

建筑与工程行业

2018-9-2

行业研究 | 深度报告

评级 中性 维持

去杠杆业绩降速，稳增长基建受益

——建筑行业 2018 年中报总结

■ 建筑行业：业绩增速有所放缓，经营现金流大幅净流出

概览：2018H1 行业收入稳增，净利润增速放缓。2018H1 全行业上市公司实现营业收入 2.14 万亿元同增 10.78%，增速较上年全年基本持平；归属净利润 707.06 亿元同增 11.73%，增速较上年全年下降 18.28 个百分点，业绩增速放缓主要在于：1) 房建板块业绩增速大幅放缓，2018H1 实现归属净利润 215.77 亿元同增仅 3.30%，远低于去年全年的 14.63%；2) 基建板块盈利增速下滑，上半年实现归属净利润 346.10 亿元，同比增长 15.81%，较去年全年下降 5.5 个百分点。2018Q2 单季度营收同增 8.24%，归属净利润同增 11.99%。

盈利能力：毛利率提升带动归属净利率略有改善。2018H1 行业毛利率为 11.67%（同增 0.37pct），营业税金及附加、资产减值损失占收入比重分别同降 0.05、0.01pct，管理、财务费用率上行推动期间费用率同增 0.21pct，最终行业归属净利率达 3.31%（同增 0.03pct），盈利能力实现整体提升。

经营现金流大幅净流出，资产负债率略有回升。2018H1 经营性现金流为-2265.54 亿元，较上年同期增加净流出 548 亿，主要源于基建和房建板块经营性现金支出大幅增加。截至 6 月底行业资产负债率 76.36%，较年初上升 0.37 个百分点。

- **子板块：工程咨询、化学工程收入增长较快，园林产值受资金影响**
- 子行业来看，**工程咨询**行业集中度提升，龙头企业的市占率和盈利能力继续提高，行业收入及盈利均提速；**园林行业**受去杠杆和民企债信用风险的影响，订单生效放缓导致收入增速下降；**装饰行业**新签订单和收入保持增长，归属净利润较上年同期继续改善；**化学工程和石油工程**，得益于油价高位运行及下游业主经营好转，收入增速较上年全年继续提升；**国际工程**企业海外收入占比较高，受人民币汇率影响较大，汇兑收益增加带动业绩增速提升；**钢结构**企业新签拉动收入保持较快增长，钢材价格上涨对企业成本的压力边际递减，叠加技术加盟的商业模式日益铺开，带动整体盈利能力好转；**基建行业**受 PPP 库清理、地方政府债务风险整顿等影响，收入增速下滑，经营现金流同比大幅净流出，但在执行 PPP 项目收入占比增加带动盈利能力继续提升；**房建行业**收入保持较快增长，但归属净利率同比下滑；**专业工程**板块收入和归属净利润均保持较快增长，基本面向好有望持续。

■ 稳增长或将发力，关注基建产业链相关标的

上半年受地方债务整顿、金融去杠杆等影响，基建有效需求不足，企业融资较为困难，导致部分项目暂缓或停止施工；下半年在贸易摩擦背景下，基建稳增长有望发挥重要作用，建筑基本面或迎来积极变化，建议关注最受益稳增长及估值便宜个股，比如**苏文科、中设集团、岭南股份、金螳螂、中国交建、中国建筑、葛洲坝、中国化学**等。

- 风险提示：**
1. 基建投资增速下滑；
 2. 稳增长力度不及预期。

分析师 毕春晖

☎ (8621)61118715

✉ bich@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020001

联系人 李家明

☎ (8621) 61118715

✉ lijm4@cjsc.com.cn

联系人 石人望

☎ (8621) 61118715

✉ shirw@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《信用边际放松正逐步向民企传导》2018-8-25

《建筑研究中的幸存者偏差和逆向选择》2018-8-19

《观往知来——从历史角度看本轮基建行情》2018-8-15

目录

建筑行业：Q2 收入确认降速，经营现金净流出增加	4
行业概览：上半年营收稳增，业绩增速高位回落	4
盈利能力：毛利率、净利率双升，费用率上行	5
下游占款：存货+应收账款增速放缓，回款压力仍较大	6
现金流：付现比上升明显，经营性现金大幅净流出	7
偿债能力：资产负债率略增，有息负债增幅较大	7
子板块：工程咨询、化学工程收入增长较快，园林产值受资金影响	8
收入：化学工程提速明显，园林、基建增速放缓	8
利润增长：工程咨询、化学工程、国际工程等增幅明显	9
毛利率：国际工程及基建板块提升	10
期间费用率：园林行业上升明显	10
管理费用率：园林及装饰等提升明显	11
销售费用率：园林、国际工程、装饰等上升，钢结构改善明显	11
财务费用率：园林提升明显，国际工程受益人民币贬值	12
资产减值损失：石油工程大幅计提，国际工程改善明显	12
归属净利率：国际工程显著提升，石油工程降幅最大	13
资金占用情况：大部分子行业有所加重	13
现金流：基建、房建现金流大幅流出	14
稳增长或将发力，关注基建产业链相关标的	16

图表目录

图 1：建筑板块营业收入及同比（亿元）	5
图 2：建筑板块归属净利润及同比（亿元）	5
图 3：建筑行业盈利水平	5
图 4：建筑行业三项费用率	5
图 5：建筑行业（应收账款+存货）/总资产	6
图 6：建筑行业应收账款和存货（亿元）	6
图 7：建筑行业长期应收款规模及变动（亿元）	7
图 8：建筑行业长期应收款/总资产	7
图 9：2012-2018Q2 行业经营现金流量净额（亿元）	7
图 10：2012-2018Q2 行业预收账款（亿元）	7
图 11：建筑行业资产负债率	8
图 12：建筑行业有息负债率	8
图 13：2011 年至今 GDP 累计值及同比	16
图 14：2010 年至今固定资产累计值及同比	16

图 15: 房地产开发投资额及增速	16
图 16: 狭义基建投资额及增速 (2018 年以来统计局仅公布同比数据)	16
图 17: 建筑业总产值及同比增速	18
图 18: 建筑业新签及同比增速	18
图 19: 近期银行间拆借利率大幅下降 (%)	18
图 20: 近期国债到期收益率开始回调 (%)	18
表 1: 2012-2018Q2 建筑行业整体盈利情况	6
表 2: 2012-2018Q2 建筑各子行业收入同比变动情况	9
表 3: 2012-2018Q2 建筑各子行业归属净利润同比变动情况	9
表 4: 2012-2018Q2 建筑各子行业毛利率变动情况	10
表 5: 2012-2018Q2 建筑各子行业期间费用率变动情况	10
表 6: 2012-2018Q2 建筑各子行业管理费用率变动情况	11
表 7: 2012-2018Q2 建筑各子行业销售费用率变动情况	11
表 8: 2012-2018Q2 建筑各子行业财务费用率变动情况	12
表 9: 2012-2018Q2 建筑各子行业资产减值损失率变动情况	13
表 10: 2012-2018Q2 建筑各子行业归属净利率变动情况	13
表 11: 2012-2018Q2 建筑各子行业 (应收账款+存货) / 总资产变动情况	14
表 12: 2012-2018Q2 建筑各子行业收现比变动情况	14
表 13: 2012-2018Q2 建筑各子行业净经营现金流变动情况 (亿元)	15
表 14: 今年以来中美贸易摩擦情况一览	17

建筑行业：Q2 收入确认降速，经营现金净流出增加

截止 2018 年 8 月 31 日，建筑行业 120 家上市公司的 2018 年半年报均已披露完毕。2018 年上半年全行业收入及净利润总体保持平稳增长的态势，但受去杠杆影响，Q2 营收增速有所放缓；综合毛利率同比提高，营业税金及附加及资产减值损失占收入比重略有下降，期间费用率有所上升，但总体来说归属净利率仍有改善。2018 年上半年全行业经营性现金流净流出规模扩大，行业内（应收账款+存货）/总资产比例上升，资产负债率较年初有所回升，有息负债规模显著增加，行业去杠杆仍任重而道远。

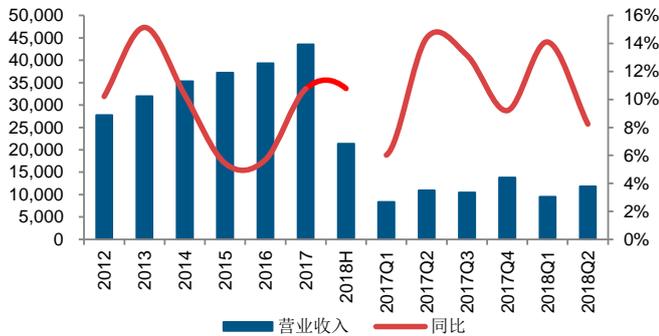
子行业来看，在属地化建设和外延并购驱动下，**工程咨询**行业集中度提升，龙头企业的市占率和盈利能力继续提高，行业收入及盈利均提速；2017 年实现高增长的**园林行业**，受去杠杆和信用风险爆发的影响，2018H1 订单生效放缓，特别是二季度收入增速环比明显下降，资金融通而不是新签成为行业发展的关键；得益于消费升级带动居民对文体场馆需求增加，叠加政府鼓励住宅全装修，**装饰**行业新签订单和收入保持增长，归属净利润较上年同期继续改善；**化学工程和石油工程**，得益于油价高位运行及下游业主经营好转，收入增速较上年全年继续提高；**国际工程**企业海外收入占比较高，受人民币汇率影响较大，汇兑收益增加带动业绩增速提升；**钢结构**，新签拉动收入保持较快增长，钢材价格上涨对企业成本的边际递减，叠加技术加盟的商业模式日益铺开，带动整体盈利能力好转；**基建行业**受 PPP 库清理、地方政府债务风险整顿等影响，收入增速下滑，经营现金流同比大幅净流出，但在执行 PPP 项目收入占比增加带动盈利能力继续提升；**房建行业**收入保持较快增长，但经营现金流同样继续净流出，归属净利率同比有所下滑；**专业工程**板块收入和归属净利润均保持较快增长，基本面向好有望持续。

行业概览：上半年营收稳增，业绩增速高位回落

2018H1 全行业收入维持增长，净利润增速高位回落。2018H1 全行业上市公司实现营业收入 2.14 万亿元，同增 10.78%，增速较 2017 年全年基本持平；实现归属净利润 707.06 亿元，同增 11.73%，增速较 2017 年全年下降 18.28 个百分点。我们认为，业绩增速大幅放缓主要在于：1) 房建板块业绩增速大幅放缓，2018H1 实现归属净利润 215.77 亿元同增仅 3.30%，远低于去年全年的 14.63%；2) 基建板块盈利增速亦有所下滑，上半年实现归属净利润 346.10 亿元，同比增长 15.81%，较去年全年下降 5.5 个百分点。

二季度收入增速放缓，业绩略有提速。分季度来看，2018Q2 实现收入 1.18 万亿元，同增 8.24%，增速环比下降 5.87 个百分点；实现归属净利润 433.83 亿元，同增 11.99%，增速环比上升 0.65 个百分点。

图 1：建筑板块营业收入及同比（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：建筑板块归属净利润及同比（亿元）

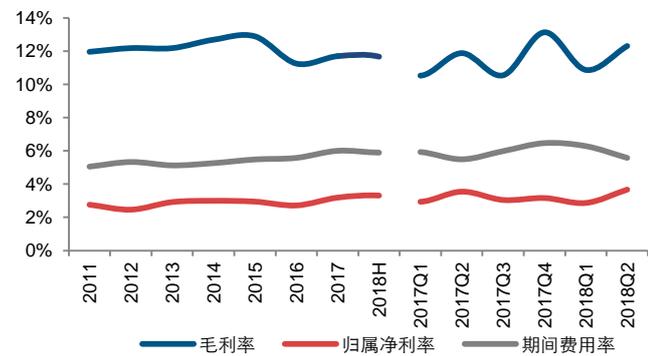


资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利能力：毛利率、净利率双升，费用率上行

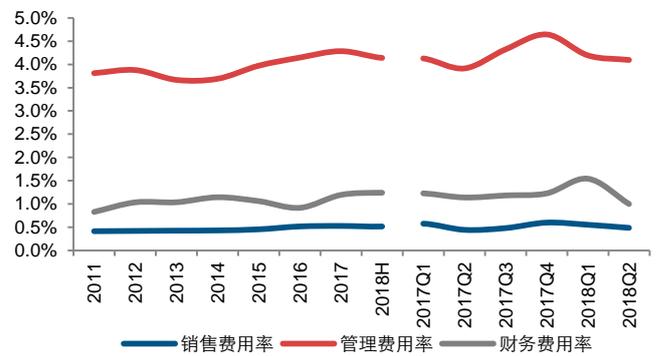
2018H1 行业毛利率为 11.67%，同比提升 0.37 个百分点，其中 2 季度略有提速，同比上升 0.43 个百分点。我们认为上半年毛利率改善主要受部分子行业毛利率改善明显拉动（如国际工程、基建板块同比分别提升 2.26、0.76 个百分点）。

图 3：建筑行业盈利水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：建筑行业三项费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

2018H1 期间费用率上行，资产减值损失、营业税金及附加在收入占比下降，盈利能力总体好转。2018H1 期间费用率继续上升，三费率为 5.90%同增 0.21 个百分点；其中，管理费用率同提 0.13 个百分点，源于人工成本上行及研发费用支出加大；受金融去杠杆影响，行业融资成本整体有所抬升，财务费用率同比提升 0.06 个百分点；销售费用率微增 0.01 个百分点基本不变。2018H1 营业税金及附加占收入比重同比下降 0.05 个百分点，资产减值损失率同比微降 0.01 个百分点至 0.53%。综合以上因素影响，上半年归属净利率为 3.31%同提 0.03 个百分点，行业盈利能力有所好转。2018Q2 毛利率为 12.31%同增 0.43 个百分点，期间费用率为 5.58%同增 0.08 个百分点，资产减值损失率 0.92%微降 0.01 个百分点，归属净利率同比提升 0.12 个百分点至 3.67%。

表 1: 2012-2018Q2 建筑行业整体盈利情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	YOY	2017Q2	2018Q2	YOY
毛利率	12.19%	12.19%	12.69%	12.89%	11.26%	11.70%	11.30%	11.67%	0.37%	11.88%	12.31%	0.43%
净利率	2.65%	3.28%	3.37%	3.28%	3.13%	3.59%	3.78%	3.90%	0.12%	4.12%	4.39%	0.27%
归属净利率	2.46%	2.92%	3.00%	2.95%	2.72%	3.19%	3.28%	3.31%	0.03%	3.55%	3.67%	0.12%
期间费用率	5.33%	5.13%	5.26%	5.48%	5.58%	6.01%	5.68%	5.90%	0.21%	5.49%	5.58%	0.08%
销售费用率	0.42%	0.42%	0.43%	0.45%	0.51%	0.53%	0.50%	0.51%	0.01%	0.44%	0.48%	0.04%
管理费用率	3.88%	3.67%	3.69%	3.97%	4.15%	4.29%	4.01%	4.14%	0.13%	3.91%	4.10%	0.18%
财务费用率	1.03%	1.04%	1.14%	1.06%	0.92%	1.19%	1.18%	1.24%	0.06%	1.14%	1.00%	-0.14%
资产减值率	0.90%	0.46%	0.59%	0.78%	0.93%	0.99%	0.54%	0.53%	-0.01%	0.92%	0.92%	-0.01%
营业税金及附加率	3.02%	2.99%	3.03%	2.96%	1.36%	0.84%	0.82%	0.77%	-0.05%	0.86%	0.86%	0.00%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

下游占款: 存货+应收账款增速放缓, 回款压力仍较大

业主对建筑企业资金的占用主要集中在应收账款和存货两大方面。由于建筑企业工程结算的原因, 在施工企业确认完工部分尚未提交结算单前, 工程施工的余额就会大于工程结算余额, 其差额计入存货; 当施工企业提交结算单后, 如果业主没有立刻支付工程款, 则相应的存货计入应收账款, 因此, 建筑业中的“存货+应收账款”成为度量施工企业垫资规模的重要指标。

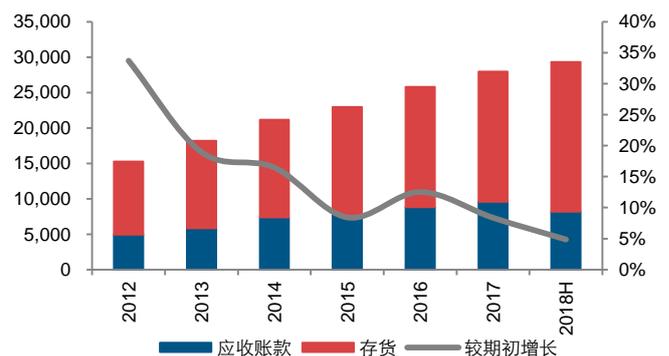
2018H1 行业 (存货+应收账款) /总资产回升。2018H1 全行业存货+应收账款规模约 3 万亿元, 较年初增长 4.86%; (存货+应收账款) /总资产的比例为 42.23%, 较 2017 年年底提升 0.83 个百分点, 说明上半年下游占款情况有所增加, 企业回款压力仍然较大。

图 5: 建筑行业 (应收账款+存货) /总资产



资料来源: Wind, 长江证券研究所

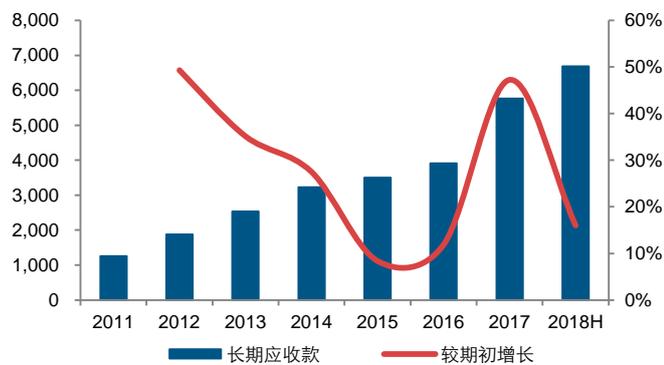
图 6: 建筑行业应收账款和存货 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

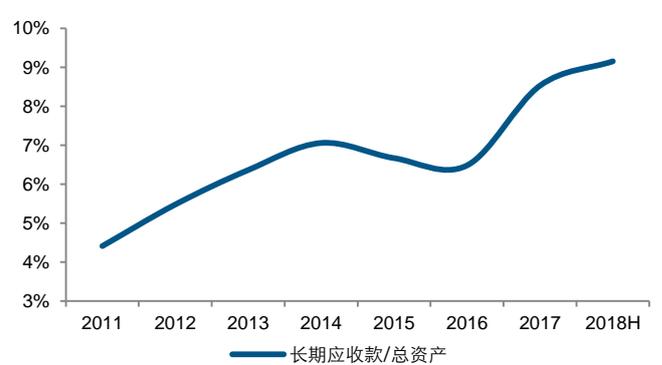
值得注意的是, 随着 2016 年以来行业签订的 PPP 订单逐渐落地实施, 长期应收款的规模逐渐增加: 2017 年底长期应收款规模为 0.58 万亿元较年初增加 47%, 2018 年 6 月底达到 0.67 万亿元较年初增加 16%, 在总资产中的占比也由年初的 8.53% 上升至 9.16%。

图 7：建筑行业长期应收款规模及变动（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：建筑行业长期应收款/总资产



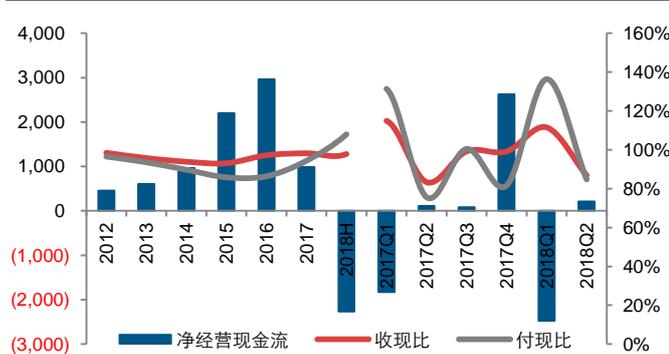
资料来源：Wind，长江证券研究所

现金流：付现比上升明显，经营性现金大幅净流出

上半年付现比上升明显，经营现金大幅净流出。2018H1 全行业净经营性现金流为-2265.54 亿元，较去年同期的-1717.53 亿元增加净流出 548 亿元，现金流净流出增加主要源于基建和房建板块经营性现金支出大幅增加，其中基建板块中国铁建净流出 459 亿元，较上年同期新增净流出 204 亿元，房建板块中国建筑房地产业务现金净流出 323 亿元，同比增加流出 83 亿元。2018H1 收现比为 97.83%，较去年同期上升 0.82 个百分点；付现比 107.98%，较上年提高 8.01 个百分点。

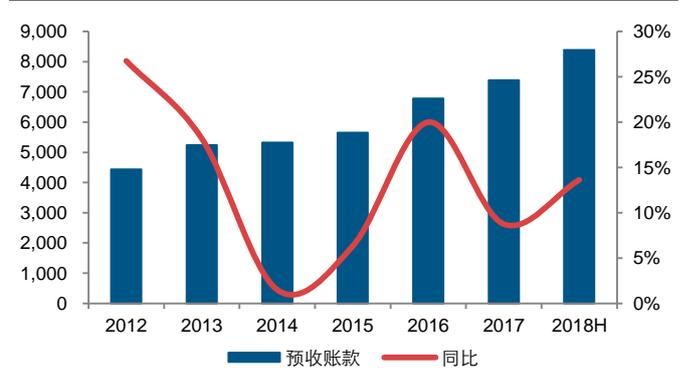
2018Q2 经营性现金流净额为 209.59 亿元，较 2017 年同期提升 100.29 亿元有所好转。截至 2018 年 6 月底，全行业预收款为 8384.50 亿元，较年初增长 13.62%。

图 9：2012-2018Q2 行业经营现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：2012-2018Q2 行业预收账款（亿元）



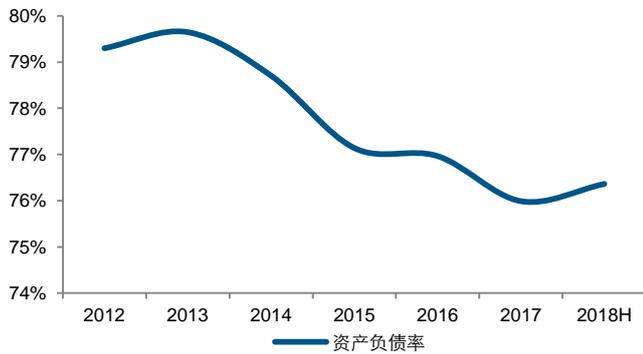
资料来源：Wind，长江证券研究所

偿债能力：资产负债率略增，有息负债增幅较大

2018H1 行业资产负债率略有回升，偿债压力未减。2018 年上半年末行业资产负债率为 76.36%，较年初上升 0.37 个百分点，资产负债率较年初有所回升，我们认为原因有：

1) 上半年去杠杆下业主资金相对紧张，垫资增加导致企业借款增加；2) 行业盈利增速放缓致净资产增长降速，3) 国资委规范央企开展 PPP 业务，表内有息负债占比提升。考虑到建筑行业回款大多集中在下半年，叠加财政部要求加快专项债发行，预计年底资产负债率提升幅度或缩窄。

图 11: 建筑行业资产负债率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 12: 建筑行业有息负债率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

子板块: 工程咨询、化学工程收入增长较快, 园林产值受资金影响

我们将建筑行业划分为 10 个子行业进行分析。建筑行业企业众多, 不同企业所在的行业属性及竞争状况差异较大。我们对 120 家建筑上市公司按照行业属性划分为装饰、专业工程、园林、石油工程、基建、化学工程、国际工程、工程咨询、钢结构、房建 10 个子行业, 并对子行业的收入、利润增长状况, 盈利能力指标(毛利率、费用率、归属净利率)、(应收账款+存货)/总资产及现金流等重要指标进行分析。

收入: 化学工程提速明显, 园林、基建增速放缓

2018H1 化学工程行业收入增幅提升明显, 园林及基建行业放缓。受益于订单逐步释放, 上半年化学工程板块收入同比大幅增长 34.11%, 较 2017 全年提速 22.01 个百分点; 而园林及基建收入同比增长分别为 26.94%和 6.89%, 增速较 2017 年分别下降 26.72、3.66 个百分点, 我们认为主要受到去年底以来 PPP 清库及政府债务规范从而影响到企业开工及施工进度影响。

2018Q2 部分子行业增速较 Q1 放缓。2018 年 2 季度, 除工程咨询、钢结构及专业工程增速较 Q1 分别提升 15.25、2.46 及 0.10 个百分点以外, 其余子行业收入增速均不同程度下滑, 其中园林及国际工程下滑最为明显, 我们认为这或是因为 2 季度 PPP 业务整顿、融资紧张及中美贸易摩擦影响所致。

表 2：2012-2018Q2 建筑各子行业收入同比变动情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
装饰	33.56%	30.43%	15.73%	-1.89%	9.54%	12.36%	10.84%	2.28%	25.43%	9.57%	10.93%	18.95%	5.47%
专业工程	-3.33%	-6.03%	8.33%	0.95%	-0.46%	9.84%	23.72%	1.17%	7.48%	9.64%	16.48%	23.66%	23.76%
园林	44.68%	24.79%	17.14%	12.59%	32.95%	53.65%	26.94%	45.75%	59.85%	61.85%	46.56%	52.50%	17.24%
石油工程	33.40%	38.35%	15.00%	-28.55%	-30.75%	1.33%	5.02%	-9.60%	-3.32%	8.35%	5.91%	6.70%	3.93%
基建	7.82%	16.24%	7.67%	5.91%	6.16%	10.55%	6.89%	4.89%	14.15%	8.49%	12.94%	11.02%	3.76%
化学工程	23.44%	12.37%	12.34%	-7.97%	-18.15%	12.11%	34.11%	-4.27%	9.01%	16.45%	21.83%	40.78%	29.57%
国际工程	19.91%	1.30%	69.56%	-9.24%	19.98%	9.58%	-6.64%	41.55%	31.99%	14.14%	-12.11%	6.01%	-17.04%
工程咨询	32.79%	23.76%	6.30%	24.70%	15.69%	26.01%	29.15%	39.02%	11.88%	32.34%	25.81%	20.85%	36.10%
钢结构	0.08%	20.94%	-4.78%	-1.57%	12.89%	20.42%	26.91%	17.07%	25.79%	43.73%	4.79%	25.49%	27.95%
房建	17.04%	17.96%	14.82%	9.25%	7.58%	9.44%	12.76%	7.90%	14.10%	21.72%	-1.74%	14.85%	11.08%

资料来源：Wind，长江证券研究所

利润增长：工程咨询、化学工程、国际工程等增幅明显

2018H1 工程咨询、化学工程、国际工程归属净利润同比增幅明显，分别为 37.00%、22.78%及 22.63%，其余子行业均实现不同程度增长；其中增速提升明显的子行业包括化学工程及国际工程，增速较 2017 年分别上升 35.84、16.92 个百分点，一方面源于化学工程行业订单近年迎来好转，项目落地实施贡献产值，另一方面也受益于 2 季度以来人民币持续贬值，化学工程、国际工程企业汇兑损益明显改善。

2018 年 2 季度，工程咨询、化学工程、国际工程归属净利润同比分别增长 46.97%、18.23%及 37.21%。

表 3：2012-2018Q2 建筑各子行业归属净利润同比变动情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
装饰	47.31%	42.29%	18.63%	-9.63%	-0.69%	9.55%	12.84%	2.09%	22.32%	8.22%	4.26%	27.89%	2.49%
专业工程	-180.08%	-	24.08%	29.02%	8.15%	18.44%	16.46%	4.09%	21.17%	0.54%	39.19%	15.50%	17.40%
园林	55.20%	21.47%	0.11%	-12.99%	79.38%	23.93%	14.69%	-	35.41%	83.25%	-23.70%	67.87%	10.30%
石油工程	27.68%	73.33%	23.93%	-61.47%	-320.12%	106.30%	-	-	-	-	-	-	-
基建	11.48%	13.25%	11.79%	13.08%	10.31%	21.31%	15.81%	17.86%	18.73%	2.48%	41.06%	14.12%	16.95%
化学工程	26.67%	6.71%	-1.32%	-11.71%	-39.22%	-13.05%	22.78%	-13.07%	22.76%	-14.17%	-57.78%	31.79%	18.23%
国际工程	17.34%	-7.86%	132.84%	41.27%	25.58%	5.71%	22.63%	22.58%	23.22%	17.57%	-13.52%	0.16%	37.21%
工程咨询	42.42%	44.69%	-4.25%	13.87%	23.37%	34.20%	37.00%	50.22%	7.95%	64.11%	31.47%	23.40%	46.97%
钢结构	-27.73%	20.30%	-17.54%	8.01%	57.76%	37.34%	20.00%	58.33%	23.98%	57.03%	31.05%	16.19%	21.76%
房建	16.38%	22.13%	12.36%	15.86%	12.66%	14.63%	3.30%	23.20%	13.12%	-6.59%	39.66%	4.66%	2.32%

资料来源：Wind，长江证券研究所

毛利率：国际工程及基建板块提升

2018H1 国际工程毛利率增幅较大，同比上升 2.26 个百分点，基建毛利率亦有所上升，较上年同期提升 0.76 个百分点，国际工程及基建板块毛利率提升是上半年行业整体盈利能力提升的主要原因。从 2 季度来看，基建、钢结构、房建表现较好，毛利率分别为 11.82%、18.33% 及 11.34%，同比提升 1.03、0.27、0.14 个百分点，其他行业同比均有所下滑。

表 4：2012-2018Q2 建筑各子行业毛利率变动情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	YOY	2017Q2	2018Q2	YOY
装饰	17.07%	17.04%	17.88%	18.43%	18.72%	17.09%	17.01%	16.97%	16.59%	-0.38%	17.02%	16.86%	-0.16%
专业工程	12.59%	12.55%	13.95%	13.12%	13.29%	13.12%	13.72%	13.62%	13.14%	-0.48%	14.41%	12.95%	-1.46%
园林	32.68%	29.79%	29.52%	28.82%	27.30%	27.33%	26.99%	27.05%	26.18%	-0.87%	27.56%	26.74%	-0.82%
石油工程	27.24%	25.92%	28.02%	31.07%	23.50%	-0.08%	15.27%	11.30%	4.59%	-6.71%	22.03%	12.62%	-9.40%
基建	11.34%	11.67%	11.31%	11.85%	12.47%	10.90%	11.08%	10.65%	11.42%	0.76%	10.79%	11.82%	1.03%
化学工程	15.01%	15.30%	15.19%	13.93%	14.30%	14.48%	15.34%	14.20%	12.51%	-1.69%	14.58%	11.81%	-2.78%
国际工程	12.83%	12.36%	14.28%	13.94%	15.60%	16.76%	18.01%	16.09%	18.36%	2.26%	17.08%	15.95%	-1.13%
工程咨询	29.32%	25.74%	26.26%	26.87%	28.40%	28.73%	29.52%	29.00%	28.29%	-0.71%	30.30%	29.54%	-0.76%
钢结构	15.35%	16.44%	15.88%	17.21%	18.60%	19.07%	18.58%	17.39%	17.30%	-0.09%	18.07%	18.33%	0.27%
房建	11.16%	11.13%	11.12%	11.87%	11.87%	10.01%	10.34%	10.27%	10.32%	0.05%	11.19%	11.34%	0.14%

资料来源：Wind，长江证券研究所

期间费用率：园林行业上升明显

2018H1 园林行业期间费用率达 14.91%，同比提升 2.15 个百分点，装饰、基建及房建亦有不同程度上升，同比分别上升 0.79、0.50 及 0.05 个百分点，其余 6 个子板块费用率均有所下降，其中石油工程降幅最大，同比下降 6.11 个百分点。2 季度表现与上半年整体类似，园林、装饰、基建费用率上升幅度靠前，分别达到 1.93、0.92 及 0.59 个百分点，其他行业均有不同程度下滑。

表 5：2012-2018Q2 建筑各子行业期间费用率变动情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	YOY	2017Q2	2018Q2	YOY
装饰	5.21%	4.66%	4.73%	4.80%	6.25%	6.96%	8.23%	7.83%	8.62%	0.79%	6.93%	7.85%	0.92%
专业工程	6.80%	7.38%	7.86%	6.99%	6.74%	6.82%	7.88%	7.41%	6.59%	-0.82%	7.19%	5.69%	-1.50%
园林	9.81%	10.20%	10.92%	11.70%	12.59%	12.29%	11.71%	12.76%	14.91%	2.15%	9.29%	11.23%	1.93%
石油工程	5.14%	5.44%	5.25%	5.17%	5.65%	7.43%	11.80%	13.00%	6.89%	-6.11%	13.69%	-1.24%	-14.94%
基建	5.45%	5.81%	5.45%	5.78%	6.09%	6.14%	6.44%	6.24%	6.73%	0.50%	6.05%	6.65%	0.59%
化学工程	5.21%	5.58%	6.00%	5.84%	6.55%	7.52%	8.45%	7.81%	6.41%	-1.40%	7.14%	4.91%	-2.23%
国际工程	7.13%	5.89%	6.94%	5.21%	3.12%	4.16%	7.25%	7.31%	6.92%	-0.39%	6.76%	0.02%	-6.73%
工程咨询	9.91%	11.44%	11.90%	12.78%	14.66%	14.74%	14.63%	14.73%	14.01%	-0.72%	14.34%	13.49%	-0.85%
钢结构	7.53%	9.53%	9.05%	11.10%	12.22%	10.87%	10.14%	10.61%	10.16%	-0.45%	9.59%	9.48%	-0.11%
房建	3.09%	3.27%	3.24%	3.37%	3.45%	3.53%	3.76%	3.53%	3.57%	0.05%	3.44%	3.43%	-0.01%

资料来源：Wind，长江证券研究所

管理费用率：园林及装饰等提升明显

2018H1 园林及装饰行业管理费用率上升最快，同比分别增加 0.62、0.47 个百分点，石油工程管理费用率降幅最大，同比下降 2.28 个百分点。2 季度国际工程、装饰、园林、基建、钢结构管理费用率分别同比上升 0.84、0.56、0.41、0.41、0.35 个百分点，其余行业均有所下降。

表 6：2012-2018Q2 建筑各子行业管理费用率变动情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	YOY	2017Q2	2018Q2	YOY
装饰	3.13%	2.69%	2.57%	2.57%	3.48%	3.80%	4.25%	3.97%	4.44%	0.47%	3.48%	4.04%	0.56%
专业工程	4.51%	4.87%	5.02%	4.56%	4.91%	5.12%	5.72%	4.93%	4.67%	-0.26%	4.54%	4.41%	-0.12%
园林	8.38%	8.10%	8.17%	8.38%	9.12%	8.91%	8.24%	9.00%	9.62%	0.62%	6.49%	6.91%	0.41%
石油工程	2.81%	3.77%	3.74%	4.06%	4.60%	5.62%	5.37%	5.75%	3.47%	-2.28%	6.66%	2.26%	-4.40%
基建	4.24%	4.29%	4.01%	4.18%	4.54%	4.73%	4.80%	4.61%	4.88%	0.27%	4.69%	5.10%	0.41%
化学工程	5.41%	5.75%	5.85%	5.52%	6.16%	7.21%	7.09%	6.47%	5.70%	-0.78%	5.84%	5.64%	-0.20%
国际工程	3.01%	3.31%	3.85%	3.45%	3.60%	3.63%	3.79%	3.82%	4.26%	0.44%	3.93%	4.77%	0.84%
工程咨询	8.57%	9.37%	9.84%	10.25%	12.53%	12.35%	11.95%	12.05%	11.53%	-0.52%	11.83%	11.41%	-0.42%
钢结构	4.51%	5.24%	4.89%	5.94%	6.97%	6.69%	6.21%	6.49%	6.57%	0.09%	5.81%	6.15%	0.35%
房建	2.33%	2.37%	2.23%	2.15%	2.19%	2.31%	2.43%	2.33%	2.36%	0.03%	2.08%	2.06%	-0.02%

资料来源：Wind，长江证券研究所

销售费用率：园林、国际工程、装饰等上升，钢结构改善明显

2018H1 园林、国际工程及装饰销售费用率同比分别上升 0.34、0.33 及 0.31 个百分点，钢结构销售费用率同比下降 0.27 个百分点。2 季度国际工程、装饰及园林分别上升 0.67、0.47 及 0.40 个百分点，专业工程及钢结构分别下降 0.18、0.13 个百分点。

表 7：2012-2018Q2 建筑各子行业销售费用率变动情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	YOY	2017Q2	2018Q2	YOY
装饰	2.18%	1.98%	1.78%	1.71%	1.99%	2.25%	2.43%	2.50%	2.81%	0.31%	2.20%	2.67%	0.47%
专业工程	0.83%	0.79%	0.83%	0.74%	0.78%	0.83%	0.87%	0.90%	0.73%	-0.17%	0.82%	0.64%	-0.18%
园林	1.01%	0.83%	0.87%	0.90%	0.93%	0.95%	1.01%	1.04%	1.38%	0.34%	0.80%	1.20%	0.40%
石油工程	0.06%	0.06%	0.06%	0.09%	0.11%	0.15%	0.17%	0.15%	0.16%	0.01%	0.19%	0.17%	-0.02%
基建	0.33%	0.34%	0.35%	0.37%	0.41%	0.45%	0.44%	0.44%	0.46%	0.02%	0.38%	0.44%	0.06%
化学工程	0.46%	0.42%	0.41%	0.37%	0.44%	0.56%	0.59%	0.56%	0.57%	0.00%	0.49%	0.54%	0.04%
国际工程	2.88%	2.70%	2.96%	1.91%	1.59%	2.45%	2.57%	2.86%	3.19%	0.33%	3.08%	3.75%	0.67%
工程咨询	1.32%	1.99%	2.11%	2.33%	2.10%	2.15%	2.19%	2.25%	2.12%	-0.13%	2.08%	2.04%	-0.04%
钢结构	1.88%	2.24%	2.05%	2.21%	2.51%	2.11%	1.94%	2.09%	1.81%	-0.27%	1.86%	1.73%	-0.13%
房建	0.20%	0.23%	0.26%	0.26%	0.26%	0.33%	0.33%	0.25%	0.26%	0.01%	0.21%	0.23%	0.02%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务费用率：园林提升明显，国际工程受益人民币贬值

去年底 PPP 项目库规范以来，园林企业融资难度上升，叠加资管新规指导意见出台，非标融资持续收缩，民企融资难、融资贵问题凸显，依赖“垫资”的园林行业财务费用率上升明显，2018H1 同比提升 1.19 个百分点；受益于今年 2 季度以来人民币持续贬值带来的汇兑收益增加，国际工程、化学工程等行业财务费用率同比分别下降 1.16、0.63 个百分点。2 季度园林财务费用率同增 1.12 个百分点，石油工程及国际工程同比分别下降 10.52、8.25 个百分点。

表 8：2012-2018Q2 建筑各子行业财务费用率变动情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	YOY	2017Q2	2018Q2	YOY
装饰	-0.10%	-0.01%	0.39%	0.52%	0.78%	0.91%	1.54%	1.36%	1.37%	0.01%	1.25%	1.14%	-0.11%
专业工程	1.46%	1.72%	2.01%	1.69%	1.05%	0.87%	1.29%	1.58%	1.19%	-0.39%	1.83%	0.64%	-1.19%
园林	0.41%	1.26%	1.88%	2.41%	2.54%	2.42%	2.45%	2.72%	3.91%	1.19%	2.00%	3.12%	1.12%
石油工程	2.27%	1.61%	1.45%	1.01%	0.94%	1.65%	6.26%	7.09%	3.26%	-3.83%	6.85%	-3.67%	-10.52%
基建	0.88%	1.18%	1.09%	1.22%	1.15%	0.96%	1.19%	1.18%	1.39%	0.21%	0.98%	1.11%	0.13%
化学工程	-0.65%	-0.59%	-0.26%	-0.05%	-0.05%	-0.25%	0.77%	0.77%	0.15%	-0.63%	0.80%	-1.28%	-2.08%
国际工程	1.24%	-0.12%	0.13%	-0.16%	-2.07%	-1.92%	0.89%	0.63%	-0.53%	-1.16%	-0.26%	-8.50%	-8.25%
工程咨询	0.02%	0.08%	-0.05%	0.20%	0.03%	0.24%	0.49%	0.44%	0.36%	-0.07%	0.43%	0.04%	-0.39%
钢结构	1.14%	2.05%	2.11%	2.94%	2.75%	2.07%	1.99%	2.03%	1.77%	-0.26%	1.92%	1.60%	-0.32%
房建	0.56%	0.67%	0.76%	0.96%	1.00%	0.89%	1.00%	0.94%	0.96%	0.01%	1.14%	1.14%	0.00%

资料来源：Wind，长江证券研究所

资产减值损失：石油工程大幅计提，国际工程改善明显

2018H1 石油工程行业资产减值损失率（资产减值损失/收入）同比上升 1.41 个百分点至 1.19%，主要是中海油服计提 1.26 亿元资产减值损失而去年同期为-0.33 亿元；国际工程资产减值损失率则同比下降 0.94 个百分点，主要是中钢国际冲回 1.27 亿元而去年同期为 0.85 亿元。此外，装饰及园林行业亦有所下降，同比分别下降 0.71、0.32 个百分点。2 季度石油工程资产减值损失率同比继续上升 2.34 个百分点，国际工程下降 1.89 个百分点，而装饰及园林分别下降 0.69、0.60 个百分点。

表 9：2012-2018Q2 建筑各子行业资产减值损失率变动情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	YOY	2017Q2	2018Q2	YOY
装饰	1.46%	1.57%	1.77%	2.16%	1.91%	2.43%	2.00%	1.68%	0.97%	-0.71%	2.68%	1.99%	-0.69%
专业工程	0.75%	6.47%	1.44%	1.65%	1.96%	1.75%	1.48%	1.20%	1.37%	0.17%	2.10%	2.49%	0.40%
园林	1.15%	1.14%	1.65%	2.12%	1.76%	2.35%	4.14%	1.72%	1.40%	-0.32%	2.42%	1.82%	-0.60%
石油工程	0.85%	0.88%	0.10%	1.19%	4.54%	30.18%	1.89%	-0.22%	1.19%	1.41%	-0.36%	1.98%	2.34%
基建	0.21%	0.21%	0.32%	0.38%	0.64%	0.51%	0.92%	0.41%	0.43%	0.03%	0.65%	0.71%	0.06%
化学工程	0.24%	0.14%	0.28%	0.31%	0.71%	2.21%	2.73%	0.89%	0.69%	-0.20%	1.76%	1.27%	-0.49%
国际工程	0.72%	1.92%	0.80%	1.77%	3.30%	2.36%	0.62%	-0.22%	-1.16%	-0.94%	0.32%	-1.58%	-1.89%
工程咨询	1.09%	1.77%	1.30%	1.96%	2.49%	2.58%	3.16%	2.65%	2.69%	0.05%	3.58%	3.96%	0.39%
钢结构	0.80%	1.39%	1.30%	1.16%	1.78%	1.71%	2.13%	-0.15%	0.18%	0.33%	0.38%	1.27%	0.89%
房建	0.22%	0.42%	0.35%	0.50%	0.43%	0.52%	0.59%	0.52%	0.42%	-0.11%	0.91%	0.70%	-0.21%

资料来源：Wind，长江证券研究所

归属净利率：国际工程显著提升，石油工程降幅最大

2018H1 国际工程归属净利率同比提升 2.39 个百分点，石油工程净利率下降幅度最大，同比下降 2.66 个百分点；2 季度国际工程归属净利率同比上升 5.51 个百分点，石油工程则下降 1.02 个百分点。

表 10：2012-2018Q2 建筑各子行业归属净利率变动情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	YOY	2017Q2	2018Q2	YOY
装饰	5.64%	6.22%	6.78%	6.95%	6.40%	5.81%	5.66%	6.03%	6.14%	0.11%	5.93%	5.77%	-0.17%
专业工程	2.45%	-2.03%	1.66%	1.90%	2.42%	2.63%	2.84%	3.07%	2.89%	-0.18%	2.74%	2.60%	-0.14%
园林	12.12%	13.00%	12.65%	10.81%	8.36%	11.27%	9.09%	10.04%	9.07%	-0.97%	12.79%	12.03%	-0.76%
石油工程	16.23%	15.53%	19.46%	20.97%	11.31%	-35.95%	2.24%	-1.29%	-3.95%	-2.66%	8.00%	6.98%	-1.02%
基建	2.31%	2.39%	2.33%	2.41%	2.58%	2.68%	2.94%	2.90%	3.15%	0.24%	3.07%	3.46%	0.39%
化学工程	6.01%	6.17%	5.86%	5.14%	4.93%	3.66%	2.84%	4.02%	3.68%	-0.34%	4.49%	4.09%	-0.39%
国际工程	4.22%	4.13%	3.75%	5.15%	8.02%	8.40%	8.10%	7.63%	10.02%	2.39%	8.43%	13.94%	5.51%
工程咨询	8.46%	9.08%	10.61%	9.56%	8.73%	9.31%	9.91%	9.60%	10.19%	0.58%	10.18%	11.00%	0.81%
钢结构	5.43%	3.92%	3.90%	3.38%	3.71%	5.18%	5.91%	6.27%	5.93%	-0.34%	7.40%	7.04%	-0.36%
房建	2.54%	2.53%	2.62%	2.56%	2.72%	2.84%	2.98%	3.29%	3.01%	-0.28%	3.44%	3.17%	-0.27%

资料来源：Wind，长江证券研究所

资金占用情况：大部分子行业有所加重

对比“（应收账款+存货）/总资产”指标，建筑 10 个细分子板块中，7 个子行业下游占款均上升，其中工程咨询和石油工程占款上升最为明显，较年初分别上升 4.41、3.57 个百分点，资金面压力有所加重；钢结构、化学工程及专业工程下游占款有所下降，“（应收账款+存货）/总资产”较年初分别下降 1.40、1.06 及 0.65 个百分点。

表 11: 2012-2018Q2 建筑各子行业 (应收账款+存货)/总资产变动情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	较年初变动
装饰	52.35%	54.44%	59.45%	65.20%	62.80%	61.69%	58.63%	58.86%	0.23%
专业工程	44.69%	47.97%	49.56%	49.87%	51.23%	49.48%	45.48%	44.83%	-0.65%
园林	55.48%	59.72%	58.62%	60.29%	53.37%	51.82%	49.56%	49.90%	0.34%
石油工程	9.13%	9.41%	12.40%	13.61%	11.96%	9.37%	12.34%	15.91%	3.57%
基建	39.38%	43.37%	44.10%	44.66%	41.21%	39.72%	38.57%	39.32%	0.75%
化学工程	23.81%	26.15%	29.82%	35.10%	37.99%	39.78%	36.91%	35.86%	-1.06%
国际工程	30.92%	31.61%	28.40%	37.01%	37.98%	38.35%	38.64%	38.88%	0.24%
工程咨询	37.36%	39.03%	42.65%	42.12%	44.40%	43.07%	41.79%	46.20%	4.41%
钢结构	52.54%	57.71%	58.09%	57.64%	58.52%	49.01%	48.56%	47.16%	-1.40%
房建	43.64%	50.65%	51.26%	50.83%	48.00%	47.12%	45.55%	46.60%	1.05%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

现金流: 基建、房建现金流大幅流出

2018H1 房建、钢结构及装饰行业收现比实现提升, 同比分别提高 5.17、2.34、0.42 个百分点; 国际工程、石油工程、专业工程降幅明显, 同比分别下降 12.57、7.35 及 5.83 个百分点。

表 12: 2012-2018Q2 建筑各子行业收现比变动情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	YOY	2017Q2	2018Q2	YOY
装饰	77.23%	76.48%	76.87%	71.79%	80.25%	83.26%	95.26%	96.71%	97.13%	0.42%	76.06%	76.20%	0.14%
专业工程	92.43%	94.22%	94.44%	99.90%	101.47%	99.25%	97.98%	105.56%	99.73%	-5.83%	110.15%	100.01%	-10.14%
园林	63.06%	60.63%	60.02%	65.45%	71.38%	75.20%	67.66%	75.64%	74.03%	-1.61%	42.37%	51.60%	9.23%
石油工程	100.78%	100.39%	89.80%	93.47%	101.71%	112.29%	100.01%	92.85%	85.50%	-7.35%	59.62%	65.95%	6.33%
基建	91.74%	100.96%	94.32%	94.84%	94.43%	98.21%	98.67%	100.34%	99.99%	-0.35%	88.17%	89.56%	1.39%
化学工程	96.67%	95.86%	96.79%	83.08%	68.41%	79.36%	89.86%	90.48%	86.12%	-4.36%	85.18%	75.51%	-9.68%
国际工程	135.12%	100.19%	86.56%	78.21%	90.77%	82.17%	90.48%	115.84%	103.27%	-12.57%	112.57%	115.95%	3.38%
工程咨询	85.41%	94.47%	94.60%	91.58%	92.09%	93.76%	90.31%	89.90%	86.36%	-3.55%	73.45%	70.04%	-3.41%
钢结构	88.54%	92.02%	89.26%	94.59%	92.09%	90.08%	94.13%	100.06%	102.40%	2.34%	81.22%	81.77%	0.55%
房建	94.21%	97.30%	101.95%	94.06%	91.34%	97.62%	99.88%	90.87%	96.04%	5.17%	72.71%	83.32%	10.60%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

2018H1 基建及房建板块经营现金流大幅净流出，净流出金额分别达到 1327 亿、781 亿元，同比分别增加净流出 522 亿、110 亿元；专业工程及化学工程净经营现金流有所改善，同比分别增加净流入 47 亿元和 37 亿元。

表 13：2012-2018Q2 建筑各子行业净经营现金流变动情况（亿元）

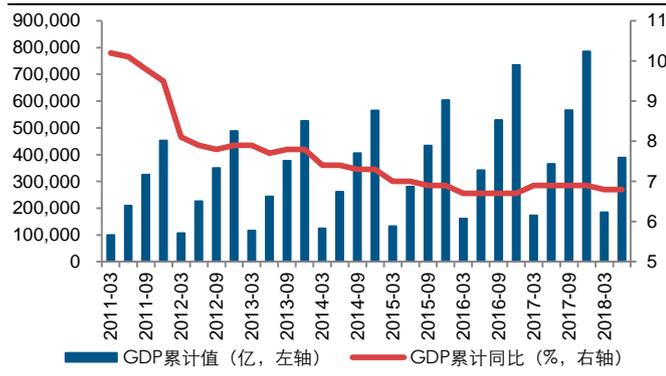
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	YOY	2017Q2	2018Q2	YOY
装饰	7.02	5.07	5.09	-12.15	-11.00	-19.63	3.96	-32.96	-19.05	13.91	8.62	14.05	5.43
专业工程	-164.05	56.23	197.61	164.17	181.60	225.93	178.09	-147.97	-100.96	47.01	27.03	47.13	20.10
园林	-11.45	-16.66	-15.82	-20.92	-18.76	0.40	10.21	-24.99	-32.66	-7.67	-10.97	6.79	17.76
石油工程	91.21	106.06	118.83	142.41	102.20	59.71	57.25	-7.76	-22.49	-14.73	-3.56	-7.17	-3.60
基建	-154.18	182.27	178.38	412.93	1291.39	1529.87	1033.91	-804.64	-1326.74	-522.10	-53.23	-164.64	-111.41
化学工程	47.34	39.25	26.49	25.79	15.11	28.85	45.33	-12.00	25.33	37.33	7.99	36.33	28.34
国际工程	52.58	15.08	23.30	18.86	17.78	-24.01	-2.55	8.80	6.14	-2.66	8.05	9.47	1.42
工程咨询	4.88	8.71	14.81	11.96	11.13	19.52	16.50	-17.97	-23.61	-5.64	-2.25	-4.71	-2.47
钢结构	-8.33	-9.48	1.79	4.77	10.39	20.82	-2.02	-6.69	9.83	16.52	-0.07	11.57	11.64
房建	-109.73	70.60	54.26	219.74	598.71	1120.93	-353.21	-671.36	-781.33	-109.97	127.69	260.77	133.09

资料来源：Wind，长江证券研究所

稳增长或将发力，关注基建产业链相关标的

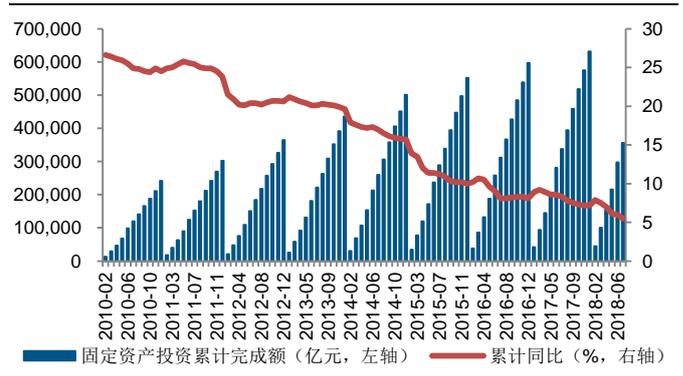
上半年国内经济增长有放缓态势。2018年上半年国内GDP同比增长6.8%，较上年同期下滑0.1个百分点；Q2单季度GDP增速为6.7%，较2018Q1、2017Q2分别下滑0.1、0.2个百分点。前7月份固定资产投资增速为5.5%，呈逐月下滑态势；分项来看，制造业投资同比增长7.3%持续复苏，而狭义基建投资同比增长5.7%增速大幅下滑，房地产开发投资同比增长10.2%，虽然维持较快增速，但考虑到政府表态严控房价，未来增速或有下滑压力。

图 13：2011 年至今 GDP 累计值及同比



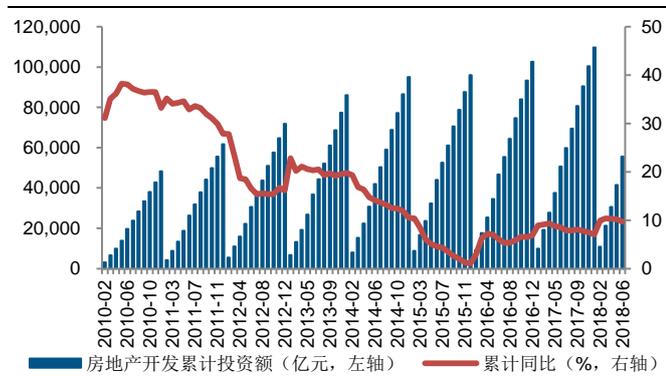
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：2010 年至今固定资产投资累计值及同比



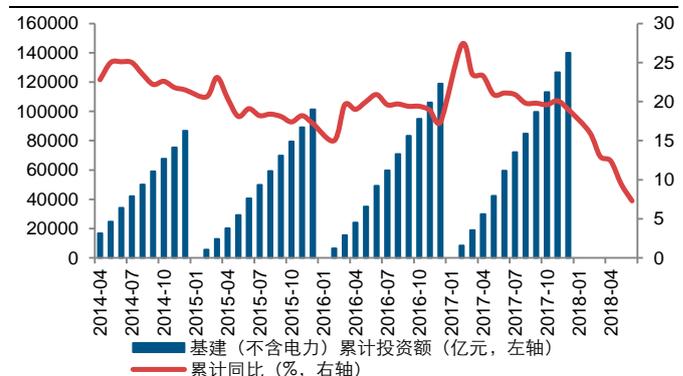
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：房地产开发投资额及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 16：狭义基建投资额及增速（2018 年以来统计局仅公布同比数据）



资料来源：Wind，长江证券研究所

中美贸易摩擦使得稳增长需求再起。2018 年 3 月以来中美贸易摩擦不断，美方 6 月发布了加征关税的商品清单，将对从中国进口的约 500 亿美元商品加征 25% 的关税，税后中方国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等 14 类 106 项商品加征 25% 的关税，涉及 2017 年我国自美国进口金额约 500 亿美元；之后美方拟进一步对从我国进口的约 2000 亿美元商品加征关税，我国国务院关税税则委员会随即决定对原产于美国的约 600 亿美元商品加征 25%、20%、10%、5% 不等的关税，贸易摩擦下国内稳增长需求显著增强。

表 14：今年以来中美贸易摩擦情况一览

日期	美方	中方
2018/3/23	特朗普在白宫正式签署对华贸易备忘录，并当场宣布将有可能对从中国进口的600亿美元商品加征关税，并限制中国企业对美投资并购	
2018/4/3	美国贸易代表办公室在其网站公布了长达58页的对华征税建议清单。该清单基于“301调查”，包含大约1300个独立关税项目，建议税率为25%，总额涉及约500亿美元中国出口商品，主要涉及航空航天、信息和通信技术、机器人和机械、医药等行业	
2018/4/4		中国对美方对华产品加征关税建议清单做出了回击。经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税，涉及2017年中国自美国进口金额约500亿美元
2018/4/5	特朗普要求美国贸易代表办公室考虑对中国商品征收1000亿美元额外关税	
2018/4/16	美国商务部下令禁止美国公司向中兴出口电信零部件产品，期限为7年	
2018/4/22	美国财长姆努钦21日表示，他正考虑去中国就贸易问题进行谈判，并对两国未来达成协议解决争端的可能性持“谨慎乐观”态度	
2018/5/4	中美贸易磋商在北京落下帷幕，双方均认为，发展健康稳定的中美经贸关系对两国十分重要，双方应致力于通过对话磋商解决经贸纠纷	
2018/5/19	中美两国在华盛顿就双边经贸磋商发表联合声明，双方同意，将采取有效措施实质性减少美对华货物贸易逆差	
2018/5/29	白宫发布声明称，美国仍将对500亿中国商品征收25%的关税，具体商品清单将在6月15日公布，关税将在此后不久施行	中国商务部新闻发言人29日深夜发表声明，无论美方出台什么举措，中方都有信心、有能力、有经验捍卫中国人民利益和国家核心利益
2018/6/2	国务院副总理带领中方团队与美国商务部长罗斯带领的美方团队在北京钓鱼台国宾馆就两国经贸问题进行了磋商	
2018/6/7		中国商务部发言人表示，中国将履行在华盛顿达成的共识；而本次中美经贸磋商细节尚待双方确认；中国不希望中美贸易摩擦升级
2018/6/15	美国政府发布了加征关税的商品清单，将对从中国进口的约500亿美元商品加征25%的关税	经国务院批准，国务院关税税则委员会发布公告决定，对原产于美国的659项约500亿美元进口商品加征25%的关税
2018/6/19		中国商务部：美方在推出500亿美元征税清单之后，又变本加厉，威胁将制定2000亿美元征税清单
2018/7/6	美国海关和边境保护局宣布，美国将于当地时间7月6日起对第一批清单上818个类别、价值340亿美元的中国商品加征25%的进口关税。作为反击，中国也将于同日对同等规模的美国产品加征25%的进口关税	
2018/7/11	美国政府发布了将对从中国进口的约2000亿美元商品加征10%关税的措施	
2018/8/2	美国贸易代表声明称拟将加征税率由10%提高至25%	
2018/8/3		中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国的5207个税目约600亿美元商品，加征25%、20%、10%、5%不等的关税

2018/8/30

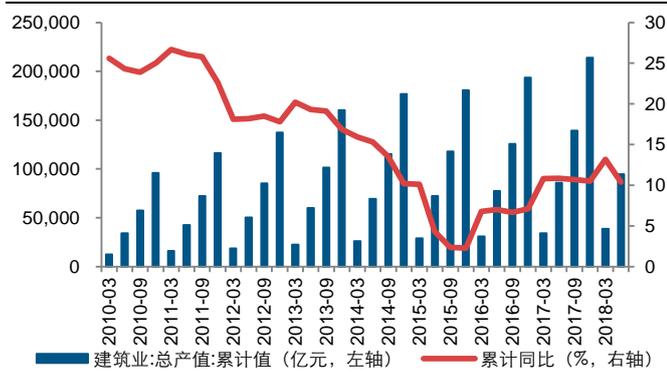
商务部副部长带队前往美国进行新一轮的中美贸易磋商，8月30日下午，商务部新闻发言人在例行发布会上介绍，双方在华盛顿举行的副部级磋商中同意，将就下一步安排保持接触。

资料来源：凤凰资讯，新京报，长江证券研究所

基建再度成为稳增长主要手段。2018年上半年，受地方政府债务整顿和PPP项目库清理的影响，基建领域的有效需求不足，导致建筑业新签订单增速见顶回落；受资管新规落地影响，表外融资大幅缩水，建筑业产业链资金需求难以满足，延缓部分新建和在建项目落地。在贸易摩擦背景下，基建稳增长有望重新发挥作用，建筑企业基本面或迎来积极变化：

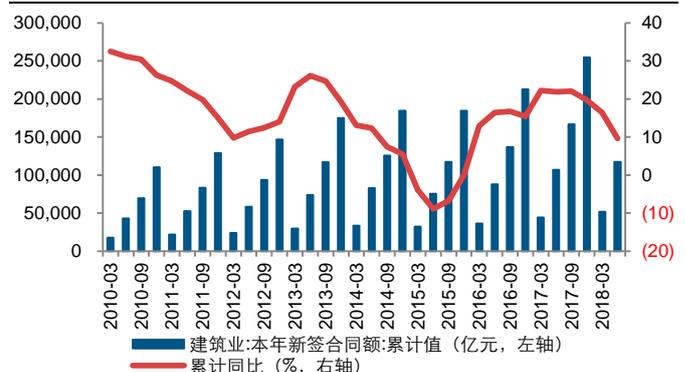
1) **需求复苏传导助力订单和产值增速企稳。**随着地方专项债加快发行，部分政府投融资平台恢复融资，发改委恢复城轨建设规划审批工作，未来在建和新建项目有望加快推进，考虑到传导周期，预计新签和产值增速在4季度会出现好转。

图 17: 建筑业总产值及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

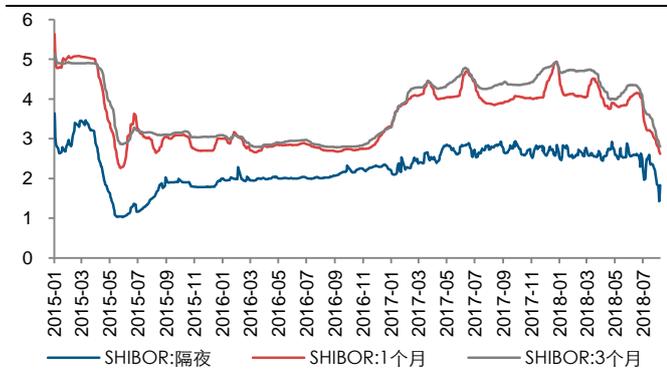
图 18: 建筑业新签及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

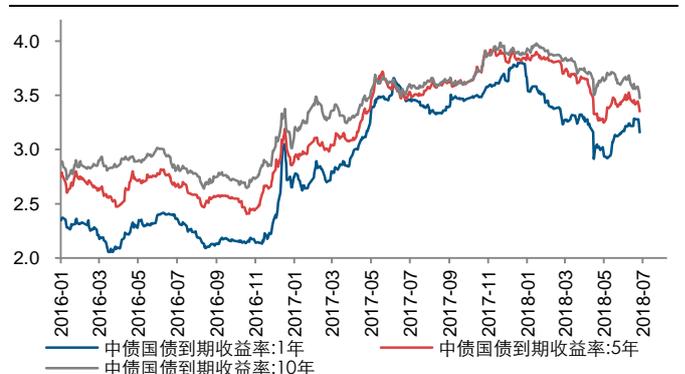
2) **资金宽松有望纾解实体经济“融资难”、“融资贵”等问题。**央行鼓励国内银行放贷及信用债投资，银保监会强调打通货币政策传导机制，降准、MLF 等货币手段陆续实施，使得银行拆借利率、国债收益率已出现明显下降趋势，预计较宽松的资金面将逐渐传导至实体经济，有效降低企业融资成本，缓解经营现金流紧缺局面，助力业务恢复正常。

图 19: 近期银行间拆借利率大幅下降 (%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 20: 近期国债到期收益率开始回调 (%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

我们认为，作为下半年政策利好的行业之一，建筑是为数不多具有相对收益乃至绝对收益的板块，值得重点配置，建议关注最受益稳增长及估值具有优势的个股，比如苏文科、中设集团、岭南股份、金螳螂、中国交建、中国建筑、葛洲坝、中国化学等等。

苏文科——持续成长、激励充分的民营工程咨询龙头企业：1) 持续的外延并购+属地化建设助力市占率不断提升，过去4年公司利润保持20%以上增速；2) 员工激励充分，业绩释放动力足，公司事业伙伴计划要求归属业绩增速20%以上；3) EPTISA和TA业务整合有序推进，国际化战略和国内环境监测市场拓展值得期待，公司当前股价9.56元，相对于18年EPS的PE估值为13倍，PEG<1估值相对较低。

中设集团——逆势扩张的领先勘设企业：公司作为全国性的综合工程设计咨询公司，拥有业内顶级的工程设计和工程勘察综合甲级资质，行业竞争力名列前茅。近年来通过外延并购和属地化建设，进一步完善省外市场布局，带动市场占有率不断提升；公司积极布局EPC、PPP等业务，为业绩持续增长打造新动能；此外，公司积极打造智能和环保两大创新平台，积极培育新兴战略方向，当前公司相对于18年EPS的PE估值为13.3倍。

岭南股份——生态+文旅双轮驱动，业绩持续高增：1) 公司于2017年10月完成对新港永豪75%的股权收购，生态环保领域业务继续拓宽；2) 2015-2016年公司陆续收购恒润科技和德马吉，2017年再度收购微传播23%股份，文旅行业雏形已成，成为业绩新增长点值得期待；3) 今年以来（截至2018/8/17），公司公告的预中标/中标/签署合同订单金额接近150亿元，是2017年收入的3.1倍左右，订单相对充裕；资金方面，公司6.6亿元可转债发行正有序开展，拟发行的3亿美元境外债也在持续推进中，有力保障订单落地执行，目前相对于18年EPS的PE估值仅约10.0倍。

金螳螂——拓展家装业务取得突破的装饰龙头：2018H1公司营收同比增长15%，主要受益于互联网家装业务实现营收12.74亿元同比大幅增长73.98%，而传统公装业务保持稳健增长，营收81.59亿元同增12.93%。2018H1金螳螂电子商务实现营收13亿同增77%，净利润393万扭亏为盈；截至目前，家装电商累计设立“金螳螂家”超过160家，随着规模不断拓展，未来业绩释放值得期待。2018H1公司新签订单合计179亿元同增19%，其中住宅类订单表现亮眼，新签66亿元同增61%，为家装利润释放打下坚实基础，目前相对于18年EPS的PE估值为11.0倍。

中国建筑——增长稳健估值较低的建筑蓝筹：1) 建筑业务结构改善，毛利率相对较高的基建订单和收入占比增加，带来建筑业务综合利润率提升；2) 2016年以来地产业务销售额持续较快增长，拿地速度明显加快，地产收入进入结算期，有利于后期利润释放；3) 公司旗下三大业务板块在行业内均处于领先地位，收入和利润规模位居建筑板块第一；同时股权激励限定业绩增长下限，相对于18年EPS的PE估值仅6.2倍，是增长稳健估值较低的建筑蓝筹。

葛洲坝——坚定转型可再生资源的环保龙头：1) 公司近年来坚定转型环保业务，2018H1环保业务营收占比达到24%取得初步成效，随着公司深加工设备陆续到位并投产，未来可再生资源的盈利能力将逐渐提升（2017、2018H1环保板块毛利率分别为0.96%、2.05%），此外，公司在生态修复/水系治理/固废处理等领域布局也进展顺利；2) 公司建筑业务在手订单充裕，2017年底在手未完工合同近3000亿元，超过2017年施工收入的4倍，有力支撑未来收入增长；3) 目前相对于18年EPS的PE估值仅6.1倍。

中国化学——受益大宗商品上涨、业绩迎来反转的化学工程龙头：1) 国内供给侧改革、环保督察背景下，大宗商品持续涨价，公司下游化工及石化企业盈利明显改善，资本开支出现复苏迹象，有力支撑公司合同新签和落地增加；2) 煤化工环评审批自 2016 年重新开启，在油价上涨的催化下项目有望加速落地，公司煤化工市占率较高，订单和收入弹性大；3) 2018 年上半年实现营收 340.08 亿元同增 36.34%，归属净利润 10.85 亿元同增 27.95%，1-7 月新签共 905 亿元同增 81%，在手合同充裕为收入持续快速增长打下坚实基础，目前对应 18 年 EPS 的 PE 估值约 13 倍。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。