

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

- 《国信证券-建筑行业 2019 年下半年投资策略: 否极泰来, 不确定环境下拥抱确定性》——2019-06-20
- 《国信证券-建筑行业 9 月投资策略: 逆周期调控加码, 基建投资价值凸显》——2019-09-16
- 《国信证券-建筑行业 10 月投资策略: 逆周期重防守, 板块估值吸引力突出》2019-10-11
- 《国信证券-建筑行业 11 月投资策略: 订单回暖, 重点推荐基建产业链》-2019-11-14

证券分析师: 周松

电话: 021-60875163
E-MAIL: zhou song@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号:
S0980518030001

行业投资策略

基建投资触底回升, 行业迎来拐点

● 基建投资有望触底回升

今年以来建筑行业下跌 7%, 跑输沪深 300 指数 35 个百分点, 涨幅在所有行业中排名倒数第一, 为历史上最差行情。主要因为今年投资低于预期, 1-10 月基建投资增速仅为 3.3%, 维持在低位; 制造业投资增速为 2.6%, 创有统计以来新低; 房地产韧性超预期, 依然保持两位数以上增长。随着逆周期调控政策加码, 专项债及多渠道融资有望提振基建投资触底回升。以往专项债主要用于土地储备和棚改, 投向基建的只有 20%左右, 新规实施后专项债可用作资本金, 投向基建的比例也有望提高至 80%, 预计可带动基建 7%至 8%的增速。此外, 项目资本金比例下调、可发权益金融工具筹集资本金等措施也将提振明年基建, 预计 2020 年基建投资增速将提升至 10%左右。

● 订单回暖, 估值历史低位, 子板块分化大

今年前三季度建筑行业上市公司营收同比增长 15.9%, 收入提速, 增速创近年来新高; 归母净利润同比增长 7.1%, 利润增速回升, 有望继续回暖。行业订单触底回升, 同比增长 4.4%。当前行业市盈率为 9 倍, 市净率为 0.9 倍, 不论是绝对值还是历史分位值均处于历史最低水平, 估值吸引力突出。细分板块来看, 基建业绩提速, 房建整体平稳, 钢结构增速放缓, 化学工程改善明显, 国际工程触底回升, 装修装饰业绩下滑, 园林工程继续探底。

● 三条主线布局投资机会

基建龙头在手订单为历史最高水平, 订单收入保障比达到近 4 倍。央企今年前三季度新签订单增速回升至 14%, 远高于去年 6%的水平, 订单再提速。随着逆周期调控政策推进, 订单有望加快落地, 业绩确定性强, 估值修复空间大。重点推荐中国铁建、中国中铁、中国交建、中国建筑、安徽建工等。

设计咨询处于产业链前端, 基建回升率先受益, 板块负债低, 现金流好, 属于轻资产。设计行业分散, 整合大势所趋, 上市龙头利用自身优势实现集中度提升, 业绩有望维持高增长, 重点推荐中设集团、苏交科等。

油石化行业固定资产投资在连续三年下降之后迎来拐点, 随着产能出清, 行业固定资产投资有望开启新一轮投资周期。化学工程公司景气度滞后于石油石化行业, 随着下游需求增加, 工程订单高增长, 重点推荐龙头中国化学等。

● 风险提示: 投资不及预期; 应收账款坏账, 项目资金落实不到位等。

重点推荐公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601186.SH	中国铁建	买入	9.63	125,447	1.52	1.69	6.34	5.70
601390.SH	中国中铁	买入	5.60	130,981	0.9	1.04	6.22	5.38
601800.SH	中国交建	买入	8.82	127,134	1.33	1.45	6.63	6.08
601668.SH	中国建筑	买入	5.07	212,816	1.01	1.1	5.02	4.61
600502.SH	安徽建工	买入	3.83	6,592	0.57	0.69	6.72	5.55
603018.SH	中设集团	买入	10.16	4,718	1.08	1.33	9.41	7.64
300284.SZ	苏交科	买入	8.07	7,839	0.81	0.99	9.96	8.15
601117.SH	中国化学	买入	6.21	30,634	0.53	0.69	11.72	9.00

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

投资摘要

关键结论与投资建议

行业背景：当前中国经济处在换挡改革时期，投资数据的低迷叠加全球经济下行和中美贸易摩擦导致的外需拖累，无疑增加了经济下行的不确定性压力。对于 2020 年中国经济的展望，我们认为仍处在寻底的过程中，固定资产投资对经济稳增长的作用至关重要，今年 1-10 月固定资产投资增速仅为 5.2%，为有统计以来新低。基建投资是中国经济稳增长的重要手段，从历史数据来看，基建投资对经济的拉动作用较为显著，尤其是 2008-2009 年以及 2011-2012 年经济下行期间对 GDP 的企稳乃至反弹起到了决定性的作用。虽然基建投资的刺激效果虽已大不如之前，但对于经济的托底作用却依然十分关键。

行业展望：随着房地产销售的下滑及高周转库存土地的消耗，房地产投资高位回落不可避免，在制造业投资没什么起色、消费疲软、进出口承压大环境下，基建是为数不多有确定性的亮点，今年 1-10 月基建投资增速为 3.3%，我们判断 2020 年基建投资有望提升至 10% 左右（详见后面核心假设或逻辑）。

投资思路：建筑行业经过两年的调整，不论是绝对估值还是相对估值都到了历史最底部，当前行业市盈率为 9 倍，市净率为 0.9 倍，估值吸引力突出。去杠杆的影响已经接近尾声。行业新签订单触底回升，营收提速，业绩回暖。2020 年我们认为建筑行业的投资主要围绕：1) 基建复苏。2020 年为十三五最后一年，项目进度加快；企业资产负债率已经明显下降，降杠杆放缓。2) 行业整合集中度提升。建筑行业享受了过去 30 年的行业红利，大部分子行业市场分散，集中度低，进入下行周期中龙头集中度有望提升。3) 化学工程景气度滞后于石油石化行业，石油石化行业过去两年景气度较高，固定资产投资在连续三年下降之后迎来拐点。三条推荐布局主线：

- 1) **基建龙头，低估值，业绩确定性强：**中国铁建、中国中铁、中国交建、中国建筑、安徽建工等；
- 2) **设计咨询板块，行业整合集中度提升，基建复苏：**中设集团、苏文科等；
- 3) **化学工程，受益于下游石油石化行业固定资产投资增加：**中国化学等。

核心假设或逻辑

2020 年基建投资的关键变量是专项债的发行及使用，专项债新规发布后从 2020 年开始执行。我们预计 2020 年基建投资增速将回升至 10% 左右，在不考虑强刺激政策下，我们的判断主要基于以下几点：

第一，资本金比例下调缓解了融资压力。国务院发文下调了部分项目最低资本金比例，其中港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由 25% 下调为 20%。对补短板领域的项目，允许最低资本金 5 个百分点下浮。

第二，专项债新规。地方政府专项债可以作为资本金参与项目投资，并且新增专项债不得用于土地储备和房地产相关领域。以往专项债主要投向土地储备和棚改，占比 60% 左右，用于基建的占比只有 20%，新政实施后投向基建的比例将显著提升。假设 2020 年新增专项债限额与今年持平，即 2.15 万亿，专项债新规预计可带动明年基建投资 7% 至 8% 的增速。

第三，项目可通过发行权益型、股权类金融工具等多种渠道筹措项目资本金。

与市场预期的不同之处

第一，市场普遍认为经济还未见底，周期行业难有表现。我们认为虽然建筑行业红利已过，属于下行行业，下行行业里的优质公司就没有投资价值？可能会输了时间，但不会输钱。

第二，市场普遍认为基建投资低于预期，公司业绩将受影响。我们认为这两年受到去杠杆的影响，大部分公司都在主动降低资产负债率，随着降杠杆接近尾声，边际影响减弱，公司资产质量更加优质。龙头公司由于在手订单充足，订单落地业绩有足够保障。

股价变化的催化因素

短期催化因素：逆周期调控等政策催化，业绩超预期等；

长期催化因素：融资压力改善，行业集中度提升，运营项目占比提升等；

主要风险

投资不及预期的风险。经济下滑、财政压力等仍然可能导致资本金到位不足从而影响投资，另外房地产投资的韧性也将是不可忽视的一个因素。

应收账款坏账风险。建筑行业是典型的资金驱动型行业，垫资施工的经营模式使得建筑企业的应收账款和长期应收款占用资金比例较大。

对 2019 年投资策略的回顾与思考

2019 年初主要误判是房地产投资的韧性。年初市场一致预期 2019 年房地产投资增速将跌至 3% 左右，而实际 1-10 月的房地产投资增速为 10.3%，预计全年仍将保持 10% 左右的增速。地产投资增速远超预期，这也支撑了今年的固定资产投资，虽然基建投资并未明显改善，制造业投资明显下滑，但固定资产投资并未出现断崖式下跌。

政策的制定执行有滞后以及对于经济增长的底线。很多相关政策都是根据数据出来之后再制定，这本身就有一定的滞后；而政策制定之后执行，又有一定滞后。所以虽然出台了补短板等逆周期调控政策，但实际落实仍需要时间。

2020 年我们维持行业超配的评级，主要基于：1) 行业估值已经历史最低；2) 去杠杆的影响边际减弱；3) 专项债等新规已经落地，带来增量资金支撑基建投资；4) 行业在底部已有复苏迹象。

内容目录

行情复盘：行业大幅跑输指数	7
行业大幅跑输指数，涨幅排名倒数第一	7
子板块普跌	8
A/H 股溢价有所扩大	9
基建投资有望触底回升	9
投资不及预期.....	9
经济寻底，基建将成为稳增长重要手段	13
《交通强国》为交通发展指明目标	15
专项债及多渠道融资有望提振基建投资回升	22
子板块分化大，估值历史低位	24
订单回暖，营收提速.....	24
子板块分化大.....	27
估值处于历史低位	31
三条主线布局投资机会	33
基建龙头.....	33
设计咨询板块.....	34
化学工程龙头.....	36
风险提示	40
国信证券投资评级	43
分析师承诺	43
风险提示	43
证券投资咨询业务的说明	43

图表目录

图 1: 年初至今建筑行业大幅跑输指数.....	7
图 2: 今年以来行业未走出独立或波段行情.....	7
图 3: 涨幅在 28 个行业中排名倒数第一.....	8
图 4: 建筑板块各子行业年初至今涨跌幅排名.....	8
图 5: 今年来固定资产投资表现低迷.....	9
图 6: 今年基建投资仍处在低位, 未来的提升空间较大.....	10
图 7: 今年制造业投资增速创下近五年新低.....	10
图 8: PMI 指数.....	11
图 9: 城镇调查失业率有再度回升的风险.....	11
图 10: 房地产开发投资增速或继续高位回落.....	12
图 11: 房地产销售数据依然低迷.....	12
图 12: 近十年的基建投资 (左轴) 和 GDP (右轴) 增速.....	14
图 13: 近几年基建三大分项投资的增长情况.....	14
图 14: 铁路投资主要由中央政府主导.....	16
图 15: 近几年铁路投资均不低于 8000 亿.....	16
图 16: 川藏铁路规划路线图.....	17
图 17: 我国轨道交通运营路线长度持续保持快速增长.....	18
图 18: 我国开通轨道交通的城市数量持续增长.....	18
图 19: 全国轨道交通总投资额.....	19
图 20: 中国的人均公路里程远低于美国等发达国家.....	20
图 21: 东部省份人均公里里程低于西部.....	20
图 22: 近几年地方政府新增专项债发行限额.....	23
图 23: 2019 年前三季度建筑业新签订单触底回升.....	24
图 24: 行业营业收入及增长率.....	25
图 25: 行业归母净利润及增长率.....	25
图 26: 行业单季度营收及增长率.....	26
图 27: 行业单季度归母净利润及增长率.....	26
图 28: 2019 年前三季度建筑子行业营收增速.....	27
图 29: 2019 年前三季度建筑子行业净利润增速.....	27
图 30: 基建历年营收增速及归母净利润增速.....	28
图 31: 基建历年毛利率及净利率.....	28
图 32: 房建营收增速及归母净利润增速.....	28
图 33: 房建毛利率及净利率.....	28
图 34: 装修装饰营收增速及归母净利润增速.....	29
图 35: 装修装饰毛利率及净利率.....	29
图 36: 园林工程营收增速及归母净利润增速.....	29
图 37: 园林工程毛利率及净利率.....	29
图 38: 钢结构营收增速及归母净利润增速.....	30
图 39: 钢结构毛利率及净利率.....	30
图 40: 化学工程营收增速及归母净利润增速.....	30
图 41: 化学工程毛利率及净利率.....	30
图 42: 国际工程营收增速及归母净利润增速.....	31
图 43: 国际工程毛利率及净利率.....	31
图 44: 建筑行业的市盈率和市净率估值均处在历史低位.....	31
图 45: 建筑的当前绝对估值低于大部分行业.....	32
图 46: 建筑的 (近十年) 估值分位值低于大部分行业.....	32
图 47: 八大央企订单占有率持续提升.....	34
图 48: 设计咨询行业处在建筑行业上游.....	35
图 49: 全国勘察设计市场近几年保持较快增长, 市场规模巨大.....	35
图 50: 石油化工行业固定资产投资规模超过 2 万亿.....	37
图 51: 石油加工和化学工业板块的固定资产投资开始回暖.....	37
图 52: 原油期货价格从 2016 年 1 月开始回升.....	37
图 53: 石油化工行业规模以上企业营收从 2016 年回升.....	38
图 54: 石油化工行业规模以上企业 2018 年利润高增长.....	38
图 55: 石油化工行业新增产能有望继续扩张.....	38
图 56: 我国企业在“一带一路”沿线国家新签订单额持续高增长.....	39

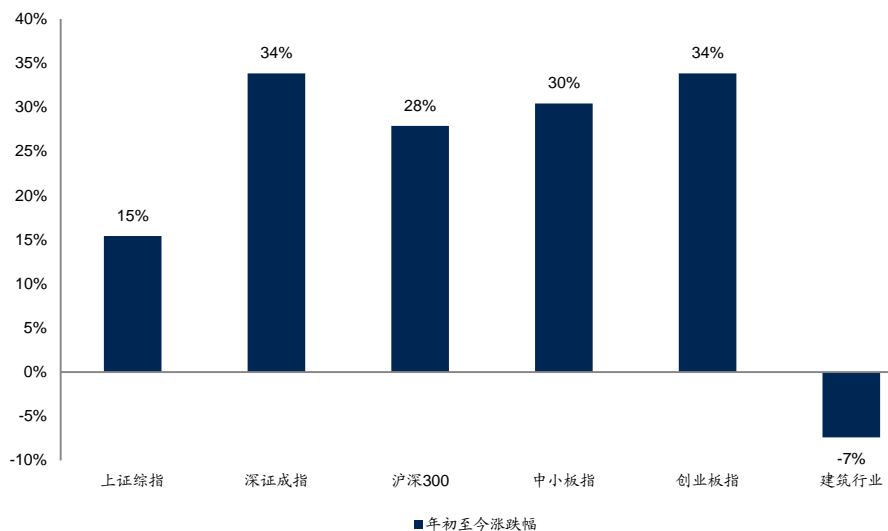
表 1: 主要建筑企业 A/H 股溢价情况.....	9
表 2: 2018 及 2019 年全国 31 省/自治区/直辖市的经济增长目标	13
表 3: 《交通强国建设纲要》中提出的短期、中期和长期发展目标.....	15
表 4: “十三五”期间铁路的平均年投资 8000 亿	15
表 5: 川藏铁路各路段投资建设情况.....	17
表 6: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目	18
表 7: 《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》主要目标	19
表 8: “交通扶贫”的主要内容.....	21
表 9: 2017 年国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权	21
表 10: 9 月央行降准的主要内容.....	22
表 11: 2018 年以来降准政策梳理.....	22
表 12: 不同行业项目最低资本金比例.....	23
表 13: 不同情景下专项债撬动基建投资的测算	24
表 14: 八大央企上半年新签订单平均增速约为 16%	33
表 15: 央企在手订单创下新高	33
表 16: 勘察设计行业分类.....	36
表 17: 勘察设计行业加速整合的主要驱动因素	36
表 18: IMF 对世界各主要经济体的经济增长速度预期 (%)	39
表 19: 国信建筑 2020 年投资策略股票组合及主要推荐逻辑.....	40
表 20: 国信建筑重点覆盖股票估值表.....	42

行情复盘：行业大幅跑输指数

行业大幅跑输指数，涨幅排名倒数第一

2019 年至今，A 股主要股指普涨，其中上证综指涨 15%，深证成指涨 34%，创业板指涨 34%，沪深 300 指数涨 28%。建筑行业（申万建筑装饰，下同）下跌 7%，跑赢沪深 300 指数 35pct。

图 1：年初至今建筑行业大幅跑输指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

年初至今行业未走出独立或波段行情

年初至今，沪深 300 已累计上涨近 28%，但建筑板块今年来一直跑输指数，并未走出独立和波段行情，严重跑输指数。

图 2：今年以来行业未走出独立或波段行情

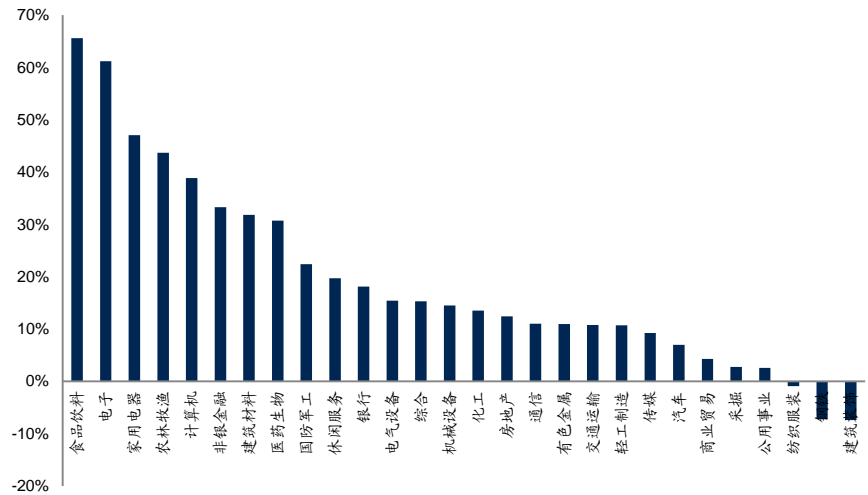


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

涨幅排名倒数第一

今年以来，申万所有行业中涨幅较大的是食品饮料（66%）、电子（61%）、家用电器（47%）、农林牧渔（44%）和计算机（39%）。建筑行业下跌 8.33%，跌幅较大的建筑装饰（-7%）、钢铁（-6%）、纺织服装（-1%）、公用事业（3%）建筑行业在 28 个行业中涨幅排名倒数第一。

图 3: 涨幅在 28 个行业中排名倒数第一

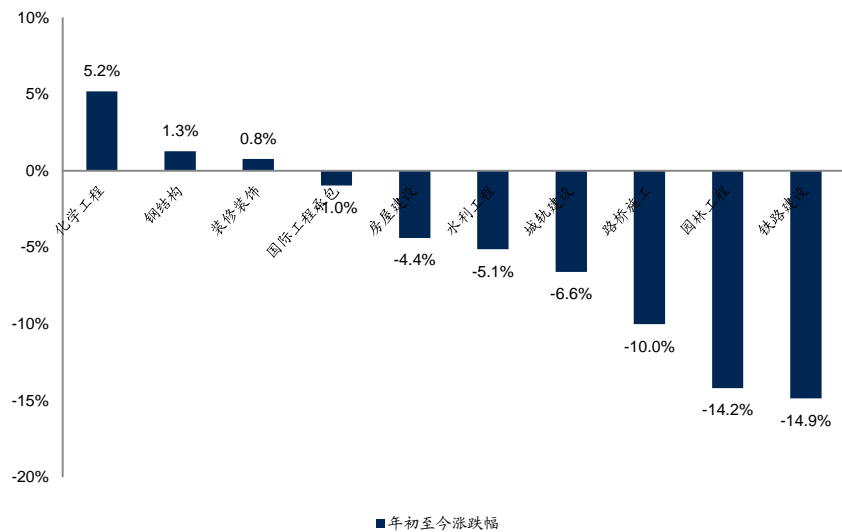


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

子板块普跌

今年以来，建筑行业子板块跌多涨少，其中上涨的三个子行业分别是化学工程（5.2%）、钢结构（1.3%）和装修装饰（0.8%），跌幅较大的三个子行业分别是铁路建设（-14.9%）、园林工程（-14.2%）和路桥施工（-10.0%）。

图 4: 建筑板块各子行业年初至今涨跌幅排名



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

A/H 股溢价有所扩大

今年以来，A 股和 H 股同时上市的四家建筑央企在两市的平均溢价率为 48%，较上个月有所扩大。其中中国中铁溢价率为 31.34%，中国铁建溢价率为 21.57%，中国中冶溢价率为 75.96%，中国交建溢价率为 61.64%。

表 1: 主要建筑企业 A/H 股溢价情况

个股组合	A 股股价	H 股股价	溢价率
中国中铁	5.58	4.48	38.94%
中国铁建	9.61	7.86	36.39%
中国中冶	2.67	1.62	83.85%
中国交建	8.84	5.91	66.85%
平均值	6.68	4.97	56.65%

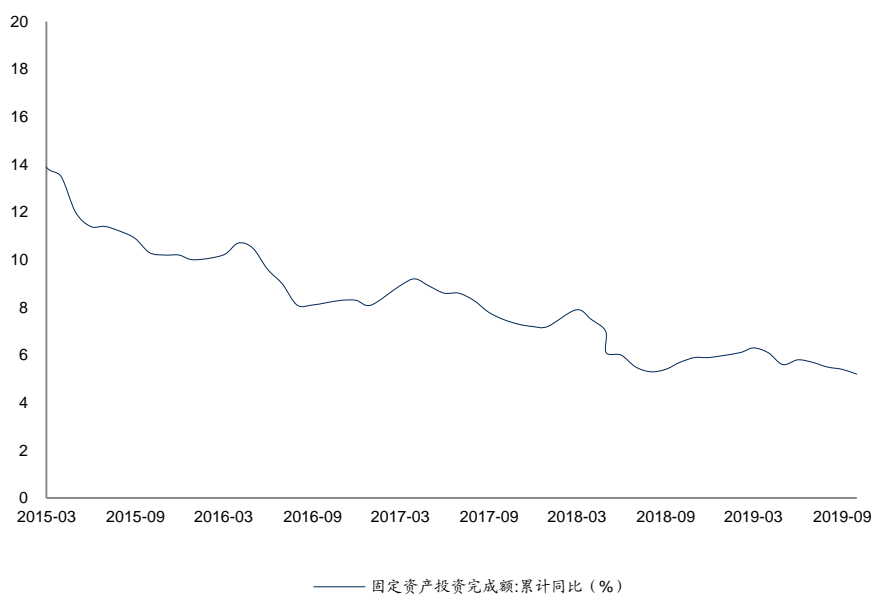
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基建投资有望触底回升

投资不及预期

2019 年 1-10 月，固定资产投资增速为 5.2%，环比下降 0.2 个百分点，比 2018 年下滑 0.7 个百分点。固定资产投资增速为有统计以来新低。当前中国经济处在换挡改革的关键时期，固定资产投资对经济稳增长的作用至关重要，投资数据的低迷叠加全球经济下行和中美贸易摩擦导致的外需拖累，无疑增加了经济下行的不确定性压力。

图 5: 今年来固定资产投资表现低迷

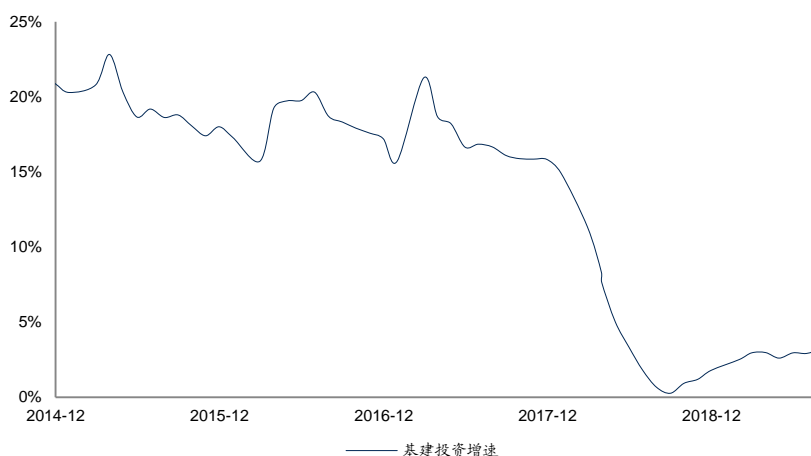


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基建投资仍在低位

作为对冲经济下行的重要手段，今年以来基建投资表现低于预期。2019年1-10月，基建投资（全口径）增速仅为3.3%，比去年底提升1.5pct。纵向对比来看，当前基建投资增速为近十年的低位，我们认为基建投资低于预期的主要原因是重大项目的落地和进展较慢所致，随着逆周期调控政策逐步加码，未来基建投资有望发挥托底作用。

图6：今年基建投资仍处在低位，未来的提升空间较大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

制造业投资增速创新低

今年1-10月制造业投资增速仅为2.6%，今年以来，制造业投资增速出现了断崖式下跌，制造业投资增速从去年底9.5%的高点一路下滑至2.6%，增速创新低。制造业投资在固定资产投资中的占比超过三分之一，制造业投资的超预期下滑以及外部环境的恶化使得当前中国经济下行压力再次显现。

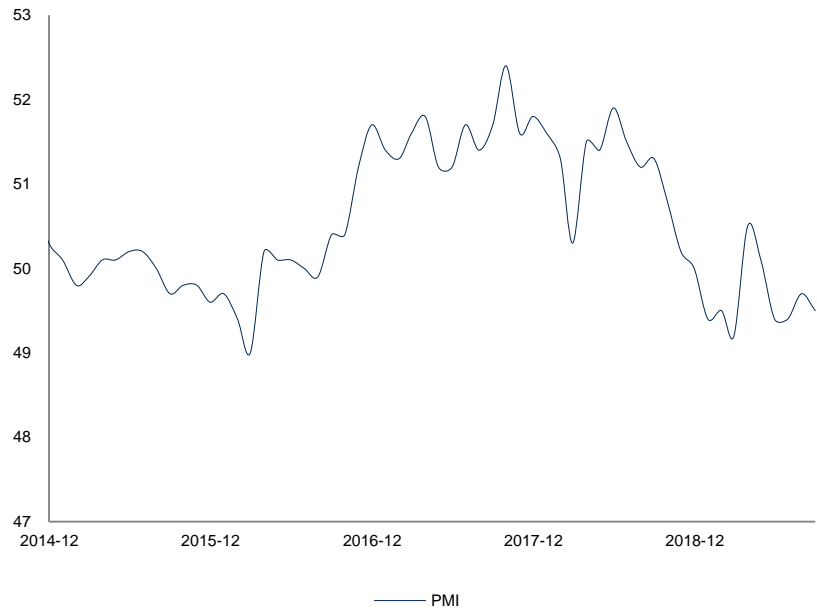
图7：今年制造业投资增速创下近五年新低



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

受全球经济下行和中美贸易摩擦导致的外需拖累，2019年11月PMI指数为50.2，连续6个月跌破荣枯线之后首次回升。

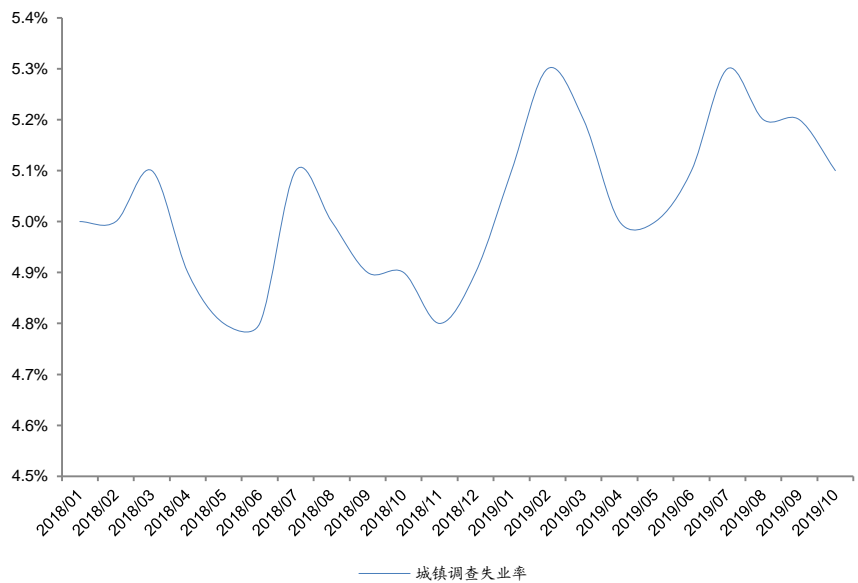
图 8: PMI 指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

去年底就业问题就曾引起政府的高度关注, 中央经济工作会议把稳就业作为六稳的首位摆在了突出的位置。但 7 月份以来, 不乐观的宏观数据叠加高校毕业生集中就业问题使失业率面临再度回升的风险。国务院办公厅下发通知, 成立国务院就业工作领导小组, 组长由国务院副总理担任, 六位副组长是来自人力资源和社会保障部、国家发改委、教育部等多部门的负责人。就业等民生问题的重要性愈发突出, 下一阶段“稳就业”政策或全面发力。

图 9: 城镇调查失业率有再度回升的风险

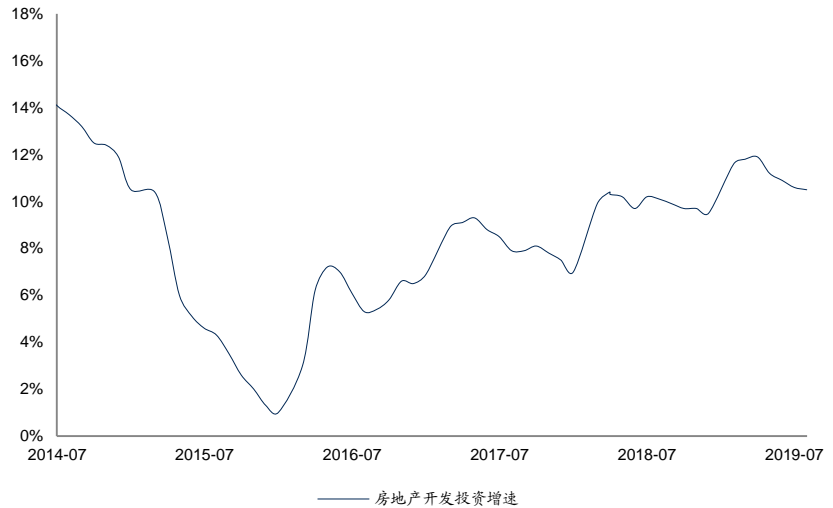


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

房地产投资韧性十足，投资高位回落不可避免

2019年1-10月，房地产开发投资增速为10.3%，环比下降0.2pct，已连续六个月环比下降。今年以来房地产韧性十足，截至10月累计投资增速依然是过去5年的最高水平，不过后续随着房地产销售的下滑以及库存土地的消耗，房地产投资增速大概率会高位回落。

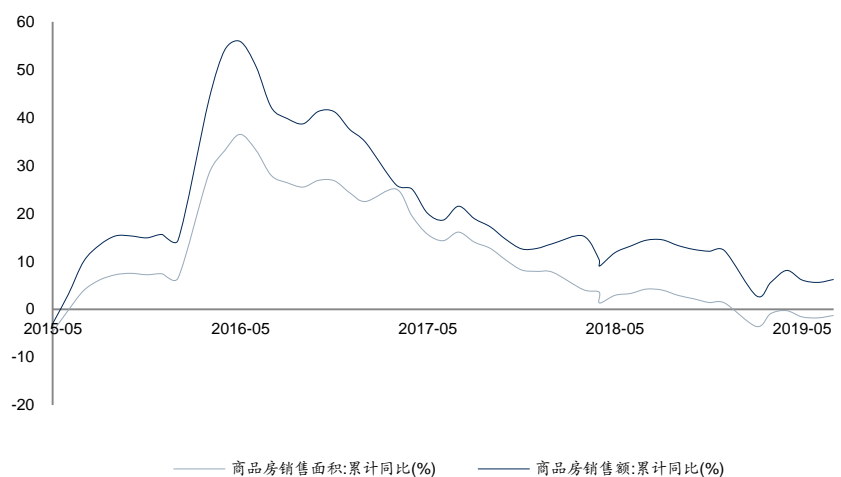
图 10: 房地产开发投资增速或继续高位回落



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

另一方面，2019年1-10月商品房销售面积和销售额累计同比增速仅为0.1%和7.3%，与2016年的高位相比下滑幅度较大。作为房地产景气度的先导指标，今年来房地产销售数据受到政策调控、消费供需波动等因素影响表现疲软，预示着未来房地产投资的高位回落或将持续。

图 11: 房地产销售数据依然低迷



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

经济寻底，基建将成为稳增长重要手段

经济仍在寻底

全国 31 个省/自治区/直辖市的年度政府工作报告中对 2019 年平均 GDP 目标增长率为 6.75%，同比下降 0.52pct；其中 2019 年经济增长目标相比 2018 年上调的只有山东省，相比持平的有河北、湖北等 8 省份，剩下 22 省全部下调了经济增长目标，占比达到 71%。

表 2：2018 及 2019 年全国 31 省/自治区/直辖市的经济增长目标

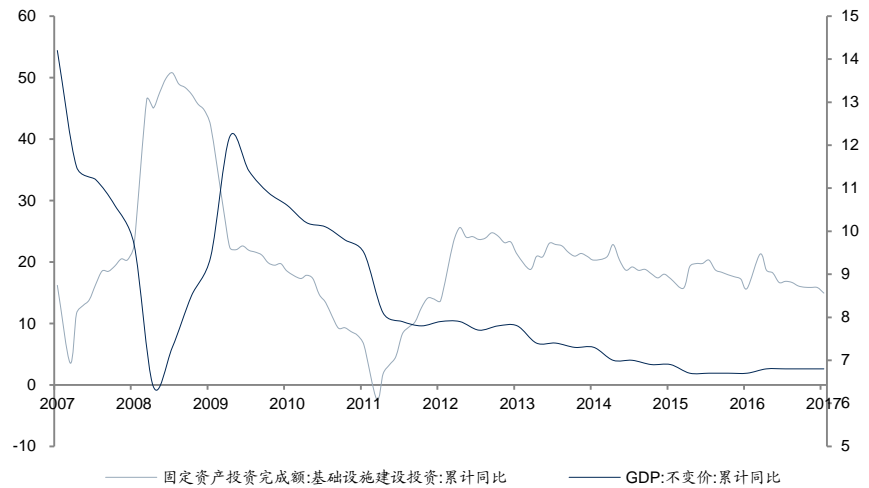
省/自治区/直辖市	2018 年增长目标	2019 年增长目标	YOY
山东	6.40%	6.50%	0.10%
河北	6.50%	6.50%	0.00%
湖北	7.50%	7.50%	0.00%
广西	7.00%	7.00%	0.00%
海南	7.00%	7.00%	0.00%
四川	7.50%	7.50%	0.00%
云南	8.50%	8.50%	0.00%
西藏	10.00%	10.00%	0.00%
甘肃	6.00%	6.00%	0.00%
山西	6.50%	6.30%	-0.20%
河南	7.50%	7.00%	-0.50%
北京	6.50%	6.00%	-0.50%
天津	5.00%	4.50%	-0.50%
内蒙古	6.50%	6.00%	-0.50%
辽宁	6.50%	6.00%	-0.50%
上海	6.50%	6.00%	-0.50%
江苏	7.00%	6.50%	-0.50%
浙江	7.00%	6.50%	-0.50%
安徽	8.00%	7.50%	-0.50%
福建	8.50%	8.00%	-0.50%
江西	8.50%	8.00%	-0.50%
湖南	8.00%	7.50%	-0.50%
陕西	8.00%	7.50%	-0.50%
青海	7.00%	6.50%	-0.50%
吉林	6.00%	5.00%	-1.00%
黑龙江	6.00%	5.00%	-1.00%
宁夏	7.50%	6.50%	-1.00%
广东	7.00%	6.00%	-1.00%
贵州	10.00%	9.00%	-1.00%
新疆	7.00%	5.50%	-1.50%
重庆	8.50%	6.00%	-2.50%
平均	7.27%	6.75%	-0.52%

资料来源：各地方政府工作报告，国信证券经济研究所整理

对于 2020 年中国经济的展望，我们认为仍处在“L”型寻底的过程中，GDP 的拐点或许会比市场预期的到来更晚一些。

基建投资是中国经济稳增长的重要手段，从历史数据来看，基建投资对经济的拉动作用较为显著，尤其是 2008-2009 年以及 2011-2012 年经济下行期间对 GDP 的企稳乃至反弹起到了决定性的作用。当前中国经济正面临着外部贸易冲突、内需疲软、房地产调控趋严等压力，基建投资的刺激效果虽已不如十年前那般强劲，但对于经济的托底作用却依然十分关键。

图 12: 近十年的基建投资（左轴）和 GDP（右轴）增速

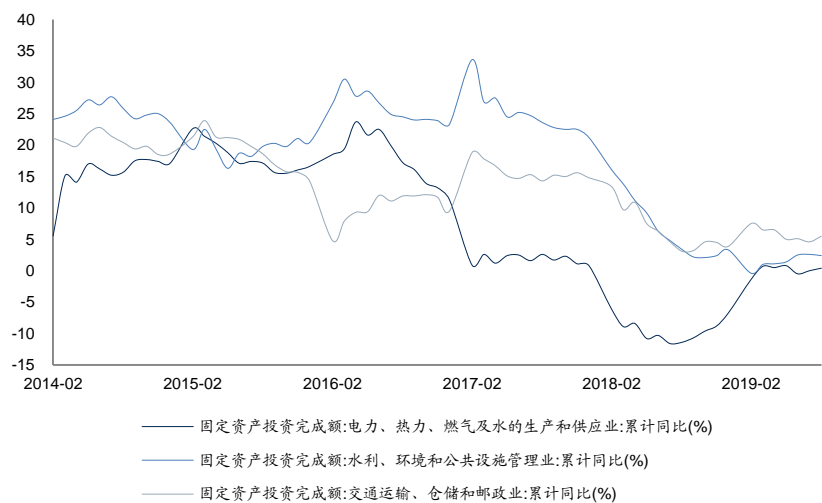


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

基建分化明显，交通领域增速较快

根据统计局公布的固定资产投资统计口径，基础设施建设由三大行业组成，分别为：交通运输、仓储和邮政业；水利、环境和公共设施管理业；电力、热力、燃气及水的生产和供应业。2019 年 1-10 月，三大行业投资增速分别为 4.6%、2.7%、1.9%。交通运输、仓储和邮政业在基建总投资中占比超过 35%，今年以来增长稳定且增速高于基建总投资增速，是基建托底的中流砥柱。

图 13: 近几年基建三大分项投资的增长情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

《交通强国》为交通发展指明目标

2019年9月19日，中共中央、国务院联合印发了《交通强国建设纲要》，强调了交通“先行官”的定位。实际上，“交通强国”的概念自十九大报告中就已提出，本次纲要的发布是对交通强国建设的进一步细化布局，主要提出了三大转变，更加重视质量效益、一体化融合和创新驱动；明确了不同阶段交通建设的发展目标以及重点方向。总的来看，《交通强国建设纲要》的提出使得未来中国交通建设的规划日渐清晰，有望成为支撑基建中长期需求的强劲驱动力。

表 3:《交通强国建设纲要》中提出的短期、中期和长期发展目标

类型	具体内容
短期（至 2020 年）	完成十三五交通建设规划任务。
中期（至 2035 年）	基本建成完善、广泛的交通网络，包括基本形成“全国 123 出行交通圈”、“全球 123 快货物流圈”，城市交通拥堵基本缓解，无障碍出行服务体系基本完善
长期（至本世纪中叶）	建成人民满意、保障有力、世界前列的交通强国，基础设施规模质量和技术均领先世界

资料来源：国务院，国信证券经济研究所整理

铁路投资确定性强

中国目前拥有超过 12.1 万公里的铁路运营里程，铁路是我国交通领域的重要基础设施，近年来随着各地高铁建设规划落地，铁路投资需求一直不减。根据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》（简称“十三五”交通运输规划），到 2020 年，铁路营运里程将达到 15 万公里，“十三五”期间将新增 2.9 万公里，固定资产投资规模在 3.6-3.9 万亿左右，年平均投资额在 8000 亿左右。

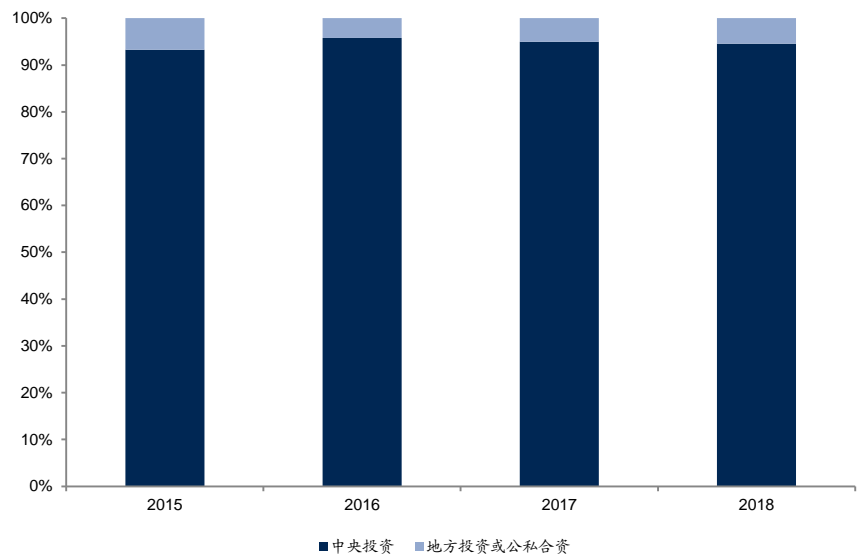
表 4：“十三五”期间铁路的平均年投资 8000 亿

项目	“十三五”新增里程 (万公里)	造价 (亿元/公里)	固定资产投资规模 (万亿元)	年平均固定资产投资 规模(万亿元)
普通铁路	1.8	0.5-0.6	0.9-1.08	0.18-0.22
高铁	1.1	2.5-2.6	2.75-2.86	0.55-0.57
合计	2.9	---	3.65-3.94	0.73-0.79

资料来源：wind，国信证券经济研究所分析预测

相比于地方政府投资占比较大的公路项目，铁路投资主要由中央政府主导，近几年中央政府投资占全国铁路总投资的 95% 左右，地方政府投资或者公私合资的铁路份额占比很低。铁路投资的资金来源保障高，确定性较强，因此每轮基建周期中铁路投资往往扮演着先行者的角色。

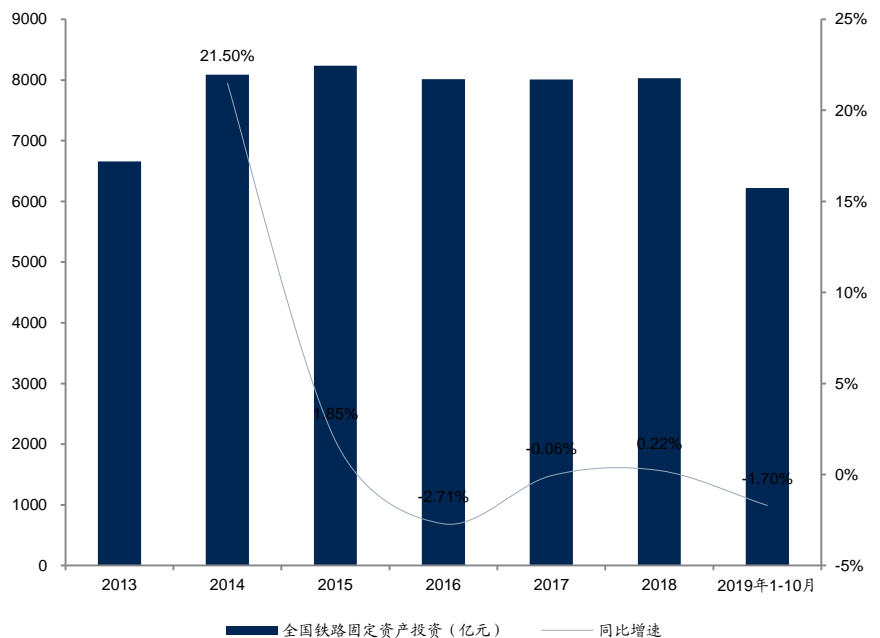
图 14: 铁路投资主要由中央政府主导



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

年初中铁总召开工作会议, 提出 2019 年的工作目标: 全国铁路固定资产投资保持强度规模, 确保投产新线 6800 公里, 其中高铁 3200 公里, 并集中全力办好规划建设川藏铁路。2019 年 1-10 月实际完成铁路投资 6222 亿, 同比下滑 1.7%。在 2019 年财政积极的政策下, 中央预算支出的资金依然充足, 我们预计全年铁路投资有望继续超 8000 亿。

图 15: 近几年铁路投资均不低于 8000 亿



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

今年以来川藏铁路建设将加快推进。目前川藏铁路成都至雅安段已经通车，拉萨至林芝段正在建设中，下一步要攻克的是难度最大的雅安至林芝段，全长大约 1300 公里。

图 16: 川藏铁路规划路线图



资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

川藏铁路是国家“十三五”规划的重点项目，总投资将达到 2700 亿元。随着雅安至林芝段的项目建设逐步推进，中国中铁、中国铁建等基建龙头有望最先受益，订单业绩增长可期。

表 5: 川藏铁路各路段投资建设情况

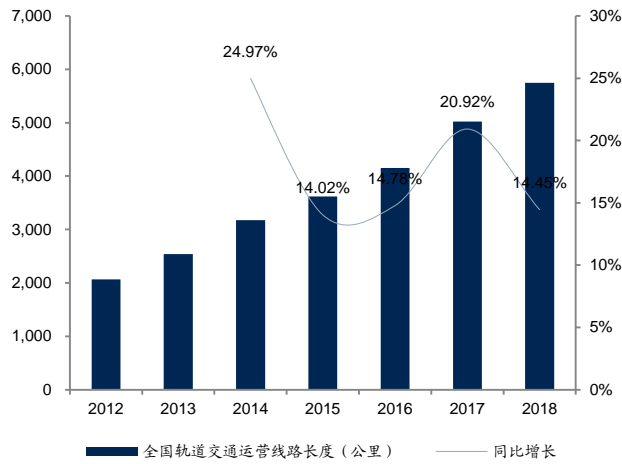
路段	开工时间	线路总长	预计总投资	主要承建单位
成都-雅安	2014 年底	41.184km	约 314 亿	中铁二局、八局（中国中铁） 中铁十二局（中国铁建） 水电五局（中国电建）
拉萨-林芝	2014 年底	403.11km	约 366 亿	葛洲坝 中铁一局、二局、五局、九局、 电气化局（中国中铁） 中铁十一局、十五局、十七局、 十八局、十九局、港航局（中 国铁建）
雅安-林芝	待定	1298.092km	约 2000 亿	待定

资料来源：发改委，国信证券经济研究所整理

轨道交通加速落地

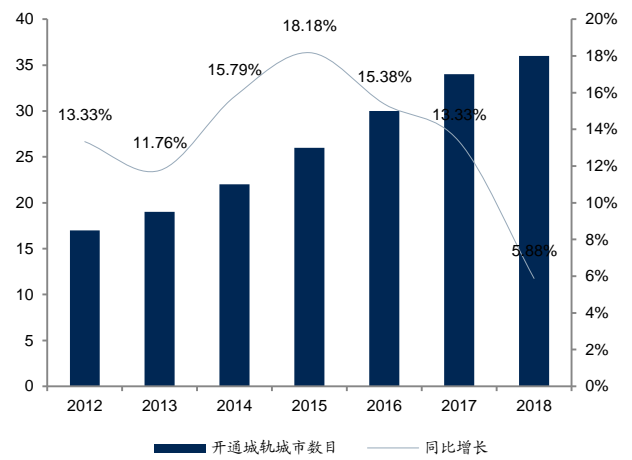
近几年，我国轨道交通一直处在快速发展的过程中。截至 2018 年，我国运营的轨道交通线路达 5747 公里，同比增长 14.45%，近五年的 CAGR 达到 17.75%；已开通轨道交通的城市达到 36 个，在建城市 43 个，在建长度达 6246 公里。2017 年底，受内蒙古包头地铁项目被叫停以及防范地方系统性债务风险影响，发改委曾一度暂停了轨道交通建设规划审批工作。直到 2018 年 7 月，规划审批工作才重新启动。

图 17: 我国轨道交通运营路线长度持续保持快速增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 我国开通轨道交通的城市数量持续增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

重启轨交审批后, 发改委在一年内先后审议并通过了长春、苏州、南京、杭州、济南、重庆、上海等地的轨道交通建设规划, 项目总投资近万亿元。伴随着轨交项目的批复, 接下来新项目将密集开工, 未来几年获批项目投资将加速落地。

表 6: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目

时间	项目	总投资 (亿元)
2018 年 7 月	长春市第三期城市轨道交通建设规划	787.32
2018 年 8 月	苏州市城市轨道交通第三期建设规划	950.00
2018 年 8 月	成都市城市轨道交通第四期建设规划 (初审通过)	--
2018 年 10 月	南京至句容城际轨道交通工程	209.75
2018 年 11 月	杭州市城市轨道交通第三期建设规划 (增加投资)	577.6
2018 年 11 月	济南市城市轨道交通第一期建设规划 (增加投资)	229
2018 年 12 月	重庆市城市快速轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	455.7
2018 年 12 月	上海市城市轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	2983.48
2018 年 12 月	武汉市城市轨道交通第四期建设规划 (2018-2024 年)	1469.07
2019 年 3 月	郑州市城市轨道交通第三期建设规划 (2019-2024 年)	1138.94
2019 年 6 月	西安市城市轨道交通第三期建设规划 (2018-2024 年)	968.5
2019 年 7 月	洛阳市城市轨道交通 2 号线一期工程	143.94
2019 年 7 月	石家庄市城市轨道交通第二期建设规划 (2020-2025 年) 部分线路	446.36

资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

根据国务院印发的《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》, 到 2020 年我国城市轨道交通运营里程要比 2015 年增长近一倍, 并推进城区常住人口 300 万以上的城市轨道交通成网。

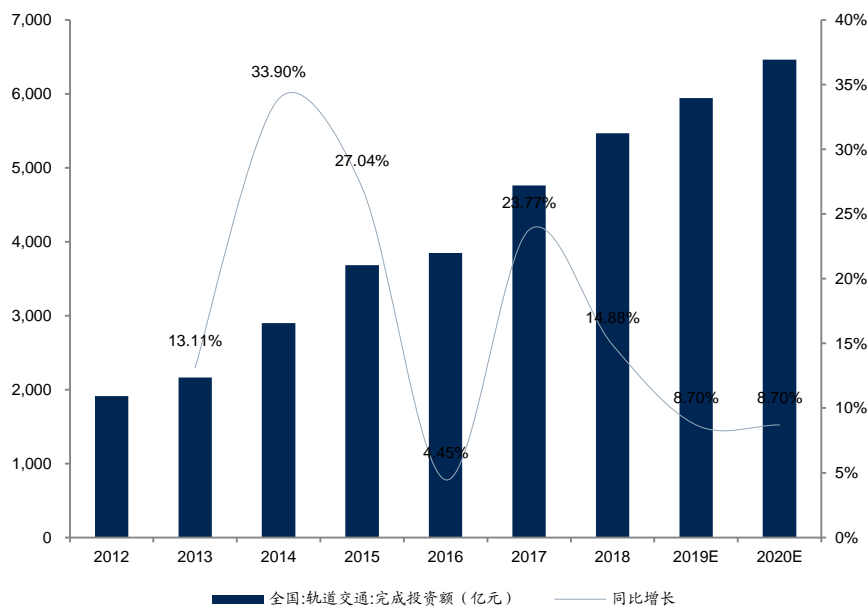
表 7:《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》主要目标

行业	主要内容
铁路	新增营业里程 2.9 万公里, 高铁增加约 1.1 万公里, 高速铁路覆盖 80% 以上的城区人口 100 万以上城市
公路	新建改建高速公路通车里程 26000 公里, 基本覆盖 20 万以上人口城市
城市轨道交通	运营里程比 2015 年增长近一倍, 推进城区常住人口 300 万以上的城市轨道交通成网。
机场	新增通用机场 200 个, 新增民用运输机场 53 个, 基本覆盖 20 万以上人口城市
港口	新增沿海港口万吨级及以上泊位超过 300 个, 内河高等级航道网基本建成

资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

十三五规划期间, 从 2015 年到 2018 年全国轨道交通投资由 3683 亿增长至 5470 亿, 年复合增速达到 14%。根据规划, 假设到 2020 年全国运营里程达到 7236 公里 (即比 2015 年的运营里程 3618 公里翻一番), 则 2019-2020 年还应新增里程 1489 公里, 按照过去三年平均每公里约 8.3 亿元的投资建设成本, 未来两年的总投资额将达到 12358 亿元, 折算到每年的投资额分别为 5946 亿、6463 亿, 复合增长率达到 8.7%。

图 19: 全国轨道交通总投资额



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

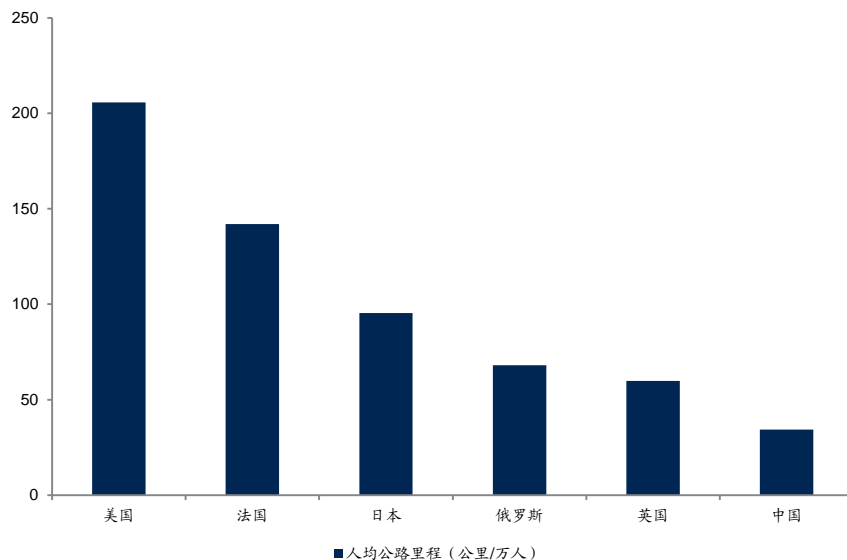
公路补短板是重点

中国人均公路里程与发达国家相比差距较大, 国内各地区发展不平衡。截至 2018 年底, 中国目前已经投入使用的公路总里程大约为 477.35 万公里, 在全世界范围内仅次于美国。但另一方面, 中国的人均公路里程大约仅有 34.34 公里/万人, 而美国的人均公路里程大约为 205.65 公里/万人, 与日本、英国等其他发达经济体相比, 中国的人均公路里程也存在一定的差距。

中国大规模的公路建设也仅仅不到二十年, 目前的公路覆盖水平与发达国家相

比存在一定的差距，且国内各地区之间发展不平衡，存在结构性与经济性需求的矛盾。未来中国公路建设的空间依然十分广阔。

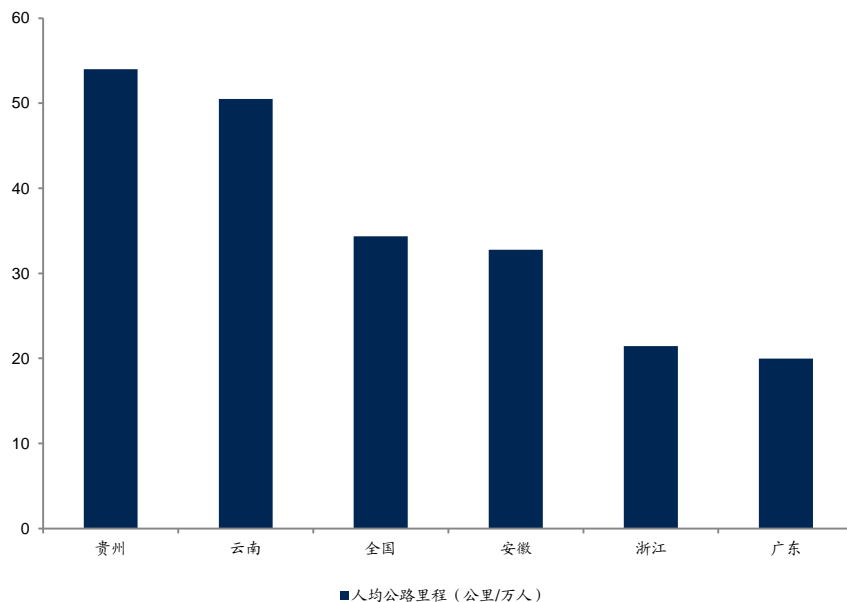
图 20: 中国的人均公路里程远低于美国等发达国家



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从国内各地区的人均公路里程情况来看，可以发现浙江、广东等经济较为发达的东部省份的人均公路里程明显低于西部地区，而安徽等中部省份的人均公路里程则大致与全国平均值持平。因此，尽管西部基础设施水平与东部相比整体存在差距，但实际上东部地区对新建公路的经济性需求往往要大于西部地区。

图 21: 东部省份人均公里里程低于西部



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

“十三五”规划聚焦交通扶贫，“公路审批权”下放提升项目批复效率。“交通扶贫”是国家“十三五”期间的重要战略规划，当前已经进入了最后的攻坚期，其中重点任务是对贫困地区交通进行改造和升级，其中有五项是关于路桥建设规划的内容，为路桥建设创造了广阔空间，也为路桥投资提供了强劲的动力。

表 8：“交通扶贫”的主要内容

六大项	内容
第一项	提级改造 1.6 万公里国家高速公路和 4.6 万公里普通国道
第二项	建设约 23 万公里的通乡镇和建制村硬化路，到 2019 年，提前一年实现全国具备条件的建制村硬化路这个全面小康社会兜底性指标。建设约 10.8 万公里通村硬化路，解决较大人口规模撤并建制村和“直过民族”地区 20 户以上自然村的通畅问题
第三项	实施 30 万公里农村公路安保工程，加强农村公路上的安全生命防护工程建设和 1.5 万座危桥改造，对通客车村道上不符合安全通客车要求的窄路基路面合理进行加宽改造
第四项	建设约 3.2 万公里资源路、旅游路、产业园区路，进一步强化交通对产业扶贫的基础支撑作用，支持贫困地区特色产业发展
第五项	新增及改善航道里程 2600 公里，新增 80 个码头泊位，继续改善农村水网地区的渡运条件
第六项	持贫困地区改造建设县城老旧客运站 150 个、乡镇客运综合服务站 1100 个，实现具备条件的建制村通客车全覆盖。

资料来源：国务院网站、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2017 年，国家发展改革委把部分投资交通项目审批权下放到省级政府，其中包含了列入国家批准的相关规划中的新建高速公路项目。审批权的下放提升了新建项目的批复效率，特别对地方政府新建高速公路比较有利。此外，财政部 87 号文鼓励土地储备专项债券和收费公路专项债券的试点，收费公路的融资行为获得政策支持。公路建设产业链审批端和融资端均受益。

表 9：2017 年国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权

领域	审批事项范围
铁路	列入国家批准的相关规划中非跨省的新建（含增建双线）普通铁路项目，铁路总公司投资为主的由铁路总公司自行决定，地方和社会投资为主的由省级政府审批可行性研究报告，均通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
高速公路	列入国家批准的相关规划中的新建高速公路项目，由省级政府审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
独立公（铁）路桥梁（隧道）	列入国家批准的相关规划中的跨 10 万吨级及以上航道海域、跨大江大河（现状或规划为一级及以上通航段）的独立公（铁）路桥梁（隧道）项目，由省级政府审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
科研机构	列入国家批准的相关规划中的交通行业直属院校、科研机构等中央本级非经营项目（使用中央预算内投资 5,000 万元及以上项目除外），由行业部门审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。

资料来源：发改委、国信证券经济研究所分析师归纳整理

专项债及多渠道融资有望提振基建投资回升

降准释放资金，行业资金面有望改善

2019年9月6日中国人民银行发布公告，为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，决定于2019年9月16日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）。在此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。本次降准预计可释放长期资金约9000亿元，其中全面降准释放资金约8000亿元，定向降准释放资金约1000亿元。

表 10: 9月央行降准的主要内容

类型	全面降准	定向降准
操作时间	9月16日	于10月15日和11月15日分两次实施
降准政策	全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点	对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点
释放基础货币	8000亿元	1000亿元
降准目的	加大逆周期调节力度，保持流动性合理充裕	促进加大对小微、民营企业的支持力度

资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

9月作为季末月天然面临较高的资金缺口压力：缴准、国庆节前取现、MPA考核等季节性因素持续压制资金面，降准旨在对冲月中税期，整体看货币宽松有助于缓解9月的资金压力。本次降准是2018年4月以来第5次全面降准，是宽松货币政策的延续。此次距离年初全面降准已经过去8个月，而且释放资金为5次中最多（9000亿），宽货币再次确认，且力度略微加码。

表 11: 2018年以来降准政策梳理

公告日	类型	降准幅度 (BP)	释放资金 (亿元)
2018-04-17	全面降准	100	4000
2018-06-24	全面降准	50	5000
2018-10-07	全面降准	100	7500
2019-01-04	全面降准	100	8000
2019-09-06	全面降准+定向降准	50	9000

资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

资本金比例下调刺激基建

11月27日，国务院印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》。进一步强调坚持和完善投资项目资本金制度的必要性，加强项目资本金核算管理为重点进行制度完善。下调了部分项目最低资本金比例，港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由25%下调为20%。同时，对其他补短板领域的基础设施项目，在达到合理收益水平和较强偿债能力的前提下，允许对项目最低资本金比例按照不超过5个百分点的幅度下浮。

我国项目资本金制度从1996年开始建立，目前国基建投资资本比例均在20%以上，其中机场、港口、沿海及内河航运、邮政业为25%，而铁路、公路、轨

道交通、电力、水利环境和公共基础设施资本金比例已经为 20%。2019 年政府工作报告中明确提出要适当降低基础设施等项目资本金比例。

表 12: 不同行业项目最低资本金比例

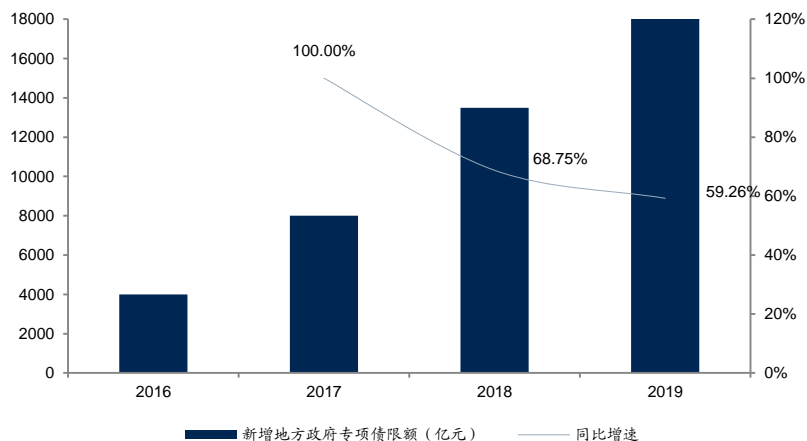
行业名称	最低资本金比例
钢铁、电解铝	40%
水泥	35%
煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、多晶硅	30%
化肥（钾肥除外）、机场、港口、沿海及内河航运	25%
铁路、公路、城市轨道交通、玉米深加工	20%
保障性住房和普通商品住房	20%
其他房地产	25%
电力等其他	20%
平均	27%

资料来源：《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》，国信证券经济研究所整理

专项债发行规模大幅增加

专项债券一般指地方政府为了筹集资金建设某专项具体工程而发行的债券，是地方政府开展基建的重要资金来源。近年来随着地方政府融资监管趋严，城投非标融资作为“后门”被堵死，地方政府债券则被当做“前门”逐渐打开，其中 2019 年新增专项债限额规模达到 2.15 万亿，同比大幅增长 59.26%。

图 22: 近几年地方政府新增专项债发行限额



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

专项债可用作资本金，基建占比提高

今年 6 月，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》，提出地方政府专项债可以作为资本金参与项目投资，这意味着地方政府可以在 PPP 中适度增加杠杆，将极大缓解社会资本的融资压力。此外，文件还鼓励银行、保险金融机构积极提供配套融资支持，鼓励项目单位发行公司信用类债券，进一步明确项目公司可采用多渠道筹措项目资本金，未来专项债+银行贷款+多渠道融资模式有望成为铁路、高速公路、

城市轨道交通等重大项目的新融资模式。

以往专项债主要投向土地储备和棚改，用于基建的占比只有 20%左右。9 月 4 日国常会上提出将专项债的使用范围进一步扩大，其中铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施以及水电气热等市政和产业园区基础设施为重点支持领域，并明确不得用于土地储备和房地产相关领域以及可完全商业化运作的产业项目。假设明年新增专项债限额与今年持平，即 2.15 万亿，如果其中投向基建的专项债占比提高至 80%且其中 20%可用作资本金，新规预计可带动明年基建投资 7%至 8%的增速。预期 2020 年基建投资增速将提升至 10%左右。

表 13: 不同情景下专项债撬动基建投资的测算

	新增专项债用于基建的比例		新增专项债可用于基建 资本金的规模/万亿元	资本金比例	资本金撬动的基建投资占 2018 年基建投资的 /万亿元 比例	
	比例	资本金的规模/万亿元			比例	比例
乐观	80%	0.344	25%	1.376	7.64%	
中性	50%	0.215	25%	0.86	4.78%	
悲观	20%	0.086	25%	0.34	1.91%	

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

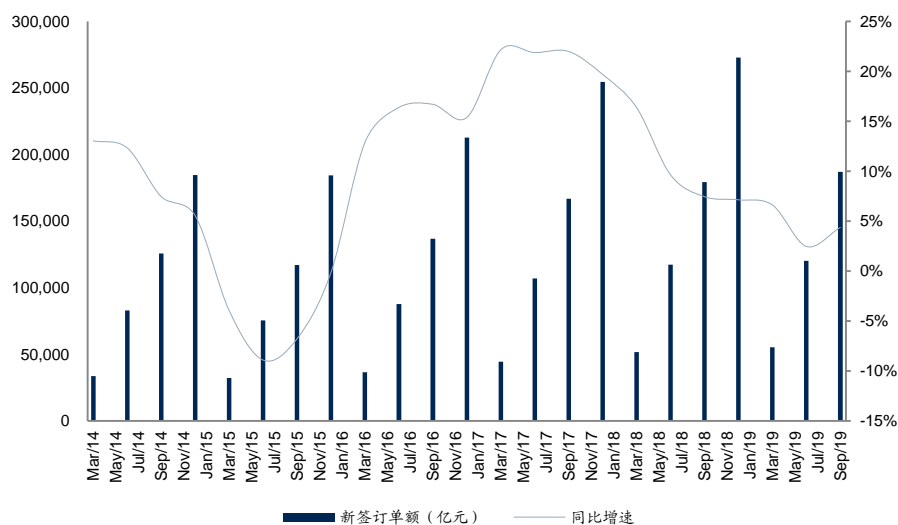
子板块分化大，估值历史低位

订单回暖，营收提速

行业订单回暖

2016 年以来，整个建筑行业新签订单持续快速增长。去年受到宏观去杠杆的影响，建筑行业新签订单增速有所放缓。今年前三季度新签订合同额 18.7 万亿元，同比增长 4.4%，订单触底回升。

图 23: 2019 年前三季度建筑业新签订单触底回升

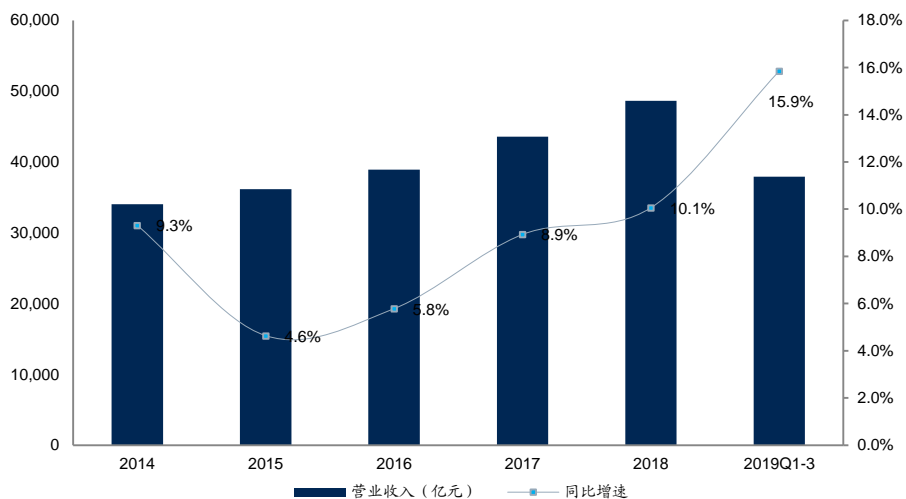


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

营收提速，业绩改善

近年来建筑行业上市公司整体收入提速，2019年前三季度上市公司合计完成营业收入 3.79 万亿元，同比增长 15.9%，增速比 2018 年提升 5.8pct；收入增速创近年来新高。

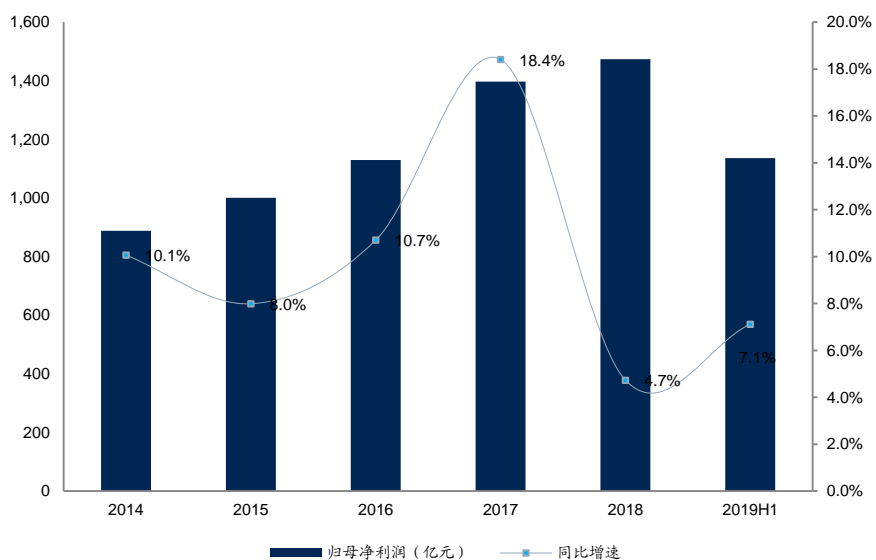
图 24：行业营业收入及增长率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

受 2018 年降杠杆，PPP 清库等影响，建筑行业上市公司 2018 年归母净利润仅有 4.7%，今年前三季度行业上市公司实现归母净利润实现 1136 亿元，同比增长 7.1%，利润增速触底回升，增速有望持续回暖。

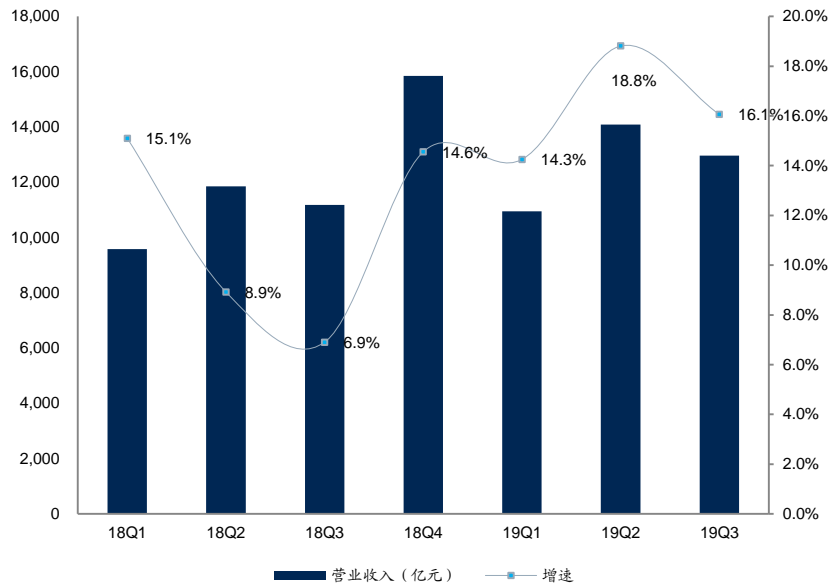
图 25：行业归母净利润及增长率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

分季度来看，建筑行业的经营业绩有着较为明显的季节性特点，一般每年四季度是营收和利润确认的高峰期。2018Q4、2019Q1、Q2 和 Q3，建筑企业上市公司分别完成营业收入 1.58 万亿元、1.09 万亿元、1.41 万亿元、1.30 万亿元，分别同比增长 14.6%、14.3%、18.8%和 16.1%，收入维持高增长。

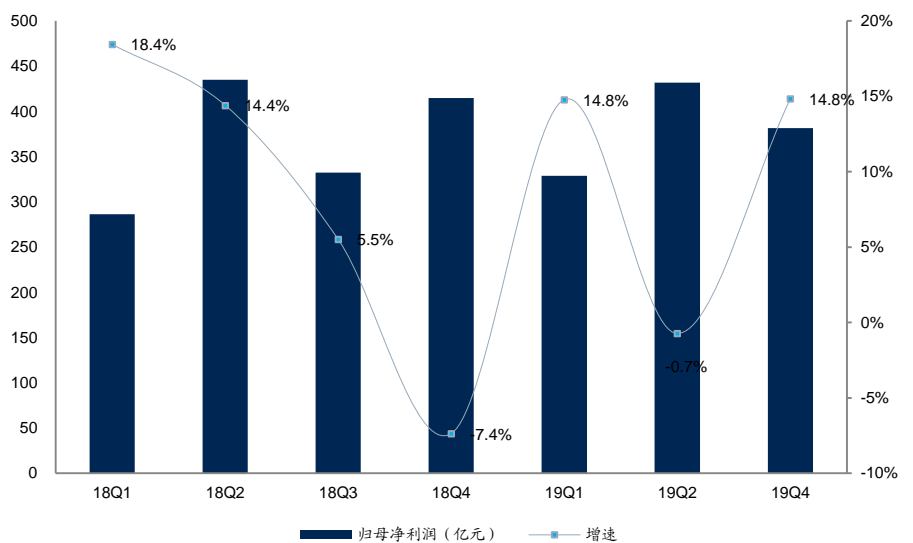
图 26: 行业单季度营收及增长率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

建筑企业上市公司 2018Q4、2019Q1、Q2 和 Q3 分别完成归母净利润 415 亿元、329 亿元、432 亿元、381 亿元，分别同比增长-7.4%、14.8%、-0.7%和 14.8%，利润增长提速。

图 27: 行业单季度归母净利润及增长率

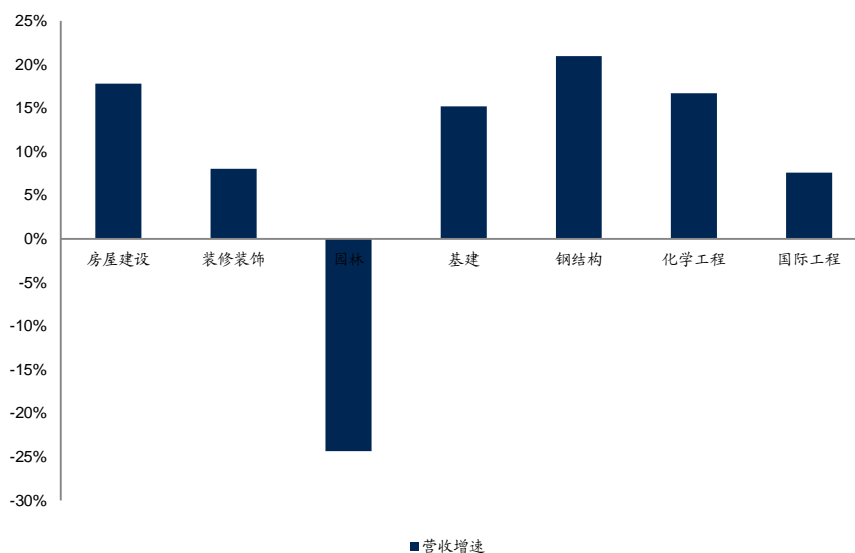


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

子板块分化大

建筑行业子行业众多，主要可分为基建工程、房屋建设、装修装饰、园林工程、化建工程、钢结构、国际工程等子行业。建筑板块各子板块中营收增速比较快的行业是钢结构（21.0%）、房屋建设（17.8%）和化建工程（16.7%），增速出现下滑的行业是园林（-24.3%），增速较慢的行业还有国际工程（7.6%）和装修装饰（8.0%）。

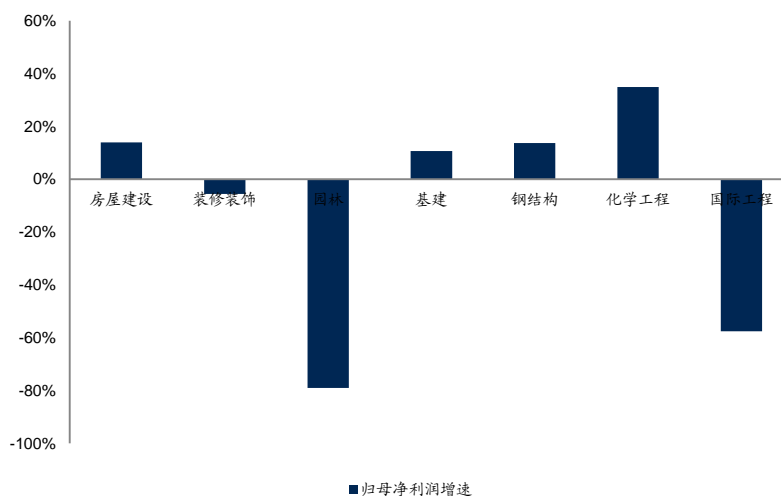
图 28: 2019 年前三季度建筑子行业营收增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

建筑行业各子板块中今年以来归母净利润增速比较快的行业是化建工程（34.9%）、房屋建设（13.9%）和钢结构（13.6%），增速出现下滑的行业是园林（-79.0%）、国际工程（-57.6%）和装修装饰（-5.6%）。

图 29: 2019 年前三季度建筑子行业净利润增速

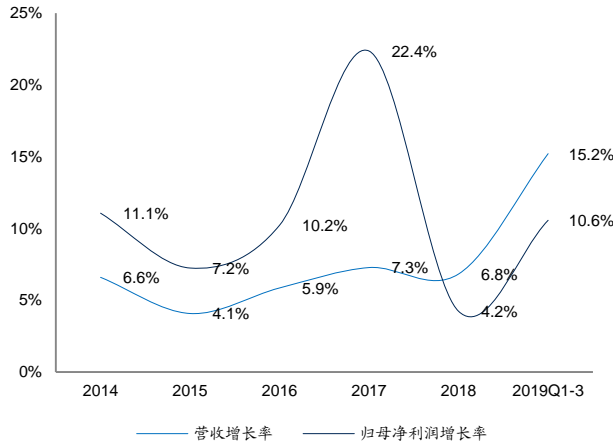


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

基建业绩提速

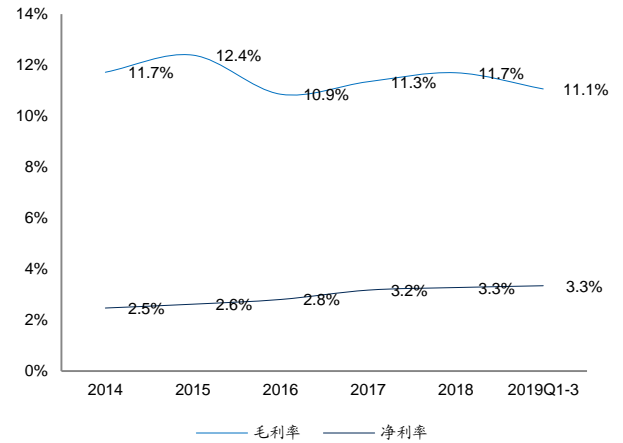
虽然今年以来基建投资增长不及预期，但当前逆周期调控政策逐步加码，稳增长背景下基建托底势在必行，存量基建订单有望加速落地，我们判断未来基建工程业绩有望继续提速。2019年前三季度，基建营收同比增长15.2%，归母净利润增速为10.6%。平均毛利率为11.1%，平均净利率为3.3%。

图 30: 基建历年营收增速及归母净利润增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 31: 基建历年毛利率及净利率

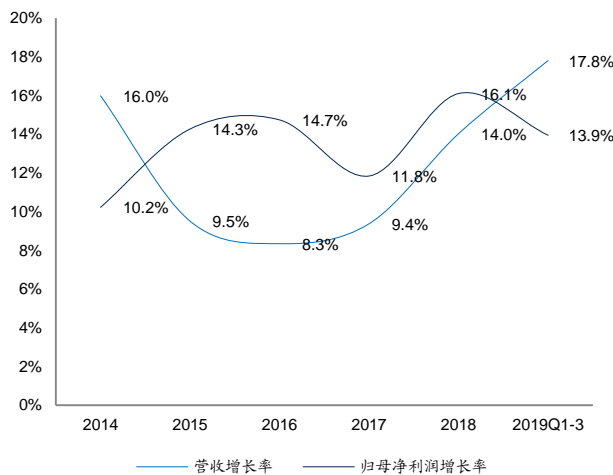


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

房建整体平稳

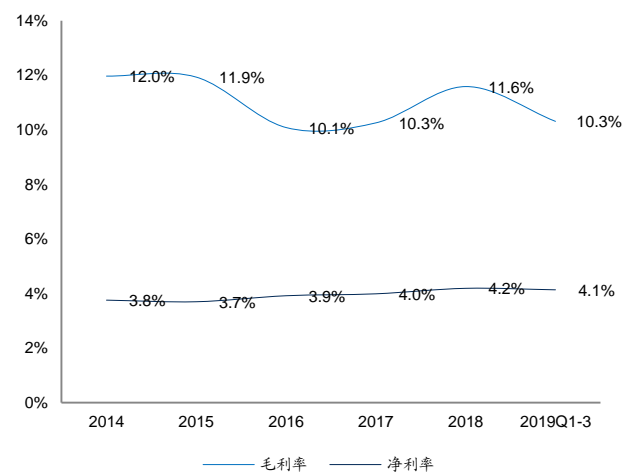
房屋建设去年以来收入和利润维持高增速主要受益于房地产销售景气以及房地产企业加快周转。2019年前三季度，房建营收同比增长17.8%；归母净利润增速为13.9%；业平均毛利率为10.3%，平均净利率为4.1%，毛利率和净利率基本维持稳定。

图 32: 房建营收增速及归母净利润增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 33: 房建毛利率及净利率

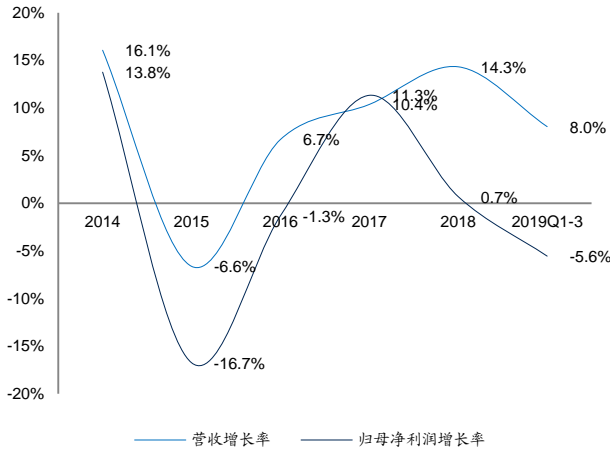


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

装修装饰业绩下滑

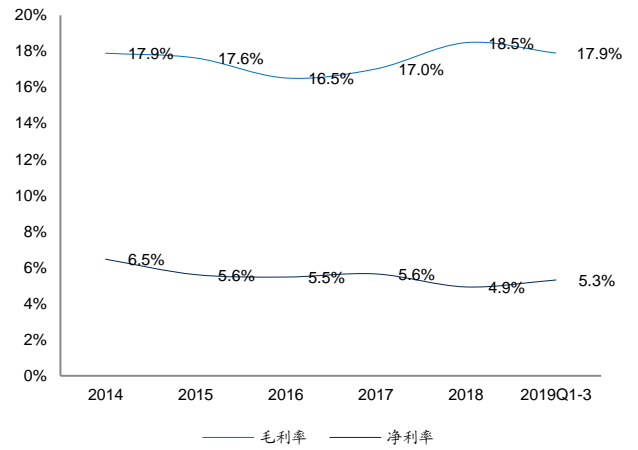
2019年前三季度，装修装饰营收同比增长8.0%；归母净利润增速为-5.6%，收入和利润增速下降一方面是由于基数较高，另一方面受房地产调控影响，行业完工面积同比增速放缓。行业平均毛利率为17.9%，平均净利率为5.3%。

图 34: 装修装饰营收增速及归母净利润增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: 装修装饰毛利率及净利率

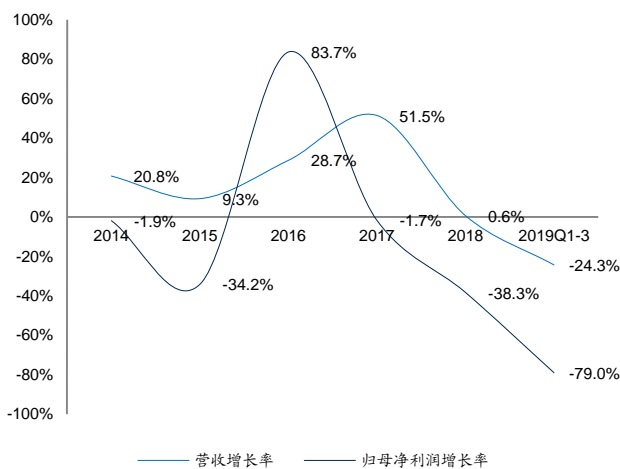


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

园林工程继续探底

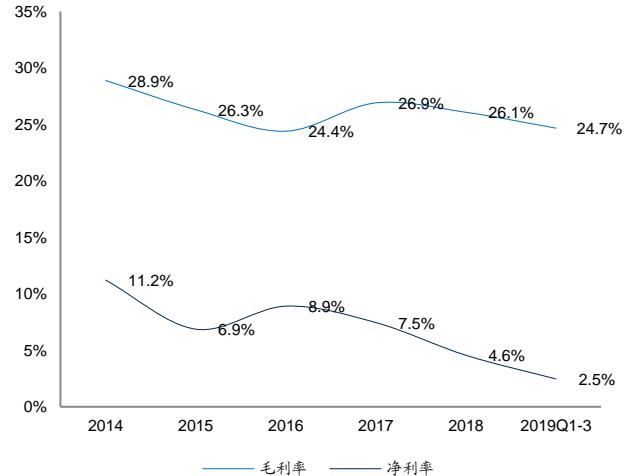
园林行业收入和利润大面积下滑主要是由于去年以来降杠杆等影响和 PPP 清库，园林公司融资紧张并且大面积计提减值。2019年前三季度，园林工程营收同比下降24.3%，归母净利润增速为-79%。行业平均毛利率为24.7%，平均净利率为2.5%，净利率大幅下滑主要是融资环境依然严峻，计提侵蚀利润。

图 36: 园林工程营收增速及归母净利润增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 37: 园林工程毛利率及净利率

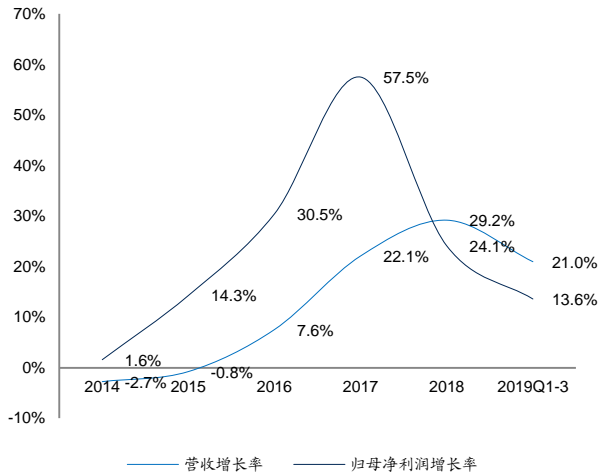


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

钢结构增速放缓

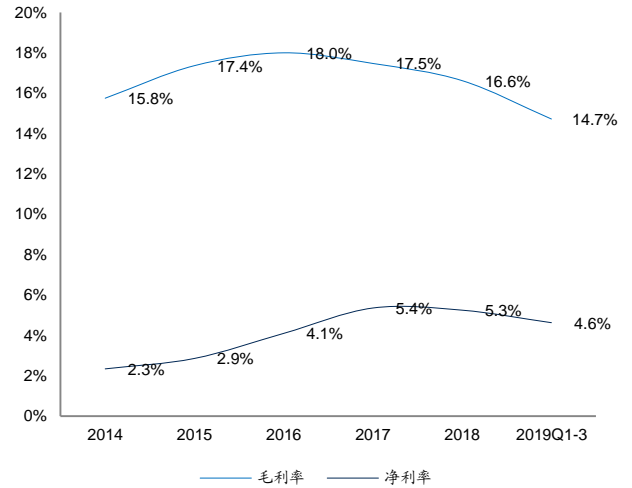
2019 年前三季度，钢结构营收同比增长 21%，母净利润增速为 13.6%，钢结构行业受刚才价格影响较大，收入和利润增速有所放缓。行业平均毛利率为 14.7%，平均净利率为 4.6%。

图 38: 钢结构营收增速及归母净利润增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 39: 钢结构毛利率及净利率

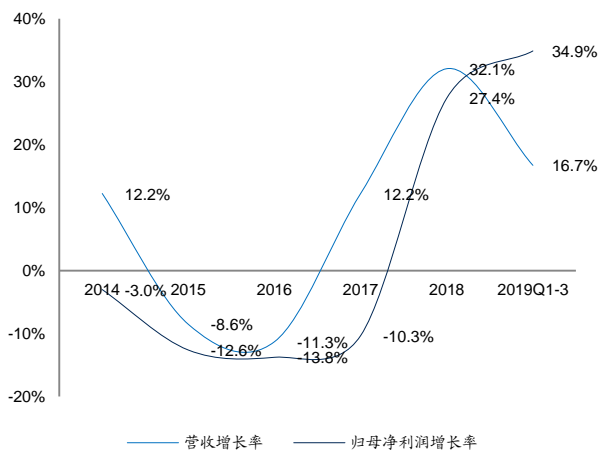


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

化学工程改善明显

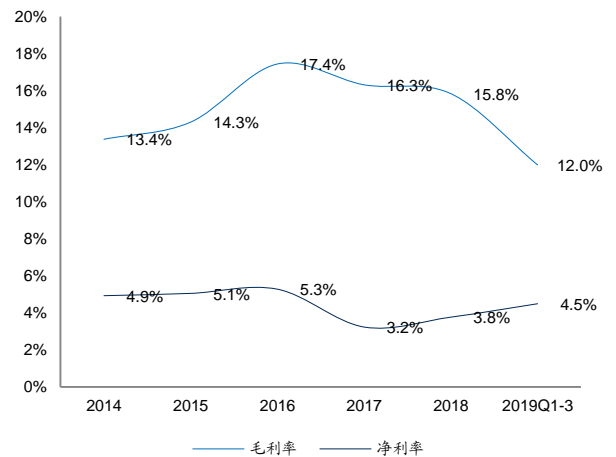
化学工程这两年维持高景气主要是上游化工石化行业盈利增加，固定资产投资增加。2019 年前三季度，化学工程营收同比增长 16.7%；归母净利润增速为 34.9%。行业平均毛利率为 12%，平均净利率为 4.5%。

图 40: 化学工程营收增速及归母净利润增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 41: 化学工程毛利率及净利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

国际工程触底回升

国际工程受国际环境影响较大，今年以来收入有所好转，净利润受人民币升值影响较大，汇兑损失较多，利润受到比较大的影响。2019年前三季度，国际工程营收同比增长7.6%；归母净利润增速为-57.6%。行业平均毛利率为15.8%，平均净利率为2.9%，净利率受到人民币升值，汇兑损失影响比较大。

图 42: 国际工程营收增速及归母净利润增速

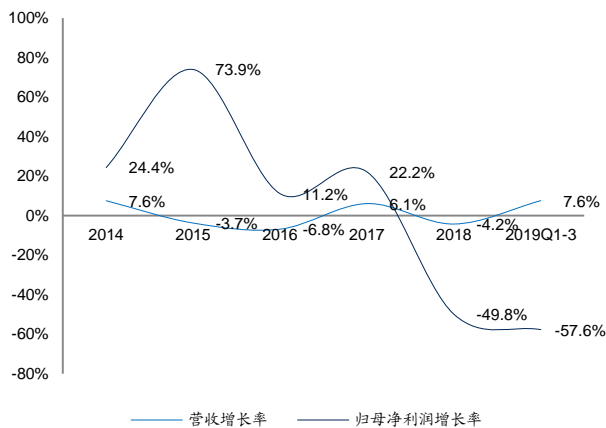
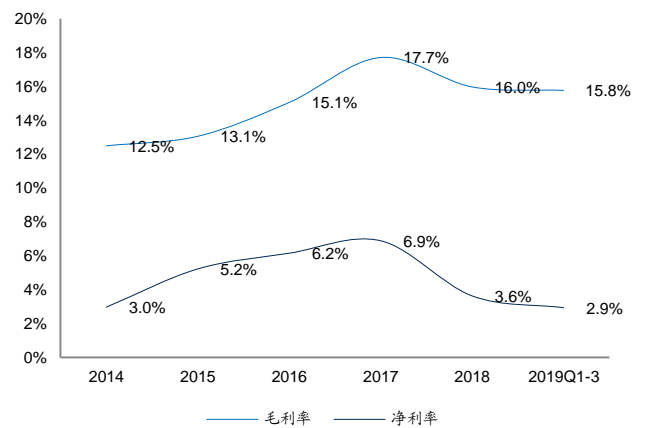


图 43: 国际工程毛利率及净利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

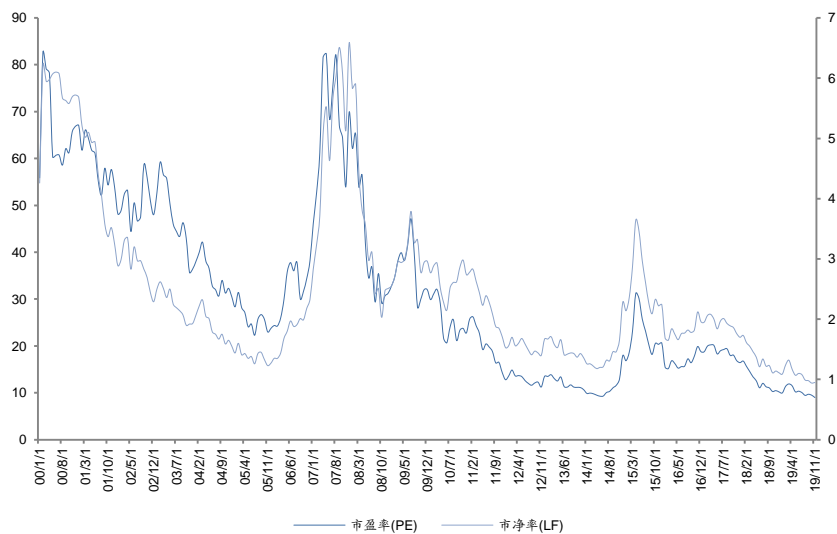
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

估值处于历史低位

纵向来看处于历史最低位

纵向来看，建筑行业当前的市盈率(TTM)为9倍左右，市净率为0.9倍左右，均处于绝对的历史低位。

图 44: 建筑行业的市盈率和市净率估值均处在历史低位

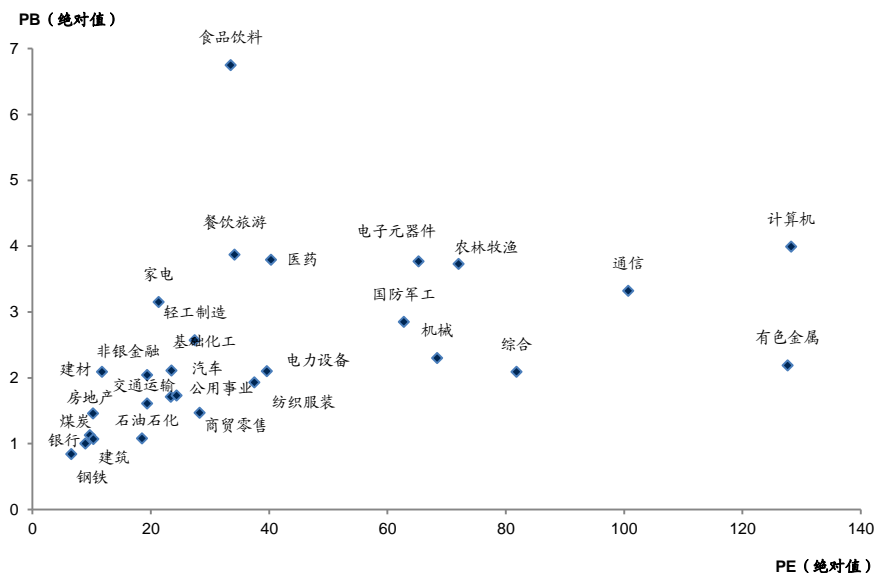


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

横向比较低于大部分行业

在横向比较中，我们从 PE-PB 两个维度来衡量各行业的估值所处的相对位置。如果考虑估值的绝对值，可以看出建筑行业处在平面图的最左下角，低于大部分行业。

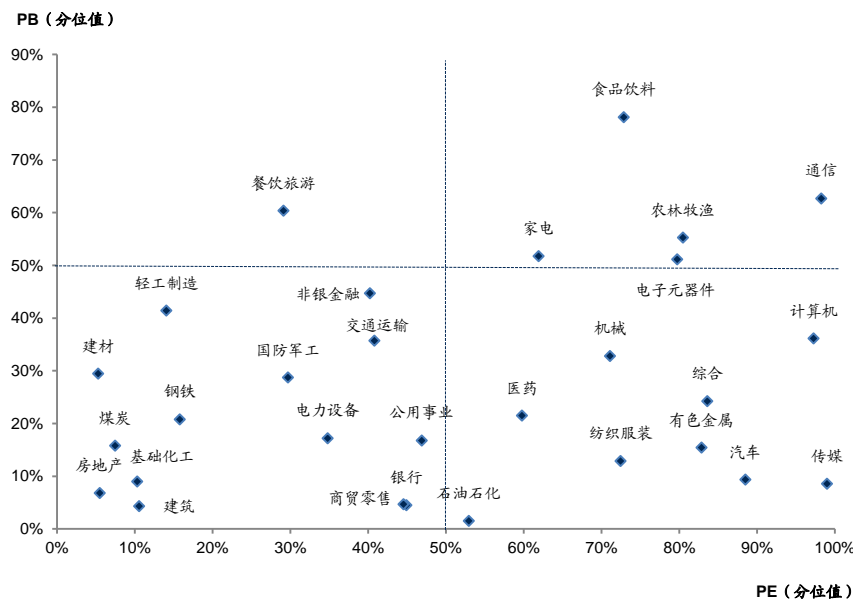
图 45: 建筑的当前绝对估值低于大部分行业



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

如果考虑估值的历史分位值 (以近十年的走势为基准), 建筑行业的当前 PE 估值处于历史 10.5%分位, PB 估值处于历史 4.3%分位, 同样位于平面图的最左下角, 低于大部分行业。

图 46: 建筑的 (近十年) 估值分位值低于大部分行业



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

三条主线布局投资机会

基建龙头

新签订单再提速

作为建筑行业的龙头企业，八大央企订单体量大且增长稳健，2018年整体订单增速虽然有所放缓，但近三年平均复合增长率仍达到17%，今年前三季度平均新签订单增速也达到了近14%，远高于去年全年6%的平均增速。

表 14: 八大央企上半年新签订单平均增速约为 16%

企业名称	2018 年新签订单增速	2019Q1-3 新签订单增速	近三年 CAGR
中国建筑	5%	9%	15%
中国中铁	9%	15%	21%
中国铁建	5%	25%	19%
中国交建	1%	12%	12%
中国中冶	10%	19%	18%
中国电建	12%	3%	12%
葛洲坝	-1%	15%	7%
中国化学	53%	7%	32%
平均	6%	14%	17%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

在手订单创新高

从在手订单来看，截至2018年底，八大央企未完成合同总计达到15万亿，同比增长29%，订单收入保障比达到3.86倍，创下历史新高。当前央企的在手订单充足，但同时也反映了去年以来去杠杆影响下订单的落地放缓，从而业绩转化偏慢。

表 15: 央企在手订单创下新高

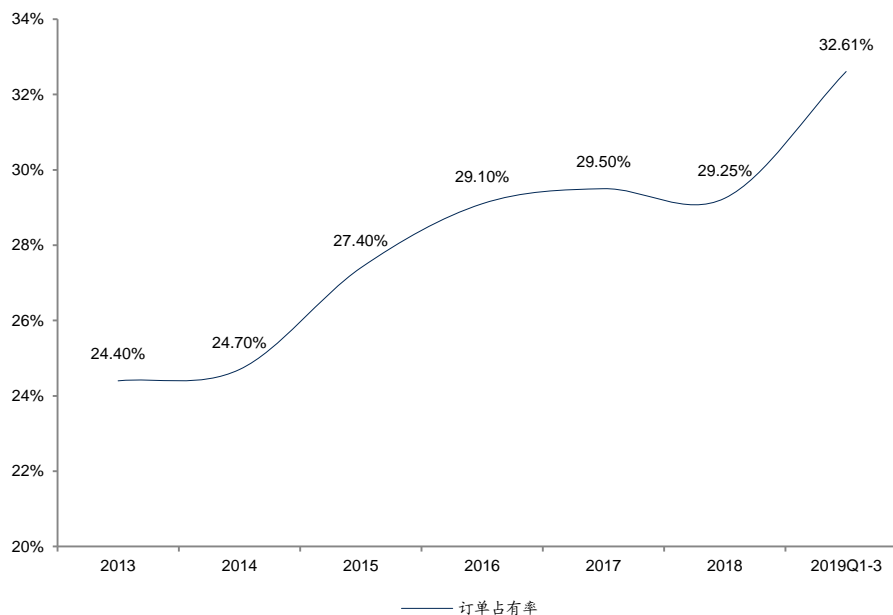
企业名称	2018 年在手订单 (亿元)	在手订单同比增速	订单收入保障比
中国建筑	48,033	37.43%	4.01
中国中铁	29,019	30.37%	3.93
中国铁建	27,087	13.02%	3.71
中国交建	16,897	23.15%	3.44
中国中冶	13,494	43.25%	4.66
中国电建	10,811	24.75%	3.67
葛洲坝	4,211	41.00%	4.19
中国化学	2,051	44.94%	2.52
合计	151,605	29.15%	3.86

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

市场集中度持续提升

现阶段建筑行业发展趋于成熟、市场竞争激烈，随着行业整合加速以及落后产能淘汰出清，龙头企业的市场占有率在快速提升。截至今年前三季度，八大央企的新签订单占建筑行业新签订单总额的比例达到32.61%，比2018年提升3.36pct，再次创下历史新高。

图 47：八大央企订单占有率持续提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

重点推荐

专项债新政明确要求加大基建投资力度，其中铁路、轨道交通、公路等作为重点支持领域，并明确不得用于土地储备和房地产相关领域，基建产业链直接受益，重点推荐**中国铁建、中国中铁、中国交建、中国建筑、安徽建工**等。

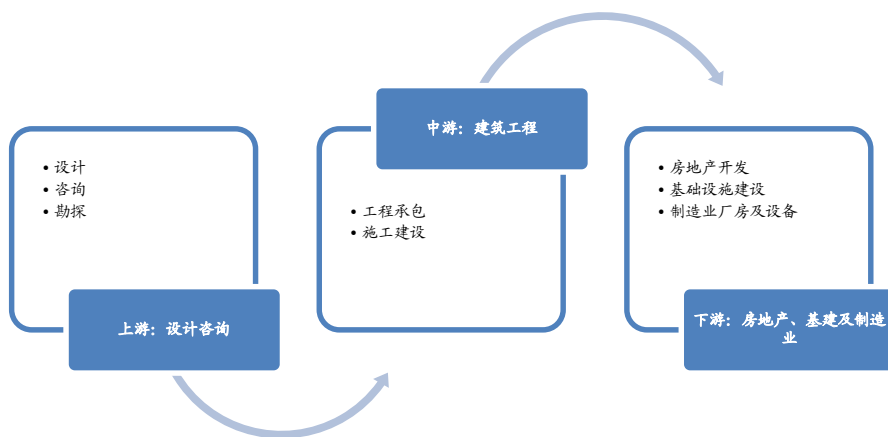
设计咨询板块

处于产业链前端优先受益

从建筑行业上下游分工来看，设计咨询行业处在行业上游。当有投资建设时，首先会开展勘察、设计及咨询工作，然后按设计图纸等开展施工建设。因此，建筑行业订单的变化，最先会反应到设计咨询行业营收的变化。即当建筑行业订单快速增长的时候，最先受益的将是设计咨询。

苏文科、中设集团等设计龙头有望在建筑行业景气度提升的环境下优先受益，并获得大量订单，继续保持高速增长。

图 48: 设计咨询行业处在建筑行业上游

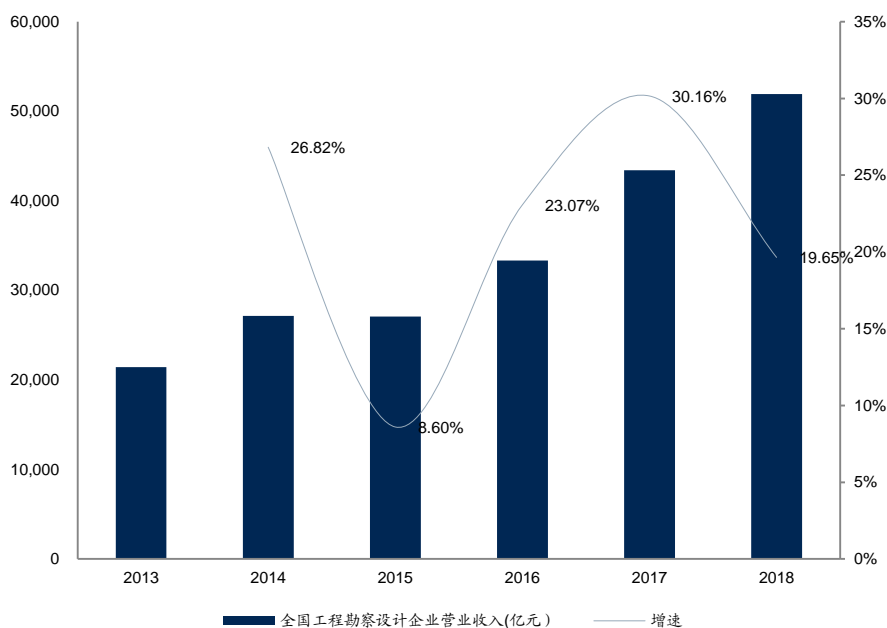


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

市场分散

根据《2018 年全国工程勘察设计统计公报》，2018 年全国工程勘察设计企业营业收入总计达到 51915.2 亿元，同比增长 19.65%，市场规模巨大。

图 49: 全国勘察设计市场近几年保持较快增长，市场规模巨大



资料来源: 全国工程勘察设计统计公报, 国信证券经济研究所整理

全国共有 23183 个工程勘察设计企业，平均营收只有 2.24 亿元。事实上，整个勘察设计行业大致可以分为“部级院”、“省级院”和“市级院”三种规模的企业，但规模都有限，整个行业呈现出主体多、集中度低、全国较为分散等特点。

表 16: 勘察设计行业分类

类型	特点	典型企业及营收规模
部级院	主要是以工程施工为主业的大型中央企业及所属工程咨询企业,具有较强的专业技术水平和丰富的业务经验,设计力量比较强大,在全国范围内开展业务	中国交建(269 亿)、中国中铁(129 亿)、中国铁建(145 亿)
省级院	各地省级交通规划设计院、市政设计院等。这些单位主要是为地方交通工程服务,一般行业覆盖度较宽,同质性较强,因此仍存在一定程度的区域化市场特征	苏交科(70 亿)、中设集团(42 亿)、勘设股份(21 亿)、中衡设计(18 亿)
市级院	市级地方设计院一般规模比较小,资质范围较窄、等级较低。这些单位业务地域性较强,通常在固定地域范围内从事相对稳定的业务领域	建科院(4 亿)、建研院(4.4 亿)、其他市级研究院(1 亿左右)

资料来源: 住建部, 国信证券经济研究所整理

行业整合大势所趋

近几年来,伴随着国家城市化进程的放缓,建筑行业的竞争日益激烈,龙头设计企业的优势日益明显,中小型设计企业的发展空间逐步缩小,行业整合大势所趋。龙头企业现金流充沛,品牌影响力较大,有望在未来市场整合中通过外延式并购取得快速增长。

表 17: 勘察设计行业加速整合的主要驱动因素

类型	具体内容
政策驱动	事业单位分类改革、政企脱钩改革、国有企业混合所有制改革
市场倒逼	市场下滑导致的抱团发展和借力发展需求
行业洗牌	行业内企业的同质化程度高,导致行业长期处于饱和、无序竞争状态

资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

重点推荐

设计咨询处于产业链前端,板块属于轻资产行业,负债低,现金流好。受益于行业整合龙头集中度提升,上市龙头有望持续高增长,重点推荐**中设集团、苏交科**等。

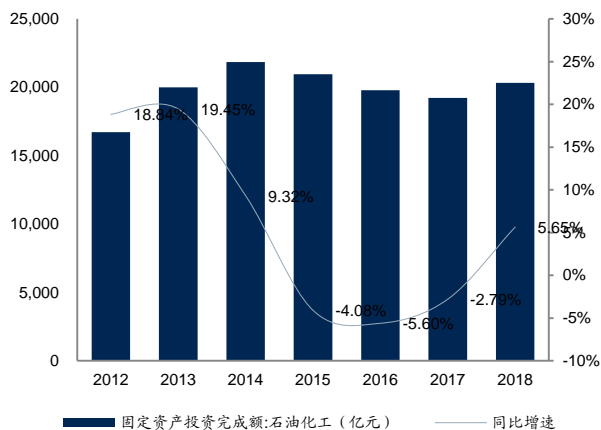
化学工程龙头

下游石化化工行业景气度提升

化学工程的市场规模主要取决于下游石油化工行业固定资产投资,从 2013 年开始受国家“去产能”调控以及行业投资进入调整缓冲期等的影响,石油化工行业固定资产投资连续三年下降,发展较为疲弱。随着落后产能的出清,行业固定资产投资在 2017 年迎来了拐点,2018 年继续回暖,全年完成固定资产投资 2.03 万亿,同比增长 5.65%。

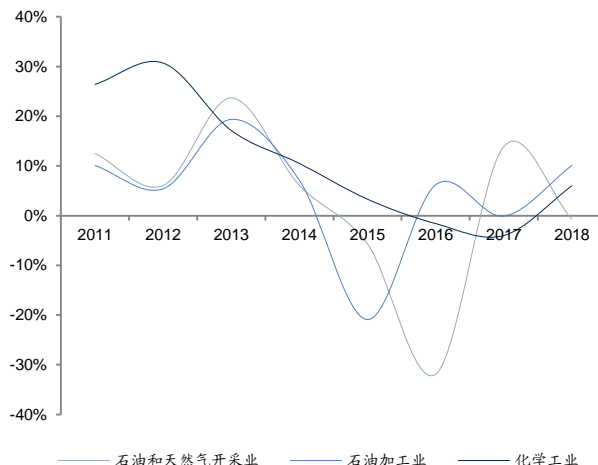
石油化工行业有三大核心业务板块,分别是石油和天然气开采业、石油加工业和化学工业,2018 年三大板块的固定资产投资呈现出不同的走势,其中石油加工业和化学工业两个板块的固定资产投资开始回暖。

图 50: 石油化工行业固定资产投资规模超过 2 万亿



资料来源: 中国石油与化学工业联合会, 国信证券经济研究所整理

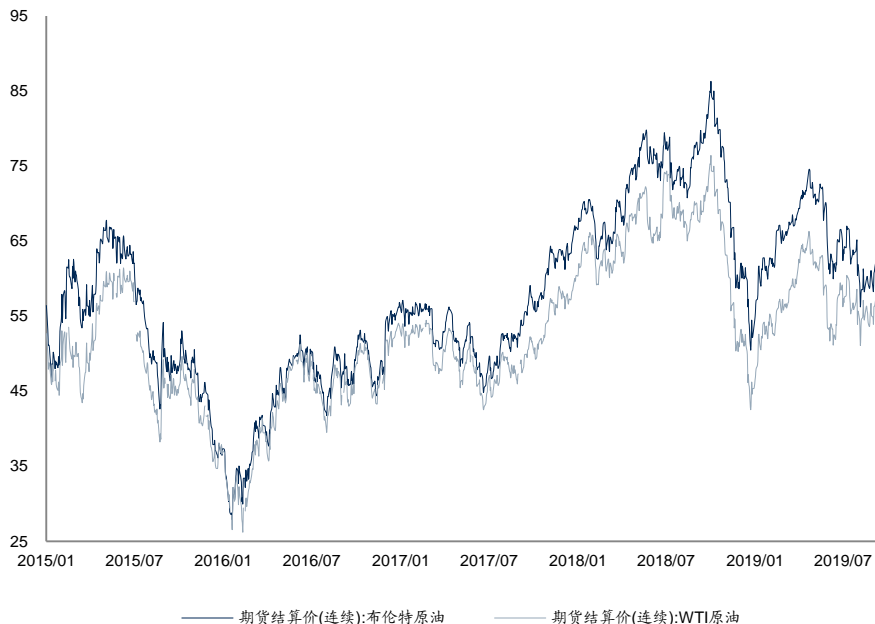
图 51: 石油加工和化学工业板块的固定资产投资开始回暖



资料来源: 中国石油与化学工业联合会, 国信证券经济研究所整理

受多方面因素的影响, 布伦特和 WTI 原油期货价格从 2015 年开始, 先大幅下滑到 30 美元以内, 并于 2016 年 1 月后开始回升, 截止 2019 年 9 月 19 日, 布伦特原油期货价格为 63.6 美元/桶, WTI 原油期货价格为 58.11 美元/桶, 均处于历史中高位。

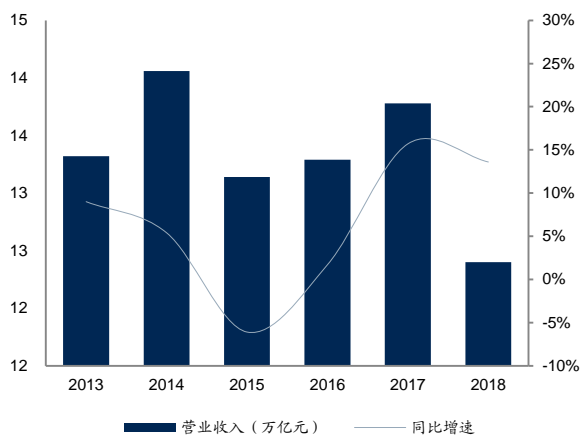
图 52: 原油期货价格从 2016 年 1 月开始回升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

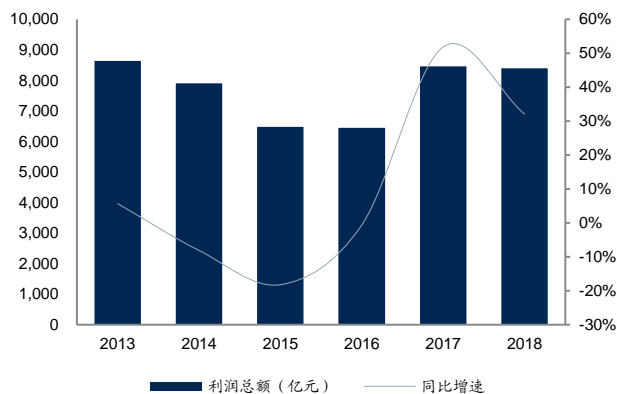
从 2016 年开始, 石油化工行业规模以上企业营业收入和利润重回正增长, 行业景气度明显提升。截至 2018 年底, 石油化工行业规模以上企业完成营业收入 12.40 万亿元, 同比增长 13.6%; 实现利润 8393.8 亿元, 大幅增长 32.1%。

图 53: 石油化工行业规模以上企业营收从 2016 年回升



资料来源: 中国石油与化学工业联合会, 国信证券经济研究所整理

图 54: 石油化工行业规模以上企业 2018 年利润高速增长



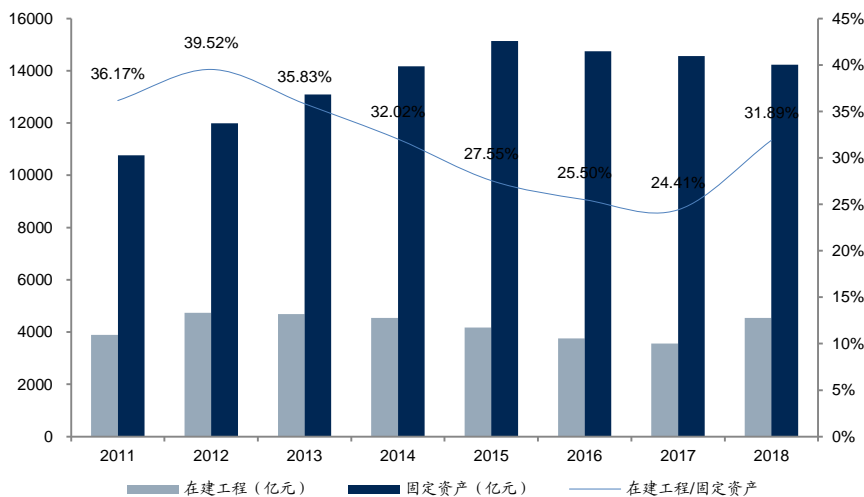
资料来源: 中国石油与化学工业联合会, 国信证券经济研究所整理

石油石化固定资产投资增加开启新一轮周期

2018 年, A 股石油化工行业在建工程同比增长 27.66%, 在建工程/固定资产达到 31.89%, 同比提升 7.49pct, 这是自 2012 年以来首次回升, 反映了石油化工行业周期拐点向上, 公司新建和改扩建需求增强。

伴随着石化行业盈利回升, 且供给侧改革和环保等因素加速行业出清, 未来行业将进入一个新的产能扩张周期。

图 55: 石油化工行业新增产能有望继续扩张



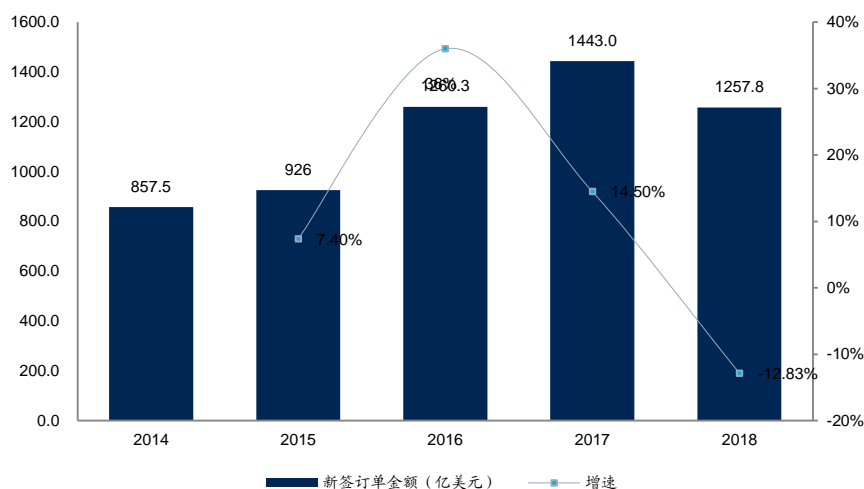
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

全球同步复苏, 海外市场迎机遇

自 2013 年 9 月, 国家主席习近平提出“一带一路”战略以来, 我国对外新签工程订单额持续保持较快增长。截止 2018 年底, 我国企业在“一带一路”沿线国家新签对外承包工程项目合同 7721 份, 新签合同额 1257.8 亿美元, 占同期我国对外承包工程新签合同额的 52%, 同比增长-12.83%。

2019年，第二届“一带一路”峰会在北京成功召开，有望带动一带一路工程项目企稳回暖。

图 56: 我国企业在“一带一路”沿线国家新签订单额持续高增长



资料来源：一带一路官网，国信证券经济研究所整理

根据联合国发布的《2018年世界经济形势与展望》，2017-2019年全球经济将持续保持3%的增长速度。“一带一路”沿线国家和地区中，南亚和东亚将继续保持全球最高的经济增速，南东欧、非洲和西亚经济体在2019年的经济增长速度均会继续保持较快增速，与发达经济体的经济增速放缓形成鲜明对比，这将为推动“一带一路”建设尤其是深入推进中国—中南半岛、新亚欧大陆桥及中国—中亚—西亚经济走廊建设提供重要经济支撑。

表 18: IMF 对世界各主要经济体的经济增长速度预期 (%)

经济体	2018	2019
全球经济	3.73	3.33
发达经济体	2.36	1.80
G7	2.19	1.65
欧元区	2.03	1.28
新兴市场和发展中经济体	4.68	4.35
新兴和发展中欧洲	3.77	0.75
独联体	2.35	2.19
亚洲发展中经济体	6.52	6.31
拉美和加勒比海	1.20	1.39
北非、中东	2.44	1.55
南非	3.07	3.47

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

重点推荐

油石化行业固定资产投资在连续三年下降之后，随着落后产能出清，行业固定资产投资迎来拐点，有望开启新一轮周期。化学工程公司景气度滞后于石油石化行业，随着下游需求回暖，工程订单高增长，重点推荐龙头中国化学等。

表 19: 国信建筑 2020 年投资策略股票组合及主要推荐逻辑

股票代码	公司名称	投资逻辑
601186.SH	中国铁建	1. 业务结构优化，毛利率有所提升 2. 有望受益铁路和城轨获批项目落地 3. 在手订单充沛，受益当前宽信用环境，订单有望加速转化
601800.SH	中国交建	1. 交通工程建设龙头，有望受益补短板政策下交通投资反弹 2. 在手订单充沛，受益当前宽信用环境，订单有望加速转化 3. “一带一路”拓展最强央企，海外业绩有望触底反弹
601390.SH	中国中铁	1. 控股股东增持力度空前，彰显长期发展信心 2. 债转股降杠杆效果显著，偿债能力持续提升 3. 稳居基建央企龙头，有望受益铁路和城轨获批项目落地 4. 在手订单充沛，受益当前宽信用环境，订单有望加速转化
601668.SH	中国建筑	1. 公司是中国最大的房建企业，市场占有率超过 10% 2. 在手订单充足，在手订单保障比历史新高 3. 业务结构不断优化，基建业务占比不断提升 4. 管理机制灵活，股权激励保障业绩增长
600502.SH	安徽建工	1. 安徽最大的基建企业，整体上市潜力大 2. 债转股后资产负债率显著下降，订单充足 3. 受益于行业集中度提升及引江济淮等重大当地工程
603018.SH	中设集团	1. 交通工程设计咨询龙头，资质齐全 2. 未来中国交通投资空间依然巨大，公司位于产业链前端优先受益 3. 内生外延深化全国布局，积极拓展环保、地下空间等新业务 4. 管理机制灵活，股权激励保障业绩增长 5. 估值处于历史低位，相比历史估值中枢还有较大的上涨空间
300284.SZ	苏文科	1. 设计行业首家上市实力雄厚，主营业务维持高景气 2. 环保检测业务市场潜力大，公司积极拓展成效好 3. 剥离美国子公司后，海外经营风险进一步降低 4. 当前估值距离历史估值中枢仍有一定的上涨空间
601117.SH	中国化学	1. 下游石油石化行业景气度提升，固定资产投资增加开启新周期 2. 煤化工订单复苏，在手订单充足 3. 受益于全球石化化工行业景气，海外订单高增长 4. 拓展基建等业务，向综合服务商转变

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

风险提示

投资不及预期

固定资产投资是影响宏观经济和建筑业需求的重要因素，直接关系到相关产业链上所有企业的发展，以基和房建建施工为主营业务的，对基建和房地产投资的变化较为敏感。从市场整体来看，今年以来基建投资增速回升幅度不大，补短板政策落地不及预期，未来依然存在不确定性。政策方面，PPP 市场规范和调整的趋势短期不会改变，地方政府债务被严格控制，大型基建项目进度有可能被推迟甚至无法落地，房地产调控政策依然偏紧，从而造成公司的业绩不及预期。

应收账款坏账风险

建筑行业是典型的资金驱动型行业，垫资施工的经营模式使得建筑企业的应收账款和长期应收款占用资金比例较大。随着公司工程承包业务规模逐年增长，未来应收款项可能继续保持增长，相应的坏账损失风险增加，给公司的利润增长和现金流造成了一定的压力。

经营风险

虽然专项债新规以及新的融资渠道可以缓解当前资本金到位不足造成的项目进度不及预期，但是政策的执行仍然需要一定时间，项目落地慢等风险依然存在。近些年公司响应“一带一路”政策的号召逐步向国际市场拓展，部分公司海外业务占比逐年提升，已成为公司的重要业务板块。与国内经营不同，海外市场有其特有的经营风险。首先，“一带一路”沿线国家大多数为经济较为落后的发展中国家，政治局势的变动可能会导致项目的延误甚至停工。其次，海外工程项目以外币结算，汇率大幅变动产生汇兑损益，影响公司的当期财务费用。最后，目前许多企业的对外经济行为需要政策的扶持，如果政策的落地达不到预期效果，相关企业的业绩将会受到影响。

表 20: 国信建筑重点覆盖股票估值表

股票代码	股票名称	投资评级	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
601186.SH	中国铁建	买入	1.52	1.69	1.86	6.34	5.70	5.18
601390.SH	中国中铁	买入	0.90	1.04	1.19	6.22	5.38	4.71
601668.SH	中国建筑	买入	1.01	1.10	1.21	5.02	4.61	4.19
601800.SH	中国交建	买入	1.33	1.45	1.56	6.63	6.08	5.65
002051.SZ	中工国际	买入	1.22	1.47	1.76	7.48	6.21	5.19
600820.SH	隧道股份	买入	0.76	0.87	1.00	7.74	6.76	5.88
600170.SH	上海建工	买入	0.38	0.48	0.60	9.24	7.31	5.85
600502.SH	安徽建工	买入	0.57	0.69	0.84	6.72	5.55	4.56
300284.SZ	苏交科	买入	0.81	0.99	1.21	9.96	8.15	6.67
002081.SZ	金螳螂	买入	0.94	1.10	1.28	8.33	7.12	6.12
603018.SH	中设集团	买入	1.08	1.33	1.63	9.41	7.64	6.23
603030.SH	全筑股份	买入	0.77	1.07	1.40	8.66	6.23	4.76
002482.SZ	广田集团	买入	0.37	0.52	0.67	11.22	7.98	6.19
601117.SH	中国化学	买入	0.53	0.69	0.87	11.72	9.00	7.14
600496.SH	精工钢构	买入	0.20	0.36	0.55	13.90	7.72	5.05

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032