

交通强国助力发展，基建投资值得期待 ——建筑行业9月动态报告

建筑行业

推荐 维持评级

核心观点:

- **固定资产投资增速放缓，进出口贸易处于下行区间，消费有望受益减税降费而回升，宏观经济有一定下行压力。**2019年1-8月，固定资产投资增速为5.5%，环比降低0.2pct。2018年中美贸易磋商以来，出口承压。2019年1-8月我国进口金额累计同比下滑4.6%，增速环比降低0.2pct；1-8月我国出口金额累计同比增长0.4%，增速环比降低0.2pct。总体来看，进出口处于下行区间。2019年1-8月我国限额零售品消费增速为4.1%，增速环比降低0.3pct。受益于减税降费政策，消费增速有望触底回升。
- **流动性有望维持合理充裕，信用改善，货币政策趋于乐观。**2019年1-8月，M1当月同比增长3.4%，增速环比提高0.3pct。M2当月同比增长8.2%，增速环比提高0.1pct。M1和M2增速环比回升。产业债信用利差有所收窄。2019年9月27日，全体产业债信用利差为77.26BP，较年初收窄约56.18BP。美联储9月第二次降息，中国、俄罗斯、印度等国家均有一定的降息或降准，全球货币政策整体偏鸽派，利率趋于下行。国务院常会提出保持流动性合理充裕。
- **交通强国助力发展，房住不炒，基建地位提升。**9月19日，国务院印发了《交通强国建设纲要》，提出到2035年，基本形成“全国123出行交通圈”（都市区1小时通勤、城市群2小时通达、全国主要城市3小时覆盖），交通基建产业链有望受益。2019年我国基建投资增速有望保持中等增速。基建细分领域的铁路增速持续回升，生态环保投资持续高增长。基建主力军的建筑央企或将受益。施工未启，设计先行。基建设计企业也有望受益于基建投资。中央政治局会议坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段。**基建投资和货币政策有望成为逆周期调节的较好选择。**
- **建筑业绩和估值或触底回升。**推荐基建，关注专业工程。从订单看，建筑行业新签订单增速有望回升。从估值看，建筑行业PE和PB处于历史低位，具有较强的安全边际。经济下行，逆周期调节的基建和货币政策确定性高，基建产业链个股或受益。推荐中国铁建(601186.SH)、中国交建(601800.SH)、中国中铁(601390.SH)、中国建筑(601668.SH)、中国中冶(601618.SH)、中国电建(601669.SH)、葛洲坝(600068.SH)、中国化学(601117.SH)、中设集团(603018.SH)、上海建工(600170.SH)、隧道股份(600820.SH)等。
- **风险提示：固定资产投资下滑的风险；应收账款回收不及预期的风险；贸易磋商不及预期的风险。**

分析师

龙天光

☎: 021-20252646

✉: longtianguang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519060004

联系人

宋宾煌

☎: 021-20252646

✉: songbinhuang_yj@chinastock.com.cn

行业数据

2019.01.05



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

- 1.2018-06-28 建筑行业2018年中期策略:水落石出
- 2.2018-12-27 建筑行业2019年投资策略:蓝田种玉,来者可追
- 3.2019-06-28 建筑行业2019年中期策略:订单和估值有望回升,逆周期调节受益

目 录

一、宏观经济稳中求进	2
(一) 固定资产投资增速放缓.....	2
(二) 进出口处于下行区间.....	3
(三) 需求较弱, 消费有望受益减税而回升.....	3
(四) 三大需求对 GDP 增长的贡献率变化明显.....	5
(五) 欧美经济体制造业景气度下行.....	6
二、流动性有望维持合理充裕	6
(一) 货币投放有望延续乐观.....	6
(二) 信用呈改善趋势.....	7
(三) 全球货币政策整体偏鸽派.....	8
三、行业观察	9
(一) 上游商品价格.....	9
(二) 中游景气度有所下行.....	12
(三) 下游需求整体疲软.....	14
(四) 建筑行业属于成熟行业.....	17
(五) 建筑业主要问题及建议.....	19
四、建筑业新签订单增速有望回升	22
(一) 需求有望随固定资产投资增速回升而改善.....	22
(二) 建筑业新签订单增速有望触底回升.....	25
(三) 建筑行业估值处于较低水平.....	26
五、投资建议	29
(一) 核心逻辑.....	29
(二) 重点公司估值一览.....	30
(三) 风险提示.....	30

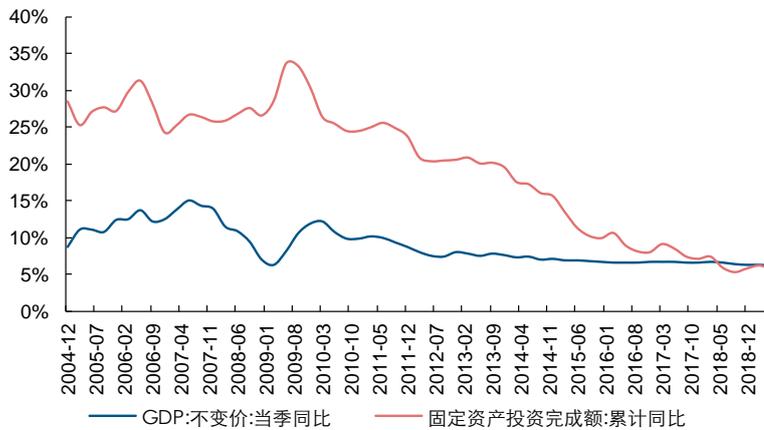
一、宏观经济稳中求进

我国固定资产投资增速持续放缓，进出口承压，消费增速有望受益减税降费而触底回升。中央政治局会议指出，当前我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济有下行压力。

(一) 固定资产投资增速放缓

固定资产投资增速放缓。2008年以来，GDP增速和固定资产投资增速关联度下降，如果看固定资产投资实际增速，更能反映这一观点。我们认为一方面是投资产出的效率有所下降，另一方面是投资对GDP的贡献在下降。2009年以来，固定资产投资增速持续放缓。2019年1-8月，固定资产投资增速为5.5%，环比降低0.2pct。

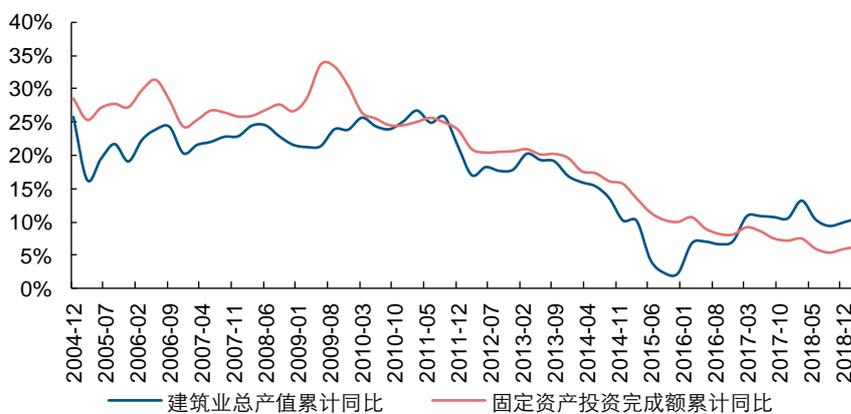
图1：GDP增速和固定资产投资增速对比



资料来源：国家统计局，Wind，中国建筑业协会，中国银河证券研究院

建筑业总产值和固定资产投资关联大。过去20年中国建筑业市场获得长足发展，建筑业总产值从2007年的51043亿元增长至2018年的235086亿元，复合增长率达到14.89%。2018年全年国内生产总值900309亿元，建筑业总产值与GDP的比值为26.11%。我国50%以上的固定资产投资要通过建筑业才能形成新的生产能力或使用价值，建筑业增加值约占国内生产总值的7%，建筑行业是很多行业的基础，产业关联度较大。

图2：建筑业总产值增速和固定资产投资增速高度相关

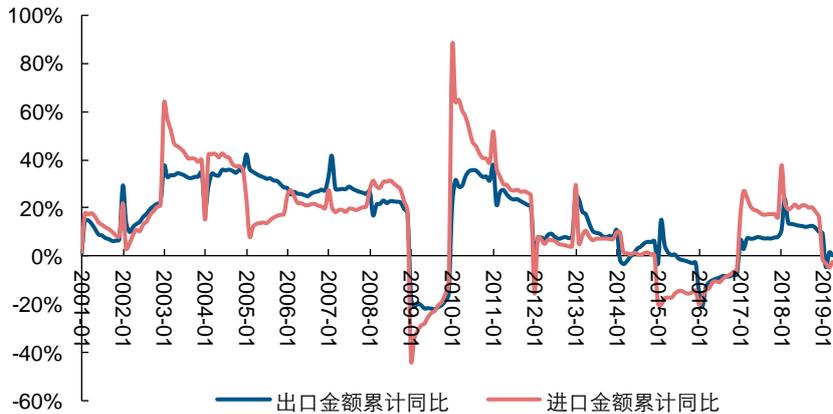


资料来源：国家统计局，Wind，中国建筑业协会，中国银河证券研究院

（二）进出口处于下行区间

进出口承压。2018 年中美贸易磋商以来，出口承压。2019 年 1-8 月我国进口金额累计同比下滑 4.6%，增速环比降低 0.2pct；1-8 月我国出口金额累计同比增长 0.4%，增速环比降低 0.2pct。总体来看，进出口处于下行区间。出口因人民币贬值等因素使得数据有筑底迹象。

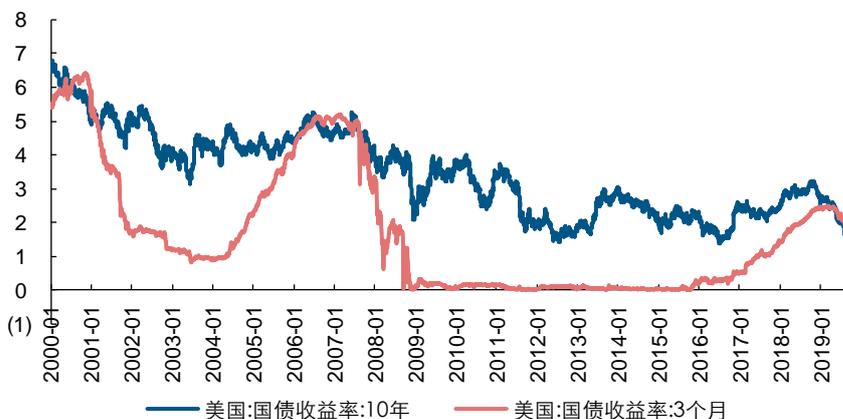
图 3：我国进出口增速有望筑底



资料来源：国家统计局，Wind，中国建筑业协会，中国银河证券研究院

美国 10 年期国债收益率和 3 年期国债收益率倒挂，利差环比收窄。截至 2019 年 9 月 27 日，美国 10 年期国债收益率为 1.69%，3 月期国债收益率为 1.80%，美债长端利率和短端利率出现倒挂，美国经济有下行压力。长债和短债利差环比有所收窄。此外，美国对亚洲、欧洲等地区国家加征关税，未来美国对亚洲和欧洲等地区的进口或难有积极贡献。

图 4：美国 10 年期国债收益率和 3 月期国债收益率倒挂



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

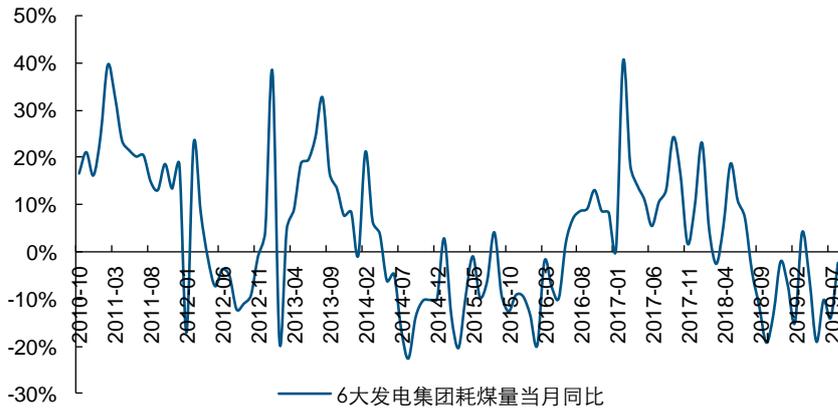
（三）需求较弱，消费有望受益减税而回升

猪肉价格上涨推动 CPI 上行。2019 年 8 月，从环比看，CPI 上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.3pct。其中，食品价格上涨 3.2%，涨幅扩大 2.3pct，影响 CPI 上涨约 0.6pct；食品中，猪肉供应偏紧，价格上涨 23.1%，涨幅比上月扩大 15.3pct，影响 CPI 上涨约 0.62pct。同比看，CPI 上涨 2.8%，环比持平。其中，食品价格上涨 10.0%，涨幅比上月扩大 0.9pct，影响 CPI 上涨约 1.93pct。目前中央储备冻猪肉总共投放 3 万吨，同时扩大猪肉进口，预计后期猪肉价格将回落。CPI 有望随之回落。

PPI 持续下行。8 月份，PPI 同比下降 0.8%，降幅比上月扩大 0.5pct。2018 年 8 月 PPI 同比上涨 4.1%。主要行业中，石油和天然气开采业下降 9.1%，比上月扩大 0.8pct；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 5.9%，扩大 0.8pct。去年价格变动的翘尾影响约为-0.2pct，新涨价影响约为-0.6pct。

发电耗煤增速降幅收窄。2019 年 1-8 月，6 大发电集团耗煤量当月同比下降 2.24%，增速同比提高 1.90pct，环比提高 11.61pct。

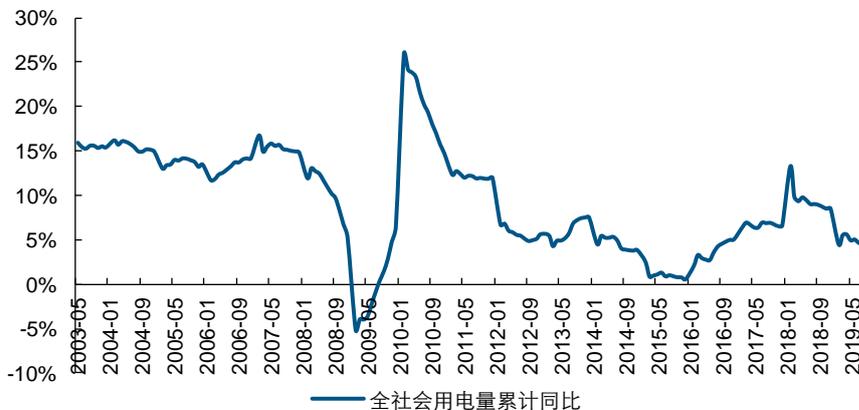
图 5：6 大发电集团耗煤量当月同比



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

2019 年 1-8 月，全社会用电量同比增长 4.45%，增速同比下降 4.55pct，环比下降 0.17pct。

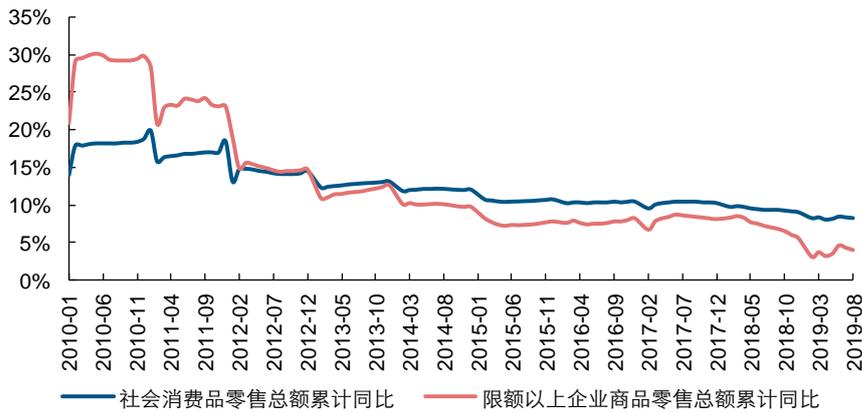
图 6：全社会用电量同比增速



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

2019 年 1-8 月社会消费品零售总额累计同比增长 8.2%，增速环比下降 0.1pct，限额零售消费品消费增速为 4.1%，增速环比下降 0.3pct。受益于减税降费政策，消费增速有望触底回升。

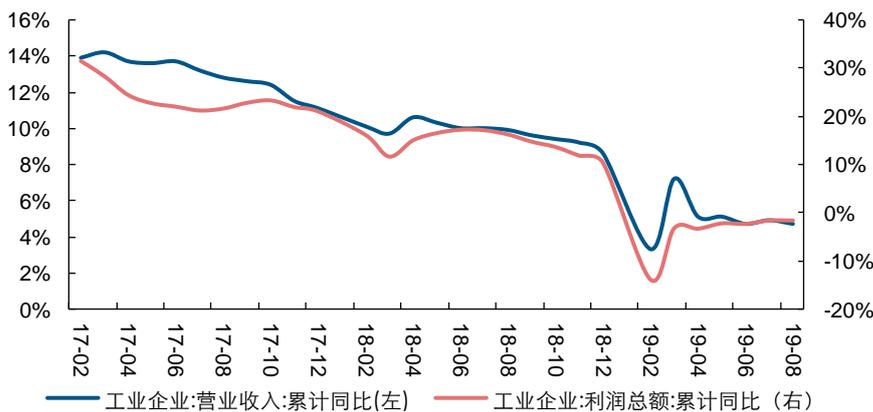
图 7：社会消费品零售总额增速



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

我国规模以上工业企业营业收入增速放缓，利润增速持续下降。1-8 月，全国规模以上工业企业实现营业收入同比增长 4.7%，增速环比降低 0.2pct，利润总额同比下降 1.7%，降幅环比持平。从 8 月份当月受工业生产销售增速放缓、工业品出厂价格降幅扩大以及超强台风不利因素等多重影响，工业利润同比小幅下降 2.0%。

图 8：我国规模以上工业企业营业收入和净利润增速

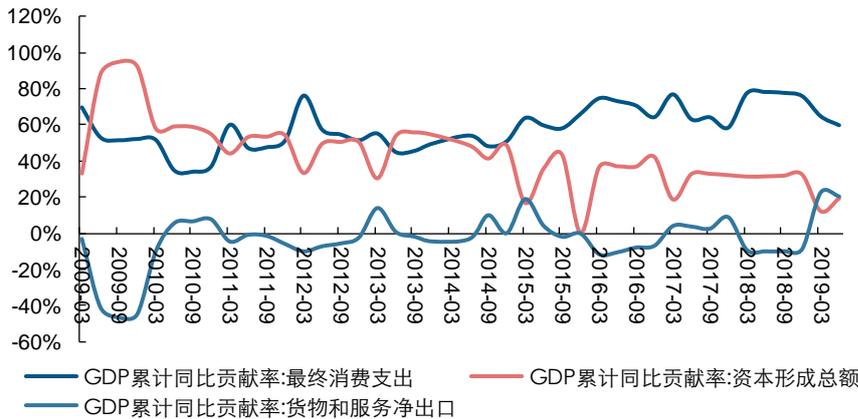


资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

(四) 三大需求对 GDP 增长的贡献率变化明显

2019 年 1-6 月，消费、投资、出口三大需求对 GDP 的累计同比贡献率分别为 60.1%、19.2%、20.7%。消费支出的贡献率同比降低 18.4pct，环比降低 5pct，2019 年上半年由于汽车和房地产销售面积的负增长，消费总额对 GDP 的贡献下滑幅度较大，但未来依旧是拉动 GDP 增长的主力。资本形成总额对 GDP 的贡献率同比下降 12.2pct，环比提升 7.1pct，2019 年上半年资本形成总额对 GDP 增长贡献较为明显。净出口的贡献率同比增长 30.6pct，环比降低 2.1pct。与美国贸易磋商以来，2019 年一季度，我国可能出现“抢出口”现象，净出口额对 GDP 增长的贡献有所提高。六月美国开始增收关税，我国进出口承压，净出口对 GDP 的贡献或将回落。

图 9：我国三大需求对 GDP 累计同比贡献率



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

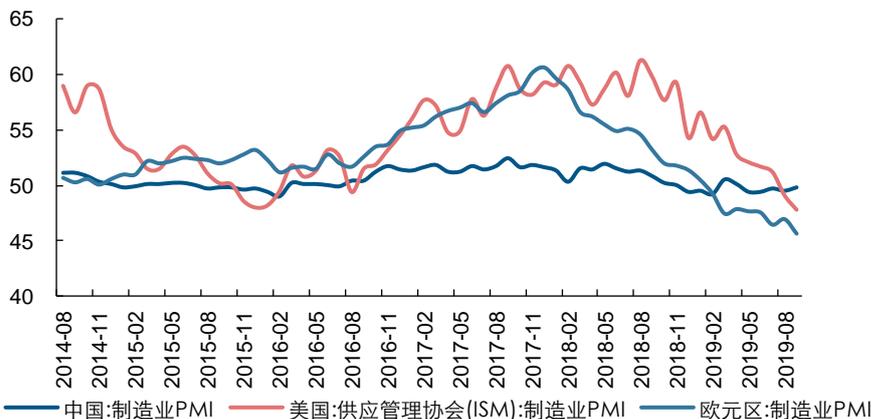
(五) 欧美经济体制造业景气度下行

中国制造业景气有望筑底。9月中国制造业 PMI 为 49.8，环比回升 0.3pct，连续 5 个月处于荣枯线下方。9月 PMI 虽然处于荣枯线以下，但整体景气较上月有所改善。

美国制造业景气度持续下行。9月美国供应管理协会公布的制造业 PMI 为 47.8，环比降低 1.3pct，同比降低 12pct，为 2009 年 6 月以来新低。

欧元区制造业 PMI 持续探底。欧元区 9 月制造业 PMI 终值为 45.7，环比降低 1.3pct，同比降低 7.5pct，创 2012 年 10 月以来新低。全球贸易摩擦和英国脱欧或给全球经济带来较大不确定性。

图 10：全球主要经济体制造业景气度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

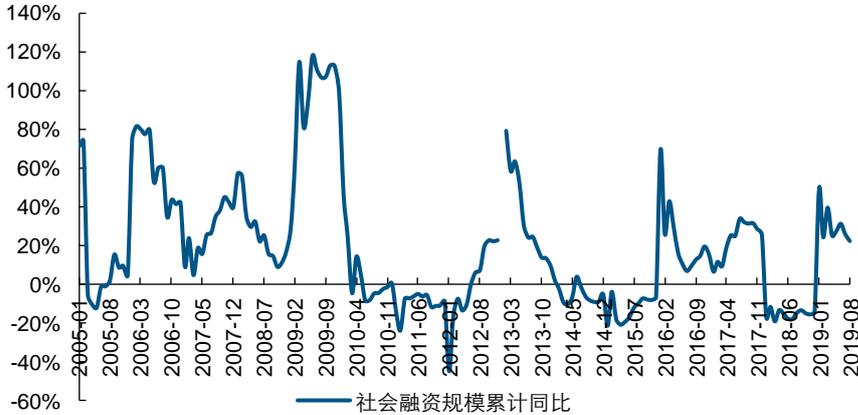
二、流动性有望维持合理充裕

中央政治局会议指出要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。

(一) 货币投放有望延续乐观

社会融资规模增速明显强于去年。2019年1-8月，我国社会融资规模为16.21万亿元，同比增长22.47%，增速同比提高36.82pct，环比下降3.60pct。2019年以来，我国社融增速由负转正，社融规模明显大于去年。

图 11：社会融资规模增速



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

M1、M2 增速环比略有回升。2019年1-8月，M1 当月同比增长3.4%，增速环比提高0.3pct。2019年1-8月，M2 当月同比增长8.2%，增速环比提高0.1pct。2018年M2 当月同比增速为8%，2019年年初至今M2 当月同比增速高于去年均值。

图 12：M1 增速低位震荡



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 13：M2 增速低位企稳



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）信用呈改善趋势

年初至今，我国10年期国债收益率呈现先升后降走势，1年期国债收益率维持上行趋势，二者之间的利差有所收窄。此前，市场预期2019年二季度经济可能见底，但从数据来看，一季度经济数据超预期，二季度截至目前的经济数据有所下滑，二季度经济压力较大。截至9月29日，10年期国债收益率有所提升，10年期国债收益率与1年期国债收益率差值有所扩大。

图 14: 10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

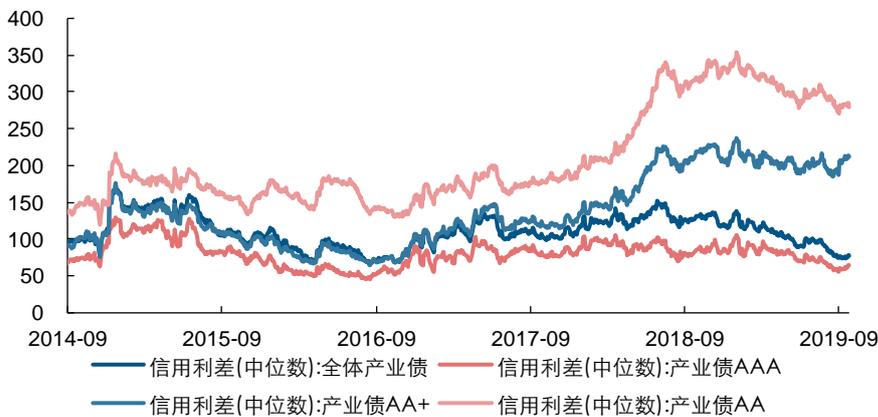
图 15: 10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率差值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

产业债信用利差有所收窄。2018 年 12 月 28 日, 全体产业债信用利差为 133.44BP, 2019 年 9 月 27 日, 全体产业债信用利差为 77.26BP, 年初至今产业债信用利差有所收窄。

图 16: 产业债信用利差收窄



资料来源: 兴业研究, Wind, 中国银河证券研究院

市场信用风险有所下降。我们认为一方面地方政府融资平台债务风险有所缓解, 另一方面随着股市的上涨, 股权质押风险有所下降。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》(以下简称《通知》)。《通知》坚持疏堵结合、协同配合、突出重点、防控风险和稳定预期。坚持结构性去杠杆的改革方向, 坚决不搞“大水漫灌”。对举借隐性债务上新项目、铺新摊子的要坚决问责、终身问责、倒查责任。我们认为终身问责制对于规范地方隐性债务具有极其重大的意义。《通知》指出要根据重大项目的收益明确发行主体权责; 允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金; 明确加快专项债券发行使用进度。《通知》旨在进一步健全地方政府举债融资机制, 在较大幅度增加专项债券规模基础上, 加强宏观政策协调配合, 保持市场流动性合理充裕。

9 月 27 日, 国务院金融委召开第八次会议, 会议指出坚持稳中求进工作总基调, 切实深化金融供给侧结构性改革, 继续实施好稳健货币政策, 加大逆周期调节力度, 保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长。第四季度流动性有望维持合理充裕。

(三) 全球货币政策整体偏鸽派

全球货币政策整体偏鸽派, 利率趋于下行。今年以来, 中国、俄罗斯、新西兰、澳大利亚、埃及、印度、马来西亚等国家均有不同程度的降息或降准。

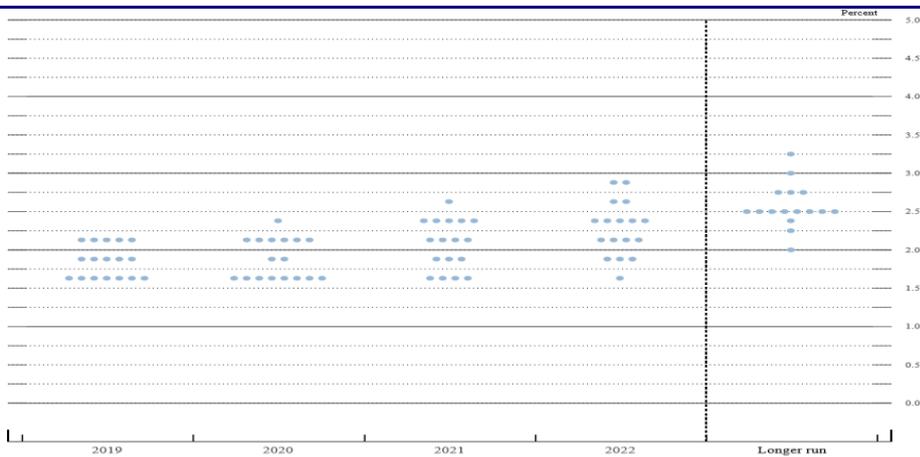
表 1: 全球经济体货币政策

经济体	货币政策
中国	1月4日, 中国人民银行发布公告称, 将于1月15日和1月25日分别下调存款准备金率0.5pct。5月6日, 央行官网发布公告, 决定从2019年5月15日开始, 对聚焦当地、服务县域的中小银行, 实行较低的优惠存款准备金率。公告显示, 约有1000家县域农商行可以享受该项优惠政策, 释放长期资金约2800亿元。
新西兰	9月16日, 央行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)。
澳大利亚	6月26日, 新西兰央行: 鉴于下行风险, 可能需要下调政策利率, 随着时间的推移, 可能需要更低的现金利率; 委员们一致通过利率决议, 并在这次会议讨论降息的优点。
美国	6月4日, 澳大利亚联储公布利率决议, 下调6月现金利率25个基点至1.25%, 刷新历史低位。此为澳洲联储近三年来首次降息。 7月2日, 澳洲联储宣布降息25个基点至1.00%。10月1日, 澳联储降息25个基点, 为年内第三次降息。 6月20日, 美国联邦储备委员会宣布维持联邦基金利率2.25%-2.50%的目标区间不变。6月26日, 美联储布拉德: 如果美联储确实在7月降息, 我不会觉得有必要同时结束缩表, 因为这本来计划在9月结束; 年底前降息两次会确保经济软着陆, 政策将从轻微紧缩转向轻微宽松。 7月31日, 美联储下调联邦基金利率25个基点至2.00%~2.25%。 9月19日, 美国联邦公开市场委员会决定降息25个基点, 将联邦基金利率目标区间下调至1.75%至2.00%。
欧洲	6月24日, 欧洲央行总裁德拉吉在讲话中表示, 如果经济成长和通胀疲软的情况得不到改善, 央行将采取“进一步的刺激政策”。欧元区通胀率自2013年以来一直低于央行的目标水平。
埃及	2月15日, 埃及将基准利率下调100个基点至15.75%。
印度	2月7日, 印度央行曾宣布下调基准利率25个基点至6.25%。4月4日, 印度央行宣布将基准利率下调25个基点至6%, 为印度央行第二次降息, 也是达斯就任央行行长后再度降息。6月11日, 印度央行宣布降息25个基点至5.75%, 为年内第三次降息。
俄罗斯	6月14日, 俄罗斯央行降息25个基点至7.50%, 为去年3月以来首次降息, 符合市场预期。
马来西亚	5月21日, 马来西亚央行日前宣布, 将隔夜政策利率下调25个基点, 由3.25%降至3.00%。这是马来西亚央行自2016年7月份以来首次降息, 也是今年东南亚国家中首家降息的央行。
菲律宾	5月10日, 菲律宾中央银行9日宣布, 从本月10日起将基准利率下调25个基点至4.5%。这是该国自2012年10月以来首次降息。
印尼	6月20日, 印尼央行: 维持关键利率在6.00%不变, 将存款准备金率降低50个基点; 仍认为存在降息空间, 降息只是时机问题。

资料来源: 中国政府网, Wind, 美联储, 澳联储, 搜狐财经, 腾讯财经, 中国银河证券研究院

美联储开启降息。8月1日, 美联储公布降息25个基点, 将联邦基金利率目标区间下调至2%至2.25%, 这是美联储自2008年12月金融危机期间将利率降至零以来的首次降息。9月19日, 美国联邦公开市场委员会决定降息25个基点, 将联邦基金利率目标区间下调至1.75%至2.00%。这是美联储50天之内的第二次降息。美国、欧元区、中国等经济有下行压力, 全球货币政策有望延续鸽派。

图 17: 美联储加息点阵图



资料来源: Federal Reserve, 中国银河证券研究院

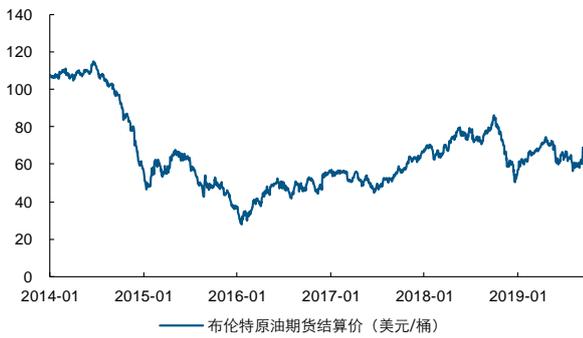
三、行业观察

(一) 上游商品价格

原油期货价格止跌回升。4月下旬至8月上旬, 原油期货价格有所下跌, 8月上旬至今, 原油期货结算价格有所回升。2018年第四季度以来, API原油库存上升。6月下旬之后, API

原油库存下降。API 原油库存下降或影响油价走势。

图 18: 原油价格有所下跌



资料来源: Wind, IPE, 中国银河证券研究院

图 19: API 原油库存下降



资料来源: Wind, 美国石油协会, 中国银河证券研究院

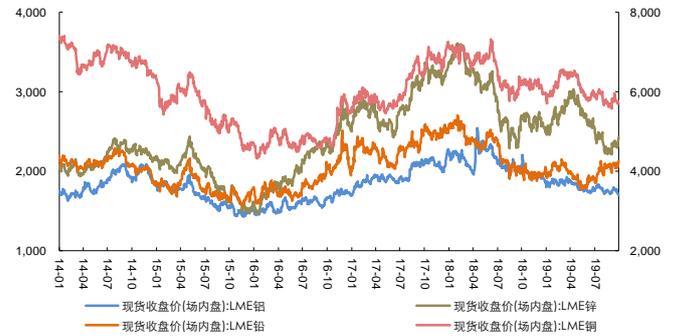
基本金属价格下行。3月下旬以来,基本金属的价格持续下行。值得关注的是铁矿石的价格持续上涨。铁矿石受到年初矿难和3月澳洲飓风影响,供给端有所收缩。

图 20: 基本金属期货收盘价下行



资料来源: Wind, LME, 中国银河证券研究院

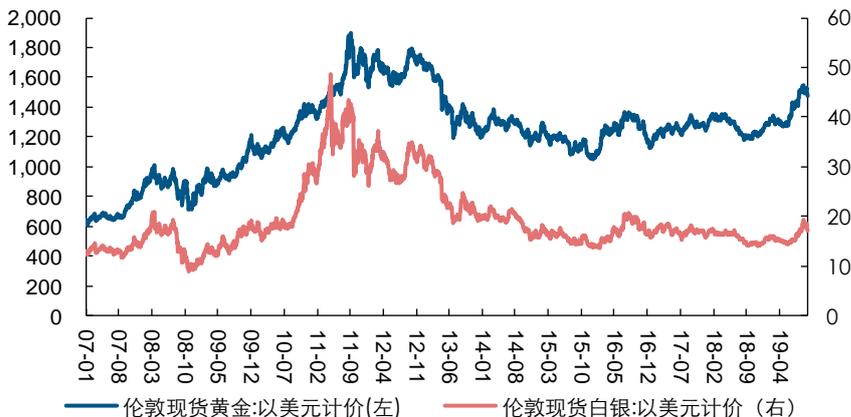
图 21: 四种基本金属现货收盘价



资料来源: Wind, LME, 中国银河证券研究院

贵金属价格整体呈上行趋势。5月下旬到9月初,黄金和白银伦敦现货价格均持续上行,9月至10月初,黄金和白银现货价格均有所回落。

图 22: 伦敦黄金和白银现货价格



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

基本金属库容量分化较大。截至9月27日,锌的可用库容量大幅下降,镍的可用库容量有所下降。铝的可用库容量有所回升,铝的可用库容量大幅上升。

图 23: 铅、镍库容量下降



资料来源: Wind, LME, 中国银河证券研究院

图 24: 铝库容量大幅上升



资料来源: Wind, LME, 中国银河证券研究院

秦皇岛动力煤价格筑底，主流港口煤炭库存下降。秦秦皇岛动力煤（Q5500,山西产）的价格从3月11日的640元/吨下跌至9月30日的585元/吨。CCTD统计的主流港口煤炭库存合计高位回调。截至9月26日，CCTD主流港口煤炭库存合计6397.9万吨，较年初的5389万吨增长18.72%。随着气温下降，传统耗煤旺季即将来临，预计短期内煤炭库存将持续下降。

图 25: 秦皇岛动力煤价格筑底



资料来源: Wind, 钢之家, 中国银河证券研究院

图 26: CCTD 主流港口煤炭库存高位回调



资料来源: Wind, 煤炭市场网, 中国银河证券研究院

中游原材料价格有所下跌，玻璃价格持续回升。截至9月20日，螺纹钢(HRB400φ16-25mm)为3808.40元/吨，价格较5月20日下跌6.92%。截至9月27日，中国玻璃价格指数为1181.22，较3月1日上涨2.79%。玻璃价格自2018年9月以来持续下行，今年自七月起开始回升。2017年11月至今，房地产竣工面积增速持续负增长，叠加汽车行业销量下行，玻璃需求受到影响。

图 27: 螺纹钢 (HRB400φ16-25mm) 价格一览



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 28: 中国玻璃价格指数

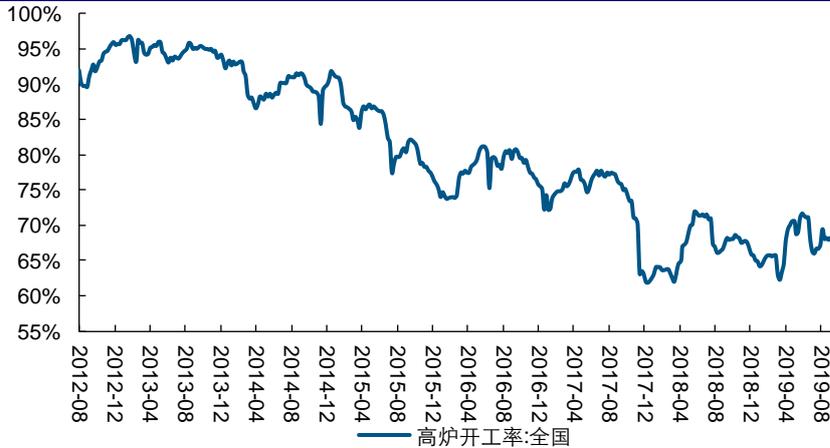


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

高炉开工率处于低位，生产较弱。截至9月27日，全国高炉开工率为57.60%，较上周下降10.49pct，本周高炉开工率突然大幅下降，或与70周年国庆相关。我国高炉开工率目前处

于历史低位，生产较弱。

图 29：全国高炉开工率

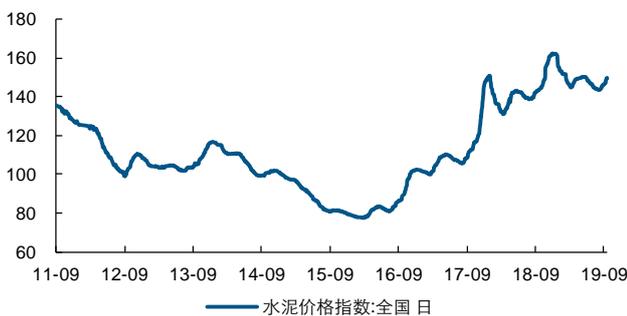


资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

全国水泥价格指数有所回升，但区域分化较大。截至 9 月末，长江、华东和中南地区水泥价格较上月有所上行，其余地区水泥价格与上月相当。长江中下游地区迎来复工，水泥需求好转，水泥价格指数略有回升。从库存来看，6 月底库存比年初增长 11.5%。

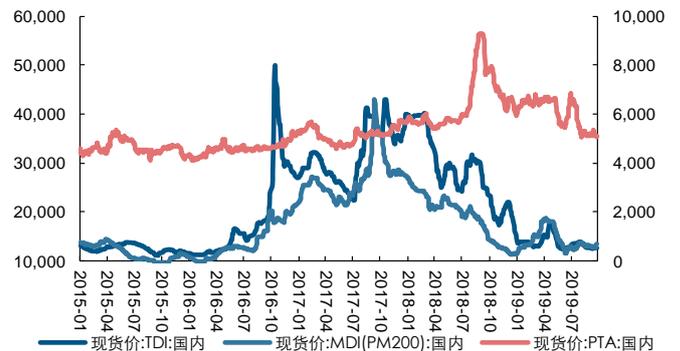
PTA、TDI 等化工品价格持续下行。需求淡季，中美贸易磋商相互加征关税，油价波动等因素影响化工品价格。值得注意的是 MDI 价格有所反弹。

图 30：全国水泥价格指数



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 31：化工品价格有所下跌



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）中游景气度有所下行

乘用车销量持续负增长。2019 年 1-8 月，乘用车销量同比下降 8.90%，增速同比减少 9.7pct，环比下降 0.2pct。2019 年 1 月 29 日，发改委等十部门联合印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》，方案指出多措并举促进汽车消费。5 月 23 日，财政部和税务总局发布公告，自 2019 年 7 月 1 日起，纳税人购买自用应税车辆实际支付给销售者的全部价款，依据纳税人购买应税车辆时相关凭证载明的价格确定，不包括增值税税款。车辆购置者按裸车成交价格交税，消费者购置成本下降。此外，部分地区驾校考试规则放宽。汽车消费有望受益。短期内汽车消费或受降费促销而透支需求，则导致下半年汽车消费仍然压力较大。

图 32: 乘用车销量增速持续放缓



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

挖掘机销量增速回升。2019年1-8月,挖掘机销量同比增长19.5%,增速有所回升。2019年1-8月,固定资产投资增速有所回落,增速比去年同期下降较多。政府强调不搞“大水漫灌”强刺激,预计机械工程或难以出现大幅增长。

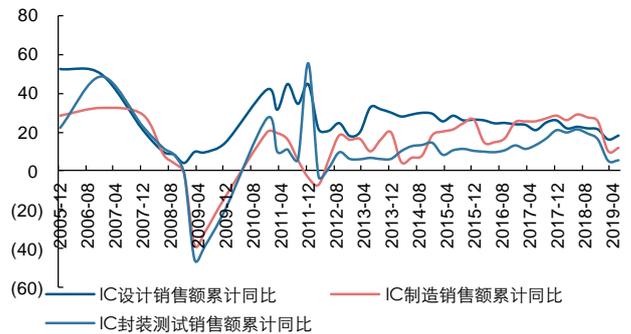
2019年第二季度,我国集成电路设计、制造、封装测试产业销售额分别同比增长18.3%、11.9%、5.4%,增速分别环比提高2.0pct、提高1.7pct、提高0.3pct。集成电路设计销售额增速反弹,IC制造和封装测试销售额增速回升。

图 33: 挖掘机销量增速下行



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 34: 集成电路产业销售额增速有所回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

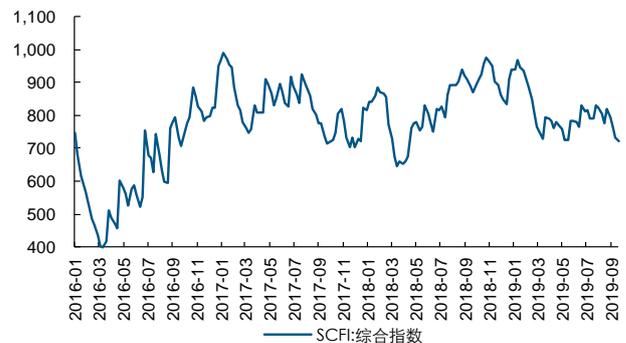
BDI 高位回落, SCFI 下行。本轮 BDI 上涨主要受铁矿石价格上涨及商船安装除硫装置影响,全球经济下行预期带动 BDI 回调。1 月以来,上海出口集装箱运价指数有所下行。主要受中美相互加征关税的影响,上海到美东、美西航线的运价指数下跌较大,带动 SCFI 指数下行。

图 35: BDI 指数高位回落



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 36: SCFI 指数有所下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 下游需求整体疲软

全球智能手机出货量持续下行。2019年1-3月,全球智能手机出货量当季同比下滑6.6%,增速环比下滑1.7pct。1-8月,我国智能手机出货量累计同比下滑4.0%,增速环比提高0.2pct,增速降幅有环比扩大,整体降幅收窄。

图 37: 全球智能手机出货量持续下行



资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

图 38: 中国智能手机出货量增速降幅收窄



资料来源: 工业和信息化部, 中国银河证券研究院

家电销售增速放缓。1-8月,家用电器和音像器材类零售额累计同比增长5.9%,增速同比下降2.6pct。1-8月,家用空调销量累计同比下滑2.53%,增速持续放缓。1-8月,洗衣机销量累计同比增长2.35%,增速延续回升趋势。冰箱销量同比增长2.80%,增速环比持平。

图 39: 家电及音像器材销售增速放缓



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 40: 空调销量增速持续放缓



资料来源: Wind, 产业在线, 中国银河证券研究院

高档白酒消费价格稳中有升。高档白酒价格主要系2018年龙头白酒企业涨价贡献,2019年至今涨幅相对较小。啤酒价格稳中有升。

图 41: 高档白酒价格稳中有升



资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

图 42: 啤酒价格稳中有升



资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

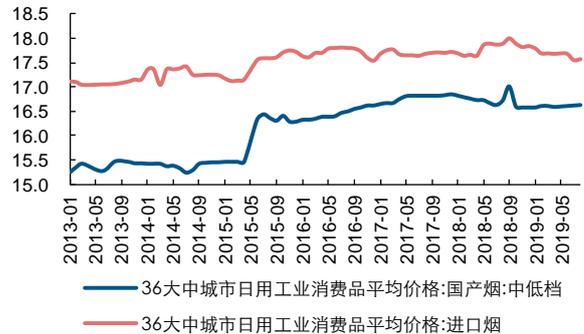
中低档的干红葡萄酒价格 8 月以来高位回调。中低档国产香烟、高档香烟和进口烟价格均有所下降。

图 43：中低档葡萄酒价格高位回调



资料来源：国家发改委，中国银河证券研究院

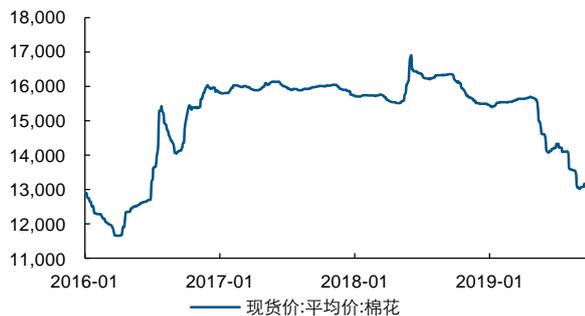
图 44：香烟价格有所下降



资料来源：国家发改委，中国银河证券研究院

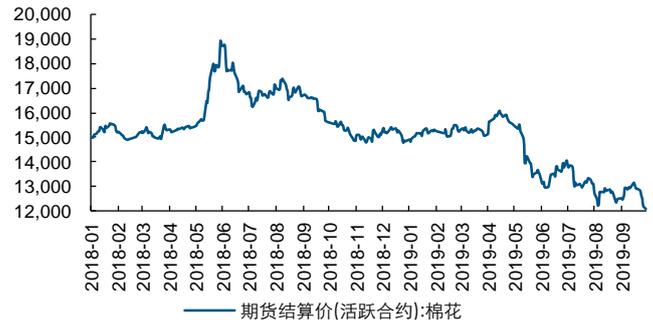
近期棉花现货价格持续筑底，棉花需求有所减弱。棉花期货结算价格持续下行。从供给端来看，我国 2019 年棉花种植面积有所减少，全国棉花产区受天气影响，棉苗生长不足。需求端主要受贸易战加征关税抑制，棉纺织和服装出口业受到一定影响。但是贸易战加征关税影响有限。需持续关注贸易战走势。

图 45：棉花现货价格



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 46：棉花期货结算价

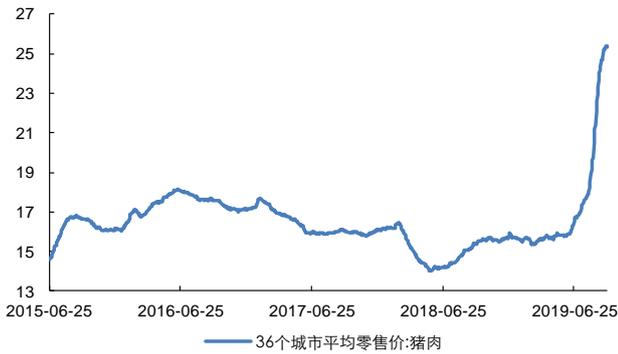


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

猪肉价格高位调整。截至 9 月 26 日，我国猪价触及顶部，开始小幅回调，鸡价经历短期高位回调后持续上行。猪肉价格上行主要受非洲猪瘟影响，行业去产能加速。但是据农业农村部，非洲猪瘟疫情已得到有效控制，月均发生猪瘟起数明显减少。李克强 8 月 21 日主持召开国务院常务会议，会议确定了稳定生猪生产和猪肉保供稳价措施。一是综合施策恢复生猪生产。二是地方要立即取消超出法律法规的生猪禁养、限养规定。三是发展规模养殖，支持农户养猪。四是提升动物疫病防控能力。五是保障猪肉供应。猪肉价格或将高位调整。

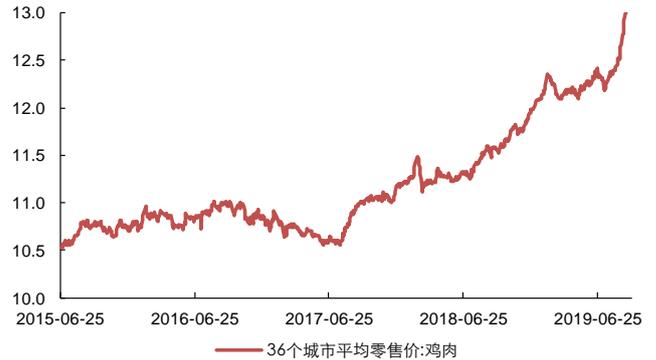
鸡肉价格持续上行。前期鸡肉价格持续上涨，主要受祖代种鸡数量减少及需求增加所致。白羽鸡种源全部依靠进口，引种受限会造成鸡苗供应不足，鸡肉价格上涨。此外，非洲猪瘟致使猪产能下降，鸡肉需求有所增加。或是受供给增加影响，鸡肉价格短期回调，随后价格回升。

图 47: 猪肉价格高位调整



资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

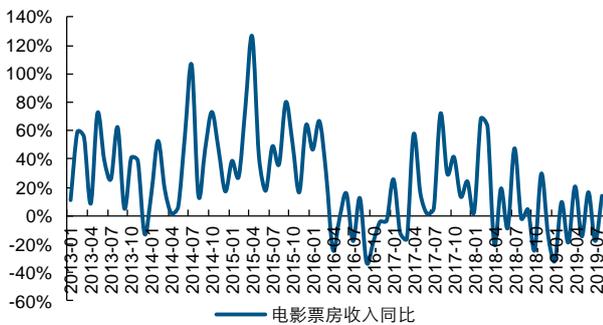
图 48: 鸡肉价格持续上行



资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

电影票房增速回升。从电影票房来看, 8 月国内电影票房收入同比增长 13.84%, 观影人次同比增长 13.27%。

图 49: 电影票房收入增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

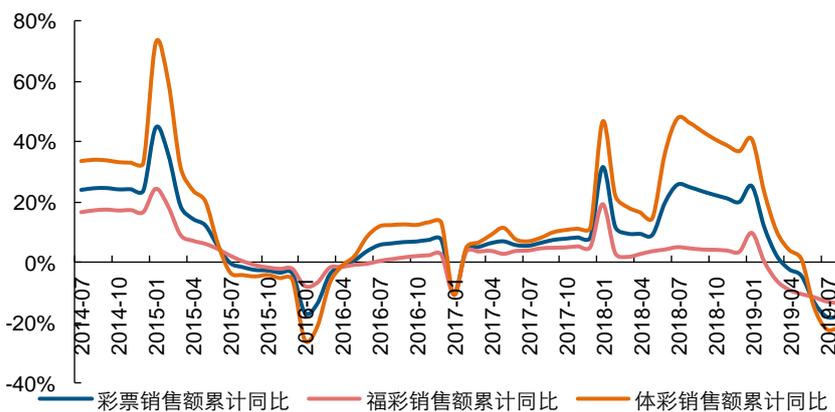
图 50: 电影观影人次增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

彩票销售额增速持续下降。1-8 月, 我国彩票销售额累计同比下降 18.22%, 其中, 福利彩票销售额累计同比下降 13.61%, 体育彩票销售额累计同比下降 21.72%。

图 51: 彩票销售额增速持续下行



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

商品房销售面积增速持续下行。商品房销售面积增速持续下行。2019 年 1-8 月, 商品房销售面积累计同比下降 0.6%, 增速环比提升 0.7pct, 同比降低 4.6pct。受调控政策和货币政策双重影响, 房地产销售面积增速有望持续筑底。

图 52: 商品房销售面积增速持续下行



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

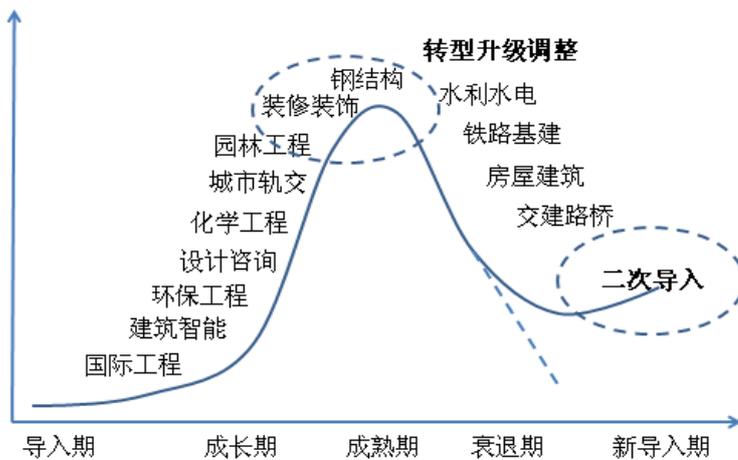
总之, 上半年原油、煤炭、基本金属、螺纹钢、化工品等价格有所下跌, 玻璃、水泥价格有所回升。和美原油库存下降, 我国煤炭库存下降。中游乘用车销量增速、挖掘机销量增速、集成电路销售额增速短期不容乐观, 但中期汽车消费或受益减税而改善。下游白酒和啤酒价格坚挺, 猪肉价格顶部回调, 鸡受供给侧影响而价格强势, 商品房、空调等销售增速降幅收窄, 彩票销售收入增速持续下行。

(四) 建筑行业属于成熟行业

1、建筑行业子行业分化较大

我们以四阶段划分行业生命周期: 导入期、成长期、成熟期、衰退期, 建筑行业整体处于成熟阶段, 但结构分化较大。综合来看: (1) 房建产业链中的房屋建筑和钢结构已经处于成熟阶段, 钢结构目前正处于积极转型绿色集成建筑的转型阶段; 与房地产较密切的装修装饰和园林工程趋于成熟; (2) 基建链条中交建路桥趋于衰退, 铁路基建和水利水电也已步入成熟, 城市轨交正在成长; (3) 专业工程领域, 基于重化学工业转型去化, 新型煤化工成为化学工程中的新兴行业。核电建设受益核电重启而正在成长; (4) 综合领域, 国际工程属于成熟行业, 受益于智慧城市建设, 建筑智能、环保工程和设计咨询成为目前四个朝阳性综合产业。

图 53: 建筑行业三级子行业所处生命和周期阶段



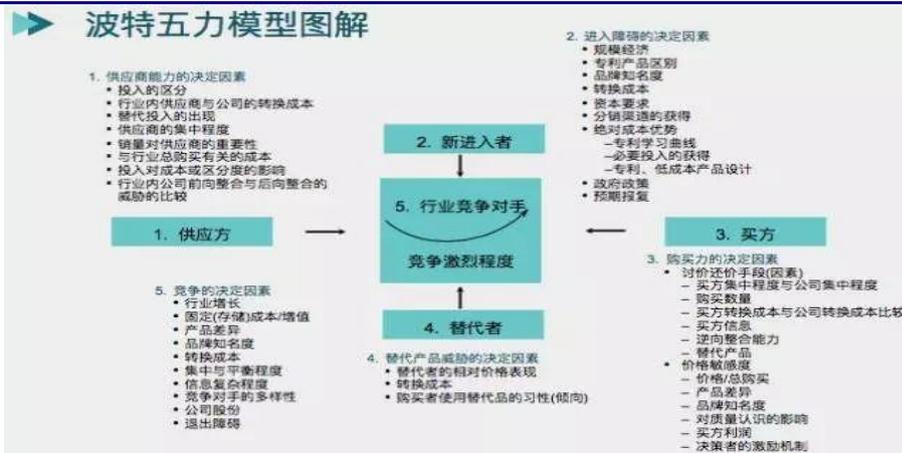
资料来源: 证券投资分析, 中国银河证券研究院

2、建筑行业波特五力分析

波特五力模型认为行业中存在着决定竞争规模和程度的五种力量,这五种力量分别为同行业内现有竞争者的竞争能力、潜在竞争者进入的能力、替代品的替代能力、供应商的讨价还价能力、购买者的讨价还价能力。

建筑行业供应方主要为上游原材料供应商,包括钢铁、水泥、沥青、铝合金等厂商,较为分散,相对供应商的地位,建筑企业属于买方市场,议价能力较强。购买方主要来自政府和企业,地方政府的价格敏感度较低,单个项目金额较大地域属性较强,建筑企业相对地方政府的议价能力较弱。建筑行业属于技术较为成熟的传统行业,建筑行业集中度较低,新进入者门槛较低,竞争对手较多,整个行业竞争较为激烈。建筑行业的替代者较少,建筑行业估值相对偏低,杠杆较高,其他行业很少进入建筑行业。

图 54: 建筑行业波特五力分析

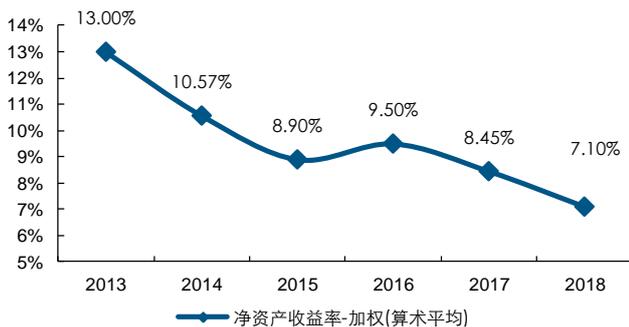


资料来源: MBA 智库, 中国银河证券研究院

3、建筑行业杜邦分析

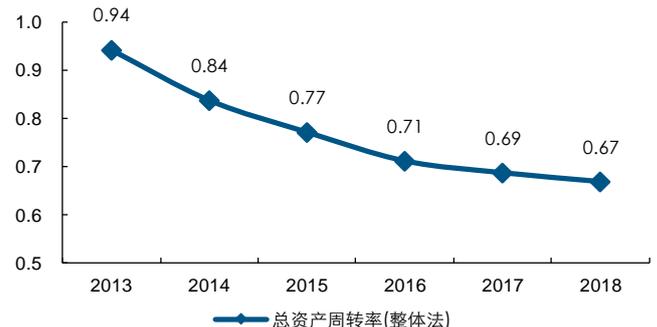
2018 年建筑行业 ROE 为 7.10%, 同比降低 1.35pct, ROE 同比下降较为明显。总资产周转率为 0.67 次, 同比降低 0.02 次, 基本保持稳定。

图 55: 2018 年建筑行业 ROE 同比下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

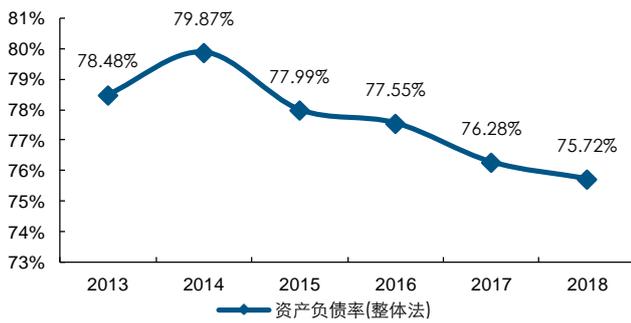
图 56: 2018 年建筑行业总资产周转率同比下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2018 年建筑行业资产负债率为 75.72%, 同比降低 0.56pct。国资委要求建筑央企降低自身资产负债。权益乘数为 4.12, 同比略微减小 0.10。根据杜邦分析, 建筑行业净利率略微提升, 总资产周转率和权益乘数的下降使 ROE 下降。

图 57: 2018 年建筑行业资产负债率同比有所下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 58: 2018 年建筑行业权益乘数同比有所减小



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(五) 建筑业主要问题及建议

1、建筑业发展主要问题

2017 年 4 月, 住房和城乡建设部印发《建筑业发展“十三五”规划》归纳了建筑业发展的主要问题。包括工程建设组织方式落后, 企业的核心竞争力不强, 工人技能素质偏低和质量安全事故时有发生等。

表 2: 建筑业发展的主要问题

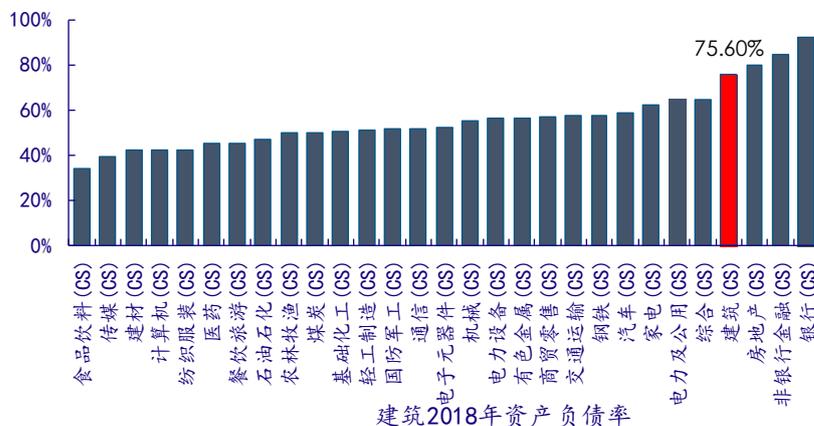
编号	建筑业发展主要问题
1	工程建设组织方式落后。工程咨询服务管理缺少整合, 工程总承包推广缓慢, 建设单位存在许多问题。
2	二是建筑企业核心竞争力不强。企业信息化水平低, 技术创新能力和集约化程度不够。
3	三是工程质量安全事故时有发生。工程质量问题久治不愈, 特重大安全事故时有发生, 社会反响强烈。
4	四是工人技能素质偏低。劳务分包方式积弊甚深, 用工体制机制不合理, 企业只用人不培养人。
5	五是政府监管体制机制不健全。“放管服”不到位, 重审批轻监管, 带有计划经济色彩。
6	六是市场违法违规较为多。转包挂靠、违法分包屡禁不止, 工程款拖欠普遍存在, 市场信用缺失, 改革任务十分艰巨。

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2、建筑行业资产负债率较高, 经营现金流较差

建筑行业的资产负债率较高, 2018 年建筑行业资产负债率为 75.60%, 在中信 29 个行业中排在第四高, 仅次于银行、非银和地产。建筑企业承包项目时, 需要垫付资金, 杠杆率较高。

图 59: 建筑行业资产负债率较高



资料来源: 证券投资分析, 中国银河证券研究院

建筑行业经营性现金流较差，2018 年建筑行业经营活动产生的现金流量净额/营业收入为 2.07%，同比降低 0.16pct。2018 年建筑行业应收账款周转率为 5.04 次，比去年同期提高 0.35 次，应收账款周转率略有提高，但长期趋势向下。

图 60: 建筑 2018 年经营活动产生的现金流净额/营业收入下降

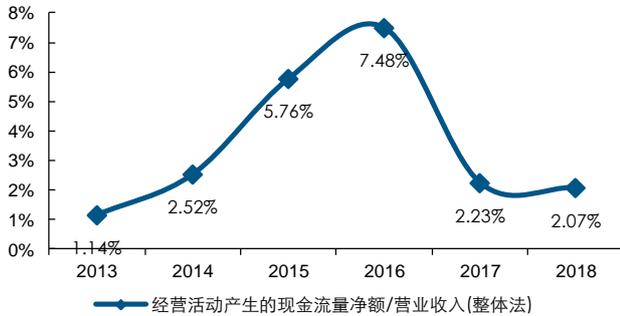
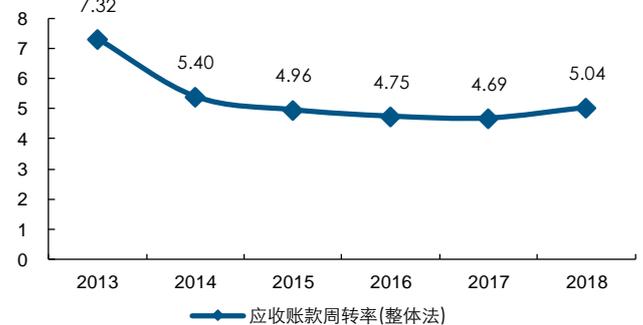


图 61: 建筑行业应收账款周转率呈下降趋势



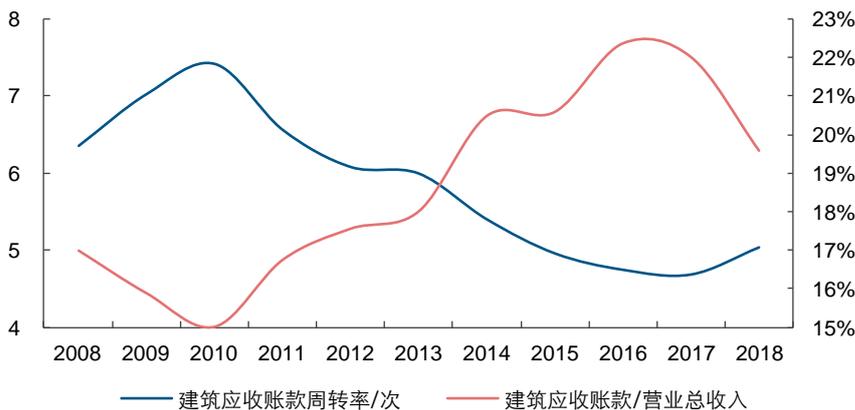
资料来源: Wind, 住房和城乡建设部, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 住房和城乡建设部, 中国银河证券研究院

3、建筑行业回款较难

2010 年至 2017 年建筑行业应收账款占营业收入的比例呈上升趋势，2018 年有所好转，但行业回款难问题依然凸显。

图 62: 建筑行业应收账款占比上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

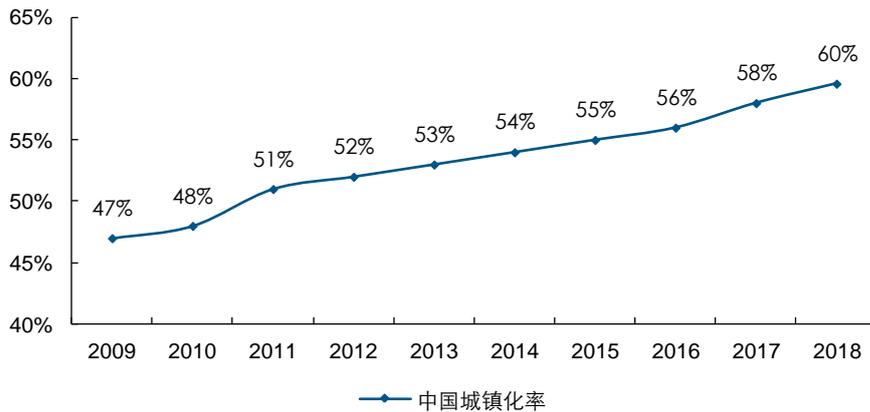
4、降杠杆和深化建筑体制改革较为迫切

从财务角度来看，建筑行业资产负债率，应收账款的回款，经营性现金流等尚有较大的改善空间。《规划》提出了“十三五”时期九大任务。深化建筑业体制机制改革。改革承（发）包监管方式的重点在于改革招标投标制度。发展建筑产业工人队伍。深化建筑业“放管服”改革。提高工程质量安全水平。促进建筑业企业转型升级。积极开拓国际市场。我们认为深化建筑体制改革较为迫切，建筑行业国企较多，建筑国企规模占据主导地位。提升建筑企业的管理、效率和激励机制有望促进建筑行业健康发展。

5、人口红利下降、城市化率或迎来拐点

建筑业和城市化率及人口结构关联较大。日韩城市化率达到 70%以后建筑业进入拐点。2018 年我国城市化率为 59.58%，《新型城镇化规划》规划我国城市化率到 2020 年达到 60%左右，我国大中城市城市化率已经接近日本与韩国的拐点时期，预计我国城市化率在“十三五”期间增速将放缓，城市化率将迎来拐点。

图 63: 中国城市化率或迎来拐点



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

我国 15-64 岁人口占比从 2010 年的 74.50% 持续下降至 2018 年的 65.26%, 65 岁以上人口占比从 2002 年的 7.30% 上升至 2018 年的 11.90%, 而且上升的速度加快, 我国人口老年化现象加剧。虽然我国二胎开放, 然而新生儿成长为劳动人口尚需十余年。随着人口红利有所减弱, 相应人工成本逐步上升, 企业负担增加, 特别是人工成本占比较大的建筑业受此影响较大。

图 64: 15-64 岁人口占比降低



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 65: 65 岁以上人口占比逐渐提高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

我国城镇化率有望迎来二次拐点, 城镇化增速放缓。此外, 我国人口老年化问题日益突出, 人口红利减弱, 人工成本上升。以上因素对建筑行业的景气度造成不利影响。目前我国开放二胎政策, 未来有望改善人口结构。

6、建筑业发展“十三五”规划助力建筑业健康发展

2017 年 2 月, 国务院办公厅印发《关于促进建筑业持续健康发展的意见》(以下简称《意见》)。《意见》总结了我国建筑业改革开放 30 多年来取得的经验与成就及当前存在的主要问题。提出了促进建筑业持续健康发展的要求和改革措施。2017 年 4 月, 住房和城乡建设部印发《建筑业发展“十三五”规划》(以下简称《规划》), 内容涵盖工程勘察设计、建筑施工等行业, 以及政府对建筑市场、工程质量安全等方面的监督管理工作。

《规划》归纳了建筑业的发展成就: 设计建造能力显著提高、科技创新和信息化建设成效明显、建筑节能减排取得新进展、行业人才队伍素质不断提高、国际市场开拓稳步增长和建筑业发展环境持续优化。

《规划》提出了建筑业发展的指导思想和基本原则, 并提出了“十三五”期间建筑业发展的六大目标。市场规模目标主要包括建筑业总产值年均增长 7%、建筑业增加值年均增长 5.5%; 工程勘察设计企业营业收入年均增长 7%; 工程监理、造价咨询、招标代理等工程咨询服务企业营业收入年均增长 8%; 建筑企业对外工程承包营业额年均增长 6%。《规划》提出了产业结

构调整目标，主要包括促进大型企业做优做强，形成一批龙头企业。技术进步三大目标：一是现有技术水平领先的领域要保持，二是要推进以 BIM 为核心的信息化技术的开发应用，三是一级以上施工总承包企业技术研发投入占企业营业收入比重在“十二五”期末基础上提高 1 个百分点。我们认为建筑业发展“十三五”规划有望促进建筑业健康发展。

四、建筑业新签订单增速有望回升

（一）需求有望随固定资产投资增速回升而改善

如前所述，我国经济下行有一定压力，投资有望起到逆周期调节作用。建筑业总产值增速与固定资产投资增速高度相关，建筑业的子行业中，基建、房建、专业工程都是典型的投资拉动型行业，其需求分别受基础设施、房地产、相关制造业固定资产投资的波动影响。2018 年 8 月以来，固定资产投资增速缓慢回升，建筑行业整体需求有望改善。

图 66：固定资产投资增速有望触底回升



资料来源：国家统计局，Wind，中国建筑业协会，中国银河证券研究院

基建投资有望保持中速增长。2018 年 10 月 31 日，国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见（以下简称《意见》）指出基础设施投资增速回落较多，亟需聚焦基础设施领域突出短板，确保经济运行在合理区间。基建板块获得政策的大力支持。其次，推进基建补短板需要资金支持，目前货币端和信用端均有所改善，尤其是地方政府平台的合理融资需求得到有效保障，《意见》严禁金融机构惜贷、抽贷、断贷，地方政府的合理融资需求得到政策支持，故基建投资有资金保障。再次，中美贸易战、固定资产投资增速下行等因素使得经济下行压力加大，政府对基建投资的可控性较强，基建是稳经济的抓手。2019 年 2 月 26 日，发改委发布了《2018 年全国固定资产投资发展趋势监测报告及 2019 年投资形势展望》（以下简称《展望》）。《展望》预计 2019 年我国基建投资有望保持中速增长态势。综上，我们推荐基建产业链投资机会。

图 67：广义基建投资同比触底回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

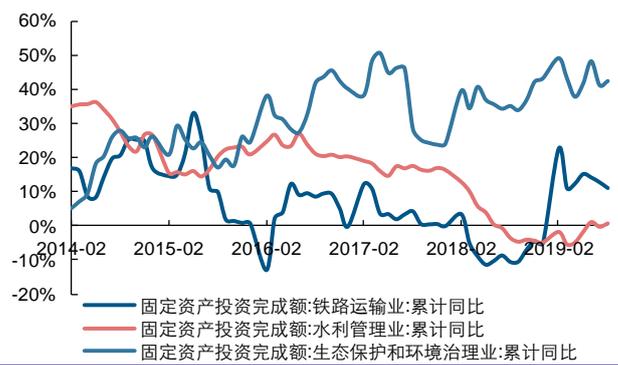
基建细分领域分化大。从细分领域来看，电力、热力及水的生产供应业投资增速持续回升，交运仓储邮政也投资增速放缓，水利环境和公共设施管理业投资增速触底。具体来看，铁路基建投资，生态环保基建投资及水利管理业投资增速 8 月有所下降。

图 68：基建投资三大细分领域



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

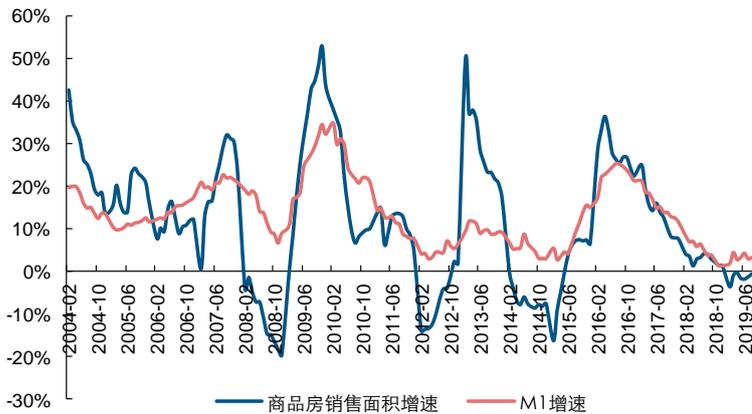
图 69：景气度有望向好的基建细分领域



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

货币政策有望起到逆周期调节作用。9 月 19 日，美联第二次降息，全球开启货币宽松浪潮。我国央行领导指出货币政策有一定空间，下半年 M1 和 M2 有望持续回升。对比房地产销售面积增速和 M1 增速可知，二者关联度较大。若 M1 持续回升，则房地产销售面积增速有望企稳。销售回升反过来将带动房地产投资，进而拉动新开工和施工。值得注意的是，房地产调控政策的存在将抑制房价大幅上行，中央政治局会议提出不将房地产作为短期刺激经济的手段，房地产销售面积大幅增长难以重现。

图 70: 商品房销售面积增速与 M1 增速高度相关



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

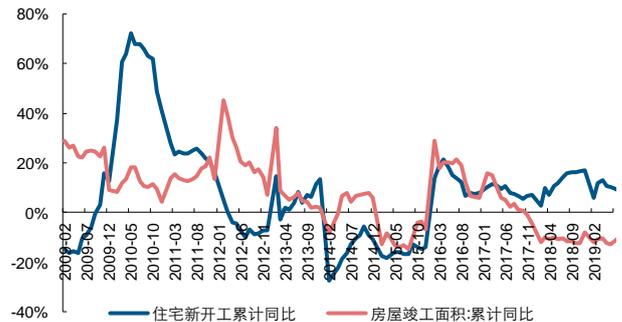
住宅新开工增速或回落。此外, 从 300 城住宅类成交土地规划面积增速来看, 2017 年到 2018 年三季度是住宅类成交土地规划建筑面积的高峰期。住宅成交土地规划面积增速领先新开工增速, 新开工大约滞后成交半年, 下半年住宅新开工增速或回落。

图 71: 300 城住宅类成交土地规划面积增速



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

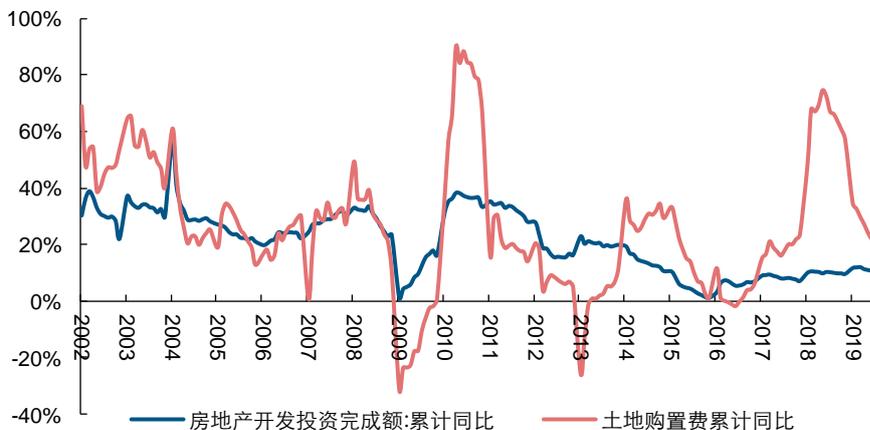
图 72: 住宅新开工和房屋竣工面积增速



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

土地购置费增速放缓或拖累房地产投资增速。2018 年第二季度以来, 房地产投资延续较快增长, 我们认为土地购置费的高增长是主要贡献因素。2019 年至今, 土地购置费累计增速持续下行, 后续难以支撑房地产投资维持高位。

图 73: 土地购置费高增长支撑房地产投资较快增长



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

专业工程受上游资本开支影响较大。关于专业工程行业，我们认为主要受上游企业资本开支影响。若上游企业盈利改善，则其资本开支有望提速，专业工程景气度随之提升。以化建工程为例，若油价维持在合理高位，则石油石化企业盈利较为乐观，资本开支相应乐观，化建工程企业订单有望改善。国际工程承包主要受国际政治关系和各国经济影响。核电工程和国家的能源结构与能源政策关联较大。核电重启，核电建设订单有望提速，行业景气度或将提升。

（二）建筑业新签订单增速有望触底回升

建筑业新签合同增速持续放缓。2017年9月至2018年12月，建筑行业新签订单增速从22%降到了7.16%。根据历史经验，建筑行业的业绩滞后新签订单1-2年。预计2019年建筑行业业绩增速将有所放缓。

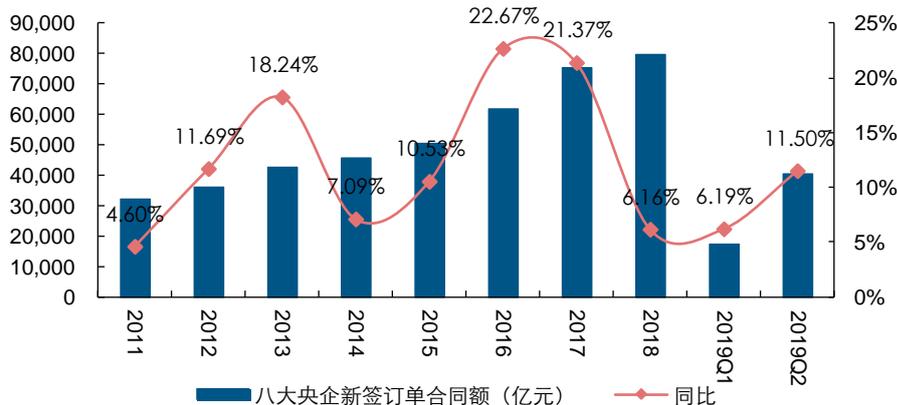
图 74：建筑业新签合同额呈放缓趋势



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

八大建筑央企新签合同增速触底回升。八大建筑央企 2018 年新签订单额累计同比增长 6.16%，增速创 2012 年以来新低。2018 年主要受去杠杆、PPP 退库、固定资产投资增速下滑等因素制约，建筑行业新签订单增速处于较低位置。2019 年二季度新签订单额增速为 2.47%，持续在低位徘徊。随着 PPP 退库逐渐完成，固定资产投资增速缓慢回升，预计建筑行业新签订单增速有望回升。

图 75：八大建筑央企新签合同额增速或已筑底



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

八大建筑央企季度新签订单增速震荡回升。从单季度新签订单增速来看，八大建筑央企 2018 年 Q2 新签订单增速为 -4.53%，增速创 2016 年 Q1 以来新低，但是 2018 年 Q3 和 Q4 新签订单增速持续回升，2019 年 Q1 新签订单增速为 6.33%，H1 新签订单增速为 11.50%，八大建筑央企新签订单增速触底回升。

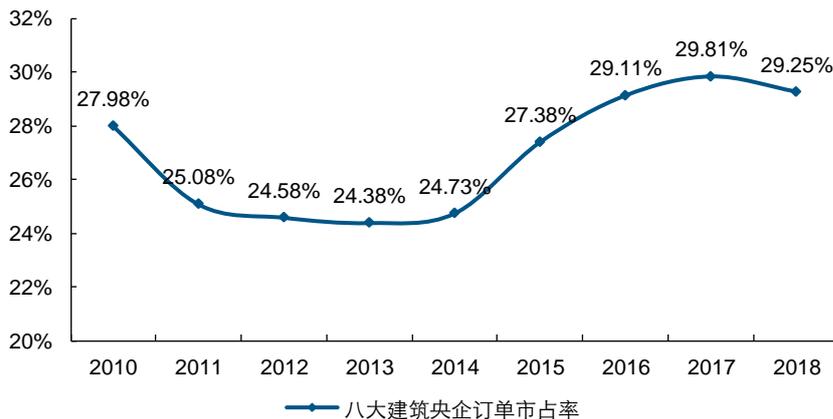
图 76：八大建筑央企季度新签合同额增速震荡筑底



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

建筑行业集中度提升。2013 年以来，建筑行业龙头优势越来越明显，市场占有率逐步提高，行业集中度持续提升。八大建筑央企新签订单市场占有率从 2013 年的 24.38% 提升至 2018 年的 29.25%。随着固定资产投资增速放缓及资金成本提升，行业竞争越发激烈，龙头企业在资质、品牌、资金等方面竞争优势明显，行业集中度或将进一步提升。

图 77：八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升

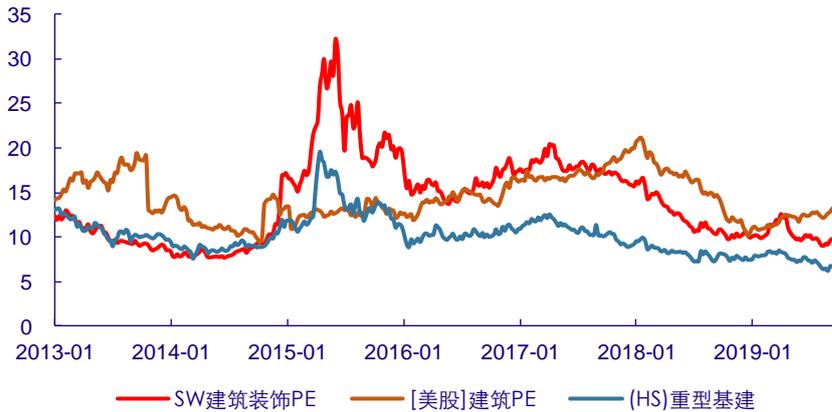


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）建筑行业估值处于较低水平

横向来看，目前我国建筑上市企业估值和国际成熟市场建筑行业估值水平相当，比美股建筑企业估值略低，比港股基建企业估值高。截至 2019 年 9 月 30 日，我国主要建筑企业的整体市盈率为 9.23 倍，美股主要建筑企业的市盈率为 13.20 倍，港股重型基建企业的市盈率为 6.32 倍。纵向来看，目前我国建筑行业的市盈率处于历史中低位，尚有提升空间。

图 78：我国建筑企业的估值和海外建筑企业估值对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

建筑行业收益表现较差。从估值溢价来看，目前我国建筑行业对全部 A 股的估值溢价水平为负值。纵向来看，建筑行业对全部 A 股的估值溢价大部分时间为负值。

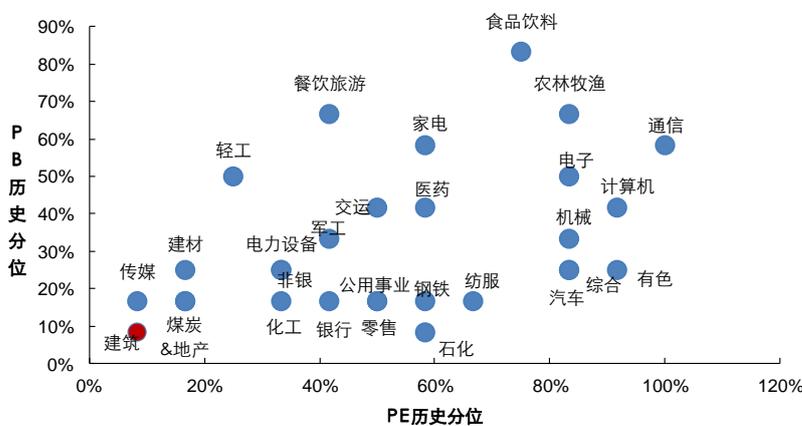
图 79：建筑主要上市企业对全部 A 股的估值溢价



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从各行业 PE、PB 的历史分位分布来看，建筑位于第一象限的左下角。2008 年至今，建筑行业当前（9 月 30 日）PE、PB 历史分位分别为 8.33%、8.33%，均处于历史较低水平。

图 80：A 股细分行业 PE 和 PB 历史分位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从细分板块估值来看，基建和专业工程估值历史分位较低，均为 11.11%。

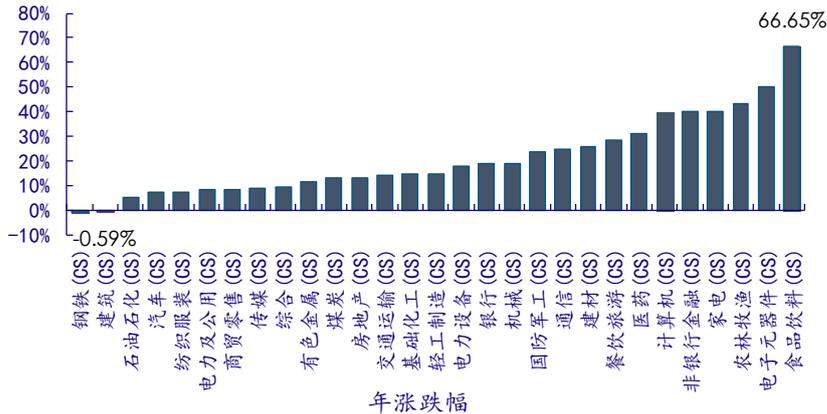
图 81：年初至今建筑细分行业估值及历史分位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

年初至今（9 月 30 日），建筑行业涨幅-0.59%，排名倒数第二，仅仅高于钢铁。同期上证综指涨 16.49%，沪深 300 涨 26.70%，建筑行业表现相对较差。

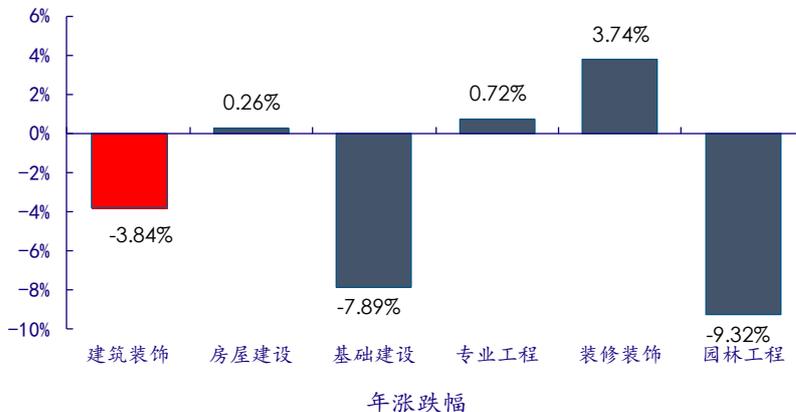
图 82：年初至今建筑行业涨幅倒数第二



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从建筑 (SW) 指数来看，建筑细分子行业中装修装饰、专业工程涨幅较大，年初至今分别上涨 3.74%、0.72%。基建板块年初至今下跌 7.89%，园林工程下跌 9.32%。

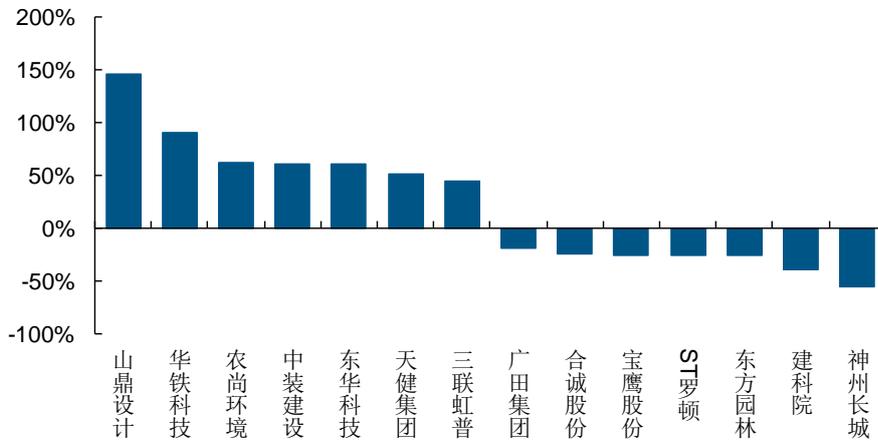
图 83：年初至今建筑细分行业涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从个股来看，年初至今山鼎设计、华铁科技、农尚环境等涨幅较大，神州长城、建科院、东方园林等跌幅较大。

图 84：年初至今建筑个股涨跌幅榜



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、投资建议

固定资产投资增速放缓，进出口贸易处于下行区间，消费有望受益减税降费而回升，宏观经济有一定下行压力。2019 年至今，固定资产投资增速同比有所放缓。2018 年中美贸易磋商以来，出口承压。2019 年 1-8 月我国限额零售品消费增速为 4.1%，增速环比降低 0.3pct。受益于减税降费政策，消费增速有望触底回升。中央政治局会议指出要深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求，有效启动农村市场，多用改革办法扩大消费。未来消费对 GDP 的贡献有望进一步提升。

流动性有望维持合理充裕，货币政策趋于乐观。2019 年以来，M1 增速回升。M2 增速企稳，有望触底回升。产业债信用利差有所收窄。值得关注的是美联储 9 月第二次降息。今年以来，中国、俄罗斯、澳大利亚、印度等国家均有不同程度的降息或降准。全球货币政策整体偏鸽派，利率趋于下行。

不将房地产作为短期刺激经济的手段，基建投资重要性或提升，建筑行业有望迎来业绩和估值双升。从订单看，建筑行业新签订单增速有望触底回升。从估值看，建筑行业 2019 年至今涨幅倒数第一，PE 和 PB 处于历史中低位，具有较强的安全边际。中央政治局会议指出经济下行压力大，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，不将房地产作为短期刺激经济的手段，未来基建投资的重要性或得到提升。逆周期调节的基建和货币政策确定性高，产业链个股受益。

“交通强国”有望使基建产业链受益。9 月 19 日，国务院印发了《交通强国建设纲要》（以下简称《纲要》），《纲要》提出到 2035 年，基本形成“全国 123 出行交通圈”（都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖）和“全球 123 快货物流圈”（国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达）。《纲要》指出要建设现代化高质量综合立体交通网络，强化西部地区补短板，推进东北地区提质改造，推动中部地区大通道大枢纽建设，加速东部地区优化升级。若《纲要》顺利落实，交通基建产业链有望受益。

（一）核心逻辑

1、基建投资仍是逆周期调节较为可靠选择

如前所述，我国经济有一定下行压力，基建投资是较为可靠的逆周期调节手段，基建能在改善民生的同时托底经济发展。从去年下半年以来，基建投资增速持续触底回升，2019 年我国基建投资增速有望保持在中速增速水平。9 月 19 日，国务院印发了《交通强国建设纲要》，

交通基建产业链有望受益。2013-2017年，广义基建投资增速在14%-26%之间，属于较快增速水平。2019年广义基建投资增速有望介于5%-9%之间。基建细分领域的铁路增速持续回升，生态环保投资持续高增长。此外，建筑行业的集中度在提升，龙头企业在资质、品牌、资金等方面竞争优势明显，集中度或将进一步提升。建议关注基建施工央企**中国铁建(601186.SH)**、**中国交建(601800.SH)**、**中国中铁(601390.SH)**、**中国建筑(601668.SH)**、**中国中冶(601618.SH)**、**中国电建(601669.SH)**、**葛洲坝(600068.SH)**等。此外亦可关注地方基建国企如**隧道股份(600820.SH)**、**安徽水利(600502.SH)**、**四川路桥(600039.SH)**、**山东路桥(000498.SZ)**、**粤水电(002060.SZ)**等。施工未启，设计先行。建议关注基建设计企业中**中设集团(603018.SH)**、**中衡设计(603017.SH)**、**同济科技(600846.SH)**、**华建集团(600629.SH)**等。

2、货币政策也是逆周期调节的较好手段

货币政策也是逆周期调节的较好选择。9月美联储第二次降息，全球或开启货币宽松浪潮。我国央行领导指出货币政策有一定空间，下半年M1和M2有望回升。若M1持续回升，则房地产销售面积增速有望触底回升。建议关注**金螳螂(002081.SZ)**、**全筑股份(603030.SH)**、**广田集团(002482.SZ)**、**亚厦股份(002375.SZ)**等。长三角一体化或将使辖区房建企业受益，中长期建议关注**上海建工(600170.SH)**、**隧道股份(600820.SH)**、**浦东建设(600284.SH)**、**龙元建设(600491.SH)**等。

3、专业工程或存在主题投资机会

中国制造2025或带动制造业升级，我国芯片自主研发有望加速，建议关注洁净室工程相关标的。若原油价格为何合理区间，则**化建工程企业盈利改善，长期景气度或提升**。中长期建议关注**中国化学(601117.SH)**等。人民币贬值使国际工程企业产生汇兑收益，“一带一路”倡议也有利于国际工程企业，建议关注相关企业。垃圾分类兴起，生态环保投资高增长。建议关注**葛洲坝(600068.SH)**等。核电重启，核电建设行业景气度提升，建议关注**中国核建(601611.SH)**等。

(二) 重点公司估值一览

建筑行业重点推荐上市公司估值如下表所示：

表3：重点公司估值一览

证券代码	证券简称	EPS/ (元/股)		PE	
		2018	2019 (E)	2018	2019 (E)
601668.SH	中国建筑	0.91	1.01	6.26	5.39
601186.SH	中国铁建	1.32	1.51	8.23	6.26
601390.SH	中国中铁	0.75	0.80	9.28	7.52
601800.SH	中国交建	1.22	1.36	9.25	7.43
600068.SH	葛洲坝	1.01	1.12	6.25	5.19
601669.SH	中国电建	0.50	0.56	9.66	8.28
601618.SH	中国中冶	0.31	0.35	10.12	7.96
601117.SH	中国化学	0.39	0.52	13.69	11.24
600170.SH	上海建工	0.31	0.39	9.71	8.72
600820.SH	隧道股份	0.63	0.70	9.95	8.42
002081.SZ	金螳螂	0.79	0.92	10.08	9.90
603018.SH	中设集团	1.26	1.08	13.80	10.79

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(三) 风险提示

- 1、固定资产投资下滑的风险。
- 2、应收账款回收不及预期的风险。
- 3、贸易磋商不及预期的风险。

插图目录

图 1: GDP 增速和固定资产投资增速对比	2
图 2: 建筑业总产值增速和固定资产投资增速高度相关	2
图 3: 我国进出口增速有望筑底	3
图 4: 美国 10 年期国债收益率和 3 月期国债收益率倒挂	3
图 5: 6 大发电集团耗煤量当月同比	4
图 6: 全社会用电量同比增速	4
图 7: 社会消费品零售总额增速	5
图 8: 我国规模以上工业企业营业收入和净利润增速	5
图 9: 我国三大需求对 GDP 累计同比贡献率	6
图 10: 全球主要经济体制造业景气度	6
图 11: 社会融资规模增速	7
图 12: M1 增速低位震荡	7
图 13: M2 增速低位企稳	7
图 14: 10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率	8
图 15: 10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率差值	8
图 16: 产业债信用利差收窄	8
图 17: 美联储加息点阵图	9
图 18: 原油价格有所下跌	10
图 19: API 原油库存下降	10
图 20: 基本金属期货收盘价下行	10
图 21: 四种基本金属现货收盘价	10
图 22: 伦敦黄金和白银现货价格	10
图 23: 铅、镍库容量下降	11
图 24: 铝库容量大幅上升	11
图 25: 秦皇岛动力煤价格筑底	11
图 26: CCTD 主流港口煤炭库存高位回调	11
图 27: 螺纹钢 (HRB400φ16-25mm) 价格一览	11
图 28: 中国玻璃价格指数	11
图 29: 全国高炉开工率	12
图 30: 全国水泥价格指数	12
图 31: 化工品价格有所下跌	12
图 32: 乘用车销量增速持续放缓	13
图 33: 挖掘机销量增速下行	13
图 34: 集成电路产业销售额增速有所回升	13
图 35: BDI 指数高位回落	13
图 36: SCFI 指数有所下降	13
图 37: 全球智能手机出货量持续下行	14
图 38: 中国智能手机出货量增速降幅收窄	14
图 39: 家电及音像器材销售增速放缓	14
图 40: 空调销量增速持续放缓	14
图 41: 高档白酒价格稳中有升	14
图 42: 啤酒价格稳中有升	14
图 43: 中低档葡萄酒价格高位回调	15
图 44: 香烟价格有所下降	15
图 45: 棉花现货价格	15
图 46: 棉花期货结算价	15
图 47: 猪肉价格高位调整	16

图 48: 鸡肉价格持续上行	16
图 49: 电影票房收入增速	16
图 50: 电影观影人次增速	16
图 51: 彩票销售额增速持续下行	16
图 52: 商品房销售面积增速持续下行	17
图 53: 建筑行业三级子行业所处生命和周期阶段	17
图 54: 建筑行业波特五力分析	18
图 55: 2018 年建筑行业 ROE 同比下降	18
图 56: 2018 年建筑行业总资产周转率同比下降	18
图 57: 2018 年建筑行业资产负债率同比有所下降	19
图 58: 2018 年建筑行业权益乘数同比有所减小	19
图 59: 建筑行业资产负债率较高	19
图 60: 建筑 2018 年经营活动产生的现金流净额/营业收入下降	20
图 61: 建筑行业应收账款周转率呈下降趋势	20
图 62: 建筑行业应收账款占比上升	20
图 63: 中国城市化率或迎来拐点	21
图 64: 15-64 岁人口占比降低	21
图 65: 65 岁以上人口占比逐渐提高	21
图 66: 固定资产投资增速有望触底回升	22
图 67: 广义基建投资同比触底回升	23
图 68: 基建投资三大细分领域	23
图 69: 景气度有望向好的基建细分领域	23
图 70: 商品房销售面积增速与 M1 增速高度相关	24
图 71: 300 城住宅类成交土地规划面积增速	24
图 72: 住宅新开工和房屋竣工面积增速	24
图 73: 土地购置费高增长支撑房地产投资较快增长	24
图 74: 建筑业新签合同额呈放缓趋势	25
图 75: 八大建筑央企新签合同额增速或已筑底	25
图 76: 八大建筑央企季度新签合同额增速震荡筑底	26
图 77: 八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升	26
图 78: 我国建筑企业的估值和海外建筑企业估值对比	27
图 79: 建筑主要上市企业对全部 A 股的估值溢价	27
图 80: A 股细分行业 PE 和 PB 历史分位	27
图 81: 年初至今建筑细分行业估值及历史分位	28
图 82: 年初至今建筑行业涨幅倒数第二	28
图 83: 年初至今建筑细分行业涨跌幅	28
图 84: 年初至今建筑个股涨跌幅榜	29

表格目录

表 1: 全球经济体货币政策	9
表 2: 建筑业发展的主要问题	19
表 3: 重点公司估值一览	30

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

龙天光，中国银河证券建筑、通信行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963

上海地区：何婷婷 021-20252612

北京地区：耿尤繇 010-66568479

cuixianglan@chinastock.com.cn

hetingting@chinastock.com.cn

gengyouyou@chinastock.com.cn