



2018年09月06日

增持(维持)

分析师：刘萍

执业编号：S0300517100001

电话：0755-83331495

邮箱：liuping_bf@lxsec.com

《建筑装饰行业报告_【联讯建筑建材中报前瞻】水泥中报靓丽，建筑精选个股》

2018-07-17

《建筑装饰行业报告_【联讯建筑建材行业深度】论基建产业链机会和空间》

2018-08-03

《建筑装饰行业报告_【联讯建筑行业点评】长春轨交三期规划获批，基建托底经济持续验证》2018-08-13

建筑装饰

【联讯建筑中报总结】精细管理粗现曙光，回款好转周转加快

投资要点

◇ 行业景气维持高位

尽管上半年受基建投资增速快速下滑影响，固定资产投资增速持续回落，但从上市公司中报来看，上半年景气度依然较高，收入增速进一步走高。1H18建筑装饰上市公司实现整体营业总收入 21437 亿元，同比增长 10.91%，较 2017 全年增速提高 2.09 个百分点，延续了 2015 年增速回落至 4.51%触底以来的回升趋势。行业景气度与投资增速一定程度的背离我们判断一方面传导有一定的滞后性，另一方面，由于 PPP 带来的行业集中度提升仍在持续，上市公司表现优于行业整体。

从细分领域来看，营业收入增速排名前三的分别是钢结构（29.16%）、专业工程（25.88%）和园林（24.49%）；从单季度来看，Q2 整体建筑装饰上市公司实现营业总收入 11860.37 亿，同比增长 8.59%，营业收入增速较 2017 年 Q2 下降 5.11 个百分点。

2018 年上半年，建筑装饰板块整体归母净利润总额为 725 亿元，增速为 13.04%，较 1H2017 下降 4.69 个百分点，较 2017 全年增速下降 4.74 个百分点。尽管板块利润增速回落，但依然高于收入增速，主要还是因为费用率下降及 PPP 占比提升带来的毛利率提升。

◇ 费用率持续下降，板块盈利能力增强

1H18 建筑装饰材板块整体毛利率达到 11.74%，较 2017 年全年小幅上升 0.05 个百分点，同比 1H2017 上升 0.43 个百分点；1H18 板块销售净利率达到 3.98%，较 2017 年全年上升 0.37 个百分点；同比 1H2017 上升 0.16 个百分点，1H18 建筑装饰板块期间费用率 5.07%，相较于 2017 年全年下降 0.91 个百分点，同比 2017 年上半年下降 0.59 个百分点。

◇ 应收账款首现负增长，周转加快

2018 年上半年建筑装饰板块整体收现比达到 98.04%，同比 1H2017 上升 1.13 个百分点，与 2017 年基本持平。1H18 建筑装饰板块整体应收账款总额为 8199.08 亿元，相较 1H2017 下降 1338 亿元，降幅达到 14.03%，相较于 2017 年末下降 1409.18 亿元；其中，2018 年上半年基建应收账款额同比 1H2017 下降 24.50%至 4997.04 亿元；房建应收账款额同比 1H2017 大幅度减少 90.33%至 161.64 亿元。

◇ 高增长低估值品种主要集中在 PPP、基建和国际工程

我们以 15 倍作为 PE 的分界线，以 20%作为增速的分界线绘制散点图，落在第四象限的公司是行业内高增长和低估值企业的代表。从第四象限公司分布来看，主要集中在 PPP、基建、国际工程业务上。具体而言，PPP 板块主要有岭南股份、龙元建设、铁汉生态和东方园林；基建公司主要有中国中铁、



中国铁建、四川路桥、中国中冶和中国电建；国际工程公司主要有北方国际、中工国际和中材国际等。

◇ 维持“增持”评价

从中报的表现来看，忧喜参半，忧的是行业景气度维持在高位，但是 2 季度收入增速拐点似乎已经出现，由于投资增速的下行，行业增速可能进一步回落，喜的是考虑目前政策的变化，基建增速可能在四季度实现见底回升，则对明年的预期可以不用过于悲观。

中报的亮点在于行业费用率的显著下降和应收账款绝对额开始出现拐点，管理费用率下降说明行业开始向精细化管理转变，当然也有规模效应的原因；而应收账款周转的显著变化说明行业开始从追求规模向追求效益转变。

我们依然建议关注受益政策转向的基建央企和国企：主要标的包括两铁、中国建筑、交建和四川路桥；同时关注行业景气较高的设计企业如苏交科、浙江交科等；其余建议关注行业景气度较高，增长较快的名家汇，受益全装修推行的全筑股份，高增长低估值的岭南股份，以及稀缺的 2C 标的东易日盛。。

◇ 风险提示

政策落地不及预期；房地产投资大幅下滑；基建复苏不及预期；回款情况恶化；



目录

行业景气维持在高位.....	5
1H18 收入增速继续走高，行业维持高景气.....	5
细分领域来看，钢结构、专业工程和园林收入增长较快.....	6
从单季度来看，Q2 收入增速有所回落.....	7
1H18 板块净利润增速较 17 年有所回落，但依然高于收入增速.....	8
分季度看，Q2 增速较去年同期有所回落.....	9
设计业务景气度走高，装饰有回暖迹象.....	10
费用率持续下降，板块盈利能力增强.....	11
1H18 板块毛利率保持稳定，国际工程、钢结构和基建毛利率上行明显.....	11
1H18 板块净利率小幅上升，国际工程和设计净利润上升较明显.....	12
1H18 板块费用率下降明显，主要是管理费用率下降明显.....	13
受央企回款较好带动，行业应收账款周转加快.....	14
回款好转，收现比提升.....	14
应收账款多年来首现负增长，行业周转提速.....	14
应收账款大幅下降主要是央企回款好转.....	15
高增长低估值主要集中在 PPP、基建和国际工程业务.....	17
行业评级与投资建议.....	19
风险提示.....	19

图表目录

图表 1： 2018 年上半年建筑装饰板块整体营业收入同比增速 10.91%.....	5
图表 2： FAI 增速持续下滑.....	5
图表 3： 基建投资增速持续下滑.....	5
图表 4： 房地产开发投资增速维持高位.....	6
图表 5： 制造业投资增速底部回暖.....	6
图表 6： 2011-1H2018 建筑装饰板块营收增速对比（%）.....	6
图表 7： 2011-1H2018 建筑装饰细分板块营收增速对比.....	6
图表 8： 2018Q2 单季度建筑装饰板块营业收入增速 8.59%.....	7
图表 9： 2011Q2-2018 Q2 建筑装饰细分板块单季度营收增速对比.....	7
图表 10： 2018 年 1-6 月建筑装饰板块整体归母净利润增速 27.44%.....	8
图表 11： 2011-1H2018 建筑装饰板块归母净利润增速对比.....	8
图表 12： 2011-1H2018 建筑装饰板块归母净利润增速对比.....	9
图表 13： 2011Q2-2018Q2 建筑工程板块单季度整体营收增速对比.....	9
图表 14： 2018Q2 单季度建筑装饰板块整体归母净利润增速 3.17%.....	10
图表 15： 2011Q2-2018 Q2 建筑装饰细分板块单季度归母净利润增速对比.....	10
图表 16： 2011Q2-2018Q2 建筑装饰细分板块单季度归母净利润增速对比.....	11
图表 17： 1H18 板块整体销售毛利率为 11.74%.....	11



图表 18: 2011-1H2018 细分领域销售毛利率对比.....	11
图表 19: 2011-1H2018 建筑装饰细分板块销售毛利率.....	11
图表 20: 18 年上半年建筑装饰板块销售净利率达到 3.98%.....	12
图表 21: 2011-1H2018 建筑装饰板块净利率.....	12
图表 22: 2011-1H2018 建筑装饰细分板块销售净利率.....	12
图表 23: 1H2018 建筑装饰板块整体费用率为 5.07%.....	13
图表 24: 2011-1H2018 建筑装饰板块销售费用率.....	13
图表 25: 2011-1H2018 建筑装饰板块管理费用率.....	13
图表 26: 2011-1H2018 建筑装饰板块财务费用率.....	13
图表 27: 1H2018 建筑装饰板块收现比为 98.04%	14
图表 28: 2011-1H2018 建筑装饰板块细分板块收现比.....	14
图表 29: 2011-1H2018 建筑装饰板块应收账款总额	14
图表 30: 2011-1H2018 建筑装饰板块应收账款总额（亿元）	15
图表 31: 2011-1H2018 建筑装饰细分板块应收账款总额	15
图表 32: 18 年上半年建筑装饰板块整体应收账款周转率上升至 2.41.....	16
图表 33: 1H2011-1H2018 细分板块应收账款周转率	16
图表 34: 1H2011-1H2018 建筑装饰细分板块应收账款周转率.....	16
图表 35: 剔除营收为负后上市公司营收增速和 PE 值分布	17
图表 36: 1H2011-1H2018 建筑装饰细分板块应收账款周转率.....	17

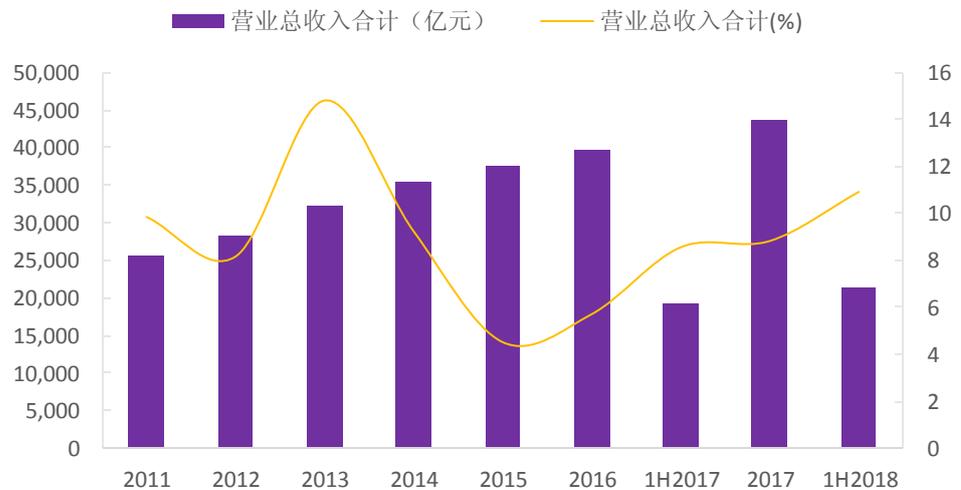


行业景气维持在高位

1H18 收入增速继续走高，行业维持高景气

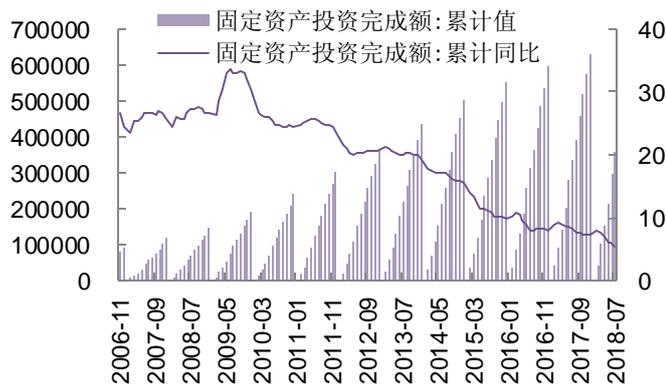
尽管上半年受基建投资增速快速下滑影响，固定资产投资增速持续回落，但从上市公司中报来看，上半年景气度依然较高，收入增速进一步走高。1H18 建筑装饰上市公司实现整体营业总收入 21437 亿元，同比增长 10.91%，较 2017 全年增速提高 2.09 个百分点，延续了 2015 年增速回落至 4.51% 触底以来的回升趋势。行业景气度与投资增速一定程度的背离我们判断一方面传导有一定的滞后性，另一方面，由于 PPP 带来的行业集中度提升仍在持续，上市公司表现优于行业整体。

图表1： 2018 年上半年建筑装饰板块整体营业收入同比增速 10.91%



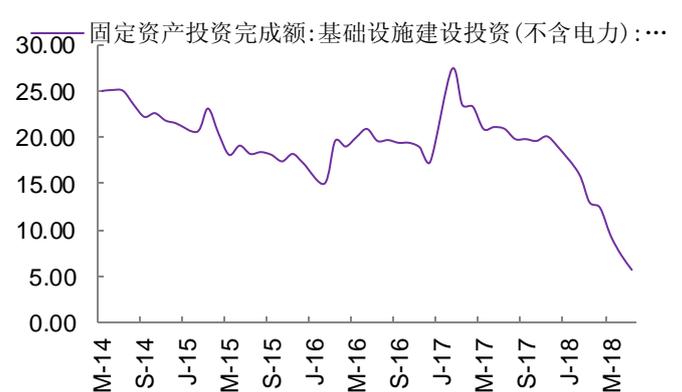
资料来源：Wind，联讯证券

图表2： FAI 增速持续下滑



资料来源：Wind，联讯证券

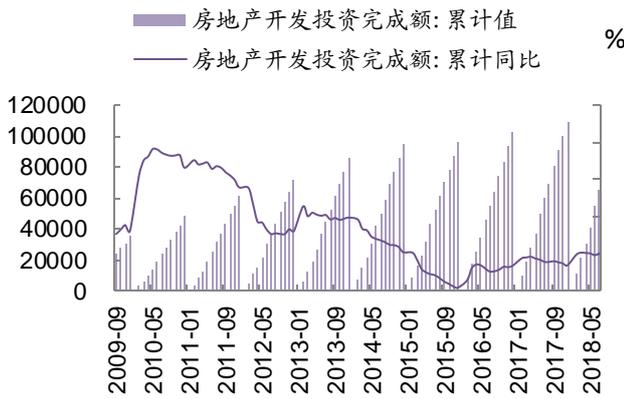
图表3： 基建投资增速持续下滑



资料来源：Wind，联讯证券

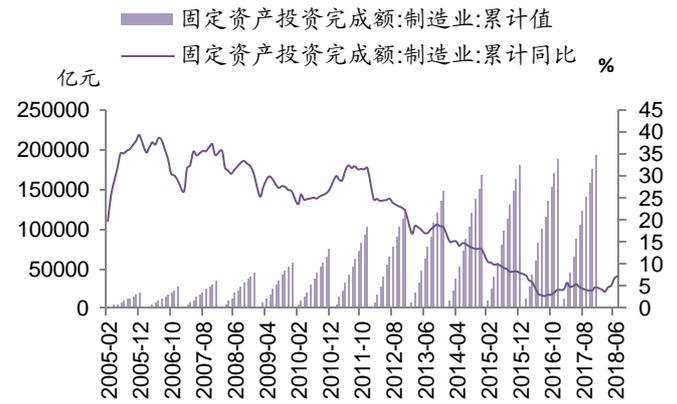


图表4: 房地产开发投资增速维持高位



资料来源: Wind, 联讯证券

图表5: 制造业投资增速底部回暖



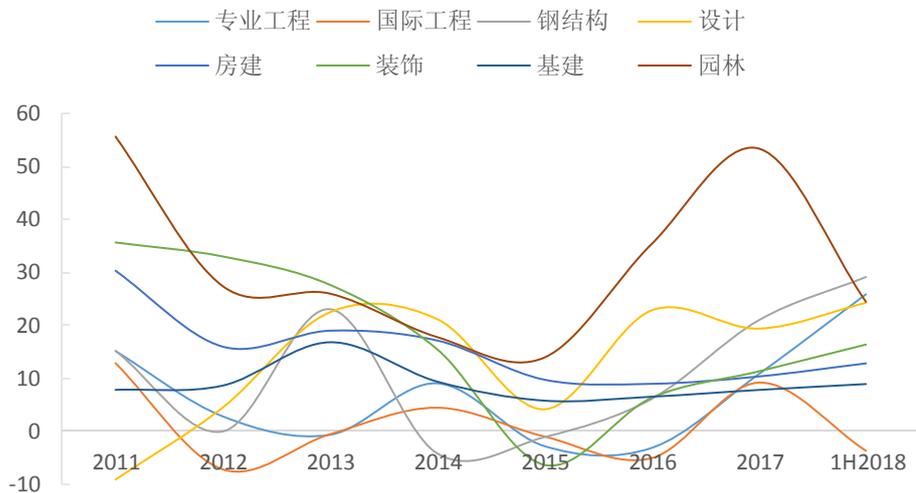
资料来源: Wind, 联讯证券

细分领域来看, 钢结构、专业工程和园林收入增长较快

2018 年上半年, 建筑装饰细分板块营业收入增速排名前三的分别是钢结构 (29.16%)、专业工程 (25.88%) 和园林 (24.49%); 营业收入增速排名后三位分别是国际工程 (-3.66%)、(基建 8.94%) 和房建 (12.84%)。

从增速的变化来看, 除园林板块外, 其它细分领域增速较去年同期均有提升, 收入呈现加速增长态势, 而园林上半年受屈杠杆影响明显, 尽管依然较快增长, 但增速出现明显回落。

图表6: 2011-1H2018 建筑装饰板块营收增速对比 (%)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表7: 2011-1H2018 建筑装饰细分板块营收增速对比

营业总收入合计 (同比增长率)								
	专业工程	国际工程	钢结构	设计	房建	装饰	基建	园林
2011	15.1776	12.8833	15.1971	-9.0960	30.3383	35.6827	7.8408	55.6765



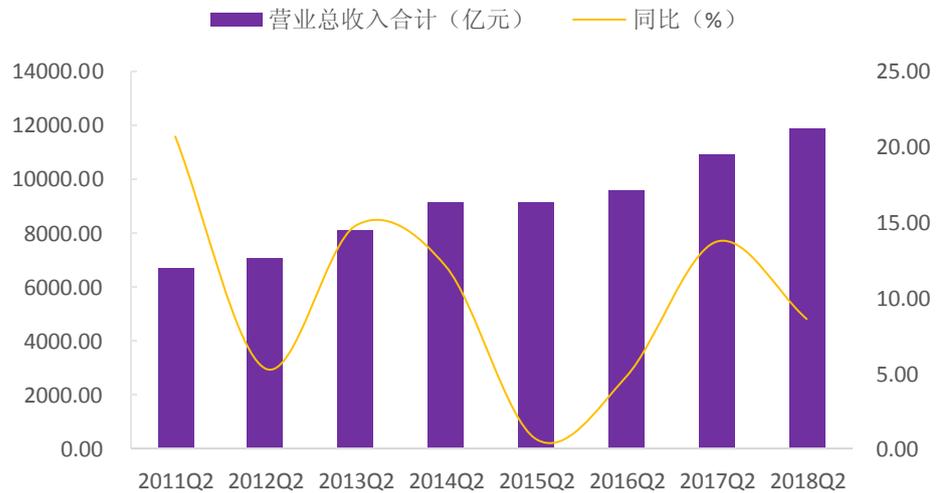
	营业总收入合计（同比增长率）							
2012	2.8340	-7.1697	-0.0110	4.5001	16.0026	33.0407	8.6475	27.4322
2013	-0.6514	-0.5473	23.0791	22.4987	19.0161	27.6835	16.8364	26.0221
2014	9.0806	4.4711	-4.1428	21.2150	17.1638	15.5193	9.4034	17.8076
2015	-2.7753	-0.9635	-1.0913	4.1782	9.7642	-6.3162	5.8031	13.9355
2016	-3.1265	-5.0508	6.1099	22.8490	8.9846	6.3298	6.5479	35.3681
2017	10.8002	9.2117	20.9818	19.4079	10.3703	11.3289	7.8256	53.4249
1H2018	25.8843	-3.6607	29.1572	24.2834	12.8407	16.3957	8.9389	24.4908

资料来源: wind, 联讯证券

从单季度来看，Q2 收入增速有所回落

从单季度来看，Q2 整体建筑装饰上市公司实现营业总收入 11860.37 亿，同比增长 8.59%，营业收入增速较 2017 年 Q2 下降 5.11 个百分点，下滑明显。

图表8： 2018Q2 单季度建筑装饰板块营业收入增速 8.59%



资料来源: Wind, 联讯证券

2018 年上半年，建筑装饰细分板块 Q2 单季度营收增速最高的前三个板块分别是：钢结构（30.67%）、专业工程（26.09%）和设计（25.75%）；营收增速最低的前三个板块分别是：国际工程（-11.32%）、基建（6.49%）和房建（10.33%）。

增速提速的板块仅有钢结构和专业工程，其余板块增速较去年同期均有所回落，回落幅度较大的是园林板块。

图表9： 2011Q2-2018 Q2 建筑装饰细分板块单季度营收增速对比

	单季度-营业收入合计（同比增长率）							
	专业工程	国际工程	钢结构	设计	房建	装饰	基建	园林
2011Q2	22.8687	0.9732	23.7751	-37.3575	36.0191	41.0637	20.1603	77.9893
2012Q2	2.6431	10.2500	-8.0214	-28.3631	11.1960	25.1452	0.8920	26.1724
2013Q2	-15.9142	-8.1112	26.3940	23.2646	17.8504	40.0417	19.9035	36.0264
2014Q2	14.2311	35.1683	-0.9981	21.0421	20.8064	16.5574	11.0874	33.0219
2015Q2	-4.6129	-15.8649	-4.2309	16.9330	3.7152	-7.8868	-1.5255	6.9191



	单季度-营业收入合计（同比增长率）							
2016Q2	-3.8227	-12.6328	-0.1186	14.3007	16.5567	2.0210	6.4691	14.9248
2017Q2	6.5048	20.3190	26.4395	26.4325	13.6685	20.3003	11.8837	64.3045
2018Q2	26.0936	-11.3195	30.6716	25.7507	10.3276	13.3655	6.4866	15.1615

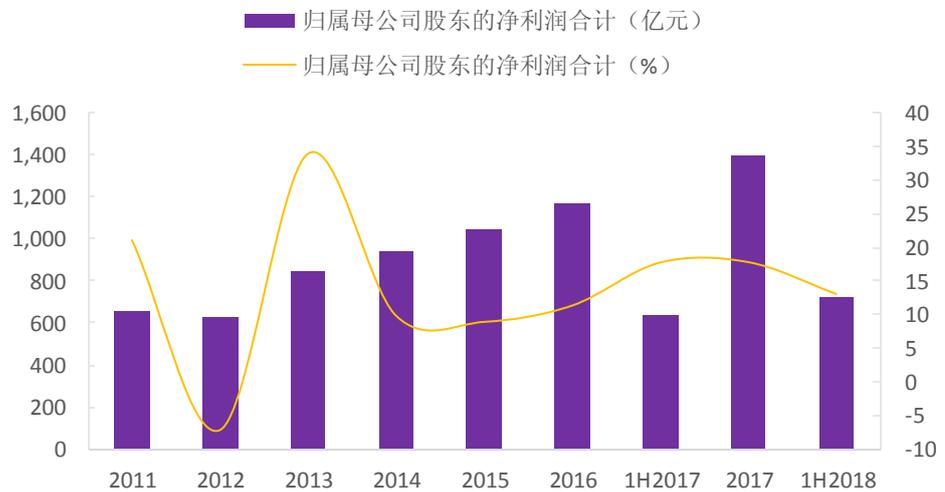
资料来源: wind, 联讯证券

1H18 板块净利润增速较 17 年有所回落，但依然高于收入增速

2018 年上半年，建筑装饰板块整体归母净利润总额为 725 亿元，增速为 13.04%，较 1H2017 下降 4.69 个百分点，较 2017 全年增速下降 4.74 个百分点。

尽管板块利润增速回落，但依然高于收入增速，主要还是因为费用率下降及 PPP 占比提升带来的毛利率提升。

图表 10: 2018 年 1-6 月建筑装饰板块整体归母净利润增速 27.44%



资料来源: Wind, 联讯证券

图表 11: 2011-1H2018 建筑装饰板块归母净利润增速对比

	归属母公司净利润合计（同比增长率）							
	专业工程	国际工程	钢结构	设计	房建	装饰	基建	园林
2011	-1.4437	11.7509	18.9445	-3.7669	45.6039	42.3662	25.9688	51.8644
2012	-129.7939	-35.9540	-44.8547	-10.8325	15.5609	45.5453	10.0866	35.5174
2013	442.7632	-56.5988	39.9113	31.0261	27.7870	25.6747	16.6880	22.2614
2014	12.6104	44.0487	3.3974	-6.4810	10.2070	11.6486	10.7986	4.7571
2015	5.7361	75.3200	-2.2772	6.7542	15.0394	-17.0718	9.6032	-18.3244
2016	-9.5766	14.2708	44.9898	31.9791	15.1089	-1.8736	11.8766	84.8676
2017	6.0290	16.0313	50.9920	11.5697	11.4440	22.9497	17.4717	-2.7897
1H2018	14.2595	17.9348	28.6086	33.5563	8.1357	24.1340	11.9685	13.5731

资料来源: wind, 联讯证券

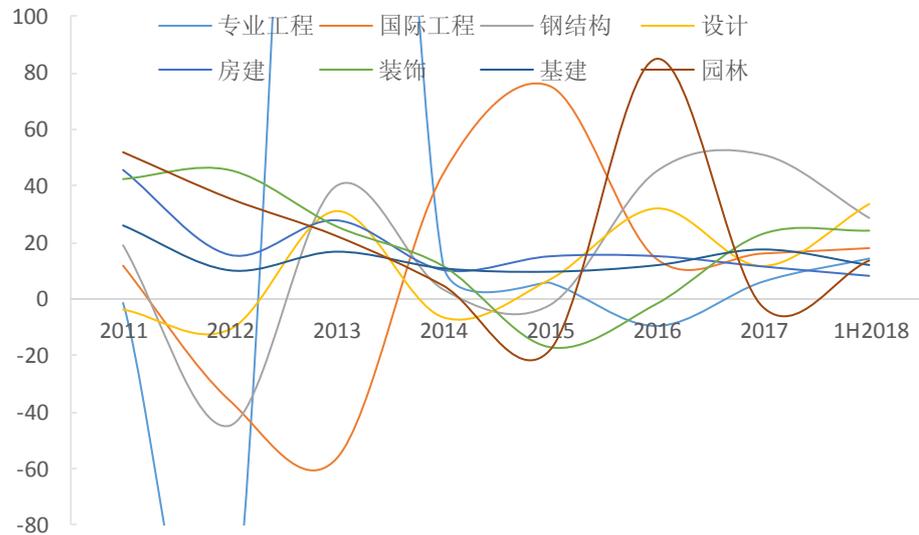
2018 年上半年，归属母公司净利润增速排名前三的分别是设计（33.56%）、（钢结构 28.61%）和装饰（24.13%）；归母净利润增速排名后三位分别是房建（8.13%）、基



建（11.97%）和园林（13.57%）。

利润增速加速的细分板块有钢结构、设计、专业工程等，园林行业 17 年负增长主要是中毅达、美丽生态和云投生态三家问题公司出现大额亏损。

图表 12: 2011-1H2018 建筑装饰板块归母净利润增速对比

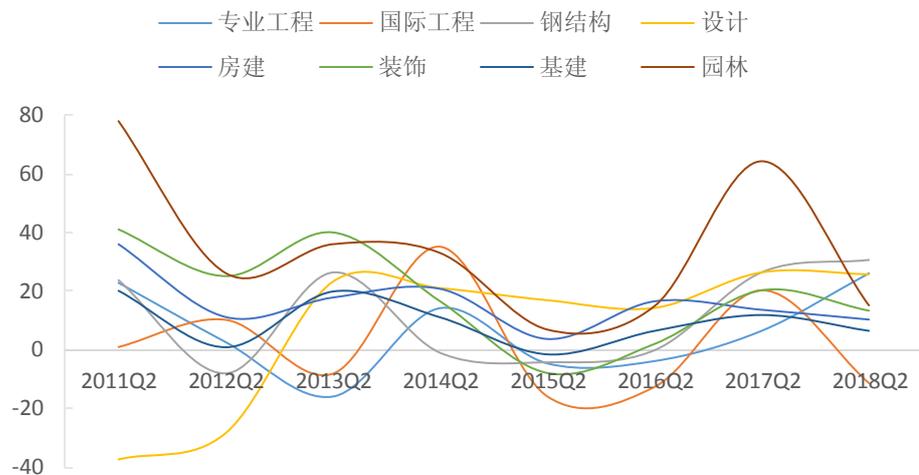


资料来源: Wind, 联讯证券

分季度看，Q2 增速较去年同期有所回落

Q2 单季度整体建筑装饰上市公司实现归母净利润 436.46 亿，同比增长 13.06%，较 2017Q2 增速降低 6.66 个百分点。

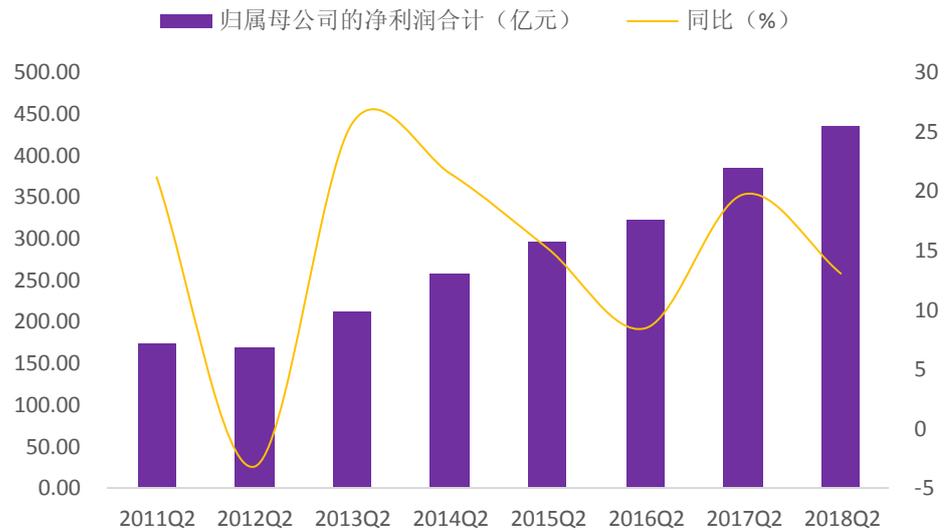
图表 13: 2011Q2-2018Q2 建筑工程板块单季度整体营收增速对比



资料来源: Wind, 联讯证券



图表14: 2018Q2 单季度建筑装饰板块整体归母净利润增速 3.17%



资料来源: Wind, 联讯证券

图表15: 2011Q2-2018 Q2 建筑装饰细分板块单季度归母净利润增速对比

	单季度-营业收入合计 (同比增长率)							
	专业工程	国际工程	钢结构	设计	房建	装饰	基建	园林
2011Q2	-1.2874	24.0308	31.9318	84.8441	32.6455	39.7343	25.0583	93.5654
2012Q2	-93.2968	-37.6186	-28.4121	-57.1366	4.3949	48.0131	0.5175	52.2318
2013Q2	1,459.2357	-7.2409	7.1222	60.6750	12.1874	33.6874	19.6483	22.0067
2014Q2	26.6050	-26.2386	13.4823	-13.9658	36.7865	11.6294	15.6650	34.5737
2015Q2	-14.7555	49.6665	-2.4533	14.8727	12.5507	1.1382	8.5881	-14.0787
2016Q2	-8.8010	12.9774	79.0252	36.2213	20.1643	-15.8731	11.9498	34.4685
2017Q2	16.7159	30.8957	13.9725	-1.0216	13.0930	12.5234	16.0095	37.9161
2018Q2	9.9837	13.5042	35.0491	54.5140	3.0357	25.8558	10.5046	9.0256

资料来源: 联讯证券, wind

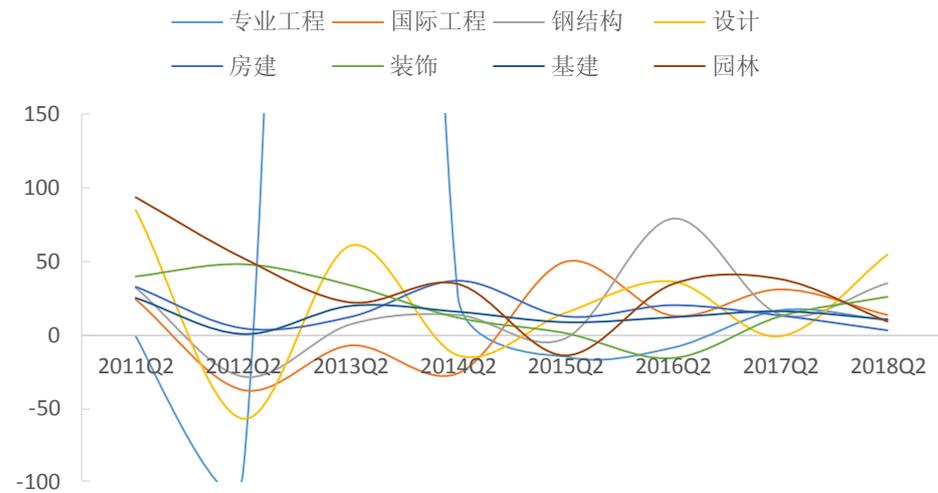
设计业务景气度走高, 装饰有回暖迹象

从细分领域来看, 建筑装饰细分板块 Q2 单季度归母净利润增速最高的前三个板块分别是: 设计 (54.51%)、钢结构 (35.05%) 和装饰 (25.86%); 增速最低的前三个板块分别是: 房建 (3.04%)、园林 (9.03%) 和专业工程 (9.98%)。

设计业务净利润出现明显的加速趋势, 其余有加速迹象的还包括装饰, 随着地产投资的持续超预期, 全装修房的兴起, 装饰行业有回暖迹象。



图表16: 2011Q2-2018Q2 建筑装饰细分板块单季度归母净利润增速对比



资料来源: Wind, 联讯证券

费用率持续下降, 板块盈利能力增强

1H18 板块毛利率保持稳定, 国际工程、钢结构和基建毛利率上行明显

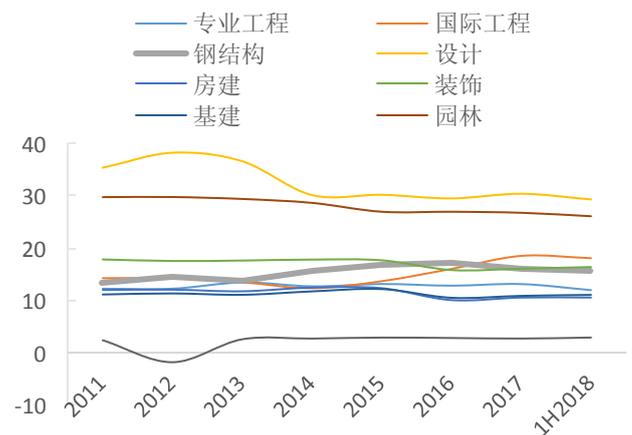
2018 年上半年建筑装饰材板块整体毛利率达到 11.74%, 较 2017 年全年小幅上升 0.05 个百分点, 同比 1H2017 上升 0.43 个百分点, 其中, 毛利率上升的板块有国际工程、钢结构、房建、装饰和基建, 分别上升 1.17、0.66、0.19、0.37、0.5 个百分点; 毛利率下降的板块有专业工程、设计和园林, 分别下降 0.7、0.75、0.57 个百分点。

图表17: 1H18 板块整体销售毛利率为 11.74%



资料来源: Wind, 联讯证券

图表18: 2011-1H2018 细分领域销售毛利率对比



资料来源: Wind, 联讯证券

图表19: 2011-1H2018 建筑装饰细分板块销售毛利率

销售毛利率 (%)									
专业工程	国际工程	钢结构	设计	房建	装饰	基建	园林	建筑装饰	



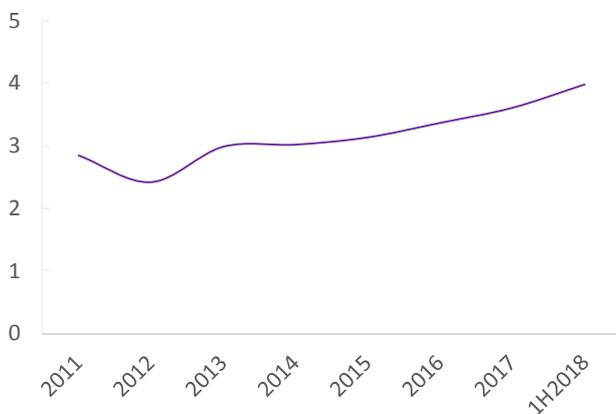
	销售毛利率 (%)								
2011	12.2827	14.2991	13.3826	35.4050	12.0529	17.8780	11.1834	29.7837	11.6213
2012	12.2866	14.2829	14.5238	38.2772	12.0986	17.5865	11.3810	29.8075	11.8570
2013	13.4816	13.5142	13.9508	36.6444	11.7881	17.6685	11.1200	29.4376	11.7719
2014	12.7388	12.3808	15.7729	30.1736	12.5033	17.8533	11.7723	28.6862	12.2594
2015	13.1832	13.7234	16.8318	30.2325	12.3819	17.7120	12.2131	26.9940	12.6743
2016	12.8663	16.0704	17.1391	29.5431	10.1096	15.8503	10.5525	26.9935	11.2758
2017	13.1724	18.5602	16.2357	30.4362	10.6011	16.1145	10.9196	26.7975	11.6938
1H2017	12.7157	16.9510	15.0462	30.0999	10.4054	16.0612	10.5983	26.7053	11.3078
1H2018	12.0119	18.1230	15.7120	29.3431	10.6007	16.4338	11.1067	26.1339	11.7422
同比	-0.7037	1.1720	0.6658	-0.7568	0.1953	0.3725	0.5084	-0.5715	0.4344

资料来源: wind, 联讯证券

1H18 板块净利率小幅上升, 国际工程和设计净利润上升较明显

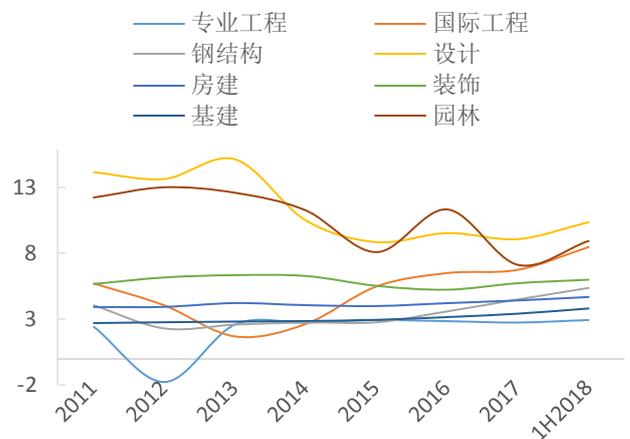
2018 年上半年建筑装饰板块销售净利率达到 3.98%, 较 2017 年全年上升 0.37 个百分点; 同比 1H2017 净利率水平, 整个建筑装饰板块的净利率水平上升 0.16 个百分点, 其中, 细分板块中净利率上升的板块有国际工程、设计、装饰和基建, 分别上升 1.65、0.67、0.39、0.19 个百分点; 净利率下滑的板块有专业工程、钢结构、房建、园林, 分别下滑 0.13、0.03、0.11、1.07 个百分点。

图表20: 18 年上半年建筑装饰板块销售净利率达到 3.98%



资料来源: Wind, 联讯证券

图表21: 2011-1H2018 建筑装饰板块净利率



资料来源: Wind, 联讯证券

图表22: 2011-1H2018 建筑装饰细分板块销售净利率

	专业工程	国际工程	钢结构	设计	房建	装饰	基建	园林	建筑装饰
2011	2.4385	5.7388	4.0722	14.1943	3.9432	5.6986	2.7233	12.2764	2.8421
2012	-1.7615	4.0632	2.3125	13.6885	3.9554	6.1948	2.7836	13.0546	2.4161
2013	2.6185	1.7044	2.6059	15.1764	4.2469	6.3710	2.8385	12.6343	2.9825
2014	2.7572	2.6546	2.7626	10.5328	4.0852	6.3050	2.8786	11.2940	3.0157
2015	2.9463	5.5100	2.7827	8.8831	4.0208	5.5560	2.9696	8.1201	3.1318



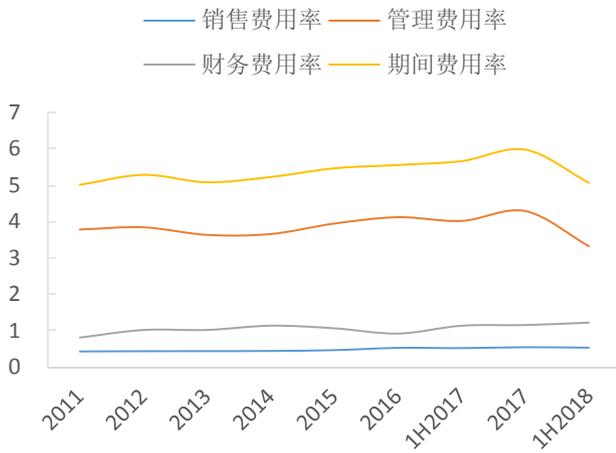
	专业工程	国际工程	钢结构	设计	房建	装饰	基建	园林	建筑装饰
2016	2.8680	6.5274	3.6127	9.5695	4.2365	5.2618	3.1796	11.3690	3.3632
2017	2.7637	6.7763	4.5198	9.1134	4.4485	5.7579	3.4380	7.1535	3.6040
1H2017	3.0825	6.8545	5.4277	9.7322	4.8138	5.6363	3.6414	10.0438	3.8163
1H2018	2.9547	8.5042	5.3956	10.3999	4.7051	6.0222	3.8339	8.9703	3.9775
同比	-0.1278	1.6498	-0.0321	0.6677	-0.1087	0.3858	0.1924	-1.0734	0.1611

资料来源: wind, 联讯证券

1H18 板块费用率下降明显，主要是管理费用率下降明显

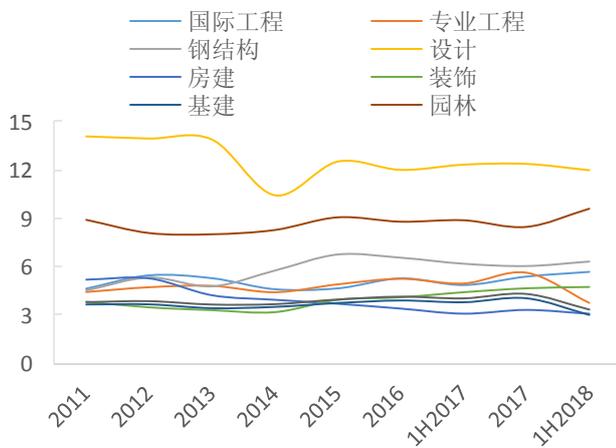
1H18 建筑装饰板块期间费用率 5.07%，相较于 2017 年全年下降 0.91 个百分点，同比 2017 年上半年下降 0.59 个百分点，行业的费用率控制得当。其中，上半年建筑装饰板块整体销售费用率为 0.5272% (-0.012pct)、管理费用率为 3.32% (-0.69pct)、财务费用率为 1.22% (+0.086pct)。

图表23: 1H2018 建筑装饰板块整体费用率为 5.07%



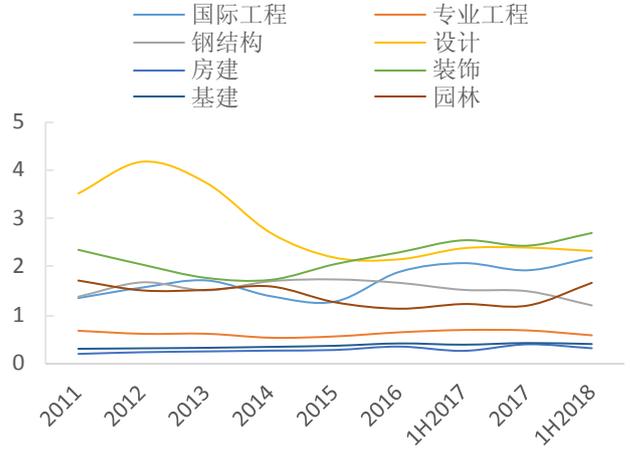
资料来源: Wind, 联讯证券

图表25: 2011-1H2018 建筑装饰板块管理费用率



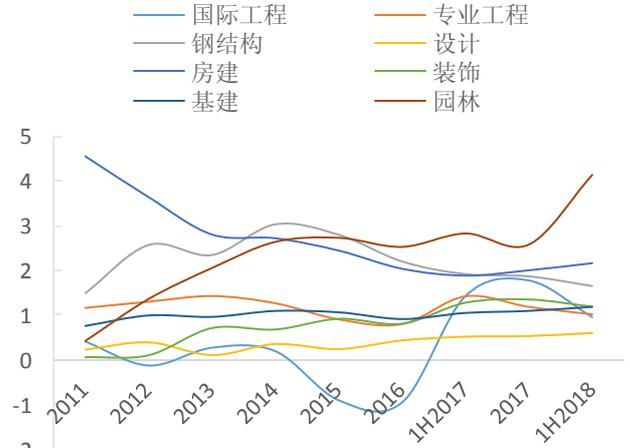
资料来源: Wind, 联讯证券

图表24: 2011-1H2018 建筑装饰板块销售费用率



资料来源: Wind, 联讯证券

图表26: 2011-1H2018 建筑装饰板块财务费用率



资料来源: Wind, 联讯证券

建筑装饰中销售费用率整体保持平稳，从细分板块来看园林板块的销售费用率上升



明显,同比 2017 年上半年上升 0.44 个百分点达到 1.67%,钢结构销售费用率则下降 0.32 个百分点达到 1.19%,其他细分板块销售费用率则保持相对平稳的态势。

从细分板块来看专业工程的管理费用率延续了自 2017 年下降的态势,同比 2017 年上半年下降 1.21 个百分点达到 3.74%。园林板块的管理费用率则上升明显,同比 2017 年上半年上升 0.72 个百分点达到 9.58%。国际工程板块管理费用率也上升 0.82 个百分点达到 5.66%。

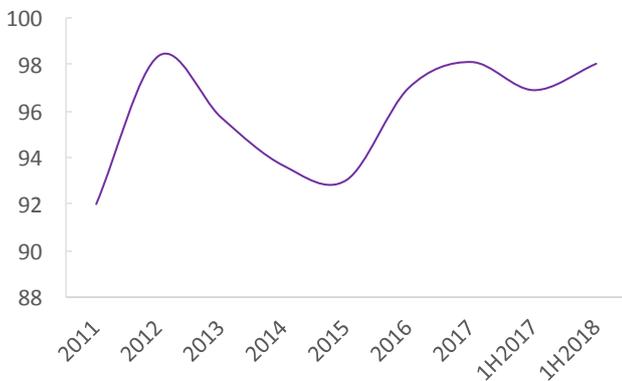
财务费用率则延续了相对平稳的态势,整体板块波动不大。细板块来看,园林工程的财务费用率上升明显,上升 1.31 个百分点至 4.13%。国际工程的财务费用率在 2017 年达到拐点,在 2018 年上半年有所回落,同比 2017 年上半年下降 0.47 个百分点达到 0.96%。其他细分板块则保持了相对平稳的态势。

受央企回款较好带动,行业应收账款周转加快

回款好转,收现比提升

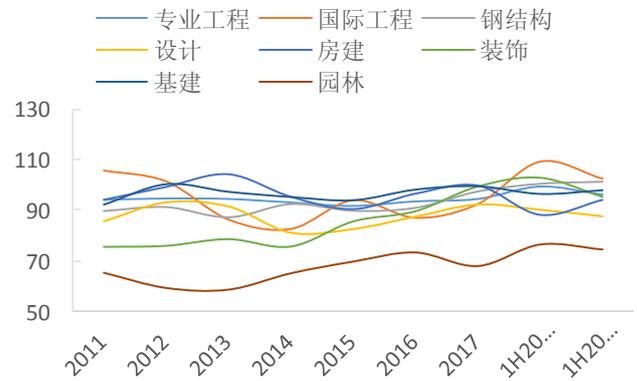
2018 年上半年建筑装饰板块整体收现比达到 98.04%,同比 1H2017 上升 1.13 个百分点,与 2017 年基本持平,延续了自 2015 年以来的高位态势。细分板块中,同比 1H2017 收现比上升的板块为:钢结构、房建和基建,分别上升 0.84、5.89 和 1.45 个百分点;相较于 1H2017 收现比下降的板块为:专业工程、国际工程、设计、装饰和园林,分别下降 3.21、6.75、2.55、7.54 和 1.97 个百分点。

图表27: 1H2018 建筑装饰板块收现比为 98.04%



资料来源: Wind, 联讯证券

图表28: 2011-1H2018 建筑装饰板块细分板块收现比

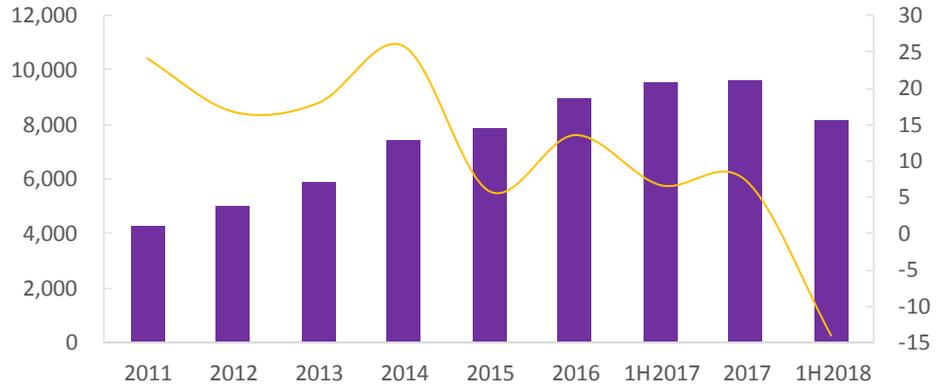


资料来源: Wind, 联讯证券

应收账款多年来首现负增长,行业周转提速

2018 年上半年应收账款总额呈现负增长,是 2011 年以来的首次,2018 年上半年,建筑装饰板块整体应收账款总额为 8199.08 亿元,相较 1H2017 下降 1338 亿元,降幅达到 14.03%,相较于 2017 年末下降 1409.18 亿元。

图表29: 2011-1H2018 建筑装饰板块应收账款总额

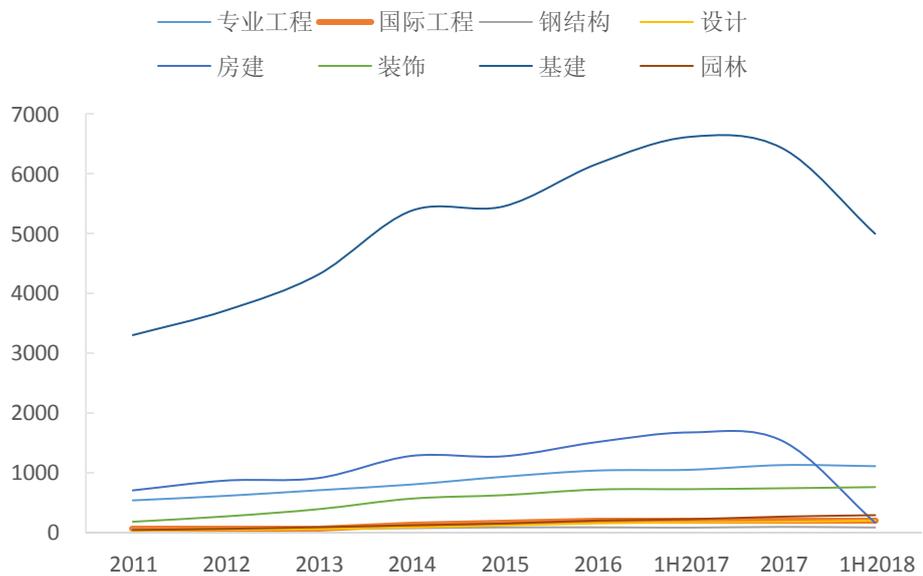


资料来源: Wind, 联讯证券

应收账款大幅下降主要是央企回款好转

从建筑装饰细分板块来看,除基建板块和房建板块应收账款额大幅下降外,其他板块应收账款均呈现平稳态势。其中,2018年上半年基建应收账款额同比1H2017下降24.50%至4997.04亿元;房建应收账款额同比1H2017大幅度减少90.33%至161.64亿元。

图表30: 2011-1H2018 建筑装饰板块应收账款总额(亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表31: 2011-1H2018 建筑装饰细分板块应收账款总额

	专业工程	国际工程	钢结构	设计	房建	装饰	基建	园林
2011	534.85	45.39	37.08	24.83	702.14	177.25	3300.74	38.44
2012	609.72	67.16	49.08	40.90	866.04	266.33	3712.70	57.44
2013	704.77	68.81	58.26	53.51	908.30	387.32	4314.93	85.30



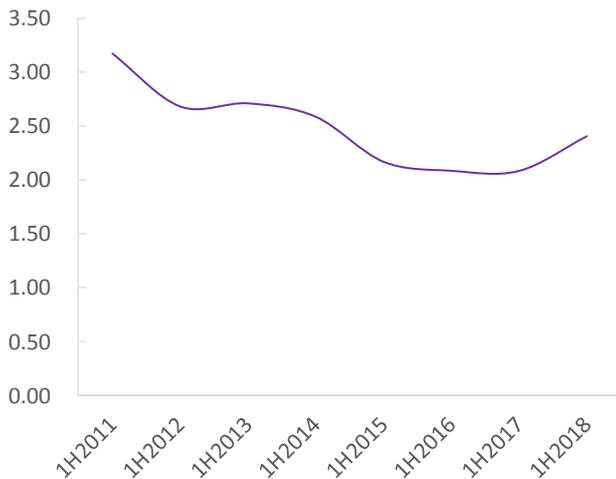
	专业工程	国际工程	钢结构	设计	房建	装饰	基建	园林
2014	799.40	132.88	69.47	81.61	1278.46	563.26	5380.77	118.09
2015	930.25	172.10	81.93	115.05	1272.76	622.50	5457.00	146.95
2016	1033.71	204.57	83.41	148.79	1509.92	715.67	6163.99	196.63
2017	1125.42	210.61	90.36	175.28	1530.22	737.13	6427.92	262.31
1H2017	1046.42	192.91	78.53	166.71	1672.21	722.21	6618.46	219.46
1H2018	1107.17	198.48	80.67	196.94	161.64	756.77	4997.04	286.91
同比	5.81%	2.88%	2.72%	18.14%	-90.33%	4.79%	-24.50%	30.73%

资料来源: wind, 联讯证券

18年上半年, 从整体来看建筑装饰板块应收账款周转率有所上升, 1H2018 应收账款周转率较 1H2017 上升 0.32 个百分点。

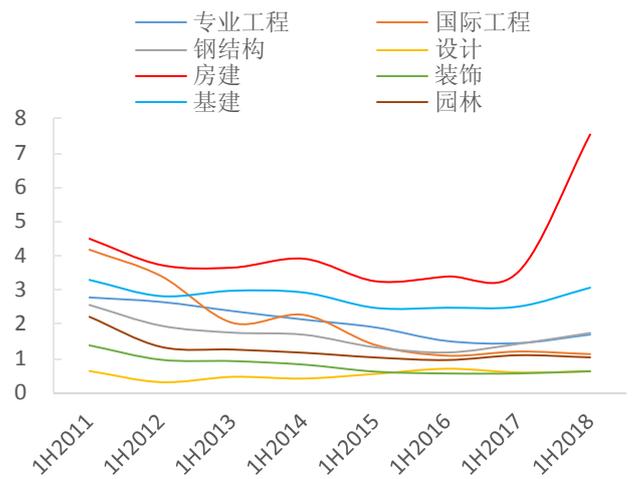
从细分板块来看, 上半年应收账款周转率同比 1H2017 下降的板块仅有国际工程和园林板块, 分别下降 0.07 和 0.07 个百分点; 其余板块的应收账款周转率均有所上升, 其中房建的应收账款周转率上升最为显著, 其次为基建、钢结构、专业工程、装饰和设计, 分别上升 4.00、0.55、0.32、0.25、0.06 和 0.03 个百分点。

图32: 18年上半年建筑装饰板块整体应收账款周转率上升至2.41



资料来源: Wind, 联讯证券

图33: 1H2011-1H2018 细分板块应收账款周转率



资料来源: Wind, 联讯证券

图34: 1H2011-1H2018 建筑装饰细分板块应收账款周转率

	专业工程	国际工程	钢结构	设计	房建	装饰	基建	园林
1H2011	2.78	4.18	2.56	0.63	4.50	1.38	3.29	2.22
1H2012	2.65	3.41	1.96	0.31	3.73	0.96	2.82	1.34
1H2013	2.39	2.04	1.76	0.47	3.65	0.92	2.98	1.26
1H2014	2.14	2.27	1.69	0.42	3.91	0.82	2.92	1.17
1H2015	1.91	1.39	1.33	0.55	3.25	0.62	2.48	1.03
1H2016	1.51	1.08	1.18	0.70	3.39	0.56	2.48	0.96
1H2017	1.45	1.20	1.43	0.59	3.54	0.57	2.52	1.10
1H2018	1.70	1.13	1.75	0.62	7.54	0.63	3.07	1.03



	专业工程	国际工程	钢结构	设计	房建	装饰	基建	园林
同比	0.25	-0.07	0.32	0.03	4.00	0.06	0.55	-0.07

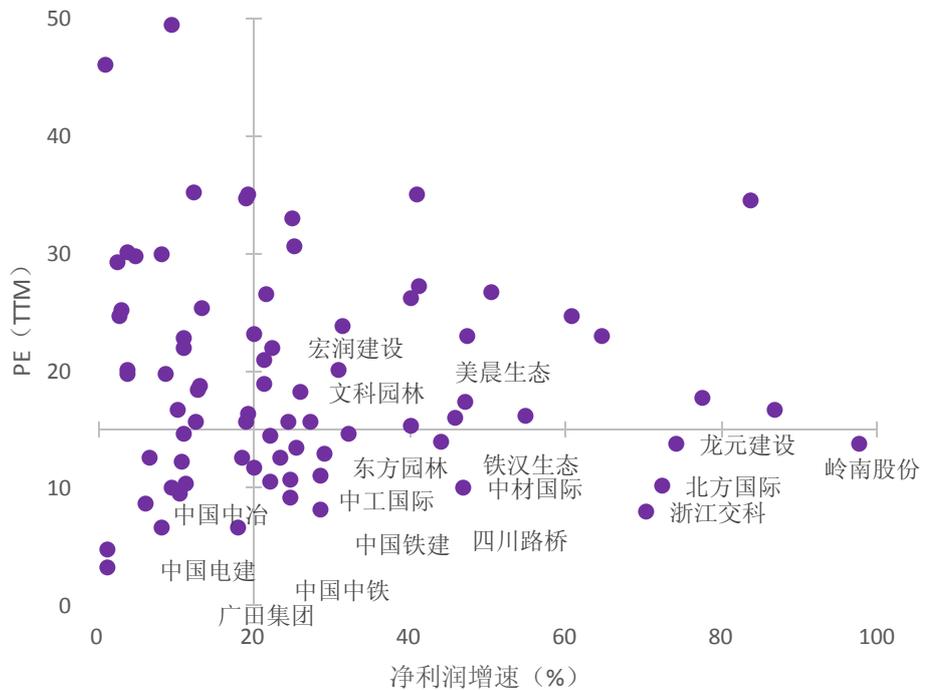
资料来源: wind, 联讯证券

高增长低估值主要集中在 PPP、基建和国际工程业务

为了更清晰的展现板块内上市公司的估值和增长水平，我们以上半年净利润增速为横坐标，PE (TTM) 为纵坐标，在剔除净利润为负增长和市盈率高于 50 倍的上市公司后制作了散点图。我们以 15 倍作为 PE 的分界线，以 20% 作为增速的分界线，落在第四象限的公司是行业内高增长和低估值企业的代表。

从第四象限公司分布来看，主要集中在 PPP、基建、国际工程业务上。具体而言，PPP 板块主要有岭南股份、龙元建设、铁汉生态和东方园林；基建公司主要有中国中铁、中国铁建、四川路桥、中国中冶和中国电建；国际工程公司主要有北方国际、中工国际和中材国际等。

图表35: 剔除营收为负后上市公司营收增速和 PE 值分布



资料来源: Wind, 联讯证券

图表36: 1H2011-1H2018 建筑装饰细分板块应收账款周转率

证券代码	证券简称	净利润同比 (%)	PE (TTM)	证券代码	证券简称	净利润同比 (%)	PE (TTM)
603843.SH	正平股份	387.64	49.86	002620.SZ	瑞和股份	24.43	15.68
002586.SZ	围海股份	378.46	19.29	002482.SZ	广田集团	23.36	12.55
603030.SH	全筑股份	300.35	16.22	603955.SH	大千生态	22.31	21.89
603959.SH	百利科技	280.92	30.53	601669.SH	中国电建	22.12	10.64



证券代码	证券简称	净利润同比 (%)	PE (TTM)	证券代码	证券简称	净利润同比 (%)	PE (TTM)
002713.SZ	东易日盛	187.77	20.17	002062.SZ	宏润建设	22.12	14.46
300506.SZ	名家汇	178.35	22.15	603887.SH	城地股份	21.46	26.49
002545.SZ	东方铁塔	119.7	24.1	002822.SZ	中装建设	21.26	18.85
603828.SH	柯利达	114.03	42.06	002060.SZ	粤水电	21.25	20.93
600496.SH	精工钢构	113.11	43.47	002811.SZ	亚泰国际	19.95	23.07
603357.SH	设计总院	106.01	14.64	601618.SH	中国中冶	19.92	11.79
600846.SH	同济科技	105.94	14.67	002469.SZ	三维工程	19.19	35.04
600193.SH	*ST 创兴	100.94	30.15	600853.SH	龙建股份	19.17	16.35
002717.SZ	岭南股份	97.72	13.85	300284.SZ	苏交科	19.01	15.63
600629.SH	华建集团	86.83	16.77	002883.SZ	中设股份	18.87	34.72
002135.SZ	东南网架	83.6	34.51	603458.SH	勘设股份	18.35	12.61
603359.SH	东珠生态	77.37	17.68	600068.SH	葛洲坝	17.98	6.66
600491.SH	龙元建设	74.16	13.8	603098.SH	森特股份	13.25	25.4
000065.SZ	北方国际	72.34	10.24	603717.SH	天域生态	12.98	18.72
002061.SZ	浙江交科	70.34	7.99	002375.SZ	亚厦股份	12.84	18.37
603388.SH	元成股份	64.47	22.96	601789.SH	宁波建工	12.55	15.69
002431.SZ	棕榈股份	60.81	24.72	002542.SZ	中化岩土	12.31	35.19
300732.SZ	设研院	54.75	16.15	600170.SH	上海建工	11.27	10.37
300668.SZ	杰恩设计	50.29	26.79	002116.SZ	中国海诚	11.08	14.63
300621.SZ	维业股份	47.41	22.94	601611.SH	中国核建	11.01	22.83
600326.SH	西藏天路	46.94	17.4	600939.SH	重庆建工	10.99	21.91
600970.SH	中材国际	46.9	10.07	002081.SZ	金螳螂	10.63	12.33
002541.SZ	鸿路钢构	45.65	15.96	601800.SH	中国交建	10.38	9.56
300197.SZ	铁汉生态	44.09	14.03	600528.SH	中铁工业	10.08	16.62
603466.SH	风语筑	41.22	27.24	603637.SH	镇海股份	9.41	49.47
300500.SZ	启迪设计	40.94	35.13	600820.SH	隧道股份	9.35	10.04
002743.SZ	富煌钢构	40.14	26.23	603007.SH	花王股份	8.65	19.74
603018.SH	中设集团	40.05	15.28	601668.SH	中国建筑	8.21	6.66
300237.SZ	美晨生态	32.17	14.59	603698.SH	航天工程	8.14	29.95
300495.SZ	美尚生态	31.27	23.82	600284.SH	浦东建设	6.66	12.67
002781.SZ	奇信股份	30.86	20.12	600502.SH	安徽水利	6.13	8.68
002310.SZ	东方园林	28.98	12.95	002325.SZ	洪涛股份	4.79	29.86
601186.SH	中国铁建	28.53	8.21	600248.SH	延长化建	3.85	20.16
600039.SH	四川路桥	28.47	11.04	300536.SZ	农尚环境	3.7	30.13
601886.SH	江河集团	27.2	15.66	603017.SH	中衡设计	3.63	19.8
601117.SH	中国化学	25.92	18.28	603316.SH	诚邦股份	2.93	25.19
002775.SZ	文科园林	25.48	13.38	002789.SZ	建艺集团	2.67	24.73
603929.SH	亚翔集成	25.18	30.58	300712.SZ	永福股份	2.44	29.32
300635.SZ	达安股份	24.92	33.06	200055.SZ	方大 B	1.15	3.25
601390.SH	中国中铁	24.68	9.16	000055.SZ	方大集团	1.15	4.75
002051.SZ	中工国际	24.67	10.78	002830.SZ	名雕股份	0.84	46.04

资料来源：联讯证券



行业评级与投资建议

我们在上一篇深度报告中上调行业投资评级至“增持”，主要考虑由于当前政策环境发生较大变化，板块本身行情主要来自政策驱动，市场对板块的风险偏好提升，大基建是首先受益品种，板块有望获取超额收益。

从中报的表现来看，忧喜参半，忧的是行业景气度维持在高位，但是 2 季度收入增速拐点似乎已经出现，由于投资增速的下行，行业增速可能进一步回落，喜的是考虑目前政策的变化，基建增速可能在四季度实现见底回升，则对明年的预期可以不用过于悲观。

中报的亮点在于行业费用率的显著下降和应收账款绝对额开始出现拐点，管理费用率下降说明行业开始向精细化管理转变，当然也有规模效应的原因；而应收账款周转的显著变化说明行业开始从追求规模向追求效益转变。

我们依然建议关注受益政策转向的基建央企和国企：主要标的包括两铁、中国建筑、交建和四川路桥；同时关注行业景气较高的设计企业如苏交科、浙江交科等；其余建议关注行业景气度较高，增长较快的名家汇，受益全装修推行的全筑股份，高增长低估值的岭南股份，以及稀缺的 2C 标的东易日盛。

风险提示

政策落地不及预期；房地产投资大幅下滑；基建复苏不及预期；回款情况恶化。



分析师简介

刘萍，西安交通大学本科、硕士，2017年9月加入联讯证券，任建筑建材行业首席分析师。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

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

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价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；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

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：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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

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

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

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com