.34 公里/万人,而美国的人均公路里程大约为 205.65 公里/万人,与日本、英国等其他发达经济体相比,中国的人均公路里程也存在一定的差距。

图 33: 中国的人均公路里程远低于美国等发达国家

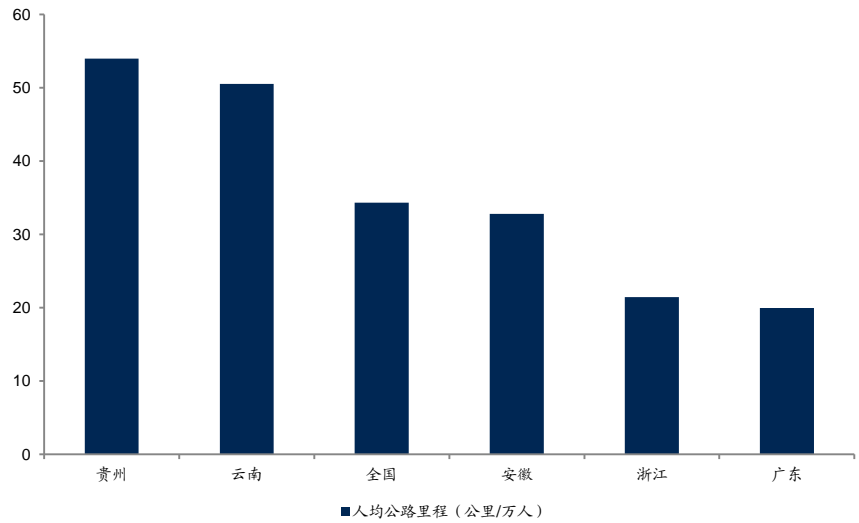


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从国内各地区的人均公路里程情况来看,可以发现浙江、广东等经济较为发达的东部省份的人均公路里程明显低于西部地区,而安徽等中部省份的人均公路里程则大致与全国平均值持平。因此,尽管西部基础设施水平与东部相比整体

存在差距，但实际上东部地区对新建公路的经济性需求往往要大于西部地区。

图 34: 东部省份人均公里里程低于西部，中部与全国平均值大致持平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

总的来说，中国大规模的公路建设也仅仅不到二十年，目前的公路覆盖水平与发达国家相比存在一定的差距，且国内各地区之间发展不平衡，存在结构性与经济性需求的矛盾。未来中国公路建设的空间依然十分广阔。

“十三五”规划聚焦交通扶贫，“公路审批权”下放提升项目批复效率

“交通扶贫”是国家“十三五”期间的重要战略规划，当前已经进入了最后的攻坚期，其中重点任务是对贫困地区交通进行改造和升级，其中有五项是关于路桥建设规划的内容，为路桥建设创造了广阔空间，也为路桥投资提供了强劲的动力。

表 12: “交通扶贫”的主要内容

六大项	内容
第一项	提级改造 1.6 万公里国家高速公路和 4.6 万公里普通国道
第二项	建设约 23 万公里的乡镇和建制村硬化路，到 2019 年，提前一年实现全国具备条件的建制村硬化路这个全面小康社会兜底性指标。建设约 10.8 万公里通村硬化路，解决较大人口规模撤并建制村和“直过民族”地区 20 户以上自然村的通畅问题
第三项	实施 30 万公里农村公路安保工程，加强农村公路上的安全生命防护工程建设和 1.5 万座危桥改造，对通客车村道上不符合安全通客车要求的窄路基路面合理进行加宽改造
第四项	建设约 3.2 万公里资源路、旅游路、产业园区路，进一步强化交通对产业扶贫的基础支撑作用，支持贫困地区特色产业发展
第五项	新增及改善航道里程 2600 公里，新增 80 个码头泊位，继续改善农村水网地区的渡运条件
第六项	持贫困地区改造建设县城老旧客运站 150 个、乡镇客运综合服务站 1100 个，实现具备条件的建制村通客车全覆盖。

资料来源: 国务院网站、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2017 年，国家发展改革委把部分投资交通项目审批权下放到省级政府，其中包

含了列入国家批准的相关规划中的新建高速公路项目。审批权的下放提升了新建项目的批复效率，特别对地方政府新建高速公路比较有利。此外，财政部 87 号文鼓励土地储备专项债券和收费公路专项债券的试点，收费公路的融资行为获得政策支持。公路建设产业链审批端和融资端均受益。

表 13: 2017 年国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权

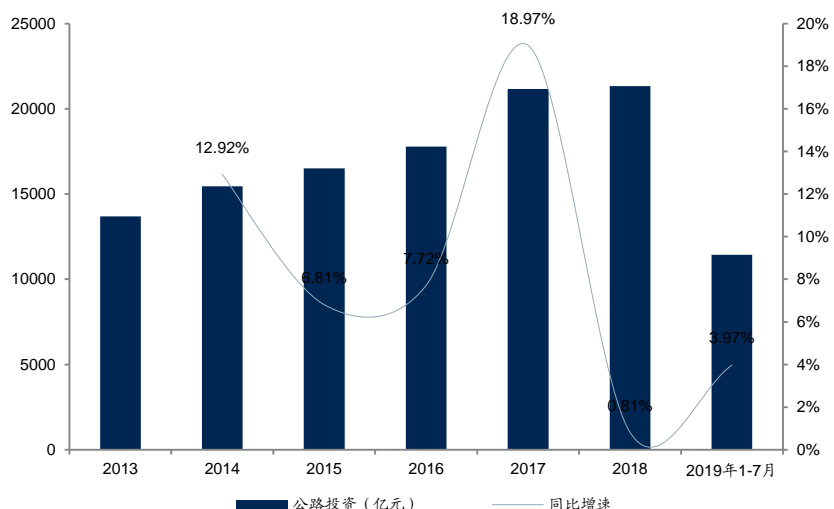
领域	审批事项范围
铁路	列入国家批准的相关规划中非跨省的新建（含增建双线）普通铁路项目，铁路总公司投资为主的由铁路总公司自行决定，地方和社会投资为主的由省级政府审批可行性研究报告，均通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
高速公路	列入国家批准的相关规划中的新建高速公路项目，由省级政府审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
独立公（铁）路桥梁（隧道）	列入国家批准的相关规划中的跨 10 万吨级及以上航道海域、跨大江大河（现状或规划为一级及以上通航段）的独立公（铁）路桥桥梁（隧道）项目，由省级政府审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
科研机构	列入国家批准的相关规划中的交通行业直属院校、科研机构等中央本级非经营项目（使用中央预算内投资 5,000 万元及以上项目除外），由行业部门审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。

资料来源：发改委、国信证券经济研究所分析师归纳整理

上半年公路投资提速，2019 年有望再创新高

2018 年累计公路投资达到 2.13 万亿，自 2017 年公路投资首次突破 2 万亿后，2018 年再次突破 2 万亿，同比增长 0.81%。2019 年在 PPP 融资回暖、地方政府专项债大规模增加、存量项目加速落地等推动下，1-7 月公路投资同比增长 3.97%，相比 2018 年提升 3.15pct，预计全年公路投资有望继续再创新高。

图 35: 近几年公路建设投资情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点推荐低估值的基建和设计咨询龙头

央企在手订单创历史新高，集中度显著提升

作为建筑行业的龙头企业，八大央企订单体量大且增长稳健，2018 年整体订单增速虽然有所放缓，但近三年平均复合增长率仍达到 17%，今年上半年平均新签订单增速也达到了近 16%。

表 14：八大央企上半年新签订单平均增速约为 16%

企业名称	2018 年新签订单增速	2019H1 新签订单增速	近三年 CAGR
中国建筑	5%	6%	15%
中国中铁	9%	11%	21%
中国铁建	5%	18%	19%
中国交建	1%	16%	12%
中国中冶	10%	20%	18%
中国电建	12%	16%	12%
葛洲坝	-1%	17%	7%
中国化学	53%	12%	32%
平均	6%	16%	17%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

从在手订单来看，截至 2018 年底，八大央企未完成合同总计达到 15 万亿，同比增长 29%，订单收入保障比达到 3.86 倍，创下历史新高。当前央企的在手订单充足，但同时也反映了去年以来去杠杆影响下订单的落地放缓，从而业绩转化偏慢。

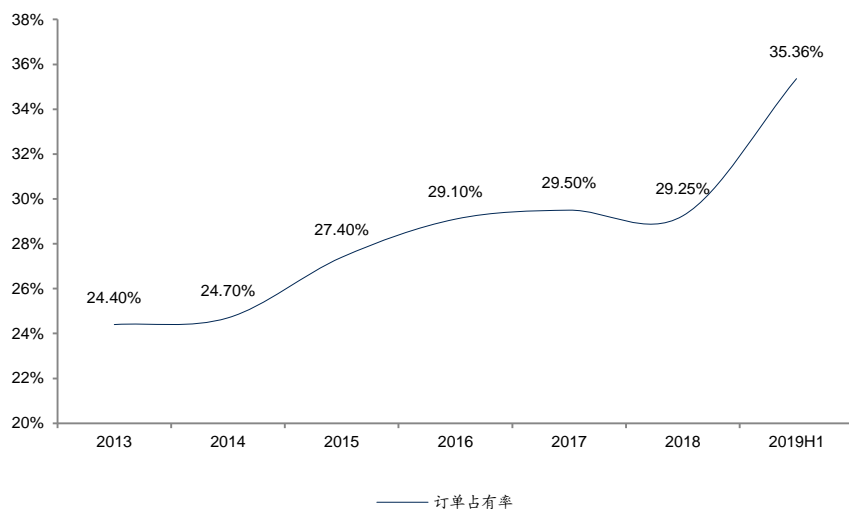
表 15：截至 2018 年底央企在手订单创下新高，平均订单收入保障比达到 3.86 倍

企业名称	2018 年在手订单 (亿元)	在手订单同比增速	订单收入保障比
中国建筑	48,033	37.43%	4.01
中国中铁	29,019	30.37%	3.93
中国铁建	27,087	13.02%	3.71
中国交建	16,897	23.15%	3.44
中国中冶	13,494	43.25%	4.66
中国电建	10,811	24.75%	3.67
葛洲坝	4,211	41.00%	4.19
中国化学	2,051	44.94%	2.52
合计	151,605	29.15%	3.86

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

现阶段建筑行业发展趋于成熟、市场竞争激烈，随着行业整合加速以及落后产能淘汰出清，龙头企业的市场占有率在快速提升。截至今年上半年，八大央企的新签订单占建筑行业新签订单总额的比例达到 35.36%，比 2018 年提升 6.11pct，再次创下历史新高。

图 36: 2019 年上半年央企订单占有率提升至 35.36%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

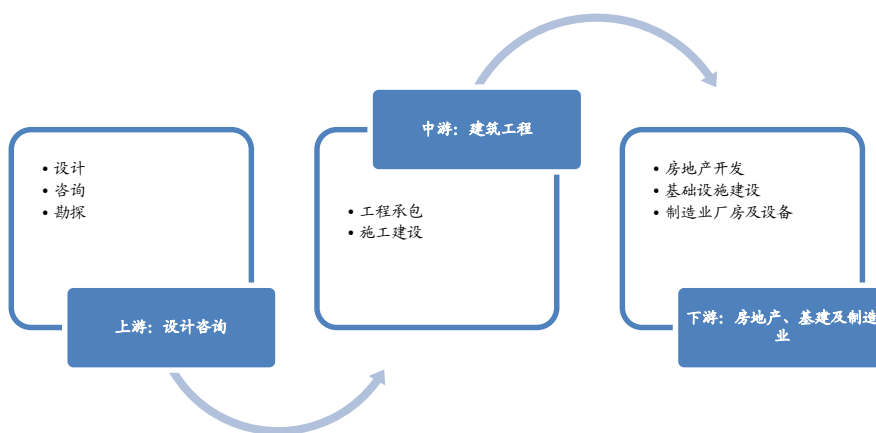
当前逆周期调控政策逐步加码, 随着宽货币向宽信用传导, 受益资金面改善未来建筑行业订单的落地转化有望加速, 龙头央企订单充沛、业绩具备较强的确定性。

设计咨询位于基建产业链前端优先受益, 龙头估值远低于历史估值中枢水平

从建筑行业上下游分工来看, 设计咨询行业处在行业上游。当有投资建设时, 首先会开展勘察、设计及咨询工作, 然后按设计图纸等开展施工建设。因此, 建筑行业订单的变化, 最先会反应到设计咨询行业营收的变化。即当建筑行业订单快速增长的时候, 最先受益的将是设计咨询。

苏交科、中设集团等设计龙头有望在建筑行业景气度提升的环境下优先受益, 并获得大量订单, 继续保持高速增长。

图 37: 设计咨询行业处在建筑行业上游

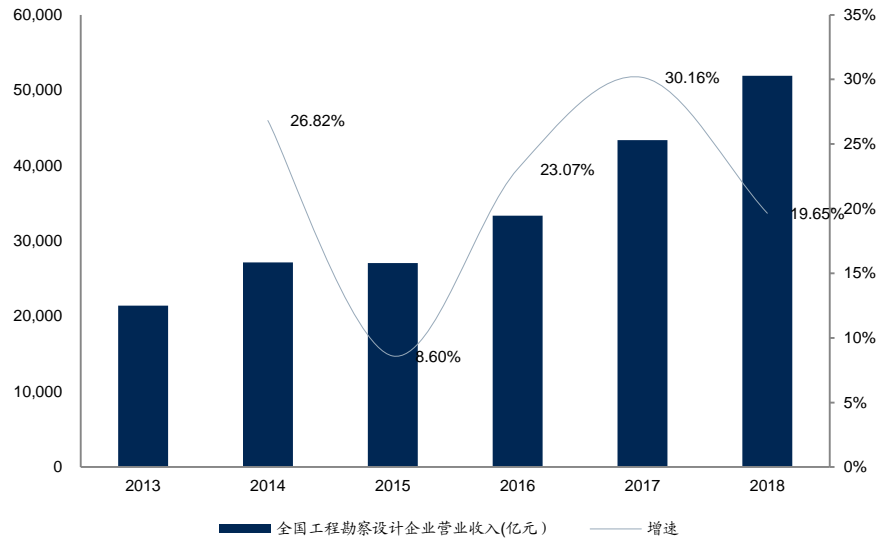


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

根据《2018 年全国工程勘察设计统计公报》, 2018 年全国工程勘察设计企业

营业收入总计达到 51915.2 亿元，同比增长 19.65%，市场规模巨大。

图 38: 全国勘察设计市场近几年保持较快增长，市场规模巨大



资料来源：全国工程勘察设计统计公报，国信证券经济研究所整理

另一方面，同期全国共有 23183 个工程勘察设计企业，平均营收只有 2.24 亿元。事实上，整个勘察设计行业大致可以分为“部级院”、“省级院”和“市级院”三种规模的企业，但规模都有限，整个行业呈现出主体多、集中度低、全国较为分散等特点。

表 16: 勘察设计行业分类

类型	特点	典型企业及营收规模
部级院	主要是以工程施工为主的大型中央企业及所属工程咨询企业，具有较强的专业技术水平和丰富的业务经验，设计力量比较强大，在全国范围内开展业务	中国交建 (269 亿)、中国中铁 (129 亿)、中国铁建 (145 亿)
省级院	各地省级交通规划设计院、市政设计院等。这些单位主要是为地方交通工程服务，一般行业覆盖度较宽，同质性较强，因此仍存在一定程度的区域化市场特征	苏交科 (70 亿)、中设集团 (42 亿)、勘设股份 (21 亿)、中衡设计 (18 亿)
市级院	市级地方设计院一般规模比较小，资质范围较窄、等级较低。这些单位业务地域性较强，通常在固定地域范围内从事相对稳定的业务领域	建科院 (4 亿)、建研院 (4.4 亿)、其他市级研究院 (1 亿左右)

资料来源：住建部，国信证券经济研究所整理

近几年来，伴随着国家城市化进程的放缓，建筑行业的竞争日益激烈，龙头设计企业的优势日益明显，中小型设计企业的发展空间逐步缩小，行业整合大势所趋。龙头企业现金流充沛，品牌影响力较大，有望在未来市场整合中通过外延式并购取得快速增长。

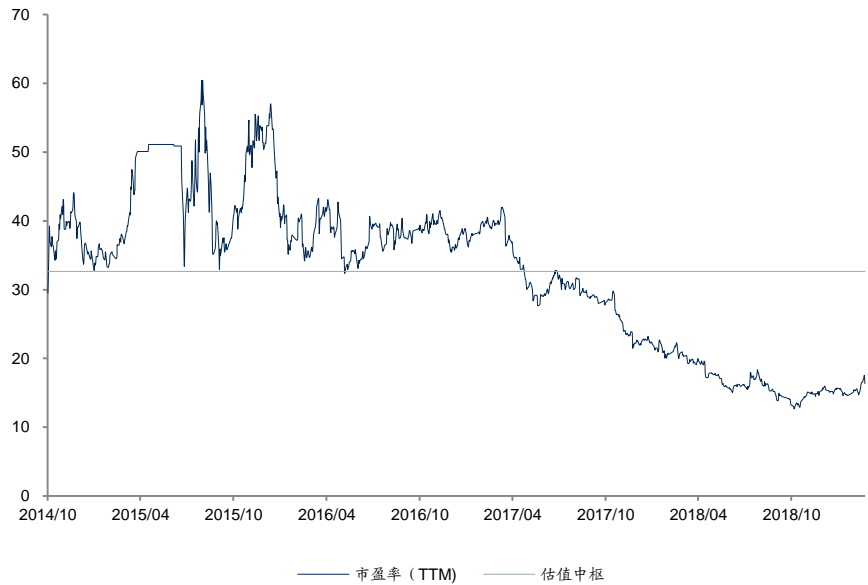
表 17: 勘察设计行业加速整合的主要驱动因素

类型	具体内容
政策驱动	事业单位分类改革、政企脱钩改革、国有企业混合所有制改革
市场倒逼	市场下滑导致的抱团发展和借力发展需求
行业洗牌	行业内企业的同质化程度高，导致行业长期处于饱和、无序竞争状态

资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

设计咨询的龙头公司估值目前仍处在历史低位，未来具备较大的向上修复空间。以中设集团和苏交科两家龙头来看，截至 2019 年 9 月初中设集团的市盈率（TTM）为 13.2 倍，而公司的历史估值中枢水平为 32.65 倍，在 2014-2015 年牛市期间公司最高估值达到近 60 倍；苏交科的市盈率（TTM）为 13.8 倍，历史估值中枢为 26.29 倍，上轮牛市期间最高估值达到近 70 倍。

图 39: 中设集团的当前估值低于历史估值中枢水平



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 40: 苏交科的当前估值低于历史估值中枢水平



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

重点推荐

稳增长政策使铁路、公路、轨交等基建补短板的重点领域直接受益，标的主要包括以施工为主的建筑央企国企以及产业链前端的设计咨询板块。央企国企估值接近历史最低位，在手订单为历史最高水平，随着政策落实推进，订单有望加快落地，业绩确定性强，估值修复后补涨空间大。设计咨询处于产业链前端，基建补短板最先收益，板块属于轻资产行业，负债低，现金流好。随着集中度提升龙头将直接受益，业绩有望维持高增长，当前估值与历史估值中枢还存在较大上涨空间重点。推荐**中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国交建、中设集团、苏交科**等。

风险提示

政策力度不及预期；项目资金落实不到位；应收账款坏账风险等。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032