

建筑装饰

2019年三季报总结：收入平稳盈利加速，资产负债表持续修复

Q3 建筑板块营收稳健、盈利加速，行业进一步向龙头集中。2019Q1-3 建筑上市公司整体营收同比增长 15.5%，其中 Q1/Q2/Q3 分别增长 13.3%/17.2%/15.6%，Q3 单季增速环比小幅回落，但仍为近年来第二高水平。2019Q1-3 归母净利润同比增长 7.2%，其中 Q1/Q2/Q3 分别增长 13.6%/-1.7%/13.5%。Q3 盈利增长明显提速，主要因行业费用率下降，园林等受困企业下滑/亏损幅度收窄，以及中国建筑等公司少数股东损益影响减小。各细分行业延续强弱分化格局，龙头公司/央企普遍实现较好增长，但多数行业内中小公司/民企业绩放缓或下滑，行业呈现向龙头集中趋势。

毛利率持平，ROE 有所下降，应收账款周转率改善。2019Q3 板块整体毛利率为 11.4%，同比小幅提升 0.07 个 pct，但今年整体毛利率不及去年，主要因本期低毛利率房建业务快速增长、占比加大，以及高毛利率 PPP 业务萎缩所致。财务费用率下降带动期间费用率走低；净利率为 2.98%，同比有所下滑但单季基本持平。行业公司普遍加大回款力度，经营性现金流小幅改善。资产负债率持续下降，资产负债表有所修复。存货周转率与应收账款周转率同比略有提升。2019Q1-3 板块 ROE 同比降低 0.3 个 pct 至 7.6%，权益乘数与总资产周转率总体保持平稳，销售净利率下行致 ROE 小幅下降。

钢结构与化学工程增长领先，设计及装饰板块景气度仍处低位。2019Q3 收入增速排名前三子板块为钢结构（25.0%）、化学工程（24.9%）、地方国企（23%），业绩增速排名前三子板块为化学工程（48%）、钢结构（36%）、地方国企（18%）。其中，钢结构板块 Q3 块营收和业绩分别增长 25.0%/36.0%，主要系政策推动装配式建筑发展叠加行业集中度提升，钢结构龙头精工钢构、鸿路钢构营收与扣非业绩均大幅增长。设计咨询板块 2019Q3 营收和业绩分别增长-1%/11%，较 Q2 变动+3/+12 个 pct，低基数致收入业绩增速有所回升，但景气度整体弱于去年，板块中龙头公司中设集团、苏文科收入增长有所放缓，盈利仍然保持约 15%-20%的稳健增长。装饰板块 2019Q3 营收和业绩分别增长 6%/-12%，较 Q2 变动-3/+7 个 pct，景气度仍处低位主要系传统工装需求不足，同时部分装饰公司如金螳螂主动收缩住宅精装修业务所致。

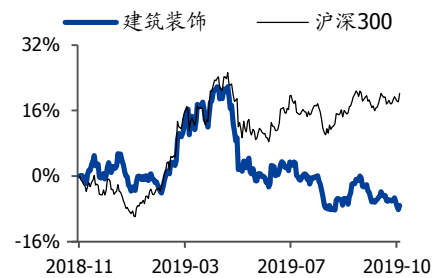
建筑央企营收稳中趋升，业绩与订单增长提速。2019Q1-3 建筑央企板块营收/业绩分别增长 16.1%/10.6%。其中 Q3 建筑央企营收和业绩分别增长 15.9%/16.8%，较 Q2 变动-3.6/+11.2 个 pct；Q3 订单增长 16.4%，较上季度提速 0.5 个 pct。今年央企收入增长快于去年同期，预计主要因融资及政策环境有所改善，但三季度较上半年并未实现显著加速，预计主要因隐性债务监管仍严、专项债做资本金等新政还未发挥明显效果。期间费用率下降是央企板块业绩加速的一大重要因素，Q1-3 有 5 家央企期间费用率同比下降，平均下降 0.31 个 pct，主要系部分央企业管理费用率下降，以及融资环境宽松和汇率贬值带动财务费用率下降。

投资策略：当前建筑板块估值处于历史低位，横向比较呈估值洼地，具有较强吸引力，在基建稳增长重要性提升之际，配置性价比突显。重点推荐增长稳健、低估值建筑央企**中国铁建**（6.4XPE，0.81XPB）、**中国中铁**（7.3XPE，0.79XPB）、**中国化学**（11XPE，0.94XPB）等，设计龙头**中设集团**（10XPE）、**苏文科**（11XPE），基础设施投资专家**龙元建设**（12XPE，1.2XPB），此外亦推荐业绩增长稳健、估值处于低位的**金螳螂**（9XPE）。

风险提示：政策预期变化风险、应收账款风险、海外经营风险。

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：Q3 基建驱动央企订单加速，建筑持仓趋于底部企稳》2019-10-27
- 2、《建筑装饰：多维度印证基建回暖，估值洼地具有吸引力》2019-10-20
- 3、《建筑装饰：行业处估值洼地，优选龙头个股》2019-10-13



内容目录

1. 行业综述：费用率下降，业绩加速.....	5
1.1. 行业增长情况：Q3 营收平稳，业绩提速.....	5
1.2. 行业盈利能力：毛利率小幅提升，费用率下降，ROE 有所下滑.....	6
1.3. 行业负债及营运能力：资产负债率同比持续下降，应收账款周转率明显改善.....	10
1.4. 行业现金流情况：Q3 现金流入小幅改善，收付现比均提高.....	11
2. 细分子行业分析：钢结构与化学工程增长领先，设计回暖，装饰与园林延续下滑.....	13
3. 重点子板块评述.....	15
3.1. 建筑央企：Q3 营收稳中趋升，业绩与订单增长提速.....	15
3.2. 地方国企：营收业绩较 Q2 有所加速，现金流流出扩大.....	18
3.3. 设计咨询：行业景气度仍处低位，但现金流大幅改善.....	21
3.4. 装饰：整体减速/下滑，主动控制订单规模.....	24
3.5. 钢结构：行业景气度持续回升，促营收与业绩显著加速.....	28
3.6. 国际工程：业绩整体略有反弹，生效订单不足导致收入减速.....	30
3.7. 化学工程：营收业绩加速，现金流大幅好转.....	33
3.8. 园林 PPP：板块延续下行趋势，修复尚需时日.....	36
4. 投资建议及重点标的评述.....	39
4.1. 投资建议.....	39
4.2. 重点标的评述.....	39
5. 风险提示.....	40

图表目录

图表 1: 建筑板块单季度收入增速 (%).....	5
图表 2: 建筑板块单季度归母净利润增速 (%).....	5
图表 3: 建筑板块单季毛利率 (%).....	6
图表 4: 建筑板块单季税金及附加占收入比.....	6
图表 5: 建筑板块单季三费.....	7
图表 6: 建筑板块单季期间费用率.....	7
图表 7: 建筑板块历年前三季度三费.....	7
图表 8: 建筑板块历年前三季度期间费用率.....	8
图表 9: 建筑板块单季归母净利率.....	8
图表 10: 建筑板块历年前三季度归母净利率.....	9
图表 11: 建筑板块历年前三季度 ROE.....	9
图表 12: 建筑行业 ROE 杜邦分拆.....	9
图表 13: 建筑板块季度资产负债率变化 (%).....	10
图表 14: 建筑板块单季存货周转率.....	10
图表 15: 建筑板块单季应收账款周转率.....	11
图表 16: 建筑板块单季经营性现金流量净额 (亿元).....	11
图表 17: 建筑板块单季经营性现金流量净额/归母净利润.....	12
图表 18: 建筑板块单季收现比.....	12
图表 19: 建筑板块单季付现比.....	12
图表 20: 各子板块 2019Q3、2019Q2 和 2018Q3 单季营收增速 (%).....	14
图表 21: 各子板块 2019Q3、2019Q2 和 2018Q3 单季归母净利润增速 (%).....	14
图表 22: 子板块单季营收增速表 (%).....	14
图表 23: 子板块单季归母净利润增速表 (%).....	15

图表 24: 建筑央企单季营收增速	15
图表 25: 建筑央企单季业绩增速	16
图表 26: 建筑央企历年前三季度营收增速	16
图表 27: 建筑央企历年前三季度业绩增速	16
图表 28: 建筑央企单季收入和业绩增速表	17
图表 29: 建筑央企财务数据分析表格 (单季值)	17
图表 30: 建筑央企各季度新签订单 (亿元) 及增速一览	18
图表 31: 地方国企单季营收增速	19
图表 32: 地方国企单季业绩增速	19
图表 33: 地方国企历年前三季度营收增速	19
图表 34: 地方国企历年前三季度业绩增速	20
图表 35: 地方国企单季收入和业绩增速表	20
图表 36: 地方国企财务数据分析表格 (单季值)	21
图表 37: 设计咨询板块单季营收增速	21
图表 38: 设计咨询板块单季业绩增速	22
图表 39: 设计咨询历年前三季度营收增速	22
图表 40: 设计咨询历年前三季度业绩增速	22
图表 41: 设计咨询板块单季收入和业绩增速表	23
图表 42: 设计咨询板块财务数据分析表格 (单季值)	23
图表 43: 装饰板块单季营收增速	24
图表 44: 装饰板块单季业绩增速	25
图表 45: 装饰板块历年前三季度营收增速	25
图表 46: 装饰板块历年前三季度业绩增速	25
图表 47: 装饰板块单季收入和业绩增速表	26
图表 48: 装饰板块财务数据分析表格 (单季值)	26
图表 49: 装饰板块主要公司新签订单情况 (亿元)	27
图表 50: 钢结构板块单季营收增速	28
图表 51: 钢结构板块单季业绩增速	28
图表 52: 钢结构历年前三季度营收增速	29
图表 53: 钢结构历年前三季度业绩增速	29
图表 54: 钢结构板块单季收入和业绩增速表	29
图表 55: 钢结构板块财务数据分析表格 (单季值)	30
图表 56: 国际工程板块单季营收增速	31
图表 57: 国际工程板块单季业绩增速	31
图表 58: 国际工程历年前三季度营收增速	31
图表 59: 国际工程历年前三季度业绩增速	32
图表 60: 国际工程板块单季收入和业绩增速表	32
图表 61: 国际工程板块财务数据分析表格 (单季值)	32
图表 62: 国际工程公司订单情况	33
图表 63: 化学工程板块单季营收增速	34
图表 64: 化学工程板块单季业绩增速	34
图表 65: 化学工程历年前三季度营收增速	34
图表 66: 化学工程历年前三季度业绩增速	35
图表 67: 化学工程板块单季收入和业绩增速表	35
图表 68: 园林 PPP 板块单季营收增速	36
图表 69: 园林 PPP 板块单季业绩增速	36

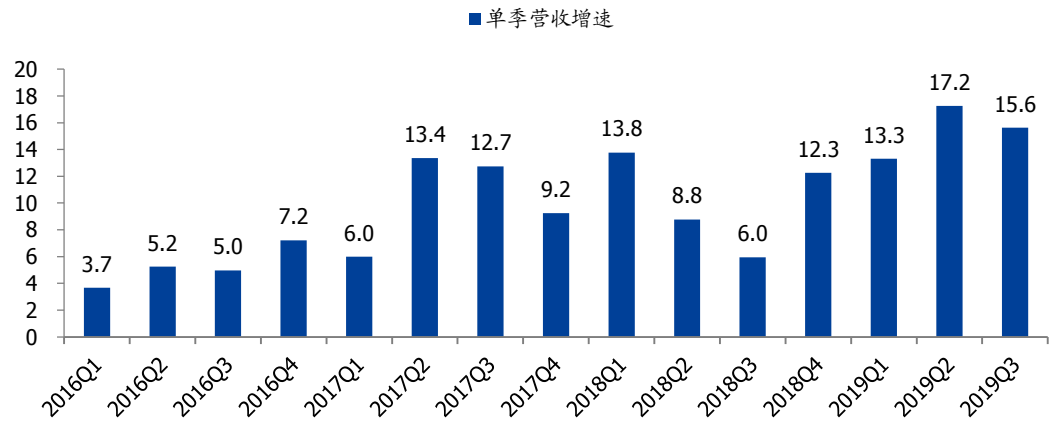
图表 70: 园林 PPP 历年前三季度营收增速.....	37
图表 71: 园林 PPP 历年前三季度业绩增速.....	37
图表 72: 园林 PPP 板块单季收入和业绩增速表.....	37
图表 73: 园林 PPP 板块财务数据分析表格 (单季值)	38
图表 74: 重点标的估值情况.....	40

1. 行业综述：费用率下降，业绩加速

1.1. 行业增长情况：Q3 营收平稳，业绩提速

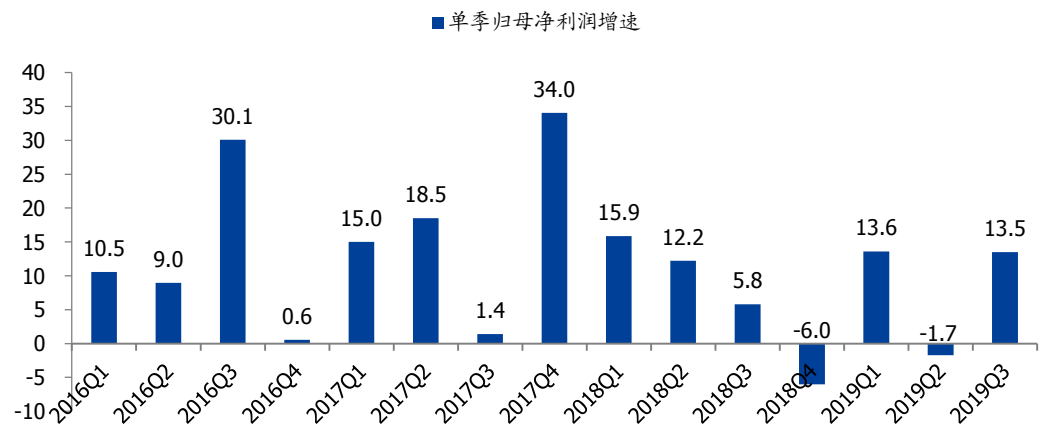
2019Q1-Q3 建筑上市公司整体营收同比增长 15.5%，增速同比提升 6.4 个 pct，其中 Q1/Q2/Q3 分别增长 13.3%/17.2%/15.6%，Q3 单季增速较 Q2 有所回落，但仍是近年来第二高的水平。今年以来建筑板块营收增速快于去年同期，主要系融资及政策环境有所改善，但三季度较上半年并未实现显著加速，预计主要因隐性债务监管仍严、专项债做资本金等新政还未发挥明显效果。2019Q1-Q3 建筑上市公司整体归母净利润同比增长 7.2%，增速同比下降 3.8 个 pct，其中 Q1/Q2/Q3 分别增长 13.6%/-1.7%/13.5%，Q3 业绩环比大幅加速，主要系行业费用率下降，园林等受困企业下滑/亏损幅度收窄，以及中国建筑等公司少数股东损益影响较小所致。各细分行业继续呈现出强弱明显分化的格局，龙头公司/央企普遍实现较好增长，但多数行业内中小公司/民企业绩放缓或下滑，行业呈现向龙头集中趋势。

图表 1: 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 2: 建筑板块单季度归母净利润增速 (%)

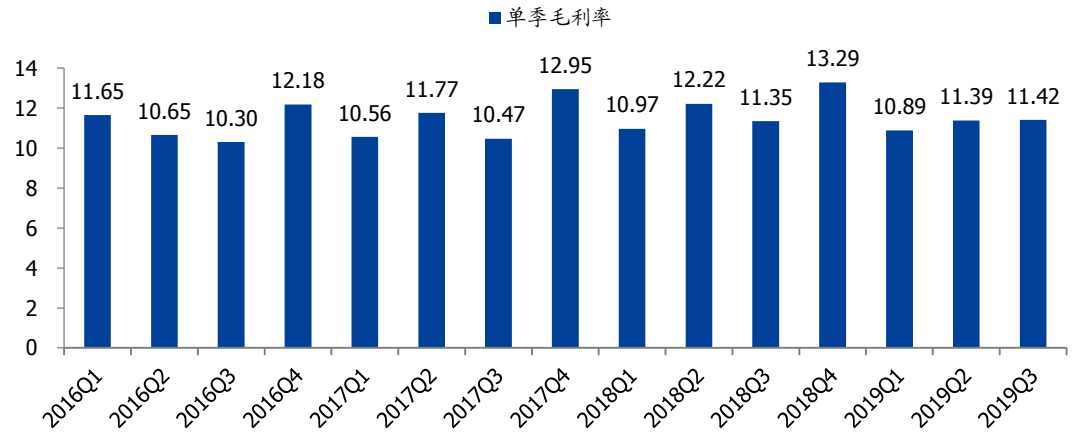


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2. 行业盈利能力：毛利率小幅提升，费用率下降，ROE有所下滑

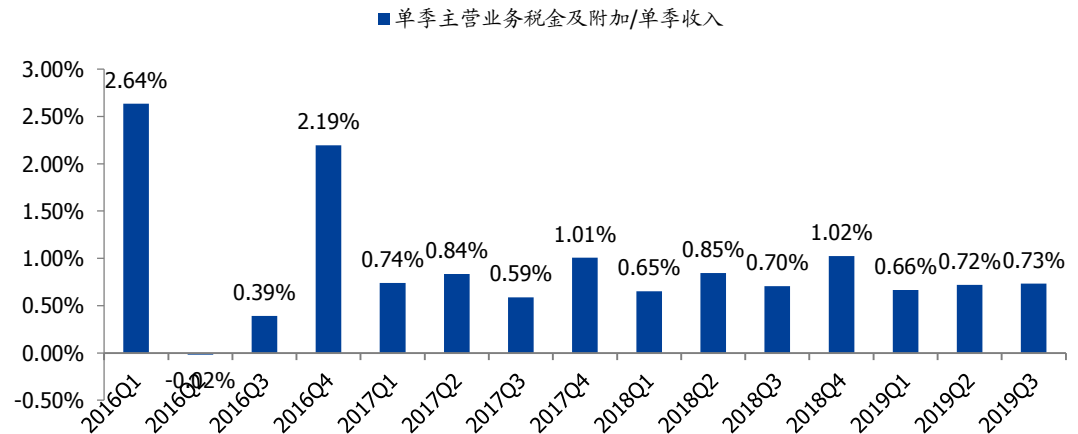
2019年Q3建筑板块毛利率11.42%，较Q2小幅提升0.03个pct，延续Q2的提升趋势，较去年同期提升0.07个pct。若考虑税金影响后，可比毛利率 $(1 - (\text{税金} + \text{成本}) / \text{收入})$ 较Q2提升0.03个pct，较去年同期下滑0.02个pct。毛利率同比提升主要因去年Q3毛利率基数较低，但今年以来建筑公司低毛利率的房建业务占比普遍有所提升，高毛利率的PPP业务进一步收缩，因此整体毛利率水平仍不如去年水平。

图表3：建筑板块单季毛利率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

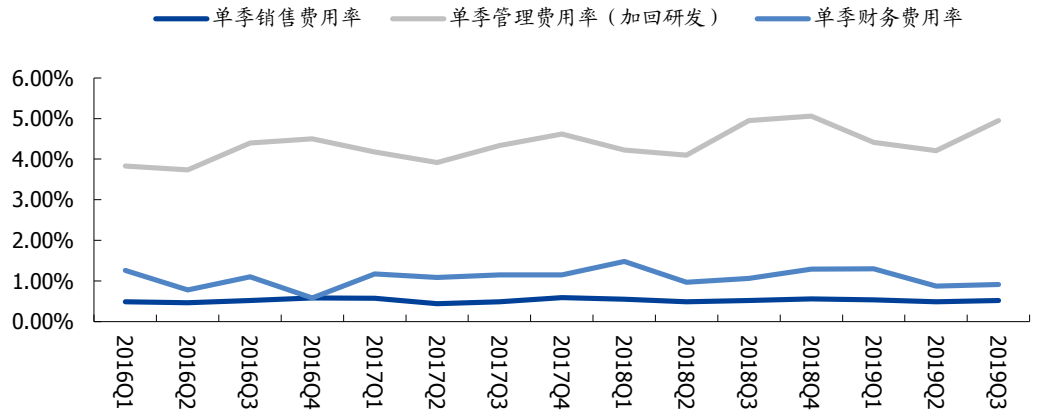
图表4：建筑板块单季税金及附加占收入比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

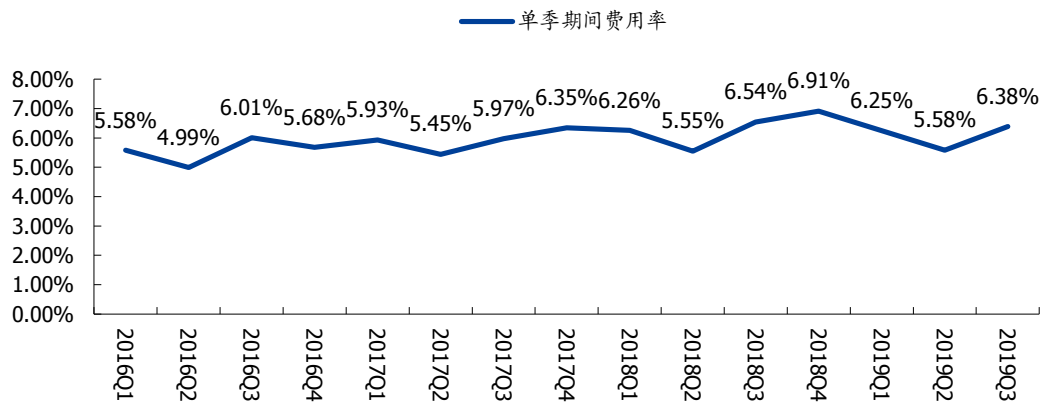
板块期间费用率下降，主要系财务费用率下降带动。上市建筑企业2019年Q1-Q3/Q3单季期间费用率分别为6.05%/6.38%，同比变化-0.05/-0.15个pct。其中2019Q1-Q3/Q3销售费用率均为0.52%，同比均持平；管理费用率(含研发费用率)分别为4.52%/4.95%，同比变化+0.09/+0个pct；财务费用率分别为1.01%/0.92%，同比变化-0.14/-0.15个pct。今年Q3建筑板块费用率与去年相比有所下降，主要因财务费用率下降幅度较大，预计主要运用在于今年以来国内信用环境较去年同期有所改善，同时二季度人民币贬值也带来部分汇兑收益。

图表 5: 建筑板块单季三费



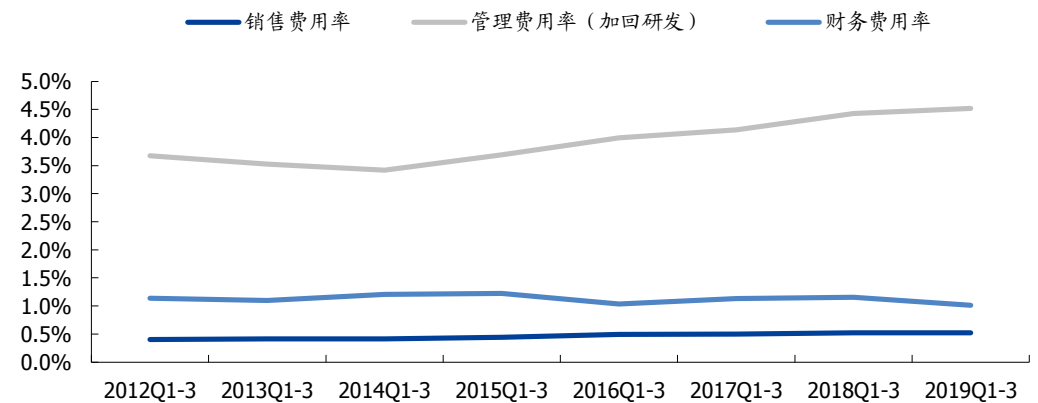
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 建筑板块单季期间费用率



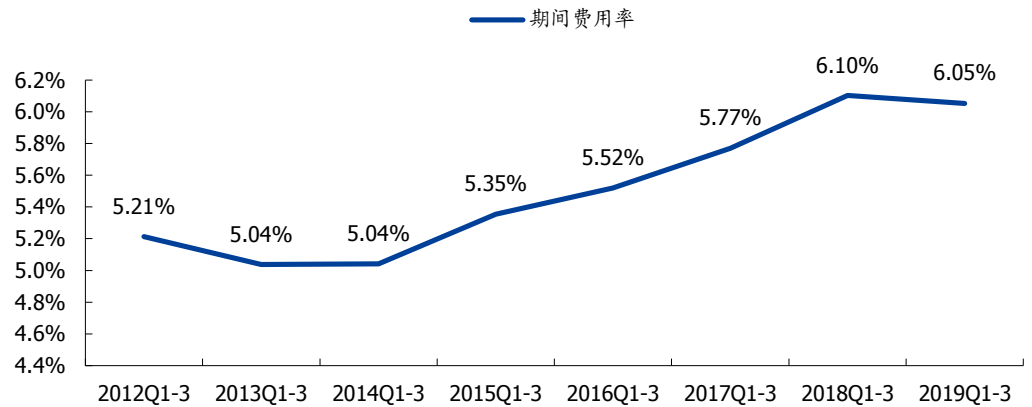
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 建筑板块历年前三季度三费



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

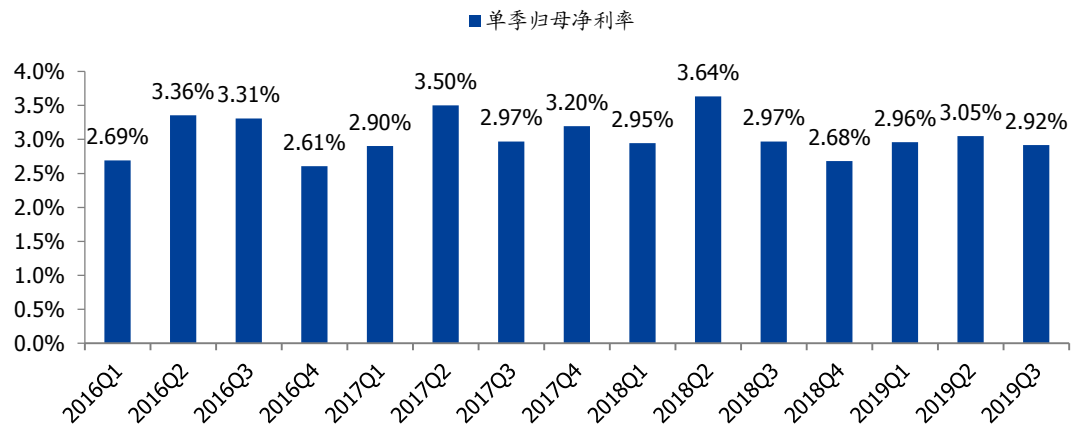
图表 8: 建筑板块历年前三季度期间费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

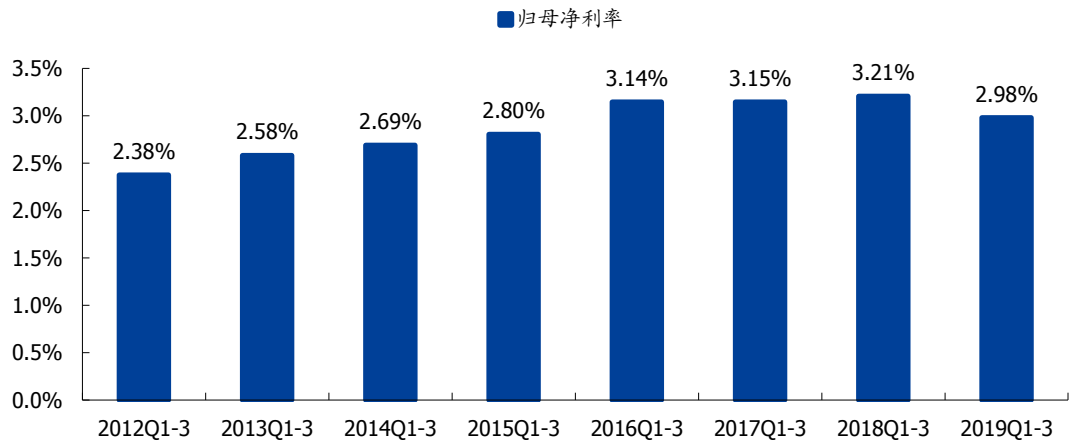
归母净利率与去年同期基本持平, ROE 同比有所下滑。2019 年 Q1-Q3/Q3 单季上市建筑企业归母净利率分别为 2.98%/2.92%, Q1-3 在去年同期基数较高背景下归母净利率有所下滑, 而 Q3 单季则同比基本持平。ROE 同比有所下滑, 2019 年 Q1-3 板块 ROE 同比降低 0.3 个 pct 至 7.6%, 从杜邦分析角度来看, 权益乘数与总资产周转率总体保持平稳, 销售净利率下行致 ROE 小幅下降。

图表 9: 建筑板块单季归母净利率



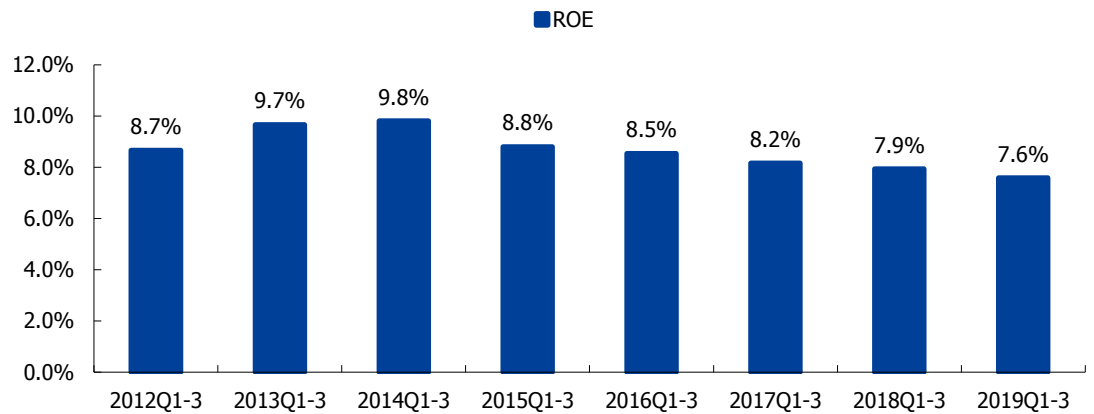
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 建筑板块历年前三季度归母净利润率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 建筑板块历年前三季度 ROE



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 建筑行业 ROE 杜邦分析

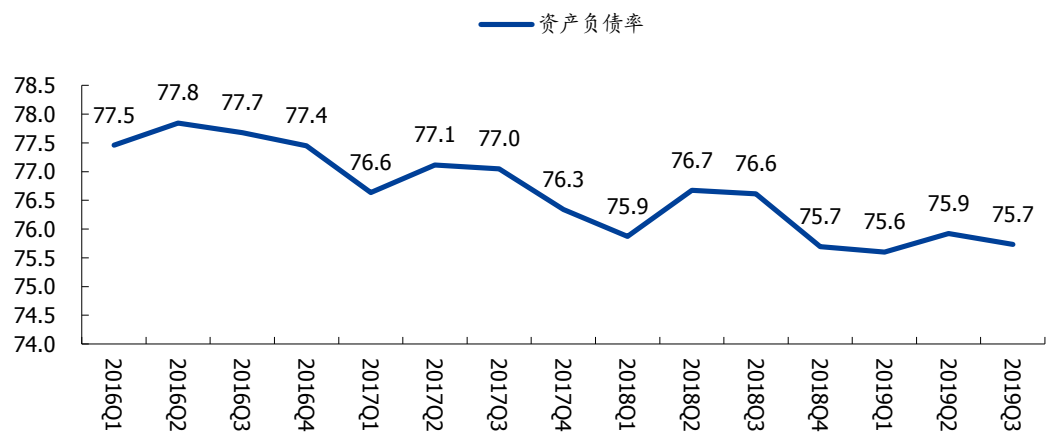
时间	ROE	杜邦分析拆解			细分财务数据 (亿元)			
		销售净利率	总资产周转率	权益乘数	归母净利润	营收	平均总资产	平均归母权益
2010Q1-3	10.0%	2.22%	0.87	5.19	325	14637	16849	3245
2011Q1-3	9.8%	2.41%	0.74	5.52	419	17395	23546	4267
2012Q1-3	8.7%	2.38%	0.64	5.74	434	18283	28782	5019
2013Q1-3	9.7%	2.58%	0.63	5.96	555	21528	34242	5748
2014Q1-3	9.8%	2.69%	0.60	6.10	651	24209	40445	6628
2015Q1-3	8.8%	2.80%	0.54	5.79	711	25381	46839	8084
2016Q1-3	8.5%	3.15%	0.50	5.46	840	26694	53696	9843
2017Q1-3	8.2%	3.15%	0.49	5.31	951	30172	61830	11651
2018Q1-3	7.9%	3.22%	0.47	5.30	1063	33030	70998	13403
2019Q1-3	7.6%	2.98%	0.48	5.33	1141	38228	80262	15046

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3. 行业负债及营运能力：资产负债率同比持续下降，应收账款周转率明显改善

上市建筑企业整体负债率自 2014 年起持续下降，截至 2019 年三季度末整体资产负债率为 75.7%，较 2018 年同期下降 0.9 个 pct，较 2019 年 Q2 末低 0.2 个 pct。需要指出的是，近年来，建筑央企、国企在负债率考核约束下，在上市公司和子公司层面加大了“类权益融资”力度，包括永续债、优先股等，这对于降低表观负债率起到了较大作用，但同时可能使得企业承担了更高的融资成本。此外，就趋势而言，预计行业资产负债率仍将处于下降通道中。

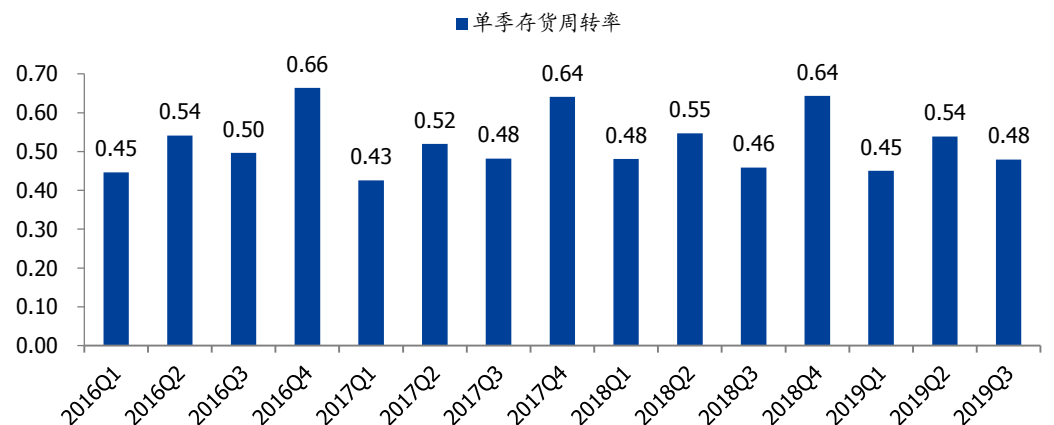
图表 13：建筑板块季度资产负债率变化（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

Q3 存货周转率略有提升，应收账款周转率明显改善。建筑企业的资产周转率存在明显的季度波动周期，2019 年 Q3 存货周转率 0.48，与去年同期略升 0.02；应收账款周转率 1.31，较去年同期上升 0.17，明显改善。在经济面临下行压力背景下，上市建筑企业普遍加大应收款的催收力度，提升周转率，减少经营风险。

图表 14：建筑板块单季存货周转率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 15: 建筑板块单季应收账款周转率

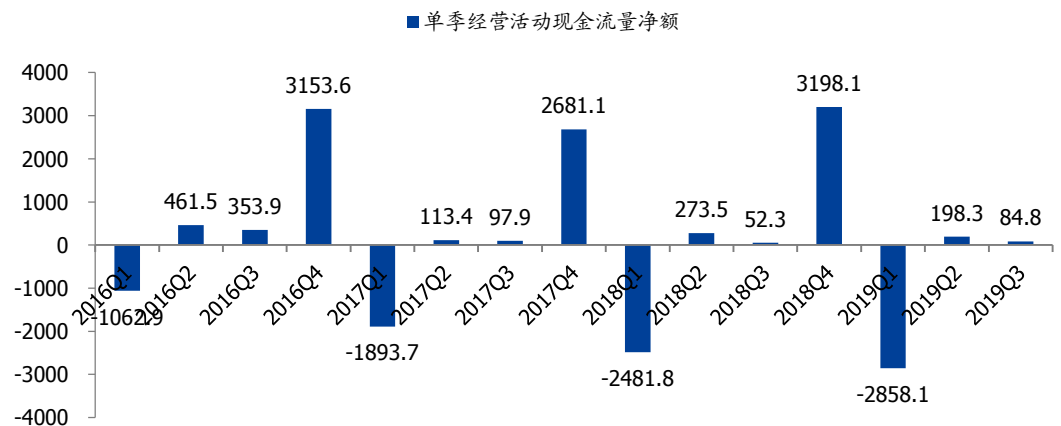


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.4. 行业现金流情况: Q3 现金流入小幅改善, 收付现比均提高

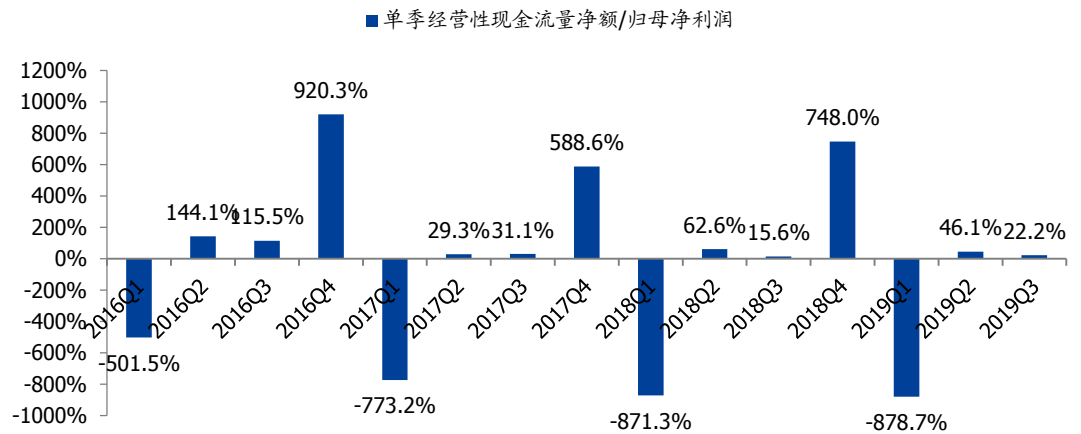
建筑企业经营性现金流量净额指标亦具有较强季节性, 2019 年 Q3 上市建筑公司实现经营性现金流量净额 84.8 亿元, 较去年 Q3 流入小幅提升 32.5 亿元。Q3 经营性现金流与单季归母净利润的比值为 22.2%, 较去年 Q3 提升 6.6 个 pct。2019 年 Q3 上市建筑公司收现比为 108.5%, 较去年同期上升了 4.6 个 pct, 回款健康, 但同时付现比亦有提高, 2019 年 Q3 建筑公司付现比为 117.5%, 较去年 Q3 上升 8.2 个 pct, 付现比提升幅度相对更大。总体来看, 收款和现金流季节性变化整体平稳。

图表 16: 建筑板块单季经营性现金流量净额 (亿元)



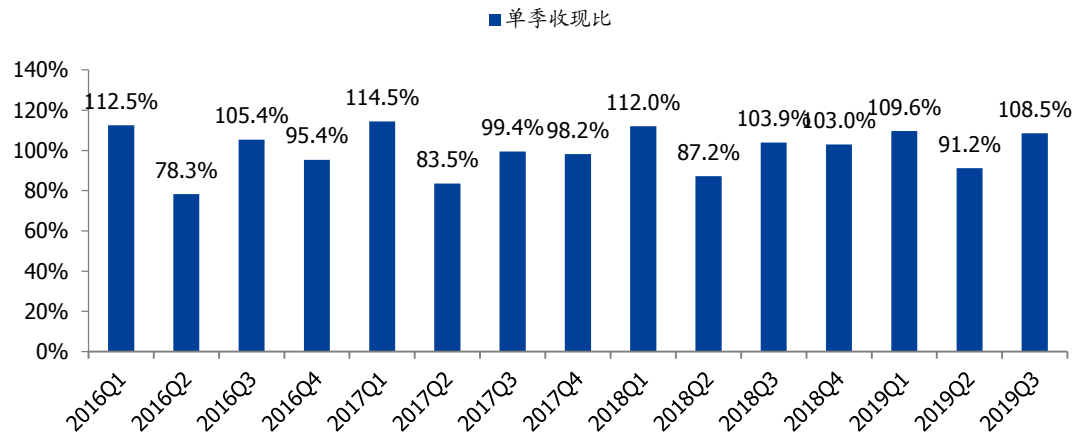
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 建筑板块单季经营性现金流量净额/归母净利润



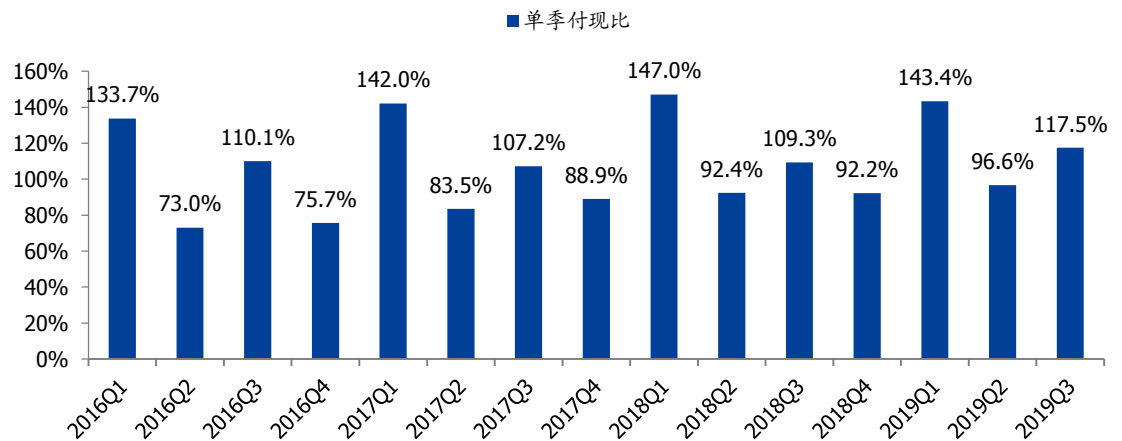
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 建筑板块单季收现比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 建筑板块单季付现比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 细分子行业分析: 钢结构与化学工程增长领先, 设计回暖, 装饰与园林延续下滑

2019年Q3收入增速排名前三子板块为钢结构(25.0%)、化学工程(24.9%)、地方国企(23%), 排名后三位的是园林PPP(-12%)、建筑智能(-8%)、设计咨询(-1%)。业绩增速排名前三的子板块为化学工程(48%)、钢结构(36%)、地方国企(18%), 排名后三位的为园林PPP(-34%)、建筑智能(-30%)、装饰(-12%)。

建筑央企营收稳中趋升, 整体实现较快增速, 但未实现显著加速, 预计主要因隐性债务监管仍严、专项债做资本金等新政还未发挥明显效果。而业绩增速大幅提速, 主要因期间费用率明显下降, Q1-3有5家央企期间费用率同比下降, 平均下降0.31个pct, 主要系部分央企管理费用率下降, 以及融资环境宽松和汇率贬值带动财务费用率下降。此外, Q3单季中国建筑和中国化学毛利率明显提升, 中国铁建和中国中铁资产减值大幅减小、葛洲坝所得税明显减少等因素, 分别进一步驱动了相应公司Q3业绩提速。

钢结构板块Q3块营收和业绩分别增长25.0%/36.0%, 景气度持续回升, 预计主要系: 近年来政策大力推动装配式建筑发展, 包括钢结构在内的装配式建筑技术、部件、总包工程需求均大幅增长, 同时随着钢价大幅波动、营改增以及环保政策的影响, 部分中小型钢结构企业利润不断压缩而逐渐被挤出市场, 行业集中度趋于向上市钢结构龙头集中。钢结构龙头精工钢构、鸿路钢构营收与扣非业绩均大幅增长, 持续受益于装配式建筑需求增加与行业集中度提升。

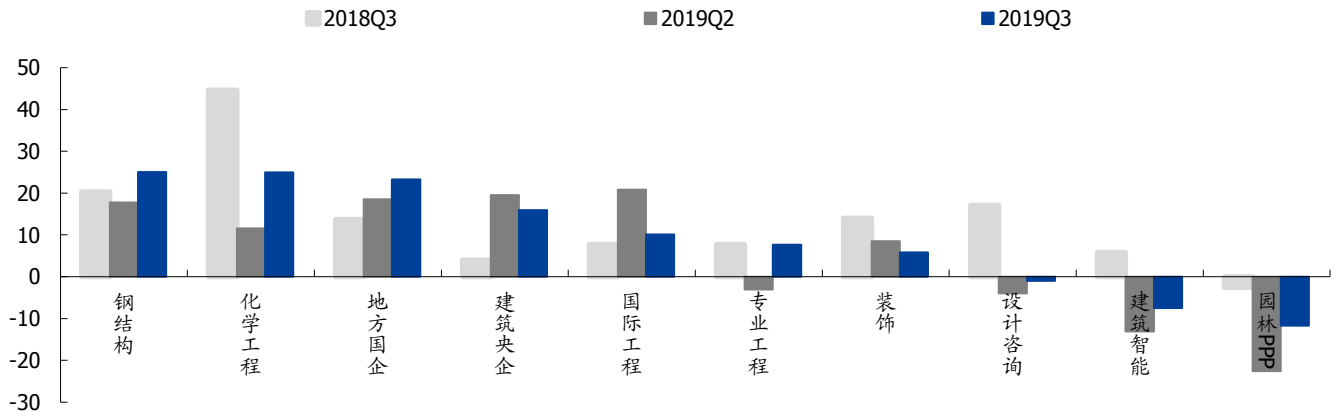
化学工程板块Q3营收与业绩分别增长25%/48%, 前期订单向收入转化持续顺畅, 业绩增速同比提升略超预期, 其中中国化学受益于毛利率持续改善和费用率下降, Q3营收业绩分别大幅增长25%/56%, 超市场预期。

设计咨询板块Q3景气度仍处于低位, 去年Q2设计板块营收与业绩增速分别达38%/36%, 但去年Q3起增速已开始放缓, 分别为17%/3%。因此在今年需求端新项目有限、基建投资整体疲弱情况下, 今年Q3设计板块营收业绩分别增长-1%/11%, 在低基数影响下增速环比略有回升, 但整体仍弱于去年。龙头公司中设集团、苏交科收入增长均有所放缓, 盈利仍然保持约15%-20%的稳健增长。

装饰板块2019Q3营收和业绩分别增长6%/-12%, 营收增速增速下滑, 业绩增速有所反弹, 行业整体景气度较低, 主要系公装需求不足, 同时地产调控政策趋严, 部分装饰公司主动收缩住宅精装修业务所致。

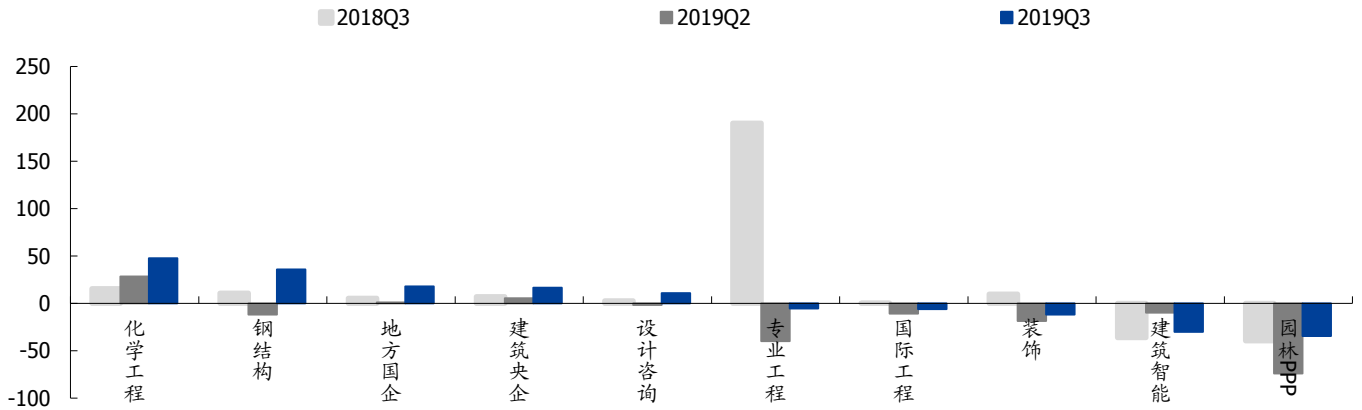
生态园林PPP板块营收与业绩表现持续低迷, 在PPP行业景气度不佳、去年同期营收业绩高基数的背景下, 2019年Q3营收与业绩整体延续下滑。相对而言, 去年资产负债表管理稳健、资金充足的公司业绩明显好于负债受困公司, 典型公司包括龙元建设、东珠生态、岭南股份、文科园林等, 未来行业回暖后仍由余力扩张。而陷入债务困境、控股权易手的公司整体表现为大幅下滑, 相当长一段时间内要面临债务清理及业务调整等问题。

图表 20: 各子板块 2019Q3、2019Q2 和 2018Q3 单季营收增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 各子板块 2019Q3、2019Q2 和 2018Q3 单季归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 子板块单季营收增速表 (%)

子板块	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q3-Q2	2019Q3-2018Q3
钢结构	32.79	20.30	38.48	31.50	17.76	25.02	7.26	4.73
化学工程	30.15	44.66	29.05	12.89	11.56	24.95	13.39	-19.71
地方国企	17.31	13.70	18.85	34.91	18.57	23.27	4.70	9.57
建筑央企	7.04	4.01	12.45	12.11	19.50	15.90	-3.60	11.89
国际工程	-4.79	7.74	-2.24	5.62	20.83	10.08	-10.75	2.34
专业工程	7.70	7.75	0.92	9.76	-3.07	7.66	10.73	-0.08
装饰	10.45	14.00	13.39	8.92	8.51	5.85	-2.66	-8.14
设计咨询	38.09	17.10	11.53	11.29	-3.97	-1.01	2.96	-18.12
建筑智能	-5.07	5.84	-16.12	1.41	-13.07	-7.52	5.54	-13.36
园林 PPP	18.71	-2.62	-16.20	-12.50	-22.62	-11.72	10.90	-9.10

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 子板块单季归母净利润增速表 (%)

子板块	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q3-Q2	2019Q3-2018Q3
化学工程	24.06	15.53	96.59	30.18	28.37	47.89	19.52	32.36
钢结构	30.02	10.81	-3.06	37.89	-11.71	35.95	47.66	25.15
地方国企	4.04	5.45	12.59	50.99	1.08	17.90	16.82	12.45
建筑央企	10.41	7.27	1.48	10.87	5.59	16.75	11.16	9.48
设计咨询	35.52	2.66	21.66	18.55	-1.43	11.06	12.49	8.40
专业工程	-4.44	190.22	-12.96	54.92	-39.75	-5.37	34.38	-195.59
国际工程	44.41	0.41	-19.58	15.12	-10.80	-5.86	4.94	-6.27
装饰	18.25	9.99	-61.04	13.25	-18.58	-11.72	6.86	-21.71
建筑智能	6.03	-36.05	-213.08	-37.35	-9.66	-29.83	-20.17	6.22
园林 PPP	15.13	-39.57	-79.05	-83.34	-73.69	-34.27	39.42	5.30

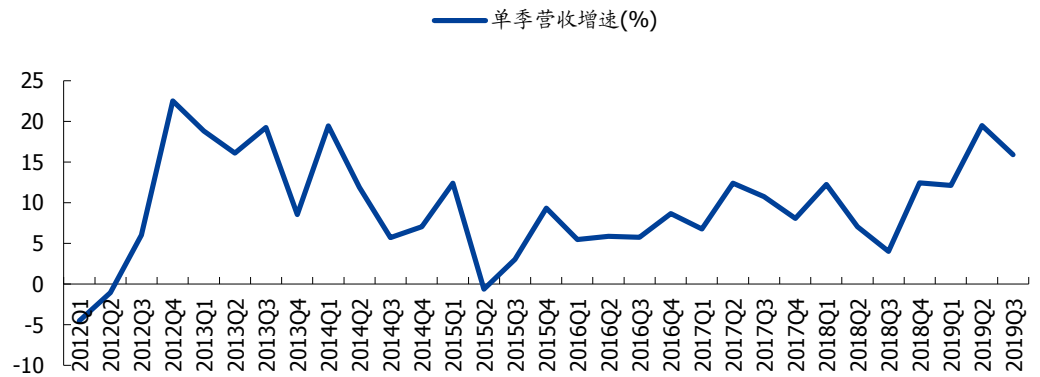
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3. 重点子板块评述

3.1. 建筑央企: Q3 营收稳中趋升, 业绩与订单增长提速

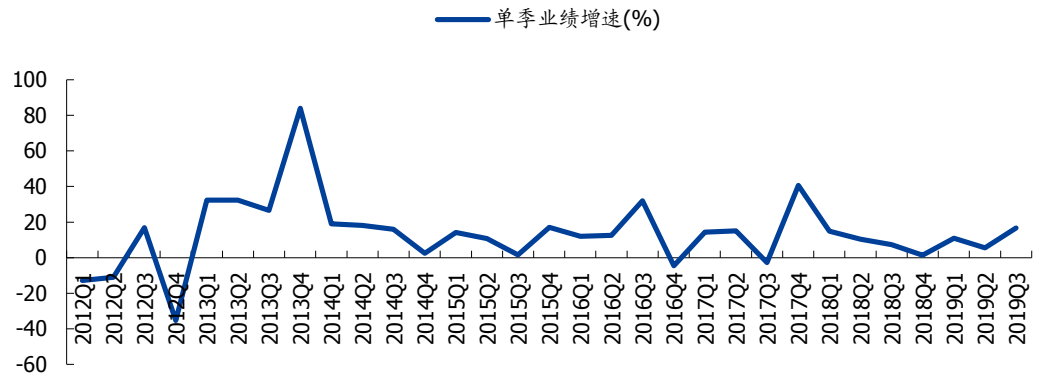
营收稳中趋升, 业绩大幅提速。2019Q1-3 建筑央企板块营收/业绩分别增长 16.1%/10.6%。其中 Q3 建筑央企营收和业绩分别增长 15.9%/16.8%, 较 Q2 变动 -3.6/+11.2 个 pct。今年央企收入增长快于去年同期, 预计主要因融资及政策环境有所改善, 但三季度较上半年并未实现显著加速, 预计主要因隐性债务监管仍严、专项债做资本金等新政还未发挥明显效果。期间费用率下降是央企板块业绩加速的一大重要因素, Q1-3 有 5 家央企期间费用率同比下降, 平均下降 0.31 个 pct, 主要系部分央企业管理费用率下降, 以及融资环境宽松和汇率贬值带动财务费用率下降。另外中国建筑等企业在上半年提前计提子公司永续债利息, 造成少数股东损益大幅增加拖累了业绩, 而三季度该因素影响减小。

图表 24: 建筑央企单季营收增速



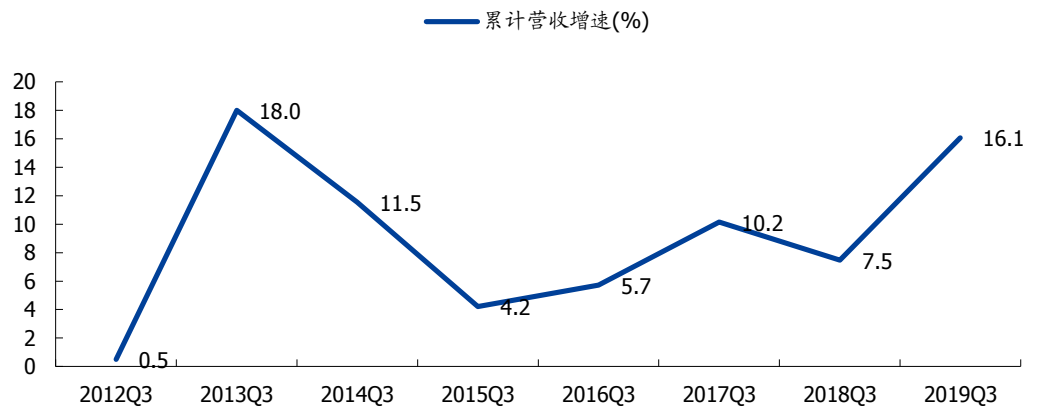
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 建筑央企单季业绩增速



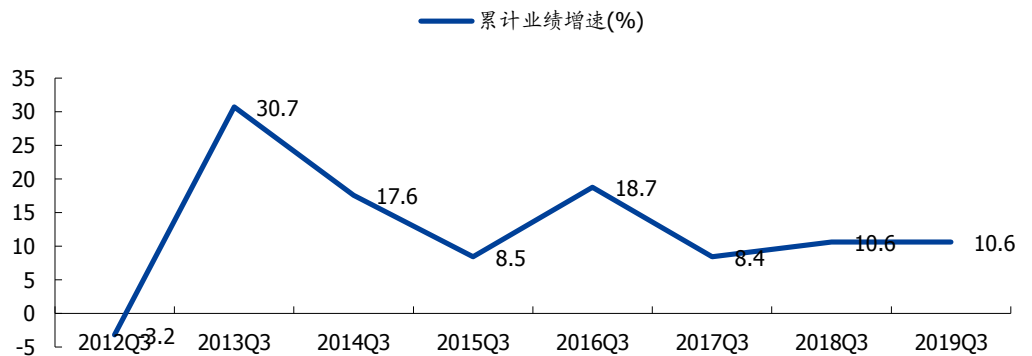
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 建筑央企历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 建筑央企历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

环比2019年Q2,除中国铁建、中国电建和中国核建外,其余央企营收增速均有所减速;而业绩则普遍实现加速。Q3营收增速排名前三的分别为中国中冶、中国电建、中国核建;业绩增速排名前三的分别为中国核建、中国电建、葛洲坝。Q3单季央企业绩普遍有所加速,从原因上看:中国建筑主要系高毛利率房地产业务结算加快,导致毛利率明显提升,同时上半年子公司永续债提前计息,造成少数股东收益大幅增加,三季度该因素影响消除;中国铁建和中国中铁主要系资产减值大幅减小;葛洲坝主要系所得税明显减少。

图表 28: 建筑央企单季收入和业绩增速表

公司名称	单季收入增速					单季业绩增速				
	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
中国建筑	2.42%	26.70%	10.15%	21.67%	14.55%	5.39%	52.83%	8.76%	4.16%	18.50%
中国铁建	5.52%	8.91%	19.32%	10.44%	15.22%	15.77%	-4.33%	13.56%	17.69%	16.54%
中国中铁	4.45%	10.67%	7.97%	20.25%	16.88%	4.93%	-17.45%	20.21%	4.96%	42.13%
中国交建	2.54%	-7.51%	9.64%	19.89%	11.86%	11.84%	-22.97%	14.45%	-1.99%	1.66%
中国中冶	10.81%	16.24%	14.33%	35.25%	25.37%	-1.82%	3.72%	6.38%	11.53%	2.28%
中国电建	4.05%	24.01%	13.52%	19.08%	21.52%	-0.50%	-2.94%	1.94%	-6.33%	-6.78%
中国核建	29.42%	-6.06%	55.35%	9.62%	17.21%	12.45%	11.81%	47.18%	14.81%	91.74%
葛洲坝	-11.66%	2.17%	3.91%	11.39%	8.76%	-2.51%	-10.68%	-7.95%	19.36%	28.77%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

板块毛利率提升,费用率下降,现金流流出增加。2019年Q3央企毛利率较2018年同期提升0.25个pct。期间费用率同比下降0.31个pct,降幅明显,主要是财务费用下降较多。财务费用率减小预计主要系融资环境相对宽松,以及人民币贬值带来部分汇兑收益。资产减值(含信用减值)占收入较去年同期提升0.22个pct,较Q2提升0.06个pct,呈小幅上升,主要因本期营业收入增速较高,存货和应收账款规模扩大计提减值增加所致。净利率为2.82%,同比持平,环比小幅下降0.10个pct。经营性现金流与营收的比同比下降1.54个pct,现金流流出有所增加,预计主要是央企等清理对民营企业的欠款,导致经营负债压降规模较大,现金流流出增加。资产负债率同比继续呈下降趋势,截至2019年Q3末建筑央企资产负债率为76.99%,同比下降1.27个pct,主要因部分企业发行较多永续债,且加强现金流管控所致。

图表 29: 建筑央企财务数据分析表格(单季值)

	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q3-18Q3	19Q3-19Q2
毛利率(%)	10.88	12.90	10.50	10.93	11.14	0.25	0.20
营业税金/收入比(%)	0.75	1.12	0.71	0.78	0.80	0.05	0.02
销售费用率(%)	0.43	0.49	0.44	0.40	0.44	0.02	0.04
管理费用率(%)	2.81	2.78	3.05	2.16	2.65	-0.16	0.49
财务费用率(%)	1.15	1.32	1.17	0.82	0.89	-0.26	0.06
研发费用率(%)	0.62	0.65	1.00	0.99	0.71	0.09	-0.28
费用率合计(%)	5.00	5.25	5.66	4.38	4.69	-0.31	0.31
资产减值(含信用)损失/收入(%)	0.24	1.76	0.23	0.39	0.45	0.22	0.06
净利率(%)	2.79	2.67	2.84	2.91	2.82	0.02	-0.10
经营性现金流/收入(%)	0.39	21.35	-27.22	1.52	-1.14	-1.54	-2.67
收现比(%)	106.38	106.64	108.28	93.17	112.47	6.09	19.30
应收账款周转率	1.33	1.97	1.46	1.87	1.64	0.31	-0.22
存货周转率(含合同资产)	0.44	0.62	0.45	0.53	0.46	0.02	-0.07

资产负债率(%)	78.25	77.04	77.11	77.26	76.99	-1.27	-0.27
----------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

前期稳增长基建政策带动下, 央企 Q3 订单增长加速。Q3 单季 8 大央企合计新签订单 17505 亿元, 同比增长 16.4%, 较上季度提速 0.5 个 pct。其中国内新签订单 16134 亿元, 同比增长 20.6%, 较上季度提速 4.6 个 pct, 主要系中国铁建、中国中铁及中国建筑 Q3 基建订单大幅加速带动; 海外新签订单 1371 亿元, 同比下降 17.4%, 较上季度减速 32.5 个 pct, 主要系部分央企 Q3 海外订单显著下滑影响。Q3 央企板块订单加速一方面可能受到前期基建稳增长系列政策带动, 与发改委项目申报数据明显增加相互印证, 另一方面也因去年 Q3 基数较低。

图表 30: 建筑央企各季度新签订单 (亿元) 及增速一览

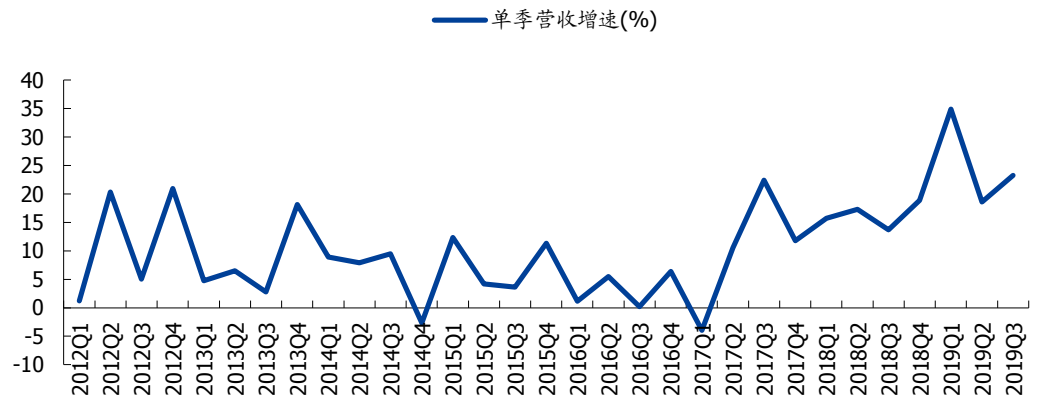
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
中国建筑	5,383	6,757	4,499	6,594	5,865	6,653	5,170
单季同比	24.30%	-11.40%	10.30%	6.60%	9.00%	-1.50%	14.90%
中国铁建	2,799	3,292	2,826	6,928	2,974	4,213	3,965
单季同比	6.98%	13.47%	-4.14%	4.69%	6.27%	27.99%	40.30%
中国中铁	3,123	3,224	3,166	7,409	3,133	3,881	3,883
单季同比	21.32%	5.95%	-5.85%	12.45%	0.30%	20.38%	22.66%
中国交建	1,793	2,495	1,540	3080.67	2,033	2,934	1569.45
单季同比	20.45%	-8.57%	-16.88%	12.44%	13.38%	17.62%	1.89%
中国化学	256	544	276	373	377	516	256
单季同比	5.90%	143.60%	108.70%	5.70%	47.10%	-5.20%	-7.20%
中国电建	1,510	1,104	1,125	819	1,754	1,273	832
单季同比	3.70%	-14.80%	36.30%	66.80%	16.20%	15.30%	-26.00%
中国中冶	1,729	1,442	1,328	2,158	1,821	1,994	1,532
单季同比	37.00%	-16.10%	21.20%	10.60%	5.30%	38.30%	15.40%
葛洲坝	798	401	272	759	535	868	296
单季同比	15.70%	-29.60%	-50.10%	66.70%	-33.00%	116.70%	8.60%
合计	17,392	19,258	15,033	28,122	18,492	22,332	17,505
单季同比	18.62%	-4.20%	1.29%	10.80%	6.33%	15.96%	16.44%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2. 地方国企: 营收业绩较 Q2 有所加速, 现金流流出扩大

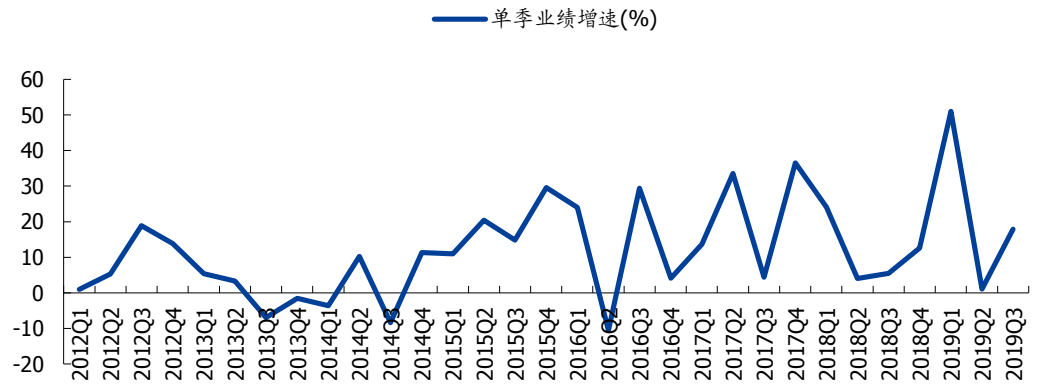
Q3 地方国企营收与业绩较 Q2 有所加速。2019Q1-3 地方国企板块营收和业绩分别增长 24.5%/19.2%。其中 Q3 单季地方国企营收和业绩分别增长 23.3%/17.9%, 较 Q2 变动 +4.7/+16.8 个 pct。三季度营收与业绩均有所提速, 主要因: 1) 上海地方国企收入与业绩在 Q3 均有所提速。2) 费用率明显下降, 整体期间费用率同比下降 0.57 个 pct。

图表 31: 地方国企单季营收增速



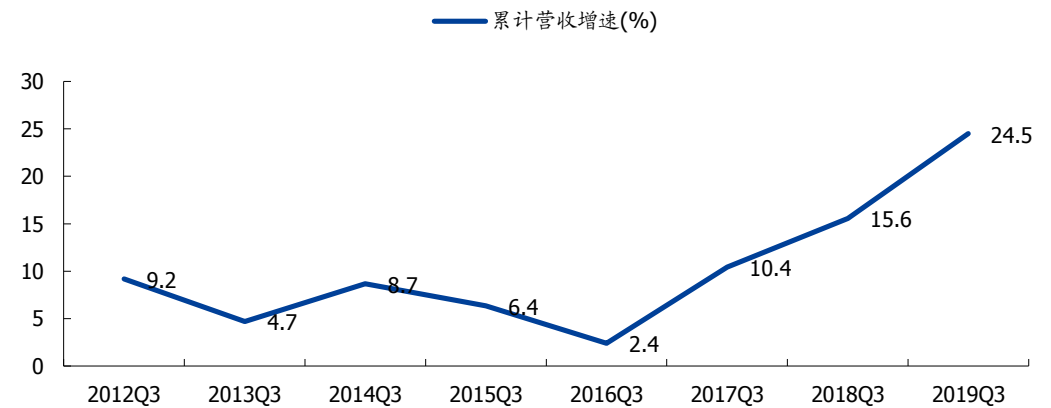
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 地方国企单季业绩增速



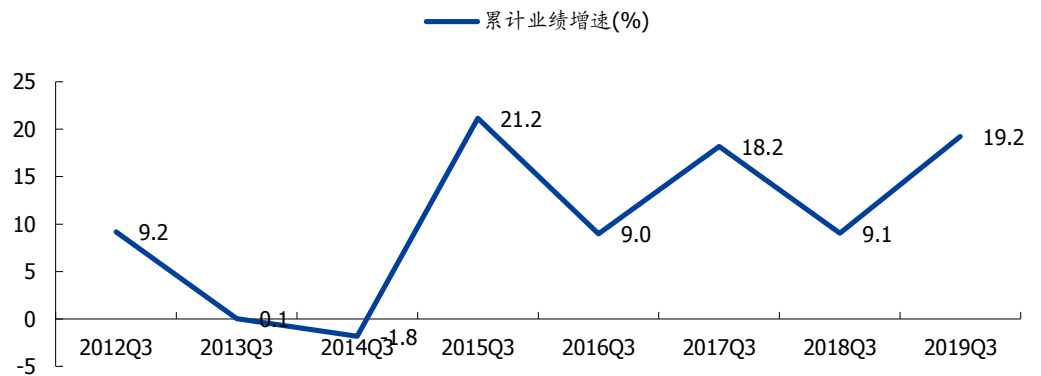
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 地方国企历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 地方国企历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年Q3营收增速排名前三的分别为浦东建设、四川路桥、山东路桥;业绩增速排名前三的分别为重庆建工、浦东建设、上海建工。浦东建设营收增速较快主要因前期订单增幅较大。上海建工Q3期间费用率与税金下降较多,资产减值损失有所减少,且去年同期基数较低(单季下滑18%)。山东路桥Q3业绩延续下滑趋势,主要因债转股后少数股东损益大幅增加。

图表 35: 地方国企单季收入和业绩增速表

公司名称	单季收入增速					单季业绩增速				
	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
山东路桥	31.65%	-2.75%	135.3%	18.68%	42.80%	41.90%	89.78%	222.1%	-31.93%	-6.53%
粤水电	6.56%	69.79%	54.90%	48.63%	40.01%	38.78%	27.25%	36.75%	31.00%	30.21%
四川路桥	10.94%	36.73%	29.85%	6.47%	46.04%	22.74%	-1.46%	203.6%	13.47%	10.08%
上海建工	11.61%	29.66%	51.57%	19.46%	31.59%	-18.0%	41.99%	147.2%	-15.47%	46.52%
浦东建设	-2.86%	10.16%	32.05%	61.42%	108.80%	-23.7%	54.74%	0.16%	-6.37%	76.71%
安徽建工	-7.29%	14.78%	-2.74%	32.42%	10.38%	-0.46%	4.90%	0.51%	55.21%	-1.21%
隧道股份	17.82%	19.36%	13.58%	17.43%	21.79%	11.48%	7.46%	7.34%	2.64%	15.64%
龙建股份	46.29%	-9.18%	13.11%	11.39%	-12.76%	252%	-42.0%	1.92%	36.57%	9.29%
重庆建工	11.03%	-2.54%	16.22%	16.88%	9.16%	-59.2%	25.09%	-38.8%	142.9%	86.1%
浙江交科	41.50%	2.23%	12.89%	6.10%	-1.56%	23.91%	-48.8%	-82.9%	-50.9%	-23.1%
北新路桥	2.08%	4.93%	26.51%	28.43%	9.81%	-1.50%	10.23%	9.50%	16.42%	24.54%
西藏天路	55.95%	32.32%	8.75%	12.72%	4.23%	26.52%	3641%	-77.7%	4.06%	33.88%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

板块毛利率与费用率下降,资产减值增加,现金流流出大幅增加。2019年Q3地方国企毛利率较2018年同期下降1.09个pct,较2019年Q2下降0.31个pct,毛利率阶段性放缓,主要因低毛利率房建业务收入增长较快。期间费用率同比和环比分别下降0.57/0.16个pct,其中管理费用率和财务费用率下降幅度较大。资产减值(含信用减值)占收入比较去年同期小幅提升0.03个pct,较Q2提升0.17个pct,资产减值损失提升也是地方国企板块业绩与收入增速存一定差距的原因,主要系收入增长后应收账款和合同资产等规模增加导致减值计提增加。净利率为1.96%,同比下降0.09个pct,环比下降0.27个pct。经营性现金流与营收的比同比为-0.29,同比大幅下降4.24个pct,环比

也大幅下降 5.94 个 pct，现金流流出大幅增加。收现比同比下降 8.64 个 pct。资产负债率同比基本持平，截至 2019 年 Q3 末地方国企资产负债率为 80.93%，同比提升 0.02 个 pct，环比下降 0.04 个 pct。

图表 36: 地方国企财务数据分析表格 (单季值)

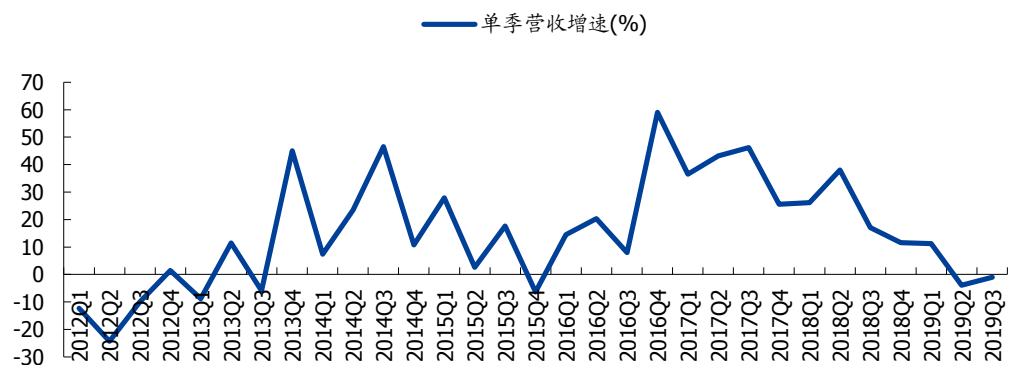
	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q3-18Q3	19Q3-19Q2
毛利率(%)	10.47	11.80	9.09	9.70	9.38	-1.09	-0.31
营业税金/收入比(%)	0.73	1.00	0.62	0.57	0.59	-0.15	0.02
销售费用率(%)	0.27	0.29	0.28	0.26	0.24	-0.03	-0.02
管理费用率(%)	2.62	2.41	3.23	2.32	2.43	-0.19	0.10
财务费用率(%)	1.68	0.94	1.53	1.39	1.38	-0.30	-0.02
研发费用率(%)	0.82	0.73	1.31	1.00	0.78	-0.04	-0.23
费用率合计(%)	5.38	4.36	6.35	4.97	4.82	-0.57	-0.16
资产减值(含信用)损失/收入(%)	0.13	1.25	0.42	-0.02	0.16	0.03	0.17
净利率(%)	2.05	2.81	2.62	2.23	1.96	-0.09	-0.27
经营性现金流/收入(%)	3.96	13.62	-24.99	5.66	-0.29	-4.24	-5.94
收现比(%)	103.66	87.45	123.35	89.10	95.02	-8.64	5.92
应收账款周转率	1.24	1.58	1.06	1.36	1.26	0.02	-0.10
存货周转率(含合同资产)	0.48	0.64	0.46	0.57	0.54	0.06	-0.03
资产负债率(%)	80.91	80.86	79.96	80.97	80.93	0.02	-0.04

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3. 设计咨询: 行业景气度仍处低位, 但现金流大幅改善

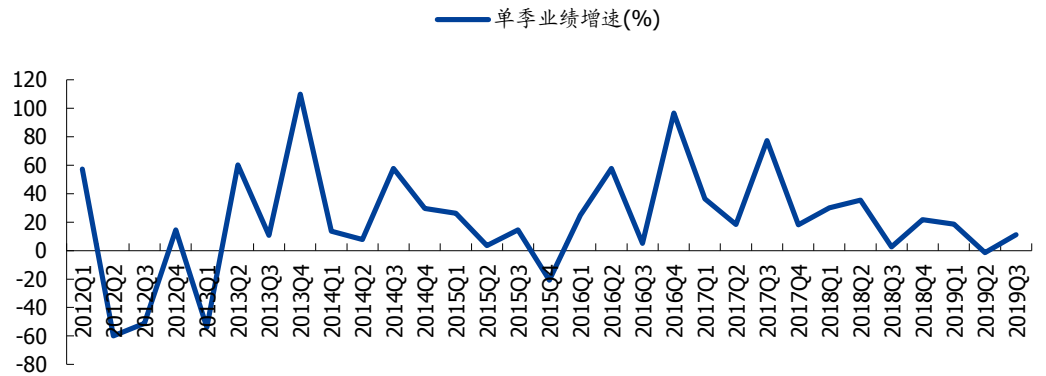
设计咨询板块 Q3 营收及业绩环比有所改善。2019Q1-3 设计咨询板块营收和业绩分别增长 1.2%/7.7%。其中 Q3 设计咨询板块营收和业绩分别增长-1.0%/11.1%，较 Q2 变动+3.0/+12.5 个 pct，设计咨询板块 Q3 营收和业绩环比增速有所反弹，主要因去年同期基数较低所致，但前三季度整体仍弱于去年，主要系基建投资增长乏力、房建设计需求疲弱环境下，设计咨询需求有所下降。龙头公司中设集团、苏交科收入增长均有所放缓，盈利仍然保持约 15%-20%的稳健增长。

图表 37: 设计咨询板块单季营收增速



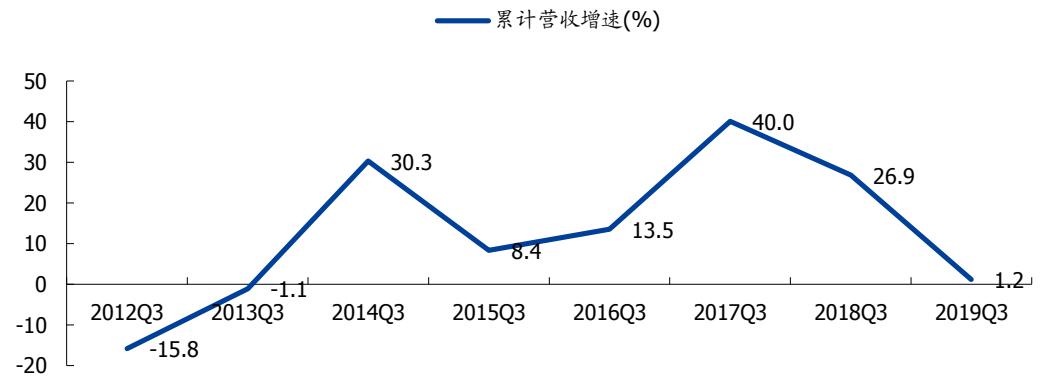
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 设计咨询板块单季业绩增速



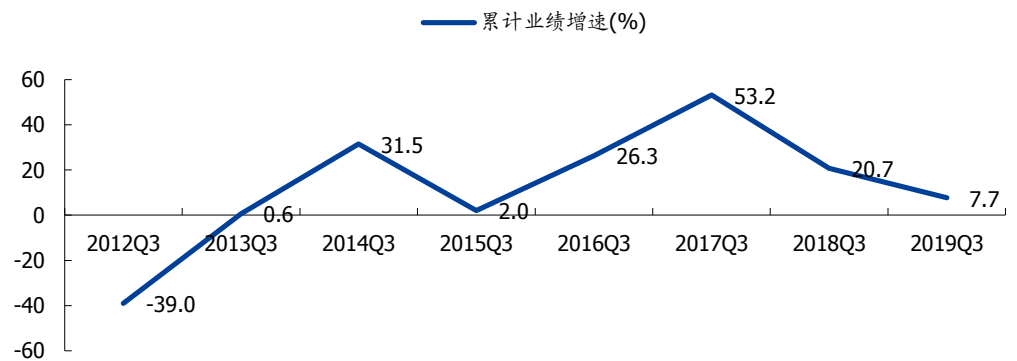
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 设计咨询历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 40: 设计咨询历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年Q3营收增速排名前三的分别为杰恩设计、华建集团、中设股份；业绩增速排名前三的分别为启迪设计、勘设股份、中衡设计。启迪设计Q3业绩大增主要系参股公司苏州银行股份有限公司在深圳证券交易所正式挂牌上市，公司对其按公允价值计量，公允价值变动计入当期损益，影响金额约为4190万元。中设集团Q3营收与业绩增速下滑主要系去年基数较高，但Q1-3依然实现20%的增长，彰显稳健成长能力，公司在手订单饱满，我们预计公司全年实现年初所制定经营目标概率较大（新签订单增长15-35%、收入增长20-40%、盈利增长15-35%），未来增长动力充足。苏交科Q3单季实现营业收入14.1亿元，同比下滑18%；归母净利润2.0亿元，同比增长11%，扣非后归母净利润同比增长16%，预计随着近期地方基建项目储备力度加大，前期在手充足工程咨询订单持续转化，全年仍有望实现稳健增长。

图表 41: 设计咨询板块单季收入和业绩增速表

公司名称	单季收入增速					单季业绩增速				
	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
中设股份	1.39%	10.88%	25.17%	1.93%	11.50%	6.97%	16.13%	13.89%	14.43%	16.92%
苏交科	6.43%	-5.34%	-19.4%	-35.4%	-18.16%	19.66%	61.54%	24.21%	17.85%	10.98%
启迪设计	126.1%	160.1%	40.32%	14.32%	12.21%	34.92%	82.01%	8.41%	4.98%	328.1%
华建集团	6.14%	-6.34%	20.57%	21.54%	4.36%	-14.2%	-50.6%	15.01%	13.89%	-7.27%
中衡设计	20.44%	32.45%	10.43%	16.73%	4.95%	12.18%	26.85%	10.83%	15.05%	18.33%
中设集团	55.51%	34.36%	34.83%	0.86%	-11.22%	27.35%	31.07%	29.07%	20.02%	14.36%
设计总院	31.50%	-14.9%	-3.14%	-19.6%	-5.80%	93.01%	-23.95%	3.67%	-24.6%	-36.7%
勘设股份	-14.8%	13.95%	-1.47%	-16.5%	66.70%	-57.5%	78.85%	21.08%	-48.5%	146.5%
杰恩设计	24.38%	50.47%	33.17%	-12.0%	14.93%	28.11%	17.80%	23.11%	-13.7%	13.2%
山鼎设计	43.86%	45.32%	45.85%	-5.87%	4.02%	73.65%	4.02%	43.91%	55.18%	-14.93%
建科院	23.94%	-8.28%	2.63%	4.51%	-15.05%	273.1%	0.76%	12.20%	-63.3%	-19723%
建研院	29.94%	7.50%	9.25%	35.51%	15.90%	-1.16%	-10.5%	-41.8%	18.83%	4.26%
设研院	32.67%	24.79%	34.79%	39.24%	27.74%	32.21%	15.63%	3.69%	-28.96%	-9.68%
合诚股份	102.2%	152.1%	89.77%	22.32%	20.83%	63.74%	112.1%	131.0%	145.7%	1.2%
甘咨询	-7.69%	11.03%	19.40%	-7.81%	-24.27%	-98.9%	29.70%	45.58%	44.86%	-18.81%
中公高科	7.83%	6.67%	35.59%	-21.0%	-3.20%	91.73%	9.82%	12.63%	5.77%	-0.55%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

板块毛利率与净利率提升，费用率提升，现金流情况大幅改善。2019年Q3设计咨询板块毛利率较2018年同期提升3.41个pct，较2019年Q2提升1.02个pct，毛利率趋势向上，提升幅度较为明显，主要系低利润率EPC、海外等业务占比下降所致。期间费用率同比和环比分别提升1.01/0.62个pct，同比和环比看管理费用率提升幅度均较大。资产减值（含信用减值）占收入较去年同期提升0.55个pct，较Q2则下降0.60个pct。Q3净利率为12.02%，同比和环比分别变动1.47/-0.25个pct，同比盈利能力有所增强。经营性现金流与营收的比同比提升9.46个pct，现金流情况大幅改善。收现比同比下降2.14个pct，收款能力有所减弱。资产负债率较Q2末有所下降，截至2019年Q3末设计咨询板块资产负债率为50.62%，环比下降0.31个pct，处于相对健康水平。

图表 42: 设计咨询板块财务数据分析表格（单季值）

	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q3-18Q3	19Q3-19Q2
毛利率(%)	31.44	33.72	30.72	33.83	34.85	3.41	1.02

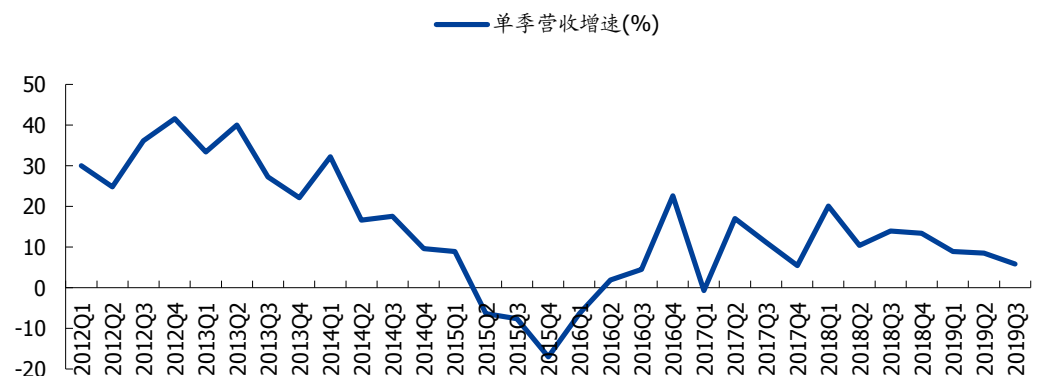
营业税金/收入比(%)	0.53	0.83	0.63	0.74	0.56	0.02	-0.18
销售费用率(%)	2.84	2.20	2.53	2.38	2.81	-0.04	0.42
管理费用率(%)	9.80	10.17	11.25	9.73	10.82	1.02	1.09
财务费用率(%)	0.81	0.33	0.73	0.52	0.50	-0.31	-0.03
研发费用率(%)	1.04	1.40	3.67	2.25	1.38	0.34	-0.86
费用率合计(%)	14.50	14.10	18.18	14.88	15.51	1.01	0.62
资产减值(含信用)损失/收入(%)	3.10	4.85	1.60	4.25	3.65	0.55	-0.60
净利率(%)	10.55	11.76	10.13	12.27	12.02	1.47	-0.25
经营性现金流/收入(%)	-0.45	32.81	-32.19	-10.38	9.00	9.46	19.38
收现比(%)	86.07	93.07	114.92	62.83	83.93	-2.14	21.11
应收账款周转率	0.36	0.58	0.29	0.34	0.31	-0.05	-0.03
存货周转率(含合同资产)	1.09	1.83	0.94	1.03	0.95	-0.15	-0.08
资产负债率(%)	51.46	53.38	50.09	50.93	50.62	-0.84	-0.31

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.4. 装饰: 整体减速/下滑, 主动控制订单规模

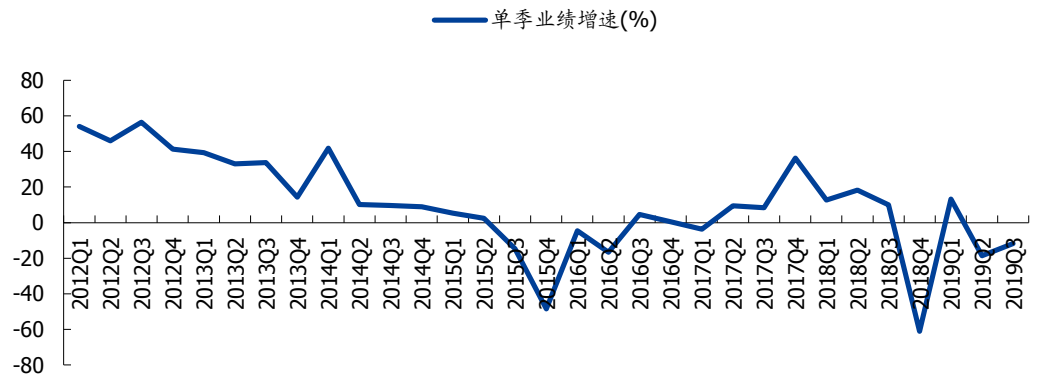
上市装企规模收缩, 板块营收和业绩有所下滑。2019Q1-3 装饰板块营收和业绩分别增长 7.6%/-8.0%。其中 Q3 装饰板块营收和业绩分别增长 5.9%/-11.7%, 较 Q2 变动 -2.7/+6.9 个 pct。Q3 装饰板块营收增速继续放缓、业绩增速有所反弹但仍然负增长, 主要系商业地产投资放缓、基建投资呈现疲态, 致传统公装需求不足; 地产调控政策趋严, 下游房企资金链趋紧, 部分装饰公司主动收缩回款条件较差及低利润率的住宅精装修业务所致。但整体看装饰少数头部公司营收及业绩增速更为稳健, 主要系近年来装饰行业集中度加速向龙头公司集中: 1) 营改增使得财务及采购不规范、依靠挂靠生存的企业逐渐从市场退出; 2) 原材料及资金价格大幅上涨, 龙头公司更具议价和应对能力; 3) EPC 等装修模式推广使具有设计总包能力的龙头企业掌握项目主动权。预计未来随着地产新开工持续向施工及竣工传导, 装饰行业集中度提升, 龙头装企有望持续稳健增长。

图表 43: 装饰板块单季营收增速



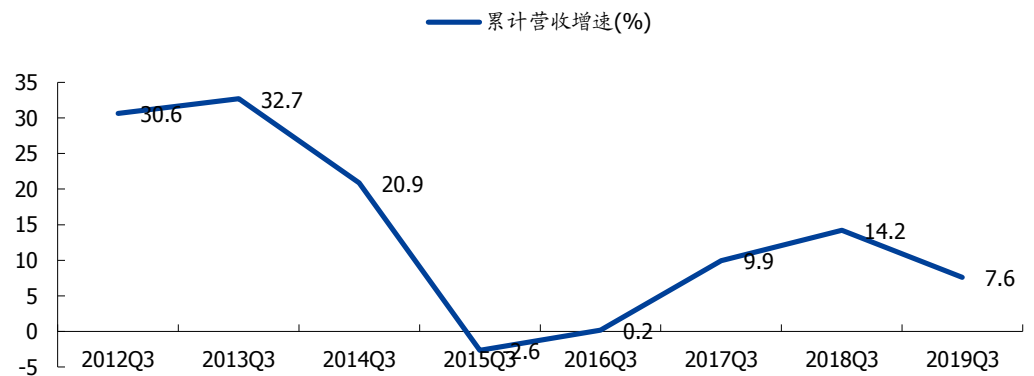
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 44: 装饰板块单季业绩增速



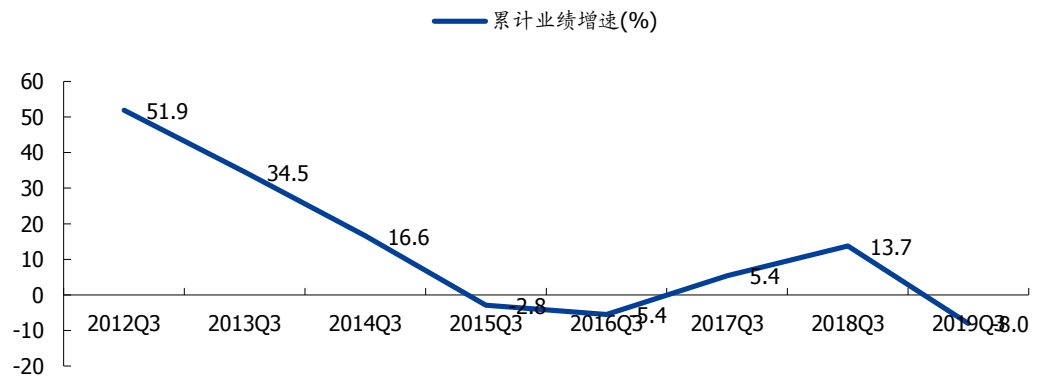
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 装饰板块历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 46: 装饰板块历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年Q3营收增速排名前三的分别为名雕股份、江河集团、亚泰国际；业绩增速排名前三的分别为中装建设、瑞和股份、亚泰国际。中装建设业绩继续大增主要系公司今年持续加大市场开拓力度，使得营业收入增加迅速，且进一步优化调整业务结构，加大对公司内部的降本增效管理。金螳螂Q3业绩增长略有放缓预计主要系公司加大坏账准备计提、关停部分盈利欠佳金螳螂家门店产生相关费用所致，值得注意的是，公司Q3收入与盈利绝对额均创历史单季新高，预计随着公司前期传统公装订单持续转化、家装业务盈利能力改善，全年仍有望继续稳健增长。

图表 47: 装饰板块单季收入和业绩增速表

公司名称	单季收入增速					单季业绩增速				
	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
宝鹰股份	14.33%	-25.9%	24.57%	-17.9%	-6.7%	7.59%	-123%	6.62%	-11.2%	-11.7%
金螳螂	22.48%	24.40%	19.57%	32.54%	17.16%	10.21%	11.98%	8.66%	16.36%	7.86%
洪涛股份	69.21%	12.03%	38.56%	-39.6%	0.1%	-1.24%	-35192%	23.11%	-81.3%	-9.6%
亚厦股份	5.70%	-5.16%	5.30%	17.80%	20.84%	-11.2%	0.16%	0.75%	-13.2%	0.8%
广田集团	12.15%	13.73%	-5.68%	-6.58%	-14.09%	7.96%	-143%	-27.6%	-41.1%	-17.7%
弘高创意	-49.1%	590.1%	7.09%	-25.9%	-22.0%	-83.6%	97.46%	108.6%	-172%	-1545%
瑞和股份	9.06%	11.67%	7.85%	-3.04%	5.78%	3.54%	-23.3%	11.20%	-4.54%	51.85%
东易日盛	26.98%	2.51%	11.09%	-2.27%	-18.84%	46.96%	-4.03%	-28.38%	-75.5%	-197.0%
奇信股份	21.23%	20.55%	0.74%	-21.8%	-37.5%	-3.31%	4.07%	4.34%	-76.1%	-89.2%
建艺集团	16.14%	34.19%	7.55%	3.20%	-2.00%	19.88%	-30.5%	12.13%	-10.2%	4.0%
亚泰国际	1.60%	47.81%	8.09%	-8.58%	22.70%	47.40%	-25.0%	22.75%	13.12%	30.35%
中装建设	36.38%	17.85%	8.19%	38.42%	12.33%	7.34%	-25.7%	4.98%	61.11%	77.04%
名雕股份	-7.84%	4.15%	12.51%	-6.15%	29.38%	-38.6%	-4.34%	3.66%	-45.2%	-37.7%
美芝股份	-1.09%	-7.59%	-30.0%	-6.83%	11.49%	-20.4%	-136.4%	-33.2%	-42.3%	-11.3%
江河集团	-8.44%	10.49%	0.84%	8.86%	24.18%	24.00%	35.93%	20.35%	-2.02%	6.53%
全筑股份	44.44%	21.67%	7.30%	40.44%	8.93%	138.2%	15.29%	32.45%	37.44%	13.92%
柯利达	18.16%	41.98%	-8.10%	27.14%	-12.20%	27.76%	-144%	6.46%	-218%	-42%
维业股份	23.78%	11.09%	-10.8%	30.13%	-0.70%	-6.61%	-129%	-19.3%	47.27%	-5.65%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

板块毛利率与净利率下降，费用率下降，现金流流出增加。2019年Q3装饰板块毛利率较2018年同期下降0.38个pct，较2019年Q2下降0.40个pct，主要系装饰行业竞争加剧，低利润率住宅精装修业务收入占比提升所致。期间费用率同比下降0.04个pct，环比下降1.04个pct，研发费用率下降明显。Q3净利率为4.29%，同比和环比分别变动-0.85/0.07个pct。经营性现金流与营收的比同比下降1.68个pct，现金流流出有所增加。收现比同比下降0.19个pct，地产链资金趋紧情况下，对下游房企收款能力整体有所减弱。资产负债率较Q2末有所下降，截至2019年Q3末装饰板块资产负债率为63.39%，环比下降0.05个pct，主要系行业公司归还本息负债、降低经营风险所致。

图表 48: 装饰板块财务数据分析表格(单季值)

	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q3-18Q3	19Q3-19Q2
毛利率(%)	17.04	19.92	17.50	17.06	16.66	-0.38	-0.40
营业税金/收入比(%)	0.32	0.36	0.42	0.28	0.29	-0.03	0.01
销售费用率(%)	2.21	2.06	2.81	2.21	2.04	-0.17	-0.17
管理费用率(%)	3.54	3.51	4.50	3.50	3.42	-0.12	-0.09

财务费用率(%)	1.31	1.98	1.96	1.50	1.31	0.00	-0.19
研发费用率(%)	0.72	1.38	2.69	1.56	0.96	0.25	-0.60
费用率合计(%)	7.77	8.92	11.95	8.77	7.73	-0.04	-1.04
资产减值(含信用)损失/收入(%)	1.04	5.12	1.73	0.55	1.75	0.72	1.20
净利率(%)	5.14	1.54	5.30	4.22	4.29	-0.85	0.07
经营性现金流/收入(%)	-0.96	19.99	-19.81	6.62	-2.64	-1.68	-9.26
收现比(%)	87.19	85.62	117.28	74.01	87.00	-0.19	13.00
应收账款周转率	0.36	0.38	0.26	0.35	0.33	-0.03	-0.02
存货周转率(含合同资产)	2.70	3.08	2.28	3.05	3.07	0.38	0.03
资产负债率(%)	61.81	63.47	61.71	63.44	63.39	1.59	-0.05

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年Q3上市装饰公司合计订单增速为2.22%，较去年Q3下降16.7个pct，较Q2下降9.8个pct。除去年同期基数较高以外，上市装企上半年整体订单放缓预计主要系在地产融资趋紧环境下对住宅精装修业扩张有所控制。龙头公司金螳螂2019Q1-3公司新签订单总额334.2亿元，同比稳健增长17%，其中新签公装/住宅/设计订单分别为185.6/126.5/22.1亿元，同比增长16%/18%/30%。Q3单季公司新签订单110.0亿元，同比增长4%，其中新签公装/住宅/设计订单分别为58.2/42.9/8.4亿元，同比增长1%/3%/29%，Q3订单增长放缓预计主要系公司提高所承接项目回款标准，主动放弃部分回款条件较差的地产类项目所致。截止2019Q3末，金螳螂在手已签约未完工订单为645.5亿元，同比/环比分别增长17%/4%，约为18年收入2.6倍，充足订单有望持续向收入转化，促业绩持续稳健增长。

图表 49: 装饰板块主要公司新签订单情况 (亿元)

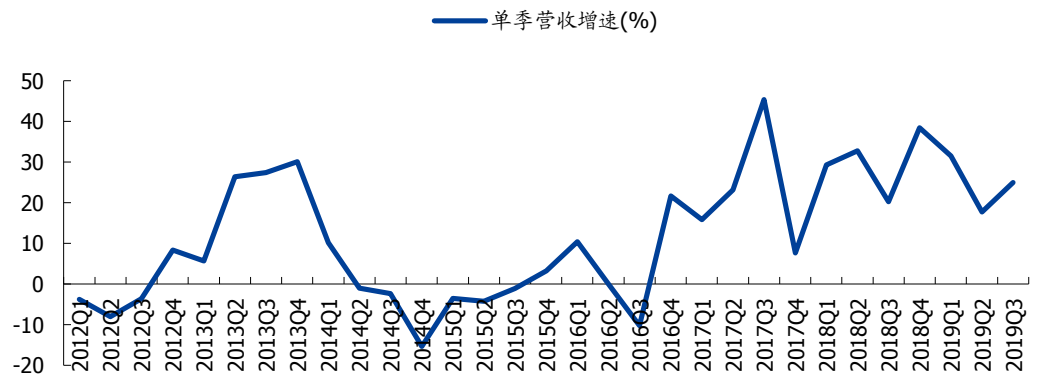
公司简称	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	18Q3 增速	18Q4 增速	19Q1 增速	19Q2 增速	19Q3 增速
金螳螂	105.68	107.36	107.04	117.66	109.54	28.46%	28.61%	30.43%	21.06%	3.65%
江河集团	45.06	82.87	48.44	66.09	51.82	7.29%	38.12%	35.57%	36.72%	15.00%
广田集团	44.77	45.94	30.20	41.68	53.49	12.97%	-16.29%	-24.67%	-48.38%	19.48%
亚厦股份	36.79	30.72	30.98	39.81	41.68	21.86%	-20.52%	119.41%	12.14%	13.29%
宝鹰股份	26.63	15.91	11.17	17.33	21.04	26.81%	-53.49%	-65.01%	-58.80%	-20.99%
全筑股份	22.39	21.15	25.03	42.46	26.58	49.00%	39.00%	16.09%	-0.54%	18.71%
奇信股份	12.96	11.55	4.75	13.48	8.58	-21.26%	-16.30%	-51.47%	-29.02%	-33.80%
东易日盛	11.89	8.45	11.46	12.55	11.26	18.43%	-16.83%	8.72%	7.29%	-5.30%
中装建设	15.17	10.48	12.40	17.57	16.84	31.23%	-14.03%	-26.88%	10.43%	11.01%
瑞和股份	14.24	13.27	12.76	11.78	8.66	-4.40%	3.59%	94.48%	-17.74%	-39.21%
建艺集团	7.79	7.07	6.13	4.26	9.21	-20.80%	-16.13%	-29.87%	-57.65%	18.29%
洪涛股份	10.20	15.07	9.96	6.39	5.58	-28.62%	-32.48%	32.84%	-49.57%	-45.29%
维业股份	8.03	4.18	10.63	6.60	6.30	-3.49%	-62.34%	120.97%	-7.43%	-21.54%
柯利达	7.09	3.87	6.35	5.41	9.50	36.61%	-52.34%	14.00%	22.12%	33.99%
美芝股份	6.30	3.16	6.90	2.50		404.00%	100.71%		169.53%	-60.32%
名雕股份	1.52	1.78	0.93	2.44	2.30	-8.64%	-3.26%	-6.96%	33.33%	51.66%
合计	376.51	382.83	328.22	412.41	384.88	18.91%	2.48%	9.71%	-7.56%	2.22%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.5. 钢结构：行业景气度持续回升，促营收与业绩显著加速

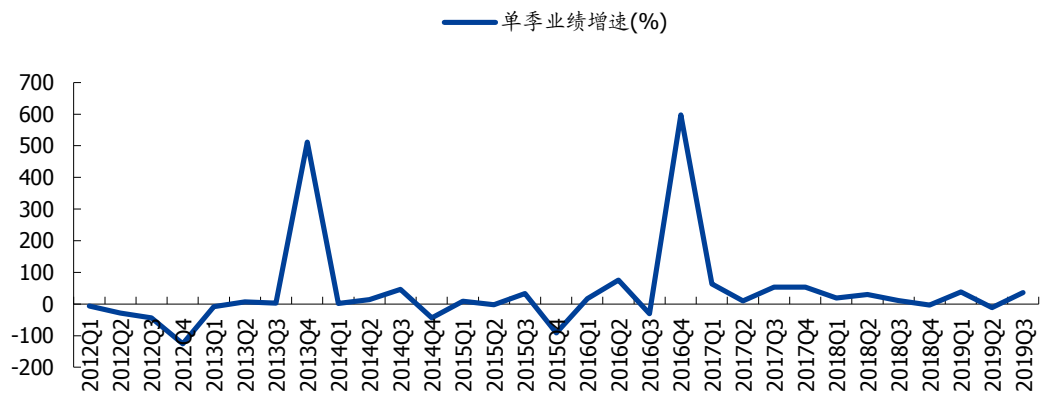
行业景气度提升促板块营收业绩增速回升。2019Q1-3 钢结构板块营收和业绩分别增长 24.0%/14.1%。其中 Q3 钢结构板块营收和业绩分别增长 25.0%/36.0%，较 Q2 变动 +7.3/+47.7 个 pct。板块营收和业绩环比均有所提升，预计主要系：1) 政策大力推动装配式建筑发展，地方政府、开发商及建筑公司积极响应，包括钢结构在内的装配式建筑技术、部件、总包工程需求均大幅增长；2) 近年来随着钢价大幅波动、营改增以及环保政策的影响，部分中小型钢结构企业利润不断压缩而逐渐被挤出市场，行业集中度趋于向上市钢结构龙头集中。预计随着钢结构行业需求不断提升，行业公司在手订单持续向收入转化，钢结构板块有望持续较快增长。

图表 50: 钢结构板块单季营收增速



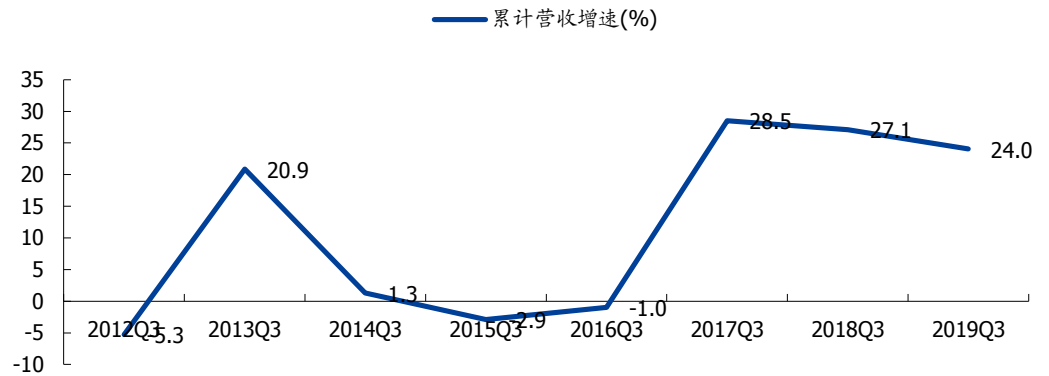
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 51: 钢结构板块单季业绩增速



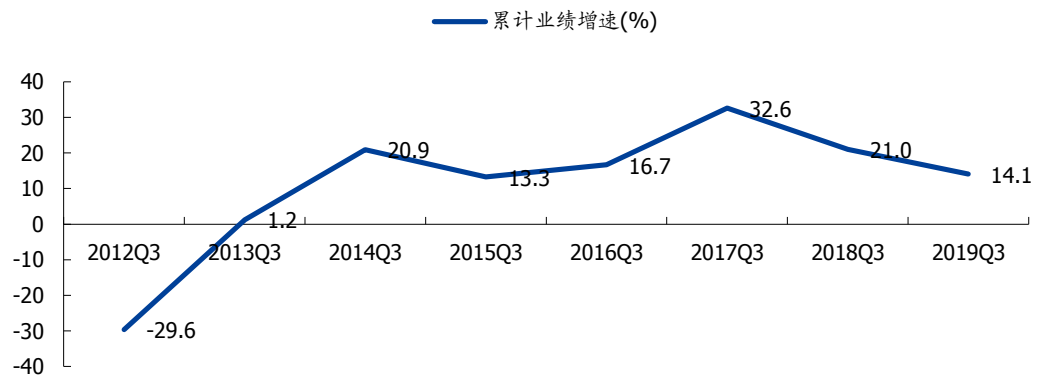
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 52: 钢结构历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 53: 钢结构历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年Q3营收增速排名前三的分别为精工钢构、鸿路钢构、海波重科；业绩增速排名前三的分别为精工钢构、东南网架、杭萧钢构。其中龙头公司精工钢构Q3营收与业绩增速均处于相对较高水平，分别为56%/352%，主要系公司传统钢结构业务前期较快增长订单持续向收入转化、盈利能力持续回升，同时EPC业务贡献营收开始放量，装配式技术合作业务显著贡献业绩增量所致。鸿路钢构Q3营收与业绩增速分别为40%/-1%，收入较快增长主要系公司钢结构加工产能持续释放、钢结构施工业务大幅增长，业绩增速下滑主要系公司递延政府补助收入确认，当期补助占比有所降低，而Q3单季扣非后归母净利润大幅增长109%，显示公司内生增长动力强劲。

图表 54: 钢结构板块单季收入和业绩增速表

公司名称	单季收入增速					单季业绩增速				
	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
东南网架	2.20%	4.1%	21.07%	-8.6%	5.4%	43.55%	15%	62.90%	45.3%	78.1%
鸿路钢构	22.70%	76.59%	90.52%	31.90%	40.46%	162.60%	150.08%	30.62%	-7.40%	-1.46%

富煌钢构	41.16%	38.13%	23.17%	35.0%	8.6%	-10.78%	10%	19.40%	31.3%	-19.5%
杭萧钢构	57.65%	42.23%	35.06%	-6.10%	9.64%	-57.3%	-40.06%	-27.34%	-49.8%	27.1%
精工钢构	4.81%	61.24%	4.13%	38.84%	56.35%	287.67%	4888%	319.6%	-19.0%	352.4%
海波重科	53.3%	26.0%	264.9%	48.1%	39.1%	29.8%	-84.57%	245.5%	30.4%	10.8%
森特股份	27.54%	16.22%	32.99%	47.91%	18.87%	8.90%	5.5%	27.19%	30.67%	10.69%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率与净利率提升, 费用率有所下滑, 现金流流入规模收窄。2019年Q3钢结构板块毛利率较2018年同期提升0.40个pct, 较2019年Q2下降1.23个pct, 盈利能力总体仍处于持续回升趋势中。期间费用率同比与环比分别下降0.62/0.71个pct。Q3净利率为4.56%, 同比提升0.37个pct, 环比下降0.25个pct。经营性现金流与营收的比同比下降7.35个pct, 现金流流入有所收窄, 主要系地产融资趋紧环境下, 下游业主支付工程款放缓, 同时行业公司加大EPC业务拓展致垫资增多所致。收现比同比下降6.48个pct。资产负债率较Q1末有所下降, 截至2019年Q3末钢结构板块资产负债率为60.85%, 环比下降0.83个pct。

图表 55: 钢结构板块财务数据分析表格 (单季值)

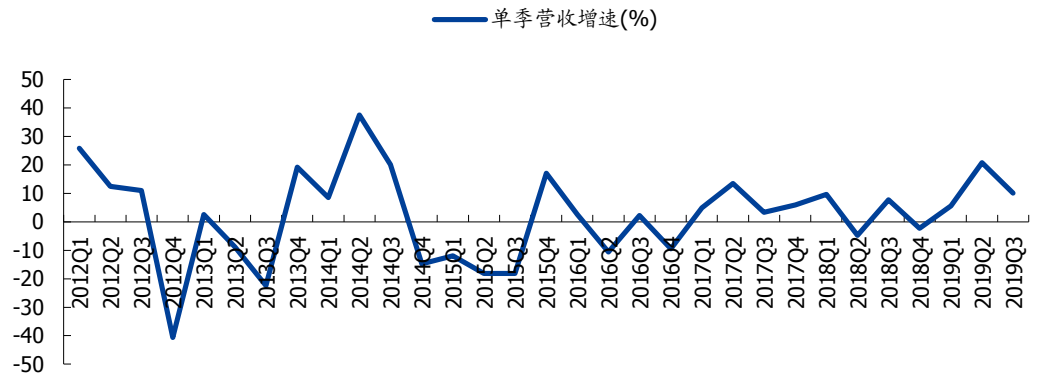
	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q3-18Q3	19Q3-19Q2
毛利率(%)	14.01	14.88	14.23	15.65	14.42	0.40	-1.23
营业税金/收入比(%)	0.38	0.41	0.37	0.57	0.30	-0.08	-0.26
销售费用率(%)	1.36	1.28	1.18	1.17	1.33	-0.03	0.16
管理费用率(%)	2.94	2.82	3.51	2.74	2.63	-0.31	-0.10
财务费用率(%)	1.47	1.21	1.52	1.25	1.17	-0.31	-0.09
研发费用率(%)	1.32	1.17	3.01	2.02	1.35	0.03	-0.67
费用率合计(%)	7.09	6.50	9.22	7.18	6.47	-0.62	-0.71
资产减值(含信用)损失/收入(%)	-0.15	2.00	0.92	1.20	0.18	0.32	-1.02
净利率(%)	4.19	2.82	4.72	4.81	4.56	0.37	-0.25
经营性现金流/收入(%)	11.44	4.89	9.74	4.39	4.09	-7.35	-0.30
收现比(%)	113.16	83.03	116.02	84.21	106.68	-6.48	22.47
应收账款周转率	1.09	1.41	0.94	1.12	1.04	-0.05	-0.08
存货周转率(含合同资产)	0.42	0.59	0.41	0.50	0.48	0.06	-0.01
资产负债率(%)	59.25	60.28	60.26	61.68	60.85	1.60	-0.83

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.6. 国际工程: 业绩整体略有反弹, 生效订单不足导致收入减速

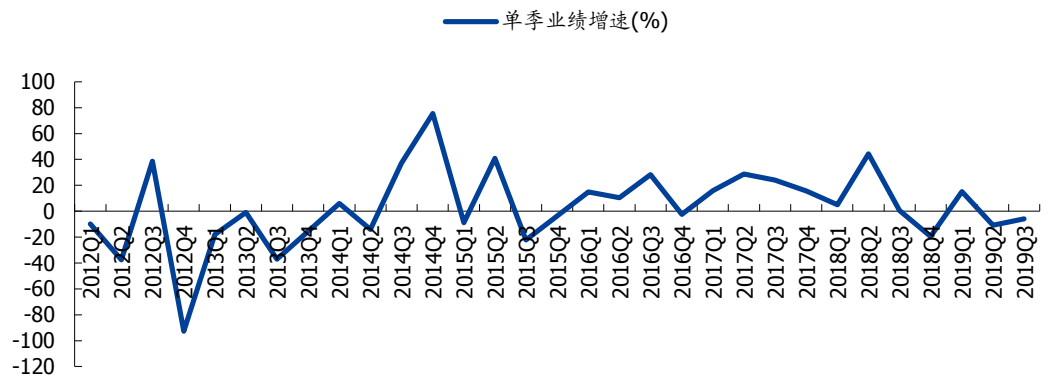
营收增速放缓, 业绩增速有所反弹。2019Q1-3国际工程板块营收和业绩分别增长12.6%/-4.0%。其中Q3国际工程板块营收和业绩分别增长10.1/-5.9%, 较Q2变动-10.8/+4.9个pct。Q3国际工程板块营收增速下滑, 主要因中工国际前期生效订单不足, 导致营收大幅下滑; 业绩增速有所反弹, 主要系北方国际业绩大幅加速。

图表 56: 国际工程板块单季营收增速



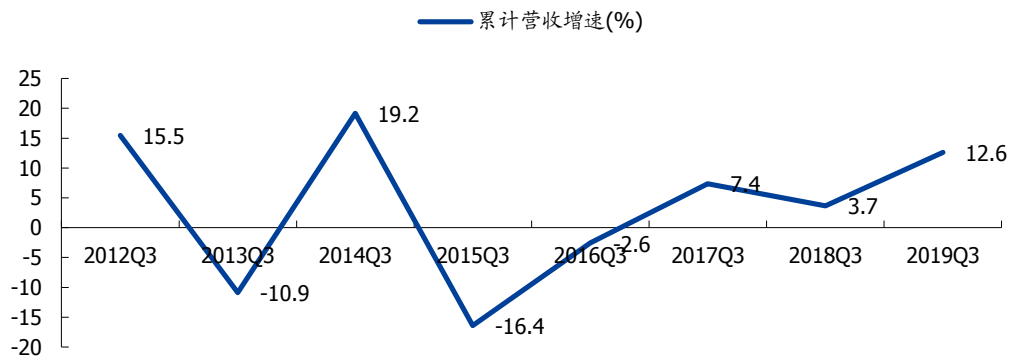
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 57: 国际工程板块单季业绩增速



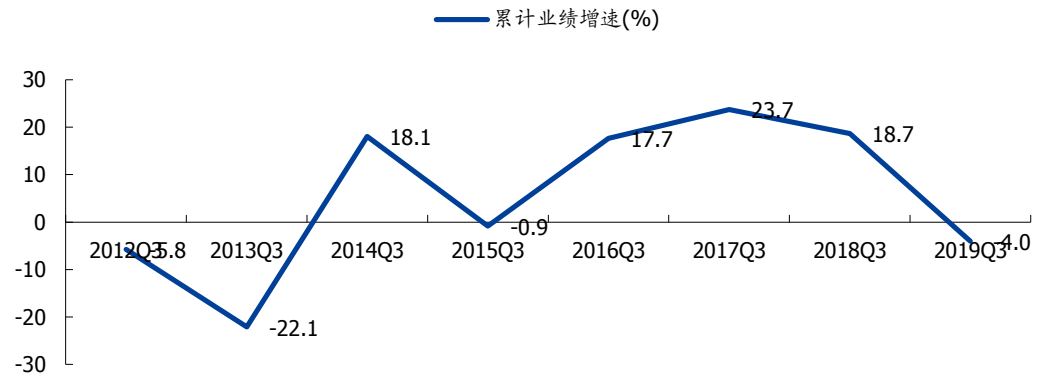
资料来源: Wind, 国盛证券研究所, *13Q4 及 15Q4 单季增速极端值用 N/A 处理

图表 58: 国际工程历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 59: 国际工程历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年Q3营收增速排名前三的分别为中成股份、中钢国际、中材国际;业绩增速排名前三的分别为中成股份、北方国际、中材国际。5家国际工程公司三季度业绩均出现好转。中成股份Q3营收与业绩大增主要系去年同期基数过低所致(去年Q3营收与业绩分别下滑87%/36%)。北方国际业绩加速主要系去年基数过低(去年Q3业绩增速下滑34%),同时资产减值损失大幅下降。中工国际营收大幅下滑,主要因前期生效订单不足,本期可执行订单偏少。

图表 60: 国际工程板块单季收入和业绩增速表

公司名称	单季收入增速					单季业绩增速				
	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
北方国际	39.49%	15.16%	-26.3%	14.02%	15.93%	-33.7%	-2.20%	-45.8%	18.64%	35.77%
中成股份	-86.9%	-38.6%	-70.3%	98.85%	206.14%	-35.8%	-19.6%	-95.3%	-132.7%	84.2%
中钢国际	29.57%	22.95%	65.00%	154.9%	75.6%	-36.6%	46.34%	72.87%	-29.9%	-9.3%
中工国际	23.80%	-51.5%	9.36%	-16.8%	-47.9%	-1.61%	-58.6%	2.47%	-33.9%	-33.6%
中材国际	-8.07%	17.05%	12.04%	12.66%	36.32%	33.47%	37.55%	32.04%	10.04%	10.52%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资产减值减少,现金流情况有所改善。2019年Q3国际工程板块毛利率较2018年同期下降0.83个pct,期间费用率同比与环比分别变动+3.44/-0.16个pct,Q3费用率环比Q2大幅下降主要系人民币贬值增厚国际工程公司汇兑损益所致,但仍小于去年Q3的汇兑收益规模。Q3资产减值(含信用减值)占收入比较去年同期下降1.40个pct。Q3净利率为6.21%,同比下降1.29个pct。营性现金流与营收的比同比提升4.73个pct,现金流情况有所改善,主要系去年基数较低。收现比同比提升0.47个pct。资产负债率同比下降,截至2019年Q3末国际工程板块资产负债率为63.92%。

图表 61: 国际工程板块财务数据分析表格(单季值)

	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q3-18Q3	19Q3-19Q2
毛利率(%)	14.96	16.32	16.67	16.46	14.13	-0.83	-2.33
营业税金/收入比(%)	0.25	0.20	0.21	0.28	0.19	-0.06	-0.10

销售费用率(%)	2.20	2.44	2.20	2.65	2.27	0.07	-0.38
管理费用率(%)	4.69	4.98	4.23	3.92	4.35	-0.34	0.43
财务费用率(%)	-6.30	0.62	2.95	-2.83	-2.76	3.54	0.07
研发费用率(%)	0.32	0.56	1.27	0.77	0.49	0.16	-0.28
费用率合计(%)	0.91	8.60	10.65	4.51	4.35	3.44	-0.16
资产减值(含信用)损失/收入(%)	1.91	0.81	0.23	1.17	0.50	-1.40	-0.67
净利率(%)	7.50	5.42	5.77	7.63	6.21	-1.29	-1.43
经营性现金流/收入(%)	-5.69	18.53	-16.40	-6.90	-0.96	4.73	5.94
收现比(%)	96.07	92.32	81.08	92.13	96.54	0.47	4.41
应收账款周转率	0.77	1.19	0.78	0.93	0.75	-0.02	-0.18
存货周转率(含合同资产)	1.01	1.62	1.12	1.49	1.19	0.18	-0.30
资产负债率(%)	64.21	63.41	62.98	63.64	63.92	-0.29	0.28

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

国际工程公司新签订单有所恢复, 后续订单生效情况需要紧密观察。2019年Q3中工国际/北方国际/中钢国际/中材国际分别新签订单 22/0/58/73 亿元, 同比增长 498%/-100%/9%/29%, 中工国际和中材国际订单增长较为亮眼, 主要因去年基数较低。从金额上看, 今年国际工程公司新签订单有所恢复, 后续需要密切观察新签订单的生效情况。

图表 62: 国际工程公司订单情况

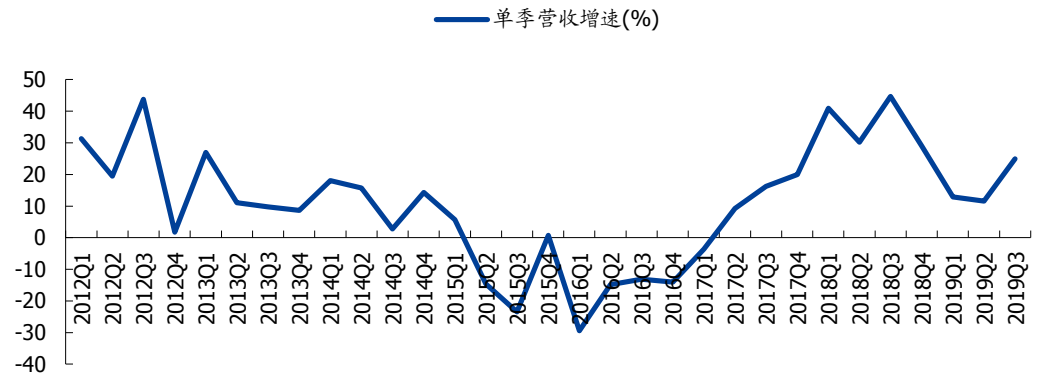
公司	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
新签订单(亿元)								
中工国际	20.8	8.4	30.5	3.7	97.4	18.3	65.4	22.1
北方国际	129.4	4.7	43.8	1.7	25.7	14.6	154.9	
中钢国际	39.8	56.4	50.3	53.2	101.8	17.0	58.3	57.8
中材国际	92.9	54.0	66.8	56.5	132.6	76.7	75.5	73.0
同比增速								
中工国际				-89%	367%	119%	114%	498%
北方国际				-195%	-80%	214%	254%	
中钢国际				66%	156%	-70%	16%	9%
中材国际				-48%	43%	42%	13%	29%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.7. 化学工程: 营收业绩加速, 现金流大幅好转

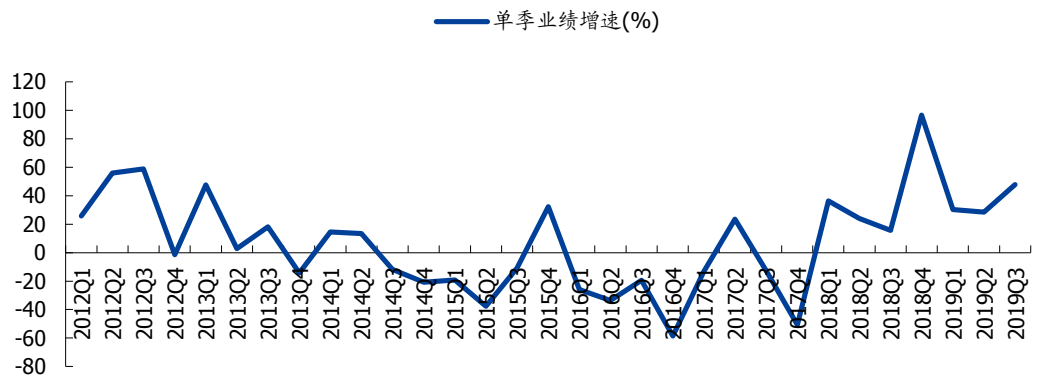
化学工程板块 Q3 营收与业绩增速提升。2019Q1-3 化学工程板块营收和业绩分别增长 16.7%/34.9%。其中 Q3 化学工程营收和业绩分别增长 25.0%/47.9%, 较 Q2 变动 +13.4/+19.5 个 pct。Q3 营收增速与业绩增速均有所加速, 主要系费用率大幅下降, 其中管理费用率降幅明显。此外环比 Q2 资产减值损失计提也有所减少。

图表 63: 化学工程板块单季营收增速



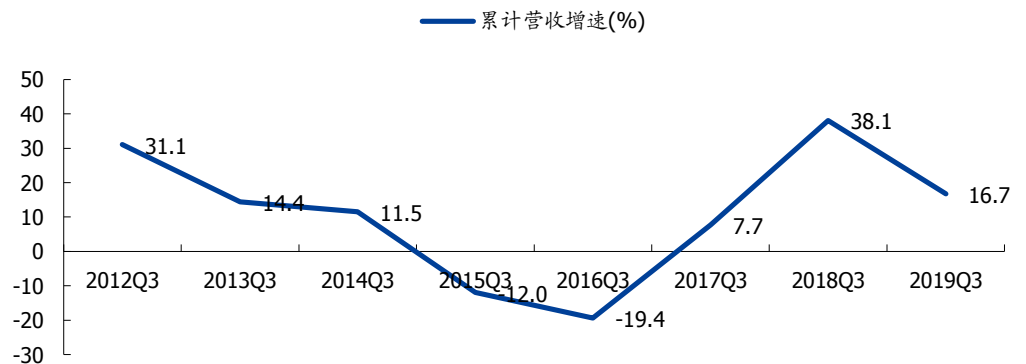
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 64: 化学工程板块单季业绩增速



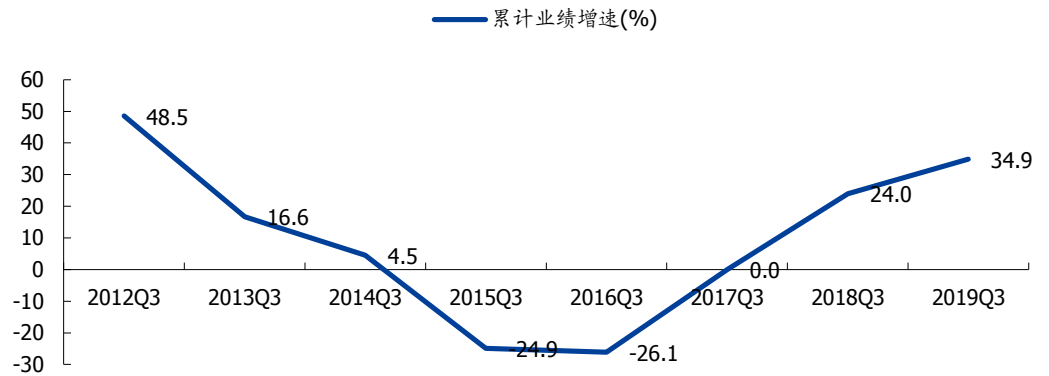
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 65: 化学工程历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 66: 化学工程历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

与去年 Q3 增速相比, 2019 年 Q3 化学工程中延长化建、百利科技和三维工程 3 家营收增速有所提升; 而业绩同比提升的有中国化学、三联虹普、延长化建、百利科技和三维工程 5 家。环比 2019 年 Q2, 大部分化学工程公司营收与业绩均有所加速。Q3 营收增速排名前三的分别为镇海股份、百利科技、三维工程; 业绩增速排名前三的分别为三维工程、百利科技、三联虹普。中国化学业绩超出市场预期, 主要系今年公司毛利率持续改善及费用率下降。

图表 67: 化学工程板块单季收入和业绩增速表

公司名称	单季收入增速					单季业绩增速				
	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
中国化学	46.36%	37.56%	18.77%	8.95%	24.46%	21.66%	15.59%	55.61%	43.16%	55.80%
东华科技	55.16%	30.77%	5.73%	22.84%	-1.82%	46.01%	118.2%	17.68%	19.85%	-11.31%
三联虹普	283.5%	111.4%	59.62%	65.57%	19.08%	59.57%	-88.1%	15.14%	36.85%	64.40%
延长化建	16.32%	-15.7%	-30.0%	24.73%	27.54%	40.28%	68.41%	-38.9%	149.4%	52.1%
航天工程	112.0%	62.08%	9.26%	6.92%	33.00%	-11.7%	137.3%	-35.7%	-55.1%	-28.4%
百利科技	-10.16%	273.1%	25.68%	55.54%	111.8%	-69.4%	18.40%	30.86%	-92.7%	113.1%
三维工程	-31.9%	-20.3%	7.20%	43.78%	57.13%	-51.5%	-71.3%	-36.3%	-17.5%	218.4%
镇海股份	142.6%	77.40%	21.92%	13.26%	121.4%	20.53%	41.10%	-21.3%	-0.56%	-2.19%

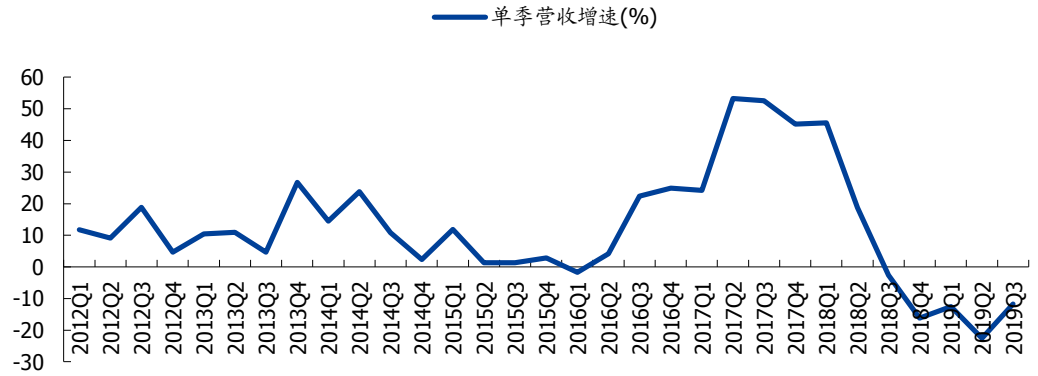
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

期间费用率明显下降, Q3 现金流大幅好转。2019 年 Q3 化学工程板块毛利率较 2018 年同期提升 0.78 个 pct, 较 2019 年 Q2 下降 2.84 个 pct。期间费用率同比和环比均有所下降, 其中环比 Q2 大幅下降 0.95 个 pct, 主要是研发费用率下降较多。资产减值(含信用减值)占收入比较去年同期提升 0.52 个 pct, 较 Q2 下降 0.57%。净利率为 3.81%, 同比提升 0.59 个 pct, 环比下降 1.22 个 pct, 与毛利率变动方向一致。经营性现金流与营收的比同比提升 18.53 个 pct, 经营性现金流大幅好转, 其中中国化学三季度单季大幅流入 32 亿元, 同比大幅改善。资产负债率环比有所提升, 截至 2019 年 Q3 末化学工程企业资产负债率为 63.42%, 同比略有提升。

3.8. 园林 PPP: 板块延续下行趋势，修复尚需时日

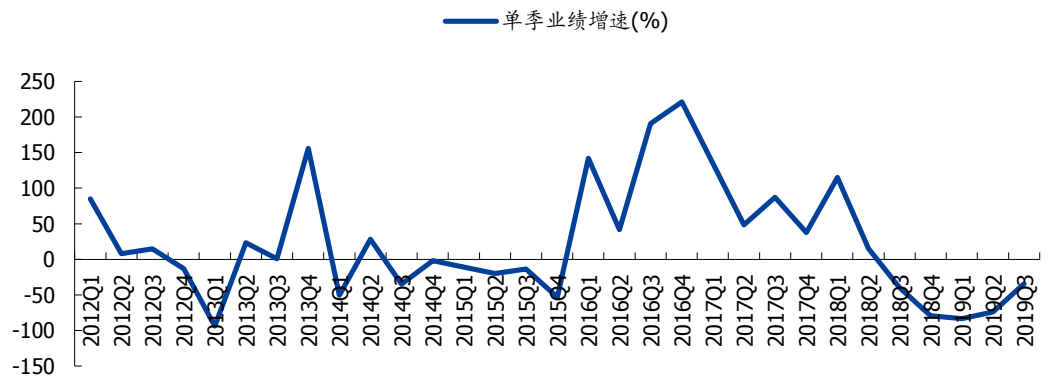
营收业绩延续下滑趋势，景气度处于低位。2019Q1-3 园林 PPP 板块营收和业绩分别增长-16.5%/-65.5%。其中 Q3 园林 PPP 板块营收和业绩分别增长-11.7%/-34.3%，较 Q2 变动+10.9/+39.4 个 pct。虽然环比有所好转，但在 PPP 行业景气度不佳、以及去年同期营收业绩高基数的背景下，2019 年 Q3 营收与业绩整体依然大幅下滑。

图表 68: 园林 PPP 板块单季营收增速



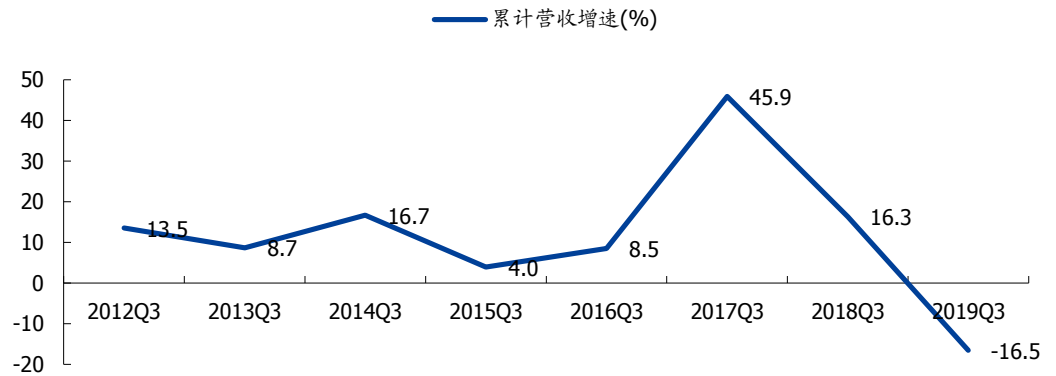
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 69: 园林 PPP 板块单季业绩增速



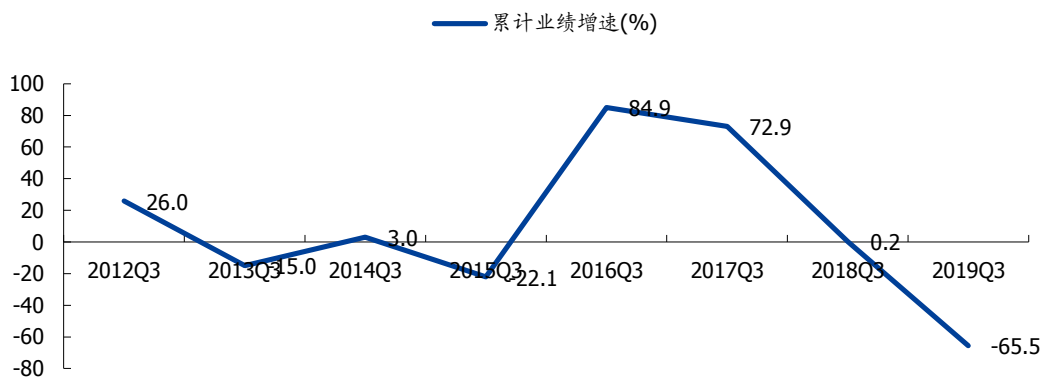
资料来源: Wind, 国盛证券研究所, *15Q1 及 17Q1 单季增速极端值用 N/A 处理

图表 70: 园林 PPP 历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 71: 园林 PPP 历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年Q3营收增速排名前三的分别为杭州园林、*ST云投、大千生态;业绩增速排名前三的分别为铁汉生态、*ST云投、棕榈股份。杭州园林营收增速大增主要系公司大力拓展EPC业务所致。铁汉生态Q3业绩增速大增主要系去年基数过低(单季同比下滑111%)。

图表 72: 园林 PPP 板块单季收入和业绩增速表

公司名称	单季收入增速					单季业绩增速				
	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
*ST云投	13.86%	154.7%	-21.1%	223.2%	42.8%	-195%	94.09%	118.6%	103.7%	145.3%
东方园林	-12.7%	-44.7%	-60.1%	-70.0%	-48.4%	-22.07%	-52.7%	-2852%	-195%	-97%
丽鹏股份	-46.9%	-51.2%	-17.7%	-44.3%	-6.7%	-131%	-3838%	39.53%	9.17%	25.18%
棕榈股份	-4.08%	-5.43%	-31.3%	-49.0%	-47.0%	-196%	-71.6%	-3307%	-123%	105%
海南瑞泽	-0.42%	-2.57%	-14.5%	-15.6%	-20.9%	-7.09%	-84.2%	6.96%	-68.6%	-70.1%
普邦股份	4.08%	11.28%	-25.0%	-15.5%	-9.3%	6.93%	-552%	-7.24%	-10.3%	-63.4%

岭南股份	146.1%	40.72%	11.39%	-14.0%	-8.8%	77.61%	0.96%	-64.2%	-40.6%	-48.3%
文科园林	-4.48%	13.93%	1.41%	6.65%	-0.49%	-9.63%	-18.0%	6.37%	4.12%	-4.30%
铁汉生态	-29.3%	-58.1%	-25.4%	-39.2%	-0.9%	-111%	-120%	-29.1%	-77.3%	150.6%
美晨生态	-18.7%	-36.7%	-31.5%	-30.5%	-20.3%	-40.6%	-106%	-30.8%	-72.7%	-111.6%
蒙草生态	-57.3%	14.25%	-6.72%	-39.7%	-14.9%	-57.8%	-196%	21.87%	-63.9%	-71.3%
美尚生态	3.16%	-23.8%	-2.70%	-29.4%	3.5%	53.02%	34.96%	-5.86%	-15.9%	-8.2%
杭州园林	12.49%	65.99%	-46.6%	68.75%	404.2%	22.36%	28.74%	19.52%	50.80%	42.90%
龙元建设	10.28%	-4.40%	8.31%	9.92%	1.13%	23.67%	50.69%	21.13%	-1.45%	16.10%
岳阳林纸	3.58%	-3.75%	-12.8%	-3.53%	10.90%	-61.6%	-83.2%	-121%	-56.8%	89.1%
花王股份	112.8%	-19.8%	23.96%	-17.3%	-34.2%	241.1%	-98.1%	51.98%	-27.8%	-55.3%
元成股份	48.91%	40.37%	26.53%	3.69%	-3.01%	44.37%	35.60%	63.64%	18.54%	-8.15%
东珠生态	1.71%	12.35%	18.49%	24.32%	1.53%	-16.6%	24.08%	11.82%	11.16%	-23.09%
天域生态	24.98%	-31.1%	7.20%	-37.1%	-2.5%	-4.85%	-48.1%	125.5%	-34.7%	-30.5%
乾景园林	-50.9%	-45.5%	-27.7%	7.01%	21.49%	-37.3%	-146%	37.72%	-3.06%	-86.09%
绿茵生态	-26.4%	-49.8%	51.92%	17.72%	18.62%	-26.1%	-17.3%	21.85%	38.31%	22.15%
大千生态	8.90%	16.77%	9.93%	-6.89%	25.59%	-28.9%	42.76%	135.1%	-3.83%	49.78%
农尚环境	2.98%	12.02%	11.48%	1.25%	1.61%	3.70%	-10.5%	6.36%	4.20%	6.07%
诚邦股份	-14.5%	8.12%	-19.8%	-12.2%	17.8%	-42.4%	-39.0%	-133%	-35.6%	86.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年Q3园林PPP毛利率较2018年同期回落2.42个pct,较2019年Q2回落0.81个pct。期间费用率同比小幅回落0.10个pct,其中管理费用率回落较多;环比Q2提升0.27个pct,主要系管理费用率提升较多。资产减值(含信用减值)占收入比较去年同期提升0.34个pct,较Q2下降0.32%。净利率为4.12%,同比下降1.42个pct,环比提升0.64个pct。经营性现金流与营收的比同比提升0.21个pct。收现比同比提高0.81个pct。截至2019年Q3末园林PPP企业资产负债率为66.87%,同比提升2.35个pct。

图表 73: 园林 PPP 板块财务数据分析表格 (单季值)

	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q3-18Q3	19Q3-19Q2
毛利率(%)	22.05	21.41	18.00	20.44	19.63	-2.42	-0.81
营业税金/收入比(%)	0.44	0.56	0.48	0.47	0.36	-0.08	-0.11
销售费用率(%)	1.50	1.52	1.74	1.37	1.57	0.07	0.21
管理费用率(%)	6.56	4.59	7.93	5.65	6.18	-0.37	0.54
财务费用率(%)	4.14	2.93	5.49	4.43	4.30	0.16	-0.13
研发费用率(%)	0.77	0.89	2.18	1.16	0.82	0.05	-0.34
费用率合计(%)	12.97	9.93	17.34	12.60	12.88	-0.10	0.27
资产减值(含信用)损失/收入(%)	1.10	7.67	1.24	1.76	1.44	0.34	-0.32
净利率(%)	5.54	2.46	0.82	3.47	4.12	-1.42	0.64
经营性现金流/收入(%)	0.71	10.54	-20.01	-3.58	0.92	0.21	4.50
收现比(%)	76.05	76.15	113.37	51.49	76.86	0.81	25.37
应收账款周转率	0.51	0.61	0.37	0.54	0.46	-0.05	-0.08
存货周转率(含合同资产)	0.22	0.27	0.17	0.22	0.19	-0.03	-0.03
资产负债率(%)	64.52	65.93	65.06	66.60	66.87	2.35	0.27

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4. 投资建议及重点标的评述

4.1. 投资建议

当前建筑板块估值处于历史低位，横向比较呈估值洼地，具有较强吸引力，在基建稳增长重要性提升之际，配置性价比突显。重点推荐增长稳健、低估值建筑央企**中国铁建**（6.4XPE，0.81XPB）、**中国中铁**（7.3XPE，0.79XPB）、**中国化学**（11XPE，0.94XPB）等，设计龙头**中设集团**（10XPE）、**苏交科**（11XPE），基础设施投资专家**龙元建设**（12XPE，1.2XPB），此外亦推荐业绩增长稳健、估值处于低位的**金螳螂**（9XPE）。

4.2. 重点标的评述

中国铁建：1) 2019年前三季度公司实现营业收入5614亿元，同比增长15%；归母净利润147亿元，同比增长16%，较上半年增速略加快，符合预期。2) 2019年前三季度累计新签合同额11152亿元，同增25%，较二季度提升7个pct，已连续3个季度持续加速；其中三季度单季新签3965亿元，大幅增长40%。3) 预测公司2019-2021年EPS分别为1.50/1.69/1.86元，当前股价对应PE分别为6.4/5.7/5.2倍，目前PB仅为0.81倍。

中国化学：1) 2019年前三季度实现营业收入629.3亿元，同比增长17%，订单转化保持良好势头；实现归母净利润24.5亿元，同比大幅增长50%，延续高增长趋势，同时毛利率持续改善。2) 近期公告新签俄罗斯波罗的海化工综合体项目，总金额120亿欧元，折合人民币约943亿元，如考虑该项目，全年订单有望继续保持50%以上的强劲增长。预计公司2018年末在手订单将超过1800亿元，是2018年营业收入的2.31倍，创历史新高。新签千亿项目年均合同额189亿元，约占2019年预计收入的18%，后续公司收入有望实现加速增长。3) 预测公司2019-2021年EPS分别为0.57/0.71/0.83元，当前股价对应PE分别为11/9/7倍，PB仅0.94倍。

龙元建设：1) 2019Q1-3公司实现营收161.3亿元，同比增长7%，实现归母净利润6.3亿元，同比稳健增长12%，在PPP行业调整、同行业公司业绩普遍大幅下滑或亏损之际，公司适当放慢节奏、控制经营风险、实现稳步增长，显示出公司经营的谨慎性与稳健性。2) 受益基础设施资产证券化加速，拟发行应收账款资产证券化产品，有望释放资本效率。3) 预测公司2019-2021年EPS分别为0.68/0.78/0.89元，当前股价对应PE分别为12/10/9倍。

中设集团：1) 公司在去年业绩高基数情况下，今年前三季度盈利依然实现20%增长，彰显稳健成长能力。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专业链、全产业链转变。3) 交通强国战略支撑交通基建长期发展，智能化催生庞大升级市场空间。4) 预测公司2019-2021年EPS分别为1.03/1.21/1.42元，当前股价对应PE分别为10/9/7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) Q1-3公司新签订单总额334.2亿元，同比稳健增长17%，公司主动放缓订单承接节奏，以求稳健持续发展。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，有望实现稳健发展。4) 预测公司2019-2021年EPS分别为0.88/1.00/1.13元，当前股价对应PE分别为9/8/7倍，目前处于历史估值极低位置。

图表 74: 重点标的估值情况

股票简称	股价	EPS			PE			PB
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
中国铁建	9.63	1.50	1.69	1.86	6.4	5.7	5.2	0.81
中国建筑	5.28	1.01	1.10	1.20	5.2	4.8	4.4	0.91
中国中铁	5.83	0.80	0.89	1.00	7.3	6.6	5.8	0.79
中国交建	9.46	1.37	1.50	1.64	6.9	6.3	5.8	0.81
中国化学	6.06	0.57	0.71	0.83	10.6	8.5	7.3	0.94
上海建工	3.44	0.38	0.43	0.48	9.1	8.0	7.2	1.18
龙元建设	8.00	0.68	0.78	0.89	11.8	10.3	9.0	1.19
苏交科	8.40	0.74	0.86	0.93	11.4	9.8	9.0	1.80
中设集团	10.47	1.03	1.21	1.42	10.2	8.7	7.4	1.84
金螳螂	8.05	0.88	1.00	1.13	9.1	8.1	7.1	1.48
亚厦股份	5.45	0.28	0.31	0.36	19.5	17.6	15.1	0.92
精工钢构	2.77	0.19	0.28	0.34	14.6	9.9	8.1	0.97

资料来源: 国盛证券研究所, 股价为 2019 年 11 月 1 日收盘价

5. 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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

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 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com