

建筑装饰行业周报

稳增长仍为经济工作重心，细分龙头价值或逐步显现

核心观点：

- **板块表现：**本周建筑装饰指数上涨 1.19%，跑输沪深 300 指数 0.5pct；国际承包工程涨幅最大（3.08%），装修装饰跌幅最大（-0.97%）；目前建筑板块 PE（TTM，整体法）为 9.16 倍，PB（LF）为 0.96 倍。
- **观点 1：中央经济工作会议延续稳增长基调，中美达成阶段协议但仍需持续跟踪，基建托底仍为主要发力方向。**（1）12 月 10-12 日中央经济工作会议召开，会议延续前期中央政治局会议精神，要求完善和强化“六稳”举措，科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度，结合积极的财政政策和稳健的货币政策，保持经济运行在合理区间。会议再次强调“房住不炒”，但并未提及“去杠杆”，预计在经济下行压力加大背景下，稳增长仍是明年经济工作重心。（2）本周中美双方宣布达成第一阶段贸易协议，美方承诺分阶段取消加征关税，短期有利于提振市场情绪，不过贸易谈判后续进展仍需持续跟踪。11 月我国出口同比增速按美元计价仍下滑 1.1%，外需仍存不确定性。（3）三季度以来经济数据仍处偏弱区间，而建筑业生产维持较高增速，带动市场需求及企业用工稳定增长，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。
- **观点 2：新增专项债限额下达至市县具体项目，企业中长贷持续回升或反映基建需求释放。**（1）11 月底财政部提前下达 20 年新增专项债限额 1 万亿，近期上述额度已下达至市县一级政府的具体项目，以确保持明年初即可使用见效、形成实物工作量，预计 20Q1 将有较为积极的基建增速数据上的体现。（2）11 月社融规模增量为 1.75 万亿元，同比多增 1505 亿元，社融增量较高主因信贷较强、未贴现票据及企业债券融资改善；11 月新增信贷 1.39 万亿元，同比多增 1387 亿元，主要由于企业贷款及居民中长期贷款增加。（3）从信贷结构上看：11 月企业短期贷款新增 1643 亿元，同比多增 1783 亿元，中长期贷款增加 4206 亿元，同比多增 911 亿元，9-11 月企业中长期贷款均明显回升，预计受政策支持实体影响，主要流向基建及制造业；11 月居民中长期贷款增加 4689 亿元，同比多增 298 亿元，预计主要流向地产；11 月新增地方专项债减少 1 亿元，对社融影响不大。11 月社融及新增信贷总体好于预期，企业贷款增加表明实体需求有所改善。
- **观点 3：基建复苏格局重塑，细分龙头价值显现。**（1）本周我们发布 2020 年建筑行业投资策略报告，认为明年行业供需格局改善，资金端有望持续发力，预计 19 年广义基建投资增速约 3.6%，20 年增速达 7%，其中 20Q1 基建增速或较高。（2）建议关注的细分领域及投资节奏：长期关注优质赛道，检测行业发展提速；20Q1 关注业务模式分拆优化，格局重塑背景下基建龙头、设计公司集中度有望提升；20H1 关注行业及产业政策逻辑对装修与钢结构等板块产生的催化驱动；20H2 关注报表预期修复带来的个股机会，如部分 PPP 园林公司及拓展新兴产业的公司。
- **公司方面，**我们延续前期观点，估值切换在即，建筑板块低估值优势明显，短期经济下行压力客观存在，基建稳增长预期有望提升，建议关注：（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，如钢结构龙头（鸿路钢构等）。
- **风险提示：**宏观政策环境变化导致行业景气度下降；基建投资增速下滑加速导致公司订单不达预期，专项债发行力度不及预期。

行业评级

买入

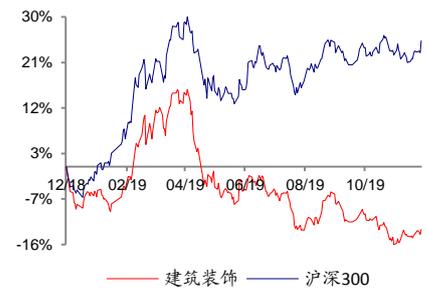
前次评级

买入

报告日期

2019-12-15

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：

- 建筑行业 2020 年策略报告： 2019-12-13
- 基建复苏格局重塑，细分龙头价值显现
- 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： 2019-12-02
- 专项债利好政策如期落地，关注景气度向好的细分领域龙头

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	21.98	2019/11/10	买入	25.00	0.70	0.87	31.63	25.26	22.70	17.13	15.47	16.23
建研院	603183.SH	CNY	10.58	2019/10/23	买入	14.00	0.40	0.45	26.52	23.56	16.04	14.40	8.55	8.76
苏文科	300284.SZ	CNY	8.13	2019/10/28	买入	10.72	0.67	0.81	12.06	10.02	6.54	5.16	14.98	15.26
中设集团	603018.SH	CNY	10.08	2019/10/26	买入	16.00	1.04	1.25	9.68	8.06	5.26	3.86	12.97	13.49
上海建工	600170.SH	CNY	3.52	2019/10/29	买入	4.44	0.38	0.43	9.39	8.17	2.53	2.38	9.85	10.18
金螳螂	002081.SZ	CNY	7.95	2019/10/25	买入	12.20	0.90	1.00	8.87	7.92	6.49	5.50	15.70	14.25
中国铁建	601186.SH	CNY	9.85	2019/11/1	买入	13.50	1.51	1.66	6.51	5.92	3.87	3.96	10.75	10.58
中国交建	601800.SH	CNY	8.98	2019/9/8	买入	12.60	1.26	1.36	7.14	6.60	5.82	5.61	10.42	10.13
中国中铁	601390.SH	CNY	5.76	2019/11/5	买入	7.47	0.86	0.95	6.70	6.06	4.06	5.13	9.29	9.28
中国建筑	601668.SH	CNY	5.28	2019/10/26	买入	8.00	1.00	1.10	5.27	4.81	3.34	3.15	14.87	14.13

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、板块表现	5
二、行业观点	8
(一) 中央经济工作会议延续稳增长基调，中美达成阶段协议但仍需持续跟踪，基建托底仍为主要发力方向	8
(二) 新增专项债限额下达至市县具体项目，企业中长贷持续回升或反映基建需求释放	13
(三) 基建复苏格局重塑，细分龙头价值显现	16
三、重点公司	17
四、风险提示	18

图表索引

图 1: SW 建筑装饰指数及沪深 300 指数走势图	5
图 2: 本周主题板块涨幅	5
图 3: 本周 SW 一级各板块指数走势情况	5
图 4: 本周各 SW 建筑三级子板块走势情况	6
图 5: 各 SW 一级板块 PE 估值情况 (2019/12/13) (单位: 倍)	6
图 6: 各 SW 一级板块 PB 估值情况 (2019/12/13) (单位: 倍)	6
图 7: 本周 SW 建筑装饰板块涨幅前五个股	7
图 8: 本周 SW 建筑装饰板块跌幅前五个股	7
图 9: SW 建筑板块 PE 相对沪深 300 及上证综指估值	7
图 10: SW 建筑装饰指数及 Wind 全 A 指数走势	7
图 11: 固定资产投资及基建投资累计增速	11
图 12: 分区域固定资产投资累计增速	11
图 13: 基建、地产、制造业投资累计增速	12
图 14: 道路、铁路投资累计增速	12
表 1: 历年中央经济工作会议建筑业相关政策	9
表 2: 2018 年至今各月制造业 PMI 情况	10
表 3: 2018 年至今各月非制造业 PMI 情况	11
表 4: 2018 年至今各月社融数据情况 (单位: 亿元)	14
表 5: 2018 年至今各月新增人民币贷款情况 (单位: 亿元)	15
表 6: 基建资金来源 (亿元)	16

一、板块表现

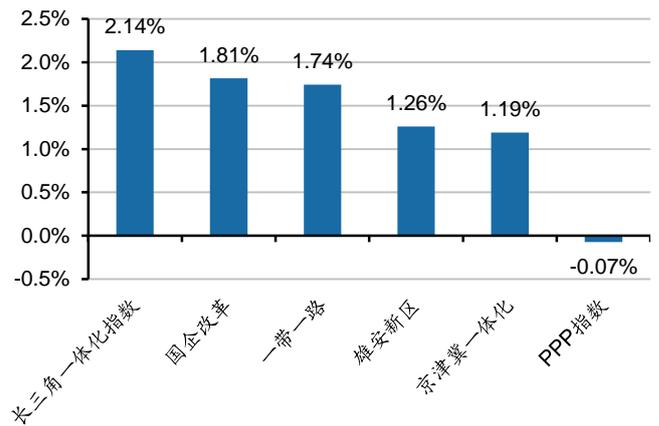
本周建筑装饰指数上涨1.19%，跑输沪深300指数0.5个百分点；子板块方面，国际承包工程涨幅最大（3.08%），装修装饰跌幅最大（-0.97%）；主题方面，长三角一体化涨幅最大（2.14%），PPP指数跌幅最大（-0.07%）。目前建筑板块PE（TTM，整体法）为9.16倍，PB（LF）为0.96倍。

图 1：SW建筑装饰指数及沪深300指数走势图



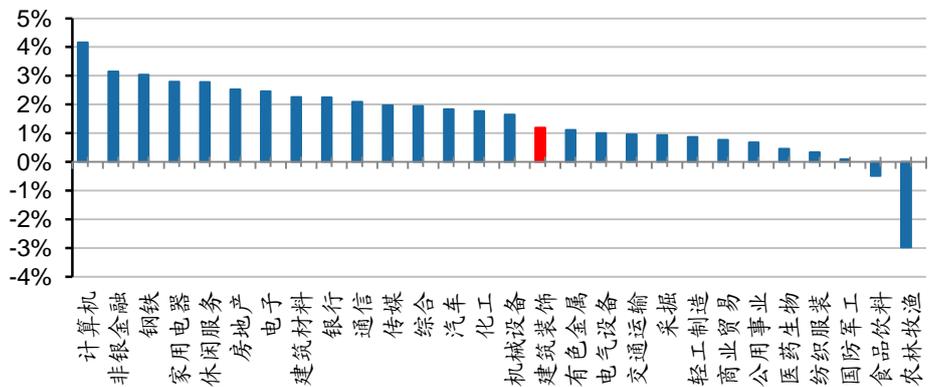
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2：本周主题板块涨幅



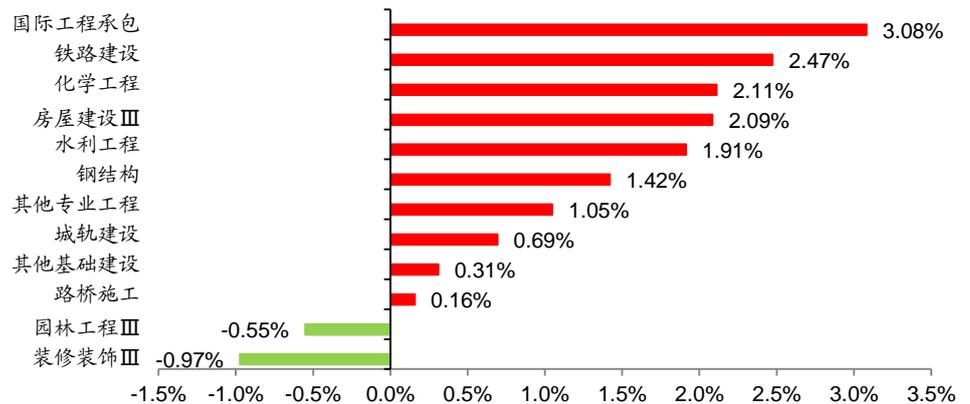
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 3：本周SW一级各板块指数走势情况



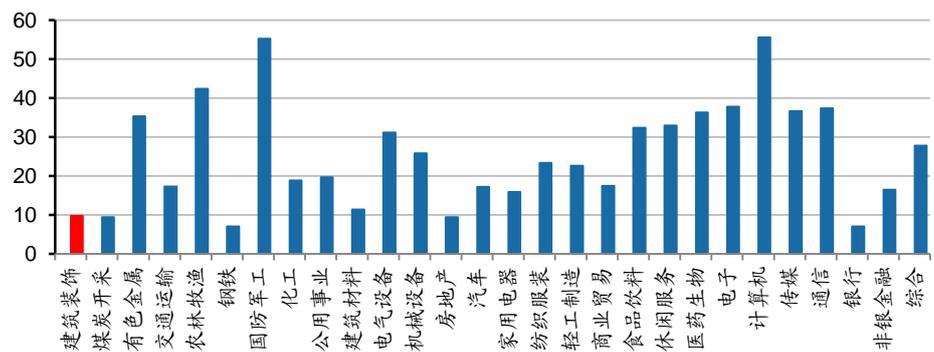
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 4: 本周各SW建筑三级子板块走势情况



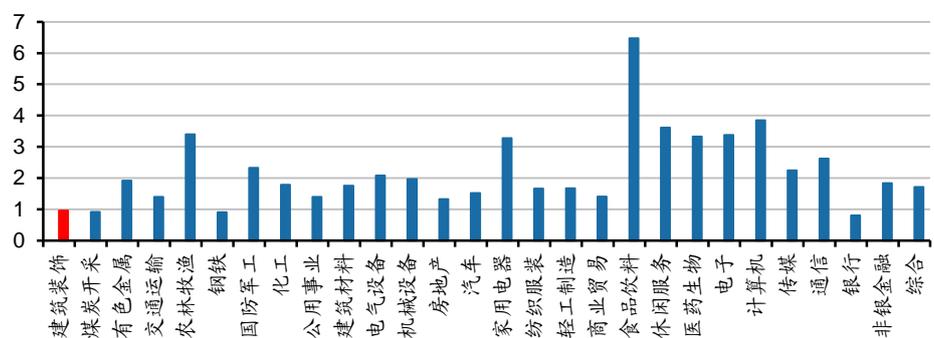
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 5: 各SW一级板块PE估值情况 (2019/12/13) (单位: 倍)



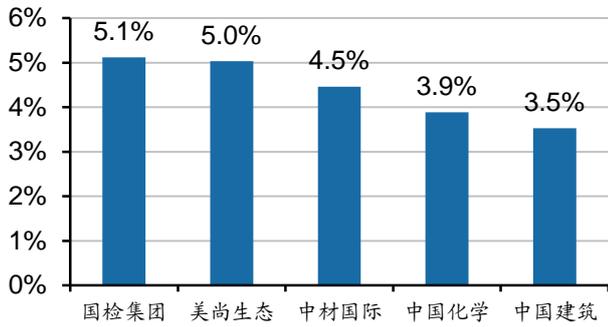
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 6: 各SW一级板块PB估值情况 (2019/12/13) (单位: 倍)



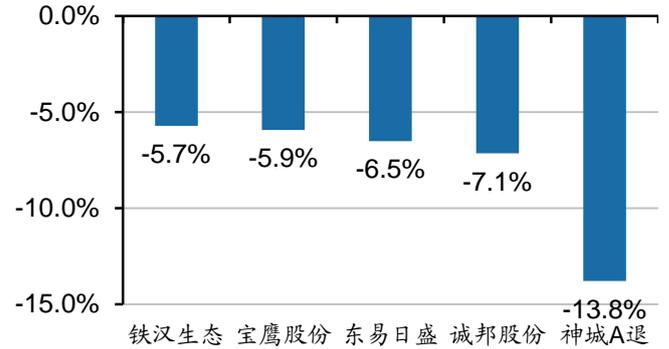
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 7: 本周SW建筑装饰板块涨幅前五个股



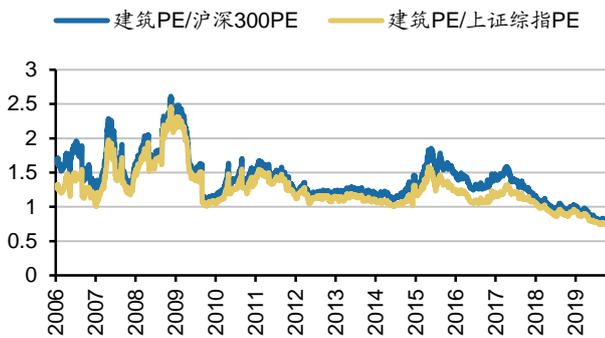
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 8: 本周SW建筑装饰板块跌幅前五个股



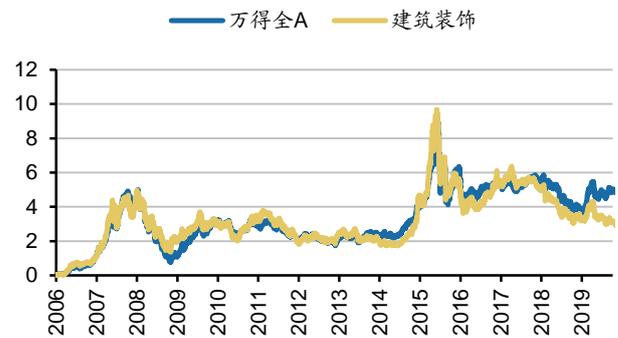
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 9: SW建筑板块PE相对沪深300及上证综指估值



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 10: SW建筑装饰指数及Wind全A指数走势



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

二、行业观点

（一）中央经济工作会议延续稳增长基调，中美达成阶段协议但仍需持续跟踪，基建托底仍为主要发力方向

（1）12月10-12日中央经济工作会议召开，会议延续前期中央政治局会议精神，要求完善和强化“六稳”举措，科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度，结合积极的财政政策和稳健的货币政策，保持经济运行在合理区间。会议再次强调“房住不炒”，但并未提及“去杠杆”，预计在经济下行压力加大背景下，稳增长仍是明年经济工作重心。

（2）本周中美双方宣布达成第一阶段贸易协议，美方承诺分阶段取消加征关税，短期有利于提振市场情绪，不过贸易谈判后续进展仍需持续跟踪。11月我国出口同比增速按美元计价仍下滑1.1%，外需仍存不确定性。

（3）三季度以来经济数据仍处偏弱区间，而建筑业生产维持较高增速，带动市场需求及企业用工稳定增长，基建稳经济、稳就业重要性明显，预计逆周期基建调节仍为近期主要发力方向。

表 1: 历年中央经济工作会议建筑业相关政策

年份	时间	建筑行业政策
2019	2019.12.12	<p>1.易地搬迁扶贫等措施,要加大城市困难群众住房保障工作,加强城市更新和存量住房改造提升,做好城镇老旧小区改造,大力发展租赁住房。</p> <p>2.要着眼国家长远发展,加强战略性、网络型基础设施建设,推进川藏铁路等重大项目建设,稳步推进通信网络建设,加快自然灾害防治重大工程实施,加强市政管网、城市停车场、冷链物流等建设,加快农村公路、信息、水利等设施建设。要加快落实区域发展战略,完善区域政策和空间布局,推进京津冀协同发展、长三角一体化发展、粤港澳大湾区建设,打造世界级创新平台和增长极。要扎实推进雄安新区建设,要提高中心城市和城市群综合承载能力。</p> <p>3.要推进更高水平对外开放,保持对外贸易稳定增长,稳定和扩大利用外资,扎实推进共建“一带一路”。</p> <p>4.继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要大力提质增效。稳健的货币政策要灵活适度,保持流动性合理充裕。</p>
2018	2018.12.21	<p>1.京津冀协同发展要以疏解北京非首都功能为重点,保持合理的职业结构,高起点、高质量编制好雄安新区规划。推进西部大开发,加快东北等老工业基地振兴,推动中部地区崛起,支持东部地区率先推动高质量发展。科学规划粤港澳大湾区建设。提高城市群质量,推进大中小城市网络化建设,增强对农业转移人口的吸引力和承载力,引导特色小镇健康发展。</p> <p>2.要围绕“一带一路”建设,创新对外投资方式,以投资带动贸易发展、产业发展。</p> <p>3.积极的财政政策取向不变,确保对重点领域和项目的支持力度,压缩一般性支出,稳健的货币政策要保持中性,管住货币供给总闸门。</p>
2017	2017.12.20	<p>1.要围绕“一带一路”建设,创新对外投资方式,以投资带动贸易发展、产业发展。推进西部大开发,加快东北等老工业基地振兴,推动中部地区崛起,支持东部地区率先推动高质量发展。科学规划粤港澳大湾区建设。提高城市群质量,推进大中小城市网络化建设,增强对农业转移人口的吸引力和承载力,引导特色小镇健康发展。</p> <p>2.要实现基本公共服务均等化,基础设施通达程度比较均衡,京津冀协同发展要以疏解北京非首都功能为重点,高起点、高质量编制好雄安新区规划。</p> <p>3.积极的财政政策取向不变,调整优化财政支出结构。稳健的货币政策要保持中性,管住货币供给总闸门。</p>
2016	2016.12.16	<p>1.要继续扎实推进以人为核心的新型城镇化,促进农民工市民化。要深入实施西部开发、东北振兴、中部崛起、东部率先的区域发展总体战略,继续实施京津冀协同发展、长江经济带发展、“一带一路”建设三大战略。</p> <p>2.要把去库存和促进人口城镇化结合起来,提高三四线城市和特大城市间基础设施的互联互通,增强对农业转移人口的吸引力。</p> <p>3.要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要更加积极有效,货币政策要保持稳健中性,适应货币供应方式新变化。</p>

数据来源: 中央经济工作会议、广发证券发展研究中心

表 2: 2018 年至今各月制造业 PMI 情况

日期	制造业 PMI	制造业 PMI:生 产	制造业 PMI:新 订单	制造业 PMI:原 材料库存	制造业 PMI:从 业人员	制造业 PMI:供 应商配送时间
2018-01	51.3	53.5	52.6	48.8	48.3	49.2
2018-02	50.3	50.7	51.0	49.3	48.1	48.4
2018-03	51.5	53.1	53.3	49.6	49.1	50.1
2018-04	51.4	53.1	52.9	49.5	49.0	50.2
2018-05	51.9	54.1	53.8	49.6	49.1	50.1
2018-06	51.5	53.6	53.2	48.8	49.0	50.2
2018-07	51.2	53.0	52.3	48.9	49.2	50.0
2018-08	51.3	53.3	52.2	48.7	49.4	49.6
2018-09	50.8	53.0	52.0	47.8	48.3	49.7
2018-10	50.2	52.0	50.8	47.2	48.1	49.5
2018-11	50.0	51.9	50.4	47.4	48.3	50.3
2018-12	49.4	50.8	49.7	47.1	48.0	50.4
2019-01	49.5	50.9	49.6	48.1	47.8	50.1
2019-02	49.2	49.5	50.6	46.3	47.5	49.8
2019-03	50.5	52.7	51.6	48.4	47.6	50.2
2019-04	50.1	52.1	51.4	47.2	47.2	49.9
2019-05	49.4	51.7	49.8	47.4	47.0	50.9
2019-06	49.4	51.3	49.6	48.2	46.9	50.2
2019-07	49.7	52.1	49.8	48.0	47.1	50.1
2019-08	49.5	51.9	49.7	47.5	46.9	50.3
2019-09	49.8	52.3	50.5	47.6	47.0	50.5
2019-10	49.3	50.8	49.6	47.4	47.3	50.1
2019-11	50.2	52.6	51.3	47.8	47.3	50.5

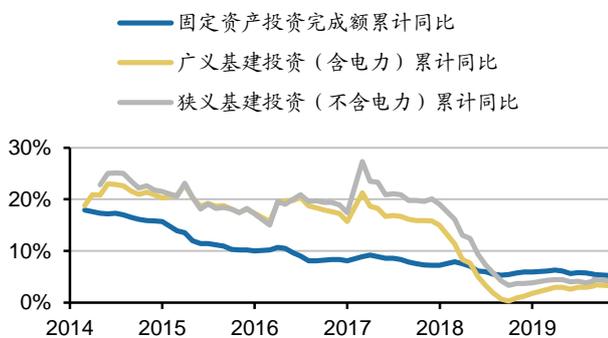
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

表 3: 2018 年至今各月非制造业 PMI 情况

日期	非制造业 PMI:商务活动	非制造业 PMI:新订单	非制造业 PMI:建筑业	建筑业:新订单
2018-01	55.3	51.9	60.5	52.8
2018-02	54.4	50.5	57.5	49.5
2018-03	54.6	50.1	60.7	52
2018-04	54.8	51.1	60.6	55.6
2018-05	54.9	51.0	60.1	54.2
2018-06	55	50.6	60.7	52.6
2018-07	54	51.0	59.5	56.4
2018-08	54.2	50.6	59	49.6
2018-09	54.9	51.0	63.4	55.7
2018-10	53.9	50.1	63.9	56.2
2018-11	53.4	50.1	59.3	56.5
2018-12	53.8	50.4	62.6	56.5
2019-01	54.7	51.0	60.9	55.8
2019-02	54.3	50.7	59.2	52
2019-03	54.8	52.5	61.7	57.9
2019-04	54.3	50.8	60.1	54.6
2019-05	54.3	50.3	58.6	52.1
2019-06	54.2	51.5	58.7	56.0
2019-07	53.7	50.4	58.2	54.7
2019-08	53.8	50.1	61.2	53.9
2019-09	53.7	50.5	57.6	55.1
2019-10	52.8	49.4	60.4	54.8
2019-11	54.4	51.3	59.6	56.0

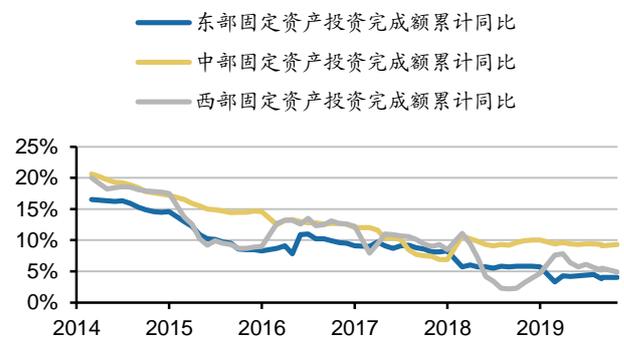
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 11: 固定资产投资及基建投资累计增速



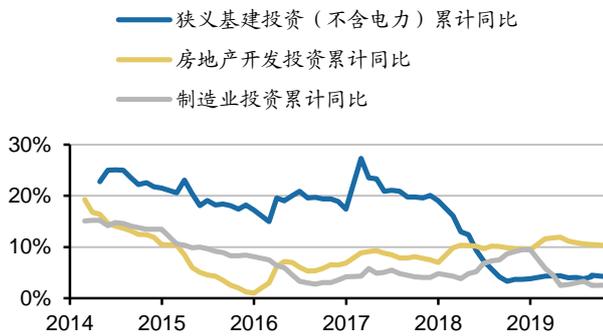
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 12: 分区域固定资产投资累计增速



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 13: 基建、地产、制造业投资累计增速



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 14: 道路、铁路投资累计增速



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

（二）新增专项债限额下达至市县具体项目，企业中长贷持续回升或反映基建需求释放

（1）11月底财政部提前下达20年新增专项债限额1万亿，近期上述额度已下达至市县一级政府的具体项目，以确保明年初即可使用见效、形成实物工作量，预计20Q1将有较为积极的基建增速数据上的体现。

（2）11月社融规模增量为1.75万亿元，同比多增1505亿元，社融增量较高主因信贷较强、未贴现票据及企业债券融资改善；11月新增信贷1.39万亿元，同比多增1387亿元，主要由于企业贷款及居民中长期贷款增加。

（3）从信贷结构上看：11月企业短期贷款新增1643亿元，同比多增1783亿元，中长期贷款增加4206亿元，同比多增911亿元，9-11月企业中长期贷款均明显回升，预计受政策支持实体影响，主要流向基建及制造业；11月居民中长期贷款增加4689亿元，同比多增298亿，预计主要流向地产；11月新增地方专项债减少1亿元，对社融影响不大。11月社融及新增信贷总体好于预期，企业贷款增加表明实体需求有所改善。

表 4: 2018年至今各月社融数据情况 (单位: 亿元)

指标名称	合计	对实体经济 发放的人民 币贷款	对实体经 济发放的 外币贷款	新增委托 贷款	新增信托 贷款	新增未贴 现银行承 兑汇票	企业债券 融资	非金融企 业境内股 票融资	地方政府 专项债券	存款类金融 机构资产支 持证券	贷款核 销
2018-01	30793	26850	266	-714	455	1437	1222	500	0	-137	320
2018-02	11894	10199	86	-750	660	106	644	379	108	-146	261
2018-03	15848	11425	139	-1850	-357	-323	3536	404	662	387	1234
2018-04	17761	10987	-26	-1481	-94	1454	4047	533	808	821	259
2018-05	9518	11396	-228	-1570	-904	-1741	-382	438	1012	377	479
2018-06	14877	16787	-364	-1642	-1623	-3649	1349	258	1019	272	1737
2018-07	12254	12861	-773	-950	-1192	-2744	2195	175	1851	123	176
2018-08	19391	13140	-344	-1207	-688	-779	3402	141	4106	501	377
2018-09	21691	14341	-670	-1432	-909	-548	382	272	7389	895	1615
2018-10	7420	7141	-800	-949	-1273	-453	1476	176	868	188	446
2018-11	15239	12302	-787	-1310	-467	-127	3127	200	-332	1157	729
2018-12	15898	9281	-702	-2210	-509	1023	3757	130	362	1503	2518
2019-01	46400	35700	343	-699	345	3786	4990	293	1088	-	-
2019-02	7030	7641	-105	-508	-37	-3103	805	119	1771	-	-
2019-03	28600	19591	3	-1070	528	1366	3276	118	2532	-	-
2019-04	13600	8733	-330	-1199	129	-357	3574	262	1679	-	-
2019-05	14000	11900	191	-631	-52	-770	476	259	1251	-	-
2019-06	22600	16718	-4	-827	15	-1311	1291	153	3579	-	-
2019-07	10100	8086	-221	-987	-676	-4563	2240	593	4385	-	-
2019-08	19800	13000	-247	-513	-658	157	3041	256	3213	-	-
2019-09	22700	17650	-440	-21	-672	-431	4014	289	2236	-	-
2019-10	6189	5470	-10	-667	-624	-1053	1622	180	-200	623	416
2019-11	17547	13600	-249	-959	-673	571	2696	524	-1	693	639

数据来源: 中国人民银行、广发证券发展研究中心

表 5: 2018年至今各月新增人民币贷款情况 (单位: 亿元)

指标名称	合计	短期贷款		中长期	居民户	居民户: 短期	居民户: 中长期	非金融性 公司及其 他部门	非金融性 公司:短 期	非金融性 公司:中 长期	非银行业 金融机构
		及票据融 资	票据融资								
2018-01	29000	7203	347	19210	9016	3106	5910	17800	3750	13300	1862
2018-02	8393	164	-775	9805	2751	-469	3220	7447	1408	6585	-1795
2018-03	11200	2742	-119	8385	5733	2032	3770	5653	829	4615	-208
2018-04	11800	2501	23	8211	5284	1741	3543	5726	737	4668	685
2018-05	11500	3082	1447	7954	6143	2220	3923	5255	-585	4031	142
2018-06	18400	7908	2947	8635	7073	2370	4634	9819	2592	4001	1648
2018-07	14500	3121	2388	9451	6344	1768	4576	6501	-1035	4875	1582
2018-08	12800	4949	4099	7840	7012	2598	4415	6127	-1748	3425	-439
2018-09	13800	5975	1743	8109	7544	3134	4309	6772	1098	3800	-603
2018-10	6970	1837	1064	5159	5636	1907	3730	1503	-1134	1429	-268
2018-11	12500	4370	2341	7686	6560	2169	4391	5764	-140	3295	277
2018-12	10800	4129	3395	5055	4504	1524	3079	4733	-790	1976	1518
2019-01	32300	14009	5160	20969	9898	2930	6969	25800	5919	14000	-3386
2019-02	8858	243	1695	7353	-706	-2932	2226	8341	1480	5127	1221
2019-03	16900	8373	978	11178	8908	4294	4605	10659	3101	6,573	-2714
2019-04	10200	1550	1874	6988	5258	1093	4165	3471	-1417	2823	1417
2019-05	11800	4289	1132	7201	6625	1948	4677	5224	1209	2524	58
2019-06	16600	8036	961	8611	7617	2667	4858	9105	4408	3753	-161
2019-07	10600	-216	1284	8095	5112	695	4417	2974	-2195	3678	2328
2019-08	12100	4069	2426	8825	6538	1998	4540	6513	-355	4285	-945
2019-09	16900	7047	1790	10580	7550	2707	4943	10113	2550	5637	-659
2019-10	6613	-341	214	5803	4210	623	3587	1262	-1178	2216	
2019-11	13900	4409	624	8895	6831	2142	4689	6794	1643	4206	274

数据来源: 中国人民银行、广发证券发展研究中心

(三) 基建复苏格局重塑，细分龙头价值显现

(1) 本周我们发布2020年建筑行业投资策略报告，认为明年行业供需格局改善，资金端有望持续发力，预计19年广义基建投资增速约3.6%，20年增速达7%，其中20Q1基建增速或较高。

(2) 建议关注的细分领域及投资节奏：长期关注优质赛道，检测行业发展提速；20Q1关注业务模式分拆优化，格局重塑背景下基建龙头、设计公司集中度有望提升；20H1关注行业及产业政策逻辑对装修与钢结构等板块产生的催化驱动；20H2关注报表预期修复带来的个股机会，如部分PPP园林公司及拓展新兴产业的公司。

表 6: 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%
合计	145809	7.0%	100.0%	148502	1.8%	100.0%	153911	3.6%	100.0%	164627	7.0%	100.0%
资金缺口	27276			27682			28690			30688		
基建投资	173085	13.9%		176183	1.8%		182601	3.6%		195315	7.0%	

数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

三、重点公司

公司方面，我们延续前期观点，估值切换在即，建筑板块低估值优势明显，短期经济下行压力客观存在，基建稳增长预期有望提升，建议关注：

- (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，如钢结构龙头（鸿路钢构等）。

国检集团：公司为国内建工建材领域规模最大的综合性第三方检验机构，实际控制人为中国建材集团，控股股东为中国建材总院。公司齐全的资质以及研发能力为公司的重要优势，公司目前拥有11个国家级检验中心，15个行业级检验中心。同时检测行业现在正处于蓬勃发展阶段，公司将通过并购实现有序扩张，同时进行跨领域并购与跨区域并购，公司还增资枣庄方圆，开启了事业单位改制模式的外地并购。近期公司“两材重组”落地，中材集团将8家机构纳入公司经营，有望增厚公司2019年利润。

中国铁建：公司上半年业绩订单双双高增，Q2业绩提速。Q2、Q3订单持续提速，Q3单季度工程订单增速超40%。6月专项债大幅放量，后期财政发力、资本金比例下调，叠加货币政策宽松预期，资金面改善有望助推下半年基建投资进一步回暖，公司作为基建龙头有望持续受益。

中国建筑：公司近期订单回暖，地产业务结算加速，支撑公司收入及业绩增长。分季度看，公司Q1/Q2/Q3收入增速分别为10.2%/21.7%/14.6%，归母净利润增速分别为8.8%/4.2%/18.5%。其中，Q3收入稳健增长，业绩增速较上半年明显提升。公司第三期限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。

苏交科：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。

四、风险提示

宏观政策环境变化导致行业景气度下降；固定资产投资及基建投资增速下滑加速导致公司订单不达预期，专项债发行力度不及预期。

广发建筑工程行业研究小组

姚 遥：首席分析师，美国普林斯顿大学工学博士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

尉 凯 旋：研究助理，复旦大学金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反

当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券在过去12个月内与中国建材(03323)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。