

建筑装饰行业周报

政治局会议着力稳增长，继续自下而上关注检测、钢结构等细分领域龙头

核心观点:

● 板块表现

本周建筑装饰指数上涨 0.34%，跑输沪深 300 指数 1.58 个百分点；子板块方面，园林工程涨幅最大（2.61%），水利工程跌幅最大（-0.82%）。目前建筑板块 PE（TTM，整体法）为 9.03 倍，PB（LF）为 0.95 倍。

● 行业观点

1. 中央政治局会议着力稳增长，召开时间较早关注后续部署，逆周期基建调节仍为近期主要发力方向。1) 12月6日中央政治局会议召开，强调统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，与去年相比新加入“保稳定”的表述，同时提出“要提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性”，并再次要求保持经济运行在合理区间，运用好逆周期调节工具，此外并未提及“房住不炒”及“去杠杆”，体现出在经济下行压力加大背景下，政策将着力稳增长的意图。2) 本次会议召开时间较早，且在美国预期加征关税时间（12月15日）之前，表明政策重心仍在内部。另外，年底政治局会议之后即将召开为期三天的中央经济工作会议，建议关注相关经济工作部署及基建领域如铁总会议对 20 年铁路投资的表述。3) 三季度以来经济数据仍处偏弱区间，而 11 月建筑业 PMI 处于较高景气区间，建筑业新订单指数环比上升 1.2 pct 至 56.0%，建筑从业人员指数环比上升 3.7 pct 至 55.5%，总体来看，建筑业生产仍维持较高增速，带动市场需求及企业用工稳定增长。目前内外需仍存不确定性，基建稳增长、稳就业重要性明显，预计逆周期基建调节仍为近期主要发力方向。

2. 专项债政策利好基建增速趋势向上，预计 20Q1 或有数据上的积极体现；近期区域发展规划陆续出台，基建中长期需求或好于预期。1) 近期财政部提前下达 20 年部分新增专项债限额，确保明年初即可使用见效、形成实物工作量，体现了中央政治局关于宏观调控的前瞻性、针对性和有效性要求，预计明年一季度专项债将有更多实物量上的反映。我们认为 Q4 地方信贷趋紧以及高基数仍将是制约基建提速的主要因素，同时今年地产投资较强，基建托底意愿有限，以及今年减税降费力度较大、项目与资金的匹配度不高，均限制了财政对基建的支持力度，预计明年上述影响有望改善。2) 展望 2020 年，新增专项债额度有望明显增加，且基建投向比例有望提升，同时基建项目资本金比例逐步下降，预计基建增速仍将趋势向上，明年年初或有更为积极的增速数据上的体现。我们预计 19 年基建投资增速约 4-5%，20 年增速约 7-8%。3) 本周交通运输部通知开展交通强国建设试点工作，拟通过 1-2 年时间，取得试点任务的阶段性成果，用 3-5 年时间取得相对完善的系统性成果；此外，中共中央、国务院印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，要求到 2025 年基础设施互联互通基本实现，铁路网密度达到 507 公里/万平方公里，高速公路密度达到 5 公里/百平方公里。4) 从中长期来看，国内基建市场空间仍较大。19Q3 发改委审批基建项目数高增，近期“十四五”规划编制工作启动，2020 年各地规划有望相继出台，中长期需求或好于预期，设计龙头、建筑央企等订单业绩有望逐步释放，板块或迎来系统性修复。

3. 建筑央企有望受益估值切换及 PB 破净修复，自下而上关注建工建材检测、钢结构等景气度向好的细分下游领域。1) 低估值建筑央企有望受益估值切换：建筑央企 19Q1-3 基本面保持稳健增长，Q3 业绩、订单增速均环比提升。预计 19 全年及 20 年建筑央企业绩将维持稳健较高增速，估值切换在即其 20 年估值更具吸引力。2) 目前八大建筑央企估值均处于历史底部，且 PB 均已破净。建筑企业净资产可理解为当期变现价值（将应收账款、存货等全部变现，减去应付款及债务等后的净现金），其中建筑央企的业主方多为政府及大型地方国企，坏账率较低，应收账款资产质量较好，PB 低于一倍属于低估。在基建逆周期调节加码，公司基本面向好的背景下，建筑央企存在估值修复空间。3) 此外，自下而上看，部分细分下游领域景气度或逐步向好（如建工建材检测、装配式钢结构等），需求好于建筑板块本身：建工建材检测为朝阳行业，需求来自存量、增量及检验要求提升，近年行业规模复合增速在 15% 以上，龙头公司国检集团作为中建材集团检测业务整合平台，未来集中度有望提升，同时“跨区域、跨领域”战略稳步推进，具备内生外延的长期业绩成长性；钢结构对传统结构存在替代效应，伴随人工成本提升及今年水泥价格上涨，混凝土结构相对钢结构的成本优势逐渐减少，龙头公司鸿路钢构有望受益于自身产能增加及未来钢结构渗透率的提升。

公司方面，延续前期观点，估值切换在即，建筑板块低估值优势明显，短期经济下行压力客观存在，基建稳增长预期有望提升，建议关注：自下而上，1) 具备内生外延长期业绩成长性的检测行业龙头（国检集团）；2) 部分细分下游领域景气度有望向好，如钢结构加工龙头（鸿路钢构）；自上而下，3) 有望受益估值切换的建筑央企（如中国铁建/中国建筑等）及地方龙头国企（如上海建工等）；4) 中长期基建需求或好于预期，利好业绩稳健高增的前端设计公司（如中设集团/苏交科等）。

● 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。

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-12-08

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:

建筑装饰行业月度分析报告: 2019-12-02

专项债利好政策如期落地，关注景气度向好的细分领域龙头

建筑装饰行业周报:建筑新订单指数维持高景气，专项债利好政策如期落地 2019-12-01

建筑装饰行业周报:建筑央企有望受益估值切换，关注景气度向好的细分领域龙头 2019-11-24

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	20.91	2019/11/10	买入	25.00	0.70	0.87	30.09	24.03	22.70	17.13	15.47	16.23
建研院	603183.SH	CNY	10.66	2019/10/23	买入	14.00	0.40	0.45	26.72	23.74	16.04	14.40	8.55	8.76
苏文科	300284.SZ	CNY	8.03	2019/10/28	买入	10.72	0.67	0.81	11.91	9.90	6.54	5.16	14.98	15.26
中设集团	603018.SH	CNY	10.17	2019/10/26	买入	16.00	1.04	1.25	9.77	8.14	5.26	3.86	12.97	13.49
上海建工	600170.SH	CNY	3.52	2019/10/29	买入	4.44	0.38	0.43	9.39	8.17	2.53	2.38	9.85	10.18
金螳螂	002081.SZ	CNY	7.77	2019/10/25	买入	12.20	0.90	1.00	8.67	7.74	6.49	5.50	15.70	14.25
中国铁建	601186.SH	CNY	9.63	2019/11/1	买入	13.50	1.51	1.66	6.37	5.79	3.87	3.96	10.75	10.58
中国交建	601800.SH	CNY	8.83	2019/9/8	买入	12.60	1.26	1.36	7.02	6.49	5.82	5.61	10.42	10.13
中国中铁	601390.SH	CNY	5.61	2019/11/5	买入	7.47	0.86	0.95	6.52	5.91	4.06	5.13	9.29	9.28
中国建筑	601668.SH	CNY	5.10	2019/10/26	买入	8.00	1.00	1.10	5.09	4.65	3.34	3.15	14.87	14.13

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
中央政治局会议着力稳增长，召开时间较早关注后续部署，逆周期基建调节仍为近期主要发力方向	8
专项债政策利好基建增速趋势向上，预计 20Q1 或有数据上的积极体现；近期区域发展规划陆续出台，基建中长期需求或好于预期	11
建筑央企有望受益估值切换及 PB 破净修复，自下而上关注建工建材检测、钢结构等景气度向好的细分下游领域	12
三、重点公司	13
四、风险提示	14

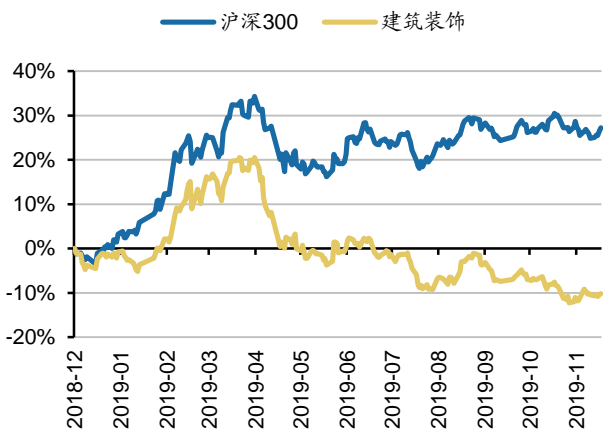
图表索引

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 (2019/12/06) (单位: 倍)	6
图 6: 各 SW 一级板块 PB 估值情况 (2019/12/06) (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
表 1: 2018 年至今各月制造业 PMI 情况	8
表 2: 2018 年至今各月非制造业 PMI 情况	9
表 3: “十三五”现代综合交通运输体系发展规划	11
表 4: 建筑央企估值情况 (2019/12/6)	12
表 5: 历年 Q4 SW 建筑子板块及各细分子板块市场表现情况	14

一、板块表现

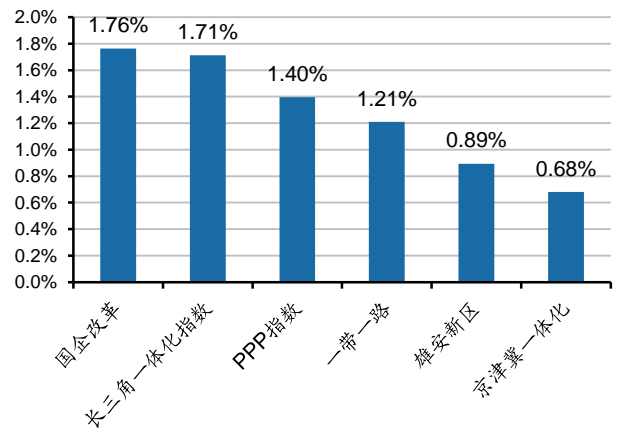
本周建筑装饰指数上涨0.34%，跑输沪深300指数1.58个百分点；子板块方面，园林工程涨幅最大（2.61%），水利工程跌幅最大（-0.82%）；主题方面，国企改革涨幅最大（1.76%），京津冀一体化涨幅最小（0.68%）。目前建筑板块PE（TTM，整体法）为9.03倍，PB（LF）为0.95倍。

图 1：SW建筑装饰指数及沪深300指数走势图



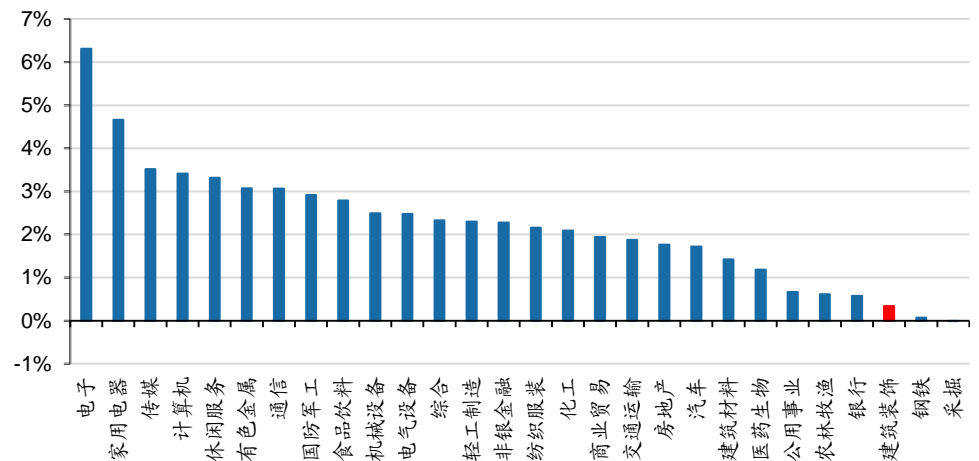
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2：本周主题板块涨幅



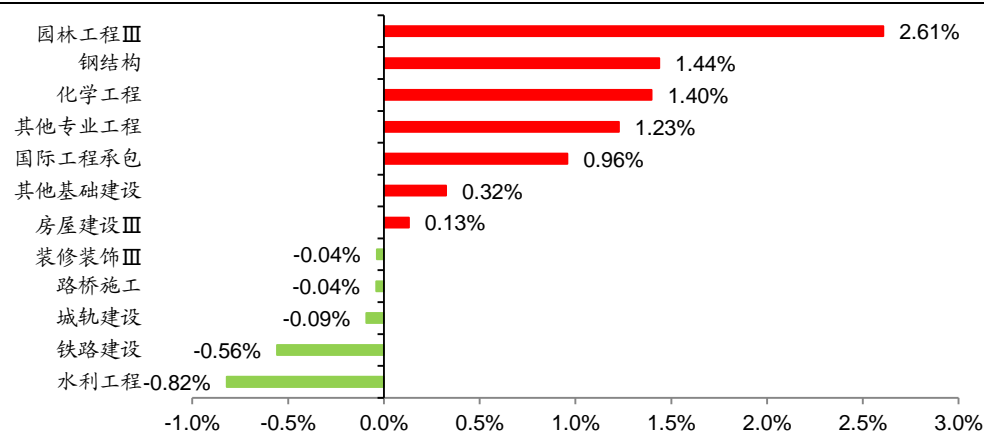
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 3：本周SW一级各板块指数走势情况



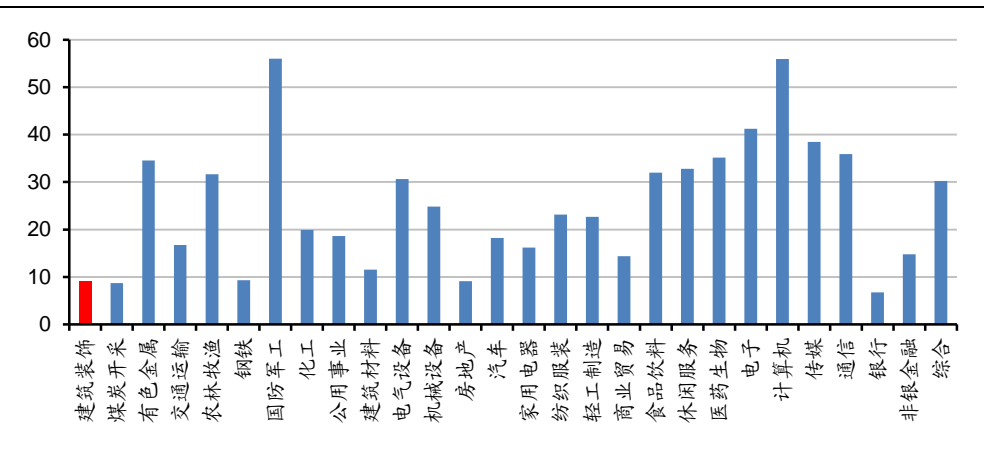
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 4: 本周各SW建筑三级子板块走势情况



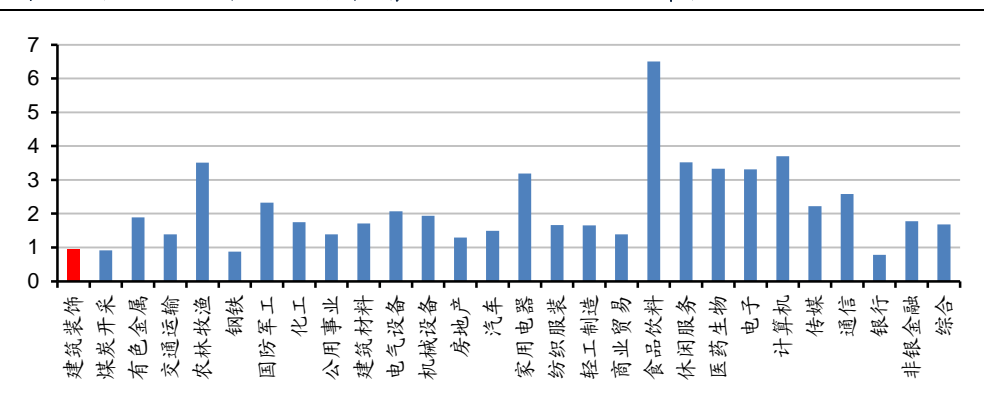
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 5: 各SW一级板块PE估值情况 (2019/12/06) (单位: 倍)



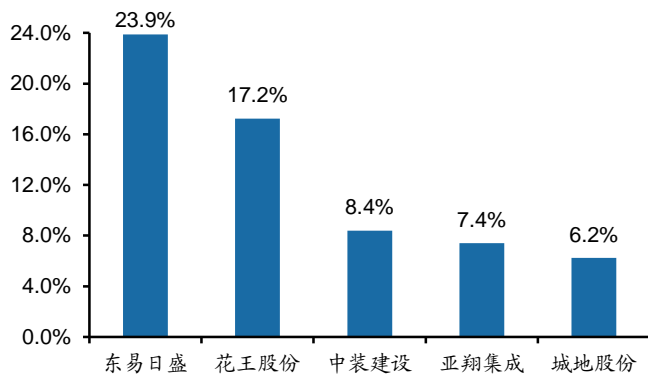
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 6: 各SW一级板块PB估值情况 (2019/12/06) (单位: 倍)



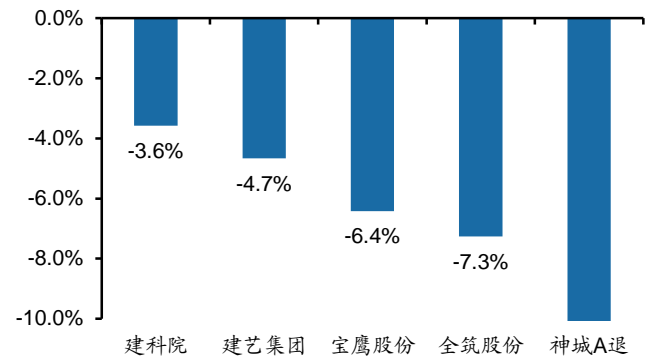
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 7: 本周SW建筑装饰板块涨幅前五个股



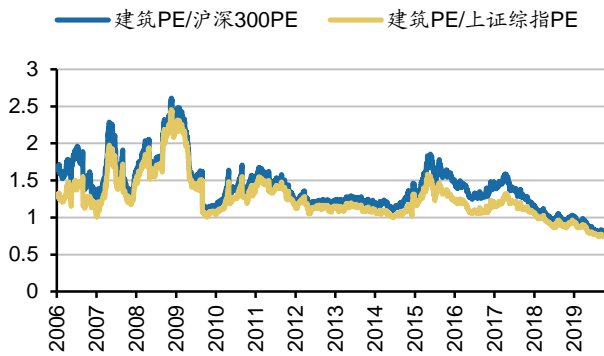
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 8: 本周SW建筑装饰板块跌幅前五个股



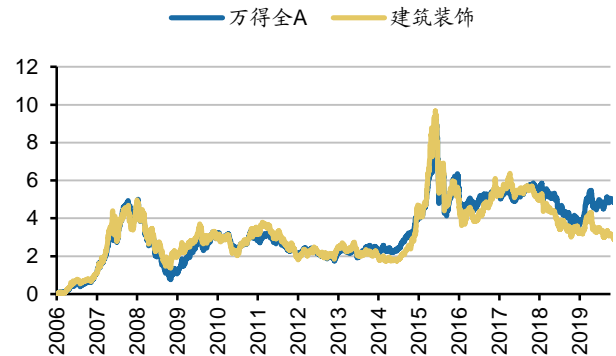
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

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

中央政治局会议着力稳增长，召开时间较早关注后续部署，逆周期基建调节仍为近期主要发力方向

1) 12月6日中央政治局会议召开，强调统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，与去年相比新加入“保稳定”的表述，同时提出“要提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性”，并再次要求保持经济运行在合理区间，运用好逆周期调节工具，此外并未提及“房住不炒”及“去杠杆”，体现出在经济下行压力加大背景下，政策将着力稳增长的意图。

2) 本次会议召开时间较早，且在美国预期加征关税时间（12月15日）之前，表明政策重心仍在内部。另外，年底政治局会议之后即将召开为期三天的中央经济工作会议，建议关注相关经济工作部署及基建领域如铁总会议对20年铁路投资的表述。

3) 三季度以来经济数据仍处偏弱区间，而11月建筑业PMI处于较高景气区间，建筑业新订单指数环比上升1.2 pct至56.0%，建筑从业人员指数环比上升3.7 pct至55.5%，总体来看，建筑业生产仍维持较高增速，带动市场需求及企业用工稳定增长。目前内外需仍存不确定性，基建稳经济、稳就业重要性明显，预计逆周期基建调节仍为近期主要发力方向。

表 1：2018 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
2019-10	49.3	50.8	49.6	47.4	47.3	50.1
2019-11	50.2	52.6	51.3	47.8	47.3	50.5

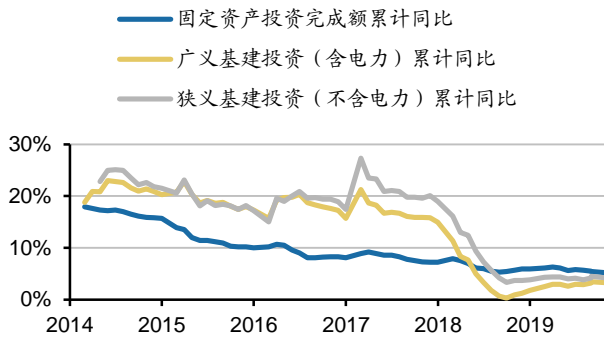
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

表 2: 2018 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	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
2019-10	52.8	49.4	60.4	54.8
2019-11	54.4	51.3	59.6	56.0

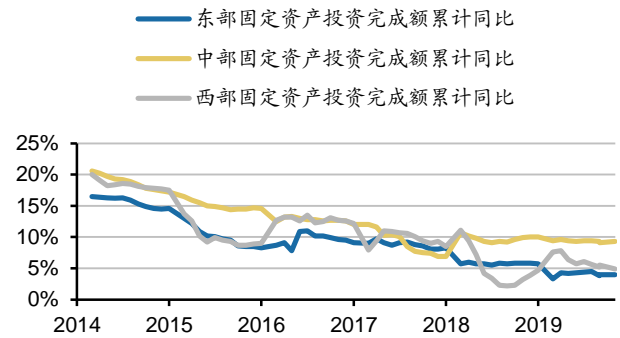
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 11: 固定资产投资及基建投资累计增速



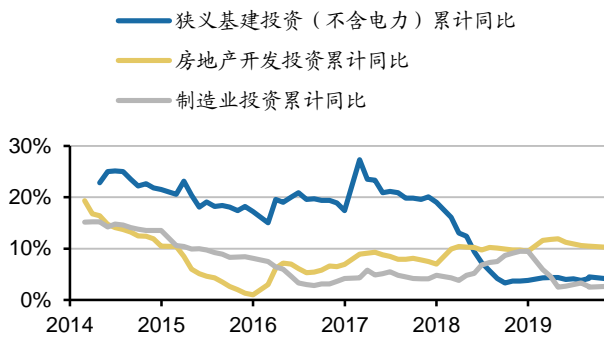
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 12: 分区域固定资产投资累计增速



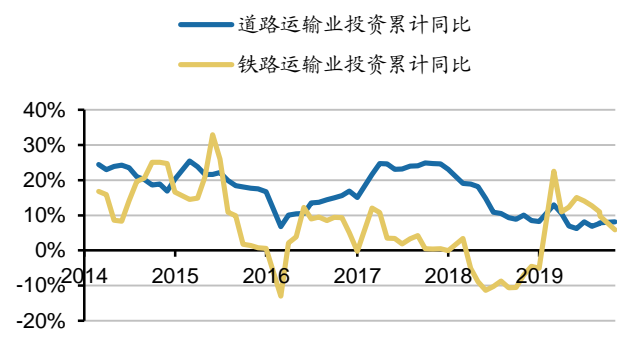
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

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

专项债政策利好基建增速趋势向上，预计 20Q1 或有数据上的积极体现；近期区域发展规划陆续出台，基建中长期需求或好于预期

1) 近期财政部提前下达20年部分新增专项债限额，确保明年初即可使用见效、形成实物工作量，体现了中央政治局关于宏观调控的前瞻性、针对性和有效性要求，预计明年一季度专项债将有更多实物量上的反映。我们认为Q4地方信贷趋紧以及高基数仍将是制约基建提速的主要因素，同时今年地产投资较强，基建托底意愿有限，以及今年减税降费力度较大、项目与资金的匹配度不高，均限制了财政对基建的支持力度，预计明年上述影响有望改善。

2) 展望2020年，新增专项债额度有望明显增加，且基建投向比例有望提升，同时基建项目资本金比例逐步下降，预计基建增速仍将趋势向上，明年年初或有更为积极的增速数据上的体现。我们预计19年基建投资增速约4-5%，20年增速约7-8%。

3) 本周交通运输部通知开展交通强国建设试点工作，拟通过1-2年时间，取得试点任务的阶段性成果，用3-5年时间取得相对完善的系统性成果；此外，中共中央、国务院印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，要求到2025年基础设施互联互通基本实现，铁路网密度达到507公里/万平方公里，高速公路密度达到5公里/百平方公里。

4) 从中长期来看，国内基建市场空间仍较大。19Q3发改委审批基建项目数高增，近期“十四五”规划编制工作启动，2020年各地规划有望相继出台，中长期需求或好于预期，设计龙头、建筑央企等订单业绩有望逐步释放，板块或迎来系统性修复。

表 3: “十三五”现代综合交通运输体系发展规划

指标名称	2015年	2017年	2018年	2020年	属性
铁路营业里程(万公里)	12.1	12.7	13.1	15	预期性
高速铁路营业里程(万公里)	1.9	2.5	2.9	3.0	预期性
铁路复线率(%)	53	57	-	60	预期性
铁路电气化率(%)	61	69	-	70	预期性
公路通车里程(万公里)	457.73	477.35	484.65	500	预期性
高速公路建成里程(万公里)	12.4	13.6	14.3	15	预期性
内河高等级航道里程(万公里)	1.36	1.25	1.35	1.71	预期性
沿海港口万吨级及以上泊位数(个)	2207	2366	2444	2527	预期性
民用运输机场数(个)	207	229	235	260	预期性
通用机场数(个)	300	-	-	500	预期性
建制村通硬化路率(%)	94.5	98.4	99.5	99	约束性
城市轨道交通运营里程(公里)	3300	5032.7	5295.1	6000	预期性
油气管网里程(万公里)	11.2	-	-	16.5	预期性

数据来源:《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》,《2017年交通运输行业发展统计公报》,《2018年交通运输行业发展统计公报》,广发证券发展研究中心

建筑央企有望受益估值切换及 PB 破净修复，自下而上关注建工建材检测、钢结构等景气度向好的细分下游领域

1) 低估值建筑央企有望受益估值切换：建筑央企19Q1-3基本面保持稳健增长，Q3业绩、订单增速均环比提升。预计19全年及20年建筑央企业绩将维持稳健较高增速，估值切换在即其20年估值更具吸引力。

2) 目前八大建筑央企估值均处于历史底部，且PB均已破净。建筑企业净资产可理解为当期变现价值(将应收账款、存货等全部变现，减去应付款及债务等后的净现金)，其中建筑央企的业主方多为政府及大型地方国企，坏账率较低，应收账款资产质量较好，PB低于一倍属于低估。在基建逆周期调节加码，公司基本面向好的背景下，建筑央企存在估值修复空间。

3) 此外，自下而上看，部分细分下游领域景气度或逐步向好(如建工建材检测、装配式钢结构等)，需求好于建筑板块本身：建工建材检测为朝阳行业，需求来自存量、增量及检验要求提升，近年行业规模复合增速在15%以上，龙头公司国检集团作为中建材集团检测业务整合平台，未来集中度有望提升，同时“跨区域、跨领域”战略稳步推进，具备内生外延的长期业绩成长性；钢结构对传统结构存在替代效应，伴随人工成本提升及今年水泥价格上涨，混凝土结构相对钢结构的成本优势逐渐减少，龙头公司鸿路钢构有望受益于自身产能增加及未来钢结构渗透率的提升。

表 4: 建筑央企估值情况 (2019/12/6)

证券代码	证券简称	PB (LF) -倍	PE (TTM) -倍	PE (2019E) -倍	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)
601669.SH	中国电建	0.74	8.30	7.50	4.05	0.54
601390.SH	中国中铁	0.76	7.02	7.02	5.61	0.80
601800.SH	中国交建	0.76	7.08	6.58	8.83	1.34
601618.SH	中国中冶	0.80	8.43	7.71	2.70	0.35
601186.SH	中国铁建	0.81	6.55	6.36	9.63	1.51
601668.SH	中国建筑	0.88	5.23	5.08	5.10	1.00
601117.SH	中国化学	0.96	11.08	11.47	6.18	0.54
600068.SH	葛洲坝	0.96	5.50	5.42	6.05	1.12

数据来源：Wind、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，估值切换在即，建筑板块低估值优势明显，短期经济下行压力客观存在，基建稳增长预期有望提升，建议关注：

自下而上，1) 具备内生外延长期业绩成长性的检测行业龙头（国检集团）；2) 部分细分下游领域景气度有望向好，如钢结构加工龙头（鸿路钢构）；

自上而下，3) 有望受益估值切换的建筑央企（如中国铁建/中国建筑等）及地方龙头国企（如上海建工等）；4) 中长期基建需求或好于预期，利好业绩稳健高增的前端设计公司（如中设集团/苏文科等）。

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。近期公司“两材重组”落地，中材集团将8家机构纳入公司经营，有望增厚公司2019年利润。

中国铁建：公司上半年业绩订单双双高增，Q2业绩提速。Q2、Q3订单持续提速，Q3单季度工程订单增速超40%。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。

中国建筑：公司近期订单回暖，地产业务结算加速，支撑公司收入及业绩增长。分季度看，公司Q1/Q2/Q3收入增速分别为10.2%/21.7%/14.6%，归母净利润增速分别为8.8%/4.2%/18.5%。其中，Q3收入稳健增长，业绩增速较上半年明显提升。公司第三期限限制性股票激励计划要求净利润三年复合增长率不低于9.5%，在18年高基数基础上仍维持较快增长，彰显公司后续发展信心。

苏文科：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。

表 5: 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

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。