



中性

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
岭南股份	002717.SZ	9.28	买入
中国化学	601117.SH	5.9	买入
山东路桥	000498.SZ	5.09	增持
苏文科	300284.SZ	9.45	增持
中国中铁	601390.SH	7.65	未有评级
中国铁建	601186.SH	11.27	未有评级
四川路桥	600039.SH	3.5	未有评级
葛洲坝	600068.SH	6.6	未有评级
安徽水利	600502.SH	3.79	未有评级

资料来源：万得，中银证券

以2018年11月05日当地货币收市价为标准

主要催化剂/事件

建筑行业三季报披露完毕

相关研究报告

《建筑行业周报》20181030

《建筑行业周报》20181022

《建筑行业数据点评》20181022

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

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

建筑行业 2018 年三季报综述

行业业绩增速下滑，看好四季度表现

摘要：行业业绩增速整体有所放缓，设计板块表现相对较好。行业数据上投资、信贷、订单、开工数据均未出现回暖迹象。政策传导需要时间，看好四季度基建补短板，建议关注路桥、水电、设计以及细分行业龙头。

支撑评级的要点

- **营收增速稳定利润增速小降，关注四季度业绩表现：**2018年三季度，建筑板块主要上市公司共计营收10964.46亿元，同比增长5.58%；净利润359.34亿元，同增6.36%；归母净利润317.50亿元，同增3.05%。行业营收与盈利增速进一步放缓。我们认为政策转向利好建筑行业，但是相对应基建补短板并未落地，建筑业先导指标订单并未回暖，看到四季度基建补短板相关细分行业表现。
- **基建投资仍处低位，预计四季度将有改善：**7-9月份，电力能源、交运邮储、公用水利三大细分板块合计完成固定资产投资分别为1.49万亿、1.49万亿、1.79万亿元；同比增速分别为-5.33%、-5.85%、-2.02%，增速依然向下，但趋势有所减缓。三季度以来，建筑行业政策面利好信息频发，政府主要在PPP、专项债、预算内资金等方面为基建资金来源铺平道路，同时增加地方政府项目储备，以及货币投放，充分刺激基建需求。我们认为尽管当前订单并未有明显改善，但是政策改善到订单增加需要传导时间，预计四季度基建订单以及相关投资会有明显增加。三季度地产投资增速保持低位，制造业固定资产投资有所增长。我们认为当前房企资金趋紧，土地购置数据下行，库存低位也有所缓解，未来进行大规模开发投资空间不大；工业企业投资数据三季度向好，但企业营收与盈利三季度并不乐观，预计未来进一步提升的空间也不大，未来基建依然是建筑行业主要的增长点。
- **建议从路桥、水电、设计结合细分行业龙头精选个股：**考虑到当前基建补短板进一步推进，而下游地产与工业建筑需求当前也有一定分化。我们认为基建补短板推进将利好路桥施工、水利水电、路桥设计以及配套市政园林；地产企业赶开工进度将利好建筑设计、房屋施工，但对地产园林、装饰装修不构成利好；工业企业投资需求提升主要集中在能源化工，相对施工企业将有一定利好。而资金面预期边际改善，对资金需求较高的建筑业全行业财务报表均有一定改善作用。

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

- **建议关注路桥、水电、设计以及细分板块龙头：**重点从路桥施工、水利水电、设计咨询三大板块选股，其他细分板块精选龙头结合优选建筑板块个股。建议关注：中国中铁、中国铁建、四川路桥、山东路桥、葛洲坝、安徽水利、苏文科、中国化学、岭南股份。

目录

建筑行业：业绩稳健增速小降，先导指标尚未改善.....	5
一、土建板块：增速放缓，期待四季度回升	8
二、装修板块：下游需求不足，利润明显下滑	9
三、园林板块：资金面趋紧，大部分公司利润下滑.....	10
四、设计板块：业绩稳步增长，有望受益基建补短板	11
五、工建板块：业绩稳健，现金流水平有所下降.....	12
六、钢构板块：增速明显放缓，整体财务状况良好	13
风险提示.....	14

图表目录

图表 1. 行业整体业绩增速小幅下滑	5
图表 2. 毛利率正常波动, 季节性小降	5
图表 3. 行业现金流依然处于底部	5
图表 4. 负债率环比持平, 现金比率有所下降	5
图表 5. 基建相关投资仍处于低位	6
图表 6. 建筑行业下游需求依然疲弱	6
图表 7. 行业新开工与竣工持续背离	6
图表 8. 中长期企业信贷仍未改善	6
图表 9. 新签订单与行业产值增速依然下滑	7
图表 10. 从业人员与企业数量未见明显变化	7
图表 11. 业绩环比增速依然下滑	8
图表 12. 毛利率季节性下降, 总体平稳	8
图表 13. 三季度现金流情况有所下滑	8
图表 14. 负债率与现金比率小幅下降	8
图表 15. 装修板块营收平稳, 利润明显下滑	9
图表 16. 盈利能力与行业集中度平稳	9
图表 17. 现金流同比继续下降	9
图表 18. 负债率升现金降	9
图表 19. 行业盈利出现较大回落	10
图表 20. 盈利能力明显下滑, 集中度指数有所上升	10
图表 21. 行业现金流情况环比有所下降	10
图表 22. 负债率高企现金比率下探	10
图表 23. 业绩相对平稳, 利润有所下滑	11
图表 24. 行业毛利率正常波动	11
图表 25. 经营性现金流有所改善	11
图表 26. 负债率提升, 现金比率环比平稳	11
图表 27. 工建板块营收增速相对稳健, 利润增速下滑	12
图表 28. 行业毛利率连续下滑	12
图表 29. 经营性现金流水平有所下降	12
图表 30. 负载率提升, 现金比率下降	12
图表 31. 行业营收与盈利增速环比均有明显下滑	13
图表 32. 毛利率趋势性下滑	13
图表 33. 经营性现金流相对充沛	13



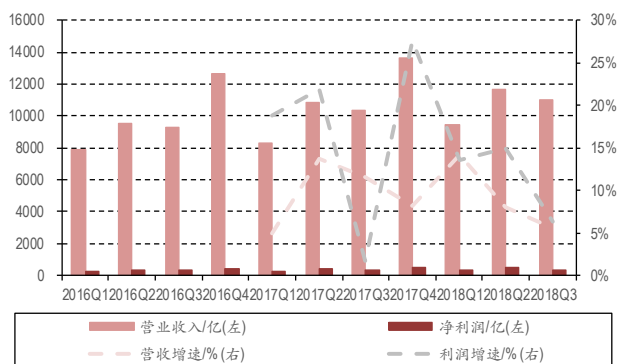
图表 34. 负债率与现金比率基本保持平稳.....	13
附录图表：报告中提及上市公司估值表	15

建筑行业：业绩稳健增速小降，先导指标尚未改善

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，关注四季度业绩表现：2018 年三季度，建筑板块主要上市公司共计营收 10964.46 亿元，同比增长 5.58%；净利润 359.34 亿元，同增 6.36%；归母净利润 317.50 亿元，同增 3.05%。行业营收与盈利增速进一步放缓。我们认为政策转向利好建筑行业，但是相对应基建补短板并未落地，建筑业先导指标订单并未回暖，看到四季度基建补短板相关细分行业表现。

图表 1. 行业整体业绩业绩增速小幅下滑



资料来源：万得数据及中银证券

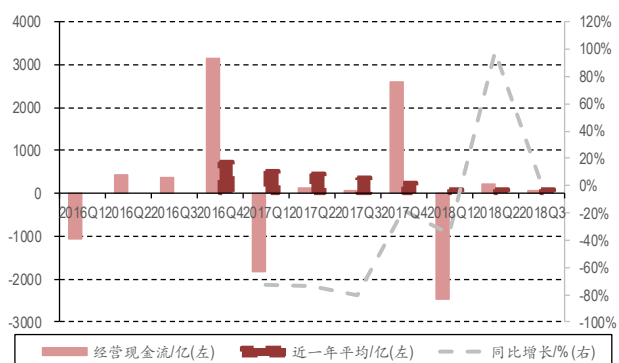
图表 2. 毛利率正常波动，季节性小降



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：三季度主要上市公司期间费用率总体降低，其中营业税金率为 0.72%，同增 0.12pct；销售费率为 0.52%，同升 0.04pct；管理费率 2.94%，同降 1.37pct；财务费率 1.17%，同升 0.03pct；整体经营费用率同比下降 1.13pct。管理费用率下降是期间费用率降低的主要原因。财务费用、销售费用等相对波动较小。2018 年三季度行业平均毛利率为 11.41%，同比上升 0.94%，环比小幅下降，总体处于正常范围内。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 0.02pct 至 3.27%。我们认为毛利率与费用率处于正常水平波动，行业盈利能力未有大变化。

图表 3. 行业现金流依然处于底部



资料来源：万得数据及中银证券

图表 4. 负债率环比持平，现金比率有所下降



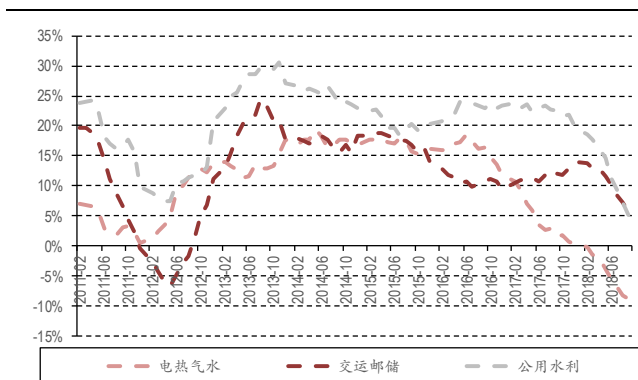
资料来源：万得数据及中银证券

行业现金流情况依然低位，负债率与现金比率总体平稳：2018 年三季度，市场资金面仍未有改善，建筑行业对现金流依赖较强，受影响较大。行业经营性现金流净流入 76.60 亿元，同比小升 2.48%，改善幅度不大。行业平均负债率 77.01%，环比保持平稳，同比小幅下降。现金比率同比小幅下降 1.29%。总体看，现金流依然处于低位，项目尚未集中落地，资产负债表结构并未发生明显改变。

2. 行业观点：下游需求不足，订单增速下滑初现

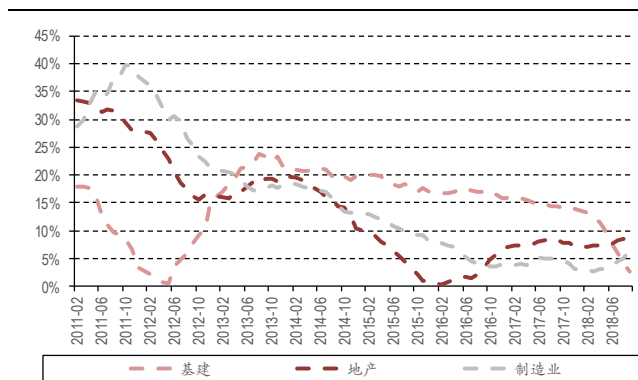
基建投资仍处低位，预计四季度将有改善：7-9 月份，电力能源、交运邮储、公用水利三大细分板块合计完成固定资产投资分别为 1.49 万亿、1.49 万亿、1.79 万亿元；同比增速分别为-5.33%、-5.85%、-2.02%，增速依然向下，但趋势有所减缓。三季度以来，建筑行业政策面利好信息频发，政府主要在 PPP、专项债、预算内资金等方面为基建资金来源铺平道路，同时增加地方政府项目储备，以及货币投放，充分刺激基建需求。我们认为尽管当前订单并未有明显改善，但是政策改善到订单增加需要传导时间，预计四季度基建订单以及相关投资会有明显增加。三季度地产投资增速保持低位，制造业固定资产投资有所增长。我们认为当前房企资金趋紧，土地购置数据下行，库存低位也有所缓解，未来进行大规模开发投资空间不大；工业企业投资数据三季度向好，但企业营收与盈利三季度并不乐观，预计未来进一步提升的空间也不大，未来基建依然是建筑行业主要的增长点。

图表 5. 基建相关投资仍处于低位



资料来源：万得数据及中银证券

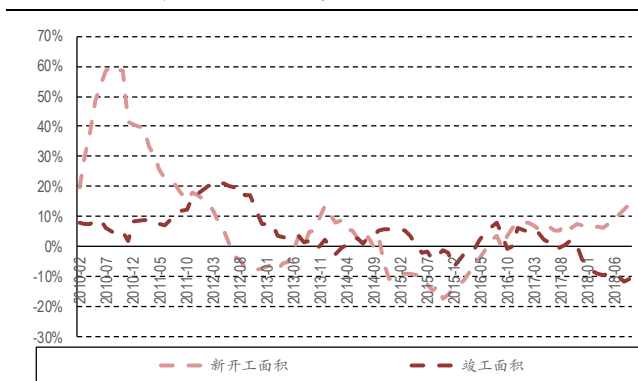
图表 6. 建筑行业下游需求依然疲弱



资料来源：万得数据及中银证券

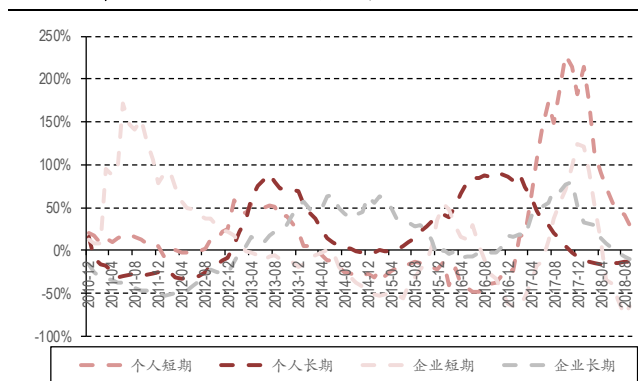
基建固投增速已处于历史低点，预计政策刺激有效但不持久：9 月份全国范围建筑新开工面积为 14104.01 万平方米，当月同比为 20.29%；竣工面积为 4902.06 万平方米，当月同比为-9.18%。开工面积与竣工面积有较大的背离。我们认为，形成开工面积与竣工面积增速背离的主要原因是当前地产开发商资金趋紧，部分开发商急于预售回款，因此存在抢开工拖竣工的行为，导致当前开工与竣工增速有较大背离。由于下游开发商抢开工与拖竣工行为，我们认为对应建筑行业细分产业中，房屋建筑、建筑设计的需求相对较大；而风景园林、装饰装修需求将滞后，上游建筑包括建材需求均将出现分化。

图表 7. 行业新开工与竣工持续背离



资料来源：万得数据及中银证券

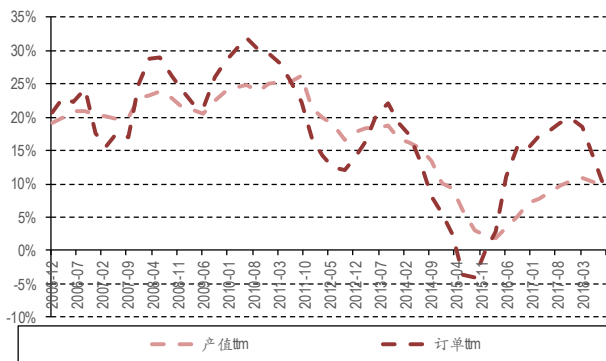
图表 8. 中长期企业信贷仍未改善



资料来源：万得数据及中银证券

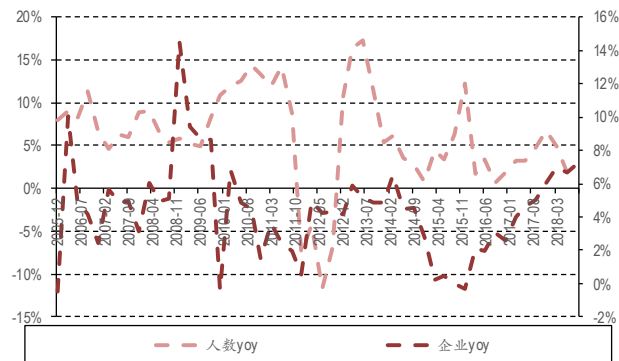
中长期信贷仍未见改善，未来地方政府有更多融资需求，资金面有望企稳回暖：2018年7-9月份全国范围新增企业长期信贷4875亿元、3425亿元、3800亿元，同比分别增长12.53%、-5.88%、-24.44%。尽管政策转向，货币政策边际宽松，但是银行自身表外回表，也导致信贷投放额度不足。其次经济下行也导致合适的信贷投放对象缺乏。未来随着对基建补短板落地的推进，地方政府将有更多融资的需求，资金面有望企稳回暖，对应基建投资需求有望释放。

图表 9. 新签订单与行业产值增速依然下滑



资料来源：万得数据及中银证券

图表 10. 从业人员与企业数量未见明显变化



资料来源：万得数据及中银证券

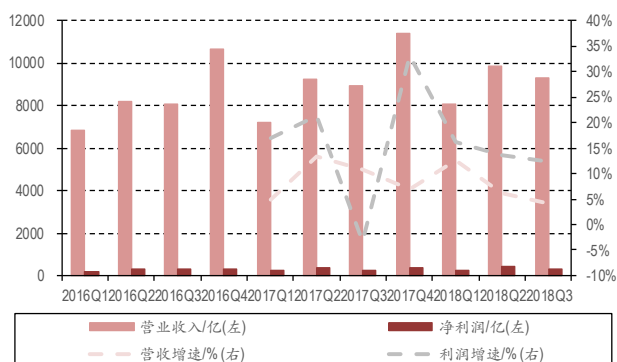
订单需求以及相关同步指标尚未回暖：2018年三季度，建筑业当季新签订单为61886.77亿元，当季同比为3.54%，增速环比依然下行。从10月份对建筑业上市公司新签订单数据跟踪来看，10月份新签订单数据暂时还没有回暖。我们认为基建需求仍有待释放，建议关注11-12月建筑企业上市公司新签订单以及建筑央企经营数据改善情况。从建筑业产值、从业人数、企业数量等同比指标来看，建筑行业景气度业尚未回暖，政策落地仍有待时日。

建议从路桥、水电、设计结合细分行业龙头精选个股：考虑到当前基建补短板进一步推进，而下游地产与工业建筑需求当前也有一定分化。我们认为基建补短板推进将利好路桥施工、水利水电、路桥设计以及配套市政园林；地产企业赶开工进度将利好建筑设计、房屋施工，但对地产园林、装饰装修不构成利好；工业企业投资需求提升主要集中在能源化工，相对应施工企业将有一定利好。而资金面预期边际改善，对资金需求较高的建筑业全行业财务报表均有一定改善作用。综上所述，我们认为应该重点从路桥施工、水利水电、设计咨询三大板块选股，其他细分板块精选龙头结合优选建筑板块个股。建议关注：中国中铁、中国铁建、四川路桥、山东路桥、葛洲坝、安徽水利、苏交科、中国化学、岭南股份。

一、土建板块：增速放缓，期待四季度回升

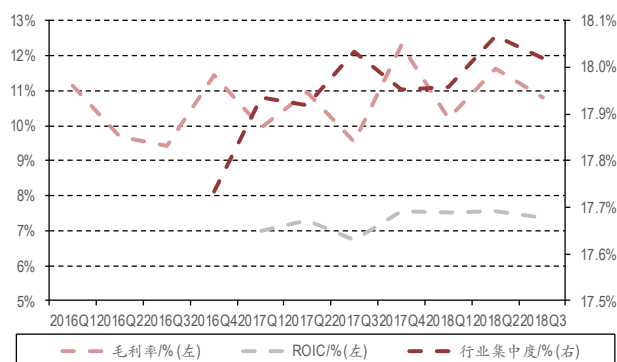
营收与利润总体稳健，增速环比依然下滑：2018 年三季度，土建板块上市企业营收盈利增长有所下行。主要上市企业合计营收 9305.31 亿元，同增 4.16%，增速环比下降 1.90pct；合计归母净利润 262.03 亿元，同增 7.76%，总额同比增长环比下滑，增速环比小幅下滑 1.47pct。总体而言 2018 年三季度，土建板块增速依然下行。

图表 11. 业绩环比增速依然下滑



资料来源：万得数据及中银证券

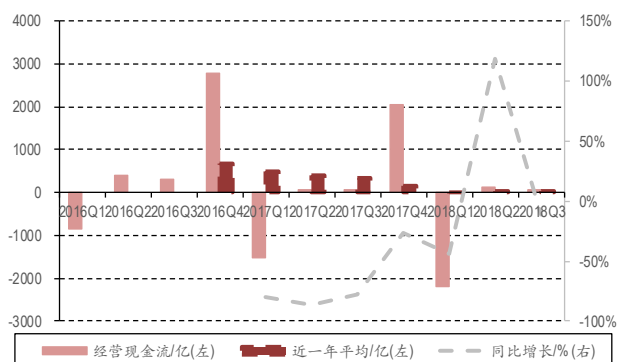
图表 12. 毛利率季节性下降，总体平稳



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：三季度土建板块上市企业毛利率为 10.88%，同比提升 1.27pct，环比有所下降，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 2.78%，下降 1.29pct，财务费用率为 1.18%，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小幅增加，各项经营费用率同比下降 1.07pct。在毛利率提升和费用率减少的前提下，三季度净利率为 3.23%，小幅提升 0.23pct，是 2010 年以来较高水平，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 13. 三季度现金流情况有所下滑



资料来源：万得数据及中银证券

图表 14. 负债率与现金比率小幅下降



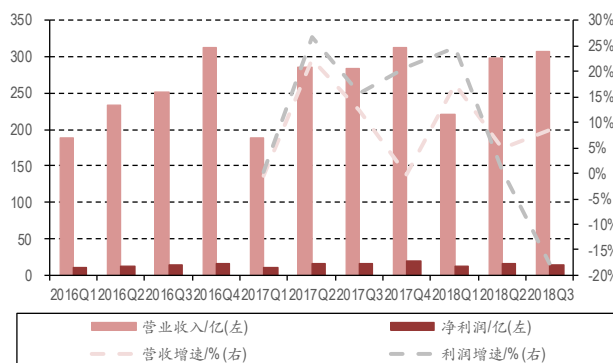
资料来源：万得数据及中银证券

现金流依然不容乐观，四季度有望改善：三季度政策面有明显改善，但是尚未落地，当前行业相关信贷增速依然较低，行业总现金流依然不容乐观，行业主要上市公司经营性现金流净流入 60.99 亿元，比去年同期减少 7.72 亿元。三季度行业负债有小幅下行，预计随着四季度基建补短板落地，信贷资金到位，负债率有可能回升，但是现金流状况有望改善。三季度现金比率为 22.46%，同比下滑 1.13pct，环比下滑 1.24pct。

二、装修板块：下游需求不足，利润明显下滑

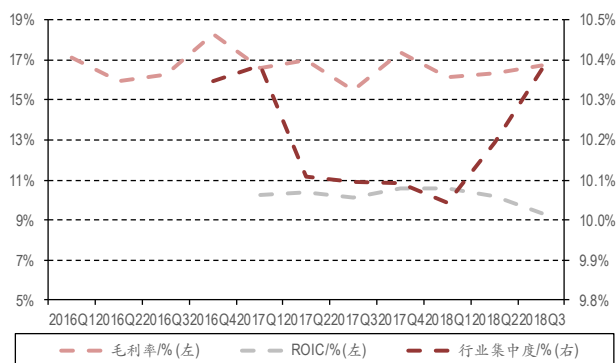
营收正常，利润有较明显下滑：2018 年三季度，装饰装修行业营收增速平稳，行业主要上市公司三季度营收 307.97 亿元，同增 8.60%，增速处于正常范围内；净利润 13.67 亿元，同减 17.75%，明显下滑，装修服务利润增速下滑的趋势从二季度开始体现。随着下游地产集中度提升，以及长租公寓等业态出现，家装成为装饰装修行业新的增长点，带动行业规模再扩容以及毛利率的结构性变化。但三季度开始地产资金进一步趋紧，土地购置数据持续较低，房企拖竣工导致装修行业需求不足，利润增速持续下滑。

图表 15. 装修板块营收平稳，利润明显下滑



资料来源：万得数据及中银证券

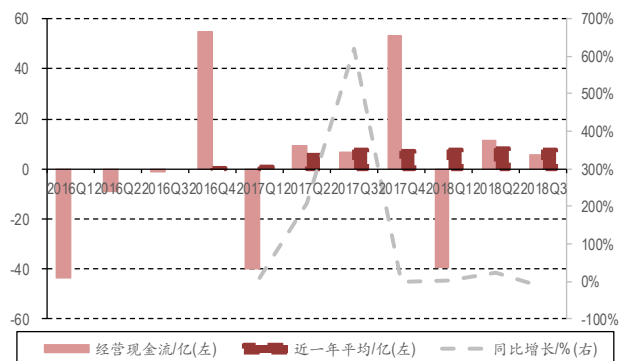
图表 16. 盈利能力与行业集中度平稳



资料来源：万得数据及中银证券

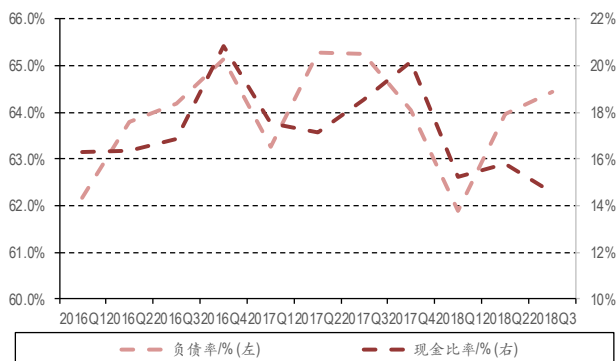
家装扩容引起毛利率结构性改变，非经常性损益影响三季度净利润：行业装修行业主要上市公司毛利率 16.73%，同比提升 1.22pct，环比上升 0.41%。我们认为引起行业毛利率变化的主要原因是家装行业发展进入快车道，2B、2C、互联网家装等业态的出现改变装修行业整体的业务结构，带来行业整体毛利率的结构性改变。三季度行业主要上市公司各项经营费用率同比提升 0.51pct；其中销售费率为 2.16%，同比提升 0.28pct，管理费率为 3.81%，同比下降 0.47pct。我们认为费用率持续上升的重要原因是当前众多行业龙头正在进一步开拓家装板块的市场空间，导致期间费用提升。我们认为三季度装修板块利润下行的主要原因一方面下游需求不足，另一方面是新生市场空间拓展导致期间费用增加，最后，非经常性损益的明显减少也导致了行业净利润的下滑。

图表 17. 现金流同比继续下降



资料来源：万得数据及中银证券

图表 18. 负债率升现金降



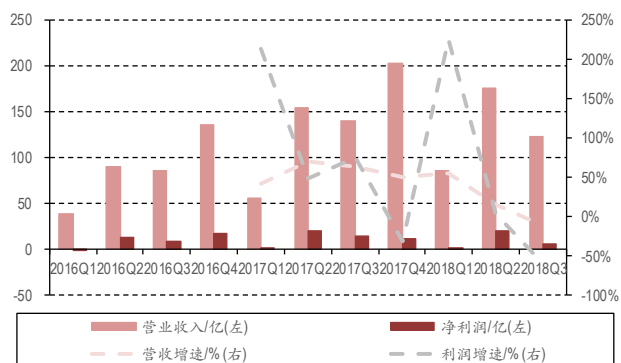
资料来源：万得数据及中银证券

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，三季度受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入 5.72 亿元，同比减少 13.28%，环比也有所减少。行业各项负债保持平稳平均负债率为 64.45%；现金比率由于现金流恶化也继续减少，主要上市企业现金比率为 14.56%，相比 2017 年年末有明显下滑。

三、园林板块：资金面趋紧，大部分公司利润下滑

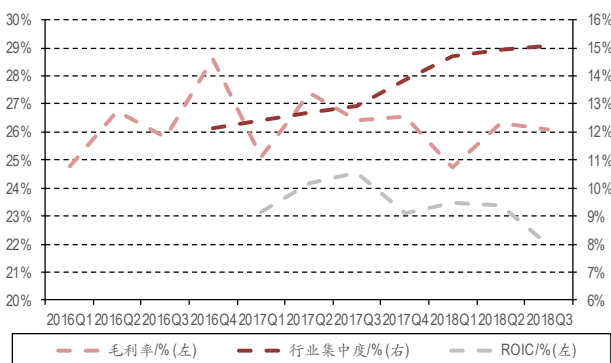
三季度业绩增速显著下滑，资金与需求是重要原因：2018 年三季度，生态园林板块业绩有较明显下滑，大部分上市公司营收盈利增速负增长。主要上市公司合计营业收入为 209.49 亿元，同比下降 11.68%；净利润 6.09 亿元，同比下降 59.31%。主要上市企业中，除岭南股份、美尚生态、普邦股份营收盈利双增长外，其他企业业绩均有所下降。我们认为，资金面是影响园林企业业绩的首要因素，需求面是另一个重要原因。当前基建增速进一步下滑，地产资金趋紧，地产园林和市政园林需求释放都有限，未来基建补短板逐渐落地，预计市政园林需求将有所好转，行业总体需求有边际改善。

图表 19. 行业盈利出现较大回落



资料来源：万得数据及中银证券

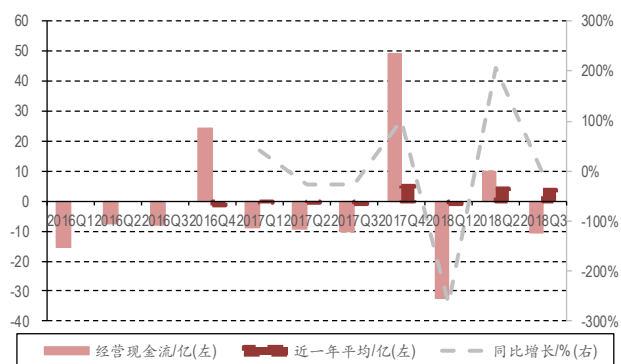
图表 20. 盈利能力明显下滑，集中度指数有所上升



资料来源：万得数据及中银证券

财务费用与毛利润影响行业利润水平：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提升以及毛利率下滑。2018 年三季度，行业主要上市公司平均毛利率为 26.09%，同比下滑 0.33%；各项经营费用率同比下降 0.26pct，其中销售费率为 1.54%，同比提升 0.43pct；管理费率为 8.25%，同比提升 0.21pct，资产减值损失同比下降 0.96pct；财务费用率由于负债率提升同比显著增长 3.35pct。

图表 21. 行业现金流情况环比有所下降



资料来源：万得数据及中银证券

图表 22. 负债率高企现金比率下降



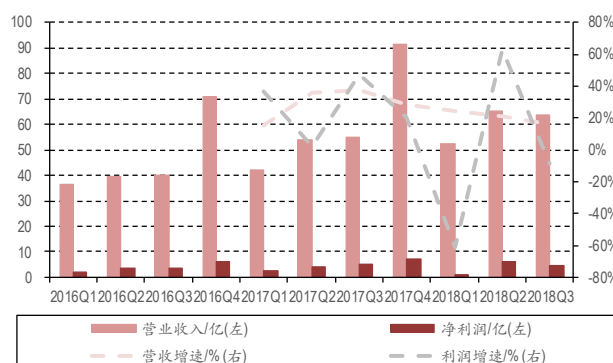
资料来源：万得数据及中银证券

行业负债率进一步上升，现金比率进一步下降：2018 年三季度，园林行业主要上市公司平均负债率为 64.49%，环比继续增长，但负债率从 2017 年开始增长速度有所放慢。而现金比率为 12.62%，相比二季度末进一步下滑。我们认为增长速度方面是因为大部分 PPP 项目在 2017 年落地并表导致行业负债率提升。随着基建补短板逐步落地，预计未来园林行业负债率有可能重新加速提升，但是政策面的边际改善将使得行业现金流情况有所改善。

四、设计板块：业绩稳步增长，有望受益基建补短板

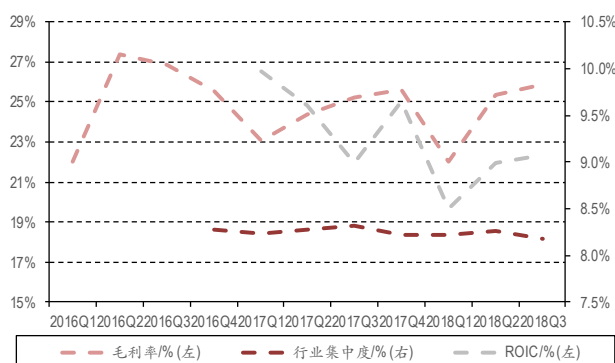
营收增速稳健，利润小幅下滑，基建补短板首先影响设计行业：2018 年三季度，设计板块上市企业营收盈利增长稳健，是表现相对较好的细分板块。主要上市企业合计营收 63.87 亿元，同增 16.02%；合计归母净利润 4.47 亿元，同减 0.4%，营收总额同比增长环比下滑。总体而言 2018 年三季度设计板块增速稳中有降，但相对其他板块而言表现已经较好。我们认为随着基建补短板的逐步落地，订单首先增长的是设计企业，对应的是设计板块企业营收的增长。我们认为基建补短板或许在设计行业已有所体现，未来四季度预计设计行业营收将进一步提升。

图表 23. 业绩相对平稳，利润有所下滑



资料来源：万得数据及中银证券

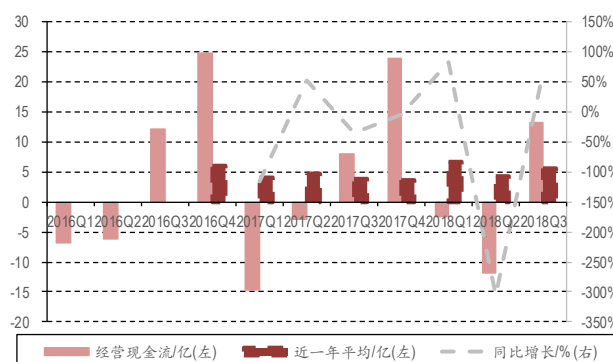
图表 24. 行业毛利率正常波动



资料来源：万得数据及中银证券

毛利率小幅上升，财务费用与非经常性损益导致净利率小幅下降：设计行业毛利率与净利率环比小幅提升，总体平稳。2018 年三季度设计板块主要上市企业毛利率、净利率分别为 25.91%、7.10%，同比分别增加 0.68pct 与减少 1.90pct。各项经营性费用同比减少 1.57pct，但是财务费用增加以及非经常性损益减少是导致净利润下降的主要原因。当前我国设计院主要壁垒是资质，无论是建筑设计还是路桥设计，技术门槛并不高，而有资质的企业却不少，因此行业整体议价能力较低。未来基建补短板对行业营收增长有帮助，但是对利润率提升作用应该不大。

图表 25. 经营性现金流有所改善



资料来源：万得数据及中银证券

图表 26. 负债率提升，现金比率环比平稳



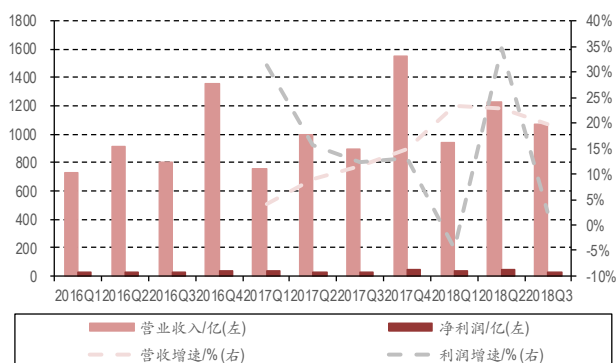
资料来源：万得数据及中银证券

现金流改善，负债率走高：2018 年三季度设计板块主要上市公司经营性现金净流入 13.15 亿元，净流入量同比增长 64.40%，现金流情况进一步改善。行业整体资产负债率为 62.44%，同比环比均有所提升，现金比率为 28.30%，同比基本持平。我们认为当前行业订单有相对提升的趋势，业务稳步扩张，导致负债率上升的同时现金流入增加。我们看好四季度基建补短板订单进一步落地，营收有进一步增长的空间，负债率有可能进一步上升。

五、工建板块：业绩稳健，现金流水平有所下降

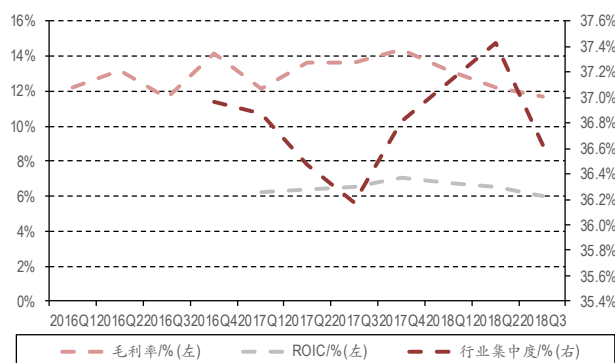
受益产能周期与能源化工，业绩增长稳健：2018 年三季度主要上市企业合计营收 1073.55 亿元，同增 19.86%，增速环比有所下滑，总体仍保持较高增速；合计归母净利润 27.40 亿元，同增 5.83%，净利润增速有较明显下降。工业建筑板块也是建筑行业表现相对较好的细分子版块。2018 年以来，工业企业营收与利润持续较差，但是工业企业固定资产投资却在步步提升。有两个原因：第一个原因是原有价格持续看涨，能源化工企业进一步扩充产能需求较大。第二个原因是当前国内制造业产能有可能逐步进入更新换代周期，一部分企业先进行产能置换投资。工业企业业绩继续走弱，我们认为未来进一步产能投资需求有可能被压制，工业建筑下游需求释放空间有限。

图表 27. 工建板块营收增速相对稳健，利润增速下滑



资料来源：万得数据及中银证券

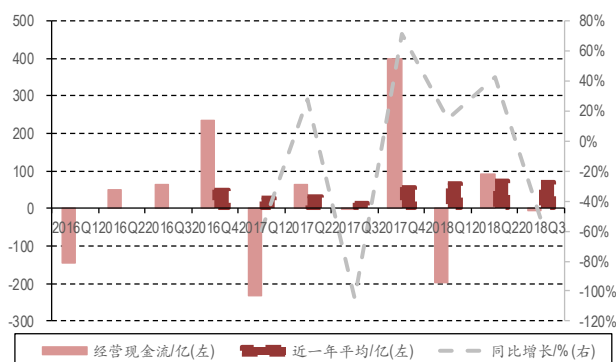
图表 28. 行业毛利率连续下滑



资料来源：万得数据及中银证券

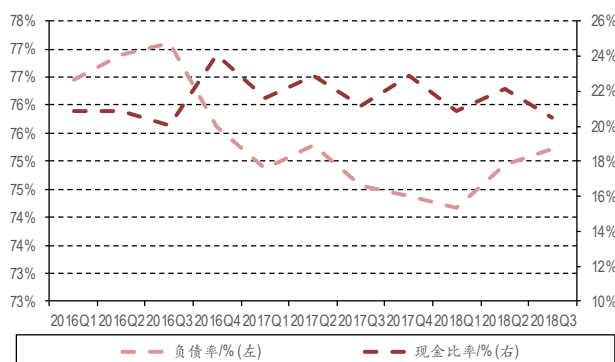
毛利率下降，费用率减少，净利率平稳：2018 年三季度工建板块毛利率为 11.68%，同比下降 1.98pct。各项经营费用率同比下降 2.19pct；财务费用率同比下降 1.65pct。行业净利率受期间费用与毛利率的影响，同比小降 0.48pct。我们认为工建行业竞争趋于激烈，利润空间承压是导致行业毛利率下降的主要原因，后续行业利润率的增长将主要来自材料费、分包费用、制造费用等成本的控制。

图表 29. 经营性现金流水平有所下降



资料来源：万得数据及中银证券

图表 30. 负债率提升，现金比率下降



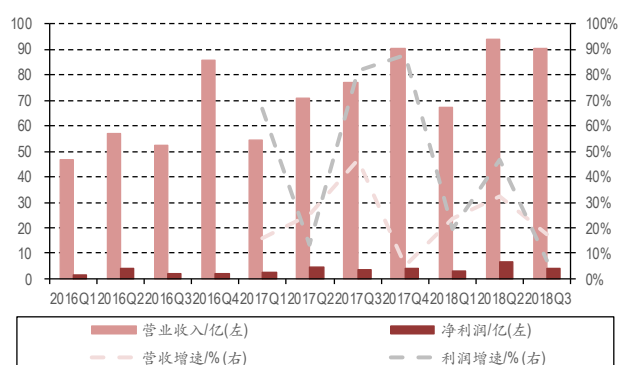
资料来源：万得数据及中银证券

负债率提升，现金比率下降，经营现金流出，行业财务状况发生变化：2018 年三季度工建板块经营性现金净流出 4.27 亿元，同比下降 52.26%，现金流相对有所恶化，但是三季度并不是工建企业进行现金交付的集中季度，本季度现金流出对全年影响情况并不明显。三季度末行业主要上市公司平均资产负债率为 75.22%，环比有小幅上升；现金比率为 20.52%，有下降趋势。当前行业经营性现金流出，负债率小幅走高，现金比率下降，整体财务状况相比年初已经有所变化，若未来下游需求未有释放，则行业营收增长潜力不大，各项财务指标有可能进一步变化。

六、钢构板块：增速明显放缓，整体财务状况良好

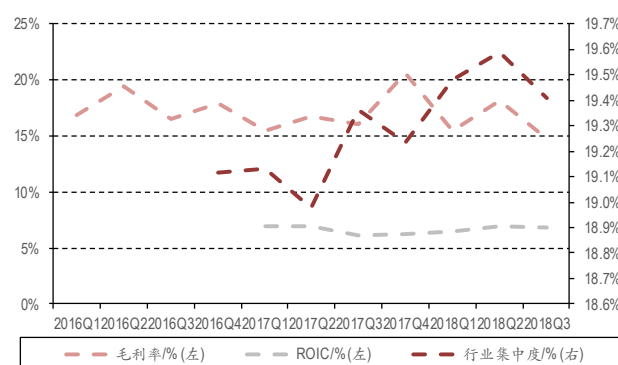
营收与利润增速均明显放缓，未来进一步下行可能性不大：2018 年三季度主要钢构行业主要上市企业合计营收 90.36 亿元，同增 17.57%，净利润合计 3.90 亿元，同增 7.35%，营收与利润增速均有较明显放缓。钢结构是建筑行业较小的细分板块，营收规模占建筑行业整体比重不大，上游成本主要受到钢铁影响，下游需求主要来自于工业企业投资以及房地产，来自基建的需求相对较小。成本上，当前钢材价格逐步提升对钢结构行业成本是一定冲击；而政策上当前基建补短板重要性提上日常，建筑工业化暂时让位于基建；需求上下游地产需求疲弱，工业企业投资需求增长空间不大，多因素的共同作用导致行业增速有较为明显的放缓。我们认为国家对住宅产业化的要求量化指标依然存在，行业增速进一步下滑的空间并不大。

图表 31. 行业营收与盈利增速环比均有明显下滑



资料来源：万得数据及中银证券

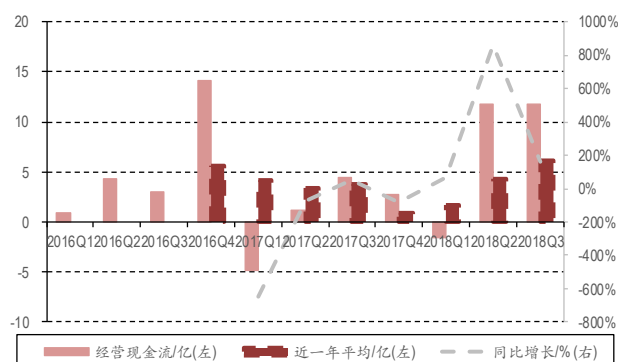
图表 32. 毛利率趋势性下滑



资料来源：万得数据及中银证券

毛利率下降，费用率减少，净利率平稳：2018 年三季度钢构板块毛利率为 14.72%，同比下降 1.31pct。各项经营费用率同比下降 4.08pct；财务费用率同比小升 0.02pct。行业净利率受期间费用与毛利率的影响，同比小降 0.41pct。我们认为以杭萧钢构为代表的钢结构技术授权业务对行业整体毛利率有一定提升作用。当前技术授权业务天花板有限，杭萧钢构的技术垄断优势也逐步被打破，市场参与者增加，技术授权业务营收规模与毛利率未来有可能均下降，带动行业毛利率进一步下降。但技术授权业务占钢结构行业营收规模并不大，预计对毛利率向下带动作用并不大。

图表 33. 经营性现金流相对充沛



资料来源：万得数据及中银证券

图表 34. 负债率与现金比率基本保持平稳



资料来源：万得数据及中银证券

现金流充沛，负债率与现金比率保持平稳，整体财务状况较好：2018 年三季度钢构板块经营性现金净流入 11.81 亿元，同比上升 163.56 亿元，经营性现金流依然保持充沛。三季度末行业主要上市公司平均资产负债率为 55.63%，总体保持平稳；现金比率为 21.71%，环比小幅上升。当前行业经营性现金入，负债率与现金比率保持平稳，整体财务状况相对较好。

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，万亿专项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：报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
			(元)	(亿元)	2017A	2018E	2017A	2018E	
002717.SZ	岭南股份	买入	9.41	94.92	0.50	0.96	18.6	9.8	4.24
603359.SH	东珠生态	买入	15.98	50.92	0.76	1.25	21.0	12.8	7.93
601117.SH	中国化学	买入	5.75	283.65	0.32	0.49	18.2	11.7	5.99
600477.SH	杭萧钢构	买入	4.11	73.60	0.43	0.48	9.6	8.6	1.73
000928.SZ	中钢国际	买入	4.19	52.65	0.33	0.46	12.6	9.1	3.68
601668.SH	中国建筑	增持	5.42	2,275.60	0.78	0.84	6.9	6.5	5.30
002081.SZ	金螳螂	增持	8.59	227.06	0.73	0.82	11.8	10.5	4.80
002482.SZ	广田集团	增持	4.87	74.87	0.42	0.47	11.6	10.4	4.60
300197.SZ	铁汉生态	增持	5.37	122.41	0.33	0.49	16.2	11.0	2.79
300284.SZ	苏交科	增持	9.59	77.63	0.57	0.72	16.7	13.3	4.96
300495.SZ	美尚生态	增持	13.34	80.15	0.47	0.62	28.2	21.5	5.17
000498.SZ	山东路桥	增持	5.02	56.23	0.51	0.52	9.8	9.7	3.86
601800.SH	中国交建	未有评级	12.68	1,786.67	1.27	1.37	10.0	9.2	10.76
601390.SH	中国中铁	未有评级	7.62	1,701.73	0.70	0.81	10.8	9.4	7.39
601186.SH	中国铁建	未有评级	11.16	1,478.98	1.18	1.41	9.4	7.9	12.11
600068.SH	葛洲坝	未有评级	6.60	303.92	1.02	1.21	6.5	5.4	9.04
600502.SH	安徽水利	未有评级	3.80	65.40	0.45	0.53	8.4	7.2	4.87
002713.SZ	东易日盛	未有评级	16.82	44.18	0.83	1.09	20.3	15.4	4.03
002310.SZ	东方园林	未有评级	9.36	251.11	0.81	1.11	11.5	8.4	4.52
300355.SZ	蒙草生态	未有评级	4.36	69.94	0.53	0.74	8.3	5.9	2.36
603017.SH	中衡设计	未有评级	8.78	24.17	0.55	0.75	16.1	11.8	6.23
603018.SH	中设集团	未有评级	16.22	50.90	0.95	1.25	17.2	12.9	7.39
002051.SZ	中工国际	未有评级	11.52	128.18	1.33	1.52	8.6	7.6	7.96
600039.SH	四川路桥	未有评级	3.46	124.92	0.29	0.38	11.7	9.2	3.67

资料来源：万得数据及中银证券

注：股价截止日 2018 年 11 月 5 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，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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得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内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。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