

建筑装饰行业周报

基建投资稳步回升，地产竣工持续回暖，关注专项债政策推进

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-10-20

核心观点:

● 板块表现

本周建筑装饰指数下跌 1.12%，跑输沪深 300 指数 0.04 个百分点；子板块方面，其他专业工程涨幅最大（0.60%），其他基础设施建设跌幅最大（-2.29%）。目前建筑板块 PE（TTM，整体法）为 9.75 倍，PB（LF）为 0.99 倍。

● 行业观点

1. 9 月经济数据依然承压，总理再次强调逆周期调节，基建稳增长预期有望持续升温。1) 9 月经济数据持续回落，内外需下行压力仍较大：三季度 GDP 增速 6.0%，较二季度下滑 0.2pct；1-9 月固定资产投资增长 5.4%，较 1-8 月下降 0.1pct；9 月进/出口按美元计同比下降 8.5%/3.2%，降幅较 8 月扩大 2.9/2.2pct。2) 近期中美贸易磋商达成协议，但全面协议仍需关注后续谈判进程，外部环境仍存不确定性。3) 10 月 14 日，李克强总理在陕西经济形势座谈会上再次强调稳增长，要求用好宏观政策逆周期调节工具，扩大有效投资；9 月底国务院金融委、央行发改委会议均强调加码逆周期调节、降低实际利率水平，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。4) 9 月经济数据仍处偏弱区间，目前经济下行压力客观存在，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持续升温。

2. 基建增速稳步回升，投资结构仍趋分化，后期基建持续改善需宽信用、专项债及政策支持共同发力。1) 1-9 月狭义/广义基建投资同比增长 4.5%/3.44%，增速较 1-8 月提升 0.3pct/0.25pct；9 月单月狭义/广义基建投资同比分别增长 6.31%/4.93%，增速较 8 月变动-0.40pct/+0.02pct。9 月基建投资延续稳步回升态势，预计主因去年同期低基数及融资改善影响，专项债发力对基建的拉动效应也在逐渐显现。2) 分行业看，1-9 月铁路/道路投资同比增长 9.8%/7.9%，较 1-8 月变动-1.2pct/+0.2pct，9 月单月铁路/道路投资增长 9.0%/3.6%，较 1-8 月增速变动+10.6pct/-8.8pct；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。而地方政府主导的公共设施投资（市政工程等）1-9 月同比增速小幅回升至 0.9%，但全年整体表现仍低于预期，或反映地方资金偏紧的影响。3) 分地区看，1-9 月西部/中部/东部固定资产投资增速分别为 5.5%/9.1%/4.0%，较 1-8 月分别变化+0.3pct/-0.2pct/+0.2pct，在信用环境偏紧背景下，财政实力较强的东部地区固投增速仍稳步提升。4) 9 月国常会要求加快发行使用地方专项债、形成有效投资，预计专项债发行时点或将提前，提前发行的最高规模可达 1.29 万亿；同时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，基建投资增速或进一步提升。我们认为 Q4 基建投资仍将体现结构分化，地方信贷趋紧仍是制约基建提速的主要因素，后期基建投资持续改善有待宽信用落实、专项债发力，以及政策支持力度加码。

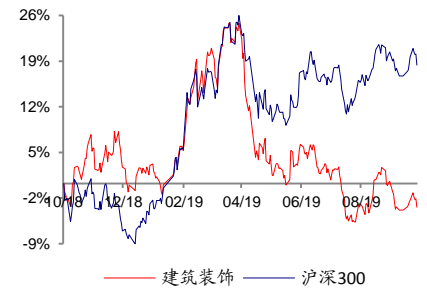
3. 9 月地产竣工增速持续回升，后周期行业增速总体有所提升，中长期看好竣工回暖逻辑。1) 1-9 月地产开发投资增速 10.5%，较 1-8 月持平，地产投资仍维持高位，预计仍主要由建安投资和土地购置共同驱动：1-9 月房屋施工面积增速 8.7%，较 1-8 月下降 0.1pct，同时土地购置支出滞后纳入地产投资的影响仍然存在。2) 1-9 月新开工增速 8.6%，较 1-8 月降低 0.3pct，增速有所回落但仍处高位；1-9 月商品房销售/竣工面积增速-0.1%/-8.6%，降幅较 1-8 月收窄 0.5pct/1.4pct。其中，9 月竣工增速为 4.81%，在 8 月增速转正的基础上继续回升，且已连续 4 月增速提升。不过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。3) 9 月社零指标中，地产后周期行业增速整体有所提升，其中 9 月家具/家电/建筑装潢同比分别增长 6.3%/5.4%/4.2%，较 8 月变动+0.6pct/+1.2pct/-1.7pct，考虑到 CPI 高位及减税降费支撑，预计 Q4 相关行业增速仍有韧性。4) 此外，政治局会议将“旧改”列入“补短板工程”，我们预计政策方向可能以推动“旧改”接替“棚改”，有望拉动万亿地产市场投资；另外从建设周期或交房周期来看，在地产调控严格背景下，尽管周期有所拉长，但中长期我们仍看好竣工增速回暖逻辑，住宅全装修企业有望受益。

4. 企业贷款回升或反映基建及制造业需求释放，专项债发行完毕 Q4 社融或承压，关注后续政策推进。1) 9 月社融规模增量为 2.27 万亿(前值 1.98 万亿)，同比多增 1383 亿元，社融改善主要由于信贷、企业债同比多增，同时口径调整有一定正贡献（将交易所 ABS 纳入“企业债券”），而专项债规模有所回落；9 月新增信贷 1.69 万亿(前值 1.21 万亿)，同比多增 3069 亿元，信贷多增主因企业贷款贡献，特别是中长贷增加较多。2) 从信贷结构上看，9 月企业短期贷款新增 2550 亿元，同比多增 1452 亿元，9 月企业中长期贷款新增 5637 亿元，同比多增 1837 亿元，预计受政策支持实体经济影响，主要流向基建及制造业；9 月居民中长期贷款新增 4943 亿元，同比多增 634 亿元，预计主要流向地产；9 月新增地方专项债 2236 亿元，同比少增 5153 亿元，专项债三季度发行完毕，发行规模有所回落，四季度社融或仍面临下行压力。3) 9 月社融及新增信贷总体好于预期，企业贷款增加表明实体经济有所改善，而专项债发行有所回落。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 Q4 社融保持稳健，另一方面也表明基建稳增长重要性提升。

公司方面，我们延续前期观点，建筑板块 Q4 绝对/相对收益较为明显，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（如苏文科/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) 地产竣工持续回暖，利好估值见底的装饰龙头公司（金螳螂）。

● 风险提示：宏观政策环境变化导致行业景气度下降；基建投资增速下滑加速导致公司订单不达预期，专项债发行力度不及预期。

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:行业龙头基本面稳健,继续自下而上关注检测设计	2019-10-13
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	2019-10-09
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	2019-10-07

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	24.77	2019/10/7	买入	25.00	0.74	0.90	33.47	27.52	23.58	18.50	16.39	16.46
中设集团	603018.SH	CNY	11.24	2019/8/13	买入	16.00	1.07	1.32	10.53	8.53	4.96	3.67	16.19	16.67
苏文科	300284.SZ	CNY	8.52	2019/7/29	买入	11.20	0.80	0.96	10.71	8.88	5.82	4.64	14.98	15.26
上海建工	600170.SH	CNY	3.39	2019/8/31	买入	4.40	0.36	0.41	9.33	8.26	2.36	1.23	9.59	9.77
金螳螂	002081.SZ	CNY	8.26	2019/8/21	买入	12.20	0.91	1.03	9.05	8.00	7.81	6.60	15.94	14.55
中国铁建	601186.SH	CNY	9.60	2019/9/1	买入	13.50	1.51	1.66	6.35	5.77	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、板块表现	5
二、行业观点	8
9 月经济数据依然承压，总理再次强调逆周期调节，基建稳增长预期有望持续升温	8
基建增速稳步回升，投资结构仍趋分化，后期基建持续改善需宽信用、专项债及政策支持共同发力	9
9 月地产竣工增速持续回升，后周期行业增速总体有所提升，中长期看好竣工回暖逻辑	11
企业贷款回升或反映基建及制造业需求释放，专项债发行完毕 Q4 社融或承压，关注后续政策推进	12
三、重点公司	16
四、风险提示	18

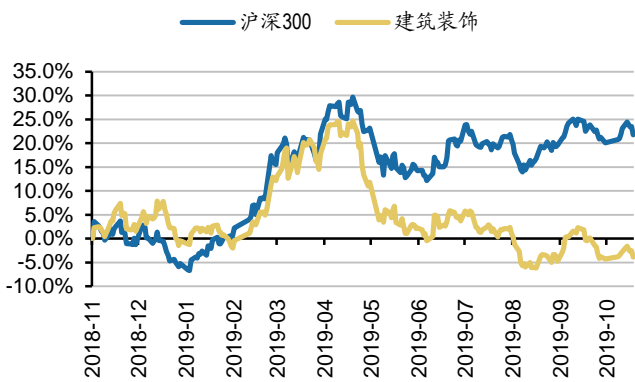
图表索引

图 1: SW 建筑装饰指数及沪深 300 指数走势图	5
图 2: 本周主题板块涨跌幅	5
图 3: 本周 SW 一级各板块指数走势情况	5
图 4: 本周各 SW 建筑三级子板块走势情况	6
图 5: 各 SW 一级板块 PE 估值情况 (2019/10/11) (单位: 倍)	6
图 6: 各 SW 一级板块 PB 估值情况 (2019/10/18) (单位: 倍)	6
图 7: 本周 SW 建筑装饰板块涨幅前五个股	7
图 8: 本周 SW 建筑装饰板块跌幅前五个股	7
图 9: SW 建筑板块 PE 相对沪深 300 及上证综指估值	7
图 10: SW 建筑装饰指数及 Wind 全 A 指数走势	7
图 11: 固定资产投资及基建投资累计增速	10
图 12: 分区域固定资产投资累计增速	10
图 13: 基建、地产、制造业投资累计增速	10
图 14: 道路、铁路投资累计增速	10
图 15: 房屋新开工、竣工、销售增速	12
图 16: 社会消费品零售总额增速	12
图 17: 地方政府债券单月发行额 (单位: 亿元)	14
图 18: 地方政府专项债券发行额 (单位: 亿元)	14
表 1: 2017 年至今各月制造业 PMI 情况	8
表 2: 2017 年至今各月非制造业 PMI 情况	9
表 3: 1-9 月发改委审批项目投资总额 (包含审批类、核准类、备案类)	11
表 4: 2018 年至今各月社融数据情况 (单位: 亿元)	13
表 5: 2018 年至今各月新增人民币贷款情况 (单位: 亿元)	14
表 6: 专项债做重大项目资本金统计 (单位: 亿元)	15
表 7: 历年 Q4 SW 建筑子板块及各细分子板块市场表现情况	17
表 8: 建筑央企市盈率及扣除优先股与永续债后重新计算市盈率情况	17

一、板块表现

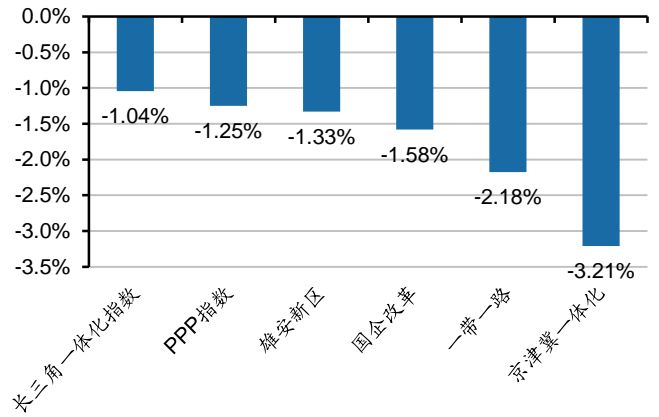
本周建筑装饰指数下跌1.12%，跑输沪深300指数0.04个百分点；子板块方面，其他专业工程涨幅最大（0.60%），其他基础设施建设跌幅最大（-2.29%）；主题方面，长三角一体化指数跌幅最小（-1.04%），京津冀一体化跌幅最大（-3.21%）。目前建筑板块PE（TTM，整体法）为9.75倍，PB（LF）为0.99倍。

图 1：SW建筑装饰指数及沪深300指数走势图



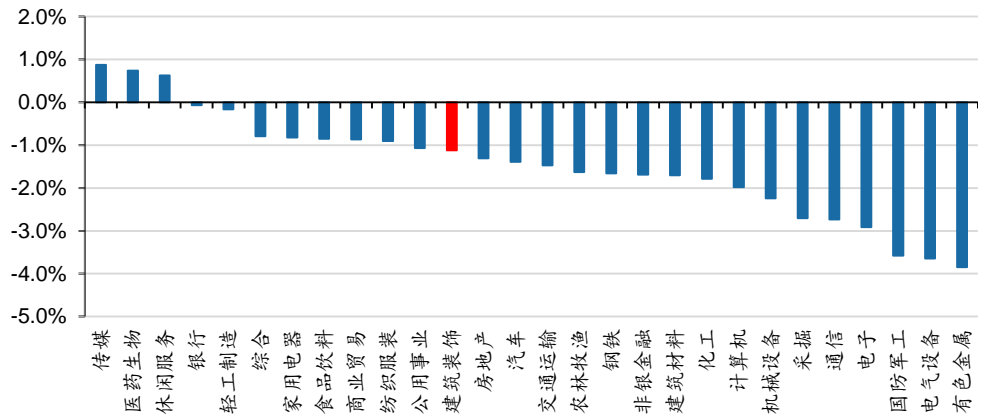
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2：本周主题板块涨跌幅



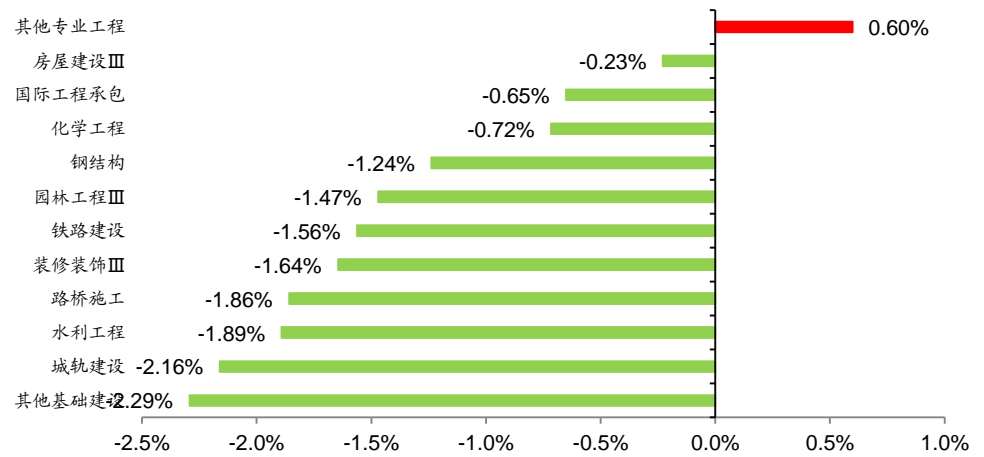
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 3：本周SW一级各板块指数走势情况



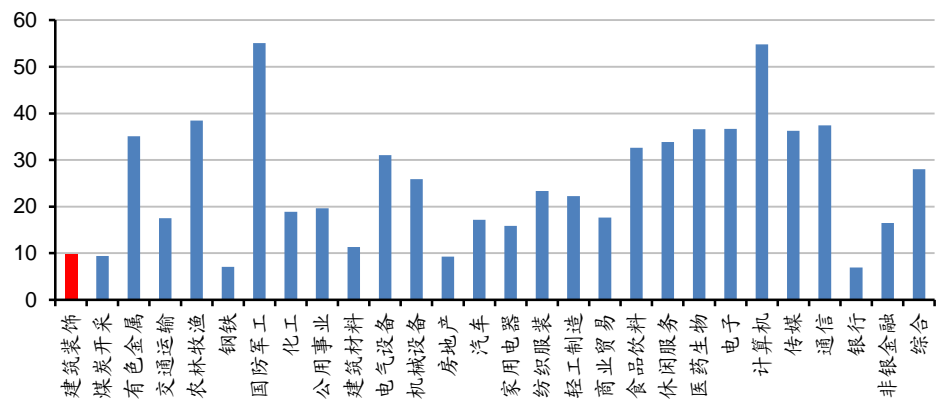
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 4: 本周各SW建筑三级子板块走势情况



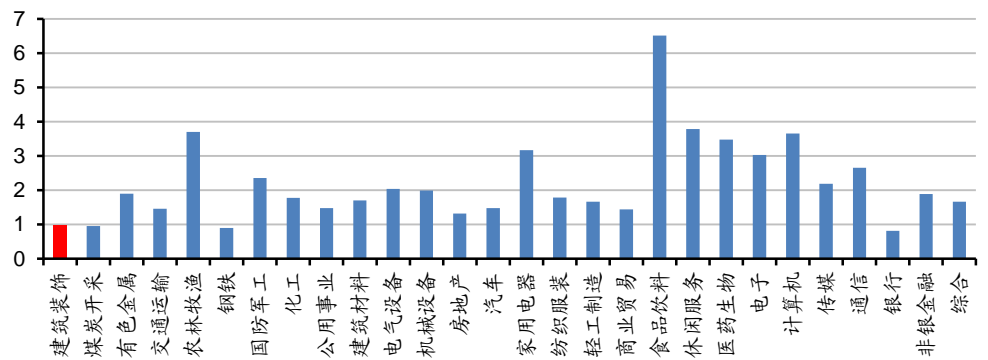
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 5: 各SW一级板块PE估值情况 (2019/10/18) (单位: 倍)



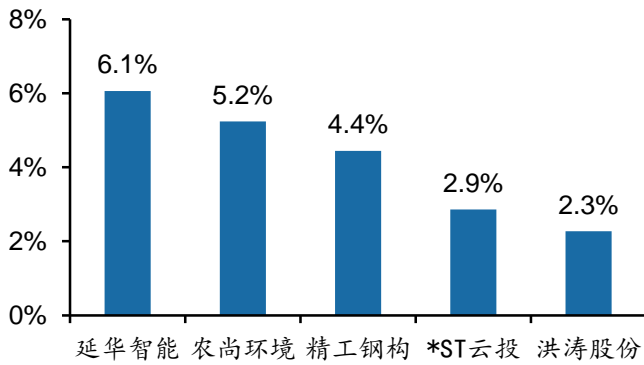
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 6: 各SW一级板块PB估值情况 (2019/10/18) (单位: 倍)



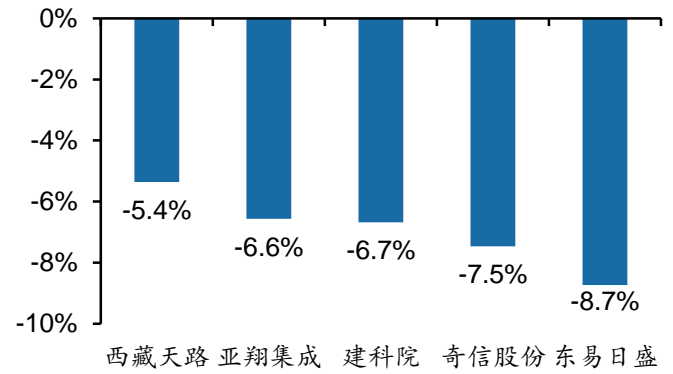
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 7：本周SW建筑装饰板块涨幅前五个股



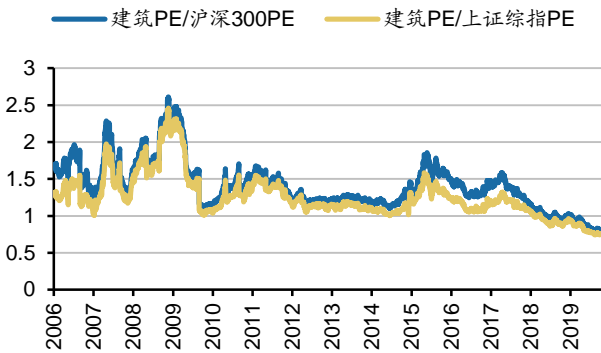
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 8：本周SW建筑装饰板块跌幅前五个股



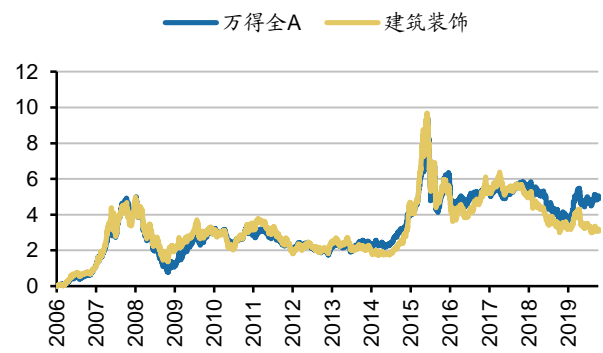
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 9：SW建筑板块PE相对沪深300及上证综指估值



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 10：SW建筑装饰指数及Wind全A指数走势



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、行业观点

9 月经济数据依然承压，总理再次强调逆周期调节，基建稳增长预期有望持续升温

1) 9 月经济数据持续回落，内外需下行压力仍较大：三季度 GDP 增速 6.0%，较二季度下滑 0.2 pct；1-9 月固定资产投资增长 5.4%，较 1-8 月下降 0.1 pct；9 月进/出口按美元计同比下降 8.5%/3.2%，降幅较 8 月扩大 2.9 pct/ 2.2 pct。

2) 近期中美贸易磋商达成第一阶段协议，但全面协议仍需关注后续谈判进程，外部环境仍存不确定性。

3) 10 月 14 日，李克强总理在陕西经济形势座谈会上再次强调稳增长，要求用好宏观政策逆周期调节工具，扩大有效投资；9 月底国务院金融委、央行发改委会议均强调加码逆周期调节、降低实际利率水平，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。

4) 9 月经济数据仍处偏弱区间，目前经济下行压力客观存在，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。

表 1：2017 年至今各月制造业 PMI 情况

日期	制造业 PMI	制造业 PMI:生产	制造业 PMI:新订单	制造业 PMI:原材料库存	制造业 PMI:从业人员	制造业 PMI:供应商配送时间
2018-01	51.3	53.5	52.6	48.8	48.3	49.2
2018-02	50.3	50.7	51.0	49.3	48.1	48.4
2018-03	51.5	53.1	53.3	49.6	49.1	50.1
2018-04	51.4	53.1	52.9	49.5	49.0	50.2
2018-05	51.9	54.1	53.8	49.6	49.1	50.1
2018-06	51.5	53.6	53.2	48.8	49.0	50.2
2018-07	51.2	53.0	52.3	48.9	49.2	50.0
2018-08	51.3	53.3	52.2	48.7	49.4	49.6
2018-09	50.8	53.0	52.0	47.8	48.3	49.7
2018-10	50.2	52.0	50.8	47.2	48.1	49.5
2018-11	50.0	51.9	50.4	47.4	48.3	50.3
2018-12	49.4	50.8	49.7	47.1	48.0	50.4
2019-01	49.5	50.9	49.6	48.1	47.8	50.1
2019-02	49.2	49.5	50.6	46.3	47.5	49.8
2019-03	50.5	52.7	51.6	48.4	47.6	50.2
2019-04	50.1	52.1	51.4	47.2	47.2	49.9
2019-05	49.4	51.7	49.8	47.4	47.0	50.9
2019-06	49.4	51.3	49.6	48.2	46.9	50.2

2019-07	49.7	52.1	49.8	48.0	47.1	50.1
2019-08	49.5	51.9	49.7	47.5	46.9	50.3
2019-09	49.8	52.3	50.5	47.6	47.0	50.5

数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

表 2：2017 年至今各月非制造业 PMI 情况

日期	非制造业 PMI:商务活动	非制造业 PMI:新订单	非制造业 PMI:建筑业	非制造业 PMI:建筑业:新订单
2018-01	55.3	51.9	60.5	52.8
2018-02	54.4	50.5	57.5	49.5
2018-03	54.6	50.1	60.7	52
2018-04	54.8	51.1	60.6	55.6
2018-05	54.9	51.0	60.1	54.2
2018-06	55	50.6	60.7	52.6
2018-07	54	51.0	59.5	56.4
2018-08	54.2	50.6	59	49.6
2018-09	54.9	51.0	63.4	55.7
2018-10	53.9	50.1	63.9	56.2
2018-11	53.4	50.1	59.3	56.5
2018-12	53.8	50.4	62.6	56.5
2019-01	54.7	51.0	60.9	55.8
2019-02	54.3	50.7	59.2	52
2019-03	54.8	52.5	61.7	57.9
2019-04	54.3	50.8	60.1	54.6
2019-05	54.3	50.3	58.6	52.1
2019-06	54.2	51.5	58.7	56.0
2019-07	53.7	50.4	58.2	54.7
2019-08	53.8	50.1	61.2	53.9
2019-09	53.7	50.5	57.6	55.1

数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

基建增速稳步回升，投资结构仍趋分化，后期基建持续改善需宽信用、专项债及政策支持共同发力

1) 1-9月狭义/广义基建投资同比增长4.5%/3.44%，增速较1-8月提升0.3 pct/0.25 pct；9月单月狭义/广义基建投资同比分别增长6.31%/4.93%，增速较8月变动-0.40pct/+0.02pct。9月基建投资延续稳步回升态势，预计主因去年同期低基数及融资改善影响，专项债发力对基建的拉动效应也在逐渐显现。

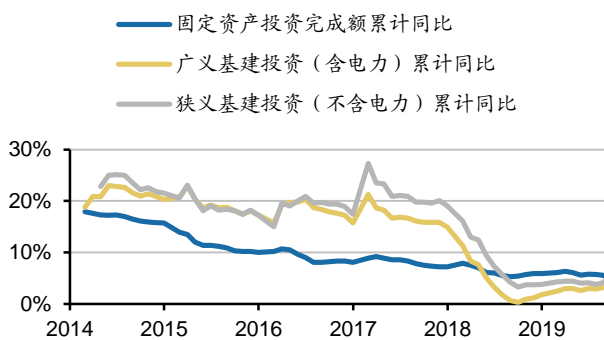
2) 分行业看，1-9月铁路/道路投资同比增长9.8%/7.9%，较1-8月变动-1.2pct/+0.2pct，9月单月铁路/道路投资增长9.0%/3.6%，较8月增速变动+10.6pct/-8.8pct；19年以来铁路/道路投资较为强劲，预计主要由于中央财政支持及重点项目开工建设。而地方政府主导的公共设施投资（市政工程等）1-9月同比增速小幅回升至0.9%，但全

年整体表现仍低于预期，或反映地方资金偏紧的影响。

3) 分地区看，1-9月西部/中部/东部固定资产投资增速分别为5.5%/9.1%/4.0%，较1-8月分别变化+0.3pct/-0.2pct/+0.2pct，在信用环境偏紧背景下，财政实力较强的东部地区固投增速仍稳步提升。

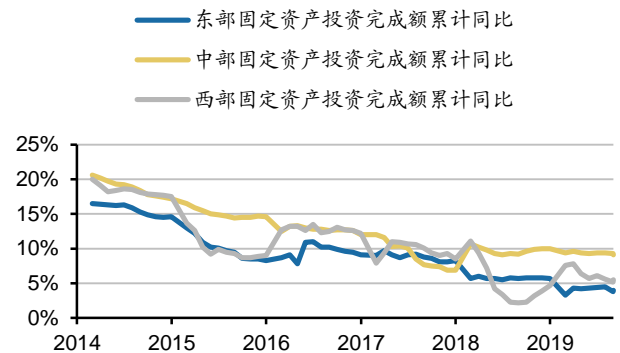
4) 9月国常会要求加快发行使用地方专项债、形成有效投资，预计专项债发行时点或将提前，提前发行的最高规模可达1.29万亿；同时用于资本金的专项债占地方专项债总规模的比例可为20%左右，后续专项债做资本金项目数量有望提升，基建投资增速或进一步提升。我们认为Q4基建投资仍将体现结构分化，地方信贷趋紧仍是制约基建提速的主要因素，后期基建投资持续改善有待宽信用落实、专项债发力，以及政策支持力度加码。

图 11: 固定资产投资及基建投资累计增速



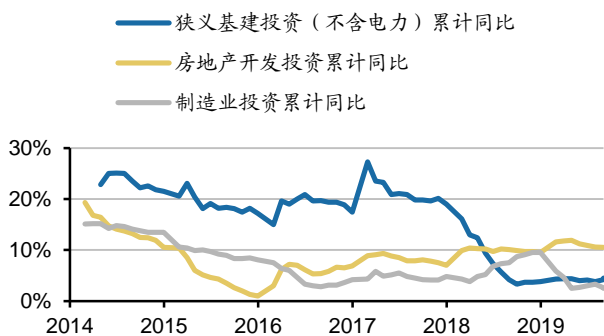
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 12: 分区域固定资产投资累计增速



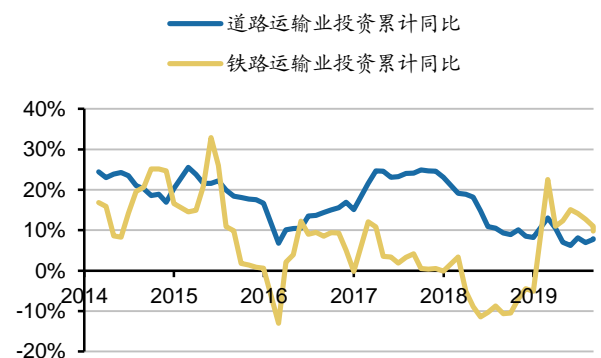
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 13: 基建、地产、制造业投资累计增速



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 14: 道路、铁路投资累计增速



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

表 3: 1-9 月发改委审批项目投资总额 (包含审批类、核准类、备案类)

	全部项目		审批类项目		核准类项目		备案类项目	
	投资额 (亿元)	同比增长	投资额 (亿元)	同比增长	投资额 (亿元)	同比增长	投资额 (亿元)	同比增长
2019 年 1-9 月	1164835	41%	430139	91%	79805	-18%	654891	28%
2018 年 1-9 月	823593	-	224925	-	87458	-	511210	-
2019 年 1-8 月	928062	29%	299318	53%	68105	-18%	560639	24%
2018 年 1-8 月	720749	-	195446	-	74253	-	451050	-
2019 年 9 月	236773	130%	130821	344%	11700	-11%	94252	57%
2018 年 9 月	102844	-	29479	-	13205	-	60161	-

数据来源: 发改委、广发证券发展研究中心

9 月地产竣工增速持续回升, 后周期行业增速总体有所提升, 中长期看好竣工回暖逻辑

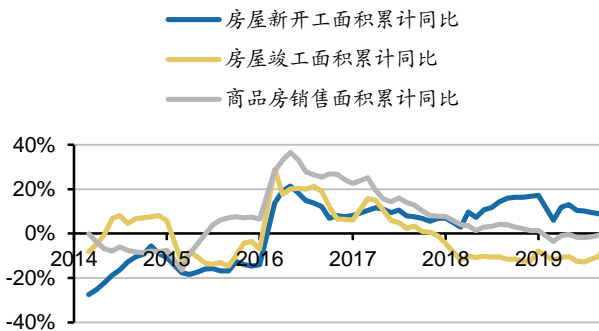
1) 1-9月地产开发投资增速10.5%, 较1-8月持平, 地产投资仍维持高位, 预计仍主要由建安投资和土地购置共同驱动: 1-9月房屋施工面积增速8.7%, 较1-8月下降0.1pct, 同时土地购置支出滞后纳入地产投资的影响仍然存在。

2) 1-9月新开工增速8.6%, 较1-8月降低0.3pct, 增速有所回落但仍处高位; 1-9月商品房销售/竣工面积增速-0.1%/-8.6%, 降幅较1-8月收窄0.5pct/1.4pct。其中, 9月竣工增速为4.81%, 在8月增速转正的基础上继续回升, 且已连续4月增速提升。不过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。

3) 9月社零指标中, 地产后周期行业增速整体有所提升, 其中9月家具/家电/建筑装潢同比分别增长6.3%/5.4%/4.2%, 较8月变动+0.6pct/+1.2pct/-1.7pct, 考虑到CPI高位及减税降费支撑, 预计Q4相关行业增速仍有韧性。

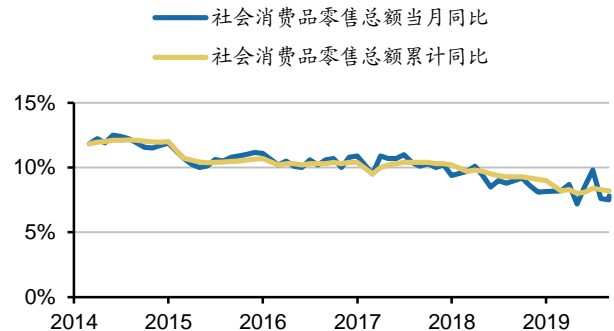
4) 此外, 政治局会议将“旧改”列入“补短板工程”, 我们预计政策方向可能以推动“旧改”接替“棚改”, 有望拉动万亿地产市场投资; 另外从建设周期或交房周期来看, 在地产调控严格背景下, 尽管周期有所拉长, 但中长期我们仍看好竣工增速回暖逻辑, 住宅全装修企业有望受益。

图 15: 房屋新开工、竣工、销售增速



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 16: 社会消费品零售总额增速



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

企业贷款回升或反映基建及制造业需求释放, 专项债发行完毕 Q4 社融或承压, 关注后续政策推进

1) 9月社融规模增量为2.27万亿(前值1.98万亿), 同比多增1383亿元, 社融改善主要由于信贷、企业债同比多增, 同时口径调整有一定正贡献(将交易所ABS纳入“企业债券”), 而专项债规模有所回落; 9月新增信贷1.69万亿(前值1.21万亿), 同比多增3069亿元, 信贷多增主因企业贷款贡献, 特别是中长贷增加较多。

2) 从信贷结构上看, 9月企业短期贷款新增2550亿元, 同比多增1452亿元, 9月企业中长期贷款新增5637亿元, 同比多增1837亿元, 预计受政策支持实体影响, 主要流向基建及制造业; 9月居民中长期贷款新增4943亿元, 同比多增634亿元, 预计主要流向地产; 9月新增地方专项债2236亿元, 同比少增5153亿元, 专项债三季度发行完毕, 发行规模有所回落, 四季度社融或仍面临下行压力。

3) 9月社融及新增信贷总体好于预期, 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。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Q4社融保持稳健, 另一方面也表明基建稳增长重要性提升。

表 4: 2018年至今各月社融数据情况 (单位: 亿元)

指标名称	合计	对实体经济 发放的人民 币贷款	对实体经 济发放的 外币贷款	新增委托 贷款	新增信托 贷款	新增未贴 现银行承 兑汇票	企业债券 融资	非金融企 业境内股 票融资	地方政府 专项债券	存款类金融 机构资产支 持证券	贷款核 销
2018-01	30793	26850	266	-714	455	1437	1222	500	0	-137	320
2018-02	11894	10199	86	-750	660	106	644	379	108	-146	261
2018-03	15848	11425	139	-1850	-357	-323	3536	404	662	387	1234
2018-04	17761	10987	-26	-1481	-94	1454	4047	533	808	821	259
2018-05	9518	11396	-228	-1570	-904	-1741	-382	438	1012	377	479
2018-06	14877	16787	-364	-1642	-1623	-3649	1349	258	1019	272	1737
2018-07	12254	12861	-773	-950	-1192	-2744	2195	175	1851	123	176
2018-08	19391	13140	-344	-1207	-688	-779	3402	141	4106	501	377
2018-09	21691	14341	-670	-1432	-909	-548	382	272	7389	895	1615
2018-10	7420	7141	-800	-949	-1273	-453	1476	176	868	188	446
2018-11	15239	12302	-787	-1310	-467	-127	3127	200	-332	1157	729
2018-12	15898	9281	-702	-2210	-509	1023	3757	130	362	1503	2518
2019-01	46400	35700	343	-699	345	3786	4990	293	1088	-	-
2019-02	7030	7641	-105	-508	-37	-3103	805	119	1771	-	-
2019-03	28600	19591	3	-1070	528	1366	3276	118	2532	-	-
2019-04	13600	8733	-330	-1199	129	-357	3574	262	1679	-	-
2019-05	14000	11900	191	-631	-52	-770	476	259	1251	-	-
2019-06	22600	16718	-4	-827	15	-1311	1291	153	3579	-	-
2019-07	10100	8086	-221	-987	-676	-4563	2240	593	4385	-	-
2019-08	19800	13000	-247	-513	-658	157	3041	256	3213	-	-
2019-09	22700	17650	-440	-21	-672	-431	4014	289	2236	-	-

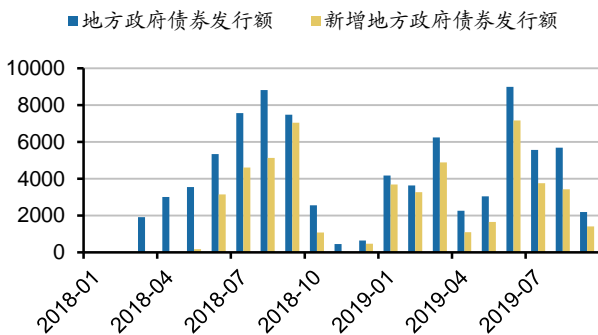
数据来源: 中国人民银行、广发证券发展研究中心

表 5: 2018年至今各月新增人民币贷款情况 (单位: 亿元)

指标名称	合计	短期贷款		中长期	居民户	居民户: 短期	居民户: 中长期	非金融性 公司及其 他部门	非金融性 公司:短 期	非金融性 公司:中 长期	非银行业 金融机构
		及票据融 资	票据融资								
2018-01	29000	7203	347	19210	9016	3106	5910	17800	3750	13300	1862
2018-02	8393	164	-775	9805	2751	-469	3220	7447	1408	6585	-1795
2018-03	11200	2742	-119	8385	5733	2032	3770	5653	829	4615	-208
2018-04	11800	2501	23	8211	5284	1741	3543	5726	737	4668	685
2018-05	11500	3082	1447	7954	6143	2220	3923	5255	-585	4031	142
2018-06	18400	7908	2947	8635	7073	2370	4634	9819	2592	4001	1648
2018-07	14500	3121	2388	9451	6344	1768	4576	6501	-1035	4875	1582
2018-08	12800	4949	4099	7840	7012	2598	4415	6127	-1748	3425	-439
2018-09	13800	5975	1743	8109	7544	3134	4309	6772	1098	3800	-603
2018-10	6970	1837	1064	5159	5636	1907	3730	1503	-1134	1429	-268
2018-11	12500	4370	2341	7686	6560	2169	4391	5764	-140	3295	277
2018-12	10800	4129	3395	5055	4504	1524	3079	4733	-790	1976	1518
2019-01	32300	14009	5160	20969	9898	2930	6969	25800	5919	14000	-3386
2019-02	8858	243	1695	7353	-706	-2932	2226	8341	1480	5127	1221
2019-03	16900	8373	978	11178	8908	4294	4605	10659	3101	6,573	-2714
2019-04	10200	1550	1874	6988	5258	1093	4165	3471	-1417	2823	1417
2019-05	11800	4289	1132	7201	6625	1948	4677	5224	1209	2524	58
2019-06	16600	8036	961	8611	7617	2667	4858	9105	4408	3753	-161
2019-07	10600	-216	1284	8095	5112	695	4417	2974	-2195	3678	2328
2019-08	12100	4069	2426	8825	6538	1998	4540	6513	-355	4285	-945
2019-09	16900	7047	1790	10580	7550	2707	4943	10113	2550	5637	-659

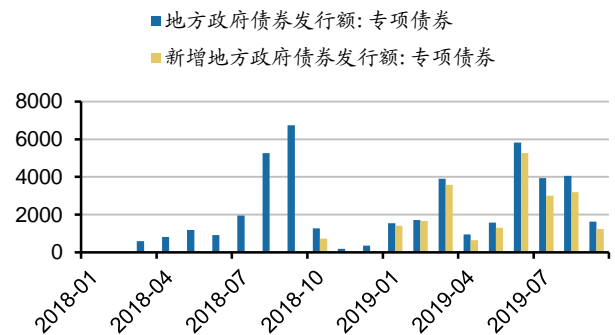
数据来源: 中国人民银行、广发证券发展研究中心

图 17: 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 18: 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

表 6: 专项债做重大项目资本金统计 (单位: 亿元)

单位: 亿元	总投资额	资本金	资本金占比	来自于专项债的资本金	专项债占资本金比例	可研报告获批复时间	计划开工时间	预计竣工时间
呼和浩特新机场 (内蒙古)	210.5	105.24	50.00%	5	4.75%	2019.01	2019	2023
集宁至大同至原平 铁路(内蒙古)	113.31	78.31	69.11%	50	63.85%	2019年(手 续办理中)	2019	2024
鲁南高铁嘉祥段嘉 北片区建设项目	9.42	4.2	44.59%	0.78	18.57%	2018.08	2019	2021.12
包头至惠农南段铁 路项目(内蒙古)	459.88	321.88	69.99%	165	51.26%	2018.07	2019	2023
改建集宁至通辽线 电气化改造项目	132.22	66.22	50.08%	12.02	18.15%	2017.1	2019	2022

数据来源: 发改委、中国债券信息网、广发证券发展研究中心

三、重点公司

公司方面，我们延续前期观点，建筑板块Q4绝对/相对收益较为明显，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) 地产竣工持续回暖，利好估值见底的装饰龙头公司（金螳螂）。

国检集团：公司为国内建工建材领域规模最大的综合性第三方检验机构，实际控制人为中国建材集团，控股股东为中国建材总院。公司齐全的资质以及研发能力为公司的重要优势，公司目前拥有11个国家级检验中心，15个行业级检验中心。同时检测行业现在正处于蓬勃发展阶段，公司将通过并购实现有序扩张，同时进行跨领域并购与跨区域并购，公司还增资枣庄方圆，开启了事业单位改制模式的外地并购。而两材重组加速，中材集团拟将8家机构纳入公司经营，公司也有望受益于两材重组。

苏交科：公司连续多年业绩及订单增速均在20%以上，18年业绩增速达30%，盈利能力也有所提升。公司作为民营设计龙头，资质齐全，通过属地化建设开拓全国市场，业务领域较广且协同效应较强，未来有望深化与海外子公司在技术和管理方面的整合，助力公司提高竞争优势，加速业务扩张。

中设集团：公司在技术实力、现金流管理方面具明显优势，同时作为基建前端设计公司龙头有望持续受益于“基建补短板”政策和长三角一体化，预计订单/收入/业绩增速均保持较高速增长。此外，公司实施第一期员工持股计划，设立规模不超过3100万元，有助于激发员工活力。我们预计下半年江苏省内订单情况较上半年会有所改善，而公司作为江苏省设计龙头企业，有望承接更多的订单。叠加融资环境改善，公司下半年结转有望加速，公司现金流有望转正。

中国铁建：公司上半年业绩订单双双高增，Q2业绩提速。H1新签订单增速18%，其中工程承包订单增速23%；Q2单季度新签增速28%，其中工程承包订单增速38%，二季度新签订单增速明显回暖。6月专项债大幅放量，后期财政发力、资本金比例下调，叠加货币政策宽松预期，资金面改善有望助推下半年基建投资进一步回暖，公司作为基建龙头有望持续受益。

表 7: 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

表 8: 建筑央企市盈率及扣除优先股与永续债后重新计算市盈率情况

证券代码	证券简称	PB (LF) (倍)	总市值 (亿元)	归母净资产 (亿元)	优先股 (亿元)	永续债 (亿元)	调整后归母净 资产 (亿元)	调整后 PB (倍)
601186.SH	中国铁建	0.77	1303.64	1726.77	0	0	1726.77	0.75
601618.SH	中国中冶	0.70	588.55	860.89	0	165.24	695.65	0.85
601669.SH	中国电建	0.87	705.29	887.13	19.58	39.88	827.66	0.85
601117.SH	中国化学	0.96	295.49	337.65	0	0	337.65	0.88
601390.SH	中国中铁	0.71	1457.06	1978.21	0	319.28	1658.93	0.88
601800.SH	中国交建	0.86	1609.39	2059.54	144.68	99.57	1815.28	0.89
600068.SH	葛洲坝	0.55	269.38	498.39	0	210.00	288.39	0.93
601668.SH	中国建筑	0.99	2308.97	2557.23	149.75	79.97	2327.51	0.99

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注释: 公司归母净资产以及优先股、永续债数据均来自于公司 2019 中报, 调整后归母净资产=归母净资产-优先股-永续债

四、风险提示

宏观政策环境变化导致行业景气度下降；固定资产投资及基建投资增速下滑加速导致公司订单不达预期，专项债发行力度不及预期。

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) 广发证券在过去 12 个月内与葛洲坝(600068)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与中国建材(03323)公司有投资银行业务关系。

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。