

建筑装饰

19Q1 盈利明显加速，低估值优势显著

2018Q4 收入增速企稳回升，2019Q1 盈利增长显著加速。2018 年建筑上市公司整体营收同增 10.06%，YoY-0.40pct；归母净利润同增 4.09%，YoY-13.66pct，营收与业绩增长放缓主要系 2018 年去杠杆及紧信用环境下建筑企业开工及订单转化放缓。2018Q4 营收同增 12.29%，环比显著提升 6.28 个 pct，结束了 2018Q1-3 的逐季放缓趋势；归母净利润同减 9.88%，环比下降 15.02 个 pct，仍然处于下行趋势中。2019Q1 营收同增 13.21%，环比继续提升 1.08 个 pct，延续 2018Q4 上行趋势；归母净利润同增 12.29%，环比大幅提升 19.76 个 pct，实现触底回升。未来随着信用不断传导、基建持续复苏，地产投资快速增长，建筑板块收入及盈利有望延续快速增长。

毛利率与费用率提升，资产负债率下降，ROE 有所下降。2018 年板块整体毛利率为 11.64% (YoY+0.34pct)，自 2016 年以来持续回升，2019Q1 继续保持较高水平。管理（研发与薪酬）与财务（利息支出与汇兑损失）费用率增加带动 2018 年及 2019Q1 期间费用率上升，致净利率有所下滑。毛利率与管理费用率同步上升可能与部分公司将部分研发支出从成本项计入费用项有关。2018 年及 2019Q1 经营性现金流较为平稳，收现比有所提升，行业公司收款力度有所加大。资产负债率加速下降，资产负债表有所修复。存货及应收账款周转率有所改善。2018 年 ROE 为 10.5%，同比回落 0.95 个 pct，其中权益乘数保持平稳（负债率下降的同时少数股东权益占比提升较多），销售净利率与总资产周转率均有所下行，致 2018 年 ROE 小幅下降。2019Q1 净资产收益率 2.17%，同比略有提升 0.02 个 pct。

化学工程、钢结构与设计咨询引领增长。2018 年收入增速前三子板块为化学工程（34.6%）、钢结构（30.7%）、设计咨询（21.5%）；业绩增速前三子板块为化学工程（35%）、设计咨询（25.5%）、钢结构（14.8%），2019Q1 化学工程、钢结构收入及业绩继续保持较快增长，设计龙头展现优异成长性。环比 2018 年，2019Q1 地方国企与建筑智能收入及业绩加速明显，地方政府融资改善促地方龙头国企订单转化加快。

建筑央企 2019Q1 盈利明显加速。2018 年建筑央企营收与业绩分别增长 9.04%/7.72%，较 2017 年回落 0.45/9.21 个 pct，增长放缓主要系 2018 年去杠杆环境所致。2018Q4 至今营收增长触底回升。2019Q1 盈利增长 10.87%，较 2018Q4 提升 3.15 个 pct，主要是融资环境逐步宽松，房建基建加快所致。毛利率与净利率持续提升，现金流净流出有所增加。央企订单增速在 2018 年大幅放缓，2019Q1 已有所回暖。

投资策略：在房建快速增长、基建持续复苏背景下，预计建筑行业 2019 年营收及业绩有望保持较快增长。当前板块估值与机构持仓也已接近近年来低位水平，板块相对风险可控，具有估值优势。重点推荐房建链龙头**中国建筑、上海建工、金螳螂**；基建央企龙头**中国交建、中国铁建**；具有成长性的设计龙头**苏交科、中设集团**。此外，装配式建筑推荐**精工钢构及亚厦股份**。

风险提示：政策预期变化风险、应收账款风险、海外经营风险。

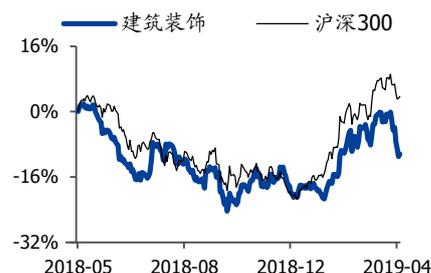
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601668	中国建筑	买入	0.91	1.02	1.12	1.23	6.74	6.01	5.47	4.98
601186	中国铁建	买入	1.32	1.50	1.69	1.86	8.21	7.23	6.41	5.83
601800	中国交建	买入	1.22	1.37	1.50	1.64	10.10	8.99	8.21	7.51
002081	金螳螂	买入	0.79	0.91	1.03	1.15	13.52	11.74	10.37	9.29
603018	中设集团	买入	1.26	1.64	2.10	2.62	15.52	11.92	9.31	7.46

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 杨涛

执业证书编号：S0680518010002

邮箱：yangtao1@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

相关研究

- 1、《建筑装饰：Q1 建筑持仓大幅降低，基本面趋势仍将上行》2019-04-28
- 2、《建筑装饰：继续看好地产链机会，推荐房建与装饰龙头》2019-04-21
- 3、《建筑装饰：1-3 月投资数据点评：地产销售回暖，基建延续温和复苏，看好地产基建链龙头》2019-04-17



内容目录

1. 投资聚焦	5
2. 行业整体情况综述	5
2.1. 行业增长情况: 2018Q4 收入增速企稳回升, 2019Q1 盈利增长显著加速	5
2.2. 行业盈利能力: 毛利率与费用率提升, 净利率有所下降	7
2.3. 行业负债及营运能力: 资产负债率加速下降, 应收账款与存货周转率触底回升	13
2.4. 行业现金流情况: 现金流较为平稳, 收现比提高	14
3. 细分板块比较分析: 化学工程与钢结构引领增长	16
4. 重点子板块评述	18
4.1. 建筑央企	18
4.2. 地方国企	22
4.3. 设计咨询	25
4.4. 装饰	28
4.5. 钢结构	32
4.6. 国际工程	34
4.7. 化学工程	37
4.8. 园林 PPP	40
5. 投资建议及重点标的评述	43
5.1. 投资建议	43
5.2. 重点标的评述	43
6. 风险提示	44

图表目录

图表 1: 建筑板块年度收入增速	5
图表 2: 建筑板块年度归母净利润增速	6
图表 3: 建筑板块季度累计收入增速	6
图表 4: 建筑板块季度累计归母净利润增速	6
图表 5: 建筑板块单季度收入增速	7
图表 6: 建筑板块单季度归母净利润增速	7
图表 7: 建筑板块年度税金及附加占收入比	8
图表 8: 建筑板块年度综合毛利率	8
图表 9: 建筑板块季度累计综合毛利率	8
图表 10: 建筑板块单季度综合毛利率	9
图表 11: 建筑板块年度三项费用率变化	9
图表 12: 建筑板块年度三项费用率合计变化	10
图表 13: 建筑板块季度累计三项费用率变化	10
图表 14: 建筑板块季度累计三项费用率合计变化	10
图表 15: 建筑板块年度净利率变化	11
图表 16: 建筑板块季度累计净利率变化	11
图表 17: 建筑板块年度 ROE 变化	12
图表 18: 建筑板块季度 ROE 变化	12
图表 19: 建筑行业 ROE 杜邦分解	12
图表 20: 建筑板块年度资产负债率变化	13
图表 21: 建筑板块季度资产负债率变化	13

图表 22: 建筑板块存货周转率年度变化	14
图表 23: 建筑板块应收账款周转率年度变化.....	14
图表 24: 建筑板块存货周转率一季度变化.....	14
图表 25: 建筑板块应收账款周转率一季度变化	14
图表 26: 建筑板块年度经营性现金流净额/营业收入	15
图表 27: 建筑板块年度收现比.....	15
图表 28: 建筑板块季度累计经营性现金流净额/营业收入.....	15
图表 29: 建筑板块季度收现比.....	16
图表 30: 各子板块 2018 年及 2019Q1 营收增速	17
图表 31: 各子板块 2018 年及 2019Q1 业绩增速	17
图表 32: 各子板块收入增速变化 (%)	18
图表 33: 各子板块业绩增速变化 (%)	18
图表 34: 建筑央企年度营收增速	19
图表 35: 建筑央企年度业绩增速	19
图表 36: 建筑央企季度累计营收及业绩增速.....	19
图表 37: 建筑央企单季营收增速	19
图表 38: 建筑央企单季业绩增速	20
图表 39: 建筑央企收入和业绩增速表 (累计值)	20
图表 40: 建筑央企财务数据分析表格 (累计值)	21
图表 41: 建筑央企历年新签订单增速.....	21
图表 42: 地方国企年度营收增速	22
图表 43: 地方国企年度业绩增速	22
图表 44: 地方国企季度累计营收及业绩增速.....	22
图表 45: 地方国企单季营收增速	23
图表 46: 地方国企单季业绩增速	23
图表 47: 地方国企收入和业绩增速表 (累计值)	24
图表 48: 地方国企财务数据分析表格 (累计值)	24
图表 49: 设计咨询板块年度营收增速.....	25
图表 50: 设计咨询板块年度业绩增速.....	25
图表 51: 设计咨询板块季度累计营收及业绩增速	25
图表 52: 设计咨询板块单季营收增速.....	26
图表 53: 设计咨询板块单季业绩增速.....	26
图表 54: 设计咨询板块收入和业绩增速表 (累计值)	27
图表 55: 设计咨询板块财务数据分析表格 (累计值)	27
图表 56: 装饰板块年度营收增速	28
图表 57: 装饰板块年度业绩增速	28
图表 58: 装饰板块季度累计营收及业绩增速.....	28
图表 59: 装饰板块单季营收增速	29
图表 60: 装饰板块单季业绩增速	29
图表 61: 装饰板块收入和业绩增速表 (累计值)	30
图表 62: 装饰板块财务数据分析表格 (累计值)	31
图表 63: 装饰板块主要公司新签订单情况.....	31
图表 64: 钢结构板块年度营收增速	32
图表 65: 钢结构板块年度业绩增速	32
图表 66: 钢结构板块季度累计营收及业绩增速	32
图表 67: 钢结构板块单季营收增速	33

图表 68: 钢结构板块单季业绩增速	33
图表 69: 钢结构板块收入和业绩增速表 (累计值)	33
图表 70: 钢结构板块财务数据分析表格 (累计值)	34
图表 71: 国际工程板块年度营收增速	35
图表 72: 国际工程板块年度业绩增速	35
图表 73: 国际工程板块季度累计收入及业绩增速	35
图表 74: 国际工程板块单季营收增速	35
图表 75: 国际工程板块单季业绩增速	36
图表 76: 国际工程板块收入和业绩增速表 (累计值)	36
图表 77: 国际工程板块财务数据分析表格 (累计值)	37
图表 78: 国际工程公司订单情况	37
图表 79: 化学工程板块年度营收增速	38
图表 80: 化学工程板块年度业绩增速	38
图表 81: 化学工程板块季度累计收入及业绩增速	38
图表 82: 化学工程板块单季营收增速	38
图表 83: 化学工程板块单季业绩增速	39
图表 84: 化学工程板块收入和业绩增速表 (累计值)	39
图表 85: 化学工程板块财务数据分析表格 (累计值)	40
图表 86: 园林 PPP 板块年度营收增速	40
图表 87: 园林 PPP 板块年度业绩增速	40
图表 88: 园林 PPP 板块季度累计收入及业绩增速	41
图表 89: 园林 PPP 板块单季营收增速	41
图表 90: 园林 PPP 板块单季业绩增速	41
图表 91: 园林 PPP 板块收入和业绩增速表 (累计值)	42
图表 92: 园林 PPP 板块财务数据分析表格 (累计值)	43
图表 93: 重点标的估值情况	44

1. 投资聚焦

在去杠杆及紧信用的环境下，2018年建筑行业营收及业绩增长放缓，利润率有所下降，但行业公司加大收款力度、资产负债率加速下行，资产负债表整体已有所修复，增加了未来业务扩张潜力。建筑行业于2018年Q4起收入增长企稳回升，2019Q1盈利增长明显加速。随着信贷不断传导，房建快速增长，基建持续复苏，预计建筑行业2019年盈利还将保持较快增长。

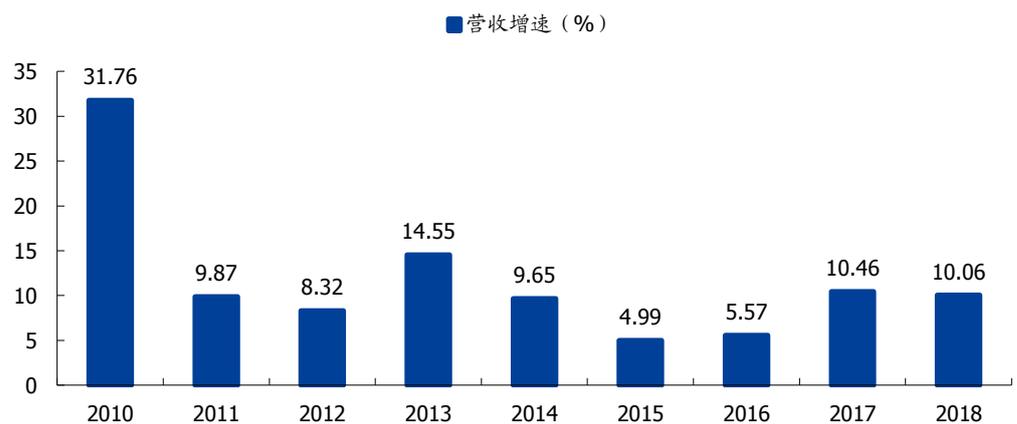
当前板块估值与机构持仓也已接近近年来低位水平，板块相对风险可控，具有估值优势。重点推荐房建链龙头**中国建筑**、**上海建工**、**金螳螂**；基建央企龙头**中国交建**、**中国铁建**；具有成长性的设计龙头**苏交科**、**中设集团**。此外，装配式建筑推荐**精工钢构**及**亚厦股份**。

2. 行业整体情况综述

2.1. 行业增长情况：2018Q4收入增速企稳回升，2019Q1盈利增长显著加速

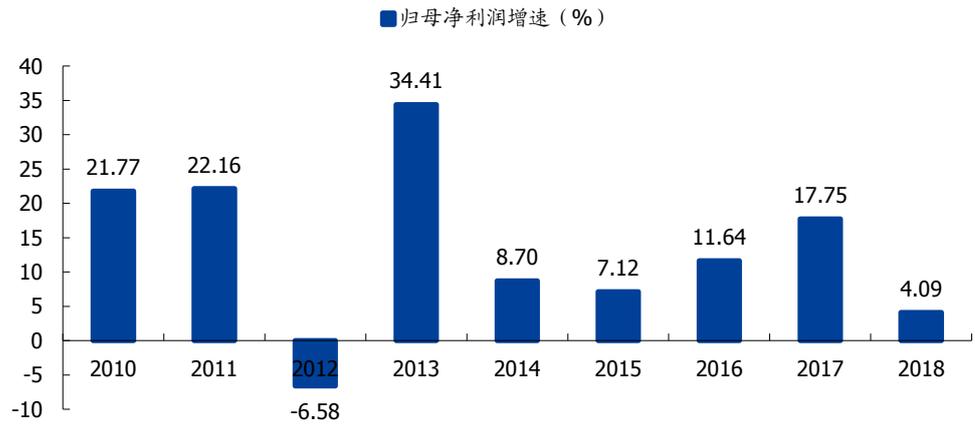
2018年建筑上市公司整体营收同增10.06%，较上年放缓0.40个pct；归母净利润同增4.09%，较上年放缓13.66个pct，营收与业绩增长放缓主要系2018年去杠杆及紧信用环境下建筑企业开工及订单转化放缓。2018Q4营收同增12.29%，环比显著提升6.28个pct，结束了2018Q1-3的逐季放缓趋势；归母净利润同减9.88%，环比下降15.02pct，仍然处于下行趋势中。2019Q1营收同增13.21%，环比继续提升1.08个pct，延续上行趋势；归母净利润同增12.29%，环比大幅提升19.76个pct，显著加速。未来随着信用不断传导，房建快速增长，基建持续复苏，建筑板块收入及盈利有望保持较快增长。

图表1：建筑板块年度收入增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2: 建筑板块年度归母净利润增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 建筑板块季度累计收入增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 建筑板块季度累计归母净利润增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 建筑板块单季度收入增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 建筑板块单季度归母净利润增速



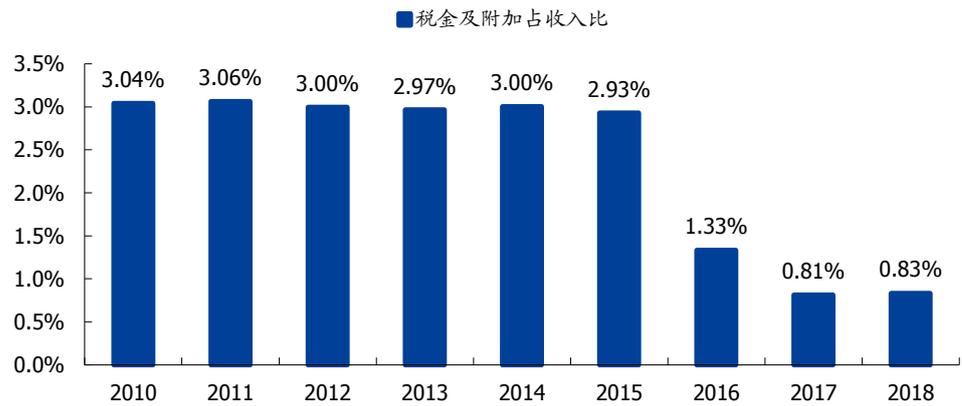
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2. 行业盈利能力: 毛利率与费用率提升, 净利率有所下降

2018年9月财政部、税务总局与科技部联合发布《关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》指出企业研发费用,未形成无形资产计入当期损益的,在2018年1月1日至2020年12月31日期间,税前扣除比例从50%提高到75%;形成无形资产的,在上述期间按照无形资产成本的175%在税前摊销。2018Q4及2019Q1,部分建筑企业将计入成本的研发支出转为研发费用,在一定程度上促使毛利率有所提升,管理费用率(含研发)有所上升。

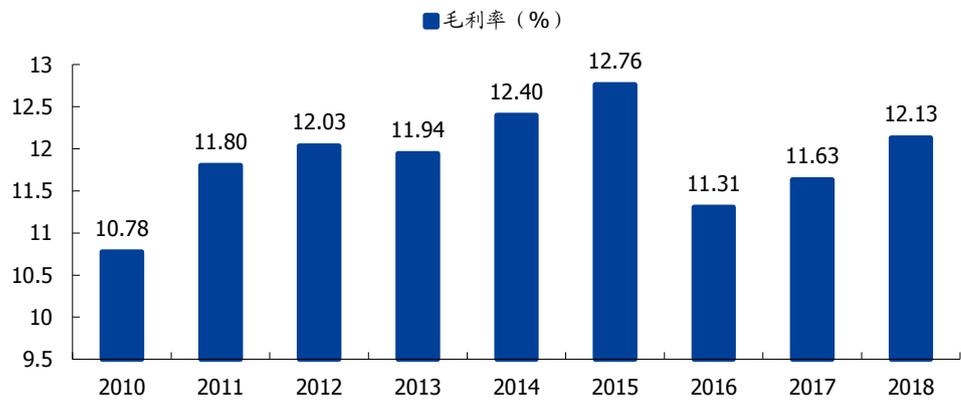
2018年整体板块毛利率12.13%,较2018年提升0.5个pct,考虑税金影响后的可比毛利率 $(1 - (\text{税金} + \text{成本}) / \text{收入})$ 提升0.48个pct,自2016年以来稳步提升。2019Q1毛利率11%,较2018Q1小幅回落0.01个pct,保持平稳。

图表 7: 建筑板块年度税金及附加占收入比



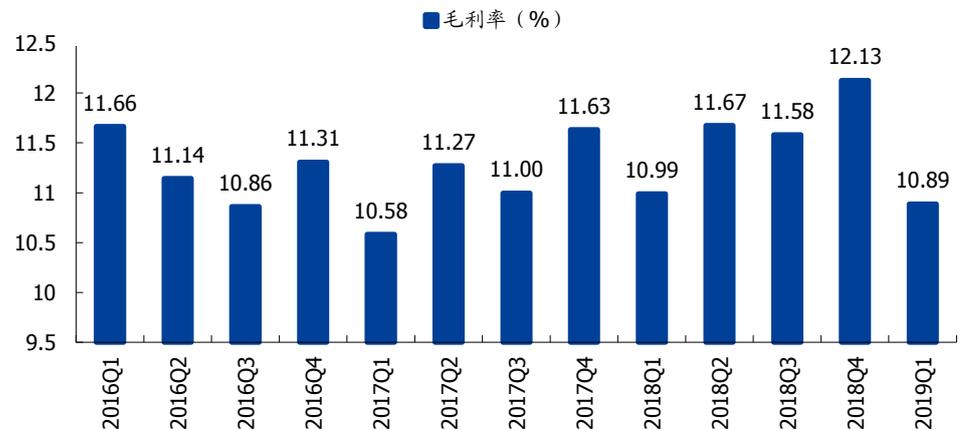
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 建筑板块年度综合毛利率



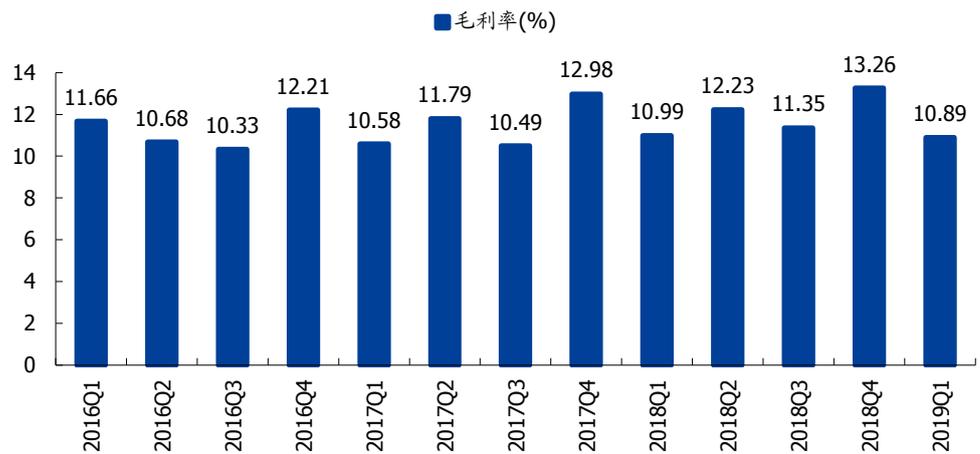
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 建筑板块季度累计综合毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

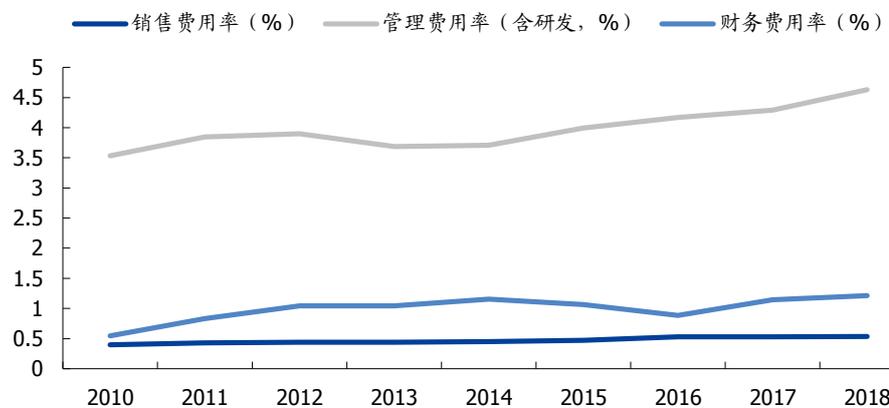
图表 10: 建筑板块单季度综合毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

管理费用增加导致期间费用率提升明显。2018 年上市建筑企业三项费用率为 6.38%，同比上升 0.41 个 pct，其中销售/管理(含研发)/财务费用率分别变化+0.01/+0.34/+0.06 个 pct，管理费用上升明显，主要是由于研发费用增多所致。2019Q1 三项费用率 6.27%，环比 18 年末回落 0.1 个 pct，主要是管理费用(含研发)有所减少。

图表 11: 建筑板块年度三项费用率变化



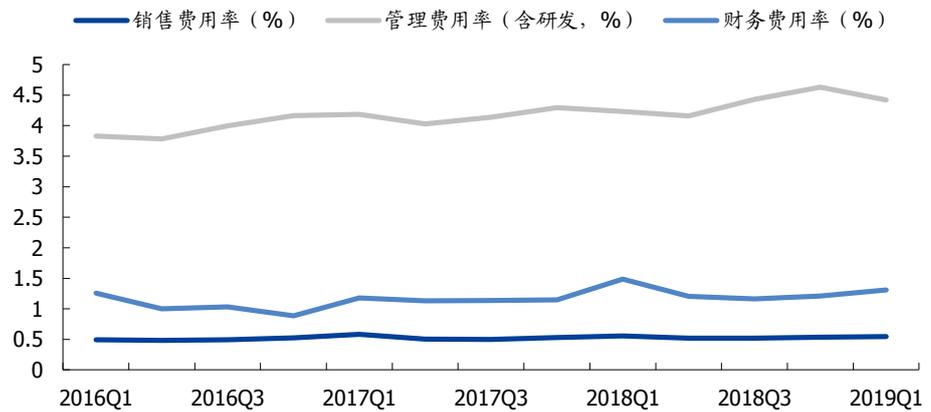
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 建筑板块年度三项费用率合计变化



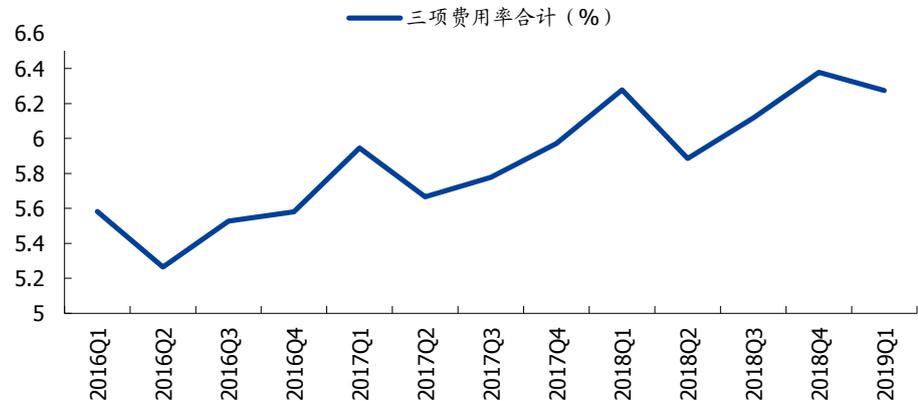
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 建筑板块季度累计三项费用率变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

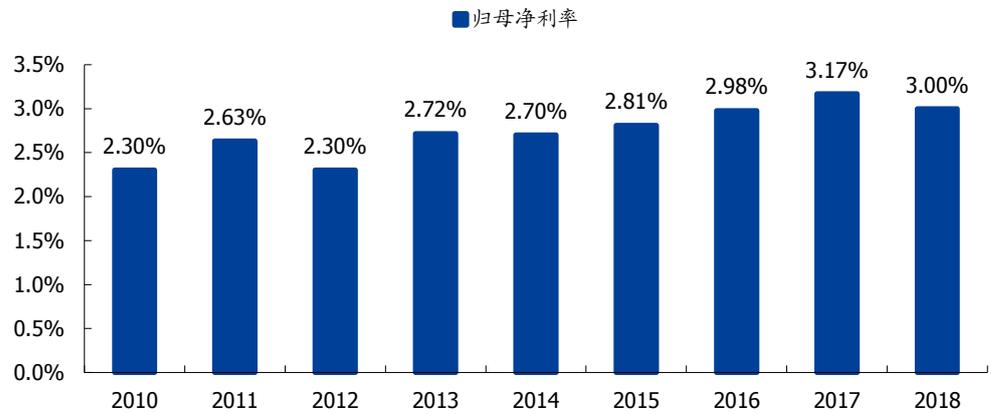
图表 14: 建筑板块季度累计三项费用率合计变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2018年及2019Q1净利率略有下降。2018建筑行业整体归母净利率为3.00%，同比降低0.17个pct。2019Q1净利率2.95%，环比18年末下滑0.05个pct，同比小幅下滑0.02个pct。

图表 15: 建筑板块年度净利率变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

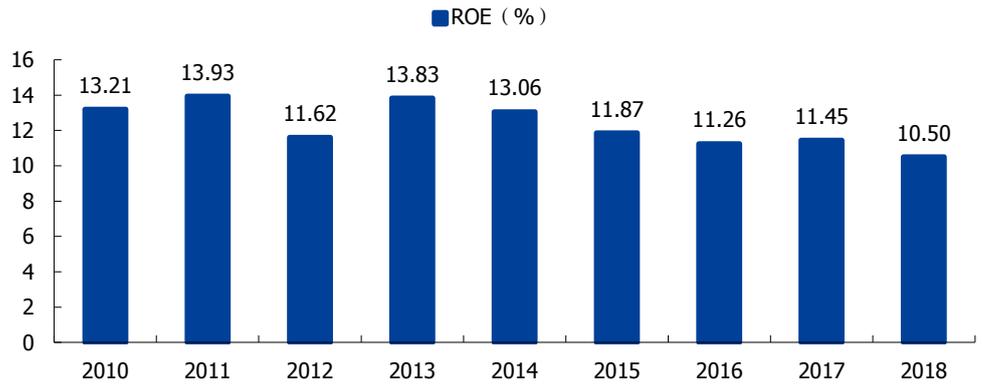
图表 16: 建筑板块季度累计净利率变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

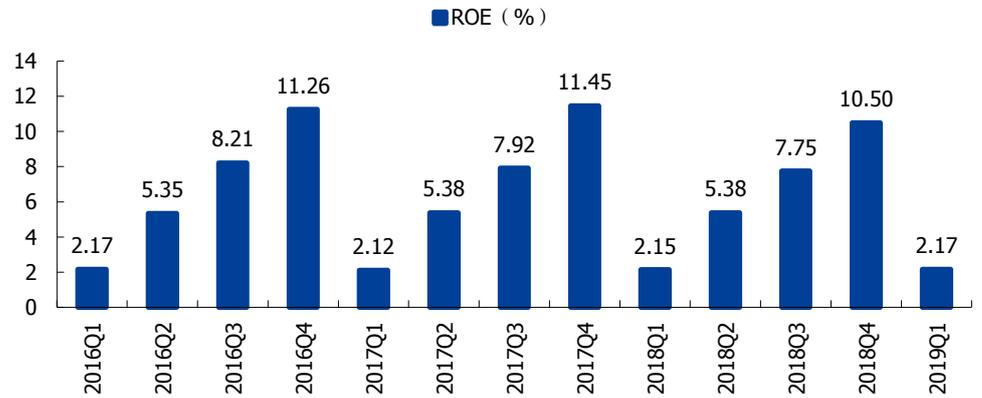
2018年净资产收益率有所下降，2019Q1同比略有提升。2018建筑行业整体净资产收益率为10.5%，同比回落0.95个pct。2019Q1净资产收益率2.17%，同比提升0.02个pct。从杜邦分析角度来看，权益乘数保持平稳，销售净利率与总资产周转率均有所下行，致2018年ROE继续小幅下降，尽管建筑行业近年来资产负债率持续下降，但2018年权益乘数（归母权益除以总资产）保持平稳，主要系建筑央企发行较多永续债计入少数股东权益所致。

图表 17: 建筑板块年度 ROE 变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 建筑板块季度 ROE 变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 建筑行业 ROE 杜邦分解

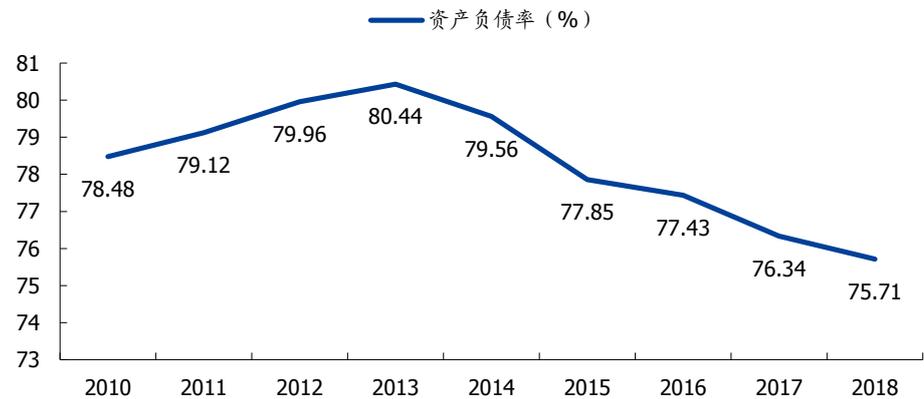
时间	ROE	杜邦分析拆解			细分财务数据 (亿元)			
		销售净利率	总资产周转率	权益乘数	归母净利润	营收	平均总资产	平均归母权益
2010年	13.3%	2.30%	1.12	5.17	521	22618	20166	3904
2011年	14.3%	2.63%	1.00	5.44	662	25157	25189	4631
2012年	11.7%	2.30%	0.90	5.63	637	27687	30668	5448
2013年	13.9%	2.72%	0.88	5.83	863	31745	36256	6222
2014年	13.1%	2.70%	0.83	5.80	944	34977	41961	7229
2015年	11.9%	2.81%	0.77	5.49	1042	37076	48167	8779
2016年	11.3%	2.98%	0.71	5.30	1188	39876	55911	10549
2017年	11.5%	3.17%	0.69	5.22	1407	44422	64139	12288
2018年	10.5%	3.00%	0.67	5.22	1467	48939	72988	13972

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.3. 行业负债及营运能力：资产负债率加速下降，应收账款与存货周转率触底回升

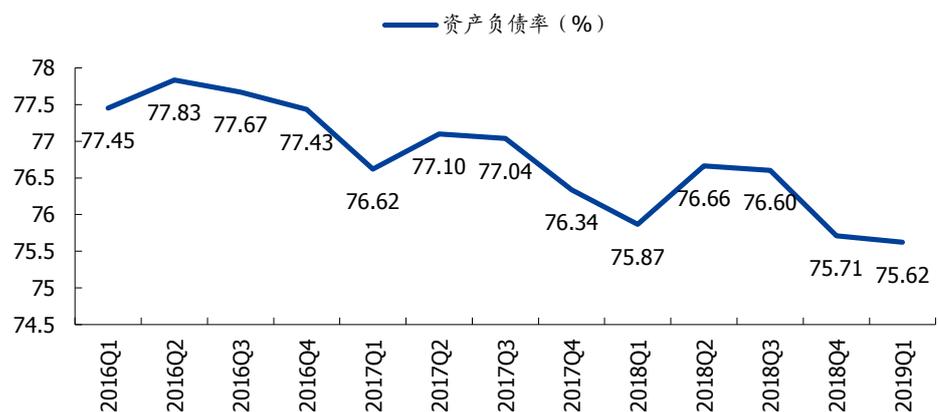
上市建筑企业整体负债率自 2014 年起开始下降。2018 年整体资产负债率为 75.71%，较 2017 年下滑 0.62 个 pct，加速下降。2019Q1 整体负债率为 75.62%，环比下降 0.09 个 pct，同比下降 0.24 个 pct。行业资产负债率下降主要因央企在国资委要求下主动降杠杆所致。

图表 20: 建筑板块年度资产负债率变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 建筑板块季度资产负债率变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

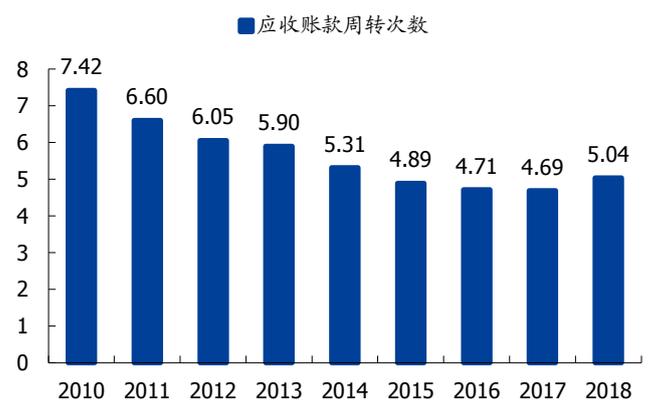
应收账款与存货周转率触底回升。过去多年来存货、应收账款周转率持续下降，但 2017 年趋势变缓，2018 年周转率均开始触底回升，存货周转/应收账款周转次数为 2.39/5.04 次，同比提升 0.19/0.35 次，主要由于建筑企业收款能力有所提升。2019Q1 存货周转次数和应收账款周转次数延续改善趋势，同比分别提升 0.09 和 0.15 次。

图表 22: 建筑板块存货周转率年度变化



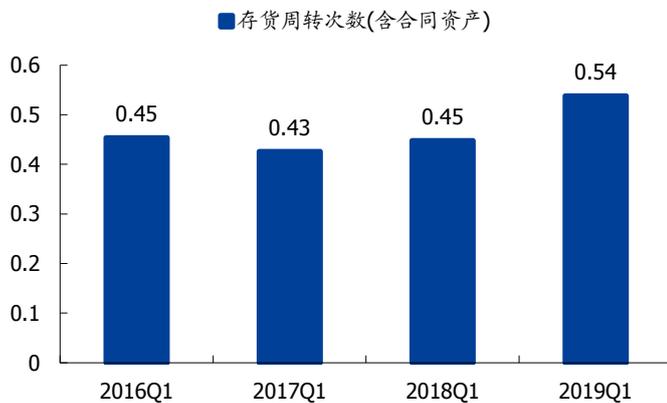
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 建筑板块应收账款周转率年度变化



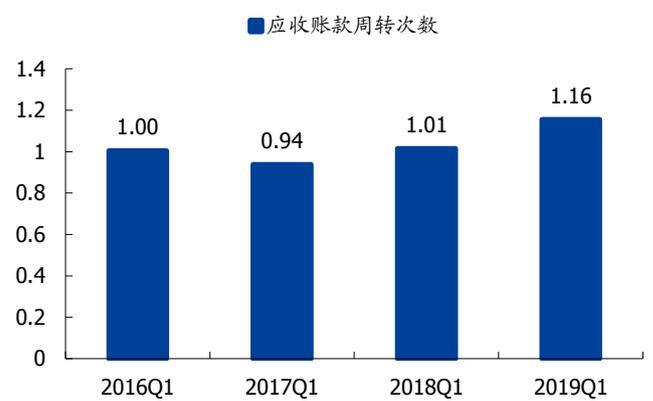
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 建筑板块存货周转率一季度变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 建筑板块应收账款周转率一季度变化

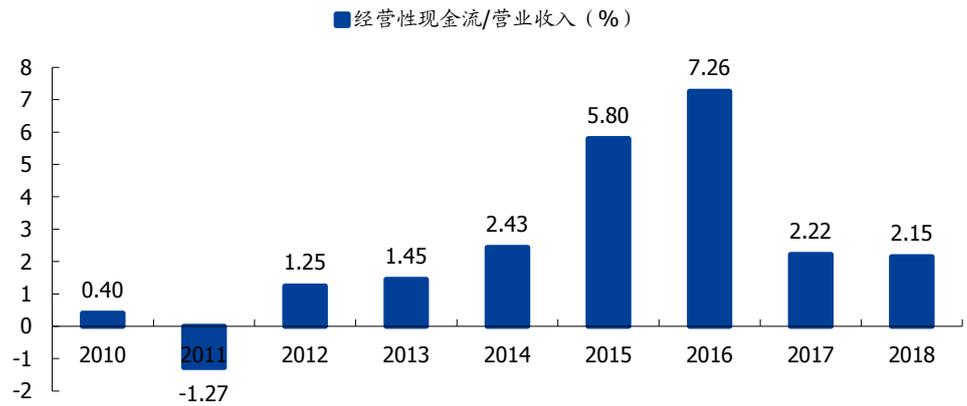


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.4. 行业现金流情况: 现金流较为平稳, 收现比提高

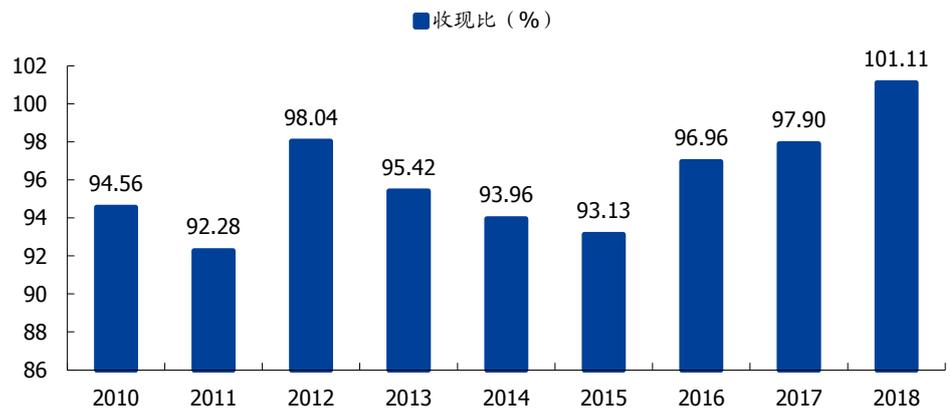
收款和现金流季节性变化整体平稳。我们利用经营性现金流净额与收入的比来考察上市建筑公司的现金流情况,2018年上市建筑公司该比率为2.15%,较上年下滑0.07个pct,较为平稳。2018年收现比101.11%,同比提升3.21个pct,回款基本健康。2019Q1现金呈现大幅流出增加迹象,显示行业项目开工增多、拿地支出增加。总体来看,剔除建筑企业现金流呈现较明显的季度波动影响,2018年及2019Q1收款和现金流季节性变化整体平稳。

图表 26: 建筑板块年度经营性现金流净额/营业收入



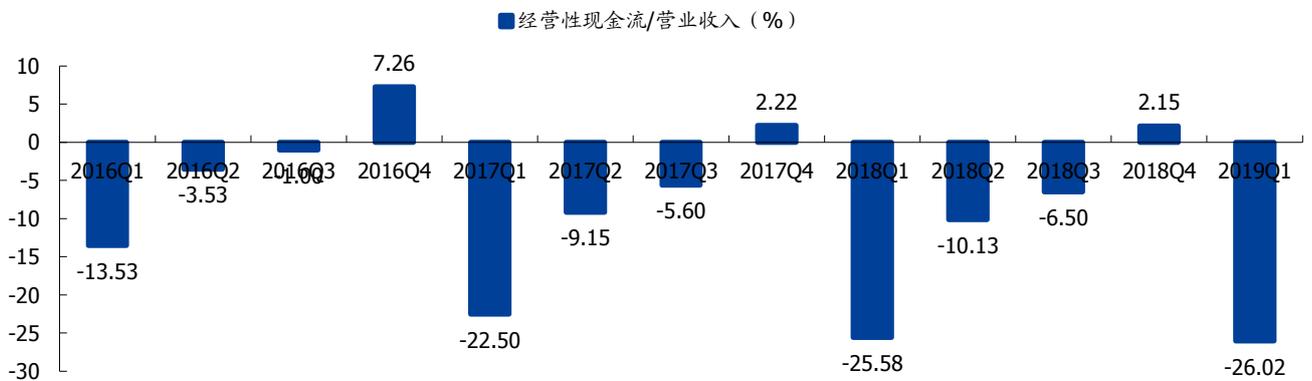
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 建筑板块年度收现比



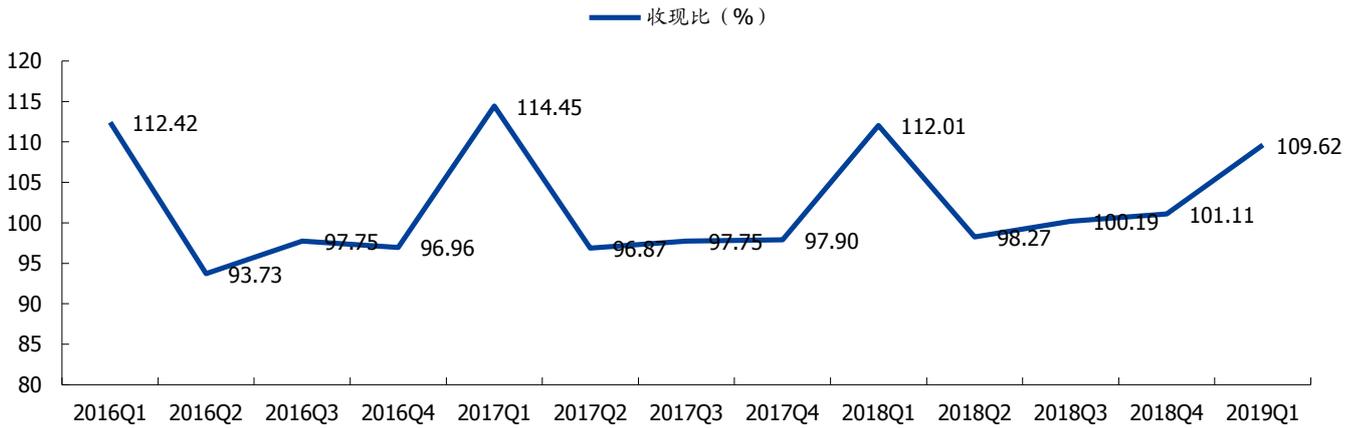
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 建筑板块季度累计经营性现金流净额/营业收入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 建筑板块季度收现比



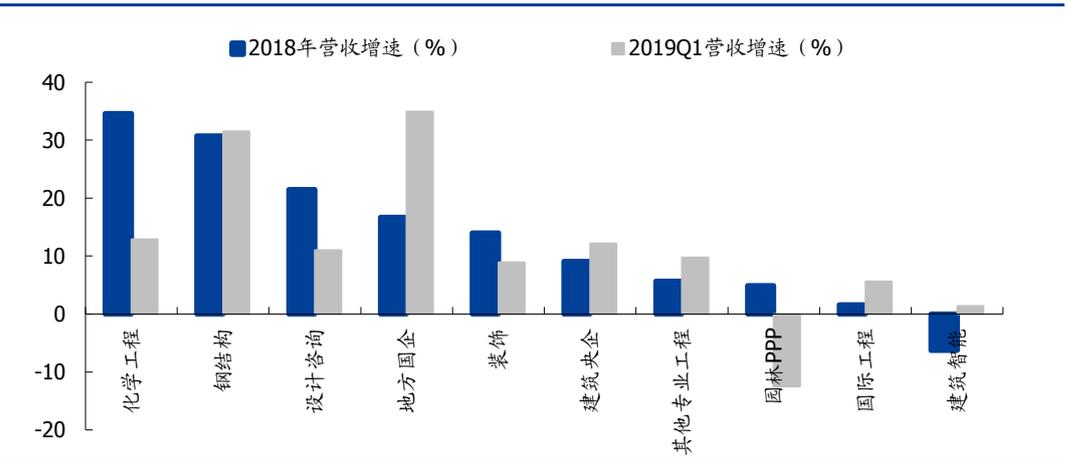
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3. 细分板块比较分析: 化学工程与钢结构引领增长

2018 年收入加速的子板块为化学工程、钢结构、地方国企、装饰, 收入放缓的子板块为园林 PPP、智能建筑、设计咨询、专业工程、国际工程、建筑央企。具体来看, 2018 年收入增速排名前三的子板块为化学工程、钢结构与设计咨询, 增速分别为 34.6%/30.7%/21.5%, 排名后三位的是园林 PPP、国际工程、建筑智能, 增速分别为 4.9%/1.6%/-6.3%。2018 年业绩加速子板块为化学工程与专业工程, 其他子板块业绩均有所减速。具体来看, 业绩增速排名前三的子板块为化学工程、设计咨询、钢结构, 增速分别为 35%/25.5%/14.8%, 排名后三位的为装饰、园林 PPP、建筑智能, 增速分别为-5.6%/-30.7%/-98.8%。

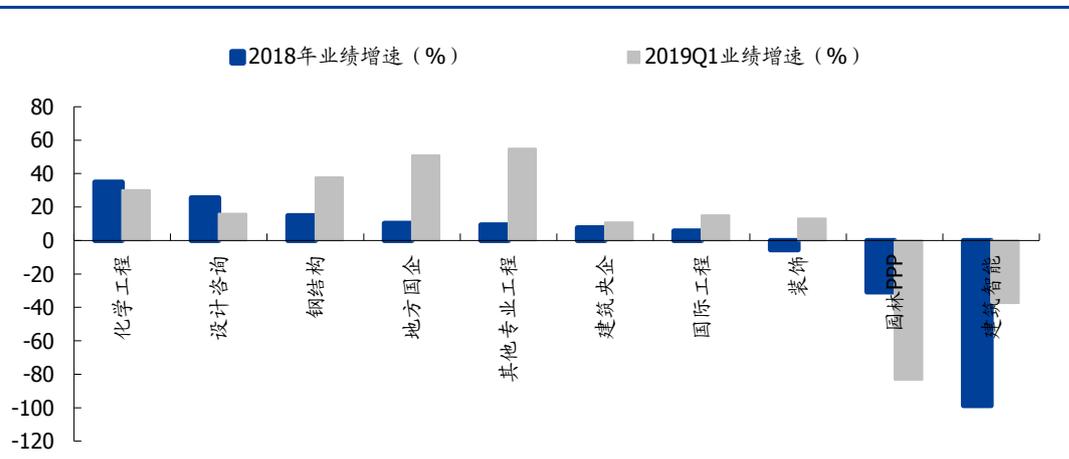
环比 2018 年, 2019Q1 收入加速的子板块为地方国企、建筑智能、专业工程、国际工程、建筑央企与钢结构, 其他子板块收入增速较 2017Q1 均有所放缓。具体来看, 2019Q1 营收增速排名前三的为地方国企、钢结构、化学工程, 增速分别为 34.9%/31.5%/12.9%, 排名后三的为国际工程、建筑智能、园林 PPP, 增速分别为 5.6%/1.4%/-12.5%。环比 2018 年, 2019Q1 除园林 PPP、设计咨询、化学工程外, 其他子板块业绩增速均有所加速。具体来看, 业绩增速排名前三的为专业工程、地方国企、钢结构, 增速分别为 54.9%/51%/37.9%, 排名后三的为建筑央企、建筑智能、园林 PPP, 增速分别为 10.9%/-37.3%/-83.3%。

图表 30: 各子板块 2018 年及 2019Q1 营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 31: 各子板块 2018 年及 2019Q1 业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2018 年化学工程等制造业领域投资增速有回暖趋势，叠加石油价格再上台阶，行业迎来复苏周期，其中中国化学营收增速持续提升，化学工程板块整体实现 2018 年营收和业绩增速排名第一，2019Q1 营收业绩排名第四。

钢结构板块受益于行业集中度提升及装配式建筑政策业务驱动 2018 年/2019Q1 营收排名均为第二，业绩排名均为第三，表现亮眼。

设计板块增长稳健，2018 年营收增速排名第三，业绩增速排名第二，2019Q1 增速有所放缓，2017 年设计板块新上市的公司较多，其中大部分均处于快速成长期（叠加一部分并购因素）。

园林 PPP 板块在 2018 年受到信用收缩、PPP 清库活动以及融资环境收紧因素的影响，导致整体营收和业绩增速大幅下滑，板块间公司可能会出现明显分化，自身财务健康、资金实力较强、前期承接项目质量较高的公司仍有望保持快速增长。

图表 32: 各子板块收入增速变化 (%)

子行业	2017	2018Q1	2018Q3 累计	2018	2019Q1	2018 较 2017	2019Q1 较 2018
建筑央企	9.51	12.28	7.48	9.08	12.16	-0.43	3.09
地方国企	10.92	15.72	15.58	16.66	34.92	5.74	18.26
设计咨询	33.77	25.81	26.91	21.47	10.98	-12.29	-10.49
园林 PPP	45.63	45.55	16.27	4.87	-12.51	-40.75	-17.38
化学工程	11.70	40.92	38.07	34.59	12.89	22.90	-21.70
专业工程	16.15	11.85	8.78	5.66	9.76	-10.49	4.10
装饰	8.62	20.07	14.20	13.96	8.92	5.35	-5.04
国际工程	6.87	9.70	3.68	1.59	5.62	-5.27	4.03
钢结构	21.10	29.35	27.12	30.72	31.50	9.62	0.77
建筑智能	15.44	-4.38	-1.24	-6.29	1.38	-21.72	7.67

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 各子板块业绩增速变化 (%)

子行业	2017	2018Q1	2018Q3 累计	2018	2019Q1	2018 较 2017	2019Q1 较 2018
建筑央企	16.93	14.87	10.62	7.72	10.87	-9.21	3.15
地方国企	25.09	24.14	9.05	10.36	50.99	-14.73	40.63
设计咨询	34.26	25.32	28.32	25.50	16.09	-8.76	-9.41
园林 PPP	57.31	114.94	0.20	-30.71	-83.34	-88.03	-52.63
化学工程	-11.58	36.28	23.98	34.97	30.18	46.55	-4.78
专业工程	-20.80	-37.78	23.66	9.36	54.92	30.16	45.56
装饰	12.00	12.73	13.72	-5.59	13.25	-17.59	18.85
国际工程	20.91	5.10	18.67	5.79	15.12	-15.12	9.32
钢结构	37.47	18.56	21.04	14.81	37.89	-22.66	23.08
建筑智能	23.33	142.20	3.00	-98.77	-37.35	-122.10	61.42

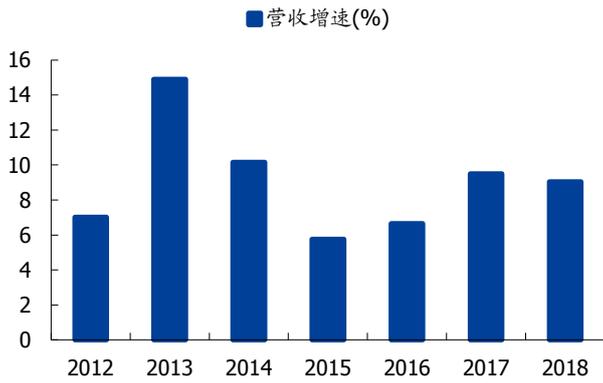
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4. 重点子板块评述

4.1. 建筑央企

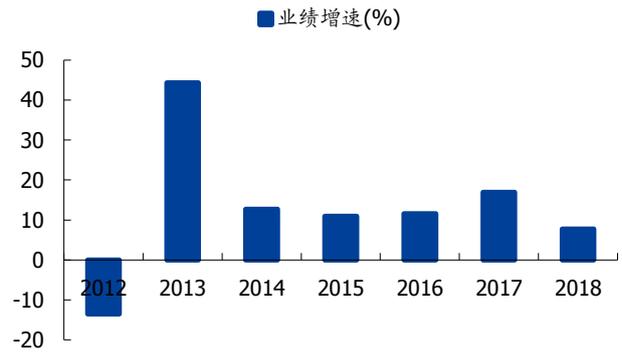
2018 年建筑央企整体收入业绩增速放缓, 2019Q1 盈利明显加速。2018 年央企营收与业绩分别增长 9.04%/7.72%, 较 2017 年分别回落 0.45/9.21 个 pct。2018 年 Q4 单季收入较 Q3 单季加速, 而业绩大幅放缓, 主要因四季度财务费用等增加较多, 另外中国交建、葛洲坝等公司 2017Q4 大额投资收益造成基数较高。2019Q1 央企营收与业绩分别增长 12.11%/10.87%, 较 2018 年整体增速分别提升 3.07/3.15 个 pct。央企收入在 2018 年整体放缓主要因年初去杠杆背景下融资环境趋紧, 项目进展速度出现放缓; 2018Q4 至今营收触底回升, 主要因基建补短板叠加融资环境逐步宽松, 基建温和复苏所致, 2019Q1 业绩亦开始加速。

图表 34: 建筑央企年度营收增速



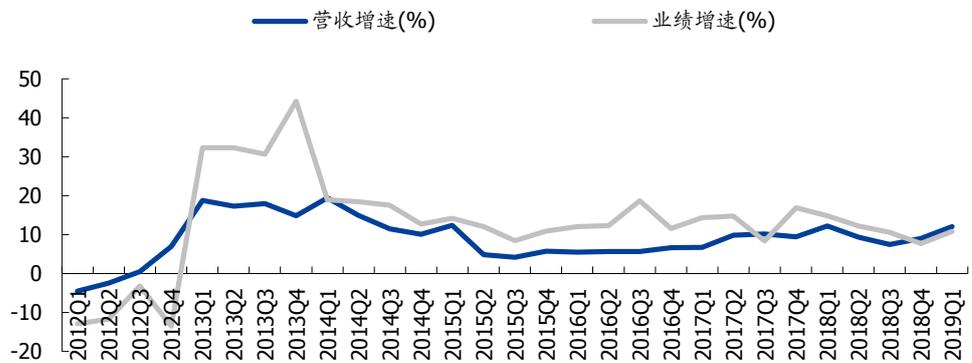
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 35: 建筑央企年度业绩增速



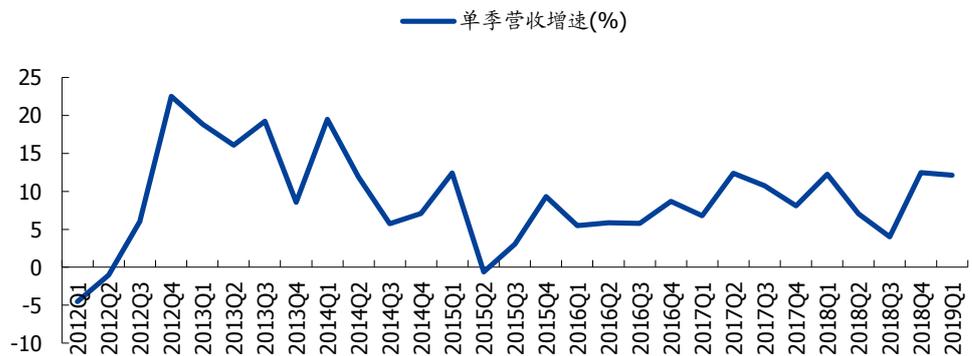
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 36: 建筑央企季度累计营收及业绩增速



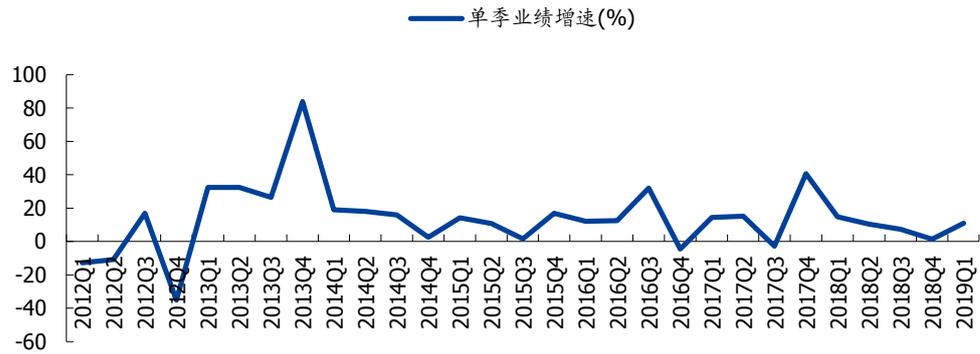
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 建筑央企单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 建筑央企单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2018 年央企中业绩出现一定分化, 收入增速排名前三的为中国中冶、中国建筑、中国核建; 业绩增速排名前三的分别为中国建筑、中国核建、中国铁建。2018 年较 2017 年收入实现加速的有中国建筑、中国中冶、中国核建, 业绩加速的有中国建筑、中国核建。中国建筑 18 年营收增速较高主要因四季度房建业务增速达 45.6%, 创出 5 年新高, 业绩实现较快增长主要系毛利率明显提升所致。中国铁建、中国中铁业绩增速稳健, 但四季度业绩明显放缓略低于市场预期, 主要系四季度毛利率下降及财务费用增加所致。2019Q1 多数建筑央企营收业绩增速较 2018 年出现提升, 好于预期。中国中铁 Q1 业绩增长 20.21%, 主要因毛利率继续稳步提升; 中国铁建 Q1 收入增长 19.32%, 较去年四季度大幅加速, 表现亮眼, 业绩增长 13.56% 慢于收入, 主要因少数股东收益增加较多; 中国交建 Q1 收入增长 9.64%, 业绩增长 14.45%, 收入与业绩均较 2018 年回暖明显。

图表 39: 建筑央企收入和业绩增速表 (累计值)

公司名称	收入增速				业绩增速			
	17 年	18 年	18Q1	19Q1	17 年	18 年	18Q1	19Q1
中国建筑	9.83%	13.78%	15.05%	10.15%	10.28%	16.09%	14.98%	8.76%
中国铁建	8.21%	7.22%	6.97%	19.32%	14.70%	11.70%	18.86%	13.56%
中国中铁	7.77%	6.79%	10.12%	7.97%	28.44%	7.04%	21.92%	20.21%
中国交建	11.83%	1.67%	12.76%	9.64%	22.92%	-4.37%	9.35%	14.45%
中国中冶	11.13%	18.66%	24.94%	14.33%	12.75%	5.12%	15.20%	6.38%
中国电建	11.65%	10.61%	16.26%	13.52%	8.78%	3.79%	12.43%	1.94%
中国核建	9.58%	13.23%	10.42%	55.35%	6.83%	12.64%	17.82%	47.18%
葛洲坝	6.54%	-5.79%	-9.92%	3.91%	37.94%	-0.55%	1.51%	-7.95%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

盈利能力持续提升, 资产负债率下降, 现金流净流出有所增加。2018 年央企毛利率较 2017 年提升 0.66 个 pct, 主要因 PPP、市政等高毛利率业务占比提升, 同时中国建筑的房建施工主业毛利率提升明显。税金占收入比与上年同期基本持平, 营改增的影响已经稳定。期间费用率提升 0.44 个 pct, 主要是管理费用和财务费用提升较多。管理费用提升较多主要因研发费用增加以及人员薪酬上涨。财务费用增加主要因 2018 年整体融资环境偏紧所致, 企业外部短期融资增加同时融资成本上升。资产减值占收入比与上年小幅回落, 整体较为稳定。净利率为 3.53%, 提升 0.15 个 pct, 主要因毛利率提升明显。

经营性现金流流出较去年同期有所增加，主要因去杠杆环境下业主普遍回款速度较慢，但 Q3 以来有明显改善。在央企去杠杆要求下，部分企业通过发行永续债、进行债转股等融资，使得整体负债率持续明显下降。2019Q1 央企板块毛利率为 10.50%，同比提升 0.13 个 pct。三项费用率合计提高 0.09 个 pct，主要因管理费用率提升。现金流净流出增加，显示回款可能仍偏紧，改善不太明显。负债率持续下降，应收账款周转率略有提升。

图表 40: 建筑央企财务数据分析表格 (累计值)

	17 年	18Q3	18 年	18Q1	19Q1	18 年-17 年	19Q1-18Q1
毛利率(%)	11.03	11.10	11.68	10.37	10.50	0.66	0.13
营业税金/收入比(%)	0.89	0.78	0.89	0.66	0.71	0.01	0.04
销售费用率(%)	0.45	0.42	0.44	0.45	0.44	0.00	-0.01
管理(加回研发)费用率(%)	4.03	4.13	4.34	3.83	4.05	0.31	0.22
财务费用率(%)	1.08	1.16	1.21	1.29	1.17	0.13	-0.12
三费合计(%)	5.55	5.71	6.00	5.57	5.66	0.44	0.09
资产减值损失/收入(%)	0.90	0.45	0.87	0.13	0.15	-0.02	0.03
净利率(%)	3.38	3.60	3.53	3.36	3.43	0.15	0.07
经营性现金流/收入(%)	2.34	-7.50	1.85	-27.02	-27.22	-0.49	-0.20
收现比(%)	99.24	100.74	102.65	108.50	108.28	3.41	-0.21
应收账款周转率	5.54	3.94	6.15	1.23	1.46	0.61	0.23
存货周转率	2.18	1.40	2.16	0.45	0.45	-0.02	-0.01
资产负债率(%)	77.94	78.25	77.04	77.53	77.11	-0.90	-0.42

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

央企订单增速在 2018 年大幅放缓，2019Q1 有所回暖。2018 年受到隐性债务监管、PPP 项目监管、宏观去杠杆导致融资环境偏紧影响，央企承接订单增速均有明显下滑，特别是部分大型公路、市政的 PPP 订单减少对增速影响较大，各建筑央企新签订单增速均较 2017 年出现下滑。2019Q1 建筑央企订单整体温和增长，中国建筑、中国交建、中国铁建及中国电建新签订单分别同比增长 9.0%/13.4%/6.3%/16.2%，增速较 2018Q1-4 分别提升 4.4/12.3/1.2/4.1 个 pct；中国化学、中国中铁、葛洲坝及中国中冶新签订单分别同比增长 47.1%/0.3%/-33.0%/5.3%，增速较 2018Q1-4 分别下降 5.4/8.4/31.7/5.1 个 pct。由于 2018 年 4-8 月基建投资增速快速下降，且前期政策效果可能也会滞后反应，部分项目招投标前期准备工作需要较长时间，预计后续基建投资增速仍将趋势上行，央企订单有望持续回暖。

图表 41: 建筑央企历年新签订单增速

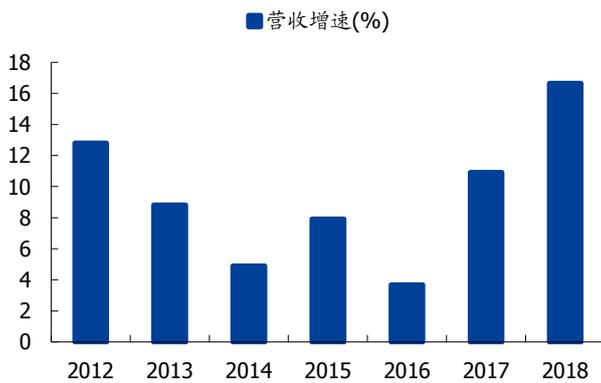
简称	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q1
葛洲坝	39.58%	17.62%	15.53%	32.00%	17.62%	5.83%	-1.32%	-33.00%
中国铁建	15.88%	8.13%	-3.02%	14.62%	28.49%	23.72%	5.05%	6.27%
中国中铁	28.07%	27.18%	0.53%	2.40%	29.05%	26.10%	8.70%	0.30%
中国核建					24.00%	25.70%	-0.50%	17.10%
中国中冶	-7.38%	-3.86%	29.18%	21.77%	25.10%	20.00%	10.40%	5.30%
中国建筑	10.40%	32.90%	11.30%	7.10%	23.70%	19.40%	4.60%	9.00%
中国电建	34.43%	22.28%	13.24%	37.75%	10.14%	12.68%	12.05%	16.15%
中国交建		5.50%	11.99%	6.89%	12.38%	23.16%	1.12%	13.38%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2. 地方国企

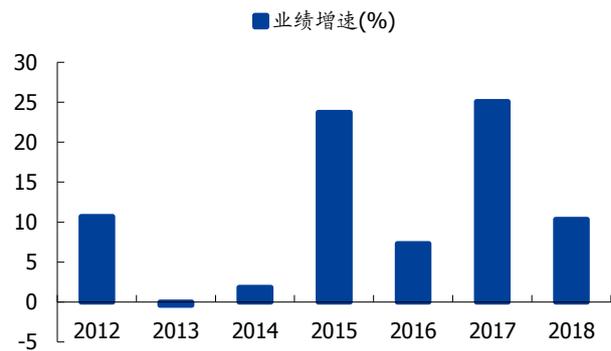
2018年地方国企营收提速业绩回落，2019Q1收入业绩增长强劲。2018年地方国企营收与业绩分别增长16.65%/10.36%，较2017年分别变动+5.73/-14.73个pct。2019Q1地方国企营收与业绩分别大幅增长34.91%/50.99%，较2018年整体增速分别提升18.26/40.63个pct。Q1收入业绩增速较快，主要因板块规模最大的上海建工2019Q1收入大增51.57%，同时由于会计准则修改，公允价值变动收益大幅增长导致业绩增长147%。

图表 42: 地方国企年度营收增速



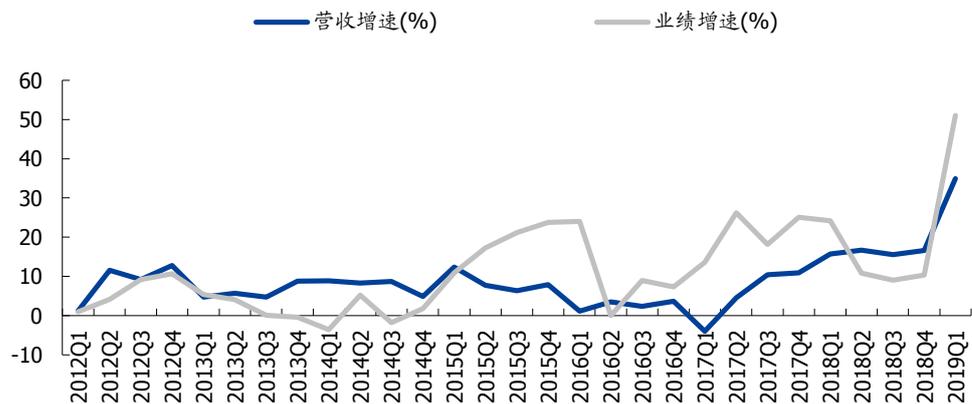
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 43: 地方国企年度业绩增速



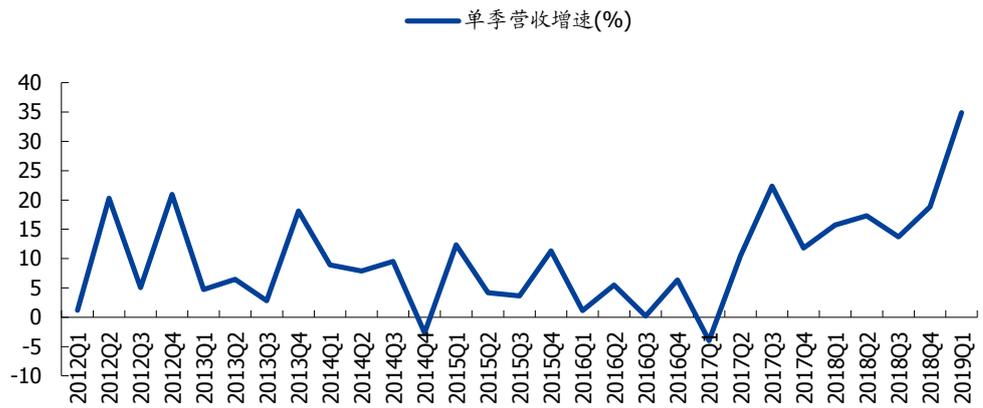
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 44: 地方国企季度累计营收及业绩增速



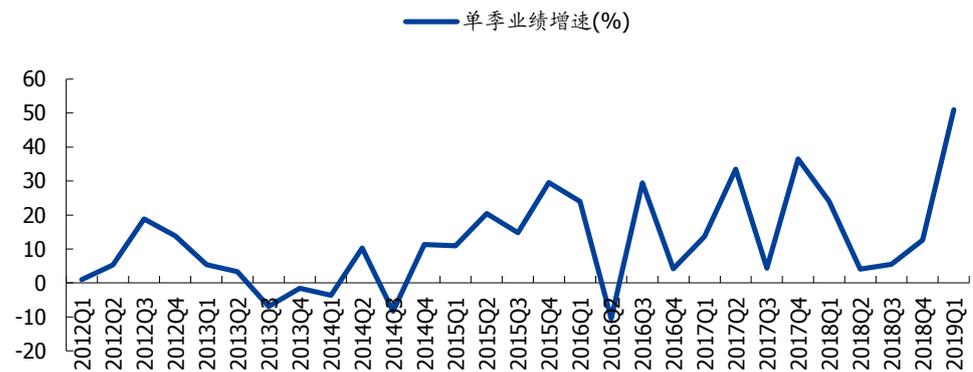
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 地方国企单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 46: 地方国企单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2018年地方国企板块整体表现平稳,板块公司均实现收入与业绩的增长,其中收入增速排名前三的为西藏天路、浙江交科、粤水电;业绩增速排名前三的分别为西藏天路、粤水电、浦东建设。2019Q1部分企业收入业绩增长幅度较大,出现异常值,如上海建工、山东路桥、四川路桥等,业绩增速都在100%以上。其中上海建工收入增长54.9%,主要因近年来订单快速增长,且2019Q1房建施工情况较好;业绩增长147%,主要因会计准则变更导致公允价值损益大幅增长,实际扣非业绩增长16%。山东路桥2019Q1收入增长135%,业绩增长222%,收入大幅增长主要因去年融资紧张叠加砂石等原材料价格大涨,造成省内在建大项目进度受到影响,年底山东省基建补短板政策积极调整后,今年一季度省内在建大项目加快赶工;在收入大增费用相对刚性的情况下,管理费用率下降明显,导致业绩增速大幅超过收入增速。四川路桥Q1业绩增长204%,主要因素转让四川视高天府新区建设投资有限公司股权产生大额投资收益所致,扣非后增长3.73%。

图表 47: 地方国企收入和业绩增速表 (累计值)

公司名称	收入增速				业绩增速			
	17年	18年	18Q1	19Q1	17年	18年	18Q1	19Q1
山东路桥	52.00%	19.25%	52.18%	135.34%	34.06%	15.20%	20.25%	222.08%
粤水电	4.87%	25.31%	21.86%	54.90%	17.42%	26.97%	10.98%	36.75%
四川路桥	8.82%	22.15%	18.96%	29.85%	1.87%	10.11%	25.60%	203.56%
上海建工	6.30%	20.03%	16.44%	51.57%	23.34%	7.56%	5.72%	147.22%
浦东建设	28.54%	12.59%	38.12%	32.05%	3.41%	21.95%	7.00%	0.16%
安徽水利	3.18%	9.51%	10.65%	-2.74%	25.25%	2.38%	30.22%	0.51%
隧道股份	9.36%	18.21%	10.96%	13.58%	9.50%	9.32%	9.79%	7.34%
龙建股份	32.77%	4.39%	-20.84%	13.11%	375.27%	5.02%	1.38%	1.92%
重庆建工	4.14%	3.56%	0.81%	16.22%	9.34%	8.57%	19.78%	-38.85%
浙江交科	40.61%	27.01%	62.87%	12.89%	136.15%	9.51%	223.11%	-82.88%
北新路桥	50.18%	4.55%	33.93%	26.51%	25.84%	5.01%	28.78%	9.50%
西藏天路	43.57%	39.83%	8.76%	8.75%	30.54%	36.08%	-49.69%	-77.65%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率提升, 费用率下降, 现金流回款有所改善。2018年地方国企板块毛利率较2017年同期上升0.42个pct, 税金占收入比提升0.22个pct。期间费用率小幅回落0.14个pct。资产减值占收入比小幅提升0.05个pct。净利率为2.81%保持平稳。板块2018年经营性现金流有所改善, 经营性现金流与收入比提高1.16个pct, 主要系地方国企加强项目回款所致。负债率下降0.71个pct, 存货周转率和应收账款周转率整体均保持平稳。2019Q1毛利率同比回落1.28个pct; 费用率下降0.76个pct, 主要因收入大增的规模效应以及融资环境的边际改善; 净利率则提升0.43个pct, 主要因部分企业采用新的金融准则公允价值变动损益增加, 以及出售子公司股权投资收益增加; 现金流情况延续改善趋势, 负债率持续下降。

图表 48: 地方国企财务数据分析表格 (累计值)

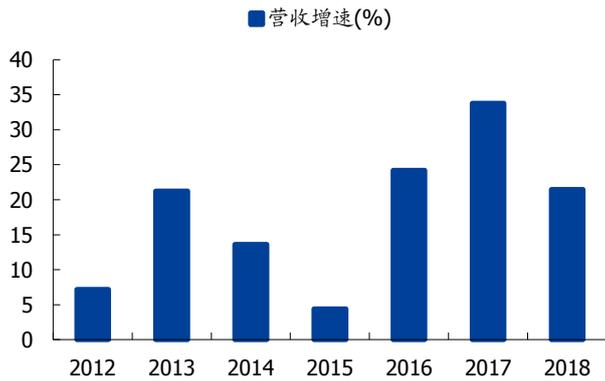
	17年	18Q3	18年	18Q1	19Q1	18年-17年	19Q1-18Q1
毛利率(%)	10.19	10.02	10.62	10.37	9.09	0.42	-1.28
营业税金/收入比(%)	0.60	0.74	0.83	0.71	0.62	0.22	-0.09
销售费用率(%)	0.27	0.28	0.29	0.29	0.28	0.01	-0.01
管理(加回研发)费用率(%)	4.55	4.52	4.54	4.84	4.54	-0.01	-0.30
财务费用率(%)	1.55	1.63	1.40	1.98	1.53	-0.15	-0.45
三费合计(%)	6.37	6.43	6.22	7.11	6.35	-0.14	-0.76
资产减值损失/收入(%)	0.49	0.05	0.54	-0.35	-0.27	0.05	0.08
净利率(%)	2.82	2.58	2.81	2.58	3.01	-0.01	0.43
经营性现金流/收入(%)	0.94	-3.72	2.10	-26.88	-24.99	1.16	1.89
收现比(%)	96.36	106.43	100.05	142.80	123.35	3.69	-19.44
应收账款周转率	4.80	3.14	4.60	0.90	1.06	-0.20	0.16
存货周转率	2.12	1.37	2.06	0.37	0.46	-0.06	0.09
资产负债率(%)	81.58	80.91	80.86	80.65	79.96	-0.71	-0.70

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.3. 设计咨询

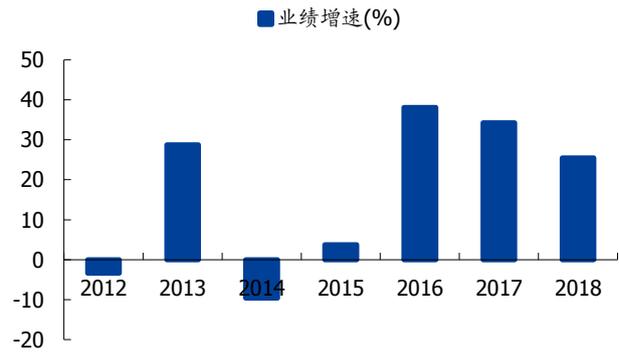
营收与业绩增速放缓。2018年设计咨询板块营收/业绩分别增长21.47%/25.50%，较2017年分别下降12.29/8.76个pct，在2018年全年固投增速放缓背景下，基建设计规划及房建设计咨询板块营收及业绩均有所放缓。2019Q1设计板块营收及业绩分别增长10.98%/16.09%，同比与环比增速延续放缓趋势。

图表 49: 设计咨询板块年度营收增速



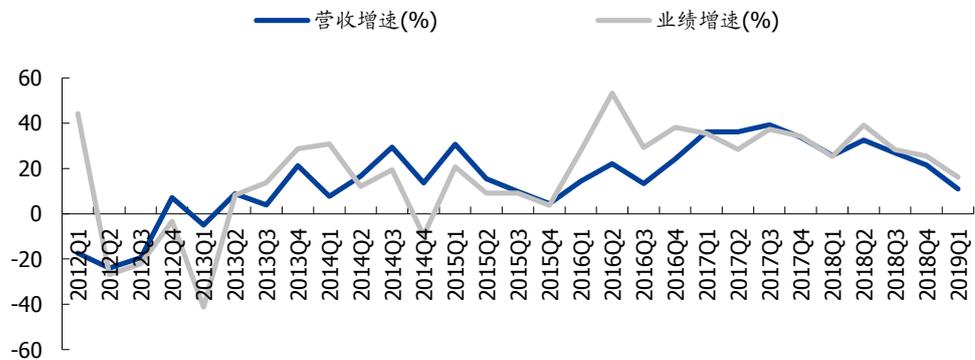
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 50: 设计咨询板块年度业绩增速



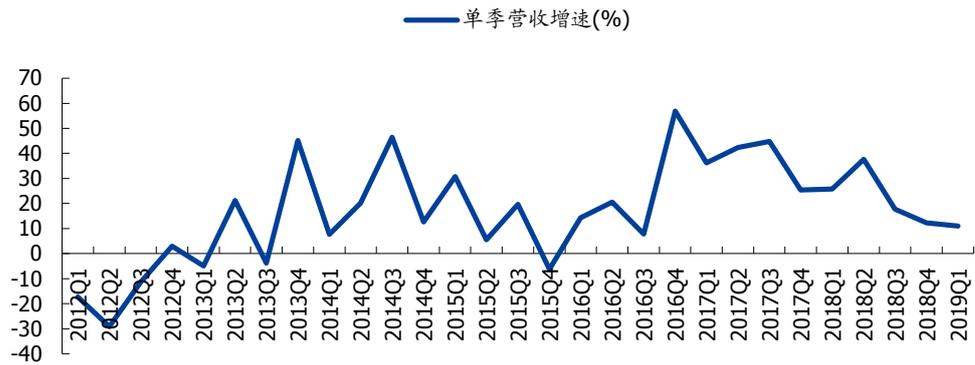
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 51: 设计咨询板块季度累计营收及业绩增速



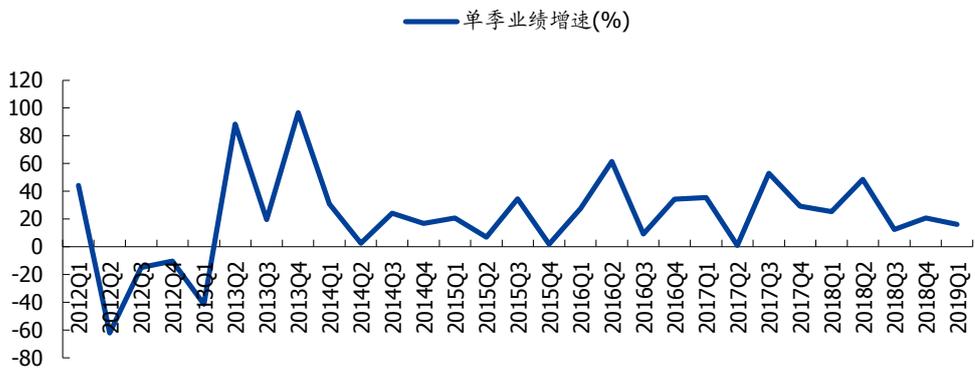
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 52: 设计咨询板块单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 53: 设计咨询板块单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

基建设计龙头展现优异成长性。2018年设计板块收入增速排名前三的为启迪设计、合诚股份与中设集团；业绩增速排名前三的分别为启迪设计、设计总院、苏交科，基建设计龙头苏交科及中设集团实现持续较快增长。苏交科剔除出售 TestAmerica 因素影响后2018年营收同比稳健增长16%，扣除计提事业伙伴计划专项基金后业绩同比增长34%，继续实现较快增长。中设集团受益于异地扩张持续推进、EPC业务不断放量，营收及业绩持续保持较快增长。

图表 54: 设计咨询板块收入和业绩增速表 (累计值)

公司名称	收入增速				业绩增速			
	17年	18年	18Q1	19Q1	17年	18年	18Q1	19Q1
中设股份	21.18%	16.47%	27.89%	25.17%	21.16%	15.78%	29.20%	13.89%
苏文科	55.17%	7.84%	10.94%	-19.38%	22.32%	34.37%	25.51%	24.21%
启迪设计	29.53%	115.23%	65.33%	40.32%	13.23%	58.60%	28.35%	8.41%
华建集团	16.24%	12.65%	40.81%	20.57%	6.22%	2.78%	47.86%	15.01%
中衡设计	59.40%	28.32%	51.15%	10.43%	24.26%	11.74%	14.52%	10.83%
中设集团	39.42%	51.23%	31.15%	34.83%	41.35%	33.54%	20.80%	29.07%
设计总院	42.04%	20.04%	41.97%	-3.14%	47.54%	51.23%	64.73%	3.67%
勘设股份	21.49%	11.66%	11.85%	-1.47%	105.15%	7.11%	12.98%	21.08%
杰恩设计	36.51%	36.76%	27.42%	33.17%	52.47%	34.31%	65.40%	23.11%
山鼎设计	-4.93%	44.02%	8.67%	45.85%	2.27%	29.75%	144.08%	43.91%
建科院	10.32%	3.97%	-12.96%	2.63%	7.76%	1.89%	-282.08%	12.20%
建研院	13.24%	11.40%	3.80%	9.25%	20.01%	-2.09%	-27.45%	-41.82%
设研院	58.12%	21.72%	18.87%	34.79%	77.51%	31.00%	32.15%	3.69%
合诚股份	18.51%	83.19%	18.48%	89.77%	7.58%	9.10%	-76.00%	130.97%
国检集团	13.14%	24.57%	12.14%	21.15%	24.57%	32.54%	24.07%	9.96%
中公高科	11.98%	8.52%	5.47%	35.59%	-13.03%	2.00%	21.02%	12.63%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率有所下降, 受益于政策开展专项清欠民企账款活动, **2019Q1** 现金流情况大幅改善。2018 年设计板块毛利率较 2017 年下降 0.28 个 pct, 税金占收入比小幅提升 0.01 个 pct。期间费用率下降 0.04 个 pct, 整体较为稳定。资产减值占收入比大幅提升 0.54 个 pct。净利率为 11.70%, 增长 0.23 个 pct。18 年经营性现金流流出有所增加, 收现比下降 2.49 个 pct。负债率有所提升, 存货和应收账款周转率有所回落。2019Q1 设计板块毛利率为 31.00%, 同比提升 1.56 个 pct。三项费用率增长 1.50 个 pct, 主要因管理费用率大幅提升。受益于政策开展专项清欠民企账款活动, 现金流情况明显改善, 经营性现金流与收入比及收现比均大幅提升。负债率有所回升, 周转率延续回落趋势。

图表 55: 设计咨询板块财务数据分析表格 (累计值)

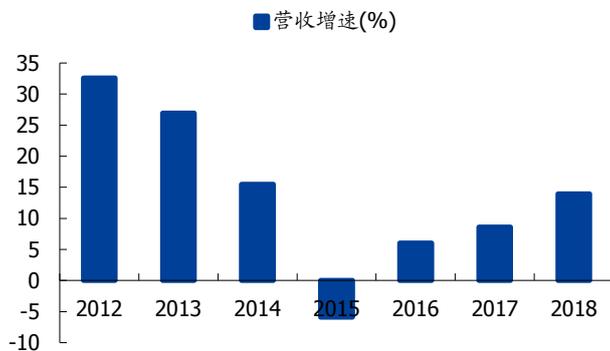
	17年	18Q3	18年	18Q1	19Q1	18年-17年	19Q1-18Q1
毛利率(%)	33.10	32.08	32.82	29.44	31.00	-0.28	1.56
营业税金/收入比(%)	0.63	0.57	0.65	0.59	0.60	0.01	0.02
销售费用率(%)	2.80	2.74	2.71	2.92	2.74	-0.09	-0.18
管理(加回研发)费用率(%)	13.47	13.41	13.42	13.70	15.07	-0.05	1.37
财务费用率(%)	0.46	0.59	0.56	0.49	0.79	0.10	0.31
三费合计(%)	16.73	16.74	16.69	17.10	18.60	-0.04	1.50
资产减值损失/收入(%)	3.39	3.04	3.92	1.20	0.93	0.54	-0.27
净利率(%)	11.46	11.46	11.70	9.90	10.25	0.23	0.34
经营性现金流/收入(%)	7.76	-11.85	4.94	-35.69	-28.78	-2.82	6.91
收现比(%)	90.52	85.92	88.03	111.77	117.57	-2.49	5.80
应收账款周转率	1.83	1.13	1.66	0.34	0.29	-0.18	-0.06
存货周转率	5.21	3.38	5.12	1.02	0.89	-0.09	-0.13
资产负债率(%)	49.21	50.29	51.62	47.23	49.21	2.41	1.99

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.4. 装饰

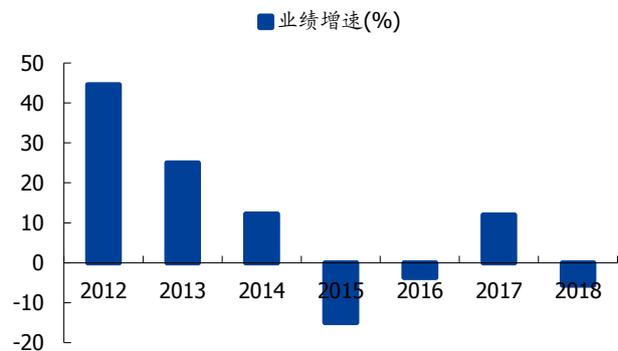
装饰板块营收已连续四年持续复苏，2018年业绩有所回落主要系减值损失增加所致。2018年装饰板块营收/业绩增速分别为13.96%/-5.59%，分别较2017年变动+5.35/-17.59个pct，受益于地产行业自2015年以来的复苏及上市公司市占率提升，装饰板块营收增速自2015年以来持续回暖，业绩增速出现回落主要系装饰板块2018Q4计提较多减值损失导致净利率出现回落所致。年初以来地产链景气度持续提升，地产新开工持续向竣工传导，2019Q1装饰板块业绩增速同环比均实现提升。在竣工及交付有望加快背景下，装饰环节将从中受益，今年收入和盈利有望得到较强支撑，增速有望继续提升。

图表 56: 装饰板块年度营收增速



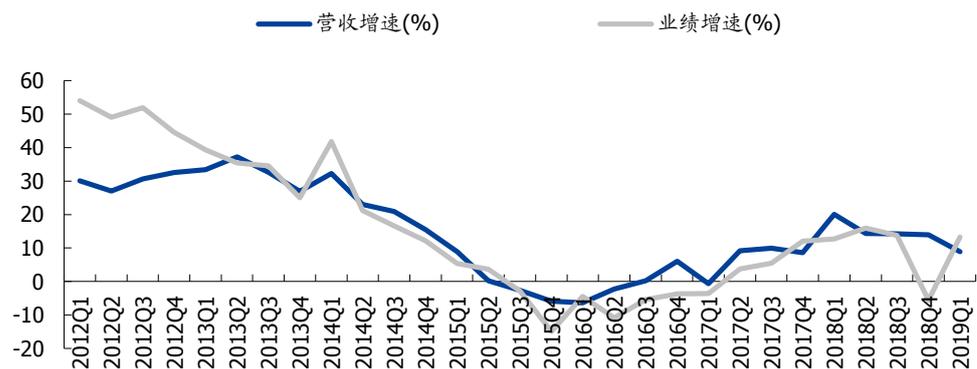
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 57: 装饰板块年度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 58: 装饰板块季度累计营收及业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 59: 装饰板块单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 60: 装饰板块单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

全筑股份受益住宅全装修行业浪潮营收与业绩快速增长, 东易日盛持续稳健增长。2018年装饰板块收入增速前三为全筑股份、中装建设及奇信股份, 业绩增速排名前三分别为全筑股份、江河集团及东易日盛。全筑股份收入及业绩大幅增长主要系公司持续推进大客户战略, 深度绑定地产龙头客户, 未来受益于住宅全装修行业快速发展及下游地产行业集中度提升, 业务规模有望持续快速扩张。东易日盛 2018 年收入和业绩已分别较 IPO 当年 2014 年大幅增长 124%/118%, 四年复合增速分别为 22%/18%, 上市以来凭借家装领域的龙头品牌与不断夯实创新的内部管理实现了规模的稳步增长。

图表 61: 装饰板块收入和业绩增速表 (累计值)

公司名称	收入增速				业绩增速			
	17年	18年	18Q1	19Q1	17年	18年	18Q1	19Q1
宝鹰股份	5.12%	-4.31%	-8.27%	24.57%	8.03%	-22.26%	26.53%	6.62%
金螳螂	7.12%	19.49%	16.51%	19.57%	13.97%	10.68%	15.66%	8.66%
洪涛股份	15.77%	17.86%	18.03%	38.56%	4.88%	-407.58%	12.05%	23.11%
亚厦股份	1.48%	1.44%	16.53%	5.30%	12.02%	2.36%	11.70%	0.75%
广田集团	23.96%	14.86%	25.00%	-5.68%	60.58%	-46.13%	28.07%	-27.62%
弘高创意	-51.31%	-18.49%	-28.86%	7.09%	-163.33%	105.10%	-386.28%	108.57%
瑞和股份	23.38%	20.20%	42.11%	7.85%	39.58%	11.45%	31.58%	11.20%
东易日盛	20.46%	16.36%	34.35%	11.09%	25.86%	16.12%	-5.70%	-28.38%
奇信股份	19.04%	27.66%	27.93%	0.74%	37.56%	12.65%	3.20%	4.34%
建艺集团	14.96%	21.21%	13.47%	7.55%	11.19%	0.84%	4.49%	12.13%
亚泰国际	9.69%	26.06%	21.51%	8.09%	33.16%	6.02%	16.35%	22.75%
中装建设	17.88%	30.66%	32.76%	8.19%	2.92%	3.94%	37.08%	4.98%
名雕股份	7.72%	2.64%	10.34%	12.51%	1.98%	-10.94%	-3.36%	3.66%
美芝股份	-0.58%	1.29%	5.36%	-29.96%	-18.54%	-37.53%	-38.25%	-33.18%
江河集团	0.37%	4.84%	13.73%	0.84%	32.68%	30.47%	19.71%	20.35%
全筑股份	38.65%	40.98%	122.61%	7.30%	64.11%	58.10%	119.23%	32.45%
柯利达	24.32%	17.21%	20.96%	-8.10%	19.02%	1.31%	31.86%	6.46%
维业股份	22.62%	22.31%	48.97%	-10.84%	42.90%	-12.69%	267.86%	-19.31%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率持续提升, 费用率增加, 负债率也有所提升。2018年装饰板块毛利率较去年同期上升1.89个pct, 预计随着板块公司住宅精装修业务贡献收入占比提升, 未来毛利率可能会有所下行。税金占收入基本持平。期间费用率同比增加1.81个pct, 主要系管理费用率(加回研发)上升较多所致。资产减值占收入比上升0.94个pct, 净利率4.43%, 下降0.89个pct。经营性现金流净额占收入比较去年同期下降1.60个pct, 收现比显著下降9.15个pct, 系2018年下游地产开放商融资趋紧, 行业公司票据结算增多所致。负债率有所提升, 营运周转较为平稳。

图表 62: 装饰板块财务数据分析表格 (累计值)

	17年	18Q3	18年	18Q1	19Q1	18年-17年	19Q1-18Q1
毛利率(%)	15.79	16.76	17.68	15.07	17.50	1.89	2.44
营业税金/收入比(%)	0.41	0.37	0.36	0.46	0.42	-0.04	-0.04
销售费用率(%)	2.32	2.44	2.33	2.85	2.81	0.01	-0.05
管理(加回研发)费用率(%)	4.56	5.42	6.24	5.12	7.19	1.68	2.07
财务费用率(%)	1.32	1.21	1.43	1.49	1.96	0.11	0.46
三费合计(%)	8.20	9.07	10.00	9.47	11.95	1.81	2.49
资产减值损失/收入(%)	1.48	1.26	2.41	-0.65	-0.70	0.94	-0.05
净利率(%)	5.32	5.50	4.43	5.14	5.21	-0.89	0.07
经营性现金流/收入(%)	3.63	-5.33	2.03	-23.33	-19.81	-1.60	3.51
收现比(%)	99.99	92.98	90.84	126.75	117.28	-9.15	-9.47
应收账款周转率	1.23	0.98	1.33	0.27	0.26	0.09	-0.01
存货周转率	11.97	8.07	12.24	2.24	2.28	0.27	0.04
资产负债率(%)	61.22	61.81	63.47	58.68	61.71	2.25	3.03

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2018年订单增长放缓, 2019Q1订单增速回暖。装饰板块主要上市公司整体18Q1/18Q2/18Q3/18Q4/19Q1季度订单分别增长30.9%/41.9%/13.2%/-3.6%/10.5%,自18Q3下滑后,19Q1订单增速回升。2018Q1-2019Q1公司单季新签订单分别同比增长15.9%/21.2%/28.5%/28.6%/30.4%,逐季加速趋势清晰。亚厦股份及江河集团等龙头企业订单维持较高增速。由于上市公装公司订单签订节点较多处于地产项目开工及竣工之间,新开工增速维持高位有望带动后续装饰订单继续实现较快增长。

图表 63: 装饰板块主要公司新签订单情况

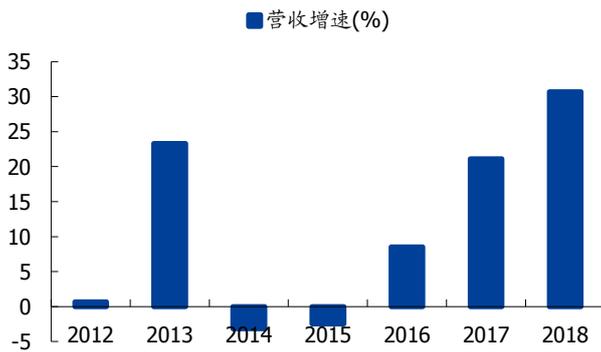
公司简称	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	18Q1 增速	18Q2 增速	18Q3 增速	18Q4 增速	19Q1 增速
金螳螂	82.07	97.19	105.68	107.36	107.04	15.92%	21.18%	28.46%	28.61%	30.43%
江河集团	35.73	48.34	45.06	82.87	48.44	14.34%	3.40%	7.29%	38.12%	35.57%
广田集团	40.09	80.74	44.77	45.94	30.20	87.25%	192.57%	12.97%	-16.29%	-24.67%
亚厦股份	14.12	35.50	36.79	30.72	30.98	57.77%	17.24%	21.86%	-20.52%	119.41%
宝鹰股份	31.93	42.06	26.63	15.91	11.17	122.28%	143.69%	26.81%	-53.49%	-65.02%
全筑股份	21.56	42.69	22.39	21.15	25.03	135.73%	124.00%	49.00%	39.00%	16.09%
奇信股份	9.78	18.99	12.96	11.55	4.75	-25.40%	48.36%	-21.26%	-16.30%	-51.43%
东易日盛	10.54	11.70	11.89	8.45	11.46	16.58%	3.49%	18.43%	-16.83%	8.72%
中装建设	16.96	15.91	15.17	10.48	12.40	119.69%	26.67%	31.23%	-14.03%	-26.89%
瑞和股份	6.56	14.32	14.24	13.27	12.76	17.14%	26.06%	-4.40%	3.59%	94.48%
建艺集团	8.74	10.06	7.79	7.07	6.13	51.21%	31.16%	-20.80%	-16.13%	-29.86%
洪涛股份	7.50	12.67	10.20	15.07	9.96	-31.87%	36.01%	-28.62%	-32.48%	32.84%
维业股份	4.81	7.13	8.03	4.18	10.63	-22.92%	73.90%	-3.49%	-62.34%	121.00%
柯利达	5.57	4.43	7.09	3.87	6.35	41.37%	-50.45%	36.61%	-52.34%	14.00%
名雕股份	1.00	1.83	1.52	1.78	0.93	-9.91%	-20.78%	-8.64%	-3.26%	-6.96%
合计	296.96	443.56	370.21	379.67	328.23	30.94%	41.93%	13.17%	-3.62%	10.53%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所, *18Q1-4合计同比增速去除全筑股份

4.5. 钢结构

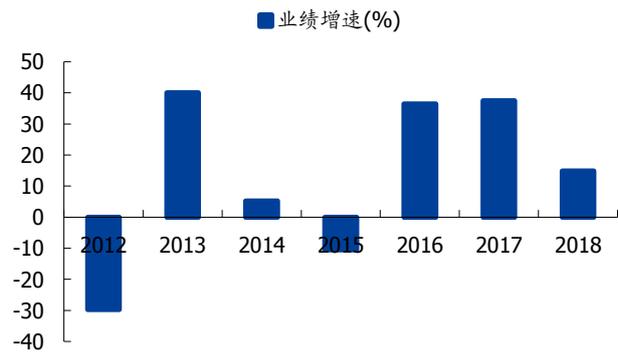
2018年钢结构板块营收业绩出现分化，2019Q1增速加快。2018年钢结构板块营收/业绩分别增长30.72%/14.81%，较2017年分别变动+9.62/-22.66个pct，营收增长显著加快主要系受钢价大幅波动、营改增以及环保政策的影响，行业集中度逐步向上市钢结构龙头集中所致，业绩增长显著放缓主要系2017年基数提升所致。2019Q1营收与业绩分别增长31.50%/37.89%，同比及环比增速均有所提升。预计随着传统钢结构EPC模式的推广，行业集中度提升，政策大力推动装配式建筑发展，钢结构行业龙头公司营收及业绩有望继续高增长。

图表 64: 钢结构板块年度营收增速



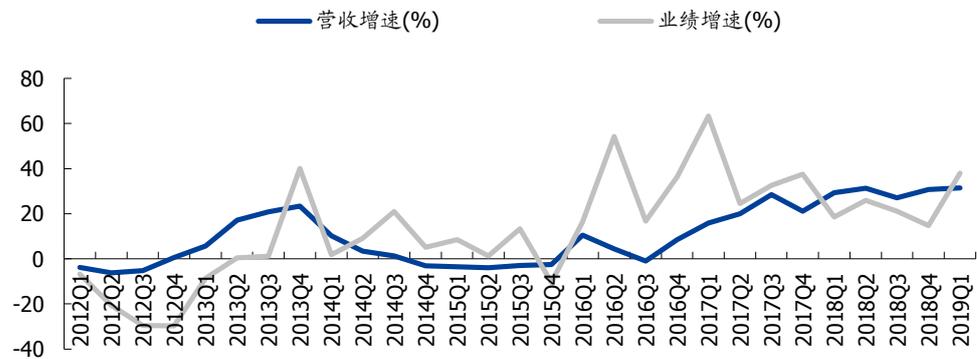
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 65: 钢结构板块年度业绩增速



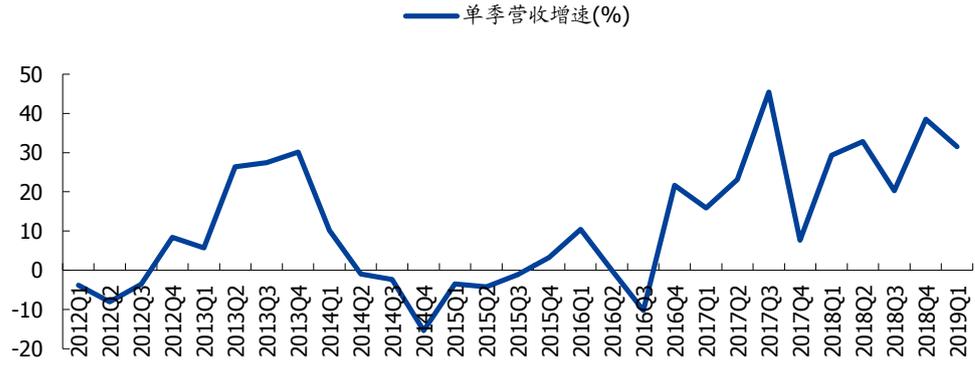
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 66: 钢结构板块季度累计营收及业绩增速



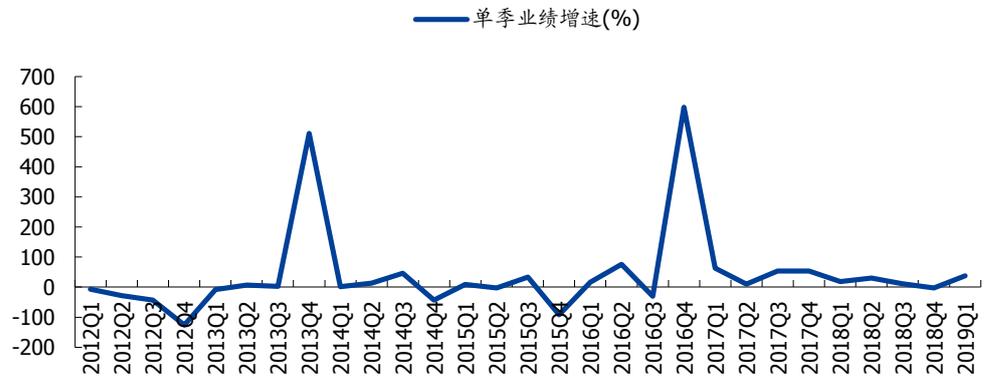
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 67: 钢结构板块单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 68: 钢结构板块单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2018年钢结构板块收入增速排名前三的为鸿路钢构、森特股份及杭萧钢构；业绩增速排名前三的分别为精工钢构、鸿路钢构及东南网架。精工钢构传统钢结构业务订单加速增长促营收加速，钢价波动减少致盈利能力持续回升，装配式装配式技术合作业务开始放量。鸿路钢构钢结构制作产能不断释放，EPC业务规模不断增长，政府补助迎来高峰期，促营收与业绩实现快速增长。

图表 69: 钢结构板块收入和业绩增速表(累计值)

公司名称	收入增速				业绩增速			
	17年	18年	18Q1	19Q1	17年	18年	18Q1	19Q1
东南网架	35.78%	11.59%	-1.82%	21.07%	110.86%	64.81%	65.40%	62.90%
鸿路钢构	38.98%	56.46%	42.27%	90.52%	43.74%	98.58%	8.41%	30.62%
富煌钢构	18.12%	25.55%	41.57%	23.17%	39.41%	17.40%	46.57%	19.40%
杭萧钢构	6.68%	33.62%	9.45%	35.06%	71.14%	-26.04%	6.76%	-27.34%
精工钢构	7.61%	32.11%	56.19%	4.13%	-43.40%	192.98%	16.81%	319.59%
海波重科	6.58%	24.91%	-26.37%	264.89%	-19.45%	-30.57%	-19.15%	245.49%
森特股份	25.96%	37.21%	91.56%	32.99%	-3.13%	9.83%	36.46%	27.19%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

盈利能力有所回落，资产负债率持续提升。2018年钢结构板块毛利率较2017年下降1.24个pct，主要系成本端钢价维持高位。税金占收入比较上年同期下降0.13个pct。期间费用率基本持平，其中管理费用提升较多主要因研发费用增加以及人员薪酬上涨。资产减值占收入比回落0.37个pct。净利率为4.40%，回落0.53个pct，主要因毛利率下滑幅度较大所致。经营性现金流情况有所改善，营运周转率均有所回升，负债率则较去年同期增加1.30个pct。2019Q1毛利率14.23%，较18Q1回落0.61个pct，周转率与负债率延续提升趋势。

图表 70: 钢结构板块财务数据分析表格 (累计值)

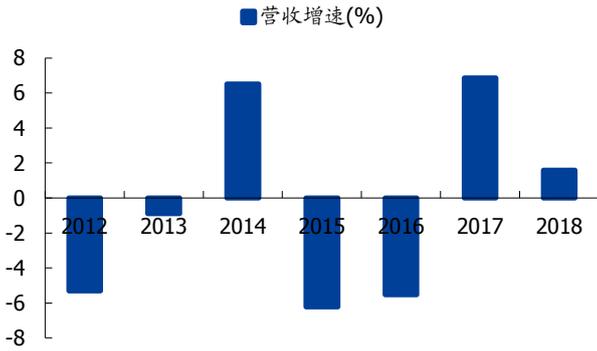
	17年	18Q3	18年	18Q1	19Q1	18年-17年	19Q1-18Q1
毛利率(%)	16.64	15.66	15.40	14.83	14.23	-1.24	-0.61
营业税金/收入比(%)	0.58	0.47	0.45	0.51	0.37	-0.13	-0.14
销售费用率(%)	1.54	1.30	1.29	1.31	1.18	-0.25	-0.13
管理(加回研发)费用率(%)	6.03	6.73	6.59	6.97	6.52	0.57	-0.45
财务费用率(%)	1.77	1.58	1.45	1.75	1.52	-0.32	-0.23
三费合计(%)	9.34	9.61	9.34	10.04	9.22	0.00	-0.82
资产减值损失/收入(%)	1.48	0.35	1.11	-1.29	-0.72	-0.37	0.58
净利率(%)	4.93	5.13	4.40	4.57	4.74	-0.53	0.17
经营性现金流/收入(%)	-0.12	6.76	6.13	-2.43	9.74	6.25	12.17
收现比(%)	95.42	104.75	97.45	130.18	116.02	2.03	-14.15
应收账款周转率	3.05	2.82	3.73	0.70	0.93	0.68	0.23
存货周转率	1.56	1.23	1.84	0.35	0.41	0.29	0.06
资产负债率(%)	58.98	59.25	60.28	58.55	60.26	1.30	1.71

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.6. 国际工程

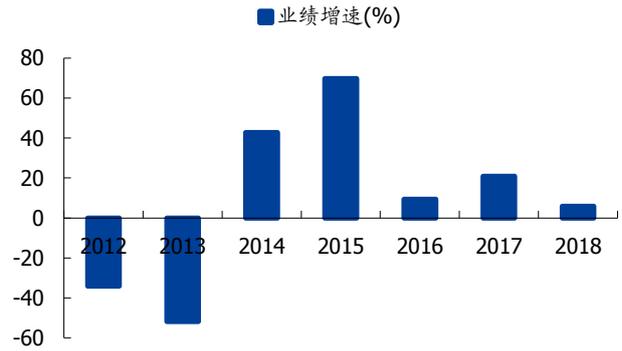
2018年板块收入业绩放缓明显，2019Q1出现边际改善。2018年国际工程板块营收与业绩分别增长1.59%/5.79%，较2017年分别下降5.27/15.12个pct，其中收入放缓主要因前期订单新签及生效减少，业绩回落幅度较大主要系板块公司毛利率（主要为中工国际）出现下滑所致。2019Q1营收业绩分别增长5.62%/15.12%，较2018年全年均出现边际改善。业绩加快增长主要因19Q1相对18Q1汇兑损失明显减少，同时部分企业因会计准则改变公允价值损益大幅增加。

图表 71: 国际工程板块年度营收增速



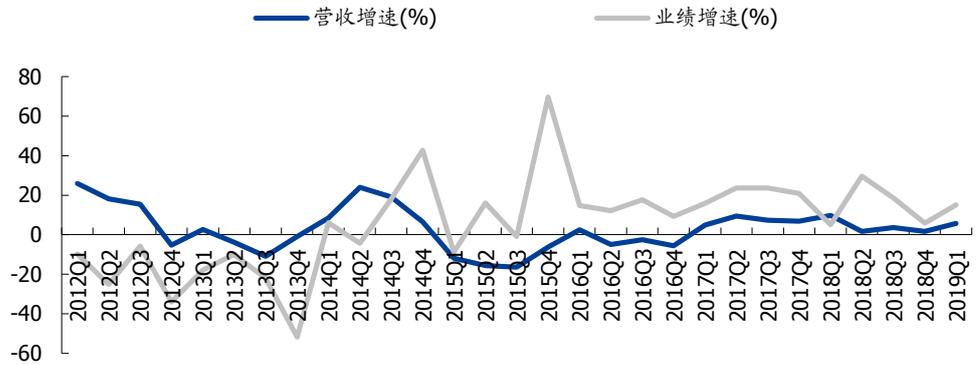
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 72: 国际工程板块年度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 73: 国际工程板块季度累计收入及业绩增速



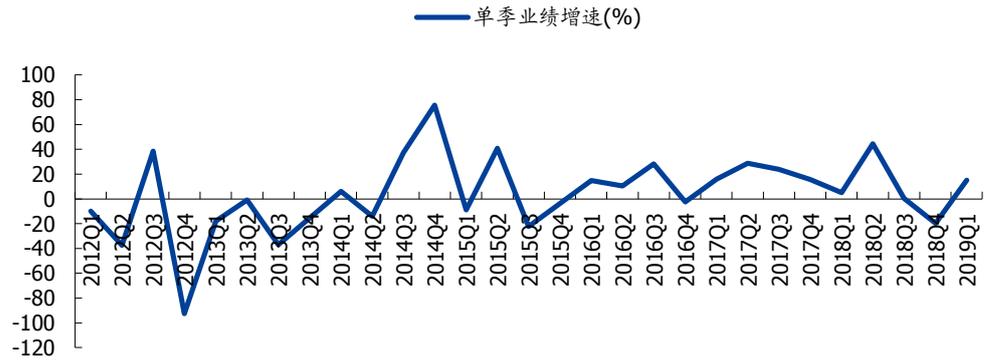
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 74: 国际工程板块单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 75: 国际工程板块单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所, *13Q4及15Q4单季增速极端值用N/A处理

国际工程板块公司之间分化较明显。2018年,国际工程公司收入整体增长较慢,但业绩之间出现较大分化,其中中材国际收入增长9.96%,业绩大幅增长39.98%,主要因近年来公司推行精细化管理,项目毛利率持续提升,且受益于汇兑收益大幅增加。北方国际收入增长2.58%,业绩增长18%超过收入增速,主要因毛利率提升、汇兑收益增加,且出售旗下地产子公司股权获得投资收益。中工国际收入下滑6.95%,业绩下滑19.12%,主要因前期订单生效较少,且项目毛利率下滑较为明显。中钢国际收入增长3.99%,业绩增长2.01%,整体较为平稳。2019Q1,板块整体业绩改善较为明显,中钢国际业绩增长73%,主要因项目执行加快收入增长65%,且所持的重庆钢铁股票产生大额公允价值变动收益;中材国际业绩增长32%,主要因汇兑损失较少较多;中工国际业绩增长2.47%,环比略有改善;北方国际业绩下滑45.79%,主要因受不同类型工程项目进度影响,收入下滑幅度较大,且毛利率出现下降,费用率提升,但我们认为公司中长期成长动力依旧充足。

图表 76: 国际工程板块收入和业绩增速表(累计值)

公司名称	收入增速				业绩增速			
	17年	18年	18Q1	19Q1	17年	18年	18Q1	19Q1
北方国际	11.05%	2.58%	-7.97%	-26.27%	8.29%	18.01%	0.24%	-45.79%
中成股份	26.10%	-42.98%	26.68%	-70.32%	-13.40%	-4.51%	-44.81%	-95.29%
中钢国际	-16.81%	3.99%	-11.51%	65.00%	-18.59%	2.01%	-9.66%	72.87%
中工国际	35.24%	-6.95%	37.96%	9.36%	15.98%	-19.12%	10.16%	2.47%
中材国际	2.88%	9.96%	15.29%	12.04%	91.04%	39.98%	18.09%	32.04%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

板块整体毛利率出现下降,业绩受到汇兑损失影响较大。2018年国际工程板块毛利率较2017年下降0.75个pct,税金占收入比较上年同期下降0.05个pct。期间费用率大幅回落1.55个pct,主要系汇兑损益增加致财务费用率下降2.23个pct。净利率为7.24%,提升0.47个pct,主要因汇兑损益增厚业绩所致。经营性现金流情况有所改善,营运周转率均有所回升,负债率则较去年同期下降1.59个pct。2019Q1毛利率16.67%,较18Q1回落3.00个pct,费用率下降2.85个pct,主要因汇兑损失减少导致财务费用率大幅下降3.29个pct,周转率延续提升趋势,负债率则持续回落。

图表 77: 国际工程板块财务数据分析表格 (累计值)

	17年	18Q3	18年	18Q1	19Q1	18年-17年	19Q1-18Q1
毛利率(%)	17.54	17.03	16.79	19.66	16.67	-0.75	-3.00
营业税金/收入比(%)	0.31	0.28	0.25	0.30	0.21	-0.05	-0.10
销售费用率(%)	2.18	2.34	2.37	2.17	2.20	0.20	0.02
管理(加回研发)费用率(%)	5.39	5.49	5.87	5.09	5.50	0.48	0.41
财务费用率(%)	1.12	-1.99	-1.11	6.24	2.95	-2.23	-3.29
三费合计(%)	8.69	5.83	7.14	13.50	10.65	-1.55	-2.85
资产减值损失/收入(%)	0.69	0.68	0.49	-0.64	0.15	-0.20	0.79
净利率(%)	6.76	8.11	7.24	5.34	5.69	0.47	0.35
经营性现金流/收入(%)	-4.40	-3.12	4.23	-12.66	-16.40	8.63	-3.74
收现比(%)	94.78	96.87	95.33	91.98	81.08	0.55	-10.91
应收账款周转率	3.12	2.20	3.51	0.70	0.78	0.38	0.08
存货周转率	4.74	3.13	4.85	0.93	1.01	0.11	0.08
资产负债率(%)	65.00	64.21	63.41	64.63	62.98	-1.59	-1.65

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

国际工程企业普遍在手订单充裕, 订单保障倍数高。中工国际在手订单(生效与未生效合计)与收入比在6倍左右, 北方国际为10倍, 中钢国际为4.6倍。中材国际在手生效未完成订单438亿, 大约为收入的2倍。未来随着一带一路倡议的推进, 相关公司订单生效进程有望加快, 如在手订单大规模生效, 业绩将有望加速。

图表 78: 国际工程公司订单情况

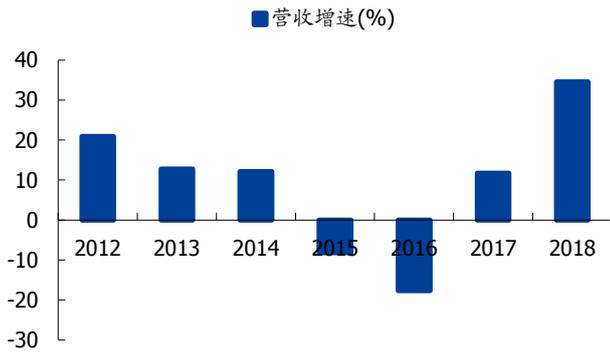
公司	2017年订单	2018年订单	2019Q1 在手订单	2019Q1 订单	在手订单/收入	单位
中工国际	22.55	20.70	87.70	2.72	5.81	亿美元
北方国际	40.67	11.20	155.49	2.17	10.48	亿美元
中钢国际	98.23	261.75	383.73	16.96	4.59	亿元
中材国际	358.84	309.86	437.56	76.74	2.04	亿元

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.7. 化学工程

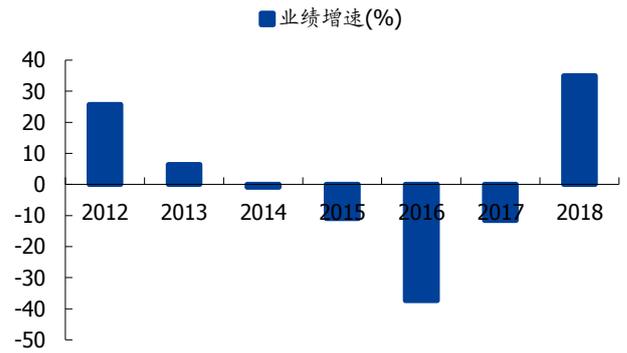
2018年化学工程板块营收与业绩复苏明显, 2019Q1 营收业绩增速有所回落, 但仍保持较快增长。2018年化学工程板块营收和业绩分别增长34.59%/34.97%, 较2017年分别提升22.90/46.55个pct, 主要因18年行业景气度明显提升, 而17年基数较低。2019Q1 营收/业绩同比增长12.89%/30.18%, 仍保持较快增长, 显示行业景气度良好, 但增速有所回落, 主要因18年同期景气度已走出低点基数相对较高。

图表 79: 化学工程板块年度营收增速



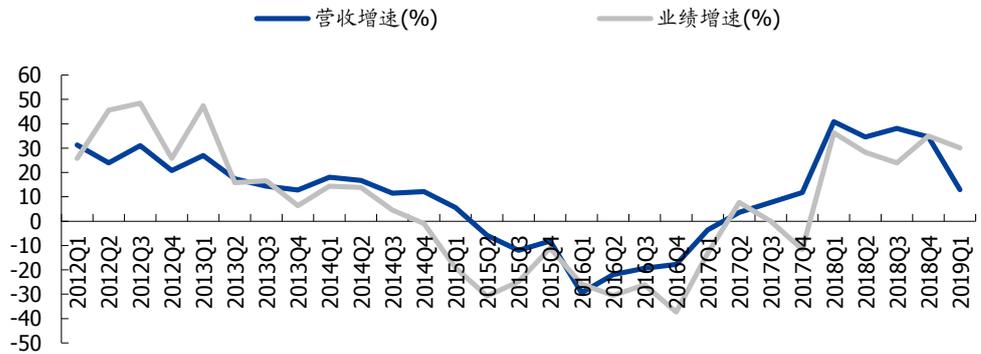
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 80: 化学工程板块年度业绩增速



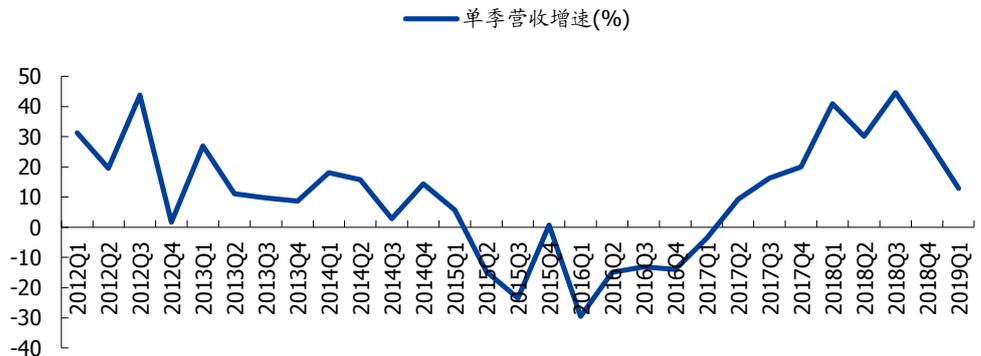
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 81: 化学工程板块季度累计收入及业绩增速



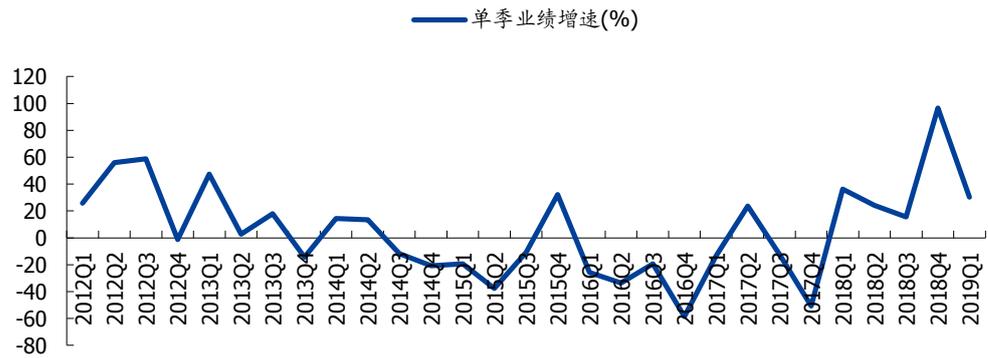
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 82: 化学工程板块单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 83: 化学工程板块单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2018年化学工程板块业绩持续回暖,收入增速排名前三的为三联虹普、百利科技、中国化学;业绩增速排名前三的别为东华科技、延长化建、百利科技。其中龙头公司中国化学营收持续反弹,18年收入大幅增长39%,业绩主要受到减值计提及毛利率回落影响导致增速低于营收。2019Q1化学工程板块大多数企业营收与业绩增速均出现回落。龙头中国化学继续保持较快增长,Q1收入增长18.8%,业绩大幅增长55.6%,业绩大幅超过收入增速,主要因汇兑损失减少明显,且少数股东收益占比减少。

图表 84: 化学工程板块收入和业绩增速表(累计值)

公司名称	收入增速				业绩增速			
	17年	18年	18Q1	19Q1	17年	18年	18Q1	19Q1
东华科技	73.87%	38.68%	31.04%	5.73%	-177.18%	334.84%	25.50%	17.68%
三联虹普	18.54%	111.28%	24.30%	59.62%	10.53%	25.20%	40.55%	15.14%
延长化建	7.40%	-4.20%	32.89%	-30.03%	9.22%	44.37%	46.24%	-38.86%
中国化学	10.35%	39.05%	41.89%	18.77%	-12.04%	24.05%	28.97%	55.61%
航天工程	-6.67%	33.17%	-11.37%	9.26%	17.47%	17.79%	41.29%	-35.70%
百利科技	-22.41%	98.13%	76.51%	25.68%	1.96%	38.29%	216.67%	30.86%
三维工程	115.03%	-30.59%	79.92%	7.20%	386.64%	-30.16%	48.17%	-36.27%
镇海股份	-4.03%	116.81%	63.79%	21.92%	-26.44%	20.99%	435.04%	-21.28%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率下降,减值计提改善明显,现金流流出增加。2018年化学工程板块毛利率较2017年大幅下降3.41个pct,主要因中国化等公司毛利率下降幅度较大,主要系基建业务占比提升所致;税金占收入比小幅提升0.04个pct。期间费用率下降1.99个pct,主要是管理费用率与财务费用率均出现回落,财务费用回落主要与汇兑收益增加有关。资产减值占收入比大幅下降1.22个pct,主要是17年中国化学等公司减值计提较多所致。净利率为3.25%,提升0.08个pct。18年经营性现金流流出有所增加,经营性现金流与收入比及收现比均出现下降。负债率有所下降,周转率有所提升。2019Q1化学工程板块毛利率为12.24%,同比下降1.65个pct。三项费用率合计下降1.53个pct,主要因管理与财务费用率大幅下降。现金流流出增加。负债率有所提升,周转率则延续提升态势。

图表 85: 化学工程板块财务数据分析表格 (累计值)

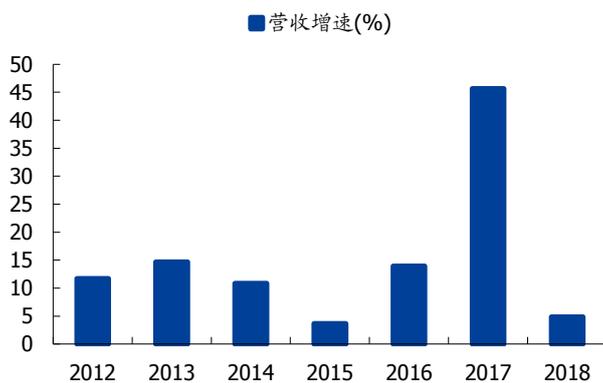
	17年	18Q3	18年	18Q1	19Q1	18年-17年	19Q1-18Q1
毛利率(%)	15.71	11.85	12.30	13.90	12.24	-3.41	-1.65
营业税金/收入比(%)	0.48	0.61	0.52	0.68	0.38	0.04	-0.29
销售费用率(%)	0.59	0.55	0.53	0.60	0.58	-0.06	-0.02
管理(加回研发)费用率(%)	7.15	5.90	5.98	5.82	5.32	-1.17	-0.50
财务费用率(%)	0.81	-0.27	0.05	2.09	1.07	-0.76	-1.01
三费合计(%)	8.55	6.18	6.56	8.51	6.98	-1.99	-1.53
资产减值损失/收入(%)	2.71	0.45	1.49	-0.10	0.08	-1.22	0.18
净利率(%)	3.17	4.02	3.25	3.87	4.26	0.08	0.39
经营性现金流/收入(%)	6.24	1.80	5.55	-5.38	-16.23	-0.69	-10.85
收现比(%)	89.30	85.23	83.71	100.80	92.72	-5.59	-8.08
应收账款周转率	3.43	2.86	4.44	0.81	0.91	1.01	0.09
存货周转率	2.80	2.71	4.62	0.75	0.95	1.82	0.20
资产负债率(%)	62.12	63.68	61.46	61.25	61.61	-0.66	0.36

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.8. 园林 PPP

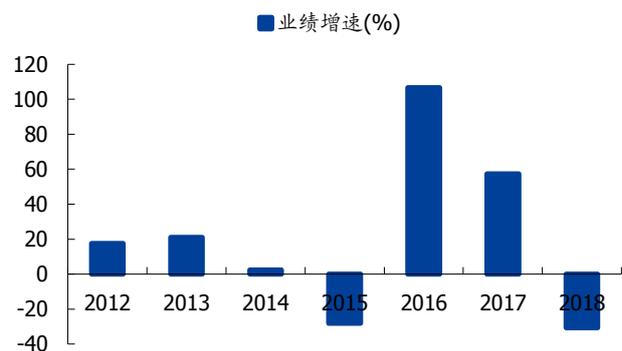
园林 PPP 板块在紧信用环境下, 板块营收及业绩大幅回落。受 2018 年整体信用及融资紧缩环境影响, 园林 PPP 板块资产负债表扩张速度大幅放缓, 导致板块营收及业绩增速较 2017 年出现大幅回落。2018 年园林 PPP 板块实现营收与业绩增速分别为 4.87%/-30.71%, 同比大幅下降 40.75/88.03 个 pct。整体来看, 在紧信用环境下, 板块呈明显收缩态势, 只有个别资金充裕、前期经营稳健的龙头公司还能保持稳健增长。2019Q1 园林 PPP 板块延续营收及业绩下行趋势。

图表 86: 园林 PPP 板块年度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 87: 园林 PPP 板块年度业绩增速



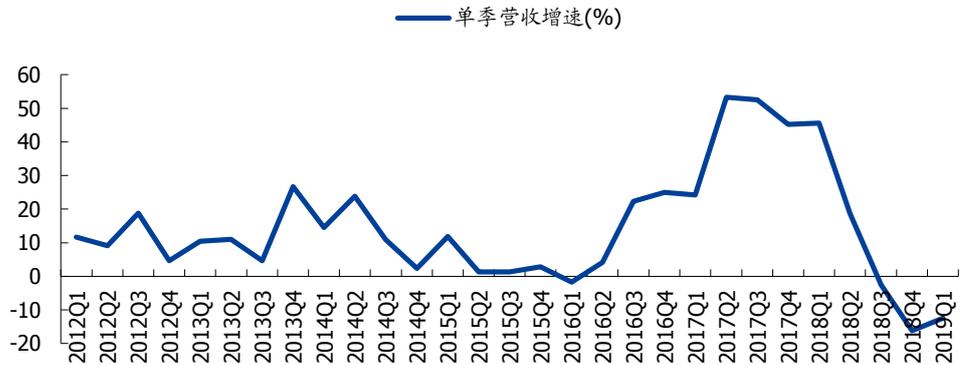
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 88: 园林 PPP 板块季度累计收入及业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 89: 园林 PPP 板块单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 90: 园林 PPP 板块单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

现金充足、资产负债表健康的园林 PPP 行业龙头及次新股增长较快。园林 PPP 板块 2018 年收入增速排名前三的分别为杭州园林、岭南股份、元成股份；业绩增速排名前三的分

别为岭南股份、龙元建设、杭州园林。岭南股份业绩较好主要系公司生态环境、文化旅游及水务水环境治理业务在手充足订单持续向收入转化以及子公司恒润科技、新港永豪业绩持续快速增长推动所致。龙元建设凭借出众的 PPP 领域专业能力以及对资产负债表的合理管理，在 2018 年项目如期推进；在合适时候正确选择股权融资充实资本，使得在信用收缩环境中公司拥有充足现金平稳度过，实现稳健增长。

图表 91: 园林 PPP 板块收入和业绩增速表 (累计值)

公司名称	收入增速				业绩增速			
	17年	18年	18Q1	19Q1	17年	18年	18Q1	19Q1
云投生态	-33.12%	12.48%	-57.46%	-21.10%	-1404.12%	41.43%	-129.23%	118.55%
东方园林	77.79%	-12.69%	106.65%	-60.10%	68.13%	-26.72%	127.81%	-2851.52%
丽鹏股份	6.23%	-32.83%	29.45%	-17.66%	-42.12%	-977.04%	834.42%	39.53%
棕榈股份	34.49%	1.44%	21.99%	-31.28%	151.83%	-83.50%	109.64%	-3307.21%
海南瑞泽	56.17%	8.46%	39.69%	-14.54%	150.94%	-30.69%	273.71%	6.96%
普邦股份	31.55%	6.42%	16.91%	-25.03%	44.41%	-71.84%	37.90%	-7.24%
岭南股份	86.11%	85.05%	88.68%	11.39%	95.27%	52.90%	83.49%	-64.18%
文科园林	69.10%	11.06%	43.41%	1.41%	73.14%	3.27%	52.80%	6.37%
铁汉生态	79.04%	-5.36%	69.80%	-25.40%	45.02%	-59.81%	-1667.80%	-29.09%
美晨生态	31.81%	-10.23%	21.11%	-31.53%	36.46%	-38.95%	66.70%	-30.83%
蒙草生态	95.03%	-31.52%	58.89%	-6.72%	148.73%	-75.85%	48.38%	21.87%
美尚生态	118.38%	-0.21%	51.47%	-2.70%	35.95%	36.13%	259.46%	-5.86%
杭州园林	57.98%	185.01%	591.55%	-46.59%	37.63%	50.60%	183.53%	19.52%
龙元建设	22.52%	13.09%	36.11%	8.31%	74.07%	52.05%	80.91%	21.13%
岳阳林纸	28.03%	14.15%	35.01%	-12.83%	1131.86%	5.21%	938.45%	-121.17%
花王股份	102.94%	21.95%	59.53%	23.96%	137.23%	-41.45%	-44.75%	51.98%
元成股份	54.33%	47.80%	95.25%	26.53%	73.05%	47.50%	110.89%	63.64%
东珠生态	24.99%	30.17%	51.92%	18.49%	31.09%	34.18%	65.02%	11.82%
天域生态	14.73%	10.61%	-21.95%	7.20%	10.39%	-24.45%	-119.66%	125.47%
乾景园林	3.39%	-35.76%	-24.71%	-27.70%	11.82%	-106.97%	-62.83%	37.72%
绿茵生态	1.50%	-26.56%	-15.27%	51.92%	3.75%	-14.41%	-5.77%	21.85%
大千生态	13.41%	18.25%	44.60%	9.93%	12.46%	15.04%	34.56%	135.15%
农尚环境	11.50%	8.39%	40.63%	11.48%	1.90%	0.69%	12.58%	6.36%
诚邦股份	17.69%	3.89%	8.07%	-19.80%	12.86%	-18.08%	-12.93%	-132.98%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

盈利能力有所下降，费用率大幅提升，现金流情况整体有所好转。2018 年园林 PPP 板块毛利率为 21.98%，较 2017 年回落 0.91 个 pct，税金占收入比下降 0.02 个 pct。期间费用率上升 2.78 个 pct，主要是管理费用率和财务费用率（主要为利息支出）上升幅度较高。资产减值占收入比与上年相比提升 0.78 个 pct。净利率为 5.96%，同比下降 3.06 个 pct。经营性现金流+投资性现金流占收入的比与上年基本持平，收现比提升 3.68 个 pct，主要系在紧信用环境下业内公司主动或被动收缩业务，加强回款所致。整体负债率提升 1.97 个 pct，提升幅度较高，存货和应收账款周转率均小幅下降。2019Q1 板块毛利率 18.00%，较 18Q1 显著回落 2.17 个 pct；经营性现金流+投资性现金流占收入的比为 -45.81%，较上年大幅提升 13.64 个 pct，有所好转，其中经营性现金流占收入的比较上年提升 5.85 个 pct；收现比 113.37%，同比大幅回升 18.83 个 pct；周转率小幅下降；

负债率则持续提升。

图表 92: 园林 PPP 板块财务数据分析表格 (累计值)

	17年	18Q3	18年	18Q1	19Q1	18年-17年	19Q1-18Q1
毛利率(%)	22.89	22.20	21.98	20.17	18.00	-0.91	-2.17
营业税金/收入比(%)	0.50	0.46	0.49	0.66	0.48	-0.02	-0.17
销售费用率(%)	1.11	1.42	1.45	1.56	1.74	0.34	0.18
管理(加回研发)费用率(%)	6.75	8.14	8.04	10.15	10.12	1.29	-0.03
财务费用率(%)	2.08	3.35	3.23	3.58	5.49	1.16	1.91
三费合计(%)	9.94	12.92	12.72	15.28	17.34	2.78	2.06
资产减值损失/收入(%)	2.24	1.15	3.01	0.54	-0.09	0.78	-0.64
净利率(%)	9.03	7.26	5.96	4.52	0.73	-3.07	-3.79
经营性现金流/收入(%)	1.29	-6.56	-1.76	-25.86	-20.01	-3.06	5.85
投资性现金流/收入(%)	-19.41	-21.76	-17.06	-33.59	-25.80	2.35	7.79
经营+投资性现金流/收入(%)	-18.11	-28.33	-18.82	-59.44	-45.81	-0.71	13.64
收现比(%)	67.81	69.68	71.49	94.54	113.37	3.68	18.83
应收账款周转率	2.48	1.61	2.20	0.44	0.37	-0.28	-0.07
存货周转率	1.17	0.73	1.02	0.21	0.17	-0.15	-0.04
资产负债率(%)	63.96	64.52	65.93	64.17	65.06	1.97	0.90

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5. 投资建议及重点标的评述

5.1. 投资建议

在房建快速增长、基建持续复苏背景下, 预计建筑行业 2019 年营收及业绩有望保持较快增长。当前板块估值与机构持仓也已接近近年来低位水平, 板块相对风险可控, 具有估值优势。重点推荐房建链龙头**中国建筑**、**上海建工**、**金螳螂**; 基建央企龙头**中国交建**、**中国铁建**; 具有成长性的设计龙头**苏交科**、**中设集团**。此外, 装配式建筑推荐**精工钢构**及**亚厦股份**。

5.2. 重点标的评述

中国建筑: 1) 2018 年全国地产新开工增速持续加速, 在补库存和交付压力下, 今年施工和竣工应有所保障, 作为房建龙头公司收入及业绩有望持续快速增长。2) 2017 年中海地产更换管理团队后, 预计已经进入向上拐点, 有望进入经营持续向好时期, 2018 年地产业务待结算资源充足, 未来有望持续稳健增长。3) 当前公司股价对应 2019 年 PE 仅为 6.0 倍, 地产业务可比公司万科、保利等地产龙头目前 2019 年平均 PE 约为 7.5 倍, 具有较强估值提升动力。4) 预测公司 2019/2020 年 EPS 分别为 1.02/1.12 元, 当前股价对应 PE 分别为 6.0/5.5 倍。

金螳螂: 1) 装饰行业集中度提升, 公司作为坚持主业的龙头公司有望显著受益。2) 订单加速增长趋势清晰, 2019Q1 非住宅精装修公装订单占比大幅增长, 订单质量显著提升。3) 公司电商家装业务依托母公司规模及品牌优势、F2C 高效供应链体系及覆盖全面

的物流系统，规模有望不断扩大，综合优势将持续强化。4) 预测公司 2019/2020 年 EPS 分别为 0.91/1.03 元，当前股价对应 PE 分别为 12/10 倍，目前处于历史估值极低位置。

苏交科：1) 工程咨询主业增长稳健，订单较为充足。2) 出售 TestAmerica 后公司资产负债表明显修复，管理压力降低后有望轻装上阵；Eptisa 持续推动整合，2018 年债转股增资增强资本实力，后续有望与公司优势互补发挥协同。3) 大力拓展环境检测及咨询业务，布局智慧城市、民用航空等新兴业务，有望给公司带来全新利润增长点；4) 公司连续 2 年启动实施事业伙伴计划，利于公司形成中长期凝聚力，增强可持续发展动力。5) 预测公司 2019/2020 年 EPS 分别为 0.96/1.15 元，当前股价对应 PE 分别为 11/9 倍。

中设集团：1) 2018 年公司新签订单快速增长 25%，在手订单勘察设计类订单/收入覆盖率为 172%，未来增长动力充足。2) 公司基于设计和项目管理的 EPC 业务取得高速增长，有望实现从单一设计机构向全产业链、全产业链转变。3) 江苏推万亿交通体系建设，公司作为省内设计龙头有望显著受益。4) 预测公司 2019/2020 年 EPS 分别为 1.64/2.10 元，当前股价对应 PE 分别为 12/9 倍。

精工钢构：1) 公司传统钢结构业务持续开拓新兴细分领域。2) 从专业施工向总包 EPC 转型，扩大订单规模的同时增强产业链话语权和盈利能力。3) 通过装配式技术合作输出技术、衍生产品与服务（包括设计、构件销售、运维服务等），带来全新盈利增长点，促使公司从钢结构建筑商向技术服务商转型。4) 预测公司 2019/2020 年 EPS 分别为 0.19/0.28 元，当前股价对应 PE 分别为 18/12 倍。

图表 93: 重点标的估值情况

股票简称	股价	EPS			PE			PB
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
中国建筑	6.13	1.02	1.12	1.23	6.0	5.5	5.0	1.12
中国交建	12.32	1.37	1.50	1.64	9.0	8.2	7.5	1.11
中国铁建	10.84	1.50	1.69	1.86	7.2	6.4	5.8	0.96
中国中铁	7.04	0.83	0.91	1.00	8.5	7.7	7.0	0.98
中国化学	6.21	0.51	0.66	0.80	12.2	9.4	7.8	1.01
上海建工	3.82	0.38	0.42	0.46	10.1	9.1	8.3	1.32
苏交科	10.86	0.96	1.15	1.38	11.3	9.4	7.9	2.03
中设集团	19.55	1.64	2.10	2.62	11.9	9.3	7.5	2.43
金螳螂	10.68	0.91	1.03	1.15	11.7	10.4	9.3	2.06
精工钢构	3.36	0.19	0.28	0.34	17.7	12.0	9.9	1.22
亚厦股份	6.02	0.33	0.41	0.49	18.2	14.7	12.2	1.04
龙元建设	7.32	0.75	0.93	1.13	9.8	7.9	6.5	1.12

资料来源：国盛证券研究所，股价为 2019 年 4 月 30 日收盘价

6. 风险提示

政策预期波动风险

建筑板块估值与盈利预期都受到政策预期影响，而投资相关的政策具有不确定性。

应收帐款风险

建筑公司资产端具有较多应收帐款，如若不能如期收回，可能对建筑公司盈利造成不利

影响。

海外经营风险

国际汇率波动将可能对海外工程公司业绩造成不利影响。此外海外市场不确定因素较多，可能对相关公司造成潜在负面影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com