

建筑装饰行业月度分析报告

7月基建投资增速再度回落，专项债有望加速发行

核心观点：

● 8月SW建筑板块跑输大盘，建筑板块“三低”明显

8月建筑装饰指数下跌5.69%，跑输沪深300指数4.76pct。子板块方面，城轨建设跌幅最小(-4.14%)，其他基础建设跌幅最大(-8.35%)。截止8月底，建筑板块的PE(TTM,整体法)约9.46倍；PB(LF)约0.99倍。建筑板块目前处于低涨幅、低估值、低基金持仓的“三低”状态。

● 基建投资增速再度回落，建筑PMI景气回升

基建产业链：根据国家统计局数据，1-7月狭义/广义基建投资分别为7.9/9.4万亿元，同比增长3.8%/2.91%，增速较1-6月下降0.3pct/0.04pct，7月基建投资再度回落，预计与地方融资环境趋紧有关。19年以来铁路投资仍较为强劲，预计主要由于中央财政支持及重点项目开工建设。而地方政府主导的公共设施投资(市政工程等)1-7月同比接近零增长，或反映地方资金偏紧的影响。8月建筑业PMI环比大幅提升3.0pct至61.2%，建筑业景气回升，或与专项债发行放量后基建项目加速落地有关；而建筑业新订单指数则继续下降0.8pct至53.9%，需求继续增长但增速有所放缓，或受融资环境趋紧影响。

地产产业链：根据国家统计局数据，19年1-7月地产开发投资增速10.6%，较1-6月降低0.3pct，地产投资仍维持高位，预计仍主要由建安投资和土地购置共同驱动。开工竣工的增速差持续存在，同时在资金端收紧背景下，后期地产投资仍面临下行压力。

● 2020年专项债部分新增额度允许提前下达，资金端压力有望缓解

根据中国人民银行数据，7月社融规模增量为1.01万亿，同比少增2103亿元，6月新增2.26万亿，社融不及预期主要由于信贷放缓及票据回落，而专项债放量难以有效对冲。近期国常会提出加快地方政府专项债券发行，要求19年地方专项债9月底前发行完毕，10月底前拨付至项目，尽快形成实物工作量。此外，会议允许提前下达2020年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效。此前全国人大授权国务院在19年以后，可在当年新增地方债务限额60%以内提前下达次年额度，19年新增地方专项债2.15万亿，则理论上对应20年可提前下达的新增地方专项债最高规模为1.29万亿。此外，地方政府往年留存专项债额度约1.2万亿，由于专项债纳入政府性基金预算，不涉及赤字问题，余额使用更为灵活，即使新增专项债不扩容，专项债留存余额亦有发力空间。

● 行业观点及重点公司

历史上看，2008-2018年建筑装饰板块9月平均收益0.1%，10年中跑赢大盘4次，跑赢大盘4次的平均超额收益为4.7%，跑输大盘6次的平均超额收益为-3.2%。其他专业工程板块表现最好，平均收益2.1%，而国际工程承包板块表现较差，平均收益为-2.6%。

公司方面，目前建筑板块低估值优势明显，外部经贸环境仍存不确定性，短期经济下行压力客观存在，基建稳增长预期有望提升，建议关注三条主线：**1)基建投资有望加码，利好业绩稳健高增的前端设计公司(如苏交科/中设集团等)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/中国中铁/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；专项债发行力度不及预期，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

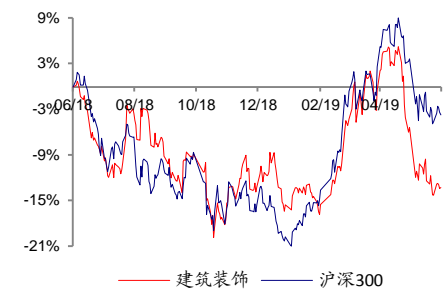
前次评级

买入

报告日期

2019-09-06

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：

国常会建筑行业点评:加码专项债及宽信用，基建链估值将迎修复 2019-09-05

建筑行业2019年中报分析:Q2收入提速业绩放缓，公司龙头效应明显 2019-09-04

建筑装饰行业周报:建筑PMI景气回升，专项债留存额度存发力空间 2019-09-01

建筑装饰行业周报:建筑PMI景气回升，专项债留存额度存发力空间 2019-09-01

建筑装饰行业周报:建筑PMI景气回升，专项债留存额度存发力空间 2019-09-01

建筑装饰行业周报:建筑PMI景气回升，专项债留存额度存发力空间 2019-09-01

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	21.27	2019/8/19	买入	25.00	0.76	0.92	27.99	23.12	18.70	14.55	16.64	16.76
中设集团	603018.SH	CNY	12.47	2019/8/13	买入	16.00	1.07	1.32	11.69	9.46	4.96	3.67	16.19	16.67
苏文科	300284.SZ	CNY	9.30	2019/7/29	买入	11.20	0.80	0.96	11.69	9.69	5.82	4.64	14.98	15.26
上海建工	600170.SH	CNY	3.54	2019/8/31	买入	4.40	0.36	0.41	9.74	8.63	2.36	1.23	9.59	9.77
金螳螂	002081.SZ	CNY	9.93	2019/8/21	买入	12.20	0.91	1.03	10.88	9.62	7.81	6.60	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、8月SW建筑板块跑输大盘，建筑板块“三低”明显	6
二、建筑PMI景气回升，基建投资增速再度回落	8
19年1-7月基建投资同比增长3.8%，投资增速再度回落	8
19年1-7月制造业投资同比增长3.3%，8月制造业PMI仍位于荣枯线以下	11
19年1-7月房地产开发投资同比增长10.6%，后期竣工增速有望回暖	12
19年8月建筑PMI环比大幅提升，经济承压基建稳增长仍为重要方向	14
三、2020年专项债部分新增额度允许提前下达，资金端压力有望缓解	16
信用与融资：社融增量减少，专项债即将发行完毕	16
成本端：水泥价格略有上升，钢铁价格下滑	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: 8 月主题板块涨跌幅	6
图 3: 8 月 SW 一级子板块涨跌幅	6
图 4: 8 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 (2019/8/31) (单位: 倍)	7
图 6: 各板块 PB (LF) 估值情况 (2019/8/31) (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: 8 月制造业 PMI 仍处荣枯线以下 (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 (单位: 亿元)	17
图 38: 地方政府专项债券发行额 (单位: 亿元)	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 9 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、8月 SW 建筑板块跑输大盘，建筑板块“三低”明显

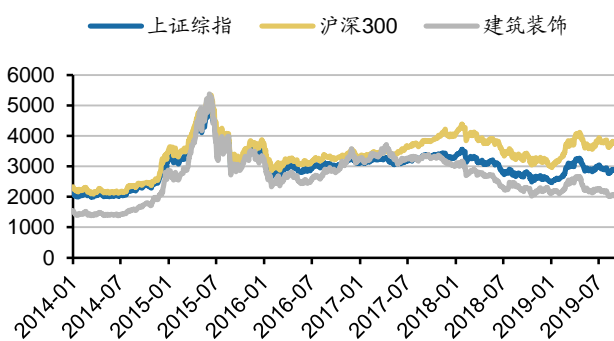
19年8月建筑装饰指数下跌5.69%，跑输沪深300指数4.76个百分点。

子板块方面：城轨建设跌幅最小(-4.14%)，其他基础设施建设跌幅最大(-8.35%)；

主题方面：长三角一体化指数跌幅最小(-0.48%)，京津冀一体化跌幅最大(-6.32%)。

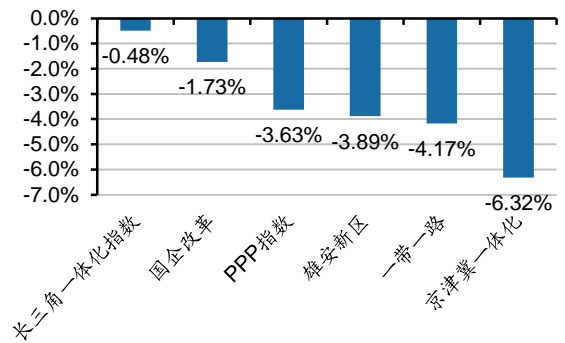
板块估值：截止8月底，建筑板块的PE (TTM, 整体法) 约9.46倍，仅高于钢铁、房地产和银行，低于其他各行业；PB (LF) 约0.99倍，仅高于煤炭开采、钢铁、银行，低于其他各行业。目前板块PE, PB仍为历史底部水平。建筑板块目前处于低涨幅、低估值、低基金持仓的“三低”状态。

图 1: SW建筑装饰板块及沪深300、上证综指走势图



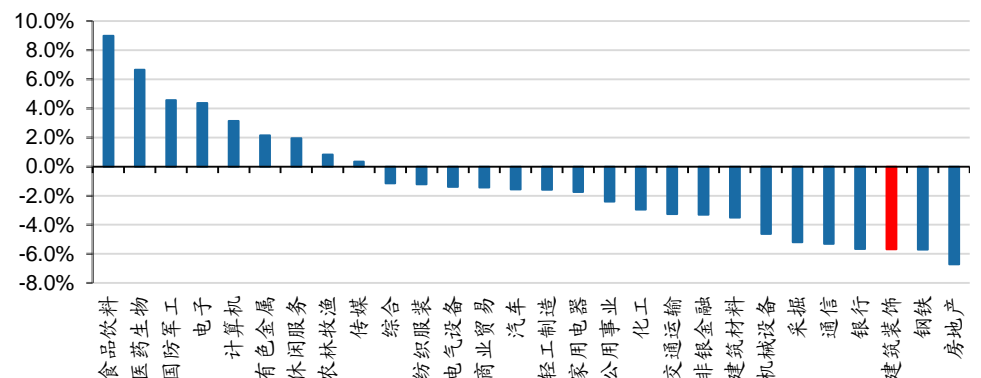
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 2: 8月主题板块涨跌幅



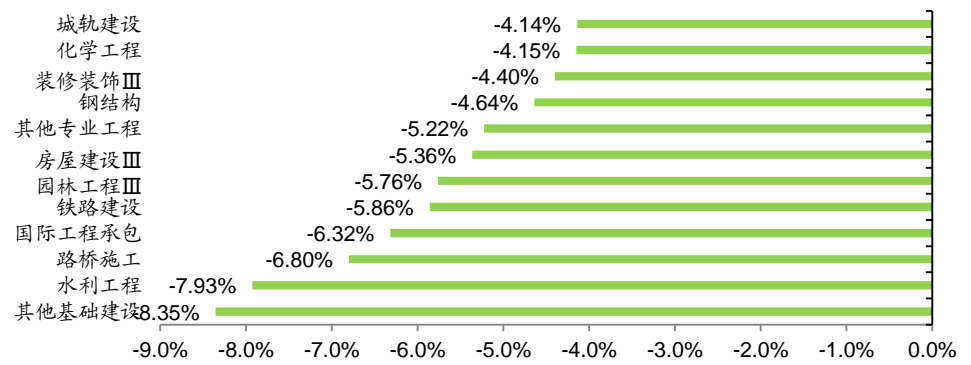
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 3: 8月SW一级子板块涨跌幅



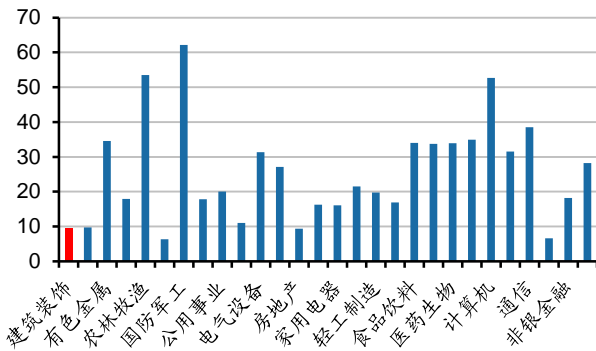
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 4: 8月SW建筑装饰三级子板块涨跌幅



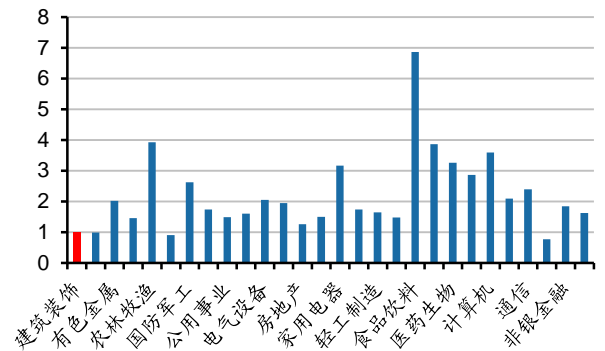
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 5: 各板块PE (TTM, 整体法) 估值情况 (2019/8/31) (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 (2019/8/31) (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)

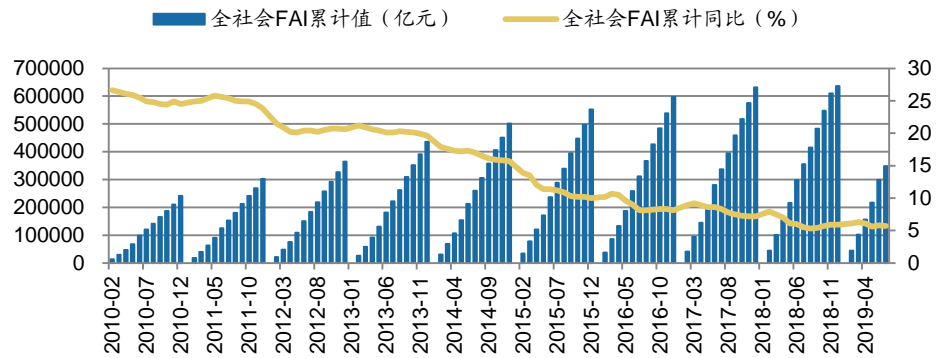


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

二、建筑 PMI 景气回升，基建投资增速再度回落

根据国家统计局数据，2019年1-7月份全国固定资产投资累计34.89万亿元，累计同比增长5.7%，增速较1-6月累计增速下降0.1pct。

图 9：全社会固定资产投资累计值（左轴）及其同比（右轴）



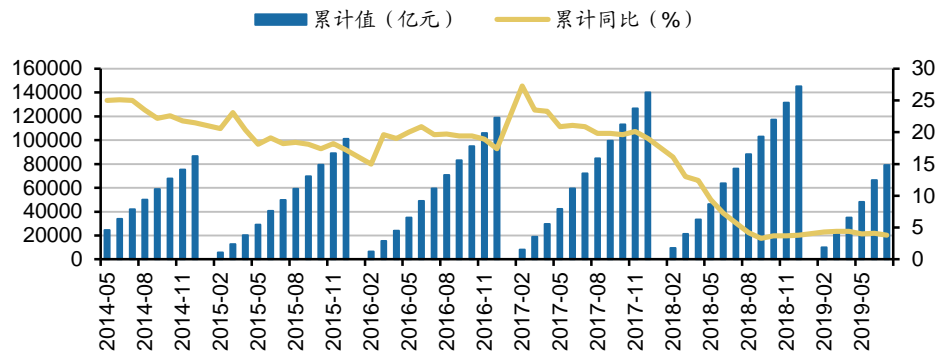
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

19年1-7月基建投资同比增长3.8%，投资增速再度回落

其中，19年1-7月狭义基建投资同比增长3.8%，增速较1-6月下降0.3pct；而19年1-6月广义基建投资较上年同期增长2.91%，较1-6月增速下降0.04pct，7月基建投资再度回落，预计与地方融资环境趋紧有关，细分板块看：

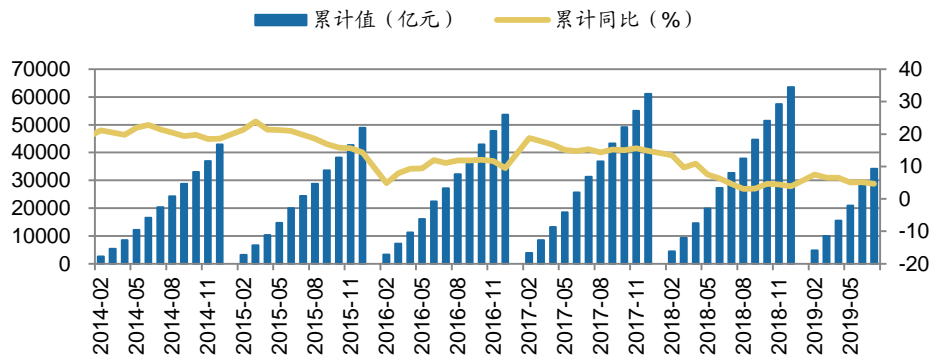
- 交通运输、仓储和邮政业：19年1-7月累计同比为4.6%，较1-6月累计同比下降0.5pct。进一步细分来看，19年1-7月道路运输业基础建设投资累计同比+6.9%，较1-6月累计同比增速下降1.2pct；19年1-7月铁路运输固定资产投资累计同比为+12.7%，较1-6月累计同比增速下降1.4pct；19年1-6月航空运输固定资产投资累计同比为-12.2%，较1-5月累计同比增速下降2.4pct。
- 电力、热力、燃气及水的生产和供应业：19年1-7月累计同比为0.0%，较1-6月月累计同比增速上升0.5pct。
- 水利、环境和公共设施管理业：19年1-7月累计同比为+2.6%，较1-6月累计同比增速上升0.1pct；

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



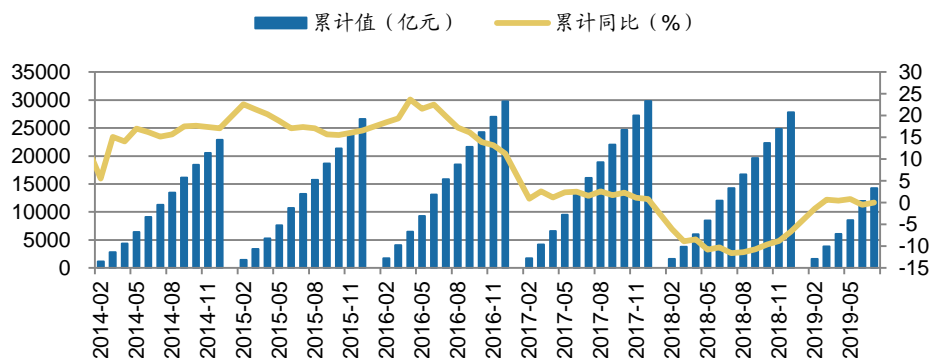
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



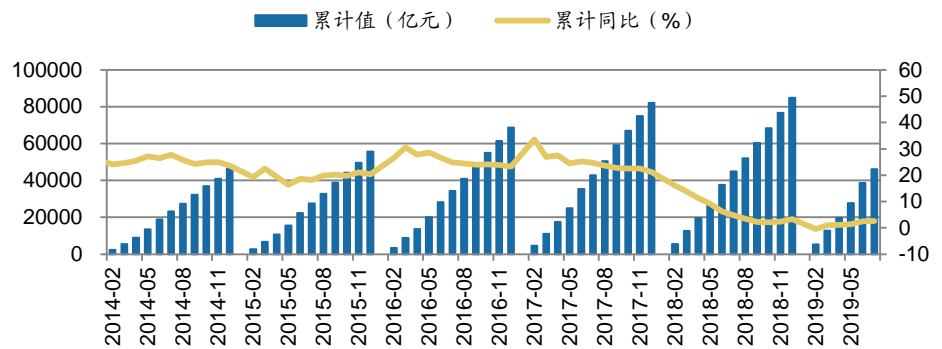
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



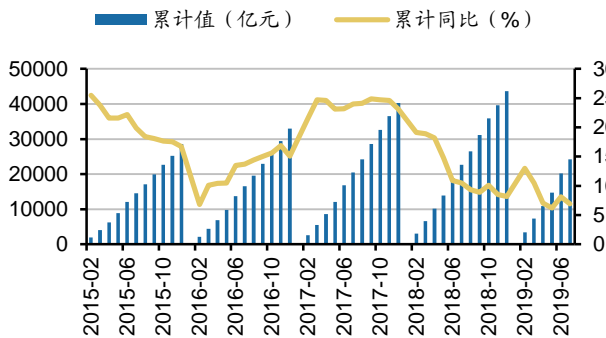
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



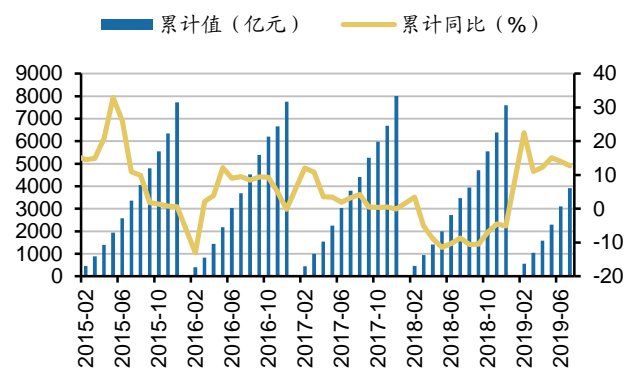
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 14: 道路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



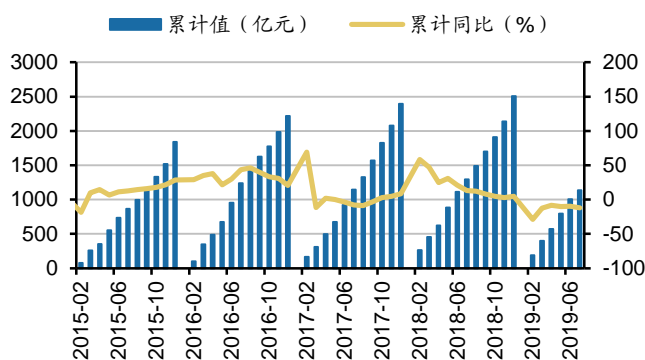
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 15: 铁路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



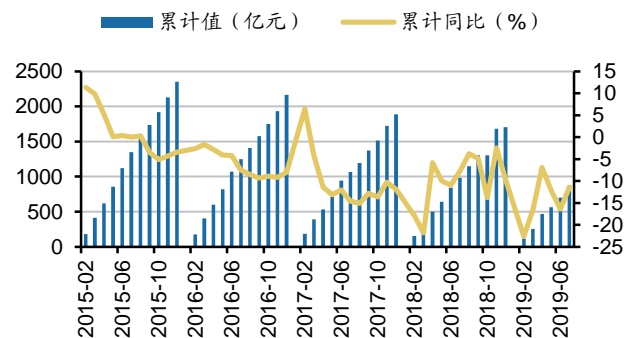
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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。

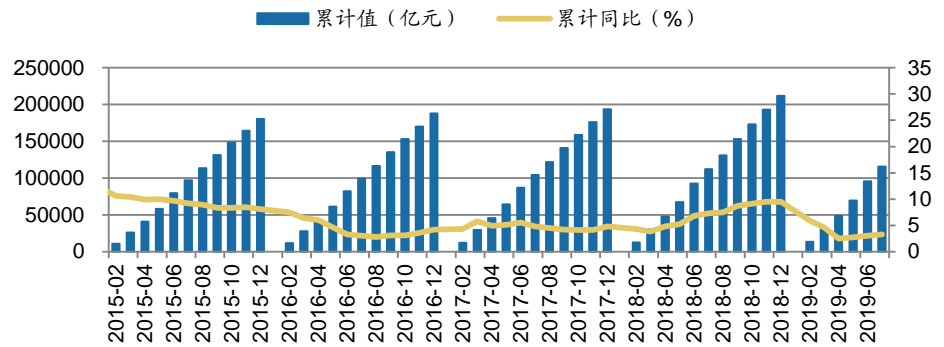
1) 会议要求适时适度实施宏观政策逆周期调节，有效应对经贸摩擦，全面做好“六稳”工作，加快推进信息网络等新型基础设施建设，并未提及传统基建。政策仍以稳为主，在经济形势平稳背景下，我们认为会议对逆周期调节及传统基建的态度偏中性。不过基建稳经济、稳就业重要性明显，且提振基建比放松地产更符合目前政策取向，若后期经济下行压力仍较大，专项债加码有望提升基建稳增长预期，关注后续跟进细则。2) 会议着重将“旧改”列入“补短板工程”，要求实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程。年初政府工作报告首提城镇老旧小区改造升级，4月三部委联合下发《关于做好2019年老旧小区改造工作的通知》，6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1-7月制造业投资同比增长3.3%，8月制造业PMI仍位于荣枯线以下

根据国家统计局数据，19年1-7月制造业固定资产投资累计同比为+3.3%。较1-6月累计同比增速提升0.3pct。其中，19年1-7月化学原料及化学制品制造业累计投资同比增速为9.4%，较1-6月累计同比增速提升0.1pct。

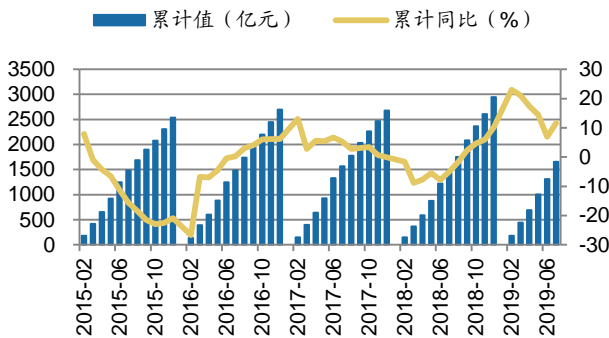
8月中采制造业PMI较上月回落0.2pct至49.5%，连续4月处于收缩区间；PMI分项中生产、新订单、原材料库存、从业人员指数均有所下降（见表1及表2），其中反映需求的新订单指数回落0.1pct至49.7%，仍处收缩区间；其中，8月进口指数回落0.7至46.7%，而新出口订单指数回升0.3至47.2%或与抢出口有关，表明内需下行压力仍大于外需。

图 18: 制造业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



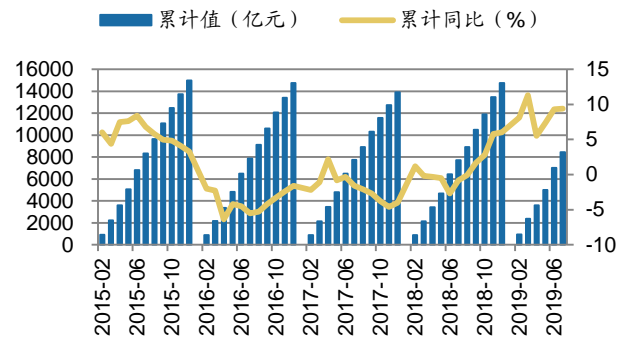
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 19: 石油加工、焦炼及核燃料加工业投资情况



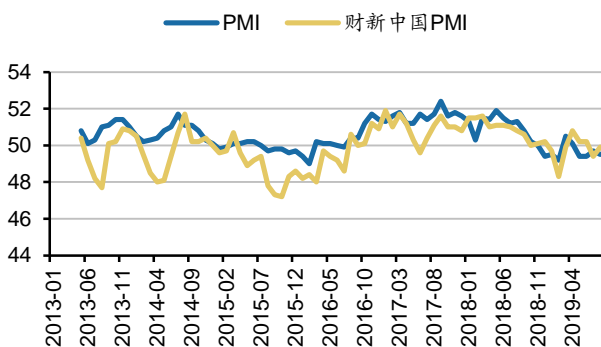
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 20: 化学原料及化学制品制造业投资情况



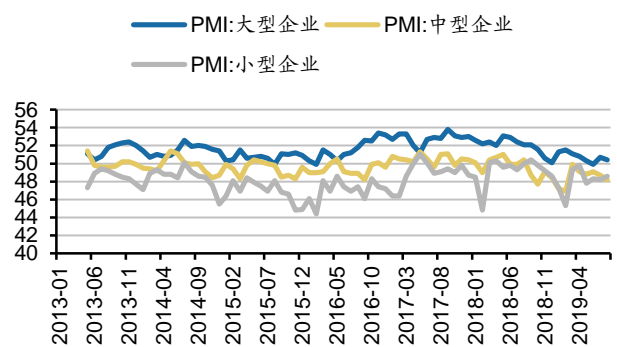
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 21: 8 月制造业 PMI 仍处荣枯线以下 (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: %)



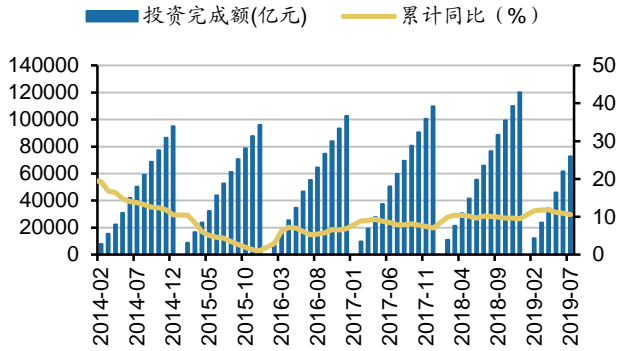
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

19 年 1-7 月房地产开发投资同比增长 10.6%，后期竣工增速有望回暖

根据国家统计局数据统计，19 年 1-7 月房地产开发投资同比增长 10.6%，增速较 1-6 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 1-7 月土地交易价款累计达 4794.8 亿元，累计同比下降 27.6%，较 1-6 月累计同比增速持平；从土地购置

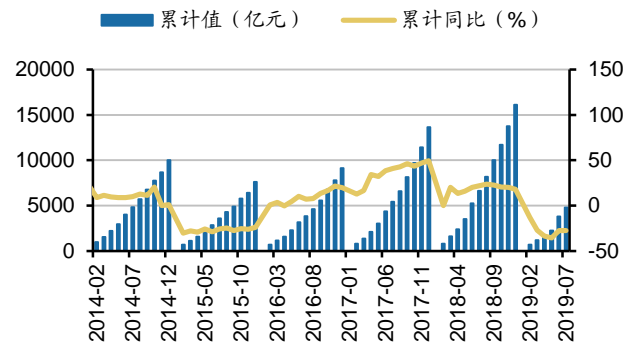
面积看，19年1-7月全国土地购置面积达9761.2万平方米，累计同比下降29.4%，增速较1-6月累计同比增速下降1.9pct。两会财政部公布19年立法工作未提及房地产税，地产调控政策趋缓，利好后周期行业估值修复。

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)

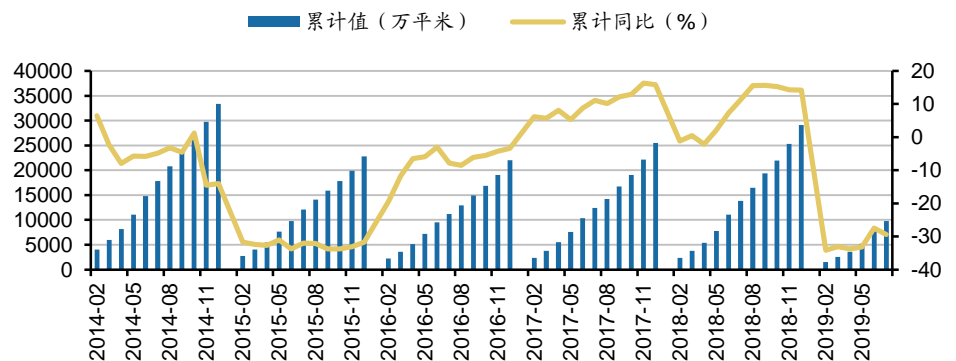


数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

19年1-7月房屋销售、新开工、施工、竣工面积同比分别变动-1.3%/9.5%/+9.0%/-11.3%，增速较1-6月分别变动+0.5/-0.6/+0.2/+1.4pct。19年1-7月销售面积增速为负，新开工增速略有下滑，房屋施工节奏加快，房企竣工交付速度变缓情况略有好转。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。

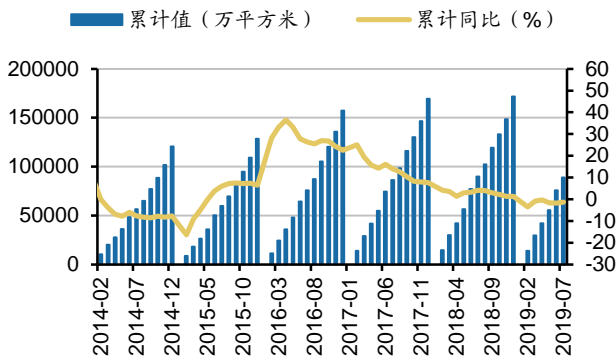
此外，中央政治局会提提到：坚持房住不炒，强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。会议坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，同时专门提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。我们认为会议对地产调控的表态符合预期，预计短期内政府也不会通过拉动地产来对冲经济下行。

图 25: 全国土地购置面积 (左轴) 及同比 (右轴)



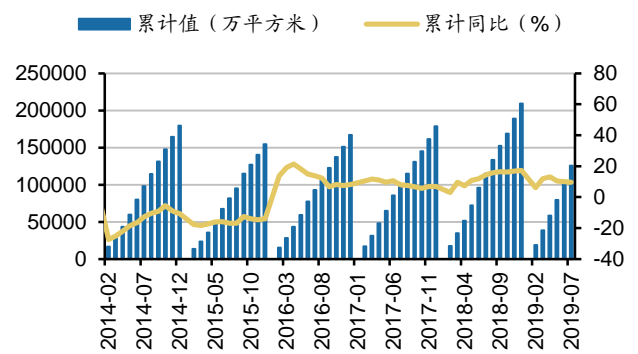
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 26: 全国商品房销售面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



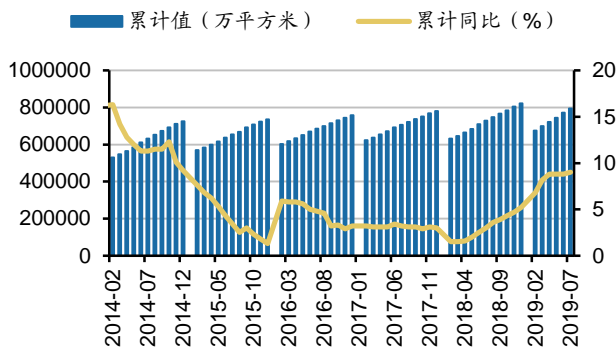
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 27: 全国房屋新开工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



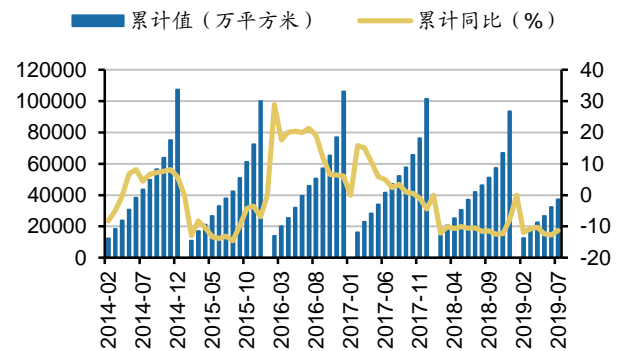
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



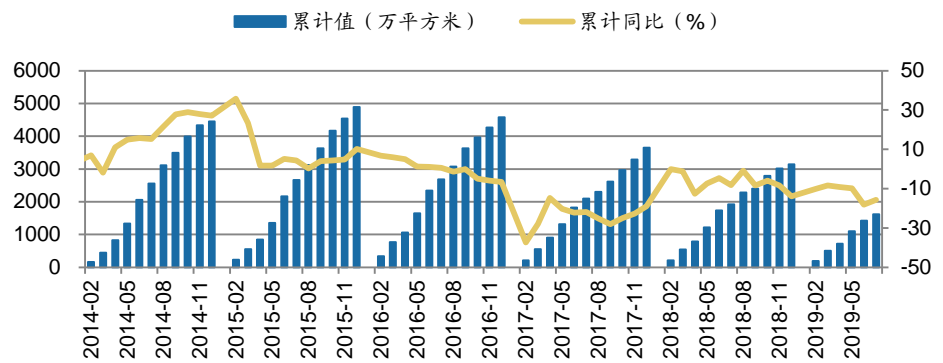
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

19 年 8 月建筑 PMI 环比大幅提升，经济承压基建稳增长仍为重要方向

8月建筑业PMI环比大幅提升3.0 pct至61.2%，建筑业景气回升，或与专项债发行放量后基建项目加速落地有关；而建筑业新订单指数则继续下降0.8 pct至53.9%，需求持续增长但增速有所放缓，或受融资环境趋紧影响。

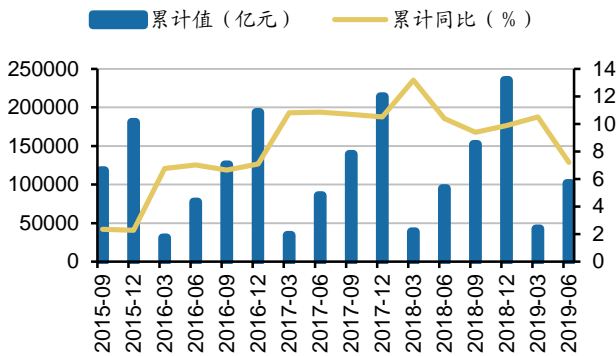
另外，19年上半年建筑业总产值累计达101616.1亿元，同比增长7.2%。其中，建筑工程总产值累计达89505.2亿元，同比增长6.98%；安装工程总产值累计达8692.6亿元，同比增长9.13%；竣工总产值累计达41263.7亿元，同比增长2.73%。

图 30: 建筑业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



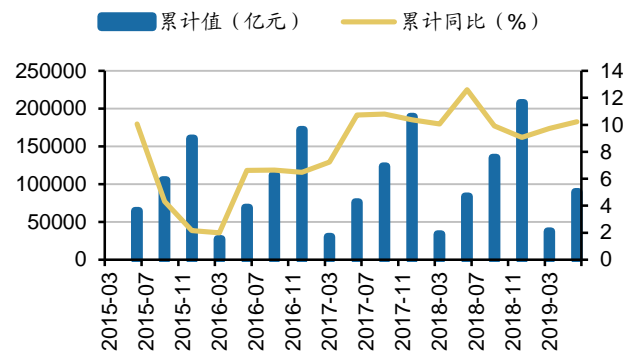
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 31: 建筑业总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



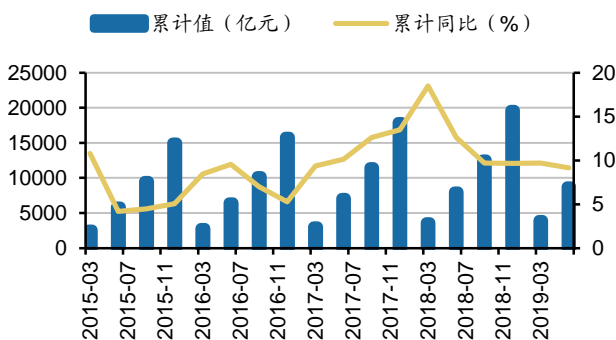
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 32: 建筑工程总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



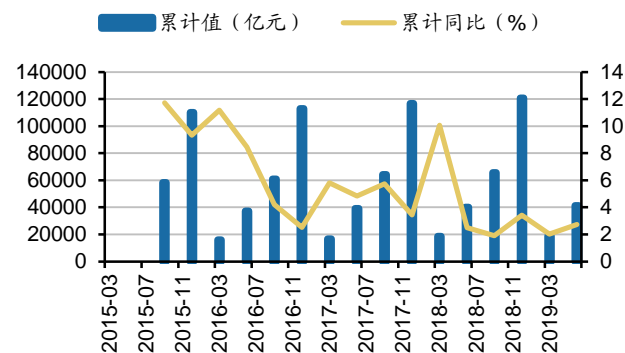
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 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 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

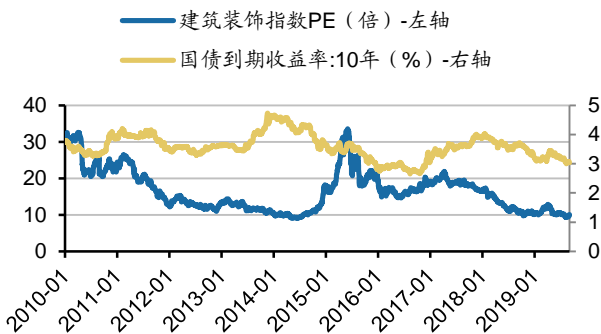
三、2020 年专项债部分新增额度允许提前下达，资金端压力有望缓解

信用与融资：社融增量减少，专项债即将发行完毕

根据中国人民银行数据，7月社融规模增量为1.01万亿，同比少增2103亿元，6月新增2.26万亿，社融不及预期主要由于信贷放缓及票据回落，而专项债放量难以有效对冲；其中7月新增信贷1.06万亿，前值1.66万亿，同比少增3975亿元，主要由于企业贷款回落明显，特别是监管强化对地产信贷的冲击。

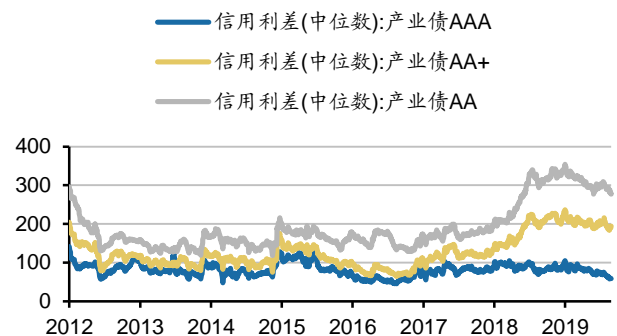
从信贷结构上看，7月企业中长期贷款新增3678亿，同比少增1197亿，7月居民中长期贷款新增4417亿，同比少增159亿，预计受信用收缩影响，流向基建地产的信贷均有所减少。7月新增地方专项债4385亿，同比多增2534亿，环比多增806亿，专项债发行进一步提速。

图 35: 近期10年期国债收益率有所下滑



数据来源：中国货币网、Wind、广发证券发展研究中心

图 36: 建筑装饰产业债信用利差 (BP)

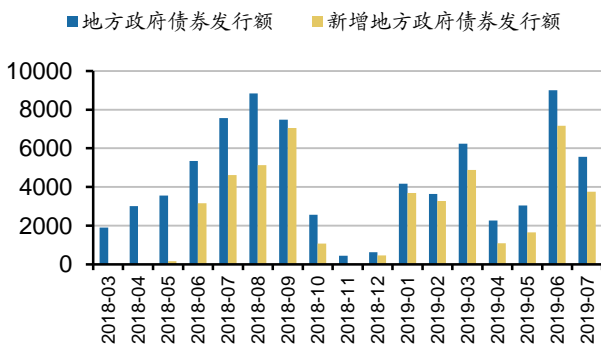


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

1) 截止8月底，19年共计发行新增地方专项债1.9万亿，占今年发行额度2.15万亿的88.4%。会议要求，19年地方专项债9月底前发行完毕，10月底前拨付至项目，尽快形成实物工作量。2) 与此同时，会议允许提前下达2020年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效。此前全国人大授权国务院在19年以后，可在当年新增地方债务限额60%以内提前下达次年额度，19年新增地方专项债2.15万亿，则理论上对应20年可提前下达的新增地方专项债最高规模为1.29万亿。3) 此外，地方政府往年留存专项债额度约1.2万亿，由于专项债纳入政府性基金预算，不涉及赤字问题，余额使用更为灵活，即使新增专项债不扩容，留存专项债亦有发力空间。4) 6月专项债新规明确专项债可用作重大项目的资本金后，不过截至目前该类项目仍较少，因此会议指出用于资本金的专项债占地方专项债总规模的比例可为20%左右，后续专项债做资本金项目数量有望提升。5) 综合考虑次年新增专项债、往年留存专项债、专项债用于资本金项目比例的影响，我们预计19全年基建投资增速或达6-8%。

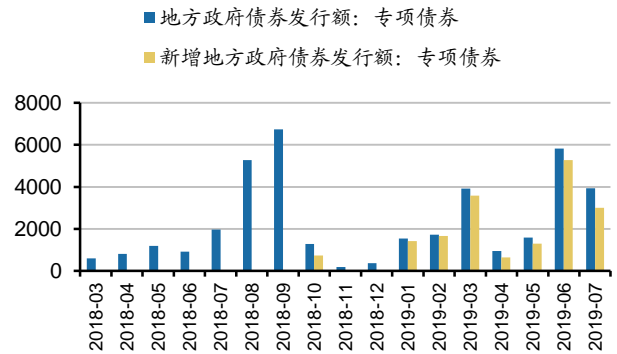
此外，根据新华社，国务院总理李克强公布《政府投资条例》，自2019年7月1日起施行。一方面明确界定政府投资范围，确保政府投资聚焦重点、精准发力。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主；国家建立政府投资范围定期评估调整机制，不断优化政府投资方向和结构。另外一方面，明确政府投资的主要原则和基本要求，政府投资应当与经济社会发展水平和财政收支状况相适应；政府及其有关部门不得违法违规举借债务筹措政府投资资金；安排政府投资资金应当平等对待各类投资主体。

图 37: 地方政府债券单月发行额 (单位: 亿元)



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 (单位: 亿元)



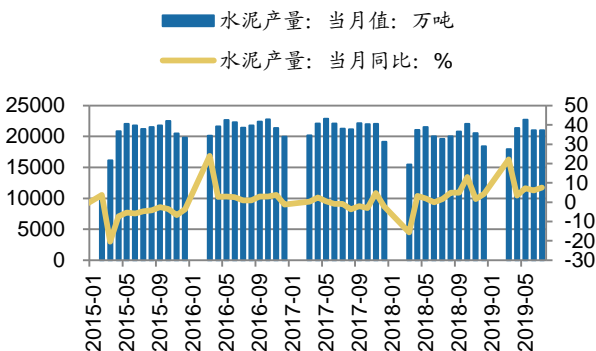
数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

成本端: 水泥价格略有上升, 钢铁价格下滑

19年1-7月水泥产量为126253.1万吨,较去年同比增长7.2%,较1-6月增速上升0.4pct,水泥产量增速较快;截止19年8月底,水泥价格指数达到145.64,较7月底上升1.39pct。水泥价格本月有所上升,对建筑企业成本端有负面影响。

钢价方面,19年8月螺纹钢价格与中厚板价格较7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



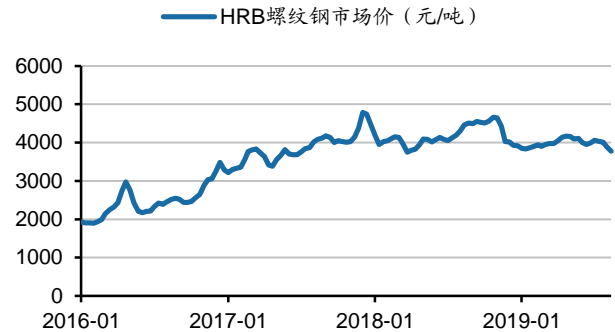
数据来源: 中国水泥网、广发证券发展研究中心

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)

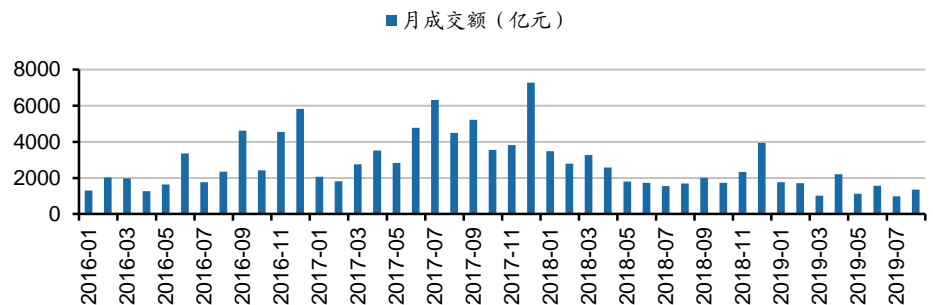


数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

四、PPP 项目落地率持续提升，现已进入平稳期

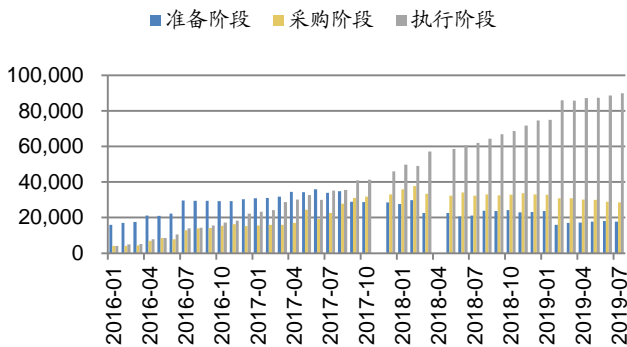
PPP管理库项目经过上半年一系列规范整改，现已进入平稳发展期。根据明树数据统计，2019年6/7/8月单月成交量分别为1565/988/1355亿元，项目成交规模相比18年同期有明显下降。截止7月底，PPP累计成交额前三名的行业为交通运输、市政工程、片区开发，分别成交53544.2/49042.9/23041.1亿元，合计占据总成交额的71.3%。而根据财政部数据，7月准备/采购/执行阶段的项目投资额分别为17686/ 28581/ 89925亿元，项目落地率达到65.55%，落地速度继续加快。

图 43: 明树月度PPP成交数据



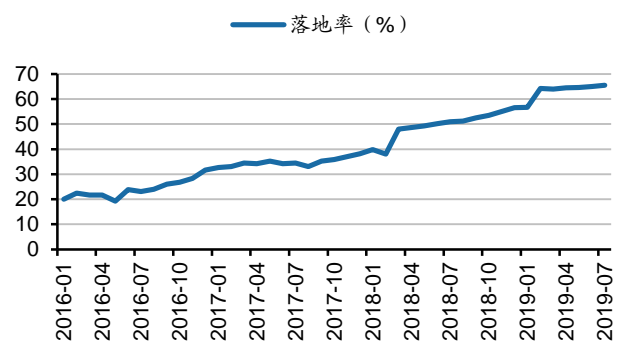
数据来源: 明树数据、广发证券发展研究中心

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。

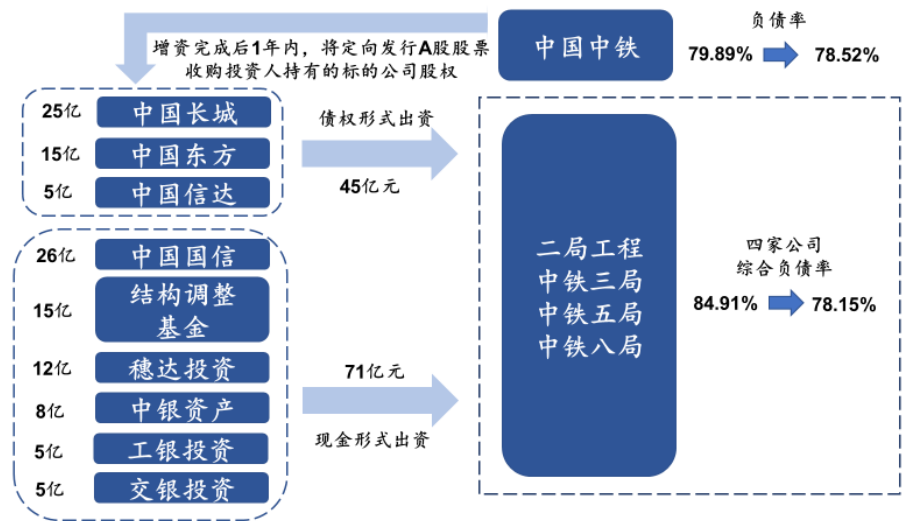
中国电建：2018年12月28日，公司董事会审议通过《关于中国电力建设股份有限公司以集中竞价交易方式回购股份的议案》。2019年1月17日，公司股东大会已审议通过该项回购议案。公司本次回购股份的用途包括但不限于用于转换公司可转债、员工持股计划或股权激励，或为维护公司价值及股东权益所必需等法律法规允许的其他情形。

➤ 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

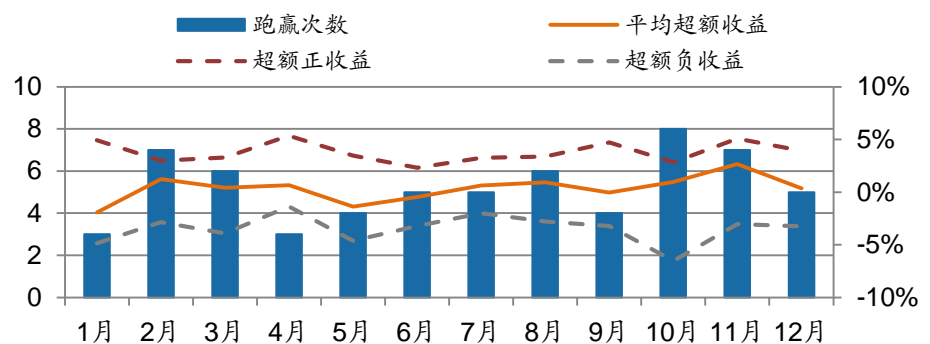
国检集团: 公司为中建材集团旗下上市平台, 中建材集团与中材集团进行合并重组, 为解决同业竞争问题, 国检集团2019年4月26日公告, 原中国中材集团中具有检验检测业务资质且直接或间接地从事与公司及其控股子公司相同或相近的业务, 构成实质性同业竞争的中材地质工程勘察研究院、咸阳非金属矿研究设计院等8家机构, 采用合资设立公司、增资控股、收购股权或购买资产等方式将其所属检验检测业务纳入公司经营, 以解决同业竞争问题, 公司有望受益于两材重组。

六、行业观点及重点公司

历史上看，2008-2018年建筑装饰板块9月平均收益0.1%，10年中跑赢大盘4次，跑赢大盘4次的平均超额收益为4.7%，跑输大盘6次的平均超额收益为-3.2%。

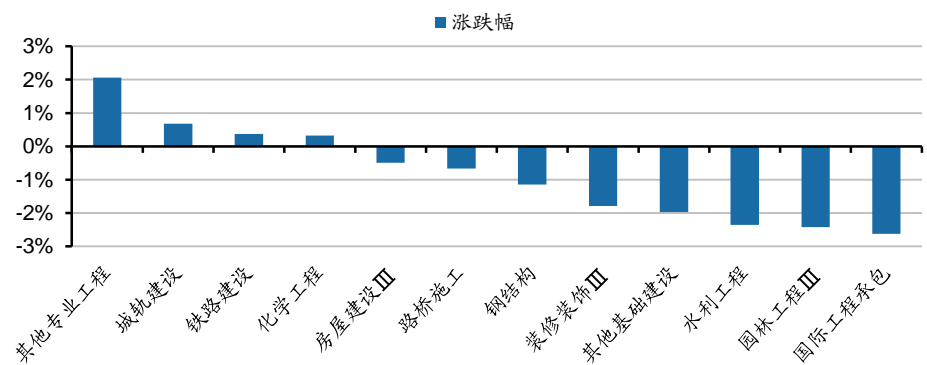
观察历史各建筑子板块9月份的平均收益情况，其他专业工程板块表现最好，平均收益2.1%，其次是城轨建设板块，平均收益为0.7%；而国际工程承包板块表现较差，平均收益为-2.6%。

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9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. 制造业PMI再度回落，建筑PMI景气回升，经济承压背景下基建稳增长需求客观存在。

1) 8月中采制造业PMI较上月回落0.2 pct至49.5%，连续4月处于收缩区间；PMI分项中生产、新订单、原材料库存、从业人员指数均有所下降，其中反映需求的新订单指数回落0.1 pct至49.7%，仍处收缩区间；其中，8月进口指数回落0.7至46.7%，而新出口订单指数回升0.3至47.2%或与抢出口有关，表明内需下行压力仍大于外需。2) 8月建筑业PMI环比大幅提升3.0 pct至61.2%，建筑业景气回升，或与专项债发行放量后基建项目加速落地有关；而建筑业新订单指数则继续下降0.8 pct至53.9%，需求继续增长但增速有所放缓，或受融资环境趋紧影响。3) 5-8月PMI持续低位表明经济下行压力客观存在，目前内外需均存不确定性，而考虑到政治局会议“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，提振基建比放松地产更符合目前政策取向，基建稳增长、稳就业重要性明显，若短期经济下行压力加大，基建稳增长预期有望提升。

2. 新增专项债与留存专项债或双管齐下，年内基建投资增速或达6-8%。

1) 截止8月底，19年共计发行新增地方专项债1.9万亿，占今年发行额度2.15万亿的88.4%。会议要求，19年地方专项债9月底前发行完毕，10月底前拨付至项目，尽快形成实物工作量。2) 与此同时，会议允许提前下达2020年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效。此前全国人大授权国务院在19年以后，可在当年新增地方债务限额60%以内提前下达次年额度，19年新增地方专项债2.15万亿，则理论上对应20年可提前下达的新增地方专项债最高规模为1.29万亿。3) 此外，地方政府往年留存专项债额度约1.2万亿，由于专项债纳入政府性基金预算，不涉及赤字问题，余额使用更为灵活，即使新增专项债不扩容，留存专项债亦有发力空间。4) 6月专项债新规明确专项债可用作重大项目的资本金后，不过截至目前该类项目仍较少，因此会议指出用于资本金的专项债占地方专项债总规模的比例可为20%左右，后续专项债做资本金项目数量有望提升。5) 综合考虑次年新增专项债、往年留存专项债、专项债用于资本金项目比例的影响，我们预计19年全年基建投资增速或达6-8%。

3. 盈利能力回落致板块中期业绩增速放缓，细分领域龙头效应显著。

1) 建筑公司中报业绩披露完毕，19H1建筑板块营收/归母净利润分别为25033亿元/750亿元，分别

同增15.9%/2.5%，较18H1增速分别变动+4.7pct/-11.5pct，收入增速提升，而业绩增速有所放缓；19H1板块毛利率/净利率分别为11.2%/3.0%，同比下降0.5pct/0.4pct，整体盈利能力有所回落，预计与资金环境收紧有关。2) 细分板块方面，房建/基建/检测设计/装修/专业工程/园林板块19H1归母净利润增速分别为+10.2%/+8.6%/+0.2%/-3.4%/-12.0%/-86.5%，较去年同期分别变动+3.1/-6.9/-40.1/-28.8/-31.3/-101.3pct，房建基建板块业绩增速较高。3) 公司方面，各板块龙头归母净利润同比增速情况如下，基建设计龙头（苏交科同比+20.3%/中设集团+23.2%）、部分区域龙头（上海建工同比+51.7%）及专业工程公司（中国化学同比+47.8%）业绩增速较高，基建央企（中国铁建同比+15.9%/中国中铁+10.1%/中国建筑+6.1%/中国交建+4.9%）、装饰龙头（金螳螂同比+12.1%）总体保持稳健增长。4) 目前板块“三低”明显，自上而下关注政策博弈带来的基建产业链的估值修复机会，另外从资产质量角度关注目前PB估值破净的央企龙头，自下而上关注市占率低、成长性好、集中度有望提升的检测、设计及装饰龙头。主题方面，继续关注上海自贸区/深圳示范区/旧改建设/分拆上市/高股息率等主题性机会。

公司方面，我们延续前期观点，目前建筑板块低估值优势明显，外部经贸环境仍存不确定性，短期经济下行压力客观存在，基建稳增长预期有望提升，**建议关注三条主线**：1) 基建投资有望加码，利好业绩稳健高增的前端检测行业龙头（国检集团）及设计公司（如中设集团/苏交科等）；2) 低估值基建央企（如中国铁建/中国中铁/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；专项债发行力度不及预期，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。