

2018.01.18

一带一路风云再起，地产装饰价值重估

——建筑事件快评系列之一

	韩其成 (分析师)	陈笑 (研究助理)	齐佳宏 (研究助理)
	021-38676162	021-38677906	010-59312799
	hanqicheng8@gtjas.com	chenxiao015813@gtjas.com	qijiahong@gtjas.com
证书编号	S0880516030004	S0880116010080	S0880117100131

评级: **增持**

上次评级: 增持

细分行业评级

土木工程建筑业	增持
装修装饰业	增持
其他建筑业	增持
建筑园林	增持

本报告导读:

今日建筑涨幅第一，一带一路和地产链上涨最多，认知差仍未消除，近期催化不断，继续推荐地产链中国建筑/全筑股份/东易日盛，带路中国化学/中钢国际/中材国际。

摘要:

● **今日建筑涨幅第一:** 中国交建 6%/中国建筑 6%/中钢国际 5%/中工国际 5%/东易日盛 4%/全筑股份 4%/中材国际 4%/北方国际 4%，主要是一带一路和地产产业链板块，如前期报告所论市场在消除此认知差：1月9日从周期品供给角度看建筑系列1《工业工程逻辑从一带一路向朱格拉周期转变，周期产品涨价工程订单增加》，1月17日地产后周期深度暨消费升级系列1《集中度以及客户质量优化，装饰龙头三张表趋势性修复》。

● **地产产业链三个变化仍未被充分认知:** 一是精装修房比例提升/租售并举/装配式制造，消费升级背景下扩大了装饰企业的市场边界；二是行业集中度的提升促使装饰龙头企业获得了高于行业成长的利润表修复，下游地产客户集中度提升和结构优化改善了资产负债表和现金流量表；三是地产政策边际宽松和盈利模式重构，使得建筑公司的地产业务价值被低估，如1月17日中国建筑《公司地产价值被低估，股价存补涨空间》。

● **对于国际工程板块，与市场认知不同，我们认为该板块行情将从一带一路主题转变为朱格拉周期拉动业绩反转，且上年低于预期的低基数给2018年提供了好的高弹性:** 一是周期品的涨价使得工业企业三张报表修复，使得国际工程公司计提的减值因素消失或者冲回改善业绩；二是企业盈利增加带来新增产能的扩张给相关企业提供了更多工程订单和设备订单。如受益原油涨价的中国化学/钢铁的中钢国际/水泥的中材国际等。

● **国企改革对于国际工程公司的变革认知差更大:** 一带一路在从国内推动变成全球拉动的过程中，国改将增强国际工程公司的动力积极性和效率，边际竞争优势的增强使得业绩弹性更具有持续性，中国交建国有资本投资集团试点/中国建筑已推两期股权激励/中材国际（两材合并）和中钢国际（资产整合）和中工国际股权激励/北方国际等均涉及国改事项。

● **近期催化剂不断:** 一是国内政策边际改善带动一二线城市地产销售回暖，1月16日国家一带一路建设工作会议在北京召开，1月17日国新办就2017年中央企业经济运行情况举行发布会。二是国际上1月23-26日瑞士达沃斯论坛将召开领袖人数创历史新高；美国启动大规模基建计划预期。三是价值型公募基金发行迭创新高，而大基建央企是上证50/中证100/MSCI指数中涨幅低/估值低/仓位低的板块。

● **风险提示:** GDP增速下行，一带一路、周期工业、制造业不及预期

相关报告

建筑工程业:《集中度以及客户质量优化,装饰龙头三张表趋势性修复》

2018.01.17

建筑工程业:《工业工程从一带一路主题转变为朱格拉周期拉动业绩反转》

2018.01.14

建筑工程业:《过去十年Q1行情规律:寻业绩预期与主题躁动下估值提升机会》

2018.01.11

建筑工程业:《工业工程逻辑由一带一路转向朱格拉,受益周期品涨价》

2018.01.09

建筑工程业:《本周首推地产后周期之装饰,石油化工等周期工业工程》

2018.01.08

(1) 一带一路近期利好不断

一带一路近期利好不断，建筑央企主题关联度高将充分受益。1)1月16日，推进一带一路建设工作会议在北京召开，国务院副总理强调“凝聚更加广泛的合作共识，加强战略对接、规划对接、机制平台对接”、“大力推进基础设施互联互通和政策规则标准软联通，继续实施好一批示范项目”；2)2017年一带一路取得重大成果：①我国企业在一带一路沿线61国新签对外承包工程1443亿美元占比54.4%同增14.5%，完成营业额855亿美元占比50.7%同增12.6%(与之对比，2017年所有对外承包工程2653亿美元同增10.7%，完成营业额1686亿美元同增7.5%)②截至目前丝路基金已签约18个项目，承诺投资约72亿美元；3)1月23-26日瑞士达沃斯论坛将召开，领袖人数创历史新高；4)一带一路建设基建先行，建筑央企综合实力雄厚、作为出海先锋将充分受益。

图 1: 2017 年我国与一带一路沿线国新签合同及完成营业额较 2016 年稳定提升

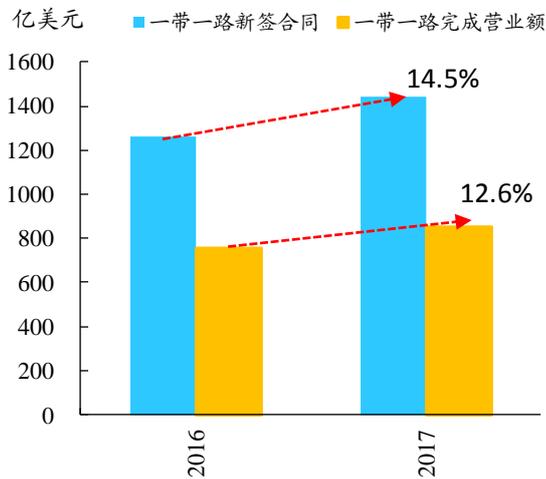
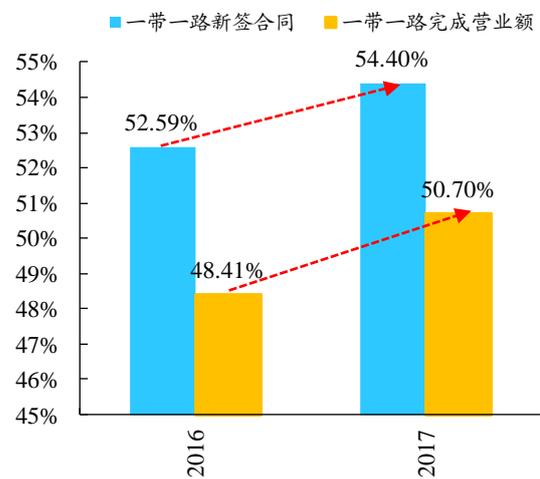


图 2: 2017 年我国与一带一路沿线国新签合同及完成营业额占比提升



数据来源: wind, 国泰君安证券研究 数据来源: wind, 国泰君安证券研究

(2) 国企改革暖风频吹

国企改革暖风频吹，2017年成效斐然。1)1月17日，国新办就2017年中央企业经济运行情况举行发布会：①2017年98家央企实现利润超1.4万亿，同增15.2%，经济效益的增量和增速均为5年来最好水平②2018年国资委将继续加大国企改革力度；2)1月15日，央企、地方国资委负责人会议召开，首次提出国企效益、国有资本保值增值率、回报率、流动资产周转率和资产负债率“四升一降”的标准体系，并明确提出2018年将实施改革试点“双百行动”；3)2018年国改或全面开花，建筑央企各有相关国改事项、将受益国改提质增效。

表 1: 主要建筑国企国改事项

公司简称	国企改革看点	地区
中国建筑	少数实施限制性股票激励计划的央企(第二期股权激励4.866元/股授予1575人26013万股，要求净利润三年CAGR不低于10%); 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
中国铁建	2018年1月铁总工作会议，铁总确定2018年年四项改革，混改或引入互联网巨头。	央企

中国中铁		
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
中材国际	两材重组	
中工国际	实施股权激励	央企
中钢国际	控股股东中钢集团 300 亿债转股；1.5 亿员工持股	央企

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

(3) 建筑央企涨幅低、估值低、仓位低，与基本面不匹配

建筑央企 2017 年订单增速较高，2018 年业绩有望稳定增长。1)根据各公司公告，2017 年各公司新签订单增速为：中国化学 35%、中国中冶 20%、中国建筑 19%、中国电建 13%，前三季度、中国交建 31%、中国铁建 25%、中国中铁 24%；2)从各公司 2018 年预测业绩增速看(wind 一致预期)，中国化学 24%、中国电建 16%、中国中铁 15%、中国铁建 14%、中国建筑/中国交建 13%、中国中冶 10%。

建筑央企 2017 年涨幅低、目前估值处于底部。1)2017 年建筑行业涨幅 6% 远远低于沪深 300 涨幅 18%，其中专用工程-13%、基建-13%、国际工程-14% 更低，2017 年建筑央企涨幅：中国交建-15%、中国铁建-6%、中国中铁-4%、中国化学 1%、中国建筑 4%、中国中冶 5%；2)2018 年沪深 300 预测 PE 为 26 倍，建筑行业仅 23 倍，其中专用工程 22 倍、基建 15 倍、国际工程 12 倍，2018 年各建筑央企预测 PE：中国建筑 8 倍、中国铁建 9 倍、中国中铁/中国交建 12 倍、中国中冶 15 倍、中国化学 16 倍，多数处于历史底部；3)从仓位看，截止 2017Q3 多数建筑央企仓位较 Q1 均明显下降，中国建筑 1.36%/-0.72pct，中国化学 0.93%/-1.04pct，中国中冶 0.72%/-0.06pct，中国铁建 0.45%/-0.99pct，中国电建 0.19%/-0.35pct，中国交建 0.15%/-0.41pct，中钢国际 2.04%/-7.37pct；4)综合看，建筑央企过去一年涨幅低、当前估值低、仓位低与基本面明显不相匹配。

表 2: 部分建筑央企涨幅、PE 估值等数据对比

公司	2017 年涨幅	2018 年预测 PE	2017 年订单增速	2018 年预测业绩增速	2017Q3 仓位/对比 Q1
中国交建	-15%	12	-	13%	0.15%/-0.41pct
中国铁建	-6%	9	-	14%	0.45%/-0.99pct
中国中铁	-4%	12	-	15%	0.68%/+0.09pct
中国电建	1%	13	-	16%	0.19%/-0.35pct
中国化学	1%	16	35%	24%	0.93%/-1.04pct
中国建筑	4%	8	19	13%	1.36%/-0.72pct
中国中冶	5%	15	20%	10%	0.72%/-0.06pct

数据来源：wind，国泰君安证券研究

注：2018 年预测业绩增速为 WIND 一致预期，时间节点为 2018 年 1 月 18 日收盘后

(4) 工业工程从一带一路主题转变为朱格拉周期拉动业绩反转

全球朱格拉周期已开启，中国 2017 年 GDP 增速 6.9% 好于预期。1)2018 年预计主要发达经济体朱格拉周期、金融周期和全球贸易周期共振向上：
 ①全球制造业继续向好，2017 年 12 月全球制造业 PMI 创六年半来高位，

欧元区制造业 PMI 创历史新高②美国经济仍处于复苏通道之中，达拉斯联储预计 2017 年美国 GDP 增速 2.5%-2.75%(2016 年仅 1.6%)③国君宏观组预测全球经济增速将由 2017 年的 3.6%上调至 2018 年的 3.7%；
2)2017 年国内经济数据较好：①2017 年 GDP 增速 6.9%好于预期(年初政府工作报告确定的目标为 6.5%，2016 年为 6.7%)，且为 7 年来首次提速，中科院预测 2018 年 GDP 增速 6.7%②固定资产投资增速 7.2%，地产投资增速 7%，房屋新开工面积增速 7%，商品房销售额增速 13.7%；
3)全球朱格拉周期开启叠加国内经济形势走俏、制造业复苏，利好建筑上游周期工业复苏，利好建筑工业工程建设。

工业工程企业的逻辑已由一带一路向全球朱格拉周期转换，但并未被市场充分认知。1)对于工业工程企业逻辑的认知应由一带一路转向朱格拉周期，市场对于前者的悲观情绪已反映到仓位和股价中，但受益于全球朱格拉周期和钢铁、化工、水泥等行业周期品价格上涨带动的订单与业绩超预期逻辑尚未充分认知；2)我们认为，朱格拉周期与下游周期品景气度提振，将从产能扩张、减值冲回两个维度向工业工程企业传导，业绩确定性和业绩增速存在超预期可能；3)以史为鉴，工业工程企业 2018Q1 表现值得期待。

工业工程企业受益两大传导模式。1)传导模式一：扩产能逻辑：国外核心推动力是全球经济回暖，国内核心推动力是周期品涨价；2)传导模式二：减值冲回逻辑：国内项目减值损失是工业工程企业此前业绩低于预期的重要原因，受益周期品涨价，下游企业资金状况改善，支付能力增强，带动专业工程企业现金流好转，再次计提大额减值的概率降低，甚至存在冲回可能。

(5) 集中度以及客户质量优化，装饰龙头三张表趋势性修复

地产投资韧性、消费升级、土改出台助推租售并举是驱动 2018 年装饰整体需求平稳微升的三驾马车。1)地产投资韧性：近期郑州/南京等多个城市不同程度放松限购叠加目前低库存现状(全国可售库存去化周期仅 9.6 个月)，2018 年地产投资以及房屋新开工增速或优于市场预期，上游装饰板块需求也将展现较强韧性；2)消费升级：装饰消费需求层面主要包括品质家装和高端酒店等公装需求增长；3)土改政策出台后土地供应多样化，未来三四线地产销售以及一二线长租公寓市场迎来发展新阶段，持续催生增量的装饰装修需求。

集中度提升是装饰龙头利润表持续改善的核心逻辑，地产龙头份额快速提升可提升装饰公司的应收款质量、减少坏账计提。1)地产集中度显著高于装饰板块使得房企议价能力更强、加剧了装饰板块的市场竞争，装饰龙头综合实力强、市场份额将提升，具体表现为公装订单高增、基于全装修和长租公寓带动 B 端精装业务提速及 C 端家装进入盈利拐点等三个层面；2)目前装饰板块集中度较低(top10 仅 7.7%)，未来提升空间大，由此带动的装饰龙头业绩持续改善是长期趋势；3)因地产商较强势及市场竞争加剧等，装饰公司应收款普遍较大且计提坏账较多，随地产集中度提升，装饰公司订单也向地产龙头集中，一般情况下地产龙头会选择实力更强的装饰龙头合作，客观上优化了装饰龙头的客户结构、提升了

应收款质量、促使计提坏账减少，资产负债表、现金流量表迎持续改善。

表 3: 部分重点公司盈利预测表

行业	证券代码	证券简称	收盘价 (0118)	本周 涨幅	EPS			PE			PB	市值	评级
					2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E			
装 饰	603030.SH	全筑股份	8.86	-2.25	0.19	0.28	0.38	46.63	31.64	23.32	3.2	48	增持
	002713.SZ	东易日盛	24.84	0.59	0.68	0.89	1.23	36.53	27.91	20.20	5.8	65	增持
	002081.SZ	金螳螂	15.44	-2.68	0.64	0.7	0.81	24.13	22.06	19.06	3.7	408	增持
	002482.SZ	广田集团	8.03	-1.56	0.26	0.34	0.41	30.88	23.62	19.59	1.9	123	增持
房 建	601668.SH	中国建筑	10.35	0.00	0.94	1.09	1.24	11.01	9.50	8.35	1.6	3105	增持
国 际	002051.SZ	中工国际	18.87	-2.59	1.15	1.37	1.63	16.41	13.77	11.58	2.7	210	增持
	000065.SZ	北方国际	18.15	-3.40	0.9	1.27	1.65	20.17	14.29	11.00	2.7	93	增持
	000928.SZ	中钢国际	6.68	-2.36	0.41	0.53	0.68	16.29	12.60	9.82	1.9	84	增持
	600970.SH	中材国际	10.01	2.02	0.29	0.39	0.49	34.52	25.67	20.43	2.3	176	增持
基 建	601800.SH	中国交建	14.48	-1.70	1.04	1.08	1.2	13.92	13.41	12.07	1.5	2342	增持
	601186.SH	中国铁建	12	-1.55	1.01	1.2	1.41	11.88	10.00	8.51	1.2	1630	增持
	601390.SH	中国中铁	8.73	-1.62	0.55	0.65	0.75	15.87	13.43	11.64	1.3	1994	增持
	601117.SH	中国化学	7.58	0.42	0.36	0.37	0.48	21.06	20.49	15.79	1.3	374	增持

数据来源：公司公告，wind，国泰君安证券研究

1、中国建筑：2017/18 年 EPS1.09/1.23 元(增速 10%/13%)，目标价 12.09 元。摘自 2018 年 1 月 17 日《公司地产价值被低估，股价存补涨空间》

对比万科/保利股价与估值，公司股价存在低估。1)历史上，公司股价滞后于主流板块而上涨，如 2016 年 7 月 20 日-8 月 16 日，万科涨幅 61%，公司股价自 7 月 25 日-8 月 17 日上涨 20%；2017 年 6 月 22 日-26 日，万科涨幅 21%，公司股价 7 月 10 日-21 日上涨 10%，自 2017 年 12 月 21 日开始，万科/保利已分别上涨 42%/46%，公司股价同期仅上涨 2%；2)历史上，公司 PE 与保利非常相近。2011 年均均为 12 倍；2014 年公司 5 倍，保利 6 倍；2017 年均均为 9 倍，但目前保利 PE 已达 14 倍，公司 PE 维持在 8 倍。

地产价值被低估，受益于一二线回暖与行业集中度提升。1)公司地产板块毛利占比约 49%，2017 年 1-11 月地产销售额/销售面积 2092 亿/1452 万平米，同增 14.5%/8.5%，同期万科 4677 亿/3142 万平米，保利 2743 亿/1992 万平米；2017 年 11 月末公司土地储备面积 9036 万平方米，新购置土地储备 2323 万平方米；目前中建/万科/保利市值分别为 2856 亿/4366 亿/2097 亿。2)近期地产上涨逻辑：一二线城市回暖，将会使悲观的销售和新开工预期上修；行业集中度提升使龙头公司业绩稳定性增强；宅基地三权分置，农民工进城有望增加城镇住房需求。

基建/房建订单高增，受益国改。1)2017 年 1-11 月新签订单 19542 亿(+25%)，为 2016 年营收 2.0 倍；2)2017 年 2 月第二期激励落地，已 4.87 元/股价格向 1575 名授予对象授予共 26013 万股，占总股本 0.9%，限售期两年，央企信息公开试点，受益国改；3)全球最大工程承包商，世界

500 强第 24+ENR 全球业务第 1+业内最高信用评级，综合实力强劲。

表 4: 中国建筑历史估值表

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

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2、中国化学: 2017-18 年 EPS0.37/0.48 元(增速 4%/28%),目标价 8.32 元。摘自 2017 年 10 月 30 日《三费拖累业绩,海外/非化工业务稳步推进》

受益全球经济复苏与周期品价格上涨, 订单回暖势头有望持续, 减值事项影响趋弱。 1)国际: 全球新一轮朱格拉周期开启, 经济回暖利于全球化工工程订单释放, 公司有望依托 89 个驻外分支机构实现海外订单持续放量。2)国内: 甲醇、乙二醇等下游产品价格创 5 年以来新高, 煤化工景气度高, 相关企业产能投资意愿走强, 带动上游工程订单放量, 叠加 WTA 原油价格走高, 煤化工回暖势头有望延续; 同时, 原油价格尚未进入加工利润率扣减区间(80 美元/桶以上), 国内石油化工项目经济性亦未受到影响, 国内炼化项目需求仍有释放空间。3)减值: 随 PTA 价格走高, 四川晟达 PTA 项目潜在损失有望减少, 不确定性因素趋于缓和。

订单/业绩回暖, 业务结构优化。 1)业绩与订单回暖: 2017 年 1-11 月, 公司累计实现收入 492.06 亿, 同增 6.0%, 创近三年累计增速新高, 新签合同 845.24 亿(+59.2%), 其中国内合同 530.64 亿(63.9%), 11 月单月新签国内合同 138.29 亿, 同增 416%, 受益于内蒙古、山东等一批大型煤化工项目落地; 2)业务结构优化: 公司致力于业务结构调整, 借助 PPP 等模式切入市政/基建/生态环保等领域, 于阜阳、南京等地中标流域治理、生态湿地等项目, 参与成都天府新区拔改租项目 16 条路工程, 截至 2017H1, 公司非化工/煤化工/石油化工业务占比达到 33.4%, 业务结构优化成果逐步显现。

表 5: 中国化学历史估值表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
净利润	1,659	2,376	3,084	3,358	3,166	2,842	1770	1838	2364
增速	69%	43%	30%	9%	-6%	-10%	-38%	4%	29%
EPS	0.34	0.48	0.63	0.68	0.64	0.58	0.36	0.37	0.48
动态 PE								20	16
平均 PE	13	14	10	12	9	15	16	19	15
最高 PE	17	18	12	16	15	22	19	24	16
最低 PE	11	10	8	10	8	11	14	17	15

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3、中钢国际：2017-19 年 EPS0.53/0.68/0.84 元，增速 31%/28%/23%。
 摘自 2017 年 7 月 30 日《Q2 业绩同比/环比均改善，订单保障倍数高》

订单落地有望提速，业务方向持续拓展。1)2017 前三季度新签合同 58 亿，截至 Q3 已签订未开工 253 亿，已执行未完工项目 444 亿(未完工部分 141 亿)，未开工+未完工合计为 2016 年营收 4.2 倍，对未来业绩形成支撑，考虑到目前在跟踪的大型单体项目，2018H1 合同落地有望提速；2)公司积极拓展业务方向，布局基础设施、节能环保，以及以 3D 打印为代表的高新技术领域，业务结构进一步优化；3)拟现金收购控股股东下属中钢招标/中钢金信/中钢期货/中钢安环院 95%/90%/10.29%/100% 股权及中钢投资/中钢炉料/中钢贸易所持中钢期货 87.72% 股权，有助于完善公司产业链布局，丰富招采代理、咨询等业务。

国际/国内钢价提振，通过需求释放/减值冲回两位度助力业绩超预期。

1)全球经济回暖带动钢铁需求释放，国内外钢铁行业景气度均有所提振。国际钢铁价格指数创 5 年来新高，带动相关企业产能投放意愿；国内螺纹钢(上海)价格维持在 4000 元/吨以上，钢企经营情况好转，叠加环保要求提升，带动产能置换、产能搬迁项目需求释放。2)重钢、霍邱项目造成的减值对公司业绩形成拖累，目前公司已转让霍邱项目 6 亿元应收账款，重钢重组事项亦已落地(公司获得重钢股票 2.52 亿股以充抵债务)，随着行业转暖，霍邱项目复工有望提速，重钢股价亦有望提振，带动减值冲回，公司业绩有望超出市场预期。

表 6：中钢国际历史估值表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
净利润	5	2	-180	-398	182	470	512	672	860
增速	123%	-67%	-11283%	-121%	611%	158%	9%	31%	28%
EPS	0.00	0.00	-0.14	-0.32	0.15	0.37	0.41	0.53	0.68
动态 PE								12	10
平均 PE					35	26	19	17	10
最高 PE					54	47	25	25	10
最低 PE					29	16	16	11	10

数据来源：wind，国泰君安证券研究

4、中材国际：2017/18 年 EPS0.45/0.56 元，增速 53%/25%，目标价 11.2 元。
 摘自 2017 年 10 月 23 日《业绩高增略超预期，海外/国改值得期待》

外部变化：全最朱格拉周期与两材重组共振。1)公司作为水泥工程的全球领军者，公司 2017 年前三季度新签合同 65.9 亿(+6%)，海外合同已累计逾 2000 亿，水泥工程全球市占率连续 9 年世界第一，有望显著受益于全球朱格拉周期开启带动的全球产能需求扩张；2)两材重组后，公司有望深度受益于集团“六个一”战略，依托其丰富的海外工程经验成为集团内部水泥企业出海引领者，并以此作为全球产业投资契机；3)后续公司有望与集团内部 9 家水泥企业在水泥窑协同处置、技改等方面形成协同，依据工信部《建材工业发展规划》，至 2020 年水泥窑协同处置生产线占比将达到 15%，预计集团内部有约 50 条生产线具备开展水泥窑协同处置的相关条件，有望大幅增厚公司业绩。

内部变化：海外业务有望量价齐升，历史包袱消除与股权激励共助业绩释放。 1)海外：通过对天津、南京、成都三大板块进行业务区域划分以及精细化管理，提升毛利率；同时积极通过纵向、横向业务拓展实现合同额增长，纵向看，2017 年前三季度公司新签生产运营管理合同 33.9 亿，同增 135%，横向看，公司立足现有项目业主拓展多元化工程，业务已涉及炼油、矿业、发电等诸多领域；2)国内：公司环保业务 2017Q1-Q3 签约 16.4 亿，安徽节源在施项目较多，完成或接近对赌(2015-2017 年实现 3 亿元归母净利润)概率较大；3)钢贸事项坏账风险已充分释放并逐步转回，公司历史包袱基本解除；4)股权激励计划 9 月 16 日获批，规模 1755 万股，行权价 9.27 元，行权要求 2018/2019/2020 年相对 2016 年净利复合增速不低于 18%，ROE 不低于 8.9%/9.6%/10.3%，助力业绩释放。

表 7：中材国际历史估值表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
净利润	1426	1538	763	89	148	664	511	784	978
增速	92%	8%	-50%	-88%	66%	348%	-23%	53%	25%
EPS	0.81	0.88	0.43	0.05	0.08	0.38	0.29	0.45	0.56
动态 PE								22	18
平均 PE	20	18	11	41	87	86	19	20	18
最高 PE	34	24	19	115	105	164	27	25	18
最低 PE	16	10	6	12	60	17	16	15	18

数据来源：wind，国泰君安证券研究

5、全筑股份：2017/18 年 EPS 0.28/0.38 元，增速 51%/35%，目标价 10.64 元。 摘自 2018 年 1 月 8 日《深耕全装修+拓展全产业链，大客户战略保障业绩高增》

深耕全装修，积极布局全产业链。 1)全装修受消费者消费升级需求+政府利好政策加码(长租公寓/租售同权等)+地产商品品牌价值三维度推动，是中长期确定趋势；2)国内全装修起步晚、渗透率低(不足 20%，发达国家 80%)、发展空间大(预计未来 3 年市场规模 1.3 万亿)；3)公司秉持“人居环境塑造”和“人居生活服务”，国内住宅全装修龙头(全装修业务占比超 80%)+定制精装切入 C 端+积极外延拓展新材料/橱柜等新领域，将整合全产业链；4)公司 2017 年 11 月发布划线机器人样机，将大力拓展机器人业务。

大客户战略保障业绩，估值底部受益地产后周期。 1)深度绑定恒大(第一大客户，2016 年 45%应收款来自恒大)，恒大 2017 年销售额 5010 亿(+34%)，恒大业绩高增长利好公司②房企销售额排名 TOP20 中有 10 家与公司是合作伙伴关系，考虑大房企抗风险能力强且集中度不断提升(2015-17 年 TOP30 集中度从 27%到 38%)，大客户战略可保障公司业绩高增长；2)股权激励要求 2017-19 年净利润较 2016 年增速 ≥ 20%/40%/60%；3)历史看龙头地产公司大涨滞后映射到装饰行情的概率大，公司 2018 年预测 PE 仅 22 倍处于历史底部(2016/17 年最高 PE65/37，最低 42/29)。

表 8: 全筑股份历史估值表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
净利润		30	62	66.96	75.01	83	100	151	204
增速			106%	9%	12%	10%	22%	50%	35%
EPS		0.06	0.11	0.12	0.14	0.15	0.19	0.28	0.38
动态 PE								30	22
平均 PE						75	50	33	22
最高 PE						146	65	37	22
最低 PE						31	42	29	22

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

6、东易日盛: 2017/18/19 年 EPS0.89/1.23/1.60 元, 增速 30%/39%/30%, 目标价 34.16 元。摘自 2018 年 1 月 4 日《链家以倒挂价参与定增, 导流/品牌意义大》

牵手链家, 产品化家装有望放量。 1)公司依托 DIM+系统、在线监理施工管理系统、多年稳定合作的施工团队等形成稳定的交付能力, 为产品化家装放量提供基础; 2)速美业务由落地服务商模式向直营模式演进, 公司管控力度加大, 订单转化率有望提升; 3)链家全资子公司天津晨鑫、万科链家以 24.98 元/股(倒挂 5%)价格认购公司定增全部份额(2.4 亿), 链家作为全国最大的存量房交易、租赁入口之一, 有望从客户导流与品牌价值提振两维度助力公司业务放量; 4)定增募投项目为供需链智能物流仓储平台、数字化家装体验系统搭建, 公司原材料集采比例与信息化仓储物流能力有望提高, 为家装业务放量提供支撑; 5)获评住建部“国家装配式建筑产业基地”+9 月设立长租公寓事业部, 打开新空间。

消费升级助力量价齐升, 多元化业务稳步推进。 1)截至 2017Q3, 公司公告新签/在手订单 30.4 亿/35.6 亿, 在手订单为 2016 年营收 1.2 倍, 业绩确定性较高; 2)我国翻装房比例 21%远低于日本(67%), 新生代人群平均装修预算高于非新生代, 消费升级一方面助翻装房需求释放, 另一方面引领客单价提升, A6 业务发展前景乐观; 3)借易日升切入消费金融领域, 助力公司业务承揽能力提升; 4)3 亿收购欣邑东方 60%股权, 未来 3 个 12 月内承诺扣非净利 0.46/0.52/0.60 亿, 设计实力亦得到增强。

表 9: 东易日盛历史估值表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
净利润	39	70	73	105.61	116.30	98.37	172.87	225.00	312.00
增速	11%	79%	5%	44%	10%	-15%	76%	30%	39%
EPS	0.15	0.28	0.29	0.42	0.46	0.39	0.68	0.89	1.23
动态 PE								29	21
平均 PE					39	65	40	25	21
最高 PE					49	123	54	31	21
最低 PE					29	37	35	21	21

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

7、金螳螂: 2017/18 年 EPS0.70/0.81 元(增速 10%/16%), 目标价 14.71 元。摘自 2017 年 10 月 29 日《Q3 业绩反转快增, 五大优势助力家装推进》

行业复苏叠加地产销售走俏+长租公寓利好，作为行业龙头业绩高增长有保障。1)特色小镇等新型城镇化叠加酒店行业回暖推动家装行业迎来复苏，公司作为家装龙头有望最先受益，未来业绩高增长有保障；2)当前地产调控释放暖意、地产龙头公司销售/新开工数据向好，地产集中度提升将拉动装饰集中度提升，且中央定调租售并举，长租公寓发展提速，公司未来或将通过加强与现有长租公寓企业、平台的合作，研发相关适应性的产品，创造新的家装市场增长空间。

金螳螂家加速拓展。1)通过互联网、第三方电商平台，并结合全国分布的门店，实现线上导流、线下门店等方式直接与C端客户进行对接，通过卓越的质量和良好的客户满意度，实现平台整体的快速增长；2)金螳螂.家五大优势:品牌优势(秉承家装品牌传统)/经营模式优势(合伙人制度)/资源优势(家装多年积累及自身发展)/管理优势(管理体系)/文化优势(金螳螂企业文化和精神)；3)金螳螂.家线下门店金螳螂家已开设直营门店共127家，未来拓展将提速。

表 10: 金螳螂历史估值表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
净利润	389	733	1,111	1,564	1,877	1,602	1,683	1,850	2,142
增速	94%	89%	52%	41%	20%	-15%	5%	10%	16%
EPS	0.15	0.28	0.42	0.59	0.71	0.61	0.64	0.70	0.81
动态 PE								22	19
平均 PE	32	28	22	18	13	25	16	16	20
最高 PE	61	33	29	23	18	38	20	22	20
最低 PE	17	24	17	15	10	13	13	14	19

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

8、中国铁建:2017/18年 EPS1.20/1.41元(增速16%/17%),目标价18.7元。
 摘自2017年10月31日《营改增助力业绩增长，业务结构优化实力强》

高端制造核心标的，高铁有望超预期。1)十九大明确提出加强水利/铁路/公路等基础设施建设，加快发展先进制造业，公司多年ENR全球最大工程承包商前三，2017年世界500强第58，为铁公基龙头与高端制造的典型代表，有望持续受益；2)铁路固投连续四年突破8000亿，2018年铁路计划投资7320亿(同降8.6%)，投产新线4000公里(同增32%)，其中高铁3500公里(同增84%)，虽然铁路计划投资微降，但高铁有望超预期；3)公司拟发行不超100亿可转债用于地铁/高速项目，该事项已获国资委批复，有助于公司项目开展。

订单充足为未来业绩提供保障，国改望助力订单/营收剪刀差释放。1)1-9月新签合同8465亿(+24.7%)，为年度计划的64%；在手21759亿，为2016年收入的3.5倍；2)1-9月工程合同中非两路订单占比达53%，不乏城轨等新兴领域的订单，打开成长空间；3)1-9月新签订单与营收增速仍存16pct剪刀差，随着铁路被列入混改7大领域之一，助业绩释放，剪刀差望修复；4)公司资产负债率80.8%(+0.2pct)，存在一定压力；5)PPP年内将从整体压制到局部鼓励转变，公司作为铁公基龙头综合实力强劲

有望在基建 PPP 领域取得更大发展。

表 11: 中国铁建历史估值表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
净利润	4246	7854	8629	10345	11343	12645	14000	16259	19094
增速	-36%	85%	10%	20%	10%	11%	11%	16%	17%
EPS	0.31	0.58	0.64	0.76	0.84	0.93	1.03	1.20	1.41
动态 PE								10	9
平均 PE	17	22	9	7	6	6	17	10	8
最高 PE	19	26	12	9	8	17	27	12	9
最低 PE	16	20	6	5	5	4	12	9	8

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

评级说明

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

国泰君安证券研究所

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