

建筑装饰

证券研究报告

2020年02月17日

2019 全年订单汇总分析：地产链资金压力加剧、基建逆周期增强，订单向各子行业龙头集中

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

装饰行业：地产链资金压力加剧，2019 年新签订单持续分化

随着 2018 年地产信用链收紧，房地产成为重点调控对象，装饰行业作为房地产的下游企业，持续受到消极的影响；受制于地方政府财力问题，现金回款力度的下降，显著影响了行业公司承接新公建项目的动力，对于项目的考核性更高。基于多重压力下，装饰行业新签订单表现并不亮眼，2019 年累计新签订单同比下降 4.94%。由于受到 2020 年出新型冠状病毒肺炎的影响，装饰行业上半年的订单可能依旧不乐观。

建筑央企 2019 年订单：受益于基建补短板政策，新签订单同比加速增长

受益于基建补短板政策，建筑央企作为基建的领头羊，2019 年新签订单实现较快增长。总体来看，2019 年 7 家建筑央企累计新签订单总量 9.08 万亿，同比增长 19.05%，而 2019 年 Q3 累计新签订单同比增长率为 12.79%，增速环比持续提升。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。通过央企承接订单提升集中度，盘活行业整体情况，带动上下游企业共同发展。

土木工程行业订单情况：

(1) 路桥公司的订单情况整体而言表现并不好，PPP 项目监管趋严使得接单量逐渐下降，新签订单增速放缓。但是对行业龙头公司冲击较小，规模大的公司不仅可以保持同比增长率的稳定增长，显著强于小公司，同时又能保持稳定性，使其高速的增长率更具质量性。龙头公司稳定增长，预期未来短期内不会发生改变。

(2) 总体来看，对外工程行业 2019 年新签订单情况较去年同期下降 9.81%，但是国内业务订单却有所上升，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，国际环境改善，境外工程项目将有所上升。

(3) 园林公司 2019 年新签订单同比下降 36.54%，仍在消化在手订单，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，棕榈股份等多家公司以股权转让的方式引入战略投资或转让控制权，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。

(4) 钢结构 2019 年累计新签订单实现同比增加 20.57%，报告期内发展情况较好，增速较快。装配式建筑的发展带动新签订单市场的扩大，而钢结构公司内部大力发展 EPC 业务已初具规模，毛利率水平提升，加之政府补助的持续发力，钢结构公司业绩增长较为良好。同时，5 家钢结构公司 2019 年专利授权同比减少 23 个，主因专利授权业务竞争日趋激烈等。

投资建议

根据我们分析，各子行业增速下行过程中订单的龙头集中度趋势非常明显，龙头公司增长明显好于其他公司。随着 2018 年房地产调控政策延续，地产资金链直接影响装饰行业，整体持续陷入低迷期。受益于基建补短板力度的加强，以建筑央企为中心的产业链条得到发展，路桥公司受地区性因素影响呈现两极分化态势。随着一带一路政策的不断推进，基建补短板力度持续提升，建筑行业仍存在发展空间，2020 年专项债的提前下达，建筑行业集中度提升、强者恒强仍是主旋律，2020 年上半年疫情会导致订单进度有所递延，但我们预计对建筑行业的影响只是短期的，我们维持行业“强于大市”评级。

风险提示：地产链资金压力加剧，疫情致订单执行进度不及预期

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《建筑装饰-行业点评:钢结构特性体现在疫情防治中,各公司高增长低估值凸显价值》2020-02-11
- 《建筑装饰-行业专题研究:全装修市场仍有较大上升空间,装修质量为主要行业痛点--2527 份问卷看清中国消费》2020-02-10
- 《建筑装饰-行业研究周报:建筑板块未来行情可能会如何演绎?》2020-02-09



内容目录

1. 装饰行业 2019 年订单总结：地产链资金压力加剧，2019 年新签订单持续分化.....	4
2. 建筑央企 2019 订单：受益于基建补短板政策，新签订单同比加速增长.....	6
3. 土木工程行业 2019 订单总结：PPP 监管趋严，订单增速降低.....	8
3.1 路桥公司 2019 年订单：新签订单受地域影响较大.....	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 2019 订单：一带一路峰会促进海外签单，收入保障系数升高.....	11
3.3. 园林公司 2019 订单：PPP 监管与地方债务趋严，PPP 项目发展陷入停滞.....	12
3.4. 钢结构 2019 年度订单：新签订单同比增加，发展能力持续增强.....	13
4. 投资建议.....	15
5. 风险提示.....	15

图表目录

图 1：装饰行业 2019 年累计新签约订单统计（亿元）.....	4
图 2：装饰行业 2019 年 Q4 单季签约订单统计（亿元）.....	5
图 3：装饰行业 2019 年与 2018 年累计已签约未完工订单统计（亿元）.....	5
图 4：装饰行业 2019 年与 2018 年订单收入保障系数.....	5
图 5：建筑央企 2019 年国内订单统计（亿元）.....	7
图 6：建筑央企 2019 年境外订单统计（亿元）.....	7
图 7：建筑央企 2019 年累计新签订单统计（亿元）.....	7
图 8：建筑央企 2019 年累计新签订单/2018 年收入.....	7
图 9：深交所地方路桥公司 2019 年累计新签订单统计（亿元）.....	9
图 10：深交所地方路桥公司 2019 年末累计已签约未完工订单统计（亿元）.....	9
图 11：深交所地方路桥公司在手订单收入比.....	9
图 12：上交所地方路桥公司 19 年累计新签订单金额统计（亿元）.....	10
图 13：上交所地方路桥公司 19 年 Q4、Q3 单季新签订单统计（亿元）.....	11
图 14：上交所地方路桥公司 19 年累计新签订单/18 年营收.....	11
图 15：对外工程公司 19 年累计新签订单统计（亿元）.....	12
图 16：对外工程公司 2019 年在手订单收入比（19 订单/18 收入、18 订单/17 收入）.....	12
图 17：园林公司 19 年累计新签订单统计（亿元）.....	13
图 18：园林公司截至 19Q4 累计已签未完工订单统计（亿元）.....	13
图 19：钢结构行业公司 2019 年累计新签合同统计（亿元）.....	14
图 20：钢结构行业公司 2019 年新签订单/2018 营收.....	14
表 1：装饰行业公司 2019 年度订单总体概览（亿元）.....	4
表 2：建筑央企 2019 年度订单总体概览（亿元）.....	6
表 3：深交所地方路桥公司 2019 年度订单总体概览（亿元）.....	8

表 4: 上交所地方路桥公司 2019 年度订单总体概览 (亿元)	10
表 5: 对外工程 2019 年度订单总体概览 (亿元)	11
表 6: 园林公司 2019 年度订单总体概览 (亿元)	13
表 7: 钢结构行业公司 2019 年度订单总体概览 (亿元)	14
表 8: 2019 钢结构公司专利授权情况 (个)	14

1. 装饰行业 2019 年订单总结：地产链资金压力加剧，2019 年新签订单持续分化

根据《深交所行业信息披露指引第 6 号——上市公司从事装修装饰业务》，我们统计了同口径可比数据进行研究，采用累计新签订单统计数据。根据各公司公告，装饰行业公司 19 年年度订单情况如下：

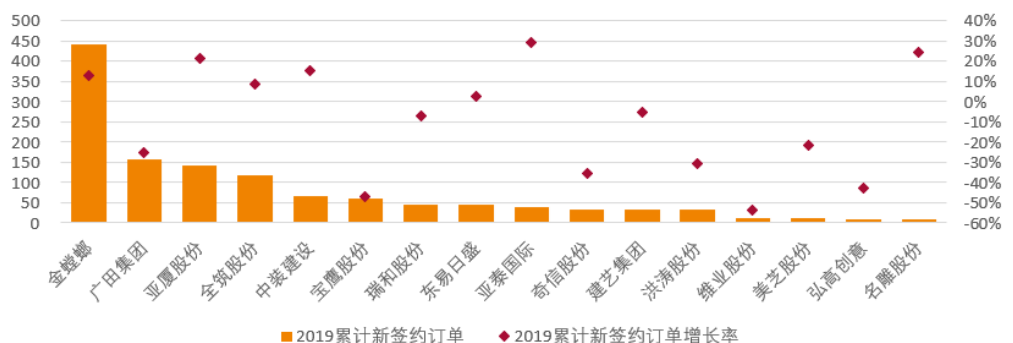
表 1：装饰行业公司 2019 年度订单总体概况（亿元）

公司名称	2019 累计新 签约订单	2019 累计新 签约订单增 长率	2019 累计已 签约未完工 订单	2018 累计已 签约未完工 订单	2019 累计已 签约未完工 订单增长率	2019 订单收 入保障系数	2018 订单收 入保障系数
金螳螂	442.28	12.74%	669.76	572.04	17.08%	2.67	2.28
广田集团	158.06	-25.28%	184.38	229.86	-19.79%	1.28	1.60
亚厦股份	142.11	21.33%	210.72	196.26	7.37%	2.29	2.13
全筑股份	117.03	8.57%	138.77	109.90	26.27%	2.13	1.69
中装建设	67.61	15.53%	82.07	104.78	-21.67%	1.98	2.53
宝鹰股份	61.37	-47.34%	174.82	165.17	3.00%	2.55	2.41
瑞和股份	44.80	-7.41%	64.80	45.82	41.43%	1.79	1.27
东易日盛	43.65	2.41%	34.01	35.93	-5.34%	0.81	0.85
亚泰国际	40.29	29.40%	51.29	41.52	23.53%	2.23	1.80
奇信股份	34.27	-35.68%	58.07	61.72	-5.91%	1.16	1.23
建艺集团	31.97	-5.47%	30.06	31.52	-4.64%	1.01	1.06
洪涛股份	31.53	-30.61%	118.14	63.18	87.00%	3.01	1.61
维业股份	11.21	-53.58%	27.44	24.81	10.59%	1.15	1.04
美芝股份	11.17	-21.63%	12.51	9.23	35.45%	1.31	0.98
弘高创意	9.59	-42.95%	30.84	29.55	4.37%	2.14	2.05
名雕股份	7.60	24.11%	10.10	9.25	9.18%	1.32	1.21
总计	1254.54	-4.94%	1897.79	1730.54	9.66%	2.02	2.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

根据各公司公告，柯利达、江河集团暂未披露相关订单数据，其他公司均公布了完整的年度数据。从累计订单情况来看，2019 年 16 家公司累计新签订单金额 1254.54 亿元，同比下降 4.94%，和 2018 年订单上涨 19.30% 的状况相比大幅下滑。仅 7 家公司订单量同比上年度增加，8 家公司同比减少，而去年是 10 家公司同比上涨，5 家公司同比减少。总的来说，随着 2018 年地产信用链收紧，房地产成为重点调控对象，装饰行业作为房地产的下游企业，持续受到了消极的影响；受制于地方政府财力问题，现金回款力度的下降，显著影响了行业公司承接公建项目的动力，对于项目的考核性更高。

图 1：装饰行业 2019 年累计新签订单统计（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

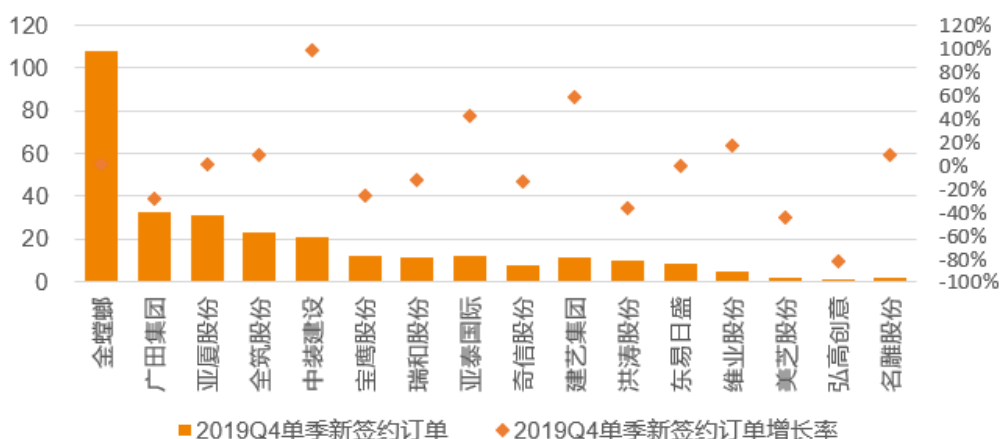
其中金螳螂以 442 亿的订单量,位列第一,作为行业龙头全年新签订单较去年增长 12.74%。其中公装业务贡献订单为 249.63 亿元,较同期上升 16.97%。公司住宅装修业务 2019 年年底 164.95 亿元,比 2018 年上升 5.86%,但是第四季度单季住宅业务同比下降 20.77%,主要是受行业资金链压力的影响,景气未现显著好转,预计 2020 年上半年,受新型冠状病毒的影响,住宅业务可能进一步下降。

广田集团 2019 年新签订单金额为 158.06 亿元,位列第二,相比于 2018 年同比减少 25.28%。房地产市场调控影响较大,资金端承压,公司致力于订单结算回款,促进在手项目快速变现,提升周转率,广田的住宅装修,住宅设计都有不同程度的减少。亚厦股份、全筑股份、中装建设的订单量分别位于第三、四、五位。中装建设获得 15.53%新签订单增长率的原因是 2018 年新签订单基数小。亚厦股份以其地理优势,将迎来新一轮快速发展期。全筑股份订单增速快速放缓。

亚泰国际 2019 年订单金额为 44.13 亿元,以 29.40%的订单增速位于第一,工程、设计订单量都有较大提升,主要原因是公司凭借高端的设计,CCD、ATG 品牌受到大家的认可,公司利用酒店设计方面的核心竞争力,积极推进 EPC 项目。

位于前列的公司普遍优于排名较后的公司,规模较小的企业稳定性较差,增速差异化较高,总体上呈下降趋势。由此可见,地产链资金压力加剧造成订单集中度提升,向龙头企业靠拢,在地产板块资金链条收紧和毛利率下降的前提下,小规模企业订单水平表现普遍较差,由于资产规模受限,对新签订单的回报率及质量性要求更高,考虑更加慎重。而龙头企业具有资金优势,筹融资能力较强,同时保有更多客户价值,能够应对行业周期性因素,保持稳定增长。

图 2: 装饰行业 2019 年 Q4 单季新签订单统计 (亿元)

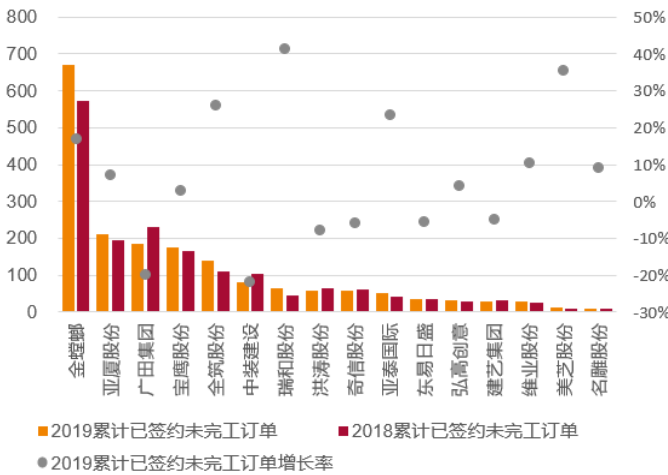


资料来源:公司公告,天风证券研究所

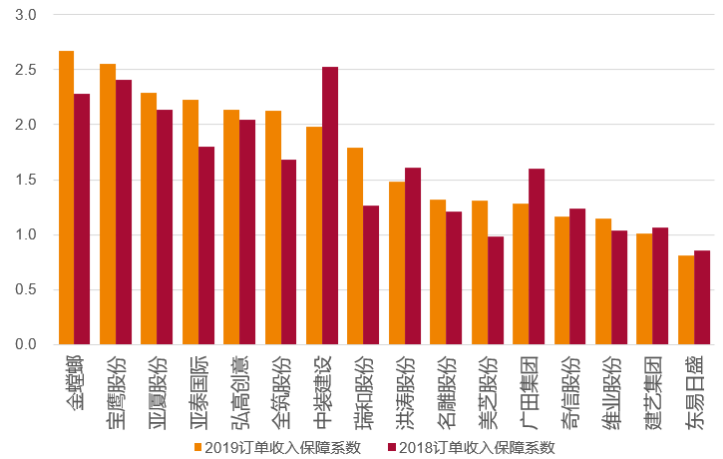
从单季度新增订单情况来看,7 家公司四季度新签订单同比有所增长,8 家公司有所下降。同比增长速度最快的为中装建设,订单金额为 20.8 亿元,增速为 98.47%,公司的主要业务公共装修订单 12.22 亿元,同比增长 73.69%,住宅业务 6.51 亿元,同比增长 240.93%。弘高创意下降幅度最大,为-78.30%,其中公装、精装都有大幅度的下降。

图 3: 装饰行业 2019 年与 2018 年累计已签约未完工订单统计 (亿元)

图 4: 装饰行业 2019 年与 2018 年订单收入保障系数



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

已签约未完工订单/收入的比例可以称为订单收入保障系数,其中累计已签约未完工订单又称为在手订单,统计标准为未完工订单对应的订单总额(包含未完工订单中已结算部分和未结算部分)。订单收入保障系数百分比越高越好,说明未来收入能够保持甚至增长。由于 19 年的营收暂未公布,故选用 18 年营收替代。

15 家企业除了东易日盛之外,收入保障系数均大于 1,整个行业相比于 2018 年的收入保障系数普遍有所提升。金螳螂的收入保障系数为 2.67,增加了 0.39,位列第一,作为行业龙头持续稳健增长。宝鹰股份收入保障系数位列第二,为 2.55,但是订单总额却有大幅下降,相比同期下降 47.65%。亚厦股份收入保障系数排名第三,为 2.29。东易日盛收入保障系数位于最后,主要原因是家装的订单履行周期相对较短。建艺集团的收入保障系数相比于 2018 年没有太大的变化,但依旧受到地产板块资金链条收紧和毛利率下降的影响。

总的来说,基于多重压力下,装饰行业新签订单表现并不亮眼。由于受到 2020 年出新型冠状病毒肺炎的影响,我们预计装饰行业上半年的订单可能依旧不乐观。

2. 建筑央企 2019 订单：受益于基建补短板政策，新签订单同比加速增长

受益于基建补短板政策,建筑央企作为基建的领头羊,2019 年新签订单实现较快增长。总体来看,2019 年 7 家建筑央企累计新签订单总量 9.08 万亿,同比增长 19.05%,而 2019 年 Q3 累计新签订单同比增长率为 12.79%,增速环比持续提升。所有公司均实现了同比正增长。其中中国铁建、中国中冶、中国中铁、中国化学 19 年累计新签订单增长率均超过 15%。从增速角度来看,2019 年累计新签订单增长率相比 2018 年增长率都有所上升,中国建筑同比增加 2 个百分点,中国中铁同比增加 19.21 个百分点。

表 2：建筑央企 2019 年度订单总体概览（亿元）

公司名称	2019 累计新签订单	2019 累计新签订单增长率	2018 累计新签订单增长率	2019 累计新签订单/18 收入	2018 累计新签订单/17 收入
中国建筑	28639.00	9.12%	7.12%	2.39	2.49
中国中铁	21648.70	27.90%	8.69%	2.92	2.44
中国铁建	20068.54	26.66%	5.05%	2.75	2.33
中国中冶	7877.60	18.30%	10.44%	2.72	2.73
中国能源建设	5203.98	12.65%	4.10%	2.32	1.97
中国电建	5118.15	12.29%	12.05%	1.73	1.71
中国化学	2272.03	56.68%	52.52%	2.79	2.48
总计	90828.00	19.05%	8.01%	2.55	2.36

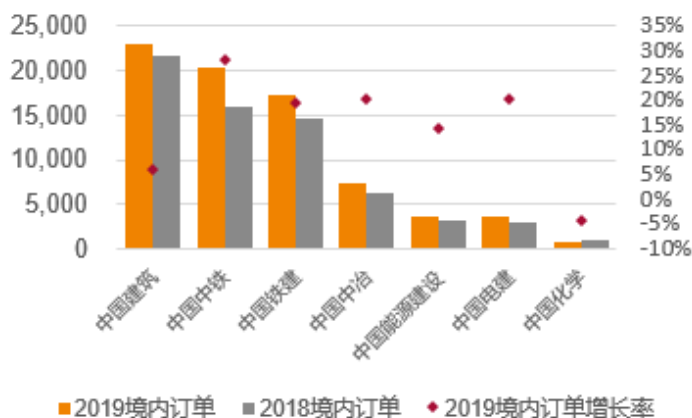
资料来源：公司公告，天风证券研究所

中国建筑 2019 年累计新签订单 2.86 万亿元，订单增速为 9.12%，累计新签订单为 2018 年收入的 2.39 倍。截至 19 年底境外业务同比增长 13%，境内业务同比增长 6.1%。公司的主要业务房屋建筑同比增长 16.1%，第二大业务基础设施却下降 18.4%，2019 年公司战略性收缩基建订单承接规模，同时一方面通过紧抓回款环节经营现金流压力，另一方面充分把握 2019 年地产销售复苏、建安工程投资高韧性的市场环境，扩大地产施工与合约销售规模，从而维持业绩稳健增长。建筑央企接单能力持续加强，预计中国建筑未来大概率会稳定增长。

中国中铁 2019 年累计新签国内订单同比增长率达 27.90%，维持高速增长。公司的铁路业务 2019 年同比增长 22.50%，市政及其他同比增长 33.61%。国内宏观环境利好，基建补短板力度的持续加强，交通强国战略稳步推进，城市化进程带动公路、铁路里程的需要，中国中铁独特优势助力其未来订单的稳定增长。

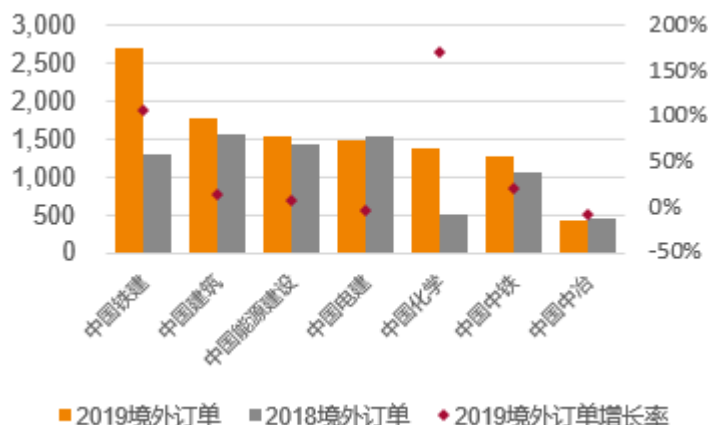
中国铁建 2019 年累计新签订单位列第三，同比增长率为 26.66%，2019 年前三季度累计工程承包（铁路、公路和其他）分别同比增长 6.30%、23.14%、30.30%，预计未来新签订单有望保持高速增长。

图 5：建筑央企 2019 年国内订单统计（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

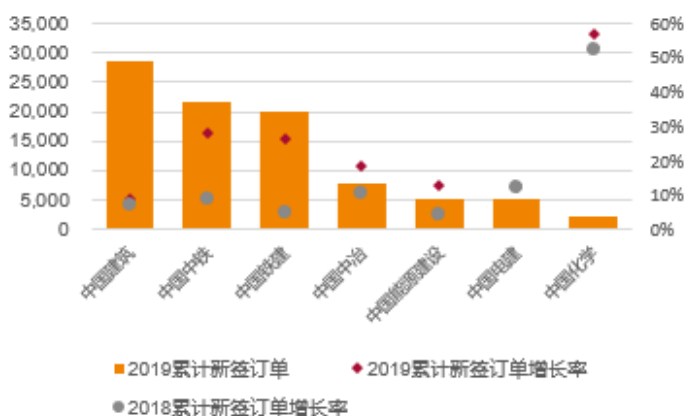
图 6：建筑央企 2019 年境外订单统计（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

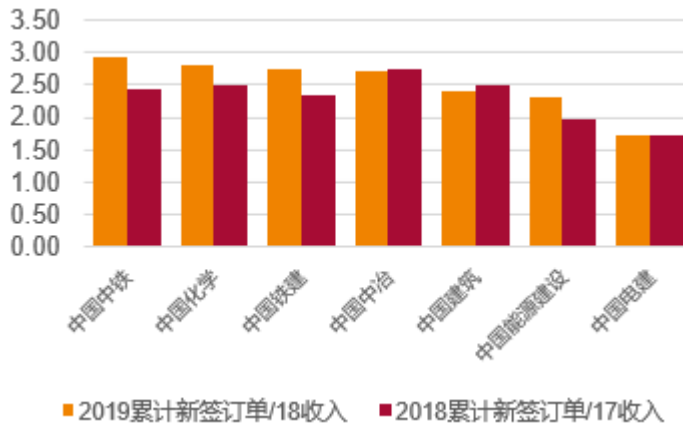
海外订单方面，随着“一带一路”政策的深入发展，建筑央企海外接单量继续保持增长。2019 年 7 家建筑央企新签海外订单合计 1.05 万亿元，同比增长 34.65%。中国化学、中国电建超过 100%，实现高速发展。中国电建获得高速增长的原因是 2018 年订单基数小。中国化学 2019 年 12 月份拿下中东 14 亿美元项目，加快海外布局。中国建筑、中国中冶海外订单较同期相比有所下降。

图 7：建筑央企 2019 年累计新签订单统计（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：建筑央企 2019 年累计新签订单/2018 年收入



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 2019 年新签订单总额除以上年营收所得。5 家公司收入保障

系数相比于去年有所上升。中国铁建累计新签订单收入比最高，为 2.92，订单量同比增长 27.90% 相比于 2018 年 8.69% 的新签订单增长率增加 19.21 个百分点。7 家公司的收入保障系数均超过 1.5，总体来看对公司未来收入具有较好支撑。

总的来说，在固定资产投资规模增速放缓的背景下，业务订单行业集中度提升，大建筑央企具备着竞争优势，在订单增长方面未来有望稳步推进。原因如下：

第一，从国内的角度来看，随着央行逆周期调节和 2020 年度专项债的提前下放，同时随着基建补短板力度持续加强，固定资产投资规模增速有望提高。同时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。2020 年上半年疫情对复工复产有短期的消极影响，会影响合同的实施进度，从长期来看，随着疫情的好转，我们预计投资有望在疫情受到控制后迅速反弹。

第二，10 月份国常会提出构建高标准自贸区网络、“一带一路”自贸区网络，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，央企做为国家形象，且具有风险抵御能力，海外订单有望获得新一步发展。

第三，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。央企具有国有资本优势、政治优势和资金优势，通过央企承接订单提升集中度，盘活行业整体情况，带动上下游企业共同发展。

3. 土木工程行业 2019 订单总结：PPP 监管趋严，订单增速降低

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 2019 年订单情况。

3.1 路桥公司 2019 年订单：新签订单受地域影响较大

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

2019 年 9 家深交所地方路桥三季度累计新签订单 753.12 亿，同比减少 0.95%，从增长率角度来看，9 家公司中有 6 家公司实现增长，成都路桥以 436.44% 的增长率居于首位，主要系于去年基数较小所致，浙江交科、高新发展分别以 212.32%、40.19% 的增速居于第 2、3 位；北新路桥同比下降 88.12%，下降幅度最大，主要系公司于 2018 年签署《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。

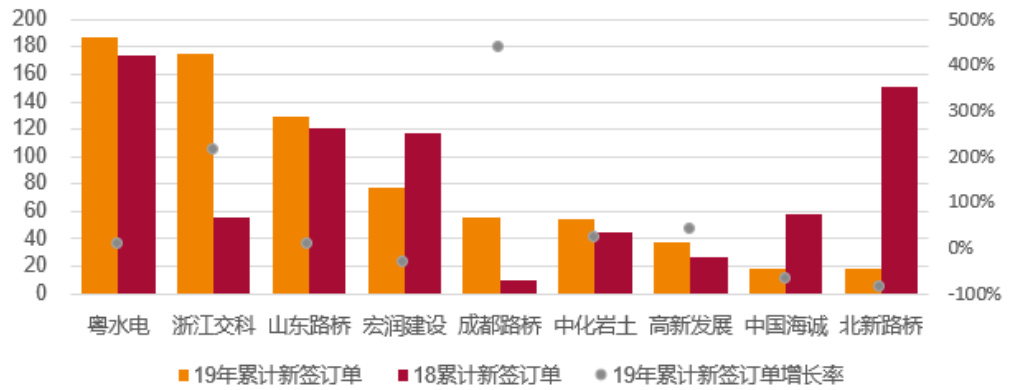
表 3：深交所地方路桥公司 2019 年度订单总体概览（亿元）

公司名称	19 年累计新 签订单	18 年累计新签 订单	19 年累计新 签订单增长 率	18 年累计新 签订单增长 率	截至 19Q4 累 计已签约为 完工订单	截至 18Q4 累 计已签约为 完工订单	截止 19Q4 累 计已签约未 完工订单/18 收入	截止 18Q4 累 计已签约未 完工订单/17 收入
粤水电	187.01	174.14	7.39%	-	349.41	268.47	4.21	4.05
浙江交科	175.37	56.15	212.32%	-	635.76	422.36	2.41	2.03
山东路桥	128.73	121.04	6.35%	31.22%	221.23	244.18	1.50	1.97
宏润建设	77.56	117.70	-34.10%	-61.79%	238.46	266.34	2.41	3.28
成都路桥	55.79	10.40	436.44%	-76.20%	73.34	43.02	2.69	2.17

中化岩土	54.96	45.07	21.94%	-	69.59	60.08	1.95	2.15
高新发展	37.15	26.50	40.19%	258.97%	114.48	36.02	12.01	6.29
中国海诚	18.63	58.52	-68.16%	-0.01%	62.33	69.40	1.19	1.65
北新路桥	17.91	150.81	-88.12%	220.74%	235.61	321.16	2.30	3.28
总计	753.12	760.33	-0.95%	-	2000.21	1731.03	2.44	2.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：深交所地方路桥公司 2019 年累计新签订单统计（亿元）

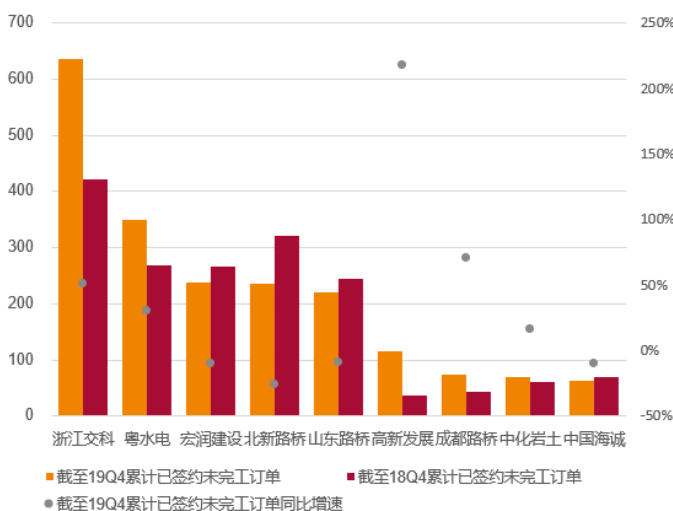


资料来源：公司公告，天风证券研究所

粤水电 2019 年累计新签约订单位列第一。公司累计新签订单 187.01 亿元，较上年同期增长 7.39%；累计已签约未完工订单 349.41 亿，同比增长 30.15%。公司工程施工与新能源齐头并进，夯实工程建设主业，积极开展 PPP 业务，推动 PPP 项目稳步增长，

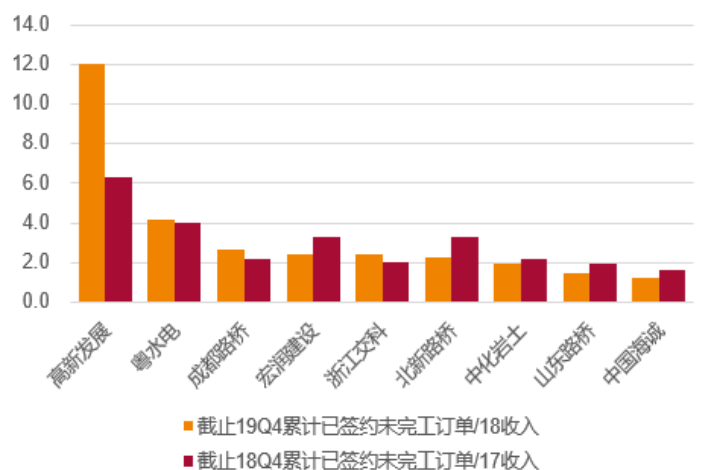
浙江文科以 175.37 亿元的累计新签订单位列第二，同比增长 212.32%，随着长江三角洲区域一体化战略的深入发展，浙江省内“大湾区建设”、“大花园建设”、“大通道建设”和“大都市区建设”等“四大建设”全面纳入长三角一体化国家战略，公司作为浙江省内地方国企具有地域优势。落实至具体订单项目上，公司中标三项重大合同，对标大额公路 EPC 项目，政策环境利好和股东优势下有望继续保持高速增长。山东路桥 2019 年累计新签订单 128.73 亿元，同比增长 6.35%，在手订单收入比为 1.5，发展较为稳定。

图 10：深交所地方路桥公司 2019 年末累计已签约未完工订单统计（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：深交所地方路桥公司在手订单收入比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在所选取的 8 个深交所上市地方路桥公司中，高新发展的订单收入保障系数最高，为 12.01。公司全年新签订单 37.15 亿元，截至 2019 年年底已签约未完工订单金额达 114.48 亿元，较 2017 年增长 218.82%，为其高保障系数做出了较大贡献。目前公司在手订单充足，新签订单稳定增长，在高新区建设加速推进的背景下，公司有望持续收益高新区发展红利，继

续发挥拿单优势。

粤水电以 4.20 的订单保障系数位居第二。公司在手订单中,阿勒泰光伏发电项目(55 亿)、阿勒泰市风电项目(4.4 亿)、青河县光伏发电项目(15 亿)、湖南沅江市风电项目(33 亿)已停滞多年,扣除上述项目后公司实际在手订单保障系数为 2.91。

成都路桥以 2.69 的订单保障系数位居第三。2019 年累计新签合同 55.79 亿元,同比增加 436.44%,主要受益于岩羊河河道治理、体育公园建设、西环线二期、南部片区道路新建、太阳湖公园等七个打捆项目勘察、设计—施工 28 亿项目的签订。

3.1.2. 上交所地方路桥公司订单情况

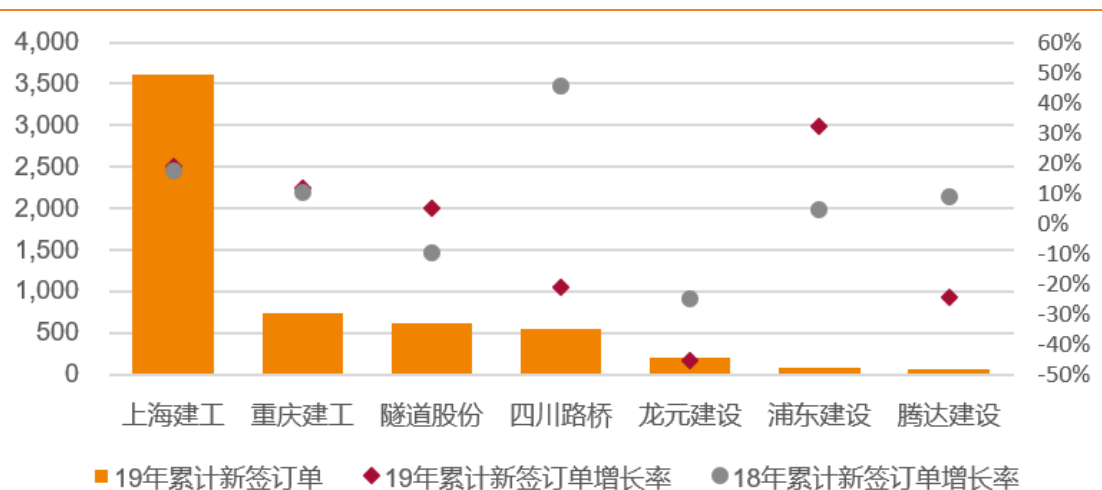
总体来看 7 家上交所地方路桥公司 2019 年累计新签订单额较去年同期上升 6.61%,3 家公司实现正增长,除浦东建设外增长率普遍不高,而另外 3 家公司下降的幅度较大。就普遍共性上来讲,依然体现出行业龙头稳定增长,如上海建工,而 2019 年新签订单较少的企业呈现不稳定态势,如腾达建设、龙元建设等。

表 4: 上交所地方路桥公司 2019 年度订单总体概览(亿元)

公司名称	19 年累计新签订单	19 年累计新签订单增长率	18 年累计新签订单增长率	19Q4 单季新签订单	19Q4 单季新签订单增长率	19 年 Q3 单季新签订单增长率	19 年累计新签订单/18 年营收
上海建工	3608.47	18.80%	17.68%	1163.73	21.33%	12.73%	2.12
重庆建工	736.70	11.59%	10.32%	189.64	38.32%	-17.92%	1.58
隧道股份	618.67	5.04%	27.96%	225.27	11.95%	9.63%	1.66
四川路桥	544.13	-21.26%	45.63%	348.41	68.35%	2.99%	1.36
龙元建设	203.63	-45.19%	-25.00%	88.61	-27.63%	-32.62%	1.00
浦东建设	86.11	32.01%	4.78%	19.89	-41.44%	600.65%	2.34
腾达建设	61.88	-24.57%	8.91%	20.55	29.98%	982.75%	1.76
总计	5859.59	6.61%	11.28%	2056.10	22.63%	8.46%	1.82

资料来源:公司公告,天风证券研究所

图 12: 上交所地方路桥公司 19 年累计新签订单金额统计(亿元)



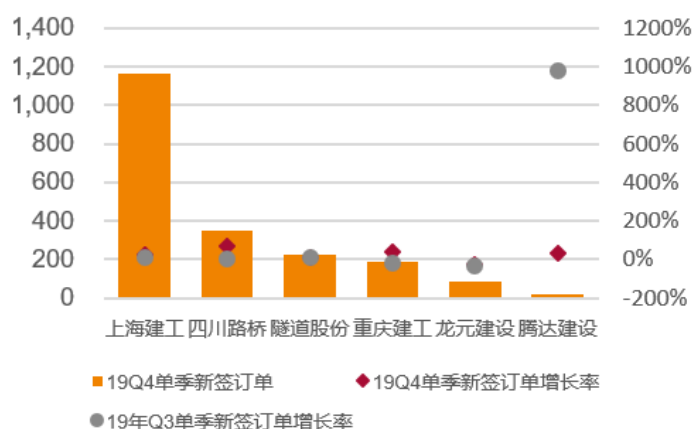
资料来源:公司公告,天风证券研究所

在选取的几个上交所路桥公司中,上海建工 2019 年累计合同订单最多,2019 年累计新签订单 3608.47 亿元,同增 18.80%。公司的强项建筑施工业务同比增长 22.60%,建筑相关工业业务合同同比增长 26.38%,主要受益于收益装配式建筑发展。基础设施投资业务累计新签合同 65.98 亿,同比下降 24.19%,或因公司大量新签订单垫款所致。公司位于上海,具有地域优势,相比于其他省份的公司业务进展更加顺利。

隧道股份新签施工及设计业务订单累计 618.67 亿元,位列第二,同增 5.04%,或受益于市

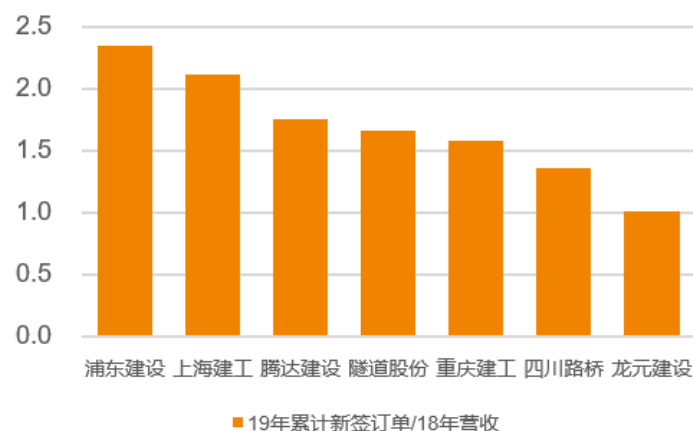
政提速、房建延续高增以及长三角一体化推进带动区域基建需求。投资业务中标金额合计 69.19 亿元,同比下降 48.34%,主要原因系 PPP 项目减少所致。同时,海外业务同增 56.21%,或因海外订单基数较小,现约占公司业务 9.51%。

图 13: 上交所地方路桥公司 19 年 Q4、Q3 单季新签订单统计 (亿元)



资料来源:公司公告,天风证券研究所

图 14: 上交所地方路桥公司 19 年累计新签订单/18 年营收



资料来源:公司公告,天风证券研究所

重庆建工新签订单量 736.70 亿元,位于第三,与 2018 年相比上升 11.59%。从业务大类来看,第四季度基建工程新签订单 106.41 亿元,与 2018 年同期相比上升 73.68%,房屋建设业务第四季度订单同比上升 14.88%;但是专业工程和装饰工程都有所下降,分别下降 10.48% 和 47.55%,增长率下降的主要原因是项目规模相对过小,波动较大。

四川路桥累计新签合同额 544.13 亿,位列第四,较上年减少 21.26%。公司全年新签订单增速与 2018 年相比有大幅下降,19 年订单或受业主发包节奏影响,预计 2020 年订单有望恢复正增长。但是随着基建补短板政策持续推进,公司充分受益于西部地区基础建设投资。

综上所述,沪深路桥公司的订单情况整体而言表现并不好,PPP 项目监管趋严使得接单量逐渐下降,新签订单增速放缓。但是对行业龙头公司冲击较小,值得注意的是,浦东建设的表现比较突出,伴随长江三角洲区域一体化、上海自贸区建设发展,浦东建设有望进一步分羹。整体上呈现出两级分化趋势而且受地域影响较大,高新建设、浙江交科和成都路桥乘着“基建复苏”的东风快速发展,四川高新技术区和长江三角洲发展空间依然很大;粤水电、山东路桥订单数据有望获得好转;但宏润建设、北新路桥、龙元建设还需持续关注进一步情况。总之,沪深路桥规模大的公司不仅可以保持同比增长率的稳定增长,显著强于小公司,同时又能保持稳定性,使其高速的增长率更具质量性。龙头公司稳定增长,预期未来短期内不会发生改变。

3.2. 对外工程 2019 订单: 一带一路峰会促进海外签单, 收入保障系数升高

2019 年年末 5 家对外工程公司累计新签订单 1398.52 亿元,较 2018 年减少 9.81%。已公布 2019 累计新签订单的企业统计列示如下:

表 5: 对外工程 2019 年度订单总体概览 (亿元)

公司名称	19Q4 单季新签订单	19Q4 单季新签订单增长率	19 年累计新签订单	19 年累计新签订单增长率	截至 19Q4 已签约未完工订单	19 已签约未完工订单/18 营收	18 已签约未完工订单/17 营收
中铝国际	141.77	-4.95%	475.77	-2.02%	638.71	1.90	1.61
中材国际	87.61	-33.91%	312.86	0.97%	445.16	2.07	2.27
中钢国际	71.15	-30.11%	204.29	-50.86%	766.04	7.77	6.91
北方国际	39.06	40.55%	211.54	170.06%	1279.04	5.77	4.54
中工国际	35.79	-65.31%	194.06	25.09%	622.58	6.13	5.76

资料来源:公司公告,天风证券研究所 注:在手订单收入比采用截至 2019Q4 剔除已签订未执行的在手订单除以上年营业收入计得

北方国际 2019 年累计新签订单同比增长 170.06%，增长率位列第一。公司第四季度单季新签订单金额同比增长 40.55%，受益于孟加拉博杜阿卡利 15.74 美元的 2X660MW 燃煤电站项目合同，19 年累计新签订单金额 211.54 元，同比增长 170.06%。

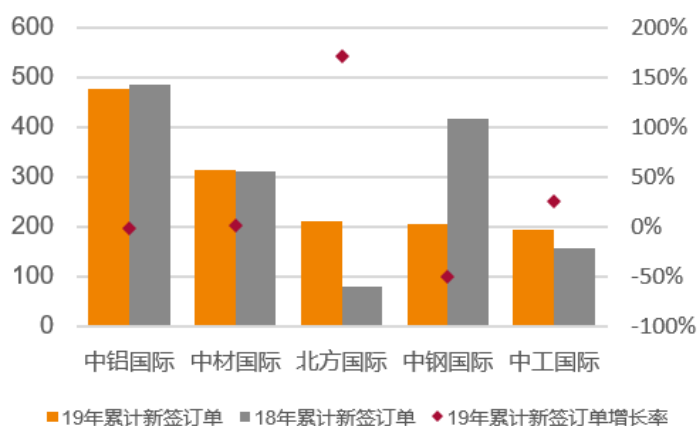
中工国际 2019 年累计新签订单增长率为 -25.86%，位列第二。中工国际第四季度新签订单为 14.01 亿元，同比减少 22.68%。公司的国内业务订单 2019 年有大幅增长，2019 年累计国内新签订单 61.13 亿元，同比增长 497%，主要收益于公司并购，但是国外业务有 8.26% 的下降，2019 年累计新签 132.93 亿元。

中材国际 2019 年累计新签订单 312.86 亿元，同比增长 0.97%，增长率位列第三，2018 年新签订单减少 13.69%，新签订单未有所好转。公司的生产运营管理业务有大幅增加，19 年累计 6.77 亿元，同比增长 192.94%。分地区来看，公司 2019 年境外新签订单金额同比下滑 21.30%，而国内新签订单情况良好，同比增加 56.76%，水泥行业景气拉动国内工程业务订单。

中铝国际 2019 年累计新签订单 475.77 亿元，同比下降 2.02%，增长率位列第四。累计新签订单金额相比于 2018 年有小幅下降，作为有色金属行业的先驱者，公司专注于工程设计及咨询、工程及施工承包、装备制造及贸易业务。在有色金属工业市场拥有先进技术，发挥领导作用。预计伴随着“一带一路”合作的扩大，中铝国际未来订单有望增加。

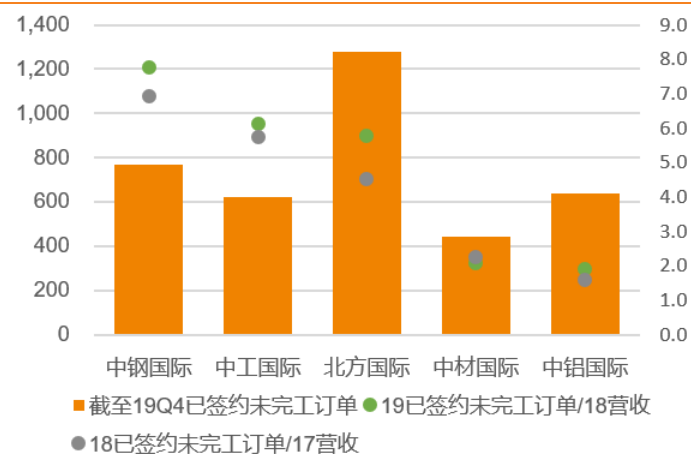
中钢国际 2019 年累计新签订单增长率为 -50.86%，排在最后。分地区来看，2019 年以来公司国内新签订单单体规模较大，订单额大幅增加，致使订单结构发生改变，国内新签订单 145.43 亿，同比下降 24.29%。境外新签工程项目上半年新签订单为 43.85 亿，下半年形势变差，增速放缓，新签订单只有 15.01 亿，合计同比下降 15.50%。

图 15：对外工程公司 19 年累计新签订单统计（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：对外工程公司 2019 年在手订单收入比（19 订单/18 收入、18 订单/17 收入）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在手订单收入比方面，由于海外业务普遍工期较长，生效时间较长，除中材国际的在手订单收入比有所下降，其他企业均有所上升，主要原因是中材国际的订单执行时间较短，在手订单转化快。

12 月 22 日“一带一路”国际合作高峰论坛咨询委员会在北京举行第二次会议，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。

3.3. 园林公司 2019 订单：PPP 监管与地方债务趋严，PPP 项目发展陷入停滞

从所选取的 7 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，2019 年园林行业新签订单额呈下滑态势。整体来看，园林行业选

取的 7 家公司 2019 年累计新签订单 161.89 亿元同比下降 36.54%，大部分公司仍处于消化在手订单阶段。

表 6：园林公司 2019 年度订单总体概览（亿元）

公司名称	19 年累计新签订单	截至 19Q3 累计新签订单	19 年累计新签订单增长率	截至 19Q3 累计新签订单增长率	截至 19Q4 累计已签未完工订单	19 已签约未完工订单金额/18 营收	18 已签约未完工订单金额/17 营收
文科园林	40.39	34.51	-27.97%	162.43%	68.84	2.42	2.65
棕榈股份	30.55	16.14	-67.68%	-75.95%	171.22	3.21	3.70
诚邦股份	19.96	16.72	-17.42%	74.35%	19.96	2.59	3.25
农尚环境	19.04	18.30	265.51%	389.30%	16.54	3.59	0.82
元成股份	18.71	17.54	-39.72%	-38.48%	18.71	1.50	3.69
美晨生态	17.70	12.69	-17.99%	69.20%	82.19	2.35	2.07
普邦股份	15.54	13.78	-31.01%	-15.30%	89.23	2.34	2.34

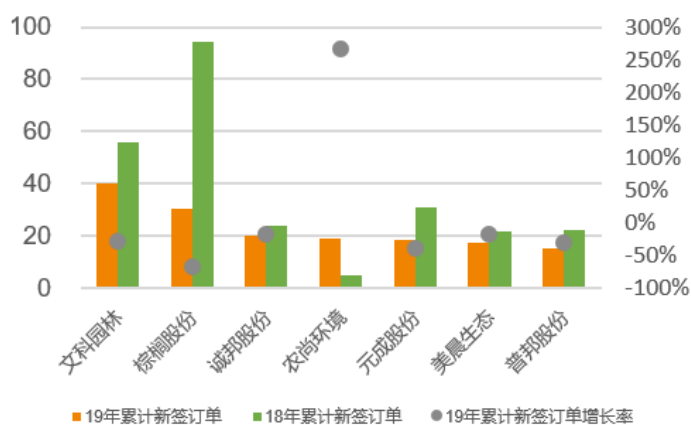
资料来源：公司公告，天风证券研究所

文科园林累计新签订单排名第一，为 40.39 亿元，但是同比下降 27.97%。2019 年公司新签订单中，主营业务工程类项目与去年同期相比下降了 30.11%。2019 年，公司根据宏观经济情况，对资金回收期长的项目进行了严格的控制，重点开拓资金进度支持较好的项目。截止 2019 年底公司累计已签约未完工订单 68.84 亿元，在手订单充足，且公司新签订单多为 EPC 项目，有利于加快项目落地。

在园林行业选取的公司中，棕榈股份以 30.55 亿元的新签订单累计额与 3.21 的订单保障系数位列第二。公司第四季度新签订单金额中工程施工业务同比下降 48.80%，设计业务同比下滑 4.82%。公司累计新签订单同比下滑 67.68%，相比于 2018 年的订单状况 2019 年订单金额有大幅下降。

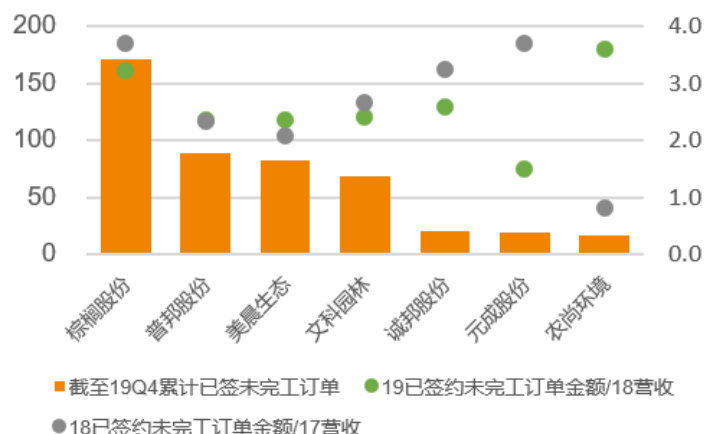
农尚环境 2019 年累计新签订单增长率为 265.51%，位列第一。农尚环境在 19 年上半年与中建三局签订的分包合同金额超 10 亿元成为支持其订单增速的主要原因。

图 17：园林公司 19 年累计新签订单统计（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：园林公司截至 19Q4 累计已签未完工订单统计（亿元）



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，美晨生态等多家公司以股权转让的方式引入战略投资或转让控制权，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 2019 年度订单：新签订单同比增加，发展能力持续增强

除杭萧钢构暂未披露经营数据，2019 年钢结构公司新签订单 419.05 亿，同比增长 20.57%，相比于 2018 年 14.71% 的增长率有所上升。已披露的 4 家公司里，鸿路钢构、精工钢构、

东南网架实现了同比正增长。

表 7：钢结构行业公司 2019 年度订单总体概览（亿元）

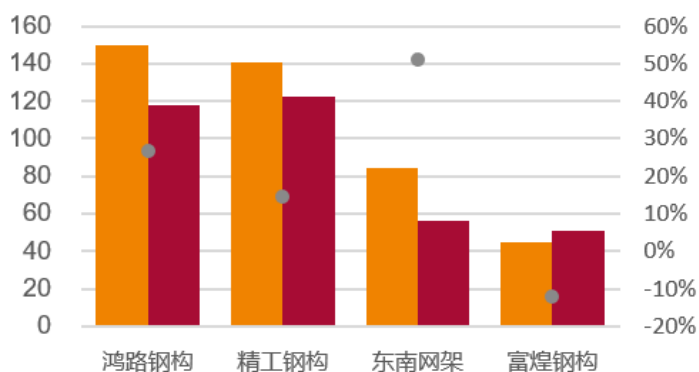
公司名称	2019 年累计新签订单	2018 年累计新签订单	2019 年累计新签订单增长率	2019 年累计新签订单/18 营收	2018 年累计新签订单/17 营收
鸿路钢构	149.41	118.00	26.62%	1.34	1.50
精工钢构	140.42	122.70	14.44%	1.63	1.88
东南网架	84.58	56.02	50.98%	1.65	1.38
富煌钢构	44.64	50.84	-12.19%	1.26	1.92

资料来源：公司公告，天风证券研究所

东南网架 2019 年新签订单达到了 50.98% 增幅，位列第一，得益于公司积极推动 EPC 总承包业务，增加了公司体量。随着城镇化的进一步发展，基建板块的发展带动原材料钢产品的需求，此外公司坐标浙江，处于长江三角洲区域一体化的关键组成部分，拥有较大的战略优势；新能源、医疗卫生等新型领域的发展带动 POY 市场的扩大，我国化纤的需求潜力将不断释放，为行业供给侧整体提质增效和发展优质产能提供了新的契机。

鸿路钢构同比增幅位列第二，为 26.62%，新签材料订单达 138.05 亿元。随着国家“大力发展装配式建筑”政策的深入，公司作为业内龙头在技术方面具有优势，积极推动钢结构装配式建筑，9 月签订《绿色装配式建筑产业园钢结构（桥梁钢、焊管）生产项目》、《绿色装配式建筑产业园钢结构（重钢）生产项目》等协议，为公司装配式建筑业务的发展提供重要保障。

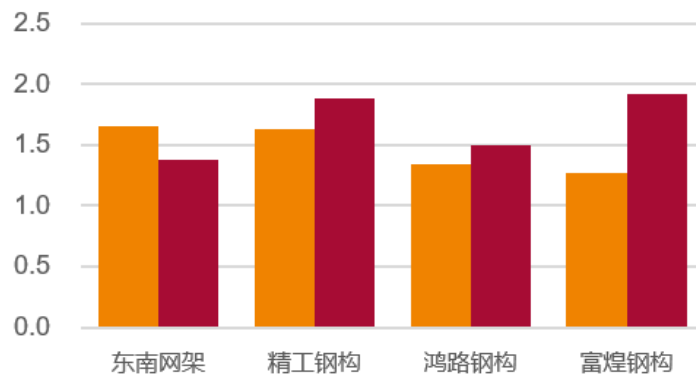
图 19：钢结构行业公司 2019 年累计新签合同统计（亿元）



■ 2019 年累计新签订单 ■ 2018 年累计新签订单 ● 2019 年累计新签订单增长率

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：钢结构行业公司 2019 年新签订单/2018 营收



■ 2019 年新签订单/18 营收 ■ 2018 年新签订单/17 营收

资料来源：公司公告，天风证券研究所

精工钢构 2019 年新签订单 140.42 亿元，增长率为 14.44%，位列第三，新签订单收入比为 1.63。订单增长主要来自公共建筑板块，承接亿元以上订单金额 39.92 亿元，同比增速达 143.41%。公司积极展装配式建筑产业采取“直营 EPC 工程总承包”和“成套技术加盟合作”两种模式同步推广。并在公司 EPC 业务市场开拓取得较大突破。战略布局上公司积极拓展环保、新能源、物流等新型行业高端用户，未来可持续发展能力显著增强。

表 8：2019 钢结构公司专利授权情况（个）

公司名称	2019 年专利授权	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	3	0	3	6
杭萧钢构	4	23	36	29	92

鸿路钢构	4	4	8	6	22
------	---	---	---	---	----

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。杭萧钢构专利授权数量在历年均为同业之最，四年共计 92 个。鸿路钢构四年共授权 22 个，位列第二，其余三家数量较少。值得注意的是，同 2018 年相比，2019 年 4 家公司专利授权同比减少，其中杭萧钢构签订合作协议 4 个，同比减少 19 个，主因专利授权业务竞争日趋激烈等。

总体来看，钢结构 2019 年累计新签订单实现同比增加，报告期内发展情况较好，增速较快。外部因素装配式建筑的发展带动新签订单市场的扩大，而钢结构公司内部大力发展 EPC 业务已初具规模，毛利率水平提升，加之政府补助的持续发力，钢结构公司业绩增长较为良好，但是在长期来看，地产业主能否普及成为左右其能否扩大发展空间的关键因素之一。

4. 投资建议

根据我们分析，各子行业增速下行过程中订单的龙头集中度趋势非常明显，龙头公司增长明显好于其他公司。随着 2018 年房地产调控政策延续，地产资金链直接影响装饰行业，整体持续陷入低迷期。受益于基建补短板力度的加强，以建筑央企为中心的产业链条得到发展，路桥公司受地区性因素影响呈现两极分化态势。随着一带一路政策的不断推进，基建补短板力度持续提升，建筑行业仍存在发展空间，2020 年专项债的提前下达，建筑行业集中度提升、强者恒强仍是主旋律，2020 年上半年疫情会导致订单进度不及预期，但是对建筑行业的影响只是短期的，我们维持“强于大市”评级。

5. 风险提示

地产链资金压力加剧，疫情致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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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