

# 建筑装饰

证券研究报告  
2019年02月11日

## 以史为鉴，窥探未来—从市值排名看行业发展历程

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

唐笑

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517030004  
tangx@tfzq.com

岳恒宇

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517040005  
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲

联系人

xiaowenjin@tfzq.com

陈航杰

联系人

chenhangjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《建筑装饰-行业研究简报:越南调研小结:工业路漫漫,中冶带钢来【天风建筑&钢铁】》 2019-01-16
- 2 《建筑装饰-行业点评:隧道股份、上海建工等沪企将显著受益于此轮发改委项目密集批复》 2019-01-04
- 3 《建筑装饰-行业研究简报:落地率继续攀升,投资主体多元化程度将提高—PPP第12期季报分析》 2018-12-28

习惯了仰望星空,但也要脚踏实地。站在历史的肩膀上,数古方能通今。报告从1994年第一只建筑股上市开始,在归纳分析建筑行业公司每日市值排名的基础上,梳理25年来建筑行业各个子版块集中上市的时间,并分为四个篇章:

### 架桥修路,兴业致富;建筑上市先锋:地方路桥

在经济发展水平较落后的90年代,公路等交通基础设施建设是建设重点,因此发展迅速。1995-2000年是高速公路里程增速最快的年份,年平均增长率48.23%。交通基础设施的建设需求催生路桥公司发展。最先上市的公司中地方路桥公司占比最大。在2007年之前,路桥公司数量占上市的建筑公司数量都达50%以上。且最先上市的地方路桥公司主要分布在上海,黑龙江,四川,西藏等省份。西部大开发、青藏铁路是07年大牛市行业的主要热点。桥梁、厂房对钢结构的需求也是钢结构公司从02年开始陆续上市。

### 姗姗来迟,轰轰烈烈;行业顶梁柱:建筑央企

相比较路桥公司,建筑央企上市较晚。在国资委制定央企“两个阶段、四种模式”上市框架后,2007年开始,建筑央企接连上市。央企的接连上市使得央企收入占行业总收入的比重上升。自2009年,建筑央企的收入占上市的建筑行业公司总收入比重就达80%以上,堪称行业顶梁柱。上市时期的不同使这些公司在募集资金、发行市盈率上产生了很大的差异,中国建筑是行业IPO之最,凭借充裕的募集资金在之后快速增长。2014年下半年开始,降息降准、沪港通资金北上、国企改革、一带一路等重磅政策持续催化建筑股行情,大象翩翩起舞,成为上一轮牛市的明星。

### 厉兵秣马,蓄势待发;后起之秀:装饰、园林、设计

建筑央企专注于总包客观上为专业分工公司创造了成长条件。装饰、园林、设计公司上市较晚,且在这三者之中,装饰公司上市最早,广东省是装饰大省。金螳螂2006年上市,优质的公司质地使其5年时间近20倍涨幅,当年深受基金追捧。2016年是装饰公司上市的高峰期,当年共有5家装饰公司上市。相比较其他板块,园林板块公司从相关行业转型的较多。2017年是园林公司上市的高峰期,当年共有7家园林公司上市。设计公司大多由省市的勘测院改制而来,地域特色明显,江苏省设计公司最多。2017年是设计公司上市的高峰期,当年共有6家设计公司上市。

### 百花齐放,砥砺前行;板块更迭,上下求索

随着行业内板块种类的丰富,2015年建筑行业板块已基本齐聚。后续板块的进一步丰富完善使建筑行业百花齐放,各类细分行业如景观照明、专业机电工程等公司也陆续上市。2015年以来行业经历过PPP的快速推进以及规范、约束;一带一路战略不断推进;鼓励双创以及民营企业融资难问题;规范地方政府隐性债务问题。一路走来,建筑行业见过大波大浪,有过萎靡不振,有过触底反弹,但见的更多的是企业家穷则思变的智慧与雄心,建筑行业在栉风沐雨之后,将会继续砥砺前行。

### 投资建议

我们在新年伊始之际,对行业发展做出如下预测:1、未来上市的公司可能会是一些非常细分行业的龙头或者一些细分行业第二梯队的公司,IPO发行市值将会逐渐变小。2、当前行业逐步进入存量市场,基本上很难再能找到业绩快速增长个股。此时更需要对原有龙头标的深度挖潜,发掘重估价值。3、目前整个行业PE-TTM估值水平10.4倍已接近历史最低值8.2倍,估值存在提升空间,需要密切关注各类“催化剂”。4、从市值前20的变迁来看,收入的规模对排名的影响在减弱,上市公司应更看重利润、现金流等效益指标。5、牛市不会简单重复,几轮牛市涨幅居前的个股都不相同。需要对行业发展、行业动态持续更新,抓住下一轮牛市领涨的概率才会增加。

**风险提示:** 固定资产投资增速不及预期,国企改革不及预期,政策变动风险

## 内容目录

1. 架桥修路，兴业致富；建筑上市先锋：地方路桥.....	3
2. 姗姗来迟，轰轰烈烈；行业顶梁柱：建筑央企.....	5
3. 厉兵秣马，蓄势待发；后起之秀：装饰、园林、设计.....	8
4. 百花齐放，砥砺前行；板块更迭，上下求索.....	10
5. 投资建议.....	11
6. 风险提示.....	11

## 图表目录

图 1：全国高速公路里程（万公里）.....	3
图 2：地方路桥历年上市公司数量（个）.....	3
图 3：上市的地方路桥公司数量占比.....	4
图 4：上市的建筑央企收入占上市的建筑行业公司总收入比重.....	6
图 5：建筑央企历年收入（亿元）.....	6
图 6：建筑央企历年年末市值（亿元）.....	7
图 7：装饰板块上市公司数量（个）.....	8
图 8：装饰行业产值（万亿元）及上市装饰公司收入占产值比重.....	8
图 9：上市的园林公司数量（个）.....	8
图 10：城市环境基础设施投资额（万亿元）及上市园林公司收入占比.....	8
图 11：上市的设计公司数量（个）.....	9
图 12：全国工程勘察设计企业营收（万亿元）及上市设计公司收入占比.....	9
图 13：建筑行业不同板块上市公司个数占比.....	10
图 14：建筑行业不同板块上市公司收入占比.....	10
表 1：1999.5.17-2001.6.14 期间建筑行业公司股价最大收益率.....	5
表 2：2005.6.6-2007.10.16 期间建筑行业公司股价最大收益率.....	5
表 3：2014.6.20-2015.6.12 期间建筑行业公司收益率（前 10）.....	7

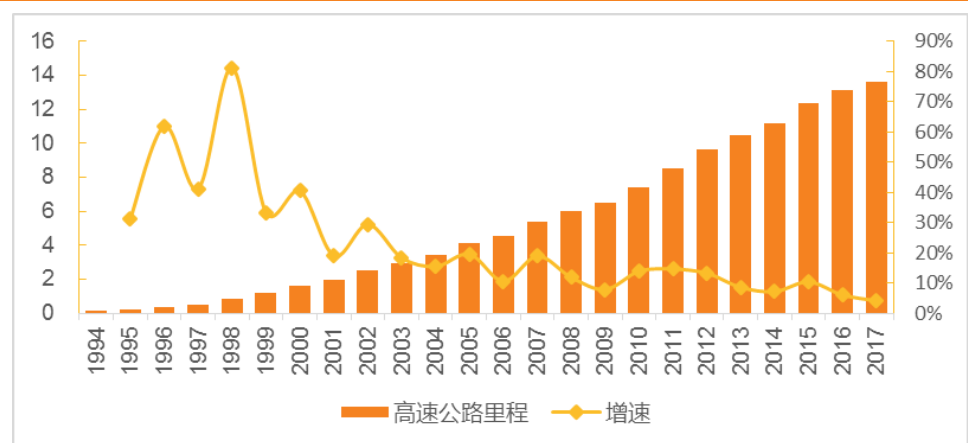
建筑行业是一个极具分量与魅力的行业。城市就像一本打开的书，从中可以看出它的抱负，而建筑就是这本书最显眼的篇章。2018 年我国 GDP 初步核算 90 万亿元，而建筑行业的景气度指标固定资产投资约 64 万亿元，建筑与工程就是投资的具体落地形式。2017 年建筑行业总产值 21.39 万亿元，其与经济、社会的紧密联系可见一斑。

当然，建筑行业的发展与建筑业的上市公司息息相关。2017 年上市的建筑公司营业收入占建筑行业总产值的比重为 20.19%。当我们在孜孜不倦地探索建筑行业未来发展动向的时候，停下来回顾一下它所走过的路会意外的让人豁然开朗。

## 1. 架桥修路，兴业致富；建筑上市先锋：地方路桥

要致富，先修路。经济发展水平较低的 90 年代，也是公路等交通事业快速发展的重要历史时期。一方面投资于交通等基础设施建设会带动 GDP 增长，另一方面，便捷的交通也会进一步带动经济发展。因此，道路等交通基础设施建设成为发展重点。在公路建设突飞猛进的同时，高速公路里程数也不断增长。1995-2000 年是高速公路里程增速最快的年份，年平均增长率 48.23%。路桥建设的需求带动了地方路桥公司的成长与上市。

图 1: 全国高速公路里程 (万公里)



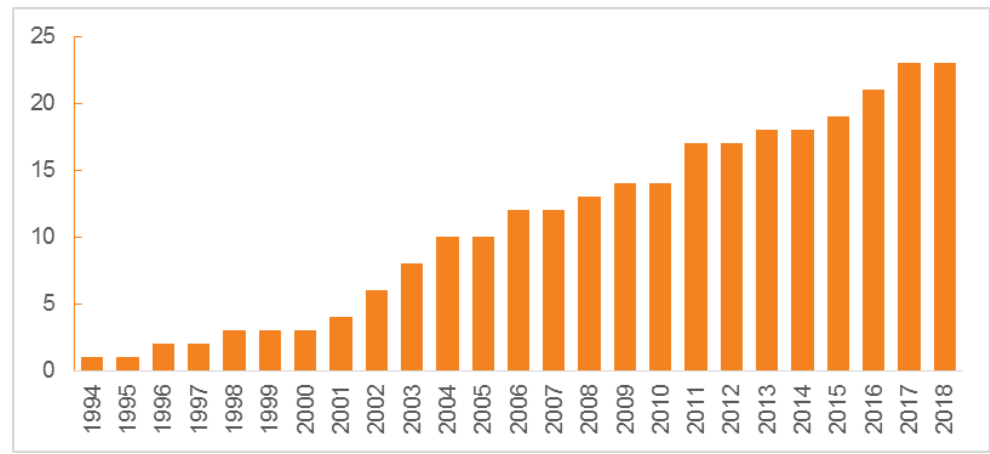
资料来源: wind、天风证券研究所

1992 年 1 月邓小平同志南巡讲话解决了股份制试点“姓资”还是“姓社”的问题，明确了股份制的性质，彻底地解放了人们的思想观念。1992 年 5 月 21 日上交所取消涨停板限制。1993 年 4 月 22 日发布了《股票公开发行与交易管理暂行条例》。该《条例》以法律形式确立了中国证券市场的管理体制，对股票的发行、交易、上市公司的收购和兼并、上市公司信息披露和证券违法行为的调查和处罚等都做了明确的规定。

1993 年 11 月，隧道股份敏锐的捕捉到改革的春风，召开公司创立暨第一届股东大会，正式改制为上海隧道工程股份有限公司。1994 年 1 月 28 日正式在上海证券交易所挂牌上市。隧道股份新股发行时就受到了投资者的青睐，当时除了控股股东外，其第二大股东和第三大股东分别为深圳蓝天基金基金管理公司(持股 1.19%)、上海万国证券公司(持股 0.95%)。

隧道股份位于时代先锋上海，上海的发展带动了企业的成长，隧道股份业绩优良，满足上市条件，并且 1965 年成立的它积累了丰富的企业管理经验，并在上海接受了先进理念的熏陶。可见隧道股份成为建筑行业第一个上市的建筑公司绝非偶然。

图 2: 地方路桥历年上市公司数量 (个)



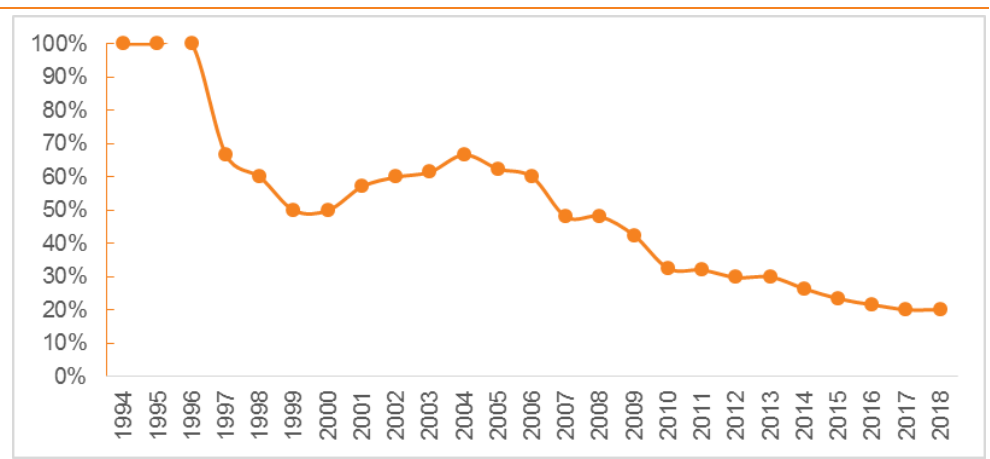
资料来源：wind、天风证券研究所

1996年11月18日，建筑行业第二个上市公司倍特高新登录深交所，倍特高新位于成都，1992年7月成立，是国家高新技术产业开发区中第一批股份制试点企业，也是国家科委、国家体改委在全国进行科技与经济相结合的首家股份制试点企业。

股市在成长的同时，监管也逐渐成熟。2001年开始，地方路桥上市公司数量不断上升。在2007年之前，路桥公司数量占上市的建筑公司数量都达50%以上。且最先上市的地方路桥公司主要分布在上海、黑龙江、四川、西藏等省份。由于桥梁建设和厂房建设需要相关钢结构部件，钢结构公司也在这一期间登上历史舞台，2002年精工钢构上市，2003年杭萧钢构上市，2007年东南网架上市。

地方路桥多以XX建工，XX建设命名或者与XX城建有密切关系，大部分地方路桥是自发上市，少部分是通过要约收购借壳上市。2002年黑龙江路桥集团要约收购ST北特钢，后公司更名为龙建股份，此为建筑行业首位通过资产重组上市的公司。2012年山东高速集团借壳\*ST丹化上市，后公司更名为山东路桥。地方路桥的国企背景意味着他们需要承担国家和当地的建设任务，自然也承担着一些政策性任务和社会性负担。因此在订单、信贷、人事安排、材料供应等方面自然也就有了复杂的安排。

图3：上市的地方路桥公司数量占比



资料来源：wind、天风证券研究所

1999年5月17日至2001年6月14日，上证综指由1065.56点上涨到2202.4点，上涨106.67%。此轮牛市中，罗顿发展和北方国际股价最大收益率超过上证综指。此阶段在股价上升最快的时期，罗顿发展发布公告对此现象进行了解释。公告称是由于公司发布公告与中国石油天然气股份有限公司华东销售分公司签署《上海地区加油、加气站网络投资协议书》，引起市场高预期。实际上后续进展并不顺利，但此举可谓行业炒概念的先驱。当时的四家地方路桥公司最大收益率都小于上证综指涨幅。

表 1: 1999.5.17-2001.6.14 期间建筑行业公司股价最大收益率

公司名称	所属板块	收盘价最高值	收盘价最低值	最大收益率
罗顿发展	装饰	10.2639	2.1736	372.21%
北方国际	对外工程	3.1983	1.1773	171.66%
高新发展	地方路桥	12.1214	6.2304	94.55%
上海建工	地方路桥	1.0213	0.5348	90.97%
隧道股份	地方路桥	2.9819	1.7111	74.27%
葛洲坝	建筑央企	2.264	1.3778	64.32%
西藏天路	地方路桥	3.4105	2.3214	46.92%

资料来源: wind、天风证券研究所

2005年6月6日至2007年10月16日,上证综指由1034.8点上涨至6092.06点,上涨488.72%。此轮牛市中,有9家地方路桥公司,两家对外工程公司,一家钢结构,一家建筑央企股价收益率超过上证综指。路桥的大量建设使得市场对路桥公司的投资热情,地方路桥在此轮牛市中表现突出。2006年7月1日青藏铁路全线通车,后续西格段开始复线改造;2006年12月8日《西部大开发“十一五”规划》顺利通过,这些热点一次又一次的刺激着大家的神经。

表 2: 2005.6.6-2007.10.16 期间建筑行业公司股价最大收益率

行标签	所属板块	收盘价最高值	收盘价最低值	最大收益率
葛洲坝	建筑央企	8.4182	0.587	1334.11%
西藏天路	地方路桥	8.2621	0.6126	1248.69%
杭萧钢构	钢结构	5.2428	0.4384	1095.89%
高新发展	地方路桥	18.82	1.8	945.56%
四川路桥	地方路桥	3.1286	0.3056	923.76%
罗顿发展	装饰	11.5988	1.1618	898.35%
浦东建设	地方路桥	12.0344	1.2421	868.88%
隧道股份	地方路桥	6.9805	0.8192	752.11%
龙建股份	地方路桥	8.5007	1.0468	712.07%
腾达建设	地方路桥	5.5016	0.6919	695.14%
北方国际	对外工程	6.4234	0.8125	690.57%
上海建工	地方路桥	2.5842	0.3638	610.34%
中材国际	对外工程	7.3297	1.0926	570.85%
安徽水利	地方路桥	2.0271	0.3207	532.09%
精工钢构	钢结构	3.8712	0.6795	469.71%
龙元建设	地方路桥	6.4926	1.3795	370.65%
金螳螂	装饰	2.1228	0.7074	200.08%
东华科技	专业工程	17.4453	6.5963	164.47%
宏润建设	地方路桥	3.3205	1.2844	158.53%
中工国际	对外工程	6.8173	2.6599	156.30%
粤水电	地方路桥	3.293	1.7082	92.78%
中国海诚	设计	6.6405	4.3786	51.66%
东南网架	钢结构	8.9379	6.4639	38.27%

资料来源: wind、天风证券研究所

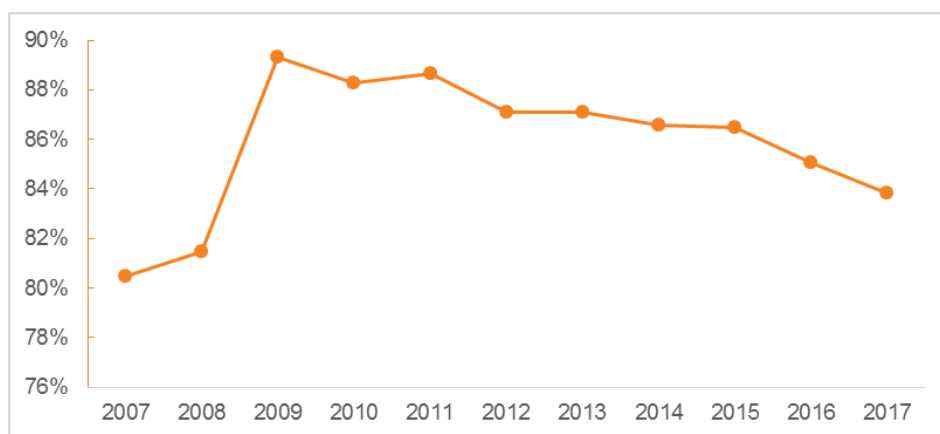
## 2. 姗姗来迟, 轰轰烈烈; 行业顶梁柱: 建筑央企

央企规模庞大, 实力雄厚, 对央企的改革是19世纪末20世纪初市场化改革的重任, 而央企整合离不开A股市场这一重要的资本运作平台。2004年6月12日, 国资委发布了《关于推动中央企业清理整合所属企业减少企业管理层次有关问题的指导意见》, 提出了央企

整合的初步思路。央企整合自此拉开大幕。国资委 2006 年 12 月颁发了《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》，鼓励已经上市的国有控股公司通过增资扩股、收购资产等方式，把主营业务资产全部注入上市公司。部分央企在第一个经营业绩考核期（2004~2006 年）中就已拉开了整合序幕。

2007 年，国资委提出把央企整体上市作为“做大做强央企”的一个战略措施，并制定了央企整体上市的初步框架，即“两个阶段、四种模式”。两个阶段是指先剥离托管，后整体上市。“四种模式”分别为 A+H 模式、反向收购母公司模式、换股吸收合并模式、换股 IPO 模式。《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》经过修订，于 2007 年 1 月 1 日起正式施行。对央企负责人的第二个经营业绩考核期（2007~2010）的考核无疑增强了央企整体上市的主动性。建筑央企大多采用 A+H 模式，并逐步上市。

图 4：上市的建筑央企收入占上市的建筑行业公司总收入比重

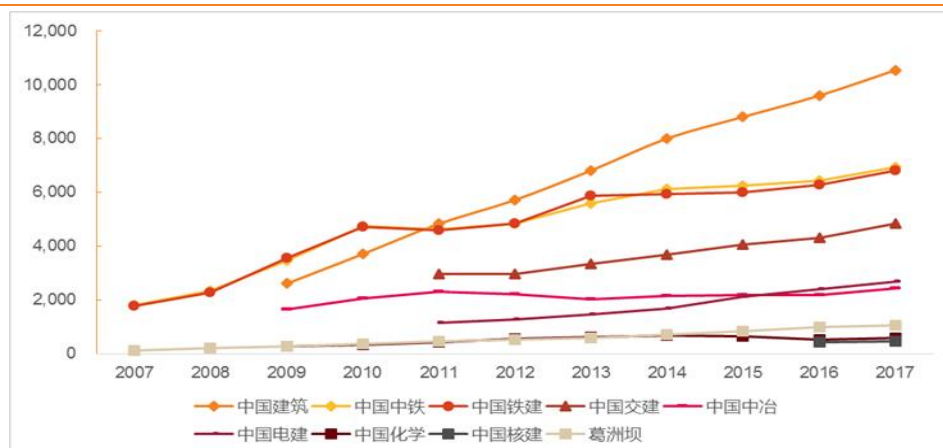


资料来源：wind、天风证券研究所

葛洲坝 1997 年上市，并在 2007 年吸收合并水利水电工程公司，实现葛洲坝集团主业资产整体上市。中国中铁与中国铁建采用先 A 后 H 模式，并分别于 2007 年 12 月 3 日，2008 年 3 月 10 日在上交所上市。中国建筑 2008 年 6 月获证监会发审委审核通过，并在度过当时股市低迷期之后，于 2009 年 7 月 31 日上市，募集总资金 501.6 亿元，超募 96.5 亿元，为建筑行业 IPO 之最，中国建筑也凭借充裕的资金在其后几年快速增长。发行市盈率达 51.29 倍。当然，这一市盈率也成为了中国建筑最高市盈率，其后很多年都在 4-12 倍间徘徊。

中国交建相较于中国建筑则看起来“亏”了很多。交建采用先 H 后 A 的 IPO 模式，2007 年先在港交所上市，2012 年在 A 股上市，募集 50 亿元，是 2005 年实施 IPO 询价制度以来，7 年来首次出现主承销商包销的现象，发行时的市盈率 10.43 倍开创了当时 IPO 市盈率的新低。但其后交建市盈率都在这附近徘徊。

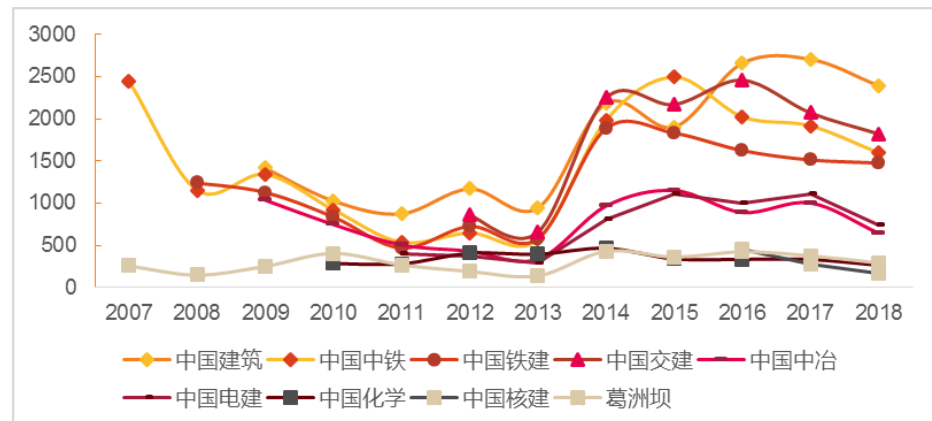
图 5：建筑央企历年收入（亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

建筑央企的接连上市使得建筑央企的收入占上市建筑公司总收入比重上升。2009年，中国建筑和中国中冶加入后，建筑央企的收入占整个行业的收入比重就达80%以上，堪称行业顶梁柱。但是自2011年，随着其他版块公司的加入，以及市场多元化程度的提高，央企收入占整个行业收入的比重开始下降。从各个建筑央企的历年收入来看，中国建筑收入增速较快，在2017年底的收入总量最大。中国铁建与中国中铁收入规模相当。中国建筑当前市值最高。

图6：建筑央企历年年末市值（亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

注：2007年选取12月28日，2008年选取12月31日，2009年选择12月31日，2010年选取12月31日，2011年选取12月20日，2012年选取12月31日，2013年选取12月31日，2014年选取12月31日，2015年选取12月31日，2016年选取12月20日，2017年选取12月29日，2018年选取12月28日。

2014年6月20日至2015年6月12日，上证综指由2026.67上涨到5166.35，上涨154.92%。此轮牛市中建筑行业83%的公司股价增长率都超过上证综指。而且建筑央企表现较为强势。2014年下半年开始，降息降准、沪港通资金北上、国企改革、一带一路等重磅政策持续催化建筑股行情，大象翩翩起舞，成为上一轮牛市的明星。

中国中铁与中国铁建都乘此轮牛市东风，增发股份，市场流传二者“合并绯闻”，大象起舞，引起市场对其估值提高。并且在2015年3月18日，二者发布澄清公告之后，投资者的投资热情依然没有下降。2015年6月5日，中国中铁市值4822.30亿元，成为行业历史市值最高点。此轮牛市收益率最高的建筑公司是中国中铁，最大收益率高达809%。中国电建资产重组的停复牌时间也恰到好处，最大收益率高达590%。

表3：2014.6.20-2015.6.12期间建筑行业公司收益率（前10）

公司名称	所属板块	收盘价最大值	收盘价最小值	最大收益率
中国中铁	建筑央企	21.702	2.3865	809.37%
中国电建	建筑央企	17.4258	2.5262	589.80%
中国中冶	建筑央企	10.4612	1.5387	579.87%
中国交建	建筑央企	21.9955	3.2881	568.94%
东方新星	专业工程	39.5217	6.3176	525.58%
中国铁建	建筑央企	25.549	4.1435	516.60%
龙元建设	地方路桥	17.9653	3.1171	476.35%
东南网架	钢结构	20.308	3.6218	460.72%
北方国际	对外工程	25.295	4.9108	415.09%
延华智能	专业工程	25.4363	5.1878	390.31%

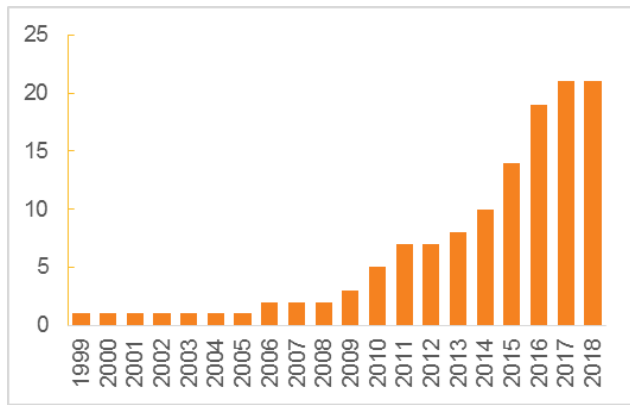
资料来源：wind、天风证券研究所

### 3. 厉兵秣马，蓄势待发；后起之秀：装饰、园林、设计

建筑国企在承揽订单方面具有显而易见的优势，在较具规模的项目上，往往是他们作为施工总包单位。但同时由于他们承担的社会性任务和政策性负担，利润和增长通常不是主要的考核目标，最重要的考核目标仍然和“稳定”这样的字眼联系在一起。因此，在客观上，就培养起了一批很具竞争力的专业分包，比如地基处理、装饰装修、园林、设计、专业工程、钢结构、弱电、强电等等。而在海外市场经济已经发展了很多年的国家，并没有给这些专业分包的生存土壤，百年传承的设计院足以担当一个合格的总包，信息化和工业化的发展也使得材料方与总包方顺利对接。

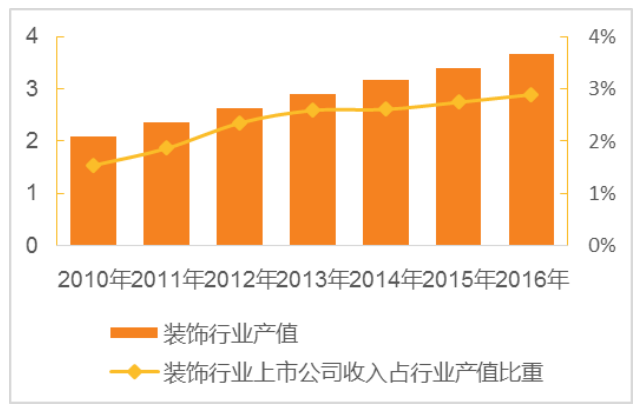
改革开放以来，我国建筑装饰行业逐步发展成为一个专业化领域。建筑装饰又可进一步细分为公共建筑装饰、住宅装饰、幕墙。近年来，受北京奥运会、广州亚运会、上海世博会、深圳大运会等大型活动的带动，建筑装饰行业保持高速增长。2016年，装饰行业总产值达3.66万亿元，但是，上市的装饰行业公司收入占行业产值的比重仅为2.89%，行业集中度较低。

图 7：装饰板块上市公司数量（个）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：装饰行业产值（万亿元）及上市装饰公司收入占产值比重



资料来源：wind、天风证券研究所

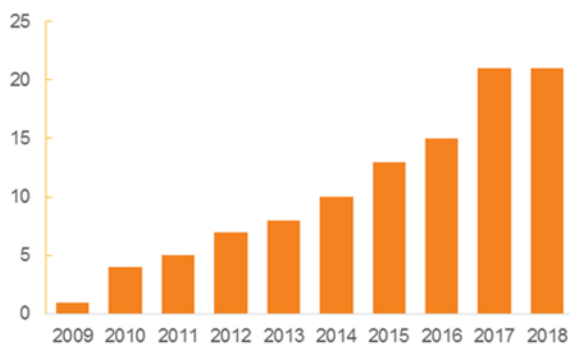
在装饰，园林，设计板块中，装饰公司上市较早。1999年第一家装饰上市公司罗顿发展上市，因罗顿发展位于旅游大省海南，在90年代就多次被海南省旅游局和国家旅游局授予荣誉称号，其酒店业务与装饰业务相互促进发展。2006年金螳螂上市，并在之后相当长的一段时间内成为装饰板块市值最高以及建筑行业民营企业市值最高的公司。行业中，三年十倍的公司牛市中能找到很多，但像金螳螂这样熊市中5年近20倍涨幅，这在建筑行业中是独一个（还有一个是西藏天路，但其跨越了牛市）。在2009年初-2013年中这段时间里，金螳螂股价累计涨幅1786%，公募基金持股占30%流通股左右。

金螳螂的成功无疑在一级市场也引起了轰动，建筑装饰行业也成为了借壳上市公司数量最多的子行业。2013年12月宝鹰建设借壳ST成霖上市，2014年9月，弘高设计借壳东光微电上市，2015年7月，神州长城借壳中冠A上市。广东省是装饰大省，位于广东省的装饰公司占比为60%。2016年是装饰公司上市的高峰期，当年共有5家装饰公司上市，且都位于广东省。

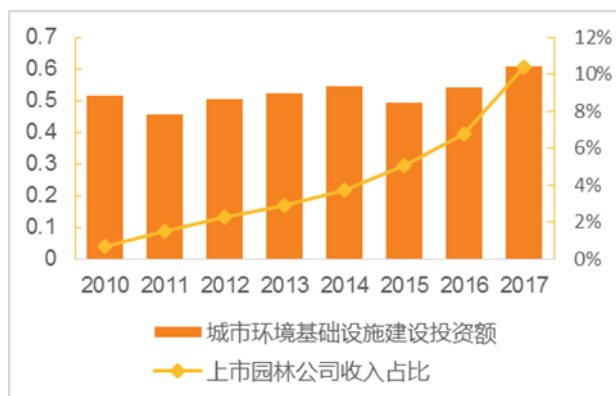
图 9：上市的园林公司数量（个）

图 10：城市环境基础设施投资额（万亿元）及上市园林公司收入占比





资料来源: wind、天风证券研究所



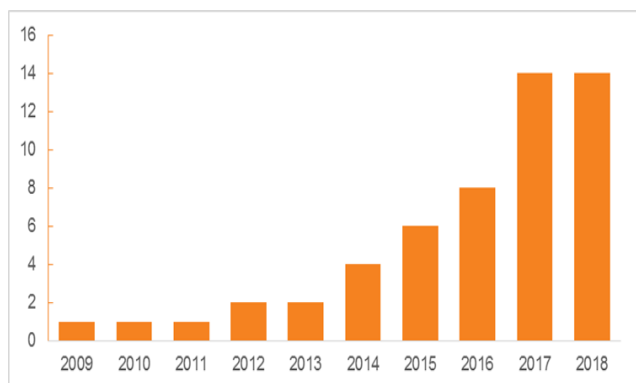
资料来源: wind、天风证券研究所

园林板块的绿化项目包括市政绿化项目、休闲度假项目、地产景观项目以及生态湿地项目。早期的生态环境建设主要是市政园林建设，随着我国经济的快速发展，城镇化进程的持续深入以及房地产行业的长足进步，生态环境建设行业所涉及的领域不断丰富。随着政府对城镇绿化的重视以及人民对生活、居住环境的要求，园林绿化行业也进入蓬勃发展时期。

2009年11月27日，东方园林上市，上市后2011年并购上海尼塔设计院，丰富设计领域产品线。2015年9月并购富阳市金源铜业有限公司和富阳申能固废环保再生有限公司(后卖掉)，以及苏州市吴中区固体废弃物处理有限公司，进军危废领域。2016年7月发行股份购买资产，成立环保集团，力争中国危废第一品牌。2017年，东方园林成为建筑行业民营企业中市值最高的公司。但在2018年底的寒冬中，这一交椅再次易主金螳螂。

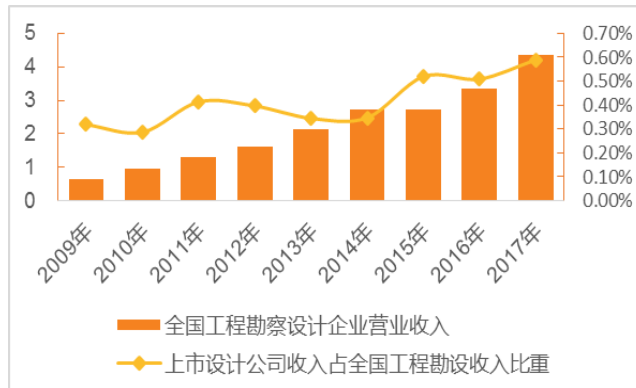
相比较其他板块，园林板块公司进行资产重组的较多。美丽生态以前做过出口贸易、燃气销售、房地产及燃气机械、电子信息产品，2013年7月股权分置改革注入几家园林公司，踏入园林板块。绿大地以前主要产品是花木销售，2014年6月，发行股份购买洪尧园林66%股权，强化了绿化工程产品。2014年9月，美晨生态购买赛石集团100%的股权，完成重组，主营业务由橡胶、胶管制品变为园林工程。2017年是园林公司上市的高峰期，当年共有7家园林公司上市。

图 11: 上市的设计公司数量 (个)



资料来源: wind、天风证券研究所

图 12: 全国工程勘察设计企业营收 (万亿元) 及上市设计公司收入占比



资料来源: wind、天风证券研究所

设计公司主要为建设项目提供前期咨询、设计、检测和项目管理等服务。2012年1月10日，苏交科上市，是设计板块第一个上市的公司，在2015年9月，10月，2019年1月期间登上“建筑行业市值排名前20”的公司，且是设计板块内唯一一家市值曾经上榜的公司。设计公司大多由省市的交勘院改制而来，地域特色明显。江苏省设计公司最多，共有5家设计公司。2017年是设计公司上市的高峰期，当年共有6家设计公司上市。

2017年，版块内的13家上市设计公司营业收入255.89亿元，占2017年全国工程勘察设计企业营业收入的比重为0.59%，行业集中度低。当前因为设计处在基建前端，业绩增长

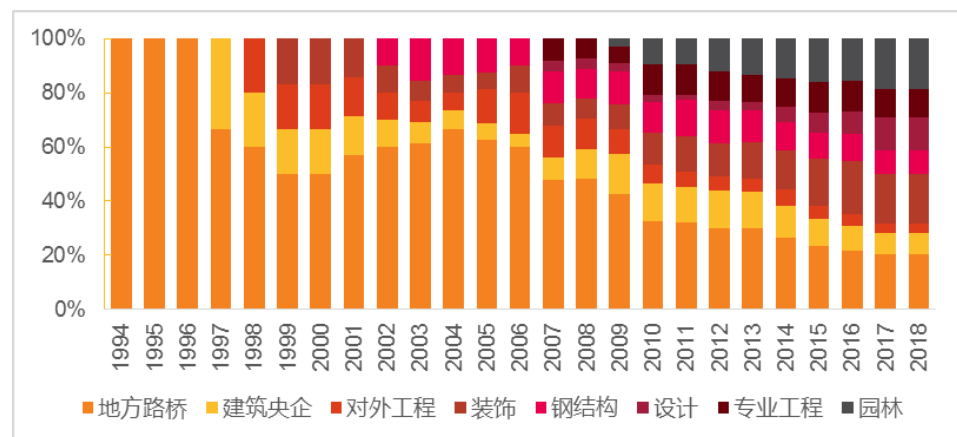
稳定正受投资机构喜爱。

#### 4. 百花齐放，砥砺前行；板块更迭，上下求索

随着行业内板块种类的丰富，2015 年建筑行业板块已基本齐聚。后续板块的进一步丰富完善使建筑行业百花齐放。这几年，除了前述板块的后续公司陆续上市外，一些细分行业公司也开始登陆资本市场，如景观照明行业的名家汇，上市初期最大涨幅 1640%；和电子相关的洁净室工程公司亚翔集成等等。

比较不同年份建筑行业不同板块上市公司个数占比，可以看出行业的不断更迭。占比逐渐下降的板块有地方路桥，建筑央企，钢结构，对外工程。2018 年底，地方路桥上市公司个数占比为 20.78%，对外工程行业上市公司个数占比为 3.51%，钢结构板块占比为 8.77%。占比逐渐上升的板块有装饰，园林，设计。2018 年底，装饰板块上市公司个数占比为 18.42%，园林占比也为 18.42%。设计上市公司个数占比为 12.28%。专业工程上市公司个数占比自 2010 年稳定在 10.5%左右。

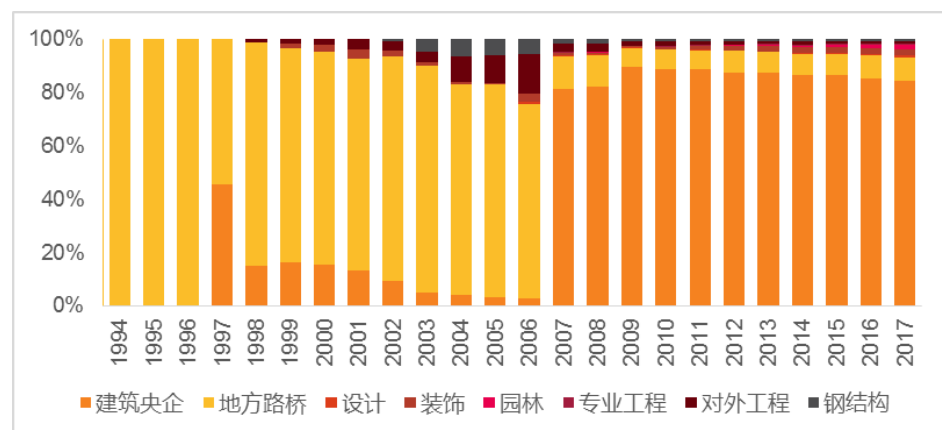
图 13：建筑行业不同板块上市公司个数占比



资料来源：wind、天风证券研究所

比较不同年份建筑行业不同板块的上市公司收入占比。自 2007 年建筑央企上市以来，其收入占比就在 80%以上，但是近 5 年来，其收入占比逐渐下降。建筑央企收入占比最高的年份是 2009 年占比达 89.61%，2017 年，其收入占比为 84.11%。在建筑央企上市的年份，地方路桥，对外工程，钢结构板块公司收入占比下降明显，但是近三年地方路桥，对外工程，钢结构板块公司收入占比呈小幅上升，2017 年底，其收入占比分别为 9.01%、1.11%、0.77%。

图 14：建筑行业不同板块上市公司收入占比



资料来源：wind、天风证券研究所

2015 年以来，建筑行业经历了一带一路战略推进、PPP 兴起、鼓励双创；2016 年建筑业

全面试行营改增试点、全面推进 PPP；2017 年一带一路峰会、PPP 开始规范、约束；2018 年民营企业融资难，股权质押风险显露，规范地方政府隐性债务。一路走来，建筑行业见过大波大浪，有过萎靡不振，有过触底反弹，但见的更多的是企业家穷则思变的智慧与雄心，建筑行业在栉风沐雨之后，将会继续砥砺前行。

根据美国《工程新闻纪录》2018 年发布的国际承包商 250 强名单，中国共有 69 家企业上榜，上榜企业数量已经连续多年居各国首位。在补短板、新型基建的政策指导下，相信行业公司会百尺竿头更进一步，进一步提升自己的竞争力。

## 5. 投资建议

回顾建筑行业公司上市的征程，梳理历史市值排名，发现规律，预测未来。我们在新年伊始之际，对行业发展做出五大预测：

- 1、建筑行业公司的上市经历了从总包到分包，从龙一到龙二、龙三的演变，未来上市的公司可能会是一些非常细分行业的龙头或者一些细分行业第二梯队的公司，IPO 发行市值将会逐渐变小。
- 2、当前行业已由成长期迈进成熟期，随着固定资产投资增速的不断下行，当前行业逐步进入存量市场，基本上很难再能找到业绩快速增长个股。此时更需要对原有龙头标的深度挖潜，发掘重估价值。
- 3、行业顶梁柱建筑央企在历史牛市中表现突出，大象起舞牛市的重要风向标。目前整个行业 PE-TTM 估值水平 10.4 倍已接近 2014 年 5 月最低值 8.2 倍，估值存在提升空间，需要密切关注各类“催化剂”。
- 4、市值排名前 20 的公司，从最早的地方路桥居多，建筑央企强势加入，到装饰、园林异军突起，收入的规模对排名的影响在减弱，上市公司应更看重利润、现金流等效益指标。
- 5、牛市不会简单重复，几轮牛市涨幅居前的个股都不相同。需要对行业发展、行业动态持续更新，抓住下一轮牛市领涨股的概率才会增加。

## 6. 风险提示

固定资产投资增速不及预期，国企改革不及预期，政策变动风险

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com