

建筑行业 2019 年三季报分析

Q3 业绩增速触底回升，龙头效应持续显现

核心观点

● 财务：Q3 业绩增速触底回升，细分领域龙头效应显著

收入及业绩：19Q1-3 建筑板块营收/归母净利润同比分别增长 16.0%/6.3%，较 18Q1-3 增速分别提升 6.4pct/下降 4.6pct，收入增速提升，而业绩增速有所放缓。其中，19Q1/Q2/Q3 收入同比分别增长 13.5%/17.8%/16.1%，19Q3 单季增速有所回落但仍维持近年较高水平；19Q1/Q2/Q3 利润同比分别增长 12.2%/-3.9%/14.5%，19Q3 业绩提速主要由于板块整体费用率下降，园林等行业减亏，同时建筑央企如中国建筑等少数股东损益影响减小。

细分板块方面，房建/基建/检测设计/专业工程/装修/园林板块 19Q3 收入增速分别为 +17.2%/+16.0%/+1.1%/+21.0%/+6.6%/-14.3%，业绩增速分别为 +23%/+15.3%/+12.6%/+11.9%/-9.3%/-37.1%，专业工程（钢结构及化学工程）收入增速领先，房建/基建板块维持较高的业绩增速，而园林板块仍有明显下滑。具体而言，**细分领域龙头效应显著，而中小公司业绩普遍放缓或下滑。**

盈利能力：19Q1-3 建筑板块毛利率/净利率分别为 11.3%/3.0%，同比分别下降 0.3pct/0.3pct，整体盈利能力有所回落，预计与资金环境收紧有关。

现金流：建筑板块收现比和付现比较去年同期分别变动+2.3/+2.9pct。付现比提升幅度高于收现比，现金流流出有所增加，预计四季度回款将逐步改善现金流。

● 订单：龙头企业订单回暖，后续有望持续增长

基建房建：基建投资增速略有回升，订单增速稳步回升，专项债发力，支撑基建投资增速持续回暖，龙头企业订单增速有望进一步提升。

检测设计：设计龙头增长稳健，市占率提升空间大，未来持续增长确定性高。

装饰装修：Q3 装修龙头企业订单稳健，但是 8-9 月地产竣工明显回暖，随着后期地产竣工增速进一步提升，外加旧改稳步推进，利好装修龙头企业。

园林工程：园林公司今年明显放缓了订单承接的节奏，在资金受限的情况下主要对之前签订的项目进行运营处理，后续行业有望逐渐规范化。

专业工程：国际工程/钢结构订单高增，中国化学前三季度订单增速较 18 年同期有所下滑，主要受 18 年高增速影响，考虑到 10 月新签海外大单后全年订单有望高增，且 18 年订单正逐渐转化为收入及利润。

● 建筑央企：收入稳健增长，Q3 业绩环比提速，两铁表现优异

收入及业绩：建筑央企上市公司整体 19Q1-3 营业收入/归母净利润同比分别增长 16.0%/11.1%，其中 Q1/Q2/Q3 收入分别增长 11.8%/19.5%/16.1%，利润分别增长 11.5%/6.3%/16.9%。Q3 业绩环比提速主要由于央企期间费用率下降，以及中国建筑等少数股东损益影响减少。基建龙头两铁三季报业绩订单均保持较高增速，中国铁建/中国中铁 19Q1-3 业绩增速均在 15% 以上。

订单：建筑央企上市公司整体 19Q1-3 订单同比增长 12.9%，其中 Q1/Q2/Q3 增速分别为 6.3%/16.0%/16.4%，Q3 订单增速较 Q2 有所回升但未明显提速，预计主要由于专项债新规效果尚未完全显现，同时资金端融资环境改善但隐性债务监管仍较严格。基建龙头两铁 19Q1-3 订单同比分别增长 25%/14.5%，其中铁路公路等领域订单贡献明显，铁路/公路/轨交为基建补短板主要发力方向。

● 投资建议

从投资逻辑上看，目前建筑板块低估值、低涨幅、低基金持仓，“三低”明显，自上而下建议关注政策博弈带来的基建产业链的估值修复机会，另外从资产质量的角度关注目前 PB 估值破净的央企龙头。自下而上建议关注市占率提升空间大、成长性好、集中度有望提升的检测、设计和装饰龙头。主题方面，可以关注上海自贸区/旧改建设/央企分拆上市等主题性机会。

公司方面，从历史数据来看，建筑板块 Q4 绝对/相对收益较为明显，短期经济下行压力客观存在，基建稳增长预期有望提升，建议关注三条主线：1) 具备内生外延长期业绩成长性的检测行业龙头（如国检集团等）；2) 基建投资有望加码，利好业绩稳健高增的前端设计公司（如苏交科/中设集团等）；3) 低估值基建央企（如中国铁建/中国中铁等）及地方龙头国企（如上海建工等）。

● **风险提示：**宏观政策环境变化导致行业景气度下降；基建投资增速下滑加速导致公司订单不达预期；中美贸易摩擦存在不确定性。

行业评级

买入

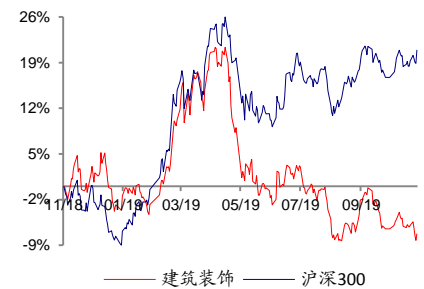
前次评级

买入

报告日期

2019-11-05

相对市场表现



分析师：

姚遥



SAC 执证号：S0260517070002



SFC CE No. BMS332



021-60750610



gfyayao@gf.com.cn

相关研究：

建筑装饰行业周报:建筑 PMI 2019-09-01

景气回升，专项债留存额度存发力空间

建筑装饰行业周报:经贸环境 2019-08-25

不确定或提升基建稳增长预期继续关注检测设计龙头及低 PB 基建央企

建筑装饰行业周报:基建投资 2019-08-17

好转有待宽信用发力，继续自下而上关注检测设计龙头

联系人：尉凯旋 021-60750610

yukaixuan@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
国检集团	603060.SH	CNY	20.82	2019/10/31	买入	24.50	0.70	0.84	29.96	24.93	23.24	18.23	15.47	15.68
建研院	603183.SH	CNY	11.37	2019/10/23	买入	14.00	0.40	0.45	28.50	25.32	16.04	14.40	8.55	8.76
苏文科	300284.SZ	CNY	8.49	2019/7/29	买入	11.20	0.80	0.96	10.67	8.84	5.82	4.64	14.98	15.26
中设集团	603018.SH	CNY	10.27	2019/10/26	买入	16.00	1.04	1.25	9.87	8.22	5.26	3.86	15.86	16.00
上海建工	600170.SH	CNY	3.44	2019/8/31	买入	4.40	0.36	0.41	9.47	8.38	2.36	1.23	9.59	9.77
金螳螂	002081.SZ	CNY	8.06	2019/10/25	买入	12.20	0.90	1.00	9.00	8.03	6.49	5.50	15.70	14.25
中国铁建	601186.SH	CNY	9.73	2019/11/1	买入	13.50	1.51	1.66	6.44	5.85	3.87	3.96	10.75	10.58
中国交建	601800.SH	CNY	9.45	2019/9/8	买入	12.60	1.26	1.36	7.52	6.94	5.82	5.61	10.42	10.13
中国中铁	601390.SH	CNY	5.87	2019/9/6	买入	7.47	0.86	0.95	6.83	6.18	4.06	5.13	9.29	9.28
中国建筑	601668.SH	CNY	5.25	2019/10/26	买入	8.00	1.00	1.10	5.24	4.79	3.34	3.15	14.87	14.13

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

财务：Q3 业绩增速触底回升，细分领域龙头效应显著	6
总体状况：收入稳健高增，19Q3 业绩增速触底回升	6
细分子板块：房建基建业绩增速较高，细分领域龙头效应显著	7
行业盈利能力略有下滑，检测设计盈利较强	10
期间费用率略有下滑，资产负债率持续下行	13
现金流流出有所增加，四季度回暖有望逐渐改善	14
订单：龙头企业订单回暖，后续有望持续增长	15
基建房建：订单稳步提升，专项债放量助基建投资增速持续提升	15
检测设计：设计龙头公司增长依旧稳健，未来发展确定性高	17
装饰装修：龙头企业订单放缓，后期地产竣工回暖、旧改稳步推进利好装修龙头 ..	18
园林工程：放缓新签订单节奏，行业逐渐走向规范化	19
专业工程：国际工程/钢结构订单高增，中国化学订单逐渐转化收入利润	20
建筑央企：收入稳健增长，两铁表现优异	21
财务状况：收入稳健增长，Q3 业绩环比提速	21
新签订单：Q3 订单增速回暖，两铁发力明显，有望持续受益基建政策推进	24
投资建议	24
风险提示	25

图表索引

图 1: 历年建筑板块收入及同比增速 (单位: 亿元)	6
图 2: 历年建筑板块归母净利润及增速 (单位: 亿元)	6
图 3: 建筑板块季度收入及同比增速 (单位: 亿元)	6
图 4: 建筑板块季度归母净利润及增速 (单位: 亿元)	6
图 5: 建筑行业及各细分板块 2019Q1-3 收入增速对比	8
图 6: 建筑行业及各细分板块 2019Q3 收入增速对比	8
图 7: 建筑行业及各细分板块 2019Q1-3 归母净利润增速对比	8
图 8: 建筑行业及各细分板块 2019Q3 归母净利润增速对比	8
图 9: 建筑行业及各细分板块 2019Q1-3 毛利率对比	11
图 10: 建筑行业及各细分板块 2019Q1-3 净利率对比	11
图 11: 建筑行业及各细分板块 2019Q1-3 ROE 对比	12
图 12: 建筑行业及各细分板块 2019Q1-3 期间费用率对比	13
图 13: 建筑行业及各细分板块 2019Q1-3 销售费用率对比	13
图 14: 建筑行业及各细分板块 2019Q1-3 管理费用率对比	14
图 15: 建筑行业及各细分板块 2019Q1-3 财务费用率对比	14
图 16: 建筑行业及各细分板块 2019Q1-3 资产负债率对比	14
图 17: 建筑行业及各细分板块 2019Q1-3 经营性现金净流量/营收收入对比	15
图 18: 建筑行业及各细分板块 2019Q1-3 收现比对比	15
图 19: 建筑行业及各细分板块 2019Q1-3 付现比对比	15
图 20: 固定资产投资及基建投资增速 (单位: %)	17
图 21: 全国道路、铁路投资增速 (单位: %)	17
图 22: 分区域固定资产投资增速 (单位: %)	17
图 23: 近三年设计勘察行业企业收入连续提升	18
图 24: 房地产开发投资同比增速 (单位: %)	19
图 25: 房屋新开工面积及房屋竣工面积增速 (单位: %)	19
图 26: 明树月度 PPP 成交数据	20
图 27: PPP 各阶段项目投资金额变化 (单位: 亿元)	20
图 28: PPP 项目落地率变化情况	20
图 29: 建筑央企 2019Q1-3 营业收入及同比增速 (单位: 亿元)	22
图 30: 建筑央企 2019Q1-3 归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)	22
图 31: 建筑央企 2019Q3 营业收入及同比增速 (单位: 亿元)	22
图 32: 建筑央企 2019Q3 归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)	22
图 33: 建筑央企 2019Q1-3 毛利率 (单位: %)	23
图 34: 建筑央企 2019Q1-3 净利率 (单位: %)	23
图 35: 建筑央企 2019Q1-3 资产负债率 (单位: %)	23
图 36: 建筑央企 2019Q1-3 经营活动现金净流量 (单位: 亿元)	23
表 1: 建筑行业重点上市公司收入概览 (单位: 亿元)	8

表 2: 建筑行业重点上市公司归母净利润概览 (单位: 亿元)	9
表 3: 建筑行业重点上市公司业绩概览 (单位: 亿元)	12
表 4: 基建房建板块重点公司订单情况.....	16
表 5: 装修板块重点公司订单情况.....	18
表 6: 专业工程板块重点公司订单情况.....	21
表 7: 部分建筑公司季度新签订单增速.....	24

财务：Q3 业绩增速触底回升，细分领域龙头效应显著

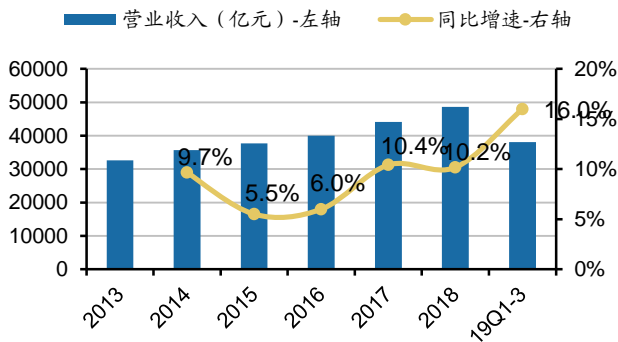
总体状况：收入稳健高增，19Q3 业绩增速触底回升

截止2019年10月31日，建筑板块所有上市公司2019年三季报和对应经营数据公告均已披露完毕，我们统计了SW建筑板块A股126家上市公司19年三季报及相关经营数据情况并进行分析。

2019年前三季度建筑行业上市公司实现营业收入38066亿元，同比增长16.0%，增速较18年同期增速提升6.4pct。2019年前三季度建筑行业上市公司实现归母净利润1133亿元，同比增长6.3%，增速较18年同期增速下降4.6pct，剔除ST神城后归母净利润同比增长7.7%。收入增速提升，而业绩增速有所放缓。

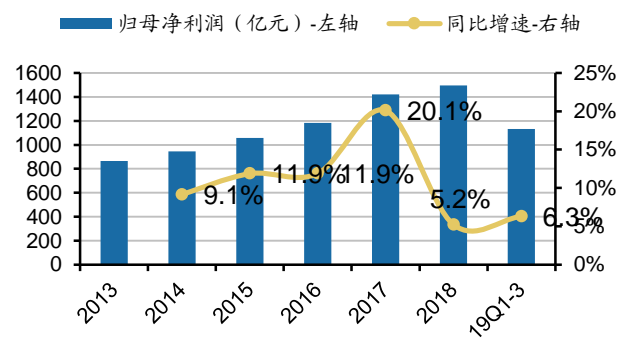
单季度看，19Q1/Q2/Q3收入分别增长13.5%/17.8%/16.1%，19Q3单季增速有所回落但仍维持近年较高水平；19Q1/Q2/Q3利润分别增长12.2%/-3.9%/14.5%，19Q3业绩提速主要由于板块整体费用率下降，园林等行业减亏，同时建筑央企如中国建筑等少数股东损益影响减小。

图 1：历年建筑板块收入及同比增速（单位：亿元）



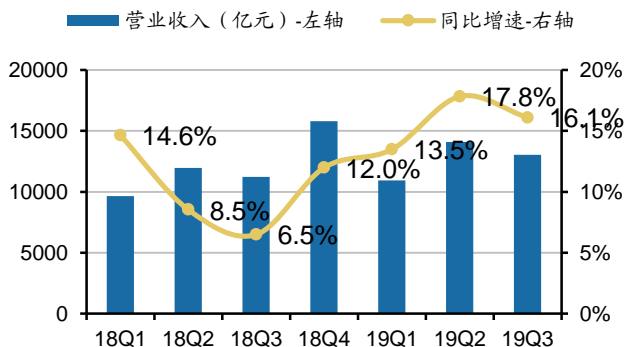
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：历年建筑板块归母净利润及增速（单位：亿元）



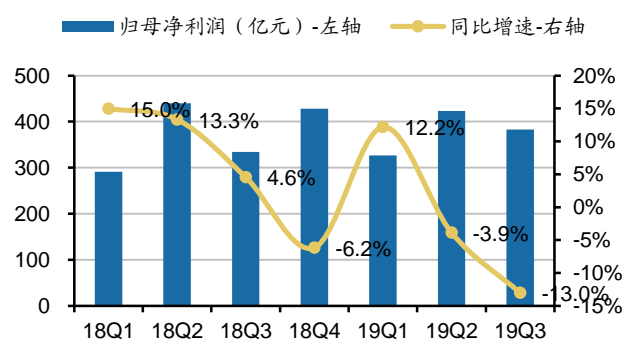
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：建筑板块季度收入及同比增速（单位：亿元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：建筑板块季度归母净利润及增速（单位：亿元）



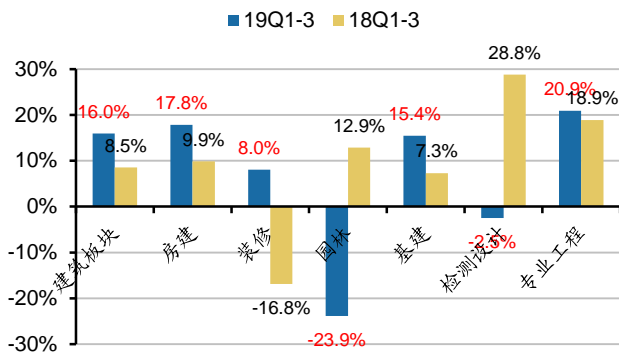
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

细分子板块：房建基建业绩增速较高，细分领域龙头效应显著

细分子板块方面，房建/基建/检测设计/专业工程/装修/园林板块19Q3收入增速分别为+17.2%/+16.0%/+1.1%/+21.0%/+6.6%/-14.3%，业绩增速分别为+23%/+15.3%/+12.6%/+11.9%/-9.3%/-37.1%，专业工程（钢结构及化学工程）收入增速领先，房建/基建板块维持较高的业绩增速，而园林板块仍有明显下滑。

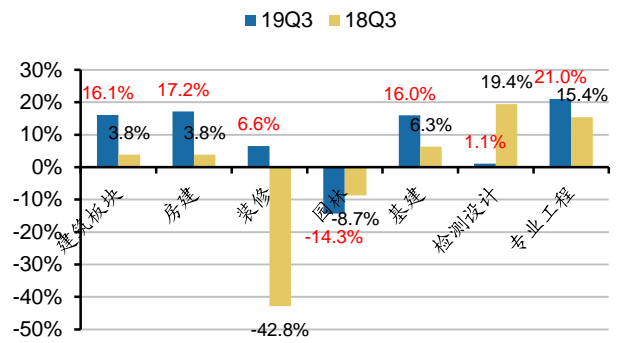
- 房建板块 2019年前三季度营业收入和归母净利润增速分别为17.8%和14.0%，较去年同期分别变动+8.0/+8.0pct，其中，19Q3营业收入和归母净利润增速分别为17.2%和23.0%，较去年同期分别变动+13.4/+19.6pct。板块龙头中国建筑19年前三季度营业收入和利润增速分别为16%和10%，上海建工19年前三季度营业收入和利润增速分别为32%和50%。
- 装修板块：2019年前三季度营业收入和归母净利润增速分别为8.0%和-5.6%，较去年同期分别变动-6.2/-25.1pct，其中，19Q3营业收入和归母净利润增速分别为6.6%和-9.3%，较去年同期分别变动-7.6/-19.8pct。装修板块2019年前三季度收入及业绩增速均有所放缓。
- 园林板块：2019年前三季度营业收入和归母净利润增速分别为-23.9%和-75.1%，较去年同期分别变动-23.8/-62.1pct，其中，19Q3营业收入和归母净利润增速分别为-14.3%和-37.1%，较去年同期分别变动-5.6/+14.9pct。园林板块收入业绩继续大幅下滑，主要由于PPP清库及监管进一步趋紧，同时民营企业融资相对受限，现金流压力较大。
- 基建板块 2019年前三季度营业收入和归母净利润增速分别为15.4%和10.9%，较去年同期分别变动+8.1/-3.6pct，其中，19Q3营业收入和归母净利润增速分别为16.0%和15.3%，较去年同期分别变动+9.6/+3.0pct。基建板块企业前三季度收入增长稳健而利润增速略有下滑，但Q3利润增速主要受去年同期基建央企业绩高增速的影响。
- 检测设计板块：2019年前三季度营业收入和归母净利润增速分别为-2.5%和4.6%，较去年同期分别变动-31.2/-24.7pct，其中，19Q3营业收入和归母净利润增速分别为1.1%和12.6%，较去年同期分别变动-18.3/-0.4pct。检测设计板块收入出现下滑主要因为多数设计公司收缩EPC业务的发展。
- 专业工程板块：2019年前三季度营业收入和归母净利润增速分别为20.9%和-5.5%，较去年同期分别变动+2.1/-16.8pct，其中，19Q3营业收入和归母净利润增速分别为21.0%和11.9%，较去年同期分别变动+5.6/+17.9pct。专业工程板块归母净利润增速下滑主要由于个别公司（神州长城）亏损严重，扣除异常数据后，专业工程板块19Q1-3归母净利润同比增长8.2%。

图 5: 建筑行业及各细分板块2019Q1-3收入增速对比



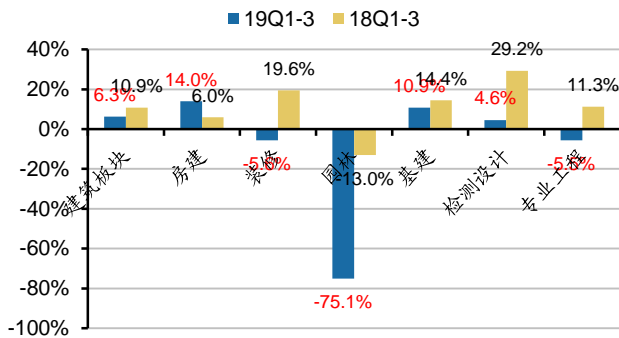
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 6: 建筑行业及各细分板块2019Q3收入增速对比



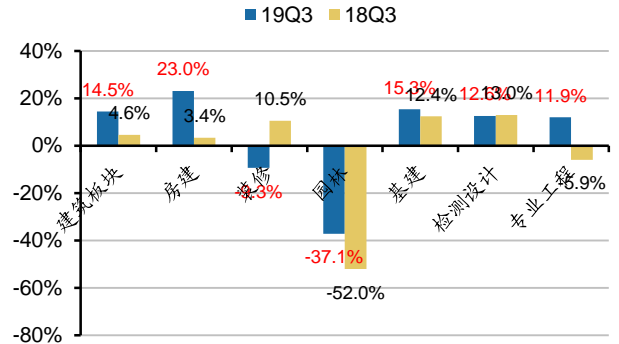
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 7: 建筑行业及各细分板块2019Q1-3归母净利润增速对比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 8: 建筑行业及各细分板块2019Q3归母净利润增速对比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 1: 建筑行业重点上市公司收入概览 (单位: 亿元)

板块	证券简称	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1-3	19Q1 同比	19Q2 同比	19Q3 同比	19H1 同比	19Q1-3 同比
房建	上海建工	471.0	564.0	488.4	1523.47	51.6%	19.5%	31.6%	32.2%	32.0%
	龙元建设	58.5	54.8	48.0	161.28	8.3%	9.9%	1.1%	9.1%	6.6%
	中国建筑	2975.8	3878.4	2881.8	9735.99	10.1%	21.7%	14.5%	16.4%	15.8%
装修	金螳螂	60.6	77.4	89.5	227.41	19.6%	32.5%	17.2%	26.5%	22.7%
	亚厦股份	19.7	27.6	27.9	75.13	5.3%	17.8%	20.8%	12.2%	15.3%
	瑞和股份	8.6	9.0	9.2	26.81	7.8%	-3.0%	5.8%	2.0%	3.3%
	广田集团	22.0	35.1	33.7	90.75	-5.7%	-6.6%	-14.1%	-6.2%	-9.3%
	东易日盛	8.0	10.7	9.2	27.82	11.1%	-2.3%	-18.8%	3.0%	-5.4%
	江河集团	30.5	45.6	47.9	123.98	0.8%	8.9%	24.2%	5.5%	12.0%
园林	东方园林	10.1	11.8	16.5	38.36	-60.1%	-70.0%	-48.4%	-66.1%	-60.2%
	棕榈股份	4.4	8.7	7.2	20.35	-31.3%	-49.0%	-47.0%	-44.2%	-45.2%
	铁汉生态	9.7	22.1	13.4	45.27	-25.4%	-39.2%	-0.9%	-35.5%	-28.1%
	美晨生态	4.7	7.7	6.6	19.02	-31.5%	-30.5%	-20.3%	-30.9%	-27.5%

	蒙草生态	4.5	8.4	6.9	19.86	-6.7%	-39.7%	-14.9%	-31.2%	-26.3%
	东珠生态	4.3	6.0	3.4	13.69	18.5%	24.3%	1.5%	21.8%	16.1%
基建	山东路桥	46.6	43.0	68.1	157.68	135.3%	18.7%	42.8%	59.9%	52.1%
	浙江交科	49.2	65.6	76.0	190.78	12.9%	6.1%	-1.6%	8.9%	4.5%
	宏润建设	25.0	18.7	27.7	71.39	18.2%	-4.9%	10.1%	7.1%	8.2%
	四川路桥	64.1	112.2	133.4	309.72	29.9%	6.5%	46.0%	13.9%	25.8%
	中铁工业	48.3	46.5	56.9	151.68	21.2%	15.6%	45.7%	18.4%	27.3%
	隧道股份	66.7	96.4	114.2	277.32	13.6%	17.4%	21.8%	15.8%	18.2%
	中国铁建	1570.9	1958.5	2084.2	5613.57	19.3%	10.4%	15.2%	14.2%	14.6%
	中国中铁	1602.6	2016.2	2099.8	5718.71	8.0%	20.2%	16.9%	14.5%	15.4%
	中国电建	703.1	773.5	838.7	2315.18	13.5%	19.1%	21.5%	16.4%	18.2%
	中国交建	1022.5	1380.3	1344.2	3746.89	9.6%	19.9%	11.9%	15.3%	14.0%
检测 设计	国检集团	2.1	2.4	2.4	6.96	21.2%	10.9%	3.9%	15.4%	11.1%
	苏交科	9.3	11.8	14.1	35.18	-19.4%	-35.4%	-18.2%	-29.2%	-25.2%
	中设集团	7.8	11.3	8.3	27.45	34.8%	0.9%	-11.2%	12.5%	4.1%
	设计总院	4.0	3.3	3.2	10.61	-3.1%	-19.6%	-5.8%	-11.4%	-9.7%
专业 工程	中工国际	22.6	32.4	21.9	76.91	9.4%	33.9%	-35.5%	22.6%	-2.4%
	东华科技	4.3	9.5	9.7	23.56	5.7%	22.8%	-1.8%	17.0%	8.4%
	杭萧钢构	11.8	15.0	18.3	45.10	35.1%	-6.1%	9.6%	8.5%	8.9%
	鸿路钢构	21.3	26.5	28.6	76.41	90.5%	31.9%	40.5%	52.9%	48.0%
	东南网架	18.2	23.0	22.8	63.95	21.1%	-8.6%	5.4%	2.5%	3.5%
	精工钢构	22.2	24.5	26.4	73.07	4.1%	38.8%	56.4%	19.9%	30.9%
	华建集团	15.6	18.7	15.0	49.23	20.6%	21.5%	4.4%	21.1%	15.5%
	中材国际	50.4	62.9	55.7	169.00	12.0%	12.7%	36.3%	12.4%	19.3%
	中国化学	177.2	208.0	244.1	629.30	18.8%	8.9%	24.5%	13.3%	17.4%
中国中冶	631.1	959.1	690.7	2280.85	14.3%	35.2%	25.4%	26.1%	25.9%	
	合计	9889.1	12686.4	11694.1	34269.6	13.5%	18.3%	16.5%	18.3%	16.3%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 2: 建筑行业重点上市公司归母净利润概览 (单位: 亿元)

板块	证券简称	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1-3	19Q1 同比	19Q2 同比	19Q3 同比	19H1 同比	19Q1-3 同比
房建	上海建工	13.17	6.40	7.64	27.21	147.2%	-15.5%	46.5%	51.7%	50.2%
	龙元建设	2.62	1.75	1.90	6.27	21.1%	-1.4%	16.1%	10.9%	12.5%
	中国建筑	88.58	114.51	96.72	299.80	8.8%	4.2%	18.5%	6.1%	9.8%
装修	金螳螂	6.01	5.07	6.43	17.50	8.7%	16.4%	7.9%	12.0%	10.5%
	亚厦股份	0.83	1.03	1.11	2.98	0.7%	-13.2%	0.8%	-7.5%	-4.5%
	瑞和股份	0.47	0.48	0.46	1.41	11.2%	-4.5%	51.8%	2.7%	14.8%
	广田集团	0.52	1.23	1.49	3.24	-27.6%	-41.1%	-17.7%	-37.6%	-29.8%
	东易日盛	-0.80	0.18	-0.71	-1.33	28.4%	-75.5%	-197.0%	-663.3%	-257.6%
园林	江河集团	1.15	2.15	1.36	4.66	20.3%	-2.0%	6.5%	4.8%	5.3%
	东方园林	-2.69	-6.25	0.09	-8.86	-2851.5%	-195.5%	-97.3%	-234.6%	-190.8%

	棕榈股份	-1.66	-0.24	0.05	-1.85	-3307.2%	-123.5%	-105.0%	-276.9%	-1339.7%
	铁汉生态	-0.93	1.04	0.10	0.21	29.1%	-77.3%	-150.6%	-97.3%	-94.3%
	美晨生态	0.89	0.49	-0.09	1.29	-30.8%	-72.7%	-111.6%	-55.3%	-66.5%
	蒙草生态	0.21	0.62	0.39	1.22	21.9%	-63.9%	-71.3%	-56.2%	-62.5%
	东珠生态	0.82	1.19	0.47	2.47	11.8%	11.2%	-23.1%	11.4%	2.7%
	山东路桥	1.04	0.70	2.02	3.76	222.1%	-31.9%	-6.5%	28.8%	7.0%
	浙江交科	0.51	1.83	2.32	4.66	-82.9%	-50.9%	-23.1%	-65.1%	-52.1%
	宏润建设	0.95	0.59	0.79	2.33	16.4%	-17.4%	12.5%	0.6%	4.4%
	四川路桥	3.48	4.12	0.81	8.42	203.6%	13.5%	10.1%	59.1%	52.6%
基建	中铁工业	3.72	4.89	4.06	12.67	13.1%	28.1%	9.9%	21.1%	17.3%
	隧道股份	4.17	4.62	5.10	13.89	7.3%	2.6%	15.6%	4.8%	8.5%
	中国铁建	38.86	53.99	54.04	146.89	13.6%	17.7%	16.5%	15.9%	16.2%
	中国中铁	38.44	66.70	49.64	154.78	20.2%	5.0%	42.1%	10.1%	18.6%
	中国电建	19.56	20.03	18.58	58.18	2.0%	-6.4%	-6.8%	-2.4%	-3.9%
	中国交建	39.30	46.47	47.64	133.41	14.4%	-2.0%	1.7%	4.9%	3.7%
检测 设计	国检集团	0.21	0.64	0.41	1.26	10.0%	7.4%	-31.9%	8.0%	-9.3%
	苏交科	0.88	1.32	2.03	4.23	24.2%	17.8%	11.0%	20.3%	15.6%
	中设集团	0.76	1.30	0.85	2.92	29.1%	20.0%	14.4%	23.2%	20.5%
	设计总院	1.18	1.00	0.65	2.82	3.7%	-24.6%	-36.7%	-11.6%	-18.9%
专业 工程	中工国际	2.24	2.76	2.57	7.56	2.5%	-25.0%	-27.3%	-14.8%	-19.5%
	东华科技	0.31	0.57	0.40	1.28	17.7%	19.9%	-11.3%	19.1%	7.5%
	杭萧钢构	0.94	1.12	0.96	3.02	-27.3%	-49.8%	27.1%	-41.6%	-29.5%
	鸿路钢构	0.68	1.02	1.68	3.38	30.6%	-7.4%	-1.5%	4.8%	1.6%
	东南网架	0.87	1.05	0.43	2.35	62.9%	45.3%	78.1%	52.8%	56.8%
	精工钢构	1.06	0.76	1.27	3.09	319.6%	-19.0%	352.4%	53.2%	110.2%
	华建集团	0.82	0.87	0.56	2.25	15.0%	13.9%	-7.3%	14.4%	8.1%
	中材国际	2.34	5.18	4.01	11.53	32.0%	10.0%	10.5%	16.1%	14.1%
	中国化学	6.23	9.80	8.43	24.46	55.6%	43.2%	55.8%	47.8%	50.4%
	中国中冶	17.67	13.90	8.78	40.35	6.4%	11.5%	2.3%	8.6%	7.2%
	合计	295.41	374.85	335.44	1005.70	13.1%	-1.6%	13.1%	-1.6%	7.1%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

行业盈利能力略有下滑，检测设计盈利较强

整体来看，2019年前三季度建筑行业毛利率为11.3%，同比下降0.3pct；净利率为3.0%，同比下降0.3pct，ROE为5.5%，同比下降0.5pct，整体而言，前三季度建筑板块盈利能力略有下降，毛利率、净利率以及ROE趋势基本保持一致。

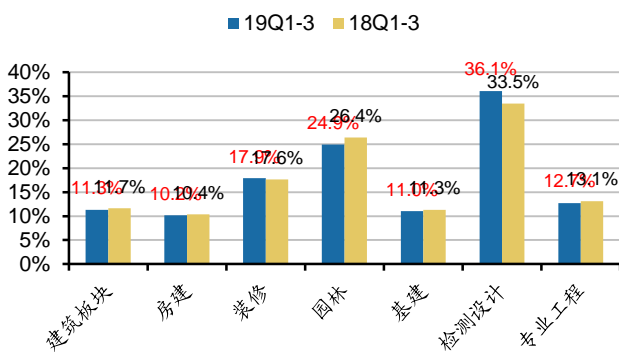
- 房建板块：2019年前三季度房建板块毛利率/净利率/ROE分别为10.2%/2.9%/6.5%，较去年同期分别变动-0.2/-0.1/-0.3pct。
- 装修板块：2019年前三季度装修板块毛利率/净利率/ROE分别为17.9%/5.0%/6.3%，较去年同期分别变动+0.3/-0.7/-0.9pct。

- 园林板块：2019年前三季度园林板块毛利率/净利率/ROE分别为24.9%/2.6%/1.3%，较去年同期分别变动-1.5/-5.4/-4.2pct。
- 基建板块：2019年前三季度基建板块毛利率/净利率/ROE分别为11.0%/3.0%/5.5%，较去年同期分别变动-0.3/-0.1/-0.3pct。
- 检测设计板块：2019年前三季度专业工程板块毛利率/净利率/ROE分别为36.1%/13.6%/8.6%，较去年同期分别变动+2.6/+0.7/-1.4pct。
- 专业工程板块：2019年前三季度专业工程板块毛利率/净利率/ROE分别为12.7%/2.6%/4.2%，较去年同期分别变动-0.4/-0.7/-0.7pct。

观察各子板块毛利率、净利率、ROE变动情况，装修板块和检测设计板块毛利率有所提升，其中装修龙头金螳螂毛利率提升主要由于会计准则调整导致研发费用归集发生变化，检测设计板块毛利率提升主要由于设计公司放缓EPC业务的发展，高毛利业务占比提升所致。

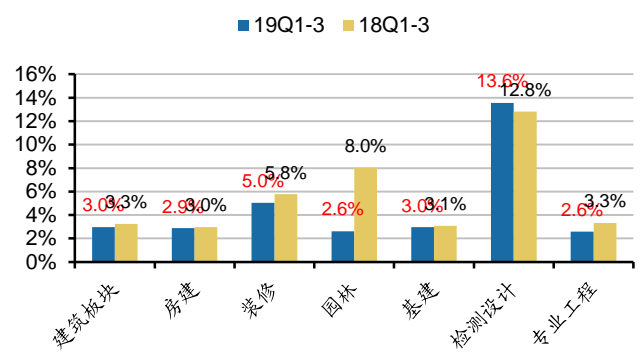
2019年前三季度毛利率提升比较多的建筑公司有苏文科(9.8%)、宏润建设(5.5%)、瑞和股份(2.8%)、中设集团(1.8%)；而毛利率下降比较多的公司有杭萧钢构(-4.5%)、东方园林(-4.6%)、国检集团(-3.9%)、美晨生态(-3.3%)、东易日盛(-3.2%)、铁汉生态(-3.1%)。净利率方面，提升比较多的有苏文科(4.0%)、精工钢构(1.6%)；净利率下降较多的公司有东方园林(-33.4%)、棕榈股份(-11.1%)、美晨生态(-8.0%)、蒙草生态(-6.4%)、铁汉生态(-5.5%)。

图 9：建筑行业及各细分板块2019Q1-3毛利率对比



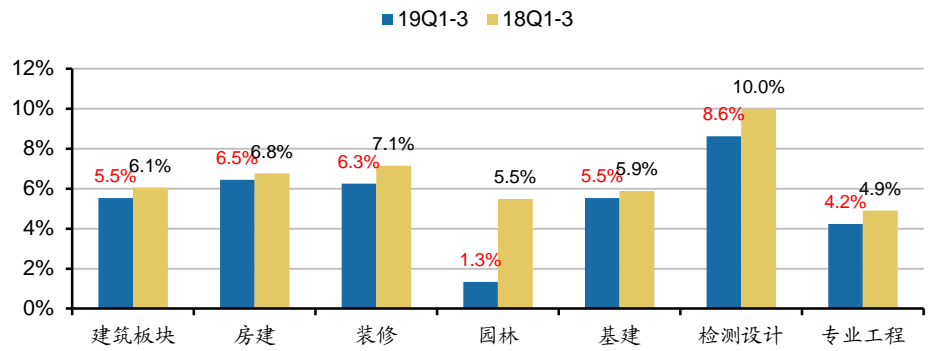
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 10：建筑行业及各细分板块2019Q1-3净利率对比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 11: 建筑行业及各细分板块2019Q1-3 ROE对比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 3: 建筑行业重点上市公司业绩概览 (单位: 亿元)

板块	证券代码	证券简称	毛利率			净利率			ROE		
			19H1	18H1	同比	19H1	18H1	同比	19H1	18H1	同比
房建	600170.SH	上海建工	9.5%	11.1%	-1.5%	2.0%	1.8%	0.2%	8.4%	6.3%	2.1%
	600491.SH	龙元建设	9.1%	9.2%	-0.1%	3.8%	3.7%	0.0%	6.1%	6.0%	0.1%
	601668.SH	中国建筑	10.4%	10.5%	-0.1%	4.5%	4.5%	0.0%	11.3%	11.5%	-0.2%
装修	002081.SZ	金螳螂	18.6%	19.4%	-0.8%	7.7%	8.6%	-0.9%	12.0%	12.5%	-0.4%
	002375.SZ	亚厦股份	14.3%	15.4%	-1.0%	4.1%	4.9%	-0.8%	3.8%	4.0%	-0.3%
	002620.SZ	瑞和股份	15.9%	13.0%	2.8%	6.1%	5.5%	0.6%	6.1%	5.7%	0.5%
	002482.SZ	广田集团	13.1%	12.2%	0.8%	3.5%	4.6%	-1.1%	4.5%	6.5%	-2.0%
	002713.SZ	东易日盛	32.6%	35.9%	-3.2%	-3.5%	4.7%	-8.2%	-15.8%	8.0%	-23.8%
	601886.SH	江河集团	17.1%	16.9%	0.1%	4.6%	4.6%	-0.1%	5.7%	6.4%	-0.6%
园林	002310.SZ	东方园林	28.1%	32.7%	-4.6%	-23.3%	10.1%	-33.4%	-7.6%	8.0%	-15.7%
	002431.SZ	棕榈股份	14.6%	16.6%	-2.0%	-10.1%	1.0%	-11.1%	-3.5%	0.3%	-3.7%
	300197.SZ	铁汉生态	23.4%	26.4%	-3.1%	0.2%	5.7%	-5.5%	0.3%	5.7%	-5.4%
	300237.SZ	美晨生态	29.0%	32.3%	-3.3%	6.9%	14.9%	-8.0%	3.6%	11.0%	-7.4%
	300355.SZ	蒙草生态	31.4%	32.9%	-1.5%	5.9%	12.5%	-6.6%	3.2%	8.6%	-5.3%
	603359.SH	东珠生态	27.8%	28.2%	-0.4%	18.5%	20.3%	-1.8%	8.8%	9.5%	-0.7%
基建	000498.SZ	山东路桥	8.6%	8.2%	0.4%	3.2%	3.4%	-0.2%	7.1%	8.1%	-1.0%
	002061.SZ	浙江交科	7.6%	10.4%	-2.8%	2.6%	5.5%	-2.9%	6.3%	14.1%	-7.9%
	002062.SZ	宏润建设	12.8%	7.3%	5.5%	3.8%	3.5%	0.3%	7.5%	7.6%	-0.2%
	600039.SH	四川路桥	10.1%	8.9%	1.2%	2.8%	2.3%	0.4%	5.7%	4.2%	1.6%
	600528.SH	中铁工业	20.4%	21.1%	-0.7%	8.4%	9.2%	-0.8%	7.6%	7.1%	0.5%
	600820.SH	隧道股份	11.7%	12.8%	-1.1%	5.1%	5.5%	-0.4%	6.5%	6.4%	0.1%
	601186.SH	中国铁建	9.8%	10.0%	-0.2%	2.9%	2.9%	0.0%	8.0%	7.7%	0.3%
	601390.SH	中国中铁	9.8%	9.8%	0.0%	2.9%	2.7%	0.3%	7.3%	7.7%	-0.4%
	601669.SH	中国电建	14.2%	13.6%	0.6%	3.5%	3.7%	-0.2%	6.5%	7.2%	-0.7%
	601800.SH	中国交建	11.8%	13.2%	-1.4%	3.8%	4.1%	-0.3%	6.3%	6.8%	-0.6%
检测设计	603060.SH	国检集团	45.1%	49.0%	-3.9%	18.9%	23.5%	-4.6%	10.2%	12.5%	-2.3%
	300284.SZ	苏文科	38.8%	28.9%	9.8%	12.2%	8.1%	4.0%	9.4%	9.1%	0.2%

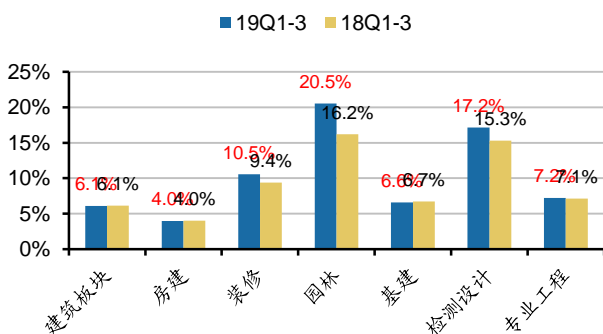
	603018.SH	中设集团	31.9%	30.2%	1.8%	10.9%	9.4%	1.5%	11.0%	10.4%	0.6%
	603357.SH	设计总院	48.2%	49.4%	-1.2%	26.5%	29.6%	-3.1%	12.3%	16.9%	-4.6%
	002051.SZ	中工国际	19.6%	17.1%	2.5%	9.7%	11.7%	-2.0%	7.3%	10.6%	-3.3%
	002140.SZ	东华科技	12.1%	12.6%	-0.6%	5.5%	5.5%	0.0%	5.8%	5.7%	0.1%
	600477.SH	杭萧钢构	18.6%	23.1%	-4.5%	6.9%	10.4%	-3.5%	9.0%	13.8%	-4.8%
	002541.SZ	鸿路钢构	13.3%	16.1%	-2.8%	4.4%	6.4%	-2.0%	7.2%	7.7%	-0.5%
专业工程	002135.SZ	东南网架	11.6%	11.1%	0.4%	3.7%	2.5%	1.2%	5.5%	3.7%	1.8%
	600496.SH	精工钢构	15.5%	14.3%	1.1%	4.2%	2.6%	1.6%	6.0%	2.9%	3.1%
	600629.SH	华建集团	22.6%	23.3%	-0.8%	5.1%	5.6%	-0.5%	8.5%	8.1%	0.4%
	600970.SH	中材国际	16.2%	18.4%	-2.2%	5.4%	7.1%	-1.7%	10.0%	12.8%	-2.8%
	601117.SH	中国化学	11.5%	10.9%	0.5%	3.8%	3.3%	0.4%	4.6%	5.6%	-1.0%
	601618.SH	中国中冶	12.0%	12.3%	-0.3%	2.7%	2.5%	0.2%	4.7%	4.5%	0.2%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

期间费用率略有下滑，资产负债率持续下行

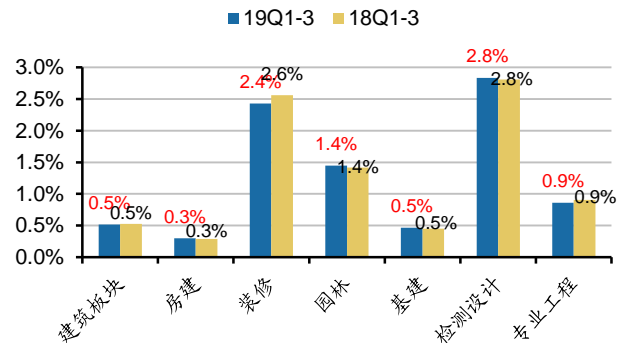
期间费用率方面，2019年前三季度建筑板块费用率为6.1%，较去年同期下降0.1pct，主要为财务费用率的下降，2019年前三季度建筑板块销售/管理/财务费用率分别为0.5%/4.5%/1.0%，较18年同期分别变动+0.0/+0.1/-0.2pct。分板块看，基建板块和房建板块费用率有所下降，而其他板块费用率均有所提升，其中园林板块和检测设计板块费用率提升较多，分别提升4.3pct和1.9pct。其中，园林板块管理费用率和财务费用率分别提升1.6pct和2.7pct，财务费用率提升主要由于园林公司融资成本的提升。

图 12: 建筑行业及各细分板块2019Q1-3期间费用率对比



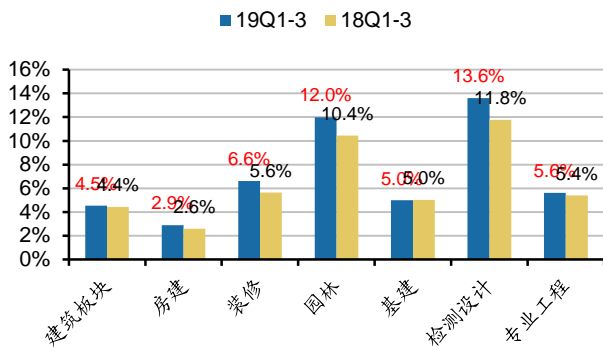
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 13: 建筑行业及各细分板块2019Q1-3销售费用率对比



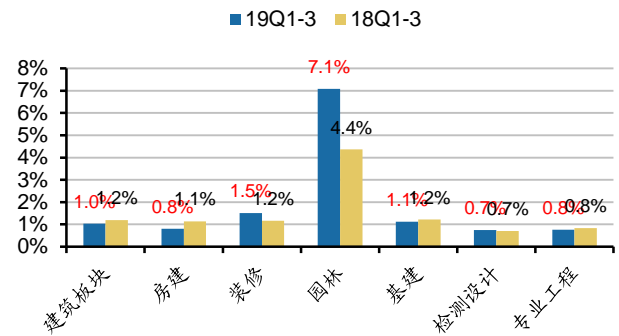
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 14: 建筑行业及各细分板块2019Q1-3管理费用率对比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

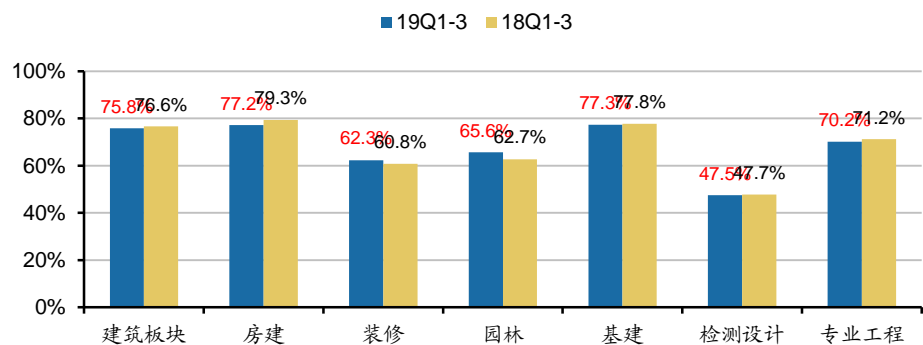
图 15: 建筑行业及各细分板块2019Q1-3财务费用率对比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

资产负债率方面, 截止2019年三季度末, 建筑行业整体负债率为75.8%, 同比下降0.8pct, 负债率略有降低。房建、基建等国企由于国资委降负债的要求, 负债率下降明显, 同比分别下降2.1pct和0.5pct; 而装修、园林等民企负债率仍有所提升, 装修、园林板块分别提1.5和2.9pct。

图 16: 建筑行业及各细分板块2019Q1-3资产负债率对比



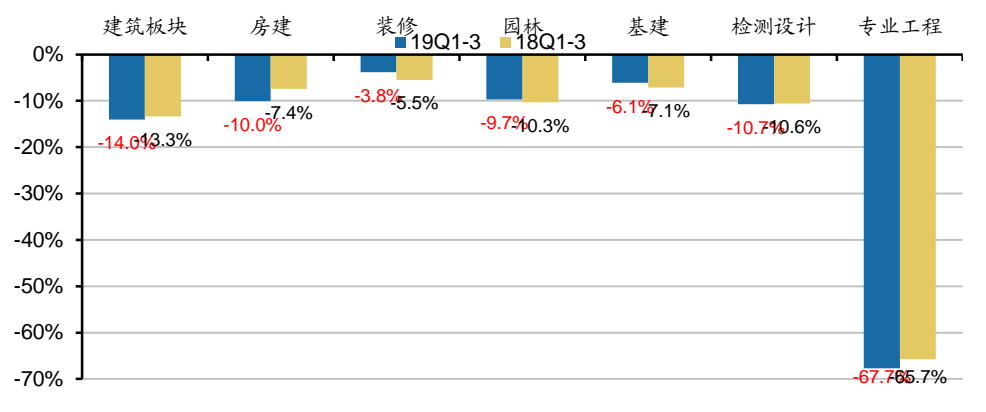
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

现金流流出有所增加, 四季度回暖有望逐渐改善

经营性现金流方面, 2019年前三季度建筑企业经营性现金流呈现净流出状态, 净流出比率较18年同期有所增加, 其中, 经营现金流有所改善的板块包括装修、基建、专业工程板块, 其中, 装修板块经营性现金流改善较为明显, 专业工程板块现金流虽较18年同期有所改善, 但经营现金流流出依然较多。

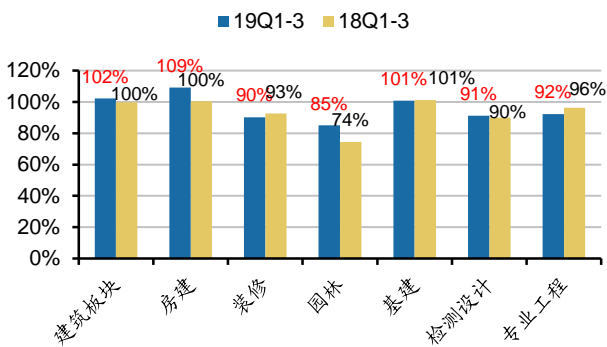
收现比和付现比方面, 收现比和付现比较去年同期分别变动+2.3/+2.9pct。付现比提升幅度略高于收现比提升幅度, 所以整个板块现金流流出有所增加。

图 17: 建筑行业及各细分板块2019Q1-3经营性现金净流量/营业收入对比



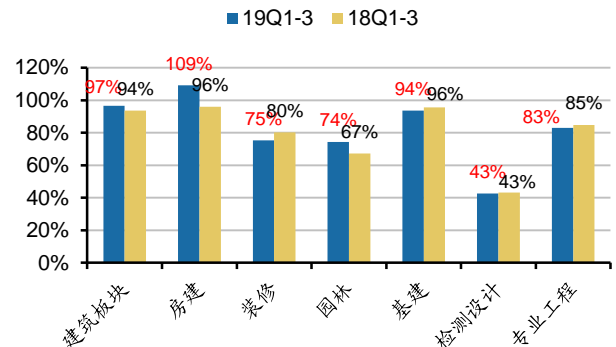
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 18: 建筑行业及各细分板块2019Q1-3收现比对比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 19: 建筑行业及各细分板块2019Q1-3付现比对比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

订单: 龙头企业订单回暖, 后续有望持续增长

基建房建: 订单稳步提升, 专项债放量助基建投资增速持续提升

从已披露订单数据的建筑央企来看, 19年Q1-3订单增速情况较18年同期有所改善。其中, 中国建筑/中国铁建/中国中铁Q1-3新签订单金额同比分别增长6.3% (建筑业订单) /25.1%/14.5%, 增速较19年上半年分别提升3.2/7.1/4.0pct。

除央企外, 其他地方国有施工企业19Q1-3新签订单较同期情况整体有所改善, 上海建工/隧道股份/浦东建设/山东路桥19Q1-3新签订单同比分别增长17.65%/1.45%/111.9%/165%。四川路桥前三季度新签订单同比下降59.3%, 主要是由于18年同期基数较大。

表 4: 基建房建板块重点公司订单情况

公司名称	18Q1 增速	18H1 增速	18Q1-3 增速	18A 增速	19Q1 增速	19H1 增速	19Q1-3 增速
中国建筑	24.3%	1.5%	3.8%	4.6%	9.0%	3.1%	6.3%
中国铁建	7.0%	10.4%	5.3%	5.1%	6.3%	18.0%	25.1%
葛洲坝	13.4%	3.6%	10.3%	17.7%	30.8%	19.9%	15.5%
中国中铁	21.3%	13.0%	5.9%	8.7%	0.3%	10.5%	14.5%
中国交建	20.5%	-7.6%	-19.4%	-1.1%	13.4%	15.9%	12.2%
中国电建	3.7%	-5.0%	4.5%	12.1%	16.2%	15.8%	3.2%
中国核建	95.6%	50.0%	26.1%	-0.5%	17.1%	-5.3%	3.3%
中国化学	5.9%	72.1%	80.2%	52.5%	47.1%	11.6%	6.7%
中国中冶	37.0%	6.4%	10.4%	10.4%	5.3%	20.3%	18.8%
上海建工	13.4%	3.6%	10.3%	17.7%	30.8%	19.9%	17.7%
隧道股份	35.4%	2.3%	21.2%	-9.7%	9.5%	5.1%	1.45%
浦东建设	2.1%	-5.9%	-25.7%	4.8%	-1.6%	52.4%	111.9%
四川路桥	299.3%	106.4%	17.1%	115.3%	-61.0%	-67.0%	-59.3%
山东路桥	-	-	-	-	-34.9%	95.7%	165%
宏润建设	0.0%	15.4%	19.6%	12.2%	-44.6%	-22.9%	45.92%

数据来源: 公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

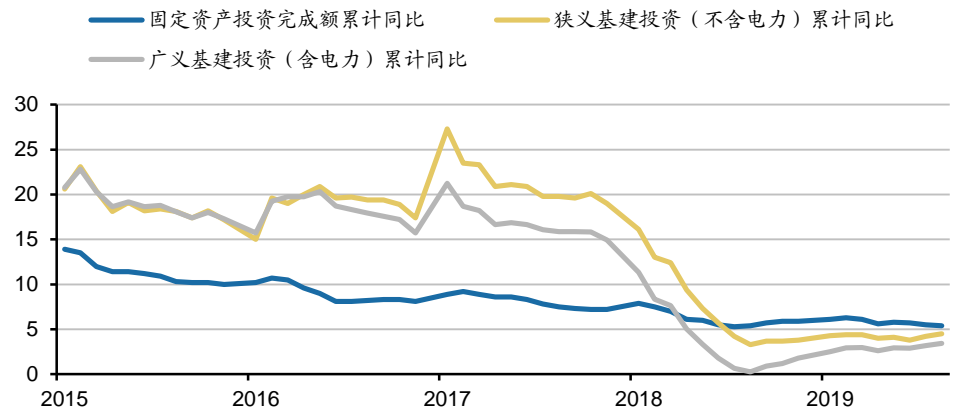
从行业层面看, 基建增速稳步回升, 投资结构仍趋分化, 后期基建持续改善需宽信用、专项债及政策支持共同发力。

1) 1-9月狭义/广义基建投资同比增长4.5%/3.44%, 增速较1-8月提升0.3 pct/0.25 pct, 9月单月狭义/广义基建投资同比分别增长6.31%/4.93%, 增速较8月变动-0.40pct/+0.02pct。9月基建投资延续稳步回升态势, 预计主因去年同期低基数及融资改善影响, 专项债发力对基建的拉动效应也在逐渐显现。

2) 分行业看, 1-9月铁路/道路投资同比增长9.8%/7.9%, 较1-8月变动-1.2pct /+0.2 pct, 9月单月铁路/道路投资增长9.0%/3.6%, 较8月增速变动+10.6pct/-8.8pct, 19年以来铁路/道路投资较为强劲, 预计主要由于中央财政支持及重点项目开工建设。而地方政府主导的公共设施投资(市政工程等)1-9月同比增速小幅回升至0.9%, 但全年整体表现仍低于预期, 或反映地方资金偏紧的影响。

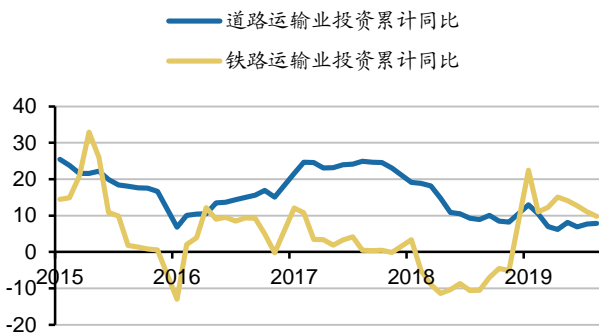
3) 分地区看, 1-9月西部/中部/东部固定资产投资增速分别为5.5%/9.1%/4.0%, 较1-8月分别变化+0.3pct/-0.2pct/+0.2pct, 在信用环境偏紧背景下, 财政实力较强的东部地区固投增速仍稳步提升。

图 20: 固定资产投资及基建投资增速 (单位: %)



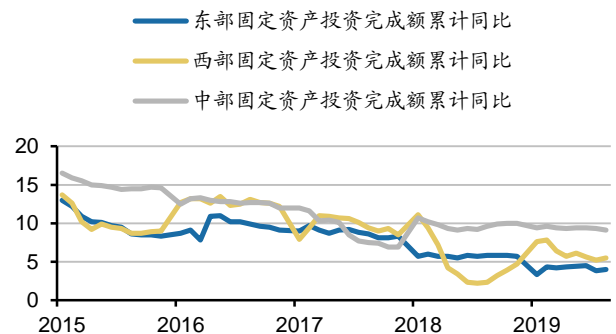
数据来源: 住建部、广发证券发展研究中心

图 21: 全国道路、铁路投资增速 (单位: %)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 22: 分区域固定资产投资增速 (单位: %)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

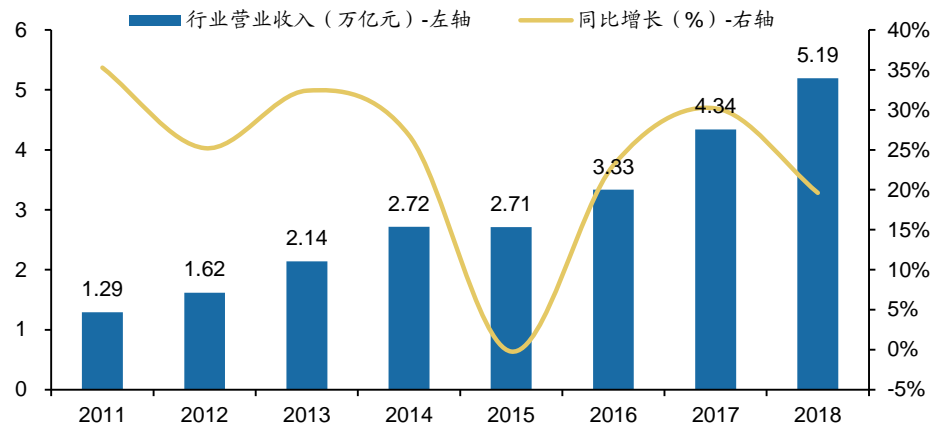
检测设计: 设计龙头公司增长依旧稳健, 未来发展确定性高

建工建材检测龙头国检集团19Q1-3实现归母净利润1.26亿元, 同比下滑9.67%。我们预计主要为公司前三季度各项费用上升 (营业成本/销售费用/管理费用分别上升19.62%/15.8%/18.94%), 而政府补助明显减少所致。

而设计龙头中设集团前三季度实现营业收入27.45亿元, 同比增长4.07%, 净利润2.91亿元, 同比增长20.49%。目前整个设计行业营业收入快速增长, 地区及行业发展呈现差异性。2018年, 在国家基础设施投资增速回落、严控地方政府债务和PPP项目的严峻形势下, 工程勘察设计行业保持稳定发展。根据住建部《2018年全国工程勘察设计统计公报》, 2018年我国工程勘察设计企业共实现营业收入5.19万亿元, 同比增长19.6%, 继2015年触底回升后继续保持高速增长态势, 总体呈回暖趋势。其中, 工程勘察收入914.8亿元, 同比增长9.3%; 工程设计收入4609.2亿元, 同比增长14.9%; 工程总承包收入26046.1亿元, 同比增长25.2%; 其他工程咨询业务收入657.3亿元, 同比增长19.0%。即便不考虑工程总承包业务, 勘察设计收入仍然保持

稳健增长。设计龙头未来订单未来持续增长的确性较高。

图 23: 近三年设计勘察行业企业收入连续提升



数据来源：住建部、广发证券发展研究中心

装饰装修：龙头企业订单放缓，后期地产竣工回暖、旧改稳步推进利好装修龙头

从已披露订单数据的装修板块重点上市公司来看。其中，东易日盛19Q1-3新签订单增速为3.2%，全筑股份19Q1-3新签订单增速为8.57%，装修龙头金螳螂19Q1-3新签订单同比增长17.3%，亚厦股份19Q1-3新签订单同比增速达到30.2%，两家公司19Q1-3订单增速较19H1均出现了下滑。家装龙头东易日盛19年前三季度业绩出现了亏损，订单增速也有所放缓。

表 5: 装修板块重点公司订单情况

公司名称	18Q1 增速	18H1 增速	18Q1-3 增速	18A 增速	19Q1 增速	19H1 增速	19Q1-3
金螳螂	15.9%	18.7%	22.2%	23.9%	30.4%	25.3%	17.3%
亚厦股份	57.8%	26.5%	24.5%	8.4%	119.4%	42.7%	30.2%
东易日盛	16.6%	9.6%	12.5%	5.1%	8.7%	7.7%	3.2%
全筑股份	-	-	61.6%	38.9%	16.1%	5.0%	8.6%
瑞和股份	17.1%	23.0%	10.2%	8.3%	94.6%	17.5%	-5.5%
江河集团	12.6%	7.8%	7.6%	17.8%	37.7%	36.2%	28.8%
洪涛股份	-31.9%	-0.7%	-12.3%	-20.2%	32.8%	-18.9%	-27.8%
广田集团	87.2%	146.6%	86.8%	47.4%	-24.7%	-40.5%	-24.3%
宝鹰股份	122.3%	134.0%	91.2%	34.2%	-65.0%	-61.5%	-50.8%

数据来源：公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

从行业层面看，9月地产竣工增速持续回升，后周期行业增速总体有所提升，中长期看好竣工回暖逻辑。

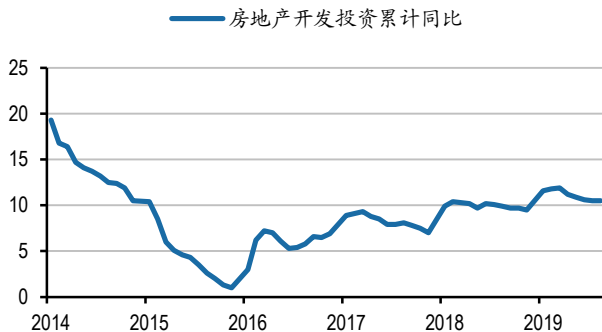
1) 1-9月地产开发投资增速10.5%，较1-8月持平，地产投资仍维持高位，预计仍主要由建安投资和土地购置共同驱动：1-9月房屋施工面积增速8.7%，较1-8月下降0.1pct，同时土地购置支出滞后纳入地产投资的影响仍然存在。

2) 1-9月新开工增速8.6%，较1-8月降低0.3pct，增速有所回落但仍处高位；1-9月商品房销售/竣工面积增速-0.1%/-8.6%，降幅较1-8月收窄0.5pct/1.4pct。其中，9月竣工增速为4.81%，在8月增速转正的基础上继续回升，且已连续4月增速提升。不过开工竣工的增速差持续存在，同时在资金端收紧背景下，后期地产投资仍面临下行压力。

3) 9月社零指标中，地产后周期行业增速整体有所提升，其中9月家具/家电/建筑装饰同比分别增长6.3%/5.4%/4.2%，较8月变动+0.6pct/+1.2pct/-1.7pct，考虑到CPI高位及减税降费支撑，预计Q4相关行业增速仍有韧性。

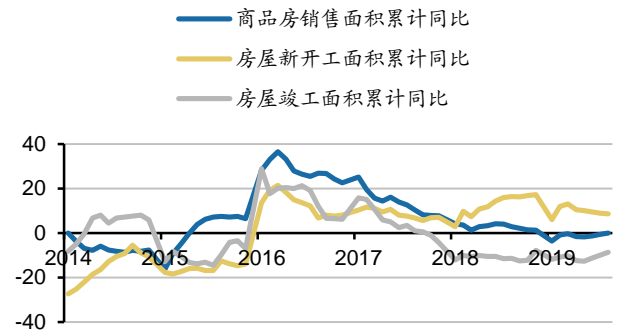
4) 此外，政治局会议将“旧改”列入“补短板工程”，我们预计政策方向可能以推动“旧改”接替“棚改”，有望拉动万亿地产市场投资；另外从建设周期或交房周期来看，在地产调控严格背景下，尽管周期有所拉长，但中长期我们仍看好竣工增速回暖逻辑，住宅全装修企业有望受益。

图 24: 房地产开发投资同比增速 (单位: %)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 25: 房屋新开工面积及房屋竣工面积增速 (单位: %)

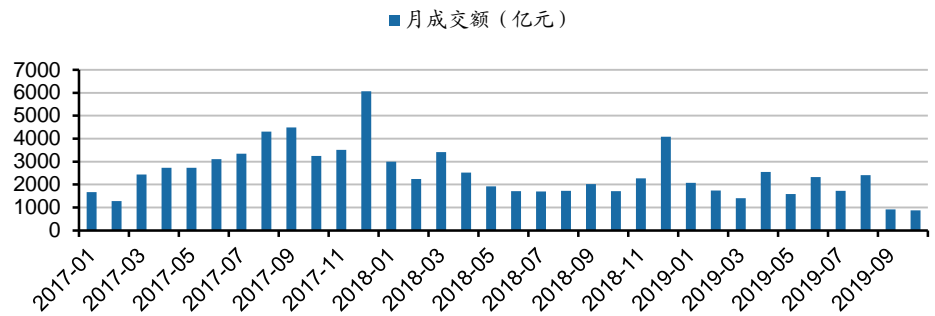


数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

园林工程: 放缓新签订单节奏, 行业逐渐走向规范化

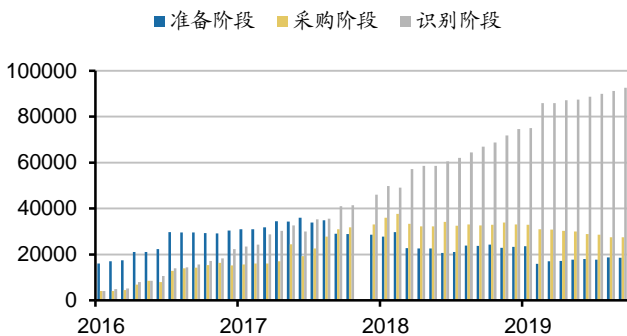
园林公司今年明显放缓了订单承接的节奏, 在资金受限的情况下主要对之前签订的项目进行运营处理。PPP管理库项目经过上半年一系列规范整改, 现已进入平稳发展期。根据明树数据统计, 2019年8/9/10月单月成交量分别为2411/921/882亿元, 项目成交规模相比18年同期有明显下降。截止10月底, PPP累计成交额前三名的行业为交通运输、市政工程、城镇综合开发, 分别成交37992/35800/16953亿元, 合计占据总成交额的57.8%。而根据财政部数据, 9月准备/采购/执行阶段的项目投资额分别为18547/27468/92576亿元, 项目落地率达到66.20%, 落地速度继续加快。

图 26: 明树月度PPP成交数据



数据来源: 明树数据、广发证券发展研究中心

图 27: PPP各阶段项目投资金额变化 (单位: 亿元)



数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

图 28: PPP项目落地率变化情况



数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

财政部副部长邹加怡10月29日在“2019第五届中国PPP发展(融资)论坛”上表示, 要加快推动PPP条例出台, 尽快更新PPP操作指南、财政承受能力论证指引、物有所值评价指引; 出台项目绩效管理指引、风险管理指引和污水垃圾领域标准化合同; 加强税收、土地、会计、资产管理等配套政策研究, 加强项目储备工作, 做好与国家重大发展规划、各类专项规划的衔接。

专业工程: 国际工程/钢结构订单高增, 中国化学订单逐渐转化收入利润

专业工程板块订单情况较为可观, 中国化学受18年订单高基数的影响, 19年新签订单增速有所下滑, 19Q1-3新签订单同比增长6.73%, 但公司10月份新签俄罗斯波罗的海化工综合体项目, 合同总金额不超过120亿欧元(人民币约943亿元), 预计全年海外订单有望大幅度增长。国际工程子板块中, 除中钢国际受18年高增速的影响19年前三季度新签订单同比增速出现下滑外, 其他国际工程公司前三季度新签订单均实现高增长。而钢结构子板块方面, 杭萧钢构、精工钢构前三季度订单均实现稳健增长。

表 6: 专业工程板块重点公司订单情况

	公司名称	18Q1 增速	18H1 增速	18Q1-Q3 增速	18A 增速	19Q1 增速	19H1 增速	19Q1-3 增速
化学工程	中国化学	5.9%	72.1%	80.2%	52.5%	47.1%	11.6%	6.7%
国际工程	中工国际	-	-57.3%	-62.6%	-5.6%	200.3%	177.4%	218%
	中材国际	-21.6%	-23.3%	-33.3%	-13.6%	42.1%	26.0%	27%
	北方国际	-90.0%	-65.2%	-64.8%	-72.5%	193.2%	247.4%	-
	中钢国际	-	-	-	557.8%	-69.9%	-29.4%	-16.8%
钢结构	杭萧钢构	72.4%	38.7%	45.5%	50.2%	-17.9%	18.2%	25.55%
	精工钢构	34.4%	31.7%	9.4%	19.8%	61.8%	36.3%	18.9%
	鸿路钢构	32.0%	-	-	-	-24.3%	52.0%	-

数据来源: 公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

建筑央企: 收入稳健增长, 两铁表现优异

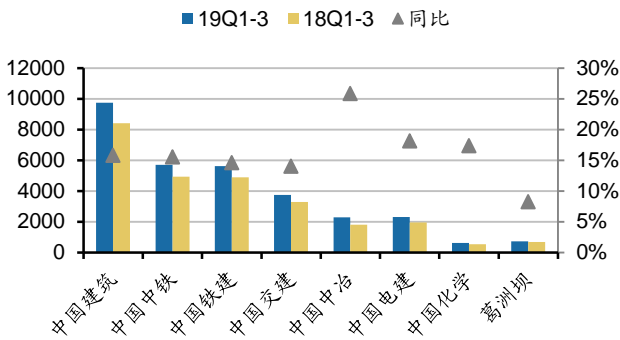
财务状况: 收入稳健增长, Q3 业绩环比提速

建筑央企上市公司整体19Q1-3营业收入/归母净利润同比分别增长16.0%/11.1%。其中Q1/Q2/Q3收入分别增长11.8%/19.5%/16.1%。利润分别增长11.5%/6.3%/16.9%。Q3业绩环比提速主要由于央企期间费用率下降, 以及中国建筑等少数股东损益影响减少。

具体看, 营业收入方面, 8家建筑央企19Q1-3均实现稳定增长, 其中, 中国中冶增速最高, 同比增长25.9%; 葛洲坝增速最低, 同比增长8.2%。19Q3部分建筑央企收入增速较高, 中国中冶/中国化学/中国电建增速同比分别增长25.4%/24.5%/21.6%。

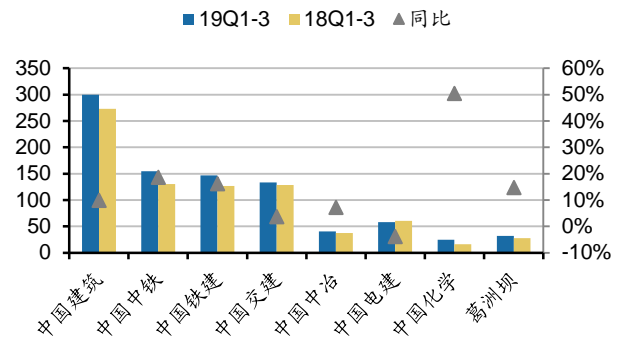
归母净利润方面, 19Q1-3建筑央企归母净利润增速整体有所放缓, 主要受去年同期高基数影响, 19年前三季度建筑央企业绩同比增速较18年同期有所下滑。除中国化学增速达到50.4%之外, 其他公司业绩增速均低于20%, 其中4家公司增速低于10%, 中国电建出现负增长。19Q3中国电建业绩出现负增长, 归母净利润同比增速分别为-6.8%。但是建筑央企Q3业绩环比提速, 中国化学/中国中铁/葛洲坝/中国建筑19Q3归母净利润同比增速分别为55.8%/42.15%/28.8%/18.5%, 相比于19H1的增速分别提升12.6%/37.2%/9.4%/14.3pct。

图 29: 建筑央企2019Q1-3营业收入及同比增速(单位: 亿元)



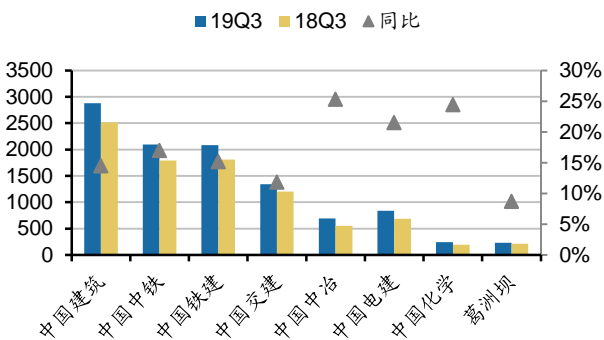
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 30: 建筑央企2019Q1-3归母净利润及同比增速(单位: 亿元)



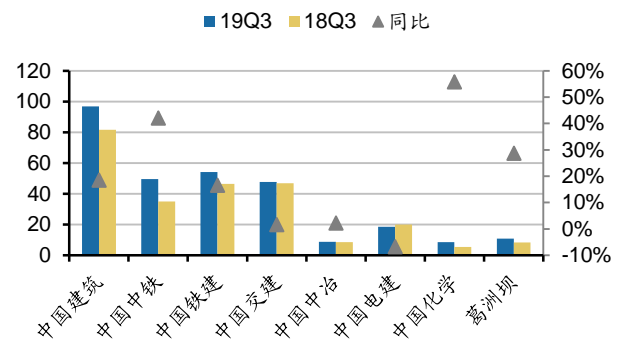
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 31: 建筑央企2019Q3营业收入及同比增速(单位: 亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 32: 建筑央企2019Q3归母净利润及同比增速(单位: 亿元)

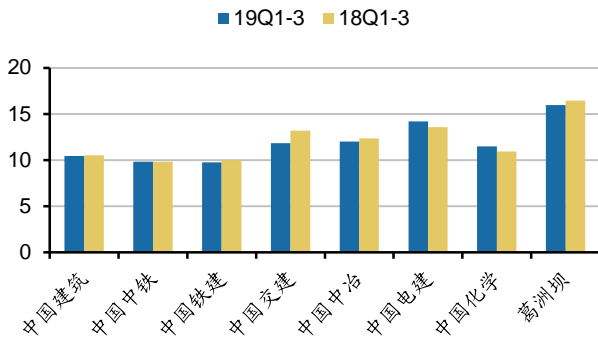


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

盈利能力方面, 19年前三季度8家建筑央企中仅有3家毛利率上升, 5家毛利率下降, 其中, 中国电建和中国化学毛利率上升较为明显, 分别同比提升0.63和0.54pct。毛利率下降的央企毛利率变动均在一个百分点以内。中国铁建毛利率为9.76%, 在8家建筑央企中最低, 同比下降0.23pct。

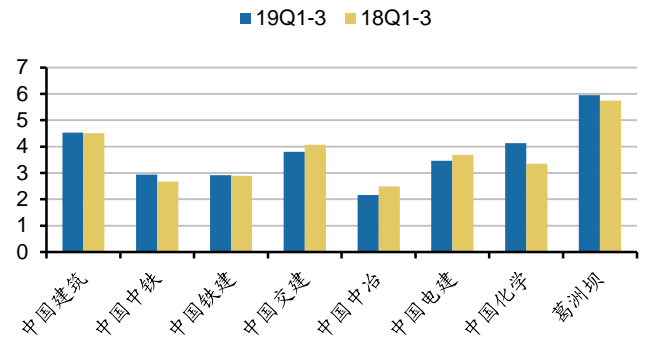
19年前三季度8家建筑央企中有5家净利率上升。其中, 中国化学净利率上升较为明显, 同比提升0.78pct, 中国化学/中国中铁/葛洲坝/中国铁建/中国建筑19Q1-3净利率同比提升0.78/0.26/0.21/0.03/0.02pct; 中国中冶/中国交建/中国电建19Q1-3净利率同比下降0.33/0.27/0.22pct。

图 33: 建筑央企2019Q1-3毛利率 (单位: %)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 34: 建筑央企2019Q1-3净利率 (单位: %)

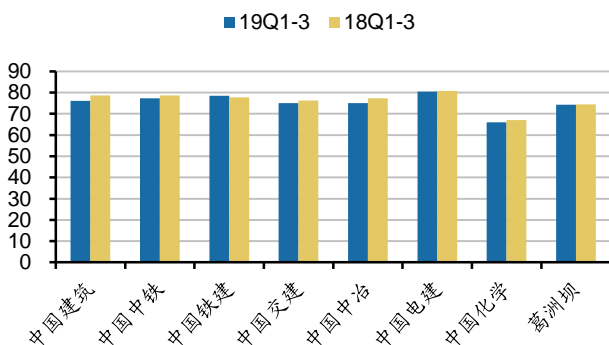


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

资产负债率方面, 截止19Q3末, 8家建筑央企的资产负债率均在60%以上, 其中, 中国化学资产负债率为66.01%, 在建筑央企中最低, 其余7家央企资产负债率均在70%以上, 负债率较高。但建筑央企的资产结构总体有所改善, 除中国铁建外的7家建筑央企的资产负债率与上年同期相比有所下降, 其中, 中国建筑/中国中冶/中国中铁资产负债率较去年同期相比分别下降2.6/2.2/1.4pct。

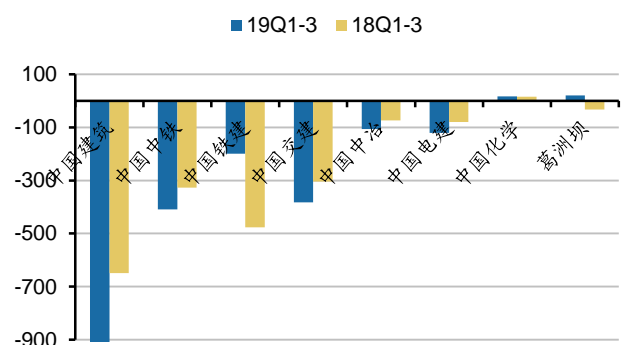
现金流方面, 2019年前三季度8家建筑央企中中国化学和葛洲坝实现了经营性现金流净流入。其中, 中国建筑19Q1-3经营活动现金流净流出1066.75亿, 同比净流出增加417.18亿元; 中国建筑前三季度收现比/付现比分别为112.83%/127.74%, 较18Q1-3分别提升12.56/19.71pct。中国铁建/葛洲坝/中国化学19Q1-3现金流较去年同期均有所改善, 同比减少经营性现金流流出276.97/53.83/1.43亿元。

图 35: 建筑央企2019Q1-3资产负债率 (单位: %)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 36: 建筑央企2019Q1-3经营活动现金净流量 (单位: 亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

新签订单：Q3 订单增速回暖，两铁发力明显，有望持续受益基建政策推进

从建筑央企的订单口径看，中国铁建/中国中铁/中国交建/中国中冶19Q1-3订单增速较高且均在10%以上，分季度来看，中国铁建/中国中铁/中国建筑等主要央企Q1-3的订单增速均比19H1有所提升。从基建龙头两铁的情况来看：中国铁建1-9月新签订单中工程承包增长30%，工程细分中铁路/公路分别增长15%/27%；中国中铁1-9月新签订单中基建增长17.9%，基建细分中铁路/市政分别增长11%/28.8%，同样较19H1明显提升。铁路/公路/轨交为基建补短板主要发力方向，且18Q4订单低基数，预计19Q4订单有望延续高增长。中长期看，2020年各地十四五规划有望相继出台；同时伴随交通强国政策落地，发改委拟推动实施一批铁路专用线项目，总投资或超1500亿元；此外，央地财政收入分配调整有望增强地方财政实力，叠加后期专项债政策发力，基建龙头公司有望持续受益。

表 7：部分建筑公司季度新签订单增速

公司名称	18Q1 增速	18H1 增速	18Q1-3 增速	18A 增速	19Q1 增速	19H1 增速	19Q1-3 增速
中国建筑	24.3%	1.5%	3.8%	4.6%	9.0%	3.1%	6.3%
中国铁建	7.0%	10.4%	5.3%	5.1%	6.3%	18.0%	25.1%
葛洲坝	13.4%	3.6%	10.3%	17.7%	30.8%	19.9%	15.5%
中国中铁	21.3%	13.0%	5.9%	8.7%	0.3%	10.5%	14.5%
中国交建	20.5%	-7.6%	-19.4%	-1.1%	13.4%	15.9%	12.2%
中国电建	3.7%	-5.0%	4.5%	12.1%	16.2%	15.8%	3.2%
中国化学	5.9%	72.1%	80.2%	52.5%	47.1%	11.6%	6.7%
中国中冶	37.0%	6.4%	10.4%	10.4%	5.3%	20.3%	18.8%

数据来源：公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

投资建议

从投资逻辑上看，目前建筑板块低估值、低涨幅、低基金持仓，“三低”明显，自上而下建议关注政策博弈带来的基建产业链的估值修复机会，另外从资产质量的角度关注目前PB估值破净的央企龙头。自下而上建议关注市占率提升空间大、成长性好、集中度有望提升的检测、设计和装饰龙头。主题方面，可以关注上海自贸区/旧改建设/央企分拆上市等主题性机会。

公司方面，从历史数据来看，建筑板块Q4绝对/相对收益较为明显，短期经济下行压力客观存在，基建稳增长预期有望提升，建议关注三条主线：1）具备内生外延长期业绩成长性的检测行业龙头（如国检集团等）；2）基建投资有望加码，利好业绩稳健高增的前端设计公司（如苏交科/中设集团等）；3）低估值基建央企（如中国铁建/中国中铁等）及地方龙头国企（如上海建工等）。

风险提示

宏观政策环境变化导致行业景气度下降；基建投资增速下滑加速导致公司订单不达预期，专项债发行力度不及预期。

广发建筑工程行业研究小组

姚 遥：首席分析师，美国普林斯顿大学工学博士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

尉凯旋：研究助理，复旦大学金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反

当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与葛洲坝(600068)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。