



中性

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
中国铁建	601186.SH	9.84	增持

资料来源：万得，中银国际证券
以2019年11月8日当地货币收市价为标准

主要催化剂/事件

建筑行业三季报公布完毕

相关研究报告

- 《建筑行业周报》20191106
- 《建筑行业周报》20191029
- 《建筑行业周报》20191023

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰

田世欣
(8621)20328519
shixin.tian@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

建筑行业 2019 年三季报综述与行业动态分析

央企与设计表现较好，基建与竣工持续改善

建筑行业中报披露完毕，建筑央企与地方建筑企业增速较快，表现较为突出。其中基建订单低位回升，房建订单占比依然较高。装修板块业绩放缓，园林板块整体下滑，设计板块盈利质量提升，钢构目前仍有较高增速。

支撑评级的要点

- **建筑行业三季度业绩增速，各项指标向好**：2019年三季度，建筑央企合计营收10,415.25亿元，同增16.10%，归母净利润合计294.58亿元，同增16.87%。建筑央企营收增速有明显提升，利润增速也进入较高位置。三季度建筑央企综合毛利率为11.14%，同增0.28PCT，各项费用率合计增加0.17pct，财务费用率减小。应收账款与存货同比均有所下降，周转率明显提升。平均收现率达到112.27%，同增5.76pct。央企总体现金比例有所下降，负债率持续下降，当前为76.66%，各项财务指标总体向好。
- **地方建企营收好现金稍逊，设计板块领跑其他细分板块**：三季度上市地方建企合计营收为1,279.74亿元，同增23.58%；归母净利润23.73亿元，同增14.49%。地方建企三季度应收账款与存货均有提升，并且周转率有所下降，现金流表现相对较差，收现率同比有较为明显下滑。负债率与毛利率稳定。在钢构、设计、园林、装修其他细分板块中，设计行业保持较高的业绩增速和良好的现金回款指标，钢构增长尚可但毛利率和现金流指标不如设计。装修行业整体业绩增速和订单都有明显下滑。园林行业目前业绩仍在快速下滑，现金流恶化，尚未看到明显改善的迹象。
- **基建与竣工数据改善，预计央企和设计板块投资价值更高**：三季度建筑行业开工回落，竣工改善，基建增速持续回暖，行业景气度整体下滑。从新签订单来看，央企订单集中度明显提升，作为政府抓手推进基建投资意味明显。地方建企维持较快订单增速，但项目落地视区域而定。我们认为后续基建投资仍有望提升，房建随着地产调控将有所回落，装修随着竣工改善需求有所提升，但企业普遍持谨慎规避的态度带来的投资机会并不大。设计行业公司当前受益基建推进订单增加，业绩处于增长态势。后续我们认为基建央企+设计企业投资价值应高于其他细分板块。

重点推荐

- 预计下半年基建依然是建筑行业相对有政策预期的细分板块，推荐基本面稳健的基建大央企**中国铁建**。

评级面临的主要风险

- 基建资金到位情况不及预期，地产需求进一步下探，工业企业利润下滑，房屋竣工未有改善。



目录

建筑央企：业绩回暖订单改善，机构集中估值偏低.....	5
地方建企：收入稳增，各项指标见好.....	8
其他板块：业绩稳增，订单向好.....	10
三季度建筑行业基本面数据分析.....	12
三季度建筑行业新签订单情况.....	14
三季度建筑行业机构持股情况.....	16
重点推荐.....	18
风险提示.....	19



图表目录

图表 1. 三季度央企收入增速明显提升	5
图表 2. 央企周转率和收现率均有明显提升	5
图表 3. 房建增速高位, 基建订单增速改善	5
图表 4. 铁路与市政订单为订单提速贡献巨大	5
图表 5. 开工下滑、竣工回暖, 拿地放缓, 销售稳增	6
图表 6. 央企订单与收入增速均有明显提升	6
图表 7. 基建央企三季度各项财务指标比较	6
图表 8. 中国建筑与中国铁建占有绝大多数公募持仓	7
图表 9. 地方建企维持较快增速	8
图表 10. 现金流与收现率有所下滑	8
图表 11. 地方建企订单增速有所下滑	8
图表 12. 房建订单有所下滑	8
图表 13. 部分地方建企三季度各项财务指标比较	9
图表 14. 五大地方建企占有绝大多数机构持仓	9
图表 15. 细分行业利润增速比较	10
图表 16. 细分行业现金周转天数比较	10
图表 17. 细分行业现金周转天数比较	10
图表 18. 细分行业毛利率比较	10
图表 19. 2019 年三季报细分行业财务数据比较	11
图表 20. 设计行业各项财务指标表现最好	11
图表 21. 细分行业关注度下降, 设计行业尚可	11
图表 22. 三季度基建投资回升, 地产投资仍高位	12
图表 23. 基建投资三大领域均有回升	12
图表 24. 铁路、公路、市政投资完成额情况	12
图表 25. 建筑相关投资需求与订单回升	13
图表 26. 竣工面积回暖, 开工面积回落	13
图表 27. 全行业订单增速与央企订单增速情况	14
图表 28. 全行业产值增速与央企收入变化情况	14
图表 29. 地方建企订单保持较快增速	15
图表 30. 全行业产值增速与央企收入变化情况	15
图表 31. 建筑央企是主动管理型公募基金主要投资标的	16
图表 32. 前 10 个股持股集中度有所提升	16
图表 33. 前 10 机构筹码集中度有所提升	16



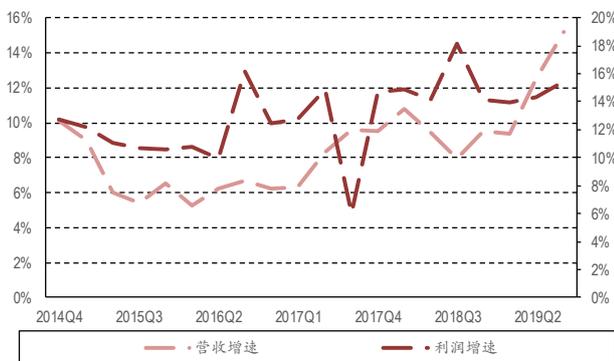
图表 34.2019Q3 建材板块重仓个股与机构 (单位:万股)	17
图表 35.2019Q3 建筑板块主要增减持个股 (单位: %)	17
图表 36.2019Q3 建筑板块主要增减持公募基金 (单位: %)	17
附录图表: 报告中提及上市公司估值表	20

建筑央企：业绩回暖订单改善，机构集中估值偏低

1. 业绩高增指标稳定，基建类订单有边际改善

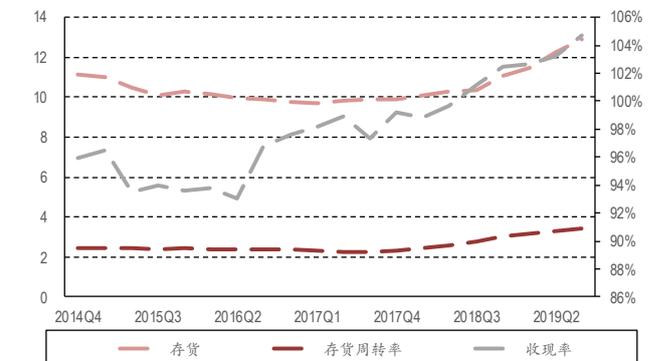
央企总体：营收高增业绩稳定，负债率下降盈利能力有所提升：2019年三季度，建筑八大央企营收合计10,415.25亿元，同增16.10%，归母净利润合计294.58亿元，同增16.87%。建筑央企营收增速有明显提升，利润增速也进入较高位置。从三季度建筑央企营收增速提升可以表明当前随着基建项目落地提速建筑行业景气度开始回暖。三季度建筑央企综合毛利率为11.14%，同增0.28PCT，各项费用率合计增加0.17pct，其中随着负债率下行，财务费用率有所减小。应收账款与存货同比均有所下降，周转率明显提升。现金流有所下滑，但平均收现率达到112.27%，同增5.76pct。央企总体现金比例有所下降，负债率持续下降，当前为76.66%，行业对外资本开支有所增加，所得税率保持稳定。

图表 1. 三季度央企收入增速明显提升



资料来源：万得，中银国际证券

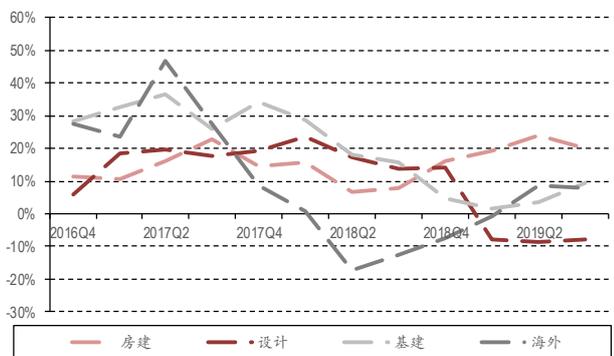
图表 2. 央企周转率和收现率均有明显提升



资料来源：万得，中银国际证券

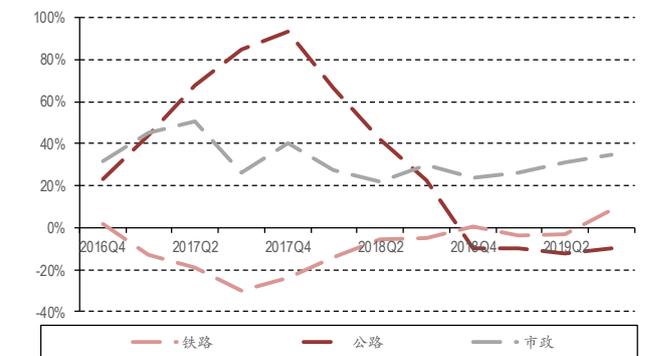
央企订单明显增长，基建订单增速改善，铁路与市政贡献巨大：从订单来看，八大央企三季度合计新签订单17,287.36亿元，同增15%，增速相比二季度环比提升2.92pct，连续两个季度实现订单增速提升。最近12个月合计新签订单8.53万亿元，同增10.60%。参考建筑央企营收规模，三季度央企订单收入比稳定在2倍左右。分订单类型来看，房建、设计、基建、海外几类订单三季度增速分别为20.0%、-8.0%、9.6%、7.9%。设计类订单同比下滑，房建类订单增速下滑，基建类订单同比增速提升，并连续两个季度实现订单增速提升。基建订单中，铁路订单增速明显提升，同比增速为8.47%；公路订单同比下滑，增速为-10.1%；市政订单增速继续保持高位，同比增长34.8%。

图表 3. 房建增速高位，基建订单增速改善



资料来源：万得，中银国际证券

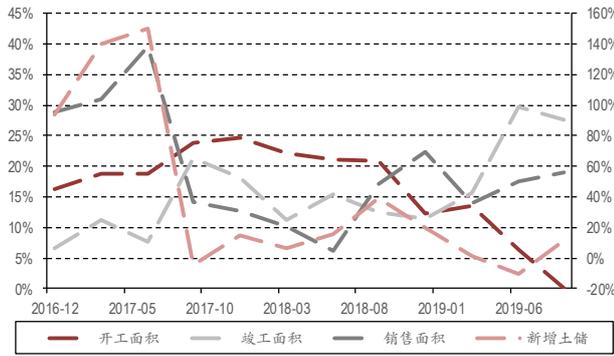
图表 4. 铁路与市政订单为订单提速贡献巨大



资料来源：万得，中银国际证券

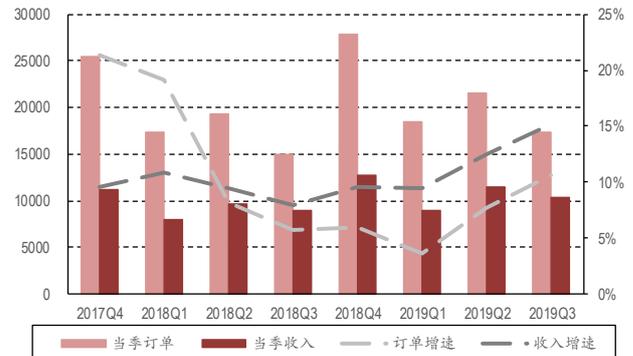
“拿地减速，销售稳增，开工下滑，竣工回暖”是当前央企地产业务的主要特征：从地产数据情况来看，三季度央企地产新开工面积同比增速为0.15%，相比前两个季度明显减小；竣工面积增速达到27.70%，相比前两个季度明显提升；新增土地储备合计同比增长11.44%，增速偏低；地产销售增速为18.99%，相比行业0%左右的增速，地产销售保持较快增长的势头。“拿地放缓，销售稳增，开工下滑，竣工回暖”的趋势在建筑央企中体现的更为明显。

图表 5. 开工下滑、竣工回暖，拿地放缓，销售稳增



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 央企订单与收入增速均有明显提升



资料来源：万得，中银国际证券

2. 中国化学业绩释放，基建龙头增长平稳

中国化学业绩释放财报表现最好，中国建筑表现依然稳健：横向比较各项财务指标，我们认为三季度中国化学表现较为突出，2018年以来，中国化学新签订单一直保持较快增速，2019年开始转为业绩的增长。在保证业绩增长的同时，中国化学在利润率、负债率、收现率等方面的控制均走在其他建筑央企的前面。近期公司新签俄罗斯波罗的海化工综合体项目总包合同，总金额943亿元，期限5年，占公司最近12个月营收103.91%，后续随着大体量订单落地，公司收入增速有望保持。中国建筑在建筑央企中，财报指标表现同样较好，在规模、利润率等方面表现突出，同时营收增速与利润增速保持稳定，但三季度中国建筑在现金流收现比等指标相比其他央企表现稍逊。

图表 7. 基建央企三季度各项财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		
	营业收入	归母净利	营收增速	利润增速	ROIC	毛利率	净利率	负债率	现金比率	AR 周转	资产周转	收现比
	百万元	百万元	%	%	%	%	%	%	%	次	次	%
中国建筑	685,419.32	20,308.45	16.38	6.12	3.90	10.13	4.69	76.54	27.14	4.42	0.36	(12.09)
中国中铁	361,886.58	10,513.69	14.48	10.06	2.96	9.85	3.12	77.29	17.93	3.29	0.37	(13.76)
中国铁建	352,934.88	9,284.18	14.23	15.93	2.68	9.80	2.92	78.44	19.68	3.33	0.37	(9.20)
中国交建	240,272.50	8,576.98	15.31	4.92	2.10	11.88	3.98	75.28	22.84	2.85	0.24	(16.55)
中国电建	147,652.42	3,959.18	16.36	(2.42)	1.79	14.69	3.68	80.52	26.31	2.98	0.20	(7.26)
中国中冶	159,017.38	3,156.88	26.09	8.59	2.37	11.00	2.38	76.76	17.18	2.38	0.36	(3.29)
中国化学	38,517.15	1,602.38	13.26	47.75	4.38	12.29	4.43	64.95	54.01	2.17	0.39	(4.04)
葛洲坝	49,799.31	2,124.06	8.00	8.76	2.67	15.54	5.89	72.76	20.35	3.20	0.22	3.49

资料来源：万得，中银国际证券

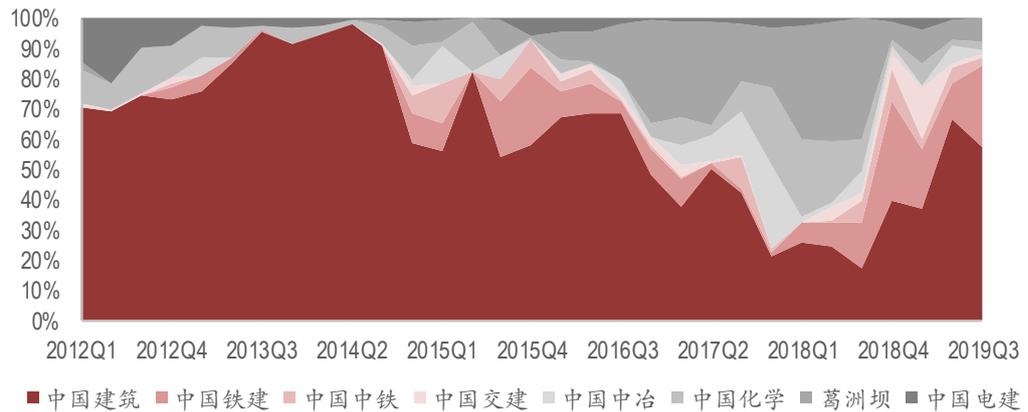
基建龙头业绩增长平稳：基建龙头营收增速均在15%左右的水平；其中中国铁建利润增速稍快。相比“两铁”，在三轮政策催化下，近期基建投资终有回暖苗头，但从订单结构来看，铁路与市政订单增速明显高于公路订单增速。我们认为铁路由中央与地方政府推动，资金到位有保证；市政主要由地市级政府推动，项目上马较为灵活；公路项目一般由省级政府主导，公路订单持续下滑，反映地方增幅财政仍然存在一定短板。



3. 机构持股集中，建筑央企估值偏低

建筑板块持仓同比下降环比提升，主要机构持仓集中在中国建筑和中国铁建：三季度末，主动管理公募基金合计持有建筑央企股票共计 2.64 亿股，同比减少但环比增加；持有建筑行业股票合计仅 3.73 亿股，建筑央企占公募基金持仓达 70.83%。八大央企中，中国建筑持仓量最大，达到 1.51 亿股，全板块持股 40.57%；其次是中国铁建，机构持股合计达到 0.73 亿股，占全板块持股 19.43%。中国建筑和中国铁建占有全板块绝大多数的机构持仓。

图表 8. 中国建筑与中国铁建占有绝大多数公募持仓



资料来源：万得，中银国际证券

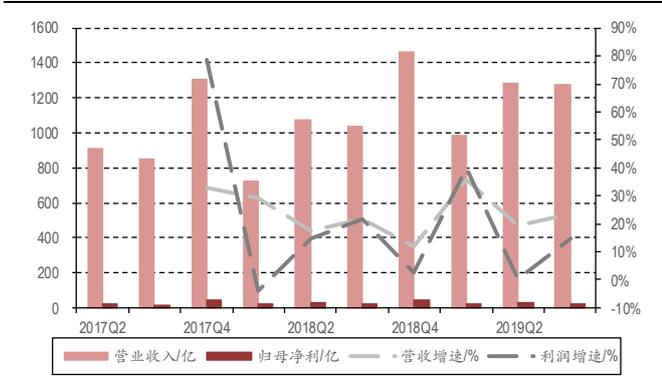
当前建筑央企处于估值低位，有较大投资价值：当前建筑央企平均市净率仅为 0.83 倍，平均市盈率为 6.7 倍，机构持仓集中。我们认为基建补短板启动后，建筑央企业绩提升确定性极大，当前建筑央企估值处于历史低位，有较大的投资价值。

地方建企：收入稳增，各项指标见好

1. 营收增速较高，现金表现稍逊，房建订单有所减少

营收利润较快增长，收现率下降现金表现较差：三季度上市地方建筑企业合计营收为 1,279.74 亿元，同增 23.58%；归母净利 23.73 亿元，同增 14.49%。三季度平均毛利率为 9.08%，同降 1.13pct；各项费用率合计 6.86%，同减 0.77pct，管理费用和财务费用减少较多。应收账款与存货相比去年同期有所增加，其中应收账款合计 1,184.63 亿元，同增 34.26%，周转率为 1.08，同减 0.09；存货合计 2,276.89 亿元，同增 11.35%，周转率同比提升 0.06。现金流表现相对较差，三季度收现比为 94.51%，同降 7.62pct；经营现金流出 22.41 亿元，相比去年同期明显下降。地方建企负债率总体保持稳定，现金同比稍微下降。参考以往，当前毛利率处于较低水平，营收与利润增速保持 15%-20% 的水平；各项周转指标基本保持平稳；三季度地方建企业绩保持平稳较快增长，基本符合预期。

图表 9. 地方建企维持较快增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 现金流与收现率有所下滑



资料来源：万得，中银国际证券

央企订单明显增长，基建订单增速改善，铁路与市政贡献巨大：2019 年三季度，上市地方建筑企业合计新签订单 1,423.93 亿元，同增 15.77%，增速相比二季度环比小幅下滑，但仍处于较高的水平。其中上海建工新签 628.22 亿元，占总新签订单 44.12%，当季同比 13.89%。如果选取新签订单数额较大的上海建工、重庆建工、隧道股份等 7 家公司为样本，则三季度新签订单 1,143.20 亿元，同增 6.50%，订单增速相比二季度有所下滑。

图表 11. 地方建企订单增速有所下滑



资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 房建订单有所下滑



资料来源：万得，中银国际证券

房建订单下滑明显，或为订单增速下滑的主要原因：参照隧道股份、安徽建工、浦东建设、重庆建工四家披露订单明细公司的情况，三季度上述四家公司新签房建订单 170.86 亿元，新签基建订单 253.69 亿元，新签其他订单 15.62 亿元。基建订单占比依然最高且相比二季度数额变化不大。房屋建筑订单相比二季度有较明显减少。我们认为下半年起地产融资趋紧导致新开工需求下滑是房建订单下滑的主要原因，也是导致三季度地方建企订单增速下滑的主要原因。四季度随着基建投资回暖，基建订单金额仍有望保持高位。

2. 中国建筑财报最优，其他央企表现稳健

上海建工业绩高速增长，应收账款周转率高；隧道股份与四川路桥各项指标表现较为均衡：参考对比地方建筑企业三季度各项财务指标，我们认为三季度上海建工表现最为稳健，不仅体现在营收和利润增速的保持中高速增长，其在应收账款等方面的控制也做得非常出色。浦东建设则在项目利润率、负债率方面控制较好，收现率也非常高。隧道股份周转率表现稍逊，其他指标控制均较好。四川路桥各项指标表现较为均衡，山东路桥在项目利润率、利润增速、公司现金比例等表现稍逊。

图表 13. 部分地方建企三季度各项财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	ROIC %	毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
浦东建设	3,281.52	249.68	69.41	16.20	3.23	10.37	7.71	51.78	112.80	4.26	0.27	17.06
四川路桥	30,971.75	841.71	25.85	52.57	3.59	10.05	2.76	82.79	25.93	5.82	0.34	(0.94)
上海建工	152,346.55	2,720.98	32.00	50.24	4.66	9.52	2.02	83.77	37.94	5.90	0.68	(7.92)
山东路桥	15,767.68	376.04	52.05	7.05	4.57	8.57	3.23	73.17	15.00	3.45	0.60	(6.25)
隧道股份	27,732.01	1,388.99	18.21	8.55	4.09	11.70	5.07	71.69	31.60	1.85	0.35	0.72

资料来源：万得，中银国际证券

机构持股集中在上海建工等五大地方建企，地方建企估值偏低，业绩有释放空间，部分地方建企可作为建筑央企的替代标的：2019 年三季度 863.22 亿股，相比之前几个季度均明显减少，占建筑板块总持仓 2.31%。上海建工、浦东建设、隧道股份、山东路桥、四川路桥五个股占有绝大多数机构的持仓。我们认为当前上海基建技术与订单承接能力依然在全国有绝对优势，仅次于建筑央企。且上海地区财政实力强大，项目落地更快，后续机构持股预计将进一步集中在上海地区建筑企业。目前地方建企平均市净率为 0.78，相对较低，平均市盈率为 8.17，处于历史较低水平。考虑后续基建提速后地方建企业绩仍有增长空间，但总体基本面不及建筑央企，部分基本面较好的地方建企可以作为建筑央企的替代标的。

图表 14. 五大地方建企占有绝大多数机构持仓



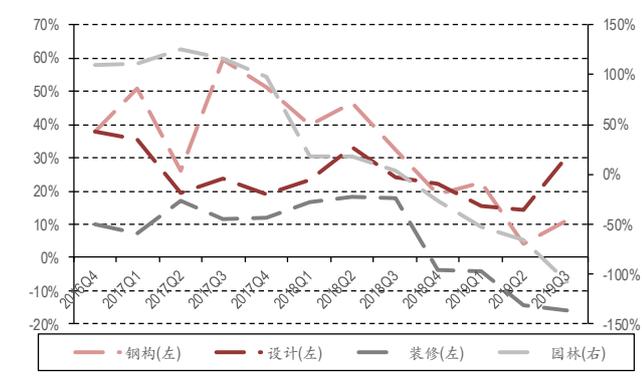
资料来源：万得，中银国际证券

其他板块：业绩稳增，订单向好

1. 设计与钢构向好，园林下滑，装修放缓

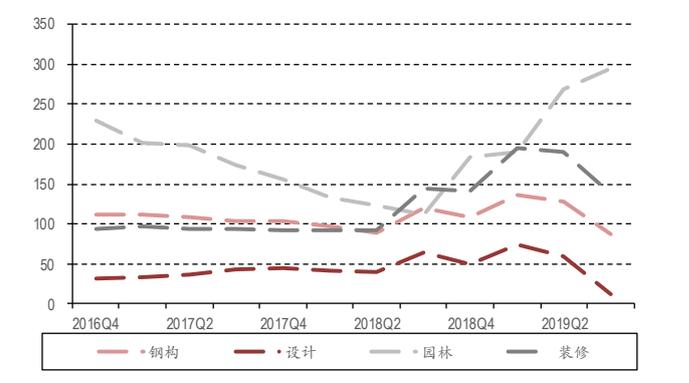
钢构与设计边际向好，装修利润下滑，园林亏损：我们收集建筑行业各个细分行业主要上市公司并对行业整体财务状况进行分析。三季度不同细分行业业绩表现有所分化，总体边际向好。钢结构主要上市公司合计应收 105.65 亿元，同增 25.24%；归母净利润 4.5 亿元，同增 41.31%。设计主要上市公司合计营收 64.98 亿元，同增 30.48%；归母净利润 5.84 亿元，同增 48.52%。园林主要上市公司合计营收 101.11 亿元，同减 0.25%；归母净利润亏损 38.86 亿元，同减 101.33%。装修主要上市公司合计营收 290.9 亿元，同增 5.18%；归母净利润 11.90 亿元，同减 11.82%。钢构和设计业绩增速边际向好，装修营收增速放缓，利润下滑。园林板块目前仍处于业绩下滑阶段。

图表 15. 细分行业利润增速比较



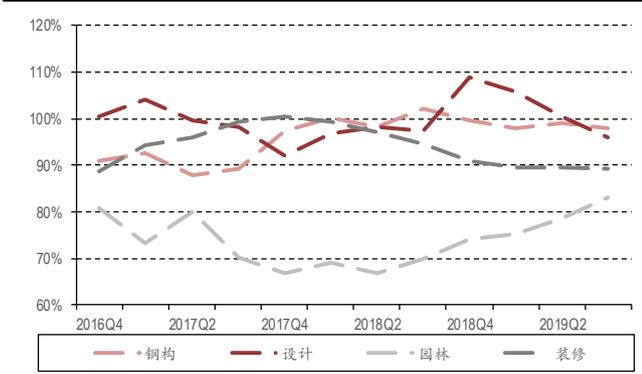
资料来源：万得，中银国际证券

图表 16. 细分行业现金周转天数比较



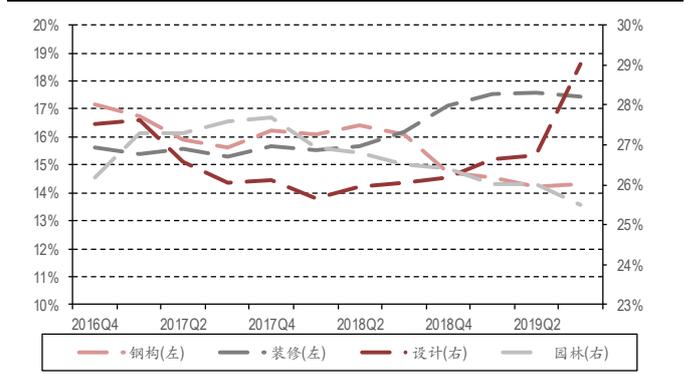
资料来源：万得，中银国际证券

图表 17. 细分行业现金周转天数比较



资料来源：万得，中银国际证券

图表 18. 细分行业毛利率比较



资料来源：万得，中银国际证券

园林行业收现比改善，装修收现比下滑；钢构、设计、装修现金周转改善，园林现金继续恶化：对比各行业财务数据，当前园林行业收现率相对较低，但自从资金趋紧后，上市公司普遍严抓回款，收现率有明显改善。装修行业近两年来收现率有所下降，主要原因或为地产精装比例提升，装修公司工程端业务增加但现金流有所下滑。钢构和设计收现率相对较高，设计最近几个季度收现率呈现高位回落态势。从现金周转情况来看，则钢构、设计、装修三季度都出现边际向好的情况，而园林行业尽管收现比有所提升，但收入下滑加上支出等其他原因，目前现金周转天数仍在增加，现金流情况依然进一步恶化。

2. 设计行业总体表现最好，机构关注度相对较高

设计行业总体情况表现最好：综合比较钢构、设计、园林、装修四大细分行业财务报表，我们认为当前设计各项财务指标在几个细分行业表现最好。收入与利润规模较小，但业绩增速、毛利率、负债率控制、现金流情况以及资金周转情况都好于其他细分行业，这是设计板块商业模式决定，也与设计行业周期有关。多数设计上市公司上市时间不超过3年，正是募投项目进入业绩释放的阶段，而基建投资推进下，对设计更是产生了更大的需求，因此当前设计行业业绩与各项财务指标总体向好。

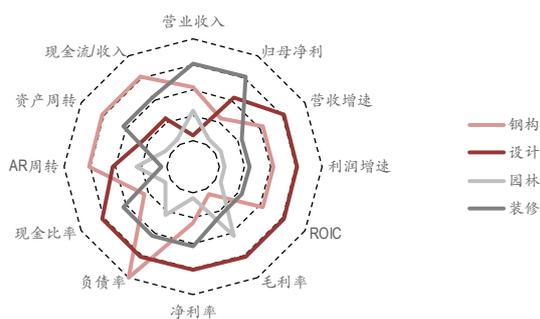
图表 19. 2019 年三季度报细分行业财务数据比较

证券简称	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	ROIC %	毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
钢构	105.65	4.50	25.24	41.31	9.16	14.05	4.29	62.24	10.26	1.11	0.20	107.61
设计	64.98	5.84	30.48	48.52	15.97	35.34	11.59	64.02	16.92	0.44	0.15	79.36
园林	101.11	(0.25)	(38.86)	(101.33)	0.37	25.18	0.11	67.86	7.75	0.38	0.06	60.42
装修	290.90	11.90	5.18	(11.82)	9.12	16.34	4.55	64.12	10.33	0.29	0.18	85.97

资料来源：万得，中银国际证券

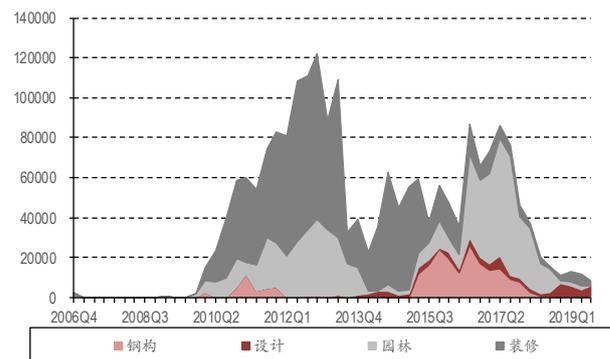
装修行业主动调整业务规模，园林行业仍难改变资金基本面，钢结构保持较高业绩增速：反观其他行业，装修行业上市公司收入规模最大，但营收与利润增速出现明显放缓。毛利率较低，收现率和现金流等财务指标也出现了边际下行。我们认为主要原因是下游地产的资金面在变差，因此装修行业现金回款等相关指标均有下行，更多企业主动调整业务结构，规模地产工程端业务，则导致了收入增速的下滑。园林行业当前资金情况并未明显改善，尽管多数上市公司严抓项目回款并缩减业务规模，先负债率飙升依然使得上市公司较难获得银行授信，从三季度情况来看，资金面紧张的情况并未有明显改善。钢构行业最近几个季度表现一直较好，主要是营收增速驱动所致。我们认为主要原因是“十三五”规划中对装配式建筑提出了新建占比的要求，进入2019年以来，采用钢结构建筑比例有所提升所致。未来钢结构建筑占比提升是一个可持续的趋势。

图表 20. 设计行业各项财务指标表现最好



资料来源：万得，中银国际证券

图表 21. 细分行业关注度下降，设计行业尚可



资料来源：万得，中银国际证券

对应良好的基本面，设计行业当前持仓量相对较高：设计行业向好也体现在机构关注度上。当前建筑行业机构持仓量整体下滑，其中装修和园林因为基本面下滑持仓量较低；钢结构相比设计行业现金流较差持仓量也相对较小。设计行业因为近几个季度较好的业绩增速和基本面情况，持仓量达到历史高位。

三季度建筑行业基本面数据分析

1. 行业需求情况

三季度基建投资增速回暖，地产投资与工业投资增速下行：2019年三季度，全国固定资产投资完成额 19.46 万亿元，同增 4.76%，投资增速总体下滑。分结构来看，工业投资 6.55 万亿元，基建投资 4.97 万亿元，地产投资 3.64 万亿元；投资增速分别为 3.2%、4.2%、9.8%。工业投资增速环比持续下降，基建投资增速三季度有所改善，地产投资增速下滑。投资增速的变化和三季度地产投资政策转向以及基建投资政策催化不无关系。我们认为随着四季度专项债提前落地以及地产融资政策进一步趋紧，基建投资增速有望进一步提升，而地产拿地、开工等相关数据预计进一步下行。

图表 22. 三季度基建投资回升，地产投资仍高位



资料来源：万得，中银国际证券

图表 23. 基建投资三大领域均有回升



资料来源：万得，中银国际证券

电热气水投资增速首度回正，交运邮储投资保持较快增速，公用水利投资复苏；公路、铁路、市政是本轮基建投资回暖的主要驱动力：从几件三大分项数据来看，电热气水、交运邮储、公用水利三大子板块三季度分别完成投资 0.77、1.81、2.39 万亿元，同比增加 1.83%、4.07%、5.16%。电热气水投资增速回正，交运邮储投资增速环比小幅下滑，但对基建投资增速仍有一定贡献，公用水利投资增速连续两个季度回升，是基建投资回暖的重要驱动力。交运邮储和公用水利细分数据来看，公路、铁路、市政是本轮基建投资复苏的主要来源。三季度铁路、公路、市政完成固定资产投资分别为 0.21、1.34、1.95 万亿元，当季同比分别为 3.9%、7.6%、2.9%。其中铁路和公路投资 2019 年以来一直保持较快的投资增速，是基建投资增速的主要支撑；市政投资占比较高，2019 年投资增速从 -0.60% 回升至 2.9%，是基建投资增速回暖的主要驱动力。

图表 24. 铁路、公路、市政投资完成额情况

	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
铁路/亿	2,228.29	2,746.02	944.11	1,775.48	1,988.26	2,890.02	1,047.97	2,055.09	2,066.16
公路/亿	11,781.94	11,671.21	6,599.89	12,087.25	12,493.52	12,427.82	7,292.88	12,907.92	13,443.14
市政/亿	19,815.32	19,097.82	10,472.92	20,578.31	18,948.87	19,968.58	10,410.08	20,547.99	19,492.03
铁路增速/%	(5.30)	16.61	(5.10)	(12.84)	(10.77)	5.24	11.00	15.75	3.92
公路增速/%	27.35	16.67	18.90	6.97	6.04	6.48	10.50	6.79	7.60
市政增速/%	21.05	12.28	13.40	2.31	(4.37)	4.56	(0.60)	(0.15)	2.87

资料来源：万得，中银国际证券

2. 行业运行状况

开工受地产融资约束下行明显，竣工增速三季度首次回正，地产销售仍然乏力，当前地产公司资金面趋紧：2019年以来地产新开工增速依然处于高位，下半年起随着地产融资政策趋严，主要从前段拿地和开发贷入手，地产赶开工预售回款的动力减弱，周转能力下降。具体表现为新开工面积增速三季度出现明显回落；同时竣工面积增速在项目周期约束下，开始逐步提升。三季度新开工面积为6.02亿平，同增6.05%，增速比2018年底下滑13.15pct，三季度下滑速度加快。竣工面积为1.43亿平，同增2.29%，增速比二季度明显提升17.25pct，自2017年初以来竣工面积增速首次回正。三季度地产销售面积为4.34亿平，同增2.9%，增速相比二季度有所提升。2019年以来，地产销售增速持续在0%上下徘徊，截至9月底广义地产库存已达到66.79亿平，同比增速达到8.3%，广义库存增速达到2015年6月份以来的最高值。开工下行与销售乏力表明当前地产公司周转能力与现金回款能力都较弱，而竣工回升则代表当前存量项目进展开支有所增加，地产公司资金面进一步恶化。

图表 25. 建筑相关投资需求与订单回升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 26. 竣工面积回暖，开工面积回落



资料来源：万得，中银国际证券

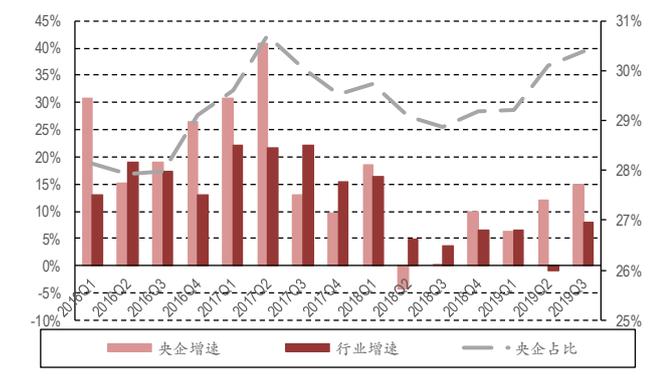
行业投资需求、新签订单、行业产值三季度均有明显改善，四季度建筑行业大概率迎来业绩释放期，行业需求结构有所改变：三季度建筑行业新签订单合计6.68万亿元，同增7.99%，订单增速相比二季度出现明显回升；行业产值6.09万亿元，同增5.76%，增速相比二季度有所回升，但还是处于相对较低水平。我们将交运邮储投资、公用水利投资、地产建安投资三项投资完成额合并与建筑行业需求等效，则三季度完成与建筑行业相关投资总额6.56万亿元，同增5.43%，增速同样比二季度有所提升。参照以往数据，投资需求与新签订单领先于行业产值，当前投资需求与新签订单已经出现回暖，我们认为在基建政策加持下，四季度建筑行业大概率迎来业绩释放期，行业总体景气度改善。而随着开工走弱，竣工回暖，下游地产资金趋紧，行业需求将有结构性的改变，设计、基建、钢构、装修将成为需求较好的几个细分行业。

三季度建筑行业新签订单情况

1. 订单与收入向央企集中

从建筑行业新签订单情况可以反映当前建筑行业进入加速集中的阶段：2019年三季度建筑央企合计新签订单 1.73 万亿元，同增 15%；全行业三季度新签订单 6.68 万亿元，同增 7.99%。央企新签订单增速明显快于全行业。从占比来看，最近 1 年建筑央企合计新签订单 8.53 万亿元，全行业新签订单 28.07 万亿元，央企占比 30.38%，这一比例正在持续提升，从 2014 年的 24.48% 提升到当前的 30.38% 反映当前行业订单向央企集中，行业增速更多由央企来带动。

图表 27. 全行业订单增速与央企订单增速情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 28 全行业产值增速与央企收入变化情况



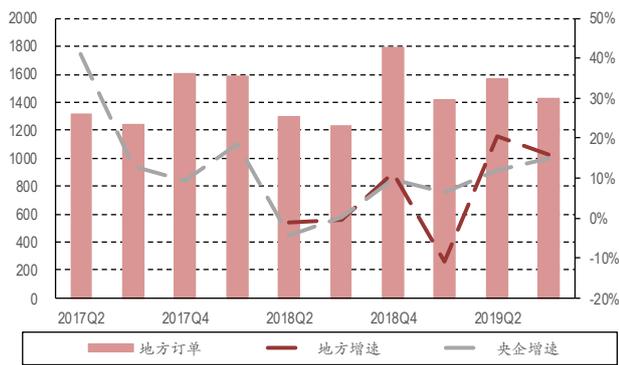
资料来源：万得，中银国际证券

央金融资与订单来源有保障，收入增长确定性高，行业收入集中度也有明显提升：从收入端来看，2019年三季度建筑央企合计收入 1.04 万亿元，同增 16.10%；建筑行业总产值 6.08 万亿元，同增 5.76%；央企收入增速相比行业明显更快。最近一年央企营收合计 4.35 万亿元，建筑行业总产值合计 24.52 万亿元，在建筑行业收入占比为 17.73%，该比例从 2018 年的 16.63% 提升至当前的 17.73%。建筑作为对资金需求较高的行业，央金融资相对较有保障，而且在政策推动基建投资的环境下，央企成为推进基建投资的主要抓手，订单来源和资金来源都有保障。相比之下，地方企业或者民企融资渠道有限，订单来源以及项目回款均不确定，央企相对地方企业和民企优势明显，收入增长确定性高，行业加速集中是必然的态势。

2. 地方建企维持较高订单增速，装修板块订单明显下滑

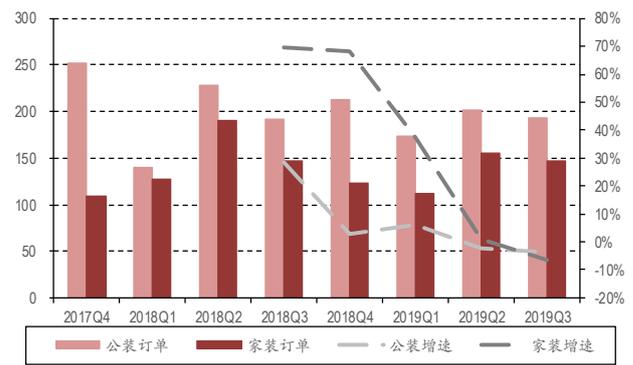
地方建企维持较高订单增速，后续订单增速概率大，但项目落地视区域而定：2019年三季度，上市地方建筑企业合计新签订单 1,423.93 亿元，同增 15.77%，增速与央企相近。地方建企与在承接地方政府项目有更大优势，公路基建订单等占比相对较高。选取隧道股份、安徽建工、浦东建设、重庆建工几个披露订单明细的公司比较，基建项目订单占比最高，三季度新签基建订单达到 253.69 亿元，占比 57.6%，以往季度基建项目订单占比也稳定在 50% 以上的水平。我们认为公路铁路作为基建推进的抓手，后续订单仍有更多的增长空间，地方建企订单需求继续增长概率较大。但不同地方政府财政实力不一，项目落地情况则不同区域会有所差异，因此总体后续地方建企业绩增长将稍逊于央企，但分区域看，上海区域建筑企业仍有较强订单承接能力和项目落地能力，优势相对其他地方建筑企业较为明显。

图表 29. 地方建企订单保持较快增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 30. 全行业产值增速与央企收入变化情况



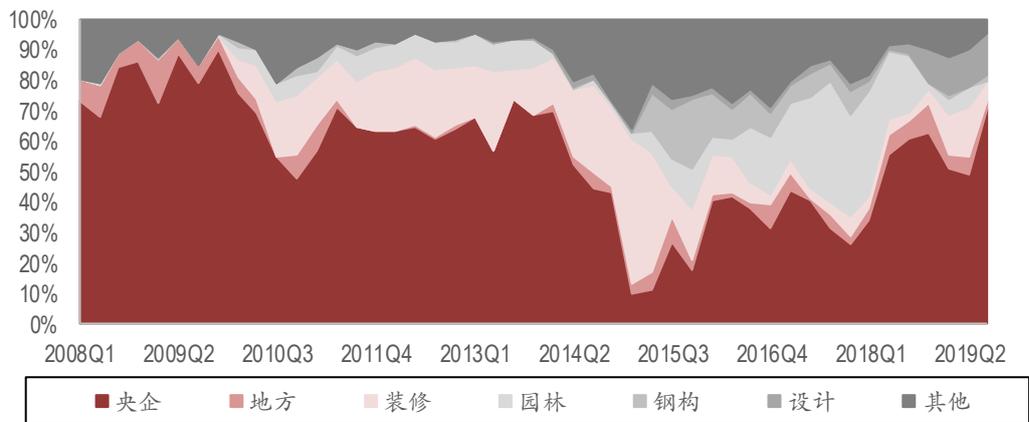
资料来源: 万得, 中银国际证券

装修板块订单负增长, 或与下游地产现金流趋紧, 装修公司调整业务结构有关: 2019 年三季度, 上市装修板块公司新签订单增速持续下滑。相关上市公司合计新签订单 401.93 亿元, 同增当季同比 1.11%, 增速环比明显下滑。其中新签公装项目订单 193.47 亿元, 同减 3.65%; 家装项目订单 147.01 亿元, 同减 6.69%。装修企业订单下滑, 一方面与企业规避风险自动调整业务结构有关, 一方面也与下游地产企业现金流趋紧工程端业务现金流变差有关, 所以家装企业订单增速下滑更快。我们认为, 随着竣工面积持续回升, 装修行业整体需求仍有望提升, 但是地产资金面持续变差, 装修行业公司持续调整业务结构, 行业短期仍缺乏集中的动力。

三季度建筑行业机构持股情况

行业关注度小幅提升，建筑央企仍是主要关注对象，持股集中度和筹码集中度均有明显提升：2019年三季度，建筑行业整体关注度相比二季度小幅提升，主动管理公募基金合计持有建筑行业股票3.73亿股，相比二季度提升0.42亿股。其中，央企依然是机构集中关注的板块。央企、设计、装修占行业持股比例分别为70.83%、13.83%、6.87%，设计行业相对与其他细分行业较好的基本面赢得了较高的关注度。从集中度来看，建筑行业排名前10的个股公募基金合计持股3.43亿股，占全行业91.94%，持股集中度相比一二季度均有明显提升，主要原因是基建投资启动，建筑央企有更好的基本面，业绩提升确定性较好。而其他细分板块因为地产链条资金趋紧，业绩仍有一定下滑压力，关注度下降。从筹码集中度来看，排名前10的机构持有建筑行业股票2.61亿股，占全行业达到69.99%，筹码集中度也有明显提升。

图表 31.建筑央企是主动管理型公募基金主要投资标的



资料来源：万得，中银国际证券

图表 32. 前 10 个股持股集中度有所提升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 33. 前 10 机构筹码集中度有所提升



资料来源：万得，中银国际证券

建筑央企依然是机构主要持股对象，具体持股数量有所调整：2019年三季度公募基金主要重仓股有中国建筑、中国铁建、中国化学、中国中铁、葛洲坝、苏交科、金螳螂、中设集团等。建筑样式是主要持股对象，个股情况变化不大，具体持股数量有所调整。重仓建筑行业的公募基金主要有安信基金、华夏基金、广发基金、万家基金等，其中万家基金、华夏基金、广发基金、博时基金等三季度有较为明显增持建筑行业，其主动管理产品增持建筑行业比例均超过100%。

图表 34.2019Q3 建材板块重仓个股与机构 (单位:万股)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
重仓个股	中国建筑	中国铁建	苏交科	金螳螂	葛洲坝	中设集团	达实智能	中国化学	中国中铁	鸿路钢构
持股数量	15,140.53	7,251.07	3,472.04	1,980.39	1,944.91	1,582.48	1,030.08	694.11	632.40	579.89
重仓机构	安信基金	华夏基金	广发基金	万家基金	博时基金	华泰柏瑞	华安基金	工银瑞信	大成基金	泓德基金
持股数量	6,223.86	4,420.02	4,238.47	2,388.89	2,039.53	1,916.80	1,480.39	1,222.36	1,136.15	1,050.10

资料来源: 万得、中银国际证券

山鼎设计、中国铁建、中国化学等增持比例较高, 山东路桥、金螳螂、中国中冶、中国中冶等个股有所减持: 2019 年三季度, 建筑板块增持比例最大个股分别是山鼎设计、中国铁建、中国化学、葛洲坝、中国建筑等个股。除了山鼎设计, 机构主要增持对象还是集中在建筑央企。而山鼎设计持股提升的主要原因是被华图教育借壳, 转型教育产业。机构主要减持个股有绿茵生态、山东路桥、百利科技、金螳螂、中国中冶等个股。其中金螳螂减持的主要原因或为装修行业景气度下行, 公司业绩增速预期下滑所致。中国中冶、中国铁建、上海建工等建筑施工龙头减持的原因或为机构调整板块龙头持股比例所致。

图表 35.2019Q3 建筑板块主要增减持个股 (单位: %)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
增持个股	山鼎设计	中国铁建	中国化学	葛洲坝	中国建筑	苏交科	中设集团	中国交建	隧道股份	华体科技
增仓幅度	21,945.45	261.85	106.45	78.44	39.04	26.29	19.95	19.93	5.91	3.07
减持个股	绿茵生态	山东路桥	百利科技	金螳螂	中国中冶	上海建工	中国中铁	达实智能	亚厦股份	
减仓幅度	(90.33)	(77.70)	(68.71)	(61.48)	(47.98)	(42.64)	(24.85)	(22.56)	(12.25)	

资料来源: 万得、中银国际证券

图表 36.2019Q3 建筑板块主要增减持公募基金 (单位: %)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
增仓机构	博时基金	平安基金	国泰基金	万家基金	中金基金	华夏基金	中银基金	东方基金	中银国际	广发基金
增仓幅度	24,065.05	955.49	951.35	903.78	774.88	589.49	306.53	218.45	182.70	110.94
减仓机构	光大保德信	银华基金	先锋基金	银河基金	海富通基金	益民基金	长盛基金	新华基金	金鹰基金	信诚基金
减仓幅度	(97.62)	(97.48)	(95.05)	(92.73)	(87.65)	(87.29)	(81.55)	(71.13)	(66.43)	(65.54)

资料来源: 万得、中银国际证券



重点推荐

1. 中国铁建

推荐理由：铁路建设领域市场参与者少，业绩提升确定性高，政府控制能力强，政策有望最先体现。公司作为全国性布局龙头，业绩有望明显释放。2018 年房地产行业资金趋紧，土地购置下半年以来下滑明显。公司主营业务规模巨大，资金优势明显，在行业竞争对手战略收缩的情况下，公司有充分能力逆周期增加土地储备，提升市场占有率。

业绩预测：预计 2019-2021 年，公司营收分别为 7,938.65、8,486.14、8,988.86 亿元；归母净利润分别为 218.53、239.49、259.72 亿元；EPS 为 1.61、1.76、1.91 元。



风险提示

1. **基建项目资本金比例未能调降**：目前中美贸易战缓和，外部压力减小，基建刺激托底紧迫性或下降。且当前资本金比例调降仅仅是发改委调研与征求意见阶段，是否实施，调降比例有多少仍有非常大的不确定性。
2. **生态园林基本面进一步恶化**：2019年后，生态园林板块业绩加速下滑，目前风险尚未充分释放。当前的市场偏好下，生态园林板块现金流相对较差，并不受市场青睐，未来板块风险是否充分释放，释放后市场关注度是否提升仍有较大不确定性。
3. **新开工增速回落**：工业企业投资高企和新开工超预期是2018年以来建筑建材板块投资的两大亮点。目前工业企业投资已经回落，新开工未来大概率下降，而基建投资尚未明显回升。未来若新开工增速下降，则建筑板块几大需求均疲软，行业整体市场关注度恐进一步下滑。



附录图表：报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
002717.SZ	岭南股份	买入	4.67	71.79	0.76	1.16	6.1	4.0	3.01
603359.SH	东珠生态	买入	15.33	48.85	1.02	1.34	15.0	11.4	8.83
601117.SH	中国化学	买入	6.20	305.85	0.39	0.57	15.8	11.0	6.42
002081.SZ	金螳螂	买入	7.93	212.24	0.79	0.91	10.0	8.8	5.43
601186.SH	中国铁建	增持	9.84	1,301.53	1.32	1.61	7.5	6.1	11.86
002482.SZ	广田集团	增持	4.32	66.41	0.23	0.38	19.1	11.4	4.67
300284.SZ	苏交科	增持	8.39	81.50	0.64	0.79	13.1	10.6	4.66
300495.SZ	美尚生态	增持	11.48	77.41	0.57	0.68	20.0	16.9	6.36
000498.SZ	山东路桥	增持	4.66	52.20	0.59	0.67	7.9	7.0	4.73
600039.SH	四川路桥	未有评级	3.27	118.06	0.32	0.40	10.1	8.1	4.06
601668.SH	中国建筑	未有评级	5.22	2,191.42	0.91	1.00	5.7	5.2	5.81
601800.SH	中国交建	未有评级	9.16	1,325.21	1.22	1.34	7.5	6.8	11.68
601390.SH	中国中铁	未有评级	5.87	1,383.56	0.70	0.80	8.4	7.4	7.39
600068.SH	葛洲坝	未有评级	5.94	273.52	1.01	1.12	5.9	5.3	6.29
600502.SH	安徽建工	未有评级	3.94	67.81	0.46	0.59	8.5	6.7	4.13
002713.SZ	东易日盛	未有评级	6.80	28.53	0.60	0.63	11.3	10.8	2.01
002310.SZ	东方园林	未有评级	4.90	131.59	0.59	0.03	8.2	175.6	4.33
603017.SH	中衡设计	未有评级	10.59	29.13	0.61	0.74	17.3	14.4	6.53
603018.SH	中设集团	未有评级	10.28	47.74	0.85	1.06	12.0	9.7	5.69
600477.SH	杭萧钢构	未有评级	2.59	55.80	0.26	0.18	9.8	14.2	1.55
000928.SZ	中钢国际	未有评级	4.88	61.33	0.35	0.43	13.9	11.3	3.73
002051.SZ	中工国际	未有评级	9.47	117.18	0.97	0.90	9.8	10.5	8.37

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 11 月 7 日，未有评级公司盈利预测来自万得一预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371