

中性 (维持)

## 政策调整修复预期，配置价值逐渐显现

2018年05月13日

### 建筑行业近期政策梳理与分析

上证指数	3163	
行业规模	占比%	
股票家数 (只)	119	3.4
总市值 (亿元)	16822	3.1
流通市值 (亿元)	13785	3.2

行业指数	%		
	1m	6m	12m
绝对表现	-2.7	-17.7	-8.0-1
相对表现	-1.0	-11.9	-30.8



资料来源: 贝格数据、招商证券

#### 相关报告

1、《建筑行业定期报告—PPP与基建迎暖风，建筑正当配置时》  
2018-05-06

2、《建筑行业 2017 年报及 2018 年一季报综述—行业增速提升，园林成长再确认》  
2018-05-03

3、《建筑行业定期报告—PPP 清库或

王彬鹏

021-68407543

wangbinpeng@cmschina.com.cn

S1090517070004

在降低宏观负债率基调不变的情况下，政府出台较为务实的货币政策与财政政策，经济稳增长信号增强，政策面开始出现边际改善，同时，建筑行业目前业绩增速提升，在手订单充足，且估值处于较低水平，我们认为建筑行业预期有望得到修复，配置价值逐渐显现，重点推荐中国化学、东方园林、岭南股份以及葛洲坝。

- **重提“扩大内需”，稳增长信号持续增强：**央行定向降准置换 MLF，短期来看本次降准释放大量长期低成本资金，有利于降低银行融资成本，从而改善建筑行业流动性紧张的情况。随后政府重提“持续扩大内需”、加快政府支出进度等务实的政策来应对外部复杂环境，稳增长信号持续增强。展望未来，降低地方负债率的目标仍会对基建投资造成下行压力，但在政府宽松预期下，建筑行业边际上正在发生变化，基建投资增速有望筑底。
- **PPP 清库进入尾声，政策面利空释放：**PPP 作为 2016 年基建、园林行业主要的主要融资模式，在 2 年时间内快速发展，但行业整体仍存在可以规范与改善的空间。从 2017 年上半年，中央开始规范地方举债融资行为政策出台后，政府为规范 PPP 项目，密集出台政策，并开始严格入库标准，清理不合规的在库项目。2018 年 4 月，财政部将部分 PPP 示范项目进行移出、整改以及退库。短期清库工作或进入尾声，目前 PPP 已进入强监管的模式，政策面已经见底，利空因素已基本释放，静待宏观政策调整后的边际改善。
- **建筑行业基本面趋好，在手订单支持业绩增长确定性：**由于前期高增长的订单开始转化，2017 年收入增速提升至 10.12%，净利增速大幅增至 19.02%，2018 年一季度，收入增长 14.69%，净利润增长 16.93%；**订单方面**，截止 2018 年一季度，建筑行业在手合同累计 25.93 万亿元，同比增长 18.60%，新签合同 5.17 万亿元，同比增长 16.38%。行业整体订单增速保持高增长，在手订单充足保证公司短期内业绩增长的确定性。
- **建筑行业估值处于低位，配置价值逐渐显现：**，截止 2018 年 5 月 7 日，建筑装饰行业整体法 PE (TTM) 12.87 倍，PB (TTM) 1.41 倍，与全 A 指数估值相比 (建筑行业/全 A 指数)，PE 比 0.73 倍，PB 比 0.77 倍，均处于近三年估值底部。估值下滑一方面来自于行业自身的盈利增长，另一方面来自市场对于行业过度悲观造成的指数超跌，行业估值向下空间有限，政策变化逐渐修正预期，配置价值逐渐体现。
- **投资建议：**近期 PPP 清库已经结束，政策层面，央行定向降准，政治局会议重提扩大内需，资金层面，资管新规靴子落地，银行或明确态度。建筑行业订单仍保持高增长，政策与资金的边际改善将直接影响订单的转化程度。从年报与季报的数据来看，建筑行业整体营收与净利润增速加快，行业估值已达历史低位，行业配置性价比逐渐显现。从业绩持续及估值角度，推荐园林、装饰及化学工程，**重点推荐中国化学、岭南股份、东方园林、葛洲坝**，重点关注订单增速高，估值低的中国建筑、金螳螂等。
- **风险提示：**宏观经济、PPP 整改不及预期；业绩及转型效果不达预期。

## 正文目录

一、重提“扩大内需”，基建投资有望筑底.....	4
1、“降杠杆”基调仍在，地方政策纷纷落地.....	4
2、中央重提“扩大内需”，降准政策并行.....	5
3、基建投资增速有望筑底.....	5
4、PPP：清库或进入尾声，短期利空释放，静待边际改善.....	7
二、基本面：业绩增速加快，园林成长再确认.....	10
1、行业整体业绩增速加快.....	10
2、园林业绩增速领先，化学工程景气度提升.....	11
3、建筑行业订单增速加快.....	12
三、估值：建筑行业接近底部，配置价值已经来临.....	14
四、投资建议及重点推荐公司.....	16
1、中国化学：行业景气度逐渐提升，订单充足.....	16
2、岭南股份：业务多点开花，业绩高增长可持续.....	16
3、东方园林：多元业务齐发展，保障公司长期持续成长.....	16
4、葛洲坝：环保业务亮眼，订单充足推动业绩增长.....	16
五、风险提示.....	17

## 图表目录

图 1：社融存量同比增速持续下滑.....	4
图 2：基建投资增速在 2017 年开始下滑（%）.....	6
图 3：基建投资占比逐年提升.....	6
图 4：电热气水投资增速下滑拉低一季度基建（%）.....	6
图 5：公路建设投资增速下滑（%）.....	6
图 6：2017 年 12 月-2018 年 3 月末退出管理库项目和投资额地域分布情况.....	9
图 7：2017 年 12 月-2018 年 3 月末退出管理库项目和投资额行业分布情况.....	9
图 8：管理库项目（个）落地率快速提升至 44.8%.....	10

图 9: 财政部示范项目投资额达 2.3 万亿 .....	10
图 10: 建筑业上市公司收入增速有所提高 .....	11
图 11: 建筑业上市公司净利增速有所提高 .....	11
图 12: 建筑业上市公司季度收入增速呈上升趋势 .....	11
图 13: 17Q4 建筑业上市公司净利增速显著回升 .....	11
图 14: 2017 年分行业收入增速与整体比较 .....	12
图 15: 2017 年分行业净利增速与整体比较 .....	12
图 16: 建筑行业在手订单累计同比增速提升 .....	12
图 17: 建筑行业本年新签订单增速提升 .....	12
图 18: 建筑行业 PE 估值已处于底部 .....	14
图 19: 建筑行业 PB 估值已接近底部 .....	14
图 20: PE 建筑与全 A 之比明显下滑 .....	15
图 21: PB 建筑与全 A 之比整体法下滑幅度大于中值法 .....	15
图 22: 基建板块 PE (整体法) 估值下滑明显 .....	15
图 23: 园林板块 PE (整体法) 在 2017 年下滑幅度较大 .....	15
图 24: 基建、房屋建设专业工程 PB 下滑至历史低位 .....	15
图 25: 园林与装饰 PB (整体法) 下滑至历史低位 .....	15
证券研究报告   行业深度报告 .....	1
表 1: 地方响应中央防风险政策纷纷出台 .....	5
表 2: 央行 2015 年历次降准内容与变动幅度 .....	5
表 3: PPP 近一年政策梳理 .....	7
表 4: 建筑各子行业分季度收入增速比较 .....	12
表 5: 装饰、基建、园林行业主要公司订单情况 .....	13

2018年4月25日起，人民银行开始下调部分金融机构人民币存款准备金率1个百分点；2018年4月23日，中央政治局会议强调“把加快调整结构与持续扩大内需结构结合起来”，“持续扩大内需”这一需求是2015年以来政治局会议首次出现；2018年4月28日，国务院办公厅下发28号文，明确鼓励推广PPP模式，并强调社会资本参与度；2018年5月4日，财政部65号文旨在加强地方预算执行管理与加强支出进度。面对目前较为复杂的外部环境，近期政策频繁出台，经济稳增长信号持续增强，政策的调控对建筑行业影响几何，我们将结合近期政策面变化，对建筑行业的基本面与估值进行重新梳理。

## 一、重提“扩大内需”，基建投资有望筑底

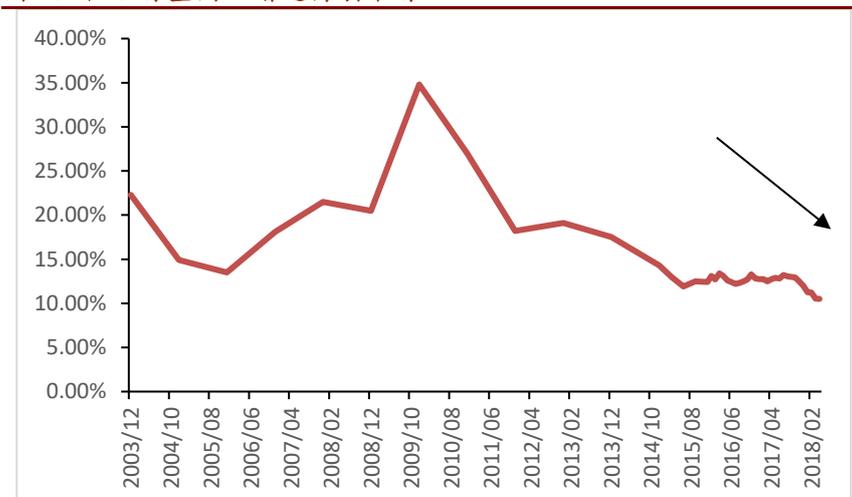
2018年一季度基建投资增速下滑至8.4%，远低于市场预期的10-15%的增速，主要因为还是在于1)国家经济结构调整，科技、高端制造国家支持、政策鼓励，传统基建重要性略有下降；2)“三大攻坚战”的首要目标降低宏观负债率。但近一个月内政策频繁出台，先是人民银行定向降准1%，随后政治局会议重新提出了“持续扩大内需”的要求，然后财政部又提出加强支出进度，面对复杂的外部环境，国内的宏观调控政策或已经做出相应调整的准备，短期来看基建投资增速有望筑底。

### 1、“降杠杆”基调仍在，地方政策纷纷落地

2018年3月国务院政府工作报告正式提出“三大攻坚战”，其中首要目标为坚决打好防范化解重大风险攻坚战，也为全年政府工作奠定了基调。4月中财委明确要求国有企业和地方政府的负债率要尽快降下来。宏观来看，国内的信用收缩，社融增速全年下滑有可能变为常态，宏观负债率下降已成为趋势。

为响应中央防风险等政策，在4月，新疆、山东以及湖南等地纷纷出来了以降低债务风险，减压投资的相关指导意见。我们认为对于地方债务的排查可能将会是全国范围内的工作，只是在执行力度上有些许差异，整体结构性的降杠杆会对基建投资有较大影响。

图 1：社融存量同比增速持续下滑



资料来源：招商证券、Wind

表 1: 地方响应中央防风险政策纷纷出台

省份	时间	事件	主要内容
新疆	3月28日	自治区发展改革委防范政府债务风险专题会议	1、进一步加强基本建设项目管理,从源头上杜绝新增政府债务;2、采取坚决有效的措施,全面清理2017年以来的政府投资项目,会同财政、审计等部门摸清地方政府隐性债务情况
山东	4月11日	《关于开展政府和社会资本合作(PPP)“规范管理年”活动的实施意见》	1、坚持规划统领指导;2、主推产业升级;3、着力激活民间投资;4、抓好已入库项目整改;5、加强新项目论证管理
湖南	4月16日	《关于减压投资项目切实做好甄别核实政府性债务有关工作的紧急通知》	要求各地应按照“停、缓、调、撤”的原则减压投资项目。

资料来源:招商证券、政府官网

## 2、中央重提“扩大内需”，降准政策并行

**重提“扩大内需”**，2018年4月23日，中央政治局会议强调“把加快调整结构与持续扩大内需结构结合起来”，2015年以来通常讲“适度扩大总需求”，且2017年年底的政治局会议和中央经济工作会议已未提及“适度扩大总需求”，追溯上一次提及扩大内需，是2014年12月的“释放内需潜力”与2013年12月的“坚持扩大内需战略”。

**降准政策并行**，在2014年12月提出“释放内需潜力”后，央行在2015年先后进行了5次降准，其中只有2015年5月27日为定向降准，其余四次均为普降。2018年4月为定向降准置换MLF，短期来看，本次降准释放大量长期低成本资金，有利于降低银行融资成本，从而改善建筑行业流动性紧张的情况；长期来看，我国大型银行的存款准备金率在16%的较高水平，相比国际8%左右的水平，央行仍能通过降准政策来配合“持续扩大内需”。

表 2: 央行 2015 年历次降准内容与变动幅度

时间	政策内容	变动幅度
2015年2月4日	所有金融机构	下调0.5%
	小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行 中国农业发展银行	额外下调0.5% 下降4%
2015年4月20日	各类存款类金融机构 农信社、村镇银行等农业金融机构	下调1% 额外下调1%
2015年5月27日	2015年初考核中“三农”贷款达到2014年6月定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行，以及对“三农”或小微企业贷款达到2014年6月定向降准标准的国有大型商业银行、股份制商业银行、外资银行	下调0.5%
2015年8月26日	所有金融机构	下调0.25%
2015年10月24日	所有金融机构	下调0.5%
2018年4月17日	存款准备金率的基准档次为相对较高的17%或15%的银行：大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行以及外资行	下调1%

资料来源:招商证券

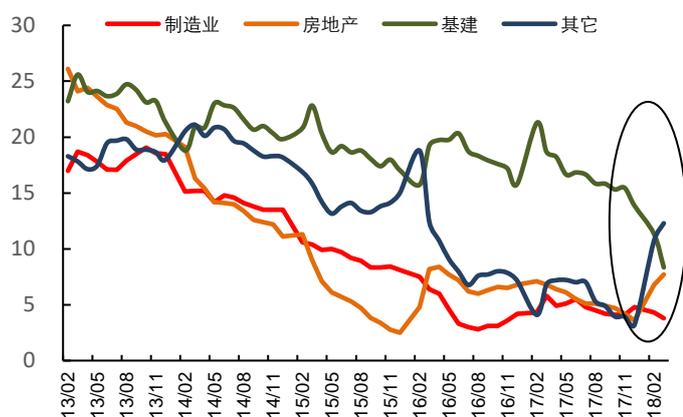
## 3、基建投资增速有望筑底

**基建投资是经济逆周期的重要调控手段**，2013年初，国内宏观经济面临较大的下行压

力，主要是基建与房地产开始承压，在 2015 年开始的扩内需政策后，基建作为主要的经济逆周期调控手段，2014-2016 年基建的固定资产投资增速保持在 20% 左右的快速增长，2017 年下滑至 15-18%，占比从原来的 22% 上升至 27%。

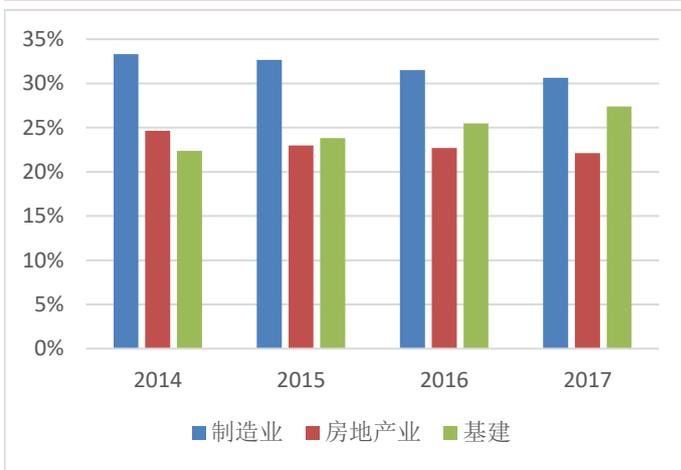
**2018 年 3 月单月基建投资增速下滑至个位数**，截止 2018 年 3 月，基建投资累计 2.57 万亿，同比增长 8.34%，增速大幅度下滑，主要原因是 **1) 资金层面**：利率中枢相对去年同期有较大提升，融资成本上升，叠加金融去杠杆政策，表外资产转表内，造成非标融资渠道被约束；**2) 政策层面**：中央提出“三大攻坚战”，首要目标即降低宏观负债率，此外加强地方债务管理，例如新疆、湖南及山东各省要求压减投资项目，降低地方政府负债率。

图 2：基建投资增速在 2017 年开始下滑 (%)



资料来源：Wind、招商证券

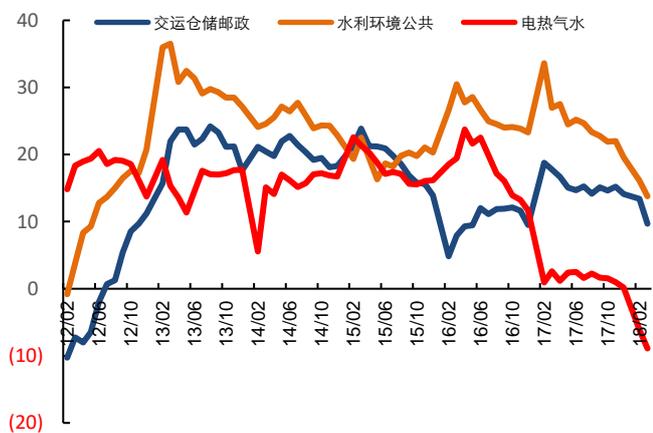
图 3：基建投资占比逐年提升



资料来源：Wind、招商证券

从基建投资增速结构来看，2018 年一季度主要是电热气水固定投资呈现负增长，同比下降 6.8%，跌幅远大于交运仓储和邮政以及水利环境公共设施管理。交运仓储和邮政行业的投资增速在 2018 年后开始明显下滑，这是因为占比较大的公路固定资产投资出现了下滑。公路固定资产投资在 2017 年迎来一波高速增长，全年增速达到 19%，而 2018 年整体需求增速很难维持 2017 年的景气度。

图 4：电热气水投资增速下滑拉低一季度基建 (%)



资料来源：Wind、招商证券

图 5：公路建设投资增速下滑 (%)



资料来源：Wind、招商证券

**基建投资有压力但有望筑底。**展望未来，经济结构转型、去杠杆、降低地方负债率的目标仍会继续实施，但我们认为短期可能经济下行压力比较大，考虑稳增长目标，基建投资有望继续发挥定海神针的作用：1) **财政政策层面**：为了应对国外经济的复杂形势，提出了扩大内需以及加快财政预算执行效率等政策；2) **资金政策层面**：资管新规落地以及结构性降准，一方面明确了业务边界，金融机构有了明确的业务规范，另一方面降准短期为建筑行业提供流动性；3) **行业政策层面**：PPP 清库结束，PPP 项目合规化，28 号文明确鼓励推广 PPP 模式，并强调社会资本参与度。但我们认为大概率不会恢复到“四万亿”时期的状态，1) 基建投资只是触底的反弹，平滑经济下行的压力；2) 结构性的投资机会，传统基建可能大概率仍在地位，新兴基建比如环保、轨交等细分领域是投资重点。

#### 4、PPP：清库或进入尾声，短期利空释放，静待边际改善

PPP 作为 2016 年基建、园林行业主要的主要融资模式，在 2 年时间内快速发展，但行业整体仍存在可以规范与改善的空间。从 2017 年上半年，中央开始规范地方举债融资行为政策出台后，政府为规范 PPP 项目，密集出台政策，并开始严格入库标准，清理不合规的在库项目。2018 年 4 月，财政部发布《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》，将部分 PPP 示范项目进行移出、整改以及退库。短期清库工作或进入尾声，目前 PPP 已进入强监管的模式，政策面已经见底，利空因素已基本释放，静待宏观政策调整后的边际改善。

表 3：PPP 近一年政策梳理

时间	政策	相关部门	主要内容
2017 年 5 月	关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知	财政部	地方政府不得以借贷资金出资设立各类投资基金，严禁地方政府利用 PPP、政府出资的各类投资基金等方式违法违规变相举债
2017 年 6 月	关于深入推进农业领域政府和社会资本合作的实施意见	财政部	探索农业领域推广 PPP 模式的实施路径、成熟模式和长效机制，创新农业公共产品和公共服务市场化供给机制，推动政府职能转变，提高农业投资有效性和公共资源使用效益，提升农业公共服务供给质量和效率。
2017 年 6 月	关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知	财政部	分类稳妥地推动 PPP 项目资产证券化、严格筛选开展资产证券化的 PPP 项目、完善 PPP 项目资产证券化工作程序、着力加强 PPP 项目资产证券化监督管理
2017 年 7 月	关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式的通知	财政部、住房城乡建设部、农业部、环境保护部	政府参与的新建污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式。有序推进存量项目转型为 PPP 模式。尽快在该领域内形成以社会资本为主，统一、规范、高效的 PPP 市场，推动相关环境公共产品和服务供给结构明显优化
2017 年 7 月	《基础设施和公共服务领域政府和社会资本合作条例（征求意见稿）》	国务院法制办、发改委	旨在制定专门的行政法规，规范基础设施和公共服务领域政府和社会资本合作，保障公共利益和社会资本方的合法权益
2017 年 7 月	关于组织开展第四批政府和社会资本合作示范项目申报筛选工作的通知	财政部、行业部委	财政部会同行业部委联合启动第四批 PPP 示范项目申报筛选工作
2017 年 8 月	《关于做好文化类政府和社会资本合作(PPP)示范项目申报工作的补充通知》	文化部	充分认识到文化系统此次参与筛选申报 PPP 示范项目对于引导社会资本投入文化领域、拓宽文化领域建设资金渠道的重要意义，尽快启动本地区项目的申报工作。

时间	政策	相关部门	主要内容
2017年 8月	关于运用政府和社会资本合作模式支持养老服务业发展的实施意见	财政部、民政部、人力资源部、社会保障部	政府和社会资本合作提供养老服务的供给能力大幅提高、质量明显改善、结构更加合理，市场活力和社会创造力得到充分激发，多层次、多样化的养老服务市场初步形成。政府职能转变、“放管服”改革成效显著，群众满意度显著提高，养老服务业成为推动经济社会发展的新动能。
2017年 9月	《关于进一步激发民间有效投资活力 促进经济持续健康发展的指导意见》	国务院	当前民间投资增长仍面临着不少困难和障碍，部分鼓励民间投资的政策尚未落实到位，营商环境有待进一步改善，一些垄断行业市场开放度不够，融资难、融资贵问题仍然存在，民间投资活力不强的局面尚未根本改观，提出鼓励民间资本参与政府和社会资本合作（PPP）项目，促进基础设施和公用事业建设。
2017年 11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》	财政部	进一步规范政府和社会资本合作（PPP）项目运作，防止PPP异化为新的融资平台，坚决遏制隐性债务风险增量，严格入库标准、集中清理已入库项目
2017年 11月	《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作（PPP）项目的指导意见》	发改委	鼓励民间资本规范有序参与基础设施项目建设，促进政府和社会资本合作（PPP）模式更好发展，提高公共产品供给效率，加快补短板建设，充分发挥投资对优化供给结构的关键性作用，增强经济内生增长动力
2018年 2月	《关于公布第四批政府和社会资本合作示范项目名单的通知》	财政部	第四批示范项目共计 396 个，投资总额 7588.44 亿元，覆盖全国 31 个省、自治区、直辖市
2018年 4月	《关于在旅游领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》	文化、旅游部和财政部	通过在旅游领域推广 PPP 模式，推动项目实施机构对政府承担的资源保护、环境整治、生态建设、文化传承、咨询服务、公共设施建设等旅游公共服务事项与相邻相近相关的酒店、景区、商铺、停车场、物业、广告、加油加气站等经营性资源进行统筹规划、融合发展、综合提升，不断优化旅游公益性服务和公共产品供给，促进旅游资源保护和合理利用，完善旅游资源资产价值评估，更好地满足人民群众对旅游公共服务的需要，大力推动旅游业提质增效和转型升级。
2018年 4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》	财政部	1、对核查存在问题的 173 个示范项目分类进行处置；2、引以为戒，加强项目规范管理：夯实项目前期工作、切实履行采购程序、严格审查签约主体、杜绝违法违规现象、强化项目履约监管；3、切实强化信息公开，接受社会监督，提升信息公开质量、加强运行情况监测、强化咨询服务监督；4、建立健全长效管理机制，落实示范项目管理责任、强化示范项目动态管理、开展示范项目定期评估。
2018年 4月	《国务院办公厅关于对 2017 年落实有关重大政策措施真抓实干成效明显地方予以督查激励的通报》	国务院	对 2017 年取得明显成效的省市予以督查激励，相应采取 24 项奖励，其中对推广 PPP 模式工作有力。社会资本参与度高的市在 PP 项目以奖代补政策评审时予以优先支持

资料来源：招商证券

截止 2018 年 3 月末，在 92 号文发布后，综合信息平台已累计清退管理库项目 1160 个，累计清减投资额 1.2 万亿。地区方面，新疆、山东、内蒙古合计退库项目总数 50%，退库项目投资额前三位是山东、新疆、内蒙古，合计占退库项目投资额的 37.1%。行业方面，退库项目数前三位是市政工程、交通运输、城镇综合开发，合计占退库项目总数的 51.9%。退库项目投资额前三位是交通运输、市政工程、城镇综合开发，合计占退库项目投资额的 67.6%。

截止 2018 年 3 月底，PPP 管理库项目数量累计 7420 个，相比 2017 年四季度增加了 283 个项目，项目投资总额达到了 11.5 万亿元，新增 7472 亿元，签约落地率提升至 44.8%，季度环比提高 6.6%。财政部示范项目库项目达 1009 个，执行阶段总投资达 2 万亿，总投资额达 2.3 万亿；四批示范项目总体落地率 83.5%，落地速度符合预期。

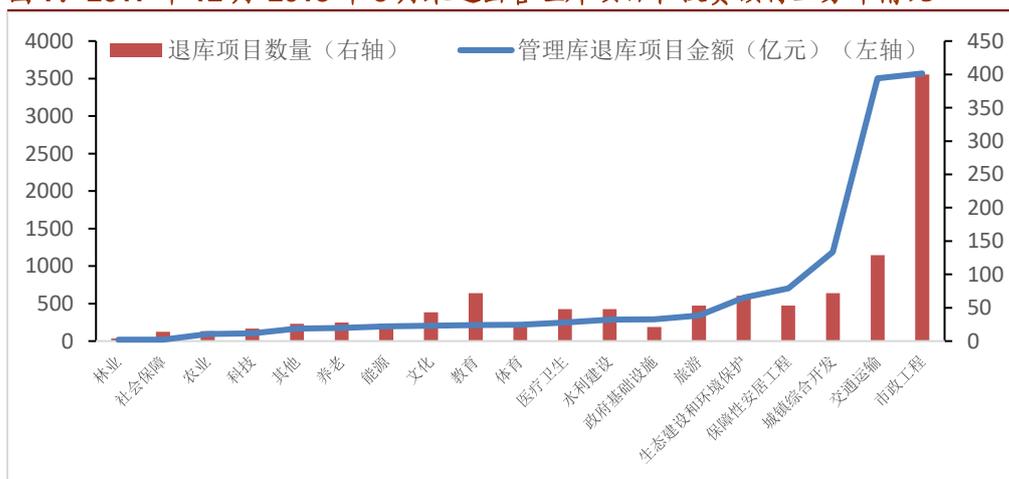
在 4 月 24 日，财政部公布的《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》，公布 173 个核查存在问题的示范项目处置结果，合计投资额 6703 亿元。其中 30 个项目调出示范项目名单并清理退出项目库，54 个项目调出示范项目名单继续保留在项目库，89 个项目保留示范项目名单，但限期 2018 年 6 月前整改完毕。

图 6：2017 年 12 月-2018 年 3 月末退出管理库项目和投资额地域分布情况



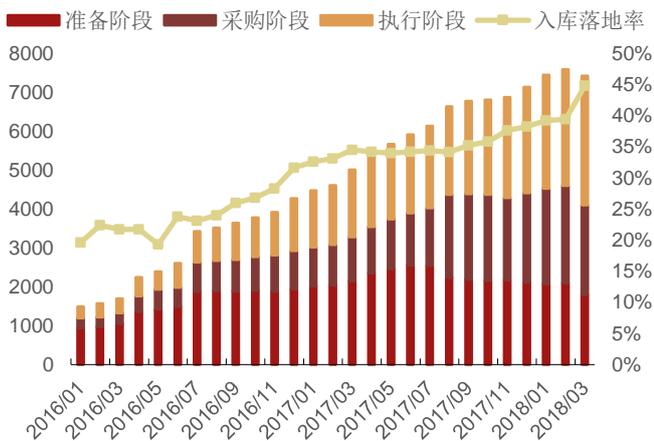
资料来源：财政部、招商证券

图 7：2017 年 12 月-2018 年 3 月末退出管理库项目和投资额行业分布情况



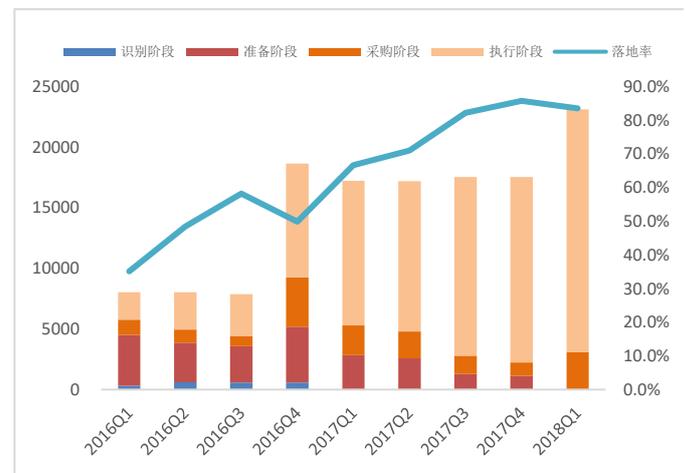
资料来源：财政部、招商证券

图 8: 管理库项目 (个) 落地率快速提升至 44.8%



资料来源: 财政部、招商证券

图 9: 财政部示范项目投资额达 2.3 万亿



资料来源: 财政部、招商证券

## 二、基本面：业绩增速加快，园林成长再确认

**建筑行业：**由于前期高增长的订单开始转化，2017 年收入增速提升至 10.12%，净利增速大幅增至 19.02%，2018 年一季度，收入增长 14.69%，净利润增长 16.93%。子行业中园林、建筑设计、钢结构板块收入增速维持较高水平，化学工程和专业工程板块增速逐季提升。

### 1、行业整体业绩增速加快

**2017 年建筑行业业绩增速低于整体 A 股。**2017 年纳入我们统计范围的 119 家建筑业上市公司，合计收入 4.38 万亿元，同比增长 10.12%，净利 1406.09 亿元，同比增长 19.02%。而同期 A 股整体收入和净利分别增长 21.61%、20.45%，剔除金融后收入和净利分别增长 23.16%和 36.68%，相比 A 股整体情况，建筑基本面中规中矩。建筑行业的增长主要来自于高增长的订单量开始转化，PPP 项目集中落地促进园林板块业绩大幅提升。

**18Q1 建筑行业业绩增速高于整体 A 股。**18Q1 建筑行业（纳入我们统计范围的 119 家上市公司）实现收入 9597 亿元，同比增长 14.69%，实现净利润 284.76 亿元，同比增长 16.93%；同期 A 股整体收入和净利分别增长 12.61%、16.17%，剔除金融后收入和净利分别增长 14.06%和 27.57%。建筑行业整体表现明显优于 A 股，主要因为占比最大的基建央企在手订单充足并且开始进入订单转化阶段，带动整体建筑行业的营收增速提高。此外，新股发行加速，A 股整体扩容，对于收入及业绩增速具有一定的影响。

图 10: 建筑业上市公司收入增速有所提高



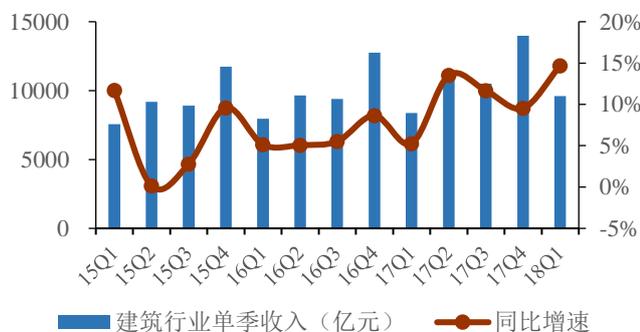
资料来源: Wind、招商证券

图 11: 建筑业上市公司净利增速有所提高



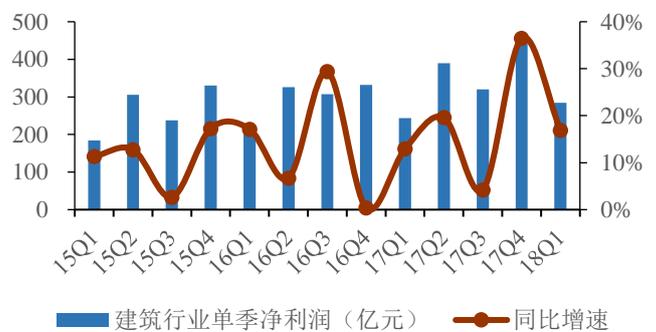
资料来源: Wind、招商证券

图 12: 建筑业上市公司季度收入增速呈上升趋势



资料来源: Wind、招商证券

图 13: 17Q4 建筑业上市公司净利增速显著回升



资料来源: Wind、招商证券

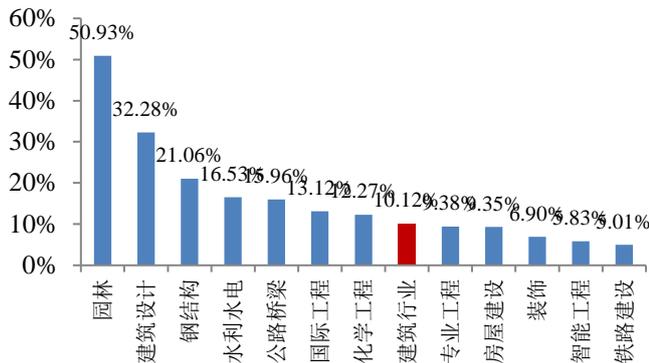
## 2、园林业绩增速领先，化学工程景气度提升

**子行业收入增速比较:** 2017 年园林板块以 50.93% 的收入增速高居子行业收入增速首位，比 2016 年同比提高了 26.48 个 pp，主要原因是 PPP 项目加速落地，园林板块营收大幅提升；其次是建筑设计和钢结构，分别实现了 32.28% 和 21.06% 的增速，主要受益于房地产投资回暖、公路投资高增长和上游原材料价格的上涨；

**子行业净利增速比较:** 钢结构以 42.69% 的净利增速高居榜首，其次是建筑设计(31.54%) 和园林(30.76%)，均实现了高于 30% 的净利增速；净利增速超过建筑行业水平(19.02%) 的子行业有：公路桥梁(25.46%)、铁路建设(25.44%)、水利水电(23.39%)、装饰(19.20%)；净利增速低于建筑行业增速的有：房屋建设(11.91%)、专业工程(6.92%)、智能工程(5.34%)、国际工程(2.00%) 和化学工程(-11.36%)。化学工程板块主要受中国化学业绩下滑的影响，出现了负增长。

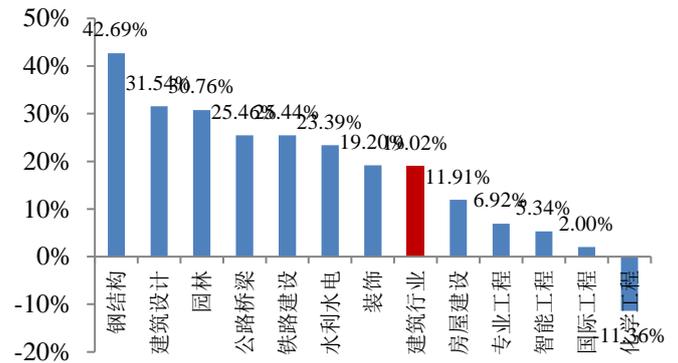
**化学工程景气度提升。** 2017 年化学工程板块收入回暖增速同比上升 12.27%，净利同比下降 11.36%，增速较去年同期仍然大幅下滑，但 18Q1 增速有好转迹象，18Q1 收入和净利增速分别提升至 41.19% 和 36.27%。回款有所改善，2017 年收现比提升 9.51 个 pp 至 88.44%，18Q1 收现比也提升了近 2.81 个 pp；2017 年经营现金流净额占收入比重提升了 1.88 个 pp，垫资比例有所下降。随着石油化工景气度提升，煤制气示范项目推进，投资处于边际改善中，化学工程板块回暖有望保持稳健增长。

图 14: 2017 年分行业收入增速与整体比较



资料来源: Wind、招商证券

图 15: 2017 年分行业净利增速与整体比较



资料来源: Wind、招商证券

表 4: 建筑各子行业分季度收入增速比较

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1
装饰	-0.11%	18.02%	10.61%	-0.36%	18.73%
园林	40.98%	52.33%	60.31%	47.24%	49.80%
化学工程	-3.83%	9.55%	16.59%	21.28%	41.19%
专业工程	2.76%	5.07%	9.23%	16.17%	20.84%
钢结构	16.11%	22.43%	44.30%	8.54%	26.41%
水利水电	14.42%	29.41%	18.10%	7.51%	15.29%
铁路建设	1.71%	10.36%	0.96%	6.48%	8.72%
国际工程	34.31%	42.75%	11.76%	-7.12%	1.12%
智能工程	4.79%	21.21%	-1.80%	1.56%	-5.99%
公路桥梁	-0.01%	7.90%	11.53%	34.24%	17.99%
房屋建设	7.77%	13.83%	21.67%	-1.75%	15.17%
建筑设计	57.32%	59.82%	45.50%	23.34%	26.66%
建筑行业	5.26%	13.53%	11.66%	9.53%	14.69%

资料来源: wind、招商证券

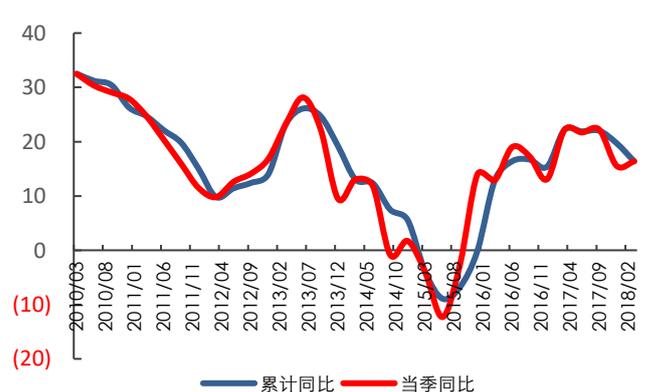
### 3、建筑行业订单增速加快

截止 2018 年一季度, 建筑行业在手合同累计 25.93 万亿元, 同比增长 18.60%, 新签合同 5.17 万亿元, 同比增长 16.38%。行业整体订单增速保持高增长, 在手订单充足保证公司短期内业绩增长的确定性。

图 16: 建筑行业在手订单累计同比增速提升



图 17: 建筑行业本年新签订单增速提升



资料来源: Wind、招商证券

资料来源: Wind、招商证券

从公司层面来看,装饰行业整体 2017 年新签订单与 2017 年营收比值大于 100%,其中金螳螂、亚厦股份、广田集团、全筑股份、建艺集团以及柯利达 2018 年一季度订单增速快;除中工国际以外,央企行业整体在手订单充足,2017 年新签订单与 2017 年营收比值大于 150%,一季度国际工程板块受国外环境影响,订单增速大幅度下滑,但是基建整体订单增速维持在 20%左右;园林板块整体在手订单处于充足状态。

表 5: 装饰、基建、园林行业主要公司订单情况

行业	公司	2017 新签订单 (亿元)	同比增长	2018Q1 新签 订单(亿元)	同比增长	累计在 手订单	17 年营业收入	17 年订单 /营收
装饰	金螳螂	316.8		82.1	16%	458	210.0	151%
	亚厦股份	108.1		14.1	58%	181	90.7	119%
	洪涛股份	56.9		7.5	-32%	53	33.3	171%
	瑞和股份	44.7		6.6	17%	41	30.1	149%
	广田集团	143.5	13%	40.1	87%	213	125.4	114%
	江河集团	180.0	2%	35.7	-70%		153.0	118%
	宝鹰股份	86.8		31.9	1%	136	71.6	121%
	全筑股份	131.2	92%	21.6	136%	1	46.3	284%
	奇信股份	56.2		9.8	-25%	70	39.2	143%
	建艺集团	31.7		8.7	51%	30	24.5	130%
	柯利达	26.2		5.6	42%		20.4	129%
	*ST 弘高	30.8		2.6	-47%	42	17.7	174%
	东易日盛	40.6		10.5	-48%	38	36.1	112%
建筑央企	中国建筑	22216.0	19%	5383.0	24%		10,541.1	211%
	中国中铁	15568.6	26%	3123.4	21%		6,933.7	225%
	中国铁建	15083.1	24%	2798.6	7%		6,809.8	221%
	中国交建	9000.2	23%	1793.2	20%		4,828.0	186%
	中国中冶	5229.0	28%	1538.9	42%		2,440.0	214%
	中国电建	4067.9	13%	1509.7	4%		2,668.2	152%
	葛洲坝	2260.5	6%	798.5	16%		1,068.1	212%
	中国化学	950.8	35%	256.3	6%		585.7	162%
	中材国际	358.8	29%	54.0	-66%		195.5	184%
	中钢国际	133.0		56.4			78.6	169%
	中工国际	22.6	14%	4.2	-78%		109.1	21%
	北方国际	264.4		4.8	-90%	143	97.3	272%
园林	棕榈股份	121.7		14.1		174	52.5	232%
	铁汉生态	212.2	72%	68.2			81.9	259%
	美晨生态	43.7					38.9	112%
	普邦股份	59.2		6.2		85	35.8	166%
	乾景园林	4.7		0.7			5.5	85%
	文科园林	21.2		13.7			25.7	83%
	花王股份	26.4	355%			5	10.4	255%
	农尚环境	6.4		1.8		6	4.2	151%
天域生态	26.3		1.1			9.5	278%	

资料来源: wind、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

### 三、估值：建筑行业接近底部，配置价值已经来临

建筑行业估值处于历史较低水平,截止2018年5月7日,建筑装饰行业整体法PE(TTM)12.87倍,中值法PE(TTM)25.89倍,整体法PB(TTM)1.41倍,中值法PB(TTM)2.59倍,纵向来看,估值属于近三年的较低水平。若考虑估值中枢的变化,用建筑行业/全A指数指标来看,市净率估值比率指标已经逐渐降至近三年历史地位,而市盈率估值比率则已经处于历史底部,但建筑行业的业绩增速逐渐增加,这也说明市场对于未来建筑行业的预期较为悲观。

分子行业来看,基建与房屋建设作为建筑行业市值占比最大的两个子行业,估值整体下滑明显;园林行业在2016年业绩大幅度下滑后,PE估值快速的上升,而2017年行业受PPP模式发展的影响,成长性得到确认,PE估值快速下滑,PB在历史低位,ROE提升明显;装饰板块近两年估值变化不大;专业工程板块整体估值水平下滑至合理水平。

结合基本面来看待估值,估值的下降来源于股价的下跌与业绩的增长,建筑板块指数近一年跌幅达17%,且2017年业绩增速接近20%。行业整体基本面表现中规中矩,但市场对于未来的预期较为悲观,近期政策的出台有利于提振市场预期,建筑行业估值有望筑底,配置价值已逐渐凸显。

图 18: 建筑行业 PE 估值已处于底部



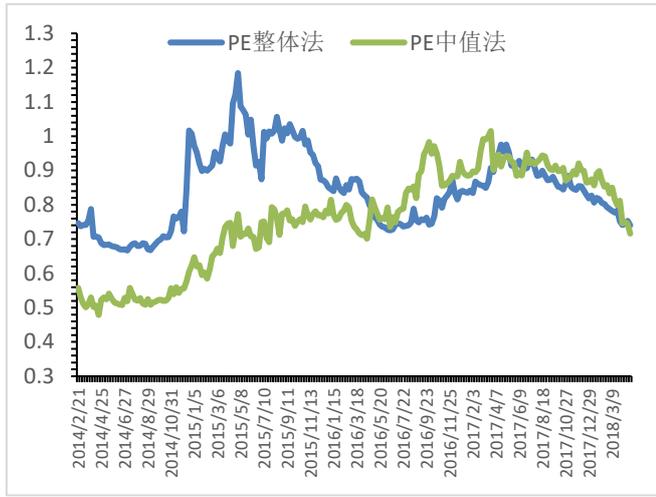
资料来源: Wind、招商证券

图 19: 建筑行业 PB 估值已接近底部



资料来源: Wind、招商证券

图 20: PE 建筑与全 A 之比明显下滑



资料来源: Wind、招商证券

图 21: PB 建筑与全 A 之比整体法下滑幅度大于中值法



资料来源: Wind、招商证券

图 22: 基建板块 PE (整体法) 估值下滑明显



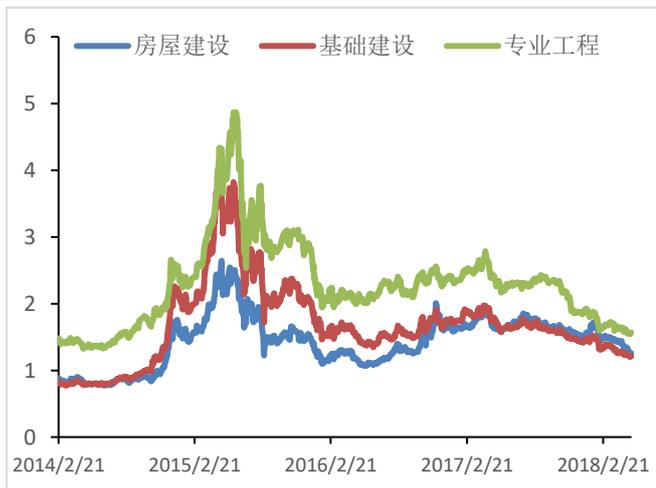
资料来源: Wind、招商证券

图 23: 园林板块 PE (整体法) 在 2017 年下滑幅度较大



资料来源: Wind、招商证券

图 24: 基建、房屋建设专业工程 PB 下滑至历史低位



敬请阅读末页的重要说明

图 25: 园林与装饰 PB (整体法) 下滑至历史低位



资料来源: Wind、招商证券

资料来源: Wind、招商证券

## 四、投资建议及重点推荐公司

近期 PPP 清库已经结束, 政策层面, 央行定向降准, 政治局会议重提扩大内需, 资金层面, 资管新规靴子落地, 银行或明确态度。建筑行业订单仍保持高增长, 政策与资金的边际改善将直接影响订单的转化程度。从年报与季报的数据来看, 建筑行业整体营收与净利润增速加快, 行业估值已达历史低位, 行业配置性价比逐渐显现。

从业绩持续及估值角度, 推荐园林、装饰及化学工程, 重点关注中国化学、岭南股份、东方园林、葛洲坝等, 以及订单增速高, 估值低的建筑央企等。

### 1、中国化学: 行业景气度逐渐提升, 订单充足

1) 随着石油价格的上扬, 石油化工行业盈利能力增强, 公司有望受益于石化领域的投资复苏; 2) 公司目前订单充足且增长加快 2017 年公司累计新签合同额 950.77 亿元, 同比增长 34.87%, 其中国内合同额 613.93 亿元, 同比增长 66.35%, 境外合同额 336.84 亿元, 同比增长 0.28%、石油化工订单占比达 25%, 增速 34%; 3) 2017 年业绩增速主要受到汇兑与减值损失的拖拽, 未来存在一定改善空间。我们预计 18、19 年公司 EPS 分别为 0.47 和 0.60 元/股, 对应 PE 分别为 16.5 和 12.9 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

### 2、岭南股份: 业务多点开花, 业绩高增长可持续

公司各业务板块逐渐完善, 已形成“水务水环境治理+生态环境修复+文化旅游”的业务格局, 水务水环境业务借助新港永豪快速切入做大做强, 生态修复业务 PPP 和 EPC 齐飞, 引进各类人才提升拿单和融资能力, 文化旅游业务恒润和德玛吉持续高增长, 探索新的盈利和业务模式来打通全盈利生态文旅闭环产业链。2017 年报告期内未完成订单 135.5 亿元, 是 17 年营收的 2.8 倍。我们预计 18、19 年 EPS 分别为 0.96 和 1.37 元/股, 对应 PE 分别为 14.0 和 9.8 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

### 3、东方园林: 多元业务齐发展, 保障公司长期持续成长

截至 2017 年底, 公司在生态环境领域 PPP 项目的市占率达到 13.4%, 在旅游 PPP 项目的市占率达到 10.7%, 成为我国流域治理、全域旅游两大细分领域的龙头企业; 同时公司在危废领域也正加速布局, 预计 2019 年利润将有望大幅超预期。按 2018 年新增 1000 亿订单预期, 我们预计公司 18 年、19 年 EPS 分别为 1.25 和 1.77 元/股, 对应 PE 分别为 15.3 和 10.8 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

### 4、葛洲坝: 环保业务亮眼, 订单充足推动业绩增长

葛洲坝: 1) 订单充足, 2018 年 1 季度公司新增订单 798.48 亿元, 增速加快至 15.69%, 主要的增长来自国内工程订单 536.82 亿, 占比 67.23%, 增速达 28%, 海外订单 261.66 亿元, 占比 32.77%, 增速放缓。未来贡献收入有望实现大幅增长; 2) 公司环保业务有望持续增长, 此外进行费用控制和内部结构调整以及延伸产业链, 实行深加工,

环保业务毛利率有望提升；我们预计 18、19 年 EPS 分别为 1.03 和 1.18 元/股，对应 PE 分别为 7.79 和 6.80 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

## 五、风险提示

宏观经济、PPP 整改不及预期；业绩及转型效果不达预期。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**王彬鹏：**上海财经大学数量经济学硕士，2015年7月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

截至本报告发布之日，本公司持有铁汉生态的股票达到已发行股份1%以上。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。