

2018.05.07

## 利润加速现金流承压，园林设计成长性最佳

### ——财务探究系列 1\_建筑 2017 年年报综述与 2018 年中报展望

	<b>韩其成 (分析师)</b>	<b>陈笑 (分析师)</b>	<b>齐佳宏 (研究助理)</b>
	021-38676162	021-38677906	010-59312799
	hanqicheng8@gtjas.com	chenxia015813@gtjas.com	qijiahong@gtjas.com
证书编号	S0880516030004	S0880518020002	S0880117100131

#### 本报告导读:

2017 年建筑上市公司新签订单/营收/净利增速继续保持上行、盈利水平稳步提升、现金流略承压园林净利增速高居第一，设计、装饰、工业工程板块景气度较高。

#### 摘要:

- **行业整体：净利成长加速/净利率提升，现金流同比承压。** 1)新签订单 4.4 万亿同增 17.4%(+6.7pct)，营收 4.36 万亿同增 11.9%(+4.3pct)，净利 1397 亿元同增 23.7%(+10.7pct)； 2)净利率 3.6%(+0.3pct)； 3)政府引导企业(央企/地方国企)降杠杆使资产负债率小幅下降(76.2%/-1.2pct)； 4)PPP 模式推进的背景下经营现金流继续保持净流入，但由于大量项目落地使投标/履约保证金支出等大幅增长，同比略承压(2.2%/-5.4pct)。
- **细分行业：园林/设计净利增速前二，园林/装饰现金流继续改善。** 1)净利增速前三：园林(48.2%)/设计(34.9%)/装饰(23.5%)，主要因 PPP 及生态环保/细分基建韧性/消费升级叠加地产龙头销售大增； 2)净利率前三：园林(11.5%)/设计(11.3%)/装饰(5.8%)，基建(3.1%)处于历史最好水平； 3)现金流改善：装饰(4.2%/+3pct)/园林(-0.2%/+0.5pct)； 4)低资产负债率：设计(49.7%)/园林(60%)/装饰(60.4%)。
- **园林：棕榈股份净利增速最高，东方园林现金流最好，东珠景观等次新资产负债率低。** 1)整体净利增速 48%为建筑子板块最高，主要因 PPP 模式推广、生态环保业务(水治理/固废危废等)占比提升，棕榈股份(+152pct)/蒙草生态(+149%)/岭南股份(+95%)/文科园林(+75%)东方园林(+68%)等较高； 2)资产负债率低(杠杆空间较大/财务压力较低)：绿茵生态(24%)/东珠景观(37%)/文科园林(44%)； 3)经营现金净额占营收比-0.16%(+0.47pct)为 2010 年来最好水平，东方园林 19.2%/蒙草生态 7.5%等较好。
- **中报展望：东方园林/中国化学/岭南股份等高增长确定性较强。** 我们从①过往披露经营计划及完成情况②订单增速与营收增速剪刀差+订单保障倍数③2017-18Q1 单季业绩增速+市场一致预期三个维度综合分析，园林/装饰龙头及部分央企 2018H1 或有望实现高增长：东方园林+岭南股份+东珠景观(保障倍数高，2018Q1 延续高增长)/龙元建设+全筑股份(订单-营收剪刀差大，2018Q1 延续高增长)/中国建筑+中国铁建(经营计划超额完成概率高)/中国化学 (2018Q1 净利增速同比大幅改善)。
- **投资策略及推荐标的(最看好园林)：** 1)以业绩与估值为锚，园林(首推)推荐东方园林(首推)/铁汉生态/文科园林，受益岭南股份/东珠景观，工业工程推荐中国化学/中材国际，设计推荐苏交科，PPP 推荐龙元建设，地产装饰推荐全筑股份/东易日盛/中国建筑； 2)从定增价格与当前市价倒挂角度，推荐龙元建设/东易日盛等； 3)从股权激励/员工持股角度，推荐东方园林/铁汉生态/中材国际等； 4)从 TMT 角度，受益亚翔集成/太极实业等(具备半导体高端制造主题且有望实现高增长)。
- **风险提示：** PPP 模式落地/经营低于预期，业绩增速低于预期等

**评级：** **增持**

上次评级： 增持

#### 细分行业评级

土木工程建筑业	增持
装修装饰业	增持
其他建筑业	增持
建筑园林	增持

#### 相关报告

建筑工程业：《PPP 落地提速关注生态治理，园林龙头最价值》	2018.05.03
建筑工程业：《仓位回升仍低配，加仓园林和工业》	2018.04.24
建筑工程业：《雄安规划出台生态优先，园林最相关最弹性》	2018.04.22
建筑工程业：《降准促 PPP 融资改善，绩优园林龙头低估更价值》	2018.04.18
建筑工程业：《出口下滑叠加清库结束，高弹性园林 PPP 最价值》	2018.04.15

## 目录

1. 行业整体：业绩加速/盈利能力提升，现金流承压 .....	3
1.1. 2017 年年报：业绩/盈利能力稳步提升，现金流有所承压 .....	3
1.2. 行业细分：2017 年园林板块净利增速高居第一 .....	5
2. 重点板块：园林/设计/装饰/工业景气度高 .....	9
2.1. 园林：业绩高增长确定性较强，受益生态环保龙头强者恒强 ..	9
2.2. 设计：净利继续保持高增长，经营现金流/资产负债率为建筑行 业内最优 .....	12
2.3. 八大央企：业绩增速创 3 年新高，资产负债率下降 .....	15
2.4. 装饰：业绩增速创 3 年新高，B 端家装表现亮眼 .....	19
2.5. 工业工程：下游投资意愿走强，带动板块业绩回暖 .....	21
3. 2018 年中报及年报预期分析 .....	25
3.1. 从过往营收计划完成情况看，大央企整体较为稳健 .....	25
3.2. 从过往订单计划完成情况看，大央企整体较为稳健 .....	26
3.3. 从订单增速与营收增速剪刀差看，园林、装饰龙头公司剪刀差大， 园林公司订单保障倍数高，营收高增长确定性高 .....	26
3.4. 从 2017 年单季度业绩情况及 2018 年一致预期看，东方园林等 部分公司呈现加速且一致预期高增长 .....	27
4. 投资策略和重点公司推荐 .....	28
4.1. 一带一路和 PPP 分析：中国化学、中材国际、龙元建设、中国建 筑等公司存在机会 .....	28
4.2. 定增及股权激励：龙元建设、东易日盛、东方园林、铁汉生态、 中材国际等公司存在机会 .....	31
4.3. 基金持仓分析：东方园林、东易日盛、龙元建设、苏交科等公司 存在机会 .....	34
4.4. PE 估值分析：东方园林、龙元建设、苏交科、铁汉生态、中国 化学等公司存在机会 .....	35
4.5. 推荐公司逻辑 .....	36
5. 风险提示 .....	44

## 1. 行业整体：业绩加速/盈利能力提升，现金流承压

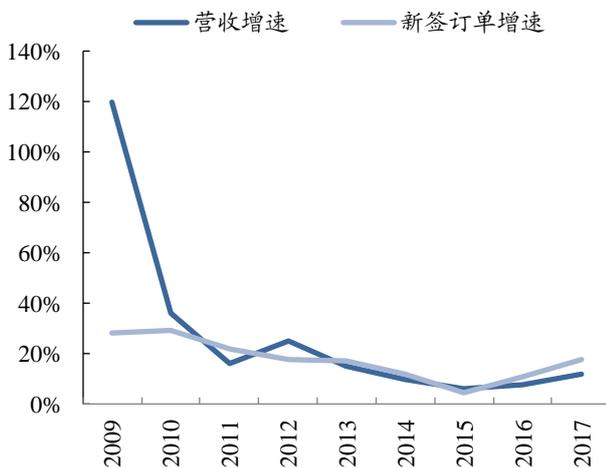
### 1.1. 2017 年年报：业绩/盈利能力稳步提升，现金流有所承压

#### (一) 2017 年建筑行业新签订单/营收/净利增速继续保持上行

PPP 模式加速推广、基建投资/地产投资保持强劲、生态环保景气度走高、制造业明显回暖，促使建筑行业新签订单/营收/净利增速继续保持上行：

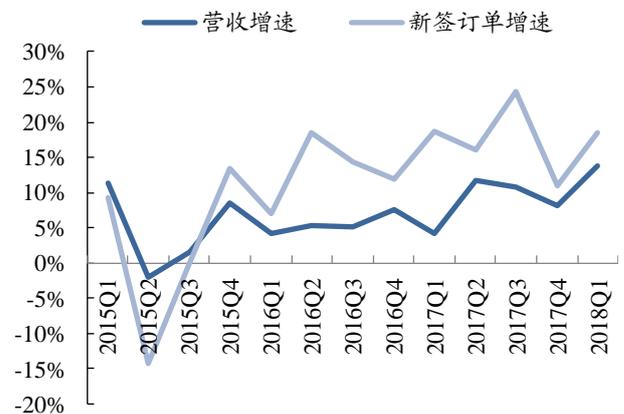
1)2017 年建筑行业新签订单约 4.4 万亿元同增 17.4%，较 2016 年提升 6.7pct；营收约 4.36 万亿元同增 11.9%，较 2016 年提升 4.3pct；净利约 1397 亿元同增 23.7%，较 2016 年提升 10.7pct。2)新签订单、营收、净利增速均为 2014 年以来最高值，主要原因是：PPP 模式加速推广并落地，基建/地产投资增速保持强劲(分别为 15%/7%)，基建投资中水利、环境和公共设施管理业占比提升(已达到 45%)，生态环保景气度走高，制造业明显回暖+工业利润回升促进工业工程订单回升(2017 年 PMI 采购经理人指数平均为 51.6，处于 2010 年以来的高水准)。

图 1：2017 年建筑行业营收/新签订单增速提升



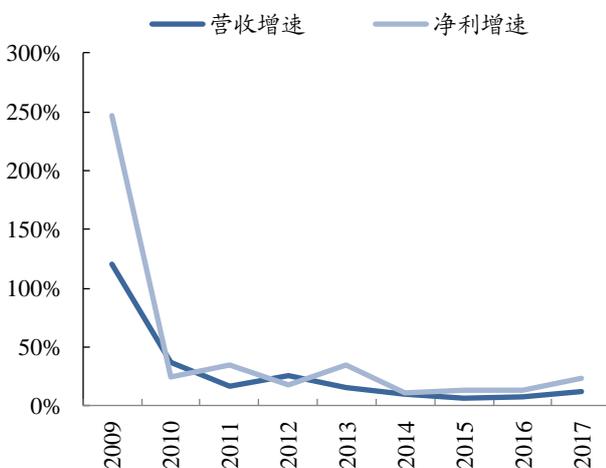
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 2：2017 年建筑单季营收/订单增速震荡提升



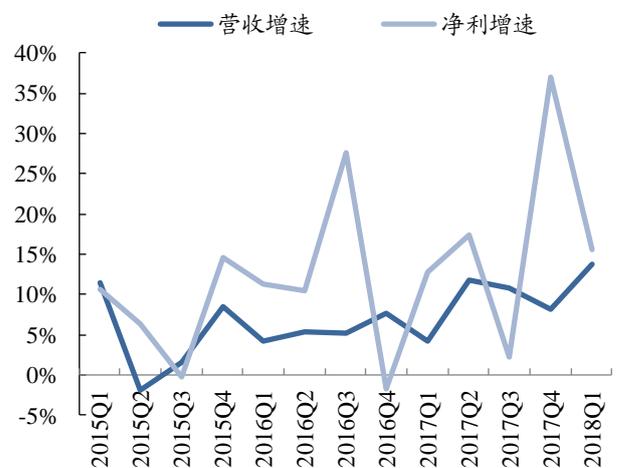
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 3：2017 年建筑行业营收/净利增速提升



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 4：2017 年建筑单季净利增速震荡提升



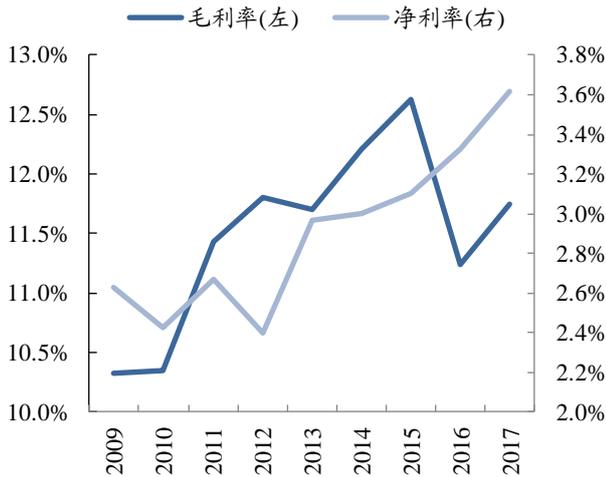
数据来源：wind，国泰君安证券研究

#### (二) 2017 年建筑行业盈利水平稳步提升

毛/净利率提升显示建筑行业整体盈利水平改善，净利率增幅略低于毛利

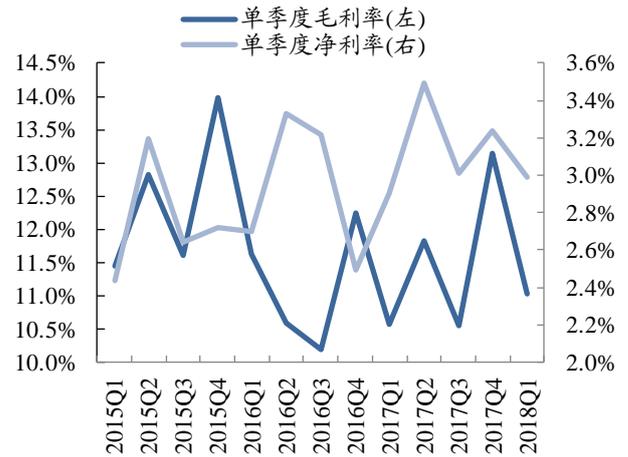
率。2017年：1)建筑行业毛利率为11.7%，较2016年提升0.5pct，一方面显示营改增影响逐步消化，另一方面显示行业整体盈利能力提升(高毛利的PPP业务占比提升及多元化、区域业务进一步开拓)；2)净利率为3.6%，较2016年提升0.3pct，净利率增幅略低于毛利率主要因费用开支增长(主要来自财务费用的增长)、部分公司计提资产减值损失增长(主要来自于应收账款坏账损失，2017Q4央企计提较多)、人民币升值带来海外工程项目的汇兑损失增长等方面的影响。

图 5：2017 年建筑行业毛/净利率提升



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 6：2017 年建筑单季毛/净利率保持提升趋势



数据来源：wind，国泰君安证券研究

**(三) 2017 年建筑行业三项费用率明显增长，资产负债率明显下降**  
受到融资成本攀升、市场开拓等影响，三项费用率明显增长；资产负债率小幅下降，主要是央企、地方国企降杠杆初见成效。1)2017 年，建筑行业三项费用率为 6%(+0.4pct)，主要因：①市场竞争加剧致各公司纷纷加大订单开拓力度(包括区域扩张)、多元业务拓展以及内部员工激励、薪酬提升等导致管理费用率增长 0.2pct 达到 4.3%；②融资成本攀升、融资渠道缩窄导致财务费用率增长 0.2pct 达到 1.1%。2)资本负债率为 76.2%(-1.2pct)，主要因政府引导企业(尤其是央企与地方国企)降杠杆以及融资成本攀升，各公司为降低财务风险、减少财务成本，积极降低资产负债率，但仍处于较高位置(行业基本属性)；有息负债率 21%(-2pct)。

图 7：2017 年建筑行业三费率提升

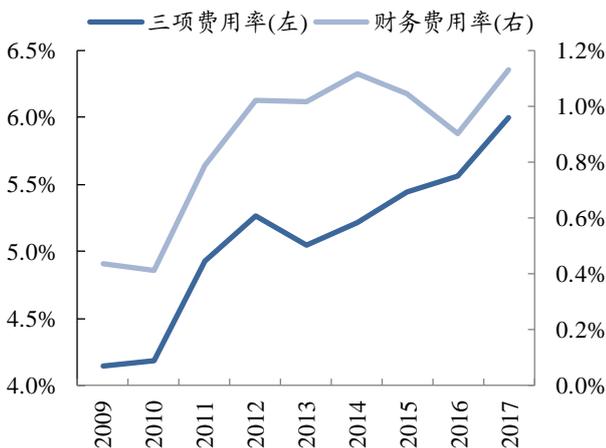
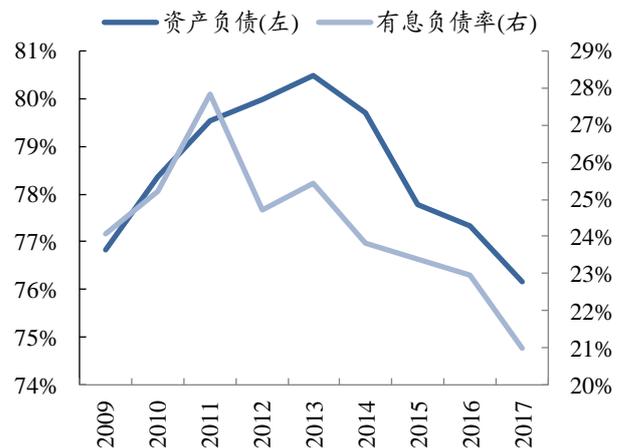


图 8：2017 年建筑行业资产负债率



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

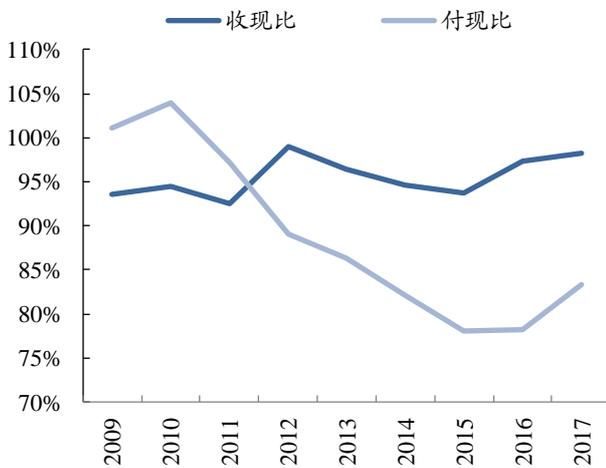
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**(四) 2017 年建筑行业经营现金流、投资现金流有所承压**

PPP 模式推进的背景下经营现金流继续保持净流入但同比有所承压、收/付现比提升, 投资现金流受大量 PPP 项目开工的影响同比有所承压。

1)2017 年, 建筑行业经营现金流量净额占营收比为 2.2%(-5.4pct), 收/付现比为 98.3%(+0.9pct)/83.3%(+5.1pct), 经营现金流保持正流入、收现比继续保持改善主要因 PPP 项目的增多及 BT 项目的减少导致工程垫资减少、各公司纷纷加大应收账款回收力度, 但现金流同比有所恶化主要因付现比增幅较高(支付投标/履约保证金等)以及资金面紧张、地方政府债务调控的相关影响; 2)投资现金流量净额占营收比为-7.1%(-3pct), 同比亦有所恶化, 主要因大量 PPP 项目开工、资本金支出大幅提升等。

**图 9: 2017 年建筑行业收/付现比提升**



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**图 10: 2017 年建筑行业现金流略承压**



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**1.2. 行业细分: 2017 年园林板块净利增速高居第一**

(一) 2017 年建筑子行业净利增速: 园林+48%高居第一, 设计、装饰位列二、三

**2017 年及 2018Q1 园林板块净利增速最快。**1)2017 年建筑行业各细分子行业均取得净利正增长(若考虑到二级细分, 化学工程为负增长), 显示建筑行业整体盈利能力的改善, 其中园林板块表现最为亮眼, 2017 年及 2018Q1 净利增速均为第一, 主要是因为受益于生态环保的战略地位高企、PPP 模式的加速推进以及园林内涵边界的拓宽, 订单驱动下业绩明显高增长; 2)设计咨询板块 2017 年及 2018Q1 净利增速也较高, 主要因为公路等基建细分领域投资 2017 年以来保持高增长。

**2017 年净利增速位次分析:**

- 净利增速前三: 园林(48.2%)、设计咨询(34.9%)、装饰(23.5%); 若考虑二级细分子行业, 前三为园林、设计咨询、工业工程\_钢结构(32.4%);
- 从净利增速的增幅看, 前三为装饰(24.3pct)、工业工程(14.5pct)、基建(12.3pct), 装饰因龙头地产集中度提升利好 2B 端家装增长、消费升级拉动 2C 端家装增长以及公装回暖等, 工业工程因朱格拉周期开启、制造业复苏、周期品涨价背景下下游公司扩产能需求; 若考

考虑二级细分子行业，前三为工业工程\_其他类(64.4%)、装饰、工业工程\_化学工程(20.6%)。

- 从净利增速的增幅看，园林(-40.8pct)下滑较多，主要因2016年基数较高、且2017H2以来资金成本上行及地方债务调控导致部分公司业绩增长不及预期。

#### 2018Q1 净利增速位次分析:

- 增速前三为：园林(55.3%)、工业工程(28.4%)、装饰(27.3%)，若考虑二级细分子行业，前三为园林、工业工程\_其他(41.4%)、工业工程\_TMT类(38.1%);
- 从2018Q1 净利增速的增幅看，前三为工业工程(24.2pct)、装饰(22pct)、房建(5.6pct)，若考虑二级细分子行业，前三为工业工程\_其他(83.4%)、工业工程\_TMT类(52.1%)、工业工程\_化学工程(46.7%)。

**表 1: 建筑行业各细分子行业 2013-17 年净利增速及 2017Q1-2018Q1 单季净利增速 (%)**

细分行业	2013-2017 年净利润增速					2017Q1-2018Q1 净利润增速				
	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
1、园林	18.4%	3.7%	-16.1%	89.1%	48.2%	296.4%	45.2%	75.4%	30.0%	55.3%
2、设计咨询	46.5%	-9.6%	15.5%	38.0%	34.9%	76.1%	34.8%	54.1%	29.7%	26.4%
3、装饰	32.7%	11.8%	-16.3%	-0.8%	23.5%	5.3%	16.9%	22.6%	63.3%	27.3%
4、基建	12.9%	11.3%	13.0%	11.0%	23.2%	18.6%	19.6%	3.1%	45.7%	16.1%
-路桥	2.9%	11.7%	12.0%	9.2%	27.2%	40.3%	0.4%	-1.2%	65.8%	12.0%
-水利	7.8%	14.9%	11.2%	28.2%	23.4%	7.7%	21.2%	7.7%	54.0%	13.3%
-铁路	22.7%	10.0%	14.1%	6.8%	20.5%	13.3%	34.0%	4.1%	28.1%	19.6%
5、工业工程	1.6%	13.6%	9.2%	-1.6%	12.9%	4.2%	30.9%	16.2%	2.3%	28.4%
-钢结构	32.6%	3.2%	-5.1%	58.5%	32.4%	61.3%	19.7%	21.7%	48.3%	14.9%
-其他类	24.7%	10.0%	4.6%	-34.6%	29.8%	-41.9%	16.0%	30.6%	90.4%	41.4%
-TMT类	31.1%	23.5%	-22.6%	83.3%	23.8%	-14.0%	102.1%	55.5%	-0.4%	38.1%
-国际工程	-57.1%	137.9%	101.4%	17.7%	16.1%	23.4%	35.5%	31.2%	-8.8%	25.4%
-化学工程	7.1%	-2.0%	-10.2%	-33.3%	-12.8%	-12.1%	19.3%	-18.2%	-35.4%	34.6%
6、房建	125.7%	11.6%	17.8%	12.6%	12.0%	9.9%	13.8%	-8.2%	38.4%	15.5%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**(二) 2017 年建筑子行业净利率对比: 园林 11.5% 高居第一, 设计第二 2017 年园林板块净利率最高。** 1)2017 年, 除园林、工业工程外其他各细分子行业的净利率均有一定提升, 但因行业属性缘故, 各细分子行业有一定差距, 园林板块的净利率水平最高(11.5%), 设计咨询(11.3%)亦较高, 基建则最低(3.1%); 2)若考虑二级细分子行业, 工业工程\_其他(2.3%)、基建\_轨交(2.4%)最低; 3)2018Q1 情况, 因 Q1 为开工淡季大部分细分子行业的净利率环比有降低, 但同比基本小幅提升验证行业盈利能力提升。

#### 2017 年净利率对比分析:

- 净利率前三为: 园林(11.5%)、设计咨询(11.3%)、装饰(5.8%); 值得关注的是, 基建的净利率(3.1%)处于历史最好水平; 若考虑二级细分子行业, 前三为园林、设计咨询、工业工程\_TMT类(8%);

- 从净利率的增幅看，前三为装饰(0.5pct)、基建(0.2pct)、设计咨询(0.2pct)，装饰板块受益于家装、工装毛利率均提升，基建板块各公司受益于 PPP 模式；若考虑二级细分子行业，前三为装饰、工业工程\_钢结构(0.4pct)、基建\_路桥(0.4pct)；
- 从净利率的增幅看，园林(-0.7pct)有所下滑，主要因在资金成本上升的背景下，财务费用支出明显增长，且部分公司在转型生态环保等多元业务的过程中费用开支较高。

#### 2018Q1 净利率对比分析：

- 净利率前三为：设计咨询(9.6%)、装饰(5.8%)、园林(3.9%)，若考虑二级细分子行业，前三为设计咨询、工业工程\_国际工程(7.1%)、装饰；
- 从 2018Q1 净利率的增幅看，前三为装饰(0.3pct)、工业工程(0.2pct)、园林(0.1pct)，若考虑二级细分子行业，前三为工业工程\_国际工程(1.1pct)、装饰、工业工程\_其他(0.3pct)。

表 2：建筑行业各细分子行业 2013-17 年净利率及 2017Q1-2018Q1 单季净利率（%）

细分行业	2013~2017 年净利率					2017Q1~2018Q1 净利率				
	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
1、园林	13.05%	11.51%	8.82%	12.21%	11.53%	3.8%	13.2%	11.3%	12.0%	3.9%
2、设计咨询	16.13%	12.85%	10.06%	11.12%	11.31%	9.6%	11.0%	11.9%	10.5%	9.6%
3、装饰	6.26%	6.23%	5.52%	5.28%	5.79%	5.5%	5.5%	5.6%	5.6%	5.8%
4、工业工程	4.20%	3.99%	4.61%	4.58%	4.55%	3.8%	5.2%	5.1%	3.7%	3.9%
-TMT 类	10.38%	11.17%	7.91%	8.00%	8.02%	4.6%	6.5%	8.5%	8.2%	4.7%
-国际工程	1.70%	2.65%	5.51%	6.53%	6.78%	6.0%	7.6%	8.4%	5.9%	7.1%
-钢结构	3.53%	3.69%	3.63%	4.95%	5.39%	4.8%	7.3%	4.9%	4.6%	4.2%
-化学工程	6.01%	5.20%	5.12%	3.97%	3.14%	3.4%	4.3%	3.9%	1.4%	3.3%
-其他类	2.54%	2.29%	2.76%	1.94%	2.28%	1.0%	1.9%	2.3%	2.4%	1.3%
5、房建	3.28%	3.32%	3.40%	3.63%	3.78%	9.6%	11.0%	11.9%	10.5%	9.6%
6、基建	2.45%	2.52%	2.66%	2.86%	3.06%	2.7%	3.1%	2.6%	3.3%	2.8%
-路桥	3.65%	3.69%	3.79%	3.98%	4.39%	3.7%	4.2%	3.4%	4.9%	3.5%
-水利	3.46%	3.40%	3.11%	3.51%	3.60%	3.1%	3.0%	3.0%	3.4%	3.1%
-铁路	1.87%	1.93%	2.13%	2.25%	2.35%	2.2%	2.7%	2.2%	2.5%	2.5%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

#### （三）2017 年建筑子行业经营现金流对比：园林、装饰明显改善

**2017 年园林、装饰板块经营现金流明显改善。**1)2017 年，建筑行业整体经营现金流状况同比承压，主要因 PPP 项目大量落地带来的与经营活动有关的现金流出增长较快(投标/履约保证金等)；2)2017 年，设计咨询、装饰板块经营现金流情况较好，经营净现金流/营收分别为 7.5%、4.2%；园林板块虽然该比值较低，但同比继续改善且处于历史最好水平，主要是受益于 PPP 模式的加速推进对于现金流量表的改善以及回款催收工作的加强；3)2018Q1 单季情况，各细分子行业的经营现金流为负值，主要因为 Q1 开工导致各项投标保证金及垫资等增加。

#### 2017 年经营净现金流/营收对比分析：

- 前三为：设计咨询(7.5%)、装饰(4.2%)、基建(4.1%)，若考虑二级细分子行业，前三为基建\_路桥(8%)、设计咨询、工业工程\_TMT类(5.8%);
- 从该项比值的增幅看，前三为装饰(3pct)、园林(0.5pct)、工业工程(0.1pct)，若考虑二级细分子行业，前三为工业工程\_其他(8.8pct)、装饰、基建\_路桥(1.5pct)，房建(-10.6pct)降幅较多主要因受中国建筑影响。

#### 2018Q1 经营净现金流/营收对比分析:

- 前三为：工业工程(-14.1%)、基建(-23%)、装饰(-23.3%)，若考虑二级细分子行业，前三为工业工程\_钢结构(-0.7%)、工业工程\_化学工程(-5.8%)、工业工程\_国际工程(-6%);
- 从该项比值的增幅看，前三为工业工程(5.7pct)、设计咨询(-1.1pct)、房建(-1.7pct)，若考虑二级细分子行业，前三为工业工程\_化学工程(13.8%)、工业工程\_钢结构(10.7pct)、基建\_路桥(0.2pct)。

表 3: 建筑行业各细分子行业 2013-17 年经营净现金流/营收及 2017Q1-2018Q1 单季经营净现金流/营收

细分行业	2013~2017 年经营净现金流/营收					2017Q1~2018Q1 经营净现金流/营收				
	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
1、设计咨询	12.12%	10.46%	6.48%	9.86%	7.51%	-33.3%	-3.2%	9.4%	31.5%	-34.5%
2、装饰	0.41%	-0.82%	0.29%	1.15%	4.18%	-20.3%	2.5%	2.8%	21.7%	-23.3%
3、基建	1.07%	2.35%	6.47%	7.29%	4.06%	-16.4%	-1.0%	4.1%	19.3%	-23.0%
-路桥	2.36%	1.69%	7.82%	6.49%	7.98%	-16.6%	8.5%	5.7%	18.6%	-16.4%
-铁路	-0.05%	2.45%	6.89%	7.55%	3.92%	-15.0%	-3.9%	5.1%	21.1%	-24.3%
-水利	4.77%	3.03%	2.72%	7.44%	-1.03%	-20.9%	-3.0%	-1.7%	13.8%	-26.4%
4、工业工程	2.99%	1.55%	4.38%	1.18%	1.22%	-19.8%	4.0%	0.5%	10.7%	-14.1%
-TMT类	22.95%	18.23%	14.00%	6.52%	5.80%	-23.3%	-5.6%	12.7%	26.5%	-25.1%
-化学工程	3.66%	1.98%	2.43%	4.77%	5.22%	-19.6%	4.0%	2.3%	20.0%	-5.8%
-其他类	-0.58%	-4.68%	2.44%	-4.23%	4.59%	-38.1%	5.0%	7.2%	24.8%	-39.3%
-钢结构	-0.39%	0.54%	2.79%	6.49%	-1.42%	-11.4%	-3.1%	3.9%	1.1%	-0.7%
-国际工程	4.15%	5.49%	8.04%	-2.69%	-7.55%	-5.9%	11.1%	-16.3%	-16.4%	-6.0%
5、园林	-6.76%	-7.25%	-4.72%	-0.64%	-0.16%	-35.5%	-6.4%	-9.8%	21.6%	-40.6%
6、房建	2.34%	3.30%	6.34%	9.53%	-1.09%	-29.8%	3.5%	-5.1%	18.8%	-31.4%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

#### (四) 2017 年建筑子行业资产负债率对比：设计、园林、装饰最低

**2017 年设计咨询板块资产负债率最低。**1)2017 年设计咨询(49.7%)、园林(60%)、装饰(60.4%)资产负债率较低，这三个板块多为民企且项目建设周期相对较短; 2)2017 年房建(78.7%)、基建(77.7%)资产负债率较高，这两个板块的工程项目建设周期较长、垫资较高，且板块中部分央企、地方国企的资产负债率一直高企，但基建、房建板块近五年资产负债率已在逐步改善(基建从 82.3%到 77.7%，房建从 81.1%到 78.7%)，显示央企、地方国企降杠杆成效; 3)2018Q1 设计咨询(47.9%)、装饰(57.7%)、园林(60.6%)资产负债率较低; 4)如果考虑二级细分子行业，2017 年最低为工业工程\_TMT 类(48.1%)、设计咨询、工业工程\_钢结构(59.2%)，2018Q1 最低为设计咨询、工业工程\_TMT 类(52%)、装饰。

**2017 年及 2018Q1 资产负债率对比分析:**

- 从 2017 年资产负债率的同比改善程度看,前三为设计咨询(-6.3pct)、装饰(-1.6pct)、房建(-1.1pct),考虑二级细分子行业,前三为设计咨询、工业工程\_TMT(-5.9pct)、工业工程\_国际工程(-2pct);
- 从 2018Q1 资产负债率的同比改善程度看,前三为装饰(-2.6pct)、设计咨询(-1.8pct)、基建(-0.5pct),考虑二级细分子行业,前三为装饰、设计咨询、基建\_轨交(-0.8pct)。

**表 4: 建筑行业各细分子行业 2013-17 年资产负债率及 2017Q1-2018Q1 单季资产负债率**

细分行业	2013~2017 年资产负债率					2017Q1~2018Q1 资产负债率				
	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
1、设计咨询	54.9%	47.1%	56.0%	56.0%	49.7%	50.7%	52.4%	48.8%	49.7%	47.9%
2、园林	53.7%	54.2%	53.5%	53.8%	60.0%	52.3%	55.0%	56.9%	60.0%	60.6%
3、装饰	64.9%	63.9%	62.5%	61.9%	60.4%	59.7%	61.8%	61.4%	60.4%	57.7%
4、工业工程	71.0%	71.4%	69.3%	67.6%	66.5%	66.6%	67.2%	66.5%	66.5%	66.2%
-TMT 类	43.5%	40.5%	43.1%	54.1%	48.1%	50.3%	49.5%	49.3%	48.1%	52.0%
-钢结构	69.3%	68.0%	65.6%	60.7%	59.2%	58.0%	59.5%	58.2%	59.2%	58.9%
-化学工程	66.6%	67.3%	63.4%	62.4%	62.4%	62.0%	62.6%	61.7%	62.4%	61.7%
-国际工程	76.1%	76.3%	73.0%	69.4%	67.4%	69.2%	69.5%	68.1%	67.4%	66.8%
-其他类	84.2%	84.1%	83.2%	82.0%	82.2%	82.0%	82.5%	82.7%	82.2%	81.8%
5、基建	82.3%	81.5%	79.5%	78.8%	77.7%	78.3%	78.5%	78.4%	77.7%	77.2%
-路桥	79.0%	78.7%	76.4%	76.3%	75.7%	75.9%	76.7%	76.5%	75.7%	75.0%
-水利	81.0%	80.8%	81.4%	79.2%	78.2%	79.1%	78.3%	78.5%	78.2%	78.3%
-铁路	84.4%	83.2%	80.7%	80.0%	78.7%	79.5%	79.6%	79.6%	78.7%	77.9%
6、房建	81.1%	80.4%	79.2%	79.8%	78.7%	78.7%	79.6%	79.6%	78.7%	78.3%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

## 2. 重点板块: 园林/设计/装饰/工业景气度高

### 2.1. 园林: 业绩高增长确定性较强, 受益生态环保龙头强者恒强

PPP 模式推广及生态环保类业务占比提升促使园林公司业绩 2017 年继续保持高增长, 行业龙头强者恒强、市场集中度提升, 但受到资金成本上升等影响, 部分公司订单推进滞后于预期, 因此业绩增长低于预期: 1)2017 年园林板块净利增速 48%(-41pct), 下滑主要因 2016 年基数较高、且 2017H2 以来资金成本上行及地方债务调控导致部分公司业绩增长不及预期; 2)棕榈股份、蒙草生态、花王股份、岭南股份、文科园林、元成股份、东方园林等净利增速居于前列, 均超 60%; 3)从 2017 年净利增速的增幅看, 花王股份、普邦股份、元成股份位居前三; 4)2018Q1, 园林板块净利增速 55%(-241pct), 前五为丽鹏股份(834%)、美尚生态(260%)、杭州园林(184%)、东方园林(128%)、元成股份(111%), 从增幅看, 前三为云投生态(1676pct)、丽鹏股份(927pct)、美尚生态(406pct)。

**表 5: 主要上市园林公司 2013~2017 年及 2017Q1~2018Q1 净利增速一览 (%)**

公司	2013~2017 年净利增速	2017Q1~2018Q1 净利增速
----	-----------------	--------------------

	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
棕榈股份	34.0	7.4	-149.4	157.1	151.8	31.3	5.7	194.7	245.6	109.6
蒙草生态	-18.2	60.2	-4.5	113.1	148.7	157.0	169.9	173.0	27.3	48.4
花王股份	-1.8	-2.5	21.9	6.1	137.2	486.6	-4.7	-32.2	795.4	-44.7
岭南股份	17.1	21.1	43.5	55.3	95.3	68.1	104.0	49.6	132.9	83.5
文科园林	12.0	-7.7	7.5	44.0	75.0	44.2	71.6	73.6	87.1	48.6
元成股份	45.3	7.8	-7.2	8.6	73.1	150.7	39.7	203.0	23.6	110.9
东方园林	29.2	-27.2	-7.1	115.2	68.1	47.4	38.2	81.5	68.5	127.8
铁汉生态	9.2	3.7	25.2	70.6	45.0	7.2	50.4	71.2	27.5	-1,667.8
普邦股份	26.9	30.5	-49.9	-47.3	44.4	-22.3	34.3	9.5	1,033.3	37.9
天广中茂	-33.6	32.0	-12.5	300.1	44.4	-16.4	104.0	64.9	21.4	0.3
杭州园林	16.0	-28.8	-40.1	79.6	37.6	21.4	26.7	202.8	24.1	183.5
美晨生态	73.1	221.6	102.5	113.6	36.5	81.5	42.6	49.6	18.9	66.7
美尚生态	43.4	6.2	2.6	89.3	35.9	-146.9	115.9	60.0	17.3	259.5
东珠景观	16.0	6.7	20.1	22.5	31.1	208.2	-23.1	37.3	56.7	65.0
诚邦股份	34.2	-17.9	-18.7	92.8	12.9	89.1	-2.0	10.3	5.5	-12.9
大千生态	-39.7	33.3	-1.0	15.6	12.5	9.3	26.8	62.3	-21.0	34.6
乾景园林	21.7	7.5	14.8	-14.1	11.8	-43.6	13.0	-51.8	85.5	-62.8
天域生态	52.0	44.5	6.3	11.9	10.4	167.8	-71.9	136.0	-9.6	-119.7
绿茵生态	-1.3	19.3	56.6	46.5	3.8	10.9	3.5	274.4	-38.7	-5.8
农尚环境	38.8	5.4	11.3	7.2	1.9	10.8	4.9	10.0	-14.1	12.6
丽鹏股份	-8.1	-17.1	286.9	28.3	-42.1	-92.8	80.7	39.3	-132.2	834.4
云投生态	501.1	-71.0	122.5	226.3	-1,309.8	-1,805.4	-238.0	-218.7	-34,876.1	-129.2
行业整体	18.4	3.7	-16.1	89.1	48.2	296.4	45.2	75.4	30.0	55.3

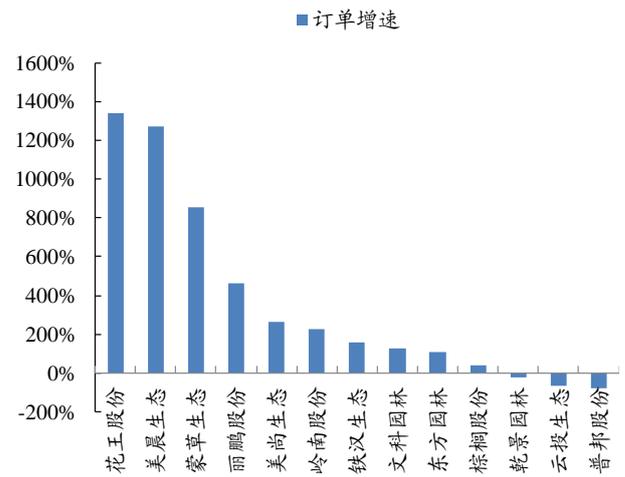
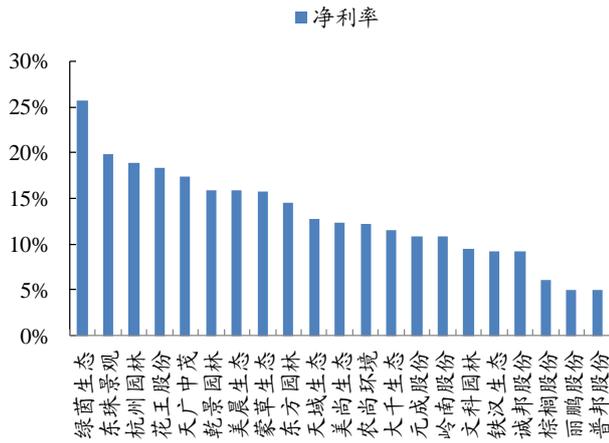
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**PPP、生态环保等高毛利的业务占比提升叠加规模效应促使龙头公司净利率提升。**2017年园林板块净利率为11.5%(-0.7pct)，主要因融资成本上升带来的财务费用率上升、部分公司进军新业务及区域扩张带来的管理费用率上升以及计提资产减值损失等。其中绿茵生态25.7%、东珠景观19.9%、杭州园林18.9%居于前列。较2016年净利率提升较多公司为：花王股份(4.2pct)、蒙草生态(2.8pct)、棕榈股份(2.8pct)。

**2017年PPP订单落地进一步提速，叠加生态环保类项目放量促使园林公司订单普遍大幅增长，2017年订单收入比为3.1倍，较2016年增加1.55pct。**2017年园林公司订单普遍大幅增长，花王股份、美晨生态、美晨生态等居于前列；从订单收入比角度看，天域生态、杭州园林均超过10倍，主要因为作为新股上市后迅速扩张以及上年基数较低，蒙草生态6.2倍、东方园林4.5倍、农尚环境3.5倍、铁汉生态2.9倍均较高。

图 11: 2017 年园林公司净利率对比

图 12: 2017 年园林公司订单对比



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

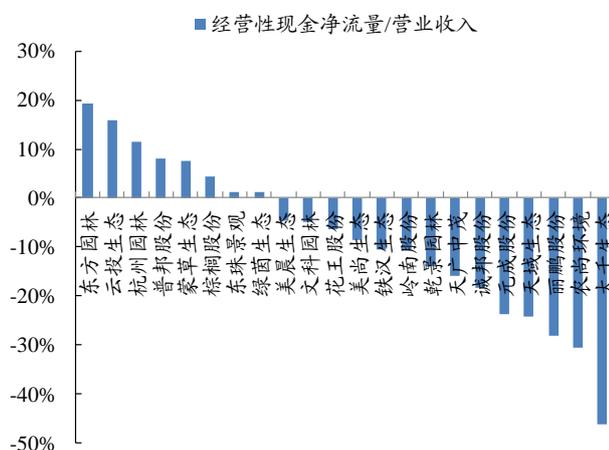
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

注: 云投生态大幅亏损, 净利率为-60%, 因此在净利率对比中不作列示; 订单增速以各公司披露中标订单口径进行统计。

PPP 项目占比提升以及回款力度加强促使经营现金流继续维持较好水平, 但随着 PPP 项目大量开工落地, 前期投标/履约保证金支出对部分公司经营现金流带来一定压力。2017 年园林板块经营现金流净额占营收比重均值为-0.16%(+0.47pct), 是 2010 年来最高值, 其中东方园林 19.2%、蒙草生态 7.5% 等居于前列。但是在 PPP 项目大量落地的背景下, 部分公司经营现金流存在一定压力。较 2016 年经营净现金流/营收降低较多公司为: 大千生态(-58.5pct)、天域生态(-39.8pct)、农尚环境(-33.1pct); 上升较多公司为: 云投生态(+67.6pct)、普邦股份(+10.5pct)、美尚生态(+9pct)。

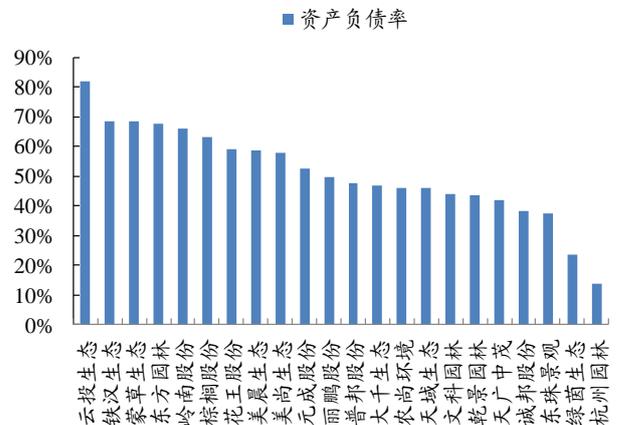
降杠杆及融资成本上行叠加园林公司业务规模快速提升, 资产负债率有所上升。2017 年园林板块资产负债率为 60%(+6.2pct), 其中云投生态 81.9%、铁汉生态 68.7%、蒙草生态 68.6%、东方园林 67.6% 较高, 新上市的杭州园林 13.9%、绿茵生态 23.8%、东珠景观 37.4% 较低。较 2016 年资产负债率降低较多公司为: 杭州园林(-27.3pct)、绿茵生态(-16.4pct)、诚邦股份(-14pct) 均为新股; 上升较多公司为: 岭南股份(+15.8pct)、铁汉生态(+14.6pct)、花王股份(+14.4pct)。

图 13: 2017 年园林公司经营现金流/营收对比



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 14: 2017 年园林公司资产负债率对比



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

推荐东方园林、铁汉生态、文科园林，受益东珠景观。2018年PPP项目入库放缓、但落地加速或成新常态，生态环境领域及旅游领域受政策支持将最具成长性，园林PPP龙头加速进入生态修复、生态环保业务及全域旅游领域，且受益于美丽乡村、精准扶贫、污染防治等，其成长空间、业务内涵获得提升。从订单保障比、盈利能力、成长空间等角度筛选，推荐东方园林、铁汉生态、文科园林，受益东珠景观等。

表 6: 部分园林公司 2017-19 年净利增速(及预测)与 PE 估值对比表

公司	本年 涨幅(%)	净利增速			EPS			PE			PB	市值
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E		
蒙草生态	-26.08	148.7	42.4	34.4	0.53	0.77	1.04	17.7	12.2	9	4.2	150
天域生态	-0.29	10.4	124.3	32.4	0.75	1.58	2.09	39.6	12.5	9.4	2.6	34
美晨生态	-10.74	35	52	41	0.75	1.14	1.61	20.2	13.3	9.4	3.7	122
铁汉生态	-18.93	45	48	36	0.5	0.74	1	20.5	13.8	10.2	2.5	147
文科园林	-17.31	75	53	45	0.76	1.17	1.7	21.8	14.2	9.8	2.3	53
岭南股份	0.21	95.3	88.6	43	1.22	0.96	1.37	21.4	14.3	10	3.8	137
岳阳林纸	-0.07	1131.9	67.4	48.7	0.28	0.42	0.62	25.9	14.3	9.6	1.1	83
花王股份	0.03	137.2	67.8	62	0.51	0.86	1.39	24.2	14.9	9.2	4.3	43
东方园林	-4.02	68	54	42	0.81	1.25	1.77	23.4	15.2	10.7	4.5	512
东珠景观	0.1	31.1	78	51.6	1.31	1.9	2.88	32.1	19.8	13	3.6	85
大千生态	-0.17	12.5	71.4	53.4	0.96	1.54	2.37	48	23.2	15.2	3	31
绿茵生态	-0.12	3.8	29.2	34.3	2.61	2.88	3.87	34.4	23.3	17.4	3.3	54
杭州园林	-0.12	37.6	108.7	55.2	0.3	0.57	0.88	138.2	58.2	37.5	13.4	42

数据来源：公司公告，wind，国泰君安证券研究

备注：除蒙草生态、文科园林、东方园林、铁汉生态、美晨生态外，其余公司 2018-19 年净利增速、EPS 预测等来自 wind 一致预期

## 2.2. 设计：净利继续保持高增长，经营现金流/资产负债率为建筑行业最优

**2017 年设计咨询板块净利继续保持高增长。**1)设计咨询板块 2017 年净利增速为 34.9%(-3.1pct)，继续保持高增长，设计咨询是建筑工程产业链最前端，一般被视为工程施工的先行指标，这也预示了建筑行业继续保持较高景气；2)虽然国内基建增速有所下滑，但公路、轨交等细分领域仍有较快增长，尤其是 2017H1 公路投资明显反弹，且一带一路沿线市场庞大，国内新型城镇化建设、PPP/EPC 模式的推进、消费升级带来的家装/家装设计需求、工业投资回暖带来的工业工程设计需求等都为设计咨询行业的进一步发展及成长带来更大空间。

**2017 年勘设股份净利增速居板块内第一。**1)设计咨询板块 2017 年净利增速前三为：勘设股份(105.2%)、设研院(77.5%)、杰恩设计(52.5%)。勘设股份因作为云贵地区工程设计龙头充分受益于西部地区基建，且上市后大力拓展省外及海外市场；设研院作为河南工程设计龙头在公路设计领域具有雄厚优势，上市后整体规模迅速扩张；杰恩设计因办公、酒店类建筑设计业务取得高增长。2)从净利增速的增幅看，勘设股份(54.6pct)、杰恩设计(29.1pct)、山鼎设计(27.1pct)居于前三，设研院(-82.2pct)、华建集团(-58.4pct)、中衡设计(-54.7pct)较低。

2018Q1 山鼎设计、杰恩设计、设计总院净利增速较快。2018Q1 设计咨询板块继续延续高增长趋势，净利增速为 26.4%，其中增速前三为山鼎设计(144.1%)、杰恩设计(65.4%)、华建集团(64.7%)，建科院(-282.1%)、合诚股份(-76%)为负增长。

表 7:主要上市设计咨询公司 2013~2017 年及 2017Q1~2018Q1 业绩增速一览

公司	2013~2017 年净利增速					2017Q1~2018Q1 净利增速				
	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
勘设股份	437.2%	-6.0%	-29.3%	50.6%	105.2%	--	--	120.2%	71.5%	13.0%
设研院	--	-67.5%	34.3%	159.7%	77.5%	--	--	24.7%	63.9%	32.1%
杰恩设计	--	-10.3%	29.8%	23.4%	52.5%	25.3%	73.7%	68.3%	42.3%	65.4%
设计总院	14.1%	-48.8%	12.2%	39.7%	47.5%	29.5%	-21.2%	24.2%	224.7%	64.7%
中设集团	9.9%	10.7%	-3.4%	31.0%	41.4%	18.7%	40.2%	84.6%	36.9%	20.8%
国检集团	5.7%	9.4%	23.2%	10.4%	24.6%	136.8%	11.7%	20.0%	22.1%	24.1%
中衡设计	3.4%	7.5%	-26.0%	79.0%	24.3%	9.8%	15.8%	100.1%	5.1%	14.5%
苏交科	31.3%	36.1%	23.0%	22.1%	22.3%	3.6%	33.5%	32.1%	15.7%	25.5%
中设股份	-4.0%	101.0%	-17.6%	67.9%	21.2%	--	--	18.1%	-7.5%	29.2%
启迪设计	13.1%	-4.9%	-9.6%	21.7%	13.2%	11.3%	-0.4%	64.3%	13.6%	28.4%
建科院	55.9%	-15.4%	3.9%	35.2%	7.8%	63.8%	-38.9%	99.8%	-42.6%	-282.1%
合诚股份	10.7%	3.8%	8.0%	9.1%	7.6%	-9.5%	29.7%	39.9%	-18.0%	-76.0%
华建集团	41.9%	-68.3%	9.4%	64.6%	6.2%	84.2%	-62.6%	68.5%	6.8%	47.9%
山鼎设计	19.6%	-39.5%	4.6%	-24.8%	2.3%	179.8%	-25.1%	-31.8%	7.7%	144.1%
达安股份	32.5%	10.7%	7.3%	8.0%	-6.1%	-4.9%	7.6%	-20.7%	4.1%	9.4%
行业整体	46.5%	-9.6%	15.5%	38.0%	34.9%	76.1%	34.8%	54.1%	29.7%	26.4%

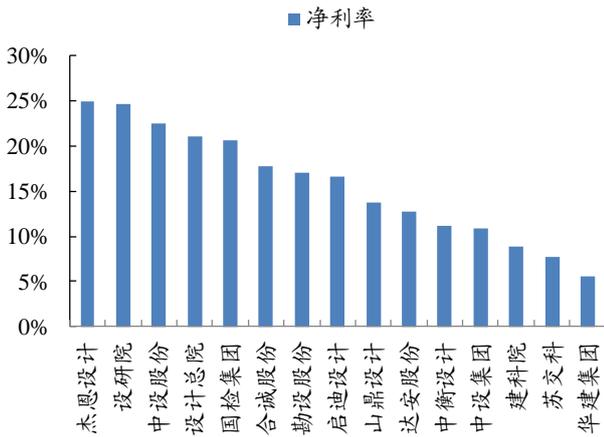
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

华建集团净利率水平最低，提升空间较大。1)2017 年设计咨询板块净利率为 11.3%(+0.2pct)，连续两年保持小幅提升且在建筑行业仅低于园林板块位居第二；2)板块内净利率前三为：杰恩设计(24.9%)、设研院(24.6%)、中设股份(22.5%)，杰恩设计的建筑室内设计、设研院的勘察设计业务毛利率均较高(超 50%)。华建集团(5.6%)、苏交科(7.8%)净利率较低，华建集团受过高的管理费用率(高达 17%左右)拖累，随国企改革提质增效，净利率未来有较大的提升空间；苏交科因外延并购标的贡献业绩低于预期拖累净利率，随并购标的业绩回暖净利率有望提升。

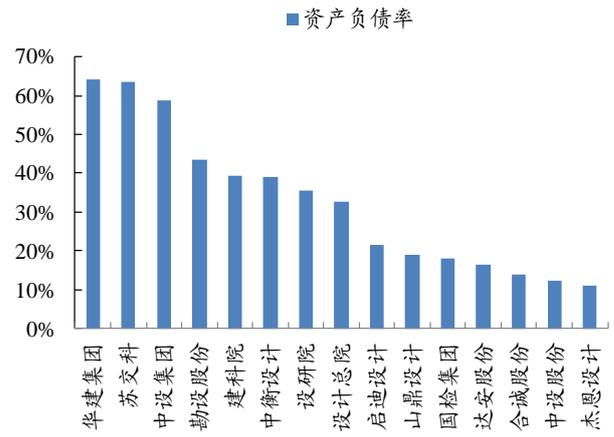
华建集团资产负债率水平较高。2017 年设计咨询板块资产负债率为 49.7%(-6.3pct)，为建筑行业最低。板块内资产负债率最低为：杰恩设计(10.9%)、中设股份(12.3%)、合诚股份(13.8%)，均为新股次新股；较高为华建集团(64.2%)、苏交科(63.5%)、中设集团(58.7%)，这三家公司主要因承包类业务占比较高对资产负债率有一定影响。

图 15: 2017 年设计咨询公司净利率对比

图 16: 2017 年设计咨询公司资产负债率对比



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

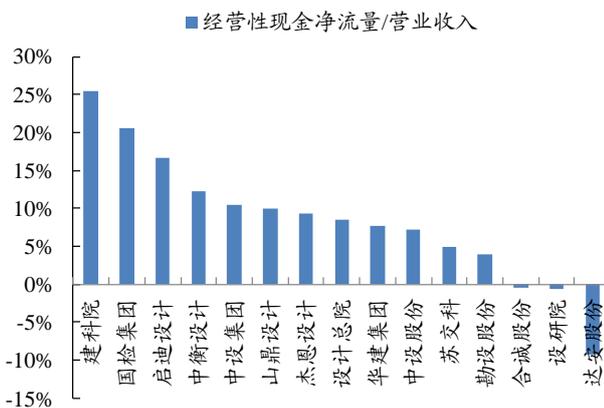


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

设计咨询板块现金流良好,但部分公司因外延扩张及拓展承包项目给经营现金流带来一定压力。2017年设计咨询板块经营现金流净额占营收比重为 7.5%(-2.3pct),与历史相较处于平均值位置,近几年龙头公司不断外延并购、以及拓展工程承包类业务,对经营现金流带来一定的压力。建科院 25.5%、国检集团 20.7%、启迪设计 16.8%等经营现金流较好,达安股份-9.3%经营现金流承压。

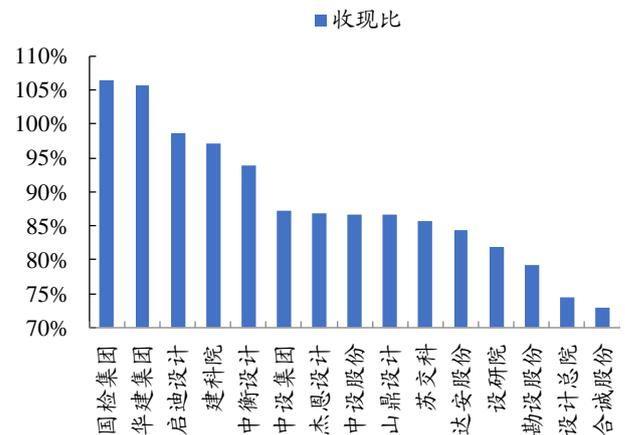
国检集团收现比为板块内最高。2017年,设计咨询板块收现比前三为:国检集团(107%)、华建集团(106%)、启迪设计(99%),这三家公司的现金流管控较好。合诚股份(73%)、设计总院(75%)、勘设股份(79%)较低。

图 17: 2017 年设计咨询公司经营现金流/营收对比



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 18: 2017 年设计咨询公司收现比对比



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

推荐苏交科、中设集团。基建增速整体虽不能差强人意,但是公路、轨交等细分领域未来建设空间仍大,我们预测未来三年建设空间为 5/1.7 万一,因此对于工程设计咨询公司一方面受益于较高的细分领域景气度及较低的行业集中度,将会强者恒强,另一方面作为工程施工产业链最前端具有向下游延伸拓展的优势,部分公司将延伸全产业链或者开拓多元化业务,此外,部分公司受益于 PPP 模式的推进、一带一路利好将加速业务承接;对于建筑设计咨询公司,将受益于消费升级带来的公装、家

装设计需求。我们结合行业龙头属性、PE 估值以及订单保障比角度，推荐苏交科及中设集团，受益勘设股份、设计总院、华建集团等。

**表 8: 部分设计咨询公司 2017-19 年净利增速(及预测)与 PE 估值对比表**

公司	本年 涨幅(%)	净利增速			EPS			PE			PB	市值
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E		
中设集团	-8.45	41.4	34.8	29.5	0.95	1.27	1.65	18.2	13.6	10.5	2.6	54
勘设股份	-28.23	105.2	42.4	31	3.18	3.78	4.95	28.5	14.4	11	3.3	67
苏交科	-10.53	22.3	24	25.4	0.8	0.99	1.25	18.3	14.8	11.7	2.3	85
设研院	-1.73	77.5	44.2	33.9	4.6	6.2	4.3	25.3	17.2	12.9	3.6	57
中衡设计	-21.96	24.3	36.6	27.3	0.55	0.75	0.95	30.2	17.3	16.3	2.1	36
设计总院	1.46	47.5	35.7	23.2	1.04	1.21	1.49	24.6	18.4	14.9	3.8	72
华建集团	-8.33	6.2	24	20	0.62	0.74	0.88	25.9	19.1	16	2.4	61
山鼎设计	-41.26	2.3	462.7	28.4	0.25	1.16	1.46	185.6	19.4	15.1	7.1	22
启迪设计	-17.47	13.2	78.3	27.1	0.58	0.94	1.19	64	32.3	25.4	3.5	41
国检集团	-8.72	24.6	22	21	0.66	0.8	0.97	67.2	33.2	24.9	4.2	44

数据来源：公司公告，wind，国泰君安证券研究

备注：除苏交科、中设集团外，其余公司 2018-19 年净利增速、EPS 预测等来自 wind 一致预期

### 2.3. 八大央企：业绩增速创 3 年新高，资产负债率下降

**2017 年央企归母净利润同增 16%，中铁/交建/铁建增速居前。**1)2017 年央企蓝筹归母净利润总体增速为 16%，较 2016 年增速提升 6%，受益于 PPP 项目由订单向营收转化，大宗商品价格攀升、公路固定资产投资高增等也是重要因素。2)从趋势上看，2017Q4 央企归母净利润增速 40%，与 2016Q4 基数较小有关，2018Q1 整体增速为 15%维持较高水平，考虑到春节较晚以及华北地区环保等不利因素对 2018Q1 业绩的影响，央企经营情况仍较为稳健。3)中国中铁、中国交建、中国铁建增速 28%、23%、15%位居前 3。中国中铁在计提大额减值 92 亿元的情况下归母净利润仍增厚 36 亿，铜钴钼产品价格回暖致资源板块扭亏(中铁资源净利 6 亿，上年-29 亿)贡献较大；中国交建主要受益于基础设施工程板块的规模提升，其中海外业务营收增速达 36%；中国中冶除工程承包、房地产开发板块稳健增长外，装备制造、资源开发板块亦有贡献。

**表 9: 央企 2013 年至今归母净利润情况一览**

公司名称	2013-2017 年归母净利润增速					2017Q1-2018Q1 增速				
	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
中国中铁	27%	11%	18%	2%	<b>28%</b>	15%	59%	-12%	54%	22%
中国交建	2%	14%	13%	7%	<b>23%</b>	36%	-7%	-1%	62%	9%
中国铁建	20%	10%	11%	11%	<b>15%</b>	12%	12%	21%	13%	19%
中国中冶	-143%	33%	21%	12%	<b>13%</b>	6%	17%	-7%	24%	15%
中国建筑	30%	11%	15%	15%	<b>10%</b>	11%	13%	-11%	40%	15%
中国电建	11%	5%	9%	29%	<b>9%</b>	5%	9%	4%	18%	12%
中国核建	26%	11%	20%	0%	<b>7%</b>	9%	8%	-7%	16%	18%
中国化学	9%	-6%	-10%	-38%	<b>-12%</b>	-19%	17%	-26%	-19%	29%
央企合计	42%	12%	14%	10%	<b>16%</b>	14%	15%	-3%	40%	15%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

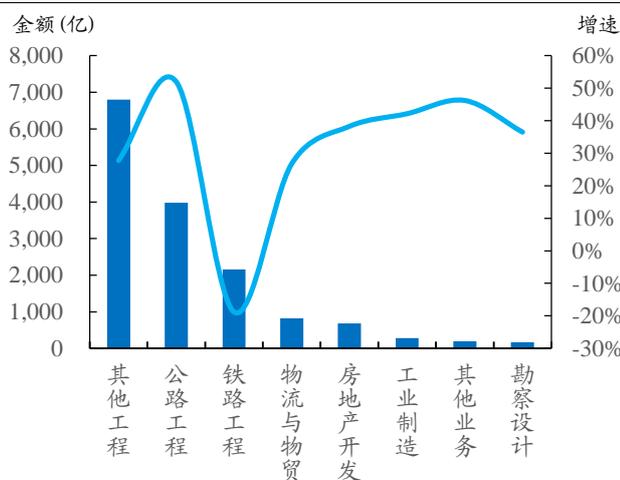
**中国化学、中国中铁、中国铁建订单增速位居前3。** 1)2017 年建筑央企订单增速 21%，与上年基本持平；分季度看，受到国资委加强对央企承接 PPP 项目把控、PPP 项目清库、环保停工等因素影响，2017Q4 增速为 2017 年单季最低； 2)中国化学、中国中铁、中国铁建 2017 年订单增速位居前 3，分别为 35%、26%、24%。 3)中国化学新签国内/国外订单 614 亿/337 亿，分别同增 66%/0.3%，订单高增受益于国内化工类大型订单增加，从公告的重大合同可知，国内煤化工/化工订单增长贡献了 2017 年订单的主要增量； 4)中国中铁与中国铁建受益于 2017 年公路建设需求释放带来的公路板块订单高增。

表 10: 央企 2013 年至今订单情况一览

公司名称	2013-2017 年订单增速					2017Q1-2018Q1 增速				
	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
中国化学	-16%	-11%	-13%	12%	<b>35%</b>	92%	64%	10%	10%	6%
中国中铁	27%	1%	2%	29%	<b>26%</b>	36%	33%	9%	30%	21%
中国铁建	8%	-3%	15%	28%	<b>24%</b>	46%	48%	-3%	23%	7%
中国交建	6%	12%	7%	12%	<b>23%</b>	40%	59%	-1%	9%	19%
中国中冶	-4%	29%	22%	25%	<b>20%</b>	12%	31%	39%	9%	37%
中国建筑	36%	11%	7%	23%	<b>19%</b>	24%	40%	32%	-6%	24%
中国电建	22%	13%	38%	10%	<b>13%</b>	19%	75%	-3%	-38%	4%
葛洲坝	18%	16%	32%	18%	<b>6%</b>	43%	-5%	50%	-34%	16%
央企合计	18%	7%	11%	23%	<b>21%</b>	31%	41%	12%	10%	18%

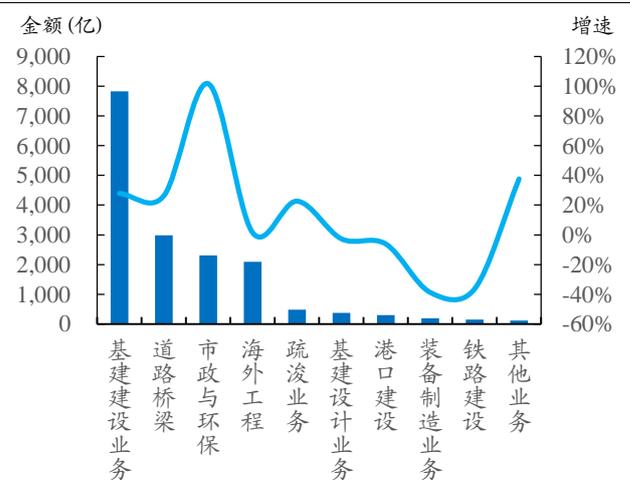
**央企公路板块订单表现亮眼。** 其中该板块重要参与者中国中铁、中国铁建 2017 年新签公路订单增速分别高达 88%、52%，我们认为这与 2017 年部分省份公路建设需求集中释放有关，2017 年全国公路建设固定资产投资 21163 亿，同增 17.7%，值得一提的是东部地区 (14.4%) 与西部地区 (30.2%) 均保持了较高增速，后续需求释放仍有较大空间。

图 19: 中国铁建 2017 各板块新签合同及增速



数据来源: wind, 国泰君安证券

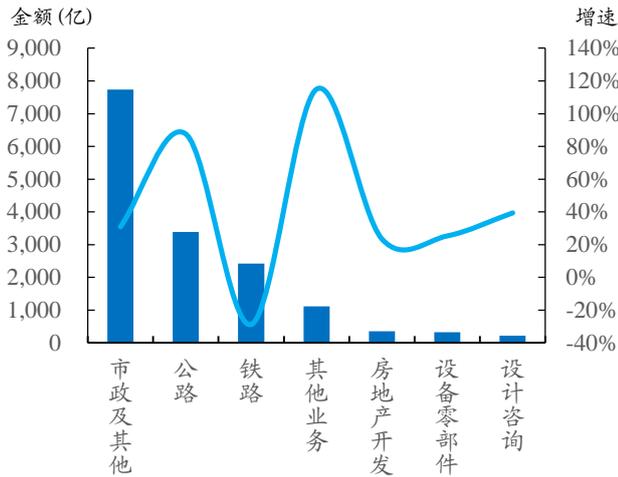
图 20: 中国交建 2017 各板块新签合同及增速



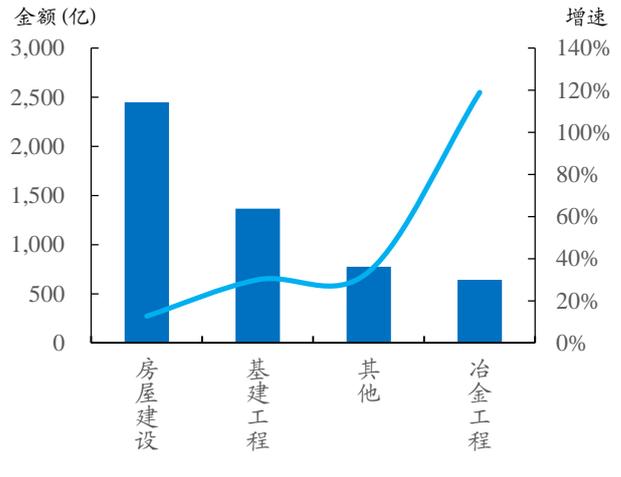
研究数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 21: 中国中铁 2017 各板块新签合同及增速

图 22: 中国中冶 2017 各板块新签合同及增速



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

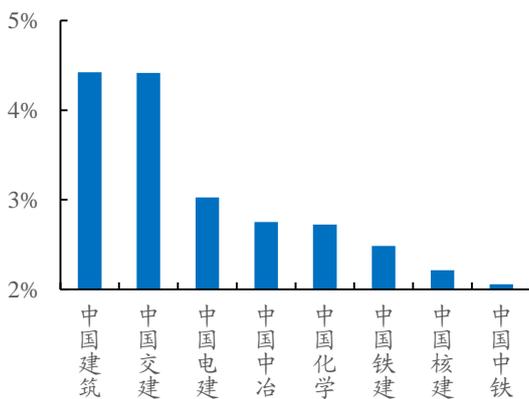


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**净利率小幅攀升, 中国建筑、中国交建盈利能力最强。** 1)2017 年八大央企净利率达到 3.4%, 较 2016 年提升 0.2pct, 在上游建筑材料持续上行、资金成本提升的大背景下, 央企在材料采购渠道、信用资质等方面的优势得到充分发挥, 此外, 税费占比的下降亦对净利率的提升有一定贡献; 2)2017 年家建筑央企中, 中国建筑净利率为 4.43%(+0.14pct), 位列央企之首, 净利率提升主要受益于毛利率达到 10.49%(+0.39pct)与税金下降。中国交建略次之, 净利率为 4.42%(+0.43pct), 税金下降和大额投资收益的确认共同导致净利率水平小幅上涨。

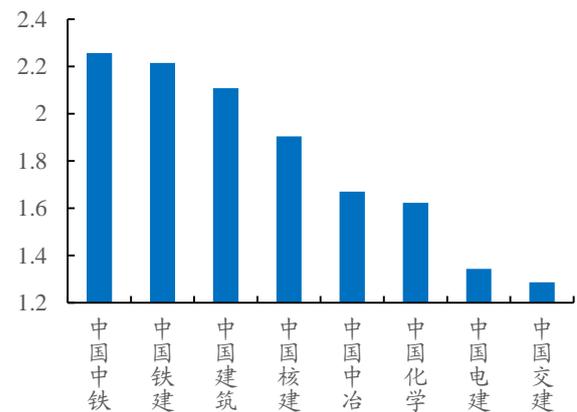
**中国中铁、国铁建、中国建筑订单收入比居央企前三, 比值提升幅度较大。** 央企 2017 年订单收入比约为 1.95 倍, 中国中铁、中国铁建、中国建筑新签订单/营业收入位列前三, 分别为 2.3、2.2、2.1 倍, 较 2016 年均较大幅度提升。

图 23: 央企 2017 年净利润率一览



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 24: 央企 2017 年订单收入比一览



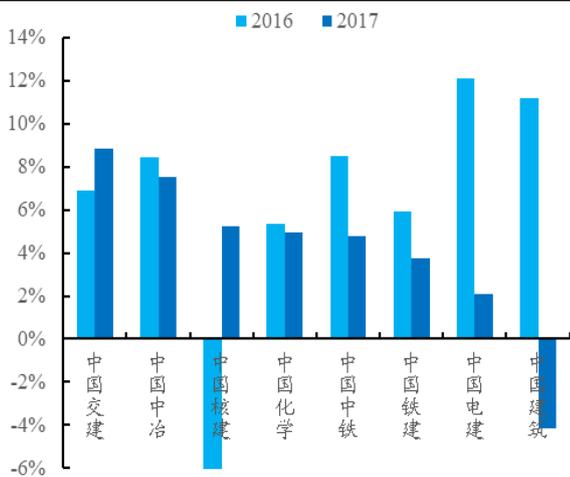
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**经营现金流整体恶化, 中国交建现金流情况明显改善。** 1)央企蓝筹 2017 年全年经营现金流呈净流入状态, 经营现金流净额/营收为 2.4%, 但部分分公司经营现金流较上年出现恶化, 具体原因主要涉及项目垫资、存货增加、税费等; 2)中国建筑经营现金流净流出占比较大, 经营净现金流-435 亿(-140%), 主要受购买土地支出增加、保证金押金增加影响; 中国铁建经

营性现金流流入大幅收窄，主要受购买商品/劳务支付现金增加拖累；3) 中国交建经营净现金流明显改善，全年净流入 427 亿(+44%)，主要受益于业务规模扩大同时加强回款管理。

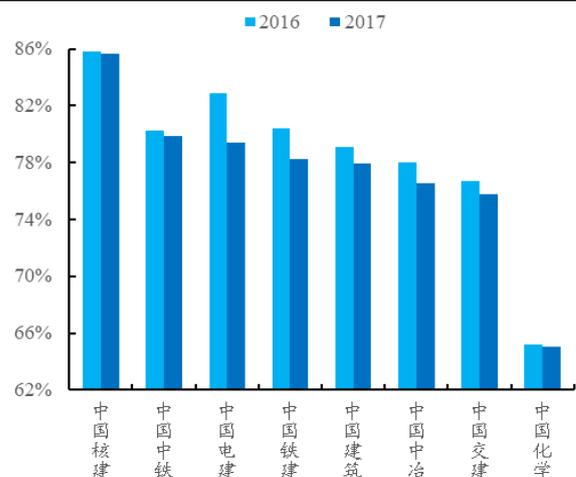
**央企资产负债率下降，降杠杆成效显著。**1)在央企降杠杆的大背景下，各企业均出现不同幅度的下降，截至 2017 年末，央企资产负债率为 77.7%，较 2016 年末下降 1.2pct，目前仅中国核建资产负债率仍超过 80%。2)分公司来看，中国铁建下降 2.2pct 至 78.3%、中国交建下降 0.9pct 至 75.8%、中国建筑下降 1.1pct 至 78%，中国中铁下降 0.3pct 至 79.9%，央企降杠杆成效显著。

图 25: 央企 2017 年经营现金流/营收情况恶化



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 26: 央企 2017 年资产负债率出现不同程度下降



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**推荐中国化学、中国建筑、中国铁建。**虽然 2018 年基建增速存在一定压力，但公路等细分领域仍有较大空；央企 PPP 市场份额或有下滑，但大型基建项目对于施工方技术、资金均有较高要求，此类 PPP 项目与央企的能力仍具有较高契合度；此外，一带一路、雄安新区、粤港澳大湾区建设等都将带来一定基建需求。同时，部分公司有望继续受益于下游周期品价格上行与大宗商品涨价。综合各央企从所处的不同行业属性、盈利能力、公司订单情况、资产负债率等角度筛选，**推荐中国化学、中国建筑、中国铁建等。**

表 11: 部分建筑央企 2017-2019 年净利增速(及预测)与 PE 估值对比表

证券代码	证券简称	收盘价 (0504)	本年涨幅	净利增速			EPS			PE			PB	市值
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E		
601668.SH	中国建筑	8.28	-8.2	10.3	13	11.3	1.05	1.24	1.38	7.91	6.7	6.02	1.2	2493
601186.SH	中国铁建	9.86	-11.49	14.7	16.4	16.2	1.18	1.38	1.38	8.42	7.2	7.2	0.9	1348
601800.SH	中国交建	12.85	0.39	22.9	12.2	12.1	1.27	1.43	1.6	10.31	9.16	8.19	1.3	2119
601390.SH	中国中铁	7.47	-10.97	28.4	15.8	14	0.7	0.81	0.93	10.73	9.27	8.08	1.1	1716
601618.SH	中国中冶	3.69	-23.76	12.43	14.31	12.22	0.26	0.32	0.36	12.62	11.4	10.16	0.9	765
601669.SH	中国电建	6.27	-13.16	6.18	11.26	11.82	0.48	0.54	0.6	13.02	11.7	10.47	1.2	959
601117.SH	中国化学	7.45	10.37	-12	50.7	18.5	0.32	0.48	0.56	23.41	15.6	13.38	1.3	369

注: 除中国建筑、中国交建、中国铁建、中国中铁、中国化学外, 预测来自 wind 一致预期

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

## 2.4. 装饰：业绩增速创 3 年新高，B 端家装表现亮眼

家装板块业绩回暖，有望持续受益于全装修比例提升、长租公寓与消费升级。1)装饰板块 2017 年净利整体增速为 24%明显提升，其中 B 端家装受益于全装修比例提升与长租公寓、租售同权，业绩表现较好；2)分季度看，2017Q2 以来板块单季净利增速始终保持在 10%以上，考虑到 2018Q1 房地产投资同增 10.4%超出市场预期，且央行降准对居民房贷端形成改善，从而助力行业需求释放，装饰作为地产后周期板块有望受益，装饰板块回暖有望延续。

全筑股份、广田集团净利增速居板块前 2。1)板块内 2017 年净利增速前 2 为全筑股份(64%)、广田集团(61%)。2)全筑股份、广田集团则受益于自身大客户战略，恒大作为两家公司的第一大客户(在两家公司的营收占比均超 40%)在 2017 年实现 5010 亿销售额(+34%)，带动下游装饰企业业绩高增；考虑到上游地产企业集中度不断提升，且消费升级、长租公寓等政策利好有望助推全装修比例上升，公司未来业绩高增有望维持。

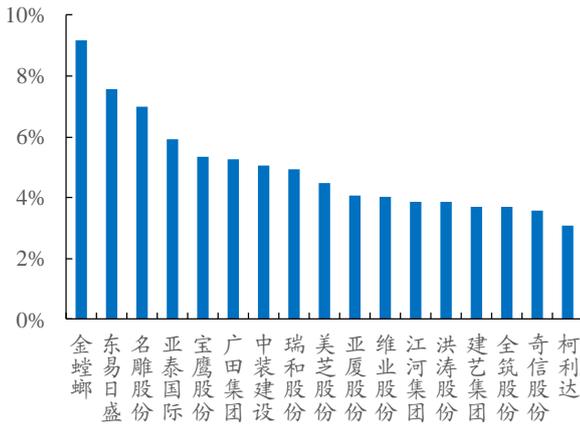
表 12: 装饰行业 2013 年至今归母净利润情况一览

公司名称	2013~2017 年归母净利润增速					2017Q1~2018Q1 增速				
	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
全筑股份	9%	12%	10%	22%	<b>64%</b>	209%	-47%	166%	65%	119%
广田集团	38%	3%	-48%	44%	<b>61%</b>	24%	35%	25%	151%	28%
维业股份	39%	-16%	-21%	51%	<b>43%</b>	19%	4%	216%	34%	268%
瑞和股份	10%	-32%	18%	47%	<b>40%</b>	31%	32%	36%	65%	32%
奇信股份	5%	18%	-12%	-17%	<b>38%</b>	2%	41%	73%	43%	3%
亚泰国际	25%	8%	-2%	-26%	<b>33%</b>	-23%	-2%	19%	152%	16%
东易日盛	44%	10%	-15%	76%	<b>26%</b>	-5%	5%	76%	11%	6%
柯利达	50%	-2%	-42%	-12%	<b>19%</b>	40%	-174%	191%	10%	32%
金螳螂	41%	20%	-15%	5%	<b>14%</b>	3%	-1%	14%	51%	16%
亚厦股份	41%	15%	-45%	-44%	<b>12%</b>	-29%	91%	15%	8%	12%
建艺集团	34%	-1%	-9%	3%	<b>11%</b>	33%	-13%	62%	-23%	4%
宝鹰股份	-671%	22%	25%	1%	<b>8%</b>	17%	1%	22%	0%	27%
洪涛股份	37%	6%	21%	-63%	<b>5%</b>	-39%	24%	-62%	-102%	12%
中装建设	6%	2%	21%	2%	<b>3%</b>	0%	8%	-8%	14%	37%
名雕股份	6%	-1%	-4%	5%	<b>2%</b>	-4%	3%	6%	-3%	3%
美芝股份	2%	-16%	15%	12%	<b>-19%</b>	7%	-19%	12%	-56%	-38%
行业合计	33%	12%	-16%	-1%	<b>24%</b>	5%	17%	23%	63%	27%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

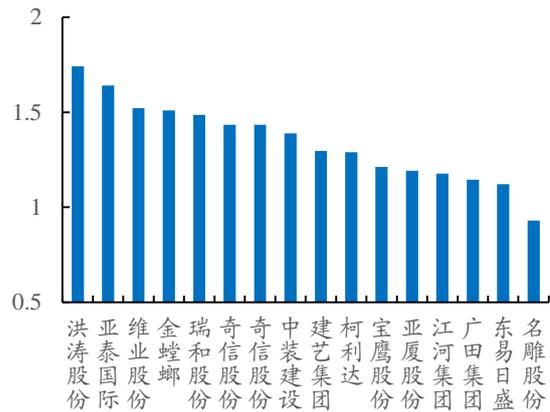
金螳螂、东易日盛净利率居前；洪涛股份订单收入比最高。1) 2017 年装饰板块净利率为 5.8%，较 2016 年上升 0.5pct；板块中公装龙头金螳螂、家装企业东易日盛净利率分别达 9.2%、7.6%，位居行业前列。2) 订单收入比维度，洪涛股份通过覆盖全国的营销渠道建设、大客户战略、老客户推动战略及设计拉动战略提升期市占率，2017 年订单同增 26%，年末订单收入比达 1.7 倍，在披露 2017 年订单数据的 16 家装饰行业上市公司中位居首位。

图 27: 装饰企业 2017 年净利率一览



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

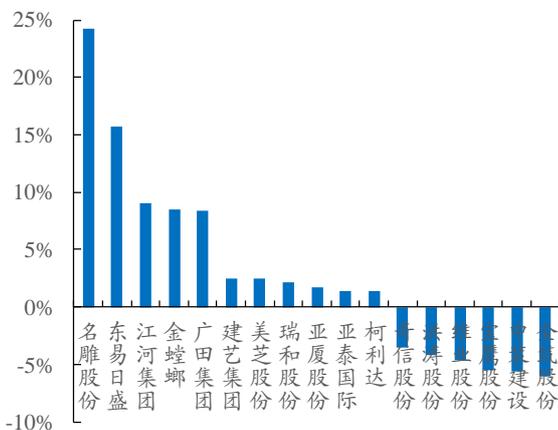
图 28: 装饰企业 2017 年订单收入比一览



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

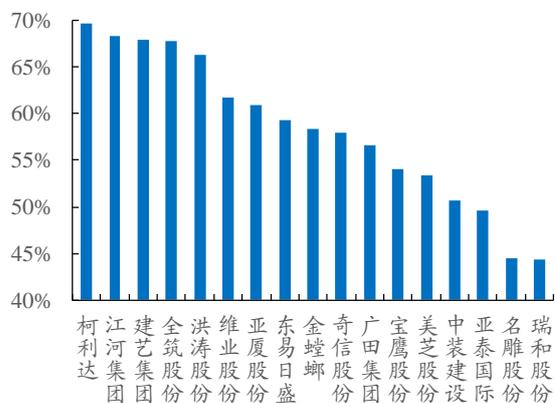
名雕股份、东易日盛经营性现金流情况较好，柯利达、江河集团资产负债率较高。1)2017 年装饰板块经营净现金流/营收达到 4.2%(+3pct),资产负债率为 60.4%(-1.6pct)。2)由于装饰行业不同类型业主的付款模式不同，C 端与 B 端装饰企业的经营现金流情况差异较大，其中 C 端家装往往采用先付款后施工的模式，故名雕股份、东易日盛 2017 年经营净现金流/营收比分别达 24.3%、15.8%居于板块前列。3)2017 年末，柯利达、江河集团资产负债率分别为 69.6%、68.4%，在板块中处于较高水平，分别较 2016 年+4.89pct、-2.42pct。

图 29: 装饰企业 2017 年经营净现金流/营收



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 30: 装饰企业 2017 年末资产负债率一览



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

推荐东易日盛、全筑股份、金螳螂。2018Q1 房地产投资增速 10.4%超预期(同比+0.5pct, 环比+3.1pct), 且央行降准对居民房贷端形成改善, 从而助力行业需求释放, 装饰作为地产后周期板块有望受益。C 端装饰消费属性强, 消费升级有望引领龙头企业客单价可获客率双升; B 端装饰受益于全装修比例的提升与长租公寓的加速推广, 地产集中度提升倒逼装饰集中度提升, 装饰龙头强者恒强。推荐东易日盛、全筑股份、金螳螂等。

表 13:部分装饰企业 2017-2019 年净利增速(及预测)与 PE 估值对比表

证券代码	证券	本年	净利增速	EPS	PE	PB
------	----	----	------	-----	----	----

	简称	收盘价 (0504)	涨幅	2017			2018E			2019E			市 值	
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E		
002081.SZ	金螳螂	12.34	-19.45	14	17.6	15.8	0.72	0.85	0.99	17.19	14.56	12.51	2.7	326
603030.SH	全筑股份	7.99	-2.32	64.1	48.1	45.1	0.31	0.45	0.66	25.55	17.6	12	2.6	43
002713.SZ	东易日盛	21.93	-7.43	25.9	44.3	29.9	0.83	1.19	1.55	27.6	19.25	14.78	4.8	60
002325.SZ	洪涛股份	4.37	-8.39	7.87	82.82	20.25	0.11	0.2	0.24	39.83	21.78	18.12	1.5	55
002781.SZ	奇信股份	18.63	-21.09	28.54	18.86	22.45	0.66	0.79	0.97	28.02	23.57	19.25	2.3	42
002789.SZ	建艺集团	36.9	-8.19	11.75	24.65	17.54	1.13	1.4	1.65	32.76	26.28	22.36	2.4	30
603828.SH	柯利达	8.03	-18.81	20.47	59.48	54.95	0.17	0.28	0.43	46.02	28.86	18.63	2.4	27
002830.SZ	名雕股份	21.5	-6.93	2.67	16.33	20	0.39	0.45	0.54	55.58	47.78	39.81	4.9	29

注：除金螳螂、东易日盛、全筑股份外，预测来自 wind 一致预期

数据来源：wind，国泰君安证券研究

### 2.5. 工业工程：下游投资意愿走强，带动板块业绩回暖

受益于下游周期品价格上涨，工业工程板块业绩回暖。1)2017 年工业工程板块归母净利润同增 13%，较 2016 年明显回升，主要受益于下游周期品价格上涨带动的投资意愿增加，亦与工业工程企业加强成本管控有关；2)2018Q1 工业工程板块仍维持 28% 增速，考虑到目前周期品价格仍处高位，上游投资需求有望持续，业绩回暖有望持续。

#### 钢结构、TMT 子板块 2017 年业绩表现较好，化学工程有望持续回暖。

1)2017 年钢结构子板块(32%)、TMT 类子板块(24%)分列板块前 2，化学工程板块业绩较差但回暖明显，该子板块 2017 年归母净利润同比-13%，降幅较 2016 年(-33%)大幅收窄；2)钢结构是国家大力推广的装配式建筑的重要组成部分，雄安第一标采用装配式建筑具有较强的示范效应，成本变革、技术进步等有望助推产业持续快速发展，带动相关企业业绩上行；3)化学工程板块 2017 年业绩虽维持下滑状态，但受到计提减值等非经常性事项影响较大，板块订单情况已实现反转，随着订单逐步向业绩转化，化学工程板块有望持续回暖。

#### 钢结构板块中，东南网架、杭萧钢构、鸿路钢构位居前 3。

1)钢结构子板块中，东南网架、杭萧钢构、鸿路钢构 2017 年分别实现归母净利润增速 111%、71%、44%，位居板块前 3。2)东南网架净利大幅增长受益于公司主攻“一号工程”，做大“国际化”工程，拓展“总承包工程”战略，且与化纤产业回暖有关；3)杭萧钢构受益于公司大力推广实施公司的战略合作商业模式，成功与 36 家合作方签署战略合作协议，2017 年度确认资源使用收入 12 亿元，该新业务高毛利及签单量增长是公司 2017 年业绩增长的主要原因。

#### TMT 类公司中，赛为智能、太极实业、广联达增速居前 3。

1)TMT 类公司中 2017 年归母净利润增速前三为赛为智能(80%)、太极实业(80%)、广联达(12%)。2)赛为智能智慧吉首 PPP 项目进入全面建设实施阶段，并积极落实“智慧+”多元化发展战略，借助并购重组切入互动文化产业领域，开拓新的利润增长点，盈利能力获得提升；3)太极实业加大客户开发力度，其中海太半导体于 2017 年 7 月扭亏为盈，并在 2017H2 连续实现月度盈利。

国际工程中，中材国际净利增速远超同业。1)国际工程板块 2017 年业绩分化明显，其中中材国际净利同增 91%为板块最高。2)中材国际净利增厚 4.7 亿，受益于利润率提升，毛利率 16.8%(+4.6pct)创上市以来新高，净利率 5.0%(+2.3pct)，系公司进行业务区域划分及精细化管理。

化学工程中，三维工程、东方新星、延长化建净利增速位居前 3。1)化学工程板块 2017 年归母净利润增速前三为三维工程(387%)、东方新星(138%)、延长化建(9%)。2)三维工程净利大幅增速既受益于 2017 年化工、石化企业效益大幅改善，前期制约煤化工产业发展的技术、环保及效益等瓶颈实现一定突破，行业发展驱动力得以增强，企业投资积极性同比提升，又与期间费用率下降 6.6pct 有关；3)东方新星净利高增则受益于石油和化工行业投资积极性加大，同时公司工程勘察、岩土工程的业务领域向市政、铁路等行业扩展，亦与公司成本管控能力的增强相关。

表 14: 工业工程行业 2013 年至今归母净利润情况一览

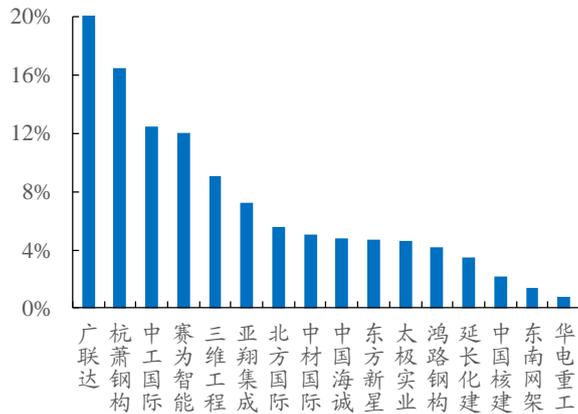
公司名称	2013~2017 年归母净利润增速					2017Q1~2018Q1 增速				
	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
-钢结构	33%	3%	-5%	59%	32%	61%	20%	22%	48%	15%
东南网架	-27%	7%	-46%	42%	111%	70%	14%	139%	16%	65%
杭萧钢构	139%	33%	103%	272%	71%	229%	7%	34%	26%	7%
鸿路钢构	3%	-17%	28%	-18%	44%	42%	-15%	46%	43%	8%
富煌钢构	-24%	-5%	-21%	63%	39%	10%	23%	31%	37%	47%
森特股份	47%	9%	-33%	19%	-3%	3%	-39%	-14%	13%	36%
海波重科	8%	7%	18%	-4%	-19%	-16%	-22%	-26%	45%	-19%
精工钢构	13%	12%	-28%	-43%	-43%	-36%	-20%	15%	7%	17%
-其他类	25%	10%	5%	-35%	30%	-42%	16%	31%	90%	41%
华电重工	19%	2%	-28%	-135%	141%	-460%	11%	44%	176%	37%
中国海诚	32%	25%	14%	-41%	49%	-10%	-11%	14%	14%	-3%
中国核建	26%	9%	20%	0%	7%	22%	9%	38%	0%	18%
-TMT 类	31%	24%	-23%	83%	24%	-14%	102%	56%	0%	38%
赛为智能	-22%	78%	48%	30%	80%	165%	199%	439%	44%	149%
太极实业	-75%	14%	66%	102%	80%	-13%	273%	251%	-56%	89%
广联达	58%	22%	-59%	75%	12%	28%	5%	6%	24%	3%
达安股份	33%	11%	7%	8%	-6%	-5%	43%	-18%	9%	9%
亚翔集成	22%	-28%	90%	108%	-22%	-43%	115%	-33%	91%	-28%
延华智能	114%	54%	77%	-57%	-43%	-360%	-75%	-29%	94%	112%
-国际工程	-57%	138%	101%	18%	16%	23%	36%	31%	-9%	25%
中材国际	-88%	66%	348%	-23%	91%	16%	63%	58%	831%	18%
中工国际	13%	21%	21%	22%	16%	21%	18%	20%	11%	10%
北方国际	30%	18%	19%	111%	8%	120%	64%	204%	-50%	0%
中钢国际	121%	-141%	190%	9%	-18%	1%	14%	-48%	-34%	-10%
神州长城	-3421%	-48%	7979%	37%	-20%	29%	35%	41%	-118%	121%
-化学工程	7%	-2%	-10%	-33%	-13%	-12%	19%	-18%	-35%	35%
三维工程	33%	27%	-19%	-91%	387%	-65%	652%	36%	-219%	48%
东方新星	-7%	-32%	-50%	-76%	138%	-25%	446%	-6%	4%	-216%
延长化建	20%	6%	-39%	1%	9%	-23%	33%	-19%	26%	46%
百利科技	-14%	-17%	5%	42%	2%	334%	-32%	15%	-7%	217%

中化岩土	11%	84%	74%	9%	-5%	10%	11%	-25%	-4%	14%
中国化学	9%	-6%	-10%	-38%	-12%	-19%	17%	-26%	-19%	29%
镇海股份	-17%	25%	30%	-18%	-26%	-52%	-44%	-5%	-16%	435%
东华科技	-29%	12%	-32%	-54%	-177%	20%	12%	32%	46728%	26%
行业合计	2%	14%	9%	-2%	13%	4%	31%	16%	2%	28%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

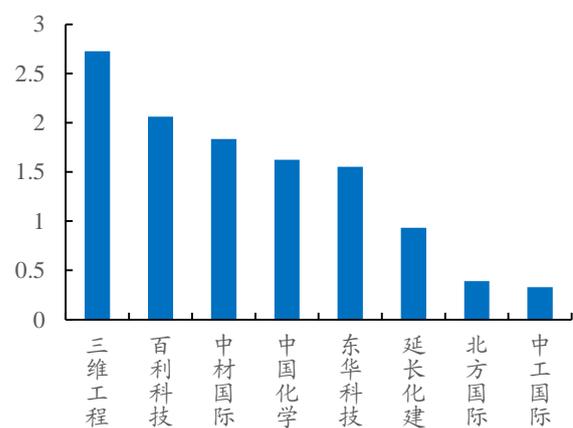
百利科技、镇海股份净利率最高, 三维工程、百利科技订单收入比居前。  
1)2017 年工业工程行业净利率为 4.6 %(+0pct), 其中 TMT 类公司净利率最高(8%), 国际工程公司次之(6.8%); 2)板块中百利科技净利率最高, 达 18.2%, 较上年上升 4.4pct, 与总包工程收入下降但设计咨询收入同比有所增加有关; 3)在披露 2017 年订单数据的 8 家工业工程行业上市公司中, 三维工程订单营收比位列第一, 达 2.7, 主要受益于公司在巩固提升硫磺回收市场龙头地位的同时, 大力拓展特种油加氢、烷基化、橡胶、污水处理等非硫业务。百利科技订单营收比为 2.1, 位列板块第二。

图 31: 工业工程行业 2017 年净利率率一览



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 32: 工业工程行业 2017 年订单收入比一览



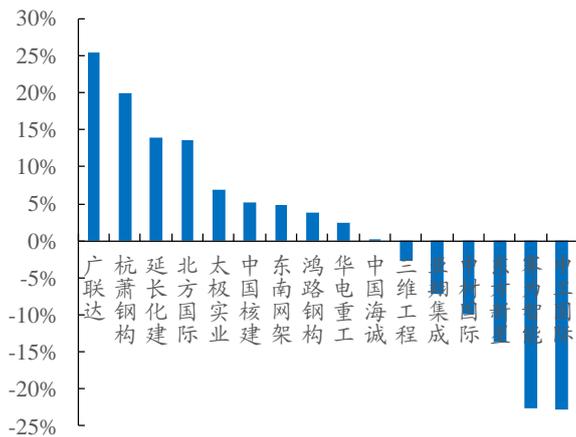
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

经营现金流/营收与上年持平, 延长化建、东华科技经营现金流净额占比居前二。1) 2017 年工业工程行业经营净现金流/营收为 1.2%, 与上年持平。2)2017 年延长化建、东华科技经营现金流净额与营收比分别达 14.0% 和 13.7%, 其中延长化建主要由于报告期内回款和到期解付的票据较多; 东华科技现金流大幅改善则受益于公司清欠工作力度加大, 收回了部分项目欠款和投标保证金, 同时新开工及复工的项目收款情况良好; 此外, 公司充分利用银行承兑汇票等手段加强经营现金流管理, 严控现金支出也是原因之一。

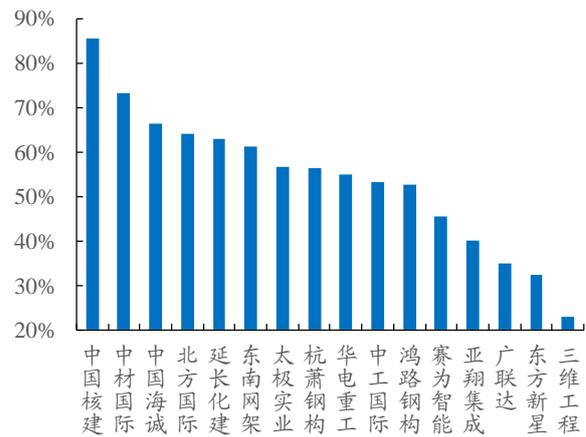
工业工程企业资产负债率差异较大, 除中国核建、神州长城、中材国际外均在 70%以下。2017 年工业工程行业中, 中国核建、神州长城、中材国际资产负债率最高, 分别为 85.7%、80.6%、73.3%。

图 33: 工业工程行业 2017 年经营现金流净额/营收

图 34: 工业工程行业 2017 年资产负债率



数据来源: wind, 国泰君安证券研究



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

推荐中国化学、中材国际, 受益东华科技、亚翔集成、太极实业。下游周期品涨价从两个维度对上游工程企业业绩起到拉动作用, 一方面, 下游景气度提振将带动上游投资意愿, 2018Q1 工业工程板块仍维持 28% 增速, 考虑到目前周期品价格仍处高位, 上游投资需求有望持续, 业绩回暖有望持续; 另一方面, 部分企业业绩受减值拖累较为严重, 下游企业经营情况好转后有望减轻上游回款压力。综合以上因素, 推荐中国化学、中材国际, 受益东华科技、亚翔集成、太极实业。

表 15:部分工业工程企业 2017-2019 年净利增速(及预测)与 PE 估值对比表

证券代码	证券简称	收盘价 (0504)	本年涨幅	净利增速			EPS			PE			PB	市值
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E		
化学工程														
600248.SH	延长化建	5.09	-8.12	9.2	124.4	26.6	0.22	0.33	0.42	23.37	15.46	12.21	1.5	31
601117.SH	中国化学	7.45	10.37	-12	50.7	18.5	0.32	0.48	0.56	23.41	15.6	13.38	1.3	369
002140.SZ	东华科技	9.14	-17.43	-173.9	482.2	25.3	-0.14	0.54	0.68	-64.57	16.89	13.48	2.1	41
603959.SH	百利科技	28.62	-7.62	2	206.9	40.2	0.48	1.49	2.08	59.08	19.25	13.73	6.5	64
603637.SH	镇海股份	21.76	-10.05	-26.4	222.3	34.3	0.34	1.08	1.44	65.23	20.24	15.07	4	29
国际工程														
002051.SZ	中工国际	15.62	-15.25	10.6	18	15.9	1.33	1.57	1.82	11.71	9.93	8.57	2.1	174
600970.SH	中材国际	8.07	-18.4	91	36.3	25.5	0.56	0.76	0.95	14.59	10.75	8.6	1.9	143
钢结构														
600477.SH	杭萧钢构	8.32	-22.02	71.1	33.9	27.5	0.56	0.75	0.95	14.89	11.12	8.78	3.8	115
002743.SZ	富煌钢构	8.54	-19.28	40.7	48.2	31.5	0.21	0.31	0.41	41	27.67	21.05	1.4	29
002135.SZ	东南网架	6.37	-11.53	94.8	65.7	28.8	0.12	0.17	0.21	63.61	38.4	29.82	1.7	66
TMT 类														
603929.SH	亚翔集成	27.25	4.53	-22.5	92	33.2	0.6	1.15	1.54	45.31	23.6	17.73	5.7	58
002421.SZ	达实智能	5.13	-15.21	12.8	29.9	27.1	0.16	0.21	0.27	31.65	24.36	19.16	3.2	99
600667.SH	太极实业	7.99	-10.83	33.1	44.4	27	0.2	0.29	0.36	40.28	27.9	21.97	2.8	168
300044.SZ	赛为智能	17.89	19.19	75.6	51.2	47.8	0.49	0.64	0.94	42.53	28.13	19.03	3.4	77
002410.SZ	广联达	26.55	36.86	12.9	20.2	23.5	0.42	0.51	0.63	62.93	52.36	42.39	9.5	297

注: 除杭萧钢构、中材国际、中国化学外, 预测来自 wind 一致预期

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

### 3. 2018 年中报及年报预期分析

#### 3.1. 从过往营收计划完成情况看，大央企整体较为稳健

从过往披露营收计划及完成情况以及市场对各公司 2018 年预期看，大央企整体较为稳健。1)从披露经营计划的建筑上市公司看，2015-17 年大部分公司完成了年初制定的营收计划，其中中国电建、中国中铁、中国建筑等建筑央企计划完成率较高(三年均值均在 100%以上)，安徽水利(有合并安徽建工因素)、龙建股份等公司亦较高。整体看，央企的计划完成率较好，地方国企其次，民营企业(包括园林、设计、装饰等)披露经营计划较少，从完成情况看呈现两极分化；2)从 2018 年经营计划及 wind 一致预期情况看，市场对于大央企的预期普遍高于公司本身的计划，可以看出市场对于大央企期待值以及信任度整体较高；3)从 2018 年 wind 一致预期看，铁汉生态、东华科技、中设集团等公司较高；4)从 2018 年 wind 一致预期较 2017 年增速的增幅看，安徽水利等公司较高。

表 16: 2015 年以来部分建筑公司营收计划完成情况一览

公司	2016			2016			2017			计划 完成率 均值	2018	
	预测 增长率	实际 增长率	计划 完成率	预测 增长率	实际 增长率	计划 完成率	预测 增长率	实际 增长率	计划 完成率		预测 增长率	一致 预期
安徽水利	-3%	9%	112%	6%	25%	118%	3%	3%	300%	177%	20%	21%
太极实业	-14%	5%	122%	1%	35%	217%	5%	25%	120%	153%	5%	19%
龙建股份	-1%	21%	122%	6%	6%	106%	32%	33%	101%	110%	19%	
中国电建	9%	11%	116%	8%	13%	105%	8%	11%	103%	108%	7%	11%
中设集团	10- 20%	11%	96%	10- 20%	43%	124%	20- 50%	39%	103%	108%		33%
中国中铁	-3%	2%	105%	0%	3%	103%	0%	8%	108%	105%	-3%	9%
中国建筑	6%	10%	104%	4%	9%	104%	4%	10%	105%	104%	4%	10%
中国交建	8%	10%	102%	6%	7%	101%	4%	12%	107%	103%	1%	8%
中国铁建	3%	1%	98%	1%	5%	104%	2%	8%	106%	103%	3%	7%
山东路桥	10%	8%	99%	7%	10%	103%	44%	52%	105%	102%	11%	24%
重庆建工		5%			-6%		2%	4%	102%	102%	1%	
华凯创意		11%			10%		4%	6%	102%	102%	7%	18%
铁汉生态	50%	30%	87%	53%	75%	114%	75%	79%	102%	101%	55%	52%
上海建工	8%	9%	102%	6%	7%	100%	6%	6%	101%	101%	4%	9%
北新路桥	24%	-12%	71%	23%	28%	104%	20%	50%	126%	100%	17%	
浦东建设	-21%	-16%	107%	-13%	-20%	92%	28%	29%	100%	100%	26%	26%
隧道股份	5-10%	5%	98%	5-10%	8%	100%	6-10%	9%	101%	100%		12%
葛洲坝	20%	15%	96%	12%	22%	109%	20%	7%	89%	98%	22%	23%
成都路桥		-4%			43%		-1%	-4%	98%	98%	26%	
四川路桥	11%	14%	103%	4%	-7%	94%	16%	9%	94%	97%	22%	23%
中国化学	4%	-8%	89%	-8%	-16%	91%	4%	10%	106%	95%	14%	17%
中铁工业	-3%	-19%	83%	7%	-11%	83%	-72%	-76%	110%	92%	7%	17%
东华科技	-7%	7%	115%	-17%	-54%	56%	67%	74%	104%	92%	24%	33%
粤水电	13%	11%	99%	13%	-5%	84%	23%	5%	85%	89%	-100%	
杭萧钢构	27%	-4%	76%	32%	15%	87%	27%	7%	84%	82%	19%	17%
华电重工	1%	-17%	82%	-3%	-21%	82%	47%	18%	80%	81%	14%	

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

### 3.2. 从过往订单计划完成情况看，大央企整体较为稳健

从过往披露订单计划及完成情况，各公司订单计划普遍偏保守，但大央企整体较为稳健；结合各公司 2018 年目标，中设集团、中国中铁、中国铁建、中国化学订单潜在增速较高。1)统计 2015-2017 年披露订单计划的建筑上市公司，中国中铁、中设集团、中国铁建等公司计划完成情况较好，整体看，大央企订单完成较为稳健，民企呈现两极分化；2)我们粗略预测 2018 年情况，预计中设集团、中国中铁、中国铁建、中国化学订单增速预计好于预期；3)考虑到披露订单计划的公司整体偏保守，因此 2018 年订单计划增速较 2017 年实际增速偏低。

表 17: 2015 年以来部分建筑公司订单计划完成情况一览

公司	2015			2016			2017			计划 完成率 均值	2018	
	预测 增长率	实际 增长率	计划 完成率	预测 增长率	实际 增长率	计划 完成率	预测 增长率	实际 增长率	计划 完成率		预测 增长率	2018- 2017
中国中铁	-20%	2%	128%	-11%	29%	145%	-7%	26%	135%	136%	-5%	-31%
中设集团	20-30%	23%	98%	15~20%	112%	181%	20-40%	30%	100%	126%	20-40%	10~+10%
中国铁建	-1%	15%	116%	-10%	28%	143%	8%	24%	114%	124%	0%	-24%
中国电建	12%	16%	123%	8%	10%	102%	10%	13%	102%	109%	10%	-3%
中国化学	10%	-13%	79%	12%	12%	100%	-1%	35%	136%	105%	16%	-19%
中国交建	7%	7%	100%	10%	12%	103%	23%	23%	100%	101%	8%	-15%
中铁工业	4%	2%	98%	-7%	-12%	95%	-65%	-64%	103%	99%	20%	84%
华电重工	22%	-17%	68%	-2%	15%	117%	0%	-14%	87%	91%	15%	29%
江河集团	13%	-21%	70%	28%	20%	94%	6%	2%	97%	87%	6%	4%
精工钢构	24%	-37%	43%	98%	26%	64%	43%	46%	102%	70%	27%	-19%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

### 3.3. 从订单增速与营收增速剪刀差看，园林、装饰龙头公司剪刀差大，园林公司订单保障倍数高，营收高增长确定性高

从订单增速-营收增速剪刀差看，园林、装饰龙头公司剪刀差大，园林的订单保障倍数高，营收高增长确定性高。1)从 2017 年剪刀差情况看，安徽水利、蒙草生态、岭南股份剪刀差较大(均超过 100%)，整体看，园林公司受益于 PPP 模式迅速推广，订单规模明显提升，保障倍数在建筑行业居于前列，2B 端家装龙头(全筑股份、广田集团等)受益于地产龙头销售高增长，订单亦高增长，因此未来营收高增长确定性高；2)从 2015-17 年剪刀差情况看，部分园林龙头、装饰龙头以及中国化学、中国交建等公司剪刀差明显扩大，显示营收增长保障性逐年增强，业绩有望高增长；3)从 2017 年订单保障倍数看，园林公司保障倍数普遍较高(均值为 3.1 倍)，天域生态、杭州园林均超过 10 倍，蒙草生态 6.2 倍、东方园林 4.5 倍亦较高，央企由于营收规模较大、保障倍数普遍在 2 倍左右。

表 18: 建筑行业部分公司 2015-17 年营收增速及订单增速对比

公司	2015			2016			2017			2017 保障 倍数
	订单增速	营收增速	差额	订单增速	营收增速	差额	订单增速	营收增速	差额	
安徽水利	6%	9%	-3%	3%	25%	-22%	398%	3%	395%	-

请务必阅读正文之后的免责条款部分

蒙草生态	0.5%	9%	-8.5%	136%	62%	74%	336%	95%	241%	6.2
岭南股份	-	74%	-	-37%	36%	-73%	223%	86%	137%	1.9
铁汉生态	-28%	30%	-58%	260%	75%	185%	161%	79%	82%	2.9
龙元建设	-	-1%	-	125%	-9%	134%	78%	23%	55%	-
全筑股份	-	21%	-21%	-	53%	-53%	92%	39%	53%	1.7
广田集团	-	-18%	18%	22%	26%	-4%	73%	24%	49%	1.1
文科园林	-	11%	-	-	45%	-	107-125%	69%	38-56%	0.7
隧道股份	13%	5%	8%	36%	8%	28%	40%	9%	31%	2.1
东方园林	-	15%	-	4%	59%	-55%	109%	78%	31%	4.5
杭萧钢构 (按授权)	-	-4%	-	220%	15%	205%	34%	7%	27%	1.3
中材国际	15%	-1%	16%	-12%	-16%	4%	29%	3%	26%	1.8
中国化学	-14%	-8%	-6%	12%	-16%	28%	35%	10%	25%	1.6
中国中铁	2%	2%	0%	29%	3%	26%	26%	8%	18%	2.3
中国铁建	15%	1%	14%	28%	5%	23%	24%	8%	16%	2.2
上海建工	0.10%	9%	-9%	22%	7%	15%	21%	6%	15%	1.8
中国交建	7%	10%	-3%	12%	7%	5%	23%	12%	11%	1.9
中国中冶	22%	1%	21%	25%	1%	24%	20%	11%	9%	2.5
中国建筑	7%	10%	-3%	23%	9%	14%	19%	10%	9%	2.1
中国电建	38%	11%	27%	10%	13%	-3%	13%	11%	2%	1.5
江河集团	-21%	2%	-23%	20%	-6%	26%	2%	0%	2%	1.2
葛洲坝	32%	15%	17%	18%	22%	-4%	6%	7%	-1%	3.9
杭萧钢构 (按订单)	26%	-4%	30%	3%	15%	-12%	3%	7%	-4%	1.3
苏交科	-	18%	-	约 20-30%	64%	44%~34%	约 50%	55%	约-5%	-
中设集团	23%	11%	12%	112%	43%	69%	30%	39%	-9%	-
中工国际	-54%	-15%	-39%	33%	-1%	34%	14%	35%	-21%	0.3
金螳螂	-	-10%	-	-	5%	-	-	7%	-	1.5
东易日盛	-	20%	-	-	33%	-	-	20%	-	1.1

数据来源：wind，国泰君安证券研究

备注：部分公司订单统计来自于公司公告披露各项订单整理所得，部分公司来自于 wind 业务数据统计，存在一定的口径差异

### 3.4. 从 2017 年单季度业绩情况及 2018 年一致预期看，东方园林等部分公司呈现加速且一致预期高增长

从 2017 年以来单季度业绩情况及 2018 年一致预期于 2018Q1 对比看，推荐铁汉生态、东易日盛、东方园林等，受益东珠景观、亚翔集成等。

1)从 2017 年单季度业绩增速情况看，受到建筑行业季节性因素影响基本上波动较大，但是东珠景观、金螳螂、岭南股份、文科园林、东方园林等公司呈现较明显的加速状态(尤其是 Q2 以来)，且 2018Q1 仍旧保持业绩高增长，证明公司基本面及业务发展情况良好；2)从 2018H1 业绩预告情况看，Q1 报有披露的公司中，岭南股份、文科园林、东方园林、广田集团等继续保持业绩高增长，其中广田集团、东易日盛增长中枢超过 Q1；3)从 2018 年业绩增速 wind 一致预期-2018Q1 业绩增速看，铁汉生态、亚翔集成、东易日盛等公司有较大概率实现超预期。

**表 19: 建筑行业部分公司 2017-2018Q1 净利增速及 2018H1、2018 年净利增速预期对比**

公司	2017				2018Q1	2018H1	2018E	2018-2018Q1
	Q1	Q2	Q3	Q4				
铁汉生态	7%	50%	71%	27%	-1668%	-	53%	1721%
亚翔集成	-43%	73%	-45%	94%	-28%	-	92%	120%
东易日盛	5%	5%	76%	11%	-6%	-25%~25%	32%	38%
中国化学	-19%	17%	-26%	-19%	29%	-	53%	24%
中材国际	16%	63%	58%	831%	18%	-	38%	20%
杭萧钢构	229%	29%	127%	56%	7%	-	24%	18%
东珠景观	208%	-23%	37%	57%	65%	-	78%	13%
中设集团	19%	40%	85%	37%	21%	-	33%	12%
葛洲坝	16%	24%	7%	82%	2%	-	13%	11%
江河集团	5%	7%	8%	304%	20%	-	30%	10%
中工国际	21%	18%	20%	11%	10%	0%~30%	18%	8%
金螳螂	3%	-1%	14%	51%	16%	5%~25%	23%	7%
岭南股份	68%	104%	50%	133%	83%	50%~100%	89%	5%
文科园林	44%	72%	74%	87%	49%	25%~65%	53%	4%
苏交科	4%	34%	32%	16%	26%	-	26%	1%
中国交建	36%	-7%	-1%	62%	9%	-	10%	0%
中国电建	5%	9%	4%	18%	12%	-	11%	-1%
中国中冶	6%	17%	-7%	24%	15%	-	14%	-1%
中国建筑	11%	13%	-11%	40%	15%	-	13%	-2%
中国铁建	12%	12%	21%	13%	19%	-	15%	-4%
蒙草生态	157%	170%	173%	27%	48%	-	42%	-6%
广田集团	24%	35%	25%	151%	28%	20%~50%	22%	-7%
中国中铁	15%	59%	-12%	54%	22%	-	12%	-10%
龙元建设	73%	83%	80%	68%	81%	-	61%	-20%
美晨生态	81%	43%	50%	19%	67%	-	45%	-22%
全筑股份	209%	-47%	166%	65%	119%	-	52%	-68%
东方园林	47%	38%	81%	68%	128%	40%~70%	51%	-77%
美尚生态	-147%	116%	60%	17%	259%	-	47%	-212%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

备注: 2018H1 来自各公司 2018 年一季报中的预测

## 4. 投资策略和重点公司推荐

### 4.1. 一带一路和 PPP 分析: 推荐中国化学、中材国际、龙元建设、中国建筑等公司

建筑央企海外订单加速向收入转化, 海外业务占比较低。1) 订单维度, 建筑央企 2017 年海外订单增速为 8%, 较上年 40% 的增速出现明显下滑, 亦导致海外订单占比下降 4pct 至 17%; 2) 中国建筑 2017 年海外订单(包含地产业务)同增 66%, 显著高于其他央企, 中国化学、中国电建、中国交建海外订单占比分别达 35%、29%、25%, 位居央企前 3。3) 收入维度, 建筑央企 2017 年海外营收增速达 24%, 较上年提升 16pct, 表明海外订单正加速向业绩转化, 海外营收、毛利占比均在 15% 左右, 仍有较大提升空间; 4) 中国中铁、中国交建、中国中冶海外营收增速分别为 47%、

36%、27%，位居央企前三，中国化学(30%)、中国交建(24%)、中国电建(24%)海外营收占比较高。

**表 20: 2016、2017 年建筑央企新签海外订单情况**

公司	海外订单 (亿元)		海外订单增速		海外订单占比	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
中国化学	336	337	88%	0%	48%	35%
中国电建	1178	1188	18%	1%	33%	29%
中国交建	2238	2256	43%	1%	31%	25%
中国中冶	573	573	40%	0%	11%	10%
中国建筑	1264	2096	13%	66%	6%	9%
中国铁建	1078	1050	25%	-3%	9%	7%
中国中铁	1025	905	50%	-12%	8%	6%
央企合计	7692	8405	40%	8%	21%	17%

注：以上订单金额采用新签合同额，中国建筑合同额包含地产业务，美元订单采用 2018 年 5 月 3 日汇率计算

数据来源：wind，国泰君安证券研究

**表 21: 2016、2017 年建筑央企企业海外营收情况**

公司	海外收入增速		海外收入占比		海外毛利润占比	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
中国化学	19%	21%	27%	30%	24%	29%
中国电建	4%	17%	23%	24%	17%	25%
中国交建	16%	36%	20%	24%	21%	21%
中国建筑	30%	7%	8%	8%	5%	7%
中国铁建	19%	16%	5%	6%	5%	7%
中国中铁	-9%	47%	4%	6%	4%	5%
中国中冶	-23%	27%	6%	6%	2%	5%
央企合计	8%	24%	13%	15%	11%	14%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

汇兑损失对于央企业绩影响存在分化，对中国化学等公司影响较大。  
 1)2017 年，建筑央企汇兑损失占归母净利的 0.1%，部分公司对于业绩拖累较明显；2)分公司看，汇兑损失对中国化学业绩影响最大，2017 年中国化学汇兑损失 3.4 亿(2016 年汇兑收益 3.2 亿)，占归母净利的 21.7%。

**表 22: 2015-2017 年建筑央企汇兑损失情况**

公司	汇兑损失 (亿元)			汇兑损失同比增速			汇兑损失/归母净利润		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
中国电建	-4.15	-19.33	9.90	-1356.3%	-366.1%	151.2%	-7.9%	-28.5%	13.4%
中国交建	11.50	2.39	3.89	192.3%	-79.2%	62.4%	7.3%	1.4%	1.9%
中国中冶	-1.32	-4.88	3.85	-145.5%	270.0%	178.9%	-2.7%	-9.1%	6.4%
中国化学	-1.49	-3.21	3.39	2876.5%	115.0%	205.3%	-5.3%	-18.2%	21.7%
中国中铁	-17.46	-22.74	0.32	20.4%	30.2%	101.4%	-14.2%	-18.2%	0.2%
中国铁建	6.44	-1.10	-4.71	-804.8%	-117.1%	327.0%	5.1%	-0.8%	-2.9%
中国建筑	10.47	2.41	-15.81	842.4%	-77.0%	-757.0%	4.0%	0.8%	-4.8%
央企合计	3.98	-46.47	0.83	-155.4%	-1267.4%	101.8%	0.5%	-5.3%	0.1%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

国际工程企业海外业务占比较高, 海外业务收入增速下滑。1) 国际工程企业 2017 年新签海外收入占比高达 77%, 其中中工国际、中材国际分别高达 95%、82%; 2) 国际工程企业 2017 年海外营收增速 12%, 增速较上年(21%)出现一定下滑, 亦低于央企 2017 年海外营收增速。3) 中工国际 2017 年海外营收同增 41%, 远超行业平均水平, 其余国际工程公司海外营收则基本与上年持平。

**表 23: 2016、2017 年国际工程公司新签海外订单情况**

公司	海外订单 (亿元)		海外订单增速		海外订单占比	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
中材国际	236	293	-	24%	73%	85%
中钢国际	150	-	-	-	68%	-
中工国际	127	143	-	13%	65%	91%
国际工程合计	363	436	-	18%	69%	88%

注: 美元订单采用 2018 年 5 月 3 日汇率计算

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**表 24: 2016、2017 年国际工程公司海外营收情况**

公司	海外收入增速		海外收入占比		海外毛利润占比	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
中工国际	-4%	41%	91%	95%	90%	95%
中材国际	-14%	-1%	85%	82%	78%	76%
北方国际	22%	3%	72%	67%	70%	75%
中钢国际	81%	5%	53%	66%	60%	68%
国际工程合计	21%	12%	75%	77%	75%	79%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

国际工程企业 2017 年业绩受汇兑损失影响较大。1) 2017 年, 受到利率变动影响, 国际工程企业 2017 年汇兑损失同比增加 241%, 占同期归母净利润的 27%, 对业绩拖累较为明显; 2) 分公司看, 中材国际、北方国际、中工国际 2017 年汇兑损失对业绩拖累较为严重, 分别占归母净利润的 40%、30%、26%, 中钢国际汇兑损失较少。

**表 25: 2015-2017 年国际工程企业汇兑损失情况**

公司	汇兑损失 (亿元)			汇兑损失同比增速			汇兑损失/归母净利润		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
中工国际	-2.78	-3.61	3.87	-3609.7%	29.6%	207.2%	-26.5%	-28.2%	26.0%
中材国际	-1.03	-1.53	3.86	-352.9%	48.5%	353.0%	-15.5%	-29.9%	39.5%
北方国际	-0.43	-1.19	1.51	10755.0%	176.6%	227.3%	-19.6%	-25.8%	30.3%
中钢国际	-0.19	-0.23	-0.02	-428.9%	23.2%	-90.5%	-4.0%	-4.5%	-0.5%
国际工程合计	-4.43	-6.55	9.22	-821.5%	47.9%	240.7%	-18.4%	-23.7%	27.3%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

从一带一路角度, 推荐中材国际、中国化学、北方国际、中国铁建、中国交建等。现阶段个股筛选标准主要包括: 1) 反映主题相关度的海外订

单、营收、毛利占比等；2)反映海外业务发展情况的海外订单、营收增速等指标；3)在一定程度上反映后续海外业务占比情况变化的海外订单占比与营收占比剪刀差等指标。针对以上指标进行筛选，推荐中材国际、中国化学、北方国际、中国铁建、中国交建等公司。

**央企 2017 年 PPP 订单仍维持较快增长，2018 年预计将以规范为主，民营企业迎来机遇。** 1)央企在 PPP 领域仍占据重要位置，2017 年新签 PPP 订单超过 1.6 万亿，增速达 25%，其中中国电建(52%)、中国建筑(46%)、中国中铁(27%)PPP 订单增速较高；2)受到国资委 192 号文件影响，央企承接 PPP 项目所受到的约束更为严格，PPP 市场份额或有下滑，但大型基建项目对于施工方技术、资金均有较高要求，此类 PPP 项目与央企的能力仍具有较高契合度，且目前央企在手 PPP 订单较为充足，能够为后续业绩提供支撑。3)龙元建设 2017 年 PPP 订单增速高达 43%，“一体两翼+N 专业公司”PPP 发展格局奠定龙头地位，截至 2017 年底累计承接 PPP 项目 699 亿元远超传统业务，考虑到央企所受约束趋严对民企构成机遇，公司 PPP 业务有望持续快速发展。

**表 26: 2016、2017 年建筑央企新签 PPP 订单情况**

公司	PPP 订单 (亿元)		PPP 订单增速		PPP 订单占比	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
龙元建设	224	321	193%	43%	59%	65%
中国中冶	2538	2724	-	7%	51%	45%
中国电建	881	1339	22%	52%	24%	33%
中国中铁	2912	3711	593%	27%		24%
隧道股份	139	149	-	7%	30%	23%
中国交建	1555	1891	77%	22%	24%	21%
中国建筑	1870	2732	-	46%	10%	14%
中国铁建	3165	3774	-	19%	26%	-
安徽水利	47	-	-	-	34%	-
合计	13331	16641	-	25%	27%	27%

注：中国建筑、中国交建采用计划权益投资额口径

数据来源：wind，国泰君安证券研究

**从 PPP 角度，推荐龙元建设、中国建筑等公司。** 自 92 号文发布至 2018 年 Q1 季度末，管理库累计清退项目 1160 个/投资额 1.2 万亿，随着 PPP 清库进入尾声，利于存量项目落地。从竞争格局上看，国资委对于央企承接 PPP 项目的管控力度加大，民营企业有望迎来更大空间；同时大型基建项目对于施工方技术、资金均有较高要求，央企承接该类项目优势较为明显，且目前充足的在手项目能够为后续业绩提供支撑。推荐龙元建设、中国建筑。

#### **4.2. 定增及股权激励：推荐龙元建设、东易日盛、东方园林、铁汉生态、中材国际等公司**

**从定向增发、股权激励价格与当前市价倒挂角度，推荐龙元建设、东易日盛等公司。** 1)目前建筑行业定增价格与现价价格倒挂幅度较大的公司包括普邦股份 (-40%)、山鼎设计(-34%)，华建集团(-31%)、苏交科(-25%)、龙元建设(-14%)、东易日盛(-12%)等。2)从增发股份占比角度考虑，山鼎

设计(19%)、龙元建设(18%)等公司增发股份占比较高,有助于激发公司动力;3)从定增参与方等方面考虑,东易日盛定增参与方为链家全资子公司,有望于公司形成业务协同。

**表 27: 2017 年以来定增与可转债事项一览**

证券代码	证券简称	增发进度	增发价	现价 (0504)	浮盈	增发数 量(万 股)	募集资金 (亿元)	增发股 占比	解禁日期
002663.SZ	普邦股份	实施	6.81	4.06	-40.38%	8441	5.74	4.70%	2018/5/21
300492.SZ	山鼎设计	董事会预案	41.16	27.01	-34.38%	1603	6.60	19.27%	/
600629.SH	华建集团	实施	20.27	14.08	-30.54%	1381	2.80	3.20%	2018/3/19
600209.SH	*ST 罗顿	董事会预案	8.12	5.76	-29.06%	24606	19.98	56.05%	/
600528.SH	中铁工业	实施	15.85	11.32	-28.58%	37855	60.00	17.04%	2018/3/27
300284.SZ	苏文科	实施	19.55	14.62	-25.22%	1729	8.88	2.99%	2020/7/13
002047.SZ	宝鹰股份	实施	9.31	7.37	-20.84%	7820	13.28	5.83%	2020/10/26
601669.SH	中国电建	实施	7.77	6.27	-19.31%	154440	120.00	10.09%	2018/4/20
002135.SZ	东南网架	实施	7.7	6.37	-17.27%	17987	13.85	17.39%	2018/10/30
002586.SZ	国海股份	证监会核准	8.62	7.22	-16.24%	10225	8.81	9.81%	/
002307.SZ	北新路桥	实施	12.34	10.49	-14.99%	405	3.50	0.72%	2020/12/1
600629.SH	华建集团	实施	16.36	14.08	-13.94%	5933	9.71	13.73%	2020/3/3
600491.SH	龙元建设	实施	10.71	9.24	-13.73%	26766	28.67	17.50%	2019/4/25
002713.SZ	东易日盛	实施	24.98	21.93	-12.21%	961	7.00	3.65%	2019/1/7
002586.SZ	国海股份	实施	7.87	7.22	-8.26%	31385	24.70	30.12%	2020/3/13
600248.SH	延长化建	股东大会通 过	5.41	5.09	-5.91%	29936	16.20	48.61%	/
600039.SH	四川路桥	实施	3.91	3.7	-5.37%	59079	23.10	16.36%	2018/9/12
600528.SH	中铁工业	实施	11.62	11.32	-2.58%	38380	44.60	17.28%	2020/7/13
600133.SH	东湖高新	实施	9.2	9.53	3.59%	9152	12.70	12.61%	2018/12/7
600853.SH	龙建股份	实施	4.38	4.56	4.11%	10736	5.70	16.67%	2021/3/29
300506.SZ	名家汇	实施	19.66	22.94	16.68%	4476	8.80	14.92%	
603887.SH	城地股份	董事会预案	24.35	29.63	21.68%	8012	19.51	77.78%	/
002717.SZ	岭南股份	实施	10.5	13.7	30.48%	946	2.29	0.94%	2019/1/7
002717.SZ	岭南股份	实施	10.17	13.7	34.69%	1058	2.47	1.05%	2021/1/5
600502.SH	安徽水利	实施	4.36	6.14	40.83%	21180	17.88	14.77%	2020/8/3
600502.SH	安徽水利	实施	4.36	6.14	40.83%	46355	30.32	32.32%	2020/6/30
600545.SH	卓郎智能	实施	6.17	8.83	43.11%	121963	75.25	64.35%	2019/9/5
600170.SH	上海建工	实施	2.51	3.64	44.79%	35083	13.24	3.94%	2020/3/2
600667.SH	太极实业	实施	4.98	7.99	60.44%	41486	21.00	19.70%	2020/1/20
300500.SZ	启迪设计	实施	17.42	30.23	73.54%	1132	3.94	8.43%	2019/3/1
002431.SZ	棕榈股份	实施	3.62	7.19	98.62%	10999	9.95	7.40%	2018/7/10
002325.SZ	洪涛股份	可转债发行	10	4.37	-56.30%		12.00	9.60%	2022/7/29
300197.SZ	铁汉生态	可转债发行	12.39	9.85	-20.50%		11.00	5.84%	2023/12/18
002542.SZ	中化岩土	可转债发行	8.05	7.22	-10.31%		6.04	4.14%	2024/3/15

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

股权激励与员工持股角度,从业绩动力、行权价倒挂等角度,推荐东方园林、铁汉生态、中材国际、中工国际等公司。1)目前建筑行业股权激

励与员工持股倒挂幅度较大的公司包括中衡设计 (-26%)、铁汉生态(-26%)、中工国际(-25%)、中材国际(-12%)等。2)从激励规模来看,铁汉生态股权激励与员工持股占比分别高达 9.5%、4.2%,有望助力业绩释放;3)从激励频次看,东方园林在 2017 年至今短时间内已完成两期员工持股,动力较强。

**表 28: 建筑公司股权激励事项一览**

证券代码	证券名称	授予或购买完成日	激励价格	现价	浮盈	人数	规模(万股)	占比	锁定期
603017.SH	中衡设计	2017/6/27	17.76	13.54	-26%		418.6	1.52%	一年,分两年解
002051.SZ	中工国际	2017/10/20	20.84	15.62	-25%	300	2142	1.92%	两年
300197.SZ	铁汉生态	2017/10/17	12.9	9.86	-24%		首次 11431, 预留 3000	9.50%	一年半,分三年解
300197.SZ	铁汉生态(员工持股)	2017/6/30	12.19	9.86	-19%		6383.58	4.20%	一年
000498.SZ	山东路桥	2018/2/8	6.65	5.61	-16%		首次 1008.5, 预留 111.5	1.07%	一年,分三年解
600970.SH	中材国际	2017/12/7	9.27	8.02	-12%	489	1742.45	0.99%	两年
002811.SZ	亚泰国际	董事会预案	17.95	16.19	-8%		1000	5.56%	一年,分三年解
300237.SZ	美晨生态(员工持股)	2018/1/11	15.6	15.18	-3%		2282.9	2.83%	一年
002542.SZ	中化岩土	2017/11/3	7.5	7.22	-2%		1100	0.61%	一年,分两年解
002310.SZ	东方园林(员工持股第三期)	2018/2/9	19.45	19.08	-2%		4604.76	1.72%	一年
603359.SH	东珠景观	2018/2/28	34.32	36.94	8%		550	2.42%	一年,分三年解
300668.SZ	杰恩设计	2018/1/16	73.92	82.74	12%	64	126.5	3.00%	一年,分三年解
002325.SZ	洪涛股份	2017/3/10	3.86	4.37	13%	294	5205.2	4.16%	一年,分三年解
002310.SZ	东方园林(员工持股第二期)	2017/7/10	15.96	19.08	20%		9247.46	3.45%	一年
300495.SZ	美尚生态	2016/6/8	11.2	14.56	31%	86	922.75	1.54%	一年,分三年解
002713.SZ	东易日盛	2016/7/18	14.33	22.96	38%	75	428.92	1.72%	一年,分三年解
603018.SH	中设集团	2018/4/21	11.77	17	47%	94	首次 520.60, 预留 77.64	1.91%	一年,分三年解
603030.SH	全筑股份	2017/4/7	5.1	7.93	55%	181	首次 657.6, 预留 75	1.39%	一年,分三年解
603388.SH	元成股份	2017/10/27	10.0	15.53	56%		650.6	3.16%	一年,分三年解

代码	公司	日期	11.84	20.03	70%	312.1	2.25%	一年, 分三年解	
300621.SZ	维业股份	2017/11/28	11.84	20.03	70%	312.1	2.25%	一年, 分三年解	
603887.SH	城地股份	2017/7/28	17.28	29.63	71%	590	5.73%	一年, 分三年解	
601668.SH	中国建筑	2016/12/29	4.87	8.39	71%	1575	26013	0.87%	两年
002310.SZ	东方园林 (员工持股第一期)	2016/1/13	10.92	19.08	75%	2738.8	1.02%	一年	
002775.SZ	文科园林	2016/7/8	9.44	16.62	76%	212	800	2.50%	一年
603909.SH	合诚股份	2018/1/10	16.2	29.05	79%	60	250	2.44%	一年, 分两年解
603316.SH	诚邦股份	董事会预案	6.35	11.72	85%	首次 409, 预留 102.25	2.52%	一年, 分三年解	
603007.SH	花王股份	2018/4/28	6.08	12.79	110%	1000	3.00%	一年, 分三年解	
002310.SZ	东方园林(第二期)	2014/12/18	7.2	19.08	115%	225	1000	1.00%	一年, 分四期解
002310.SZ	东方园林(第三期)	2016/8/15	8.86	19.08	115%	136	首次 1044.45 预留 42.98	0.41%	一年, 分四期解
300517.SZ	海波重科	董事会预案	8.0	20.79	160%	500	4.88%	一年, 分三年解	
600502.SH	安徽水利(员工持股)	股东大会审议通过				2190	7724.77	5.39%	
300284.SZ	苏文科(员工持股)	草案				108	认购额不超过 6000 万人民币		

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

#### 4.3. 基金持仓分析: 推荐东方园林、东易日盛、龙元建设、苏文科等公司

从基金公司重仓持股角度看, 推荐东方园林、东易日盛、龙元建设、苏文科等公司。1)从历史仓位变动看, 部分建筑央企以及杭萧钢构、金螳螂、广田集团、文科园林等公司 2018Q1 仓位基本接近历史底部; 2)横向对比看, 基金重仓偏好园林一线龙头(如东方园林)以及具有消费属性的标的(如东易日盛)、工业工程领域中的细分龙头(如中国化学), 多属于业绩高增长确定性较强的品种, 印证市场偏好龙头属性及业绩高增长品种; 3)从 2017 年及 2018Q1 减持情况看, 基金减持业绩低于预期以及未来业绩增长确定性较弱的品种。因此, 综合分析, 推荐东方园林、东易日盛、龙元建设、苏文科等。

表 29: 建筑行业部分重点公司基金重仓持股分季度变化

代码	公司	2015				2016				2017				2018	2018Q1 持股比例变化
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
002310.SZ	东方园林	0.83	3.81	3.87	0.22	0.67	2.6	11.41	9.76	10.39	12.11	13.8	11.98	13.45	1.47
002713.SZ	东易日盛	5.28	3.96	3.23	6.95	9.46	0	1.81	0	0	0	0	3.09	8.42	5.33
600491.SH	龙元建设	0.02	-	0.66	-	0.3	1.8	7.03	4.15	5.22	7.11	6.86	3.57	6.15	2.58

002717.SZ	岭南股份	-	-	5.3	18.75	9.35	0.65	0.68	-	0.23	2.71	5.13	3.84	4.85	1.01
300284.SZ	苏交科	1.45	5.95	4.98	1.46	4.37	3.3	6.07	4.78	2.72	8.82	3.55	3.32	3.39	0.07
600970.SH	中材国际	1.49	0.19	-	-	0.32	0.23	1.47	2.48	0.49	0.25	-	4.77	2.51	-2.26
600068.SH	葛洲坝	0.18	0.02	0.75	0.09	1.15	1.33	3.76	5.03	7.09	5.8	2.06	1.13	2.39	1.26
300197.SZ	铁汉生态	-	1.47	2.15	-	-	1.74	16.14	17.95	14.24	17.04	14.77	4.71	2.34	-2.37
002051.SZ	中工国际	4.2	1.88	1.21	4.58	6.72	6.56	5.53	6.43	5.09	3.24	3.82	2.25	2.13	-0.12
601117.SH	中国化学	0.03	0.35	-	0.03	0.48	0.07	0.08	0.59	1.95	0.51	0.93	1.23	2	0.77
603359.SH	东珠景观	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.01	-	1.08	1.08
600477.SH	杭萧钢构	-	6.81	9.49	13.86	10.46	6.83	13.42	8.73	7.35	6.4	4.12	3.59	1.04	-2.55
300237.SZ	美晨生态	-	-	0.09	-	-	1.43	8.78	3.57	2.91	1.06	0.79	0.7	0.63	-0.07
000065.SZ	北方国际	0.34	0.15	0.15	0.2	0.1	2.14	5.15	5.25	8.8	5.24	3.3	1.49	0.54	-0.95
601668.SH	中国建筑	1.65	0.46	0.42	0.56	1.09	1.12	1.87	2.15	2.07	2.23	0.96	0.47	0.4	-0.07
601186.SH	中国铁建	0.2	0	0.61	0.64	0.6	0.65	0.58	0.96	1.39	0.59	0.45	0.17	0.32	0.15
002081.SZ	金螳螂	14.43	8.79	1.09	1.71	2	1.3	1.85	1.08	1.48	1.2	0.97	1.37	0.2	-1.17
601390.SH	中国中铁	0.2	0.01	0.26	0.29	0.48	0.62	0.58	0.5	0.55	0.42	0.68	0.14	0.11	-0.03
601669.SH	中国电建	0.88	4.03	2.41	2.22	2.62	0.4	0.9	0.61	0.18	0.21	0.19	0.1	0.11	0.01
601800.SH	中国交建	0	0	0.04	0.04	0.15	0.09	0.15	0.16	0.45	0.07	0.05	0.02	0.01	-0.01
300495.SZ	美尚生态	-	-	-	0.93	0.56	0.04	0.92	0.08	0.1	-	0.01	-	0.07	0.07
002482.SZ	广田集团	1.49	0.84	-	1.52	2.56	2.44	2.61	1.18	-	0.02	0.01	-	0.02	0.02
000928.SZ	中钢国际	2.59	-	-	0.89	1.45	1.91	4.41	7.55	9.41	1.75	0.04	-	-	-
002775.SZ	文科园林	-	0.2	0.07	-	-	-	1.27	0.96	0.99	0.7	1.05	0.04	-	-0.04
300355.SZ	蒙草生态	0.82	-	0.51	0.39	-	-	0.36	0.13	5.53	9.85	9.01	0.43	-	-0.43
601886.SH	江河集团	0.29	0.85	0.03	1.36	0.31	0.01	0.01	0.1	0.13	-	-	-	-	-
603018.SH	中设集团	-	0.12	-	-	-	0.01	-	1.96	5.9	3.43	-	-	-	-
603030.SH	全筑股份	1.55	0	0	0	-	-	11.67	9.2	2.98	5.88	0.97	0.04	-	-0.04
603929.SH	亚翔集成	-	-	-	-	-	-	-	0.02	-	3.82	3.82	0.26	-	-0.26

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

#### 4.4. PE 估值分析: 推荐东方园林、龙元建设、苏交科、铁汉生态、中国化学等公司

从 PE 角度看, 推荐东方园林、龙元建设、苏交科、铁汉生态、中国化学等公司。1) 从历史 PE 估值角度看, 绝大多数公司 2018 预测 PE 已处于或接近历史底部, 如东方园林 2018 预测 PE16 倍, 历史最低 PE15 倍, 如苏交科 2018 预测 PE15 倍, 历史最低 14 倍, 与其优秀基本面不相匹配, 未来存在估值修复空间; 2) 横向对比看, 大央企估值低(基本在 10 倍以下)存在较大吸引力, 园林、装饰、设计、工业工程各领域龙头估值低但业绩高增长确定性高, 未来存在估值修复空间; 3) 大央企推荐中国建筑、中国铁建, 园林推荐东方园林、铁汉生态, 工业工程推荐中材国际、中国化学, 设计推荐苏交科, 受益岭南股份等。

表 30: 建筑行业部分重点公司历史 PE 及预测 PE 对比

公司	最高					最低					平均					2018E	2019E
	2013	2014	2015	2016	2017	2013	2014	2015	2016	2017	2013	2014	2015	2016	2017		
中国建筑	5	9	12	10	10	4	3	6	5	8	4	4	8	6	9	7	6
中国铁建	8	17	26	13	12	5	4	12	8	9	6	6	17	10	10	7	6
中国中铁	7	20	41	19	14	5	5	15	12	12	6	7	23	14	13	9	8

中国交建	6	16	22	15	15	4	4	11	10	10	5	5	15	11	13	9	8
中工国际	26	25	29	19	18	15	12	12	12	13	22	15	19	15	15	10	8
中材国际	155	105	36	27	19	101	54	17	20	12	125	64	24	23	15	11	9
杭萧钢构	69	71	104	26	25	50	39	28	16	13	59	56	60	20	18	12	9
蒙草生态	84	55	79	37	27	54	34	32	19	11	71	43	52	25	19	12	9
中国电建	12	24	52	18	18	8	8	18	12	15	10	10	28	14	16	12	11
岭南股份	-	52	102	73	26	-	35	31	44	19	-	44	49	54	22	13	9
美晨生态	121	48	58	31	25	39	28	21	14	19	56	33	38	21	21	13	9
铁汉生态	53	45	72	37	30	33	28	29	20	23	43	35	56	29	26	13	10
中设集团	-	43	59	38	27	-	35	34	25	20	-	39	45	31	23	13	10
文科园林	-	-	94	58	29	-	-	43	37	23	-	-	65	49	26	14	10
金螳螂	23	18	38	20	21	15	10	14	13	13	18	13	25	16	16	14	12
龙元建设	30	34	103	51	31	19	16	38	21	24	23	19	66	33	27	15	11
苏交科	28	29	63	40	28	14	18	20	22	17	19	22	38	31	24	15	12
东方园林	37	35	69	35	28	23	26	32	15	17	29	29	56	23	22	16	11
中国化学	16	15	22	19	28	10	8	10	14	19	12	9	14	16	22	16	13
广田集团	28	21	91	45	23	21	13	33	27	19	24	17	52	33	21	16	13
全筑股份	-	-	146	65	34	-	-	31	42	26	-	-	75	50	30	17	12
江河集团	56	36	77	43	30	30	24	29	30	21	41	29	43	36	26	17	13
东易日盛	-	49	123	54	33	-	29	37	35	23	-	39	65	40	27	19	15
亚翔集成	-	-	-	-	50	-	-	-	-	10	-	-	-	-	35	23	17

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

备注: 岭南股份、中国电建、江河集团、亚翔集成数据来自 wind 一致预期, 其他来自国泰君安建筑组预测

#### 4.5. 推荐公司逻辑

**1、东方园林: 2018/19 年 EPS 为 1.25/1.77 元, 增速 54%/42%, 目标价 27.05 元。摘自 2018 年 5 月 2 日《Q1 收入超预期, 内生外延促大生态平台提速》**

**Q1 业绩首次正盈利、费用率下降、经营现金流大幅改善。**1) Q1 季度收入增速 107% 主因公司业务规模扩张、工程建设收入增加, 归母净利 0.1 亿元/增速 128%, 为近 8 年来 Q1 季度首次正盈利; 2) 毛利率 29.0% (-3.2pct), 净利率 0.22% (+1.3pct), 期间费用率 24.9% (-4.2pct), 其中管理费用率下降明显; 3) 经营性现金流净额 3.0 亿元 (上年同期 0.3 亿元), 主因公司继续加大工程回款力度、回款金额同比大幅增加; 4) 应收账款占 22.7% (+1.3pct), 资产减值损失占比 2.5% (-0.4pct); 5) 预告 2018 年中报业绩增速 40~70%。

**布局大生态平台聚焦水治理/环保/全域旅游前景广阔, 订单饱满障业绩持续高增靓丽。**1) 转型大生态平台成效显著, 目前旗下水治理/环保/全域旅游三大核心业务推进迅速并开始贡献稳定收入; 2) 截止 2018 年 Q1 季度末, 累计中标 PPP 项目 102 个/投资额 1578.56 亿, 其中在生态环保/旅游等 PPP 细分领域 2017 年底市占率即达到 13.4%/10.7%, 未来有望继续提升; 2) 坚持内生外延并举加快环保业务扩张, 报告期内公司完成深圳市洁驰科技有限公司、江苏盈天化学有限公司的控股合并; 3) 二/三期员工持股成本为 15.96 元/19.45 元, 安全边际较高; 4) 公司作为水治理龙头

占受益雄安。

**表 31: 东方园林历史估值表**

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
净利润	258	450	688	889	648	602	1296	2178	3352
增速	208%	74%	53%	29%	-27%	-7%	115%	68%	54%
EPS	0.10	0.17	0.26	0.33	0.24	0.22	0.48	0.81	1.25
动态 PE									16
平均 PE	57	39	26	29	29	56	23	22	15
最高 PE	90	54	33	37	35	69	35	28	17
最低 PE	24	31	19	23	26	32	15	17	14

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**2、铁汉生态: 2018/19 年 EPS 为 0.74/1.00 元, 增速 48/36%, 目标价 16 元, 摘自 2018 年 4 月 17 日《业绩高增趋势不改, 深化大生态产业链前景广阔》。**

**Q4 季度净利增速放缓、毛利率略下滑。**报告期内, 1)Q1~Q4 季度收入增速 92/93/95/62%, 净利增速 7/50/71/28%, Q4 季度利润增速放缓或主因股权激励/员工薪酬等增加较多; 2)经营净现金流-8.5 亿元(-36%), 主因工程结算/回款滞后于完工进度; 3)毛利率 25.2%(-1.6pct), 净利率 9.3%(-2.3pct), 主因劳务/材料成本上升及并购南兴建筑等所致, 三项费用率 15.38(-0.2pct); 4)资产负债率 68.7%(+14.7pct)主因发行可转债及借贷增加, 资产减值损失 0.3 亿元/-33%; 5)每 10 股派发红利 0.5 元(含税)/资本公积转增 5 股。

**生态环境建设领军企业成长性佳, 在手订单饱满叠加员工持股/股权激励/大股东增持助推 2018 业绩持续高增。**1)公司以水系治理/美丽乡村为基础推进生态业务多样化/产业链化, 加大布局景观/旅游/环保/农业等领域, 由传统工程施工企业向资源整合平台转型; 2)2017 年中标订单 318 亿/+161%, 其中生态环保类占比超 60%, 2018 年来累计中标订单 143 亿势头迅猛; 3)公司提出 2018 年目标收入 127 亿/增速 55%, 净利 11.38 亿/增速 50%, 新签订单超 500 亿; 4)大股东增持 1.85 亿(均价 11.8 元/股)/二期员工持股(规模 7.78 亿)均价 12.19 元/股及股权激励行权价格 12.9 元/股均明显倒挂。

**表 32: 铁汉生态历史估值表**

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
净利润	65	140	216	236	244	306	522	757	1,124
增速	30%	117%	54%	9%	4%	25%	71%	45%	48%
EPS	0.04	0.09	0.14	0.16	0.16	0.20	0.34	0.50	0.74
动态 PE									13
平均 PE		47	33	43	35	56	29	26	14
最高 PE		62	40	53	45	72	37	30	16
最低 PE		31	25	33	28	29	20	23	13

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**3、龙元建设：2018/19 年 EPS 为 0.63/0.87 元，增速 59/38%，目标价 16 元，摘自 2018 年 5 月 2 日《业绩持续高增略超预期，定增完成再添助力》。**

**2017-2018Q1 业绩持续高增、费用率平稳、现金流边际承压。** 1)2017 Q1~2018Q1 收入增速-3/36/33/30/36%，归母净利增速 73/83/80/68/81%，业绩持续高增超预期；2)经营净现金流-4.2 亿(去年同期 11.6 亿)，主因 2017 年奉化阳光海湾度假区出售贡献现金流较大；3)毛利率 8.4%(-0.1pct)，净利率 3.4%(+1.0pct)，三项费用率 2.7%(+0.1pct)；4)资产负债率 83.3%(+3.4pct)，资产减值损失 1.0 亿元/-53%；5)每 10 股派发红利 0.35 元(含税)。

**定增完成助力业绩腾飞，PPP 业务“一体两翼+N 专业公司”奠定民营 PPP 龙头地位更具潜力。** 1)“一体两翼+N 专业公司”PPP 发展格局奠定龙头地位，截止 2017 年底累计承接 PPP 项目 698.87 亿元远超传统业务，为公司业绩的高速增长提供了有利保障；2)2017 年承接业务 495 亿/+31%，其中传统业务 175 亿/+14%，PPP 业务 321 亿/+43%，目标 2018 年新接订单 540 亿，完成施工产值 210 亿；3)定增完成顺利募资 28.4 亿，且计划 2018 年银行授信 500 亿/中期票据和中期债券注册 20 亿/完成应收账款资产证券化 5 亿元以上/拓展供应链融资额度 20 亿，多渠道融资保障项目落地。4)公司非公开发行价格 10.71 元/股，员工持股计划成本 11.35 元/股，均明显倒挂。

**表 33：龙元建设历史估值表**

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
净利润	184	279	394	222	242	205	348	606	967
增速	2%	51%	41%	-44%	9%	-15%	70%	74%	59%
EPS	0.12	0.18	0.26	0.14	0.16	0.13	0.23	0.40	0.63
动态 PE									15
平均 PE	39	25	17	23	19	66	33	27	16
最高 PE	54	32	21	30	34	103	51	31	17
最低 PE	26	21	12	19	16	38	21	24	14

数据来源：wind，国泰君安证券研究

**4、东易日盛：2018/19 年 EPS1.19/1.55 元，增速 45%/30%，目标价 34.16 元。摘自 2018 年 4 月 26 日《业绩稳健增长，产品化家装放量可期》**

**2017 业绩稳健增长，经营现金流改善。** 1)2017 年归母净利增厚 0.27 亿，主要源于家装业务营收增长；2)2018Q1 营收增速 34%创 2016Q4 以来新高，净利-0.6 亿，主要受家装行业季节性影响；3)2017 毛利率 36.9%(-0.3pct)，净利率 7.6%(+0.8pct)；3)期间费用率 27.5%(-0.2pct)，受益于销售费用率下降；4)2017 经营净现金流+5.7 亿，为同期营收的 16%。

**C 端家装龙头，受益消费升级。** 1)2017/2018Q1 新签订单 41/11 亿，至 2017 年末 A6 业务直营店 150 家，速美直营及服务商门店 72 个，其中一二线、三四五线城市分别占比 48.6%/51.4%，为后续订单获取提供支撑；2)新生代成为装修主力，装修客单值提升，公司环保/设计优势亦更易发挥。

前/后端能力叠加,产品化家装放量可期。1)牵手链家提振获客/品牌能力。链家二手房交易量超 60 万套,公司每年客户数约 1 万个,链家门店数/经纪人数约为公司 27 倍/30 倍。2)交付能力日臻完善。系统端, DIM+ 系统实现所见即所得; 施工端, 将施工流程解构为数百节点, 工长依赖度降低; 集采端, 自建木作/物流, 工厂准时交付率超 99%, 自营仓储超 8 万平米, 供应链完善。3)直营模式逐渐成为速美主流, 客户转化率望攀升。

**表 34: 东易日盛分季度订单情况**

		2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017 全年
新签订单 (亿元)	家装	6.76	8.71	10.00	9.06	8.32	36.09
	精工装				0.01		0.01
	公装	0.37	0.33	1.31	0.97	1.84	4.45
	合计	7.13	9.04	11.31	10.04	10.16	40.54
累计已签约 未完工订单 (亿元)	家装	16.64	28.90	27.64	30.63	22.67	
	精工装	1.01	0.95		0.01	0.01	
	公装	5.26	5.58	4.31	5.01	5.73	
	合计	22.92	35.43	31.96	35.65	28.41	

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

**表 35: 东易日盛历史估值表**

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
净利润	39	70	73	105.61	116.30	98.37	172.87	217	314
增速	11%	79%	5%	44%	10%	-15%	76%	26%	45%
EPS	0.15	0.28	0.29	0.42	0.46	0.39	0.68	0.83	1.19
动态 PE									19
平均 PE					39	65	40	27	22
最高 PE					49	123	54	33	24
最低 PE					29	37	35	23	19

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**5、全筑股份: 2018/19 年 EPS 0.45/0.66 元, 增速 48%/45%, 目标价 12.46 元。摘自 2018 年 4 月 25 日《Q1 净利高增 119%, 全装修龙头受益消费升级+集中度提升》**

**净利率小幅提升, 经营现金流略承压。**1) 毛利率 10.8%(-1.7pct), 净利率 4.4%(+1.3pct); 2) 三费率 7.2%(-4.7pct), 销售/管理/财务费用率 1.1%(-1.1pct)/4.7%(-1.7pct)/1.4%(-1.9pct); 3) 经营净现金流-4.2 亿元(-439%)因营收增加春节前人工费支付增加; 4) 应收账款占比 44.6%(+10.2pct)因业务量增加导致投入的工程施工增加, 资产减值损失占比-1.8%(+2pct)。

**Q1 订单高增长, 集中度提升+全产业链+消费升级奠定高增长。**1) Q1 新签合同 21.6 亿元(+136%)继续保持高增长(2017 年增速 92%), 其中全装修施工 13.7 亿、定制精装 5 亿, 截至 Q1 末已签约待实施合同 85.8 亿、保障倍数 1.9 倍; 2) Q1 龙头地产增长火爆, 恒大销售金额 1618 亿元增

速 51%(2017 年 34%)，全年有望保持高增长，公司大客户战略(恒大占比约 50%)将受益集中度提升；3)全装修高增长有保障：①国内全装修渗透率低、发展空间大(2018-20 年市场规模 1.4 万亿)②政策定调租售并举/长租公寓+雄安发展住房租赁；4)内生+外延打造装饰生态大平台，积极拓展 B2B2C/设计/家具及机器人业务，协同效应强且助综合实力提升；5)消费升级大势所趋，公司注重人居生活服务、布局装饰后的庞大市场。

**表 36: 全筑股份历史估值表**

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

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**6、中国化学: 2018/19 年 EPS0.48/0.56 元, 增速 53%/16%, 目标价 8.32 元。摘自 2018 年 5 月 1 日《减值/汇兑拖累业绩, 周期品涨价助景气度回升》**

**资产减值/汇兑损失拖累业绩, 营收持续回暖。**1)2017 年净利下滑 2.1 亿, 毛利率升 1.3pct 情况下净利率降 0.6pct, 受计提 15.6 亿减值与 3.4 亿汇兑损失(2016 年减值/汇兑收益 11.3/3.2 亿)拖累; 2)2017Q1 起单季营收-5%/5%/15%/22%/42%, 订单向业绩传导, 净利-19%/17%/-26%/-19%/29%; 2018Q1 净利增速低于营收系汇兑损失增加; 3)2017Q1-Q4 计提减值-0.2/2.7/-0.1/13.3 亿, PTA 项目/坏账准备/存货计提 4/6.6/4.7 亿, PTA 项目上年计提 4.9 亿, 累计计提 8.9 亿; 4)2017 经营净现金流 29 亿, 为营收 5%。

**国内订单高增, 受益周期品涨价。**1)2017 新签 951 亿(35%), 2018 计划新签 1100 亿(16%), 2017Q1 起单季 92%/64%/10%/10%/5%, 国内/海外新签 614 亿/337 亿(+66%/+0.3%)。3)化工/石化/煤化工/基建/环保订单占 35%/25%/9%/8%/5%, 增速 29%/34%/164%/29%/210%, 下游产品涨价与油价上行助煤化工回暖; 油价未进入加工利润扣减区间, 石化经济性有保障。

**积极切入基建, 有望受益国改。**1)董事长曾任中国中铁总裁; 控股股东与山东公路建设集团战略重组, 补充公路资质。2)控股股东拟划转公司 9%股份+控股股东发行不超 35 亿可交债, 国有资本运营试点稳步推进。

**表 37: 中国化学分季度订单情况**

时间	新签合同额 (亿元)	单季同比 增速	单季环比 增速	境内新签订单 (亿元)	境内订单 单季同比	海外新签订单 (亿元)	海外订单 单季同比	海外订单 占比
2016Q1	126	35%	-61%	68	18%	58	62%	46%
2016Q2	136	16%	8%	92	10%	44	31%	32%

2016Q3	120	27%	-12%	94	5%	26	416%	22%
2016Q4	322	-1%	168%	115	-48%	207	99%	64%
2017Q1	242	92%	-25%	100	47%	142	145%	59%
2017Q2	223	64%	-8%	140	52%	84	89%	37%
2017Q3	133	10%	-41%	115	22%	18	-33%	13%
2017Q4	353	10%	166%	260	126%	93	-55%	26%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**表 38: 中国化学 2017 年单月订单情况**

时间	新签合同额 (亿元)	单月同比增速	境内新签订单 (亿元)	境内订单 单月同比	海外新签订单 (亿元)	海外订单 单月同比	海外订单 占比
201701	39	-48%	29	-7%	10	-77%	26%
201702	51	-7%	31	17%	21	-33%	40%
201703	152	92%	41	47%	111	145%	73%
201704	49	79%	35	30%	13	165%	27%
201705	86	97%	43	38%	43	222%	50%
201706	88	77%	61	50%	28	121%	31%
201707	34	54%	25	32%	8	90%	25%
201708	64	56%	56	36%	8	94%	12%
201709	35	56%	33	39%	2	89%	5%
201710	53	53%	38	32%	15	99%	28%
201711	195	59%	138	64%	57	52%	29%
201712	106	-39%	83	84%	22	-83%	21%
201801	76	96%	70	144%	6	-40%	8%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**表 39: 中国化学历史估值表**

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
净利润	1,659	2,376	3,084	3,358	3,166	2,842	1,770	1,557	2,388
增速	69%	43%	30%	9%	-6%	-10%	-38%	-12%	53%
EPS	0.34	0.48	0.63	0.68	0.64	0.58	0.36	0.32	0.48
动态 PE									16
平均 PE	13	14	10	12	9	14	16	22	15
最高 PE	17	18	12	16	15	22	19	28	16
最低 PE	11	10	8	10	8	11	14	19	13

数据来源：wind，国泰君安证券研究

**7、中材国际：2018/19 年 EPS0.76/0.95 元，增速 36%/26%，目标价 13.3 元。摘自 2018 年 3 月 26 日《精细化管理推高毛利率，受益两材重组》**

**精细化管理推高毛利率，经营现金流恶化。**1)净利增厚 4.7 亿，受益于利润率提升，毛利率 16.8%(+4.6pct)创上市以来新高，净利率 5.0%(+2.3pct)，系公司进行业务区域划分及精细化管理；2)Q4 营收 63 亿，Q1-Q4 同比 -9%/15%/9%/-2%，Q4 净利 2.6 亿，Q1-Q4 同比 16%/63%/58%/831%，Q4 高增与上年同期低基数有关；3)期间费用率 11%(+3.0pct)，受汇兑损失拖累；4)经营净现金流-20 亿(-182%)，系 Q4

埃及分期收款项目付款较集中；5)减值损失 1.6 亿，其中计提安徽节源减值 1.4 亿，钢贸减值转回 0.6 亿。

**内外部变化助海外业务向好，业务结构调整显成效。**1)2017 新签订单 359 亿(+29%)增速提升 41pct，Q1-Q4 订单同增 29%/-23%/33%/226%逐季提升，新兴经济体水泥需求旺盛叠加中美贸易摩擦下或大力推进一带一路，且两材重组后公司或成集团出海引领者，订单或持续向好。2)生产运营管理/多元化拓展显成效，服务产能逾 6000 万吨，2017 年新签多元化工程订单同增 2.7 倍。3)积极切入环保，推进水泥窑协同处置/土壤调理剂业务。4)向核心团队授予 1742 万股，行权价 9.27 元，要求 2018/19/20 年对 2016 年净利 CAGR 不低于 18%，ROE 不低于 8.9%/9.6%/10.3%，助业绩释放。

**表 40:中材国际 2017 年分季度订单情况**

	工程	增速	装备	增速	环保	增速	生产运营管理	增速	其他	增速	当季总额	增速
2017Q1	51	5%	5	32%	7	591%	5	-	0	57%	69	29%
2017Q2	56	-40%	10	-10%	6	-13%	16	1235%	0	-23%	89	-23%
2017Q3	81	59%	11	21%	3	-64%	13	-5%	1	252%	108	33%
2017Q4	71	317%	11	37%	8	507%	2	2%	1	99%	93	226%
合计	259	23%	37	16%	25	41%	35	122%	2	14%	359	29%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**表 41: 中材国际历史估值表**

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
净利润	1426	1538	763	89	148	664	511	977	1332
增速	92%	8%	-50%	-88%	66%	348%	-23%	91%	36%
EPS	0.81	0.88	0.43	0.05	0.08	0.38	0.29	0.56	0.76
动态 PE									11
平均 PE	13	17	18	125	64	24	23	15	12
最高 PE	20	23	24	155	105	36	27	19	15
最低 PE	9	10	13	101	54	17	20	12	11

数据来源：wind，国泰君安证券研究

**8、中国建筑：2018/19 年 EPS1.24/1.38 元，增速 13%/11%，目标价 12.09 元。**摘自 2018 年 4 月 19 日《国内业务助力订单高增，地产增速远超行业均值》

**国内业务助订单高增，基建拓展成效显著。**1)公司 2018Q1 新签订单 5383 亿(+24%)，较上年同期增厚 1051 亿，新签订单高增态势得以延续，2018 计划新签 2.6 万亿。2)分行业看，房建/基建/勘察设计新签 3723/1634/27 亿元，同增 20%/34%/27%，2018 年 1-3 月房地产开发投资同增 10%创 2015 年 3 月以来新高，为房建订单持续高增提供支撑；基建订单增速高于房建，公司战略调整成果显著。3)分区域看，2018Q1 新签国内/国外订单 5210 亿/173 亿，同比+25%/-1%，国内订单贡献增量 1052 亿，为订单高增的推动力。4)2017 新签/在手 PPP 项目计划权益投资 2732 亿/2603 亿，融投资项目累计带动施工约 4629 亿。

**地产销售远超行业平均水平，央行降准助力需求释放。**1)2018Q1 地产销售额/销售面积 668 亿/446 万平米，同增 32%/29%，远超行业平均水平(10%/4%); 同期万科 1543 亿/1048 万平米，保利 869 亿/593 万平米，公司旗下中海地产 2017 年销售额居全国第 7; 2)2018Q1 公司新购土地储备 945 万平米，同增 75%，期末土地储备面积 9890 万平米，地产业务望持续扩张。3)公司 2017 年地产存货中 61%来自一线及省会城市，一二线城市刚需及改善性需求受资金面偏紧影响有限; 且央行降准对居民房贷端形成改善，从而助力行业需求释放。

**综合实力强劲，有望受益国改。**1)公司为全球最大工程承包商+世界 500 强第 24 位+ENR 全球业务第 1+业内最高信用评级，综合实力强; 2)第二期激励以 4.87 元/股授予 2.6 亿股(占 1%)，限售期 2 年，央企信息公开试点，有望受益国改。

表 42: 中国建筑历史估值表

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

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**9、苏文科: 2018/19 年 EPS 为 0.99/1.25 元，增速 24%/25%，目标价 21.9 元，摘自 2018 年 4 月 25 日《Q1 净利高增 26%，设计强劲+环检业务望改善》**

**净利率小幅提升，经营现金流略承压。**1)毛利率 26.1%(+0.4pct)基本保持稳定，净利率 6.4%(+0.7pct); 2)期间费率 16.9%(-0.06pct)基本保持稳定; 3)经营净现金流-5.3 亿元(上年同期-2.9 亿元)主要因支出同比增加较大及境外回款下降; 4)应收账款占比 46.7%(+5.7pct)主要因支付备用金、保证金增加，资产损失占比 0.46%(-0.48pct)主要因应收账款长账龄回款增加。

**三大认知差锁定业绩高增长。**1)认知差一: 国内基建具备对冲贸易下滑稳经济的重要性，且公路/轨交细分领域将维持高增长(未来三年投资规模约 5/1.7 万亿); 公司为国内民营设计龙头实力强，我们预计未来三年公司工程咨询营收 CAGR 超 30%; 2)认知差二: 收购 TA 协同效应主要体现在大检测与大环保: ①国内第三方检测市场空间超千亿，但格局小散弱，公司将大力抢占环检市场②收购 TA 及中山水利体现拓展大环保平台的决心; 此外，预计 TA2018 年起业绩贡献将提速; 3)认知差三: 对标业界龙头 AECOM 发展历程，公司定位一站式总包、且国内大力提倡 EPC/PPP 模式，将助力以设计带动总包、实现跨越发展; 4)低估值(15 倍)低仓位(3.4%)低涨幅具吸引力，事业伙伴绑定核心利益。

**表 43: 苏交科历史估值表**

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
净利润	95	132	141	186	253	311	379	464	575
增速	17%	39%	7%	31%	36%	23%	22%	22%	24%
EPS	0.16	0.23	0.24	0.32	0.44	0.54	0.66	0.80	0.99
动态 PE									15
平均 PE			21	19	22	38	31	24	16
最高 PE			25	28	29	63	40	28	17
最低 PE			15	14	18	20	22	17	15

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**表 44: 部分重点公司盈利预测表**

证券简称	收盘 价 (0503)	本年 涨幅	净利增速			EPS			PE			PB	市 值	评级
			2017	2018 E	2019 E	2017	2018E	2019E	2017	2018 E	2019 E			
金螳螂	12.38	-19.2	14.0	17.6	15.8	0.72	0.85	0.99	17.19	14.56	12.51	2.7	327	增持
东易日盛	22.91	-3.3	25.9	44.3	29.9	0.83	1.19	1.55	27.60	19.25	14.78	4.8	60	增持
全筑股份	7.92	-3.2	64.1	48.1	45.1	0.31	0.45	0.66	25.55	17.60	12.00	2.6	43	增持
美晨生态	15.17	-9.0	36.5	51.4	40.7	0.75	1.14	1.61	20.23	13.31	9.42	3.7	122	增持
铁汉生态	9.7	-20.2	45.0	48.5	35.6	0.5	0.74	1	19.40	13.11	9.70	2.5	147	增持
东方园林	19.1	-5.3	68.1	53.9	41.7	0.81	1.25	1.77	23.58	15.28	10.79	4.5	512	增持
蒙草生态	9.37	-25.3	148.7	45.7	35.3	0.53	0.77	1.04	17.68	12.17	9.01	4.2	150	增持
文科园林	16.62	-18.1	75.0	53.2	45.5	0.76	1.11	1.7	21.87	14.97	9.78	2.3	53	增持
杭萧钢构	8.34	-21.8	71.1	33.9	27.5	0.56	0.75	0.95	14.89	11.12	8.78	3.8	115	增持
苏交科	14.66	-10.3	22.3	24.0	25.4	0.8	0.99	1.25	18.33	14.81	11.73	2.3	85	增持
中设集团	17.31	-9.0	41.4	34.8	29.5	0.95	1.27	1.65	18.22	13.63	10.49	2.6	54	增持
龙元建设	9.15	-3.2	74.1	59.4	38.0	0.4	0.63	0.87	22.88	14.52	10.52	1.6	140	增持
中国建筑	8.31	-7.9	10.3	13.0	11.3	1.05	1.24	1.38	7.91	6.70	6.02	1.2	2493	增持
中材国际	8.17	-17.4	91.0	36.3	25.5	0.56	0.76	0.95	14.59	10.75	8.60	1.9	143	增持
安徽水利	6.11	-11.3	25.3	20.9	19.7	0.54	0.66	0.79	11.31	9.26	7.73	1.1	88	增持
山东路桥	5.65	-15.4	34.1	27.8	23.4	0.52	0.66	0.81	10.87	8.56	6.98	1.6	63	增持
中国交建	13.1	2.3	22.9	12.2	12.1	1.27	1.43	1.6	10.31	9.16	8.19	1.3	2119	增持
中国铁建	9.93	-10.9	14.7	16.4	16.2	1.18	1.38	1.38	8.42	7.20	7.20	0.9	1348	增持
中国中铁	7.51	-10.5	28.4	15.8	14.0	0.7	0.81	0.93	10.73	9.27	8.08	1.1	1716	增持
中国化学	7.49	11.0	-12.0	50.7	18.5	0.32	0.48	0.56	23.41	15.60	13.38	1.3	369	增持

数据来源: 公司公告, wind, 国泰君安证券研究

备注: 近期年报工作量大, 部分公司年报已出、尚未完成点评报告, 因此暂且不作列式

## 5. 风险提示

**PPP 模式落地、经营低于预期。**PPP 项目的签订涉及利益相关方众多, 且一般 PPP 项目的时间周期长, 从达成 PPP 签约意向到实体调查、融资、编制可行性报告到最终落地需要的审批环节众多, 这些可能都将会使得 PPP 项目落地的速度延缓。

业绩增速低于预期。建筑公司业绩主要受订单获取、开工率以及内部费用控制等多方面因素影响。订单一般落地时间较长，影响因素众多，且项目开工亦受到众多因素影响，均可能导致业绩低于预期。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

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

### 免责声明

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

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

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		