



国泰君安证券  
GUOTAI JUNAN SECURITIES

2017年投资策略研讨会

证券研究报告 2016年11月22日

# PPP业绩年、大基建一带一路突围、国改装配式加速

## 建筑工程行业2017年投资策略

行业评级：增持

姓名：韩其成

邮箱：hanqicheng@gtjas.com

电话：021-38676162

证书编号：S0880516030004

姓名：黄俊伟（研究助理）

邮箱：huangjunwei@gtjas.com

电话：021-38677905

证书编号：S0880115100010

姓名：陈笑（研究助理）

邮箱：chenxiao015813@gtjas.com

电话：021-38677906

证书编号：S0880116010080

## 1、PPP：2017施工业绩年，宏观逻辑料强化

- 2017年PPP宏观逻辑强化、中观PPP落地继续加速，微观施工业绩释放。根据行业、订单弹性、估值等逻辑推荐：园林**铁汉生态/美晨科技/文科园林/棕榈股份**、轨交**隧道股份**及PPP平台模式**龙元建设**，设计PPP**苏交科/中设集团**。

## 2、大基建蓝筹迎历史发展机遇

- 大基建蓝筹PPP竞争优势大订单增速快，为一带一路战略载体，具重大国改预期。从订单盈利能力来看，大基建蓝筹业绩有望超预期。从机构配置来看，大基建蓝筹机构配置比例低，险资举牌中国建筑开先河。从PPP/一带一路/国改/业绩等选股逻辑推荐**中国中冶/葛洲坝/中国建筑/中国铁建/中国中铁/中国交建**等。

## 3、国际工程：一带一路战略加速推进

- 一带一路战略突围，将带来国际工程企业三个直接影响：海外订单落地加速、海外订单开工加速、人民币贬值预期下汇兑收益提升。根据海外业务占比/模式/估值等推荐**中工国际/北方国际/中材国际/神州长城**等。

## 4、国改/装配式建筑加速，长期拐点到来

- 国改长期趋势不变，基本面边际改善且国改预期或进展较快的公司具长期投资价值，除大基建蓝筹及国际工程外，推荐大集团小平台**云投生态/中国海诚**，山东国改**山东路桥**，上海国改**上海建工**等。装配式建筑正处于政策刺激蜜月期，2017年料持续获得政策大力度刺激，推荐**杭萧钢构/富煌钢构/雅百特**等。

## 5、装饰及转型，自下而上仍具看点

- 根据业绩拐点/转型推荐装饰企业**洪涛股份/广田集团/东易日盛**。
- 转型推荐**围海股份（转型文娱）/宁波建工（IDC转型）**。

- 01 PPP：2017施工业绩年，宏观逻辑料强化
- 02 大基建蓝筹迎历史发展机遇
- 03 国际工程：一带一路2017战略突围可期
- 04 建筑国改：以长时间换大空间
- 05 装配式建筑：建筑业升级加速，长周期拐点到来
- 06 装饰/转型：自下而上看点多
- 07 投资建议及风险提示

01

**PPP：2017施工业绩年，宏观逻辑料强化**

02

大基建蓝筹迎历史最好时期

03

国际工程：一带一路2017战略突围可期

04

建筑国改：以长时间换大空间

05

装配式建筑：建筑业升级加速，长周期拐点到来

06

装饰/转型：自下而上看点多

07

投资建议及风险提示

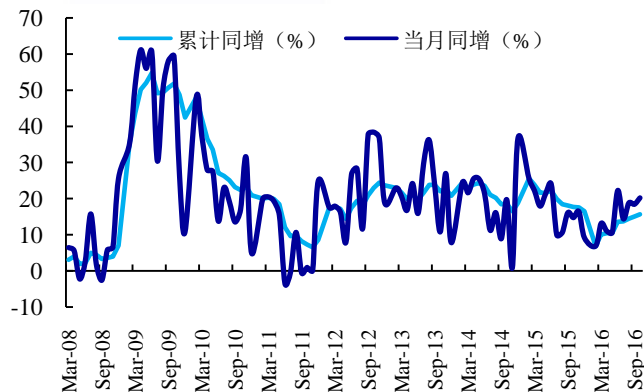
## 基建投资总体现状：10月基建投资增速略有下滑，道路运输业投资增速上升

图1：10月基建投资增速略微下滑（亿元）



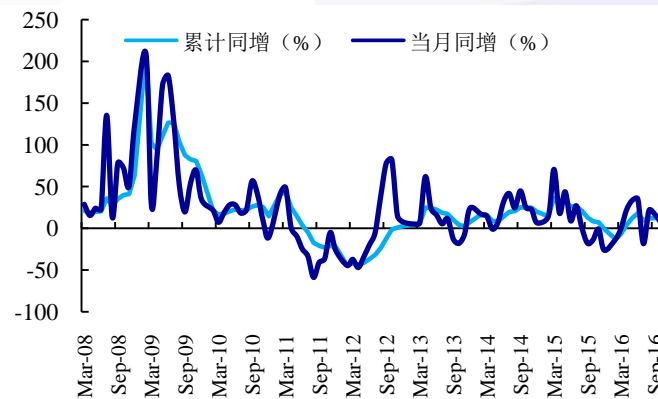
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图3：10月道路运输业增速略有提升（亿元）



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图2：10月铁路运输业固定资产投资（亿元）



数据来源：wind，国泰君安证券研究

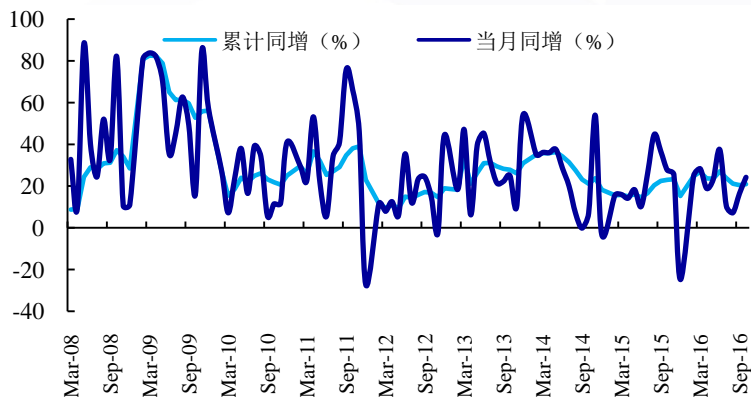
图4：10月水上运输业固定资产投资（亿元）



数据来源：wind，国泰君安证券研究

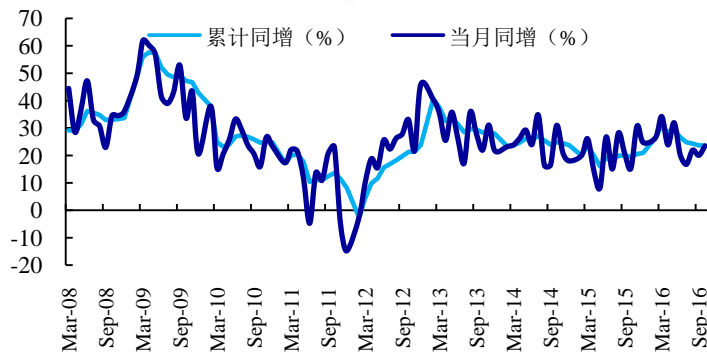
## 水利管理业/公共设施管理业基建投资增速上升，生态环保/环境投资增速有所下降

图5:10月水利管理业固定资产投资增速上升（亿元）



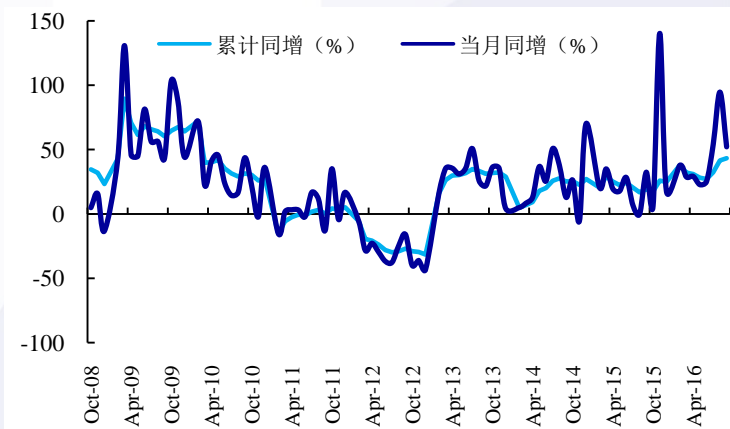
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图7：10月公共设施管理业固定资产投资增速上升（亿元）



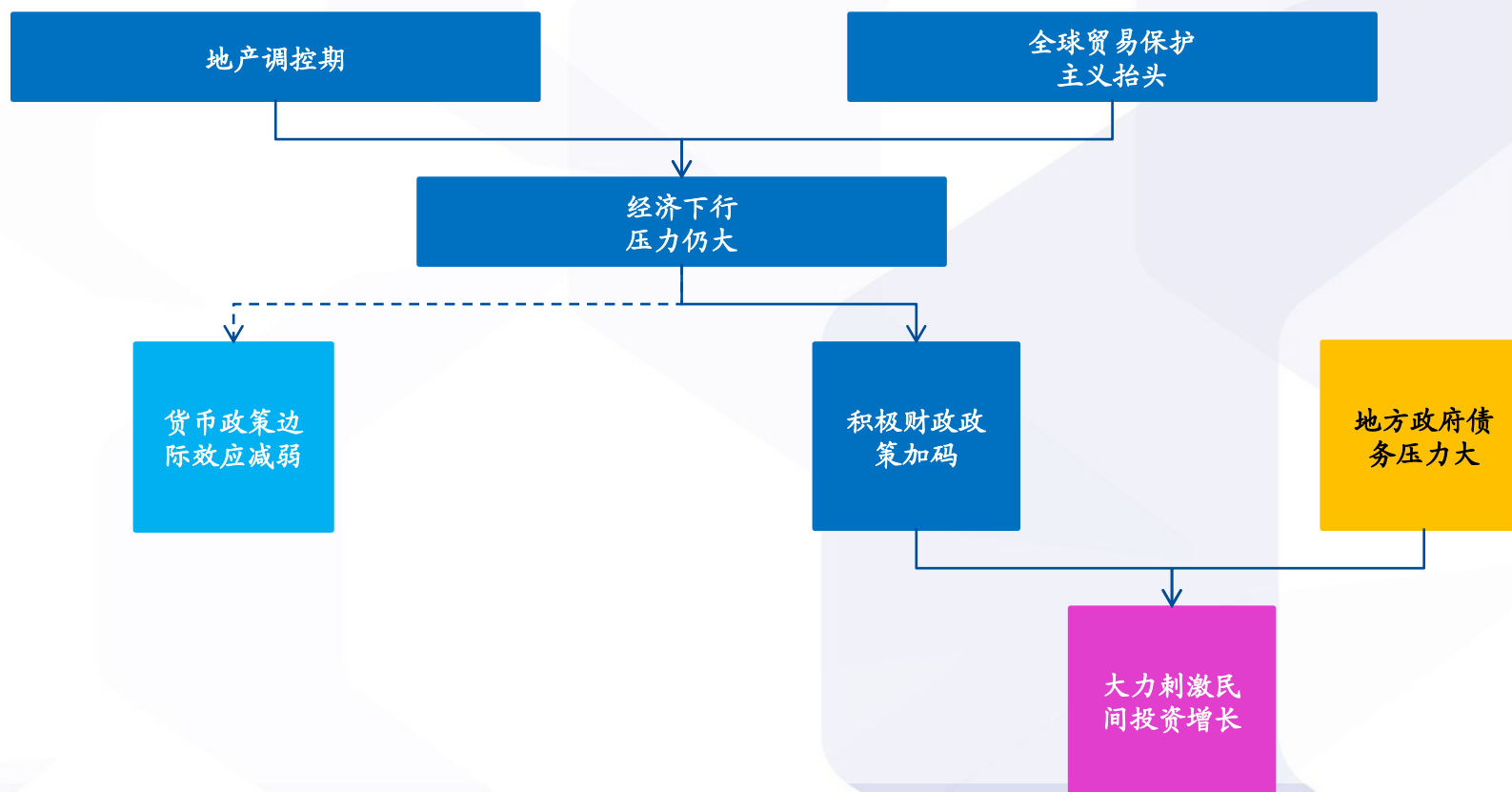
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图6：10月生态保护和环境治理业增速下降（亿元）



数据来源：wind，国泰君安证券研究

## 2017PPP宏观判断：PPP逻辑有望进一步强化超预期



数据来源：国泰君安证券研究

## 宏观逻辑强化促使PPP刺激政策加速推出落地

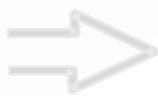
### PPP落地障碍

地方政府PPP推进缓慢



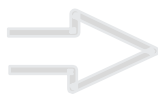
- 在垃圾处理、污水处理等公共服务领域，新建项目要“强制”采用PPP模式
- 在其他中央财政给予支持的公共服务领域，对于有现金流、具备运营条件的项目，要“强制”实施PPP模式识别论证

民企融资困难



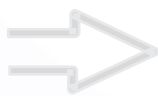
- 支持符合条件的民营企业发行债券融资、IPO等方式进行融资
- 第三批PPP示范项目推出大幅增加项目融资便利性

地方政府还款保证



- 应由地方政府偿还的工程款等款项，督促地方政府制定分期还款计划。

2017年可能推出政策



- PPP立法、PPP财税政策、资产证券化相关政策等

### 政策刺激方案

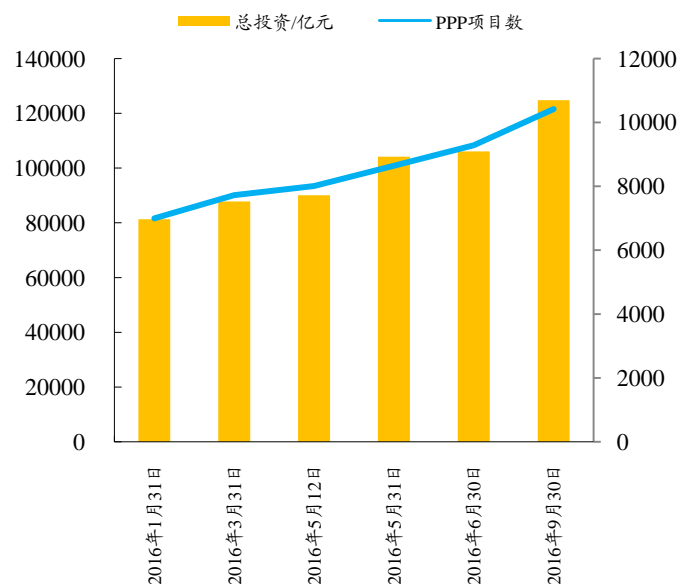
数据来源：财政部、发改委、国泰君安证券研究



## 2017PPP中观判断：宏观逻辑强化将促使PPP进一步加速落地，而PPP落地目前确实存在巨大落地空间

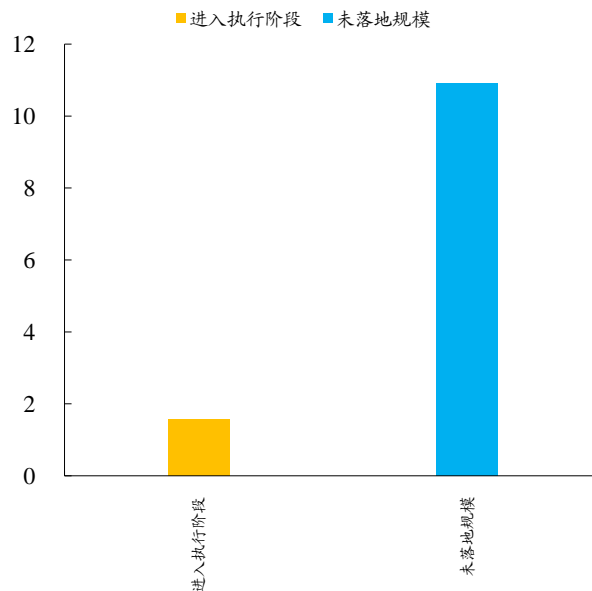
目前12万亿PPP入库项目中，尚有接近11万亿没有落地，且PPP入库项目总规模仍然在以每个月约0.5万亿的规模在增长。若以每个省份/地区推出的PPP项目在未来每年所应该由政府承担的支出责任不得超过该省/地区每年财政支出的10%的红线来计算，PPP入库项目规模长期或达30万亿。

图8：PPP入库项目规模超12万亿



数据来源：财政部PPP中心，国泰君安证券研究

图9：尚有超10万亿PPP项目未落地

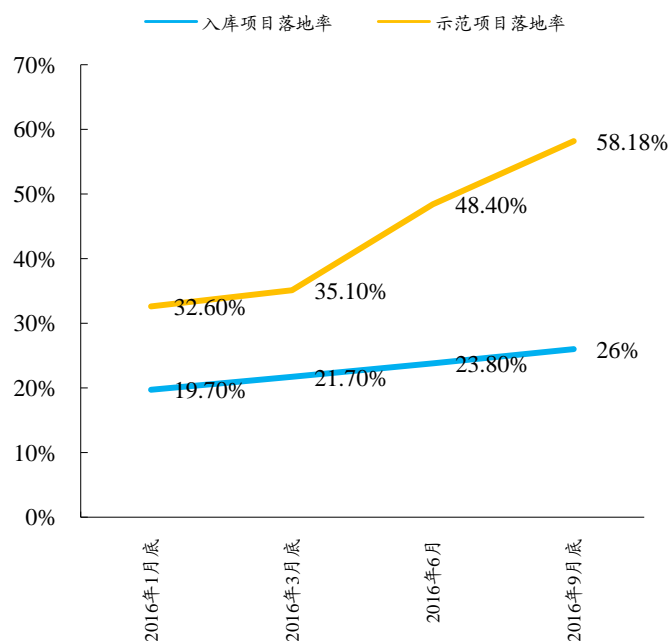


数据来源：财政部PPP中心，国泰君安证券研究

## 2017PPP中观判断：过万亿第三批PPP示范项目有望在2017年进一步提升落地速度

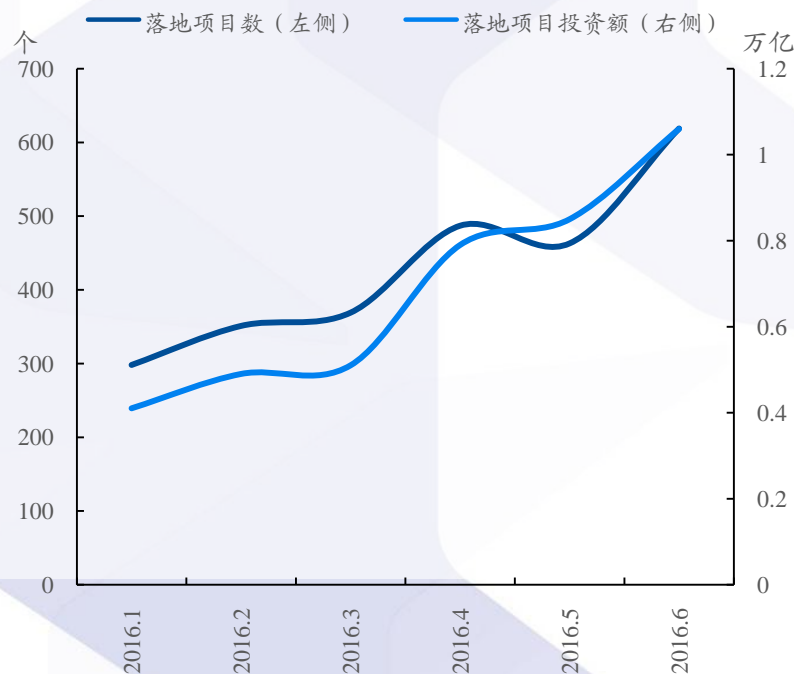
10月13日，财政部公布第三批PPP示范项目清单，第三批共516个项目计划总投资金额11708亿元。按照前两批PPP示范项目截至6月底时的落地率（第一批落地率76%，第二批落地率45%）及三批PPP示范项目落地时间表，从2016年6月至2017年9月总计1年半时间，需要落地的示范项目总投资额约为1.58万亿，落地料明显加速。

图9：PPP落地率提升迅速



数据来源：财政部PPP中心，国泰君安证券研究

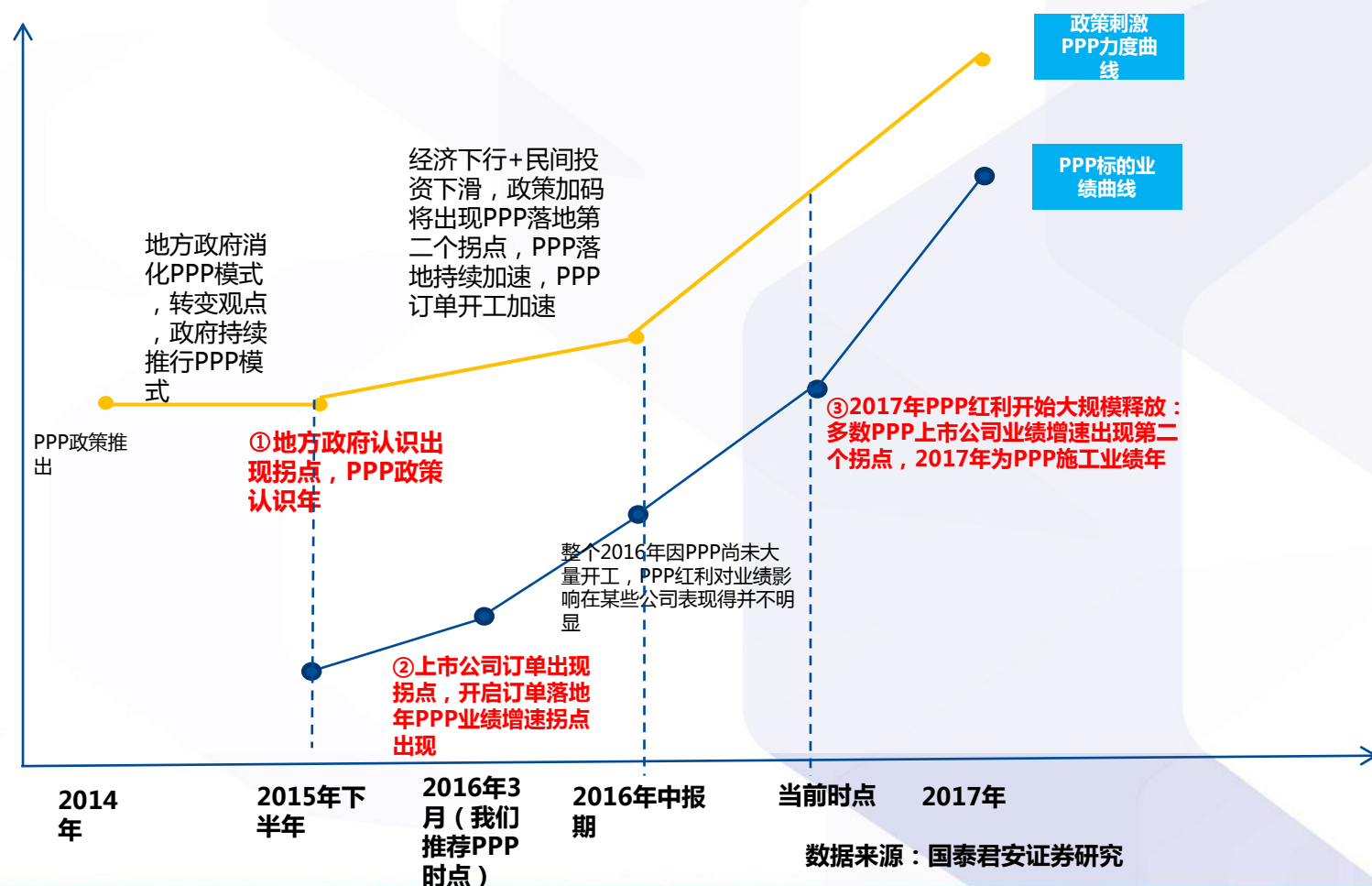
图10：PPP落地项目数及规模持续提升



数据来源：财政部PPP中心，国泰君安证券研究

## 2017PPP微观判断：2015年政策认识年，2016年订单落地年，2017年施工业绩年

图11：2017年PPP施工业绩年



## 2017年PPP施工业绩年具有坚实订单基础：16年至今上市建筑民企PPP订单增速快快，合计增速达164%

表 1：建筑民企2015年至今上市民企新签PPP订单总额已近1100亿

公司简称	2015	2016至今（亿元）	合计（亿元）	2015年营收（亿元）	占比	2016年至今PPP订单占2015年比重
铁汉生态	16.8	54.03	70.83	26	272.4%	322%
龙元建设	26.42	123.99	150.41	160	94%	496%
东方园林	226.22	262.67	488.89	54	905.4%	116%
围海股份	4.71	101.28	105.99	19	557.8%	2150%
成都路桥	6.3	4.63	10.93	14	78.1%	73%
宏润建设	76.58	17.5	94.08	85	110.7%	23%
苏交科	1.09	10	11.09	26	42.65%	917%
美晨科技	—	2.58	2.58	18	14.3%	—
柯利达	2.8	11.96	14.76	16	92.3%	427%
棕榈股份	14.22	10.96	25.18	44	57.2%	77%
腾达建设	25.6	—	25.6	29	88.2%	—
美尚生态	0.89	12.09	12.98	6	216.3%	1358%
达实智能	2.5	3.99	6.49	17	38.2%	160%
神州长城	—	15.7	15.7	40	39.3%	—
宁波建工	—	36.77	36.77	133	27.6%	—
普邦园林	5.16	—	5.16	24	21.5%	—
蒙草生态	—	2.96	2.96	36	8.22%	—
合计	409.29	671.11	1080.4	712	126.4%	164%

数据来源：wind，国泰君安证券研究（注：未考虑框架协议订单）

## 2017年PPP施工业绩年具有坚实订单基础：16年至今上市建筑国企PPP订单增速快快，合计增速达316%

表2：建筑国企2015年至今签订的PPP订单近7000亿

公司简称	2015	2016至今（亿元）	合计（亿元）	2015年营收（亿元）	占比	2016年至今PPP订单占2015年比重
隧道股份	4.8	131.3	136.1	268	50.8%	2735%
中国电建	14.8	225.8	240.6	2,109	11.4%	1526%
中国建筑	239.5	2040	2279.5	8,806	25.9%	852%
中国中冶	30.0	180.5	210.5	2,173	9.7%	602%
四川路桥	5.3	13.59	18.89	308	6.1%	256%
中国交建	642.5	1125.5	1768	4,044	43.7%	175%
中国中铁	113.9	440.16	554.06	6,241	8.9%	386%
上海建工	85.3	110.4	195.7	1,254	15.6%	129%
葛洲坝	500.0	851.4	1351.4	823	164.2%	170%
安徽水利	11.8	16.04	27.84	92	30.3%	136%
山东路桥	——	95.1	95.1	74	128.5%	——
粤水电	——	38.5	38.5	67	57.6%	——
云投生态	25.0	13.2	38.2	8	477.5%	——
中铁二局	——	5.9	5.9	578	1.0%	——
东华科技	——	0.14	0.14	36	0.4%	——
龙建股份	5.6	22.86	28.49	67	42.48%	——
合计	1678.49	5310.39	6988.88	26,949	25.9%	316%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究（注：2016年至今订单为根据公司公告累计相加而得，但因订单未公告完整从而可能和实际数据有一定偏差，不考虑框架协议）

## 市场尚未完全消化2017年PPP宏观逻辑加强，中观订单加速落地和微观施工业绩兑现高增长预期：PPP核心标的2017年估值较低

表3：PPP核心标的2017年估值较低

证券代码	证券简称	收盘价	2016EPS(E)	2017EPS(E)	2018EPS(E)	16PE	17PE	18PE
002310.SZ	东方园林	14.89	0.45	0.65	0.91	33	23	16
300197.SZ	铁汉生态	11.67	0.36	0.51	0.64	32	23	18
300237.SZ	美晨科技	14.85	0.50	0.67	0.84	30	22	18
600068.SH	葛洲坝	8.86	0.72	0.89	1.09	12	10	8
601668.SH	中国建筑	8.08	1.05	1.18	1.32	8	7	6
300355.SZ	蒙草生态	11.38	0.23	0.31	0.42	49	37	27
601800.SH	中国交建	16.00	1.08	1.19	1.29	15	13	12
600820.SH	隧道股份	10.40	0.54	0.62	0.71	19	17	15
601618.SH	中国中冶	5.05	0.30	0.35	0.40	17	14	12
600491.SH	龙元建设	11.69	0.26	0.39	0.53	44	30	22
300284.SZ	苏交科	22.04	0.69	0.91	1.14	32	24	19

数据来源：wind，国泰君安证券研究

## PPP机构资金配置：PPP核心标的仍旧具有较大配置空间

截至9月底，PPP核心标的中基金重仓持股占流通市值比超过全A股平均水平约3%的公司数量不到一半，大多数PPP核心标的基金重仓持股比例不到全A股平均基金重仓持股比例（其中园林企业因前期下跌基金重仓比例可能有所下滑，而大基建蓝筹因前期上涨基金重仓持股比例料有所上升）。我们认为，随着PPP核心标的PPP红利兑现，PPP核心标的仍有基金配置提升空间，从而或带来股价上涨。

表4：PPP核心标的基金重仓比例仍有提升空间

证券代码	证券简称	季度变动（万股）	持股占流通股比(%)
300197.SZ	铁汉生态	11795	16.1%
002310.SZ	东方园林	14703	11.4%
300237.SZ	美晨科技	2480	8.8%
600491.SH	龙元建设	4976	7.1%
300284.SZ	苏交科	946	6.1%
600068.SH	葛洲坝	10040	3.8%
601668.SH	中国建筑	22573	1.9%
600820.SH	隧道股份	1019	0.7%
601186.SH	中国铁建	19	0.6%
601390.SH	中国中铁	-41	0.6%
300355.SZ	蒙草生态	194	0.4%
601618.SH	中国中冶	4306	0.3%
002062.SZ	宏润建设	152	0.2%
601800.SH	中国交建	676	0.2%

数据来源：wind，国泰君安证券研究



## 2017PPP宏观逻辑加强+中观PPP落地加速+微观施工业绩年：催化剂众多

- 宏观逻辑催化剂：
  - ✓经济下行压力趋大
  - ✓地产投资下行
  - ✓外贸出现下滑
  - ✓民间投资下滑
- 中观政策催化剂：
  - ✓PPP立法
  - ✓PPP社会资金退出机制
  - ✓PPP财税政策
- 微观公司催化剂：
  - ✓订单持续增长
  - ✓定期业绩报告兑现业绩高增预期
  - ✓定增融资事项等

**当前布局时间点重要：约1个月后PPP核心标的业绩将对标2017年，估值将大幅降低**



## PPP推荐园林——看好园林板块五大理由

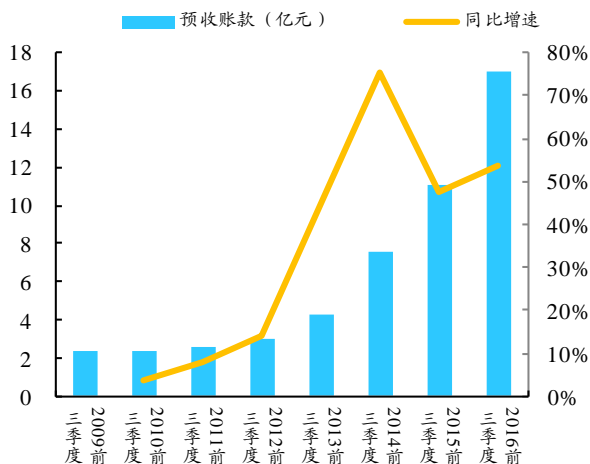
推荐园林行业五大理由：

- 1、行业规模处于快速成长阶段：美丽中国、流域治理、海绵城市等
- 2、行业内上市园林企业具有强大竞争力且强者恒强：由于园林行业上市民企即为行业龙头企业，根据《中国建筑业协会古建筑与园林施工分会》统计，2015年园林企业营收前10位中有一半是上市园林企业。因此上市园林企业将充分受益于PPP落地加速爆发的行业趋势。
- 3、行业PPP规模大：截至9月底，园林行业相关PPP入库项目规模已超1万亿。
- 4、行业盈利能力强，订单结转最快，业绩增速最快：园林上市公司净利率可达10%左右，一般园林订单2年结转，前三季度园林平均业绩增长约110%
- 5、行业内上市公司自下而上大量转型或具备转型预期。

## PPP推荐园林——板块预收/预付先行指标同比大幅增长，业绩高增有迹象

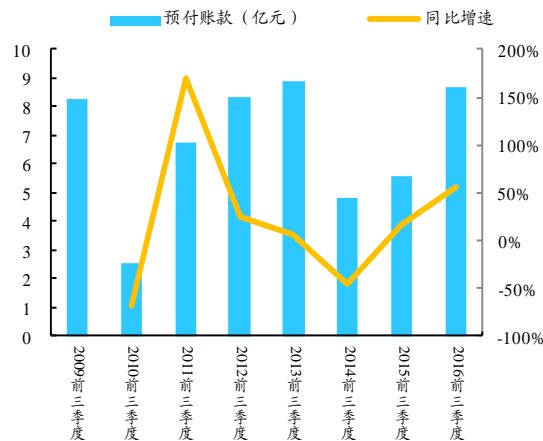
园林行业1-9月预收款同比增长约55%，为2009年以来第二高的增速水平，1-9月园林行业预收款超过16亿元达到历史最高水平。从预付账款来看，园林行业2016年1-9月预付账款约8.5亿元，同比增速超过50%，无论是增速还是绝对数额接近历史最高水平。园林行业业绩高增已有迹象。

图12：园林板块预收账款前三季度同比大增



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图13：园林板块预付账款前三季度同比大增



数据来源：wind，国泰君安证券研究

## PPP推荐园林——选股逻辑：订单/收入比+低估值+业绩增长

**选股逻辑1：PPP订单收入比。**不考虑框架协议，2015年至今签订PPP订单/收入比最大的园林公司依次为：铁汉生态272%/美尚生态216%/云投生态165%/棕榈股份57%。

**选股逻辑2：低估值。**园林企业2017年估值水平从低到高分别为铁汉生态/美晨科技/文科园林/云投生态/棕榈股份/美尚生态。

**选股逻辑3：2017年业绩增速。**根据我们预测，园林公司2017年业绩增速从高到低分别为铁汉生态48%/美晨科技40%/文科园林34%/云投生态33%/棕榈股份25%/美尚生态20%。

**综上：我们推荐铁汉生态/美晨科技/文科园林/云投生态/棕榈股份/美尚生态。**

## 铁汉生态/蒙草生态近三个季度业绩增速逐步提升，园林核心标的订单收入比高

表5：主要园林公司近7个季度单季度业绩同比增速

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
铁汉生态	48%	25%	15%	26%	44%	47%	111%
蒙草生态	21%	1%	-3%	-55%	-176%	66%	216%
棕榈股份	-2105%	7%	-206%	-233%	112%	-21%	-136%
东方园林	-7%	-45%	91%	44%	16%	54%	109%
云投生态	-9%	58%	114%	-68%	-55%	3449%	362%
美晨科技	96%	110%	315%	65%	109%	235%	84%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

表6：主要园林公司1-9月订单增速及订单收入均较高

	20161-9月总订单	1-9月订单同比增速	2015年营收	1-9月订单收入比
铁汉生态	77	435%	26	3.0
东方园林	464	113%	50	9.3
蒙草生态	37.5	145%	18	3.1
美晨科技	200	—	18	11.1

数据来源：wind，国泰君安证券研究（注：包含框架协议）

## 一、PPP：2017施工业绩年，宏观逻辑料强化

表7：重点园林公司盈利预测及估值

分类	公司代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)			市盈率(X)			市值(亿元)	投资评级
				16E	17E	18E	16E	17E	18E		
园林	300237.SZ	美晨科技	14.85	0.48	0.67	0.87	31	22	17	120	增持
园林	002200.SZ	云投生态	24.25	0.46	0.61	0.78	53	40	31	44	增持
园林	002431.SZ	棕榈股份	10.30	0.2	0.25	0.33	52	41	31	144	增持
园林	002509.SZ	天广中茂	12.68	0.12	0.14		106	91		198	增持
园林	002717.SZ	岭南园林	29.12	0.74	1.05	1.44	39	28	20	118	增持
园林	300197.SZ	铁汉生态	11.67	0.4	0.59	0.77	29	20	15	175	增持
园林	002663.SZ	普邦园林	6.43	0.19	0.24	0.29	34	27	22	113	增持
园林	300495.SZ	美尚生态	46.48	0.79	0.95	1.1	59	49	42	105	增持

数据来源：wind，国泰君安证券研究

## PPP推荐轨交——行业规模快速扩张，PPP纯度高

推荐轨交行业三大理由：

- 1、轨交行业规模增速最快：我们预计未来三年轨交行业规模CAGR超40%；
- 2、轨交PPP纯度高：“地铁+物业”模式越来越被广泛使用，入库轨交项目超万亿；
- 3、相对于园林，轨交行业相关标的涨幅较少

## 轨交行业选股逻辑：轨交资质实力+轨交订单占比+轨交订单弹性

- 1、轨交资质实力：全国龙头“两铁”，新兴轨交央企中国交建/葛洲坝，区域轨交龙头隧道股份/上海建工，轨交民企宏润建设/腾达建设
- 2、轨交订单占比：从大到小分别为腾达建设80%/宏润建设50%/中国中铁19%/隧道股份17%/中国铁建8%/中国交建8%/葛洲坝2%等
- 3、订单弹性：从大到小分别为腾达建设291%/宏润建设132%/中国铁建80%/中国中铁70%/隧道股份30%/中国交建/葛洲坝等

综上，我们推荐**隧道股份/宏润建设/腾达建设**等。

## 一、PPP：2017施工业绩年，宏观逻辑料强化

隧道股份近3个季度业绩单季增速逐渐提升，且前三季度订单增速远高于市场预期业绩增速

表8：主要轨交公司近7个季度单季度业绩同比增速

代码	公司	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
002062.SZ	宏润建设	8%	-10%	30%	-11%	6%	4%	4%
600512.SH	腾达建设	-65%	-22%	-22%	1149%	-82%	350%	205%
600820.SH	隧道股份	11%	-4%	-5%	19%	9%	11%	17%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

表9：主要轨交公司近7个季度单季度业绩同比增速

代码	公司	订单增速	2016E	2017E	2018E
002062.SZ	宏润建设	前三季度40%	22%	28%	25%
600512.SH	腾达建设	前三季度328%	414%	111%	43%
600820.SH	隧道股份	前三季度83%	14%	14%	15%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表10：主要轨交公司盈利预测及估值

分类	公司代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)			市盈率(X)			市值(亿元)	投资评级
				16E	17E	18E	16E	17E	18E		
轨交	002062.SZ	宏润建设	7.34	0.25	0.37	0.52	29	20	14	120	增持
轨交	600512.SH	腾达建设	5.17	0.07	0.18	0.26	74	29	20	44	增持
轨交	600820.SH	隧道股份	10.40	0.55	0.66	0.81	19	16	13	330	增持

数据来源：wind，国泰君安证券研究



## 推荐PPP模式：龙元建设/苏交科/中设集团

➤龙元建设：1) 截止9月末公司新承接业务量226亿元，其中PPP业务量121亿元，较2015年的76亿元增长59%，三季度单季度承接PPP业务58亿；2) 近期PPP连获重磅文件刺激，叠加第三批超万亿PPP示范项目推出，PPP落地热潮将持续；3) 公司PPP平台型模式稀缺，将使DDM模型分子分母同时改善，某一个区间的业绩表现不影响长期向上趋势，持续看好。

➤苏交科：1) 公司以设计切入PPP平台模式（劣后级投资），模式稀缺且优良；2) 地产受调控，基建经济稳定器料加码，刺激交通运输/轨交投资，助力订单高速增长（上半年业务新签合同同增60%）；3) 锁3年定增募资约8.9亿（大股东认购+定增价19.69元+第2次修订），通过可期，信心动力强；4) 外延收购水利设计公司，西班牙设计公司90%股权、美国TestAmerica100%股权，深化布局PPP、环保及海外业务，受益一带一路战略突围。

➤中设集团：以设计切入PPP模式新贵。

表11：中设集团近三个季度单季业绩同比增速逐步提升

代码	公司	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
300284.SZ	苏交科	36%	22%	23%	19%	31%	22%	15%
603018.SH	中设集团	-8%	-12%	-5%	7%	16%	31%	60%
600491.SH	龙元建设	-21%	43%	-18%	-37%	84%	12%	25%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

表12：主要PPP模式盈利预测及估值

分类	公司代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)			市盈率(X)			市值(亿元)	投资评级
				16E	17E	18E	16E	17E	18E		
平台模式	600491.SH	龙元建设	11.69	0.27	0.37	0.5	43	32	23	118	增持
设计	300284.SZ	苏交科	22.04	0.73	0.97	1.17	30	23	19	175	增持
设计	603018.SH	中设集团	36.18	1.13	1.38	1.65	32	26	22	113	增持

数据来源：wind，国泰君安证券研究

01

PPP：2017施工业绩年，宏观逻辑料强化

02

**大基建蓝筹迎历史发展机遇**

03

国际工程：一带一路2017战略突围可期

04

建筑国改：以长时间换大空间

05

装配式建筑：建筑业升级加速，长周期拐点到来

06

装饰/转型：自下而上看点多

07

投资建议及风险提示



**PPP：大基建蓝筹无论在施工资质，资金实力以及便利的资金获取通道及较低的资金成本，和地方政府的关系上面，普遍较建筑民企有较大优势。大基建蓝筹的PPP订单增速充分说明了其PPP竞争优势，根据我们统计，大基建蓝筹2016年至今签订PPP订单均超过2015年全年，且很多为数倍增长。**

表13：大基建蓝筹2016年至今签订的PPP订单超过2015年全年

公司简称	2015	2016 至今（亿元）	2016 年至今 PPP 订单占 2015 年比重
中国电建	14.8	225.8	1526%
中国建筑	239.5	1772.6	740%
中国中冶	30.0	145.3	484%
中国交建	642.5	1125.5	175%
中国中铁	113.9	162.4	143%
葛洲坝	500.0	564.0	113%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究（注：2016年至今订单为根据公司公告累计相加而得，但因订单未公告完整从而可能和实际数据有一定偏差）

**一带一路：基建互通为先：大基建蓝筹为一带一路战略实施重要载体和最先收益公司**

高铁出海  
加速：中  
国中铁+  
中国铁建

能源基建  
出海加  
速：葛洲  
坝

冶金工程  
出海加  
速：中国  
中冶

交运工程出  
海加速：中  
国交建/中  
国建筑等

**大基建蓝筹迎国际业务拓展历史性机遇  
，业务结构及盈利结构料发生重大变化  
，提升长期估值中枢**

## 央企改革：大基建蓝筹看点众多



## 二、大基建蓝筹迎历史发展机遇

**大基建蓝筹处历史最好时期：①从大基建蓝筹全口径订单来看，前三季度中国中铁/中国铁建/隧道股份订单增速均历史最高，中国电建/中国建筑/中国交建订单增速接近历史最好水平**

表14：大基建蓝筹订单增速处历史最好水平

公司	2011	2012	2013	2014	2015	2016年前3季度 订单同比
葛洲坝	30%	40%	18%	16%	32%	-17%
中国电建	-	35%	22%	13%	38%	24%
中国中冶	1%	-7%	-4%	29%	22%	15%
中国建筑	15%	10%	36%	11%	7%	26%
中国交建	11%	12%	6%	12%	7%	10.1%
中国中铁	-22%	28%	27%	1%	2%	32%
中国铁建	-9%	16%	8%	-3%	15%	22%
隧道股份	5%	71%	21%	-14%	13%	约83%

数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究

**从大基建蓝筹盈利能力来看，根据三季报情况，大基建蓝筹盈利能力目前处于历史最佳水平，除中国交建之外，其他大基建蓝筹净利率均创历史新高，且我们预计大基建蓝筹盈利能力将持续提升。**

表15：大基建蓝筹盈利能力处历史最好水平

证券代码	证券简称	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016H1
601668.SH	中国建筑	3.97	3.98	3.99	4.31	4.15	4.08	4.57
601390.SH	中国中铁	1.75	1.57	1.66	1.80	1.75	1.90	1.99
601186.SH	中国铁建	0.92	1.72	1.79	1.78	1.95	2.23	2.32
601800.SH	中国交建	3.45	3.99	3.85	3.57	3.75	3.90	3.91
601669.SH	中国电建	3.18	3.47	3.43	3.59	3.16	2.75	3.73
600068.SH	葛洲坝	4.32	3.89	3.52	3.28	4.13	4.17	4.45
601618.SH	中国中冶	2.69	1.61	-4.73	1.52	2.01	2.28	2.95
600820.SH	隧道股份	3.64	3.64	5.39	5.58	5.57	5.61	6.26

数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究

**大基建蓝筹Q4业绩具有保障：大基建蓝筹2016年1-9月预收款超6000亿元创历史新高，同比增长约14%，Q3单季度预收账款同比大幅提升82%；Q3大基建蓝筹预收账款同样创历史新高**

表 16: 大基建蓝筹板块Q4营收环比增速有望大幅提升

	单季度预收账款增量（亿元）	单季营收环比增速
2015Q1	422	——
2015Q2	100	21.3%
2015Q3	528	-3.1%
2015Q4	-622	30.7%
2016Q1	572	-30.9%
2016Q2	-174	20.3%
2016Q3	973	-3.0%
2016Q4	——	单季营收环比增速预计较大

数据来源：wind，国泰君安证券研究

**大基建蓝筹业绩料超预期：从市场一致预期来看，大基建蓝筹2016年及2017年业绩增速基本上为线性外推，但在PPP落地加速、国企改革提升管理水平以及地产调控下基建投资增速有望提升的背景下，大基建蓝筹业绩存在超预期可能。**

表 17: 当前市场对大建筑国企业绩预测基本为线性外推

证券代码	证券简称	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
601668.S H	中国建筑	61%	47%	16%	30%	11%	15%	16%	13%
601390.S H	中国中铁	9%	-11%	10%	27%	11%	18%	12%	12%
601186.S H	中国铁建	-36%	85%	10%	20%	10%	11%	13%	9%
601800.S H	中国交建	38%	23%	3%	2%	14%	13%	11%	9%
600068.S H	葛洲坝	4%	13%	1%	1%	44%	17%	24%	23%
601618.S H	中国中冶	26%	-20%	-264%	-143%	33%	21%	20%	16%
600820.S H	隧道股份	53%	-7%	2%	12%	8%	6%	14%	14%

数据来源：wind，国泰君安证券研究



### 大基建蓝筹配置较低，机构具有增加配置可能

大基建蓝筹第三季度重仓基金持股市值占流通市值比例从高到底依次为葛洲坝3.78%/中国建筑1.88%/隧道股份0.74%/中国铁建0.59%/中国中铁0.58%/中国中冶0.27%/中国交建0.15%。

### 安邦资产举牌中国建筑，开启险资举牌大基建蓝筹先例，大基建蓝筹旗下地产业务料重估（以中国建筑为例）

- 1) 公司公告截至11月21日，安邦资产再增持公司约3.63亿股，占公司总股本达6.21%；
- 2) 公司2016/17年目前PE估值分别约8.1/7.2倍，上市以来公司平均分红率12%，按照目前股价计算股息率约1.55%，公司三季度末未分配利润约1180亿元，估值低分红高且不乏提升分红率可能；
- 3) 中期地产业务毛利占比接近50%，截至10月地产业务合约销售额1738亿（+53.4%），合约销售面积1250万平米（+26%），期末土地储备8867万平米（+25%），新购置土地面积2011万平米（+105%），地产业务发展迅速；
- 4) 相较于其他大地产公司因举牌而得到的估值提升，公司旗下地产业务估值显著低估。

**推荐中国中冶/葛洲坝/中国建筑/中国铁建/中国中铁/中国交建。**从估值/一带一路/基建/国改四个角度进行选股，推荐中国中冶（PPP超预期+涨幅小）/葛洲坝（PPP+环保布局加速）/中国建筑（低估值高分红+业绩超预期+安邦举牌）/中国中铁+中国铁建（高铁龙头）/中国交建（国有资本投资公司+海外业务占比22%）。

## 二、大基建蓝筹迎历史发展机遇

### 大基建蓝筹中国建筑/中国中铁近3个季度业绩同比增速逐渐提升

表 18：主要大基建蓝筹近7个季度单季度业绩同比增速

公司	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
中国建筑	22%	13%	4%	24%	13%	20%	63%
中国铁建	9%	6%	11%	18%	18%	3%	19%
中国中铁	14%	22%	3%	32%	10%	17%	22%
中国中冶	14%	29%	43%	12%	7%	17%	-4%
葛洲坝	1%	-1%	12%	63%	27%	7%	48%
隧道股份	11%	-4%	-5%	19%	9%	11%	17%
中国交建	8%	14%	-11%	37%	18%	3%	20%
中国电建	12%	84%	41%	-81%	61%	-19%	13%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 19：主要大基建蓝筹盈利预测及估值

分类	公司代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)			市盈率(X)			市值(亿元)	投资评级
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E		
大基建蓝筹	601668	中国建筑	8.08	1	1.14	1.29	8	7	6	2,460	增持
大基建蓝筹	600068.S H	葛洲坝	8.86	0.77	1.01	1.29	12	9	7	408	增持
大基建蓝筹	601800.S H	中国交建	16.00	1.08	1.2	1.32	15	13	12	2,174	增持
大基建蓝筹	601186.S H	中国铁建	11.78	1	1.1	1.21	12	11	10	1,523	增持
大基建蓝筹	601390.S H	中国中铁	9.42	0.58	0.62	0.66	16	15	14	1,963	增持
大基建蓝筹	601618.S H	中国中冶	5.05	0.3	0.35	0.4	17	14	13	870	增持

数据来源：wind，国泰君安证券研究



01

PPP：2017施工业绩年，宏观逻辑料强化

02

大基建蓝筹迎历史发展机遇

03

**国际工程：一带一路2017战略突围可期**

04

建筑国改：以长时间换大空间

05

装配式建筑：建筑业升级加速，长周期拐点到来

06

装饰/转型：自下而上看点多

07

投资建议及风险提示

美国下一任总统特朗普对“一带一路”态度较为积极，美国加入亚投行可能性大，中美在“一带一路”战略开拓利益趋于一致，将大力促进一带一路战略突围，促进中国资本输出/过剩产能输出，提升中国在一带一路沿线国家影响力。2017年及一带一路订单规模及落地速度有望超市场预期。

我们利用假设对一带一路周边国家的建筑增加值进行估算，一带一路周边国家建筑增加值合计为 9354 亿美元，扣除德、意、俄后为 5468 亿美元（扣除原因在于中国企业在欧洲国家竞争力不强），约合3.7万亿人民币。



## 一带一路或迎至少4年战略发展期

### 变化

美国或改变立场加入  
亚投行

贸易保护主义或抬头

美国未来10年投入1  
万亿美元发力基建

### 意义

美国或转向内部经济  
，中国大国地位料强  
化

外贸依存度较大一带一  
路沿线国家料更加积极  
对接一带一路战略

中美两大国发力基建  
驱动全球基建市场

### 影响

一带一路迎来难得的战  
略发展期

国际工程订单料加速推  
进

外贸增长存压，国内基建稳  
增长更显重要性

人民币存贬值预期带来  
汇兑收益边际提升

数据来源：国泰君安证券研究



国泰君安证券  
GUOTAI JUNAN SECURITIES

国泰君安证券2017年投资策略研讨会

请参阅附注风险提示

**一带一路战略突围推荐——国际工程板块业绩增长前景乐观：**①一带一路战略突围，海外订单增长弹性大；②海外工程施工料加速；③人民币趋于贬值，汇兑受益直接增厚国际工程业绩。

中工国际海  
外业务占比  
91%，汇兑  
收益占比  
31%

北方国际海  
外业务占比  
99%，汇兑  
收益占比  
27%

中材国际海  
外业务占比，  
汇兑收益占  
比12%

中钢国际海  
外业务占比  
49%，汇兑  
收益占比  
4%

**国际工程公司最受益海外布局加速，人民币贬值预期直接显著增厚公司业绩**

## 国际工程板块业绩增长前景乐观：④在手订单充裕或订单增速快

**中工国际/北方国际神州长城订单/收入比大。**截至2016年上半年，中工国际在手合同80.48亿美元，根据最新人民币汇率目前在手订单合同为2015年营收的**6.8倍**。北方国际截至9月末已签约正在执行/尚未生效订单合计541亿，为15年营收的近**13倍**。预计神州长城在手订单约185亿，订单收入比达**4.6倍**

**中材国际/中钢国际上半年新签海外订单有所提升。**中钢国际每年新签订单120亿元，上半年新签海外订单110亿元，同比增长12.5%；而中材国际上半年总订单和海外订单均大幅增长，分别同比增长56%和64%。

表 20: 中材国际上半年新签总订单及海外订单均同比大幅增长

	中材国际总订单 (亿元)	同比增速	中材国际海外订单 (亿元)	同比增速
2009年	205	——	100	——
2010年	240	17%	150	50%
2011年	317	32%	184	23%
2012年	292	-8%	139	-24%
2013年	320	10%	231	66%
2014年	273	-15%	217	-6%
2015年	315	15%	285	31%
2016年上半年	168	56%	152	64%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

## 国际工程板块业绩增长前景乐观：⑤预收/预付大幅增长预收短期Q4业绩增长

从Q3单季预收账款来看，2016年Q3单季度预收账款超10亿，较上年同期大幅增长超10倍。从Q3单季度来讲，国际工程板块Q3单季度预付账款增量约12亿元，较上年同期提升较大。

图8:国际工程板块Q3单季度预收账款大增超10倍

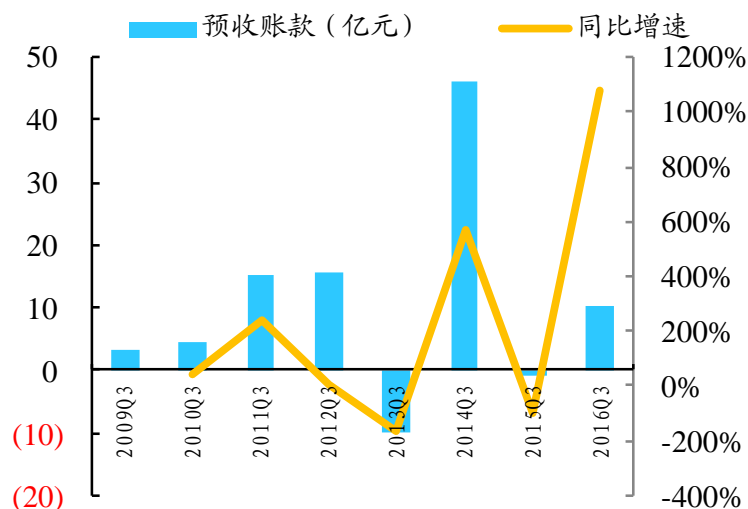


图9:国际工程板块Q3单季度预收账款大增超10倍

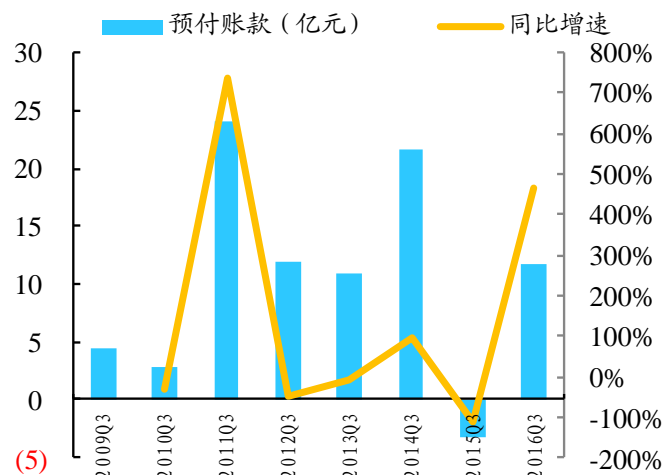


图9:国际工程板块Q3单季度预收账款大增超10倍

## 国际工程：模式/订单/汇兑收益弹性/基金配置/估值五维度选股，推荐中工国际/北方国际/中材国际

### 选股逻辑

- 海外工程模式：中工国际为国际工程平台型模式
- 订单情况：北方国际/中工国际/中材国际/中钢国际
- 人民币汇兑收益弹性从大到小以此为：中工国际/北方国际/中材国际/中钢国际
- 基金配置：前三季度基金重仓持股占流通市值比例，从小到大依次为：中材国际1.47%/中钢国际4.4%/北方国际5.1%/中工国际5.5%
- 从估值来看：2017年从低到高分别为中材国际15倍/中工国际16倍/北方国际20倍

### 推荐

推荐中工国际：前三季度业绩增长23%，公司公告全年业绩增长10%-40%，符合预期。

推荐北方国际：前三季度业绩同比增长55%，在手订单充裕订单营收比近13倍，民品国际化平台呼之欲出

推荐中材国际：前三季度业绩同增23%，符合预期。两材合并后实力大增，国际水泥工程龙头受益一带一路战略突围

推荐神州长城：前三季度业绩同比增长25%，符合预期。装饰国际工程龙头，持续布局医建PPP市场转型在路上。



### 三、国际工程：一带一路2017战略突围可期

#### 主要国际工程公司近7个季度单季度业绩同比增速

表 21: 中材国际近2个季度单季度业绩同比增速提升

公司	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
中材国际	-44%	60%	-40%	-178%	10%	8%	58%
中工国际	-21%	-20%	-14%	195%	11%	32%	23%
中钢国际	-176%	-228%	63%	-7%	24%	-21%	14%
北方国际	7%	90%	-57%	155%	45%	107%	15%
神州长城	-66%	-112%	17851%	3237%	19738%	57241%	31%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

表 22: 国际工程公司盈利预测及估值

分类	公司代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)			市盈率(X)			市值(亿元)	投资评级
				16E	17E	18E	16E	17E	18E		
国际工程	002051.SZ	中工国际	26.82	1.35	1.6	1.86	20	17	14	245	增持
国际工程	000065.SZ	北方国际	28.10	1.1	1.41	1.76	26	20	16	116	增持
国际工程	600970.SH	中材国际	8.04	0.45	0.53	0.62	18	15	13	141	增持
		神州长城									

数据来源：wind，国泰君安证券研究





01

PPP：2017施工业绩年，宏观逻辑料强化

02

大基建蓝筹

03

国际工程：一带一路2017战略突围可期

04

**建筑国改：以长时间换大空间**

05

装配式建筑：建筑业升级加速，长周期拐点到来

06

其他

07

投资建议及风险提示

## 建筑国企改革：寻找基本面改善基础上的“以长时间换大空间”标的



### 建筑国企改革事项频繁，未进行国改相关公司2017年国改预期将更加强烈

- 建筑央企国改看点包括：中国交建（国有资本投资公司试点，据网易财经报道，内部方案年底或上报国资委）、中国建筑（推出股权激励计划）、中国中铁+中国铁建（存央企合并预期）、葛洲坝（间接控股股东中国能建推出股权激励计划）、北方国企（正在进行集团资产注入）等
- 建筑地方国改看点包括：安徽水利（已完成集团整体上市）、上海建工（已推出员工持股计划）、云投生态（已推出员工持股计划）、山东路桥（已完成集团内竞争业务资产梳理）、隧道股份（存在员工持股或引入战投预期）。

表 23: 选股逻辑1——国企改革热点/标杆公司

公司简称	国企改革看点	地区
中国中冶	央企重组，将整体并入中国五矿	央企
中国建筑	少数实施限制性股票激励计划的央企，央企信息公开试点	央企
中国交建	控股股东为国有资本投资公司试点	央企
北方国际	集团北方车辆、北方物流等五家公司股份注入，万宝工程所持公司股权已划转至北方工业(由兵工集团和兵装集团各持50%)，集团内地位显著提升，公司为北方工业旗下唯一上市平台	央企
岳阳林纸	控股股东中国诚通集团为国有资本运营公司试点	央企
中国海诚	实施2次股权激励，控股股东中轻集团旗下长泰机械完成注入，未来存更多集团资产注入预期	央企
中工国际	实施股权激励	央企
隧道股份	集团资产超过75%已注入，国企改革预期强烈，市场预期方向为员工持股、引入战投等	上海
上海建工	集团已基本完成整体上市，已推出员工持股计划	上海
云投生态	已推出员工持股计划，存在资产注入预期	云南
山东路桥	山东省国改	山东
安徽水利	已完成集团整体上市	安徽

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

#### 四、建筑国改：以长时间换大空间

表 24: 选股逻辑2——大集团小平台

证券代码	上市公司	14 年资产	15 年资产	控股股东	集团资产	集团资产统计时间	资产占比
002200.SZ	云投生态	24.16	28.85	云南省投资控股集团有限公司	1647.47	2016.4	1.75%
002116.SZ	中国海诚	32.4	35.25	中国轻工集团公司	143	2014.12	22.7%
600248.SH	延长化建	50.84	50.28	陕西延长石油(集团)有限责任公司	2735	2014.12	1.86%
证券代码	上市公司	14 年净利	15 年净利	控股股东	集团净利	集团净利统计时间	净利占比
000065.SZ	北方国际	1.85	2.19	中国北方工业公司	54.83	2014.12	4%

数据来源：wind、各公司官网、中国兵器工业集团公司2016年第一期中期票据补充募集说明书，国泰君安证券研究（单位：亿元）

表 25: 选股逻辑3\_高股息率/高分红率，低估值之分红指标

证券代码	证券简称	2015 年度现金 分红比例	2014 年度现金 分红比例	2013 年度现金 分红比例	近 3 年平均现金 分红比例
600545.SH	新疆城建	108.3%	30.1%	30.5%	56.3%
600170.SH	上海建工	47.7%	51.6%	34.3%	44.5%
002116.SZ	中国海诚	54.6%	31.2%	34.7%	40.2%
600820.SH	隧道股份	31.9%	33.8%	31.7%	32.5%
600970.SH	中材国际	30.1%	30.2%	30.6%	30.3%
601618.SH	中国中冶	21.9%	24.1%	39.1%	28.4%
600248.SH	延长化建	19.6%	40.7%	22.9%	27.7%
002051.SZ	中工国际	22.1%	26.8%	26.6%	25.2%
002060.SZ	粤水电	27.7%	24.5%	20.2%	24.1%
601669.SH	中国电建	20.2%	20.1%	30.1%	23.5%
601668.SH	中国建筑	23.0%	22.9%	21.0%	22.3%
600326.SH	西藏天路	22.8%	42.9%	0.0%	21.9%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

#### 四、建筑国改：以长时间换大空间

- 首先从现金分红看，建筑国企一共至少有12家企业近3年平均现金分红比例在20%以上，排名前3的国企分别为新疆城建（56.3%）、上海建工（44.5%）、中国海诚（40.2%）。
- 从送转股来看，建筑国企送转股比例较低，近3年平均每股送转股比例最高仅0.33，送转股比例排名前3为的建筑国企分别为隧道股份（0.33）、上海建工（0.27）、中国海诚（0.27）。
- 从股息率来看，建筑国企中股息率从高到底依次为上海建工（3.59%）、中国建筑（3.51%）、中材国际（2.55%）、葛洲坝（2.52%）和中国海诚（2.16%）

表 26: 选股逻辑3\_高股息率/高分红率，低估值之股息率指标

证券代码	证券简称	2015 年股息率(%)
600170.SH	上海建工	3.5885
601668.SH	中国建筑	3.5088
600970.SH	中材国际	2.5522
600068.SH	葛洲坝	2.5180
002116.SZ	中国海诚	2.1552
601800.SH	中国交建	1.7546
601186.SH	中国铁建	1.6816
600820.SH	隧道股份	1.6181
601117.SH	中国化学	1.5371
002051.SZ	中工国际	1.5075
600284.SH	浦东建设	1.5055

数据来源：wind，国泰君安证券研究

表 27: 选股逻辑3\_高股息率/高分红率，低估值之送转股指标

公司代码	公司简称	2013	2014	2015	近3年平均
600820.SH	隧道股份	1.00	0.00	0.00	0.33
600170.SH	上海建工	0.30	0.30	0.20	0.27
002116.SZ	中国海诚	0.50	0.30	0.00	0.27
600502.SH	安徽水利	0.00	0.00	0.70	0.23
600970.SH	中材国际	0.00	0.00	0.50	0.17
002051.SZ	中工国际	0.20	0.00	0.20	0.13
600248.SH	延长化建	0.00	0.00	0.30	0.10
002307.SZ	北新路桥	0.30	0.00	0.00	0.10
000065.SZ	北方国际	0.20	0.00	0.00	0.07

数据来源：wind，国泰君安证券研究

## 建筑国改推荐**山东路桥/云投生态/上海建工/北方国际/中国海诚/大基建蓝筹等**



### 云投生态

国改方面：已推员工持股，云投集团旗下唯一上市公司平台，占集团总资产比例不足3%

基本面改善：盈利能力大幅提升，业绩拐点到来，PPP+环保发展具想象空间

### 山东路桥

国改方面：山东省为国改热点省份，公司定增5.46亿股募集约30亿，大股东高速集团及子公司认购30%+锁三年(股东大会通过)，完成后更多国改事项值得期待

基本面改善：山东省公路投资爆发+在手订单创新高+开辟道路养护业务

### 上海建工

国改方面：建工集团基本完成整体上市，国盛持股29%，员工持股计划发布(国资委批复，不超过4826人/3.59元/股/不超过13.24亿元/锁三年)，未来国改将深化

基本面改善：PPP业务正向加速+可转债获批可增强综合实力

### 中国海诚

国改方面：国企改革进入深化期，公司为中轻集团旗下唯一上市平台且已实施两次股权激励，未来受益国改红利、或存资产注入可能

基本面改善：加速海外布局，进军智能制造/机器人领域可培育多极盈利

#### 四、建筑国改：以长时间换大空间

表 28: 上海建工近2个季度业绩同比增速提升

公司	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
中国海诚	12%	11%	8%	27%	3%	-29%	-123%
上海建工	15%	9%	0%	3%	33%	1%	20%
山东路桥	37%	27%	76%	1%	-106%	57%	34%
云投生态	-9%	58%	-114%	-68%	-55%	3449%	362%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

表 29: 主要地方国改标的盈利预测及估值

公司代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)			市盈率(X)			市值(亿元)	投资评级
			2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E		
002116.SZ	中国海诚	14.25	0.6	0.73	0.87	23.75	19.52	16.38	59	增持
600170.SH	上海建工	4.84	0.29	0.31	0.33	16.69	15.61	14.67	345	增持
000498.SZ	山东路桥	7.85	0.42	0.49	0.58	19	16	14	87	增持
002200.SZ	云投生态	24.25	0.46	0.61	0.78	53	40	31	44	增持

数据来源：wind，国泰君安证券研究



01

PPP：2017施工业绩年，宏观逻辑料强化

02

大基建蓝筹

03

一带一路：2017战略突围可期

04

建筑国改：以长时间换大空间

05

**装配式建筑：建筑业升级加速，长周期拐点到来**

06

其他

07

投资建议及风险提示

### 装配式建筑政策变化：2016年政策拐点，2017年订单业绩拐点

➤2月21日，国务院发布《中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》，提出力争用10年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%。

➤国务院总理李克强9月14日召开国务院常务会议，决定大力发展装配式建筑。并强调“以京津冀、长三角、珠三角城市群和常住人口超过300万的其他城市为重点,加快提高装配式建筑占新建建筑面积比例”。

➤9月30日，国务院办公厅发表关于大力发展装配式建筑的指导意见，再次强调力争用10年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%。随后国新办举行有关情况政策例行吹风会。

➤住建部：全面落实装配式建筑发展目标促进建筑业转型升级。住建部部长今日表示，装配式建筑是建造方式重大变革，要全面落实装配式建筑发展目标和重点任务，并全面形成装配式建筑技术标准。加快装配式混凝土结构、钢结构、现代木结构三大结构体系的技术规程。

**1.政策更严格：给了具体的数据，下了“死目标”。**在2月份由国务院颁布的《意见》明确提出到2020年，装配式建筑要占新建建筑的比例30%以上，这是以前的政策没有过的，在9月30日国务院办公厅再次重申了10年30%的目标，可见国务院的决心很大。

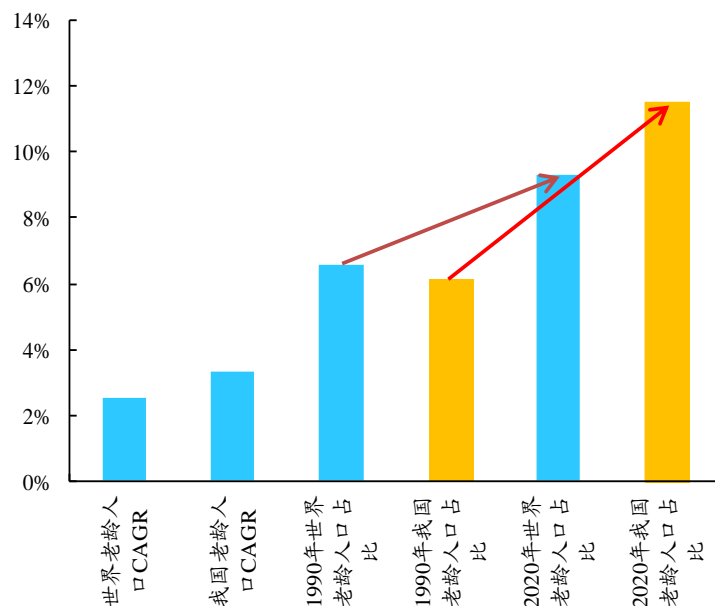
**2.政策更密集：国务院在2月份发表《意见》大力推广装配式建筑，9月14日，9月30日又两度重申。**李克强总理甚至亲自强调要重点发展装配式建筑，而各地方政府也陆续出台了各自的政策文件，政策力度之大前所未有的。

**3.政策更具体：各地方政府出台了更具体的补贴政策。**与之前喊口号的政策不同，近年各地方政府陆续出台了装配式建筑的补贴政策，比如上海市每平米补贴60元，而四川凉山州每平米补贴100元。有了政府的补贴，房地产商们更加愿意选择装配式建筑。

### 装配式建筑成本变化：综合成本已较传统结构显优势

装配式建筑成本较传统钢混结构显优势的原因有两个：1）随着我国老龄化加大，建筑工人将越来越供不应求，导致人力成本上升，而装配式建筑将大幅降低人力使用；2）装配式建筑在使用维护阶段及拆除阶段成本较传统钢混结构低，全生命周期来看装配式建筑成本更具优势。

图 14：我国未来老龄化进程速度高于世界平均水平



数据来源：XXX，国泰君安证券研究

表30：全生命周期看，钢结构建筑成本优势更为明显

名称	具体类别	钢结构单价 (每平方米)	混凝土结构单价 (每平方米)
前期准备费用	土地出让金, 拆迁补偿费, 耕地开垦费, 征地管理费, 项目研究费等	300	300
设计阶段		37	31
施工	建筑安装工程	938	699
	建设期利息	18.9	35.7
使用维护阶段	运营成本	394	629
	维修成本	66	191
拆除阶段		38	73
合计		1795	1960

数据来源：《轻钢结构住宅的生命周期成本评价与研究》，国泰君安证券研究

### 装配式建筑选股逻辑：①技术成本优势；②钢结构建筑布局进展快

表21：发展路径不一致导致各个钢结构企业的钢结构建筑技术特点各不相同，从而导致成本各不相同

公司	钢结构建筑技术体系	特点	模式	成本
杭萧钢构	钢管束剪力墙组合结构体系	以钢管束剪力墙取代传统梁柱体系，解决凸梁凸柱、减少用钢量	技术授权商业模式	综合成本逼平或低于传统钢混结构
精工钢构	GBS绿色集成体系	集成度高，建筑部品整体吊装，螺栓连接	装配式建筑总承包模式	综合造价目前略高于传统钢混结构，随着人力成本上升综合造价优势将体现
东南网架	组合箱型钢板剪力墙体系	解决露梁露柱、柱网不规整难以适应复杂平面要求以及用钢量偏大	装配式建筑总承包模式	综合造价与传统钢混结构基本持平
鸿路钢构	“U型钢-砼组合梁体系+钢-砼组合剪力墙体系”及“开缝式钢板剪力墙体系”	钢结构建筑的节点、新材料、部品部件配套齐全	“小蜜蜂住宅”为代理商等模式、工业钢结构为	综合造价和传统钢混结构基本持平

数据来源：各公司官网、各公司公告、国泰君安证券研究

表32：杭萧钢构装配式钢结构建筑进展最快，盈利模式主要为技术授权商业模式独特

公司	国家认证	目前进展	主要市场	赢利点
杭萧钢构	首个钢结构国家住宅产业化基地，浙江省推进新型建筑工业化示范企业。公司控股子公司万郡房产是中国城市科学研究会认定的全国首个“绿色建筑产业化基地”	技术授权商业模式已落地26单，单笔技术授权费用3000-4000万左右，旗下万郡房产已使用公司钢结构住宅技术开发商品房并基本完成1、2期销售	钢结构高层住宅市场（包括政府保障房、安置房等）	技术授权费用、钢结构住宅总承包工程
精工钢构	国家住宅产业化基地，浙江省首批先行工业化示范企业	以总包身份采用绿色集成建筑系统承建的浙江省最大的装配式公共建筑试点工程——梅山江商务楼A区、B区工程	无特定市场	承接钢结构装配式建筑工程
东南网架	国家装配式钢结构集成建筑低碳技术创新及产业化示范基地	绵阳富乐中学、云栖小镇等一系列总承包工程	目前以保障房、医院、学校等领域为主	承接钢结构装配式建筑工程
鸿路钢构	房屋建筑工程施工总承包试点企业	“小蜜蜂住宅”进行招商，与涡阳县、六安市叶集区、重庆市南川区政府签订《绿色生态建筑产业项目》战略合作协议	高端低碳乡村住宅市场，保障房等市场	承接钢结构装配式建筑工程

数据来源：各公司公告、各公司官网，国泰君安证券研究

## 五、装配式建筑：建筑业升级加速，长周期拐点到来

### 装配式建筑推荐杭萧钢构/富煌钢构/雅百特

从业绩增速来看，杭萧钢构Q1/Q2单季度业绩增长最快，从估值来看2017年杭萧钢构估值最低

表33：杭萧钢构Q1/Q2单季度业绩增速最快

代码	公司	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
600477.SH	杭萧钢构	233%	-11%	220%	-62%	239%	958%	-13%
002743.SZ	富煌钢构	10%	-28%	-7%	-25%	155%	81%	84%
002323.SZ	雅百特	-4%	-80%	95%	376%	200%	159%	-34%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表34：装配式建筑重点公司盈利预测及估值

分类	公司代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)			市盈率(X)			市值(亿元)	投资评级
				16E	17E	18E	16E	17E	18E		
钢结构	002323.SZ	雅百特	15.50	0.54	0.64	0.75	29	24	21	116	增持
钢结构	002743.SZ	富煌钢构	17.38	0.34	0.51	0.65	51	34	27	57	增持
钢结构	600477.S H	杭萧钢构	10.09	0.32	0.49	0.76	32	21	13	105	增持

数据来源：wind，国泰君安证券研究

01

PPP：2017施工业绩年，宏观逻辑料强化

02

大基建蓝筹迎历史发展机遇

03

国际工程一带一路2017战略突围可期

04

建筑国改：以长时间换大空间

05

装配式建筑：建筑业升级加速，长周期拐点到来

06

装饰/转型，自下而上看点多

07

投资建议及风险提示



## 装饰推荐**洪涛股份/广田集团/东易日盛**

➤**洪涛股份：教育布局加速，双主业格局培育可期。**1)12亿元可转债发行完毕，募投项目稳步推进(教育网点建设、云平台及大数据中心建设等)，充裕在手资金有利于公司在职教业务等领域持续外延、加速“职教第一股”打造，发行实际控制人至少参与22.86%，彰显其对公司未来发展信心；2)我国职业教育市场规模已超3000亿规模，未来发展空间巨大，公司教育布局正逢其时；3)积极拓展公装各细分市场及专业总承包项目+公装体量小专注高端市场；4)优装美家稳健发展，业绩贡献将提升。

➤**广田集团：智能家居加速落地，工程金融坚实推进。**1)与飞天云、新豪方分别签署智能家居代理/供货合同，涉及规模达4200万元，深圳地区销售渠道有望进一步打开，将打造“家装入口-智慧家居产品-智慧家庭-智慧社区”生态环境，最终实现大数据运营；2)围绕“过家家”打造家装商业生态圈，目前已有4家体验店落户深圳，线上平台亦已上线；3)牵手合源融达设立30亿元产业投资基金，工程金融有望与下游开发商客户互利共赢、促主业加速发展；4)借力一带一路，国际工程项目稳扎稳打，公装业务坚实推进。

➤**东易日盛：内生+外延深化家装布局，股权激励促发展。**1)拟定增7亿(底价25.78元/股，尚需证监会核准)投入供需链智能物流仓储(5.7亿)及数字化家装体验系统建设(1.3亿)，将提升速美业务的竞争力；2)拟收购上海深元设计30%股权、上海创域实业51%股权，提升整体实力、加强华东重点城市战略布局；3)A6业务稳健发展、门店布局日臻完善，速美凭借DIM+系统，目前签约100城市、已有7城市正式营业，全面扩张可期；4)14.33元/股向包括高端及核心员工在内75名激励对象授予限制性股票429万份，2016-18年净利润解锁条件1.39/1.67/1.99亿元，将提升公司活力。



## 广田集团近三个季度单季业绩增速提升明显，东易日盛Q3单季度大增370%

表35：广田股份/东易日盛业绩拐点料出现

代码	公司	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
002325.SZ	洪涛股份	2%	4%	-12%	149%	-4%	-36%	-10%
002482.SZ	广田集团	-14%	-23%	-20%	-91%	-34%	22%	45%
002713.SZ	东易日盛	-30%	-28%	-287%	37%	6%	-4%	369%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

表36：部分装饰企业盈利预测及估值

分类	公司代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)			市盈率(X)			市值(亿元)	投资评级
				16E	17E	18E	16E	17E	18E		
装饰	002325.SZ	洪涛股份	9.76	0.35	0.48	0.62	28	20	16	115	增持
装饰	002482.SZ	广田集团	9.66	0.2	0.22	0.26	48	44	37	150	增持
装饰	002713.SZ	东易日盛	28.72	0.55	0.75	0.98	52	38	29	75	增持

数据来源：wind，国泰君安证券研究

## 转型文娱围海股份，转型IDC宁波建工，看好双主业发展

➤围海股份：1)16年至今已公告新承接订单约76亿，同比增81%，其中PPP超73亿，同比增约14.5倍，总订单和PPP订单均大幅增长，业绩增长保障程度高；2)以文娱产业化专业服务链条切入文娱产业，已投资1000万于银盈成长+3250万于橙乐新娱+拟1500万投资于豪霆赛车，文娱第二主业加速推进；3)拟以7.92元/股定增募资不超过24.7亿元（证监会已核准尚待批文），控股股东及董事长女婿参与本次定增显信心。

➤宁波建工：1)PPP爆发持续，公司PPP订单落地显加速趋势，下半年中标PPP项目约36.8亿元；2)公司拟以4.54元/股定增股份以12.63亿收购中经云约78%股权，且公司拟以5.02元/股向控股股东及员工持股计划等定增募集配套资金7.8亿元继续加码IDC业务，显示进军IDC决心。

表37：围海股份近2个季度单季业绩增速拐点上升，宁波建工业绩承压

代码	公司	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
601789.SH	宁波建工	0%	2%	15%	0%	-9%	11%	-22%
002586.SZ	围海股份	-49%	-49%	-78%	-14%	-47%	24%	213%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

表38：围海股份/宁波建工盈利预测及估值

分类	公司代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)			市盈率(X)			市值(亿元)	投资评级
				16E	17E	18E	16E	17E	18E		
房建工程	601789.SH	宁波建工	7.62	0.21	0.25	0.28	36	30	27	75	增持
围海工程	002586.SZ	围海股份	10.83	0.15	0.25	0.35	72	43	31	77	增持

数据来源：wind，国泰君安证券研究

01

PPP：2017施工业绩年，宏观逻辑料强化

02

大基建蓝筹

03

一带一路：2017战略突围可期

04

建筑国改：以长时间换大空间

05

装配式建筑：建筑业升级加速，长周期拐点到来

06

其他

07

投资建议及风险提示

### 投资建议

- 2017PPP业绩年：推荐PPP之园林**铁汉生态/美晨科技**，PPP之轨交**隧道股份**，PPP模式**龙元建设/苏交科/中设集团**。
- 大基建蓝筹迎历史发展机遇期，PPP/一带一路/国改三维度提升行业基本面，推荐**中国中冶/中国建筑/葛洲坝/中国铁建/中国中铁/中国交建/隧道股份**等。
- 一带一路战略突围，国际工程板块订单落地/订单开工将加速，人民币汇兑收益提供业绩边际增量，推荐**中工国际/北方国际/中材国际/神州长城**。
- 国改预期增量，具备大集团小平台且基本面正处于边际改善的标的值得布局，除大基建蓝筹和国际工程板块外，推荐**山东路桥/云投生态/上海建工**等。
- 装配式建筑引领建筑行业长期变革，政策刺激力度将加大，推荐**杭萧钢构**。
- 装饰/转型自下而上局看点，推荐文娱转型**围海股份/IDC转型宁波建工**。

### 风险提示

- **PPP模式落地不及预期。**PPP模式最推出以来时间仍旧不太长，地方政府、社会资金以及上市公司对PPP模式的理解可能尚未形成统一的观点，而且PPP订单自立项到最终落地需要的时间较多，PPP订单入库的流程较长且PPP合同涉及的风险点较多。由此将可能导致PPP订单落地不及预期。
- **一带一路拓展不及预期。**一带一路的进展受众多因素影响，涉及到政治、文化、法律等诸多因素。且海外订单落地周期较长，盈利能力及开工进展较难预测，一带一路业务拓展风险较大
- **基建投资未见提升。**如果2017年地产投资增速未下滑，或者地产调控政策出现松动迹象，抑或国家在其他方面刺激经济增长（如消费），则拉动基建稳定经济的逻辑可能会被破坏，基建投资增速可能不达预期。
- **国企改革不及预期。**国企改革事项涉及因素众多，最大的风险是时间的不可测性。因此国企改革在时间进展上有可能低于预期。

## 附录1：建筑板块定向增发浮盈空间较大个股

证券代码	公司简称	收盘价 (11.18)	目前进展	前复权定增价（元/股）	浮盈空间	解禁时间
002504.SZ	弘高创意	2.51	股东大会通过（2015年）	2.51	274%	——
601669.SH	中国电建	7.55	实施（2015年）	3.45	119%	2018-06-19
002084.SZ	海鸥卫浴	11.96	实施（2015年）	5.71	109%	2018-10-22
002323.SZ	雅百特	15.50	股东大会通过	8.7300	78%	——
000065.SZ	北方国际	28.10	发审委通过	16.1200	74%	——
601789.SH	宁波建工	7.62	董事会预案	4.5400	68%	——
002620.SZ	瑞和股份	55.43	实施	34.0000	63%	2017-07-19
002431.SZ	棕榈股份	10.30	实施（2015年）	6.40	61%	2018-02-13
300197.SZ	铁汉生态	11.67	实施	7.61	50%	2017-03-22
600502.SH	安徽水利	9.72	股东大会通过	6.5400	49%	——
300495.SZ	美尚生态	46.48	实施	32.3400	44%	2017-11-09
000498.SZ	山东路桥	7.85	股东大会通过	5.4900	43%	——
300044.SZ	赛为智能	18.12	董事会预案	13.0900	38%	——
002586.SZ	围海股份	10.83	发审委通过	7.8700	38%	——
002541.SZ	鸿路钢构	20.61	实施	15.0100	37%	2017-09-01
002743.SZ	富煌钢构	17.38	实施	12.8500	35%	2017-08-21
600170.SH	上海建工	4.85	发审委通过	3.5900	35%	——
603017.SH	中衡设计	25.42	实施	18.8800	35%	2017-08-31
601618.SH	中国中冶	5.05	证监会批准	3.8000	33%	——
600528.SH	中铁二局	11.56	证监会批准（2015年）	11.56	32%	——
300355.SZ	蒙草生态	11.38	实施（2015年）	8.78	30%	2016-12-12

## 附录2：建筑板块定向增发浮盈空间较小个股

证券代码	公司简称	收盘价（11.18）	目前进展	前复权定增价（元/股）	浮盈空间	解禁时间
600072.SH	钢构工程	15.43	实施	11.99	29%	2017-11-06
002047.SZ	宝鹰股份	12.00	股东大会通过	9.35	28%	——
600209.SH	罗顿发展	11.13	董事会预案	8.70	28%	——
600963.SH	岳阳林纸	6.46	发审委通过(2015年)	6.46	28%	——
600039.SH	四川路桥	4.55	股东大会通过	3.59	27%	——
002116.SZ	中国海诚	14.34	股东大会通过	11.99	20%	——
600512.SH	腾达建设	5.17	实施（2016年）	4.39	18%	2017-09-26
603030.SH	全筑股份	33.67	实施	28.80	17%	2017-09-21
002663.SZ	普邦股份	6.43	实施（2015年）	5.54	16%	2016-11-02
002374.SZ	丽鹏股份	8.65	实施	7.52	15%	2017-11-02
600326.SH	西藏天路	9.14	实施（2015年）	8.11	13%	2016-11-04
002713.SZ	东易日盛	28.72	股东大会通过	25.78	11%	——
002062.SZ	宏润建设	7.34	股东大会通过	6.81	8%	——
002310.SZ	东方园林	14.89	实施	13.94	7%	2017-11-13
600545.SH	新疆城建	6.86	董事会预案	6.44	7%	——
002542.SZ	中化岩土	8.29	发审委通过	8.20	1%	——
002663.SZ	普邦股份	6.43	股东大会通过	6.54	-6%	——
600970.SH	中材国际	8.04	实施（2015年）	8.70	-8%	2016-11-21
002081.SZ	金螳螂	12.45	股东大会通过（2015年）	12.45	-10%	——
600477.SH	杭萧钢构	10.09	股东大会通过	不低于定价基准日的90%	——	——
603300.SH	华铁科技	16.04	股东大会通过	不低于定价基准日的90%	——	——
002307.SZ	北新路桥	9.40	股东大会通过	不低于定价基准日的90%	——	——



## 附录3：2016年1月27日至今，涨幅低于大盘涨幅的建筑个股

证券代码	证券简称	1月27日至今区间涨跌幅
002717.SZ	岭南园林	-24.53
603300.SH	华铁科技	-23.20
600610.SH	中毅达	-17.39
002593.SZ	日上集团	-12.31
002542.SZ	中化岩土	-8.41
600496.SH	精工钢构	-6.34
000018.SZ	神州长城	-6.30
601226.SH	华电重工	-3.29
002359.SZ	齐星铁塔	-2.94
600545.SH	新疆城建	-1.10
000010.SZ	美丽生态	-0.88
002325.SZ	洪涛股份	2.05
603979.SH	金诚信	5.86
002504.SZ	弘高创意	6.79
600528.SH	中铁二局	8.59
600284.SH	浦东建设	9.62
002375.SZ	亚厦股份	10.28
002135.SZ	东南网架	10.88
002116.SZ	中国海诚	11.32
002140.SZ	东华科技	11.36
603828.SH	柯利达	12.22
002178.SZ	延华智能	12.23
002713.SZ	东易日盛	12.77
002586.SZ	围海股份	14.05
601186.SH	中国铁建	15.13
600970.SH	中材国际	15.49
002307.SZ	北新路桥	16.06
601669.SH	中国电建	16.16
601390.SH	中国中铁	16.33
600039.SH	四川路桥	16.85



## 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为作出投资决策的惟一参考因素，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。

诚信 亲和 专业 创新



**国泰君安证券**

GUOTAI JUNAN SECURITIES