

施工周期边际上行，存量时代迎面而来

建筑装饰行业2019下半年投资策略

证券分析师：李峙屹 A0230517070004

研究支持：黄颖

2019.7.10



砥砺前行 · 申万宏源2019夏季策略会

Forge Ahead · SWS 2019 Summer Strategy Conference

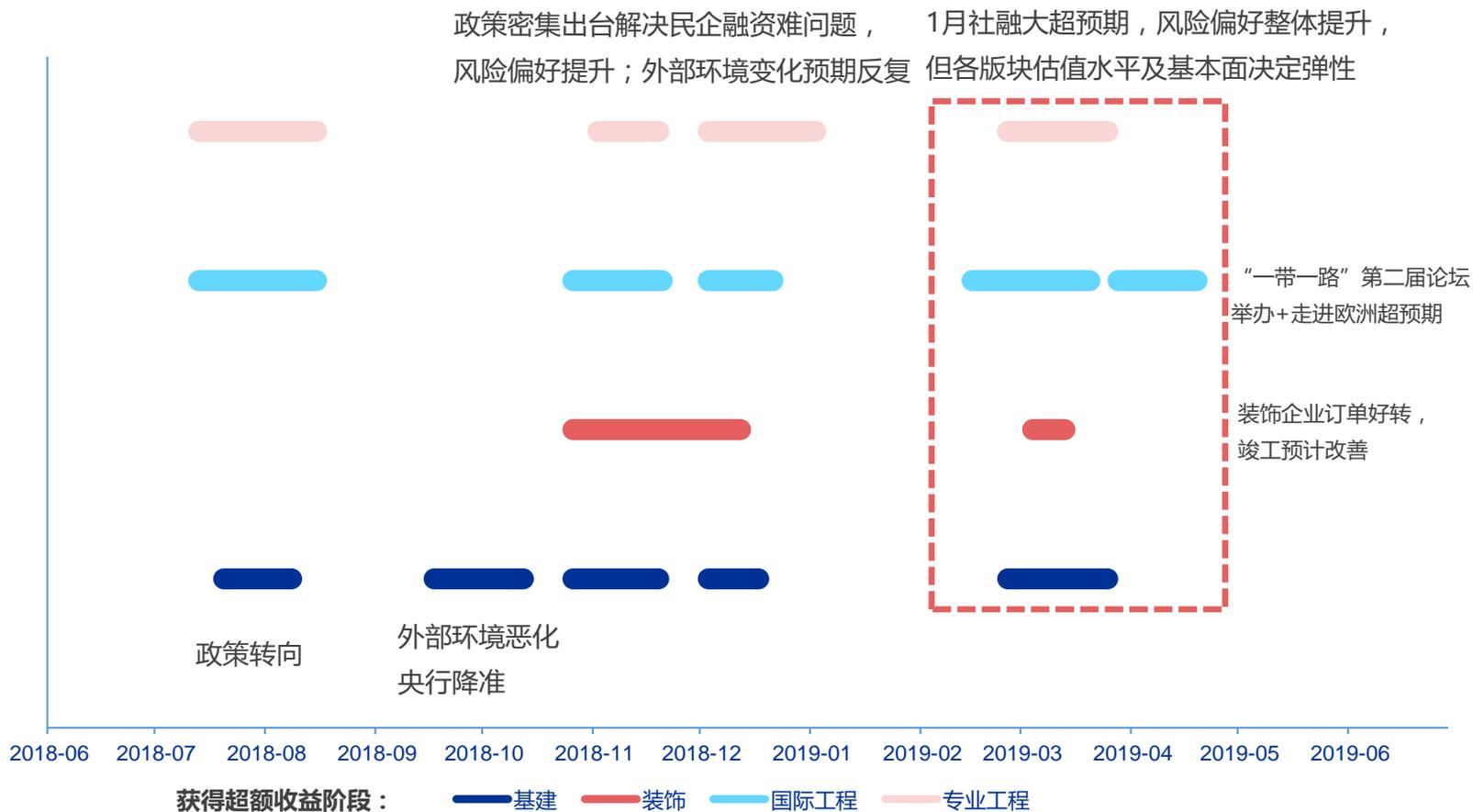
要点：施工周期边际上行，存量时代迎面而来

- **2019年上半年以总量的逻辑看建筑行业，没有相对收益符合预期。**四大业务板块中，基建只在政策预期发酵初始阶段获得超额收益，第二届“一带一路”峰会提供了国际工程板块获取超额收益窗口，除此之外整体行业表现较为疲软。**市场认为以基建投资为代表的总量数据低于预期，而我们认为在众多约束项下，行业缓慢复苏也有其必然性。**
- **展望下半年，我们认为地产施工的预期差最大，基建持续回升的确定性最强，**同时钢结构公司受益于需求改善成本下行也具有较大的利润弹性。**1) 地产在施环节景气度上行，行业建安投资加速。**合同交付是企业面临的硬约束，地产商拿地-新开工-预售-在施-竣工链条中，房企竣工情况受资金影响较大，但在施作为预售后的必要环节19年已出现明显改善，特别是在龙头集中的背景下房建企业需求端改善愈加明显，**看好施工环节受益的中国建筑、上海建工。****2) 基建逆周期调节力度加大，有望迎来后续数据验证：**预计专项债发行加快叠加银行表内信贷投放带动19年基建投资增速上行至8%，结构上**(1) 区域基建是今年布局的重点，**尤其是长三角经济发达区域，有数据验证、有主题催化，**推荐上海建工、华建集团、隧道股份；(2) 看好设计，**基建产业链前端设计类企业率先受益行业回暖，设计公司业绩增速确定，估值便宜，**推荐苏交科、中设集团；(3) 关注低估值大型基建央企，**中国建筑，中国中铁、中国交建等。
- **长期看，中国建筑行业已步入存量时代，**海外龙头企业的共同之处是通过强化管控能力、产业链延伸等方式实现盈利能力提升，中国建筑企业也将迎来供给侧改革提升效率的时代：**各子板块中拥有融资、管理优势的行业龙头，可获得集中度提升；行业扩张周期内具备资产负债表扩张能力，技术变革和国企改革提升效率的公司同样值得关注。**

主要内容

1. 政策预期带动板块估值上行，弱总量数据“低于”市场预期
2. 聚焦地产施工环节加速，龙头房企企业受益
3. 基建逆周期调节逐渐见效，看好长三角和民企
4. 存量时代的国际比较，龙头集中、效率提升是方向

■ 2018年6月至今建筑行业获得超额收益主要源于政策刺激基建、宽信用风险偏好提升：



资料来源:Wind，申万宏源研究

1.2 基建股价——预期改善下的估值提升

■ 基建超额收益：政策刺激或外部环境恶化下形成板块预期改善



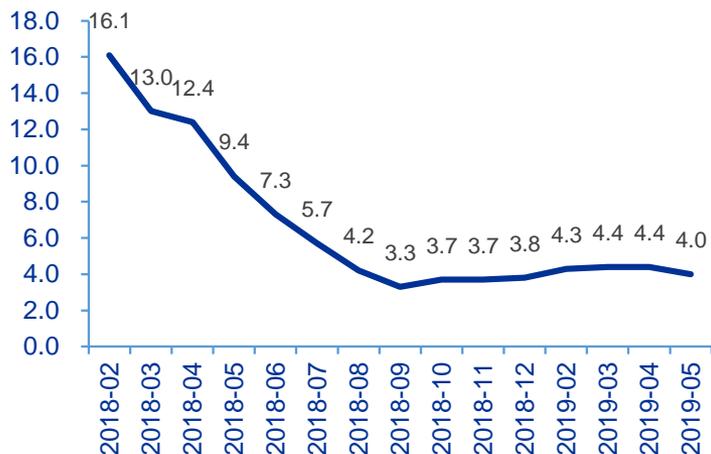
1.2.1 基建基本面——总量数据“低于”市场预期



■ 基建板块基本面改善相对弱势，低于预期：

- 基建投资增速（不含电力）自18年10月触底回升，但改善幅度较弱，政策刺激验证周期较长且效果一般；
- 本轮政策转向后，基建央企、国企率先改善，19Q1迎来业绩拐点，民企持续存在融资困境，基本面复苏缓慢。

基建投资增速（不含电力）弱势复苏（单位：%） 表1：2018Q4（单季）基建央企和国企收入增速改善，2019Q1（单季）基建民企收入增速改善



	17/12	18/3	18/6	18/9	18/12	同比变化	19/3	同比变化
生态园林	60.9	62.7	17.0	(6.7)	(22.1)	(83.0)	(25.9)	(88.6)
基建央企	8.1	12.3	7.0	4.0	12.5	4.4	12.1	(0.2)
基建国企	15.4	23.8	11.3	10.6	21.1	5.7	36.6	12.8
基建民企	6.4	30.7	10.7	16.9	4.5	(1.9)	12.3	(18.3)
设计咨询	19.9	28.8	39.7	19.8	13.2	(6.6)	11.8	(17.0)

资料来源：Wind，申万宏源研究

表2：2019Q1基建板块（除园林外）净利润增速迎来拐点（%）

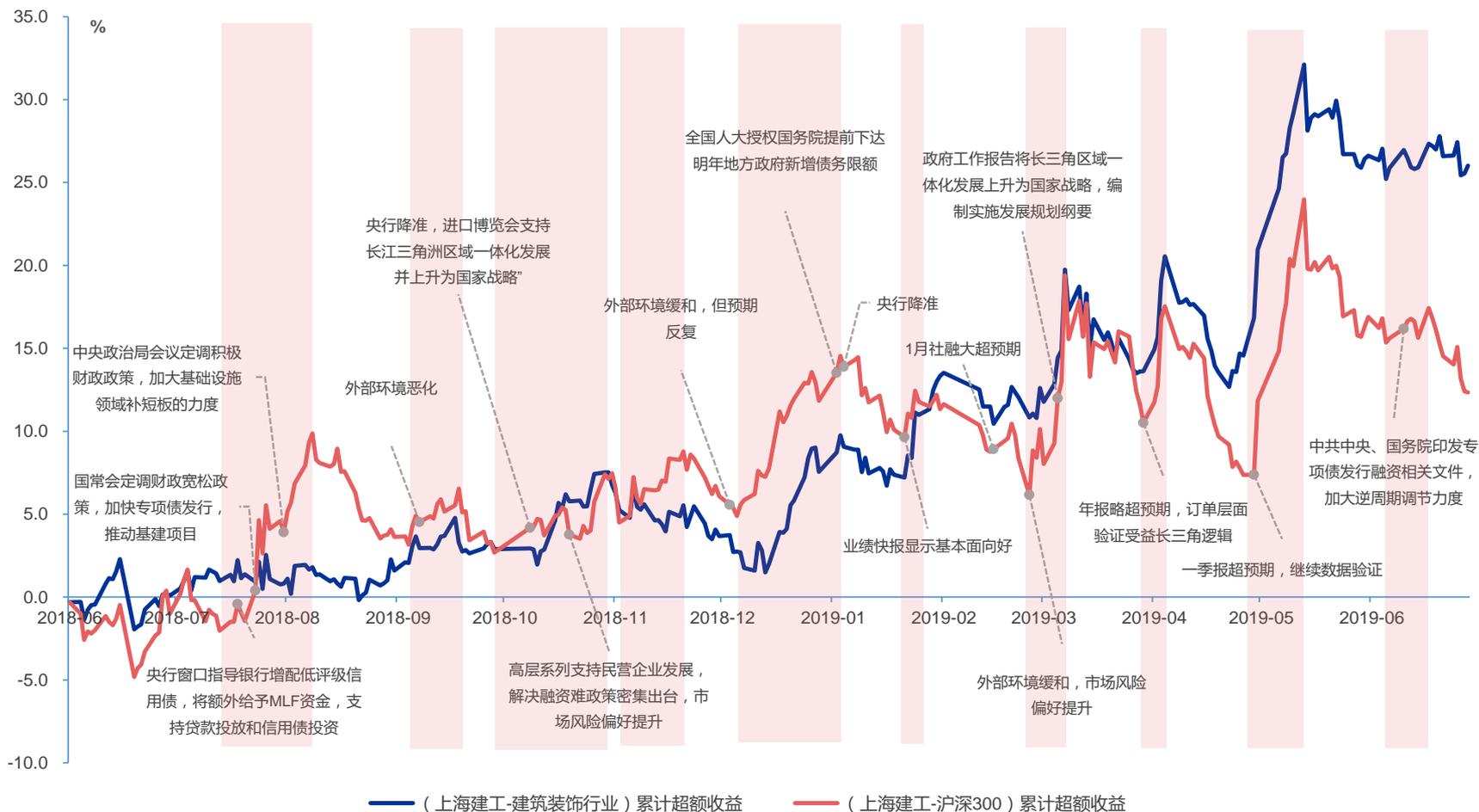
	17/12	18/3	18/6	18/9	18/12	同比变化	19/3	同比变化
生态园林	59.8	476.5	14.0	(44.7)	(96.9)	(156.7)	(381.9)	(858.4)
基建央企	40.7	14.9	10.5	7.4	1.5	(39.2)	10.9	(4.0)
基建国企	33.0	14.2	0.1	0.6	23.1	(10.0)	80.1	66.0
基建民企	15.9	(6.9)	54.1	(0.7)	25.8	9.9	191.7	198.5
设计咨询	14.9	23.5	36.0	16.4	26.6	11.6	22.1	(1.4)

资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源:Wind，申万宏源研究

1.2.2 重点推荐个股上海建工表现突出

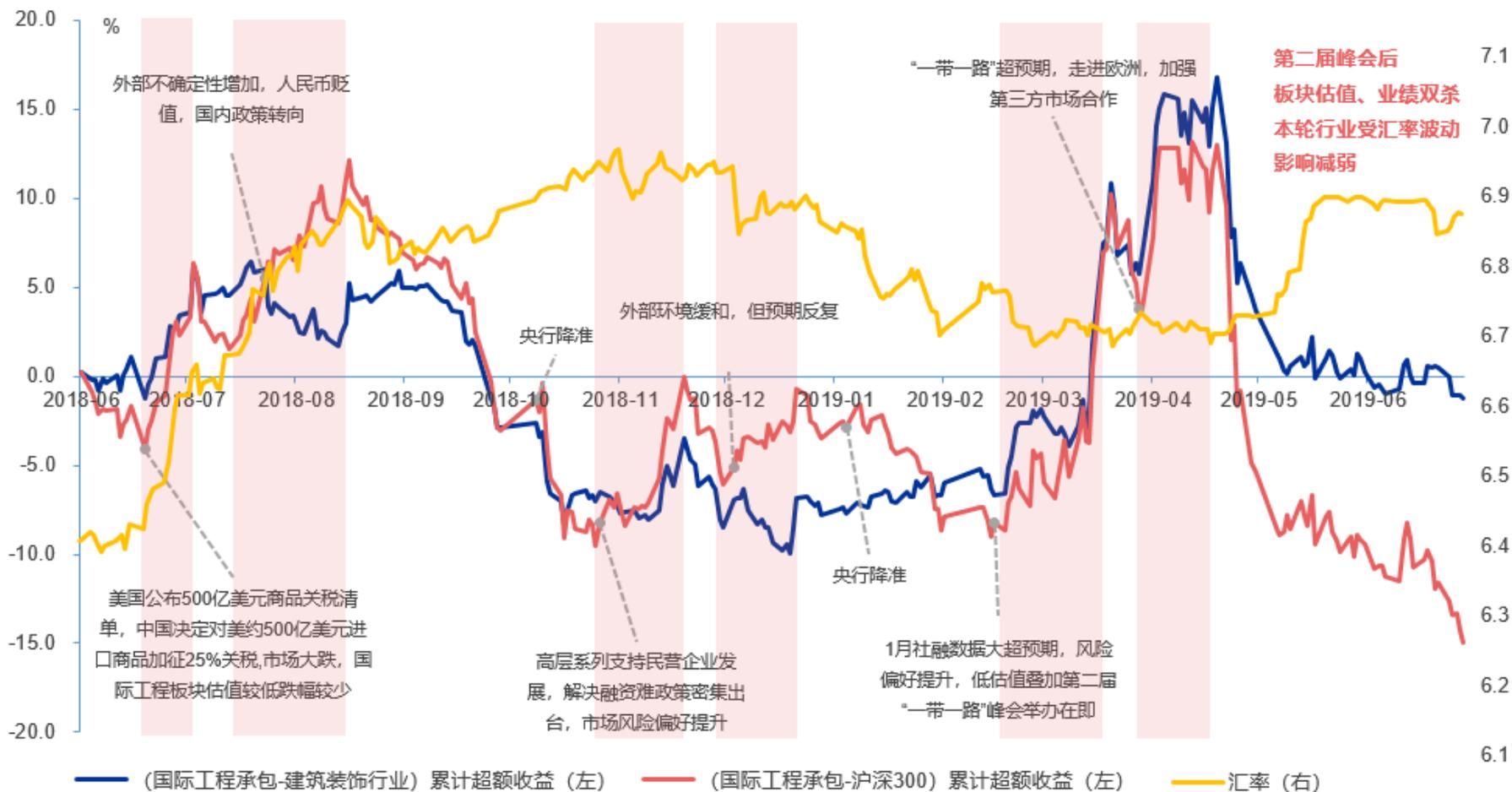
■ 上海建工：基本面持续验证，实现累计超额收益



1.3 国际工程股价——第二届“一带一路”峰会催化



■ 国际工程超额收益：低估值+预期改善或超预期，本轮受汇率波动影响较弱



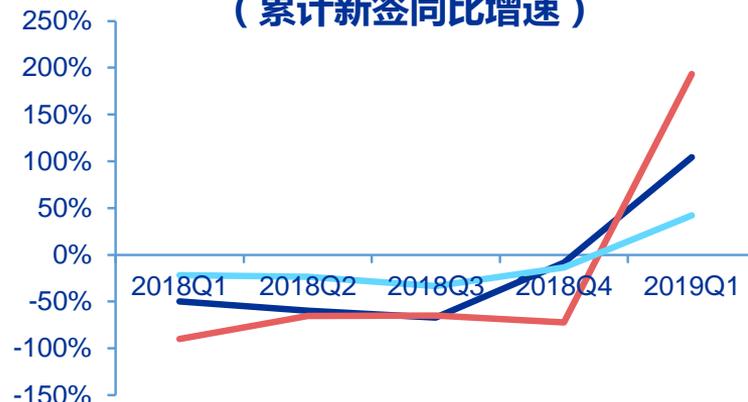
资料来源:Wind, 申万宏源研究

1.3.1 国际工程基本面——生效订单增速仍需观察

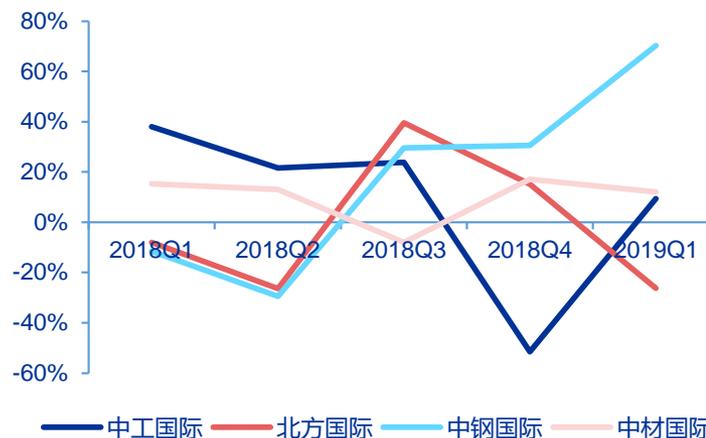
■ 国际工程新签改善，生效影响收入，汇兑可能会形成负向贡献：

- 新签订单增速2018Q4起有所改善，但预收款仍呈现减少态势，显示生效情况偏弱，若无法好转将制约收入改善，同时利润端受汇率影响预计可能形成负向贡献。

国际工程公司新签订单增速自2018Q4有所改善 (累计新签同比增速)



国际工程公司收入增长呈现一定分化



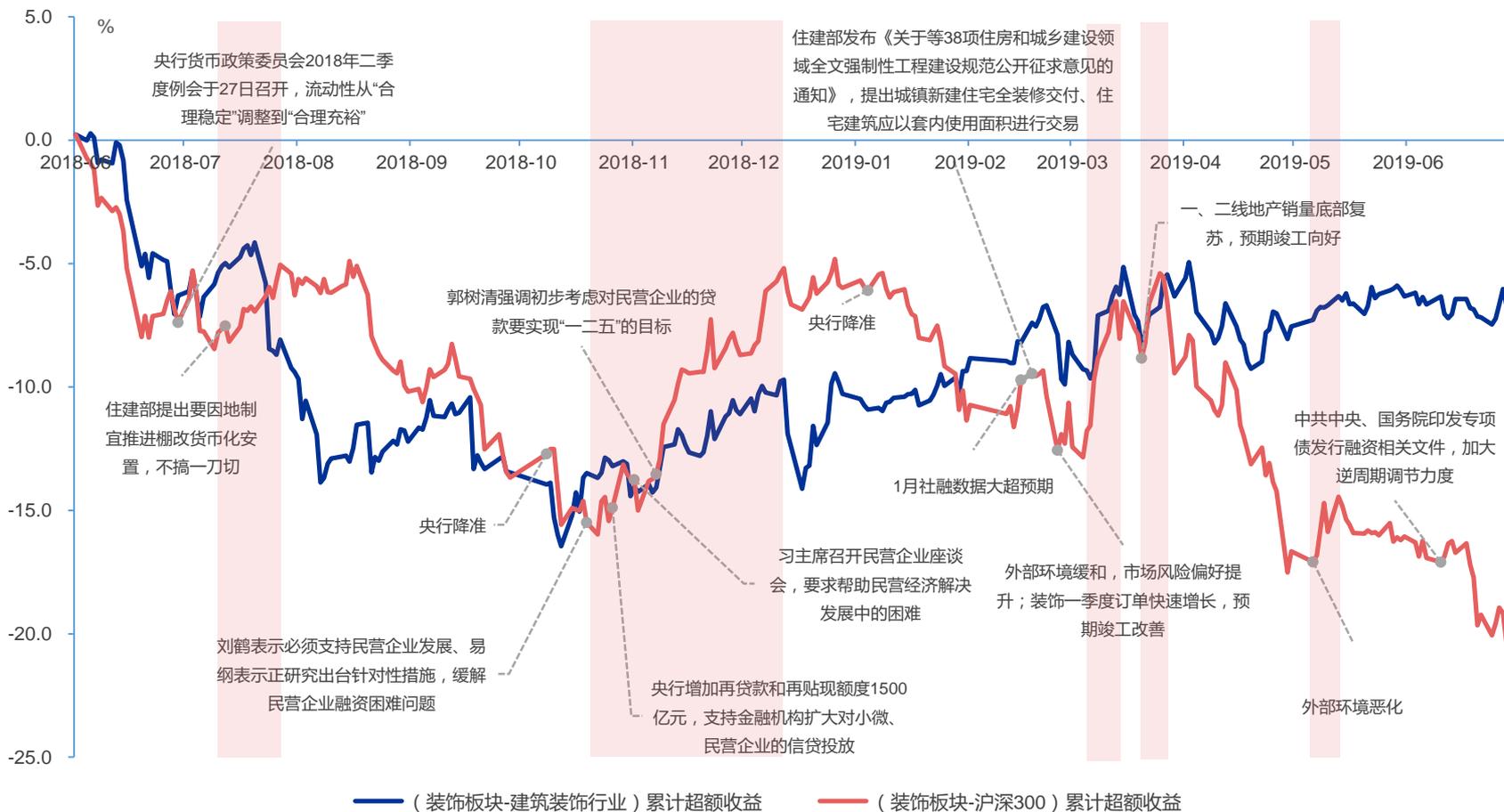
国际工程整体预收款仍处于减少趋势



资料来源:Wind, 申万宏源研究

1.4 装饰股价——较为平淡

■ 装修装饰超额收益：流动性宽松或地产后周期形成预期改善



资料来源:Wind，申万宏源研究

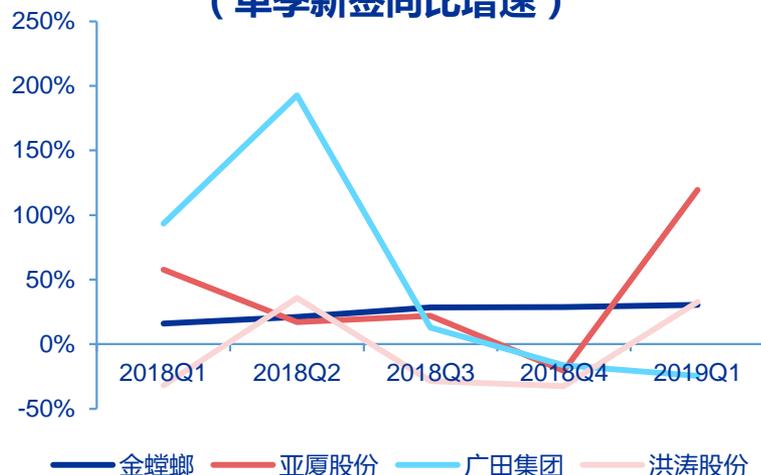
1.4.1 装饰基本面——地产基建后周期

■ 装饰企业基本面改善进一步滞后于基建：

- 总体看来，多数公司新签订单自2019Q1有所好转；
- 板块公司整体收入增速自18Q3呈现逐季放缓态势，预计将滞后订单1-2个季度迎来拐点。

装饰公司新签订单增速自2019Q1有所改善

(单季新签同比增速)



装饰公司整体收入增速自18Q3呈现逐季放缓态势



资料来源:Wind, 申万宏源研究

1.5 专业工程股价——较为平淡

■ 专业工程超额收益：低估值+风险偏好提升带动估值修复



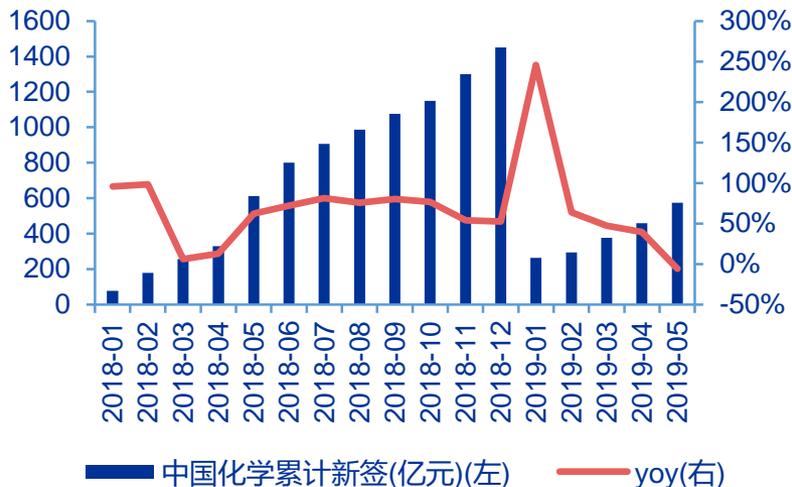
资料来源:Wind, 申万宏源研究

1.5.1 专业工程基本面——行业需求持续性不足

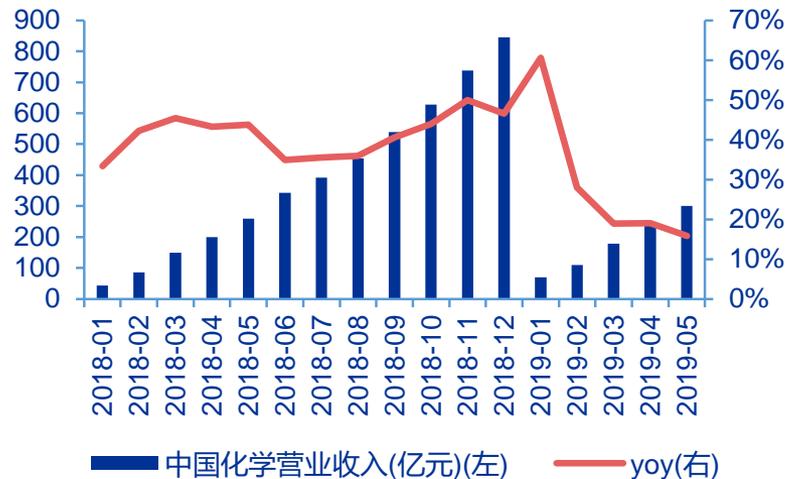
■ 专业工程受益制造业回暖，业绩增速逐渐放缓：

- 18年受益制造业投资回暖，订单、收入维持较快增长，行业盈利能力提升；
- 19年在高基数效应下逐渐订单、收入均有所放缓。

中国化学18年新签订单维持50%以上高增长，19年5月出现下滑



中国化学17年高增长订单兑现18年高收入增速，19年逐渐降低至20%左右



资料来源:Wind，申万宏源研究

1.6 总结

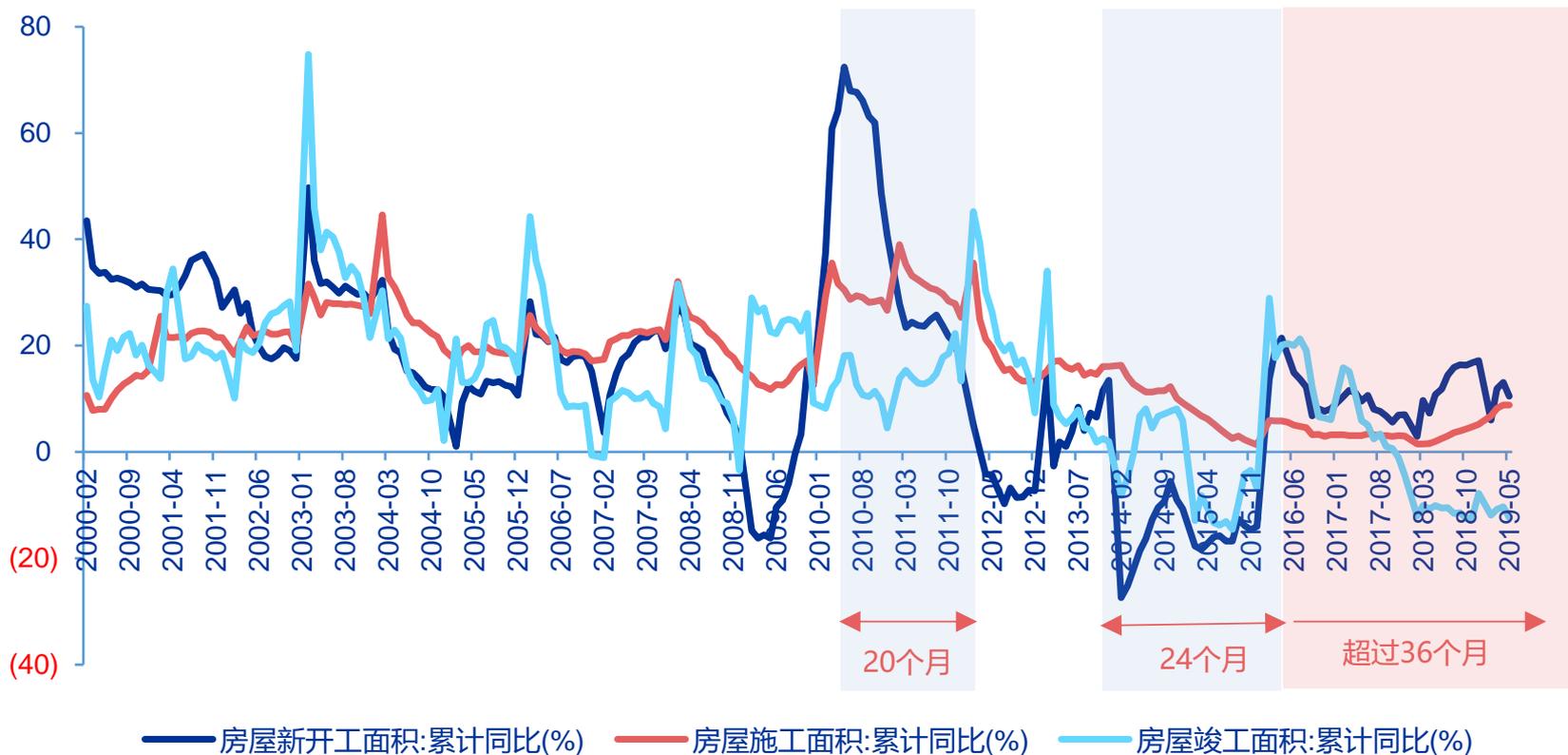
- **2018年6月至今建筑行业股价超额收益：预期改善是必要条件，低估值相机行事，基本面验证决定持续性**
 - 基建作为逆周期调节手段，一方面在外部环境不确定性增加，经济下行压力较大时，**市场预期政策刺激**，推动板块股价上行；另一方面**政策出台超预期**，**市场预期基本面改善**，板块获得超额收益；
 - 装饰、国际工程、专业工程等板块基本面好坏各一，但主要超额收益阶段大多源于**市场风险偏好提升后**，**板块低估值+预期基本面改善**推动股价上涨；
 - **基本面验证决定超额收益持续性**：各版块整体行业数据未得到有效验证，仅出现阶段性超额收益，累计跑输沪深300。**但个股以上海建工为例**，年报、一季报、订单层面受益长三角一体化建设逻辑持续得到验证，股价表现强势，累计实现超额收益。

主要内容

1. 政策预期带动板块估值上行，弱总量数据“低于”市场预期
2. 聚焦地产施工环节加速，龙头房企企业受益
3. 基建逆周期调节逐渐见效，看好长三角和民企
4. 存量时代的国际比较，龙头集中、效率提升是方向

2.1 地产发开环节新开工、施工、竣工周期显著拉长

- 自2010年以来，房地产投资各环节出现分离，周期显著拉长：



资料来源:Wind, 申万宏源研究

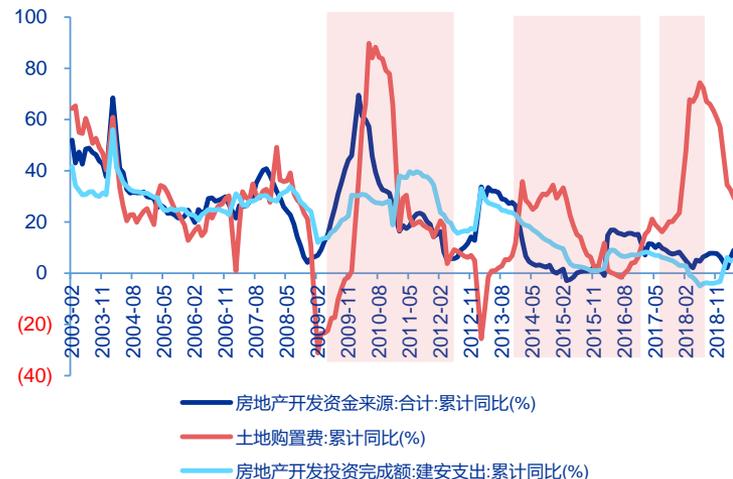
2.2 17年以来地产商重在拿地、新开工，建安投资不足

- 2016-2018年，在资金承压、棚改货币化安置推动销售的情况下，地产商更加着力于前端拿地、新开工、销售回款，期房销售占比提升，竣工出现持续背离。

商品房销售面积结构中期房占比持续上升



2017年以来，房地产开发商着力购置土地，建安支出出现下滑



资料来源:Wind, 申万宏源研究

2.3 交房压力推动施工提速

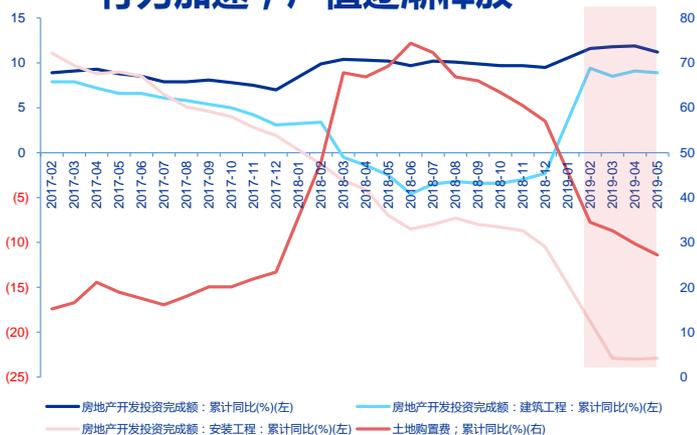
■ 期房销售交付周期约2-3年，19年将面临较大交房压力：

- 假设交付周期3年，简单定义【交房压力指标 = T年新开工 - (T+3) 年竣工】，若19年竣工增速为0，交付压力同比提升21%。

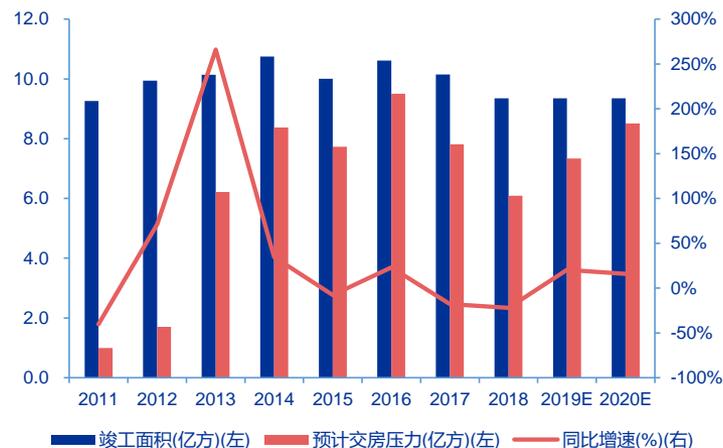
■ 施工加速，竣工滞后期拉长：

- 19年建筑工程投资快速增长，显示交房压力下施工加速推进，但应付工程款大幅增加占款情况加剧，目前安装投资尚未好转，我们认为可能是出于资金占用需求策略性拉长竣工结算周期。

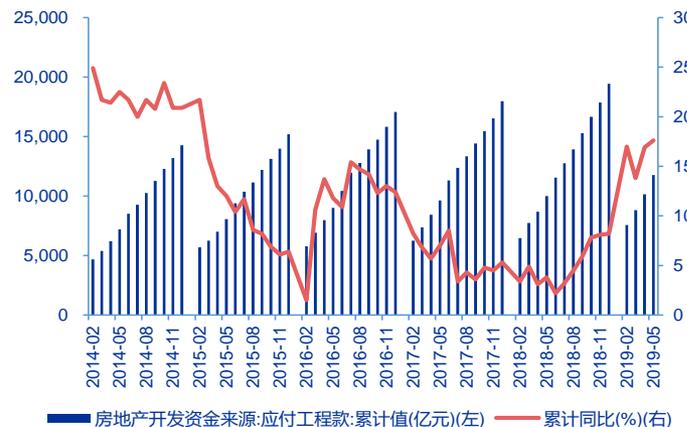
19年以来地产建筑工程投资快速增长，显示施工行为加速，产值逐渐释放



19年面临较大交付压力



房地产应付工程款同比快速增长，占其资金来源比例由18年11.7%提升至5月末17.6%



2.4 龙头房企施竣工维持高增长

■ 行业分化显著，龙头房企竣工快速增长：

- 2018年行业竣工增速同比下滑7.8%，但我们统计了四家龙头地产，竣工2018年同比增长43%，远超过其销售增长；
- 2019年根据龙头地产预告数据，其竣工将继续维持较快增长。

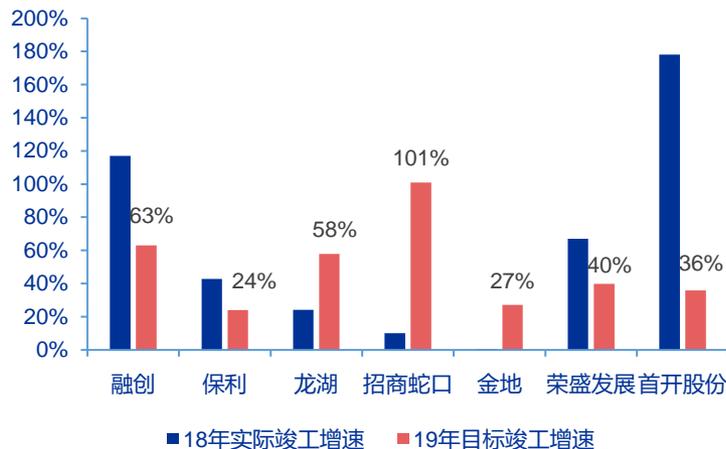
四家龙头地产18年销售面积同比增长15%



四家龙头地产18年竣工增长达43%，占全国比例约14.5%



龙头地产19年竣工计划维持高位增长

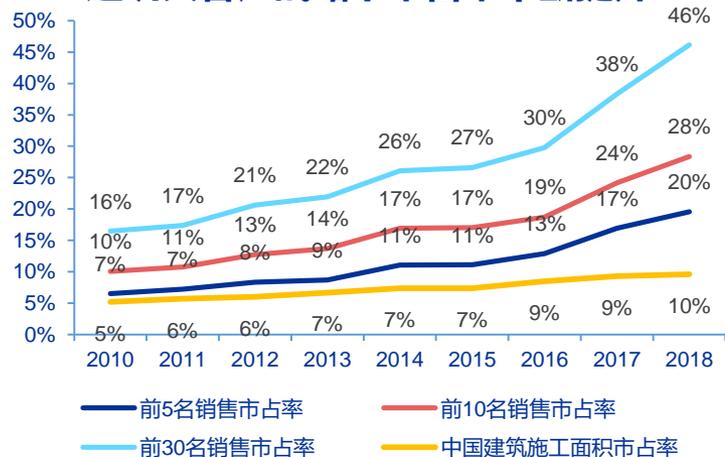


2.5 房建龙头中国建筑房建订单、竣工均快速增长

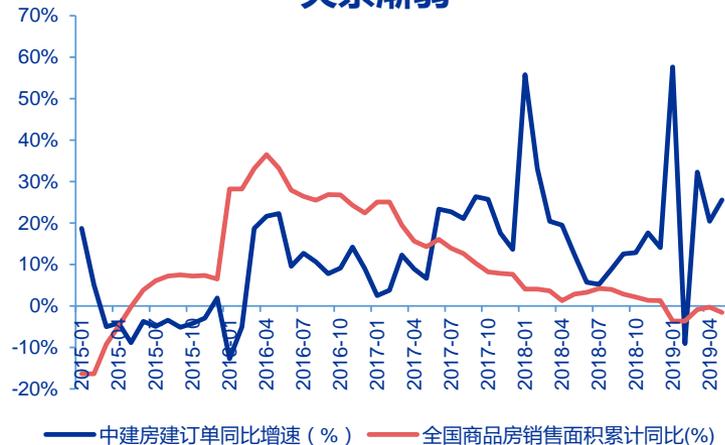
■ 龙头建筑企业受益龙头地产，施工业务快速增长：

- 房地产龙头集中度近年迅速提高，中国建筑大客户战略下，施工面积市占率逐年提升至10%；
- 由于紧跟龙头变化，中国建筑房建订单与全国销售面积增速关系减弱，竣工亦与行业水平出现背离。

房企龙头集中度迅速提高，头部效应显著，中国建筑大客户战略下市占率不断提升



中国建筑房建订单增速与全国商品房销售面积增速关系渐弱



中国建筑房建订单增速与全国商品房竣工面积增速出现背离



2.6 中国建筑房建业务表现向好

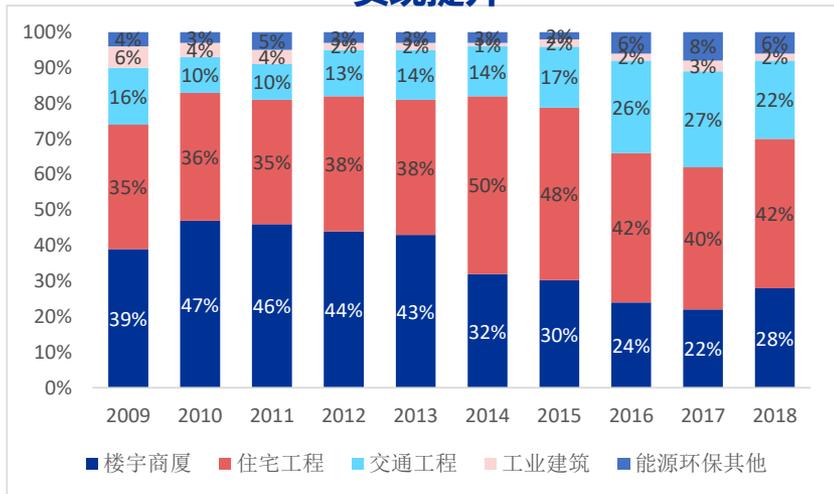
■ 中国建筑房屋建筑业务为公司贡献收入达60%，实现毛利润占比约34%，具备较强相机抉择能力，一定程度可以在规模和利润率中灵活平衡：

- 2018年由于规范PPP、降杠杆等因素公司基建订单下滑较多，采取增加房建订单的策略以完成经营目标，但整体来看公司房建订单仍维持较高质量，毛利率有所恢复，超额预收比例略有下降。

2018年中国建筑房建业务毛利率有所恢复



2018年房建新签合同中住宅和楼宇商厦比例均实现提升



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

由于住宅新签占比提升, 中国建筑(已结算未完工/房建收入)比例略有下降



资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.7 中国建筑房建业务：稳定军心，相机抉择

表3：按行业发展与市占率假设法测算（房建业务）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
房地产销售面积 (万平方米)	130,551	120,649	128,495	157,349	169,408	171,654	168,221	166,539	166,539	166,539
YoY	17.3%	-7.6%	6.5%	22.5%	7.7%	1.3%	-2.0%	-1.0%	0.0%	0.0%
房屋建筑施工面积 (万平方米)	1,132,003	1,249,826	1,239,718	1,264,216	1,318,374	1,384,293	1,439,664	1,482,854	1,482,854	1,482,854
YoY	14.8%	10.4%	-0.8%	2.0%	4.3%	5.0%	4.0%	3.0%	0.0%	0.0%
公司施工面积 (万平方米)	75,793	91,875	99,709	109,259	122,400	134,501	143,966	152,734	157,183	163,114
YoY	24.8%	21.2%	8.5%	9.6%	12.0%	9.9%	7.0%	6.1%	2.9%	3.8%
公司占比	6.7%	7.4%	8.0%	8.6%	9.3%	9.7%	10.0%	10.3%	10.6%	11.0%
房屋建筑新开工面积 (万平方米)	516,799	528,861	465,580	479,554	521,297	558,778	569,954	559,277	535,371	530,017
YoY	15.4%	2.3%	-12.0%	3.0%	8.7%	7.2%	2.0%	-1.9%	-4.3%	-1.0%
公司新开工面积 (万平方米)	24,627	28,983	22,419	25,939	32,323	36,028	39,726	41,498	40,956	45,793
YoY	32.9%	17.7%	-22.6%	15.7%	24.6%	11.5%	10.3%	4.5%	-1.3%	11.8%
公司占比	4.8%	5.5%	4.8%	5.4%	6.2%	6.4%	7.0%	7.4%	7.7%	8.6%
预计当年建筑业房屋施工面积 (万平方米)	460,800	502,571	510,025	484,894	486,496	520,232	552,202	564,491	555,970	540,009
YoY	9.0%	9.1%	1.5%	-4.9%	0.3%	6.9%	6.1%	2.2%	-1.5%	-2.9%
预计公司当年房屋施工面积 (万平方米)	20,041	24,192	26,253	24,940	26,655	31,653	36,026	39,244	40,920	42,301
YoY	12.4%	20.7%	8.5%	-5.0%	6.9%	18.8%	13.8%	8.9%	4.3%	3.4%
公司占比	4.3%	4.8%	5.1%	5.1%	5.5%	6.1%	6.5%	7.0%	7.4%	7.8%
公司房建收入 (亿元)	4,922	5,549	5,883	6,202	6,251	7,242	7,926	8,438	8,798	9,095
YoY	15.1%	12.7%	6.0%	5.4%	0.8%	15.9%	9.4%	6.5%	4.3%	3.4%
估算建安成本 (元/平方米)	2,456	2,294	2,241	2,487	2,345	2,288	2,200	2,150	2,150	2,150

资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.7 房建业务：稳定军心，相机抉择

表4：房建业务按订单结算假设

单位：亿元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
房建新签订单	7,987	10,338	11,614	11,962	12,965	14,750	16,824	17,665	18,195	18,195	18,195
YoY	10.6%	29.4%	12.3%	3.0%	8.4%	13.8%	14.1%	5.0%	3.0%	0.0%	0.0%
公司房建收入	4,276	4,922	5,549	5,883	6,202	6,251	7,242	7,928	8,442	8,797	9,098
YoY	16.2%	15.1%	12.7%	6.0%	5.4%	0.8%	15.9%	9.5%	6.5%	4.2%	3.4%
在手订单	11,318	14,791	16,900	16,776	20,681	25,871	35,453	45,190	54,944	64,342	73,440
订单收入比	2.65	3.01	3.05	2.85	3.33	4.14	4.90	5.70	6.51	7.31	8.07

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表5：房建业务具备相机抉择能力

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
房建营业收入 (亿元)	4,276	4,922	5,549	5,883	6,202	6,251	7,242	7,928	8,442	8,797	9,098
yoy	16.2%	15.1%	12.7%	6.0%	5.4%	0.8%	15.9%	9.5%	6.5%	4.2%	3.4%
房建营业成本 (亿元)	3,944	4,548	5,132	5,423	5,814	5,902	6,759	7,428	7,952	8,339	8,625
房建毛利率	7.8%	7.6%	7.5%	7.8%	6.3%	5.6%	6.7%	6.3%	5.8%	5.2%	5.2%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

■ 地产业务战略转向进入规模扩张时代，兼顾行业领先高利润率

- 土储充沛，2018年末1.26亿m²，约为18年销售面积的5倍，存货超60%集中于一线和省会城市，获取方式多元化，具备低成本优势；
- 操盘能力强，品牌溢价高，建安成本低，毛利率行业中上水平；
- 期间费用控制能力强，销售、管理费用均低于行业平均水平约2个百分点，财务状况良好，2018年净负债率仅为28%，融资成本4.3%，低于其他龙头房企；

■ 建筑业务凭借融资、管理优势，受益业主头部效应加剧，具备市占率提升能力

- 基建业务是长期发展战略，可依托融资优势（2018年融资成本4.8%，低于同类央企平均值约0.3个百分点）获得市占率的提升；
- 房建业务是支撑规模的重要板块，具备集中度提升能力，自09年以来公司房屋施工面积占比以每年0.57个百分点的速度逐年增加，从4.5%提升至2018年末的9.6%。

■ 股权激励激发活力

- 大建筑央企中唯一完成两期限制性股票激励计划并且开启第三期的企业，且第三期规模大幅扩张，彰显长期发展信心，增强业绩确定性。

■ 盈利预测与估值：预计公司19-21年净利润分别为439亿/501亿/551亿，增速分别为15%/14%/10%，对应PE分别为5.8X/5.1X/4.6X，维持“买入”评级。

主要内容

1. 政策预期带动板块估值上行，弱总量数据“低于”市场预期
2. 聚焦地产施工环节加速，龙头房企企业受益
3. 基建逆周期调节逐渐见效，看好长三角和民企
4. 存量时代的国际比较，龙头集中、效率提升是方向

3.1 基建自政策转向以来基本面弱复苏

■ 基建自18年下半年政策转向以来，基本面弱勢改善：

- **18年下半年**：7月政策转向，但地方政府财政支出未见显著增长，投资意愿仍偏弱，基建投资至9月触底回升；
- **19年以来**：地方财政支出整体力度加大，投资意愿增强，但基建增速缓慢上行，5月出现下滑。

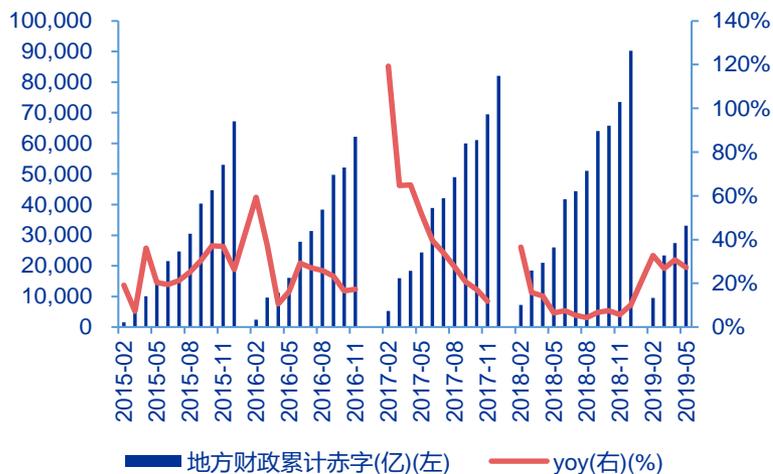
基建投资（不含电力）增速18年9月起缓慢好转



19年以来地方政府财政支出快速增长



19年以来地方政府投赤字额增速约30%

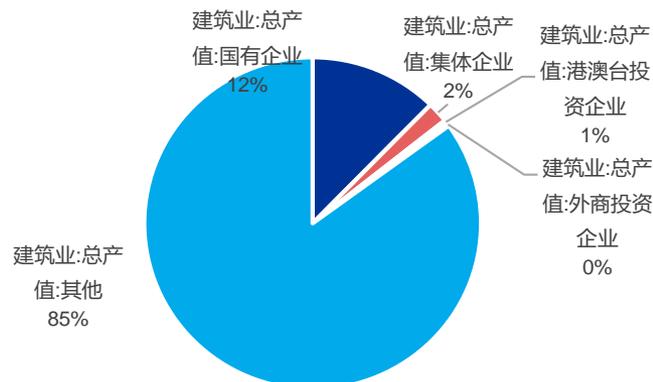


3.2 民企信用分层问题需要解决

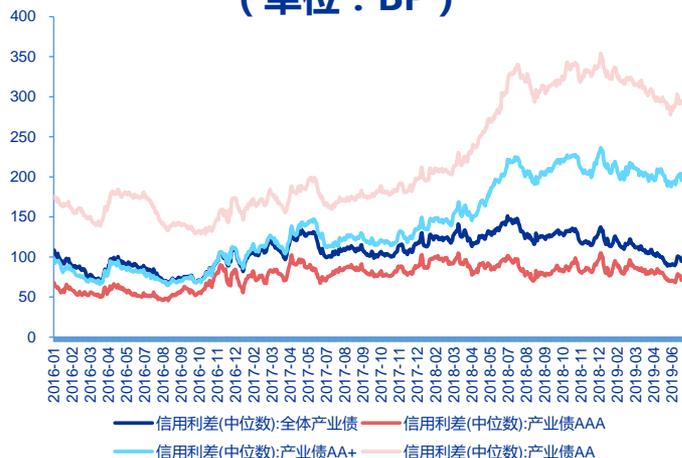
信用分层仍在，影响政策传导：

- 政策转向以来，信用分层问题持续存在，民营企业信用利差持续维持高位，低等级产业债信用利差改善微弱；
- 建筑行业中国有企业仅贡献产值12%，资本推动扩张的商业模式下，行业总量增速受到一定制约。

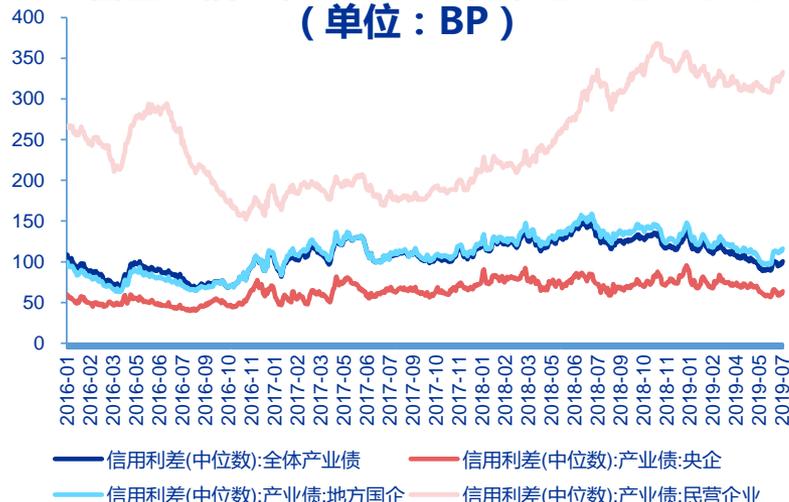
建筑业产值中国有企业约贡献12%（2017年）



政策转向以来低等级产业债信用利差改善较弱（单位：BP）



民营企业信用利差持续高位，近期继续走阔（单位：BP）



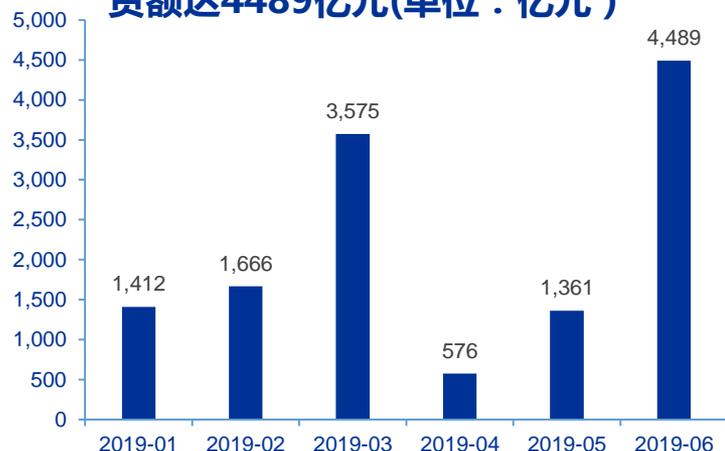
资料来源:Wind，申万宏源研究

3.3 逆周期调节加码，下半年基建投资有望持续改善

■ 经济压力犹在，逆周期调节力度加大叠加基数效应，下半年基建投资有望提速：

- 6月10日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，高度重视地方政府专项债券发行和使用工作，明确加大逆周期调节力度，预示政策态度：
 - ✓ 力争当年9月底前发行完毕，截至5月末，新增专项债净融资额8591亿元，约为全年计划的40%，政策出台后6月专项债发行大幅增长，单月即实现净融资额4489亿元；
 - ✓ 允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目，若专项债投资基建项目9%可用于资本金约撬动投资达2864亿。

政策发布后6月专项债发行大幅增长，单月净融资额达4489亿元(单位：亿元)



资料来源:Wind, 申万宏源研究

表6：若专项债可用于资本金，预计全年可撬动基建投资最多可达3.1万亿

资金用途分类	发行额(亿)	占比	
土储	2,813	32.7%	
棚改	3,144	36.6%	
基建(直接)	1,644	19.1%	
其他	990	11.5%	
合计	8,591	100.0%	
专项债综合用于基建(5月末)	4,133	48.1%	
全年新增专项债	21,500		
全年专项债预计用于基建	10,344		
可用于资本金要求的项目占比	全年专项债用于基建且可作为项目资本金总额(亿)	可撬动资金总额(亿)	
类比使用者付费类项目占比	=10344*9.2%	955	2864
类比(使用者付费+可行性缺口补助)类项目占比	=10344*(9.2%+65.5%)	7,726	23178
全部项目	=10344*100%	10,344	31,032

资料来源:Wind, 申万宏源研究

注:1)专项债发行统计截至2019年5月31日公布发行数据;2)由于已发行专项债使用进度未知,故按照全年总量可撬动投资进行测算;

3)专项债投向基建中可用于资本金的比例假设参考PPP管理库中使用者付费、可行性缺口补助、政府付费类项目占比

假设:1)由于非房企棚改项目计入基建投资,故假设专项债棚改中50%属于基建;2)其他用途中涉及旅游、乡村振兴、精准扶贫等内容,其中50%用于基建;3)土储中15%涉及基建;4)全年新增专项债用于基建比例等于1-5月投向比例;5)项目资本金约占总投资1/3

3.4 民营、中小微是政策着力点

■ 经济压力犹在，逆周期调节力度加大叠加基数效应，下半年基建投资有望提速：

- 政策持续加大力度解决信用分层问题，民营企业预计可逐渐改善。7月2日，李克强总理在达沃斯世界经济论坛2019年新领军者年会开幕致辞，表示为解决中小企业融资难和融资贵问题，要采取定向降准、降准等措施来降低中小企业的实际利率，改善中小企业融资状况，扶持民营经济。

表7：18年11月以来政府持续出台政策致力于解决民营企业融资问题

时间	部门	会议或文件	主要内容
2018年11月1日	中共中央	民营企业座谈会	中共中央总书记、国家主席习近平指出，要帮助民营经济解决发展中的困难，要抓好6个方面政策举措落实。一是减轻企业税费负担；二是解决民营企业融资难融资贵问题；三是营造公平竞争环境；四是完善政策执行方式；五是构建亲清新型政商关系；六是保护企业家人身和财产安全。
2018年11月2日	央行	《关于进一步深化北京民营和小微企业金融服务的实施意见》	《实施意见》指出，贯彻落实稳健中性的货币政策，用好300亿元的常备借贷便利额度，为辖区内符合条件的金融机构发放小微和民营企业贷款提供流动性支持。将不少于70亿元的再贴现额度专项用于支持小微和民营企业，力争每年累计办理小微和民营企业票据再贴现不少于120亿元。
2018年11月2日	证监会		要求针对当前民营企业在融资、股权质押平仓风险等方面的问题，深入研究提出支持民营企业发展的具体措施。
2018年11月2日	证券业协会	“证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划”发起人会议	11家证券公司作为联合发起人，就255亿元出资规模签署了发起人协议，约定系列资管计划应当专项用于帮助有发展前景的上市公司纾解股权质押困难，以提供流动性支持的财务投资为主要手段，支持民营经济高质量发展。
2018年11月6日	央行		央行行长易纲表示，人民银行会同有关部门，从债券、信贷、股权三个融资主渠道，采取“三支箭”的政策组合：信贷支持、民营企业债券融资支持工具、民营企业股权融资支持工具，支持民营企业拓宽融资途径。
2018年11月7日	银保监会	中国人民银行党委书记、中国银保监会主席郭树清采访	考虑推出的民企贷款“一二五”目标：新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于1/3，中小型企业不低于2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于50%。
2018年11月9日	国务院	国务院常务会议	要求加大金融支持缓解民营企业特别是小微企业融资难融资贵；决定开展专项行动，解决拖欠民营企业账款问题；部署有效发挥政府性融资担保作用支持小微企业和“三农”发展。
2018年11月14日	中央政法委	中央政法委员会全体会议	中共中央政治局委员、中央政法委书记郭声琨强调，要坚持主动服务，不断深化“放管服”改革，完善审批服务体系、法律服务体系、安全服务体系，努力为民营企业发展提供更多便利。
2018年11月15日	发改委	新闻发布会	国家发改委将积极支持优质民营企业发债融资，加大小微企业增信集合债券对民营企业的支持力度，支持发行创业投资企业债券，协调推进民营企业违约债券处置，助力民营企业纾困，配合金融管理部门，实施民营企业债券融资支持计划和股权融资支持计划。
2018年11月9日至2018年11月16日	工商银行、中国银行、农业银行、建设银行、交通银行	《进一步加大对支持民营和小微企业发展的通知》等	各大银行纷纷部署具体举措，提升对民营企业的综合金融服务能力，充分保障民营企业和小微企业的信贷资源投入。
2018年12月19日	央行	《关于设立定向中期借贷便利支持小微企业和民营企业融资的通知》	中国人民银行决定，从2019年1月起增设定向中期借贷便利（TMLF）工具，鼓励商业银行等金融机构将资金更多地配置到实体经济，尤其是小微企业、民营企业等重点领域。
2019年1月4日	央行	中国人民银行决定于2019年1月下调金融机构存款准备金率置换部分中期借贷便利	中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率1个百分点，其中，2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。同时，2019年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。
2019年2月14日	国务院	中共中央办公厅 国务院办公厅印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》	加大金融政策支持力度，着力提升对民营企业金融服务的针对性和有效性；强化融资服务基础设施建设，着力破解民营企业信息不对称、信用不充分等问题；完善绩效考核和激励机制，着力疏通民营企业融资堵点；积极支持民营企业融资纾困，着力化解流动性风险并切实维护企业合法权益。
2019年2月14日	国务院	国务院办公厅关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见	坚持聚焦支小支农融资担保业务；切实降低小微企业和“三农”综合融资成本；完善银担合作机制；强化财税正向激励；构建上下联动机制；逐级放大增信效应；优化监管考核机制。
2019年5月6日	央行	中国人民银行决定从2019年5月15日开始对中小银行实行较低存款准备金率	中国人民银行决定从2019年5月15日开始，对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率。约有1000家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约2800亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款。
2019年7月2日	李克强	达沃斯世界经济论坛开幕致辞	为解决中小企业融资难和融资贵问题，要采取定向降准、降准等措施来降低中小企业的实际利率，改善中小企业融资状况，扶持民营经济。

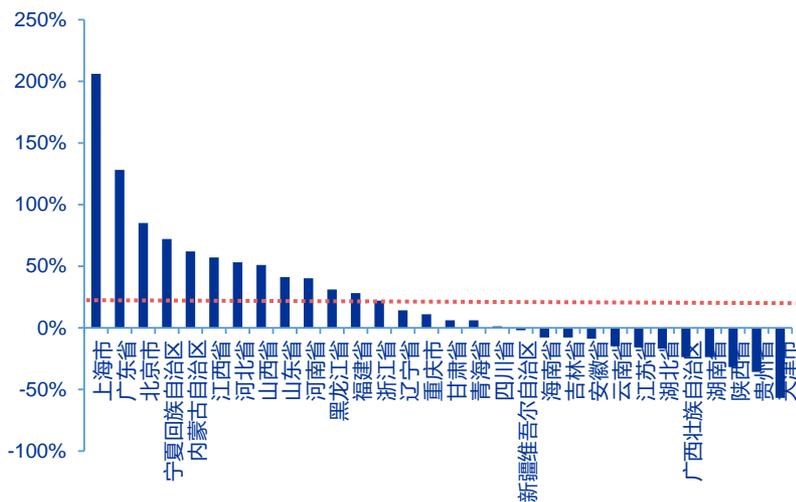
资料来源：国务院、财政部、央行、申万宏源研究

3.5 结构上，区域分化明显，看好长三角等经济发达区域

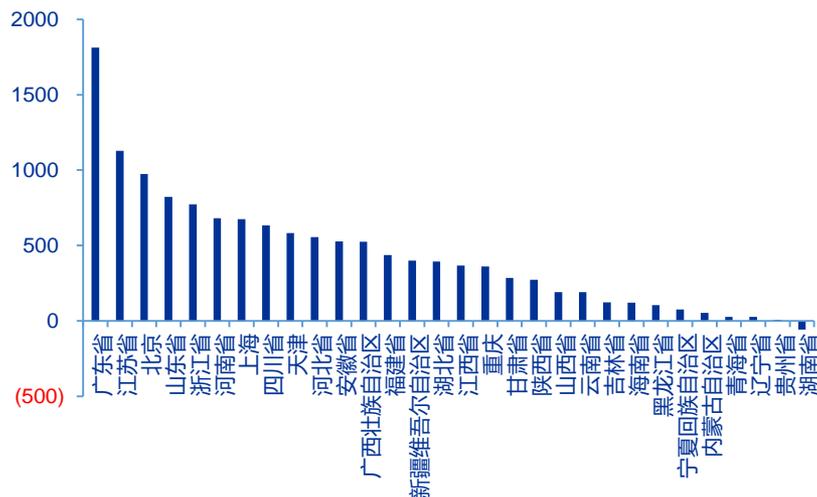
■ 长三角、珠三角、京津冀等地区财政实力较强，投资见效快：

- 根据我们此前发布报告《利息覆盖角度看地方债务空间有多大》测算，上海、广东、北京、江西、河北及山东等沿海地区债务空间相对较大超过30%；
- 从专项债发行来看，1-6月广东、江苏、北京、山东、浙江等财政实力较强地区净融资额排名前五，合计占专项债净融资总额的42%。

上海、广东、北京、江西、山东等沿海地区债务空间相对较大



广东、江苏、北京、山东、浙江排名1-6月专项债净融资额前五省份，合计占总额的42% (单位：亿元)



资料来源:Wind，申万宏源研究

3.6 推荐标的之一：上海建工 ——受益长三角一体化加速推进



■ 长三角建筑龙头，背靠上海国资委，打造完整产业链

- 公司作为上海市建设的重要承担企业，参与了50%以上市重大工程，并逐步在长三角地区形成了区域一体化的经营格局；

■ 长三角一体化提升至国家战略，投资建设有望提档加速，公司高质量订单延续高增长

- 2016-2018年新签增速分别为27.58%/20.06%/17.68%，一季度受益长三角区域建设投资旺盛，实现新签订单920亿元，继续维持30%以上高增长；
- 2018年已结算未完工419亿，同比增加76亿，占营业收入比例24.5%，较17年提升0.33个百分点，显示公司始终保持较高的订单质量；

■ 资产负债表行业质量最优，上下游议价能力强

- 2018年末应收账款及应收票据302亿，存货-已完工未结算346亿，长期应收款188亿，预付款项27.6亿；预收账款已结算未完工419亿，应付账款及应付票据631亿，带息负债率仅30%；

■ 盈利预测与估值：剔除金融资产公允价值变动对净利润影响，预计公司19-21年净利润分别为31.59亿/36.36亿/41.71亿，增速分别为14%/15%/15%，对应PE分别为10.8X/9.8X/8.2X，维持“买入”评级。

3.6 推荐标的之二：设计咨询，基建产业链最前端

- **设计咨询行业作为基建产业链最前端，率先受益，且相对工程公司，对资金依赖度相对较低，推荐：**
- **苏交科：**中国版的AECOM，战略清晰，年初订单高速增长，未来三年20%复合增长确定性高
 - **盈利预测与估值：** 预计公司19-21年净利润分别为7.48亿/9.20亿/11.13亿增速分别为20%/23%/21%，对应PE分别为12X/10X/8.2X，维持“增持”评级。
- **中设集团：**民营基建设计龙头之一，16年完成事业部制改革，员工激励全面提升，市场+细分领域拓展保障未来持续增长
 - **盈利预测与估值：** 预计公司2019-2021年可以实现净利润4.95亿/6.09亿/7.31亿元，对应业绩增速25%/23%/20%，对应PE估值12X/10X/8.2X，维持“增持”评级。

3.6 推荐标的之三：民营企业，宽信用弹性最大

- **政策当前持续加大力度解决信用分层问题，宽信用下基本面向好的民营企业弹性较大：**
- **铁汉生态：引入国资改善融资，业绩承诺提升确定性**
 - 预计公司2019-2021年可以实现净利润4.26亿/5.11亿/6.13亿元，对应业绩增速40%/20%/20%，对应PE估值20X/17X/14X，维持“增持”评级。
- **岭南股份：业务结构优化，转型逐渐成效，生态环境和文化旅游双轮驱动**
 - 预计公司2019-2021年可以实现净利润10.12亿/13.16亿/15.79亿元，对应业绩增速30%/30%/20%，对应PE估值8X/6X/5X，维持“增持”评级。

主要内容

1. 政策预期带动板块估值上行，弱总量数据“低于”市场预期
2. 聚焦地产施工环节加速，龙头房企企业受益
3. 基建逆周期调节逐渐见效，看好长三角和民企
4. 存量时代的国际比较，龙头集中、效率提升是方向

4.1 中国建筑业进入存量时代：需求放缓

■ 外部环境进入新常态，行业将不可避免进入存量竞争时代：

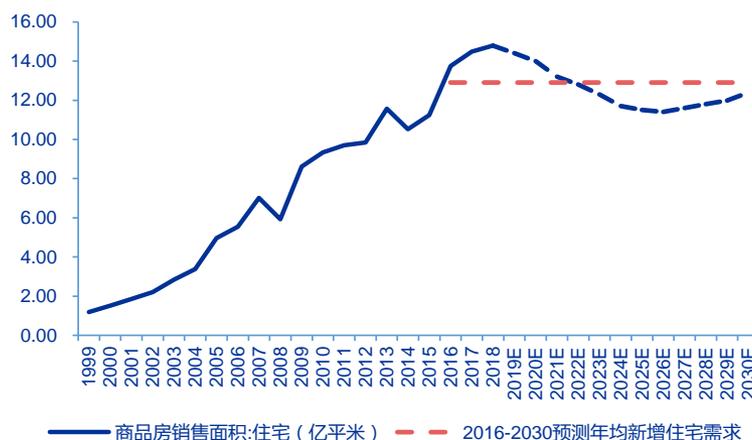
- 我国基建存量总额已超过美国，将面临有效需求短缺；
 - ✓ 2017年末中国78.4万亿元的基建存量，是美国峰值水平1.7倍
 - ✓ 短期看基建增速将逐步放缓迈入0增长时代，长期看每年实际有效投资需求应为当年折旧额，约为5.4万亿（根据存量估计）
- 政策定位房住不炒，人口结构转变、住房需求饱和及城镇化趋缓推动存量地产进程；
- 经济增长新旧动能切换，政府对于投资拉动GDP增长方式的依赖程度降低；
- 政府债务压力凸显，地方政府仅余7.7万亿债务扩张空间亦形成投资约束。

表8：总量角度看中国基建存量已超美国32万亿，人均存量角度看差距较小

	2017存量 (万亿)	2017人均存量 (万元/人)	2017年人口 (万人)
美国官方	46	14.1	32,598
美国（假设折旧率6.9%）	15.5	4.8	
中国	78.4	5.6	139,008
对比美国中国基建空间（万亿元）			
	存量角度	人均存量角度	
中国-美国官方	-32.4	117.6	
中国-美国（假设折旧率6.9%）	-62.9	-12.3	

资料来源：美国BEA，Wind，申万宏源研究

住宅新增需求有限，存量时代来临



资料来源: Wind, 申万宏源研究
 注：人均实际住宅面积剔除空房率影响

4.2 中国建筑业进入存量时代：债务问题约束

表9：考虑各地土地财政支出静态测算各省份加总债务可增长空间约7.7万亿

- 地方政府债务压力较大，继续大规模负债投资面临约束。
- 现存债务结构下，保守估计地方政府存量债务规模约为51万亿元，年均利息支出3.08万亿元，负债成本约为6.04%。若考虑全口径财政支出（包含土地财政）的利息偿还能力，静态测算全国地方政府债务限额（不含中央）增长空间约为7.7万亿元，对应15%新增债务空间。

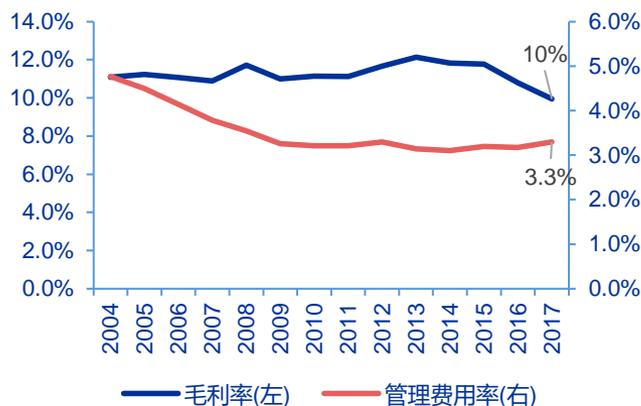
地区	2018年地方公共财政支出 预算数(亿元)	各地非刚性支出比例	2017年土地财政支出 收入(亿元)	预计2018年可用资金预测 (地方公共财政中非刚性支出+ 土地出让收入相关支出*25%)(亿元)	2017年债务存量 (亿元)	债务可增长空间 (亿元)	债务可增长比例	不考虑土地财政债务空间 (可用资金=地方公共财政中非刚性支出)
西藏自治区	2,298	21%	75	512	319	8,161	2560%	2455%
上海市	8,189	22%	1,862	2,325	12,576	25,930	206%	141%
广东省	15,943	16%	4,238	3,711	26,929	34,523	128%	58%
北京市	6,770	16%	674	1,253	11,233	9,518	85%	58%
内蒙古自治区	1,091	11%	78	143	1,378	993	72%	47%
西藏自治区	6,122	11%	370	783	7,998	4,966	62%	42%
江西省	6,086	14%	1,445	1,255	13,253	7,526	57%	8%
河北省	7,708	10%	1,145	1,091	11,787	6,278	53%	10%
山西省	4,255	9%	495	525	5,764	2,929	51%	13%
山东省	10,732	10%	2,691	1,841	21,542	8,938	41%	-14%
河南省	8,049	9%	1,848	1,256	14,875	5,916	40%	-15%
黑龙江省	3,646	11%	232	453	5,737	1,771	31%	13%
福建省	4,194	18%	1,883	1,258	16,253	4,574	28%	-23%
浙江省	7,883	14%	5,652	2,606	35,435	7,710	22%	-49%
辽宁省	5,322	11%	539	732	10,682	1,444	14%	-9%
重庆市	4,135	12%	2,885	1,261	18,749	2,127	11%	-57%
甘肃省	3,278	13%	309	519	8,139	460	6%	-11%
青海省	1,446	16%	63	251	3,932	221	6%	-1%
四川省	8,072	20%	2,233	2,199	35,932	482	1%	-26%
维吾尔自治区	4,020	12%	0	495	8,349	(148)	-2%	-2%
海南省	1,491	13%	340	283	5,081	(393)	-8%	-37%
吉林省	3,098	9%	287	371	6,708	(569)	-8%	-27%
安徽省	5,771	12%	1,104	967	17,503	(1,489)	-9%	-36%
云南省	6,060	14%	509	972	18,979	(2,890)	-15%	-27%
江苏省	11,259	13%	6,905	3,269	64,481	(10,358)	-16%	-63%
湖北省	4,657	13%	2,112	1,159	23,184	(3,986)	-17%	-58%
壮族自治区	4,676	11%	520	670	14,545	(3,454)	-24%	-40%
湖南省	8,060	11%	589	1,005	21,954	(5,310)	-24%	-36%
陕西省	4,918	11%	630	727	17,663	(5,621)	-32%	-48%
贵州省	4,400	14%	729	827	21,366	(7,672)	-36%	-51%
天津市	3,182	13%	1,207	724	27,938	(15,950)	-57%	-76%

资料来源: Wind, 各地方财政厅, 申万宏源研究

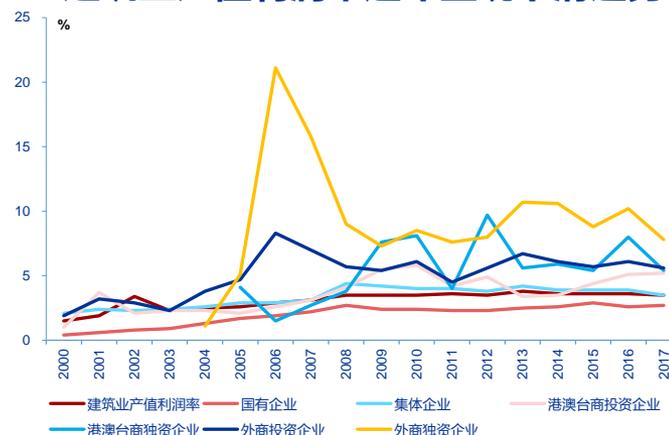
4.3 存量时代特征：行业竞争加剧，企业整合加速

- 建筑业竞争加剧规模效应减弱，行业利润率下滑，2018年紧信用环境下多家民企向国有企业转让控制权，或引入国资纾困。

建筑业近年毛利率开始下降，管理费用率开始上升



建筑业产值利润率近年呈现下滑趋势



资料来源：Wind，申万宏源研究

表10：2018年下半年以来多家民营企业转让控制权或引入国资纾困

公司名称	18年营业收入 (亿元)	18年归母净利润 (亿元)	18年总股本 (亿股)	当前股价 (元/股)	时间	累计出让量 (亿股)	占公司总股本	受让方	备注
ST围海	35.4	2.5	11.4	3.6	2019/5/23	3.4	29.80%	宁波交通投资控股有限公司	实控人变更宁波市国资委
宁波建工	155.4	2.2	9.8	5.0	2019/4/28	2.9	29.92%	佛山市建设开发投资有限公司	实控人变更佛山市国资委
铁汉生态	77.5	3.0	22.8	2.5	2019/3/29	2.3	10.14%	深圳投控共赢股权投资基金合伙企业	实控人不变
蒙草生态	38.2	2.0	16.0	2.3	2019/1/18	0.9	5.59%	内蒙古金融资产管理有限公司	实控人不变
中化岩土	35.6	2.2	18.1	1.9	2019/1/3	5.3	29.19%	成都兴城投资集团有限公司	实控人变更成都市国资委
美晨生态	34.9	3.7	14.5	1.8	2018/11/7	3.9	26.86%	潍坊城投、诸城市经济开发投资公司	实控人变更潍坊市国资委
东方园林	132.9	16.0	26.9	2.5	2018/11/1	1.3	5.00%	北京市盈汇汇民基金管理中心	实控人不变
全筑装饰 (全筑股份子公司)					2019/5/24		18.50%	上海国盛海通股权投资基金合伙企业	实控人不变

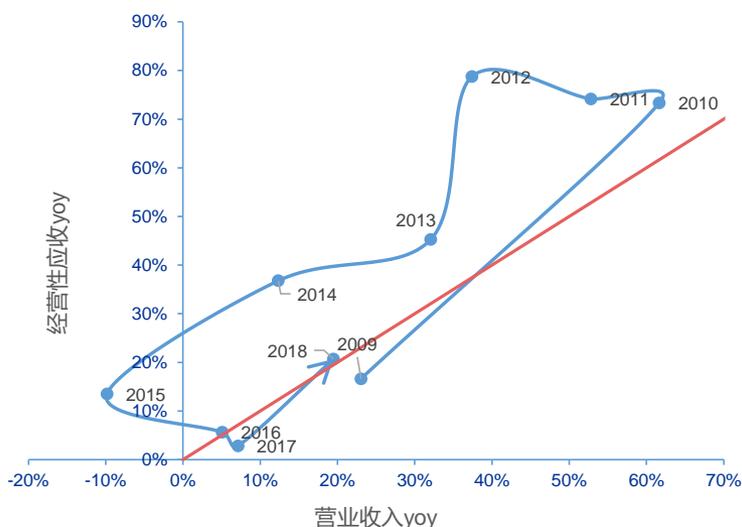
资料来源：Wind，申万宏源研究

4.4 企业扩张与收缩同时存在

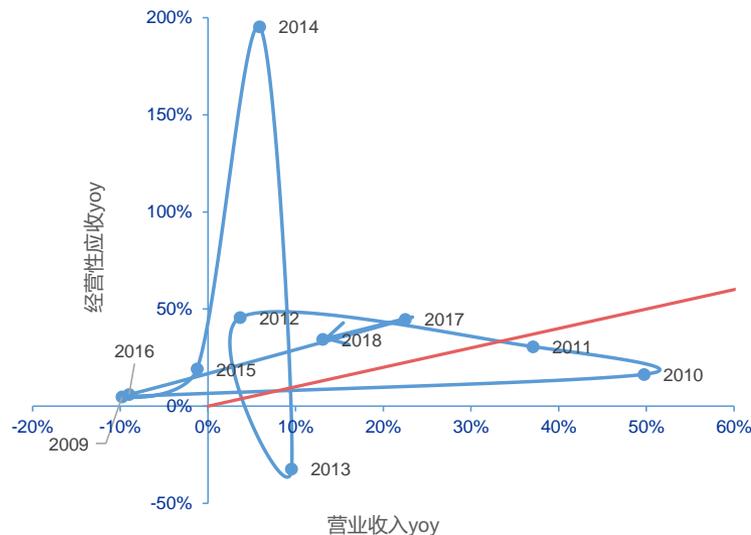
■ 存量时代企业战略各不相同，扩张和收缩决策同时存在：

- 金螳螂再度进入扩张阶段，收入增速上行，经营性应收资产当前同比例变化，保证了一定的扩表质量；
- 龙元建设进入收缩周期，收入增速放缓，经营性应收增速随着收入增速下行降低，但仍维持在30%左右，报表质量依然处于恶化状态。

金螳螂再度进入扩张阶段



龙元建设进入收缩阶段，收入增速放缓



资料来源：Wind，申万宏源研究

4.5 国际经验之一：德国-拓展海外寻找增量空间

■ 德国经济自上个世纪70年代进入中低速阶段，建筑业1994年进入衰退期，2005年随经济好转略有复苏，但行业总产值已低于1995年水平。

1945-1970年快速发展：

二战期间，由于德国基础设施被破坏严重，因此在二战结束后，建筑业成为修复基建、复兴经济的基础行业。



70年代走向海外：

整个西方经济因中东“石油冲击”引发的“滞胀”，使德国建筑业优胜劣汰进程加快，资本向少数大企业集中，走向海外。



1990年短暂繁荣：

德国重新统一后，东部基础设施和民居建设带来巨大需求。西部企业趁势东进低成本并购。



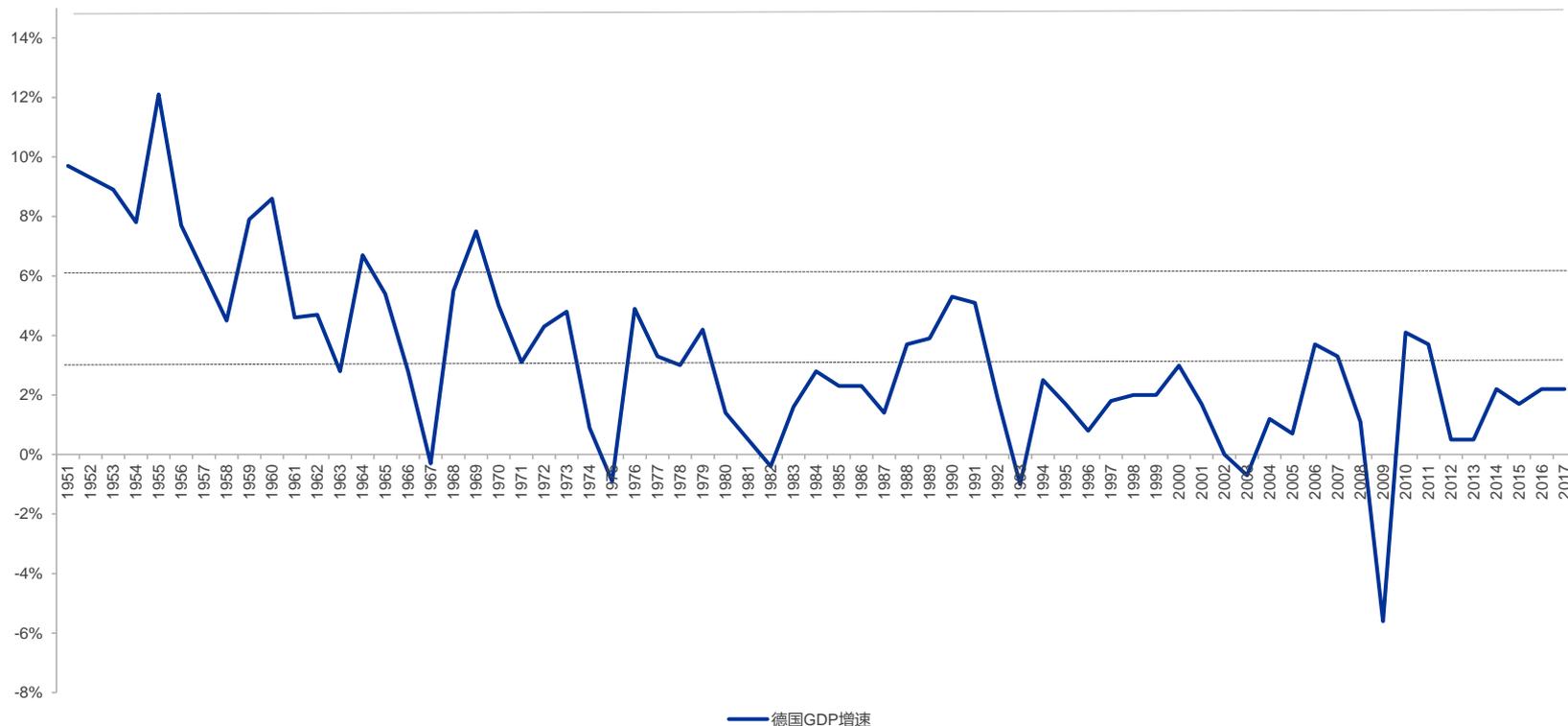
1994-2005年衰退期：

投入过剩引发的系列问题叠加劳动力成本较高，建筑业进入衰退期。总产值减少40%，企业数量和从业人员削减50%。



2005-至今略有复苏：

行业随经济好转有所复苏，但总体来说建筑业总产值仍低于1995年水平。



资料来源：德国统计局，申万宏源研究

4.5.1 德国-拓展海外寻找增量空间

■ 德国龙头建筑企业Hochtief存量时代应对方法：**国际化战略**

- 紧握石油危机机遇，成功开拓国际市场，1980年海外收入首次达到总收入的50%；
- 1983年，Hochtief收购澳大利亚礼顿公司，正式进入亚太地区；
- 1999年收购美国特纳公司成功进军美洲市场，国际化率迅速提升至75%；
- 2003年建立美洲、亚太和欧洲三个分公司，完成建筑业务的全球布局；
- 2017年国际化率已提升至96.3%，高度的区域分散形成较强的外部风险抵御能力。

Hochtief于2003年已完成对欧、美、亚太的国际化布局



资料来源：Hochtief官网，申万宏源研究

Hochtief德国以外收入贡献自2000年快速提升，截至2017年达到96.3%



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

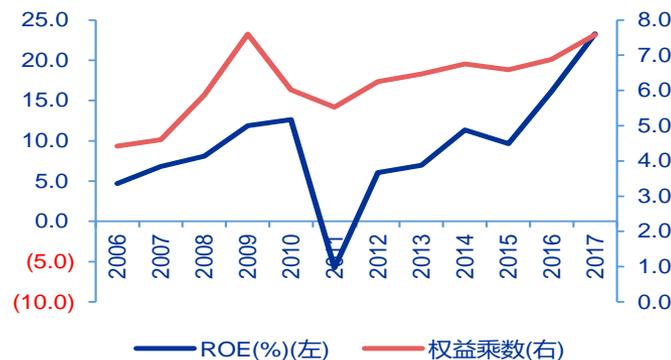
4.5.2 德国-拓展海外寻找增量空间

- **Hochtief策略：本质仍然是增量市场发展思维，以传统负债推动模式，通过牺牲杠杆率的方式实现ROE的提升，但有别于传统模式，其现金流长期表现较好。**

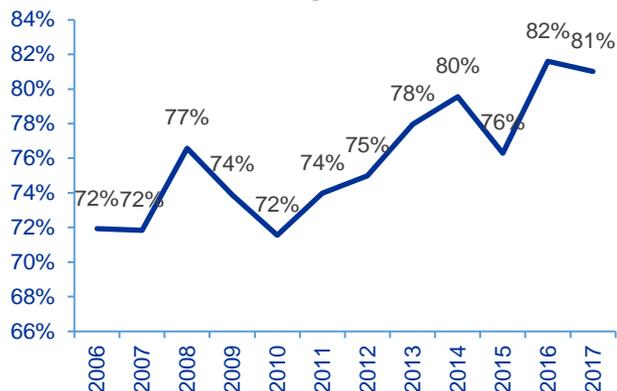
Hochtief的ROE与净利率高度相关



Hochtief的ROE与权益乘数基本同步



Hochtief资产负债率持续上升，2017年达81%



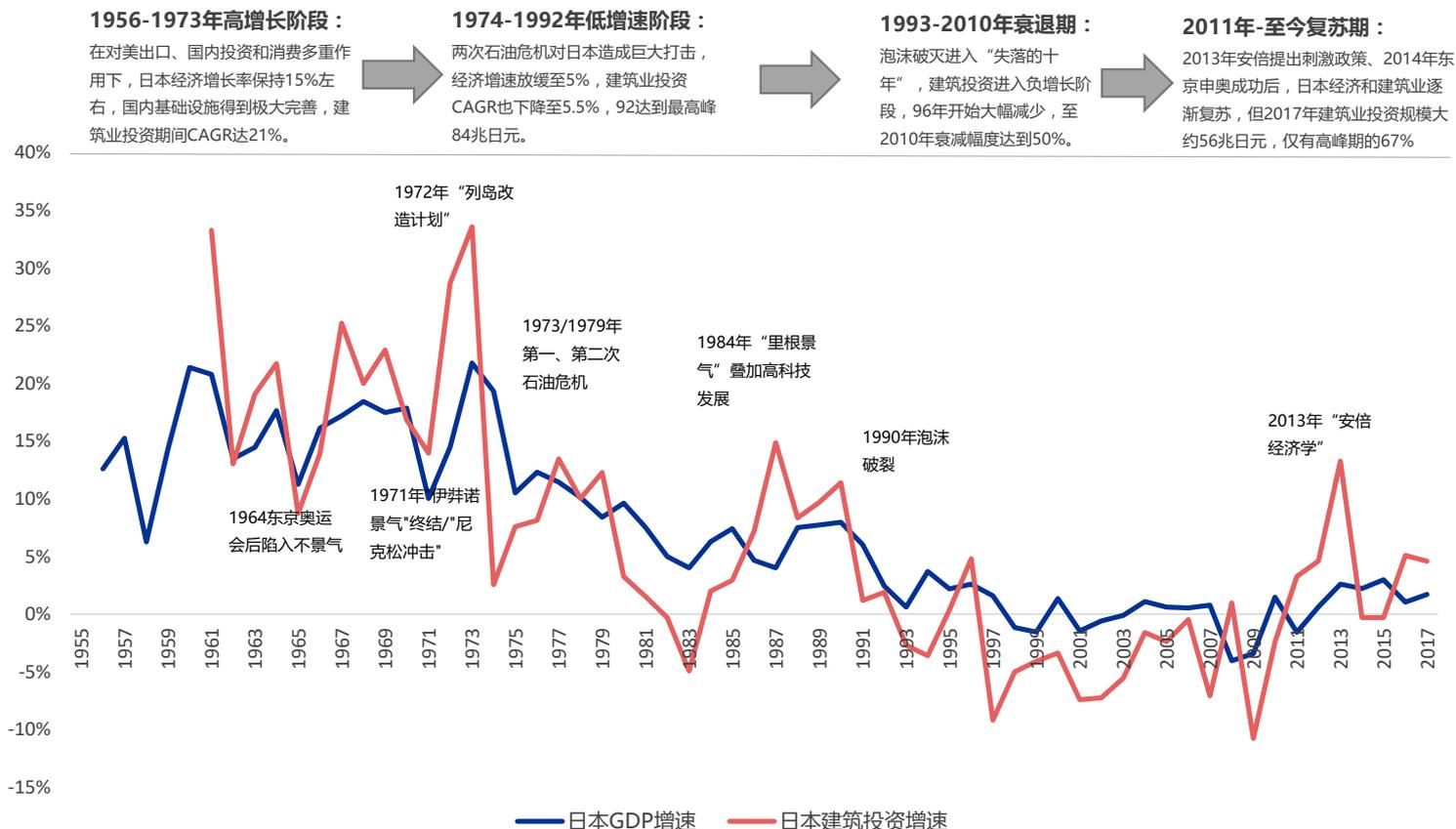
Hochtief现金流长期表现较好，（经营活动现金流/净利润）比重近10年间均值维持在4倍左右



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

4.6 国际经验之二：日本-资产负债表修复

- 日本经济周期性波动较为明显，主要经历了三个阶段，建筑业作为日本国民经济的支柱产业之一占GDP比重约5%-8%，投资紧跟经济周期波动，主要在第三个增长阶段被泡沫破裂终结后进入存量竞争时代。



资料来源：日本统计局，申万宏源研究

4.6.1 日本-资产负债表修复

- 龙头建筑企业清水建设、鹿岛建设、大城建设、大林组建设存量时代应对方法：**降低负债率，维持收入规模，提升盈利能力。**

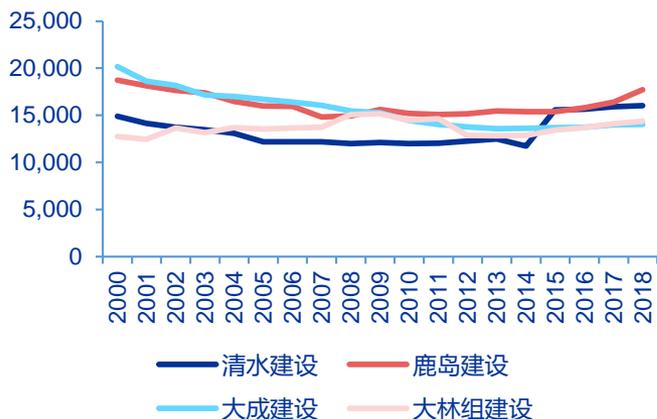
行业回暖后四大建筑企业收入规模小幅增长，2012-2018财年平均收入增速约4.6%



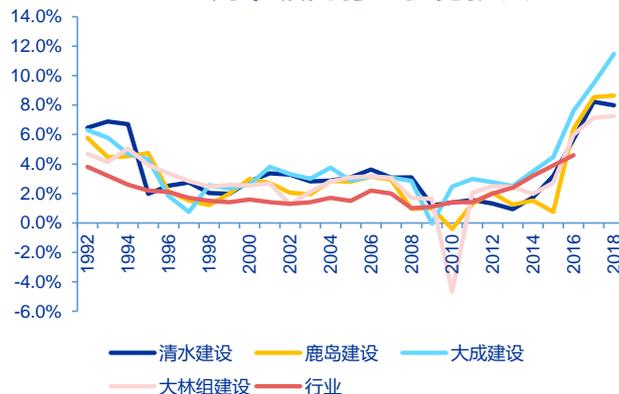
日本四大建筑企业复苏期市占率仅略有提升



日本四大建筑企业员工数量变化较小（单位：人）



日本四大建筑企业营业利润率一直高于行业，近几年快速上升，领先行业优势扩大

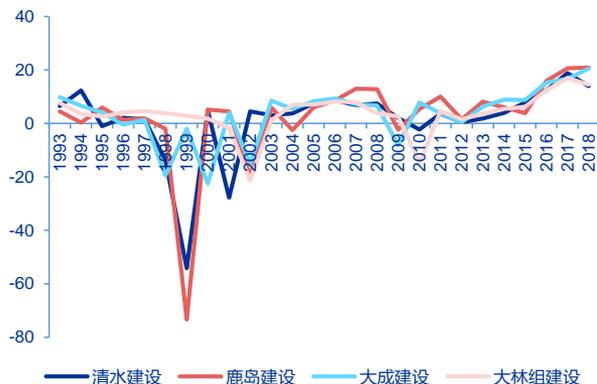


资料来源：Bloomberg，日本统计局，申万宏源研究

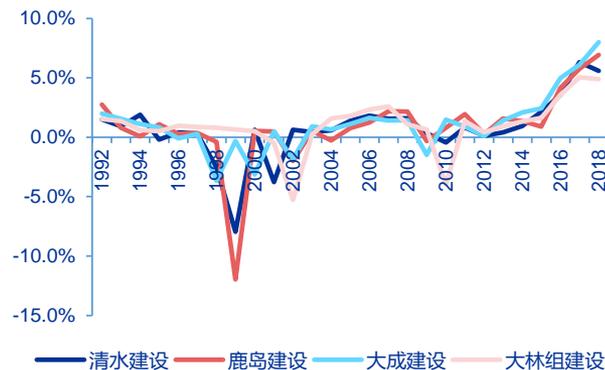
4.6.2 日本-资产负债表修复

- 日本龙头公司策略上维持现有产能，凭借较强竞争能力获得头部订单，得以在修复资产负债表的同时实现盈利能力改善。

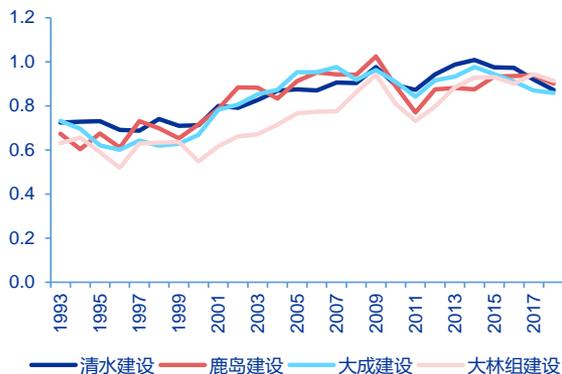
日本四大建筑企业ROE自2013年起快速上升，超过行业投资最高峰时期水平（单位：%）



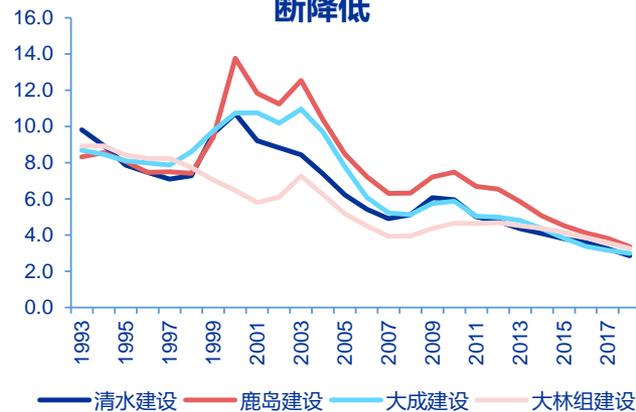
日本四大建筑企业ROE改善与净利率提升高度相关



行业出清阶段日本四大建筑公司通过提升周转率应对盈利能力恶化，在复苏阶段有所下降



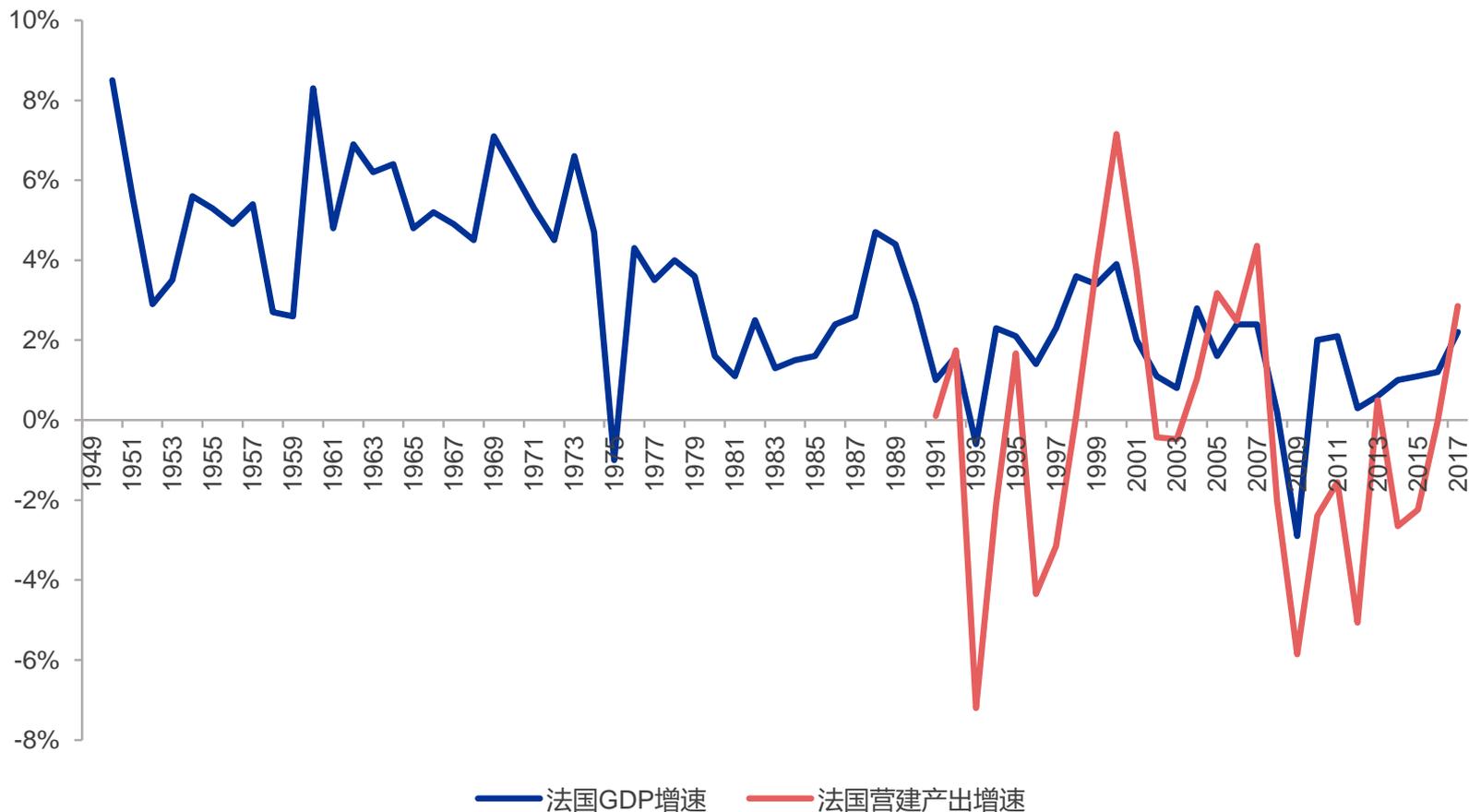
自进入衰退以来，日本四大建筑公司杠杆比率不断降低



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

4.7 国际经验之三： 法国-价值链延伸

- 法国与德国相似，石油危机后整体经济增速便保持较低水平，建筑行业1990年以来随经济增速周期波动，总体规模相对稳定。



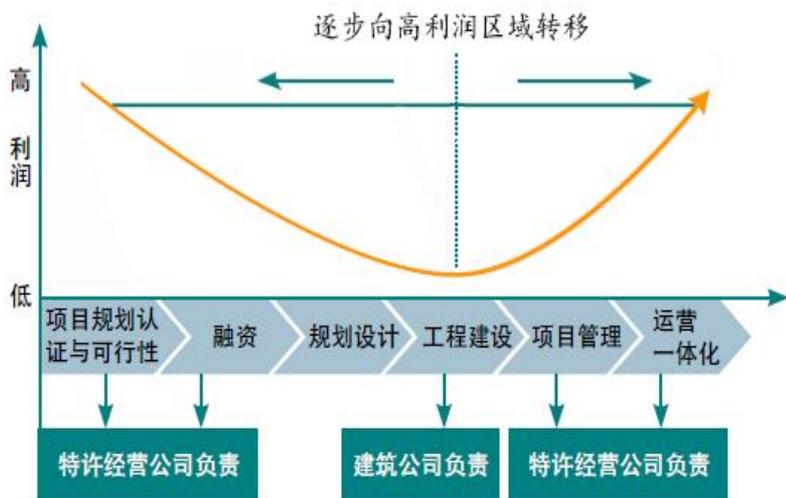
资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

4.7.1 法国-价值链延伸

■ 法国龙头建筑企业Vinci存量时代应对方法：开展承包项目-特许项目集成的经营模式

- 通过产业链延伸介入高附加值环节；
- 通过全生命周期协同管理，利润最大化。

公司加强向产业链高附加值环节介入



承包和特许经营相辅相成，具有极好的协同效应

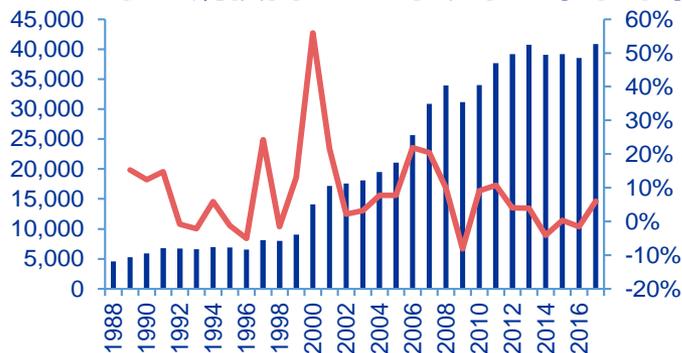


资料来源：申万宏源研究

4.7.2 法国-价值链延伸

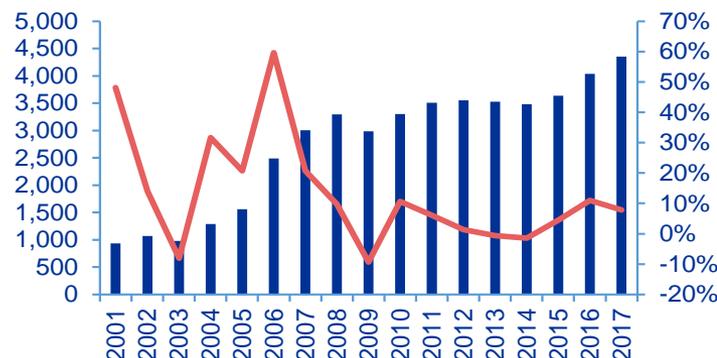
- **特许经营和建筑服务一体化模式**：VINCI收入规模和员工数量自2010年之后进入相对平稳状态，但利润率水平持续提升，营业利润始终保持稳步增长，资产负债率不断下降，现金流长期表现较好。

VINCI收入规模自2010年以来基本维持不变



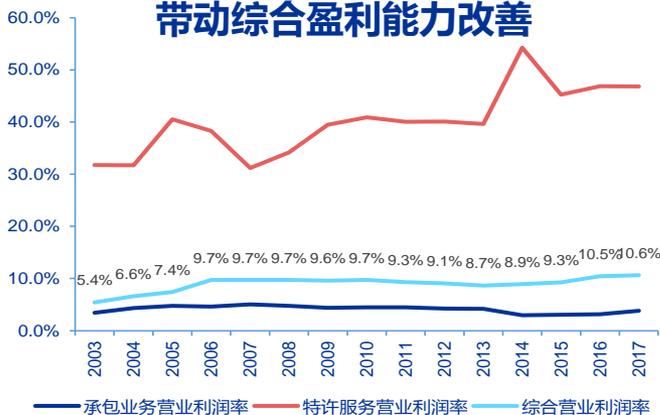
■ 营业收入(百万欧元)(左) ■ 同比增速(右)

VINCI自2000年以来营业利润始终保持稳步增长



■ 营业利润(百万欧元)(左) ■ 同比增速(右)

VINCI特许服务营业利润率总体呈上升趋势，带动综合盈利能力改善



■ 承包业务营业利润率 ■ 特许服务营业利润率 ■ 综合营业利润率

VINCI资产负债率持续下降，至2017年74%



4.8 存量时代佼佼者

■ 行业龙头：中国建筑、金螳螂、苏交科等

- 凭借技术资源优势、管理优势、资金优势，在存量时代具备获取行业头部订单或提升市占率的能力；

■ 受益结构分化、具备资产负债表扩张能力：上海建工等

- 总量之下结构分化形成一定增量市场，细分中具备扩张能力的企业可实现较快成长；

■ 技术变革实现效率提升，顺应行业发展方向：精工钢构、亚厦股份等

- 符合行业发展必然趋势，技术壁垒+先发优势可快速抢占市场，提升盈利能力；

■ 国企改革提升效率：中工国际、华建集团、四川路桥、中国建筑等

- 国企具有资源、资金等多重优势，推进改革有望激发内部活力，提升经营效率。

附：估值比较表（1）

附表：申万宏源建筑公司估值比较表（截止2019.7.4）

		评级	收盘价	EPS			PE			申万-wind卖方一致EPS	
			2019/7/4	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E	2020E
装饰幕墙	金螳螂	买入	10.70	0.79	0.90	1.02	13.5	11.9	10.5	(0.03)	0.10
	亚厦股份	增持	5.87	0.28	0.30	0.35	21.3	19.4	16.9	(0.03)	0.01
	广田集团	买入	5.05	0.23	0.26	0.29	22.3	19.4	17.6	(0.05)	(0.03)
	平均						19.0	16.9	15.0		
家装	东易日盛	增持	10.03	0.60	0.72	0.87	16.7	13.9	11.6	(0.04)	0.11
	平均						16.7	13.9	11.6		
生态园林	棕榈股份	增持	3.99	0.03	0.02	0.02	118.2	168.8	168.8	-	-
	铁汉生态	增持	3.72	0.13	0.18	0.22	28.7	20.5	17.1	(0.11)	(0.07)
	岭南股份	增持	5.06	0.51	0.66	0.86	10.0	7.7	5.9	(0.02)	0.18
	平均						52.3	65.7	63.9		
国际工程	中工国际	买入	12.02	0.97	0.85	0.90	12.4	14.1	13.4	(0.27)	(0.23)
	北方国际	增持	9.34	0.77	0.88	1.01	12.2	10.6	9.2	(0.04)	0.09
	中钢国际	增持	5.74	0.35	0.42	0.51	16.4	13.6	11.4	(0.03)	0.05
	中材国际	增持	6.64	0.79	0.90	0.99	8.4	7.3	6.7	0.00	0.09
	平均						12.3	11.4	10.2		
钢结构	精工钢构	增持	3.21	0.10	0.22	0.28	32.0	14.5	11.6	0.02	0.07
	平均						32.0	14.5	11.6		

资料来源：Wind，申万宏源研究
注：估值表中EPS、PE均为申万宏源预测

附：估值比较表（2）

基建央企	中国建筑	买入	6.05	0.91	1.05	1.18	6.6	5.8	5.1	0.04	0.17
	中国中铁	增持	6.65	0.75	0.84	0.93	8.8	7.9	7.2	(0.01)	0.07
	葛洲坝	增持	6.20	1.01	1.11	1.22	6.1	5.6	5.1	(0.02)	0.10
	平均						7.2	6.4	5.8		
基建国企	隧道股份	增持	6.43	0.63	0.71	0.79	10.2	9.0	8.1	0.00	0.08
	上海建工	增持	3.86	0.31	0.36	0.39	12.4	10.8	9.8	(0.01)	0.02
	山东路桥	暂无评级	5.42	0.59	0.68	0.78	9.1	8.0	6.9	0.00	0.11
	四川路桥	暂无评级	3.69	0.32	0.37	0.43	11.4	9.9	8.6	(0.03)	0.03
平均						10.8	9.4	8.4			
基建民企	龙元建设	增持	7.04	0.60	0.74	0.89	11.7	9.5	7.9	(0.04)	0.11
平均						11.7	9.5	7.9			
设计咨询	苏交科	增持	9.40	0.64	0.77	0.95	14.7	12.2	9.9	(0.02)	0.16
	中设集团	增持	12.95	0.85	1.07	1.31	15.2	12.1	9.9	(0.04)	0.20
	华建集团	增持	9.90	0.49	0.62	0.74	20.1	16.1	13.4	0.05	0.17
平均						16.6	13.5	11.1			
专业工程	中国化学	增持	6.11	0.39	0.51	0.64	15.6	12.0	9.6	(0.01)	0.12
	东华科技	增持	8.69	0.28	0.39	0.47	31.4	22.4	18.7	0.05	0.13
平均						23.5	17.2	14.1			

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：估值表中EPS、PE均为申万宏源预测

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华南	赵馨睿	0755-28332823	13530336936	zhaoxr@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

李峙屹
lizy@swsresearch.com