

行业研究/中期策略

2018年05月27日

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

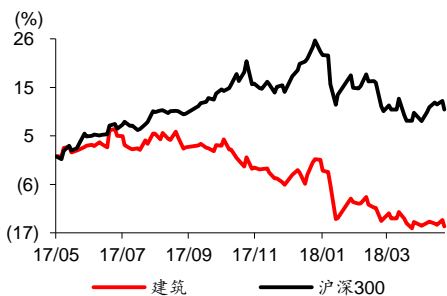
方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 021-28972059
fangyanhe@htsc.com

王涛 021-28972059
联系人 wangtao@htsc.com

相关研究

- 1《东方园林(002310,买入): 发债低于预期, 无碍业务发展》2018.05
- 2《建材/建筑: PPP 获支持, 配置化建家装园林》2018.05
- 3《建筑: 景气周期上行, 化学工程谱新篇》2018.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind

内需看化建/家装, 基建待融资改善

建筑行业 2018 年度中期策略

下半年期待基建融资改善, 重点关注化建、家装、设计板块

我们在 17 年年度策略中提出美丽中国+美好生活两主线, 前四月生态环保投资同比增幅 40%, 17FY 及 18Q1 装饰板块业绩显著改善, 但整体板块由于高利率及融资紧张出现较大跌幅。我们认为下半年在扩内需总基调下, 基建投资或趋稳, 企业端融资改善后业绩释放保障度有望提高, 当前重点关注现金流良好的设计及园林龙头。房建新开工及竣工数据下半年或有所改善, 有望带动装饰板块订单增速维持高位, 收入/业绩持续改善; 高油价下石化资本开支及化工投资回暖有望带动化建板块景气度快速提升。

建筑板块业绩持续改善, 前 5 月估值受利率/政策压制

17FY 建筑板块收入/业绩增速 8.94%/18.41%, 增速保持了 15 年以来的上升趋势, 18Q1 收入增速 13.81%达 14Q2 以来最高值, 业绩增速 15.61%高于上年同期。17 年板块毛利率 11.74%, 同比升 0.51pct, 净利率 3.62%, 同比升 0.29pct。综合去年及 18Q1, 设计/化建/装饰业绩增速改善明显。年初至 5 月 24 日 CS 建筑指数跌 10.8%, 跑输沪深 300 指数 6.4pct, 重点跟踪标的中仅 24 支上涨, 装饰/化建/园林依次轮动, 细分板块 PE (TTM) 除化建提升外, 其余板块均较明显下降, PPP 相关板块估值降幅居前。

基建: 下半年基建增速或企稳, 关注融资环境改善

今年以来基建投资增速持续下行, 从扩内需/利率下行/PPP 政策趋缓等角度, 我们预计下半年投资增速或企稳, 全年增速 10%-13%, 环保和公路投资有望保持较高增长。当前板块主要矛盾为融资落地难度大, 成本高企, 下半年若融资改善, 则龙头公司饱满订单落地提速有望推动业绩较高增长。重点关注园林龙头岭南股份, 在手现金/订单值行业最高的东珠景观及订单执行受融资制约小, 增长不确定因素少的设计龙头苏交科和中设集团。

房建: 后期竣工数据有望改善, 关注家装回暖/家装放量装饰龙头

前 4 月新开工面积同比增速 7.3%, 竣工面积增速-10.7%, 我们预计去年土地购置面积高增长或支撑全年新开工实现 5%以上增长, 竣工面积有望触底回升。17Q4 以来, 主要装饰公司住宅及工装订单实现较高增长, 后续全装修及公共建筑装饰仍有望支撑订单/业绩回暖。我们预计 C 端家装市场 18 年空间 1.87 万亿元, 龙头公司兼具资金与落地优势, 短期快速开店或助家装业务放量增长, 重点推荐金螳螂, 关注全筑股份、东易日盛。

专业工程: 推荐业绩有望反转化建龙头

当前布油接近 80 美元/桶, 油价持续上行有望推动三桶油资本开支增速提升, 煤化工项目盈利性提升, 下游化工化纤企业盈利提升后固定资产投资增加, 同时工信部统计退城入园有望在 16-20 年前产生 7540 亿元化工厂搬迁需求。行业高景气度下中国化学公告前 4 月收入增幅 43%, 国内订单保持 70%以上增长, 业绩拐点或已出现, 重点推荐, 关注中油工程。

风险提示: 地产数据传导不及预期; 基建融资环境改善不及预期; 油价上涨持续性不及预期。

正文目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 基本面向好，估值表现背离 | 5 |
| 收入业绩同比改善，盈利能力保持提升趋势 | 5 |
| 园林保持高增长，设计/化建/装饰改善明显 | 6 |
| 新签订单增速有所回落，市场集中度进一步提升 | 7 |
| 行情：年初至今板块跑输大盘，热点相对分散 | 8 |
| 估值：年初以来板块受利率/政策压制明显 | 10 |
| 基建：全年增速缓下，关注扩内需下的结构性机会 | 12 |
| 4 月基建增速下行收窄，生态与公路投资较快增长 | 12 |
| 资金来源规范透明化，关注扩内需政策支持 | 14 |
| 基建设计：龙头订单延续较高增长，人员指标向好 | 17 |
| 房建：竣工后期或改善，装饰订单/收入复苏明显 | 19 |
| 新开工维持较快增长，竣工增速有望改善 | 19 |
| 扩内需叠加消费升级，集中度提升打造家装龙头 | 20 |
| 建筑设计：设计+总承包驱动板块进入景气提升通道 | 23 |
| 专业工程：化建景气上行，龙头业绩反转 | 24 |
| 油价、内需、环保三大支撑，化工投资有望较快增长 | 24 |
| 废弃资源回收利用投资增速明显提升，未来空间广阔 | 28 |
| 2018 年度行业中期投资策略及推荐标的 | 30 |
| 基建：下半年基建投资增速或企稳，关注 PPP 融资改善 | 30 |
| 房建：新开工/竣工面积增速或回升，重点关注装饰板块业绩回暖 | 31 |
| 专业工程：推荐化学工程标的，关注废弃资源利用龙头 | 32 |
| 设计：订单高增长向收入转化扰动因素少，龙头估值处于低位 | 32 |
| 推荐与关注标的估值表 | 33 |
| 风险提示 | 34 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 2013-2017 年建筑行业整体营收及同比增长率..... | 5 |
| 图表 2: 2013-2017 年建筑行业整体归母净利润及同比增长率..... | 5 |
| 图表 3: 2013-2018Q1 建筑行业单季度收入/业绩增速..... | 5 |
| 图表 4: 2013-2018Q1 年建筑行业（扣除中国建筑）收入/业绩增速..... | 5 |
| 图表 5: 2013-2017 年建筑行业摊薄 ROE 走势..... | 6 |
| 图表 6: 2013-2017 年建筑行业毛利率和净利率..... | 6 |
| 图表 7: 2017 年建筑行业各子板块营收及归母净利增速..... | 6 |
| 图表 8: 2017 年建筑子板块营收/业绩增速与 2016 年的差..... | 6 |
| 图表 9: 设计、装饰、园林子板块单季度业绩同比增速..... | 7 |
| 图表 10: 央企、国际工程、化学工程子板块单季度业绩同比增速..... | 7 |
| 图表 11: 建筑业总产值及同比增速变动..... | 7 |
| 图表 12: 建筑业本年新签订单及同比增速..... | 7 |
| 图表 13: 建筑业特一级企业各项指标占全部资质以上企业总和比重..... | 8 |
| 图表 14: 对外承包工程业务完成额及同比增速..... | 8 |
| 图表 15: 对外承包工程新签合同额及同比增速..... | 8 |
| 图表 16: 中信各一级行业年初至今涨跌幅..... | 9 |
| 图表 17: 沪深 300 与中信建筑指数 2018 年以来走势..... | 9 |
| 图表 18: 中信建筑指数 2018 年以来超额收益变动..... | 9 |
| 图表 19: 年初至今建筑板块个股涨幅前十..... | 10 |
| 图表 20: 年初至今建筑板块个股跌幅前十..... | 10 |
| 图表 21: 中信建筑板块整体 PE (TTM, 左) 及国债到期收益率 (% , 右)..... | 10 |
| 图表 22: 年初至 5 月 21 日建筑板块与大盘估值比值..... | 11 |
| 图表 23: 年初至 5 月 21 日相关板块 PE (TTM)..... | 11 |
| 图表 24: 建筑子板块年初及 5 月 24 日 PE (TTM) 对比..... | 11 |
| 图表 25: 基建投资累计同比增速..... | 12 |
| 图表 26: 基建细分子行业投资累计同比增速..... | 12 |
| 图表 27: 2017 年 11 月以来 PPP 及地方政府投资相关政策文件..... | 13 |
| 图表 28: 全国 PPP 项目月度成交及增速..... | 14 |
| 图表 29: PPP 项目平均回报率与企业融资成本..... | 14 |
| 图表 30: 两种口径下的广义基建投资同比增速..... | 14 |
| 图表 31: 固定资产投资与资金到位缺口..... | 15 |
| 图表 32: 基建不同资金来源占固投不同资金来源比重..... | 15 |
| 图表 33: 社会融资中新增委托贷款与信托贷款规模..... | 15 |
| 图表 34: 2017-2018 年基建自筹资金来源预测 (单位:亿元)..... | 16 |
| 图表 35: 2017-2018 年基建投资资金来源预测 (单位: 亿元)..... | 16 |
| 图表 36: 重点传统基建项目投资及增速预测 (单位: 亿元)..... | 17 |
| 图表 37: 基建设计子板块公司 2017 营收同比增速 (%)..... | 17 |
| 图表 38: 基建设计子板块公司 2017 归母净利润同比增速 (%)..... | 17 |
| 图表 39: 基建设计子板块公司 2017 新签设计合同额及同比增速..... | 18 |

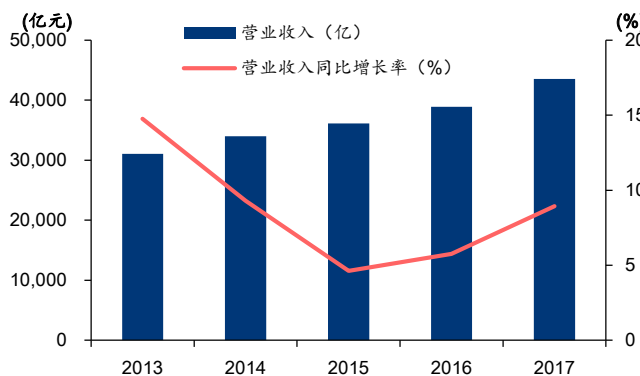
| | |
|---|----|
| 图表 40: 基建设计主要公司历年员工数同比增速 (%) | 18 |
| 图表 41: 房地产开发投资及房屋施工面积同比增速 (%) | 19 |
| 图表 42: 房地产销售面积同比增速 (%) | 19 |
| 图表 43: 房地产土地购置、新开工及竣工面积同比增速 (%) | 20 |
| 图表 44: 家装行业发展历史 | 20 |
| 图表 45: 家装市场空间测算 | 20 |
| 图表 46: 2010-2016 年家装行业企业数量 | 21 |
| 图表 47: 2010-2016 年商品房精装修占比及同比增速 | 21 |
| 图表 48: 大型地产商市占率 | 21 |
| 图表 49: 长租公寓装修市场规模测算 | 22 |
| 图表 50: 主要装饰公司单季度住宅类订单变化情况 | 22 |
| 图表 51: 建筑设计主要公司历年人均产值 (万元) | 23 |
| 图表 52: 建筑设计主要公司历年员工数同比增速 (%) | 23 |
| 图表 53: 华建集团上市以来订单情况统计 | 23 |
| 图表 54: 中国建筑设计业务季度累计新签订单情况统计 | 23 |
| 图表 55: 中国化学净利润与经营现金流 | 24 |
| 图表 56: 石化投资与基建、房建投资同比增速 | 24 |
| 图表 57: 原油期货结算价格走势 (美元/桶) | 25 |
| 图表 58: 石油化工行业不同领域投资月度累计同比增速 | 25 |
| 图表 59: 沪深 A 股已上市石化化工细分行业归母净利润合计 | 25 |
| 图表 60: 沪深 A 股已上市石化化工细分行业资产负债率 | 25 |
| 图表 61: 主要民营炼化一体化项目规模对比 | 25 |
| 图表 62: 2016-2020 年新型煤化工项目投资测算 | 26 |
| 图表 63: 我国重点化工园区分布 | 26 |
| 图表 64: 主要化学工程企业 2017 年收入、业绩及新签订单 | 27 |
| 图表 65: 东华科技历史订单统计 | 27 |
| 图表 66: 百利科技历史订单统计 | 27 |
| 图表 67: 三维工程、百利科技、镇海股份预收账款 (亿元) | 28 |
| 图表 68: 东华科技预收账款 (亿元) | 28 |
| 图表 69: 废弃资源回收利用固定资产投资同比增速 | 28 |
| 图表 70: 年初至今建筑板块, PPP 指数及沪深 300 指数走势 | 30 |
| 图表 71: 主要基建类公司去年以来新签订单情况 | 31 |
| 图表 72: 设计各子板块当期经营净现金流/归母净利润 | 32 |
| 图表 73: 设计各子板块累计经营净现金流/归母净利润 | 32 |
| 图表 74: 主要设计公司收入/业绩增速情况 | 33 |
| 图表 75: 推荐与关注标的估值表 | 33 |

基本面向好，估值表现背离

收入业绩同比改善，盈利能力保持提升趋势

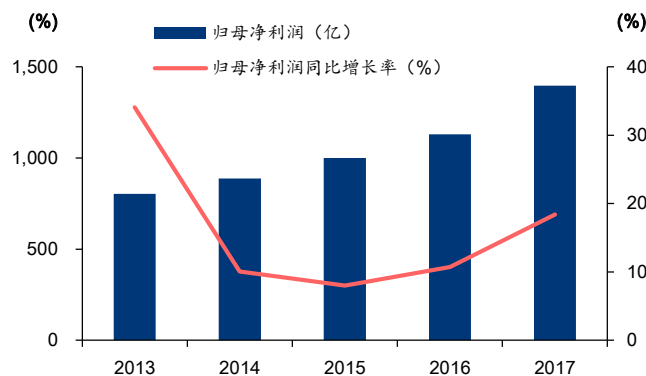
板块营收及业绩增速同比持续提升。2017年CS建筑板块实现营收43537.91亿元，同比增速8.94%，实现归母净利润1397.17亿元，同比增速18.41%，营收及业绩增速近3年来保持连续增长态势，我们认为体现了过去两年PPP等因素对行业内公司订单增速带来的提升作用。2017年建筑行业业绩增速与营收增速正向剪刀差9.47pct，较16年同期提升4.95pct，表明建筑行业盈利能力仍呈现上行态势。

图表1：2013-2017年建筑行业整体营收及同比增长率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

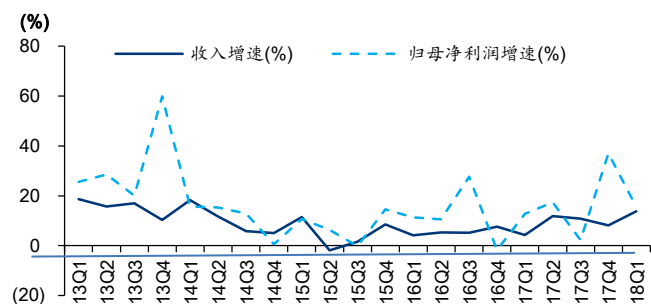
图表2：2013-2017年建筑行业整体归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

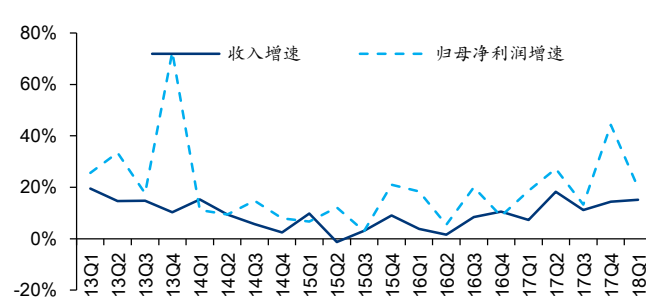
剔除收入/业绩占比最大的中国建筑后，15Q2以来建筑板块营收/业绩单季度增速震荡上行趋势较为明显。单季度来看，18Q1建筑板块的收入增速分别达到13.81%，达到14Q2以来的最高值，归母净利润增速15.61%，高于2017年同期（12.77%）。自15Q2以来，建筑板块的收入单季增速总体处于震荡上行趋势，但业绩增速波动较大，在扣除中国建筑影响后，板块收入/业绩同比增速自15Q2以来的上行趋势更加明显。

图表3：2013-2018Q1建筑行业单季度收入/业绩增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

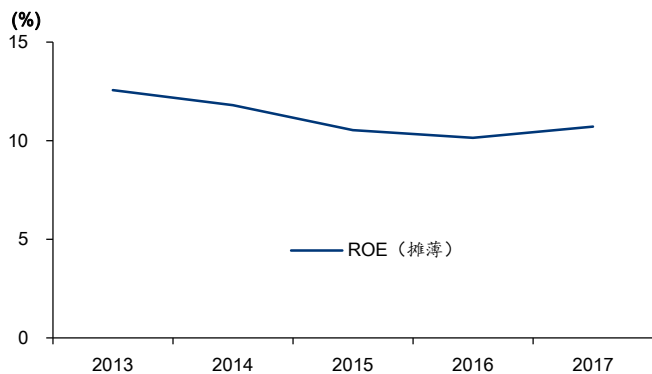
图表4：2013-2018Q1年建筑行业（扣除中国建筑）收入/业绩增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

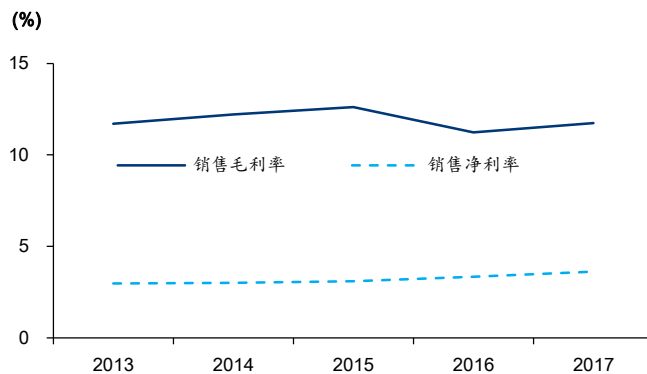
主要盈利指标持续提升，ROE有所提高。2017年CS建筑板块整体毛利率11.74%，同比增长0.51pct，在营改增和原材料涨价背景下仍然实现同比增长。建筑板块行业净利率3.62%，同比增长0.29pct，增幅小于毛利率。17年全年板块整体摊薄ROE 10.72%，同比提升0.58pct，净利率提升是主要原因。

图表5： 2013-2017 年建筑行业摊薄 ROE 走势



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6： 2013-2017 年建筑行业毛利率和净利率

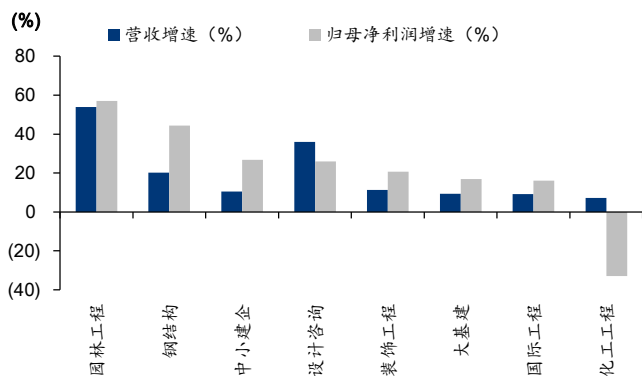


资料来源：Wind、华泰证券研究所

园林保持高增长，设计/化建/装饰改善明显

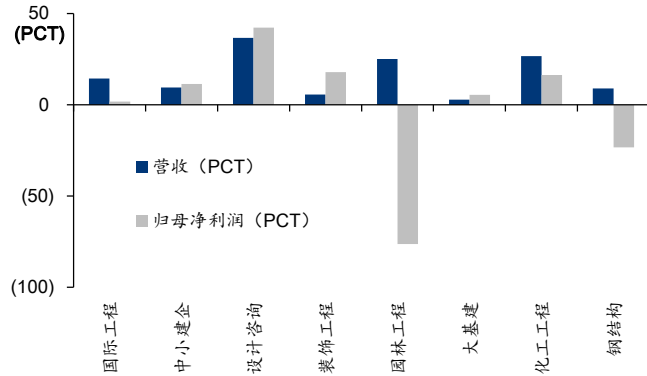
2017 年建筑子板块除化工工程外均取得了归母净利润的正增长，化工工程收入增速明显回升，国际工程板块受汇兑损失拖累。2017 年归母净利润增速前三名的子板块分别为园林工程、钢结构、中小建企，增速分别为 57.0%，44.3%，27.8%，业绩增速排名后三位的是大基建、国际工程、化工工程，增速分别为 16.94%，16.03%，-32.96%。化工工程板块收入同比增长 7.17%，增速较 17H1 提升了 7.66pct。国际工程板块业绩增速较低主要受汇兑损失影响，在剔除汇兑损益影响（按税率 25% 计算）的情况下，国际工程板块 2017 年业绩增速 68.8%，为全部子板块中的最高值。子板块中除园林工程、钢结构以外，其余板块归母净利润增速均超过 16 年同期，其中设计咨询行业增速改善幅度最大。

图表7： 2017 年建筑行业各子板块营收及归母净利润增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8： 2017 年建筑子板块营收/业绩增速与 2016 年的差

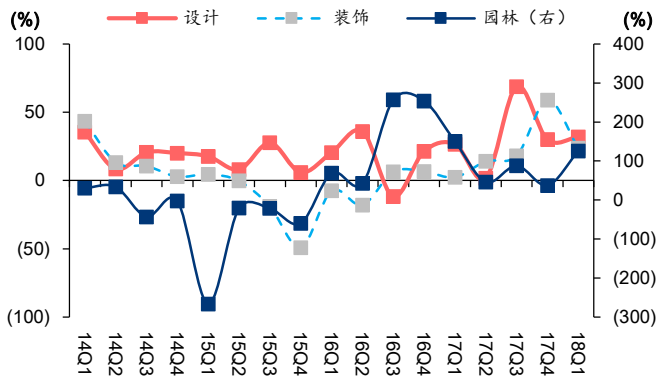


资料来源：Wind、华泰证券研究所

建筑行业 18Q1 业绩呈现全面好转，PPP 相关板块、装饰、化学工程同比增速较大改善，钢结构及中小建企增速回落。受益于收入端改善，18Q1 建筑板块业绩同比增长 15.61%，增速同比提升 2.84pct。剔除权重股中国建筑后，建筑板块 18Q1 同比增长 19.90%，增速同比提升 1.30pct，扣非后建筑板块同比增长 18.31%，增速同比提升 2.99pct，板块 Q1 业绩呈现较好改善。

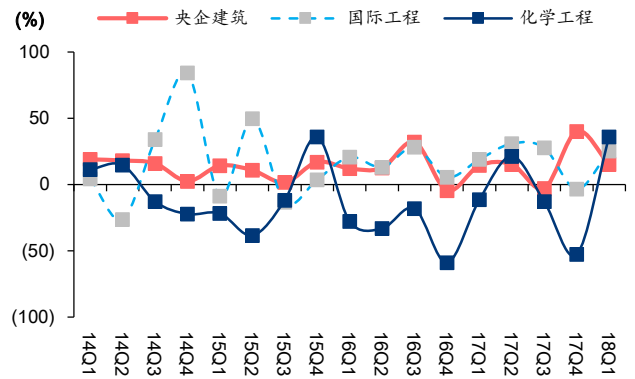
其中，PPP 相关的园林、设计、央企建筑等子板块 18Q1 业绩同比分别增长 125.96%、31.88%、15.08%，同比均有所改善。装饰板块业绩同比增长 23.64%，增速同比大幅提升。化学工程同比增长 35.94%，扭转了 17Q1 的下滑态势。中小建企及钢结构由于成本端上行较快，18Q1 业绩同比增速分别回落 2.36pct、44.74pct，同比增速 7.80%、18.56%。

图表9：设计、装饰、园林子板块单季度业绩同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表10：央企、国际工程、化学工程子板块单季度业绩同比增速

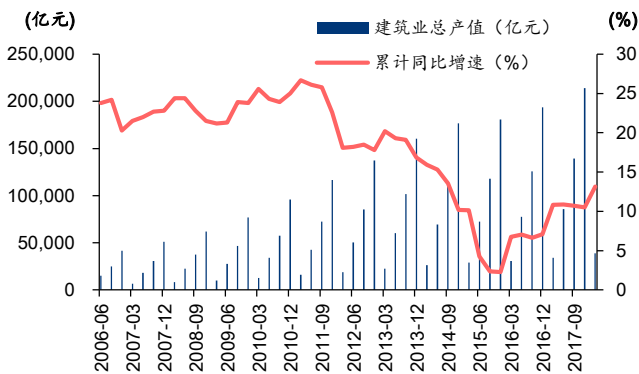


资料来源：Wind、华泰证券研究所

新签订单增速有所回落，市场集中度进一步提升

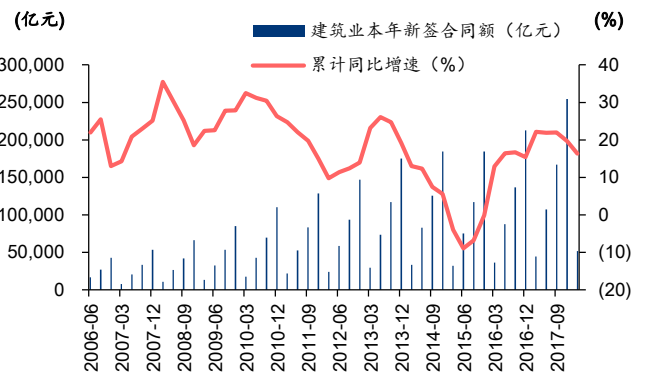
行业总产值保持增速提升态势，新签订单增速自2017年6月起有所下滑。根据Wind数据，2017年建筑业完成总产值21.4万亿元，同比增长10.5%，18Q1同比增速进一步提升至13.17%，增速达14Q4以来的最高值，其在15Q3以来持续处于上行通道。2017年建筑业新签合同额25.5亿元，同比增长19.70%，18Q1同比增速16.38%，季度累计同比增速自17H1达到21.9%的峰值以来连续三个季度下行。

图表11：建筑业总产值及同比增速变动



资料来源：Wind、华泰证券研究所

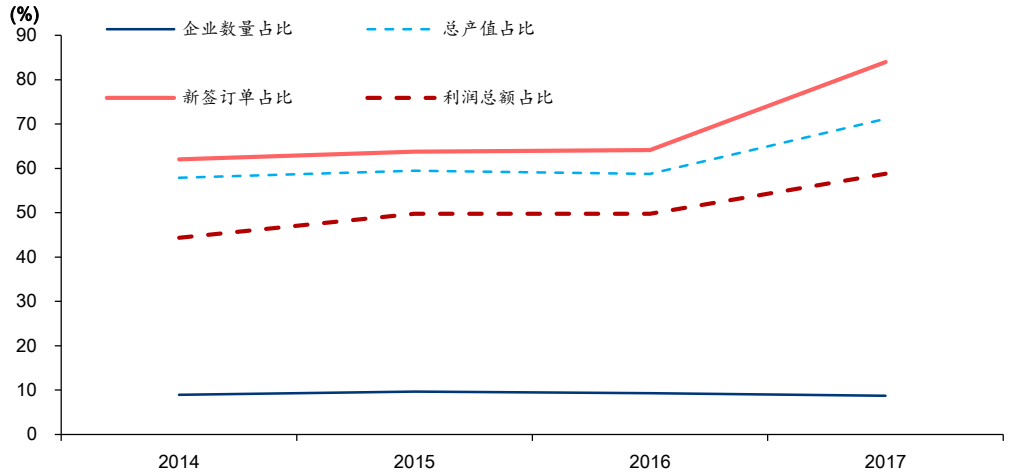
图表12：建筑业本年新签订单及同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2017年建筑业特一级龙头企业集中度显著提升。根据建筑业协会数据，在14-17年间，建筑业高资质（特一级）企业各项经营指标占行业总和比重总体处于提升态势，但2017年市场集中度提升的趋势更加明显。2017年特一级企业新签订单占比84%，总产值占比71%，较16年提升19.8pct/12.4pct，企业数量占比下降-0.58pct。我们认为建筑业高资质企业市占率的总体提升可能与PPP对行业竞争格局的改变有较大关系，2017年八大建筑央企新签合同额总计7.51万亿元，同比增长27.41%，增速显著高于行业整体的19.7%，占全部行业新签订单比重29.45%，较16年提升1.85pct。

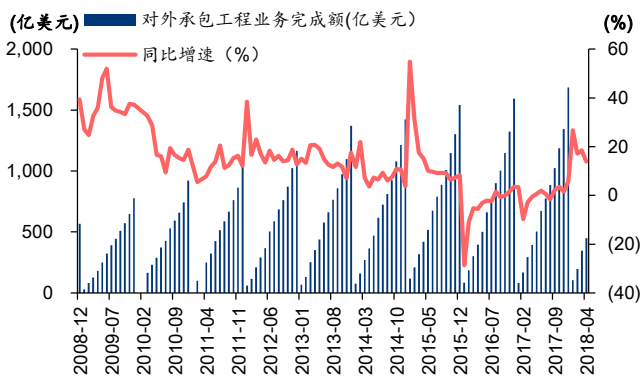
图表13： 建筑业特一级企业各项指标占全部资质以上企业总和比重



资料来源：建筑业协会、华泰证券研究所

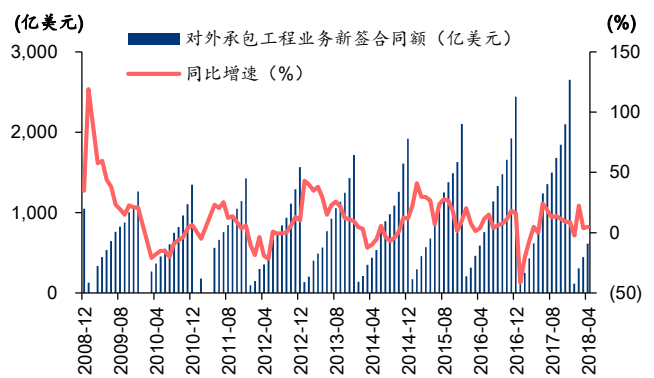
18年1-4月对外承包工程完成产值增速略有下滑，新签订单增速与17年持平，一带一路沿线工程完成产值增速仍高于总体。根据商务部与Wind数据，18年前4月我国海外工程承包完成合同产值448.3亿美元，同比增长13.9%，增速同比提升14.4pct，但环比自18M1起持续下行。新签合同方面，2017年我国海外工程新签订单同比增速总体实现回升，全年新签2652.8亿美元，同比增长8.7%，18年前4月同比增长4.9%，增速与去年同期持平。根据商务部信息，前4月我国对外承包工程企业在“一带一路”沿线61个国家完成营业额242亿美元，占同期总额的54%，同比增长27.7%；新签合同额288.3亿美元，占同期新签合同额的47%，同比下降-9.5%，“一带一路”沿线国家成为我国对外承包工程来源的重要方面，新签订单增速尽管仍然体现出海外工程固有的较大波动性，但从落地速度来看，一带一路沿线工程完成产值增速高于全部对外工程产值增速。

图表14： 对外承包工程业务完成额及同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表15： 对外承包工程新签合同额及同比增速

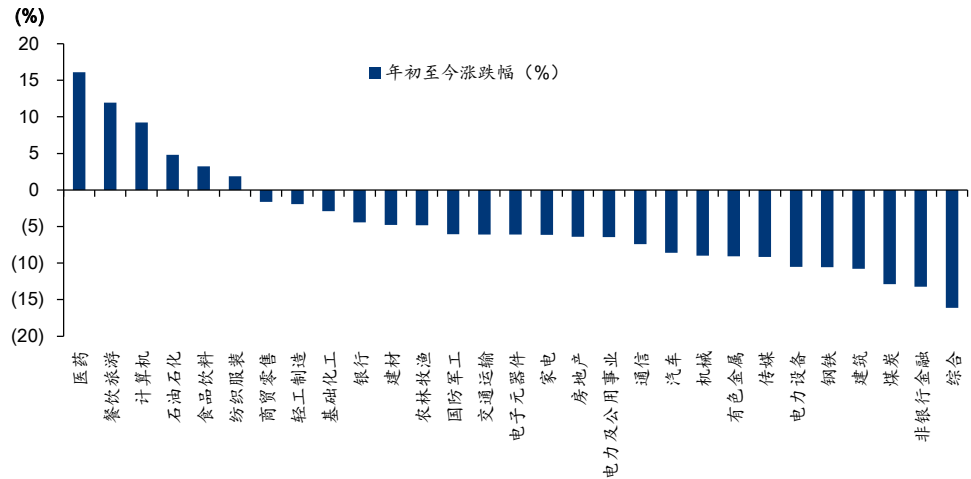


资料来源：Wind、华泰证券研究所

行情：年初至今板块跑输大盘，热点相对分散

年初至5月24日中信建筑指数跌幅居全行业第四。年初至今（5月24日）中信建筑指数下跌10.76%，跌幅居全部一级子行业第四（收益排名第26/29），而2017年全年，建筑指数下跌7.3%，收益居全行业第18位，我们认为去年以来基建投融资政策及融资环境的变化对整个板块的走势影响仍然较为显著。

图表16: 中信各一级行业年初至今涨跌幅

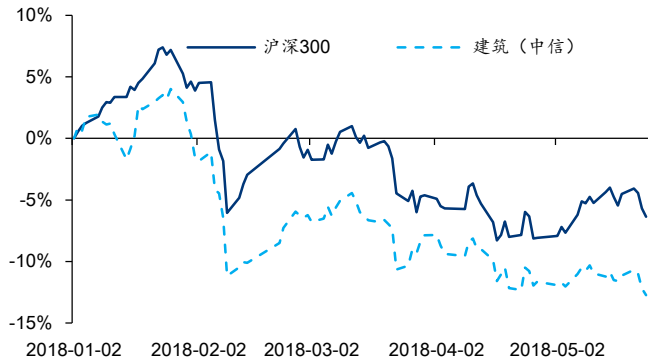


注: 数据截至5月24日收盘

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

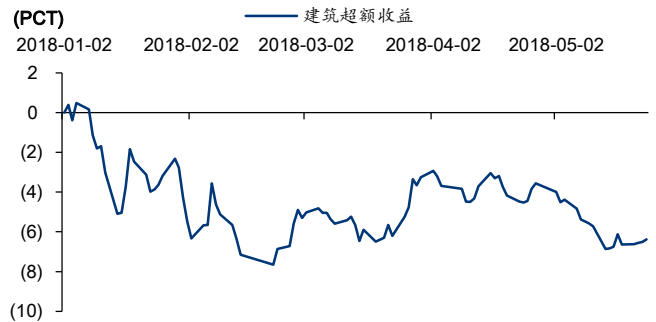
今年以来建筑板块整体跑输大盘, 当前时点超额收益仍处于开年以来的较差时期。年初至5月24日, 中信建筑指数整体跑输沪深300指数6.4pct, 分阶段来看, 1月初至2月22日阶段板块相对于大盘的收益差距震荡扩大, 最大时跑输大盘7.65pct, 随后板块在2月底至4月初相对收益有所回升, 4月2日达到今年2月以来超额收益最大值-2.9%, 但随后再次震荡下行。

图表17: 沪深300与中信建筑指数2018年以来走势



资料来源: Wind、华泰证券研究所

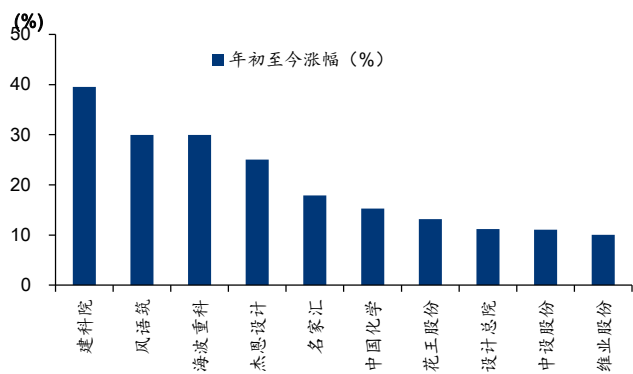
图表18: 中信建筑指数2018年以来超额收益变动



资料来源: Wind、华泰证券研究所

年初至今个股涨多跌少, 热点相对分散, 装饰/园林/化建板块依次轮动, 表现相对较好。年初至5月24日, 我们重点跟踪的124支个股中共24支取得正收益, 在剔除2017年6月以后上市的次新后, 共17支个股取得正收益, 我们年初至今推荐的中国化学和花王股份涨幅较好。涨幅前十个股所属细分领域较为分散, 从全部24支实现正收益的个股来看, 装饰板块占据四席, 分别为杰恩设计、维业股份、名雕股份和江河集团, 此外设计及园林次新股表现亦较好。

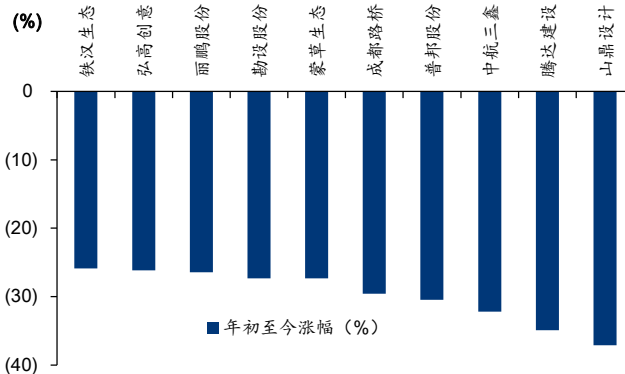
图表19: 年初至今建筑板块个股涨幅前十



注: 数据截至5月24日收盘

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表20: 年初至今建筑板块个股跌幅前十



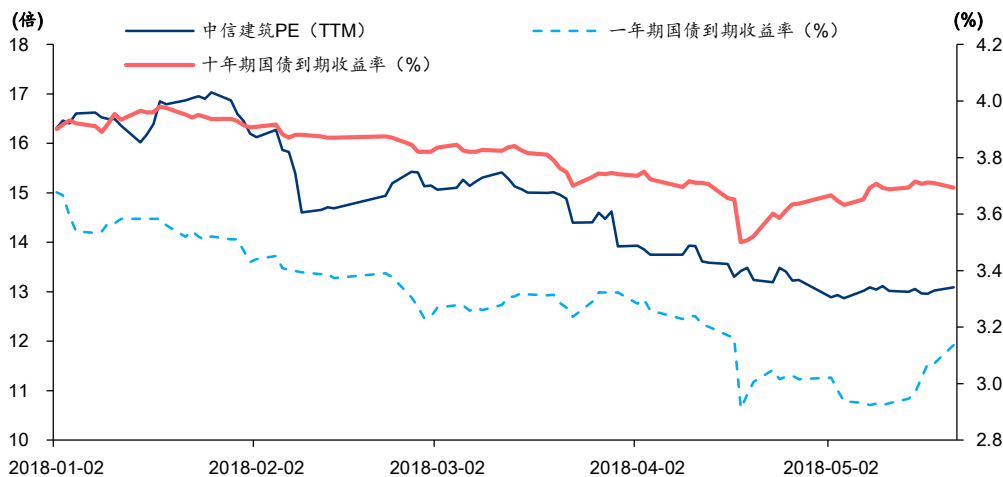
注: 数据截至5月24日收盘

资料来源: Wind、华泰证券研究所

估值: 年初以来板块受利率/政策压制明显

建筑板块上半年估值总体仍处于下行趋势, 当前 PE (TTM) 水平 13 倍左右。2018 年以来, 中信建筑板块 PE (TTM) 由 1 月下旬最高时的 17 倍左右下行至 5 月下旬的 13 倍左右, 整体仍然处于下行通道。同期一年期国债到期收益率在 5 月前亦处于下行通道, 由年初 3.7% 下降至 4 月下旬最低时 2.9% 左右, 十年期国债到期收益率亦随之下行, 但二者在进入五月后均有所反弹。我们在《建筑估值之变: 以小为美到大而美》中曾得出结论, 建筑 PE 与一年期国债相关系数 -0.68, 但今年至今, 建筑 PE 与国债收益率负相关性体现不明显, 我们认为原因有: 1) 类似 2010 和 2016 年利率快速上行没有马上拉低建筑 PE, 市场对今年以来的利率下行趋势仍需时间确认, 且在当前国债收益率总体呈下行趋势阶段 (近期有所反弹), 主要施工类公司融资环境并未出现超预期改善, 融资成本仍然高企; 2) 今年 PPP、地方债、环保限产等一系列政策降低了市场对于基建投资整体增速的预期。

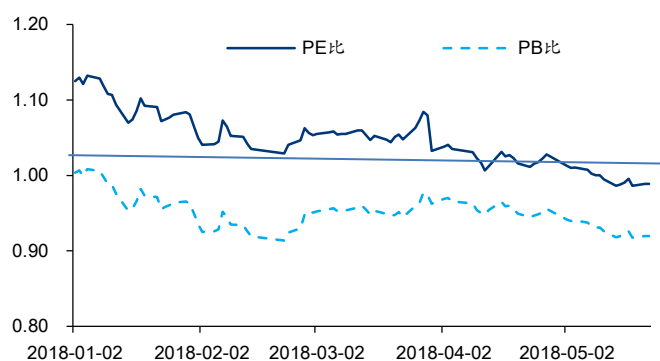
图表21: 中信建筑板块整体 PE (TTM, 左) 及国债到期收益率 (% , 右)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

当前建筑 PE (TTM) 与沪深 300 PE (TTM) 的相对估值比略小于 1, 今年以来板块估值仍与地产板块估值保持了类似走势。建筑板块 2018 年以来 PE (TTM) 与沪深 300PE 的比值震荡下行, 由年初的 1.12 下行至 5 月 21 日的 0.99, PB 比也由年初 1 附近下行至 0.92。根据我们在《建筑估值之变: 以小为美到大而美》中的研究, 建筑 PE/沪深 300 PE 小于 1 时板块估值相对大盘下行可能性较小且在相对估值拐点出现后的时间内存在较好的超额收益。从相关板块的估值情况来看, 上半年建筑板块 PE 仍然与房地产板块相关度较高。

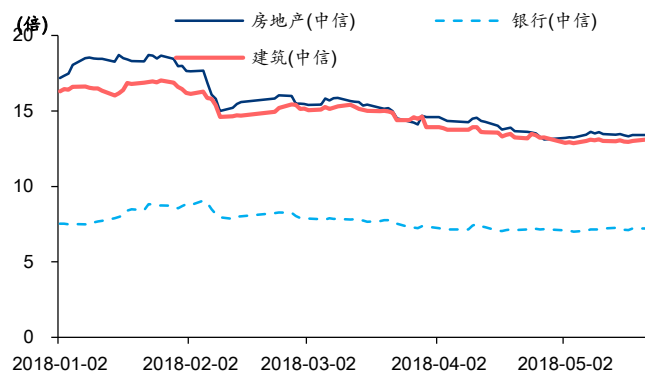
图表22: 年初至5月21日建筑板块与大盘估值比值



注: PE比=中信建筑PE(TTM)/沪深300PE(TTM)、PB比类似

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表23: 年初至5月21日相关板块PE(TTM)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

年初至今细分子板块PE仅化工工程上行,其余子板块估值降幅均在10%以上。年初至5月24日,化工工程子板块受益于油价上行等外因及自身订单高增长叠加收入增速提升,2018年业绩提升预期逐步增强,PE(TTM)提升幅度23.72%。除化建子板块外,其余子板块PE(TTM)均出现下行,其中园林/中小建企/装饰/钢结构降幅超20%,设计咨询和国际工程子板块PE降幅相对较小。

图表24: 建筑子板块年初及5月24日PE(TTM)对比

| | 年初PE(TTM, 倍) | 5月24日PE(TTM, 倍) | 提升幅度(%) |
|------|--------------|-----------------|---------|
| 大基建 | 11.66 | 9.33 | -19.96% |
| 装饰工程 | 30.25 | 22.63 | -25.21% |
| 园林工程 | 33.88 | 22.81 | -32.68% |
| 钢结构 | 35.57 | 26.53 | -25.43% |
| 设计咨询 | 48.48 | 42.49 | -12.36% |
| 化工工程 | 29.95 | 37.06 | 23.72% |
| 中小建企 | 27.90 | 20.61 | -26.12% |
| 国际工程 | 17.02 | 14.29 | -16.03% |

资料来源: Wind、华泰证券研究所

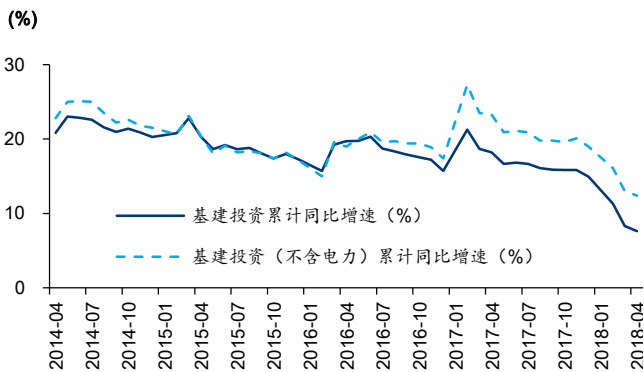
基建：全年增速缓下，关注扩内需下的结构性机会

4 月基建增速下行收窄，生态与公路投资较快增长

去年 12 月起，基建投资月度累计同比增速下行有所加快，生态环保及道路运输投资增速仍保持较高水平。根据统计局数据，18 年 1-4 月，全国共完成基础设施投资（不含电力）3.35 万亿元，同比增长 12.4%，增速同比下行 10.9pct，环比前三月下 0.6pct，而包含电力投资的基建投资同比增速前 4 月为 7.63%，增速同比下行 10.58PCT。基建投资同比增速自 2017 年初达到 2014 年以来的峰值后逐步下行，2017 年 12 月后下行速度有所加快。但四月增速下滑幅度较 3 月已大幅缩窄，我们预计全年基建增速继续下行空间较小。

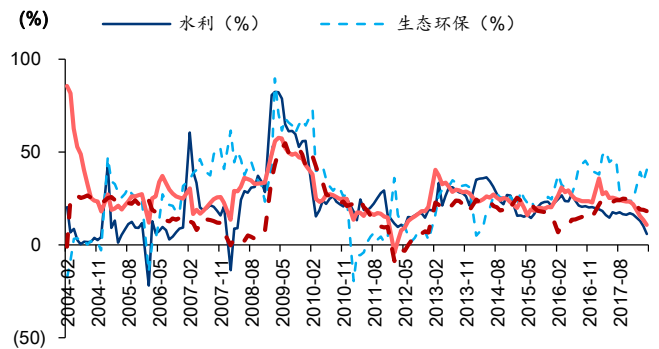
细分子行业中，生态环保和道路运输受益于政策支持，全年投资保持较高增长可能性较高。细分子行业中，生态环保与道路运输投资仍保持较快增长，前 4 月投资同比增长 40.5%/18.2%，尽管较 17 年同期投资增速亦有所放缓，但增速下行幅度较小。生态环保投资去年 7 月后受 PPP 规范政策影响增速一度大幅下滑，但进入 18 年后增速反弹较为明显。市政类投资前 4 月同比增长 10.8%，增速较前三月下 2.6pct，我们认为市政类项目运营属性较弱，且投资额较大，同样受 PPP 规范政策影响较为明显，后续增速能否回暖仍需观察中央及地方投资政策。总体而言，我们认为在多重政策支持下的生态环保板块全年有望实现较高投资增速，而道路运输受益于城市群/区域经济发展和乡村振兴背景下的农村公路投资高增长，全年总体投资保持较高增速可能性亦较大。

图表25：基建投资累计同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表26：基建细分子行业投资累计同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2017 年底以来针对基建投资和 PPP 项目的政策核心在于地方显/隐性债务的控制和 PPP 项目的合规/必要性。去年 11 月以来，中央及地方政府出台了多项针对 PPP 及地方政府投资的规范性文件，我们认为其核心要点在于：

1) PPP 项目是否合规，是否适合采用 PPP 模式以及是否确有必要实施，代表政策包括 17 年 11 月外发的财政部 92 号文等。我们认为从这个角度出发，重要在规范 PPP 发展同时对 PPP 呈支持态度，且 5 月后对合规投资项目的支持力度有所提升。如 5 月环保大会高层表示采取多种方式支持 PPP 项目，财政部 65 号文要求地方政府加快预算支出进度，国务院常务会议要求试点地区工程建设项目的审批时间压缩一半以上。

2) 各类投资项目是否会显性或隐性增加地方债务或央企国企债务，而这也是 PPP 项目合规性的主要考量方面。我们在 2018 年年度策略中曾提到，地方政府及央企去杠杆可能是贯穿全年的主题，而实际上去年年底以来大部分有关 PPP 和地方政府投资的规范类投资政策均围绕投资是否会显性或隐性地增加地方政府债务，今年 3 月财政部 65 号文要求金融机构在对项目提供贷款前需对资本金进行穿透审核，随后新疆和湖南相继对省内项目资金来源进行全面清查，其余省份虽未出台停工核查的正式文件，但我们预计各省或均按照财政部要求对项目进行了核查。至 5 月，新疆部分停工核查项目已完成复工，我们认为在

各省份完成项目合规性审查后，合规项目的进度有望加快。

图表27： 2017年11月以来PPP及地方政府投资相关政策文件

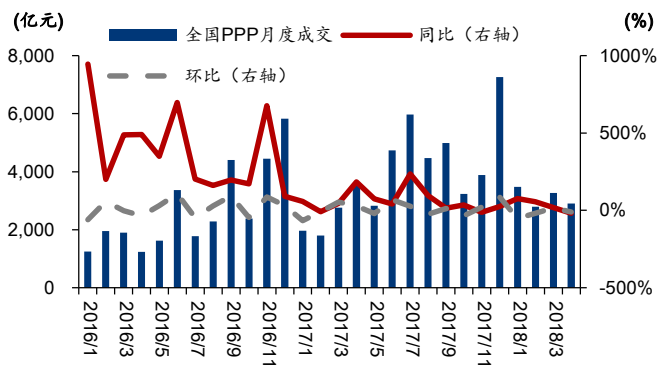
| 发布时间 | 部门 | 政策/文件名称 | 具体内容 |
|---------|---------|---|--|
| 2018.5 | 环保大会 | 高层发言 | 采取多种方式支持政府和社会资本合作项目 |
| 2018.5 | 新疆发改委 | - | 铁汉生态公告，新疆区域项目此前停工项目复工 |
| 2018.5 | 财政部 | 财政部财预[2018]65号文 | 要求加快地方预算执行管理，加快支出进度，促进经济社会高质量发展； |
| 2018.5 | 国务院常务会议 | - | 国常会要求今年省会城市以上要将企业开办时间压缩一半以上，由目前平均20多个工作日减至8.5个工作日；试点地区实现工程建设项目审批时间压缩一半以上，由目前平均200多个工作日减至120个工作日。 |
| 2018.4 | 湖南财政厅 | 《关于压减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》 | 全面梳理项目建设情况和债务风险情况，不属于中央重点和省委政府安排的民生实事及省政府工作报告明确的重点项目的，未开工的一律停建，已开工但停工后无重大影响的一律暂缓，已开工且停工有重大影响的调减投资规模，17年7月15日后筹措的系统外需要财政资金偿还的债务，撤销相应项目。 |
| 2018.3 | 新疆发改委 | 防范政府债务风险专题会议 | 要求全面清理2017年以来的政府投资项目，摸清地方政府隐性债务，对配套资金形成政府债务项目认证开展清理工作，对配套资金无法落实项目停止实施，对已开工且形成政府隐性债务的项目限期化解政府债务，否则立即停建。 |
| 2018.3 | 财政部 | 《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23号） | 国有金融企业向参与地方建设的国有企业（含地方政府融资平台公司）或PPP项目提供融资，应按照“穿透原则”加强资本金审查，确保融资主体的资本金来源合法合规，融资项目满足规定的资本金比例要求。若发现存在以“名股实债”、股东借款、借贷资金等债务性资金和以公益性资产、储备土地等方式违规出资或出资不实的问题，国有金融企业不得向其提供融资。 |
| 2018.2 | 财政部等 | 第四批PPP示范项目公布 | 共评选出396个示范项目，占全部申报项目的32%，投资总额7588.44亿元。 |
| 2018.1 | 银监会 | 《商业银行委托贷款管理办法》 | 禁止资管和银行作为委托人。基金专户和券商资管信托贷款也被叫停，私募基金不得通过委托贷款、信托贷款等方式直接或间接从事借贷活动，非标业务遭遇全面收紧。 |
| 2017.12 | 银监会 | 《中国银监会关于规范银信类业务的通知》 | 要求规范开展银信通道业务，商业银行不得将信托资金违规投向房地产、地方政府融资平台、股票市场、产能过剩等限制或禁止领域；贵州、江苏等两省市严肃处理市县违法违规举债担保问题，部分已升迁官员因终身责任制遭问责处罚。 |
| 2017.12 | 国家审计署 | 《2017年第三季度国家重大政策措施贯彻落实情况跟踪审计结果》 | 江西、陕西、甘肃、湖南、海南等五省的五个市县通过承诺函等违规举债64.32亿元，云南、湖南、吉林、重庆四省的10个市县（区）虚增财政收入15.49亿元。 |
| 2017.11 | 财政部 | 《关于国有资本加大对公益性行业投入的指导意见》 | 提出要在水电气热、公共交通、公共设施等提供公共产品和服务的行业和领域，加强分类指导，推进具备条件的企业实现投资主体多元化，同时通过购买服务、特许经营、委托代理等方式，鼓励非国有企业参与运营，央企国企施工、民企投资运营的联合体模式有望弥补PPP缺陷。 |
| 2017.11 | 国资委 | 《关于加强中央企业PPP业务风险管控的通知》 | 要求央企规范有序可持续地发展PPP业务，纳入中央企业债务风险管控范围的企业集团，累计对PPP项目的净投资原则上不得超过上一年度集团合并净资产的50%，不得因开展PPP业务推高企业负债率。 |
| 2017.11 | 财政部办公厅 | 《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》 | 要求在2018年3月底之前完成管理库集中清理。对不适宜采用PPP模式实施（准负面清单形式）、前期准备工作不到位、未建立按效付费机制的项目严禁入库，防止PPP异化为新的融资平台，坚决遏制隐性债务风险增量。 |

资料来源：各部委网站、华泰证券研究所

PPP清库一阶段完成，入库和落地项目投资额有望恢复稳定增长。根据全国PPP综合信息平台项目管理库的统计，2017年11月16日92号文发布至2018年3月末，全国PPP库累计清退管理库项目1160个，累计清减投资额1.2万亿元，好于市场预期。其中新疆、山东、内蒙古三省清退PPP项目数合计占退库项目总数的50%，退库项目投资额占退库项目总投资的37%。PPP清库后项目库质量得到提升，有利于项目落地和执行。在清库完成后的首次CPPPC季报中，管理库内项目的数量和投资额首次出现环比下降，但在清库完成，项目标准逐步明晰后，我们预计库内项目仍有望实现逐步增长，截至5月22日，管理库中项目7268个，投资额11.52万亿元。

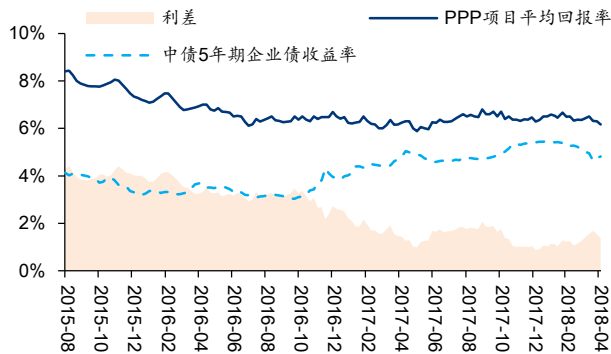
库内PPP项目落地率稳步提升，项目质量优化情况下项目投资回报率有所回升。2018年3月末，全国PPP库累计落地项目总数3324个、投资额5.5万亿元，落地率44.8%。3月末累计已开工项目总数1375个，较2017年末增加216个，开工率41.4%。而根据明树数据的统计，2018年1-4月全国PPP项目合计成交1.24万亿元，同比增长24%。我们总体认为今年PPP库通过清理后，项目质量预计将得到提升，可落地性及施工进度有望加快。

图表28: 全国PPP项目月度成交及增速



资料来源: 明树数据、华泰证券研究所

图表29: PPP项目平均回报率与企业融资成本



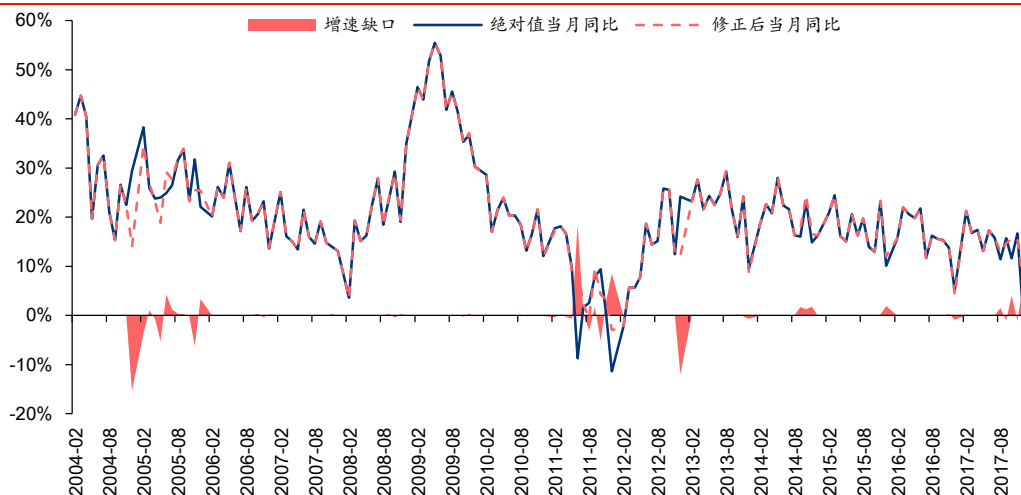
资料来源: Wind、明树数据、华泰证券研究所

资金来源规范透明化, 关注扩内需政策支持

我们在今年1月再谈建筑研究方法论系列之五《拨开迷雾, 再看基建/房建/工建空间》中, 从资金来源的角度对基建投资进行了详细拆分, 得出了两个主要结论: (1) 一是基建融资缺口(基建投资完成额-基建投资资金来源)呈现扩大趋势, 此前的基建投资增速可能存在高估; (2) 金融严监管下, 自筹资金比例预计下降, 国家预算内资金和国内贷款比例上升。

与2011年类似, 2017年Q4以来, 统计局直接公布的基建投资同比增速和我们以统计局公布的基建投资绝对值计算的同比增速存在显著差异, 我们认为主要是统计局公布的同比增速对基期做了修正, 这种向前修正后的同比增速与绝对值计算的同比增速存在缺口。2017年广义基建投资完成17.31万亿元, 绝对值口径下同比增长13.86%, 而统计局公布的广义基建投资同比增长14.93%, 二者增速相差1.07pct。从当月同比增速来看, 2017年12月修正后的基建投资同比增长6.75%, 而未修正基期的增速为0.22%, 今年以来, 基建投资项目的绝对值已不再公布, 仅公布修正后的同比增速。

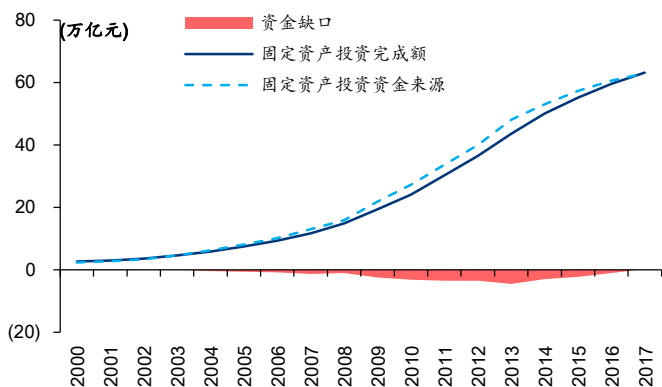
图表30: 两种口径下的广义基建投资同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

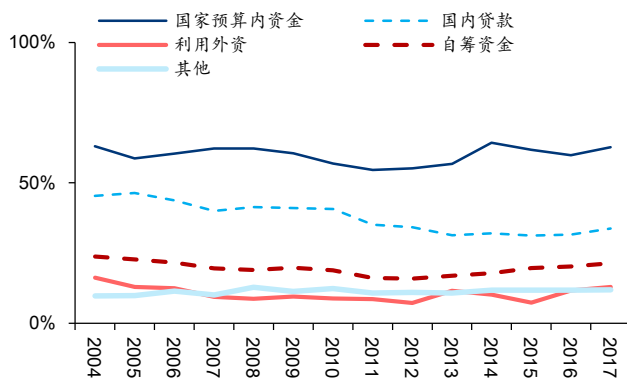
相比基建投资同比增速的差异, 资金来源口径统计的增速相对可靠。截至目前, 2017年固定资产投资资金来源已公布, 但分行业的资金来源尚未公布。2017年固定资产投资完成额高出资金来源额0.19万亿元, 2004年以来首次为正, 我们认为与基建投融资缺口有一定关系。我们通过比较2017年基建投资资金来源预测值和固定资产投资资金来源的占比, 认为总体与往年比例基本吻合, 因此我们对之前报告2017年资金来源预测值不做调整, 但参考2017年基建投资增速14.93%, 将资金缺口占比由之前的15.50%下调为14.67%。

图表31： 固定资产投资与资金到位缺口



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

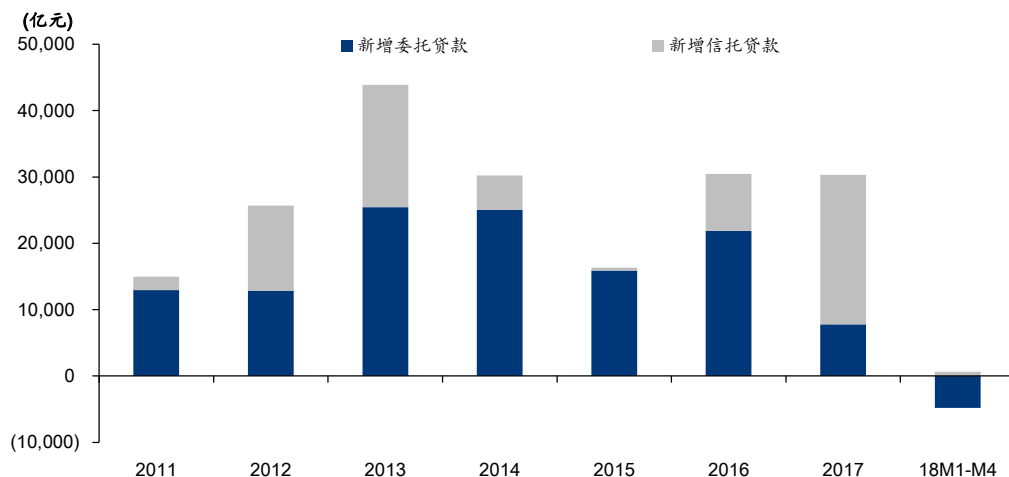
图表32： 基建不同资金来源占固投不同资金来源比重



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2018年1月以来,随着资管新规的落地,去通道化监管政策频出以及流动性整体偏紧,我们调整自筹资金中的非标资金预测。自筹资金一般占基建资金来源的60%,是最主要的资金来源,其中委托信托贷款等非标资金受资管新规的影响较大。2018年1-4月,社融中委托贷款累计减少4795亿元,信托贷款累计新增664亿元,分别较去年同期减少1.11万亿元、0.82万亿元。

图表33： 社会融资中新增委托贷款与信托贷款规模



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

参考2011年类似情形下委托信托贷款投向基建部分7716亿元,我们预计2018年乐观/中性/悲观情景下基建中来自委托信托贷款部分分别为9000/7000/5000亿元,其他部分仍为31745亿元。据此测算,2018年中性假设下基建自筹资金为9.07万亿元,同比增长3.84%,低于此前预测值9.09%。

图表34： 2017-2018年基建自筹资金来源预测（单位：亿元）

| | 自筹资金 | 政府性基 | | | 铁道债 | PPP | 非标与其中：(1) 委托 | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|------|------|--------------|-------|--------|
| | | 金支出 | 专项建设债 | 城投债 | | | 其他 | 贷款与信托 | (2) 其他 |
| 2011 | 36259 | 20973 | | 2995 | 890 | | 11401 | 7716 | 3685 |
| 2012 | 42862 | 17526 | | 7803 | 1250 | | 16283 | 13034 | 3249 |
| 2013 | 54895 | 22947 | | 8147 | 1540 | | 22261 | 18003 | 4258 |
| 2014 | 66220 | 24331 | | 16298 | 1625 | 132 | 23834 | 16057 | 7777 |
| 2015 | 79775 | 19730 | 162 | 11254 | 1600 | 991 | 46038 | 12104 | 33934 |
| 2016 | 81845 | 21845 | 1174 | 14537 | 1330 | 3913 | 39046 | 14259 | 24788 |
| 2017E | 87383 | 28617 | 922 | 5410 | 1440 | 8048 | 42945 | 11200 | 29745 |
| 2018E（乐观） | 94784 | 31479 | 1050 | 10400 | 1400 | 9709 | 40745 | 9000 | 40745 |
| 2018E（中性） | 90741 | 30906 | 1050 | 9200 | 1400 | 9439 | 38745 | 7000 | 38745 |
| 2018E（悲观） | 86412 | 30048 | 1050 | 8000 | 1400 | 9169 | 36745 | 5000 | 36745 |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

资金供给角度看，我们预计 2018 年乐观/中性/悲观情景下基建固定资产投资分别为 19.80/19.19/18.54 万亿元，分别同比增长 13.33%/9.83%/6.14%。在目前宏观政策背景下，我们假定国家预算内资金和国内贷款仍是基建的重要支撑，2018 年融资缺口占比保持在 14.50% 水平。因此，乐观/中性/悲观三种不同场景假设下，按基建资金来源倒推的 2018 年广义基建投资增速预计为 13.33%、9.83%、6.14%，低于此前预测的 15.44%、13.12% 和 10.54%，继续重点关注金融强监管下的非标增长、政府专项债券发行以及表外转回的基建贷款占比是否能够超预期提升。

图表35： 2017-2018年基建投资资金来源预测（单位：亿元）

| | 2016 | yoy | 2017E | yoy | 2018E | | | | | |
|---------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | | | | 乐观 | 中性 | 悲观 | 乐观 | 中性 | 悲观 |
| 国家预算内资金 | 21663 | 13.31% | 24294 | 12.15% | 27865 | 14.70% | 27739 | 14.18% | 27612 | 13.66% |
| 国内贷款 | 21084 | 11.13% | 24315 | 15.32% | 30958 | 27.32% | 30164 | 24.06% | 29371 | 20.79% |
| 自筹资金 | 81845 | 2.59% | 87383 | 6.77% | 94784 | 8.47% | 90741 | 3.84% | 86412 | -1.11% |
| 利用外资 | 265 | 26.19% | 278 | 4.87% | 306 | 10.00% | 300 | 8.00% | 295 | 6.00% |
| 其他 | 11439 | 30.33% | 12812 | 12.00% | 15374 | 20.00% | 15118 | 18.00% | 14862 | 16.00% |
| 基建资金来源 | 13629 | 7.44% | 149082 | 9.38% | 16928 | 13.55% | 164063 | 10.05% | 158552 | 6.35% |
| | 6 | | | | 7 | | | | | |
| 资金缺口占比 | 10.34 | | 14.67% | | 14.50 | | 14.50% | | 14.50% | |
| | % | | | | % | | | | | |
| 广义基建投资 | 15201 | 15.80% | 174712 | 14.93% | 19799 | 13.33% | 191886 | 9.83% | 185440 | 6.14% |
| | 2 | | | | 7 | | | | | |

注：资金缺口占比=（基建投资完成额-基建投资资金到位）/基建投资完成额。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

需求角度看，我们预计 2018 年传统重点基建领域（交通运输、水利、电源）合计投资为 4.86 万亿元，同比增长 10.01%；广义基建投资预计 19.42 万亿元，同比增长 12.20%。前文我们从资金来源的角度测算了 2018 年广义基建投资及增速，传统基建作为需求端重点领域，对广义基建投资有较大影响。2017 年轨道交通、公路、水利基建投资分别完成 0.48 万亿元、2.12 万亿元、0.70 万亿元，同比增长 23.8%、17.7%、15.0%，是传统基建增长较快的领域。展望 2018 年，我们预计在交通水利扶贫战略的引导性，公路和水利仍将维持较快增长，预计分别同比增长 16%、15%；受制于地方政府融资和去杠杆，我们预计轨道交通投资增速将回落至 10%。汇总传统基建项目投资后，我们预计 2018 年传统基建投资额为 488,551 亿元，同比增长 10.01%；按传统重点基建占广义基建投资比重 25% 测算，2018 年广义基建投资需求为 19.42 万亿元，同比增长 12.20%。

图表36：重点传统基建项目投资及增速预测（单位：亿元）

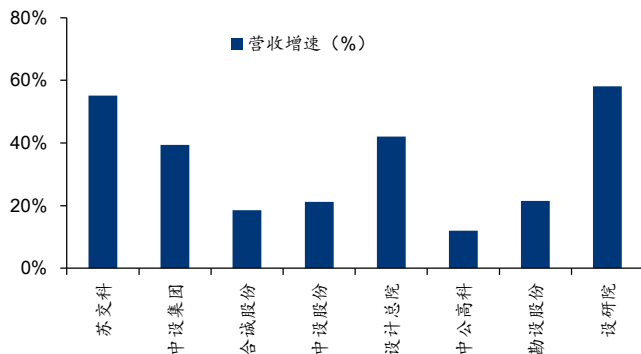
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E |
|--------------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 公路 | 12596 | 12714 | 13692 | 15461 | 16513 | 17784 | 21163 | 24549 |
| YOY (%) | 9.70% | 0.94% | 7.69% | 12.92% | 6.80% | 7.70% | 17.70% | 16.00% |
| 铁路(基本建设) | 4611 | 5185 | 5328 | 6623 | 6692 | 6412 | 6408 | 5856 |
| YOY (%) | -34.80% | 12.45% | 2.76% | 24.31% | 1.04% | -4.18% | -0.06% | -8.62% |
| 轨道交通 | 1628 | 1914 | 2165 | 2899 | 3683 | 3847 | 4762 | 5238 |
| YOY (%) | -4.10% | 17.57% | 13.11% | 33.90% | 27.04% | 4.45% | 23.78% | 10.00% |
| 内河及沿海建设 | 1405 | 1494 | 1528 | 1460 | 1457 | 1396 | 1216 | 1216 |
| YOY (%) | 19.90% | 6.33% | 2.28% | -4.45% | -0.21% | -4.19% | -12.93% | 0.00% |
| 民航(基本建设) | 688 | 712 | 717 | 734 | 769 | 782 | 869 | 926 |
| YOY (%) | 6.40% | 3.56% | 0.62% | 2.46% | 4.78% | 1.70% | 11.12% | 6.50% |
| 水利 | 3086 | 3964 | 3758 | 4083 | 5452 | 6100 | 7015 | 8067 |
| YOY (%) | 33.00% | 28.46% | -5.21% | 8.66% | 33.53% | 11.88% | 15.00% | 15.00% |
| 电源基建 | 3927 | 3732 | 3717 | 3686 | 3936 | 3429 | 2700 | 2700 |
| YOY (%) | -1.10% | -4.97% | -0.40% | -0.83% | 6.78% | -12.88% | -21.27% | 0.00% |
| 重点项目投资合计 | 27941 | 29715 | 30904 | 34946 | 38503 | 39750 | 44132 | 48551 |
| YOY (%) | | 6.35% | 4.00% | 13.08% | 10.18% | 3.24% | 11.02% | 10.01% |
| 广义基建投资 | 66946 | 77172 | 93621 | 112174 | 131265 | 152012 | 173085 | 194204 |
| 重点项目占比 (%) | 41.74% | 38.51% | 33.01% | 31.15% | 29.33% | 26.15% | 25.50% | 25.00% |
| 广义基建 YOY (%) | | 15.27% | 21.32% | 19.82% | 17.02% | 15.80% | 13.86% | 12.20% |

资料来源：Wind、华泰证券研究所

基建设计：龙头订单延续较高增长，人员指标向好

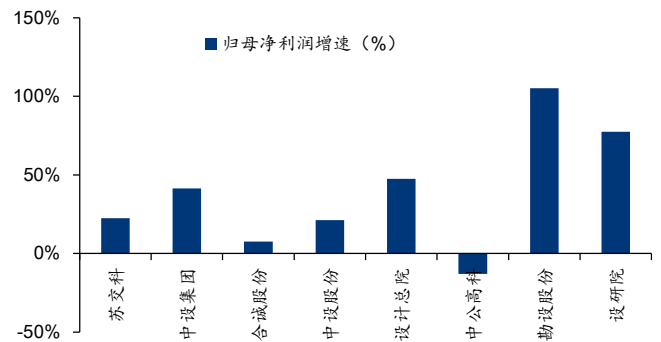
基建设计板块传统龙头与新上市区域龙头保持营收/业绩高增长。基建设计板块 2017 年营收增速最高的四家公司分别为设研院、苏文科、设计总院和中设集团，其中苏文科在扣除 TA 和 EP 后收入增长 20.91%，四家公司中苏文科和中设集团是 A 股基建设计传统龙头，设研院和设计总院则是 2017 年新上市区域基建设计龙头。业绩增长角度，勘设股份受益于毛利率上升业绩大幅增长 105%，设研院、设计总院和中设集团也取得较快增长，我们测算苏文科在剔除 TA 和 EPTISA 影响后业绩增速在 30% 以上。总体而言，整个板块在 17 年的业绩表现符合我们在《设计行业整合加速，龙头强者恒强》中总结的规律，即在每个五年计划的前三年，基建设计公司的订单和营收都有望实现较高增长。

图表37：基建设计子板块公司 2017 营收同比增速 (%)



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表38：基建设计子板块公司 2017 归母净利润同比增速 (%)



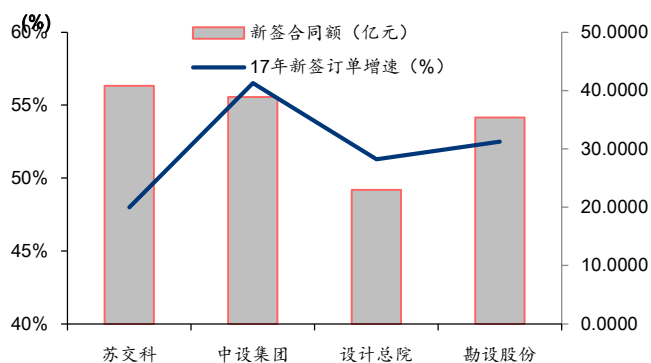
资料来源：Wind、华泰证券研究所

主要公司勘察设计主业保持高增长，新签订单高增长有望助未来收入增速保持高水平，中设集团规划研究收入高增长或利好未来勘察设计订单/收入增速。目前上市的基建设计公司中，除中设股份属于市级龙头外，其他几家均在省内享有较高的竞争地位，而在17年，新上市的三家区域龙头（设研院、勘设股份、设计总院）勘察设计主业营收均取得40%以上增长，传统龙头苏交科和中设集团也取得20%以上增长。订单方面，17年四家公布订单数据的公司均取得了48%以上的新签勘察设计订单额增速，较高的订单增长为其未来收入增速保持高位创造了条件。根据行业规律，规划研究一般发生在在勘察设计之前，因此规划研究业务营收较高增长或对后续勘察设计业务订单/营收具有促进作用，中设集团17年规划研究收入同比增长53%，或对后续勘察设计订单形成积极影响。

17年大部分基建设计公司人均产值增速提升，苏交科和勘设股份员工数同比增速超20%，人均产值提升+员工规模扩张或预示行业高景气有望持续。17年除设计总院（97万）和中设股份（38万）外，其他主要基建设计公司人均产值集中于75万元上下，除勘设股份因人数增速快于收入增速导致人均产值下降，其余公司均实现人均产值上升，其中设研院、苏交科和设计总院人均产值增速提升。

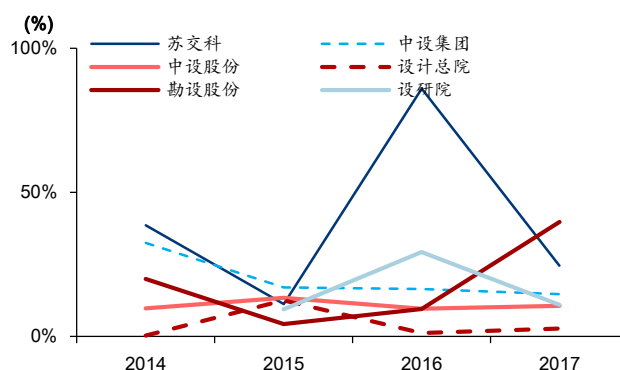
人员增速方面，17年勘设股份和苏交科人员增速超过20%，而苏交科是在16年进行重大海外并购，人员基数较高的情况下实现了员工数的连续高增长。其他公司的员工数增速相比16年基本保持稳定，仅设研院出现明显下滑。我们认为从企业经营前瞻性的角度看，企业往往在预计未来业务量能够保持较高增长的情况下才会持续扩大员工规模，而设计类公司在单人产能具备一定天花板情况下，增加员工数量是收入规模扩张的主要途径，我们认为人均差值提升和员工规模扩大的双重效应下，基建设计板块的高景气有望延续。

图表39: 基建设计子板块公司2017新签设计合同额及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表40: 基建设计主要公司历年员工数同比增速 (%)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

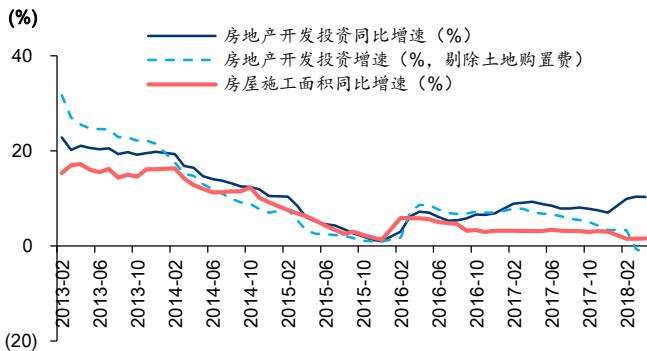
房建：竣工后期或改善，装饰订单/收入复苏明显

新开工维持较快增长，竣工增速有望改善

前四月土地购置费用带动房地产开发投资取得较高增速。18年1-4月全国房地产开发投资同比增长10.4%，增速达到2015年以来的最高点，其中土地购置费用同比增长66.9%，若剔除土地购置费用，其他部分的房地产开发投资在1-4月同比增长-1.54%，从历史情况来看，扣除土地购置费用后的房地产开发投资增速与房屋施工面积增速吻合度较高，而1-4月房屋施工面积同比增速1.5%，仍然处于2013年以来的较低水平。

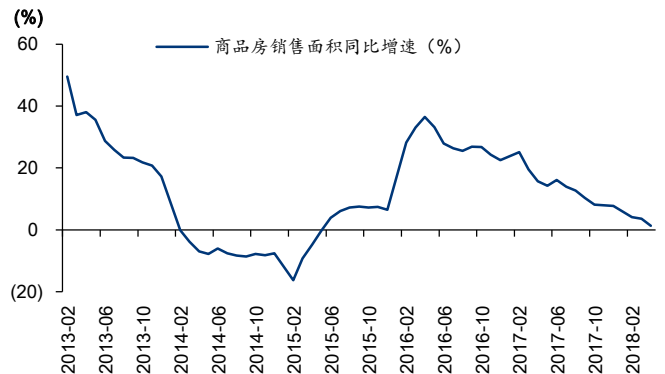
1-4月销售面积同比增长1.3%，增速仍处于下行区间，但新开工面积增速有所回暖。在地产调控未放松情况下，商品房销售面积同比增速仍处于2016年5月以来的下行通道。1-4月新开工面积同比增长7.3%，相比前3月增速9.7%有所回落，但仍然高于去年全年水平。我们认为新开工面积增速有所回升部分反映了去年土地购置面积增速的逐渐提升，但进入2018年，房地产土地购置面积增速出现明显下滑，1-4月增速为-2.1%。

图表41：房地产开发投资及房屋施工面积同比增速（%）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表42：房地产销售面积同比增速（%）

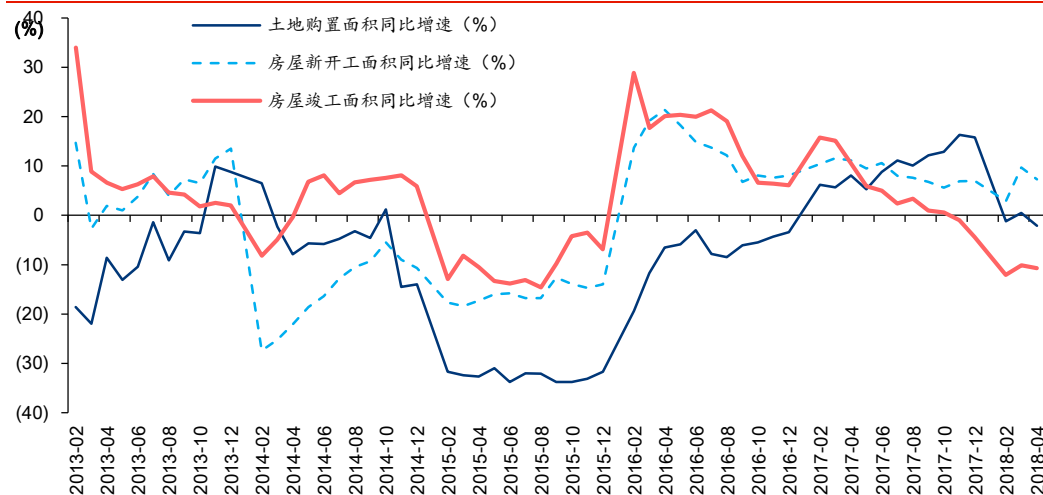


资料来源：Wind、华泰证券研究所

2018全年来看，2017年土地购置面积的高增速仍是2018年新开工面积增速保持稳定的主要动力。从2013年向后考察，土地购置面积增速拐点出现时间大多情况下领先新开工面积增速拐点2个月左右，或二者同步出现，但在2017年4月后，新开工面积增速缓慢下行，但土地购置面积增速在2017年底前仍在快速提升，二者同步性出现背离。我们认为在地产商目前普遍周转速度较快的情况下，土地购置面积增速向新开工面积增速的传导仍然有望持续，去年全年15.8%的购置面积增速有望推动新开工面积保持稳定增长，我们维持此前全年新开工5%以上增速的判断。

1-4月竣工面积同比下降10.7%，我们判断其增速未来有望逐步回升。2014年新开工面积增速的拐点领先2015年和2016年初竣工面积增速拐点1.5年左右，若此规律得以延续，则2015年底至2016年4月新开工面积增速的快速上行应在2017年的下半年使竣工面积增速得以提升，但这种情况并未发生。考察13-16年间每月新开工面积与竣工累计额的差可以发现，尽管期间新开工面积始终大于竣工面积，但14/15年差额处于下降态势，意味着在竣工面积扩大的同时，新开工能够为竣工提供的面积增量在逐步减少，进入2016年，该指标的同比变动率才转为正值。2017年新开工与竣工面积差额相比2016年同比增长27%，且进入2018年后增速仍有一定提高，我们认为对后市的影响可能有：1) 竣工面积在连续数月负增长，基数下降，且新开工提供的面积增量增加情况下，未来竣工面积增速或逐步回升；2) 差额面积增速在连续12个月以上维持10%以上增长后，进入装修阶段的项目面积增速或随之提升，我们预计对装饰企业的订单和收入确认具有一定提振作用。

图表43: 房地产土地购置、新开工及竣工面积同比增速 (%)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

扩内需叠加消费升级, 集中度提升打造家装龙头

消费升级是过往 C 端家装市场迭代升级的主要驱动力, 而当前扩内需与消费升级政策导向有望持续促进市场向品牌化家装倾斜。我们总结自 1980 年以来 C 端家装已经历 4 代模式变迁, 主流模式从最初的“马路游击队”逐步向设计、施工保障和售后服务均更加完善的品牌化一站式家装服务转变, 而这种转变的过程本身就是消费升级的过程。4 月政治局会议再提扩大内需, 其中包括通过促进消费升级改善消费结构, 我们认为扩内需+消费升级为行业真正龙头的出现提供了环境。

图表44: 家装行业发展历史

| 家装模式 | 时间 (年) | 特点 |
|------|-----------|---|
| 第一代 | 1980-1997 | 起步阶段, 马路游击队盛行, 对装修要求比较低 |
| 第二代 | 1997-2000 | 发展阶段, 家装公司出现, 半包装修服务为主 |
| 第三代 | 2000-2005 | 深化阶段, 龙头地方家装公司向全国拓展, 开始代购主材 |
| 第四代 | 2005-目前 | 完善阶段, 家装公司异地标准化复制, 从全包装修向整屋装修延伸, 采用 F2C 供应链 |

资料来源: 华泰证券研究所

C 端家装侧重毛坯房与二手房市场, 我们预计 18-20 年传统家装市场空间为 1.87/2.00/2.12 万亿元。根据我们在《家装格局之变, 群龙逐首》中的测算, 我们预计 2018-2020 年商品住宅的毛坯房竣工面积为 6.24/6.42/6.55 亿平方米, 二手房年成交面积保持在 5.65 亿平方米左右, 而装修单价受材料/人工涨价等因素影响每年预计提升 5%, 按此计算 18-20 年整体家装市场空间年复合增长率 7.6%。

图表45: 家装市场空间测算

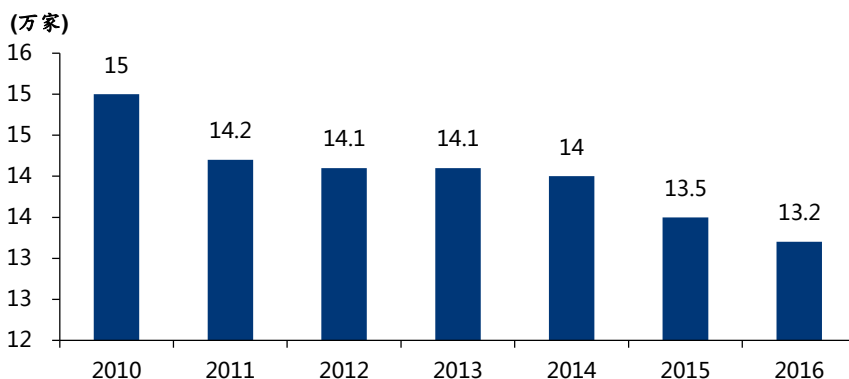
| 年份 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 商品住宅竣工面积 (亿平方米) | 8.09 | 7.38 | 7.72 | 7.18 | 7.97 | 8.42 | 8.84 |
| 竣工精装房比例 (%) | 17.71 | 18.71 | 19.71 | 20.71 | 21.71 | 23.78 | 25.86 |
| 商品住宅毛坯房竣工面积 (亿平方米) | 6.65 | 6.00 | 6.20 | 5.69 | 6.24 | 6.42 | 6.55 |
| 商品住宅房销售面积 (亿平方米) | 10.52 | 11.24 | 13.75 | 14.48 | 14.48 | 14.48 | 14.48 |
| 二手房/一手房销售面积 (%) | 23.01 | 31.58 | 42.17 | 39.00 | 39.00 | 39.00 | 39.00 |
| 二手房交易面积 (亿平方米) | 2.42 | 3.55 | 5.80 | 5.65 | 5.65 | 5.65 | 5.65 |
| 一手毛坯房+二手房交易面积 (亿平方米) | 9.07 | 9.55 | 12.00 | 11.34 | 11.89 | 12.06 | 12.20 |
| 家装单价 (元/平方米) | 1296 | 1361 | 1429 | 1500 | 1575 | 1654 | 1736 |
| 住宅装饰市场空间 (万亿元) | 1.18 | 1.30 | 1.71 | 1.70 | 1.87 | 2.00 | 2.12 |

注: 竣工精装房比例、家装单价的历史数据为估算值

资料来源: Wind、华泰证券研究所

上市公司在地域布局、供应链、品牌影响力和落地交付能力方面的优势或使其市占率较快提升，实现远高于行业的规模扩张速度。据中国装修建筑协会统计，家装行业的公司数量已经从2010年的15万家减少至2016年的13.2万家。我们认为未来家装行业的竞争态势将更加激烈。具备较强交付能力，拥有主材集采优势，商业模式可被异地复制，并提供硬装后服务的新型家装公司将获得较强竞争优势。以金螳螂为例，其可依托自身强大管理能力，在行业变革期实现快速的全国范围布局，并保证在订单快速放量情况下的落地交付能力，叠加其在公装领域积累的供应链优势，我们预计其在门店快速增长期订单/收入均有望实现连续快速增长，而在门店达到稳定水平后，凭借其积累的良好口碑，家装业务有望呈现收入稳定增长，盈利能力/回款稳定的消费属性。

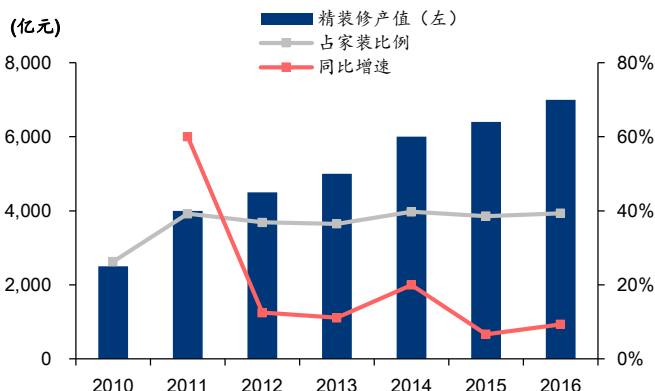
图表46： 2010-2016年家装行业企业数量



资料来源：中国建筑装修协会、华泰证券研究所

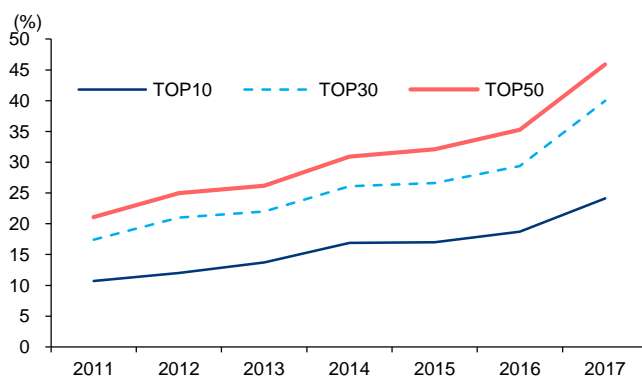
全装修比例提升有望进一步扩大市场需求，地产商集中度提升利好装饰龙头。根据中国建筑装饰协会的数据，商品房全装修在“十二五”期间实现产值年均复合增长18.72%，占家装行业总产值的比重由2010年的26.32%提升至2015年的39.35%，我们预计在全装修政策逐步推动下，2017年其占比有望提升至40%以上。按照《建筑产业现代化发展纲要》和《建筑业发展“十三五”规划》的要求，2020年新开工全装修成品住宅面积占比要达到30%，而2016年按装修产值与2000元/平米装修单价测算约占20%，按此计算17-20年全装修产值年均复合增速预计15%左右。大型地产商（如恒大）是推行全装修的主力，也是全装修企业的主要服务客户，根据克而瑞数据，2018年前4月大型地产商集中度仍呈现提升趋势，TOP10地产商销售额占比进一步提升至33.2%，我们预计有望对龙头公装企业的住宅类订单增速产生积极影响。

图表47： 2010-2016年商品房精装修占比及同比增速



资料来源：中国建筑装饰协会、华泰证券研究所

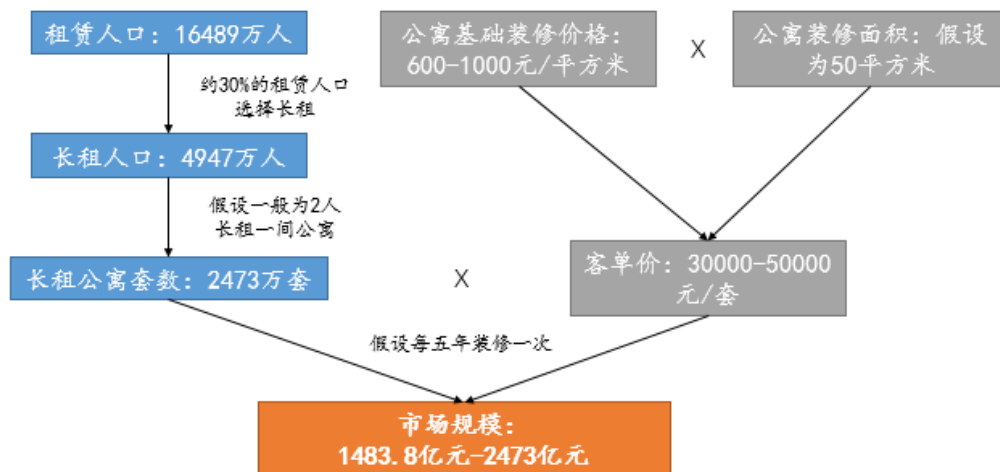
图表48： 大型地产商市占率



资料来源：克而瑞、华泰证券研究所

长租公寓快速推进为全装修提供全新增量市场。过往全装修集中于地产商开发的商品住宅楼盘，但集中开发的长租公寓为全装修市场提供了全新增量。根据《上海住房发展“十三五”规划》，十三五期间将供给租赁住房约70万套，仅17年下半年推出的租赁住房建筑面积就达143.53万平方米（最低1.66万套），若70万套目标实现，按当前55平方米/套，装修单价1800-2200元/平方米计算，则十三五期间平均每年租赁提供的全装修市场达到139-169亿元。而纵览全国，从土地供给角度考虑，我们预计全国36个一二线城市租赁住房的全装修年规模2020年为1155亿元。长期来看，从流动人口需求角度考虑，我们认为租赁住房全装修年规模约1484-2473亿元（测算过程详见《家装格局之变，群龙逐首》）。

图表49：长租公寓装修市场规模测算



资料来源：《中国流动人口发展报告》、国家统计局、华泰证券研究所

从上市公司订单层面来看，主要装饰类公司的住宅类订单在17Q4和18Q1均取得了可观增长，去年土地购置高增长对后续订单或产生支撑作用。我们对单独公告住宅类订单的装饰类公司进行统计发现，去年Q4以来，主要公司的住宅类订单均取得了可观增长，建艺集团、瑞和股份、奇信股份和洪涛股份17Q4住宅类订单均取得200%以上增长，而除奇信股份外，其余各家公司在18Q1住宅类订单高增速延续。除金螳螂住宅类订单包含C端业务外（扣除C端业务后B端订单增速我们预计在30%以上），其余公司住宅类订单绝大部分由B端全装修订单构成，我们认为去年Q4以来全装修订单的快速增长或是行业普遍现象，印证了行业需求强劲的观点。而去年以来的土地购置高增长尚未反映至新开工增速上，后续新开工转化可能对未来一段时间内的全装修市场产生一定支撑作用。

图表50：主要装饰公司单季度住宅类订单变化情况

| | 16Q4 (亿元) | 17Q4 (亿元) | yoy (%) | 17Q1 (亿元) | 18Q1 (亿元) | yoy(%) |
|------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|---------|
| 建艺集团 | 3.89 | 14.63 | 276.09% | 1.45 | 5.54 | 282.07% |
| 全筑股份 | | 3.65 | | | 13.71 | |
| 瑞和股份 | 3.42 | 18.52 | 441.52% | 1.07 | 3.02 | 182.24% |
| 奇信股份 | 0.88 | 6.1 | 593.18% | 1.4 | 1.66 | 18.57% |
| 中装建设 | | 6.98 | | 0.79 | 4.1 | 418.99% |
| 洪涛股份 | 0.7 | 4.85 | 592.86% | 0.47 | 1.48 | 214.89% |
| 宝鹰股份 | | 32.38 | | 9.43 | 17 | 80.28% |
| 广田集团 | 25.65 | 19.22 | -25.07% | 10.64 | 29.50 | 77.26% |
| 金螳螂 | 19.6 | 34.01 | 73.52% | 21.83 | 33.92 | 55.38% |

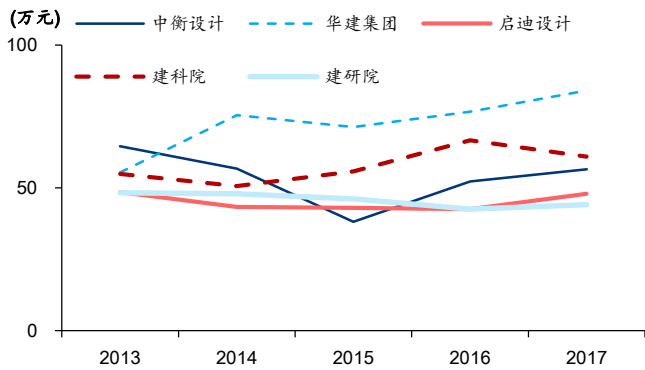
注：金螳螂住宅类订单包含C端业务，17年公司C端业务订单呈现放量增长，因此订单增速或与B端业务订单增速有差异。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

建筑设计：设计+总承包驱动板块进入景气提升通道

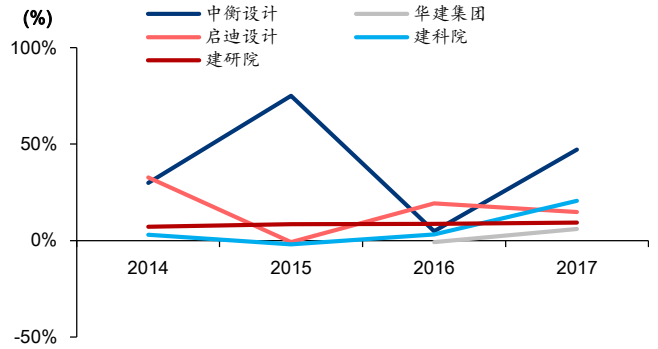
总承包收入前置指标预收账款快速增加，纵向整合下行业龙头未来通过 EPC 业务有望提升市场竞争力。设计业务位于产业链前端，按照供需可以推断，在单人产值提升存在天花板情况下，员工数量提升预示了企业对未来订单承接和产值的乐观判断，2017 年华建集团、建科院和中衡设计均出现人员增速提升，或预示企业对未来行业景气度的乐观判断。此外，2017 年华建集团总承包业务预收款大幅增加 52%，中衡设计在 16 年同比增长 45.8% 情况下维持稳定，启迪设计同比增长 23.4%，而根据行业经验，预收账款是总承包工程收入结转的前置指标。建筑设计龙头公司除横向整合外，通过向产业链上端延伸进入项目投资端，我们认为上市建筑设计公司有望依托 EPC 能力及资金能力，通过全产业链延伸，实现市场竞争力的提升。

图表51： 建筑设计主要公司历年人均产值（万元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

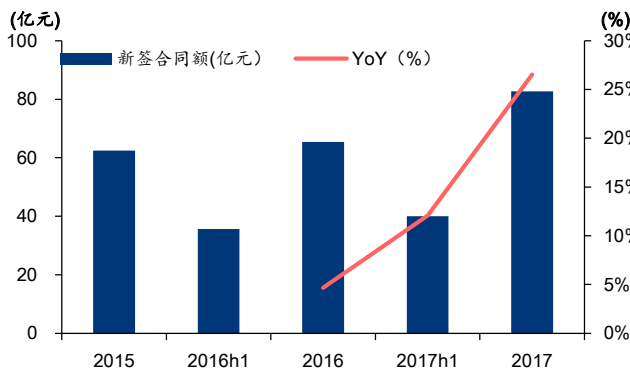
图表52： 建筑设计主要公司历年员工数同比增速（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2017 年上市建筑设计公司设计业务订单及收入均实现较高增长。上市建筑设计公司的设计业务主要集中于公共建筑领域，2017 年，华建集团订单同比增长 26.5%，17H1 设计订单实现翻倍增长，而 17 年中国建筑的设计订单增速达到 49.4%。收入方面，17 年华建集团/中衡设计/启迪设计设计业务同比增速 7.79%/37.15%/29.86%，华建和启迪设计增速较 16 年均有一定程度提升，中衡设计则是在 16 年同比增长 76% 的基础上继续增长 37%。我们认为设计作为产业链最前端业务，其增速提升对后端的装饰业务有望形成带动作用。

图表53： 华建集团上市以来订单情况统计



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表54： 中国建筑设计业务季度累计新签订单情况统计



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

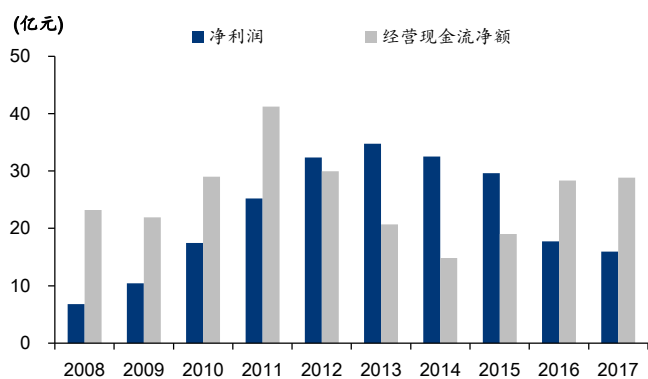
专业工程：化建景气上行，龙头业绩反转

油价、内需、环保三大支撑，化工投资有望较快增长

与基建、房建等建筑工程其他两个下游需求不同，化学工业工程是工建需求中较为独特的一个细分领域，主要表现为两个方面：一是业主大多为大型工业企业，在收付款环节都较为及时，因此化学工程公司的现金流总体较好。以中国化学为例，2008-2017年，公司近十年累计实现净利润222.87亿元，累计实现经营现金净流入256.98亿元，经营现金流覆盖净利润倍数达到1.15倍。

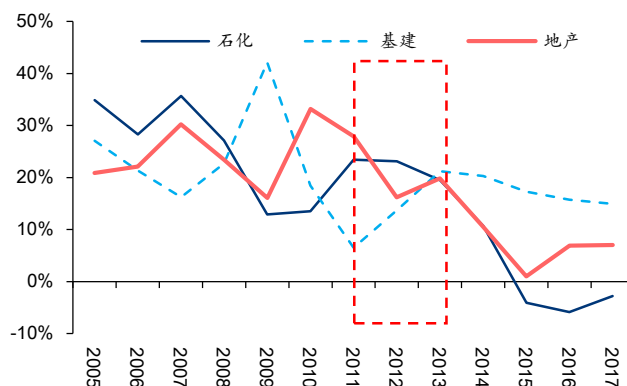
二是业主投资决策往往与油价等市场化指标有较强相关性，受国家宏观调控的总体影响相对要小，且在基建、房建投资受限时，往往成为地方政府拉动民间投资和经济发展的力量，具有一定的逆周期性。2011-2012年，由于“四万亿”投资退潮，2011年基建投资同比增长6.48%，结束连续六年两位数增长；房地产投资由于地产信托严监管，自筹资金下滑，2012年地产投资同比增长16.20%，为连续第二年增速下滑。同期，新型煤化工等化工项目成为地方政府拉动经济增长的重要方式，2011-2012年，石化行业完成固定资产投资1.43/1.76万亿元，同比增长23.40%/23.10%，连续两年维持20%以上增速。

图表55：中国化学净利润与经营现金流



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表56：石化投资与基建、房建投资同比增速



资料来源：Wind、中国石油和化学工业联合会、华泰证券研究所

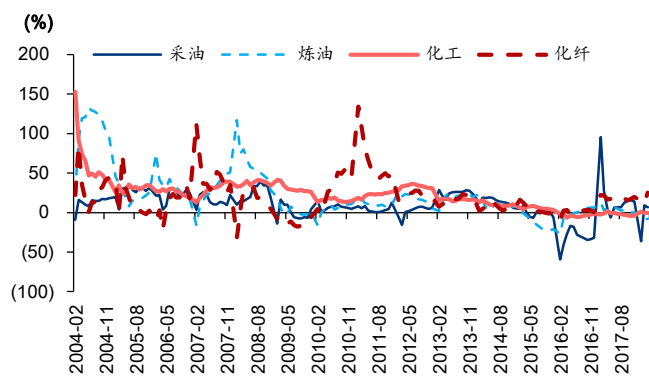
油价持续上行有望驱动部分高端化工产能投放，国内主要石化企业资本开支亦有望随之上升。截至5月24日，布伦特原油期货价已突破78美元/桶，WTI原油期货价已突破68美元/桶，我们认为在当前油价水平下，大部分炼油及煤化工项目的经济性已开始显现（详情请参见下文及《景气周期上行，化学工程谱新篇》），炼油投资也在16/17年实现连续两年正增长，未来如布伦特油价突破80美元/桶，则油气产业链投资增速有望持续改善。另一方面，油价上涨直接带动国内三桶油巨头资本开支增加，17年中石油与中石化资本开支分别同比增长25%/30%，2018年相比2017年计划继续增长4%/18%，中海油2018年资本开支计划增长41%-61%。

图表57: 原油期货结算价格走势(美元/桶)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

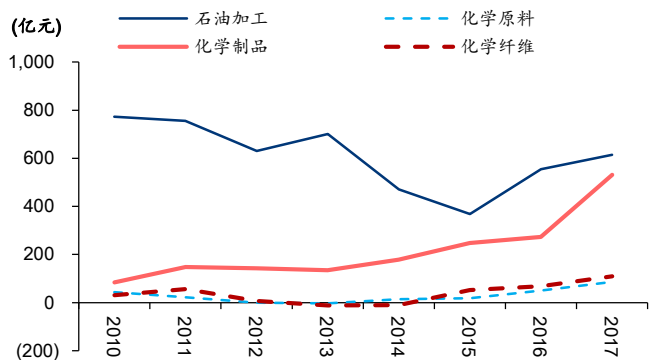
图表58: 石油化工行业不同领域投资月度累计同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

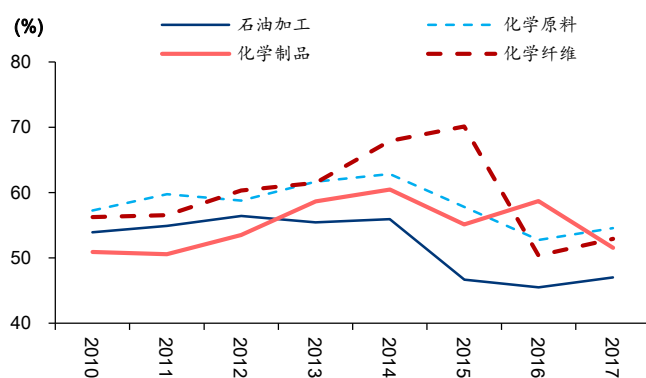
成本推动和供给侧改革推动下游化工品价格上涨,企业财务报表改善,投资能力提升。2016年以来化工行业整体提质增效显著,重点石化领域下游企业归母净利润增加,2016-2017年,沪深A股已上市石化和化工细分行业盈利显著增加,资产负债率显著下降。随着油价基本企稳,以及化工基础原料与下游产品价差的上升,荣盛石化、恒逸石化等主要的民营炼化一体化企业向上游发展投资石化炼化项目动力增强。由于灵活的市场调整策略和政策红利,这部分炼化一体化新增产能已在积极建设中。

图表59: 沪深A股已上市石化化工细分行业归母净利润合计



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表60: 沪深A股已上市石化化工细分行业资产负债率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

近年来,我国逐步放开对民营石化化工企业的投资限制,民营炼油炼化一体化驱动新增投资超过3000亿元。民营企业进入炼油行业的主体;一部分是原先的山东地炼,在淘汰一部分落后产能的情况下,获得了国家给予的原油进口配额,准备新建一部分先进的产能,2016年共13家地炼获得,其中山东11家;另外一部分是民营化纤企业,在低油价和原油进口权放开的背景下,为了获取原料PX,开始进军上游炼厂,其中恒力石化2000万吨/年炼化一体化项目是首个重大民营炼化项目,也是国内核准规模最大的炼化项目,四大民营炼化总投资合计达到3292亿元。

图表61: 主要民营炼化一体化项目规模对比

| 项目名称 | 浙江石化 | 恒力石化 | 盛虹石化 | 恒逸石化 |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 总投资(亿元) | 1600 | 740 | 714 | 238 |
| 炼油(万吨/年) | 4000 | 2000 | 1600 | 800 |
| 乙烯(万吨/年) | 280 | 150 | 110 | |
| 芳烃(万吨/年) | 1040 | 450 | 280 | 200 |
| 预计投产时间 | 2020年 | 2019年 | 2019年 | 2020年 |

资料来源:公司公告、华泰证券研究所

油价 70 美元以上部分煤化工项目盈利能力提升，新型煤化工项目技术区域成熟，环评回归常态。11-12 年煤化工项目曾在拉动地方经济增长过程中起到重要作用，彼时布油价格稳定于 100 美元/桶之上，且地产与基建增长存在较大压力。根据石油和化学工业规划院测算，在当前煤价水平下，布油价格在 70 美元/桶之上时煤制乙二醇项目具备经济性，而在油价继续上行至 80 或 90 美元后，部分煤制烯烃项目有望实现盈利，若政策面给予支持，煤制气及煤制油项目亦有望具备可行性。实际上，2017 年以来煤化工项目已逐步恢复正常，在 15 年没有项目通过环评情况下，16/17 年各有 7 个项目通过环评，而随着油价走高，部分之前停工的项目复建，也会为行业投资带来增量。我们测算“十三五”期间新型煤化工总投资规模约 6243 亿元，而国内煤化工龙头中国化学在 17 年新签煤化工订单 90 亿元，同比增长 164%，订单层面反应的行业回暖已初步显现。

图表62： 2016-2020 年新型煤化工项目投资测算

| | 2015 年产能 | 2015 年产量 | 2016-2020 年预计新增产能 | 预计项目总投资额 (亿元) |
|----------|----------|----------|-------------------|---------------|
| 煤制油 | 278 万吨 | 132 万吨 | 1200 万吨/年 | 1143 |
| 煤(甲醇)制烯烃 | 792 万吨 | 648 万吨 | 1600 万吨/年 | 3428 |
| 煤制乙二醇 | 212 万吨 | 102 万吨 | 600-800 万吨/年 | 600 |
| 煤制天然气 | 31 亿立方米 | 16 亿立方米 | 200 亿立方米/年 | 952 |
| 煤制芳烃 | N/A | N/A | 100 万吨/年 | 119 |
| 合计 | | | | 6243 |

资料来源：《现代煤化工“十三五”发展指南》、华泰证券研究所

环保高压下的退城入园或催生 7540 亿元的化工搬迁改造投资。依据 2017 年发布的《关于推进城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造的指导意见》，中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型化工企业 2018 年底前全部启动搬迁改造，2020 年底前完成；其他大型企业和特大型企业 2020 年底前全部启动搬迁改造，2025 年底前完成。根据中国石油和化学工业联合会化工园区工作委员会 2016 年的全国调研统计，截至 2015 年底，全国重点化工园区或以石化为主导产业的工业园区共 502 家。其中超大型和大型园区（产值 500 亿元以上）数量仅占比 8%，但产值占比 50%，规模以上石化企业入园率 45% 左右。根据 2017 年 12 月工信部、国家安监局联合召开的电视电话会介绍，截至 2016 年底，共收到各地上报的需要搬迁改造的项目 957 个，总投资 7540 亿元。

图表63： 我国重点化工园区分布



资料来源：商务部等《中国化学工业投资促进报告》、华泰证券研究所

2017 年，主要化学工程企业营收增速普遍好转，其中龙头企业中的中国化学和中油工程分别同比增长 10%、9%。2017 年新签订单除惠生工程外，其余企业均超过去年收入的 1 倍。当前油价稳定在 70 美元以上有利于促进订单营收的持续增长。其中中国化学 18 年前 4 月国内新签订单同比增长 72%，收入同比增长 43%，18Q1 归母净利润同比增长 29%，我们认为拐点已现，且较高的新签订单增速有望延续业绩反转趋势。

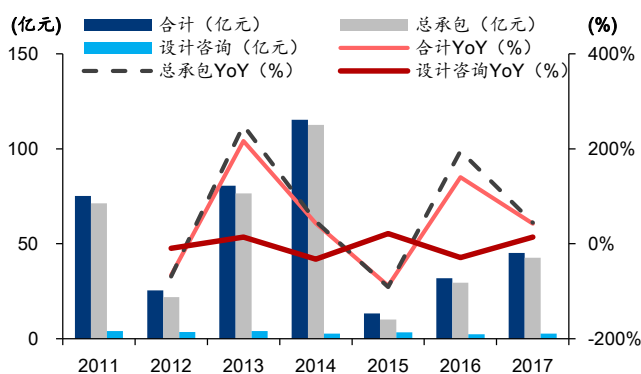
图表64：主要化学工程企业2017年收入、业绩及新签订单

| 公司代码 | 公司简称 | 2017年收入 | | 2017年归母 | | 2017年新签合同(亿元) | 2017年新签订单/收入 |
|-----------|-------|---------|---------|---------|---------|---------------|--------------|
| | | (亿元) | YoY (%) | 净利(亿元) | YoY (%) | | |
| 601117.SH | 中国化学 | 585.71 | 10.35 | 15.57 | -12.04 | 950.76 | 1.62 |
| 2386.HK | 中石化炼化 | 362.09 | -8.11 | 11.30 | -32.37 | 390.63 | 1.08 |
| 600583.SH | 海油工程 | 102.53 | -14.50 | 4.91 | -62.67 | 103.66 | 1.01 |
| 600339.SH | 中油工程 | 553.64 | 9.29 | 6.70 | -47.96 | 1049.96 | 1.90 |
| 603698.SH | 航天工程 | 12.16 | -6.67 | 1.92 | 17.47 | | |
| 603959.SH | 百利科技 | 5.97 | -22.41 | 1.09 | 1.96 | 12.30 | 2.06 |
| 2236.HK | 惠生工程 | 41.25 | 35.60 | 1.38 | 222.29 | 31.19 | 0.76 |
| 002140.SZ | 东华科技 | 29.09 | 73.87 | -0.63 | -177.18 | 45.18 | 1.55 |
| 600248.SH | 延长化建 | 38.94 | 7.40 | 1.34 | 9.22 | 36.30 | 0.93 |
| 603637.SH | 镇海股份 | 2.92 | -4.03 | 0.44 | -26.44 | | |
| 002469.SZ | 三维工程 | 7.54 | 115.03 | 0.57 | 386.64 | 20.55 | 2.73 |
| 002755.SZ | 东方新星 | 3.66 | 105.17 | 0.11 | 138.17 | | |

资料来源：Wind、华泰证券研究所

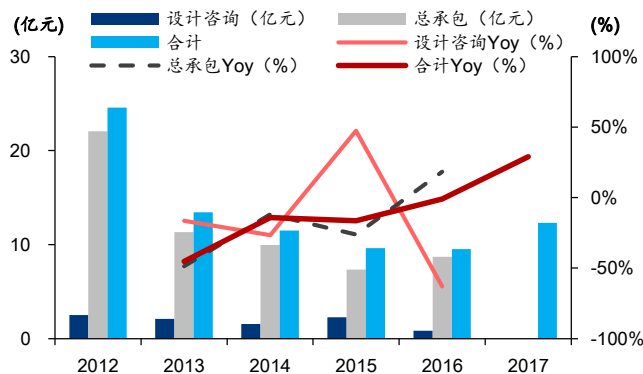
行业主流设计公司17年的订单增速保持较高水平，预收款项余额仍处于2013年以来的较好水平。我们重点研究的公司中，东华科技和百利科技定期公布新签订单情况，可以看到，尽管目前东华科技的订单总额仍无法达到煤化工项目大幅上马时期（13-14年）的水平，但自2016年以来订单已逐步回暖，2016/2017新签订单同比增速140%/44.5%，17年新签订单是当期收入的1.55倍；百利科技新签订单额增速16/17年连续提高，但实际上从2013年起仅2017年实现正增长。三维工程2017年新签订单20.55亿元，为当年收入2.73倍。我们认为油价上涨等因素为行业带来的订单和收入扩张在主流上市公司中已部分得到体现，目前较高的订单收入比仍有望使主要公司2018年保持较高的收入增速。预收账款方面，17年末百利科技预收账款同比增长239%，镇海股份由16年底的0增加至0.33亿元，18Q1末增长至0.88亿元，三维工程和东华科技同比下降，但三维工程17年末预收款余额仍处于2013年以来的较好水平，东华科技18Q1环比回升15%。

图表65：东华科技历史订单统计



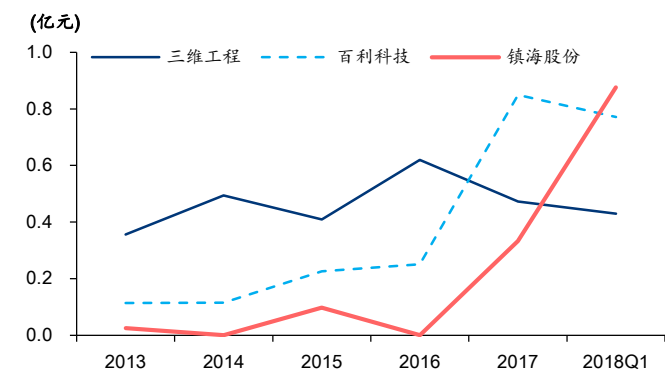
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表66：百利科技历史订单统计



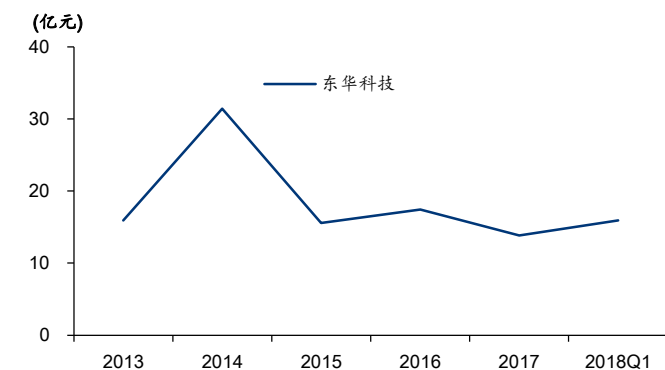
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表67: 三维工程、百利科技、镇海股份预收账款(亿元)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表68: 东华科技预收账款(亿元)

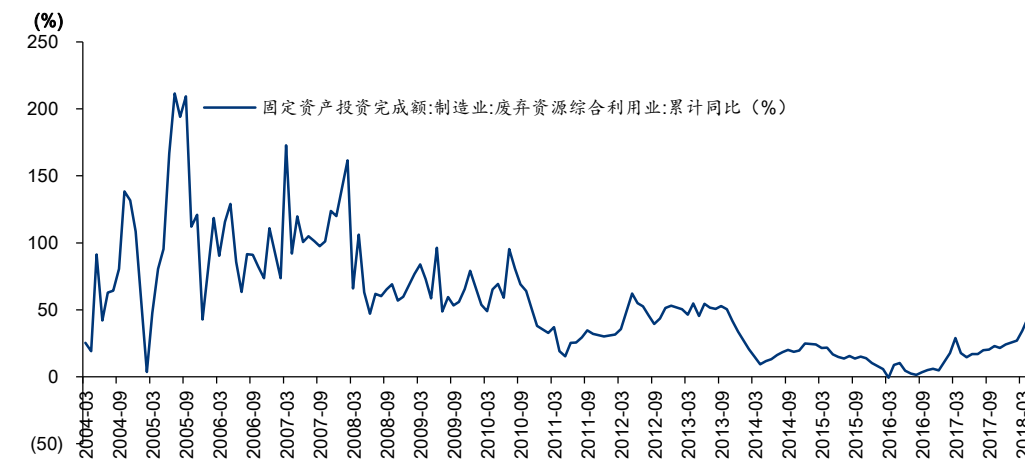


资料来源: Wind、华泰证券研究所

废弃资源回收利用投资增速明显提升, 未来空间广阔

行业投资持续回暖阶段, 未来市场空间广阔。18年前4月废弃资源回收利用业固定资产投资同比增速43.8%, 2016年3月以来行业投资增速进入上行通道。依据2017年1月25日工信部、商务部和科技部等三部委联合印发的《关于加快推进再生资源产业发展的指导意见》以及商务部等五部委于2015年1月21日印发的《再生资源回收体系建设中长期规划》(2015-2020年)等文件, 到2020年, 再生资源回收利用量有望达到3.5亿吨, 比2016年的2.6亿吨增长36.5%, 即2016-2020年年均复合增长8.1%, 需求端有望实现稳定增长。

图表69: 废弃资源回收利用固定资产投资同比增速



资料来源: 《中国化学工业投资促进报告》、华泰证券研究所

供给端环保督察加码及禁止洋垃圾进口有望利好龙头公司提升市占率。2016年7月-2017年9月，中央一共进行了四轮环保督察，完成了对全国31个省区市的全覆盖，且环保部表示环保督查未来仍会继续，我们预计环保督查维持较高力度将对依靠低环保成本抢占市场行为形成有效遏制，推动行业供给侧改革向利好龙头方向发展。17年12月31日以后，多种固废（包括废钢、废纸、废塑料等）被列入禁止进口名单，根据华泰环保组观点，禁止洋垃圾入境不仅会强化国内资源节约集约利用，全面提升国内固体废物无害化、资源化利用水平，还在一定程度缩减了固废供给，利好回收网络强的行业龙头。

关注建筑板块中固废、危废处置业务发展较快的葛洲坝、中材国际。根据公司年报介绍，葛洲坝17年固废处置量位居全国前五，而公司在17年完成了淮安环保产业园的建成投产，规划在建的再生资源产业园区多达16个，未来公司有望由回收分类销售向废弃资源深加工转变，转变单纯依靠政府补贴盈利的模式，提高盈利能力。中材国际子公司中材环境拥有整套水泥窑协同处置危废自主建设、运营技术，两材合并后有望深度受益于集团内部广阔的水泥窑协同处置改造与运营市场。

2018年度行业中期投资策略及推荐标的

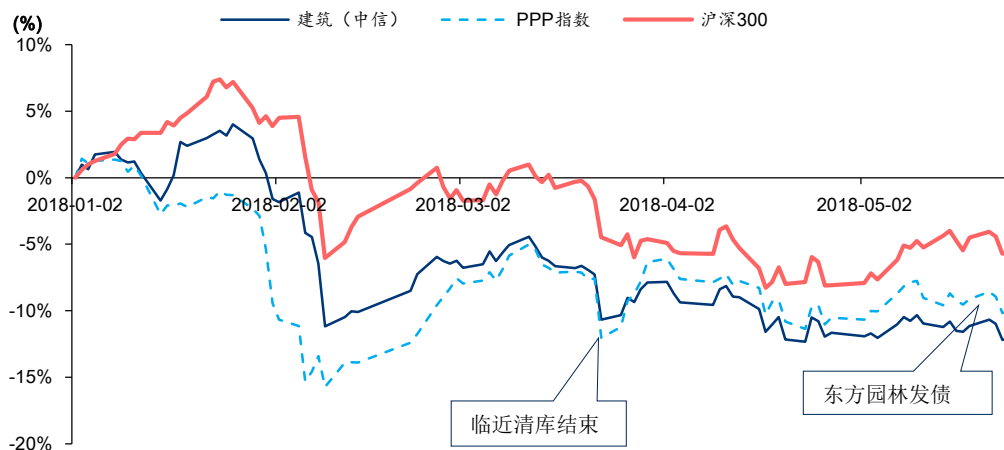
年初至今除化工工程子板块外，其余建筑子板块在业绩持续改善情况下估值仍出现较大幅度下行。从图表 24 中可以看出，今年以来至 5 月 21 日，建筑子板块中仅逻辑相对独立且现金流相对较好的化建板块估值实现提升，而其余子板块中，大基建板块本身估值较低，但下行幅度依然接近 20%。在所有子板块中，设计和国际工程估值下行幅度明显较小，而这两个板块在所有建筑子板块中现金流相对较好，业务发展相对不依赖融资大幅增加。

在经历了连续的订单较高增长和业绩改善后，市场对建筑板块的关注点或由业绩提升空间逐步转向现金流带来的业绩增长保障度。在去杠杆、PPP 规范监管和地产调控仍处高位情况下，年初市场普遍预计建筑央企 2018 年订单增速或出现明显放缓，但从实际情况来看，主要建筑央企 Q1 或前 4 月仍然保持了较高的新签订单增速，超出市场预期，而部分设计/园林公司新签订单在过往实现连续高增长情况下订单增速仍保持在较高水平。我们认为在目前建筑企业订单保障倍数均相对充足的情况下，市场更加关注现金流和融资情况对建筑企业业绩增长可能带来的影响。

基建：下半年基建投资增速或企稳，关注 PPP 融资改善

当前时点市场尚未对 PPP 融资改善形成一致预期，扩大内需、利率下行未来或对 PPP 企业融资产生积极影响。三月末 PPP 清库结束后，市场曾判断合规 PPP 项目的融资有望出现边际改善，而从部分指标企业的融资到位情况看，三月后项目融资确实出现了开始落地的现象。但 5 月中旬东方园林发债未足额募资后，从园林标的的股价走势看，市场或对 PPP 的融资改善重新产生疑问。

图表 70：年初至今建筑板块，PPP 指数及沪深 300 指数走势



资料来源：Wind、华泰证券研究所

我们认为当前市场环境下，资本市场利率下行、政策进入相对缓和期及龙头公司订单仍保持较高增长均可能促进下半年基建投资增速企稳，而未来利率下行传导至实体经济有望改善主要基建公司的融资情况：

1) 多因素回暖有望使下半年基建投资增速企稳。5月21日1年期国债收益率3.14%，10年期3.69%，分别较年初下行54bp/21bp，今年以来国债收益率总体呈下降趋势。今年以来规范地方政府举债行为的政策仍然较为严厉，但在扩大内需背景下，新疆此前停工项目已部分复工，且环保大会高层再次肯定了PPP在生态环保领域的积极作用，我们预计后续针对PPP的监管可能进入相对缓和期。截至18年4月，主要大基建公司订单仍然实现了较高增长，我们认为一定程度上也反映了行业项目释放仍然较为平稳，景气度保持在较高水平。我们预计18年乐观/中性情景下全年基建投资增速10%/13%，维持前低后高的走势判断，继续下行空间较为有限。

图表71：主要基建类公司去年以来新签订单情况

| | | 同比增速 | | | | | |
|------|------|-------------|---------|--------------|---------|-----------|-----------|
| | | 17年新签订单(亿元) | (%) | 18Q1新签订单(亿元) | 同比增速(%) | 17年营收(亿元) | 17合同/17收入 |
| 设计类 | 苏文科 | 约45 | 50.00% | - | 约30% | 29.98 | 1.50 |
| | 中设集团 | 39.00 | 56.70% | - | 约30% | 21.35 | 1.83 |
| 大基建类 | 葛洲坝 | 2260.48 | 5.83% | 798.48 | 15.69% | 1068.07 | 2.12 |
| | 中国电建 | 4067.91 | 12.68% | 1509.69 | 3.74% | 2668.20 | 1.52 |
| | 中国交建 | 9000.20 | 23.16% | 1793.18 | 20.45% | 4828.04 | 1.86 |
| | 中国建筑 | 22216.00 | 19.37% | 5383.00 | 24.30% | 10541.07 | 2.11 |
| | 中国中冶 | 6028.00 | 197.33% | 1729.00 | 37.00% | 2440.00 | 2.47 |
| | 中国铁建 | 15083.12 | 23.72% | 2799.00 | 6.98% | 6809.81 | 2.21 |
| | 中国中铁 | 15568.60 | 26.06% | 3123.00 | 21.30% | 6933.67 | 2.25 |
| | 园林类 | 东方园林 | 660.22 | 67.40% | 170.62 | -2.26% | 152.26 |
| | 铁汉生态 | 327.50 | 254.00% | 119.39 | 159.80% | 81.88 | 4.00 |
| | 岭南股份 | 125.07 | 223.50% | 57.09 | - | 47.79 | 2.62 |
| | 蒙草生态 | 391.51 | 730.00% | 22.51 | - | 55.79 | 7.02 |
| | 东珠景观 | 约30 | - | 8.05 | - | 12.24 | 2.45 |

注：园林类公司订单除东珠景观采用季度经营数据外，其余均根据公司公告中标的个体项目统计得来。

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

2) 资本市场利率若未来能够传导至实体经济融资利率，有望降低企业融资难度及成本。近期东方园林发行3年期债券利率为7%，我们认为反映出资本市场端利率下行尚未传导至PPP企业融资成本下行，若未来企业融资成本随资本市场利率得到改善，则融资对项目落地的推动作用有望增强。此前央行定向降准虽未直接惠及PPP相关公司，但在整体信贷额度偏紧情况下，降准仍有望使能够流向PPP项目的资金增加，融资改善情况下龙头公司或最先受益，推荐前期因市场担心PPP融资落地难而18年PE（华泰预测）已下降至不足14X的岭南股份，关注园林行业内手现金对订单落地保障程度最高的东珠景观。

房建：新开工/竣工面积增速或回升，重点关注装饰板块业绩回暖

全年地产投资或趋稳，新开工/竣工面积增速有望提升。今年前4月地产投资增速超过10%，较去年全年所有提升，但在扣除土地购置费后在2017年初以来地产投资增速持续下行。今年以来，新开工面积增速有所回升，但竣工面积下滑仍较为明显。我们认为去年全年土地出让面积的快速增加有望对今年全年的新开工面积增速起到支撑作用，而在2016年以来，新开工与竣工面积差额重回增长态势，也有望促使竣工面积同比增速企稳回升。房建类建筑公司中，中国建筑房建订单增速保持相对稳定（前4月19.5%），上海建工Q1建筑施工新签合同增速35%显著高于去年全年（21%），宁波建工Q1房建新签合同增速达90%，我们认为从微观角度也预示着全年开竣工增速有望提升。

在新开工/竣工增速提升带动下，建议重点关注订单/业绩有望持续回暖的装饰板块。公装企业住宅类订单主要来自于住房精装修，短期受益于地产新开工面积回升，住宅类订单增速提升已在17Q4和18Q1有所体现，后续龙头公司有望持续受益于新开工/竣工面积增速回升和地产商集中度提升。与此同时，公共建筑装饰需求回暖也使得龙头公司的公装订单增速提升。装饰板块在17FY及18Q1已实现业绩增速同比明显改善，后续建议持续关注订单增速有望保持高位，业绩增速逐步改善的公装龙头，重点推荐金螳螂，关注全筑股份。

C 端家装尽管处于地产产业链后端，但其涵盖新房、二手房、首次装修、改善装修等多个细分下游，整体市场空间广阔，消费升级和扩内需背景下，其具备回款与成长空间稳定的消费属性，龙头市占率提升也有望降低行业的周期性。上市公司切入 C 端家装市场在品牌、供应链和落地交付能力方面具备优势，看好龙头金螳螂在未来三年通过门店数量快速增加及门店内生增长实现家装收入/业绩快速放量，重点推荐，其余关注东易日盛。

专业工程：推荐化学工程标的，关注废弃资源利用龙头

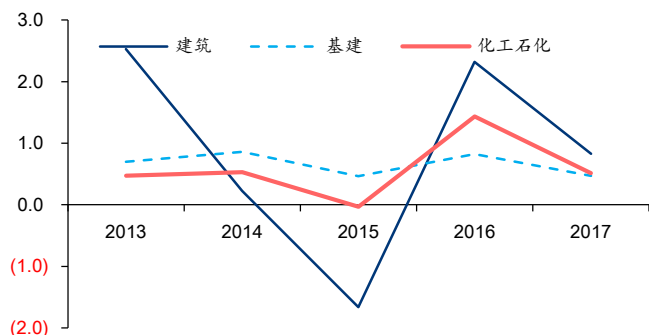
化学工程高景气，综合服务龙头业绩反转。2018 年，油价中枢上台阶提升化工盈利，截至 5 月 24 日油煤价比快速上升至 0.82，价差缺口收窄；扩内需与调结构相结合，民营炼化和高端化工产能有望增加；退城入园全面启动，搬迁改造市场可期。截至 2018Q1，化学工程板块营收连续四个季度实现同比增长，剔除海油工程后 18Q1 业绩同比增长 38.5%，重点公司 18 年 wind 一致业绩预期同比增长 50% 以上。中国化学、中油工程、中石化炼化占据化学工程市场 80% 以上份额，推荐市场化程度高、综合竞争实力强的中国化学，关注中油工程。

关注建筑板块中废弃资源回收利用环保业务发展较快的葛洲坝和中材国际。固废资源回收利用领域未来需求增长或成稳定趋势，禁止部分品种洋垃圾进口后回收能力强的行业龙头或受益供给相对收缩，推荐固废回收利用业务发展速度较快，17 年回收处置量已达全国前五的葛洲坝；水泥窑协同处置危废项目毛利率/净利率高，行业壁垒主要在于技术及水泥窑资源，两材合并后中建材集团下大量可改造水泥窑资源或成为中材国际水泥窑协同处置业务未来成长的重要驱动力。

设计：订单高增长向收入转化扰动因素少，龙头估值处于低位

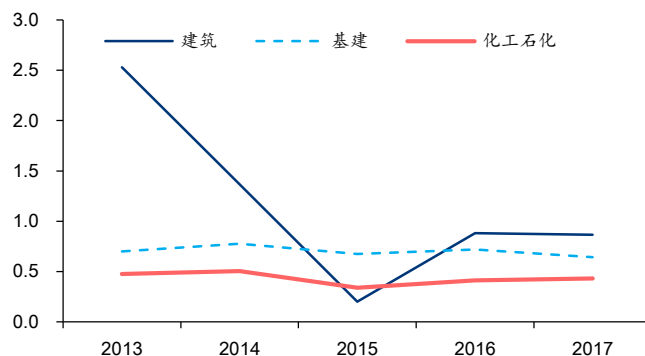
在建筑类公司 17 年订单增速普遍较好的情况下，现金流相对较好，订单转化扰动因素较小是设计板块目前的突出优势。根据上文分析，设计类公司 17 年订单普遍取得较高增长，总承包业务较多的建筑和化工设计板块预收账款亦增长可观。我们认为相对于工程业务，设计业务的优势在于：1) 项目周期较短，绝大部分收入确认周期不超过两年，且金额普遍较小，因此受到融资和政策风险导致收入进度慢于预期的可能性较小；2) 由于金额小，且业主要求设计公司配合完成项目报备和验收工作，因此设计业务回款普遍好于工程业务，历史上设计公司经营现金流与业绩的比值较稳定。综合上述分析，我们认为设计公司订单高增长向收入/业绩高增长转化的扰动因素较少，18 年实现较高增长的可能性更高。

图表 72：设计各子板块当期经营净现金流/归母净利润



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 73：设计各子板块累计经营净现金流/归母净利润



资料来源：Wind，华泰证券研究所

Q1 主要设计公司收入/业绩增速向上趋势延续，重点关注估值处于低位的基建、建筑设计龙头。18Q1 主要基建设计龙头公司收入、业绩增速较 2017Q1 均继续提升（苏交科 17Q1 收入增速高主要受海外标的并表影响）；建筑设计龙头收入增速提升显著；化工石化设计公司在收入增速大幅提升情况下业绩增速体现出较大弹性。我们认为 Q1 整体板块收入高增长体现了去年以来主要公司新签订单的高增速，后续订单持续转化，全年经营收入/业绩有望维持较高增长。当前时点，重点推荐估值处于低位的基建设计龙头苏交科和中设集团，关注设计总院，建筑设计关注华建集团和中衡设计。

图表74： 主要设计公司收入/业绩增速情况

| 板块 | 股票代码 | 简称 | 当前价格（元） | 收入增速（%） | | | 归母净利润增速（%） | | | 2018 预测 | 2018PE |
|------|-----------|------|---------|---------|---------|---------|------------|---------|----------|----------|--------|
| | | | | 2016Q1 | 2017Q1 | 2018Q1 | 2016Q1 | 2017Q1 | 2018Q1 | 业绩增速（%） | |
| 基建 | 300284.SZ | 苏交科 | 10.27 | 29.73 | 112.52 | 10.94 | 31.03 | 3.62 | 25.51 | 26.39 | 14.18 |
| | 603018.SH | 中设集团 | 16.92 | 28.36 | 29.40 | 31.15 | 15.52 | 18.69 | 20.80 | 33.21 | 13.44 |
| | 002883.SZ | 中设股份 | 53.14 | | | 27.89 | | | 29.20 | | |
| | 603357.SH | 设计总院 | 24.32 | | 19.37 | 41.97 | | 29.50 | 64.73 | 35.72 | 20.14 |
| | 603458.SH | 勘设股份 | 54.92 | | | 11.85 | | | 12.98 | 42.43 | 14.53 |
| | 300732.SZ | 设研院 | 85.80 | | | 18.87 | | | 32.15 | 44.17 | 18.61 |
| 建筑 | 603017.SH | 中衡设计 | 12.84 | 19.83 | 28.35 | 51.15 | 32.39 | 9.76 | 14.52 | 36.63 | 17.19 |
| | 600629.SH | 华建集团 | 14.06 | 5.78 | 9.79 | 40.81 | 200.11 | 84.19 | 47.86 | 24.02 | 19.11 |
| | 300500.SZ | 启迪设计 | 32.48 | 3.70 | 8.00 | 65.33 | 4.51 | 11.35 | 28.35 | 78.30 | 34.74 |
| | 300675.SZ | 建科院 | 39.36 | | 23.28 | (12.96) | | 63.84 | (282.08) | | |
| | 603183.SH | 建研院 | 38.32 | | | 3.80 | | | (27.45) | | |
| | 600846.SH | 同济科技 | 9.14 | 2.00 | (20.15) | 38.34 | 2.43 | 16.64 | 153.49 | | |
| 化工石化 | 002469.SZ | 三维工程 | 5.23 | (12.64) | (27.04) | 79.92 | (28.40) | (65.10) | 48.17 | | |
| | 603959.SH | 百利科技 | 30.76 | 92.84 | 117.96 | 76.51 | 111.21 | 334.02 | 216.67 | 206.88 | 20.69 |
| | 603637.SH | 镇海股份 | 17.25 | 0.00 | (46.65) | 63.79 | 0.00 | (51.65) | 435.04 | 222.33 | 20.86 |
| | 002140.SZ | 东华科技 | 9.72 | (27.70) | 19.16 | 31.04 | (28.63) | 19.85 | 25.50 | (482.24) | 17.96 |

数据截至 2018 年 5 月 24 日收盘，2018 业绩为 Wind 一致预测，PE 为 Wind 一致预期 PE

资料来源：华泰证券研究所

推荐与关注标的估值表

图表75： 推荐与关注标的估值表

| 证券代码 | 证券名称 | 总市值 (亿元) | 当前价格 (元) | EPS (元) | | | PE (X) | | | 评级 |
|-----------|------|-------------|-------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|----|
| | | | | 2017 | 2018E | 2019E | 2017E | 2018E | 2019E | |
| 601117.SH | 中国化学 | 383.79 | 7.78 | 0.32 | 0.48 | 0.64 | 24.31 | 16.21 | 12.16 | 买入 |
| 002081.SZ | 金螳螂 | 332.00 | 12.56 | 0.73 | 0.90 | 1.06 | 17.21 | 13.96 | 11.85 | 买入 |
| 002717.SZ | 岭南股份 | 115.68 | 11.53 | 0.51 | 0.99 | 1.33 | 22.61 | 11.65 | 8.67 | 买入 |
| 603359.SH | 东珠景观 | 79.91 | 35.11 | 1.07 | 1.96 | 2.99 | 32.81 | 17.91 | 11.74 | 买入 |
| 300284.SZ | 苏交科 | 83.14 | 10.27 | 0.57 | 0.74 | 0.92 | 18.02 | 13.88 | 11.16 | 买入 |
| 603018.SH | 中设集团 | 53.10 | 16.92 | 0.95 | 1.28 | 1.67 | 17.81 | 13.22 | 10.13 | 买入 |
| 603030.SH | 全筑股份 | 40.77 | 7.57 | 0.30 | 0.52 | 0.80 | 25.23 | 14.56 | 9.46 | 买入 |
| 002713.SZ | 东易日盛 | 61.75 | 23.50 | 0.83 | 1.03 | 1.25 | 28.31 | 22.82 | 18.80 | 买入 |
| 600339.SH | 中油工程 | 276.37 | 4.95 | 0.12 | 0.27 | 0.41 | 41.25 | 18.33 | 12.07 | 暂无 |
| 603357.SH | 设计总院 | 78.96 | 24.32 | 0.89 | 1.21 | 1.49 | 27.33 | 20.10 | 16.32 | 暂无 |
| 600629.SH | 华建集团 | 60.77 | 14.06 | 0.59 | 0.74 | 0.88 | 23.83 | 19.00 | 15.98 | 暂无 |
| 603017.SH | 中衡设计 | 35.35 | 12.84 | 0.55 | 0.75 | 0.95 | 23.35 | 17.12 | 13.52 | 暂无 |

注：数据截至 5 月 24 日收盘，中油工程、设计总院、华建集团、中衡设计 18/19 年 EPS 为 Wind 一致预期，其他标的 18/19 年 EPS 为华泰研究所预测，岭南股份、苏交科和中设集团 EPS 为根据 17 年分红后最新股本摊薄结果。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

1) 地产数据传导不及预期: 按照历史经验, 土地购置面积增速传导至新开工面积增速时间在半年之内, 在当前开发商高周转策略下理论上土地购置面积增速对新开工的传导会在年内显现, 但地产业务受政策及融资环境影响较大, 存在土地购置向新开工及竣工传导不及预期的可能性, 进而影响产业链后端装饰企业的订单增长持续性。

2) 基建融资环境改善不及预期: 当前资本市场利率下行及央行定向降准均释放了企业融资环境改善的信号, 但同时地方政府去杠杆与显/隐性债务核查仍在进行中, 资金仍然是制约基建投资能否回暖的重要因素。未来若基建投资融资环境改善不及预期, 则投资增速有可能继续下行, 相关企业业绩或受影响波动。

3) 油价上涨持续性不及预期: 布伦特原油价当前已上涨至接近 80 美元/桶, 石油石化产业链盈利能力及资本开支均呈现向好态势, 但未来油价上涨幅度或维持高位的时间不及预期, 则有可能导致下游化工企业盈利改善不及预期, 煤化工项目经济性或再次下降, 进而导致行业固定资产投资增速下滑。

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：91320000704041011J。

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：AOK809

©版权所有 2018 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