



2018年12月13日

增持(维持)

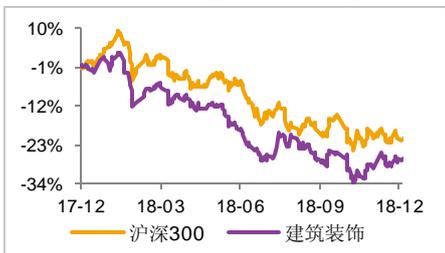
分析师：刘萍

执业编号：S0300517100001

电话：0755-83331495

邮箱：liuping_bf@lxsec.com

行业表现对比图(近12个月)



资料来源：聚源

相关研究

《建筑装饰行业报告_【联讯建筑建材周观点】发改委加速大型项目审批，大基建依然是首选》2018-11-25

《建筑装饰行业报告_【联讯建筑建材周观点】建筑业PMI指数季节性回落，PPP条例将尽快出台》2018-12-02

《建筑装饰行业报告_【联讯建筑建材周观点】雄安主题持续发酵，基建央企攻守兼备》2018-12-09

建筑装饰

【联讯建筑 2019 年年度策略】：上半年超配基建，积极关注地产链阶段性机会

投资要点

◇ **2019 年房地产投资展望：房地产投资增速将下行，但需求不会崩塌**

2018 年的房地产投资主要依靠土地购置费支撑的，并不是靠工程投资，工程投资反而是下滑的 (-4%)，所以，对于建筑和建材行业来说，2018 年的需求表现并不好，这个从水泥产量的同口径数据下滑 10%左右，而浮法玻璃销量几乎没有增长可以证明，从土地购置 4 年左右的周期来看，2019 年大概率土地购置费将显著下行，而建安工程投资由于今年已经负增长，明年在一个较低的基数上大幅下行的可能性不大，且结合较好的新开工，19 年房地产建安工程投资增速可能在 -5%-5%之间运行。这意味这来自地产的真实需求 2019 年不太可能出现崩塌。

土地购置和建安工程投资占地产投资的 93%，根据不同情景下土地购置增速和建安投资增速，我们对 2019 年的房地产投资增速做情景分析，悲观情况为 -3.4%，中性预测 1.7%，乐观情况是 6.7%，事实上，考虑目前为止房地产调控政策还没有放松，货币政策也还有调整空间，我们判断明年房地产投资阶段性负增长并非没有可能，而如果政策有变化，全年可能较大概率保持 2-6%的正增长。

◇ **2019 年基建投资展望：基建投资增速有较大向上弹性**

由于 2018 年以来约束基建投资增速的最大因素是资金问题，我们依然从资金来源拆解的角度对 2018 和 2019 年基建投资增速做分析，受益于政策转向，10 月份基建投资增速见底回升，我们测算 2018 年传统口径基建投资增速大约落在 1.6%附近，考虑新口径比传统口径增速高出大约 3 个百分点，则中性预期下，2018 年新口径的基建投资增速可能落在 4.6%左右。

而展望 2019 年，基建投资增速也并不需要太过悲观，主要原因在于：由于非标的抽血效应已经在 2018 年充分体现，考虑目前社融中，非标融资虽然继续负增长，但是幅度在收窄，预计 2019 年非标的抽血情况不会比 2018 年更差，因此，在实际仍然抽血的测算下，对 19 年增速形成正贡献；在我们的中性预期下，2019 年广义基建投资增速大约在 7.8%左右，狭义则落在 10.5%左右

◇ **2019 年行业产值增速展望：预计 2019 年行业增速大约为 6.7%**

基于对 2019 年地产投资增速和基建投资增速的分析，我们预计 2019 年固定资产投资增速大约为 5.7%，我们以地产投资和基建投资作为自变量，以建筑业作为因变量做回归分析，可进一步拟合出 2019 年行业产值增速，拟合结果显示，2019 年建筑业产值增速约为 6.7%，较 2018 年小幅回落。

◇ **投资建议**

2010 年以后，随着房地产投资增速的见顶，行业告别高增长阶段，此后超



超额收益的机会主要来自于政策利好对估值的提升，而政策的着眼点往往是基建链，因此基建表现出更多更好超额收益机会，而房建链相对消沉。

我们在 2018 年 7 月政策转向后将板块评级上调至增持，我们判断至少到明年上半年，基于目前的政策环境和经济情况，基建补短板依然是托底经济的重要手段，板块大概率相对于指数依然有超额收益，因此我们维持“增持”的投资评级。

从投资主线来看，基建是我们推荐的首选，而房建不排除有阶段性机会，尤其是房地产政策从短期调控向长效机制转变，我们认为房建链上的企业也可能将迎来估值修复的机会。

✧ 基建央企是基建链的首选，基建成长关注园林和设计

我们前文对 07 年以来板块超额收益的 6 次机会做了统计，在这里，我们将基建企业分成三大类：分别是基建央企（8 家），基建地方国企（家），基建民企（家），从三类企业的历史表现来看，在 6 次超额收益机会中，央企的表现明显好于民营企业，除 2010 年外，5 次超额收益机会中表现最好的均是央企，包括 2018 年三季度以来的表现，因此，央企依然是基建产业链的首选。

我们重点推荐估值低，受益明确的中国铁建、中国交建、葛洲坝，成长型我们重点推荐苏文科、岭南股份。

✧ 装饰可能是房建链的最好选择，其次关注装配式建筑推进

展望明年，房建产业链盈利增速面临下行压力，但是如果房地产调控政策出现阶段性松动，房地产销售见底，则板块估值压制因素有望好转，不排除房建产业链有阶段性机会，毕竟房建链条已经连续 8 个季度跑输沪深 300 指数，这在历史上也比较少见。

对于个股，我们重点房建和基建龙头中国建筑，以及工装龙头金螳螂、家装龙头东易日盛；建议关注装配式建筑的发展情况。

✧ 风险提示

基建投资不达预期；

房地产投资增速大幅下滑；

政策出现方向性变动；



目 录

2019 年房地产投资展望：房地产投资增速将下行，但需求不会崩塌.....	6
2018 年房地产投资表现靓丽.....	6
掩盖在靓丽投资后的结构分化.....	7
房地产投资存在 4 年左右的土地库存周期.....	7
19 年地产投资增速将下行，但对于建筑行业来说需求并不太可能会崩塌.....	8
2019 年基建投资展望：基建投资增速有较大向上弹性.....	9
18 年基建投资快速下行，10 月出现见底迹象.....	9
基建投资资金来源拆解.....	10
预计 2018 年广义基建增速约为 1.6%，2019 年广义基建增速约为 7.8%.....	11
19 年基建投资资金来源中负面变量可能来自政府性基金.....	12
2019 年固定资产投资增速展望：中性情景下大约在 5.7%.....	13
预计 2019 年行业产值增速大约为 6.7%.....	13
2018 年行业增速放缓，新签合同增速亦有所放缓.....	13
中性情景下预计全年行业总产值增速为 6.7%，较 18 年有所回落.....	14
对 2019 年细分行业的增速判断：基建>房建>装饰.....	16
板块估值水平处于历史低位，超额收益主要来源于政策驱动.....	16
横向比较看，板块估值水平低于 A 股平均水平和沪深 300.....	16
纵向来看，板块目前估值与历史底部已经非常接近.....	17
从细分行业来看，设计、园林等处于历史估值底部.....	17
行业超额收益主要来自估值的提升.....	18
投资建议：上半年超配基建，积极关注地产链阶段性机会.....	19
基建稳增长补短板是明年上半年政策主基调，依然是推荐首选.....	19
本轮基建复苏主要围绕补短板领域.....	20
从历史上来看，板块超额收益时间段内，基建央企表现最好.....	21
基建链条的成长性机会关注生态和设计.....	22
房建产业链——或有阶段性机会.....	23
房建产业链作为一个板块已经连续 8 个季度跑输指数.....	23
装饰可能依然是地产链的首选.....	24
重点推荐标的简析.....	25
中国铁建：估值低廉的综合性基建领域龙头.....	25
中国建筑：市场化程度最高、估值最低的建筑央企.....	25
岭南股份：内生+外延双轮驱动快速增长.....	26
金螳螂：经营管理一流的公装龙头，家装业务迎来突破.....	26
东易日盛：稳健发展的家装龙头.....	26
重点推荐标的盈利预测与估值.....	27
风险提示.....	27

图表目录

图表 1： 房地产投资增速超表现较强韧性（亿元）.....	6
-------------------------------	---



图表 2: 房地产新开工面积增速复苏明显	6
图表 3: 商品房销售额和销售面积增速持续下行	6
图表 4: 房地产土地购置费大幅增长	7
图表 5: 土地购置费在房地产投资中的占比持续上升	7
图表 6: 商品房销售额和销售面积增速持续下行	8
图表 7: 新开工和房地产建安投资出现显著背离	8
图表 8: 对于 2019 年房地产投资增速的情景分析	9
图表 9: 房地产投资增速超表现较强韧性 (亿元)	9
图表 10: 房地产新开工面积增速复苏明显	9
图表 11: 固定资产投资中新增意向投资项目投资累计额	10
图表 12: 城镇基建投资资金来源/基础设施建设投资	10
图表 13: 城镇基建投资资金来源构成 (%)	10
图表 14: 2018-2019 年基建投资增速预测	11
图表 15: 政府性基金支出主要受土地购置费影响	13
图表 16: 2019 年固定资产投资增速预测 (%)	13
图表 17: 行业收入增速持续回升 (%)	14
图表 18: 新签合同增速见底回升 (%)	14
图表 19: 建筑业总产值与基建投资的拟合图	14
图表 20: 建筑业总产值与地产投资的拟合图	14
图表 21: 回归分析显示拟合度较高	14
图表 22: 2018 年和 2019 年行业总产值增速测算 (亿元)	15
图表 23: 用回归公式回测历史增速	15
图表 24: 建筑业细分领域增速	16
图表 25: 市盈率对比 (TTM, 整体法)	16
图表 26: 市盈率对比 (TTM, 中值)	16
图表 27: 3Q18 申万一级行业利润增速排名	17
图表 28: 板块历史估值	17
图表 29: 各个细分板块历史估值对比 (匹配规则: TTM)	18
图表 30: 07 年以来板块有超额收益的时间	18
图表 31: 6 次半年以上超额收益机会的政策驱动力量及表现个股	18
图表 32: 07 年以来板块和指数走势对比	19
图表 33: 板块相对于沪深 300 的超额收益	19
图表 34: 广义基建三大细分领域增速	20
图表 35: 电力热力和水 FAI 增速快速回升	20
图表 36: 铁路投资增速快速回正	20
图表 37: 道路运输投资增速回升	21
图表 38: 生态环保投资增速进一步回升	21
图表 39: 水利投资增速转正	21



图表 40: 基建三大细分领域投资增速当月表现.....	21
图表 41: 从历史表现看, 超额收益机会央企表现好于地方国企也民营企业.....	22
图表 42: 6 次超额收益机会中建筑央企个股的区间涨跌幅.....	22
图表 43: PE/近三年净利润复合增速散点图.....	23
图表 44: 2010 年之后房建链条的超额收益机会更多来自预期扭转.....	24
图表 45: 14-16 年房建产业链超额收益期间表现最好的前 10 只个股.....	24
图表 46: 重点标的盈利预测与估值.....	27

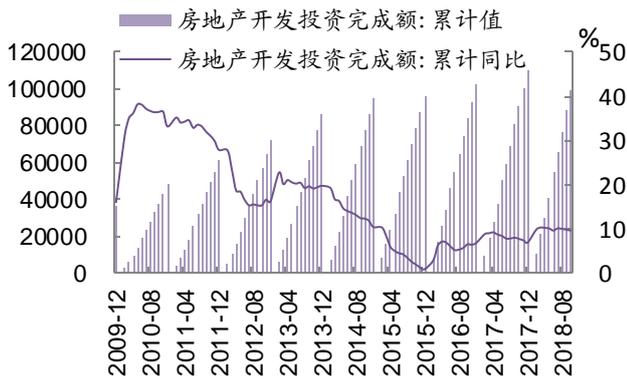


2019 年房地产投资展望：房地产投资增速将下行，但需求不会崩塌

2018 年房地产投资表现靓丽

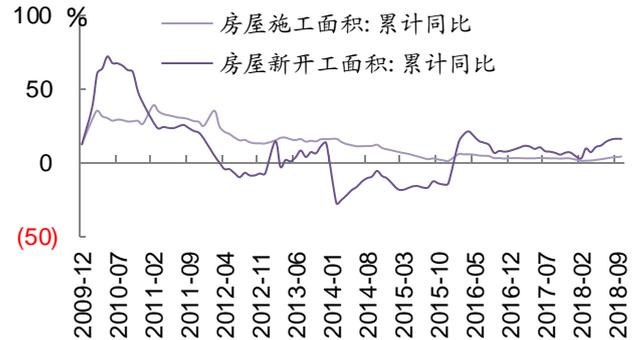
今年以来，房地产投资表现出超预期的韧性，1-10 月房地产开发投资累计增速 9.7%，大大超出我们上年度的预测。而房地产新开工面积增速也持续回升，截止到 10 月份，增速 16.3%，处于近几年的高位。

图表1： 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

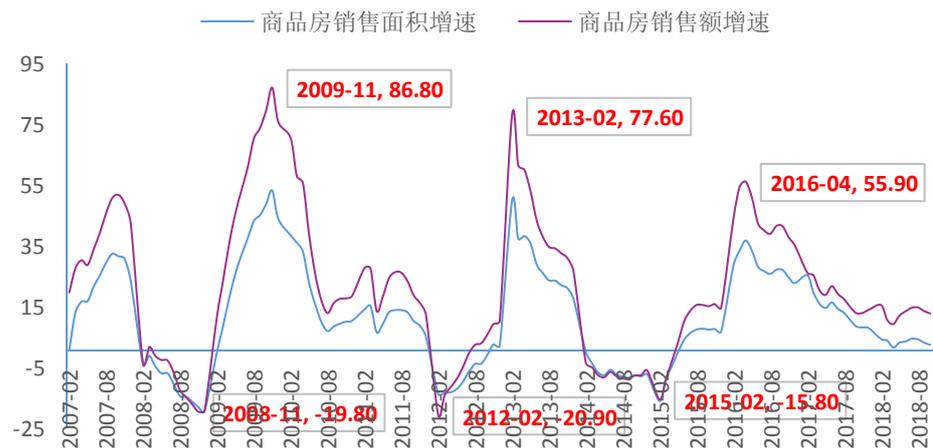
图表2： 房地产新开工面积增速复苏明显



资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

目前市场对 2018 年房地产投资的较强韧性已经有充分的认识，然而 2019 年年房地产投资增长会怎么样？对于建筑和建材两个行业来说，来自于房地产的真实需求会怎么样？大家根据过往的经验判断，得出的结论并不乐观，毕竟房地产销售已经出现显著下滑，而这一般被视作房地产投资的先行指标。

图表3： 商品房销售额和销售面积增速持续下行



资料来源：Wind，联讯证券

作为房地产行业的上游，对于建筑和建材来说，我们更关注的是真实的需求变化，而不是投资增速的数据，由于增速的数据存在结构变化带来的影响，并不一定能反应真实的需求，所以在本报告中，我们从房地产投资的结构入手，重点研究 2019 年房地产



行业的真实需求状况。

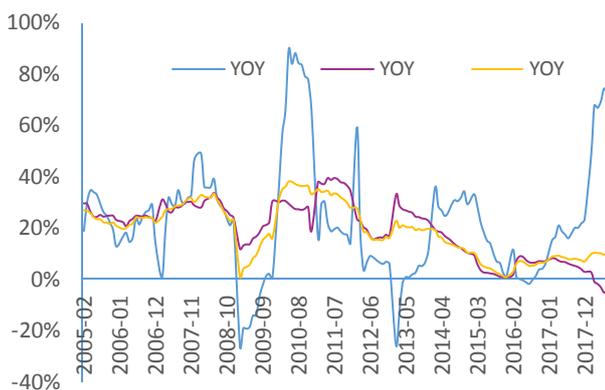
掩盖在靓丽投资后的结构分化

从房地产投资的结构来看，主要由三部分构成，首先是建安工程投资，历史上在房地产投资中的占比一般超过 70%，但近两年来持续下降，目前（18 年 10 月）已经降至 63%，其次是土地购置费，历史上多数是时间在 20%左右徘徊，但近两年快速上升，目前（18 年 10 月）已经升至 30%，剩下是其它投资，主要包含工器具购置等。

对于建筑和建材行业来讲，当期的土地购置费并不产生需求，而是在滞后一年左右形成需求，体现当期需求的指标还是建安工程投资，因此，从房地产投资结构的变化来看，今年以来地产的需求并不旺盛，建安工程投资截止 10 月份依然是下滑的，下滑幅度是 3.98%（当然，下滑也有统计方法改变的原因）。

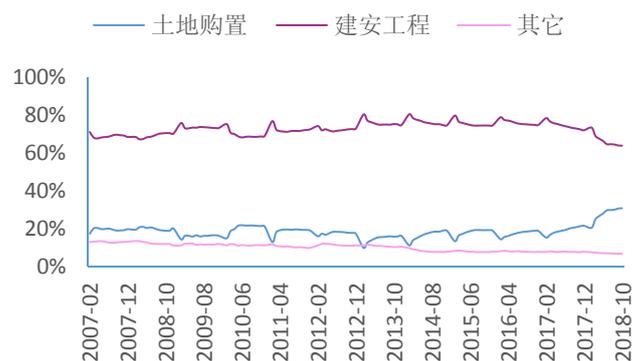
所以从数据来看，今年的房地产投资其实是依靠土地购置费支撑的，并不是靠工程投资，工程投资反而是下滑的，所以，对于建筑和建材行业来说，2018 年的需求表现并不好，这个从水泥产量的同口径数据下滑 10%左右，而浮法玻璃销量几乎没有增长可以证明。

图表4： 房地产土地购置费大幅增长



资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

图表5： 土地购置费在房地产投资中的占比持续上升



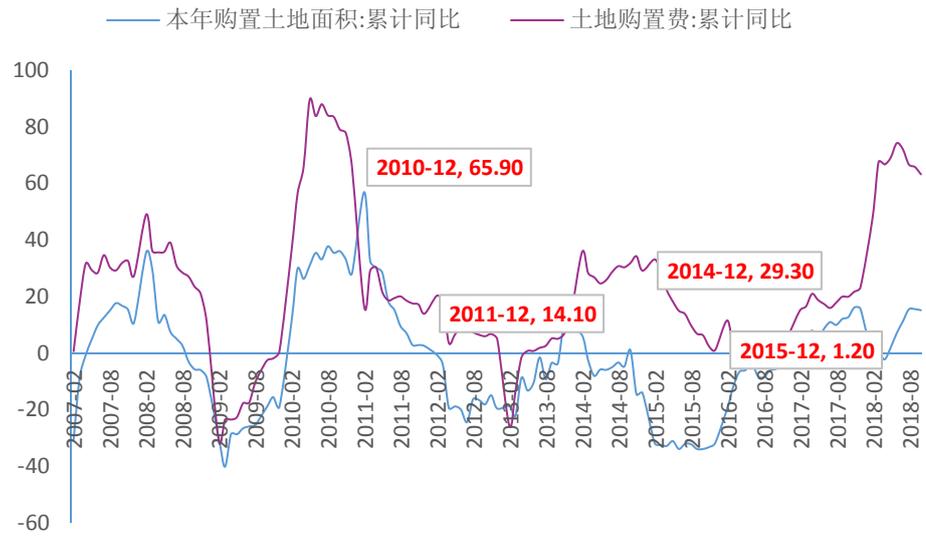
资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

房地产投资存在 4 年左右的土地库存周期

从 2008 年以来，房地产投资呈现出比较明显的 4 年左右的土地购置周期，这个与大部分房地产项目的开发周期相吻合，2009、2013、2017 年行业都出现了明显的土地补库存行为，土地的补库存基本只持续一年，而土地购置费滞后买地行为大约一年，土地购置费在高峰的第二年均会出现大幅回落，因此，明年土地购置费增速显著下滑是大概率事件，从幅度来看，10 年高峰后，11 年回落幅度大约在 50 个百分点，而 14 年土地补库存后，15 年回落幅度大约 29 个百分点，我们判断 18 年全年土地购置费增速大致在 50%-60%之间，根据历史上土地补库存周期第二年的情况来看，我们判断 2019 土地购置费增速在 0-10%左右。



图表6：商品房销售额和销售面积增速持续下行



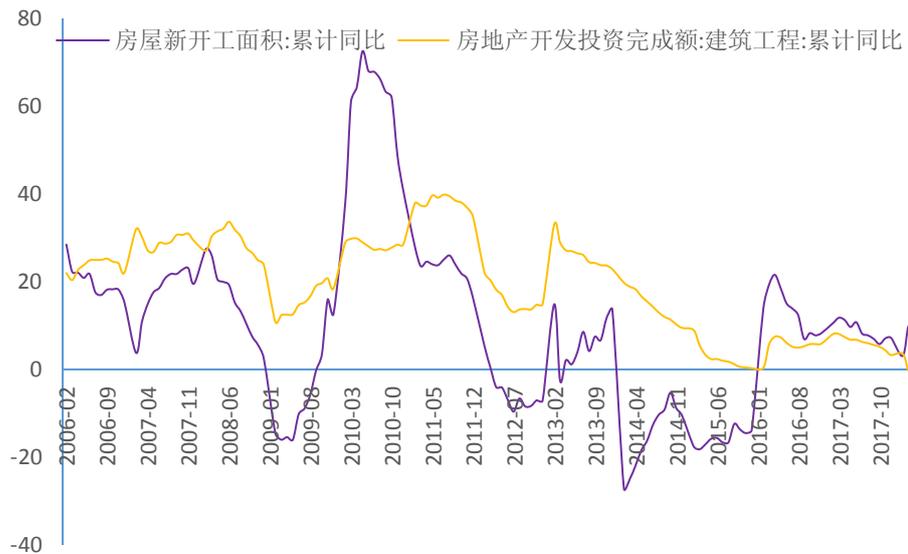
资料来源: Wind, 联讯证券

19 年地产投资增速将下行，但对于建筑行业来说需求并不太可能会崩塌

在分析过房地产投资的结构和土地库存周期后，对于 2019 年房地产投资的增速趋势已经非常清晰，土地购置费增速将大幅下降从而拖累房地产投资增速下行。

而从建安工程投资增速来看，明年存在较大不确定性，事实上，今年以来建安工程投资持续负增长已经是历史上从未出现过的情形，在市场的普遍看法中，目前房地产开发商采取了加快周转的方式，这也被作为今年钢铁等行业需求较好的证据，实际上，由建安工程投资数据今年负增长，而水泥的全口径产量数据下滑了 10%。

图表7：新开工和房地产建安投资出现显著背离



资料来源: Wind, 联讯证券

那应该如何解释这种现象呢，我们草根调研和观察数据给出这样的解释：房地产建安工程投资负增长有统计方法的原因（从形象进度法变为财务支出法，考虑作为甲方的



强势和行业普遍的垫资行为，因此今年建安投资数据有一定程度低估），但除此之外，我们认为开工周转提速但是交房周期拉长，建设进度在变慢，今年房地产的开发确实存在加速开工的现象，但是以达到预售或者拿到银行贷款为节点，显然开放商在加速开工的同时，显著放缓了预售节点以后的建设节奏，也意味着拉长了交房周期。

在这样的情况下，明年房地产的建安投资增速将存在较大的不确定性，尽管理论上明年存在反弹的基础和可能，但在销售不能见到明显好转的情形下，建安投资增速不太可能大幅上行，这是目前可以确定的。

当然，由于今年已经负增长，明年在一个较低的基数上大幅下行的可能性不大，因此，我们认为明年房地产建安工程投资增速可能在-5%-5%之间运行。这意味这来自地产的真实需求明年也不太可能出现崩塌。

基于以上分析，我们对 2019 年的房地产投资增速做情景分析，情景分析的结果显示 19 年房地产投资增速悲观情况为-3.4%，中性预测 1.7%，乐观情况是 6.7%，事实上，考虑目前为止房地产调控政策还没有放松，货币政策也还有调整空间，我们判断明年房地产投资阶段性负增长并非没有可能，而如果政策有变化，全年可能较大概率保持 2-6%的正增长。

图表8：对于 2019 年房地产投资增速的情景分析

构成	占比%	增速%		
		乐观	中性	悲观
房地产建安工程投资	60	5	0	-5
土地购置费	33	10	5	0
其它	7	5	0	-5
2019 年房地产投资预期增速 (%)		6.65	1.65	-3.35

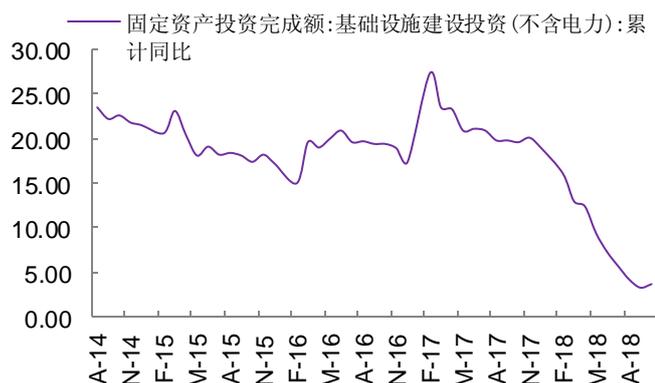
资料来源：联讯证券

2019 年基建投资展望：基建投资增速有较大向上弹性

18 年基建投资快速下行，10 月出现见底迹象

2018 年在降杠杆和 PPP 清理整顿的背景下，基建投资增速快速下行，基建投资增速下行拖累整个固定资产投资增速表现不佳，7 月份后，政策开始出现转向，但由于政策落地需要时间，基建最终在 10 月开始出现企稳迹象。

图表9：房地产投资增速超表现较强韧性（亿元）



图表10：房地产新开工面积增速复苏明显



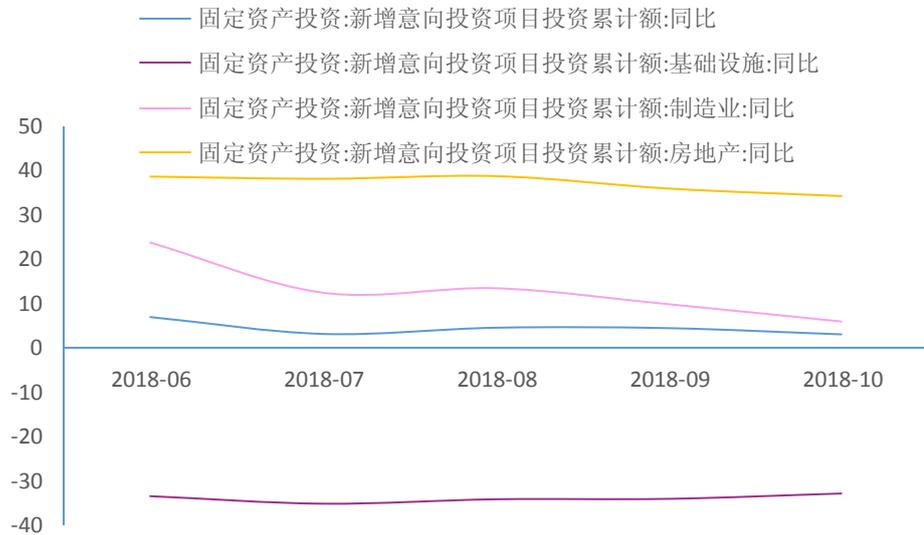


资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

众所周知,今年基建投资主要受资金端的约束,尤其是资管新规之后,作为基建投资资金重要来源的非标受影响巨大,持续抽血造成投资资金匮乏,在建项目停工缓建,新建项目难以启动。

图表11: 固定资产投资中新增意向投资项目投资累计额



资料来源: Wind, 联讯证券

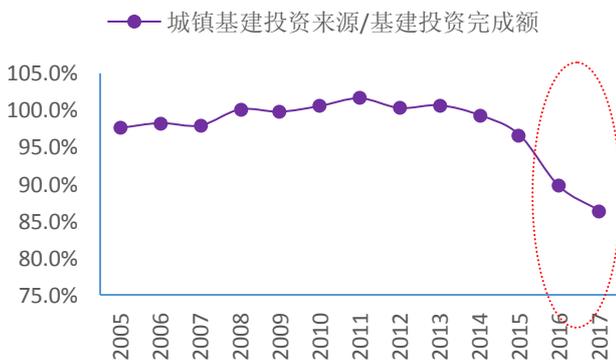
我们认为在目前政策背景下,由于表外融资的收缩将长期化,而对地方政府官员任期内债务进行终身追责,多方因素下,基建投资增速将持续受基建投资资金来源约束。

我们在 8 月份的深度报告《论基建产业链的空间机会》中建立了从资金来源拆解角度分析基建投资增速的研究框架,我们沿用这一框架对 2018 年全年的基建投资增速做一个预测并分析 2019 年基建投资增速

基建投资资金来源拆解

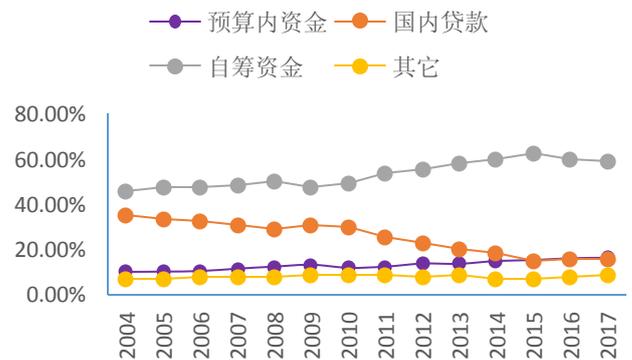
按照统计局的口径,固定资产投资的来源可分为五大类,分别是国家预算资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金。

图表12: 城镇基建投资资金来源/基础设施建设投资



资料来源: Wind, 联讯证券研究院整理

图表13: 城镇基建投资资金来源构成 (%)



资料来源: Wind, 联讯证券研究院整理



统计局每年按行业公布城镇固定资产投资资金来源，我们用电力热力和水、交运仓储邮政、水利环境和公用设施三个行业资金来源之和作为城镇基础设施建设的资金来源，从历史上来看，三个行业资金来源之和在基础设施建设中的占比一直保持在 90%以上，近两年出现快速下降，我们判断主要因为农村基建近两年投资加大，增速较高占比持续提升，我们假设城镇基建投资资金来源的占比与全国基建投资各项资金来源占比基本一致，则可通过城镇基建投资资金来源拆分计算全国的情况。

从 2017 年的资金来源状况看，预算内投资占比提升至 16.1%，而自筹资金占比下降至 58.6%，其它资金占比提升至 8.1%。

我们对自筹资金里面的分项资金来源做了估算，主要包括政府性基金支出、城投债、PPP 以及非标等，目前没有自筹资金来源的权威统计，我们大致做一个拆解和估算 2017 年政府性基金收入约 6.1 万亿，普遍认为大约 40%投入到基建，则贡献约 2.5 万亿，占基建投资资金来源约 16%；

PPP 截止 2017 年落地项目累计投资额约 4.6 万亿，当年新增落地项目 2.6 万亿，我们按照 2.5 年建设周期计算，则当年落地项目实际完成投资=当年落地项目总投资*0.5*0.4，存量项目完成投资=存量项目总投资*0.4，则 PPP 贡献约 1.4 万亿，占基建投资资金来源约 9%；

2017 年新增城投债约 0.47 万亿，占基建投资资金来源约 3%；

非标部分，我们简化按照社融投资中委托贷款和信托贷款增加额测算，根据草根调研信息，非标资金大约 60%流向基建，则 2017 年贡献约 1.8 万亿，占基建投资资金 12%；

基于 2017 年的资金来源构成，以及 2018 年已经披露的数据，我们可以相对靠谱的对 2018 年全年基建投资增速做一个预测。

预计 2018 年广义基建增速约为 1.6%，2019 年广义基建增速约为 7.8%

实际上，2018 年的基建投资资金来源增量将主要来自预算内投资和贷款，自筹资金部分受资管新规影响，应该是下降的。

而预算内投资和国内贷款能提供的增量有限，即使二者仍保持两位数的增长，也难以在自筹资金大幅下降的基础上实现基建投资的大幅增长，所以 2018 年我们看到基建投资增速持续下行。

在我们中性的假设下，2018 年传统口径基建投资增速大约落在 1.6%附近，考虑新口径比传统口径增速高出大约 3 个百分点，则中性预期下，2018 年新口径的基建投资增速可能落在 4.6%左右。

图表14： 2018-2019 年基建投资增速预测

	资金来源占比	金额（万亿）				2019E					
		2017		2018E	悲观		中性		乐观		
	占比	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	
基建完成投资		17.30	1.6%	17.57	5.0%	18.46	7.8%	18.95	10.1%	19.35	
城镇基建投资资金来源/基建投资完成额	86%	14.95	1.1%	15.11	5.0%	15.88	7.8%	16.29	10.1%	16.64	
预算内资金	16%	2.40		2.64	4.3%	2.76	5.2%	2.78	6.0%	2.80	



		资金来源占比	金额 (万亿)				2019E				
国内贷款		16%	2.34	18.0%	2.76	8.0%	2.98	9.0%	3.01	10.0%	3.04
其它		8%	1.45	18.0%	1.71	4.0%	1.78	5.0%	1.80	6.0%	1.81
自筹资金		59%	8.76		8.00	4.5%	8.36	8.9%	8.71	12.4%	8.99
其中											
1	政府性基金	16%	2.46	40.0%	3.44	-15.0%	2.93	-10.0%	3.10	-5.0%	3.27
2	PPP	9%	1.40		2.09	9.8%	2.30	14.5%	2.40	15.8%	2.42
3	城投债	3%	0.47		0.20		0.20		0.20		0.20
4	非标	12%	1.82		-1.26		-1.02		-0.96		-0.90
	委托贷款		0.47		-0.42		-0.36		-0.33		-0.30
	信托贷款		1.36		-0.84		-0.66		-0.63		-0.60
5	专项债	5%	0.80	68.8%	1.35	22.2%	1.65	0.0%	1.65	0.0%	1.65
6	其它	18%	1.81	20.0%	2.17	6.0%	2.30	7.0%	2.32	8.0%	2.34

资料来源：联讯证券

那么对于 2019 年的基建投资增速该如何判断？我们认为对地方政府的债务约束及融资手段如果没有进一步放松，则从现有的资金来源的分析框架来看，2019 年基建投资增速也并不需要太过悲观，主要原因在于：

由于非标的抽血效应已经在 2018 年充分体现，考虑目前社融中，非标融资虽然继续负增长，但是幅度在收窄，预计 2019 年非标的抽血情况不会比 2018 年更差，因此，在实际仍然抽血的测算下，对 19 年增速形成正贡献；

在我们的中性预期下，2019 传统口径基建投资增速大约在 7.8%左右，新口径则落在 10.5%左右，而如果政策放松，地方政府融资松动，则新口径基建投资增速可能上冲到 13%左右。

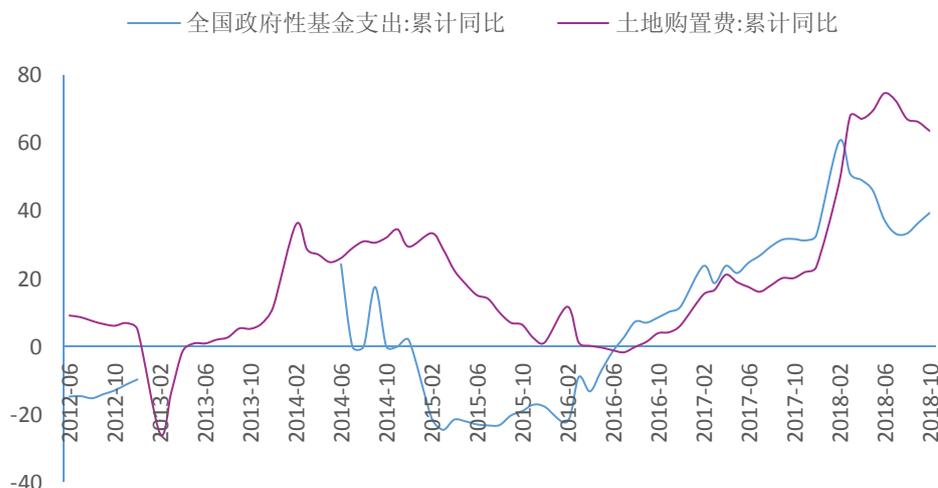
19 年基建投资资金来源中负面变量可能来自政府性基金

当然，19 年基建投资增速也存在负面变数，这就在于自筹资金中的政府性基金：

自筹资金中，政府性基金在 2019 年可能难以保持高增长，政府性基金在 2018 年是快速增长的，根据 2018 年的预算报告，年初对政府性基金的支出大约是 6.42 万亿，较 2017 年实际支出增长约 5%，然而实际上，由于 2018 年土地购置费大幅增长（政府性基金主要来自于土地出让收入），实际上 2018 年的政府性基金支出增长了 40%，显著高于 2018 年初的预算，这也是今年自筹资金没有掉得太快的重要原因，但是 2019 年我们认为政府性基金做为资金来源大概率要负增长，主要还是 2018 年土地成交面积持续下降。



图表15: 政府性基金支出主要受土地购置费影响



资料来源: Wind, 联讯证券

而根据我们前面对房地产的分析,2019年土地购置费的增速将大幅下滑,受制于此,我们判断政府性基金支出的增速将很难保持2018年的增长,可能也将面临一定程度下滑。

2019年固定资产投资增速展望:中性情景下大约在5.7%

我们对2019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1.65%,基建投资增速大约在7.8%,制造业投资增速8%,则由此测算的2019年固定资产投资增速大约为5.7%。

图表16: 2019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	-3.35	5.0	7	3	
中性	1.65	7.8	8	4	
乐观	6.65	10.1	9	5	
权重	18.2	25.8	31.7	24.3	
对FAI增速贡献					
悲观	(0.6)	1.2	2.2	0.8	3.5
中性	0.3	1.9	2.5	1.0	5.7
乐观	1.3	2.4	2.8	1.3	7.8

资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

预计2019年行业产值增速大约为6.7%

2018年行业增速放缓,新签合同增速亦有所放缓

截至2018年3季度,建筑业总产值增速为9.4%,较2017年全年10.5%的增速有所回落,行业增速回落主要受固定资产投资增速回落影响。实际上,在今年基建投资增速大



幅下滑的背景下，行业仍然保持较快增长，已经超预期。

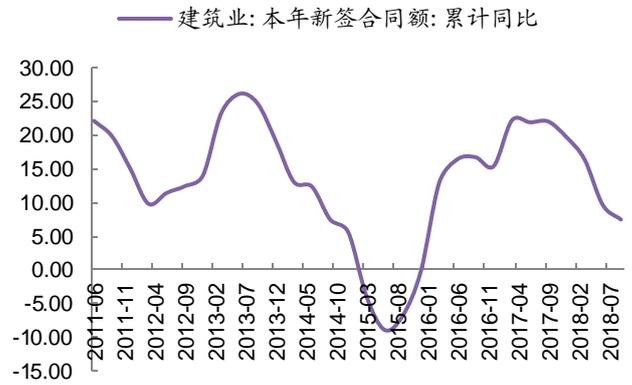
建筑业新签合同额增速在17年持续回升后，在18年逐季回落。18年3季度增速为7.5%，作为前瞻指标，新订单增速回落预示明年行业增速有进一步回落压力。

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 (%)

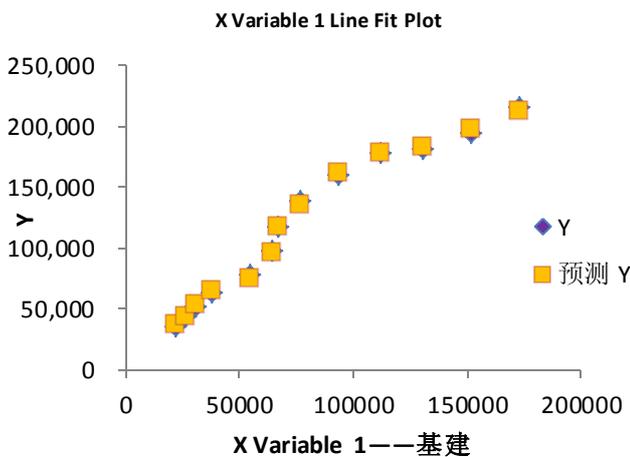


资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

中性情景下预计全年行业总产值增速为 6.7%，较 18 年有所回落

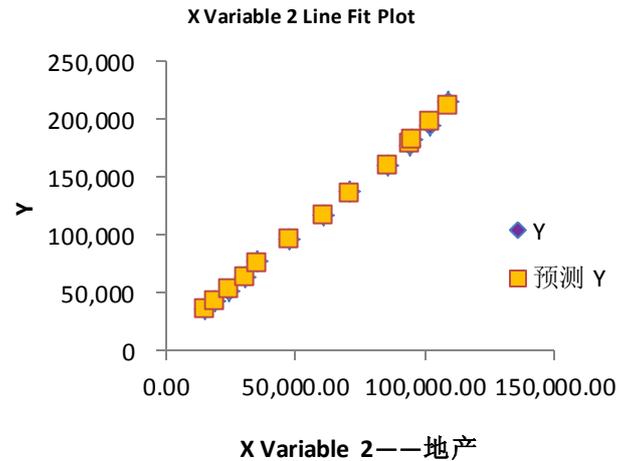
过往我们用固定资产投资额和建筑业总产值之间的线性关系来对行业增速做预测，尽管解释度很高，但在一阶导数后偏离度较大，我们判断主要因为整个固定资产投资增速对行业拉动作用持续下行，考虑行业需求主要来自于房地产和基建投资，我们在对行业总产值的增速预测做了调整，以房地产投资和基建投资作为因变量，以行业产值作为自变量进行多元回归。

图表19: 建筑业总产值与基建投资的拟合图



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

图表20: 建筑业总产值与地产投资的拟合图



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



回归统计	
Multiple R	0.999573
R Square	0.999147
Adjusted R Square	0.998976
标准误差	2002.112
观测值	13

资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

回归分析的结果来看, 我们可以得出计算公式: 当年建筑业总产值 = 6564.695 + 0.1787 * 当年基建投资完成额 + 1.5863 * 当年房地产投资完成额

根据回归得出的模型, 我们根据前文对房地产投资和基建投资的分析, 可以计算出 2018 年建筑业总产值约为 22.87 万亿, 增速约为 6.9%, 而 2019 年我们依据前面对房地产投资和基建投资增速的情景分析, 可以计算出悲观情况下, 行业总产值大约为 23.72 万亿, 对应的增速为 3.7%, 而中性情景下, 对应的行业产值增速约为 6.7%, 乐观下, 行业增速可能回升到 9.3%。

总体来看, 预测结果显示, 明年行业增速并不悲观, 大概率呈现小幅下行的态势, 主要还在于明年基建投资将企稳回升, 而房地产投资虽有所回落, 但建安投资增速并不会恶化。

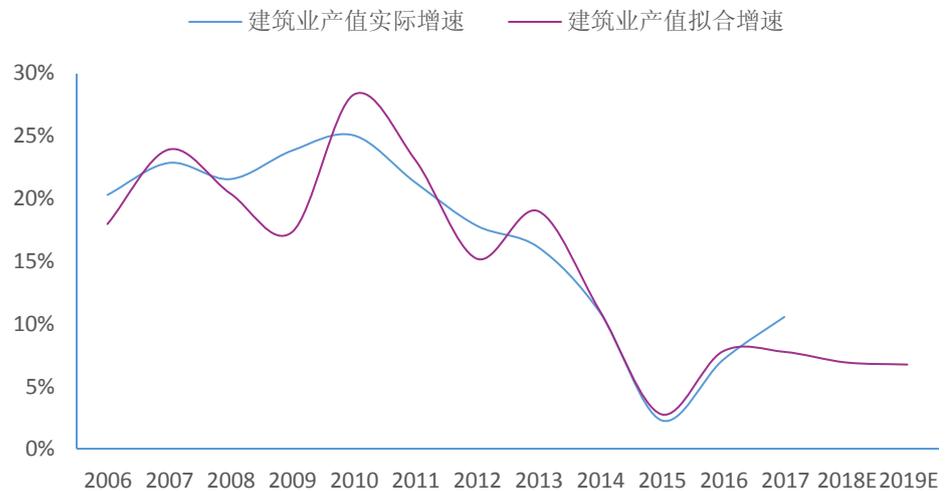
图表 22: 2018 年和 2019 年行业总产值增速测算 (亿元)

		基建投资	房地产投资	建筑业总产值	建筑业总产值增速
2017		173085.26	109798.53	213943.56	10.53%
2018E		175854.62	120229.39	228709.80	6.90%
	悲观	169963.49	126240.86	237193.05	3.71%
2019E	中性	178756.23	129607.28	244104.46	6.73%
	乐观	187548.96	132372.56	250062.28	9.34%

资料来源: wind, 联讯证券

从历史数据回测来看, 拟合度较高, 虽然有一定的偏差, 但方向和拐点基本没有太大问题。

图表 23: 用回归公式回测历史增速



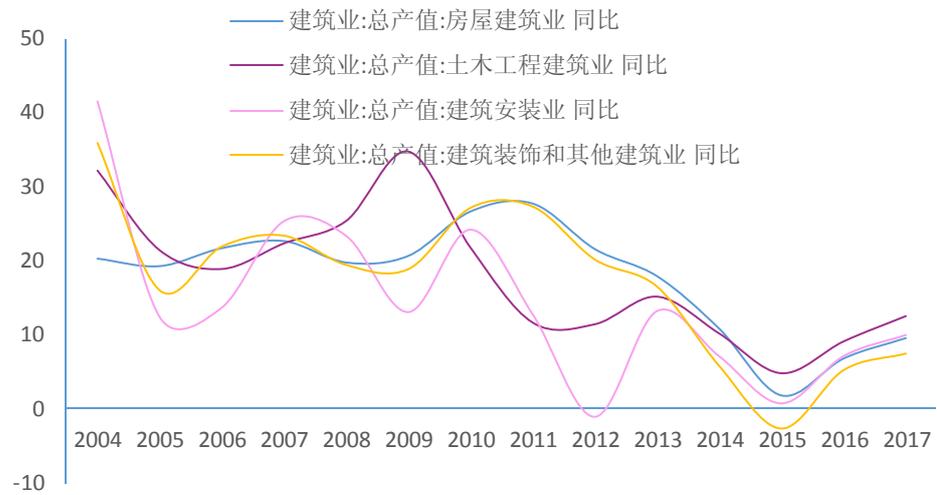


资料来源: Wind, 联讯证券

对 2019 年细分行业的增速判断: 基建>房建>装饰

从行业的发展成熟度来看, 整个建筑工程行业 2010 年增速见顶之后各个新领域增速均出现了下降, 由于基建(土木工程建筑业)的逆周期特征我们看到, 其在经济不景气期间, 增速明显好于房建, 整体上, 行业高速增长期已经过去, 始于 2015 年的本轮反弹高点也基本在 18 年一季度探明, 综合前面对房地产投资和基建投资的判断, 2019 年三大细分领域的增速, 我们认为基建>房建>装饰。

图表24: 建筑业细分领域增速



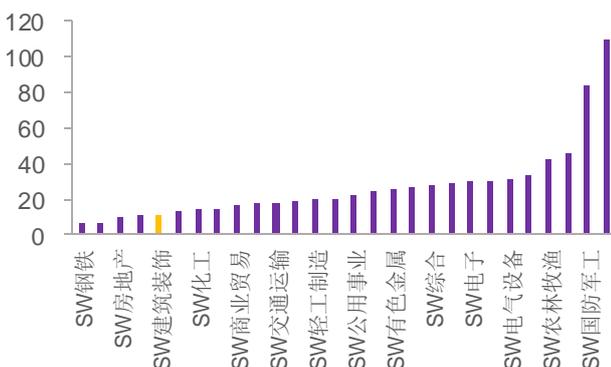
资料来源: Wind, 联讯证券

板块估值水平处于历史低位, 超额收益主要来源于政策驱动

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 股按照整体法计算的 TTM 市盈率大约为 14.1x, 沪深 300 约为 10.8x, 建筑装饰行业 10.7x 的估值水平低于全部 A 股和沪深 300 的水平。

图表25: 市盈率对比 (TTM, 整体法)



图表26: 市盈率对比 (TTM, 中值)



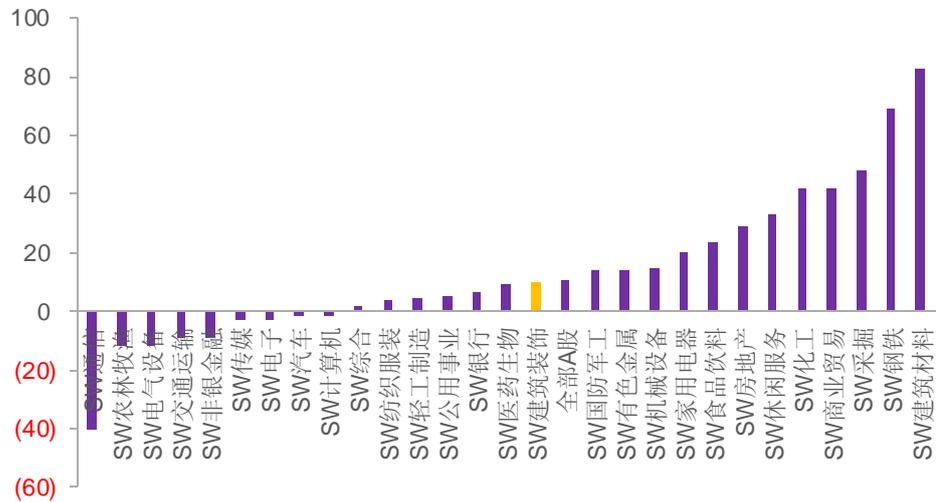


资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

从行业净利润的增速看, 2018年3季度板块净利润增速约为9.9%, 略低于全部A股10.4%, 和沪深300指数的10.3%。

图表27: 3Q18申万一级行业利润增速排名

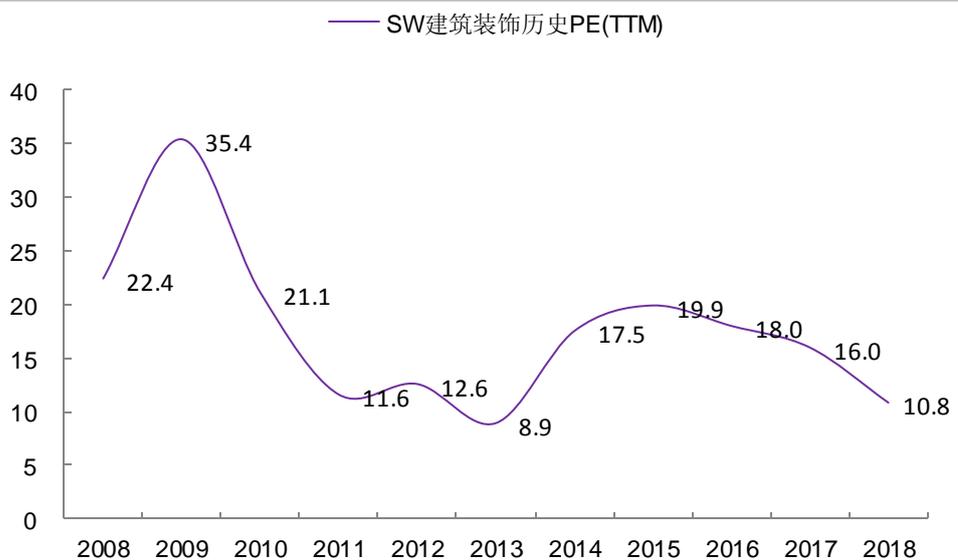


资料来源: Wind, 联讯证券

纵向来看, 板块目前估值与历史底部已经非常接近

纵向来看, 板块估值水平较历史底部已经非常接近, 2013年板块估值最低时PE约为8.9x, 目前10.8x的估值水平已经非常接近历史底部。

图表28: 板块历史估值



资料来源: Wind、联讯证券

从细分行业来看, 设计、园林等处于历史估值底部

从细分领域来看, 除基建、房建和专业工程外。近三年来各细分领域估值中枢普遍



下移，且均位于历史底部，其中设计、园林、钢结构公司估值下降较快，主要还是因为此三个领域行业景气度较高，业绩在近两年出现大幅增长。

图表29：各个细分板块历史估值对比（匹配规则：TTM）

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
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	29.57	47.93	25.36	23.18	10.70	9.05	30.34	17.50
2018/12/04	17.10	30.18	15.76	15.48	8.77	7.85	16.94	10.60

资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

行业超额收益主要来自估值的提升

从板块历史表现来看，超额收益主要还是来自于政策驱动，我们统计了 2007 年至今 48 个季度中板块相对于沪深 300 指数的表现，其中 22 个季度板块相对于沪深 300 有相对收益，在 48 个季度中占比约为 45.8%，其中连续两个季度跑赢指数的时间有 6 次，包括 4Q07-4Q08，3Q10-4Q10，2Q12-4Q12，3Q14-2Q15，3Q16-4Q17，以及 3Q18-今，从 6 次超额收益的机会来看，均是政策面，尤其是积极的基建政策带来机会。

图表30：07 年以来板块有超额收益的时间

时间	超额收益	时间	超额收益
Dec-18	2.59%	Sep-12	0.90%
Sep-18	0.95%	Jun-12	6.14%
Mar-17	2.19%	Dec-10	9.33%
Dec-16	12.68%	Sep-10	8.36%
Sep-16	5.99%	Mar-10	5.36%
Jun-15	0.48%	Dec-08	20.18%
Mar-15	14.11%	Sep-08	8.31%
Dec-14	17.34%	Jun-08	6.91%
Sep-14	10.53%	Mar-08	2.93%
Dec-13	1.79%	Dec-07	7.51%
Dec-12	5.18%	Mar-07	18.83%

资料来源：wind，联讯证券

图表31：6 次半年以上超额收益机会的政策驱动力量及表现个股

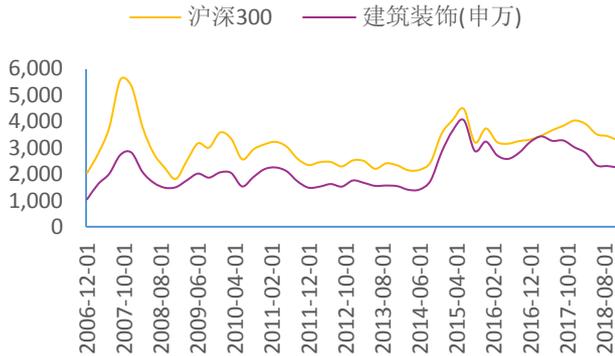
	政策	期间表现最好个股
4Q07-4Q08	金融海啸、四万亿	铁建
3Q10-4Q10	水利大发展	葛洲坝、粤水电、安徽水利
2Q12-4Q12	稳增长、上调铁路投资计划	两铁



	政策	期间表现最好个股
3Q14-2Q15	一带一路, 国改	中国交建、两铁、中国电建等
3Q16-1Q17	PPP, 一带一路	葛洲坝、中国交建、中国建筑
3Q18-今	稳增长补短板	中国铁建、中国交建等

资料来源: 联讯证券

图32: 07年以来板块和指数走势对比



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

图33: 板块相对于沪深300的超额收益



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

投资建议: 上半年超配基建, 积极关注地产链阶段性机会

2010年以后, 随着房地产投资增速的见顶, 行业告别高增长阶段, 此后超额收益的机会主要来自于政策利好对估值的提升, 而政策的着眼点往往是基建链, 因此基建表现出更多更好超额收益机会, 而房建链相对消沉。

我们在2018年7月政策转向后将板块评级上调至增持, 我们判断至少到明年上半年, 基于目前的政策环境和经济情况, 基建补短板依然是托底经济的重要手段, 板块大概率相对于指数依然有超额收益, 因此我们维持“增持”的投资评级。

从投资主线来看, 基建是我们推荐的首选, 而房建不排除有阶段性机会, 尤其是房地产政策可能从短期调控向长效机制转变, 我们认为房建链上的企业也可能将迎来阶段性估值修复的机会。

基建稳增长补短板是明年上半年政策主基调, 依然是推荐首选

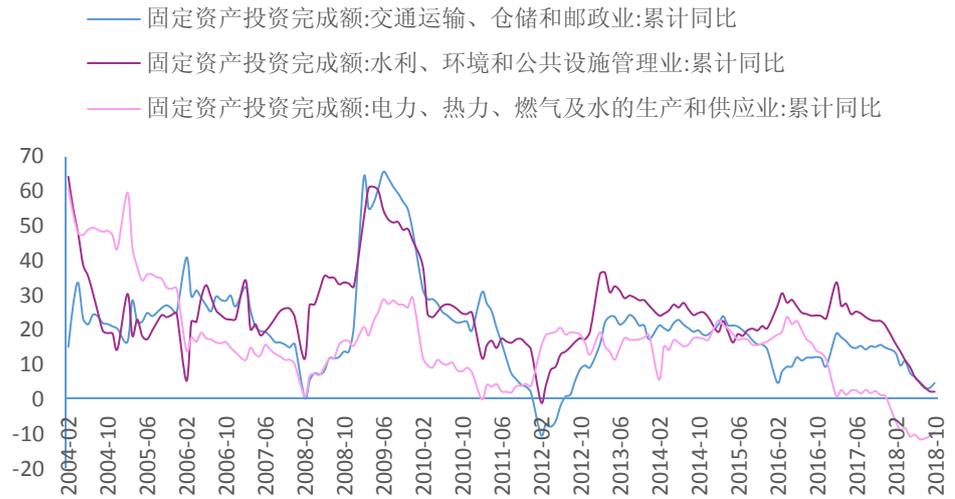
由于行业需求主要来自于基建链和地产链, 根据我们前面对行业的分析, 明年应该可以看到基建投资增速的复苏, 而地产投资产业链来看, 虽然地产投资面临下行压力, 但主要是土地购置费拖累, 考虑新开工和施工情况, 实际来自地产的需求并不会明显变差。

考虑明年上半年经济下行压力较大, 我们认为基建在托底经济上可能将发挥更重要作用, 政策面偏暖的局面不会改变, 因此基建产业链依然有超额收益机会

从广义基建的三大方向来看, 交运仓储和邮政业今年增速下滑幅度较小, 水利环境和公共设施业今年增速下滑幅度较大, 电力热力和水的生产则持续负增长;



图表34： 广义基建三大细分领域增速

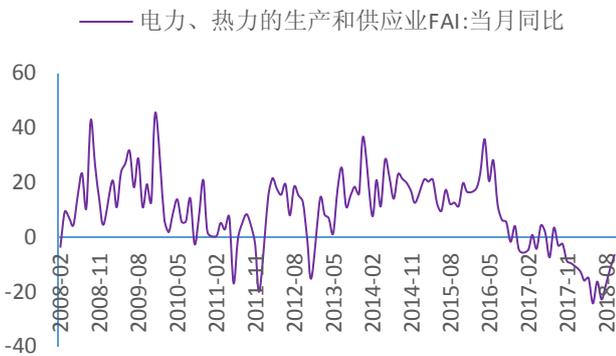


资料来源：Wind，联讯证券

本轮基建复苏主要围绕补短板领域

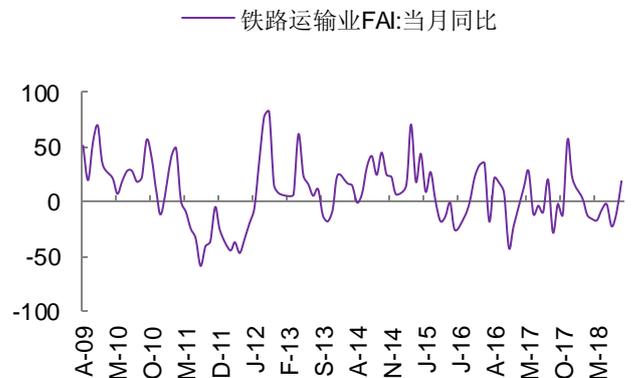
7 月份政策开始转向，数字上的明显好转在 9 月份，，我们看到广义基建的投资增速当月值在 9 月份开始出现掉头迹象，但与过去不同的是，本次基建投资表现出明显的结构性特征，与政策基建“补短板”的导向相呼应。

图表35： 电力热力和水 FAI 增速快速回升



资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

图表36： 铁路投资增速快速回正

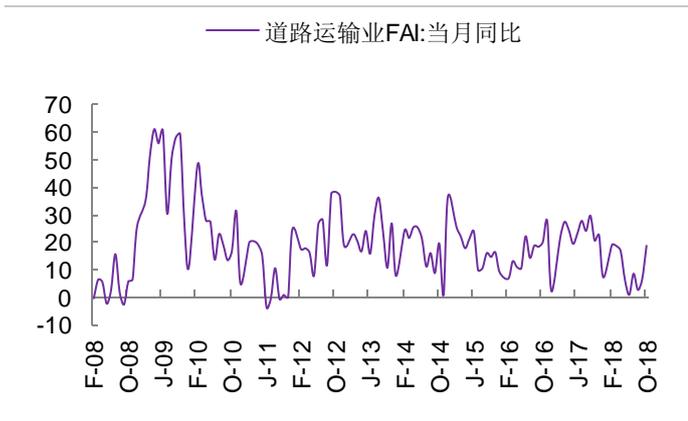


资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

从数据来看，9 月份以来，边际改善最明显的几个领域包括电力热力、铁路、道路、水利和生态环境 5 个。其中增速最高的是生态与环境，单月增长超过 50%，其次是铁路和道路，均回到 18%以上的增速，水利今年以来投资增速持续负增长，但 10 月份当月增速转正，电力投资虽未能转正，但负增长明显收窄。

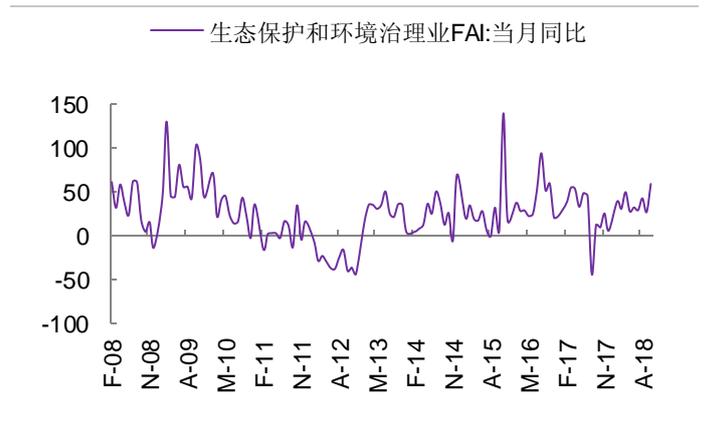


图表37: 道路运输投资增速回升



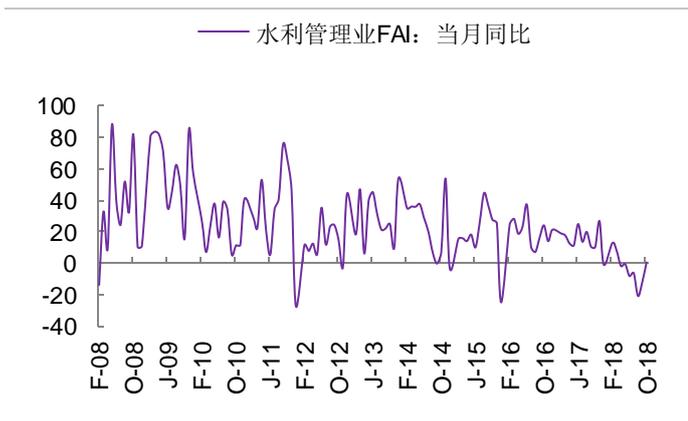
资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

图表38: 生态环保投资增速进一步回升



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

图表39: 水利投资增速转正



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

图表40: 基建三大细分领域投资增速当月表现



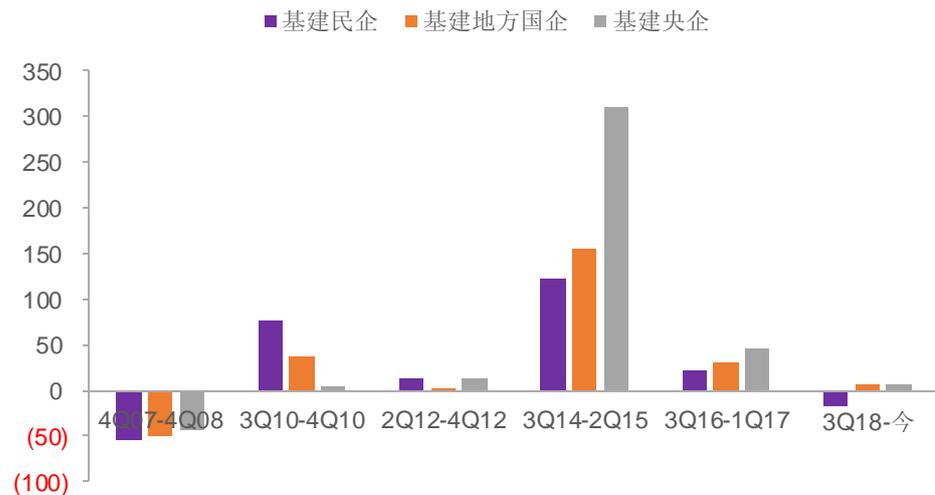
资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

从历史上来看，板块超额收益时间段内，基建央企表现最好

我们前文对 07 年以来板块超额收益的 6 次机会做了统计，在这里，我们将基建企业分成三大类：分别是基建央企（8 家），基建地方国企（家），基建民企（家），从三类企业的历史表现来看，在 6 次超额收益机会中，央企的表现明显好于民营企业，除 2010 年外，5 次超额收益机会中表现最好的均是央企，包括 2018 年三季度以来的表现，因此，央企依然是基建产业链的首选。



图表41： 从历史表现看，超额收益机会央企表现好于地方国企也民营企业



资料来源: Wind, 联讯证券

从个股的表现来看，6次超额收益中，区间涨跌幅最大的个股每次都有区别，但总体上，次数最多的是中国铁建，6次中有3次涨幅最大，其次是葛洲坝，有2次，中国中铁有1次

图表42： 6次超额收益机会中建筑央企个股的区间涨跌幅

	4Q07-4Q08	3Q10-4Q10	2Q12-4Q12	3Q14-2Q15	3Q16-1Q17	3Q18-今
中国铁建	-13.75	-3.77	51.39	251.10	34.61	33.81
中国交建			-1.12	396.83	71.13	6.10
中国中铁	-33.00	5.81	26.51	445.62	31.70	-2.58
中国中冶		-2.49	-11.37	337.82	40.11	-3.67
中国建筑		-2.56	30.98	199.96	72.74	8.79
中国电建			-6.61	330.89	38.79	-9.89
葛洲坝	-42.53	68.31	-22.23	218.75	103.78	-5.13
中国核建					-18.07	-5.98
平均	-29.76	21.76	25.09	311.56	46.85	2.68

资料来源: wind, 联讯证券

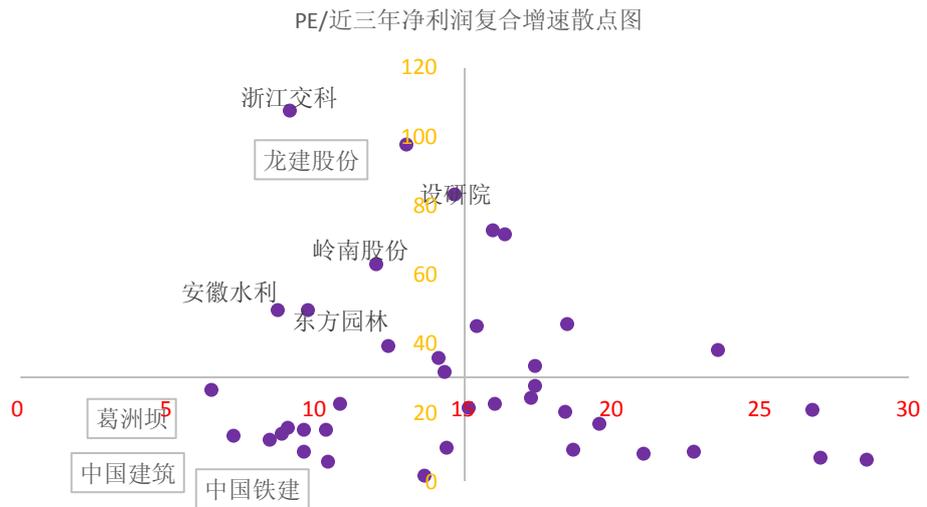
基建链条的成长性机会关注生态和设计

如果说建筑央企代表了基建产业链中的价值股，那除了建筑央企以外，在基建产业链中并不缺乏成长性品种，我们对板块内52家基建企业的PE和成长性做了统计，其中PE(TTM)低于30倍的公司共有39家，我们以PE为横坐标，3年净利润复合增速为纵坐标绘制散点图，以央企为代表的稳定增长低估值企业主要落在第三象限，而落在第二象限的则是基建链中成长股的代表，可以看出主要集中在两个领域：生态建设、设计。

从基建各个细分领域的成熟度来看，大部分已经处于低增长期，高增长期的领域主要是生态环境建设，在基建领域仍然是朝阳行业。



图表43: PE/近三年净利润复合增速散点图



资料来源: Wind, 联讯证券

设计行业虽然比较成熟,但国内设计公司过去受体制原因,大部分是区域型企业,大型综合型、跨区域设计企业较少,在16年开始大量上市后,有望借助资本市场力量实现区域和细分领域的扩张,并有望通过EPC模式实现规模的快速做大,因此,将表现出较好的成长性。

基于以上分析,基建产业链价值型我们重点推荐估值低综合实力强的中国铁建、中国交建、葛洲坝,成长型我们重点推荐苏交科、岭南股份

房建产业链——或有阶段性机会

房建产业链作为一个板块已经连续8个季度跑输指数

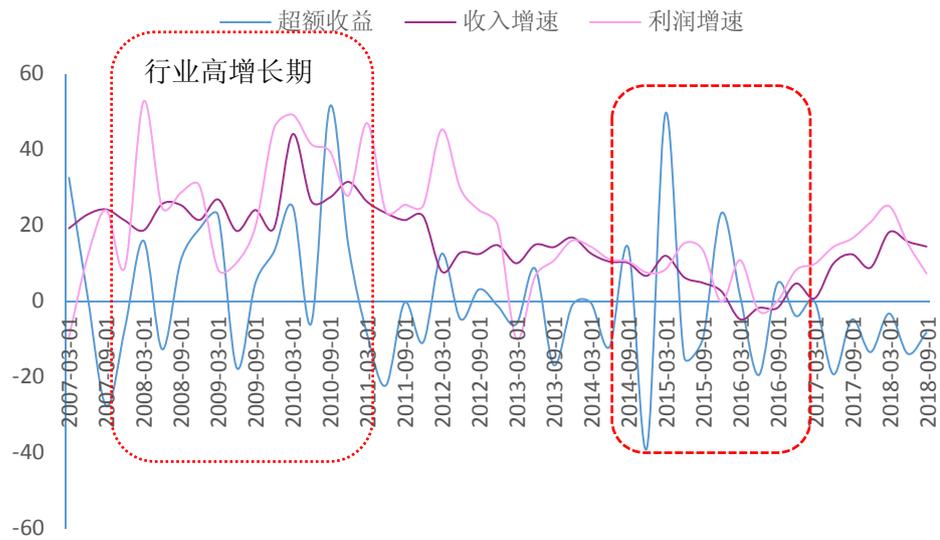
房建产业链一共46家上市公司,数量仅次于基建产业链,我们将板块内46家公司剔除中国建筑后作为一个整体,观察其历史股价表现,我们发现房建链条表现与基建链条迥然不同,2010年后,板块连续两个季度获得超额收益的机会仅有一次,2015年Q4-2016Q1。

纵观2007年以来,房建产业链超额收益密集的时期,基本集中在两个阶段,一是2010年以前,行业处于高速增长期,板块收入利润高增长,体现出较好的成长性,表现超越沪深300;2010年为分水岭,行业增速见顶之后,超额收益的机会更多集中在14-16年期间,伴随的是房地产调控政策放松已经业绩预期反转期间。

展望明年,房建产业链盈利增速面临下行压力,但是如果房地产调控政策出现阶段性松动,房地产销售见底,则板块估值压制因素有望好转,不排除房建产业链有阶段性机会,毕竟房建链条已经连续8个季度跑输沪深300指数,这在历史上也比较少见。



图表44： 2010年之后房建链条的超额收益机会更多来自预期扭转



资料来源：wind，联讯证券

装饰可能依然是地产链的首选

从表现最好的个股分布来看，在超额收益期间表现最好的 10 个股基本集中在装饰、钢结构、建筑智能化几个领域，其中金螳螂、弘高创意三次上榜，东易日盛、广田集团、洪涛股份、龙元建设、全筑股份均两次上榜。

图表45： 14-16 年房建产业链超额收益期间表现最好的前 10 个股

	3Q14		1Q15		4Q15	1Q16	
精工钢构	44.41	富煌钢构	152.79	方大集团	111.47	东易日盛	9.38
宏润建设	39.95	延华智能	151.75	东易日盛	97.78	宝鹰股份	1.42
广田集团	38.85	金螳螂	109.35	神州长城	96.80	神州长城	0.85
弘高创意	37.43	全筑股份	94.99	弘高创意	72.77	方大集团	(2.16)
金螳螂	36.79	洪涛股份	86.08	广田集团	68.30	弘高创意	(2.48)
龙元建设	29.81	龙元建设	84.16	瑞和股份	67.75	杭萧钢构	(3.09)
东南网架	29.38	中衡设计	80.75	全筑股份	63.43	江河集团	(5.87)
中化岩土	28.01	普邦股份	79.31	延华智能	53.47	金螳螂	(8.57)
洪涛股份	27.32	宝鹰股份	75.51	江河集团	51.56	柯利达	(9.74)
亚厦股份	25.31	精工钢构	67.33	东南网架	50.62	奇信股份	(11.40)

资料来源：wind，联讯证券

实际上，房建产业链中，按照建筑结构构成大致分为：建筑、机电、智能系统、装饰、园林几个部分，每个部分又包含（设计、采购（生产）、施工、养护几个环节）在建筑的施工领域，又有现浇和装配式之分，目前国内以现浇为主，代表性企业包括（中国建筑、上海建工），而钢结构目前主要用于大跨度建筑，以公共建筑为主，体量较小且模式较重，受钢材价格影响大，如果未来成为装配式建筑的主要发展方向，则还有一次成长机会；而机电安装目前没有专门的上市公司，智能系统普遍体量较小，且以系统集成成为主，设备主要靠外购，难以规模化，园林也有类似问题，所以地产园林公司都向市政和生态转型；而装饰装修是个大行业，仅此于建筑，毛利率好于土建，且目前受益于全装修房比例提升，行业未来还有发展机会。



由此，对于 2019 年房建产业链的投资机会，我们重点房建和基建龙头中国建筑，以及公装龙头金螳螂、家装龙头东易日盛；建议关注装配式建筑的发展情况。

重点推荐标的简析

中国铁建：估值低廉的综合性基建领域龙头

公司实力：中国铁建是中国乃至全球最具实力、最具规模的特大型综合建设集团之一，2018 年《财富》“世界 500 强企业”排名第 58 位、“全球 250 家最大承包商”排名第 3 位，2017 年“中国企业 500 强”排名第 14 位。

公司业务情况：公司业务涵盖工程承包、勘察设计咨询、房地产、投资服务、装备制造、物资物流、金融服务以及新兴产业。经营范围遍及包括台湾省在内的全国 32 个省、自治区、直辖市和香港、澳门特别行政区，以及世界 116 个国家。已经从以施工承包为主发展成为具有科研、规划、勘察、设计、施工、监理、维护、运营和投融资完整的行业产业链，具备了为业主提供一站式综合服务的能力。在高原铁路、高速铁路、高速公路、桥梁、隧道和城市轨道交通工程设计及建设领域确立了行业领先地位，

订单情况：公司 2018 年前三季度新签合同 8917 亿，同比增长 5.3%，其中工程合同 7306 亿，同比增长 2.9%；截止三季度末在手合同 2.68 万亿，同比增长 23.25%，是公司 2017 年收入的 3.9 倍，业绩稳定增长有保证；

盈利预测与估值：公司营业收入分别为 7350 亿元、7827 亿元，同比分别增加 7.9%、6.5%；归母净利润分别为 187 亿元、207 亿元、230 亿元，同比分别增加 16.5%、10.9%、10.8%。预计 2018 年-2020 年 EPS 分别为 1.38 元/股、1.53 元/股，对应的 PE 分别为 8/7x，按照最新净资产计算的 PB1.06 倍，估值依然偏低。

中国建筑：市场化程度最高、估值最低的建筑央企

公司实力：公司是世界最大的工程承包商，代表着中国房建领域的最高水平，位居 2018 年度《财富》世界 500 强第 23 位，《财富》中国 500 强第 3 位，全球品牌价值 500 强第 44 位，获得标普、穆迪、惠誉等国际三大评级机构信用评级 A 级，为全球建筑行业最高信用评级。

公司业务情况：公司的经营业绩遍布国内及海外一百多个国家和地区，业务布局涵盖投资开发（地产开发、建造融资、持有运营）、工程建设（房屋建筑、基础设施建设）、勘察设计、新业务（绿色建造、节能环保、电子商务）等板块。在我国，中国建筑投资建设了 90% 以上 300 米以上摩天大楼、3/4 重点机场、3/4 卫星发射基地、1/3 城市综合管廊、1/2 核电站，每 25 个中国人中就有一人使用中国建筑建造的房子。

订单情况：截止 2018 年 10 月，公司当年新签合同 1.82 万亿，同比增长 2.2%，其中房建合同 1.36 万亿，同比增长 12.9%，基建业务 4565 亿元，同比下滑 20.1%，房地产合约销售额 2456 亿元，同比增长 32.3%；截止 2018 年 Q3，公司待签合同 3.68 万亿，是公司 2017 年施工业务收入的 4.3 倍，业绩保障倍数高，持续增长动力强；

盈利预测与估值：我们预计公司 2018 年-2020 年，公司营业收入分别为 11469 亿元、12386 亿元，同比分别增加 8.8%；归母净利润分别为 362.7 亿元、400.2 亿元，同比分别增加 10.1%、10.3%。预计 2018 年-2020 年 EPS 分别为 0.86 元/股、0.95 元/股，对应的 PE 分别为 7/6x，估值依然低廉。



岭南股份：内生+外延双轮驱动快速增长

公司实力：岭南股份经过 20 年的耕耘，已发展成为集生态环境与园林建设、文化与旅游、投资与运营为一体的全国性集团化公司；在北京、上海、深圳、成都等城市设立了 30 多个分支机构，业务遍及 200 余个县市；市场覆盖率、签约金额、营业收入，均稳居行业前三。

公司业务：目前公司已经形成传统园林+水生态+文旅三大业务板块，尤其是自 2017 年下半年以来，公司顺应行业发展趋势，依托新港永豪资质优势及业务经验，大力发展水生态业务，在 2018 年取得优异成绩，在行业腥风血雨的情况下，成为行业内的业绩王，增速领跑同行。公司通过恒润切入文旅业务，为公司长期向 C 端转型打下良好基础。

订单情况：根据我们不完全统计，公司 2018 年重大合同签约额约为 120 亿，我们预计公司在手合同约 400 亿，是公司 2017 年收入的 8 倍，业绩增长基础良好。

盈利预测与估值：预计公司 2018 年- 2020 年收入分别至 98.4 亿元、127.7 亿元，同比分别增加 105.8%、29.9%；归母净利润分别为 8.73 亿元、11.78 亿元，同比分别增加 71.4%、34.9%，EPS 分别为 0.87、1.17 和 1.54 元，对应的 PE 分别为 11/8x，估值位于历史底部。

金螳螂：经营管理一流的公装龙头，家装业务迎来突破

公司实力：金螳螂是装饰行业首家上市公司，已连续 14 年蝉联“中国建筑装饰行业百强”第 1 名，累计荣获 91 项“鲁班奖”，320 项“全国建筑工程装饰奖”，被评为“中国上市公司百强”、“最受投资者尊重上市公司”，曾被美国《福布斯》杂志授予的“亚太最佳上市公司 50 强”。

公司业务：公装是公司的传统主业，是公司收入和利润的主要来源，2014 年后，为开拓新的增长点，公司开始进入家装领域，目前，在传统公装业务地位持续巩固的同时，公司家装业务也实现快算增长，目前已经拥有 172 家直营门店，今年已新增 38 家，已覆盖 110 个城市，一二线城市基本布局完成。家装业务在形成新增长点的同时有望显著改善公司现金流。

订单情况：公司 2018 年新签订单额 285 亿，同比增长 21.8%，其中主营业务装饰施工新签订单 268 亿，占比 94%；目前在手合同 553 亿，收入保障比约为 2.63 倍，在手订单充沛，业绩稳定增长有保证。

盈利预测与估值：预计公司 2018 年- 2020 年收入分别至 248 亿元、279 亿元，同比分别增加 18.1%、12.3%；归母净利润分别为 21.3 亿元、24.3 亿元，同比分别增加 11.0%、14.0%，EPS 分别为 0.81、0.92 元，对应的 PE 分别为 11/10x，估值位于历史底部；

东易日盛：稳健发展的家装龙头

公司地位：东易日盛成立于 1997 年，长期并坚定地致力于为精英阶层提供真正“高品质完整家居解决方案”、引领客户步入拥有先进生活方式的高品位家居生活。公司以“装饰美好空间，筑就幸福生活”为使命，以“成为最受尊敬的卓越的住宅装饰品牌运营商”为愿景，以“专业的整体家装解决方案供应商”为定位，努力成为中国最具规模的、最具品牌影响力的、专业领先的家装产业集团。公司是家装行业第一家上市企业也是品牌价值最强的公司。



业务情况：业务主要分为三大块：传统 A6，新业务速美，以及并购。A6 是公司业务的基石，目前 A6 门店已扩充到 162 家，较 2017 年底的 150 家新开 12 家，基本完成全国业务布局。

速美业务正在快速扩张，速美业务渠道模式为“以直营为主、服务商为辅”，截至目前开设直营门店超过 45 家，经评估筛选后服务商店 25 家。速美业务目前还在亏损期，但因为商业模式和产品打磨已经趋于成熟，放量仅是时间问题；

公司上市后持续进行行业整合，并购了集艾、欣邑东方、创域等公司，其中集艾设计发展良好，我们预计其 2018 年利润有望达到 1 亿，成为公司增长重要来源。

订单情况：公司 2018 年前三季度新签订订单 34 亿，同比增长 12.5%，其中主营业务家装新签订单 30 亿，占比 88%；截止三季度末已签约未完工订单 43 亿，同比增长 20.7%。

盈利预测与估值：我们预计公司 2018 年-2019 年，公司营业收入分别为 44.2 亿元、54.2 亿元，同比分别增加 22.3%、22.6%；归母净利润分别为 2.94 亿元、3.93 亿元，同比分别增加 34.9%、33.7%。预计 2018 年-2020 年 EPS 分别为 1.11 元/股、1.49 元/股，对应的 PE 分别为 15/11x；估值位于历史底部。

重点推荐标的盈利预测与估值

图表46：重点标的盈利预测与估值

代码	公司	股价	总市值	EPS				PE				PB
			亿元	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
601186	中国铁建	11.32	1495.52	1.18	1.38	1.53	1.69	9.57	8.20	7.40	6.70	1.07
601800	中国交建	11.90	1691.69	1.27	1.38	1.53	1.68	9.35	8.62	7.78	7.06	1.14
600068	葛洲坝	6.78	312.20	1.02	1.23	1.48	1.60	6.67	5.50	4.58	4.24	1.22
601668	中国建筑	5.94	2493.92	0.78	0.86	0.95	1.05	7.57	6.89	6.23	5.64	1.16
2717	岭南股份	9.21	92.90	0.50	0.87	1.17	1.54	18.24	10.59	7.87	5.98	2.24
300284	苏交科	11.10	89.86	0.57	0.71	0.87	1.08	19.37	15.63	12.72	10.25	2.24
2081	金螳螂	8.89	234.99	0.73	0.81	0.92	1.07	12.25	10.98	9.66	8.31	1.85
2713	东易日盛	16.50	43.34	0.83	1.11	1.49	1.93	19.92	14.86	11.07	8.55	4.10

资料来源：wind，联讯证券

风险提示

基建投资不达预期；

房地产投资增速大幅下滑；

政策出现方向性变动；



分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017年10月加入联讯证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

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