

建筑装饰行业月度分析报告

8月基建投资增速创新高，9月初国常会加码专项债

核心观点：

● 9月SW建筑板块跑输大盘，水利建设及钢结构涨幅最大

9月建筑装饰指数上升0.49%，跑输沪深300指数0.10个百分点。子板块方面，水利建设涨幅最大(4.48%)，国际工程承包跌幅最大(-1.33%)。截止9月底，建筑板块PE(TTM,整体法)约9.7倍，PB(LF)约0.98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。

● 8月基建增速创新高，铁路公路增速高，建筑新订单PMI提升

基建产业链：1-8月狭义/广义基建投资同比分别增长4.2%/3.2%，增速较1-7月提升0.4pct/0.3pct；8月单月狭义/广义基建投资同比分别增长6.71%/4.91%，增速较7月提升4.5pct/2.2pct。8月基建投资稳步回升，单月增速创18年4月以来新高，预计主因去年同期基数及融资改善影响，专项债新规对基建的拉动效应也在逐渐显现。19年以来铁路/道路投资较为强劲，预计主要由于中央财政支持及重点项目开工建设。此外，国务院金融委第八次会议表示，“发挥好政策性金融机构在经济转型升级和高质量发展中的逆周期调节作用”；9月25日，央行货币政策委员会三季度例会对逆周期调节的表述从二季度“适时适度实施逆周期调节”调整为“加大逆周期调节力度”；中共中央、国务院印发了《交通强国建设纲要》，彰显交通建设战略重要性，逆周期调节政策进一步加码。9月建筑业PMI环比回落3.6pct至57.6%，仍位于较高景气区间；而建筑业新订单指数则提升1.2pct至55.1%，表明建筑业需求仍继续增长。

地产产业链：1-8月地产开发投资增速10.5%，地产投资仍维持高位，预计主要由建安投资和土地购置共同驱动；其中，8月竣工增速为2.8%，为19年以来首次单月增速转正，且已连续3个月增速提升。

● 9月初国常会要求加快发行使用地方专项债，2020年新增额度允许提前下达

根据中国人民银行数据，8月社融规模增量为1.98万亿，前值1.01万亿，同比多增376亿元，社融改善主要由于委托贷款少减及票据多增，而专项债规模有所回落；其中8月新增信贷1.21万亿，前值1.06万亿，同比少增665亿元，信贷稳健主因居民短贷、票据回落而企业贷款回升。8月新增地方专项债3213亿，同比少增893亿，19年专项债发行接近尾声，发行规模有所回落。8月社融及新增信贷总体保持稳健，企业贷款增加表明实体需求有所改善，而专项债发行有所回落，我们观测近期AA级建筑产业债信用利差有所上行。9月国常会要求加快发行使用地方专项债，确定加快地方政府专项债券发行使用的措施，预计专项债发行时点或将提前，一方面有利于社融保持稳健，另一方面也表明基建稳增长重要性提升。

● 行业观点及重点公司

历史上看，2008-2018年建筑装饰板块10月平均收益2.1%，10年中跑赢大盘8次，跑赢大盘8次的平均超额收益为2.8%，跑输大盘2次的平均超额收益为-6.5%。铁路建设板块表现最好，平均收益8.5%，而其他基础设施建设板块表现较差，平均收益为-0.8%。历年四季度表现最好的板块是房建和基建，主要因为房建与基建企业主要在四季度进行回款和确认收入加快。

公司方面，我们延续前期观点，外部风险事件仍多，建筑板块低估值优势明显，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(如苏交科/中设集团等)；2)低估值基建央企(如中国铁建/中国中铁/中国交建等)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

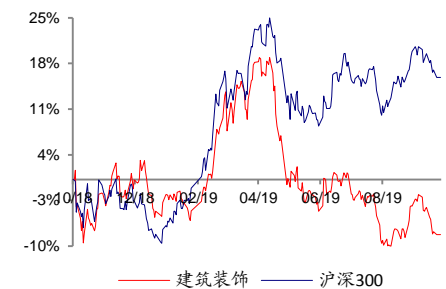
前次评级

买入

报告日期

2019-10-09

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：

建筑装饰行业周报:建筑新订单指数回升，财政发力有助

基建回暖

建筑装饰行业周报:央行会议

定调逆周期调节加码，发改委审批提速叠加地方项目发力助Q4基建回暖

建筑装饰行业周报:基建投资

稳步回升，纲领性文件释放中长期交通基建需求，继续关注检测设计龙头

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	24.29	2019/10/7	买入	25.00	0.74	0.90	32.82	26.99	23.58	18.50	16.39	16.46
中设集团	603018.SH	CNY	11.84	2019/8/13	买入	16.00	1.07	1.32	11.10	8.98	4.96	3.67	16.19	16.67
苏文科	300284.SZ	CNY	8.87	2019/7/29	买入	11.20	0.80	0.96	11.15	9.24	5.82	4.64	14.98	15.26
上海建工	600170.SH	CNY	3.36	2019/8/31	买入	4.40	0.36	0.41	9.25	8.19	2.36	1.23	9.59	9.77
金螳螂	002081.SZ	CNY	9.09	2019/8/21	买入	12.20	0.91	1.03	9.96	8.81	7.81	6.60	15.94	14.55
中国铁建	601186.SH	CNY	9.63	2019/9/1	买入	13.50	1.51	1.66	6.37	5.79	3.73	3.82	10.75	10.58

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、9月SW建筑板块跑输大盘，水利建设及钢结构涨幅最大.....	6
二、8月基建投资增速创近期新高，9月建筑PMI仍处较高景气区间.....	8
19年1-8月基建投资同比增长4.2%，投资增速创近期新高.....	8
19年1-8月制造业投资同比增长2.6%，9月制造业PMI仍位于荣枯线以下.....	11
19年1-8月房地产开发投资同比增长10.5%，后期竣工增速有望回暖.....	12
9月建筑PMI仍处较高景气区间，新订单指数回升表明需求持续增长.....	14
三、国常会要求加快发行使用地方专项债，2020年新增额度允许提前下达.....	16
信用与融资：企业中长贷回升或反映基建及制造业需求释放，专项债发行接近尾声 规模有所回落，关注后续政策推进。.....	16
成本端：水泥价格略有上升，钢铁价格保持平稳.....	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: 9 月主题板块涨幅	6
图 3: 9 月 SW 一级子板块涨幅	6
图 4: 9 月 SW 建筑装饰三级子板块涨幅	7
图 5: 各板块 PE (TTM, 整体法) 估值情况 (2019/9/30) (单位: 倍)	7
图 6: 各板块 PB (LF) 估值情况 (2019/9/30) (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 10 月各子板块平均收益情况 (2010 年-2018 年)	22
表 1: 历年 Q4 SW 建筑子板块及各细分子板块市场表现情况	23

一、9月 SW 建筑板块跑输大盘，水利建设及钢结构涨幅最大

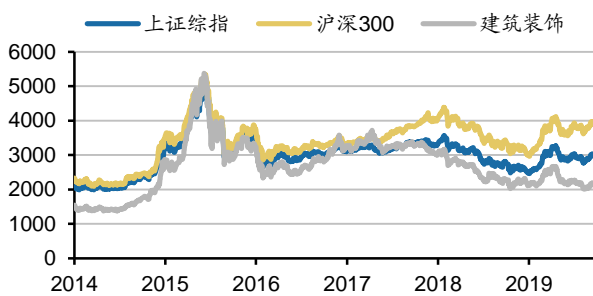
19年9月建筑装饰指数上升0.49%，跑输沪深300指数0.10个百分点。

子板块方面：水利建设涨幅最大(4.48%)，国际工程承包跌幅最大(-1.33%)；

主题方面：长三角一体化涨幅最大(1.38%)，京津冀一体化跌幅最大(-2.05%)。

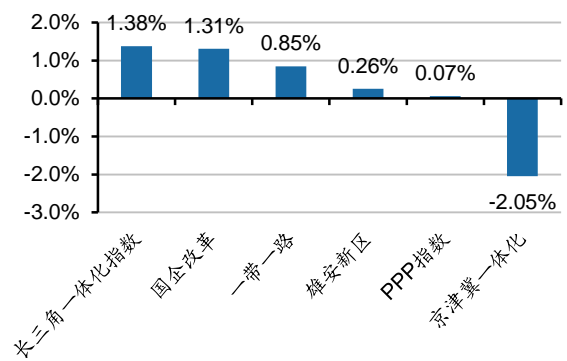
板块估值：截止9月底，建筑板块的PE（TTM，整体法）约9.7倍，仅高于钢铁、煤炭开采、房地产、银行，低于其他各行业；PB（LF）约0.98倍，仅高于钢铁、银行，低于其他各行业。目前板块PE，PB仍为历史底部水平。建筑板块目前处于低涨幅、低估值、低基金持仓的“三低”状态。

图 1：SW建筑装饰板块及沪深300、上证综指走势图



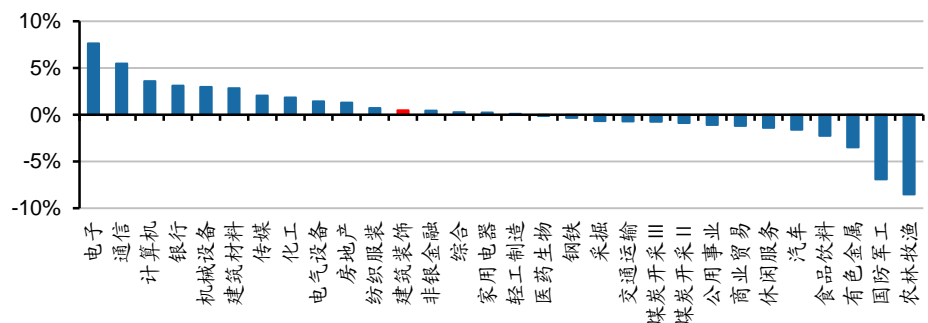
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2：9月主题板块涨幅



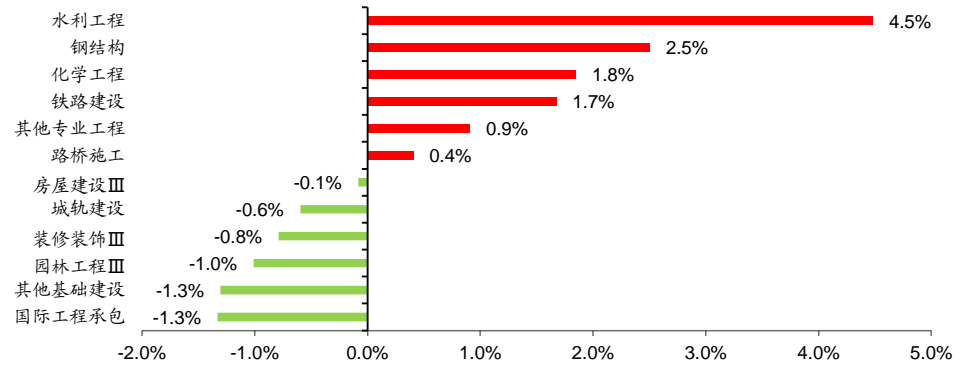
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 3：9月SW一级子板块涨幅



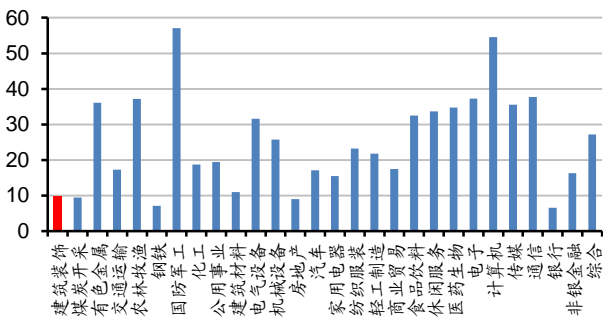
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 4: 9月SW建筑装饰三级子板块涨幅



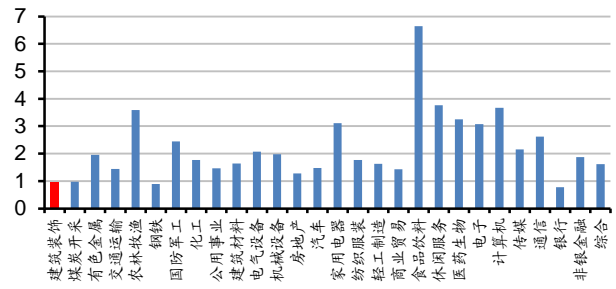
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 5: 各板块PE (TTM, 整体法) 估值情况 (2019/9/30) (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 (2019/9/30) (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)

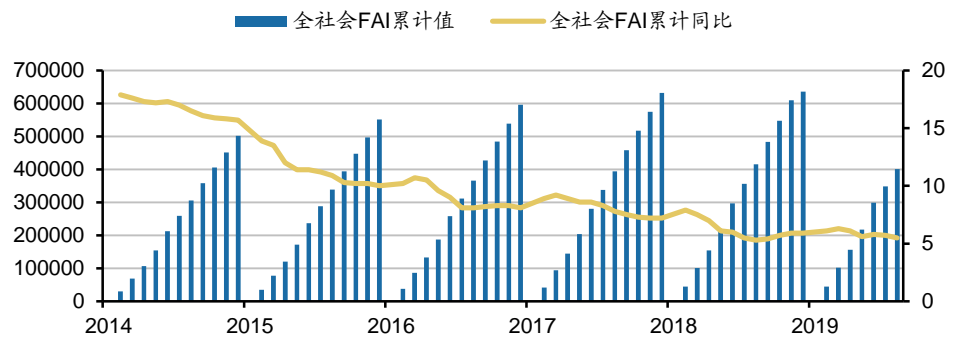


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

二、8月基建投资增速创近期新高，9月建筑PMI仍处较高景气区间

根据国家统计局数据，2019年1-8月份全国固定资产投资累计40.06万亿元，累计同比增长5.5%，增速较1-7月累计增速下降0.2pct。

图 9：全社会固定资产投资累计值（左轴）及其同比（右轴）



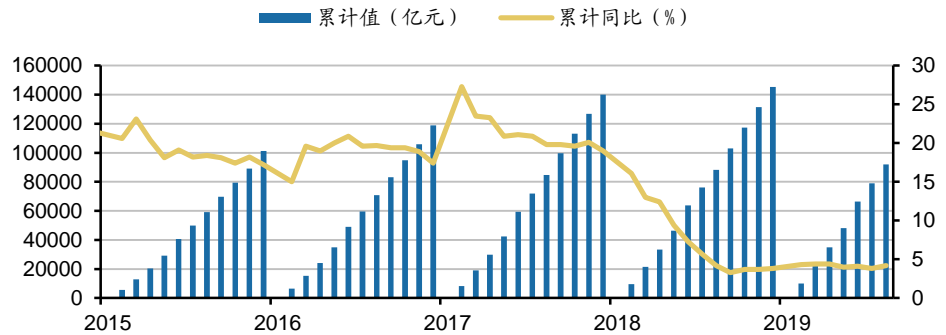
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

19年1-8月基建投资同比增长4.2%，投资增速创近期新高

其中，19年1-8月狭义基建投资同比增长4.2%，增速较1-7月上升0.4pct；而19年1-8月广义基建投资较上年同期增长3.19%，较1-7月增速上升0.28pct，8月基建投资有所上升，细分板块看：

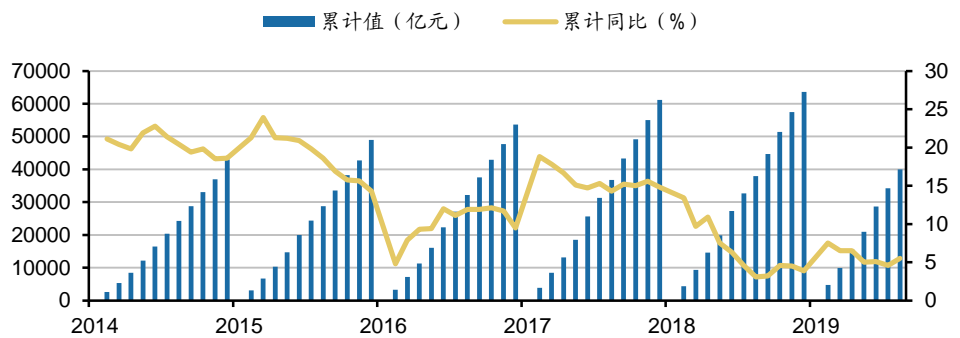
- 交通运输、仓储和邮政业：19年1-8月累计同比为5.5%，较1-7月累计同比上升0.9pct。进一步细分来看，19年1-8月道路运输业基础建设投资累计同比+7.7%，较1-7月累计同比增速上升0.8pct；19年1-8月铁路运输固定资产投资累计同比为+11.0%，较1-7月累计同比增速下降1.7pct；19年1-8月航空运输固定资产投资累计同比为-12.2%，与1-7月累计同比相比没有发生变化。
- 电力、热力、燃气及水的生产和供应业：19年1-8月累计同比为0.4%，较1-7月月累计同比增速上升0.4pct。
- 水利、环境和公共设施管理业：19年1-8月累计同比为+2.4%，较1-7月累计同比增速下降0.2pct；

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)



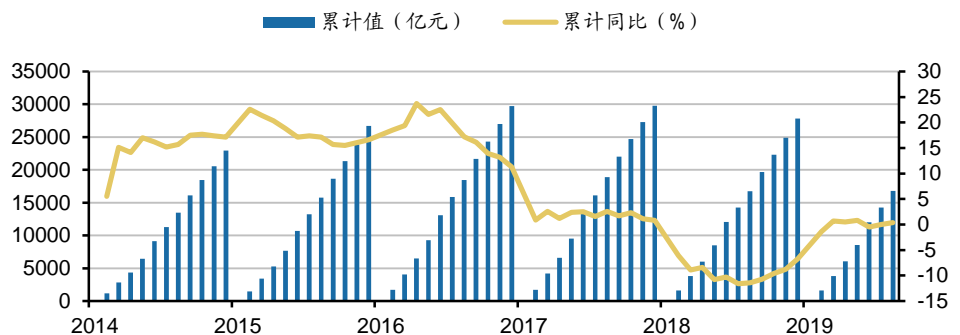
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



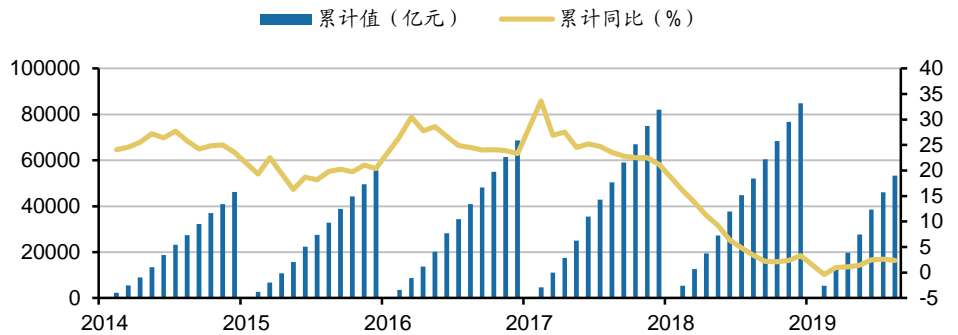
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



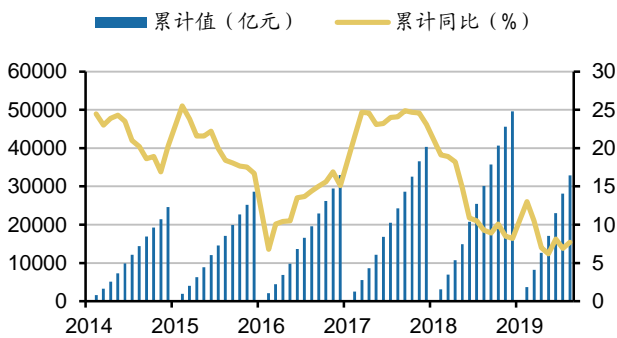
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



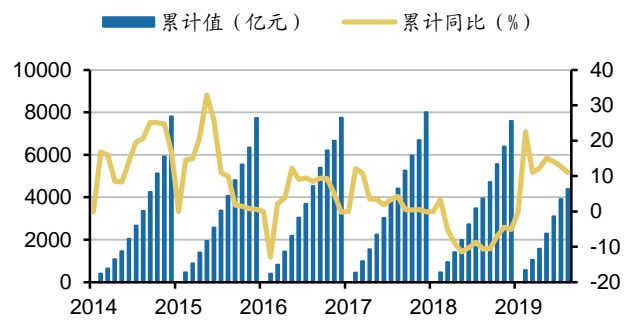
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 14: 道路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



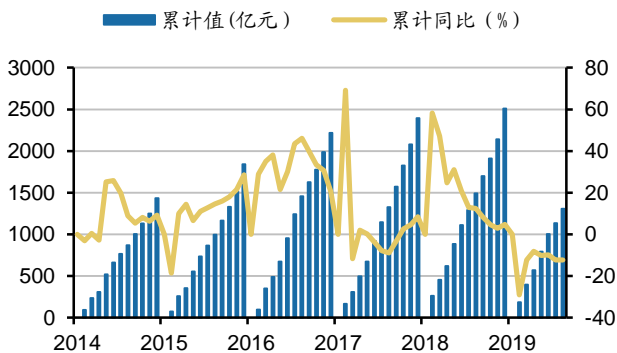
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 15: 铁路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



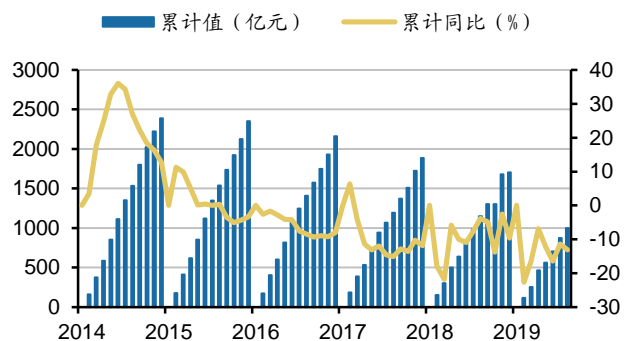
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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

国务院总理李克强9月4日主持召开国务院常务会议，部署精准施策加大力度做好“六稳”工作；确定加快地方政府专项债券发行使用的措施，带动有效投资支持补短板扩内需。明确提出今年限额内地方政府专项债券要确保9月底前全部发行完毕，10月底前全部拨付到项目上，虽然9月剩余未发行专项债金额较少，但是预计前期未完全落地资金有望加速拨付至项目，带动基建投资增速提升。此外，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，并扩大使用范围，同时专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。

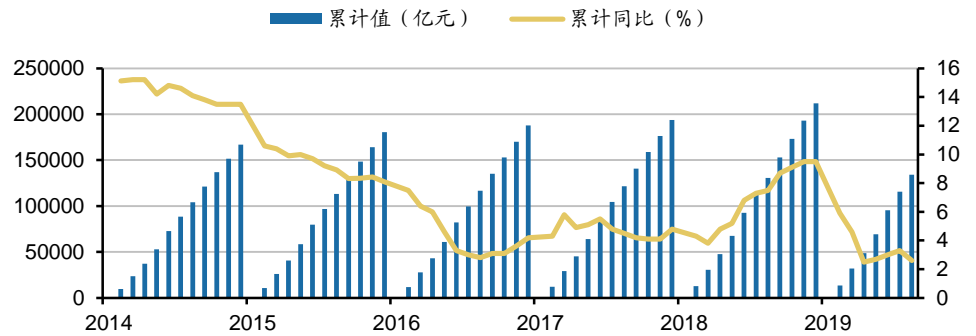
9月27日，国务院金融委第八次会议表示，“发挥好政策性金融机构在经济转型升级和高质量发展中的逆周期调节作用”；9月25日，央行货币政策委员会三季度例会表示“经济下行压力加大”，同时对逆周期调节的表述从二季度“适时适度实施逆周期调节”调整为“加大逆周期调节力度”；预计四季度政策导向全面转向稳增长目标，逆周期调节力度有望加大。货币政策委员会会议同时强调“下大力气疏通货币政策传导，坚持用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低”，国务院金融委第八次会议要求“研究深化金融体制改革、增强金融服务实体经济能力”，预计后期或有更多宽松政策出台。建筑业为融资密集型行业，资金成本下降将缓解建筑企业融资及经营压力，而宽信用逐步落实将利好基建投资回暖。此外，9月19日，中共中央、国务院印发了《交通强国建设纲要》，《纲要》彰显交通建设战略重要性，逆周期调节政策进一步加码。

19年1-8月制造业投资同比增长2.6%，9月制造业PMI仍位于荣枯线以下

根据国家统计局数据，19年1-8月制造业固定资产投资累计同比为+2.6%。较1-7月累计同比增速下降0.7pct。其中，19年1-8月化学原料及化学制品制造业累计投资同比增速为7.9%，较1-7月累计同比增速下降1.5pct。

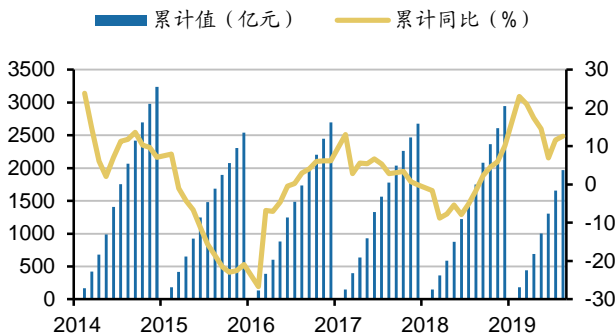
9月中采制造业PMI较上月回升0.3pct至49.8%，景气水平略有上升，但连续5月处于收缩区间；PMI分项中5个分类指数均出现回升，其中新订单指数上升0.8pct至50.5%，重回扩张区间，表明需求端边际改善。9月进口指数上升0.4pct至47.1%，而新出口订单指数上升1pct至48.2%，两者仍位于收缩区间，且进口指数升幅低于出口，表明内需下行压力仍大于外需。5-9月PMI持续低位表明经济下行压力客观存在，节后中美将进行经贸磋商，外部环境仍存反复可能，目前内外需均存不确定性，而政治局会议不将地产作为短期经济刺激手段，提振基建比放松地产更符合目前政策取向。基建稳经济、稳就业重要性明显，若短期经济下行压力加大，基建稳增长预期有望持续升温。

图 18: 制造业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



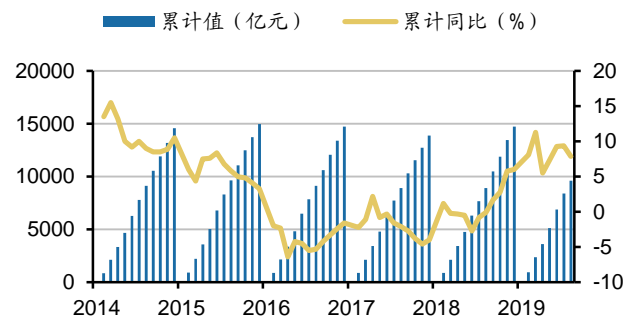
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 19: 石油加工、焦炼及核燃料加工业投资情况



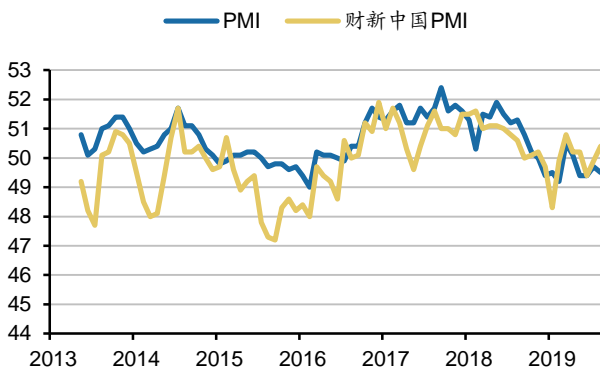
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 20: 化学原料及化学制品制造业投资情况



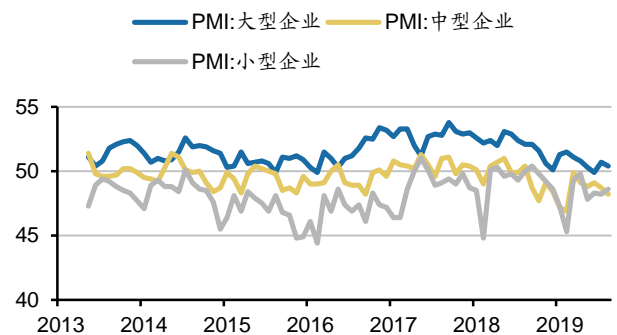
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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: %)

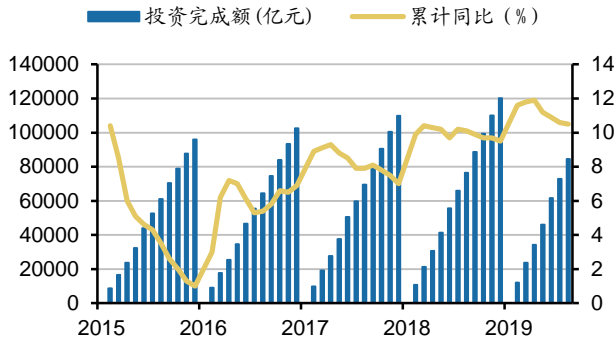


数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

19 年 1-8 月房地产开发投资同比增长 10.5%，后期竣工增速有望回暖

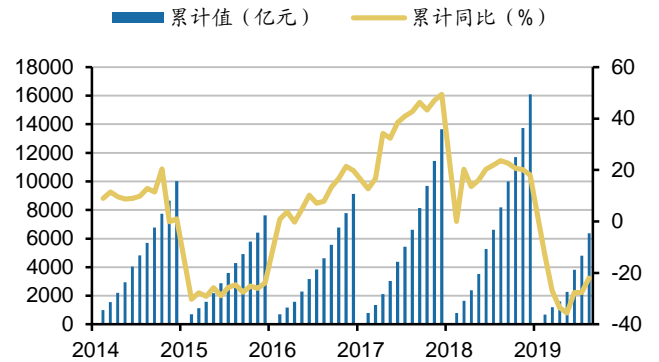
根据国家统计局数据统计，19 年 1-8 月房地产开发投资同比增长 10.5%，增速较 1-7 月份下降 0.1pct，继续保持在高位区间。土地交易价款方面，19 年 1-8 月土地交易价款累计达 6373.97 亿元，累计同比下降 22%，较 1-7 月累计同比上升 5.6pct。

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)

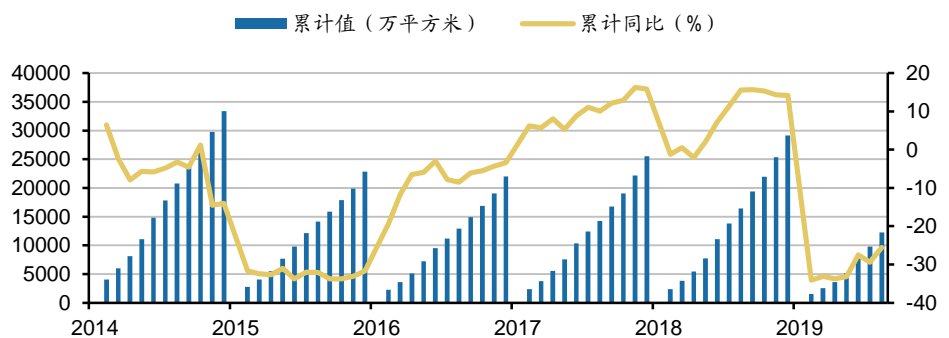


数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

19年1-8月房屋销售、新开工、施工、竣工面积同比分别变动-0.6%/8.9%/8.8%/-10%，增速较1-7月分别变动0.7/-0.6/-0.2/1.3pct。19年1-8月销售面积增速为正，新开工增速略有下滑，房屋施工节奏变慢，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。

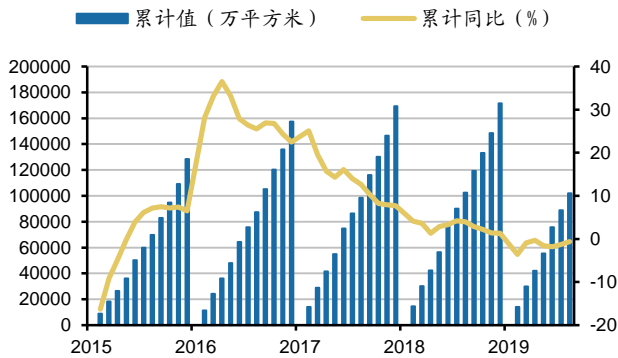
此外，中央政治局会议提到：坚持房住不炒，强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。会议坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，同时专门提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。我们认为会议对地产调控的表态符合预期，预计短期内政府也不会通过拉动地产来对冲经济下行。

图 25: 全国土地购置面积 (左轴) 及同比 (右轴)



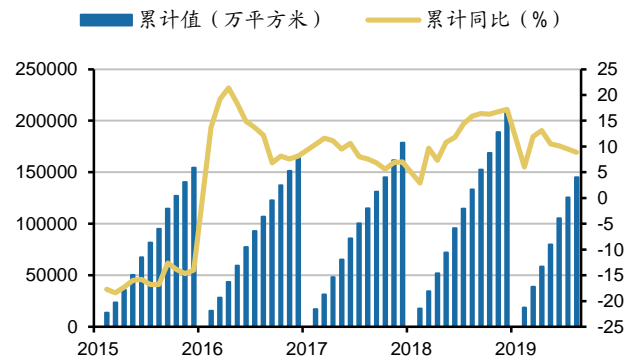
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 26: 全国商品房销售面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



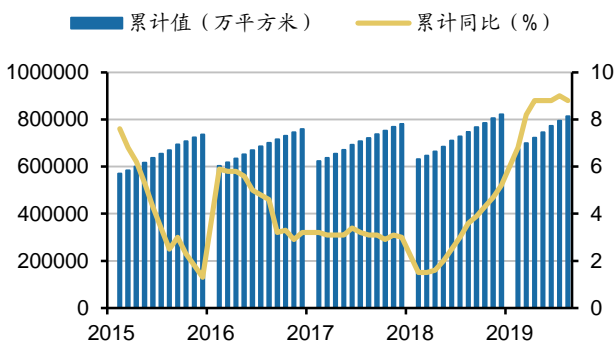
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 27: 全国房屋新开工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



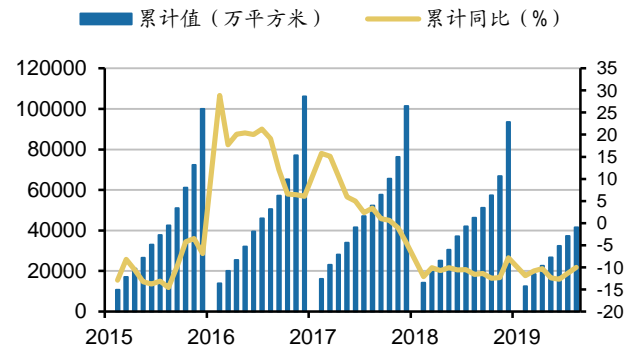
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



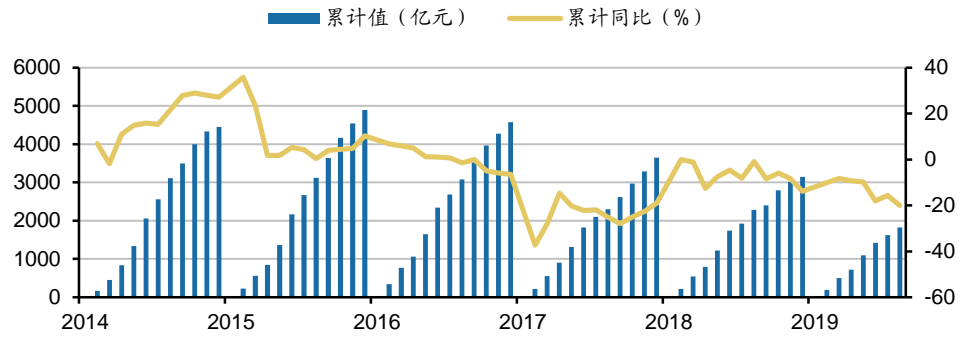
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

9月建筑 PMI 仍处较高景气区间, 新订单指数回升表明需求持续增长

9月建筑业PMI环比大幅下降3.6pct至57.6%, 9月建筑业PMI环比回落3.6 pct至57.6%, 仍位于较高景气区间; 而建筑业新订单指数则提升1.2 pct至55.1%, 表明建筑业需求仍继续增长。

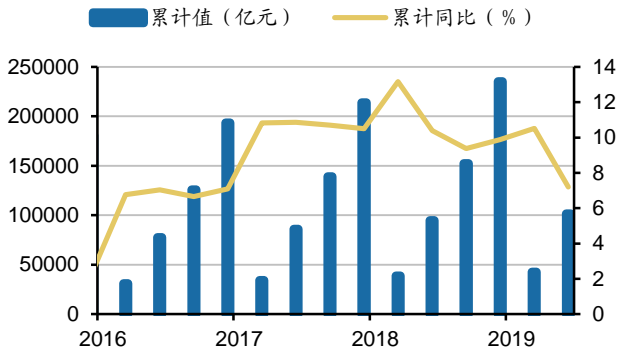
另外, 19年上半年建筑业总产值累计达101616.1亿元, 同比增长7.2%。其中, 建筑工程总产值累计达89505.2亿元, 同比增长6.98%; 安装工程总产值累计达8692.6亿元, 同比增长9.13%; 竣工总产值累计达41263.7亿元, 同比增长2.73%。

图 30: 建筑业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



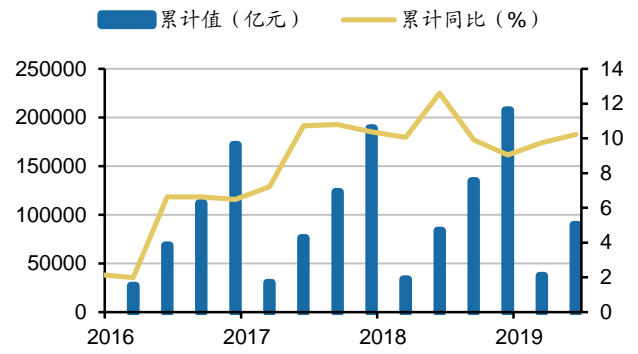
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 31: 建筑业总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



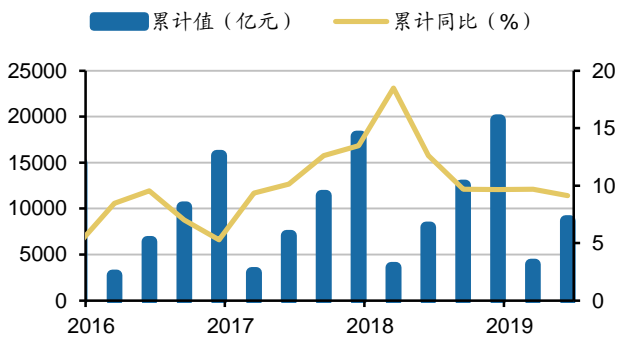
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 32: 建筑工程总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



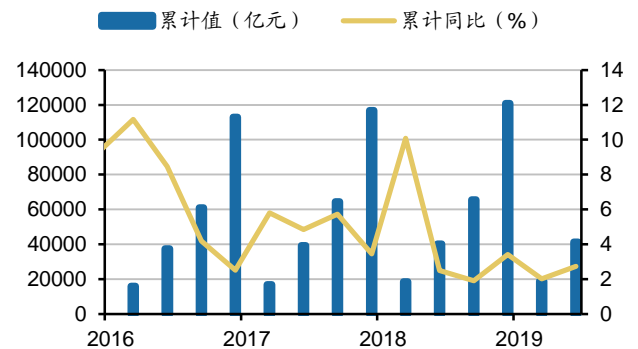
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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、国常会要求加快发行使用地方专项债，2020 年新增额度允许提前下达

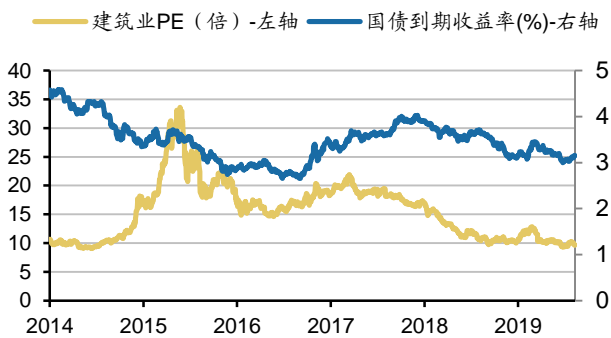
信用与融资：企业中长贷回升或反映基建及制造业需求释放，专项债发行临近尾声规模有所回落，关注后续政策推进。

根据中国人民银行数据，8月社融规模增量为1.98万亿，前值1.01万亿，同比多增376亿元，社融改善主要由于委托贷款少减及票据多增，而专项债规模有所回落；其中8月新增信贷1.21万亿，前值1.06万亿，同比少增665亿元，信贷稳健主因居民短贷、票据回落而企业贷款回升。

从信贷结构上看，8月企业中长期贷款新增4285亿，同比多增860亿，预计受政策支持实体影响，主要流向基建及制造业；8月居民短贷新增1998亿，同比少增600亿，而居民中长贷新增4540亿，同比基本持平，预计受地产政策收紧及严查消费贷影响，流向地产的信贷有所减少；8月新增地方专项债3213亿，同比少增893亿，19年专项债发行临近尾声，发行规模有所回落。

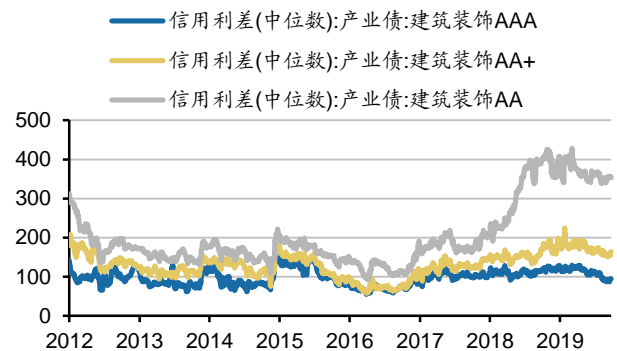
8月社融及新增信贷总体保持稳健，企业贷款增加表明实体需求有所改善，而专项债发行有所回落，我们观测近期AA级建筑产业债信用利差有所上行。9月国常会要求加快发行使用地方专项债，预计专项债发行时点或将提前，一方面有利于社融保持稳健，另一方面也表明基建稳增长重要性提升。

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)

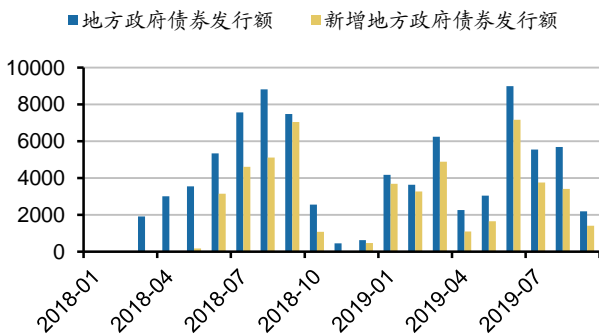


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

1) 截至9月底，全国发行地方政府债券41822亿元，其中新增地方债券30367亿元，占全年新增限额的98.6%，19年新增债券发行基本收官；第一财经消息称部分2020年专项债额度最快有望将在10月份下达；预计地方专项债发行时点或将提前，一方面有利于地方投资连续性，另一方面也表明19年基建稳增长重要性提升。2) 近期发改委要求各地尽快梳理上报专项债项目，9月单月发改委审批核准投资额同比增长130%，1-9月累计投资额同比增长41%，较1-8月明显提升，表明地方投资意愿持续回升，或对19Q4基建投资形成支撑。3) 近期地方基建项目逐步发力：陕西集中研究

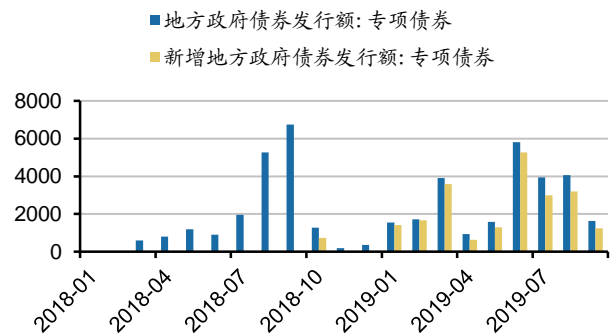
批复一批稳投资交通项目总投资约280亿元；四川集中开工一批总投资超1800亿元交通重大项目；浙江省发布《义甬舟开放大通道建设十大标志性工程》，共计安排230个重大支撑性项目，总投资约14805亿元；此外，国内首单基础设施类REITs产品，中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划成功发行，该模式有望助力企业实现“存量带动增量”的滚动发展模式转型，为后续将基建发力提供资金支持。

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)



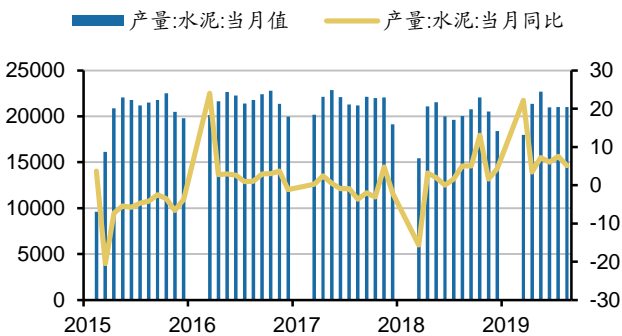
数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

成本端: 水泥价格略有上升, 钢铁价格保持平稳

19年1-8月水泥产量为147275.4万吨,较去年同比增长7%,较1-7月增速下降0.2pct;截止19年9月底,水泥价格指数达到149.91,较8月底上升4.27pct。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9月螺纹钢价格较8月出现了一定程度上升,而中厚板价格则出现了一定程度的下降,目前仍处于相对高位,仍然会给予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)

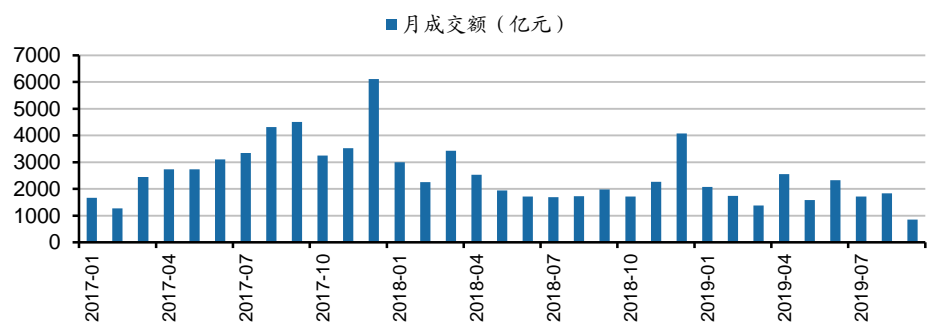


数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

四、PPP 项目落地率持续提升，现已进入平稳期

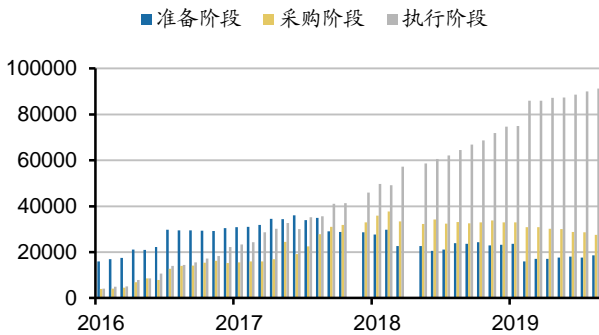
PPP管理库项目经过上半年一系列规范整改，现已进入平稳发展期。根据明树数据统计，2019年7/8/9月单月成交量分别为1719/1830/858亿元，项目成交规模相比18年同期有明显下降。截止9月底，PPP累计成交额前三名的行业为交通运输、市政工程、城镇综合开发，分别成交37163/35648/16394亿元，合计占据总成交额的57.5%。而根据财政部数据，8月准备/采购/执行阶段的项目投资额分别为18665/27512/91210亿元，项目落地率达到65.86%，落地速度继续加快。

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。

➤ 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4542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125948万元。

中国建筑：公司于2018年12月实施了第三期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。

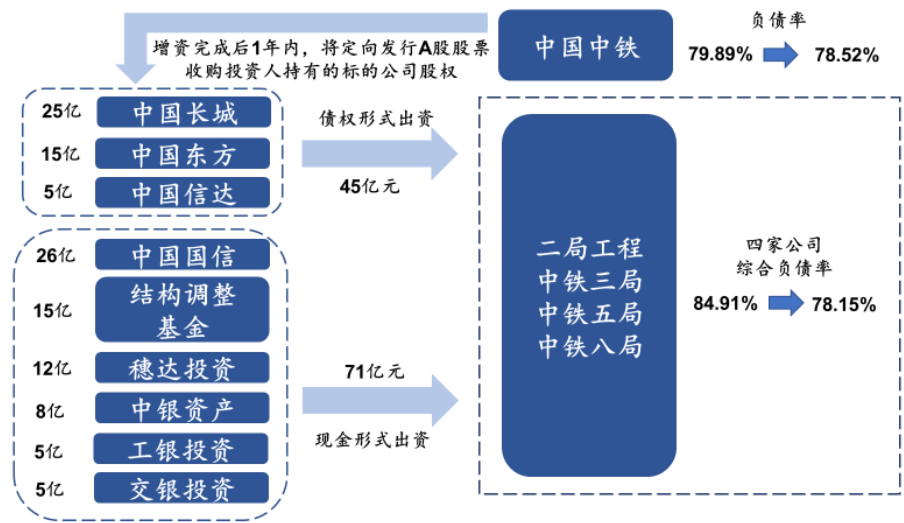
中国电建：2018年12月28日，公司董事会审议通过《关于中国电力建设股份有限公司以集中竞价交易方式回购股份的议案》。2019年1月17日，公司股东大会已审议通过该项回购议案。公司本次回购股份的用途包括但不限于用于转换公司可转债、员工持股计划或股权激励，或为维护公司价值及股东权益所必需等法律法规允许的其他情形。

➤ 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

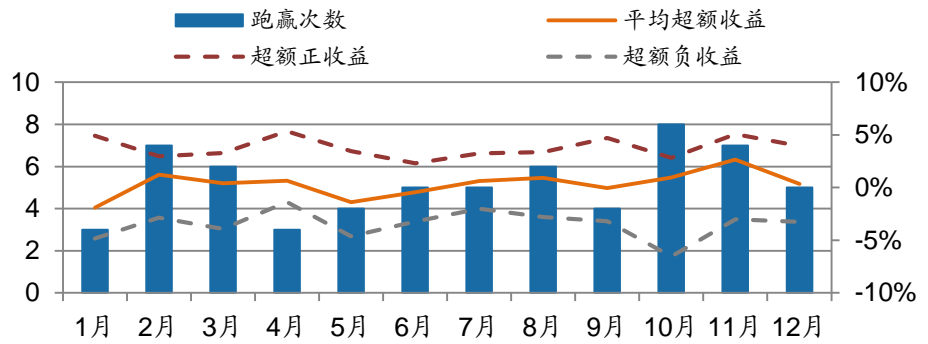
国检集团: 公司为中建材集团旗下上市平台, 中建材集团与中材集团进行合并重组, 为解决同业竞争问题, 国检集团2019年4月26日公告, 原中国中材集团中具有检验检测业务资质且直接或间接地从事与公司及其控股子公司相同或相近的业务, 构成实质性同业竞争的中材地质工程勘察研究院、咸阳非金属矿研究设计院等8家机构, 采用合资设立公司、增资控股、收购股权或购买资产等方式将其所属检验检测业务纳入公司经营, 以解决同业竞争问题, 公司有望受益于两材重组。

六、行业观点及重点公司

历史上看，2008-2018年建筑装饰板块10月平均收益2.1%，10年中跑赢大盘8次，跑赢大盘8次的平均超额收益为2.8%，跑输大盘2次的平均超额收益为-6.5%。

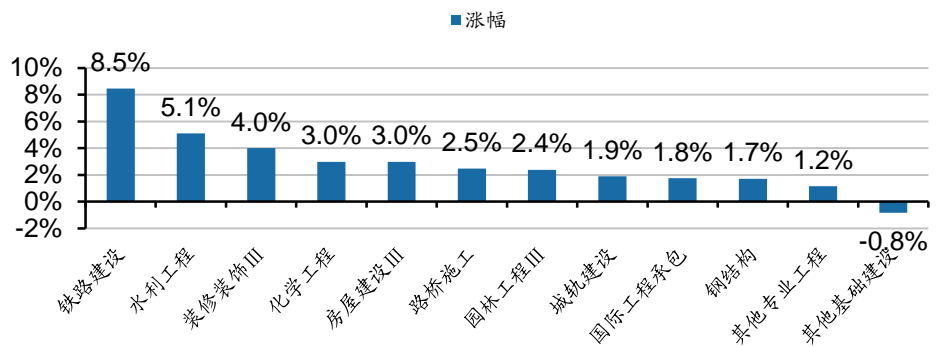
观察历史各建筑子板块10月份的平均收益情况，铁路建设板块表现最好，平均收益8.5%，其次是水利工程板块，平均收益为5.1%；而其他基础设施建设板块表现较差，平均收益为-0.8%。历年四季度表现最好的板块是房建和基建，主要因为房建与基建企业主要在四季度进行回款和确认收入加快。

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10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 Q4 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	基础设施建设	专业工程	园林工程
期间涨跌幅							
2012Q4	10.0%	15.2%	22.1%	16.3%	15.0%	9.7%	6.4%
2013Q4	-3.3%	-1.5%	-3.1%	-4.4%	-1.0%	-3.1%	9.3%
2014Q4	44.2%	61.5%	102.4%	-8.8%	97.9%	32.3%	1.7%
2015Q4	16.5%	12.3%	7.4%	47.7%	6.2%	16.4%	10.6%
2016Q4	1.7%	14.4%	35.5%	-3.6%	18.7%	5.2%	-6.8%
2017Q4	5.1%	-7.8%	-4.8%	-5.6%	-9.6%	-7.8%	-8.2%
2018Q4	-12.5%	-7.5%	1.4%	-4.7%	-5.9%	-13.0%	-22.0%
平均值	7.8%	9.9%	23.0%	11.9%	17.3%	5.7%	1.3%
超越大盘指数 (相对于沪深 300)							
2012Q4	-	5.2%	12.1%	6.3%	5.0%	-0.3%	-3.6%
2013Q4	-	1.8%	0.2%	-1.1%	2.3%	0.1%	12.6%
2014Q4	-	17.3%	58.2%	-53.0%	53.8%	-11.8%	-42.5%
2015Q4	-	-4.2%	-9.1%	31.2%	-10.3%	-0.1%	-5.9%
2016Q4	-	12.7%	33.8%	-5.3%	17.0%	3.5%	-8.6%
2017Q4	-	-12.9%	-9.9%	-10.7%	-14.7%	-12.9%	-13.3%
2018Q4	-	5.0%	13.9%	7.8%	6.5%	-0.6%	-9.6%
平均值	-	2.1%	14.2%	4.0%	8.5%	-3.1%	-5.3%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

1. 建筑PMI仍处较高景气区间，新订单指数回升表明需求持续增长，基建仍为稳增长重要发力点。 1) 9月中采制造业PMI较上月回升0.3 pct至49.8%，景气水平略有上升，但连续5月处于收缩区间；PMI分项中5个分类指数均出现回升，其中新订单指数上升0.8 pct至50.5%，重回扩张区间，表明需求端边际改善。9月进口指数上升0.4 pct至47.1%，而新出口订单指数上升1 pct至48.2%，两者仍位于收缩区间，且进口指数升幅低于出口，表明内需下行压力仍大于外需。2) 9月建筑业PMI环比回落3.6 pct至57.6%，仍位于较高景气区间；而建筑业新订单指数则提升1.2 pct至55.1%，表明建筑业需求仍继续增长。3) 5-9月PMI持续低位表明经济下行压力客观存在，节后中美将进行经贸磋商，外部环境仍存反复可能，目前内外需均存不确定性，而政治局会议不将地产作为短期经济刺激手段，提振基建比放松地产更符合目前政策取向。基建稳经济、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持续升温。

2. 金融委会议加码逆周期调节，后期宽信用逐步落实利好基建投资回暖。 1) 9月27日，国务院金融委第八次会议表示，“发挥好政策性金融机构在经济转型升级和高质量发展中的逆周期调节作用”；9月25日，央行货币政策委员会三季度例会表示“经济下行压力加大”，同时对逆周期调节的表述从二季度“适时适度实施逆周期调节”调整为“加大逆周期调节力度”；预计四季度政策导向全面转向稳增长目标，逆周期调节力度有望加大。2) 货币政策委员会会议同时强调“下大力气疏通货币政策传导，坚持用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低”，国务院金融委第八次会议要

求“研究深化金融体制改革、增强金融服务实体经济能力”，预计后期或有更多宽松政策出台。建筑业为融资密集型行业，资金成本下降将缓解建筑企业融资及经营压力，而宽信用逐步落实将利好基建投资回暖。

3. 专项债提前发行/发改委审批提速/地方基建项目发力/首单基建REITs落地，Q4基建增速或好于预期。1) 截至9月底，全国发行地方政府债券41822亿元，其中新增地方债券30367亿元，占全年新增限额的98.6%，19年新增债券发行基本收官；第一财经消息称部分2020年专项债额度最快有望将在10月份下达；预计地方专项债发行时点或将提前，一方面有利于地方投资连续性，另一方面也表明19年基建稳增长重要性提升。2) 近期发改委要求各地尽快梳理上报专项债项目，9月单月发改委审批核准投资额同比增长130%，1-9月累计投资额同比增长41%，较1-8月明显提升，表明地方投资意愿持续回升，或对19Q4基建投资形成支撑。3) 近期地方基建项目逐步发力：陕西集中研究批复一批稳投资交通项目总投资约280亿元；四川集中开工一批总投资超1800亿元交通重大项目；浙江省发布《义甬舟开放大通道建设十大标志性工程》，共计安排230个重大支撑性项目，总投资约14805亿元；此外，国内首单基础设施类REITs产品，中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划成功发行，该模式有望助力企业实现“存量带动增量”的滚动发展模式转型，为后续将基建发力提供资金支持。

公司方面，我们延续前期观点，外部风险事件仍多，建筑板块低估值优势明显，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（如苏交科/中设集团等）；2) 低估值基建央企（如中国铁建/中国中铁/中国交建等）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。