



中性

建筑行业 2018 年半年报综述

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
岭南股份	002717.SZ	9.64	买入
东珠生态	603359.SH	17.19	买入
中国化学	601117.SH	6.45	买入
杭萧钢构	600477.SH	4.61	买入
中国建筑	601668.SH	5.39	增持
金螳螂	002081.SZ	9.35	增持
广田集团	002482.SZ	5.97	增持
铁汉生态	300197.SZ	5.37	增持
苏文科	300284.SZ	9.44	增持
中国交建	601800.SH	12.47	未有评级
葛洲坝	600068.SH	7.02	未有评级
安徽水利	600502.SH	3.99	未有评级
东易日盛	002713.SZ	18.55	未有评级
东方园林	002310.SZ	11.75	未有评级
蒙草生态	300355.SZ	5.31	未有评级
中衡设计	603017.SH	10.26	未有评级
中设集团	603018.SH	16.82	未有评级
中工国际	002051.SZ	15.27	未有评级
四川路桥	600039.SH	3.47	未有评级

资料来源：万得，中银证券
以2018年09月04日当地货币收市价为标准

相关研究报告

- 《建筑建材 2018 年中期策略》 20180702
- 《建筑建材 2018 年中期策略》 20180627
- 《建筑建材行业周报》 20180212

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515100003

*余斯杰为本报告重要贡献者

业绩增长稳健，订单需求下滑初显

行业增长稳健，普遍杠杆率提升现金流恶化。未来基建、家装、生态、设计咨询有更多成长机会。警惕下游订单需求下滑风险。

支撑评级的要点

- **行业业绩增长稳定，但下游订单需求下滑初显：**2018年上半年，建筑板块主要上市公司共计营收18947.73亿元，同比增长10.82%；归母净利润611.77亿元，同增12.30%，业绩总体保持稳定。但下游需求逐步下滑：基建、地产、制造业三大需求来源核心指标固定资产投资增速、房地产土地购置规划建筑面积、工业企业利润均有不同程度下滑。二季度全国建筑行业新签订单以及建筑央企新签订单增速同时下滑说明下游需求减少的情况已经初步显现。
- **土建：业绩增长稳定，有望迎来新的订单与业绩释放：**上半年营收增速9.04%；利润同增14.21%。业绩稳健，增速小幅下滑。费用率降低，利润率提升。现金流依然不容乐观，负债率小幅抬头。板块受大盘以及市场偏好影响，估值下挫严重。随着基建政策转向，未来有望迎来新一轮订单和业绩释放。
- **装修：营收增速有提升，家装未来空间更大：**上半年营收增速13.57%；利润同增19.49%。增速有所提升。家装业务扩容引起板块毛利率结构性改善，非经常性损益增厚上半年净利润。上半年受整体资金面影响，现金流下滑明显。未来随着下游地产集中度提升以及长租公寓等业态的普及，家装业务有更大的成长空间，也将驱动企业业绩进一步分化。
- **园林：增速较快但现金流较差，财务费用压缩利润空间：**生态园林板块上半年营收增速29.37%，利润增速8.58%。受行业加杠杆扩张模式影响，上半年行业财务费用与管理费用增长较快，一定程度挤压了利润空间。大量完工未结算项目以及PPP项目推进导致板块现金流情况较差。但大部分园林上市企业业绩增长态势良好，基本面稳健，有较好投资价值。
- **设计咨询：增速稳定杠杆走高，行业仍有增长空间：**设计咨询板块上半年营收增速34.27%，利润增速21.58%，稳中有降。上半年行业毛利率下滑，费用率稳定，现金流改善，负债率走高，当前行业处于扩张过程。预计随着基建政策转向，路桥设计订单等也将有另一波增长机会。
- **工业建筑：增长稳健，费用与杠杆管控情况较好：**工程建筑板块上半年营收增速24.78%，利润增速13.84%环比持平，总体增长稳健。上半年行业费用率管控情况较好，净利率有较为明显提升。行业现金流保持在较高水平，杠杆率控制效果较好。工业建筑订单来自于制造业，其利润走势受大盘和宏观基本面影响较大。

评级面临的主要风险

- 基建需求不及预期、地产需求不及预期、工业企业利润下滑、政策转向推进不及预期；

重点推荐

- 建议关注岭南股份、中国化学、东珠生态。

目录

建筑行业：业绩稳健，订单需求下滑初现	5
一、土建板块：业绩无忧，政策转向促短期估值修复	9
二、装修板块：营收稳健现金流下滑，家装业务优势明显 .	12
三、园林板块：增速初显下滑，负债率高企，	15
四、咨询板块：业绩稳步增长 政策落地 利好估值回调.....	18
五、工建板块：行业业绩稳定，杠杆降低，估值随大盘共振	21
风险提示.....	错误!未定义书签。

图表目录

图表 1. 行业整体业绩稳健.....	5
图表 2. 行业净利率小增.....	5
图表 3. 行业现金流恶化.....	5
图表 4. 负债率提升, 现金比率下降.....	5
图表 5. 基建固定资产投资已达历史低点.....	6
图表 6. 土拍数据增速见顶下滑.....	7
图表 7. 开发投资与销售增速稳中带降.....	7
图表 8. 制造企业利润下滑.....	7
图表 9. 制造企业固投增速屡创新低.....	7
图表 10. 新签订单增速出现同步下滑.....	7
图表 11. 行业总产值与从业人员增速均见顶回落.....	7
图表 12. 新签订单增速出现同步下滑.....	8
图表 13. 行业总产值与从业人员增速均见顶回落.....	8
图表 14. 土建板块业绩增长稳健.....	9
图表 15. 毛利率提升, 费用率降低.....	9
图表 16. 经营性现金流仍无改善.....	9
图表 17. 负债率小幅抬升, 现金比率下降.....	9
图表 18. 主要企业 2018 年上半年业绩 (单位: 百万元).....	10
图表 19. 总体业绩修复, 估值下挫.....	11
图表 20. 相对业绩平平, 估值回升.....	11
图表 21. 2018 年涨幅与估值较高股票.....	11
图表 22. 2018 年涨幅与估值较低股票.....	11
图表 23. 装修板块增长稳健.....	12
图表 24. 利润率持平, 费用率上升.....	12
图表 25. 现金流同比下降明显.....	12
图表 26. 负债率与现金比率同步走低.....	12
图表 27. 主要企业 2018 年上半年业绩 (单位: 百万元).....	13
图表 28. 剔除大盘与行业因素, 装修板块估值稳定.....	14
图表 29. 负债率与现金比率同步走低.....	14
图表 30. 2018 年涨幅与估值较高股票.....	14
图表 31. 2018 年涨幅与估值较低股票.....	14
图表 32. 行业增速下滑, 但仍较高.....	15
图表 33. 费用率高涨压缩利润率.....	15

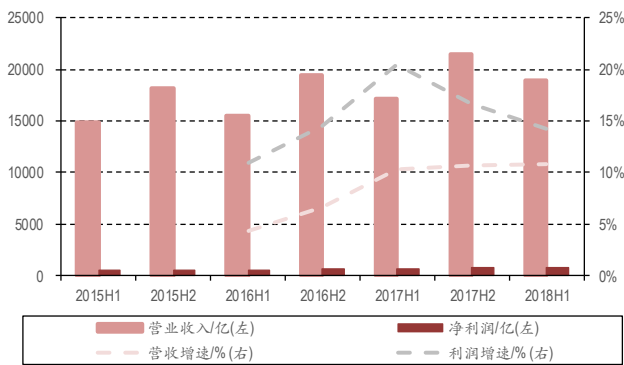
图表 34. 行业增速下滑, 但仍较高.....	15
图表 35. 负债率高企现金比率下探.....	15
图表 36. 主要企业 2018 年上半年业绩 (单位: 百万元)	16
图表 37. 行业相对估值下挫.....	17
图表 38. 行业业绩指数高增.....	17
图表 39. 2018 年涨幅与估值较高股票	17
图表 40. 2018 年涨幅与估值较低股票	17
图表 41. 咨询板块业绩稳步增长	18
图表 42. 利润率延续下滑趋势.....	18
图表 43. 经营性现金流逐步改善.....	18
图表 44. 资产结构逐步加杠杆.....	18
图表 45. 主要企业 2018 年上半年业绩 (单位: 百万元)	19
图表 46. 业绩成长, 估值反向下行.....	19
图表 47. 相对业绩走高, 估值反响平平	19
图表 48. 2018 年涨幅与估值较高股票	19
图表 49. 2018 年涨幅与估值较低股票	20
图表 50. 工建板块业绩稳步增长	21
图表 51. 净利率稳中有升	21
图表 52. 经营性现金流水平较高	21
图表 53. 资产结构逐步优化.....	21
图表 54. 主要企业 2018 年上半年业绩 (单位: 百万元)	22
图表 55. 业绩增长, 估值走低.....	22
图表 56. 相对业绩、相对估值小幅调整.....	22
图表 57. 2018 年涨幅与估值较高股票	23
图表 58. 2018 年涨幅与估值较低股票	23
附录图表: 报告中提及上市公司估值表	25

建筑行业：业绩稳健，订单需求下滑初现

1. 财务报表：业绩增速稳健小降，现金流情况较差改变资产负债结构

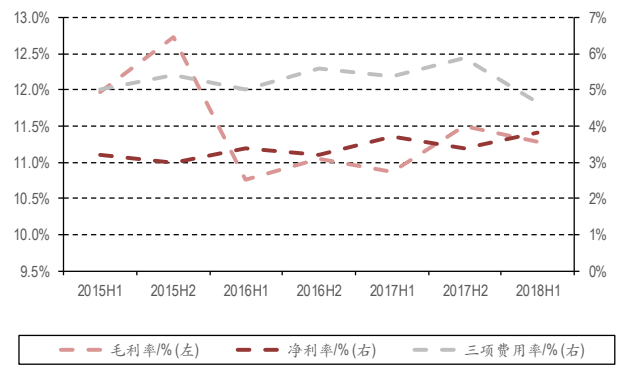
营收增速稳定利润增速小降，行业仍处于业绩释放期：2018年上半年，建筑板块主要上市公司共计营收18947.73亿元，同比增长10.82%；净利润725.43亿元，同增14.22%；归母净利润611.77亿元，同增12.30%。行业营收增速保持平稳，利润增速相对有所放缓。我们认为当前行业业绩保持较高速增长的重要原因是2016年以来大量PPP以及基建项目进入落地推进期，当前行业处于业绩释放期。

图表 1. 行业整体业绩稳健



资料来源：万得数据及中银证券

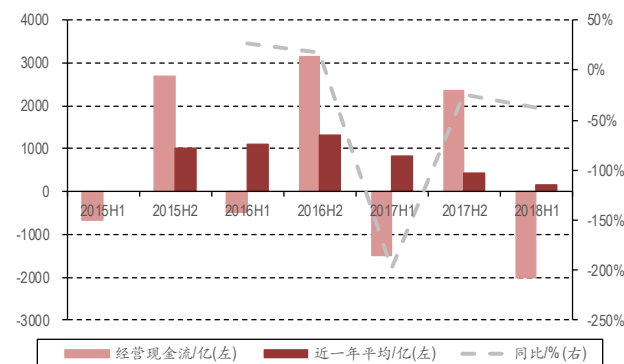
图表 2. 行业净利率小增



资料来源：万得数据及中银证券

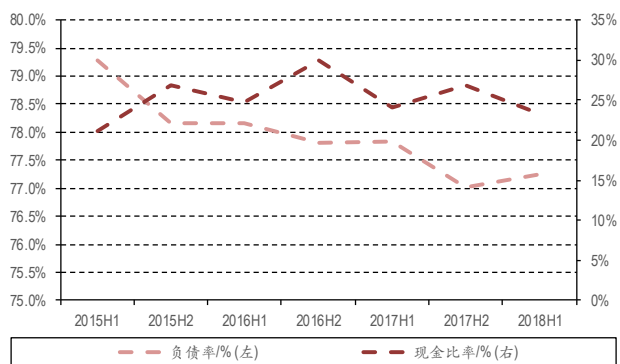
管理费率降低与毛利率提升驱动净利率小升：上半年主要上市公司期间费用率总体降低，其中营业税金率为0.78%，同减0.02pct；销售费率为0.51%，同升0.01pct；管理费率为3.03%，同降0.79pct；财务费用率为1.12%，同升0.08pct；整体期间费用率为5.69%，同降1.0pct。管理费用率下降是期间费用率降低的主要原因。财务费率提升的主要原因是上半年行业整体现金流情况恶化导致各项财务费用增长所致。2018年上半年行业平均毛利率为10.82%，同比上升，环比小降。同比上升的主要原因是去年同期毛利率基数较低，当前行业毛利率处于相对正常水平。在毛利率上升和费用率下降的共同作用下，行业平均净利率同比上涨0.11pct至3.83%。我们认为导致当前行业毛利率上升和费用率下降的原因可持续性不强，未来行业净利率有可能逐步趋稳。

图表 3. 行业现金流恶化



资料来源：万得数据及中银证券

图表 4. 负债率提升，现金比率下降



资料来源：万得数据及中银证券

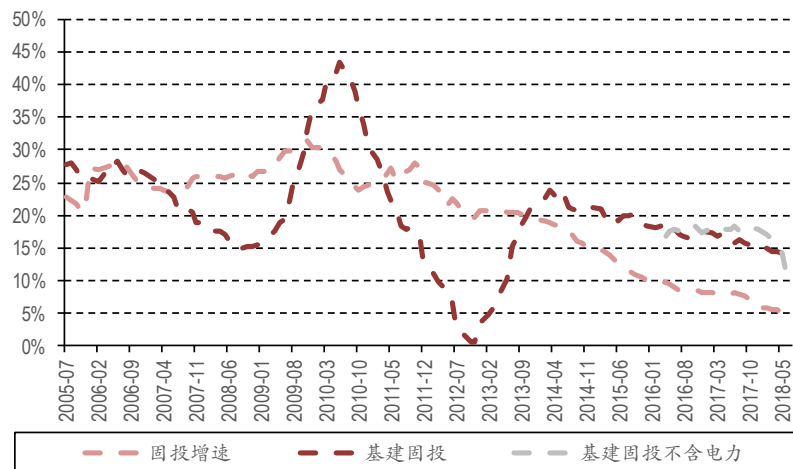
行业现金流情况较差，整体负债率提升，现金比率降低：2018年上半年，市场资金面普遍较差，建筑行业对现金流依赖较强，受影响较大，行业资产负债结构也产生了一定的变化。建筑板块主要上市企业上半年总资产合计增加7458.23亿元，其中长期应收款增加1949.18亿元，长期股权投资增加746.33亿元，是资产端增加的最主要部分；存货减少3105.22亿元，是资产端变动的重要组成部分。我们认为资产端的变化反映上半年落地与竣工结算项目增多，导致长期股权投资增加以及存货明显减少；但资金面情况较差导致长期应收款的明显增加，现金流情况较差。负债端共增加负债5444.99亿元，其中长期借款增加1110.99亿元，短期借款增加627.87亿元。负债端扩充一方面是应对较差的现金流状况，另一方面是部分项目公司并表融资导致母公司整体负债率偏高，结果是行业平均负债率小幅提升0.23pct至77.24%；现金比率下降至23.22%。

2. 行业需求与运行：下游需求不足，订单增速下滑初现

从行业下游三大需求：基建、地产、制造业来看，未来建筑行业需求进一步增长空间有限。基建经过多轮的刺激政策后，现增速已稳步下滑，地方政府早已深陷债务泥潭。万亿专项债对市场情绪有一定刺激作用，但实施落地情况存在一定不确定性。

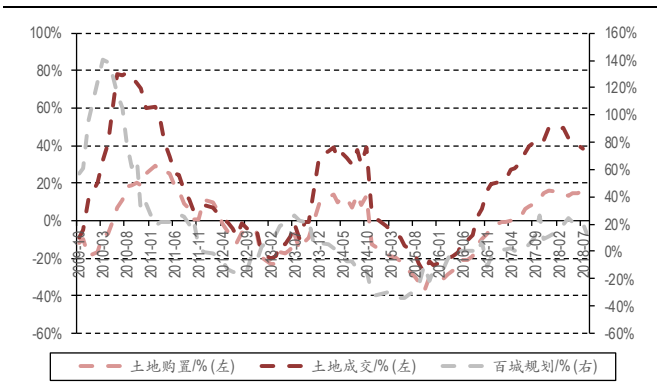
基建固投增速已处于历史低点，预计政策刺激有效但不持久：基建固定资产投资完成额自2015年9月以来增速稳步下行，当前同比增速为13.86%，处于历史低点。而新口径统计下的不含电力投资的基建固投增速更是在2018年二季度以来快速下行至9.73%。我们认为当前基建板块带来的需求有限，在当前增速处于历史低位的情况下，万亿专项债对基建需求可起到一定的刺激作用，但持续效果有限。

图表 5. 基建固定资产投资已达历史低点

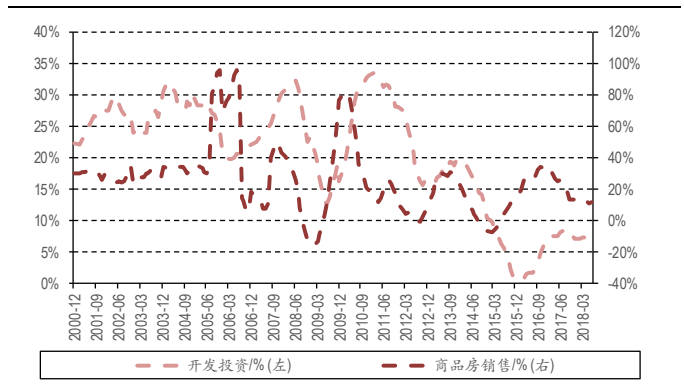


资料来源：万得数据及中银证券

土拍数据以及开发成交数据下降，未来地产开发需求有限：受制于政府对地产行业融资的约束以及投资开发的强监管，2018年二季度以来，土地成交数量明显下降。7月与8月，百城土地成交规划建筑面积分别为9389.45万平和7808.85万平；分别同减3.58%与13.57%。地产开发投资增速以及商品房销售增速也逐步下降。我们认为在房企融资受限的条件下，从土拍数据下滑，将逐步影响蔓延到商品房销售下滑，导致房企进一步周转受限，地产开发投资下降，地产开发带来的需求下滑。

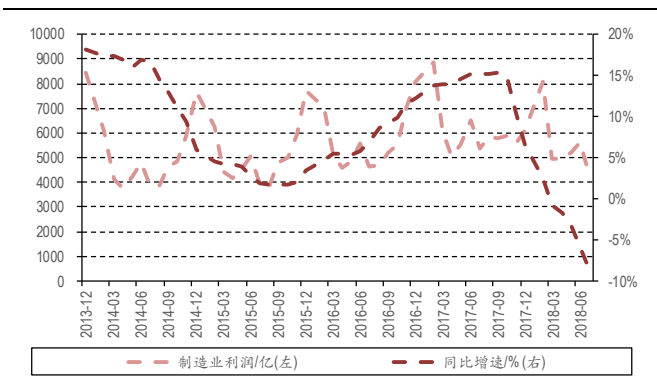
图表 6. 土拍数据增速见顶下滑


资料来源：万得数据及中银证券

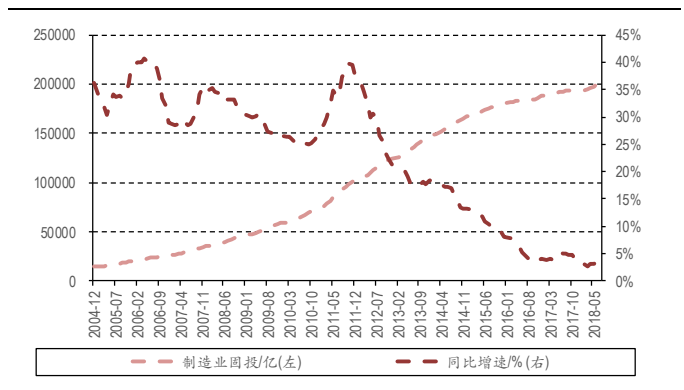
图表 7. 开发投资与销售增速稳中带降


资料来源：万得数据及中银证券

制造企业利润下行，产能扩充需求有限：2018年以来，制造业利润增速进一步下探，业绩不容乐观，我们认为制造业进一步进行产能扩充的需求有限。上半年制造企业利润总额合计为32.23万亿元，同比下降1.88%，制造业固定资产投资增速为4.48%，处于历史较低水平。

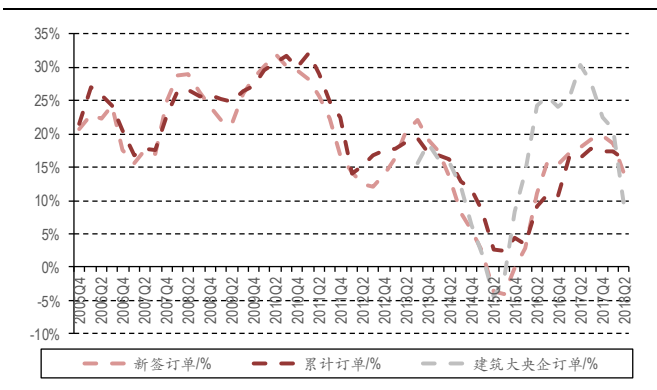
图表 8. 制造企业利润下滑


资料来源：万得数据及中银证券

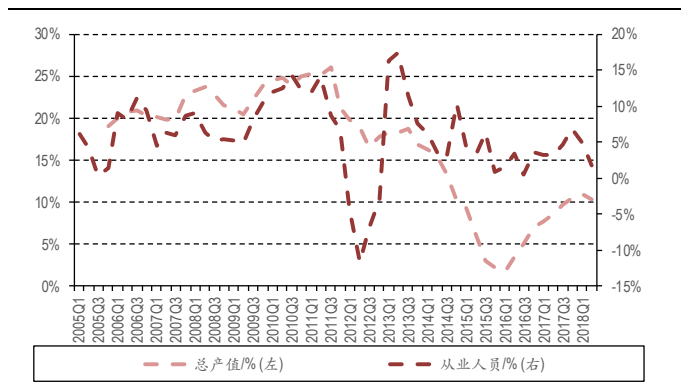
图表 9. 制造企业固投增速屡创新低


资料来源：万得数据及中银证券

建筑大央企以及全行业新签订单增速均见顶回落，下游需求不足开始显现：在下游需求不足的预期下，当前建筑行业整体新签订单增速已初显下滑：二季度末建筑行业新签订单增速为14.22%，同比下降3.68pct，环比下降4.4pct；在手订单增速为16.18%，同比下降0.25pct，环比下降1.27pct；建筑大央企新签订单同比增速9.62%，同比下降20.68%，环比下降11%。新签订单下滑表明下游需求不足已逐步开始体现。

图表 10. 新签订单增速出现同步下滑


资料来源：万得数据及中银证券

图表 11. 行业总产值与从业人员增速均见顶回落


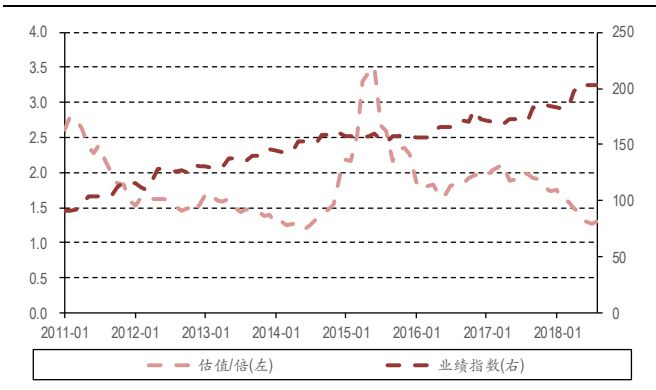
资料来源：万得数据及中银证券

行业总产值与从业人员增速均见顶回落：行业产值与从业人员数量是行业景气度的同步指标，上半年行业总产值为 9.48 万亿元，同比增长 10.39%；行业产值增速与去年同期相比下降 0.47pct；二季度末从业人员数量为 4419.23 万人，同比增速为 1.85%，增速出现明显下滑。我们认为在订单减缓，下游需求数据下行的前提下，行业产值以及从业人员等同步性指标有可能进一步下探。

3. 行业估值与涨幅：静待需求改善与估值修复

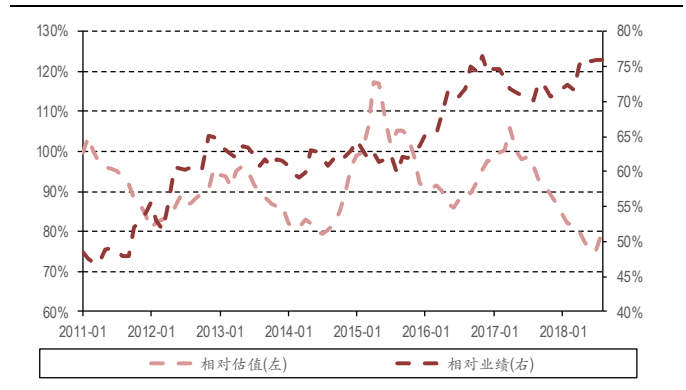
2018 年建筑板块受资金面以及市场偏好影响表现欠佳：2018 年以来，受市场偏好以及资金面影响，建筑板块整体下挫严重，建筑指数累计下跌 23.97%。7 月份国常会政策转向后，建筑板块领涨大盘，估值回升。我们认为国常会政策转向对市场情绪有一定提振作用，但政策落地情况依然存在不确定性，本轮刺激带来的预期改善有限，对市场情绪影响的持续性有限。

图表 12. 新签订单增速出现同步下滑



资料来源：万得数据及中银证券

图表 13. 行业总产值与从业人员增速均见顶回落



资料来源：万得数据及中银证券

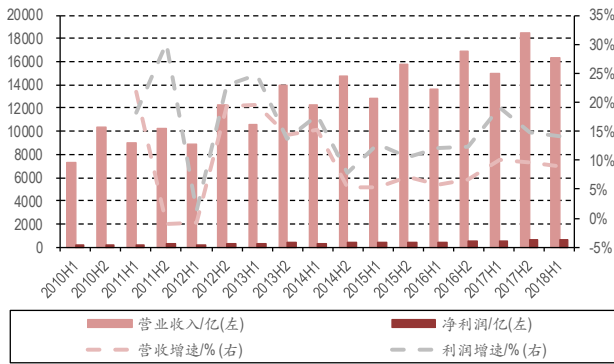
建筑板块估值呈周期性，静待需求改善估值修复：自 2010 年以来，建筑板块相对与大盘的估值水平存在明显的周期性，影响估值周期的重要变量是政策的刺激，当前处于第四轮周期的末尾。基本面方面，建筑企业近年来盈利稳步提升，但现金流状况较差。我们认为当前建筑板块估值下探的主要原因是未来需求不足，市场资金面偏紧；随着政策转向，市场资金面有一定改善，但下游需求需要有根本改善才能提升建筑板块的估值。

一、土建板块：业绩无忧，政策转向促短期估值修复

1. 行业中报：业绩稳健，净利率提升，但财务报表仍无改善

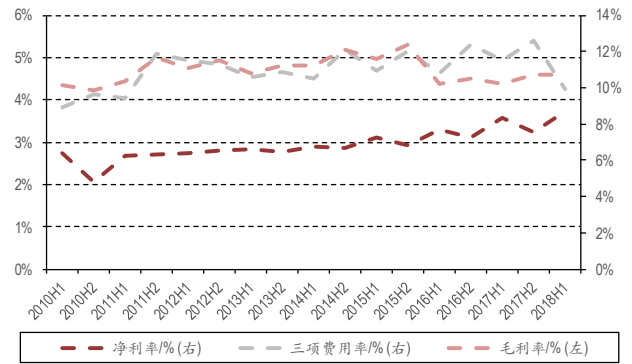
营收与利润保持稳健，增速环比小幅下滑：2018年上半年，土建板块上市企业营收盈利增长稳定。主要上市企业合计营收16360.44亿元，同增9.04%，增速环比下降0.64pct；合计归母净利润507.02亿元，同增14.21%，总额同比增长环比下滑，增速环比小幅下滑0.57pct。总体而言2018年上半年土建板块增速稳中有降。

图表 14. 土建板块业绩增长稳健



资料来源：万得数据及中银证券

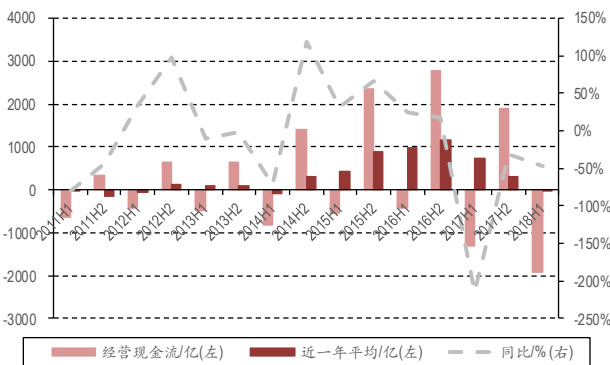
图表 15. 毛利率提升，费用率降低



资料来源：万得数据及中银证券

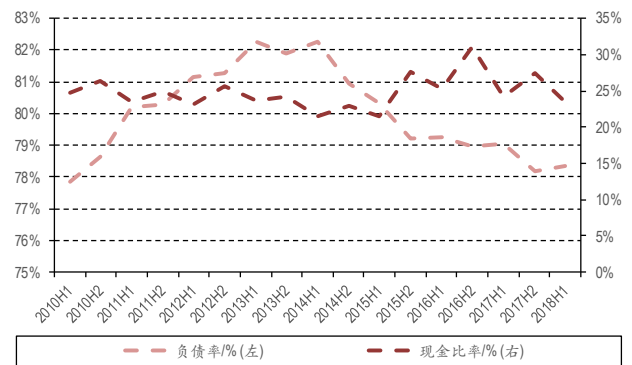
费用率降低，利润率小幅改善：上半年土建板块上市企业毛利率为10.75%，同比提升0.52pct，与历史毛利率相比处于正常波动范围。各项期间费用互有增减，其中销售费用率为0.39%，基本持平；管理费用率为2.76%，下降0.84pct，财务费用率为1.10%，增长0.14pct；营业税金以及资产减值损失占营业收入比重均有所减少，总体费用率为5.22%，相比去年同期减少0.99pct。在毛利率提升和费用率减少的前提下，上半年净利率为3.74%，小幅提升0.17pct，是2010年以来最高水平，2014年以来，行业净利率均处于缓慢上升的状态，在毛利率稳定的情况下，净利率提升的主要贡献来自于各项期间费用的减少。

图表 16. 经营性现金流仍无改善



资料来源：万得数据及中银证券

图表 17. 负债率小幅抬升，现金比率下降



资料来源：万得数据及中银证券

现金流依然不容乐观，负债率有小幅抬头：上半年受资金趋紧影响以及一部分PPP项目进入落地期，行业整体现金流进一步恶化，行业主要上市公司经营性现金流净流出1911.56亿元，比去年同期减少604.35亿元。受现金流情况影响，行业负债率由2017年年底78.20%提升为78.35%，有小幅抬头。现金比率为23.56%，同比下滑0.67pct，环比下滑3.93pct。

2. 公司业绩：总体稳健，龙头订单充裕，未来增长无忧

营收与利润增长稳健，龙元建设借力 PPP 业绩高增：2018 年上半年土建板块主要企业营收盈利增长均比较稳健，大部分营收增速在 0%-20% 的区间内，而利润增速在 0-30% 的区间内。其中龙元建设业绩表现突出，营收增速为 25.82%，利润增速达到 69.61%。业绩高增主要原因是公司承接大量 PPP 项目在 2018 年逐步落地，驱动公司营收上涨，而 PPP 项目毛利率高于普通施工项目，导致公司毛利率结构性上升，驱动利润增速高增。

上半年土建板块现金流普遍较差，安徽水利与宏润建设依靠业务多元化实现现金流净流入：在季节性因素以及上半年资金面趋紧双重作用下，大部分土建板块企业现金流进一步恶化。2016 年以来大量 PPP 项目逐步落地更是加重了企业负担，鲜少企业经营性现金流为正。安徽水利与宏润建设依靠“地产+基建”业务布局，现金流相对其他公司更加健康。

基建龙头订单充裕，未来增长无忧：中国建筑业绩增长总体稳健，在 2016-2017 年订单提速的情况下，目前进入业绩释放周期。由于基数较大，增速总体平缓：营收增速为 12.12%、利润增速为 6.10%。随着政府基建政策的转向，未来需求有增加趋势，央企以及地方性龙头未来有望迎来新一轮订单提速。

图表 18. 主要企业 2018 年上半年业绩

股票名称	营业收入 (百万元)	归母净利润 (百万元)	营收增速 (%)	利润增速 (%)	经营现金流 (百万元)	现金比率				
						毛利率(%)	净利率(%)	负债率(%)	(%)	ROIC(%)
中国建筑	588,926.77	19,137.68	12.12	6.10	(61,607.77)	10.50	3.25	78.79	28.37	2.04
上海建工	78,290.44	1,289.78	18.11	2.07	(12,658.55)	9.99	1.65	84.73	33.42	1.70
重庆建工	22,104.55	185.84	4.38	32.75	37.04	4.87	0.84	89.07	5.97	0.75
龙元建设	10,384.12	394.08	25.82	69.61	(1,777.21)	9.15	3.80	78.68	15.95	2.32
中国交建	208,378.99	8,175.06	9.61	8.45	(33,044.59)	13.87	3.92	76.68	24.44	1.53
四川路桥	15,473.83	478.06	16.72	27.52	(388.59)	9.47	3.09	80.78	32.16	0.97
龙建股份	2,465.66	21.14	(18.02)	11.33	(699.94)	11.20	0.86	87.92	21.04	0.30
浦东建设	1,259.65	162.23	27.34	9.23	(25.72)	9.15	12.88	48.04	56.71	2.70
腾达建设	1,381.89	0.66	(9.53)	(99.23)	(371.70)	11.36	0.05	59.74	41.09	0.01
葛洲坝	46,111.40	1,952.97	(8.12)	12.64	(6,124.45)	15.78	4.24	74.99	17.50	1.60
安徽水利	16,309.97	289.44	17.40	0.74	1,551.98	8.81	1.77	86.04	25.57	0.93
粤水电	3,316.38	62.79	10.33	22.11	125.05	11.80	1.89	83.33	9.55	0.50
中国中铁	314,497.73	9,552.40	5.27	23.94	(28,745.34)	9.99	3.04	78.56	17.72	2.19
中国铁建	308,980.93	8,008.70	6.93	22.78	(45,888.14)	9.70	2.59	77.76	19.95	1.92
隧道股份	14,080.14	838.37	17.34	9.79	(2,089.89)	12.72	5.95	70.71	28.96	2.42
宏润建设	4,081.67	152.73	9.13	26.70	551.88	6.53	3.74	77.08	33.71	2.23

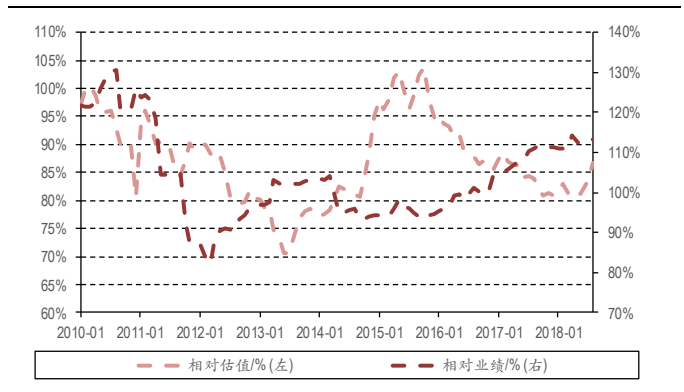
资料来源：万得数据及中银证券

3. 行业涨幅与估值：政策转向促进短期估值小幅修复

2018 年上半年估值下挫，政策转向利于估值改善：2018 年以来，土建板块企业业绩进一步稳步增长，但估值水平受大盘影响，仍进一步下探。相对于整个建筑板块，土建板块业绩表现平平，但下半年开始受政策转向影响，估值有所提升。我们认为目前在大盘环境下，估值提升幅度有限，但土建板块企业有望迎来下一轮业绩释放周期。

图表 19. 总体业绩修复, 估值下挫


资料来源: 万得数据及中银证券

图表 20. 相对业绩平平, 估值回升


资料来源: 万得数据及中银证券

图表 21. 2018 年涨幅与估值较高股票

2018 年涨幅		PE(ttm)		PB	
中国交建	0.08%	成都路桥	221.39	北新路桥	3.14
中国铁建	(2.78%)	北新路桥	115.69	正平股份	2.74
北新路桥	(6.46%)	腾达建设	61.56	城地股份	2.50
葛洲坝	(10.37%)	正平股份	49.86	中化岩土	2.36
四川路桥	(10.87%)	中化岩土	35.19	龙建股份	1.62

资料来源: 万得数据及中银证券

图表 22. 2018 年涨幅与估值较低股票

2018 年涨幅		PE(ttm)		PB	
腾达建设	(47.90%)	葛洲坝	6.66	葛洲坝	0.80
国海股份	(45.00%)	中国建筑	6.66	安徽水利	0.83
山东路桥	(40.84%)	中国铁建	8.21	腾达建设	0.86
正平股份	(38.59%)	安徽水利	8.68	浦东建设	0.88
中化岩土	(34.34%)	中国中铁	9.16	中国铁建	0.90

资料来源: 万得数据及中银证券

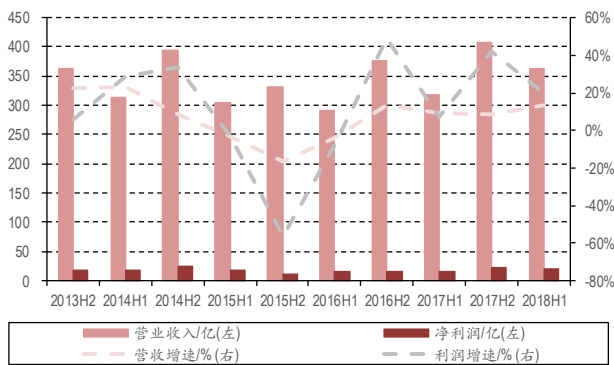
政策转向促进估值修复, 业绩进一步释放可期: 基建政策转向促进行业估值小幅修复, 未来板块业绩有望进一步释放, 其中西南西北地区将是政策着力点, 推荐低估值、业绩稳健的地方性基建龙头以及行业龙头。建议关注: **中国建筑、中国交建、葛洲坝、四川路桥、安徽水利。**

二、装修板块：营收稳健现金流下滑，家装业务优势明显

1. 行业中报：营收进一步增长，现金流下滑明显

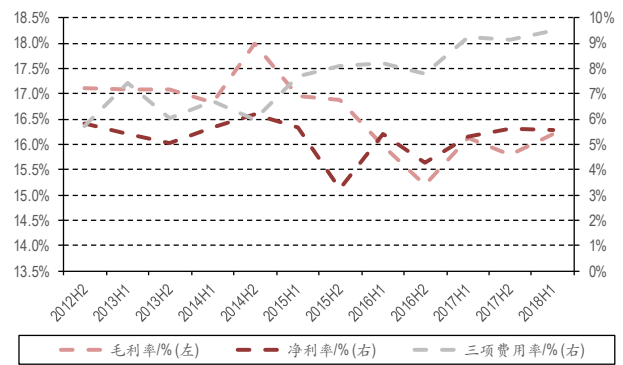
营收增长加快，利润增速同比升环比降：2018年上半年，装饰装修行业营收增速进一步上升，行业主要上市公司上半年营收362.10亿元，同增13.57%，增速稳步提升；净利润20.16亿元，同增19.49%，增速同比小升，环比下降。随着下游地产集中度提升，以及长租公寓等业态出现，家装成为装饰装修行业新的增长点，带动行业规模再扩容以及毛利率的结构性变化。

图表 23. 装修板块增长稳健



资料来源：万得数据及中银证券

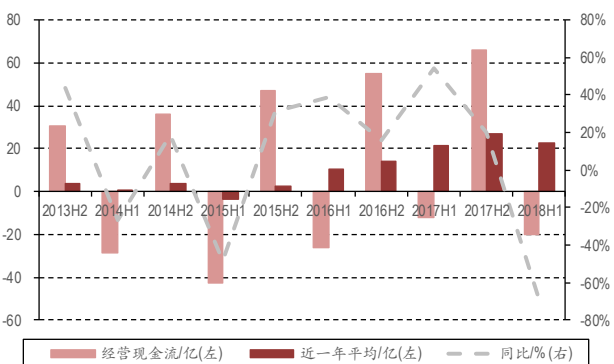
图表 24. 利润率持平，费用率上升



资料来源：万得数据及中银证券

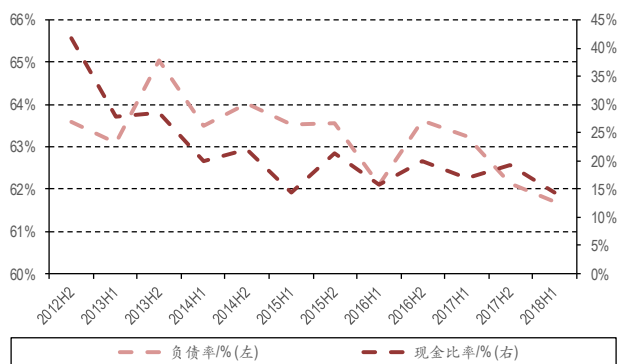
家装扩容引起毛利率结构性改变，非经常性损益增厚当期净利润：行业装修行业主要上市公司毛利率16.20%，同比小升0.09pct，环比上升0.41%。我们认为引起行业毛利率变化的主要原因是家装行业发展进入快车道，2B、2C、互联网家装等业态的出现改变装修行业整体的业务结构，带来行业整体毛利率的结构性改变。上半年行业主要上市公司三项费用率为9.49%，费用率占比持续上升；其中销售费率为3.26%，同比提升0.26pct，管理费率为5.21%，同比提升0.31pct，是三项费用率提升的主要原因。我们认为费用率持续上升的重要原因是当前众多行业龙头正在进一步开拓家装板块的市场空间，导致期间费用提升。由于财务费用率以及资产减值损失减少以及其他非经常性损益增加，上半年净利润率相比去年同期有所提升，扣非后净利率为4.99%，与去年基本持平。

图表 25. 现金流同比下降明显



资料来源：万得数据及中银证券

图表 26. 负债率与现金比率同步走低



资料来源：万得数据及中银证券

受下游影响，行业现金流下滑明显：装修行业下游主要为地产，上半年收到地产资金紧缺影响，行业现金流有明显下滑，主要上市企业经营性现金流净流出 19.98 亿元，同比减少 68.39%。行业各项负债小幅减少，在经营性资产增加的前提下，负债率有所下降，二季度末主要上市企业平均负债率为 61.69%；现金比率由于现金流恶化也有所减少，主要上市企业现金比率为 14.34%，相比 2017 年年末有明显下滑。

2. 公司业绩：业绩总体稳健，现金流欠佳，2B 合作与 2C 体验家装优势凸显

家装业务大幅扩张，金螳螂打造线下门店主打 2C 家装：金螳螂通过全国布局线下直营门店，以金螳螂品牌主打 2C 家装。前期渠道铺设完成后，逐步进入业绩释放期，上半年家装业务收入 12.74 亿元，同增 73.98%，拉动公司整体业绩增长。2C 家装通过提供更多附加服务，有更高的毛利率，结构性提升公司毛利率，公司上半年净利率为 9.07%，ROIC 为 7.09%，显著高于同行业可比公司。2C 家装业务回款能力较强，更是改善公司现金流，为公装业务提供充足的前期资金。

下游地产集中度提升，广田集团绑定大客户业绩更上一层楼：在下游地产集中度提升的前提下，公司通过绑定行业龙头，保证订单增长无忧。长租公寓等业态的推广更促进公司主打的 2B 家装业务的增长。2B 业务回款较难，公司通过应收账款 ABS 产品保证整体现金流充裕。上半年公司利润增速为 30.29%，经营现金流入为 1.33 亿元；业绩增速和现金流情况均由于行业内可比上市公司。

战略合作绑定与门店双管齐下，东易日盛利润与现金双丰收：公司深耕家装，近年进一步开展 A6、速美、睿筑、精装四类业务，同时万科与链家参与公司定增，成功引入战略投资者，同时发力 2C 与 2B 家装，家装细分领域优势进一步体现。2018 年上半年公司净利润 0.73 亿元，增速 187.77%；经营现金净流入 2.46 亿元，行业内优势进一步凸显。

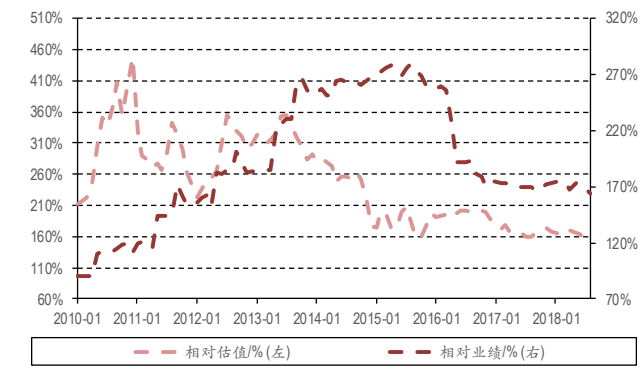
图表 27. 主要企业 2018 年上半年业绩

股票名称	营业收入 (百万元)	归母净利 (百万元)	营收增速 (%)	利润增速 (%)	经营现金流			现金比率		
					(百万元)	毛利率(%)	净利率(%)	负债率(%)	(%)	ROIC(%)
金螳螂	10,904.39	988.55	14.81	10.27	(640.69)	16.41	9.07	54.91	12.93	7.09
亚厦股份	4,210.31	201.60	3.75	13.42	(813.09)	14.00	4.79	60.04	11.21	2.08
洪涛股份	2,040.94	109.96	4.61	6.12	75.54	21.04	5.39	66.03	11.90	1.45
瑞和股份	1,722.02	92.63	33.12	30.60	(35.35)	12.70	5.38	49.78	23.37	3.24
*ST 罗顿	25.30	(19.03)	(39.65)	19.33	(27.31)	9.97	(75.22)	17.05	11.73	(3.12)
广田集团	6,088.98	280.62	17.52	30.29	133.30	11.52	4.61	59.74	20.06	2.52
东易日盛	1,809.99	10.97	21.47	187.11	246.31	36.04	0.61	66.83	32.01	0.88
江河集团	7,214.58	315.08	9.48	30.46	(985.63)	16.88	4.37	67.73	13.06	2.57
中航三鑫	2,193.01	(16.02)	23.16	(59.68)	49.11	12.12	(0.73)	83.41	9.55	(0.38)

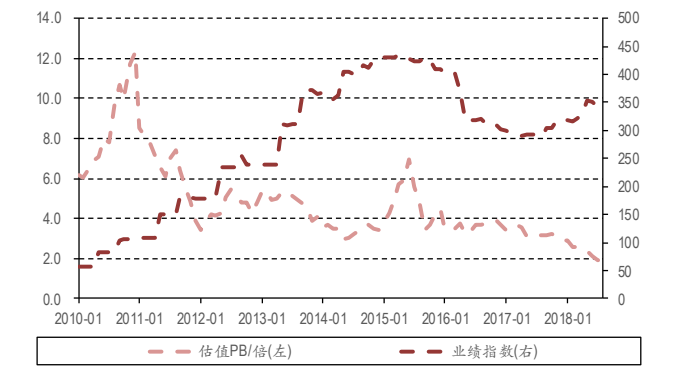
资料来源：万得数据及中银证券

3. 行业涨幅与估值：进一步下挫空间有限，静待估值修复

受大盘与行业因素影响，装修行业表现低迷：2018 年以来，装饰装修板块表现整体低迷，年初至今指数整体下跌 33.94%，一部分原因是大盘低迷以及市场对建筑行业关注度较低。剔除大盘以及建筑行业整体因素，装饰装修板块估值以及业绩表现整体稳定。2018 年 6 月份以来，受市场对行业盈利水平的担忧，估值水平进一步小幅下挫。我们认为当前装饰装修行业进入分化期，公装幕墙板块行业增速将进一步放缓，但家装正迎来新一轮的扩充期，个股同样存在业绩分化的趋势。在家装板块带动下，行业业绩仍有增长动力，估值进一步下挫空间不大。

图表 28. 剔除大盘与行业因素，装修板块估值稳定


资料来源：万得数据及中银证券

图表 29. 负债率与现金比率同步走低


资料来源：万得数据及中银证券

图表 30. 2018 年涨幅与估值较高股票

2018 年涨幅		PE(ttm)		PB	
柯利达	3.22%	中航三鑫	286.80	中航三鑫	6.04
江河集团	(12.43%)	美芝股份	84.66	美芝股份	4.92
维业股份	(17.45%)	名雕股份	46.04	东易日盛	4.91
东易日盛	(19.98%)	柯利达	42.06	名雕股份	3.88
全筑股份	(21.90%)	洪涛股份	29.86	弘高创意	3.46

资料来源：万得数据及中银证券

图表 31. 2018 年涨幅与估值较低股票

2018 年涨幅		PE(ttm)		PB	
*ST 罗顿	(65.89%)	*ST 罗顿	(31.74)	亚厦股份	0.92
神州长城	(55.65%)	弘高创意	(15.05)	瑞和股份	1.13
弘高创意	(48.64%)	金螳螂	12.33	洪涛股份	1.17
嘉寓股份	(39.35%)	广田集团	12.55	江河集团	1.24
金螳螂	(38.01%)	江河集团	15.66	广田集团	1.29

资料来源：万得数据及中银证券

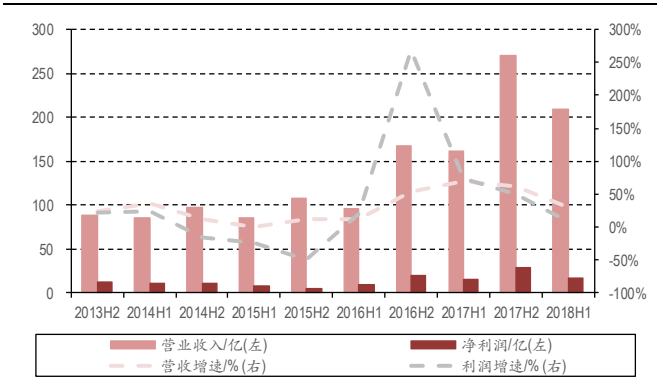
板块风险充分释放，静待估值复苏：2018 年以来，板块表现低迷，我们认为当前板块风险已经充分释放，估值进一步下挫空间不大，推荐家装板块，盈利增长确定性高个股，静待估值复苏，建议关注：**金螳螂、广田集团、东易日盛。**

三、园林板块：增速初显下滑，负债率高企，

1. 行业中报：业绩增速初显下滑，行业负债率高企，现金流出较多

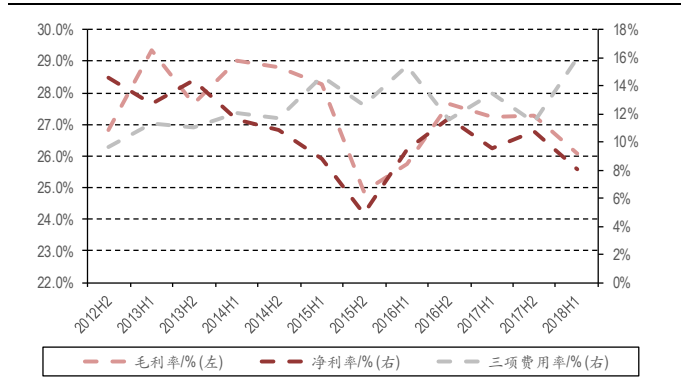
营收盈利增速有所下滑，但仍保持较高水平：2018年上半年，生态园林板块主要上市企业业绩依然保持较高速增长。合计营业收入为209.49亿元，同比增长29.37%，增速有所下滑，但仍保持较高水平；净利润16.82亿元，同比增长8.58%。利润增速有所下滑。我们认为生态园林营收持续高速增长的原因一方面是市政园林、地产园林以及生态修复三大细分领域需求均有所提升，另一方面是2015年以来相当一部分公司上市，规模较低，迅速扩张，带动整体板块规模迅速壮大。

图表 32. 行业增速下滑，但仍较高



资料来源：万得数据及中银证券

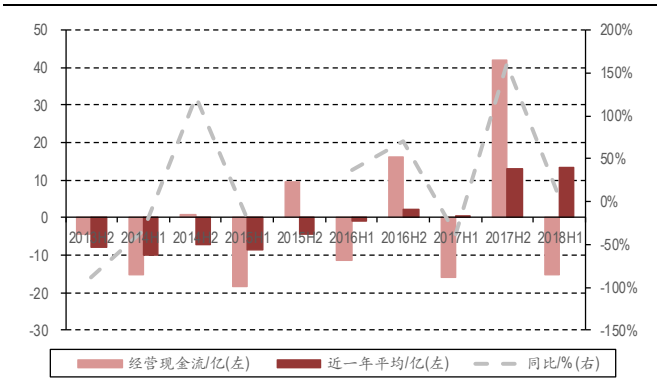
图表 33. 费用率高涨压缩利润率



资料来源：万得数据及中银证券

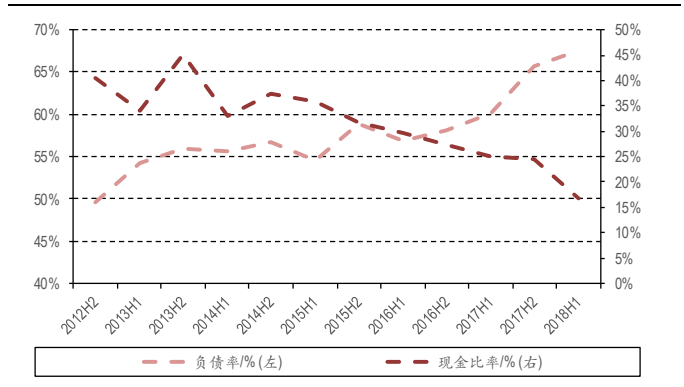
财务费用与管理费用增长制约利润增长：2017年下半年以来，园林板块利润增速下滑速度开始超过营收增速的下滑速度，我们认为导致利润加速下滑的主要原因是行业费用率的整体提升以及毛利率下滑。2018年上半年，行业主要上市公司平均毛利率为26.08%，同比下滑1.15%；各项期间费用率同比上升1.60pct至17.97%。其中销售费率为1.23%，同比提升0.40pct；管理费率为10.09%，同比提升0.62pct；财务费率为4.69%，同比提升1.52pct。导致财务费率提升的原因是行业整体负债率显著提升，利息费用增加；导致管理费用增加的原因是业务规模扩张，人员成本提升所致。我们认为负债提升是支撑园林板块企业扩张的重要因素，而人工成本也是管理费用的重要构成因素，未来人工费用和利息费用的因素依然将成为制约利润增长的重要因素。

图表 34. 行业增速下滑，但仍较高



资料来源：万得数据及中银证券

图表 35. 负债率高企现金比率下探



资料来源：万得数据及中银证券

完工未结算项目增加以及大量 PPP 项目推进导致行业负债率高企，现金流较差：2018 年上半年，园林板块主要上市公司资产结构变化较明显，其中各种应收款项以及存货增长较快，说明除了确认收入的项目，目前还有大量已完工未结算和已结算未实际支付的项目：上半年存货同比增长 111.05 亿元，应收账款同比增长 55.58 亿元，长期应收款同比增加 67.36 亿元。应收款项以及存货的大幅增长是导致现金流下滑的一部分重要原因。2016 年以来，大量 PPP 项目立项，当前进入集中集中落地阶段，并通过 SPV 公司推进项目进行融资。并表后体现为公司负债率大幅提升，项目推进则导致公司现金流进一步流出，是导致行业现金流下滑的另一大重要原因。二季度末，行业主要上市公司负债总额 315.22 亿元，负债率达 67.61%，达到历史高位；经营性现金流净流出 15.21 亿元，同比有小幅回升，但仍处于较低水平；现金比率仅为 16.70%，为历史较低水平。

2. 公司业绩：业绩高增，现金流欠佳，关注新生业务与“小而美”

岭南股份聚焦水务环境与文化旅游，补全生态修复短板，业绩高增可期：2018 年上半年，岭南园林业绩表现较为突出，营业收入 35.54 亿元，同增 111.91%；归母净利润 3.87 亿元，同增 93.06%。公司聚焦水务环境和文化旅游，并通过收购高科技企业股权，补全公司在土壤修复和矿山治理方面的短板。业务结构改善后替身公司毛利率。上半年公司毛利率为 26.69%，净利率为 10.88%，ROIC 为 5.21%，均处于同行领先地位。

东方园林积极拓展新业务板块，业绩增速依然亮眼：东方园林积极拓展危废处理和全域旅游等新业务类型，PPP 项目推进有所放缓。业绩结构改善，公司经营现金流好转，是园林板块位数不多实现经营现金流回正的公司之一。营收 64.63 亿元，同增 29.67%；归母净利润 6.64 亿元，同增 42.04%，与同行相比业绩依然亮眼。但公司负债率较高，达 70.21%，是行业较高水平；现金比率 8.02%，水平较低。

资产负债结构健康，潜在融资能力强，营收增长潜力大：东珠生态上半年营收 8.45 亿元，同增 60.43%；归母净利润 1.80 亿元，同增 77.60%，增势强劲。公司上市时间较短，当前现金充裕，负债率较低，尚未进行再融资，潜在各项融资能力较强。另一方面，公司体量较小，大项目对公司业绩规模影响大，公司营收增长潜力极大，未来 2-3 年有望连续实现业绩高增。

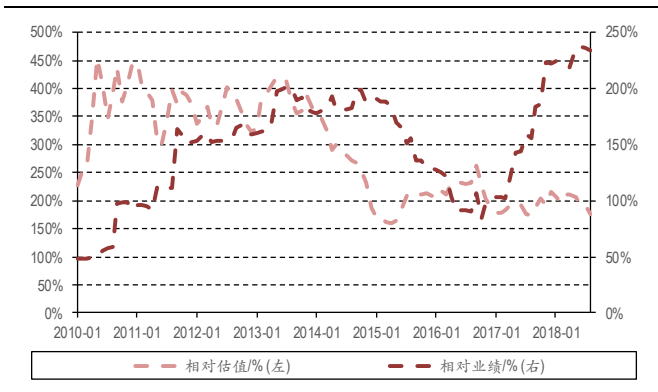
图表 36. 主要企业 2018 年上半年业绩

股票名称	营业收入		归母净利润		营收增速		利润增速		经营现金流			现金比率	
	(百万元)	(百万元)	(%)	(%)	(%)	(%)	(百万元)	毛利率(%)	净利率(%)	负债率(%)	(%)	ROIC(%)	
东方园林	6,463.12	664.29	29.67	42.04	29.67	42.04	426.82	31.89	10.28	70.21	8.02	3.36	
棕榈股份	2,352.31	107.25	10.63	27.21	10.63	27.21	(396.86)	15.24	4.56	65.96	23.24	0.96	
岭南股份	3,554.59	386.89	111.91	93.06	111.91	93.06	(186.07)	26.69	10.88	69.92	17.14	5.21	
普邦股份	1,654.51	99.22	4.14	6.24	4.14	6.24	(207.03)	16.68	6.00	42.34	31.66	1.38	
铁汉生态	4,937.85	384.86	76.68	42.93	76.68	42.93	107.67	26.19	7.79	70.54	22.90	2.54	
蒙草生态	1,882.85	189.57	(30.06)	(52.20)	(30.06)	(52.20)	(1,009.36)	31.29	10.07	66.78	23.63	2.39	
云投生态	103.63	(200.79)	(68.49)	298.42	(68.49)	298.42	(255.81)	(61.45)	(193.76)	87.70	12.13	(8.69)	

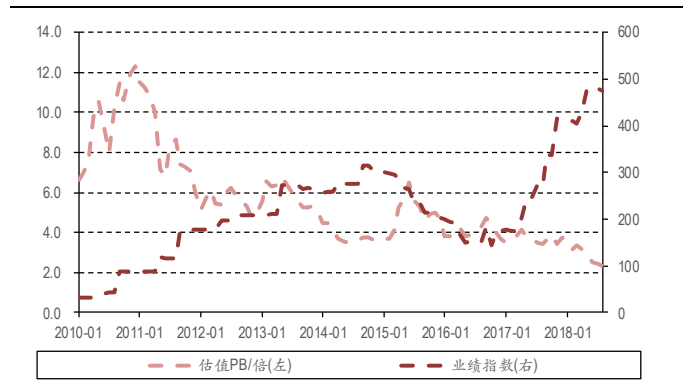
资料来源：万得数据及中银证券

3. 行业涨幅与估值：行业估值企稳，风险充分释放

高杠杆扩张模式引发市场担忧，政策转向与半年报业绩高增有望缓解市场担忧：2018 年以来，生态园林板块指数累计下跌 39.54%，除去大盘低迷和建筑行业关注度较低的原因外，东方园林债券爆发时间是导致板块整体下跌的直接因素，其根本原因是市场在资金面趋紧环境下对一味加杠杆进行扩张的商业模式可持续性的担忧。7 月份以来，政策转向意味着资金面的宽松，至少市政园林细分领域资金面将有所缓解，园林板块半年报业绩高增进一步减缓市场担忧。我们认为大部分生态园林上市公司基本面稳健，业绩增长态势良好，5 月份以来错杀了一部分优质标的。在政策转向以及半年报业绩高增等因素的催化下，板块估值应该企稳回升。

图表 37. 行业相对估值下挫


资料来源：万得数据及中银证券

图表 38. 行业业绩指数高增


资料来源：万得数据及中银证券

图表 39. 2018 年涨幅与估值较高股票

2018 年涨幅		PE(ttm)		PB	
美尚生态	(14.18%)	杭州园林	71.90	杭州园林	10.16
岭南股份	(15.51%)	丽鹏股份	48.70	云投生态	4.84
美丽生态	(16.79%)	普邦股份	31.09	美丽生态	3.45
花王股份	(19.30%)	农尚环境	30.13	元成股份	3.33
美晨生态	(25.67%)	乾景园林	29.38	花王股份	3.23

资料来源：万得数据及中银证券

图表 40. 2018 年涨幅与估值较低股票

2018 年涨幅		PE(ttm)		PB	
蒙草生态	(57.32%)	美丽生态	(3.36)	普邦股份	0.95
绿茵生态	(52.53%)	云投生态	(2.13)	丽鹏股份	1.00
普邦股份	(50.67%)	东方园林	12.95	棕榈股份	1.45
天域生态	(50.15%)	蒙草生态	13.27	文科园林	1.51
大千生态	(49.76%)	文科园林	13.38	绿茵生态	1.73

资料来源：万得数据及中银证券

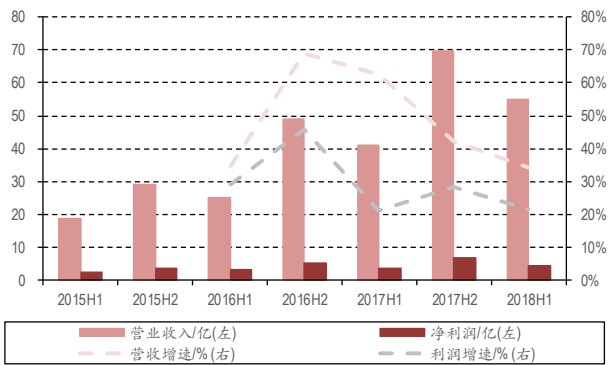
行业股指企稳，进一步下跌风险较小，建议多主线选股：当前生态园林板块估值逐步企稳。我们认为前期下跌错杀部分业绩优良的个股，当前板块公司估值普遍偏低，进一步下跌风险不大。推荐从业绩优质估值错杀标的、“小而美”增长千里大、泛园林文旅新业态等主线选股。建议关注：**东方园林、岭南股份、东珠生态、铁汉生态、蒙草股份**。

四、咨询板块：业绩稳步增长 政策落地 利好估值回调

1. 行业中报：业绩稳步增长，利润空间走低，资产结构加杠杆

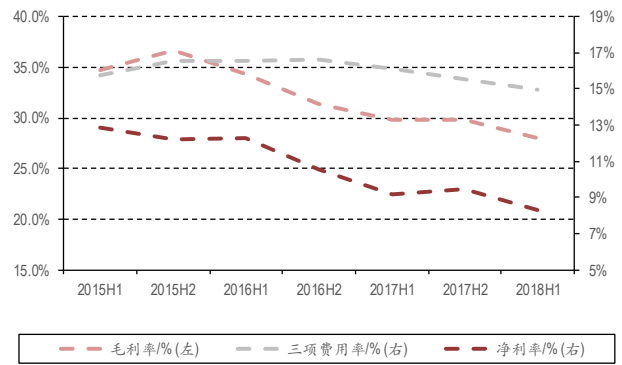
营收与利润保持稳健，增速小幅下滑：2018年上半年，咨询板块上市企业营收盈利增长稳定。主要上市企业合计营收55.06亿元，同增34.27%；合计归母净利润4.58亿元，同增21.58%，总额同比增长环比下滑。总体而言2018年上半年咨询板块增速稳中有降。

图表 41. 咨询板块业绩稳步增长



资料来源：万得数据及中银证券

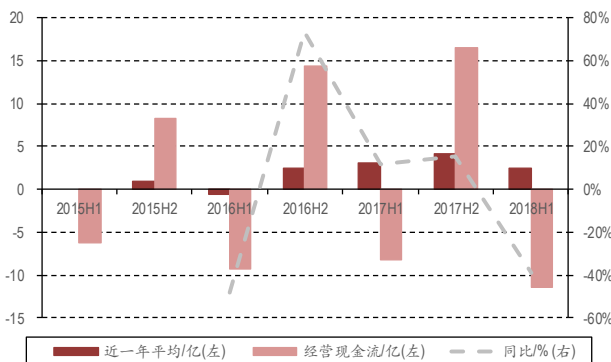
图表 42. 利润率延续下滑趋势



资料来源：万得数据及中银证券

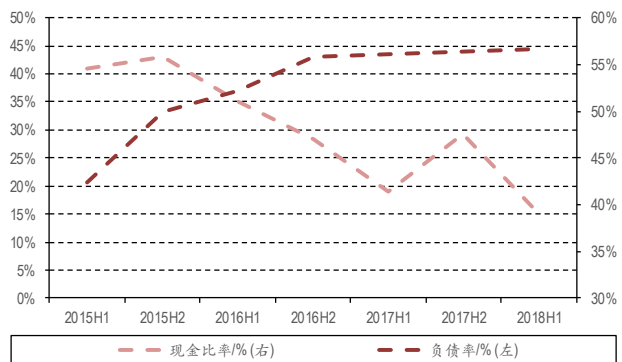
费用率企稳，利润率延续下滑趋势：毛利率净利率延续下滑趋势，2018年上半年咨询板块上市企业毛利率、净利率分别为28.04%、8.31%，毛利率距2015年下半年的最高点36.70%已回落8.65个百分点，净利率距2015年上半年的最高点12.85%已回落4.54个百分点。期间费用率小幅波动，销售财务管理费用成本对利润的影响有限，而利润空间持续走低，在营收稳步增长的背景下体现出客单价的议价能力降低。

图表 43. 经营性现金流逐步改善



资料来源：万得数据及中银证券

图表 44. 资产结构逐步加杠杆



资料来源：万得数据及中银证券

现金流改善，负债率走高，行业整体处于扩张态势：2018年上半年咨询板块现金净流出11.46亿元，由于季节性明显，流出属于正常现象，流出量同比增长38.97%，近一年现金流平均净流入2.53亿元，已实现连续4年净流入，现金流逐步改善。2018年上半年咨询板块现金比率15.15%，同比下滑3.92个百分点，负债率56.60%，同比增长0.47%，杠杆持续加大，体现行业整体处于扩张期。

2. 公司业绩：总体稳健，基建投资回暖，龙头有望受益

利润增速亮眼，山鼎设计成长性可期：2018年上半年咨询板块主要企业营收、盈利增速差异较大，其中山鼎设计2018年上半年归母净利8.18万元，利润增速87.25%，显著高于行业平均水平，主要由于毛利率高的住宅咨询业务订单量提升，业务结构调整带来公司整体利润率的抬升，公司体量较小，尚处于高速成长期，伴随后期中西部建设的加快公司有望跟随受益。

龙头企业资金运作大开大合，伴随基建投资加速，业绩高增可期：苏交科和中设集团2018年上半年营收分别为29.79亿元、17.02亿元，营收增速分别为22.06%、68.03%，增长稳健，负债率分别为63.42%、61.92%，显著高于其他中小型咨询企业，体现规模的不断扩张。后期随着基建投资加速，PPP项目清库逐步完成，龙头公司订单逐渐放量，后期业绩有望高速增长。

图表 45. 主要企业 2018 年上半年业绩

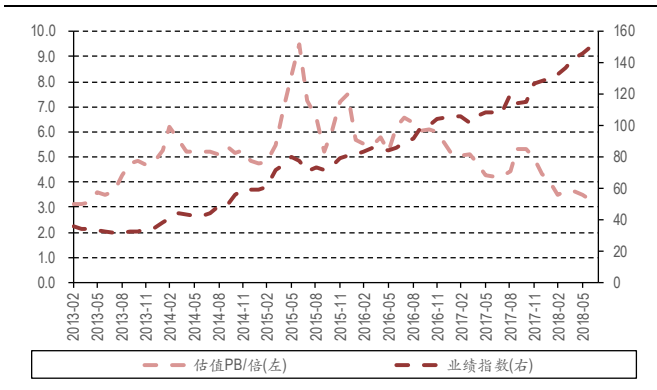
股票名称	营业收入 (百万元)	归母净利 (百万元)	营收增速 (%)	利润增速 (%)	经营现金流 (百万元)	现金比率				ROIC(%)
						毛利率(%)	净利率(%)	负债率(%)	(%)	
山鼎设计	90.71	8.18	36.58	87.25	24.38	35.81	9.02	17.59	208.56	2.37
苏交科	2,979.07	182.87	22.06	20.66	(653.74)	27.75	6.14	63.42	14.34	2.81
中设集团	1,702.15	167.65	68.03	38.96	(292.98)	28.18	9.85	61.92	11.26	6.53
中衡设计	658.98	73.33	28.41	2.59	(193.56)	25.96	11.13	31.86	15.52	4.18
中公高科	75.45	6.43	11.21	(48.01)	(30.07)	45.10	8.53	12.11	229.02	1.12

资料来源：万得数据及中银证券

3. 行业涨幅与估值：估值背离业绩，政策转向利好估值修复

2018年上半年估值背离业绩，政策转向利好估值修复：2018年以来，咨询板块企业业绩指数表现较好，相对于整个建筑板块，咨询板块业绩依旧亮眼，然而总体板块估值却反向下行，主要由于受大盘趋势影响，背离业绩表现。伴随国常会确定基建投资加速的基调，建筑建材板块确定性较强，咨询板块有望跟随整体预期转向实现估值修复，但是由于外部环境不稳定，大盘表现可预测性较差，预计整体回调幅度有限。

图表 46. 业绩成长，估值反向下行



资料来源：万得数据及中银证券

图表 47. 相对业绩走高，估值反响平平



资料来源：万得数据及中银证券

图表 48. 2018 年涨幅与估值较高股票

2018 年涨幅		PE(ttm)		PB	
建科院	0.53%	建科院	121.00	建科院	10.07
中设集团	(12.08%)	山鼎设计	76.92	山鼎设计	6.11
设计总院	(13.39%)	启迪设计	35.13	杰恩设计	5.58
华建集团	(15.47%)	华凯创意	27.49	设计总院	3.10
苏交科	(17.23%)	杰恩设计	26.79	华凯创意	2.58

资料来源：万得数据及中银证券

图表 49. 2018 年涨幅与估值较低股票

2018 年涨幅		PE(ttm)		PB	
勘设股份	(51.34%)	勘设股份	12.61	中衡设计	1.76
山鼎设计	(50.57%)	设计总院	14.64	苏交科	2.04
华凯创意	(39.06%)	同济科技	14.67	华建集团	2.16
启迪设计	(38.84%)	中设集团	15.28	勘设股份	2.21
杰恩设计	(32.99%)	苏交科	15.63	同济科技	2.22

资料来源：万得数据及中银证券

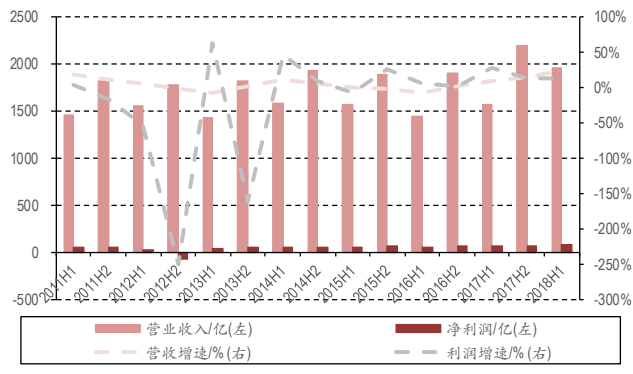
专项债券加速发放，融资边际改善，政策落地带来订单放量：基建专项债券加速发行，融资情况边际改善，政策加速落地可期，建筑建材板块预期有望回调，带动子板块估值小幅修复。同时利好企业业绩，促进行业长期稳健成长。推荐低估值、业绩稳健的行业龙头。建议关注：**中衡设计、中设集团、苏交科。**

五、工建板块：行业业绩稳定，杠杆降低，估值随大盘共振

1. 行业中报：业绩表现较好，竞争激烈利润率承压

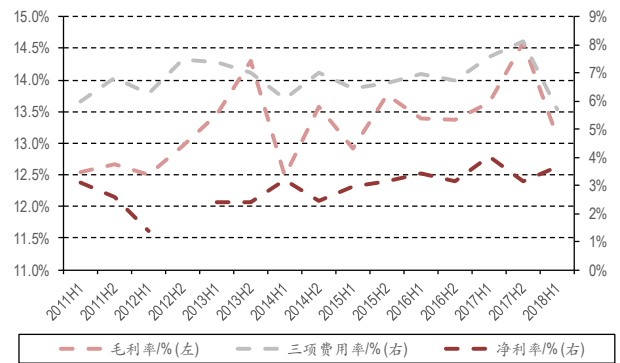
营收与利润增长稳健，增速稳中有升：2018年上半年主要上市企业合计营收 1960.64 亿元，同增 24.78%，延续了较高增速，总额环比上升 4.4%；合计归母净利润 71.72 亿元，同增 13.84%，环比基本持平，净利润增速略微放缓。总体而言 2018 年上半年工建板块表现较好。

图表 50. 工建板块业绩稳步增长



资料来源：万得数据及中银证券

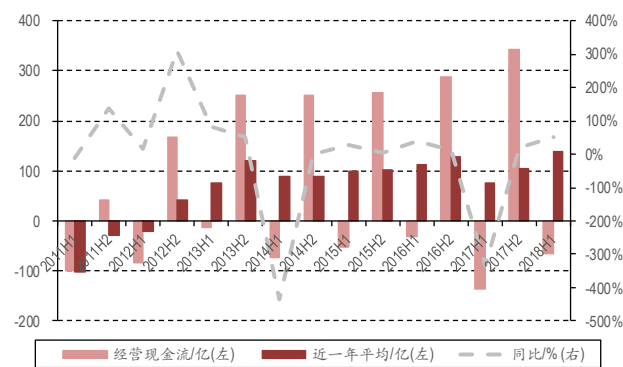
图表 51. 净利率稳中有升



资料来源：万得数据及中银证券

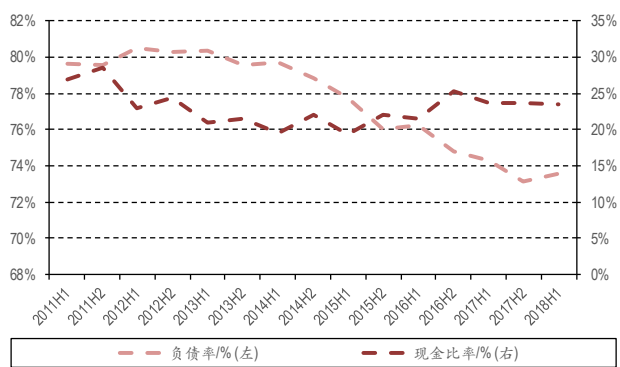
费用率大幅下滑，净利率抬升：2018年上半年工建板块三项费用率 5.69%，同比下降 1.89 个百分点，环比下降 2.43 个百分点，规模效应与成本控制能力整体走强，行业整体净利率抬升，2018 年上半年工建板块净利率 3.66%，总体来看，净利率逐步走高，但目前依旧处于较低水平，期间费用率下探空间有限，而工建行业竞争趋于激烈，利润空间承压，后续行业利润率的增长将主要来自材料费、分包费用、制造费用等成本的控制。

图表 52. 经营性现金流水平较高



资料来源：万得数据及中银证券

图表 53. 资产结构逐步优化



资料来源：万得数据及中银证券

现金流水平保持在较高水平，行业杠杆率得到有效控制：2018年上半年工建板块现金净流出 66.26 亿元，同比有所改善，近一年现金流平均净流入 138.91 亿元，现金流水平较为稳健。同时行业的现金比率随之走高，负债率持续改善，2018 年上半年工建板块负债率 73.57%，较近几年历史最高水平 80.51% 下降 6.94 个百分点，行业整体杠杆率得到有效控制，资产结构水平趋于健康。

2. 公司业绩：中小企业规模小利率高，龙头企业规模效应取胜

龙头企业规模大，利润水平低，增速企稳，主要靠订单量取胜：2018年上半年工建板块龙头中国中冶营收1261.13亿元，净利率只有2.31%，中国化学营收340.08亿元，净利率只有3.19%，营收规模领跑全行业，利润率远低于行业平均水平，主要靠订单规模放量，营收基数大同时增速高企，分别为24.76%、36.34%，工建行业龙头效应明显。目前工建行业竞争激烈，同时材料费用人工费用保持上行趋势，龙头企业由于规模效应对外在成本提升的消化能力更强，未来各项指标表现可期。

中小企业规模小，利润水平高，营运能力稳健，成长性较好：行业内中工国际和杭萧钢构的净利率水平较高，分别为13.07%、14.30%，前者以国际工程为主，国外工程承包与贸易毛利率国内水平，同时公司规模扩张带来规模效应降低期间费用率，后者系商业模式创新，通过技术授权与展位招商的创新业务抬升毛利率；同时两者负债率较低，中工国际为52.10%，杭萧钢构60.70%，均远低于行业平均水平73.57%；2018年中工国际、杭萧钢构经营性现金流均为正，ROIC分别为6.37%、8.10%，叠加高利润率，低负债率，公司发展非常稳健。

图表 54. 主要企业 2018 年上半年业绩

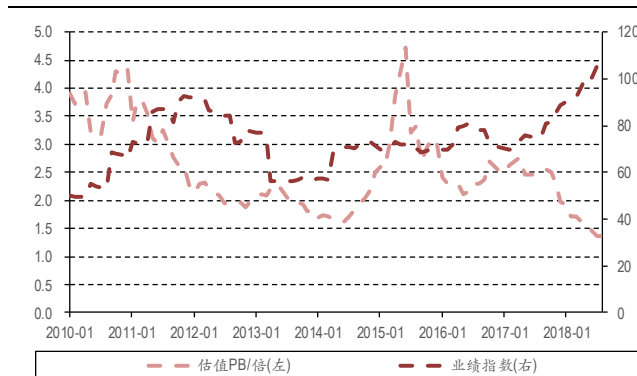
股票名称	营业收入 (百万元)	归母净利润 (百万元)	营收增速 (%)	利润增速 (%)	经营现金流 (百万元)	现金比率				
						毛利率(%)	净利率(%)	负债率(%)	ROIC(%)	ROIC(%)
中国化学	34,008.18	1,084.50	36.34	27.95	3,295.39	11.93	3.19	66.78	47.28	2.96
东华科技	1,181.61	73.80	39.54	9.86	(575.11)	16.11	6.25	67.62	34.39	2.73
延长化建	1,979.77	64.45	19.29	3.85	(209.55)	8.47	3.26	60.94	26.02	2.85
中材国际	10,079.52	647.59	14.00	45.38	(1,009.07)	17.81	6.42	73.79	49.72	5.12
中工国际	4,485.17	586.34	28.60	18.54	681.06	21.10	13.07	52.10	59.30	6.37
北方国际	4,097.53	342.18	(17.85)	72.45	(342.38)	18.77	8.35	62.91	69.90	6.30
中国中冶	126,112.57	2,907.20	24.76	8.69	(8,106.59)	12.27	2.31	76.97	15.32	1.20
东湖高新	3,741.37	137.26	30.80	(80.80)	(321.41)	17.49	3.67	80.50	23.00	1.05
精工钢构	3,895.10	118.86	28.44	114.05	(301.33)	12.00	3.05	60.13	28.35	1.45
东南网架	4,015.92	125.71	23.25	83.11	(119.59)	11.42	3.13	59.57	19.82	1.93
杭萧钢构	2,467.51	352.82	15.85	(1.53)	382.99	28.44	14.30	60.70	13.38	8.10

资料来源：万得数据及中银证券

3. 行业涨幅与估值：子板块地位不变，估值受大盘影响较大

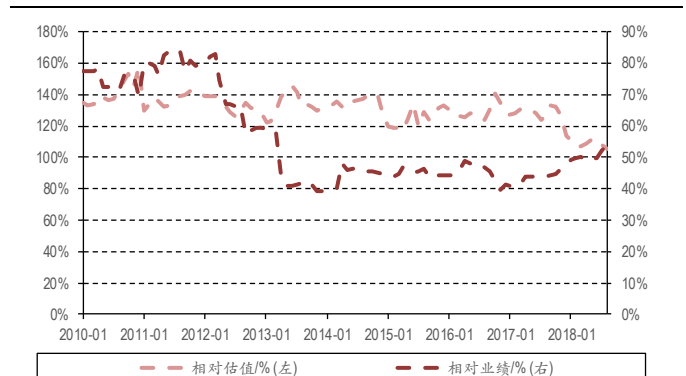
工建板块的估值发展情况核心逻辑是看大盘表现：2018年以来，工建板块估值持续走低，市净率从1月份的1.93下降至1.37，下行幅度较大，反观工建板块的相对估值，1月份为1.10，截止8月份为1.05，调整幅度较小，工建板块在整体建筑板块中的地位不变，主要受大盘影响，后续主动估值修复弹性较小，核心逻辑依旧是大盘表现。推荐规模效应明显的龙头以及利润水平高发展稳健的企业，建议关注：中国化学、杭萧钢构、中工国际。

图表 55. 业绩增长，估值走低



资料来源：万得数据及中银证券

图表 56. 相对业绩、相对估值小幅调整



资料来源：万得数据及中银证券

图表 57. 2018 年涨幅与估值较高股票

2018 年涨幅		PE(ttm)		PB	
东方新星	6.15%	东方新星	183.20	东方新星	5.69
中国化学	(0.14%)	镇海股份	49.47	百利科技	4.93
鸿路钢构	(12.57%)	海波重科	48.44	亚翔集成	4.40
中工国际	(15.25%)	精工钢构	43.47	镇海股份	3.17
亚翔集成	(16.98%)	三维工程	35.04	森特股份	3.12

资料来源：万得数据及中银证券

图表 58. 2018 年涨幅与估值较低股票

2018 年涨幅		PE(ttm)		PB	
杭萧钢构	(41.82%)	凯文教育	(1618.01)	中国中冶	0.91
富煌钢构	(38.59%)	东华科技	(56.12)	鸿路钢构	1.00
东华科技	(35.77%)	中材国际	10.07	富煌钢构	1.08
三维工程	(35.29%)	北方国际	10.24	精工钢构	1.08
永福股份	(33.84%)	中工国际	10.78	东湖高新	1.12

资料来源：万得数据及中银证券

风险提示

1. **基建需求不及预期**：地方政府债务高企，开展基础设施建设意愿存在不确定性，万亿转向债落地存在不确定性。
2. **地产需求不及预期**：房企融资受限，土地招拍挂数据不及预期，未来下游行业周转速度下降，有可能对建筑行业需求造成影响。
3. **工业企业利润下滑**：工业企业利润下滑，企业进行固定资产投资扩大再生产意愿不足，工业建筑板块需求存在不确定性。
4. **资金面改善不及预期**：政策转向后市场进入相对“宽货币”状态，但 2017 年以来各项监管框架已搭建好，实际上实体经济处于“紧信用”状态，宽松政策是否传导到建筑行业存在不确定性。

附录图表 59. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
002717.SZ	岭南股份	买入	9.55	96.33	0.50	0.96	18.9	9.9	3.93
603359.SH	东珠生态	买入	17.83	56.81	0.76	1.33	23.4	13.4	7.74
601117.SH	中国化学	买入	6.65	328.04	0.32	0.53	21.1	12.5	5.88
600477.SH	杭萧钢构	买入	4.68	83.80	0.43	0.47	10.9	9.8	1.69
601668.SH	中国建筑	增持	5.40	2,267.20	0.78	1.25	6.9	4.3	4.90
002081.SZ	金螳螂	增持	9.38	247.94	0.73	0.82	12.9	11.4	4.57
002482.SZ	广田集团	增持	5.81	89.32	0.42	0.48	13.8	12.1	4.49
300197.SZ	铁汉生态	增持	5.37	122.41	0.33	0.49	16.2	11.0	2.82
300284.SZ	苏交科	增持	9.56	77.39	0.57	0.72	16.7	13.3	4.69
601800.SH	中国交建	未有评级	12.54	1,772.99	1.27	1.38	9.9	9.1	10.02
600068.SH	葛洲坝	未有评级	7.09	326.48	1.02	1.17	7.0	6.1	5.43
600502.SH	安徽水利	未有评级	3.95	67.99	0.45	0.55	8.7	7.1	3.74
002713.SZ	东易日盛	未有评级	18.13	47.64	0.83	1.11	21.9	16.4	3.69
002310.SZ	东方园林	未有评级	11.46	307.45	0.81	1.21	14.1	9.5	4.40
300355.SZ	蒙草生态	未有评级	5.27	84.54	0.53	0.75	10.0	7.0	2.28
603017.SH	中衡设计	未有评级	10.96	30.17	0.55	0.74	20.0	14.7	6.23
603018.SH	中设集团	未有评级	16.73	52.50	0.95	1.26	17.7	13.3	7.14
002051.SZ	中工国际	未有评级	15.27	169.91	1.33	1.57	11.4	9.7	7.60
600039.SH	四川路桥	未有评级	3.57	128.90	0.29	0.37	12.1	9.5	3.70

资料来源: 万得数据及中银证券

注: 股价截止日 2018 年 8 月 31 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

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

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

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

公司投资评级：

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

行业投资评级：

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

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

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

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

中银国际证券有限公司

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

中银国际控股有限公司北京代表处

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

中银国际(英国)有限公司

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

中银国际(美国)有限公司

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

中银国际(新加坡)有限公司

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