

建筑装饰

行业半年度订单汇总分析：建筑央企新签订单回暖，子行业内公司两级分化持续

装饰行业：新签订单同比下降，回暖尚需时日

整体来看，因商品房销售面积、房屋竣工面积皆有所下滑，装饰行业接单能力承压，行业内公装业务、住宅装修业务新签订单同比均有所下降。公装方面，随着消费结构的升级，以及于 2013 年颁布的楼堂馆所禁令到期，新类型政府大楼出现或将推动公装企业接单。住宅装修方面，在房地产集中度逐步提升、消费结构不断升级的形势下，相关装饰公司的接单优势明显，通过积极与大房企建立合作，聚焦发展全装修业务成为关键增长点。

建筑央企：政策利好，国内外新签订单同比加速增长

受益于基建补短板政策持续发力，建筑央企 2019H1 新签订单实现高速增长，订单保障系数整体上升，预计央企仍存上升空间。建筑央企 6 月新签订单增速较快，边际效应显现；专项债可用于资本金政策，增加专项债募集资金对于银行贷款的撬动能力，有望加强接单能力；“一带一路”国际合作高峰论坛，再次提出推进建设全方位互联互通，建设高质量、可持续的基础设施，有望持续促进建筑央企海外接单量。

土木工程：两极分化严重，收入保障系数有所降低

(1) 路桥行业两极分化较为明显，以高新发展为代表的企业 2019H1 新接订单增长明显，而北新路桥、中国海诚新接订单较少；长江三角洲地区国资背景企业订单增速稳健。融资环境改善有望进一步释放流动性，基建补短板带动投资回暖，或推动相关项目落地持续加速，地方财政情况对公司接单能力存在显著正向影响，广东省、山东省、上海地区路桥公司业务有望增长。

(2) 总体来看，对外工程行业 2019H1 新签订单情况较去年同期有所好转，订单保障系数保持高位，受益于一带一路推进，海外订单部分仍有提升空间，汇率持续降低，境外工程项目预期收入将有所上升。

(3) 受 PPP 监管与地方债务趋严的影响，且多数园林公司仍在消化在手订单，2019H1 园林行业新签订单额仍呈下滑态势。但部分对前期项目把控较为严格、负债结构较为合理的公司正重新回到上升轨道。

(4) 受益于向 EPC 总承包转型，同时积极发展装配式建筑，钢结构行业整体新签订单增速较快，收入保障系数有所提升，对公司未来业绩具有较好保障。因专利授权业务竞争日趋激烈，部分钢结构公司专利授权情况不佳。

投资建议

总体来看，受益于政策推动，建筑央企恢复加速增长，收入保障系数有所好转。子行业中，钢结构受益于向 EPC 总承包转型、推广装配式建筑，增速较快；受房市增速缓慢影响，住宅装饰等后周期业务承压，装饰行业新签订单、收入保障系数整体下降，但不乏龙头企业、中高端装饰企业仍实现小幅增长；路桥企业增速下滑，但长三角地区国资企业仍实现稳健增长；园林企业处于消化订单阶段，新接订单下滑较大。地方政府专项债可用于资本金，建筑企业营收会有所提升，增强接单能力；减税降费等财政政策密集出台对建筑行业产生实质利好，宽松基调的货币政策将配合财政缓解行业资金面压力。建筑行业集中度提升、强者恒强仍是主旋律，我们维持“强于大市”评级。

风险提示：固定资产投资增速下滑，订单执行进度不及预期。

证券研究报告

2019 年 08 月 16 日

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

分析师

SAC 执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《建筑装饰-行业专题研究:行业 19Q2 基金持仓报告:多数子行业减仓,建筑持仓创十年新低,行业吸引力有待提升》2019-07-30

2 《建筑装饰-行业投资策略:行业半年度投资策略:政策托底概率提升,基建链条布局正当时》2019-07-19

3 《建筑装饰-行业专题研究:再谈项目回款-建筑民企 2018 年年报问询函汇总分析》2019-07-05

内容目录

1. 装饰行业 19H1 订单：行业新签订单同比下降，回暖尚需时日	4
2. 建筑央企 19H1 订单：政策利好，国内外新签订单同比加速增长	6
3. 土木工程行业订单情况：两极分化严重，收入保障系数有所降低	8
3.1. 路桥公司 19H1 订单：新签订单两极分化，长三角地区国资企业优势凸显	8
3.1.1. 深交所地方路桥公司订单情况	8
3.1.2. 上交所地方路桥公司订单情况	10
3.2. 对外工程 19H1 订单：一带一路峰会促进海外签单，收入保障系数升高	12
3.3. 园林 19H1 订单：订单收入保障系数下滑，多数公司仍消化在手订单	14
3.4. 钢结构 19H1 订单：新签订单同比增加，受益于 EPC 总承包转型	15
投资建议	17
风险提示	17

图表目录

图 1：装饰行业 2019Q1、2109Q2 分业务新签+中标未签订单同比增长率	4
图 2：装饰行业公司 2019H1、2018H1 新签订单额（亿元）及增长率	5
图 3：装饰行业 2019H1、2018H1 新签+中标未签订单同比增长率	5
图 4：装饰行业公司 2019H1、2018H1 订单收入保障系数	5
图 5：建筑央企 2019H1、2018H1 国内新签订单（亿元）及增长率	7
图 6：建筑央企 2019Q1、2019Q2 国内新签订单同比增长率对比	7
图 7：建筑央企 2019H1、2018H1 海外新签订单额（亿元）及增长率	7
图 8：建筑央企 2019H1、2018H1 订单收入保障系数	8
图 9：深交所路桥公司 2019H1、2018H1 新签订单额（亿元）及增长率	9
图 10：深交所路桥公司 2019H1、2018H1 订单收入保障系数	10
图 11：上交所路桥公司 2019H1、2018H1 新签订单额（亿元）及增长率	11
图 12：对外工程公司 2019H1、2018H1 新签订单（亿元）及增长率	13
图 13：对外工程公司 2019Q1、2019Q2 新签订单同比增长率对比	13
图 14：对外工程公司 2019H1、2018H1 订单收入保障系数	13
图 15：园林公司 2019H1、2018H1 新签订单额（亿元）及增长率	14
图 16：园林公司 2019H1、2018H1 订单收入保障系数	15
图 17：钢结构公司 2019H1、2018H1 新签订单额（亿元）及增长率	16
图 18：钢结构公司 2019H1、2018H1 订单收入保障系数	16
表 1：装饰行业公司 2019H1 订单总体概览（亿元）	4
表 2：建筑央企 2019H1 订单总体情况概览（亿元）	6
表 3：深交所地方路桥公司 2019H1 订单总体情况概览（亿元）	9
表 4：上交所地方路桥公司 2019H1 订单总体情况概览（亿元）	11
表 5：地区财政情况与地区路桥	12

表 6: 对外工程公司 2019H1 订单总体情况概览 (亿元)	12
表 7: 园林公司 2019H1 订单总体情况概览 (亿元)	14
表 8: 钢结构行业公司 2019H1 订单总体情况概览 (亿元)	15
表 9: 2019H1 钢结构公司专利授权情况 (个)	17

1. 装饰行业 19H1 订单：行业新签订单同比下降，回暖尚需时日

根据深交所行业信息披露指引第 6 号，我们统计了同口径可比数据进行研究，为平滑新签订单数据波动，采用新签订单+已中标未签约订单统计数据。根据各公司公告，装饰行业公司 19 年第一季度订单情况如下：

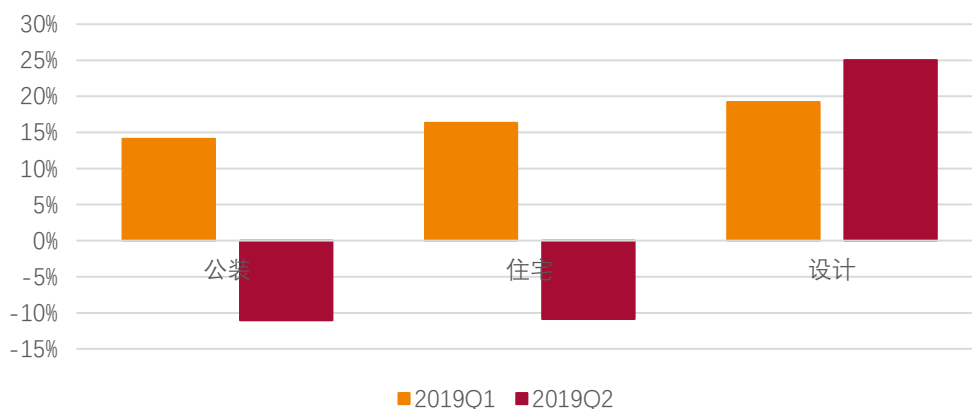
表 1：装饰行业公司 2019H1 订单总体概览（亿元）

公司名称	2019H1 新签订单+中标未签约订单	2018H1 新签订单+中标未签约订单	2019H1 新签订单+中标未签约订单增长率	截至 2019H1 累计已签约未完工订单金额	2019H1 订单保障系数	2018H1 订单保障系数
金螳螂	291.97	222.74	31.08%	621.67	2.48	2.41
亚厦股份	101.25	78.37	29.19%	223.58	2.43	2.20
广田集团	84.41	129.39	-34.76%	217.90	1.51	1.73
全筑股份	72.17	69.07	4.49%	133.34	2.04	2.41
中装建设	31.95	34.74	-8.03%	72.70	1.75	2.29
宝鹰股份	29.04	75.89	-61.73%	125.78	1.83	2.24
瑞和股份	27.13	24.85	9.18%	44.12	1.22	1.45
奇信股份	24.27	33.00	-26.44%	64.84	1.30	1.82
东易日盛	24.01	22.29	7.72%	39.11	0.93	1.11
亚泰国际	21.41	21.71	-1.38%	44.51	1.93	2.20
维业股份	20.97	12.89	62.68%	28.68	1.20	1.31
洪涛股份	18.37	25.55	-28.10%	61.76	1.57	1.68
建艺集团	13.16	19.42	-32.23%	27.07	0.91	1.31
美芝股份	8.52	6.27	35.89%	8.21	0.86	0.87
弘高创意	7.41	10.13	-26.85%	27.48	1.90	1.81
名雕股份	3.37	2.83	19.08%	10.87	1.42	1.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2019H1 行业总体新签及中标未签订单量较上年同期下降 1.23%。分季度和业务来看，2019Q1 公装、住宅、设计业务新签订单量均实现了同比正增长 15%左右。但受 18 年起商品房销售面积增速便开始放缓（尤其是住宅销售面积）的影响，装饰行业作为后周期业务，2018 年底订单增速开始放缓，2019Q2 新签订单开始同比负增长，同比下降均超 10%。设计业务在整个行业中占比较小，2019H1 占比 4.25%，同比增长率较稳健。受房地产数据持续下降影响，预计行业接单能力短期内不会好转。

图 1：装饰行业 2019Q1、2109Q2 分业务新签+中标未签订单同比增长率



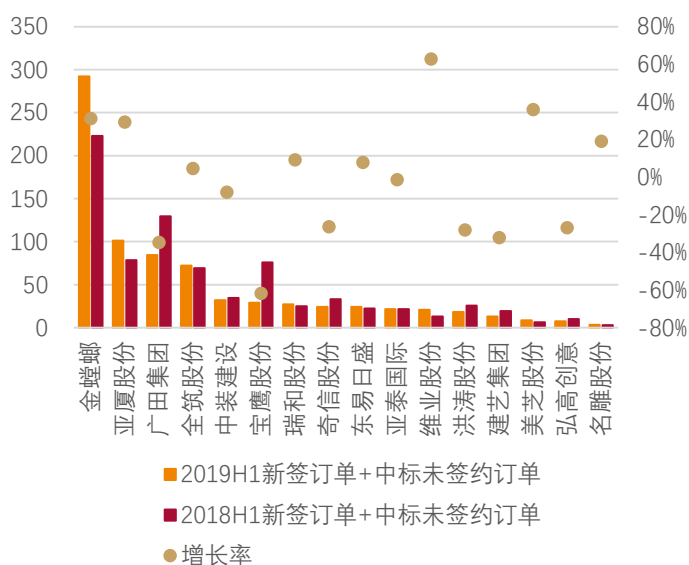
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2019H1 共 8 家公司新签订单及中标未签订单较去年同期相比增加，就共性来看，8 家公司

的增长主要得益于聚焦于中高端客户，在住宅装修新签订单量整体同比下降的形势下，依然实现了住宅装修业务订单量的增加。从增速来看，除金螳螂、维业股份、名雕股份 2019H1 新签订单同比增长率较 2018H1 有所增加外，行业内其他公司 2019H1 同比增长率较 2018H1 均存在不同程度的下降，其中宝鹰股份、广田集团、全筑股份，受主要客户中国恒大 2019H1 交楼面积大幅减少影响，下降幅度较大。

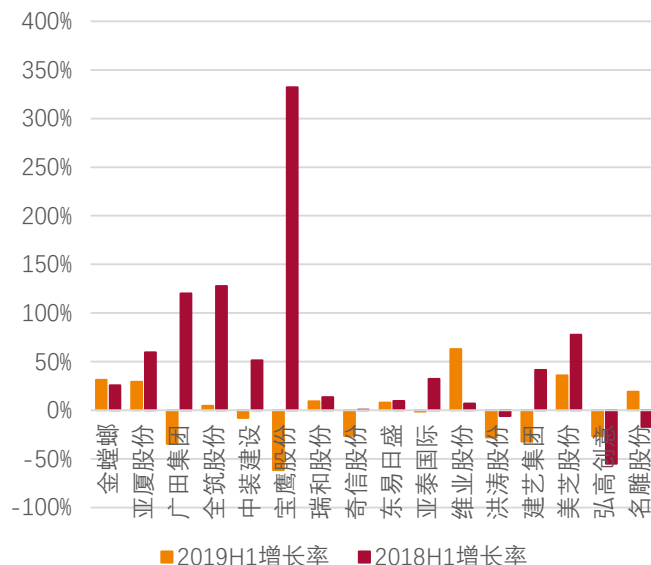
维业股份新签订单同比增幅达到 62.68%，除住宅装修业务新签订单同比增长 66.22%，其于 18 年上半年收购子公司闽东建工，19H1 公司新签施工订单 7.55 亿，占新签订单总额达 36%。其中，闽东建工于 3 月中标《华侨试验区国家示范性高中和国际学校建设项目（一期）》，金额达 4.91 亿。公司通过收购子公司积极发展总承包，有利于拓展公司业务，促进业务发展。美芝股份新签订单同比增幅排名第二，达 35.89%，19H1 其公装业务及幕墙装修新签订单同比实现大幅增长，分别达 114.1%和 160.22%。

图 2：装饰行业公司 2019H1、2018H1 新签订单额（亿元）及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：装饰行业 2019H1、2018H1 新签+中标未签订单同比增长率

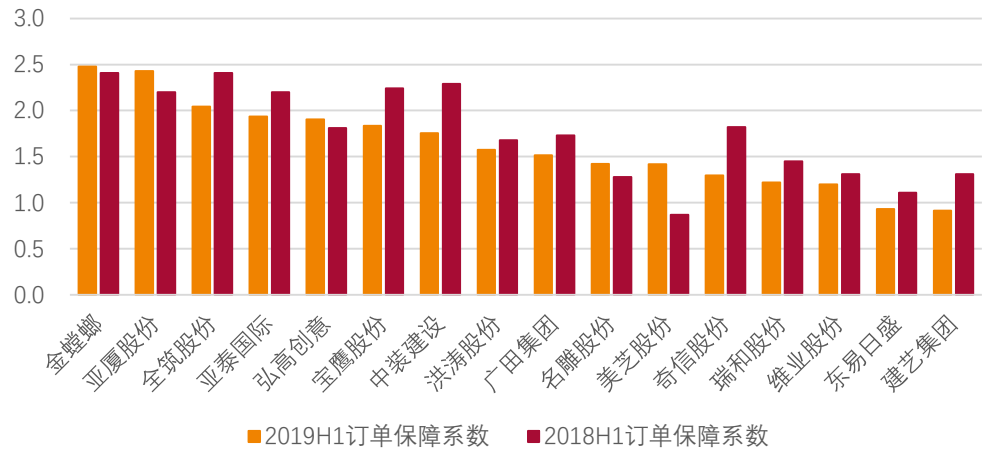


资料来源：公司公告，天风证券研究所

金螳螂以 292 亿元的订单量远超其他公司，较 18 年同期稳健增长 31.08%，其中公装业务新签订单与中标未签订单合计 163.38 亿元，同比增长 24.23%，住宅业务新签订单与中标未签订单合计 114.9 亿元，同比增长 42.38%。

亚厦股份以 101 亿元的新签订单量位列第二位，同比增长 29.19%，其中住宅装修业务同比增长 33.74%，公装业务同比小幅增长 0.15%。广田集团以 101 亿元的新签订单量位列第三位，虽然其公装业务同比实现了 6.89% 的正增长，但由于住宅装修业务大幅下降 56.9%，其 19H1 新签订单同比整体下滑 34.76%。总体而言，19H1 行业公装业务和住宅业务新签订单量均有所下滑，三大龙头企业虽然凭优势保持了公装业务的稳健，但受地产增速不佳的影响，住宅装修业务难以维持稳定。

图 4：装饰行业公司 2019H1、2018H1 订单收入保障系数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

订单收入保障系数方面，采用在手订单除以上年营收计得。受商品房销售面积增速放缓影响，自 2018 下半年起，行业签单增速便开始放缓，截至 19H1，除金螳螂、亚厦股份、美芝股份等 5 家公司订单收入保障系数较同期有所好转外，其余 11 家公司的订单保障系数均出现了不同程度的下滑，其中中装建设、奇信股份、建艺集团下降幅度较大，在 0.5 左右。预计未来装饰行业签单量仍然难以实现突破，近期中共中央政治局召开会议，再次强调落实住房不炒，预计地产数据下半年可能继续走弱，装饰行业市场回暖尚需耐心。

整体来看，因商品房销售面积、房屋竣工面积皆有所下滑，装饰行业作为后地产周期行业接单能力承压，行业内公装业务、住宅装修业务新签订单同比均有所下降。公装方面，随着消费结构的升级，以及于 2013 年颁布的楼堂馆所禁令到期，新类型政府大楼出现或将推动公装企业接单。住宅装修方面，在房地产集中度逐步提升、消费结构不断升级的形势下，相关装饰公司的接单优势明显，通过积极与大房企建立合作，聚焦发展全装修业务成为关键增长点。

2. 建筑央企 19H1 订单：政策利好，国内外新签订单同比加速增长

受益于基建补短板政策持续发力，作为基建的主力军，建筑央企 19H1 新签订单实现同比增长。除中国交建暂未公布季度数据，19H1 其他建筑央企新签订单总量 3.72 万亿，同比增长 10.30%，所有公司均实现了同比正增长。从增速角度来看，除中国中铁和中国化学外，其他 5 家公司均实现了加速增长。其中中国中冶、中国铁建、中国电建增速超 15%，增长率上升幅度均超过 5 个百分点。中国化学 19H1 新签订单 893 亿，同比增长 11.55%，但增长率下降 60 个百分点，未能维持高速增长，主要系 18H1 基数过大。

表 2：建筑央企 2019H1 订单总体情况概览（亿元）

公司名称	19H1 新签合同额	18H1 新签合同额	19H1 增长率	18H1 增长率	19H1 订单保障系数	18H1 订单保障系数
中国建筑	12518	12140	3.11%	1.60%	2.13	2.31
中国铁建	7187	6090	18.01%	10.39%	2.33	2.11
中国中铁	7013	6347	10.50%	12.99%	2.23	2.12
中国中冶	3815	3170.5	20.32%	6.40%	3.02	3.14
中国电建	3027	2613.98	15.80%	-4.99%	2.39	2.18
中国能建	2762	2578.33	7.12%	0.84%	2.72	2.43
中国化学	893	800.74	11.55%	72.05%	2.63	3.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

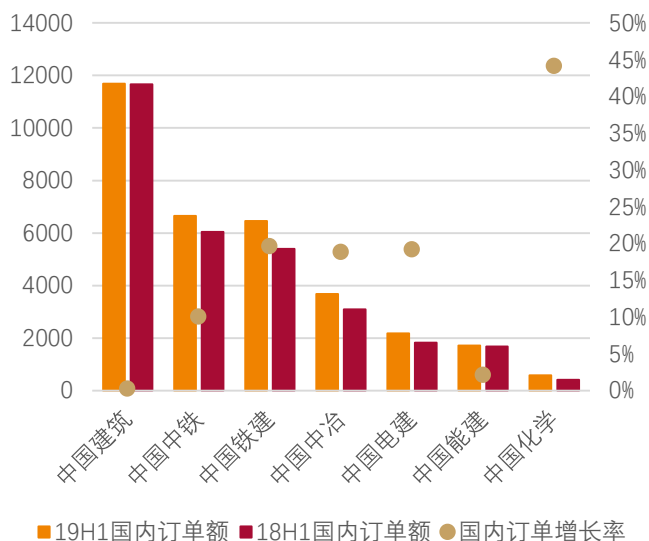
在列央企国内新签订单 3.30 万亿，较去年同期增加 9.41%，所有公司均实现了同比正增长。分季度来看，除中国建筑外，其他 6 家建筑央企 19Q2 新签订单同比增长率均要大幅好于

19Q1 同比增长率。

中国化学 19H1 新签国内订单同比增长率达 44%，维持高速增长，6 月国内新签订单 256.55 亿，占其 19H1 新签国内订单总额 44%，同比大幅增长 186.68%，有效推动了公司新业务量的增长。中国电建、中国中冶 19H1 新签国内订单同比增长均达到 20%，其中中国电建 3 月、6 月新签订单同比分别增长 74.59%、83.73%，是 19H1 实现业务量增长的主要原因；中国中冶自 19Q2 起新国内签订单便开始同比大幅增长，三个月增长率分别达到 31.75%、57.61%、23.66%。建筑央企接单能力逐渐恢复，预计未来新签订单有望保持高速增长。

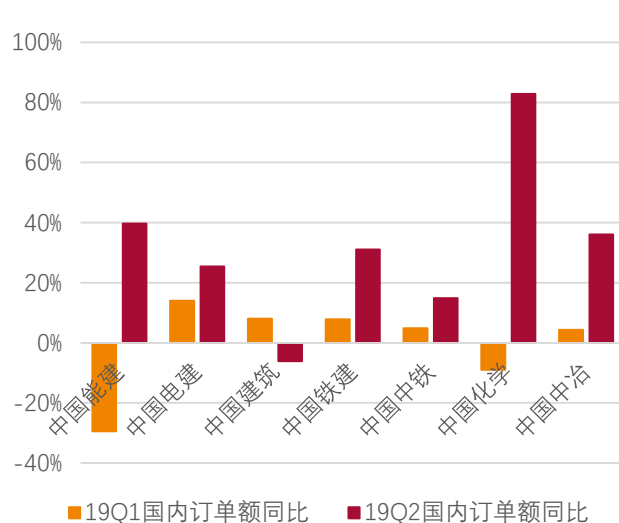
中国建筑新签国内订单量未能实现大幅增长，自 2 月同比实现 183.91%的增长后，公司 3 月同比大幅下降 85.38%，主要系其基础建设业务进行调整所致。

图 5：建筑央企 2019H1、2018H1 国内新签订单（亿元）及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

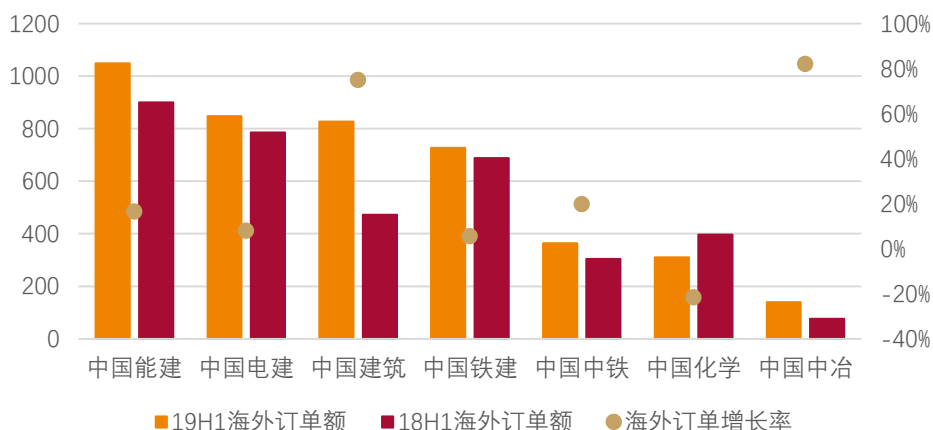
图 6：建筑央企 2019Q1、2019Q2 国内新签订单同比增长率对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

海外订单方面，4 月举办的第二届“一带一路”国际合作高峰论坛，各方支持全力推进全方位互联互通，建设高质量、可持续的基础设施，促进了建筑央企海外接单量。19H1 建筑央企新签海外订单合计 4264 亿元，同比增长 17.65%。除中国化学因去年基数过大，同比下降 22%外，其他 6 家公司均实现了高速增长。其中中国建筑、中国中冶新签海外订单同比增长超 70%。

图 7：建筑央企 2019H1、2018H1 海外新签订单额（亿元）及增长率

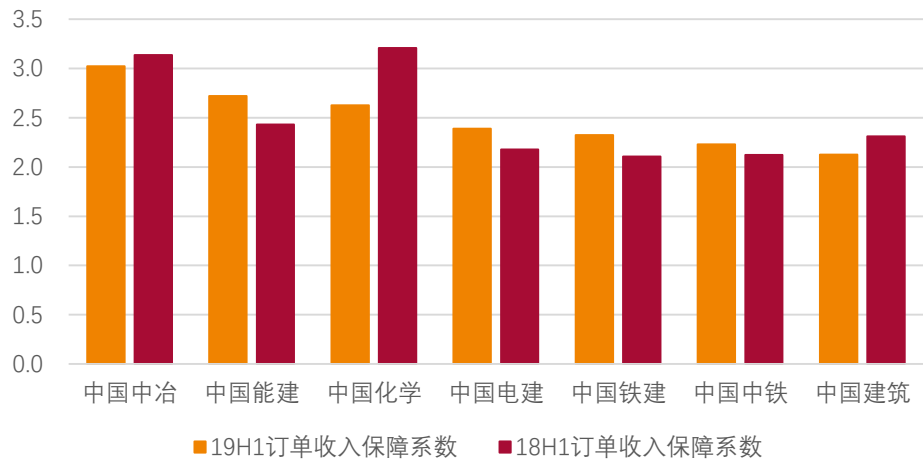


资料来源：公司公告，天风证券研究所

订单收入保障系数方面，采用 19H1 新签订单除以上年同期营收计得。在列央企 19H1 订单收入保障系数均大于 2.00，其中中国中冶、中国能建、中国化学订单收入保障系数超过

2.5, 总体来看对公司 2019 年收入具有较好支撑。中国中冶、中国化学、中国建筑因 19H1 新签订单增幅小于 2018H1 营收增幅, 订单收入保障系数有所下降。中国能建、中国电建、中国铁建、中国中铁订单收入保障系数均实现了上升。

图 8: 建筑央企 2019H1、2018H1 订单收入保障系数



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

预计大建筑央企未来订单量仍存在边际改善, 原因如下:

第一, 随着存在瑕疵的 PPP 项目清退, 合规项目质量提升。根据我们的 PPP 半年报, 准备和采购阶段数量及比重呈下降趋势, 执行阶段比重不断上升。净增项目数与净增投资额保持正增长态势, 随着后续整体经济步入结构性宽松的阶段, 基建持续发力。

第二, 从基建投资分项中的结构差异, 以及财政相关支出的快速投入仍然可以看到通过合规基建建设适度托底经济的意愿, 基建补短板的政策目前看来依然具有可持续性。作为基建建设的主力军, 建筑央企有望承担大部分基建补短板任务, 并从中受益。

第三, 后续经济或步入结构性宽松阶段, 受益于货币宽松叠加基建是经济主体中可控的用来对冲经济下行的有效措施, 建筑央企作为龙头企业或从中受益。

第四, 为加大逆周期调节力度, 地方专项债允许作为资本金使用, 将显著增加专项债募集资金对于银行贷款的撬动能力, 从而保障合规在建重大项目的资金需求, 促进符合条件的新重大项目推出。

3. 土木工程行业订单情况: 两极分化严重, 收入保障系数有所降低

根据深交所 2017 年 5 月 19 日发布的《行业信息披露指引第 7 号——上市公司从事土木工程建筑业务》中有关规定, 所有在深交所上市的土木工程行业公司需在季度结束后一个月内披露经营情况, 涉及新签订单、在手订单等数据。根据上交所《上市公司行业信息披露指引第十号-建筑》中有关规定披露经营情况, 涉及新签订单、在手订单等数据。因土木工程行业涵盖子行业较多, 我们按地方路桥、对外工程、园林、钢结构四个子行业分别统计其 2019H1 订单情况。

3.1. 路桥公司 19H1 订单: 新签订单两极分化, 长三角地区国资企业优势凸显

由于深交所与上交所信息披露指引要求不同, 在深交所和上交所上市的地方路桥公司公布的经营数据口径不同, 故分别列示。

3.1.1. 深交所地方路桥公司订单情况

为平滑新签订单数据波动, 我们采用新签订单+已中标未签约订单进行统计。19H1 深交所

地方路桥新签及中标未签订单合计 743.93 亿，同比增长 4.58%。从增长率角度来看，9 家公司呈两极分化态势。其中山东路桥、中化岩土、浙江交科、高新发展、成都路桥五家公司实现了正增长，高新发展同比增长率最高，达 303%，浙江交科同比增长率位列第二，达 95.09%。而北新路桥则同比下降 96%，主要系公司于 18H1 签署《广元至平武高速公路项目施工总承包合同》，合同金额达 107.68 亿，基数较大所致。

表 3：深交所地方路桥公司 2019H1 订单总体情况概览（亿元）

公司名称	19H1 新签+中标未签约订单	18H1 新签+中标未签约订单	19H1 新签+中标未签约订单增长率	截至 19H1 累计已签约未完工订单	19H1 订单收入保障系数	18H1 订单收入保障系数
山东路桥	207.65	154.65	34.27%	312.65	2.12	2.31
浙江交科	183.64	94.13	95.09%	777.34	2.95	2.29
中化岩土	120.52	93.83	28.45%	79.64	2.23	2.36
粤水电	86.46	93.71	-7.74%	212.94	2.56	2.68
宏润建设	51.19	81.85	-37.46%	256.10	2.59	0.35
高新发展	49.70	12.33	303.08%	79.89	8.38	3.79
成都路桥	27.86	26.73	4.23%	38.19	1.40	2.20
中国海诚	12.29	25.34	-51.50%	69.24	1.33	1.43
北新路桥	4.62	128.77	-96.41%	304.20	2.97	0.01

资料来源：公司公告，天风证券研究所

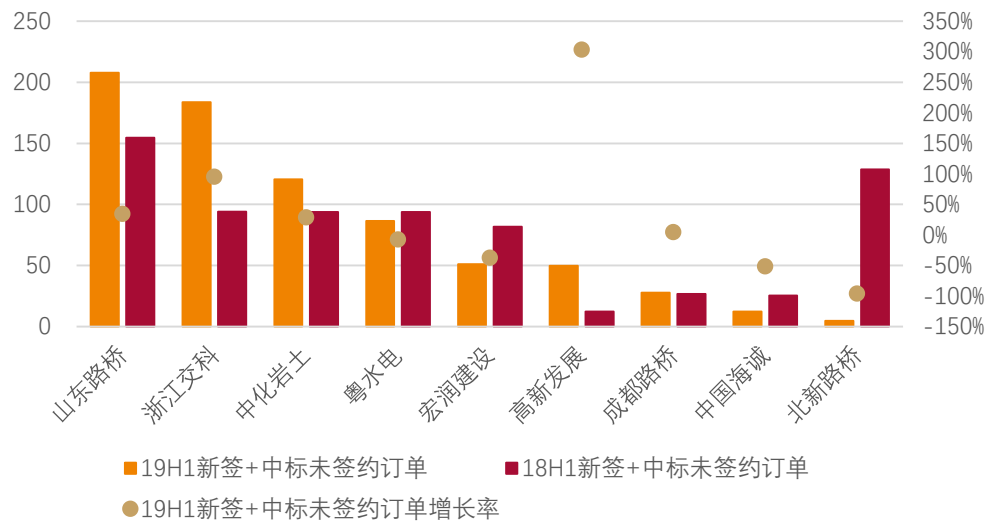
注：粤水电 19H1 累计已签约未完工订单已剔除长期未生效的阿勒泰市光伏太阳能发电项目、新疆青河县光伏发电项目、阿勒泰市风力发电项目

山东路桥 19H1 新签及中标未签约订单金额位列第一，同比增长 34.27%，实现了稳健增长。主要得益于其第二季度陆续中标京台高速公路德州（鲁冀界）至齐河段改扩建工程项目主体工程二、三标段、京台高速公路泰安至枣庄（鲁苏界）段改扩建工程项目主体工程四、五标段，中标金额合计达 101.64 亿，占 19H1 新签及中标未签总额 48.95%。

浙江交科 19H1 新签及中标未签约订单 73.35 亿，同比增长率达 95.09%，主要得益于浙江省内的“四大”建设。2018 年 5 月，浙江省委省政府提出将“大湾区建设”、“大花园建设”、“大通道建设”和“大都市建设”等“四大建设”全面纳入长三角一体化国家战略。2019 年 1 月，浙江省交通运输工作会议提出全年计划完成综合交通建设投资 2600 亿元以上，力争突破 3000 亿元，预计浙江交科未来业务量有望持续增长。

高新发展 19H1 新签及中标未签约订单 49.7 亿，同比涨幅最大，达 303%。公司于 2019H1 共新签重大合同 29 个，除得益于公司抓住成都天府国际空港新城重大建设机遇外，公司上半年中标的《成都高新西区（京东方）租赁住房建设项目》及《瞪羚谷公园社区 2 号地块项目（二标段）、瞪羚谷公园社区 7 号地块项目》，金额分别达 16.22 亿和 12.48 亿元，占公司上半年新签订单的 57.75%。

图 9：深交所路桥公司 2019H1、2018H1 新签订单额（亿元）及增长率

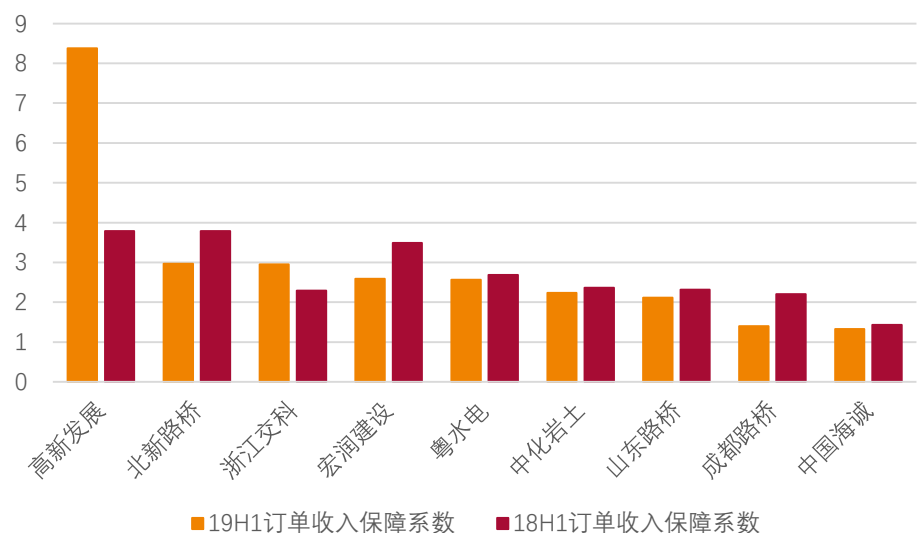


资料来源：公司公告，天风证券研究所

采用在手订单除以上年营收计算订单收入保障系数，9 家公司订单收入保障系数均大于 1。高新发展在手订单充足，2019H1 订单收入保障系数为 8.38，位列第一，较去年同期实现大幅增长。其中，公司于本年第二季度新签订单尚未完工金额 35.19 亿，均已开工，工期 1-2 年，预计将于下半年会贡献更多收入和利润。

北新路桥订单收入保障系数 2.97，排名第二。其中广元至平武高速公路项目金额 107.68 亿，达 17 年营业收入的 164.90%，已于 2018 年 1 月开工，尚有 62.7% 未释放，预计将为公司未来收入增长做出支撑。另外公司于 19 年 1 月签署了《韶关市武江市政工程 PPP 项目政府和社会资本合作 PPP 项目合同》，合同金额达 51 亿（未计算在 19H1 新签合同内），预计将为公司贡献一定收入。浙江交科订单收入保障系数 2.95，排名第三，较去年同期增加 0.65，公司接单能力较强，未来业绩具有一定保障。

图 10: 深交所路桥公司 2019H1、2018H1 订单收入保障系数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：粤水电累计已签约未完工订单已剔除长期未生效的阿勒泰市光伏太阳能发电项目、新疆青河县光伏发电项目、阿勒泰市风力发电项目

3.1.2. 上交所地方路桥公司订单情况

除正平股份正平股份和宁波建工尚未披露经营数据，19H1 上交所地方路桥新签订单合计

2705.02 亿，同比增长 0.37%。从增长率角度看，上交所地方路桥公司同样呈现两极分化态势。其中，共 5 家公司实现了同比正增长，龙建股份同比增长率最大，达 113.51%，长三角地区浦东建设、上海建工、隧道股份三家上海国企以及重庆建工也实现了同比正增长。而长三角地区民营企业及一些非长三角地区企业受 PPP 项目减少影响较大，同比下降幅度较大。

龙建股份 19H1 抓住黑龙江地区建设需求，充分发挥地缘优势，拿下《京哈高速拉林河（吉黑省界）至哈尔滨段改扩建工程项目施工招标第 A2 标段》等多个大额订单，新签订单同比实现 113.51% 的增长。浦东建设受益于基建工程新签订单的增长，增幅位列第二，达 52.35%。

表 4：上交所地方路桥公司 2019H1 订单总体情况概览（亿元）

公司名称	19H1 新签订单	18H1 新签订单	19H1 新签订单增长率	19H1 订单收入保障系数	18H1 订单收入保障系数
上海建工	1720.06	1435.11	19.86%	2.20	2.16
重庆建工	385.42	353.63	8.99%	1.74	1.67
隧道股份	257.43	244.95	5.09%	1.83	2.04
安徽水利	241.49	244.82	-1.36%	1.48	1.76
四川路桥	171.13	430.28	-60.23%	1.11	3.80
龙建股份	99.26	46.49	113.51%	4.03	1.55
龙元建设	71.72	184.7	-61.17%	0.69	2.24
腾达建设	13.72	63.68	-78.54%	4.61	4.17
浦东建设	42.46	27.87	52.35%	3.37	2.82

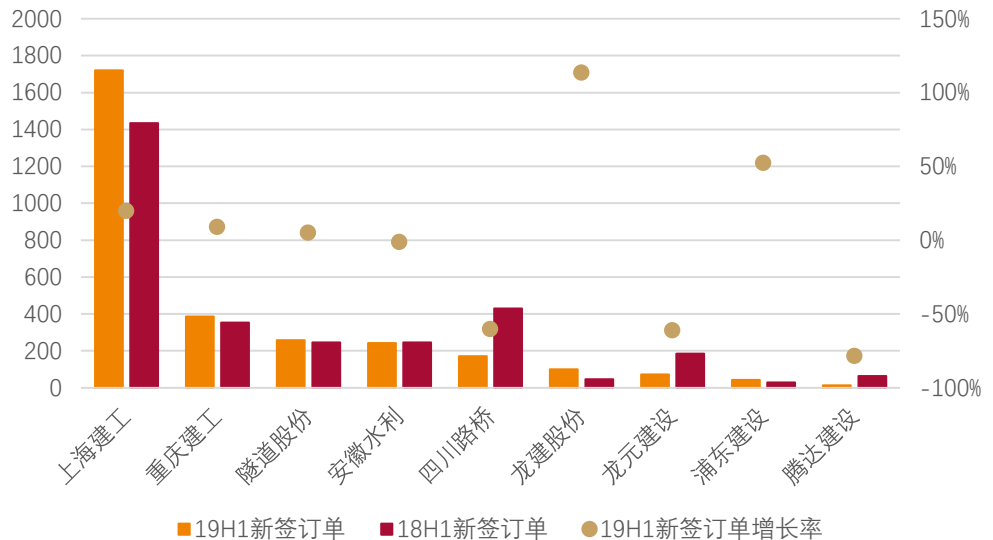
资料来源：公司公告，天风证券研究所

从新签订单总量来看，在 9 所上交所地方路桥公司中，上海建工体量最大，受益于长三角一体化战略规划，19H1 新签订单 1720.06 亿，同比增长 19.86%，符合公司预期，占公司董事会确定的 2019 年度新签合同目标总额的 52.04%。其中公司的强项建筑施工业务同比增长 23.92%（累计 1385.71 亿，去年 1045.06 亿）。设计咨询业务同比增长 11.61%。

重庆建工 19H1 新签订单 385.42 亿，位列第二，同比增长 8.99%，总体稳健。分业务来看，公司房屋建设业务接单表现较好，2019H1 新签订单 239 亿，同比增长 27.64%。隧道股份新签订单 257.43 亿，位列第三，同比增长 5.09%。公司本期未签署投资业务。从业务大类来看，公司施工业务新签订单 236.83 亿，同比增长 3.83%，其中房产工程类新签订单 66.86 亿元，同比大幅增长 118.87%；设计业务稳步发展，新签合同金额 20.6 亿，同比增长 22.2%。

四川路桥 2019H1 新签合同额 171.13 亿元，同比下降 60.23%。公司订单增速回落主要是受 2018H1 中标 430.28 亿元导致高基数影响，大项目导致订单季度波动属正常现象。随着基建补短板的推进，公司占据区位与业务领域优势，未来有望受益中西部交通基础设施补短板。

图 11：上交所路桥公司 2019H1、2018H1 新签订单额（亿元）及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

为了研究地区财政情况对路桥公司接单能力的影响，考虑到财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）能够较好的反映地方财政情况，我们选取 18 年各省财政自给率与 18 年各省路桥公司新签订单同比增长率进行相关性分析，具体数据如表 5 所示。发现，各省财政自给率与其出资路桥公司的接单能力存在显著的正向关系，相关系数达 0.56。这意味着财政情况较好的地区，例如广东省、山东省、上海市，其路桥公司的业务量有望持续增长。

表 5：地区财政情况与地区路桥

省份	18 年财政自给率	地区路桥公司 18 年新签订单合计同比
广东省	114.72%	13.18%
山东省	101.31%	101.11%
上海市	85.11%	9.04%
浙江省	76.48%	-32.25%
四川省	55.16%	40.34%
重庆市	49.90%	10.23%
安徽省	46.39%	5.88%
新疆省	30.72%	-63.43%
黑龙江省	27.43%	-15.91%
相关系数		0.56

资料来源：公司公告，各政府官网，天风证券研究所

注：深交所路桥公司新签订单数据为 18Q2-18Q4 合计

3.2. 对外工程 19H1 订单：一带一路峰会促进海外签单，收入保障系数升高

在已公布在手订单的 4 家对外工程公司 2019Q1 新签订单统计列示如下：

表 6：对外工程公司 2019H1 订单总体情况概览（亿元）

公司名称	19H1 新签+中标未签约订单金额	18H1 新签+中标未签约订单金额	19H1 新签+中标未签约订单金额增速	19H1 已签约未完工订单金额	19H1 订单保障系数	18H1 订单保障系数
北方国际	166.31	45.12	269%	1186.49	5.56	4.06
中材国际	152.27	120.81	26%	438.96	2.04	2.43
中工国际	118.04	41.65	183%	580.97	5.72	5.29
中钢国际	75.3	106.73	-29%	736.06	3.42	2.08

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：北方国际、中工国际订单额以 2019H1 汇率均值兑换人民币数额（1 美元 = 6.7468 人民币）

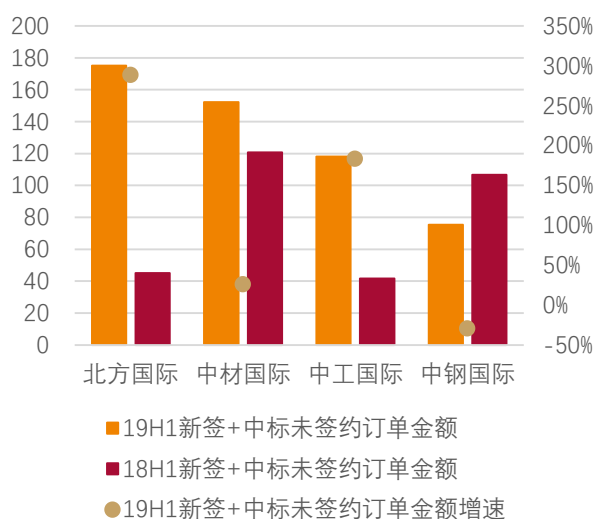
总体来看，对外工程行业 2019H1 新签订单情况较去年同期有所好转。除中钢国际外，三家公司均实现了正增长，其中北方国际、中工国际增速亮眼，超过 150%。分季度来看，北方国际、中钢国际 19Q2 同比增速要好于 19Q1，或受益于第二届一带一路峰会的举办。

北方国际 19H1 新签订单 175.19 亿人民币，同比实现大幅增长 288%。公司积极发展 EPC 业务，4 月签订的《孟加拉博杜阿卡利 2X660MW 燃煤电站项目合同》，金额达 108 亿人民币，拉动公司 19Q2 新签订单同比增长率达 300%。

中材国际 19H1 新签订单 152.27 亿，位列第二，但 Q1 和 Q2 同比增速均较低，Q2 同比增速 13%，低于 Q1，主要系其境外业务于第二季度负增长导致。2019Q2，公司境外新签订单 49.02 亿，同比下降 13%，但公司在国内市场谋求新的增长点，19Q2 国内新签订单 26.5 亿，同比大幅增长 148%，承接更多国内订单以降低海外新签订单下行带来的潜在风险。

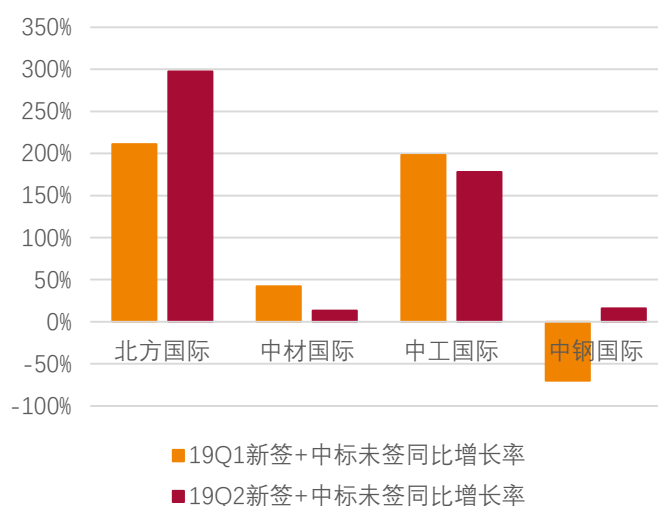
中工国际两季度增速均将近 200%，主要得益于收购中国中元后，国内业务同比增长迅速，2019Q1、Q2 国内业务分别增长 438%、974%。中钢国际 19Q1 新签订单额同比大幅下降 70%，主要系国内业务萎缩导致，公司 2019Q1、Q2 国内新签订单同比均下降近 70%。

图 12：对外工程公司 2019H1、2018H1 新签订单（亿元）及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：对外工程公司 2019Q1、2019Q2 新签订单同比增长率对比

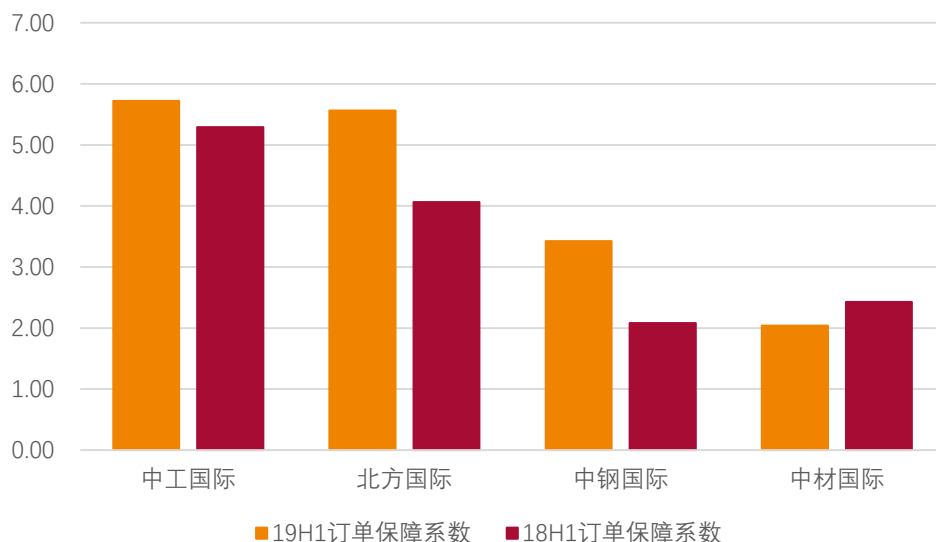


资料来源：公司公告，天风证券研究所

订单收入保障系数方面，采用截至 2019H1 剔除已签订未执行的在手订单除以上年营业收入计得，由于海外业务普遍工期较长，生效时间较长，除中材国际外，几家公司的订单收入保障系数均比较高。除中材国际，北方国际、中钢国际、中工国际订单收入保障系数较去年同期相比均有提升。中材国际国外新签订单同比下降，虽在国内积极谋求新的增长点，但是在手订单量依旧较少。

第二届“一带一路”国际合作高峰论坛于 4 月末在北京落下帷幕，与会各方普遍支持全力推进全方位互联互通，建设高质量、可持续的基础设施，中国与一带一路沿线国家将的基建方面合作力度预计将持续加大，中国对外工程企业有望收益，“一带一路”沿线国家订单承接额有望增加。汇率持续降低，境外工程项目预期收入将有所上升。

图 14：对外工程公司 2019H1、2018H1 订单收入保障系数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：采用截至 2019H1 剔除已签订未执行的在手订单除以上年营业收入计得

3.3. 园林 19H1 订单：订单收入保障系数下滑，多数公司仍消化在手订单

从所选取的 10 家公司已公布数据的表现来看，受 PPP 监管与地方债务趋严的影响，且多数公司仍在消化在手订单，2019H1 园林行业新签订单额呈下滑态势。整体来看，园林行业新签订单同比下降 27.41%，其中 2019Q1 同比下降 39.5%，2019Q2 同比下降 19.34%。新签订单增速为正的有 4 家公司，大部分公司仍处于消化在手订单阶段。

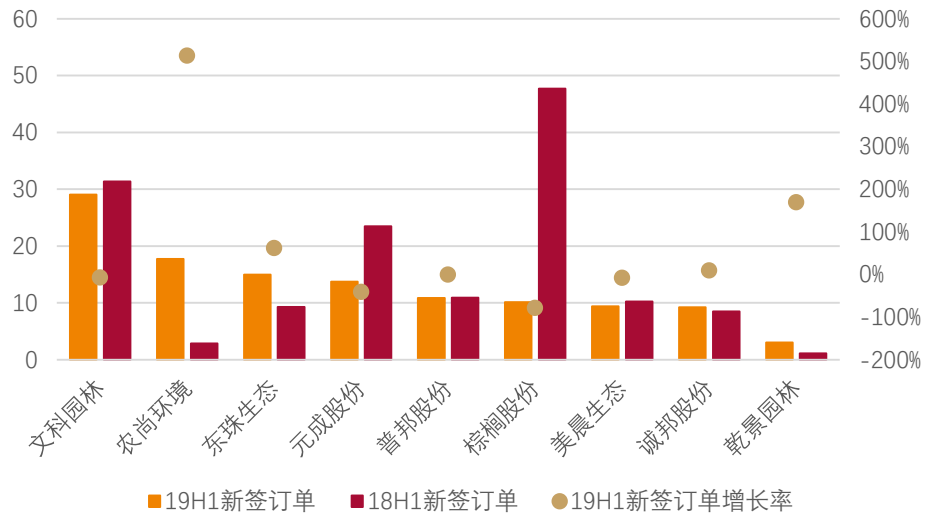
表 7：园林公司 2019H1 订单总体情况概览（亿元）

公司名称	19H1 新签订单	18H1 新签订单	19H1 新签订单增长率	截至 19H1 已签未完工	19H1 订单保障倍数	18H1 订单保障倍数
文科园林	29.09	31.39	-7%	77.84	2.11	2.73
农尚环境	17.71	2.89	513%	19.93	7.94	1.42
东珠生态	14.99	9.27	62%	/	1.77	1.76
元成股份	13.71	23.47	-42%	/	2.99	7.95
普邦股份	10.87	10.93	-1%	91.16	0.66	0.69
棕榈股份	10.11	47.73	-79%	186.68	0.43	2.24
美晨生态	9.38	10.23	-8%	81.49	0.52	0.68
诚邦股份	9.23	8.49	9%	/	2.47	2.53
乾景园林	3.01	1.12	169%	/	1.88	0.61
天广中茂	0	17.18	-100%	59.8	0.00	1.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

由于 2018 年融资环境较差，且园林公司在手订单较多，2019H1 新签订单额仍处于下行通道。棕榈股份较去年同期下滑较多，天广中茂 2019H1 没有新签订单。但部分公司在手订单有所消化，新签订单同比增速较快，农尚环境、乾景园林新签订单增速均超过 100%，东珠生态新签订单同比增速也达 61.7%。

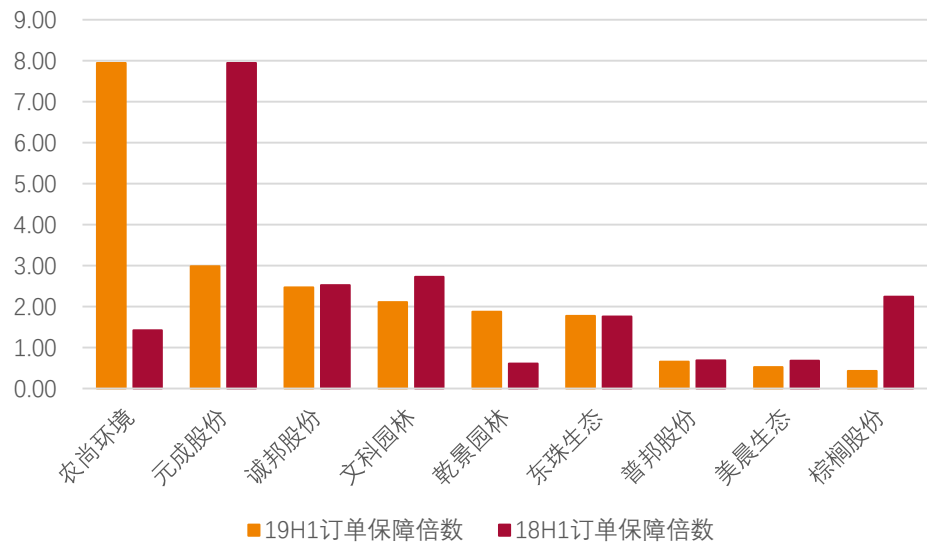
图 15：园林公司 2019H1、2018H1 新签订单额（亿元）及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

订单收入保障系数方面，因多家公司未公布在手订单量，采用 19H1 新签订单除以上年同期营业收入计得。总体来看，除农尚环境、东珠生态、乾景园林三家公司订单收入保障系数有所增长外，因新签订单量下滑，园林公司订单收入保障系数同比所有降低。其中元成股份、棕榈股份下降均超过 1.5，但从在手订单来看，棕榈股份截至 2019H1 在手订单 186.68 亿，对未来收入仍具有较好的支撑作用。

图 16: 园林公司 2019H1、2018H1 订单收入保障系数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

随着近期中央对于民企融资问题的持续关注和缓释民营企业信用风险措施的逐步推出，融资环境持续改善，未来合规项目持续推进，行业有望走出低谷。2018 年下半年起，美晨生态、天广中茂、棕榈股份等多家公司以股权转让的方式引入战略投资，在缓解信贷压力、增强资金流动性初显成效，未来接单能力有望增强。

3.4. 钢结构 19H1 订单：新签订单同比增加，受益于 EPC 总承包转型

除杭萧钢构暂未披露经营数据，19H1 钢结构公司新签订单 267.62 亿，同比大幅增长 43.64%。已披露的 4 家公司均实现了同比正增长。

表 8: 钢结构行业公司 2019H1 订单总体情况概览 (亿元)

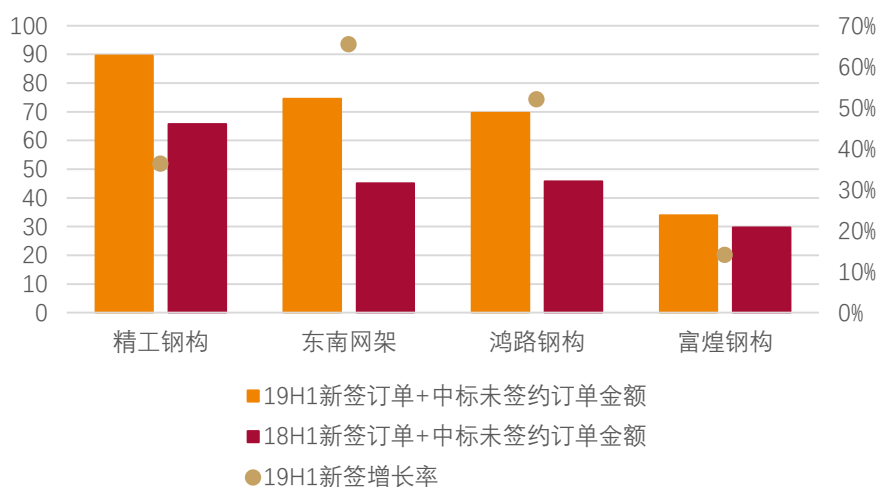
公司名称	19H1 新签订单+中	18H1 新签订单+中标	19H1 新签	19H1 订单保障系数	18H1 订单保障系数
------	-------------	--------------	---------	-------------	-------------

	标未签约订单金额	未签约订单金额	增长率		
精工钢构	89.56	65.71	36.30%	2.30	2.17
东南网架	74.55	45.07	65.41%	1.86	1.38
鸿路钢构	69.60	45.79	52.00%	2.23	2.49
富煌钢构	33.91	29.74	14.02%	2.37	2.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

东南网架同比增幅最大，为 65.41%，公司积极承接 EPC 总承包项目为公司业务体量带来较大提升。鸿路钢构紧随其次，同比也达到了 52% 的增幅，得益于公司 19H1 新签材料类订单 59.85 亿，同比大幅增长 97.79%。精工钢构新签订单金额 89.56 亿，位列第一，其中工业建筑、公共建筑、商业建筑、装配式建筑业务承接额分别为 41.61 亿元、35.71 亿元、9.02 亿元、3.09 亿。19H1 公司 EPC 业务市场开拓取得较大突破，公司承接了绍兴国际会展中心一期 B 区工程 EPC 项目，项目总金额 23.5 亿，占新签订单总额的 26.24%。

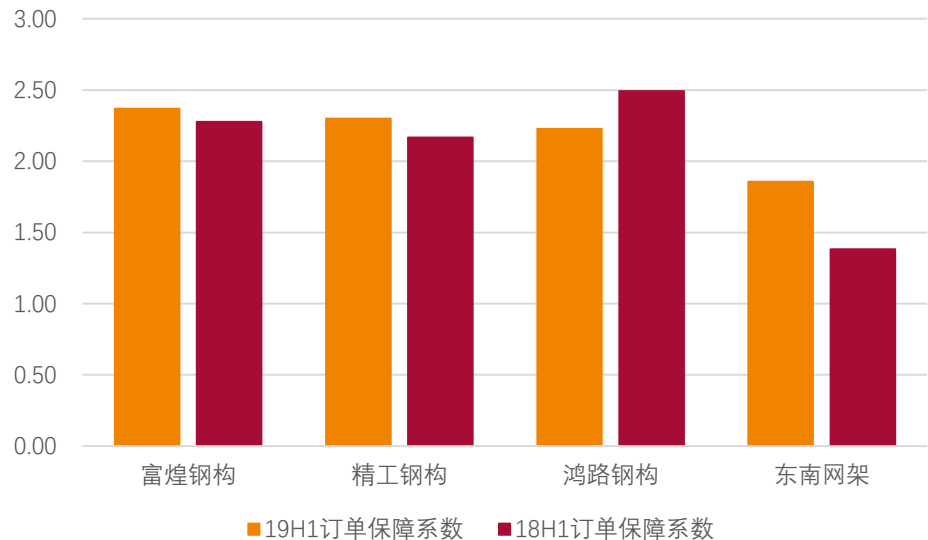
图 17：钢结构公司 2019H1、2018H1 新签订单额（亿元）及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

采用 19H1 新签订单除以上年同期营收计算订单收入保障系数。总体来看，除鸿路钢构外，其他三家公司 19H1 订单收入保障系数均有所增长。鸿路钢构订单收入保障系数的降低主要系其 18H1 营收大幅增长 70% 所致。得益于向 EPC 总承包转型，东南网架 2019H1 订单收入保障系数大幅提升 0.48，新签订单能够为公司未来业绩提升提供较好的支撑。受益于积极推广装配式建筑，精工钢构、富煌钢构订单收入保障系数总体平稳上升，保持在 2.20 左右。

图 18：钢结构公司 2019H1、2018H1 订单收入保障系数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

通过发布的合作协议公告，我们可以看到五家钢结构企业专利授权情况。2019H1 专利授权较少，东南网架 2019H1 没有专利授权，杭萧钢构 2019H1 钢结构住宅体系专利授权数大幅减少，或因专利授权业务竞争日趋激烈，公司拿单能力弱导致。但精工钢构，富煌钢构，鸿路钢构积极推广装配式建筑，2019H1 签署多个框架协议，专利授权数保持平稳。

表 9：2019H1 钢结构公司专利授权情况（个）

公司名称	2019H1 专利授权	2018 年专利授权	2017 年专利授权	2016 年专利授权	合计
精工钢构	2	3	2	0	7
富煌钢构	1	0	1	0	2
东南网架	0	2	0	3	5
杭萧钢构	3	23	36	29	91
鸿路钢构	3	4	8	6	21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

投资建议

总体来看，受益于政策推动，建筑央企恢复加速增长，收入保障系数有所好转。子行业中，钢结构受益于向 EPC 总承包转型、推广装配式建筑，增速较快；受房市增速缓慢影响，住宅装饰等后周期业务承压，装饰行业新签订单、收入保障系数整体下降，但不乏龙头企业、中高端装饰企业仍实现小幅增长；路桥企业增速下滑，但长三角地区国资企业仍实现稳健增长；园林企业处于消化订单阶段，新接订单下滑较大。地方政府专项债可用于资本金，建筑企业营收会有所提升，增强接单能力；减税降费等财政政策密集出台对建筑行业产生实质利好，宽松基调的货币政策将配合财政缓解行业资金面压力。建筑行业集中度提升、强者恒强仍是主旋律，我们维持“强于大市”评级。

风险提示

固定资产投资增速下滑，订单执行进度不及预期。

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