

## 估值有望上修，推荐基建、工建和竣工

### ——建筑行业 2020 年投资策略

## 建筑行业

**推荐** 维持评级

#### 核心观点：

- **基建投资增速有望延续回升趋势。**12月12日，中央经济工作会议坚持房子是用来住的，不是用来炒的。基建能在托底经济时改善民生，未来基建投资的重要性或得到提升。1万亿元专项债额度提前下达，有望为“稳投资”提供支撑。9月国务院常务会议提出，今年限额内地方政府专项债券要确保9月底前全部发行完毕，10月底前全部拨付到项目上。截至10月末，地方政府专项债发行量为2.53万亿元，同比增长33.86%。专项债的大规模发行有助于投资项目的实施和落地；部分基建项目资本金比例从25%下调至20%，有助于减轻基建项目资金压力，带动基建投资增速；2020年基建投资增速预计可达5.94%左右，基建投资或延续回升趋势。
- **房建存结构性机会，关注竣工产业链。**随着土地购置费增速的回落，房地产投资增速或随之回落。新开工面积增速预计将随着成交土地规划面积增速的放缓而放慢。期房交付高峰期来临，竣工面积增速或改善。由于调控政策的存在，房地产销售面积增速预计将难以大幅增长。综上，我们认为房建产业链存结构性投资机会，建议关注景气度改善的房地产竣工产业链。装修装饰属于后地产产业链，随着房地产销售面积增速的回升，预计2020年将边际改善。
- **工建关注“新基建”、化建工程和钢结构。**代表“新基建”的集成电路工程和通信工程景气度高。集成电路国产替代是未来发展趋势。5G建网周期中通信工程服务投资额约为1104亿元，通信工程景气度较高。2019年“三桶油”资本开支合计约5119亿元，同比增长20.63%。近两年石油石化行业资本开支提速，化建工程景气度提升。钢结构获政策加持，当前渗透率低，未来发展空间较大。
- **建筑业绩和估值或触底回升，2020年推荐基建、工建和竣工产业链。**基建板块推荐施工央企中国铁建(601186.SH)、中国交建(601800.SH)、中国中铁(601390.SH)、中国建筑(601668.SH)、中国中冶(601618.SH)、中国电建(601669.SH)、葛洲坝(600068.SH)等。此外推荐基建国企上海建工(600170.SH)、隧道股份(600820.SH)、安徽水利(600502.SH)、四川路桥(600039.SH)、山东路桥(000498.SZ)、粤水电(002060.SZ)等。设计咨询行业位于周期底部，2020年有望迎来周期反转。推荐设计咨询企业中设集团(603018.SH)、苏交科(300284.SZ)、中衡设计(603017.SH)、勤设股份(603458.SH)等。工建细分领域景气度高，推荐中国铁塔(0788.HK)、中国化学(601117.SH)、鸿路钢构(002541.SZ)等。后地产产业链建议关注金螳螂(002081.SZ)、全筑股份(603030.SH)等。
- **风险提示：固定资产投资增速大幅下滑的风险；应收账款回收不及预期的风险；贸易磋商不及预期的风险。**

#### 分析师

龙天光

☎: 021-20252646

✉: longtianguang\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519060004

#### 联系人

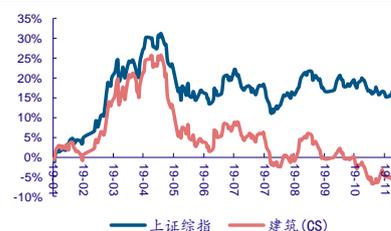
宋宾煌

☎: 010-86359272

✉: songbinhuang\_yj@chinastock.com.cn

#### 行业数据

2019.12.12



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### 相关研究

- 1.2018-06-28 建筑行业 2018 年中期策略: 水落石出
- 2.2018-12-27 建筑行业 2019 年投资策略: 蓝田种玉, 来者可追
- 3.2019-06-28 建筑行业 2019 年中期策略: 订单和估值有望回升, 逆周期调节受益

## 目 录

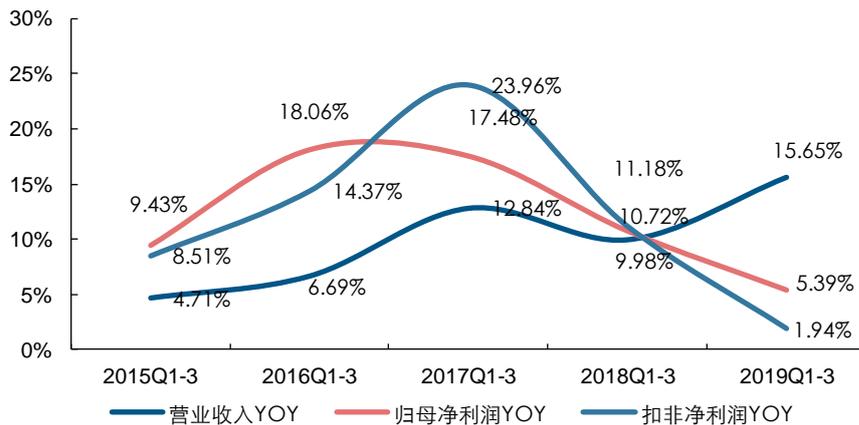
<b>一、信用分层制约固定资产投资增速</b> .....	<b>2</b>
(一) 建筑行业净利润增速放缓.....	2
(二) 信用分层制约投资增速.....	3
(三) 债务化解探讨.....	8
<b>二、2020 年基建投资有支撑</b> .....	<b>9</b>
(一) 短期内经济压力最大时点或已过去.....	9
(二) 专项债额度提前和资本金比例下调助力基建提速.....	14
(三) 2020 年基建投资增速有望达到 5.94%.....	14
<b>三、房地产投资增速或放缓</b> .....	<b>17</b>
(一) 房地产投资增速或回落.....	17
(二) 竣工面积增速有望持续回升.....	17
(三) 房地产销售面积增速或低位震荡.....	18
<b>四、专业工程分化较大</b> .....	<b>19</b>
(一) “新基建”如火如荼.....	19
(二) 化建工程景气向上.....	20
(三) 钢结构获政策加持.....	20
(四) 国际工程受汇率影响较大.....	21
<b>五、建筑业绩和估值有望回升</b> .....	<b>22</b>
(一) 新签合同增速或触底回升.....	22
(二) 建筑行业估值处于历史低位.....	23
(三) 推荐基建、工建和竣工产业链.....	26

## 一、信用分层制约固定资产投资增速

### (一) 建筑行业净利润增速放缓

2019 年前三季度建筑行业营业收入增速加快，净利润增速放缓。建筑行业（SW）2019 年前三季度实现营业收入 3.79 万亿元，同比增长 15.65%，增速同比提高 5.66pct。实现归母净利润 1117.56 亿元，同比增长 5.39%，增速同比降低 5.33pct。实现扣非净利润 1027.01 亿元，同比增长 1.94% 增速同比降低 9.24pct。

图 1：建筑行业 2019 年前三季度业绩

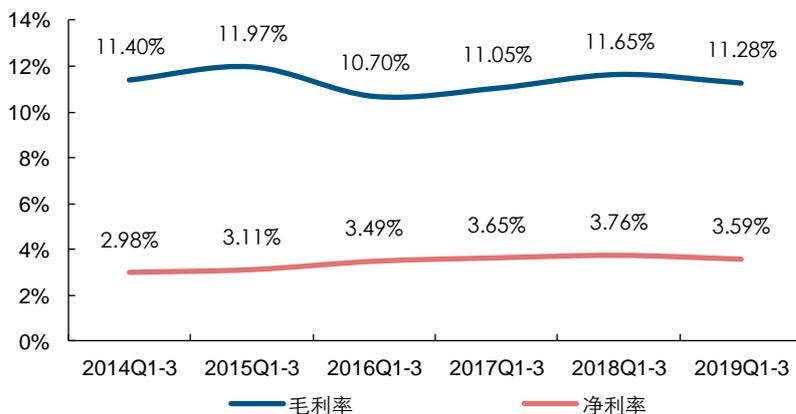


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2007 年至今，建筑业总产值增速呈放缓趋势。一方面受宏观经济增速放缓影响，另一方面也随着固定资产投资增速放缓而放缓，此外也同城镇化率增速和人口结构相关。从新签订单来看，2017 年 9 月至 2018 年 12 月，建筑行业新签订单增速从 22% 降到了 7.16%。根据历史经验，建筑行业的业绩滞后新签订单 1-2 年，2019 年全年业绩或受拖累。

建筑 2019 年前三季度盈利能力略有下降。2019 年前三季度建筑行业毛利率为 11.28%，同比降低 0.37pct，净利率为 3.59%，同比降低 0.17pct。综合过去几年来看，建筑行业毛利率和净利率依然较为稳定，当前数据变动处于合理波动范围。

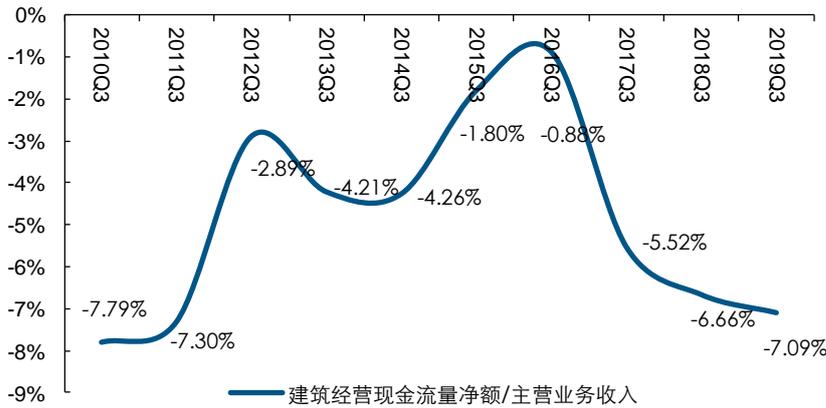
图 2：建筑行业 2019 年前三季度毛利率和净利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

经营性现金流净额流出占比增加。2019 年前三季度，建筑行业经营现金流净额占营业收入的比例为 -7.09%，较 2018 年前三季度占比降低 0.43pct。2016 前三季度至今，建筑行业经营现金流占比持续下降。

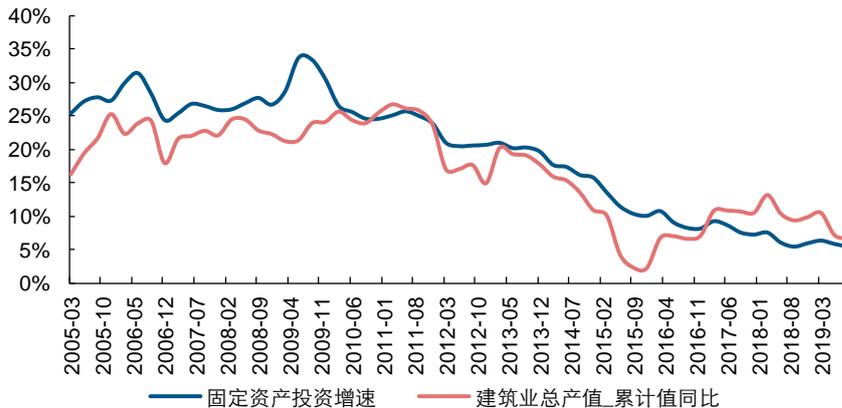
图 3：建筑行业 2019 年前三季度经营性现金流净额占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**建筑业总产值和固定资产投资关联大。**建筑行业业绩增速放缓主要由于新签订单增速放缓所致，新签订单增速放缓主要是投资增速放缓导致。过去 20 年中国建筑业市场获得长足发展，建筑业总产值从 2007 年的 51043 亿元增长至 2018 年的 235086 亿元，复合增长率达到 14.89%。2018 年全年国内生产总值 900309 亿元，建筑业总产值与 GDP 的比值为 26.11%。建筑业产业关联度高，我国 50% 以上的固定资产投资要通过建筑业才能形成新的生产能力或使用价值。

图 4：建筑业总产值增速和固定资产投资增速高度相关



资料来源：国家统计局，Wind，中国建筑业协会，中国银河证券研究院

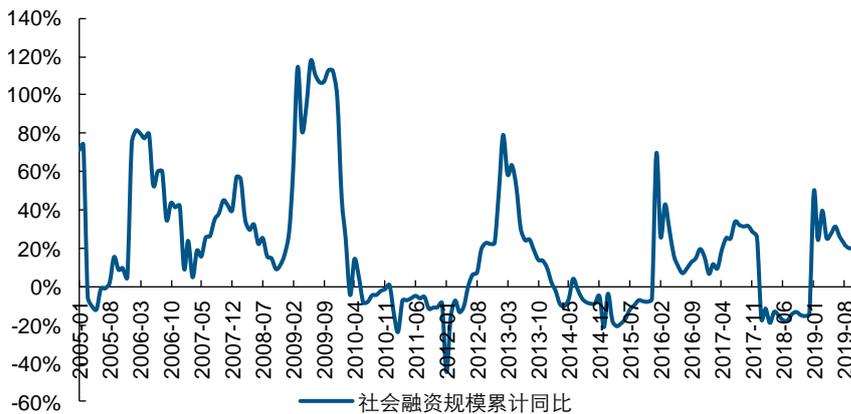
## （二）信用分层制约投资增速

从固定资产投资数据来看，1-10 月固定资产投资增速为 5.2%，为 1992 年 2 月以来最低增速。政府强调加大基建补短板力度，基建投资增速也低位回升。投资处于低位，一方面和政府强调的不搞“大水漫灌”相关，另一方面是受到信用分层的制约。

### 1.2.1 货币投放有望延续乐观

**社会融资规模增速明显强于去年。**2019 年 1-11 月，我国社会融资规模为 21.23 万亿元，同比增长 20.35%，增速同比提高 35.58 pct，环比提高 0.24pct。2019 年以来，我国社融增速由负转正，社融规模明显大于去年。

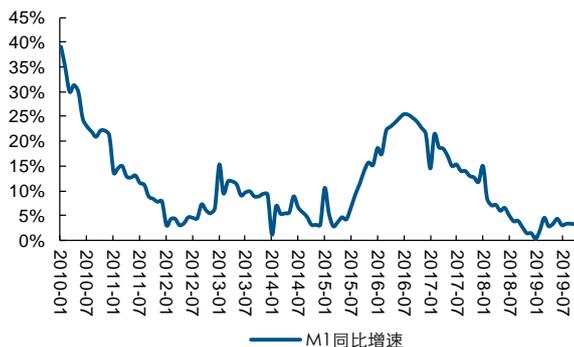
图 5：社会融资规模增速



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

**M2 增速环比持平。**2019 年 1-11 月，M1 当月同比增长 3.5%，增速环比提高 0.2pct。2019 年 1-11 月，M2 当月同比增长 8.2%，增速环比降低 0.2pct。2018 年 M2 当月同比增速为 8%，2019 年年初至今 M2 当月同比增速高于去年均值。

图 6：M1 增速低位震荡



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：M2 增速低位企稳



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

9 月 27 日，国务院金融委召开第八次会议，会议指出坚持稳中求进工作总基调，切实深化金融供给侧结构性改革，继续实施好稳健货币政策，加大逆周期调节力度，保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长。央行领导指出，货币政策要松紧适度，加强预调微调。11 月新增社融规模 1.75 万亿元，较去年同期增加 1505 亿元。综上所述，2019 年 1-11 月，社融增速整体较快，M1 和 M2 增速由于 2018 年，我国货币投放总体上处于合理充裕水平，当前货币投放水平对于固定资产投资的制约较小。

### 1.2.2 信用利差有所收窄

年初至今，我国 10 年期国债收益率呈现先升后降再反弹走势，1 年期国债收益率呈现先升后降再升的趋势，二者之间的利差近期有所收窄。此前，市场预期 2019 年二季度经济可能见底，但从数据来看，一季度经济数据超预期，三季度截至目前的经济数据有所下滑，四季度经济压力较大。截至 11 月 28 日，10 年期国债收益率有所下降，10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率差值有所收窄。

图 8：10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率差值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

产业债信用利差有所收窄。2018 年 12 月 28 日，全体产业债信用利差为 133.44BP，2019 年 11 月 28 日，全体产业债信用利差为 74.35BP，年初至今产业债信用利差有所收窄。

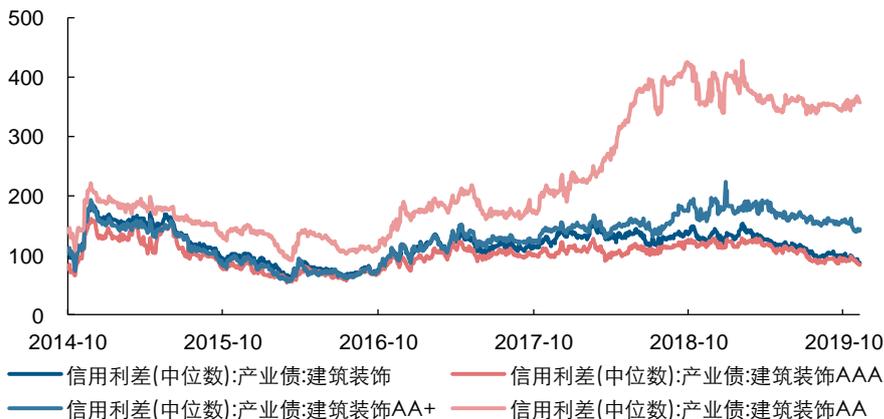
图 10：产业债信用利差收窄



资料来源：兴业研究，Wind，中国银河证券研究院

建筑行业产业债信用利差有所收窄。截至 12 月 10 日，建筑行业产业债信用利差中位数为 87.93，去年同期为 127.70，建筑行业产业债信用利差明显收窄，信用有所改善。

图 11：建筑行业产业债信用利差收窄



资料来源：兴业研究，Wind，中国银河证券研究院

市场信用风险有所下降。我们认为一方面地方政府融资平台债务风险有所缓解，另一方面随着股市的上涨，股权质押风险有所下降。6 月 10 日，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》（以下简称《通知》）。《通知》坚持疏堵结合、协同配合、突出重点、防控风险和稳定预期。坚持结构性去杠杆的改革方向，坚决不搞“大水漫灌”。对举借隐性债务上新项目、铺新摊子的要坚决问责、终身问责、倒查责任。我们认为终身问责制对于规范地方隐性债务具有极其重大的意义。《通知》指出要根据重大项目的收益明确发行主体责任；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金；明确加快专项债券发行使用进度。《通知》旨在进一步健全地方政府举债融资机制，在较大幅度增加专项债券规模基础上，加强宏观政策协调配合，保持市场流动性合理充裕。

### 1.2.3 全球货币政策整体偏鸽派

**全球货币政策整体偏鸽派，利率趋于下行。**今年以来，中国、俄罗斯、新西兰、澳大利亚、埃及、印度、马来西亚等国家均有不同程度的降息或降准。

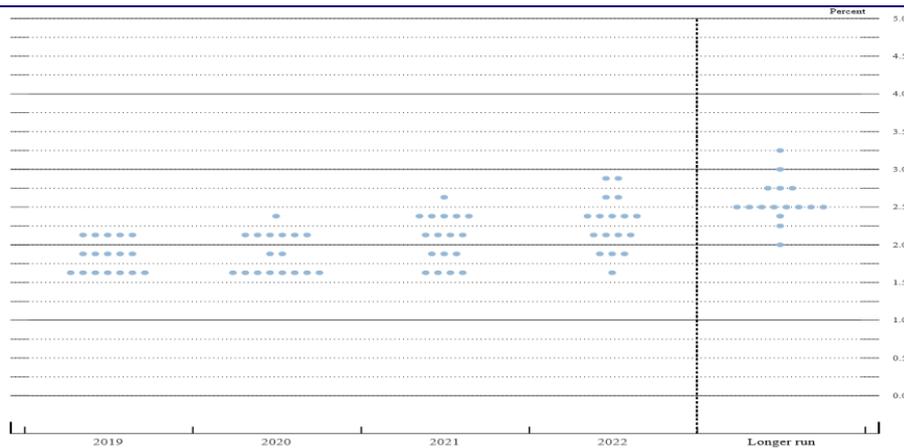
**表 1: 全球经济体货币政策**

经济体	货币政策
中国	1月4日，中国人民银行发布公告称，将于1月15日和1月25日分别下调存款准备金率0.5pct。5月6日，央行官网发布公告，决定从2019年5月15日开始，对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率。公告显示，约有1000家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约2800亿元。 9月16日，央行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）。 11月5日，央行当天开展中期借贷便利（MLF）操作4000亿元，与当日到期量基本持平，期限为1年，中标利率为3.25%，较上期下降5个基点。
新西兰	11月18日，央行公告以利率招标方式开展了1800亿元7天逆回购操作，操作利率为2.5%，较前次下调5个基点。 6月26日，新西兰央行：鉴于下行风险，可能需要下调政策利率，随着时间的推移，可能需要更低的现金利率；委员们一致通过利率决议，并在这次会议上讨论降息的优点。
澳大利亚	6月4日，澳大利亚联储公布利率决议，下调6月现金利率25个基点至1.25%，刷新历史低位。此为澳洲联储近三年来首次降息。 7月2日，澳洲联储宣布降息25个基点至1.00%。10月1日，澳联储降息25个基点，为年内第三次降息。
美国	6月20日，美国联邦储备委员会宣布维持联邦基金利率2.25%-2.50%的目标区间不变。6月26日，美联储布拉德：如果美联储确实在7月降息，我不会觉得有必要同时结束缩表，因为这本来计划在9月结束；年底前降息两次会确保经济软着陆，政策将从轻微紧缩转向轻微宽松。 7月31日，美联储下调联邦基金利率25个基点至2.00%~2.25%。 9月19日，美国联邦公开市场委员会决定降息25个基点，将联邦基金利率目标区间下调至1.75%至2.00%。 10月31日，美国联邦公开市场委员会决定降息25个基点，将联邦基金利率目标区间下调至1.50%至1.75%。
欧洲	6月24日，欧洲央行总裁德拉吉在讲话中表示，如果经济成长和通胀疲软的情况得不到改善，央行将采取“进一步的刺激政策”。欧元区通胀率自2013年以来一直低于央行的目标水平。
埃及	2月15日，埃及将基准利率下调100个基点至15.75%。
印度	2月7日，印度央行曾宣布下调基准利率25个基点至6.25%。4月4日，印度央行宣布将基准利率下调25个基点至6%，为印度央行第二次降息，也是达斯就任央行行长后再度降息。6月11日，印度央行宣布降息25个基点至5.75%，为年内第三次降息。
俄罗斯	6月14日，俄罗斯央行降息25个基点至7.50%，为去年3月以来首次降息，符合市场预期。
马来西亚	5月21日，马来西亚央行日前宣布，将隔夜政策利率下调25个基点，由3.25%降至3.00%。这是马来西亚央行自2016年7月份以来首次降息，也是今年东南亚国家中首家降息的央行。
菲律宾	5月10日，菲律宾中央银行9日宣布从本月10日起将基准利率下调25个基点至4.5%。这是该国自2012年10月以来首次降息。
印尼	6月20日，印尼央行：维持关键利率在6.00%不变，将存款准备金率降低50个基点；仍认为存在降息空间，降息只是时机问题。

资料来源：中国政府网，Wind，美联储，澳联储，搜狐财经，腾讯财经，中国银河证券研究院

**美联储先后三次降息。**8月1日，美联储公布降息25个基点，将联邦基金利率目标区间下调至2%至2.25%，这是美联储自2008年12月金融危机期间将利率降至零以来的首次降息。9月19日，美国联邦公开市场委员会决定降息25个基点，将联邦基金利率目标区间下调至1.75%至2.00%。这是美联储50天之内的第二次降息。10月31日，美国联邦公开市场委员会决定降息25个基点，将联邦基金利率目标区间下调至1.50%至1.75%。欧元区、中国等经济体有下行压力，我国9月份降准，11月份通过MLF和7天逆回购降息。总体来看，全球货币政策有望延续鸽派。

图 12: 美联储加息点阵图



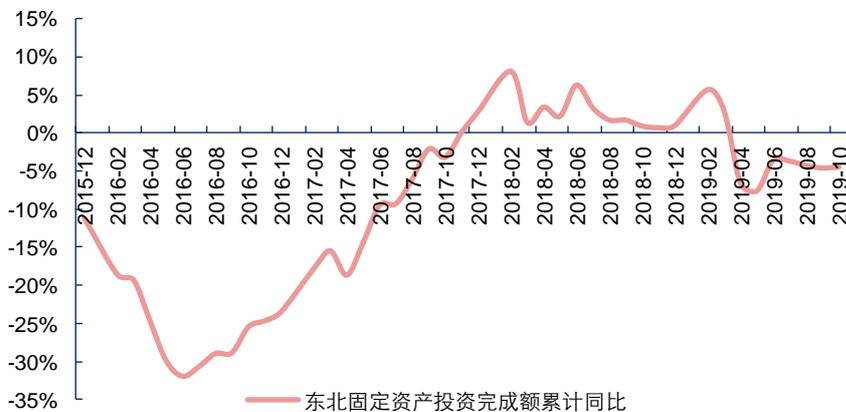
资料来源: Federal Reserve, 中国银河证券研究院

### 1.2.4 信用分层

如前所述, 当前我国货币投放水平较为适中, 整体信用环境较 2018 年改善, 全球利率水平趋于鸽派, 则制约投资增速有结构性原因。

**东北地区信用体系重构, 固定资产投资增速不容乐观。**根据已有公开数据, 2015 年 12 月至 2017 年 10 月, 2019 年 4 月至今, 东北地区固定资产投资增速持续处于负区间。1-10 月, 东北地区固定资产投资增速为-4.5%。认为主要原因之一在于信用体系重构导致外部资金流入较少。业内有所谓的“投资不过山海关”的说法, 难免以偏概全, 但这些说法或对东北区域的信用体系造成一定的影响。

图 13: 东北地区固定资产投资增速

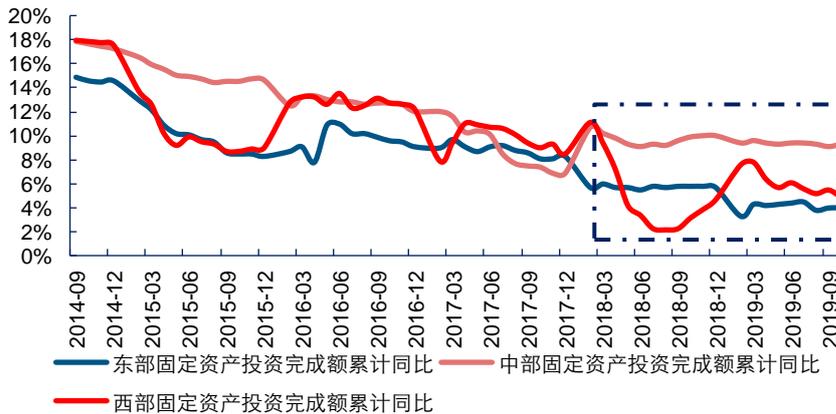


资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

**近年东北地区年轻人口流出较多, 投资需求有所下降。**2018 年末, 东三省常住人口减少了 38.57 万, 其中辽宁减少了 9.6 万, 吉林减少了 13.37 万, 黑龙江减少了 15.6 万。根据辽宁、吉林、黑龙江发布 2018 年统计公报, 21 世纪经济报道发现, 东三省 2018 年劳动年龄人口减少了约 100 万人。

**东部地区固定资产投资增速相对平稳, 中部地区投资增速较快。**东部地区投资增速低于中部和西部, 主要原因在于东部地区经济较为发达, 基础设施较完善, 经济结构较为合理, 对投资依赖小。中部地区投资增速维持在相对较快水平。年初政府工作报告提出“稳投资”, 中部地区政府财力相对较好, 融资平台的信用仅弱于东部, 融资渠道较为顺畅。

图 14：东中西地区固定资产投资增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

西部地区投资增速受财政与货币政策影响较大。去杠杆之后，西部地区的固定资产投资增速出现明显下滑。2019年1-10月西部地区固定资产投资增速为4.9%，仅高于东部地区0.9pct，比中部地区慢4.4pct。理论上来说，西部地区的经济结构对投资依赖较大，基础设施建设空间较大。但是受地方政府的财力、去杠杆政策、资管新规、隐性债务清理等多重因素的影响，西部地区强省和弱省之间信用分化较大，同一省内省级融资平台、地级市及县级融资平台的信用分化较大。信用分层导致部分地方平台融资不顺畅，原有债务尚有偿还压力，此种背景下投资提速有压力。

### (三) 债务化解探讨

如前所述，地方财政实力、债务问题导致了信用分层。财政实力比较客观，地方债务多是主观原因导致。那我们如何化解地方债务呢？下面将深入探讨。

政府债务包括显性债务和隐性债务。根据 Wind 数据，2018 年各省债务余额总和为 18.46 亿元，这一数值为显性债务规模。我们把过去流入平台的资管、金融租赁、理财、P2P 等统称为隐性债务。隐性债务的成本一般高于发债成本和银行信贷资金成本，规模不容忽视。据我们测算，2018 年，加上信托的隐性债务余额大约为 24 万亿元。

表 2：2018 年各省一般公共预算收入与政府性债务余额

省份	2018 一般公共预算收入/亿元	2018 政府性债务余额/亿元	一般公共预算收入/债务余额	省份	2018 一般公共预算收入/亿元	2018 政府性债务余额/亿元	一般公共预算收入/债务余额
西藏	230.35	134.79	0.59	四川	3910.9	9299	2.38
上海	7108.1	5034.91	0.71	海南	752.7	1941.7	2.58
北京	5785.9	4248.89	0.73	新疆	1531.5	3980.2	2.60
广东	12102.9	9958.17	0.82	陕西	2243.1	5886.92	2.62
山西	2292.6	2963.67	1.29	甘肃	870.8	2492.13	2.86
江苏	8630.16	13285.55	1.54	吉林	1240.84	3709.92	2.99
浙江	6598.08	10794.4	1.64	湖南	2860.7	8708.22	3.04
河南	3763.9	6543.2	1.74	宁夏	444.5	1388.45	3.12
山东	6485.4	11435.3	1.76	黑龙江	1282.5	4116.52	3.21
天津	2106	4078.36	1.94	广西	1681.48	5493.45	3.27
福建	3007.36	6056.67	2.01	辽宁	2616	8596.24	3.29
江西	2372.3	4779.41	2.01	内蒙古	1857.5	6555.31	3.53
湖北	3307.03	6675.69	2.02	云南	1994.31	7139.8	3.58
重庆	2266	4690.6	2.07	贵州	1726.8	8849.81	5.12
河北	3513.7	7278.26	2.07	青海	272.9	1763	6.46
安徽	3049	6704.6	2.20				

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2012年至2017年下半年这一时期,除了银行信贷和发债之外,融资平台通过资管、信托、融资租赁、商业保理、私募基金、P2P等渠道融入大量资金,产生了大量的隐性债务。这一时期,部分平台的信用被大幅放大,违规举债层出不穷,2018年多个融资平台负责人被处分。前期的信用扩张为后期的被动信用收缩埋下伏笔。

**去杠杆之前,融资平台之间的信用较为扁平。**省级平台、市级平台、县级平台融资较为顺畅,差别或主要在于融资成本。去杠杆之后,东部地区和中部地区融资环境好于西部地区,西部地区省级平台融资较顺畅,部分地级市和县级平台存在一定困难,非标展期或是主要诱因。导致信用分层的本质因素主要有几个:地方政府的财政实力、地方政府的负债率、融资主体的信用评级等。财政实力比较客观,短期难以缩小差距。我们认为降低负债率或提高信用评级等是缓解信用分层的两个发力点。

**债务置换降低负债率。**低成本债务置换高成本债务已有成功案例。2018年12月3日,山西交控集团公司与国开行山西分行牵头的7家银行签订了高速公路债务融资再安排(银团)贷款2607亿元,以市场化模式成功化解高速公路债务,山西省交通债务风险防控工作受到国务院办公厅督查激励。此方案下预计交控集团每年可减少的利息支出将达30亿元。目前通过国开行、中国银行、建设银行等政策银行或者商业银行进行债务置换是可落地的方案,银行资源丰富的省份可操作性优势大。

**提升融资平台的信用评级。**如果融资平台的主体的信用评级较低,则融资的时候可能会发生困难。一方面,可以整合融资平台的资产或注入优质资产,提高融资平台的整体实力和抗风险能力,从而提高融资平台的整体信用评级。另外一方面,可以借助强担保的信用,提高发行债务的信用评级。比如成立强担保平台,借助外部强担保的力量等等。当然上述建议的前提是遵纪守法不违规。据贵州省发改委新闻,对纳入贵州省、市、县三级担保联盟内担保机构进行再担保,建立“担保+保险”等多种方式的风险分散机制。持续加大对已有省级担保机构注资力度,提升已有省级担保机构在公开资本市场的信用评级为AAA级。再组建一家AA+级以上的融资担保公司或再担保公司。这些措施有望进一步增强当地政府的增信体系。

**盘活部分债权资产。**部分平台旗下的项目具有较为优质的应收债权,可以通过ABS、商业保理等融资工具盘活这些债权,减轻短期偿债压力。此外,可以借助AMC的力量,转让部分到期的债务,盘活存量项目和优质资产,改善现金流,降低债务风险。据21世纪经济报道,监管部门允许融资平台公司债权人将到期债务转让给AMC。相应地,AMC将继承原债务合同中的还款承诺、还款来源和还款方式等权益。AMC具有丰富的债务处置经验,具有较强的资产处置能力,地方政府债务和AMC的结合有望实现双赢。

**出让土地及经营性国有资产降负债。**对于部分省份,可以盘活土地资源,加大土地出让力度,降低政府负债率。海南海口市的化解债务方案中提出2018年完成土地出让收入295亿元,在保障省市重大项目建设之后,筹集80亿元用于偿债。除上述案例之外,化解政府债务的方法还有转化为经营性债务、利用项目经营性收入偿还、对债务单位进行破产重组等,但实践的难度较大。此外,规范担保和举债行为也非常重要。高成本的融资租赁、信托等不再大规模流入平台。

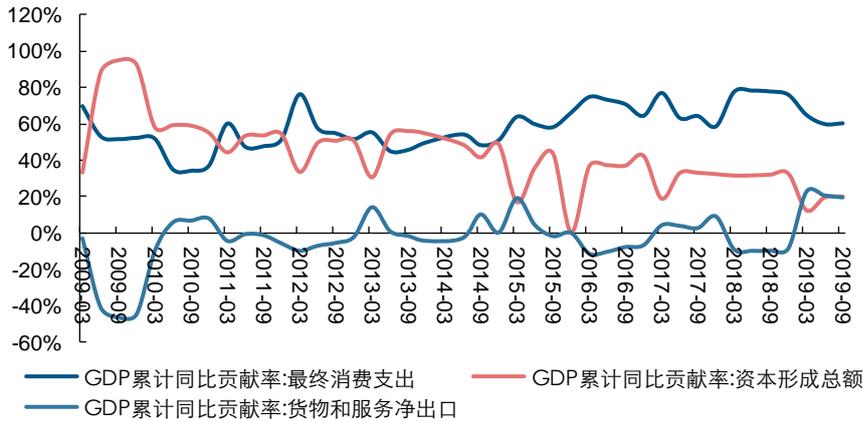
## 二、2020年基建投资有支撑

### (一) 短期内经济压力最大时点或已过去

#### 2.1.1 三大需求对GDP增长的贡献率变化明显

2019年1-9月,消费、投资、出口三大需求对GDP的累计同比贡献率分别为60.5%、19.8%、19.6%。消费支出的贡献率同比降低10.5pct,环比提高0.4pct,2019年上半年由于汽车和房地产销售面积的负增长,消费总额对GDP的贡献下滑幅度较大,但未来依旧是拉动GDP增长的主力。资本形成总额对GDP的贡献率同比下降17pct,环比提升0.6pct。净出口的贡献率同比增长27.4pct,环比降低1.1pct。与美国贸易磋商以来,2019年上半年,我国可能出现“抢出口”现象,净出口额对GDP增长的贡献有所提高。六月美国开始增收关税,我国进出口承压,净出口对GDP的贡献或难言乐观。

图 15: 我国三大需求对 GDP 累计同比贡献率

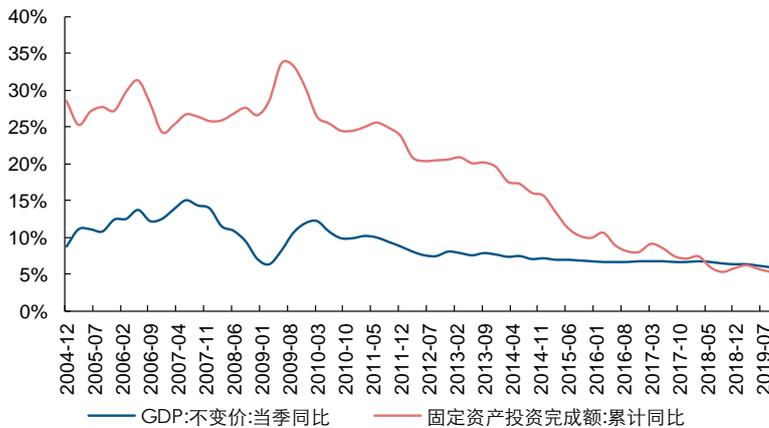


资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

### 2.1.2 固定资产投资增速放缓对 GDP 增速的影响变小

**固定资产投资增速放缓对 GDP 的影响减小。**2008 年以来, GDP 增速和固定资产投资增速关联度下降, 如果看固定资产投资实际增速, 更能反映这一观点。我们认为一方面是投资产出的效率有所下降, 另一方面是投资对 GDP 的贡献在下降。2009 年以来, 固定资产投资增速持续放缓。2019 年 1-10 月, 固定资产投资增速为 5.2%, 环比降低 0.2pct。由于固定资产投资增速对 GDP 增速贡献下降, 则固定资产投资增速放缓对 GDP 增速的负面影响变小。

图 16: GDP 增速和固定资产投资增速对比

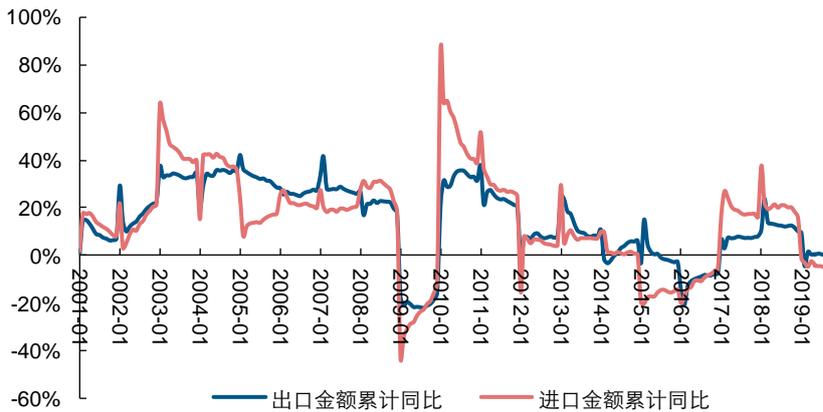


资料来源: 国家统计局, Wind, 中国建筑业协会, 中国银河证券研究院

### 2.1.3 进出口增速有望筑底

**进出口增速有望筑底。**2019 年 1-11 月我国进口金额累计同比下滑 4.5%, 增速环比提高 0.6pct; 1-11 月我国出口金额累计同比下降 0.3%, 增速环比降低 0.1pct。2018 年中美贸易磋商以来, 出口承压。总体来看, 进出口增速大幅下降的时间已经过去, 未来一段时间有望筑底。

图 17: 我国进出口增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国建筑业协会, 中国银河证券研究院

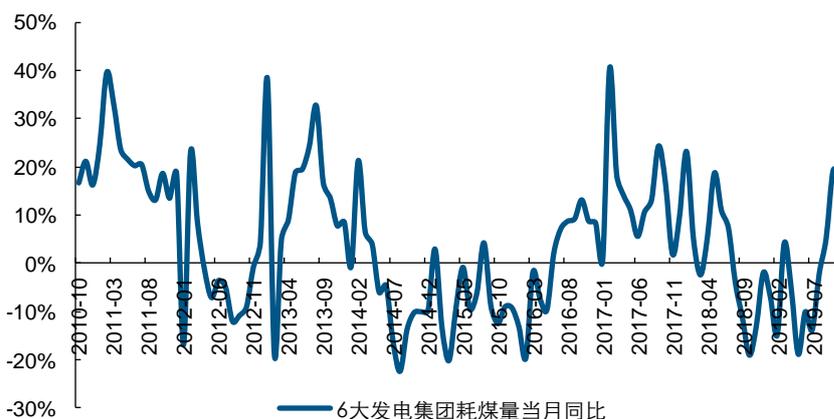
### 2.1.4 需求边际改善, 消费增速有望筑底

**猪肉价格上涨推动 CPI 上行。**2019 年 11 月, CPI 同比上涨 4.5%, 涨幅较上月扩大 0.7pct, 创近 6 年来新高。猪肉价格上涨 110.2%, 影响 CPI 上涨约 2.64pct。由于替代效应影响, 牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格涨幅在 11.8%-25.7% 之间。受非洲猪瘟疫情及周期性因素叠加影响猪肉价格大涨。11 月猪肉供应紧张状况有所缓解, 价格上涨 3.8%, 涨幅明显回落 16.3 个百分点。

**PPI 持续下行, 降幅收窄。**11 月份, PPI 同比下降 1.4%, 降幅比上月收窄 0.2pct。去年价格变动的翘尾影响约为 -0.9pct, 新涨价影响约为 -0.5pct。2018 年 10 月 PPI 同比上涨 3.3%。主要行业中, 石油和天然气开采业下降 11.2%, 收窄 6.7pct。石油、煤炭及其他燃料加工业下降 9.9%, 收窄 2.1pct。黑色金属冶炼和压延加工业, 下降 5.3%, 收窄 0.8pct。化学原料和化学制品制造业下降 6.4%, 扩大 0.2pct。在 11 月份 1.4% 的同比降幅中, 去年价格变动的翘尾影响约为 -0.9pct, 新涨价影响约为 -0.5pct。

**六大发电集团耗煤增速延续回升趋势。**2019 年 11 月, 6 大发电集团耗煤量当月同比增长 17.01%, 增速同比提高 30 pct, 环比降低 2.27pct。冬季采暖需求旺盛推动发电耗煤增速回升。

图 18: 6 大发电集团耗煤量当月同比



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

**全社会用电量增速有望筑底回升。**2019 年 1-10 月, 全社会用电量同比增长 4.44%, 增速同比提高 0.04pct, 环比下降 4.25pct。冬季来临, 发电耗煤增速回升, 采暖用电需求提升有望带动全社会用电增速回升。

图 19: 全社会用电量同比增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

**乘用车销量持续负增长, 环比持续改善。**2019年1-11月, 乘用车销量同比下降7.90%, 增速同比减少3.6pct, 环比提高0.4pct。2019年1月29日, 发改委等十部门联合印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》, 方案指出多措并举促进汽车消费。5月23日, 财政部和税务总局发布公告, 自2019年7月1日起, 纳税人购买自用应税车辆实际支付给销售者的全部价款, 依据纳税人购买应税车辆时相关凭证载明的价格确定, 不包括增值税税款。车辆购置税按裸车成交价格交税, 消费者购置成本下降。此外, 部分地区驾校考试规则放宽, 汽车消费有望受益。短期内汽车消费或受降费促销而透支需求, 未来一段时间内汽车消费仍然压力较大, 但环比有望持续改善。

图 20: 乘用车销量增速环比改善



资料来源: 乘联会, 中国银河证券研究院

**挖掘机销量增速环比提升。**2019年11月, 挖掘机销量当月同比增长21.7%, 增速环比提高10.2pct。政府强调不搞“大水漫灌”强刺激, 预计未来机械工程或难以出现大幅增长。

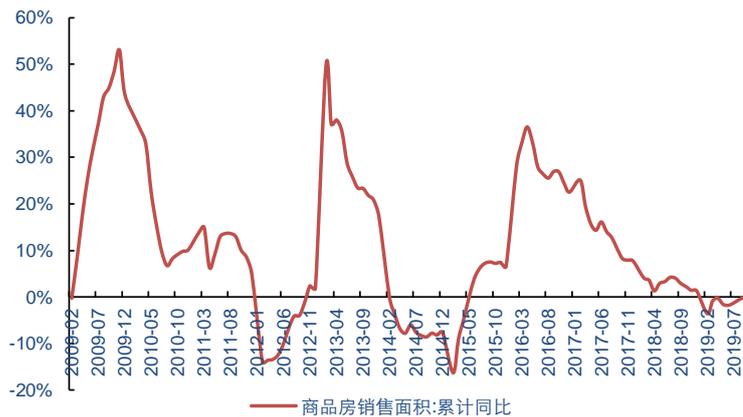
图 21: 挖掘机销量增速环比改善



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

**商品房销售面积增速降幅收窄。**2019年1-10月,商品房销售面积累计同比增长0.1%,增速环比提升0.2pct,同比降低32.1pct。商品房销售面积增速降幅收窄。受调控政策和货币政策双重影响,房地产销售面积增速有望在低位波动。

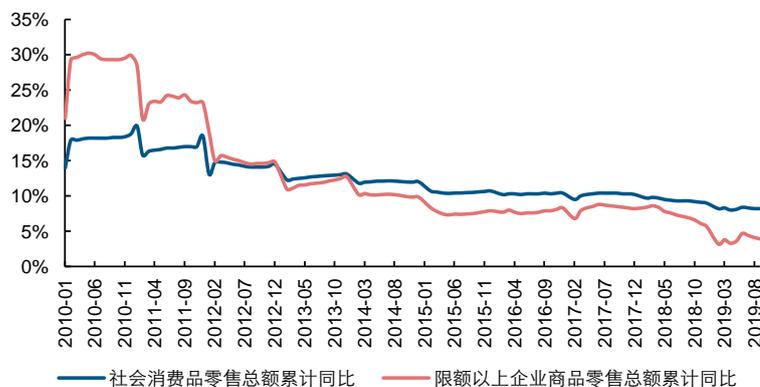
图 22: 商品房销售面积增速



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

**限额零售总额增速放缓。**1-10月社会消费品零售总额累计同比增长8.1%,增速环比下降0.1pct,限额零售总额增速为3.6%,增速环比下降0.3pct。受益于减税降费,消费增速或触底。

图 23: 社会消费品零售总额增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

总体来看，我国固定资产投资增速持续放缓，但对于 GDP 的影响减弱。进出口增速大幅下滑的时点已过去，未来进出口增速有望筑底；消费边际改善，消费增速有望受益减税降费而触底回升。我国经济有一定下行压力，但随着主要指标降速的收窄，短期内经济压力最大的时点或已经过去，未来一段时间或难以出现强刺激。

## （二）专项债额度提前和资本金比例下调助力基建提速

**首批 1 万亿元专项债额度下达，有望对经济形成拉动。**11 月 27 日，财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%。财政部要求做好专项债券发行使用工作，尽早形成对经济的有效拉动。国务院明确了 2020 年首批专项债重点投资领域：铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水处理垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施。**专项债可用作项目资本金范围明确为符合上述重点投向的重大基础设施领域。**专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。

**部分基建项目资本金比例下调，有利于减轻基建项目资金压力。**11 月 27 日，国务院公布了《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，调整了部分项目的资本金比例。港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由 25% 调整为 20%。机场项目最低资本金比例维持 25% 不变，其他基础设施项目维持 20% 不变。其中，公路（含政府收费公路）、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下，可以适当降低项目最低资本金比例，但下调不得超过 5 个百分点。

**下调基建项目资本金比例能带动基建投资增速。**若 1 万亿元专项债中有 25% 投向基建，即为 2500 亿元。假定项目审批、信贷资金等较为顺利。若所投基建项目资本金比例为 25%，则带动的基建投资金额约为 4375 亿元。若所投基建项目资本金比例为 20%，则带动的基建投资金额约为 4500 亿元，比 25% 的资本金对应的基建投资额增长了 2.86%。

## （三）2020 年基建投资增速有望达到 5.94%

**2019 年我国基建投资保持中等增速水平。**2019 年 2 月 26 日，发改委发布了《2018 年全国固定资产投资发展趋势监测报告及 2019 年投资形势展望》（以下简称《展望》）。《展望》预计 2019 年我国基建投资有望保持中速增长态势。1-10 月，我国广义基建投资同比增长 3.26%，增速环比降低 0.18pct。全年基建投资增速大概率保持中等增速。

图 24：广义基建投资同比触底回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**基建细分领域分化大。**从细分领域来看，电力、热力及水的生产供应业投资增速持续回升，交运仓储邮政业投资增速放缓，水利环境和公共设施管理业投资增速触底。具体来看，铁路基建投资和生态环保基建投资增速 10 月有所下降，水利管理业 10 月投资增速持续回升。

**图 25: 基建投资三大细分领域**


资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

**图 26: 景气度有望向好的基建细分领域**


资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

从基建细分领域来看,我们认为获得专项债支持的基建细分领域投资增速会比较快,比如公路、铁路、城建等。根据我们的测算,预计2019年广义基建投资增速约为3.93%,2020年广义基建投资增速有望达到5.94%。基建细分领域中,道路运输业、水的生产供应业、生态保护和环境治理等投资增速相对较快,行业景气度较高。

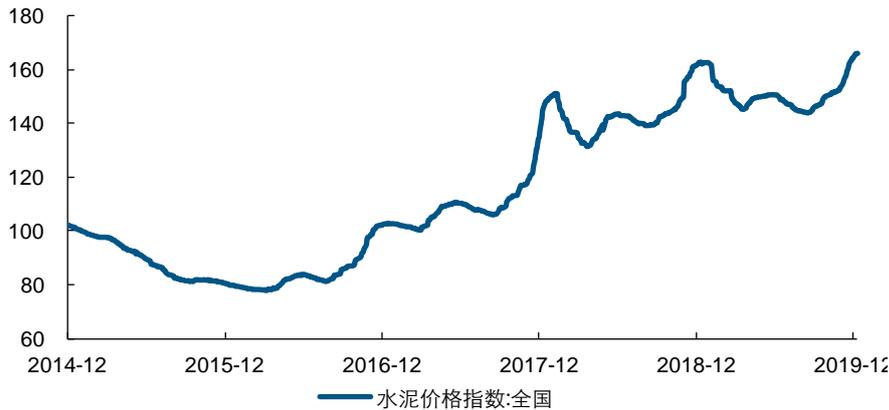
**表 3: 基建投资预测**

广义基建投资完成额分拆	2018	2019(E)	2020(E)
电力、热力的生产和供应业: 累计值	19,342.42	18,607.41	18,216.65
YOY	-12.30%	-3.80%	-2.10%
燃气生产和供应业: 累计值	2,372.49	2,640.58	2,968.01
YOY	6.40%	11.30%	12.40%
水的生产和供应业: 累计值	6,352.05	7,317.56	8,539.59
YOY	15.30%	15.20%	16.70%
<b>电力、热力、燃气及水的生产和供应业: 累计值</b>	<b>27,797.93</b>	<b>28,565.55</b>	<b>29,724.25</b>
<b>YOY</b>	<b>-6.70%</b>	<b>2.76%</b>	<b>4.06%</b>
铁路运输业: 累计值	7,597.87	8,008.16	8,512.67
YOY	-5.10%	5.40%	6.30%
道路运输业: 累计值	43,608.48	47,053.55	51,194.27
YOY	8.20%	7.90%	8.80%
水上运输业: 累计值	1,705.31	1,616.64	1,600.47
YOY	-9.60%	-5.20%	-1.00%
其他	10,660.39	10,660.39	10,777.66
YOY	-3.00%	0.00%	1.10%
<b>交通运输、仓储和邮政业: 累计值</b>	<b>63,572.07</b>	<b>67,338.75</b>	<b>72,085.07</b>
<b>YOY</b>	<b>3.90%</b>	<b>5.93%</b>	<b>7.05%</b>
水利管理业: 累计值	9,529.81	9,625.11	9,859.00
YOY	-4.90%	1.00%	2.43%
生态保护和环境治理业: 累计值	5,465.95	7,395.43	9,961.64
YOY	43.00%	35.30%	34.70%
公共设施管理业: 累计值	69,968.68	70,178.59	72,354.13
YOY	2.50%	0.30%	3.10%
<b>水利、环境和公共设施管理业: 累计值</b>	<b>84,814.77</b>	<b>87,199.12</b>	<b>92,174.76</b>
<b>YOY</b>	<b>3.30%</b>	<b>2.81%</b>	<b>5.71%</b>
<b>广义基础设施建设投资完成总额</b>	<b>176,184.77</b>	<b>183,103.41</b>	<b>193,984.09</b>
<b>YOY</b>	<b>1.79%</b>	<b>3.93%</b>	<b>5.94%</b>

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

挖掘机销量增速和水泥需求或从侧面佐证基建投资较为乐观。如前所述,1-11月挖掘机销量增速维持较快水平。8月下旬至今水泥价格持续上涨,或从侧面反映基建投资带来的需求较为旺盛。

图 27: 水泥价格持续上行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

基建投资的资金来源主要为自筹资金, 国内贷款, 国家预算内资金等, 自筹资金占比约六成。固定资产投资包含原口径的城镇固定资产投资加上农村企事业组织项目投资。2017年, 农村固定资产投资额为 9554.42 亿元, 固定资产投资金额约为 63.17 万亿元, 农村固定资产投资占比约为 1.51%。由于农村固定资产投资占比较小, 我们在测算固定资产投资资金来源时主要参考城镇固定资产投资资金来源统计。通过拆分可知, 2019 年城镇基建投资资金来源中自筹资金占比约为 59.91%, 国内贷款占比约为 15.87%, 国家预算内资金占比约为 15.67%, 利用外资占比约为 0.26%, 其它资金占比约为 8.29%。可以看出, 基建投资资金来源主要依靠自筹资金。自筹资金主要包括各类企事业单位的自有资金和从其他单位筹集的用于固定资产投资的资金, 不包括各类财政性资金、从各类金融机构借入资金和国外资金。

表 4: 城镇基建投资资金来源预测

城镇基建投资资金来源分拆	2018	2019(E)	2020(E)
国家预算内资金	24,084.62	23,639.75	25,356.33
YOY	0.01%	-1.85%	7.26%
国家预算内资金占比	16.61%	15.67%	15.87%
国内贷款	21,587.39	23,948.85	24,552.91
YOY	-7.74%	10.94%	2.52%
国内贷款占比	14.89%	15.87%	15.37%
利用外资	377.57	392.12	379.42
YOY	-17.89%	3.85%	-3.24%
利用外资占比	0.26%	0.26%	0.24%
自筹资金	84,928.13	90,384.74	95,862.98
YOY	-3.04%	6.42%	6.06%
自筹资金占比	58.57%	59.91%	60.00%
其他资金	14,026.05	12,507.96	13,626.40
YOY	0.15%	-10.82%	8.94%
其它资金占比	9.67%	8.29%	8.53%
广义基建投资资金来源总计(城镇)	145,003.77	150,873.42	159,778.03
YOY	-3.03%	4.05%	5.90%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2020 年基建产业链景气度预计将稳中提升。基建产业链主要分为基建施工和基建设计。从建筑项目生命周期来看, 先有勘察设计, 然后才有施工。从景气周期来看, 勘察设计行业目前处于行业周期底部, 未来订单和业绩改善的空间较大。2020 年重点推荐基建设计和基建施工。

### 三、房地产投资增速或放缓

#### (一) 房地产投资增速或回落

**土地购置费增速放缓或拖累房地产投资增速。**2018年第二季度以来，房地产投资延续较快增长，土地购置费的高增长是主要贡献因素。2019年至今，土地购置费累计增速持续下行，后续难以支撑房地产投资维持高位。12月12日，中央经济工作会议提出要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。2020年房地产投资增速或回落。

图 28：土地购置费高增长支撑房地产投资较快增长



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

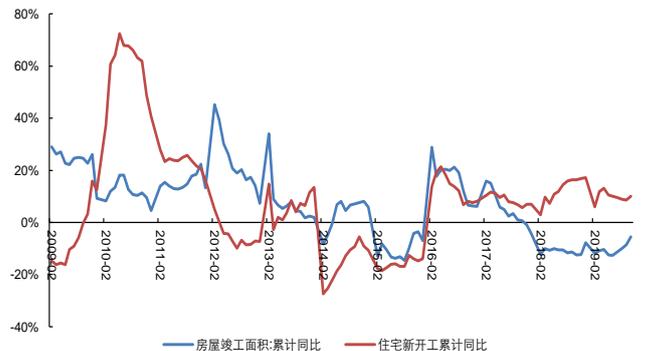
**住宅新开工增速或回落。**此外，从300城住宅类成交土地规划面积增速来看，2017年到2018年三季度是住宅类成交土地规划建筑面积的高峰期。住宅成交土地规划面积增速领先新开工增速，新开工大约滞后成交半年，住宅新开工增速或回落。

图 29：300城住宅类成交土地规划面积增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 30：住宅新开工和房屋竣工面积增速



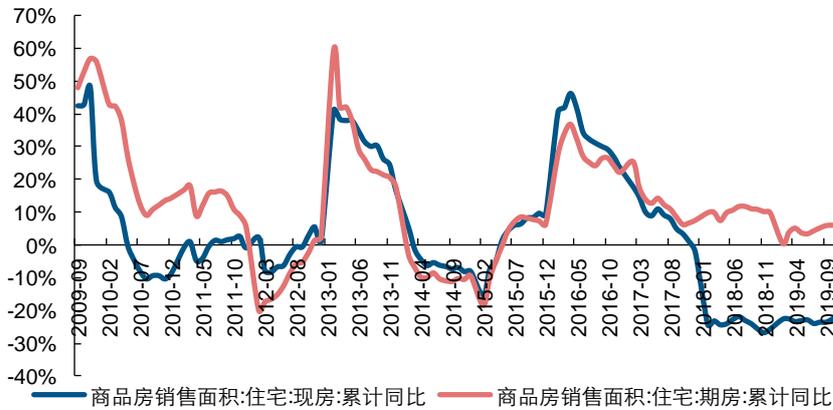
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

#### (二) 竣工面积增速有望持续回升

**竣工面积增速有望持续回升。**2018年至今，竣工面积增速持续负增长。2019年1-10月，房屋竣工面积增速为-5.5%，降幅持续收窄。房屋竣工面积持续负增长的原因主要有以下几点。第一是房地产开发商期房销售比例增大，现房销售比例下降。2016年到2017年二季度是期房销售的高峰，对应的交房时间高峰期大约滞后三年。期房销售比例增加主要是为了加快资金回笼，即“快周转”模式较为流行。期房销售比例提高，则新开工受提振而同步走高，但大面积的期房同时开工，在资金整体偏紧的环境下，工期或被延长了，这样导致竣工面积增速受拖累。第二个原因是三、四线的销售开工占比提升，但三、四线城市预售条件相比一、二线城市而言

较为宽松，存在首付 10%-20% 的项目。这样可能使得三、四线城市开工、销售到竣工的周期相对更长。随着期房交付时间的逐渐临近，房屋竣工面积增速有望持续回升。

图 31：期房销售面积增速和现房销售面积增速分化

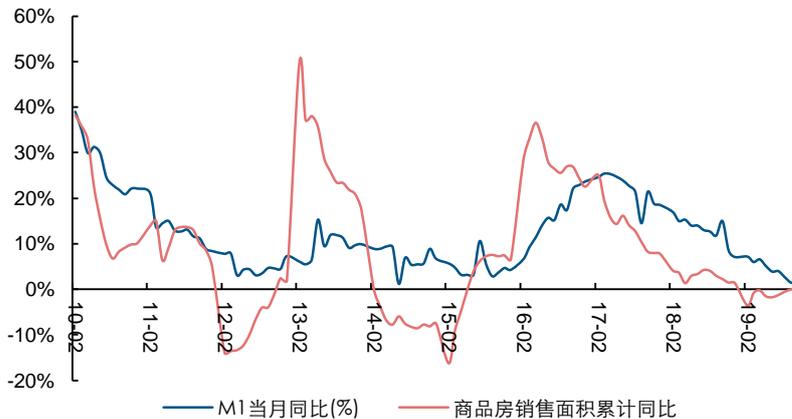


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

### (三) 房地产销售面积增速或低位震荡

房屋销售面积增速受货币政策和调控政策的双重影响。10月31日，美联第三次降息，全球开启货币宽松浪潮。我国央行领导指出货币政策有一定空间，下半年M1和M2有望持续回升。对比房地产销售面积增速和M1增速可知，二者关联度较大。若M1持续回升，则房地产销售面积增速有望企稳。销售回升反过来将带动房地产投资，进而拉动新开工和施工。值得注意的是，房地产调控政策的存在将抑制房价大幅上行。12月12日，中央经济工作会议提出要“坚持房子是用来住的、不是用来炒的”定位，房地产销售面积大幅增长难以重现。

图 32：商品房销售面积增速与 M1 增速高度相关



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

**资金违规流入房地产受到管制。**据新华网报道，银保监会办公厅发布《中国银保监会办公厅关于开展 2019 年银行机构房地产业务专项检查的通知》(银保监办便函[2019]1157 号)，决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作，严厉查处各种将资金通过挪用、转道等方式流入房地产行业的违法违规行为。部分中小银行违规为“四证”不齐房地产项目提供融资，向未取得房地产开发资质的置业公司发放贷款，用于支付拆迁补偿款，违规向资本金不足的房地产项目发放贷款，以流动资金贷款名义发放房地产开发贷款等行为受到了银保监会的处罚。对于房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，银保监会开展了约谈警示，要求这些信托公司控制业务增速，提高风险管控水平。总之，房地产行业有一定的资金压力。

综上，2020 年房地产投资增速或放缓，新开工面积增速预计随规划成交面积增速放缓而放缓，竣工面积增速或改善，房地产销售面积增速预计将难以大幅增长。我们认为整个房地产产业链存有结构性机会，建议关注景气度环比改善的房地产竣工产业链。装修装饰属于后地产产业链，预计 2020 年出现边际改善，存在结构性机会。

## 四、专业工程分化较大

### (一) “新基建”如火如荼

代表“新基建”的集成电路工程和通信工程景气度高。2018-2019 年中兴通讯和华为等企业被美国制裁事件势必加速国产替代进程。我国集成电路产业发展有望迎来新起点，行业景气度持续向上。集成电路建筑工程随之受益，A 股相关上市公司有亚翔集成，主营集成电路产业洁净室工程。太极实业主营半导体工程、模组等。2019 年是 5G 元年，三大电信运营商资本开支有望提速，5G 建设投资金额有望达 1.2 万亿元，在 4G 的基础上增长约 60%。4G 建网周期中，工程服务投资额占比约 9.2%。若按此比例测算，5G 工程服务投资额约为 1104 亿元。通信产业链开启新的景气周期，通信工程景气度较高，建筑相关的主要上市公司有主营基站建设、运营、基站机房等的港股上市公司中国铁塔，主营通信监理的中安达等。

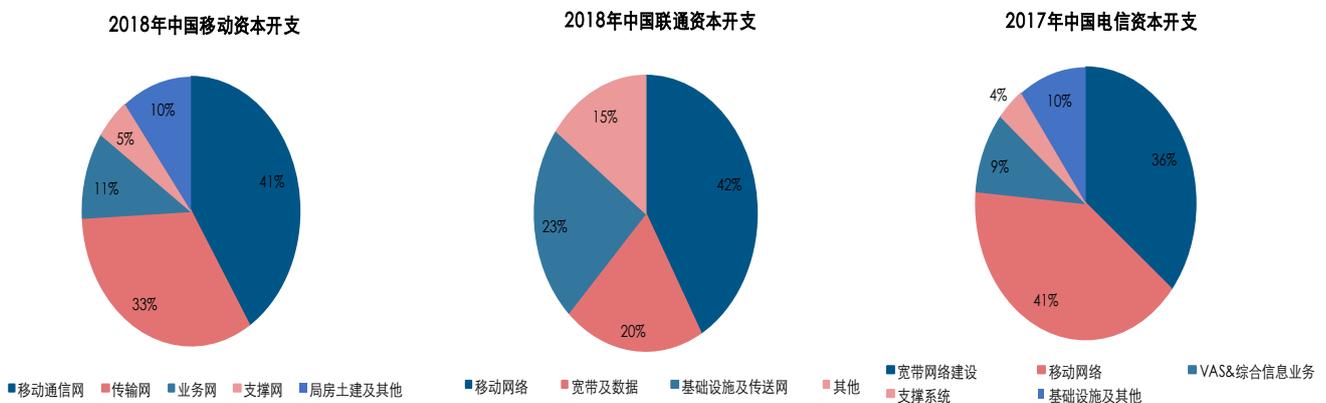
图 33：三大电信运营商资本开支预测



资料来源：Wind, Bloomberg, 公司官网, 中国银河证券研究院

2018 年，三大运营商资本开支合计 2869.1 亿元。根据 4G 网络建设经验，运营商在 2020 年-2023 年或迎来资本支出扩张期。运营商约 40% 的资本支出用于移动通信网络建设，5G 基站的建设将拉动运营商扩大资本支出。

图 34：2018 年三大电信运营商资本开支明细

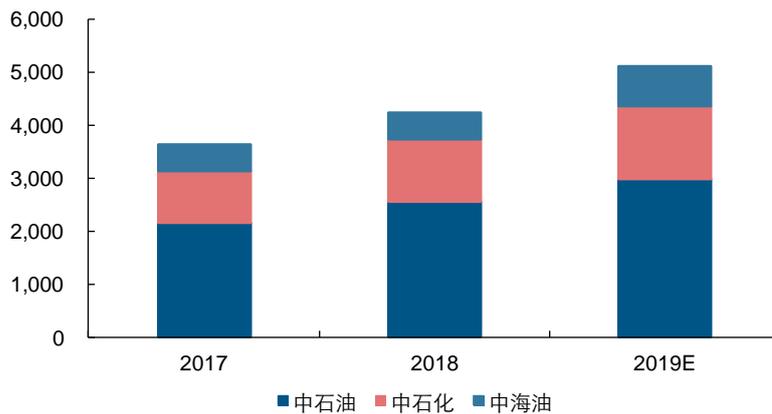


资料来源：Wind, Bloomberg, 公司官网, 中国银河证券研究院

## (二) 化建工程景气向上

化建工程受上游资本开支影响较大。工建主要受上游企业资本开支影响，若上游企业盈利改善，行业需求回暖，则上游企业的资本开支有望提速，工建景气度随之提升。以化建工程为例，若油价维持在合理高位，则石油石化企业盈利较为乐观，资本开支相应乐观，化建工程企业订单有望改善。2018年中石油、中石化、中海油资本开支合计4243.61亿元，同比增长16.79%。2019年，中石油资本开支预计为3006亿元，中石化资本开支预计为1363亿元，中海油资本开支预计为700-800亿元，若取750亿元，则2019年“三桶油”资本开支合计约5119亿元，同比增长20.63%。近两年石油石化行业资本开支提速。

图 35：三桶油资本开支预测



资料来源：Wind，公司年报，中国银河证券研究院

化建工程龙头为中国化学，2019年1-10月，中国化学累计新签合同2214.09亿元，同比增长92.57%，海外订单贡献较大。公司订单增速较快，未来业绩有保障。

## (三) 钢结构获政策加持

钢结构政策暖风频吹，未来发展空间大。3月11日，住建部印发了2019年工作要点的通知，明确提出开展钢结构装配式住宅建设试点。在试点地区保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、易地扶贫搬迁中，明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式。推动建立成熟的钢结构装配式住宅建设体系。此前，大多数省份也印发了钢结构建筑相关鼓励文件。住建部提出装配式建筑发展规划，到2020年，全国装配式建筑占比超过15%。2018年我国新建装配式建筑面积约为1.9亿平方米，占城镇新建建筑面积比例仅为9%，仍有较大提升空间。我国钢结构用钢量占建筑用钢的比例约为9%-11%，提升空间较大。目前钢结构成本或是发展掣肘，未来若装配式钢结构建筑的成本的下降到和PC接近或低于PC价格（混黏土小高层住宅PC率50%，造价2205元/平米，装配式钢结构高层住宅造价2776/平米），装配式钢结构建筑的优势将体现出来。钢结构建筑不仅具有较高的施工效率，而且能节约大量的人力（人工成本占比约8.16%，混黏土小高层住宅PC率50%，人工成本占比约14.41%），减少建筑垃圾，未来发展潜力大。

图 36: 螺纹钢 (φ12-25) 价格走势



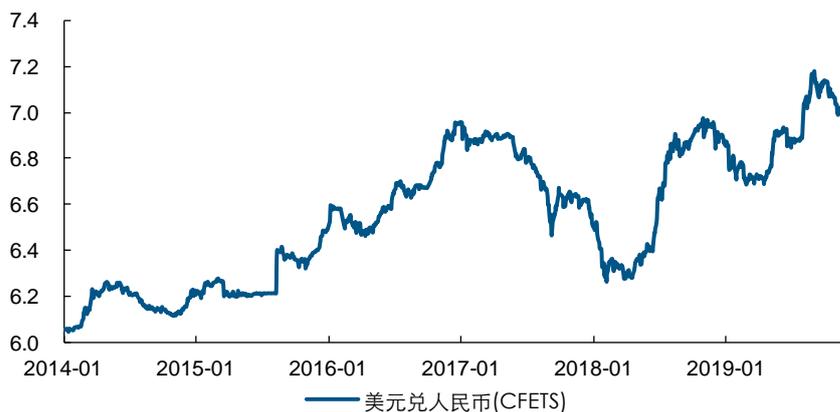
资料来源: 中国钢铁工业协会, 中国银河证券研究院

**关注钢材价格变化对企业盈利影响。**A 股主要上市钢结构企业包括精工钢构、鸿路钢构、东南网架、富煌钢构等。鸿路钢构 2019 年 1-9 月累计新签销售合同 116.96 亿元, 接近去年新签销售合同。2018 年新签合同总共约为 118 亿元, 较去年同期增长 31.04%, 鸿路钢构近年新签合同增速比较可观。精工钢构和东南网架近年业绩较好。值得注意的是, 受供给侧改革的影响, 目前钢材价格整体处于近年较高水平。未来钢材价格的变动对钢结构企业的营业收入和盈利影响较大。

#### (四) 国际工程受汇率影响较大

**国际工程受人民币汇率及全球贸易环境影响大。**截至 12 月 6 日, 美元兑人民币汇率为 7.034, 位于历史较高水平。2018 年 3 月至今, 人民币已经贬值较多, 未来贬值空间有限, 从概率角度而言升值的空间较大。对于国际工程企业, 人民币贬值会产生汇兑收益, 人民币升值则对其不利。此外, 良好的国际贸易环境对国际工程企业较为有利。若全球贸易摩擦增多, 地缘政治冲突增加, 则国际工程企业的业务拓展会受到一定影响。

图 37: 美元兑人民币收盘价



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

**核电工程和国家的能源结构与能源政策关联较大。**核电重启, 核电建设订单有望提速, 行业景气度或将提升。中国核建 2019 年 1-10 月份累计新签合同 842.08 亿元, 同比增长 13.2%。其中, 核电工程新签订单 88.49 亿元, 同比大幅增长 134.4%, 侧面印证了核电细分行业景气度较高。

## 五、建筑业业绩和估值有望回升

### (一) 新签合同增速或触底回升

**建筑业新签合同增速有望触底回升。**2017年9月至2018年12月，建筑行业新签订单增速从22%降到了7.16%。根据历史经验，建筑行业的业绩滞后新签订单1-2年。预计2019年建筑行业业绩增速将有所放缓。2019年Q1-3，建筑业新签合同增速为4.38%，增速环比提高1.91pct。地方专项债额度提前下发，重大项目审批加快，建筑业新签合同有望触底回升，从而带动业绩增速回升。

图 38：建筑业新签合同额呈放缓趋势



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

**八大建筑央企新签合同增速触底回升。**八大建筑央企 2018 年新签订单额累计同比增长 6.16%，增速创 2012 年以来新低。2018 年主要受去杠杆、PPP 退库、固定资产投资增速下滑等因素制约，建筑行业新签订单增速处于较低位置。2019 年前三季度新签订单额增速为 12.91%，环比提高 1.41pct，增速持续回升。

图 39：八大建筑央企新签合同额增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

**八大建筑央企季度新签订单增速震荡回升。**从单季度新签订单增速来看，八大建筑央企 2018 年 Q2 新签订单增速为 -4.53%，增速创 2016 年 Q1 以来新低，但是 2018 年 Q3 和 Q4 新签订单增速持续回升，2019 年 Q1 新签订单增速为 6.33%，Q2 新签订单增速为 14.16%，Q3 增速为 15%，八大建筑央企新签订单单季度增速触底回升。受益基建投资逐渐回升，基建央企的新签订单增速较快。

图 40：八大建筑央企季度新签合同额增速震荡回升



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

**建筑行业集中度提升。**2013 年以来，建筑行业龙头优势越来越明显，市场占有率逐步提高，行业集中度持续提升。八大建筑央企新签订单市场占有率从 2013 年的 24.38% 提升至 2018 年的 29.25%。随着固定资产投资增速放缓及资金成本提升，行业竞争越发激烈，龙头企业在资质、品牌、资金等方面竞争优势明显，行业集中度或将进一步提升。

图 41：八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升

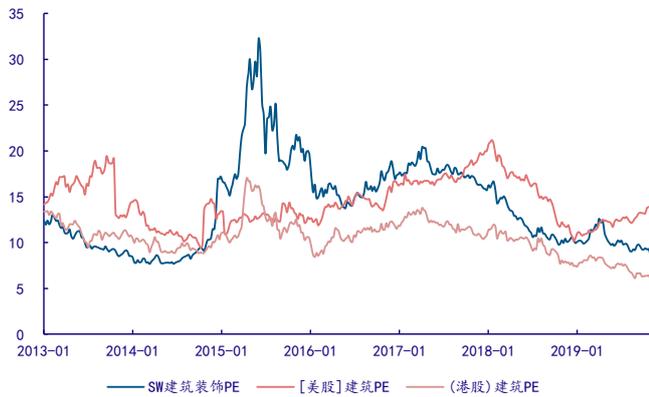


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （二）建筑行业估值处于历史低位

横向来看，目前我国建筑上市企业估值和国际成熟市场建筑行业估值水平相当，比美股建筑企业估值略低，比港股基建企业估值高。截至 2019 年 12 月 1 日，我国主要建筑企业的整体市盈率为 8.54 倍，美股主要建筑企业的市盈率为 13.58 倍，港股重型基建企业的市盈率为 5.84 倍。纵向来看，目前我国建筑行业的市盈率处于历史中低位，尚有提升空间。

图 42：我国建筑企业的估值和海外建筑企业估值对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

建筑行业收益表现较差。从估值溢价来看，目前我国建筑行业对全部 A 股的估值溢价水平为负值。纵向来看，建筑行业对全部 A 股的估值溢价大部分时间为负值。

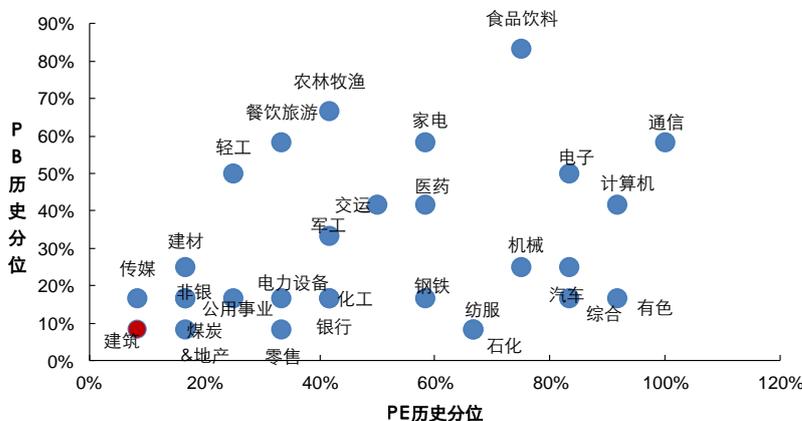
图 43：建筑主要上市企业对全部 A 股的估值溢价



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从各行业 PE、PB 的历史分位分布来看，建筑位于第一象限的左下角。2008 年至今，建筑行业当前（12 月 1 日）PE、PB 历史分位分别为 8.33%、8.33%，均处于历史较低水平。

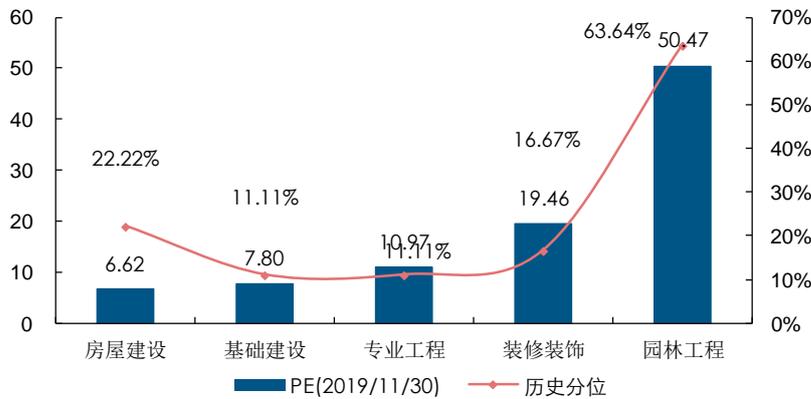
图 44：A 股细分行业 PE 和 PB 历史分位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从细分板块估值来看，基建和专业工程（工建）估值历史分位较低，均为 11.11%。

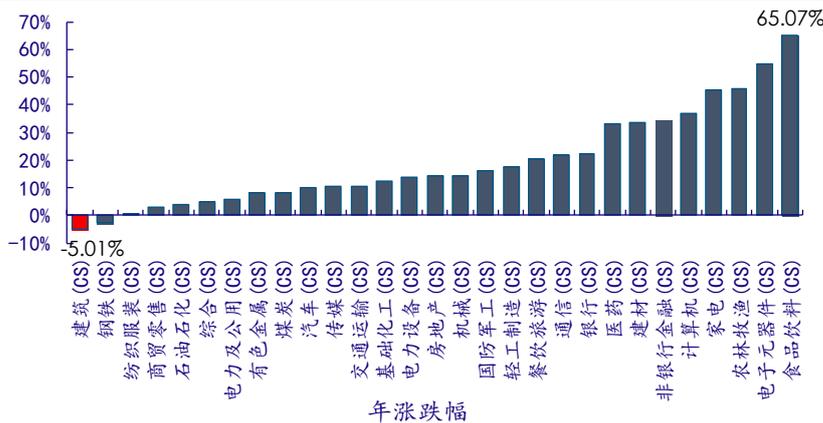
图 45：年初至今建筑细分行业估值及历史分位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

年初至今(12月1日)，建筑(CS)行业涨幅-5.01%，排名倒数第一。同期上证综指涨 15.16%，沪深 300 涨 27.17%，建筑行业表现相对较差。

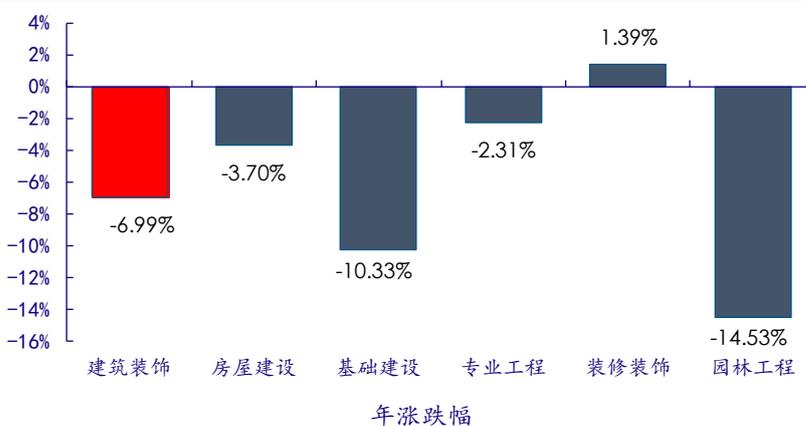
图 46：年初至今建筑行业涨幅倒数第一



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从建筑（SW）指数来看，建筑细分子行业中装修装饰涨幅较大，年初至今上涨 1.39%。基建板块年初至今下跌 10.33%，园林工程下跌 14.53%。

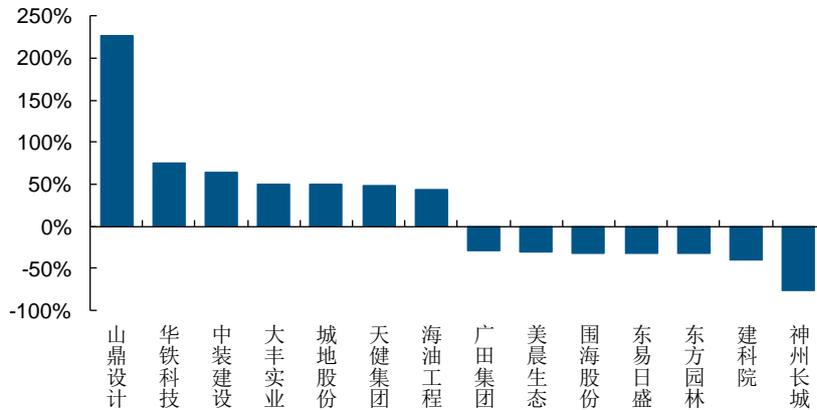
图 47：年初至今建筑细分行业涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从个股来看，年初至今山鼎设计、华铁科技、中装建设等涨幅较大，神州长城、建科院、东方园林等跌幅较大。

图 48：年初至今建筑个股涨跌幅榜



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （三）推荐基建、工建和竣工产业链

#### 5.3.1 基建投资有支撑

短期内经济压力最大时刻或已过去，流动性有望保持合理充裕水平。固定资产投资增速放缓，进出口贸易处于下行区间，消费增速放缓。房地产销售面积增速和汽车销量增速下降速度收窄，主要经济指标降速收窄，经济压力最大的时刻或已过去。2019 年至今，固定资产投资增速同比有所放缓。流动性有望维持合理充裕，货币政策趋于乐观。2019 年以来，M1 增速回升。M2 增速企稳，有望触底回升。产业债信用利差有所收窄。值得关注的是美联储 10 月降息，为年内第三次降息。今年以来，中国、俄罗斯、澳大利亚、印度等国家均有不同程度的降息或降准。全球货币政策整体偏鸽派，利率趋于下行。

中央经济工作会议提出要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，基建投资重要性或提升。从订单看，建筑行业新签订单增速有望触底回升。从估值看，建筑行业 2019 年至今涨幅倒数第二，PE 和 PB 处于历史中低位，具有较强的安全边际。中央经济工作会议指出坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，落实房地产长效机制，未来基建投资的重要性或得到提升。逆周期调节的基建确定性高，产业链个股或受益。

“交通强国”有望使基建产业链受益。9 月 19 日，国务院印发了《交通强国建设纲要》（以下简称《纲要》），《纲要》提出到 2035 年，基本形成“全国 123 出行交通圈”（都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖）和“全球 123 快物流圈”（国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达）。《纲要》指出要建设现代化高质量综合立体交通网络，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。若《纲要》顺利落实，交通基建产业链有望受益。

专项债发行规模远超去年，1 万亿元专项债额度提前下达，为“稳投资”提供支撑。9 月国务院常务会议提出，今年限额内地方政府专项债券要确保 9 月底前全部发行完毕，10 月底前全部拨付到项目上。截至 10 月末，地方政府专项债发行量为 2.53 万亿元，同比增长 33.86%。其中，新增专项债为 2.13 万亿元。专项债的大规模发行有助于投资项目的实施和落地。11 月 27 日，财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%。财政部要求做好专项债券发行使用工作，尽早形成对经济的有效拉动。国务院明确了 2020 年首批专项债重点投资领域：铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施。专项债可用作项目资本金范围明确为符合上述重点投向的重大基础设施

领域。专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。

部分基建项目资本金比例下调，有助于减轻基建项目资金压力，带动基建投资增速。11月27日，国务院公布了《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，调整了部分项目的资本金比例。港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由25%调整为20%。机场项目最低资本金比例维持25%不变，其他基础设施项目维持20%不变。其中，公路（含政府收费公路）、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下，可以适当降低项目最低资本金比例，但下调不得超过5个百分点。若1万亿元专项债中有25%投向基建，即为2500亿元。假定项目审批、信贷资金等较为顺利。若所投基建项目资本金比例为25%，则带动的基建投资金额约为4375亿元。若所投基建项目资本金比例为20%，则带动的基建投资金额约为4500亿元，比25%的资本金对应的基建投资额增长了2.86%。

基建投资是较为可靠的逆周期调节手段，基建能在改善民生的同时托底经济发展。从去年下半年以来，基建投资增速持续触底回升，2019年我国基建投资增速有望保持在中速增速水平。2013-2017年，广义基建投资增速在14%-26%之间，属于较快增速水平。根据我们测算，2019年基建投资增速有望达到3.93%，2020年基建投资增速约为5.94%。基建细分领域的道路增速回升，生态环保投资持续高增长。此外，建筑行业的集中度在提升，龙头企业在资质、品牌、资金等方面竞争优势明显，集中度或将进一步提升。建议关注基建施工央企**中国铁建(601186.SH)**、**中国交建(601800.SH)**、**中国中铁(601390.SH)**、**中国建筑(601668.SH)**、**中国中冶(601618.SH)**、**中国电建(601669.SH)**、**葛洲坝(600068.SH)**等。此外亦可关注地方基建国企如**隧道股份(600820.SH)**、**安徽水利(600502.SH)**、**四川路桥(600039.SH)**、**山东路桥(000498.SZ)**、**粤水电(002060.SZ)**等。施工未启，设计先行。设计咨询行业位于周期底部，2020年有望迎来周期反转。建议关注基建设计企业中**设集团(603018.SH)**、**苏文科(300284.SZ)**、**中衡设计(603017.SH)**、**同济科技(600846.SH)**、**华建集团(600629.SH)**、**勘设股份(603458.SH)**等。

### 5.3.2 房地产投资增速或放缓，竣工增速环比改善

2020年房地产投资增速或放缓，新开工面积增速预计随成交土地规划面积增速放缓而放缓。随着期房交付高峰的到来，房地产竣工面积增速环比改善，竣工产业链有望受益。货币政策也是逆周期调节的较好选择。10月美联储年内第三次降息，全球或开启货币宽松浪潮。我国央行领导指出货币政策有一定空间，M1和M2有望回升。若M1持续回升，则房地产销售面积增速有望触底回升。建议关注**金螳螂(002081.SZ)**、**全筑股份(603030.SH)**、**广田集团(002482.SZ)**、**亚厦股份(002375.SZ)**等。长三角一体化或将使辖区房建企业受益，中长期建议关注**上海建工(600170.SH)**、**隧道股份(600820.SH)**、**浦东建设(600284.SH)**、**龙元建设(600491.SH)**等。

### 5.3.3 工建细分领域景气度高

中国制造2025或带动制造业升级，我国集成电路自主研发有望加速，建议关注洁净室工程相关标的。2019年是5G建设元年，2020年三大运营商资本开支有望提速，通信工程景气度提升，建议关注**中国铁塔(0788.HK)**。若原油价格为何合理区间，则化工工程企业盈利改善。“三桶油”2019年资本开支预计将提速，化工工程长期景气度或提升，推荐**中国化学(601117.SH)**。钢结构受政策鼓励，当前渗透率较低，未来发展潜力大，建议关注**鸿路钢构(002541.SZ)**、**精工钢构(600496.SH)**、**东南网架(002135.SZ)**等。核电重启，核电建设行业景气度提升，建议关注**中国核建(601611.SH)**等。

建筑行业重点推荐上市公司估值如下表所示：

表5：重点公司估值一览

证券代码	证券简称	EPS/(元/股)		PE	
		2018	2019(E)	2018	2019(E)
601668.SH	中国建筑	0.91	1.00	6.26	5.09
601186.SH	中国铁建	1.32	1.51	8.23	6.39

601390.SH	中国中铁	0.75	0.80	9.28	7.07
601800.SH	中国交建	1.22	1.34	9.25	6.70
600068.SH	葛洲坝	1.01	1.12	6.25	5.49
601669.SH	中国电建	0.50	0.54	9.66	7.56
601618.SH	中国中冶	0.31	0.35	10.12	7.66
601117.SH	中国化学	0.39	0.54	13.69	11.56
600170.SH	上海建工	0.31	0.39	9.71	8.99
600820.SH	隧道股份	0.63	0.69	9.95	8.56
002081.SZ	金螳螂	0.79	0.90	10.08	8.93
603018.SH	中设集团	0.85	1.06	13.80	9.55
300284.SZ	苏交科	0.64	0.76	13.47	10.61
603017.SH	中衡设计	0.61	0.74	16.25	13.82
603458.SH	勘设股份	1.93	2.26	10.81	8.10
002541.SZ	鸿路钢构	0.79	0.92	8.84	10.80

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**风险提示: 1、固定资产投资增速大幅下滑的风险。2、应收账款回收不及预期的风险。3、贸易磋商不及预期的风险。**

## 插图目录

图 1: 建筑行业 2019 年前三季度业绩 .....	2
图 2: 建筑行业 2019 年前三季度毛利率和净利率 .....	2
图 3: 建筑行业 2019 年前三季度经营性现金流净额占比 .....	3
图 4: 建筑业总产值增速和固定资产投资增速高度相关 .....	3
图 5: 社会融资规模增速 .....	4
图 6: M1 增速低位震荡 .....	4
图 7: M2 增速低位企稳 .....	4
图 8: 10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率 .....	5
图 9: 10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率差值 .....	5
图 10: 产业债信用利差收窄 .....	5
图 11: 建筑行业产业债信用利差收窄 .....	5
图 12: 美联储加息点阵图 .....	7
图 13: 东北地区固定资产投资增速 .....	7
图 14: 东中西地区固定资产投资增速 .....	8
图 15: 我国三大需求对 GDP 累计同比贡献率 .....	10
图 16: GDP 增速和固定资产投资增速对比 .....	10
图 17: 我国进出口增速 .....	11
图 18: 6 大发电集团耗煤量当月同比 .....	11
图 19: 全社会用电量同比增速 .....	12
图 20: 乘用车销量增速环比改善 .....	12
图 21: 挖掘机销量增速环比改善 .....	13
图 22: 商品房销售面积增速 .....	13
图 23: 社会消费品零售总额增速 .....	13
图 24: 广义基建投资同比触底回升 .....	14
图 25: 基建投资三大细分领域 .....	15
图 26: 景气度有望向好的基建细分领域 .....	15
图 27: 水泥价格持续上行 .....	16
图 28: 土地购置费高增长支撑房地产投资较快增长 .....	17
图 29: 300 城住宅类成交土地规划面积增速 .....	17
图 30: 住宅新开工和房屋竣工面积增速 .....	17
图 31: 期房销售面积增速和现房销售面积增速分化 .....	18
图 32: 商品房销售面积增速与 M1 增速高度相关 .....	18
图 33: 三大电信运营商资本开支预测 .....	19
图 34: 2018 年三大电信运营商资本开支明细 .....	19
图 35: 三桶油资本开支预测 .....	20
图 36: 螺纹钢 (Φ12-25) 价格走势 .....	21
图 37: 美元兑人民币收盘价 .....	21
图 38: 建筑业新签合同额呈放缓趋势 .....	22
图 39: 八大建筑央企新签合同额增速 .....	22
图 40: 八大建筑央企季度新签合同额增速震荡回升 .....	23
图 41: 八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升 .....	23
图 42: 我国建筑企业的估值和海外建筑企业估值对比 .....	24
图 43: 建筑主要上市企业对全部 A 股的估值溢价 .....	24
图 44: A 股细分行业 PE 和 PB 历史分位 .....	24
图 45: 年初至今建筑细分行业估值及历史分位 .....	25
图 46: 年初至今建筑行业涨幅倒数第一 .....	25
图 47: 年初至今建筑细分行业涨跌幅 .....	25
图 48: 年初至今建筑个股涨跌幅榜 .....	26

## 表格目录

表 1: 全球经济体货币政策.....	6
表 2: 2018 年各省一般公共预算收入与政府性债务余额 .....	8
表 3: 基建投资预测.....	15
表 4: 城镇基建投资资金来源预测.....	16
表 5: 重点公司估值一览.....	27

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**龙天光，中国银河证券建筑行业分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@chinastock.com.cn](mailto:gengyouyou@chinastock.com.cn)