

戴维斯双杀缓慢见底，园林装饰或花开迎春

——建筑与工程行业 2019 年度投资策略

行业投资策略

王小勇 (分析师) 0755-82312484 wangxiaoyong1@xsdzq.cn 证书编号: S0280517070001	王斌 (联系人) wangbin1@xsdzq.cn 证书编号: S0280117080044	王萌 (联系人) wangmeng@xsdzq.cn 证书编号: S0280117090007
--	---	---

中性 (维持评级)

行业指数走势图



● 2018 年至今建筑板块市场表现及行业基本面回顾:

市场表现层面: 2018 年初至今中信 29 个子行业指数较年初悉数下跌。跌幅较小的三个行业为银行、餐饮、石化, 分别下跌 5.31%、7.76% 和 8.99%; 建筑行业在各子行业中表现居中, 位列第 13 位。

下游投资层面: 基建方面, 2018 年以来在 PPP 清库、地方政府去杠杆的背景之下, 狭义基建投资累计同比增速由年初的 16.1% 一路下滑至 9 月的 3.3%, 而后在 10 月小幅回升至 3.70%, 体现了 7 月底以来的一系列基建补短板、稳增长政策正逐渐发挥效力。地产方面, 截至 2018 年 10 月末全国房地产开发投资同比增长 9.7%, 较 7 月高点回落 0.5 个百分点; 房屋新开工面积同比增长 16.3%, 维持在年内高位, 或是由于房企加快开工和推盘以对冲房地产市场降温的赶工需求所致。

经营业绩层面: 2018 年前三季度行业实现总营收 3.28 万亿元, 同增 9.63%; 归母净利 1066.14 亿元, 同增 10.36%。各子行业中, 化学工程与设计板块业绩增速较快, 分别为 +50.23%、+36.20%, 钢结构与园林工程下滑较为明显, 为 -13.23%、-10.02%。

● 板块估值较年初大幅回落, 伴随业绩下滑正在经历戴维斯双杀:

2018 年初至今, 建筑板块估值经历大幅回落, 我们选取板块 PE (TTM) 为参照, 建筑板块整体估值由 16.55 倍跌至 10.88 倍, 各子板块中, 园林工程、装饰工程、一带一路、钢结构、设计、化学工程分别由 36.42/30.95/11.74/33.85/33.28/34.51 跌至 26.94/19.66/8.41/19.36/19.09/17.08, 随着基建投资回落、上市公司订单持续下滑向公司经营业绩的传导, 板块正在经历戴维斯双杀。

● 基建补短板及民企融资改善, 园林工程板块有望率先走出戴维斯双杀:

为对冲经济下行风险, 今年 7 月底以来中央接连出台多项政策, 强调基建补短板作用; PPP 作为基建领域重要融资手段, 在经历 2017 年以来的规范治理之后, 更加合规健康发展, 预计在基建补短板的过程中或将再次大力推行; 同时民营企业融资环境不断改善, 各地接连出台一系列纾困驰援民营企业经营政策。以上三点均有利于园林工程板块经营改善, 板块在经历业绩触底之后, 有望率先走出戴维斯双杀。

● 家居消费趋向品质化, 上市装饰企业先发优势明显:

我国居民消费能力逐步提升, 居住类消费在消费结构占比中不断扩大, 同时高企的房价使人们更注重居住环境的改善, 居民家居消费更加趋于品质化与高端化, 装饰装修市场份额将进一步向上市龙头企业集聚。

● 重点公司:

蒙草生态, 美晨生态, 岭南股份, 杭州园林, 文科园林, 棕榈股份, 广田集团, 奇信股份, 东易日盛, 亚泰国际, 维业股份。

● **风险提示:** 固定资产投资下行, PPP 落地不及预期, 政策风险等。

相关报告

《降准释放流动性, 园林及装饰公司融资有望改善》2018-10-07

《交通基建补短板号声嘹亮, 主力军“两铁”齐头并进》2018-09-25

《〈征求意见稿〉或有望助 PPP 走出低谷》2018-09-17

《基建提速渐行渐近, 推荐公装子行业, 优选龙头》2018-08-14

《十年的轮回——2008 年基建行情回顾, 且行且珍惜》2018-08-07

目 录

1、 2018 年至今建筑板块市场表现及行业基本面回顾:	4
1.1、 2018 年初至今, 建筑板块市场表现位居中游.....	4
1.2、 下游投资: 基建投资低位运行, 地产投资超预期.....	4
1.2.1、 基建投资增速触底回升, 生态环保保持高速增长	4
1.2.2、 房地产投资开始下滑, 新开工面积增速维持高位	5
1.3、 经营状况稳健, 业绩增速放缓	5
1.3.1、 全行业营收及归母净利润增速放缓	5
1.3.2、 化学工程及设计业绩增速领先, 园林与钢结构增速转负	5
2、 板块估值大幅回落, 正在经历戴维斯双杀	6
2.1、 “戴维斯双击”与“戴维斯双杀”效应的解释	6
2.2、 板块估值年内经历大幅下滑	6
2.3、 伴随业绩下滑, 板块正在经历戴维斯双杀.....	7
3、 基建补短板及民企融资改善, 园林工程板块有望率先走出戴维斯双杀:	8
3.1、 中央明确加大基建补短板力度, 成为经济稳增长重要发力点.....	8
3.2、 PPP 作为基建领域重要融资手段, 或将再次大力推行.....	9
3.3、 各地出台一系列纾困驰援政策, 民营企业融资环境不断改善.....	10
3.4、 积极因素推动基本面改善, 园林工程有望率先走出戴维斯双杀.....	11
4、 家居消费趋向品质化, 上市装饰企业先发优势明显	11
4.1、 我国居民消费能力提升显著, 消费结构中居住消费占比扩大.....	11
4.2、 房价上涨引导家装消费偏好趋向品质化高端化.....	12
5、 投资建议	13
6、 风险提示	14

图表目录

图 1: 2018 年初至今中信行业指数涨跌幅 (2018.01.01-2018.11.21)	4
图 2: 基础设施建设投资额增速情况 (2015 年至今)	4
图 3: 铁路、公路、机场、水利、市政及生态投资增速	4
图 4: 房地产开发投资完成额及增速 (2015 年至今)	5
图 5: 房屋新开工面积及增速 (2015 年至今)	5
图 6: 建筑板块整体营收及同比增速 (2017 年至今)	5
图 7: 建筑板块整体归母净利及同比增速 (2017 年至今)	5
图 8: 建筑各子行业营收同比增速 (2017 年至今)	6
图 9: 建筑各子行业归母净利同比增速 (2017 年至今)	6
图 10: 2017 年初至今建筑行业各子版块 PE(ttm)估值变化 (2017.01.01-2018.11.23)	7
图 11: 基础设施建设投资额增速情况 (2015 年至今)	7
图 12: 建筑央企基建订单增速情况 (2015 年至今)	7
图 13: 建筑工程各子版块所处的“戴维斯双杀”不同阶段.....	8
图 14: 地方政府一般债与专项债当月发行额 (2018 年)	9
图 15: 地方政府新增债与置换债当月发行额 (2018 年)	9
图 16: PPP 项目入库金额及环比增速情况 (2016 年至今)	10
图 17: 全国 PPP 入库项目落地率不断提升 (2016 年至今)	10
图 18: 园林工程板块营收及同比增速 (2017 年至今)	11
图 19: 园林工程板块归母净利及同比增速 (2017 年至今)	11

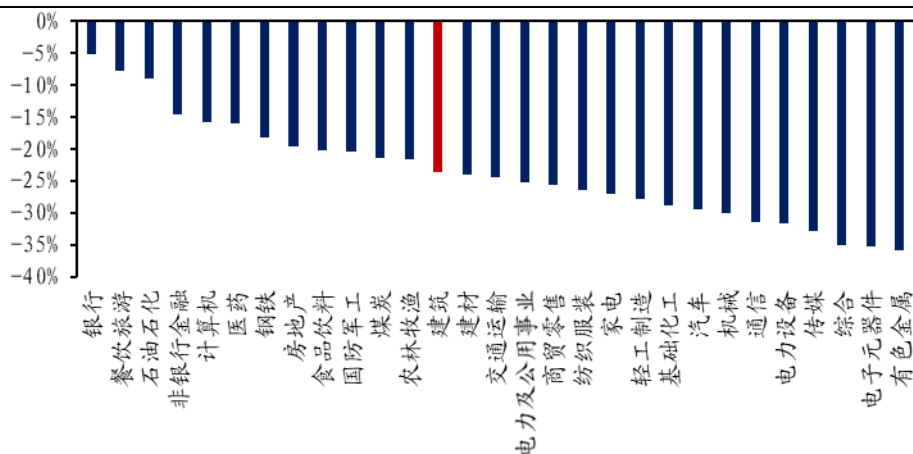
图 20: 城镇居民人均可支配收入及增速 (2010-2017)	12
图 21: 城镇居民人均消费性支出及增速 (2010-2017)	12
图 22: 城镇居民消费结构变化 (2015Q1 至今)	12
图 23: 百城住宅均价:一线城市 (元/平米) (2011-2017)	13
图 24: 百城住宅均价:二线城市 (元/平米) (2011-2017)	13
图 25: 百城住宅均价:三线城市 (元/平米) (2011-2017)	13
表 1: 2017 年以来发布的 PPP 相关政策法规	9
表 2: 各地出台的一系列纾困政策或表态	10

1、2018 年至今建筑板块市场表现及行业基本面回顾:

1.1、2018 年初至今，建筑板块市场表现位居中游

2018 年初至今，纵观中信 29 个子行业指数的市场表现，各子行业较年初悉数下跌。跌幅较小的三个行业为银行、餐饮、石化，分别下跌 5.31%、7.76% 和 8.99%；跌幅前三的行业依次为有色、电子及传媒，分别下跌 35.82%、35.28% 和 32.84%。建筑行业在各子行业中表现居中，位列第 13 位。

图1: 2018 年初至今中信行业指数涨跌幅 (2018.01.01-2018.11.21)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

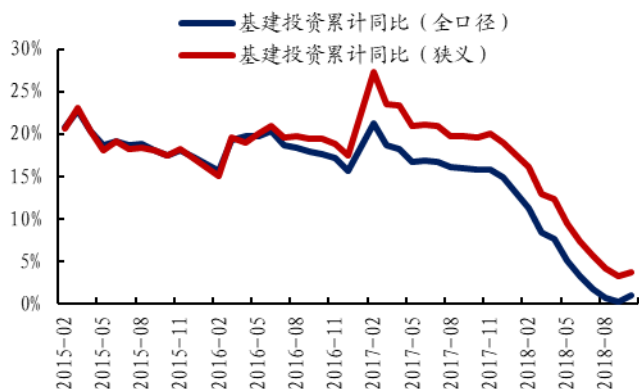
1.2、下游投资: 基建投资低位运行，地产投资超预期

1.2.1、基建投资增速触底回升，生态环保保持高速增长

2018 年以来，在 PPP 清库、地方政府去杠杆的背景之下，基建投资增速一路下滑，狭义基建投资累计同比增速由年初的 16.1% 降至 9 月的 3.3%，而后企稳，在 10 月出现小幅回升，录得 3.70%，体现了 7 月底以来的一系列基建补短板、稳增长政策正逐渐发挥效力。

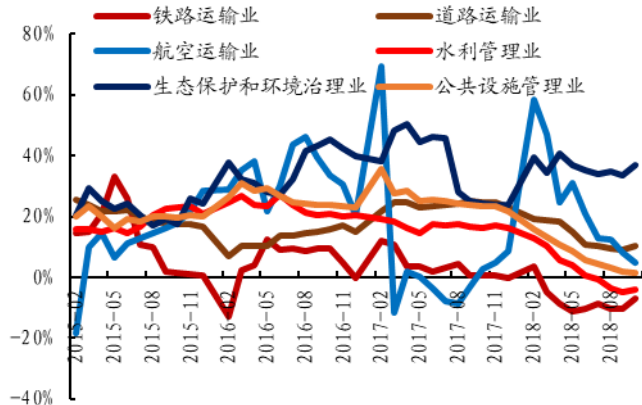
从基建各子行业投资来看，景气程度呈现较大差异。2018 年截至 10 月末，环保、道路运输、航空运输投资增速分别为 36.7%、10.1%、4.7%，公共设施、水利管理和铁路运输投资增速分别为 1.3%、-4.1%、-7.0%，生态环境保护治理、道路运输业和航空运输业投资增速领先公共设施行业、水利管理业和铁路运输业。

图2: 基础设施建设投资额增速情况 (2015 年至今)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图3: 铁路、公路、机场、水利、市政及生态投资增速

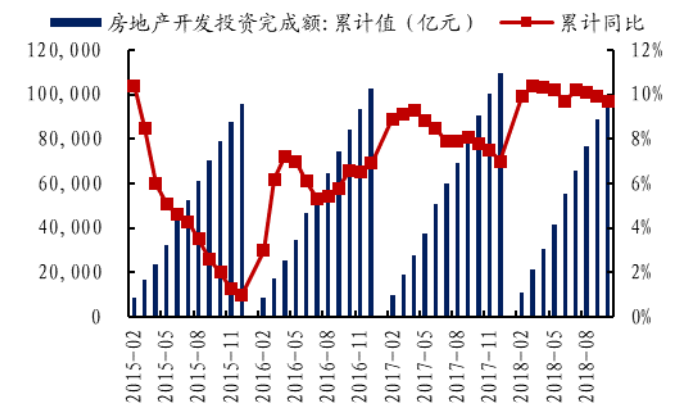


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

1.2.2、房地产投资开始下滑，新开工面积增速维持高位

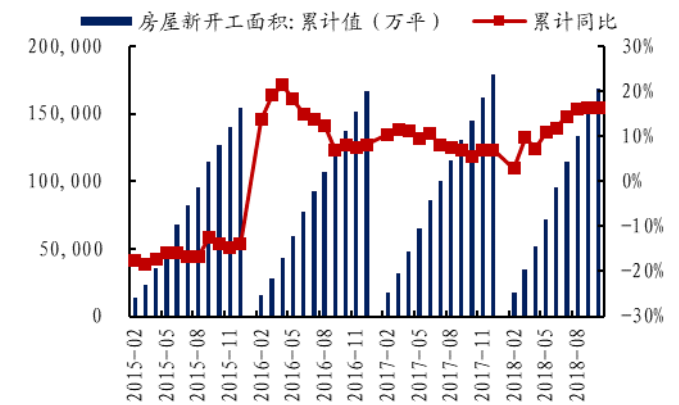
自2018年初至10月末，全国房地产开发实现投资额9.93万亿元，同比增长9.7%，较7月份的高点回落0.5个百分点；同时，截至10月末房屋新开工面积累计达16.88亿平方米，同比增长16.3%，维持在年内高位，或是由于房企加快开工和推盘以对冲房地产市场降温的赶工需求所致。

图4： 房地产开发投资完成额及增速（2015年至今）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 房屋新开工面积及增速（2015年至今）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

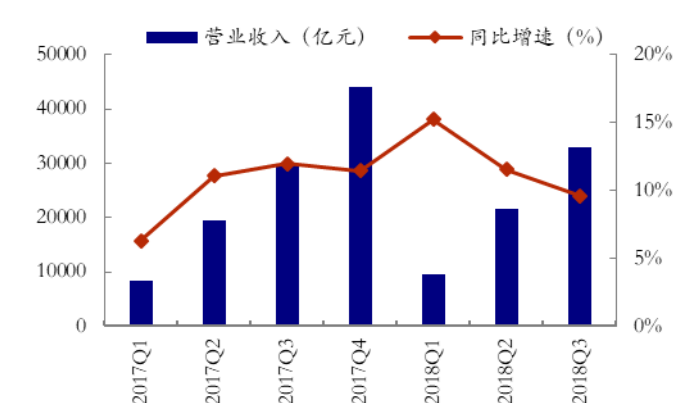
1.3、经营状况稳健，业绩增速放缓

1.3.1、全行业营收及归母净利润增速放缓

2018年前三季度，建筑行业整体经营状况表现稳健，全板块实现营收3.28万亿元，同比增长9.63%；实现归母净利润1066.14亿元，同比增长10.36%。板块营收及净利润增速自年初以来不断放缓，主要受PPP清库及严控地方债务带来的基建投资下滑影响。

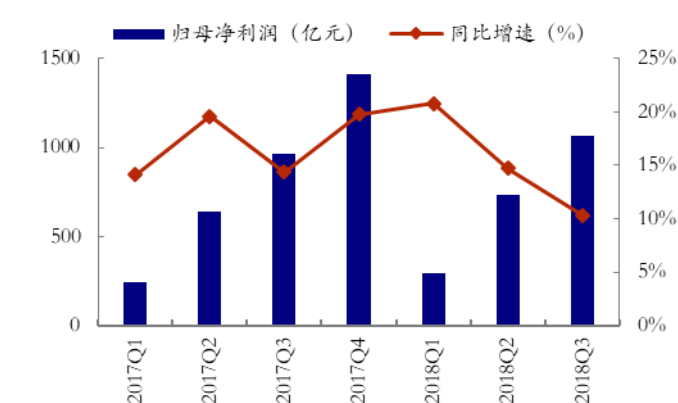
建筑行业各子板块来看，一带一路、装饰工程、园林工程、化学工程、设计、钢结构分别实现营收2694.26/842.82/523.28/819.78/240.03/187.97亿元，同比增长7.43%/9.42%/13.17%/65.39%/22.96%/15.11%。

图6： 建筑板块整体营收及同比增速（2017年至今）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 建筑板块整体归母净利润及同比增速（2017年至今）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

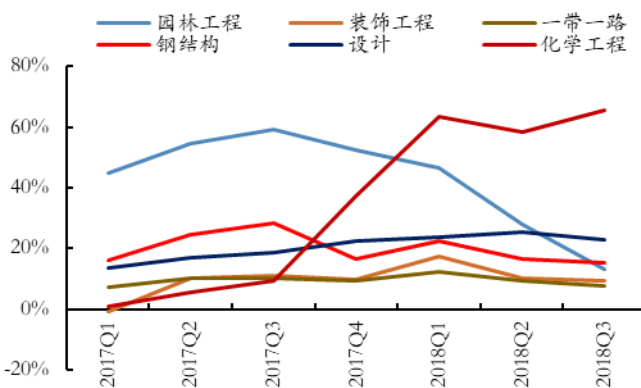
1.3.2、化学工程及设计业绩增速领先，园林与钢结构增速转负

受化工品涨价及油价上涨等因素，化工企业盈利改善从而加大资本开支，带动化学工程板块业绩迅速增长，盈利能力显著提升，2018年前三季度营收同增65.39%，归母净利润同增50.23%，增速位居所有子行业之首；设计行业紧随其后，2018年前

三季度营收及归母净利润分别同比增长 22.96%、36.20%。

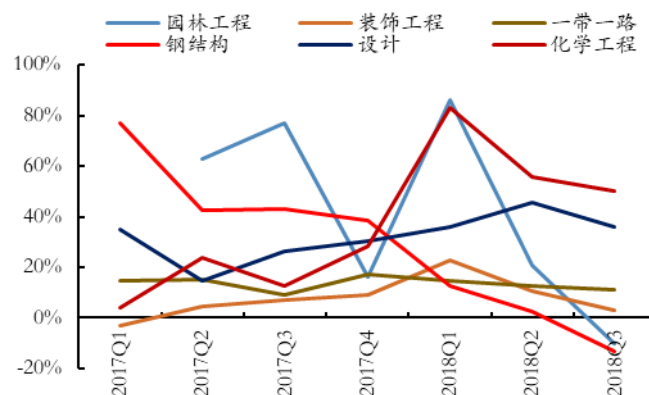
另一方面，受基建放缓及融资紧张影响，园林工程与钢结构板块归母净利润增速出现负增长，同比增速分别为-10.02%、-13.23%。

图8: 建筑各子行业营收同比增速 (2017 年至今)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图9: 建筑各子行业归母净利润同比增速 (2017 年至今)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2、板块估值大幅回落，正在经历戴维斯双杀

2.1、“戴维斯双击”与“戴维斯双杀”效应的解释

根据相对估值方法中的 PE 估值法，股价由市盈率与每股收益的乘积决定，写成公式为： $P(\text{股价}) = PE(\text{市盈率}) \times EPS(\text{每股收益})$ ，由此引出了影响上市公司股价变化的两个核心变量：

(1) PE (市盈率): 代表市场对公司的估值水平，由投资者对于企业未来成长能力的预期决定，投资者预计企业未来的成长能力越强，则给予公司越高的估值倍数。

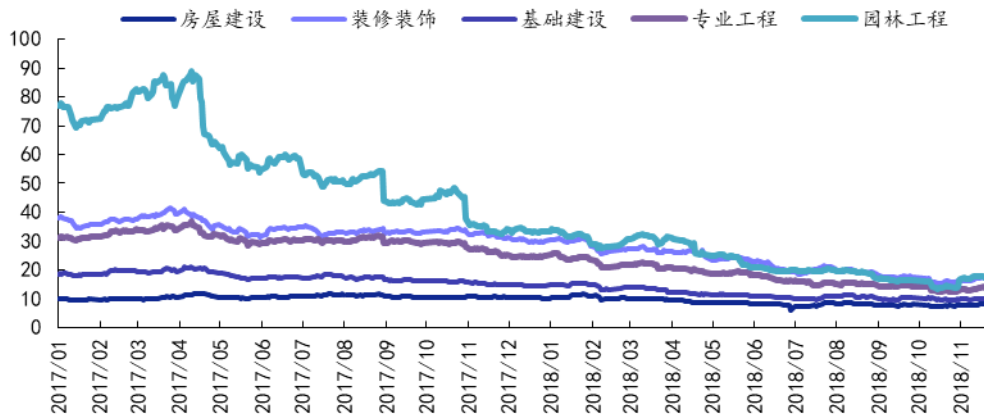
(2) EPS (每股收益): 代表公司自身经营的业绩水平，由企业当前的盈利能力决定，企业当前盈利能力越强，产生的归母净利润越大，则相应的每股收益越大。

当行业的基本面发生积极变化，投资者对上市公司未来成长性产生良好预期时，便会给予公司较高的估值，由此带来的股价上涨为“涨估值”阶段；而后投资者对公司成长性增强的预期兑现，公司经营业绩上涨，由此带动的股价上涨为“涨业绩”阶段。上述“涨估值”与“涨业绩”两阶段对股价的促进作用合称为“戴维斯双击”效应。

而相反地，当行业的基本面发生消极变化时，投资者对上市公司未来成长性报以怀疑时，便会给予公司较低的估值，由此带来的股价下跌为“杀估值”阶段；而后投资者对公司成长性衰退预期得到兑现，公司经营业绩下跌，由此带动的股价下跌为“杀业绩”阶段。上述“杀估值”与“杀业绩”两阶段对股价的削弱作用合称为“戴维斯双杀”效应。

2.2、板块估值年内经历大幅下滑

根据申万二级子行业分类，将建筑板块分为房屋建设、装修装饰、基础建设、专业工程及园林工程板块，各子板块 PE (ttm) 估值自 2017 年初以来经历大幅下调。

图10: 2017年初至今建筑行业各子版块 PE(ttm)估值变化 (2017.01.01-2018.11.23)

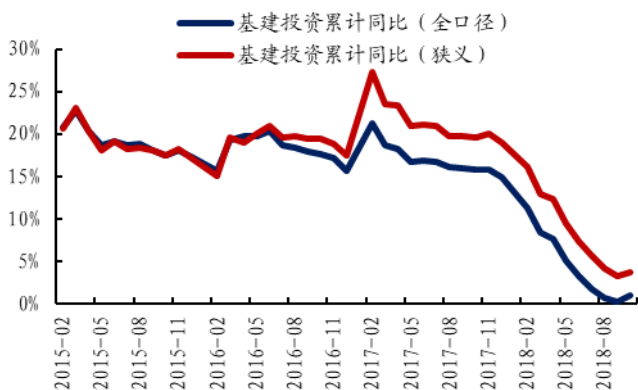
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

调整幅度最大的为园林工程板块, 最高点估值约 90 倍, 对应时间点为 2017 年 4 月中旬, 当前估值约 17 倍, 下调幅度达 80%; 装饰工程板块由 2017 年 4 月的最高估值 40 倍下滑至当前的 16 倍, 降幅约 60%; 专业工程板块由最高点 35 倍下滑至当前的 13 倍, 降幅约 63%; 基础建设板块由最高点 21 倍下滑至当前的 10 倍, 跌幅约 52%; 房屋建设板块由最高点 11 倍跌至目前的 8 倍, 跌幅约 27%。

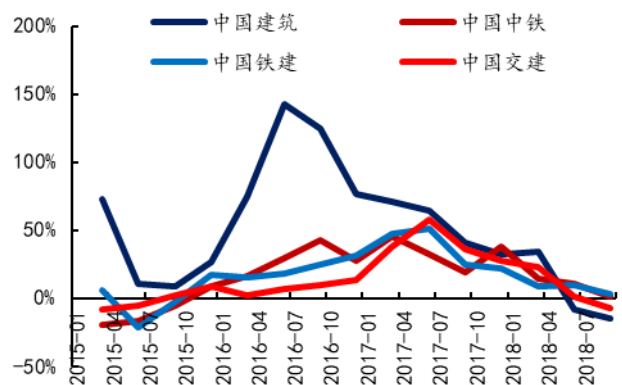
2.3、伴随业绩下滑, 板块正在经历戴维斯双杀

如前所述, 在 PPP 清库、地方政府去杠杆的背景之下, 基建投资增速在到达 2017 年初的高点之后一路下滑, 由先前的两位数跌落至 3% 附近。相应地, 中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建四大央企建筑公司的订单增速与基建投资增速总体相一致, 在 2017 年中以来保持下行趋势。

具体来看, 中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建在 2018 年前三季度新签订单同比增速分别为 -15.20%、1.64%、2.92%、-7.15%, 而上年同期这四家公司的新签订单同比增速为 40.40%、19.32%、24.70%、36.31%。

图11: 基础设施建设投资额增速情况 (2015 年至今)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

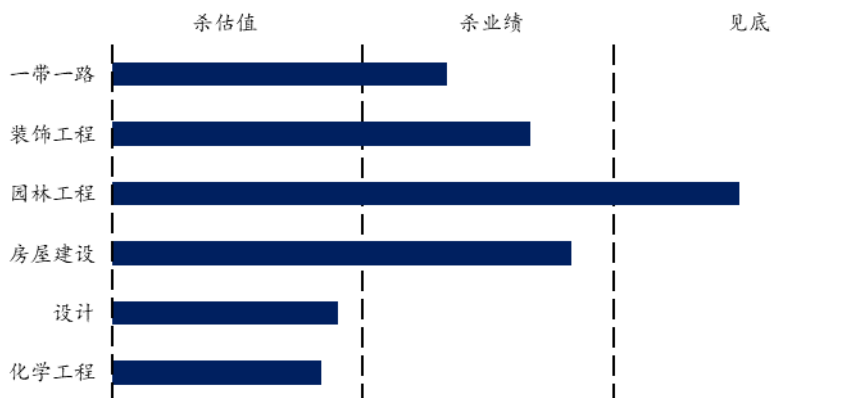
图12: 建筑央企基建订单增速情况 (2015 年至今)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

订单数据作为企业经营业绩的先行指标, 伴随着订单增速的下滑, 上市公司未来营收及归母净利润同比也将出现下滑。而通过前文对于板块前三季度经营状况的分析, 建筑板块 2018 年前三季度营收及净利润增速自年初以来不断放缓, 经营业绩增速下滑已现端倪。预计未来订单增速将向业绩端进一步传导, 板块上市公司经营业绩将在 2018 年第四季度及 2019 年第一季度进一步下行。经营业绩的下行同时将

引起股价的下跌，板块正在经历“戴维斯双杀”。

图13: 建筑工程各子版块所处的“戴维斯双杀”不同阶段



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

我们将“戴维斯双杀”全过程可分为杀估值、杀业绩、见底这三阶段，根据建筑工程各子版块估值及业绩增速情况，可以判断出每个版块在“戴维斯双杀”过程中所经历的不同阶段，根据我们的判断，园林工程版块已处在见底阶段，一带一路、装饰工程及房屋建设正在经历杀业绩的阶段，而设计及化学工程版块盈利仍在上升，尚处在杀估值的阶段。

3、基建补短板及民企融资改善，园林工程板块有望率先走出

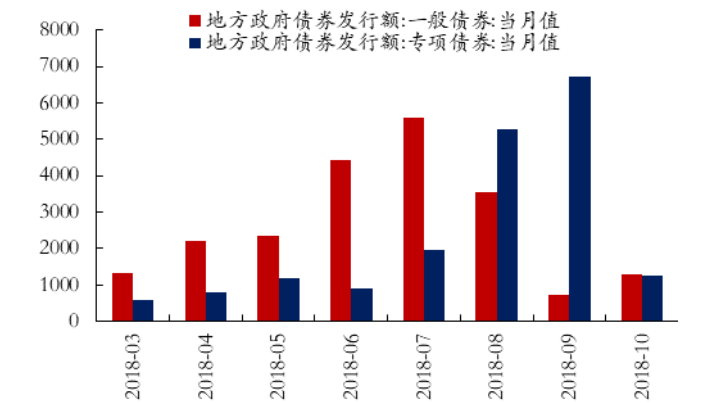
戴维斯双杀:

3.1、中央明确加大基建补短板力度，成为经济稳增长重要发力点

针对贸易战及经济下行压力的担忧，自今年7月底以来，中央接连释放依靠基建投资对冲经济下行压力的信号。具体来看，7月23日，国常会提出积极财政政策要更加积极，稳健的货币政策要松紧适度，加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效；有效保障在建项目资金需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾；要对接发展和民生需要，推进建设和储备一批重大项目。7月31日，中共中央政治局召开会议，要求把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度。10月31日，国务院发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，明确提出了10项配套政策措施。

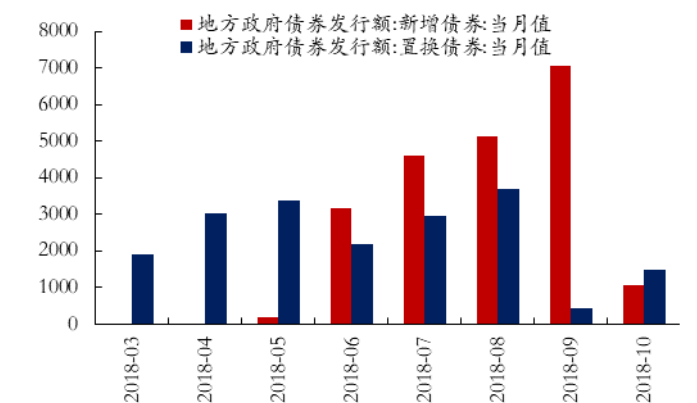
在基建补短板一系列政策的支持下，地方政府自7月以来，专项债及新增债的发行出现大幅提高。以专项债为例，2018年8月与9月地方政府共发行专项债1.2万亿元，而1-7月合计发行8139亿元，发行进度大大提速；新增债券方面，2018年前5月新增债券发行额仅171亿，6月之后发行规模显著提升，并于9月份达到高潮，9月当月发行新增债券7044亿元。

图14: 地方政府一般债与专项债当月发行额(2018年)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图15: 地方政府新增债与置换债当月发行额(2018年)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3.2、PPP 作为基建领域重要融资手段, 或将再次大力推行

PPP 作为吸引社会资本参与基础设施及公共服务领域建设项目的一种合作模式, 对加快城镇化建设进度、提高项目运营效率及减轻地方政府投资压力等方面具有重大积极作用, 自 2014 年以来该模式在我国基建领域开始大力推行。

2017 年下半年以来, 在中央去杠杆的宏观政策之下, 财政部在全国范围内开展 PPP 项目库集中清理整顿, 规范 PPP 模式健康发展, 防止地方政府把 PPP 异化为新的融资手段, 坚决遏制隐性债务风险。各地累计清理退库 2428 个项目、涉及投资额 2.9 万亿元, 整改完善 2005 个项目、涉及投资额 3.1 万亿元。

表1: 2017 年以来发布的 PPP 相关政策法规

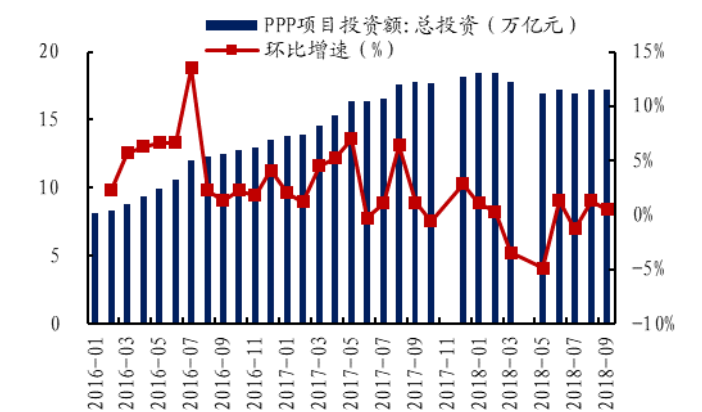
发布日期	PPP 监管条例文件名	政府部门
2018/4/24	《关于进一步加强政府和社会资本合作 (PPP) 示范项目规范管理的通知》财金 [2018] 54 号	财政部
2018/3/28	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金 [2018] 23 号	财政部
2018/2/8	《国家发展改革委办公厅 财政部办公厅关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金 [2018] 194 号	财政部 发改委
2018/1/8	《关于加强保险资金运用管理支持防范化解地方政府债务风险的指导意见》保监发 [2018] 6 号	财政部 中国保监会
2017/11/21	《严格防范地方债务风险的通知》(192 号文)	国资委
2017/11/16	《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》(92 号文)	财政部
2017/6/7	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》(55 号文)	财政部
2017/5/28	《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》(87 号文)	财政部
2017/4/26	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(50 号文)	财政部

资料来源: 财政部、发改委、国资委等部委, 新时代证券研究所

今年 8 月以来, 在“六个稳定”指引下, 刺激基建对冲经济下滑的需求越来越强,

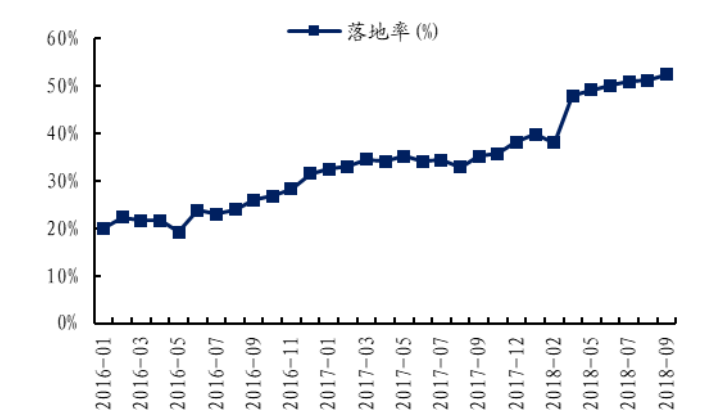
PPP 被认为是进一步加大投入的重要抓手。9 月召开的国常会亦表示，要进一步调动民间投资积极性，加快破除各类不合理门槛，取消和减少阻碍民间投资进入补短板等重点领域的附加条件。加大融资支持力度，规范有序推广政府和社会资本合作（PPP）模式。我们预计未来随着基建补短板政策逐步落实，PPP 将迎来新的发展机遇。

图16: PPP项目入库金额及环比增速情况(2016年至今)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图17: 全国PPP入库项目落地率不断提升(2016年至今)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3.3、各地出台一系列纾困驰援政策，民营企业融资环境不断改善

继 11 月 1 日民营企业座谈会召开后，支持民营企业的政策在地方相继落地。截至目前，已有十余个省份发布支持民营企业的政策，帮助民营企业降成本，促进民营经济发展。在各地出台的多项政策支持下，民企融资难的问题有望得到缓解，这将减轻实体经济下行的压力，缓解市场对未来基本面的担忧。

表2: 各地出台的一系列纾困政策或表态

发布日期	相关纾困政策或表态	地区
2018/10/13	安排数百亿的专项资金，“建立上市公司债权融资支持机制”和“设立优质上市公司股权投资专项基金”，降低深圳 A 股上市公司股票质押风险，改善上市公司流动性。	深圳市
2018/10/16	设立支持优质科技企业发展基金规模 100 亿元，帮助民营科技上市公司化解股票质押风险等。	北京市海淀区
2018/10/26	浙江国资与农银金融资产投资、农行浙江分行签署《战略合作框架协议》和《有限合伙基金协议》，拟共同设立“浙江省新兴动力基金”，目标规模 100 亿元。	浙江省
2018/10/30	拟发起设立北京新动力优质企业发展基金，目标规模 100 亿元。	北京市西城区
2018/10/31	湖南相关政府部门近日已向省政府提交了援助湖南上市公司的报告，基金规模或超百亿元。	湖南省
2018/11/3	推出“三个 100 亿”，为民企缓解融资难融资贵问题。	上海市
2018/11/8	设立总规模 150 亿元的纾困基金和 20 亿元的纾困专项债。	福建省
2018/11/14	计划发起设立总规模 100 亿元的河北省上市公司新动力纾困基金。	河北省
2018/11/19	设立中小企业发展基金，建设全省“产融云”平台。	福建省

2018/11/23	拟设立百亿优质科技企业纾困发展基金，支持北京城市副中心高科技民营企业发展。	北京市通州区
2018/11/24	将设立 100 亿元上市公司纾困帮扶基金、100 亿元规模的新经济发 展基金、100 亿元的“应急周转基金”、100 亿元的地方资产管理 公司。	成都市

资料来源：各地政府网站，新时代证券研究所

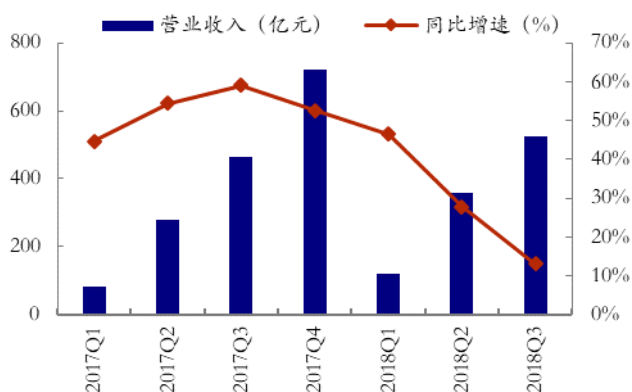
3.4、积极因素推动基本面改善，园林工程有望率先走出戴维斯双杀

2015 年以来，国家在基建领域大力推行 PPP 模式，同时“美丽中国”、生态文明建设上升为国家战略，园林工程板块上市公司迎来高速发展阶段，新签订单快速落地，公司经营业绩保持高速增长，园林工程板块营收及归母净利增速在 2017 年三季度达到高点，2017Q3 板块实现营收 462.40 亿元，同比增长 59.08%，归母净利润 47.48 亿元，同比增长 77.09%。

随后，2017 年以来的 PPP 监管清库对板块冲击开始在盈利端逐步显现，2017 年四季度以来营收及归母净利增速均出现下滑，截至 2018 年三季度，板块实现营收 523.28 亿元，同比增长 13.17%，增速较上年同期回落 46 个百分点；实现归母净利润 42.72 亿元，同比下滑 10.02%，为近年来首次出现增速负增长状态。基本面的恶化同时反映在股价，园林工程板块自 2017 年以来先后经历了估值和业绩的双重下滑，即“戴维斯双杀”。

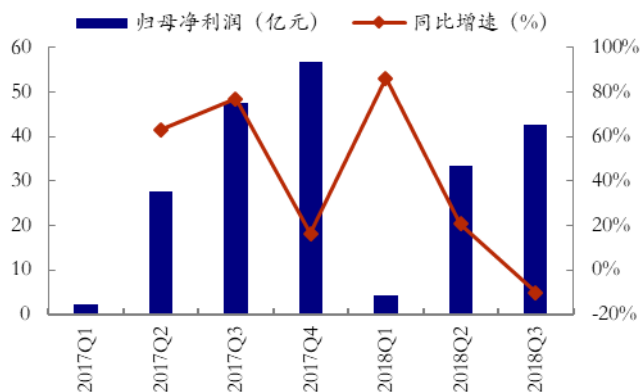
一些积极因素正在发生变化：为对冲经济下行风险，今年 7 月底以来中央接连出台多项政策，强调基建补短板作用；PPP 作为基建领域重要融资手段，在经历 2017 年以来的规范治理之后，更加合规健康发展，预计在基建补短板的过程中或将再次大力推行；同时民营企业融资环境不断改善，各地接连出台一系列纾困驰援民营企业经营政策。以上三点均有利于园林工程板块经营改善，板块在经历业绩触底之后，有望率先走出戴维斯双杀。

图18： 园林工程板块营收及同比增速（2017 年至今）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图19： 园林工程板块归母净利润及同比增速（2017 年至今）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

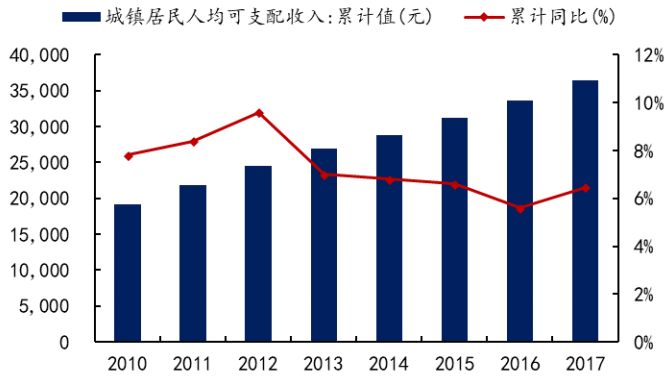
4、家居消费趋向品质化，上市装饰企业先发优势明显

4.1、我国居民消费能力提升显著，消费结构中居住消费占比扩大

随着我国国民经济不断增长，居民消费能力快速提升。城镇居民人均可支配收入由 2010 年的 1.91 万元增长至 2017 年的 3.64 万元，年均复合增速达 9.64%；与此同时，城镇居民人均消费支出 2010 年为 1.35 万元，2017 年达到 2.44 万元，年

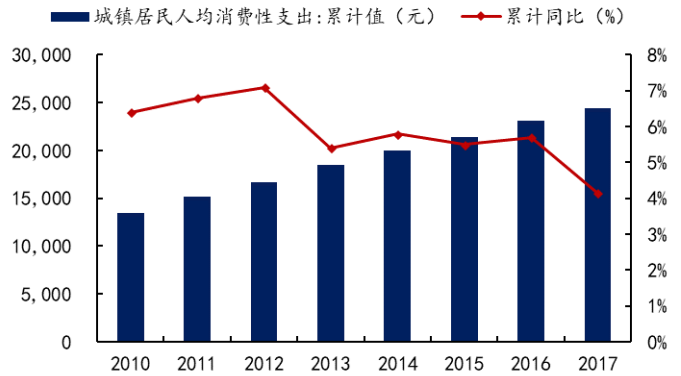
均复合增速达 8.88%。

图20: 城镇居民人均可支配收入及增速 (2010-2017)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

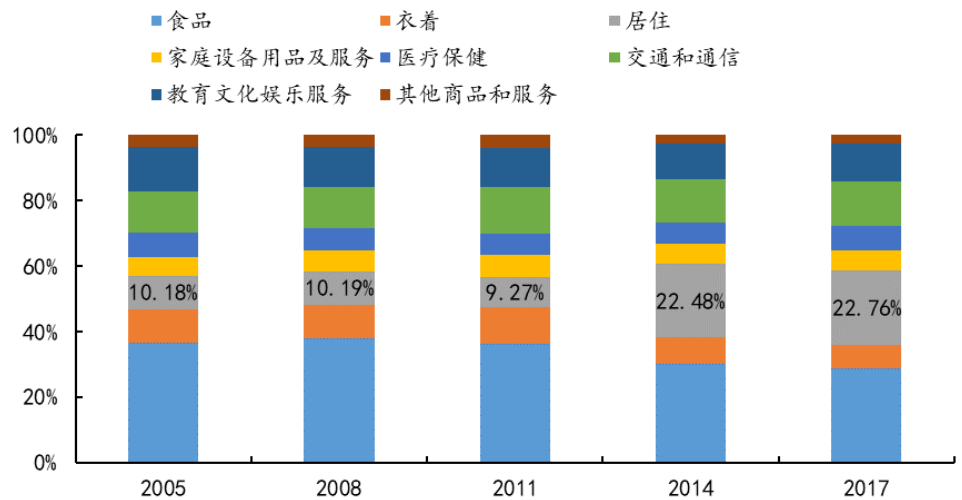
图21: 城镇居民人均消费性支出及增速 (2010-2017)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

同时,我国城镇居民消费结构中,居住消费占比不断扩大。2005年,我国居民消费结构中食品消费以 36.69%的占比位居第一,随后是教育文化娱乐、交通和通信,占比分别为 13.82%与 12.55%,居住消费占比 10.18%,位列第 4;而到 2017年,居住消费占比已达到居民总消费的 22.76%,位居所有消费子领域第二位,与排名第一的食品消费占比仅差 5.88 个百分点。

图22: 城镇居民消费结构变化 (2015Q1 至今)

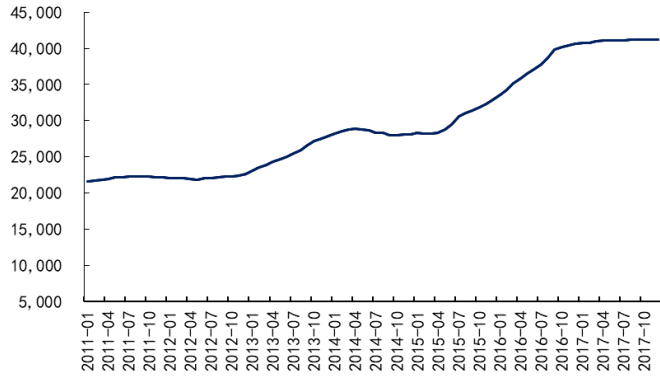


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

4.2、房价上涨引导家装消费偏好趋向品质化高端化

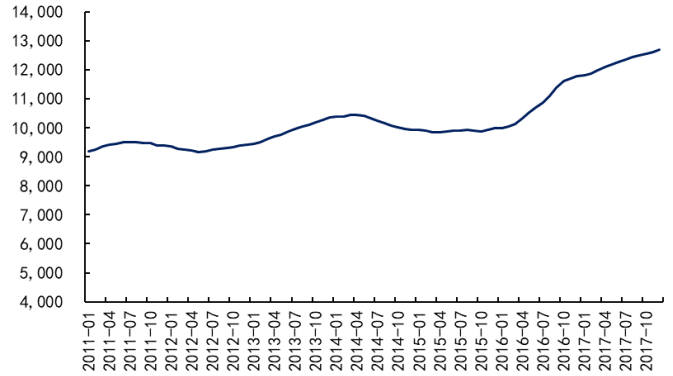
根据万得全国百城住宅价格指数,2017年初,我国一、二、三线城市住宅均价分别为 21557/9175/6753 元/平米,截至 2017 年 12 月,一、二、三线城市住宅均价高达 41201/12684/8335 元/平米,涨幅分别达 91.13%/38.25%/23.43%。

图23: 百城住宅均价:一线城市(元/平米)(2011-2017)



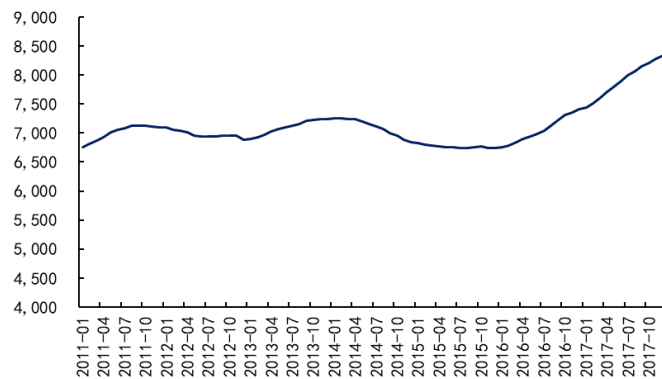
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图24: 百城住宅均价:二线城市(元/平米)(2011-2017)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图25: 百城住宅均价:三线城市(元/平米)(2011-2017)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

我们认为,房价的持续上涨也在引导消费者对家装的消费偏好迈向品质化与高端化。其一,房价上涨抑制了居民二套房的购买需求及置换需求,在此前提下,居民的居住改善需求就由置换型转为装修升级型;其二,基于消费者虚荣型消费的心理,消费者将装修品质匹配房屋价值,是他们的惯性选择。基于以上,在房价上涨的大环境下,居民愿意在房屋装修中投入更多,家装消费呈现出由实用型向追求品质化与高端化的消费升级。

在家装消费迈向品质化与高端化的阶段,家装行业正在向设计、施工保障和售后服务等全产业链更加完善的品牌化一站式家装服务转变。另一方面,在目前装饰行业“大行业,小龙头”的格局之下,行业市场空间广阔,企业规模偏小,集中度偏低。受益于家装市场消费结构升级,市场份额将快速向行业中注重品牌建设、产品质量、配套服务和研发创新的龙头企业集聚,这些“小龙头”处于“大行业”中,由研发实力、管理水平和营销网络建设等先发优势带来的市场份额集聚效应,将使龙头企业持续保持强竞争力与高成长性。

5、投资建议

为对冲经济下行风险,今年7月底以来中央接连出台多项政策,强调基建补短板作用;PPP作为基建领域重要融资手段,在经历2017年以来的规范治理之后,更加合规健康发展,预计在基建补短板的过程中或将再次大力推行;同时民营企业融资环境不断改善,各地接连出台一系列纾困驰援民营企业经营政策。以上三点均有利于园林工程板块经营改善,板块在经历业绩触底之后,有望率先走出戴维斯双杀。建议重点关注以下公司:蒙草生态,美晨生态,岭南股份,杭州园林,文科园

林，棕榈股份。

我国居民消费能力逐步提升，居住类消费在消费结构占比中不断扩大，同时高企的房价使人们更注重居住环境的改善，居民家居消费更加趋于品质化与高端化，家装市场份额将进一步向龙头集聚。推荐关注：广田集团，奇信股份，东易日盛，亚泰国际，维业股份。

6、风险提示

固定资产投资下行，PPP落地不及预期，政策风险等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王小勇，新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间 11 年，地产行业从业 4 年，重庆建筑大学毕业。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>