



2020年05月12日

增持(维持)

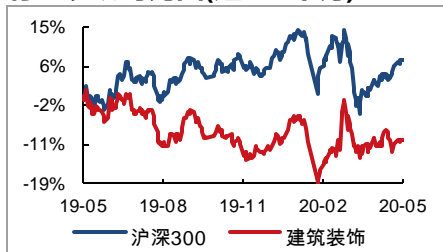
分析师：刘萍

执业编号：S0300517100001

电话：0755-83331495

邮箱：liuping_bf@y kzq.com

行业表现对比图(近 12 个月)



资料来源：聚源

近期报告

《建筑装饰行业报告_粤开建筑建材周观点：专项债再发力，基建产业链还有空间》2020-04-26

《建筑装饰行业报告_粤开建筑建材周观点：REITs 试点政策出台，建筑龙头需求端和模式端双重受益》2020-05-05

《建筑装饰行业报告_粤开建筑建材周观点：玻璃价格掉头，重点关注地产后周期品种》2020-05-10

建筑装饰

粤开建筑 19、1Q20 财报总结：钢结构景气度最高、板块内分化明显

投资要点

19 年建筑板块收入和利润增速创 3 年新高

2019 年，全年建筑装饰（SW）上市公司实现整体营业总收入 56076 亿元，同比增长 14.38%，较上年增速提高 9.04 个百分点，是 2014 年以来最大的增幅。

2019 年板块全年实现归母净利润 1583.59 亿元，同比增长 8.57%，较上年 0.1% 的负增长，提高了 8.67 个百分点。营业总收入增速和归母净利润增速有明显提升，主要原因还是我们一贯的研究结论：地产建安工程补库存尚未完成。

2020 年一季度整体建筑装饰（SW）上市公司实现营业总收入 9927 亿元，同比下降 22.45 个百分点。

1Q20 板块实现归母净利润 227.29 亿元，较上一季度下跌 27.8%，同比增速下降 32.23 个百分点。2020 年一季，由于疫情导致营业总收入和归母净利润的增速都出现了幅度较大的下降。

19 年板块毛利率下滑但得益于费用率下降净利率保持稳定

2019 年建筑装饰行业上市公司实现平均销售毛利率为 11.58%，较上年同期下降 0.67 个百分点；平均销售净利率为 3.46%，较上年同期下降 0.17 个百分点。毛利率和净利率下降我们判断主要因两个原因，一是行业竞争比较充分，二是始于 16 年开始的 PPP 业务在 19 年占比进一步下降，拖累整体行业盈利能力。从最近 7 年的数据看来，行业费用控制得到了加强，三项费用率自 2017 年起，连续下降，2019 年平均费用率为 4.18%，较上年减少 0.57 个百分点，销售费用率为 0.54%，同比下降 0.32 个百分点；管理费用率为 2.72%，同比下降 0.2 个百分点；财务费用率为 0.92%，同比下降 0.05 个百分点。

收现比不理想但应收账款周转加快

2019 年建筑装饰行业整体实现经营性净现金流 946.36 亿元，同比上年同期减少了 58.88 亿元，跌幅为 5.86%

从收现比角度出发，2019 年建筑装饰行业收现比为 89.46%，较上年同期下跌了 3.36 个百分点。

2019 年建筑装饰行业应收账款周转率为 5.69（次）较上年同期上涨 13.05%；存货周转率为 2.92（次），较上年同期上升 20.03%，应收账款周转较慢是行业痼疾只一，从这几年围观主体的经营来看，民营企业纷纷加强了应收账款的主动管理，或是加强回款及催收力度，或是应收账款资产证券化。

从细分领域来看，钢结构景气度最高

2019 年营收增速前三的板块是专业工程（18.29%）、房建（18.16%）、钢结



构 (15.53%)；增速靠后三位是园林板块 (-20.64)、建筑设计板块 (7.41)、装饰板块 (8.03)。其中园林板块的营收增速是唯一负增长的板块，跌幅 20.64%，同比 2018 年下跌 20.1 个百分点。

2020Q1 年，由于疫情影响，各板块在一季度的营收增速都有不同程度的下跌，其中下跌最严重的三个板块分别是园林板块 (-52.72%)、装饰板块 (-36.04%)、国际工程板块 (-24.39%)，但专业工程板块在 2020Q1 年各细分板块中是唯一实现正增长的，涨幅为 2.70%。

2019 年归母净利润增速排名前三的是钢结构 (24.30)、基建板块 (9.46)、专业工程 (2.43)；后三位是园林板块 (-152.31%)、建筑设计 (-14.39%)、装饰板块 (-13.78%)。

综上，细分板块中表现最好的是钢结构和基建，钢结构我们认为主要受益于装配式建筑的渗透率提升，而基建则受益于行业集中度的提升。建筑设计板块利润率高，但是营收增速比较慢。园林板块受 PPP 清理及去杠杆影响较大，板块调整剧烈。

投资结论与建议

从 2019 年年报来看，行业收入和利润增长保持在较高水平，我们认为主要是两个原因：一是地产建安工程补库存没有结束，这一观点在我们前期研报中有详细论述，我们判断这一过程将在 2020 年延续，尽管新冠疫情对 2020 年 Q1 造成了明显冲击，但考虑行业供给端弹性较大，我们认为 Q1 的工期完全可以在后续三个季度得到弥补。第二个原因是基建领域向龙头集中的趋势在加速，2019 年基建投资增速并不高，但上市公司录得显著高于行业的增长，我们认为主要因为基建领域的市场集中度开始快速向龙头集中。

从财报中我们还能看到另外一些比较突出的行业发展趋势：比如钢结构领域展现出了非常高的景气度，这显然是受益于行业向工业化方向转变的趋势，这一趋势在未来数年还将体现得淋漓尽致，因为劳动力拐点对行业的影响会逐步体现；再比如部分细分领域个股分化开始非常明显，比如国际工程、专业工程等，显示出在行业增速放缓后，公司的经营能力分化将在财报上体现得更为明显；我们还关注到装饰行业的盈利质量在 19 年出现了明显的改善，这或许意味着机会的来临。

综合财报情况以及我们的研究框架，我们建议在后续继续关注基建链条的头部企业，比如中国建筑、中国中铁、中国铁建；钢结构代表行业发展方向，我们认为以鸿路钢构为代表的公司未来还有很大的发展空间；装饰领域我们依然重点推荐亚厦股份，同时建议关注金螳螂以及 2C 端的东易日盛和名雕股份。园林板块经历了两年的调整，业绩大概率已经见底，随着部分企业引入国企大股东，有望进一步降低企业的融资难度和融资成本，后续可适当关注。

风险提示

房地产投资增速不及预期，基建投资增速不及预期。



目 录

一、2019 年行业增长提速，盈利能力稳定.....	7
（一）行业收入和利润增速提升	7
（二）板块毛利率有所下滑，但因费用率下降，净利润率稳定.....	8
（三）收现情况并不理想，但应收账款周转加快.....	10
二、各细分行业财务状况对比：钢结构和基建表现较好	12
三、各细分板块数据及分析：同板块内个股表现分化明显.....	14
（一）园林板块：板块内企业分化明显，激进企业受影响明显.....	14
（二）建筑设计：利润率提升，但收入和利润增速下滑	17
（三）装饰板块：盈利能力出现改善迹象	20
（四）国际工程：盈利能力下降	23
（五）钢结构：板块表现优异.....	26
（六）基建板块：收入和利润增速均有提升，盈利能力保持稳定	28
（七）房建板块：收入增速较快，但盈利能力有所下降	32
（八）专业工程：收入增长较快，个股分化明显.....	35
四、投资建议	37
五、风险提示	38

图表目录

图表 1：2019 年建筑装饰板块整体营业收入增速 14.38%.....	7
图表 2：2019 年建筑装饰行业整体归母净利润增速 8.57%.....	7
图表 3：2020Q1 年建筑装饰行业整体营业收入增速-9.16%.....	8
图表 4：2020Q1 年建筑装饰行业整体归母净利润增速-27.80%.....	8
图表 5：2019 年建筑装饰行业平均毛利率 11.58%.....	9
图表 6：2019 年建筑装饰行业平均净利率 3.46%.....	9
图表 7：2019 年建筑装饰行业平均三项费用率为 4.18%.....	9
图表 8：2020Q1 年建筑装饰板块平均毛利率 10.44%.....	9
图表 9：2020Q1 年建筑装饰板块平均净利率 2.28%.....	9
图表 10：2020Q1 年建筑装饰行业平均三项费用率为 27.29%.....	10
图表 11：2019 年建筑装饰行业板块经营性净现金流累计 947.36 亿.....	11
图表 12：2019 年建筑板块平均收现比 89.46%.....	11
图表 13：2019 年建筑装饰行业平均应收账款周转率 5.69 次.....	11
图表 14：2019 建筑装饰行业平均存货周转率 2.92 次.....	11
图表 15：2020Q1 建筑装饰行业经营性净现金流-3015 亿元.....	12
图表 16：2020Q1 建筑装饰行业收现比 182.54%.....	12
图表 17：2020Q1 建筑装饰行业平均应收账款周转率 1.01 次.....	12
图表 18：2020Q1 年建筑装饰行业平均存货周转率 0.54 次.....	12
图表 19：2019 各细分子行业营收和归母净利润增速.....	13
图表 20：2019 各细分子行业毛利率和净利率水平.....	13



图表 21：2019 年建筑装饰行业各子板块行业财报情况.....	13
图表 22：2020Q1 年建筑装饰行业各子板块行业财报情况.....	13
图表 23：园林板块营收增速.....	14
图表 24：园林板块归母净利润增速.....	14
图表 25：园林板块毛利率.....	14
图表 26：园林板块净利率.....	14
图表 27：园林板块经营性净现金流.....	14
图表 28：园林板块收现比.....	14
图表 29：园林板块营业总收入和归母净利润增速.....	15
图表 30：园林板块毛利率和净利率.....	15
图表 31：园林板块资产减值损失和经营性净现金流.....	16
图表 32：园林板块应收帐款周转率和存货周转率.....	16
图表 33：建筑设计板块营业收入增速.....	17
图表 34：建筑设计板块归母净利润增速.....	17
图表 35：建筑设计板块毛利率.....	18
图表 36：建筑设计板块净利率.....	18
图表 37：建筑设计板块经营性净现金流.....	18
图表 38：建筑设计板块收现比.....	18
图表 39：建筑设计板块营业总收入和归母净利润增速.....	18
图表 40：建筑设计板块毛利率和净利率.....	19
图表 41：建筑设计板块资产减值损失和经营性净现金流.....	19
图表 42：建筑设计板块应收帐款周转率和存货周转率.....	20
图表 43：装饰板块营业收入增速.....	20
图表 44：装饰板块归母净利润增速.....	20
图表 45：装饰板块毛利率.....	21
图表 46：装饰板块净利率.....	21
图表 47：装饰板块经营性净现金流.....	21
图表 48：装饰板块收现比.....	21
图表 49：装饰板块营业收入和归母净利润增速.....	22
图表 50：装饰板块毛利率和净利率.....	22
图表 51：装饰板块资产减值损失和经营性净现金流.....	22
图表 52：装饰板块应收帐款周转率和存货周转率.....	23
图表 53：国际工程板块营业收入增速.....	24
图表 54：国际工程板块归母净利润增速.....	24
图表 55：国际工程板块毛利率.....	24
图表 56：国际工程板块净利率.....	24
图表 57：国际工程经营性净现金流.....	25
图表 58：国际工程收现比.....	25
图表 59：国际工程营业收入和归母净利润增速.....	25



图表 60 : 国际工程毛利率和净利率.....	25
图表 61 : 国际工程资产减值损失和经营性净现金流.....	25
图表 62 : 国际工程应收帐款周转率和存货周转率.....	26
图表 63 : 钢结构板块营业收入增速.....	26
图表 64 : 钢结构板块归母净利润增速.....	26
图表 65 : 钢结构板块毛利率.....	27
图表 66 : 钢结构板块净利率.....	27
图表 67 : 钢结构经营性净现金流.....	27
图表 68 : 钢结构收现比.....	27
图表 69 : 钢结构营收总收入和归母净利润增速.....	27
图表 70 : 钢结构毛利率和净利率.....	28
图表 71 : 钢结构资产减值损失和经营性净现金流.....	28
图表 72 : 钢结构应说账款周转率和存货周转率.....	28
图表 73 : 基建板块营业收入增速.....	28
图表 74 : 基建板块归母净利润增速.....	28
图表 75 : 基建板块毛利率.....	29
图表 76 : 基建板块净利率.....	29
图表 77 : 基建板块经营性净现金流.....	29
图表 78 : 基建板块收现比.....	29
图表 79 : 基建板块营业收入和归母净利润增速.....	30
图表 80 : 基建板块毛利率和净利率.....	30
图表 81 : 基建板块资产减值损失和经营性净现金流.....	31
图表 82 : 基建板块应收帐款周转率和存货周转率.....	32
图表 83 : 房建板块营业收入增速.....	32
图表 84 : 房建板块归母净利润增速.....	32
图表 85 : 房建板块毛利率.....	33
图表 86 : 房建板块净利率.....	33
图表 87 : 房建板块经营性净现金流.....	33
图表 88 : 房建板块收现比.....	33
图表 89 : 房建板块营业收入增速和归母利润增速.....	34
图表 90 : 房建板块毛利率和净利率.....	34
图表 91 : 房建板块资产减值损失和经营性净现金流.....	34
图表 92 : 房建板块应收帐款周转率和存货周转率.....	34
图表 93 : 专业工程板块营业收入增速.....	35
图表 94 : 专业工程板块归母净利润增速.....	35
图表 95 : 专业工程板块毛利率.....	35
图表 96 : 专业工程板块净利率.....	35
图表 97 : 专业工程板块经营性净现金流.....	35
图表 98 : 专业工程板块收现比.....	35



图表 99：专业工程营业收入和归母净利润增速.....	36
图表 100：专业工程毛利率和净利率.....	36
图表 101：专业工程板块资产减值损失和经营性净现金流.....	37
图表 102：专业工程营收账款周转率和存货周转率.....	37

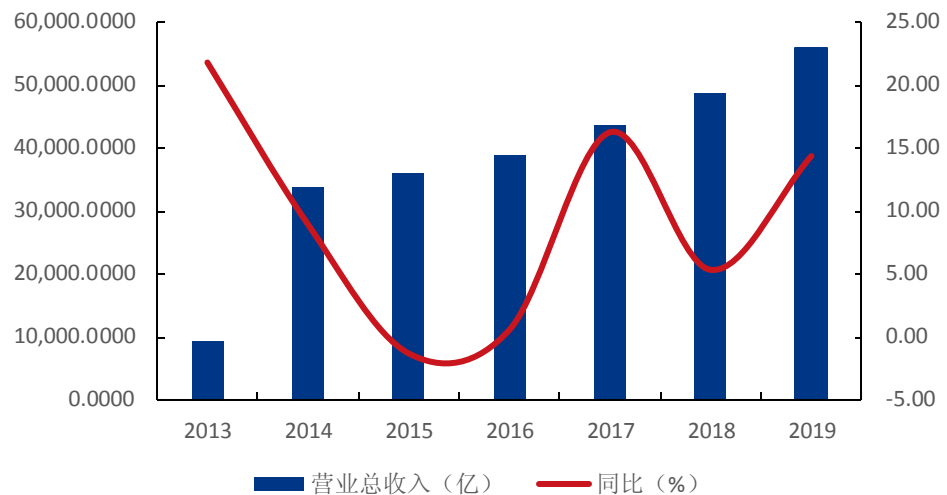


一、2019 年行业增长提速，盈利能力稳定

(一) 行业收入和利润增速提升

2019 年，全年建筑装饰（SW）上市公司实现整体营业总收入 56076 亿元，同比增长 14.38%，较上年增速提高 9.04 个百分点，是 2014 年以来最大的增幅。

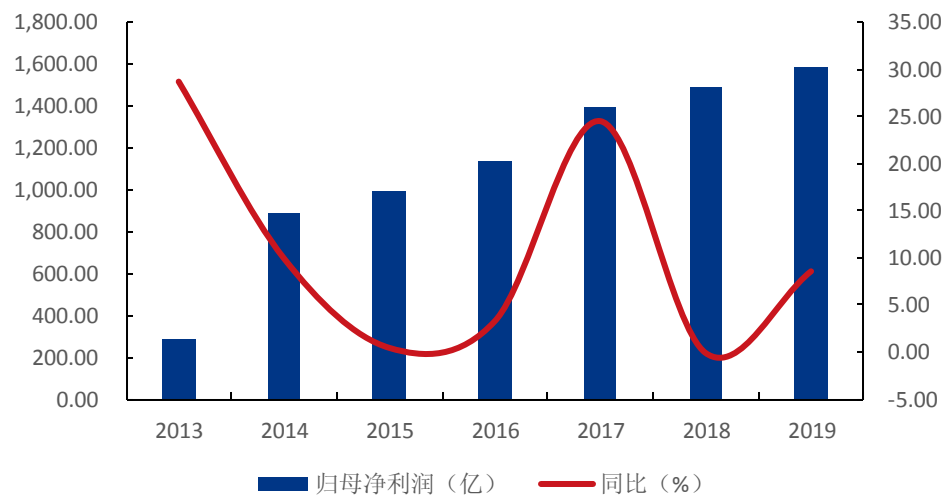
图表1：2019 年建筑装饰板块整体营业收入增速 14.38%



资料来源：wind、粤开证券研究院

2019 年板块全年实现归母净利润 1583.59 亿元，同比增长 8.57%，较上年 0.1% 的负增长，提高了 8.67 个百分点。营业总收入增速和归母净利润增速有明显提升，主要原因还是我们一贯的研究结论：地产建安工程补库存尚未完成。

图表2：2019 年建筑装饰行业整体归母净利润增速 8.57%

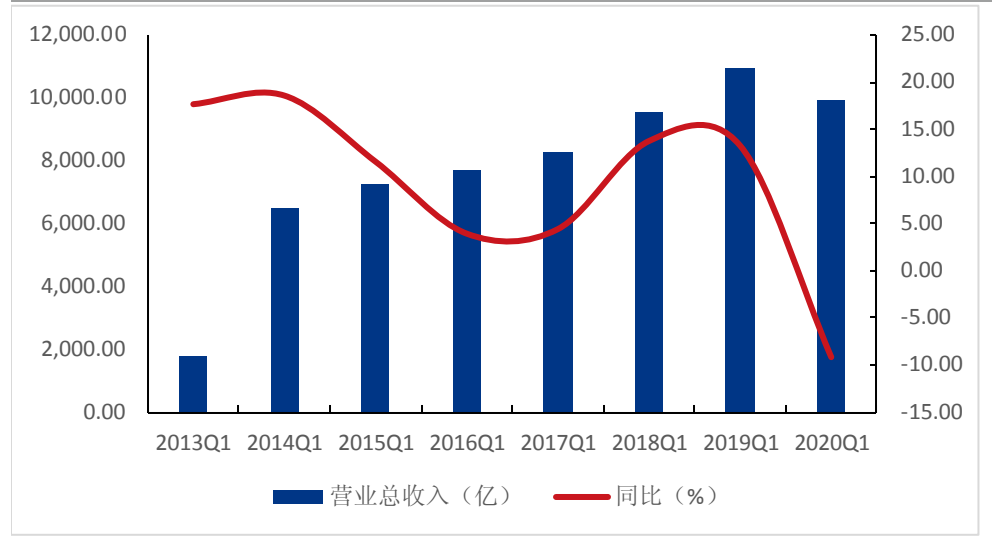


资料来源：wind、粤开证券研究院

2020 年一季度整体建筑装饰（SW）上市公司实现营业总收入 9927 亿元，同比下降 22.45 个百分点。



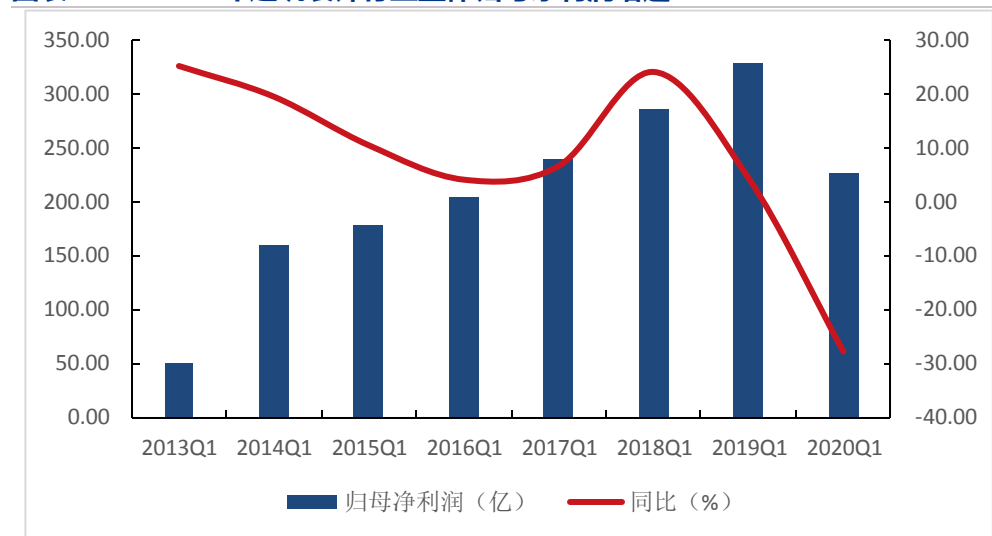
图表3：2020Q1 年建筑装饰行业整体营业收入增速-9.16%



资料来源：wind、粤开证券研究院

1Q20 板块实现归母净利润 227.29 亿元，较上年一季度下跌 27.8%，同比增速下降 32.23 个百分点。2020 年一季，由于疫情导致营业总收入和归母净利润的增速都出现了幅度较大的下降。

图表4：2020Q1 年建筑装饰行业整体归母净利润增速-27.80%



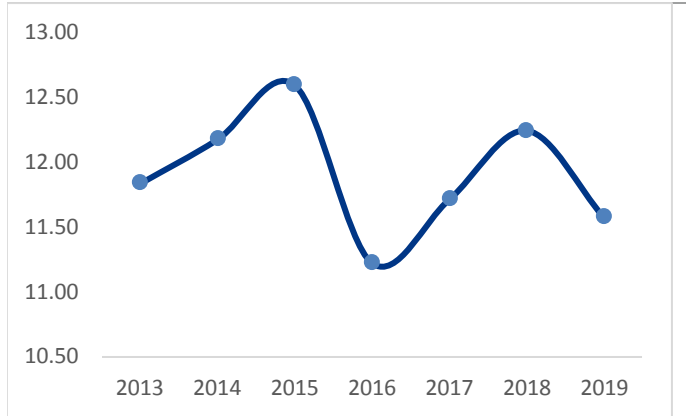
资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）板块毛利率有所下滑，但因费用率下降，净利润率稳定

2019 年建筑装饰行业上市公司实现平均销售毛利率为 11.58%，较上年同期下降 0.67 个百分点；平均销售净利率为 3.46%，较上年同期下降 0.17 个百分点。毛利率和净利率下降我们判断主要因两个原因，一是行业竞争比较充分，二是始于 16 年开始的 PPP 业务在 19 年占比进一步下降，拖累整体行业盈利能力。

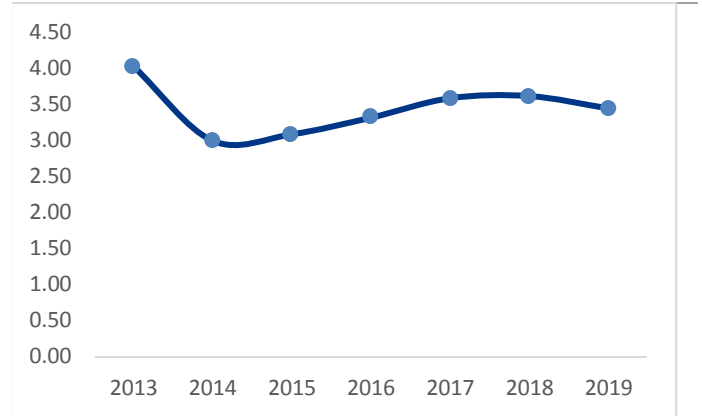


图表5：2019年建筑装饰行业平均毛利率 11.58%



资料来源：wind、粤开证券研究院

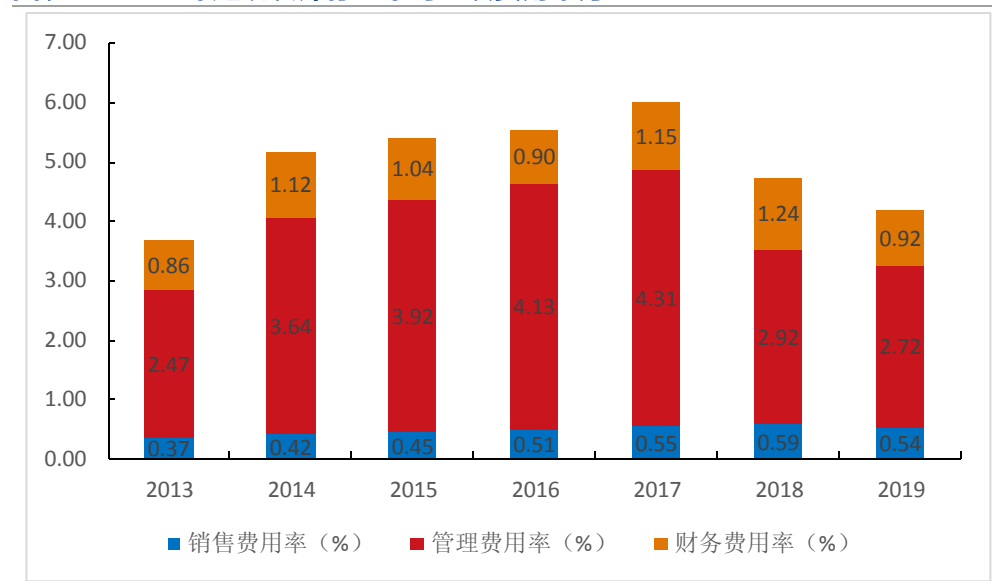
图表6：2019年建筑装饰行业平均净利率 3.46%



资料来源：wind、粤开证券研究院

从最近 7 年的数据看来，行业费用控制得到了加强，三项费用率自 2017 年起，连续下降。2019 年平均费用率为 4.18%，较上年减少 0.57 个百分点；销售费用率为 0.54%，同比下降 0.32 个百分点；管理费用率为 2.72%，同比下降 0.2 个百分点；财务费用率为 0.92%，同比下降 0.05 个百分点。

图表7：2019年建筑装饰行业平均三项费用率为 4.18%

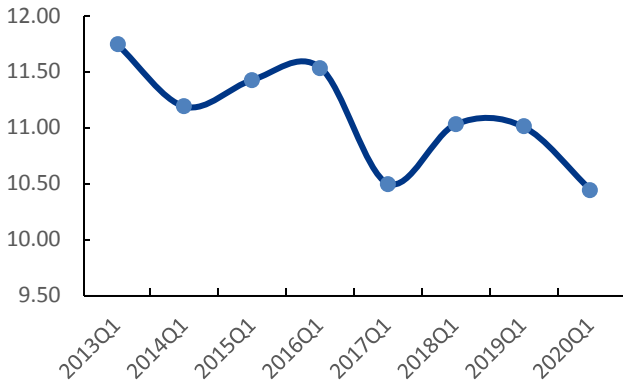


资料来源：wind、粤开证券研究院

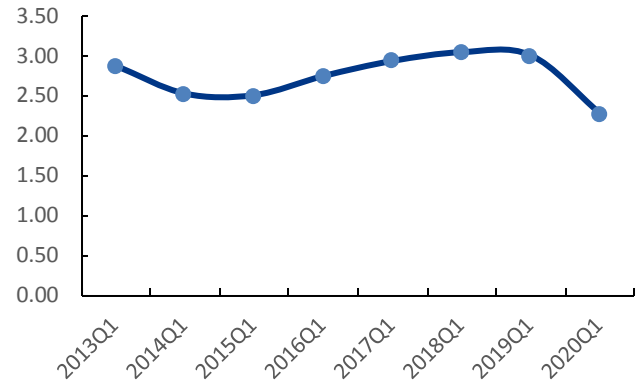
2020Q1 年建筑装饰行业上市公司实现平均销售毛利率为 10.44%，较上年同期下降 0.59 个百分点；平均销售净利率为 2.28%，较上年同期下降 0.77 个百分点。

图表8：2020Q1 年建筑装饰板块平均毛利率 10.44%

图表9：2020Q1 年建筑装饰板块平均净利率 2.28%



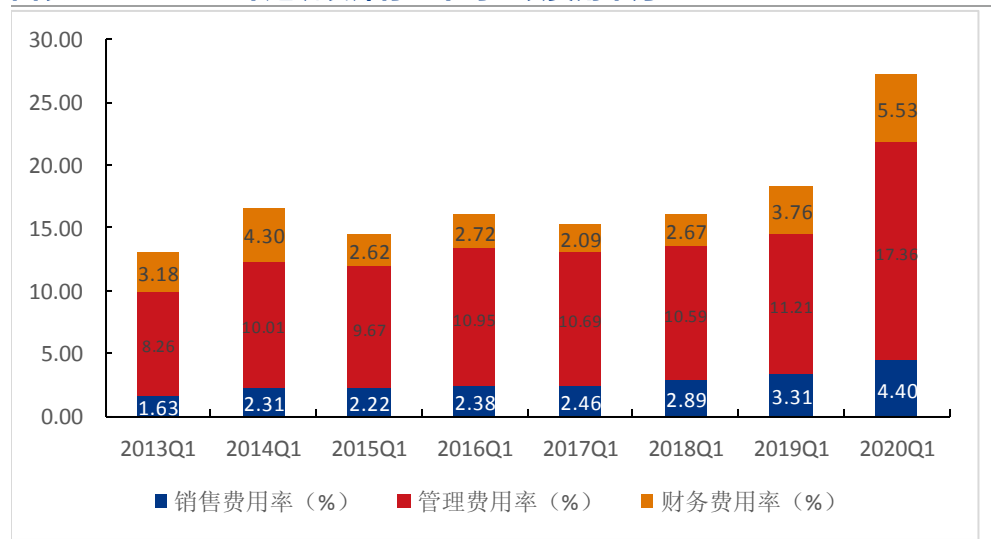
资料来源：wind、粤开证券研究院



资料来源：wind、粤开证券研究院

因疫情期间的停工停产等原因，行业费用率明显较上年同期高，三项费用率为 27.29%，较上年上升 9.01 个百分点。销售费用率为 4.40%，同比上升 1.09 个百分点；管理费用率为 17.36%，同比上升 6.15 个百分点；财务费用率为 5.53%，同比上升 1.77 个百分点。

图表10：2020Q1 年建筑装饰行业平均三项费用率为 27.29%



资料来源：wind、粤开证券研究院

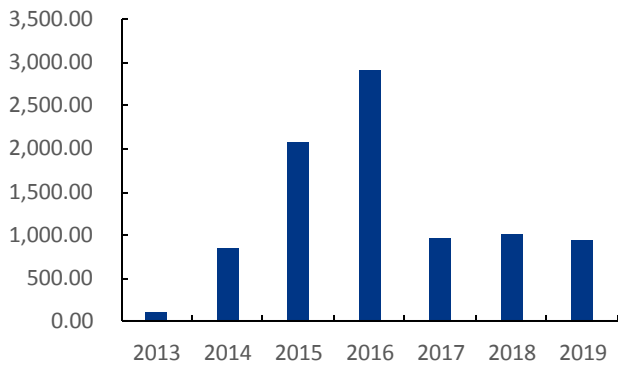
(三) 收现情况并不理想，但应收账款周转加快

2019 年建筑装饰行业整体实现经营性净现金流 946.36 亿元，同比上年同期减少了 58.88 亿元，跌幅为 5.86%

从收现比角度出发，2019 年建筑装饰行业收现比为 89.46% 较上年同期下跌了 3.36 个百分点。

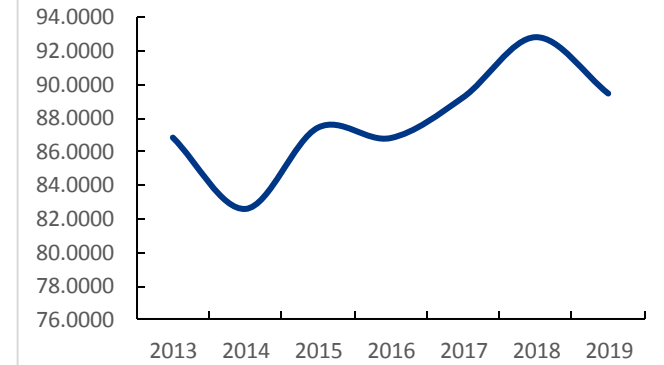


图表11：2019年建筑装饰行业板块经营性净现金流累计947.36亿



资料来源：wind、粤开证券研究院

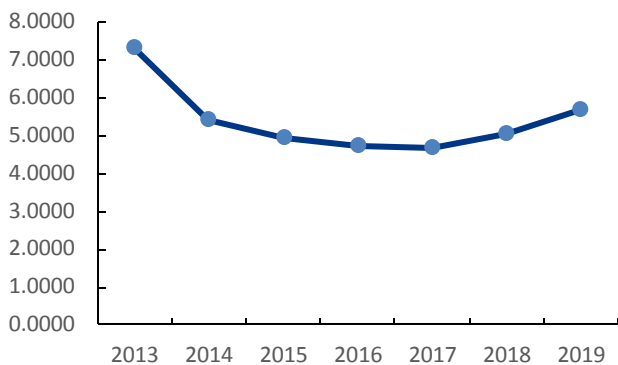
图表12：2019年建筑板块平均收现比 89.46%



资料来源：wind、粤开证券研究院

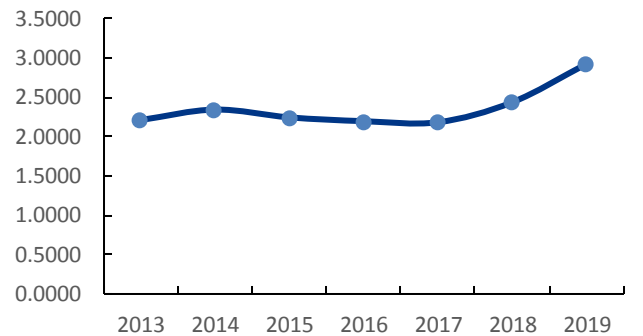
2019年建筑装饰行业应收账款周转率为5.69(次),较上年同期上涨13.05%;存货周转率为2.92(次),较上年同期上升20.03%,应收账款周转较慢是行业痼疾之一,从这几年围观主体的经营来看,民营企业纷纷加强了应收账款的主动管理,或是加强回款及催收力度,或是应收账款资产证券化。

图表13：2019年建筑装饰行业平均应收账款周转率5.69次



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表14：2019年建筑装饰行业平均存货周转率2.92次

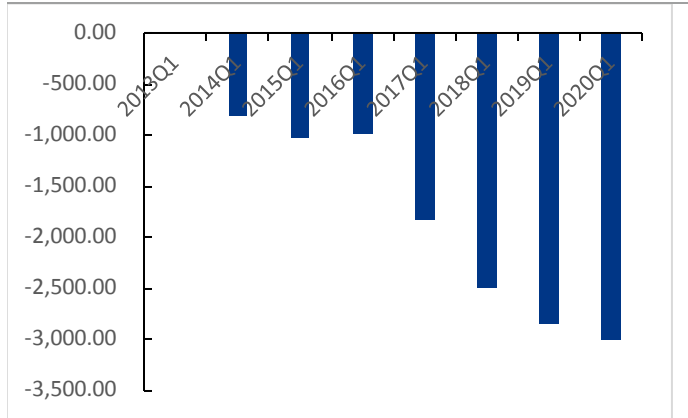


资料来源：wind、粤开证券研究院

2020Q1年,板块经营活动产生的现金流净额为-3015.15亿元,同比上年增加了172.34亿元,增幅为6.06%。收现比为182.54%,较上年同期增加了48.4个百分点,涨幅为36.08%。

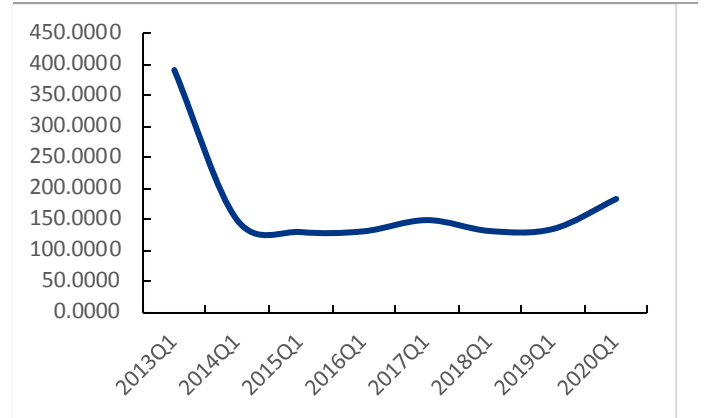


图表15：2020Q1 建筑装饰行业经营性净现金流-3015 亿元



资料来源：wind、粤开证券研究院

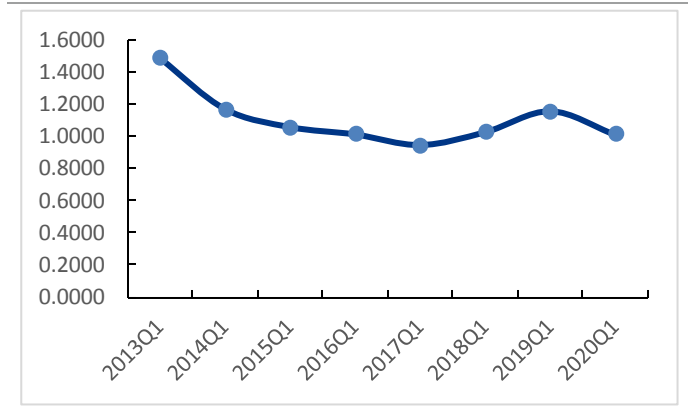
图表16：2020Q1 建筑装饰行业收现比 182.54%



资料来源：wind、粤开证券研究院

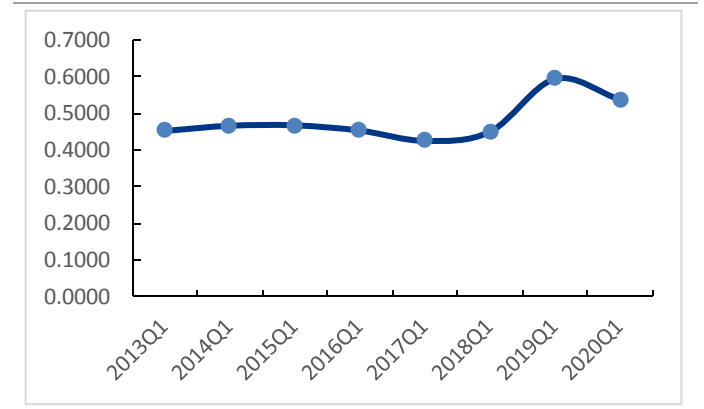
2020Q1 年，板块应收账款周转次数为 1.01 次，较上年同期下降 0.14 次，存货周转率 0.54 次，较上年同期下降 0.05 次。

图表17：2020Q1 建筑装饰行业平均应收账款周转率 1.01 次



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表18：2020Q1 年建筑装饰行业平均存货周转率 0.54 次



资料来源：wind、粤开证券研究院

二、各细分行业财务状况对比：钢结构和基建表现较好

2019 年营收增速前三的板块是专业工程 (18.29%)、房建 (18.16%)、钢结构 (15.53%) 增速靠后三位是园林板块 (-20.64)、建筑设计板块 (7.41)、装饰板块 (8.03)。其中园林板块的营收增速是唯一负增长的板块，跌幅 20.64%，同比 2018 年下跌 20.1 个百分点。

2020Q1 年，由于疫情影响，各板块在一季度的营收增速都有不同程度的下跌，其中下跌最严重的三个板块分别是园林板块 (-52.72%)、装饰板块 (-36.04%)、国际工程板块 (-24.39%)，但专业工程板块在 2020Q1 年各细分板块中是唯一实现正增长的，涨幅为 2.70%。

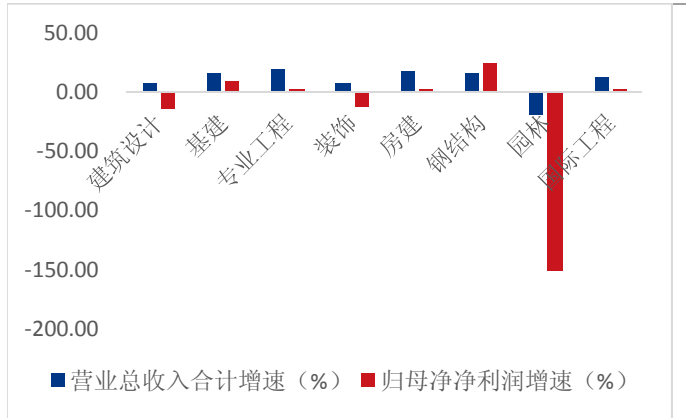
2019 年归母净利润增速排名前三的是钢结构 (24.30)、基建板块 (9.46)、专业工程 (2.43)；后三位是园林板块 (-152.31%)、建筑设计 (-14.39%)、装饰板块 (-13.78%)。

从毛利率与净利率角度看，2019 年毛利率排名前三位的是园林板块 (22.92%)、建筑设计 (20.09%)、装饰板块 (17.60%)；后三位是专业工程 (10.88%)、房建板块

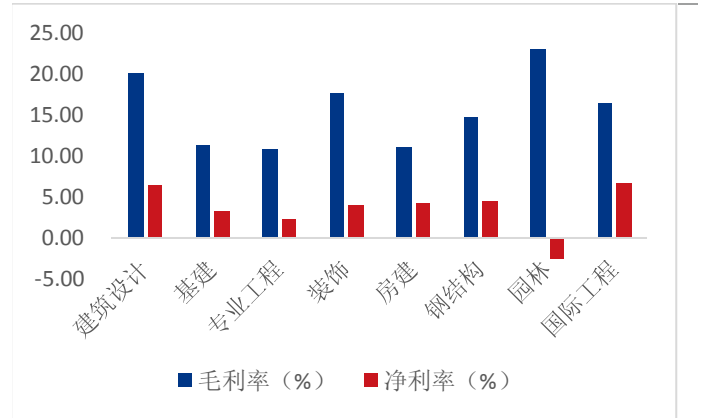


(11.12%)、基建板块(11.18%)。净利率排名前三位的是国际工程(6.58%)、建筑设计(6.41%)、钢结构(4.45%);后三位则是园林板块(-2.49%)、专业工程(2.24%)、基建板块(3.17%)。

综上,细分板块中表现最好的是钢结构和基建,钢结构我们认为主要受益于装配式建筑的渗透率提升,而基建则受益于行业集中度的提升。建筑设计板块利润率高,但是营收增速比较慢。园林板块受PPP清理及去杠杆影响较大,板块调整剧烈。

图表19: 2019 各细分子行业营收和归母净利润增速


资料来源: wind、粤开证券研究院

图表20: 2019 各细分子行业毛利率和净利率水平


资料来源: wind、粤开证券研究院

图表21: 2019 年建筑装饰行业各子板块行业财报情况

2019	营业总收入增速 (%)	归母净利润增速 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	三项费用率 (%)	应收账款周转率 (%)	存货周转率 (%)	经营性净现金流增量 (亿)
建筑设计	7.41	-12.98	20.09	6.41	7.67	2.08	3.06	34.70
基建	15.37	12.88	11.18	3.17	4.38	6.73	3.46	997.26
专业工程	18.29	4.63	10.88	2.24	3.98	4.57	3.94	166.88
装饰	8.03	-12.36	17.60	3.91	7.38	1.33	12.44	44.55
房建	18.16	1.90	11.12	4.26	2.87	8.26	2.10	-335.77
钢结构	15.53	26.34	14.68	4.45	5.31	4.16	1.87	22.79
园林	-20.64	-152.31	22.92	-2.49	16.33	1.52	0.65	9.37

资料来源: wind、粤开证券研究院

图表22: 2020Q1 年建筑装饰行业各子板块行业财报情况

2020Q1	营业总收入增速 (%)	归母净利润增速 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	三项费用率 (%)	应收账款周转率 (%)	存货周转率 (%)	经营性净现金流增量 (亿)
建筑设计	-9.93	-42.03	16.85	3.50	9.84	0.38	0.69	-15.05
基建	-7.35	-30.03	10.47	2.50	5.37	1.16	0.60	-1691.44
专业工程	2.69	-24.82	10.46	2.41	4.62	0.84	0.90	-273.96
装饰	-36.04	-95.61	16.42	0.26	12.92	0.18	1.83	-59.63
房建	-11.95	-16.75	9.36	3.77	3.82	1.60	0.40	-921.10
钢结构	-15.25	33.18	15.18	7.02	7.18	0.72	0.40	4.56
园林	-52.72	-394.89	18.77	-29.81	45.48	0.12	0.08	-48.24

资料来源: wind、粤开证券研究院



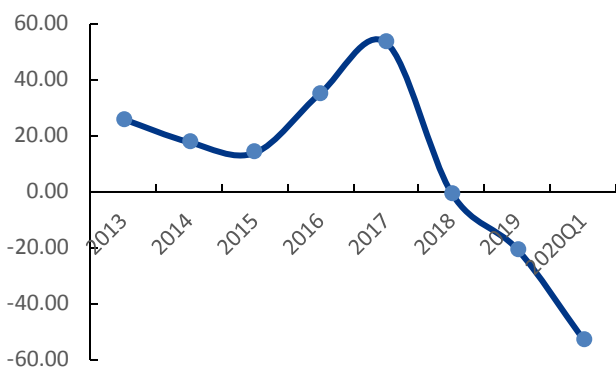
三、各细分板块数据及分析：同板块内个股表现分化明显

(一) 园林板块：板块内企业分化明显，激进企业受影响明显

2019 年园林板块继续深度调整。营业总收入增速为-20.64%，归母净利润增速为-151.47%，分别同比下降 20.11pct、108.85pct。从净利率和毛利率的角度看，园林板块一直增速平稳。毛利率为 27.87%，同比增长 2.1 个百分点。净利率为 8.38%，同比增长了 4.48 个百分点，是继 2016 年以来的首次反弹。

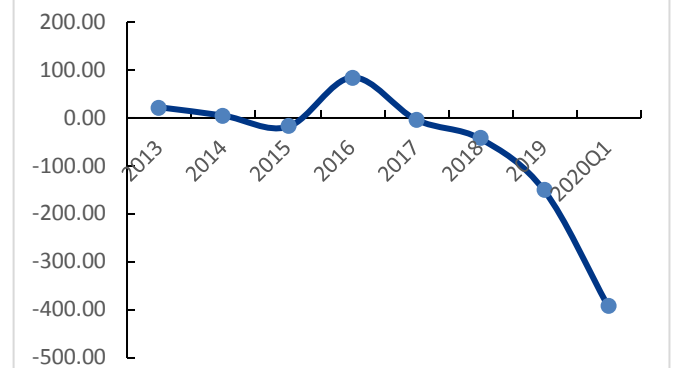
从个股看，2019 年 ST 美丽、东珠生态、文科园林在营收增速方面都表现优异，分别实现了 448.064%、26.534%、1.735%的正增长。在归母净利润方面表现突出的有乾景色园林、ST 云投、ST 美丽，分别实现了 368.45%、114.05%、106.35%的涨幅。

图表23：园林板块营收增速



资料来源：wind、粤开证券研究院

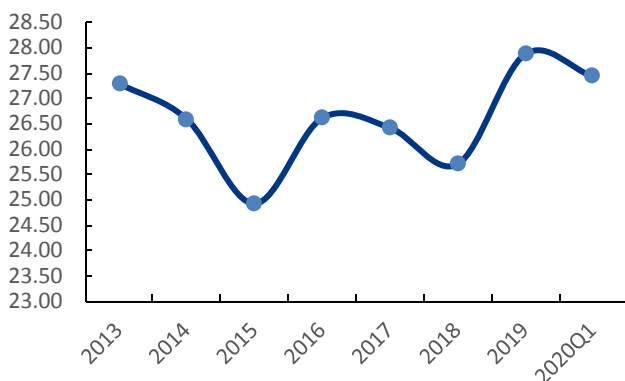
图表24：园林板块归母净利润增速



资料来源：wind、粤开证券研究院

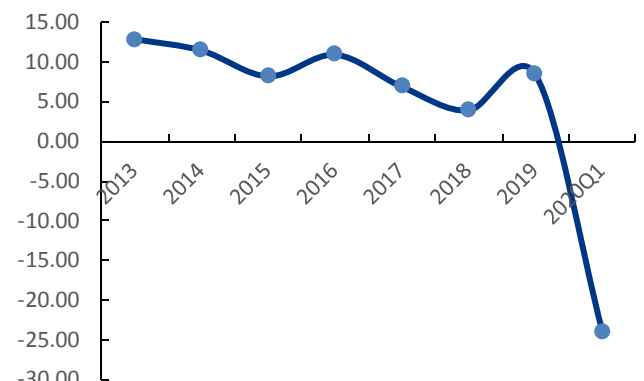
2020Q1 园林板块营收增速为-52.72%，较 2019Q1 年下降了 29.13 个百分点。2020Q1 板块归母净利润增速为-394.89%，较上年同期下降 204.77 个百分点，跌幅为 107.71%

图表25：园林板块毛利率



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表26：园林板块净利率

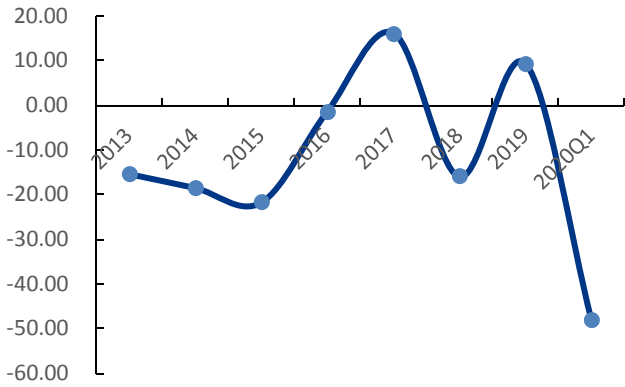


资料来源：wind、粤开证券研究院

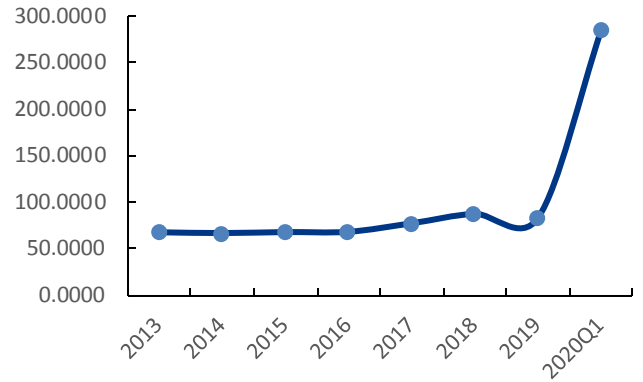
2019 年园林板块毛利率为 27.87%，同比上升 2.17 个百分点，净利率为 8.38%，同比上升 4.48 个百分点。2020Q1 年，毛利率为 27.43%，同比上升 3.04 个百分点；净利率为 -23.95%，同比下降 21 个百分点。

图表27：园林板块经营性净现金流

图表28：园林板块收现比



资料来源：wind、粤开证券研究院



资料来源：wind、粤开证券研究院

2019 年园林板块的经营性净现金流为 9.37 亿元，同比上升 158.64%；收现比为 83.05%，同比下跌 4.38 个百分点。

2020Q1 年园林板块的经营性净现金流为-48.24 亿元，同比减少 26.74 亿元，跌幅为 124.37%；收现比为 231.40%，同比上升 73.85 个百分点。

图表29：园林板块营业总收入和归母净利润增速

证券名称	营业总收入增速 (%)					归母净利润增速 (%)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
花王股份	102.939	21.948	23.957	-2.346	-79.330	137.227	-41.452	51.982	-2.540	-184.732
岭南股份	86.110	85.047	11.390	-10.022	-72.486	95.274	52.902	-64.182	-57.920	-643.579
东方园林	77.792	-12.695	-60.102	-38.817	-56.455	68.134	-26.723	-2.000	-96.748	-6.677
美尚生态	118.378	-0.208	-2.702	-15.374	-59.701	35.948	36.135	-5.855	-44.611	-402.479
丽鹏股份	6.226	-32.830	-17.659	-6.037	-65.793	-42.119	-977.043	39.535	104.280	-168.023
天域生态	14.733	10.607	7.197	-20.083	-48.879	10.386	-24.453	125.468	-32.992	-735.720
*ST 云投	-33.116	12.480	-21.102	-10.191	-49.457	-1.000	41.427	118.552	114.049	-606.572
蒙草生态	95.032	-31.518	-6.719	-25.357	-58.825	148.733	-75.852	21.867	-70.091	-180.549
美晨生态	31.808	-10.235	-31.529	-15.354	-24.019	36.457	-38.954	-30.834	-78.297	-159.106
*ST 毅达	-94.984	-100.000				-24.000	55.894	-135.517	105.160	163.918
东珠生态	24.988	30.172	18.490	26.534	-4.012	31.085	34.180	11.817	10.958	-3.306
文科园林	69.099	11.061	1.407	1.735	-38.436	73.140	3.269	6.369	-1.776	-169.582
棕榈股份	34.490	1.438	-31.280	-49.166	-35.620	151.828	-83.502	-3.000	-2.000	-35.919
普邦股份	31.547	6.416	-25.034	-18.744	-43.765	44.406	-71.839	-7.242	-2.000	-476.910
农尚环境	11.501	8.387	11.476	0.553	-9.620	1.902	0.687	6.364	0.536	-75.939
铁汉生态	79.036	-5.361	-25.404	-34.619	-67.178	45.022	-59.809	-29.091	-399.750	-97.235
乾景园林	3.393	-35.759	-27.703	2.117	-71.914	11.824	-106.970	37.721	368.451	-475.730
*ST 美丽	-28.062	-54.424	146.492	448.064	-64.801	-2.000	31.083	106.188	106.353	-505.698

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表30：园林板块毛利率和净利率

证券名称	毛利率 (%)					净利率 (%)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
花王股份	31.990	28.979	28.536	25.568	25.506	18.305	8.951	9.171	7.485	4.664
岭南股份	28.741	25.024	25.092	23.663	22.729	10.833	9.040	8.301	4.415	2.010



东方园林	31.556	34.069	34.698	29.496	29.219	14.584	11.968	11.164	0.542	0.393
美尚生态	27.274	34.261	34.991	33.977	33.936	12.335	16.824	16.843	11.045	9.415
丽鹏股份	14.457	10.617	11.112	14.952	14.230	4.980	-63.151	-65.935	3.186	0.099
天域生态	31.053	30.749	31.047	33.038	35.440	12.803	8.745	9.194	7.334	6.993
*ST云投	14.935	13.802	13.022	32.304	32.676	-64.331	-29.982	-24.216	9.631	2.688
蒙草生态	32.535	29.759	30.833	29.842	28.935	15.778	6.279	6.387	0.938	-0.841
美晨生态	34.171	31.618	30.711	27.440	26.852	15.905	10.861	10.343	2.738	-2.158
*ST毅达	-7.936			23.010	23.010	-3.000			13.032	19.410
东珠生态	28.390	28.160	28.127	28.797	28.799	19.852	20.410	20.075	18.647	18.672
文科园林	18.670	19.296	19.481	19.683	19.368	9.420	8.759	8.777	8.455	7.853
棕榈股份	20.746	15.883	15.773	5.762	4.090	6.053	0.952	-3.378	-38.913	-43.938
普邦股份	14.282	11.230	10.946	9.173	8.558	4.935	1.269	1.334	-32.429	-36.626
农尚环境	27.475	28.355	26.945	24.419	22.437	12.219	11.351	11.188	11.344	10.749
铁汉生态	25.222	25.787	25.333	15.532	13.672	9.263	3.867	3.711	-18.204	-22.980
乾景园林	26.618	23.206	24.088	19.158	17.952	15.916	-6.225	-6.408	6.562	2.207
*ST美丽	5.067	13.201	20.696	23.745	22.947	-140.190	-210.333	-142.166	6.663	5.358

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表31：园林板块资产减值损失和经营性净现金流

证券名称	资产及信用减值损失/收入 (亿)					经营性净现金流 (亿)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
花王股份	0.014	0.051	-0.005	-0.016	0.125	-0.6583	1.4556	-2.1342	0.1840	-2.2071
岭南股份	0.019	0.018	0.001	0.013	0.008	-5.2124	1.1571	-4.6082	12.6951	-4.4458
东方园林	0.026	0.033	-0.017	0.019	0.149	29.2356	0.5093	-2.6461	-13.2747	-8.3539
美尚生态	0.049	0.065	-0.054	0.022	-0.023	-1.9638	1.6357	-0.3904	-2.5963	-1.0673
丽鹏股份	0.022	0.601	-0.046	-0.008	-0.025	-5.2457	-3.8543	-0.3052	1.5803	-0.5859
天域生态	0.028	0.020	0.002	0.043	-0.007	-2.2847	0.0277	-0.6085	-3.0310	-0.6653
*ST云投	0.446	0.005	-0.390	0.019	0.247	0.9895	-1.8336	0.5903	-1.0633	0.9414
蒙草生态	0.051	0.056	-0.013	0.042	-0.094	4.2032	-18.7184	-6.8377	-4.4218	-6.3589
美晨生态	0.008	0.017	-0.005	-0.001	-0.041	-1.7808	-1.2251	-1.1707	0.6275	-1.3541
*ST毅达	28.272	0.000	0.000	0.006	0.002	-1.0557	-0.0740	0.0000	0.6443	0.4730
东珠生态	0.005	0.007	0.004	0.003	0.002	0.1553	-0.7041	-1.1591	-0.7769	-1.4498
文科园林	0.012	0.017	0.006	0.011	-0.025	-0.3294	0.5858	-0.1834	4.2236	-1.8303
棕榈股份	0.027	0.041	-0.061	-0.039	-0.081	2.2607	2.2234	-1.8142	-2.4229	-6.3939
普邦股份	0.012	0.025	0.030	-0.282	-0.025	2.9005	1.3996	-1.1653	4.1588	-3.3489
农尚环境	0.018	0.017	-0.008	0.011	-0.011	-1.2983	1.4199	-0.2017	1.9143	-0.4592
铁汉生态	0.004	0.018	0.003	0.018	-0.003	-8.5465	3.9457	1.5624	10.9305	-8.4909
乾景园林	-0.016	0.145	-0.162	-0.040	0.681	-0.7616	-1.5473	0.1799	-0.3014	-0.8860
*ST美丽	1.242	1.546	0.000	0.036	-0.035	5.6416	-2.3843	-0.6089	0.3017	-1.7547

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表32：园林板块应收帐款周转率和存货周转率

证券名称	应收账款周转率 (次)					存货周转率 (次)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1



花王股份	4.344	3.509	0.603	2.861	0.129	1.325	1.374	0.253	1.242	0.087
岭南股份	3.695	3.803	0.363	2.493	0.091	1.454	1.544	0.154	1.091	0.075
东方园林	2.418	1.616	0.119	0.873	0.047	0.982	0.639	0.048	0.370	0.041
美尚生态	1.501	1.264	0.142	1.069	0.055	1.656	1.095	0.110	0.842	0.079
丽鹏股份	2.832	1.472	0.293	0.968	0.072	1.330	0.996	0.287	1.271	0.212
天域生态	2.510	1.914	0.270	1.199	0.121	0.663	0.669	0.122	0.564	0.084
*ST云投	1.458	1.437	0.070	1.420	0.048	0.430	0.501	0.024	0.362	0.015
蒙草生态	1.267	0.802	0.112	0.697	0.058	5.077	3.067	0.395	2.511	0.248
美晨生态	5.702	4.139	0.469	2.750	0.315	0.765	0.521	0.066	0.405	0.069
*ST毅达	0.627			8.267	7.898	0.038			1.193	1.534
东珠生态	1.421	2.159	0.756	3.108	0.591	1.089	0.855	0.165	0.614	0.198
文科园林	5.238	4.545	0.575	3.789	0.377	2.442	2.654	0.406	2.766	0.493
棕榈股份	2.368	2.402	0.234	1.453	0.198	0.729	0.706	0.058	0.377	0.073
普邦股份	2.233	2.166	0.303	1.762	0.203	0.965	1.134	0.183	1.155	0.122
农尚环境	2.093	1.914	0.435	2.265	0.607	0.918	0.759	0.154	0.655	0.240
铁汉生态	9.296	8.092	1.108	3.998	0.218	1.345	0.845	0.096	0.564	0.043
乾景园林	1.544	0.915	0.100	1.010	0.027	0.545	0.354	0.027	0.370	0.019
*ST美丽	2.227	0.567	0.232	1.535	0.047	0.390	0.192	0.112	1.046	0.044

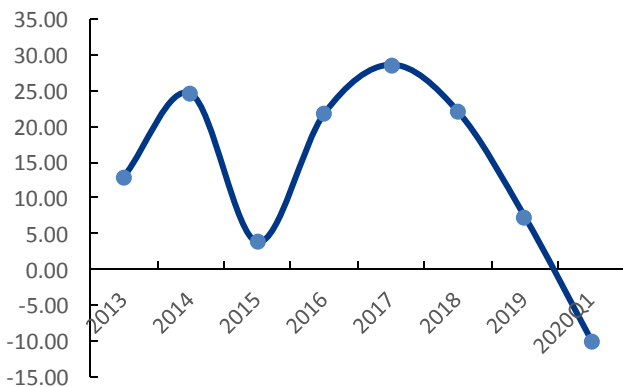
资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）建筑设计：利润率提升，但收入和利润增速下滑

2019年建筑设计板块整体营收增速为7.41%，同比下降14.71个百分点。归母净利润增速为-12.98%，同比下降39.31个百分点，出现了自2015年以来的最大幅度的下跌。但从毛利率和净利率的角度观看，设计行业的利润率一致表现稳定，并在2019年都有明显上升，毛利率为35.90%（+14.14ppct），净利率为13.61%（+5.98pct）。

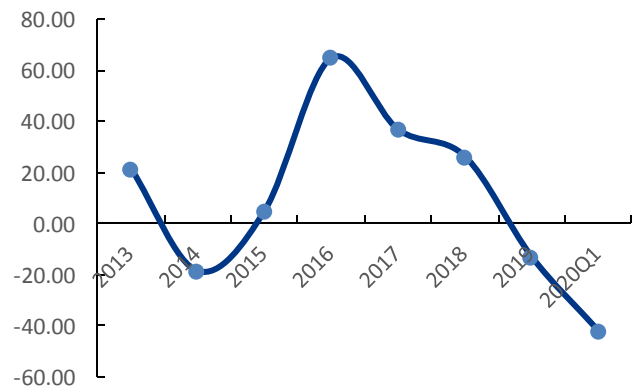
在16家设计企业中，12家企业营业收入同比增加，其中涨幅超过15%以上的有7家企业（汉嘉设计（25.02%）、建科院（17.87%）、勘设股份（19.14%）、设研院（38.70%）、建研院（23.61%）、华建集团（20.34%）、中设股份（15.34%））。2020Q1年，汉嘉设计的营业收入增速在16家企业中最高为65.26%。

图表33：建筑设计板块营业收入增速



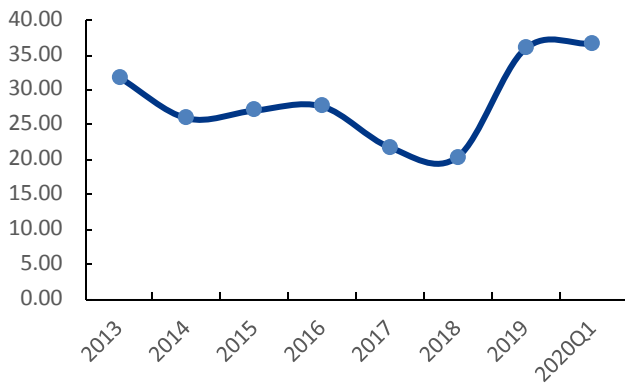
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表34：建筑设计板块归母净利润增速

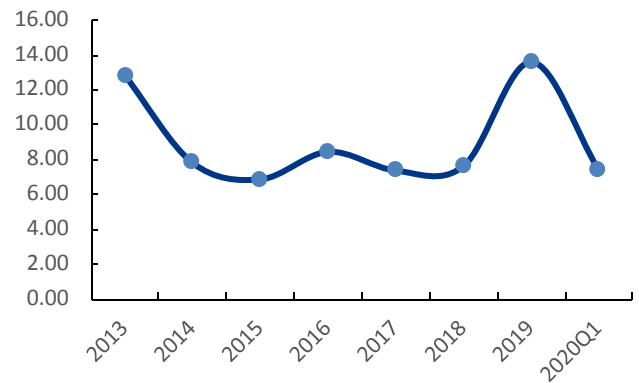


资料来源：wind、粤开证券研究院

板块2020Q1年营收增速为-9.93%，较2019Q1年下降了20.69个百分点。2020Q1年归母净利润增速为-42.03%，较上年同期下降27.62个百分点。

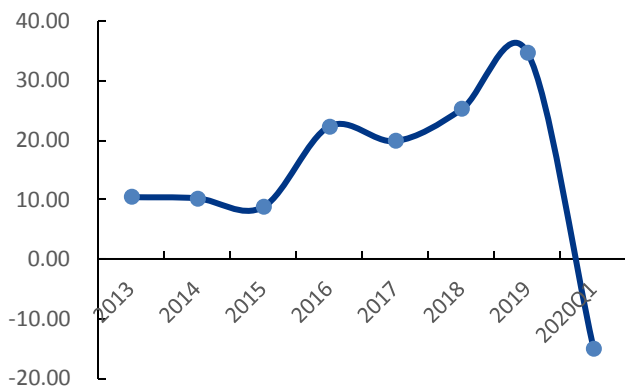

图表35：建筑设计板块毛利率


资料来源：wind、粤开证券研究院

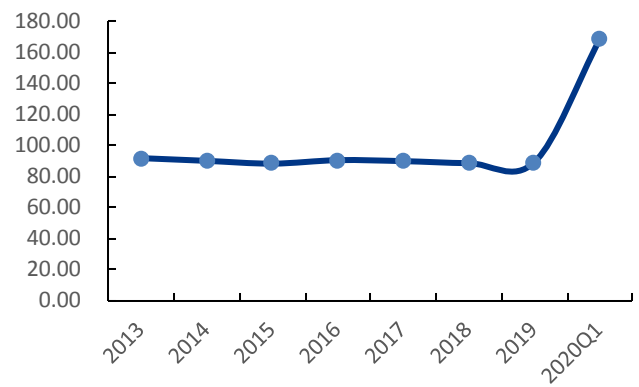
图表36：建筑设计板块净利率


资料来源：wind、粤开证券研究院

2019年建筑设计板块毛利率为35.90% 同比上升15.53个百分点 净利率为13.61% 同比上升5.98个百分点。2020Q1年，毛利率为36.63%，同比上升17.99个百分点；净利率为7.39%，同比上升1.67个百分点。

图表37：建筑设计板块经营性净现金流


资料来源：wind、粤开证券研究院

图表38：建筑设计板块收现比


资料来源：wind、粤开证券研究院

2019年建筑设计板块的经营性净现金流为34.70亿元，同比上升37.68%；收现比为91.68%，同比下跌0.249个百分点。

2020Q1年园林板块的经营性净现金流为-15.05亿元，同比增加6.1469亿元，涨幅为29%；收现比为147.09%，同比上升28.66个百分点。

图表39：建筑设计板块营业总收入和归母净利润增速

证券名称	营业总收入增速 (%)					归母净利润增速 (%)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
汉嘉设计	44.72	30.07	4.90	25.02	65.26	26.85	25.08	17.47	21.88	36.32
建科院	10.32	3.97	2.63	17.87	14.17	7.76	1.89	12.20	5.75	10.75
中衡设计	59.40	28.32	10.43	4.08	-29.18	24.26	11.74	10.83	18.61	-12.33
勘设股份	21.49	11.66	-1.47	19.14	-3.14	105.15	7.11	21.08	21.96	-5.20
杰恩设计	36.51	36.76	33.17	14.02	-33.28	52.47	34.31	23.11	0.53	-53.43
浙江交科	40.61	27.01	12.88	9.55	-3.09	136.15	9.51	-82.88	-40.44	-80.61
设研院	58.12	21.71	34.79	38.70	-7.28	77.51	31.00	3.69	-10.46	-22.15
建研院	13.24	11.40	9.25	23.61	4.06	20.01	-2.09	-41.82	25.09	-53.37



苏交科	55.17	7.84	-19.38	-15.12	-25.39	22.32	34.37	24.21	16.10	-91.21
弘高创意	-51.31	-18.49	7.09	-42.56	-95.06	-163.33	105.10	108.57	-4 610.10	-383.61
华建集团	16.24	12.65	20.57	20.34	-7.01	6.22	2.78	15.01	3.40	-28.04
中设集团	39.42	51.23	34.83	11.67	-26.99	41.35	33.54	29.07	30.74	-22.28
启迪设计	29.53	115.23	40.32	14.68	7.09	13.23	58.60	8.41	51.74	-95.99
设计总院	42.04	20.04	-3.14	-1.80	-13.31	47.54	51.23	3.67	-25.64	-17.95
山鼎设计	-4.93	44.02	45.85	-1.02	-52.94	2.27	29.75	43.91	-21.13	-388.00
中设股份	21.18	16.47	25.17	15.34	-18.04	21.16	15.78	13.89	14.79	-25.81

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表40：建筑设计板块毛利率和净利率

证券名称	毛利率 (%)					净利率 (%)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
汉嘉设计	23.19	20.18	18.82	17.97	18.41	8.46	8.03	7.16	7.85	6.51
建科院	38.05	38.24	-9.14	34.73	-0.20	8.88	8.32	-54.57	7.96	-39.65
中衡设计	24.65	25.11	20.70	24.35	22.73	11.17	9.60	7.81	10.93	8.70
勘设股份	41.01	39.70	42.31	39.55	39.83	17.10	16.40	15.89	16.87	15.57
杰恩设计	51.99	52.16	52.74	51.53	49.31	24.91	24.47	25.43	21.57	17.75
浙江交科	11.74	9.67	6.70	7.94	5.22	5.53	4.75	0.99	2.66	-0.05
设研院	46.96	47.65	45.22	41.98	42.58	24.62	26.51	18.20	17.28	15.49
建研院	47.16	46.70	44.59	44.83	41.65	14.84	12.79	4.96	13.65	4.32
苏交科	29.09	31.23	31.82	38.32	28.15	7.78	9.16	9.40	12.34	0.56
弘高创意	16.28	15.14	15.66	2.33	9.66	-8.39	0.50	2.13	-41.18	-122.41
华建集团	25.53	25.45	21.50	22.63	19.79	5.56	5.14	5.81	4.44	3.66
中设集团	31.68	26.22	29.33	31.21	30.46	10.85	9.67	9.89	11.36	10.51
启迪设计	43.57	32.21	29.01	30.49	29.83	16.57	11.64	7.20	14.65	0.53
设计总院	43.19	47.51	48.47	43.46	46.98	21.03	26.48	29.14	20.08	27.52
山鼎设计	42.86	37.95	30.88	31.22	5.15	13.75	12.36	5.74	9.87	-35.15
中设股份	47.91	47.73	41.87	48.30	38.62	22.49	21.93	18.81	20.81	16.19

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表41：建筑设计板块资产减值损失和经营性净现金流

证券名称	资产及信用减值损失/收入 (%)					经营性净现金流 (亿)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
汉嘉设计	0.020	0.015	-0.002	0.010	0.004	0.58	0.93	-0.0409	1.11	-0.2630
建科院	0.041	0.039	-0.006	0.015	0.005	0.97	0.43	-0.0445	0.64	-0.1091
中衡设计	0.005	0.025	-0.031	0.005	-0.036	1.80	0.89	-1.5738	1.52	-1.6956
勘设股份	0.074	0.071	-0.045	0.063	0.047	0.75	-1.14	-3.8051	-3.09	-0.8628
杰恩设计	0.028	0.040	0.022	0.059	0.063	0.23	0.27	0.0499	0.29	-0.1129
浙江交科	0.007	0.001	0.000	-0.001	-0.004	8.09	13.35	-5.5807	13.59	-2.1624
设研院	0.034	0.062	0.006	0.029	0.047	-0.06	-0.41	-0.3991	2.92	-1.2382
建研院	0.015	0.031	-0.036	0.017	-0.052	0.32	0.02	-0.5143	0.70	-0.2831
苏交科	0.033	0.048	0.009	0.057	0.004	3.21	0.61	-3.5432	6.85	-3.1691
弘高创意	0.191	0.069	0.055	0.234	0.153	-5.33	-0.31	-0.0209	-0.33	-0.2940



华建集团	0.016	0.019	-0.008	0.000	0.009	4.07	3.38	-4.6888	4.21	-5.0004
中设集团	0.047	0.041	-0.005	0.035	0.008	2.90	3.27	-1.2491	4.04	-0.6893
启迪设计	0.027	0.032	-0.005	0.025	0.004	0.85	0.81	-0.3539	1.35	-0.0028
设计总院	0.068	0.045	0.047	0.080	0.039	1.17	2.57	0.3866	0.52	0.8677
山鼎设计	0.102	0.058	0.096	0.052	0.091	0.15	0.87	-0.1490	0.31	-0.1696
中设股份	0.033	0.036	-0.016	0.043	0.012	0.17	-0.32	0.3287	0.07	0.1337

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表42：建筑设计板块应收帐款周转率和存货周转率

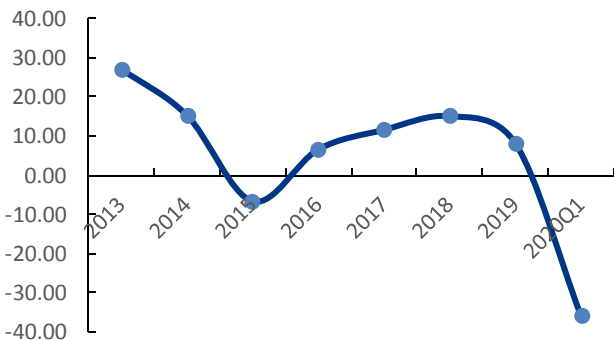
证券名称	应收账款周转率（次）					存货周转率（次）				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
汉嘉设计	2.444	2.907	0.591	2.907	0.758	624.026	1.000	255.828	1.000	102.308
建科院	2.048	1.892	0.210	1.817	0.174	2.000	2.000	404.696	3.000	730.445
中衡设计	2.640	2.488	0.404	2.428	0.334	20.183	12.445	1.379	3.845	0.610
勘设股份	1.316	1.155	0.210	1.082	0.196	10.274	8.831	1.523	4.964	0.546
杰恩设计	2.474	2.154	0.430	1.766	0.239					
浙江交科	15.192	8.607	1.363	7.244	1.612	4.556	2.695	0.510	2.550	0.732
设研院	1.653	0.984	0.162	0.963	0.158	1.994	1.447	0.263	1.829	0.302
建研院	2.512	2.127	0.408	2.047	0.338	3.763	3.997	0.735	4.418	0.650
苏交科	1.508	1.310	0.162	0.927	0.118	68.280	69.433	9.910	68.512	10.577
弘高创意	0.414	0.375	0.071	0.242	0.004	5.748	4.593	0.892	3.264	0.045
华建集团	4.035	3.568	0.835	3.582	0.726	2.167	2.141	0.526	2.081	0.420
中设集团	1.227	1.379	0.228	1.154	0.182	3.790	5.503	0.940	5.392	0.631
启迪设计	3.488	2.782	0.339	1.783	0.286		4.687	0.906	6.753	
设计总院	1.436	1.293	0.273	1.046	0.312	6.000	2.000	415.640	20.015	1.581
山鼎设计	0.940	1.440	0.344	1.656	0.183					
中设股份	1.209	1.075	0.258	0.925	0.165				846.945	196.621

资料来源：wind、粤开证券研究院

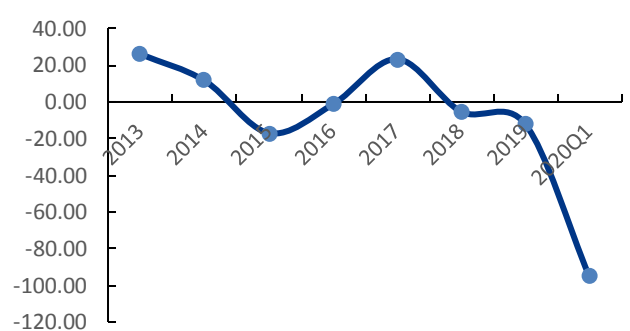
（三）装饰板块：盈利能力出现改善迹象

2019 年装饰板块营收增速为 8.03%，同比下降 7 个百分点，归母净利润增速为 -12.36%，同比下降 6.87 个百分点。从毛利率角度看，建筑装饰板块一直都在稳步增长，2019 年为 18.03%（+0.23pct），净利率为 5.22%（+0.71pct）

图表43：装饰板块营业收入增速



图表44：装饰板块归母净利润增速





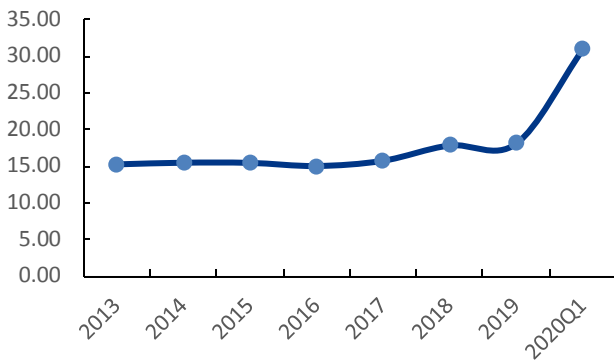
资料来源：wind、粤开证券研究院

资料来源：wind、粤开证券研究院

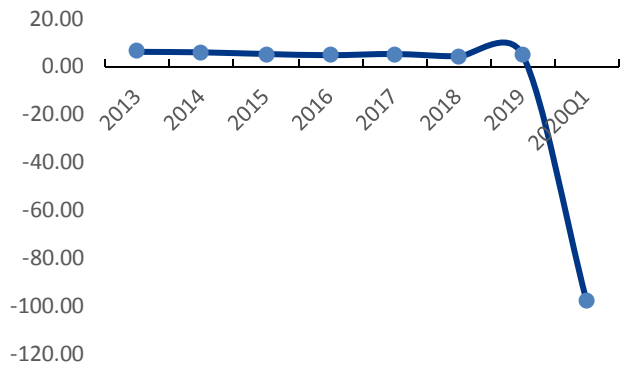
装饰板块 16 家企业中，有 10 家企业在 2019 年营业总收入上实现了增长。其中 5 家企业增速达到了 15% 以上，即中装建设（17.21%）、名雕股份（17.57%）、亚厦股份（17.24%）、江河集团（17.26%）、金螳螂（22.90%）。

装饰板块收现比在 2020Q1 年提升明显。我们判断或因头部企业加强回款力度所致。

2020Q1 年营收增速为-36.04%，较 2019Q1 年下降了 45.83 个百分点。2020Q1 年归母净利润增速为-95.61%，较上年同期下降 104.74 个百分点。

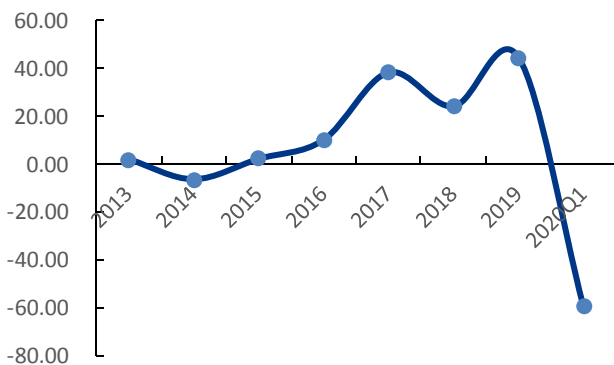
图表45：装饰板块毛利率


资料来源：wind、粤开证券研究院

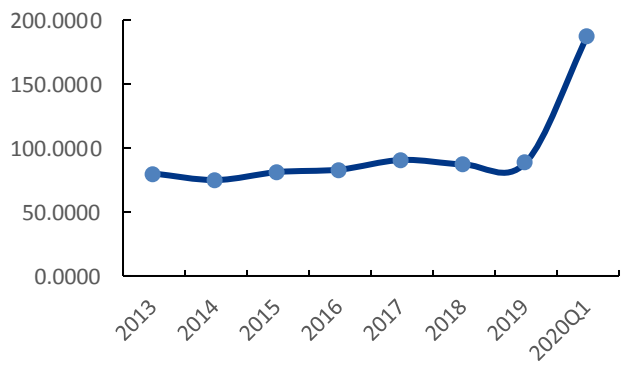
图表46：装饰板块净利率


资料来源：wind、粤开证券研究院

2019 年装饰板块毛利率为 18.03%，同比上升 0.23 个百分点，净利率为 5.22%，同比上升 0.71 个百分点。2020Q1 年，毛利率为 30.84%，同比上升 13.28 个百分点；净利率为 -97.69%，同比下降 103.33 个百分点。

图表47：装饰板块经营性净现金流


资料来源：wind、粤开证券研究院

图表48：装饰板块收现比


资料来源：wind、粤开证券研究院

2019 年装饰板块的经营性净现金流为 44.55 亿元，同比上升 85.31%；收现比为 87.84%，同比下跌 2.45 个百分点。

2020Q1 年装饰板块的经营性净现金流为-59.63 亿元，同比减少 14.14 亿元，跌幅为 31.08%；收现比为 174.24%，同比上升 58.03 个百分点。


图表49：装饰板块营业收入和归母净利润增速

证券名称	营业总收入增速 (%)					归母净利润增速 (%)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
东易日盛	20.460	16.357	11.086	-9.621	-75.687	25.861	16.118	-28.382	-198.661	-192.679
奇信股份	19.042	27.663	0.738	-19.700	-61.962	37.563	12.654	4.342	-48.887	-166.669
中装建设	17.880	30.656	8.192	17.208	-35.250	2.924	3.944	4.977	48.188	-47.666
名雕股份	7.715	2.642	12.513	17.566	-24.926	1.978	-10.937	3.664	-47.250	-47.532
名家汇	64.020	91.609	71.484	-4.183	-76.867	72.723	81.827	105.203	-53.163	-182.821
宝鹰股份	5.120	-4.308	24.572	-2.611	-37.423	8.029	-22.264	6.617	-26.729	-79.657
柯利达	24.315	17.211	-8.095	-4.118	-5.944	19.019	1.313	6.464	-36.129	-52.372
维业股份	22.620	22.308	-10.840	3.821	-52.376	42.897	-12.688	-19.311	27.620	-127.780
广田集团	23.957	14.857	-5.678	-9.386	-43.968	60.584	-46.129	-27.615	-58.702	-273.022
洪涛股份	15.771	17.860	38.565	2.672	-30.863	4.879	-407.576	23.114	108.654	-90.830
亚厦股份	1.476	1.441	5.300	17.242	-24.973	12.024	2.364	0.748	15.407	-33.924
江河集团	0.374	4.842	0.840	17.259	-24.004	32.682	30.473	20.346	-42.024	-80.716
金螳螂	7.121	19.490	19.566	22.903	-28.663	13.966	10.681	8.655	10.642	-44.272
瑞和股份	23.383	20.204	7.845	5.649	-49.502	39.582	11.451	11.200	5.735	-95.957
全筑股份	38.655	40.984	7.298	6.365	-47.879	64.113	58.102	32.454	-19.910	-54.471
建艺集团	14.958	21.209	7.550	1.730	-43.173	11.190	0.843	12.135	-76.194	-85.375

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表50：装饰板块毛利率和净利率

证券名称	毛利率 (%)					净利率 (%)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
东易日盛	36.912	37.161	36.825	34.423	35.272	7.555	7.324	6.703	-5.156	-11.300
奇信股份	14.200	14.530	14.998	17.293	17.298	3.570	3.193	3.171	1.877	0.069
中装建设	14.648	14.578	15.033	17.278	17.384	5.049	3.982	3.948	5.004	4.997
名雕股份	31.091	32.175	32.736	28.770	27.598	6.977	6.331	6.268	3.032	2.195
名家汇	52.814	52.833	53.135	46.986	44.657	25.334	26.327	27.143	14.482	4.498
宝鹰股份	15.436	17.183	17.242	16.403	16.252	5.364	3.972	3.920	2.991	2.140
柯利达	14.192	16.847	17.316	16.112	15.350	3.096	2.856	2.945	1.799	0.988
维业股份	12.885	12.646	12.932	14.323	14.462	4.023	2.803	2.537	3.468	2.299
广田集团	11.564	14.645	15.323	13.158	12.942	5.282	2.210	2.114	1.016	-0.128
洪涛股份	22.882	20.207	21.362	19.627	18.372	3.849	-10.668	-9.164	1.979	0.339
亚厦股份	13.335	13.533	13.771	14.356	14.433	4.082	4.059	4.042	4.100	3.998
江河集团	15.116	18.456	18.905	18.446	18.322	3.867	4.606	4.618	2.871	2.548
金螳螂	16.803	19.509	19.899	18.388	18.117	9.176	8.656	8.399	7.332	6.901
瑞和股份	12.925	15.590	15.907	16.165	16.649	4.950	4.739	4.776	4.843	4.158
全筑股份	13.489	14.493	14.875	12.985	13.209	3.694	4.405	4.551	3.980	3.893
建艺集团	12.798	15.538	16.146	15.350	15.426	3.696	3.073	3.143	0.672	-0.286

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表51：装饰板块资产减值损失和经营性净现金流

证券名称	资产及信用减值损失/收入 (%)	经营性净现金流 (亿)
------	------------------	-------------



	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
东易日盛	0.002	0.005	0.003	-0.063	0.064	5.6939	2.0490	0.1360	1.0453	-1.9765
奇信股份	0.034	0.043	0.008	0.047	0.049	-1.3889	-2.4891	-0.1852	2.8386	-0.2652
中装建设	0.020	0.029	0.020	0.022	0.010	-1.7830	-2.4551	0.1843	0.6598	-2.8504
名雕股份	0.001	0.001	0.000	-0.002	0.000	1.8052	1.2584	-0.5312	1.4636	-1.0538
名家汇	0.042	0.047	-0.023	0.090	0.200	-2.3630	-2.0100	-0.0286	0.4635	-1.0655
宝鹰股份	0.026	0.040	0.010	0.022	0.015	-3.9672	-7.9935	-3.4425	7.4537	-2.4329
柯利达	0.037	0.030	-0.134	0.038	-0.132	0.2895	0.8350	-1.4877	0.9649	-2.1155
维业股份	0.018	0.008	-0.035	0.010	-0.018	-0.8946	0.6270	-1.2617	0.8384	-0.6235
广田集团	0.009	0.034	0.011	0.023	0.013	10.5139	4.4929	-11.4856	-9.9717	2.8650
洪涛股份	0.019	0.144	0.007	0.016	0.038	-1.3889	0.3554	1.6131	1.0926	-0.3154
亚厦股份	0.021	0.011	-0.012	-0.001	-0.020	1.5882	-1.2831	-6.4550	4.2856	-10.4326
江河集团	0.002	0.013	-0.014	-0.009	-0.019	13.8930	14.0860	-9.9264	9.9101	-15.0791
金螳螂	-0.002	0.002	-0.021	0.007	-0.037	17.7725	16.4942	-9.4052	17.5522	-18.8056
瑞和股份	0.028	0.032	0.009	0.019	0.023	0.6343	-2.4748	-0.9906	-0.4590	-1.7511
全筑股份	0.010	0.017	-0.020	0.013	-0.026	-2.7901	1.9227	-3.3469	2.4120	-1.9990
建艺集团	0.025	0.031	0.002	0.031	0.010	0.6169	0.6251	1.1218	3.9996	-1.7284

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表52：装饰板块应收帐款周转率和存货周转率

证券名称	应收帐款周转率（次）					存货周转率（次）				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
东易日盛	14.515	12.511	1.963	9.458	0.475	12.860	16.188	3.559	16.116	0.807
奇信股份	1.507	1.623	0.258	1.185	0.105	20.233	20.400	2.967	15.358	2.686
中装建设	1.551	1.617	0.302	1.532	0.161	27.006	22.612	3.672	18.760	2.454
名雕股份	198.395	185.910	42.152	219.386	19.948	19.168	15.606	2.645	18.172	2.491
名家汇	2.165	2.105	0.318	1.118	0.046	0.778	1.184	0.183	1.132	0.132
宝鹰股份	1.349	1.223	0.238	1.037	0.146	13.652	17.542	3.395	15.486	2.978
柯利达	1.147	1.211	0.163	1.061	0.229	56.277	54.256	8.630	50.764	6.398
维业股份	1.754	1.896	0.347	1.612	0.136	19.534	18.924	3.304	18.598	2.958
广田集团	1.418	1.599	0.225	1.171	0.102	12.297	12.237	1.679	11.661	1.034
洪涛股份	0.705	0.738	0.209	0.700	0.138	107.378	129.515	25.055	147.088	24.830
亚厦股份	0.766	0.757	0.167	0.906	0.191	5.182	4.566	0.902	4.956	0.661
江河集团	1.298	1.386	0.279	1.580	0.224	6.316	6.197	1.125	7.123	1.381
金螳螂	1.171	1.370	0.326	1.518	0.263	89.723	106.863	27.231	176.802	35.576
瑞和股份	1.858	1.739	0.368	1.555	0.291	14.136	13.420	2.914	12.206	1.356
全筑股份	2.105	1.884	0.262	1.451	0.147	8.274	9.368	1.302	10.884	0.912
建艺集团	1.744	1.857	0.408	1.579	0.188	26.613	24.580	4.794	26.715	4.095

资料来源：wind、粤开证券研究院

（四）国际工程：盈利能力下降

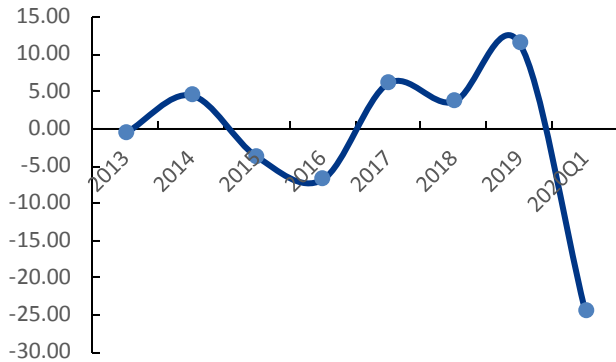
2019年国际工程营业收入增速为11.51%，同比上年提高了7.86个百分点，归母净利润增速为3.94%，同比上年下跌了2.12个百分点。



毛利率和净利率的角度出发，国际工程板块的毛利率长期处于比较平稳的状态，2017年、2018年、2019年的毛利润分别是17.46%、16.59%、16.22%。2019年，净利率为6.55%，同比上年下跌0.66个百分点。

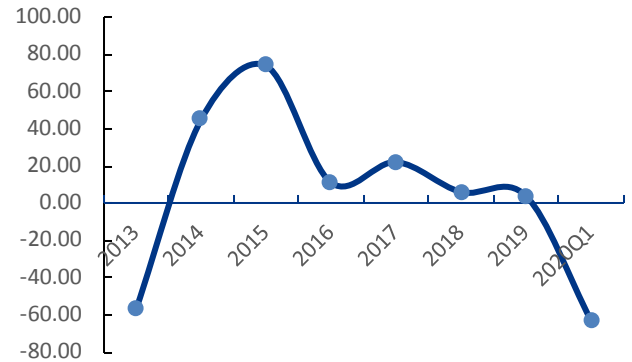
国际工程板块4家企业，3家企业的营业总收入都实现了增长。2019年，北方国际营收增速为10.81%(+8.23pct)、中材国际增速为13.26%(+3.3)、中钢国际增速为60.32%(+56.33pct)。中工国际在2019年的营收表现上则差强人意，导致了国际工程板块的营收增速被拉低。其2019年增速为-21.15%，同比下跌了14.2个百分点。

图表53：国际工程板块营业收入增速



资料来源：wind、粤开证券研究院

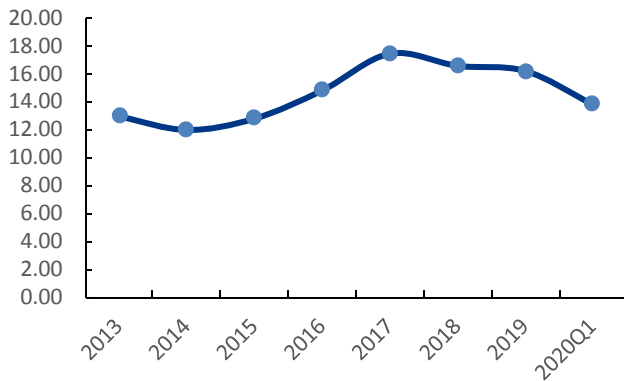
图表54：国际工程板块归母净利润增速



资料来源：wind、粤开证券研究院

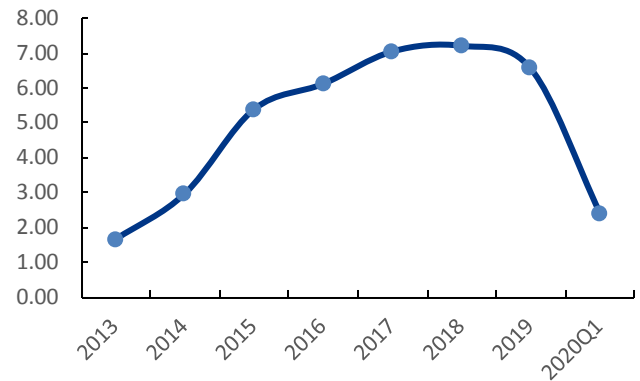
2020Q1年营收增速为-24.39%，较2019Q1年下降了35.23个百分点。2020Q1年归母净利润增速为-62.97%，较上年同期下降80.5个百分点，跌幅为459.21%

图表55：国际工程板块毛利率



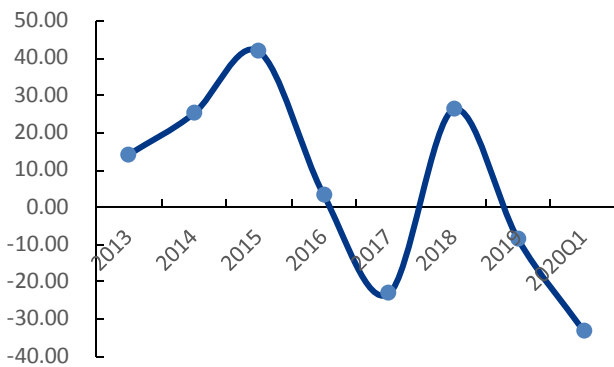
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表56：国际工程板块净利率

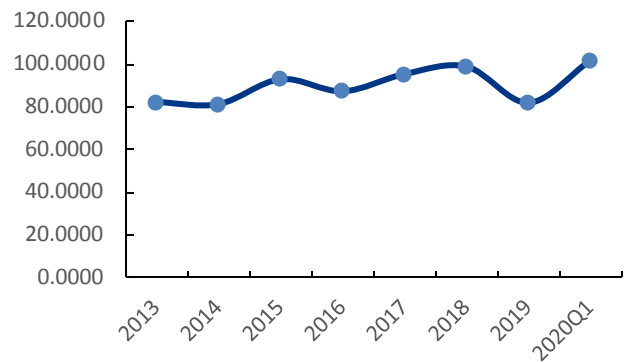


资料来源：wind、粤开证券研究院

2019年国际工程板块毛利率为16.22%，同比降低0.37个百分点，净利率为6.55%，同比下降0.66个百分点。2020Q1年，毛利率为13.82%，同比下降2.74个百分点；净利率为2.40%，同比下降3.49个百分点。


图表57：国际工程经营性净现金流


资料来源：wind、粤开证券研究院

图表58：国际工程收现比


资料来源：wind、粤开证券研究院

2019 年国际工程板块的经营性净现金流为-8.7081 亿元，同比下降 133.13%；收现比为 83.05%，同比下跌 13.03 个百分点。

2020Q1 年国际工程板块的经营性净现金流为-33.08 亿元，同比减少 14.93 亿元，跌幅为 82.23%；收现比为 102.64%，同比上升 20.32 个百分点。

图表59：国际工程营业收入和归母净利润增速

证券名称	营业总收入增速 (%)					归母净利润增速 (%)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
北方国际	11.049	2.584	-26.266	10.808	3.744	8.286	18.011	-45.791	19.869	43.840
中工国际	35.238	-6.950	9.356	-21.148	-48.348	15.979	-19.118	2.467	-22.019	-90.840
中钢国际	-16.812	3.986	65.005	60.324	-12.192	-18.592	2.013	72.874	24.011	-94.622
中材国际	2.877	9.961	12.040	13.362	-23.982	91.036	39.982	32.040	16.412	-28.567

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表60：国际工程毛利率和净利率

证券名称	毛利率 (%)					净利率 (%)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
北方国际	13.788	14.808	14.173	14.518	13.390	5.582	6.190	6.139	6.687	6.668
中工国际	26.155	19.279	17.969	22.202	22.073	12.484	11.613	11.475	9.824	8.362
中钢国际	13.140	11.636	11.240	12.572	12.184	5.434	5.095	5.296	4.009	2.941
中材国际	16.806	18.560	18.147	16.822	16.889	5.013	6.527	6.591	6.536	6.558

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表61：国际工程资产减值损失和经营性净现金流

证券名称	资产及信用减值损失/收入 (%)					经营性净现金流 (亿)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
北方国际	-0.0001	0.0249	0.0103	0.0067	-0.0321	13.2288	1.8238	-2.2880	-15.7851	-5.2539
中工国际	0.0168	-0.0010	-0.0025	0.0162	0.0450	-24.8943	28.3397	-5.4030	-3.1564	-7.5944
中钢国际	0.0009	-0.0199	0.0003	0.0193	0.0000	8.0311	12.3108	3.1391	7.7251	-7.7626
中材国际	0.0079	0.0089	0.0035	0.0009	0.0031	-19.5952	-16.1961	-13.5987	2.5083	-12.4652

资料来源：wind、粤开证券研究院


图表62：国际工程应收帐款周转率和存货周转率

证券名称	应收帐款周转率（次）					存货周转率（次）				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
北方国际	4.261	4.413	0.640	3.302	0.375	11.696	16.649	3.213	19.124	2.576
中工国际	2.160	2.008	0.508	2.368	0.318	3.243	2.865	0.634	2.362	0.300
中钢国际	1.413	1.991	0.561	2.625	0.331	4.643	5.134	1.252	7.628	0.965
中材国际	6.209	7.091	1.429	6.975	0.997	4.160	4.971	1.442	7.077	1.221

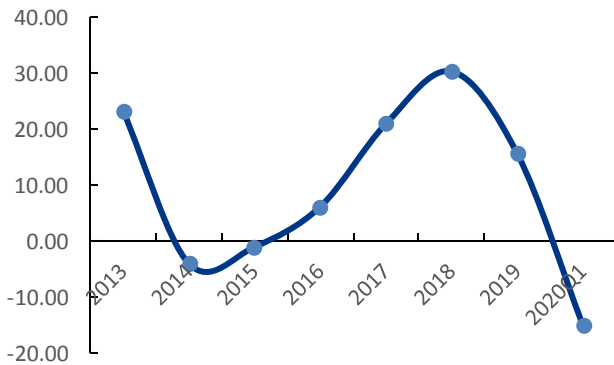
资料来源：WIND、粤开证券研究院

（五）钢结构：板块表现优异

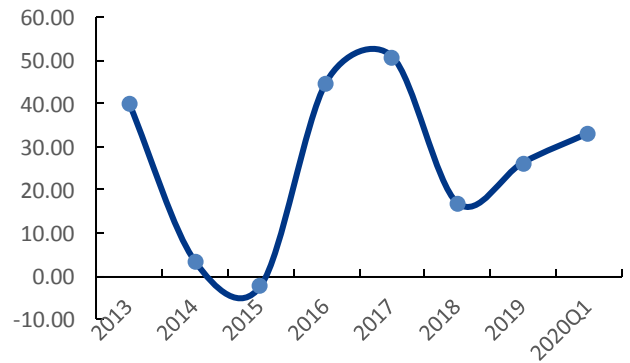
2019年，钢结构板块的表现优异。在营业收入增速、归母净利润增速、净利率三个指标中，均排在细分板块的前三位。营业收入增速 15.53% (-14.76pct)，归母净利润增速 26.34% (+9.4pct)，净利率 4.67 (+0.02pct)。

2020Q1年，在整个行业都因为疫情而下跌时，钢结构的归母净利润增速为 33.18%，较上年同期微降 2.91 个百分点。毛利率 11.41%，同比下跌 1.98。净利率为 5.77%，同比上升 1.27 个百分点。

个股方面观察，5 家上市公司中，尤以鸿路钢构的营收增速最高，为 36.58%。同样值得注意的是，2020Q1 年，唯有精工钢构实现了正增长，为 6.13%。

图表63：钢结构板块营业收入增速


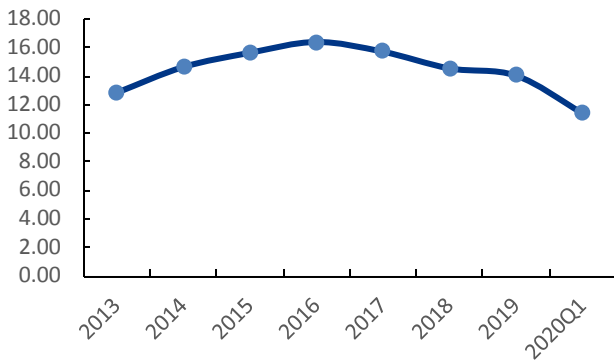
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表64：钢结构板块归母净利润增速


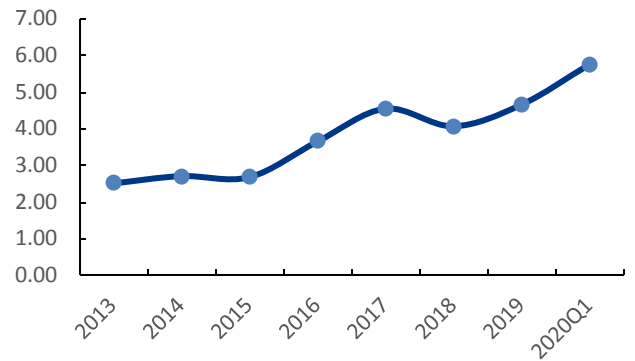
资料来源：wind、粤开证券研究院

2019年钢结构板块营业收入增速为 15.53%，同比上年下降 14.76 个百分点。2020Q1 年营收增速为 -15.25%，较 2019Q1 年下降了 45.09 个百分点。

2019 年钢结构板块归母净利润增速 26.34%，同比上年上升了 9.4 个百分点，涨幅为 55.49%。2020Q1 年归母净利润增速为 33.18%，较上年同期下降 2.91 个百分点，跌幅为 8.06%。

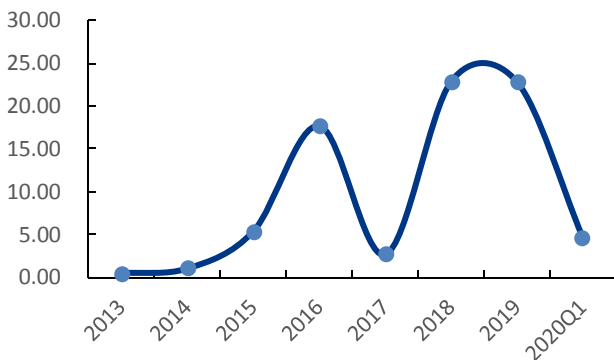

图表65：钢结构板块毛利率


资料来源：wind、粤开证券研究院

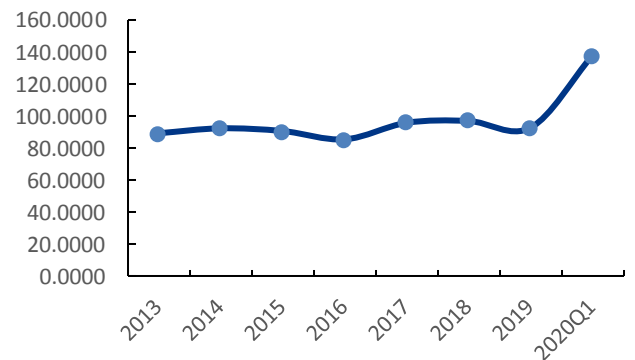
图表66：钢结构板块净利率


资料来源：wind、粤开证券研究院

2019年钢结构板块毛利率为14.05%，同比下降0.51个百分点，净利率为4.67%，同比上升0.59个百分点。2020Q1年，毛利率为11.41%，同比下降1.98个百分点；净利率为5.77%，同比上升1.27个百分点。

图表67：钢结构经营性净现金流


资料来源：wind、粤开证券研究院

图表68：钢结构收现比


资料来源：wind、粤开证券研究院

2019年钢结构板块的经营性净现金流为22.79亿元，同比下跌0.274%；收现比为95.85%，同比下跌3.63个百分点。

2020Q1年钢结构板块的经营性净现金流为4.5576亿元，同比减少4.2861亿元，跌幅为48.47%；收现比为135.33%，同比上升18.9274个百分点。

图表69：钢结构营收总收入和归母净利润增速

证券名称	营收总收入增速 (%)					归母净利润增速 (%)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
东南网架	35.777	11.591	21.065	3.240	-2.566	110.858	64.812	62.903	56.678	16.781
鸿路钢构	38.975	56.462	90.524	36.579	-35.437	43.737	98.582	30.616	34.385	-38.816
富煌钢构	18.116	25.551	23.170	5.894	-35.468	39.407	17.395	19.401	9.498	-90.016
杭萧钢构	6.676	33.625	35.057	7.255	-24.063	71.142	-26.044	-27.338	-17.443	131.412
精工钢构	7.610	32.112	4.129	18.595	6.132	-43.397	192.980	319.589	125.504	20.454

资料来源：wind、粤开证券研究院


图表70：钢结构毛利率和净利率

证券名称	毛利率 (%)					净利率 (%)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
东南网架	11.285	10.760	10.588	11.581	11.786	1.348	2.084	2.352	2.953	3.121
鸿路钢构	15.856	15.618	14.300	14.208	14.686	4.163	5.284	4.860	5.199	5.328
富煌钢构	13.624	15.137	15.804	16.621	16.802	2.550	2.552	2.450	2.431	2.372
杭萧钢构	33.222	21.682	20.234	17.779	18.588	16.480	9.290	8.337	7.239	9.468
精工钢构	11.523	13.669	15.035	15.183	15.173	0.952	2.099	3.008	3.908	4.044

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表71：钢结构资产减值损失和经营性净现金流

证券名称	资产及信用减值损失/收入 (%)					经营性净现金流 (亿)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
东南网架	0.0161	0.0082	-0.0247	0.0044	-0.0405	3.7899	-0.3870	4.0834	3.2019	2.7256
鸿路钢构	0.0242	0.0135	-0.0042	0.0051	0.0061	1.9063	15.7788	1.5147	8.7113	0.1531
富煌钢构	0.0162	0.0179	-0.0046	0.0294	-0.0463	-6.5853	3.2857	0.3147	3.9990	-0.6557
杭萧钢构	0.0108	0.0121	-0.0073	0.0119	-0.0492	9.1948	6.5192	0.1203	1.4190	-0.1885
精工钢构	0.0089	0.0080	-0.0055	0.0116	0.0099	-5.6785	-2.3426	2.8105	5.4601	2.5231

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表72：钢结构应说账款周转率和存货周转率

证券名称	应收账款周转率 (次)					存货周转率 (次)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
东南网架	2.664	2.984	0.686	3.015	0.595	2.667	2.539	0.502	2.253	0.572
鸿路钢构	3.172	4.926	1.278	6.540	0.856	1.452	1.961	0.507	2.211	0.266
富煌钢构	2.081	2.326		1.972	0.269	1.615	1.816	0.386	1.432	0.338
杭萧钢构	4.116	5.037	0.970	4.725	0.679	0.981	1.570	0.323	1.681	0.262
精工钢构	3.842	4.997	1.398	5.761	1.327	1.327	1.534	0.365	1.653	0.566

资料来源：wind、粤开证券研究院

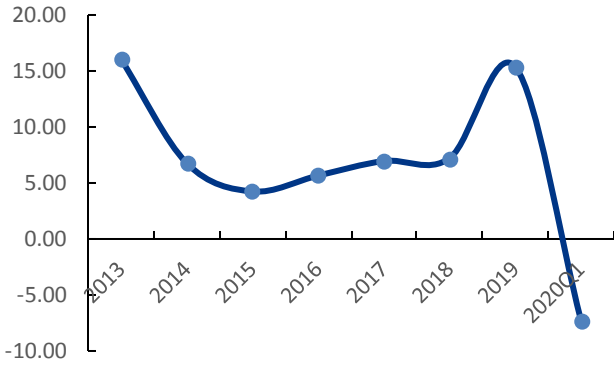
(六) 基建板块：收入和利润增速均有提升，盈利能力保持稳定

2019年基建板块营业收入增速15.37%，同比增加了8.15个百分点，实现归母净利润增速12.88%，同比增加8.28个百分点。

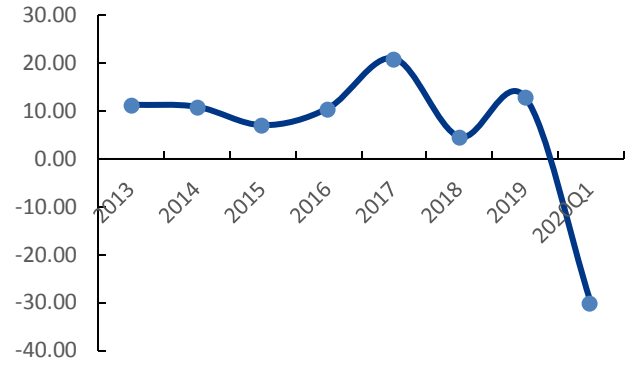
从毛利率和净利率的角度出发，毛利率为10.72% (-0.29pct)，净利率为2.85% (+0.03)。面对2020年初疫情的压力，只有基建板块和钢结构板块的净利率可以逆势增长。2020Q1年的净利率为2.25%，对比同期微降0.4个百分点。

个股角度看，21个上市公司在营业总收入的增速上，除了部分特殊领域企业(围海)外，均为正增长。且以浦东建设(69.36%)，山东路桥(52.31%)为首。

图表73：基建板块营业收入增速
图表74：基建板块归母净利润增速



资料来源：wind、粤开证券研究院

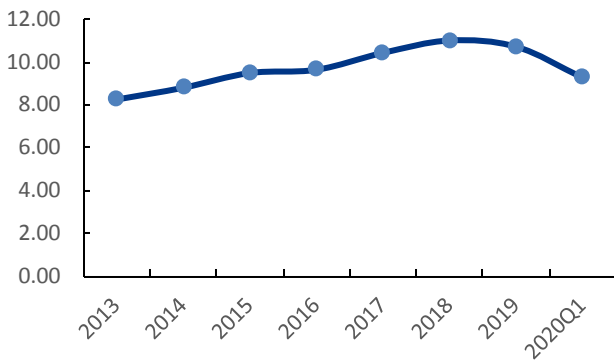


资料来源：wind、粤开证券研究院

2019 年基建板块营业收入增速为 15.37%，同比上年上升 8.15 个百分点。2020Q1 年营收增速为-7.35%，较 2019Q1 年下降了 22.55 个百分点。

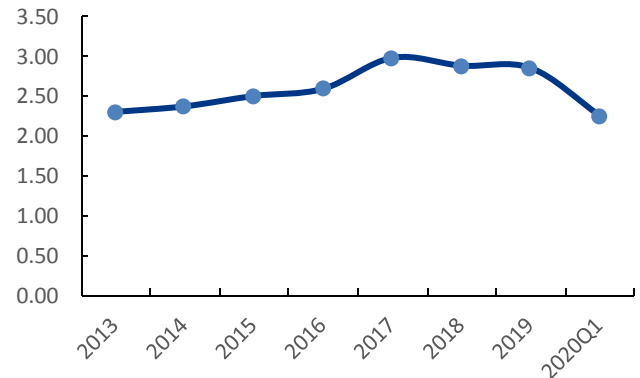
2019 年基建板块归母净利润增速 12.88%，同比上年上升了 8.28 个百分点，升幅为 180.00%。2020Q1 年归母净利润增速为-30.03%，较上年同期下降 251.76 个百分点，跌幅为 238.2%

图表75：基建板块毛利率



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表76：基建板块净利率

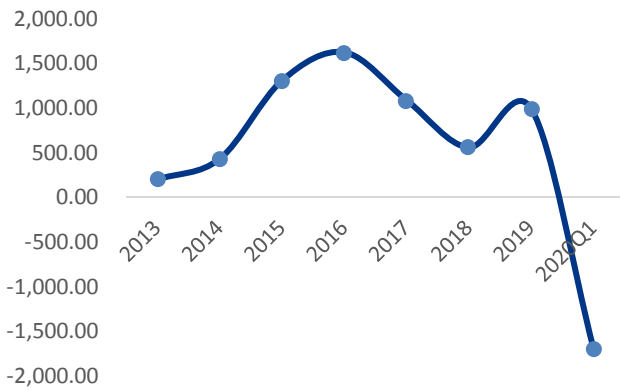


资料来源：wind、粤开证券研究院

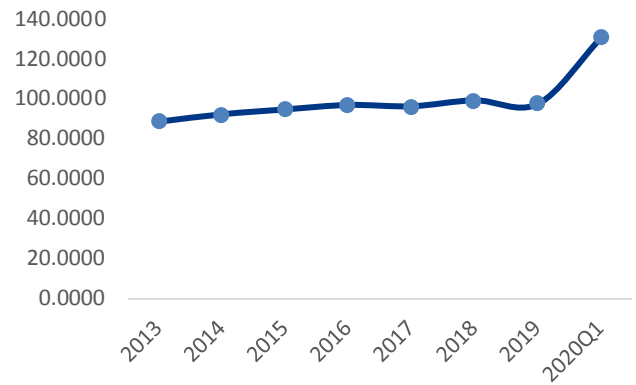
2019 年基建板块毛利率为 10.72%，同比下降 0.29 个百分点，净利率为 2.85%，同比下降 0.03 个百分点。2020Q1 年，毛利率为 9.27%，同比下降 1.21 个百分点；净利率为 2.25%，同比下降 0.7 个百分点。

图表77：基建板块经营性净现金流

图表78：基建板块收现比



资料来源：wind、粤开证券研究院



资料来源：wind、粤开证券研究院

2019 年基建板块的经营性净现金流为 997.26 亿元，同比上升 76.50%；收现比为 100.59%，同比下跌 1.51 个百分点。

2020Q1 年基建板块的经营性净现金流为 -1691.44 亿元，同比减少 208.26 亿元，跌幅为 14.04%；收现比为 109.37%，同比下降 1.63 个百分点。

图表79：基建板块营业收入和归母净利润增速

证券名称	营业总收入增速 (%)					归母净利润增速 (%)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
中铁工业	-75.509	12.667	21.186	14.959	-2.680	14.052	10.557	13.120	9.845	-8.367
上海建工	6.304	20.033	51.567	20.494	-13.899	23.338	7.561	147.223	41.381	-90.594
浦东建设	28.538	12.586	32.048	69.362	183.925	3.410	21.954	0.155	-9.845	14.312
西藏天路	43.566	39.834	8.752	11.947	-36.503	30.540	36.076	-77.653	-3.556	-1.000
四川路桥	8.816	22.148	29.851	31.750	-15.648	1.875	10.112	203.565	45.243	-19.415
隧道股份	9.359	18.206	13.579	17.060	-13.153	9.500	9.322	7.341	7.986	-39.283
腾达建设	16.993	-2.128	29.238	24.328	-10.195	69.969	-90.556	435.865	1.000	-108.477
中国铁建	8.208	7.216	19.325	13.741	-7.630	14.698	11.696	13.558	12.613	-23.553
山东路桥	52.004	19.247	135.338	52.312	-18.608	34.058	15.200	222.076	-7.666	-17.605
成都路桥	-3.626	37.153	31.175	2.555	-23.275	-48.939	-4.909	39.630	102.852	38.639
中国电建	11.655	10.609	13.518	18.016	-7.110	8.784	3.787	1.943	-5.923	-14.402
宁波建工	7.670	5.395	15.289	19.390	-1.292	9.490	2.627	12.505	9.440	-22.490
*ST 围海	30.921	23.312	4.316	-2.886	-60.491	129.228	18.556	-21.564	-662.124	-176.119
中国中铁	7.773	6.789	7.972	14.917	-2.007	28.440	7.041	20.214	37.675	-6.723
中国交建	11.827	1.671	9.642	13.022	-6.652	22.921	-4.375	14.448	2.170	-40.428
葛洲坝	6.536	-5.788	3.906	9.262	-30.995	37.943	-0.553	-7.954	16.834	-41.788
安徽建工	3.181	9.507	-2.739	21.731	-7.589	25.246	2.380	0.512	-25.474	-39.768
宏润建设	-7.622	21.668	18.230	20.783	-5.621	16.720	10.468	16.377	16.775	1.258
粤水电	4.867	25.306	54.905	34.123	8.900	17.416	26.974	36.749	16.568	16.434
北新路桥	50.176	4.551	26.514	8.521	-36.396	25.837	5.007	9.505	0.681	-39.091
龙元建设	22.517	13.089	8.313	6.008	-19.270	74.074	52.046	21.129	10.688	-29.546

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表80：基建板块毛利率和净利率

证券名称	毛利率 (%)	净利率 (%)
------	---------	---------



	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
中铁工业	20.364	20.371	20.417	20.289	19.810	14.052	10.557	13.120	9.845	-8.367
上海建工	10.467	11.247	10.765	10.287	10.077	23.338	7.561	147.223	41.381	-90.594
浦东建设	12.590	15.003	15.329	9.504	8.176	3.410	21.954	0.155	-9.845	14.312
西藏天路	29.155	32.589	31.509	31.091	31.549	30.540	36.076	-77.653	-3.556	-1.000
四川路桥	11.078	10.694	11.054	10.972	11.500	1.875	10.112	203.565	45.243	-19.415
隧道股份	11.933	12.582	12.594	12.294	12.199	9.500	9.322	7.341	7.986	-39.283
腾达建设	13.258	10.826	10.528	10.511	10.762	69.969	-90.556	435.865	1.000	-108.477
中国铁建	9.240	9.781	9.800	9.644	9.427	14.698	11.696	13.558	12.613	-23.553
山东路桥	12.689	10.731	9.958	9.276	9.818	34.058	15.200	222.076	-7.666	-17.605
成都路桥	4.917	1.522	1.543	4.242	4.416	-48.939	-4.909	39.630	102.852	38.639
中国电建	14.083	14.774	14.664	14.065	14.033	8.784	3.787	1.943	-5.923	-14.402
宁波建工	7.038	8.548	8.542	8.047	7.998	9.490	2.627	12.505	9.440	-22.490
*ST 围海	17.061	15.622	16.497	13.007	12.168	129.228	18.556	-21.564	-662.124	-176.119
中国中铁	9.376	9.900	10.058	9.767	9.660	28.440	7.041	20.214	37.675	-6.723
中国交建	13.967	13.486	13.443	12.760	12.698	22.921	-4.375	14.448	2.170	-40.428
葛洲坝	13.074	16.331	16.516	16.375	16.473	37.943	-0.553	-7.954	16.834	-41.788
安徽建工	10.301	10.719	10.715	12.021	12.539	25.246	2.380	0.512	-25.474	-39.768
宏润建设	10.374	12.379	12.704	11.239	11.357	16.720	10.468	16.377	16.775	1.258
粤水电	13.123	11.848	11.282	10.978	11.086	17.416	26.974	36.749	16.568	16.434
北新路桥	9.094	10.253	10.310	10.000	10.227	25.837	5.007	9.505	0.681	-39.091
龙元建设	8.392	9.455	9.616	10.224	10.577	74.074	52.046	21.129	10.688	-29.546

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表81：基建板块资产减值损失和经营性净现金流

证券名称	资产及信用减值损失/收入 (%)					经营性净现金流 (%)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
中铁工业	0.0067	0.0082	-0.0007	-0.0016	0.0004	6.1031	8.3233	-9.6426	14.2432	-11.1719
上海建工	0.0015	0.0051	0.0036	0.0045	-0.0085	58.4031	23.9596	-136.6323	45.4921	-160.0392
浦东建设	0.0031	0.0032	0.0165	0.0008	0.0017	3.5322	-0.2314	-2.4083	12.0309	-20.7848
西藏天路	0.0046	0.0020	0.0000	0.0107	-0.0070	5.4491	6.8584	-6.4504	7.0575	-3.8410
四川路桥	0.0083	0.0040	0.0025	0.0007	0.0030	11.8516	32.3293	-8.2094	36.7051	-11.7706
隧道股份	0.0014	0.0015	0.0022	0.0002	0.0084	15.3400	15.3858	-23.8850	48.7742	-52.2048
腾达建设	0.0097	-0.0026	-0.0735	-0.0281	-0.0313	1.7063	1.5495	1.5567	14.9166	0.2037
中国铁建	0.0066	-0.0056	-0.0028	0.0024	0.0038	254.0418	54.4786	-396.3050	400.0584	-423.9883
山东路桥	0.0198	-0.0007	0.0016	0.0000	-0.0016	2.3244	8.3010	-9.1147	0.4783	-9.8830
成都路桥	0.0239	-0.0018	-0.0069	0.0049	-0.0495	2.2533	-0.4317	-2.2143	-8.0955	-2.9155
中国电建	0.0046	0.0099	-0.0042	0.0032	0.0034	55.6965	191.8341	-79.7817	92.2082	-90.8585
宁波建工	0.0015	0.0073	0.0020	0.0026	0.0021	4.8478	10.2495	-1.5041	11.3896	-4.9177
*ST 围海	0.0156	0.0156	0.0004	-0.0228	0.0000	0.7933	0.7354	-2.0001	-0.7292	-1.7683
中国中铁	0.0133	-0.0091	-0.0029	0.0035	0.0030	331.7407	119.6170	-374.7396	221.9779	-388.4660
中国交建	0.0118	-0.0055	0.0018	0.0077	-0.0025	427.4146	90.9807	-382.8500	59.3126	-427.3363
葛洲坝	0.0005	0.0035	-0.0002	0.0054	0.0002	-8.2389	12.7780	-10.9991	60.7043	-33.7754



安徽建工	0.0114	0.0192	-0.0175	0.0032	-0.0174	-92.3123	-20.6032	-22.7932	-66.9806	-32.2385
宏润建设	0.0098	0.0016	-0.0025	0.0014	-0.0007	11.2223	4.1022	-3.2501	11.0449	-3.0713
粤水电	0.0090	0.0079	0.0039	0.0036	0.0047	1.5226	8.2226	-0.5124	31.2451	-6.5473
北新路桥	0.0136	0.0109	-0.0055	0.0087	-0.0108	3.5855	7.5356	-5.0170	1.8052	-4.5514
龙元建设	0.0055	0.0049	0.0071	0.0060	0.0103	-4.1544	-10.9799	-6.4277	3.6220	-1.5109

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表82：基建板块应收帐款周转率和存货周转率

证券名称	应收账款周转率（次）					存货周转率（次）				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
中铁工业	1.435	2.739	0.708	3.323	0.766	1.197	1.652	0.373	1.507	0.311
上海建工	7.569	7.676	2.060	6.650	1.301	1.812	2.009	0.558	2.254	0.556
浦东建设	6.320	5.410	1.120	7.996	2.840	1.235	1.368	0.288	1.969	1.179
西藏天路	7.379	8.255	0.816	4.932	0.269	4.692	5.216	0.518	5.668	0.406
四川路桥	9.913	8.638	1.280	8.931	0.773	2.085	2.188	0.294	2.317	0.378
隧道股份	2.237	2.562	0.446	2.873	0.395	3.749	3.133	0.452	2.683	0.347
腾达建设	4.648	3.073	0.836	3.888	0.826	1.024	1.073	0.237	1.324	0.191
中国铁建	4.865	5.939	1.604	7.852	1.294	2.322	3.089	0.841	4.230	0.642
山东路桥	2.943	3.108	1.013	4.541	0.730	1.876	1.968	0.577	2.488	0.654
成都路桥	2.363	3.874	0.772	5.224	0.800	2.106	2.804	0.453	2.452	0.617
中国电建	6.579	6.678	1.525	7.057	1.144	1.992	1.989	0.434	2.056	0.406
宁波建工	4.056	4.466	1.369	4.756	1.239	3.090	3.107	1.073	3.590	1.579
*ST 围海	2.549	2.202	0.382	1.562	0.129	24.939	16.010	2.526	10.522	0.741
中国中铁	4.625	5.595	1.429	8.095	1.465	2.676	3.261	0.793	4.195	0.678
中国交建	6.374	6.480	1.176	6.185	1.037	3.175	4.799	1.813	8.886	1.282
葛洲坝	7.887	6.337	1.466	7.310	1.073	1.803	1.448	0.346	1.740	0.230
安徽建工	3.345	2.306	0.432	2.512	0.394	2.446	1.495	0.255	1.521	0.254
宏润建设	13.791	17.575		13.166	2.079	1.082	1.275	0.310	1.448	0.397
粤水电	4.463	4.554	1.339	4.145	0.855	3.134	3.086	0.883	3.343	1.555
北新路桥	3.654	3.411		4.387	0.482	2.321	2.667	0.366	2.786	0.233
龙元建设	1.994	1.971	0.621	2.106	0.669	1.290	1.365	0.388	1.422	0.300

资料来源：wind、粤开证券研究院

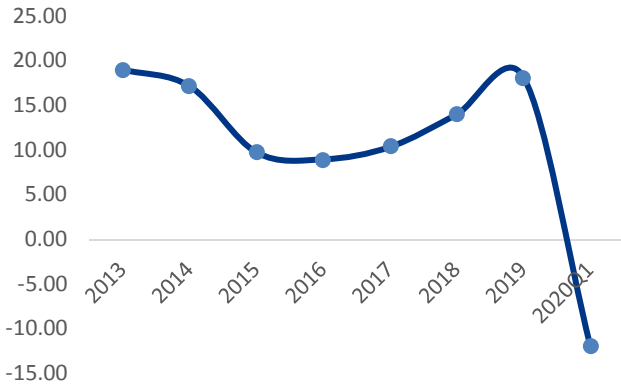
（七）房建板块：收入增速较快，但盈利能力有所下降

2019 年房建板块营业收入增速为 18.16%，同比上年增加 14.02 个百分点。归母净利润增速为-1.90%，同比增速下跌 14.16 个百分点。毛利率为 10.01%，同比上年下跌 0.77 个百分点。净利率为 2.09%，同比上年下跌 0.29 个百分点。

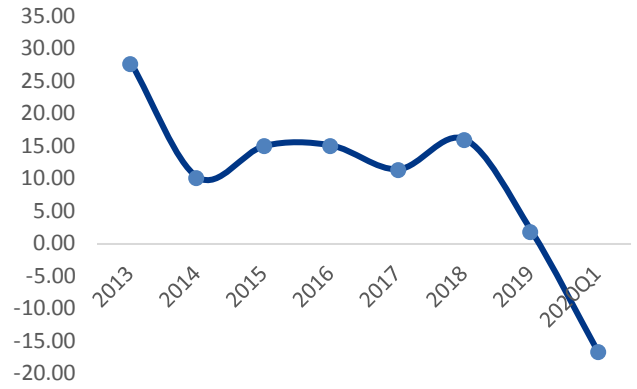
个股角度观察，4 个上市公司中，有 3 家上市公司的营收增速均为正增速。2019 年科达股份营收增速为 32.89%（-17.16pct）、中国建筑营收增速 18.39%（+8.24pct）、龙原建设营收增速 6.01%（-7.08pct）。

图表83：房建板块营业收入增速

图表84：房建板块归母净利润增速



资料来源：wind、粤开证券研究院

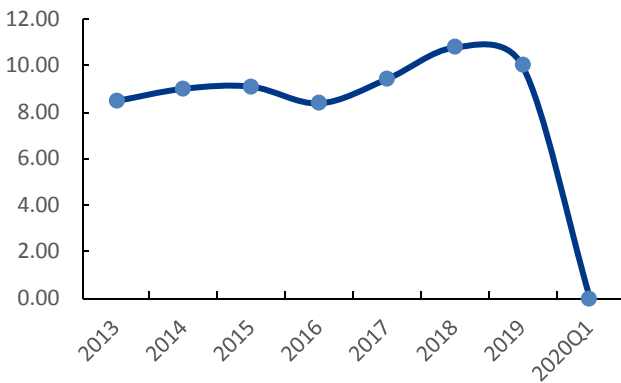


资料来源：wind、粤开证券研究院

2019年房建板块营业收入增速为18.16%，同比上年上升4.14个百分点。2020Q1年营收增速为-11.95%，较2019Q1年下降了21.98个百分点。

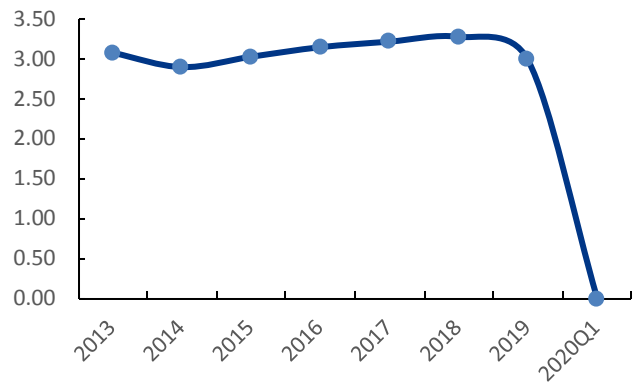
2019年房建板块归母净利润增速-1.90%，同比上年下降了14.16个百分点，跌幅为88.17%。2020Q1年归母净利润增速为-16.75%，较上年同期下降24.79个百分点，跌幅为308.33%

图表85：房建板块毛利率



资料来源：wind、粤开证券研究院

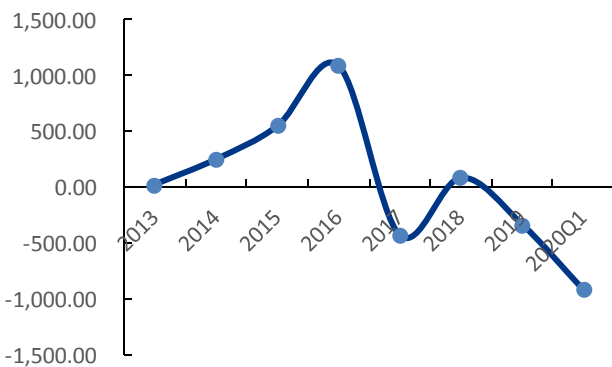
图表86：房建板块净利率



资料来源：wind、粤开证券研究院

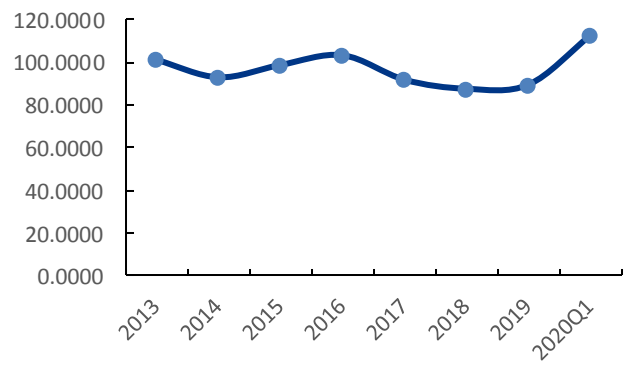
2019年房建板块毛利率为10.01%，同比下降0.77个百分点，净利率为2.99%，同比下降0.29个百分点。

图表87：房建板块经营性净现金流



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表88：房建板块收现比



资料来源：wind、粤开证券研究院



2019 年房建板块的经营性净现金流为-355.77 亿元，同比下降 5.11%；收现比为 105.20%，同比上升 2.28 个百分点。

2020Q1 年房建板块的经营性净现金流为-921.10 亿元，同比增加 73.50 亿元，跌幅为 7.39%；收现比为 111.89%，同比上升 4.1468 个百分点。

图表89：房建板块营业收入增速和归母净利润增速

证券名称	营业总收入增速 (%)					归母净利润增速 (%)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
中国建筑	9.830	13.776	10.148	18.386	-11.340	10.284	16.088	8.758	9.519	-14.513
龙元建设	22.517	13.089	8.313	6.008	-19.270	74.074	52.046	21.129	10.688	-29.546
卓郎智能	37.160	5.823	-25.749	-6.949	-31.494	38.619	23.084	-2.330	-24.714	-134.867
科达股份	34.793	50.051	30.244	32.886	-40.182	11.292	-43.188	-74.549	-1.000	-24.712

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表90：房建板块毛利率和净利率

证券名称	毛利率 (%)					净利率 (%)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
中国建筑	10.489	11.891	11.840	11.101	11.213	4.426	4.615	4.624	4.452	4.431
龙元建设	8.392	9.455	9.616	10.224	10.577	3.420	4.665	4.807	4.822	4.675
卓郎智能	26.674	28.735	29.538	29.744	29.785	8.602	9.295	10.073	9.225	7.022
科达股份	12.436	10.035	8.900	5.505	5.570	5.137	2.014	1.454	-13.258	-14.450

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表91：房建板块资产减值损失和经营性净现金流

证券名称	资产及信用减值损失/收入 (%)					经营性净现金流 (亿)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
中国建筑	0.0067	0.0087	0.0110	-0.0002	0.0004	-434.569	103.1129	-981.167	-342.200	-909.763
龙元建设	0.0055	0.0049	0.0290	0.0000	0.0103	-4.1544	-10.9799	-6.4277	3.6220	-1.5109
卓郎智能	0.0060	0.0058	0.0155	-0.0023	-0.0064	6.7616	-10.4276	-8.3034	-2.5273	-12.4331
科达股份	0.0004	0.0217	0.0323	-0.1376	-0.0082	-0.2524	0.0668	1.2966	5.3333	2.6080

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表92：房建板块应收账款周转率和存货周转率

证券名称	应收账款周转率 (次)					存货周转率 (次)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
中国建筑	7.628	7.858	1.870	8.832	1.684	1.832	1.805	0.462	2.080	0.401
龙元建设	1.994	1.971	0.621	2.106	0.669	1.290	1.365	0.388	1.422	0.300
卓郎智能	3.564	3.494	0.482	2.748	0.345	3.096	3.938	0.673	3.489	0.445
科达股份	3.922	4.264	1.010	4.910	0.662	6.092	13.576	5.529	28.116	3.490

资料来源：wind、粤开证券研究院

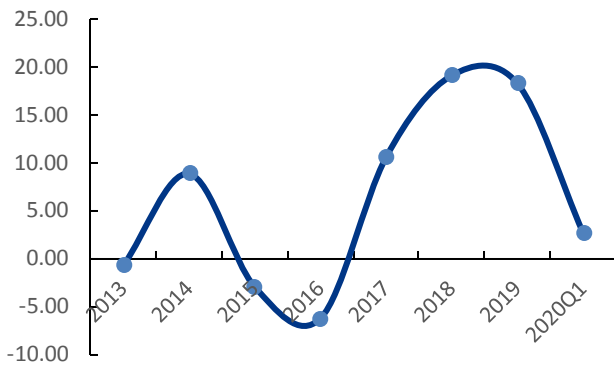


(八) 专业工程：收入增长较快，个股分化明显

2019年专业工程板块营收增速为18.29%(-0.84)，归母净利润增速为4.63%(-10.1)，毛利率为10.99%(-0.07)，净利率为2.28%(+0.01)。

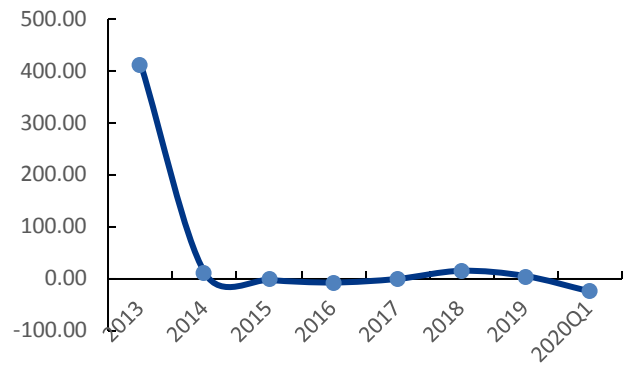
个股方面，三维工程营收增速为20.56%，同比增加51.15个百分点，涨幅明显。镇海股份营收增速为62.96%，同比下跌116.81个百分点。

图表93：专业工程板块营业收入增速



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表94：专业工程板块归母净利润增速

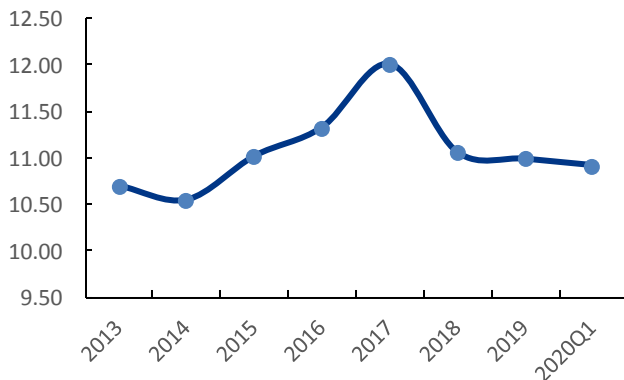


资料来源：wind、粤开证券研究院

2019年专业工程板块营业收入增速为18.29%，同比上年下降0.84个百分点。2020Q1年营收增速为2.69%，较2019Q1年下降了14.97个百分点。

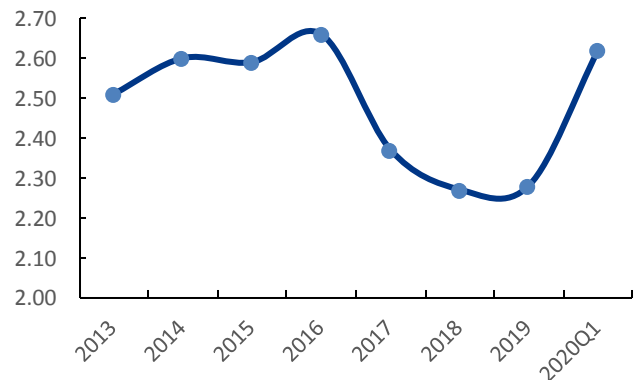
2019年专业工程板块归母净利润增速4.63%，同比上年下降了10.1个百分点，跌幅为68.57%。2020Q1年归母净利润增速为-24.82%，较上年同期下降43.6个百分点，跌幅为232.16%

图表95：专业工程板块毛利率



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表96：专业工程板块净利率

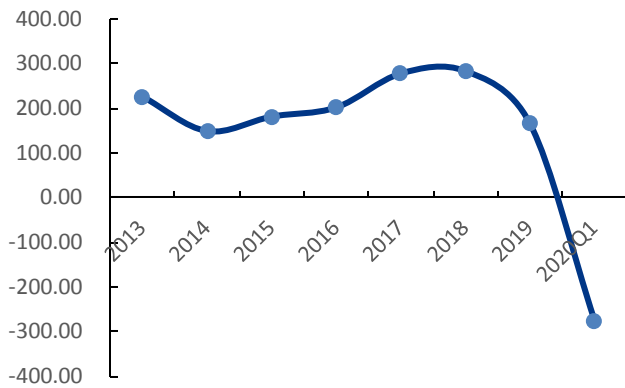


资料来源：wind、粤开证券研究院

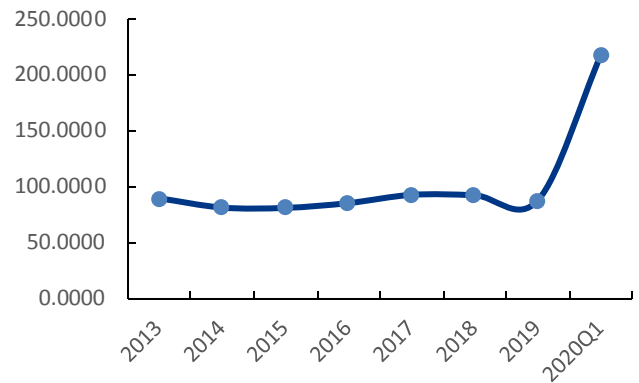
2019年专业工程板块毛利率为10.99%，同比下降0.07个百分点，净利率为2.28%，同比上升0.01个百分点。2020Q1年，毛利率为10.92%，同比上升0.08个百分点；净利率为2.62%，同比下降0.05个百分点。

图表97：专业工程板块经营性净现金流

图表98：专业工程板块收现比



资料来源：wind、粤开证券研究院



资料来源：wind、粤开证券研究院

2019 年专业工程板块的经营性净现金流为 166.88 亿元，同比下降 41.27%；收现比为 96.45%，同比下跌 3.48 个百分点。

2020Q1 年专业工程板块的经营性净现金流为-273.96 亿元，同比减少 10.63 亿元，跌幅为 4.03%；收现比为 95.36%，同比下降 2.91 个百分点。

图表99：专业工程营业收入和归母净利润增速

证券名称	营业总收入增速 (%)					归母净利润增速 (%)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
百利科技	-22.414	98.134	25.678	18.072	-50.068	1.955	38.290	30.862	-516.862	-135.656
东华科技	73.872	38.682	5.728	11.997	-40.276	-177.183	334.843	17.682	19.342	3.202
镇海股份	-4.031	116.812	21.918	62.960	4.170	-26.442	20.985	-21.277	7.132	3.448
中国海诚	-6.115	24.434	1.123	6.813	-20.644	49.467	5.733	13.350	-72.380	-46.688
中国中冶	11.132	18.662	14.329	16.959	15.241	12.754	5.116	6.382	3.580	7.086
延长化建	7.397	-4.198	-30.030	6.549	-50.793	9.224	44.371	-38.856	5.093	-142.859
航天工程	-6.673	33.174	9.256	9.693	-72.875	17.474	17.788	-35.701	-31.502	-201.236
三维工程	115.030	-30.591	7.201	20.563	-58.571	386.638	-30.162	-36.272	93.455	-31.411
中国核建	9.583	13.234	55.353	23.754	-10.498	6.825	12.638	47.182	25.605	-30.902
中国化学	10.354	39.053	18.774	27.851	-23.607	-12.039	24.051	55.610	58.476	-14.931
中油工程	9.286	5.891	12.569	9.566	3.643	-47.962	42.539	342.330	-16.755	-736.190

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表100：专业工程毛利率和净利率

证券名称	毛利率 (%)					净利率 (%)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
百利科技	38.834	31.652	31.977	18.302	14.986	18.179	12.782	12.996	-44.721	-52.616
东华科技	15.209	11.364	11.247	12.191	13.243	-2.118	3.698	3.794	3.976	4.158
镇海股份	28.676	14.876	14.920	10.497	10.035	15.174	8.467	8.095	5.566	5.560
中国海诚	11.249	11.498	11.696	8.563	8.246	4.779	4.061	4.161	1.050	0.672
中国中冶	13.093	12.576	12.590	11.632	11.413	2.751	2.615	2.609	2.237	2.242
延长化建	8.153	9.672	9.229	8.970	9.123	3.445	4.596	4.430	3.665	3.124
航天工程	30.148	28.460	27.412	21.794	18.919	15.829	14.000	12.908	8.742	5.832
三维工程	26.074	31.919	30.816	25.906	27.231	9.071	9.836	8.372	12.571	13.789
中国核建	10.199	10.289	9.718	9.729	9.840	2.213	2.185	2.106	2.236	2.218



中国化学	15.316	11.636	11.395	10.798	10.696	2.725	2.554	2.716	3.172	3.152
中油工程	8.943	7.494	7.128	7.936	7.314	1.216	1.633	1.761	1.244	0.501

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表101：专业工程板块资产减值损失和经营性净现金流

证券名称	资产及信用减值损失/收入 (%)					经营性净现金流 (%)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
百利科技	0.0212	0.0421	0.0105	0.2049	-0.1301	-2.81	3.35	0.72	-1.02	-2.43
东华科技	0.0982	0.0071	0.0118	-0.0038	0.0249	3.97	-4.32	-2.14	3.30	1.67
镇海股份	0.0138	0.0130	-0.0197	0.0032	-0.0356	-0.03	0.89	1.18	4.35	3.27
中国海诚	0.0132	0.0055	0.0094	0.0083	0.0001	0.04	-0.29	1.21	3.38	4.12
中国中冶	0.0160	-0.0052	-0.0066	0.0044	0.0066	184.18	140.50	129.86	175.78	226.20
延长化建	0.0144	0.0100	-0.0040	0.0151	0.0254	5.43	1.14	1.65	-2.76	-4.47
航天工程	-0.0825	-0.0158	-0.0149	0.0061	-0.5926	7.30	0.53	1.98	-0.19	1.40
三维工程	0.0522	0.0517	0.0565	0.0009	-0.0542	-0.20	0.73	0.13	0.16	0.71
中国核建	0.0086	0.0159	-0.0054	0.0169	-0.0128	23.72	6.40	-1.21	-39.43	-40.16
中国化学	0.0266	0.0155	-0.0011	0.0120	0.0051	28.86	49.09	23.35	47.24	18.33
中油工程	0.0012	0.0017	-0.0015	-0.0014	0.0057	28.11	86.14	27.33	-23.93	-52.40

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表102：专业工程应收账款周转率和存货周转率

证券名称	应收账款周转率 (次)					存货周转率 (次)				
	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2017	2018	2019Q1	2019	2020Q1
百利科技	0.791	1.633	0.333	2.046	0.179	1.608	2.769	0.401	3.106	0.367
东华科技	4.358	6.201	0.658	5.620	0.270	1.701	2.760	0.218	2.463	0.165
镇海股份	2.421	4.636	0.673	6.840	0.754	1.461	3.360	0.830	6.521	
中国海诚	7.559	7.079	1.278	7.064	1.047	7.204	10.742	1.856	11.787	1.280
中国中冶	3.412	4.123	0.925	5.093	1.080	1.764	2.878	0.950	5.062	1.096
延长化建	1.875	2.992	0.544	2.439	0.212	2.797	4.164	0.619	3.498	0.605
航天工程	1.747	2.653	0.284	2.479	0.067	2.353	5.328	0.438	6.817	0.248
三维工程	1.651	1.131	0.286	1.525	0.131	6.273	3.325	0.837	4.581	0.382
中国核建	2.840	2.637	0.643	2.777	0.525	1.596	1.674	0.429	1.854	0.558
中国化学	3.867	4.852	1.027	5.251	0.639	2.907	4.882	1.108	6.562	1.281
中油工程	2.925	3.405	0.631	4.670	0.752	1.688	2.025	0.328	2.381	0.502

资料来源：wind、粤开证券研究院

四、投资建议

从 2019 年年报来看，行业收入和利润增长保持在较高水平，我们认为主要是两个原因：一是地产建安工程补库存没有结束，这一观点在我们前期研报中有详细论述，我们判断这一过程将在 2020 年延续，尽管新冠疫情对 2020 年 Q1 造成了明显冲击，但考虑行业供给端弹性较大，我们认为 Q1 的工期完全可以在后续三个季度得到弥补。第二个原因是基建领域向龙头集中的趋势在加速，2019 年基建投资增速并不高，但上市公司录得显著高于行业的增长，我们认为主要因为基建领域的市场集中度开始快速向龙头集中。



从财报中我们还能看到另外一些比较突出的行业发展趋势：比如钢结构领域展现出了非常高的景气度，这显然是受益于行业向工业化方向转变的趋势，这一趋势在未来数年还将体现得淋漓尽致，因为劳动力拐点对行业的影响会逐步体现；再比如部分细分领域个股分化开始非常明显，比如国际工程、专业工程等，显示出在行业增速放缓后，公司的经营能力分化将在财报上体现得更为明显；我们还关注到装饰行业的盈利质量在 19 年出现了明显的改善，这或许意味着机会的来临。

综合财报情况以及我们的研究框架，我们建议在后续继续关注基建链条的头部企业，比如中国建筑、中国中铁、中国铁建；钢结构代表行业发展方向，我们认为以鸿路钢构为代表的公司未来还有很大的发展空间；装饰领域我们依然重点推荐亚厦股份，同时建议关注金螳螂以及 2C 端的东易日盛和名雕股份。园林板块经历了两年的调整，业绩大概率已经见底，随着部分企业引入国企大股东，有望进一步降低企业的融资难度和融资成本，后续可适当关注。

五、风险提示

基建投资不及预期；

房地产投资不及预期；



分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017年10月加入粤开证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.ykzq.com