



强于大市

建筑行业 2019 年年度策略

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
中国铁建	601186.SH	10.87	增持
山东路桥	000498.SZ	5.06	增持
四川路桥	600039.SH	3.28	增持
苏交科	300284.SZ	10.37	增持
广田集团	002482.SZ	5.79	增持

资料来源：万得，中银国际证券
以 2019 年 01 月 02 日当地货币收市价为标准

主要催化剂/事件

近期基建补短板政策推进，相关政策利好频发

基建补短板，政策送春风

经济下行压力加大，基建补短板重要性提升，2019 年需求端与供给端均有充足的项目与资金支撑基建落地。行业估值将在融资与订单落地后明显改善。预计 2019 年建筑板块将成为基本面与估值均优于其他板块的行业。

支撑评级的要点

- **基建政策转向，未来需求增速充足：**国务院 723 会议以来，政策转向力度不断加大。从基建需求来看，交运领域重点建设目标基本完成，在铁路建设领域还有提升空间。从目前各地披露的“十三五”建设规划来看以及 2016 年至今的完成情况来看，交通运输领域未来需达到 8.4% 的增速才能完成目标。电力投资领域未来由于政策放松，公用水利领域随着轨交建设进入高峰未来均有充足需求。未来基建需求增速将达到 8.8%-10%。
- **未来基建资金供应充足，预计可以满足 8%-10% 的基建增速需求：**预计未来 PPP 加速，2019 年将提供 1.15 万亿资金；非标监管放松预期下，2019 年资金规模有望少减 0.9 万亿元；专项债 2019 年发行额有望达到 2 万亿元。假设未来预算内资金，政府性基金以及国内贷款投向基建的比例保持不变，2019 年基建资金来源大概率可以满足 8%-10% 的增长速度。
- **地产资金趋紧，等待政策边际改善：**当前地产信托利率提升、拿地下滑、新开工竣工背离反映房企资金趋紧。房地产终端由于居民部门现金下滑需求有限，投资端由于房企资金趋紧土地储备下降投资需求有限。地产投资供需两难，未来建议关注房地产竣工增速回升带来的后端建筑装饰需求以及基建地产周期协同，政策边际宽松预期。
- **工业企业投资势头难以持续：**当前工业企业领跑固定资产投资，一是 2011 年工业产能集中投资后逐步进入产能更换周期，二是大宗价格高企上游盈利改善引发产能投资需求。短期来看制造业盈利下行是制约工业建筑需求的重要原因。此外，石油钢铁等大宗商品下调改变工业产业链利润分配，减少了上游企业投资；中下游由于需求不振盈利也未有改善。国内工建龙头中化与中冶订单下滑也反映工业建筑投资景气度逐步下降。
- **上调行业评级为“强于大市”：**国内经济下行压力加大，基建补短板作用凸显。以往基建周期遵循“政策-估值-融资-订单-业绩”的传动。近来随着政策作用有所减弱，市场观点分歧加大，估值底到来时间更晚。预计本轮将在融资与订单落地后估值显著改善。在经济预期下行压力加大的 2019 年，建筑行业随着基建补短板落地预计将在基本面以及估值表现上优于其他行业。上调行业评级为“强于大市”。

评级面临的主要风险

- **基建资金到位情况不及预期，地产需求进一步下探，工业企业利润下滑，房屋竣工未有改善。**

重点推荐

- **建议从基建、设计、地产后周期三个主线选股：**一是基建补短板铁路交运先行，推荐行业龙头中国铁建、山东路桥、四川路桥；二是基建利好前端工程设计，推荐行业龙头苏交科；三建议关注竣工面积释放利好后期装修板块，推荐大客户绑定战略的广田集团。

相关研究报告

- 《建筑行业周报》20181226
- 《建筑行业周报》20181218
- 《建筑行业点评》20181217

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰

田世欣
(8621)20328519
shixin.tian@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者



目录

2018 年行情回顾	5
一、基建板块：补短板落地确定性增加.....	10
二、房建板块：需求承压资金趋紧.....	18
三、工建板块：高投资增速难以持续.....	23
投资建议.....	25
风险提示.....	26
中国铁建.....	28
山东路桥.....	30
四川路桥.....	32
苏交科.....	34
广田集团.....	36



图表目录

图表 1. 2018 年年初至今各板块涨跌幅	5
图表 2. 下半年开始建筑板块相对估值提升明显	5
图表 3. 各个细分板块涨跌幅情况	6
图表 4. 各个细分板块估值情况	6
图表 5. 细分行业营收增速与变化情况	7
图表 6. 细分行业利润增速与变化情况	7
图表 7. 细分行业现金流变化情况	7
图表 8. 细分行业毛利率变化情况	7
图表 7. 细分行业集中度变化情况	8
图表 8. 细分行业负债率变化情况	8
图表 9. 行业三季度订单尚未回暖	8
图表 10. 从业人员增速依然下降	8
图表 11. 中建中电建订单有所提升	9
图表 12. 大基建三季度订单尚未回暖	9
图表 13. 2018 年下半年建筑装饰指数表现	10
图表 14. 2018 年 7 月份以来主要政策措施	11
图表 15. 2018 年以来基建增速向下	11
图表 16. 交运邮储与水利公用占比不断提升	11
图表 17. 2012-2017 年细分行业投资额	12
图表 18. “十三五” 交通运输领域规划投资情况	12
图表 19. “十三五” 各地方政府交通运输领域规划投资额	13
图表 20. 2017 年三大板块资金来源比例	13
图表 21. 2017 年基建细分行业资金来源比例	13
图表 22. PPP 社会资本投入基建资金规模测算	14
图表 23. 财政与信贷投向基建比例	14
图表 24. 土地成交与政府性基金收入增速关联性高	14
图表 25. “十三五” 各地方政府交通运输领域规划投资额	15
图表 26. 2018 年以来人均投资与资本存量高度相关	15
图表 27. 预计 2019 年基建投资内在增速约为 10%	15
图表 28. 基建周期呈政策底-估值底-融资底传动	16
图表 29. 社融领先于订单与业绩	16
图表 30. 细分行业估值轮动情况	17
图表 31. 住宅销售 2015-2016 年迎来高峰	18



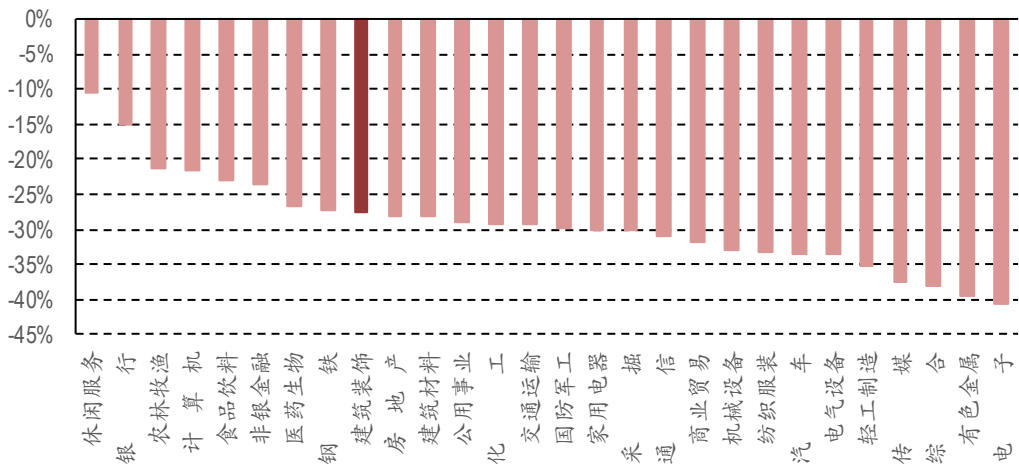
图表 32. 居民资金余额下滑明显	18
图表 33. 拿地销售比下半年显著下降	18
图表 34. 土地成交面积明显下滑	18
图表 35. 房地产信托产品收益率持续抬升	19
图表 36. 销售面积下滑同时欠款提升	19
图表 37. 拿地面积同比与溢价率同步下降反映资金趋紧	19
图表 38. 2010 年以来各轮周期顶点出现时间	20
图表 39. 地产行业数据周期性较强	20
图表 40. 销售面积下滑同时欠款提升	20
图表 41. 2010 年以来地产与基建政策周期转向时间点	21
图表 42. 三大指标下滑反映房企资金趋紧	21
图表 43. 开工竣工分化反映未来回升预期	21
图表 44. 地产周期传导以及相关建材需求的变化	22
图表 45. 工业投资领跑固定资产投资	23
图表 46. 工业企业盈利持续下探	23
图表 47. 钢铁与原油价格下跌	23
图表 48. 中国化学与中国中冶新签订单增速开始下降	23
附录图表 49. 报告中提及上市公司估值表	27

2018 年行情回顾

1. 股价表现与估值水平

建筑板块表现中上，总体依然跑输大盘：受国内去杠杆以及中美贸易战影响，2018 年以来股票市场下挫明显。沪深 300 指数从 2018 年至今下跌 25.88%，建筑装饰指数上半年受 PPP 入库项目清查、资金到位短缺、基建投资增速下滑等因素下滑明显，下半年起受政策转向以及基建补短板加持，表现稍微好于其他板块，年初至今下跌 28.56%，依然跑输大盘。

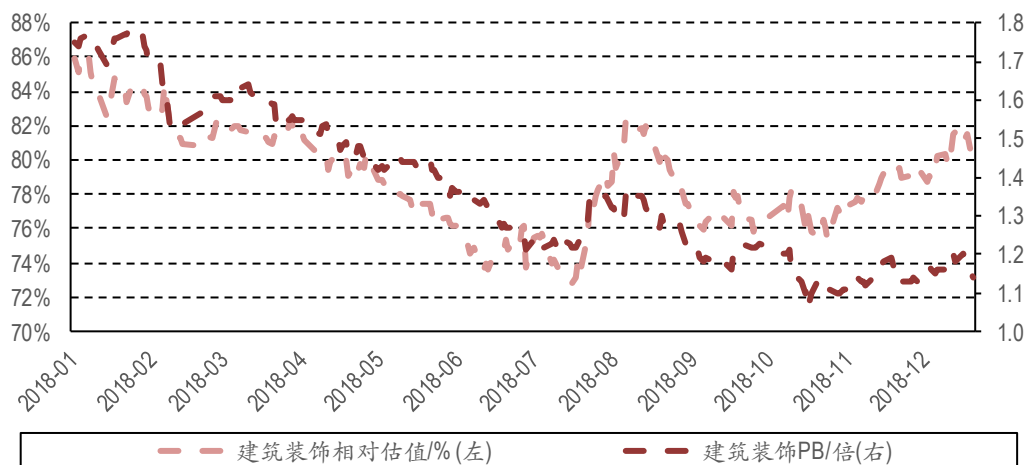
图表 1. 2018 年年初至今各板块涨跌幅



资料来源：万得，中银国际证券

建筑板块上涨历程一波三折：自从 2018 年下半年以来，政策转向，利好信号频现，但是建筑板块上涨一波三折，基本上政府出台利好政策后，板块当天或后续两三天会有较明显涨幅，但之后就逐步小幅下滑。反映出当前市场对基建补短板的分歧依然存在，主要聚焦在基建资金到位情况，市场情绪反复较为明显，行业估值尚未明显提升。

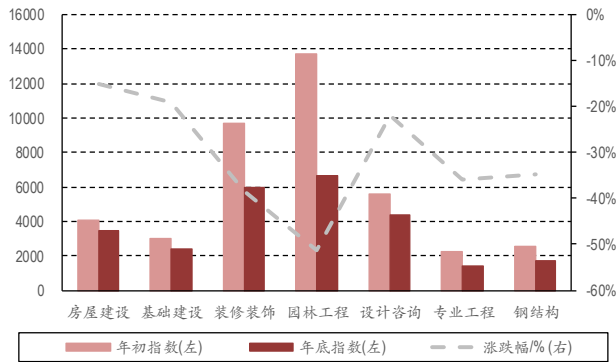
图表 2. 下半年开始建筑板块相对估值提升明显



资料来源：万得，中银国际证券

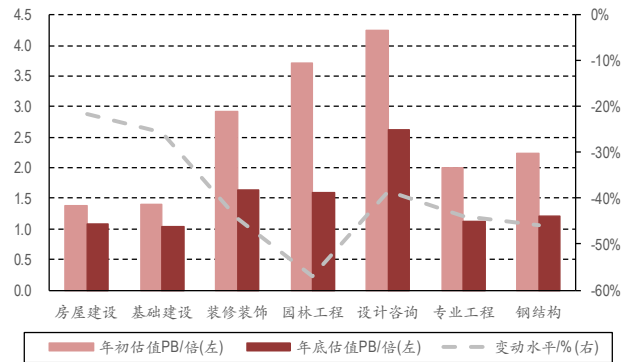
细分板块房建、基建、设计三大板块表现相对较好：从估值来看当前建筑板块估值为 1.14 倍 PB，相比 2018 年初 1.75 倍 PB 下跌 0.61 倍，但是可以明显看出，建筑板块相对于大盘的估值在下半年开始明显提升。分行业来看，各个细分板块 2018 年均有所下滑，其中房建、基建、设计三大板块表现相对较好，年初至今跌幅分别为 15.15%、18.95%、22.02%；估值分别下滑 21.58%、25.71%、38.40%。这三大板块表现相对较好的原因是 2018 年建筑新开工面积持续超预期提升，基建板块受基建补短板政策提振、设计一方面收到新上市公司较多业绩弹性较大另一方面受益基建补短板前端板块。

图表 3. 各个细分板块涨跌幅情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 各个细分板块估值情况



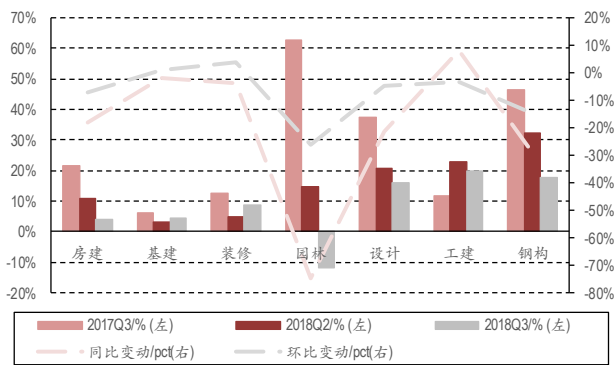
资料来源：万得，中银国际证券

2. 建筑行业业绩

细分板块业绩普遍下滑，园林与钢构受行业性因素下滑明显：分细分行业来看，不同行业均有明显的业绩下滑。其中生态园林业绩下滑最为明显。在去杠杆影响下，依靠资金面进行扩张的园林板块资金遭遇瓶颈，业绩增速收到较大制约。营收同比增速从 2017 年第三季度的 62.97% 下降到 2018 年年中的 14.52% 再下滑到 2018 年第三季度的 -11.68%，同比增速累计下滑 74.65 个百分点；利润同比增速从 2017 年第三季度的 75.42% 下降到年中的 3.26% 再下降到 2018 年第三季度的 -59.31%，增速累计下滑 134.73 个百分点。业绩同样下滑比较明显的是钢构行业，一方面 2018 年建筑工业化概念弱化，另一方面钢材由于供给侧改革也经历了价格的上涨，提升结构造价，钢构企业本身利润也被挤压。2017 年三季度至 2018 年三季度，钢构行业累计营收增速下滑 28.98 个百分点，利润增速累计下滑 74.11 个百分点。

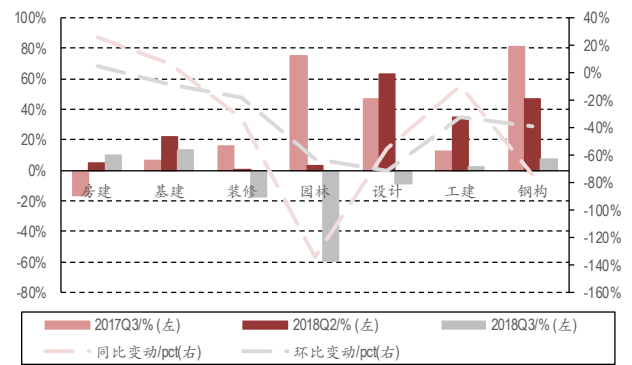
其他板块工业建筑与基建、房建业绩表现相对较好：工业建筑业绩提升主要受益于上游行业由于供给侧改革盈利提升，进行产能置换，固定资产投资额有所增加。基建宏观数据 2018 年下探明显，但主要上市公司业绩影响相对较小。从 2017 年三季度到 2018 年三季度，基建板块公司营收增速下滑 1.64 个百分点，利润增速提升 6.96% 个百分点；工业建筑板块营收增速提升 8.20 个百分点，利润增速减少 9.83 个百分点。房屋建筑板块受益新开工面积持续提升，2017 年三季度至 2018 年三季度利润增速同比提升 26.32 个百分点。

图表 5. 细分行业营收增速与变化情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 细分行业利润增速与变化情况

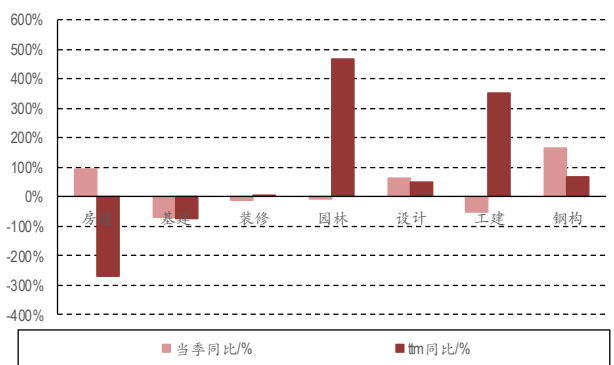


资料来源：万得，中银国际证券

行业现金流有所分化，房建板块现金流下滑较为明显：细分行业现金流有所分化。累计最近四季度来看，房屋建筑板块现金流下滑明显，主要原因是房企资金趋紧，对建筑企业拖欠账款金额明显增加。这一点可以在房企融资中对应付施工款项数据得以印证。上市企业主要为房屋建筑企业龙头，议价能力方面稍微较高，预计全行业来看工程款拖欠现象将非常普遍。2018 年园林与工业建筑现金流较好的主要原因是 2017 年行业数据基数较小导致高增长。

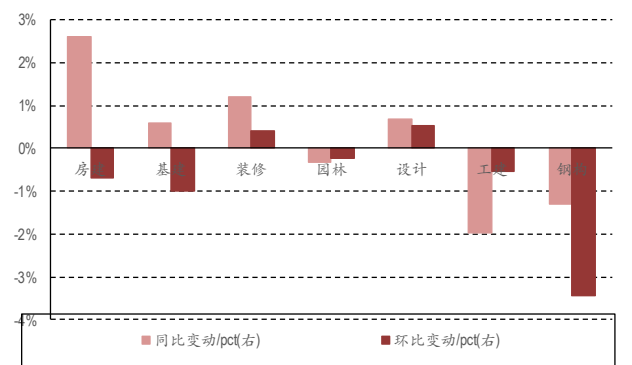
房建基建受上游材料价格影响较小，钢构企业毛利率下滑明显：行业盈利能力总体持稳，房建、基建、装修、设计的毛利率水平有所提升，园林、工业建筑以及钢结构板块毛利率有所下降。从上游行业的角度来看，我们认为钢构企业毛利率下滑的主要原因是钢材价格上涨挤压了行业利润空间，钢构企业直接受到冲击；同时钢构行业技术授权业务数量减少也是导致行业毛利率结构性下滑的原因。房建与基建板块同样面临着上游原材料价格上涨的问题，我们认为房建基建的主要上市公司为建筑大央企，上下游议价能力较强，多数合同为开口合同，因此受到上游冲击相对较小，毛利率相对稳定。

图表 7. 细分行业现金流变化情况



资料来源：万得，中银国际证券

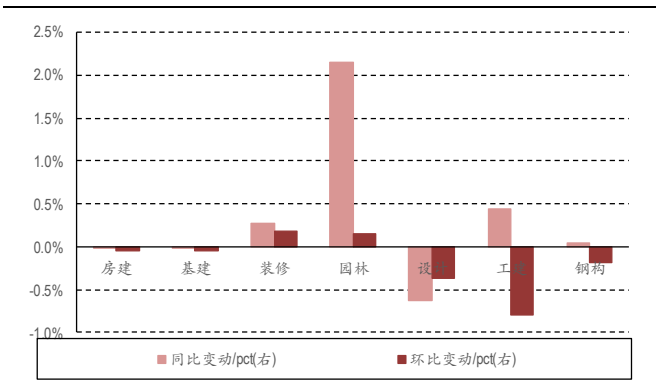
图表 8. 细分行业毛利率变化情况



资料来源：万得，中银国际证券

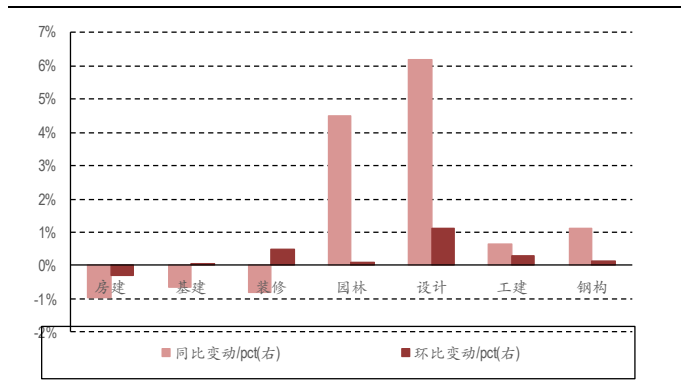
园林与设计板块负债率提升，行业集中度有变：行业集中度全年变化不大，园林企业和设计行业有所变动。基建、房建等板块主要的企业为建筑大央企，市场占有率已经很高，行业竞争格局定型。园林行业受今年行业资金遭遇瓶颈，行业龙头融资渠道更广，存活空间更大，行业集中度上升；受此影响，园林板块行业负债率有明显提升。而设计行业由于近年上市企业增多，企业均处于扩张发展期，因此设计板块 2018 年以来有分散的趋势；同样由于新上市扩张，设计板块 2018 年以来负债率有较明显提升。

图表 7. 细分行业集中度变化情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 细分行业负债率变化情况

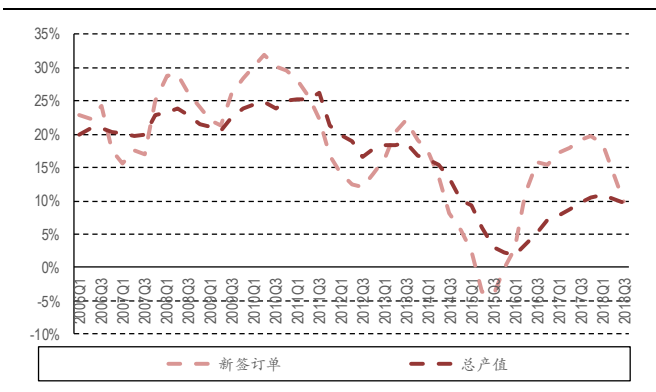


资料来源：万得，中银国际证券

3. 行业经营现状

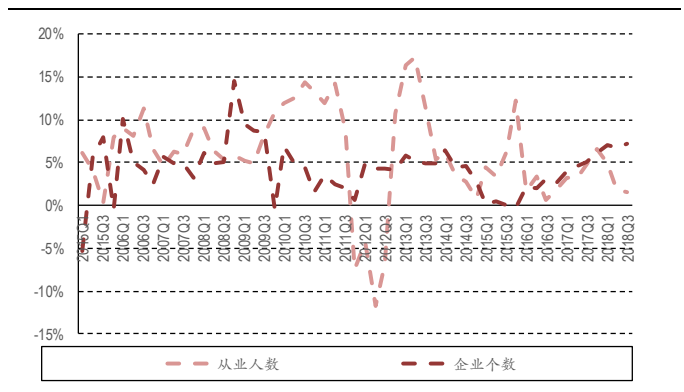
中长期信贷仍未见改善，未来地方政府有更多融资需求，资金面有望企稳回暖：从行业数据来看，建筑行业新签订单以及行业产值当前依然处于下行周期。基建补短板政策底从7月份出现以来，订单储备增加，批复到落地需要一到两个季度的时间。三季度订单数据并未见好转。

图表 9. 行业三季度订单尚未回暖



资料来源：万得，中银国际证券

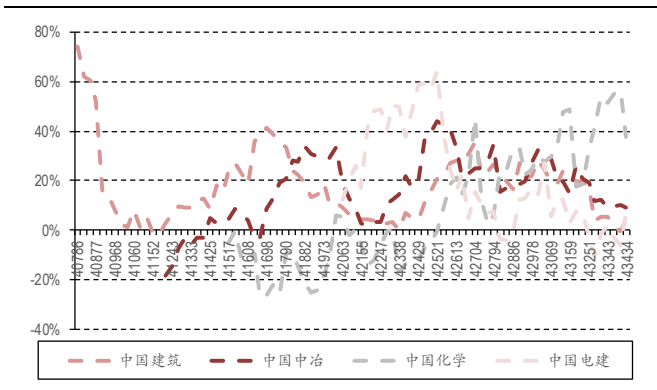
图表 10. 从业人员增速依然下降



资料来源：万得，中银国际证券

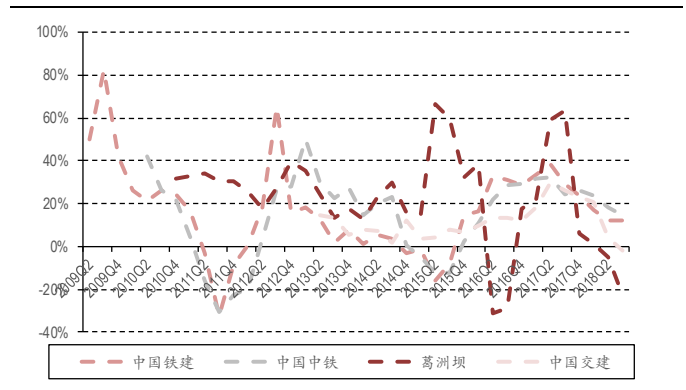
建筑大央企订单情况反映行业需求分化趋势：从中国交建、中国中铁、中国铁建、葛洲坝四大基建央企三季度订单来看，同样未见明显好转。但是从中国建筑、中国电建、中国化学、中国中冶四大建筑央企月度订单可以发现，中建与中电建11月份新签订单有小幅提升；中化与中冶新签订单有所下降。这表明石化、钢铁等上游企业受大宗商品价格回落影响，当前固定资产投资需求已经开始减少；而电力等基础设施建设领域固定资产投资需求有所复苏。

图表 11. 中建中电建订单有所提升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 大基建三季度订单尚未回暖



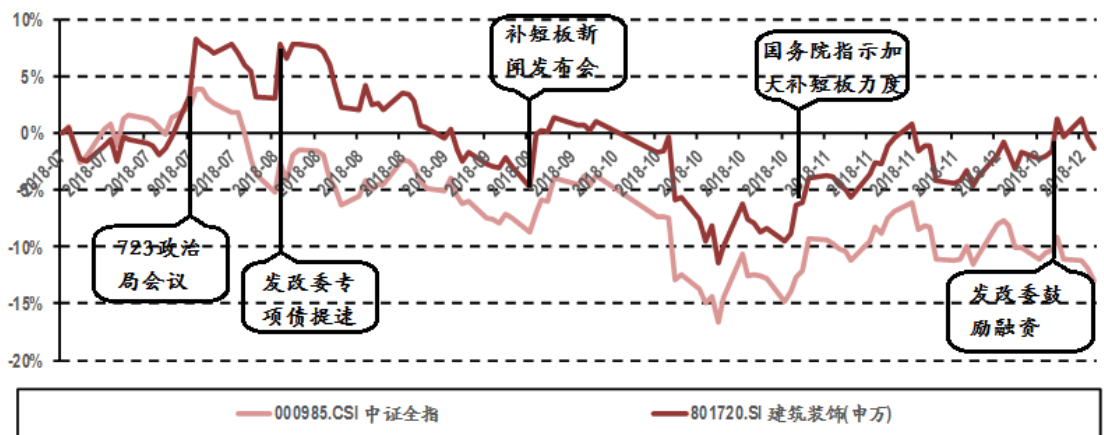
资料来源：万得，中银国际证券

一、基建板块：补短板落地确定性增加

1. 基建补短板政策利好频出台

建筑板块二级市场走势一波三折，与政策发布频率密切相关：2018 年国内外需求冲击共振，经济下行压力加大。国务院 723 会议以来，政策出现转向，基建板块利好政策逐步出台，力度逐步加大；补短板的重要性逐步取代降杠杆。二级市场上，行业走势与政策发布的频率密切相关；行业走势并非一帆风顺，尽管基建需求提升确定性比较高，但市场对未来基建资金落地情况存在分歧，导致每一轮利好政策发布后上涨只能持续不超过三天。总体来看，建筑板块二级市场走势一波三折，行业估值尚未明显提升。

图表 13. 2018 年下半年建筑装饰指数表现



资料来源：万得，中银国际证券

国常会以来，基建补短板政策支持力度不断加大：723 国常会以来，政府多次召开工作会议和新闻发布会提振基建补短板，具体措施包括地方专项债提速，重点项目推介，定向降准，定向降息，放松建筑企业发债融资等等，加快重点基建项目审批落地，增加储备项目库等，政策支持力度不断加大。

图表 14. 2018 年 7 月份以来主要政策措施

日期	部委	文件	内容
7月23日	国务院	国务院常务会议	国务院力挺在建项目融资，加快 1.35 万亿元地方专项债发行
7月31日	中央政治局	年中政治局会议	中央政治局会议坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策
8月14日	财政部	《关于做好地方政府专项债券发行工作意见》	加快专项债发行进度，提升发行市场化水平，优化发行程序，简化债券信息披露流程，加快专项债资金拨付使用，加强信息报送
9月6日	发改委	促民间投资新闻发布会	向民间资本推介 200 个重点项目
9月15日	财政部	《关于规范对 PPP 工作的实施意见》	明确规范的 PPP 项目形成的中长期财政支出不属于地方政府隐性债务，原则上不在开展完全政府付费项目。
9月18日	发改委	基建补短板新闻发布会	细化推进乡村振兴、水利、交运基建等重点建设项目，加快重点领域项目储备
9月18日	国务院	国务院常务会议	聚焦补短板扩大有效投资，按照既不过度依赖投资也不能不要投资，防止大起大落的要求，稳投资稳增长
10月7日	中国人民银行	定向降准	定向降准 1 个百分点，释放增量资金 7500 亿元。
10月31日	国务院办公厅	《关于保持基建补短板力度的指导意见》	提出以防风险、补短板、保在建为原则，在脱贫攻坚、铁路、公路等九大重点领域加强项目储备与落地，保障在建项目顺利实施、推进项目资金到位以及调动社会资本积极性。
12月13日	中央政治局	经济工作会议	打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作；进一步做好六个稳
12月14日	发改委	《关于支持优质企业直接融资的通知》	支持包括地产、建筑等行业在内，符合资产规模、盈利规模、负债率水平的优秀企业发债融资
12月19日	中国人民银行	推出 TMLF	支持商业银行向小微、民企贷款，同时定向降息 15bp。同时增加 1000 亿元再贷款与再贴现额度。

资料来源：中央政治局、国务院、财政部、发改委、中国人民银行，中银国际证券

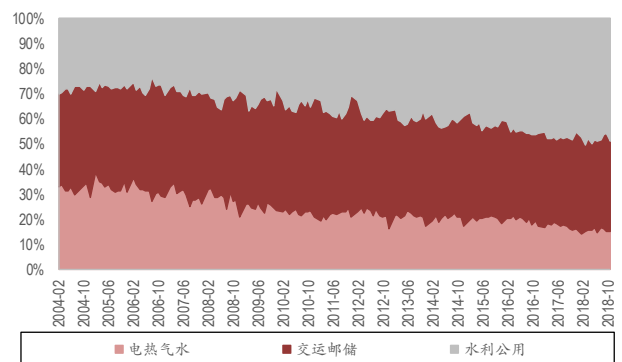
本轮基建补短板是托底，政策举措不同于以往大水漫灌的货币宽松：相比以往的宽松周期的刺激政策，本轮政策需要兼顾稳增长与稳杠杆，需要实现对地方政府债务规模进行事先摸底，并控制基建补短板过程中债务扩张规模。此外，本轮基建刺激的主要任务是经济托底，而不是拉动经济增长，因此注定未来基建增速上升但幅度不会太大。在政策层面上，一方面更加注重对民营经济的扶持以及结构性的刺激，另一方面更加注重财政政策和货币政策的结合运用，而不是像以往大水漫灌的货币宽松。

图表 15. 2018 年以来基建增速向下



资料来源：万得，中银国际证券

图表 16. 交运邮储与水利公用占比不断提升



资料来源：万得，中银国际证券

2018 年以来，基建投资增速不断向下，主要的原因有三个：一个是 2017 年以来的去杠杆推进导致行业资金趋紧，项目落地受阻；PPP 入库项目清查导致了部分 PPP 项目投资叫停或被撤回；电力设施领域受火电供给侧改革以及风电严控新产能，相关领域投资大幅下滑。根据统计局数据，2018 年 1-11 月，电热气水、交运邮储、水利公用三个领域固定资产投资额分别为 2.49 万亿元、5.75 万亿元、7.67 万亿元；累计增速分别为 -8.80%、4.50%、2.40%；预计全年投资完成额分别为 2.76 万亿元、6.36 万亿元、8.40 万亿元。从结构上来看，近几年电力设备领域投资有所减少，交运邮储以及公用水利成为基建领域更重要的需求来源，从细分行业看，道路、电力设备以及公用设施作用更大。

图表 17. 2012-2017 年细分行业投资额

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
电力热力	12,815.24	14,823.25	17,538.21	20,171.37	22,637.68	22,055.21
燃气	1,576.78	2,205.27	2,241.76	2,331.49	2,134.80	2,229.78
供水	2,144.46	2,715.40	3,136.43	4,117.72	4,963.52	5,509.15
铁路	6,056.30	6,514.74	7,801.33	7,729.94	7,748.11	8,006.19
道路运输	17,134.93	20,692.32	24,565.82	28,611.14	32,937.34	40,303.59
水运	1,967.58	2,079.53	2,390.06	2,352.28	2,163.33	1,886.41
空运	1,087.96	1,284.74	1,434.56	1,839.86	2,219.62	2,394.92
管道	192.42	361.92	321.05	299.15	262.72	347.85
其他	4,442.20	5,396.11	6,471.64	8,139.47	8,297.36	8,246.86
水利	4,059.35	5,318.17	6,289.51	7,249.45	8,725.38	10,020.83
生态	1,098.06	1,416.03	1,800.70	2,248.99	3,145.57	3,822.34
公用	24,138.85	30,863.54	38,183.40	46,174.50	56,776.25	68,262.13

资料来源：万得，中银国际证券

2. 基建需求测算

铁路需求将率先释放，新型基建项目将提供更多需求：交通运输领域是基建投资需求的重要来源，储备项目披露也相对较为完善，可以通过对交通运输领域未来投资规模的测算对未来基建增速情况有一个大致的把握。从“十三五”现代综合交通运输体系发展规划来看，交通运输领域主要的投资去向为铁路、公路、轨交、河道、泊位、民用机场、通用机场。截至 2017 年，大部分投资领域均能够完成“十三五”规划的 40%，但是在铁路建设、内河运输、通用机场三个领域有较大的滞后。从“十三五”规划的投资增速来看，内河运输和民用机场将有比较大的投资增速。综上，我们认为：一、铁路建设当前落后进度，行业参与者相对较少，国家管控能力较强，未来将成为需求率先释放的领域；二、未来的基建投资将呈现“传统基建稳，新型基建快”的形势，航运、河道等领域将提供更多的需求。

图表 18. “十三五”交通运输领域规划投资情况

	2010	2015	2017	2019 规划	2020 目标	完成度	落后幅度	十二五超额 (%)	十三五 CAGR (%)
铁路营业里程/万公里	9.10	12.10	12.70	0.40	15.00	20.69%	19.31%	3.45	(0.68)
高铁营业里程/万公里	0.51	1.90	2.50	0.26	3.00	54.55%			(4.57)
公路通车里程/万公里	400.80	458.00	477.35	8.60	500.00	46.07%		16.26	(5.99)
高速公路里程/万公里		12.40	13.60	0.60	15.00	46.15%			
轨道交通运营里程	1400.00	3300.00	4484.20		6000.00	43.86%		18.75	7.28
内河高等级航道/万公里	1.02	1.15	1.25	0.07	1.71	17.86%	22.14%		33.92
万吨以上泊位数/个	1774.00	2207.00	2366.00	46.00	2527.00	49.69%		(1.59)	(5.87)
民用运输机场数/个	175.00	207.00	229.00	9.00	260.00	41.51%		(41.82)	10.62
通用机场数/个		300.00	313.00		500.00	6.50%	33.50%		

资料来源：《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》、《2017 年交通运输行业发展统计公报》、中银国际证券

预计 2019-2020 年基建交通运输领域复合投资需求增速将达到 8.5%：从各地方政府官网可得知“十三五”部分交通运输领域投资额。整理已披露计划投资情况，“十三五”已披露交通运输领域规划投资额达到 11.47 万亿元。考虑上海、江苏、北京、山西等十二个省市为披露投资计划，参考以上十二个省市固定资产投资完成额占全国的的比例约为 40.2%；“十二五”披露项目投资额与实际投资完成额的口径调整系数为 1.68，我们认为十三五基建领域计划投资额将达到 32.23 万亿元。而根据统计局已披露数据，2016-2017 年交运邮储领域投资额为 11.48 万亿元，2018 年预计交运邮储领域投资者完成额为 6.36 万亿元，则 2019 与 2020 年基建领域投资必须达到 8.5% 的复合增速才能完成计划投资额。

图表 19. “十三五”各地方政府交通运输领域规划投资额

	铁路	公路	水运港口	机场民航	城轨交通	交通枢纽	管道	邮政	其他	总投资
华北	3,600	7,450	400	650		200				12,300
东北	1,359	2,823	564			51				4,797
华东	10,125	12,569	1,951	1,261	2,765	1,088	410	120	280	30,569
华中	3,900	11,010	320	400	1,500	150	300	120		17,700
华南	4,686	9,822	1,209	927	4,265	250	270	62		21,491
西南	3,500	17,348	540	1,140	2,760					25,288
西北	1,029	1,408	20	43		97				2,597
小计	28,199	62,430	5,004	4,421	11,290	1,836	980	302	280	114,742

资料来源：交通部、各地方政府网站、中银国际证券

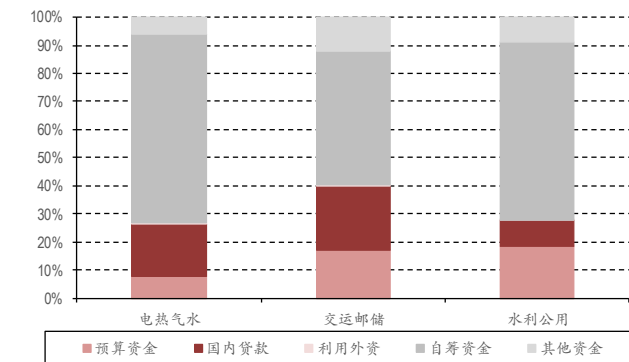
预计 2019-2020 年电力领域投资增速将达到 6%：从基建投资其他两个领域来看，电热气水的重点投资领域在电力投资。参考往年的电力投资以及电力发展“十三五”规划，从电力设备存量的角度以及 2020 年全国电力设备总装机容量的角度来分析，由于 2016 与 2017 年电力领域投资增速较高，据估算 2017 年底总装机容量已经接近 19 万亿千瓦。考虑“十三五”规划的另一个目标是总装机容量年均增速达到 5.5%，要达到这个目标，2019 与 2020 年电力领域投资必须达到 6%。由于 2018 年电力领域投资受政策原因下滑较为严重，预计 2019 年增速反弹概率较大，由此估计电热气水领域投资增速将达到 6%。

预计 2019-2020 年市政公用领域投资增速达到 10%：根据统计局数据，市政建设占公用水利领域投资超过 80%，因此公用水利领域投资增速主要看市政。当前市政领域的重点推进项目是各大城市轨交网络建设和地下管廊的建设。统计 2011 年-2017 年的数据，市政领域投资增速与新增轨交里程数目有较大关联性。当前轨道交通进入集中建设高峰期，预计未来两年新增里程可超过 20%，按照对应的关系，则市政领域投资未来两年投资增速将达到 16%。考虑当前市政领域投资基数已较大，保守估计未来两年增速为 10%。综合对三个领域投资的估算，我们认为 2019 年基建投资需求方面的增速将达到 8.8%。

3. 基建资金供给测算

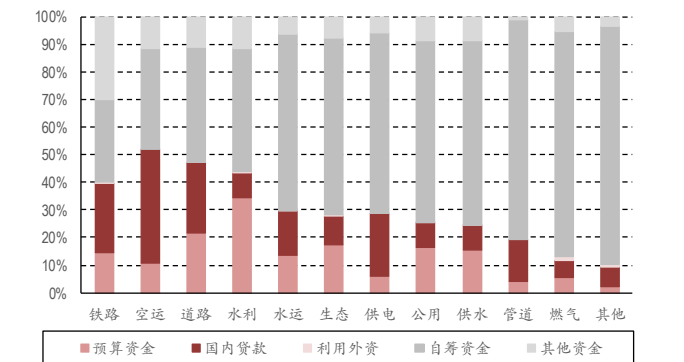
预算资金、信贷以及自筹是最重要的资金来源，其中自筹资金作用最大：基建资金来源分为预算内资金、国内贷款、外资、自筹资金、其他资金，其中预算资金、国内贷款以及自筹资金是主要资金来源。外资和其他资金占比较小，对整体影响不大。自筹资金是最重要的资金来源，反映了地方政府推动基建项目所动用的各项资金渠道，主要包括政府性基金（包含地方政府专项债）、PPP 社会资本金、非标、城投债、应付款等其他资金。

图表 20. 2017 年三大板块资金来源比例



资料来源：万得，中银国际证券

图表 21. 2017 年基建细分行业资金来源比例



资料来源：万得，中银国际证券

预计 2019 年 PPP 将带来 1.15 万亿元社会资本: PPP 项目 2017 年因政府加强入库项目清查等影响,落地阶段项目有所放缓。2018 年政策转向以来,地方政府举债能力有限,基建补短板经济托底任务紧迫,PPP 作为社会资本参与的重要渠道重新受到关注。2015 年起开始有部分 PPP 项目进入执行阶段,假设项目分 3 年投资,资本金占比为 30%,其中社会资本占股权达到 70%。通过拆分每年执行项目投资额可估算 PPP 社会资本金对基建项目的影响。考虑 PPP 项目披露口径以及 2018 年 10 月份开启 PPP 项目落地加速我们认为 2019 年 PPP 项目投入基建领域资金将达到 1.15 万亿元。

预计 2019 年非标资金同比少减 0.9 万亿元: 从社融口径来看非标,2017 年委托贷款、信托贷款和未贴现汇票余额合计为 26.94 万亿元,参考前 11 个月的情况,预计 2018 年底社融口径非标余额减少 2.95 万亿元。若 2019 年非标整治力度放缓,非标余额下降减速,则 2019 年底预计社融口径非标余额减少 1.80 万亿元。考虑非标披露口径以及投向基建比例,预计 2018 年与 2019 年非标投向资金额分别减少 2.30 与 1.40 万亿元,2019 年少减 0.9 万亿元。

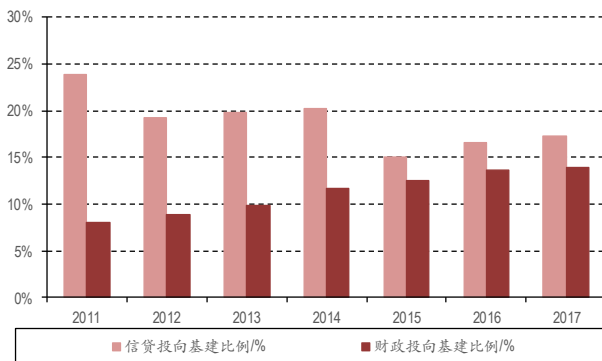
图表 22. PPP 社会资本金投入基建资金规模测算

	2015	2016	2017	2018	2019	当年民资到位
存量	3,600.00	22,300.00	46,000.00	78,000.00	132,000.00	
当年新增	3,600.00	18,700.00	23,700.00	32,000.00	54,000.00	
	2015	1,200.00				378.00
	2016	1,200.00	6,233.33			2,341.50
完成额	2017	1,200.00	6,233.33	7,900.00		4,830.00
	2018		6,233.33	7,900.00	10,666.67	7,812.00
	2019			7,900.00	10,666.67	11,518.50

资料来源: 财政部、中银国际证券测算

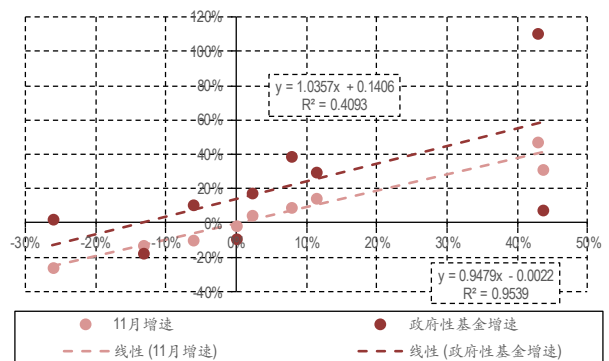
预计 2019 年预算内资金与国内贷款将增加基建资金总量达到 0.67 万亿元: 考虑 2018 年基建补短板开启,投放基建资金比例已经达到历史高点,尽管 2018 年 9 月 18 日发改委新闻发布会曾提及提升预算内资金作用,我们认为 2019 年预算内资金投放基建比例提升空间有限,预计 2019 年预算内资金投放量为 2.98 万亿元,同比增加 0.32 万亿元,主要来自于财政收入规模的增长。2018 年国内信贷投向企业的增速有明显下降,一方面是房企融资趋紧,另一方面是基建补短板项目尚未落地,2019 年国内贷款投放比例有望提升,资金量预计将达到 3.04 万亿元,同比增加 0.35 万亿元。

图表 23. 财政与信贷投向基建比例



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 24. 土地成交与政府性基金收入增速关联性高



资料来源: 万得, 中银国际证券

预计 2019 年地方政府专项债 2 万亿元，政府性基金投放 3.29 万亿元：2018 年全年地方政府专项债发行额为 1.75 万亿元，相比 2017 年有所减少。12 月 19-21 日中央经济工作会议表明宽松政策力度将进一步提升，我们认为 2019 年地方政府专项债将有所提升，发行量达到 2 万亿元。扣除地方政府专项债，政府性基金投向基金比例约为 40%，政府性基金来源主要为地方政府土地出让金。往年土地成交增速与政府性基金有较强关联，可以从土地成交增速推算未来政府性基金投放基建金额。根据各地国土局土地成交规划建筑面积汇总，2018 年下半年以来土地成交遇冷，但全年口径依然有约 18% 的增速。当前房企融资依然紧张，若政策未边际改善，2019 年土地成交提升空间有限，政府性基金增速将有所下降，对应投放基建资金将达到 3.29 万亿元。

2019 年资金端有充足来源支持基建补短板：其他口径的资金来源按照线性外推进行估算，则 2019 年完成 19 万亿元的基建投资问题不大，对应增速接近 8.8%。

图表 25. “十三五”各地方政府交通运输领域规划投资额

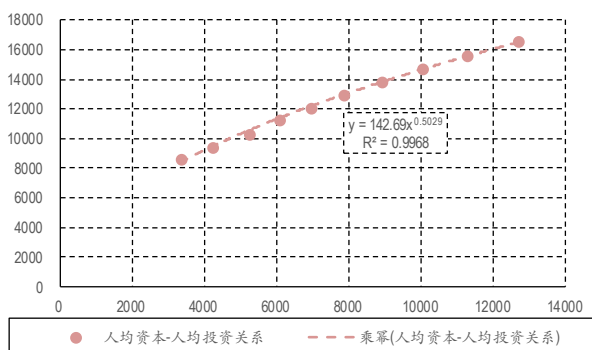
	2017	2018E	2019E	2018 年新增	2019 年新增
预算内资金	24,081.58	26,652.64	29,805.00	2,571.06	3,152.36
国内贷款	23,398.49	26,928.00	30,400.00	3,529.51	3,472.00
利用外资	459.85	750.00	1,000.00	290.15	250.00
政府性基金	19,963.00	17,500.00	20,000.00	(2,463.00)	2,500.00
专项债	16,294.80	25,341.97	32,909.36	9,047.17	7,567.39
其他	27,506.49	(23,025.47)	(14,025.97)	(50,531.96)	8,999.49
自筹资金	4,830.00	7,812.00	11,518.50	2,982.00	3,706.50
非标	5,302.00	2,500.00	4,000.00	(2,802.00)	1,500.00
PPP	37,243.47	76,380.35	59,386.48	39,136.88	(16,993.87)
城投债	14,005.57	14,160.51	15,406.63	154.94	1,246.12
应付款、股权等	173,085.26	175,000.00	190,400.00	1,914.74	15,400.00
其他资金					
预计完成额					

资料来源：交通部、各地方政府网站、中银国际证券测算

4. 基建投资的内在增速与周期的轮动

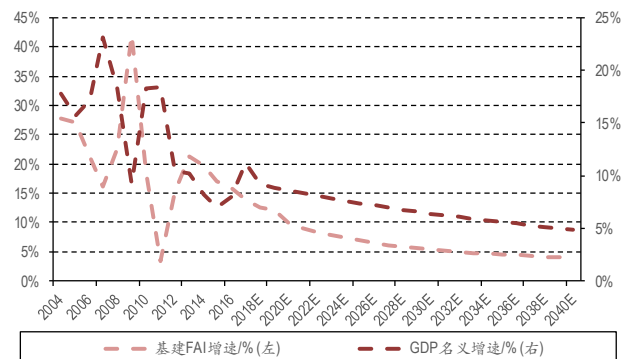
人均基建资本形成与人均基建资本存量高度相关：从宏观数据来看，基建与人均基建资本存量有较强的相关关系。每年产出有一部分用于投资基础设施、进行原有设备维修与置换，并形成基建存量，这个数据可以在固定资产投资完成额与资本形成、全国人口等数据换算出来。1990 年以来，人均基建资本形成与人均基建资本存量二者相关性超过 90%，基建内在需求确定性非常强。

图表 26. 2018 年以来人均投资与资本存量高度相关



资料来源：万得，中银国际证券

图表 27. 预计 2019 年基建投资内在增速约为 10%

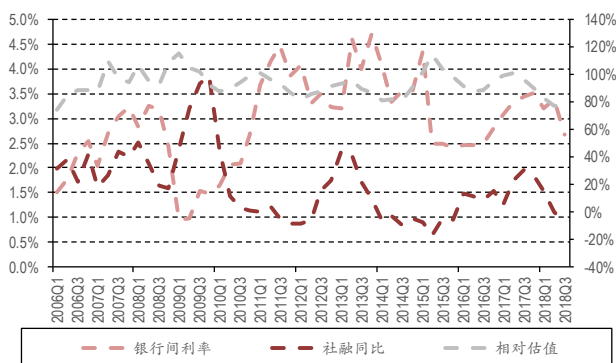


资料来源：万得，中银国际证券测算

2018 年去杠杆冲击行业需求，2019 年基建投资将反弹，预计将达到 10%：根据人均基建资本形成与人均基建资本存量的关系，我们认为当前 2018 年，全国内在基建投资需求增速应该在 10%-12% 的区间内。2018 年受金融去杠杆的原因基建增速下探明显，我们认为这一现状与实际的内在需求并不符合，并会积压一部分需求，2019 年基建投资增速大概率回升，预计增速将达到 10%，

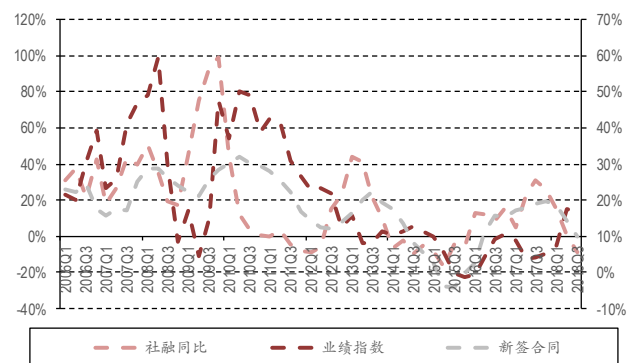
应从政策、融资、估值、订单、业绩五个变量把握基建周期：关注基建周期应重点跟踪五个变量：政策、融资、行业估值、新签订单、企业业绩。基建周期受政策影响较大，往往由政策启动，后基本面上传导到行业融资，新签订单，最后企业业绩兑现。行业整体估值是个确定性相对比较差的变量，估值改善取决于市场对当前基建周期推进落实情况以及业绩兑现情况的预期。

图表 28. 基建周期呈政策底-估值底-融资底传动



资料来源：万得，中银国际证券

图表 29. 社融领先于订单与业绩



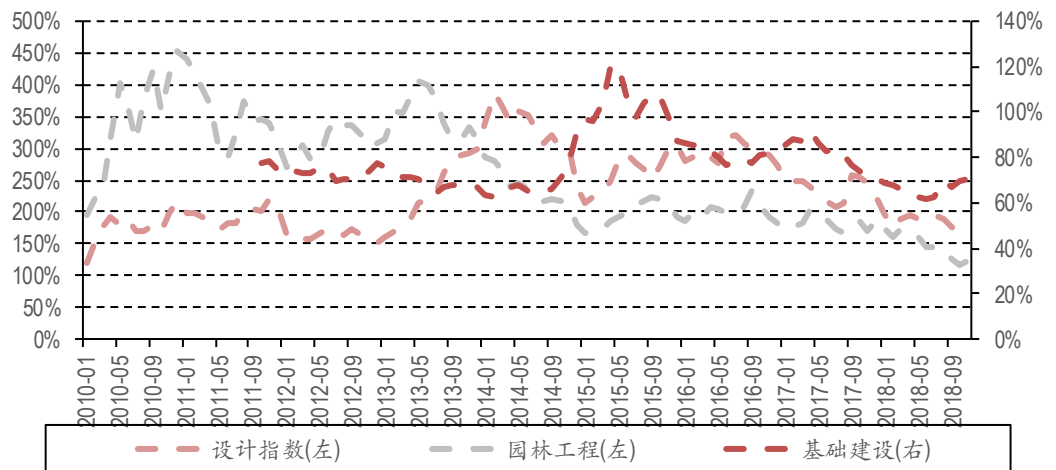
资料来源：万得，中银国际证券

银行间市场利率、社会融资、相对估值用于代表政策、融资、估值周期：数据处理上，我们以银行间市场利率来代表政策周期，因为政策的转向往往伴随着货币市场的宽松，首先会反映在银行间市场利率的走低。融资采用社会融资总额来代表，因为基建投资由大量资金是政府自筹资金，其中较大的比例是直接融资，用社会融资来衡量基建资金到位情况较为准确。行业估值采用基建板块市净率处于大盘市净率，相对估值可以更好的反映估值变动的行业性因素。订单与业绩分别采用建筑行业新签合同增速以及建筑行业业绩指数增速，增速采用 ttm 以减少数据波动。

本轮周期估值改善将发生在融资改善以及订单好转后，改善幅度或许不及以往周期：2008 年以来，基建板块共经历过 3 轮完整的周期，分别是 2008 年 11 月至 2011 年 3 月，2011 年 3 月至 2014 年 9 月，2014 年 9 月至 2018 年 7 月。从三轮周期演变来看，第一轮周期政策底到来后，行业相对估值迅速提升，后续伴随着融资改善-订单落地-业绩兑现；第二轮周期表现为政策底到来后过一段时间估值改善才出现，后续才有融资改善和订单落地-业绩兑现；第三轮周期估值底到来进一步延后，并且周期属性弱化，各个关键数据波动进一步减弱。对此我们认为主要原因一个是市场对基建周期资金落地以及业绩情况有一定疑虑，导致估值改善的时机持续延后；另一个原因是历次基建刺激对经济的托底作用的确在弱化，导致周期特性钝化。对于第四轮基建周期，我们认为本轮刺激主要是经济托底而不是刺激，因此力度有限；此外地方政府隐形债务高企，未来资金落地市场的确存在分歧。因此，预计本轮周期估值将在社会融资改善并且订单落地后才会真正改善，并且估值波动程度将不如以往的历次周期。



图表 30. 细分行业估值轮动情况



资料来源：万得，中银国际证券

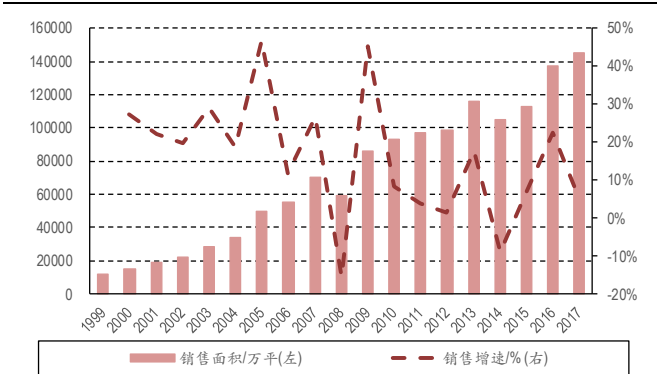
设计-基建传动确定性高，园林周期性较弱：2011年以来，基建周期推动下，设计板块往往率先受益，估值先提升，后跟随基建施工板块。传动确定性较高。园林板块中部分市政园林属基建配套建设，但基建对其驱动力较弱，与基建周期相关性较弱。其高杠杆属性导致其估值与融资水平相关，若未来民企流动性拐点出现，则园林板块估值有望明显改善。

二、房建板块：需求承压资金趋紧

1. 房地产投资需求：有效需求将进一步下滑

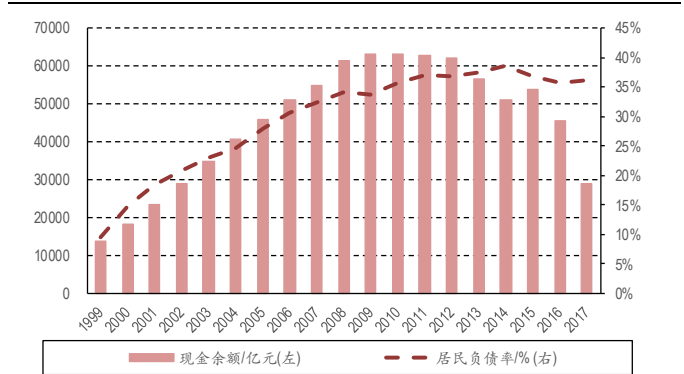
居民终端需求透支，未来需求提升空间有限：居民部门自2015年加杠杆去库存以来，负债率持续上升，现金余额持续下降。我们以历年城镇居民可支配收入、消费性支出、商品房销售面积、商品房成交均价四个数据来分析，并假设除去消费性支出，居民部门剩余资金全部用于支付购房款首付，住房按揭贷款比例为70%，房贷利息为5%。可以发现，居民部门现金余额在2011年左右已经达到峰值，1999年以来十几年累计的按揭贷款使得居民部门每年要为此付出数量巨大的贷款利息，而贷款的本金随着商品房销售持续还在增加。2015年棚改货币化安置使得居民部门现金余额有暂时性的回升，但三四线去库存的加速使得居民部门现金余额加速下滑。我们认为房地产终端市场在不同城市能级上可能存在分化，一线城市可能还有较多需求，但全国范围来看，未来终端需求提升的空间并不大。

图表 31. 住宅销售 2015-2016 年迎来高峰



资料来源：万得，中银国际证券

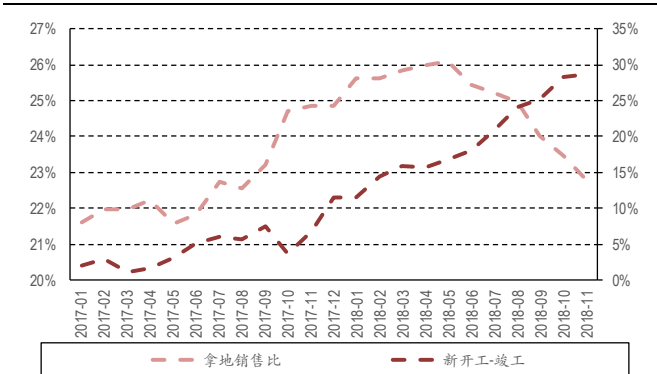
图表 32. 居民资金余额下滑明显



资料来源：万得，中银国际证券

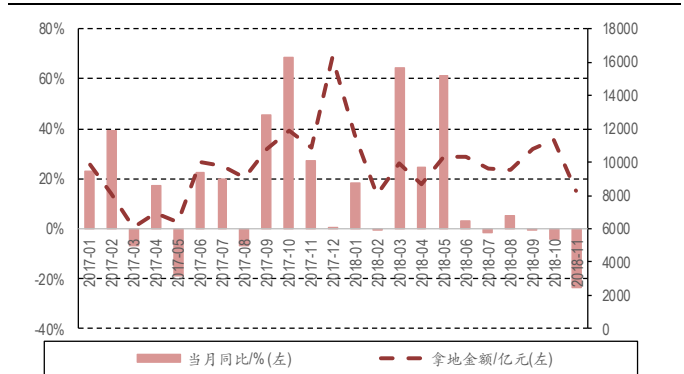
土地成交减少，开工项目增多，储备土地将减少，房屋建设投资端需求将减少：2018年下半年开始，全国百城土地成交规划建筑面积出现明显下滑，6月份以来当月同比持续在0%左右，11月份更是出现了明显的负增长，具体原因有可能是政府的调控以及房企自身资金趋紧。从拿地销售比来看，6月份起，房企近12个月拿地销售比从26.11%下降到22.80%，反映当前房企拿地的需求还是保守的。从住宅开工面积和竣工面积的剪刀差持续扩张来看，房企新增土地不断减少，开工面积持续增加，可预见当前房企土地储备在明显减少，未来新开工面积预计将有所下降，房企投资端需求将有所减少。

图表 33. 拿地销售比下半年显著下降



资料来源：万得，中银国际证券

图表 34. 土地成交面积明显下滑

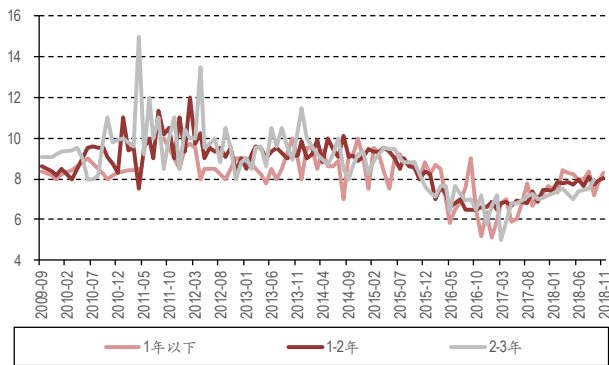


资料来源：万得，中银国际证券

2. 房地产资金供给：当前趋紧，未来有趋缓预期

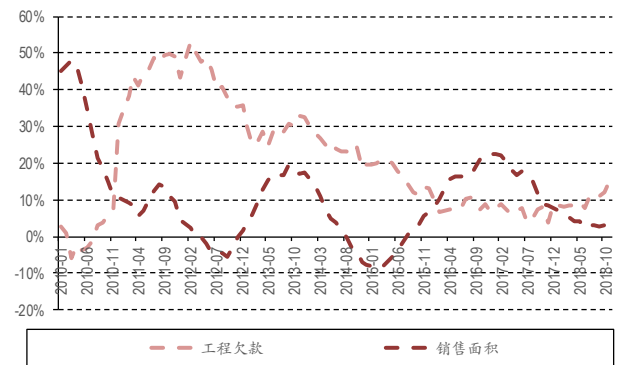
房地产信托利率上升，销售回款减少，房企资金趋紧：从当前数据来看，房地产融资趋紧，地产信托产品收益率持续上升，反映地产行业整体包括中小型房企的融资情况，从价格上反映了房企项目开发前期的资金情况。从房地产开发到位资金中应付工程款以及商品房销售数据来看，地产销售回款减少，拖欠下游工程款增多，从数量上也反映了房企周转资金趋紧。

图表 35. 房地产信托产品收益率持续抬升



资料来源：万得，中银国际证券

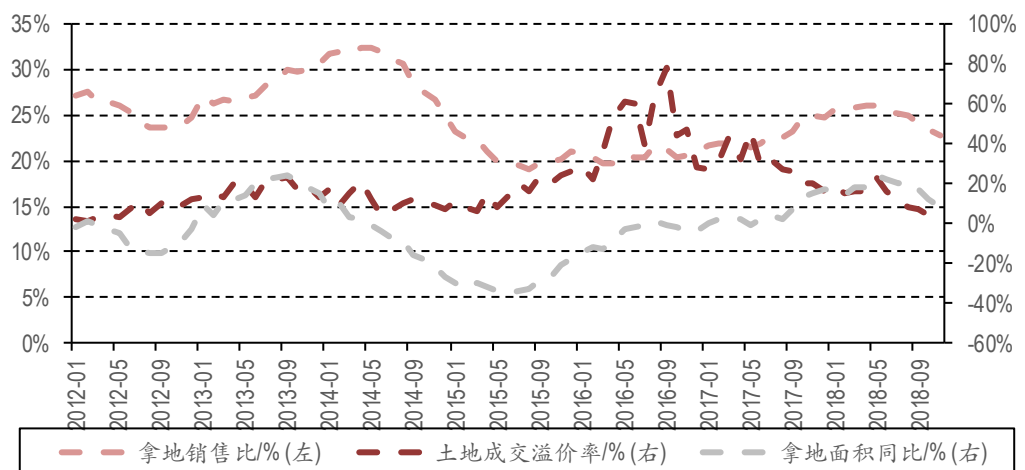
图表 36. 销售面积下滑同时欠款提升



资料来源：万得，中银国际证券

从拿地面积、拿地溢价率、拿地销售比三大数据也反映当前房企资金趋紧：百城土地成交规划面积自6月份以来明显下降，11月份出现明显的负增长，百城土地成交溢价率目前持续下滑至历史低点。从拿地销售比来看，尽管销售下滑，但是下半年以来企业拿地下滑更为明显，拿地销售比下降至历史低点，说明当前房企周转放缓，风格转向保守。三大数据下半年开始齐头向下，表明当前地产行业资金情况不容乐观。

图表 37. 拿地面积同比与溢价率同步下降反映资金趋紧



资料来源：万得，中银国际证券

发改委放松头部房企融资，未来房地产融资政策有边际宽松预期：2018年12月，发改委放松对符合要求的地产以及建筑企业融资，并鼓励其发债融资。按照营收规模、资产规模、负债率规模等指标进行筛选，大部分上市房企均符合融资条件。我们认为未来头部房企资金端有望改善，当前对于房企的监管从历史上看也处于最严格时期，未来从政策层面也难进一步趋紧。融资端来看，2019年政策面有边际宽松的预期。

3. 地产周期与基建的协同：关注未来协同预期

地产基本面周期性更强，“销售-土拍-开工-投资-竣工”是主要的传导链条：地产周期与基建周期的相同之处在于政策是极为重要的变量，但基本面数据的传导方式有所不同。基建的周期主要经历：“政策底-融资底-订单底-业绩底”四个阶段，在后续周期推进中，由于地方政府是主要的推进方，过度刺激后政策效果有所减少，基本面数据的周期性也有所钝化。地产周期不同，尽管政策性较强，微观层面还是市场化的，基本面数据的周期性比较强。数据上主要经历“销售-土拍-开工-投资-竣工”的传导，数据之间有较强的相关关系。从以往的几轮周期来看，土地成交数据滞后与销售数据 3 个月，开工数据滞后于土地成交数据 4 个月，投资数据滞后开工数据 4 个月，竣工数据滞后投资数据 14 个月。

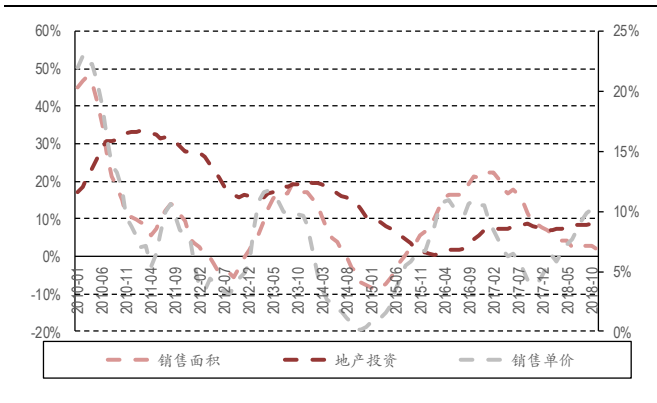
图表 38. 2010 年以来各轮周期顶点出现时间

	一轮顶	一轮底	二轮顶	二轮底	三轮顶	周期顶点滞后月份
销售面积	2010-03	2012-09	2013-09	2015-02	2016-12	0
资金到位	2010-05	2012-07	2013-07	2015-03	2017-02	0.2
土拍面积	2010-03	2012-09	2013-09	2015-06	2018-05	4.2
开工面积	2010-08	2012-11	2013-12	2015-10	2017-09	5.4
开发投资	2011-02	2012-10	2013-12	2016-02	2017-09	7.2
竣工面积	2012-03	2014-02	2014-12	2015-12	2016-08	12.4

资料来源：万得，中银国际证券

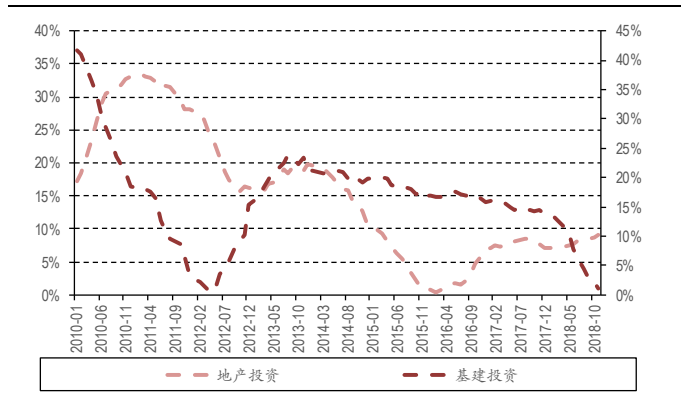
地产政策周期与基建政策周期有一定关联：2008 年基建宽松与地产宽松协同性较好，对经济起到较好的托底作用。第二轮周期开始二者协同性减弱。当前处于第四轮基建政策底部的开头，而地产由于资金供给趋紧以及需求下探，目前行业景气度也处于历史较低时期。对于基建市场疑虑在于一是资金是否能到位，二是落地后是否能达到托底作用。若基建补短板不及预期，则存在地产政策边际宽松的可能，对房屋建筑形成新的需求。若未来地产政策真的放松，则 2019 年建筑行业的投资需求将呈“先基建，后地产”的局面。

图表 39. 地产行业数据周期性较强



资料来源：万得，中银国际证券

图表 40. 销售面积下滑同时欠款提升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 41. 2010 年以来地产与基建政策周期转向时间点

		一轮底	一轮顶	二轮底	二轮顶	三轮底	三轮顶
基建政策底	时间	2008 年 11 月	2009 年 12 月	2011 年 3 月	2013 年 11 月	2014 年 9 月	2016 年 3 月
	文件	国常会扩内需	财政部表明成效	财政部推进保障房	中央委员会认可 PPP 模式	财政部推出 PPP	发改委三年行动规划
地产政策底	时间	2008 年 12 月	2010 年 1 月	2014 年 9 月	2016 年 9 月		
	文件	国十三条促健康发展	国十一条促进平稳发展	930 新政推动棚改货币化	9 月 30 日四限政策出台		
	时间差	1 个月	1 个月	42 个月	34 个月		

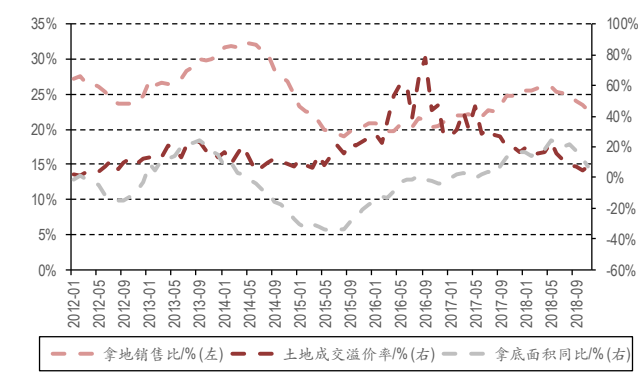
资料来源：万得，中银国际证券

关注周期底部的基建与地产周期协同：对于建筑行业来说，下游周期的关键在于投资，我们认为房地产投资开发完成额以及基建三大行业固定资产投资完成额可以视为下游需求的同周期指标。从数据来看，当前处于基建第三轮周期底部以及房地产投资开发的第三轮周期。对于地产，政策层面已经逐步见底，但投资开发增速依然在高位。未来基建投资增速反弹确定性较高，若地产政策放松则可形成周期协同。

4. 地产后续行情演化：关注新开工与竣工的分化

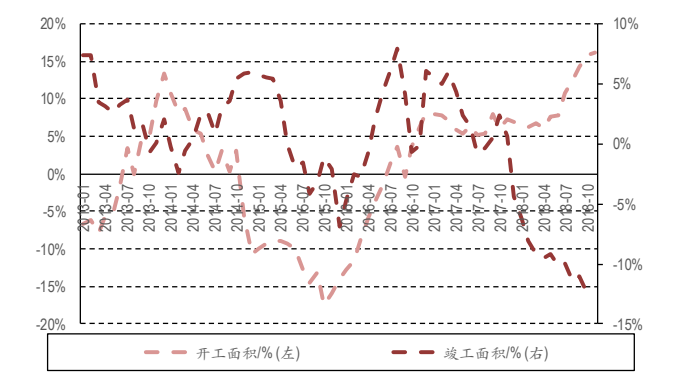
当前房企资金面紧张，“抢开工抢预售，拖竣工拖交付”成为行业的普遍做法：当前房地产拿地销售比下滑，土地成交溢价率下滑，拿地面积同比下滑，反映房企当前资金趋紧，进一步投资意愿不强，偏于保守。在销售端，日渐下滑的销售面积增速迫使房企在资金趋紧的情况下抢开工、抢预售、抢回款，以致于行业新开工面积逆周期向上，而竣工面积由于缺乏资金进一步跟进，增速下滑明显。

图表 42. 三大指标下滑反映房企资金趋紧



资料来源：万得，中银国际证券

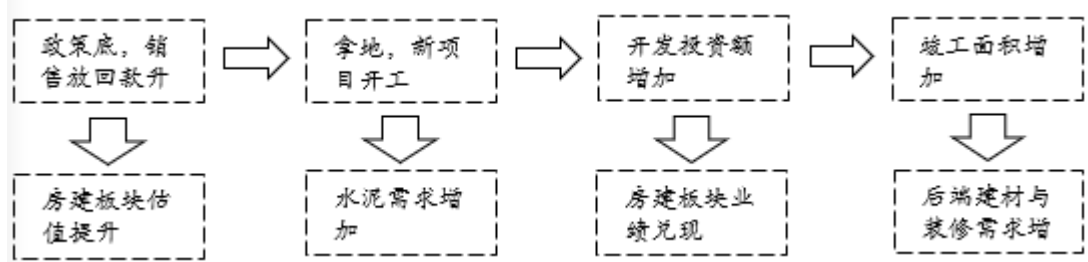
图表 43. 开工竣工分化反映未来回升预期



资料来源：万得，中银国际证券

未来房地产竣工面积回升可能性较大：开工面积和竣工面积的持续背离必然导致行业施工面积的积压，在交房合同的约束下，施工面积未来必然转化释放为竣工面积，竣工面积增速回升预期较为确定。但是由于当前房企资金趋于紧张，竣工面积大幅回升的可能性并不高，2019 年竣工面积更可能以一个温和一点的速度回升。参考历史上房屋开工面积和竣工面积的关系，竣工面积走势大约滞后开工面积 18 个月，按照上一次开工面积触底 2016 年初来看，未来竣工面积随时有可能回升。

图表 44. 地产周期传导以及相关建材需求的变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

房建板块关注后端装饰装修以及地产政策面的边际改善: 房企竣工面积提升将利好后周期建材板块, 对应利好建筑行业装饰装修板块。在下游房企集中度提升的趋势下, 实行大客户绑定战略的企业依然有较明显优势。对于前端的房屋施工以及房建板块估值并无明显影响, 房建板块依然建议关注政策的边际改善带来新开工投资需求的提升。

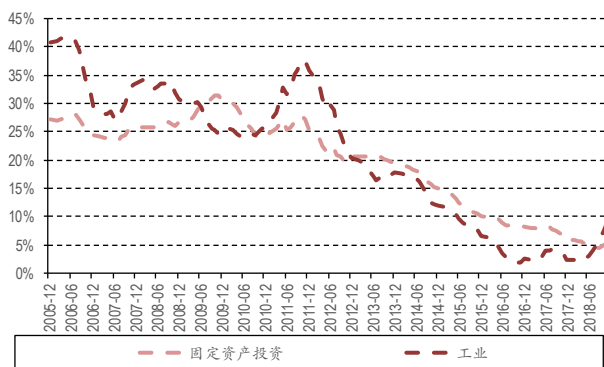
三、工建板块：高投资增速难以持续

需求端不足，成本端高企是影响 2018 年工业企业盈利的重要原因：工业企业利润依然保持低位，终端消费性需求不足，成本端 2018 年全年大宗商品价格上涨是压缩工业企业利润的重要原因。上游产品价格的高企也导致了利润在不同行业之间的分化。

工业企业投资在 2018 年固定资产投资中表现突出：工业企业投资在 2018 年固定资产投资中一枝独秀，11 月份工业企业完成固定资产投资 2.05 万亿元，当月同比 12.62%，增速环比下降 0.63 个百分点；近 12 个月同比增速为 8.34%，但相比其他投资需求优势明显。

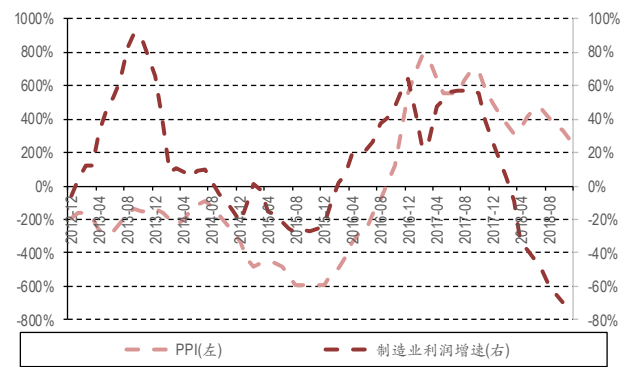
产能周期是当前工业企业投资的重要驱动力：导致 2018 年工业企业投资逆势上扬的重要原因是产能周期的驱动。2011 年全国工业企业固定资产投资进入高峰，大量产能上马。随着集中投产的产能进入冷修更换期，行业置换固定资产需求提升。如果工业企业利润进一步下滑，利润会成为制约企业投资的更重要的因素。

图表 45. 工业投资领跑固定资产投资



资料来源：万得，中银国际证券

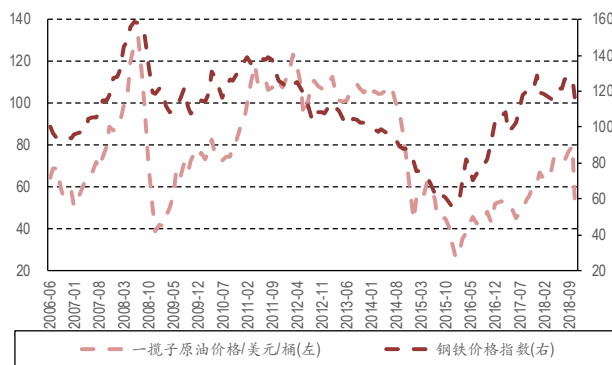
图表 46. 工业企业盈利持续下探



资料来源：万得，中银国际证券

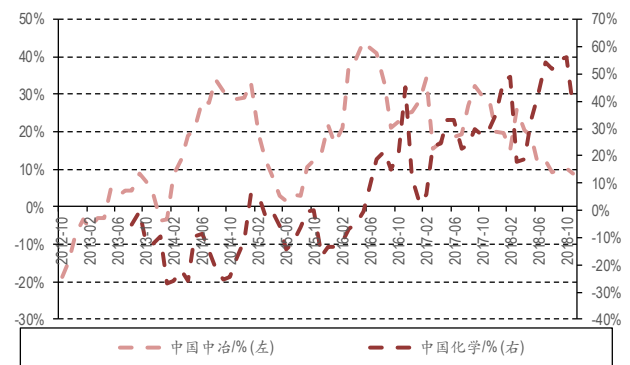
利润在不同行业分配不均也是导致工业企业投资提升的原因：利润在上游行业分配也是导致工业企业投资提升的重要原因。2017 年环保限产以来，水泥等上游大宗商品价格大幅上涨，盈利大幅提升。尽管政府有明令禁止新增产能，部分获利企业还是通过产能置换，协同处置等方式新增了产能，导致了工业企业投资的提升。因此利润在不同行业分化也是导致工业企业投资提升的另一个重要原因。

图表 47. 钢铁与原油价格下跌



资料来源：万得，中银国际证券

图表 48. 中国化学与中国中冶新签订单增速开始下降



资料来源：万得，中银国际证券



导致行业利润分配不均的因素在弱化，工业企业投资难持续：近期导致上游大宗商品价格高企的原因逐步减弱，环保限产的力度有所松动，部分上游行业产能过剩的矛盾依然存在，价格难以继续坚挺。中游制造业利润有所改善，但是终端需求未改善，企业难有真正进行固定资产投资的意愿。

近期建筑大央企订单变化情况反映工业企业投资难以持续：从近期建筑大央企订单情况来看，中国化学以及中国中冶订单增速尽管依然维持高位，但是已经有所下滑：中国化学 11 月份新签订单 150.87 亿元，同比下滑 22.57%；中国中冶 11 月份新签订单 616.4 亿元，同比增长 15.52%，增速环比下滑 0.8 个百分点。以上数据代表上游化工行业以及钢铁行业由于产品价格的下降，投资意愿逐步减少。



投资建议

基建补短板铁路交运先行：铁路建设领域参与者少，国家掌控能力较强，在外部环境不确定的情况下将率先释放需求。省一级基建龙头优势也相对明显。建议关注：**中国铁建、四川路桥、山东路桥。**

设计板块有望充分受益：基建补短板推进首先利好前端板块工程设计，建议关注工程设计龙头：**苏交科。**

地产竣工释放预期利好后周期板块：房屋开工与竣工面积持续背离导致施工积压，未来竣工面积有释放预期，利好后周期板块，建议关注大客户绑定的装修龙头：**广田集团。**



风险提示

1. **基建资金到位情况不及预期**：地方政府债务高企，开展基础设施建设意愿与能力存在不确定性。非标监管放松，地方政府专项债发行额度增加只是市场预期。
2. **地产需求进一步下探**：居民现金余额进一步下滑，终端需求并不充足，即使地产政策放开，部分地区需求依然不振；而地产政策放开目前也仅仅是市场预期。
3. **工业企业利润下滑**：工业企业利润下滑，企业进行固定资产投资扩大再生产意愿不足，工业建筑板块需求存在不确定性。
4. **房屋竣工未有改善**：房企资金趋紧，尽管存在合同约定，不排除部分项目“力不从心”，未能竣工，相关产业需求难有改善。



附录图表 49. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
002717.SZ	岭南股份	买入	8.91	91.26	0.50	0.96	17.9	9.3	4.12
603359.SH	东珠生态	买入	16.38	52.19	0.76	1.25	21.5	13.1	7.93
601117.SH	中国化学	买入	5.36	264.41	0.32	0.49	17.0	10.9	5.99
600477.SH	杭萧钢构	买入	3.60	64.46	0.43	0.48	8.4	7.5	1.73
000928.SZ	中钢国际	买入	4.35	54.66	0.33	0.46	13.1	9.5	3.68
601668.SH	中国建筑	增持	5.70	2,393.15	0.78	0.84	7.3	6.8	5.11
601186.SH	中国铁建	增持	10.87	1,442.52	1.18	1.46	9.2	7.4	10.61
002081.SZ	金螳螂	增持	8.10	214.11	0.73	0.82	11.2	9.9	4.80
002482.SZ	广田集团	增持	5.79	89.01	0.42	0.47	13.8	12.3	4.60
300197.SZ	铁汉生态	增持	3.79	86.39	0.33	0.49	11.4	7.7	2.79
300284.SZ	苏交科	增持	10.37	83.95	0.57	0.72	18.1	14.4	4.96
300495.SZ	美尚生态	增持	13.20	79.31	0.47	0.62	27.9	21.3	5.17
000498.SZ	山东路桥	增持	5.06	56.68	0.51	0.52	9.8	9.7	3.86
600039.SH	四川路桥	增持	3.28	118.43	0.29	0.38	11.1	8.7	3.67
601800.SH	中国交建	未有评级	11.26	1,609.04	1.27	1.37	8.8	8.2	10.46
601390.SH	中国中铁	未有评级	6.99	1,564.09	0.70	0.81	9.9	8.6	6.87
600068.SH	葛洲坝	未有评级	6.32	291.02	1.02	1.21	6.2	5.2	5.56
600502.SH	安徽水利	未有评级	3.56	61.27	0.45	0.53	7.8	6.7	3.83
002713.SZ	东易日盛	未有评级	15.68	41.19	0.83	1.09	18.9	14.4	4.03
002310.SZ	东方园林	未有评级	6.96	186.91	0.81	0.94	8.6	7.4	4.52
300355.SZ	蒙草生态	未有评级	3.89	62.41	0.53	0.74	7.4	5.3	2.36
603017.SH	中衡设计	未有评级	9.93	27.33	0.55	0.75	18.2	13.3	6.23
603018.SH	中设集团	未有评级	17.42	54.66	0.95	1.25	18.4	13.9	7.39
002051.SZ	中工国际	未有评级	11.08	123.28	1.33	1.52	8.3	7.3	7.96

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2018 年 12 月 28 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



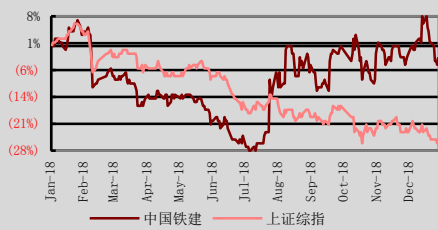
601186.SH

增持

市场价格：人民币 10.87

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(2.7)	1.1	(2.5)	(0.2)
相对上证指数	22.8	5.3	9.1	24.1

发行股数(百万)	13,580
流通股(%)	85
流通股市值(人民币 百万)	125,040
3个月日均交易额(人民币 百万)	837
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
中国铁道建筑有限公司	51

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券
以2019年1月2日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

中国铁建

铁路建设提速预期利好全国布局龙头

基建补短板政策利好频现，铁路建设领域一方面政府控制能力强有望最先体现政策效果，另一方面“十三五”建设进度稍慢于其他领域，未来将有提速。公司作为全国布局的铁路建设龙头有望充分受益行业提速。

支撑评级的要点

- **政策利好释放，全国性布局龙头有望释放：**7月份政策转向以来，定向降准、定向降息、放松龙头房企建筑企业融资、专项债发行加速等政策组合实施，政府经济托底诉求提升，基建补短板重要性提上日程。市场的主要分歧在于资金到位以及项目推进情况。铁路建设领域市场参与者少，业绩提升确定性高，政府控制能力强，政策有望最先体现。公司作为全国性布局龙头，业绩有望明显释放。
- **铁路建设进度稍慢，2019-2020有加速推进预期：**参考交通部“十三五”交通领域规划投资情况，铁路建设领域推进速度相对慢于其他细分领域，未来两年需提速才能完成“十三五”规划要求。
- **业务结构多元化发展，房地产业务有望逆周期扩张：**2018年房地产业务资金趋紧，土地购置下半年以来下滑明显。公司主营业务规模巨大，资金优势明显，在行业竞争对手战略收缩的情况下，公司有充分能力逆周期增加土地储备，提升市场占有率。
- **海外业务稳步推进，中非合作带来增量空间：**公司积极拓展海外业务规模，海外业务收入占比由2011年的3.8%稳步提升至2017年的5.6%。随着“一带一路”进一步推进以及中非合作落地，中铁建作为深耕非洲的中资企业，非洲占海外业务比例较大，未来将充分受益于中非合作推进。

评级面临的主要风险

- 基建补短板推进不及预期，贸易战影响海外业务推进。

估值

- 考虑公司基建补短板，铁路建设加速预期下2019年业绩增长有望提速，预计2018-2020年，公司营收分别为7,354.60、8,016.51、8,577.67亿元；归母净利润分别为197.56、220.74、241.05亿元；EPS为1.46、1.63、1.78，首次覆盖给予公司**增持**评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	629,327	680,981	735,460	801,651	857,767
变动(%)	5	8	8	9	7
净利润(人民币 百万)	14,000	16,057	19,756	22,074	24,105
全面摊薄每股收益(人民币)	1.031	1.182	1.455	1.626	1.775
变动(%)	5.2	14.7	23.0	11.7	9.2
全面摊薄市盈率(倍)	10.5	9.2	7.5	6.7	6.1
价格/每股现金流量(倍)	8.5	5.2	6.2	5.7	4.8
每股现金流量(人民币)	1.28	2.09	1.74	1.91	2.26
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.5	4.1	4.0	3.7	3.5
每股股息(人民币)	0.16	0.18	0.22	0.24	0.27
股息率(%)	1.5	1.7	2.0	2.2	2.5

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	629,327	680,981	735,460	801,651	857,767
销售成本	571,378	618,059	661,914	721,486	771,990
经营费用	36,411	35,539	40,083	43,690	46,748
息税折旧前利润	33,050	35,689	36,857	39,775	42,154
折旧及摊销	12,200	12,420	5,815	5,956	5,999
经营利润 (息税前利润)	20,850	23,270	31,042	33,819	36,156
净利息收入/(费用)	(2,732)	(2,876)	(5,811)	(5,643)	(5,405)
其他收益/(损失)	763	1,051	887	887	887
税前利润	18,118	20,394	25,231	28,176	30,751
所得税	4,119	4,337	5,476	6,102	6,646
少数股东权益	851	862	843	880	896
净利润	14,000	16,057	19,756	22,074	24,105
核心净利润	13,236	15,006	18,868	21,187	23,218
每股收益 (人民币)	1.031	1.182	1.455	1.626	1.775
核心每股收益 (人民币)	0.975	1.105	1.389	1.560	1.710
每股股息 (人民币)	0.160	0.180	0.220	0.240	0.270
收入增长(%)	5	8	8	9	7
息税前利润增长(%)	(3)	12	33	9	7
息税折旧前利润增长(%)	1	8	3	8	6
每股收益增长(%)	5	15	23	12	9
核心每股收益增长(%)	14	13	26	12	10

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	18,118	20,394	25,231	28,176	30,751
折旧与摊销	12,200	12,420	5,815	5,956	5,999
净利息费用	2,732	2,876	5,811	5,643	5,405
运营资本变动	22,059	(23,728)	11,641	11,864	9,250
税金	23,375	24,904	12,110	13,682	14,765
其他经营现金流	12,408	(60,508)	(16,297)	(18,446)	(20,065)
经营活动产生的现金流	46,774	23,814	21,029	23,147	27,604
购买固定资产净值	28,089	28,835	40	12	4
投资减少/增加	4,449	5,943	(387)	(387)	(387)
其他投资现金流	3,115	39,339	2,254	2,432	2,678
投资活动产生的现金流	(29,423)	4,562	2,601	2,807	3,061
净增权益	11,120	16,820	0	0	0
净增债务	(1,913)	19,820	0	0	0
支付股息	2,173	2,444	2,987	3,259	3,666
其他融资现金流	(9,145)	(10,420)	(7,864)	(7,902)	(7,917)
融资活动产生的现金流	(2,111)	23,775	(10,851)	(11,161)	(11,583)
现金变动	15,549	10,677	12,739	14,781	19,078
期初现金	121,934	128,702	141,206	153,945	168,726
公司自由现金流	17,351	28,376	23,630	25,954	30,665
权益自由现金流	6,292	37,776	15,766	18,052	22,748

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	128,702	141,206	153,945	168,726	187,803
应收帐款	183,699	208,808	223,399	241,279	256,178
库存	265,781	266,604	287,607	313,307	334,748
其他流动资产	36,629	33,118	36,280	36,280	36,280
流动资产总计	611,300	652,898	701,231	759,591	815,009
固定资产	42,152	45,982	44,238	40,449	36,040
无形资产	45,680	40,156	38,817	37,479	36,140
其他长期资产	60,214	82,852	80,160	79,344	79,097
长期资产总计	148,045	168,989	163,215	157,272	151,277
总资产	759,345	821,887	864,446	916,863	966,286
应付帐款	289,977	323,492	346,320	377,330	403,620
短期债务	30,429	29,499	29,899	30,099	30,299
其他流动负债	170,593	190,664	191,389	191,895	192,495
流动负债总计	490,999	543,655	567,608	599,324	626,414
长期借款	69,032	58,827	58,827	58,827	58,827
其他长期负债	50,597	40,757	41,751	42,758	43,757
股本	13,580	13,580	13,580	13,580	13,580
储备	135,136	165,069	182,680	202,375	223,710
股东权益	148,716	178,649	196,260	215,954	237,289
少数股东权益	17,529	29,237	30,080	30,959	31,855
总负债及权益	759,345	821,887	864,446	916,863	966,286
每股帐面价值 (人民币)	9.66	11.00	12.24	13.62	15.13
每股有形资产 (人民币)	52.33	57.29	60.52	64.48	68.22
每股净负债/(现金)(人民币)	1.57	(0.89)	(1.73)	(2.73)	(4.04)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	5.3	5.2	5.0	5.0	4.9
息税前利润率 (%)	3.3	3.4	4.2	4.2	4.2
税前利润率 (%)	2.9	3.0	3.4	3.5	3.6
净利率 (%)	2.4	2.5	2.8	2.9	2.9
流动性					
流动比率 (倍)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
利息覆盖率 (倍)	12.1	12.4	6.3	7.0	7.8
净权益负债率 (%)	14.4	(6.8)	(12.0)	(17.2)	(23.1)
速动比率 (倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
估值					
市盈率 (倍)	10.5	9.2	7.5	6.7	6.1
核心业务市盈率 (倍)	11.2	9.8	7.8	7.0	6.4
市净率 (倍)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
价格/现金流 (倍)	8.5	5.2	6.2	5.7	4.8
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	4.5	4.1	4.0	3.7	3.5
周转率					
存货周转天数	154.1	142.9	142.7	142.7	142.4
应收帐款周转天数	106.5	111.9	110.9	109.9	109.0
应付帐款周转天数	185.2	191.0	191.0	190.9	190.8
回报率					
股息支付率 (%)	15.5	15.2	15.1	14.8	15.2
净资产收益率 (%)	10.0	9.5	10.5	10.6	10.5
资产收益率 (%)	2.0	2.1	2.4	2.5	2.6
已运用资本收益率 (%)	5.4	6.0	7.4	7.6	7.7

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



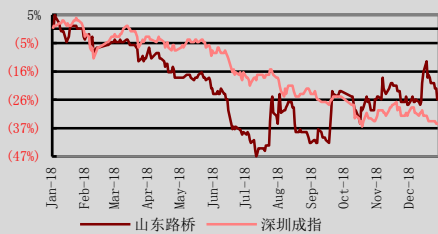
000498.SZ

增持

市场价格：人民币 5.06

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(24.9)	0.0	(2.3)	(22.9)
相对深证成指	10.3	6.7	11.5	11.1

发行股数(百万)	1,120
流通股(%)	39
流通股市值(人民币 百万)	2,230
3个月日均交易额(人民币 百万)	148
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
山东高速集团有限公司	61

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券
以2019年1月2日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

山东路桥

省内订单承接优势凸显，毛利空间有望改善

公司背靠山东高速及齐鲁交通，省内订单承接优势凸显。随着基建补短板推进，收入有望提升。水泥价格逐步企稳，公司有望通过新合同转嫁成本。

支撑评级的要点

- **营收增长稳定，利润率环比有所提升：**前三季度公司合计营收同增31.90%；归母净利润同减14.63%。毛利率整体降低是公司利润增速下滑的主要原因。前三季度公司平均毛利率降低4.76pct，经营费用率下降2.8pct，财务费用提升0.15pct，净利率下降1.82pct。2018年以来，公司毛利率跌破10%，Q2单季度毛利率6.20%达到低点，Q3毛利率为9.65%。
- **上游原材料价格有望企稳，毛利率有望提升：**公司2018年毛利率受水泥价格上涨影响有所下降。预计2019年水泥价格有望企稳。新签订单将考虑上游原材料价格变动影响，适当转嫁部分成本。
- **山东省内基建加速，订单承接能力优势凸显：**基建补短板以来，山东省内基建投资推进有所加速，政府储备项目有所增加。“十三五”省内规划新增高速公路投资超2000亿元，有望近期加速落地。而公司第一大股东为山东高速集团，第二大股东为齐鲁交通发展集团，股东背景深厚，在山东省内订单承接优势凸显。
- **在手订单充足，未来业绩增长无忧：**2018年三季度公司新签订单89亿元，存量已签约未完工订单225亿元，已中标未签约订单53亿元，订单收入比约为2.2倍，业绩支撑充足，未来增长无忧。

评级面临的主要风险

- 基建补短板推进不及预期，上游成本未能完全转嫁。

估值

- 考虑公司未来新项目推进毛利率有望回升，基建补短板加速收入有望提升，预计2018-2020年，公司营收分别为168.48、195.96、216.48亿元；归母净利润分别为5.76、7.03、8.27亿元；EPS为0.52、0.63、0.74，维持公司**增持**评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	8,148	12,385	16,848	19,596	21,648
变动(%)	10	52	36	16	10
净利润(人民币 百万)	430	576	576	703	827
全面摊薄每股收益(人民币)	0.384	0.514	0.515	0.628	0.738
变动(%)	(25.5)	34.1	0.0	22.0	17.5
全面摊薄市盈率(倍)	13.2	9.8	9.8	8.1	6.9
价格/每股现金流量(倍)	(37.9)	17.6	25.4	18.0	18.7
每股现金流量(人民币)	(0.13)	0.29	0.20	0.28	0.27
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.8	8.8	7.5	6.5	5.9
每股股息(人民币)	0.00	0.09	0.03	0.04	0.05
股息率(%)	0.0	1.8	0.6	0.8	1.0

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	8,148	12,385	16,848	19,596	21,648
销售成本	6,983	10,813	15,161	17,487	19,179
经营费用	422	471	539	764	974
息税折旧前利润	803	982	1,158	1,336	1,475
折旧及摊销	133	133	63	64	64
经营利润 (息税前利润)	670	849	1,095	1,272	1,411
净利息收入/(费用)	(67)	(79)	(240)	(267)	(277)
其他收益/(损失)	25	0	18	18	18
税前利润	603	770	855	1,006	1,133
所得税	173	194	279	303	307
少数股东权益	1	2	2	3	3
净利润	430	576	576	703	827
核心净利润	405	576	558	685	808
每股收益 (人民币)	0.384	0.514	0.515	0.628	0.738
核心每股收益 (人民币)	0.361	0.514	0.498	0.612	0.722
每股股息 (人民币)	0.000	0.092	0.030	0.040	0.050
收入增长(%)	10	52	36	16	10
息税前利润增长(%)	14	27	29	16	11
息税折旧前利润增长(%)	22	22	18	15	10
每股收益增长(%)	(26)	34	0	22	18
核心每股收益增长(%)	9	42	(3)	23	18

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	603	770	855	1,006	1,133
折旧与摊销	133	133	63	64	64
净利息费用	67	79	240	267	277
运营资本变动	(659)	998	574	585	737
税金	420	433	199	287	376
其他经营现金流	(1,067)	(184)	(485)	(599)	(695)
经营活动产生的现金流	814	232	298	438	419
购买固定资产净值	81	197	0	0	0
投资减少/增加	(22)	116	(13)	(13)	(13)
其他投资现金流	(905)	402	29	30	32
投资活动产生的现金流	(964)	89	42	43	45
净增权益	(4)	2	0	0	0
净增债务	1,766	420	0	0	0
支付股息	0	103	51	68	86
其他融资现金流	(82)	(30)	(263)	(291)	(303)
融资活动产生的现金流	1,680	289	(315)	(359)	(388)
现金变动	1,544	(475)	26	122	76
期初现金	750	2,338	1,929	1,955	2,077
公司自由现金流	(150)	321	341	482	464
权益自由现金流	1,535	711	77	191	161

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2,338	1,929	1,955	2,077	2,153
应收帐款	4,447	5,446	7,614	8,928	9,893
库存	5,340	6,189	8,598	10,057	11,129
其他流动资产	1,086	1,028	940	940	940
流动资产总计	13,152	14,504	19,107	22,002	24,114
固定资产	549	643	599	542	480
无形资产	43	38	38	37	35
其他长期资产	1,299	2,442	2,424	2,419	2,418
长期资产总计	1,891	3,123	3,061	2,997	2,934
总资产	15,043	17,627	22,168	24,999	27,048
应付帐款	5,911	6,986	9,964	11,557	12,716
短期债务	2,235	1,430	2,330	2,830	2,930
其他流动负债	1,957	2,450	2,575	2,669	2,711
流动负债总计	10,104	10,866	14,869	17,057	18,357
长期借款	1,300	1,705	1,705	1,705	1,705
其他长期负债	169	991	1,001	1,007	1,012
股本	1,712	1,712	1,712	1,712	1,712
储备	1,759	2,354	2,881	3,518	4,262
股东权益	3,471	4,065	4,593	5,230	5,974
少数股东权益	4	51	53	56	59
总负债及权益	15,043	17,627	22,168	24,999	27,048
每股帐面价值 (人民币)	3.09	3.58	2.65	3.02	3.46
每股有形资产 (人民币)	13.30	15.56	12.84	14.49	15.69
每股净负债/(现金)(人民币)	1.22	1.96	1.80	2.02	2.04

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.9	7.9	6.9	6.8	6.8
息税前利润率(%)	8.2	6.9	6.5	6.5	6.5
税前利润率(%)	7.4	6.2	5.1	5.1	5.2
净利率(%)	5.3	4.7	3.4	3.6	3.8
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	12.0	12.4	4.8	5.0	5.3
净权益负债率(%)	39.4	54.0	67.1	66.3	58.5
速动比率(倍)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
估值					
市盈率(倍)	13.2	9.8	9.8	8.1	6.9
核心业务市盈率(倍)	14.0	9.8	10.2	8.3	7.0
市净率(倍)	1.6	1.4	1.9	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	(37.9)	17.6	25.4	18.0	18.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.8	8.8	7.5	6.5	5.9
周转率					
存货周转天数	239.2	182.4	186.3	187.3	187.6
应收帐款周转天数	199.2	160.5	165.0	166.3	166.8
应付帐款周转天数	309.0	235.8	239.9	241.2	242.0
回报率					
股息支付率(%)	0.0	17.8	5.8	6.4	6.8
净资产收益率(%)	12.4	14.2	12.6	13.5	13.9
资产收益率(%)	2.9	3.3	2.6	2.8	3.1
已运用资本收益率(%)	18.0	12.9	13.8	15.2	15.8

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



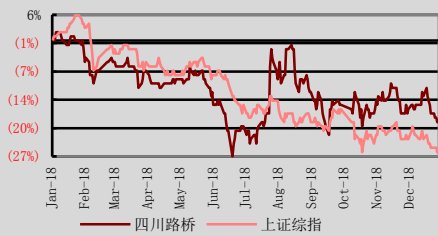
600039.SH

增持

市场价格：人民币 3.28

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(18.7)	(3.8)	(4.7)	(17.7)
相对上证指数	6.8	0.3	7.0	6.6

发行股数(百万)	3,611
流通股(%)	96
流通股市值(人民币 百万)	11,339
3个月日均交易额(人民币 百万)	90
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
四川省铁路产业投资集团有限责任公司	42

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券
以2019年1月2日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰

田世欣
(8621)20328519
shixin.tian@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

四川路桥

融资与资质优势明显，订单加速初显政策效果

公司股东实力背景雄厚，资质优于省内同行，在融资以及获取订单方面优势较大，有望充分受益西部基建以及川藏铁路的建设。近期公司新签订单已有明显提速，政策效果开始体现，在资金相对充裕的环境下，公司业绩兑现保障性较高。

支撑评级的要点

- **营收增长态势良好，净利率保持平稳**：前三季度公司合计营收 246.11 亿元，同增 14.50%；归母净利润 5.52 亿元，同增 26.80%。三季度利润增速环比小幅下降，但是总体依然保持较快增速。因上游原材料价格上涨，公司毛利率有所下滑，但因坏账冲回致资产减值减少，净利率总体保持平稳。在 2019 年上游价格平稳预期下，成本因素有望缓解。
- **股东实力雄厚，资质优势明显，融资能力与订单获取能力强**：公司控股股东为四川省铁路产业投资集团，实控人为四川国资委。背靠雄厚股东实力，公司在订单获取以及融资方面优势明显。近期公司可转债、短融券融资均有较大进展，资金相对充裕。资质方面，公司地处西南，是四川省内唯一拥有公路施工总包资质的企业。随着西部基建加速推进，特别是川藏铁路持续建设中，公司有望成为最大受益者。
- **订单提速，政策效应逐步显现，业绩保障性高**：2018 年 1-11 月，公司累计中标项目 164 个，总额 645.80 亿元，同增 42.50%；其中 PPP 项目累计中标 10 个，总投资 121.19 亿元。相比 9 月份，累计同比明显提升超过 20pct，PPP 中标项目也明显加速。政策效应逐步体现，订单收入比超过 200%，订单充足资金充裕情况下未来业绩兑现的保障性较高。

评级面临的主要风险

- 基建补短板推进不及预期，上游成本超预期波动。

估值

- 考虑公司订单加速，充分受益西部基建以及川藏铁路建设，预计 2018-2020 年，公司营收分别为 396.43、463.82、528.76 亿元；归母净利润分别为 13.79、16.64、20.94 亿元；EPS 为 0.38、0.46、0.58，首次覆盖给予公司 **增持** 评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	30,108	32,763	39,643	46,382	52,876
变动(%)	(2)	9	21	17	14
净利润(人民币 百万)	1,045	1,064	1,379	1,664	2,094
全面摊薄每股收益(人民币)	0.289	0.295	0.382	0.461	0.580
变动(%)	1.9	1.9	29.6	20.6	25.8
全面摊薄市盈率(倍)	11.3	11.1	8.6	7.1	5.7
价格/每股账面价值(倍)	(4.5)	8.6	3.4	3.1	2.8
每股现金流量(人民币)	(0.73)	0.38	0.95	1.06	1.19
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.2	3.7	2.5	2.3	2.1
每股股息(人民币)	0.04	0.04	0.06	0.07	0.09
股息率(%)	1.3	1.3	1.8	2.1	2.7

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	30,108	32,763	39,643	46,382	52,876
销售成本	26,299	29,134	34,886	41,048	46,795
经营费用	848	646	1,039	1,262	1,491
息税折旧前利润	3,070	3,222	4,721	5,048	5,537
折旧及摊销	525	565	1,114	1,114	1,114
经营利润 (息税前利润)	2,545	2,658	3,607	3,934	4,422
净利息收入/(费用)	(1,257)	(1,386)	(1,978)	(1,969)	(1,951)
其他收益/(损失)	(21)	2	47	47	47
税前利润	1,289	1,271	1,629	1,964	2,471
所得税	244	207	249	300	377
少数股东权益	93	64	32	36	43
净利润	1,045	1,064	1,379	1,664	2,094
核心净利润	1,065	1,063	1,332	1,617	2,047
每股收益(人民币)	0.289	0.295	0.382	0.461	0.580
核心每股收益(人民币)	0.295	0.294	0.369	0.448	0.567
每股股息(人民币)	0.042	0.042	0.060	0.070	0.090
收入增长(%)	(2)	9	21	17	14
息税前利润增长(%)	5	4	36	9	12
息税折旧前利润增长(%)	4	5	47	7	10
每股收益增长(%)	2	2	30	21	26
核心每股收益增长(%)	6	(0)	25	21	27

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	1,289	1,271	1,629	1,964	2,471
折旧与摊销	525	565	1,114	1,114	1,114
净利息费用	1,257	1,386	1,978	1,969	1,951
运营资本变动	(975)	(2,137)	1,335	1,242	1,207
税金	1,014	975	377	563	731
其他经营现金流	(3,869)	(5,149)	(535)	(770)	(1,009)
经营活动产生的现金流	1,190	1,185	3,228	3,600	4,051
购买固定资产净值	3,220	4,343	0	0	0
投资减少/增加	748	314	(57)	(57)	(57)
其他投资现金流	153	5,111	152	172	197
投资活动产生的现金流	(3,815)	455	209	229	254
净增权益	(194)	2,480	0	0	0
净增债务	5,193	4,943	0	0	0
支付股息	151	181	217	253	325
其他融资现金流	(807)	(1,257)	(2,088)	(2,098)	(2,105)
融资活动产生的现金流	4,042	5,986	(2,304)	(2,351)	(2,430)
现金变动	1,420	2,280	1,133	1,478	1,875
期初现金	6,085	7,437	9,567	10,700	12,178
公司自由现金流	(2,625)	1,640	3,437	3,829	4,305
权益自由现金流	1,762	5,326	1,349	1,731	2,200

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	7,437	9,567	10,700	12,178	14,053
应收帐款	8,533	9,961	11,791	13,574	15,281
库存	14,809	13,132	15,887	18,571	21,140
其他流动资产	1,451	984	970	970	970
流动资产总计	31,763	33,631	39,349	45,293	51,445
固定资产	2,469	2,390	2,167	1,942	1,714
无形资产	23,009	26,604	25,717	24,831	23,944
其他长期资产	6,238	10,396	10,391	10,390	10,390
长期资产总计	31,717	39,390	38,276	37,162	36,048
总资产	63,480	73,021	77,625	82,456	87,493
应付帐款	11,126	14,002	16,681	19,551	22,228
短期债务	4,705	4,547	4,947	5,147	5,347
其他流动负债	15,863	15,018	15,189	15,344	15,536
流动负债总计	31,694	33,566	36,817	40,041	43,110
长期借款	18,258	24,150	24,150	24,150	24,150
其他长期负债	2,894	903	1,062	1,220	1,376
股本	3,020	3,611	3,611	3,611	3,611
储备	7,614	10,791	11,986	13,434	15,246
股东权益	10,634	14,401	15,596	17,044	18,856
少数股东权益	989	1,306	1,338	1,374	1,417
总负债及权益	63,480	73,021	77,625	82,456	87,493
每股帐面价值 (人民币)	2.67	3.63	3.95	4.34	4.83
每股有形资产 (人民币)	11.18	10.70	14.32	15.90	17.54
每股净负债/(现金)(人民币)	5.10	4.64	5.39	5.08	4.66

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	10.2	9.8	11.9	10.9	10.5
息税前利润率 (%)	8.5	8.1	9.1	8.5	8.4
税前利润率 (%)	4.3	3.9	4.1	4.2	4.7
净利率 (%)	3.8	3.4	3.6	3.7	4.0
流动性					
流动比率 (倍)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率 (倍)	2.4	2.3	2.4	2.6	2.8
净权益负债率 (%)	173.2	139.1	124.8	107.6	89.2
速动比率 (倍)	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
估值					
市盈率 (倍)	11.3	11.1	8.6	7.1	5.7
核心业务市盈率 (倍)	11.1	11.1	8.9	7.3	5.8
市净率 (倍)	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7
价格/现金流 (倍)	(4.5)	8.6	3.4	3.1	2.8
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	3.2	3.7	2.5	2.3	2.1
周转率					
存货周转天数	179.5	146.3	146.3	146.1	145.9
应收帐款周转天数	103.4	111.0	108.6	106.8	105.5
应付帐款周转天数	154.4	175.4	174.5	173.8	173.4
回报率					
股息支付率 (%)	14.5	14.2	15.7	15.2	15.5
净资产收益率 (%)	10.7	7.8	9.0	10.0	11.3
资产收益率 (%)	1.8	1.5	1.8	2.1	2.4
已运用资本收益率 (%)	5.7	5.1	6.7	7.0	7.5

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



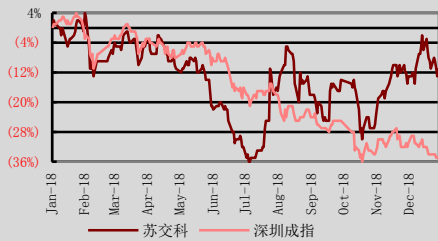
300284.SZ

增持

市场价格：人民币 10.37

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(10.9)	1.7	3.6	(9.6)
相对深证成指	24.3	8.3	17.4	24.4

发行股数(百万)	810
流通股(%)	67
流通股市值(人民币 百万)	5,643
3个月日均交易额(人民币 百万)	80
净负债比率(2019E)	净现金
主要股东(%)	
符冠华	22

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券
以2019年1月2日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

苏文科

基建补短板逐步落地，工程设计龙头率先受益

公司作为工程设计龙头，2018年业绩保持平稳增长。2019年随着基建补短板逐步落地，设计板块估值将率先整个建筑板块实现估值改善。公司作为行业龙头，有望实现估值与业绩双重提升。

支撑评级的要点

- 公司业绩保持稳定，转让 Test America 增加利润：前三季度公司营收同增 15.83%；归母净利润同增 20.16%。归母净利润增速 18.42% 明显高于净利润增速 14.84%；三季度归母净利润增速 19.66% 高于净利润增速 10.83%。我们认为当前 Test America 经营处于亏损状态，公司转让 Test America 股权后，增加归母净利润对公司业绩预期也是一个利空的释放。
- 基建补短板确定性提升，工程龙头有望率先受益：723 会议以来，政策利好不断涌现，未来加大基建投资托底经济已经成为市场共识。参照以往周期，估值提升往往伴随着市场分歧消化。预计本轮周期估值提升将出现在融资改善和订单确认后。从板块分化来看，“设计-基建”板块传动确定性最高。公司作为工程设计龙头未来估值有望率先提升。
- 关注公司新生环境监测业务推进：2018 年以来公司环境监测业务有所进展，公司已经设立环境检测员并建设配套实验室。环境监测业务毛利率较高，虽然当前体量较小，难以对利润造成直接影响，但以环境检测作为切入点，公司提供全方位工程解决方案可以提升公司设计咨询业务板块核心竞争力。

评级面临的主要风险

- 基建补短板推进不及预期，新基建周期下板块估值改善不明显，海外业务受贸易战影响。

估值

- 考虑公司未来新业务业绩释放，预计 2018-2020 年，公司营收分别为 81.25、101.17、126.42 亿元；归母净利润分别为 5.85、7.11、8.40 亿元；EPS 为 0.72、0.88、1.04，维持公司 **增持** 评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	4,201	6,519	8,125	10,117	12,642
变动(%)	64	55	25	25	25
净利润(人民币 百万)	379	464	585	711	840
全面摊薄每股收益(人民币)	0.468	0.573	0.722	0.878	1.038
变动(%)	22.1	22.3	26.0	21.6	18.2
全面摊薄市盈率(倍)	22.1	18.1	14.4	11.8	10.0
价格/每股现金流量(倍)	(37.5)	16.7	18.9	22.9	23.6
每股现金流量(人民币)	(0.28)	0.62	0.55	0.45	0.44
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.6	10.1	9.0	7.8	6.7
每股股息(人民币)	0.14	0.16	0.14	0.18	0.21
股息率(%)	1.4	1.5	1.4	1.7	2.0

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	4,201	6,519	8,125	10,117	12,642
销售成本	2,934	4,623	6,012	7,547	9,473
经营费用	655	1,012	1,289	1,586	1,984
息税折旧前利润	617	834	933	1,081	1,246
折旧及摊销	116	164	105	106	106
经营利润 (息税前利润)	501	670	828	975	1,141
净利息收入/(费用)	(38)	(89)	(97)	(95)	(93)
其他收益/(损失)	89	(1)	76	82	68
税前利润	463	582	730	881	1,047
所得税	84	118	146	170	207
少数股东权益	35	44	43	54	65
净利润	379	464	585	711	840
核心净利润	290	464	508	629	772
每股收益 (人民币)	0.468	0.573	0.722	0.878	1.038
核心每股收益 (人民币)	0.359	0.574	0.628	0.777	0.954
每股股息 (人民币)	0.140	0.160	0.140	0.180	0.210
收入增长(%)	64	55	25	25	25
息税前利润增长(%)	21	34	23	18	17
息税折旧前利润增长(%)	27	35	12	16	15
每股收益增长(%)	22	22	26	22	18
核心每股收益增长(%)	4	60	9	24	23

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	463	582	730	881	1,047
折旧与摊销	116	164	105	106	106
净利息费用	38	89	97	95	93
运营资本变动	(276)	113	419	633	783
税金	217	275	68	67	51
其他经营现金流	(1,033)	(675)	(200)	(215)	(226)
经营活动产生的现金流	77	321	382	300	289
购买固定资产净值	147	212	0	0	0
投资减少/增加	154	409	(41)	(41)	(41)
其他投资现金流	0	802	22	25	26
投资活动产生的现金流	(301)	181	63	66	67
净增权益	7	310	0	0	0
净增债务	1,228	435	0	0	0
支付股息	78	93	113	146	170
其他融资现金流	(91)	(104)	(84)	(117)	(117)
融资活动产生的现金流	1,065	549	(198)	(262)	(287)
现金变动	843	253	247	103	70
期初现金	1,142	1,090	1,338	1,585	1,689
公司自由现金流	(224)	502	445	366	356
权益自由现金流	913	833	360	249	240

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,090	1,338	1,585	1,689	1,758
应收帐款	3,936	5,195	6,485	8,087	10,116
库存	64	71	115	168	237
其他流动资产	120	392	406	406	406
流动资产总计	5,483	7,010	8,591	10,350	12,517
固定资产	751	954	870	780	690
无形资产	452	432	418	403	389
其他长期资产	2,289	2,527	2,521	2,520	2,520
长期资产总计	3,491	3,914	3,809	3,704	3,598
总资产	8,975	10,924	12,400	14,053	16,115
应付帐款	1,589	2,097	2,858	3,699	4,754
短期债务	1,078	1,469	1,469	1,469	1,469
其他流动负债	1,697	1,971	2,125	2,306	2,565
流动负债总计	4,364	5,536	6,451	7,474	8,788
长期借款	848	846	846	846	846
其他长期负债	518	557	572	584	596
股本	557	578	810	810	810
储备	2,686	3,406	3,721	4,340	5,075
股东权益	3,244	3,984	4,531	5,149	5,885
少数股东权益	224	274	318	371	436
总负债及权益	8,975	10,924	12,400	14,053	16,115
每股帐面价值 (人民币)	3.73	4.58	5.20	5.90	6.73
每股有形资产 (人民币)	9.27	11.64	13.48	15.54	18.10
每股净负债/(现金)(人民币)	1.67	1.90	1.61	1.50	1.42

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.7	12.8	11.5	10.7	9.9
息税前利润率(%)	11.9	10.3	10.2	9.6	9.0
税前利润率(%)	11.0	8.9	9.0	8.7	8.3
净利率(%)	9.9	7.8	7.7	7.6	7.2
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	16.4	9.4	9.6	11.4	13.4
净权益负债率(%)	41.8	38.5	28.7	23.5	19.6
速动比率(倍)	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
估值					
市盈率(倍)	22.1	18.1	14.4	11.8	10.0
核心业务市盈率(倍)	28.9	18.1	16.5	13.3	10.9
市净率(倍)	2.8	2.3	2.0	1.8	1.5
价格/现金流(倍)	(37.5)	16.7	18.9	22.9	23.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.6	10.1	9.0	7.8	6.7
周转率					
存货周转天数	5.6	4.0	5.1	6.1	6.8
应收帐款周转天数	342.0	290.8	291.3	291.7	292.1
应付帐款周转天数	197.7	165.5	173.5	178.9	183.2
回报率					
股息支付率(%)	29.9	27.9	19.4	20.5	20.2
净资产收益率(%)	12.8	12.7	13.9	14.8	15.4
资产收益率(%)	4.6	4.6	5.1	5.4	5.6
已运用资本收益率(%)	7.2	7.8	8.9	9.8	10.4

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



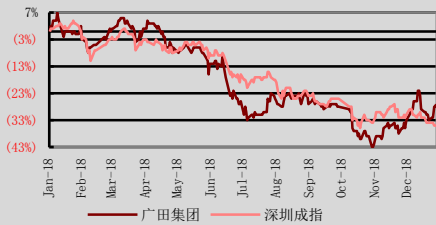
002482.SZ

增持

市场价格：人民币 5.79

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(27.4)	10.7	0.7	(25.6)
相对深证成指	7.9	17.4	14.5	8.4

发行股数(百万)	1,537
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	8,855
3个月日均交易额(人民币 百万)	46
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
广田控股集团有限公司	40

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券
以2019年1月2日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

广田集团

新签订单上行，竣工释放预期下业绩可期

公司作为装修龙头，2018年业绩基本符合预期，各项指标平稳。2019年在地产下游竣工面积释放预期，以及下游地产集中度提升的环境下，公司作为采用大客户绑定战略行业龙头，有望充分受益。

支撑评级的要点

- **主营业务收入符合预期，各项指标保持平稳：**公司业绩增速总体符合预期，前三季度合计营收 100.06 亿元，同增 15.36%；归母净利润 4.62 亿元，同增 20.51%；EPS 0.30 元，同增 20%。受 2B 家装渗透率逐步提升以及公司大客户战略影响，公司业绩波动较小。前三季度公司受到万众投资支付股权对价、广田柏森支付业绩补偿以及其他违约金，营业外收入较多，为公司净利润提供较大贡献。
- **2B 家装依然看好，公司金融业务有效对冲现金流风险：**随着城市流动人口增加以及居住要求的提升，长租公寓以及批量化住宅精装需求有明显增长。公司 2B 家装业务可复制性强，未来可通过规模优势培养成本优势。公司应收账款 ABS 有效对冲建筑行业现金流趋紧的问题，经营性现金流在建筑企业中表现突出，利好公司进一步扩张业务。
- **下游地产竣工增速释放可期，大客户绑定战略公司有望率先受益下游集中度提升：**随着地产开工以及竣工增速持续分化，未来竣工面积增速释放确定性较大，利好后端相关板块。公司作为家装龙头，深耕行业多年，有望率先受益。当前下游地产存在集中度提升趋势，大型房企融资边际宽松，公司采用大客户绑定战略将有效避免下游行业风险。

评级面临的主要风险

- 竣工增速不及预期，长租公寓需求不及预期，绑定大客户经营风险。

估值

- 考虑下游竣工需求预期提升，预计2018-2020年，公司营收分别为 155.53、183.22、208.42 亿元；归母净利润分别为 7.18、8.25、9.29 亿元；EPS 为 0.47、0.54、0.60 元，维持公司 **增持** 评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	10,113	12,535	15,553	18,322	20,842
变动(%)	26	24	24	18	14
净利润(人民币 百万)	403	647	718	825	929
全面摊薄每股收益(人民币)	0.262	0.421	0.467	0.537	0.604
变动(%)	26.3	60.6	11.0	14.9	12.6
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.467	0.533	0.600
调整幅度(%)			0.0	0.7	0.7
全面摊薄市盈率(倍)	22.1	13.8	12.4	10.8	9.6
价格/每股现金流量(倍)	(59.3)	2.7	46.7	40.9	21.0
每股现金流量(人民币)	(0.10)	2.16	0.12	0.14	0.28
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.4	9.3	9.5	8.3	7.4
每股股息(人民币)	0.02	0.05	0.07	0.08	0.09
股息率(%)	0.4	0.9	1.2	1.4	1.6

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	10,113	12,535	15,553	18,322	20,842
销售成本	9,020	11,086	13,854	16,316	18,552
经营费用	521	621	855	1,008	1,146
息税折旧前利润	671	958	938	1,079	1,209
折旧及摊销	61	67	11	13	13
经营利润 (息税前利润)	609	891	928	1,066	1,196
净利息收入/(费用)	(127)	(127)	(80)	(91)	(97)
其他收益/(损失)	109	172	162	162	162
税前利润	483	764	848	975	1,098
所得税	80	117	131	150	169
少数股东权益	(2)	15	22	26	29
净利润	403	647	718	825	929
核心净利润	294	475	556	663	767
每股收益 (人民币)	0.262	0.421	0.467	0.537	0.604
核心每股收益 (人民币)	0.191	0.309	0.362	0.431	0.499
每股股息 (人民币)	0.020	0.050	0.070	0.080	0.090
收入增长(%)	26	24	24	18	14
息税前利润增长(%)	15	46	4	15	12
息税折旧前利润增长(%)	19	43	(2)	15	12
每股收益增长(%)	26	61	11	15	13
核心每股收益增长(%)	21	61	17	19	16

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	483	764	848	975	1,098
折旧与摊销	61	67	11	13	13
净利息费用	127	127	80	91	97
运营资本变动	451	(292)	662	757	664
税金	417	405	213	229	298
其他经营现金流	(422)	(603)	(437)	(471)	(557)
经营活动产生的现金流	215	1,051	53	80	286
购买固定资产净值	263	329	1	0	0
投资减少/增加	673	65	(107)	(107)	(107)
其他投资现金流	349	2,635	31	30	31
投资活动产生的现金流	(587)	2,241	138	137	138
净增权益	(484)	(850)	0	0	0
净增债务	(245)	(575)	0	0	0
支付股息	78	77	108	123	138
其他融资现金流	360	880	(108)	(119)	(126)
融资活动产生的现金流	(447)	(621)	(216)	(242)	(264)
现金变动	(819)	9	(26)	(25)	160
期初现金	2,656	1,555	2,055	2,029	2,005
公司自由现金流	(372)	3,292	190	218	424
权益自由现金流	(257)	3,598	82	99	298

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,555	2,055	2,029	2,005	2,165
应收帐款	10,338	8,849	11,279	13,494	15,492
库存	815	988	1,230	1,451	1,650
其他流动资产	488	648	964	964	964
流动资产总计	13,356	12,856	15,503	17,913	20,271
固定资产	357	82	105	104	95
无形资产	68	35	55	59	59
其他长期资产	2,064	2,892	2,839	2,824	2,819
长期资产总计	2,489	3,008	2,999	2,987	2,974
总资产	15,845	15,864	18,501	20,900	23,244
应付帐款	5,714	5,063	6,579	7,929	9,154
短期债务	867	761	1,161	1,361	1,561
其他流动负债	1,587	1,637	1,731	1,860	1,968
流动负债总计	8,168	7,460	9,471	11,149	12,682
长期借款	0	4	4	4	4
其他长期负债	1,374	1,521	1,515	1,508	1,499
股本	1,550	1,537	1,537	1,537	1,537
储备	4,753	5,342	5,974	6,701	7,522
股东权益	6,303	6,879	7,511	8,239	9,059
少数股东权益	198	205	228	253	283
总负债及权益	15,845	15,864	18,501	20,900	23,244
每股帐面价值 (人民币)	3.97	4.34	4.74	5.19	5.71
每股有形资产 (人民币)	3.94	9.91	11.54	13.11	14.63
每股净负债/(现金)(人民币)	0.18	0.15	0.42	0.56	0.59

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.6	7.6	6.0	5.9	5.8
息税前利润率(%)	6.0	7.1	6.0	5.8	5.7
税前利润率(%)	4.8	6.1	5.5	5.3	5.3
净利率(%)	4.0	5.3	4.8	4.6	4.6
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	5.3	7.5	11.8	11.8	12.4
净权益负债率(%)	10.9	3.4	8.7	10.5	9.9
速动比率(倍)	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5
估值					
市盈率(倍)	22.1	13.8	12.4	10.8	9.6
核心业务市盈率(倍)	30.3	18.7	16.0	13.4	11.6
市净率(倍)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	(59.3)	2.7	46.7	40.9	21.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.4	9.3	9.5	8.3	7.4
周转率					
存货周转天数	29.4	28.8	28.9	28.9	28.9
应收帐款周转天数	373.1	257.7	264.7	268.8	271.3
应付帐款周转天数	231.2	166.7	173.3	177.4	180.1
回报率					
股息支付率(%)	7.8	12.0	15.0	14.9	14.9
净资产收益率(%)	6.4	9.6	9.8	10.3	10.6
资产收益率(%)	2.5	4.2	4.0	4.1	4.1
已运用资本收益率(%)	6.0	8.2	7.7	8.1	8.3

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371