

# 建筑装饰

## 2020年策略报告：把握当下，布局长远

**2020年基建增速有望加快，地产政策有望趋松。**在专项债总量扩张、结构优化、模式创新，以及信用疏导、资本金比例下调等因素促进下，2020年（尤其是上半年）基建增速有望有所加快。在房地产竣工有望持续加快的同时，预计房地产销售和投资趋于减速，调控政策预计难以更紧，有望趋松。在全球货币宽松、贸易摩擦缓解背景下，制造业投资有望低位回升。

**把握当下——政策与基本面有望促板块估值低位修复。**在2019年估值持续下降至接近历史低点后，建筑板块站在一个估值与持仓极低的起点上进入2020年，不论是政策刺激还是基本面改善（基建复苏），均有望促板块迎来估值修复。历史经验看，在较低的估值位置（通常出现在偶数年份），板块更容易受到政策面影响促发显著行情（如2014年一带一路、2016年PPP、2018年基建稳增长）。我们建议2020年对建筑板块政策和基本面变化要保持高度敏感性。考虑到把握政策博弈和板块择时的难度，我们认为买入持有具有绝对价值的低估龙头个股是一个更优的策略。

**布局长远——关注建筑工业化细分龙头与存量经济逻辑成长股。**从中长期看，房地产和基建高增速时期都注定过去。着眼更长期的投资主线包括：

- **建筑工业化是中长期发展明确趋势。**政策驱动、劳动力短缺倒逼、环保压力、技术进步都是推动建筑工业化发展的动力，当前已在预制PC和钢结构领域相继快速发展，在装配式装修领域亦取得积极进展，相关公司收入和盈利陆续开始体现，细分领域龙头值得重点关注。
- **经济转向存量时代，城市主题从建设转向管理和运维。**随着存量建筑规模日益庞大，包括检测、物业管理、养护租赁相关领域陆续出现成长型个股，永续经营的逻辑与优异的现金流有望使其享受更高的估值溢价，相关机会值得重点挖掘。

**投资策略：**2020年重点推荐两条投资主线：1) 坚守已具有明显价值的低估龙头以应对潜在的板块估值修复机会，重点推荐**中国建筑、中国铁建、金螳螂、苏交科、中设集团、龙元建设**。2) 聚焦建筑工业化进展，推荐细分趋势龙头**鸿路钢构、精工钢构、亚厦股份**；挖掘存量经济逻辑成长股，关注**华铁应急**。

**风险提示：**政策变化或执行力度不及预期风险，社融规模下滑风险，项目执行风险，应收账款风险，海外经营风险等。

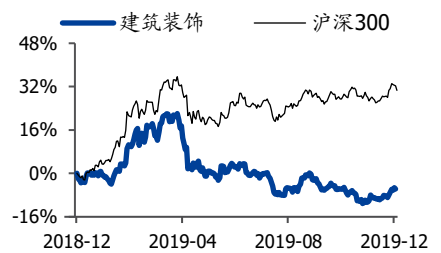
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601668	中国建筑	买入	0.91	1.01	1.10	1.20	5.9	5.3	4.8	4.4
601186	中国铁建	买入	1.32	1.50	1.69	1.86	7.5	6.6	5.9	5.3
002081	金螳螂	买入	0.79	0.88	1.00	1.13	10.5	9.5	8.3	7.4
603018	中设集团	买入	0.85	0.98	1.10	1.25	12.1	10.6	9.3	8.3
300284	苏交科	买入	0.64	0.74	0.83	0.94	12.5	10.9	9.6	8.5
600491	龙元建设	买入	0.60	0.68	0.78	0.89	12.2	10.7	9.3	8.2
002541	鸿路钢构	买入	0.79	0.91	1.12	1.41	13.5	11.7	9.5	7.6

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

### 相关研究

- 1、《建筑装饰：继续推荐低估优质蓝筹及钢结构龙头》2019-12-22
- 2、《建筑装饰：优选低估蓝筹与装配式建筑龙头》2019-12-15
- 3、《建筑装饰：基建仍为稳增长重要抓手，关注建筑工业化加速》2019-12-08



## 内容目录

1. 投资聚焦.....	5
2. 行业回顾与展望.....	6
2.1. 货币环境：稳健趋松 .....	6
2.2. 固投：房地产投资短期仍有韧性，基建改善预期不断升温 .....	8
2.3. 基建投资：政策蓄势逆周期调节，明年有望有所加快 .....	10
2.4. 房地产投资：享受竣工周期，等待政策拐点 .....	12
2.5. 制造业投资：低位徘徊，趋于修复 .....	14
2.6. 海外工程：新签对外承包额小幅反弹，行业逐步回归理性 .....	15
3. 把握当下：低位开局，政策与基本面或促估值修复.....	16
3.1. 2019 估值下行，“三低”位置开启 2020 年 .....	16
3.1.1. 行情回顾：涨幅、估值、持仓均处底部 .....	16
3.1.2. 业绩回顾：行业盈利加速，资产负债表趋于修复 .....	18
3.1.3. 订单回顾：Q3 央企订单明显加速，转化有望在 2020 上半年体现 .....	19
3.2. 政策积累：蓄势逆周期调节，积极效果有望在明年显现 .....	21
3.2.1. “稳字当头”核心要求下，政策有望持续加码基建 .....	21
3.2.2. 专项债有望成为明年基建增长的主要动能 .....	22
3.2.3. 基建复苏有望面临较为宽松货币环境 .....	24
3.3. 把握当下：优选价值龙头 .....	26
4. 布局长远：关注建筑工业化细分龙头与存量经济逻辑成长股 .....	27
4.1. 建筑工业化是长期趋势，细分龙头已展现出优异成长性 .....	27
4.1.1. 装配式建筑快速推广，发展迅速 .....	27
4.1.2. 钢结构需求向好，供给结构持续改善 .....	29
4.1.3. 工业化装修顺应潮流，市场化有望显著加快 .....	31
4.1.4. 聚焦建筑工业化细分趋势龙头 .....	32
4.2. 寻找存量建筑服务业逻辑成长股 .....	33
4.2.1. 国内存量建筑市场已十分庞大 .....	33
4.2.2. 存量建筑服务业——物业管理与资产运营 .....	34
4.2.3. 存量建筑服务业——检测、养护、租赁等细分市场 .....	35
5. 行业投资策略与重点个股评述 .....	37
5.1. 2020 年行业投资策略：把握当下，布局长远 .....	37
5.2. 重点个股评述 .....	39
中国建筑 .....	39
中国铁建 .....	39
金螳螂 .....	40
苏交科 .....	41
中设集团 .....	42
鸿路钢构 .....	42
精工钢构 .....	43
亚厦股份 .....	44
华铁应急 .....	44
6. 风险提示 .....	46

## 图表目录

图表 1: 月度社会融资规模数据 (亿元) .....	6
-----------------------------	---

图表 2: 月度金融机构新增人民币规模数据 (亿元)	6
图表 3: 月度社会融资规模存量数据	7
图表 4: M1、M2 同比增速 (%)	7
图表 5: 国债到期收益率走势 (%)	7
图表 6: 最新投资数据及 2019-2020 年投资数据预测	9
图表 7: 固定资产投资单月值及累计增速	9
图表 8: 三大细分子行业投资增速	9
图表 9: 基建投资 (全口径) 累计及单月同比	11
图表 10: 基建投资 (扣电热燃水口径) 累计及单月同比	11
图表 11: 基建三大细分领域构成 (2019 年 1-11 月数据)	11
图表 12: 交通运输、仓储和邮政业累计及单月同比	11
图表 13: 水利、环境和公共设施管理业累计及单月同比	11
图表 14: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计及单月同比	11
图表 15: 房地产开发投资完成额单月值 (亿元) 及累计增速	12
图表 16: 建安投资累计同比增速 (%)	12
图表 17: 房屋新开工面积和竣工面积累计增速	12
图表 18: 商品房销售额累计及单月同比增速	13
图表 19: 商品房销售面积累计及单月增速	13
图表 20: 30 大中城市商品房成交面积单月同比增速 (%)	13
图表 21: 30 大中城市商品房日成交套数及成交面积情况	13
图表 22: 制造业固定资产投资单月值及累计增速	14
图表 23: 石油加工、炼焦及核燃料加工业投资单月值及累计增速	14
图表 24: 化学原料及化学制品制造业投资累计同比增速	14
图表 25: 国际原油价格走势 (美元/桶)	15
图表 26: 对外承包当年新签合同额及同比增速	15
图表 27: 对外承包当年完成营业额及同比增速	15
图表 28: 2018 年至今建筑 (中信) 指数走势及重要政策事件	16
图表 29: 年初至今各中信一级行业指数涨跌幅	17
图表 30: 2019 年以来建筑 (中信) 指数相对涨跌幅	17
图表 31: 建筑行业指数 PE 与沪深 300PE 的比值	17
图表 32: 建筑行业指数 PB 与沪深 300PB 的比值	17
图表 33: 建筑板块基金持仓与建筑指数变动	18
图表 34: 建筑板块单季度收入增速 (%)	18
图表 35: 建筑板块单季度归母净利润增速 (%)	19
图表 36: 建筑板块季度资产负债率变化 (%)	19
图表 37: 八大央企历史单季度新签订单 (亿元) 及同比增速	20
图表 38: 装饰上市公司订单情况汇总 (亿元)	20
图表 39: 2018、2019 年中央经济工作会议内容对比	21
图表 40: 12 月与 7 月政治局会议内容对比	22
图表 41: 2019 年以来地方债发行汇总统计	23
图表 42: 2018 年、2019 年专项债投向统计	23
图表 43: 国务院对于固定资产投资项目资本金比例规定	24
图表 44: MLF 下调可带动 LPR 下降, 从而降低实体企业融资成本	25
图表 45: 近 10 年来建筑指数收益率统计及驱动因素分析	26
图表 46: 建筑行业重点公司估值表	26
图表 47: 各部门关于装配式建筑的主要政策汇总	28

图表 48: 装配式房建市场规模测算 .....	29
图表 49: 日本已开工建筑主要结构占比 .....	30
图表 50: PC 与钢结构的主要优劣势分析 .....	30
图表 51: 装配式建筑评分表 .....	31
图表 52: 传统装修与工业化装修施工工艺对比 .....	32
图表 53: 我国各类基建存量统计 .....	33
图表 54: 我国基建资本存量历年的永续盘存值 (2018 年不变价) 及增速 .....	33
图表 55: 我国历年竣工房屋面积及累计竣工房屋面积 .....	34
图表 56: 我国历年 200 米以上高层建筑累计完工数量 .....	34
图表 57: 2017 年百强物业服务企业分类型管理面积占比 .....	35
图表 58: 百强物业服务企业分类型基础物管收入占比 .....	35
图表 59: 龙元建设运营业务布局示意图 .....	35
图表 60: 我国高空作业平台租赁商数量 .....	36
图表 61: 我国高空作业平台销售量 .....	36
图表 62: 2018 年我国高空作业平台人均保有量、国内渗透率与国际对比 .....	36
图表 63: 建筑行业重点公司估值表 .....	38

## 1. 投资聚焦

### 回顾 2019 年:

2019 年至今中信一级行业建筑指数-3.2%排名倒数第一,而前三季度行业盈利增长 7.2%,行业估值进一步下行,建筑央企大面积破净。这一方面是因为市场对迟迟不见起色的基建数据不断失望,另一方面也表明市场对短周期的政策博弈参与意愿不断降低。

### 展望 2020 年:

**把握当下**——站在一个估值与持仓非常低的起点上,不论是看政策刺激还是看基本面改善(基建复苏),板块在 2020 年均有望迎来估值修复。

- 历史经验看,在较低的估值位置(通常出现在偶数年份),板块更容易受到政策面影响促发行情(如 2014 年一带一路、2016 年 PPP、2018 年基建稳增长)。加之近来基建稳增长的积极因素不断积累,我们在预期明年上半年基建加速的基础上,看好低估龙头的估值修复行情。
- 考虑到把握政策博弈的难度,我们认为把握具有绝对价值的低估龙头个股是一个更优的策略。重点推荐**中国建筑、中国铁建、金螳螂、苏交科、中设集团、龙元建设**。

**布局长远**——从中长期看,不论是房地产还是基建,高增速时期都注定将过去。即便当期增速仍不低,市场也会认为下一期增速会降低。在此之际,一方面我们还可挖掘适应产业发展趋势的细分行业龙头,目前主要是建筑工业化下的细分龙头;另一方面,我们着眼适应存量经济的细分行业,挖掘成长个股。

- **建筑工业化是建筑行业在未来相当长一段时间的一个明确趋势**。政策驱动、劳动力短缺倒逼、环保压力、技术进步都是推动建筑工业化发展的动力。在结构领域主要是 PC 和钢结构的快速发展,在装饰领域装配式装修亦正在取得积极进展。重点推荐钢结构制造环节龙头**鸿路钢构**、装配式钢结构 EPC 龙头**精工钢构**与装配式装修龙头**亚厦股份**。
- **随着我国经济从增量时代转向存量时代,城市的主题从建设转向管理和运维**。包括检测、物业管理、养护租赁相关领域陆续出现成长型个股,永续经营的逻辑与优异的现金流更使其享受更高的估值溢价。过往相关公司由于利润体量小未受重视,但随着存量经济时代的到来,相关个股价值逐渐释放出来。关注**华铁应急**。



## 2. 行业回顾与展望

### 2.1. 货币环境：稳健趋松

**1-11月货币环境总体稳健趋松，信贷资源有望向基建稳增长倾斜。**2019年1-11月我国合计新增社融21.2万亿元，同比多增3.4万亿元。11月新增社融1.75万亿元（同比多增1505亿元），其中新增人民币贷款1.36万亿元，同比多增1298亿元；非标融资减少1061亿元，同比少减843亿元，表内贷款及表外非标均显著改善，助力11月社融回升；社融存量增速10.7%环比持平。总体而言当前货币环境稳健趋松，11月16日央行发布三季度货币政策执行报告，重点强调要“妥善应对经济短期下行压力”，提及“逆周期调节”次数明显增多，并且表述从“适时适度”改为“加强”，前期报告中“把好货币政策总闸门”的表述不再出现，防范风险相关措辞亦有所减少，在地产融资政策总体仍然较紧情况下，未来增量信贷资源流向基建领域概率加大。

图表1：月度社会融资规模数据（亿元）

时间	单月新增社融	新增人民币贷款	新增委托贷款	新增外币贷款	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	存款类金融机构资产支持证券	贷款核销
2018-10	7374	7141	-949	-800	-1273	-453	1523	176	868	188	446
2018-11	16042	12302	-1310	-787	-467	-127	3918	200	-332	1157	729
2018-12	16221	9281	-2210	-702	-509	1023	3895	130	362	1503	2522
2019-01	46179	35668	-699	343	345	3787	4829	289	1088	-466	249
2019-02	7089	7641	-508	-105	-37	-3103	875	119	1771	-14	201
2019-03	28737	19584	-1070	3	528	1365	3561	122	2532	261	1227
2019-04	14074	8733	-1197	-330	129	-357	4078	262	1679	243	316
2019-05	14524	11855	-631	191	-52	-768	1039	259	1251	383	392
2019-06	22998	16737	-827	-4	15	-1311	1517	153	3545	607	1806
2019-07	10830	8086	-987	-221	-676	-4562	2944	593	4385	286	244
2019-08	20175	13045	-513	-247	-658	157	3389	256	3213	269	351
2019-09	23316	17612	-22	-440	-672	-431	2440	289	2194	284	1692
2019-10	6189	5470	-667	-10	-624	-1053	2042	180	-200	623	416
2019-11	17547	13600	-959	-249	-673	571	2696	524	-1	693	639

资料来源：央行官网，国盛证券研究所

图表2：月度金融机构新增人民币规模数据（亿元）

时间	单月新增人民币贷款	短期贷款及票据融资	票据融资	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
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	6573	-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	1123
2019-11	13900	4409	624	8895	6831	2142	4689	6794	1643	4206	274

资料来源：央行官网，国盛证券研究所

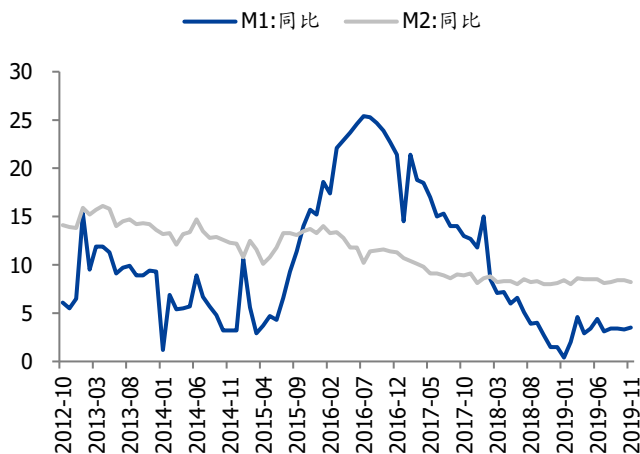
图表3: 月度社会融资规模存量数据

月份	社融存量余额 (亿元)				同比增速	
	社会融资规模存量	企业债券	地方政府专项债券	旧口径	新口径	旧口径
2018年10月	1983246	199737	72641	1783509	10.3%	10.7%
2018年11月	1998080	203301	72309	1794779	10.0%	10.2%
2018年12月	2012958	207017	72671	1805941	9.9%	9.9%
2019年1月	2057466	211644	73800	1845822	10.5%	10.4%
2019年2月	2063516	211938	75500	1851578	10.1%	10.0%
2019年3月	2090934	214667	78100	1876267	10.7%	10.7%
2019年4月	2103898	218306	79700	1885592	10.5%	10.4%
2019年5月	2118132	219142	81000	1898990	10.7%	10.6%
2019年6月	2140335	220553	84500	1919782	11.0%	10.9%
2019年7月	2149749	222767	88900	1926982	10.9%	10.6%
2019年8月	2169027	225377	92100	1943650	10.8%	10.6%
2019年9月	2191167	227145	94300	1964022	10.8%	10.5%
2019年10月	2196547	228681	94100	1967866	10.7%	10.3%
2019年11月	2212778	230915	94100	1981863	10.7%	10.4%

资料来源: 央行官网, Wind, 国盛证券研究所, 旧口径=新口径-企业债券

**M1与M2剪刀差有收窄趋势, 全球进入降息周期后信用环境有望持续改善。**2019年11月M2同比8.2%, 较前值下降0.2个pct; M1同比3.5%, 较前值提升0.2个pct。M1与M2剪刀差自今年1月份触底后有逐渐收窄趋势。11月份央行在CPI持续上行、结构性通胀预期提升背景下, 调降一年期中期借贷便利(MLF)中标利率5个bp, “稳增长”意图明显。同时近期海外主要经济体陆续进入降息周期, 美联储年内已降息三次, 中美利差进一步扩大, 未来国内货币政策仍有操作空间。

图表4: M1、M2同比增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 国债到期收益率走势 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.2. 固投：房地产投资短期仍有韧性，基建改善预期不断升温

2019年1-11月份，全国固定资产投资同比增长5.2%，与1-10月份持平。其中房地产投资增速放缓，基建全口径增速回升，制造业投资则低位小幅回落。今年以来房地产投资增速保持高位，是固投增速的主要支撑，虽然逐月表现出小幅回落趋势，但仍存一定韧性。展望2020年，随着基建政策的不断积累，“量变”有望向“质变”转化，我们看好明年基建投资有望改善。

基于2019年以来的各项投资数据所表现出来的趋势，以及当前各子行业所面临的发展背景，我们对2019年和2020年的各项固定资产投资金额和增速进行了预测：

**1) 预测2019-2020年基建（不含电力热力等）投资增速分别为4.00%/6.24%。**其两项子指标由于当前并未表现出较强的增长趋势，因此2019年预计基本维持前11月份的增速，2020年增速有小幅提升，由此带动该口径下的基建投资增速预测值在2019年维持前11月份的增速，2020年则提升2.24个pct至6.24%。

**2) 预测2019-2020年基建（全口径）投资增速分别为3.48%/4.66%。**在全口径下增加了电力热力燃气及水的生产和制造业，该项指标在2019年前11个月表现相对较强，预计全年仍将维持前11个月的水平。2020年该指标由于存在一定的基数效应，我们预测其增速约5%。由此测算出全口径下基建投资增速在2020年提升1.18个pct至4.66%。

**3) 预测2019-2020年房地产投资增速分别为10.20%/8.00%。**今年以来房地产投资的韧性预计将持续至年底，但当前房地产仍然处于调控周期之中，我们预计明年房地产投资增速仍将趋势性回落。

**4) 预测2019-2020年制造业投资增速分别为2.50%/3.20%。**制造业投资增速当前处于低位波动中，预计明年在低基数背景下增速有望实现小幅回升。

**5) 基于上述假设，预计2019-2020年固定资产投资增速为5.20%/4.89%。**2019年在“稳增长”政策大力推进背景下，预计全年固定资产投资增速将保持在5.2%水平，与前11月份保持一致。明年全面建成小康社会目标对GDP增速的压力并不大，在地产投资增速可能下行的背景下，预计固定资产投资增速整体小幅回落0.3个pct。

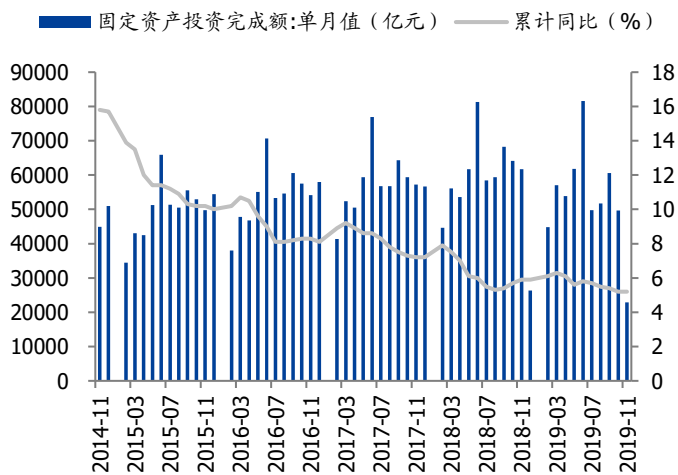


图表6: 最新投资数据及2019-2020年投资数据预测

(投资额单位: 亿元)	2019年1-11月	2019年11月单月	2018年	2019年E	2020年E
固定资产投资	533,718	22,838	635,636	668,689	701,420
增速	5.20%	5.20%	5.90%	<b>5.20%</b>	<b>4.89%</b>
房地产投资	121,265	11,662	120,264	132,531	143,133
增速	10.20%	8.40%	9.50%	<b>10.20%</b>	<b>8.00%</b>
制造业投资	197,873	20,056	212,009	217,309	224,263
增速	2.50%	1.62%	9.50%	<b>2.50%</b>	<b>3.20%</b>
基建投资(不含电力热力等)	136,665	14,451	145,325	151,138	160,574
增速	4.00%	2.34%	3.80%	<b>4.00%</b>	<b>6.24%</b>
基建投资(包含电力热力等)	164,587	17,842	176,185	182,308	190,799
增速	3.47%	5.19%	1.79%	<b>3.48%</b>	<b>4.66%</b>
基建:电力、热力、燃气及水生产供应业	25,766	3,036	27,798	28,788	30,225
增速	3.60%	18.39%	-6.70%	<b>3.56%</b>	<b>4.99%</b>
基建:交通运输、仓储和邮政业	59,934	6,158	63,572	66,295	69,664
增速	4.30%	1.75%	3.90%	<b>4.28%</b>	<b>5.08%</b>
基建:水利、环境和公共设施管理业	78,887	8,648	84,815	87,225	90,910
增速	2.80%	3.62%	3.30%	<b>2.84%</b>	<b>4.23%</b>

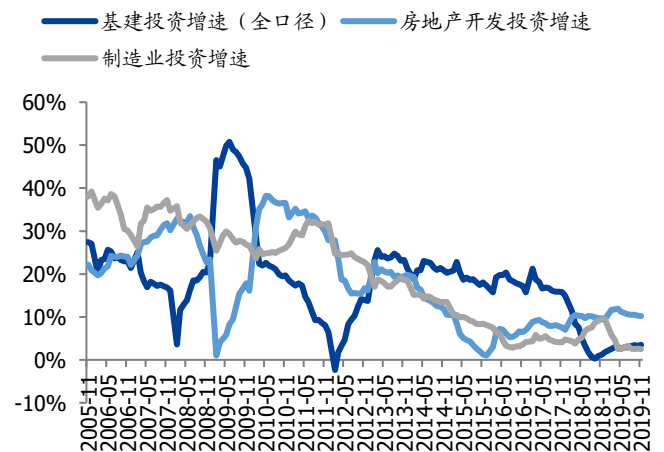
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 固定资产投资单月值及累计增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 三大细分子行业投资增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.3. 基建投资：政策蓄势逆周期调节，明年有望有所加快

2019年1-11月基建投资（全口径）增速为4.5%，较1-10月提升0.2个pct；基建投资（不含电力等）增长4.0%，较1-10月回落0.2个pct。两个口径增速出现一定差距主要因电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增速加速力度较为强劲，其余子行业加速幅度有限。今年以来基建投资增速复苏力度弱于预期，我们预计其主要原因在于：1）今年以来地产投资持续较强，托基建紧迫性有限；再加上隐形债务监管仍然严格，地方政府积极性一直不高；2）今年以来减税力度较大，分流了可以用于基建的财政资源；3）新增专项债中基建领域的占比并不高，仅为30%左右，其提升幅度难以抵御城投公司债务收缩规模；4）专项债作项目资金要求较高，今年6月份专项债可用作项目资本金的政策也还未产生明显效果。

**再加上去年Q4基建投资基数较高的因素，预计今年基建增速将低位收官。展望2020年，随着近来基建政策积累，我们看好明年基建有所加速：**

1) 近期政治局召开会议分析研究2020年经济工作，针对“国内外风险挑战明显上升”，要求运用好逆周期调节工具，全面做好“六稳”工作，着重强调“加强基础设施建设”，基建稳增长政策有望持续加码。2019年中央经济工作会议直接要求“坚持稳字当头”，会议内容中三大攻坚战顺序变为“扶贫、环保、防风险”，防风险在政策目标中位置后置。同时会议重点要求引导资金投向“基础设施短板等领域”，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，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，基建补短板仍为明年经济工作重点。

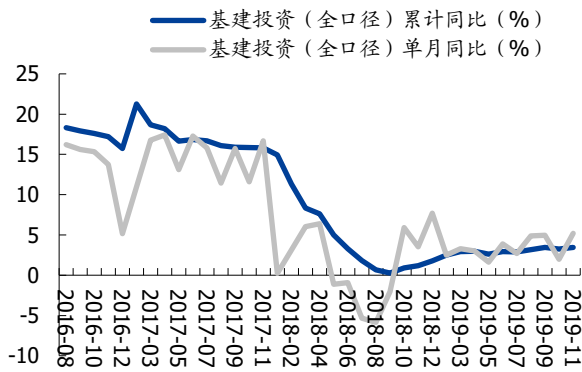
2) 目前财政部已向省级财政部门下达部分2020年新增专项债额度，预计明年1月份开始发行。我们总体预计明年新增额度较今年有明显幅度增长，有望达到2.5-3万亿（今年新增额度为2.15万亿），且其中投向基建的比例有望由32%提升至60-70%（实际提升效果预计是明年基建强的重要观测变量）。专项债有望成为明年基建增长的主要动能。

3) 11月20日央行召开金融机构货币信贷形势分析会，重点要求金融机构“提高政治站位”，继续强化逆周期调节，增强信贷支持力度，促进实际贷款利率下行。在随后的贷款市场利率报价中，1年期LPR报价为4.15%，5年期LPR为4.8%，均较上月下降5bp，有望促市场资金价格进一步下降。

4) 11月13日国常会下调基建项目资本金比例至多5%，有望大幅缓解基建项目资本金短缺压力，撬动有限资本金对应的基建项目总金额。

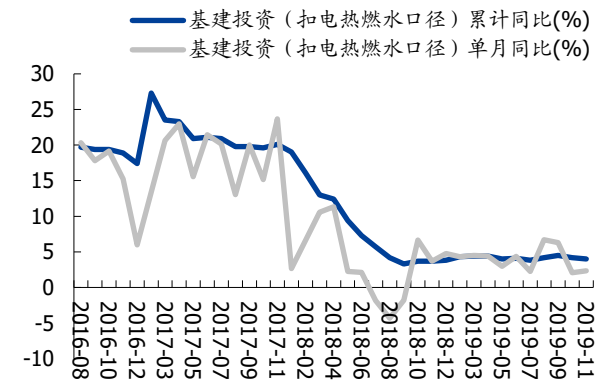
**总体来看，我们对明年、尤其是年初基建增速改善持乐观态度。**

图表 9: 基建投资(全口径)累计及单月同比



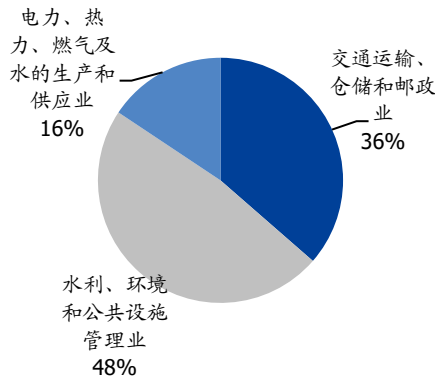
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 基建投资(扣电热燃水口径)累计及单月同比



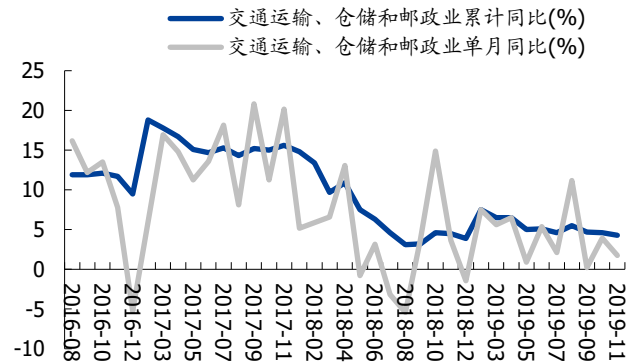
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 基建三大细分领域构成(2019年1-11月数据)



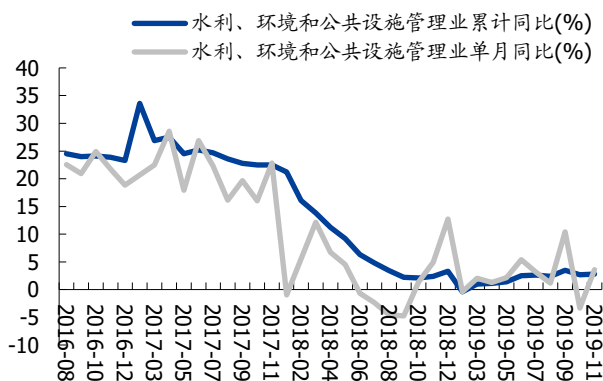
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 交通运输、仓储和邮政业累计及单月同比



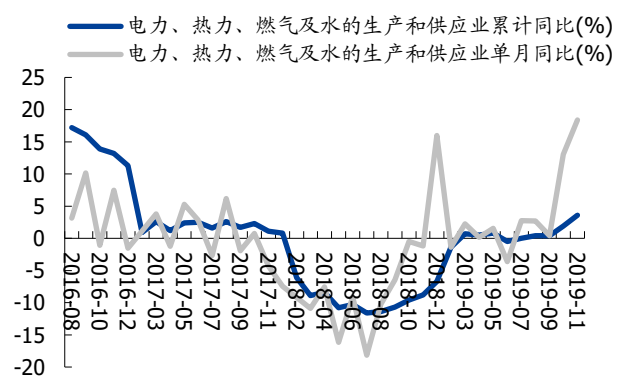
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 水利、环境和公共设施管理业累计及单月同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计及单月同比



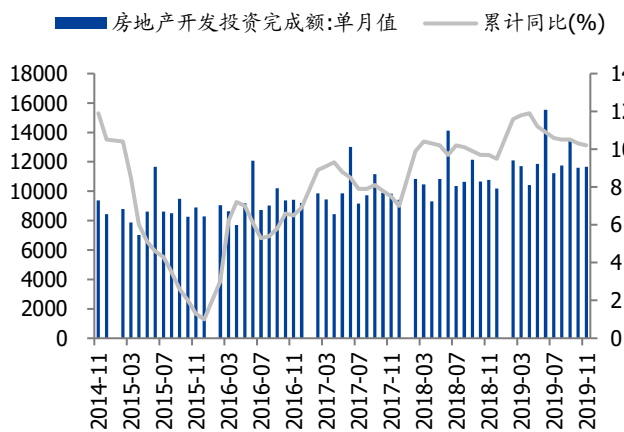
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.4. 房地产投资：享受竣工周期，等待政策拐点

今年前 11 月地产销售面积持续回暖、投资放缓，竣工加速。2019 年 1-11 月，全国房地产开发投资同比增长 10.2%，增速比 1-10 月回落 0.1 个 pct，今年以来地产投资增速持续放缓但仍维持高位；建安投资增速 5%，较 1-10 月份加速 0.3 个 pct；商品房销售面积增长 0.2%，增速转正且持续提升；销售额增长 7.3%，与 1-10 月持平。1-11 月房屋新开工面积增长 8.6%，增速放缓 1.4 个 pct；施工面积同比增长 8.7%，增速放缓 0.3 个 pct；竣工面积同比下降 4.5%，降幅收窄 1.0 个 pct。

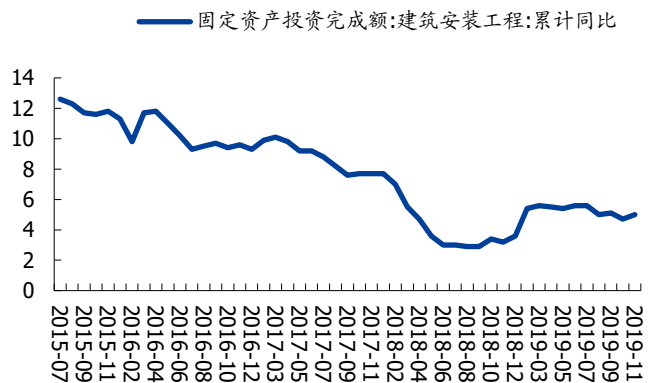
在融资较紧背景下，开发商预计仍将使用加快推盘和开工的快周转模式，预计 2020 年建安投资仍可保持较快增速，但土地购置费的滞后效应将使得整体地产投资放缓；竣工端有望继续改善，利好地产后周期行业；地产政策在今年二季度以来持续收紧后，明年预计进一步收紧空间预计十分有限，以稳为主，因城施策。

图表 15: 房地产开发投资完成额单月值 (亿元) 及累计增速



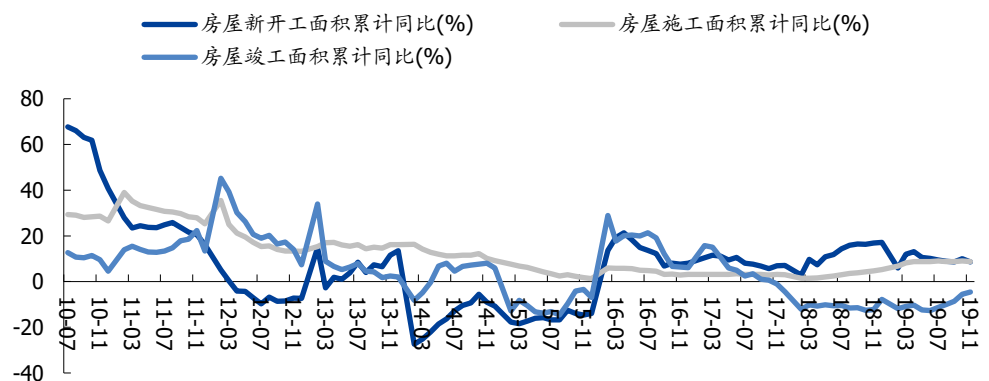
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 建安投资累计同比增速 (%)



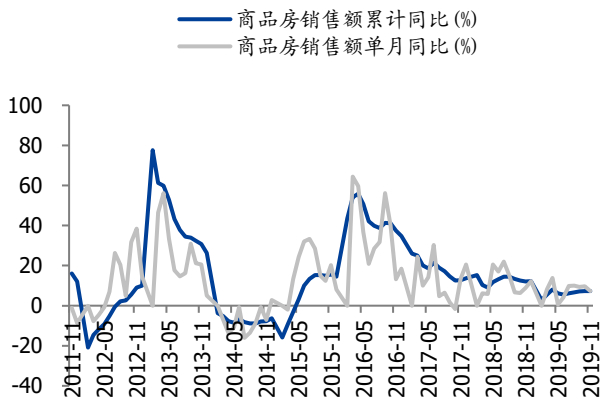
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 房屋新开工面积和竣工面积累计增速



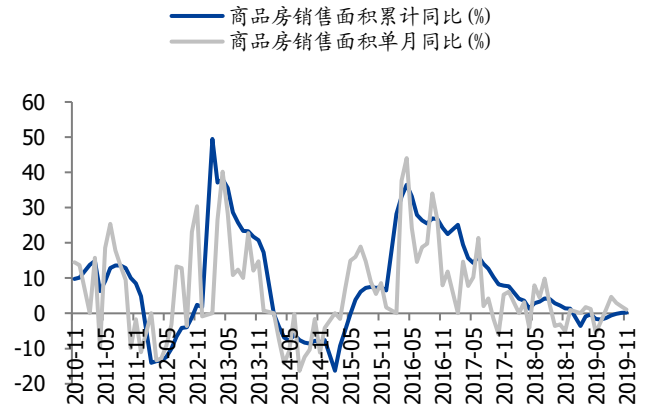
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 商品房销售额累计及单月同比增速



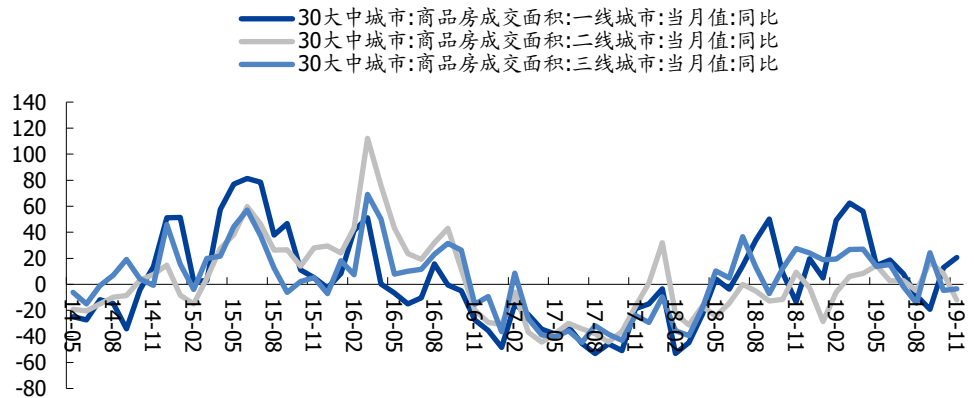
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 商品房销售面积累计及单月增速



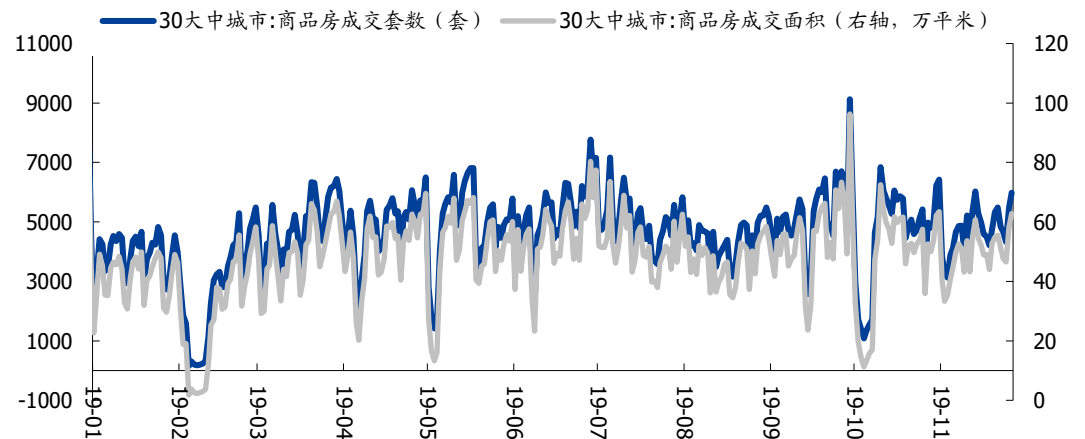
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 30 大中城市商品房成交面积单月同比增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 30 大中城市商品房日成交套数及成交面积情况



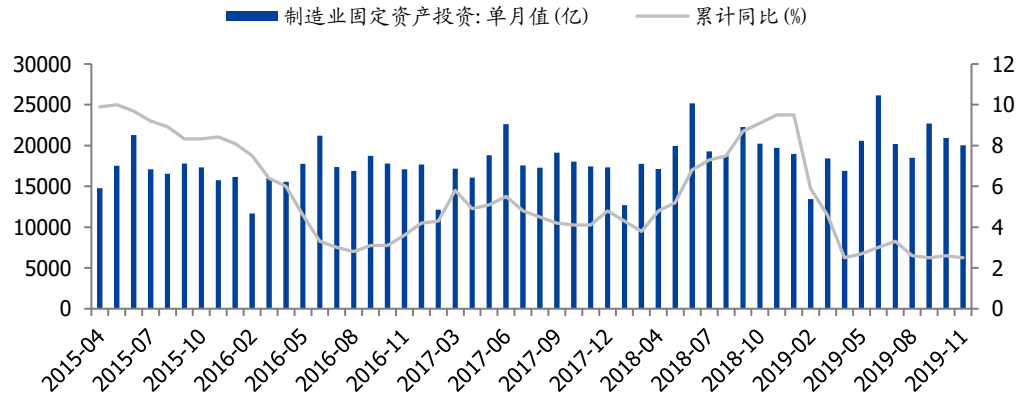
资料来源: Wind, 国盛证券研究所



## 2.5. 制造业投资：低位徘徊，趋于修复

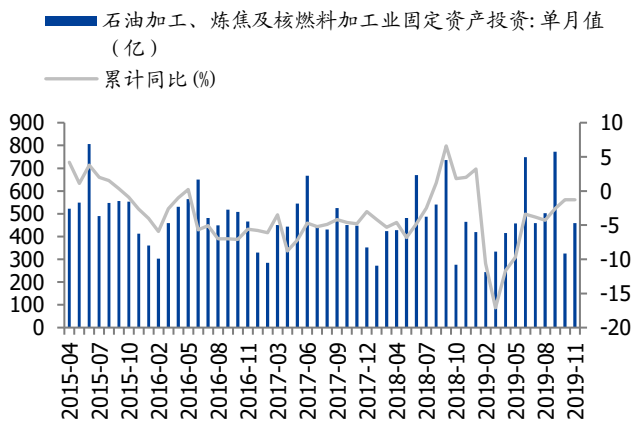
2019年1-11月制造业投资增长2.5%，增速小幅回升0.1个pct。今年以来，制造业投资持续低位徘徊，主要原因是经济减速背景下企业家投资信心不足，尤其是贸易形势的不确定性给企业家信心造成压力。展望2020年，贸易关系的边际改善以及企业家对贸易关系不确定性逐渐适应有望对制造业投资带来改善动力，另一方面，全球货币宽松及国内信用疏导有望进一步促制造业投资趋于修复。

图表 22: 制造业固定资产投资单月值及累计增速



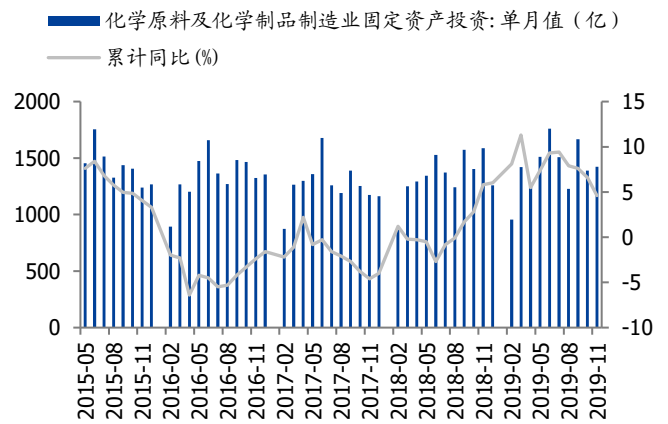
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 石油加工、炼焦及核燃料加工业投资单月值及累计增速



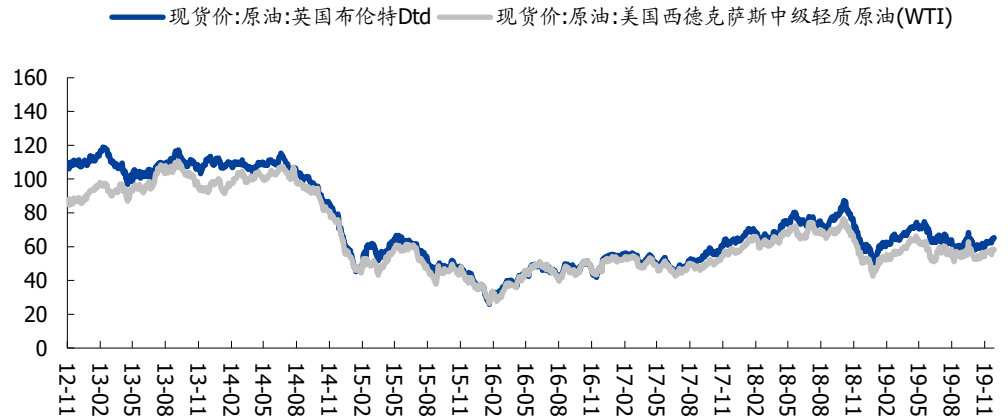
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 化学原料及化学制品制造业投资累计同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 国际原油价格走势 (美元/桶)

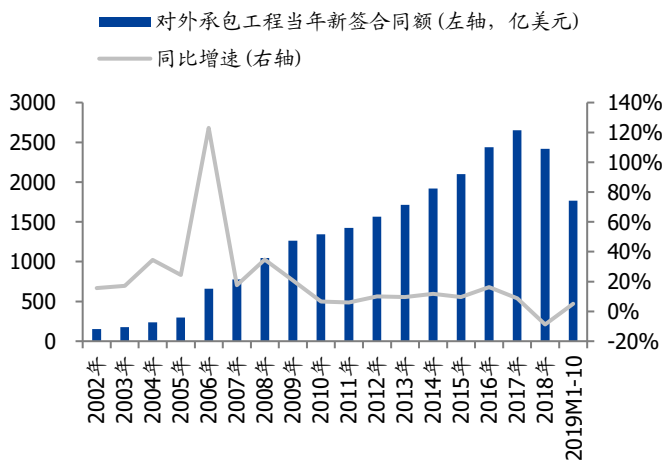


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.6. 海外工程: 新签对外承包额小幅反弹, 行业逐步回归理性

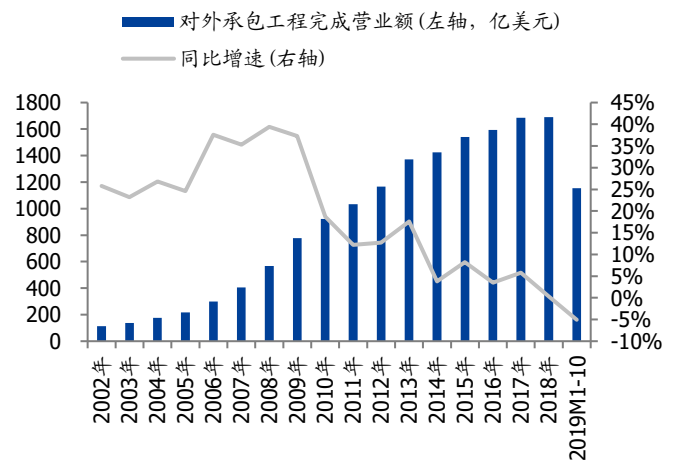
2019年1-10月我国对外承包新签合同额1767亿美元, 同比增长5%, 较1-9月增速提升10个pct; 对外承包完成营业额1155亿美元, 同比下降5%, 较1-9月收窄1个pct。一带一路倡议是长期事业, 短期可能存在一定波动, 国内企业在经历前期纷纷出海后面临一些挫折, 目前正回归理性。我们认为海外市场拓展为建筑工程企业打开新的成长空间, 仍是部分具备海外业务能力企业的长期战略方向。

图表 26: 对外承包当年新签合同额及同比增速



资料来源: 商务部, 国盛证券研究所

图表 27: 对外承包当年完成营业额及同比增速



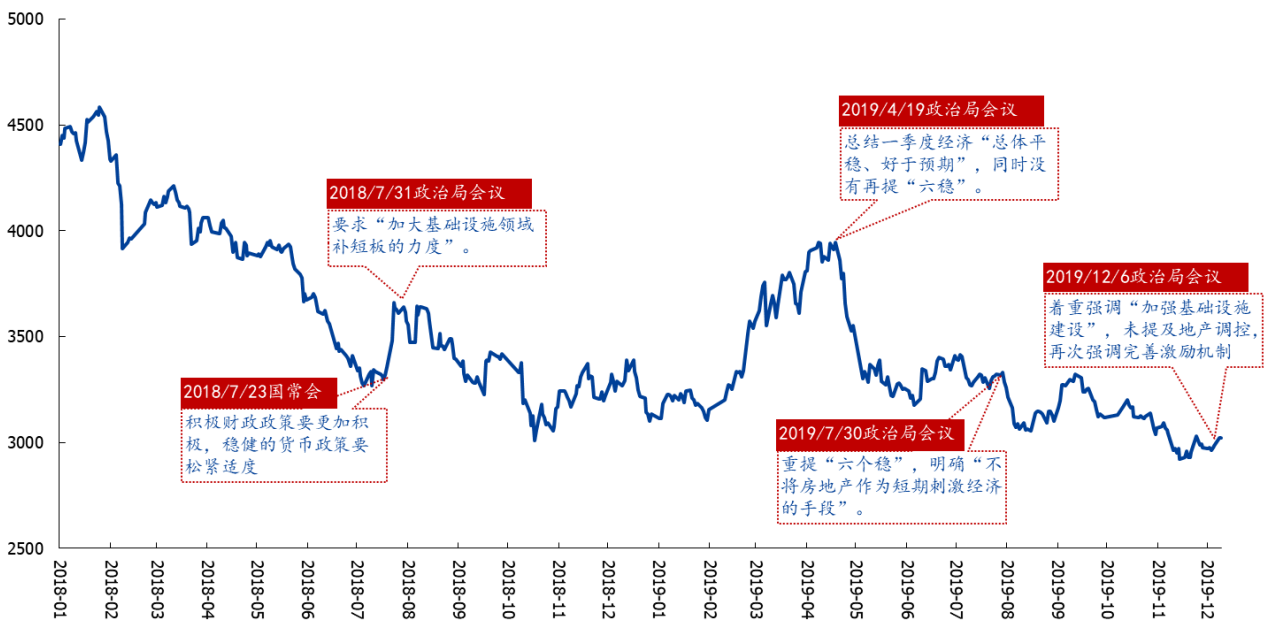
资料来源: 商务部, 国盛证券研究所

### 3. 把握当下：低位开局，政策与基本面或促估值修复

#### 3.1. 2019 估值下行，“三低”位置开启 2020 年

总体来看：**2019 年至今中信一级行业建筑指数-3.2%排名倒数第一，而前三季度行业盈利增长 7.2%，行业估值进一步下行，建筑央企大面积破净。这一方面是因为市场对迟迟不见起色的基建数据不断失望，另一方面也表明市场对短周期的政策博弈参与意愿不断降低。**

图表 28: 2018 年至今建筑（中信）指数走势及重要政策事件

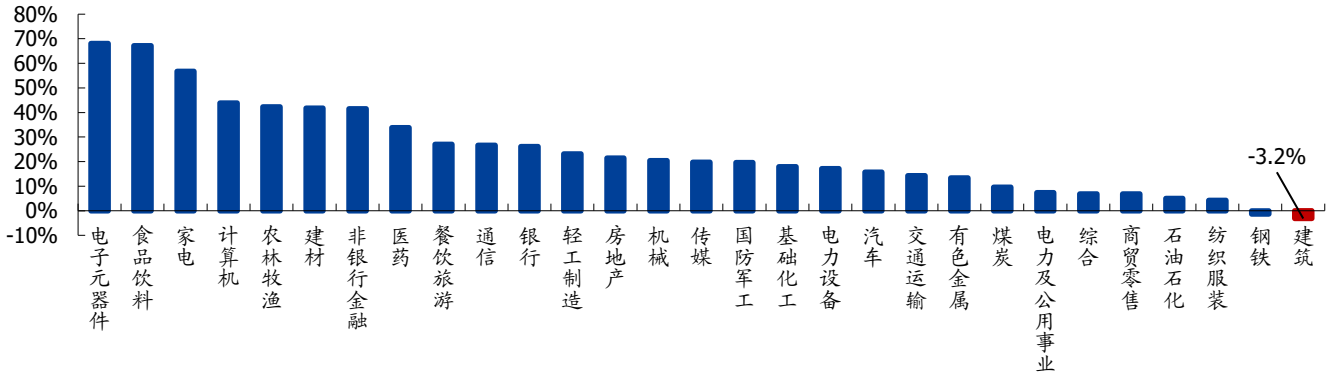


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

##### 3.1.1. 行情回顾：涨幅、估值、持仓均处底部

建筑板块今年以来涨幅倒数第一，估值创历史新低，八大建筑央企已全部破净。今年以来中信一级行业建筑指数-3.2%，排名倒数第一，相对于沪深 300 的涨跌幅为-35%，明显跑输大盘。指数 PE 和 PB 与沪深 300 的比值均创下历史最低值，同时八大建筑央企已全部破净。从历史估值对比角度上看，当前建筑板块估值已处于历史大底。

图表 29: 年初至今各中信一级行业指数涨跌幅



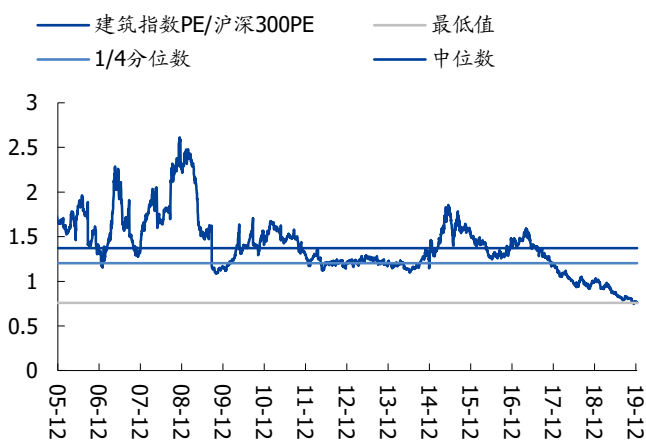
资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 截至 2019/12/23

图表 30: 2019 年以来建筑 (中信) 指数相对涨跌幅

	一季度	二季度	三季度	四季度至今	2019 年初至今
中信建筑指数收益率	18.4%	-9.9%	-6.7%	-2.6%	-3.2%
沪深 300 收益率	28.6%	-1.2%	-0.3%	4.0%	31.8%
<b>相对收益率</b>	<b>-10.3%</b>	<b>-8.7%</b>	<b>-6.4%</b>	<b>-6.6%</b>	<b>-34.9%</b>
在中信 29 个行业中排名	27 名	22 名	26 名	26 名	29 名

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 截至 2019/12/23

图表 31: 建筑行业指数 PE 与沪深 300PE 的比值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 建筑行业指数 PB 与沪深 300PB 的比值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

建筑持仓续创新低, 板块预期极低, 2019Q3 末基金 (主动型+指数型) 对建筑板块持仓占比仅为 0.43%, 较 2019Q2 末继续下降 0.04 个 pct, 持仓占比接近 2007 年以来的历史低点, 板块预期极低, 已具有相对安全边际。因此, 在行业基本面有望加速改善, 板

块估值已处历史底部、显著滞涨，预期已极低情况下，建筑板块有望展现投资机会。

图表 33: 建筑板块基金持仓与建筑指数变动

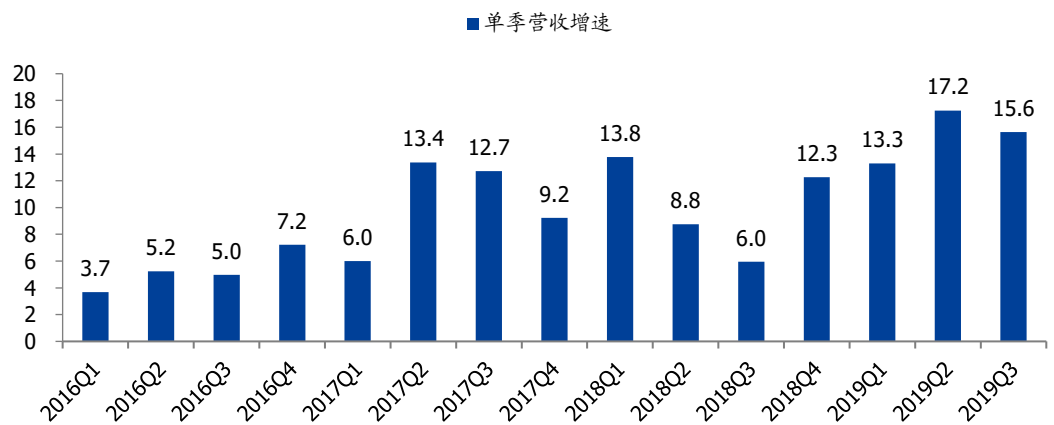


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.1.2. 业绩回顾: 行业盈利加速, 资产负债表趋于修复

前三季度建筑公司营收平稳, 业绩提速。2019Q1-Q3 建筑上市公司整体营收同比增长 15.5%, 其中 Q1/Q2/Q3 分别增长 13.3%/17.2%/15.6%。2019Q1-Q3 建筑上市公司整体归母净利润同比增长 7.2%, 其中 Q1/Q2/Q3 分别增长 13.6%/-1.7%/13.5%, Q3 业绩环比大幅加速, 主要系行业费用率下降, 园林等受困企业下滑/亏损幅度收窄, 以及中国建筑等公司少数股东损益影响较小所致。各细分行业继续呈现出强弱明显分化的格局, 龙头公司/央企普遍实现较好增长, 但多数行业内中小公司/民企业绩放缓或下滑, 行业呈现向龙头集中趋势。

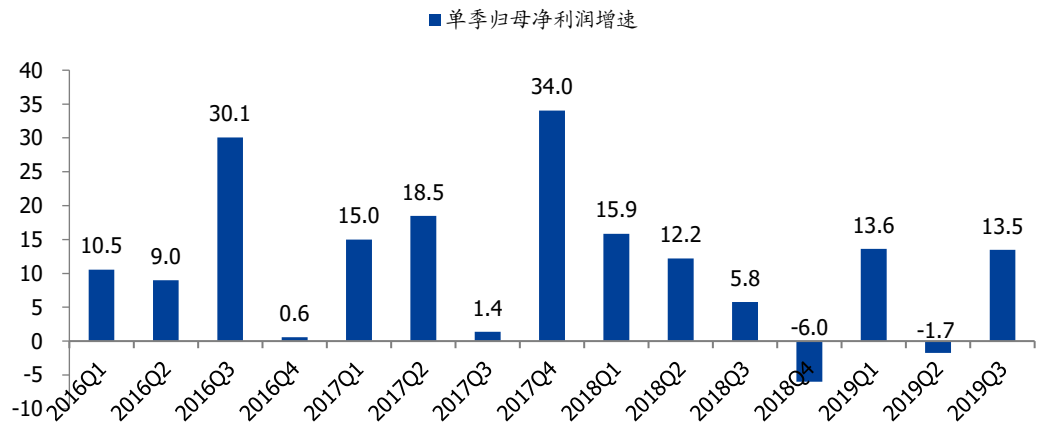
图表 34: 建筑板块单季度收入增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所



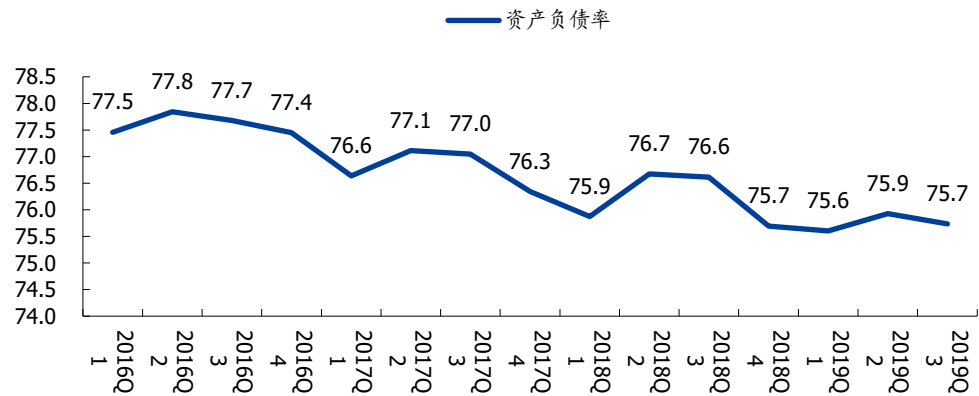
图表 35: 建筑板块单季度归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资产负债率同比下降, 资产负债表持续修复。上市建筑企业整体负债率自 2014 年起持续下降, 截至 2019 年三季度末整体资产负债率为 75.7%, 较 2018 年同期下降 0.9 个 pct, 较 2019 年 Q2 末低 0.2 个 pct。需要指出的是, 近年来, 建筑央企、国企在负债率考核约束下, 在上市公司和子公司层面加大了“类权益融资”力度, 包括永续债、优先股等, 这对于降低表观负债率起到了较大作用, 但同时可能使得企业承担了更高的融资成本。此外, 就趋势而言, 预计行业资产负债率仍将处于下降通道中。

图表 36: 建筑板块季度资产负债率变化 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.1.3. 订单回顾: Q3 央企订单明显加速, 转化有望在 2020 上半年体现

前期稳增长基建政策带动下, 八大央企 Q3 订单增长加速。Q3 单季八大央企合计新签订单 17505 亿元, 同比较快增长 16.4%, 较 Q2 提速 0.5 个 pct。其中国内新签订单 16134 亿元, 同比增长 20.6%, 较 Q2 提速 4.6 个 pct, 主要系中国铁建、中国中铁及中国建筑 Q3 基建订单大幅加速带动; 海外新签订单 1371 亿元, 同比下降 17.4%, 较上季度减速 32.5 个 pct, 主要系部分央企 Q3 海外订单显著下滑影响。Q3 建筑央企订单明显加速有望在 2020 年上半年转化体现。

图表 37: 八大央企历史单季度新签订单(亿元)及同比增速

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
<b>中国建筑</b>	5,383	6,757	4,499	6,594	5,865	6,653	5,170
单季同比	24.3%	-11.4%	10.3%	6.6%	9.0%	-1.5%	14.9%
<b>中国铁建</b>	2,799	3,292	2,826	6,928	2,974	4,213	3,965
单季同比	6.98%	13.47%	-4.14%	4.69%	6.27%	27.99%	40.30%
<b>中国中铁</b>	3,123	3,224	3,166	7,409	3,133	3,881	3,883
单季同比	21.32%	5.95%	-5.85%	12.45%	0.30%	20.38%	22.66%
<b>中国交建</b>	1,793	2,495	1,540	3,081	2,033	2,934	1,569
单季同比	20.5%	-8.6%	-16.9%	12.4%	13.4%	17.6%	1.9%
<b>中国化学</b>	256	544	276	373	377	516	256
单季同比	5.9%	143.6%	108.7%	5.7%	47.1%	-5.2%	-7.2%
<b>中国电建</b>	1,510	1,104	1,125	819	1,754	1,273	832
单季同比	3.7%	-14.8%	36.3%	66.8%	16.2%	15.3%	-26.0%
<b>中国中冶</b>	1,729	1,442	1,328	2,158	1,821	1,994	1,532
单季同比	37.0%	-16.1%	21.2%	10.6%	5.3%	38.3%	15.4%
<b>葛洲坝</b>	798	401	272	759	535	868	296
单季同比	15.7%	-29.6%	-50.1%	66.7%	-33.0%	116.7%	8.6%
<b>合计</b>	<b>17,392</b>	<b>19,258</b>	<b>15,033</b>	<b>28,122</b>	<b>18,492</b>	<b>22,332</b>	<b>17,505</b>
单季同比	<b>18.6%</b>	<b>-4.2%</b>	<b>1.3%</b>	<b>10.8%</b>	<b>6.3%</b>	<b>16.0%</b>	<b>16.4%</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 装饰上市公司订单情况汇总(亿元)

公司简称	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	18Q3 增速	18Q4 增速	19Q1 增速	19Q2 增速	19Q3 增速
金螳螂	105.7	107.4	107.0	117.7	109.5	28.5%	28.6%	30.4%	21.1%	3.7%
江河集团	45.1	82.9	48.4	66.1	51.8	7.3%	38.1%	35.6%	36.7%	15.0%
广田集团	44.8	45.9	30.2	41.7	53.5	13.0%	-16.3%	-24.7%	-48.4%	19.5%
亚厦股份	36.8	30.7	31.0	39.8	41.7	21.9%	-20.5%	119.4%	12.1%	13.3%
宝鹰股份	26.6	15.9	11.2	17.3	21.0	26.8%	-53.5%	-65.0%	-58.8%	-21.0%
奇信股份	13.0	11.6	4.7	13.5	8.6	-21.3%	-16.3%	-51.5%	-29.0%	-33.8%
东易日盛	11.9	8.5	11.5	12.6	11.3	18.4%	-16.8%	8.7%	7.3%	-5.3%
中装建设	15.2	10.5	12.4	17.6	16.8	31.2%	-14.0%	-26.9%	10.4%	11.0%
瑞和股份	14.2	13.3	12.8	11.8	8.7	-4.4%	3.6%	94.5%	-17.7%	-39.2%
建艺集团	7.8	7.1	6.1	4.3	9.2	-20.8%	-16.1%	-29.9%	-57.7%	18.3%
洪涛股份	10.2	15.1	10.0	6.4	5.6	-28.6%	-32.5%	32.8%	-49.6%	-45.3%
维业股份	8.0	4.2	10.6	6.6	6.3	-3.5%	-62.3%	121.0%	-7.4%	-21.5%
柯利达	7.1	3.9	6.4	5.4	9.5	36.6%	-52.3%	14.0%	22.1%	34.0%
名雕股份	1.5	1.8	0.9	2.4	2.3	-8.6%	-3.3%	-7.0%	33.3%	51.7%
<b>合计</b>	<b>347.8</b>	<b>358.5</b>	<b>303.2</b>	<b>363.1</b>	<b>355.8</b>	<b>9.8%</b>	<b>-3.6%</b>	<b>10.1%</b>	<b>-9.4%</b>	<b>2.3%</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.2. 政策积累：蓄势逆周期调节，积极效果有望在明年显现

#### 3.2.1. “稳字当头”核心要求下，政策有望持续加码基建

中央经济工作会议稳字当头，防风险顺序后置，重点强调推进基建项目建设。2019年中央经济工作会议继续强调当前“经济下行压力加大”，并将其归因为“结构性、体制性、周期性问题相互交织”，对此直接要求“坚持稳字当头”。同时会议内容中三大攻坚战顺序由过去两年的“防风险、环保、扶贫”变为“扶贫、环保、防风险”，再叠加日前金融委和央行提出“要平衡好稳增长和防风险的关系”，防风险在政策目标中位置后置。

图表 39: 2018、2019 年中央经济工作会议内容对比

2019 年中央经济工作会议		2018 年中央经济工作会议
经济形势判断	我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。	经济运行 <b>稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力</b> 。我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期。
后续总体思路	<b>坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力，推动高质量发展，坚决打赢三大攻坚战，全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官。</b>	坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，继续打好三大攻坚战， <b>着力激发微观主体活力，保持经济运行在合理区间。</b>
重点举措	<p>第一，坚持贯彻新发展理念，推动高质量发展。</p> <p>第二，坚决打好三大攻坚战。</p> <p>第三，确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善。稳定就业，做好城镇老旧小区改造。<b>坚持房子是用来住的、不是用来炒的。</b></p> <p>第四，<b>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，更加注重结构调整。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，降低社会融资成本。深化金融供给侧结构性改革，引导资金投向先进制造、民生建设、基础设施短板等领域。</b></p> <p>第五，<b>着力推动高质量发展。</b>狠抓农业生产保障供给，加快恢复生猪生产，深化科技体制改革，<b>战略性新兴产业发展，落实减税降费，大力发展数字经济。加强战略性、网络型基础设施建设，</b>加快区域发展战略。</p> <p>第六，<b>深化经济体制改革。</b>加快建设高标准市场体系，<b>加快国资国企改革，完善产权制度和要素市场化配置，改革土地计划管理方式，</b>深化财税体制改革，加快金融体制改革，完善资本市场基础制度。<b>要降低关税总水平。</b></p>	<p>第一，实施<b>积极的财政政策和稳健的货币政策</b>；推动<b>更大规模减税降费</b>，减少政府对资源的直接配置，构建房地产市场长效机制。</p> <p>第二，推动先进制造业和现代服务业深度融合。扎实推进乡村振兴战略。深化农村土地制度改革。促进区域协调发展。</p> <p>第三，加快教育、育幼、养老、医疗、文化、旅游等服务业发展，落实好个人所得税专项附加扣除政策。<b>加大制造业技术改造和设备更新，加快 5G 商用步伐，</b>加强新型基础设施建设。</p> <p>第四，改组成立一批国有资本投资公司，组建一批国有资本运营公司；<b>加快铁总股份制改造</b>；坚持民营企业发展；重点深化金融体制改革；推动设立科创板并试点注册制尽快落地；<b>健全地方税体系，规范政府举债融资机制。</b></p> <p>第五，推动全方位对外开放。全面实施准入前国民待遇加负面清单管理制度。落实阿根廷中美元首会晤共识，推进中美经贸磋商。</p> <p>第六，重点解决好高校毕业生、农民工、退役军人等群体就业。要完善养老护理体系。</p>

资料来源：新华社，国盛证券宏观团队

政治局会议要求全面做好“六稳”，逆周期调节政策蓄势。12月6日政治局召开会议分析研究2020年经济工作，针对“国内外风险挑战明显上升”，要求运用好逆周期调节工具，全面做好“六稳”工作，相比今年7月政治局会议，本次会议：

- **着重强调“加强基础设施建设”，**基建稳增长重要性突显，政策有望持续加码。

- **未提及地产调控**，结合近期多地开展因城施策来看，明年地产可能迎来边际松动，后续各地差异化、结构化松动可期，预计地产投资增速将逐步回落、但韧性仍强。
- **再次强调完善激励机制**，继近期金融委提出“注意中央与地方、政府与市场的分工，理顺激励机制，充分调动各方面的积极性”后，本次会议再次强调“改进领导经济工作的方式方法，完善担当作为的激励机制”，我们预计后续详细免责激励机制有望出台，促地方政府积极性提升。

图表 40: 12月与7月政治局会议内容对比

	2019年12月6日	2019年7月30日
<b>经济形势判断</b>	以供给侧结构性改革为主线，推动高质量发展，做好“六稳”工作， <b>保持经济社会持续健康发展，三大攻坚战取得关键进展</b> ，供给侧结构性改革继续深化，科技创新取得新突破，“ <b>十三五</b> ”规划主要指标进度符合预期。	上半年经济运行延续了总体平稳、稳中有进的发展态势，主要宏观经济指标保持在合理区间。 <b>当前我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大。</b>
<b>后续总体思路</b>	坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力，推动高质量发展，加快建设现代化经济体系，坚决打赢三大攻坚战， <b>全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官。</b>	<b>做好下半年经济工作意义重大。</b> 要坚持稳中求进工作总基调，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的总体思路，统筹国内国际两个大局，统筹做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作。
<b>重点举措</b>	第一，要善于把外部压力转化为深化改革、扩大开放的强大动力， <b>集中精力办好自己的事。</b> 第二， <b>要坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架</b> ，坚持问题导向、目标导向、结果导向，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性， <b>运用好逆周期调节工具。</b> 第三，要 <b>坚决打好三大攻坚战</b> ，确保实现脱贫攻坚目标任务， <b>确保实现污染防治攻坚战阶段性目标，确保不发生系统性金融风险。</b> 第四， <b>要加快现代化经济体系建设</b> ，推动农业、制造业、服务业高质量发展， <b>加强基础设施建设</b> ，推动形成优势互补高质量发展的区域经济，提升科技实力和创新能力，深化经济体制改革， <b>建设更高水平开放型经济新体制。</b> 第五，深入贯彻党的十九届四中全会精神， <b>改进领导经济工作的方式方法，完善担当作为的激励机制。完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化。</b>	第一， <b>财政政策要加力提效</b> ，继续落实落细减税降费政策。 <b>货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。</b> 第二，深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求， <b>有效启动农村市场，多用改革办法扩大消费。</b> 第三，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资， <b>把握好风险处置节奏和力度，压实金融机构、地方政府、金融监管部门责任。</b> 第四，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， <b>不将房地产作为短期刺激经济的手段。</b> 第五，科创板要坚守定位，落实好以信息披露为核心的注册制，提高上市公司质量。 第六、稳定制造业投资，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，加快推进信息网络等新型基础设施建设。

资料来源：新华社，国盛证券宏观团队

### 3.2.2. 专项债有望成为明年基建增长的主要动能

**2020年专项债额度已提前下发。**2019年1-11月份累计新增专项债2.16万亿，截至10月底已全部拨付具体项目。近期财政部表示已提前下达2020年部分新增专项债限额1万亿元，并要求各地尽快将专项债券额度落实到具体项目，确保明年初即可使用见效，形成实物工作量。我们总体预计明年新增额度较今年有明显幅度增长，有望达到2.5-3万



亿（今年新增额度为2.15万亿）。

**专项债投向结构优化，有望大幅提升基建投入比例。**国常会提出专项债被限制用于土地储备及房地产相关项目，未来专项债投向中基建项目占比有望从目前约32%提升至60-70%（当然也要取决于是否有足够的基建项目）。

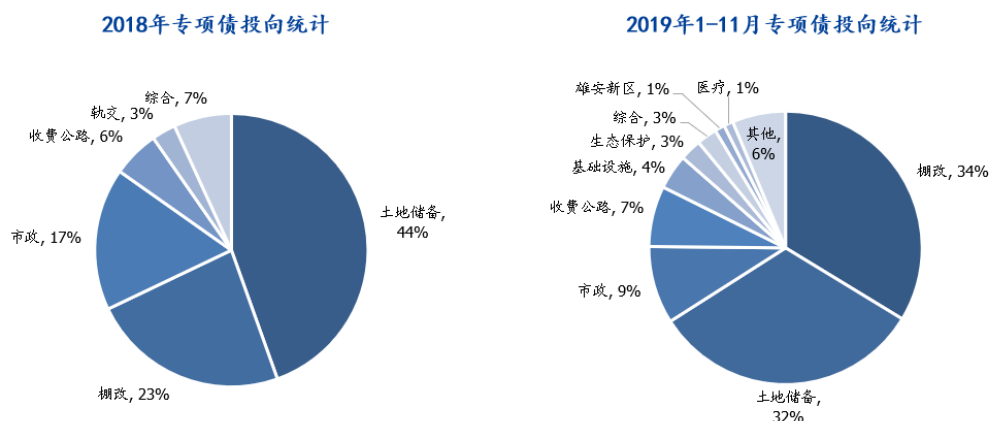
**专项债使用范围扩大，做资本金比例明确，有望发挥更大效果。**财政部在记者会上明确，专项债做资本金项目具体由现有4个领域项目进一步扩大为10个领域项目。并鼓励尽量多安排专项债券用于项目资本金，以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右。

图表 41: 2019 年以来地方债发行汇总统计

时间	一般债券（亿元）				专项债券（亿元）				发债合计
	新增	置换	借新还旧	总计	新增	置换	借新还旧	总计	
2019年1月	2276		359	2635	1412		133	1545	4180
2019年2月	1607		318	1925	1666		50	1716	3642
2019年3月	1304		1031	2335	3582		328	3910	6245
2019年4月	456	100	765	1321	637	60	249	945	2267
2019年5月	355		1109	1464	1302		278	1579	3043
2019年6月	1858	50	1290	3198	5247	65	486	5798	8996
2019年7月	768	126	839	1733	2997	85	745	3827	5559
2019年8月	240	240	1137	1617	3194	363	520	4078	5695
2019年9月	176	190	199	566	1240	170	221	1630	2196
2019年10月		51	745	796		90	79	169	965
2019年11月			231	231			227	227	458

资料来源：财政部，Wind，国盛证券研究所

图表 42: 2018 年、2019 年专项债投向统计



资料来源：财政部，Wind，国盛证券研究所

**国常会下调部分基建项目资本金比例，为基建再添动力。**2019年11月13日国常会将港口等基建项目资本金最低比例下调至20%，明确公路铁路民生等基建项目在一定条件下可下调不超过5个百分点资本金比例，并允许50%资本金使用权益性工具融资。目前我国一般基建投资项目资本金法定最低比例在20%-30%，处于世界较高水平。特别在资管新规后，资本金出资监管升级，融资来源受限，不能使用债务性资金做资本金，对



企业自有资金形成大量消耗，对基建项目特别是 PPP 项目落地产生了很大制约。

按照年基建投资额 18 万亿、下调 5% 比例估算，至多可减少 9000 亿资本金压力（值得指出的是，此前已投项目中许多基建项目并未以最低资本金比例融资，即并非受限于资本金最低要求限制，还受项目本身风险及银行授信要求限制，因此实际“减负”效果预计低于上述估计）。

图表 43: 国务院对于固定资产投资项目资本金比例规定

2009 年标准	2015 年标准	2019 年标准
1) 钢铁、电解铝项目，最低资本金比例为 40%。	1) 城市和交通基础设施项目：城市轨道交通项目由 25% 调整为 20%，港口、沿海及内河航运、机场项目由 30% 调整为 25%，铁路、公路项目由 25% 调整为 20%。	1) 港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%。
2) 水泥项目，最低资本金比例为 35%。	2) 房地产开发项目：保障性住房和普通商品住房项目维持 20% 不变，其他项目由 30% 调整为 25%。	2) 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。
3) 煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、玉米深加工、机场、港口、沿海及内河航运项目，最低资本金比例为 30%。	3) 产能过剩行业项目：钢铁、电解铝项目维持 40% 不变，水泥项目维持 35% 不变，煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、多晶硅项目维持 30% 不变。	3) 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。
4) 铁路、公路、城市轨道交通、化肥（钾肥除外）项目，最低资本金比例为 25%。	4) 其他工业项目：玉米深加工项目由 30% 调整为 20%，化肥（钾肥除外）项目维持 25% 不变。	
5) 保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为 20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为 30%。	5) 电力等其他项目维持 20% 不变。	
6) 其他项目的最低资本金比例为 20%。		

资料来源：国务院网站，国盛证券研究所

### 3.2.3. 基建复苏有望面临较为宽松货币环境

房地产融资持续严厉，信贷资源有望向基建领域倾斜。

2019 年进入下半年以来，央行先后对房地产信贷进行了 5 次定调：

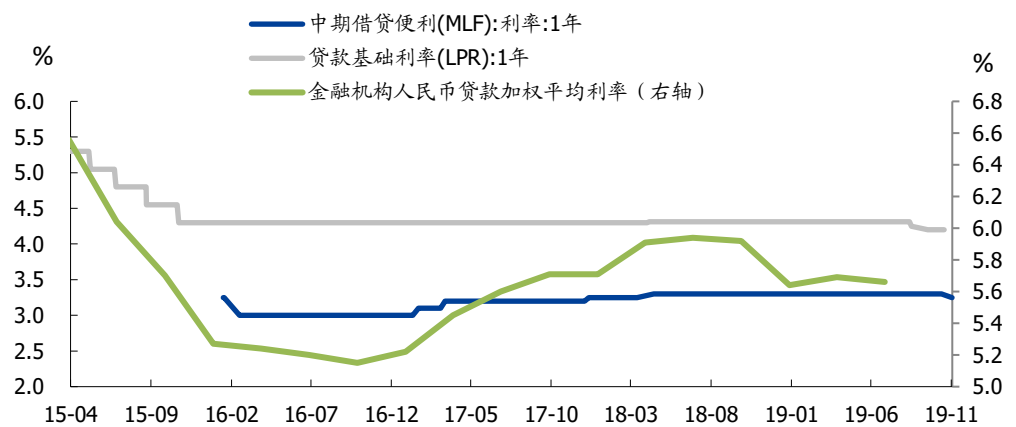
- 1) 7 月 29 日，央行在北京召开银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会，指出“房地产行业占用信贷资源依然较多”，要求“保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房，加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理”。
- 2) 8 月 2 日，央行召开 2019 年下半年工作电视会议，强调要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效机制，按照“因城施策”的基本原则，持续加强房地产市场资金管控。
- 3) 8 月 9 日，央行发布《2019 年二季度货币政策执行报告》，再次强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”
- 4) 8 月 20 日，国新办举行降低实际利率水平有关政策吹风会，央行副行长刘国强强调，要坚决贯彻落实 7 月 30 日中央政治局会议的要求，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，不将房地产作为短期刺激经济的手段，确保差别化住房信贷政策有效实施，保持个人住房贷款利率基本稳定。

- 5) 11月16日, 央行发布《2019年第三季度中国货币政策执行报告》, 再次提到: 按照“因城施策”的基本原则, 落实房地产长效管理机制, 不将房地产作为短期刺激经济的手段。

央行三季度货币政策执行报告聚焦“逆周期调节”, 信贷资源有望向基建稳增长倾斜。11月16日央行发布的三季度货币政策执行报告中重点强调要“妥善应对经济短期下行压力”, 提及“逆周期调节”次数明显增多, 并且表述从“适时适度”改为“加强”, 前期报告中“把好货币政策总闸门”的表述不再出现, 防范风险的相关措辞亦有所减少, 重申了“不将房地产作为短期刺激经济的手段”, 未来增量信贷资源流向基建领域概率加大。

近期央行在CPI持续上行、结构性通胀预期提升背景下, 调降一年期中期借贷便利(MLF)中标利率5个bp, “稳增长”意图明显。同时近期海外主要经济体陆续进入降息周期, 美联储年内已降息三次, 中美利差进一步扩大, 未来国内货币政策仍有操作空间。

图表 44: MLF 下调可带动 LPR 下降, 从而降低实体企业融资成本



资料来源: Wind, 国盛证券宏观研究团队

### 3.3. 把握当下：优选价值龙头

由于站在一个估值与持仓非常低的起点上，板块 2020 年估值进一步下行空间已不大，估值获得一定修复的概率较大。

历史经验看，在较低的估值位置（通常出现在偶数年份），板块估值更容易受到政策面影响促发行情（如 2014 年一带一路、2016 年 PPP、2018 年基建稳增长）。

图表 45：近 10 年来建筑指数收益率统计及驱动因素分析

年份	中信建筑指数	沪深 300 指数	相对收益率	Q4 相对收益率	驱动因素
2009 年	39.3%	96.7%	-57.4%	-7.8%	
2010 年	-3.1%	-12.5%	9.4%	1.8%	4 万亿投资后园林板块业绩开始爆发，同时房地产后周期背景下装饰板块业绩爆发。
2011 年	-30.0%	-25.0%	-5.0%	-4.6%	
2012 年	21.9%	7.6%	14.4%	4.9%	稳增长预期及 2012 年底政治局“城镇化”政策推动建筑板块行情。
2013 年	-10.0%	-7.6%	-2.3%	1.8%	
2014 年	99.9%	51.7%	48.2%	23.1%	一带一路超级主题驱动建筑板块行情，叠加牛市背景增量资金入市。
2015 年	15.8%	5.6%	10.2%	-0.9%	
2016 年	-2.7%	-11.3%	8.6%	12.0%	PPP 大发展背景下，园林 PPP 公司业绩爆发式增长。
2017 年	-6.1%	21.8%	-27.9%	-13.3%	
2018 年	-27.8%	-25.3%	-2.5%	4.1%	以 7 月 23 日国常会为标志性事件，板块开始了预期极低背景下的政策反转行情。
2019 年至今	-3.2%	31.8%	-34.9%	-6.6%	

资料来源：Wind，国盛证券研究所

加之近来基建稳增长的积极因素不断积累，我们在预期明年上半年基建加速的基础上，看好低估龙头的估值修复行情。

考虑到把握政策博弈的难度，我们认为把握具有绝对价值的低估龙头个股是一个更优的策略。这个角度上重点推荐**中国建筑、中国铁建、金螳螂、苏交科、中设集团**。

图表 46：建筑行业重点公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
中国建筑	5.33	0.91	1.01	1.10	1.20	5.9	5.3	4.8	4.4	0.92
中国铁建	9.91	1.32	1.50	1.69	1.86	7.5	6.6	5.9	5.3	0.84
苏交科	8.02	0.64	0.74	0.83	0.94	12.5	10.9	9.6	8.5	1.72
中设集团	10.32	0.85	0.98	1.10	1.25	12.1	10.6	9.3	8.3	1.81
金螳螂	8.32	0.79	0.88	1.00	1.13	10.5	9.5	8.3	7.4	1.53

资料来源：Wind，国盛证券研究所，股价为 2019 年 12 月 23 日收盘价

## 4. 布局长远：关注建筑工业化细分龙头与存量经济逻辑成长股

从中长期看，不论是房地产还是基建，高增速时期都注定将过去。即便当期增速仍不低，市场也会认为下一期增速会降低。在此之际，一方面我们还可挖掘适应产业发展趋势的细分行业龙头，目前主要是建筑工业化下的细分龙头；另一方面，我们着眼适应存量经济的细分行业，挖掘成长个股。

### 4.1. 建筑工业化是长期趋势，细分龙头已展现出优异成长性

#### 4.1.1. 装配式建筑快速推广，发展迅速

装配式建筑获政策大力推进，市场化有望加速。2016年至今，国务院、住建部屡次发文从顶层设计积极推进装配式建筑发展，各个地方省市纷纷积极国家号召，根据自身情况采取了包括土地支持政策、建筑面积奖励政策、财政支持政策、税收支持政策、金融支持政策和建设环节支持政策等系列激励政策，引导当地企业发展装配式建筑，并纷纷出台相关规划，明确装配化率目标。

2019年3月，住建部印发《建筑市场监管司2019年工作要点》，强调要选择部分地区开展钢结构装配式住宅建设试点。推动试点项目落地，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。装配式技术推广有望加速。

图表 47: 各部门关于装配式建筑的主要政策汇总

时间	部门	文件名称	主要内容
2016年2月	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》	提出大力推广装配式建筑,制定装配式建筑设计、施工和验收规范;鼓励建筑企业装配式施工,现场装配;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%
2016年3月	十二届全国人大	《2016年政府工作报告》	提出积极推广绿色建筑和建材,大力发展钢结构和装配式建筑,提高建筑工程标准和质量
2016年9月	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,发展装配式混凝土结构、钢结构等装配式建筑
2017年1月	住建部	《装配式混凝土建筑技术标准》、 《装配式钢结构建筑技术标准》、 《装配式木结构建筑技术标准》	于2017年6月1日开始实施
2017年2月	国务院	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	提出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
2017年3月	住建部	《“十三五”装配式建筑行动方案》	提出到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;加快推进装配化装修,建设装配化装修试点示范工程
2017年7月	住建部	《关于印发贯彻落实促进建筑业持续健康发展意见重点任务分工方案》	协同18部委制定建筑业持续健康发展重点任务分配方案
2018年4月	住建部	《关于印发2018年工作要点的通知》	建筑节能与科技司提出研究编制装配式建筑领域技术体系框架,发布第一批装配式建筑技术体系和关键技术公告;推动编制装配式建筑团体标准,提高装配式建筑设计、生产、施工、装修等环节工程质量
2018年12月	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年3月	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》	强调要选择部分地区开展钢结构装配式住宅建设试点。

资料来源: 国务院、住建部等官网, 国盛证券研究所

**2020年装配式建筑新开工产值有望达到2万亿。**根据住建部数据,截至2016年装配式建筑面积约1.14亿平方米,对应产值约2850亿元。根据《“十三五”装配式建筑行动方案》对“2020年装配式建筑占新建建筑面积比例达15%以上”的要求测算,2020年装配式新开工建筑面积有望超过8亿平方米,以每平米2500元测算,对应产值将超过2万亿元。



图表 48: 装配式房建市场规模测算

名称	建筑业新开工面积	装配式建筑占新建建筑面积的比例	装配式建筑面积	装配式建筑每平米造价	装配式建筑市场规模	装配式建筑市场规模增速
单位	亿平方米	%	万平方米	元	亿元	%
2011	43.08		120		29	
2012	44.78		480		106	266.7%
2013	51.68		1200		252	138.6%
2014	52.89		2020		404	60.3%
2015	46.84		4400		858	112.4%
2016	47.96		10000		3363	292.0%
2017E	52.17	6	31302	2500	7826	132.7%
2018E	51.19	9	46071	2500	11518	47.2%
2019E	52.72	12	63264	2500	15816	37.3%
<b>2020E</b>	<b>54.3</b>	<b>15</b>	<b>81450</b>	<b>2500</b>	<b>20363</b>	<b>28.7%</b>
2021E	55.39	18	99702	2500	24926	22.4%
2022E	57.61	21	120981	2500	30245	21.3%
2023E	59.34	24	142416	2500	35604	17.7%
2024E	61.12	27	165024	2500	41256	15.9%
2025E	62.95	30	188850	2500	47213	14.4%

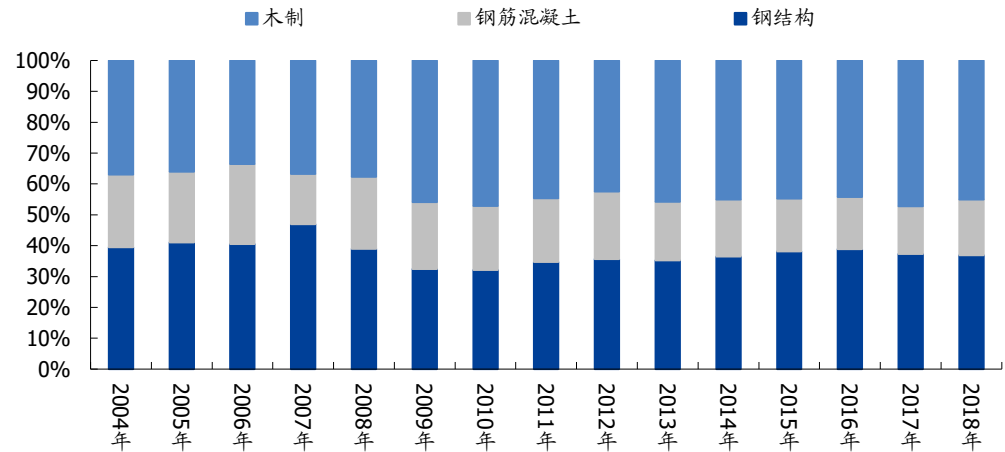
资料来源: Wind, 中国产业信息网, 国盛证券研究所

#### 4.1.2. 钢结构需求向好, 供给结构持续改善

钢结构需求良好, 行业集中度加快提升。近年来我国钢结构应用范围不断拓展, 加之装配式建筑全力推广, 钢结构建筑渗透率不断提升, 行业需求较快增长(年增速预计超过10%)。另一方面, 2015年后随着钢价大幅波动、营改增以及环保趋严, 部分中小型钢结构企业利润不断压缩而逐渐退出市场, 行业供需结构不断改善, 龙头公司市占率快速提升。

钢结构未来需求市场巨大。我国钢结构建筑体系逐渐成熟, 钢结构住宅涵盖了低层、多层以及高层建筑, 装配工艺不断优化。国内钢结构起步较晚, 钢结构住宅在全部建筑中的比例仅为6%左右, 而欧美国家和地区装配式钢结构建筑比例超过50%, 日本2018年已开工建筑中钢结构占比也在35%左右。随着钢结构建筑技术水平的不断提升叠加行业规模效应扩大, 钢结构建筑的成本将逐渐接近钢筋混凝土建筑成本, 未来的发展空间巨大。

图表 49: 日本已开工建筑主要结构占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**钢结构性能优势更为明显。**钢结构与预制 PC (预制混凝土建筑) 是我国当前两大主流装配式建筑形式, 相比于预制 PC, 钢结构具备自重轻、抗震性好、装配方式灵活不受工序限制、材料回收与循环利用等优势, 其中虽然在耐火性和防腐性中表现较弱, 但均可通过合金、涂层、镀锡等方式解决, 因此钢结构更为符合建筑产业化及绿色建筑的趋势, 应用前景更为广阔。

图表 50: PC 与钢结构的主要优劣势分析

项目	PC (预制混凝土)	钢结构
构件重量	较重	较轻
耐火性	混凝土耐火性强, 不易变形	温度升高会影响结构稳定, 但可添加合金元素或使用涂料解决
防腐性	不易被腐蚀	较易腐蚀, 但可使用涂料或镀锡增强耐腐蚀性
抗震性	只允许较小的位移	允许较大位移, 抗震性好
装配方式	节点现浇、钢筋套筒、内角外挂等	螺栓、焊接
工序特点	需要等下层混凝土达到特定强度才能进行上一层施工	工序灵活, 可以交叉作业
环保	难以回收, 容易形成建筑垃圾	材料可回收与循环利用

资料来源: 国盛证券研究所

**钢结构更容易满足装配化率的政策要求。**在国家政策方面, 2018 年 1 月 22 日住建部发布国家标准《装配式建筑评价标准》, 并于 2 月 1 日正式开始实施。《评价标准》规定, 装配式建筑应同时满足 4 大条件: 1) 主体结构部分得分不低于 20 分; 2) 围护墙和内隔墙部分得分不低于 10 分; 3) 采用全装修; 4) 装配率不低于 50%。其中主体结构部分是分值最大的部分, 占分 50 分, 其中又以柱、支撑、承重墙、延性墙板等竖向构件的分值占据最高, 为 20-30 分。

《评价标准》要求柱等竖向构件的装配化率要达到 35% 以上, 如果使用预制 PC 的模式, 构件连接节点“钢筋套筒”的方式因操作工人技术水平难以统一, 且套筒质量连接难以检测, 而逐渐被认为是不安全的方式; 应对该问题所替代的方式为“内浇外挂”, 但“内浇外挂”却造成装配化率较低的问题, 且 PC 构件强度检测困难, 检测需要取样破坏其结

构。钢结构则可以避免上述问题，装配化程度高，构件连接节点使用安全的螺栓或焊接，强度可以通过超声波等方式进行检测，更容易满足国家对于装配化率的评价要求。

图表 51: 装配式建筑评分表

评价项		评价要求	评价分值	最低分值
主体结构 (50分)	柱、支撑、承重墙、延性墙板等竖向构件	35% ≤ 比例 ≤ 80%	20~30*	20
	梁、板、楼梯、阳台、空调板等构件	70% ≤ 比例 ≤ 80%	10~20*	
围护墙和内隔墙 (20分)	非承重围护墙非砌筑	比例 ≥ 80%	5	10
	围护墙与保温、隔热、装饰一体化	50% ≤ 比例 ≤ 80%	2~5*	
	内隔墙非砌筑	比例 ≥ 50%	5	
	内隔墙与管线、装修一体化	50% ≤ 比例 ≤ 80%	2~5*	
装修和设备管线 (30分)	全装修	-	6	6
	干式工法楼面、地面	比例 ≥ 70%	6	
	集成厨房	70% ≤ 比例 ≤ 90%	3~6*	
	集成卫生间	70% ≤ 比例 ≤ 90%	3~6*	-
	管线分离	50% ≤ 比例 ≤ 70%	4~6*	

资料来源: 住建部《装配式建筑评价标准》，带“\*”项的分值采用“内插值”计算，国盛证券研究所

#### 4.1.3. 工业化装修顺应潮流，市场化有望显著加快

产能可均质化快速扩张，有望实现装饰行业集中度有效提升与产业链重构。传统硬装装修的质量取决于装修工人的经验和技能，而受制于装修工人的水平高低不一，施工效率无法进一步提高，企业难以实现产能均质化扩张，而工业化装修可以直击这一痛点，现场工人只需要按照规定将其进行组装即可，组装所要求工人技能易学且可标准化复制，从而实现装修产品的均质化扩张，未来有望重塑家装、公寓、酒店乃至公装的市场份额格局。

同时工业化装修业务可实现规模化产品供给与集团采购，有望显著增强装饰企业对于上下游的议价能力，不仅可越过传统家装建材市场的多重分销结构直接与原材料厂家对接，且可成为家居软装产业的流量入口，重塑装饰企业的产业链地位，提升装饰企业的整体经济效益。

图表 52: 传统装修与工业化装修施工工艺对比

比对项目	传统装修	工业化装修
地面施工	湿作业，地面荷载较重，工序复杂，面砖易空鼓、脱落，排缝不均匀，地暖管检修困难。	地面系统：一次性铺装完成，减重 67%，现场无污染，牢固耐久平整度高，装配效率提高 300%。
二次结构墙体施工	表面平整度、垂直度会受工人施工水平影响，湿作业易出现裂缝、渗水等。	轻质隔墙系统：集成墙体灵活性强，无湿作业，精度高，现场整洁干净，施工时间缩短 200%。亦可集成装饰面，实现结构装饰一体化，简化施工。
墙面施工	工序多、易空鼓脱落，涂饰面易开裂，受气候影响。	快装墙面系统：干法施工，龙骨调平，免铺贴，质量稳定，不受气候影响。
吊顶施工	厨卫吊顶吊筋、打孔、拼板，施工复杂。	集成吊顶系统：厨卫吊顶专用龙骨与墙板搭接，施工简单，免打孔，免吊筋，无噪音，平整度高。
门窗施工	传统木门、窗套加工制作周期长，受潮易变形翘曲，易松动。	镀锌钢板与硅酸钙板集成门防水、防火、耐刮擦，抗磕碰，抗变形；无需裁切开孔，直接组装，装配效率提高 200%。
管线施工	管线开槽工效低，破坏结构，维修难。	快装给水系统：管线与结构分离，不破坏结构，易维修。
排水施工	水管排水噪音大，检修麻烦，上下层易干扰。	排水系统：同层排水，水管胶圈承插易操作。
卫生间施工	卫生间防水施工复杂，易出现渗漏。	集成卫浴系统：卫生间整体防水底盘，地面减重 70%。现场装配效率提高 300%。整体卫浴空间及部件结合同层排水一体化设计，契合度高。

资料来源：预制建筑网，国盛证券研究所

#### 4.1.4. 聚焦建筑工业化细分趋势龙头

**建筑工业化是建筑行业在未来相当长一段时间的一个明确趋势。**政策驱动、劳动力短缺倒逼、环保压力、技术进步都是推动建筑工业化发展的动力。在结构领域主要是 PC 和钢结构的快速发展，在装饰领域装配式装修亦正在取得积极进展。建议持续关注建筑工业化细分趋势龙头：重点推荐钢结构制造环节龙头**鸿路钢构**，关注装配式钢结构 EPC 龙头**精工钢构**与装配式装修龙头**亚厦股份**。

**1) 钢构制造龙头鸿路钢构**，聚焦钢结构加工制造，与其他同业公司错位竞争甚至形成合作关系，充分享受行业成长。公司自 2016 年起在公司全国已布局十大生产基地，截至 2019 年上半年产能已经达 210 余万吨为行业第一，规模效应突出，生产成本已具有明显优势，全部建成后产能将达 400-450 万吨/年，随着未来几年产能逐步释放，优势有望不断扩大，业绩预计持续较快增长。

**2) 装配式钢结构 EPC 龙头精工钢构**，通过 PSC 钢结构+混凝土装配式技术有望快速推广装配式建筑业务，目前已公告技术合作协议 6 单合计加盟费 3.2 亿元，未来有望持续快速拓展。

**3) 装配式装修龙头亚厦股份**，持续研发布局工业化装修，在手专利已达 2000 项竞争优势显著，预计公司已签相关订单逾 30 亿元，市场认可度高，未来公司承接住宅精装修、高端公寓、酒店及家装业务市场潜力大。

## 4.2. 寻找存量建筑服务业逻辑成长股

随着我国经济从增量时代转向存量时代，城市的主题从建设转向管理和运维。包括检测、物业管理、养护租赁相关领域陆续出现成长型个股，永续经营的逻辑与优异的现金流更使其享受更高的估值溢价。

### 4.2.1. 国内存量建筑市场已十分庞大

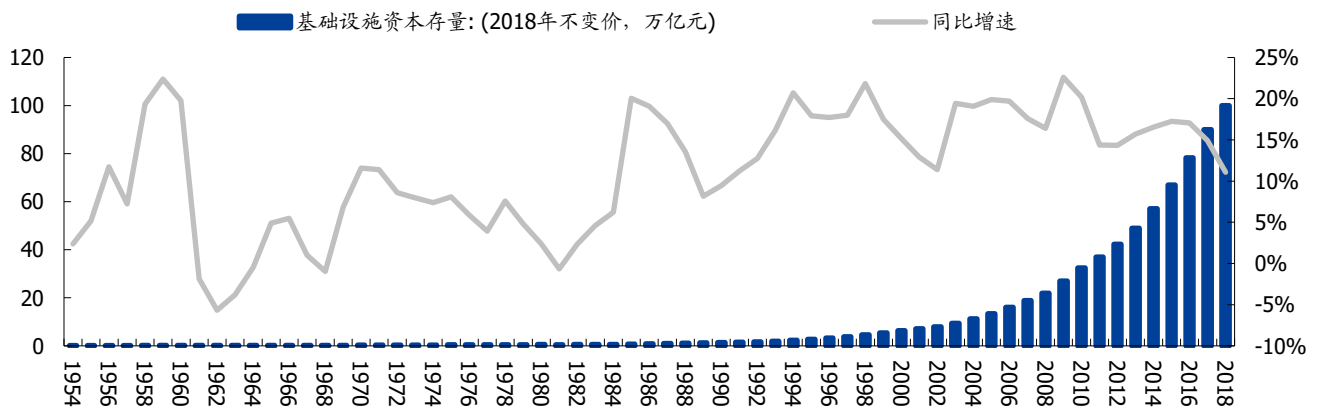
**在基建领域：**截至2018年我国公路里程达485万公里（其中高速公路14.3万公里），铁路营业里程达13.2万公里（其中高铁营业里程2.99万公里），轨交运营线路长度5761公里，同时还有公路桥梁、公路隧道分别达5569/1724万米。我们借鉴金戈（《中国基础设施资本存量估算》，经济研究，2012年第4期）所描述的测算方式，对我国1953年以来历年的资本存量进行永续盘存，得出以2018年不变价测算的我国基建资本存量已达99.9万亿元。

图表 53: 我国各类基建存量统计

指标名称	公路里程 (万公里)	高速公路里程 (万公里)	公路桥梁里程 (万米)	公路隧道里程 (万米)	铁路营业里程 (公里)	高铁营业里程 (公里)	轨道交通运营线路长度 (公里)
2010	401	7.4	3,048	512	91,178	5,133	1,455
2011	411	8.5	3,349	625	93,250	6,601	1,713
2012	424	9.6	3,663	805	97,625	9,356	2,064
2013	436	10.4	3,978	961	103,145	11,028	2,539
2014	446	11.2	4,258	1,076	111,821	16,456	3,173
2015	458	12.4	4,593	1,268	120,970	19,838	3,618
2016	470	13.1	4,917	1,404	124,000	22,980	4,153
2017	477	13.6	5,226	1,529	126,970	25,164	5,033
2018	485	14.3	5,569	1,724	131,651	29,904	5,761

资料来源：交通部，国家统计局，轨交协会，国盛证券研究所

图表 54: 我国基建资本存量历年的永续盘存值（2018年不变价）及增速

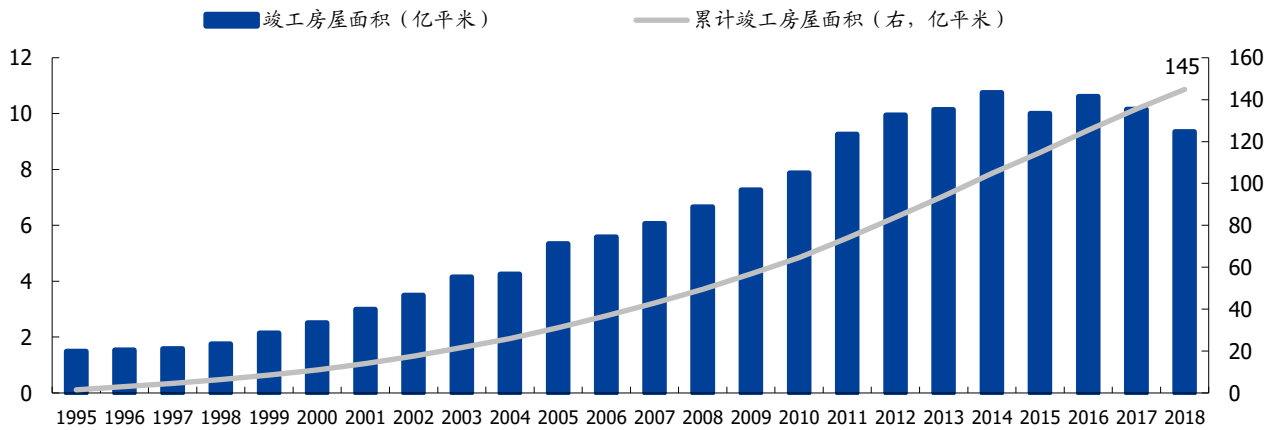


资料来源：Wind，国盛证券研究所

**在房屋建筑领域：**国家统计局数据显示我国自1995年至今累计竣工房屋面积已达145亿平方米；世界高层建筑与都市人居学会（CTBUH）则统计出2018年我国200米以上高层建筑已累计完工686座，是全球拥有200米以上高层建筑最多的国家（美国和中东仅分别198座、165座）。

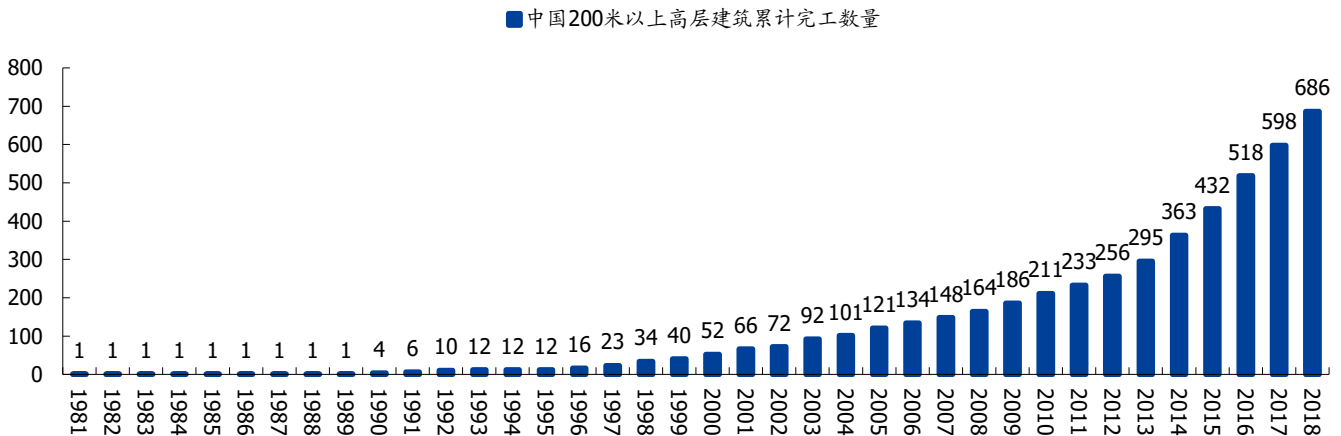


图表 55: 我国历年竣工房屋面积及累计竣工房屋面积



资料来源: CTBUH 世界高层建筑与都市人居学会, 国盛证券研究所

图表 56: 我国历年 200 米以上高层建筑累计完工数量

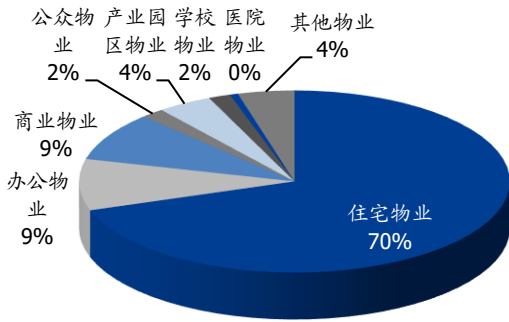


资料来源: CTBUH 世界高层建筑与都市人居学会, 国盛证券研究所

#### 4.2.2. 存量建筑服务业——物业管理与资产运营

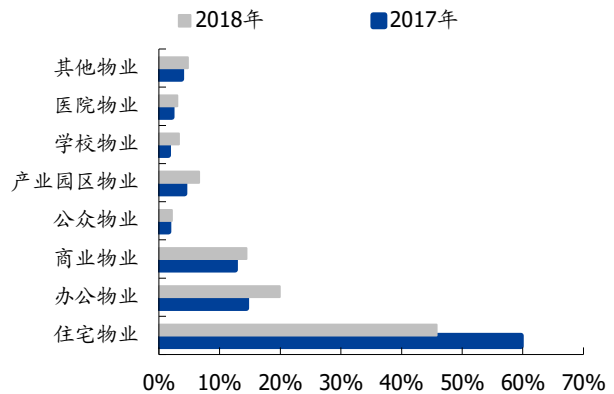
我国物业管理行业方兴未艾，不仅是住宅物业管理市场，公共建筑物业管理市场也正逐步向专业化、集中化方向发展。近年来，港股物管龙头除通过内接外拓方式快速做大住宅物业规模外，纷纷大力拓展非住宅物业市场，包括商业和公建物业市场。2018年百强物业企业的管理面积中非住宅物业贡献的收入占比超过55%。非住宅物业以更小的管理面积提供为物管企业贡献了更多的收入。相比住宅物业较为成熟的市场格局，非住宅物业格局较为分散，尤其是产业园区物业、医院物业及学校物业，尚未有特别突出的企业，但已逐步向专业化、集中化方向发展。

图表 57: 2017 年百强物业企业分类型管理面积占比



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

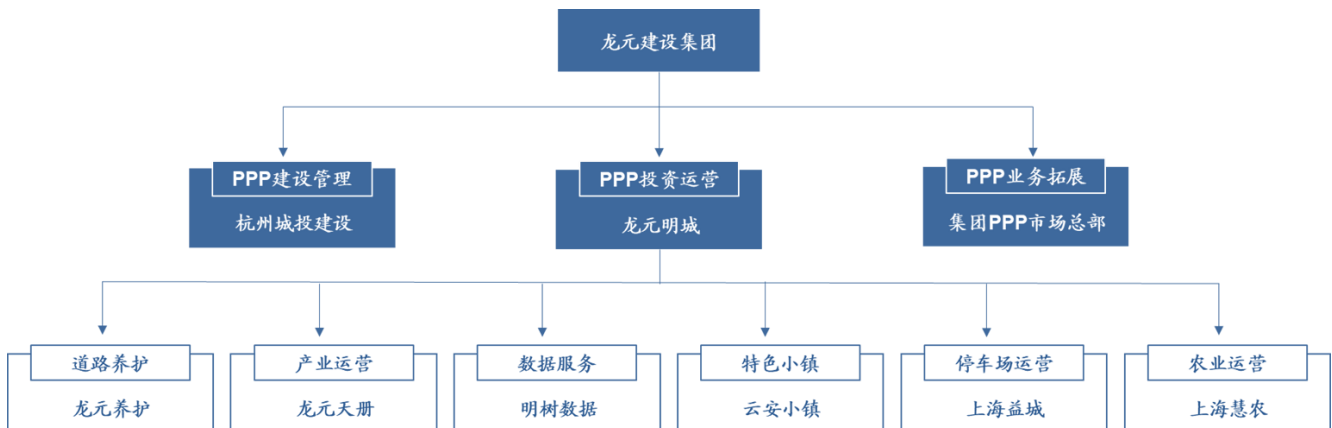
图表 58: 百强物业企业分类型基础物管收入占比



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

建筑企业作为项目的承建方, 具有对建筑熟悉、业主资源等优势, 有望切入物业管理市场。尤其是此前通过 PPP 投资积累运营业务的公司更是直接拥有物业的管理权。此外, 存量基础设施市场逐渐庞大, 二级交易市场有望逐渐形成, 相关专业服务市场具有想象空间。推荐**龙元建设**, 关注**中装建设**。

图表 59: 龙元建设运营业务布局示意图



资料来源: 龙元建设官网, 国盛证券研究所

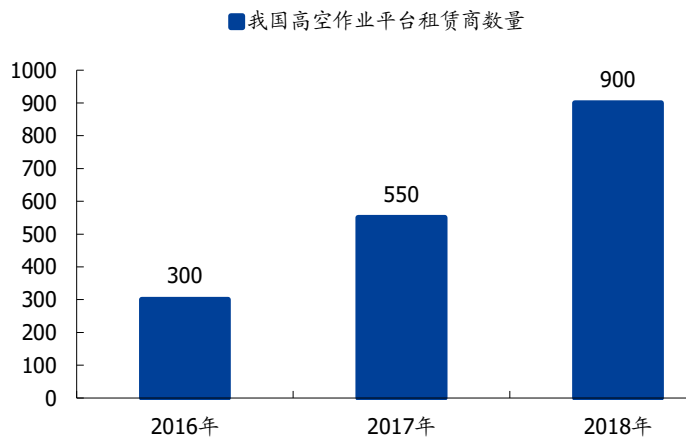
#### 4.2.3. 存量建筑服务业——检测、养护、租赁等细分市场

存量建筑养护、机械租赁市场亦具有广阔空间。

建筑设备租赁行业服务于庞大存量市场, 前景广阔。其中高空作业平台国内租赁商快速增加, 销售数量也持续提升, 行业景气度较高。而我国高空作业平台保有量与欧美市场差距巨大, 预计使用需求将快速增长, 相关租赁市场具有良好前景。关注**华铁应急**。

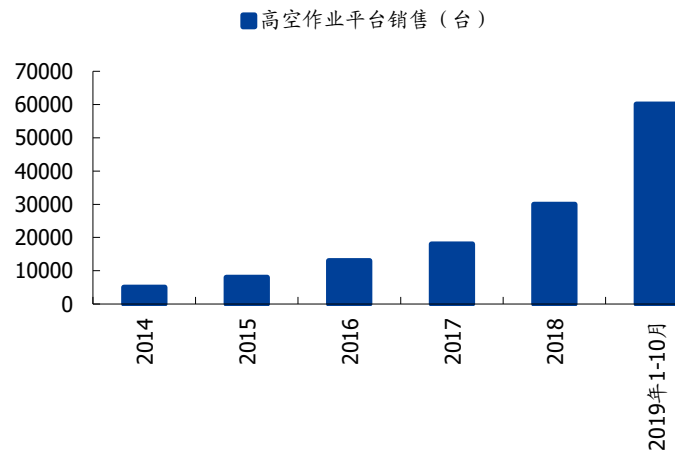
关注建筑检测行业。我国每年除新建建筑建设验收外, 巨大的存量建筑逐渐老化, 许多逐渐具有安全隐患, 定期检测维护的需求将持续增长。当前建筑检测行业极为分散, 未来有望逐步整合, 可以持续关注。

图表 60: 我国高空作业平台租赁商数量



资料来源: 公司公告, 精英智汇, 国盛证券研究所

图表 61: 我国高空作业平台销售量



资料来源: 产业信息网, 中国工程机械工业协会装修与高空作业机械分会, 国盛证券研究所

图表 62: 2018 年我国高空作业平台人均保有量、国内渗透率与国际对比

项目	美国	欧洲十国	中国
2018 年保有量 (万台)	62.7	29.4	9.5
2018 年人口 (万人)	32717	36594	139273
2018 年 GDP (亿美元)	205803	157422	128616
人均保有量 (台/万人)	19.2	8.0	0.7
设备台数/GDP (台/亿美元)	3.0	1.9	0.7

资料来源: Wind, IPAF, 国盛证券研究所

## 5. 行业投资策略与重点个股评述

### 5.1. 2020 年行业投资策略：把握当下，布局长远

**把握当下**——站在一个估值与持仓非常低的起点上，不论是看政策刺激还是看基本面改善（基建复苏），板块在 2020 年均有望迎来估值修复。

- 历史经验看，在较低的估值位置（通常出现在偶数年份），板块估值更容易受到政策面影响促发行情（如 2014 年一带一路、2016 年 PPP、2018 年基建稳增长）。加之近来基建稳增长的积极因素不断积累，我们在预期明年上半年基建加速的基础上，看好低估龙头的估值修复行情。
- 考虑到把握政策博弈的难度，我们认为把握具有绝对价值的低估龙头个股是一个更优的策略。重点推荐**中国建筑、中国铁建、金螳螂、苏交科、中设集团、龙元建设**。

**布局长远**——从中长期看，不论是房地产还是基建，高增速时期都注定将过去。即便当期增速仍不低，市场也会认为下一期增速会降低。在此之际，一方面我们还可挖掘适应产业发展趋势的细分行业龙头，目前主要是建筑工业化下的细分龙头；另一方面，我们着眼适应存量经济的细分行业，挖掘成长个股。

- **建筑工业化是建筑行业在未来相当长一段时间的一个明确趋势**。政策驱动、劳动力短缺倒逼、环保压力、技术进步都是推动建筑工业化发展的动力。在结构领域主要是 PC 和钢结构的快速发展，在装饰领域装配式装修亦正在取得积极进展。重点推荐钢结构制造环节龙头**鸿路钢构**、装配式钢结构 EPC 龙头**精工钢构**与装配式装修龙头**亚厦股份**。
- **随着我国经济从增量时代转向存量时代，城市的主题从建设转向管理和运维**。包括检测、物业管理、养护租赁相关领域陆续出现成长型个股，永续经营的逻辑与优异的现金流更使其享受更高的估值溢价。过往相关公司由于利润体量小未受重视，但随着存量经济时代的到来，相关个股价值逐渐释放出来。关注**华铁应急**。

图表 63: 建筑行业重点公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
中国建筑	5.33	0.91	1.01	1.10	1.20	5.9	5.3	4.8	4.4	0.92
中国铁建	9.91	1.32	1.50	1.69	1.86	7.5	6.6	5.9	5.3	0.84
中国中铁	5.81	0.75	0.80	0.89	1.00	7.7	7.3	6.5	5.8	0.79
中国交建	8.75	1.22	1.37	1.50	1.64	7.2	6.4	5.8	5.3	0.75
中国化学	6.33	0.39	0.57	0.71	0.83	16.2	11.1	8.9	7.6	0.99
葛洲坝	6.11	1.01	1.12	1.24	1.38	6.0	5.5	4.9	4.4	0.97
中国中冶	2.71	0.31	0.34	0.36	0.38	8.7	7.9	7.5	7.1	0.80
中国电建	4.10	0.50	0.56	0.63	0.69	8.2	7.3	6.5	5.9	0.75
龙元建设	7.29	0.60	0.68	0.78	0.89	12.2	10.7	9.3	8.2	1.09
东珠生态	14.72	1.02	1.14	1.37	1.65	14.4	12.9	10.7	8.9	1.67
苏文科	8.02	0.64	0.74	0.83	0.94	12.5	10.9	9.6	8.5	1.72
中设集团	10.32	0.85	0.98	1.10	1.25	12.1	10.6	9.3	8.3	1.81
四川路桥	3.22	0.32	0.36	0.39	0.43	10.1	9.0	8.2	7.5	0.79
隧道股份	5.90	0.63	0.70	0.77	0.84	9.4	8.5	7.7	7.0	0.87
上海建工	3.48	0.31	0.38	0.43	0.48	11.2	9.2	8.1	7.3	1.20
金螳螂	8.32	0.79	0.88	1.00	1.13	10.5	9.5	8.3	7.4	1.53
东易日盛	7.02	0.60	0.60	0.66	0.75	11.7	11.7	10.6	9.4	3.49
亚厦股份	5.63	0.28	0.28	0.31	0.36	20.1	20.1	18.2	15.6	0.95
中装建设	9.20	0.28	0.45	0.58	0.70	32.9	20.4	15.9	13.1	2.21
全筑股份	5.99	0.48	0.65	0.82	1.03	12.5	9.2	7.3	5.8	1.53
江河集团	7.39	0.53	0.56	0.61	0.70	13.9	13.3	12.1	10.5	1.05
鸿路钢构	10.68	0.79	0.91	1.12	1.41	13.5	11.7	9.5	7.6	1.19
精工钢构	2.78	0.10	0.19	0.28	0.34	27.8	14.6	9.9	8.2	0.98
华铁应急	7.16	-0.04	0.41	0.59	0.77	-	17.5	12.1	9.3	2.64
中工国际	9.30	0.97	1.12	1.30	1.49	9.6	8.3	7.2	6.2	1.11
北方国际	8.33	0.77	0.91	1.07	1.24	10.8	9.2	7.8	6.7	1.39
中钢国际	4.67	0.35	0.44	0.50	0.56	13.3	10.6	9.3	8.4	1.25
中材国际	6.45	0.79	0.86	0.95	1.05	8.2	7.5	6.8	6.2	1.15

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2019 年 12 月 23 日收盘价



## 5.2. 重点个股评述

### 中国建筑

**在手订单极为充裕，未来收入有望持续增长。**从行业角度看，地产与基建行业未来增速虽放缓，但规模仍巨大，并且集中度不断提升。公司作为行业龙头预计未来5年内新签订单仍有望保持小幅增长。截止至2019年Q3末，公司在手订单为41516亿元，是2018年收入的3.5倍。同时每年新签订单都大幅超过当年收入（新签订单/收入平均1.85倍左右），在手订单不断累积，订单保障倍数不断增加。我们预计到2025年，公司收入有望达到2.1万亿，对应18-25年复合增速为8.5%。

**业务结构改善，长期盈利能力有望不断提升。**公司提出调结构收入目标为房建:基建:地产为5:3:2，并不断推进，高毛利率地产及基建业务占比提升带动盈利能力向上。若公司完成该结构目标，我们测算毛利率可达12.9%，相比于2018年提升1.0个pct。另外从历史数据看，公司归母净利率不断提升，自2009年的2.2%，提升至2018年的3.2%。我们假设公司2025年达到目标收入结构，收入为2.1万亿，归母净利率小幅提升至3.4%，对应18-25年业绩复合增速为9.3%。

**现金流存在波动，但长周期看与利润基本匹配。**由于公司双主业特性，经营性现金流存在波动（过去十年有三年为负），主要受拿地节奏与地产销售周期影响，若剔除地产业务，实际施工业务现金流较为平稳。2009年至2018年十年间，累计经营性现金流净额为1625亿元，累计归母净利润合计2143亿。现金流与利润的比值约为80%。公司过去十年自由现金流也有波动，其中有两年为负，但整体保持较为健康的状态。十年累计实现自由现金流为2059亿元，与归母净利润基本匹配。未来看现金流会随着外部政策及融资环境波动，但长周期看公司的现金流与利润匹配度较好。

**地产与施工互补打造稳定高ROE，当前估值处于历史低位。**公司2011年后ROE始终保持在16%以上，是8个建筑央企中ROE最高的公司。在剔除中国海外发展影响后，公司施工业务ROE高达19%，主要特点是净利率较低，依靠高资产周转率与高权益乘数提升ROE水平。施工业务的经营特点与地产业务高净利率、超低权益乘数形成互补，使得公司整体经营稳健，ROE始终处于行业较高水平。当前公司PE(ttm)/PB分别为5.2/0.87倍，明显低于历史1/4分位数，与沪深300整体估值比也处于历史最低位。

**投资建议：**我们预测公司2019-2021年归母净利润分别为421/464/504亿元，同比增长10%/10%/9%，对应EPS分别为1.01/1.10/1.20元（2018-2021年CAGR9.6%），当前股价对应PE分别为5.3/4.8/4.4倍，当前PB仅0.92倍，股息率3.3%，我们认为目前已具有较强的投资价值，维持“买入”评级。

**风险提示：**融资环境改善不达预期风险，地产调控风险，基建政策效果不达预期风险，地产业务盈利能力下滑风险，股东减持影响等。

### 中国铁建

**拟分拆铁建重工至科创板上市，公司有望迎价值重估。**公司于2019年12月19日公告，拟分拆子公司铁建重工在科创板上市，铁建重工主要从事掘进机装备、轨道交通设备和特种专业装备的设计、研发、制造和销售，是公司旗下从事高端装备制造的重要子公司。公司直接持有铁建重工99.5%的股份，通过全资子公司中国土木工程集团有限公司间接持有铁建重工0.5%的股份。从2007年成立至今经过十余年发展，铁建重工总资产规模已突破160亿，净资产规模为68.13亿元。2016年、2017年、2018年和2019年1-9月，铁建重工分别实现净利润9.63亿元、13.08亿元、16.44亿元和9.23亿元。若参考

规模和业务属性类似的中国通号目前估值，按照 PE20 倍估算，上市后市值大约 320 亿元，约占中国铁建目前估值的 24%。

**拟引入投资者对 4 家子公司增资实施市场化债转股，降低资产负债率。**公司为降低本集团下属 4 家全资子公司的资产负债率，公司拟引入太平人寿等 8 家投资者出资人民币 110 亿元对标的公司进行增资，实施市场化债转股，投资者出资规模合计 110 亿元。这次铁建债转股和之前中国中铁债转股方案第一步相同，金融机构增资入股子公司股权，然后用增资部分来偿还债务，达到降低资产负债率的效果。以 2019 年 9 月 30 日财务数据测算，公司资产负债率预计从 78.43% 降至约 77.36%，降低约 1.07 个百分点。如交易完成，按照 2018 年数据计算，将减少归母净利润 8.5 个亿，占 2018 年归母净利润的 4.7%。但同时公司有息债务减少 110 亿元，按照近期公司发行债券利率 4% 计算，可节省利息费用 4.4 亿元。实际债转股对公司归母利润的短期负面影响在 2%-3% 左右。

**公路与轨交等带动 Q3 新签订单延续加速趋势。**公司公告 2019 年前三季度累计新签合同额 11152 亿元，同增 25%，较二季度提升 7 个 pct，已连续 3 个季度持续加速；其中三季度单季新签 3965 亿元，大幅增长 40%。分板块来看，工程承包板块新签 9519 亿元，同比增长 30%，其中铁路/公路/轨交/房建/市政同比增长 15%/27%/72%/46%/20%，单季分别增长 8%/102%/306%/22%/31%，三季度公路订单与轨交订单大增，是三季度订单加速主要驱动因素；非工程承包板块中勘察设计咨询/工业制造/房地产开发/物流与物资贸易业务/其他业务分别新签 118/142/610/666/98 亿元，分别同比变动 -26%/-11%/5%/6%/18%。分地域看，境内业务新签合同额 10166 亿元，同比增长 25%；境外业务新签合同额 986 亿元，同比增长 29%。截至 2019 年三季度末，在执行未完工订单为 29446 亿元，同比增长 9.8%，约为 2018 年收入的 4.0 倍，充足的在手订单保障未来公司持续稳健增长。

**投资建议：**我们预测 19/20/21 年公司归母净利润分别为 204/229/252 亿元，分别增长 14%/12%/10%，EPS1.5/1.69/1.86 元，当前股价对应 PE 分别为 6.6/5.9/5.3 倍，目前 PB 仅为 0.84 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**海外经营风险，订单转化进度低于预期风险、融资环境收紧风险、政策力度及效果不达预期风险等。

### 金螳螂

**竣工加快强化短期需求，中长期具有消费属性。**2019 年 1-11 月全国商品房竣工面积同比下降 4.5%，降幅显著收窄 1.0 个 pct，在融资全面收紧背景下，开发商预计仍将使用加快推盘和开工的快周转模式，预计后续建安投资仍可保持较快增速，竣工端有望继续改善，短期利好地产后周期装饰龙头。中长期来看，我国建筑耐久年限一般为 50 年，而建筑装饰使用年限远远小于建筑结构，一般为 5-10 年，叠加装饰消费不断升级换代，装饰行业具有消费属性，需求端优于土建施工，行业有望展现较好成长性。

**龙头优势促市占率持续提升，盈利稳健持续增长。**公司作为公装龙头近年来市占率不断提升，由 2003 年的 0.2% 显著提升至 2018 年的 1.0%，主要系通过以下途径持续强化核心竞争力：1) 凭借突出的设计优势，加大公开标及 EPC 业务承接力度；2) 完善供应链管理机制，实现规模经济效应；3) 推出针对公共建筑的 BIM 系统，推进工业化、信息化转型；4) 探索全屋定制 OEM+ODM 模式，以实现全屋定制产品优势。公司市占率提升促 Q3 收入与盈利绝对额均创历史单季新高。预计随着公司前期公装订单持续转化、家装业务调整充分，未来有望持续稳健增长。

**盈利能力处于行业较高水平，现金流与收款能力表现优异。**相比同业公司近年来利润率普遍下行、现金流流入收窄，公司盈利能力及收款状况始终处于较好水平。公司 2018/2019Q3 毛利率为 19.5%/18.6%，分别较同业平均水平高 4.6/3.1 个 pct；历年净

利率均维持在7%以上稳居行业首位，2018/2019Q3净利率为8.7%/7.7%，分别较同业平均水平高5.1/3.6个pct，盈利能力优势显著。现金流与收款能力方面，2011年以来公司经营性现金流净额仅在2014年为负，2015-2018年公司经营性现金流净额分别为0.8/11.0/17.8/16.5亿元，现金流整体状况较好，近四年收现比亦处于行业上游，回款能力持续优异。

**估值已极低，具有较高配置性价比。**公司股价前期下跌主要受房地产融资收紧政策周期影响及总裁事件冲击，我们认为房地产政策周期的影响已被大部分定价，总裁事件预计对公司中长期经营影响十分有限，目前公司市值218亿已达近年来的底部区域。公司当前PE(TTM)/PB(LF)分别为9.5/1.5倍，均创历史新低。PE与沪深300PE的比值为0.74，创出历史新低；PB与沪深300PB的比值为1.0，接近历史最低点，配置性价比高。

**投资建议：**我们预测公司2019-2021年归母净利润分别为23.6/26.7/30.2亿元，同比增长11%/13%/13%，对应EPS分别为0.88/1.00/1.13元（18-21年CAGR为13%），当前股价对应PE分别为9.5/8.3/7.4倍，目前估值已处于历史极低水平，维持“买入”评级。

**风险提示：**地产政策调控风险，工装订单大幅下滑风险，家装业务拓展不及预期风险，原材料及劳动力成本快速上涨风险等。

### 苏交科

**前三季度归母净利增长16%，扣非后增长20%符合预期。**公司2019Q1-3实现营业收入35.2亿元，同比下滑25%，主要系出售TestAmerica（2018Q1-3营收12.7亿元）及减少工程承包业务影响所致，预计剔除TestAmerica和EPTISA影响后，前三季度公司收入同比增长约6%，增速较低预计主要系今年工程承包收入显著减少所致；2019Q1-3实现归母净利润4.2亿元，同比增长16%，位于此前业绩增速预告区间5%-25%中值附近，符合预期，扣非后归母净利润同比稳健增长20%。Q3单季实现营业收入14.1亿元，同比下滑18%；归母净利润2.0亿元，同比增长11%，扣非后归母净利润同比增长16%。预计随着近期地方基建项目储备力度加大，前期在手充足工程咨询订单持续转化，全年仍有望实现稳健增长。

**出售TA及减少工程承包致毛利率大幅提升，经营性现金净流出显著收窄。**前三季度公司毛利率38.8%，较上年同期显著上升9.8个pct，主要因出售TestAmerica（2018Q1-3净利润约为-1600万元）及减少低利润率工程承包业务影响所致。三项费用率18.2%，较上年同期上升2.2个pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别变动-0.1/+1.7/-0.3/+0.9个pct，管理费用率上升主要系管理人员增加所致，财务费用率下降主要系汇兑收益所致，研发费用率上升系加大研发投入所致。资产减值损失较上年增加0.29亿元。净利率上升4.3个pct，为12.0%。经营性现金净流出5.9亿元，较上年同期流出显著收窄3.3亿元，现金流为负主要受季节性影响，预计全年仍将为正。收现比与付现比分别为82%与113%，较上年同期分别变动-5/-1个pct。

**受益交通强国战略落地加速，智慧交通产品推广有望加快。**近期交通部召开会议部署加快建设交通强国，要求力争用1-2年时间取得试点任务阶段性成果，用3-5年时间取得相对完善系统性成果，打造一批先行先试典型样板，雄安、江苏、浙江、山东等13个区域为第一批交通强国建设试点。结合9月全国交通运输仓储及邮政业投资项目申报额达2.6万亿元，同比/环比大增161%/189%来看，交通强国战略落地已显著加速，交通设计龙头有望持续受益。同时公司在智慧交通领域长期布局，已获江苏省工信厅和省交通厅联合认定的“首批智慧交通领域重点企业”，首批智慧交通产品已推出并获政府认可，后续有望持续受益交通强国战略及智慧交通行业大发展。

**投资建议：**我们预测公司2019-2021年归母净利润分别为7.1/8.1/9.1亿元，同比增长



15%/13%/13%，对应 EPS 分别为 0.74/0.83/0.94 元（2018-2021 年 CAGR 14%）。当前股价对应 PE 分别为 10.9/9.6/8.5 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**基建投资下滑风险、应收账款坏账风险、订单转化不及预期风险、收购整合不及预期风险等。

### 中设集团

**成长性及现金流持续优异的基建设计龙头。**公司作为基建设计龙头，近年来展现了优异的成长性与极佳的现金流，并力争通过“产业化、平台化、国际化”战略引领，三年内打造国内首家“百亿级”设计集团，有望持续较快成长。

**三途径提升市占率，有望实现持续成长。**公司未来有望通过三途径持续提升市占率：**1）异地扩张：**牢牢把握江苏省内市场的同时，积极开拓省外市场，打开地域增长天花板；**2）业务横向及纵向拓展：**通过外延并购与引进团队，由以交通设计咨询为主向综合设计咨询全面发展，不断做大各细分领域业务规模；**3）项目大型化：**公司具备承接特别大型与复杂项目能力，品牌与综合实力出众，将受益设计咨询项目大型化的行业趋势。

**交通强国战略支撑交通基建长期发展，智能化催生庞大升级市场空间。**近期国务院印发《交通强国建设纲要》，从国家战略角度明确我国交通基础设施建设仍有较大空间，仍将是未来政策持续支持重点方向，公司作为综合交通基建设计龙头有望持续受益。同时文件要求大力发展智慧交通发展，公司智能交通技术与设备研发中心在交通运输部行业研发中心评选中位列第一名，技术储备雄厚；子公司新通智能连续 3 年增长率高于 50%，已被列为南京市智能交通行业和创新型城市“瞪羚企业”，应用能力突出，后续公司有望持续受益于交通强国战略及智慧交通行业大发展。

**投资建议：**我们预测公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.5/5.1/5.8 亿元，同比增长 15%/13%/13%，对应 EPS 分别为 0.98/1.10/1.25 元（18-21 年 CAGR 为 14%），当前股价对应 PE 分别为 10.6/9.3/8.3 倍。鉴于公司作为基建设计龙头，长期成长性突出，维持“买入”评级。

**风险提示：**交通基建投资增速下滑风险、应收账款坏账风险、省外业务开拓不达预期风险、工程承包业务开拓不及预期风险等。

### 鸿路钢构

**钢结构制造与应用龙头，步入提速增长期。**公司为国内钢结构制造行业龙头，技术与产能实力雄厚，所参与的地标性建筑项目广泛分布于全国，品牌优势突出。受益于钢结构建筑渗透率、行业集中度不断提升，近年来公司已进入提速发展期，2019Q1-3 实现营收 76.4 亿元，同比大幅增长 48%；实现扣非后归母净利润 2.7 亿元，同比大幅增长 58%。公司前三季度新签订单额达 117 亿元，已接近 2018 年全年订单额，订单增长强劲。预计随着公司新建产能不断释放，未来盈利有望快速增长。

**钢结构渗透率不断提升，行业供需结构改善。**近年来我国钢结构应用范围不断拓展，加之装配式建筑全力推广，钢结构建筑渗透率不断提升，钢结构市场规模已达 6700 亿元，行业需求较快增长。另一方面，2015 年后随着钢价大幅波动、营改增以及环保趋严，部分中小型钢结构企业利润不断压缩而逐渐退出市场，行业供需结构不断改善，龙头公司市占率快速提升。

**专注钢结构制造加工，规模效应、精细化管理构筑强大成本优势。**公司专注于钢结构产品制造加工，2018 年公司实现产量达到 143 万吨，钢结构制造规模为行业第一。显著的规模效应、较强的精细化管理能力构筑公司较强的成本优势，我们以钢结构制造业务营

收/钢结构产量来衡量售价水平，2018年公司该指标仅4234万元/吨，甚至显著低于同业可比上市公司成本水平（钢结构制造业务成本/钢结构产量），成本竞争优势显著，助力公司市占率不断提升。公司与总包商及工程类钢结构公司形成合作关系而非竞争关系，最大程度享受行业成长。

**产能扩张进一步增强业务承接能力，驱动未来业绩持续成长。**自2016年起在公司全国已布局十大生产基地，截至2019年上半年公司产能已经达210余万吨，全部建成后产能将达400-450万吨/年，可进一步增强公司钢结构加工的快速反应能力及大工程项目的协作加工能力，实现集中采购及调配，进一步增强公司的成本优势，随着未来公司新建产能的不断释放，未来有望持续快速成长。

**投资建议：**我们预测19/20/21年公司归母净利分别为4.8/5.9/7.4亿元，EPS分别为0.91/1.12/1.41元（18-21年CAGR为21.0%），当前股价对应PE分别为11.7/9.5/7.6倍，鉴于公司产能持续释放增长动力充足，低估值优势显著，维持“买入”评级。

**风险提示：**产能利用率不及预期风险，钢材价格大幅波动风险等。

### 精工钢构

**上市钢结构龙头企业，迈入快速增长期。**公司是技术实力雄厚的上市钢结构龙头企业，深耕钢结构市场，近年来装配式建筑业务逐步打开市场。2018年随着订单管理模式改变抑平钢价扰动，叠加装配式建筑技术授权快速落地，公司订单与业绩实现快速增长。2018年公司新签订单123亿元，同增20%，其中装配式建筑业务新签约16.5亿元，同比大增169%。未来随着装配式业务持续开拓，公司有望迈入快速成长期。

**钢结构行业集中度趋于提升，政策推动装配式建筑发展打开全新空间。**我国钢结构市场规模约5000亿元，空间广阔，并呈现出市场化程度高、竞争激烈、行业集中度低的特点。但2015年后随着钢价大幅波动、营改增以及环保政策的影响，部分中小型钢结构企业利润不断压缩而逐渐被挤出市场，行业集中度趋于提升。与此同时，政策大力推动装配式建筑发展，地方政府、开发商及建筑公司积极响应，包括钢结构在内的装配式建筑技术、部件、总包工程需求均大幅增长，为行业打开全新成长空间。与PC预制件相比，钢结构兼具安全性和可检测性等诸多优势。

**技术与品牌优势显著，装配式业务有望驱动快速成长。**公司以“鸟巢”等一系列标志性项目业绩保持了业内强大的品牌优势，传统钢结构领域以“高、大、难、特、新”项目见长，在装配式建筑领域研发出钢结构装配式绿色集成建筑体系（PSC）领先行业，具备极高的装配化率和整体交付能力。公司未来有望通过以下三路径实现业务转型升级与业绩快速增长：1）传统钢结构业务持续开拓新兴细分领域；2）从专业施工向总包EPC转型，扩大订单规模的同时增强产业链话语权和盈利能力；3）通过装配式技术合作输出技术、衍生产品与服务（包括设计、构件销售、运维服务等），带来全新盈利增长点，促使公司从钢结构建筑商向技术服务商转型。

**投资建议：**我们预测19/20/21年公司业绩分别为3.5/5.0/6.2亿元，EPS分别为0.19/0.28/0.34元（18-21年CAGR 51%），当前股价对应PE分别为14.6/9.9/8.2倍，鉴于公司装配式有望驱动高速增长，以及公司在业内的龙头地位，应享受一定估值溢价，维持“买入”评级。

**风险提示：**装配式建筑体系合作协议签署低于预期风险、原材料价格波动风险、市场竞争风险、利润率提升低于预期风险等。



## 亚厦股份

**品牌实力突出，装配式装修的开拓者与领先者。**公司是业内资质等级最高、最完备的公司之一，是国内建筑装饰行业一线高端品牌，在国家大型会馆、高端酒店、住宅装饰与幕墙领域具有领先地位，连续12年荣获中国建筑装饰百强企业第二名。近年来公司积极探索装配式装修业务，同时拥有“国家住宅产业基地”和“国家装配式建筑产业基地”称号，是装配式装修市场的开拓者与领先者。

**亚厦装配式装修解决方案重剑出鞘，迎来全新发展机遇。**公司自2010年上市之初便开始重视装修工业化战略，至今九年蛰伏期，已打造出完整的装配式装修技术体系与产品解决方案。公司是业内首家拥有住宅精装修工业化核心技术体系的高新企业，研发实力突出，历年研发费用占比稳定，截至2018年底，公司及子公司累计已获得专利1374项（上年同期为850项），积极打造构建以创新为导向的建筑装饰工业化知识产权竞争优势壁垒。公司装配式装修产品优势突出，有助于大幅缩短工期、节省人力成本，解决均质化扩张问题，同时材料性能与环保性能优越。目前公司主要承接住宅精装修、高端公寓及酒店业务，未来面向家装市场亦有较大潜力。装配式装修业务面临快速发展。

**中标浙江省“未来社区”装配式装修订单，业务发展再迎机遇。**2019年12月13日公司公告中标1.45亿元“绍兴上虞鸿雁未来社区”装配式装修项目，浙江省“未来社区”是针对70-90年代期间建设的老旧社区进行人本化、生态化、数字化的提升、改造与优化的重点工程项目，其建设要求“未来建筑场景”的约束性条件为“装配式建筑与装修一体化”。根据《浙江省未来社区建设试点工作方案》，计划到2019年底培育建设省级试点24个，到2021年底，培育建设省级试点100个左右，2022年开始全面复制推广，有望为相关装配式建筑及装修企业提供显著市场空间。亚厦股份持续研发布局工业化装修，在手专利已达2000项竞争优势显著，预计公司已签相关订单逾30亿元，市场认可度高，未来有望显著受益浙江“未来社区”项目装配式装修需求快速增长。同时公司传统装修主业经历低谷后已企稳，2019Q1-3营收及扣非业绩分别稳健增长15%/8%，今年已完成新一届董事会及管理层换届，有望为公司注入全新动力。

**投资建议：**基于公司目前在手订单及装配式装修业务拓展进度，我们预测19/20/21年公司归母净利润分别为4.25/5.09/6.26亿元，EPS分别为0.32/0.38/0.47元，18-21年CAGR为19.3%，当前股价对应PE分别为20.1/18.2/15.6倍，PB(LF)仅0.95倍，具有一定安全边际，考虑到公司在装配式装修领域的领先地位，维持“买入”评级。

**风险提示：**房地产行业调控风险，新产品市场化推广低于预期风险，市场竞争加剧风险，应收账款产生坏账风险等。

## 华铁应急

**建筑安全设备租赁领军企业，持续布局高景气赛道。**公司为我国建筑安全设备租赁龙头，支护设备规模位列中国基建物资租赁承包协会会员首位，规模优势突出。年初以来，公司大力开拓增长潜力大的高空作业平台（AWP）租赁业务，切入地铁及深坑维修养护市场，并剥离融资租赁及商业保理以聚焦设备租赁主业，未来随着建筑安全设备租赁业务持续稳健增长，AWP租赁、深基坑维修养护业务放量，公司有望进入快速成长期。

**建筑安全设备租赁行业供给结构改善，公司盈利能力明显提升。**近年来，基建行业减速、去杠杆、民企利率上行及营改增等因素，促使建筑安全设备租赁行业小企业不断退出，龙头企业市占率提升。在供给结构优化后，公司作为行业龙头享受到了租赁服务价格上行，2019Q1-3营收稳健增长24%，业绩触底回升大幅增长201%，盈利能力明显提升。

**高空作业平台市场空间广阔，租赁龙头有望快速成长。**AWP具有经济性及安全性优势，

当前我国 AWP 渗透率显著低于欧美发达国家，未来发展空间大。AWP 终端用户因使用频率不高，往往倾向于租赁而非购买，因此对于 AWP 租赁商来说天然面临较好的市场需求。同时 AWP 租赁公司采购规模大，对于厂商话语权强，可获得厂商较大资金支持，因此租赁商为 AWP 产业链核心受益方。年初以来，公司通过全资子公司大黄蜂持续大规模采购及布点 AWP 租赁业务，不断摊低运输和人员成本，目前已开设超 40 家门店，覆盖全国重点区域，有望持续受益 AWP 租赁需求高增长。

**打造全国综合性租赁平台，非公开发行助力提升先发优势。**未来公司利用全国布局网点，以高空作业平台作为引流产品，带动皮卡、发电机等产品的高毛利租赁业务，并有望将网点向第三方设备拥有方开放，打造全国综合性租赁平台，具有较大想象空间。近期公司公告定增预案拟募资不超过 10 亿元，其中 7 亿用于 AWP 租赁服务能力升级扩建项目，如若顺利实施，有望助力公司加快拓展 AWP 市场份额及综合租赁平台建设，进一步提升先发优势。

**投资建议：**我们预测 19/20/21 年公司归母净利分别为 2.8/4.0/5.2 亿元，EPS 分别为 0.41/0.59/0.77 元，当前股价对应 PE 分别为 17.5/12.1/9.3 倍，鉴于公司占据有利赛道，当前成长性良好，维持“买入”评级。

**风险提示：**建筑行业景气度下行风险，高空作业平台租赁业务拓展不及预期风险，大股东持股比例偏低风险等。

## 6. 风险提示

政策变化或执行力度不及预期风险，社融规模下滑风险，项目执行风险，应收账款风险，海外经营风险等。

### （1）政策变化或执行力度不及预期风险

19年房地产融资环境收紧，政策向基建领域倾斜，但政策落地转化为投资完成需产业链各个环节有效传导及配合，如若政策政策发生变化或落地执行缓慢，则投资增速可能会低于预期。

### （2）社融规模下滑风险

2019年1-11月我国合计新增社融21.2万亿元，同比多增3.4万亿元，社融整体处于较为宽松的环境，但倘若2020年社融开始收缩，则可能对基建资金来源产生较大的不利影响。

### （3）项目执行风险

建筑工程项目从中标到正式施工经历多个环节，存在较长等待周期，同时施工过程中也存在多种不可控因素，因此如果企业在某个环节遇到阻碍，可能造成项目执行进度低于预期，从而影响收入和利润的确认。

### （4）应收账款风险

建筑企业应收账款余额较大，随着公司业务规模的扩大，应收账款余额总体上呈增加趋势。如果应收账款不能及时回收可能将影响公司的资金周转速度和经营活动现金流量，进而可能对建筑企业经营及业绩水平造成不利影响。

### （5）海外经营风险

当前国际贸易摩擦仍有进一步加剧风险，对新兴市场国家汇率波动可能存在一定波及，若人民币对美元汇率波动加剧，则海外工程公司可能出现较大汇兑损益。同时海外经营环境与行业标准较国内存在显著差异，如若海外工程公司前期项目规划设计阶段未能充分考虑该差异性，则后期可能面临较大经营风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com