

期待行业边际改善，重点把握个股机会

---建筑行业 2018 年中期投资策略

■2018Q1 固定资产投资总体回落，Q2 季度起基建或有起色：根据国家统计局数据，2018 年 1-4 月全国固定资产投资（不含农户）15.44 万亿元，同比增长 7.0%，增速比 2017 年 1-4 月回落 1.9 个百分点；其中基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业，以下简称“基建投资”）同比增长 12.4%，增速比 2017 年 1-4 月回落 10.9 个百分点；从结构来看，基础设施投资增速下滑是整体固定资产投资增速下滑的主要影响因素；我们根据统计局历年发布的基建投资数据进行了拆解拟合，推算 2018 年以来单月基建投资增速分别约为：1-2 月 16.10%、3 月 10.59%、4 月 11.34%，4 月当月基建投资增速已较 3 月略有回升，我们判断或主要与 PPP 项目库清理工作陆续结束、中央要求年度计划财政支出进度加快等因素有关。基于“规范 PPP 项目及部分整改后在库 PPP 项目已重获启动，金融机构对于 PPP 项目的融资有望从“一刀切”暂停或观望逐步回归到风控更趋严格”、“中央对于加快年内计划财政支付进度的要求或有助于中央项目的加速执行”等因素，我们判断 2018 年 2 季度起基建投资增速或有可能出现较明显边际改善。

■生态文明建设战略地位空前，湿地公园、国储林等市场有望加速：“绿水青山就是金山银山”的内涵不断拓展深化，生态文明建设战略地位持续巩固拔高，2018 年 3 月，生态环境建设首次写入宪法，2018 年 5 月 19 日，全国生态环境环保大会上，习近平总书记进一步明确到 2035 年、到本世纪中叶的“美丽中国”建设蓝图，生态文明建设空前的战略地位，为周边产业带来巨大的发展机遇。从生态文明建设覆盖的细分领域来看，我们认为生态湿地保护、国储林建设以及美丽乡村、扶贫脱贫等领域具备建设规划明确，财政支持力度大，融资环境相对友好等特点。2016 年 11 月林业局等 3 部委联合印发《全国湿地保护工程“十二五”实施规划》，提出对湿地实施全面保护，扩大湿地面积，同期国务院办公厅印发《湿地保护修复制度方案》，国内湿地公园建设规模、投入机制逐步完善，我们根据目前国家湿地公园（试点）项目尚未通过验收并授牌的数量估算湿地公园市场空间将达到 2880 亿元以上；随着国储林政策和制度的日益完善，国储林市场空间持续释放，截至 2018 年一季度末，国开行、农发行累计批准 138 个国家储备林等重点林业贷款项目，授信额度 1227 亿元，放款 435 亿元，其中一季度放款 51 亿元。在国家积极推进生态文明建设战略背景下，生态湿地、国储林建设以及美丽乡村建设等细分领域有望加速。

■去杠杆和金融防风险背景下，PPP 项目融资或面临挑战：2017 年以来，中央多次提出防控金融风险，2018 年两会政府工作报告提出，当前系

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价	评级
601668 中国建筑	12.50	买入-A
601117 中国化学	8.50	增持-A
603359 东珠景观	42.70	买入-A
002775 文科园林	20.40	买入-A
002717 岭南股份	15.60	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	5.75	9.10	-0.14
绝对收益	7.38	1.77	9.51

金嘉欣

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517030004
jinjx@essence.com.cn

王鑫

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517070004
wangxin4@essence.com.cn
010-83321052

苏多永

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

建筑行业周报：生态文明建设定位空前，多角度把握建筑配置机遇 2018-05-20
建筑行业周报：PPP 周边制度逐步完善，把握生态建设等基建主方向 2018-05-14
建筑行业周报：PPP 清理逐步清晰，全年基建不悲观 2018-05-06
建筑行业周报：PPP 规范持续推进，关注 PPP 民营龙头 2018-04-30
建筑行业周报：多项重磅政策出炉，继续关注园林工程 2018-04-22

统性风险总体可控，但对不良资产、债券违约、影子银行、互联网金融等累积风险要高度警惕，而央行 2018 年九项主要任务中，保持货币政策稳健中性及防风险依然排在前两位；根据央行数据，进入 2018 年以来，企业信贷成本继续上升，2018 年 3 月非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 5.96%，环比上升 0.22 个 pct，其中，一般贷款加权平均利率为 6.01%，环比上升 0.21 个 pct；票据融资加权平均利率为 5.58%，环比上升 0.35 个 pct。微观层面看，企业直接融资成本上行影响体现在：①企业利息支出规模有所增加，对盈利造成影响，影响程度不尽相同；②PPP 规范背景下，投资回报率和企业融资成本息差缩小甚至成本倒挂，降低社会资本参与 PPP 意愿，最终影响 PPP 落地率推进；③民营企业融资压力较国企更为突出。2018 年 Q1 季报，5 家积极参与 PPP 的民营龙头企业铁汉生态、龙元建设、蒙草生态、东方园林和岭南股份有息负债/净资产的比值分别为 1.65 倍、1.63 倍、1.46 倍、1.19 倍和 1.06 倍；2017 年定增新规下企业融资工具受到限制，使得企业融资压力更为凸显。

■**建筑业绩高增持续性较好，期待政策边际改善估值修复：**以基建为主线的建筑企业 2017 年以来，业绩表现较为突出，受制于 PPP 规范政策和融资环境，企业估值下行明显。企业业绩方面，8 家建筑央企 2017 年及 2018 年一季报，葛洲坝、中国中铁及中国交建 FY2017 同比增速 20%+，创下近年来的新高；1Q18 中国中铁、中国铁建在传统业绩淡季仍录得近 20% 的归母净利润同比增速，反映出当前建筑央企的较快业绩增速具有可持续性。汇总 21 家园林企业（包括龙元建设）2017 年、2018 年一季报业绩情况，业绩增速高于 30% 的分别为 14 家和 13 家，业绩高增比例均超 6 成。估值方面，建筑央企整体 2018 年预期 PE 估值中枢在 10 倍左右，PPP 参与较多的民营企业（以园林板块为主）估值中枢在 14 倍左右。订单方面，央企在大基数基础上保持相对高速，20 家园林公司中，10 家公司 2017 年以来新签订单（含中标项目）总金额/公司 2017 年营业收入比例在 3 倍以上，15 家公司该比例在 1.5 倍以上，其中 9 家公司 PPP 项目金额入库比例高达 90% 以上。期待规范政策、融资环境边际改善条件下，建筑整体估值得以修复。

■**投资建议：**首先，基建类央企已充分反映出市场对于基建投资的悲观预期，后续有望在总量边际变化时迎来估值修复机遇；在当前油价上涨趋势较为明确的状态下，油气开采服务及化学工程子行业或有望受益于相关石油、石化企业经营景气度提升趋势下的资本开支增加，建议关注中国化学等；其次，在 2017 年 PPP 规范年之后，对建筑行业尤其以 PPP 主流园林企业影响和冲击日益凸显，当前投资策略建议轻行业重个股，重点考察企业模式、现金流及业绩确定性等要素，个股建议关注东珠景观（深耕生态湿地保护，现金流较好，融资空间较大），文科园林（2017 年成功配股，资金优势突出，小公司大战略），岭南股份（园林转型典范，园林绿化+生态环保+文化旅游三业协同）。

■**风险提示：**PPP 规范力度加大政策规范；融资环境趋紧风险；订单推进缓慢，业绩不及预期风险等。

内容目录

1. 1Q18 固定资产投资总体回落，生态环境建设一枝独秀	5
1.1. 基建投资增速持续下滑，生态环境建设投资增速一枝独秀.....	5
1.2. PPP 规范逐步常态化，财政部库项目结构化明显.....	6
1.2.1. 多维度规范 PPP，旨在防范地方举债风险.....	6
1.2.2. PPP 规范清理阶段性成效显现，生态环保建设占据重要地位.....	8
1.3. 中央强调加快结合调整结构与扩大内需，我们判断 Q2 起基建或有起色.....	10
2. 生态文明建设战略地位空前，湿地、国储林等领域有望加速	12
2.1. 生态文明建设战略高度持续提升，打开生态环保市场空间.....	12
2.2. 湿地、国储林与生态息息相关，多元政策支持市场空间巨大.....	13
2.2.1. 国家湿地保护目标明确，市场空间快速打开.....	13
2.2.2. 国储林建设迎政策东风，有望迎来建设高峰期.....	14
2.3. 全面建设美丽中国，乡村建设扶贫脱困与生态战略一脉相承.....	16
3. 2018 年金融防风险与去杠杆环境下，PPP 项目融资或面临挑战	18
3.1. 1Q18 银行贷款规模有所增加但低于社融缩减规模，资金供给趋紧.....	18
3.2. 1Q18 企业贷款利率有所上升，公司债及中短期票据发行利率亦维持高位.....	20
3.3. 建筑企业直接融资成本走高，无风险收益率提升阻碍 PPP 项目落地率提升.....	21
3.4. 建筑行业资金需求较大，融资环境致使压力上升.....	24
4. 建筑业业绩表现差强人意，政策融资环境影响行业估值	27
4.1. 部分央企业绩增速超预期，2018 仍具有估值优势.....	27
4.2. 业绩高增难敌估值下行，期待边际改善估值修复.....	29
4.3. PPP 为民营龙头带来机遇，订单高企业业绩弹性较高.....	29
5. 期待边际改善估值修复，深度挖掘个股投资机会	31
5.1. 总量边际改善有望带来估值修复，关注受益产业链景气度提升的化学工程.....	31
5.2. 轻行业重个股，侧重指标优选个股.....	32
5.2.1. 优选模式致胜，重视现金流.....	32
5.2.2. 重点关注符合投资策略主线的标的.....	33
5.3. 风险提示.....	34

图表目录

图 1: 2017 年 1 月-2018 年 4 月固定资产累计投资增速(%).....	5
图 2: 2017 年 1 月-2018 年 4 月基础设施累计投资增速(%).....	5
图 3: 2017 年 1 月-2018 年 4 月房地产开发累计投资增速(%).....	5
图 4: 2017 年 1 月-2018 年 4 月制造业累计资产投资增速(%).....	5
图 5: 固定资本形成总额对于 GDP 的贡献率及拉动(%).....	6
图 6: 消费、固定资产投资及出口对 GDP 的累计贡献率(%).....	6
图 7: 铁路运输、道路运输、水利管理、公共设施管理及生态环境业累计投资增速(%).....	6
图 8: PPP 政策规范进程.....	7
图 9: 规范政策的 4 个维度.....	8
图 10: 截至 2018 年 4 月底财政部 PPP 项目行业分类及落地情况分布.....	10
图 11: 2014 年以来建筑业季度累计新签合同额(亿元)及累计同比增速(%).....	11
图 12: 中央及地方固定资产投资完成额累计同比(%).....	12
图 13: 2014-2018 年建筑业 PMI 变动情况(月).....	12
图 14: 生态文明建设政策推进历程.....	13

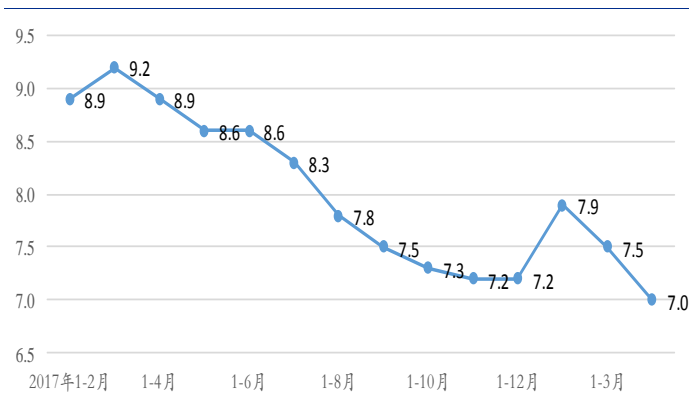
图 15: 国家湿地保护政策制度汇总	14
图 16: 国家储备林建设政策制度汇总	15
图 17: 特色小镇相关政策汇总	17
图 18: 美丽乡村建设国家政策	18
图 19: 扶贫脱困国家政策	18
图 20: 2010 年以来 M1 及 M2 月同比增速情况(%)	19
图 21: 金融机构各项贷款累计余额(亿元)及同比(%)	19
图 22: 金融机构新增人民币贷款(非金融企业)当月值(亿元)	19
图 23: 社融规模及新增人民币贷款规模当月值(亿元)	20
图 24: 社融规模及新增人民币贷款规模同比增速(%)	20
图 25: 金融机构季度人民币贷款加权平均利率(%)	21
图 26: 2017 年以来 AA+5 年及 AA3 年公司债发行利率(%)	21
图 27: 2017 年以来 AA+1 年及 AA9 个月中短期票据发行利率(%)	21
图 28: 2016 年 4 月以来 10 年期国债收益率(%)	24
图 29: 2016 年 4 月以来已成交 PPP 项目投资平均回报率(%)	24
图 30: 2016-2018 年主流园林企业融资工具使用汇总	26
图 31: 建筑投资策略选择要素 1	33
图 32: 建筑投资策略选择要素 2	33
表 1: 退库 PPP 项目主要行业分布及相应投资额	8
表 2: 财政部库 PPP 项目金额月度变化汇总	9
表 3: 2011-2018 基建细分领域投资计划及完成情况 (万亿元人民币)	10
表 4: 我国国储林建设目标及资金来源安排	16
表 5: 2018 年 3 月末社会融资规模存量及结构 (万亿元)	20
表 6: 2018 年第一季度社会融资规模增量及结构 (亿元)	20
表 7: 2016 年以来建筑央企发行债券及票据情况统计	22
表 8: FY2015-2017 建筑央企利息支出情况统计	23
表 9: FY2015-2017 建筑央企利息支出与当年净利润比较	23
表 10: 部分央企 2018Q1 有息负债情况汇总	24
表 11: 部分园林公司 2018Q1 有息负债情况汇总	25
表 12: 7 家园林企业 PPP 项目入库及执行情况测算	27
表 13: 建筑央企 FY2017 及 1Q18 业绩增速及 2018 预期 PE 情况	27
表 14: 建筑央企 1Q18 新签合同额情况统计	28
表 15: 部分园林公司 2017-2018 业绩及估值情况	29
表 16: 21 家园林及 PPP 主流企业 2017 年至今中标订单情况	30
表 17: 21 家园林及主流 PPP 主流企业 PPP 订单及入财政部库情况 (2016 至今)	31

1. 1Q18 固定资产投资总体回落，生态环境建设一枝独秀

1.1. 基建投资增速持续下滑，生态环境建设投资增速一枝独秀

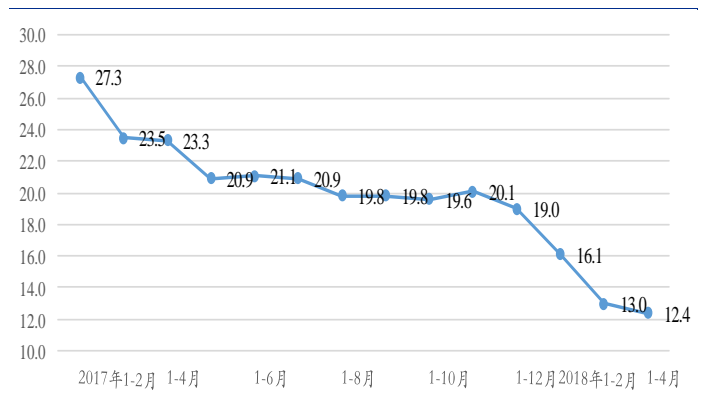
根据国家统计局数据，2018年1-4月全国固定资产投资（不含农户）15.44万亿元，同比增长7.0%，增速比2017年1-4月回落1.9个百分点。2018年1-2月、1-3月全国固定资产投资（不含农户）增速分别为7.9%、7.5%，分别比2017年1-2月、1-3月增速下滑1.0、1.7个百分点。2018年以来固定资产投资增速持续出现下滑，从结构来看，制造业资产投资增速稳中有升，房地产开发投资增速2018年以来升幅较大，而基础设施投资增速下滑是整体固定资产投资增速下滑的主要影响因素。

图 1：2017 年 1 月-2018 年 4 月固定资产累计投资增速(%)



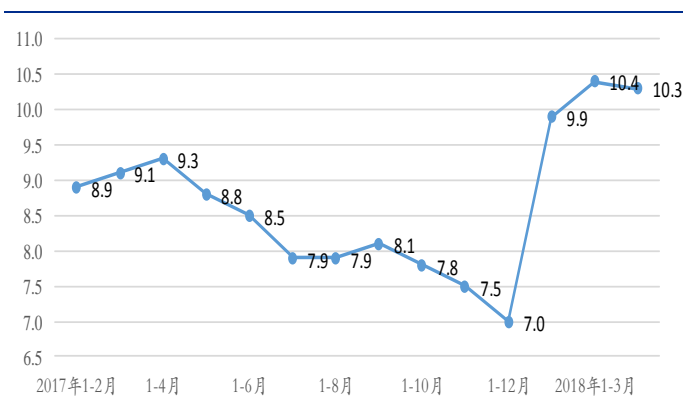
资料来源：国家统计局，Wind，安信证券研究中心

图 2：2017 年 1 月-2018 年 4 月基础设施累计投资增速(%)



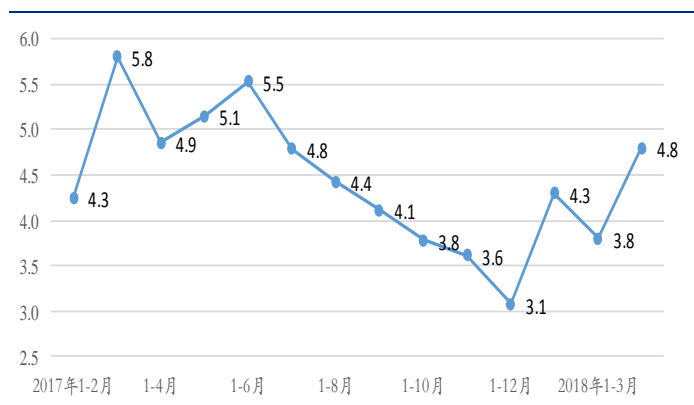
资料来源：国家统计局，Wind，安信证券研究中心

图 3：2017 年 1 月-2018 年 4 月房地产开发累计投资增速(%)



资料来源：国家统计局，Wind，安信证券研究中心

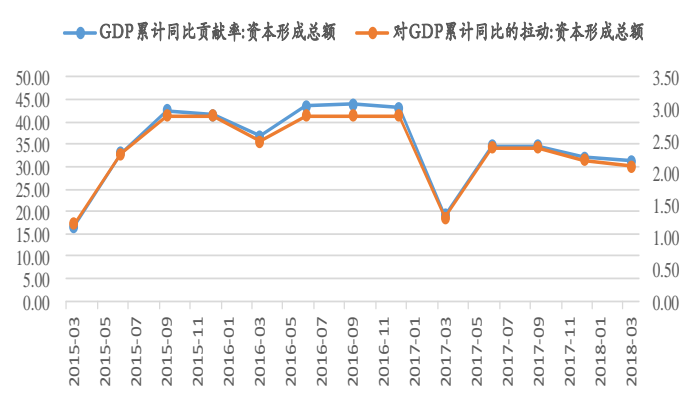
图 4：2017 年 1 月-2018 年 4 月制造业累计资产投资增速(%)



资料来源：国家统计局，Wind，安信证券研究中心

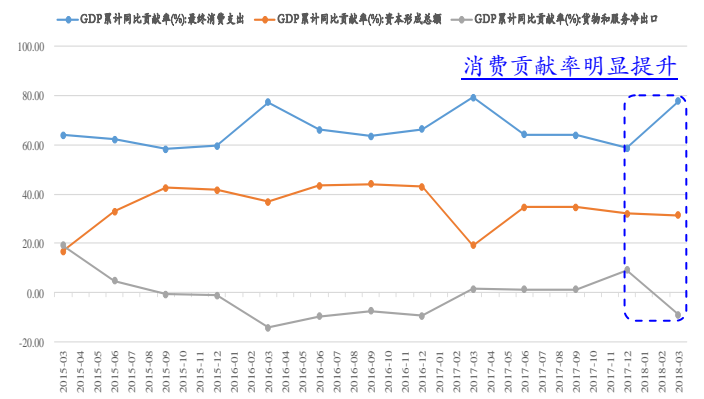
国家统计局数据显示，2018年1-4月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业，以下简称“基建投资”）同比增长12.4%，增速比2017年1-4月回落10.9个百分点；2018年1-2月、1-3月基础设施投资增速分别为16.1%、13.0%，分别比2017年1-2月、1-3月增速下滑11.2、10.5个百分点。基建投资2017年增速为19.0%，全年月均增速达到约20%、且呈现前高后低状态，自2017年12月后已连续下滑超过5个月。我们判断基建投资增速下行的主要原因为：1) 经济发展动能转换，“十九大”报告提出中国经济从高速增长阶段已转向高质量发展阶段，投资将更加聚焦于优化供给结构，由“量”向“质”转变；2) 2017年以来中央持续规范清理PPP项目、规范地方政府举债融资行为，不合规PPP项目发展及地方政府违规融资受到抑制；3) 2017年11月至2018年3月京津冀及周边地区环保限产停工政策影响等。

图 5：固定资本形成总额对于 GDP 的贡献率及拉动(%)



资料来源：国家统计局，Wind，安信证券研究中心

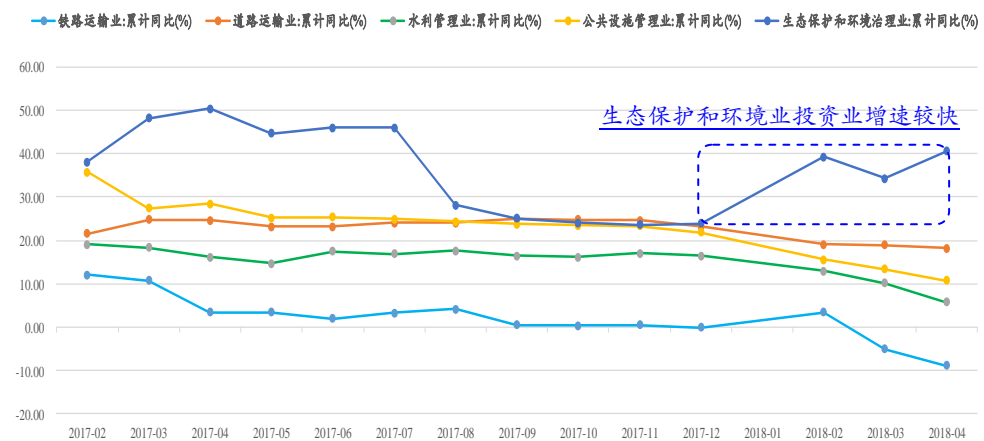
图 6：消费、固定资产投资及出口对 GDP 的累计贡献率(%)



资料来源：国家统计局，Wind，安信证券研究中心

从基建投资结构来看，2018 年 1-4 月水利管理业投资增长 5.8%，增速回落 4.3 个百分点；公共设施管理业投资增长 10.8%，增速回落 2.6 个百分点；道路运输业投资增长 18.2%，增速回落 0.7 个百分点；铁路运输业投资下降 8.9%，降幅扩大 3.8 个百分点。从细分领域来看，铁路运输业及水利管理业增速下滑较多，道路运输业及公共设施管理业投资增速尽管均有回落、但仍保持在 2 位数以上，体现出二者对于基本建设仍存强劲需求。由于公共设施管理业包括了市政、环境卫生、园林绿化等建设内容，我们认为上述数据基本验证了我们关于今年基建投资或主要发力于生态环境建设、乡村振兴及扶贫脱贫等重点领域的观点。生态保护和环境治理业虽未列入基建投资范畴，但目前越来越多的建筑企业已涉足或将主要业务聚焦于水环境治理、生态修复、固废处置等环保领域，且国家也将生态保护和环境治理纳入积极财政重点支持领域，因此我们亦将其作为广义基建的重要组成部分。

图 7：铁路运输、道路运输、水利管理、公共设施管理及生态环境业累计投资增速(%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.2. PPP 规范逐步常态化，财政部库项目结构化明显

1.2.1. 多维度规范 PPP，旨在防范地方举债风险

规范政策持续推进，PPP 周边政策逐步完善。2013 年 11 月中共中央发布的《关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确指出在城市基础设施领域推广 PPP（Public-Private Partnership）模式，2014-2016 年国务院和各部委密集出台 PPP 相关政策，PPP 发展迎来了政策红利，PPP 在广度和深度方面都得到了巨大发展。2017 年 PPP 项目进入规范实施年，国家陆续出台了多个 PPP 规范政策。2017 年 4 月财政部联合发改委、人行、银监会和证监会发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（以下简称“50 号文”），从地方政

府融资担保清理整改、融资平台公司融资管理、规范 PPP 行为、地方政府举债融资机制和跨部门联合监测与防控机制等方面规范地方政府融资行为。2017 年 5 月财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(以下简称“87 号文”),通过规范政府购买服务行为来制止地方政府违法违规举债融资行为。2017 年 11 月财政部发布《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》(以下简称“92 号文”),进一步规范 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,分类施策、严格管理,严格新项目入库标准,集中清理已入库项目,要求各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作,PPP 迎来最严“规范令”。2018 年 4 月,财政部出台了《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》(以下简称“54 号文”),54 号文是贯彻落实中央经济工作会议、防范地方政府债务攻坚战的重要举措。所谓规范管理,不仅局限示范项目,对未纳入示范但已在项目库的项目也应进行清理,即严格坚守政府付费 10% 上限、债务率不突破 100% 的底线。

图 8: PPP 政策规范进程

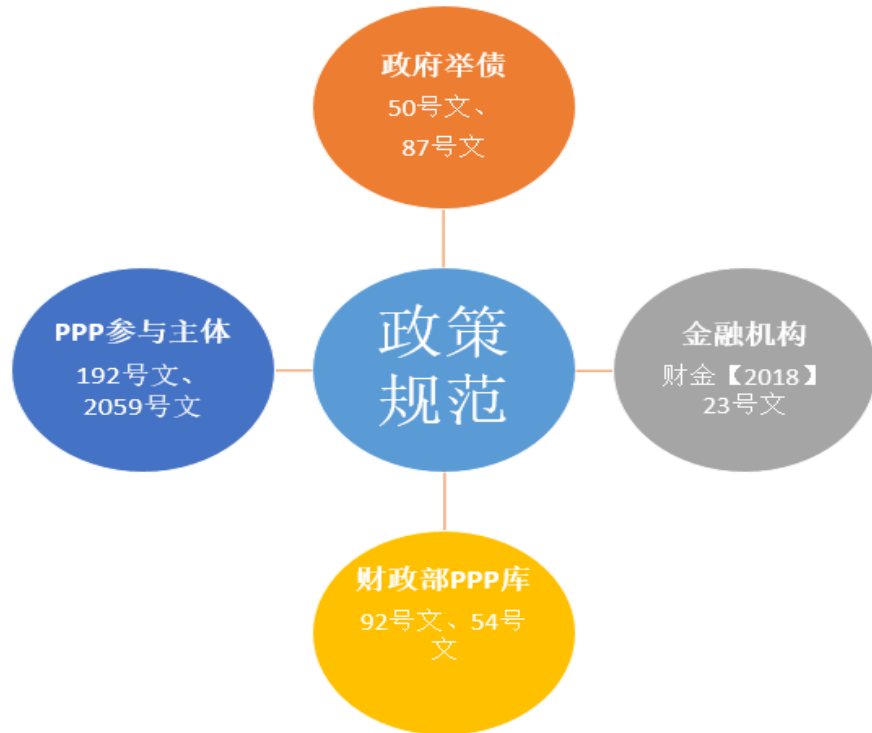


资料来源: 财政部官网, 安信证券研究中心

规范地方举债为终极目标,从政府、PPP 参与主体、项目及资金口全方位推出规范政策。在针对地方政府平台方面,2017 年“50 号文”、“87 号文”直接针对地方政府举债机制、和政府购买服务行为进行规范,以防地方政府变相举债增加地方债务风险。针对 PPP 参与主体,引导大方向为“国退民进”,2017 年针对 PPP 参与主体分别出台出具了 192 号文和 2059 号文,192 号文明确要求央企控制 PPP 投资规模,不允许超过上年净资产的 50%,资产负债率高于 85%或近 2 年连续亏损的子公司不得单独投资 PPP 项目;2059 号文明确鼓励民间资本规范有序参与基础设施项目建设,促进 PPP 模式更好发展。对于 PPP 项目本身的规范政策,主要是 2017 年 11 月的“92 号文”和近期的“54 号文”,92 号文明确规定项目入库条件,确保库中项目在实施主体、前期工作(尤其是“两评一案”)、付费机制、融资模式、信息公开等方面符合 92 号文各项规定,PPP 国家库形成“严进宽出”的管理格局;54 号文则针对进入到国家示范库的项目进行清理。

站在 PPP 规范角度,2017 年以来中央出台相关规范政策主要聚焦在以下 4 个维度:1) 严查地方政府违规举债,严禁承诺最低收益和资本金回购,严格规范政府购买服务行为;2) 规范 PPP 项目运作,防止异化为新的融资平台,集中清理在库不合规项目,严控新项目入库;3) 加强对 PPP 项目的整顿、规范和清退;4) 加强对 PPP 项目融资管理,规范 PPP 项目债券融资,严禁债务性资金作为 PPP 项目资本金,并“穿透”审查等。

图 9：规范政策的 4 个维度



资料来源：安信证券研究中心

1.2.2. PPP 规范清理阶段性成效显著，生态环保建设占据重要地位

根据财政部 PPP 中心数据，截至 2018 年 4 月 23 日，各地累计清理退库项目 1695 个，涉及投资额 1.8 万亿元；上报整改项目 2005 个，涉及投资额 3.1 万亿元。退库项目中市政工程、交通运输、城镇综合开发项目数居前三位，合计占退库项目总数的 51.9%、占退库项目总投资额的 63.8%。交通运输的退库项目单位体量最大，单个项目平均投资额达 23 亿元。整改项目中市政工程、交通运输、生态建设和环境保护项目数居前三位，合计占整改项目总数的 57.3%；交通运输、市政工程、城镇综合开发投资额位列前三，合计占整改项目投资额的 70.6%。交通运输行业管理库整改项目单位体量最大，单个项目平均投资额达 36 亿元。除管理库项目外，各地还退出储备清单项目 430 个，涉及投资额 6551 亿元。上述金额合计约 5.5 万亿元。

表 1：退库 PPP 项目主要行业分布及相应投资额

项目类型	退库项目数 (个)	退库项目投资额 (亿元)
林业	4	19
社会保障	14	19
农业	15	93
科技	19	104
其他	26	165
养老	28	177
能源	26	198
文化	43	203
教育	72	214
医疗卫生	48	248
水利建设	48	285

政府基础设施	22	292
体育	21	319
旅游	53	343
生态建设和环境保护	68	581
保障性安居工程	53	703
城镇综合开发	72	1187
交通运输	129	3505
市政工程	400	3568

资料来源：财政部 PPP 中心，安信证券研究中心

基于 PPP 模式在化解政府举债建设弊端方面的天然优势，我们认为合规 PPP 项目在逐步规范后仍有望作为我国基础设施建设投融资体制新方向而持续发展，未来加大优质 PPP 项目供给或将成为地方政府、社会资本和金融机构三方的主要选择方向。

2018 年 3 月 PPP 净退库金额约 0.69 万亿元，创近 10 个月来月度新高。自 2017 年 5 月以来，我们持续跟踪财政部库 PPP 项目动态变化，根据我们对财政部库 PPP 项目分析，动态跟踪项目月度变化情况，截至 2018 年 4 月 31 日，财政部库项目总项目数约 13151 个，项目总投资额约 17.57 万亿元，当月较上月净退库金额为 0.69 万亿元，是 2017 年 6 月份以来最高；自 2017 年 6 月至 2018 年 4 月 31 日，财政部库项目退库项目以储备库识别阶段霞凝目为主，增量以管理库项目为主；截至 2018 年 4 月 31 日数据，财政部库储备库项目 5888 个，项目投资额 6.23 万亿，较 2018 年 2 月末项目数减少 543 个，项目投资额减少 0.56 万亿元；同期，管理库项目数 7263 个，项目投资额 11.33 万亿元，较 2018 年 2 月末项目数减少 276 个，项目投资额减少 0.15 万亿元。PPP 政策规范对财政部库项目有两方面实质影响，第一存量项目质量大幅提升，存量不合规项目被陆续淘汰，第二新增项目门槛提高，识别阶段项目入库减少，以管理库项目入库为主。

表 2：财政部库 PPP 项目金额月度变化汇总

月份	项目总金额 (万亿)	较上月净增加金额 (万亿)	本月进库金额 (万亿)	本月退库金额 (万亿)	本月存量增加 (万亿)
		A=B-C+D	B	C	D
2017 年 6 月	16.38	0.53	1.40	0.87	-0.00
2017 年 7 月	16.59	0.21	2.01	1.83	0.04
2017 年 8 月	17.60	1.00	1.51	0.48	-0.03
2017 年 9 月	17.78	0.19	0.45	0.24	-0.02
2017 年 10 月	17.70	-0.08	0.17	0.26	0.01
2017 年 11 月	17.75	0.04	0.16	0.17	0.05
2017 年 12 月	18.16	0.41	1.45	1.01	-0.04
2018 年 1 月	18.63	0.47	0.99	0.77	0.26
2018 年 2 月	18.26	-0.37	0.95	0.90	-0.42
2018 年 3 月	17.57	-0.69	0.97	1.63	-0.03

资料来源：财政部 PPP 中心，安信证券研究中心

财政部管理库存量项目超十一万亿元，生态建设和环保工程居于第三位。根据财政部库中项目行业分布和项目落地情况来看，项目投资行业集中度较高，其中生态建设和环境保护行业市占率和落地率均居于前列。截至 2018 年 4 月底数据，财政部库中 PPP 项目合计约 17.57 万亿元，其中储备库 6.23 亿元，管理库 11.33 万亿元，分别占比 34.82%和 63.28%。从行业分类来看，目前财政部库中项目投资额居于前三分别为市政工程、交通运输、生态建设和环境保护，三行业在库中项目投资额分别为 5.21 万亿元、4.88 万元和 2.04 万亿元，生态建设和环境保护项目已跃居行业第三位；从投资额居于前十的行业落地情况来看，市政工程、生态建设和环境保护以及城镇综合开发项目落地率排在行业前三位，项目投资额落地率分别为 59.27%、57.24%和 50.16%。

图 10: 截至 2018 年 4 月底财政部 PPP 项目行业分类及落地情况分布

投资额总计 (亿元)	储备库				管理库合计		国家库合计	
	62346	23224	33276	56818	113318	175663	50.14%	
行业2	识别阶段	准备阶段	采购阶段	执行阶段	管理库金额	投资额 (亿元)	投资额落地率	
市政工程	14424	5913	8097	20389	34399	52093	59.27%	
交通运输	18930	7588	10893	14682	33163	48824	44.27%	
旅游	4740	1585	1666	1376	4627	10661	29.73%	
生态建设和环境保	3188	961	2234	4277	7473	20430	57.24%	
城镇综合开发	6259	2689	4374	7107	14171	9367	50.16%	
教育	1297	522	744	823	2090	1605	39.39%	
水利建设	2152	618	805	1290	2712	4864	47.55%	
医疗卫生	956	622	601	587	1810	2879	32.43%	
保障性安居工程	3516	641	1043	1676	3360	3387	49.88%	
文化	1329	384	430	736	1550	3386	47.51%	
其他	1538	333	520	995	1849	2765	53.84%	
养老	676	303	157	470	929	2727	50.55%	
政府基础设施	998	384	598	747	1729	6876	43.19%	
体育	816	163	361	284	807	1624	35.14%	
能源	345	104	110	332	546	890	60.92%	
科技	387	235	315	456	1006	1393	45.32%	
农业	386	132	167	263	562	948	46.84%	
社会保障	164	11	19	70	100	264	70.11%	
林业	244	36	142	257	435	680	59.10%	

资料来源: 财政部 PPP 中心, 安信证券研究中心

1.3. 中央强调加快结合调整结构与扩大内需, 我们判断 Q2 起基建或有起色

中共中央政治局 4 月 23 日召开会议, 分析研究当前经济形势和经济工作, 会议重点要求, 1) 各地要全力打好“三大攻坚战”, 同时要坚持积极的财政政策取向不变, 保持货币政策稳健中性, 注重引导预期, 把加快调整结构与持续扩大内需结合起来, 保持宏观经济平稳运行。2) 要深化供给侧结构性改革, 更多运用市场化法治化手段化解过剩产能, 加强关键核心技术攻关, 积极支持新产业、新模式、新业态发展, 继续简政放权, 减税降费, 降低企业融资、用能和物流成本。3) 实施好乡村振兴战略。4) 要更加积极主动推进改革开放, 深化国企改革、财税金融等改革, 尽早落实已确定的重大开放举措。要推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展, 及时跟进监督, 消除隐患。

此外, 5 月 2 日召开国务院常务会议明确要求, 将企业开办时间和工程建设项目审批时间压减一半以上, 进一步优化营商环境。财政部 4 月 25 日发布《关于加强地方预算执行管理 加快支出进度的通知》(财预〔2018〕65 号, 以下简称“65 号文”), 对加快下达转移支付预算、抓紧细化落实年初未分配到部门和下级财政的预算、推进财政存量资金的统筹使用、加强地方政府债券发行与库款管理的统筹协调、加快资金拨付进度等 9 个方面工作提出了明确要求。

表 3: 2011-2018 基建细分领域投资计划及完成情况 (万亿元人民币)

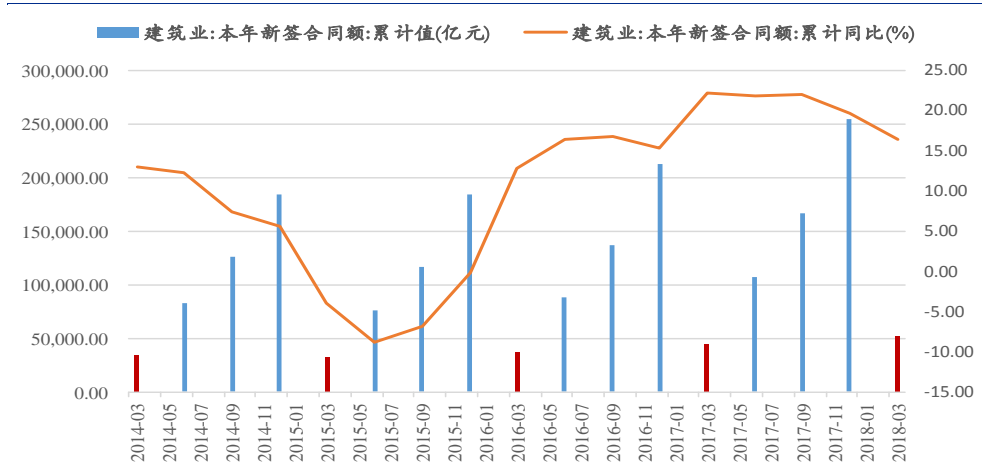
基建固投领域	计划/实际投资额	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
公路水运	计划投资额	1.80	1.80						
	实际完成额		2.27	1.94	1.80	1.69	1.52	1.45	1.44
铁路	计划投资额	0.73	0.80	0.80	0.80	0.70	0.63	0.50	0.85
	实际完成额		0.80	0.80	0.82	0.81	0.67	0.63	0.59
水利	实际完成额		0.91	0.78	0.55	0.49	0.38	0.40	0.31

资料来源: 历年政府工作报告, 交通运输部, 水利部, 铁路总公司, 安信证券研究中心

我们认为以上两项政策及文件的出台对于建筑行业影响较大，工程建设项目审批时间较此前近减幅近 40%，相应可以减少工程项目的工期，有助于加快建筑企业资金及资产周转率，降低财务杠杆。同时我们认为 65 号文对于转移支付预算、地方政府债券发行、资金拨付进度等工作加快进度的要求体现出中央对于在严格规范地方政府举债融资的背景下、中央财政对于基本建设的大力支持。结合中央政治局 4 月 23 日会议强调扩大内需，我们理解今年政府工作报告中“坚持实施积极的财政政策”或将在当前应对外需及外部环境有可能产生波动的情况下未雨绸缪、防范化解风险。由此我们维持对于今年全年国内基本建设不会持续大幅走低的判断，生态环境建设、乡村振兴战略和扶贫脱困仍为三大主要方向，建议积极关注预期修正后建筑行业投资机会。

从建筑行业景气度先行指标——新签合同额情况来看，在经历了 2014-2015 年新签合同增速为负（低点-8.9%）的下降周期后，自 2016Q1 起建筑业新签合同增速转正并大幅攀升至 2017Q1~Q3 的峰值（高点+22%），2018Q1 增速回落至 16.4%左右。我们认为新签合同额增速持续下滑的可能性较小，主要为从需求端来看：1) 根据财政部 PPP 中心数据，至 2018 年 4 月底 PPP 项目管理库（指准备、采购、执行和移交阶段项目，已完成物有所值评价和财政承受能力论证的审核）在规范清理后仍保持在 11.5 万亿元规模，且相对均为质量及可行性较高项目；2) 生态环境建设、乡村振兴及扶贫脱困有较大工作空间，建筑企业业务边界有望进一步外延；3) 雄安新区、京津冀一体化、长江经济带、粤港澳大湾区等区域一体化战略带来广阔发展机遇，有望催生交通基础设施、市政、房建、园林生态等相关领域建设需求。

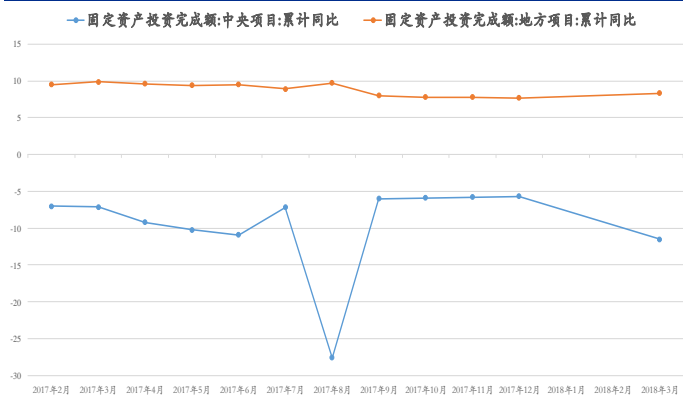
图 11：2014 年以来建筑业季度累计新签合同额(亿元)及累计同比增速(%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

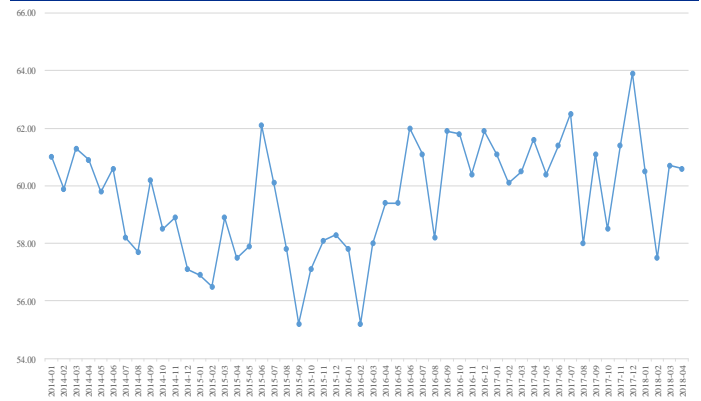
由于国家统计局 2018 年数据未公布具体基建投资规模，我们根据统计局历年发布的基建投资数据进行了拆解拟合，推算 2018 年以来单月基建投资增速分别约为：1-2 月 16.10%、3 月 10.59%、4 月 11.34%，4 月当月基建投资增速已较 3 月略有回升。我们判断或主要与 PPP 项目库清理工作陆续结束、中央要求年度计划财政支出进度加快等因素有关。

图 12: 中央及地方固定资产投资完成额累计同比(%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 13: 2014-2018 年建筑业 PMI 变动情况(月)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

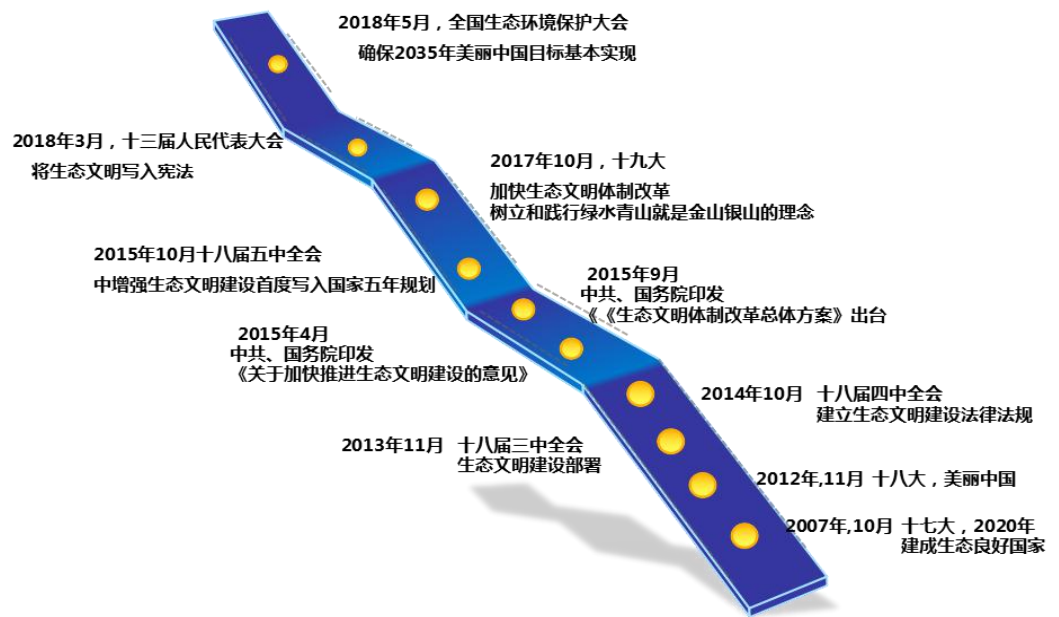
我们判断 2018 年 2 季度起基建投资增速或有可能出现较明显边际改善, 主要由于: 1) 随着 PPP 项目库清理工作的逐渐完成, 规范 PPP 项目及部分整改后在库 PPP 项目已重获启动, 金融机构对于 PPP 项目的融资有望从“一刀切”暂停或观望逐步回归到风控更趋严格但有效供给持续增加状态; 2) 中央对于加快年内计划财政支付进度的要求或有助于中央项目的加速执行; 3) 铁路投资前 4 个月同比下降较多, 但年内完成计划投资额仍是大概率事件, 不排除后续完成投资增速提升; 4) 道路运输及公共设施管理业投资韧性较强, 三大攻坚战作为今年主要任务, 相关领域财政支出或呈现结构性积极状态。

2. 生态文明建设战略地位空前, 湿地、国储林等领域有望加速

2.1. 生态文明建设战略高度持续提升, 打开生态环保市场空间

“绿水青山”理念由来已久, 生态文明建设战略空前。回顾我国生态文明建设战略的政策演绎过程, 2005 年, 时任浙江省委书记的习近平在浙江省安吉县余村考察时即首次提出“绿水青山”理念, 之后“绿水青山就是金山银山”的内涵不断拓展深化, 2007 年 10 月, 党的十七大提出“到 2020 年使我国成为生态良好的国家”, 2012 年十八大会议上首次把美丽中国作为未来生态文明建设的宏伟目标。之后我国逐年发布多项关于加快生态文明建设的决定及意见, 制定具体规划目标, 并建立相关法律法规制度, 生态文明建设战略高度不断提升。

图 14：生态文明建设政策推进历程



资料来源：中国政府官网等，安信证券研究中心

2017 年十九大会议再次强调加快生态文明体制改革，建设美丽中国必须树立和践行绿水青山就是金山银山的理念，同年 11 月国务院发布《关于加快推进生态文明的意见》中明确各领域目标以及生态文明制度体系的建设方案。2018 年 3 月，生态环境建设首次写入宪法。我国不仅在中国国内进行生态文明建设的推广，同时通过“一带一路”、金砖国家、上海合作组织和东盟等多边和国际平台，引导建立国际绿色低碳循环发展合作机制，与世界共享生态文明建设和“绿水青山就是金山银山”实践模式和经验。2017 年 5 月，四部委联合发布《关于推进绿色“一带一路”建设的指导意见》，提出用 5-10 年时间，建成较为完善的生态环保服务、支撑、保障体系，实施一批重要生态环保项目。2018 年 5 月 19 日，全国生态环境保护大会上，习近平总书记进一步明确到 2035 年、到本世纪中叶的“美丽中国”建设蓝图，确保到 2035 年，生态环境质量实现根本好转，美丽中国目标基本实现。将生态文明建设写入党章和宪法，凸显中央政府还原“绿水青山”的信心和决心，在生态文明建设战略推进过程中，将为建设优质生存环境，同时为生态绿化、水环境治理、土壤修复相关产业带来机遇。

2.2. 湿地、国储林与生态息息相关，多元政策支持市场空间巨大

2.2.1. 国家湿地保护目标明确，市场空间快速打开

国家湿地公园由“审批制”到“晋升制”，湿地保护目标逐步明确。据 2010 年颁布的《国家湿地公园管理办法（试行）》规定，国家林业局依照国家有关规定组织实施建立国家湿地公园，国家湿地公园建设实行“审批制”。2016 年 11 月林业局等 3 部委联合印发《全国湿地保护工程“十二五”实施规划》，提出对湿地实施全面保护，扩大湿地面积，同期国务院办公厅印发《湿地保护修复制度方案》，湿地保护开始有法可依；2017 年有关湿地保护制度出台进度加快，2017 年 5 月，国家林业局发布《中国生态文化发展纲要（2016-2020 年）》，规划中提到建设 76 个国家湿地保护与合理开发利用、湿地生态文化服务体系建设示范区，同年 10 月发布的《关于加快推进生态文明的意见》中明确提出到 2020 年湿地面积不低于 8 亿亩。

图 15: 国家湿地保护政策制度汇总



资料来源: 国家林业局网站、中国生态文明建设网等, 安信证券研究中心

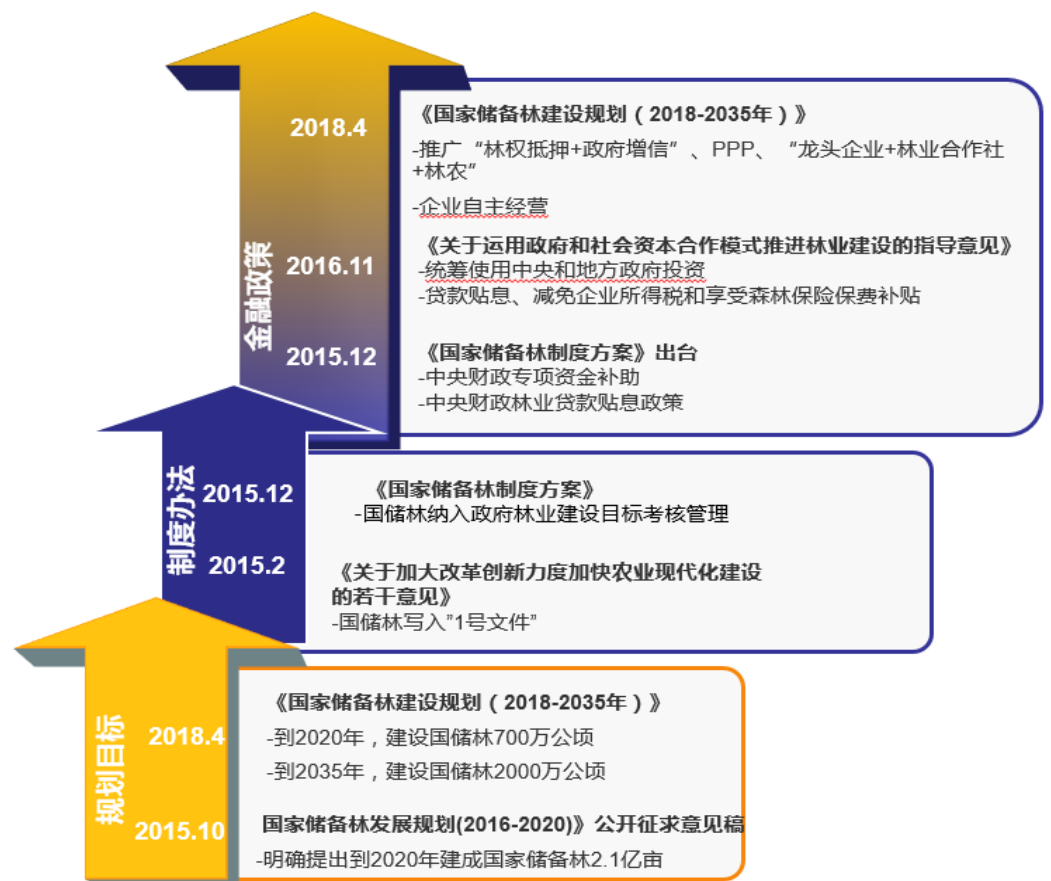
湿地保护政策红利逐步释放, 湿地公园市场空间巨大。2013年以来, 国家湿地公园(试点)数量大幅增加, 2013-2016年分批国家湿地公园(试点)项目基本维持在130-140个之间。截止到2017年年末, 国家湿地公园(试点)项目合计达到898个, 2013年以来分批的国家湿地公园(试点)项目合计607个, 占比68%。2015年以来, 正式授牌的国家湿地公园大幅增加, 2015-2017年分别新增数量分别为46个、66个和84个, 截至2017年年末我国建成并授牌的国家湿地公园合计258个, 2015-2017年建成并授牌的国家湿地公园196个, 占比76%。目前, 国家湿地公园(试点)项目尚未通过验收并授牌的数量640个, 根据《全国湿地保护“十三五”实施规划》, 湿地修复单位投入为4.5万元/平方公顷, 扩大湿地面积单位投入为6万元/平方公顷; 根据《国家湿地公园管理办法》, 原则上国家湿地公园面积不低于100平方公顷, 保守估计单个国家湿地公园建设投入将达到4.5亿元, 不考虑增量市场, 仅640个已批国家湿地公园建设带来的市场空间将达到2880亿元以上, 如果再考虑到增量的项目, 国家湿地公园市场空间更大, 国家湿地公园建设有望提速; 另外, 2017年5月国家林业局等8部委联合发文《贯彻落实〈湿地保护修复制度方案〉的实施意见》, 从总体要求、制定工作方案、落实工作要求和强化保障措施四大方面推动湿地保护与修复, 各地要合理保障湿地保护修复经费, 鼓励与引导社会资本参与, 形成政府投资、社会融资、个人投入等多渠道投入机制, 不断完善的投入机制为湿地保护提供有力保障。

2.2.2. 国储林建设迎政策东风, 有望迎来建设高峰期

国储林建设是生态文明建设重要领域, 党中央国务院十分重视生态文明建设, 将其纳入社会主义现代化建设“五位一体”总体布局, 把全面保护天然林资源、配套建立国家用材林储备制度, 作为生态文明体制改革总体方案的重要内容, 国储林引来政策红利。2014年3月唐守正、沈国舫等8位来自中国科学院和中国工程院的院士联名致信国务院总理李克强, 提出

“建立国家储备林制度”的建议，在水光热、交通条件较好的南方 15 个省区划定 1500 万亩国家储备林。2015 年 2 月国务院印发《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》（以下简称“一号文件”）提出建立国家用材林储备制度，积极发展符合林业特点的多种融资业务，吸引社会资本参与碳汇林业建设，国储林写入“一号文件”。2015 年 10 月国家林业局《国家储备林发展规划（2016-2020）》公开对外征求意见，明确提出到 2020 年建成国家储备林 2.1 亿亩，每年新增木材供应能力 9500 万立方米以上，基本实现“总量平衡、结构优化、进口适度、持续经营”的木材安全战略格局。2015 年 12 月国家林业局印发《国家储备林制度方案》（林规发〔2015〕192 号），提出中央财政专项资金补助国储林建设，享受中央财政林业贷款贴息政策，并纳入政府林业建设目标考核管理。2016 年 11 月国家发改委和国家林业局联合印发《关于运用政府和社会资本合作模式推进林业建设的指导意见》，将国储林建设列入五大重点实施领域，统筹使用中央和地方政府投资，给予贷款贴息、减免企业所得税和享受森林保险保费补贴等政策支持。

图 16：国家储备林建设政策制度汇总



资料来源：国家林业局网站、中国生态文明建设网等，安信证券研究中心

国储林建设迎来政策东风，市场空间持续释放。根据《国家储备林发展规划（2016-2020）》征求意见稿，到 2020 年我国完成营造用材林 1400 万公顷（约 2.1 亿亩），其中集约人工林栽培 461.45 万公顷，现有林改培 492.23 万公顷，中幼林抚育 446.22 万公顷，基地建成后每年平均蓄集净增加量约 1.42 亿立方米，折合木材生产能力约 0.95 亿立方米。以此计算，国储林基地建设投资（不含种苗基地、营林道路投资和天保工程相关投资）将达到 4202 亿元，其中营造林投资 3915 亿元，占比 93.2%；支撑体系投资 124.11 亿元，占比 3.0%；其他费用 162 亿元，占比 3.8%。国储林建设多渠道多方式筹集资金，主要包括中央基建、中央财政、农业综合开发基建、银行借款、地方配套和自筹资金，其中中央基建投资 300 亿元，中央财政投资 340 亿元，农业综合开发资金 30 亿元，国开行和农发行专项贷款 3000 亿元，

地方配套及自筹资金 670 亿元, 资金安排 4340 亿元, 资金安排超过了国储林建设投资规模。截至 2017 年底, 累计完成建设任务 318 万公顷, 与 2035 年, 规划建设国家储备林 2000 万公顷的目标仍有广阔的市场空间。在资金投入方面, 加强了与国家开发银行、中国农业发展银行的战略合作, 创新林业融资模式。截至 2017 年底, 全国 108 个国家储备林等林业重点项目获得两行贷款支持, 合同金额超过 1100 亿元, 已放款 384 亿元。截至 2018 年一季度末, 国开行、农发行累计批准 138 个国家储备林等重点林业贷款项目, 授信额度 1227 亿元, 放款 435 亿元, 其中一季度放款 51 亿元。我们认为随着国储林政策和制度的日益完善, 国储林市场空间持续释放, 借助 PPP、EPC 等建设模式, 国储林将迎来建设“高潮”。

表 4: 我国国储林建设目标及资金来源安排

项 目	2020 年规划建设 目标 (万公顷)	投资规模/资 金安排 (亿 元)
集约人工林栽培	461	1606
现有林改造	492	1559
中幼林抚育	446	752
营造林	1400	3917
资源监测与保障	-	55
科技支撑	-	69
支撑体系投资	-	124
建设单位管理费	-	40
基本预备费	-	121
其他费用	-	162
投资规模合计	-	4202
中央基建投资	-	300
中央财政投资	-	340
农业综合开发资金	-	30
国开、农发专项贷款	-	3000
地方配套及自筹资金	-	670
资金来源合计	-	4340
资金缺口	-	-138

资料来源:《国家储备林发展规划(2016-2020)》征求意见稿, 安信证券研究中心

2.3. 全面建设美丽中国, 乡村建设扶贫脱贫与生态战略一脉相承

特色小镇建设从加速到规范, 小镇建设模式逐步成熟。2015 年 4 月, 浙江省政府发布的《关于加快特色小镇规划建设的指导意见》首次对“特色小镇”的概念做了界定。此后特色小镇在全国推广, 国家多次在规划纲要中提出加快发展特色小镇, 并出台多项政策及要求, 在 2016 年发布的《“十三五”规划纲要》提出在 2020 年建设 1000 个特色小镇, 经过 2017 年各地区的快速推进, 不完全统计市场特色小镇已超 2000 个, 为了让特色小镇建设有序发展, 2017 年 12 月《关于规范推进特色小镇和特色小镇城镇建设的若干意见》发布, 从融资方式, 开发方式、产业导入等方面对小镇建设进行规范。

图 17: 特色小镇相关政策汇总



资料来源：中国政府官网、住建部官网、国家发改委官网等，安信证券研究中心

在融资渠道上，国家发改委、住建部等同中国银行、国家开发银行、中国光大银行等联合发布政策性金融文件明确支持范围，帮助企业做好融资规划，建立贷款项目库，加强项目管理。并建立特色小镇建设规范机制，对已公布的特色小镇开展定期测试和优胜劣汰。2016年7月以来，住建部公布分两批次共公布了国家级特色小镇403个（2016年第一批次127个，2017年10月公布276个），各省公布省级特色小镇名单979个；根据住建部、统计局及地方政府等公开媒体所公布信息，从小镇目前的区域分布来看，华东和西南地区的国家级特色小镇数量最多，华东地区多达78个，占比28%，西南区域坐拥丰富的旅游资源，特色小镇多达47个占比17%；小镇数量占比较多的省市均有丰富的产业基础、旅游资源或文化历史资源。

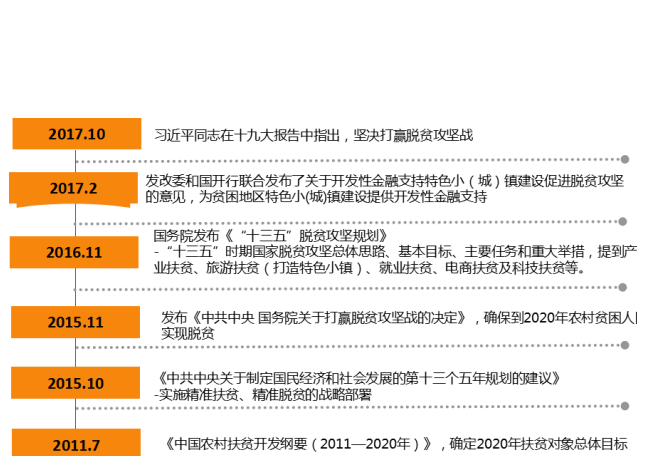
美丽乡村建设和扶贫脱贫国家政策逐步出台，城镇化进入县域经济。美丽乡村建设推进社会主义新农村建设是促进农村经济社会科学发展的重要举措，从人居环境提升、基础设施建设、软环境改善等提升农民生存环境；2005年-2015年期间国务院、中央财政部、国家发改委均发布相关意见及支持政策，2015年5月份国家标准《美丽乡村建设指南》给全国区域美丽乡村建设标杆，同年10月十八届五中全会，美丽乡村建设纳入“十三五”规划，2015年11月财政部出具6000个美丽乡村建设财政支持计划；2017年2月，中央一号文件，再度指出要深入开展人居环境治理和美丽宜居乡村建设，美丽乡村建设是生态文明建设战略的重要领域。

图 18: 美丽乡村建设国家政策



资料来源: 国务院、财政部网站、安信证券研究中心

图 19: 扶贫脱困国家政策



资料来源: 国务院、财政部网站、安信证券研究中心

2017年以来扶贫脱困政策加码, 美丽乡村建设再获深入政策支持。2017年2月发改委和国开行联合发布关于开发性金融支持特色小(城)镇建设促进脱贫攻坚的意见, 为贫困地区特色小城镇建设提供开放性政策支持, 2017年10月习近平总书记在党的十九大报告中强调, 坚决打赢脱贫攻坚战。在美丽乡村建设和扶贫脱困攻坚战中, 中央财政以及政策性银行给予较大力度的财政资金和信贷优惠支持, 对于参与美丽乡村建设主体有较大吸引力, 也是生态文明建设大战略下的重点领域。

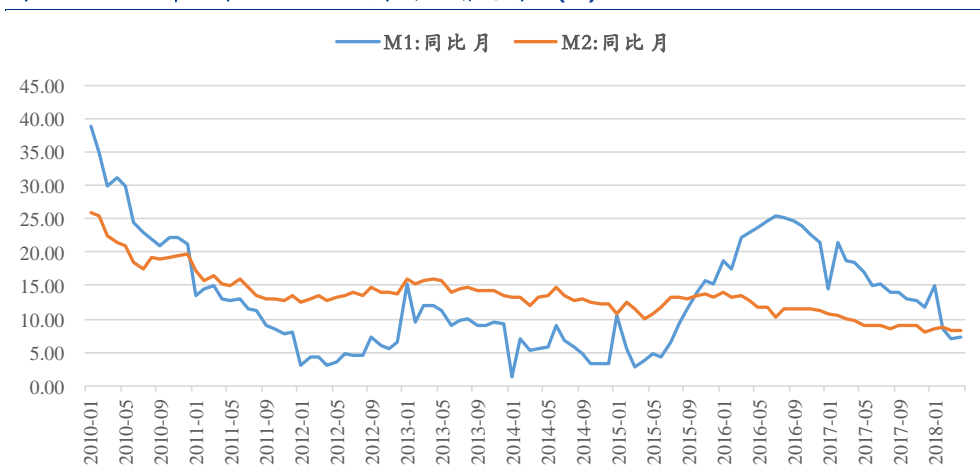
3. 2018 年金融防风险与去杠杆环境下, PPP 项目融资或面临挑战

3.1. 1Q18 银行贷款规模有所增加但低于社融缩减规模, 资金供给趋紧

2017年以来, 中央多次提出防控金融风险: 2017年7月第五次全国金融工作会议强调“金融服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”三项任务; 2017年底中央经济工作会议确定按照党的十九大要求, 打好防范化解重大风险攻坚战, 重点是防控金融风险, 要服务于供给侧结构性改革这条主线, 促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环, 做好重点领域风险防范和处置; 2018年两会政府工作报告提出, 当前系统性风险总体可控, 但对不良资产、债券违约、影子银行、互联网金融等累积风险要高度警惕。

2018年2月召开的中国人民银行(以下简称“央行”)工作会议明确, 央行2018年九项主要任务中, 保持货币政策稳健中性及防风险排在前两位。2018年以来央行继续实施稳健中性的货币政策, M2增速总体平稳。至4月末, 广义货币(M2)余额为173.77万亿元, 同比增长8.3%, 增速比上年同期低1.5个百分点; 狭义货币(M1)余额为52.54万亿元, 同比增长7.2%, 增速比上年同期低11.3个百分点。

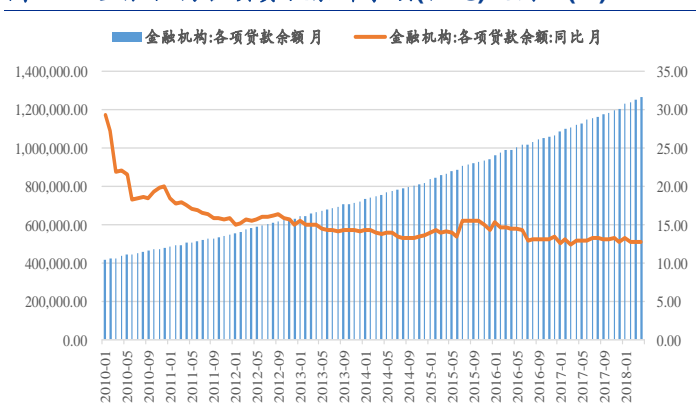
图 20: 2010 年以来 M1 及 M2 月同比增速情况(%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

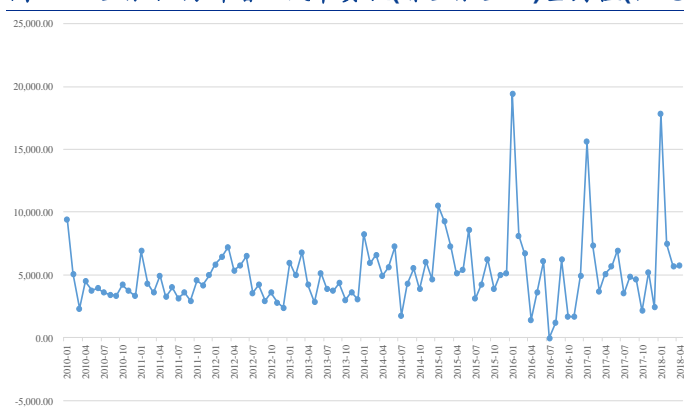
银行贷款方面,根据央行统计数据,至 4 月末本外币贷款余额 131.7 万亿元,同比增长 11.9%,增速比 2017 年末低 0.2 个百分点,比年初增加 6.1 万亿元。4 月末人民币贷款余额 126.16 万亿元,同比增长 12.7%,增速比上年同期低 0.2 个百分点。根据央行《2018 年第一季度中国货币政策执行报告》分析指出,今年以来贷款同比多增较多,主要与贷款需求较为旺盛、“类信贷”转回贷款等因素有关。

图 21: 金融机构各项贷款累计余额(亿元)及同比(%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 22: 金融机构新增人民币贷款(非金融企业)当月值(亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

社融方面,根据央行数据,初步统计 3 月末社会融资规模存量为 179.93 万亿元,同比增长 10.5%,仍然高于名义 GDP 增速。2018 年第一季度社会融资规模增量累计为 5.58 万亿元,比上年同期少 1.33 万亿元,具体为: 1) 18Q1 金融机构对实体经济发放的人民币贷款为 4.85 万亿元,比上年同期多增 3438 亿元,占同期社会融资规模增量的 86.9%,比上年同期高 21.7 个百分点; 2) 18Q1 信托贷款增加 758 亿元,比上年同期少增 6591 亿元; 未贴现银行承兑汇票增加 1221 亿元,比上年同期少增 5581 亿元; 委托贷款减少 3314 亿元,比上年同期多减 9661 亿元。3) 18Q1 企业债券净融资为 5371 亿元,比上年同期多 6877 亿元; 非金融企业境内股票融资 1283 亿元,比上年同期少 1313 亿元。从上述数据可以看出,2018Q1 信托贷款、委托贷款及银行承兑汇票等此前表外业务增量大幅减少或出现锐减,银行贷款同比增加但增幅小于表外业务降幅,企业债虽有所增加但社融总规模仍有所减少,我们判断随着《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(下称《意见》或资管新规)推出后相关细则的陆续落地,表外融资或将进一步缩减。

表 5: 2018 年 3 月末社会融资规模存量及结构 (万亿元)

	金额(万亿元)	同比增速(%)
社会融资规模存量	179.93	10.5
其中: 人民币贷款	123.86	12.9
外币贷款 (折合人民币)	2.46	-8.6
委托贷款	13.63	-1.4
信托贷款	8.62	22.9
未贴现银行承兑汇票	4.56	-0.4
企业债券	18.86	5.7
非金融企业境内股票融资	6.78	12.3

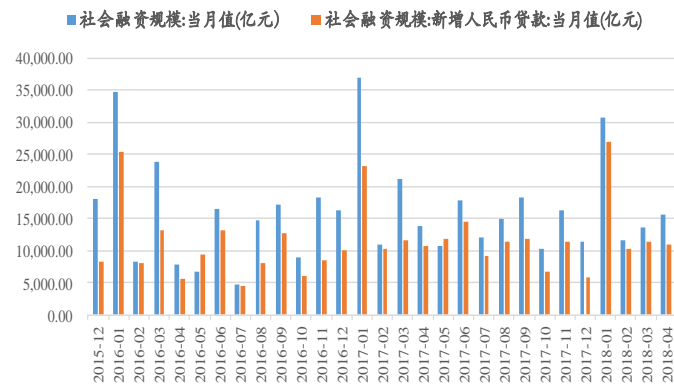
资料来源: 央行《2018 年第一季度中国货币政策执行报告》, 安信证券研究中心

表 6: 2018 年第一季度社会融资规模增量及结构 (亿元)

	2018 年第一季度(亿元)	同比增减(亿元)
社会融资规模增量	55765	-13299
其中: 人民币贷款	48474	3438
外币贷款 (折合人民币)	492	-290
委托贷款	-3314	-9661
信托贷款	758	-6591
未贴现银行承兑汇票	1221	-5581
企业债券	5371	6877
非金融企业境内股票融资	1283	-1313

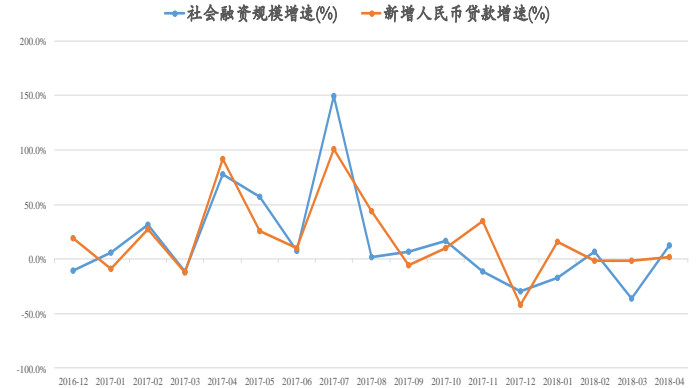
资料来源: 央行《2018 年第一季度中国货币政策执行报告》, 安信证券研究中心

图 23: 社融规模及新增人民币贷款规模当月值(亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 24: 社融规模及新增人民币贷款规模同比增速(%)

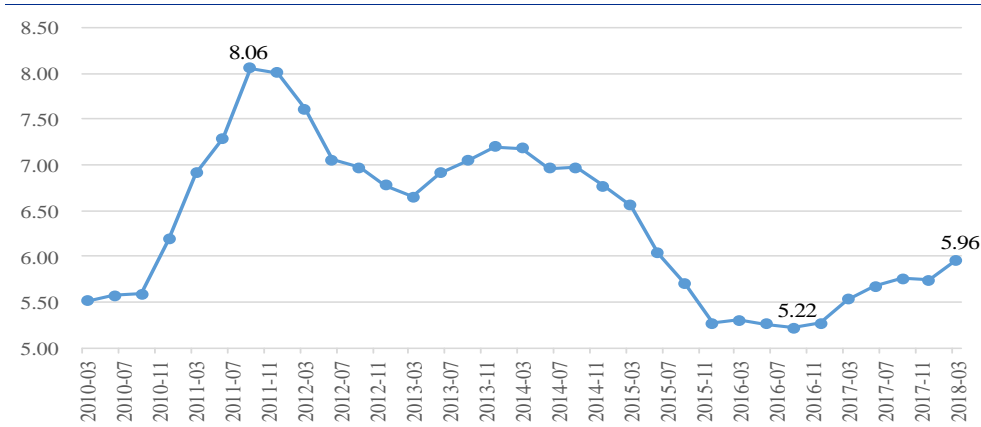


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3.2. 1Q18 企业贷款利率有所上升, 公司债及中短期票据发行利率亦维持高位

市场利率方面, 企业贷款利率水平有所上升。根据央行《2018 年第一季度中国货币政策执行报告》显示, 2018 年 3 月非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 5.96%, 比 2017 年 12 月上升 0.22 个百分点。其中, 一般贷款加权平均利率为 6.01%, 比上年 12 月上升 0.21 个百分点; 票据融资加权平均利率为 5.58%, 比上年 12 月上升 0.35 个百分点。

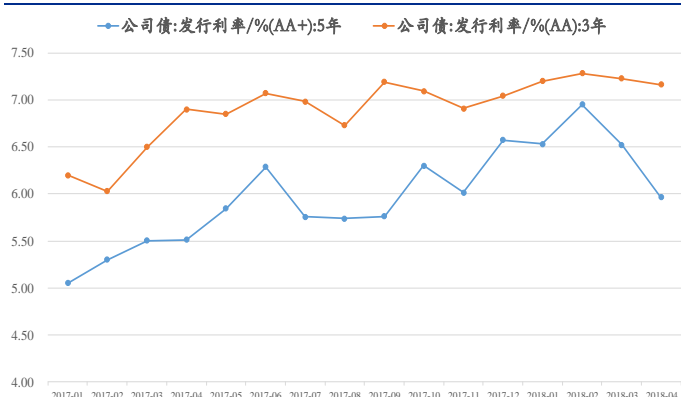
图 25: 金融机构季度人民币贷款加权平均利率(%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

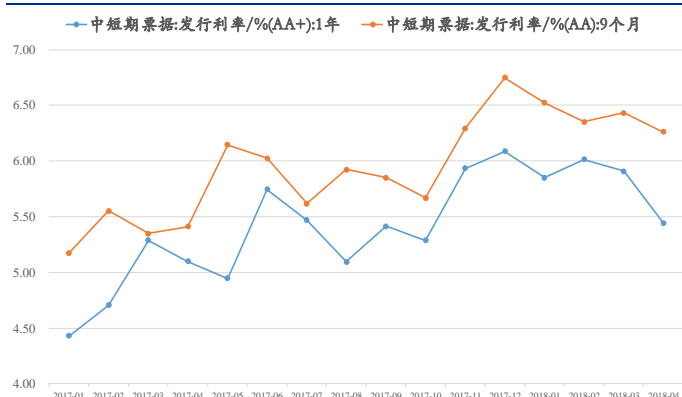
如观察 2017 年以来公司债发行票面利率情况, 我们以 AA+ 评级 5 年期公司债及 AA 评级 3 年期公司债作为样本, 可见自 2017 年以来两项利率均有不同程度提升, 在 2018 年 2 月份达到高点后有所下降, 至 2018 年 4 月底较 2017 年初上升约 20%, 但 2018 年以来总体利率水平略有下降。在中短期票据发行利率方面, 趋势大致相同, 我们以 AA+ 评级 1 年期及 AA 评级 9 个月期中短期票据作为样本, 至 2018 年 4 月底较 2017 年初同样上升约 20%, 但 2018 年以前总体利率水平有所下降。

图 26: 2017 年以来 AA+5 年及 AA3 年公司债发行利率(%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 27: 2017 年以来 AA+1 年及 AA9 个月中短期票据发行利率(%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3.3. 建筑企业直接融资成本走高, 无风险收益率提升阻碍 PPP 项目落地率提升

从微观层面来看, 我们以建筑央企为例, 从三个角度对建筑企业融资成本及其经营的影响进行观测: 1) 我们对 2017 年以来建筑央企发行债券、银行票据情况进行了统计, 用以比较其直接融资成本变化情况; 2) 我们对建筑央企 2015~2017 年财务费用中利息支出情况进行统计, 并与其当年净利润情况进行对比, 用以判断融资成本变化对其盈利能力的影响; 3) 我们用 10 年期国债收益率作为市场无风险收益率, 与同期 PPP 项目回报率进行比较, 用以判断社会资本参与 PPP 项目的意愿强弱。

表 7: 2016 年以来建筑央企发行债券及票据情况统计

	债券简称	债券类型	息票品种	起息日	到期日	剩余期限	发行规模	当前余额	票面利率 (当期)
中国 建筑	17 中建 MTN001	一般中期票据	付息	2017-04-20	2020-04-20	1.92 年	50.00	50.00	4.70
	16 中建 MTN002	一般中期票据	付息	2016-06-24	2019-06-24	1.09 年	20.00	20.00	3.25
	16 中建 MTN001	一般中期票据	付息	2016-04-13	2021-04-13	2.90 年	30.00	30.00	3.60
中国 中铁	16 中铁股 SCP001	超短期融资债券	到期一次 还本付息	2016-06-21	2016-12-18	-	10.00	0.00	2.80
	16 铁工 01	一般公司债	付息	2016-01-28	2021-01-28	2.69 年	20.50	20.50	3.07
	16 铁工 02	一般公司债	付息	2016-01-28	2026-01-28	7.69 年	21.20	21.20	3.80
中国 铁建	18 铁建 Y2	一般公司债	付息	2018-04-17	2021-04-17	2.91 年	20.00	20.00	5.23
	18 铁建 Y1	一般公司债	付息	2018-03-19	2021-03-19	2.83 年	30.00	30.00	5.56
	中国铁建 1.5% CB2021	可转债	付息	2016-12-21	2021-12-21	3.59 年	34.50	34.50	1.50
	16 铁建 Y1	一般公司债	付息	2016-06-29	2019-06-29	1.10 年	80.00	80.00	3.53
中国 交建	17 中交建 SCP001	超短期融资债券	到期一次 还本付息	2017-02-08	2017-11-05	-	30.00	0.00	3.75
	16 中交建 SCP002	超短期融资债券	到期一次 还本付息	2016-08-08	2017-05-05	-	30.00	0.00	2.61
	16 中交建 SCP001	超短期融资债券	到期一次 还本付息	2016-05-18	2017-02-12	-	30.00	0.00	2.99
中国 中冶	18 中冶 02	一般公司债	付息	2018-05-08	2023-05-08	4.96 年	2.20	2.20	4.98
	18 中冶 01	一般公司债	付息	2018-05-08	2021-05-08	2.96 年	8.70	8.70	4.78
	17 中冶 01	一般公司债	付息	2017-10-25	2022-10-25	4.43 年	5.70	5.70	4.99
	17 中冶 Y7	一般公司债	付息	2017-07-28	2020-07-28	2.19 年	13.00	13.00	5.10
	17 中冶 Y5	一般公司债	付息	2017-07-11	2020-07-11	2.14 年	20.00	20.00	5.10
	17 中冶 Y3	一般公司债	付息	2017-03-13	2020-03-13	1.81 年	20.00	20.00	4.98
中国 电建	17 中冶 Y1	一般公司债	付息	2017-03-01	2020-03-01	1.78 年	27.00	27.00	4.99
	16 中电建设 SCP003	超短期融资债券	到期一次 还本付息	2016-10-26	2016-11-26	-	15.00	0.00	2.73
中国 电建	16 中电建设 SCP002	超短期融资债券	到期一次 还本付息	2016-07-20	2017-04-16	-	30.00	0.00	2.68
	16 中电建设 SCP001	超短期融资债券	到期一次 还本付息	2016-03-23	2016-12-16	-	25.00	0.00	2.74
	16 葛洲坝 MTN002	一般中期票据	付息	2016-09-20	2021-09-20	3.33 年	30.00	30.00	3.76
葛洲 坝	16 葛洲 Y4	一般公司债	付息	2016-08-03	2021-08-03	3.20 年	30.00	30.00	3.43
	16 葛洲 Y3	一般公司债	付息	2016-08-03	2019-08-03	1.20 年	20.00	20.00	3.15
	16 葛洲 Y2	一般公司债	付息	2016-07-21	2021-07-21	3.17 年	25.00	25.00	3.48
	16 葛洲 Y1	一般公司债	付息	2016-07-21	2019-07-21	1.16 年	25.00	25.00	3.24
	16 葛洲坝 MTN001	一般中期票据	付息	2016-05-31	2021-05-31	3.03 年	30.00	30.00	4.28
	16 葛洲 03	一般公司债	付息	2016-05-13	2021-05-13	2.98 年	40.00	40.00	3.45
	16 葛洲 02	一般公司债	付息	2016-05-04	2021-05-04	2.95 年	30.00	30.00	3.27
	16 葛洲 01	一般公司债	付息	2016-01-19	2021-01-19	2.67 年	30.00	30.00	3.14

资料来源: 各公司公告, Wind, 安信证券研究中心

从上表可以看出, 中国铁建及中国中冶 2018 年所各发行的 2 期公司债票面利率均已超过了 5%, 较 2018 年以前所发行的公司债及银行票据票面利率有较大提升。我们认为建筑央企凭借其 AAA 级发行主体及债券/票据信用评级、较佳的流动性已事实获得当前市场中较为低廉的融资成本, 相较而言民企及地方国企或将承担更高的直接融资成本, 对于融资需求较高的建筑行业而言是较为不利的局面。

如考察建筑央企 2015~2017 年利息支出情况可以看出, 除中国中铁、中国中冶连续 3 年实现利息支出连续减少外, 其余央企利息支出均有不同程度的单年或连续 2 年增长, 其中中国

建筑、中国电建、葛洲坝连续 3 年利息支出皆有增加且金额较大。

表 8: FY2015-2017 建筑央企利息支出情况统计

证券代码	证券简称	FY2015		FY2016		FY2017	
		利息支出(亿元)	增速(%)	利息支出(亿元)	增速(%)	利息支出(亿元)	增速(%)
601668.SH	中国建筑	142.98	8.1%	153.94	7.7%	176.38	14.6%
601390.SH	中国中铁	107.50	-9.4%	91.36	-15.0%	80.36	-12.1%
601186.SH	中国铁建	105.49	5.2%	91.98	-12.8%	96.55	5.0%
601800.SH	中国交建	138.30	8.2%	125.91	-9.0%	133.28	5.9%
601618.SH	中国中冶	67.33	-10.9%	53.68	-20.3%	48.83	-9.0%
601669.SH	中国电建	58.95	37.3%	63.57	7.8%	70.97	11.6%
600068.SH	葛洲坝	14.61	13.8%	17.57	20.3%	19.15	9.0%
601117.SH	中国化学	2.49	120.5%	3.18	27.6%	3.56	12.1%

资料来源: 各公司公告, Wind, 安信证券研究中心

我们对上述 8 家央企 2015~2017 年利息支出与当年实现净利润进行比较, 可以看出中国化学利息支出负担最轻 (利息支出/净利润比例最低), 其次为中国建筑 (3 年比例均保持在 37%-39%), 而中国电建及中国中冶利息支出负担较重 (利息支出/净利润比例较高)。中国中铁、中国铁建、中国交建、中国中冶、葛洲坝则实现了利息支出比例连续 3 年下降。我们同时也注意到, 在近年来市场资金利率持续提升的背景下, 尽管建筑央企利息支出规模有所增加, 对企业盈利造成影响, 但影响程度却不尽相同。我们认为决定性因素为企业自身财务杠杆及主营业务增长程度及毛利水平提升能力。

表 9: FY2015-2017 建筑央企利息支出与当年净利润比较

证券代码	证券简称	FY2015			FY2016			FY2017		
		利息支出(亿元)	净利润(亿元)	利息支出/净利润(%)	利息支出(亿元)	净利润(亿元)	利息支出/净利润(%)	利息支出(亿元)	净利润(亿元)	利息支出/净利润(%)
601668.SH	中国建筑	142.98	359.43	39.78%	153.94	411.72	37.39%	176.38	466.49	37.81%
601390.SH	中国中铁	107.50	117.86	91.21%	91.36	127.03	71.93%	80.36	142.04	56.57%
601186.SH	中国铁建	105.49	133.74	78.87%	91.98	148.51	61.93%	96.55	169.19	57.07%
601800.SH	中国交建	138.30	157.83	87.63%	125.91	172.22	73.11%	133.28	213.19	62.52%
601618.SH	中国中冶	67.33	49.49	136.05%	53.68	59.70	89.92%	48.83	67.12	72.74%
601669.SH	中国电建	58.95	58.03	101.59%	63.57	75.86	83.80%	70.97	80.55	88.11%
600068.SH	葛洲坝	14.61	34.31	42.59%	17.57	44.79	39.24%	19.15	58.47	32.75%
601117.SH	中国化学	2.49	29.65	8.40%	3.18	17.75	17.91%	3.56	15.96	22.33%

资料来源: 各公司公告, Wind, 安信证券研究中心

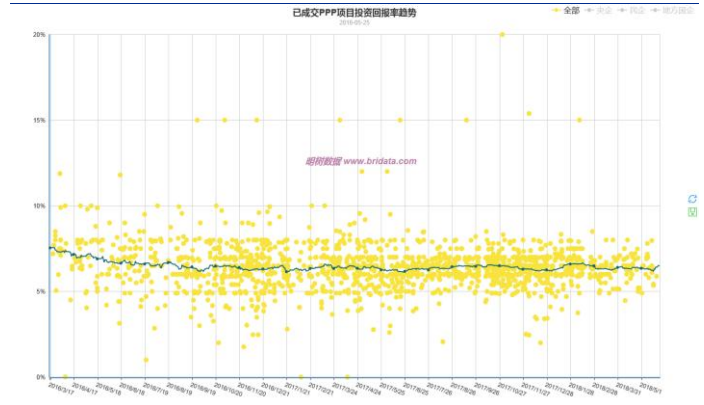
鉴于当前 PPP 项目对于建筑企业的影响程度非常重要, 我们以 10 年期国债收益率作为市场无风险收益率(Rf)与 PPP 项目平均回报率 (采用明树数据 BRldata.com “已成交 PPP 项目投资回报率趋势” 数据) 进行比较, 用以衡量社会资本参与 PPP 项目的意愿及可行性。从下图二图可以看到, 10 年期国债收益率由期初低点的 2.7% 上行至当前的 3.6% 附近, 而已成交 PPP 项目平均回报率则由期初的 7.5% 回落至当前的 6.5% 附近, 二者之间的利差已趋于缩小, 或影响 PPP 项目落地率的提升。同时我们认为, 2017 年以来的 PPP 项目规范清理将极大程度改善社会资本恶性竞争的局面, 促使社会资本通盘考虑 PPP 项目的全生命周期盈利条件, PPP 项目收益率有望获得修复提升, 从而形成社会资本投资回报有所保证、PPP 项目投建营一体化发展的良性循环轨道。

图 28: 2016 年 4 月以来 10 年期国债收益率(%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 29: 2016 年 4 月以来已成交 PPP 项目投资平均回报率(%)



资料来源: 明树数据 Bridata.com, 安信证券研究中心

3.4. 建筑行业资金需求较大, 融资环境致使压力上升

建筑行业在产业链中地位相对弱势, 在上下游议价以及资金周转方面都不具有明显优势, 致使行业内企业资金占用压力较大, 行业内企业长期以来依靠牺牲现金流获取长足发展, 这种状况对于背景强大, 资深资金实力相对较强的央企来说, 应对资金链风险能力相对较强; 对于民营企业来说, 则需要的高速成长和风险控制方面做一个相对平衡。从 2018 年 Q1 季报数据来, 6 家建筑主流央企有息负债 (备注: 由于部分企业其他流动负债中有到期短融等, 我们将其他流动负债纳入有息负债) 情况看, 游戏负债规模最低的中国核建为 234 亿元, 规模最大的中国建筑约为 4714 亿元; 从有息负债与企业同期净资产规模比例来看, 6 家央企有息负债与净资产规模比例均超过 1 倍, 其中该比值最低的中国铁建为 1.17 倍, 比例最高的中国核建为 2.09 倍数, 而最近两年借助 PPP 和生态环保建设机遇, 加速发展的中国电建 2018Q1 有息负债/净资产规模比值也高达 2.09 倍, 以央企的数据样板充分体现建筑企业在业务开拓过程中融资压力较大的事实。

表 10: 部分央企 2018Q1 有息负债情况汇总

		短期借款 (亿元)	长期借款 (亿元)	1 年内到 期非流动 负债 (亿 元)	应付票据 (亿元)	应付长期 债券 (亿 元)	其他流动 负债	有息负债 (亿元)	净资产规 模 (亿元)	有息负债/ 净资产 (%)
601611.sh	中国核建	96.0	76.8	7.0	45.2	5.0	4.14	234.1	112.2	208.7
601669.sh	中国电建	603.7	1536.5	191.9	34.9	145.3	53.11	2565.4	1230.1	208.6
601800.sh	中国交建	635.0	1655.4	207.4	193.8	233.7	80.15	3005.5	2109.4	142.5
601390.SH	中国中铁	538.8	537.2	273.0	497.6	302.1	148.71	2297.4	1750.0	131.3
601688.sh	中国建筑	437.6	2117.7	622.6	239.2	1011.2	285.78	4714.2	3628.1	129.9
601186.sh	中国铁建	315.0	646.8	311.5	440.1	371.9	78.66	2164.1	1855.9	116.6
	合计	2626.1	6570.4	1613.6	1450.8	2069.2	650.6	14980.7	10685.7	140.2

资料来源: 公司公告、Wind、安信证券研究中心

以民营企业为主流的园林板块企业, 龙头企业的融资压力相对突出。以主流园林公司包括 PPP 民营代表龙元建设在内 20 家企业有息负债情况看, 除了云投生态 2018Q1 季报中有息负债/净资产规模畸高 (约 3.6 倍) 是其历史原因造成之外, 选择积极参与 PPP 市场, 近两年业务快速扩张, 业绩高增的龙头企业铁汉生态、龙元建设、蒙草生态、东方园林和岭南股份 5 家企业, 2018 年 Q1 季报中有息负债/净资产的比值分别为 1.65 倍、1.63 倍、1.46 倍、1.19 倍和 1.06 倍。

表 11：部分园林公司 2018Q1 有息负债情况汇总

		短期借款 (亿元)	长期借款 (亿元)	1 年内到 期非流动 负债 (亿 元)	应付票据 (亿元)	应付长期 债券 (亿 元)	其他流动 负债	有息负债 (亿元)	净资产规 模 (亿元)	有息负债/ 净资产 (%)
002200.SZ	云投生态	17.96	0.50	0.12	0.83		0.86	20.27	5.64	359.65
300197.SZ	铁汉生态	47.97	18.79	11.97	1.45	15.86	8.30	104.35	63.22	165.07
600491.SH	龙元建设	31.60	61.52	0.23	5.48		12.29	111.12	68.09	163.21
300355.SZ	蒙草生态	17.15	8.42	2.34	14.73	2.48	12.41	57.53	39.44	145.87
002310.SZ	东方园林	23.26	5.28	5.82	29.52	21.87	50.53	136.27	114.72	118.79
002717.SZ	岭南股份	19.31	10.34	1.28	4.14	2.49	3.32	40.87	38.50	106.15
000010.SZ	美丽生态	7.63	0.75		0.23		1.02	9.63	11.33	85.03
603007.SH	花王股份	2.29	2.61	1.04	1.55		1.08	8.57	10.83	79.13
300495.SZ	美尚生态	8.04	2.07	2.39	1.55	4.98	2.05	21.08	29.11	72.41
600963.SH	岳阳林纸	32.94	9.03	6.39	7.64		0.06	56.06	80.09	70.00
603955.SH	大千生态	2.09	4.30		0.18		0.71	7.27	11.48	63.39
300536.SZ	农尚环境	0.70	0.00		2.60		0.00	3.30	5.22	63.23
002775.SZ	文科园林	6.40	1.10		1.62		0.02	9.14	15.22	60.04
002374.SZ	丽鹏股份	11.49	0.00	1.56	0.75	2.47	1.09	17.36	33.26	52.20
002596.SZ	海南瑞泽	8.65	0.61	1.50		3.59	0.92	15.26	30.31	50.36
002663.SZ	普邦股份	5.69	0.89	5.77	1.90	8.12	0.86	23.23	52.07	44.60
603717.SH	天域生态	2.42	0.70	1.81	0.31		0.36	5.60	12.90	43.38
603778.SH	乾景园林	0.93	0.00		0.00		0.38	1.31	10.20	12.79
603359.SH	东珠景观	0.10	0.00		2.15		0.68	2.94	24.96	11.76
002887.SZ	绿茵生态		0.00		0.20		0.00	0.20	16.73	1.20
20 家合计		246.60	126.91	42.22	76.84	61.85	96.93	651.35	673.28	96.74

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

在去杠杆、流动性收紧的大背景下，民营企业融资工具使用受限。2017 年 2 月证监会发布《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》，对上市公司再融资实施细则进行修订，同时提出监管要求，在事实细则方面要求发行底价由此前的召开董事会前二十个交易日的均价打九折修订为发行期首日股价，即为市价发行；从监管要求方面，要求融资额低于市值的 20%，同时明确再融资与前次融资（前次募集资金包括首发、增发、配股、非公开发行股票）资金到位时间间隔 18 个月；定增新规出台后，园林板块龙头企业再融资受限，只好以短期融资券为抓手补充业务扩张过程中大幅增加的资金需求，2017 年东方园林、蒙草生态、铁汉生态和棕榈股份均发行短期融资券补充资金需求；岭南股份、龙元建设在 2018 年初定增资金到位之初，迅速推进再融资新规中未做限制的可转债、中期票据等融资方式，补充自身资金需求。

图 30：2016-2018 年主流园林企业融资工具使用汇总

	2016年		2017年		2018年		备注
	定增	配股	可转债	中票	短融	有息	
大千生态							2018年9月可再融资
东方园林	■	■					5月公司债募集0.5亿，分
东珠景观							2019年3月满18月限制
花王股份			■				无时间限制
岭南股份	■					■	2018.4可转债已获审核过
龙元建设	■						2018.4中票获准注册
丽鹏股份	■			■			2018年6月满18月限制
美丽生态							无时间限制
美尚生态	■			■			2018年7月满18月限制
蒙草生态	■			■	■		无时间限制
农尚环境			■				无时间限制
普邦股份			■	■			2018年12月满18月限制
乾景园林			■				无时间限制
天域生态						■	2018年10月满18月限制
铁汉生态	■	■	■		■		无时间限制
文科园林				■			2019年10月满18月限制
岳阳林纸						■	2018年12月满18月限制
云投生态							无时间限制
棕榈股份		■			■		2018.2月7亿元公司债发
绿茵生态						■	2019年2月满18月限制
海南瑞泽		■				■	2019年9月满18月限制

资料来源：各公司公告、WIND、安信证券研究中心

民营企业的融资难度日渐突出，东方园林公司债未足额发行引发担忧。2017 年以来，PPP 主流企业融资压力体现在两个方面，一是资金成本日渐上升，二是银根收紧，资金风险控制力度加强；企业普遍以牺牲部分利润解决资金成本问题，但银根收紧和资金加强风控对民营企业压力较大，在资金面趋紧情形下，资金规避流向民企致使民营企业资金链承压。2018 年 5 月 21 日发布公告，公司 2018 年面向市场公开发行人公司债券（第一期）不超过 10 亿元，分为两个品种，品种一最终发行规模募集资金 0.5 亿元，票面利率为 7%，品种二无实际发行规模。该公告发布之日起至 2018 年 5 月 24 日，东方园林股价累计下跌 20.49%，同期岭南股份、蒙草生态和铁汉生态跌幅分别为 8.85%、7.59%和 3.8%；5 月 25 日东方园林发布启动重组停牌公告，截至 5 月 25 日午市收盘，岭南股份、蒙草生态和铁汉生态分别下跌 0.17%、8.38%和 8.78%，市场对 PPP 主流企业资金链的担忧可见一斑。

龙头企业 PPP 入库情况较好，项目开工情况差异较大。我们根据公司公告中标的 PPP 项目，汇总 PPP 项目进入财政部库项目库情况，在财政部库中项目所处阶段，以及公开信息查找项目 SPV 注册成立情况，假设在财政部库中处于执行阶段，或公开信息能够确认已注册成立 SPV 项目公司的 PPP，为正式开工项目，用正式开工项目金额/公司 2016 年至今累计中标 PPP 项目总金额，作为公司 PPP 项目开工比例；我们这里仅汇总了日常跟踪较为紧密，同时 PPP 项目金额/营业收入比例较高的 7 家公司，汇总信息显示，截至 2018 年 5 月 20 日，表 12 中 7 家公司，美尚生态、龙元建设、蒙草生态、东珠景观 4 家公司入库率超过 90%，分别为 92.5%、92.9%、90.7%和 98.8%；项目金额入库率高于 85%但低于 90%的有东方园林、岭南股份，分别为 88.6%和 86.4%；铁山生态 PPP 项目金额入库率相对较低，比值为 64.5%。在我们上述假设前提下，7 家公司中，PPP 项目开工率超过 5 成的有美尚生态、龙元建设和东方园林，分别为 66.9%、53.4%和 52.2%；东珠景观、岭南股份两家开工率居于行业平均水平，分别为 34.2%和 29.1%；蒙草生态和铁汉生态 PPP 项目开工率分别为 26%和 16.6%，相对较低。

表 12: 7 家园林企业 PPP 项目入库及执行情况测算

代码	2018Q1 财报公告 融资利率区间	2018Q1 资产负债率	2016 至今 累计 PPP 项目 入库总金额 (亿元)	2016 至今 累计中标 PPP 项目总金额 (亿元)	PPP 项目金额 入库比率	PPP 已开工 比例
美尚生态	4.65%-7.5%	58.1%	43.1	46.6	92.5%	66.9%
龙元建设	4.5%-7.2%	83.3%	594.7	640.1	92.9%	53.4%
东方园林	5.5%-7.2%	65.9%	1105.1	1247.1	88.6%	52.2%
东珠景观	/	37.4%	40.6	44.8	90.7%	34.2%
岭南股份	2.63%-6.5%	65.9%	123.6	143.1	86.4%	29.1%
蒙草生态	4.97%-8%	68.6%	341.0	345.2	98.8%	26.0%
铁汉生态	3.99%-7.0%	68.7%	205.1	317.9	64.5%	16.6%
行业均值		2787.90	779.51	1874.05	3.58	1.49

资料来源: 各公司公告、财政部 PPP 中心、WIND、安信证券研究中心

4. 建筑业绩表现差强人意，政策融资环境影响行业估值

4.1. 部分央企业绩增速超预期，2018 仍具有估值优势

纵观 8 家建筑央企 2017 年年报及 2018 年一季报情况，葛洲坝、中国中铁及中国交建 FY2017 均实现了 20% 以上的归母净利润同比增速，创下近年来的新高；1Q18 中国中铁、中国铁建在传统业绩淡季仍录得近 20% 的归母净利润同比增速，反映出当前建筑央企的较快业绩增速具有可持续性，我们判断主要为在手订单的执行较为顺利，并未受到 PPP 融资条件的较大影响。同时一个值得注意的现象是，多数建筑央企 FY2017 的净利润增速均超过其营业收入增速，体现出建筑央企当前盈利能力或有所提升。从估值情况来看，建筑央企整体 2018 年预期 PE 估值中枢在 10 倍左右，中国建筑及葛洲坝更是下探至 6-7 倍区间，已较为接近其各自历史 PE 估值底部。

表 13: 建筑央企 FY2017 及 1Q18 业绩增速及 2018 预期 PE 情况

证券代码	公司简称	2017A				2018Q1		2018E / Wind 一致预期	
		营业收入 (亿元)	同比增速(%)	净利润 (亿元)	同比增速(%)	净利润 (亿元)	同比增速(%)	净利润 (亿元)	PE
601668.SH	中国建筑	10541.07	9.83	329.42	10.28	81.45	14.98	370.05	6.72
601390.SH	中国中铁	6933.67	7.77	160.67	28.44	31.97	21.92	179.75	9.49
601186.SH	中国铁建	6809.81	8.21	160.57	14.70	34.22	18.86	183.99	7.10
601800.SH	中国交建	4828.04	11.83	205.81	22.92	34.34	9.35	225.85	9.18
601669.SH	中国电建	2668.20	11.65	73.67	8.78	19.18	12.43	81.96	11.50
601618.SH	中国中冶	2440.00	11.13	60.61	12.75	16.61	15.20	69.29	11.22
600068.SH	葛洲坝	1068.07	6.54	46.84	37.94	7.58	1.51	52.80	6.95
601117.SH	中国化学	585.71	10.35	15.57	-12.04	4.00	28.97	24.09	15.93

资料来源: 各公司公告, Wind, 安信证券研究中心

从新签合同额来看，8 家建筑央企 1Q18 总体保持了较为稳定的新签合同额增速，在大基数基础上持续实现了较快增长，我们认为尽管 2018 年以来基建投资增速有所回落，但建筑央企在基建领域的竞争优势并未受到削弱，特别是在当前融资条件较为紧张的状况下，建筑央企较高的信用等级或将有助于其获得更好的银行信贷及资本市场融资支持。

表 14: 建筑央企 1Q18 新签合同额情况统计

	2018.1-3		2017.1-3		2016.1-3		
	新签(亿元)	同比(%)	新签(亿元)	同比(%)	新签(亿元)	同比(%)	
中国化学	新签合同总额	256.32	5.9	241.93	91.9	126.09	35.2
	国内	170.56	70.8	99.85	46.7	68.05	18.4
	国外	85.76	-39.6	142.08	144.8	58.04	62.3
中国中冶	新签合同总额	1729.00	37.0	1262.30	12.0	1126.90	68.4
	国内	1678.70	48.4	1131.40	17.3	964.30	55.9
	国外	50.30	-61.6	130.90	-19.5	162.60	221.3
中国电建	新签合同总额	1509.69	3.7	1455.28	18.8	1224.58	135.8
	——水利电力	518.55	-14.0	603.06	-4.0	628.35	632.4
	国内	1006.48	1.5	991.68	31.9	751.97	65.0
	国外	503.21	8.5	463.60	-1.9	472.61	643.1
中国建筑	建筑业务新签	5383.00	24.3	4332.00	24.4	3483.00	26.9
	——房建	3723.00	20.4	3092.00	12.3	2754.00	18.7
	——基建	1634.00	34.0	1219.00	71.2	712.00	74.5
	地产销售额	668.00	31.8	507.00	50.0	338.00	26.6
	国内	5210.00	25.3	4158.00	25.6	3311.00	29.8
	国外	173.00	-0.6	174.00	1.2	172.00	-11.8
中国中铁	新签合同总额	3123.4	21.3	2574.6	36.1	1892.0	20.6
	基建建设	2608.9	14.1	2286.8	45.8	1568.9	16.0
	——铁路	529.9	89.4	279.8	-56.4	641.5	93.4
	——公路	390.5	-4.1	407	132.8	174.8	-24.6
	——市政	1688.5	5.5	1600	112.6	752.6	-4.6
	地产销售额	92.3	14.8	80.4	86.5	43.1	29.8
	国内	2918.0	20.6	-	-	-	-
	国外	205.4	31.8	-	-	-	-
中国铁建	新签合同总额	2798.6	7.0	2616.1	46.0	1792.3	16.4
	工程承包	2366.7	8.5	2181.6	47.3	1480.7	15.5
	——铁路	272.1	26.1	215.8	-52.9	458.0	45.9
	——公路	632.2	4.7	603.8	75.6	343.9	0.8
	——其他	1462.4	7.4	1362.1	100.6	678.9	108.2
	地产销售额	136.3	7.2	127.2	73.9	73.2	125.5
	国内	2665.8	11.6	-	-	-	-
	国外	132.8	-41.5	-	-	-	-
中国交建	新签合同总额	1793.2	18.5	1513.1	40.2	1078.8	2.2
	基建建设	1536.6	23.3	1246.0	37.7	905.1	2.5
	——港口	63.9	-12.3	72.8	159.0	-	-
	——道路桥梁	608.3	22.8	495.3	53.2	-	-
	——市政环保	338.1	55.4	217.5	32.0	-	-
	——投资类	-	-	167.5	49.9	-	-
	疏浚业务	113.1	-29.0	159.3	80.2	88.4	18.5
国内	1269.5	6.5	1191.8	49.6	796.5	-	
	国外	523.7	63.0	321.3	13.8	282.3	-
葛洲坝	新签合同总额	798.5	15.7	690.2	42.5	484.2	26.8
	——水利电力	-	-	131.9	34.8	97.9	5.2
	国内	536.8	28.7	417.1	11.6	373.8	71.9
	国外	261.7	-4.2	273.1	147.4	110.4	-32.8

资料来源: 各公司公告, 安信证券研究中心

4.2. 业绩高增难敌估值下行，期待边际改善估值修复

过半企业预算高增，板块估值持续下行。我们汇总 21 家园林企业（包括龙元建设）2017 年、2018 年一季报业绩情况，2017 年 14 家企业业绩增速超过 30%，业绩高增长比例为 67%；2018 年 Q1 季报中，业绩同比增速超过 30% 的有 13 家，业绩高增比例为 62%，一季度作为建筑行业传统淡季，2018 年 1 季度园林工程板块超过 6 成企业业绩呈现高速增长，全年开端良好。同时，在上述 21 家企业中，市场跟踪公司 14 家，WIND 一致预期 2018 年业绩增速超过 50% 的有 11 家，其中海南瑞泽业绩预期最高，同比增速为 137%，绿茵生态业绩增速相对低，但增速依然在 29%；从企业估值来看，14 家公司中 7 家公司 2018 年动态 PE 降至 15 倍一下，其中岭南股份、铁汉生态、东方园林和蒙草生态 4 家企业 2018 年动态估值 12 倍。

表 15：部分园林公司 2017-2018 业绩及估值情况

	2017A		2017A		2018Q1		2018E WIND 一致预期		
	营业收入 (亿元)	同比增速 (%)	净利润 (亿元)	同比增速 (%)	净利润 (亿元)	同比增速 (%)	净利润 (亿元)	同比增速	PE
002596.SZ 海南瑞泽	28.78	56.17	1.76	150.94	0.29	273.71	4.17	137%	34
002717.SZ 岭南股份	47.79	86.11	5.09	95.27	0.88	83.49	9.61	89%	12
002431.SZ 棕榈股份	52.53	34.49	3.04	151.83	0.05	109.64	5.60	84%	19
603359.SH 东珠景观	12.24	24.99	2.43	31.09	0.73	65.02	4.41	82%	20
000711.SZ 京蓝科技	18.08	292.34	2.89	2313.00	-0.80	-156.55	5.20	80%	17
603955.SH 大千生态	6.78	13.41	0.78	12.46	0.02	34.56	1.34	71%	22
603007.SH 花王股份	10.37	102.94	1.71	137.23	0.16	-44.75	2.87	68%	16
600963.SH 岳阳林纸	61.44	28.03	3.48	1131.86	1.53	938.45	5.82	67%	15
600491.SH 龙元建设	178.73	22.52	6.07	74.07	2.16	80.91	9.72	60%	14
300197.SZ 铁汉生态	81.88	79.04	7.57	45.02	-0.72	-1667.80	11.58	53%	12
002775.SZ 文科园林	25.65	69.10	2.44	74.96	0.16	48.61	3.73	53%	14
002310.SZ 东方园林	152.26	77.79	21.78	68.13	0.10	127.81	32.88	51%	12
300495.SZ 美尚生态	23.04	118.38	2.84	35.95	0.12	259.46	4.19	47%	20
300355.SZ 蒙草生态	55.79	95.03	8.44	148.73	0.17	48.38	12.02	42%	12
002887.SZ 绿茵生态	6.96	1.50	1.78	3.75	0.34	-5.77	2.31	29%	24
002374.SZ 丽鹏股份	18.58	6.23	0.90	-42.12	0.16	834.42	/	/	/
000010.SZ 美丽生态	7.58	-28.06	-10.61	-2761.74	-0.47	-82.55	/	/	/
300536.SZ 农尚环境	4.25	11.50	0.52	1.90	0.05	12.58	/	/	/
002663.SZ 普邦股份	35.76	31.55	1.52	44.41	0.10	37.90	/	/	/
603778.SH 乾景园林	5.49	3.39	0.90	11.82	0.03	-62.83	/	/	/
603717.SH 天域生态	9.47	14.73	1.21	10.39	-0.05	-119.66	/	/	/
002200.SZ 云投生态	6.68	-33.82	-4.05	-1309.80	-0.39	-129.23	/	/	/

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

4.3. PPP 为民营龙头带来机遇，订单高企业绩弹性较高

订单收入比很高，保障高业绩弹性。我们根据公司公告，汇总 20 家园林公司 2017 年至今新签订单和框架情况，在不考虑框架协议情形下，20 家园林公司中，10 家公司 2017 年以来新签订单（含中标项目）总金额/公司 2017 年营业收入比例在 3 倍以上，15 家公司该比例在 1.5 倍以上。园林板块公司订单充足，同时 20 家公司中 2017 年以来签署框架协议在 100 亿元以上的公司有 7 家，为后续订单转化奠定良好基础。

表 16: 21 家园林及 PPP 主流企业 2017 年至今中标订单情况

代码	简称	2017 年 至今订单	2017 年 营业收入	最新市值	订单收入比	订单市值比
002310.SZ	东方园林	910.77	152.26	481.29	5.98	1.89
600491.SH	龙元建设	509.41	178.73	138.60	2.85	3.68
300355.SZ	蒙草生态	360.10	55.79	154.97	6.45	2.32
300197.SZ	铁汉生态	294.50	81.88	147.86	3.60	1.99
002717.SZ	岭南股份	242.61	47.79	128.33	5.08	1.89
603717.SH	天域生态	67.94	9.47	35.63	7.17	1.91
300495.SZ	美尚生态	63.19	23.04	86.76	2.74	0.73
000010.SZ	美丽生态	54.61	7.58	32.22	7.21	1.69
002374.SZ	丽鹏股份	51.62	18.58	36.50	2.78	1.41
603007.SH	花王股份	37.51	10.37	45.21	3.62	0.83
002200.SZ	云投生态	32.48	6.68	18.25	4.86	1.78
002596.SZ	海南瑞泽	28.23	28.78	131.17	0.98	0.22
600963.SH	岳阳林纸	27.91	61.44	87.50	0.45	0.32
603359.SH	东珠景观	27.27	12.24	83.07	2.23	0.33
603955.SH	大千生态	25.66	6.78	30.08	3.78	0.85
002775.SZ	文科园林	17.24	25.65	53.47	0.67	0.32
300536.SZ	农尚环境	13.29	4.25	23.85	3.13	0.56
002887.SZ	绿茵生态	12.59	6.96	56.07	1.81	0.22
002663.SZ	普邦股份	7.48	35.76	70.58	0.21	0.11
603778.SH	乾景园林	3.49	5.49	32.65	0.64	0.11
行业加总		2787.90	779.51	1874.05	3.58	1.49

资料来源：各公司公告、WIND、安信证券研究中心

PPP 项目入库比例高，项目质量保障较好。我们整理跟踪 20 家园林公司 2016 年以来至 2018 年 3 月 30 日，承接的 PPP 项目及其入库情况，20 家公司合计承接（含预中标）项目 219 个，项目入财政部库 165 个，项目数入库比重为 70.81%；PPP 项目总金额约 2561 亿元，其中进入财政部 PPP 库的项目金额合计约 2115 亿元，占比高达 74.37%。具体看每家公司入库情况，从 PPP 入库金额比例看，20 家公司中项目入库金额比例超过 50% 的有 15 家，其中大千生态、花王股份、普邦园林、天域生态、岳阳林纸、蒙草生态、京蓝科技、美尚生态和东珠景观 9 家公司 PPP 项目金额入库比例高达 90% 以上；PPP 项目基数比较大的龙头东方园林、铁汉生态和蒙草生态 PPP 项目金额分别为 1172.45 亿元、339.24 亿元和 309.08 亿元，项目金额入库率分别为 87.63%、98.66% 和 56.24%，东方园林和蒙草生态在手 PPP 项目入库比例高，项目质量保障充分。

表 17: 21 家园林及主流 PPP 主流企业 PPP 订单及入财政部库情况 (2016 至今)

股票代码	股票简称	PPP 项目总金额	PPP 入库项目总金额	入库金额比例
002310.SZ	东方园林	1247.11	1105.13	88.62%
600491.SH	龙元建设	637.25	594.67	93.32%
300355.SZ	蒙草生态	345.23	341.01	98.78%
300197.SZ	铁汉生态	317.94	205.05	64.49%
002717.SZ	岭南股份	143.07	123.59	86.38%
300495.SZ	美尚生态	46.56	43.06	92.48%
603717.SH	天域生态	44.80	44.80	100.00%
603359.SH	东珠景观	44.78	40.60	90.67%
002663.SZ	普邦股份	41.69	41.69	100.00%
002200.SZ	云投生态	40.32	14.94	37.05%
002374.SZ	丽鹏股份	34.10	20.67	60.62%
002596.SZ	海南瑞泽	23.37	23.37	100.00%
600963.SH	岳阳林纸	19.86	19.86	100.00%
603955.SH	大千生态	14.95	14.95	100.00%
603007.SH	花王股份	9.97	9.97	100.00%
002775.SZ	文科园林	4.76	1.71	35.92%
002887.SZ	绿茵生态	3.00	3.00	0.00%
000010.SZ	美丽生态	1.28	1.28	100.00%
603778.SH	乾景园林	0.95	0.00	0.00%
300536.SZ	农尚环境	0.00	0.00	0.00%
行业加总		3253.00	2851.15	87.65%

资料来源: 财政部 PPP 中心、各公司公告、安信证券研究中心

5. 期待边际改善估值修复, 深度挖掘个股投资机会

5.1. 总量边际改善有望带来估值修复, 关注受益产业链景气度提升的化学工程

我们认为当前基建类央企自 2017 年以来平均涨幅与沪深 300 成分股同期收益相差巨大, 2018 年预期 PE 均值在 9-11 倍左右, 已充分反映出市场对于基建投资的悲观预期, 后续有望在总量边际变化时迎来估值修复机遇。在当前油价上涨趋势较为明确的状态下, 油气开采服务及化学工程子行业或有望受益于相关石油、石化企业经营景气度提升趋势下的资本开支增加, 建议关注中国化学、中石化炼化工程、中油工程等相关标的。

➤ 中国建筑:

公司 2017 年营业收入突破万亿元人民币, 成为国内除中石化及中石油外第三家营收过万亿的企业, 也是全球首家产值过万亿的投资建设企业。

公司基建业务收入保持快速增长, 2017 及 1Q18 增速分别达到+32.8%、+33.5%, 收入占比已超过 20%, 我们预计公司基建业务后续仍有望持续发力。

公司 2017 及 1Q18 归母净利润增速分别达到 10.3%、15.0%, 基建及房地产业务毛利率及毛利贡献占比提升。2017 及 1Q18 经营性现金流受购置土地储备增加影响持续流出, 但 1Q18 期末货币资金余额仍达 2158 亿元。

2018 年 1-4 月新签合同额 7050 元, 比上年同期增长 20.5%, 其中房建、基建、设计业务新签合同分别同比增长 19.5%、23.2%、10.4%; 房建施工面积及新开工面积分别较上年同期增长 14.2%、9.3%。

2018 年 1-4 月地产业务合约销售额达到 850 亿元, 比上年同期增长 17.3%; 期末土地储备达到 9976 万平米。

我们预计公司 2018 年-2020 年的收入增速分别为 10.9%、11.1%、12.5%，净利润增速分别为 13.6%、15.9%、15.3%，对应 EPS 分别为 1.25、1.45、1.67 元，维持买入-A 的投资评级。当前股价对应公司 2018 年预期市盈率估值仅为 6.65 倍，是上证 50 估值最低的成份股之一。

► 中国化学：

公司 2018 年 1-4 月累计新签合同额 328.23 亿元，较 2017 年 1-4 月累计新签 290.77 亿元增加 37.46 亿元 (+12.88%)。我们统计公司自 2016 年以来至 2018 年 4 月底，累计新签合同额已达 1983.96 亿元，约相当于公司 2017 年营业收入 585.71 亿元的 3.4 倍，在手订单储备充裕。公司 5 月新签刚果(金)基础设施及固体垃圾发电项目合同总金额约 25.65 亿欧元，折合人民币约 194 亿元，约占公司 2017 年度营业收入的 33.12%；

公司 2018 年 1-4 月累计实现营业收入 199.92 亿元 (未经审计)，较 2017 年 1-4 月累计实现营业收入 139.54 亿元大幅增加 60.38 亿元 (+43.27%)，增速较 18Q1 营收增速+41.89%持续有所提高。公司 2017Q1-Q4 分别实现营收同比增速-4.85%、4.78%、14.61%、22.13%，自 17Q2 以来营收增速转正并已连续 4 个季度逐季加快；

公司是国内化学工业工程建设领域的主要力量，公司 2017 年在石油化工、煤化工及环保等领域新签合同额增速较快，增速分别达到+33.66%、+164.32%、+209.88%。从 2017 及 1Q18 新签重大合同来看，石油化工、煤化工领域相关项目贡献较多，我们认为主要与石油价格走高后价格增量有望传导至产业链中下游产品、相关炼化及能源企业加大资本性支出有关；

我们预计公司 2018 年-2020 年收入增速分别为 15.4%、15.2%、14.9%，净利润增速分别为 64.2%、24.5%、22.1%，对应 EPS 分别为 0.52、0.65、0.79 元，当前股价对应公司 2018 年预期市盈率估值为 15.10 倍，维持增持-A 的投资评级。

5.2. 轻行业重个股，侧重指标优选个股

5.2.1. 优选模式致胜，重视现金流

在 2017 年 PPP 规范年之后，对建筑行业尤其以 PPP 主流园林板块影响和冲击日益凸显，行业估值屡创新低，虽然板块内企业 2017 年以来业绩持续高增，但市场对 PPP 规范，项目增量趋缓、资金成本高企、流动性趋紧等担忧情绪并未缓解，致使板块内企业估值持续下降，面对行业目前困境，我们认为好的配置主线是选择商业模式相对优越，现金流好，负债率低同时具有较高业绩弹性的标的。

首先，建议选择业绩确定性高，弹性较大，甚至业绩有望超预期标的。能够达到该标准的首要条件为企业本身在手订单充足，订单收入比在业内考前的公司，确定性则体现在两个方面，一是公司项目合规性高，项目落地进程较短，其次是公司资金充裕，现金收入比相对较高。只有项目充足、项目质量好以及资金充裕，三个必要条件共振情形下，才有可能达到公司业绩高增，甚至业绩超预期可能。

图 31：建筑投资策略选择要素 1



资料来源：安信证券研究中心

其次，建议选择现金流好、负债率低、转型或深耕优势领域的企业。建筑行业的长期以来的商业痛点在于垫资，致使行业内企业要以来牺牲现金流来追求增长；行业内部分企业通过在商业模式相对优越领域深耕，或者通过跨越转型改善现金流状况的公司，值得高度重视；关注公司现金流、负债率的同时，企业所在市场有较好的发展前景尤其重要；建筑行业成功转型企业代表有岭南股份、凯文教育等。

图 32：建筑投资策略选择要素 2



资料来源：安信证券研究中心

5.2.2. 重点关注符合投资策略主线的标的

➤ 东珠景观：国家湿地公园第一股，现金流好负债率低

2010 年以来，公司积极转型湿地修复，尤其是 2011 年与中国林科院深度合作后，公司湿地修复业务快速发展，并迅速成为细分行业龙头企业；

2017 年公司生态湿地业务收入 7.4 亿元，占比 60.44%，生态湿地业务成为公司主要业绩来源；湿地是“地球之肾”、“淡水之源”和“物种基因库”，国家高度重视生态湿地建设，生态湿地政策红利持续释放，根据《全国湿地保护工程“十三五”实施规划》，到 2020 年全国湿地面积不低于 8 亿亩，湿地保护率达 50% 以上；

公司凭借在国家湿地公园领域的核心优势，订单明显放量，18年1-4月公司新中标项目金额合计13.05亿元，约占17年新中标项目50%。订单放量带来了业绩释放提速，17年6月-18年3月公司净利润增速分别为14.64%、23.16%、31.09%和65.02%；

公司聚焦国家湿地公园，成功承建了北京翠湖、徐州潘安湖、淮安白马湖等国家湿地公园项目，成为“国家湿地公园第一股”和生态湿地修复龙头。同时，公司积极拓展具有国家专项资金支持的国储林、国家沙漠公园等业务，培育新的业绩增长点。

➤ 岭南股份：“二次创业”转型典范，文旅、生态协同发力

公司是园林行业转型最为成功的一家企业，实现了“园林绿化+生态环保+文化旅游”三大产业的融合发展、协同发展，为园林公司转型提供了有益参考；

公司2015年起全面布局主题公园、VR、影视文化、展览展示及投资运营，恒润2017年业绩承诺7200万元，实际完成利润1.18亿元，完成率164.16%；公司在手订单充足，预计仍可保持良好发展势头。

另外，公司2017年完成对新港永豪并购，新港永豪背景实力很强，拥有水利一级资质，华北区域有较强话语权，提升公司生态环保业务综合实力，同时实现三业协同。

2017年加大园林业务开拓，充分享受园林+市场扩容，2017年至今新签订单242.6亿元，订单收入比超过5倍；公司2018业绩预算净利润9.84亿元，同比增速90%。

➤ 文科园林：配股完成资金充裕，业绩高弹估值优势凸显

公司是2015年上市企业，目前市值约52亿元，在园林板块中市值规模偏小，把握近两年园林+市场机遇，成功向市政、文旅方向切换；

公司制定“业务+投资”战略，侧重现金流稳定的文旅方向，在手订单中有较多文旅业务，借助PPP契机，有望从工程向运营突破；

公司前瞻把握市场机会，2017年积极推进配股储备资金弹药，合计募集资金8.4亿元，为公司业务拓展提供支撑，在去杠杆环境下，资金优势凸显；

公司目前在手订单较为充足，2018年WIND一致业绩预期3.73亿元，对应动态估值14倍。

5.3. 风险提示

政策调控风险：PPP规范阶段性结果陆续出来，后续PPP立法推进，规范有可能常态化，重点关注SPV公司并表与否的政策规范；

融资环境趋紧，资金压力加大风险：建筑行业是典型的资金依赖行业，融资是行业成长的根基，目前整体流动性偏紧环境下，企业融资压力或持续加大；

业绩不及预期风险：融资环境直接影响企业在手订单推进进程，进而影响工程量结转，造成业绩低于预期。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

金嘉欣、王鑫、苏多永声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034