



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

建筑工程行业2020年投资策略

凛冬中寻找火光

西南证券研究发展中心
建筑工程研究团队
2019年11月

核心观点

2020年看好建筑板块龙头央企、看好转型调结构成功的民企、看好经营稳健的建筑企业：

- 2019年年初，市场对于全年基建预期较高，市场大部分团队认为2019年全年基建投资增速将会在8-10%，而西南证券建筑团队提出基建增速较难回到高位，预计全年基建固定资产投资增速维持在3-5%，根据11月14日国家统计局数据显示，1-10月基建固投增速为4.2%，符合我们年初预期。
- 2019年一季度，我们首先提出要防范建筑行业风险，二季度出现园林行业整体停牌风波、四季度行业3家上市公司的高管、实控人出现违规风险。
- 虽然整个建筑板块年初至今涨幅居于末位，但是长期来看仍旧存在投资机会：
- **看好龙头央企：未来建筑央企在集中度提高、内部经营效率提升的影响下愈发具有投资价值，我们推荐建筑龙头，受益集中度提高及内部效率提升的中国建筑（601668）。**
- **看好转型调结构成功的民企：成功的经营策略调整可让企业自身突破瓶颈增强活力，我们推荐未来有望持续引领工业化内装行业发展的亚厦股份（002375）。**
- **看好经营稳健的建筑企业：今年建筑企业风险事件频发，一些违规风险难以预防，我们推荐行业内稳健标的，长期表现值得期待的东珠生态（603359）。**

风险提示：行业景气度继续下行的风险。

目 录

◆ **行业低景气，板块涨幅位于末位**

◆ **政策加码，支撑基建稳增长**

◆ **2020年三条主线把握投资方向**

◆ **投资策略及重点推荐标的**

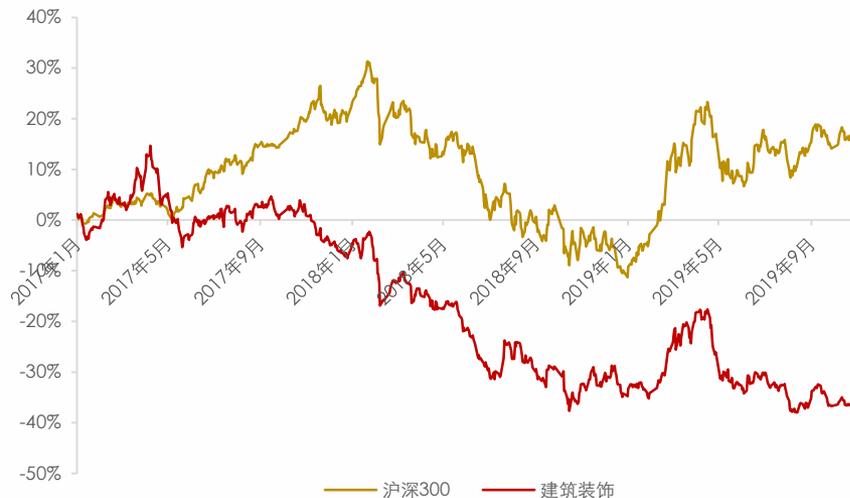
2019年行业回顾：建筑装饰表现弱于大盘

建筑装饰指数相对沪深300今年走势



数据来源：Wind，西南证券整理

建筑装饰指数相对沪深300三年走势

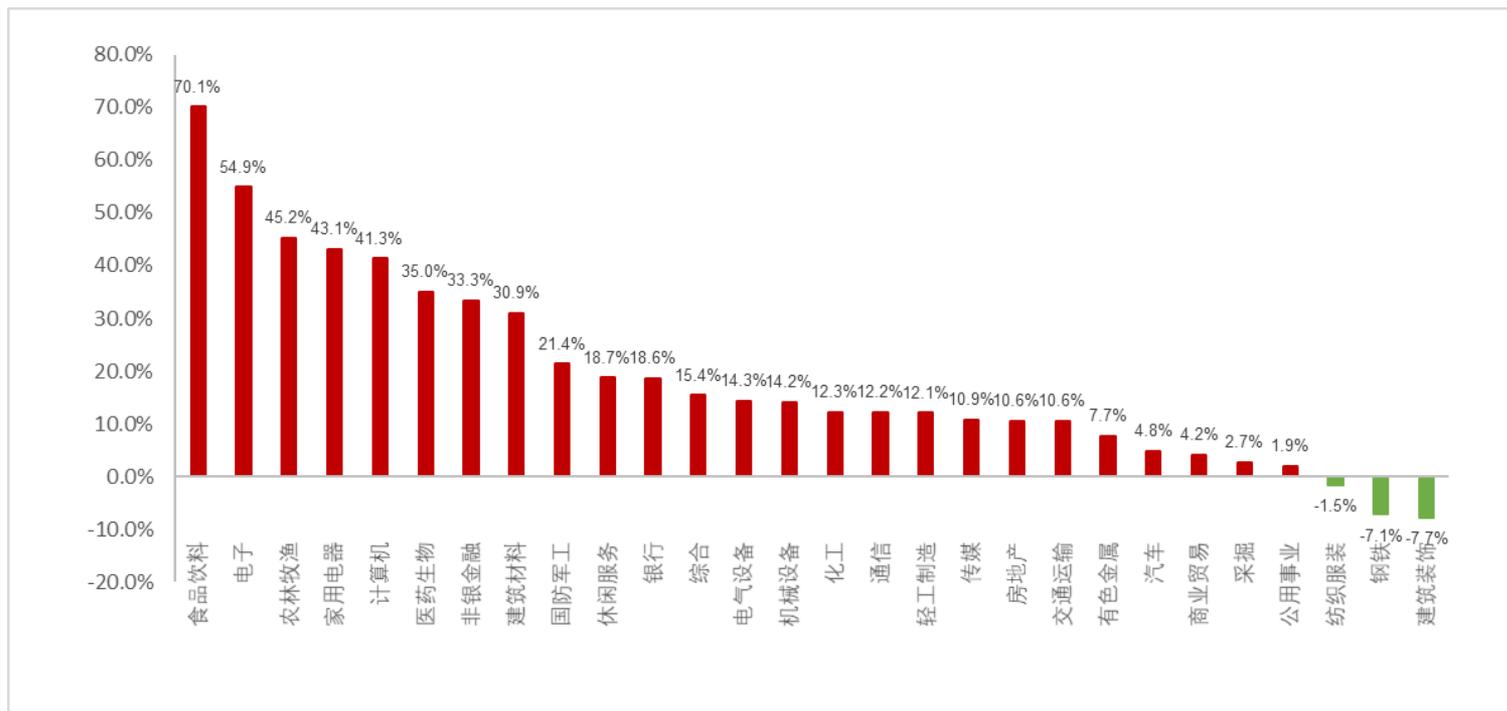


数据来源：Wind，西南证券整理

- 2019年初至11月23日，本年度建筑指数下跌7.7%，跑输沪深300指数约 35.6个百分点。
- 2017年初至11月23日，将近三年的时间内建筑指数下跌40.4%，跑输沪深300指数约 59.4个百分点。

2019年行业回顾：配置建筑装饰行业相对收益较差

各板块今年表现图

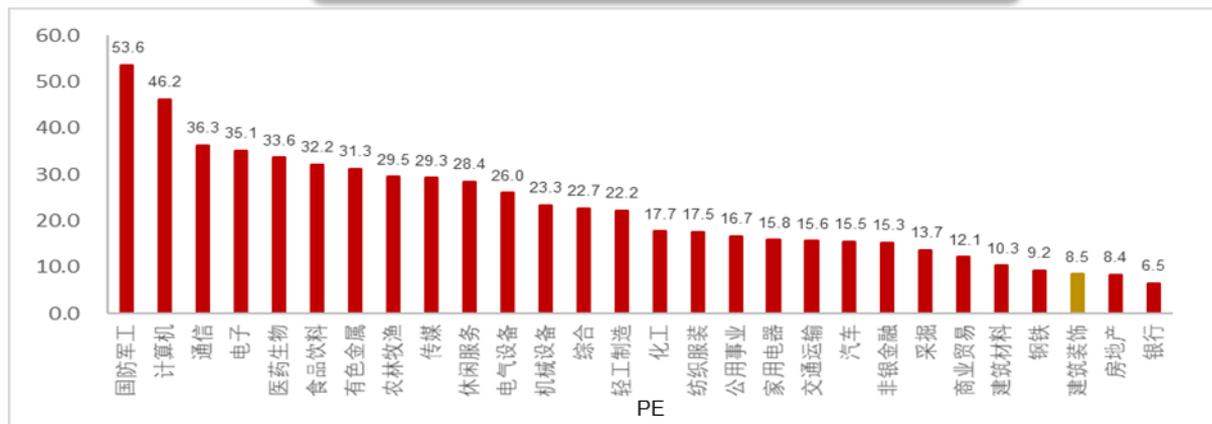


数据来源：Wind，西南证券整理

- 2019年初至11月23日，建筑板块涨幅位列28位。
- 建筑板块指数下跌7.7%，板块跑输位于第一的食品饮料77.8个百分点。

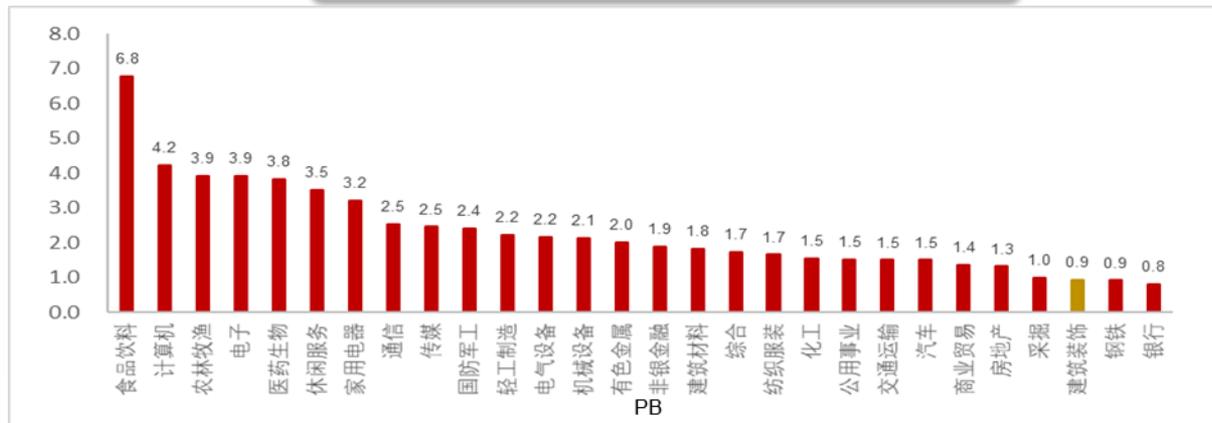
2019年行业回顾：建筑整体估值位于较低位置

各板块目前市盈率估值情况



- 建筑板块PE为8.8X，PB为1X；整体指标位于行业末位。
- 建筑经过3年的下调，整体估值位于历史较低位置。
- 国防、计算机、通信估值位于高位，食品饮料及农业受益于今年行情估值上升。

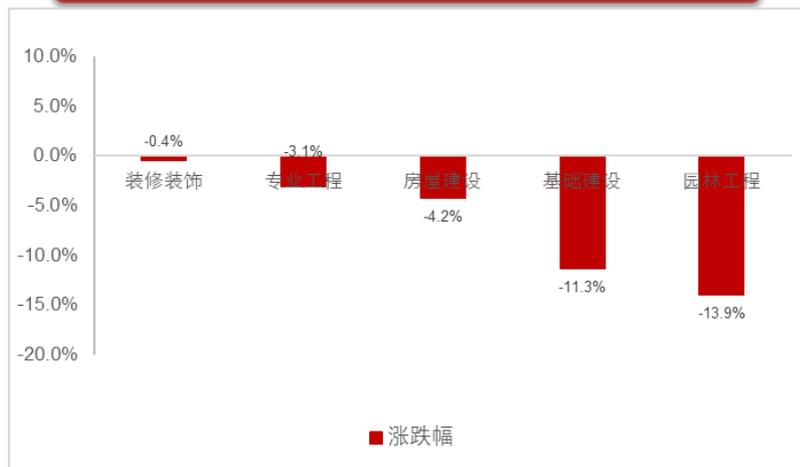
各板块目前市净率估值情况



数据来源：Wind，西南证券整理

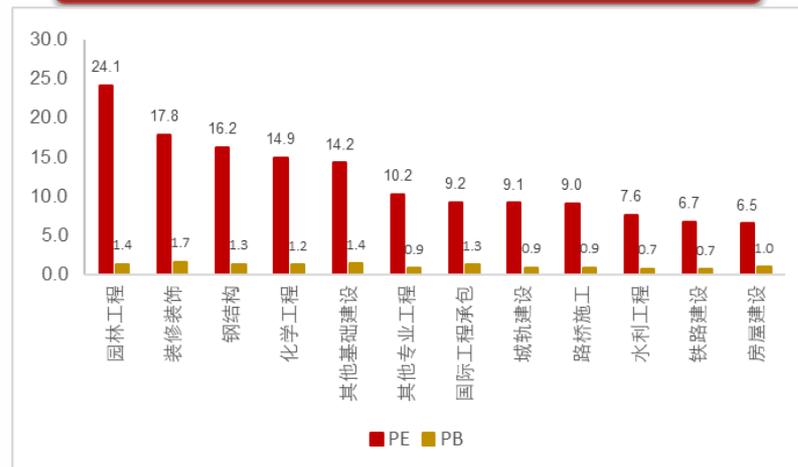
2019年行业回顾：基建、园林子板块表现较弱

建筑各子板块今年涨跌幅



数据来源：Wind，西南证券整理

建筑各子板块目前估值情况

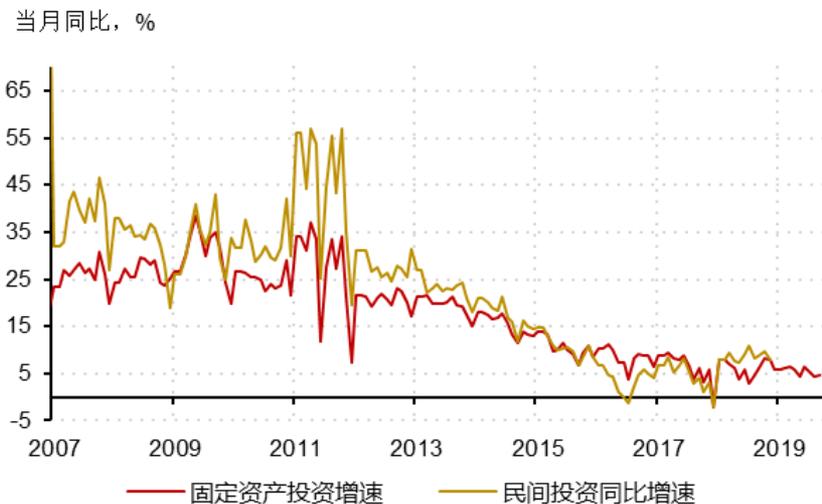


数据来源：Wind，西南证券整理

- 分子板块来看，基建子板块及园林子板块今年表现疲软。这是由于整体基建投资近年较为疲软，而2019年继续延续2018年的疲软趋势，园林由于资金链趋紧导致坏账频出，行业龙头东方园林、铁汉生态等公司的各项经营问题也导致整体园林行业的下调。
- 园林即使经过下调，整体估值仍在建筑板块内处于高位。

2019年行业回顾：建筑装饰行业受整体固投疲软影响

整体固定资产投资下行



数据来源：Wind，西南证券整理

基建投资增速趋势向下



数据来源：Wind，西南证券整理

- ❑ 建筑的疲软源自近年国内投资下行，2019年1-10月基建投资增速同比增长4.2%。
- ❑ 预计未来基建投资增速趋势将继续保持向下趋势。
- ❑ 此外地方建筑企业还将面临PPP工程带来的困境、财务费用侵蚀利润、应收账款回款恶化、国企央企的挤压。

目 录

◆ 行业低景气，板块涨幅位于末位

◆ 政策加码，支撑基建稳增长

◆ 2020年三条主线把握投资方向

◆ 投资策略及重点推荐标的

2019年政策逐步加码，支持基建稳增长

- 今年以来，政策端逐步加码，6月份国务院提出专项债可以作为重大项目资本金后建筑板块大涨。
- 受政策驱动，年中基建投资增速小幅冲高（从增速最低的7月3.8%到增速最高9月的4.5%）。
- 9月国务院提出要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，同时发改委提出加快铁路建设。与去年下半年相比，本轮基建稳增长的相关政策更具有导向性和可操作性。

今年政策逐步加码

日期	部门	主要内容
2019年1月	政府工作报告	地方两会提出基建补短板，基建力度加大，交通板块受关注
2019年6月	国务院	加大基建逆周期调节力度，允许将专项债作为重大项目资本金。
2019年8月	国家发改委	印发《西部陆海新通道总体规划》，加快西部陆海新通道建设，推进西部大开，推动区域经济高质量发展。
2019年8月	国务院金融委员会	要加大宏观经济政策的逆周期调节力度，高度重视基础设施等领域。
2019年9月	国务院常务会议	提前下达明年部分专项债额度，扩大专项债使用范围，明确专项债不得用于土地储备、房地产等项目。
2019年9月	国家发改委	加快推进铁路专用线建设的指导意见。加快实现大型工矿企业、新建物流园区、长江干线主要港口铁路进港。
2019年9月	国务院	印发《交通强国建设纲要》，提出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。

数据来源：西南证券整理

基建稳增长下，环保、铁路、道路较为景气

生态环保固投近年一直位于高位



铁路固投今年较为景气



道路固投虽然下滑但增速较高



- 2019年前十月生态环保固投增速为37.4%，近年来生态环保行业一直高速增长，十分景气。
- 2019年前十月铁路固投增速为5.9%，今年上半年铁路投资高增长，但下半年有所回落。
- 2019年前十月道路固投增速为8.1%，虽然较往年而言道路投资增速下行，但道路增速仍大于整体基建投资增速，且道路投资占比较大对整体基建带动效应明显。

数据来源:Wind, 西南证券整理

目 录

◆ 行业低景气，板块涨幅位于末位

◆ 政策加码，支撑基建稳增长

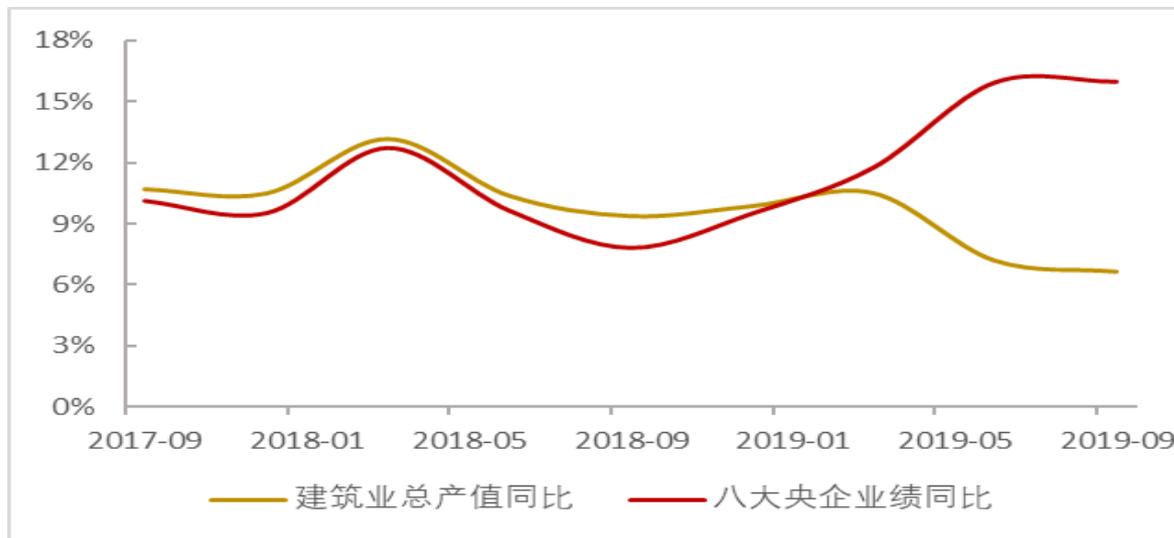
◆ 2020年三条主线把握投资方向

◆ 投资策略及重点推荐标的

三条选股主线：央企受益集中度提升、内部效益提升

- 由于建筑企业之间近年激烈竞争，及经济下行周期中小企业融资、回款等方面存在劣势，促使企业间进一步分化，无论是房屋建筑市场还是基础设施市场，业务总体上向大型企业集中。
- 今年以来，八大建筑央企（中国建筑、中国交建、中国中铁、中国铁建、中国电建、中国中冶、中国化学、葛洲坝）的业绩增速明显高于行业，说明行业集中度提升、业务向龙头集中。

2019年央企增速高于行业

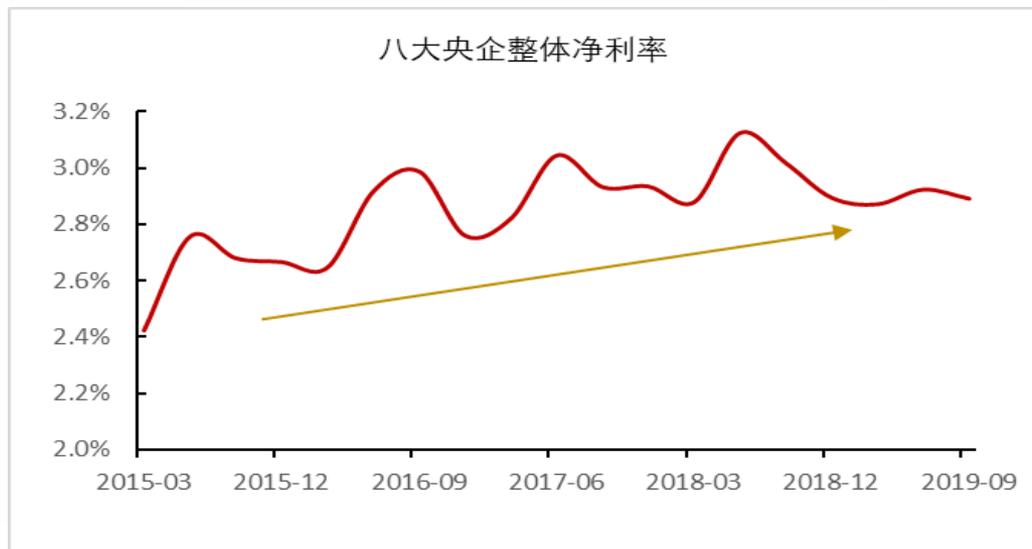


数据来源:Wind, 西南证券整理

三条选股主线：央企受益集中度提升、内部效率提升

- 自从2017年开始，央企改革明显提速，改革对于激发国企的内生动力与活力具有重要意义，建筑企业特别是建筑央企，经营效率较为低下，混改、引入战投、股权激励等方式可提升企业的经营效率。近年来，八大央企的整体净利率正在逐年提高。
- 未来随着国企改革的逐步深入，有望进一步提升央企的经营效率，央企的净利率未来还具有较大的提升空间。

八大央企整体净利率呈上升趋势



数据来源:Wind, 西南证券整理

三条选股主线：民企积极转型、调结构

建筑板块盈利能力较差

行业	毛利率	行业	毛利率	行业	毛利率
食品饮料	48%	传媒	25%	电子	16%
休闲服务	41%	采掘	24%	农林牧渔	16%
医药生物	35%	家用电器	24%	钢铁	15%
非银金融	34%	轻工制造	23%	汽车	15%
房地产	32%	电子	16%	国防军工	14%
纺织服装	31%	机械设备	23%	商业贸易	14%
建筑材料	30%	电气设备	22%	交通运输	13%
计算机	27%	公用事业	21%	建筑装饰	12%
通信	25%	化工	18%	有色金属	11%

数据来源：Wind，西南证券整理

- 由于行业属性问题，建筑毛利率位于各行业较低水平，整体毛利率12%。
- 民营企业在行业下行的情况下大部分都在积极寻找出路，成功的跨界及转型有助于自身盈利能力的大幅提升。

三条选股主线：民企积极转型、调结构

一般建筑企业的三种转型、调结构方式



数据来源：Wind，西南证券整理

- 并购转型多元化发展，可让企业自身突破瓶颈增强活力。一般来说，当行业进入成熟期，投资增速下滑时，会出现并购浪潮，并购方向主要有三个：1、纵向一体化：沿着自身主营产业链上下两端拓展（如VINCI）；2、横向多元化：沿着主营业务相关或者非相关的业务扩张（如ACS）；3、区域性并购：通过并购异地企业扩张公司在当地业务（如Skanska）。
- 所谓“成也萧何败也萧何”，建筑民企在转型、调结构应最好契合原有业务并深思熟虑，不然稍有不慎将形成巨额的商誉减值。

三条选股主线：选择经营稳健标的，规避风险

2019年建筑企业风险一览

日期	标的	事件
2019年5月	东方园林	发行企业债失败
2019年10月	金螳螂	公司董事、总经理协助调查
2019年11月	杭萧钢构	公司董事长配合调查
2019年11月	风雨筑	公司实际控制人被刑事拘留
2019年11月	神州长城	退市

数据来源：Wind，西南证券整理

- 由于行业所处环境下行，建筑企业、特别是民营建筑企业的经营环境恶化，一些问题被逐步暴露出来，今年建筑企业风险事件频发，特别是园林板块的龙头东方园林发行企业债失败，引起板块性停牌，影响较为负面。
- 进入四季度，装饰龙头金螳螂以及杭萧钢构、风雨筑出现公司高管、实控人被调查、拘留的情况，预示着建筑企业存在潜在的巨大风险（由于行业的特殊属性，其接单过程中可能会存在违规行为）。
- 金螳螂、宝鹰股份、成都路桥历史上均出现过实控人被调查情况，此类事件会对当时股价造成较大冲击，且类似行业潜在风险较难防范，在选择投资标的时需偏向经营稳健、管理规范的公司。

目 录

◆ 行业低景气，板块涨幅位于末位

◆ 政策加码，支撑基建稳增长

◆ 2020年三条主线把握投资方向

◆ 投资策略及重点推荐标的

东珠生态 (603359) : 行业内稳健标的 , 长期表现值得期待

□ **投资逻辑** : 1) 业绩稳健 , 订单充沛。公司前三季度业绩稳健 , 订单充沛 , 1-10月公司及子公司累计新中标16项 , 金额约88.6亿元 , 预计将带来超60亿收入贡献。2) 资金充足 , 现金流良好。公司中报披露在手货币资金6.4亿元 , 资金充裕 , 资产负债率46.1% , 继续维持在行业内较低水平。3) 公司开拓市场见成效 , 联合体中标的战略为公司在全国带来增量订单 , 公司业务版图覆盖面稳步增加 , 有助于市场占有率、品牌影响力的进一步提高。。

□ **业绩预测与投资建议** :

预计2019-2021年净利润分别为3.8、4.7、 5.9亿元 , 对应PE分别为13、 11、 9倍 , “买入” 评级。

□ **风险提示** :

工程进度、工程回款或不及预期 , 业务拓展或不及预期的风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1593.79	1912.55	2335.64
营业收入增长率	30.17%	20.00%	22.12%
净利润 (百万元)	325.81	386.81	469.84
净利润增长率	34.18%	18.72%	21.46%
EPS (元)	1.02	1.21	1.47
P/E	16	13	11

数据来源 : Wind , 西南证券

WWW.SWSC.COM.CN



数据来源 : Wind , 西南证券整理

中国建筑（601668）：建筑龙头，受益集中度提高及内部效率提升

□ **投资逻辑**：1) 基建收入增长回暖。预计未来公司基建订单有望加快转化，过去几个季度新签订单连续高增长有望对收入端形成正反馈。2) 地产结算加快推动单季毛利率提升。受益于地产结算加快，带动近期整体利润率。3) 公司内部经营效率逐步提升。公司通过股权激励改善内部经营效率。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2019-2021年净利润分别为418.0、447.6、492.3亿元，对应PE分别为5、5、4倍，“买入”评级。

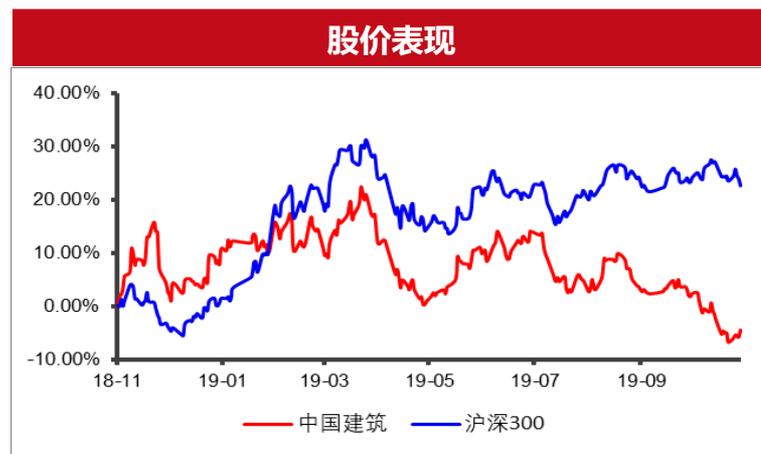
□ 风险提示：

宏观投资、地产投资下滑，政策不及预期的风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（亿元）	11993.24	13662.02	15127.07
营业收入增长率	13.78%	13.91%	10.72%
净利润（亿元）	382.41	418.01	447.58
净利润增长率	16.09%	9.31%	7.07%
EPS（元）	0.91	1.00	1.07
P/E	6	5	5

数据来源：Wind，西南证券

WWW.SWSC.COM.CN



数据来源：Wind，西南证券整理

亚厦股份（002375）：积极布局装配式装修，看好未来发展

□ **投资逻辑**：1) 现金流改善，公司加大应收账款催收力度，加速回款。2) 装配式装修龙头。公司积极布局装配式装修，公司同时拥有“国家住宅产业基地”与“国家装配式建筑产业基地”资质的装饰企业，参与制定了一系列相关行业标准，未来有望持续引领工业化内装行业发展。

□ **业绩预测与投资建议**：

预计2019-2021年净利润分别为3.8、4.1、4.8亿元，对应PE分别为19、18、15倍，“买入”评级。

□ **风险提示**：

新产品不及预期的风险，应收账款产生坏账的风险。

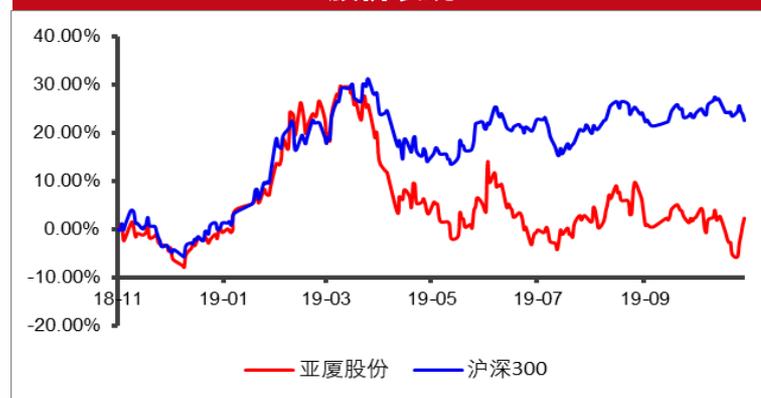
业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	9199	10419	12182
营业收入增长率	1.4%	13.3%	16.9%
净利润（百万元）	369	380	410
净利润增长率	3.1%	3.0%	7.9%
EPS（元）	0.28	0.29	0.31
P/E	20	19	18

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

部分公司估值表

代码	公司	股价	EPS			PE			投资评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
603359	东珠生态	14.75	1.02	1.21	1.47	16	13	11	买入
601668	中国建筑	5.07	0.91	1.00	1.07	6	5	5	买入
002375	亚厦股份	5.47	0.28	0.29	0.31	19	18	15	买入

数据来源：Wind，西南证券（截止2019/11/16）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：颜阳春
执业证号：S1250517090004
电话：021-58351883
邮箱：yyc@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn