

# 建筑行业 2020 年策略报告

## 基建复苏格局重塑，细分龙头价值显现

### 核心观点：

- **回顾：基建复苏不及预期导致建筑板块表现低迷，板块 Q3 业绩触底回升。** 19 年基建投资整体处于温和复苏态势，投资结构趋于分化，铁路/道路投资较为强劲，而地方政府主导的公共设施投资增速相对较低。基建复苏不及预期也导致了 19 年以来建筑板块表现相对低迷，目前估值接近历史底部。但建筑板块 Q3 业绩触底回升，龙头效应持续显现。
- **展望：供需改善，资金发力，预计 2020 年基建投资增速约 7%。**
  - 需求端：**目前中国城镇化及人均基建和发达国家仍有差距，2020 年为“十三五”收官之年，19Q3 发改委审批项目加速，中长期需求或好于预期。从地区上看中西部仍以铁路为主，而东部以轨交为主。
  - 供给端：**水泥及钢铁价格维持高位，建筑公司成本端承压，但在原材料价格变化背景下工程及钢结构公司产能集中度有望提升。
  - 资金端：**2020 年资金端有明显改善的将是新增专项债：①总額度提升；②流向基建比例提升；③可用于资本金部分增加；④项目资本金比例降低。测算 2020 年基建投资同比增长 7%，预计前期基建投资表现较好，而后或受制于财政资金影响。
  - 历史复盘：**上涨的两个必要条件：低估值且政策宽松；行业增量资金带来新签订单复苏。且每次驱动股价上涨的更多是估值修复。目前建筑央企均已破净，未来估值有望逐渐得到修复。
- **2020 年关注哪些细分行业？**
  - 长期选择优质赛道，检测行业发展提速：**近三年行业复合增速超 15%，国家对检测质量要求不断提升，并购整合持续加速，龙头市占率有望提升。
  - 短期关注业务模式优化，基建格局重塑背景下基建龙头设计公司集中度提升：**①多数建筑企业的过程以失败告终，聚焦主业更有助于建筑公司发展。而央企子公司分拆上市有助公司聚焦主业并提升二级市场估值；②设计龙头放缓 EPC 项目承接，有助提升自身盈利能力并改善现金流。
  - 中期行业及产业政策逻辑对装修与钢结构等板块产生催化驱动。**
  - 下半年存报表修复带来的个股机会——PPP 园林公司与新兴产业。**
- **行业观点：**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：
  - 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) 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）；
  - 3) 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）。
  - 4) 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）；
  - 5) 后期地产竣工回暖利好装饰龙头公司（如金螳螂等）。
- **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；新增专项债发行不及预期。

### 行业评级

买入

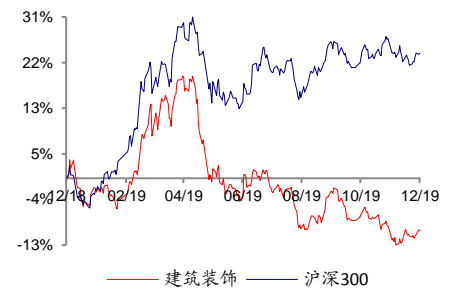
前次评级

买入

报告日期

2019-12-13

### 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 2019-12-08
- 建筑装饰行业月度分析报告: 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 2019-12-02
- 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

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	21.74	2019/11/10	买入	25.00	0.70	0.87	31.28	24.99	22.70	17.13	15.47	16.23
建研院	603183.SH	CNY	10.48	2019/10/23	买入	14.00	0.40	0.45	26.27	23.34	16.04	14.40	8.55	8.76
苏文科	300284.SZ	CNY	7.94	2019/10/28	买入	10.72	0.67	0.81	11.78	9.79	6.54	5.16	14.98	15.26
中设集团	603018.SH	CNY	9.99	2019/10/26	买入	16.00	1.04	1.25	9.60	7.99	5.26	3.86	12.97	13.49
上海建工	600170.SH	CNY	3.48	2019/10/29	买入	4.44	0.38	0.43	9.28	8.07	2.53	2.38	9.85	10.18
金螳螂	002081.SZ	CNY	7.83	2019/10/25	买入	12.20	0.90	1.00	8.74	7.80	6.49	5.50	15.70	14.25
中国铁建	601186.SH	CNY	9.69	2019/11/1	买入	13.50	1.51	1.66	6.41	5.83	3.87	3.96	10.75	10.58
中国交建	601800.SH	CNY	8.88	2019/9/8	买入	12.60	1.26	1.36	7.06	6.52	5.82	5.61	10.42	10.13
中国中铁	601390.SH	CNY	5.71	2019/11/5	买入	7.47	0.86	0.95	6.64	6.01	4.06	5.13	9.29	9.28
中国建筑	601668.SH	CNY	5.20	2019/10/26	买入	8.00	1.00	1.10	5.19	4.74	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、回顾：基建复苏不及预期导致建筑板块表现低迷，板块 Q3 业绩触底回升 .....	8
（一）行业概况：基建投资增速温和复苏，地产竣工回暖明显 .....	8
（二）市场表现：低涨幅、低估值与低持仓 .....	11
（三）业绩回暖：Q3 业绩增速触底回升，龙头效应持续显现 .....	16
二、展望：需求、资金齐发力，预计 2020 年基建投资增速约 7% .....	19
（一）需求端：人均基建水平仍相对落后，“十四五”规划出台增加需求 .....	20
（二）供给端：原材料变化背景下工程公司产能集中度不断提升 .....	23
（三）资金端：专项债发力，从资金端测算 2020 年基建投资同比增长约 7% .....	27
（四）历史复盘：建筑央企有望受益估值切换及 PB 破净修复 .....	32
三、2020 年关注哪些细分行业？ .....	41
（一）长期选择优质赛道，检测行业发展提速，龙头市占率有望提升 .....	41
（二）短期关注业务模式优化，基建格局重塑背景下基建龙头设计公司集中度提升 .....	46
（三）中期行业及产业政策逻辑对装修与钢结构等板块产生催化驱动 .....	51
（四）下半年存报表修复带来的个股机会——PPP 园林公司与新兴产业 .....	55
四、行业观点及重点公司推荐 .....	58
风险提示 .....	60

## 图表索引

图 1: 固定资产投资及基建投资累计增速.....	8
图 2: 分区域固定资产投资累计增速.....	8
图 3: 基建、地产、制造业投资累计增速.....	9
图 4: 道路、铁路投资累计增速.....	9
图 5: 制造业 PMI 情况.....	9
图 6: 建筑业 PMI 情况.....	9
图 7: 房屋新开工、竣工、销售增速.....	10
图 8: 社会消费品零售总额增速.....	10
图 9: 建筑装饰产业债信用利差 (单位: BP).....	11
图 10: 社会融资规模当月值.....	11
图 11: 新增人民币贷款当月值.....	11
图 12: SW 建筑装饰指数及沪深 300 指数走势图.....	12
图 13: 年初至今 SW 一级各板块指数涨跌幅情况.....	12
图 14: 年初至今 SW 建筑二级子板块涨跌幅情况.....	12
图 15: 年初至今各 SW 建筑三级子板块涨跌幅情况.....	12
图 16: SW 建筑板块 PE (TTM) 相对沪深 300PE (TTM) 及上证综指 PE (TTM) 估值.....	13
图 17: SW 建筑装饰指数及 Wind 全 A 指数走势.....	13
图 18: 各 SW 一级板块 PE (TTM) 估值情况 (2019/11/30) (单位: 倍).....	13
图 19: 各 SW 一级板块 PB (LF) 估值情况 (2019/11/30) (单位: 倍).....	14
图 20: 公募基金对建筑板块持仓情况变动.....	15
图 21: 历年建筑板块收入及同比增速 (单位: 亿元).....	16
图 22: 历年建筑板块归母净利润及增速 (单位: 亿元).....	16
图 23: 建筑板块季度收入及同比增速 (单位: 亿元).....	16
图 24: 建筑板块季度归母净利润及增速 (单位: 亿元).....	16
图 25: 建筑行业及各细分板块 2019Q1-3 收入同比增速对比.....	17
图 26: 建筑行业及各细分板块 2019Q3 收入同比增速对比.....	17
图 27: 建筑行业及各细分板块 2019Q1-3 归母净利润同比增速对比.....	17
图 28: 建筑行业及各细分板块 2019Q3 归母净利润同比增速对比.....	17
图 29: 建筑央企 2019Q1-3 营业收入及同比增速 (单位: 亿元).....	18
图 30: 建筑央企 2019Q1-3 归母净利润及同比增速 (单位: 亿元).....	18
图 31: 日本城镇化比率傲视全球, 中国城镇化提升迅速但水平仍然较低.....	20
图 32: 2017 年各国铁路密度 (公里/km <sup>2</sup> ).....	21
图 33: 2017 年各国人均铁路里程 (米/人).....	21
图 34: 各国公路密度 (公里/km <sup>2</sup> ).....	21
图 35: 各国人均公路里程 (十米/人).....	21
图 36: 2019 年中国各项基础设施世界排名.....	21
图 37: 建材价格上涨对建筑企业的影响.....	23
图 38: 中国中铁 2018 年成本结构.....	24

图 39: 山东路桥 2018 年成本结构 .....	24
图 40: 中国中铁材料成本占比 (左轴) 与毛利率 (右轴) .....	24
图 41: 山东路桥材料成本占比 (左轴) 与毛利率 (右轴) .....	24
图 42: 杭萧钢构多高层钢结构业务材料成本占比 (左轴) 与毛利率 (右轴) ...	25
图 43: 建筑央企订单额情况及占建筑业产值比重 (亿元) .....	25
图 44: 全国各地水泥价格 (元/吨) .....	26
图 45: 四家钢结构上市公司营收集中度 .....	27
图 46: 全国钢结构行业总产值 (亿元) .....	27
图 47: 基建资金来源拆分 .....	27
图 48: 近年来来自筹资金占基金资金来源大头 .....	28
图 49: 地方政府债券单月发行额 (单位: 亿元) .....	29
图 50: 地方政府专项债券发行额 (单位: 亿元) .....	29
图 51: 政策每年预期赤字率目标 .....	30
图 52: 历年财政支出增速 .....	30
图 53: 2017-2019 年各月城投债发行与偿还 .....	30
图 54: 新增信托贷款年度累计值 .....	31
图 55: 新增委托贷款年度累计值 .....	31
图 56: 部分建筑公司几次股价上涨阶段涨幅 .....	33
图 57: 中国建筑复盘 1 (截止 2019/11/06) .....	35
图 58: 中国建筑复盘 2 (截止 2019/11/06) .....	35
图 59: 中国铁建复盘 1 (截止 2019/11/06) .....	37
图 60: 中国铁建复盘 2 (截止 2019/11/06) .....	37
图 61: 苏文科复盘 1 (截止 2019/11/06) .....	39
图 62: 苏文科复盘 2 (截止 2019/11/06) .....	39
图 63: 中国建筑与法国万喜营业收入对比 (单位: 亿元人民币) .....	40
图 64: 中国建筑与法国万喜净利润对比 (单位: 亿元人民币) .....	40
图 65: 中国建筑与法国万喜经营现金流对比 (单位: 亿元人民币) .....	40
图 66: 中国建筑与法国万喜资产负债率对比 .....	40
图 67: 中国建筑与法国万喜 ROE (摊薄) 对比 .....	41
图 68: 中国建筑与法国万喜净利率对比 .....	41
图 69: 检验检测行业收入及同比增速 .....	42
图 70: 检验检测行业机构数量及同比增速 .....	42
图 71: 事业单位制检测机构比重 .....	42
图 72: 检验检测机构属性 (2018 年) .....	42
图 73: 检测机构所有制结构 .....	43
图 74: 不同所有制机构企业数量 (2016) (单位: 个) .....	43
图 75: 私营检测机构数量及增速 .....	43
图 76: 各规模检测机构营业收入占比 (2018 年) .....	44
图 77: 各规模检测机构数量占比 (2018 年) .....	44
图 78: 检测机构数量行业分布 (2018 年) (单位: 个) .....	44
图 79: 检测机构收入行业分布 (2018 年) (单位: 亿元) .....	45
图 80: 检测认证机构数量分布情况 .....	46
图 81: 检测认证机构营业收入分布情况 .....	46

图 82: 苏交科营业收入增速.....	50
图 83: 中设集团营业收入增速.....	50
图 84: 苏交科历年毛利率.....	50
图 85: 中设集团历年毛利率.....	50
图 86: 设计企业 60 强市占率不断提升.....	51
图 87: 竣工面积累计同比增速.....	51
图 88: 竣工面积单月同比增速.....	51
图 89: 近年重要全装修政策汇总.....	52
图 90: PC 结构和钢结构的优劣势对比.....	52
图 91: 钢材价格变动情况.....	55
图 92: 钢结构公司钢结构业务毛利率.....	55
图 93: 主要钢结构公司近五年产量 (万吨).....	55
图 94: 明树月度 PPP 成交数据.....	56
图 95: PPP 各阶段项目投资金额变化 (单位: 亿元).....	56
图 96: PPP 项目落地率变化情况.....	56
图 97: 中装建设近年营业收入情况.....	57
图 98: 中装建设近年净利润情况.....	57
图 99: 城地股份近年营业收入情况.....	57
图 100: 城地股份近年净利润情况.....	57
图 101: 大丰实业 2019 年上半年营业收入构成情况.....	58
图 102: 大丰实业近年各业务毛利率情况.....	58

表 1: 2019Q3 公募基金对建筑公司重仓持股情况.....	15
表 2: 部分建筑公司季度新签订单同比增速 .....	18
表 3: 下半年基建相关政策整理.....	19
表 4: “十三五”现代综合交通运输体系发展规划 .....	22
表 5: 发改委基础设施建设类项目审批投资总额（包含审批类、核准类、备案类） （亿元） .....	23
表 6: 专项债做重大项目资本金统计（单位：亿元） .....	29
表 7: 基建资金来源（亿元） .....	32
表 8: 建筑央企估值情况（2019/12/12） .....	33
表 9: 建筑公司转型商誉变化情况（亿元） .....	46
表 10: 建筑央企非主业子公司情况（2019/6/30） .....	47
表 11: 2016 年至今装配式建筑重要政策汇总 .....	53

## 一、回顾：基建复苏不及预期导致建筑板块表现低迷， 板块 Q3 业绩触底回升

### （一）行业概况：基建投资增速温和复苏，地产竣工回暖明显

#### 1. 基建：基建投资增速温和复苏，投资结构仍趋分化

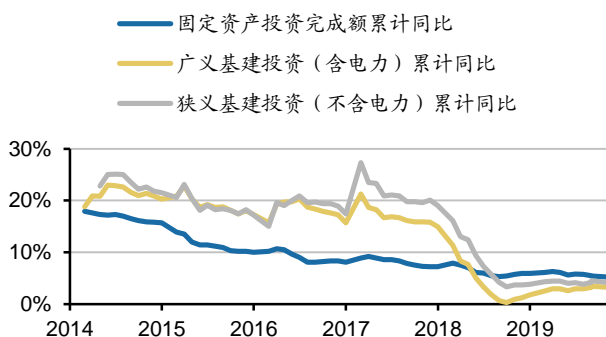
1) 1-10月狭义/广义基建投资同比增长4.2%/3.26%，增速较1-9月下降0.3pct/0.18pct；10月单月狭义/广义基建投资同比分别增长2.05%/1.97%，增速较9月下降4.26pct/2.96pct。10月基建投资增速回落，预计主因去年10月起政策发力导致高基数，同时今年前9月专项债发行完毕而新增额度尚未到位。

2) 分行业看，1-10月铁路/道路投资同比增长5.9%/8.1%，较1-9月变动-3.9pct/+0.2pct，19年以来铁路/道路投资较为强劲，预计主要由于中央财政支持及重点项目开工建设；10月单月仅道路投资增长9.4%，较9月增速提升0.4pct，而铁路投资降幅明显或因去年同期高基数。地方政府主导的公共设施投资（市政工程等）1-10月同比增速仍在零附近，全年整体表现仍低于预期，或反映地方资金偏紧的影响。

3) 分地区看，1-10月西部/中部/东部固定资产投资增速分别为4.9%/9.3%/4.0%，较1-9月分别变化-0.6pct/+0.2pct/0pct，在信用环境偏紧背景下，财政实力较强的东部地区固投仍维持较高增速。

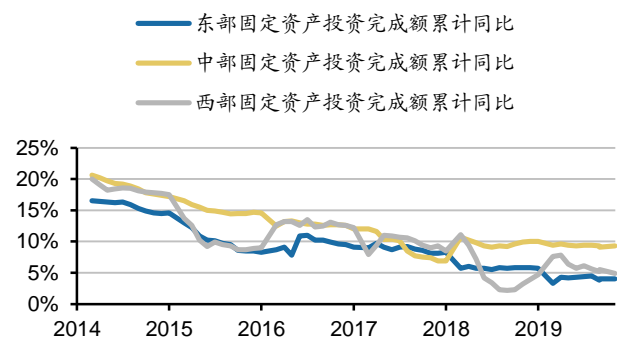
4) 我们认为Q4基建投资仍将体现结构分化，地方信贷趋紧以及高基数仍将是制约基建提速的主要因素。而近期国常会要求降低部分基建项目资本金比例，同时拓宽融资渠道，明年专项债额度有望明显增加，且部分额度有望提前下发，预计基建增速仍将趋势向上，明年年初或有更为积极的增速数据上的体现。

图 1：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

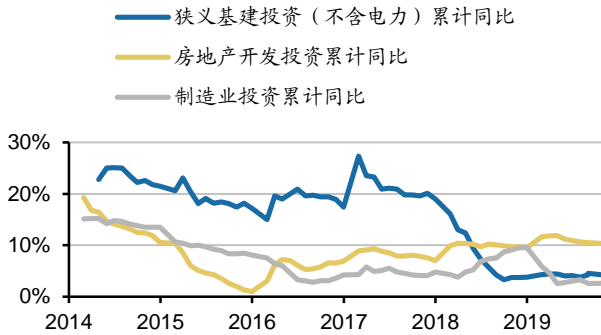
图 2：分区域固定资产投资累计增速



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

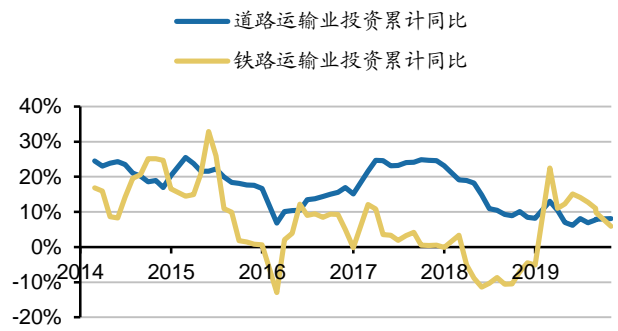


图 3: 基建、地产、制造业投资累计增速



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 4: 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

## 2. 制造业PMI季节性回升, 建筑新订单指数维持高景气

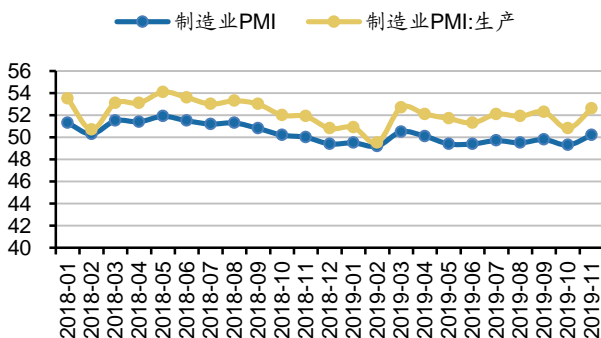
1) 11月中采制造业PMI较上月上升0.9pct至50.2%, 预计主要受季节性回升影响, 同时结束连续6个月的收缩区间运行; PMI分项中, 除从业人员指数持平外, 其余4项均有不同程度回升, 其中生产指数上升1.8 pct至52.6%, 而新订单指数上升1.7 pct至51.3%, 重回荣枯线以上, 表明需求有所复苏。

2) 11月进口指数上升2.9 pct至49.8%, 新出口订单指数上升1.8 pct至48.8%, 两者均出现回升但仍位于收缩区间, 表明内外需有所改善但仍有下行压力。中美贸易谈判近期取得积极进展, 后续仍需关注是否有具体协议落地。

3) 11月建筑业PMI环比回落0.8 pct至59.6%, 与年均值基本持平, 仍处较高景气区间; 而建筑业新订单指数则继续上升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。

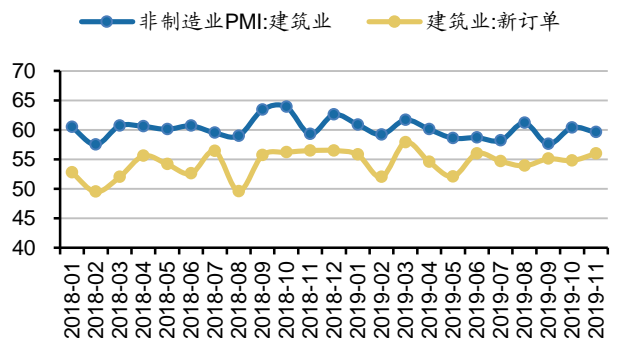
4) 11月PMI回升主要受季节性影响, 10月经济数据仍处于偏弱区间, 央行金融稳定报告再次要求下大力气做好“六稳”工作, 目前内外需仍存不确定性, 基建稳经济、稳就业重要性明显, 预计逆周期调节仍为近期主基调。

图 5: 制造业PMI情况



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 6: 建筑业PMI情况



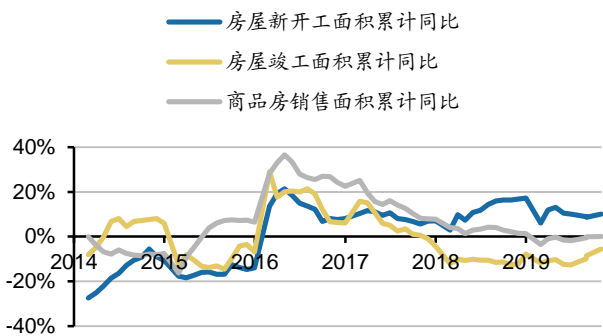
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

### 3. 地产：地产投资仍具韧性，销售面积首次回正，竣工增速大幅提升

1) 1-10月地产开发投资增速10.3%，较1-9月下降0.2pct，地产投资仍维持高位，预计主要由建安投资驱动，1-10月房屋施工面积增速9.0%，较1-9月上升0.3pct，不过后期地产投资受土地购置支出的滞后影响可能有所放缓。

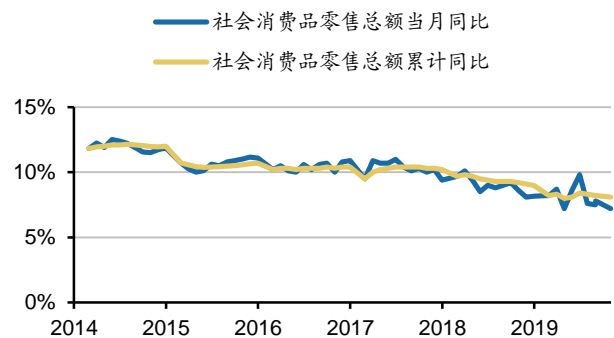
2) 1-10月新开工增速10.0%，较1-9月上升1.4pct，增速再度回升至高位；1-10月商品房销售/竣工面积增速0.1%/-5.5%，较1-8月上升0.2pct/3.1pct，销售面积增速19年以来首次转正。其中，10月竣工增速为19.2%，较9月增速大幅提升14.4pct，在8-9月增速转正的基础上继续回升，且已连续5月增速回升，竣工端改善利好地产后周期行业。

图 7：房屋新开工、竣工、销售增速



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 8：社会消费品零售总额增速



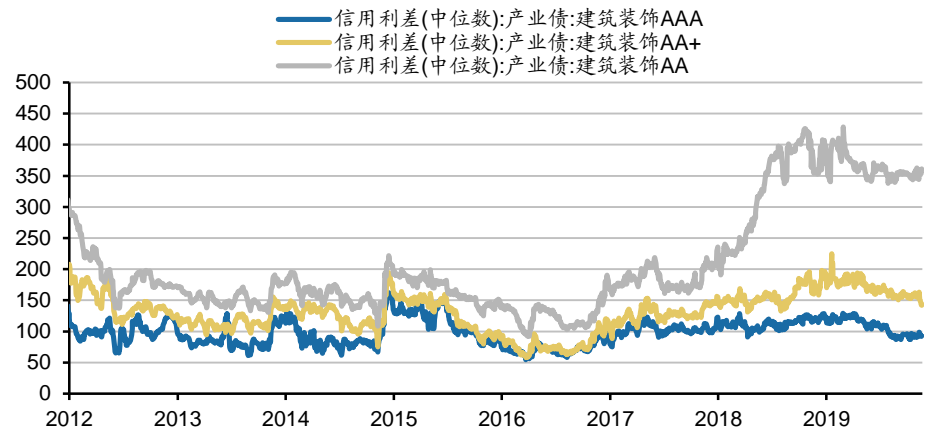
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

### 4. 资金：社融支撑较强，信用利差呈走低趋势

11月新增社融1.75万亿，较去年同期多增1505亿元；人民币贷款1.39万亿（信贷收支口径），同比多增1387亿。11月社融及新增信贷总体较好，国常会要求加快发行使用地方专项债，提前下达20年新增额度，一方面有利于Q4社融保持稳健，另一方面也表明基建稳增长重要性提升。

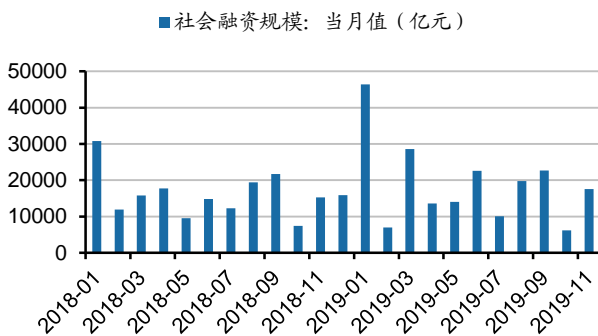
此外，Wind数据显示，今年以来建筑装饰产业债信用利差整体呈下降趋势，近期呈现稳定状态，建筑企业融资成本较2018年有明显改善，但是目前AA级建筑装饰产业债信用利差仍处高位，民营企业融资端仍有较大压力。

图 9: 建筑装饰产业债信用利差 (单位: BP)



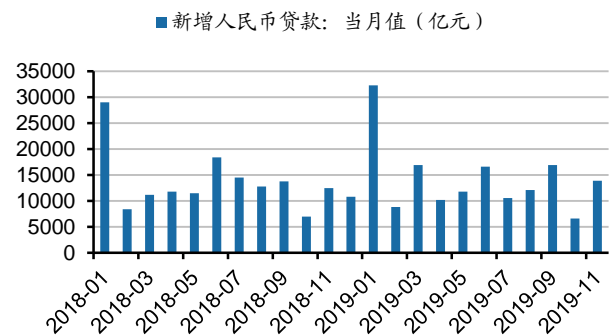
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 10: 社会融资规模当月值



数据来源: 中国人民银行、广发证券发展研究中心

图 11: 新增人民币贷款当月值



数据来源: 中国人民银行、广发证券发展研究中心

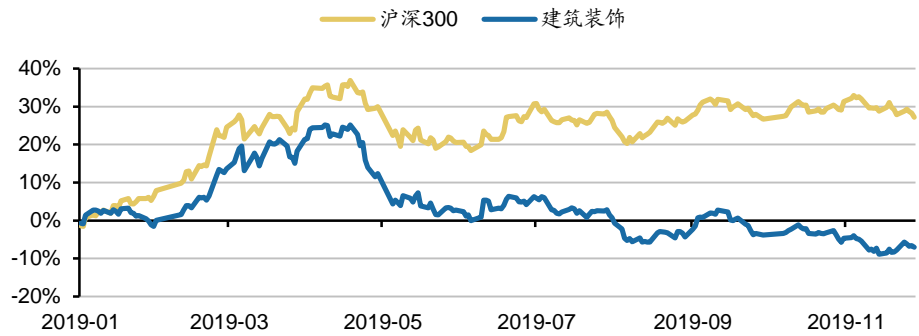
## （二）市场表现：低涨幅、低估值与低持仓

### 1. 低涨幅：年初至今建筑板块在所有行业中涨幅靠后

截止 2019 年 11 月 30 日，沪深 300 指数 19 年上涨 27.17%，SW 建筑装饰指数下跌 6.99%，跑输沪深 300 指数 34.16 个百分点，SW 建筑装饰指数涨幅在全行业中排名靠后。建筑板块 2019 年表现不佳的原因，主要在于地方信贷趋紧以及高基数制约基建提速，市场对中长期需求较为悲观。但 9 月国务院印发《交通强国建设纲要》，将基建作为稳增长的重要手段；国常会要求降低部分基建项目资本金比例，同时拓宽融资渠道。未来基建投资增速有望提升。

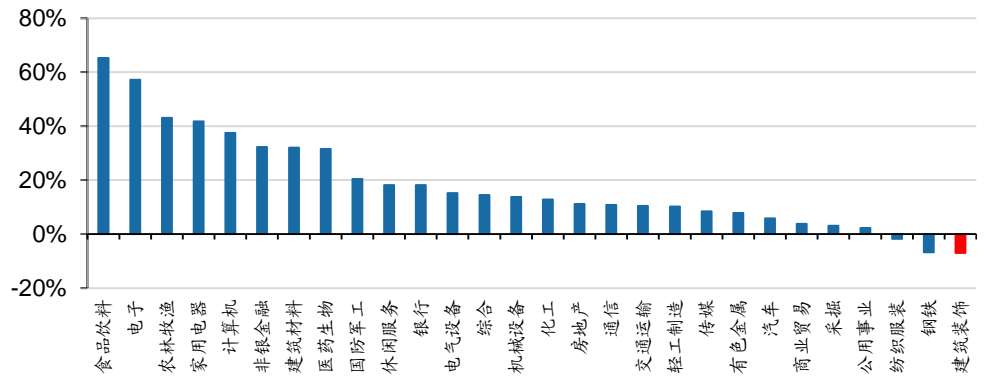
**细分子板块方面**，二级子板块中，2019 年以来只有装修装饰板块涨幅为正，而园林和基础建设板块跌幅较大。基建板块主要是受基建投资疲软影响，而园林板块则是因为今年企业坏账问题频出导致走势下跌。三级子版块中，2019 年以来化学工程板块涨幅最大（4.52%），而园林板块跌幅最大（-14.53%）。

图 12: SW 建筑装饰指数及沪深 300 指数走势图



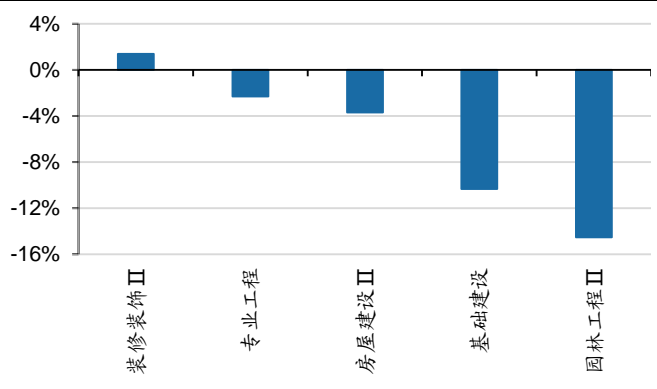
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 13: 年初至今 SW 一级各板块指数涨跌幅情况



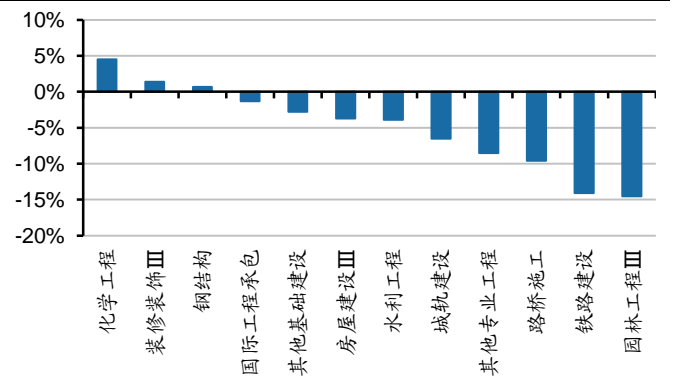
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 14: 年初至今 SW 建筑二级子板块涨跌幅情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 15: 年初至今各 SW 建筑三级子板块涨跌幅情况



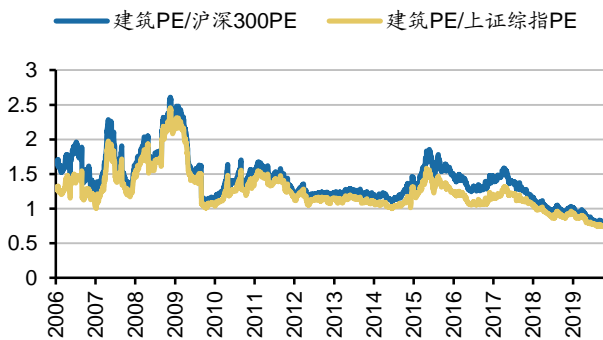
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 2. 低估值：横纵向对比建筑板块估值水平均处于底部

SW建筑装饰指数涨幅在全行业中处于垫底。对比建筑行业和其他行业的估值情况，SW建筑板块目前的PE（TTM）水平为9.00，仅高于银行、煤炭开采、房地产板块，低于其他各行业。SW建筑板块目前的PB（LF）水平为0.95，仅高于煤炭开采、钢铁、银行，低于其他各行业。目前板块PE，PB仍为历史底部水平。

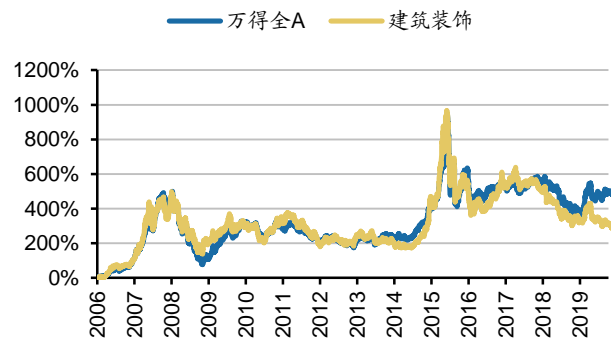
从相对估值角度看，建筑板块PE（TTM）与上证综指PE（TTM）以及沪深300指数PE（TTM）的比值长期维持在1倍以上，随着建筑板块估值持续走低，目前该比值已经跌破1倍。且历史上SW建筑装饰指数的相对估值走势和Wind全A指数走势基本保持一致，而该现象在2019年出现变化，二者涨跌幅趋势出现分化。从历史经验规律看，建筑装饰目前涨幅及估值均较低，估值修复空间较大。

图 16: SW 建筑板块 PE (TTM) 相对沪深 300PE (TTM) 及上证综指 PE (TTM) 估值



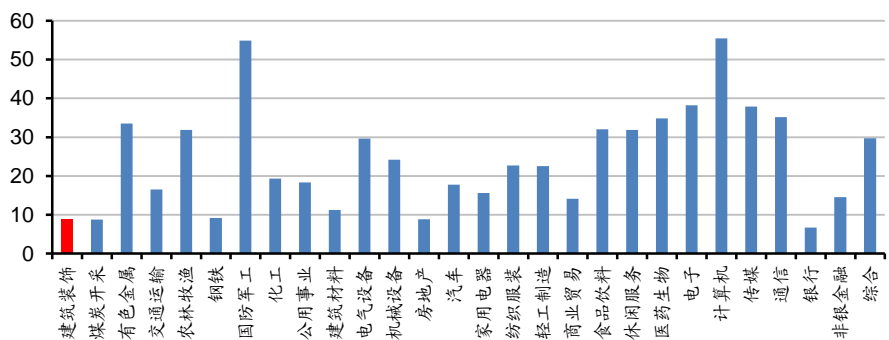
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 17: SW 建筑装饰指数及 Wind 全 A 指数走势



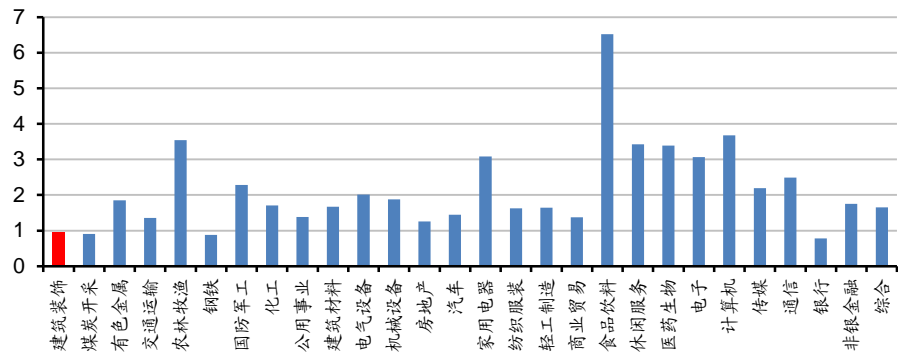
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 18: 各 SW 一级板块 PE (TTM) 估值情况 (2019/11/30) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 19: 各 SW 一级板块 PB (LF) 估值情况 (2019/11/30) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 3. 持仓低: 公募基金建筑持仓底部企稳, 配置向基建及设计龙头集中

截止10月25日, 公募基金2019年三季报已基本披露完毕, 我们统计分析了主动偏股型与灵活配置型公募基金对建筑板块的重仓股持仓情况。(本报告统计相关基金包括开放式股票型基金(不含指数型)+开放式偏股混合型基金+开放式灵活配置型基金+封闭式股票型基金(不含指数型))。

#### 公募基金19Q3对建筑行业持仓比重维持低位, 持仓显著低配。

根据Wind数据, 19Q3主动偏股型与灵活配置型公募基金对建筑板块持仓比例为0.356%, 低配2.195个百分点(建筑板块自由流通市值占比约2.551%), 公募基金持仓比重较19Q2提升0.022pct, 虽然比重略有提升, 但仍维持低位。13Q1-19Q2期间, 公募基金对建筑行业持仓比重在13Q2达到最高点(4.16%), 随后逐步回落, 16年下半年开始公募基金对建筑板块的持仓比重再度提升, 17Q1达到3.76%, 之后再度下滑, 18Q4公募基金对建筑行业持仓略有提升, 19年又再度出现回落, 目前持仓显著低配。

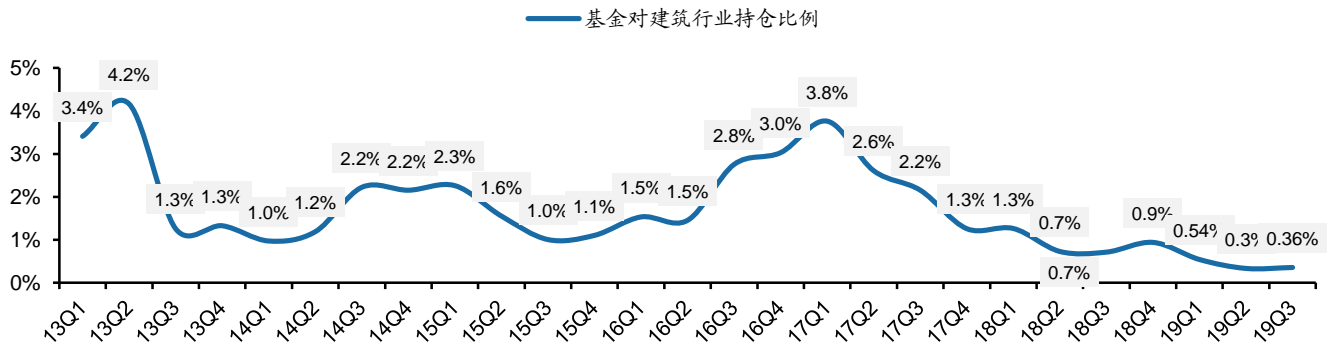
#### 子板块方面: 公募基金增持基建, 减持装修

根据Wind数据, 子板块方面, 基建/房建/装修/化学工程/钢结构/园林/其他专业工程/国际工程板块19Q3公募基金持仓比重分别为0.18%/0.11%/0.03%/0.01%/0.01%/0.00%/0.00%/0.00%, 基建/房建板块公募基金持仓比例相对较多。其中, 基建/房建/钢结构板块19Q3基金持仓出现上涨, 分别上涨0.06/0.02/0.006pct, 基建板块上涨最多; 而装修/园林/化学工程/其他专业工程/国际工程板块19Q3公募基金持仓出现下降, 分别下降0.05/0.02/0.02/0.004/0.001pct, 装修板块下降最多。

#### 公司方面: 持仓向基建设计龙头集中, 中国铁建增持明显。

根据Wind数据, 建筑公司方面, 2019Q3持仓中国建设和中国铁建的公募基金数目最多, 分别有65和40只公募基金持有。19Q3公募基金持有建筑上市公司股份数最多以及总市值最高的都为中国建筑。19Q3公募基金持股市值前五的建筑股为中国建筑、中国铁建、苏交科、中设集团、金螳螂; 公募基金增持前五的建筑股为中国铁建、中国建筑、苏交科、鸿路钢构、中装建设; 减持前五的建筑公司为金螳螂、百利科技、东珠生态、浦东建设、山东路桥。

图 20: 公募基金对建筑板块持仓情况变动



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 1: 2019Q3 公募基金对建筑公司重仓持股情况

证券代码	证券简称	19Q3 持有该股票的公募基金数量(个)	板块	公募基金 19Q3 持股数量(万股)	公募基金 19Q3 季度持仓变动(万股)	公募基金 19Q3 持股占流通股比(%)	公募基金 19Q3 持股总市值(万元)
601668.SH	中国建筑	65	房建	14134.0	3403.5	0.23	76747.4
601186.SH	中国铁建	40	基建	7284.0	5261.3	0.65	68733.6
300284.SZ	苏交科	11	基建	3472.0	722.7	5.24	30137.3
603018.SH	中设集团	9	基建	1582.5	263.2	3.44	18404.3
002081.SZ	金螳螂	2	装修	1980.4	-3160.6	0.76	17962.1
603060.SH	国检集团	4	检测	597.9	-26.2	6.69	13842.3
600068.SH	葛洲坝	10	基建	1297.4	241.4	0.27	7563.6
002541.SZ	鸿路钢构	1	钢结构	579.9	579.9	1.57	4673.9
300492.SZ	山鼎设计	2	房建	97.0	96.6	1.62	4505.7
002822.SZ	中装建设	1	装修	532.5	532.5	1.74	4419.8
603959.SH	百利科技	1	化学工程	355.8	-781.5	0.81	3729.0
601117.SH	中国化学	2	化学工程	596.7	260.5	0.12	3461.0
600820.SH	隧道股份	1	基建	537.0	30.0	0.17	3162.9
601390.SH	中国中铁	5	基建	496.9	252.7	0.03	2981.3
601800.SH	中国交建	4	基建	237.2	237.2	0.01	2397.9
600528.SH	中铁工业	3	基建	60.4	15.4	0.03	619.6
600170.SH	上海建工	2	基建	167.3	-114.6	0.02	567.0
000498.SZ	山东路桥	1	基建	119.6	-416.5	0.11	566.8
002375.SZ	亚厦股份	2	装修	52.3	-6.9	0.04	280.6
002061.SZ	浙江交科	1	基建	34.1	34.1	0.05	177.0
300732.SZ	设研院	1	基建	9.1	9.1	0.08	159.3
600970.SH	中材国际	1	国际工程	13.7	13.7	0.01	80.2
002887.SZ	绿茵生态	1	园林	1.7	-15.5	0.02	25.6

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### （三）业绩回暖：Q3 业绩增速触底回升，龙头效应持续显现

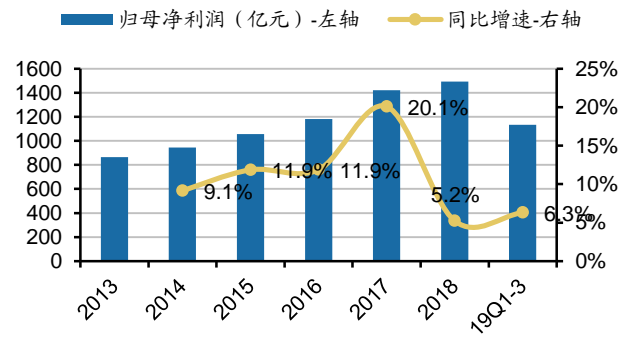
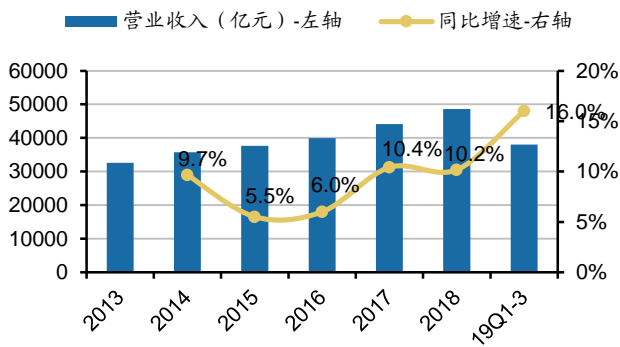
截止2019年10月31日，建筑板块所有上市公司2019年三季报和对应经营数据公告均已披露完毕，我们统计了SW建筑板块A股126家上市公司19年三季报及相关经营数据情况并进行分析。

2019年前三季度建筑行业上市公司实现营业收入38066亿元，同比增长16.0%，增速较18年同期增速提升6.4pct。2019年前三季度建筑行业上市公司实现归母净利润1133亿元，同比增长6.3%，增速较18年同期增速下降4.6pct，剔除ST神城后归母净利润同比增长7.7%。收入增速提升，而业绩增速有所放缓。

单季度看，19Q1/Q2/Q3收入同比分别增长13.5%/17.8%/16.1%，19Q3单季增速有所回落但仍维持近年较高水平；19Q1/Q2/Q3利润同比分别增长12.2%/-3.9%/14.5%，19Q3业绩提速主要由于板块整体费用率下降，园林等行业减亏，同时建筑央企如中国建筑等少数股东损益影响减小。

图 21：历年建筑板块收入及同比增速（单位：亿元）

图 22：历年建筑板块归母净利润及增速（单位：亿元）

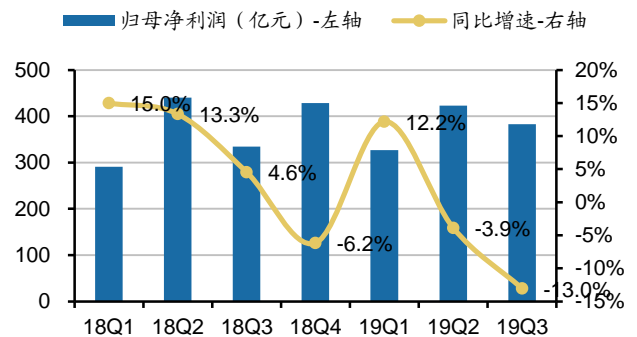
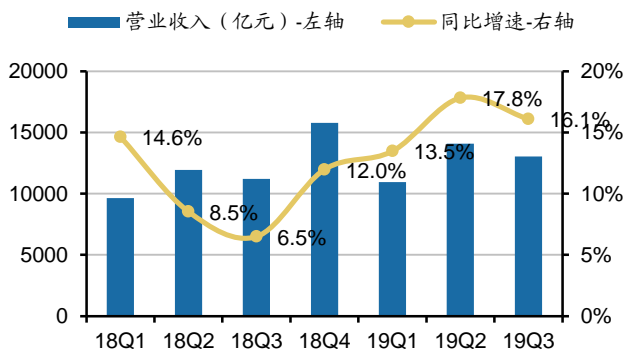


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 23：建筑板块季度收入及同比增速（单位：亿元）

图 24：建筑板块季度归母净利润及增速（单位：亿元）



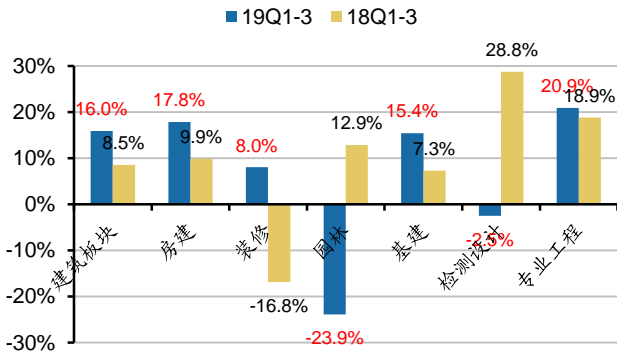
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心



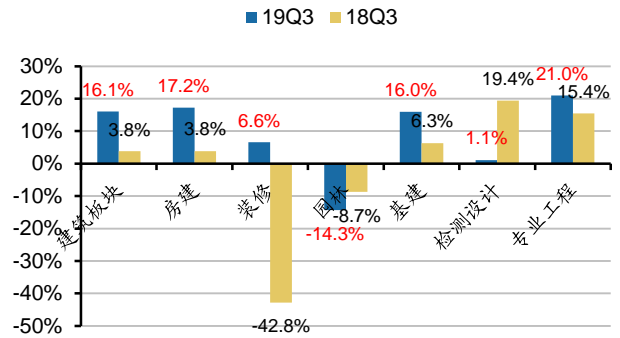
细分子板块方面，房建/基建/检测设计/专业工程/装修/园林板块19Q3收入同比增速分别为+17.2%/+16.0%/+1.1%/+21.0%/+6.6%/-14.3%，业绩同比增速分别为+23%/+15.3%/+12.6%/+11.9%/-9.3%/-37.1%，专业工程（钢结构及化学工程）收入增速领先，房建/基建板块维持较高的业绩增速，而园林板块仍有明显下滑。

图 25: 建筑行业及各细分板块2019Q1-3收入同比增速对比



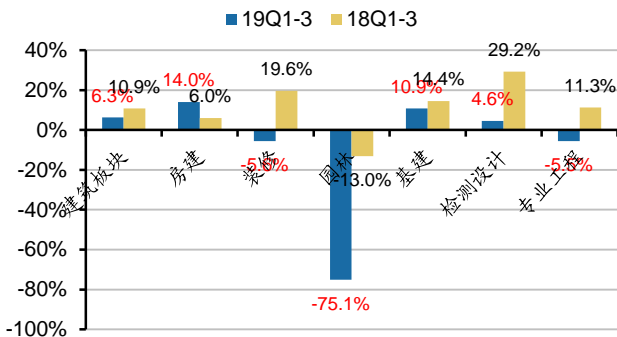
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 26: 建筑行业及各细分板块2019Q3收入同比增速对比



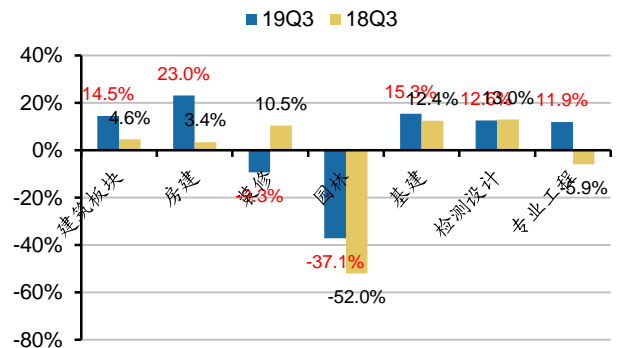
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 27: 建筑行业及各细分板块2019Q1-3归母净利润同比增速对比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 28: 建筑行业及各细分板块2019Q3归母净利润同比增速对比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

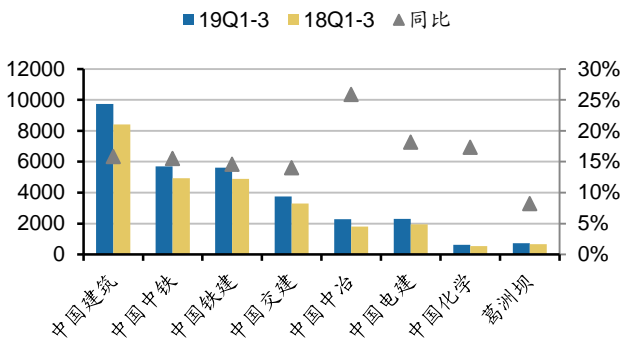
建筑央企上市公司整体19Q1-3营业收入/归母净利润同比分别增长16.0%/11.1%，其中Q1/Q2/Q3收入同比分别增长11.8%/19.5%/16.1%，利润同比分别增长11.5%/6.3%/16.9%。Q3业绩环比提速主要由于央企期间费用率下降，以及中国建筑等少数股东损益影响减少。

具体看，营业收入方面，8家建筑央企19Q1-3均实现稳定增长，其中，中国中冶增速最高，同比增长25.9%；葛洲坝增速最低，同比增长8.2%。19Q3部分建筑央企收入增速较高，中国中冶/中国化学/中国电建增速同比分别增长25.4%/24.5%/21.6%。

归母净利润方面，19Q1-3建筑央企归母净利润增速整体有所放缓，主要受去年同期高基数影响，19年前三季度建筑央企业绩同比增速较18年同期有所下滑。除中国

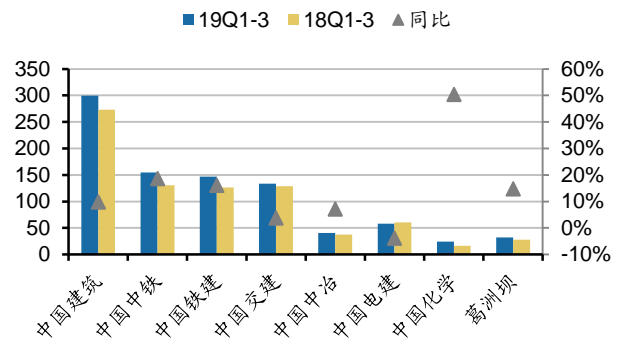
化学增速达到50.4%之外，其他公司业绩增速均低于20%，其中4家公司增速低于10%，中国电建出现负增长。19Q3中国电建业绩出现负增长，归母净利润同比增速分别为-6.8%。但是建筑央企Q3业绩环比提速，中国化学/中国中铁/葛洲坝/中国建筑19Q3归母净利润同比增速分别为55.8%/42.15%/28.8%/18.5%，相比于19H1的增速分别提升12.6/37.2/9.4/14.3pct。

图 29: 建筑央企2019Q1-3营业收入及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 30: 建筑央企2019Q1-3归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

从建筑央企的订单口径看，中国铁建/中国中铁/中国交建/中国中冶19Q1-3订单同比增速较高且均在10%以上，分季度来看，中国铁建/中国中铁/中国建筑等主要央企Q1-3的订单同比增速均比19H1有所提升。从基建龙头两铁的情况来看：中国铁建1-9月新签订单中工程承包同比增长30%，工程细分中铁路/公路同比分别增长15%/27%；中国中铁1-9月新签订单中基建增长17.9%，基建细分中铁路/市政同比分别增长11%/28.8%，同样较19H1明显提升。铁路/公路/轨交为基建补短板主要发力方向，且18Q4订单低基数，预计19Q4订单有望延续高增长。中长期看，2020年各地十四五规划有望相继出台；同时伴随交通强国政策落地，发改委拟推动实施一批铁路专用线项目，总投资或超1500亿元；此外，央地财政收入分配调整有望增强地方财政实力，叠加后期专项债政策发力，基建龙头公司有望持续受益。

表 2: 部分建筑公司季度新签订单同比增速

公司名称	18Q1 增速	18H1 增速	18Q1-3 增速	18A 增速	19Q1 增速	19H1 增速	19Q1-3 增速
中国建筑	24.3%	1.5%	3.8%	4.6%	9.0%	3.1%	6.3%
中国铁建	7.0%	10.4%	5.3%	5.1%	6.3%	18.0%	25.1%
葛洲坝	13.4%	3.6%	10.3%	17.7%	30.8%	19.9%	15.5%
中国中铁	21.3%	13.0%	5.9%	8.7%	0.3%	10.5%	14.5%
中国交建	20.5%	-7.6%	-19.4%	-1.1%	13.4%	15.9%	12.2%
中国电建	3.7%	-5.0%	4.5%	12.1%	16.2%	15.8%	3.2%
中国化学	5.9%	72.1%	80.2%	52.5%	47.1%	11.6%	6.7%
中国中冶	37.0%	6.4%	10.4%	10.4%	5.3%	20.3%	18.8%

数据来源: 公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

## 二、展望：供需改善，资金发力，预计 2020 年基建投资增速约 7%

2019年下半年以来持续出台多项基建政策，从需求端直接影响的包括《交通强国建设纲要》等，从资金端直接影响的包括提前下达2020年新增专项债额度以及下调部分基建项目资本金比例等。除此之外，目前水泥、钢材等原材料价格长期维持高位，对建筑企业成本端产生不小的压力。我们从需求端、供给端以及资金端三个维度来判断未来建筑行业的趋势。

表 3：下半年基建相关政策整理

时间	来源	主要内容
2019/6/10	《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》	对于符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目（主要是国家重点支持的铁路、高速公路、供电、供气项目），允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金，但不得超越项目收益实际水平过度融资。
2019/7/30	中央政治局会议	将“旧改”列入“补短板工程”，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019/8/2	中国人民银行下半年电视工作会议	持实施稳健的货币政策，及时预调微调和适时适度进行逆周期调节。
2019/8/15	《西部陆海新通道总体规划》	加快西部交通设施建设；同时关注后续资金端跟进细则，如财政发力、资本金比例下调、专项债加码等。
2019/9/5	国务院常务会议	部署精准施策加大力度做好“六稳”工作，运用普遍和定向降准工具，加快发行使用地方专项债。
2019/9/19	《交通强国建设纲要》	2035 年基本建成交通强国，基本形成“全国 123 出行交通圈”和“全球 123 快货物流圈”，加强基础设施布局与立体互联建设，大力发展智慧交通。
2019/9/25	央行货币政策委员会三季度例会	经济下行压力加大，加大逆周期调节力度。
2019/9/25	货币政策委员会会议	下大力气疏通货币政策传导，坚持用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低。
2019/9/27	国务院金融委第八次会议	发挥好政策性金融机构在经济转型升级和高质量发展中的逆周期调节作用。
2019/11/13	国务院常务会议	降低部分基础设施项目最低资本金比例。明确基础设施项目可通过发行权益型、股权类金融工具筹措不超过 50%比例的资本金。
2019/11/26	财政部	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%，控制在依法授权范围之内。同时，要求各地尽快将专项债券额度按规定落实到具体项目，确保明年初即可使用见效，确保形成实物工作量，尽早形成对经济的有效拉动。
2019/11/27	《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》	港口、沿海及内河航运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、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础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。

数据来源：国常会、中央政治局会议、财政部、中国人民银行、广发证券发展研究中心

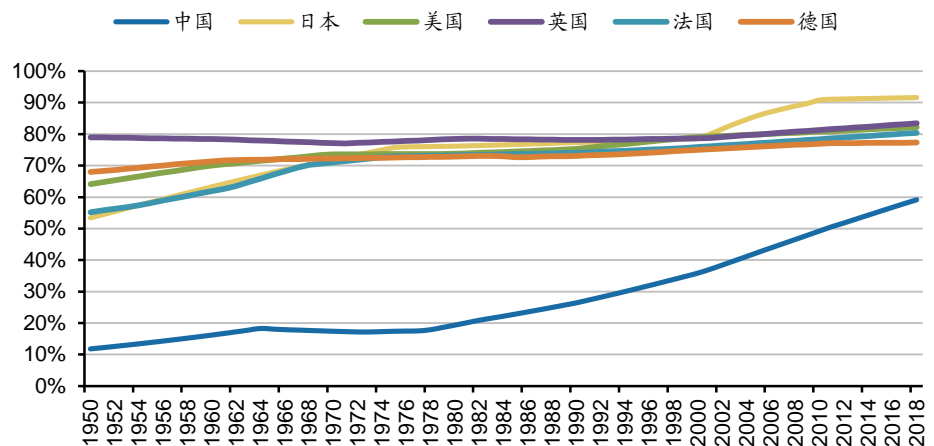
(一) 需求端：人均基建水平仍相对落后，“十四五”规划出台增加需求

根据联合国数据，我国城镇化长期处于低水平，而在1980年之后提升迅速，但是和发达国家相比仍有很大差距。日本目前的城镇化比率高达91.6%，在全球处于领先水平，而中国城镇化比率仅为59.2%，未来城镇化比重提升依然是方向。

**城镇化加码或催生基建地产需求：**4月8日，发改委印发《2019年新型城镇化建设重点任务》（发改规划0617号文），文件鼓励推进城镇化，推动1亿非户籍人口在城市落户，实现常住人口和户籍人口城镇化率均提高1pct以上；同时放宽大城市落户政策，培育发展现代化都市圈，支持特色小镇有序发展。我们认为城镇化加速有望催生基建和地产需求，利于城市群与都市圈的形成，助力行业发展。文件强调城市群/都市圈发展，推进城际交通建设，健全城市投融资机制：推进长三角、京津冀及粤港澳大湾区城市群发展，着重强调支持成渝城市群高质量发展，目前建筑企业逐步向建设+运营模式转变，以满足居民对城市基础设施不断提升的质量需求；推进干线铁路、城际铁路、城市轨道交通等融合发展，促进公路与城市道路有效衔接；在有效防范地方政府债务风险前提下，推动有效投资稳定增长，支持发行REITs等金融产品。

此外，7月中央政治局会议着重将“旧改”列入“补短板工程”，要求实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程；考虑后期“棚改”计划大幅减少，我们预计政策方向可能以推动“旧改”接替“棚改”，经测算有望拉动万亿市场投资（详见我们前期发布的报告《“旧改”政策暖风频吹，行业空间几何？》），政府支持力度有望加大，利好相关设计建设及装修企业。

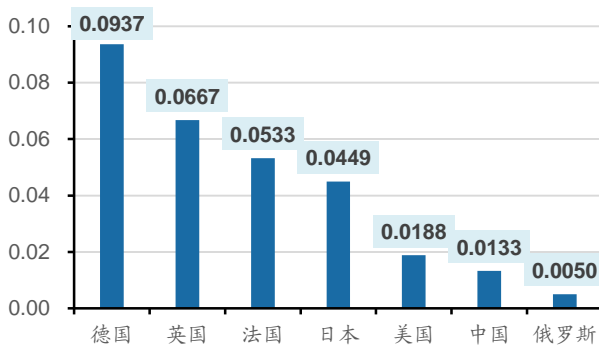
图 31：日本城镇化比率傲视全球，中国城镇化提升迅速但水平仍然较低



数据来源：联合国、广发证券发展研究中心

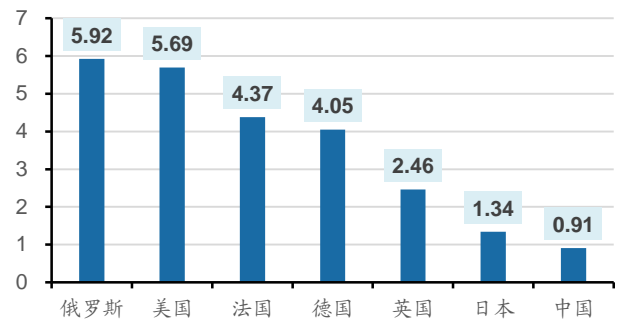
经过多年来的大规模建设，中国的基础设施存量有了大幅提升。对比国际数据，中国在交通、电力设施方面的基建存量虽处于领先地位，但人均水平和密度仍然较低。以铁路为例，2017年底我国铁路总里程数达到13.17万公里，仅次于美国，但人均里程不到美国的1/6，仅为日本的68%，铁路密度在主要国家中仅高于俄罗斯，为美国的71%。可见，交通方面的基建总量总体较大，但从人均值和密度来看，铁路和公路的发展仍有较大空间。

图 32: 2017年各国铁路密度 (公里/km<sup>2</sup>)



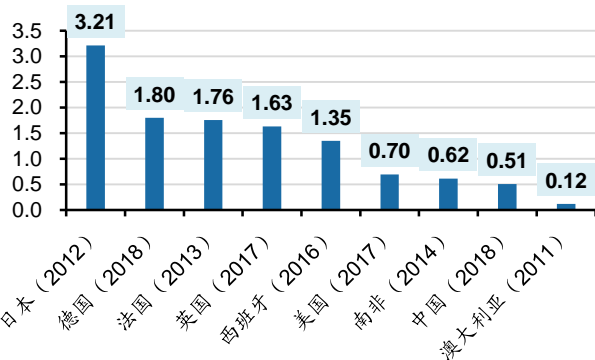
数据来源: 国家统计局、世界银行公开数据、广发证券发展研究中心

图 33: 2017年各国人均铁路里程 (米/人)



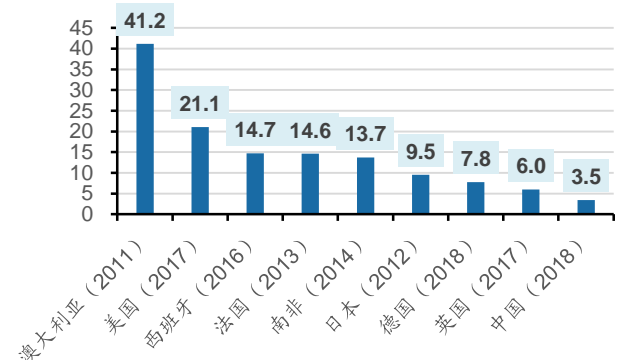
数据来源: 国家统计局、世界银行公开数据、广发证券发展研究中心

图 34: 各国公路密度 (公里/km<sup>2</sup>)



数据来源: 国家统计局、世界银行公开数据、广发证券发展研究中心

图 35: 各国人均公路里程 (十米/人)



数据来源: 国家统计局、世界银行公开数据、广发证券发展研究中心

根据世界经济论坛发布的《2019年全球竞争力报告》，在2019年全球竞争力指数中，中国排名28，基础设施质量评分为77.9分，评分较前一年有所下降，但排名第36位，较前一年上升10位。在基础设施的分项评比上，铁路、公路、港口、电力供应质量分别排第24、45、52、18位，虽然在亚洲地区表现不错，但距离发达国家标准仍有差距。

图 36: 2019年中国各项基础设施世界排名



数据来源: 《全球竞争力报告》、广发证券发展研究中心

2020年是“十三五”规划的收官之年，也是“十四五”规划出台之年。从目前完成情况看，高速铁路、轨道交通在2018年底都已基本完成，建制村通硬化路率已达标，铁路总里程数以及城轨里程均和目标还有一定差距，虽然2019年明显加快普铁建设，但是就目前的完成情况和目标仍有差距，2020年铁路以及城轨仍然是补短板的重要领域，而目前新批的铁路项目主要集中在中西部地区，而新批的轨交项目则主要集中在东部地区。从近期出台的一些政策看，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；同时，深圳市区域性国资国企综合改革试验实施方案获批，要求到2020年，推动85%以上的国有资本聚集到基础设施公用事业，同时打造一批国有大型骨干企业，力争形成1-2家世界500强企业和6-7家资产规模超1000亿元，2家市值超1000亿元的优势企业集团。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。

而近期发改委批复基建类投资项目保持高增速，9-10月批复投资额同比增速较1-8月明显提升，也表明地方投资意愿持续回升，或对明年一季度基建投资形成支撑。

表 4：“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

表 5: 发改委基础设施建设类项目审批投资总额 (包含审批类、核准类、备案类) (亿元)

	全部项目		审批类项目		核准类项目		备案类项目	
	投资额 (亿元)	同比增长	投资额 (亿元)	同比增长	投资额 (亿元)	同比增长	投资额 (亿元)	同比增长
2019年1-11月	555388	161.1%	189325	57.1%	289902	634.2%	76161	44.3%
2019年1-10月	529759	188.3%	176638	70.0%	287803	774.7%	65318	39.1%
2019年1-9月	500266	205.9%	162354	75.4%	285712	926.9%	52199	21.0%
2019年1-8月	430408	209.0%	108844	34.4%	280208	1195.2%	41356	12.9%
2019年1-7月	400458	252.4%	89069	37.4%	277888	1424.2%	33501	9.5%
2019年1-6月	374659	293.4%	71992	36.9%	274286	1625.8%	28381	6.0%
2019年1-5月	354871	336.3%	60448	34.3%	271401	1901.8%	23022	1.1%
2019年1-4月	78092	21.2%	50293	37.5%	10794	-7.1%	17006	4.7%
2019年1-3月	57493	22.7%	38226	44.4%	7469	-21.7%	11798	8.6%
2019年1-2月	38433	48.9%	26272	73.5%	4817	24.8%	7343	7.8%
2019年1月	26718	68.6%	17691	89.5%	3550	41.3%	5477	36.9%

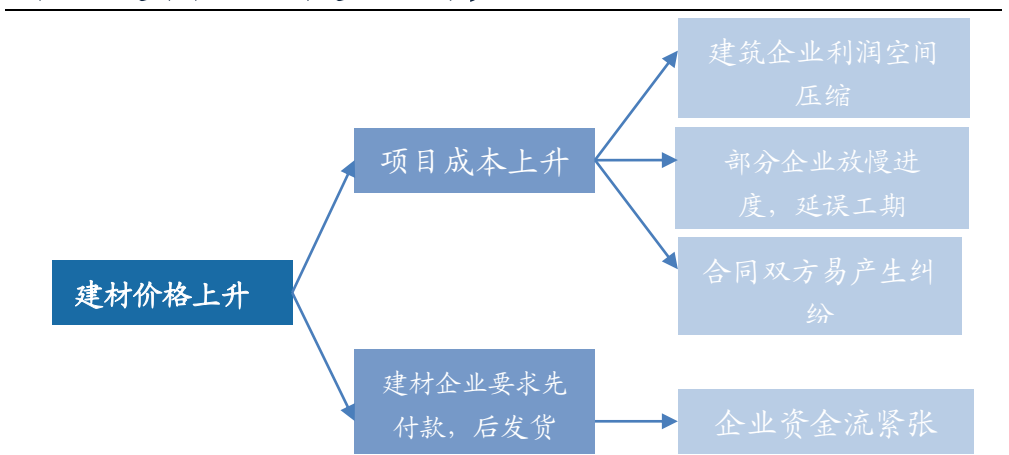
数据来源: 发改委、广发证券发展研究中心

## (二) 供给端: 原材料变化背景下工程公司产能集中度不断提升

建筑业的施工成本跟原材料的价格息息相关。具体来说, 建材价格上涨会对建筑业企业产生如下影响:

- 建材价格上涨可能会导致工程项目成本增加, 从而压缩建筑企业的利润空间甚至导致部分企业亏损加剧;
- 建材企业在原材料供应紧张的时期, 普遍要求先付款后供货, 会加重建筑业企业的流动资金压力;
- 为规避涨价高峰而带来的风险, 一些施工企业有意放慢施工进度或干脆停工, 导致工期拖延;
- 建材价格上涨导致工程实际造价超过合同造价, 施工企业要求投资方提高工程造价, 甲乙双方矛盾增加。

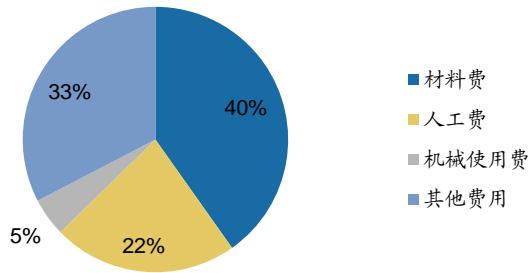
图 37: 建材价格上涨对建筑企业的影响



数据来源: 广发证券发展研究中心

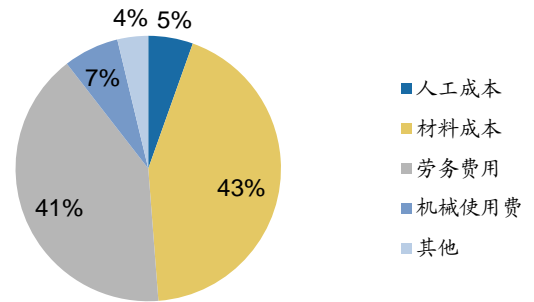
在所有建材中，对建筑行业及企业影响比较大的主要是水泥及钢铁。因此建筑企业应密切关注水泥和钢铁等原材料价格的变化趋势，及时做好风险规避。由于不同建筑企业对上游供应商的议价能力不同，原材料价格对企业的影响也不相同。总体看来，建筑央企的材料费用占总成本的比例约在30%-40%左右，地方央企的材料成本占比约在40%-45%左右，钢结构企业材料成本占比波动较大，约在30%-50%左右。

图 38: 中国中铁2018年成本结构



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

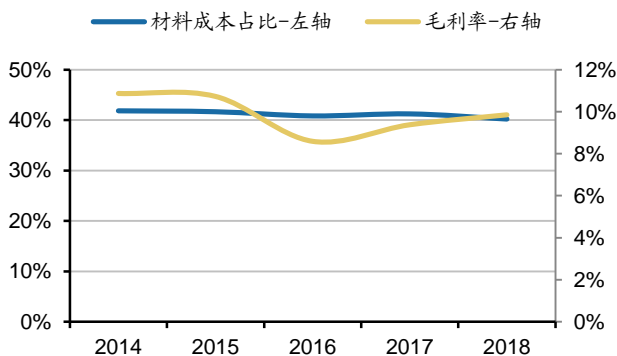
图 39: 山东路桥2018年成本结构



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

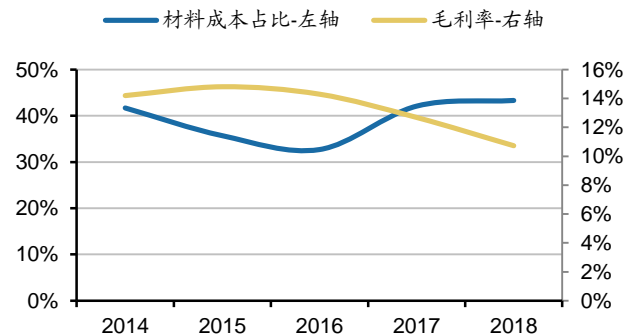
材料成本占比越高，从一定程度上表明企业的利润水平受原材料价格波动的影响越大，原材料价格维持高位时，企业利润空间更可能受到压迫。地方性施工公司受原材料价格变化影响更大，部分企业在此过程中无法承受原材料价格的变化而被淘汰。随着产业规模的扩大和市场的逐渐完善，建筑行业也向着集中化的方向发展，八大建筑央企每年订单总额占建筑业总产值的比重呈现出上升趋势，占比由2011年的27.05%上升至2018年的33.95%，市场份额逐渐向大型企业集中，在原材料变化背景下工程公司产能集中度提升。地方国企以及其他材料费用占比较高的企业（如从事钢结构的企业）相比于央企更应及时关注材料价格变化，积极采取措施预防相关风险。

图 40: 中国中铁材料成本占比（左轴）与毛利率（右轴）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

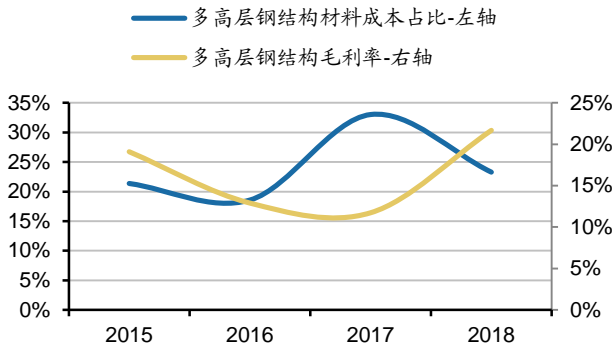
图 41: 山东路桥材料成本占比（左轴）与毛利率（右轴）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

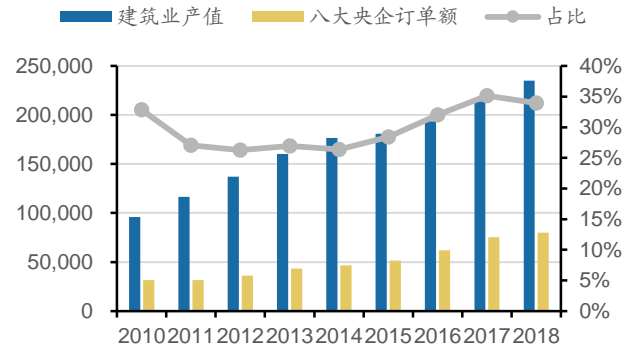


图 42: 杭萧钢构多高层钢结构业务材料成本占比 (左轴) 与毛利率 (右轴)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 43: 建筑央企订单额情况及占建筑业产值比重 (亿元)



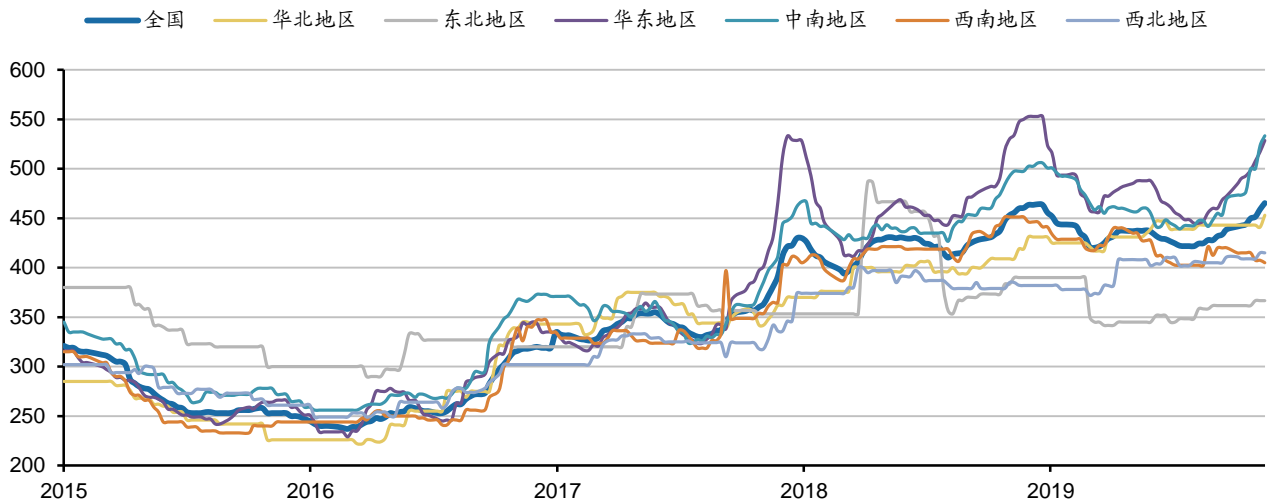
数据来源: 公司经营数据公告、国家统计局、广发证券发展研究中心

截止19年11月底, 全国水泥价格为465元/吨, 较10月底上升4.47%。水泥价格本月有所上升, 对建筑企业成本端有负面影响。分地区来看:

- 南方水泥价格相对于北方总体处于较高水平。华东及中南地区水泥价格季节波动明显弱化, 淡旺季价差低于30元/吨, 年度总体均价维持在高位。华东和中南地区基建房建需求稳健, 各省地方政府财政收入、专项债发行水平在全国基本上位于前列, 水泥价格跟随着基建与地产的需求水涨船高。
- 华北和西北地区建筑业中, 基建板块占据较为重要的位置。北方水泥价格普遍低于全国平均水平, 这主要是因为北方固定资产投资整体较为低迷。

2020年预计南方地区水泥价格仍然会保持在较高水平, 伴随着华东水泥价格的提升, 以华东为主要业务布局的建筑企业相比于在全国广泛布局的建筑企业在盈利水平方面更可能受到不良影响。以宁波建工和上海建工为例来看, 宁波建工和上海建工均为综合型房建企业, 宁波建工多年来深耕宁波市场, 业务开展以浙江省为主, 2018年浙江省/宁波市业务的营收占比分别为82.9%/67.2%; 上海建工多年来不断推进“全国化”战略, 除了在长三角区域深耕“五大都市圈”, 还在珠三角、中原、西南、京津冀、东北五大区域深耕根据地城市并不断拓展海外市场。相比于上海建工, 宁波建工的更集中在华东地区, 盈利水平受华东地区水泥价格的影响更为明显。

图 44: 全国各地区水泥价格 (元/吨)



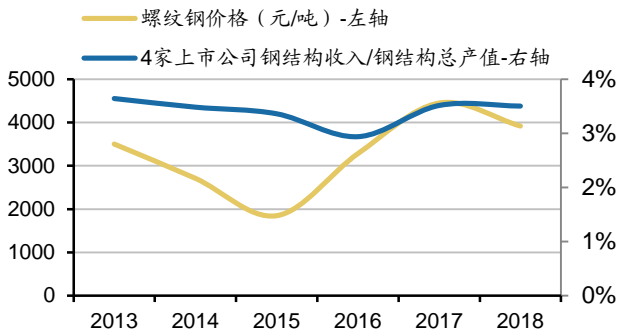
数据来源: 中国水泥网、广发证券发展研究中心

注释: 数据截止2019年11月22日。

钢价方面, 随着全国去产能去库存政策不断推进, 钢材价格不断波动, 螺纹钢的价格已经从2015年的2000元/吨上涨到4000元/吨以上, 预计未来钢价仍会维持相对高位, 这会对以钢材为主要原材料的建筑业企业, 如主营业务为钢结构的企业造成成本端的压力, 中小型钢结构企业可能会由于抗风险能力较差而被挤出市场, 钢结构企业的行业集中度可能进一步提升。根据中国建筑金属结构协会发布的《2018年度建筑钢结构行业50强企业名录》, 我们选取了钢结构行业排名最靠前的四家上市公司: 精工钢构、鸿路钢构、东南网架、杭萧钢构, 将这四家公司钢结构板块营业收入总合与钢结构行业总产值的比值作为反应钢结构行业集中度的指标, 2016年钢价大幅度上涨后, 行业集中程度也明显上升。

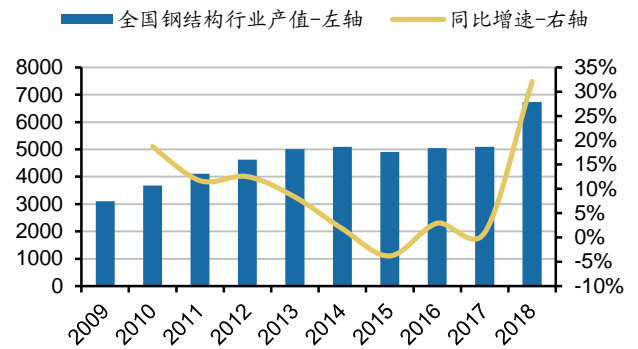
近年来, 国家出台多项政策支持装配式建筑发展, 2018年钢结构行业总产值同比上升32%达到6732亿, 未来钢结构渗透率会不断提升, 预计钢结构行业龙头企业会从中受益。以鸿路钢构为例, 2018年以来钢价有所回落, 随着其业务体量不断扩大, 规模效应逐渐体现, 期间费用率不断下降, 毛利率稳在15%以上, 净利率稳步上升, 盈利能力明显提升。

图 45: 四家钢结构上市公司营收集中度



数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

图 46: 全国钢结构行业总产值 (亿元)



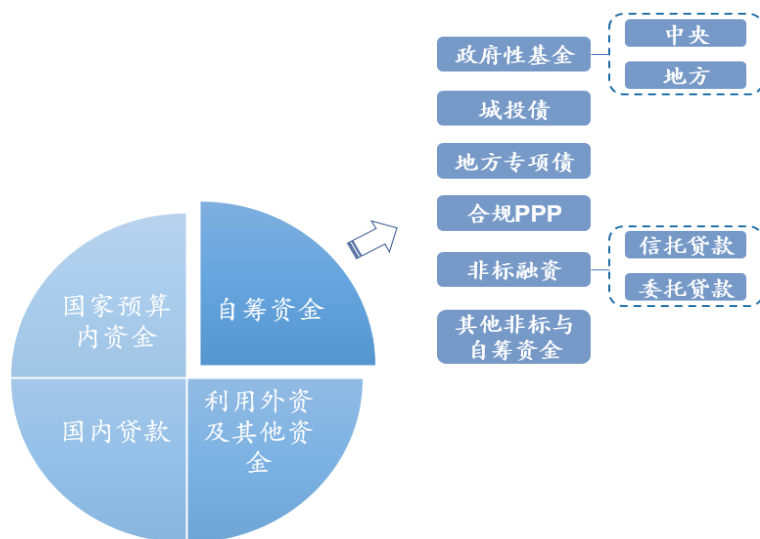
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### (三) 资金端: 专项债发力, 从资金端测算 2020 年基建投资同比增长约 7%

根据国家统计局的统计口径, 基建投资资金来源主要为国家预算内资金、国内贷款、自筹资金、利用外资及其他资金 (由于利用外资资金量较小, 我们估算时将其列入其他资金中一同考虑)。从历史情况来看, 基建资金很大一部分为自筹资金, 与国家预算资金变化相似, 比重总体呈上升趋势, 而国内贷款的比重则逐年下滑。根据 2017 年末数据 (2018 年数据尚未公布), 自筹资金、国家预算资金、国内贷款分别占基建资金来源的 58.6%/16.1%/15.6%, 为驱动基建投资的主导力量。

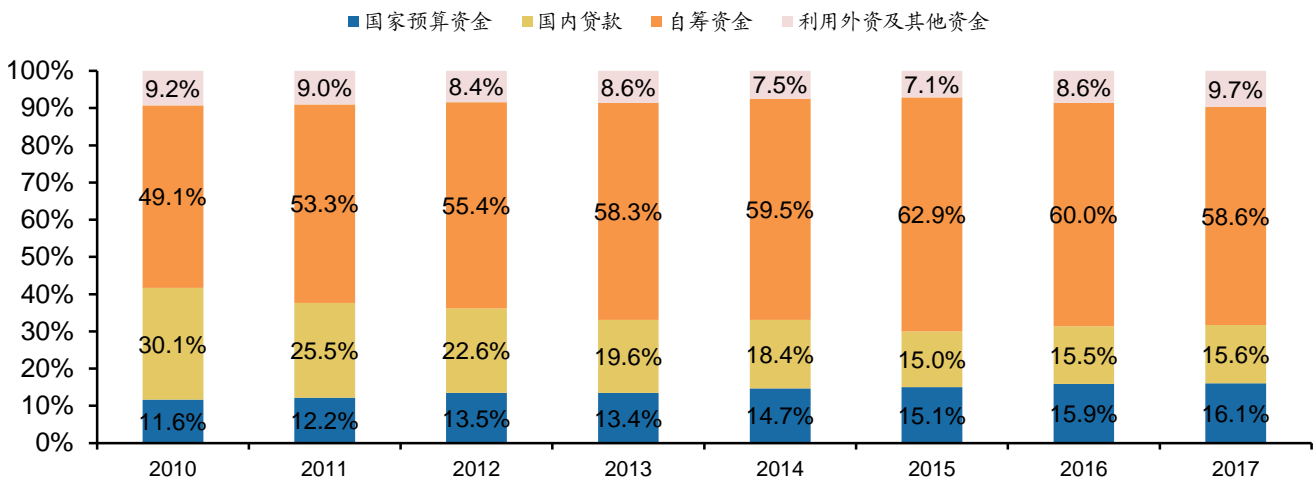
基建项目资金主要是以自筹资金为主, 来源主要为政府性基金、城投债、专项债、合规 PPP、非标融资、其他非标及其他自筹资金等。

图 47: 基建资金来源拆分



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 48: 近年来自筹资金占基金资金来源大头



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

### 1. 新增专项债

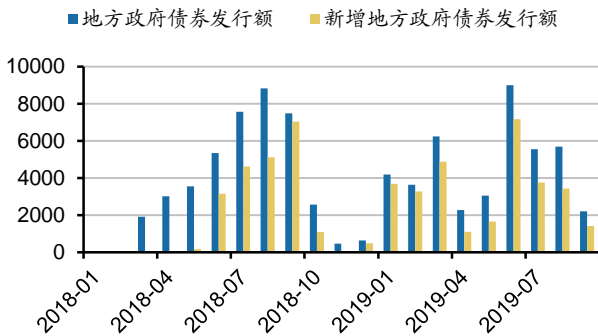
从2019年基建资金的来源看, 新增专项债对基建投资的贡献较大, 中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》后, 对于符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目(主要是国家重点支持的铁路、高速公路、供电、供气项目), 允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金, 但不得超越项目收益实际水平过度融资, 更是赋予了新增专项债可以加杠杆的能力。

(1) 政策明确了专项债可以用于部分重大项目资本金, 有利于地方政府适度降低项目资本金出资比例。未来铁路、高速公路等重大项目融资模式有可能转化为专项债+银行贷款模式。

(2) 政策鼓励保险机构为符合标准的中长期专项债券项目提供融资支持。允许项目单位发行公司信用类债券, 支持符合标准的专项债券项目, 利好项目公司融资。

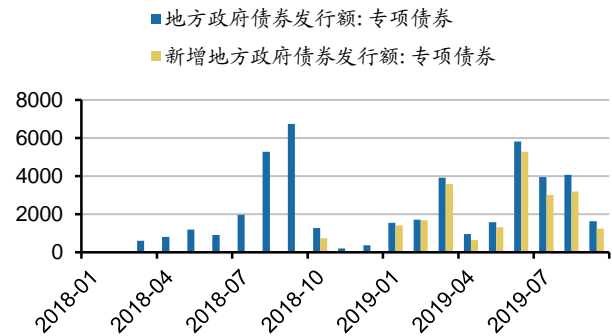
(3) 政策进一步明确了多渠道筹措项目资本金, 鼓励地方政府通过统筹预算收入、上级转移支付、结转结余资金, 以及按规定动用预算稳定调节基金等渠道筹集重大项目资本金。允许各地使用财政建设补助资金、中央预算内投资作为重大项目资本金, 鼓励将发行地方政府债券后腾出的财力用于重大项目资本金。

图 49: 地方政府债券单月发行额 (单位: 亿元)



数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

图 50: 地方政府专项债券发行额 (单位: 亿元)



数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

表 6: 专项债做重大项目资本金统计 (单位: 亿元)

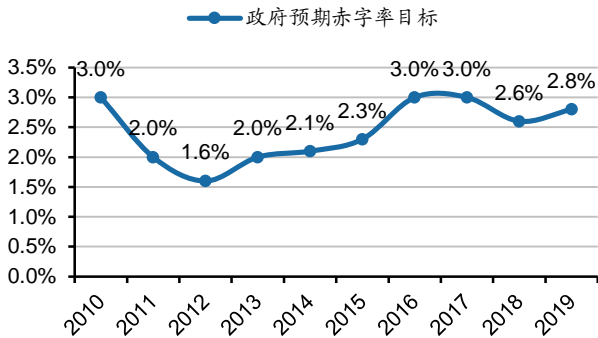
项目	总投资额	资本金	资本金占比	来自于专项债的资本金	专项债占资本金比例	可研报告获批复时间	计划开工时间	预计竣工时间
呼和浩特新机场 (内蒙古)	210.5	105.24	50.00%	5	4.75%	2019.01	2019	2023
集宁至大同至原平铁路 (内蒙古)	113.31	78.31	69.11%	50	63.85%	2019 年	2019	2024
鲁南高铁嘉祥段嘉北片区建设项目	9.42	4.2	44.59%	0.78	18.57%	2018.08	2019	2021.12
包头至惠农南段铁路项目 (内蒙古)	459.88	321.88	69.99%	165	51.26%	2018.07	2019	2023
改建集宁至通辽线电气化改造项目	132.22	66.22	50.08%	12.02	18.15%	2017.1	2019	2022

数据来源: 发改委、中国债券信息网、广发证券发展研究中心

## 2. 中央财政

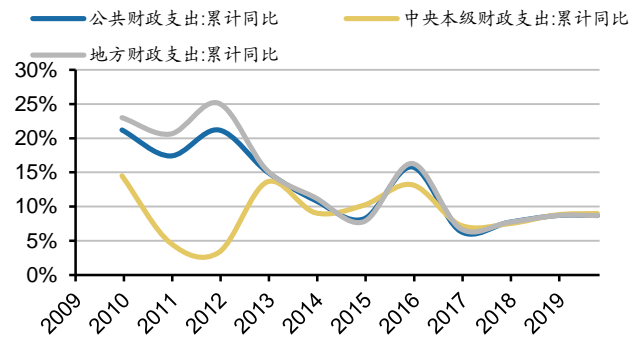
2019年财政支出预算总额为235244亿元, 2019年1-10月公共财政支出同比增长8.7%。其中, 1-10月中央财政支出同比增长9.0%, 中央财政支出高于地方财政支出增速, 延续了前期趋势, 2019年财政支出增速总体保持稳健, 地方压力大于中央, 也在一定程度上加大了对2019年的基建投资资金的力度支持。我们预计2020年财政支出有望继续保持稳健增长的态势, 中央财政稳增长力度有望进一步加大。

图 51: 政策每年预期赤字率目标



数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

图 52: 历年财政支出增速

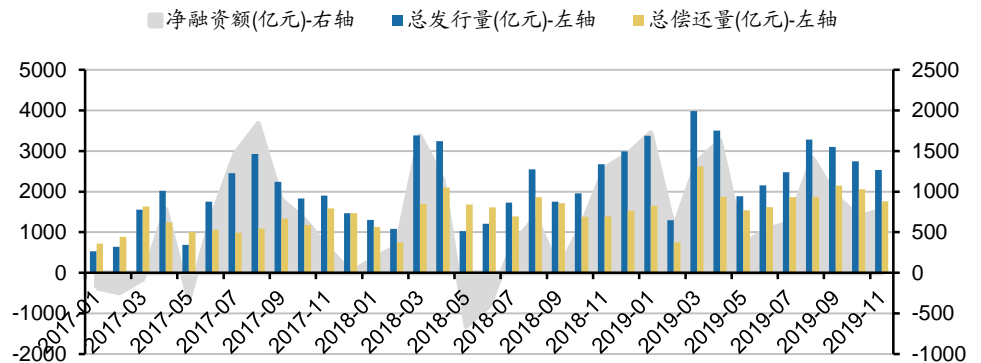


数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

### 3. 城投债

Wind数据显示, 2019年前11月城投债发行总量为3.03万亿元, 同比增加0.84万亿元, 净融资额为1.06万亿元, 同比增加0.54万亿元, 城投债发行总量以及净融资额均有增加。

图 53: 2017-2019年各月城投债发行与偿还

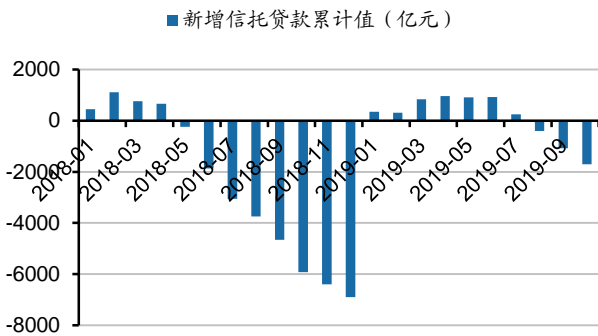


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 4. 非标融资

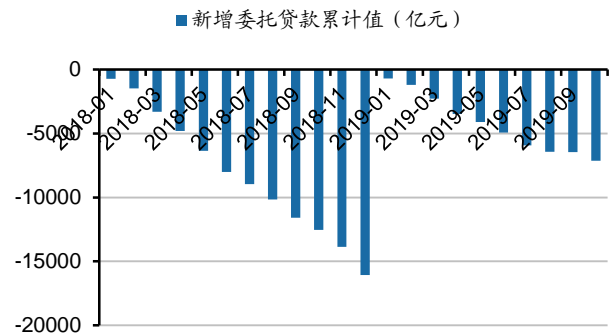
从1-10月数据看, 1-10月新增信托贷款-1702亿元, 较18年同期增加4223亿元, 1-10月新增委托贷款-7121亿元, 较18年同期增加5425亿元。2019年的非标融资即便为负值, 但是较2018年还是有边际上的改善。

图 54: 新增信托贷款年度累计值



数据来源: 中国人民银行、广发证券发展研究中心

图 55: 新增委托贷款年度累计值



数据来源: 中国人民银行、广发证券发展研究中心

我们根据最近的数据情况对2020年基建投资增速进行预测。主要基于以下几个方面:

1) 虽然2020年财政支出持续发力, 但是权益资金收入相对有限, 一方面财政减税将减少财政收入, 另一方面土地出让减少。预计新增专项债额度继续提升, 同时考虑到可以加杠杆部分比例将有明显提升以及杠杆倍数提升, 将给基建投资带来更多的配套资金。

以新增专项债为例, 我们预计2020年新增专项债对基建资金将带来更有效的投资, 主要基于以下四个维度: (1) **总额度提升**: 预计2020年新增地方专项债额度在3万亿元左右, 较2019年将有明显提升; (2) **用于基建比例提升**: 以2019年专项债流向为例, 流向基建部分的比重约为25%-30%, 其余流向主要为土储和棚改。国常会要求提前下达部分不可用于地产相关项目, 则新增专项债流向基建项目的比例将大幅提升, 预计投向基建的比例有望从30%提升至70%专项债有望成为明年基建增长的主要资金来源。(3) **杠杆部分增加**: 专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右, 6月专项债新规规定用于部分重大项目专项债可以用做项目资本金, 该部分项目占比约8.6%, 而实际操作远低于8.6%, 2020年该比例明显提升。(4) **杠杆比例提升**: 近期国常会决定健全固定资产投资项目资本金管理, 港口、沿海及内河航运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、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础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。

2) 主要看杠杆资金的边际改善, 如地方专项债可作为资本金投向符合一定条件的的项目, 此外, 城投债融资的边际改善都有助于基建投资的回暖复苏, 从数据上看, 2020年非标依然为负值, 但是流出绝对值将有所减少, 带来部分边际上的变化。

预计部分新增专项债在2020年年初将会形成实物量, 从而对基建投资带来明显拉动, 同时近期发改委批复基建类投资项目保持高增速, 或对明年一季度基建投资形成支撑。而全年基建投资受制于后期中央政府及地方政府的财政压力, 预计增速将略低于Q1增速。我们预计2020年广义基建投资(含电力)同比增长7%。具体计算过程可以参考我们之前发布的《建筑装饰行业专题报告之二——从资金来源角度看基建投资》。

表 7: 基建资金来源 (亿元)

项目	2017			2018			2019E			2020E		
	金额	同比	占比	金额	同比	占比	金额	同比	占比	金额	同比	占比
1、国家预算内资金	23551	8.7%	16.2%	25600	8.7%	17.2%	27700	8.2%	18.0%	28500	2.9%	17.3%
2、国内贷款	23500	11.5%	16.1%	28085	19.5%	18.9%	30275	7.8%	19.7%	29910	-1.2%	18.2%
3、自筹资金	86889	6.2%	59.6%	82017	-5.6%	55.2%	83636	2.0%	54.3%	94417	12.9%	57.4%
1)政府性基金	13382	56.5%	9.2%	19047	42.3%	12.8%	16302	-14.4%	10.6%	15327	-6.0%	9.3%
土地出让	12025	56.6%	8.2%	17400	44.7%	11.7%	14425	-17.1%	9.4%	13450	-6.8%	8.2%
中央政府	1357	56.5%	0.9%	1647	21.4%	1.1%	1877	13.9%	1.2%	1877	0.0%	1.1%
2)城投债	5500	-52.1%	3.8%	5137	-6.6%	3.5%	8659	68.6%	5.6%	9270	7.1%	5.6%
3)专项债	4000	100.0%	2.7%	8900	122.5%	6.0%	12500	40.4%	8.1%	25320	102.6%	15.4%
4)PPP	13800	53.4%	9.5%	18715	35.6%	12.6%	18750	0.2%	12.2%	16500	-12.0%	10.0%
5)非标融资	18922	13.6%	13.0%	-6317	-133.4%	-4.3%	1225	-119.4%	0.8%	1800	46.9%	1.1%
信托贷款	15037	162.5%	10.3%	-2300	-115.3%	-1.5%	2280	-199.1%	1.5%	2300	0.9%	1.4%
委托贷款	3885	-64.4%	2.7%	-4017	-203.4%	-2.7%	-1055	73.7%	-0.7%	-500	52.6%	-0.3%
6)其他自筹资金	31285	-8.4%	21.5%	36534	16.8%	24.6%	26200	-28.3%	17.0%	26200	0.0%	15.9%
4、利用外资	280	5.8%	0.2%	300	7.1%	0.2%	300	0.0%	0.2%	300	0.0%	0.2%
5、其他资金	11589	1.3%	7.9%	12500	7.9%	8.4%	12000	-4.0%	7.8%	11500	-4.2%	7.0%
<b>合计</b>	<b>145809</b>	<b>7.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>148502</b>	<b>1.8%</b>	<b>100.0%</b>	<b>153911</b>	<b>3.6%</b>	<b>100.0%</b>	<b>164627</b>	<b>7.0%</b>	<b>100.0%</b>
资金缺口	27276			27682			28690			30688		
<b>基建投资</b>	<b>173085</b>	<b>13.9%</b>		<b>176183</b>	<b>1.8%</b>		<b>182601</b>	<b>3.6%</b>		<b>195315</b>	<b>7.0%</b>	

数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

#### (四) 历史复盘: 建筑央企有望受益估值切换及 PB 破净修复

建筑央企有望受益估值切换及PB破净修复。(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, 其中Q1/Q2/Q3收入同比分别增长11.8%/19.5%/16.1%, 净利同比分别增长11.5%/6.3%/16.9%, Q3业绩环比提速; 而建筑央企Q1/Q2/Q3订单同比增速分别为6.3%/16.0%/16.4%, Q3订单增速较Q2稳步提升。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(LF)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估值存修复空间。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。



表 8: 建筑央企估值情况 (2019/12/12)

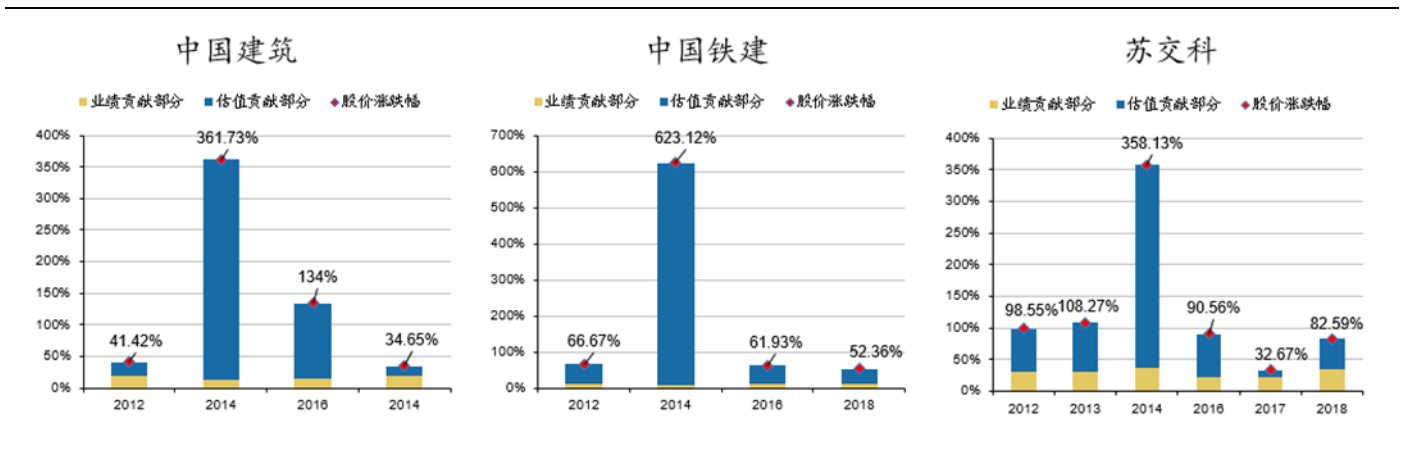
证券代码	证券简称	PB (LF) -倍	PE (TTM) -倍	PE (2019E) -倍	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)
601669.SH	中国电建	0.74	8.32	7.52	4.06	0.54
601800.SH	中国交建	0.76	7.12	6.62	8.88	1.34
601390.SH	中国中铁	0.77	7.15	7.15	5.71	0.80
601618.SH	中国中冶	0.79	8.39	7.68	2.69	0.35
601186.SH	中国铁建	0.82	6.59	6.40	9.69	1.51
601668.SH	中国建筑	0.90	5.33	5.18	5.20	1.00
601117.SH	中国化学	0.98	11.33	11.73	6.32	0.54
600068.SH	葛洲坝	0.98	5.62	5.54	6.19	1.12

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

我们复盘了中国建筑、中国铁建和苏交科的历史情况:

股价增长的驱动因素大体上可分为业绩因素和估值因素, 我们通过分析中国建筑、中国铁建、苏交科三家公司2012年以来的股价涨跌幅及其贡献因素后发现, 每次股价大幅度上升, 估值因素贡献占比均在50%以上(苏交科17年6月开始的上涨行情除外)。中国铁建与中国建筑估值贡献部分占股价总体涨跌幅的比例甚至多次达到了80%以上。相比于建筑央企, 苏交科的股价受业绩因素影响略大一些, 但总体上股价还是受估值因素主导。由此可见, 估值是影响股价涨跌幅最为重要的因素。下面我们将具体分析中国建筑、中国铁建、苏交科几次大涨时估值的驱动因素。

图 56: 部分建筑公司几次股价上涨阶段涨幅



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

**中国建筑:** 历史上中国建筑有几次涨幅明显的时期, 分别开始于2012年9月, 2014年6月, 2016年6月和2018年10月, 具体来看:

**时点一:** 2012年9月, 中国建筑的PE (TTM) 为6.20倍, PB (LF) 为0.95倍。

**驱动因素: 宏观层面:** 2012年6月和7月, 央行进行了两次降息, 确认了货币政策转

向，M1/M2增速回升，货币市场流动性较好，信用利差收窄，信用偏紧的情况有所改善。

**行业层面：**随着十二五规划的完成，新的项目和投资在随后一年内跟进，基建增速和房地产增速迅速提升，整个行业景气程度较高。

**业绩层面：**中国建筑2012下半年利润和订单增速明显加快，与此同时，新开工面积的增速也明显提升，全国房建企业订单情况稳步增长，基建拉动GDP效应明显，房建企业投资价值凸显。

**时点二：**2014年6月，中国建筑的PE（TTM）为3.89倍，PB（LF）为0.71倍。

**驱动因素：宏观层面：**本轮行情上涨的关键驱动因素是央行宽松的货币政策。2014年9月，央行创设了中期借贷便利（MLF），11月启动降息程序，并在接下来一年内进行了5次降息，2015年2月，央行将存款准备金率下调1.5pct至18.5%，货币政策持续宽松。

**行业和业绩层面：**同时期地产投资增速下滑，新开工面积处于相对低位，这是由于国内产能过剩，房地产库存过高。中国建筑的订单和净利润增速也出现了较为明显的下滑。由此可见，此次中国建筑股价上升，主要驱动因素不在于业绩层面。

**时点三：**2016年6月，中国建筑的PE（TTM）为5.76倍，PB（LF）为1倍。

**驱动因素：**

**宏观层面：**央行在2016年10月加大了对MLF的投放力度，保证流动性合理充裕。

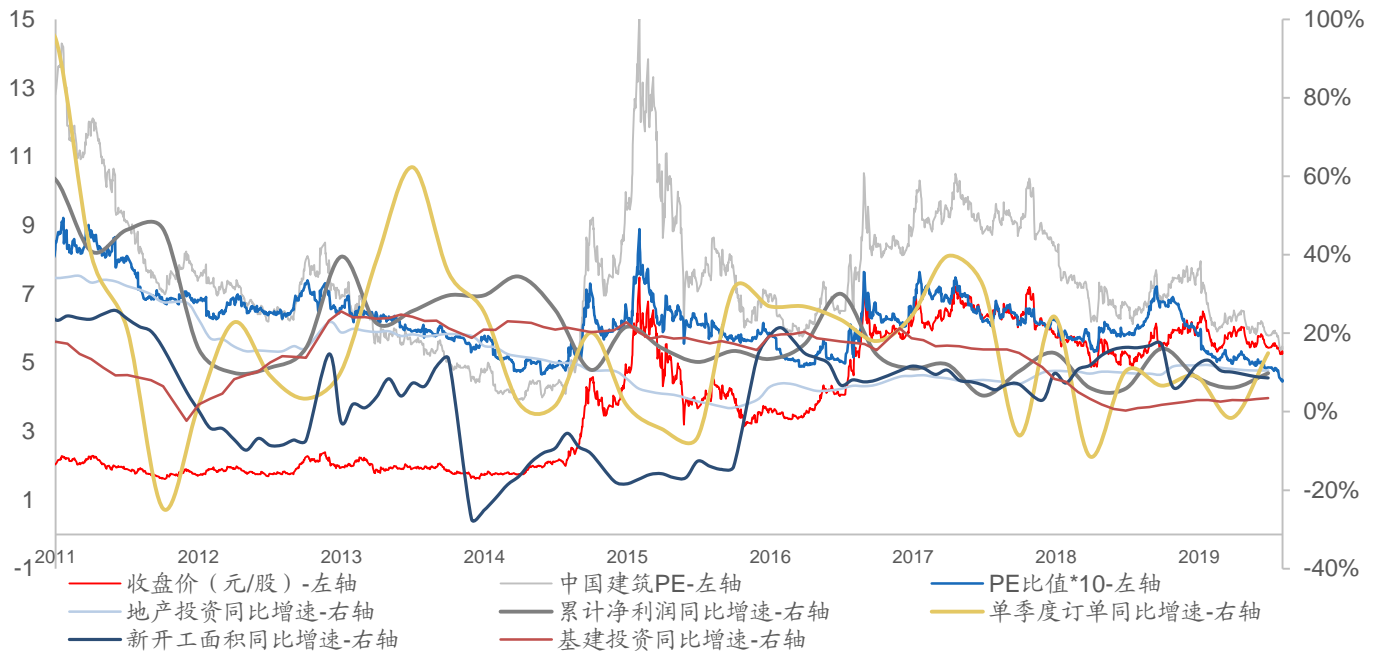
**行业和业绩层面：**国家大力发展“一带一路”战略，中国建筑积极响应国家倡议，践行“大海外”战略，着重在基建板块发力，基础设施建设业务呈现爆发式发展。与此同时，安邦举牌中国建筑并计划一年内增持1亿股，为中国建筑带来不少于5.57亿增量资金，拉动中国建筑的估值水平快速上升。

**时点四：**2018年10月，中国建筑的PE（TTM）为6.11倍，PB（LF）为0.97倍。

**驱动因素：宏观层面：**央行在7月份投放5020亿MLF，释放了货币政策转向宽松的信号。

**行业层面：**2018年前9个月，基建投资增速持续走低。10月31日，国办发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，要求重点关注铁路、公路、水运、机场、等基建领域，基建投资触底回升，这在一定程度上拉动了建筑板块企业，尤其是以中国建筑为代表的低PB央企的估值上升。

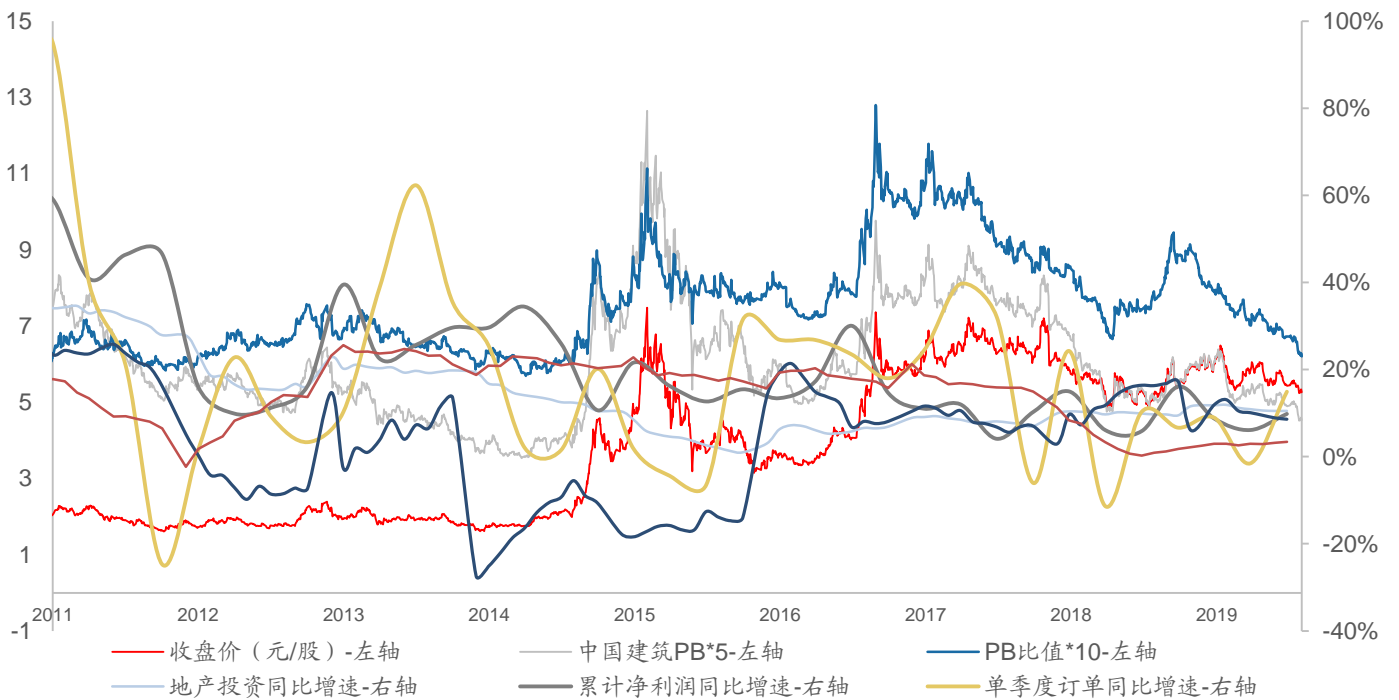
图 57: 中国建筑复盘1 (截止2019/11/06)



数据来源: Wind、公司财报、公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

注释: 图中 PE 为 PE (TTM)

图 58: 中国建筑复盘2 (截止2019/11/06)



数据来源: Wind、公司财报、公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

注释: 图中 PB 为 PB (LF)

**中国铁建：**历史上中国铁建估值水平明显提升的时段分别开始于2010年9月，2012年4月，2014年3月，2016年8月和2018年7月，其中2010年9月中国铁建PE上升主要是由于沙特麦加轻轨项目产生亏损导致公司2010Q3业绩明显下滑所致，不具备参考意义。由于中国铁建和中国建筑同为建筑央企，受到宏观因素的影响相类似，故下面主要分析大涨时期的行业与业绩驱动因素：

**时点一：**2012年3月底，中国铁建的PE（TTM）为6.22倍，PB（LF）为0.75倍。

**驱动因素：**2012年5月18日，《铁道部关于鼓励和引导民间资本投资铁路的实施意见》公布，鼓励民间资本投资铁路线路建设，铁路建设融资渠道有效拓宽。铁道部7月披露，2012年全国铁路固定资产投资计划总规模为5800亿元，铁路基本建设投资增加640亿元。12年底，国家铁路局发布的《“十二五”铁路规划》中更明确指出，“十二五”期间，铁路发展的重点是建设发达完善铁路网，强化基础设施设备现代化水平，到2015年，全国铁路营业里程达12万公里左右。这一规划的提出极大地提振行业愿景，提升投资者信心。2012年整年，中国铁建净利润增速不断提升，订单增速维持于相对高位。

**时点二：**2014年3月，中国铁建的PE（TTM）为4.57倍，PB（LF）为0.61倍。

**驱动因素：**2014年基建投资增速维持在20%的高位，14年第一季度，中国铁路总公司三次上调铁路投资金额，各地铁路局重新规划铁路建设。14年11月，“一带一路”政策上升为国家战略，海外基础建设需求旺盛。中国铁建的海外订单首次突破千亿，创下新高，国内外形势一片大好。

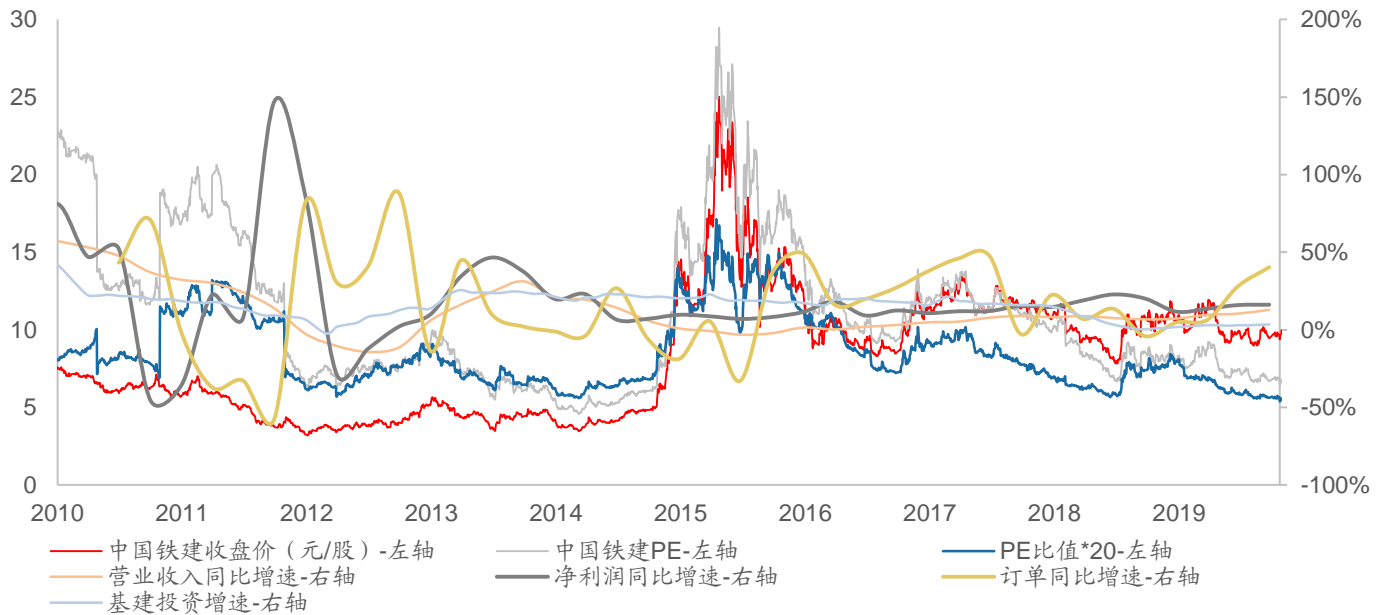
**时点三：**2016年8月，中国铁建的PE（TTM）为9.12倍，PB（LF）为1.05倍。

**驱动因素：**2016年2月，基建投资增速触底回升，短期内提升至20.3%的相对高位，拉动基建央企行情上涨。16年全国铁路投资规模仍维持在8000亿元。16年在商务部的引导下，中国铁建开始与其他中国企业强强联手，优势互补，抱团出海，接连拿下几个海外重大订单，公司大海外战略布局开启新篇章。“十三五”期间我国轨道交通发展正式进入黄金时代，中国铁建轨交市场占有率30%以上。2016年市政工程新签订单额首次突破千亿元，实现爆发式增长。

**时点四：**2018年7月，中国铁建的PE（TTM）为6.68倍，PB（LF）为0.71倍。

**驱动因素：**2018上半年基建增速回落。国家面临着外部贸易冲突，国内经济下行等不确定因素，基建投资稳增长属性突出。7月26日，李克强总理考察川藏铁路，要求加快中西部基础设施建设；10月，国务院办公厅下发指导意见，要求保持基础设施补短板力度，以中国铁建为首的大型低PB基建央企投资价值凸显。

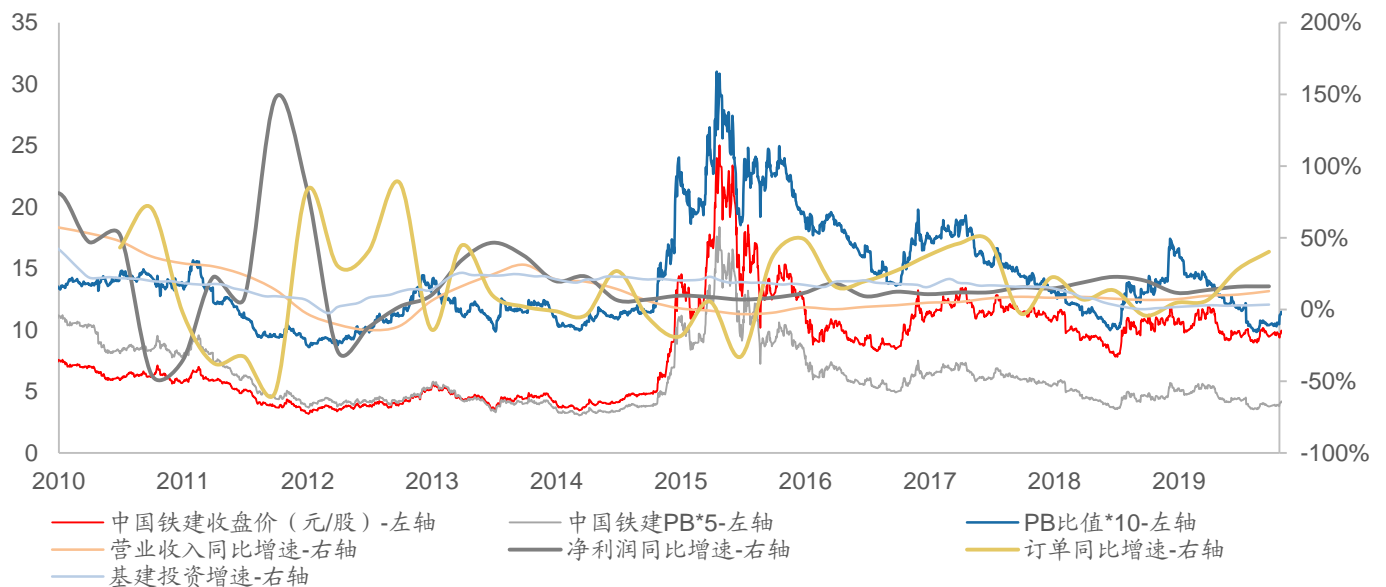
图 59: 中国铁建复盘1 (截止2019/11/06)



数据来源: Wind、公司财报、公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

注释: 图中 PE 为 PE (TTM)

图 60: 中国铁建复盘2 (截止2019/11/06)



数据来源: Wind、公司财报、公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

注释: 图中 PB 为 PB (LF)

**苏文科:** 历史上, 苏文科几次大涨分别开始于 2012 年 12 月, 2013 年 8 月, 2014 年 5 月, 2016 年 2 月, 2017 年 6 月。相比于建筑央企估值水平受政策因素影响较大, 苏文科估值的主要驱动因素集中在业绩和并购层面。值得注意的是, 截止至 12 月 12 日, 公司的 PE 估值水平已经跌破历史最低点, 为 11.3, 具体来看:

**时间点一：**2012年12月，苏交科PE（TTM）为13.96倍，PB（LF）为1.32倍。

**驱动因素：**12年2月后，基建投资增速触底反弹，拉动建筑企业后续行情与估值水平上升；“十八大”提出新型城镇化建设要求，推动交通行业发展，各地纷纷规划建设城市轨道交通线路，发改委加快批复轨交项目。苏交科工程咨询业务优势明显，净利润增速快速上升。

**时间点二：**2013年7月底，苏交科PE（TTM）为16.13倍，PB（LF）为1.36倍。

**驱动因素：**13年，基建增速保持相对高位，公司主要市场江苏省在“十二五”期间持续加大对交通基础设施投资，新建、扩建的公路始终保持在高位。公司的净利润增速始终维持在相对高位。与此同时，苏交科收购了三联安全，拓展公司检测资质，拉动股价快速上升。

**时间点三：**2014年4月底，苏交科PE（TTM）为19.76倍，PB（LF）为2.4倍。

**驱动因素：**2014年，在财政部财金156号文的指导下，PPP试点项目陆续展开，苏交科凭借自身优秀的设计能力，与央企合作开展PPP项目，以小投资撬动大回报，获取订单能力不断增强。公司在14年4月和5月分别成功收购了淮交院和厦门市政院，分别着眼于巩固省内市场和拓展国外市场，提振投资者对公司利润增厚的信心，催化股价台阶式上升。

**时间点四：**2016年1月底，苏交科PE（TTM）为26.54倍，PB（LF）为3.08倍。

**驱动因素：**国家自2014年底引入PPP项目后，不断对其进行规范化，全国PPP项目的规模和落地率不断上升。苏交科2015年底联合成立了贵州PPP产业投资基金管理公司，并与其和中铁十二局组成联合体，7月中标公司首个10亿级PPP项目，彰显公司优秀的盈利能力与投资价值。苏交科一直坚持PPP与环保双驱动的战略，并以较低溢价收购美国环境检测龙头TestAmerica，为国内“大环保”布局创造了良好的开端。

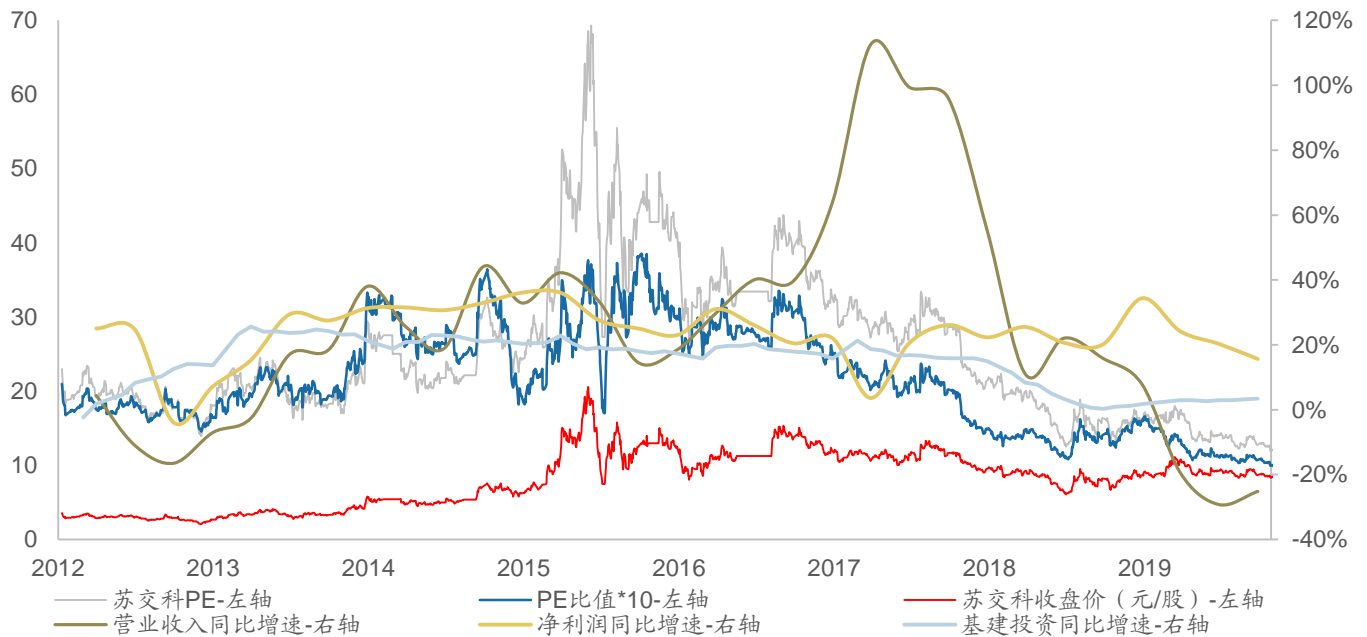
**时间点五：**2017年6月，苏交科PE（TTM）为25.38倍，PB（LF）为3.22倍。

**驱动因素：**公司受业务增长和并购子公司的影响，17H1营业收入增长率达到了99.41%，虽然相关的营业外支出也随着营收增长导致业绩增速不明显，但还是从一定程度上拉动了估值上升。8月，公司收购石家庄市政院，完成对京津冀和雄安新区的业务布局。9月公司宣告发行可转债，为环境检测运营中心等项目募集资金，拉动股价进一步上涨。

**时间点六：**2018年7月，苏交科PE（TTM）为12.52倍，PB（LF）为1.64倍。

**驱动因素：**2018下半年，随着国家补短板力度加大，固定资产投资增速出现回升，引发建筑板块企业估值修复。公司业绩增速始终维持在20%左右的相对高位，并购江苏益铭打通公司环境业务全产业链布局，提升公司发展愿景。

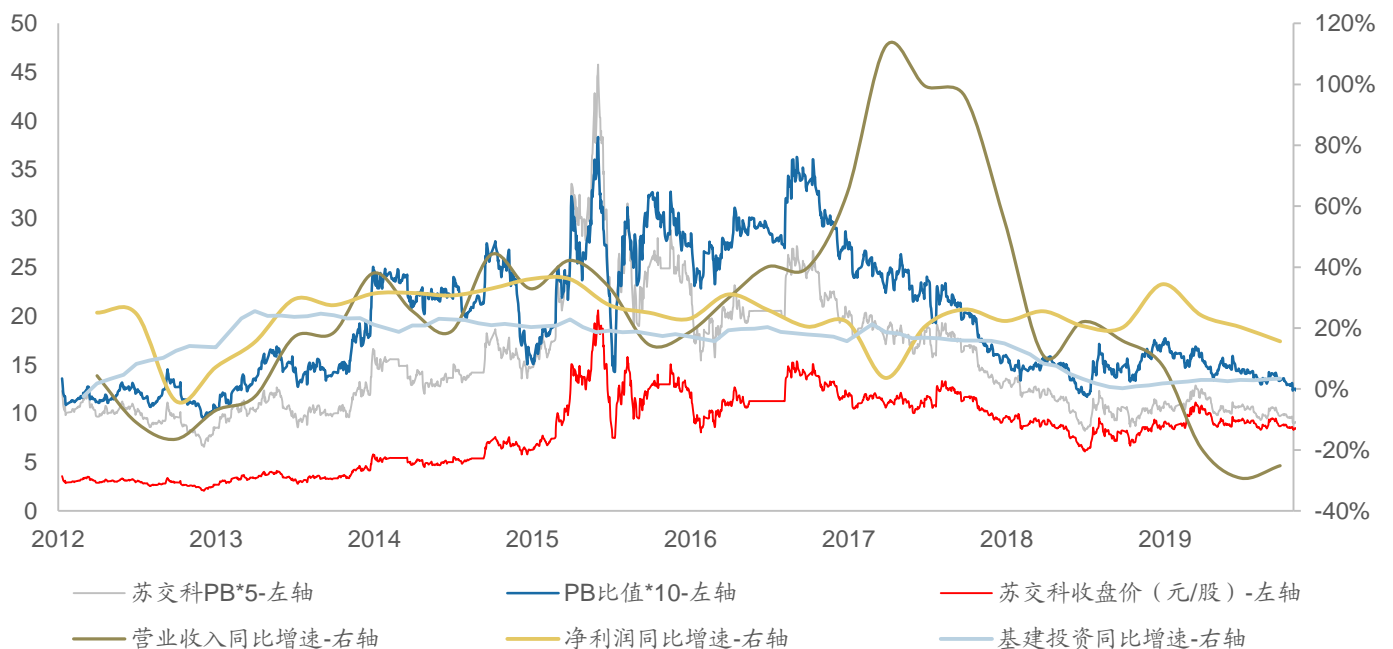
图 61: 苏文科复盘1 (截止2019/11/06)



数据来源: Wind、公司财报、公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

注释: 图中 PE 为 PE (TTM)

图 62: 苏文科复盘2 (截止2019/11/06)



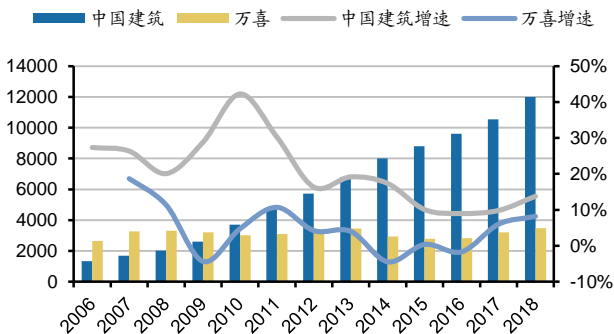
数据来源: Wind、公司财报、公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

注释: 图中 PB 为 PB (LF)

通过历史复盘发现，行情的上涨有两个必要条件：①低估值且政策宽松；②行业增量资金带来新签订单复苏。而2019年建筑板块之所以表现较差，主要就是受制于资金端缺乏带来基建投资复苏不及预期，但是目前看，2020年新增专项债将有力改善基建投资的资金提供，建筑央企估值有望逐渐修复。

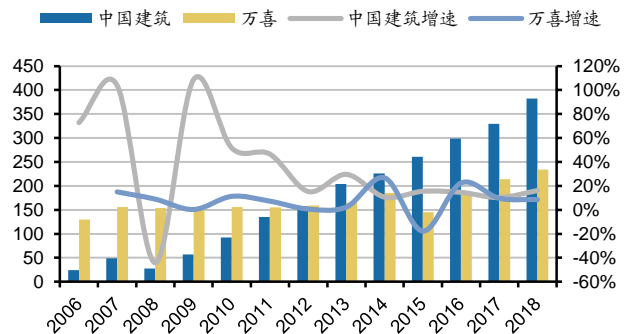
进一步对比法国万喜和中国建筑，从基本面看，中国建筑近几年收入增速远超万喜，但是业绩增速逐渐趋同，这使得万喜的净利率水平相比中国建筑更高。此外，万喜的现金流更加稳定，经营性现金流常年维持在300亿人民币左右，而中国建筑现金流波动较大。从盈利指标看，目前两家公司ROE接近，但是中国建筑净利率低一点。万喜更稳定的增长和现金流造成了相对于中国建筑的估值溢价。

图 63: 中国建筑与法国万喜营业收入对比 (单位: 亿元人民币)



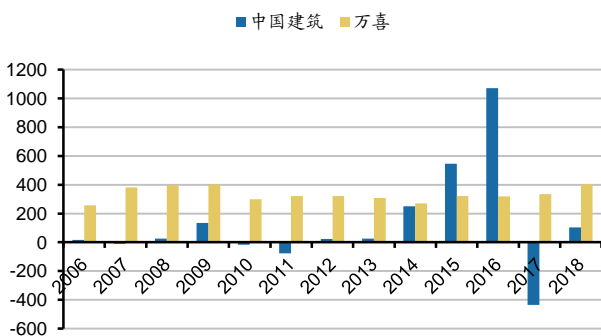
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 64: 中国建筑与法国万喜净利润对比 (单位: 亿元人民币)



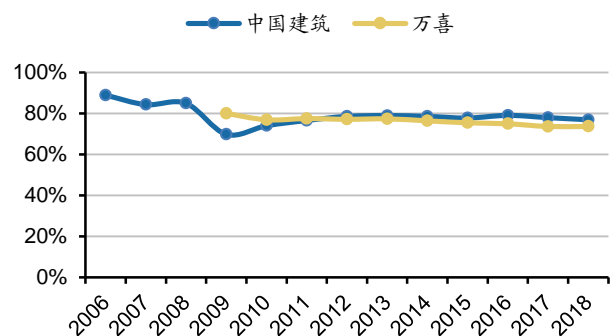
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 65: 中国建筑与法国万喜经营现金流对比 (单位: 亿元人民币)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

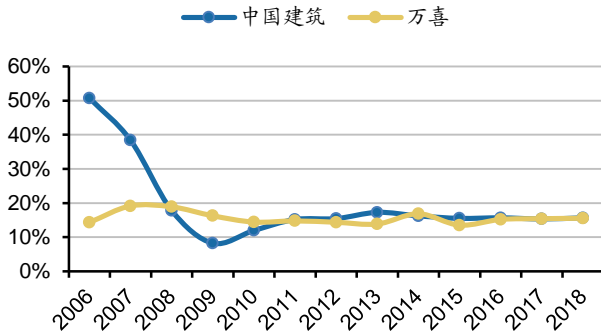
图 66: 中国建筑与法国万喜资产负债率对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

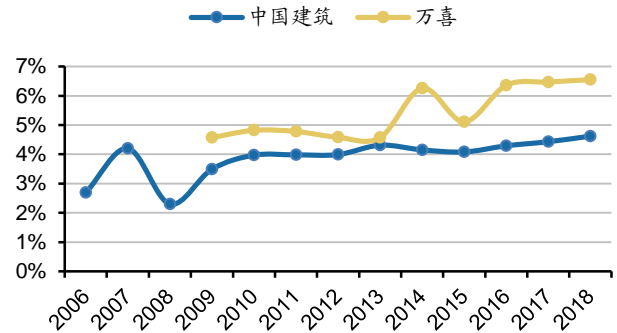


图 67: 中国建筑与法国万喜ROE (摊薄) 对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 68: 中国建筑与法国万喜净利率对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 三、2020 年关注哪些细分行业？

#### (一) 长期选择优质赛道，检测行业发展提速，龙头市占率有望提升

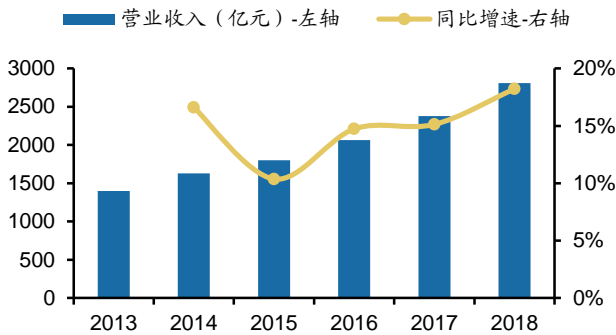
2001年我国加入世贸组织后，各行业逐步打开对外开放的大门，外资检测机构凭借雄厚的资本实力和丰富的运作经验全面进入中国检测市场，成为中国检测市场的重要部分；我国政府逐渐放开对检测市场的监管，指出要推进检验检测机构市场化运营，提升专业化服务水平，由外资检测机构与民营检测机构构成的独立第三方检测主体开始受到认可与重视。

2013年大部制改革后，国家食品药品监督管理总局、质检局等重新整合，将使我们检测市场迎来一次大规模结构性调整，国有检测机构将会在形式上撤去官方属性，正式参与到民营机构、外资机构的市场竞争中来。推动转企改制、设立行业检测联盟、加入全球认证认可与检验检测多互认体系，力求全方位提升国内检测行业水平，保障发展质量，提升国际认可度。

#### 国内检测行业发展现状：

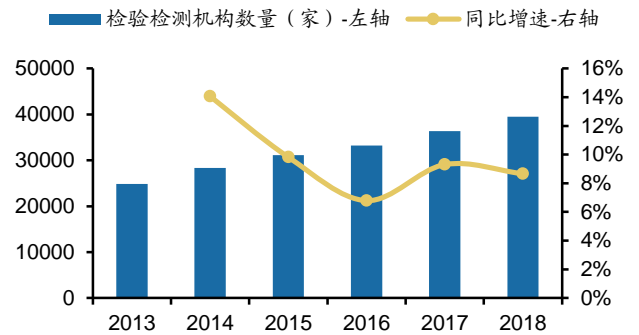
**1.行业增速快：**市场监管总局发布的2018年度检验检测服务业统计结果显示，截至2018年底，我国共有检验检测机构39472家，较2017年增长8.66%，全年实现营业收入2810.5亿元，较2017年增长18.21%。从业人员117.43万人，较上年增长4.91%。检测行业收入增速连续多年均在10%以上，且从2015年以后，行业年收入增速逐年提升。

图 69: 检验检测行业收入及同比增速



数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

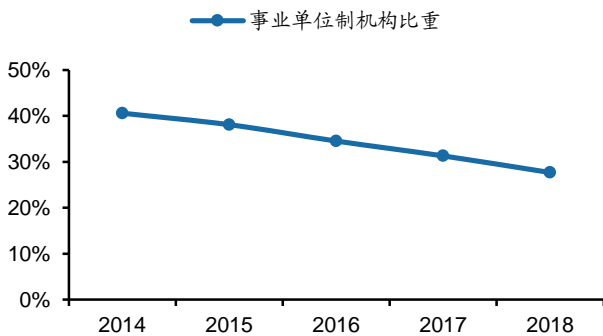
图 70: 检验检测行业机构数量及同比增速



数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

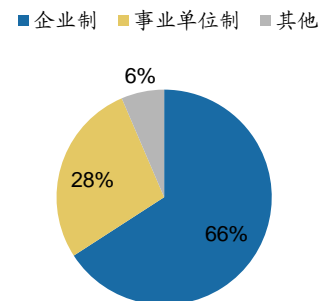
**2. 事业单位改制加速，私营检测机构增长势头强劲：**2018年，我国企业制的检验检测机构26000家，占机构总量的65.87%；事业单位制10924家，占机构总量的27.68%。事业单位制检验检测机构占机构总量的比重首次下降到30%以下。近5年，我国事业单位制检验检测机构的比重分别为40.6%、38.1%、34.54%、31.30%和27.68%，呈现明显的逐年下降趋势。

图 71: 事业单位制检测机构比重



数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

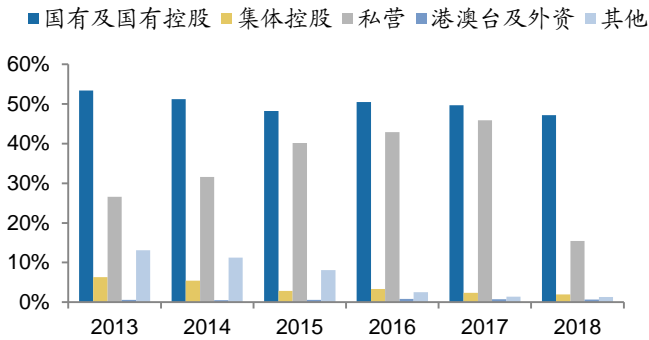
图 72: 检验检测机构属性 (2018年)



数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

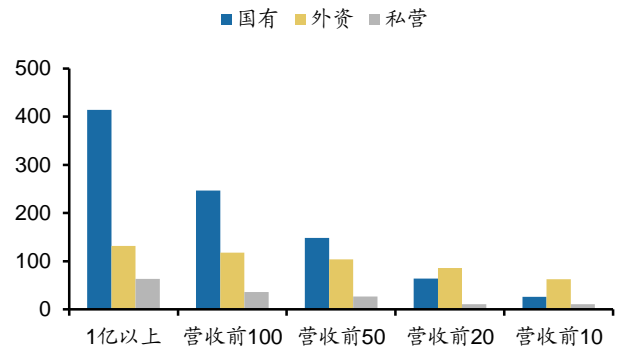
自2011年以来, 国务院指出要推进检验检测机构市场化运营, 提升专业化服务水平, 培育第三方的质量和安全检验、检测、检疫、计量、认证技术服务。2013-2018年中国认证认可检验检测统计分析报告显示, 私营检测机构数量始终保持高增长态势, 占行业机构总数的26.62%、31.59%、40.16%、42.92%、45.28%、48.72%。营业收入方面, 根据官方披露的2016年全国检验检测服务业统计报告, 营收前100名的机构均为国有、外资和私营, 但国有和外资检测机构的实力相对更为强劲, 但未来伴随检测机构去行政化的发展趋势和愈发多样化的检测需求, 民营检测机构的市场份额有望进一步提升, 与外资检测机构之间形成激烈竞争, 并加速行业发展。

图 73: 检测机构所有制结构



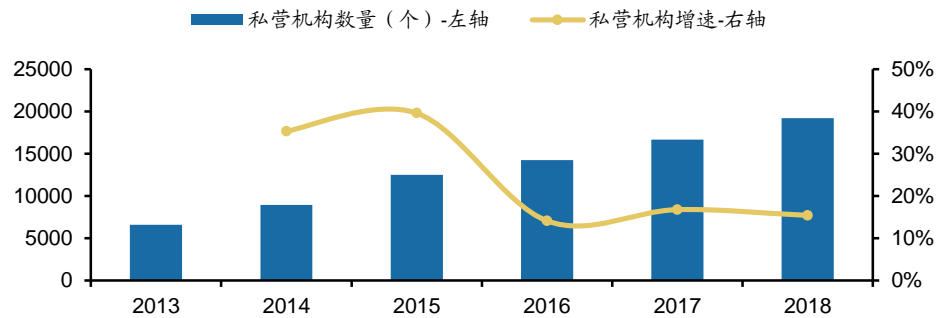
数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

图 74: 不同所有制机构企业数量 (2016) (单位: 个)



数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

图 75: 私营检测机构数量及增速

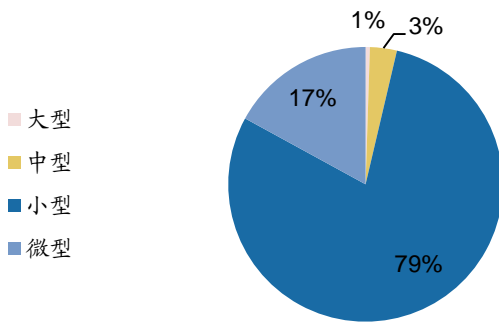


数据来源: 市场监管总局认可检测司、广发证券发展研究中心

**3. 目前检验检测机构集约化发展势头显著, 规模以上机构数量稳步增长。**市场监管总局发布的2018年度检验检测服务业统计结果显示: 2018年全国检验检测服务业中, 规模以上 (年收入1000万元以上) 检验检测机构数量达到5051家, 营业收入达到2148.8亿元。规模以上检验检测机构数量仅占全行业的12.8%, 但营业收入占比达到76.5%, 规模效应十分显著。目前, 全国检验检测机构2018年年度营业收入5亿元以上机构有37家, 比2017年多10家; 收入1亿元以上机构有354家, 比2017年多60家; 收入5000万元以上机构有899家, 比2017年多158家。近两年, 规模以上检验检测机构年均增幅超过12%, 年度营业收入平均值达到4254万元, 人均年产值达到46.5万元, 接近外资检验检测机构的人均产值水平。截至2018年底, 全国检验检测服务业上市企业数量97家, 同比增长12.79%, 检验检测行业进入资本市场的速度进一步加快。

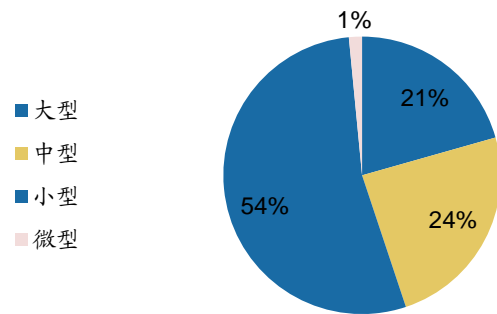
现阶段我国检测认证行业小规模企业众多, 2013年至今, 历年小型机构占总机构数量均达80%以上, 2017年大、中型检测机构数量仅占4%。营收方面, 小型机构占比54%; 数量占比仅4%的大、中型机构创造了行业45%的营业收入, 相反数量占比16%的微型检测机构营收创造仅占1%。

图 76: 各规模检测机构营业收入占比 (2018年)



数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

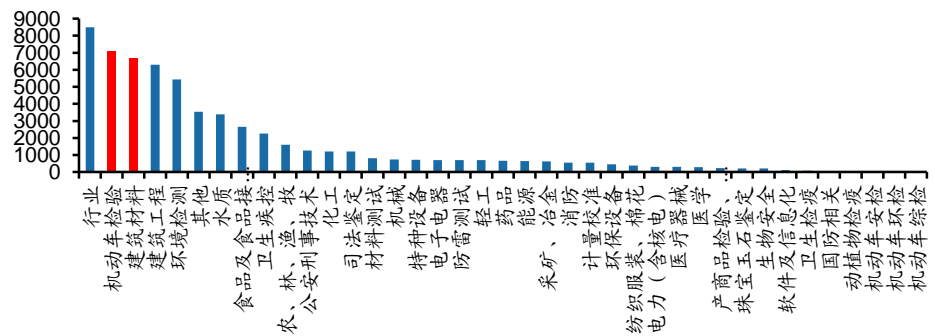
图 77: 各规模检测机构数量占比 (2018年)



数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

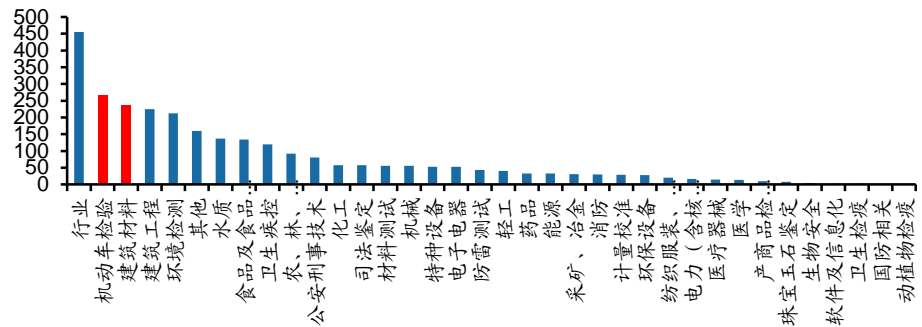
**4.龙头企业市占率提升:** 从行业分布看, 2017年建筑工程领域机构数量略少于机动车安检和建筑材料行业, 在所有行业中位于第三位, 而在收入规模上远领先于其他行业。目前建筑建材检测行业的集中度较低, 龙头公司市占率不高。国检集团目前为建筑建材检测领域的龙头企业, 2018年公司实现营业收入9.37亿元 (2017年收入7.52亿元), 而中国认证认可检验检测统计分析报告显示, 建筑工程检测和建筑材料检测2017年行业收入分别为365.5亿元与211亿元, 合计576.5亿元, 国检集团市占率约为1.3%。而国检集团近期收入增速保持在20%以上, 高于行业增速, 在行业增速逐年提升的情况下市占率也持续提升。

图 78: 检测机构数量行业分布 (2018年) (单位: 个)



数据来源: 市场监管总局认可检测司、广发证券发展研究中心

图 79：检测机构收入行业分布（2018年）（单位：亿元）



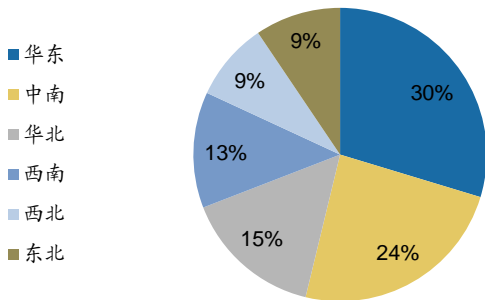
数据来源：市场监管总局认可检测司、广发证券发展研究中心

**5.市场委托检测成主流，政府指令性业务持续下降：**近年来检测行业对外提供的检测报告均以社会委托为主，其次为行政执法，仅有少部分属于司法鉴定报告。2018年，全行业检验检测业务来源中，社会委托的检验检测报告3.76亿份，同比增长24.81%，占比87.7%；仅有0.25亿份报告来自政府指令性任务，占比5.92%，较去年下降43.71%。表明我国检验检测市场进一步成熟，政府导向式的市场色彩进一步淡化。

**6.机构数量及业务分布地域化明显：**中国认证认可检验检测统计分析报告显示，全国检测认证机构集中分布在华东和中南地区，且行业60%以上营业收入来自于向华东、中南地区提供的服务。相比之下，我国西部及东北地区检测认证机构的数量较少，同时业务的营收创造能力较弱。

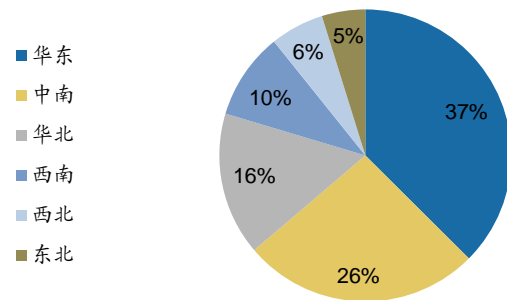
**7.科研创新能力不断增强：**通过观察市场监管总局发布的检验检测服务业统计结果，近年来，我国每年获得高新技术企业认证的检验检测机构数量逐年增加，在2016年达到最高增速69.22%，近2年来增速有所回落。但在行业整体规模逐年扩大的情况下，获得高新技术企业认证的机构数量占比不断增加，由2013年的2.16%上升至2018年的4.71%。与此同时，行业整体不断加大用于研究与试验发展的支出经费，积极参与科研项目，2018年全年检验检测行业投入研究与试验发展经费支出总计158.38亿元。参与科研项目总计31627项；全行业拥有有效专利48511件，其中有效发明专利23261件，同比增长24.77%。有效发明专利量占有效专利总数比重为47.95%，比2017年上升9.48个百分点。

图 80: 检测认证机构数量分布情况



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 81: 检测认证机构营业收入分布情况



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

## (二) 短期关注业务模式优化, 基建格局重塑背景下基建龙头设计公司集中度提升

### 1. 分拆上市有助提升央企子公司积极性和企业估值水平

许多建筑公司在发展历程中通过收购公司企图扩展业务实现公司转型, 比如葛洲坝通过收购苏州中固进入环保行业, 城地股份收购湘江科技发展数据中心业务等, 在收购时产生了大量商誉。而在后期发展中, 公司能否通过收购的契机成功进入新的领域实现业绩增长是存在不确定性的, 未来可能发生商誉大额减值, 建筑公司更应该聚焦于传统主业。

表 9: 建筑公司转型商誉变化情况 (亿元)

公司名称	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q3
洪涛股份	-	35.04	535.43	496.10	454.78	257.97	257.97
江河集团	228.92	633.84	1200.28	1243.44	1207.49	1122.64	1162.68
葛洲坝	11.69	17.68	742.17	1250.13	1337.75	1539.60	1539.60
城地股份	0	0	0	0	0	0	1464.31
中国交建	307.62	1537.12	6016.53	5209.87	5425.67	5160.97	5265.81

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

2019年8月23日, 证监会发布《上市公司分拆所属子公司自境内上市试点若干规定(征求意见稿)》, 允许境内上市公司分拆子公司于A股上市。我们统计了建筑央企旗下非主营业务的子公司以及联营公司, 除中国化学以外, 其他7家建筑央企均存在与公司主营业务不同的的子公司或联营公司, 主要领域分布于装配式建筑、环保、勘察设计、装备制造、机械制造等几个领域。如央企旗下子公司分拆上市, 一方面有助于公司聚焦主业, 而分拆上市的子公司积极性也进一步加强, 另一方面也有助于提升二级市场估值水平。

表 10: 建筑央企非主业子公司情况 (2019/6/30)

公司名称	子公司名称	所属板块	主营业务	参控关系	持股比例
中国建筑	中建钢构		钢结构	子公司	100%
	中国建筑发展	装配式建筑	绿色建筑	子公司	100%
	中建科技集团		绿色装配式建筑	子公司	100%
	中建安装工程	专业工程	专业工程	子公司	100%
	中建电力建设	环保	清洁能源发电、污染治理	子公司	100%
	中国建筑装饰集团	工业装饰	工业装修装饰	子公司	100%
	中国中建设计集团	勘察设计	工程勘察设计	子公司	100%
中国电建	中国水电工程顾问集团		勘测设计	子公司	62.50%
	华东勘测设计研究院		勘测设计	子公司	85.37%
	贵阳勘测设计研究院		勘测设计	子公司	71.04%
	成都勘测设计研究院	勘测设计	勘测设计	子公司	100%
	昆明勘测设计研究院		勘测设计	子公司	100%
	西北勘测设计研究院		勘测设计	子公司	100%
	中南勘测设计研究院		勘测设计	子公司	100%
	北京勘测设计研究院		勘测设计	子公司	100%
	中电建水电开发集团		电力投资与运营	子公司	82%
	中国电建集团甘肃能源投资		电力投资与运营	子公司	100%
	中国水电建设集团新能源开发		电力投资与运营	子公司	66.14%
	四川岷江港航电		水力发电	子公司	20%
	四川美姑河水电开发		水力发电	子公司	25.50%
	四川华能太平驿水电		水力发电	联营企业	40%
	重庆酉水水电开发		水力发电	联营企业	30%
贵州西源发电	能源投资运营	水力发电	联营企业	29%	
国电西藏尼洋河流域水电开发		热电联产	联营企业	30%	
贵州省马岭水利枢纽开发		热电联产	子公司	17.02%	
国家电投集团郑州燃气发电		其他电力生产	联营企业	39%	
江苏国信东凌风力发电		风力发电	联营企业	30%	
四川能投水务投资	生态环保	水污染治理	子公司	20%	
中电建生态环境集团		水污染处理	子公司	74.38%	
中国中冶	华刚矿业股份	矿产资源	其他常用有色金属矿采选	子公司	25.28%
	中冶西澳矿业		资源开发等	子公司	100%
	中冶集团铜锌	矿产资源	资源开发等	子公司	100%
	中冶金吉矿业开发		资源开发等	子公司	67.02%

	中冶澳大利亚控股		资源开发	子公司	100%
	瑞木镍钴管理(中冶)		镍钴矿石开采冶炼等	子公司	100%
	天津赛瑞机器设备		装备制造	联营企业	50%
	中冶陕压重工设备	装备制造及服务	冶金专用设备制造	子公司	71.47%
	中冶宝钢技术服务		维检协力等	子公司	59.65%
	石钢京诚装备技术		特钢生产及装备制造	联营企业	48.96%
	中冶建筑研究总院		设计,科研,工程总承包等	子公司	100%
	北京中冶设备研究设计总院		设计,科研,工程总承包等	子公司	100%
	中冶赛迪集团	勘察设计	设计,服务等	子公司	100%
	中冶集团武汉勘察研究院		勘察,设计等	子公司	100%
	中冶沈勘工程技术		勘察,设计等	子公司	100%
	中国葛洲坝集团水泥	水泥	水泥产销	子公司	100%
	中国葛洲坝集团绿园科技		环保	子公司	100%
	葛洲坝京环科技		环保	子公司	51%
	杭州华电华源环境工程	环保	环保工程施工	子公司	40%
	华电华源人工环境工程		环保工程施工	联营企业	22%
	中国葛洲坝集团装备工业		装备制造	子公司	100%
葛洲坝	葛洲坝中科储能技术	装备制造	储能技术开发	合营企业	67.64%
	葛洲坝节能科技		科技研究与技术服务	联营企业	40%
	中国葛洲坝集团水务运营		基础设施投资与运营	子公司	100%
	葛洲坝(海口)引水工程投资		基础设施投资与运营	子公司	80%
	葛洲坝水务(荆门)	水务投资运营	基础设施投资与运营	子公司	90%
	葛洲坝(海口)水环境治理投资		基础设施投资与运营	子公司	88.89%
	渭南市东秦供水		基础设施投资运营	联营企业	33%
	中国葛洲坝集团勘测设计	勘测设计	勘测设计	子公司	100%
	华刚矿业股份	矿产资源	矿业	联营企业	41.72%
	中铁资源集团		矿产资源开发	子公司	100%
中国中铁	中铁二院工程集团		勘察,设计,监理咨询	子公司	100%
	中铁华铁工程设计集团		勘察,设计,监理咨询	子公司	100%
	中铁工程设计咨询集团		勘察,设计,监理咨询	子公司	70%
	中铁大桥勘测设计院集团	勘察设计	勘察,设计,监理咨询	子公司	65%
	中铁第六勘察设计院集团		勘察,设计,监理咨询	子公司	100%
	中铁科学研究院		勘察,设计,监理咨询	子公司	100%
	中国铁路设计集团		工程勘察设计	联营企业	30.00%



	中铁工业(已上市)		工业制造	子公司	20.55%
	中铁山桥集团		工程设备和零部件制造	子公司	100%
	中铁宝桥集团	装备制造	工程设备和零部件制造	子公司	100%
	中铁科工集团		工程设备和零部件制造	子公司	100%
	中铁工程装备集团		工程设备和零部件制造	子公司	100%
	中铁人才交流咨询		人才信息网络服务	子公司	100%
	中铁文化旅游投资集团	文化服务	旅游,体育,文化项目投资,开发,经营	子公司	100%
	中交公路长大桥建设国家工程研究中心		研发设计及咨询	子公司	5%
	中交第二公路勘察设计研究院		基建设计	子公司	100%
	中交第一公路勘察设计研究院		基建设计	子公司	100%
	中交水运规划设计院		基建设计	子公司	100%
	中国公路工程咨询集团		基建设计	子公司	100%
	中交第三航务工程勘察设计院	勘察设计	基建设计	子公司	100%
	中交公路规划设计院		基建设计	子公司	100%
中国交建	中交第一航务工程勘察设计院		基建设计	子公司	100%
	中交第四航务工程勘察设计院		基建设计	子公司	100%
	中交基础设施养护集团		基建设计	子公司	100%
	中交第二航务工程勘察设计院		基建设计	子公司	100%
	中交铁道设计研究总院		基建设计	子公司	51%
	中交天和机械设备制造		装备制造	合营企业	23.47%
	上海振华重工(集团)股份	机械制造	装备制造	联营企业	16.24%
	中交西安筑路机械		机械制造	子公司	54.31%
	中交上海装备工程		机械设计制造	子公司	55%
	中铁第四勘察设计院集团	勘察设计	勘察设计	子公司	100%
中国铁建	中铁第一勘察设计院集团		勘察设计	子公司	100%
	中国铁建重工集团股份		工业制造	子公司	99.50%
	铁建装备(港股已上市)	装备制造	工业制造	子公司	63.70%
中国化学	无有望分拆上市的子公司	-	-	-	-

数据来源: 公司半年报、广发证券发展研究中心

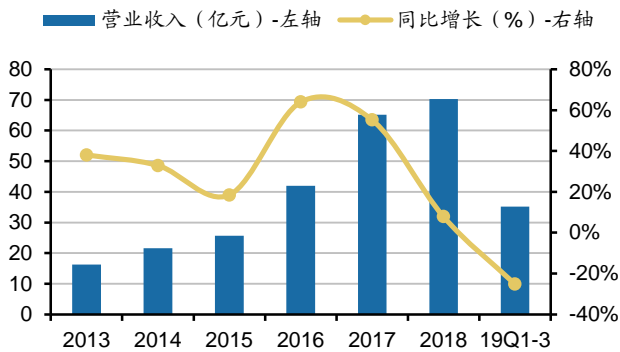
## 2. 设计龙头聚焦主业,有望提升盈利能力改善现金流

2018年设计公司加强了对EPC项目的承接,收入规模明显增长,但是2019年龙头设计公司明显减少了对EPC项目的承接,从收入口径看,苏交科和中设集团上半年收入下滑明显,尤其是EPC业务收入规模明显收缩。设计公司收缩EPC业务规模,一方面有助于改善自身现金流。另一方面,公司业务结构发生变化,也有助于提升自身的盈利水平。此外,随着今年下半年发改委审批订单逐步招投标,设计龙头订单有望回暖。

苏交科2019年上半年实现营业收入21.1亿元，同比下降29.2%。分业务看，境内工程咨询业务方面(扣除境外咨询与工程承包业务)，公司19H1实现营业收入16.68亿元，同比增长11.37%；实现净利润2.55亿元，较上年同期增长27.34%，而公司19H1工程承包业务收入为1.16亿元，同比减少73.64%。

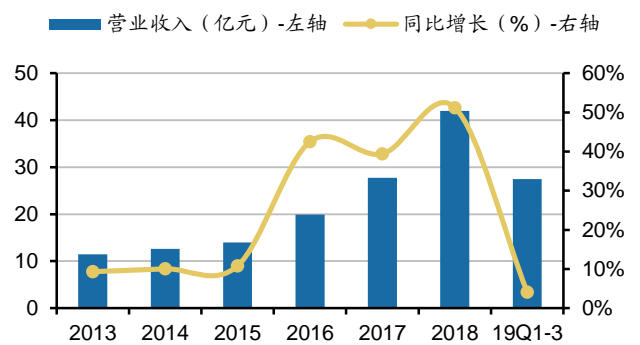
中设集团2019年上半年实现营业收入19.15亿元，同比增长12.5%；归母净利润2.07亿元，同比增长23.2%；扣非净利1.8亿元，同比增加15.5%。分业务看，勘察设计类业务收入17.1亿元，较上年同期增长23.5%，EPC业务收入2.1亿元，同比减少35.3%。

图 82: 苏交科营业收入增速



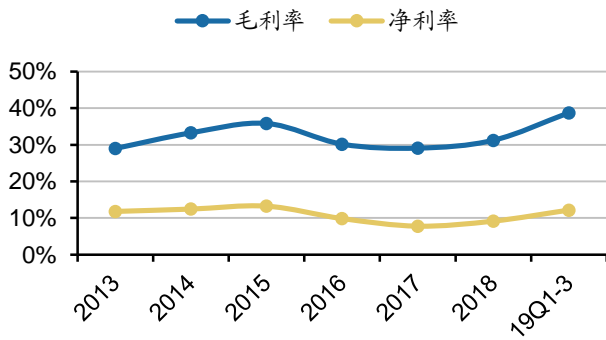
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 83: 中设集团营业收入增速



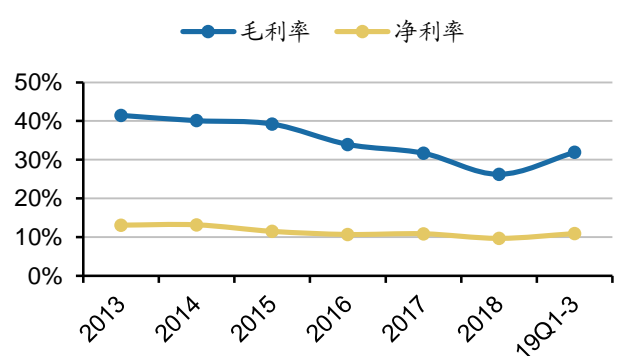
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 84: 苏交科历年毛利率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

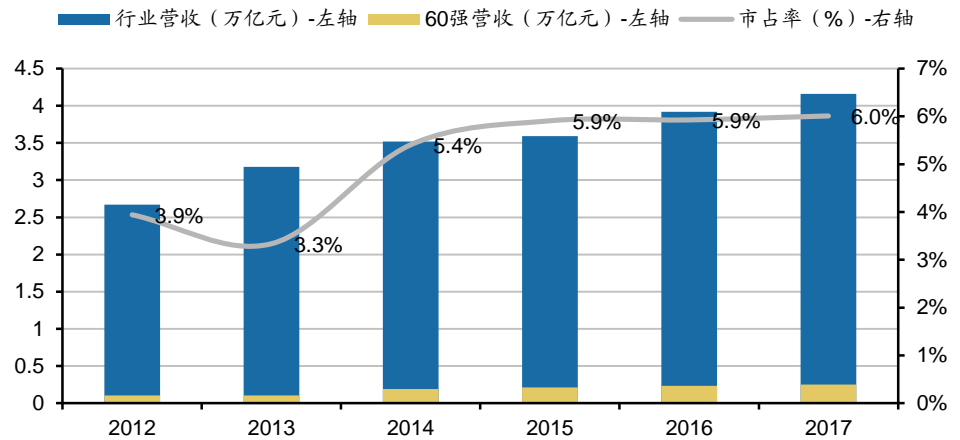
图 85: 中设集团历年毛利率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

从龙头市占率来看，根据ENR建筑时报评选的“中国工程设计企业60强”数据，我们发现自2012年以来，60强企业营收占比在3%-6%区间波动，2013年市占率仅为3.3%，2017年回升至6.0%，龙头公司市占率不断提升。

图 86: 设计企业60强市占率不断提升



数据来源: ENR建筑时报、广发证券发展研究中心

### (三) 中期行业及产业政策逻辑对装修与钢结构等板块产生催化驱动

#### ➤ 装修: 竣工端改善利好地产后周期行业

1-10月新开工增速10.0%，较1-9月上升1.4pct，增速再度回升至高位；1-10月商品房销售/竣工面积增速0.1%/-5.5%，较1-8月上升0.2pct/3.1pct，销售面积增速19年以来首次转正。其中，10月竣工增速为19.2%，较9月增速大幅提升14.4 pct，在8-9月增速转正的基础上继续回升，且已连续5月增速回升，竣工端改善利好地产后周期行业。竣工端的改善对于装修企业主要有两方面的利好，一方面反映全装修企业收入得到确认，另一方面表明C端家装企业的订单有望好转。

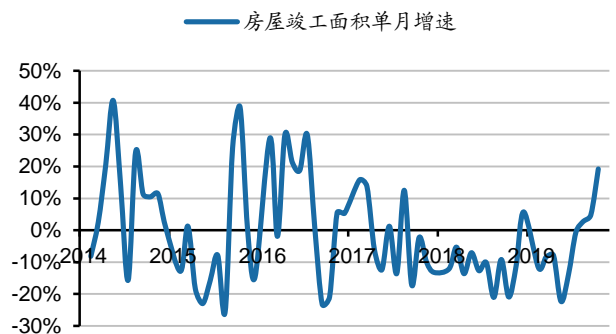
此外，2017年住房城乡建设部发布《建筑业发展“十三五”规划》，规划提出，按照住房城乡建设事业“十三五”规划纲要的目标要求，到2020年，城镇新建民用建筑全部达到节能标准要求。城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，新开工全装修成品住宅面积达到30%，绿色建材应用比例达到40%。近年来全装修比例持续提升，全装修渗透率提升有助于精装修企业承接更多订单。

图 87: 竣工面积累计同比增速



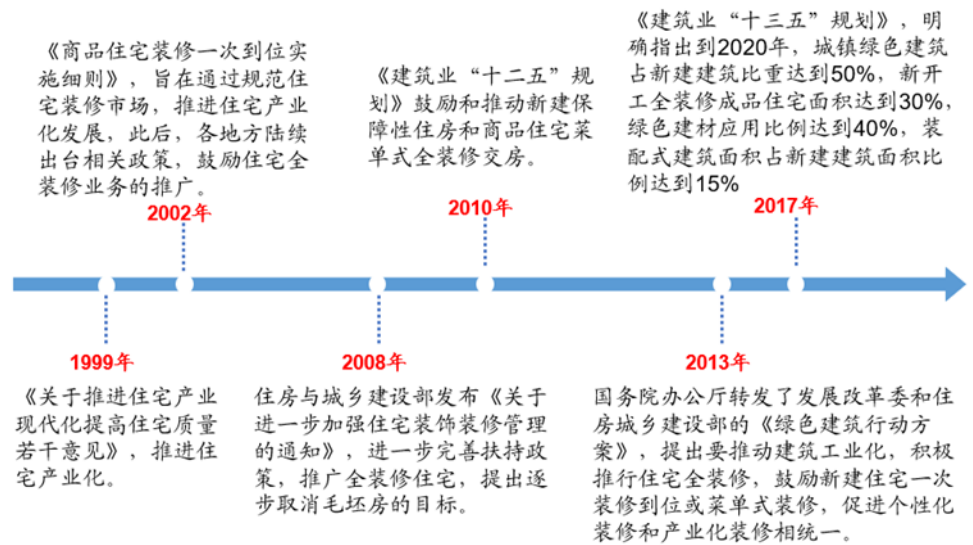
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 88: 竣工面积单月同比增速



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 89: 近年重要全装修政策汇总



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

➤ **钢结构：建筑业升级与装配式建筑**

国内建筑工业化主要采用的是预制钢筋混凝土装配式结构（PC结构）和钢结构这两种类型。

由于混凝土产业发展较早且成本方面具备优势，目前PC结构比较热门，但PC构件领域成本竞争激烈，且优化空间有限，短期之内难以对传统现浇混凝土形成替代。与预制钢结构相比，虽然占据成本优势，但难以满足抗风、抗震及超高度、跨度等设计要求，行业发展高度有限。

钢结构已经出台国家标准，施工相关材料如墙体材料、维护材料、结构板等的标准也已经较成熟，且建筑质量优于PC结构，因而钢结构具有更强的推广意义。

图 90: PC结构和钢结构的优劣势对比

	优势	劣势
预制 混凝土 结构	成本较低	难以满足抗风、超高度等设计要求
	行业对钢混结构较熟悉	现阶段脱离现浇较为困难
	施工速度较快	套筒人为操纵，存在精度问题
	施工人员满意程度高	部件承受力耐力不够
钢结构	国家标准较为成熟	生产工人钢结构素质欠缺
	容积率较高，结构可靠	建筑造价相对较高
	低耗能，可回收	配套产业尚未形成规模
	建筑质量优于PC结构	生产厂家及企业经验匮乏

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

我国钢结构房屋建筑面积现在仅占全国房屋建筑面积的6%左右。目前，钢铁产能过剩、存在大量囤积现象，未来钢结构市场有望越来越好。展望未来钢结构将占装配式建筑比重70~80%，PC在装配式市场份额将逐渐降低。具体来说，钢结构行业的发展驱动力主要体现在以下几个方面：

### 1. 政策出台推动行业升级

2017年3月出台《“十三五”装配式建筑行动方案》及配套管理办法。要求到2020年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上，全国划分为“重点推进、积极推进、鼓励推进”三类地区有重点地“自上而下”逐步推进：

- 重点推进地区包括京津冀、长三角、珠三角三大城市群，装配式建筑占新建建筑的比例须达20%
- 积极推进地区包括常住人口超过300万的其他城市，装配式建筑占新建建筑的比例须达15%
- 鼓励推进地区包括其余城市，装配式建筑占新建建筑的比例须达10%

在中央政策的驱动下，各地方政府也纷纷出台地方性规划和目标，激励当地建筑企业发展装配式建筑。

住建部于2019年3月11日发布《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司2019年工作要点的通知》，提出要推进建筑业重点领域改革，促进建筑产业转型升级，其中首条即强调要推进钢结构于住宅建设试点。在政策的驱动下，行业有望加速发展。

表 11：2016 年至今装配式建筑重要政策汇总

时间	机构	政策或会议名称	主要内容
2016.2	国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	加大政策支持力度，力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。积极稳妥推广钢结构建筑。
2016.3	-	《政府工作报告》	积极推广绿色建筑和建材，大力发展钢结构和装配式建筑，加快标准化建设，提高建筑技术水平和工程质量。
2016.9	国务院	国务院常务会议	决定大力发展装配式建筑，推动产业结构调整升级。
2016.9	国务院	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区，因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑。力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
2017.1	国务院	《“十三五”节能减排综合工作方案》	实施绿色建筑全产业链发展计划，推行绿色施工方式，推广节能绿色建材、装配式和钢结构建筑。
2017.2	国务院	国务院常务会议	深化建筑业“放管服”改革，推广智能和装配式建筑。

2017.2	国务院	《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》	要坚持标准化设计、工厂化生产、装配化施工、一体化装修、信息化管理、智能化应用，推动建造方式创新，大力发展装配式混凝土和钢结构建筑，在具备条件的地方倡导发展现代木结构建筑，不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例。力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
2017.3	住建部	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	大力发展装配式建筑，加快建设装配式建筑生产基地，培育设计、生产、施工一体化龙头企业；完善装配式建筑相关政策、标准及技术体系。积极发展钢结构、现代木结构等建筑结构体系。
2017.3	住建部	《“十三五”装配式建筑行动方案》、《装配式建筑示范城市管理办法》、《装配式建筑产业基地管理办法》	到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15% 以上，其中重点推进地区达到 20% 以上，积极推进地区达到 15% 以上，鼓励推进地区达到 10% 以上；培育 50 个以上装配式建筑示范城市，200 个以上装配式建筑产业基地，500 个以上装配式建筑示范工程，建设 30 个以上装配式建筑科技创新基地。
2017.7	住建部	《建筑业持续健康发展意见》	推广智能和装配式建筑——住建部、发改委、工信部。
2018.3	住建部	《2018 年工作要点》	扩大绿色建筑强制推广范围，力争到今年底，城镇绿色建筑占新建建筑比例达到 40%。
2018.1	住建部	全国住房和城乡建设工作会议	大力发展钢结构等装配式建筑，积极化解建筑材料、用工供需不平衡的矛盾，加快完善装配式建筑技术和标准体系。
2019.3	住建部	《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司 2019 年工作要点的通知》	推进建筑业重点领域改革，促进建筑产业转型升级，推进钢结构于住宅建设试点。

数据来源：国务院、住建部、广发证券发展研究中心

### 钢价下滑，成本端压力减小

钢结构之前发展的主要制约因素在于相对于PC结构和传统混凝土结构，价格较高。高价的主要原因之一就是在于近年来钢价处于相对高位。

我们通过研究发现：钢价在2015年底价格跌落到最低，而此时多数钢结构公司的毛利率却达到最高，之后随着钢价的持续上涨，钢结构公司的毛利率逐渐下降，而2018年钢价略有回落，钢结构公司相应业务的毛利率也有所提升，即钢材价格和钢结构业务毛利率之间存在明显的负相关关系，且目前原材料价格、装配式住宅成本均逐步回落，上述制约因素消除后，行业有望迎来快速发展期。

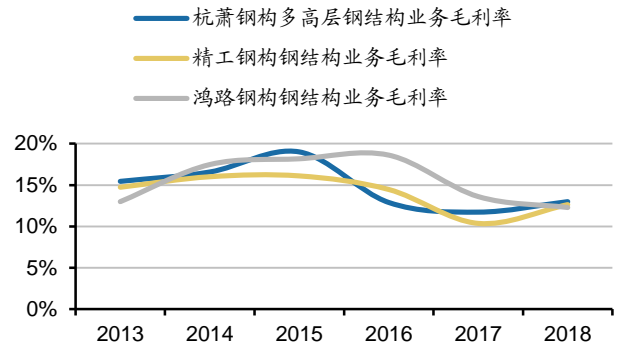
从钢结构企业的订单和收入增速可以看到，钢结构公司2018年订单及收入增速明显提升，多数公司业绩也在2018年出现拐点。从模式上看，钢结构公司正逐渐往EPC住宅和轻资产转型。

图 91: 钢材价格变动情况



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

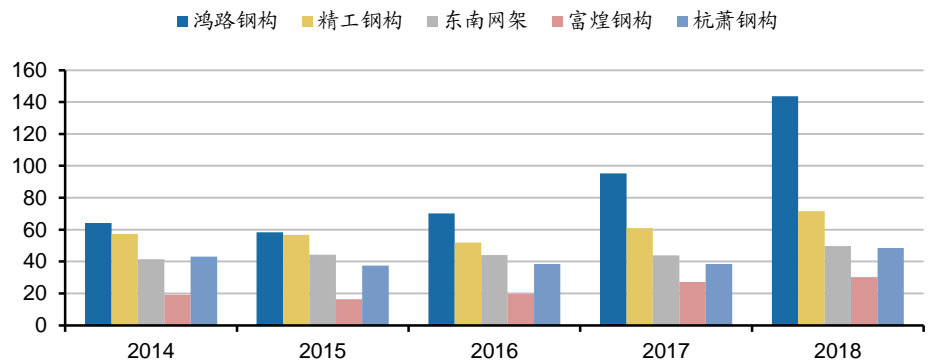
图 92: 钢结构公司钢结构业务毛利率



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

前几年钢结构价格过高另外一个原因在于市场份额少, 配套企业不足, 劳动工人少, 生产量小, 未形成规模效应。从中长期角度看, 钢结构渗透率想要得到提升, 必须依靠成本优势。2016年以来, 钢价提升, 很多中小型企业亏损加剧, 被挤出市场, 钢结构行业集中度提升, 龙头企业纷纷借此机会扩大产能, 其中以鸿路钢构势头最为强劲。鸿路钢构2016年开始在全国范围内建造生产基地, 截至2019年上半年公司产能已达210万吨。产能扩大后, 鸿路钢构相关费用不断降低, 规模效应明显, 盈利水平相应提升, 目前毛利率与净利率水平已高于大部分竞争对手。

图 93: 主要钢结构公司近五年产量(万吨)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

#### (四) 下半年存报表修复带来的个股机会——PPP 园林公司与新兴产业

##### 1. PPP园林公司

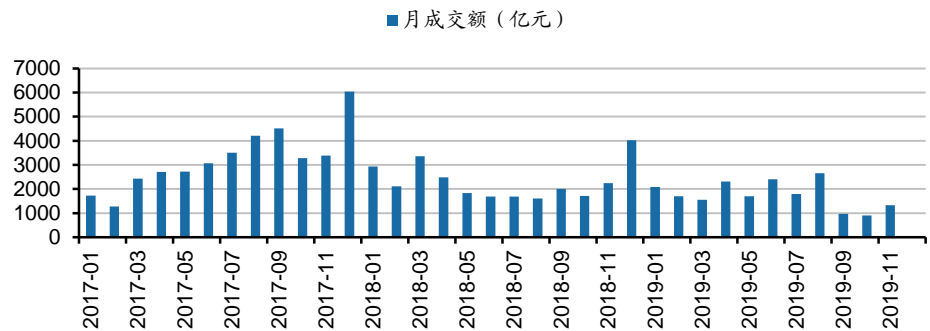
PPP管理库项目经过上半年一系列规范整改, 现已进入平稳发展期。根据明树数据统计, 2019年9/10/11月单月成交量分别为965/898.4/1326亿元, 项目成交规模相比

18年同期有明显下降。截止11月底，PPP累计成交额前三名的行业为交通运输、市政工程、城镇综合开发，分别成交39201/35547.8/17061.8亿元，合计占据总成交额的57.6%。而根据财政部数据，10月准备/采购/执行阶段的项目投资额分别为19402/27663/93561亿元，项目落地率达到66.15%，落地速度基本与上月持平。

2019年3月7日，财政部发布《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》。《意见》既肯定了政府和社会资本合作（PPP）模式在稳增长、促改革、惠民生方面发挥了积极作用，也指出当前存在超出自身财力、固化政府支出责任、泛化运用范围等问题。

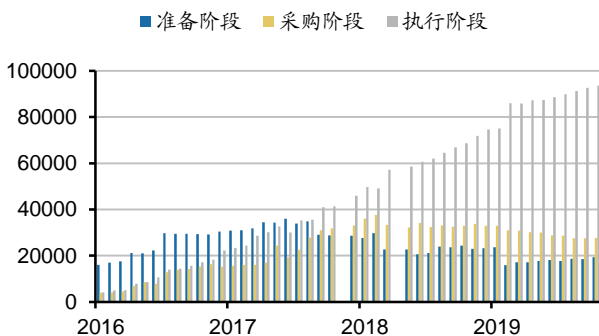
对于园林公司而言，2019年前三季度业绩下滑明显，大多数公司三季度虽然已经开始盈利，但是从趋势上看，同比还处于下滑趋势。但是随着PPP逐渐进入平稳期，园林公司承接订单开始放缓，自身报表也有望逐渐得到修复完后，而前期承接的订单逐渐进入运营期，现金流有望逐步得到确认。

图 94：明树月度PPP成交数据



数据来源：明树数据、广发证券发展研究中心

图 95：PPP各阶段项目投资金额变化（单位：亿元）



数据来源：财政部、广发证券发展研究中心

图 96：PPP项目落地率变化情况



数据来源：财政部、广发证券发展研究中心

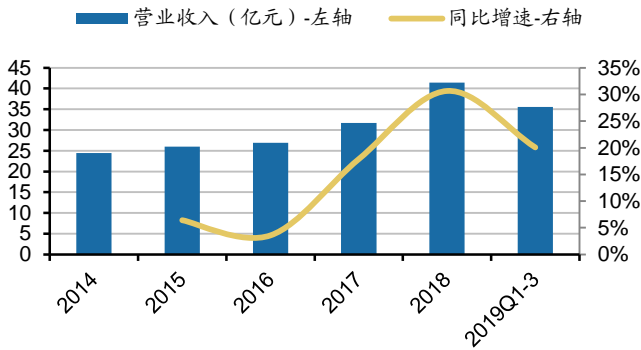
## 2. 新兴产业机会

**中装建设：**公司近年来将主业装修业务做大做强的同时，积极将区块链技术运用于公司供应链管理，并发展物业板块作为公司的第二主业。11月，公司正式与珉鸽信



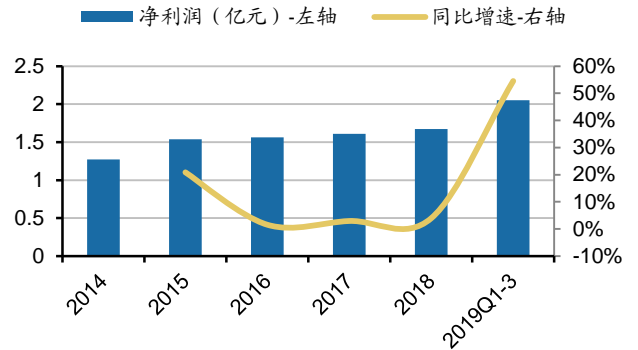
息共同成立子公司研发新系统，是首家把区块链技术应用到装饰行业的公司。区块链技术可帮助公司提升内部管理效率并降低成本。公司17年成为赛格物业的第二大股东，并拟通过收购嘉泽特100%的股权而间接持有科技园物业51.63%的股权，科技园物业是科技工业园区规划管理的佼佼者。公司通过参股或收购物业公司可在装修行业整体不景气的情况下寻找到新的业绩增长点。

图 97：中装建设近年营业收入情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

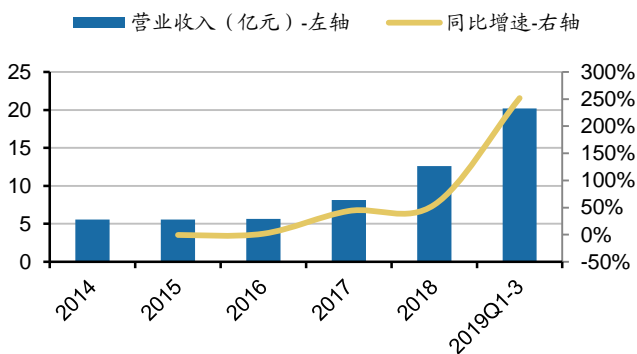
图 98：中装建设近年净利润情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

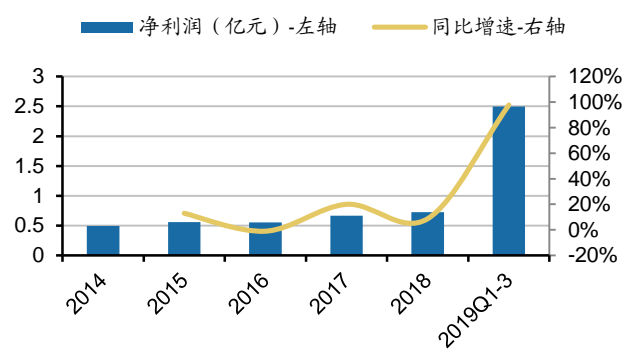
**城地股份：**公司19Q1-3实现归母净利润2.5亿元，同比增长251.8%。业绩增速较高主要是由于公司4月份成功与香江科技完成股权交割，实现并表。香江科技打通了IDC行业的全产业链，是集设备、集成与运营于一体的整体服务提供商。城地股份通过收购香江科技成功进入IDC行业，预计未来国内5G应用的普及有望推动城地股份业绩进一步增长。

图 99：城地股份近年营业收入情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 100：城地股份近年净利润情况

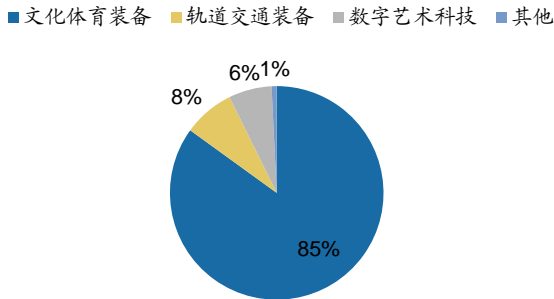


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

**大丰实业：**公司是智能舞台的行业龙头，近年积极拓展数字艺术科技和轨道装备供应业务，并不断拓展上下游产业链。自2010年以来，政策不断加码，各级财政对文化事业的投入不断增加，推动文化产业成为国民经济支柱型产业。大丰实业近些年开始涉足数艺科技业务后，现已可提供集策划、创意、导演等活动于一体的全产业链服务，创造了金砖厦门峰会海沧湖“白鹭水秀”，禅宗圣域六祖慧能“等经典案例。轨交设备方面，公司18年与中车印度公司签订长期合作协议，并逐渐完善相关市场，为杭州、宁波等城市的轨交项目提供配套产品。2019年上半年公司数字艺

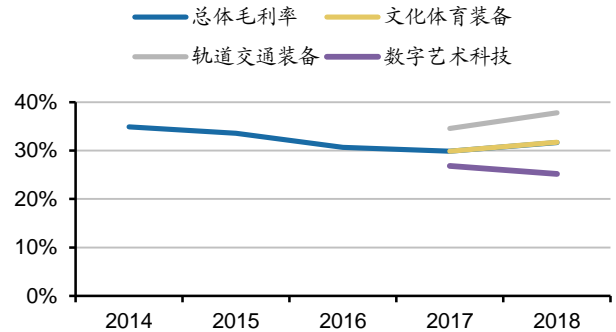
术科技和轨道装备服务供应业务合计营收占比14.3%。

图 101: 大丰实业2019年上半年营业收入构成情况



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 102: 大丰实业近年各业务毛利率情况



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

## 四、行业观点及重点公司推荐

**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。

**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3-4%, 20年增速约7%。(3) 近期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（LF）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。

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：（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）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）；（3）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）。（4）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）；（5）后期地产竣工回暖利好装饰龙头公司（如金螳螂等）。

- **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，公司公告中材集团将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收入同比增速分别为10.2%/21.7%/14.6%，归母净利润同比增速分别为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。

## 风险提示

- （一）宏观政策环境变化导致行业景气度下降；
- （二）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；
- （三）新增专项债下达额度及发行进度不及预期；
- （四）地产销售及竣工下滑导致装修企业承接订单放缓。

## 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。