

行业评级：

建筑 增持（维持）

鲍荣富 执业证书编号：S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

黄骥 执业证书编号：S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

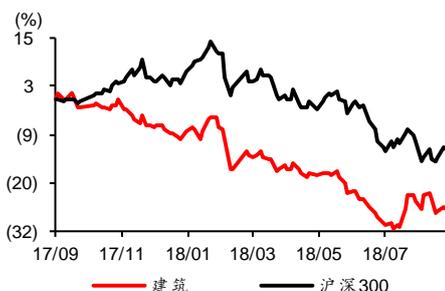
方晏荷 执业证书编号：S0570517080007
研究员 021-28972059
fangyanhe@htsc.com

王涛 021-28972059
联系人 wangtao@htsc.com

相关研究

- 1 《中国中铁(601390,增持): 业绩持续超预期, 债转股再上台阶》2018.08
- 2 《葛洲坝(600068,买入): 单季经营延续改善, 静待环保盈利提升》2018.08
- 3 《中国铁建(601186,买入): 业绩符合预期, 将充分受益基建回暖》2018.08

一年内行业走势图



资料来源：Wind

利润放缓流出增加,设计装饰改善大

建筑行业 2018 年中报总结

18H1 建筑板块归母净利润同比增速有所放缓, 现金流仍加速流出

18H1CS 建筑板块营收 2.12 万亿元, YoY+10.84%, 归母净利 700 亿元, YoY+13.69%, 收入同比增速提升, 归母净利同比增速放缓。18H1 板块毛利率 11.8%, 同比升 0.51pct, 净利率 3.97%, 同比升 0.21pct。基建央企/国企负债率同比降 0.59pct, 其余板块合计升 0.74pct。18H1 板块经营净现金流出同比继续扩大或受付现成本及垫资增加所致, PPP 相关板块投资支付现金仍然明显增加。我们认为 H2 基建板块收入/归母净利同比增速有望提升, 装饰龙头 Q3 业绩预告增速中值大多高于 H1 实际值, 推荐基建设计及低 PB 蓝筹, 关注新开工向竣工传导带来的房建产业链同比增速回暖。

设计板块归母净利润同比增速最高, 盈利能力出现分化

18H1 大部分子板块均取得归母净利正增长, 设计同比增速最高 37%; 装饰与化工工程同比增速改善最为显著, PPP 相关的大基建、中小建企和园林归母净利同比增速下滑。18H1 子板块盈利能力分化, 设计/国际工程受益毛利率提升盈利能力增强, 其他多数子板块毛利率平稳或略降同时受累于管理费用率提升, PPP 相关板块财务费用率普升, 施工板块应收款减值同比增速普遍低于收入同比增速。H1 基建相关子板块总资产及应收款周转率同比下降, H2 若项目推进及融资改善, 则有望回升。H1 设计在归母净利高增长同时 CFO 净流出占收入比例未明显变化, 体现较高增长质量。

PPP 资本金支出同比增速仍较高, 相关板块的负债率较年初提升

上半年大基建 CFO 净流出占收入比重明显增加体现垫资支出增加, 投资支付现金增加受 PPP、地产投资及其他投资支出影响。中小建企和园林 CFO 金流出有所下降, PPP 资本金支出带动投资支付现金继续同比增加。在 CFO 未出现明显改善情况下, 三个板块有息负债余额同比增速均超过 25%, 大基建达到 72%, 未来或推动财务费用率上升。相较年初大基建和园林资产负债率有所增加, 而园林经营性负债同比增速高于有息负债, 未来或面临较大的支付压力。我们认为下半年 PPP 相关板块财务指标的改善仍然依赖于项目贷的加快落地。

18Q3 展望: 基建、装饰板块 Q3 归母净利润有望提速

70 家已发布 Q3 业绩预告的上市公司中, 41 家的净利润预增同比增速中值高于其 18H1 实际同比增速, 占比近 60%, 其中 17 家装饰企业中 11 家净利润预增中值高于中报同比增速。下半年若政策及融资实质性改善, 基建板块收入同比增速有望提升, 继续重点推荐成长性受融资制约小, 基建回暖有望最先受益的基建设计板块(苏文科, 中设集团)以及估值处于低位, 全年归母净利同比增速大概率改善的低 PB 基建蓝筹(中国铁建, 四川路桥)。房建板块公装订单转化有望提速, 地产新开工面积高增长有望加速向竣工传导, 关注房建及装饰龙头(金螳螂, 中国建筑)。

风险提示: 基建政策/融资改善不及预期, 行业收入同比增速提升不及预期。

正文目录

行业概述：归母净利同比增速有所放缓，现金流仍加速流出.....	4
收入归母净利同比继续提升，盈利能力改善速度有所放缓.....	4
负债率变动趋势仍然分化，存货周转率提升.....	5
CFO净流出继续扩大，CFF体现较高融资需求.....	6
细分板块：设计增长质量较高，PPP仍待改善.....	9
归母净利增长：设计、装饰及化学工程同比增速同比改善.....	9
盈利能力：设计/国际工程盈利能力提升较为明显.....	10
管理能力：管理费/资产减值占比影响大，PPP板块周转效率下降.....	10
负债及现金流：PPP带息负债总额快速增加，现金流出仍然较大.....	12
18Q3展望：装饰、基建归母净利有望提速.....	15
风险提示.....	17

图表目录

图表 1：2014H1-2018H1 年建筑行业整体营收及同比增长率.....	4
图表 2：2014H1-2018H1 年建筑行业整体归母净利润及同比增长率.....	4
图表 3：2015H1-2018H1 年 CS 建筑扣除中建、中铁、中铁建及中交后的收入、归母净利润同比增速.....	4
图表 4：2013-2018Q2 建筑行业单季度收入/归母净利润同比增速.....	5
图表 5：2013-18Q2 年建筑行业（除中国建筑）收入/归母净利润同比增速.....	5
图表 6：2014H1-2018H1 年建筑行业摊薄 ROE 走势.....	5
图表 7：2014H1-2018H1 年建筑行业毛利率和净利率.....	5
图表 8：2014H1-2018H1 建筑行业资产负债率.....	6
图表 9：2014H1-2018H1 建筑行业三项营运指标.....	6
图表 10：2014H1-2018H1CS 建筑中大基建板块与其余板块整体资产负债率变化.....	6
图表 11：2014H1-2018H1 建筑行业现金流量净额变动趋势.....	7
图表 12：2014H1-2018H1 建筑行业收现比与付现比.....	7
图表 13：2014H1-2018H1 建筑行业三项费用率变化.....	8
图表 14：建筑行业期末应收款同比增速及 3 年以上应收款占比.....	8
图表 15：2014H1-2018H1 建筑行业资产减值损失及占收入比重.....	8
图表 16：18H1 建筑行业各子板块营收及归母净利同比增速.....	9
图表 17：18H1 建筑子板块营收/归母净利同比增速与 17H1 的差.....	9
图表 18：17H1、18H1 设计咨询各子板块营收同比增速.....	9
图表 19：17H1、18H1 设计咨询各子板块归母净利同比增速.....	9
图表 20：2017H1,2018H1 建筑行业各子板块毛利率（%）.....	10
图表 22：2018H1 相对 2017H1 建筑子板块净利率变化量与毛利率变化量的差（PCT）.....	10
图表 23：2017H1,2018H1 建筑行业各子板块期间费用率.....	11

图表 24: 2017H1,2018H1 建筑行业资产减值损失占收入比重.....	11
图表 25: 2017H1,2018H1 建筑行业各子板块管理费用率.....	11
图表 26: 2017H1,2018H1 建筑行业各子板块财务费用率.....	11
图表 27: 2017H1,2018H1 建筑行业各子板块存货周转率.....	12
图表 28: 主要子板块当期新增存货占营收的比重.....	12
图表 29: 2017H1,2018H1 建筑行业各子板块应收账款周转率.....	12
图表 30: 2017H1,2018H1 建筑行业各子板块总资产周转率.....	12
图表 31: 2017H1,2018H1 建筑行业各子板块资产负债率.....	13
图表 32: 2017H1,2018H1 建筑行业各子板块流动比率.....	13
图表 33: 各子板块带息债务占负债总和的比例 (%).....	13
图表 34: 2017H1,2018H1 建筑行业各子板块经营净现金/营业收入.....	14
图表 35: 2017H1,2018H1 建筑行业各子板块投资净现金/营业收入.....	14
图表 36: 主要 PPP 子板块 (CFO 净额-投资支付现金) / 营收 (%).....	14
图表 37: 基建类子板块历史营业收入同比同比增速.....	15
图表 38: 基建类子板块历史归母净利润同比同比增速.....	15
图表 39: 建筑行业公司 18Q3 归母净利预告同比增速及全年一致预期归母净利同比增速.....	16

行业概述：归母净利同比增速有所放缓，现金流仍加速流出

收入归母净利同比继续提升，盈利能力改善速度有所放缓

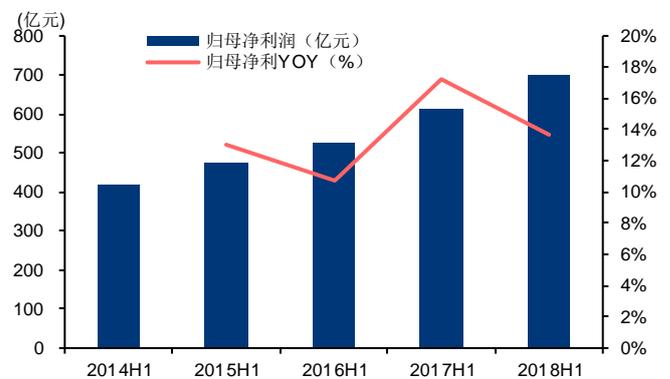
板块营收同比增速继续提升，但归母净利同比增速较 17H1 有所放缓。2018H1 CS 建筑板块实现营收 2.12 万亿元，同比增速 10.84%，实现归母净利润 700 亿元，同比增速 13.69%，营收同比增速近 4 年来保持持续增长态势，我们认为体现了过去两年行业内公司订单同比增速较快对收入同比增速带来的提升作用，18H1 板块归母净利润同比增速有所放缓，我们判断可能与在收入连续较快增长下建筑企业有息负债总量增加且上半年融资成本有所增加，原材料涨价对毛利率产生一定影响有关。18H1 建筑行业归母净利同比增速与营收同比增速正向剪刀差 2.85pct，较 17H1 下降 7.57pct，行业的整体盈利能力提升幅度或有一定下降。

图表 1：2014H1-2018H1 年建筑行业整体营收及同比增长率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

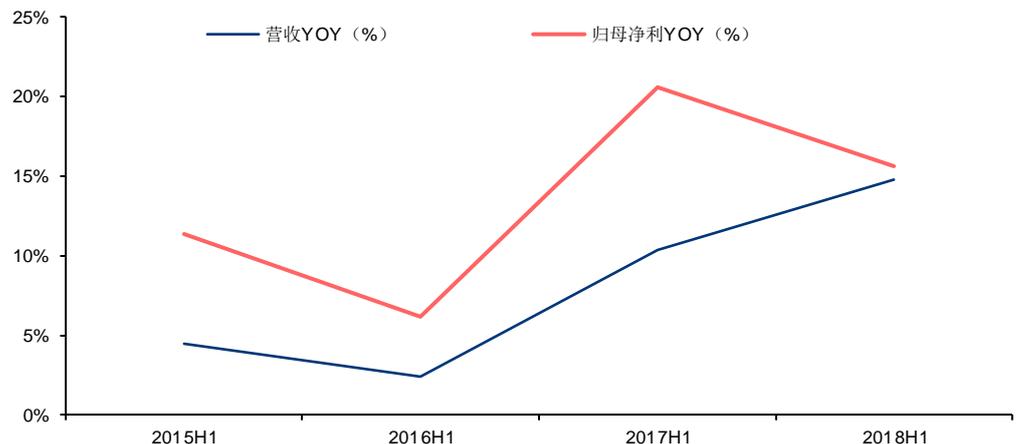
图表 2：2014H1-2018H1 年建筑行业整体归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

在扣除中建、中铁、铁建和中交四大央企后，建筑板块的营收同比增速和归母净利润同比增速更高，但盈利能力下降可能更快。18H1 建筑板块收入规模最大的四家公司分别为中国建筑、中国中铁、中国铁建和中国交建（18H1 四家公司收入均在 2000 亿元以上），合计收入及归母净利润总额占整个中信建筑板块的 67%和 64%，若扣除上述四家公司，2017 年建筑板块收入与归母净利同比增速分别为 14.76%和 15.61%，两项数据比剔除前均更高，但归母净利同比增速与营收同比增速的剪刀差变得更小，归母净利同比增速相对于 17FY 的 35.6%下降较为明显，可能表明除基建央企外其他建筑企业上半年的盈利能力提升幅度下降更快。

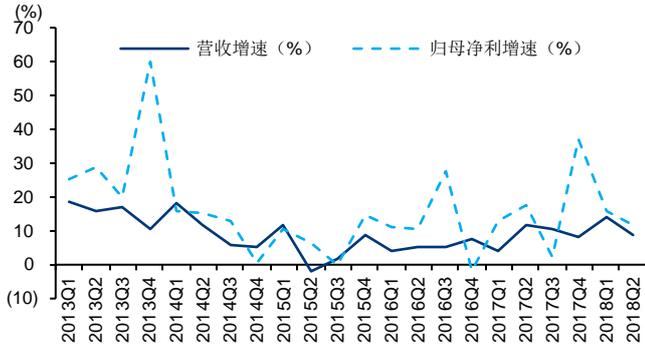
图表 3：2015H1-2018H1 年 CS 建筑扣除中建、中铁、中铁建及中交后的收入、归母净利同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

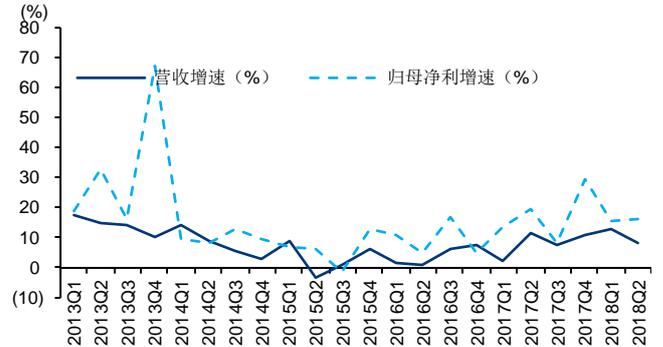
剔除收入/归母净利占比最大的中国建筑后，板块 18Q2 的营收及归母净利同比增速低于 17Q2。单季度来看，18Q1 和 18Q2 建筑板块的收入同比增速分别为 13.8%和 8.7%，18Q2 收入同比增速低于上年同期，归母净利润同比增速分别为 15.6%和 11.8%，18Q2 的归母净利润同比增速也明显低于 17Q2。在扣除中国建筑影响后，板块 18Q2 收入/归母净利同比增速分别为 8.3%/16.3%，较 17Q2 也有比较明显下降，与 17Q1 之前体现的同比增速同比提升趋势有所不同。

图表 4: 2013-2018Q2 建筑行业单季度收入/归母净利同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

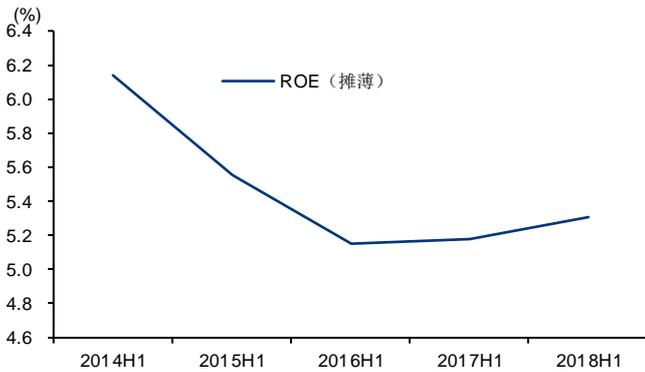
图表 5: 2013-18Q2 年建筑行业 (除中国建筑) 收入/归母净利同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

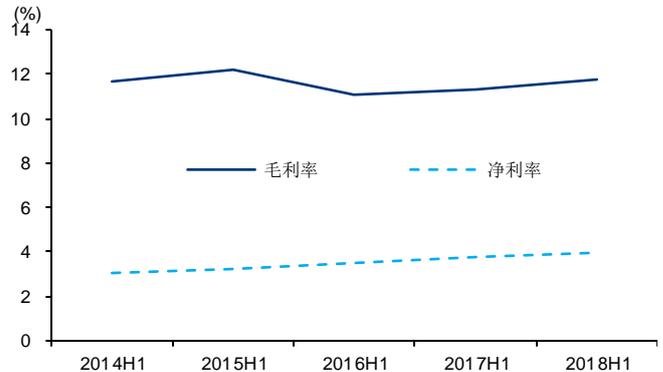
主要盈利指标持续提升，ROE 有所提高。18H1CS 建筑板块整体毛利率 11.8%，同比增长 0.51pct，增幅与 17FY 持平，高于 17H1，在原材料普遍涨价背景下仍然实现同比增长。建筑板块行业净利率 3.97%，同比增长 0.21pct，增幅小于毛利率，也小于 17H1 增幅。18H1 板块整体摊薄 ROE 5.3%，同比提升 0.13pct。

图表 6: 2014H1-2018H1 年建筑行业摊薄 ROE 走势



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 7: 2014H1-2018H1 年建筑行业毛利率和净利率

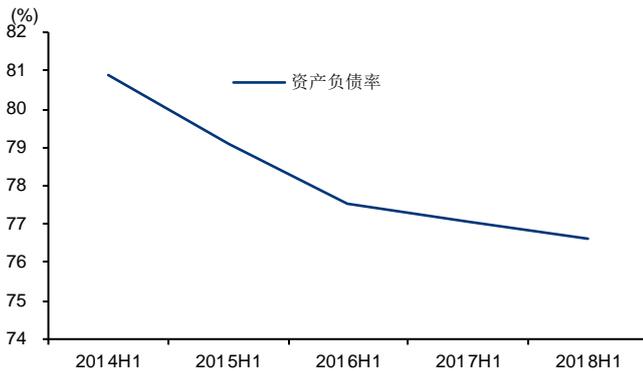


资料来源: Wind、华泰证券研究所

负债率变动趋势仍然分化，存货周转率提升

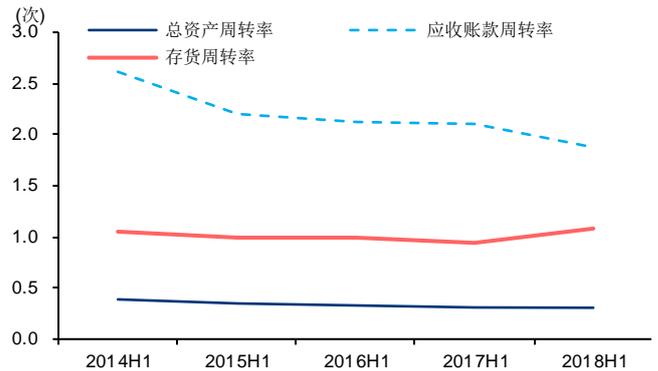
央企国企去杠杆，其他类企业加杠杆的趋势未变，存货周转率略有提升。18H1 建筑行业各项运营指标基本平稳，其中总资产周转率 0.31 次，同比下降 0.06 次，降幅较 17H1 略微收窄；应收账款周转率 1.88 次，同比降 0.22 次，降幅扩大，可能与存货向应收款结转有关；存货周转率 1.08 次，较 17H1 提升 0.14 次。建筑板块 18H1 资产负债率 76.61%，较年初有所提升，但同比降 0.46pct，2014H1-2018H1 延续了下降的趋势。与 17FY 类似，板块资产负债率下降的主要动力仍然来自于大基建板块（包含中建、中交、中铁建、中铁、中电建、中核建、中冶、隧道股份和上海建工，9 家公司 17 年末总资产占整个建筑板块 83.5%），其在 18H1 资产负债率下降 0.59pct，而在去除这 9 家公司后，建筑板块 18H1 资产负债率 67.59%，同比上升 0.74pct。

图表8: 2014H1-2018H1 建筑行业资产负债率



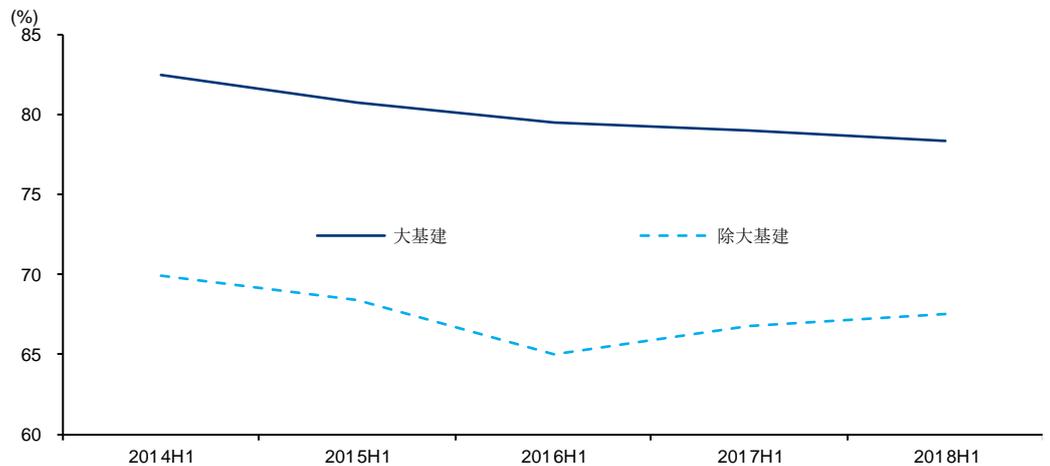
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表9: 2014H1-2018H1 建筑行业三项营运指标



资料来源: Wind、华泰证券研究所

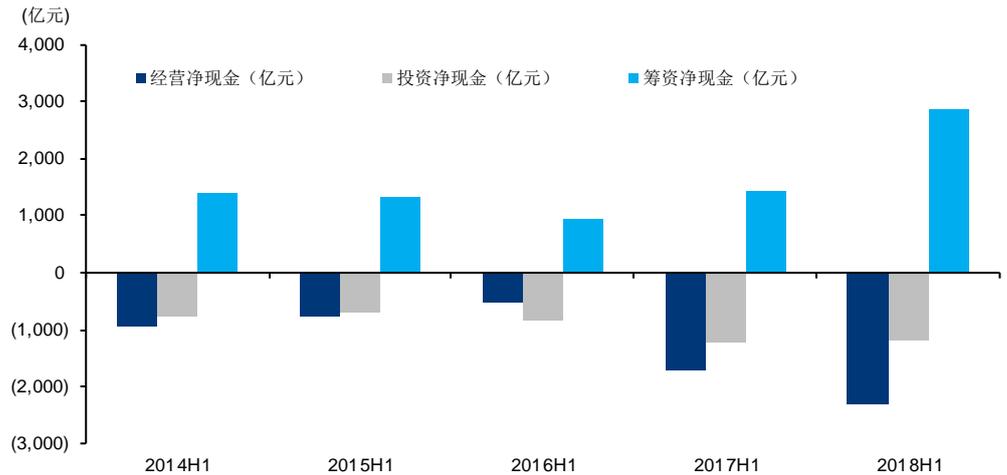
图表10: 2014H1-2018H1CS 建筑中大基建板块与其余板块整体资产负债率变化



资料来源: Wind、华泰证券研究所

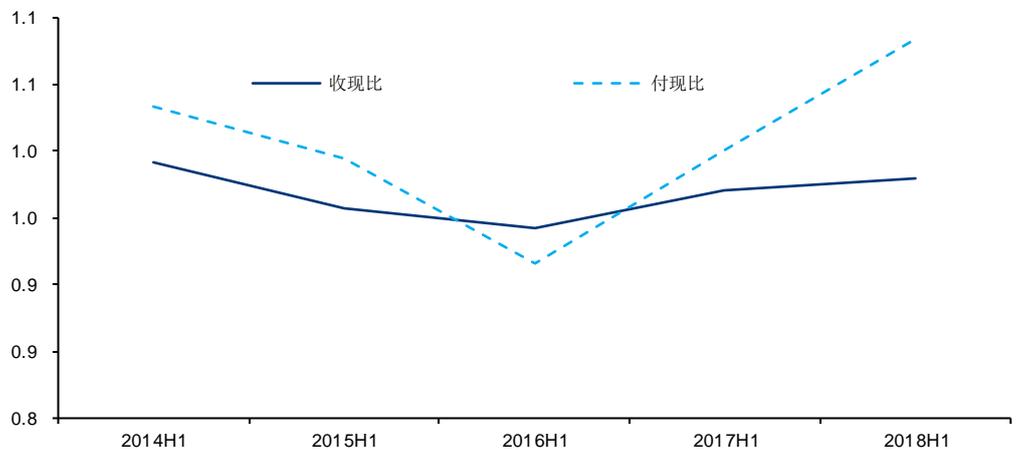
CFO 净流出继续扩大, CFF 体现较高融资需求

18H1 板块 CFO 净流出同比继续扩大, 投资性净流出基本持平, 筹资资金净额仍在扩大。 18H1 年建筑行业收现比为 97.9%, 相比 17H1 提升 0.79pct, 16H1 以来持续提升, 我们判断与去年收入同比增速较高, 回款部分在上半年体现, 且在融资趋紧情况下施工企业加强清收清欠, 回款有所转好有关。18H1 建筑板块经营活动现金净流出 2300 亿元, 净流出量仍在扩大但恶化速度相比 17H1 有所减缓; 投资活动现金净流出 1203 亿元与 17H1 基本持平, 反映了上半年 PPP 项目落地速度在合规政策导向下趋缓。上半年板块筹资现金净流入 2864 亿元, 同比同比增速处于 14H1 以来的较高水平, 项目持续推进情况下, 行业内公司的融资需求仍然处于高位。

图表 11: 2014H1-2018H1 建筑行业现金流量净额变动趋势


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

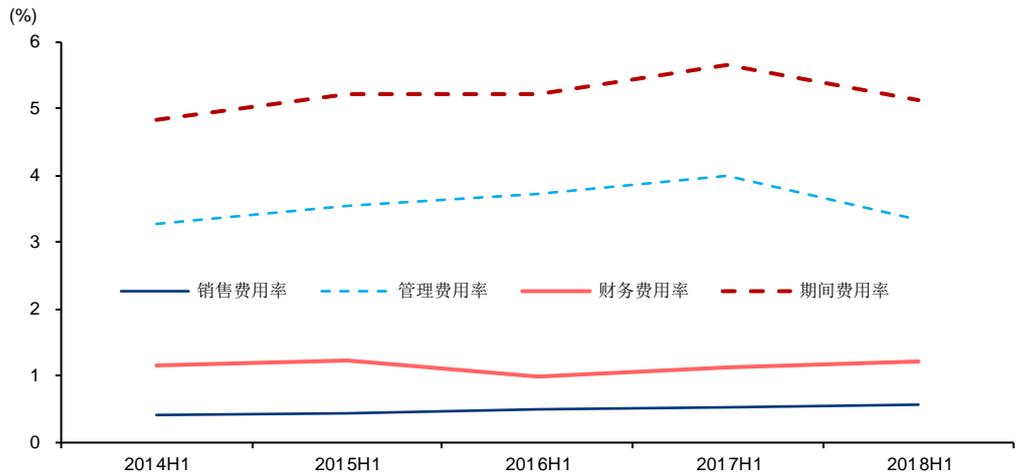
收现能力稳定情况下,付现成本及其他经营活动现金流支出是上半年经营活动现金流继续明显恶化的原因。从影响经营净现金流的主要指标看,18H1 板块 CFO 净额减少的主要原因包括: 1) 行业付现比提升速度快于收现比,根据我们在《宏观微观两维度看建筑现金流变迁》中的分析,付现比提升较快可能与材料价格上涨付现成本增加,及过往应付账款支付相关; 2) 行业整体支付的与经营活动相关的其他现金支出较 2016 年大幅增长 35%,达到 2218 亿元,而此项下大部分为支付给业主的投标保证金和履约保证金,该项目的快速增加或预示着建筑企业订单落地速度的提高。

图表 12: 2014H1-2018H1 建筑行业收现比与付现比


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

18H1 期间费用率总体下降但财务费用率总体上升。18H1 建筑板块整体期间费用率 5.13%, 同比下降 0.53pct, 其中管理费用率 3.35%, 同比下降 0.65pct, 在各项费用中收入占比最高, 对期间费用率下降的贡献幅度最大; 销售费用率 0.57%, 同比上升 0.03pct, 保持基本稳定; 财务费用率 1.22%, 同比上升 0.1pct, 主要体现为与融资相关的利息支出、手续费及其他财务费用的增加。

图表 13: 2014H1-2018H1 建筑行业三项费用率变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

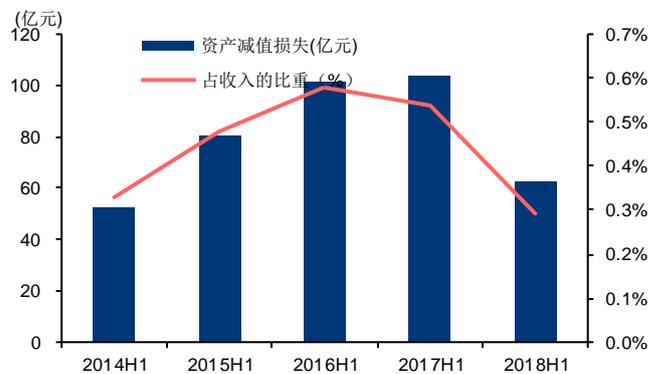
18H1 建筑板块资产减值损失同比下降 40%，占收入比重同比下降 0.25pct，其中应收账款坏账减少是主要原因。18H1 建筑板块计提的资产减值损失 62.5 亿元，同比下降 40%，占收入比重 0.29%，同比下降 0.25pct，对建筑板块整体盈利能力的提升起到促进作用。18H1 板块应收账款坏账计提 47.9 亿元，同比下降 42.6%，存货跌价损失 3.52 亿元，同比下降 49.8%。应收账款坏账损失仍然是资产减值损失的主要组成部分。上半年末整个板块的应收账款同比下降 11.54%，三年以上应收款所占比例也出现同比下降，由于三年以上应收款的坏账比例较高，因此我们判断该部分应收款的收回所产生的坏账冲回对板块上半年应收款减值损失的减少贡献较大。

图表 14: 建筑行业期末应收款同比增速及 3 年以上应收款占比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 15: 2014H1-2018H1 建筑行业资产减值损失及占收入比重



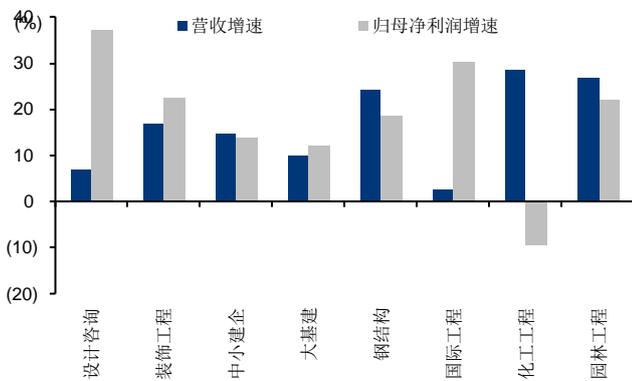
资料来源: Wind、华泰证券研究所

细分板块：设计增长质量较高，PPP 仍待改善

归母净利增长：设计、装饰及化学工程同比增速同比改善

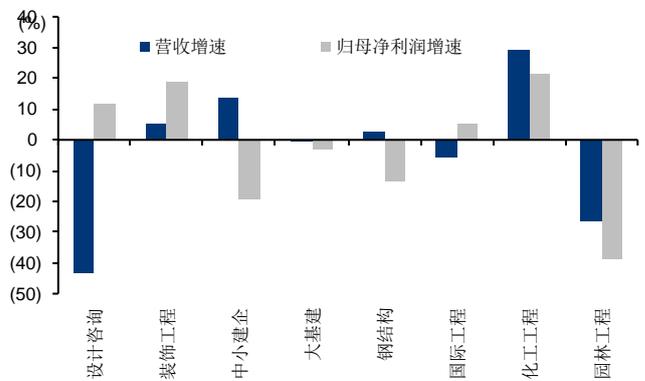
18H1 建筑子板块除化工工程外均取得了归母净利润的正增长，设计、装饰和化工工程板块归母净利同比增速提升较为明显。18H1 归母净利润同比增速前三名的子板块分别为设计咨询、国际工程和装饰工程，同比增速分别为 37.3%，30.4%，22.6%。归母净利同比增速排名后三位的是中小建企、大基建、化工工程，同比增速分别为 13.9%，11.9%，-9.4%，化工工程剔除海油工程后归母净利同比增速达到 23%。从同比增速改善角度看，化工工程、装饰工程及设计咨询归母净利同比增速较 17H1 提升较高，分别达到 21.5%、18.6%和 11.57%，8 个主要子板块中，收入同比增速较 17H1 下降的有 3 个，但归母净利同比增速下降的有 4 个，其中园林板块收入/归母净利同比增速较 17H1 下滑均超过 25pct，融资环境及基建政策的变化对其基本面产生了较大影响。

图表 16：18H1 建筑行业各子板块营收及归母净利同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

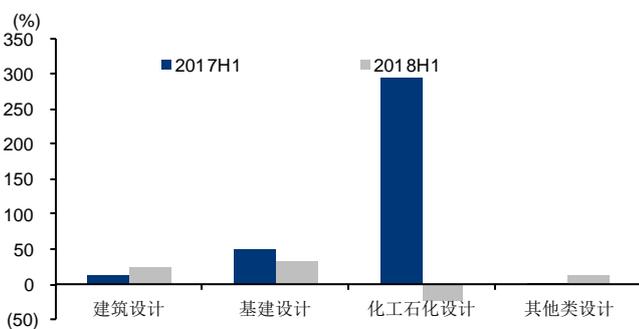
图表 17：18H1 建筑子板块营收/归母净利同比增速与 17H1 的差



资料来源：Wind，华泰证券研究所

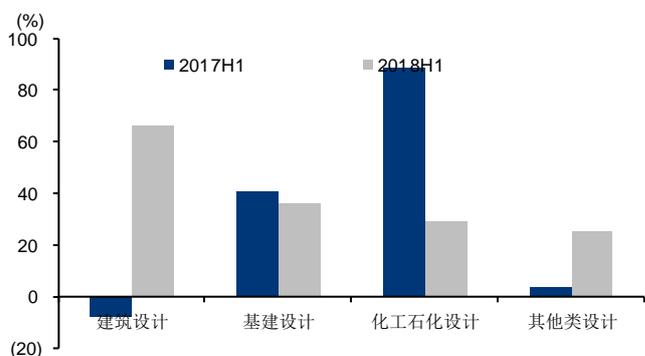
建筑设计板块仍然实现了收入/归母净利同比增速的双升，基建设计同比增速维持在较高水平。整体来看，设计咨询板块 18H1 收入同比增速同比下滑 43.11pct，归母净利同比增速提升。分子板块看，上半年建筑设计和设计类实现营收同比增速和归母净利同比增速提升，化工石化设计板块在去年高基数影响下 18H1 表现较差，基建设计虽然收入、归母净利同比增速较 17H1 均有一定下降，但仍保持在较高水平。我们预计在去年及今年订单保持较高增长的态势下，建筑和基建设计板块的收入及归母净利增长持续性有望较好。

图表 18：17H1、18H1 设计咨询各子板块营收同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 19：17H1、18H1 设计咨询各子板块归母净利同比增速

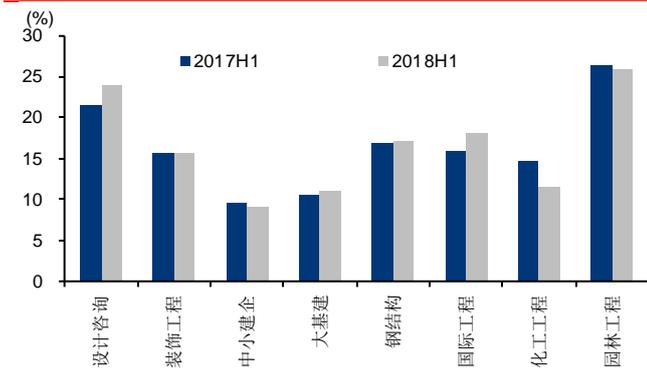


资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利能力：设计/国际工程盈利能力提升较为明显

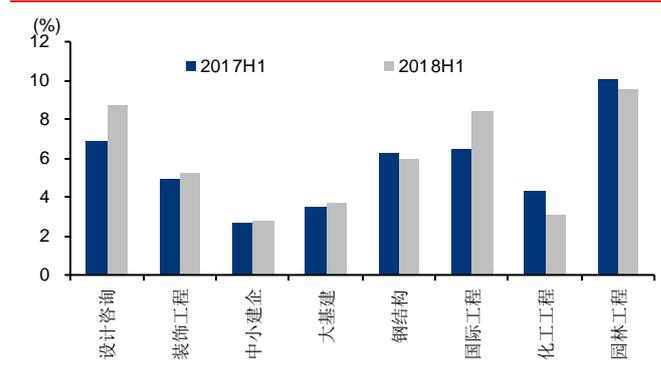
18H1 毛利率同比上升和下降的子板块各占一半，钢结构、化工工程和园林板块净利率下降。2017 年全年除中小建企、设计咨询和钢结构板块外，其余板块毛利率均实现回升，而 18H1 子板块毛利率变化分化，设计、大基建、钢结构、化工工程实现毛利率同比上升，其他板块毛利率同比下降，园林和设计仍然是毛利率最高的子板块。净利率方面，钢结构、化工工程和园林出现同比下降，其余板块同比上升，其中设计咨询及国际工程板块净利率上升较为明显。2017 年除设计咨询和化工工程两个板块净利率下降外，其余板块净利率均有所提升。18H1 装饰、中小建企在毛利率下降的情况下净利率上升，体现费用率的下降，园林板块则出现了主营业务成本和费用占比双升的情况。

图表 20：2017H1,2018H1 建筑行业各子板块毛利率 (%)



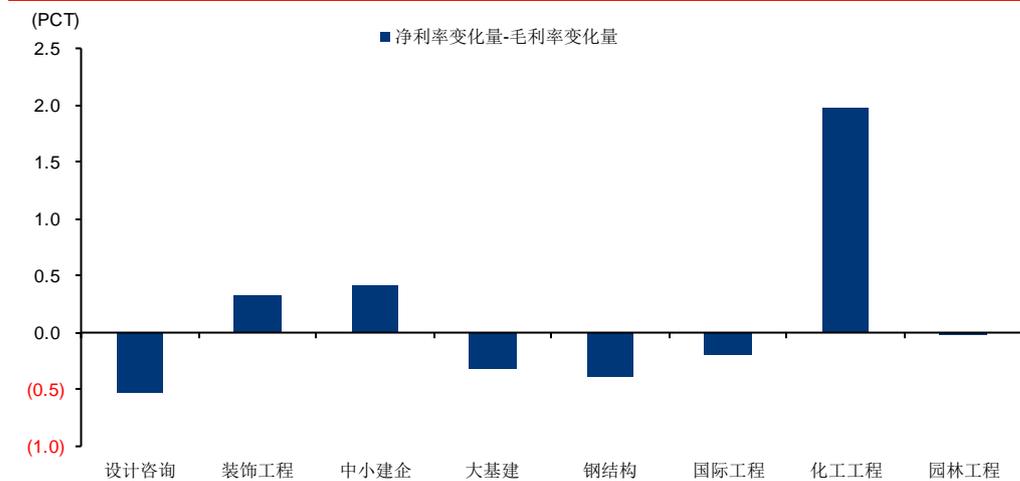
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 21：2017H1,2018H1 年建筑行业各子板块净利率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 22：2018H1 相对 2017H1 建筑子板块净利率变化量与毛利率变化量的差 (PCT)

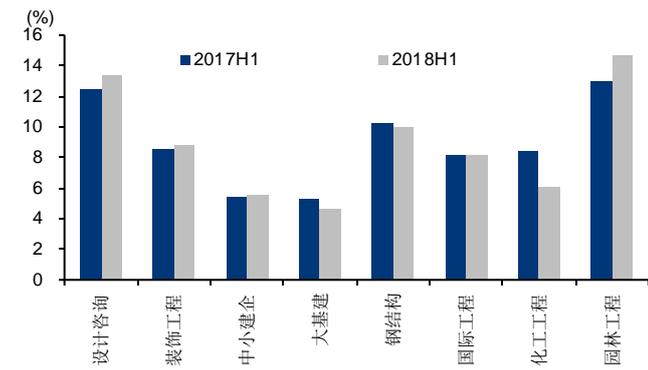


资料来源：Wind、华泰证券研究所

管理能力：管理费/资产减值占比影响大，PPP 板块周转效率下降

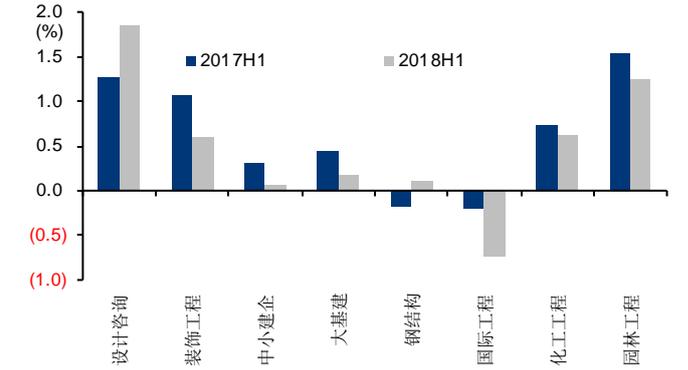
18H1 仅园林和设计板块期间费用和资产减值收入占比之和同比提升，上半年大部分施工相关的子板块出现了资产减值损失占比的下降。我们将期间费用率和资产减值损失占收入比重统一考虑为主要费用率，18H1 仅设计和园林两板块主要费用率下降，其中园林期间费用率上升但减值损失占比下降，设计则二者均上升。其余板块中，除钢结构减值损失占比提升外，剩余板块减值损失占比均下降，对净利率变化具有正向贡献。H1 三个净利率升幅大于毛利率升幅的子板块中，装饰板块和中小建企均为期间费用率上升但减值损失占比降幅更大，化工板块则为期间费用率和减值损失占比双降。此外，大基建和国际工程板块也出现两项指标共同下降。总而言之，上半年板块净利率的变化中，资产减值损失占比下降是不容忽视的因素，但其变化的可持续性往往不好判断。

图表 23: 2017H1,2018H1 建筑行业各子板块期间费用率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 24: 2017H1,2018H1 建筑行业资产减值损失占收入比重

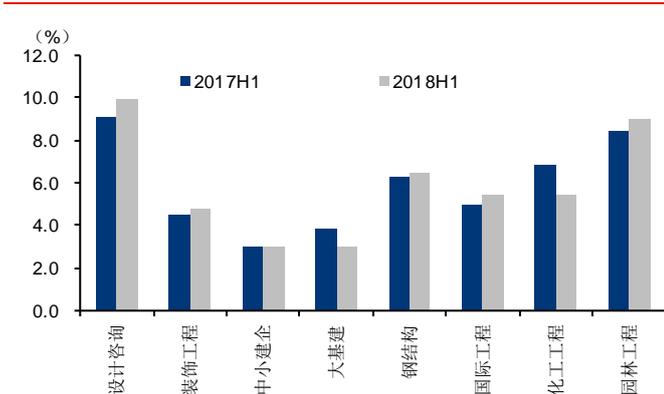


资料来源: Wind、华泰证券研究所

上半年六个子板块管理费用率上升,整体市场恶化也导致大部分板块销售费用率上升。上半年设计、装饰、中小建企、大基建、化学工程的期间费用率变化主要驱动因素为管理费用率,影响占比分别达到 86%/113%/56%/121%/59%,其中大基建体现为管理费用率下降对期间费用率的下降贡献,而其他板块则体现为上升贡献,钢结构和国际工程期间费用率在下降但管理费用率在上升。我们认为,在去年建筑企业订单及收入同比增速均持续提高情况下,企业很难预判上半年出现的政策及融资环境转向,提前针对规模扩张相应增加了管理成本,而管理成本在上半年无法立即跟随收入放缓的节奏而下降,因此导致大部分板块出现管理费用率上升。上半年除了大基建和钢结构板块外,其余国内工程板块(包括设计)均呈现销售费用率上升的态势,可能也与基建市场新项目减少,竞争趋于激烈有关。

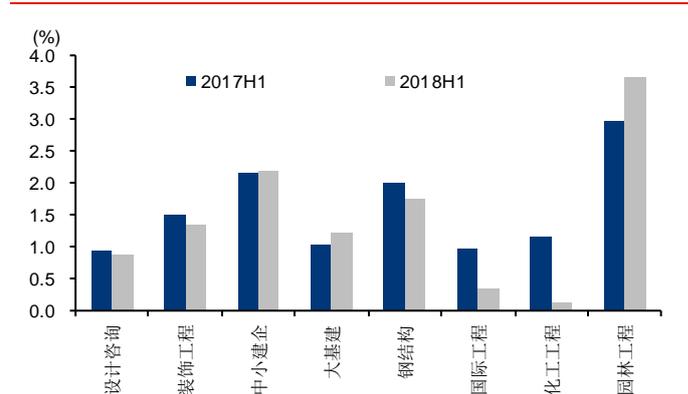
高负债、PPP 相关子板块财务费用率上升比较明显。上半年大基建、中小建企和园林工程三个板块财务费用率上升,其余板块财务费用率下降,国际工程板块利息支出的大幅增加被其大幅减少的汇兑损失抵消,而化工工程板块的利息支出则进一步减少,其余财务费用率下降的板块尽管利息支出同比均增加,但增加幅度小于收入同比增速。大基建、中小建企和园林板块涵盖了大多数建筑板块中资产负债率较高的公司,同时在 PPP 项目进行过程中融资需求高于其他板块,因此其财务费用率上升,我们预计其较高的有息负债基数可能会使其下半年的财务费用率保持高位。

图表 25: 2017H1,2018H1 建筑行业各子板块管理费用率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

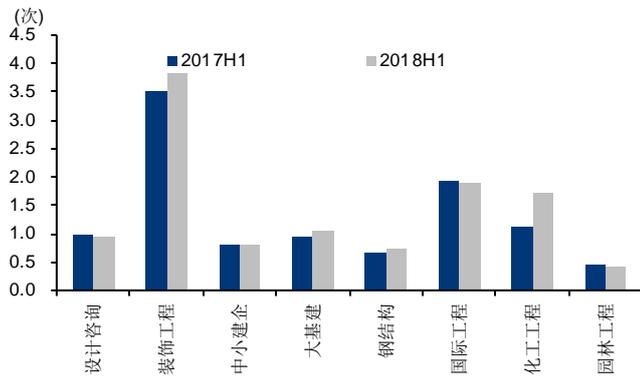
图表 26: 2017H1,2018H1 建筑行业各子板块财务费用率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

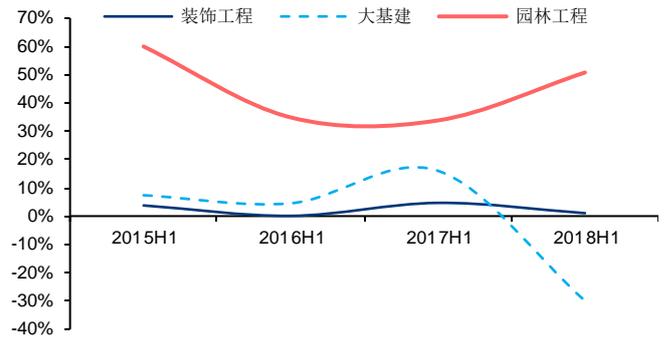
装饰、大基建、化学工程和钢结构存货周转率提升,园林工程当年新增存货占营收的比重继续提升。相比于 18H1 板块存货周转率的普遍提升,上半年存货周转率变化情况存在分化,上述 4 个板块存货周转加快,但设计、园林和中小建企可能受制于业主收入确认放缓,存货周转率出现上升。当期新增存货占收入比重指标与存货周转率反映的趋势一致,园林板块新增存货占收入的比重仍在增加,大基建板块上半年存货净减少。

图表 27: 2017H1,2018H1 建筑行业各子板块存货周转率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

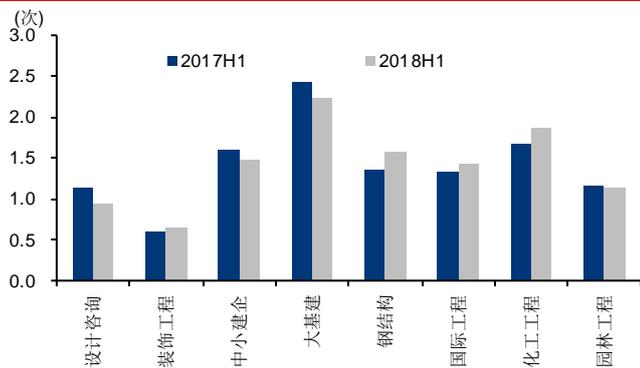
图表 28: 主要子板块当期新增存货占营收的比重



资料来源: Wind、华泰证券研究所

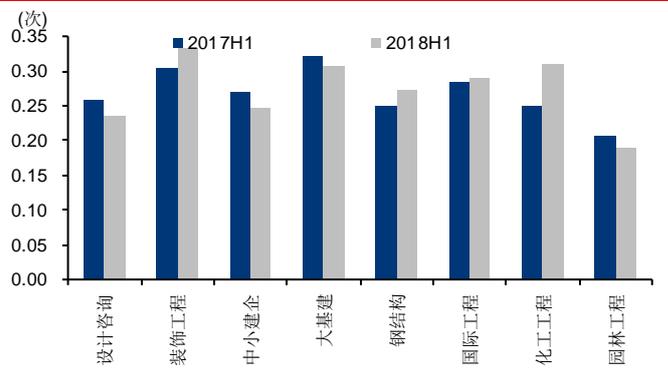
设计及 PPP 相关板块的应收款周转率及总资产周转率呈现下降。应收款周转率方面，上半年指标下降的板块为设计、中小建企、大基建和园林工程，后三者均为 PPP 项目占比较高的板块，而总资产周转率也体现了相同的趋势。我们认为 PPP 相关板块运营指标未见好转，可能意味着上半年 PPP 项目的回款和业主收入确认仍然存在较大的滞后性，板块指标的改善依赖于未来融资环境的实质性改善。而设计板块中的建筑设计和基建设计上市公司总体面向政府，可能也受到了地方政府项目放缓的影响。

图表 29: 2017H1,2018H1 建筑行业各子板块应收账款周转率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 30: 2017H1,2018H1 建筑行业各子板块总资产周转率

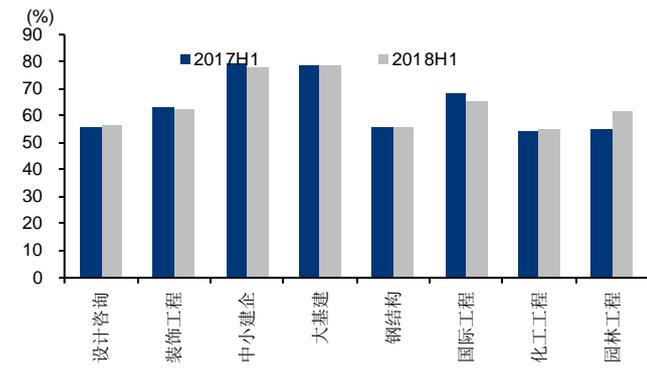


资料来源: Wind、华泰证券研究所

负债及现金流: PPP 带息负债总额快速增加, 现金流出仍然较大

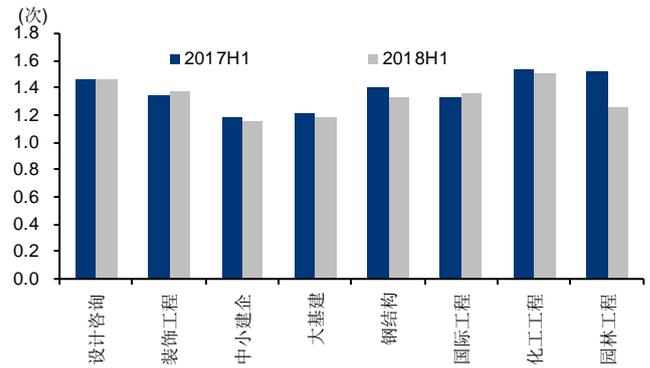
园林工程资产负债率明显上升, 降杠杆仍是板块大趋势。18H1 设计、化工和园林资产负债率同比上升, 我们判断设计板块公司普遍进入 EPC 领域或是其负债率上升的原因, 而化工板块在收入提速过程中经营性负债增加也会使其负债率上升, 但二者负债率上升幅度均较小; 园林板块上半年负债率同比升 6.15pct 至 61.4%, 主要公司负债率接近 70%, 负债压力仍在持续提升, 其他板块的负债率则不同程度下降, 体现了行业去杠杆的大趋势。流动比率方面, 上半年变化较为明显的仍然是园林板块, PPP 项目落地过程中耗费现金增加或是主要原因。

图表 31: 2017H1,2018H1 建筑行业各子板块资产负债率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

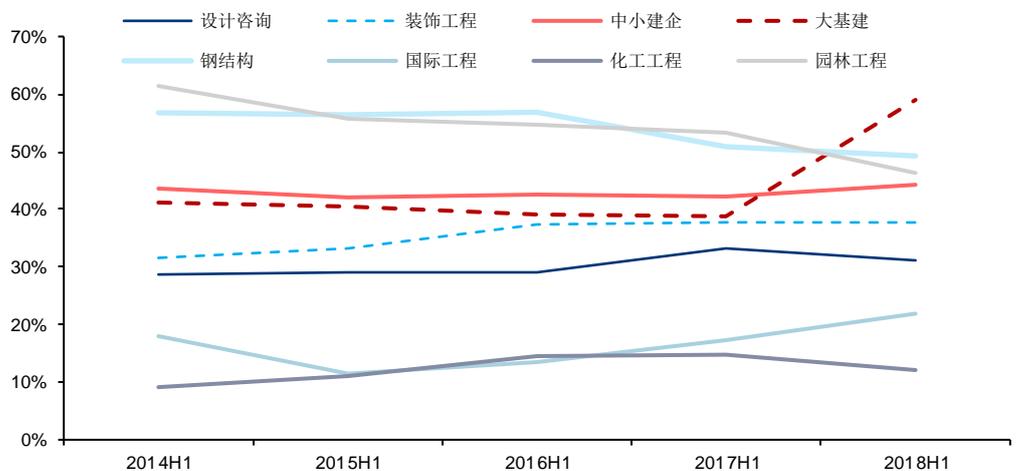
图表 32: 2017H1,2018H1 建筑行业各子板块流动比率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

大基建、园林和中小建企是带息负债绝对额增长最快的三个板块，但从占总负债比例看，只有大基建提升较为明显。18H1，大基建/园林/中小建企有息负债同比增速分别为72%/32%/25%，其余板块同比增速均不超过20%，我们认为体现了PPP等基建项目对资金耗用较多。但从有息负债占总负债的比例看，除大基建同比提升20pct比较明显外，其余板块有息负债占比提升并不明显，园林板块甚至占比下降，说明中小建企的经营性负债同比增速与有息负债相当，而园林的经营性负债同比增速高于有息负债。这一方面体现了在公司体量增大后对于上游分包分供商议价能力的提升，另一方面也预示着其在下半年可能面临较大的支付压力。

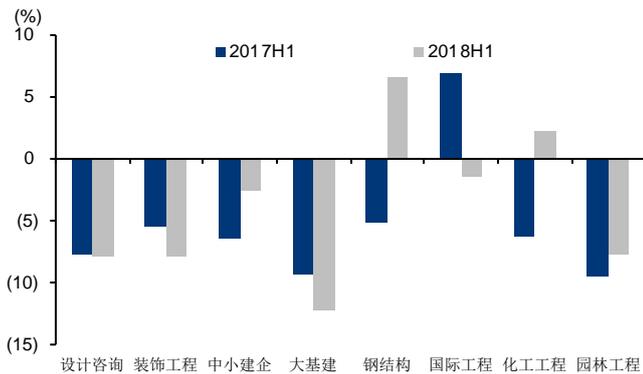
图表 33: 各子板块带息债务占负债总和的比例 (%)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

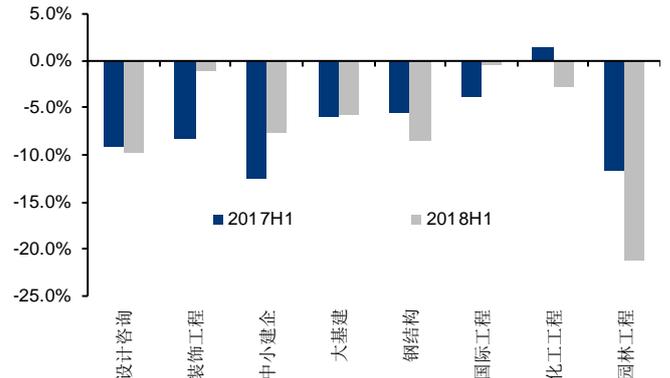
从现金流管理来看，上半年钢结构和化工工程实现CFO净流入，园林板块CFI净支出占营收的比例与17FY基本持平。建筑大部分的子行业工程回款集中于下半年，因此上半年普遍表现为CFO净流出，但钢结构和化工工程18H1实现CFO净流入。其余板块中，设计咨询、装饰工程及大基建CFO净流出占收入比例有所上升，中小建企及园林工程板块则有所下降。投资性现金流方面，园林板块投资净支出占收入的比例显著提升，投资强度与17FY持平，我们判断其在手PPP项目落地的资本金投入仍是主要原因，我们预计大基建和中小建企CFI净额/收入的改善主要体现在购建固定资产、无形资产及与投资相关的其他类现金支出中，与PPP相关度较高的投资支付现金占收入比重仍在提升，而大基建投资支付现金增加除PPP资本金支出外，还与投资性房地产及其他类型投资增加相关。

图表 34: 2017H1,2018H1 建筑行业各子板块经营净现金/营业收入



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 35: 2017H1,2018H1 建筑行业各子板块投资净现金/营业收入



资料来源: Wind、华泰证券研究所

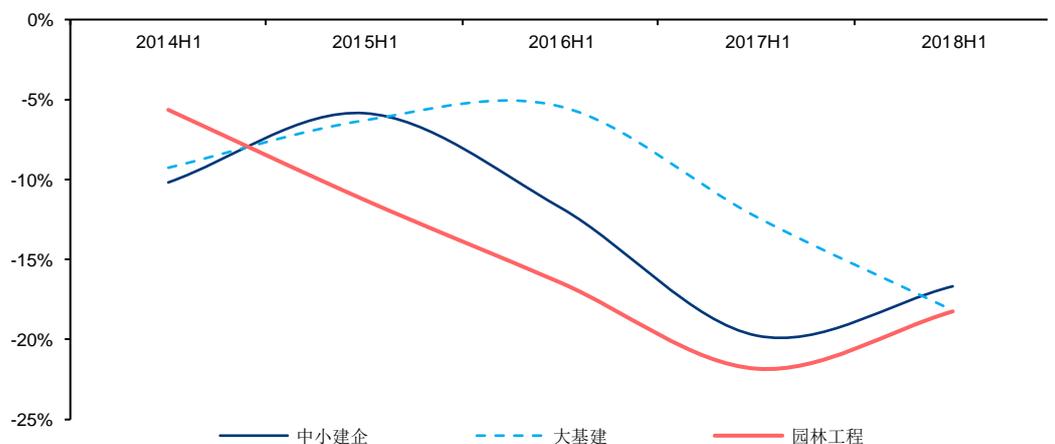
主要 PPP 板块目前经营活动回收的现金流或仍不足以抵消资本金大幅投入带来的资金流出, 但上半年情况可能有部分好转。我们以 (CFO 净额-投资支付现金)/营收 (下文简称指标) 的方法, 来大致判断 PPP 项目对板块现金流的影响, 结论为:

1) 18H1 三个相关板块 CFO 净额与投资支付现金的差额均为负, 在上半年回款较少的情况下比较正常, 从指标变化趋势来看, 中小建企和园林的指标在 18H1 同比有所改善, 大基建则有所恶化;

2) 从数据上看, 园林改善的原因在于其 CFO 净流出占收入比重和投资支付现金占收入比重下降, 中小建企投资支付现金占收入比重的上升幅度小于 CFO 金额占收入比重的改善力度, 而大基建则是投资流出占比增大同时经营活动净流出占比也在增多。

3) 总体而言, 在负债率快速上升, 现金流恶化叠加板块内信用违约及部分公司债券未能足额发行影响下, 园林板块的项目投入可能受到一定影响。大基建央企和中小建企中占比较大的地方国企融资能力较强, 投资支付能力对项目的落地保障力度可能更大。

图表 36: 主要 PPP 子板块 (CFO 净额-投资支付现金)/营收 (%)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

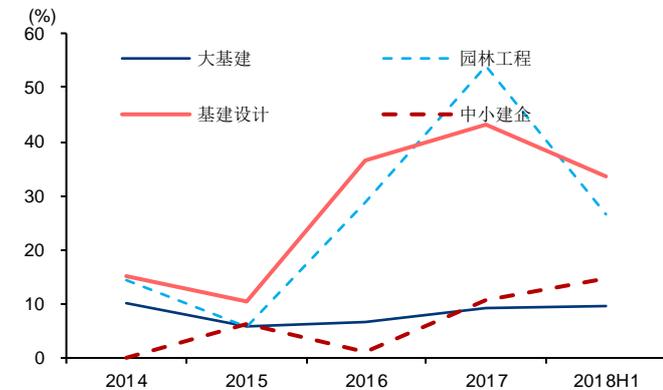
18Q3 展望：装饰、基建归母净利润有望提速

目前已经公布 Q3 业绩预告的公司中，装饰企业 Q3 净利润预增中值多数高于 18H1 归母净利润同比增速。截至 8 月末，我们重点跟踪公司中已有 70 家公布 18Q3 业绩预告，其中预增同比增速中值高于 18H1 同比增速的有 41 家。已经公布 18Q3 业绩预告的装饰公司 17 个，其中 11 个公告的净利润预增同比增速中值高于 18H1 归母净利润同比增速，我们认为反映了去年 Q4 以来行业订单局部回暖的态势，下半年若基建回暖，对于公装业务订单及在手订单转化有望产生积极影响；地产新开工面积持续较高增长情况下，下半年竣工面积同比增速也有望回暖，处于产业链后端的家装及精装修有望受益。

政策及融资改善推动下，Q3 基建板块归母净利润同比增速有望回暖。上半年在政策及融资环境收紧情况下，园林和基建设计板块收入归母净利、同比增速较 17FY 均有一定放缓，大基建和中小建企虽然营收同比增速仍然提升，但在费用率影响下归母净利润同比增速也出现下降。7 月份以来基建政策逐步回暖，新项目释放呈现加快迹象，在建项目融资改善收到政策支持，我们认为若政策传导顺利，则在 Q3 基建类公司在手订单转化有望提速，进一步提升收入同比增速，收入同比增速提升后可稀释费用率上升效应，带动归母净利润同比增速上升。

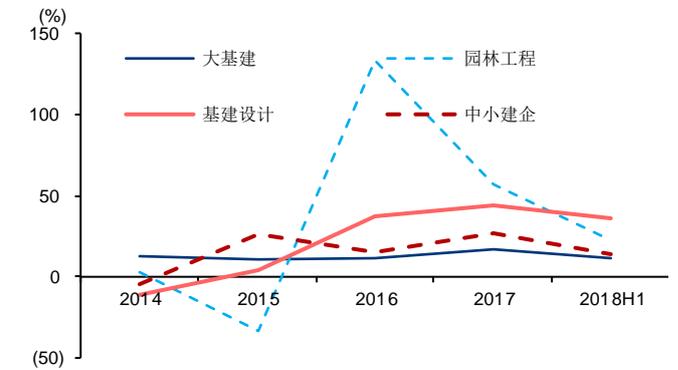
综上，当前时点继续重点推荐归母净利成长性受融融制约小，基建回暖市场下有望最先受益的基建设计板块（苏文科，中设集团）以及估值处于低位，全年归母净利润同比增速大概率改善的低 PB 蓝筹（中国铁建，四川路桥）。融资改善环境下，下半年新开工面积同比增速若能够加速向竣工面积同比增速传导，则房建产业链有望迎来估值修复（金螳螂，中国建筑）。同时关注订单同比增速处于高位，H1 归母净利润同比增速显著提升的化学工程龙头（中国化学）。

图表 37：基建类子板块历史营业收入同比同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 38：基建类子板块历史归母净利润同比同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 39: 建筑行业公司 18Q3 归母净利预告同比增速及全年一致预期归母净利同比增速

代码	名称	18H1 归母净利同			18 年归母净利预	
		比增速 (%)	18Q3 预增上限 (%)	18Q3 预增下限 (%)	18Q3 预增中值 (%)	计同比增速 (%)
002178.SZ	延华智能	452.88	537.97	391.98	464.98	
002586.SZ	围海股份	332.53	350.00	300.00	325.00	
600963.SH	岳阳林纸	263.27	272.89	248.31	260.60	70.93
002755.SZ	东方新星	224.06	271.67	227.94	249.80	
002713.SZ	东易日盛	242.86	256.00	211.00	233.50	33.54
300506.SZ	名家汇	166.56	185.00	155.83	170.42	112.13
000961.SZ	中南建设	180.08	180.00	160.00	170.00	265.86
300117.SZ	嘉寓股份	171.83	152.22	123.12	137.67	
600496.SH	精工钢构	114.05	120.00	100.00	110.00	262.93
002545.SZ	东方铁塔	118.37	130.00	80.00	105.00	
300649.SZ	杭州园林	90.70	100.00	80.00	90.00	142.74
300492.SZ	山鼎设计	87.25	99.20	71.72	85.46	462.75
002135.SZ	东南网架	83.11	100.00	60.00	80.00	94.73
002163.SZ	中航三鑫	59.68	100.00	54.70	77.35	
300044.SZ	赛为智能	66.16	90.00	60.00	75.00	51.20
002717.SZ	岭南股份	93.06	100.00	50.00	75.00	89.06
600491.SH	龙元建设	69.61	80.00	60.00	70.00	55.60
002061.SZ	浙江交科	69.47	76.78	55.32	66.05	32.92
603388.SH	元成股份	64.41	75.00	55.00	65.00	50.36
000065.SZ	北方国际	72.45	75.94	53.26	64.60	25.05
300621.SZ	维业股份	48.32	69.18	43.15	56.17	
002310.SZ	东方园林	42.04	70.00	40.00	55.00	49.11
600970.SH	中材国际	45.38	55.00	35.00	45.00	41.74
002775.SZ	文科园林	25.48	65.00	25.00	45.00	41.85
002620.SZ	瑞和股份	30.60	60.00	30.00	45.00	
002663.SZ	普邦股份	6.24	60.00	30.00	45.00	
300668.SZ	杰恩设计	50.29	55.00	35.00	45.00	47.80
300237.SZ	美晨生态	30.74	56.26	30.08	43.17	42.13
300500.SZ	启迪设计	45.97	55.00	30.00	42.50	78.30
002743.SZ	富煌钢构	42.43	65.42	15.79	40.61	47.65
300495.SZ	美尚生态	31.28	50.00	25.00	37.50	41.01
300197.SZ	铁汉生态	42.93	50.00	20.00	35.00	50.20
002541.SZ	鸿路钢构	45.65	50.00	20.00	35.00	37.94
002482.SZ	广田集团	30.29	50.00	20.00	35.00	24.36
601886.SH	江河集团	30.46	35.00	25.00	30.00	30.01
002431.SZ	棕榈股份	27.21	40.00	18.00	29.00	71.11
002883.SZ	中设股份	21.15	40.00	15.00	27.50	
002469.SZ	三维工程	14.03	40.00	10.00	25.00	
002781.SZ	奇信股份	28.93	45.00	5.00	25.00	25.88
002375.SZ	亚厦股份	12.51	30.00	10.00	20.00	15.88
300284.SZ	苏交科	20.66	30.00	10.00	20.00	24.76
002789.SZ	建艺集团	2.86	40.00	0.00	20.00	24.65
002509.SZ	天广中茂	1.38	33.70	3.70	18.70	
002822.SZ	中装建设	22.01	30.00	0.00	15.00	
002051.SZ	中工国际	18.54	30.00	0.00	15.00	18.00
002060.SZ	粤水电	22.11	30.00	0.00	15.00	
002081.SZ	金螳螂	10.27	25.00	5.00	15.00	17.61
002325.SZ	洪涛股份	6.12	30.00	0.00	15.00	82.82
002062.SZ	宏润建设	26.70	30.00	0.00	15.00	25.39
002140.SZ	东华科技	9.86	30.00	0.00	15.00	482.24
002047.SZ	宝鹰股份	7.70	30.00	0.00	15.00	34.96
300675.SZ	建科院	9.55	21.34	0.10	10.72	
002542.SZ	中化岩土	13.18	20.00	0.00	10.00	
300536.SZ	农尚环境	3.70	11.41	3.59	7.50	
300635.SZ	达安股份	2.82	10.58	0.05	5.32	
002116.SZ	中国海诚	11.08	20.00	-10.00	5.00	20.68

代码	名称	18H1 归母净利润同比增速			18年归母净利润同比增长	
		18Q3 预增	18Q3 预增上限	18Q3 预增下限	18Q3 预增中值 (%)	Wind一致预期
002830.SZ	名雕股份	-8.09	20.00	-10.00	5.00	14.39
002421.SZ	达实智能	-6.66	20.00	-10.00	5.00	15.95
002307.SZ	北新路桥	4.04	30.00	-20.00	5.00	
002738.SZ	中矿资源	11.42	20.00	-20.00	0.00	157.95
002628.SZ	成都路桥	-23.36	20.00	-30.00	-5.00	
002856.SZ	美芝股份	-18.81	10.00	-30.00	-10.00	
300517.SZ	海波重科	-14.84	-5.00	-20.00	-12.50	
002374.SZ	丽鹏股份	-38.12	-19.17	-35.33	-27.25	4.38
300483.SZ	沃施股份	-39.03	-22.78	-40.04	-31.41	71.99
300355.SZ	蒙草生态	-52.20	-40.00	-60.00	-50.00	42.38
002791.SZ	坚朗五金	-69.08	-30.00	-80.00	-55.00	
000010.SZ	美丽生态	-86.54	-42.67	-86.57	-64.62	
002504.SZ	弘高创意	-87.14	-50.94	-87.74	-69.34	
002200.SZ	云投生态	-298.42	-277.01	-316.70	-296.86	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

基建政策及融资改善不及预期：当前时点基建政策及融资支持力度已出现改善迹象，但政策层面的利好能否顺利传导至项目层面存在不确定性，若下半年基建政策连续性及推行情况不及预期，金融机构风险偏好无法实质性提升，则基建项目融资改善或不及预期。

行业收入同比增速提升不及预期：工程项目推进除受政策、融资影响外，还与环保、天气等因素相关，若9月后北方环保督查力度超预期则可能对上市公司在手项目结转产生影响，同时天气等不可抗力因素也有可能影响收入确认。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com