

2018-11-4

行业研究 | 深度报告

评级 中性 维持

## 建筑与工程行业

# 营收业绩短期承压，经营拐点渐显

## ——建筑行业 2018 年三季度报总结

### ■ 建筑行业：Q1-3 收入、业绩降速，经营现金大幅净流出

**概览：前三季度营收、业绩增速均放缓。**2018Q1-3 全行业实现营收 3.24 万亿元，同增 9.00%，增速较 2017 年全年下降 1.76pct；实现归属净利润 1032.93 亿元，同增 8.50%，较 2017 年全年大幅下降 21.52pct。业绩增速大幅下滑主要因为：1) 园林及石油工程板块业绩出现负增长，2018Q1-3 归属净利润同比分别下降 13%、252%；2) 规模占比较大的房建及基建板块业绩增速降幅较明显，较 2017 年分别下降 11.99pct 及 7.63pct。

**盈利能力：毛利率及费用率上升，归属净利率略微下降。**2018Q1-3 行业毛利率为 11.60%（同增 0.57pct），期间费用、营业税金及附加及资产减值损失占收入比重同比均呈上升态势，分别上升 0.37pct、0.01pct 及 0.02pct，最终行业归属净利率为 3.18%同比微降 0.01pct。

**回款压力仍较大，经营现金大幅净流出，资产负债率上升。**3 季度末全行业垫资比重为 43.56%，较年初提升 0.67pct，下游占款情况有所增加；Q1-3 经营性现金流为-2191.20 亿元，同比增加净流出 558 亿元，主要源于基建板块经营性现金支出大幅增加；截至 9 月底行业资产负债率为 76.35%，较年初上升 0.36pct。

### ■ 子板块：化学工程表现亮眼，园林收入业绩双降速

**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，收入增速较去年继续提高；**工程咨询**龙头集中度提升，但受基建投资下滑影响，行业盈利增速放缓；**园林**受去杠杆和信用风险爆发影响，今年订单生效放缓，资金融通渠道受限，收入确认减少导致 3 季度增速环比继续大幅下滑；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；**国际工程**企业虽受益于汇率波动，但毛利率大幅下滑致 3 季度业绩同比减少；**钢结构**，新签拉动收入保持较快增长，但技术加盟模式推广不及预期拖累整体盈利能力；**基建**受 PPP 库清理、地方政府债务整顿等影响，收入增速仍在底部，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**收入增速趋缓，经营现金流继续净流出，归属净利率同比略降；**专业工程**3 季度收入和归属净利润增速环比均出现下滑。

### ■ 基建稳增长持续发力，4 季度投资有望企稳

前 3 季度国内经济继续承压，7 月底国常会和政治局会议以来，基建稳增长持续发力，预计政策发力传导到企业订单和执行层面需要 1-2 个季度，4 季度基建订单及投资或开始企稳，再考虑到 3 季度末基金配置建筑比例较低，板块配置价值凸显。建议关注基建产业链相关个股，如中国铁建、苏交科、中国交建、中设集团、中国建筑、龙元建设、岭南股份及葛洲坝，此外地产后周期的金螳螂、全筑股份也值得关注。

**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

### 市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

### 相关研究

《稳增长再迎政策利好，继续看好基建产业链个股》2018-11-1

《Q3 末基金配置比例仍较低，Q4 板块配置价值凸显》2018-10-27

《需求、供给双发力，建筑迎来估值修复行情》2018-10-23

## 目录

建筑行业：Q1-3 收入、业绩降速，经营现金大幅净流出 .....	4
行业概览：前三季度营收、业绩增速均放缓 .....	4
盈利能力：毛利率及费用率上升，归属净利率略微下降 .....	5
下游占款：增速较高，回款压力仍较大 .....	6
现金流：付现比上升显著，经营现金大幅净流出 .....	7
偿债能力：资产负债率增加，有息负债增幅较大 .....	7
子板块：化学工程表现亮眼，园林收入业绩双降速 .....	8
收入：化学工程提速明显，园林、基建增速放缓 .....	8
利润增长：化学工程提升明显，石油工程、园林大幅下降 .....	9
毛利率：仅房建、基建及装饰有所提升 .....	10
期间费用率：园林及装饰行业上升明显 .....	10
管理费用率：园林、石油工程及装饰上升明显 .....	11
销售费用率：园林、装饰等上升，国际工程改善明显 .....	11
财务费用率：园林上升明显，石油、国际工程受益汇率波动 .....	12
资产减值损失：石油、国际工程计提增加明显，园林、装饰下降 .....	12
归属净利率：国际工程提升居前，石油工程、园林降幅较大 .....	13
资金占用情况：部分子行业加重明显 .....	13
现金流：基建大幅净流出 .....	14
基建稳增长持续发力，4 季度投资有望企稳 .....	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+应收票据+存货+合同资产”（亿元） .....	6
图 6：建筑行业“(应收账款+应收票据+存货+合同资产)/总资产” .....	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 9：2012-2018Q3 行业经营现金流量净额（亿元） .....	7
图 10：2012-2018Q3 行业预收账款（含合同负债）（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: 基金配置建筑业比例情况 .....	17
表 1: 2012-2018Q3 建筑行业整体盈利情况 .....	6
表 2: 2013-2018Q3 建筑各子行业收入同比变动情况 .....	9
表 3: 2013-2018Q3 建筑各子行业归属净利润同比变动情况 .....	9
表 4: 2011-2018Q3 建筑各子行业毛利率变动情况 .....	10
表 5: 2011-2018Q3 建筑各子行业期间费用率变动情况 .....	10
表 6: 2011-2018Q3 建筑各子行业管理费用率变动情况 .....	11
表 7: 2011-2018Q3 建筑各子行业销售费用率变动情况 .....	11
表 8: 2011-2018Q3 建筑各子行业财务费用率变动情况 .....	12
表 9: 2011-2018Q3 建筑各子行业资产减值损失率变动情况 .....	13
表 10: 2011-2018Q3 建筑各子行业归属净利率变动情况 .....	13
表 11: 2011-2018Q3 建筑各子行业“(应收账款+应收票据+存货+合同资产)/总资产”变动情况 .....	14
表 12: 2011-2018Q3 建筑各子行业收现比变动情况 .....	14
表 13: 2011-2018Q3 建筑各子行业净经营现金流变动情况 (亿元) .....	15

## 建筑行业：Q1-3 收入、业绩降速，经营现金大幅净流出

截至 2018 年 10 月 30 日,建筑行业 120 家上市公司 2018 年三季报均已披露完毕。2018 年前 3 季度全行业收入及净利润增速均出现放缓,部分子行业 3 单季度净利润出现同比下滑;综合毛利率同比虽有提高但 Q3 环比略有下滑,期间费用、营业税金及附加及资产减值损失占收入比重同比均呈上升态势,导致归属净利率同比略有下滑。2018 年前 3 季度全行业经营性现金流净流出规模明显扩大,行业内“(应收账款+存货+应收票据+合同资产)/总资产”的比例上升,资产负债率和有息负债率较年初均有所上升,全行业资金周转情况仍然偏紧。

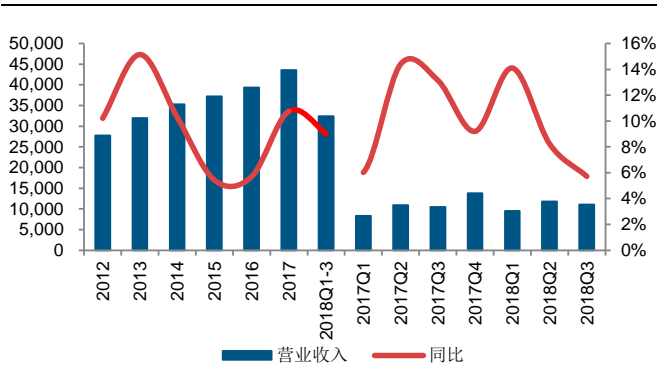
子行业来看, **化学工程和石油工程**,得益于油价高位运行及下游业主经营好转,收入增速较上年全年继续提高; **工程咨询**行业龙头集中度提升,但同样受基建投资下滑影响,行业盈利增速放缓;2017 年实现高增长的**园林行业**,受去杠杆和信用风险爆发的影响,2018 订单生效放缓,资金融通渠道受限,收入确认减少导致 3 季度增速环比继续大幅下滑;得益于消费升级带动居民对文体场馆需求增加,叠加政府鼓励住宅全装修, **装饰**行业新签订单和收入保持增长; **国际工程**企业海外收入占比较高,虽然汇率波动利好企业业绩释放,但毛利率大幅下滑导致业绩 3 单季度同比减少; **钢结构**,新签拉动收入保持较快增长,钢材价格上涨对企业成本的压力边际递减,但技术加盟商业模式推广不及预期,拖累整体盈利能力; **基建行业**受 PPP 库清理、地方政府债务整顿等影响,收入增速仍在底部,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; **房地产行业**收入增速趋缓,经营现金流同样继续净流出,归属净利率同比略有下滑; **专业工程**板块 3 单季度收入和归属净利润增速环比均出现下滑。

## 行业概览：前三季度营收、业绩增速均放缓

**2018Q1-3 全行业收入增速放缓,业绩增速降幅明显。**2018Q1-3 全行业上市公司实现营业收入 3.24 万亿元,同增 9.00%,增速较 2017 年全年下降 1.76pct;实现归属净利润 1032.93 亿元,同增 8.50%,增速较 2017 年全年大幅下降 21.52pct。我们认为,业绩增速大幅下滑主要因为:1) 园林及石油工程板块业绩出现负增长,2018Q1-3 分别实现归属净利润 35.60 亿、-3.26 亿元,同比分别下降 13%、252%;2) 规模占比较大的房建及基建板块业绩增速降幅较明显,其中房建板块实现归属净利润 305.37 亿元,同增 2.64% (较 2017 年下降 11.99pct),基建板块归属净利润 518.75 亿元,同增 13.68% (较 2017 年下降 7.63pct)。

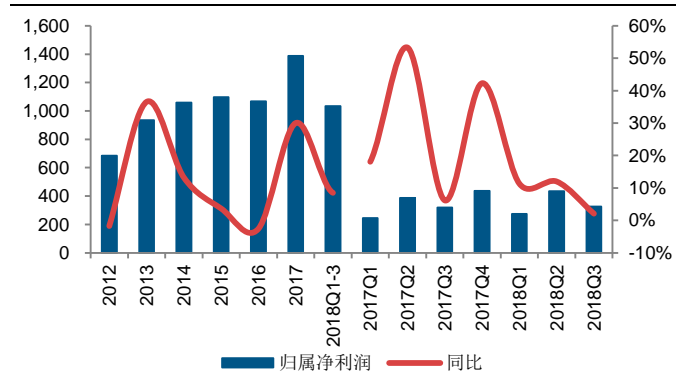
**三季度收入、业绩增速延续下滑。**分季度来看,2018Q3 实现收入 1.11 万亿元,同增 5.72%,增速环比下降 2.52 个百分点;实现归属净利润 325.86 亿元,同增 2.08%,增速环比下降 9.91 个百分点。

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）

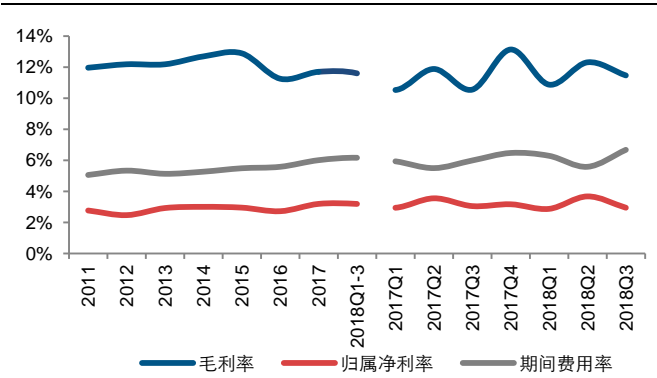


资料来源：Wind，长江证券研究所

## 盈利能力：毛利率及费用率上升，归属净利率略微下降

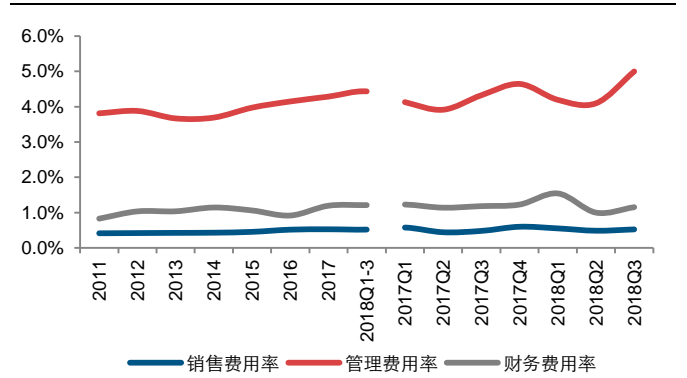
2018Q1-3 行业毛利率为 11.60%，同比提升 0.57pct，其中 3 季度提升较为明显，同比上升 0.92 个百分点。前三季度毛利率改善主要源于规模占比较大的房建及基建毛利率提升拉动，其毛利率分别提升 0.84pct、0.68pct，我们认为这主要受益于企业业务结构变化，比如高毛利率的 PPP 项目收入占比提升。环比来看，Q3 毛利率较 Q2 略有下滑，原材料成本上涨或是原因之一。

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

2018Q1-3 期间费用率上行，资产减值损失、营业税金及附加占收入比重略微上升，盈利能力略微下降。2018Q1-3 期间费用率继续上升，三费率为 6.16%同增 0.37 个百分点；其中，管理费用率（含研发费用）同提 0.31pct，我们认为主要源于今年以来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 0.03 个百分点；销售费用率微增 0.02 个百分点。2018Q1-3 营业税金及附加占收入比重同比微增 0.01 个百分点，资产减值损失率同比微增 0.02 个百分点至 0.47%。综合以上因素影响，上半年归属净利率为 3.18%略降 0.01pct。

分季度来看，2018Q3 毛利率为 11.47%同增 0.92 个百分点，期间费用率为 6.67%同增 0.69 个百分点，资产减值损失率 0.34%同增 0.09 个百分点，归属净利率同降 0.10pct 至 2.94%。

表 1: 2012-2018Q3 建筑行业整体盈利情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1-3	2018Q1-3	YOY	2017Q3	2018Q3	YOY
毛利率	12.19%	12.19%	12.69%	12.89%	11.26%	11.70%	11.04%	11.60%	0.57%	10.55%	11.47%	0.92%
归属净利率	2.46%	2.92%	3.00%	2.95%	2.72%	3.19%	3.20%	3.18%	-0.01%	3.04%	2.94%	-0.10%
期间费用率	5.33%	5.13%	5.26%	5.48%	5.58%	6.01%	5.79%	6.16%	0.37%	5.99%	6.67%	0.69%
销售费用率	0.42%	0.42%	0.43%	0.45%	0.51%	0.53%	0.49%	0.52%	0.02%	0.48%	0.52%	0.04%
管理费用率	3.88%	3.67%	3.69%	3.97%	4.15%	4.29%	4.12%	4.43%	0.31%	4.32%	5.00%	0.67%
财务费用率	1.03%	1.04%	1.14%	1.06%	0.92%	1.19%	1.18%	1.21%	0.03%	1.18%	1.15%	-0.03%
资产减值率	0.90%	0.46%	0.59%	0.78%	0.93%	0.99%	0.44%	0.47%	0.02%	0.25%	0.34%	0.09%
投资净收益/营收	0.45%	0.38%	0.34%	0.34%	0.34%	0.48%	0.34%	0.32%	-0.03%	0.27%	0.22%	-0.05%
营业税金及附加率	3.02%	2.99%	3.03%	2.96%	1.36%	0.84%	0.74%	0.75%	0.01%	0.60%	0.72%	0.12%

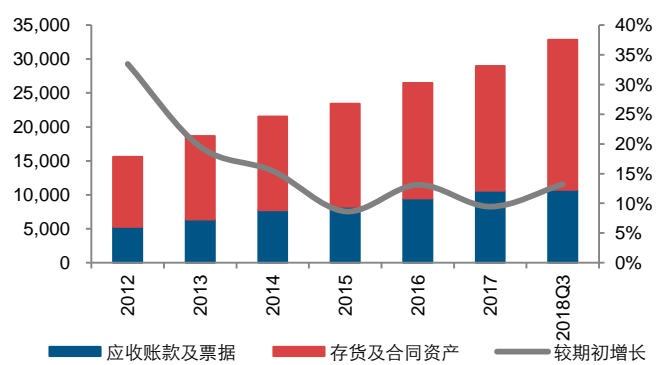
资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 下游占款: 增速较高, 回款压力仍较大

业主对建筑企业资金的占用主要体现在应收账款、应收票据、存货及合同资产方面。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 (今年以来因会计科目调整, 此前存货中部分计入合同资产科目); 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 (若以票据支付则计入应收票据), 因此, 建筑业中的“应收账款+应收票据+存货+合同资产”成为度量施工企业垫资规模的重要指标。

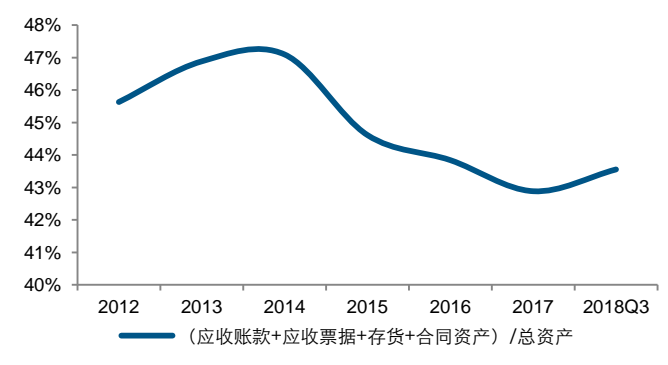
**2018 年 3 季度末行业下游占款回升。**2018 年 3 季度末全行业“应收账款+应收票据+存货+合同资产”规模约 3.28 万亿元, 较年初增长 13.23%, 占总资产的比重为 43.56%, 较年初提升 0.67 个百分点, 说明前三季度下游占款情况有所增加, 企业回款压力仍然较大。

图 5: 建筑行业“应收账款+应收票据+存货+合同资产” (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 6: 建筑行业“(应收账款+应收票据+存货+合同资产)/总资产”



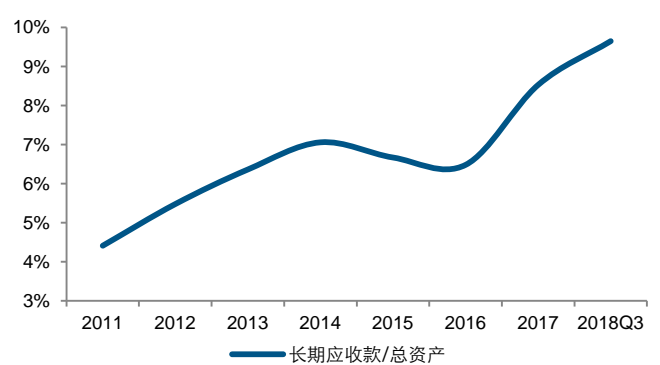
资料来源: Wind, 长江证券研究所

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 9 月底达到 0.73 万亿元较年初增加 26%, 在总资产中的占比也由年初的 8.53% 上升至 9 月底的 9.65%。



**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

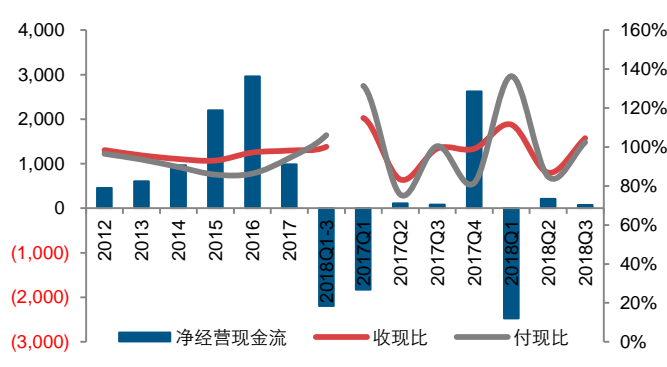
**图 8：建筑行业长期应收款/总资产**


资料来源：Wind，长江证券研究所

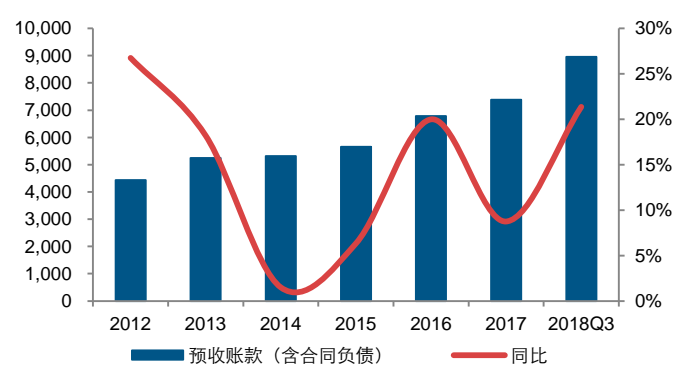
## 现金流：付现比上升显著，经营现金大幅净流出

**前三季度付现比上升明显，经营现金大幅净流出。**2018Q1-3 全行业净经营性现金流为-2191.20 亿元，较去年同期的-1633.08 亿元增加净流出 558 亿元，现金流净流出增加主要源于基建板块经营性现金净流出大幅增加，其中中国交建、中国铁建及中国中铁前三季度经营现金流净额同比分别增加净流出 355 亿元、278 亿元及 174 亿元。2018Q1-3 收现比为 100.12%，较去年同期上升 2.34pct；付现比 106.08%，较上年提高 5.94pct。

2018Q3 经营性现金流净额为 74.33 亿元，较 2017 年同期下降 10.11 亿元。截至 2018 年 9 月底，全行业预收账款（含合同负债）为 8955.58 亿元，较年初增长 21.36%。

**图 9：2012-2018Q3 行业经营现金流量净额（亿元）**


资料来源：Wind，长江证券研究所

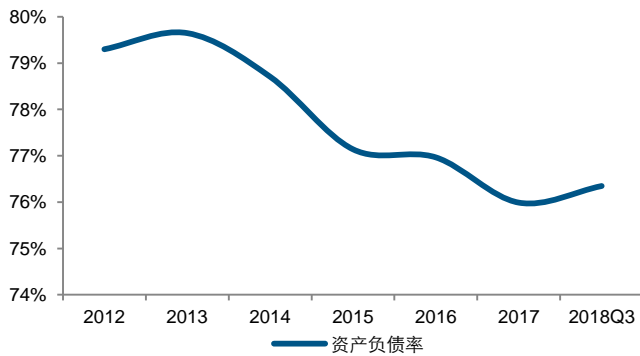
**图 10：2012-2018Q3 行业预收账款（含合同负债）（亿元）**


资料来源：Wind，长江证券研究所

## 偿债能力：资产负债率增加，有息负债增幅较大

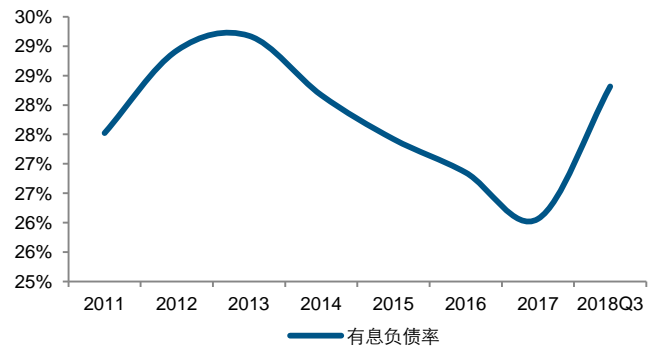
**2018Q3 末行业资产负债率有所上升，偿债压力未减。**2018 年 9 月末行业资产负债率为 76.35%，较年初上升 0.36pct，资产负债率较年初有所回升，我们认为原因有：1) 今年以来去杠杆下业主资金相对紧张，垫资增加导致企业借款上升；2) 行业盈利增速放缓致净资产增长降速，3) 国资委规范央企开展 PPP 业务，表内有息负债占比提升。考虑到建筑行业回款大多集中在 4 季度，叠加 3 季度财政部专项债发行提速，预计年底资产负债率提升幅度或缩窄。

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: 化学工程表现亮眼, 园林收入业绩双降速

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)、资金垫付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

**2018Q1-3 化学工程行业收入大幅提速, 园林增速大幅下滑。**受益于订单持续释放, 前 3 季度化学工程板块收入同比大幅增长 37.80%, 较 2017 全年提速 25.69pct; 而受 PPP 清库及融资不畅影响, 园林行业收入同比仅增长 12.88%, 增速较 2017 年全年大幅下滑 40.77pct。

**2018Q3 国际工程、化学工程及石油工程增速环比提升明显。**2018 年 3 季度, 国际工程、化学工程及石油工程营收同比增速较 Q2 分别提升 35.86pct、15.09pct、13.52pct, 提升幅度明显, 而园林、专业工程及工程咨询行业增速则环比下滑明显, 降幅分别为 25.96pct、14.85pct 及 13.29pct。



表 2：2013-2018Q3 建筑各子行业收入同比变动情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-3	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
装饰	30.43%	15.73%	-1.89%	9.54%	12.36%	11.66%	2.28%	25.43%	9.57%	10.93%	18.95%	5.47%	13.05%
专业工程	-6.03%	8.33%	0.95%	-0.46%	9.84%	18.77%	1.17%	7.48%	9.64%	16.48%	23.66%	23.76%	8.91%
园林	24.79%	17.14%	12.59%	32.95%	53.65%	12.88%	45.75%	59.85%	61.85%	46.56%	52.50%	17.24%	-8.72%
石油工程	38.35%	15.00%	-28.55%	-30.75%	1.33%	9.93%	-9.60%	-3.32%	8.35%	5.91%	6.70%	3.93%	17.44%
基建	16.24%	7.67%	5.91%	6.16%	10.55%	6.13%	4.89%	14.15%	8.49%	12.94%	11.02%	3.76%	4.82%
化学工程	12.37%	12.34%	-7.97%	-18.15%	12.11%	37.80%	-4.27%	9.01%	16.45%	21.83%	40.78%	29.57%	44.66%
国际工程	1.30%	69.56%	-9.24%	19.98%	9.58%	1.67%	41.55%	31.99%	14.14%	-12.11%	6.01%	-17.04%	18.82%
工程咨询	23.76%	6.30%	24.70%	15.69%	26.01%	26.84%	39.02%	11.88%	32.34%	25.81%	20.85%	36.10%	22.81%
钢结构	20.94%	-4.78%	-1.57%	12.89%	20.42%	23.25%	17.07%	25.79%	43.73%	4.79%	25.49%	27.95%	17.28%
房建	17.96%	14.82%	9.25%	7.58%	9.44%	9.88%	7.90%	14.10%	21.72%	-1.74%	14.85%	11.08%	3.77%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 利润增长：化学工程提升明显，石油工程、园林大幅下降

2018Q1-3 化学工程归属净利润同比增长 21.78%，较 2017 年大幅提升 34.83pct，国际工程同比增长 8.66%，较 2017 年提升 2.95pct，我们认为或主要源于今年以来汇率波动产生较大汇兑收益；其他行业 Q1-3 归属净利润增速较 2017 年均不同程度下滑，其中石油工程及园林行业分别下降 358.52 及 37.00pct。

3 季度仅化学工程业绩增速环比 Q2 有所提升，提升幅度 1.54pct，其余行业均有不同程度下滑，其中园林行业环比降幅最大达到 62.26pct。

表 3：2013-2018Q3 建筑各子行业归属净利润同比变动情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-3	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
装饰	42.29%	18.63%	-9.63%	-0.69%	9.55%	4.59%	2.09%	22.32%	8.22%	4.26%	27.89%	2.49%	-8.69%
专业工程	-	24.08%	29.02%	8.15%	18.44%	14.76%	4.09%	21.17%	0.54%	39.19%	15.50%	17.40%	10.26%
园林	21.47%	0.11%	-12.99%	79.38%	23.93%	-13.07%	-683.08%	35.41%	83.25%	-23.70%	67.87%	10.30%	-51.96%
石油工程	73.33%	23.93%	-61.47%	-320.12%	106.30%	-252.22%	-65.55%	107.86%	188.92%	119.81%	-39.25%	-9.38%	-57.98%
基建	13.25%	11.79%	13.08%	10.31%	21.31%	13.68%	17.86%	18.73%	2.48%	41.06%	14.12%	16.95%	9.62%
化学工程	6.71%	-1.32%	-11.71%	-39.22%	-13.05%	21.78%	-13.07%	22.76%	-14.17%	-57.78%	31.79%	18.23%	19.77%
国际工程	-7.86%	132.84%	41.27%	25.58%	5.71%	8.66%	22.58%	23.22%	17.57%	-13.52%	0.16%	37.21%	-14.76%
工程咨询	44.69%	-4.25%	13.87%	23.37%	34.20%	29.75%	50.22%	7.95%	64.11%	31.47%	23.40%	46.97%	18.22%
钢结构	20.30%	-17.54%	8.01%	57.76%	37.34%	12.40%	58.33%	23.98%	57.03%	31.05%	16.19%	21.76%	-2.10%
房建	22.13%	12.36%	15.86%	12.66%	14.63%	2.64%	23.20%	13.12%	-6.59%	39.66%	4.66%	2.32%	1.08%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 毛利率：仅房建、基建及装饰有所提升

2018Q1-3 所有子行业中，仅房建、基建及装饰毛利率较上年同期有所提升，提升幅度分别为 0.84pct、0.68pct 及 0.52pct，这也是推动全行业毛利率提升的主要原因，其余行业毛利率较 2017Q1-3 均有不同程度下滑。从 3 季度来看，房建、基建及装饰也表现较好，毛利率同比分别提升 2.54pct、0.54pct 及 2.02pct。

表 4：2011-2018Q3 建筑各子行业毛利率变动情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1-3	2018Q1-3	YOY	2017Q3	2018Q3	YOY
装饰	17.07%	17.04%	17.88%	18.43%	18.72%	17.09%	17.01%	16.80%	17.32%	0.52%	16.52%	18.53%	2.02%
专业工程	12.59%	12.55%	13.95%	13.12%	13.29%	13.12%	13.72%	13.57%	13.27%	-0.30%	13.47%	13.56%	0.10%
园林	32.68%	29.79%	29.52%	28.82%	27.30%	27.33%	26.99%	26.87%	26.42%	-0.45%	26.59%	26.94%	0.35%
石油工程	27.24%	25.92%	28.02%	31.07%	23.50%	-0.08%	15.27%	13.09%	5.95%	-7.13%	15.83%	7.81%	-8.01%
基建	11.34%	11.67%	11.31%	11.85%	12.47%	10.90%	11.08%	10.52%	11.20%	0.68%	10.29%	10.83%	0.54%
化学工程	15.01%	15.30%	15.19%	13.93%	14.30%	14.48%	15.34%	13.88%	11.38%	-2.50%	13.28%	9.42%	-3.87%
国际工程	12.83%	12.36%	14.28%	13.94%	15.60%	16.76%	18.01%	18.24%	16.05%	-2.20%	22.69%	12.30%	-10.39%
工程咨询	29.32%	25.74%	26.26%	26.87%	28.40%	28.73%	29.52%	29.33%	28.61%	-0.71%	29.91%	29.21%	-0.70%
钢结构	15.35%	16.44%	15.88%	17.21%	18.60%	19.07%	18.58%	17.28%	17.12%	-0.15%	17.09%	16.81%	-0.29%
房建	11.16%	11.13%	11.12%	11.87%	11.87%	10.01%	10.34%	9.56%	10.40%	0.84%	8.05%	10.59%	2.54%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 期间费用率：园林及装饰行业上升明显

2018Q1-3 园林及装饰行业期间费用率分别达 16.22%及 9.59%，同比分别提升 3.89pct 及 2.00pct，我们认为主要源于人员扩张及员工薪酬上升；3 单季度表现与前 3 季度整体类似，园林及装饰费用率上升幅度仍靠前，分别达到 7.35pct、4.02pct。

表 5：2011-2018Q3 建筑各子行业期间费用率变动情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1-3	2018Q1-3	YOY	2017Q3	2018Q3	YOY
装饰	5.21%	4.66%	4.73%	4.80%	6.25%	6.96%	8.23%	7.59%	9.59%	2.00%	7.18%	11.20%	4.02%
专业工程	6.80%	7.38%	7.86%	6.99%	6.74%	6.82%	7.88%	7.83%	7.13%	-0.69%	8.66%	8.37%	-0.29%
园林	9.81%	10.20%	10.92%	11.70%	12.59%	12.29%	11.71%	12.33%	16.22%	3.89%	11.67%	19.02%	7.35%
石油工程	5.14%	5.44%	5.25%	5.17%	5.65%	7.43%	11.80%	12.33%	8.30%	-4.04%	11.32%	10.23%	-1.09%
基建	5.45%	5.81%	5.45%	5.78%	6.09%	6.14%	6.44%	6.38%	6.71%	0.33%	6.62%	6.67%	0.05%
化学工程	5.21%	5.58%	6.00%	5.84%	6.55%	7.52%	8.45%	8.07%	6.03%	-2.04%	8.56%	5.37%	-3.19%
国际工程	7.13%	5.89%	6.94%	5.21%	3.12%	4.16%	7.25%	8.41%	4.55%	-3.87%	10.68%	0.70%	-9.99%
工程咨询	9.91%	11.44%	11.90%	12.78%	14.66%	14.74%	14.63%	14.56%	14.33%	-0.23%	14.26%	14.91%	0.65%
钢结构	7.53%	9.53%	9.05%	11.10%	12.22%	10.87%	10.14%	10.08%	10.64%	0.55%	9.23%	11.48%	2.25%
房建	3.09%	3.27%	3.24%	3.37%	3.45%	3.53%	3.76%	3.41%	4.04%	0.64%	3.15%	5.13%	1.98%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 管理费用率：园林、石油工程及装饰上升明显

2018Q1-3 园林、石油工程及装饰行业管理费用率上升最快（管理费用和研发费用合并计算），同比分别增加 1.72pct、1.50pct、及 1.27pct，化学工程管理费用率降幅最大，同比下降 0.85pct。3 单季度石油工程、园林、装饰及钢结构管理费用率分别同比上升 6.79pct、3.92pct、2.59pct 及 2.11pct，仅国际工程及化学工程行业有所下降，同比分别下降 0.19pct 及 0.99pct。

表 6：2011-2018Q3 建筑各子行业管理费用率变动情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1-3	2018Q1-3	YOY	2017Q3	2018Q3	YOY
装饰	3.13%	2.69%	2.57%	2.57%	3.48%	3.80%	4.25%	3.98%	5.24%	1.27%	3.99%	6.58%	2.59%
专业工程	4.51%	4.87%	5.02%	4.56%	4.91%	5.12%	5.72%	5.26%	5.23%	-0.03%	5.92%	6.51%	0.59%
园林	8.38%	8.10%	8.17%	8.38%	9.12%	8.91%	8.24%	8.72%	10.44%	1.72%	8.29%	12.21%	3.92%
石油工程	2.81%	3.77%	3.74%	4.06%	4.60%	5.62%	5.37%	5.12%	6.62%	1.50%	4.14%	10.93%	6.79%
基建	4.24%	4.29%	4.01%	4.18%	4.54%	4.73%	4.80%	4.73%	5.04%	0.31%	4.93%	5.30%	0.37%
化学工程	5.41%	5.75%	5.85%	5.52%	6.16%	7.21%	7.09%	6.65%	5.81%	-0.85%	6.99%	5.99%	-0.99%
国际工程	3.01%	3.31%	3.85%	3.45%	3.60%	3.63%	3.79%	3.78%	3.97%	0.19%	3.69%	3.50%	-0.19%
工程咨询	8.57%	9.37%	9.84%	10.25%	12.53%	12.35%	11.95%	11.82%	11.82%	0.01%	11.42%	12.36%	0.94%
钢结构	4.51%	5.24%	4.89%	5.94%	6.97%	6.69%	6.21%	6.15%	6.99%	0.84%	5.61%	7.72%	2.11%
房建	2.33%	2.37%	2.23%	2.15%	2.19%	2.31%	2.43%	2.32%	2.59%	0.26%	2.30%	3.11%	0.81%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 销售费用率：园林、装饰等上升，国际工程改善明显

2018Q1-3 园林及装饰销售费用率同比分别上升 0.37pct 及 0.31pct，国际工程行业同比下降 0.22 个百分点。3 单季度国际工程、工程咨询及化学工程分别下降 1.18pct、0.11pct 及 0.07pct，园林及装饰分别上升 0.44pct、0.32pct。

表 7：2011-2018Q3 建筑各子行业销售费用率变动情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1-3	2018Q1-3	YOY	2017Q3	2018Q3	YOY
装饰	2.18%	1.98%	1.78%	1.71%	1.99%	2.25%	2.43%	2.35%	2.67%	0.31%	2.09%	2.42%	0.32%
专业工程	0.83%	0.79%	0.83%	0.74%	0.78%	0.83%	0.87%	0.89%	0.80%	-0.09%	0.88%	0.96%	0.07%
园林	1.01%	0.83%	0.87%	0.90%	0.93%	0.95%	1.01%	1.04%	1.42%	0.37%	1.05%	1.48%	0.44%
石油工程	0.06%	0.06%	0.06%	0.09%	0.11%	0.15%	0.17%	0.15%	0.15%	0.00%	0.14%	0.14%	0.00%
基建	0.33%	0.34%	0.35%	0.37%	0.41%	0.45%	0.44%	0.43%	0.44%	0.01%	0.40%	0.40%	0.01%
化学工程	0.46%	0.42%	0.41%	0.37%	0.44%	0.56%	0.59%	0.56%	0.54%	-0.02%	0.55%	0.49%	-0.07%
国际工程	2.88%	2.70%	2.96%	1.91%	1.59%	2.45%	2.57%	3.03%	2.82%	-0.22%	3.40%	2.22%	-1.18%
工程咨询	1.32%	1.99%	2.11%	2.33%	2.10%	2.15%	2.19%	2.29%	2.16%	-0.13%	2.36%	2.24%	-0.11%
钢结构	1.88%	2.24%	2.05%	2.21%	2.51%	2.11%	1.94%	2.05%	1.91%	-0.14%	1.99%	2.08%	0.09%
房建	0.20%	0.23%	0.26%	0.26%	0.26%	0.33%	0.33%	0.26%	0.28%	0.03%	0.27%	0.34%	0.07%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 财务费用率：园林上升明显，石油、国际工程受益汇率波动

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，2018Q1-3 同比提升 1.79pct；受益于今年 2 季度以来汇率波动带来的汇兑收益增加，石油工程、国际工程行业财务费用率同比分别下降 5.54pct、3.84pct。3 季度园林财务费用率同增 2.99pct，石油工程及国际工程同比分别下降 7.88pct、8.61pct。

表 8：2011-2018Q3 建筑各子行业财务费用率变动情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1-3	2018Q1-3	YOY	2017Q3	2018Q3	YOY
装饰	-0.10%	-0.01%	0.39%	0.52%	0.78%	0.91%	1.54%	1.26%	1.68%	0.42%	1.10%	2.20%	1.10%
专业工程	1.46%	1.72%	2.01%	1.69%	1.05%	0.87%	1.29%	1.67%	1.10%	-0.57%	1.86%	0.90%	-0.96%
园林	0.41%	1.26%	1.88%	2.41%	2.54%	2.42%	2.45%	2.57%	4.36%	1.79%	2.33%	5.32%	2.99%
石油工程	2.27%	1.61%	1.45%	1.01%	0.94%	1.65%	6.26%	7.07%	1.53%	-5.54%	7.04%	-0.84%	-7.88%
基建	0.88%	1.18%	1.09%	1.22%	1.15%	0.96%	1.19%	1.22%	1.24%	0.01%	1.29%	0.96%	-0.33%
化学工程	-0.65%	-0.59%	-0.26%	-0.05%	-0.05%	-0.25%	0.77%	0.86%	-0.31%	-1.17%	1.02%	-1.11%	-2.13%
国际工程	1.24%	-0.12%	0.13%	-0.16%	-2.07%	-1.92%	0.89%	1.60%	-2.24%	-3.84%	3.59%	-5.02%	-8.61%
工程咨询	0.02%	0.08%	-0.05%	0.20%	0.03%	0.24%	0.49%	0.45%	0.34%	-0.11%	0.49%	0.31%	-0.18%
钢结构	1.14%	2.05%	2.11%	2.94%	2.75%	2.07%	1.99%	1.88%	1.74%	-0.14%	1.63%	1.68%	0.05%
房建	0.56%	0.67%	0.76%	0.96%	1.00%	0.89%	1.00%	0.83%	1.17%	0.35%	0.58%	1.68%	1.09%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 资产减值损失：石油、国际工程计提增加明显，园林、装饰下降

2018Q1-3 石油工程行业资产减值损失率（资产减值损失+信用减值损失/收入）同比上升 0.80pct 至 0.71%，主要是中海油服计提 1.27 亿元资产减值损失而去年同期为-0.29 亿元；国际工程资产减值损失率则同比上升 0.59pct，主要是北方国际计提 2.29 亿元（去年同期-0.17 亿元）、中材国际计提 1.04 亿元（去年同期-0.01 亿元）；园林及装饰行业有所下降，同比分别下降 0.50pct、0.30pct。3 季度国际工程资产减值损失率同比继续上升 2.97pct，石油工程下降 0.04pct，而园林及装饰分别下降 0.76pct 及提升 0.37pct。

表 9：2011-2018Q3 建筑各子行业资产减值损失率变动情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1-3	2018Q1-3	YOY	2017Q3	2018Q3	YOY
装饰	1.46%	1.57%	1.77%	2.16%	1.91%	2.43%	2.00%	1.66%	1.35%	-0.30%	1.62%	1.99%	0.37%
专业工程	0.75%	6.47%	1.44%	1.65%	1.96%	1.75%	1.48%	1.23%	1.48%	0.25%	1.30%	1.73%	0.43%
园林	1.15%	1.14%	1.65%	2.12%	1.76%	2.35%	4.14%	1.92%	1.42%	-0.50%	2.21%	1.45%	-0.76%
石油工程	0.85%	0.88%	0.10%	1.19%	4.54%	30.18%	1.89%	-0.10%	0.71%	0.80%	0.09%	0.04%	-0.04%
基建	0.21%	0.21%	0.32%	0.38%	0.64%	0.51%	0.92%	0.31%	0.37%	0.06%	0.15%	0.26%	0.11%
化学工程	0.24%	0.14%	0.28%	0.31%	0.71%	2.21%	2.73%	0.38%	0.41%	0.04%	-0.58%	-0.05%	0.53%
国际工程	0.72%	1.92%	0.80%	1.77%	3.30%	2.36%	0.62%	0.05%	0.64%	0.59%	0.59%	3.56%	2.97%
工程咨询	1.09%	1.77%	1.30%	1.96%	2.49%	2.58%	3.16%	2.69%	2.67%	-0.01%	2.75%	2.63%	-0.12%
钢结构	0.80%	1.39%	1.30%	1.16%	1.78%	1.71%	2.13%	0.35%	0.20%	-0.15%	1.14%	0.22%	-0.92%
房建	0.22%	0.42%	0.35%	0.50%	0.43%	0.52%	0.59%	0.35%	0.27%	-0.08%	-0.01%	-0.08%	-0.07%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 归属净利率：国际工程提升居前，石油工程、园林降幅较大

2018Q1-3 国际工程归属净利率同比提升 0.56pct，石油工程及园林归属净利率下降幅度较大，同比分别下降 2.68pct、2.40pct；3 季度国际工程归属净利率同比下降 2.66pct，石油工程及园林分别下降 3.10pct、5.22pct。

表 10：2011-2018Q3 建筑各子行业归属净利率变动情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1-3	2018Q1-3	YOY	2017Q3	2018Q3	YOY
装饰	5.64%	6.22%	6.78%	6.95%	6.40%	5.81%	5.66%	6.14%	5.75%	-0.39%	6.32%	5.11%	-1.22%
专业工程	2.45%	-2.03%	1.66%	1.90%	2.42%	2.63%	2.84%	2.82%	2.72%	-0.10%	2.31%	2.34%	0.03%
园林	12.12%	13.00%	12.65%	10.81%	8.36%	11.27%	9.09%	10.42%	8.03%	-2.40%	11.02%	5.80%	-5.22%
石油工程	16.23%	15.53%	19.46%	20.97%	11.31%	-35.95%	2.24%	1.12%	-1.56%	-2.68%	4.83%	1.73%	-3.10%
基建	2.31%	2.39%	2.33%	2.41%	2.58%	2.68%	2.94%	2.79%	2.99%	0.20%	2.61%	2.73%	0.12%
化学工程	6.01%	6.17%	5.86%	5.14%	4.93%	3.66%	2.84%	3.92%	3.46%	-0.46%	3.73%	3.09%	-0.64%
国际工程	4.22%	4.13%	3.75%	5.15%	8.02%	8.40%	8.10%	8.21%	8.77%	0.56%	9.40%	6.74%	-2.66%
工程咨询	8.46%	9.08%	10.61%	9.56%	8.73%	9.31%	9.91%	9.94%	10.17%	0.23%	10.53%	10.14%	-0.39%
钢结构	5.43%	3.92%	3.90%	3.38%	3.71%	5.18%	5.91%	5.92%	5.40%	-0.52%	5.35%	4.46%	-0.88%
房建	2.54%	2.53%	2.62%	2.56%	2.72%	2.84%	2.98%	3.18%	2.97%	-0.21%	2.96%	2.88%	-0.08%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 资金占用情况：部分子行业加重明显

对比“（应收账款+应收票据+存货+合同资产）/总资产”指标，建筑 10 个细分子板块中，石油工程、工程咨询、装饰及房建下游资金占用加重明显，较年初分别提升 5.70pct、4.05pct、3.36pct 及 1.60pct；钢结构、国际工程、化学工程、专业工程及基建下游占款有所下降，较年初分别下降 2.50pct、1.73 pct、0.81 pct、0.19 pct 及 0.01 pct。

表 11: 2011-2018Q3 建筑各子行业“(应收账款+应收票据+存货+合同资产)/总资产”变动情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q3	较年初变动
装饰	54.31%	58.61%	62.70%	67.74%	66.84%	64.90%	60.93%	64.29%	3.36%
专业工程	48.10%	51.36%	52.89%	52.82%	54.27%	53.47%	50.21%	50.03%	-0.19%
园林	56.49%	60.18%	59.64%	61.02%	54.61%	52.64%	50.31%	51.03%	0.73%
石油工程	10.63%	10.07%	13.81%	16.07%	13.66%	11.24%	13.06%	18.75%	5.70%
基建	39.82%	43.77%	44.59%	45.04%	41.58%	40.48%	39.74%	39.72%	-0.01%
化学工程	28.63%	30.08%	34.66%	38.55%	43.08%	43.30%	42.10%	41.29%	-0.81%
国际工程	31.68%	31.98%	28.58%	37.64%	40.62%	41.69%	43.42%	41.68%	-1.73%
工程咨询	38.94%	40.22%	44.10%	43.34%	45.27%	43.45%	42.87%	46.92%	4.05%
钢结构	53.64%	58.51%	59.21%	58.55%	59.69%	49.86%	49.60%	47.10%	-2.50%
房建	44.08%	51.60%	52.99%	51.46%	48.64%	47.72%	46.59%	48.19%	1.60%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 现金流: 基建大幅净流出

2018Q1-3 钢结构、园林、基建及房建收现比实现提升, 同比分别提高 6.34pct、4.80pct、3.25pct 及 3.01pct; 石油工程、化学工程、装饰及国际工程降幅明显, 同比分别下降 8.97pct、6.04pct、4.65pct 及 4.31pct。

表 12: 2011-2018Q3 建筑各子行业收现比变动情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1-3	2018Q1-3	YOY	2017Q3	2018Q3	YOY
装饰	77.23%	76.48%	76.87%	71.79%	80.25%	83.26%	95.26%	96.14%	91.49%	-4.65%	95.17%	82.16%	-13.01%
专业工程	92.43%	94.22%	94.44%	99.90%	101.47%	99.25%	97.98%	99.80%	98.45%	-1.36%	88.33%	95.54%	7.21%
园林	63.06%	60.63%	60.02%	65.45%	71.38%	75.20%	67.66%	69.66%	74.46%	4.80%	60.46%	75.37%	14.91%
石油工程	100.78%	100.39%	89.80%	93.47%	101.71%	112.29%	100.01%	91.99%	83.03%	-8.97%	90.68%	79.64%	-11.04%
基建	91.74%	100.96%	94.32%	94.84%	94.43%	98.21%	98.67%	98.54%	101.79%	3.25%	95.49%	104.93%	9.44%
化学工程	96.67%	95.86%	96.79%	83.08%	68.41%	79.36%	89.86%	91.26%	85.22%	-6.04%	92.70%	83.66%	-9.04%
国际工程	135.12%	100.19%	86.56%	78.21%	90.77%	82.17%	90.48%	106.12%	101.81%	-4.31%	86.06%	99.43%	13.38%
工程咨询	85.41%	94.47%	94.60%	91.58%	92.09%	93.76%	90.31%	91.04%	87.38%	-3.67%	93.04%	89.25%	-3.79%
钢结构	88.54%	92.02%	89.26%	94.59%	92.09%	90.08%	94.13%	99.99%	106.33%	6.34%	99.87%	113.24%	13.37%
房建	94.21%	97.30%	101.95%	94.06%	91.34%	97.62%	99.88%	97.67%	100.68%	3.01%	112.08%	111.36%	-0.72%

资料来源: Wind, 长江证券研究所



2018Q1-3 基建板块经营现金流大幅净流出，净流出金额达到 1247 亿元，同比增加净流出 693 亿元，主要源于中国交建、中国铁建及中国中铁前 3 季度经营现金流净额同比分别增加净流出 355 亿元、278 亿元及 174 亿元；房建、专业工程及钢结构净经营现金流有所改善，同比分别提升 78 亿、47 亿及 27 亿元。

表 13：2011-2018Q3 建筑各子行业净经营现金流变动情况（亿元）

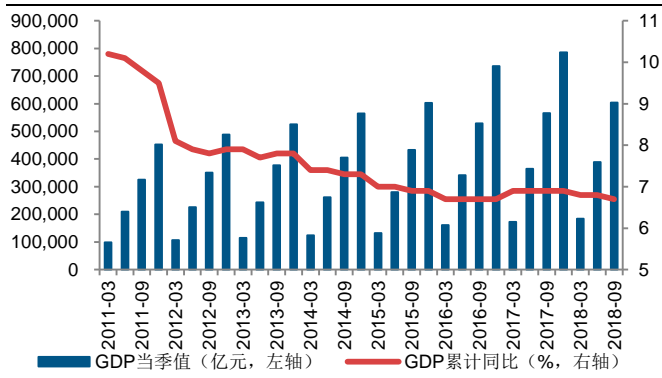
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1-3	2018Q1-3	YOY	2017Q3	2018Q3	YOY
装饰	7.02	5.07	5.09	-12.15	-11.00	-19.63	3.96	-28.74	-23.62	5.12	4.22	-4.57	-8.79
专业工程	-164.05	56.23	197.61	164.17	181.60	225.93	178.09	-151.40	-104.38	47.02	-3.43	-3.42	0.01
园林	-11.45	-16.66	-15.82	-20.92	-18.76	0.40	10.21	-39.61	-45.89	-6.28	-14.62	-13.23	1.39
石油工程	91.21	106.06	118.83	142.41	102.20	59.71	57.25	8.21	-22.16	-30.37	15.97	0.33	-15.64
基建	-154.18	182.27	178.38	412.93	1291.39	1529.87	1033.91	-553.94	-1246.70	-692.76	250.70	80.04	-170.66
化学工程	47.34	39.25	26.49	25.79	15.11	28.85	45.33	-6.05	8.72	14.77	5.96	-16.61	-22.57
国际工程	52.58	15.08	23.30	18.86	17.78	-24.01	-2.55	0.18	10.79	10.61	-8.62	4.65	13.27
工程咨询	4.88	8.71	14.81	11.96	11.13	19.52	16.50	-12.93	-23.50	-10.56	5.03	0.11	-4.92
钢结构	-8.33	-9.48	1.79	4.77	10.39	20.82	-2.02	-3.33	23.25	26.57	3.36	13.41	10.05
房建	-109.73	70.60	54.26	219.74	598.71	1120.93	-353.21	-845.47	-767.71	77.76	-174.12	13.62	187.74

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 基建稳增长持续发力，4 季度投资有望企稳

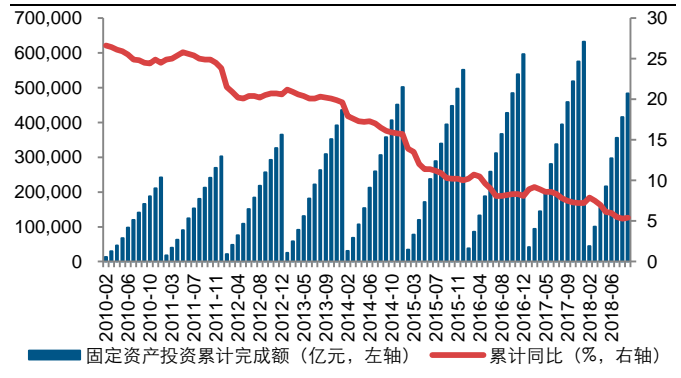
**3 季度国内经济继续承压。**2018 年前 3 季度国内 GDP 同比增长 6.7%，较上年同期下滑 0.2 个百分点；Q3 单季度 GDP 增速为 6.5%，较 2018Q1、2018Q2 分别下滑 0.3、0.2 个百分点。前 9 月份固定资产投资增速为 5.5%，分项来看，制造业投资同比增长 8.7% 持续复苏，而狭义基建投资同比增长 3.3% 增速环比仍在下滑，房地产开发投资同比增长 9.9%，虽然维持较快增速但已呈现疲态，考虑到商品房销售面积增速已经出现拐点，未来地产投资增速或继续下滑。

图 13：2011 年至今 GDP 累计值及同比



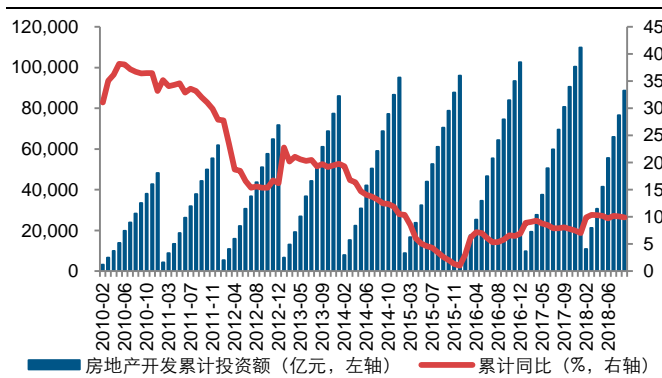
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：2010 年至今固定资产投资累计值及同比



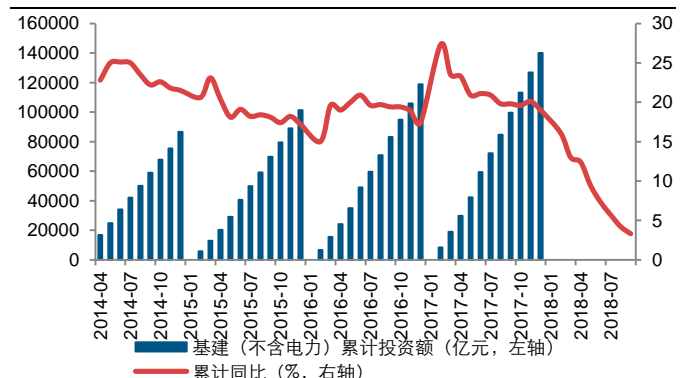
资料来源：Wind，长江证券研究所

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）



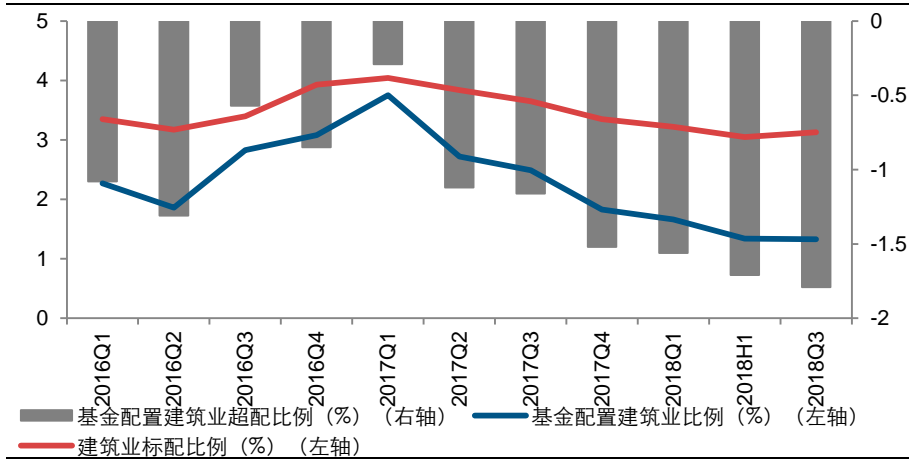
资料来源：Wind，长江证券研究所

**基建稳增长持续发力，4 季度或将企稳。**7 月底国常会和政治局会议确立稳增长基调后，基建稳增长力度持续加大，包括铁路总公司上调全年铁路固定资产投资额，国家发改委重启城轨批复并要求力争年内新开工一批重大项目，专项债发行明显加快。10 月底国办发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，进一步明确在脱贫攻坚、铁路、公路水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、社会民生等重点领域，加强重大项目储备、加快推进项目前期工作和开工建设、保障在建项目顺利实施。我们预计政策发力传导到企业订单和执行层面需要 1-2 个季度，4 季度基建订单及投资或开始企稳。

**机构投资建筑板块比例低，政策拐点凸显配置价值。**10 月中下旬以来，央行降准及增加再贷款和再贴现额度，国常会要求支持民企债券融资，证券业牵头设立资管计划解纾股权质押困境，政治局会议提出“经济下行压力有所加大……对此要高度重视，增强预

见性及时采取对策”，未来行业基本面与政策层面有望实现共振，再考虑到 3 季度末基金配置建筑比例较低，建筑板块配置价值更加凸显，建议关注基建产业链相关个股，比如中国铁建、苏交科、中国交建、中设集团、中国建筑、龙元建设、岭南股份及葛洲坝，此外地产后周期的金螳螂、全筑股份也值得关注。

图 17：基金配置建筑业比例情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 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相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-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。

**相关证券市场代表性指数说明:** A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

## 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)

## 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并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

## 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。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 本公司) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 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。