

证券研究报告

2018年05月30日

2018年中期投资策略研讨会

化学工程业绩回暖，园林静待融资改善，基建央企估值占优

行业评级：增持

姓名：韩其成（分析师）
邮箱：hanqicheng8@gtjas.com
电话：021-38676162
证书编号：S0880516030004

姓名：徐慧强（研究助理）
邮箱：xuhuiqiang@gtjas.com
电话：0755-23976032
证书编号：S0880117040091

姓名：陈笑（分析师）
邮箱：chenxiao015813@gtjas.com
电话：021-38677906
证书编号：S0880518020002

姓名：齐佳宏（研究助理）
邮箱：qijiahong@gtjas.com
电话：S0880117100131
证书编号：S0880117100131

投资要点（行业评级：增持）

01

建筑涨幅复盘：1)建筑指数与基建/地产增速具有较强的关联性，当前地产略改善/基建仍较弱暂不具备行情启动要素；2)建筑指数与新增人民币贷款增速/利率具有较强的关联性，当前资金面仍偏紧制约建筑行情；3)资金偏紧环境下，资产负债率低/现金流好的板块表现较好；4)(建筑/沪深300)过去10年PB比值中枢为0.99、PE比值中枢为1.4，目前PB比值为0.91、PE比值为0.98均跌破1。

02

化学工程：1)煤化工：美国制裁伊朗或引油价中枢提升，叠加下游周期品价格上涨、政策面转暖带动煤化工行业固定资产投资回暖，预计2018-20年中国化学煤化工收入80/129/174亿；2)石化：国内地炼快速发展，2020年地炼产能将达2.3亿吨/年、全球石化行业景气度提振带动海外国家扩产能需求，石化行业固投亦有望提速，预计2018-20年中国化学石化收入200/248/283亿；3)化工：行业回暖与化工项目搬迁共助需求释放，预计2018-20年中国化学收入260/315/371亿。4)重点推荐中国化学。

03

央企：1)受环保、资金、PPP清库等因素压制，2018Q1基建投资增速回落，央企新签订单同增18%，较2017年21%有下滑，业绩增速15%较上年同期持平，在目前资金面偏紧背景下，订单落地周期拉长可能会影响订单的转化进度；2)8家建筑央企2018年以来股价下跌11%、大于MSCI标的股价跌幅(5%)；2018年市盈率为8.5倍，仅高于MSCI中地产/银行标的；考虑8大建筑央企均为各领域龙头，综合实力强劲，且融资能力强于民企，在MSCI标的中亦具备估值优势；3)重点推荐中国建筑、中国铁建。

04

家装：消费升级/集中度提升等多元催化，重点推荐东易日盛、全筑股份。1)2018年地产投资回暖，同时地产集中度不断攀升，有望带动B端家装集中度提升；2)消费升级带动C端家装装修等需求增长，2020年市场规模将达1.25万亿，且由于二手房装修、翻装等需求增加，地产长周期下行对装修市场的影响将趋于弱化。3)重点推荐C端家装东易日盛、B端家装全筑股份。

05

设计：1)设计板块经营现金流/资产负债率优，受资金偏紧环境影响度较低；2)基建设计受益中西部基建空间大/一带一路新增量/新型城镇化+消费升级催化存量改扩建等；3)推荐苏交科(省外占比高+多元化布局+创收)、中设集团(多元化布局+现金流好)，受益勘设股份(省外占比高+区位优势+创收)、设研院(负债率低+创收+净利率高)、设计总院、华建集团等。

06

园林：1)维持生态园林中长期高成长的基本判断，政策持续加码提升行业景气度：5月18/19日生态环保大会强调加大力度推进生态文明建设、解决生态环境问题，包括水、土、农村环境等领域数万亿级潜在需求加速释放；2)资金面仍是影响板块业绩和估值的核心因素，短期园林板块估值将是短期资金面变化和中长期高成长预期综合影响的结果，6月份美元加息对国内资金面影响整体偏负面、加大板块估值波动风险，三季度中报业绩支撑或将促使园林板块估值筑底，估值向上反弹仍需继续关注资金面松紧变化。

07

其他：1)消费升级+新型城镇化+美丽中国等催化景观亮化迎需求高增长，建筑景观亮化是最大细分市场、发展空间大，受益名家汇/华体科技等；2)政策利好加码+行业需求旺盛，半导体景气度向上，受益亚翔集成/太极实业等

08

风险提示：PPP模式落地不及预期，房地产投资快速下行，工业投资不及预期等

目录 / CONTENTS

- 01 整体研判：资金面压制估值，基建增速下行压制板块业绩预期
- 02 化学工程：油价/周期品涨价，助推中国化学业绩回暖
- 03 基建央企：在MSCI标的中具备估值优势，融资优势凸显
- 04 家装：消费升级/集中度/租售并举催化，前景广阔高成长
- 05 设计：盈利能力较强且资产负债表较优，区域扩张提升集中度
- 06 园林：中长期政策力推生态治理行业高景气度，短期静待融资改善
- 07 其他：景观亮化千亿蓝海，半导体景气度高
- 08 风险提示

01

建筑股价与基建/地产增速具有较强的关联性

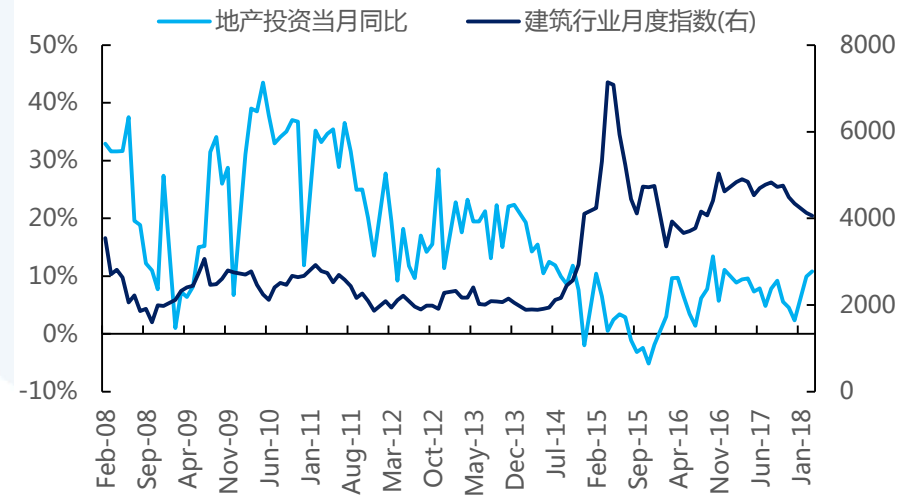
建筑股价与基建增速、地产增速具有较强的关联性，当前地产略改善/基建仍较弱暂不具备行情启动要素

➤ **建筑指数与基建/地产增速具有较强的关联性，当前地产略改善/基建仍较弱暂不具备行情启动要素。** 1)统计2008年以来建筑指数，与基建/地产投资增速关联性较大，如2016年年初建筑行情启动伴随着基建/地产投资双拉升；2)建筑指数2018年震荡下行，目前指数水平大致位于2016H1区间内但市场环境明显不同，地产有所改善(Q1增速10.4%/环比+12.5pct)，基建整体仍较弱(Q1增速13%/环比+0.8pct)，暂不具备行情启动的要素，H2预计地产产业链公司如2B端家装龙头以及非基建产业链的公司(如工业工程、市政等)相对更受益。

图1：建筑指数与基建投资增速相关性较高



图2：建筑指数与地产投资增速具有一定的相关性



01 建筑股价与资金面具有较强的关联性

建筑股价与新增人民币贷款增速、利率具有较强的关联性，当前资金面偏紧不利于资产负债率较高的公司

► **建筑指数与新增人民币贷款增速/利率具有较强的关联性，当前资金面仍偏紧制约建筑行情。**如2013H2-2014H1为典型的资金紧缩(利率高企+贷款增速下移)，建筑行情走弱；而2016年资金宽松，建筑行情较强，杠杆弹性较高的园林板块走出一波牛市。2018Q1贷款增速7.6%/环比-3.7pct，截止3月底10年期国债利率3.74%/环比-0.14pct，资金面偏紧(发债难、违约高推高企业实际融资成本)类似于2013H2或2011年，暂不具备行情启动的因素，但资产负债率较低(杠杆空间较大)、现金流较好公司相对受紧资金面影响较小。

图3：建筑涨幅与新增人民币贷款具有较强的相关性

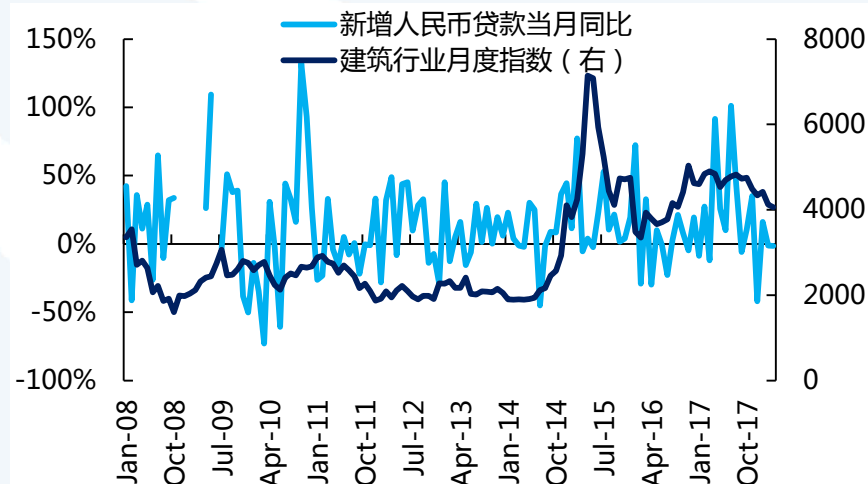


图4：建筑涨幅与利率具有较强的相关性



01

当前资金面整体仍偏紧，低负债率、现金流好的板块受影响较小

回顾历史解读当前资金环境：整体仍偏紧，低负债率、现金流好的板块有望表现佳

➤ **资金偏紧环境下，资产负债率低/现金流好的板块表现较好。** 资金偏紧压制建筑整体行情，但低负债率/现金流好的板块表现相对较佳：1)2011年1-9月，贷款增速同比大幅滑落、十年期国债利率提至4%后维持高位，建筑指数最大跌26%，叠加基建/地产下滑，行情后续延续跌势，直至2011年底资金面好转迎来小幅反弹；2)2013H2资金面再度收紧、基建/地产下滑，建筑指数最大跌21%，仅低负债率/现金流好的设计板块涨幅较好，跌势直至2014H2起资金面宽松起才迎来牛市；3)2017年来资金面收紧，但基建/地产增速H1表现较好，推后建筑股价反应，H2以来现金流较差的园林/路桥板块开始普跌，Q4起带动建筑整体加速下跌。

图5：2013H2建筑大跌，但设计板块现背离

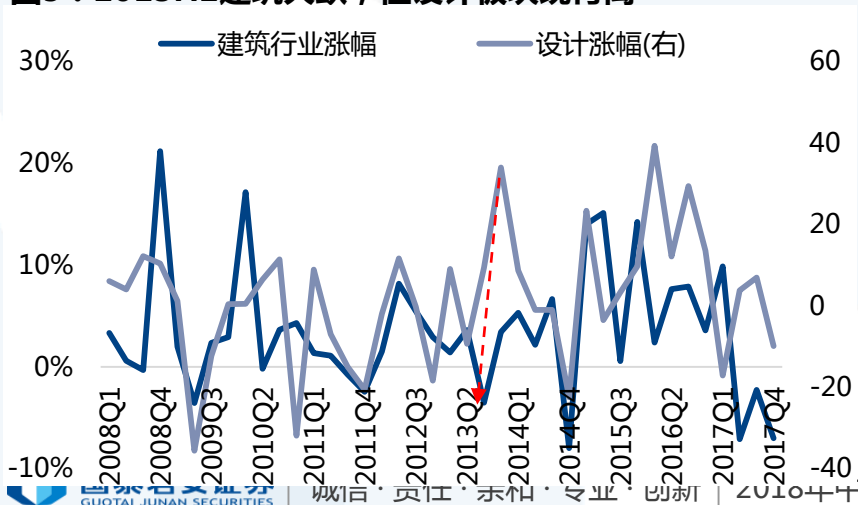
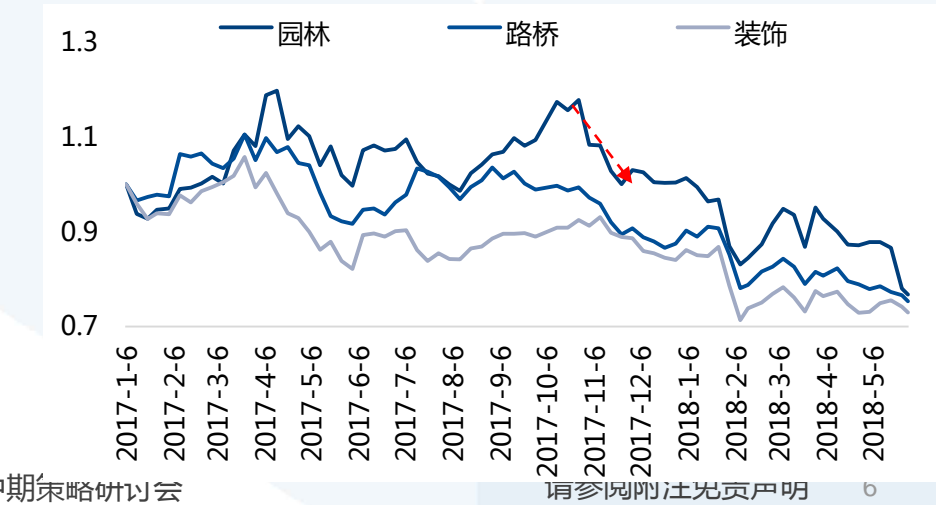


图6：2017H2以来园林/路桥板块带动建筑整体加速下跌



01

当前建筑指数/估值低于历史中枢

从指数角度及估值角度出发，建筑历史大跌往往伴随着资金面紧缩，资金面紧缩影响业绩预期

- **建筑指数/综合指数过去10年中枢为0.93，历史上有三次跌幅较大。** 1)历史三次大跌：2008年11-2010年9月跌去49%，2013年跌去36%，2015H2跌去23%；2)历次大跌均伴随着资金紧缩(利率高企或贷款增速下移)，资金紧影响业绩预期，我们在年初建筑复盘规律系列1亦提及；3)从大跌时间看基本持续1年左右。
- **(建筑/沪深300)过去10年PB比值中枢为0.99，PE比值中枢为1.4。** 目前PB比值为0.91、PE比值为0.98均跌破1，且距历史中枢相差较多，横向看类似于2013H2-2014H1，后续行情启动仍需资金面改善作为推手。

图7：历史上建筑指数/综合指数在0.93附近

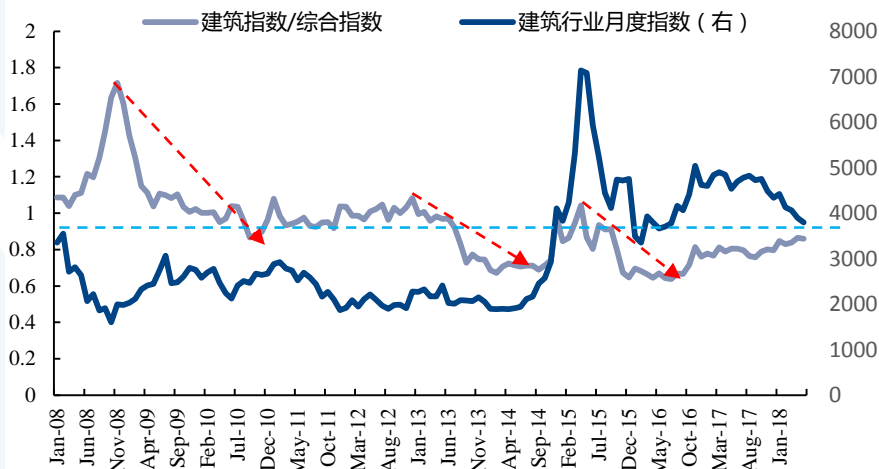
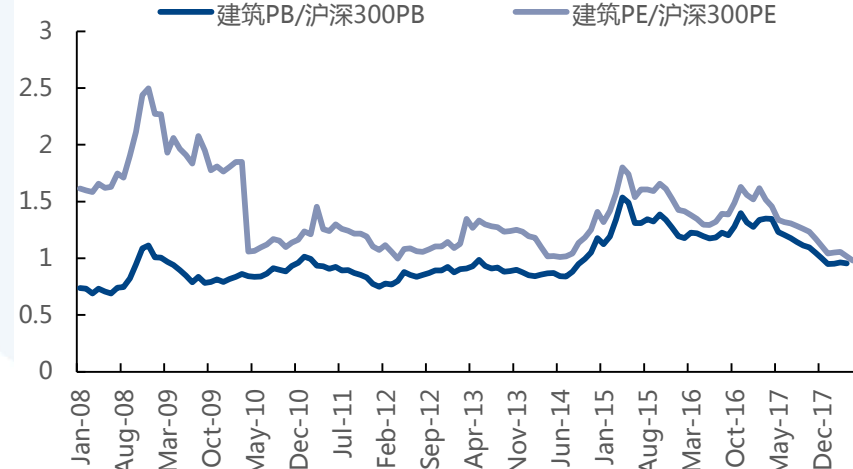


图8：历史上建筑/沪深300PB在0.99附近，PE在1.4附近



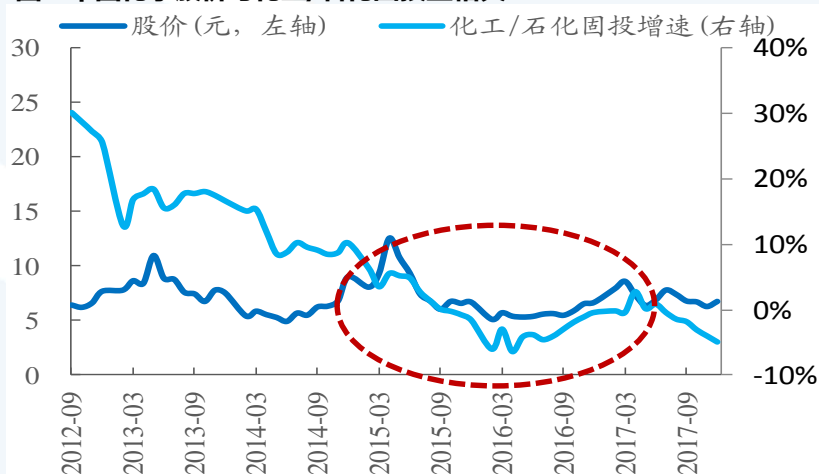
化学工程：油价上行与化工/石化固投预期提升共助股价上行

油价上涨与周期品涨价引领工业工程超预期，推荐中国化学

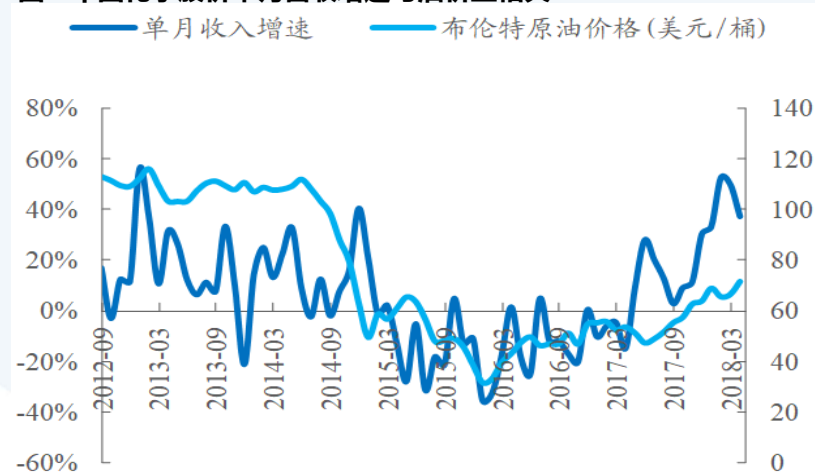
以中国化学为代表的化学工程公司股价与油价、化工/石化固投呈正相关。以中国化学股价半年内相对沪深300涨幅作为中国化学股价走势判断依据，公司营收、股价与原油价格、化工/石化固投正相关。1)2012-2014年油价处于100美元以上，公司单月营收增速整体处于较高区间；随着2014年起原油价格大幅下挫，公司营收增速应声下滑；2)2015H1-2016H1，化工/石化固定资产投资增速由正转负，公司股价持续下行，2016H2-2017H1，化工/石化固投回暖，公司股价随之上行。

现阶段油价上行与化工/石化固投预期提升有望助力股价上行。5月8日，美国宣布退出伊朗核协议并准备恢复针对伊朗的各项制裁，目前WTI/布伦特原油价格均超70美元，预计在地缘风险加剧背景下油价或将进一步攀升；同时下游周期品价格上涨叠加政策面转暖等因素带动煤化工行业固定资产投资回暖；国内地炼快速发展、全球石化行业景气度提振带动海外国家扩产能需求，石化行业固定资产投资亦有望提速，中国化学等化学工程公司股价有望持续上行。

图：中国化学股价与化工/石化固投正相关



图：中国化学股价单月营收增速与油价正相关



02

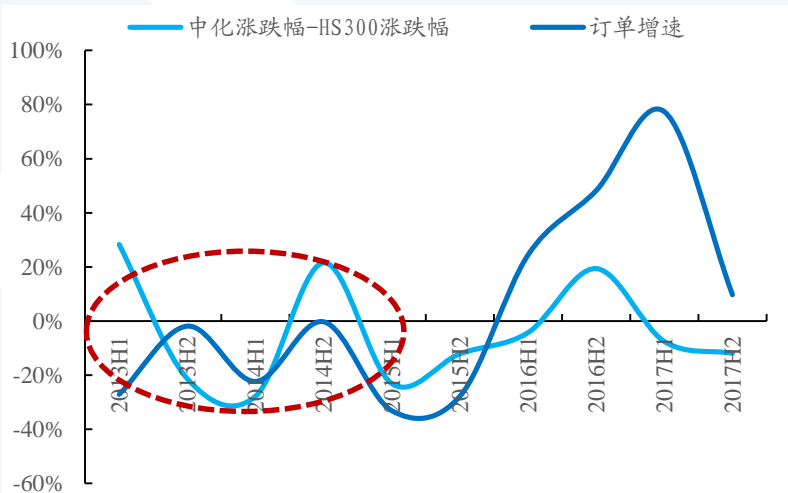
化学工程：订单持续高增且加速向业绩传导

油价上涨与周期品涨价引领工业工程超预期，推荐中国化学

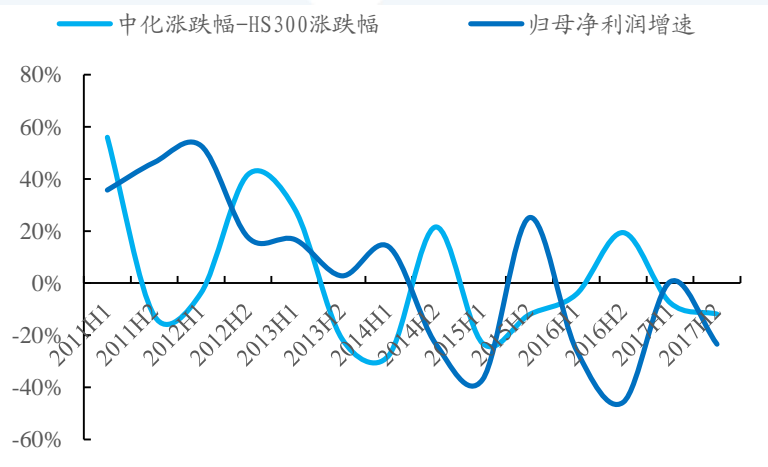
中国化学股价与订单增速、业绩增速呈高度正相关。2014H1中国化学订单增速-22%，股价相对沪深300下跌28pct；2014H2公司订单回暖（增速0%），其股价相对沪深300涨幅22pct；2015H1\H2中国化学订单增速分别为-33%/28%，股价跑输沪深300指数23pct/12pct。

订单持续高增且加速向业绩传导，有望助股价上行。1)2018年1-4月，中国化学新签订单328亿(+13%)，4月新签订单72亿(47%)，在3月订单下滑(-49%)后增速重新转正；2)2018年1-4月中国化学营收200亿(+43%)，自2017Q1以来单季增速逐季提升(-5%/5%/15%/16%)；4月同增37%，单月增速自2017年12月以来始终保持在30%以上，订单向业绩转化提速明显。订单持续回暖并加速转化，有望使市场对中国化学2018年业绩上修，助力股价上行。

图：中国化学股价与订单增速正相关



图：中国化学股价与归母净利润增速正相关



02

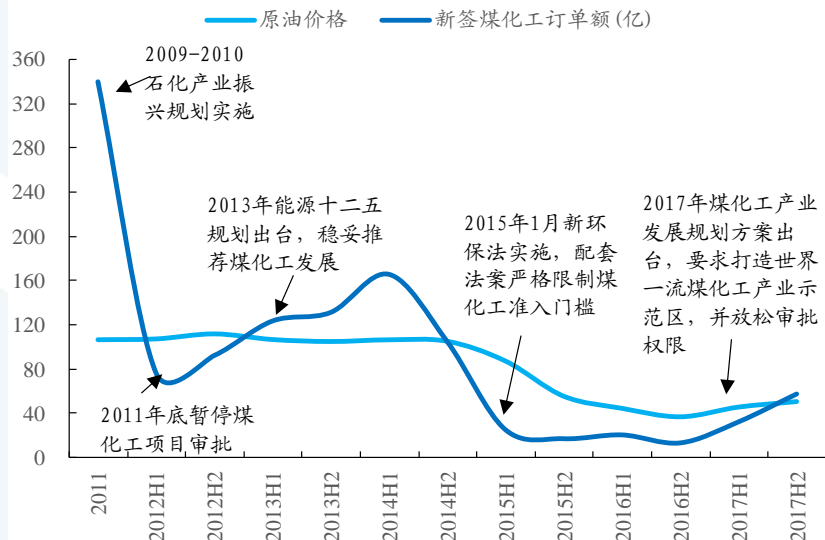
煤化工：油价/下游产品价格/政策共振

油价上涨与周期品涨价引领工业工程超预期，推荐中国化学

中国化学煤化工订单主要与原油价格、下游周期品价格、政策导向等因素相关。 1)2013H1，随着能源十二五规划出台叠加原油价格持续上行，2013年公司新签煤化工订单262亿，高增55%；2)2014H2起，随着原油价格逐渐回落，叠加2015年1月新环保法配套法案严格限制煤化工准入门槛，2015年公司新签煤化工订单仅42亿，同比下滑84%(已剔除武安项目)；3)2015-2016年，由于石油价格持续低位，煤化工经济性难以体现，相关新签订单持续萎缩。

现阶段，油价、周期品价格共助煤化工复苏，十三五期间总投资约4500亿元。 1)随着油价上涨及煤化工产业发展规划方案出台，叠加下游周期品价格上涨，煤化工行业逐渐复苏。根据《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》，十三五期间共建设煤制油示范项目4个，煤制气示范项目5个，低阶煤分质利用项目5个(上述项目未包含储备项目、煤制化学产品项目)，预计将带动投资需求超4500亿元。2)预计中国化学预测公司2018-2020年有望新签煤化工订单180/225/270亿，增速101%/25%/20%，中性假设下我们预计公司2018-2020年有望实现煤化工营收80/129/174亿。

图：中国化学煤化工订单与原油价格走势、政策环境等关系密切



图：《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》新建示范项目总投资额约4500亿

项目名称	所属集团	产能	投资额 (亿)
潞安长治180万吨/年高硫煤清洁利用油化电热一体化	潞安集团	180	230
伊泰伊犁100万吨/年煤炭间接液化示范项目	伊泰伊犁能源有限公司	100	163
伊泰鄂尔多斯200万吨/年煤炭间接液化	内蒙古伊泰煤制油有限责任公司	200	291
贵州渝富毕节(纳雍)200万吨/年煤炭间接液化	贵州渝富能源开发股份有限公司	200	350
苏新能源和丰40亿立方米/年煤制天然气	苏新能源和丰有限公司	40	245
北控鄂尔多斯40亿立方米/年煤制天然气	内蒙古北控京泰能源发展有限公司	40	284
山西大同40亿立方米/年煤制天然气	中国海洋石油总公司	40	258.53
新疆伊犁40亿立方米/年煤制天然气	伊犁新天煤化工有限责任公司	20	245.29
安徽能源淮南22亿立方米/年煤制天然气	国投新集能源股份有限公司	22	150
京能锡盟500万吨/年褐煤热解分级综合利用	内蒙古京能锡林煤化工有限责任公司	500	89.5
陕煤化榆林1500万吨/年煤炭分质清洁高效转化	陕西煤业化工集团神木煤化工产业有限公司	1500	216
延长石油榆林800万吨/年煤提取焦油与制合成气一体化(CCSI)	陕西延长石油榆林煤化工有限公司	800	474
陕西龙成煤清洁高效利用有限公司1000万吨/年粉煤清洁高效综合利用一体化	陕西龙成煤清洁高效利用有限公司	1000	1477
呼伦贝尔圣山30万吨/年褐煤清洁高效综合利用	呼伦贝尔圣山洁净新能源有限公司	30	26.69

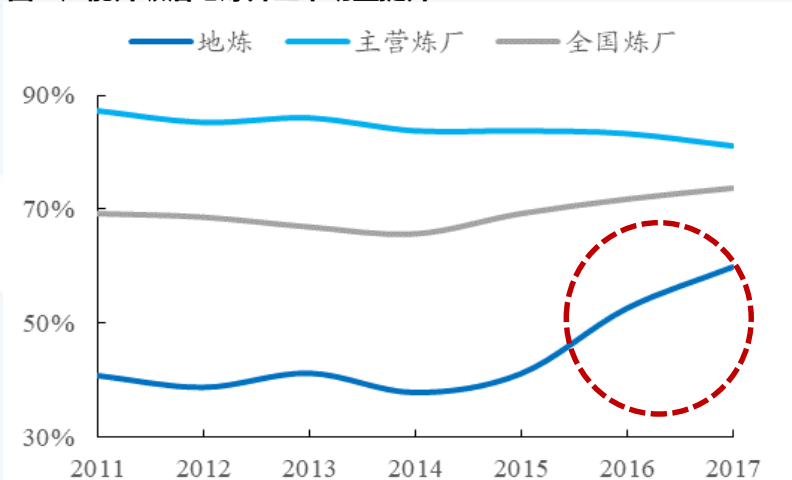
02 石油化工：受益地炼崛起与行业景气度提振

油价上涨与周期品涨价引领工业工程超预期，推荐中国化学

大炼化带动石化工程需求释放。 1)淘汰落后产能利好民营大炼化。放开原油进口审批，倒逼企业4400万吨不合规小产能关停；为满足500万吨起步的获批条件，后续申请企业要淘汰其不合规小产能。民营大炼化将填补淘汰带来的市场缺口，为工程企业带来机遇。2)地炼原油配额大幅增长。商务部2018年原油非国营贸易进口允许量1.42亿吨，同增63%，新增配额主要源于2017年新获配额地炼企业与恒力石化。3)根据中国石油集团经济技术研究院数据，我国2020年之前有望新增炼油产能14000万吨，其中获批的地炼项目投资总额高达3240.2亿元，建成后每年将新增产能9100万吨，带来大量工程需求。

行业景气度提振，部分海外国家石化产能建设稳步推进。 1)2017年全球油品需求增长助推炼厂开工率提升，2017年日、韩炼厂平均开工率大幅提升至92.7%，OECD西欧国家、北美地区炼厂平均开工率亦分别达88%、88.3%。2)需求增长与新的石油发现带动非洲地区炼化项目新建与扩产能项目需求；中东建设以炼油、石化/化工和润滑油生产一体化为重点的大型炼化设施。3)考虑到民营炼化需求释放、中国化学积极拓展海外业务，中性假设下，我们预测2018-2020年有望新签石油化工订单326/363/406亿，增速35%/12%/12%，中性假设下我们预计公司2018-2020年石油化工业务营收200/248/283亿。

图：产能升级后地炼开工率明显提升



图：我国2020年前新增炼油产能约14000万吨

企业名称	所属集团	新增产能 (万吨/年)	投资额 (亿元)	省份
云南石化	中石油	1300	200.8	云南
华北石化 (改扩建)	中石油	500	100.59	河南
中科大炼油	中石化、科威特等	1000	590	广东
惠州炼厂 (二期)	中海油	1000	506	广东
大榭石化 (改扩建)	中海油	600		浙江
舟山石化 (一期)	荣盛、巨化等	2000	901.6	浙江
恒力石化	恒力	2000	562.1	辽宁
新华石化	新华联合合金控股集团	2000	600.0	河北
盛虹石化	盛虹	1600	776.5	江苏
一泓石油化工	浅海	1500	400	河北
其他地炼		500		
合计		14000		

02

化工：行业回暖及项目搬迁需求释放为工程企业订单提供支撑

油价上涨与周期品涨价引领工业工程超预期，推荐中国化学

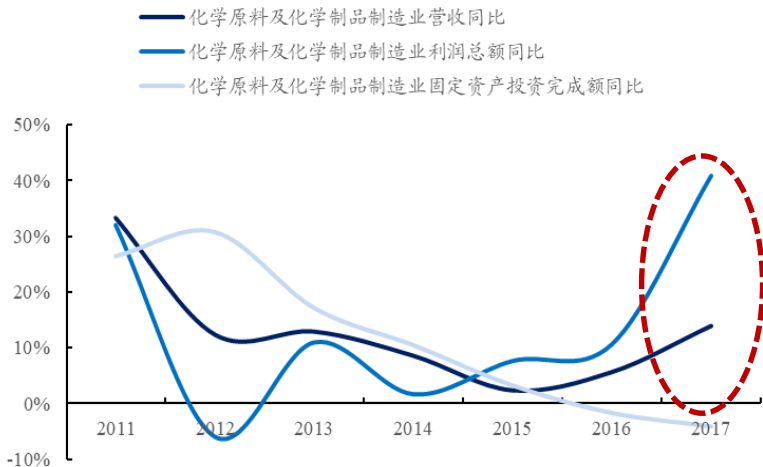
化工行业盈利大幅改善有望带动固投回暖。自2016年以来，化学原料与化学制品制造业的营收和利润总额持续改善，2017年，行业整体营收增长14%，利润总额增长41%，在此背景下，2018年行业固定资产投资有望回暖，带动公司化工类订单额上行。

随着国家环保力度加大，有望带动化工项目搬迁需求。《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》提出，到2025年实现城镇人口密集区不符合安全和卫生防护距离要求的危险化学品生产企业的就地改造达标、搬迁进入规范化工园区或关闭退出。根据有了化学的数据，预计2018年末化工园区数量将减少至480家左右，搬迁需求的释放有望成为化学工程的重要来源。

十三五期间传统化工品产能仍存缺口。根据《石化和化学工业发展规划（2016-2020年）》预测，我国2020年聚氯乙烯、少见、纯碱、氮肥需求将分别达2020/3559/2780/4100万吨，假定产能利用率不变，则十三五期间仍存在593/892/461/465万吨产能缺口，相应工程项目有望成为中国化学十三五期间基础化工订单。考虑到化工行业景气度回升有望带动上游工程需求释放，并结合十三五期间化工产品产能缺口，我们预测中国化学2018-2020年有望新签化工订单395/474/546亿，增速20%/20%/15%，中性假设下我们预计公司2018-2020年化工业务有望实现营收260亿、315亿、371亿。

图：行业景气度上行有望带动固定资产投资回暖

图：十三五期间部分传统化工产品产能仍存缺口



产品	2015消费量	2020需求预测	产量缺口	2015产能	2015产量	产能利用率	产能缺口
聚氯乙烯	1614	2020	406	2350	1609	68%	593
烧碱	2852	3550	698	3870	3028	78%	892
纯碱	2397	2780	383	3150	2617	83%	461
氮肥（折纯N100%）	3728	4100	372	6050	4840	80%	465
磷肥（折P2O5100%）	1243	1320	77	2350	1793	76%	101
农药（原药，折100%）	82.5	85	2.5	300	160	53%	5

02

中国化学：油价上行提升景气度，业绩/战略双拐点齐至

油价上涨与周期品涨价引领工业工程超预期，推荐中国化学

中国化学2018/19年EPS0.49/0.63元，增速56%/28%，目标价10.6元，对应2018/19年22/19倍PE。1)业绩拐点：油价上行提升景气度，煤化工/石化/化工共助业绩拐点。①美国制裁伊朗或引油价中枢提升，公司业绩预期望上修。②煤化工：下游周期品涨价与油价共振，煤化工经济性突显，叠加政策面转暖，行业迎复苏拐点，预计2018-2020年收入80/129/174亿。③石化：国内地炼崛起望引领公司市占率提升；海外石化行业景气度上行叠加部分国家力推石油深加工，预计2018-2020年收入200/248/283亿。4)化工：行业回暖与化工项目搬迁共助需求释放，预计2018-2020年收入260/315/371亿。2)战略拐点：非化工业务迎突破，基建/环保或爆发。①基建：集团战略重组山东公路获公路特级资质+2018年5月公司斩获非洲194亿大单，基建业务迎突破。②环保：2017年新签订单高增211%，签署战略/业务协议超10项，订单释放望提速。

表：中国化学2016-2018Q1单季新签订单情况

时间	新签合同额	单季同比	单季环比	境内新签	境内单季同比	海外新签	海外单季同比	海外订单占比
2016Q1	126	35%	-61%	68	18%	58	62%	46%
2016Q2	136	16%	8%	92	10%	44	31%	32%
2016Q3	120	27%	-12%	94	5%	26	416%	22%
2016Q4	322	-1%	168%	115	-48%	207	99%	64%
2017Q1	242	92%	-25%	100	47%	142	145%	59%
2017Q2	223	64%	-8%	140	52%	84	89%	37%
2017Q3	133	10%	-41%	115	22%	18	-33%	13%
2017Q4	353	10%	166%	260	126%	93	-55%	26%
2018Q1	256	6%	-27%	171	71%	86	-40%	33%

表：中国化学历史估值表

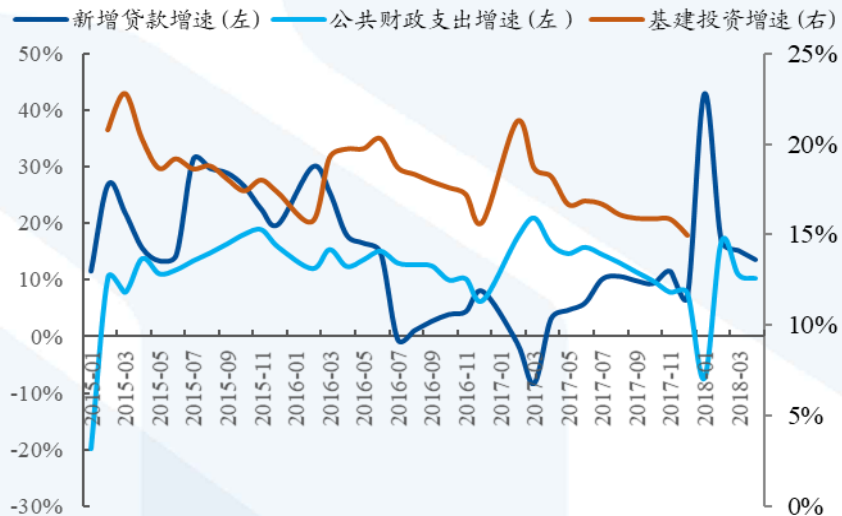
百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
净利润	1,659	2,376	3,084	3,358	3,166	2,842	1770	1838	2364
增速	69%	43%	30%	9%	-6%	-10%	-38%	4%	29%
EPS	0.34	0.48	0.63	0.68	0.64	0.58	0.36	0.37	0.48
动态PE								19	15
平均PE	13	14	10	12	9	15	16	19	15
最高PE	17	18	12	16	15	22	19	24	15
最低PE	11	10	8	10	8	11	14	17	15

03 基建投资增速下滑，生态领域固投增速较快

在MSCI标的中具备估值优势，推荐中国建筑、中国铁建

基建投资增速下滑，生态领域固投增速较快。 1)2018Q1基础设施建设投资增速13%出现回落，主要源于两方面因素压制：受到环保因素影响，新开工项目展开需要一个过程；资金约束叠加PPP清库，导致部分项目落地速度减缓。随着华北地区土石方工程复工，新开工需求逐渐释放，前者的影响将逐步消除，后者短期内仍会对基建投资造成一定影响，总体而言，2018H2基建投资或缓中趋稳；2)分行业来看，2018Q1生态类固定资产投资各月增速均维持在20%以上，远超铁路、公路，环保趋严趋势下生态领域基建投资仍有望在各细分领域中维持相对较高的景气度。

图：受环保/资金面影响，基建增速出现下滑



图：生态领域固投增速较快



03

受资金面压制，央企订单增速下滑

在MSCI标的中具备估值优势，推荐中国建筑、中国铁建

受资金面压制，央企订单增速下滑。1)2018Q1，央企订单同增18%，较2017年全年增速(21%)有所下滑，主要受到PPP清库、资金面偏紧、环保停工等因素影响，目前PPP清库虽已至尾声，但资金面仍较为紧张的情况依然存在，仍可能对新签订单造成一定压制；2)2018Q1央企业绩增速15%，增速较上年同期基本持平，虽然随着春季复工后施工进度提速，但在目前资金面偏紧背景下，订单落地周期拉长可能会影响订单的转化进度。

表：建筑央企2013年以来归母净利润、订单增速情况一览

公司名称	2013-2017年归母净利润增速					2017Q1-2018Q1增速				
	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
中国中铁	27%	11%	18%	2%	28%	15%	59%	-12%	54%	22%
中国交建	2%	14%	13%	7%	23%	36%	-7%	-1%	62%	9%
中国铁建	20%	10%	11%	11%	15%	12%	12%	21%	13%	19%
中国中冶	-143%	33%	21%	12%	13%	6%	17%	-7%	24%	15%
中国建筑	30%	11%	15%	15%	10%	11%	13%	-11%	40%	15%
中国电建	11%	5%	9%	29%	9%	5%	9%	4%	18%	12%
中国化学	9%	-6%	-10%	-38%	-12%	-19%	17%	-26%	-19%	29%
央企合计	42%	12%	14%	10%	16%	14%	15%	-3%	40%	15%

公司名称	2013-2017年订单增速					2017Q1-2018Q1增速				
	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
中国化学	-16%	-11%	-13%	12%	35%	92%	64%	10%	10%	6%
中国中铁	27%	1%	2%	29%	26%	36%	33%	9%	30%	21%
中国铁建	8%	-3%	15%	28%	24%	46%	48%	-3%	23%	7%
中国交建	6%	12%	7%	12%	23%	40%	59%	-1%	9%	19%
中国中冶	-4%	29%	22%	25%	20%	12%	31%	39%	9%	37%
中国建筑	36%	11%	7%	23%	19%	24%	40%	32%	-6%	24%
中国电建	22%	13%	38%	10%	13%	19%	75%	-3%	-38%	4%
央企合计	18%	7%	11%	23%	21%	31%	41%	12%	10%	18%

03

建筑央企在MSCI标的中具备估值优势

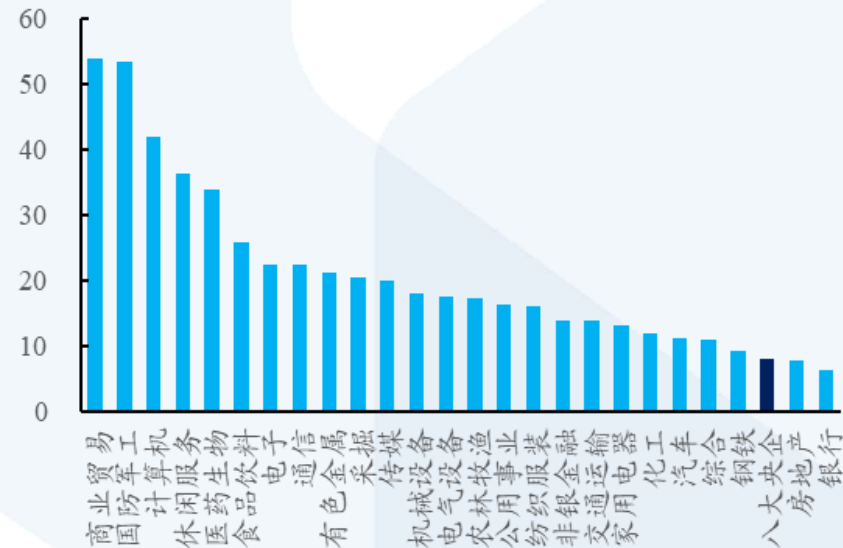
在MSCI标的中具备估值优势，推荐中国建筑、中国铁建

建筑央企在MSCI标的中具备估值优势。 1)涨跌幅维度：8家建筑央企2018年以来股价下跌11%，跌幅大于MSCI标的股价跌幅(5%)；2)市盈率维度：8大建筑央企目前2018年市盈率为8.5倍，低于MSCI标的平均市盈率(10.8倍)，分行业看，八大央企在MSCI标的的中市盈率仅高于地产、银行标的；3)目前八大建筑央企订单、业绩仍保持稳健增长，且均为各领域龙头，综合实力强劲，有望受到国际投资者青睐，在MSCI标的中亦具备估值优势。

图：八大建筑央企股价涨幅低于MSCI标的



图：MSCI标的中八大建筑央企市盈率仅高于地产、金融



03

推荐：中国建筑、中国铁建

在MSCI标的中具备估值优势，推荐中国建筑、中国铁建

中国建筑：2018/19年EPS1.24/1.38元，增速13%/11%，目标价12.09元，对应2018/19年10/9倍PE。1)公司2018Q1新签订单5383亿(+24%)，新签订单高增态势延续。房建/基建/勘察设计订单同增20%/34%/27%，2018Q1房地产开发投资同增10%创2015年3月以来新高，为房建订单持续高增提供支撑；基建订单增速高于房建，战略调整成果显著。2)2018Q1地产销售额/销售面积同增32%/29%，远超行业平均水平(10%/4%)；2017年地产存货中61%来自一线及省会城市，一二线城市刚需及改善性需求受资金面偏紧影响有限；且央行降准对居民房贷端形成改善，助力行业需求释放。3) 全球最大工程承包商+世界500强第24位+ENR全球业务第1+业内最高信用评级，综合实力强；第二期激励以4.87元/股授予2.6亿股(占1%)，限售期2年，央企信息公开试点，受益国改。

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
净利润	9,237	13,537	15,735	20,399	22,570	26,062	29,870	32,807	37,213	41400
增速	61%	47%	16%	30%	11%	15%	15%	10%	13%	11%
EPS	0.31	0.45	0.52	0.68	0.75	0.87	1.00	1.09	1.24	1.38
动态PE									7	6
平均PE	10	7	5	4	4	8	6	9	7	
最高PE	13	8	6	5	9	12	10	10	9	
最低PE	9	6	5	4	3	6	5	8	7	

中国铁建：2018/19年EPS1.38/1.6元，增速16%/16%，目标价14.4元，对应2018/19年10/9倍PE。1)国内订单高增，地产突飞猛进。①2018Q1新签2799亿(+7%)，海外/国内-41%/+12%；②公路/工业制造新签合同同比5%/-24%，受到上年高基数影响；③地产销售额136亿(+7%)，销售面积101万平米(-5%)，彰显协同经营力度。2)受益PPP规范化，铁公基龙头实力强。①2017年新签投融资项目3774亿，21个PPP项目被列为国家示范项目；②ENR全球最大工程承包商前三+世界500强第58+A/H股融资平台+充足银行授信+30亿公司债增强资金实力+业内最高国际评级，实力雄厚。

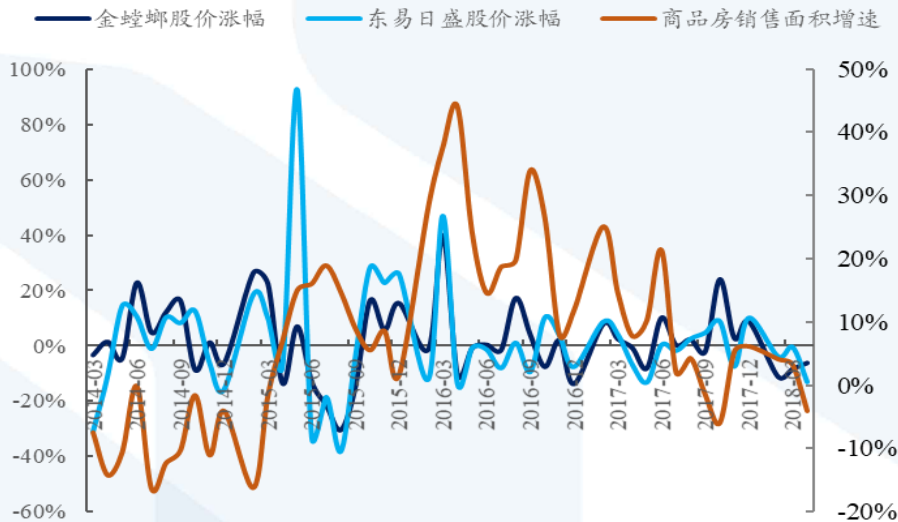
百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
净利润	4246	7854	8629	10345	11343	12645	14000	16507	18697	21724
增速	-36%	85%	10%	20%	10%	11%	11%	15%	16%	16%
EPS	0.31	0.58	0.64	0.76	0.84	0.93	1.03	1.18	1.38	1.60
动态PE									7	6
平均PE	17	22	9	7	6	6	17	10	8	
最高PE	19	26	12	9	8	17	27	12	9	
最低PE	16	20	6	5	5	4	12	9	7	

04 装饰：地产投资有望支撑家装订单持续高增

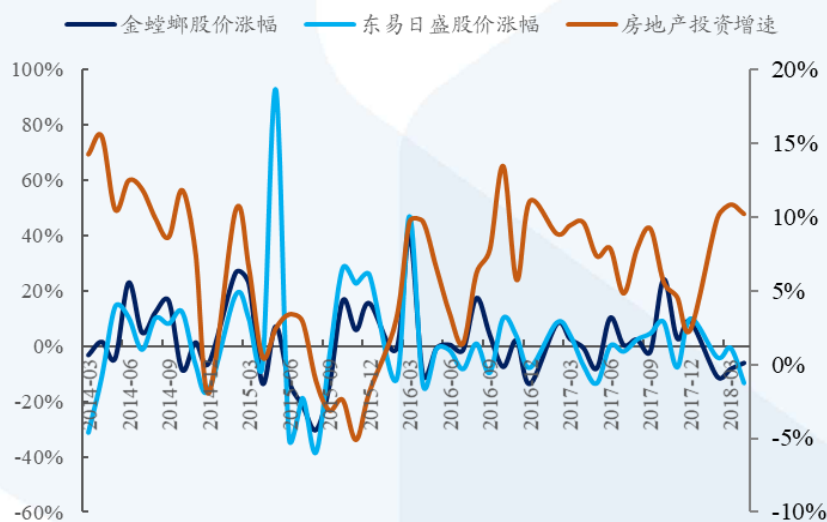
消费升级/集中度提升/租售并举等多元催化，推荐东易日盛、全筑股份

地产投资有望支撑家装订单持续高增。 1)2018年以来，地产投资出现回暖，2-4月地产投资增速分别为9.9%、10.8%、10.2%，远高于2017年12月增速；销售端，2-4月地产销售面积分别同比4.1%、3.2%、-4.1%。2)地产投资回暖有望带动装修需求，且随着地产集中度提升，装饰公司市占率亦有望提升，二者共同助力装饰公司订单高增长。

图：金螳螂、东易日盛股价涨幅与商品房销售面积增速



图：金螳螂、东易日盛股价涨幅与商品房地产投资增速

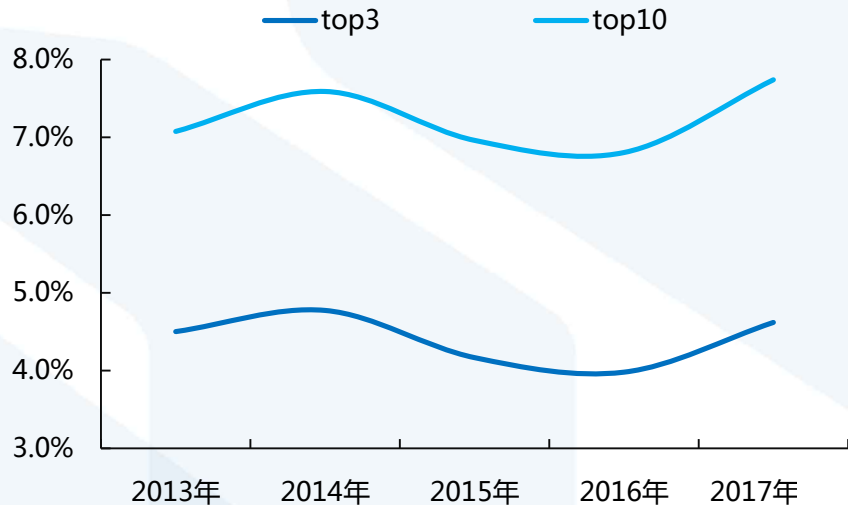


04 装饰：地产集中度提升/租售并举推行带动全装修市场扩容

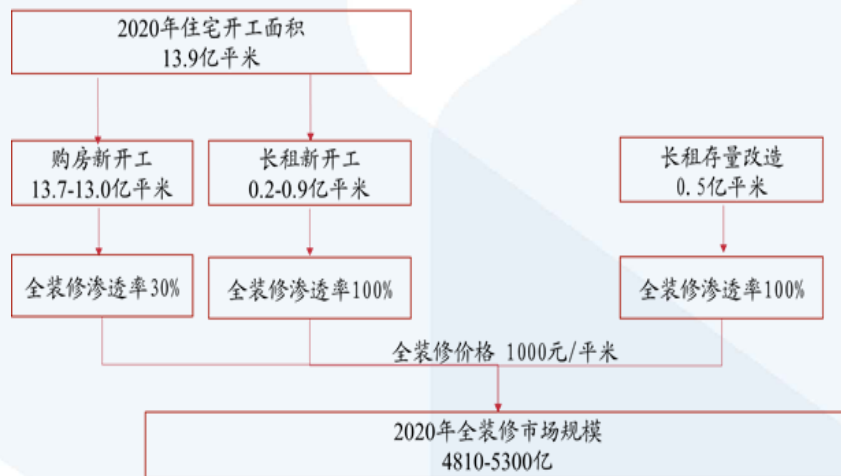
消费升级/集中度提升/租售并举等多元催化，推荐东易日盛、全筑股份

地产集中度提升/租售并举推行带动全装修市场扩容。1)随着房地产市场集中度提升及国家推动租售并举，全装修市场有望持续扩容，根据我们的测算，2020年全装修市场规模将达4810-5300亿元。2)地产集中度不断攀升，有望带动B端家装集中度提升。近年来，大型房企开发建设、土地储备、销售力量高速集中，销售资金集中度的持续攀升，龙头房企表现更超出大房企平均水平；地产行业集中度显著高于装饰板块集中度使得地产企业议价能力更强，从而加剧了上游装饰板块的市场竞争程度，小型装饰公司将被淘汰出局。

图：装饰行业集中度将处于持续提升趋势中



图：2020年全装修市场规模为4810-5300亿元



04 装饰：消费升级带动C端家装装修等需求增长

消费升级/集中度提升/租售并举等多元催化，推荐东易日盛、全筑股份

消费升级带动C端家装装修等需求增长。1)C端家装市场空间广阔，根据我们的测算，2020年C端家装市场规模将达1.25万亿元，同时，由于二手房装修、翻装等针对房地产存量市场的需求增加，地产长周期下行对装修市场的影响将趋于弱化。2)我国人均装饰消费支出仅133美元，远低于美国、日本，随着80/90后逐步成为消费主力军，对品牌装饰商也更加青睐；3)品质家装都以品牌和质量为标准，品牌效应以及质量管控占优的装饰龙头有望受益。

	2017	2018	2019	2020
商品房销售面积	144,789	140,879	137,076	133,375
全装修比例	39.9%	40.5%	41.1%	41.7%
需进行C端装修的新建住房	82,634	86,135	82,978	79,915
每平方米基础装修单价	412	433	454	477
每平方米主材单价	420	452	485	522
主材选用率(%)	46%	47%	48%	49%
新建住房产生的C端家装市场需求(亿)	5,001	5,554	5,702	5,855
二手房成交面积	113,763	124,931	137,076	150,401
二手房装修需求比例	44%	44%	44%	44%
二手房装修市场容量	49,533	54,395	59,683	65,485
每平方米基础装修单价	464	487	511	537
每平方米主材单价	420	449	481	515
主材选用率(%)	46%	47%	48%	49%
二手房交易产生的C端家装市场需求(亿)	3,253	3,796	4,427	5,165
商品房销售面积(倒推8年)	86,185	93,377	97,030	98,468
业主选择翻新的概率(%)	16%	17%	18%	19%
To C老房翻新装修市场容量	13,790	15,874	17,465	18,709
每平方米基础装修单价	464	487	511	537
每平方米主材单价	420	452	485	522
主材选用率(%)	46%	47%	48%	49%
翻装房产生的C端家装市场需求(亿)	906	1,109	1,299	1,482
C端家装市场规模合计	9,159	10,460	11,429	12,501



04

装饰：推荐东易日盛、全筑股份

消费升级/集中度提升/租售并举等多元催化，推荐东易日盛、全筑股份

东易日盛：2018/19年EPS1.19/1.55元，增速45%/30%，目标价34.16元，2018/19年29/22倍PE。1)C端家装龙头，受益消费升级。①2017/2018Q1新签订单41/11亿，2017年末A6业务直营店150家，速美直营及服务商店72个，为后续订单获取提供支撑；②新生代成为装修主力，装修客单值提升，公司环保/设计优势亦更易发挥。2)前/后端能力叠加，产品化家装放量可期。①牵手链家提振获客/品牌能力。链家二手房交易量超60万套，公司每年客户数约1万个，链家门店/经纪人数约为公司27倍/30倍。②交付能力日臻完善。系统端，DIM+系统实现所见即所得；施工端，将施工流程解构为数百节点，工长依赖度降低；集采端，自建木作/物流，工厂准时交付率超99%，供应链完善。③直营模式逐渐成速美主流，客户转化率望攀升。

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
净利润	39	70	73	105.61	116.30	98.37	172.87	217.58	312.00
增速	11%	79%	5%	44%	10%	-15%	76%	26%	39%
EPS	0.15	0.28	0.29	0.42	0.46	0.39	0.68	0.86	1.23
动态PE								28	20
平均PE					39	65	40	25	20
最高PE					49	123	54	31	20
最低PE					29	37	35	21	20

全筑股份：2018/19年EPS0.45/0.66元，增速48%/45%，目标价12.46元。1)2018Q1新签合同21.6亿元(+136%)继续保持高增长(2017年增速92%)，其中全装修施工13.7亿、定制精装5亿，截至Q1末已签约待实施合同85.8亿、保障倍数1.9倍；2)Q1龙头地产增长火爆，恒大销售金额1618亿元增速51%(2017年34%)，全年有望保持高增长，公司大客户战略(恒大占比约50%)将受益集中度提升；3)全装修高增长有保障：①国内全装修渗透率低、发展空间大(2018-20年市场规模1.4万亿)②政策定调租售并举/长租公寓+雄安发展住房租赁；4)内生+外延打造装饰生态大平台，积极拓展B2B2C/设计/家具及机器人业务，协同效应强且助综合实力提升；5)消费升级大势所趋，公司注重人居生活服务、布局装饰后的庞大市场。

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
净利润		30	62	66.96	75.01	83	100	165	245	354
增速			106%	9%	12%	10%	22%	64%	48%	44%
EPS		0.06	0.11	0.12	0.14	0.15	0.19	0.31	0.45	0.66
动态PE									16	11
平均PE						75	50	30	17	
最高PE						146	65	34	20	
最低PE						31	42	26	15	

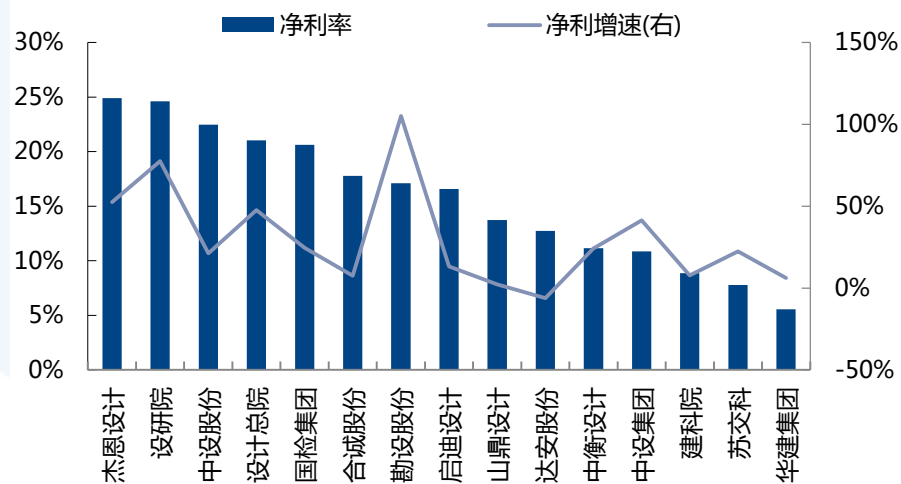
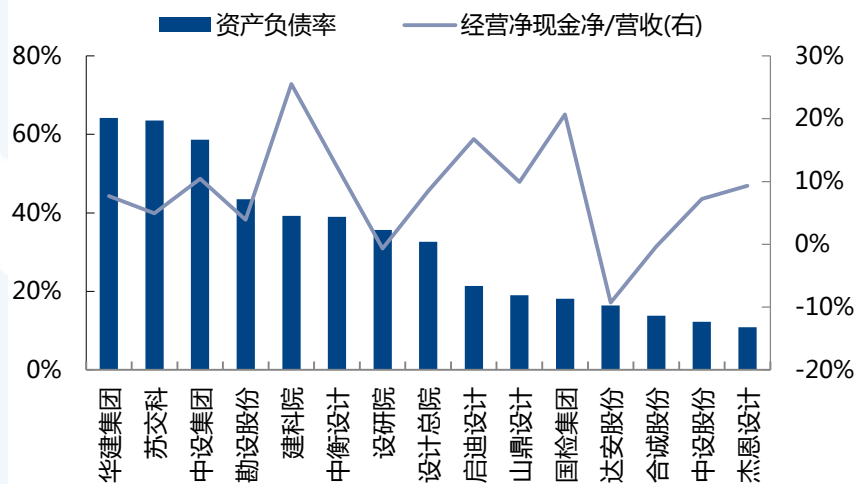
05 设计咨询：净利保持高增长，现金流/负债率优

设计咨询板块净利增速保持高增长，经营现金流/资产负债率优

► **设计板块净利保持高增，未来空间大。**设计板块2017年净利增速35%居建筑行业第二，勘设股份(105%)/设研院(78%)/杰恩设计(53%)为前三。中西部基建空间庞大、一带一路新增量、新型城镇化+消费升级催化存量改扩建及市政/建筑建设需求、工业投资回暖等都为设计板块的高成长性带来更大空间。

► **设计板块经营现金流/资产负债率良好。**设计板块2017年经营净现金流占营收比7.5%、资产负债率49.7%为建筑行业最优。设计公司多轻资产，且商业模式决定其回款较工程公司更好，受资金紧环境影响相对小。

图24：杰恩设计等资产负债率较低，建科院等经营现金流较好 图25：杰恩设计/设研院等净利率较高，勘设股份等净利增速较高



05 设计咨询：西部缺口较大、未来发展空间较大

西部省份截止2017年底十三五高速公路里程完成率较低、发展空间较大，勘设股份/设研院等具区位优势

➢ **云南/新疆/甘肃等西部省份高速缺口较大，勘设股份/设研院等具区位优势。**截止2017年底，云南/新疆/甘肃/贵州/内蒙完成十三五高速公路规划不及60%，江苏/湖北/安徽超90%，西部未来三年高速公路设计空间较大，深耕西部/技术实力强的设计公司如勘设股份/设研院等订单保障性更强、将支撑业绩高增长。

图26：广东、贵州等省十三五规划高速公路里程大

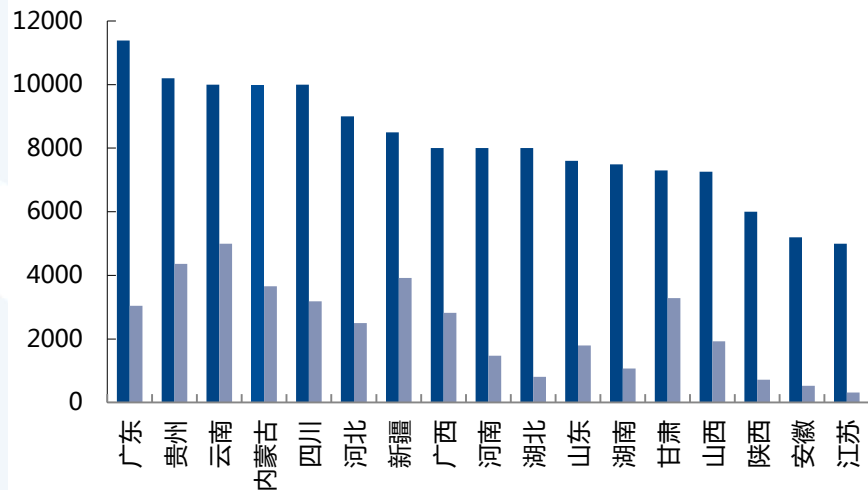
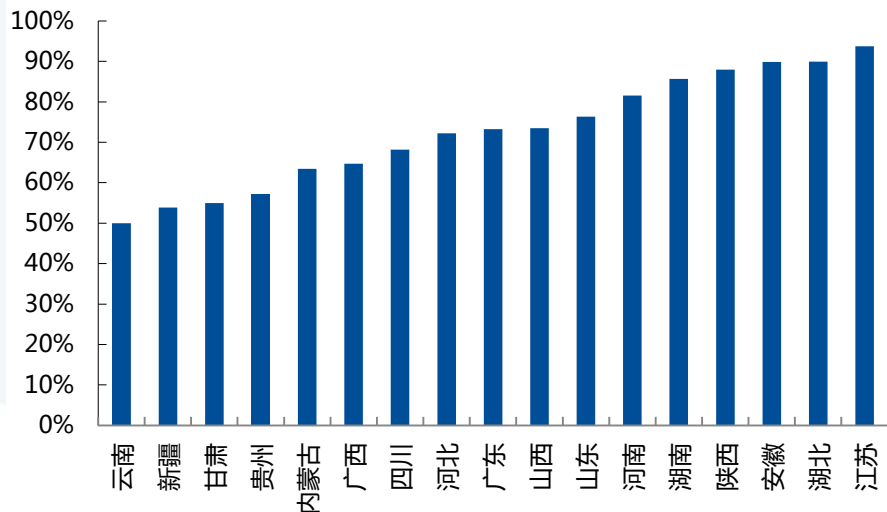


图27：云南、新疆、甘肃等省截止2017年底完成率较低



05 设计咨询：未来发展包括区域拓展及行业延伸

设计公司未来发展包括区域拓展及行业延伸，具省外拓展优势+行业延伸优势的公司将受益

- **区域拓展**：设研院/设计总院等拓展省外后劲足，苏交科/勘设股份等区域分布广、抗风险能力大。设计公司多为省院或省内龙头，深耕省内业务的同时将加速拓展省外甚至境外，将弥补省内不足、保障业绩高增长。省外业务竞争激烈，管理效率更高、技术实力更强的公司将占优。
- **行业延伸**：勘设股份/设研院等增长潜力大，苏交科/中设集团等抗风险能力强。苏交科/中设集团公路设计业务占比不足50%，布局市政/轨交将提升抗风险能力。勘设股份/设研院将加速布局新业务、增长潜力大。

图28：苏交科省外业务占比最高

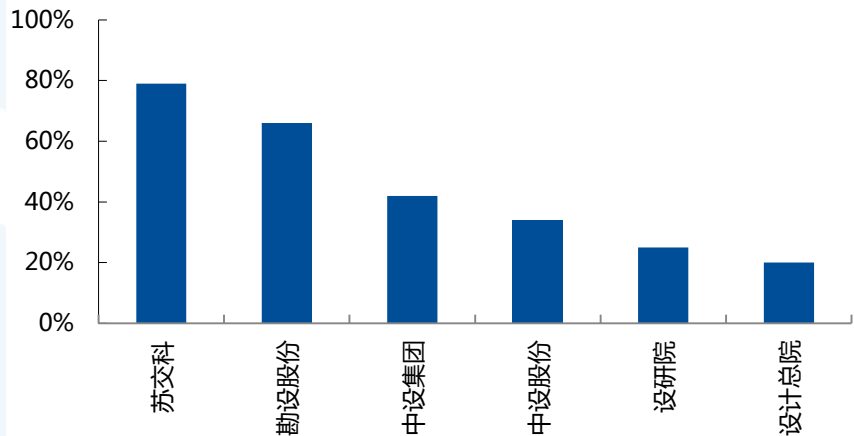
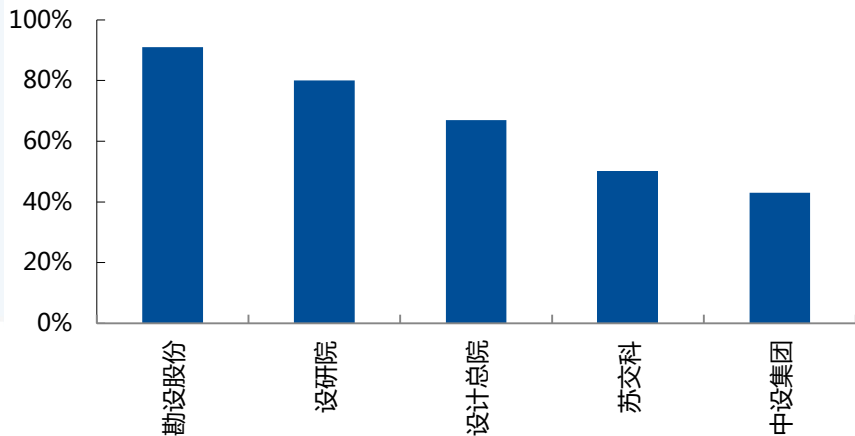


图29：勘设股份公路设计业务占比最高



05

设计咨询：从员工创收看勘设股份等较优

员工创收指标：创收弹性及创收复合增速，勘设股份等相对较优

➢从创收弹性看：中衡设计/勘设股份/苏交科较好；创收复合增速看：勘设股份/国检集团/中设股份等较高。1)创收弹性高证明未来超预期可能大：我们构建年人均创收= $\sum_{t=1}^t(Q_t \text{营收}/Q_t \text{员工数})$ ，创收弹性=(2017年底员工数×年人均创收-2017营收)/2017营收，统计发现中衡设计/勘设股份/苏交科等较好；2)创收复合增速快证明公司业务处于快速扩张阶段(浅蓝色因相关数据不足，仅统计2017年创收增速，深蓝色为2015-17CAGR)，勘设股份等增速较快，若只考虑CAGR，国检集团/合诚股份/中设集团较好。

图30：中衡设计、勘设股份、苏交科等创收弹性较好

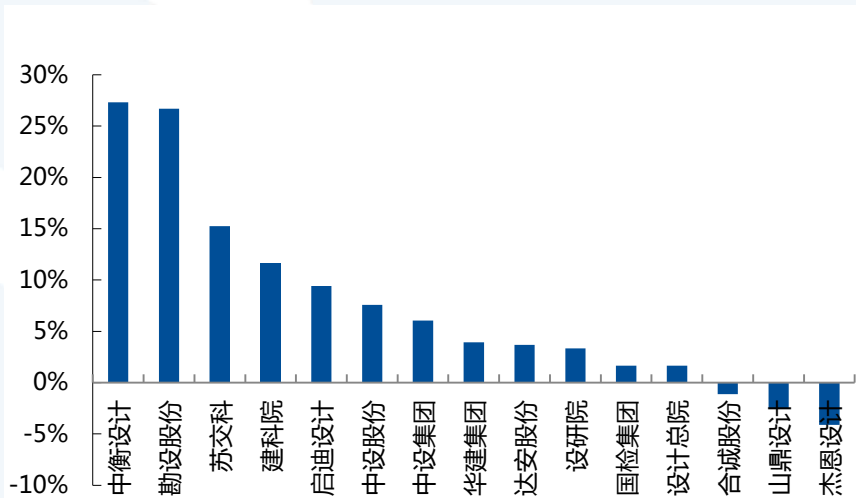
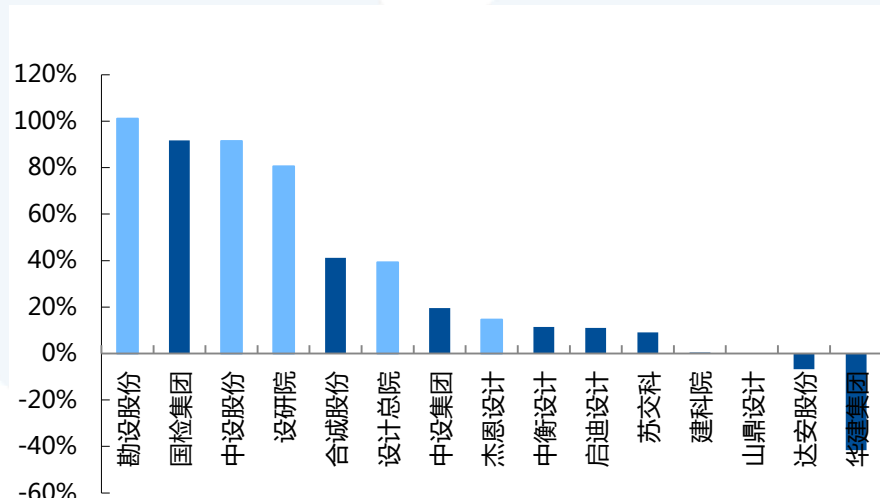


图31：勘设股份、国检集团、中设股份等创收增速较快



05

设计咨询：主要推荐苏交科、中设集团，受益设研院、勘设股份等

主要推荐苏交科、中设集团，受益设研院、勘设股份等

- **选股逻辑：三维度选股，推荐苏交科/中设集团。**综合考虑区位+行业延伸、负债率/现金流以及创收弹性，推荐苏交科(省外占比高+多元化布局+创收)/中设集团(多元化布局+现金流好)，受益勘设股份(省外占比高+区位优势+创收)/设研院(负债率低+创收+净利率高)/设计总院(负债率低+现金流好+净利率高)/华建集团等。
- **行情判断：基建设计负债率低/现金流好，建筑设计受益消费升级。**1)设计受资金偏紧环境影响度较低，且公路/轨交等细分领域建设空间仍大(我们预测未来三年建设空间为5/1.7万亿)，集中度提升逻辑叠加负债率低/现金流好推动强者恒强；2)建筑设计受益于消费升级带来的公装/家装设计需求。

证券代码	证券简称	收盘价 (0525)	本年涨幅 (%)	EPS			净利增速			PE			PB	市值	评级
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E			
603018.SH	中设集团	29.19	-12.2	0.94	1.27	1.65	41%	35%	30%	17.8	13.1	10.1	2.1	52	增持
300284.SZ	苏交科	16.19	-13.2	0.57	0.71	0.89	22%	24%	25%	17.6	14.1	11.3	1.9	81	增持
603458.SH	勘设股份	55.22	-26.9	2.65	3.79	4.97	105%	43%	31%	20.8	14.6	11.1	3.1	69	
603017.SH	中衡设计	12.8	-22.6	0.55	0.75	0.95	24%	37%	27%	23.4	17.1	13.5	1.8	35	
300732.SZ	设研院	85.67	6	3.2	4.61	6.17	78%	44%	34%	26.8	18.6	13.9	3.3	62	
600629.SH	华建集团	13.9	-9.5	0.59	0.74	0.88	6%	24%	20%	23.4	18.9	15.7	3.1	60	
603357.SH	设计总院	24.26	10.9	0.89	1.21	1.49	48%	36%	23%	27.3	20.1	16.3	3.7	79	
300492.SZ	山鼎设计	29.07	-36.8	0.25	1.16	1.46	2%	463%	28%	117.3	25.1	19.9		24	
300500.SZ	启迪设计	32.05	-12.5	0.52	0.94	1.19	13%	78%	27%	61.1	34.3	27	4.6	43	

2018Q1季度PPP落地首超入库规模，消化存量或成重点

园林PPP：政策鼓励支撑中长期良好成长性，静待融资改善提升业绩确定性

2018Q1季度新增入库环比改善，动态清库叠加地方债务压力下后续入库规模有待观察。经历2017年Q4季度的低点后，2018年Q1季度新增入库0.75万亿/环比提升15%。考虑到财政部PPP项目库清理或将长期动态化，叠加地方政府债务压力下PPP入库规模将趋缓是大概率事件，下半年入库规模有待观察。

落地规模首超新增入库规模且环比改善明显，消化存量或成重点。在2018Q1季度PPP新增落地0.91万亿/环比提升78%，首次超过同期入库规模，存量开始消化。生态环保大会上中央提出采取多种方式支持PPP叠加财政支出进度加速，为PPP项目落地构建更为友好的外部环境，落地规模或将保持平稳。

图32：2018年Q1季度新增入库0.75万亿环比提升15%

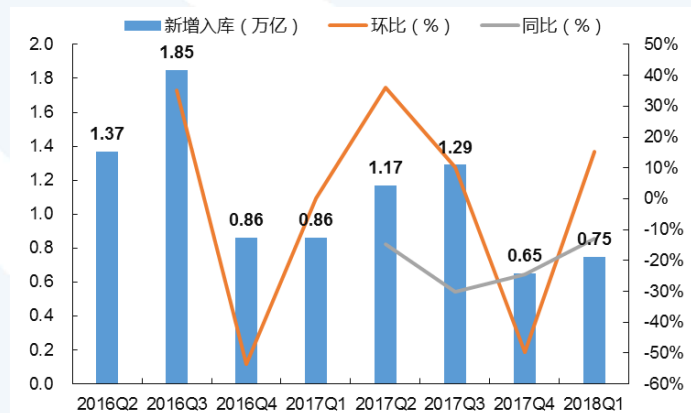
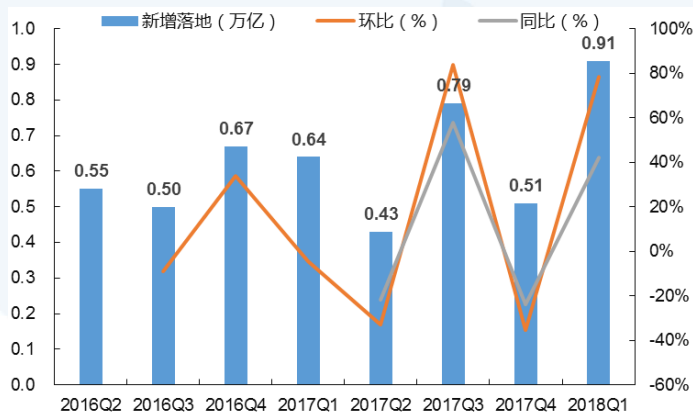


图33：2018年Q1季度新增落地0.91万亿环比提升78%



中央力推生态治理提升景气度，投资及相关PPP落地率居前

园林PPP：政策鼓励支撑中长期良好成长性，静待融资改善提升业绩确定性

政策鼓励下生态治理固投增长逆势提速，是基建细分领域投资增速最高、景气度最高的子行业。生态治理是中央政策多次力推的核心方向，相关领域投资也一直遥遥领先于基建其他细分领域，体现出较高的景气度。2018年以来，生态治理固投逆势提速（4月同比增长41%）。受益于政府需求旺盛和政策，全年有望保持高水平增速。

生态类PPP项目是政策鼓励的方向，落地率明显高于整体水平，后续环保督查等政策加码预期下落地或继续加速。在中央力推生态治理导向下，生态类PPP项目落地明显优于整体水平。2018年3月末生态类PPP项目落地率高达53%高于整体水平5个pct，全年落地保持较好的态势。

图34：2018年4月生态治理固投同比增速41%表现抢眼

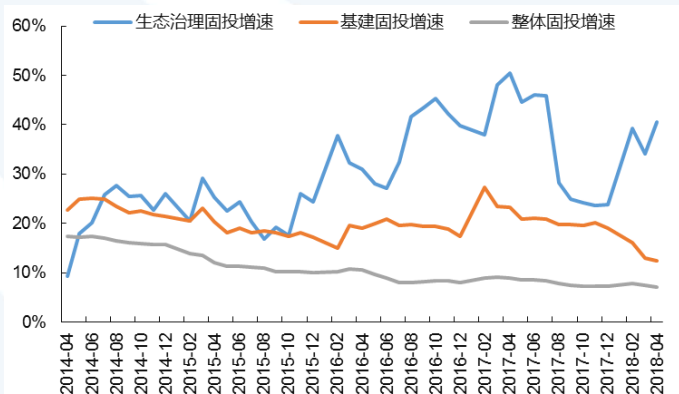
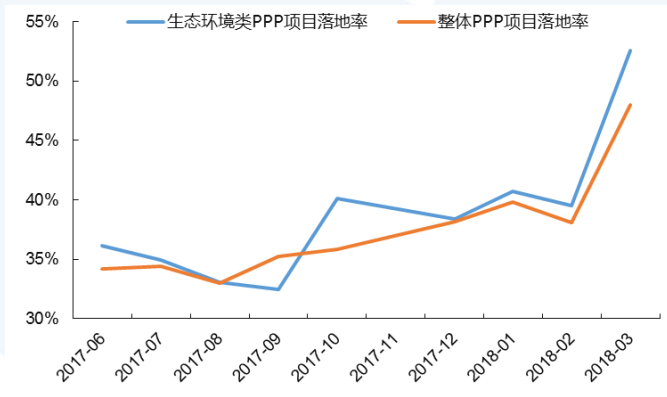


图35：2018年3月末生态类PPP落地率达53%高于整体水平



说明：生态环保类项目包括综合整治、污水处理、湿地保护等子版块是生态园林PPP公司重点布局和涉足的领域，市政、旅游等板块也包含部分生态园林PPP公司涉足的业务领域，为方便解读和研判本报告以生态环保类项目作为生态园林PPP项目的粗略替代。

信用敞口视角1:经营现金流或持续改善,投资现金流仍有压力

园林PPP：政策鼓励支撑中长期良好成长性，静待融资改善提升业绩确定性

资金面偏紧格局下，园林公司收现比和付现比或继续维持较低水平。1) PPP项目融资较慢以及银行放款放缓等因素下，园林公司整体收现比较低（2017年64.9，同比-9.2pct），为保证自身现金流平稳，付现比同步降低（2017年68.2，同比-10.8pct），在资金面仍较紧格局下，收现比、付现比或将维持双低态势。

经营现金流或继续边际改善，投资现金流仍有压力。为保障业务持续性，园林公司加大回款力度叠加PPP业务占比提升（2017年经营净现金流首次转正，达到10.21亿元），经营现金流或维持净流入。同时PPP项目仍处于建设期且新增项目较多，投资现金流短期或仍将保持净流出态势（2017年净流出约118亿元）。

图36：2015年来上市园林公司收/付现比持续双降

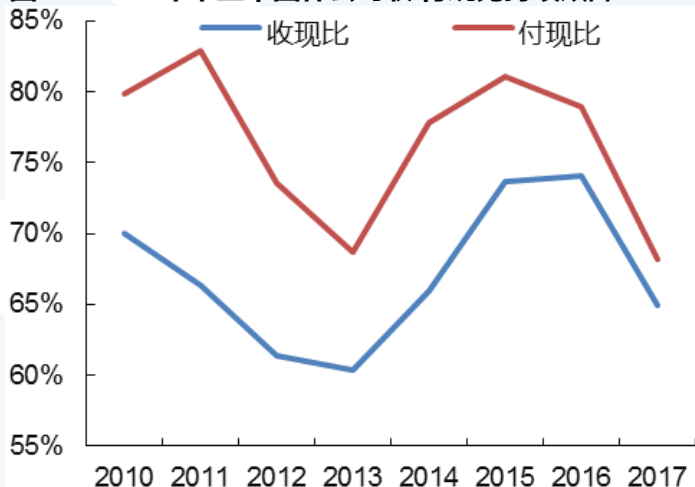
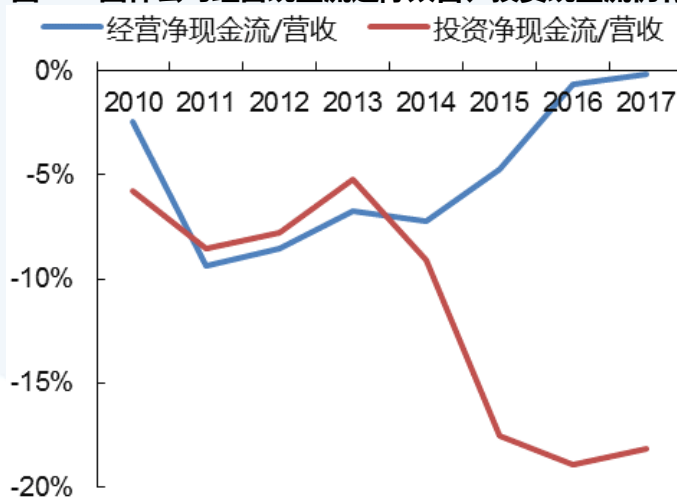


图37：园林公司经营现金流边际改善、投资现金流仍有压力



信用敞口视角2：信用敞口或继续改善，龙头依然占优

园林PPP：政策鼓励支撑中长期良好成长性，静待融资改善提升业绩确定性

政策需求刚性以及行业集中度提升背景下，园林公司信用敞口（收现比-付现比）不断提升，龙头表现较好。

- 1) 信用敞口反映园林公司对上游供应商信用占款能力，信用敞口越高则现金流循环效率越高、业务持续性越强；
- 2) 随着中央持续力推生态治理，政府对于生态治理的需求刚性在不断提升，叠加行业集中度不断提升进一步加强了龙头公司的话语权，园林公司尤其是园林龙头的信用敞口在不断改善（2014年之后在持续上升中）。

图38：2010-2017年来上市园林公司信用敞口在不断改善

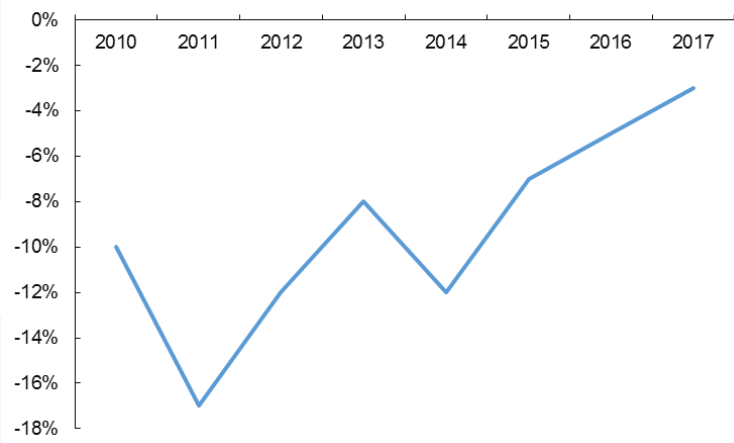
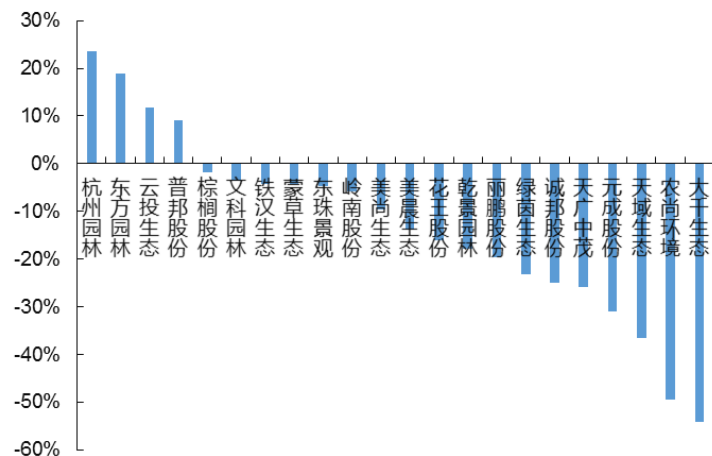


图39：2017年末杭州园林/东方园林等信用敞口居前列



员工创收弹性视角：园林龙头员工规模扩张，创收弹性分化

园林PPP：政策鼓励支撑中长期良好成长性，静待融资改善提升业绩确定性

岭南股份/东方园林/铁汉生态2018年员工创收弹性最大，实际收入增速仍需关注融资匹配度。

- 1) 计算年人均创收额=Q1营收/Q1员工数+ Q2营收/Q2员工数+ Q3营收/Q3员工数+ Q4营收/Q4员工数，计算创收缺口=2017年底员工数*2017年加权人均创收-2017年收入,创收弹性=创收缺口/2017年收入，代表内生收入弹性；
- 2) 岭南股份73%/东方园林56%/铁汉生态53%等2017年员工增速最快，蒙草生态3.66/东方园林3.28/东珠景观3.27百万等2017年人均创收规模最大，岭南股份39%/东方园林32%/铁汉生态30%等2018年创收弹性最大；
- 3) 此处测算的收入弹性是基于员工产能视角，实际收入增速仍需关注融资环节的匹配度。

图40：蒙草生态/东方园林/东珠景观等2017年人均创收居前

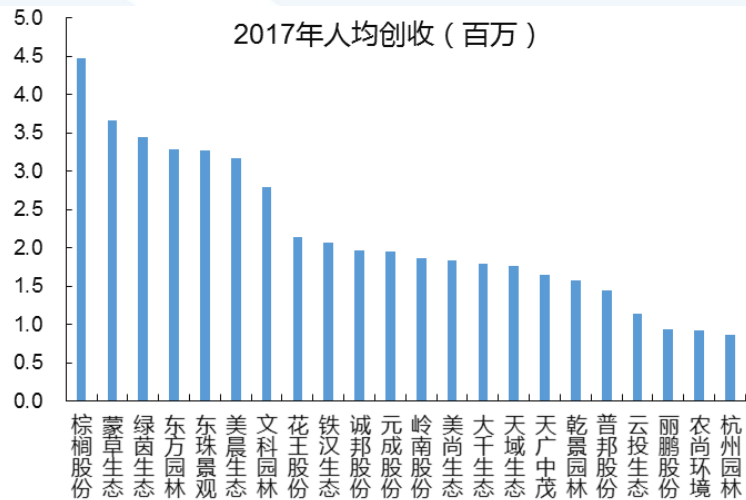
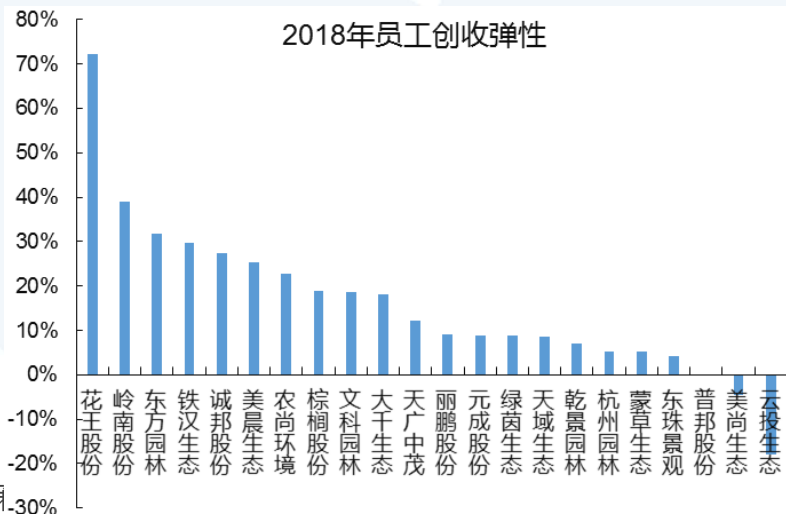


图41：岭南股份/东方园林/铁汉生态等2018年员工创收弹性居前



垫资创收倍数视角：龙头资金效率高，东珠景观/蒙草生态居前

园林PPP：政策鼓励支撑中长期良好成长性，静待融资改善提升业绩确定性

通过垫资创收倍数估算2018年收入增长弹性，东珠景观/蒙草生态居前，融资能力是决定实际收入增速关键变量。

1) 设定指标：垫资占用额=存货+应收账款+其他应收款+长期应收款+预付账款-应付账款-其他应付账款-预收账款，垫资创收倍数=营业收入/垫资占用额，可用现金=账上货币现金-应交税费-应付职工薪酬，假设公司外部融资环境以及公司自身财务状况不变、可用现金可全部用于业务垫资，则下年度新增收入=可用现金*垫资创收倍数。

2) 根据上述方法测算，园林公司2018年收入增速中位数为22.65%/24.24%，平均值33.53%。其中东珠景观/蒙草生态/普邦股份/乾景园林/农尚环境等标的测算2018年收入增速均在50%以上。

图42：东方园林/文科园林/蒙草生态等垫资创收倍数居前

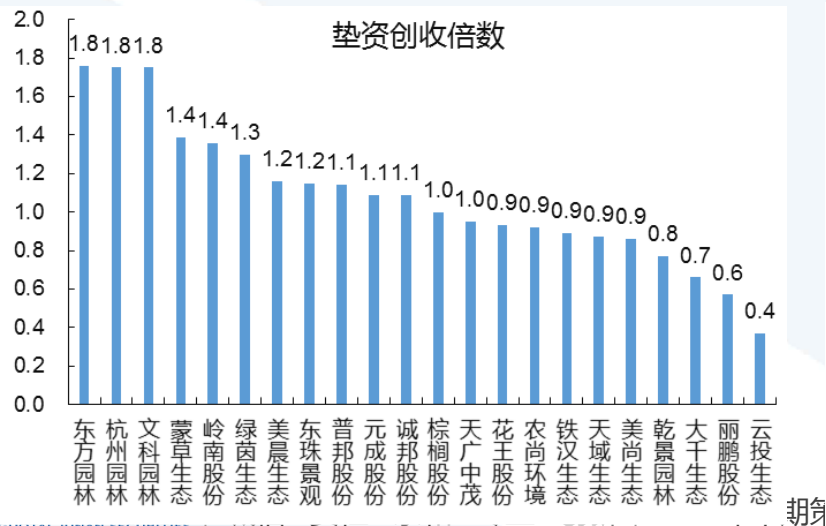
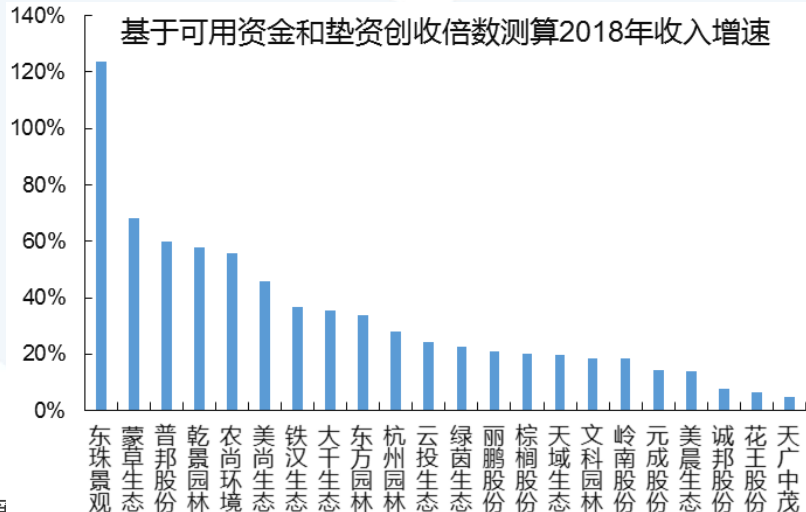


图43：基于垫资创收倍数测算东珠景观/蒙草生态等2018收入增速居前



订单收入比视角：整体较高且分化,蒙草生态/东方园林居前

园林PPP：政策鼓励支撑中长期良好成长性，静待融资改善提升业绩确定性

园林板块订单总体增长较为迅猛，订单收入比均值达3.80，蒙草生态/东方园林等较高。

1) 从2017年的订单数据看：花王股份 / 美晨生态 / 农尚环境 / 蒙草生态 / 丽鹏股份 / 美尚生态等2017年订单增速名列前茅，而天域生态12.4倍/杭州园林10.8倍/蒙草生态6.2倍/东方园林4.5倍等订单收入比较高，业绩确定性强；

2) 从2018年至今（截止5月25日）订单数据（中标口径）看，东方园林249亿/铁汉生态171亿/棕榈股份124亿/龙元建设115亿/岭南股份106亿等龙头中标订单规模均在百亿以上。

图44：2018年来东方园林/铁汉生态等龙头订单规模依然较高

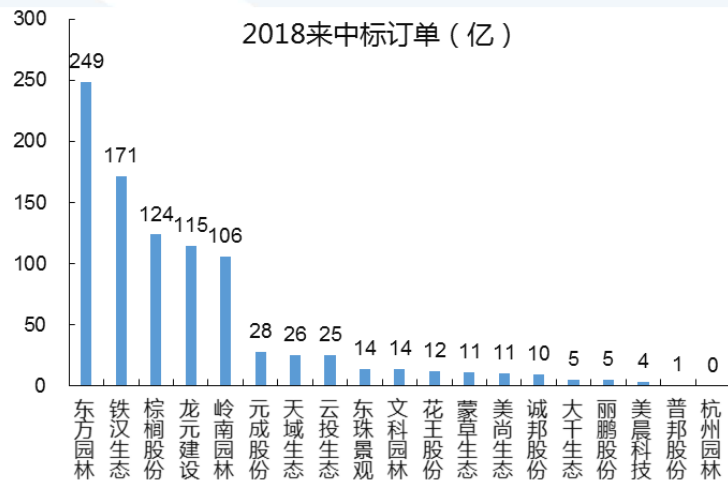
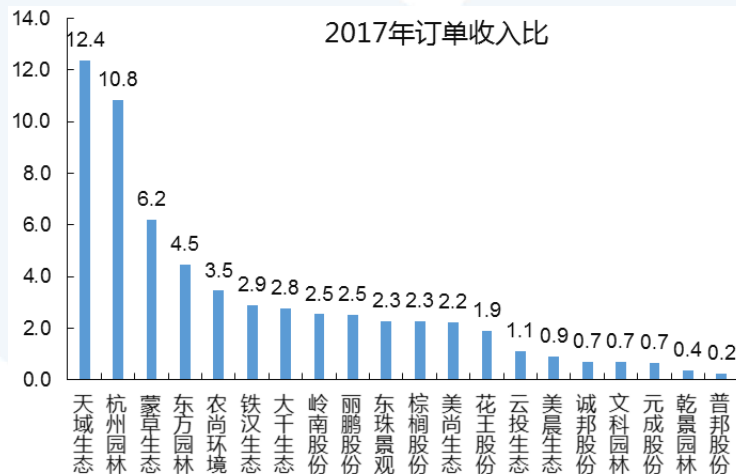


图45：蒙草生态/东方园林等2017年订单收入比较高



债务杠杆视角：整体负债率较高，东珠景观/文科园林空间较大

园林PPP：政策鼓励支撑中长期良好成长性，静待融资改善提升业绩确定性

园林板块整体资产负债率仍较高，融资难背景下加大上游占款导致带息负债率被动降低。从年度数据看，2017年园林板块整体资产负债率为61%/同比提升7个pct，而带息负债率为45%/同比降低5个pct，说明2017年园林公司新增负债主要并非源于信贷借款，而是源于上游供应商以及施工分包商占款大幅提升。

园林龙头因业务持续快速扩张而整体资产负债率高位攀升，比如铁汉生态/蒙草生态/东方园林/岭南股份，部分园林次新股因上市时间较短资金相对充裕、业务体量相对较小而资产负债率较低，比如东珠景观/文科园林等。

图46：园林公司整体资产负债率近年来逐步提升

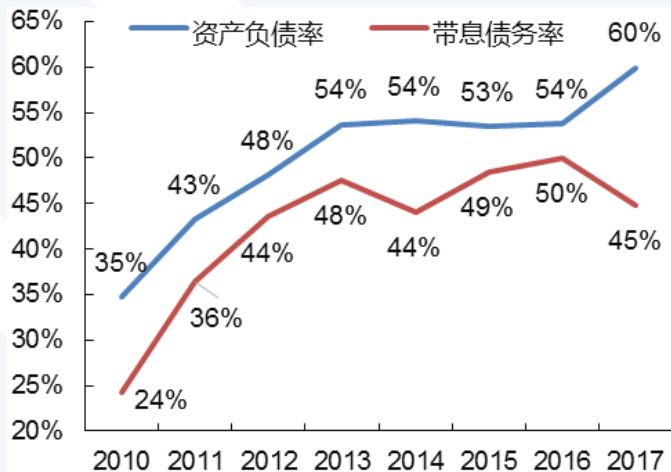
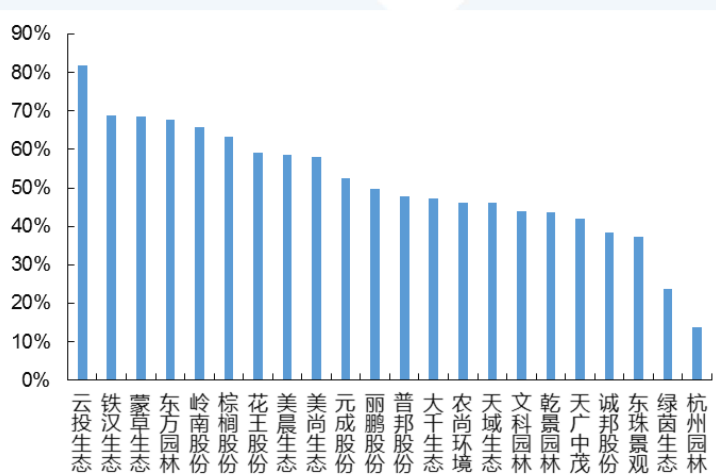


图47：2017年末东珠景观/文科园林等负债率较低



偿债能力视角1: 负债快增致偿债能力较弱，现金流支撑力增强

园林PPP：政策鼓励支撑中长期良好成长性，静待融资改善提升业绩确定性

从短期偿债能力看，园林公司整体速动比率在不断降低，主因业务快速扩张下长短期债务的不匹配。2015年以来，园林公司业务持续快速扩张导致影响债务规模（负债率）快速提升，由于债务扩张速度快于结算速度，以及资金紧环境下短债长用较为普遍导致长短债不匹配，增加了短期偿债压力。

从现金流角度看，经营现金流不断边际改善提升了债务偿付能力。随着PPP业务占比提升以及园林公司加快传统业务回款力度，经营现金流/负债不断提升，现金流支撑偿付能力在增强，2018年有望延续提升趋势。

图48：从速动比率来看，园林公司整体偿债能力在降低

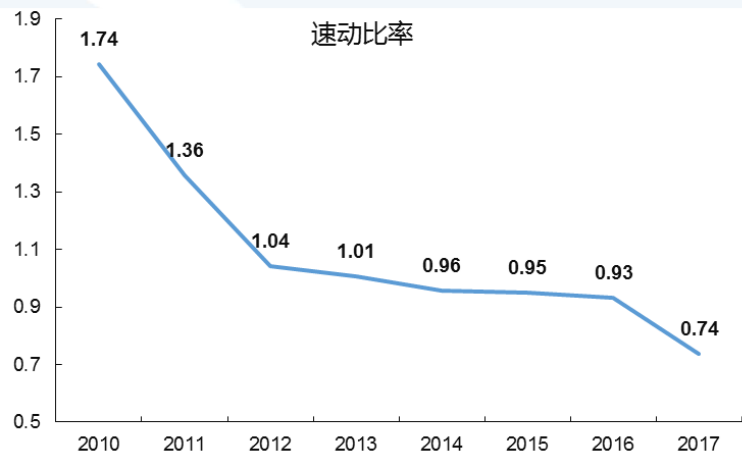


图49：从现金流角度看，园林公司回款支撑偿债能力在增强



偿债能力视角2：偿债能力分化明显，东珠景观/文科园林较强

园林PPP：政策鼓励支撑中长期良好成长性，静待融资改善提升业绩确定性

基于速动比率看短期偿债能力，东珠景观/文科园林等表现较好，行业龙头应付账款/短期借款增速较快导致流动负债偏高、拉低了自身速动比率。新股次新股普遍较强而行业龙头则普遍较弱，我们认为主要原因是近年来政策助推园林行业快速发展，园林龙头业务扩张较快而结算存在滞缓被动提升了短期应付账款（主要是工程劳务、原材料以及设计非等），叠加短期借款增长较快导致流动负债偏高，拉低了自身速动比率和短期偿债能力。

基于现金流偿债能力看，东方园林/蒙草生态/东珠景观等龙头表现较好。我们判断主要因为园林龙头PPP业务占比高、回款手段多样化导致经营现金流表现较优异，回款支撑债务偿付能力较强，2018年预计将延续这种趋势。

图50：东珠景观/蒙草生态/文科园林/美尚生态等速动比率较高

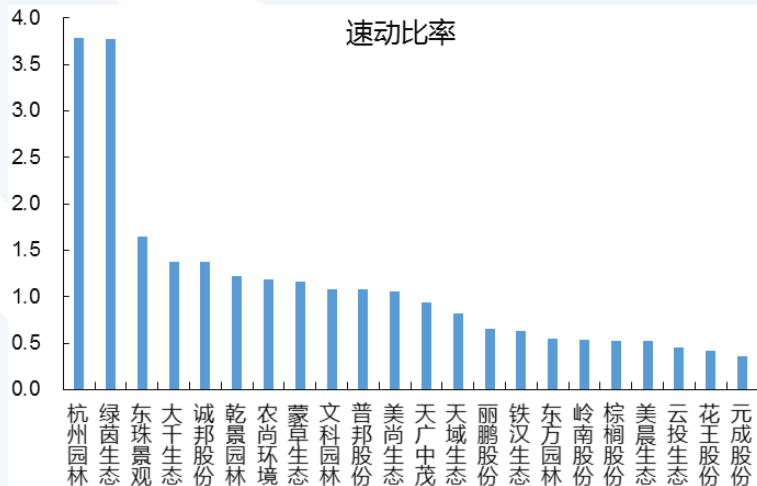
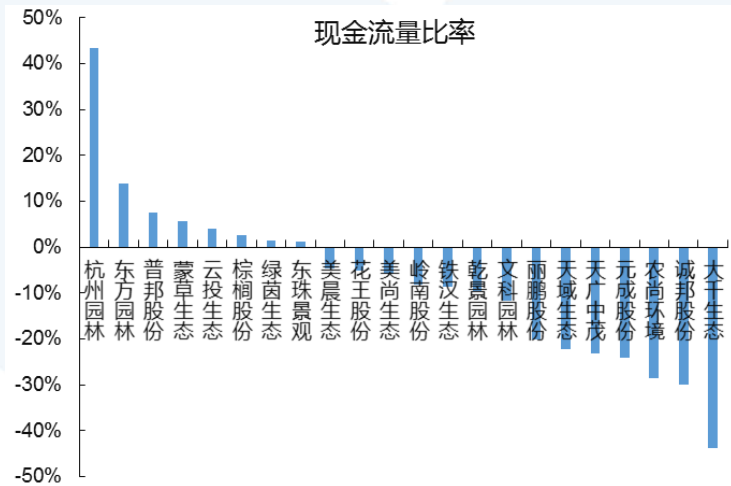


图51：东方园林/蒙草生态/东珠景观等现金流偿债能力较强



估值视角1:资金是影响园林基本面/估值核心因素，静待融资改善

园林PPP：政策鼓励支撑中长期良好成长性，静待融资改善提升业绩确定性

资金仍是影响园林基本面的核心因素，静待融资改善提升业绩确定性。园林公司的业务模式以PPP模式主导，融资进度以及成本，将直接影响园林公司项目进度（产值确认节奏）以及投资收益，融资越快则项目推进越快、收入增速越高，融资成本越低则园林公司投资收益越高。

基于融资对基本面的影响逻辑，资金面对园林公司估值存在较明显相关性。我们复盘对比，1）国债收益率越高则表明市场资金面较紧，园林指数走势也相对较弱，反之则越强；2）社融规模增速与园林指数涨跌幅存在较明显正相关性，社融增速越快表明市场资金相对充裕，园林指数涨幅相对较多，反之下跌较多。

图52：园林指数与国债收益率趋势存在较明显负相关性

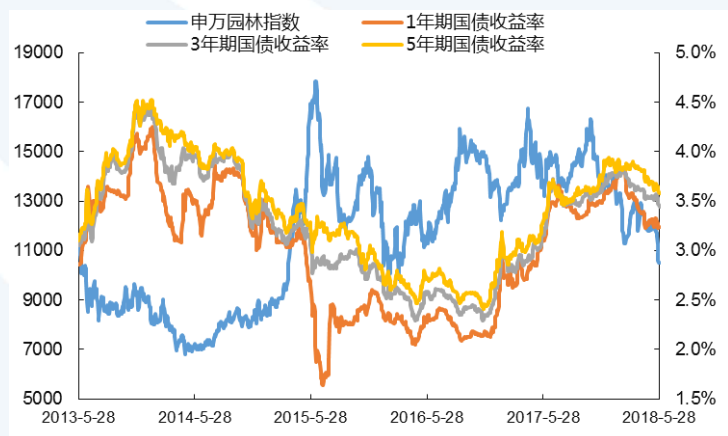
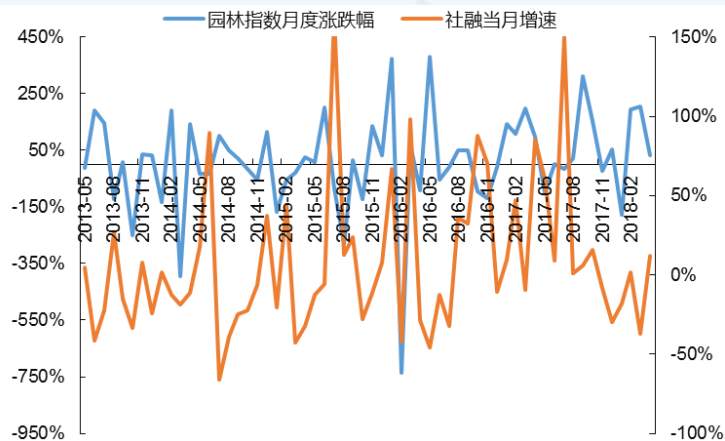


图53：园林指数涨跌幅与社融增速存在较明显正相关性



估值视角2:龙头估值/仓位均处于历史低位，三季度或筑底回升

园林PPP：政策鼓励支撑中长期良好成长性，静待融资改善提升业绩确定性

从估值角度看：东方园林/铁汉生态PE（TTM）均为20倍左右处于历史最低位，较2017年末分别降低39%、23%。

从基金仓位看：2018年Q1末，东方园林基金仓位13.45%/环比降低2.65pct，处于近四个季度最低点。铁汉生态基金仓位3.25%/环比降低12.45pct，处于2016年Q2以来最低值。

趋势判断：考虑到园林指数对资金的极度敏感，在融资尚未出现明显改善背景下6月份美元加息预期或仍将对园林股估值造成扰动，三季度后受益于中报业绩支撑预计资金面改善预期，估值或筑底回升。

图54：东方园林/铁汉生态的PE（TTM）处于历史最低位

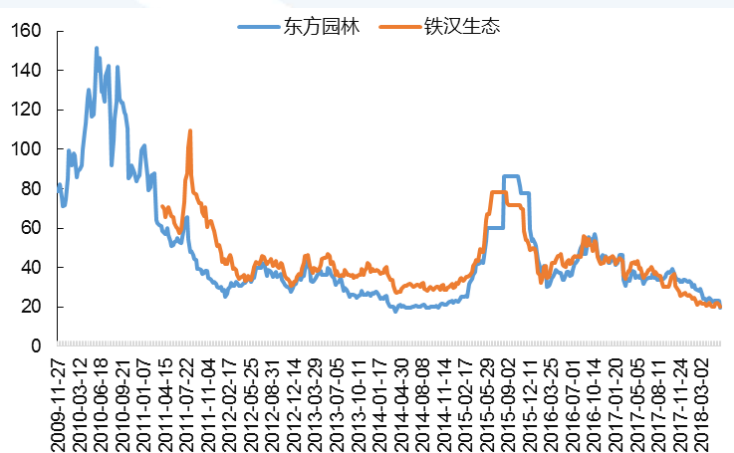
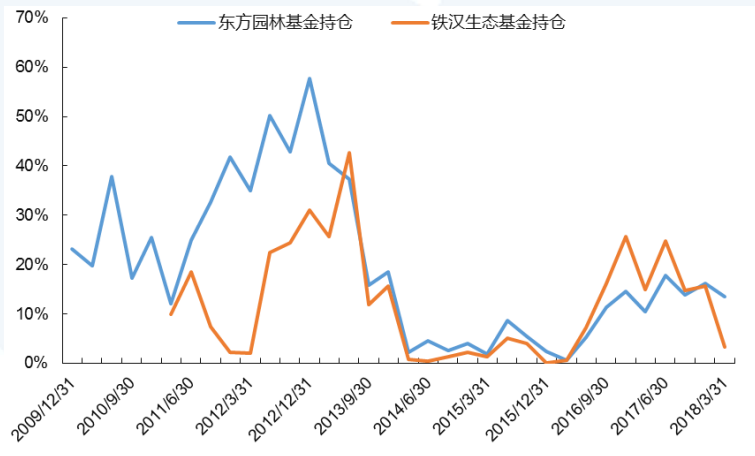


图55：东方园林/铁汉生态2018年Q1末基金仓位环比大幅降低



安全边际视角：增发/股权激励/员工持股与现股价普遍倒挂

园林PPP：政策鼓励支撑中长期良好成长性，静待融资改善提升业绩确定性

园林公司普遍推行员工持股/股权激励/定向增发等事宜，目前多数股价倒挂明显，安全边际较高、业绩动力较强。

- 1) 2017年来随着订单/业绩高增，园林公司普遍推行员工持股计划，包括东方园林/铁汉生态/龙元建设等龙头；
- 2) 在2017年四季度板块持续调整后较多园林公司员工持股处于倒挂或者成本价边缘，安全边际很高，同时由于绑定了高管/员工的利益，公司业绩动力也将更加强劲；
- 3) 从激励频次看，东方园林在2017年至今短时间内已完成两期员工持股，动力较强。

表7：从定向增发/可转债视角看，铁汉生态、美尚生态等明显倒挂

证券代码 [□]	证券简称 [□]	增发进度 [□]	增发价 [□]	现价 [□] (0529) [□]	浮盈 [□]	增发数量 (万股) [□]	募集资 金(亿) [□]	增发股 [□] 占比 [□]	解禁日期 [□]
002663.SZ [□]	普邦股份 [□]	实施 [□]	6.81 [□]	3.71 [□]	-45.5% [□]	8441 [□]	5.75 [□]	4.70% [□]	2018/5/21 [□] (转股期限)
300197.SZ [□]	铁汉生态 [□]	可转债发行 [□]	8.23 [□]	5.37 [□]	-34.8% [□]	□	11.00 [□]	5.84% [□]	2018/6/22- 2023/12/18 [□]
300495.SZ [□]	美尚生态 [□]	实施 [□]	19.1 [□]	13.55 [□]	-29.1% [□]	3707 [□]	7.08 [□]	6.17% [□]	2016/12/24 [□]
002431.SZ [□]	棕榈股份 [□]	实施 [□]	9.05 [□]	6.74 [□]	-25.5% [□]	10999 [□]	9.95 [□]	7.40% [□]	2018/7/10 [□]
002717.SZ [□]	岭南股份 [□]	实施 [□]	10.5 [□]	10.72 [□]	2.1% [□]	946 [□]	2.29 [□]	0.94% [□]	2019/1/5 [□]
300495.SZ [□]	美尚生态 [□]	实施 [□]	12.94 [□]	13.55 [□]	4.7% [□]	5473 [□]	7.08 [□]	9.11% [□]	自2017/11/9起 分三年解 [□]
002717.SZ [□]	岭南股份 [□]	实施 [□]	10.17 [□]	10.72 [□]	5.4% [□]	1058 [□]	2.47 [□]	1.05% [□]	2021/1/5 [□]
300495.SZ [□]	美尚生态 [□]	待实施 [□]	□	□	□	不超过 12000 [□]	不超过 18 [□]	□	□
300495.SZ [□]	美尚生态 [□]	待实施 [□]	□	□	□	不超过 12000 [□]	不超过 18 [□]	□	□

表8：从股权激励/员工持股视角看，铁汉生态/东方园林等倒挂明显

基建央企估值占优》

证券代码	证券名称	授予或购买完成日	激励价格	现价(0529)	浮盈	人数	规模(万股)	占比	锁定期
300197.SZ	铁汉生态	2017/10/17	8.57	5.37	-37%	459	首次 11431, 预留 3000	9.50%	一年半, 分三年解
300197.SZ	铁汉生态(员工持股)	2017/6/30	8.10	5.37	-34%		6383.58	4.20%	一年
002310.SZ	东方园林(员工持股第三期)	2018/2/9	19.45	14.86	-24%		4604.76	1.72%	一年
300237.SZ	美晨生态(员工持股)	2018/1/11	8.59	7.50	-13%		2282.9	2.83%	一年
002310.SZ	东方园林(员工持股第二期)	2017/7/10	15.96	14.86	-7%		9247.46	3.45%	一年
603359.SH	东珠景观	2018/2/28	34.32	34.53	1%	89	首次 451, 预留 99	2.42%	一年, 分三年解
300495.SZ	美尚生态	2016/6/8	11.2	13.55	21%	86	917.75	1.83%	一年, 分三年解
002310.SZ	东方园林(员工持股第一期)	2016/1/13	10.92	14.86	36%		2738.8	1.02%	一年
603388.SH	元成股份	2017/10/27	10.0	16.38	64%	110	首次 584.4, 预留 66.2	3.25%	一年, 分三年解
002310.SZ	东方园林(第三期)	2016/8/15	8.89	14.86	67%	136	首次 1044.45, 预留 107.45	0.41%	一年, 分四期解
002775.SZ	文科园林	2016/7/8	9.44	15.79	67%	212	800	3.33%	一年, 分三年解
603316.SH	诚邦股份	董事会预案	6.35	12.79	101%		首次 409, 预留 102.25	2.52%	一年, 分三年解
603007.SH	花王股份	2018/4/28	6.08	12.96	113%	101	首次 800, 预留 200	3.00%	一年, 分三年解
002310.SZ	东方园林(第二期)	2014/12/18	7.28	14.86	104%	225	2155.43	1.00%	一年, 分四期解

06

总结：维持生态园林中长期高成长研判，估值仍需观察资金变化

园林PPP：政策鼓励支撑中长期良好成长性，静待融资改善提升业绩确定性

维持生态园林中长期高成长的基本判断，政策持续加码提升行业景气度。 1) 暨十九大报告/中央经济工作会议多次强调力推生态治理后，5月18/19日生态环保大会强调“加大力度推进生态文明建设、解决生态环境问题，坚决打好污染防治攻坚战”，充分彰显中央推进生态治理决心；2) 生态环保大会强调“把解决突出生态环境问题作为民生优先领域”，具体指出水、土、农村环境等领域治理要求，催化数万亿级潜在需求加速释放。

资金面仍是影响生态园林板块业绩和估值的核心因素，短期园林板块估值将是短期资金面变化和中长期高成长预期综合影响的结果，6月份美元加息对国内资金面影响整体偏负面、加大板块估值波动风险，三季度中报业绩支撑或将促使园林板块估值筑底，估值向上反弹仍需继续关注资金面松紧变化。

表9：主要上市园林公司盈利预测表（花王股份/岭南股份/东珠景观等盈利预测为wind一致预测）

证券简称	收盘价 (0529)	EPS			增速			PE			市值	评级
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	2016	2017E	2018E		
东方园林	15.03	0.81	1.25	1.77	68%	54%	42%	19	12	8	403	增持
铁汉生态	5.37	0.50	0.74	1.00	45%	48%	36%	11	7	5	122	增持
龙元建设	8.21	0.40	0.63	0.87	74%	59%	38%	21	13	9	126	增持
文科园林	15.79	0.76	1.17	1.70	75%	53%	45%	21	13	9	51	增持
花王股份	12.96	0.51	0.86	1.39	137%	68%	62%	25	15	9	43	—
岭南股份	10.72	1.17	0.96	1.37	95%	89%	43%	9	11	8	108	—
东珠景观	34.53	1.07	1.80	2.73	31%	82%	52%	32	19	13	79	—

07

景观亮化：多重催化市场规模大，未来发展潜力较强

新型城镇化+消费升级，景观亮化将迎需求高增长

► **景观亮化需求迎来高增长。** 1) 新型城镇化+消费升级+美丽中国+夜游经济崛起，地方政府对景观亮化建设需求急剧增加；2) 随着多项大会召开，2016年以来国内涌现大批大型的城市景观亮化示范工程；3) 2017年国内景观亮化市场规模约680亿元继续保持提速增长，国内已成为全球最大的景观亮化市场，建筑景观亮化是最大细分市场、发展空间大，受益名家汇/华体科技/利亚德等。

图56：国内景观亮化市场规模增速加快（单位：亿元）

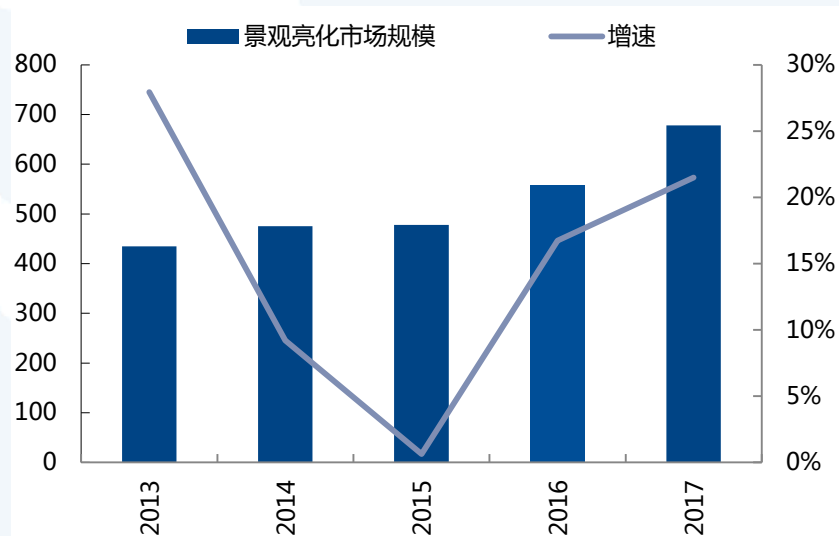
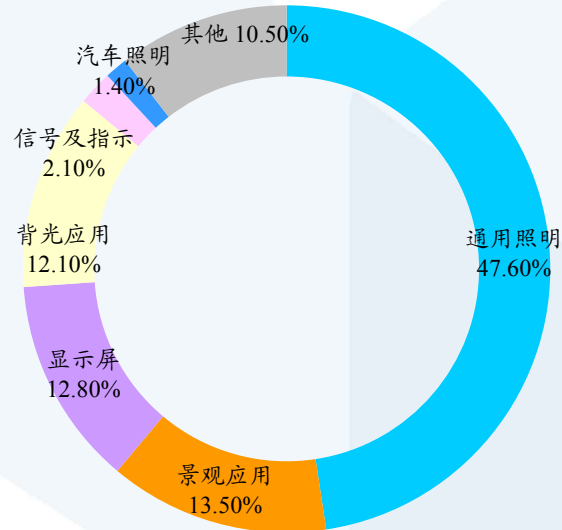


图57：国内2016年LED照明应用领域分布



07 半导体：政策支持+行业需求旺推动景气度向上

政策利好加码+行业需求旺盛，半导体景气度向上

► **半导体获政策支持景气度向上。** 1)据SIA，4月全球半导体销售继续扩张，销售额313亿美元(+20.9%)，连续9月保持增长趋势，创2010年9月以来最高同比增幅；2)国内半导体市场接近全球的三分之一但自给率低(目前尚不足20%、2020年目标40%、2025年目标70%)，国产替代需求强劲；3)政策支持催化半导体景气度持续向上，受益亚翔集成/太极实业等。

图58：大陆半导体销售额（单位：十亿美元）

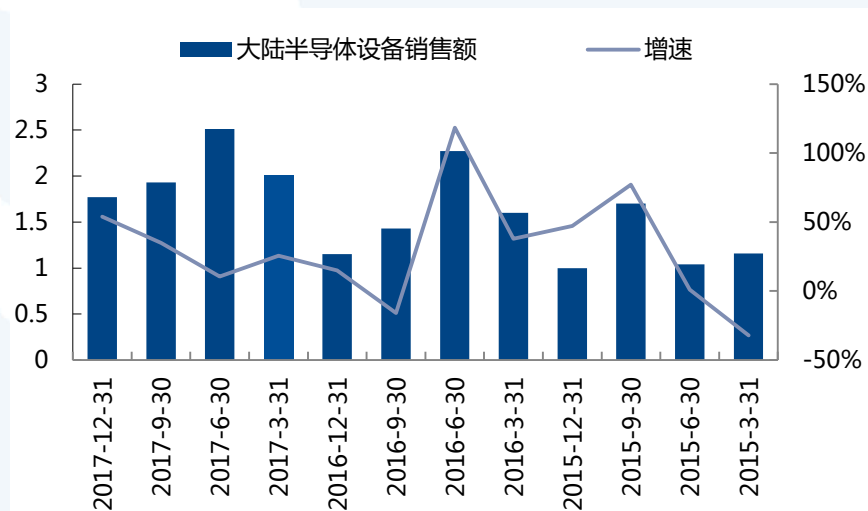
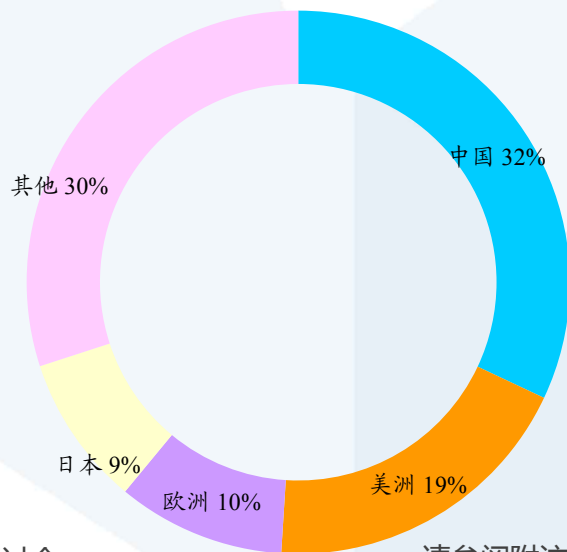


图59：2016年全球半导体分地区销售占比



- **PPP模式落地不及预期。** 在去杠杆的环境下，当前PPP模式正逐步规范化、有序化，质量重视程度正在提升，且PPP订单自立项到最终落地需要的时间较多，PPP订单入库的流程较长且PPP合同涉及的风险点较多，由此将可能导致PPP订单落地不及预期。
- **房地产投资快速下行。** 地产调控将对房地产投资、房屋新开工等带来一定压力，或将影响房建公司、装饰公司相关业务的开展。
- **工业投资不及预期。** 工业投资低于预期将影响到工业工程公司相关业务的开展。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安建筑团队

Thank you for listening

