

# 建筑装饰

## 2018年中报总结：收入盈利增长放缓，盈利能力有所提升

去杠杆及紧信用环境下建筑公司 2018Q2 增长明显放缓。2018 年上半年建筑上市公司整体营收同比增长 10.97%，其中 Q1/Q2 分别同比增长 13.89%/8.71%；归属母公司净利润同比增长 14.73%，其中 Q1/Q2 分别同比增长 18.31%/12.45%。Q2 营收与业绩增长放缓主要系 2018 年上半年地方政府去杠杆力加大、信用紧缩资金面趋紧、PPP 监管政策趋严，多因素叠加下建筑企业开工以及前期订单向收入转化速度有所放缓所致。

可比毛利率提升明显，费用率略有上升，净利率达到历史同期新高。上半年板块整体毛利率为 11.75% (YoY+0.44pct)，税金及附加占收入比例同比下降 0.04 个 pct，综合考虑，实际可比毛利率  $(1 - (\text{税金} + \text{成本}) / \text{收入})$  显著上升 0.48 个 pct，主要因 PPP 等高利润率项目贡献加大。财务（利息支出与汇兑损益）与管理（研发与薪酬）费率增加导致期间费用率同比上升 0.41 个 pct，主要系上半年融资成本显著上升、职工薪酬增加较多所致。在毛利率驱动下，2018H1 建筑行业整体净利率 3.98% (YoY+0.21pct) 为历史新高。现金流出同比增加，但流出主要发生在 Q1，Q2 呈大幅改善。资产负债率同比下降，存货周转率初步改善，应收账款周转率有所下滑，ROE 延续筑底反弹趋势为 5.49%，同比提升 0.05 个 pct。

设计板块与化学工程收入及业绩显著加速。2018 H1 收入增速排名前三的子板块为化学工程（34%）、钢构（31%）、生态园林（29%），盈利增速排名前三的子板块为设计（41%）、国际工程（30%）、化学工程（29%）。从收入端来看，化学工程、钢构及房建板块增长有所加速，其中化学工程等制造业领域投资增速有回暖趋势，行业迎来复苏周期。从盈利端来看，设计、化学工程、国际工程、装饰及钢构板块增长有所加速，其中设计板块新上市的公司较多，大部分均处于快速成长期，化学工程加速主要受收入驱动。

2018Q2 建筑央企整体营收与业绩增长小幅放缓。2018H1 央企整体营收同比增长 9.63%，其中 Q1/Q2 分别同比增长 12.7%/7.2%；归母净利润同比增长 12.5%，其中 Q1/Q2 分别同比增长 15.1%/10.7%。其中营收 Q2 增速环比提升的仅葛洲坝一家；业绩 Q2 增速环比提升的有中国中铁、中国铁建和葛洲坝。Q2 央企营收整体增长放缓主要系去杠杆环境下融资收紧，项目进展速度放缓；Q2 业绩整体放缓主要系收入放缓，同时研发费用、财务费用、营业外支出等有所增加，以及部分企业投资收益明显减少所致。

投资建议：尽管 Q2 行业增速放缓，但当前政策已明确稳基建重要方向，财政有望持续发力，信用修复力度有望不断加大，叠加当前专项债加速发行，预计 2018Q4 开始建筑行业营收及业绩增长有望改善（政策见效需要时间，Q3 预计行业整体仍难改观）。在行业下行周期中，优选细分行业中盈利增长快、资金实力强的细分板块龙头。建筑央企国企重点标的：中国铁建、中国中铁、葛洲坝；民企龙头重点标的：龙元建设、苏交科。此外，还推荐目前处于历史估值极低位置的金螳螂。装配式建筑企业近期取得较多进展，建议重点关注亚厦股份、精工钢构。

风险提示：流动性收紧风险；PPP 项目执行进度不达预期风险；PPP 政策变化风险；房地产行业调控风险；汇率风险。

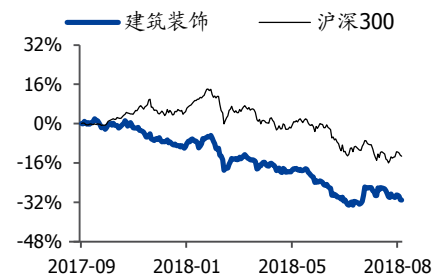
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601186	中国铁建	买入	1.18	1.38	1.57	1.75	9.0	7.7	6.8	6.1
600491	龙元建设	买入	0.48	0.59	0.91	1.16	14.4	11.7	7.6	6.0
300284	苏交科	买入	0.57	0.72	0.89	1.09	16.8	13.3	10.7	8.8
002081	金螳螂	买入	0.73	0.91	1.10	1.27	12.8	10.3	8.5	7.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

### 相关研究

- 1、《建筑装饰：基建有待贷款加力，关注装配式建筑最新进展》2018-08-26
- 2、《建筑装饰：基建发力还在路上，贷款有待突破“最后一公里”》2018-08-19
- 3、《建筑装饰：基建贷款趋于加快，内外形势下基建仍是最优选择》2018-08-12



## 内容目录

1. 投资聚焦 .....	5
2. 行业整体情况综述：增速放缓，盈利能力增强 .....	5
2.1. 行业增长情况：2018年上半年营收与盈利增速放缓 .....	5
2.2. 行业盈利能力：2018年上半年毛利率与净利率均实现稳步提升 .....	7
2.3. 行业负债及营运能力：资产负债率同比持续下降，存货周转率初步改善 .....	11
2.4. 行业现金流情况：收款和现金流季节性变化整体平稳 .....	13
3. 细分子行业分析：化学工程复苏，设计业绩亮眼 .....	15
4. 重点子板块评述 .....	17
4.1. 建筑央企 .....	17
4.2. 地方国企 .....	20
4.3. 化学工程 .....	23
4.4. 生态园林 .....	25
4.5. 装饰 .....	29
4.6. 设计 .....	33
4.7. 国际工程 .....	36
5. 投资建议及重点标的评述 .....	39
5.1. 投资建议 .....	39
5.2. 重点标的评述 .....	39
6. 风险提示 .....	42

## 图表目录

图表 1: 建筑板块半年度收入增速 .....	5
图表 2: 建筑板块半年度归母净利润增速 .....	6
图表 3: 建筑板块季度累计收入增速 .....	6
图表 4: 建筑板块季度累计归母净利润增速 .....	6
图表 5: 建筑板块单季度收入增速 .....	7
图表 6: 建筑板块单季度归母净利润增速 .....	7
图表 7: 建筑板块半年度税金及附加占收入比 .....	8
图表 8: 建筑板块半年度综合毛利率 .....	8
图表 9: 建筑板块季度累计综合毛利率 .....	8
图表 10: 建筑板块半年度三项费用率变化 .....	9
图表 11: 建筑板块半年度三项费用率合计变化 .....	9
图表 12: 建筑板块季度累计三项费用率变化 .....	9
图表 13: 建筑板块季度累计三项费用率合计变化 .....	10
图表 14: 建筑板块半年度归母净利率变化 .....	10
图表 15: 建筑板块季度累计归母净利率变化 .....	11
图表 16: 建筑板块半年度 ROE .....	11
图表 17: 建筑板块半年度资产负债率变化 .....	12
图表 18: 建筑板块季度资产负债率变化 .....	12
图表 19: 建筑板块存货周转率半年度变化 .....	13
图表 20: 建筑板块应收账款周转率半年度变化 .....	13

图表 21: 建筑板块半年度经营性现金流净额/营业收入 .....	13
图表 22: 建筑板块半年度收现比 .....	14
图表 23: 建筑板块季度累计经营性现金流净额/营业收入 .....	14
图表 24: 建筑板块季度收现比 .....	14
图表 25: 各子板块 2017 年 H1 及 2018 年 H1 营收增速 .....	15
图表 26: 各子板块 2017 年 H1 及 2018 年 H1 业绩增速 .....	16
图表 27: 各子板块收入增速变化 (%) .....	16
图表 28: 各子板块业绩增速变化 (%) .....	17
图表 29: 央企半年度营收增速 .....	17
图表 30: 央企半年度业绩增速 .....	17
图表 31: 央企季度累计收入及业绩增速 .....	18
图表 32: 央企单季营收增速 .....	18
图表 33: 央企单季业绩增速 .....	18
图表 34: 央企收入和业绩增速表 .....	19
图表 35: 央企财务数据分析表格 .....	19
图表 36: 央企订单增速 .....	20
图表 37: 地方国企板块半年度营收增速 .....	20
图表 38: 地方国企板块半年度业绩增速 .....	20
图表 39: 地方国企板块季度累计收入及业绩增速 .....	21
图表 40: 地方国企板块单季营收增速 .....	21
图表 41: 地方国企板块单季业绩增速 .....	21
图表 42: 地方国企板块个股收入和业绩增速表 .....	22
图表 43: 地方国企板块财务数据分析表格 .....	22
图表 44: 化学工程板块半年度营收增速 .....	23
图表 45: 化学工程板块半年度业绩增速 .....	23
图表 46: 化学工程板块季度累计收入及业绩增速 .....	23
图表 47: 化学工程板块单季营收增速 .....	24
图表 48: 化学工程板块单季业绩增速 .....	24
图表 49: 化学工程板块个股收入和业绩增速表 .....	24
图表 50: 化学工程板块财务数据分析表格 .....	25
图表 51: 生态园林板块半年度营收增速 .....	26
图表 52: 生态园林板块半年度业绩增速 .....	26
图表 53: 生态园林板块季度累计收入及业绩增速 .....	26
图表 54: 生态园林板块单季营收增速 .....	26
图表 55: 生态园林板块单季业绩增速 .....	27
图表 56: 生态园林板块个股收入和业绩增速表 .....	27
图表 57: 生态园林板块财务数据分析表格 .....	28
图表 58: 生态园林公司非框架订单额 (亿元) 及增速 .....	29
图表 59: 装饰板块半年度营收增速 .....	29
图表 60: 装饰板块半年度业绩增速 .....	29
图表 61: 装饰板块季度累计收入及业绩增速 .....	30
图表 62: 装饰板块单季营收增速 .....	30
图表 63: 装饰板块单季业绩增速 .....	30
图表 64: 装饰板块个股收入和业绩增速表 .....	31
图表 65: 装饰板块财务数据分析表格 .....	32
图表 66: 装饰公司新签订单情况 (亿元) .....	32

图表 67: 设计板块半年度营收增速 .....	33
图表 68: 设计板块半年度业绩增速 .....	33
图表 69: 设计板块季度累计收入及业绩增速 .....	33
图表 70: 设计板块单季营收增速 .....	34
图表 71: 设计板块单季业绩增速 .....	34
图表 72: 设计板块个股收入和业绩增速表 .....	35
图表 73: 设计板块财务数据分析表格 .....	36
图表 74: 国际工程板块半年度营收增速 .....	36
图表 75: 国际工程板块半年度业绩增速 .....	36
图表 76: 国际工程板块季度累计收入及业绩增速 .....	37
图表 77: 国际工程公司收入和业绩增速 .....	37
图表 78: 美元兑人民币汇率变动情况 .....	38
图表 79: 国际工程公司财务费用率变化 .....	38
图表 80: 国际工程公司订单情况 .....	38
图表 81: 重点推荐标的估值情况 .....	40
图表 82: 部分公司收入业绩情况及评述 .....	41

## 1. 投资聚焦

在去杠杆及紧信用的环境下，2018Q2 建筑行业营收及业绩增长放缓，但建筑企业盈利能力有所增强，毛利率及净利率显著提升，现金流 Q2 有所改善。在面对行业下行周期的过程中，建筑上市公司应对环境也在做出积极调整，体现在高利润率 PPP 业务占比持续提升，减缓现金流支出，努力提升盈利能力和周转率。7 月以来，政策已明确稳基建重要方向，财政有望持续发力，信用修复力度有望不断加大，叠加当前专项债加速发行，预计 2018Q4 开始建筑行业营收及业绩增长有望改善（政策见效需要时间，Q3 预计行业整体仍难改观）。

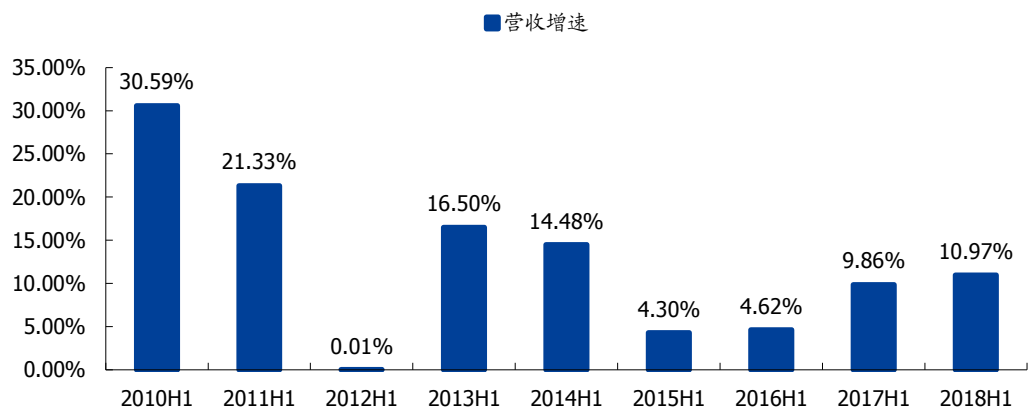
在行业下行周期中，优选细分行业中盈利增长快、资金实力强的细分板块龙头，这些公司往往能取得更好表现。建筑央企国企重点标的：**中国铁建、中国中铁、葛洲坝**；民企龙头重点标的：**龙元建设、苏交科**。此外，还推荐目前处于历史估值极低位置的金螳螂。装配式建筑企业近期取得较多进展，建议重点关注**亚厦股份、精工钢构**。

## 2. 行业整体情况综述：增速放缓，盈利能力增强

### 2.1. 行业增长情况：2018 年上半年营收与盈利增速放缓

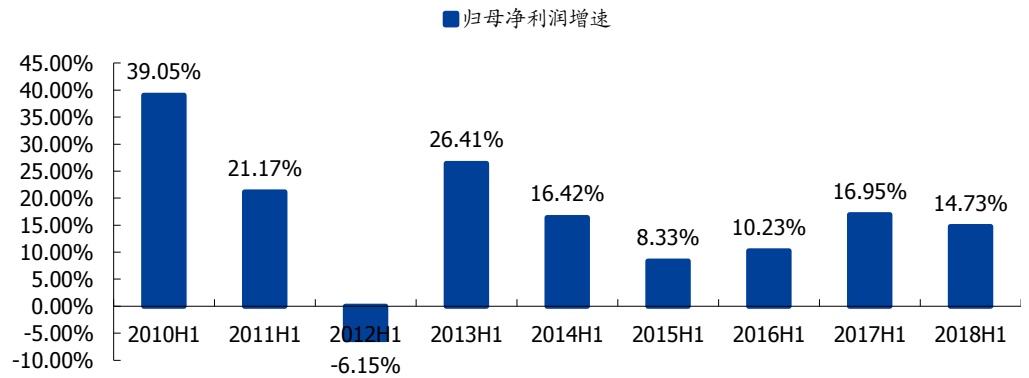
2018 年上半年建筑上市公司整体收入同比增长 10.97%，比上年同期提高 1.11 个 pct，较一季度增速放缓 2.92 个 pct；归属母公司净利润同比增长 14.73%，比上年同期放缓 2.22 个 pct，较一季度大幅放缓 3.58 个 pct。2018 年二季度单季营业收入增长 8.71%，较去年同期回落 4.5 个 pct，环比一季度回落 5.18 个 pct；归母净利润同比增长 12.45%，较去年同期大幅回落 5.86 个 pct，环比一季度也回落 5.86 个 pct。营收与业绩有所放缓主要是因为 2018 年上半年信用紧缩资金面趋紧、地方政府去杠杆力加大、PPP 监管政策趋严，多因素叠加下建筑企业开工以及前期订单向收入转化速度有所放缓。

图表 1: 建筑板块半年度收入增速



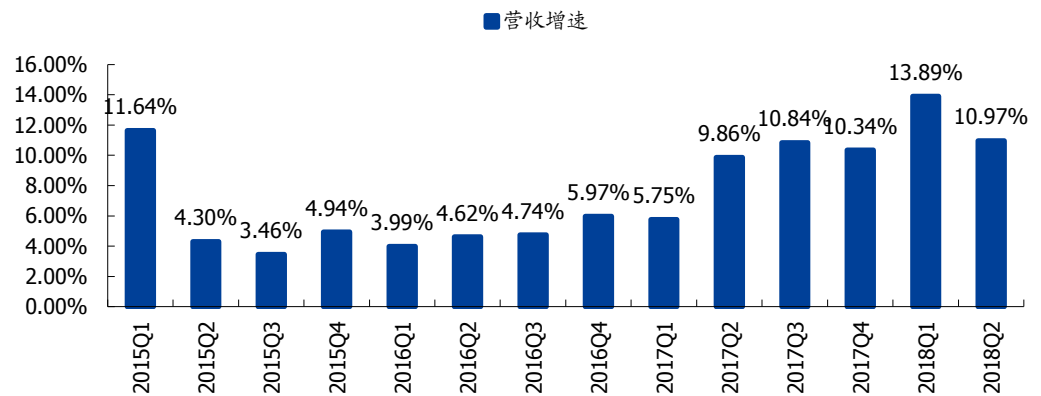
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 建筑板块半年度归母净利润增速



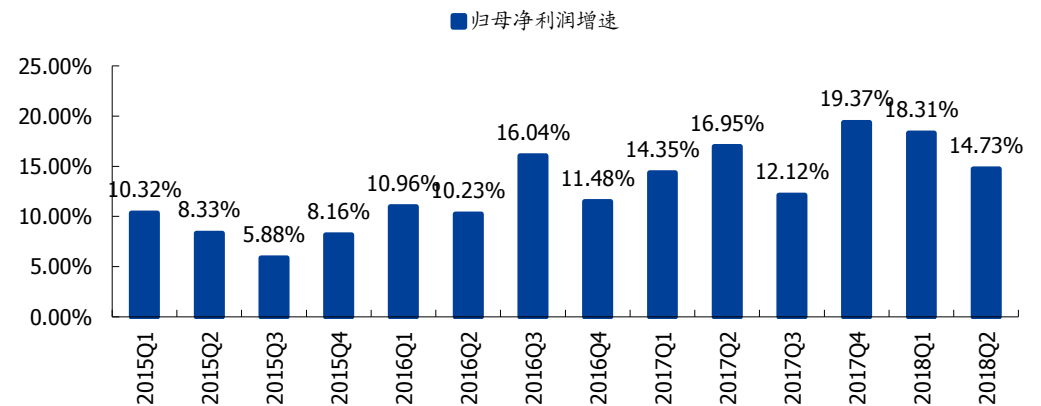
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 建筑板块季度累计收入增速



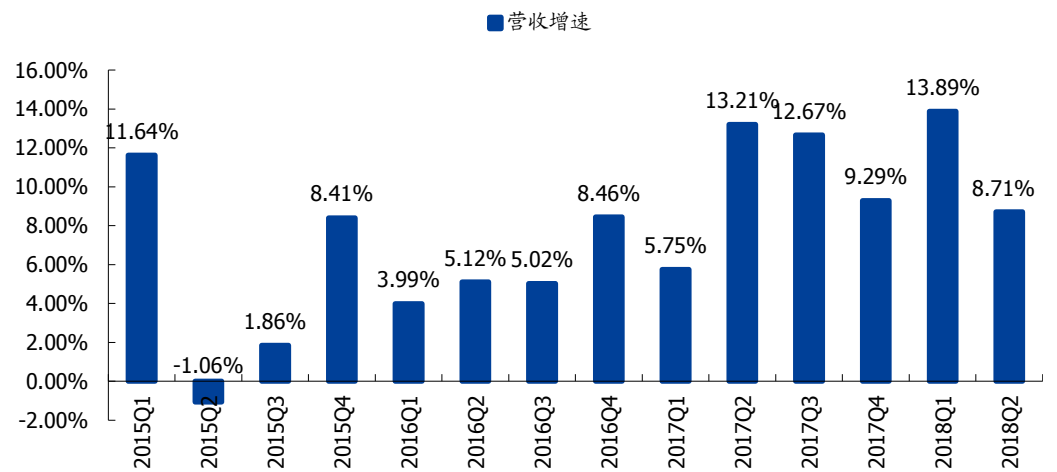
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 建筑板块季度累计归母净利润增速



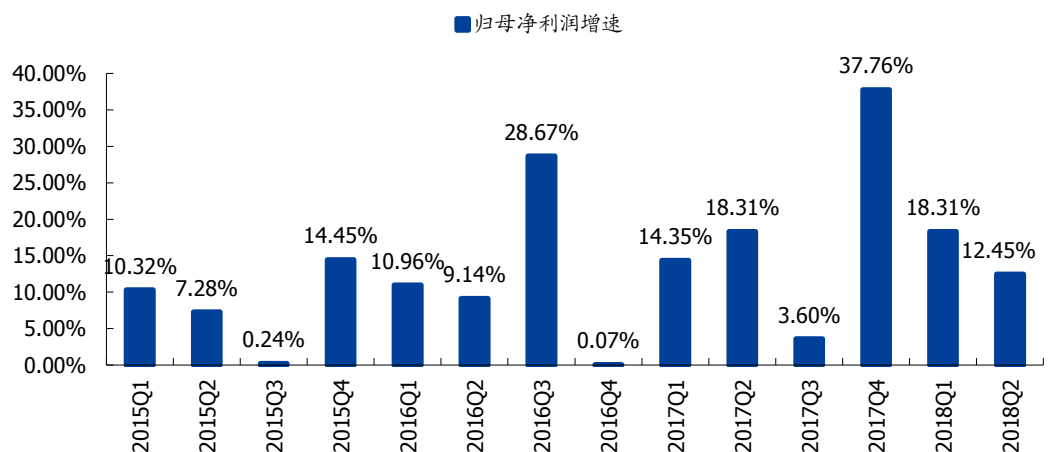
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 建筑板块单季度收入增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 建筑板块单季度归母净利润增速

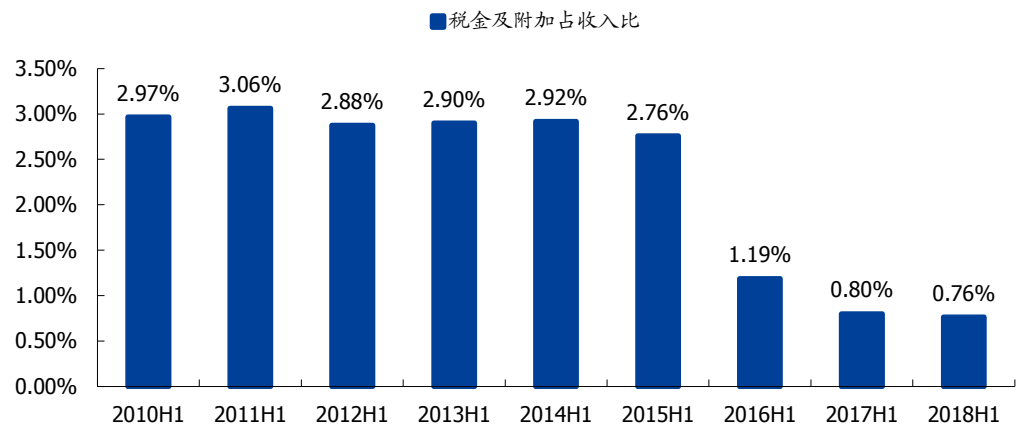


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.2. 行业盈利能力: 2018 年上半年毛利率与净利率均实现稳步提升

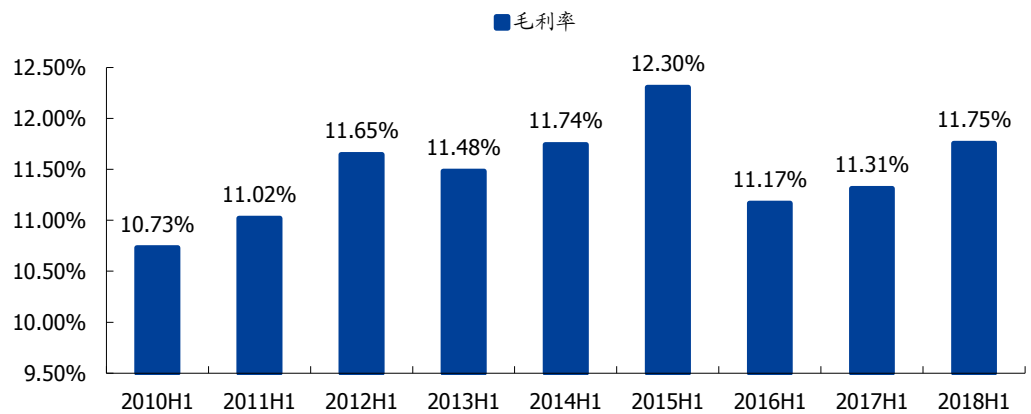
2016 年起由于营改增造成收入统计口径改变, 建筑上市企业整体名义毛利率、税金及附加占收入比大幅下降。2018 年上半年营改增造成的一次性波动因素进一步减弱(税金占收入比仅下降 0.04 个 pct), 同时 PPP 等高毛利率业务占比逐步增加, 毛利率继续稳步提升。2018 年上半年板块整体毛利率 11.75%, 较 2017 年同期提升 0.44 个 pct, 考虑税金影响后的可比毛利率  $(1 - (\text{税金} + \text{成本}) / \text{收入})$  提升 0.48 个 pct, 整体趋势向上。

图表 7: 建筑板块半年度税金及附加占收入比



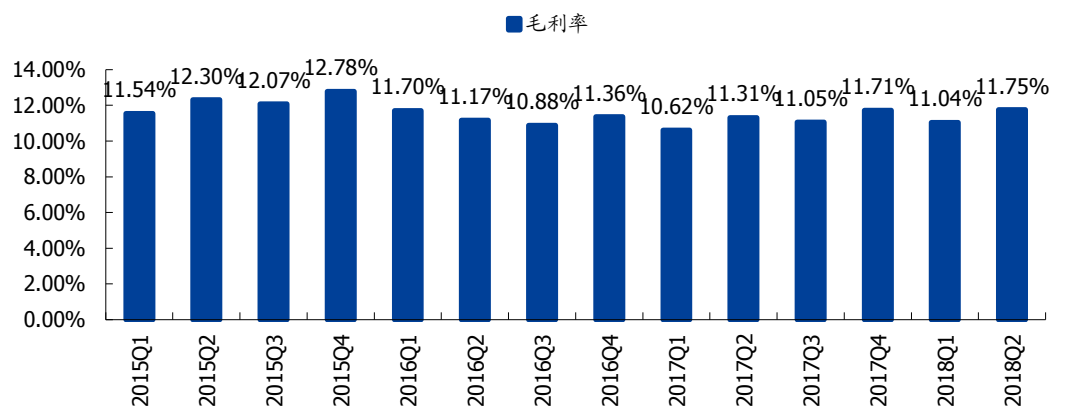
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 建筑板块半年度综合毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 建筑板块季度累计综合毛利率



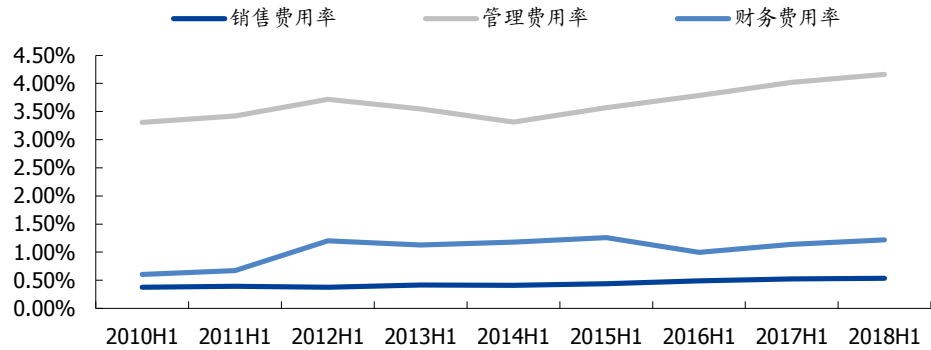
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

管理费用与财务费用推升期间费用率, 二季度环比略有改善。2018 年上半年上市建筑企业期间费用率为 5.92%, 同比增加 0.24 个 pct, 其中销售/管理(含研发)/财务费用率



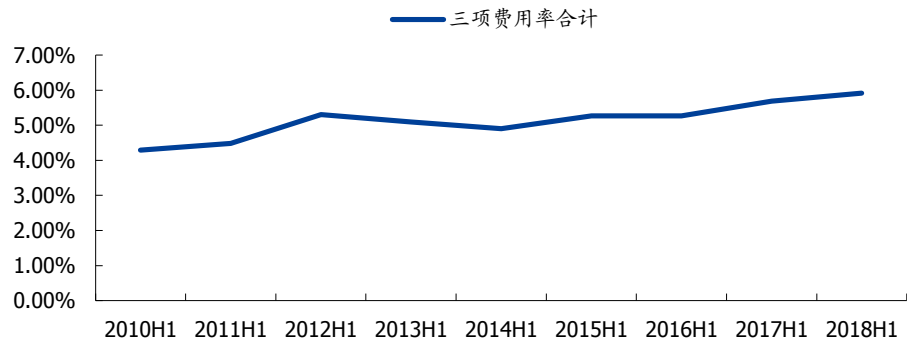
分别变化+0.01/+0.14/+0.08 个 pct，环比一季度回落 0.33 个 pct。管理费用增加主要是由于职工薪酬及研发支出增加较多（为保持口径一致，2018H1 部分央企单独列示的研发费用已加回；关于研发费用增长较多，我们认为部分公司可能将部分相关成本计入了研发费用，这也可能是部分公司毛利率提升的原因之一）；2018 年上半年信用紧缩，企业融资压力增大，融资成本上行，利息支出增加，导致财务费用提升，虽然人民币贬值带来汇兑收益，但财务费用整体表现为上行趋势。

图表 10: 建筑板块半年度三项费用率变化



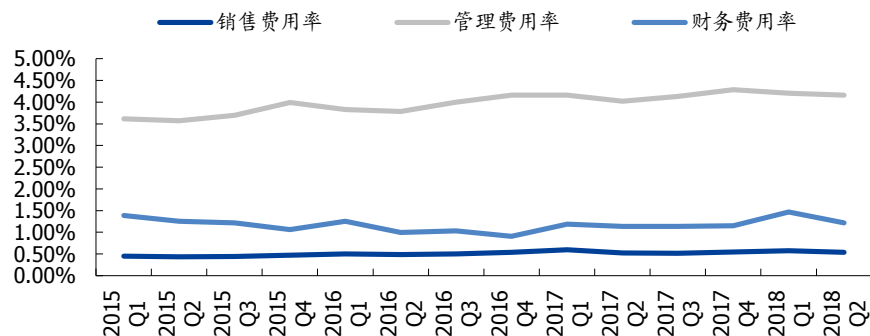
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 建筑板块半年度三项费用率合计变化



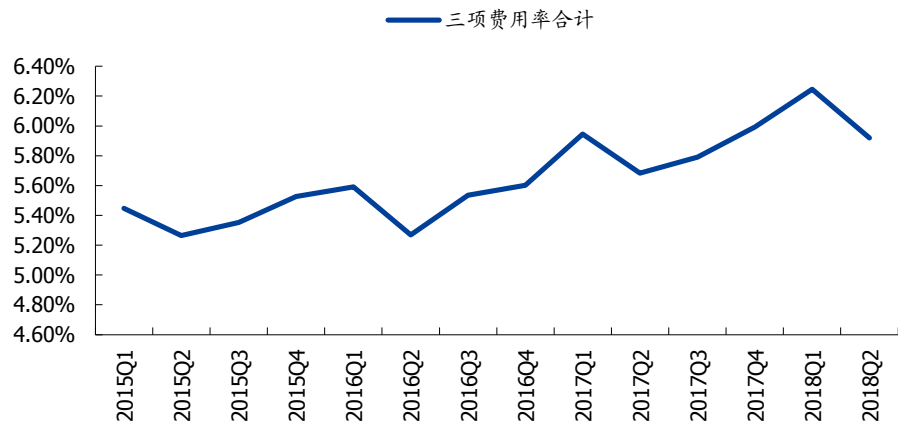
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 建筑板块季度累计三项费用率变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

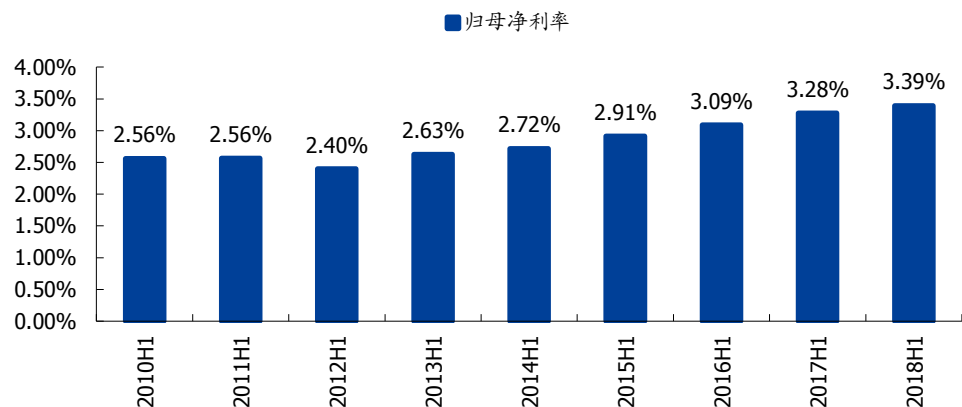
图表 13: 建筑板块季度累计三项费用率合计变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

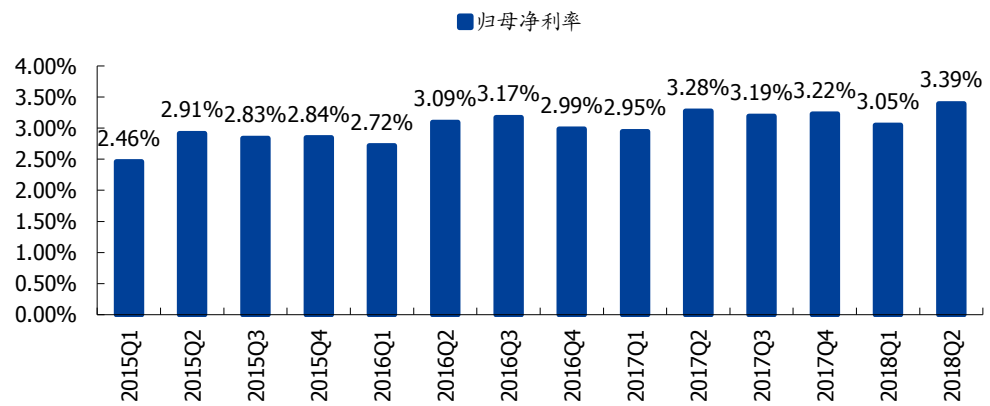
**2018年上半年净利率持续提升。**2018年上半年建筑行业整体净利率为3.98%，同比增加0.21个pct，继2017年H1高点后再创历史最高水平，较2018年一季度净利率提升0.5个pct，也创出历史季度最好水平。净利率提升主要是PPP等业务占比上升造成的毛利率明显提高。

图表 14: 建筑板块半年度归母净利率变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

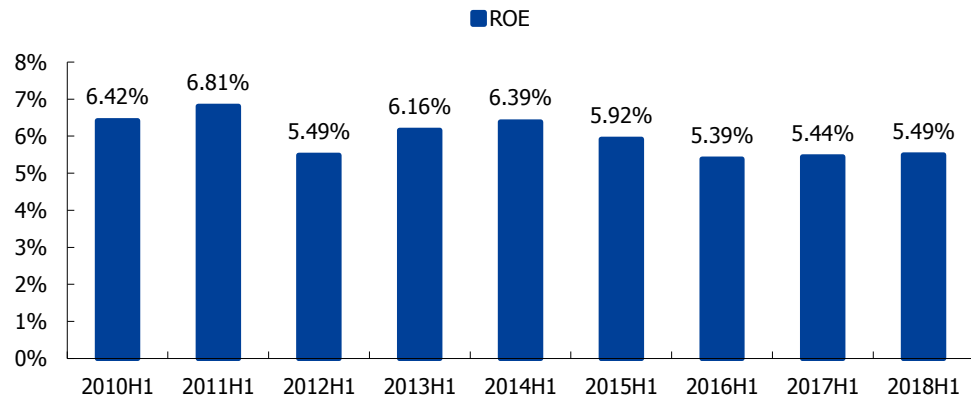
图表 15: 建筑板块季度累计归母净利润率变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

净资产收益率筑底回升。2018 上半年建筑行业整体净资产收益率为 5.49%，同比提升 0.05 个 pct，延续筑底反弹趋势。

图表 16: 建筑板块半年度 ROE

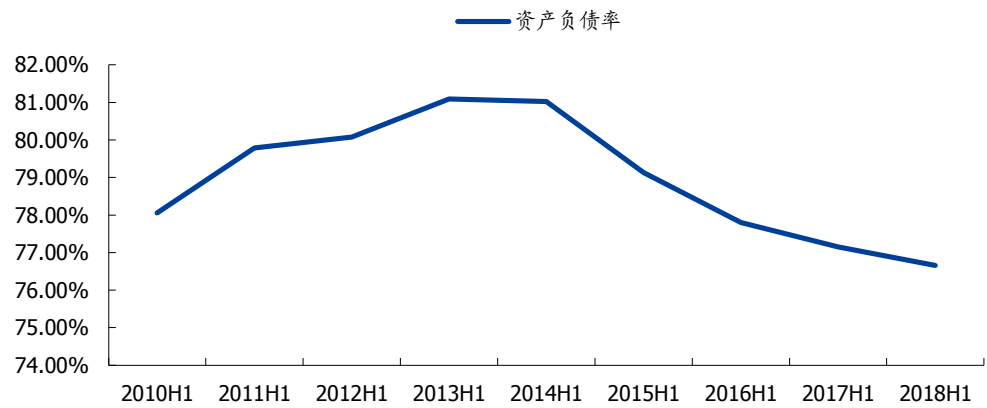


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.3. 行业负债及营运能力: 资产负债率同比持续下降, 存货周转率初步改善

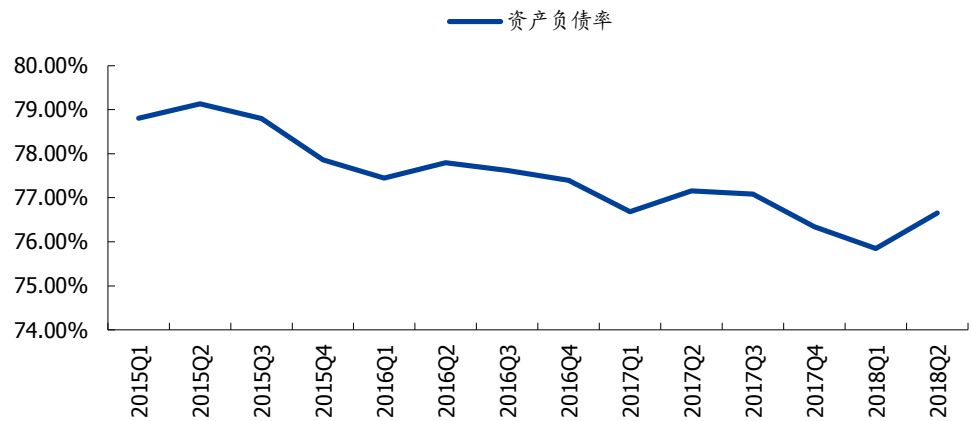
上市建筑企业整体负债率自 2014 年起开始下降。2018 年上半年整体资产负债率为 76.65%，较 2017 年同期下降 0.5 个 pct，较 2018 年一季度提高 0.8 个 pct。但预计行业去杠杆趋势并未发生明显变化，长期看行业资产负债率仍将处于下降通道中。

图表 17: 建筑板块半年度资产负债率变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

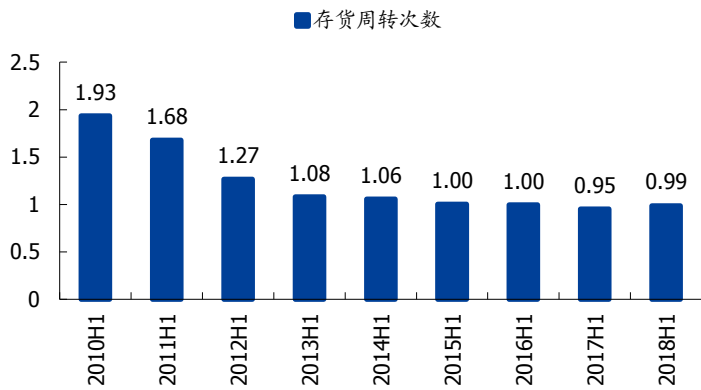
图表 18: 建筑板块季度资产负债率变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

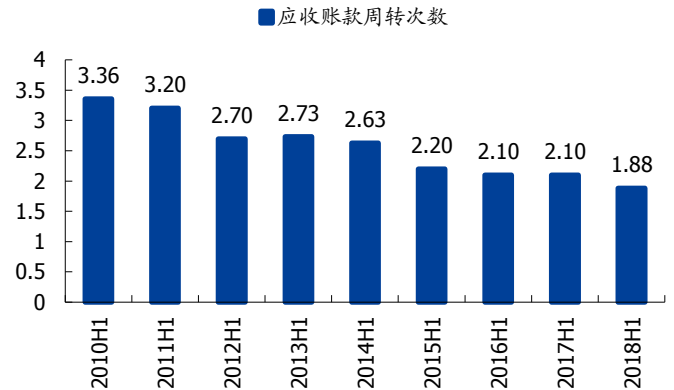
上半年存货周转率初步改善, 应收账款周转率持续下滑。建筑企业的资产周转率存在明显的季度波动周期, 但总体来看, 由于下游客户资金紧张, 存在结算和付款进度拖延的情况, 近年存货、应收账款周转率都处在持续下降的趋势中。2018年上半年存货周转次数同比提升 0.04 次, 初步改善; 应收账款周转次数同比降低 0.22 次, 延续下降趋势。

图表 19: 建筑板块存货周转率半年度变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 建筑板块应收账款周转率半年度变化

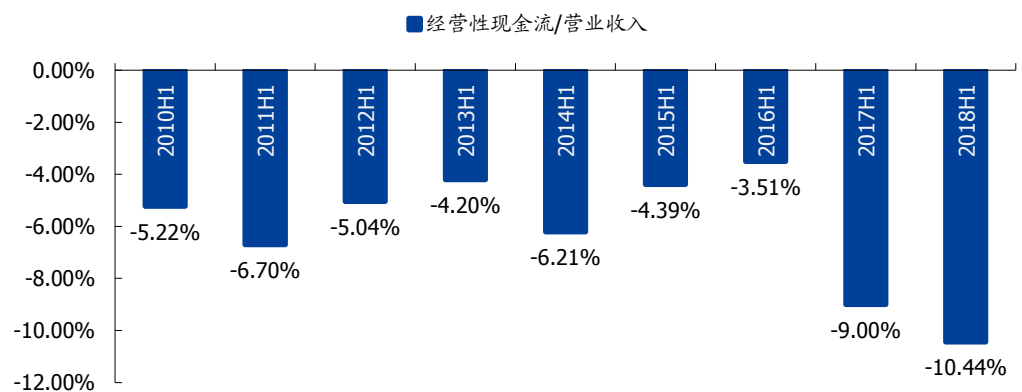


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.4. 行业现金流情况: 收款和现金流季节性变化整体平稳

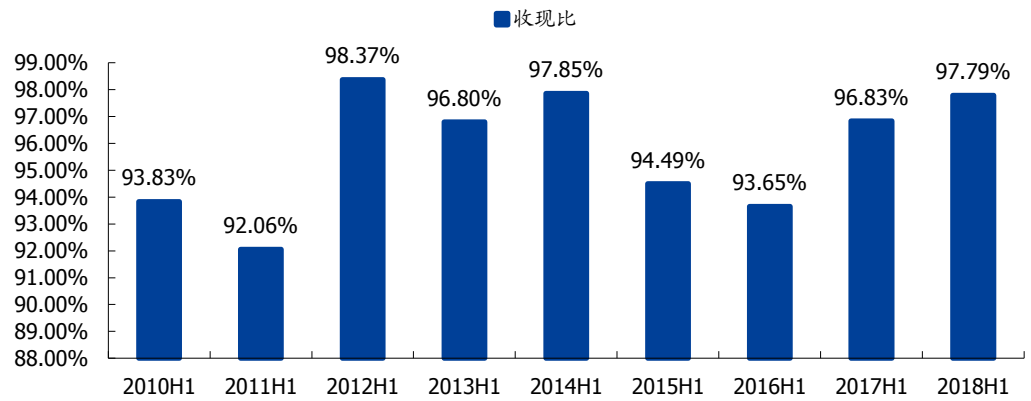
收款和现金流季节性变化整体平稳。我们利用经营性现金流净额与收入的比来考察上市建筑公司的现金流情况。2018年上半年上市建筑公司该比率为-10.44%，较去年同期降低1.44个pct，显示现金流同比流出增加。但现金流流出主要发生在年初开工及大批量跟踪项目投标时，二季度经营性现金流环比一季度有较明显的改善。2018年上半年上市建筑公司收现比为97.79%，较去年同期提升了0.96个pct，回款基本健康。现金流大幅流出主要因招投标活跃支出的保证金等增加，开工项目较多同时原材料成本上涨等支出工程款增加，以及部分拥有房地产业务的企业拿地支出增加，同时上半年的信用紧缩也会对现金流产生负面影响。总体来看，建筑企业现金流呈现较明显的季度波动情况，收款和现金流季节性变化整体平稳。

图表 21: 建筑板块半年度经营性现金流净额/营业收入



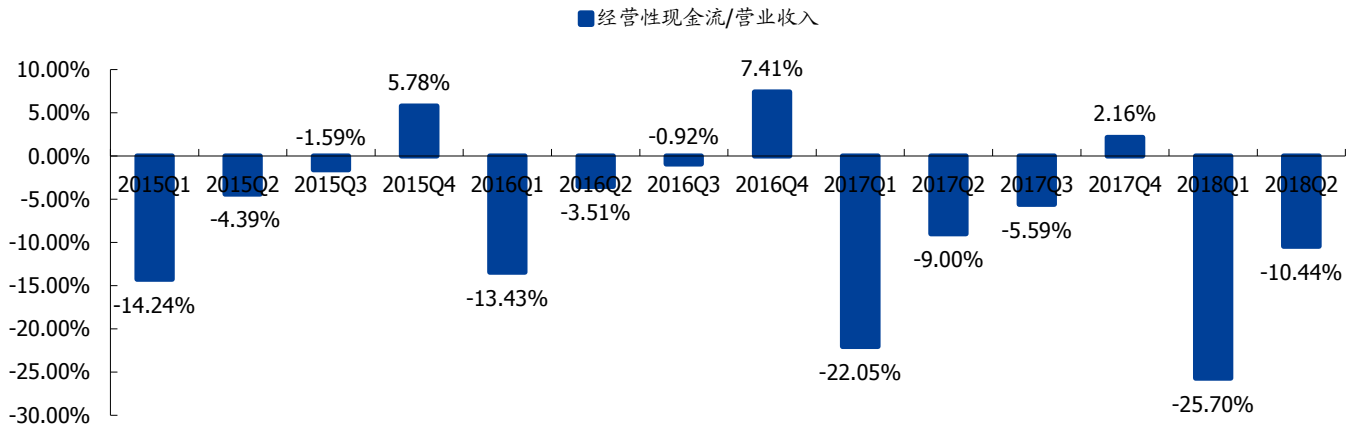
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 建筑板块半年度收现比



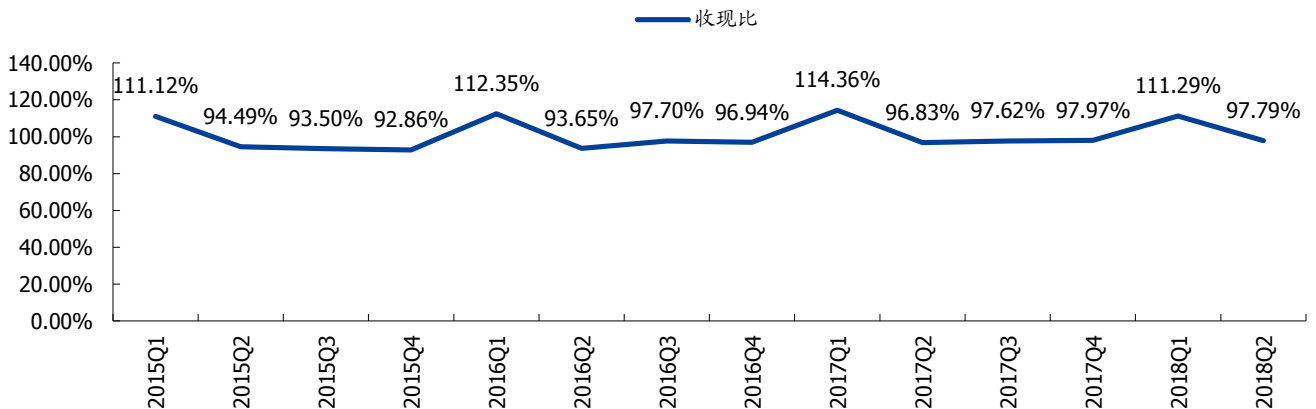
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 建筑板块季度累计经营性现金流净额/营业收入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 建筑板块季度收现比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3. 细分子行业分析：化学工程复苏，设计业绩亮眼

2018年上半年收入增速排名前三的子板块为化学工程（34%）、钢构（31%）、生态园林（29%），排名后三位的是、国际工程(2%)、基建(7%)、央企（10%）。业绩增速排名前三的子板块为设计(41%)、国际工程(30%)、化学工程（29%），排名后三位的为房建(7%)、装饰(9%)、央企(13%)。

上半年随着石油价格整体上升一个台阶，化学工程等制造业领域投资增速有回暖趋势，行业迎来复苏周期，其中中国化学营收增速持续提升，化学工程板块整体实现营收增速排名第一，同时业绩表现也不俗，整体增速达29%。

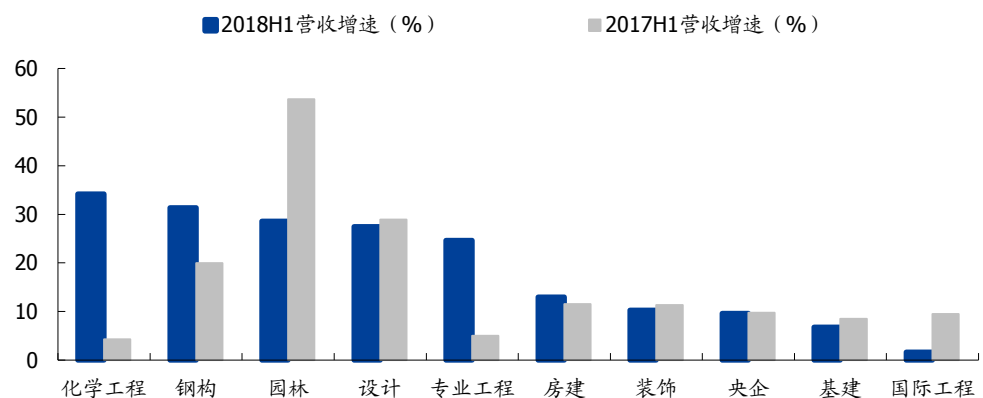
设计板块增长稳健，营收增速排名第四，业绩增速排名第二，2017年设计板块新上市的公司较多，其中大部分均处于快速成长期（叠加一部分并购因素），此外PPP也使得设计订单大型化后带来一定市占率提升，预计未来龙头公司还将保持较快增长。

生态园林板块在上半年受到信用收缩，PPP清库活动以及融资环境收紧因素的影响，导致整体营收和业绩增速大幅下滑，下半年板块增速表现将依赖于PPP贷款环境的改善情况与相关上市公司自身财务能力。板块间公司可能会出现明显分化，自身财务健康、资金实力较强、前期承接项目质量较高的公司仍有望保持快速增长。

钢构板块当前依然处于成长风口，装配式建筑政策不断，其中精工钢构上半年积极推动全新领域开拓，实现业绩的翻倍式增长，同时东南网架化纤业务改善造成业绩大增，带动行业整体增速表现。

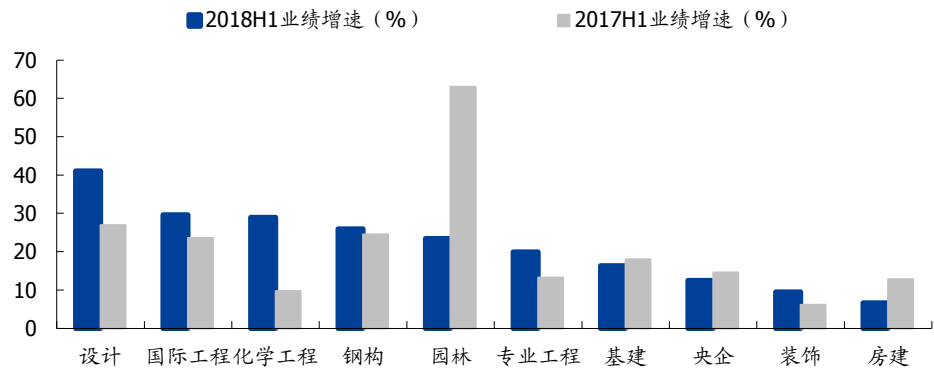
国际工程板块上半年营收增速回落，但业绩实现提速，主要系人民币汇率处于贬值通道，带动汇兑收益增加所致。

图表 25：各子板块 2017 年 H1 及 2018 年 H1 营收增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 26: 各子板块 2017 年 H1 及 2018 年 H1 业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 各子板块收入增速变化 (%)

	17Q1	17H	17年	18Q1	18H	18H-17H
化学工程	-3.33	4.31	12.05	40.97	34.21	29.90
专业工程	2.62	5.00	11.28	22.80	24.67	19.67
钢构	15.85	19.95	21.10	29.35	31.33	11.38
房建	8.16	11.52	9.55	15.70	13.01	1.49
央企	6.61	9.75	9.51	12.72	9.63	-0.12
装饰	0.11	11.31	10.12	18.19	10.30	-1.01
设计	19.53	28.93	30.76	27.92	27.48	-1.45
基建	4.57	8.54	9.46	9.98	6.80	-1.74
国际工程	4.92	9.48	6.87	9.70	1.68	-7.79
生态园林	43.88	53.65	53.50	49.92	28.58	-25.07

资料来源: Wind, 国盛证券研究所



图表 28: 各子板块业绩增速变化 (%)

	17Q1	17H	17年	18Q1	18H	18H-17H
化学工程	-12.87	9.73	-10.91	37.77	28.94	19.21
设计	28.59	26.96	33.26	33.17	41.10	14.14
专业工程	5.33	13.23	19.73	21.61	19.96	6.73
国际工程	15.84	23.57	20.91	5.10	29.63	6.07
装饰	-1.25	6.13	8.95	22.93	9.49	3.35
钢构	63.30	24.48	37.47	18.56	25.95	1.47
基建	18.03	17.97	21.66	15.51	16.32	-1.65
央企	13.61	14.57	16.45	15.08	12.50	-2.07
房建	10.87	12.82	11.80	15.45	6.61	-6.22
生态园林	617.08	66.16	58.44	151.86	24.55	-41.61

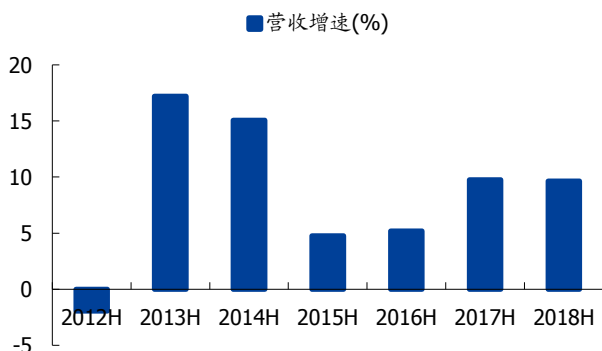
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4. 重点子板块评述

### 4.1. 建筑央企

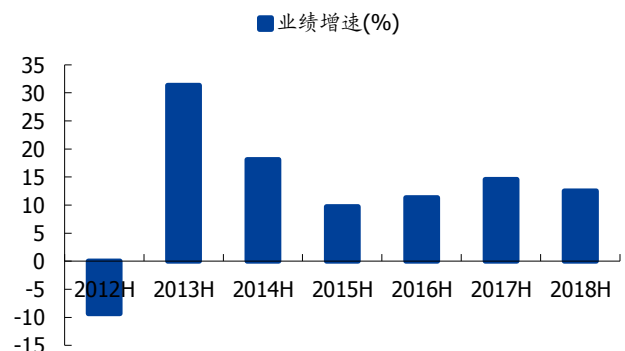
2018年上半年建筑央企整体营收与业绩增长小幅放缓。2018年上半年央企整体营收和业绩分别增长9.63%/12.50%，较2017年上半年分别变动-0.12/-2.07个pct，环比2018年Q1变动-3.09/-2.58个pct。上半年央企收入整体放缓主要因去杠杆环境下融资收紧，项目进展速度放缓。业绩放缓主要因收入放缓，同时研发费用、财务费用、营业外支出等有所增加，以及部分企业投资收益明显减少所致。与去年上半年增速相比，八大央企中上半年营收同比提升的有中国建筑、中国交建、中国中冶和中国化学4家；业绩同比提升的有中国交建、中国电建、中国化学和中国铁建4家。环比2018年一季度，收入增速改善的仅有葛洲坝，业绩实现加速增长的有中国中铁、中国铁建和葛洲坝。

图表 29: 央企半年度营收增速



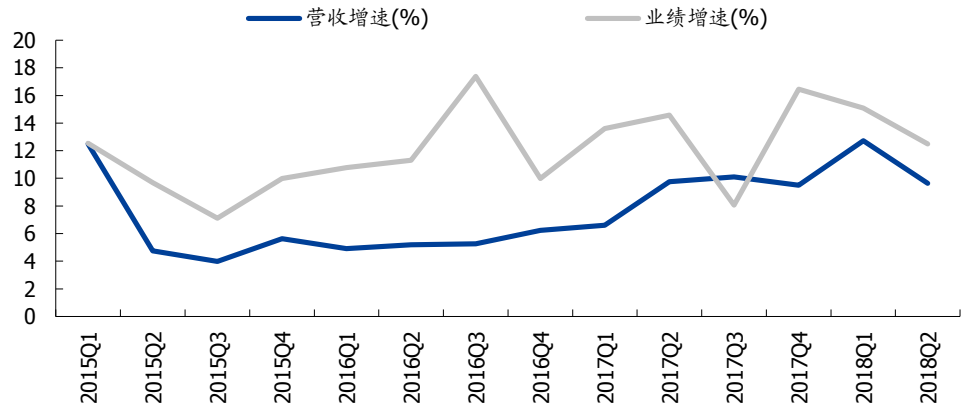
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 央企半年度业绩增速



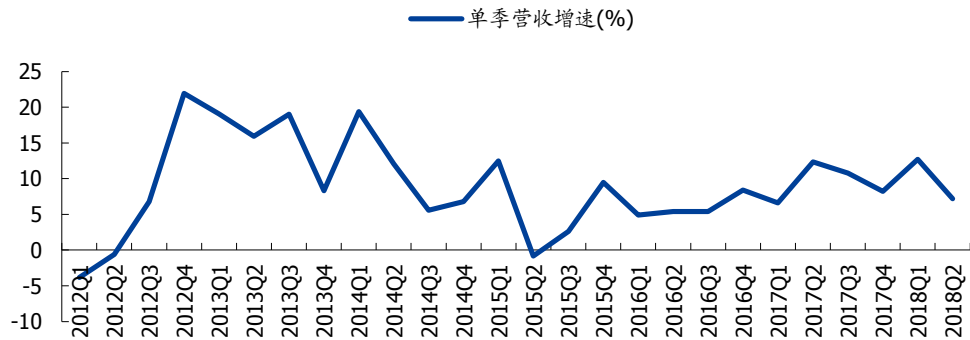
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 31: 央企季度累计收入及业绩增速



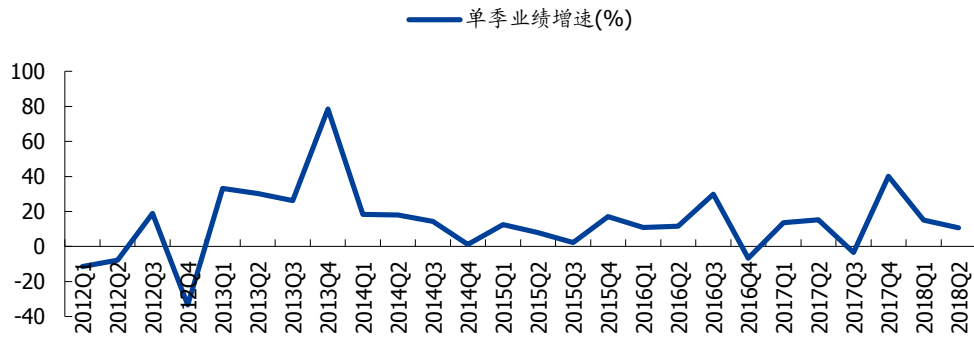
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 央企单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 央企单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2018年上半年收入增速排名前三的为中国化学、中国中冶和中国建筑；业绩增速排名前三的分别为中国化学、中国中铁、中国铁建。中国化学营收和业绩增速都保持较高主要系行业回暖带动近两年订单快速增长，不断向收入转化，同时汇兑收益增厚公司利润。中国铁建和中国中铁收入增速较慢，但业绩表现较好主要系两家公司毛利率均有所上升，带动盈利能力明显提升。中国中冶收入增速达 25%，主要因连续四年订单均在 20%以上增长，存量订单充裕开工率提升，业绩明显低于收入增速，主要因毛利率略微下降，同时“三供一业”造成的营业外支出大幅增加。中国建筑收入增速较快主要因基建业务快速增长，业绩放缓主要因去年同期子公司分步合并获取投资收益较多。

图表 34: 央企收入和业绩增速表

公司名称	收入增速					业绩增速				
	17H	17年	18Q1	18H	18Q2单季	17H	17年	18Q1	18H	18Q2单季
中国建筑	11.83%	9.83%	15.05%	12.12%	9.76%	12.03%	10.28%	14.98%	6.10%	0.35%
中国交建	3.63%	11.83%	12.76%	9.61%	7.19%	7.34%	22.92%	9.35%	8.45%	7.81%
葛洲坝	27.77%	6.54%	-9.92%	-8.12%	-6.57%	20.27%	37.94%	1.51%	12.64%	21.06%
中国电建	14.06%	11.65%	16.26%	5.31%	-3.37%	7.21%	8.78%	12.43%	9.16%	6.39%
中国中冶	5.49%	11.13%	24.94%	24.76%	24.62%	10.71%	12.75%	15.20%	8.69%	1.08%
中国化学	0.49%	10.35%	41.89%	36.34%	32.30%	0.49%	-12.04%	28.97%	27.95%	27.36%
中国中铁	9.76%	7.77%	10.12%	5.27%	1.32%	41.09%	28.44%	21.92%	23.94%	24.98%
中国铁建	8.34%	8.21%	6.97%	6.93%	6.89%	12.04%	14.70%	18.86%	22.78%	25.87%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

盈利能力持续提升，资产负债率下降，现金流有所恶化。2018年上半年央企毛利率较2017年同期提升 0.48 个 pct，提升幅度较大，主要因高毛利率 PPP 业务占比逐步提升。税金占收入比与上年同期基本持平，表明营改增的影响已经稳定。期间费用率提升 0.45 个 pct，主要是管理费用和财务费用提升较多。管理费用提升较多主要因研发费用增加以及人员薪酬上涨。财务费用增加主要因上半年融资环境偏紧，企业外部短期融资增加同时融资成本上升。资产减值占收入比与上年基本持平。净利率为 3.80%，提升 0.19 个 pct，主要因毛利率提升明显。经营性现金流流出有所增加，主要因中国建筑等公司当期拿地及支付工程款增多，同时上半年去杠杆环境下业主普遍回款速度较慢。收现比提高 1.22 个 pct。在央企去杠杆要求下，部分企业通过发行永续债、进行债转股等融资，使得整体负债率持续明显下降。存货周转率基本持平，应收账款周转率有所下滑，主要因业主融资紧张回款出现放缓。

图表 35: 央企财务数据分析表格

	17Q1	17H	17年	18Q1	18H	18H-17H
毛利率(%)	10.10	10.77	11.11	10.44	11.25	0.48
营业税金/收入比(%)	0.78	0.86	0.89	0.67	0.81	-0.05
销售费用率(%)	0.49	0.42	0.45	0.46	0.42	0.00
管理费用率(%)	3.79	3.76	4.07	3.85	3.91	0.15
财务费用率(%)	1.08	1.04	1.07	1.30	1.14	0.10
三费合计(%)	5.35	5.21	5.59	5.61	5.66	0.45
资产减值损失/收入(%)	0.13	0.56	0.93	0.14	0.55	-0.01
净利率(%)	3.27	3.61	3.38	3.37	3.80	0.19
经营性现金流/收入(%)	-21.82	-9.12	2.34	-26.40	-11.04	-1.93
收现比(%)	111.41	96.59	99.23	108.13	97.81	1.22
应收账款周转率	1.12	2.44	5.57	1.24	2.22	-0.22
存货周转率	0.43	0.95	2.20	0.46	0.96	0.01
资产负债率(%)	78.25	78.57	77.61	77.21	77.97	-0.60

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

央企订单增速在 2018 年持续放缓。2017 年四季度起受到 192 号文对央企承接 PPP 订单的制约因素影响以及 2016 年基数较高的原因，大部分央企承接订单增速开始放缓。2018 年上半年受到 PPP 项目库清库、宏观去杠杆导致融资环境偏紧影响，央企承接订单增速除中国化学（主要受益石化及化工领域投资回暖）外均有明显下滑，其中葛洲坝、中国电建出现负增长。目前央企整体在手订单仍然充足，随着基建补短板政策的推行以及政策要求信贷投放加大，未来在手订单有望加快执行。

图表 36: 央企订单增速

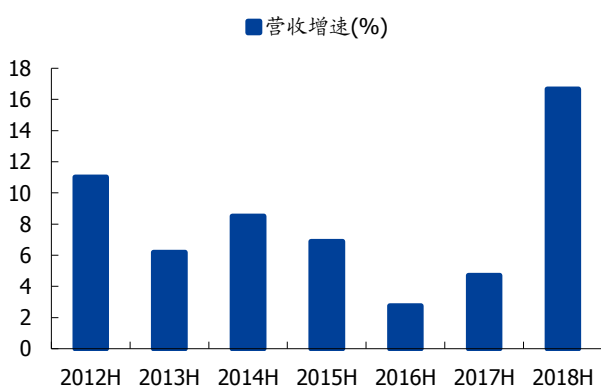
简称	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1-Q2
中国建筑	10.40%	32.90%	11.30%	7.10%	23.70%	19.40%	1.60%
中国交建		5.50%	11.99%	6.89%	12.38%	23.16%	1.68%
葛洲坝	39.58%	17.62%	15.53%	32.00%	17.62%	5.83%	-4.78%
中国电建	34.43%	22.28%	13.24%	37.75%	10.14%	12.68%	-4.99%
中国中冶	-7.38%	-3.86%	29.18%	21.77%	25.10%	20.00%	6.40%
中国化学	-4.26%	-16.20%	-11.18%	-13.50%	11.84%	34.87%	72.05%
中国中铁	28.07%	27.18%	0.53%	2.40%	29.05%	26.10%	13.00%
中国铁建	15.88%	8.13%	-3.02%	14.62%	28.49%	23.72%	10.39%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4.2. 地方国企

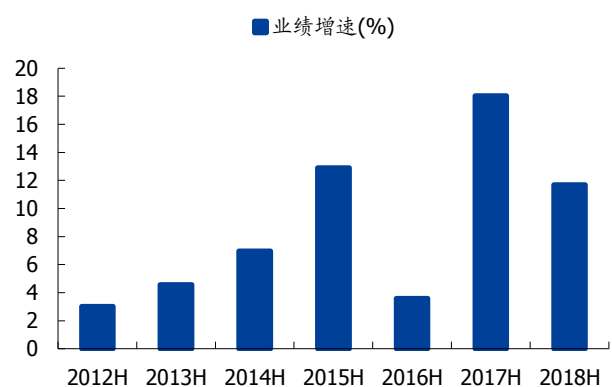
2018Q2 地方国企板块营收增速维持高位，业绩环比显著放缓。2018 年上半年地方国企板块营收同比增长 16.7%，其中 Q1/Q2 分别同比增长 16.2%/16.7%；归母净利润同比增长 11.7%，其中 Q1/Q2 分别同比增长 26.8%/3.4%。2018Q2 地方国企板块营收维持较高增长，业绩增长环比显著放缓主要系 Q2 地方国企 EPC 等传统较低利润率施工项目贡献收入占比提升，导致本期利润率下降所致。

图表 37: 地方国企板块半年度营收增速



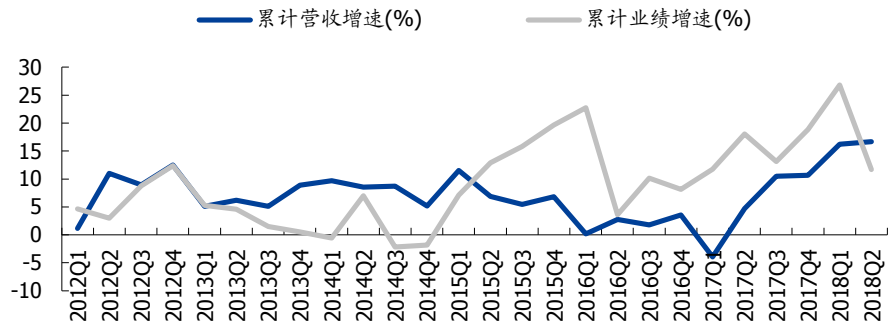
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 地方国企板块半年度业绩增速



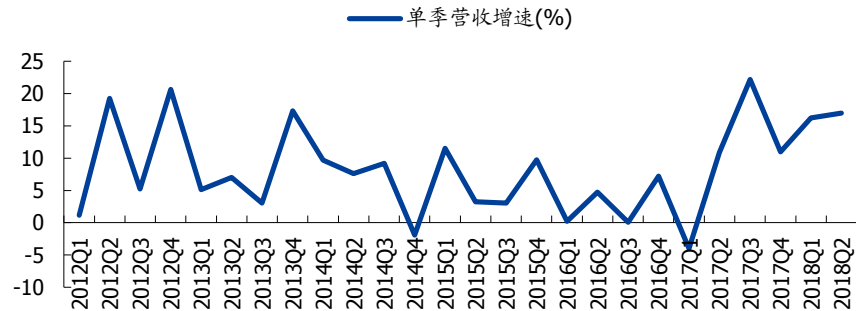
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 地方国企板块季度累计收入及业绩增速



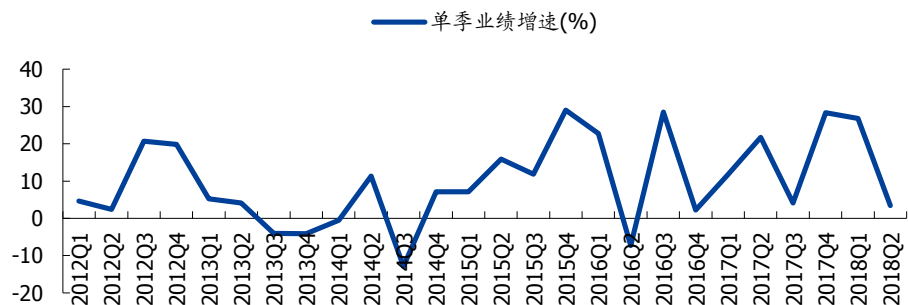
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 40: 地方国企板块单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 41: 地方国企板块单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2018年上半年地方国企板块收入增速排名前三的为设计总院、浙江交科、华建集团；业绩增速排名前三的别为华建集团、设计总院、浙江交科。其中华建集团上半年设计咨询

业务稳健增长，工程承包业务快速增长致营收及业绩增速大幅同比提升；设计总院营收及业绩快速增长系上半年公司高利润率高速公路设计咨询项目占比快速提升所致；浙江交科化工业务维持较高盈利水平，基建业务快速增长促公司业绩持续释放。

图表 42: 地方国企板块个股收入和业绩增速表

公司名称	收入增速					业绩增速				
	17H	17年	18Q1	18H	18Q2 单季	17H	17年	18Q1	18H	18Q2 单季
云投生态	-29.65%	-33.82%	-57.46%	-68.49%	-74.00%	-300.49%	-1309.80%	-129.23%	-298.42%	-385.28%
建科院	0.76%	10.32%	-12.96%	8.08%	19.47%	231.40%	7.76%	-282.08%	9.55%	194.91%
华建集团	21.64%	16.24%	40.81%	32.95%	26.99%	-21.95%	6.22%	47.86%	100.47%	199.56%
设计总院	14.74%	42.04%	41.97%	49.73%	58.41%	1.85%	47.54%	64.73%	106.01%	162.47%
山东路桥	114.77%	52.00%	52.18%	32.11%	23.22%	95.27%	34.06%	20.25%	-47.93%	-55.81%
粤水电	11.73%	4.87%	21.86%	10.33%	-0.96%	0.19%	17.42%	10.98%	22.11%	29.44%
北新路桥	56.75%	50.18%	33.93%	6.64%	-6.81%	28.53%	25.84%	28.78%	4.04%	-4.64%
四川路桥	-15.42%	8.82%	18.96%	16.72%	15.70%	4.39%	1.87%	25.60%	27.52%	28.13%
浦东建设	6.34%	28.54%	38.12%	27.34%	19.71%	2.70%	3.41%	7.00%	9.23%	11.13%
安徽水利	-16.16%	3.18%	10.65%	17.40%	23.64%	62.24%	25.25%	30.22%	0.74%	-11.48%
隧道股份	5.58%	9.36%	10.96%	17.34%	22.38%	8.70%	9.50%	9.79%	9.79%	9.79%
龙建股份	32.35%	32.77%	-20.84%	-18.02%	-17.10%	866.08%	375.27%	1.38%	11.33%	8.21%
重庆建工	-0.70%	4.14%	0.81%	4.31%	7.52%	-26.85%	9.34%	19.78%	16.82%	15.51%
浙江交科	34.39%	40.61%	62.87%	42.97%	31.63%	1121.64%	136.15%	223.11%	69.47%	22.77%
延长化建	24.28%	7.40%	32.89%	19.29%	13.35%	13.06%	9.22%	46.24%	3.85%	-9.87%
上海建工	9.46%	6.30%	16.44%	18.08%	19.19%	17.13%	23.34%	5.72%	1.86%	-0.69%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率保持平稳，费用率下降，盈利能力保持平稳，现金流情况有所改善。2018年上半年地方国企板块毛利率较2017年同期小幅下降0.15个pct，保持平稳。税金占收入比基本持平。期间费用率下降0.46个pct，主要系管理效率提升致管理费用率显著下降0.37个pct带动所致。资产减值占收入比下降0.09个pct。净利率为2.64%保持平稳。18年上半年经营性现金流有所改善，经营性现金流与收入比提高1.44个pct，主要系地方国企加强项目回款所致。负债率下降0.23个pct，存货周转率和应收账款周转率均保持平稳。

图表 43: 地方国企板块财务数据分析表格

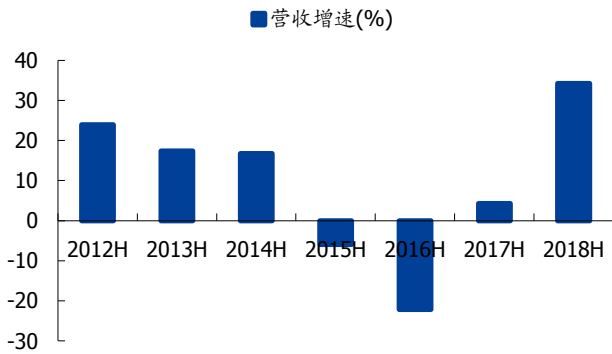
	17Q1	17H	17年	18Q1	18H	18H-17H
毛利率(%)	10.12	10.02	10.38	10.65	9.87	-0.15
营业税金/收入比(%)	0.61	0.58	0.60	0.70	0.74	0.16
销售费用率(%)	0.37	0.32	0.32	0.33	0.33	0.01
管理费用率(%)	5.44	4.81	4.70	5.01	4.44	-0.37
财务费用率(%)	1.92	1.70	1.52	1.95	1.60	-0.10
三费合计(%)	7.73	6.82	6.54	7.28	6.36	-0.46
资产减值损失/收入(%)	-0.57	0.10	0.63	-0.29	0.00	-0.09
净利率(%)	2.39	2.63	2.69	2.65	2.64	0.01
经营性现金流/收入(%)	-25.92	-10.02	1.12	-26.82	-8.57	1.44
收现比(%)	142.08	103.07	96.16	141.58	107.17	4.10
应收账款周转率	0.90	2.08	4.63	0.87	2.04	-0.04
存货周转率	0.37	0.91	2.11	0.37	0.90	-0.02
资产负债率(%)	79.88	81.42	81.27	80.34	81.19	-0.23

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 4.3. 化学工程

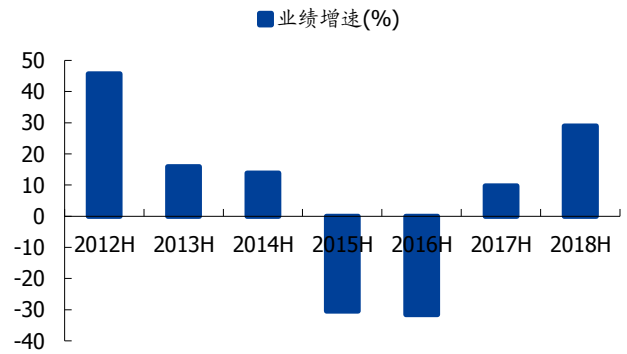
2018年上半年化学工程板块营收和业绩较去年同期增速大幅回升，因基数原因环比一季度有所放缓。受益下游投资逐步复苏，2018年上半年化学工程板块营收和业绩分别增长34.2%/28.9%，较2017年同期分别提升29.9/19.2个pct，环比2018Q1分别放缓6.76/8.83个pct。业绩增速较一季度有所放缓，主要因去年同期基数较高，但整体保持较快增长趋势。

图表 44: 化学工程板块半年度营收增速



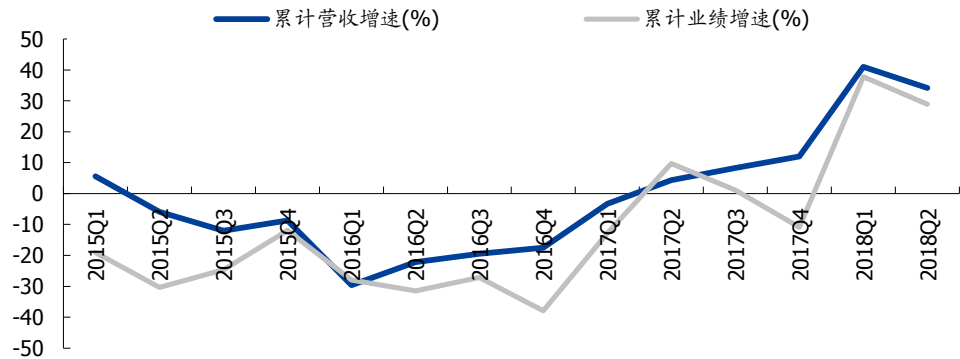
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 化学工程板块半年度业绩增速



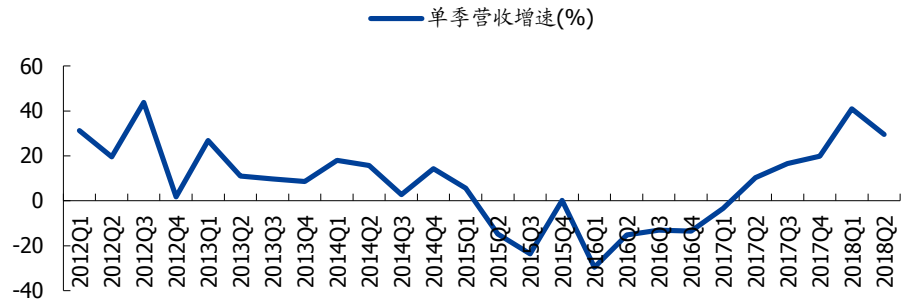
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 46: 化学工程板块季度累计收入及业绩增速



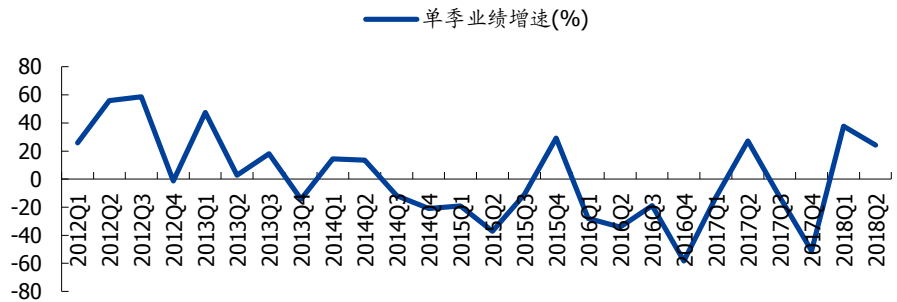
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 化学工程板块单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 48: 化学工程板块单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2018年上半年化学工程板块收入增速排名前三的为三联虹普、百利科技、东方新星；业绩增速排名前三的别为百利科技、东方新星、三联虹普。其中龙头公司中国化学营收持续保持较快增长，汇兑收益增加利于业绩持续释放。

图表 49: 化学工程板块个股收入和业绩增速表

公司名称	收入增速					业绩增速				
	17H	17年	18Q1	18H	18Q2单季	17H	17年	18Q1	18H	18Q2单季
东华科技	13.81%	73.87%	31.04%	39.54%	44.41%	14.30%	-177.18%	25.50%	9.86%	2.85%
东方新星	139.54%	105.17%	93.04%	46.35%	34.05%	156.87%	138.17%	215.64%	224.06%	-51.91%
三联虹普	36.43%	18.54%	24.30%	69.71%	170.37%	6.04%	10.53%	40.55%	47.50%	56.02%
延长化建	24.28%	7.40%	32.89%	19.29%	13.35%	13.06%	9.22%	46.24%	3.85%	-9.87%
中国化学	0.49%	10.35%	41.89%	36.34%	32.30%	0.49%	-12.04%	28.97%	27.95%	27.36%
航天工程	50.95%	-6.67%	-11.37%	3.66%	8.33%	126.91%	17.47%	41.29%	8.14%	-2.65%
百利科技	50.79%	-22.41%	76.51%	59.13%	46.73%	6.40%	1.96%	216.67%	280.92%	328.68%
三维工程	127.06%	115.03%	79.92%	-36.34%	-59.49%	20.88%	386.64%	48.17%	14.03%	2.40%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所



**毛利率下滑，费用率下降，盈利能力提升，现金流情况大幅改善。**2018年上半年化学工程板块毛利率较2017年同期下降0.89个pct，主要因行业竞争加剧，同时人工及原材料上涨明显。税金占收入比基本持平。期间费用率大幅减小1.98个pct，主要是受益于人民币贬值，产生较多汇兑收益，财务费用率大幅下降。资产减值占收入比提升0.84个pct。净利率为4.27%，提升0.40个pct，主要因费用率下降。2018年上半年经营性现金流有所改善，经营性现金流与收入比提高12.77个pct，主要因业主盈利好转回款加速。负债率有所提升，存货周转率和应收账款周转率均有明显提升，显示下游业主付款有所改善。

图表 50: 化学工程板块财务数据分析表格

	17Q1	17H	17年	18Q1	18H	18H-17H
毛利率(%)	14.08	14.55	15.71	14.00	13.12	-0.89
营业税金/收入比(%)	0.40	0.53	0.48	0.68	0.73	0.05
销售费用率(%)	0.66	0.57	0.60	0.61	0.59	-0.02
管理费用率(%)	7.48	6.55	7.17	5.86	5.81	-0.05
财务费用率(%)	0.78	0.81	0.81	2.09	0.18	-1.91
三费合计(%)	8.93	7.92	8.57	8.56	6.58	-1.98
资产减值损失/收入(%)	-0.37	0.92	2.72	-0.10	0.74	0.84
净利率(%)	4.29	4.49	3.13	3.88	4.27	0.40
经营性现金流/收入(%)	-18.97	-5.33	6.16	-5.68	7.09	12.77
收现比(%)	96.45	89.10	89.04	100.51	86.29	-14.22
应收账款周转率	0.63	1.52	3.39	0.80	1.79	0.99
存货周转率	0.45	1.09	2.81	0.75	1.77	1.02
资产负债率(%)	62.14	62.34	62.22	61.33	63.64	2.30

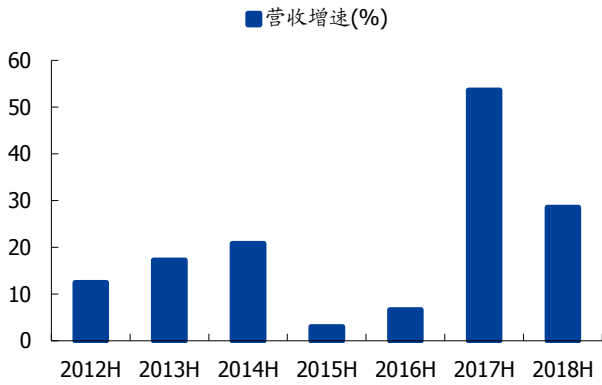
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

#### 4.4. 生态园林

在2018年上半年信用及融资收缩的环境下，生态园林板块上半年资产负债表扩张速度有所放慢，导致收入及业绩增速均明显放缓。同时积极回流工程款并减少投资性支出，经营性及投资性现金净流出有所减少，收现比显著提升。在去年同期高基数与PPP清理整顿的背景下，生态园林公司承接业务更注重项目质量与业主还款能力，板块整体订单增长有所放缓。

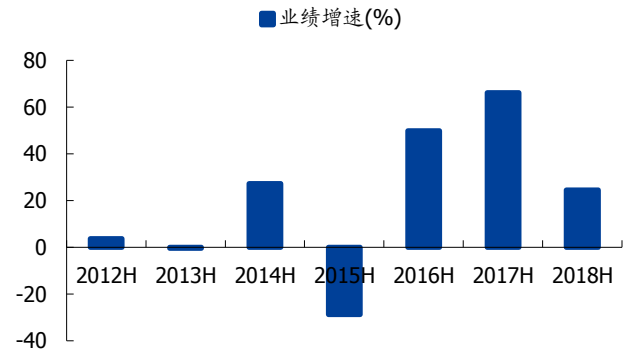
**订单向收入转换有所放慢，业绩增长有所放缓。**2018年上半年生态园林板块营收和业绩分别增长28.58%/24.55%，同比增速分别变动-25.1/-41.6个pct。生态园林板块自2015年至今随着PPP行业的迅速发展而订单取得了长足的增长，订单逐渐向收入和业绩转化，但2018年以来行业出现较大的信用收缩和融资风险，行业增速和业绩均有所放缓。

图表 51: 生态园林板块半年度营收增速



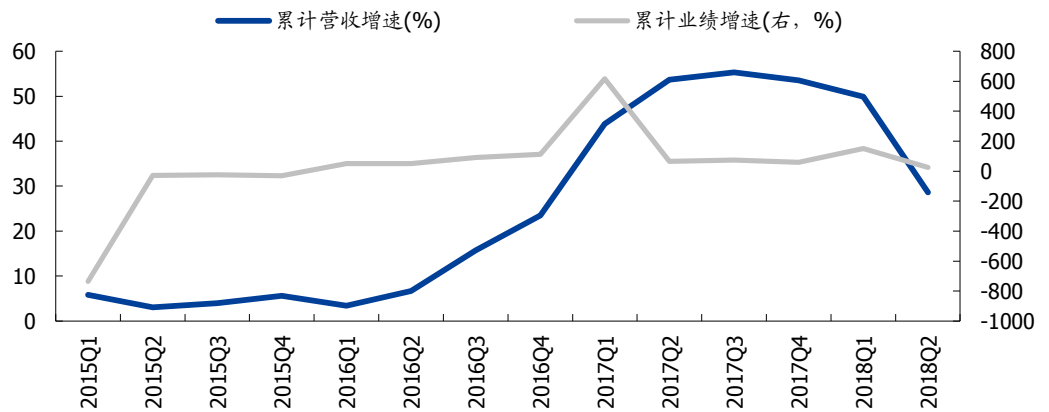
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 52: 生态园林板块半年度业绩增速



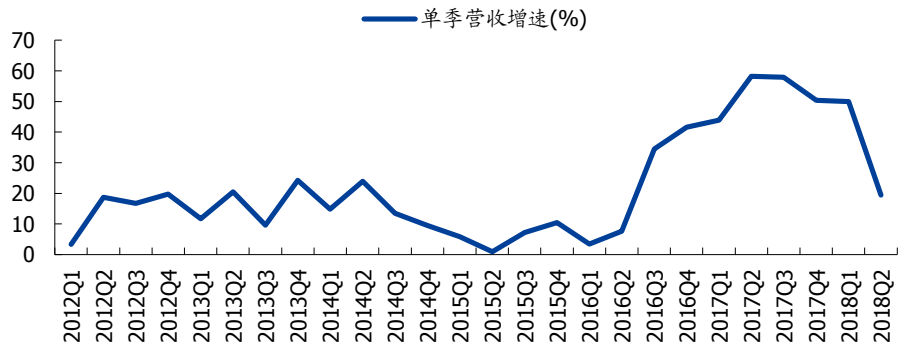
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 53: 生态园林板块季度累计收入及业绩增速



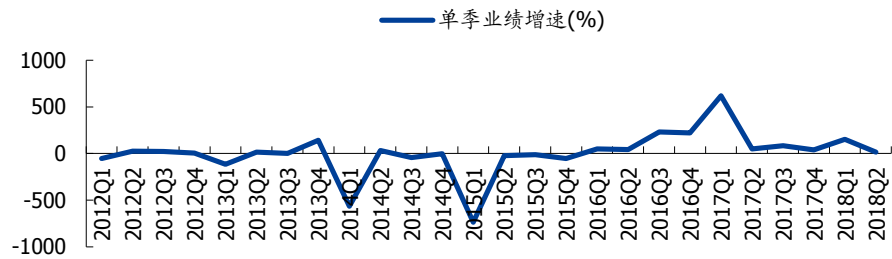
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 54: 生态园林板块单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 55: 生态园林板块单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

生态园林板块 2018 年上半年收入增速排名前三的分别为杭州园林、岭南股份、铁汉生态；业绩增速排名前三的分别为岳阳林纸、岭南股份、杭州园林。岳阳林纸业绩增速较快主要系造纸主业迅速恢复；岭南股份业绩较好主要系公司生态环境、文化旅游及水务水环境治理业务在手充足订单持续向收入转化以及新收购的子公司新港永豪业绩推动所致。

图表 56: 生态园林板块个股收入和业绩增速表

公司名称	收入增速					业绩增速				
	17H	17年	18Q1	18H	18Q2 单季	17H	17年	18Q1	18H	18Q2 单季
云投生态	-29.65%	-33.82%	-57.46%	-68.49%	-74.00%	-300.49%	-1309.80%	-129.23%	-298.42%	-385.28%
东方园林	70.79%	77.79%	106.65%	29.67%	4.47%	57.40%	68.13%	127.81%	42.04%	30.17%
丽鹏股份	5.15%	6.23%	29.45%	-10.89%	-32.44%	9.60%	-42.12%	834.42%	-38.12%	-62.17%
棕榈股份	46.43%	34.49%	21.99%	10.63%	6.89%	60.91%	151.83%	109.64%	27.21%	-25.98%
海南瑞泽	92.87%	56.17%	39.69%	22.97%	12.60%	1006.79%	150.94%	273.71%	12.56%	-22.47%
普邦股份	44.63%	31.55%	16.91%	4.14%	-3.63%	27.09%	44.41%	37.90%	6.24%	3.56%
岭南股份	57.60%	86.11%	88.68%	111.91%	122.28%	94.11%	95.27%	83.49%	93.06%	96.07%
文科园林	100.65%	69.10%	43.41%	20.02%	12.17%	68.32%	74.96%	48.61%	25.48%	22.80%
铁汉生态	92.84%	79.04%	69.80%	76.68%	79.27%	51.80%	45.02%	-1667.80%	42.93%	67.27%
美晨生态	46.56%	31.81%	21.11%	19.82%	19.03%	53.30%	36.46%	66.70%	30.74%	13.34%
蒙草生态	154.29%	95.03%	58.89%	-30.06%	-41.48%	223.42%	148.73%	48.38%	-52.20%	-55.19%
沃施股份	18.75%	20.04%	-25.47%	-26.78%	-28.90%	-13.39%	-60.62%	-18.27%	-39.03%	-76.62%
美尚生态	158.60%	118.38%	51.47%	29.08%	23.41%	57.01%	35.95%	259.46%	31.28%	13.04%
农尚环境	12.41%	11.50%	40.63%	9.73%	-2.54%	5.76%	1.90%	12.58%	3.70%	2.03%
杭州园林	26.80%	57.98%	591.55%	429.99%	317.54%	24.40%	37.63%	183.53%	90.70%	21.75%
岳阳林纸	4.74%	28.03%	35.01%	35.60%	36.13%	496.61%	1131.86%	938.45%	263.27%	113.53%
花王股份	47.19%	102.94%	59.53%	29.16%	17.38%	42.15%	137.23%	-44.75%	1.95%	32.29%
诚邦股份	17.53%	17.69%	8.07%	11.09%	12.94%	26.82%	12.86%	-12.93%	2.93%	17.11%
元成股份	41.29%	54.33%	95.25%	55.36%	42.90%	101.79%	73.05%	110.89%	64.41%	60.27%
天域生态	6.77%	14.73%	-21.95%	49.61%	130.43%	51.28%	10.39%	-119.66%	12.95%	193.00%
乾景园林	1.33%	3.39%	-24.71%	-12.63%	-6.22%	-14.76%	11.82%	-62.83%	-44.67%	-35.95%
大千生态	23.35%	13.41%	44.60%	25.51%	19.97%	25.87%	12.46%	34.56%	22.56%	21.99%
东珠生态	13.42%	24.99%	51.92%	60.43%	67.51%	14.64%	31.09%	65.02%	77.61%	87.43%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

盈利能力有所下降，现金流情况整体有所好转。2018年上半年生态园林板块毛利率较2017年同期下滑0.25个pct，税金占收入比基本持平。期间费用率上升1.49个pct，主要是管理费用率和财务费用率上升幅度较高。资产减值占收入与上年基本持平。净利率为9.17%，下降0.42个pct。经营性现金流有所改善，表现为净流出有所减少，经营性现金流与收入比提升1.79个pct，收现比提升1.34个pct。整体负债率提升6.5个pct，提升幅度较高，Q2仍处于加杠杆的惯性之中。存货和应收账款周转率有所提升。

图表 57: 生态园林板块财务数据分析表格

	17Q1	17H	17年	18Q1	18H	18H-17H
毛利率(%)	24.54	26.11	26.47	24.74	25.86	-0.25
营业税金/收入比(%)	0.82	0.63	0.49	0.70	0.50	-0.13
销售费用率(%)	2.33	1.60	1.48	2.40	1.91	0.31
管理费用率(%)	14.08	8.73	7.96	13.56	9.25	0.52
财务费用率(%)	4.57	2.99	2.45	4.74	3.65	0.66
三费合计(%)	20.98	13.32	11.90	20.70	14.81	1.49
资产减值损失/收入(%)	0.00	1.37	2.62	0.56	1.27	-0.10
净利率(%)	2.98	9.60	10.31	4.57	9.17	-0.42
经营性现金流/收入(%)	-23.48	-9.36	2.20	-27.94	-7.56	1.79
收现比(%)	134.78	73.70	67.66	112.89	75.03	1.34
应收账款周转率	0.38	1.14	2.69	0.41	1.12	-0.02
存货周转率	0.16	0.49	1.13	0.17	0.46	-0.04
资产负债率(%)	54.18	55.20	60.08	60.77	61.70	6.50

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

生态园林公司订单增速 2018 年上半年回落较为明显。2017 年生态园林公司普遍录得高增速，其中龙头公司东方园林、铁汉生态、岭南股份、棕榈股份、蒙草生态订单增速分别达 101%/163%/362%/105%/706%。2018 年上半年由于受到宏观因素的影响，导致订单增速下滑明显，其中龙头公司东方园林进入负增长，铁汉生态/棕榈股份/岭南股份订单增速放缓 35/91/100 个 pct。

图表 58: 生态园林公司非框架订单额 (亿元) 及增速

	2015年	2016年	2017年	2018H1	2016年增速	2017年增速	2018H1增速
东方园林	301.2	350.6	705.5	333.3	16.4%	101.2%	-1.6%
铁汉生态	16.8	81.8	214.7	151.7	386.3%	162.5%	127.4%
棕榈股份	17.7	64.2	131.5	122.6	261.9%	104.9%	14.4%
岭南股份	1.6	28.2	130.2	112.6	1627.2%	362.4%	262.7%
云投生态	25.0	26.3	12.0	25.4	5.1%	-54.5%	257.5%
蒙草生态	1.1	41.7	336.2	16.6	3796.3%	706.4%	-77.0%
海南瑞泽		23.6	16.6	15.5		-29.3%	360.8%
美尚生态	0.9	24.2	59.5	15.1	2623.6%	145.3%	-11.9%
天域生态			42.0	12.8			
岳阳林纸			4.0	10.5			256.7%
普邦股份		41.7	7.0	8.4		-83.1%	135.0%
美晨生态		2.6	35.3	6.8		1269.4%	4.0%
文科园林		8.4	15.3	5.6		82.7%	-57.6%
丽鹏股份	11.6	22.9	46.7	4.9	96.9%	104.0%	-66.0%

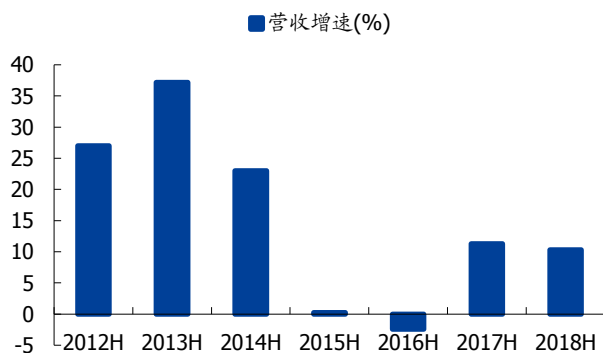
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

后续生态园林公司成长性将出现分化。生态园林板块在上半年受到信用收缩, PPP 清库活动以及融资环境收紧因素的影响, 导致整体营收和业绩增速大幅下滑, 下半年板块增速表现将依赖于 PPP 贷款环境的改善情况与相关上市公司自身财务能力。板块间公司可能会出现明显分化, 自身财务健康、资金实力较强、前期承接项目质量较高的公司仍有望保持快速增长。

#### 4.5. 装饰

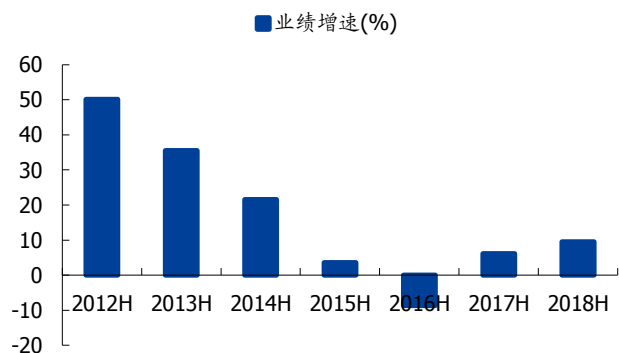
**2018Q2 装饰板块营收与盈利增长明显放缓。**2018年上半年装饰板块营收增速为 10.3%, 其中 Q1/Q2 分别同比增长 18.19%/5.05%; 归母净利润增速为 9.5%, 其中 Q1/Q2 分别同比增长 22.93%/0.27%。2018Q2 单季营收和业绩增速环比明显减缓, 主要系二季度信用紧缩融资偏紧, 银行放贷速度减缓影响装饰工程进度。

图表 59: 装饰板块半年度营收增速



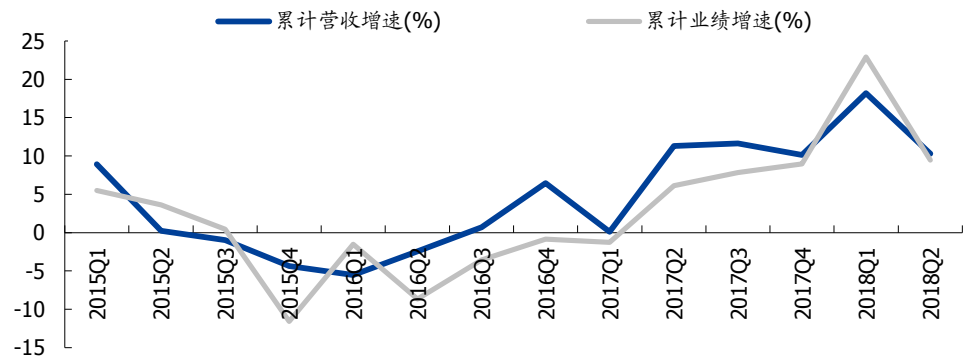
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 60: 装饰板块半年度业绩增速



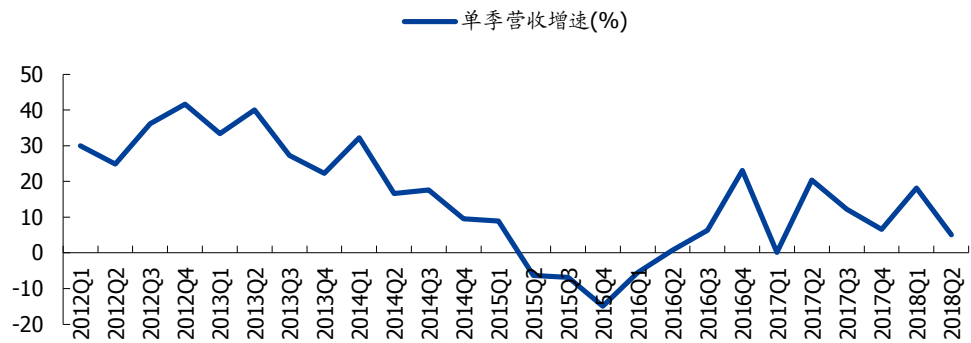
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 61: 装饰板块季度累计收入及业绩增速



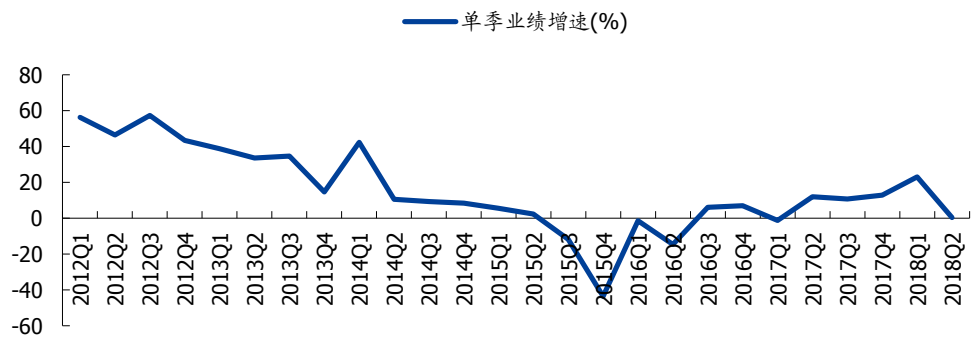
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 62: 装饰板块单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 63: 装饰板块单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2018年上半年装饰板块收入增速前三的为全筑股份、奇信股份、中装建设；业绩增速排名前三的分别为东易日盛、全筑股份、柯利达，全筑股份主要受益于住宅全装修进一步渗透，大客户战略初见成效；东易日盛上半年毛利率同比大幅提升，带动公司业绩向好。

图表 64: 装饰板块个股收入和业绩增速表

公司名称	收入增速					业绩增速				
	17H	17年	18Q1	18H	18Q2单季	17H	17年	18Q1	18H	18Q2单季
神州长城	54.85%	39.27%	-12.87%	-47.54%	-66.24%	32.78%	-19.75%	120.67%	-46.39%	-143.95%
宝鹰股份	6.19%	5.12%	-8.27%	2.50%	9.51%	5.83%	8.03%	26.53%	7.70%	-1.54%
金螳螂	4.35%	7.12%	16.51%	14.81%	13.37%	0.94%	13.97%	15.66%	10.27%	4.10%
洪涛股份	15.36%	15.77%	18.03%	4.61%	-3.41%	-17.22%	4.88%	12.05%	6.12%	0.52%
亚厦股份	0.46%	1.48%	16.53%	3.75%	-4.60%	11.62%	12.02%	11.70%	12.51%	13.08%
广田集团	32.42%	23.96%	25.00%	17.52%	13.33%	31.90%	60.58%	28.07%	30.29%	31.08%
弘高创意	-36.32%	-51.31%	-28.86%	-47.01%	-54.95%	-32.31%	-163.33%	-386.28%	-87.14%	28.83%
瑞和股份	26.17%	23.38%	42.11%	33.12%	26.24%	31.67%	39.58%	31.58%	30.60%	29.78%
东易日盛	31.91%	20.46%	34.35%	21.47%	14.28%	42.87%	25.86%	-5.70%	242.86%	43.09%
奇信股份	5.71%	19.04%	27.93%	37.72%	44.79%	15.44%	37.56%	3.20%	28.93%	63.77%
建艺集团	47.18%	14.96%	13.47%	16.61%	19.47%	11.35%	11.19%	4.49%	2.86%	0.03%
亚泰国际	-7.72%	9.69%	21.51%	27.69%	32.77%	-12.52%	33.16%	16.35%	20.02%	22.93%
中装建设	16.28%	17.88%	32.76%	36.70%	40.00%	5.18%	2.92%	37.08%	22.01%	14.53%
名雕股份	7.20%	7.72%	10.34%	7.96%	6.75%	17.92%	1.98%	-3.36%	-8.09%	-0.99%
美芝股份	-21.67%	-0.58%	5.36%	10.08%	13.96%	-10.37%	-18.54%	-38.25%	-18.81%	-6.48%
维业股份	17.46%	22.62%	48.97%	29.23%	15.95%	15.24%	42.90%	267.86%	48.32%	-25.32%
江河集团	4.27%	0.37%	13.73%	9.48%	6.59%	6.69%	32.68%	19.71%	30.46%	35.76%
全筑股份	36.72%	38.65%	122.61%	56.80%	32.29%	20.21%	64.11%	119.23%	180.06%	304.61%
柯利达	23.87%	24.32%	20.96%	-5.43%	-19.26%	-17.27%	19.02%	31.86%	106.19%	280.74%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**盈利能力略有下降，费用率有所上升。**2018年上半年装饰板块毛利率较去年同期下降0.47个pct，税金占收入基本持平，毛利率整体下滑主要因行业竞争加剧影响。期间费用率同比增加0.72个pct，主要是管理费用率与销售费用率上升较多，财务费用率下降0.07个pct。资产减值占收入比大幅下降0.64个pct，净利率5.71%，小幅下降0.05个pct。经营性现金流净额占收入比较去年同期提升2.97个pct，收现比基本持平。负债率持续下降，营运周转保持稳定状态。

**住宅精装修驱动订单增速维持高位。**装饰上市公司17Q4/18Q1/18Q2三个季度合计订单分别增长50.6%/29.9%/41.4%，主要受益于住宅全装修持续渗透，其中全筑股份Q1/Q2订单分别增长135.7%/124.0%，包括金螳螂、广田集团在内的装饰龙头公司的上半年住宅订单增速均超过60%，订单快速增长有望驱动后续收入与业绩提升。

图表 65: 装饰板块财务数据分析表格

	17Q1	17H	17年	18Q1	18H	18H-17H
毛利率(%)	16.12	16.41	16.35	15.48	15.94	-0.47
营业税金/收入比(%)	0.42	0.36	0.39	0.45	0.39	0.02
销售费用率(%)	2.70	2.28	2.20	2.75	2.53	0.25
管理费用率(%)	5.12	4.28	4.58	5.24	4.82	0.54
财务费用率(%)	1.46	1.47	1.65	1.85	1.40	-0.07
三费合计(%)	9.27	8.03	8.43	9.83	8.75	0.72
资产减值损失/收入(%)	0.13	1.49	1.69	-0.59	0.85	-0.64
净利率(%)	5.61	5.76	5.36	5.92	5.71	-0.05
经营性现金流/收入(%)	-24.14	-8.55	1.71	-18.65	-5.58	2.97
收现比(%)	129.60	98.64	98.22	127.32	98.26	-0.38
应收账款周转率	0.23	0.56	1.24	0.26	0.59	0.03
存货周转率	2.07	4.98	11.91	2.20	4.89	-0.10
资产负债率(%)	61.55	63.68	62.64	60.24	62.42	-1.27

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 66: 装饰公司新签订单情况 (亿元)

公司简称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q1 增速	2018Q2 增速
金螳螂	70.80	80.20	82.27	83.48	82.07	97.19	15.92%	21.18%
江河集团	31.25	46.75	42.00	60.00	35.73	48.34	14.34%	3.40%
广田集团	21.41	27.60	39.63	54.88	40.09	80.74	87.25%	192.57%
亚厦股份	8.95	30.28	30.19	38.65	14.12	35.50	57.77%	17.24%
宝鹰股份	14.36	17.26	21.00	34.21	31.93	42.06	122.30%	143.69%
全筑股份	2017年全年新签订单 77.61 亿元, 同比增长 91.80%				21.56	42.69	135.73%	124.00%
奇信股份	13.11	12.80	16.46	13.80	9.78	18.99	-25.40%	48.36%
东易日盛	9.04	11.31	10.04	10.12	10.54	11.70	16.58%	3.49%
中装建设	7.72	12.56	11.56	12.19	16.96	15.91	119.69%	26.67%
瑞和股份	5.60	11.36	14.90	12.81	6.56	14.32	17.14%	26.06%
建艺集团	5.78	7.67	9.83	8.43	8.74	10.01	51.21%	30.51%
洪涛股份	11.01	9.32	14.29	22.32	7.50	12.67	-31.91%	36.01%
维业股份	6.24	4.10	8.32	11.10	4.81	7.13	-22.92%	73.90%
柯利达	3.94	8.94	5.19	8.12	5.57	4.43	41.74%	-50.45%
亚泰国际	4.97	9.94	7.88	7.23	2.11	14.42	-57.55%	45.07%
美芝股份		2.23	1.25	1.57	2.23	2.56		14.80%
名雕股份	1.11	2.31	1.66	1.84	1.00	1.83	-9.91%	-20.78%
罗顿发展	0.19	0.95	0.16		0.07	0.07	-64.21%	-92.80%
合计(不含全筑股份)	<b>215.48</b>	<b>295.57</b>	<b>316.63</b>	<b>380.75</b>	<b>279.80</b>	<b>417.87</b>	<b>29.85%</b>	<b>41.38%</b>

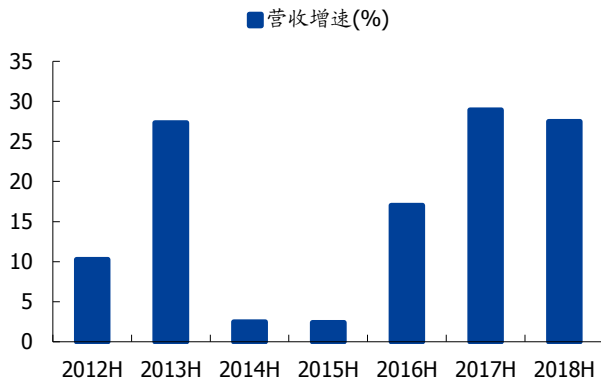
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所



#### 4.6. 设计

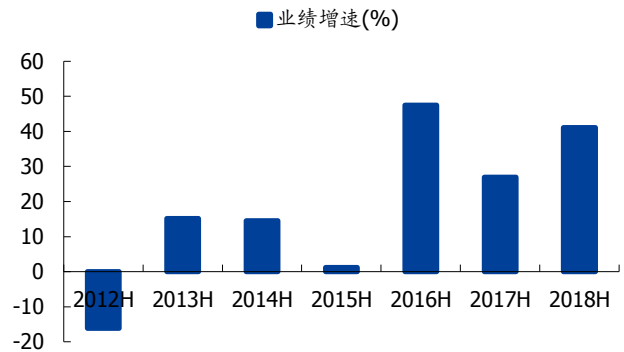
**2018Q2 设计板块营收增速维持高位，业绩环比大幅提升。**2018年上半年设计板块营收同比增长27.5%，其中Q1/Q2分别同比增长27.92%/27.12%；归母净利润同比增长41.1%，其中Q1/Q2分别同比增长33.17%/46.89%。上半年设计公司收入较快增长，一方面得益于2017年设计板块新上市的公司较多，其中大部分均处于快速成长期（叠加一部分并购因素），另一方面PPP也使得设计订单大型化后带来一定市占率提升，预计未来龙头公司收入还将保持较快增长。上半年盈利增速高于收入增速主要由于费用率大幅下降。

图表 67: 设计板块半年度营收增速



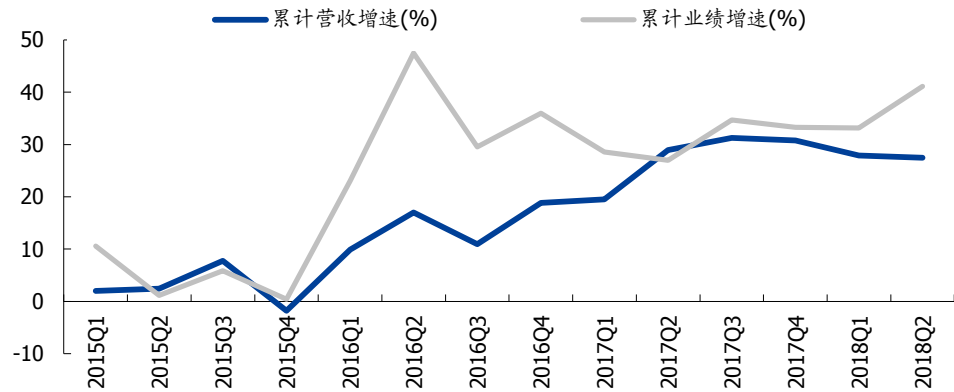
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 68: 设计板块半年度业绩增速



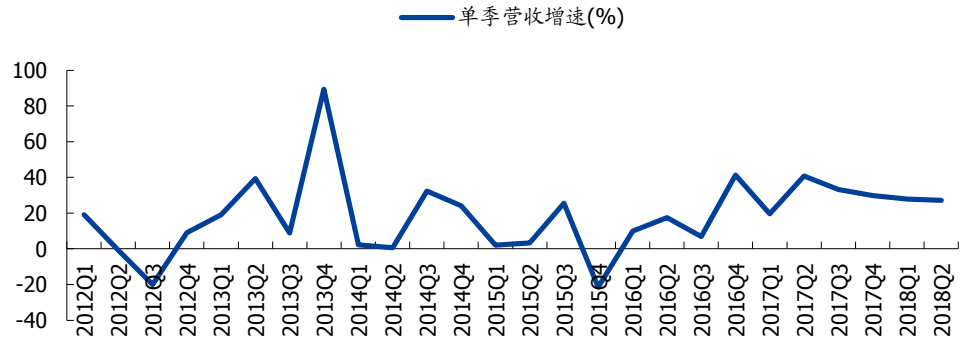
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 69: 设计板块季度累计收入及业绩增速



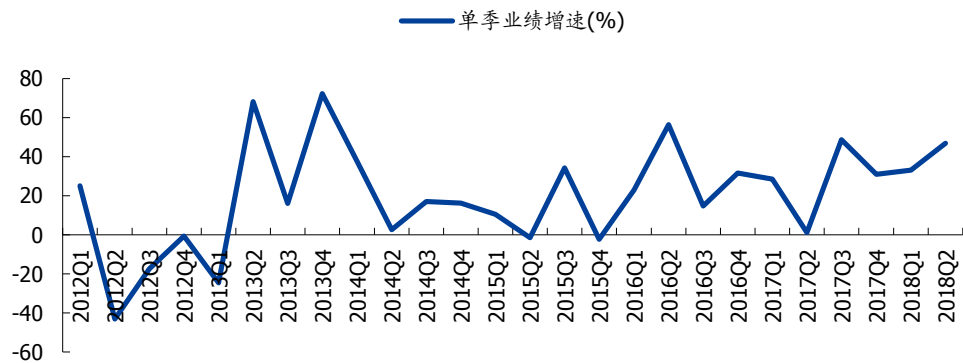
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 70: 设计板块单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 71: 设计板块单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2018年上半年设计板块收入增速排名前三的为启迪设计、中设集团与山鼎设计; 业绩增速排名前三的分别为同济科技、设计总院、华建集团。其中龙头公司苏交科、中设集团“内生+外延”的双重驱动下均实现营收和业绩的稳健增长, 中设集团2018年上半年营收/业绩大幅增长68.0%/39.0%超预期, 主要系省外交通规划设计业务显著拓展及EPC业务快速放量所致。

图表 72: 设计板块个股收入和业绩增速表

公司名称	收入增速					业绩增速				
	17H	17年	18Q1	18H	18Q2 单季	17H	17年	18Q1	18H	18Q2 单季
中设股份	32.88%	21.18%	27.89%	29.07%	30.05%	58.18%	21.16%	29.20%	21.15%	14.89%
苏交科	99.41%	55.17%	10.94%	22.06%	30.27%	20.54%	22.32%	25.51%	20.66%	17.78%
山鼎设计	-4.75%	-4.93%	8.67%	43.02%	74.84%	15.38%	2.27%	144.08%	87.25%	74.69%
启迪设计	25.28%	29.53%	65.33%	71.48%	75.85%	2.83%	13.23%	28.35%	45.97%	53.46%
建科院	0.76%	10.32%	-12.96%	8.08%	19.47%	231.40%	7.76%	-282.08%	9.55%	194.91%
建研院	3.94%	13.24%	3.80%	6.34%	8.42%	4.96%	20.01%	-27.45%	8.40%	36.90%
华建集团	21.64%	16.24%	40.81%	32.95%	26.99%	-21.95%	6.22%	47.86%	100.47%	199.56%
同济科技	-1.32%	14.86%	38.34%	-0.31%	-38.91%	19.42%	40.44%	153.49%	117.98%	71.74%
中衡设计	22.44%	59.40%	51.15%	28.41%	14.53%	14.23%	24.26%	14.52%	2.59%	-1.37%
中设集团	34.68%	39.42%	31.15%	68.03%	96.78%	30.59%	41.35%	20.80%	38.96%	51.40%
设计总院	14.74%	42.04%	41.97%	49.73%	58.41%	1.85%	47.54%	64.73%	106.01%	162.47%
勘设股份	4.43%	21.49%	11.85%	26.93%	42.15%	115.92%	105.15%	12.98%	18.35%	21.16%
合诚股份	26.83%	18.51%	18.48%	24.39%	28.60%	10.90%	7.58%	-76.00%	-78.47%	-80.06%
永福股份	0.00%	26.91%	17.44%	13.07%	9.98%	0.00%	5.00%	4.91%	2.44%	0.36%
杰恩设计	47.96%	36.51%	27.42%	36.94%	44.11%	50.54%	52.47%	65.40%	50.29%	40.28%
达安股份	8.96%	-0.29%	18.43%	12.76%	8.02%	1.42%	-6.07%	9.39%	2.82%	-2.84%
设研院	95.38%	58.12%	18.87%	12.81%	7.87%	230.07%	77.51%	32.15%	54.75%	77.35%
中公高科	19.98%	11.98%	5.47%	11.21%	14.19%	14.91%	-13.03%	21.02%	-48.01%	-59.46%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**费用率下降, 现金流情况大幅改善。**2018年上半年设计板块毛利率较去年同期下降0.56个pct, 税金占收入比小幅下降0.21个pct。期间费用率大幅下降0.89个pct, 主要因销售费用率与管理费用率下降所致, 设计板块目前依然处于成长期, 但由于规模效益, 管理费用的增长小于营收的增长, 因此管理费用率有明显降低。资产减值损失占收入比与去年基本持平, 净利率大幅提升1.05个pct, 为10.92%, 主要受费用率降低驱动。应收账款周转保持稳定, 存货周转有所提升, 资产负债率较去年同期下降2.86个pct, 下降明显。经营性现金流净额占收入比较去年同期提升4.46个pct, 收现比大幅提升7.4个pct, 现金流情况大幅改善。

图表 73: 设计板块财务数据分析表格

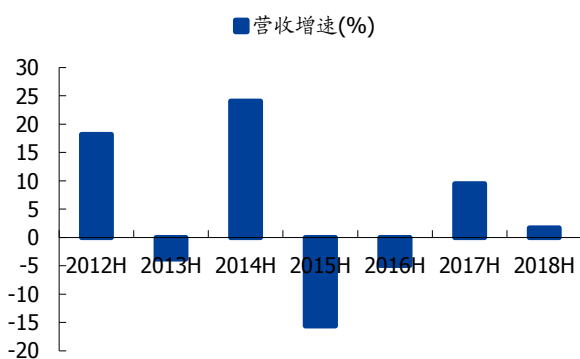
	17Q1	17H	17年	18Q1	18H	18H-17H
毛利率(%)	29.11	30.08	30.69	27.15	29.51	-0.56
营业税金/收入比(%)	0.86	0.97	0.96	0.88	0.75	-0.21
销售费用率(%)	3.02	2.83	2.62	2.51	2.50	-0.34
管理费用率(%)	12.87	12.34	12.02	11.73	11.93	-0.41
财务费用率(%)	0.52	0.57	0.48	0.41	0.43	-0.15
三费合计(%)	16.41	15.74	15.12	14.65	14.85	-0.89
资产减值损失/收入(%)	1.50	2.62	3.11	1.00	2.72	0.10
净利率(%)	9.29	9.87	10.86	9.76	10.92	1.05
经营性现金流/收入(%)	-34.65	-17.62	5.98	-8.82	-13.16	4.46
收现比(%)	118.28	93.10	89.34	131.81	100.50	7.40
应收账款周转率	0.43	0.86	1.98	0.39	0.81	-0.04
存货周转率	0.36	0.86	2.14	0.49	1.03	0.17
资产负债率(%)	56.18	57.14	52.50	51.99	54.28	-2.86

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

#### 4.7. 国际工程

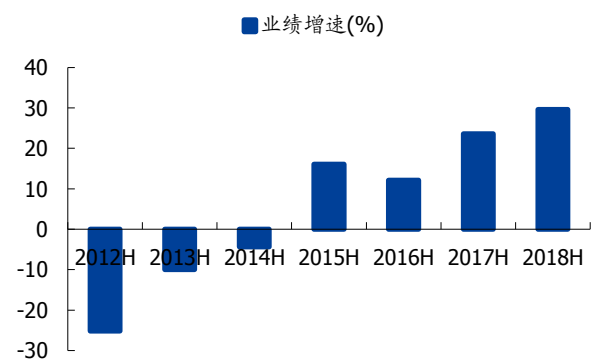
国际工程板块营收增速回落, 但受益于人民币兑美元贬值产生的汇兑收益增加, 业绩明显加速。2018年上半年国际工程板块营收和业绩分别增长 1.7%/30.0%, 较去年同期分别变动-7.8/+6.1 个 pct, 环比 2018 年一季度分别变化-8/+24.5 个 pct。板块营收整体回落主要因近期生效订单较少; 业绩大幅加速, 主要因二季度人民币兑美元出现快速大幅贬值, 导致产生了较多汇兑收益。

图表 74: 国际工程板块半年度营收增速



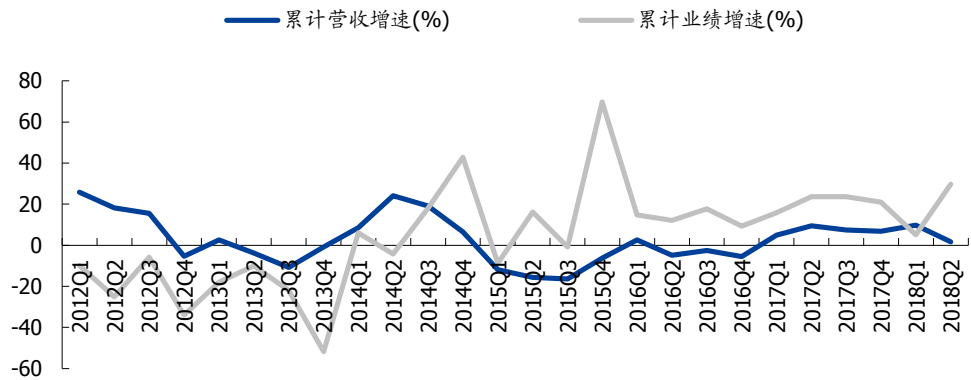
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 75: 国际工程板块半年度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 76: 国际工程板块季度累计收入及业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

上半年国际工程公司之间有所分化。上半年中工国际、中材国际收入保持增长，北方国际、中钢国际以及中成股份收入出现下滑；业绩方面除中钢国际外，其他公司均保持增长。中工国际由于在手重点项目顺利推进，主业工程承包和成套设备收入大幅增长，汇兑收益同比大幅增加，业绩稳健增长。中材国际收入稳健增长，精细化管理致整体毛利率提升，同时汇兑收益增加，上半年业绩大幅增长 45.4%。北方国际因生效在执行订单减少，国际工程承包收入下滑，但因毛利率回升、汇兑收益增加致业绩大幅加速。中钢国际受项目融资影响部分海外项目落地不达预期，同时国内部分项目进展缓慢导致营收业绩出现下滑。中成股份收入下滑主要因工程承包项目进入后期施工收入确认减少所致。

图表 77: 国际工程公司收入和业绩增速

公司名称	收入增速					业绩增速				
	17H	17年	18Q1	18H	18Q2 单季	17H	17年	18Q1	18H	18Q2 单季
北方国际	23.00%	11.05%	-7.97%	-17.85%	-26.32%	27.30%	8.29%	0.24%	72.45%	111.76%
中成股份	43.30%	26.10%	26.68%	-19.48%	-76.27%	-4.90%	-13.40%	-44.81%	10.07%	51.13%
中钢国际	-9.83%	-16.81%	-11.51%	-21.80%	-29.55%	8.40%	-18.59%	-9.66%	-6.15%	-3.77%
中工国际	28.61%	35.24%	37.96%	28.60%	21.57%	19.61%	15.98%	10.16%	18.54%	24.16%
中材国际	3.27%	2.88%	15.29%	14.00%	12.99%	43.26%	91.04%	18.09%	45.38%	59.22%

资料来源: 国盛证券研究所

板块整体业绩受到汇兑损益影响较大。2017年至2018年一季度，人民币兑美元进入升值通道，17年1月至18年2月升值约10.6%，导致板块公司出现较大的汇兑损失，对业绩产生明显负面影响。从财务费用的比率变化来看，除中钢国际外，其余四家海外收入占比较大的公司在此期间均受到明显影响。其中受影响最大的公司为中工国际与北方国际，2018年一季度财务费用率分别达到12.93%/6.29%，同比增加8.31/6.54个pct。二季度开始，人民币快速贬值，4月至8月贬值幅度接近9%，国际工程公司显著收益，汇兑损失逐渐变为汇兑收益。除中钢国际外，其他国际工程公司上半年财务费用率较去年同期均出现明显下降。

图表 78: 美元兑人民币汇率变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 79: 国际工程公司财务费用率变化

	17Q1	17H	17年	18Q1	18H	18H-17H
中工国际	4.63%	5.62%	4.09%	12.93%	0.12%	-5.50%
北方国际	-0.25%	0.09%	1.14%	6.29%	-1.19%	-1.28%
中钢国际	1.66%	-3.60%	-3.95%	0.75%	-0.08%	3.52%
中材国际	1.10%	1.48%	1.48%	5.09%	1.19%	-0.29%
中成股份	2.17%	1.16%	1.23%	4.37%	-2.39%	-3.55%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

国际工程公司上半年新签订单同比明显下滑,但在手订单普遍充裕,订单保障倍数高。今年上半年除中钢国际因去年基数低以及国内钢铁行业回暖订单大幅增长外,其余公司新签订单均出现明显下滑,主要因去年一带一路峰会召开对订单推动明显,造成基数较高。但从在手订单看普遍较为充裕,中工国际在手订单(生效与未生效合计)与收入比为 5.36 倍,北方国际为 10.46 倍,中钢国际为 5.89 倍。中材国际在手生效未完成订单 474.5 亿,大约为收入的 2.43 倍。国际工程公司在手订单普遍充裕,但项目生效与执行受融资环境以及国内外形势影响较大,近期订单生效速度有所放缓。但一带一路是国家长期战略,开辟海外增量市场也是建筑行业未来比较确定的方向,因此我们看好整个国际工程板块长期发展趋势。

图表 80: 国际工程公司订单情况

公司	2016年	2017年	2018H 在手订单	2018H1 订单	在手订单/收入	单位
中工国际	19.77	22.55	85.59	5.8	5.36	亿美元
北方国际	21	38.2	149.08	6.35	10.46	亿美元
中钢国际	163	39.79	463.21	106.73	5.89	亿元
中材国际	278	359	474.5	120.8	2.43	亿元

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 5. 投资建议及重点标的评述

### 5.1. 投资建议

尽管 Q2 行业增速放缓，但当前政策已明确稳基建重要方向，财政有望持续发力，信用修复力度有望不断加大，叠加当前专项债加速发行，预计 2018Q4 开始建筑行业营收及业绩增长有望改善（政策见效需要时间，Q3 预计行业整体仍难改观）。在行业下行周期中，优选细分行业中盈利增长快、资金实力强的细分板块龙头，这些公司往往能取得更好表现。建筑央企国企重点标的：**中国铁建、中国中铁、葛洲坝**；民企龙头重点标的：**龙元建设、苏文科**。此外，还推荐目前处于历史估值极低位置的**金螳螂**。装配式建筑企业近期取得较多进展，建议重点关注**亚厦股份、精工钢构**。

### 5.2. 重点标的评述

**中国铁建：**1) 基建投资预期改善，铁路订单有望明显加快，公司显著受益基建产业链回暖。2) 公司 2015-2017 年新签订单复合增长率达到 22.14%，在手订单充裕，收入有望提速。3) 年来低毛利率铁路施工订单占比持续下降，高毛利率市政 PPP、房地产等业务占比不断提升，有望促公司综合毛利率不断提升。4) 预测公司 2018/2019 年 EPS 分别为 1.38/1.57 元，当前股价对应 PE 分别为 8/7 倍，低估值极具吸引力。

**龙元建设：**1) 公司自 2014 年全力转型 PPP 以来，订单和业绩先后进入到高成长轨道，2016、2017 年业绩持续以 70% 增速高增长，2018 年上半年业绩继续大幅增长 70%，业绩高增长趋势强劲。2) 目前在手 PPP 订单约为 742 亿元，为 2017 年 PPP 相关收入的 17 倍，在手订单十分充足。3) 公司目前账上货币资金达 46 亿元，在当前紧信用的环境下，充足资金有助于强化竞争优势、跨越成长 4) 预测公司 2018/2019 年盈利分别为 9/14 亿元，当前股价对应 PE 分别为 12/8 倍。

**苏文科：**1) 财政发力及基建补短板加码，交通规划设计公司作为基建产业链的最前端有望率先受益，公司作为交通设计龙头订单增长有望显著加速。2) 布局国内环境检测业务潜力极大，海外子公司 TestAmerica 与 EPTISA 下半年有望明显好转。3) 近期公司事业伙伴计划（第 2 期员工持股计划）已完成股票购买，有望发挥中长期激励效果，促进公司长期发展。4) 预测公司 2018/2019 年 EPS 分别为 0.57/0.72 元，当前股价对应 PE 分别为 13/11 倍。

**金螳螂：**1) 装饰行业集中度持续提升，公司作为坚持主业的龙头公司有望显著受益。2) 公司电商家装业务依托母公司强大规模及品牌优势、F2C 高效供应链体系及覆盖全面的物流系统，规模有望不断扩大，综合优势将持续强化。3) 预测公司 2018/2019 年 EPS 分别为 0.91/1.10 元，当前股价对应 PE 分别为 10/9 倍，目前处于历史估值极低位置。

图表 81: 重点推荐标的估值情况

股票代码	股票简称	股价	EPS			PE		
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
601186	中国铁建	10.60	1.18	1.38	1.57	9.0	7.7	6.8
600491	龙元建设	6.93	0.48	0.59	0.91	14.4	11.7	7.6
300284	苏交科	9.56	0.57	0.72	0.89	16.8	13.3	10.7
002081	金螳螂	9.38	0.73	0.91	1.10	12.8	10.3	8.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所



图表 82: 部分公司收入业绩情况及评述

公司名称	收入增速		业绩增速		点评
	上半年收入增速	上半年业绩增速	1-9月预告		
中国建筑	12.12%	6.10%	--		18H1 收入与业绩稳健增长, 投资收益减少致 Q2 业绩放缓。
中国交建	9.61%	8.45%	--		18H1 业绩符合预期, 基建政策转向, 公司作为国内基建龙头标的有望充分受益。
中国铁建	6.93%	22.78%	--		盈利能力提升促业绩加速增长符合预期
中国中铁	5.27%	23.94%	--		毛利率提升, 18H1 业绩超预期
中国中冶	24.76%	8.69%	--		18H1 业绩符合预期
中国电建	5.31%	9.16%	--		18H1 业绩符合预期
葛洲坝	-8.12%	12.64%	--		18H1 投资收益与毛利率提高促使业绩实现稳健增长, 符合预期
中国化学	36.34%	27.95%	--		18H1 营收快速增长, 后续有望延续复苏趋势, 业绩符合预期。
龙元建设	25.82%	69.61%	--		受益于 PPP 业务, 18H1 业绩符合预期
东方园林	29.67%	42.04%	增长 20% ~ 50%		18H1 业绩符合预期
铁汉生态	76.68%	42.93%	--		18H1 业绩符合预期
棕榈股份	10.63%	27.21%	增长 0% ~ 30%		18H1 业绩低于预期
岭南股份	111.91%	93.06%	增长 60% ~ 100%		18H1“生态+文旅”战略成效显著, 营收快速增长, 业绩超预期
文科园林	20.02%	25.48%	增长 10% ~ 50%		18H1 业绩符合预期
蒙草生态	-30.06%	-52.20%	--		18H1 新签订订单减少, 业绩低于预期
岳阳林纸	35.60%	263.27%	--		产品销售价格持续提高, 18H1 业绩大幅超预期
苏文科	22.06%	20.66%	--		18H1 业绩稳健增长, 符合预期
中设集团	68.03%	38.96%	--		省外交通设计规划业务显著拓展及 EPC 业务快速放量, 18H1 营收大幅增长, 业绩超预期
精工钢构	28.44%	114.05%	--		受益于钢构市场景气, 18H1 营收、业绩超预期
安徽水利	17.40%	0.74%	--		18H1 业绩符合预期
山东路桥	32.11%	-47.93%	--		地材价格上涨, 18H1 业绩不达预期
四川路桥	16.72%	27.52%	--		18H1 订单、营收、业绩加速, 超预期
隧道股份	17.34%	9.79%	--		18H1 业绩符合预期
上海建工	18.08%	1.86%	--		18H1 业绩符合预期
北方国际	-17.85%	72.45%	--		18H1 业绩符合预期
中工国际	28.60%	18.54%	增长 0% ~ 30%		18H1 业绩符合预期
中材国际	14.00%	45.38%	--		18H1 业绩符合预期
金螳螂	14.81%	10.27%	增长 5% ~ 25%		18H1 电商家装营收大幅增长 74%, 业绩符合预期, 下半年业绩增长有望加速
全筑股份	56.80%	180.06%	--		受益住宅全装修趋势, 18H1 营收快速增长, 业绩大幅超预期
东易日盛	21.47%	242.86%	增长 80% ~ 130%		18H1 业绩超预期
亚厦股份	3.75%	12.51%	增长 0% ~ 20%		18H1 业绩符合预期
广田集团	17.52%	30.29%	增长 10% ~ 30%		18H1 业绩符合预期

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 6. 风险提示

### (1) 流动性风险

建筑企业对流动性较为依赖，虽然近期货币政策有所放松，在去杠杆和防范金融风险的政策背景下流动性依然有收紧的可能性，影响企业融资。此外，市场利率也关系到融资能力的问题，若利率大幅上行则可能导致银行等金融机构资金紧张，提升相关公司融资成本，造成建筑公司贷款等落地进度放缓，影响整体项目施工进度及最后收益情况。

### (2) PPP 项目执行进度不达预期风险

PPP 项目从中标到正式施工经历多个环节，存在较长等待周期，同时施工过程中也存在多种不可控因素，因此如果企业在某个环节遇到阻碍，可能造成项目执行进度低于预期，从而影响收入和利润的确认。

### (3) PPP 政策风险

PPP 行业发展与政策的导向密不可分，虽然近期 PPP 相关领域立法的不断推进，PPP 仍是政策鼓励发展的方向，但后续如果相关政策发生不利变化，则可能会对行业整体发展带来影响。

### (4) 房地产行业调控风险

当前我国对房地产行业持续进行较为严厉的调控，对后续地产商投资、新开工及账款结算都具有不确定性影响，涉房地产业务的相关建筑公司的订单及收款情况将可能受到相应影响。

### (5) 汇率风险

当前中美贸易摩擦仍有进一步加剧风险，同时一些新兴市场国家汇率波动可能存在一定波及，人民币对美元汇率波动存在加剧风险，若美元回到贬值通道，将可能对海外工程公司业绩造成不利影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com