

行业评级:

建筑 增持(维持)

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

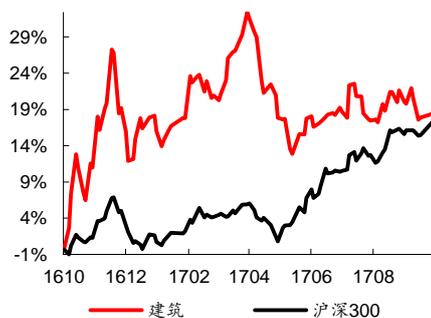
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 021-28972059
fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1《建筑/建材: 重点关注 ppp 园林、专业工程及水泥》2017.10
- 2《铁汉生态(300197,买入): 重组终止影响较小, 估值优势显著》2017.09
- 3《建筑: 估值趋于国际化, PPP 海外待突破》2017.09

行业走势图



资料来源: Wind

业绩确定性成长主线挖掘 Q4 行情

当前时点我们如何看建筑系列之十

业绩环比改善估值提升有限, Q4 建议轻行业重个股

业绩高增长是建筑 Q4 估值切换行情的必要条件, 若叠加无风险利率下行, 则 Q4 行情预计将更显著。当前 Wind 一致预期建筑板块 2018 年业绩均值同比增长 18.08%, 中位值同比增长 18.50%, 业绩环比继续改善有望推动 Q4 行情上行。但 9 月末一年期无风险利率为 3.47%, 起点较高, 且面临美国缩表和加息的影响, 板块估值提升有限, 若 Q4 利率大幅降低, 则板块行情将好于预期。当前建议轻行业重个股, 挖掘园林等成长板块个股。

建筑历史行情季节特征不显著, Q4 相对收益纵向提升

我们统计了 1997-2016 年的建筑历史行情, 发现季节特征并不显著, Q1 和 Q4 相对沪深 300 收益均有六次排名第一。2008 年后 Q4 平均收益由之前的 -8.83% 整体抬升至 6.90%, 提升幅度最大。Q4 收益排名第 1 分别出现在 1999、2000、2008、2012、2014 和 2016 年, 相对沪深 300 的超额收益分别达 -0.28%、7.10%、21.46%、6.60%、30.42% 和 15.38%。建筑 Q3 与 Q4 收益相关度高, 2008 年至今相关系数 77%, 2017 年 Q1-Q3 建筑板块单季度相对收益分别为 2.05%、-10.12% 和 -7.40%, Q3 表现一般。

次年业绩高增长是 Q4 估值切换行情的必要条件

若次年业绩同比下滑, 则 Q4 相对收益很大概率为负, 比如 2007 和 2011 年 Q4。若次年业绩同比增长, 则 Q4 相对收益不会差, 但也未必为正, 比如 2009 和 2015 年 Q4。若次年业绩同比增长, 且 Q4 叠加无风险利率下行, 则建筑板块表现最好, 比如 2000、2008 年和 2014 年 Q4。最近三次 Q4 行情比较后, 我们认为 2012Q4 建筑行情以业绩为主导, 叠加利率起点不高; 2014Q4 建筑大行情主要受益于多重政策利好和利率下行等; 2016Q4 是楼市调控后的建筑价值发现行情。

行业投资符合预期, 订单向好和市占率提升逻辑未变

今年 1-8 月基建投资同比增速 19.8%, 回落幅度符合预期, 下半年维持看平。房地产新开工面积 yoy+7.6%, 较前值下滑 0.4pct, 但降幅环比大幅缩小 2.2pct, 新开工有望企稳回升。从上市公司新签订单增速来看, 受益于市占率提升逻辑, 四大央企 1-8 月新签订单增速好于去年同期和前值, 龙头企业订单继续向好趋势未变, 环保停工停产影响有限。

投资建议: 业绩高成长确定性角度把握 Q4 行情

我们预计未来两年高景气细分行业仍将集中在 PPP 和国际工程领域, 其中园林生态和路桥最为受益。结合三季报预告高增长及中报预收预付大幅上升情况, 重点推荐岭南园林、山东路桥、葛洲坝, 关注美晨科技、文科园林等, 同时继续关注市占率与净利率双提升的中字头基建板块。

风险提示: 基建投资及新开工面积超预期下滑, 利率快速上行, PPP 项目落地低于预期等。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
002717	岭南园林	30.18	买入	0.63	1.21	1.83	2.35	47.90	24.94	16.49	12.84
000498	山东路桥	8.52	买入	0.38	0.57	0.76	0.97	22.42	14.95	11.21	8.78
600068	葛洲坝	10.46	买入	0.69	0.85	1.1	1.36	15.16	12.31	9.51	7.69
300237	美晨科技	15.49	买入	0.55	0.83	1.16	1.51	28.16	18.66	13.35	10.26
002775	文科园林	21.98	增持	0.56	0.92	1.28	1.74	39.25	23.89	17.17	12.63

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

建筑 Q4 历史行情回顾.....	3
季节特征不显著，Q4 相对收益纵向提升.....	3
业绩高增长是 Q4 估值切换的必要条件.....	4
最近三次 Q4 行情比较总结.....	5
2017 年 Q4 行情展望.....	7
基建投资回落幅度符合预期，新开工有望企稳回升.....	7
订单向好趋势未变，龙头企业市占率继续提升.....	8
投资建议.....	9
风险提示：.....	10

图表目录

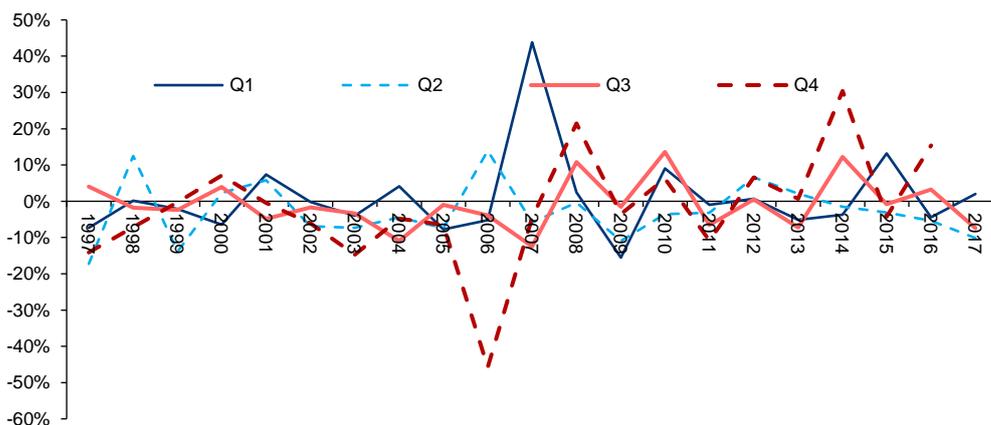
图表 1： 1997-2017 年建筑分季度相对收益表现.....	3
图表 2： 1997-2016 年分季度相对收益排序.....	3
图表 3： 1997-2016 年建筑 Q3 与 Q4 收益相关系数.....	4
图表 4： 2006-2016 年建筑 Q3 与 Q4 相对收益.....	4
图表 5： 2007-2017 年上半年建筑业绩增速与前一年 Q4 相对收益.....	4
图表 6： 2006 年 9 月末以来一年期国债到期收益率.....	4
图表 7： Q4 相对收益与次年业绩增速、同期利率及 PE 估值比较.....	5
图表 8： 2012-2013 年建筑板块部分个股订单、业绩及 2012Q4 涨跌幅比较.....	5
图表 9： 2007 年以来建筑板块相对沪深 300 的 PE 比值.....	6
图表 10： 2016 年 10 月初以来建筑与地产板块相对走势.....	6
图表 11： 2014 年 6 月以来基建投资累计同比.....	7
图表 12： 2014 年 6 月以来土地购置与新开工面积累计同比.....	7
图表 13： 全国 PPP 综合信息平台项目库累计落地率.....	8
图表 14： 全国 PPP 项目中标额及增速.....	8
图表 15： 2014 年 9 月以来四大建企累计新签订单同比增速.....	9
图表 16： 2016 年 9 月以来四大建企单月新签订单同比增速.....	9
图表 17： 八大建筑央企国内营收及新签订单市占率.....	9
图表 18： 2013 年以来建筑板块机构持仓比例分布.....	9
图表 19： 建筑重点个股筛选.....	10

建筑 Q4 历史行情回顾

季节特征不显著，Q4 相对收益纵向提升

建筑行情季节性不显著，2008 年后 Q3/Q4 相对收益整体抬升。我们以 1997-2016 年共计 20 年的历史数据为基础，统计了建筑板块相对沪深 300 的分季度收益情况。从单季度的相对收益表现来看，建筑板块并无显著的季节性特征。纵向来看，Q3 和 Q4 的相对收益自 2008 年得到显著提升，2008-2016 年 Q3/Q4 平均收益为 2.70%/6.90%，高于 1997-2007 年的 -3.14%/-8.83%。我们预计与 2008 年之后众多大型建筑企业上市，提升了下半年板块业绩的确定性和稳定性有关。

图表1：1997-2017 年建筑分季度相对收益表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

从相对收益的排序来看，同一年中相对收益排名第 1 在四个季度均可能发生，其中 Q1 和 Q4 最多，均出现六次。Q4 收益排名第 1 分别出现在 1999、2000、2008、2012、2014 和 2016 年，相对沪深 300 的超额收益分别达 -0.28%、7.10%、21.46%、6.60%、30.42% 和 15.38%，Q4 连续两年出现收益第 1 的情形仅在 1999-2000 年发生。

图表2：1997-2016 年分季度相对收益排序

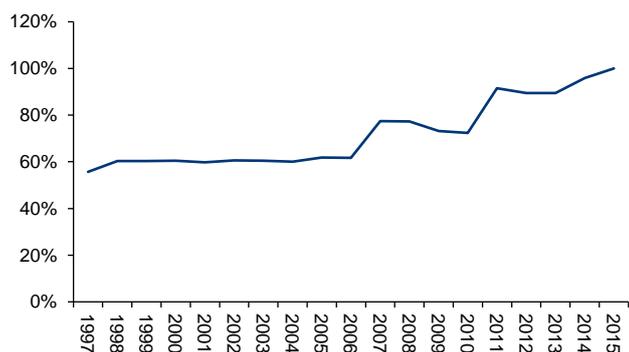
	排名第 1	排名第 2	排名第 3	排名第 4	合计
Q1 获得次数	6	4	5	5	20
Q2 获得次数	5	7	3	5	20
Q3 获得次数	3	4	7	6	20
Q4 获得次数	6	5	5	4	20

资料来源：Wind、华泰证券研究所

历史看，建筑 Q3 与 Q4 收益相关度超过 50%。1997-2016 的数据统计还表明，建筑板块 Q3 与 Q4 相对收益的相关系数达 55.71%，显著高于其他季度之间的相关性（均未超过 15%），而且随着时间推移，二者之间的相关程度呈现提升。2008-2016 建筑 Q3 与 Q4 收益的相关系数高达 77.35%。

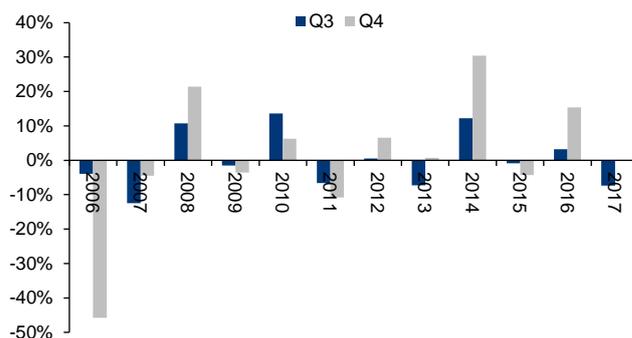
2017 年以来，建筑板块 Q1-Q3 的单季度相对收益分别为 2.05%、-10.12%和-7.40%，Q3 的收益表现并不突出，若从 Q3、Q4 收益关联度来判断，我们认为应对 Q4 建筑板块的行情保持中性。去年 Q3 同期相对收益为 3.26%，排名第 2，主要是 PPP 的板块行情推动了 Q4 大建筑的有序轮动。

图表3：1997-2016年建筑Q3与Q4收益相关系数



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：2006-2016年建筑Q3与Q4相对收益



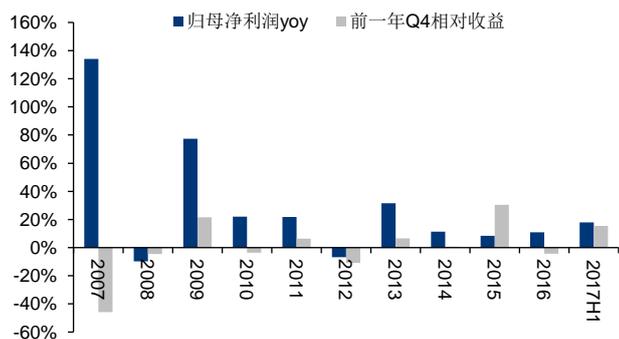
资料来源：Wind、华泰证券研究所

业绩高增长是 Q4 估值切换的必要条件

我们在前面指出，Q4 收益排名第 1 分别出现在 1999、2000、2008、2012、2014 和 2016 年，其中 2000 年、2014 年和 2016 年相对沪深 300 的超额收益均超过 15%。通过比较建筑 Q4 相对收益与次年归母净利润同比增速两个指标，我们发现 Q4 出现估值切换的基础是市场预期下一年业绩高增长。概括来看，主要结论有：

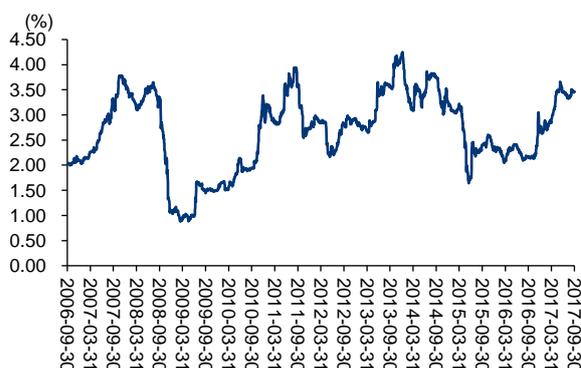
- (1) 若次年业绩同比下滑，则 Q4 相对收益很大概率为负。如 2008 年和 2012 年板块归母净利润分别同比下滑 9.68%、6.81%，而 2007 年和 2011 年 Q4 的相对收益为 -4.47%、-10.83%。
- (2) 若次年业绩同比增长，则 Q4 相对收益不会差，但也未必为正。其中 2010 年和 2016 年板块业绩分别增长 21.89%和 10.84%，而 2009 年和 2015 年 Q4 板块相对涨幅分别为 -3.57%、-4.26%。2007 年建筑板块归母净利润同比大增 134.03%，而 2006 年 Q4 相对收益 -45.77%，主要是中国交建、中国铁建、中国建筑等权重股业绩同比大增 100%以上但 2006 年 Q4 尚未上市。
- (3) 若次年业绩同比增长，且 Q4 叠加无风险利率下行，则建筑板块表现最好。2000 年 Q4 行情就是利率小幅下行和基本面小幅改善的结合，1999 年 6 月，1 年期存款利率由 3.8%下降至 2.2%，此前已从 1996 年 1 月的 11%连续多次下调；而 2000 年 Q4，建筑业产值增速同比小幅改善，由 1999 年 10.8%提升至 12.1%。此外，2008 年 Q4 一年期无风险利率下行 225BP 且 2009 年板块业绩同比大幅增长 77.31%，导致 2008 年 Q4 建筑板块相对沪深 300 实现超额收益 21.46%。2014 年 Q4 国债利率下行 48BP，次年业绩同比增长 8.28%，实现超额收益 30.42%。

图表5：2007-2017年上半年建筑业绩增速与前一年Q4相对收益



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：2006年9月末以来一年期国债到期收益率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7: Q4 相对收益与次年业绩增速、同期利率及 PE 估值比较

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017H1
Q4 相对收益	-4.47%	21.46%	-3.57%	6.26%	-10.83%	6.60%	0.68%	30.42%	-4.26%	15.38%	
次年业绩 YOY		-9.68%	77.31%	21.89%	21.80%	-6.81%	31.51%	11.40%	8.28%	10.84%	17.82%
Q4 季初利率	3.18	3.35	1.45	1.95	3.61	2.79	3.55	3.74	2.39	2.16	3.47
Q4 利率涨跌幅	0.50	-2.25	0.05	1.35	-0.89	0.11	0.67	-0.48	-0.09	0.49	
Q4 季初当年 PE	66.43	24.78	22.90	16.72	11.35	10.29	9.23	9.50	16.67	14.62	15.96

资料来源: Wind、华泰证券研究所

最近三次 Q4 行情比较总结

2012 年 Q4 建筑行情以业绩为主导, 利率因素影响不显著。以最近三次建筑 Q4 行情来看, 2012、2014 和 2016 年建筑 Q4 相对收益分别为 6.60%、30.42%、15.38%, 表现较好。其中 2012 年的 Q4 行情以业绩为主导, 2013 年板块业绩大幅增长 31.51%, 此前 2012 年板块业绩同比下滑 6.81%, 而 2012 年 Q4 一年期国债利率由 2.79% 小幅上升 11BP 至年末的 2.90%。2012 年主要建筑个股新签订单增速较高, 其中大型基建央企新签订单增速在 30% 左右, 2013 年业绩增速也在 30% 左右, 订单业绩共振使得权重股 2012Q4 涨幅在 20% 以上。

图表8: 2012-2013 年建筑板块部分个股订单、业绩及 2012Q4 涨跌幅比较

公司代码	公司简称	2012 年订单		2013 年订单		2012 年业绩		2013 年业绩		2012Q4 涨跌幅 (%)
		新签 (亿元)	YOY (%)	新签 (亿元)	YOY (%)	归母 (亿元)	YOY (%)	归母 (亿元)	YOY (%)	
601668.SH	中国建筑	9357	8%	12725	33%	157	15%	204	30%	27%
601390.SH	中国中铁	7310	28%	9297	27%	74	10%	94	27%	21%
601186.SH	中国铁建	7893	16%	8535	8%	86	10%	103	20%	28%
600068.SH	葛洲坝	1012	40%	1191	18%	16	1%	16	1%	7%
601669.SH	中国电建	1719	34%	2102	22%	41	13%	46	10%	22%
601800.SH	中国交建	5149	12%	5433	6%	120	3%	121	1%	28%
601117.SH	中国化学	979	-4%	820	-16%	31	30%	34	9%	20%
601618.SH	中国中冶	2655	-6%	2553	-4%	-70	-264%	30	143%	10%
600820.SH	隧道股份	293	71%	354	21%	12	2%	13	12%	13%
600502.SH	安徽水利	76	10%	91	20%	3	2%	2	-21%	13%
002140.SZ	东华科技	25	-66%	81	217%	3	20%	2	-29%	-6%
600170.SH	上海建工	1055	8%	1186	12%	16	18%	16	1%	-8%
002116.SZ	中国海诚	60	-8%	81	35%	1	33%	2	32%	-3%
300284.SZ	苏交科	13	8%	17	25%	1	7%	2	31%	-9%
600039.SH	四川路桥	234	274%	342	46%	7	7%	5	-24%	19%
002628.SZ	成都路桥	5	199%	22	338%	3	36%	3	21%	-13%
600491.SH	龙元建设	205	28%	263	28%	4	41%	2	-44%	21%
002081.SZ	金螳螂	171	37%	219	28%	11	52%	16	41%	19%
002482.SZ	广田集团	113	25%	115	2%	4	35%	5	38%	20%
002325.SZ	洪涛股份	55	38%	37	-33%	2	50%	3	37%	-7%
002310.SZ	东方园林	301	276%	271	-10%	7	53%	9	29%	6%
300197.SZ	铁汉生态	4	-53%	26	492%	2	54%	2	9%	2%

资料来源: Wind、公司公告、华泰证券研究所

2014 年 Q4 建筑大行情主要受益于政策牛, 包括多重开放政策和改革利好 (国企改革+一带一路+沪港通)、利率下行等。政策方面首先是重要催化, 2013 年 11 月, 十八届三中全会要求全面深化国企改革, 要积极发展混合所有制经济, 同期关于一带一路的重要讲话逐渐被市场重视; 2014 年 4 月, 沪港通消息公布, 建筑股相对港股折价成为板块行情的催化劑。

在业绩必要条件满足的前提下, 我们同时认为低估值和利率下行是 2014Q4 行情的重要原因。2014-2015 年建筑板块业绩虽然仍实现正增长, 但增速连续两年下滑, 基本面因素必要但不充分。而 2014 年 1 月建筑板块估值经历了一年多的下杀后, 接近我们在估值方法论一中提到的 1 倍 PE 底, 震荡大半年后最终于 Q4 突破上行。

图表9： 2007年以来建筑板块相对沪深300的PE比值



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2016年Q4楼市调控后的建筑价值发现行情预计不会重演。今年9月22-23日，西安、重庆、南昌、南宁、长沙、贵阳等六个城市先后出台楼市限售新政。相比去年9月30日晚开始的楼市新政，本轮调控在时间上提早了一周，且以限售为主，大多是前期房价涨幅较高的城市。受此影响，国庆期间住宅交易骤降，据中原地产研究中心数据，国庆黄金周前七天，北京新房网签116套，同比降幅65%，创2009年以来新低，上海和广州新房网签成交量均同比下降78%左右。

去年楼市新政后至年末，建筑板块与地产板块的走势大致可以总结为：

- (1) 建筑板块10月涨幅10.31%，高于地产的0.07%；逻辑主线在于PPP补涨，中国交建、中国中铁领涨，个股涨幅20%左右；
- (2) 建筑11月涨幅17.86%，大幅高于地产的4.27%；逻辑主线在于保险举牌推动的价值发现，中国建筑、中国铁建领涨，个股涨幅25%左右；
- (3) 建筑12月下跌8.88%，稍大于地产的跌幅7.14%；下跌主线在于利率快速上行，1年期无风险利率单月由2.30%跃升至2.65%。

图表10： 2016年10月初以来建筑与地产板块相对走势



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2017年Q4行情展望

基建投资回落幅度符合预期，新开工有望企稳回升

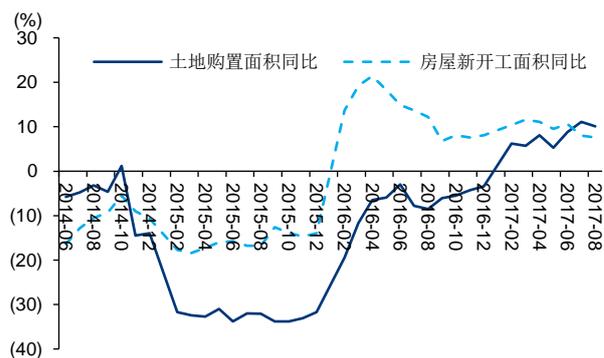
我们认为当前经济增速尚可，CPI有所回升，但工业增加值走平，基本确认处于缓慢复苏进程，市场预期经济韧性较强，基建/地产投资增速继续下行。1-8月固定资产累计完成投资39.42万亿元，同比增长7.8%，环比回落0.5pct，主要是受到基建及制造业投资下滑的影响，其中基建投资（不含电力）8.47万亿元，yoy+19.8%，较前值回落1.1pct；制造业投资12.17万亿元，yoy+4.5%，较前值回落0.3pct；而房地产开发投资名义yoy+7.9%，与前值持平。8月份基建投资单月1.27万亿元，较7月环比增长0.43%，虽然累计同比增长降至20%以下，但整体下行压力不大，对下半年维持看平。

图表11：2014年6月以来基建投资累计同比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表12：2014年6月以来土地购置与新开工面积累计同比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

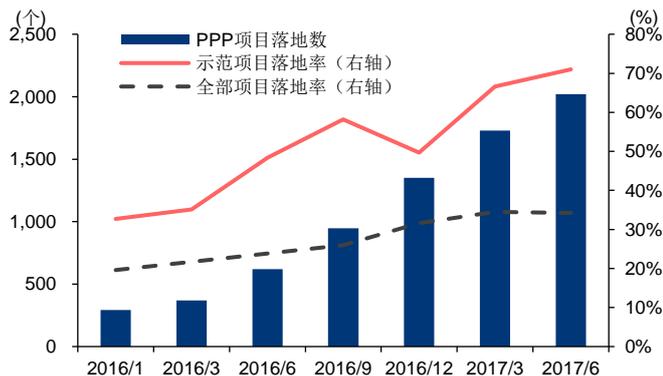
基建投资增速回落主要系受到财政预算资金的约束（1-8月出现1万多亿财政赤字）以及前期经济数据整体趋好的影响。1-8月中央投资同比下滑27.6%，较前值下滑20.4pct；但地方投资同比增长9.7%，较前值上升0.8pct，地方投资动力仍然充足。1-8月，道路/铁路运输业投资yoy+24.1%/+4.2%，增速较前值提升0.1/0.9pct，公路投资增速持续提升，铁路招投标下半年预计逐渐好转。

1-8月新开工项目计划总投资33万亿元，yoy+2.2%，较前值提升0.3pct，7月增速转正后已连续两个月实现回升（1-6月累计同比下滑1.20%）。天气及地方核查因素影响趋于减弱，下半年新开工预计继续好于上半年。其中1-8月房地产新开工面积yoy+7.6%，较前值下滑0.4pct，但降幅环比大幅缩小2.2pct。土地购置面积yoy+10.10%，较前值下降1.0pct，土地购置面积边际增速由升转降，预计下半年土地购置面积增速有所回落，新开工继续向好。

PPP成交依然乐观，多维度利好推动项目落地。依据明树数据的统计，2017年9月全国共成交了4122.8亿元的PPP项目，同比下滑5.26%；今年1-9月累计成交3.07万亿元，同比增长56.63%。由于前三批示范项目必须在今年9月末完成采购，叠加8月总投资409亿元杭绍台高铁PPP项目的落地，对民营资本参与重大基础设施项目形成良好示范作用，9月PPP项目招投标已重新活跃。我们测算财政部PPP库2017年新增落地规模约为2.3-2.5万亿元，上半年全国落地1.06万亿元（Q1、Q2分别为0.7、0.4万亿元），预计对应的2017年底的累计落地项目总规模在4.6万亿左右。

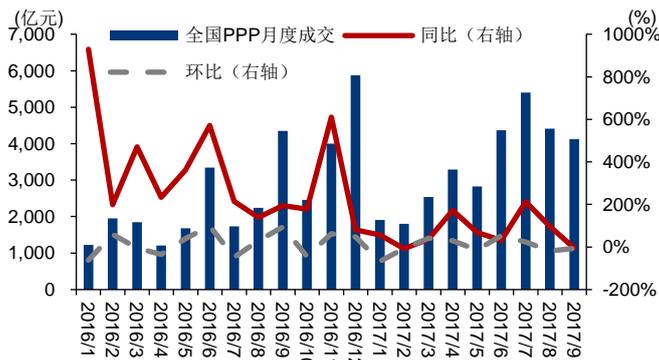
我们继续看好Q4PPP行情的主要逻辑有：(1) 宏观：民间投资下滑，79号文再次鼓励民间资本参与PPP项目，PPP政策利空逐渐出尽；(2) 行业：PPP成交依然乐观，第三批PPP示范项目完成采购叠加季末财政存款投放上升，9月PPP落地预计存在上升脉冲；(3) 板块：PPP业绩估值共振，Q4迎来估值切换机会。园林上半年归母净利润同比增长65.83%，为建筑行业业绩增长最快的细分板块，且同时实现毛利率与净利率双升，分别提升1.6pct、0.6pct。截止今年6月末，园林预收款同比增长150%以上，预付款同比增长100%以上，预计下半年仍将是收入业绩增速最快的板块；(4) 资金配置角度，PPP园林是Q2基金增持比例最大的细分板块，而板块指数较3月末仍然下跌0.95%。

图表13： 全国PPP综合信息平台项目库累计落地率



资料来源：CPPPC，华泰证券研究所

图表14： 全国PPP项目中标额及增速



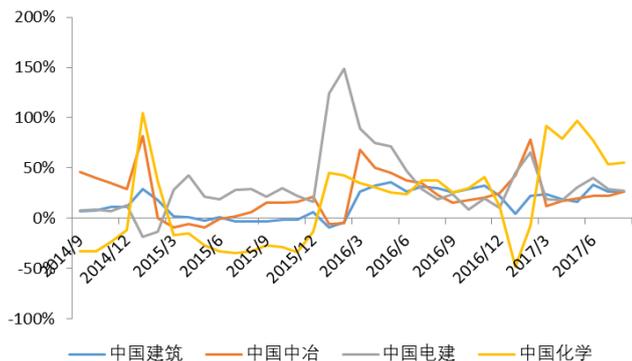
资料来源：明树数据、华泰证券研究所

订单向好趋势未变，龙头企业市占率继续提升

从上市公司新签订单增速来看，中国建筑等四大央企1-8月新签订单增速好于去年同期和前置，订单继续向好趋势未变，未来业绩增长有保障。

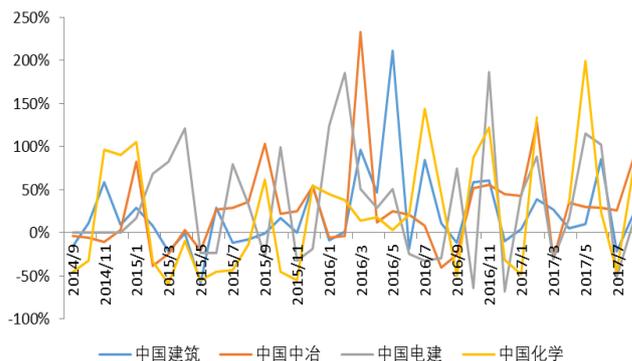
- 1) 中国建筑1-8月新签订单1.42万亿元, yoy+26.17%(前值26.69%, 去年同期29.90%); 其中8月单月新签订单1215亿元, yoy+20.90%。境内新签订单1.29万亿元, yoy+22.33%; 境外新签1329亿元, yoy+81.06%。
- 2) 中国化学1-8月新签国内合同额321.13亿元, yoy+35.53%(前值32.05%, 去年同期25.99%); 境外新签242亿元, yoy+94.49%。1-8月营业收入333.77亿元, yoy+5.14%; 其中8月单月新签合同63.71亿元, yoy+72.1%。
- 3) 中国中冶1-8月份新签国内合同3311亿元, yoy+29.35%(前值24.72%, 去年同期20.20%); 境外新签订单336亿元, yoy+6.17%。其中8月单月新签订单378.9亿元, yoy+84.83%。
- 4) 中国电建1-8月份新签国内合同2287.81亿元, yoy+44.53%(前值42.83%, 去年同期下滑2.29%); 境外新签订单879亿元, yoy-2.27%。其中8月单月新签订单289亿元, yoy+12.33%。

图表15： 2014年9月以来四大建企累计新签订单同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表16： 2016年9月以来四大建企单月新签订单同比增速

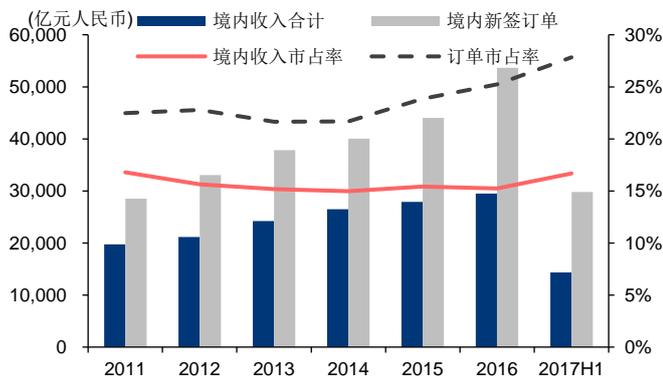


资料来源：Wind、华泰证券研究所

注：中国化学2017年3月单月新签合同同比增速422%，未反映在图中。

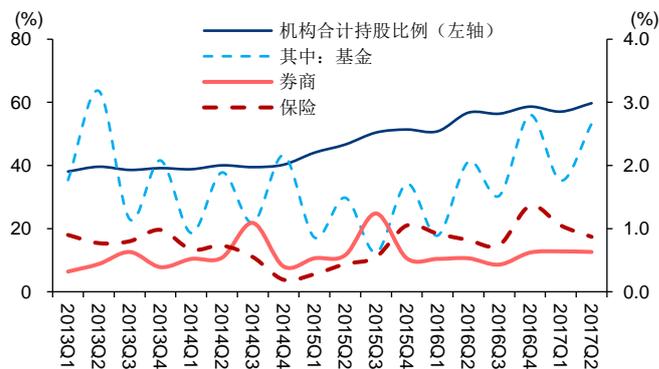
从龙头上市公司市占率来看，根据我们在再谈建筑研究方法论专题系列报告之二中的研究，近两年大型建筑龙头通过PPP及一带一路大幅扩张，目前龙头企业市占率大幅提升的逻辑正在建筑行业得到验证，八大建筑央企2017年上半年国内新签订单市占率达27.83%，其中基建新签订单市占率达46.07%，PPP合同合计市占率为53.57%，海外新签订单市占率达59.42%。在稳步推进海外并购的同时，我们预计这将是国内建筑企业未来两年最重要的发展方向，通过PPP转型专业化运营，通过一带一路拓展增量市场。

图表17： 八大建筑央企国内营收及新签订单市占率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表18： 2013年以来建筑板块机构持仓比例分布



资料来源：Wind、华泰证券研究所

综合来看，我们预计Q4建筑龙头企业订单和市占率提升逻辑仍然不需担心。环保停工停产大多影响北方区域，该时期部分区已进入冬季自然停工工期，且大型建筑企业施工调控空间充足，因此我们预计Q4龙头企业订单和业绩环比改善逻辑仍将强化。

投资建议

综合来看，我们认为业绩高速增长是建筑Q4估值切换行情的必要条件，即建筑Q4行情必须有业绩正增长为基础。若叠加同期无风险利率下行，则Q4行情更加显著。当前wind一致预期建筑板块2018年业绩平均值同比增速为18.08%，中位值同比增速为18.50%，与2017H1增速相当，高于2016年全年增速10.84%。因此我们预计较高的业绩增长保障Q4板块行情不会太差。

但9月末一年期无风险利率为3.47%，起点较高，且面临美国缩表和加息的影响，国内定向降准实施时点为2018年2-3月，因此若利率大幅降低，则Q4板块行情将好于预期。就当前而言，我们认为利率仍将处于高位震荡，市场对滞涨和加息有所担忧，建筑股估值提升较难，对Q4板块行情影响偏向中性，建议轻行业重个股。

业绩确定性高成长角度挖掘细分行业及个股。由于今年以来市场更加强调对业绩确定性的关注，因此我们建议参与 Q4 建筑估值切换行情，应从低估值和 2018 年业绩确定性高成长两个维度综合把握。

我们以截止 2017 年 10 月 9 日收盘数据为基础，筛选 2018 年 PE 低于 20 倍的建筑重点个股。在此基础上，我们选出最近三个季度单季度连续正增长个股，其中岭南园林、东方园林、龙元建设、文科园林、美晨科技、蒙草生态及江山化工单季度增速均在 30% 以上；文科园林、中国铁建和上海建工单季度业绩增速环比提升；东方园林、美晨科技、杭萧钢构、北方国际、隧道股份单季度业绩增速环比下降。

我们预计未来两年高景气细分行业仍将集中在 PPP 领域，其中园林生态和路桥最为受益；此外，部分国际工程企业市场预期也较高。结合三季报预告高增长及中报预收预付大幅上升情况，重点推荐岭南园林、山东路桥、葛洲坝，关注美晨科技、文科园林等，同时继续关注市占率与净利率双提升的中字头基建板块。

图表 19：建筑重点个股筛选

公司代码	公司简称	单季度业绩同比增速 (%)			累计业绩同比增速 (%)			对应 PE (X)			
		2016Q4	2017Q1	2017Q2	2016A	2017H1	2017E	2018E	TTM	2017E	2018E
002717.SZ	岭南园林	73.04	68.12	103.99	55.29	94.11	92.47	45.38	34.34	25.00	17.20
002310.SZ	东方园林	129.30	47.35	38.20	115.23	57.40	61.13	45.02	38.74	27.23	18.77
600491.SH	龙元建设	169.01	73.49	82.71	69.96	77.85	58.57	44.53	32.55	27.11	19.15
002775.SZ	文科园林	31.89	44.21	71.63	44.00	68.32	74.72	43.08	29.47	22.35	15.62
300197.SZ	铁汉生态	75.23	7.21	50.36	70.59	51.80	61.93	42.82	34.93	25.37	17.76
300237.SZ	美晨科技	88.70	81.49	42.59	113.59	53.30	53.28	41.43	23.32	18.26	12.91
300355.SZ	蒙草生态	956.28	157.05	169.86	113.13	223.42	120.33	40.22	33.85	27.88	19.88
603018.SH	中设集团	30.28	18.69	40.23	30.95	30.59	39.10	31.92	28.38	23.21	17.60
600477.SH	杭萧钢构	4492.03	229.36	28.74	272.38	61.93	58.10	29.43	30.15	24.72	19.10
000498.SZ	山东路桥	5.75	1375.28	72.31	13.98	95.27	44.14	34.53	16.72	15.41	11.45
000065.SZ	北方国际	52.58	43.38	19.97	53.54	27.30	35.73	33.18	21.53	18.81	14.13
300284.SZ	苏文科	24.99	3.62	33.51	22.08	20.54	30.15	28.09	28.65	23.68	18.49
600068.SH	葛洲坝	29.76	15.59	24.07	26.55	20.27	24.66	23.50	13.19	11.38	9.22
002062.SZ	宏润建设	23.93	8.36	41.05	10.36	20.11	26.52	18.47	25.34	21.96	18.53
002051.SZ	中工国际	20.17	21.36	18.46	21.77	19.61	19.95	17.57	16.67	14.94	12.70
002061.SZ	江山化工	119.09	2026.18	953.71	125.00	1,121.64	453.62	16.24	32.89	22.06	18.98
601669.SH	中国电建	409.44	5.50	8.71	29.32	7.21	18.28	15.50	17.45	15.36	13.30
601618.SH	中国中冶	22.34	5.61	17.33	11.96	10.71	17.59	15.45	18.90	17.03	14.75
600820.SH	隧道股份	10.57	10.42	7.26	11.64	8.70	15.09	13.42	17.87	16.18	14.26
601186.SH	中国铁建	7.62	11.93	12.12	10.71	12.04	13.39	13.13	11.08	10.30	9.11
600170.SH	上海建工	0.29	1.16	30.75	12.03	17.13	14.87	11.99	15.03	14.24	12.72

资料来源：华泰证券研究所

注：涉及即时数据截止 2017 年 10 月 9 日收盘，2017-18 年业绩增速预测来自 wind 一致预期。。

风险提示：

基建投资及新开工面积超预期下滑，利率快速上行，PPP 项目落地低于预期等。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com