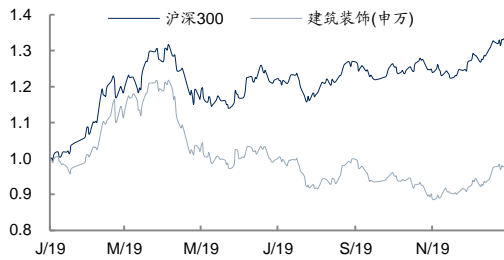


一年该行业与沪深 300 走势比较

相关研究报告:

- 《国信证券-建筑行业 2019 年下半年投资策略: 否极泰来, 不确定环境下拥抱确定性》——2019-06-20
- 《国信证券-建筑行业 9 月投资策略: 逆周期调控加码, 基建股价值凸显》——2019-09-16
- 《国信证券-建筑行业 10 月投资策略: 逆周期重防守, 板块估值吸引力突出》——2019-10-11
- 《国信证券-建筑行业 11 月投资策略: 订单回暖, 重点推荐基建产业链》——2019-11-14
- 《国信证券-建筑行业 2020 年投资策略: 基建投资触底回升, 行业迎来拐点》——2019-12-06

证券分析师: 周松

电话: 021-60875163
 E-MAIL: zhousong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号:
 S0980518030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业投资策略
专项债发力, 推荐低估值央企及装饰龙头
● 专项债发力, 基建投资有望触底回升

2019 年 1-11 月固定资产投资增速 5.2%, 为有统计以来新低, 同比下滑 0.7pct; 其中基建投资增速为 3.5%, 仅比 2018 年提升 1.7pct。当前中国经济处在换挡改革时期, 投资数据的低迷叠加全球经济下行和中美贸易摩擦导致的外需拖累, 无疑增加了经济下行的不确定性压力。我们认为 2020 年中国经济仍处在寻底的过程中, 固定资产投资对经济稳增长的作用至关重要, 从历史数据来看, 基建投资对经济的拉动作用较为显著, 尤其是 2008-2009 年以及 2011-2012 年经济下行期间对 GDP 的企稳乃至反弹起到了决定性的作用。虽然基建投资的刺激效果虽已大不如之前, 但对于经济的托底作用却依然十分关键。随着房地产销售的下滑及高周转库存土地的消耗, 房地产投资高位回落不可避免, 在制造业投资没什么起色、消费疲软、进出口承压大环境下, 基建是为数不多有确定性的亮点, 专项债及多渠道融资有望提振 2020 年基建投资触底回升。

● 行业跑输指数, 推荐组合跑赢指数

2019 年建筑行业下跌 2%, 涨幅在所有行业中排名倒数第一, 跑输沪深 300 指数 38 个百分点, 为历史上最差行情。今年以来 A 股普涨, 上证综指涨 1.86%, 创业板指涨 6.92%, 沪深 300 指数涨 2.28%。建筑行业上涨 3.54%, 跑赢沪深 300 指数 1.26pct。12 月初我们外发投资策略报告至今, 推荐的组合实现收益 5.38%, 跑赢行业指数 0.18pct。

● 重点推荐低估值央企及装饰龙头

建筑行业经过了两年多的调整, 不论是绝对估值还是相对估值都到了历史最低位, 当前行业市盈率 9.8 倍, 市净率 1.0 倍, 估值吸引力突出。去杠杆的影响已经接近尾声, 行业新签订单触底回升, 营收提速, 业绩回暖。央企估值接近历史底部, 在手订单为历史最高水平, 随着逆周期调控政策落实, 订单有望加快落地, 业绩确定性强。石油石化行业固定资产投资在连续三年下降之后迎来拐点, 随着落后产能出清, 行业投资有望开启新一轮周期, 化学工程公司景气度滞后于石油石化行业, 下游需求改善, 工程订单高增长。装饰龙头估值处于历史最底部, 随着竣工回暖, 装饰龙头有望迎来拐点。本月组合我们重点推荐中国建筑、中国铁建、中国化学、金螳螂、全筑股份等。

● 风险提示: 投资不及预期; 应收账款坏账, 项目资金落实不到位等。
重点推荐公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601668.SH	中国建筑	买入	5.83	244,718	1.01	1.10	5.77	5.30
601186.SH	中国铁建	买入	10.02	131,578	1.52	1.69	6.59	5.93
002081.SZ	金螳螂	买入	9.49	25,399	0.90	1.00	10.54	9.49
603030.SH	全筑股份	买入	6.53	3,514	0.65	0.86	10.05	7.59
601117.SH	中国化学	买入	6.68	32,952	0.53	0.69	12.60	9.68

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

内容目录

行情复盘：行业大幅跑输指数	4
股指普涨，行业跑赢指数.....	4
A/H 股溢价有所扩大.....	7
投资组合收益跑赢指数.....	8
基建投资有望触底回升	9
投资不及预期.....	9
经济寻底，基建将成为稳增长重要手段.....	12
专项债及多渠道融资有望提振基建投资回升.....	12
估值历史低位，推荐低估值央企及装饰龙头	14
订单回暖，营收提速.....	14
估值处于历史低位.....	16
重点推荐低估值央企及装饰龙头.....	16
风险提示	21
国信证券投资评级	24
分析师承诺	24
风险提示	24
证券投资咨询业务的说明	24

图表目录

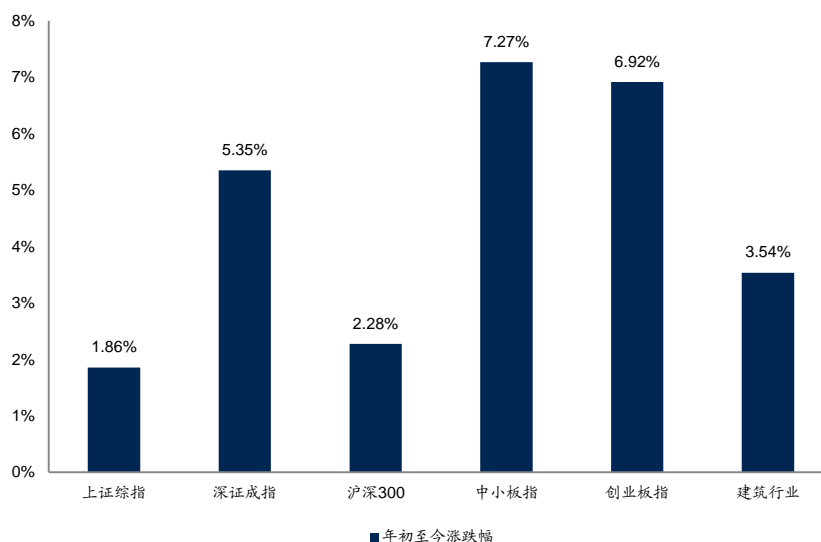
图 1: 年初至今建筑行业涨 3.54%.....	4
图 2: 2019 年建筑行业下跌 2.12%, 走势弱于大盘.....	4
图 3: 今年以来行业未走出独立或波段行情.....	5
图 4: 建筑行 2019 年涨跌幅在 28 个行业中排名倒数第一.....	5
图 5: 行业年初至今涨幅.....	6
图 6: 建筑板块各子行业年初至今涨跌幅排名.....	6
图 7: 建筑板块各子行业 2019 年涨跌幅排名.....	7
图 8: 固定资产投资表现低迷.....	9
图 9: 基建投资仍处在低位, 未来的提升空间较大.....	9
图 10: 制造业投资增速创下近五年新低.....	10
图 11: PMI 指数.....	10
图 12: 房地产开发投资增速或继续高位回落.....	11
图 13: 房地产销售数据依然低迷.....	11
图 14: 近十年的基建投资 (左轴) 和 GDP (右轴) 增速.....	12
图 15: 近几年地方政府新增专项债发行限额.....	13
图 16: 2019 年前三季度建筑业新签订单触底回升.....	14
图 17: 行业营业收入及增长率.....	15
图 18: 行业归母净利润及增长率.....	15
图 19: 建筑行业的市盈率和市净率估值均处在历史低位.....	16
图 20: 央企订单占有率持续提升.....	17
图 21: 石油化工行业固定资产投资规模超过 2 万亿.....	18
图 22: 石油加工和化学工业板块的固定资产投资开始回暖.....	18
图 23: 石油化工行业规模以上企业营收从 2016 年回升.....	18
图 24: 石油化工行业规模以上企业 2018 年利润高增长.....	18
图 25: 石油化工行业新增产能有望继续扩张.....	19
图 26: 房地产投资三大分项投资的增长情况.....	19
图 27: 装修装饰营收增速及归母净利润增速.....	20
图 28: 装修装饰毛利率及净利率.....	20
表 1: 主要建筑企业 A/H 股溢价情况.....	7
表 2: 国信建筑 10 月份投资组合涨跌幅情况.....	8
表 3: 不同行业项目最低资本金比例.....	13
表 4: 不同情景下专项债撬动基建投资的测算.....	14
表 5: 八大央企上半年新签订单平均增速约为 16%.....	16
表 6: 央企在手订单创下新高.....	17
表 7: 国信建筑 2020 年投资策略股票组合及主要推荐逻辑.....	21
表 8: 国信建筑重点覆盖股票估值表.....	23

行情复盘：行业大幅跑输指数

股指普涨，行业跑赢指数

今年以来，A股主要股指普涨，其中上证综指涨1.86%，深证成指涨5.35%，创业板指涨6.92%，沪深300指数涨2.28%。建筑行业（申万建筑装饰，下同）上涨3.54%，跑赢沪深300指数1.26pct。

图1：年初至今建筑行业涨3.54%

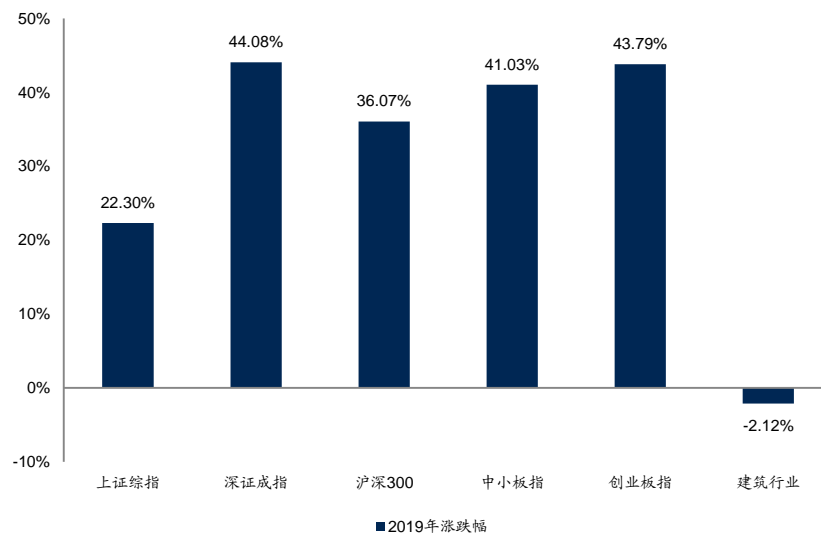


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2019年行业大幅跑输指数，涨幅排名倒数第一

2019年，上证综指涨22.30%，沪深300指数上涨36.07%，深证成指上涨44.08%，创业板指上涨43.79%。建筑行业下跌2.12%，跑输沪深300指数38.19pct。

图2：2019年建筑行业下跌2.12%，走势弱于大盘

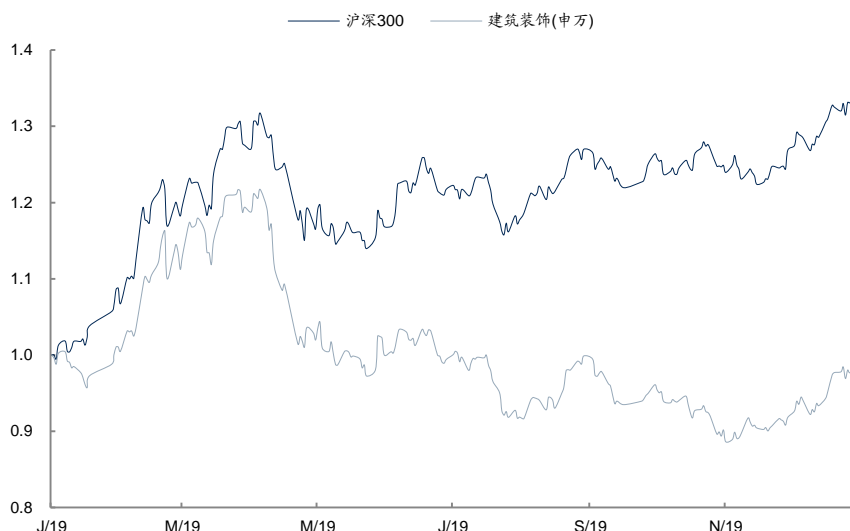


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2019 年以来行业未走出独立或波段行情

2019 年至今，沪深 300 已累计上涨近 40%，但建筑板块一直跑输指数，并未走出独立和波段行情，严重跑输指数。

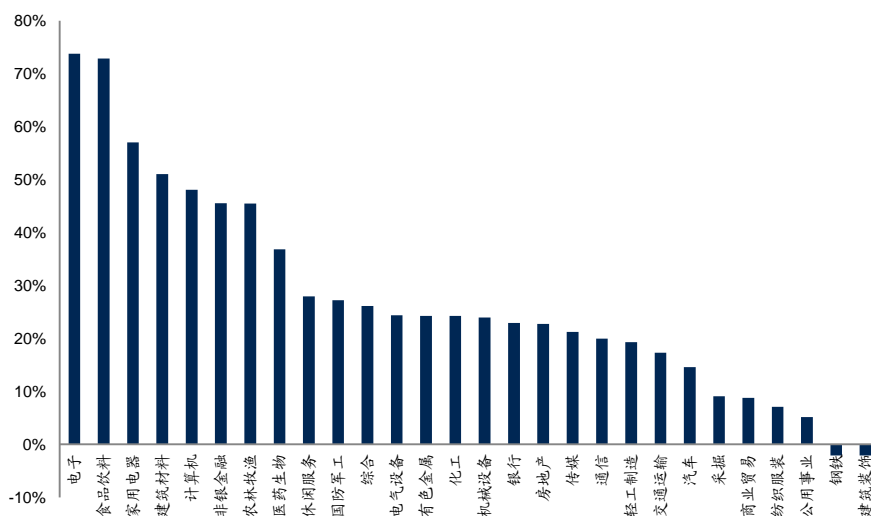
图 3: 今年以来行业未走出独立或波段行情



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2019 年，行业中涨幅较大的是电子（73.77%）、食品饮料（72.87%），家用电器（56.99%）、建筑材料（51.03%）和计算机（48.04%）。建筑行业下跌 2.12%，28 个行业中排名倒数第一。

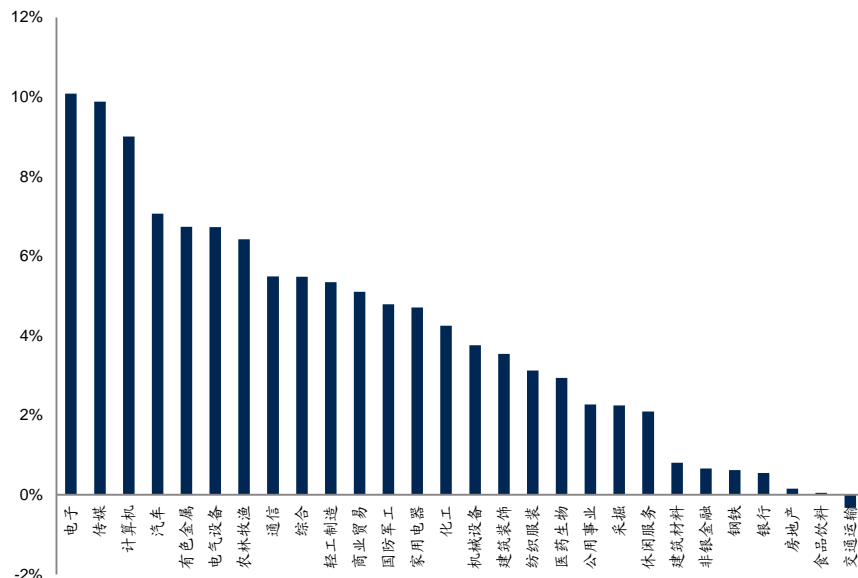
图 4: 建筑行 2019 年涨跌幅在 28 个行业中排名倒数第一



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

今年以来，A股行业普遍上涨，其中涨幅较大的是电子（10.08%）、传媒（9.88%）、计算机（9.00%）、汽车（7.06%）和有色金属（6.73%）。建筑行业上涨3.54%，在28个行业中排倒数第15位。

图 5：行业年初至今年涨幅

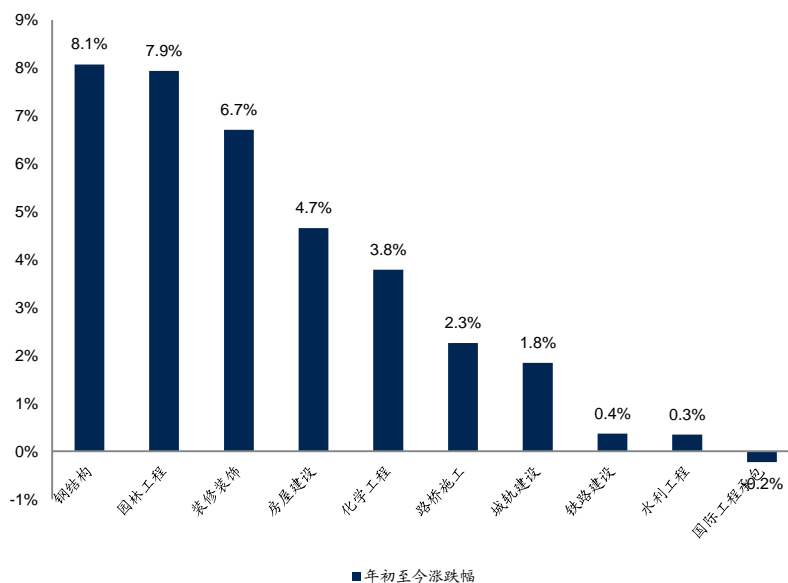


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

建筑子板块全线上涨

今年以来，建筑行业子板块全线上涨，其中涨幅较大的子行业是钢结构（8.1%）和园林工程（7.9%），涨幅较小的子行业是水利工程（0.3%）和铁路建设（0.4%）。

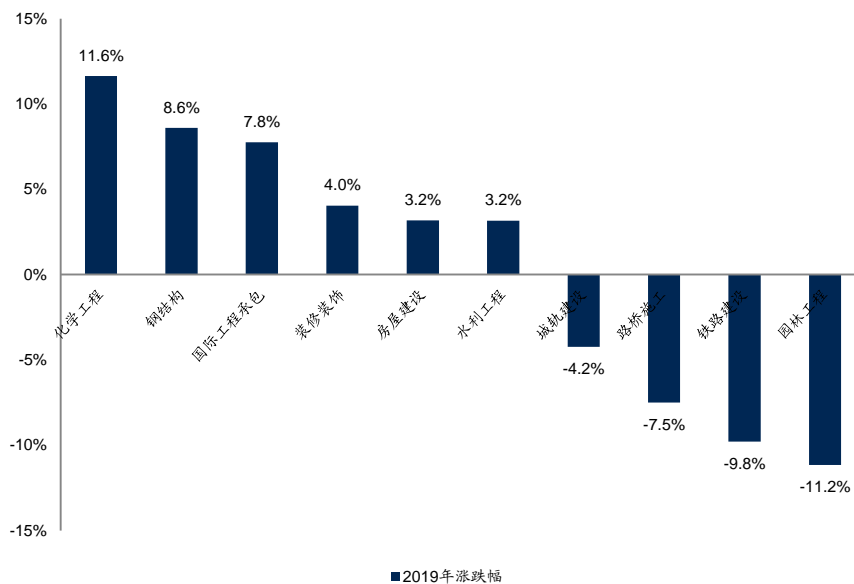
图 6：建筑板块各子行业年初至今涨跌幅排名



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2019 年，建筑子板块涨幅较大的三个子行业分别是化学工程（11.6%）、钢结构（8.6%）和国际工程承包（7.8%），跌幅较大的三个子行业分别是园林工程（-11.2%）、铁路建设（-9.8%）和路桥施工（-7.5%）。

图 7：建筑板块各子行业 2019 年涨跌幅排名



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

A/H 股溢价有所扩大

今年以来，A 股和 H 股同时上市的四家建筑企业溢价有所扩大，平均溢价率为 52%。其中中国中铁溢价率为 36.24%，中国铁建溢价率为 28.17%，中国中冶溢价率为 82.89%，中国交建溢价率为 62.58%。

表 1：主要建筑企业 A/H 股溢价情况

个股组合	A 股股价	H 股股价	溢价率
中国中铁	5.96	4.88	36.24%
中国铁建	10.18	8.86	28.17%
中国中冶	2.82	1.72	82.89%
中国交建	9.08	6.23	62.58%
平均值	7.01	5.42	52%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资组合收益跑赢指数

2019年12月初我们外发年度投资投资策略报告至今，推荐的投资组合实现收益5.38%，跑赢行业指数0.18pct，跑输大盘指数0.22pct。

表 2: 国信建筑 10 月份投资组合涨跌幅情况

个股组合	涨跌幅
中国铁建	5.30%
中国中铁	6.07%
中国交建	3.85%
中国建筑	10.85%
安徽建工	6.01%
中设集团	1.28%
苏文科	5.95%
中国化学	3.70%
组合收益	5.38%
沪深 300	5.60%
申万建筑	5.20%

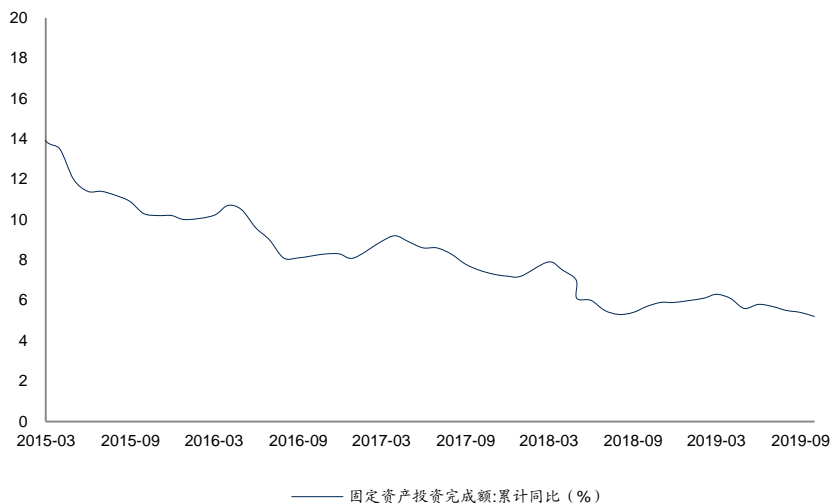
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

基建投资有望触底回升

投资不及预期

2019年1-11月，固定资产投资增速为5.2%，比2018年下滑0.7个百分点。固定资产投资增速为有统计以来新低。当前中国经济处在换挡改革的关键时期，固定资产投资对经济稳增长的作用至关重要，投资数据的低迷叠加全球经济下行和中美贸易摩擦导致的外需拖累，无疑增加了经济下行的不确定性压力。

图8：固定资产投资表现低迷

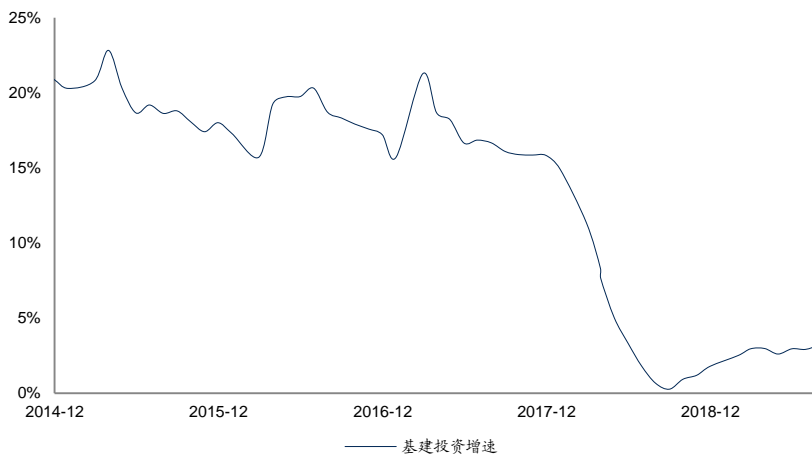


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

基建投资仍在低位

作为对冲经济下行的重要手段，2019年以来基建投资表现低于预期。1-11月基建投资（全口径）增速仅为3.5%，比去年底提升1.7pct。纵向对比来看，当前基建投资增速为近十年的低位，我们认为基建投资低于预期的主要原因是重大项目的落地和进展较慢所致，随着逆周期调控政策逐步加码，未来基建投资有望发挥托底作用。

图9：基建投资仍处在低位，未来的提升空间较大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

制造业投资增速创新低

2019年1-11月制造业投资增速仅为2.5%，制造业投资增速出现了断崖式下跌，制造业投资增速从去年底9.5%的高点一路下滑至2.5%，增速创新低。制造业投资在固定资产投资中的占比超过三分之一，制造业投资的超预期下滑以及外部环境的恶化使得当前中国经济下行压力再次显现。

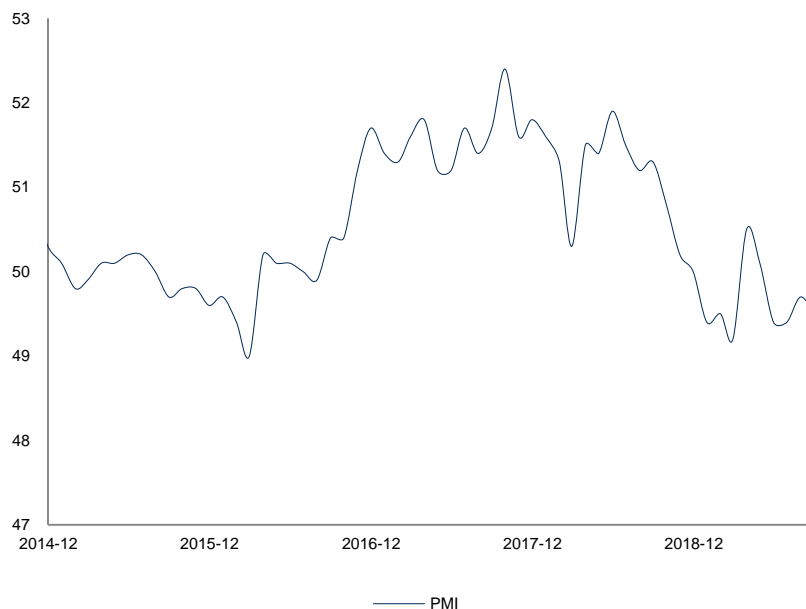
图 10：制造业投资增速创下近五年新低



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

受全球经济下行和中美贸易摩擦导致的外需拖累，2019年12月PMI指数为50.2，环比持平，连续6个月跌破荣枯线之后第二个月在枯荣线之上。

图 11：PMI 指数

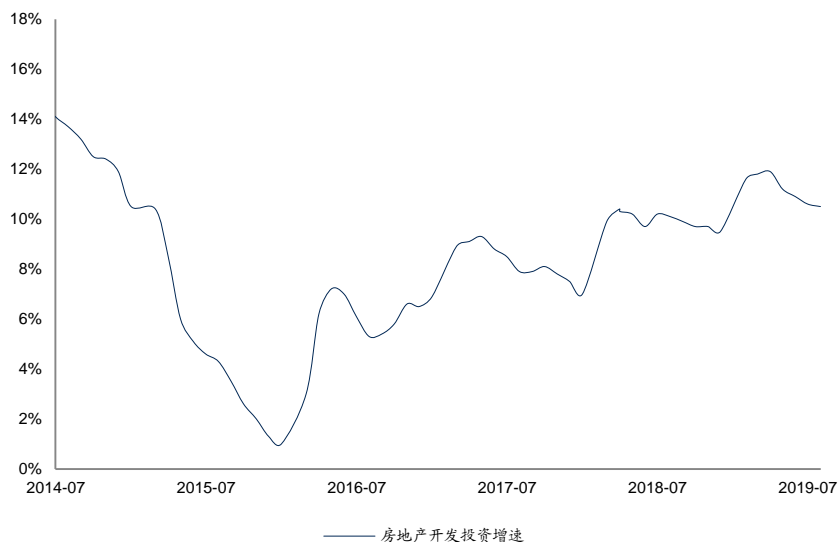


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

房地产投资韧性十足，投资高位回落不可避免

2019年1-11月，房地产开发投资增速为10.2%，环比下降0.1pct，已连续7个月环比下降。房地产韧性十足，截至11月累计投资增速依然是过去5年的最高水平，不过后续随着房地产销售的下滑以及库存土地的消耗，房地产投资增速大概率会高位回落。

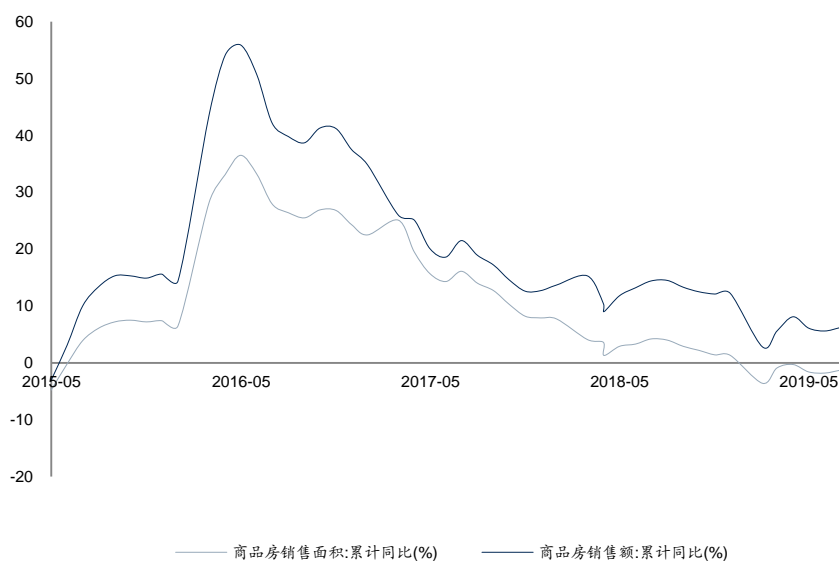
图 12: 房地产开发投资增速或继续高位回落



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

另一方面，2019年1-11月商品房销售面积和销售额累计同比增速仅为0.2%和7.3%，与2016年的高位相比下滑幅度较大。作为房地产景气度的先导指标，房地产销售数据受到政策调控、消费供需波动等因素影响表现疲软，预示着未来房地产投资的高位回落或将持续。

图 13: 房地产销售数据依然低迷



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

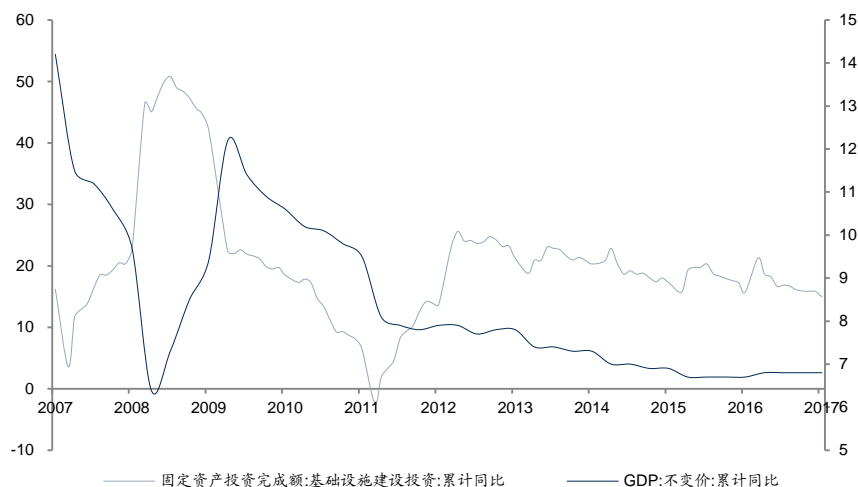
经济寻底，基建将成为稳增长重要手段

经济仍在寻底

对于 2020 年中国经济的展望，我们认为仍处在“L”型寻底的过程中，GDP 的拐点或许会比市场预期的到来更晚一些。

基建投资是中国经济稳增长的重要手段，从历史数据来看，基建投资对经济的拉动作用较为显著，尤其是 2008-2009 年以及 2011-2012 年经济下行期间对 GDP 的企稳乃至反弹起到了决定性的作用。当前中国经济正面临着外部贸易冲突、内需疲软、房地产调控趋严等压力，基建投资的刺激效果虽已不如十年前那般强劲，但对于经济的托底作用却依然十分关键。

图 14：近十年的基建投资（左轴）和 GDP（右轴）增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

专项债及多渠道融资有望提振基建投资回升

资本金比例下调刺激基建

11 月 27 日，国务院印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》。进一步强调坚持和完善投资项目资本金制度的必要性，加强项目资本金核算管理为重点进行制度完善。下调了部分项目最低资本金比例，港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由 25% 下调为 20%。同时，对其他补短板领域的基础设施项目，在达到合理收益水平和较强偿债能力的前提下，允许对项目最低资本金比例按照不超过 5 个百分点的幅度下浮。

我国项目资本金制度从 1996 年开始建立，目前国基建投资资本比例均在 20% 以上，其中机场、港口、沿海及内河航运、邮政业为 25%，而铁路、公路、轨道交通、电力、水利环境和公共基础设施资本金比例已经为 20%。2019 年政府工作报告中明确提出要适当降低基础设施等项目资本金比例。

表 3: 不同行业项目最低资本金比例

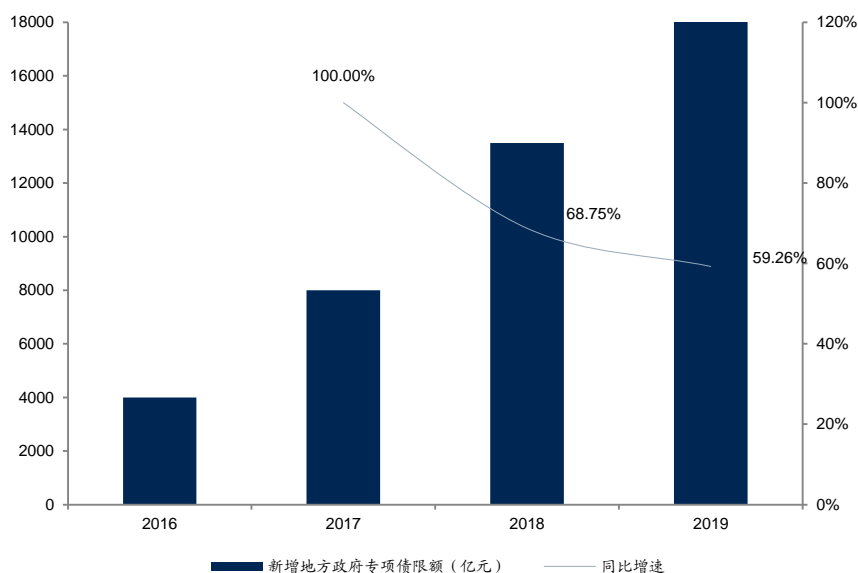
行业名称	最低资本金比例
钢铁、电解铝	40%
水泥	35%
煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、 黄磷、多晶硅	30%
化肥（钾肥除外）、机场、港口、沿海 及内河航运	25%
铁路、公路、城市轨道交通、玉米深 加工	20%
保障性住房和普通商品住房	20%
其他房地产	25%
电力等其他	20%
平均	27%

资料来源：《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》，国信证券经济研究所整理

专项债发行规模大幅增加

专项债券一般指地方政府为了筹集资金建设某专项具体工程而发行的债券，是地方政府开展基建的重要资金来源。近年来随着地方政府融资监管趋严，城投非标融资作为“后门”被堵死，地方政府债券则被当做“前门”逐渐打开，其中 2019 年新增专项债限额规模达到 2.15 万亿，同比大幅增长 59.26%。

图 15: 近几年地方政府新增专项债发行限额



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

专项债可用作资本金，基建占比提高

2019 年 6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出地方政府专项债可以作为资本金参与项目投资，这意味着地方政府可以在 PPP 中适度增加杠杆，将极大缓解社会资本的融资压力。此外，文件还鼓励银行、保险金融机构积极提供配套融资支持，鼓励项目单位发行公司信用类债券，进一步明确项目公司可采用多渠道筹措项

目资本金，未来专项债+银行贷款+多渠道融资模式有望成为铁路、高速公路、城市轨道交通等重大项目的投融资模式。

以往专项债主要投向土地储备和棚改，用于基建的占比只有 20%左右。9 月 4 日国常会上提出将专项债的使用范围进一步扩大，其中铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施以及水电气热等市政和产业园区基础设施为重点支持领域，并明确不得用于土地储备和房地产相关领域以及可完全商业化运作的产业项目。假设明年新增专项债限额与 2019 年持平，即 2.15 万亿，如果其中投向基建的专项债占比提高至 80%且其中 20%可用作资本金，新规预计可带动明年基建投资 7%至 8%的增速。预期 2020 年基建投资增速将提升至 10%左右。

表 4: 不同情景下专项债撬动基建投资的测算

	新增专项债用于基建的比例	新增专项债可用于基建的资本金的规模/万亿元	资本金比例	资本金撬动的基建投资占 2018 年基建投资的 /万亿元	比例
乐观	80%	0.344	25%	1.376	7.64%
中性	50%	0.215	25%	0.86	4.78%
悲观	20%	0.086	25%	0.34	1.91%

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

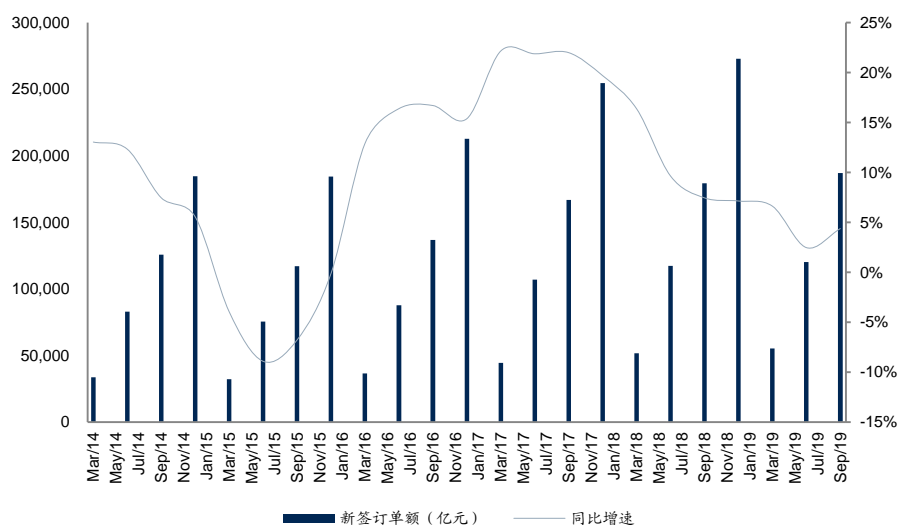
估值历史低位，推荐低估值央企及装饰龙头

订单回暖，营收提速

行业订单回暖

2016 年以来，整个建筑行业新签订单持续快速增长。2018 年受到宏观去杠杆的影响，建筑行业新签订单增速有所放缓。2019 年前三季度新签订合同额 18.7 万亿元，同比增长 4.4%，订单触底回升。

图 16: 2019 年前三季度建筑业新签订单触底回升

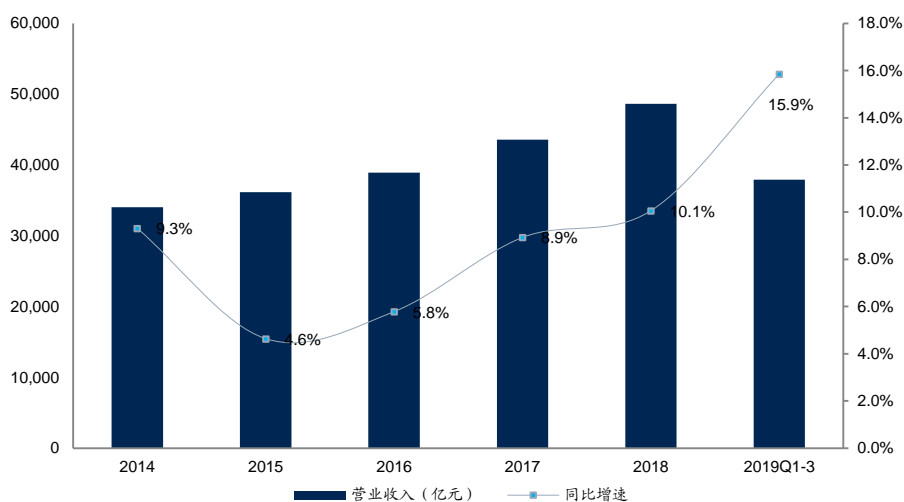


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

营收提速，业绩改善

近年来建筑行业上市公司整体收入提速，2019年前三季度上市公司合计完成营业收入 3.79 万亿元，同比增长 15.9%，增速比 2018 年提升 5.8pct；收入增速创近年来新高。

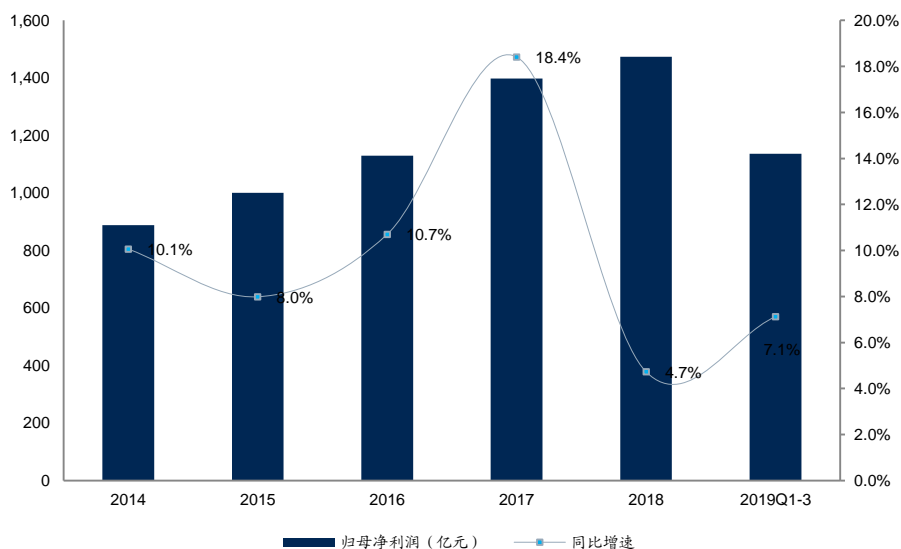
图 17：行业营业收入及增长率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

受 2018 年降杠杆，PPP 清库等影响，建筑行业上市公司 2018 年归母净利润仅有 4.7%，2019 年前三季度行业上市公司实现归母净利润实现 1136 亿元，同比增长 7.1%，利润增速触底回升，增速有望持续回暖。

图 18：行业归母净利润及增长率



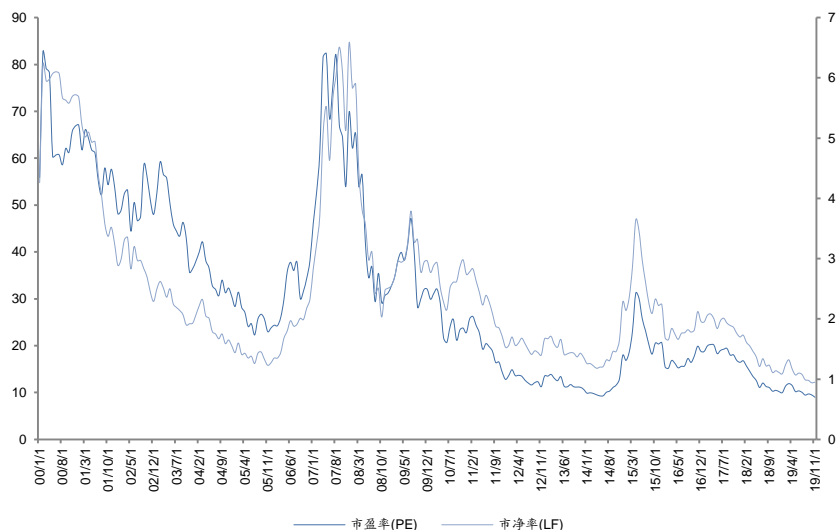
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

估值处于历史低位

纵向来看处于历史最低位

纵向来看，建筑行业当前的市盈率(TTM)为 9.8 倍左右，市净率为 1.0 倍左右，均处于绝对的历史低位。

图 19: 建筑行业的市盈率和市净率估值均处在历史低位



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

重点推荐低估值央企及装饰龙头

央企订单再提速

作为建筑行业的龙头企业，八大央企订单体量大且增长稳健，2018 年整体订单增速虽然有所放缓，但近三年平均复合增长率仍达到 17%，2019 年前三季度平均新签订单增速也达到了近 14%，远高于去年全年 6% 的平均增速。

表 5: 八大央企上半年新签订单平均增速约为 16%

企业名称	2018 年新签订单增速	2019Q1-3 新签订单增速	近三年 CAGR
中国建筑	5%	9%	15%
中国中铁	9%	15%	21%
中国铁建	5%	25%	19%
中国交建	1%	12%	12%
中国中冶	10%	19%	18%
中国电建	12%	3%	12%
葛洲坝	-1%	15%	7%
中国化学	53%	7%	32%
平均	6%	14%	17%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

从在手订单来看，截至 2018 年底，八大央企未完成合同总计达到 15 万亿，同比增长 29%，订单收入保障比达到 3.86 倍，创下历史新高。当前央企的在手订单充足，但同时也反映了去年以来去杠杆影响下订单的落地放缓，从而业绩转化偏慢。

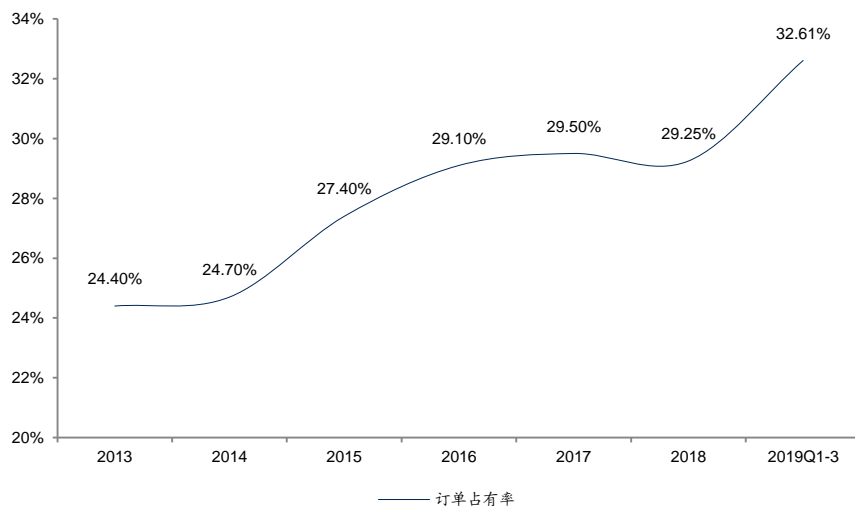
表 6: 央企在手订单创下新高

企业名称	2018 年在手订单 (亿元)	在手订单同比增速	订单收入保障比
中国建筑	48,033	37.43%	4.01
中国中铁	29,019	30.37%	3.93
中国铁建	27,087	13.02%	3.71
中国交建	16,897	23.15%	3.44
中国中冶	13,494	43.25%	4.66
中国电建	10,811	24.75%	3.67
葛洲坝	4,211	41.00%	4.19
中国化学	2,051	44.94%	2.52
合计	151,605	29.15%	3.86

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

现阶段建筑行业发展趋于成熟、市场竞争激烈，随着行业整合加速以及落后产能淘汰出清，龙头企业的市场占有率在快速提升。截至 2019 年前三季度，八大央企的新签订单占建筑行业新签订单总额的比例达到 32.61%，比 2018 年提升 3.36pct，再次创下历史新高。

图 20: 央企订单占有率持续提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

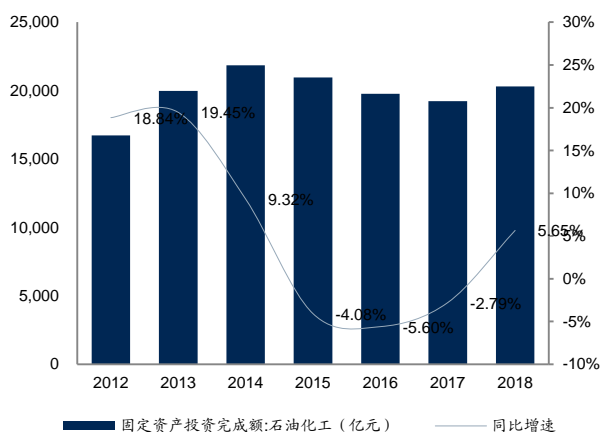
化学工程龙头

化学工程的市场规模主要取决于下游石油化工行业固定资产投资，从 2013 年开始受国家“去产能”调控以及行业投资进入调整缓冲期等的影响，石油化工行业固定资产投资连续三年下降，发展较为疲弱。随着落后产能的出清，行业固定

资产投资在 2017 年迎来了拐点,2018 年继续回暖,全年完成固定资产投资 2.03 万亿,同比增长 5.65%。

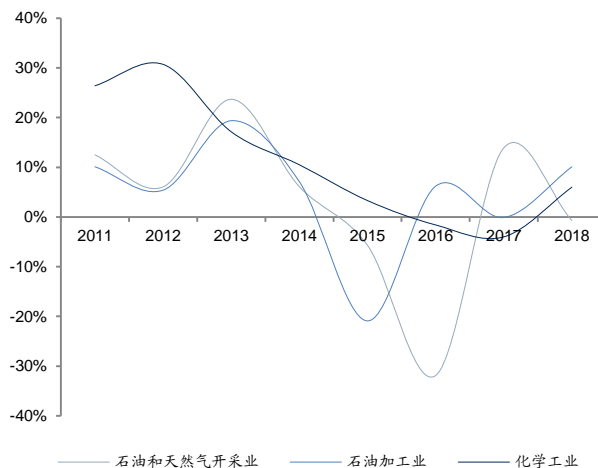
石油化工行业有三大核心业务板块,分别是石油和天然气开采业、石油加工业和化学工业,2018 年三大板块的固定资产投资呈现出不同的走势,其中石油加工业和化学工业两个板块的固定资产投资开始回暖。

图 21: 石油化工行业固定资产投资规模超过 2 万亿



资料来源: 中国石油与化学工业联合会, 国信证券经济研究所整理

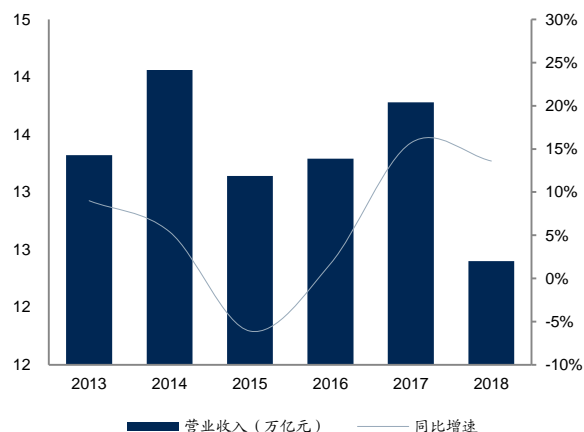
图 22: 石油加工和化学工业板块的固定资产投资开始回暖



资料来源: 中国石油与化学工业联合会, 国信证券经济研究所整理

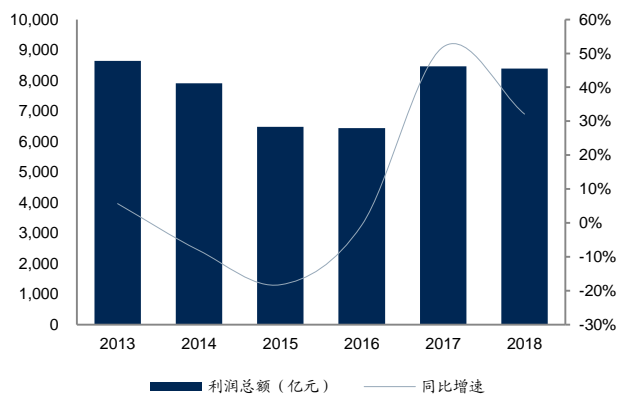
从 2016 年开始,石油化工行业规模以上企业营业收入和利润重回正增长,行业景气度明显提升。截至 2018 年底,石油化工行业规模以上企业完成营业收入 12.40 万亿元,同比增长 13.6%;实现利润 8393.8 亿元,大幅增长 32.1%。

图 23: 石油化工行业规模以上企业营收从 2016 年回升



资料来源: 中国石油与化学工业联合会, 国信证券经济研究所整理

图 24: 石油化工行业规模以上企业 2018 年利润高增长



资料来源: 中国石油与化学工业联合会, 国信证券经济研究所整理

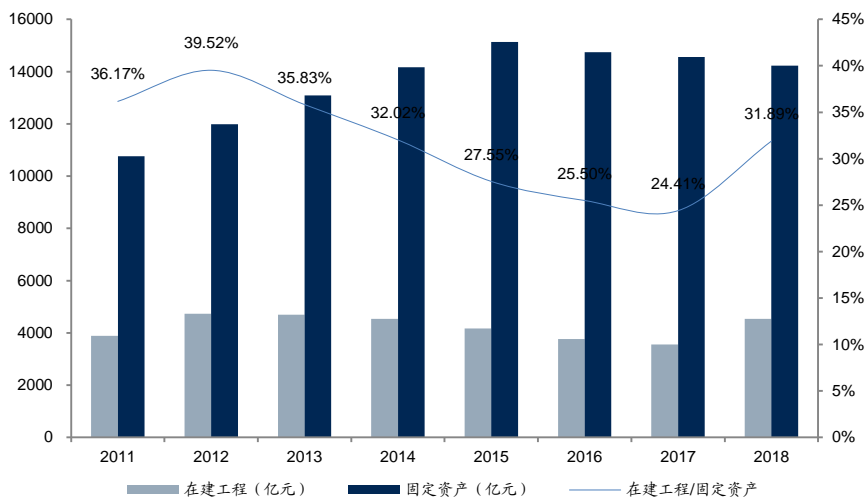
石油石化固定资产投资增加开启新一轮周期

2018 年, A 股石油化工行业在建工程同比增长 27.66%, 在建工程/固定资产达到 31.89%, 同比提升 7.49pct, 这是自 2012 年以来首次回升, 反映了石油化

工行业周期拐点向上，公司新建和改扩建需求增强。

伴随着石化行业盈利回升，且供给侧改革和环保等因素加速行业出清，未来行业将进入一个新的产能扩张周期。

图 25: 石油化工行业新增产能有望继续扩张

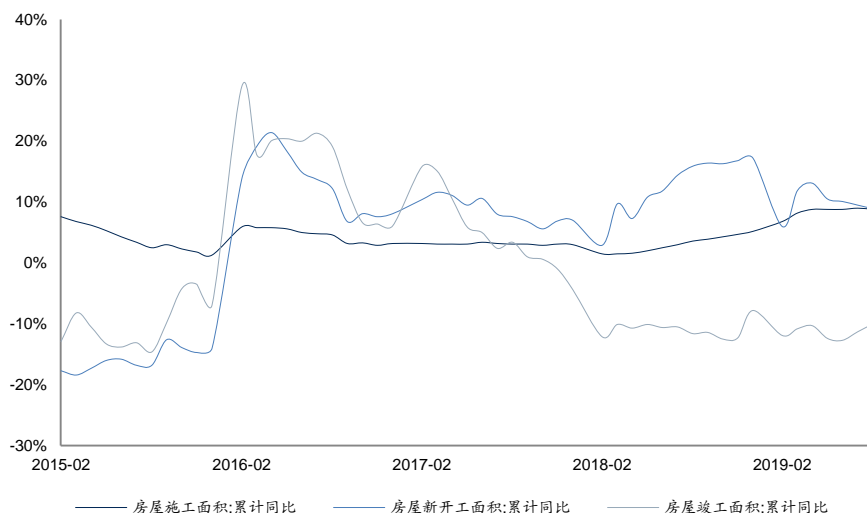


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

装修装饰有望触底回升

根据统计局公布的房地产投资开发相关数据，2019 年以来房屋新开工面积和房屋施工面积同比均保持较快增速，房地产竣工面积同比增速为负，降幅收窄。未来竣工改善，地产后周期产业链有望迎来复苏。

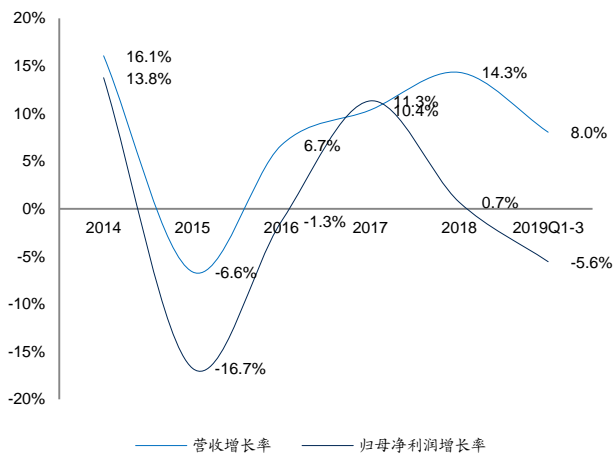
图 26: 房地产投资三大分项投资的增长情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

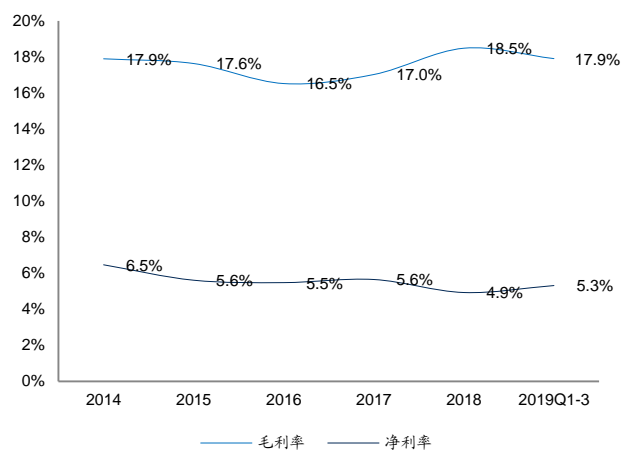
2019年前三季度，装修装饰营收同比增长8.0%；归母净利润增速为-5.6%，收入和利润增速下降一方面是由于基数较高，另一方面受房地产调控影响，行业完工面积同比增速放缓。行业平均毛利率为17.9%，平均净利率为5.3%。

图 27: 装修装饰营收增速及归母净利润增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 28: 装修装饰毛利率及净利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

重点推荐

专项债新政明确要求加大基建投资力度，其中铁路、轨道交通、公路等作为重点支持领域，并明确不得用于土地储备和房地产相关领域。基建产业链直接受益，标的主要包括以施工为主的建筑央企国企以及产业链前端的设计咨询板块。央企国企估值接近历史最低位，在手订单为历史最高水平，随着政策落实推进，订单有望加快落地，业绩确定性强，估值修复后补涨空间大，**重点推荐中国建筑、中国铁建等。**

石油石化行业固定资产投资在连续三年下降之后，随着落后产能出清，行业固定资产投资迎来拐点，有望开启新一轮周期。化学工程公司景气度滞后于石油石化行业，随着下游需求回暖，工程订单高增长，**重点推荐龙头中国化学等。**

装饰龙头估值处于历史最底部，随着竣工回暖，家装龙头有望迎来业绩拐点，**重点推荐金螳螂、全筑股份等。**

表 7: 国信建筑 2020 年投资策略股票组合及主要推荐逻辑

股票代码	公司名称	投资逻辑
601186.SH	中国铁建	1. 业务结构优化, 毛利率有所提升 2. 有望受益铁路和城轨获批项目落地 3. 在手订单充沛, 受益当前宽松信用环境, 订单有望加速转化
601668.SH	中国建筑	1. 公司是中国最大的房建企业, 市场占有率超过 10% 2. 在手订单充足, 在手订单保障比历史新高 3. 业务结构不断优化, 基建业务占比不断提升 4. 管理机制灵活, 股权激励保障业绩增长
002081.SZ	金螳螂	1. 装饰龙头, 估值历史新低 2. 在手订单充足, 业绩有保障 3. 家装业务业绩进入释放期, 发展潜力大
603010.SH	全筑股份	1. 公司是全装修领域龙头 2. 公司 To C 业务发展迅速, 家居市场潜力大 3. 在手订单充足, 业绩有保障
601117.SH	中国化学	1. 下游石油石化行业景气度提升, 固定资产投资增加开启新周期 2. 煤化工订单复苏, 在手订单充足 3. 受益于全球石化化工行业景气, 海外订单高速增长 4. 拓展基建等业务, 向综合服务商转变

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

风险提示

投资不及预期

固定资产投资是影响宏观经济和建筑业需求的重要因素, 直接关系到相关产业链上所有企业的发展, 以基和房建建筑施工为主营业务的, 对基建和房地产投资的变化较为敏感。从市场整体来看, 2019 年以来基建投资增速回升幅度不大, 补短板政策落地不及预期, 未来依然存在不确定性。政策方面, 地方政府债务被严格控制, 大型基建项目进度有可能被推迟甚至无法落地, 房地产调控政策依然偏紧, 从而造成公司的业绩不及预期。

应收账款坏账风险

建筑行业是典型的资金驱动型行业, 垫资施工的经营模式使得建筑企业的应收账款和长期应收款占用资金比例较大。随着公司工程承包业务规模逐年增长, 未来应收款项可能继续保持增长, 相应的坏账损失风险增加, 给公司的利润增长和现金流造成了一定的压力。

经营风险

虽然专项债新规以及新的融资渠道可以缓解当前资本金到位不足造成的项目进度不及预期, 但是政策的执行仍然需要一定时间, 项目落地慢等风险依然存在。近些年公司响应“一带一路”政策的号召逐步向国际市场拓展, 部分公司海外业务占比逐年提升, 已成为公司的重要业务板块。与国内经营不同, 海外市场有其特有的经营风险。首先, “一带一路”沿线国家大多数为经济较为落后的发展中国家, 政治局势的变动可能会导致项目的延误甚至停工。其次, 海外工程

项目以外币结算，汇率大幅变动产生汇兑损益，影响公司的当期财务费用。最后，目前许多企业的对外经济行为需要政策的扶持，如果政策的落地达不到预期效果，相关企业的业绩将会受到影响。

表 8: 国信建筑重点覆盖股票估值表

股票代码	股票名称	投资评级	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
601186.SH	中国铁建	买入	1.52	1.69	1.86	6.59	5.93	5.39
601390.SH	中国中铁	买入	0.90	1.04	1.19	6.49	5.62	4.91
601668.SH	中国建筑	买入	1.01	1.10	1.21	5.77	5.30	4.82
601800.SH	中国交建	买入	1.33	1.45	1.56	6.66	6.11	5.68
002051.SZ	中工国际	买入	1.22	1.47	1.76	7.82	6.49	5.42
600820.SH	隧道股份	买入	0.76	0.87	1.00	7.96	6.95	6.05
600170.SH	上海建工	买入	0.38	0.48	0.60	9.34	7.40	5.92
600502.SH	安徽建工	买入	0.57	0.69	0.84	7.04	5.81	4.77
300284.SZ	苏交科	买入	0.81	0.99	1.21	10.56	8.64	7.07
002081.SZ	金螳螂	买入	0.94	1.10	1.28	10.54	9.49	8.32
603018.SH	中设集团	买入	1.08	1.33	1.63	9.81	7.96	6.50
603030.SH	全筑股份	买入	0.65	0.86	1.13	10.05	7.59	5.78
002482.SZ	广田集团	买入	0.37	0.52	0.67	13.00	9.25	7.18
601117.SH	中国化学	买入	0.53	0.69	0.87	12.60	9.68	7.68
600496.SH	精工钢构	买入	0.20	0.36	0.55	15.95	8.86	5.80

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032