



2018 年 06 月 08 日

中性(维持)

分析师：刘萍

执业编号：S0300517100001

电话：0755-83331495

邮箱：liuping_bf@lxsec.com

相关研究

《建筑装饰行业报告_【联讯建筑行业点评】PPP 竞争格局或突变，民企迎发展良机》2017-12-01

《建筑装饰行业报告_【联讯建筑 2018 策略报告】变革升级中的结构性机会》2017-12-08

《建筑装饰行业报告_【联讯建筑专题报告】整体风险可控，兑付压力不大——民营建筑企业偿债能力梳理》2018-05-30

建筑装饰

【联讯建筑 2018 中期策略报告】下半年关键词：汇率波动、油价上涨、基建复苏

投资要点

✧ 预计下半年 FAI 将继续小幅回落，行业景气有所下降

我们对 2018 年固定资产投资的整体增速进行了情景分析，在中性预测下，我们假设全年房地产投资增速大约在 4%，基建投资增速大约在 9.6%，制造业投资增速 5%，则由此测算的 2018 年固定资产投资增速大约为 6.4%，较我们去年底的预测下修了 0.3 个百分点。由 FAI 增速对应计算的建筑业总产值增速为 5.9%，行业景气度将下滑。

✧ 板块估值水平较历史低位还有距离

从横向比较看，全部 A 股对应 2018 年盈利预测的 PE 大约为 13x，沪深 300 约为 11x，建筑装饰行业 10x 的估值水平低于全部 A 股和沪深 300 的水平。纵向来看，板块估值水平较历史底部还有一定距离，主要是因为近几年来，板块市值占比较大的建筑央企估值较大程度修复。从细分领域来看，国际工程、园林估值处于历史低位。

✧ 人民币或阶段性贬值，国际工程公司有望受益

在经过一年多的升值后，我们认为人民币适当的贬值是更有益的选择，一方面改变市场单边波动的预期，另一方面也不至于对出口造成较大压力，因此，我们认为 18 年下半年人民币出现阶段性贬值的概率在增加，则海外收入占比高以及外币资产规模大的公司有望受益。

✧ 油价上涨或带动煤化工投资复苏预期

项目经济可行性是煤化工项目上马的重要评价之一，当油价在 40 美金以下时，除煤制乙二醇外几大方向的煤化工均没有明显的成本优势，而当油价在 50-60 美金时，煤化工的成本优势逐渐显现。今年以来，油价持续上涨，目前油价已经突破 70 美金，煤化工的经济性非常明显，有望带动煤化工投资意愿增强。今年以来，超过 70 个重大项目取得进展，有些是环评启动，有些还在可研阶段，有的进入招投标阶段。事实上，从项目进展看，4 月份开始，取得进展的煤化工项目明细增多。

✧ 长期依然看好生态环境建设领域，非理性下跌带来白菜价买入机会

十九大报告将建设生态文明提升为“千年大计”。上半年持续下降的基建投资数据中，生态环境建设投资逆势上行，18 年 1-4 月投资累计同比增长 40.5%，在政府投资中可谓一枝独秀。然而二级由于对行业资金面的担心，园林公司上半年二级市场表现普遍不佳，东方园林发债事项更是造成板块非理性下跌，我们认为目前板块的估值已经极具吸引力。

✧ 投资评级与建议

从需求端来看，在降杠杆、PPP 清理、地方债置换大限等因素影响下，上半年基建投资快速下滑，已经落入我们情景分析的悲观区域，我们判断下半年随着地方债发行提速、PPP 清理告一段落，基建投资增速快速下滑的态势将得到遏制，甚至可能出现一定程度的反弹；上半年房地产投资在土地购



置费大幅增长的影响下，维持在较高位置，但建安工程投资不理想，随着买地补库存行为的结束，地产投资增速下半年大概率向下；由于传统制造业大部分面临产能过剩，且在环保高压的影响下，我们判断制造业投资难有起色；整体上，下半年基建向上，地产向下，制造业走平，FAI 整体平稳或继续小幅回落。

受投资持续下滑影响，我们判断本轮行业景气持续走高可能告一段落，行业增速有较大概率回落，目前板块估值水平低于沪深 300 和全部 A 股平均水平，但距离历史底部有一定距离，且在降杠杆的背景下，风险偏好降低估值难提升，我们维持行业“中性”投资评级。

中长期来看，我们看好处于快速发展期的生态环境建设行业和建筑工业化相关产业链，短期来看，人民币贬值、油价上涨等因素形成的主题性投资机会可能应发市场关注，结合短期和长期，建议关注以下四个投资主线。

主线一：人民币贬值受益的主题性机会。主要推荐标的包括：中材国际、中工国际、北方国际等。

主线二：油价上涨的主题性机会：油价上涨可能带来煤化工投资的回暖预期，而从实际项目的跟踪来看，煤化工项目今年 4 月以来出现一些回暖迹象，建议关注的标的包括中国化学、中油工程、航天工程和东华科技等。

主线三：补短板领域的生态环境建设标的：我们长期看好生态环境建设领域，在政府投资倾斜、下半年基建投资有望松绑的情况下，行业景气度有望进一步提升；而随着 PPP 清理告一段落，项目加速推进，上市公司进度款回笼有望提速，继续重点推荐园林龙头公司如岭南股份、铁汉生态等。

主线四：自下而上增长确定的稀缺性标的。如家装龙头东易日盛、灯光工程龙头名家汇以及转型学历教育的龙头洪涛股份等。

✧ 风险提示

投资增速不达预期风险

人民币升值风险

油价大幅回落风险

PPP 项目落地进展低于预期

货币政策收紧导致融资困难



目 录

预计下半年 FAI 将继续回落，行业景气有所下滑.....	6
投资增速仍在探底过程中.....	6
受振兴乡村政策扶持，第一产业投资表现较好	8
建材价格持续上涨，人工费上涨趋缓	9
预计 2018 年 FAI 增速大约为 6.4%.....	9
预计 2018 年行业增速大约为 5.9%.....	11
2018 年第一季度行业景气继续回升	11
预计全年行业总产值增速为 5.9%，景气度将下滑	11
板块估值水平较历史低位有一定距离	12
横向比较看，板块估值水平低于 A 股平均水平和沪深 300.....	12
纵向来看，板块目前估值与历史底部有一定的距离	13
受人民币贬值预期影响国际工程公司或有阶段性机会.....	14
海外市场发展空间巨大	14
汇率波动对国际工程公司业绩影响明显.....	15
汇率变化对国际工程公司的影响主要在 4 个方面.....	15
国际工程板块 16 年以来保持较高景气度.....	16
汇兑损益对国际工程公司利润造成较大影响	16
下半年人民币可能阶段性贬值.....	17
人民币贬值利好海外收入规模占比高以及外币资产规模大的公司	17
油价持续上行，煤化工经济性开始显现.....	19
油价 50 美金以上，煤制烯烃有成本优势.....	23
油价在 40 美金以上时，煤制乙二醇成本优势明显.....	24
煤制天然气，当前气价可以盈利	25
投资能否复苏取决于油价的可持续性	25
长期依然看好生态环境建设	26
生态环境建设投资保持高增长.....	26
PPP 模式推动园林行业集中度显著提高	26
园林板块估值水平走低，当前处于历史低位.....	27
园林板块与建筑板块的估值差基本完全消除，而成长性优于建筑板块	28
行业投资评级及策略建议.....	28
风险提示	29



图表目录

图表 1: FAI 走势	6
图表 2: FAI 走势	6
图表 3: 房地产投资增速超表现较强韧性 (亿元)	7
图表 4: 房地产新开工和施工面积低位徘徊	7
图表 5: 房地产土地购置面积大幅增长 (亿元)	7
图表 6: 房地产建安工程投资负增长 (亿元)	7
图表 7: 制造业投资增速有见底迹象 (亿元)	7
图表 8: 其他固定资产投资增速回暖 (亿元)	7
图表 9: 第三产业投资在 FAI 中占比持续提升 (%)	8
图表 10: 三大产业投资增速 (%)	8
图表 11: 中部地区投资表现较好 (%)	8
图表 12: 新建投资持续走低 (%)	8
图表 13: FAI 价格指数及分项价格指数	9
图表 14: 建筑安装工程分项成本价格指数	9
图表 15: 2018 年基建投资增速情景分析 (%)	10
图表 16: 2018 年固定资产投资增速预测 (%)	10
图表 17: 行业收入增速持续回升 (%)	11
图表 18: 新签合同增速见底回升 (%)	11
图表 19: 固定资产投资与建筑业总产值散点图	11
图表 20: 固定资产投资与建筑业总产值拟合图	11
图表 21: 回归分析显示拟合度较高	11
图表 22: 2018 年建筑业总产值及增速预测	12
图表 23: 板块估值水平横向比较	12
图表 24: 2017 年前三季度非周期类板块利润增速横向比较 (%)	13
图表 25: 2018 年第一季度板块营业收入增速横向比较 (%)	13
图表 26: 各个细分板块历史估值对比 (匹配规则: 上一年净利润)	13
图表 27: ENR250 强国际工程市场容量	14
图表 28: 中国建筑企业在国际工程市场的占有率 (%)	14
图表 29: ENR250 强收入结构 (亿美元)	14
图表 30: 2016 年 ENR 250 强中国上市公司海外业务占比	14
图表 31: 国际工程板块营收增速 (%)	16
图表 32: 国际工程板块归母净利润增速 (%)	16
图表 33: 国际工程板块毛利率 (%)	16
图表 34: 国际工程板块净利率 (%)	16
图表 35: 人民币 18 年可能进入贬值通道	17
图表 36: 海外收入排名前十的上市公司汇兑损益和期末外币资产	18



图表 37: 人民币贬值对公司外币净资产带来的汇兑收益 (单位: 百万)	18
图表 38: 外币净资产汇兑收益/2017 年归母净利润	18
图表 39: 国际工程板块估值水平显著回落	19
图表 40: 原油价格持续反弹	20
图表 41: 超过 70 个重大煤化工项目在今年取得进展	20
图表 42: 乙烯价格走势 (美元/吨)	23
图表 43: 丙烯价格走势	23
图表 44: 100 万 t/年甲醇制烯烃装置的成本测算	23
图表 45: 石油裂解制烯烃的成本与煤炭的竞争价格关系	23
图表 46: 石油制乙二醇的成本与煤炭的竞争价格关系	24
图表 47: 煤炭价格 500 元/吨时的盈利情况	24
图表 48: 煤炭价格 300 元/吨时的盈利情况	24
图表 1: 原油价格 60 美元/桶时的盈利情况	24
图表 49: 36 城市管道天然气价格	25
图表 50: 10%IRR 下煤制天然气售价与煤价关系	25
图表 51: 生态保护和环境建设投资持续走高	26
图表 52: 园林行业集中度 CR4 (%)	27
图表 53: 园林行业集中度 CR50(%)	27
图表 54: 园林板块估值水平走低	27
图表 55: 板块估值水平	28

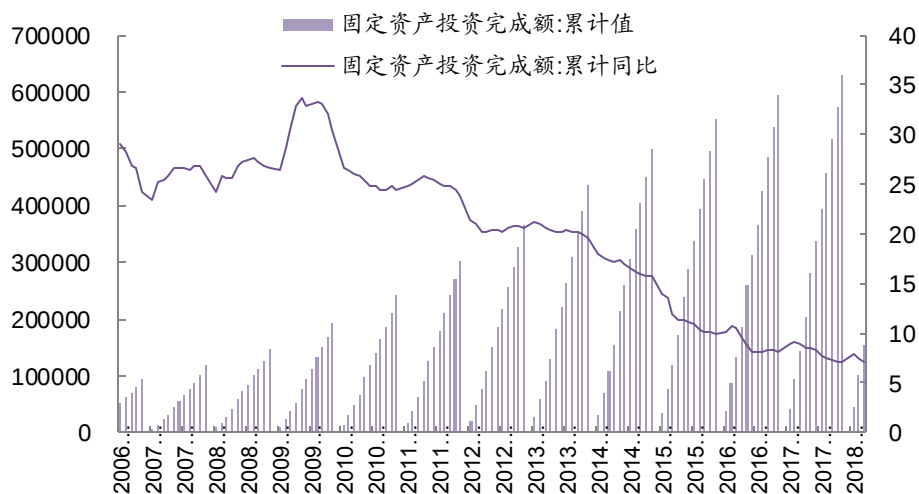


预计下半年 FAI 将继续回落，行业景气有所下滑

投资增速仍在探底过程中

截至 2018 年 4 月，FAI 增速为 7.00%，增速较 2017 年全年 7.20% 的增速水平继续下滑，同时也低于去年同期 8.90% 的水平。FAI 持续走低主要是因为基建投资下滑明显，制造业投资未见起色，而房地产投资上半年成了稳定担当。

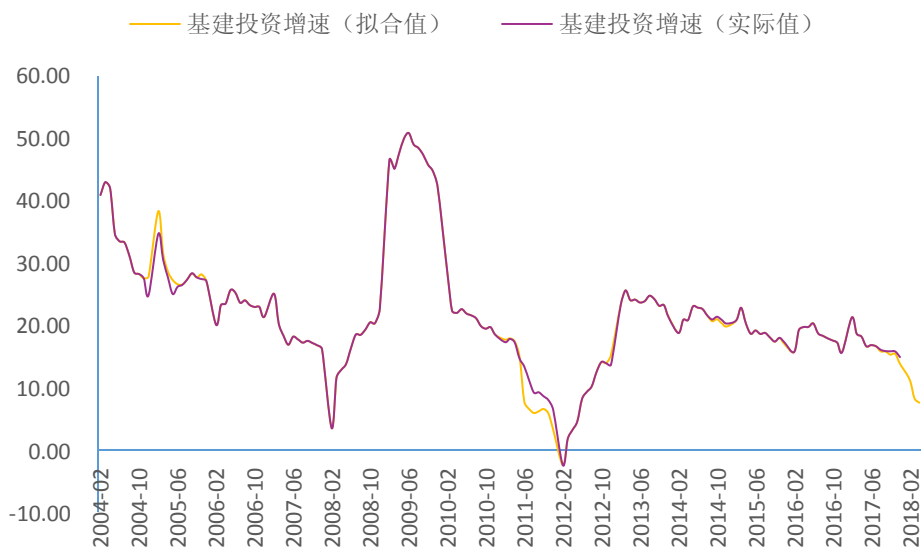
图表1： FAI 走势



资料来源:联讯证券

统计局今年开始不再公布基建投资数据，按照过去的统计口径，基建投资主要包含电力、热力、燃气及水的生产和供应业；交通运输、仓储和邮政业；以及水利、环境和公共设施管理业三大项，由于三大项的增速依然按月公布，我们得以用历史数据进行拟合，从拟合的结果来看，除个别月份数据有差距外，大部分时间数据是完全吻合的。因此拟合数据有较强的参考意义。

图表2： FAI 走势



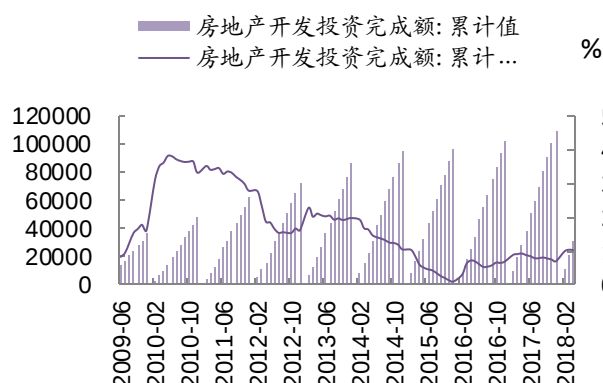
资料来源:联讯证券



根据我们拟合的数据，截止 2018 年 4 月，基建投资增速为 7.63%，大幅低于 2017 年全年 14.93% 的水平，也大幅低于去年同期 18.21% 的水平，尽管我们预期到今年基建投资可能出现较为明显的下滑，我们在年度策略中给出的基建投资增速中性预期是 12.5%，悲观预期是 11.1%，显然今年以来的下滑幅度依然超出我们的预期。考虑下半年地方政府资金情况有缓解可能，我们认为基建投资存在反弹可能。

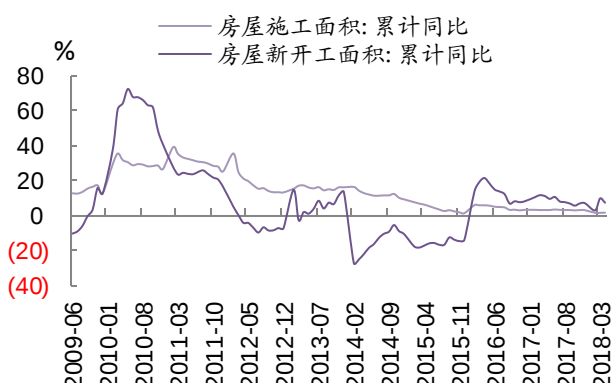
截止 18 年 4 月房地产开发投资增速 10.3%，我们年初给出 2018 年房地产增速中性假设为 4%，由于上半年以来开发商加大拿地力度，今年以来房地产投资表现出较强的韧性，前 4 个月房地产开发投资整体表现较好，考虑购地行为的持续性性较差，而销售的下行、降杠杆等因素，我们判断房地产投资后续可能拐头向下。

图表3： 房地产投资增速超表现较强韧性（亿元）



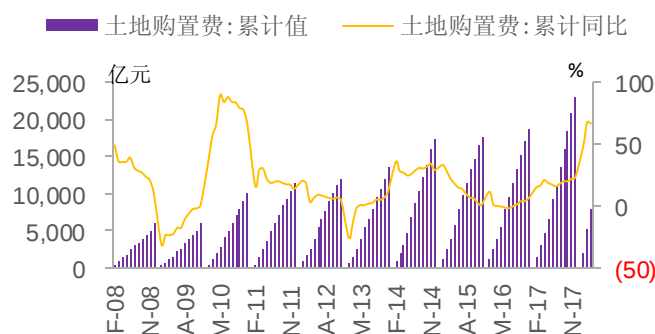
资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

图表4： 房地产新开工和施工面积低位徘徊



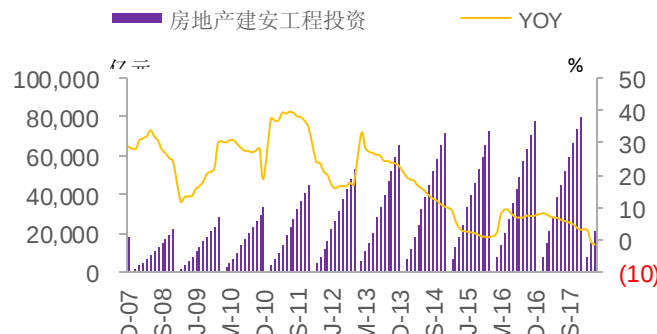
资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

图表5： 房地产土地购置面积大幅增长（亿元）



资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

图表6： 房地产建安工程投资负增长（亿元）

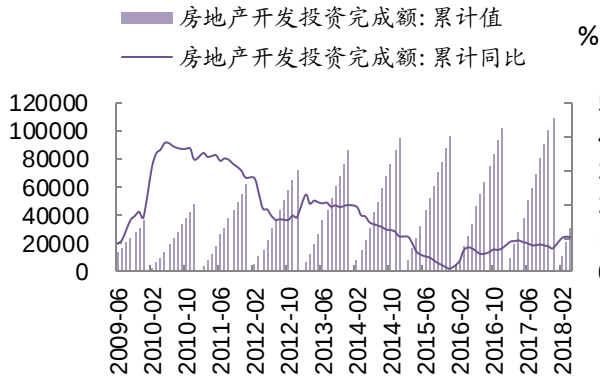


资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

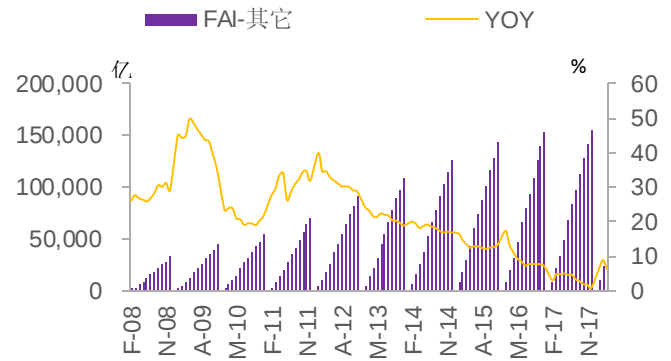
18 年 4 月制造业投资增速 4.80%，与 2017 年末持平。制造业投资在底部的时间比我们预想的要长，传统重化工业依然处于产能过剩的局面，而新兴行业规模尚小，制造业投资短期依然难见起色。

图表7： 制造业投资增速有见底迹象（亿元）

图表8： 其他固定资产投资增速回暖（亿元）



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

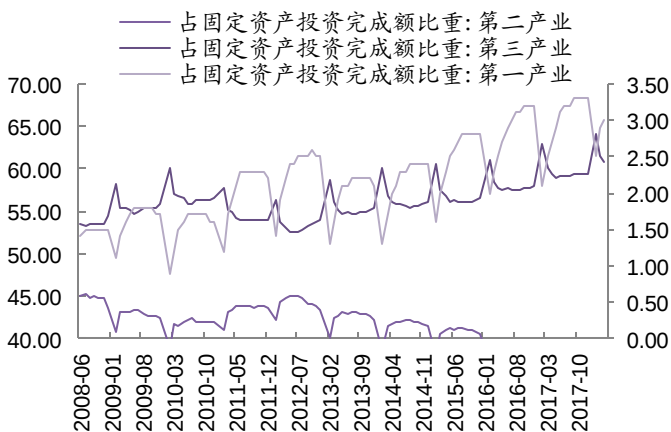


资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

受振兴乡村政策扶持，第一产业投资表现较好

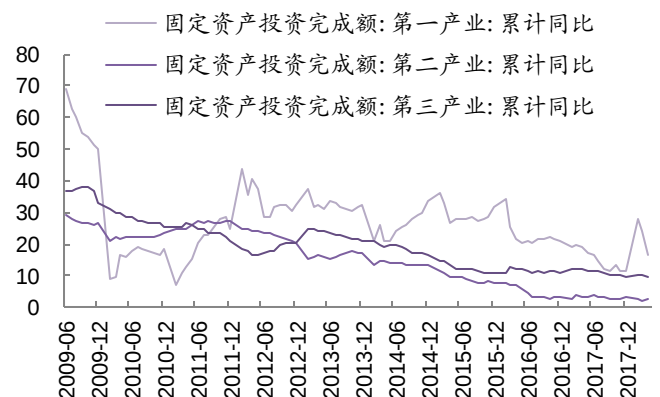
截至 2018 年 4 月，第一产业增速为 16.80%，经历了 17 年末的持续下跌之后在 18 年第一季度间出现回升；第二产业增速为 2.50%，与去年增速持平，依旧处在历史低位；第三产业增速为 9.30%，创下新低。国家现在大力推进振兴乡村政策，第一产业投资出现回暖迹象，但二三产业投资持续走低。

图表9： 第三产业投资在 FAI 中占比持续提升 (%)



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

图表10： 三大产业投资增速 (%)



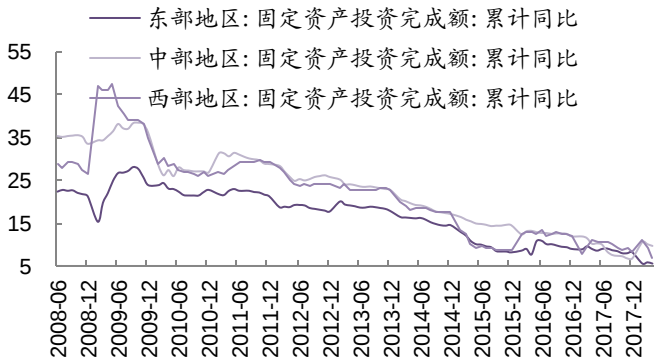
资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

从区域上看，中部地区在 18 年上半年的 FAI 增速快于东部、西部地区；东西部基础设施建设水平差距明显，东部地区路网结构基本完善，增速低是正常现象，然而西部地区今年以来投资表现不佳，我们认为可能与西部地区地方财政收入相对较差有关，在融资受限的情况下，政府投资受到一定程度抑制。

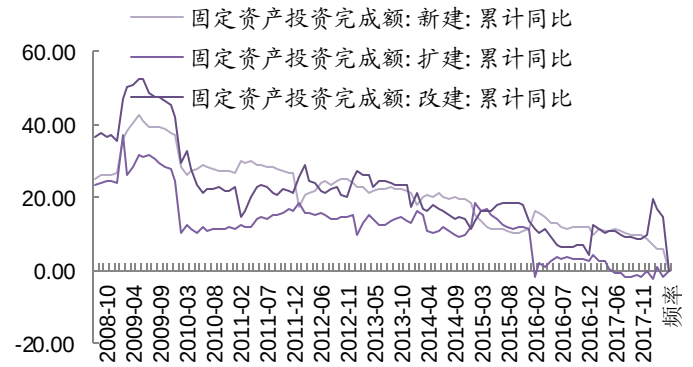
从建筑性质上看，自 17 年第 4 季度开始新建投资增速持续下滑，18 年 4 月份增速仅为 5.6%。扩建的增速在 17 年 6 月变成负数，持续到 18 年一季度。改建的增速在 18 年一季度维持 14%以上的增速。

图表11： 中部地区投资表现较好 (%)

图表12： 新建投资持续走低 (%)



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理



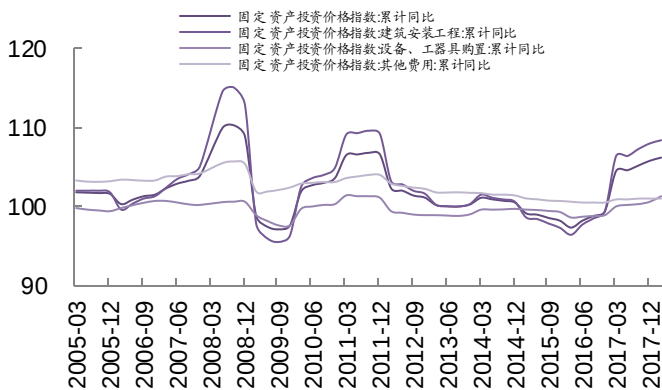
资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

建材价格持续上涨, 人工费上涨趋缓

截至 2018 年第 1 季度, FAI 价格同比上涨 6.2%; 建材价格较去年同期上涨 11.6%, 其中, 水泥和地方建筑材料的上涨最为明显, 分别为 10.5%和 10.0%。从今年一季度开始, 材料价格一直保持 8%以上的同比增速, 考虑建材行业的供给持续收缩, 我们判断今年原材料价格将持续稳定上涨。

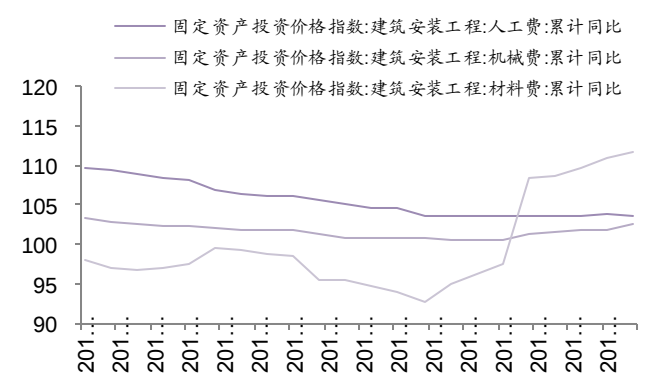
截至 2018 年第 1 季度, 人工费持续小幅上涨, 涨幅为 3.5%。较之前几年 10%左右的增速, 人工成本的涨幅已经趋缓。人工成本的刚性上涨将促使行业加快推进建筑工业化进程。机械费用的增速从 17 年第 1 季度开始一直维持着稳定小幅度上升的趋势, 从 17 年初的 1.4%到 18 年第 1 季度末的 2.5%。

图13: FAI 价格指数及分项价格指数



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

图14: 建筑安装工程分项成本价格指数



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

预计 2018 年 FAI 增速大约为 6.4%

在去杠杆的大背景下, 基建投资遭遇超预期下滑, 从基建投资的构成来看, 交通运输增速相对较高, 前四个月交运投资增速 10.9%, 较去年底的 14.8 仅下滑 3.9 个百分点, 降幅相对较小; 水电热力增速大幅下降至负增长, 前四月增速为-8.4%, 较去年底的 0.8%大幅下滑 9.2 个百分点; 而水利环境和公共设施投资前四月增速 11.2%, 虽然是三驾马车中增速最快的, 但较去年底 21.2%的增速大幅下滑 10 个百分点。



今年以来，受 PPP 项目清理、去杠杆融资受限等多个因素影响，地方政府投资需求受到极大压制，导致基建投资的大幅下滑。近几年通过一系列监管措施后，目前地方政府融资渠道已经只剩下地方债一种，而 2015 年我国启动地方政府债务置换计划，财政部要求剩余 14.7 万亿元地方政府债务在未来三年之内全部置换完毕，截至 2017 年末累计置换存量地方政府债务 10.9 万亿元，剩余的 3.8 万亿元将在 2018 年 8 月之前全部置换完毕。由于 2018 年是债务置换的最后一年，年初以来财政部加大了债务置换工作的推进，3 月后地方新增债发行工作相应延迟，截止目前，2018 年发行的所有地方债均用于置换存量债务或者偿还到期地方债，尚未出现利用新增额度的地方债。我们预计在存量债务置换完成后，地方政府资金面有望缓解，因此下半年基建投资增速有望触底回升。

在我们去年底对 18 年的基建投资增速预测中，中性假设下，基建投资增速约为 12.5%，按照今年以来的数据，我们对全年预测进行修正，中性假设下，基建投资增速约为 9.6%，悲观假设下，基建投资增速约为 6.9%，而乐观假设下，基建投资增速约为 12.2%。

图表15： 2018 年基建投资增速情景分析（%）

基建投资分解	交运、仓储、邮政	电力、燃气、水	水利、环境和公共设施	2018 年基建投资增速
悲观	9	-5	11	
中性	11	-2	14	
乐观	13	1	17	
权重	36	15	49	
对基建投资增速贡献				
悲观	3.2	(1.1)	4.7	6.9
中性	4.0	(0.4)	6.0	9.6
乐观	4.7	0.2	7.3	12.2

资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

我们对 2018 年固定资产投资的整体增速进行了情景分析，在中性预测下，我们假设全年房地产投资增速大约在 4%，基建投资增速大约在 9.6%，制造业投资增速 5%，则由此测算的 2018 年固定资产投资增速大约为 6.4%，较我们去年底的预测下修了 0.3 个百分点。

从我们的假设可以看出，我们对下半年房地产投资相对谨慎，对基建投资相对乐观，而制造业投资则是维持现状。

图表16： 2018 年固定资产投资增速预测（%）

	房地产开发	基建	制造业	其它	FAI 增速 2018E
悲观	2	6.9	3	5	
中性	4	9.6	5	7	
乐观	6	12.2	6	9	
权重	20.0	26.0	30.0	24.0	100.0
对 FAI 增速贡献					
悲观	0.4	1.7	0.9	1.3	4.3
中性	0.8	2.3	1.6	1.8	6.4
乐观	1.1	2.9	1.9	2.3	8.3

资料来源：Wind、联讯证券研究院整理



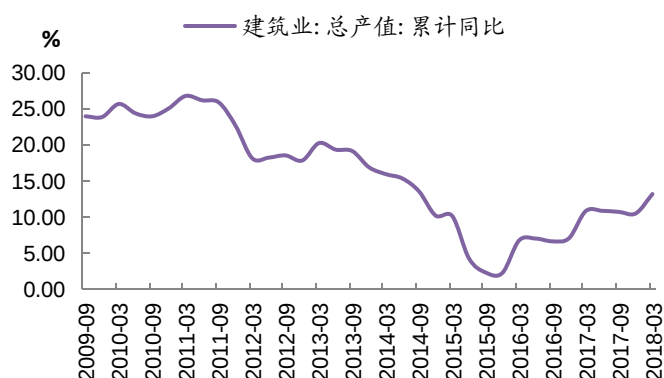
预计 2018 年行业增速大约为 5.9%

2018 年第一季度行业景气继续回升

截至 2018 年一季度，建筑业总产值增速为 13.2%，较 2017 年全年 10.5% 的增速有所回升，行业增速跟固定资产投资增速变化出现一定的背离，我们判断可能是因为固定资产投资结构的原因，对行业拉动作用较明显的基建和房地产在投资中占比走高。

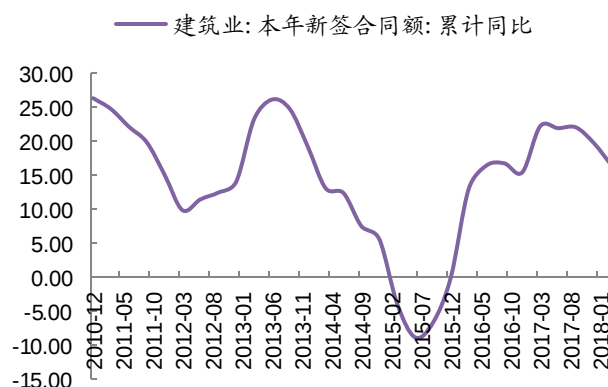
建筑业新签合同额增速在 17 年持续回升后，在 18 年第一季度逐步回落。18 年一季度增速为 18.6%，依然处于较高水平，但较去年底回落明显。

图表17： 行业收入增速持续回升（%）



资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

图表18： 新签合同增速见底回升（%）

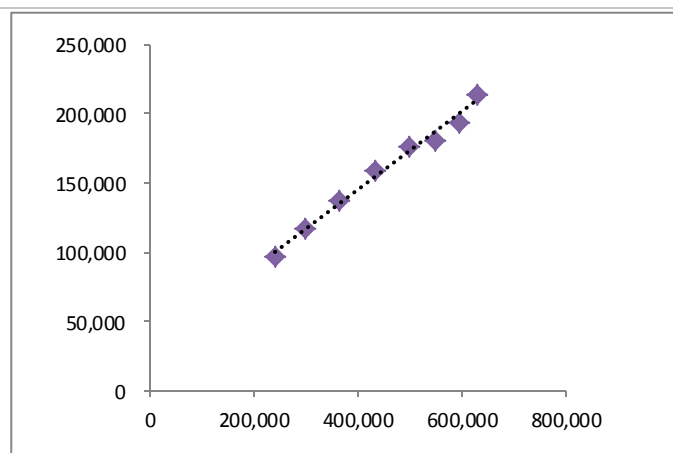


资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

预计全年行业总产值增速为 5.9%，景气度将下滑

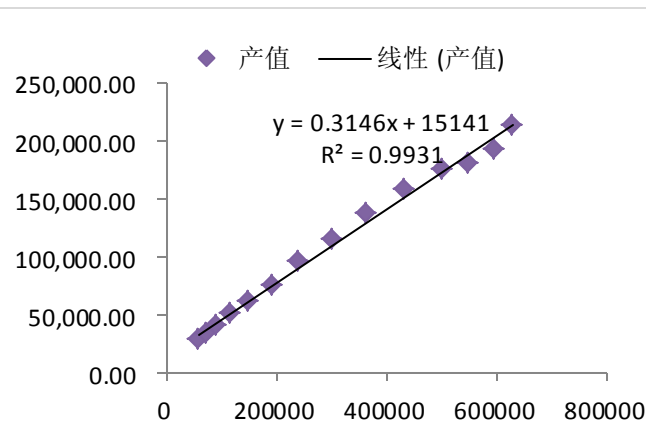
固定资产投资额和建筑业总产值之间显示出良好的线性关系，因此我们对两者进行回归分析来预测 2018 年建筑业总产值增速。R 方高达 0.99 说明拟合效果良好。

图表19： 固定资产投资与建筑业总产值散点图



资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

图表20： 固定资产投资与建筑业总产值拟合图



资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

图表21： 回归分析显示拟合度较高



回归统计	
名称	值
Multiple R	0.996526
R Square	0.993064
Adjusted R Square	0.992486
标准误差	5607.711
观测值	14

资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

根据模型的预测结果,悲观情况下,如果 2018 年 FAI 增速下滑到 4.3%,则建筑业总产值增速为 3.9%,中性情况下,FAI 增速为 6.4%,则建筑业总产值增速为 5.9%,乐观情况下,如果 FAI 增速为 8.3%,则行业增速将回升至 7.6%。

图表22: 2018 年建筑业总产值及增速预测

	FAI 增速	FAI 总额	建筑业总产值	总产值增速
	%	亿元	亿元	%
悲观	4.3	658661.9	222356.0	3.9
中性	6.4	672265.9	226635.8	5.9
乐观	8.3	683911.6	230299.6	7.6

资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

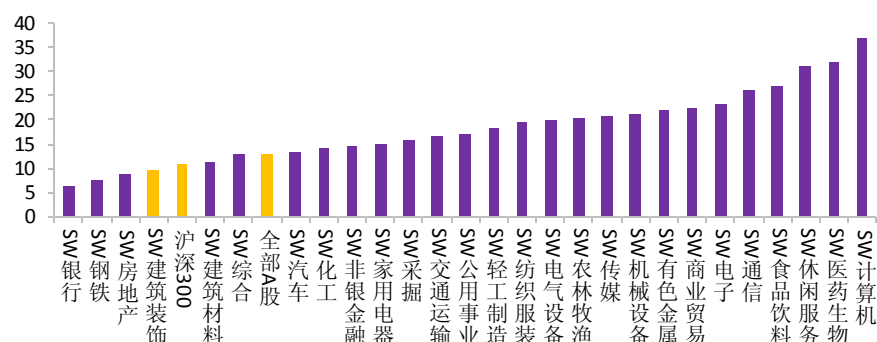
板块估值水平较历史低位有一定距离

横向比较看,板块估值水平低于 A 股平均水平和沪深 300

从横向比较看,全部 A 股对应 2018 年盈利预测的 PE 大约为 13x,沪深 300 约为 11x,建筑装饰行业 10x 的估值水平低于全部 A 股和沪深 300 的水平。

从行业净利润的增速看,2018 年一季度板块净利润增速约为 13.1%,略低于全部 A 股 14.4%,略高于沪深 300 指数的 12.4%。

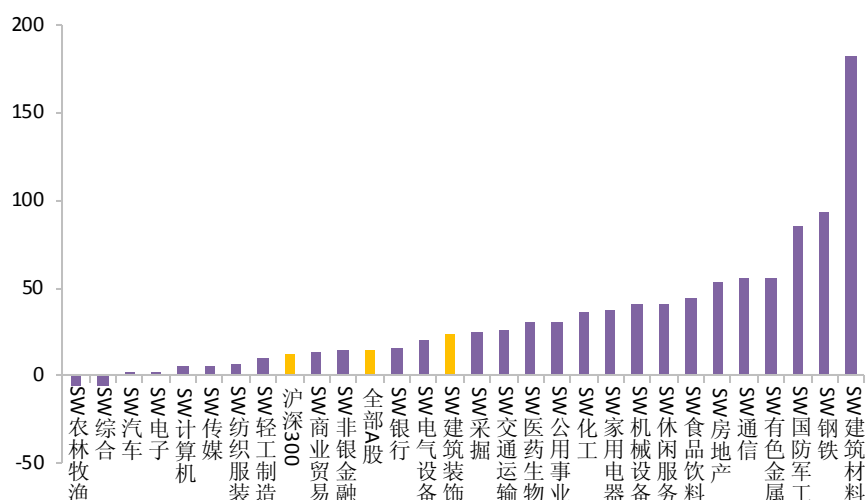
图表23: 板块估值水平横向比较



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

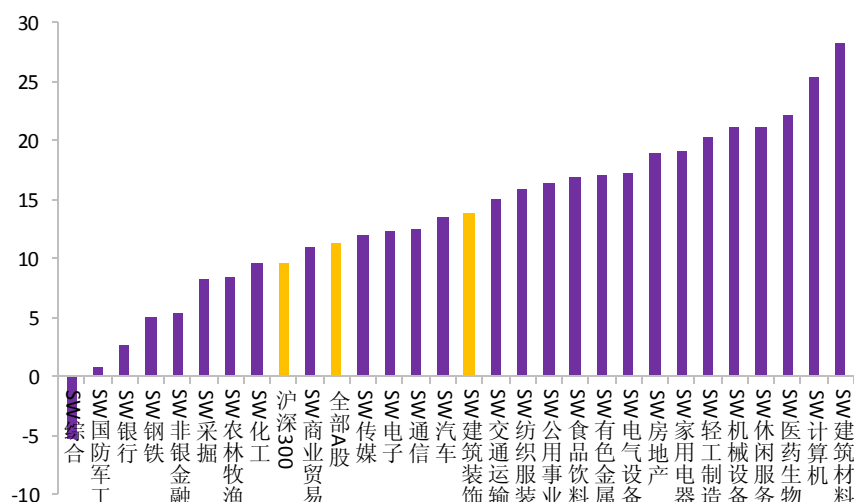


图表24： 2017 年前三季度非周期类板块利润增速横向比较（%）



资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

图表25： 2018 年第一季度板块营业收入增速横向比较（%）



资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

纵向来看，板块目前估值与历史底部有一定的距离

纵向来看，板块估值水平较历史底部还有一定距离，主要是因为近几年来，板块市值占比较大的建筑央企估值较大程度修复。从细分领域来看，国际工程、园林估值处于历史低位。近三年来各细分领域估值中枢普遍下移，其中园林、钢结构公司估值下降较快，主要还是因为此两个领域行业景气度较高，业绩在近两年出现大幅增长。

图表26： 各个细分板块历史估值对比（匹配规则：上一年净利润）

时间	建筑设计	园林	装饰	专业工程	基建	房建	钢结构	国际工程
2008/12/31	30.24	60.24	20.42	18.35	41.12	30.73	19.92	18.71
2009/12/31	56.82	-320.10	38.85	24.99	20.23	25.82	30.76	27.49
2010/12/31	63.06	114.50	65.10	18.65	17.49	12.26	33.70	27.89



时间	建筑设计	园林	装饰	专业工程	基建	房建	钢结构	国际工程
2011/12/31	54.46	42.13	26.58	13.43	9.32	6.97	21.72	15.5
2012/12/31	36.48	36.99	29.59	-76.68	9.13	7.87	40.66	26.93
2013/12/31	49.90	37.40	19.92	14.46	6.94	4.96	29.60	48.11
2014/12/31	37.77	36.77	19.30	22.43	18.25	10.23	38.34	36.12
2015/12/31	49.39	77.87	38.06	21.79	17.83	8.50	81.30	22.17
2016/12/31	39.67	45.27	37.03	25.06	13.51	9.93	65.41	21.65
2017/12/31	38.01	46.59	31.19	22.63	12.69	10.32	45.81	20.31
2018/06/06	28.63	27.62	22.38	17.99	9.45	8.27	25.05	14.09

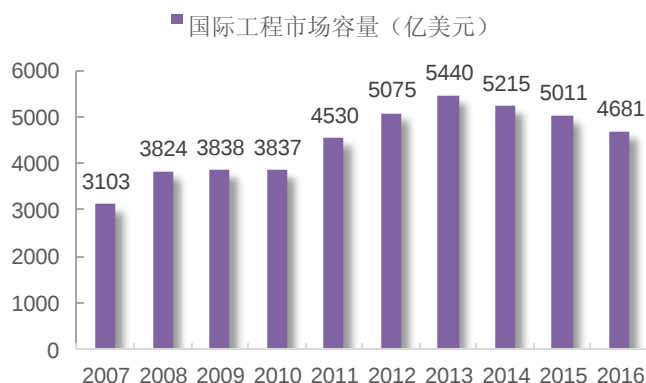
资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

受人民币贬值预期影响国际工程公司或有阶段性机会

海外市场发展空间巨大

根据 ENR 的统计, 截止 2016 年, 国际工程承包市场的市场容量大约为 4681.2 亿美元 (该市场容量并非全球工程承包市场容量, 而是单指 ENR 统计范围内的 250 家企业的国际业务收入)。2016 年, 中国工程企业在国际工程市场的市场占有率为 21% 左右, 中国企业的市占率稳步提升, 说明中国企业在海外市场有良好的发展趋势和发展潜力。

图表27: ENR250 强国际工程市场容量



资料来源: ENR TOP250 2017、联讯证券研究院整理

图表28: 中国建筑企业在国际工程市场的占有率 (%)



资料来源: ENR TOP250 2017、联讯证券研究院整理

根据 ENR 国际承包商 250 强 2017 年评选的数据, 250 家国际承包商 2016 年总共实现收入 1.44 万亿美元, 其中国际业务收入 4681.2 亿美元, 占比高达 32.5%。我们根据 2016 年进入 ENR250 的 20 家中国上市企业的营业数据采用整体法算出这 20 家中国公司的海外业务收入占比为 10.83%, 与 ENR250 整体 32.5% 的水平差距较大, 这说明中国企业的海外业务仍有很大的发展空间。

图表29: ENR250 强收入结构 (亿美元)

	国内	国际	合计
收入	9729	4681.2	14410.2
占比	67.5%	32.5%	100%

资料来源: ENR TOP250 2017、联讯证券研究院整理

图表30: 2016 年 ENR 250 强中国上市公司海外业务占比



ENR250 中国上市公司	境内营业收入（万元）	境外营业收入（万元）	海外业务占比
中国交建（601800）	34,477,835.21	8,696,507.78	20.14%
中国电建（601669）	18,302,472.87	5,404,153.10	22.80%
中国建筑（601668）	88,018,302.90	7,958,245.70	8.29%
中国中铁（601390）	61,579,697.60	2,756,034.20	4.28%
中国铁建（601186）	59,647,879.40	3,284,829.60	5.22%
中国能源建设（3996）	18,934,592.00	3,291,563.4	14.81%
中国中冶（601618）	20,712,794.00	1,242,963.90	5.66%
中国化学（601117）	3,841,191.42	1,440,404.34	27.27%
中石化炼化工程（2386）	2,489,222.00	1,448,322.00	36.78%
哈尔滨电气（1133）	2,082,778.00	1,010,164.00	32.66%
特变电工（600089）	3,314,148.49	616,992.73	15.70%
北方国际（000065）	242,024.32	634,168.02	72.38%
中色股份（000758）	1,151,301.19	741,069.93	39.16%
上海建工（600170）	12,864,744.05	442,504.32	3.33%
中国武夷（000797）	159,343.52	97,773.85	38.03%
上海电气（601727）	7,193,400.00	714,400.00	9.03%
南通三建（838583）	2,010,630.54	17,157.02	0.85%
中国核建（601611）	3,908,761.94	215,009.46	5.21%
中铝国际（2068）	2,377,798.10	86,886.26	3.53%
中材国际（600970）	282,007.11	1,612,184.36	85.11%
海外业务占比（整体法）	/	/	10.83%

资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

汇率波动对国际工程公司业绩影响明显

汇率变化对国际工程公司的影响主要在 4 个方面

对投标价格的影响：国际工程公司以工程预算为基础，在此基础上制定投标报价，投标价是中标的关键手段。汇率风险大部分由合同承包商承担。当本币汇率上升时，相当于投标价格上升，而其他国家的汇率不变，它们的公司投标价格也不变，相比之下，汇率上升的国家公司投标价格高，不具备价格优势，降低企业投标成功的机率，反之，当本币汇率下降时，投标成功率上升。

汇兑损益：工程项目项目施工周期长，在整个项目周期中，会形成各种各样的外币资产或者负债，如工程的预付款、保留金、月进度款、最终结算款、外币资金，外币负债等。外币资产在报表折算时会产生汇兑损益。如果外币净资产为正，当本币升值时，会产生汇兑损失，而本币贬值时，会产生汇兑损益。

对承包成本的影响：工程公司承包项目的工程成本包括设备、材料采购成本、人工成本等。如果在国内供应商进行采购，本币汇率上升会提高采购成本，此时如果向第三方国家进货，成本会下降，同样的购买设备和租赁人工在本国成本高，在其他国家成本低，降低国内承包商在国际承包市场的竞争力。

对企业利润的影响：当本币汇率上升时，国际工程公司的结算款价格相对高，外国

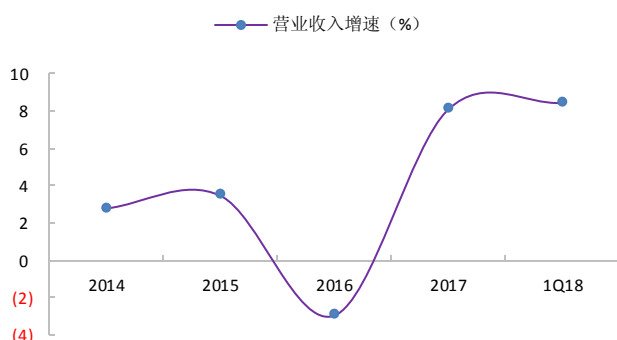


公司可能减少和本国公司合作机会，合同订单减少，国际工程公司丧失市场份额，收益、利润下降。当本币汇率下降时，结算款项价格较低，合同订单增加，国际工程公司的市场份额上升。

国际工程板块 16 年以来保持较高景气度

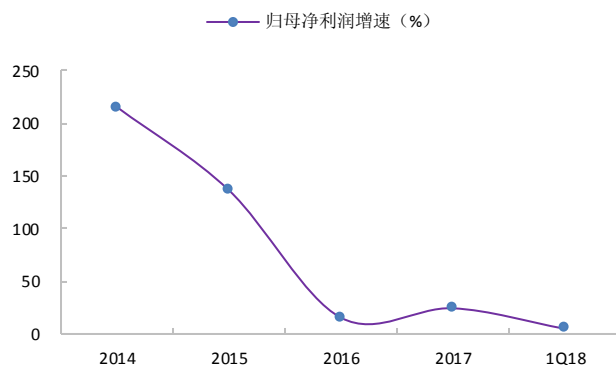
从上市公司表现看，自 2016 年开始，随着海外经济的复苏以及一带一路战略的持续推进，国际工程板块景气度持续走高，2017 年国际工程板块收入增长 8.1%，1Q18 收入增长 8.4%。

图表31： 国际工程板块营收增速（%）



资料来源：Wind，联讯证券研究院整理

图表32： 国际工程板块归母净利润增速（%）

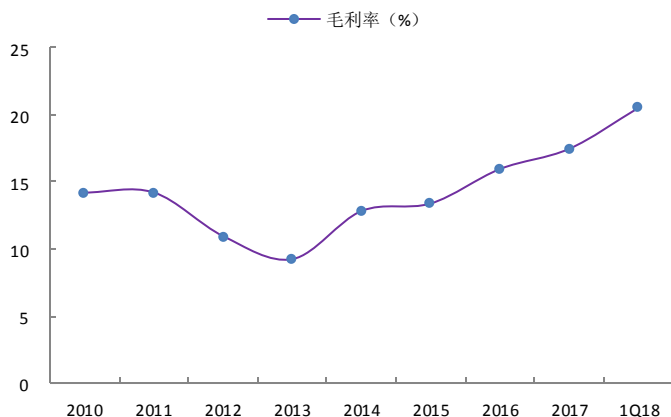


资料来源：Wind，联讯证券研究院整理

汇兑损益对国际工程公司利润造成较大影响

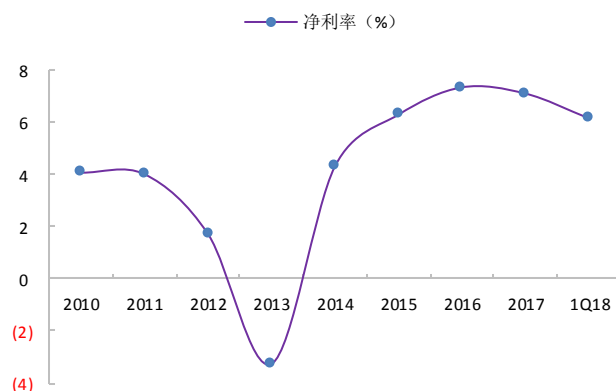
尽管国际工程板块整体毛利率显著提升，17 年为 17.47%(较 2016 年末+1.51pct)，但受汇兑损益影响，17 年净利润率 7.13%同比下降 0.24 个百分点。板块 2017 年财务费用率为 0.69%（较 2016 年+2.31pct）。财务费用大幅上升主要还是汇兑损益造成较大影响。

图表33： 国际工程板块毛利率（%）



资料来源：Wind，联讯证券研究院整理

图表34： 国际工程板块净利率（%）



资料来源：Wind，联讯证券研究院整理



下半年人民币可能阶段性贬值

自 17 年初以来，人民币快速升值，对国际工程企业利润表的表现造成负面影响，同时也压制了板块估值；按照央行的意愿，人民币兑美元的双向波动是最有可能的选项，在经过一年多的升值后，我们认为适当的贬值是利于人民币国际化的，一方面改变市场单边波动的预期，另一方面也不至于对出口造成较大压力，因此，我们认为 18 年下半年人民币出现阶段性贬值的概率在增加。

图表 35： 人民币 18 年可能进入贬值通道



资料来源：联讯证券

人民币贬值利好海外收入规模占比高以及外币资产规模大的公司

目前很多建筑上市公司都开拓了海外业务，但普遍占比不高，我们仅对海外收入占比前十的公司进行敏感性分析，从数据来看，近三年上市公司海外业务占比持续提升，海外收入占比较高的是以中工国际、中材国际等为代表的国际工程公司，其它包括中国化学、中国交建等央企以及苏交科、江河集团等民营企业。

海外收入占比最大的十家上市公司

公司名称	海外业务占比 (%)		
	2015	2016	2017
中工国际	94	91	95
中材国际	82	85	81
北方国际	97	72	67
中钢国际	28	53	66
东方铁塔	2	6	46
神州长城	39	68	42
苏交科	1	18	36
中国化学	19	27	30
江河集团	30	29	29
中国交建	19	20	24

资料来源：联讯证券



我们统计了海外业务收入占比前十名的上市公司其近三年的汇兑损益，2017 年由于人民币单边升值，海外业务占比高的前十家上市公司中，有 9 家产生汇兑净损失，总损失约为 18.56 亿元。

图表36： 海外收入排名前十的上市公司汇兑损益和期末外币资产

公司名称	汇兑损益（百万元）			期末持有外币净资产（百万元）		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
中工国际	278	361	-387	8138.91	6836.68	6857.91
中材国际	103	153	-386	3939.94	4956.36	6717.53
北方国际	60	119	-151	933.90	2446.17	3131.68
中钢国际	19	23	2	409.73	-89.80	29.07
东方铁塔	-0.7	15	-16	9.71	-660.02	-663.01
神州长城	7	76	-119	28.59	2668.49	2637.01
苏交科	-3	-3	-12	2.85	-90.51	-116.67
中国化学	149	321	-339	2860.91	5604.52	2789.23
江河集团	-20	162	-59	-443.59	572.25	1398.76
中国交建	-1150	-239	-389	2043.80	2037.54	1949.50
合计	-557.7	988	-1856	17924.75	24281.69	24731.02

资料来源：联讯证券

我们整理了海外收入排名靠前的十家上市公司 2017 年末的外币资产净额，并对汇率变动对其外币净资产产生的汇兑损益进行了测算，从我们的测算结果来看，绝对额来看，人民币每贬值 0.1 元，由于外币资产带来的汇兑损益最大的是中工国际，大约形成 1.05 亿汇兑收益，最小的是东方铁塔，由于有大量外币负债，将形成约 1 千万的汇兑损失。

图表37： 人民币贬值对公司外币净资产带来的汇兑收益（单位：百万）

公司名称	6.6	6.7	6.8	6.9	7.0
神州长城	26.55	66.91	107.27	147.63	187.98
中材国际	67.65	170.45	273.26	376.06	478.87
北方国际	31.54	79.46	127.39	175.32	223.25
中工国际	69.06	174.01	278.97	383.92	488.88
江河集团	14.09	35.49	56.90	78.31	99.71
中国化学	28.09	70.77	113.46	156.15	198.83
中国交建	19.63	49.47	79.30	109.14	138.97
中钢国际	0.29	0.74	1.18	1.63	2.07
苏交科	-1.17	-2.96	-4.75	-6.53	-8.32
东方铁塔	-6.68	-16.82	-26.97	-37.12	-47.26

资料来源：公司年报，联讯证券；注：2017 年 12 月 31 日的折算汇率为 6.5342

从汇兑损失占 2017 年净利润的比例来看，弹性最大的是神州长城、中材国际、北方国际和中工国际 4 家公司，人民币每贬值 0.1 元，以 2017 年为基数的净利润影响占比分别达到 10.62%、10.52%、9.60%和 7.07%。

图表38： 外币净资产汇兑收益/2017 年归母净利润

公司名称	6.6	6.7	6.8	6.9	7.0
神州长城	6.99%	17.60%	28.22%	38.84%	49.46%

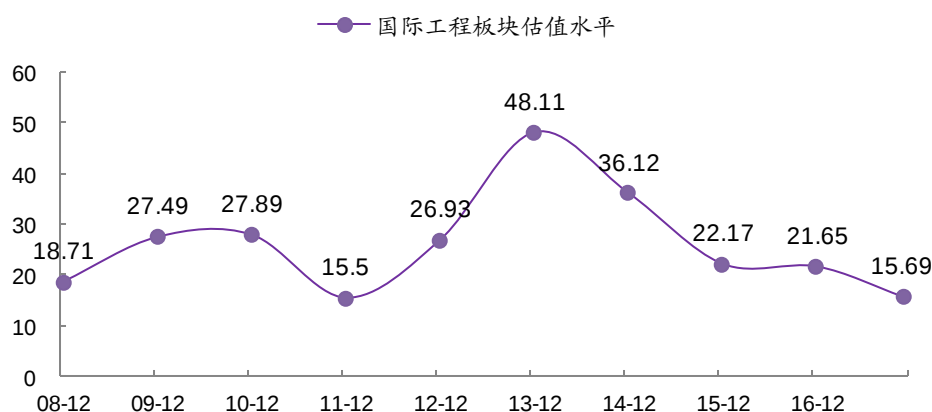


公司名称	6.6	6.7	6.8	6.9	7.0
中材国际	6.92%	17.45%	27.97%	38.49%	49.02%
北方国际	6.32%	15.92%	25.52%	35.12%	44.72%
中工国际	4.65%	11.73%	18.80%	25.87%	32.94%
江河集团	3.02%	7.61%	12.20%	16.79%	21.38%
中国化学	1.80%	4.54%	7.29%	10.03%	12.77%
中国交建	0.10%	0.24%	0.39%	0.53%	0.68%
中钢国际	0.07%	0.18%	0.28%	0.39%	0.50%
苏交科	-0.25%	-0.64%	-1.02%	-1.41%	-1.79%
东方铁塔	-2.66%	-6.70%	-10.73%	-14.77%	-18.81%

资料来源：联讯证券

我们这里只对汇兑损益做了测算，实际上，人民币贬值对工程公司在投标成功率、毛利率等方面都有影响，因此，对于国际工程公司来说，一旦今年人民币出现比较明显的贬值趋势，其受益将是综合性的，对于板块估值提升亦有好处。

图表39： 国际工程板块估值水平显著回落



资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

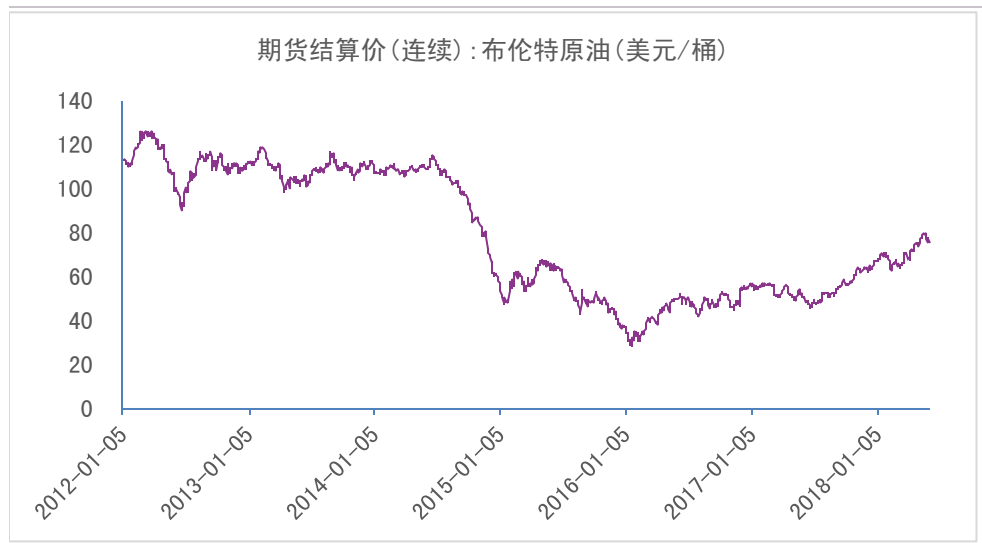
目前板块估值水平已经显著回落并处于历史低位，我们认为板块已经具备吸引力，而长期来看，随着一带一路战略的持续推进，海外市场的开放度有望提升，而中国企业的竞争力有望持续提升，国际工程板块依然处于战略机遇期。

油价持续上行，煤化工经济性开始显现

项目经济可行性是煤化工项目上马的重要评价之一，当油价在 40 美金以下时，除煤制乙二醇外几大方向的煤化工均没有明显的成本优势，而当油价在 50-60 美金时，煤化工的成本优势逐渐显现。今年以来，油价持续上涨，目前油价已经突破 70 美金，煤化工的经济性非常明显，有望带动煤化工投资意愿增强。



图表40： 原油价格持续反弹



资料来源:wind, 联讯证券

从我们对重大煤化工项目的跟踪来看,今年以来,超过 70 个重大项目取得进展,有些是环评启动,有些还在可研阶段,有的进入招投标阶段。事实上,从项目进展看,4 月份开始,取得进展的煤化工项目明显增多,我们认为煤化工可能迎来投资复苏。

图表41： 超过 70 个重大煤化工项目在今年取得进展

时间	项目主要进展	投资额
2018.6.4	晋北(朔州)现代煤化工基地规划环评进展情况	
	安徽煤制天然气项目协商推进	300 亿元
2018.6	延安煤油气资源综合利用项目是延长石油集团在延安投资规模最大的能源化工项目,总计由 10 套生产装置及相应的公用工程和辅助设施组成。	240 亿元
2018.5.30	陕西千亿煤化工项目 EPC 总包合同签订	1200 亿
2018.5.29	内蒙古伊泰宁能精细化工有限公司 50 万吨/年费托烷烃精细分离项目开工	192 亿元
2018.3	青海大美煤业尾气综合利用制烯烃项目建设	127 亿元
2018.10	浙江桐昆集团、上海宝钢气体投资的年产 120 万吨煤制乙二醇项目正式签约	110 亿
2018 年 5 月 25	黔希化工 30 万吨/年煤制乙二醇项目首台气化炉烧嘴点火成功,并产出合格粗合成气,标志着黔希化工乙二醇投料试车工作全面展开。	54.36 亿
2018.5.25	义马市人民政府与中国科学院大连化学物理研究所在三门峡“引资引智”交流推介大会上正式签署了五方战略合作暨成立洁净能源产业基金项目合作协议。	
2018.5.22	天津渤海化工集团有限责任公司与中国天辰工程有限公司签署天津渤化“两化”搬迁改造项目 30 万吨/年聚丙烯(一期)项目总承包合同。	294 亿
2018.5.22	内蒙古汇能煤电集团公司煤制天然气项目二期工程在鄂尔多斯伊金霍洛旗举行开工	120 亿
2018.5.17	永荣控股集团与美国乙烷公司就莆田石门澳 150 万吨乙烷制乙烯项目在永荣控股集团总部签订投资合作协议。	200 亿
2019.6 开工	广西 100 万吨/年乙烷制乙烯项目	101 亿



时间	项目主要进展	投资额
	青海 60 万吨煤制烯烃项目引入新投资方	211 亿
2021 年建成	黑龙江规划煤制油\烯烃\乙二醇\乙醇等建设	
2018.5	内蒙古乌审旗首个落地实施的煤制乙二醇项目——鄂尔多斯市金诚泰化工有限责任公司年产 30 万吨乙二醇项目开工建设。	32 亿
2018.4	伊泰宁能精细化工有限公司 50 万吨/年费托烷烃精细分离项目	5.4 亿
	内蒙古伊霖 20 万吨/年合成气制乙二醇项目	16 亿
	伊泰集团内蒙古 120 万吨精细化学品项目	192 亿
2018.2	联博 40 万吨食品级二氧化碳项目	1.2 亿
2018.4	贵州黔希煤化工 30 万吨/年煤制乙二醇项目	54.5 亿
2018.5	延安能源化工（集团）有限责任公司与陕鼓集团签订了 500 万吨/年低阶煤多联产循环综合利用项目合作框架协议，双方将在分布式能源领域开展合作。	55 亿元
2018.5	乌兰察布市旭峰公司矿热炉煤气年产 50 万吨甲醇项目在内蒙古察右前旗天皮山工业园区开工奠基。	15 亿
2018.5	煤化工项目落地巴彦淖尔	300 亿
2018.4	大唐国际辽宁阜新煤制天然气项目（一期）煤气化装置工程 2013 年 9 月停工，今年 4 月 27 日该工程宣布正式复工。中石化四建承担复工施工。该工程计划中交日期 2018 年 10 月 30 日。	
2018.2	新疆美汇特 40 万吨/年煤焦油加氢项目	116 亿
	河南省三门峡市、义马市、河南能源化工集团与中国科学院大连化学物理研究所就合作建设年产 60 万吨乙醇一期 20 万吨项目达成协议。	
	天津渤化永利化工股份有限公司煤气化优化建设项目	4 亿
2018.4	天辰公司与山西兰花科技创业股份有限公司新材料分公司签署了己内酰胺节能增效技改项目总承包管理（EPCM）合同。	25, 6 亿
2018.4	内蒙古共同低碳深冷技术有限公司碳回收及可燃弛放气循环再利用项目在鄂尔多斯达拉特旗开工。	
2018.2	中安联合煤化一体化项目	
2018.4	中科合资广东炼化一体化项目设计、采购、施工（EPC）总承包标段五于 4 月 23 日正式开工。	6.33 亿
2018.4	陕北 1360 亿元重点能源化工项目集中开工	1360 亿
2018.4	北京昊华总投资 160 亿元煤制烯烃项目落户杭锦旗	160 亿
2018.4	河南年产 60 万吨氨醇项目装置合同签约	30 亿
2018.4	兖矿内蒙古 76 亿元煤化工项目建设进展	76.8 亿
2018.4	新疆 60 万吨煤制乙二醇项目建设进展	80 亿
2018.4	内蒙古新建 25 万吨二甲醚项目正式开工	4.2 亿
2018.4	云南煤制油项目废水处理 EPC 合同签署	
2018.4	庆华总投资 105 亿元煤化工项目复工建设	150 亿
2018.4	山西省寿阳县煤基新材料及生物制造产业园项目签约，山东泓达生物科技有限公司与寿阳县人民政府签订项目入园投资协议。	
2018.4	山西 20 万吨煤基合成气发酵制乙醇项目合作签约	1.36 亿



时间	项目主要进展	投资额
2018.4	神华煤制烯烃二期升级示范项目以综合指标排名第一被列为国家发改委《现代煤化工产业创新发展布局方案》重点推动的建设项目。以此为契机，神华包头煤化工二期在产业规模迈上新台阶达产后，甲醇将达到 380 万吨，烯烃 130 万吨。同时神华将利用一、二期富余合成气新建乙二醇 60 万吨	50 亿
2017 年初动工	内蒙古包头博发稀有新能源科技有限公司（原包头神雾煤化科技有限公司）新型电石法乙炔化工 80 万吨/年 PE 多联产示范项目	177 亿
2018.4	包头市土右旗国能煤制乙二醇项目	一百余亿
2018.4	浙能伊犁新天煤化工挥发性有机物（VOCs）处理项目开工建设	160.9 亿
2018.4	西南首个碳酸二甲酯项目即将开工建设，东方希望集团万盛煤化公司 10 万吨/年聚碳酸酯一期 6 万吨/年碳酸二甲酯项目（以下简称“碳酸二甲酯项目”）即将开工建设。	2 亿
2018.4	陕西 144 亿元煤制烯烃项目进入主体施工阶段	144.13 亿
2018.4	山西长治总投资 482 亿元项目集中开工	482 亿
2018.3	五环签订氢能领域技术开发合作协议	
2018.3	新疆托克逊煤化工项目一期即将正式开工	28.62 亿
2018.3	内蒙古准旗环保产业园项目签约	
2018.3	内蒙古 24 万吨乙二醇项目开工建设	
2018.4	安徽阜阳煤基新材料产业园首个入园项目	37.8 亿
2018.4	陕西华彬正开新能源有限公司 30 万吨/年中高压羰化工艺合成气制乙二醇项目开工启动	20 亿
2018.3	河南永城新建煤制乙二醇项目开工建设	57 亿
2018.3	湖北 60 万吨煤制乙二醇项目有序推进	100 亿
2018.3	陕西精益化工有限公司煤焦油深加工多联产综合利用项目举行油品中心建筑安装工程施工总承包合同签订仪式	46 亿
2018.3	辽宁 360 万吨甲醇制烯烃原料甲醇项目合作签约	378 亿
2018.3	京能集团内蒙古京能锡林煤化有限责任公司锡蒙褐煤热分级综合示范项目进展	89.5 亿
2018.3	陕西煤业化工集团神木天元有限公司召开 660 万吨/年粉煤分质综合利用示范项目一期 60 万吨/年粉煤分质综合利用示范项目破土动工	63 亿
2018.3	内蒙古锡林郭勒东乌旗政府与河北迁安化工集团有限责任公司就承接北方华锦化工集团年产 100 万吨合成氨、160 万吨尿素项目签署合作框架协议。	
2018.3	恒力股份 2000 万吨炼化一体化项目正按照“2018 年 7 月完成安装，10 月正式投料试生产”的目标全力推进。	恒力炼化与设备供应商签署的合同金额已经超过 215 亿元
2018.2	陕西 30 万吨煤制乙二醇项目空分合同签署	54.95 亿
2018.2	内蒙古 140 万吨煤制烯烃项目签约	720 亿
2018.2	陕西煤制天然气推进	265 亿
2018.2	阳煤集团青岛恒源化工有限公司与美国乙烷公司签署乙烷供应协议，阳煤集团在青岛董家口规划建设 200 万吨/年乙烷综合利用项目。	200 亿
2018.2	贵州毕节 200 万吨/年煤制清洁燃料项目	177 亿
2018.2	新疆 353 亿元煤化工项目协调落地实施	353.2 亿
2018.2	山西 82 亿元 100 万吨煤制乙二醇合作签约	82 亿



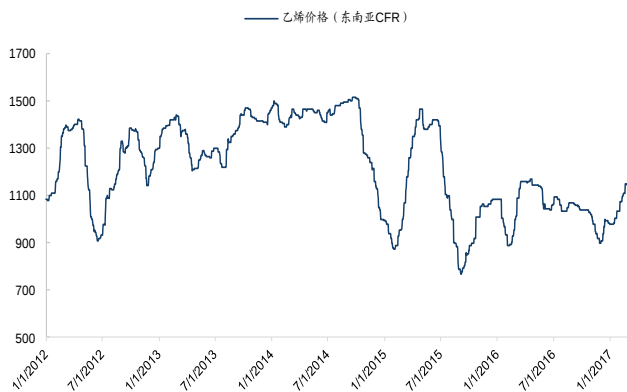
时间	项目主要进展	投资额
2018.2	宁波华泰盛富聚合材料有限公司与四川天一科技股份有限公司在宁波签订了 70 万吨/年轻烃利用项目 60 万吨/年乙丙烷脱氢装置氢气 PSA 和乙烷 PSA 装置设计、采购、施工 EPC 总承包合同	0.96 亿
2018.1	宁夏宝丰能源集团股份有限公司与杭州杭氧股份有限公司在宁夏银川签订 2 套 105000Nm ³ /h(氧)成套空分设备供货合同。	211 亿
2018.1	贵州毕节煤制油项目	48 亿
2018.1	山西长治煤制乙二醇项目最新进展	20 亿
2018.1	陕西煤制油项目总体设计合同签约	698 亿

资料来源：化化网煤化工，联讯证券

油价 50 美金以上，煤制烯烃有成本优势

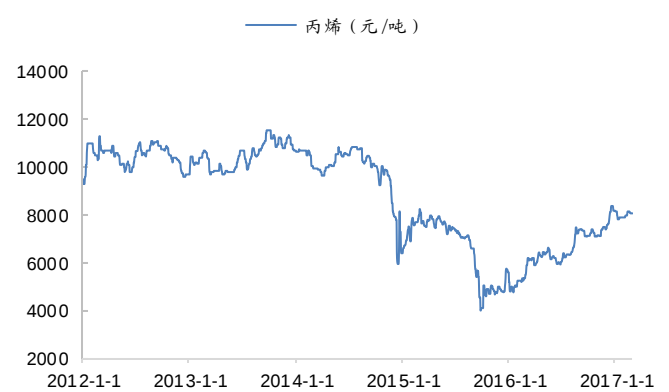
根据学术界的分析，油价在 40 美金以上，煤基路线的烯烃更具有成本优势：以 MTO(或 DMT0)及 MTP 工艺生产 1 吨低炭烯烃消耗甲醇大约 3 吨。如果坑口煤价在 500~600 元 / 吨左右，煤基甲醇的成本一般在 1500~1800 元 / 吨左右，对应的烯烃生产成本不超过 6300 元。而目前石油价格在 70 美金左右，对应的油基烯烃生产成本在 7100 以上，煤基烯烃取决于煤价成本，如果是自有煤矿，目前煤价仍具备成本优势。

图表42： 乙烯价格走势（美元/吨）



资料来源：wind，联讯证券

图表43： 丙烯价格走势



资料来源：wind，联讯证券

图表44： 100 万 t/年甲醇制烯烃装置的成本测算

煤炭价格 (t/元)	甲醇价格 (t/元)	烯烃成本 (t/元)
205	800	3,160
293	1,000	3,780
381	1,200	4,400
513	1,500	5,320
644	1,800	6,250
732	2,000	6,860
820	2,200	7,480
863	2,300	7,790
907	2,400	8,100

资料来源：《油价回落，煤制烯烃项目竞争力分析》，联讯证券

图表45： 石油裂解制烯烃的成本与煤炭的竞争价格关系



原油价格 (美元/桶)	石脑油价格 (元/t)	烯烃生产成本 (元/t)	煤炭竞争价格 (元/t)
40	3,186	4,582	53
50	3,873	5,437	159
60	4,560	6,293	334
70	5,247	7,159	512
80	5,934	8,005	685
90	6,621	8,891	867
100	7,308	9,717	1,036

资料来源:《“十二五”期间我国煤制烯烃产业发展的几点建议》, 联讯证券

油价在 40 美金以上时, 煤制乙二醇成本优势明显

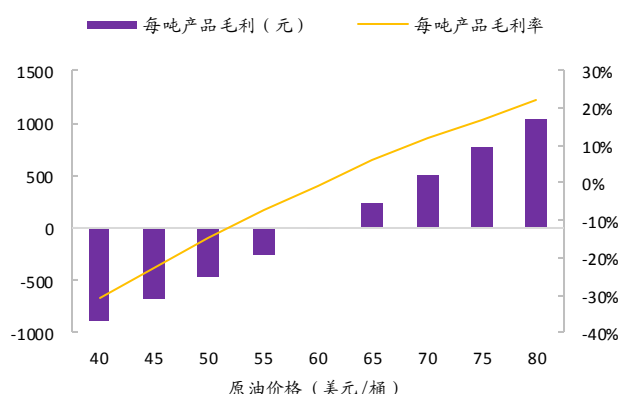
全球 90%乙二醇来自于油基, 因此, 油价决定乙二醇的成本和价格, 而煤制乙二醇成本中由于煤炭占比较小, 其成本对煤价并不敏感, 在 40 美金以上的油价时, 煤价只要在 394 元以下, 煤基乙二醇有明显成本优势。当前油价水平下, 煤制乙二醇已经具备较好的盈利能力。

图表46: 石油制乙二醇的成本与煤炭的竞争价格关系

原油价格	乙二醇生产成本	竞争性煤炭价格
40	4424	394
60	5265	855
80	6384	1469
100	7496	2079

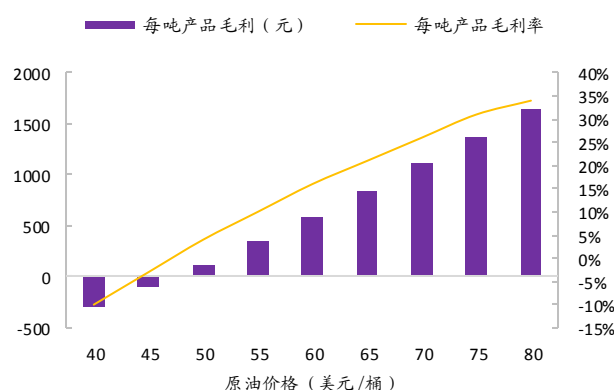
资料来源:《煤制乙二醇经济性分析研究》, 联讯证券

图表47: 煤炭价格 500 元/吨时的盈利情况



资料来源: 航天工程招股书, 联讯证券

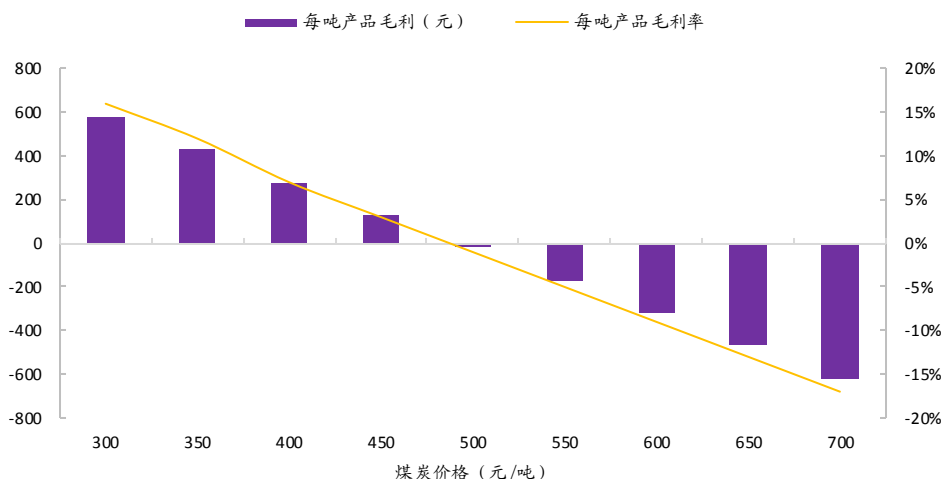
图表48: 煤炭价格 300 元/吨时的盈利情况



资料来源: 航天工程招股书, 联讯证券

根据测算, 当煤炭价格为 500 元/吨时, 原油价格高于 60 美元/桶则有盈利, 目前各地区煤炭坑口价 400-600 不等, 按照 500 元左右的平均价格计算, 则在 70 美金的原油价格下, 吨毛利可达 510 元。

图表1: 原油价格 60 美元/桶时的盈利情况

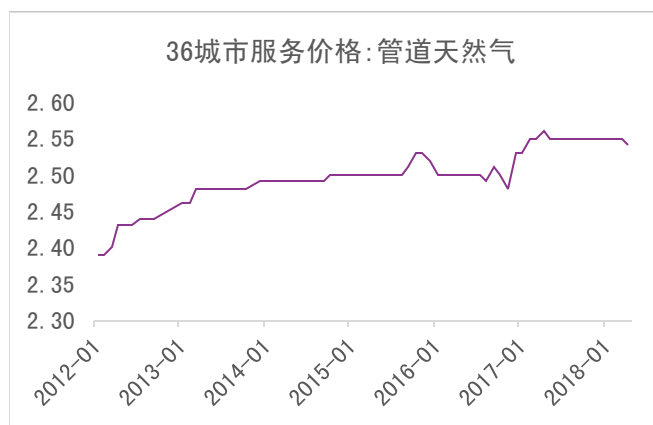


资料来源：航天工程招股书，联讯证券

煤制天然气，当前气价可以盈利

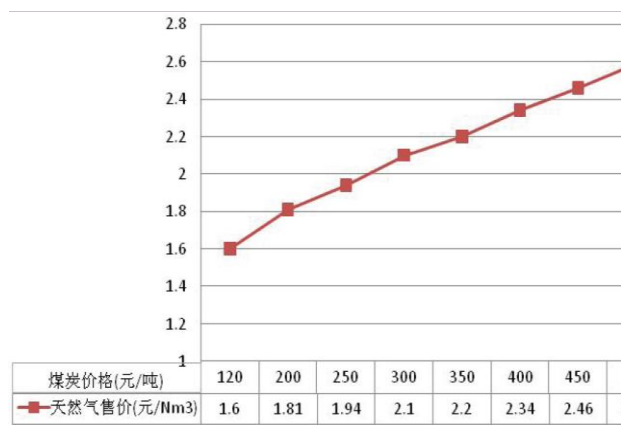
从 2007 年以来，我国城市天然气售价总体呈上升趋势。在煤价为 300 元/吨时，天然气售价为 2.1 元/立方米即可获得 10% 的内部收益率。目前我国 36 城市管道天然气平均售价超过 2.5 元/立方米，煤制天然气项目的内部收益率将显著高于 10%。另外，煤制天然气的过程中还会产生很多高附加值的副产品，如：石脑油等，也会对项目盈利产生重要贡献。

图表49： 36 城市管道天然气价格



资料来源：国家统计局，联讯证券

图表50： 10%RR 下煤制天然气售价与煤价关系



资料来源：石油和化学工业规划院，联讯证券

投资能否复苏取决于油价的可持续性

煤化工项目投资大，审批环节多，技术难度高，再加上过去上马的项目部分运行情况不理想，业主的投资意愿在这几年趋于冷静，我们认为煤化工投资实际能否显著复苏，主要取决于大家对油价持续性的判断，因为现在上马的项目要 3 年后产能投产运营，因此短期油价的上涨并不可能带来投资的大干快上，上一轮的火爆情形难以再现。

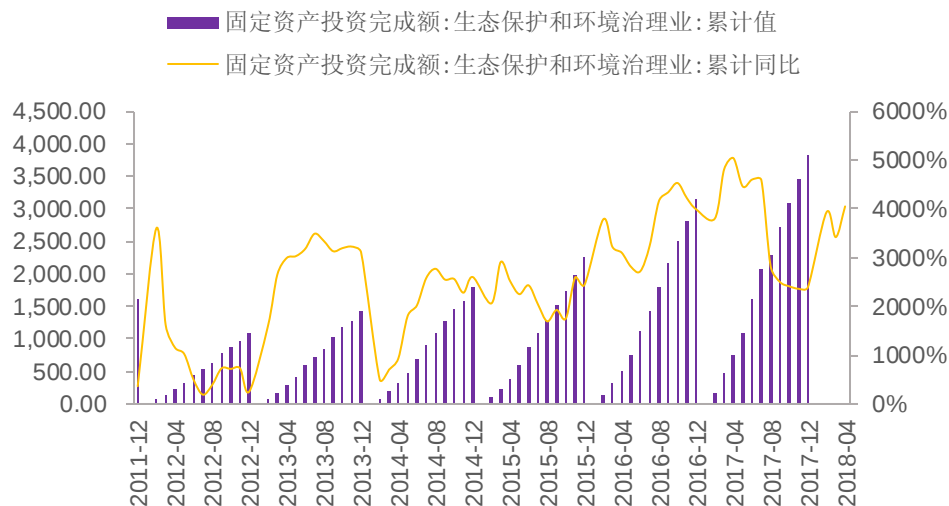
但考虑中国的能源结构，中长期来看，煤化工在国内还有较大发展空间，借助次轮油价复苏，投资逐步回暖还是值得期待的。



长期依然看好生态环境建设

生态环境建设投资保持高增长

图表51: 生态保护和环境建设投资持续走高



资料来源:联讯证券

十九大报告将建设生态文明提升为“千年大计”。报告明确指出,“建设生态文明是中华民族永续发展的千年大计”。尽管过去五年来生态文明建设成效显著:不仅国内生态环境状况得到改善,而且我国已成为全球生态文明建设的重要参与者、贡献者、引领者,但是我国“生态环境保护任重道远”。

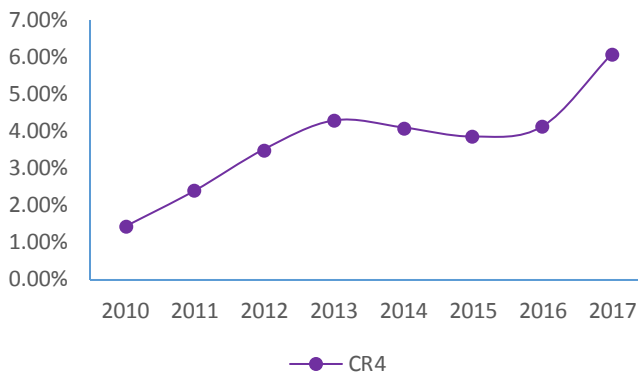
上半年持续下降的基建投资数据中,生态环境建设投资逆势上行,18年1-4月投资累计同比增长40.5%,在政府投资中可谓一枝独秀。

PPP模式推动园林行业集中度显著提高

我国园林行业企业数量多,行业集中度低。园林绿化行业进入门槛较低,下游客户分散,加之近年来整个行业迎来爆发式地增长,导致我国园林绿化企业数量猛增,行业集中度低。BT时代,行业集中度有一轮明显上升,根据我们的测算,2010年,CR4集中度约为1.42%,到2013年,行业集中度提升到4.29%,平均每年提升0.96个百分点;而PPP时代,行业集中度向龙头集中的趋势似乎更为明显,2015年,CR4集中度为3.86%,而2017年,CR4显著提升至6.10%,平均每年提升1.12个百分点,PPP模式对资金,企业综合能力提出更高要求,龙头公司更为受益。

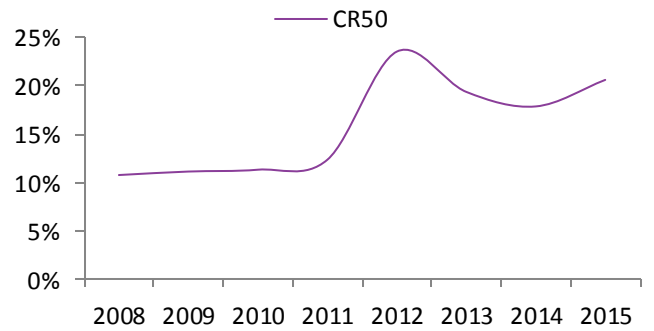


图表52: 园林行业集中度 CR4 (%)



资料来源: wind, 联讯证券

图表53: 园林行业集中度 CR50(%)

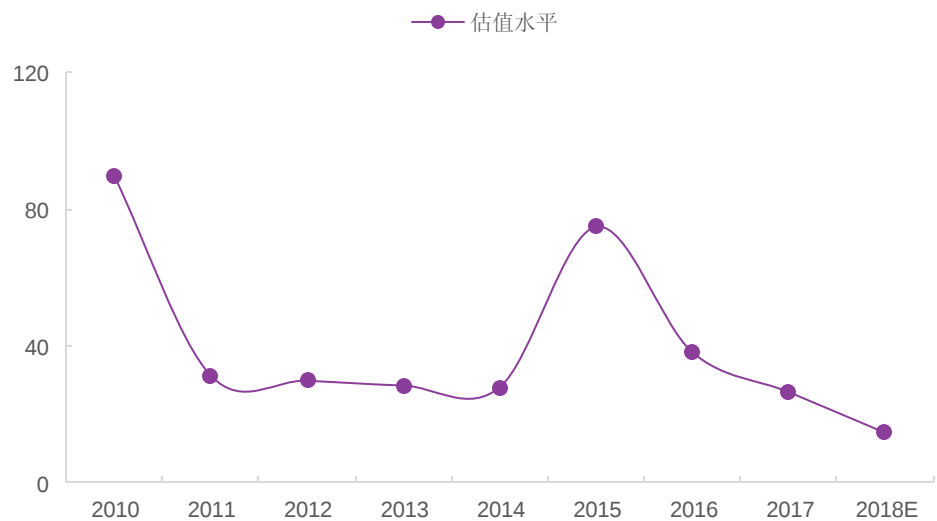


资料来源: 智研咨询《2017-2022 年中国园林绿化市场专项调研及投资战略研究报告》, 联讯证券

园林板块估值水平走低, 当前处于历史低位

近三年来建筑行业各细分领域估值中枢普遍下移, 园林公司估值下降最快, 主要还是因为行业景气度较高, 业绩在近两年出现大幅增长, 而股价涨幅有限。截至 6 月 7 日, 园林板块 6 家龙头公司根据整体法计算的预测市盈率为 12.1x。

图表54: 园林板块估值水平走低



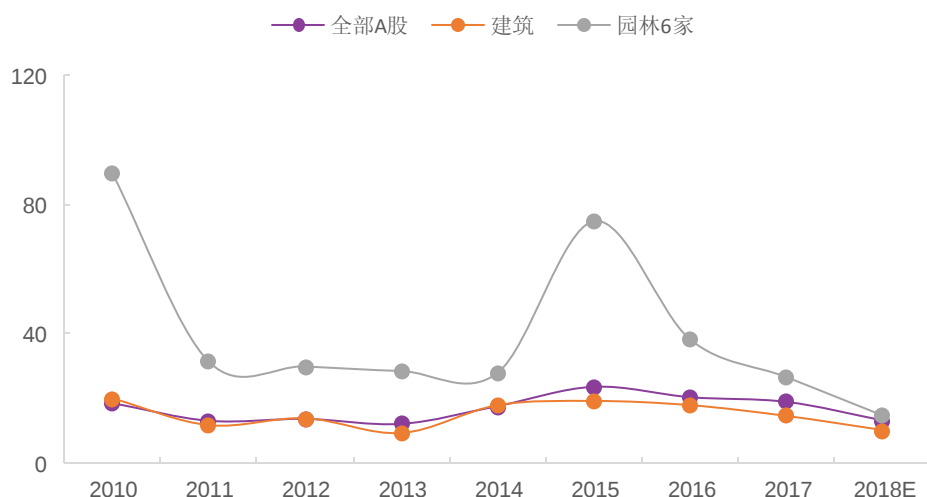
资料来源: wind, 联讯证券



园林板块与建筑板块的估值差基本完全消除，而成长性优于建筑板块

BT 时代，由于业绩高速增长，园林公司估值水平经历了一轮下降后基本维持在 30 倍左右当年 PE，且园林板块与建筑板块估值相比，PE 水平远高于建筑板块整体 12x 左右的水平；PPP 时代，园林公司业绩实现了大幅增长，但股价涨幅不明显，导致估值水平持续下滑，目前园林公司与建筑板块和整个 A 股的估值差已经基本消除，但园林板块的成长性远远好于建筑和整个 A 股，从这个角度，板块存在低估；近期受债市影响，龙头园林公司股价跌幅明显，我们认为这给了市场买入便宜筹码的机会。

图表55： 板块估值水平



资料来源：wind，联讯证券

行业投资评级及策略建议

从需求端来看，在降杠杆、PPP 清理、地方债置换大限等因素影响下，上半年基建投资快速下滑，已经落入我们情景分析的悲观区域，我们判断下半年随着地方债发行提速、PPP 清理告一段落，基建投资增速快速下滑的态势将得到遏制，甚至可能出现一定程度的反弹；上半年房地产投资在土地购置费大幅增长的影响下，维持在较高位置，但建安工程投资不理想，随着买地补库存行为的结束，地产投资增速下半年大概率向下；由于传统制造业大部分面临产能过剩，且在环保高压的影响下，我们判断制造业投资难有起色；整体上，下半年基建向上，地产向下，制造业走平，FAI 整体平稳或继续小幅回落。

受投资持续下滑影响，我们判断本轮行业景气持续走高可能告一段落，行业增速有较大概率回落可能，目前板块估值水平低于沪深 300 和全部 A 股平均水平，但距离历史底部有一定距离，且在降杠杆的背景下，风险偏好降低估值难提升，我们维持行业“中性”投资评级。

中长期来看，我们看好处于快速发展期的生态环境建设行业和建筑工业化相关产业链，短期来看，人民币贬值、油价上涨等因素形成的主题性投资机会可能应发市场关注，结合短期和长期，建议关注以下四个投资主线。

主线一：人民币贬值受益的主题性机会。主要推荐标的包括：中材国际、中工国际、北方国际等。



主线二：油价上涨的主题性机会：油价上涨可能带来煤化工投资的回暖预期，而从实际项目的跟踪来看，煤化工项目今年 4 月以来出现一些回暖迹象，建议关注的标的包括中国化学、中油工程、航天工程和东华科技等。

主线三：补短板领域的生态环境建设标的：我们长期看好生态环境建设领域，在政府投资倾斜、下半年基建投资有望松绑的情况下，行业景气度有望进一步提升；而随着 PPP 清理告一段落，项目加速推进，进度款回笼有望提速，继续重点推荐园林龙头公司如岭南股份、铁汉生态等。

主线四：自下而上增长确定的稀缺性标的。如家装龙头东易日盛、灯光工程龙头名家汇以及转型学历教育的龙头洪涛股份等。

风险提示

投资增速不达预期风险

人民币升值风险

油价大幅回落风险

PPP 项目落地进展低于预期

货币政策收紧导致融资困难



分析师简介

刘萍，西安交通大学本科、硕士，2017 年 9 月加入联讯证券，曾就职于联合证券研究所、国信证券经济研究所，从事房地产行业、建筑建材行业研究。2011 年新财富入围，2012 年水晶球第五、金牛第五。从事卖方研究工作 8 年。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

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。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com