

# 建筑装饰

## 央企国企引领上半年业绩增长，化学工程与钢结构维持高景气

上半年营收业绩稳健增长，下半年有望保持平稳。2021H1 建筑上市公司整体营收同比增长 29.3%，其中 Q1/Q2 分别增长 53.7%/14.6%，两年 H1 复合增速 17.1%；实现归母净利润同增 32.5%，其中 Q1/Q2 分别增长 76.3%/11.3%，两年 H1 复合增速 10.0%。在上半年国内外疫情反复、原材料价格大幅波动的不利环境下，建筑板块收入仍实现较好增长。Q2 单季业绩增长幅度明显放缓，主要因去年 Q2 基数已高。展望下半年，经济下行压力加大，结合 730 政治局会议，基建稳增长预期提升，预计“十四五”重点项目有望加速推进，促建筑行业营业收入保持稳健增长。

上半年盈利能力触底回升，现金流流出有所增多。2021Q2 板块整体毛利率为 10.9%，同比下降 0.3 个 pct，主要系地产开发业务毛利率下降、疫情反复以及钢价上涨等因素影响，随着三季度以来钢价波动趋于平稳，疫情影响逐步减弱，后续行业毛利率下行压力有望边际缓解。上半年各项费用率均同比有所下降，主要系去年同期疫情环境下费用较为刚性，今年费用率水平恢复正常；净利率为 2.67%，同比提升 0.07 个 pct，实现触底反弹。板块资产负债率继续下降，存货及应收账款周转率有所提升。Q2 建筑行业经营性现金流由去年同期的净流入 231 亿元转为净流出 618 亿元，主要因政府财政资金相对偏紧，同时企业为应对原材料价格上涨而提前储备，后续随着专项债发行和应用加快，同时原材料价格趋稳，现金流有望边际改善。

央企国企市占率稳步提升，化学工程与钢结构景气度较高。2021Q2 收入增速排名前三子板块为钢结构（35%）、化学工程（32%）、地方国企（20%），业绩增速排名前三的子板块为地方国企（27%）、化学工程（22%）、建筑央企（16%）。1) 央企与地方国企自去年疫情后持续保持较高营收和业绩增长趋势，市占率持续提升，基本面稳健，同时新能源快速发展及新材料、矿业、双碳等新业务拓展为建筑央企带来全新增长动力；2) 化学工程板块受益于化工品价格上涨及绿色智能化改造需求提升，上游业主资本开支意愿增加，项目推进加快，回款良好；3) 钢结构板块上半年在钢价明显上涨背景下依然实现稳定的营收和业绩成长，主要得益于今年装配式建筑需求依然强劲，当前钢价波动趋于平稳，预计后续钢结构需求有望恢复，钢结构板块依然有望保持较高增速。

投资建议：重点推荐与关注 1) 新业务+稳增长促估值修复的建筑蓝筹：专业工程央企中国化学（PB1.92X，化工新材料实业潜力大）、中国电建（PB1.11X，新能源电力运营潜力大，受益抽水蓄能发展）、中国中冶（PB1.27X，海外镍钴等矿产资源丰富）、中材国际（22PE12X，水泥行业碳中和龙头）；低估值基建央企中国建筑（PB0.69X）、中国交建（PB0.64X）、中国中铁（铜钴矿价值待重估，PB0.70X）、中国铁建（PB0.59X）；地方基建龙头四川路桥（PE8X）、山东路桥（PE6X）；低估值基建设计龙头苏文电能（PE14X，经营稳步恢复，综合检测业务价值待重估）、华设集团（PE7X）。2) 受益行业转型升级趋势的成长龙头：户侧储能+分布式光伏建设运维龙头苏文电能（22PE21X）；以及受益土拍“竞品质”趋势的国内第三方工程检测开拓者深圳瑞捷（22PE19X），装配式钢结构制造加工龙头鸿路钢构（22PE19X）、装配式钢结构工程龙头精工钢构（22PE9X）。

风险提示：疫情反复风险，政策变动风险，应收账款风险，新业务开拓风险等。

### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601117.SH	中国化学	买入	0.74	0.97	1.40	1.68	18.7	14.3	9.9	8.3
601669.SH	中国电建	--	0.52	0.57	0.65	0.76	13.3	12.1	10.6	9.1
600970.SH	中材国际	买入	0.65	1.00	1.11	1.22	20.2	13.1	11.9	10.8
601390.SH	中国中铁	买入	1.03	1.16	1.27	1.38	6.0	5.3	4.8	4.4
300982.SZ	苏文电能	买入	1.69	2.41	3.40	4.76	42.4	29.8	21.1	15.1
300977.SZ	深圳瑞捷	买入	1.79	2.51	3.47	4.73	35.9	25.6	18.5	13.6
002541.SZ	鸿路钢构	买入	1.52	2.17	2.80	3.53	35.0	24.5	19.0	15.1
600496.SH	精工钢构	买入	0.32	0.41	0.51	0.63	13.8	10.9	8.7	7.0

资料来源：Wind、国盛证券研究所，中国电建 EPS 数据取自 Wind 一致预期

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

### 相关研究

- 《建筑装饰：看好低估值建筑蓝筹，新业务+稳增长促估值提升》2021-09-01
- 《建筑装饰：持续推荐低估值央企、电力工程与运维板块》2021-08-29
- 《建筑装饰：建筑变革寻机：土拍“竞品质”开启地产链新时代》2021-08-23



## 内容目录

1. 行业综述：营收业绩稳健增长，盈利能力有所改善 .....	5
1.1. 行业盈利情况：上半年营收业绩实现稳步增长，下半年有望加速 .....	5
1.2. 行业盈利能力：基本保持稳定，期间费用率下降 .....	6
1.3. 行业负债及营运能力：资产负债率同比持续下降，周转率延续提升趋势 .....	10
1.4. 行业现金流情况：净流出增大，后续有望逐步改善 .....	12
2. 细分子行业分析：央企国企较快增长，化工、钢结构景气较高 .....	14
3. 重点子板块评述 .....	16
3.1. 建筑央企 .....	16
3.2. 地方国企 .....	21
3.3. 化学工程 .....	24
3.4. 钢结构 .....	27
3.5. 设计咨询 .....	30
3.6. 装饰 .....	34
3.7. 国际工程 .....	38
4. 投资建议及重点标的评述 .....	41
4.1. 投资建议 .....	41
4.2. 重点标的评述 .....	43
5. 风险提示 .....	48

## 图表目录

图表 1: 建筑板块单季度收入增速 (%) .....	5
图表 2: 建筑板块单季度归母净利润增速 (%) .....	5
图表 3: 建筑板块单季毛利率 (%) .....	6
图表 4: 建筑板块单季税金及附加占收入比 .....	6
图表 5: 建筑板块历年上半年毛利率 .....	7
图表 6: 建筑板块单季三费 .....	7
图表 7: 建筑板块单季期间费用率 .....	8
图表 8: 建筑板块历年上半年三费 .....	8
图表 9: 建筑板块历年上半年期间费用率 .....	8
图表 10: 建筑板块历年上半年归母净利率 .....	9
图表 11: 建筑板块单季归母净利率 .....	9
图表 12: 建筑板块历年上半年 ROE .....	10
图表 13: 建筑行业 ROE 杜邦分拆 .....	10
图表 14: 建筑板块季度资产负债率变化 (%) .....	11
图表 15: 建筑板块单季存货周转率 .....	11
图表 16: 建筑板块单季应收账款周转率 .....	12
图表 17: 建筑板块单季经营性现金流量净额 (亿元) .....	12
图表 18: 建筑板块单季经营性现金流量净额/归母净利润 .....	13
图表 19: 建筑板块单季收现比 .....	13
图表 20: 建筑板块单季付现比 .....	13
图表 21: 各子板块 2021Q2、2021Q1 和 2020Q2 单季营收增速 (%) .....	15

图表 22: 各子板块 2021Q2、2021Q1 和 2020Q2 单季归母净利润增速 (%)	15
图表 23: 子板块单季营收增速表 (%)	15
图表 24: 子板块单季归母净利润增速表 (%)	16
图表 25: 建筑央企单季营收增速	16
图表 26: 建筑央企单季业绩增速	17
图表 27: 建筑央企历年上半年营收增速	17
图表 28: 建筑央企历年上半年业绩增速	17
图表 29: 8 大央企营收/建筑业总产值	18
图表 30: 建筑央企单季收入和业绩增速表	19
图表 31: 建筑央企财务数据分析表格 (单季值)	19
图表 32: 建筑央企累计订单增速	20
图表 33: 建筑央企单季度订单增速	20
图表 34: 地方国企单季营收增速	21
图表 35: 地方国企单季业绩增速	21
图表 36: 地方国企历年上半年营收增速	22
图表 37: 地方国企历年上半年业绩增速	22
图表 38: 地方国企单季收入和业绩增速表	23
图表 39: 地方国企财务数据分析表格 (单季值)	23
图表 40: 化学工程板块单季营收增速	24
图表 41: 化学工程板块单季业绩增速	24
图表 42: 化学工程历年上半年营收增速	25
图表 43: 化学工程历年上半年业绩增速	25
图表 44: 化学工程板块单季收入和业绩增速表	26
图表 45: 化学工程板块财务数据分析表格 (单季值)	26
图表 46: 钢结构板块单季营收增速	27
图表 47: 钢结构板块单季业绩增速	27
图表 48: 钢结构历年上半年营收增速	28
图表 49: 钢结构历年上半年业绩增速	28
图表 50: 钢结构板块单季收入和业绩增速表	29
图表 51: 钢结构板块财务数据分析表格 (单季值)	30
图表 52: 设计咨询板块单季营收增速	31
图表 53: 设计咨询板块单季业绩增速	31
图表 54: 设计咨询历年上半年营收增速	31
图表 55: 设计咨询历年上半年业绩增速	32
图表 56: 设计咨询板块单季收入和业绩增速表	33
图表 57: 设计咨询板块财务数据分析表格 (单季值)	34
图表 58: 装饰板块单季营收增速	34
图表 59: 装饰板块单季业绩增速	35
图表 60: 装饰板块历年上半年营收增速	35
图表 61: 装饰板块历年上半年业绩增速	35
图表 62: 装饰板块单季收入和业绩增速表	36
图表 63: 装饰板块财务数据分析表格 (单季值)	37
图表 64: 装饰板块主要公司新签订单情况 (亿元)	37
图表 65: 国际工程板块单季营收增速	38
图表 66: 国际工程板块单季业绩增速	38
图表 67: 国际工程历年上半年营收增速	39

---

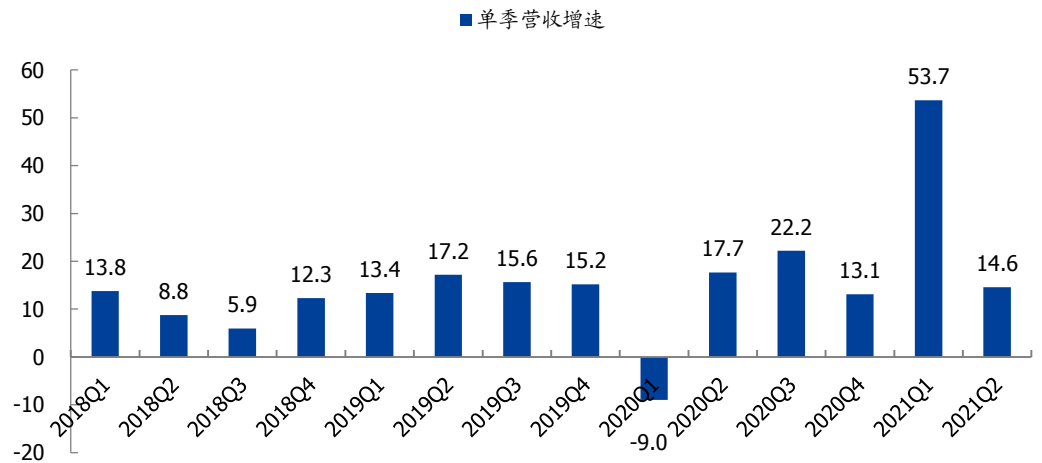
图表 68: 国际工程历年上半年业绩增速 .....	39
图表 69: 国际工程板块单季收入和业绩增速表 .....	40
图表 70: 国际工程板块财务数据分析表格 (单季值) .....	40
图表 71: 国际工程公司订单情况 .....	41
图表 72: 建筑行业重点公司估值表 .....	42

## 1. 行业综述：营收业绩稳健增长，盈利能力有所改善

### 1.1. 行业盈利情况：上半年营收业绩实现稳步增长，下半年有望加速

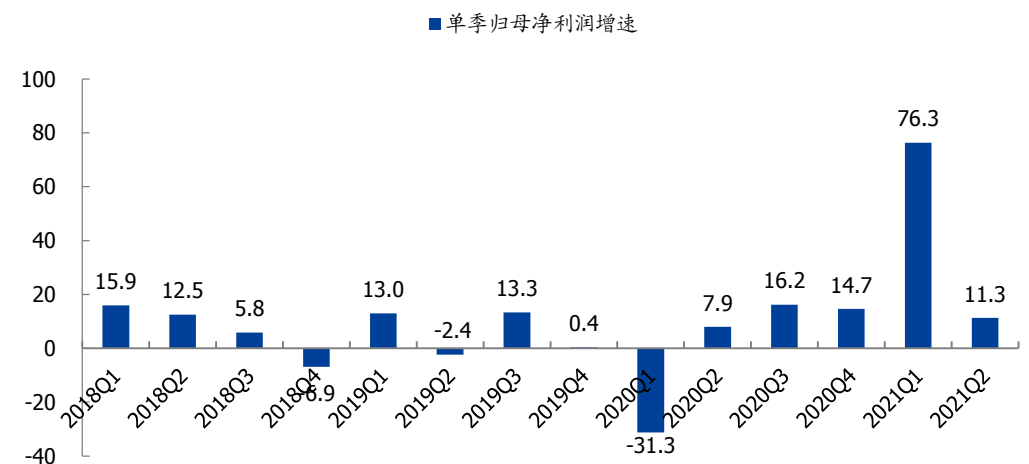
2021H1 建筑上市公司整体营收同增 29.3%，其中 Q1/Q2 分别增长 53.7%/14.6%，两年 H1 复合增速 17.1%；实现归母净利润同增 32.5%，其中 Q1/Q2 分别增长 76.3%/11.3%，两年 H1 复合增速 10.0%。在上半年国内外疫情反复、原材料价格大幅波动的不利环境下，仍实现稳健增长。Q2 增速放缓主要由于去年 Q2 加速赶工情况下基数有所抬升。今年上半年十四五规划出台，叠加 730 政治局会议提出要合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量，加快推进“十四五”规划重大工程项目建设，建筑行业重点项目有望加速推进，下半年建筑行业营收业绩有望保持稳健增长。

图表 1: 建筑板块单季度收入增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 建筑板块单季度归母净利润增速 (%)

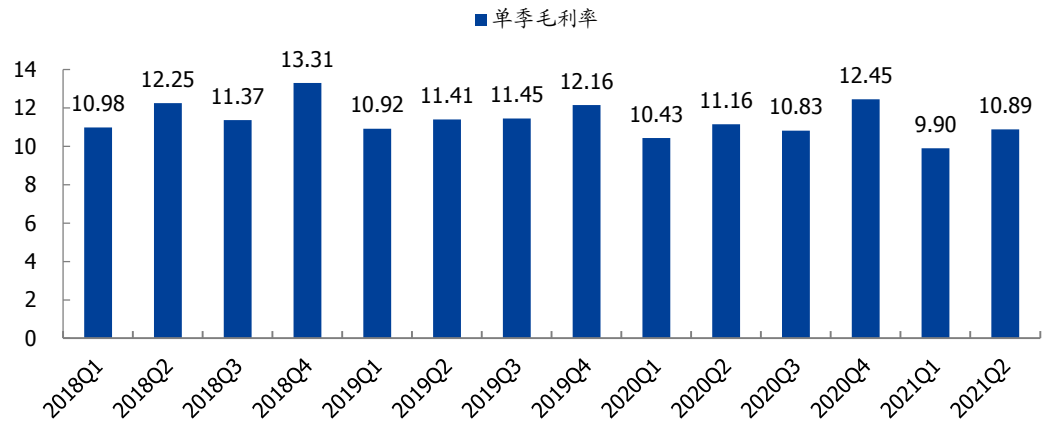


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 1.2. 行业盈利能力：基本保持稳定，期间费用率下降

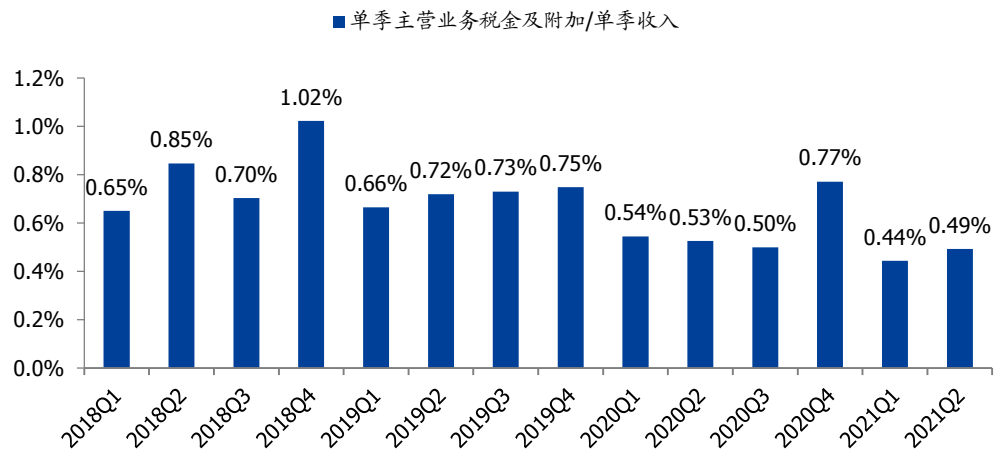
2021H1/Q2 建筑板块毛利率分别为 10.5%/10.9%，较去年同期分别下滑 0.5/0.3 个 pct，预计主要因上半年央企地产开发板块毛利率下降、国内外疫情反复影响以及原材料价格上涨对相关行业毛利率造成一定冲击所致，但影响整体较小。随着三季度以来钢价波动趋于平稳，疫情影响逐步减弱，后续建筑板块毛利率下行压力有望边际缓解。

图表 3: 建筑板块单季毛利率 (%)



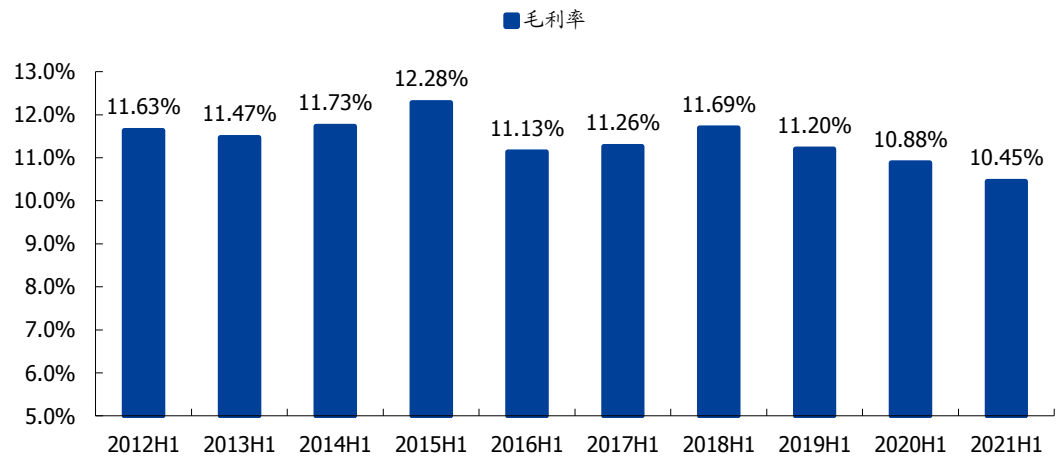
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 建筑板块单季税金及附加占收入比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

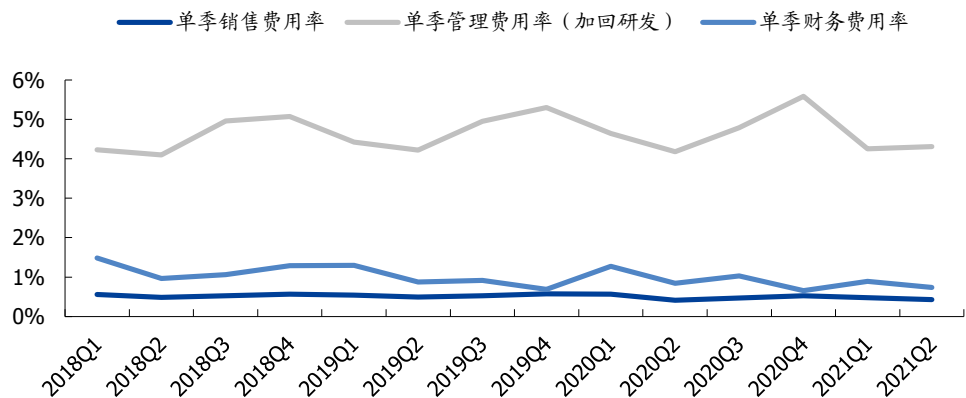
图表 5: 建筑板块历年上半年毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

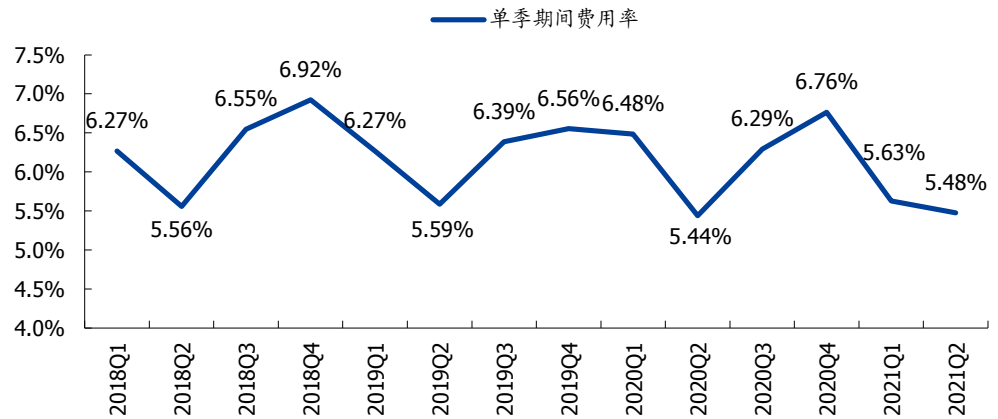
上半年各项费用率均有所下降, Q2 单季同比基本持平。上市建筑企业 2021H1/Q2 期间费用率分别为 5.54%/5.48%, 同比变化-0.29/+0.04 个 pct。其中 2021H1/Q2 销售费用率分别为 0.45%/0.43%, 同比变化-0.02/+0.02 个 pct; 管理费用率(含研发费用率)分别为 4.29%/4.31%, 同比变化-0.07/+0.13 个 pct; 财务费用率分别为 0.81%/0.74%, 同比变化-0.20/-0.10 个 pct。今年上半年建筑板块费用率较去年同期有所下降, 主要由于去年疫情期间费用率较为刚性, 今年经营情况恢复至正常水平。

图表 6: 建筑板块单季三费



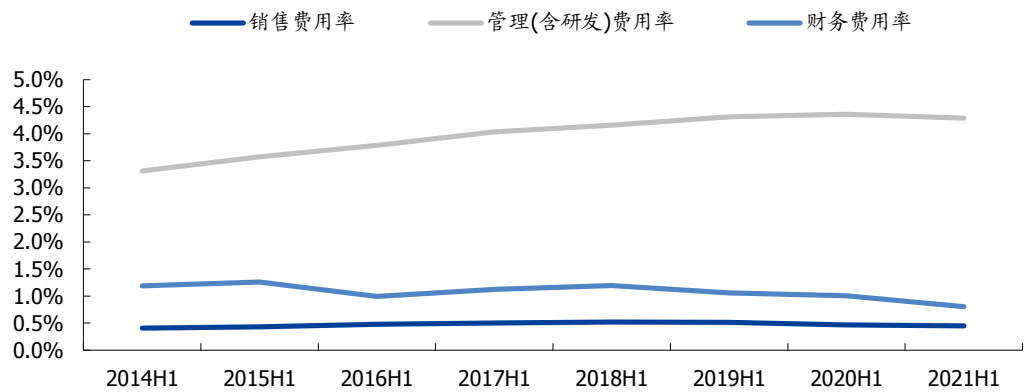
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 建筑板块单季期间费用率



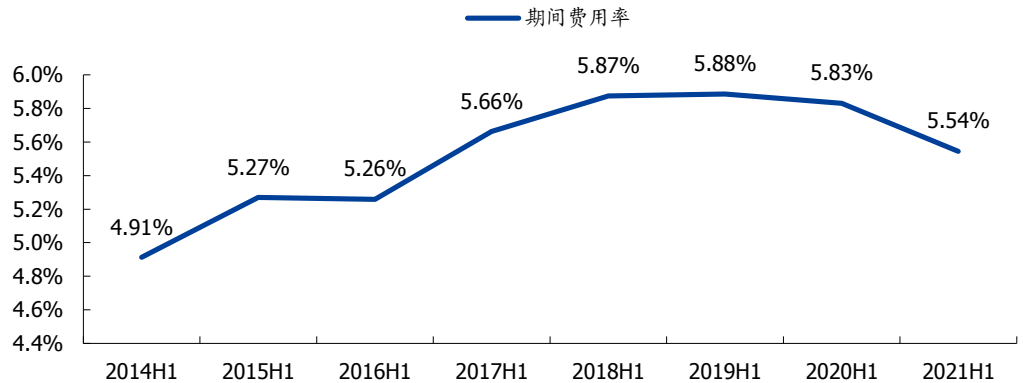
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 建筑板块历年上半年三费



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 建筑板块历年上半年期间费用率

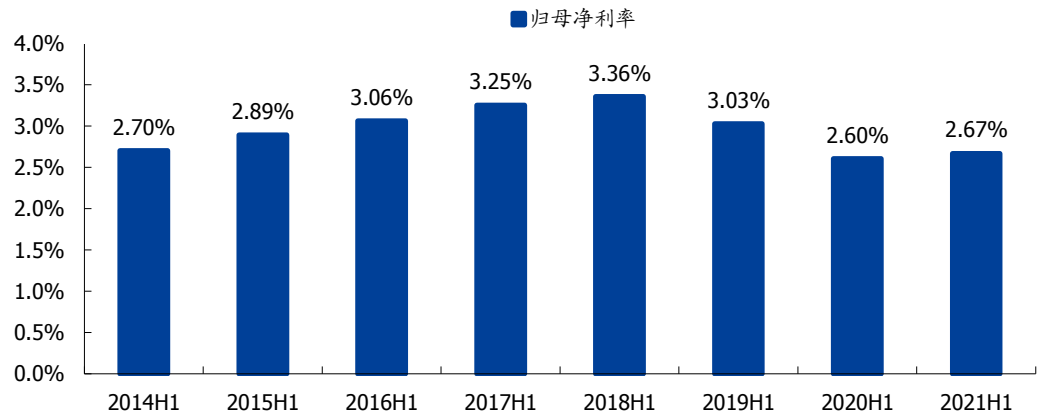


资料来源: Wind, 国盛证券研究所



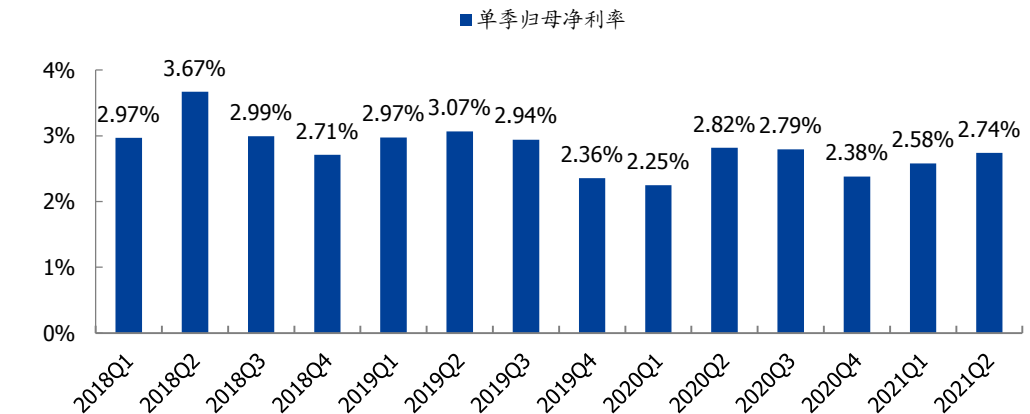
上半年/Q2 单季净利率均趋于改善。2021年 H1/Q2 上市建筑企业归母净利率分别为 2.67%/2.74%，同比变动+0.07/-0.08 个 pct。H1 净利率同比小幅改善，Q2 净利率同比小幅下降，预计主要受地产调控政策影响，相关地产客户应收款减值计提增加所致。

图表 10: 建筑板块历年上半年归母净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

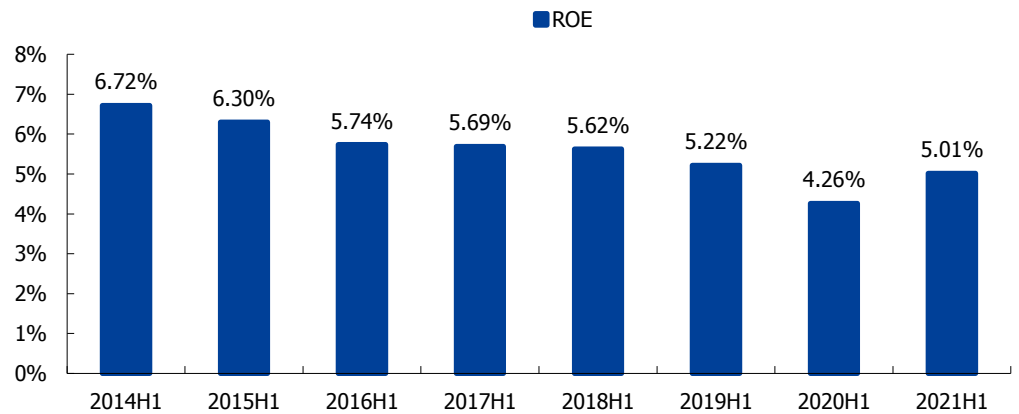
图表 11: 建筑板块单季归母净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

净资产收益率触底回升。2021H1 建筑板块 ROE 为 5.01%，同比增加 0.75 个 pct，实现触底反弹。从杜邦拆解上看，主要系总资产周转率有明显提升，资产利用率提高，同时销售净利率和权益乘数均有所回升。

图表 12: 建筑板块历年上半年 ROE



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 建筑行业 ROE 杜邦分解

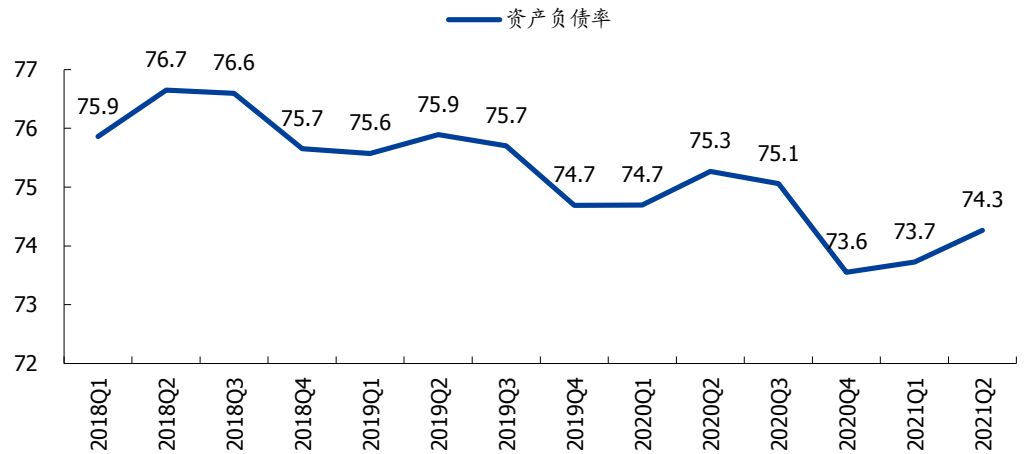
时间	ROE	杜邦分析拆解			细分财务数据 (亿元)			
		销售净利率	总资产周转率	权益乘数	归母净利润	营收	平均总资产	平均归母权益
2013H1	6.4%	2.62%	0.41	5.99	353	13474	33018	5516
2014H1	6.7%	2.70%	0.40	6.15	422	15611	38618	6275
2015H1	6.3%	2.89%	0.37	5.89	478	16552	44769	7599
2016H1	5.7%	3.06%	0.34	5.48	533	17414	50928	9295
2017H1	5.7%	3.25%	0.33	5.28	634	19497	58836	11147
2018H1	5.6%	3.36%	0.32	5.30	729	21721	68676	12964
2019H1	5.2%	3.03%	0.32	5.36	761	25136	78080	14574
2020H1	4.3%	2.60%	0.30	5.42	694	26670	88201	16284
2021H1	5.0%	2.67%	0.34	5.45	920	34488	100037	18352

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.3. 行业负债及营运能力: 资产负债率同比持续下降, 周转率延续提升趋势

从历史经验上看, Q2 为施工旺季, 资金运用较为紧张, 历年负债率均有短期回升的现象, 截至 2021Q2 末建筑行业整体资产负债率为 74.3%, 环比 Q1 末上升 0.5 个 pct, 但较去年下降 1.0 个 pct。随着国资委对中央企业的要求由“降杠杆”向“稳杠杆”转变, 预计后续建筑板块整体资产负债率将趋于稳定。

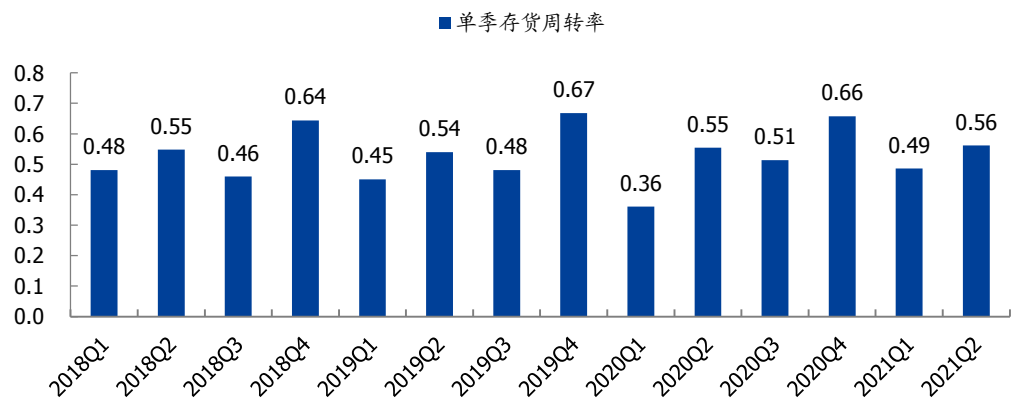
图表 14: 建筑板块季度资产负债率变化 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

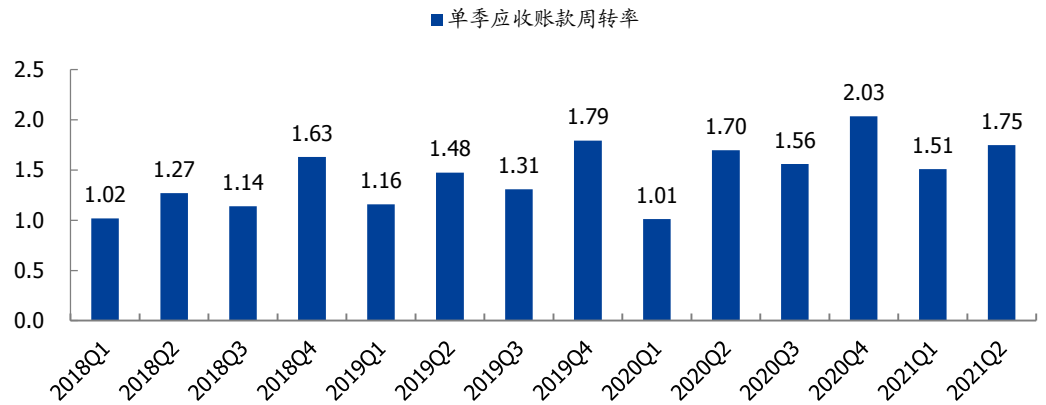
**Q2 存货与应收账款周转率小幅提升。**建筑企业的资产周转率存在明显的季度波动周期，2021Q2 存货周转率 0.56，应收账款周转率 1.75，均较去年同期略有改善。当前上市建筑企业对于现金流普遍比较重视，后续通过加大回款力度，有望进一步提升周转率，降低经营风险。

图表 15: 建筑板块单季存货周转率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 建筑板块单季应收账款周转率

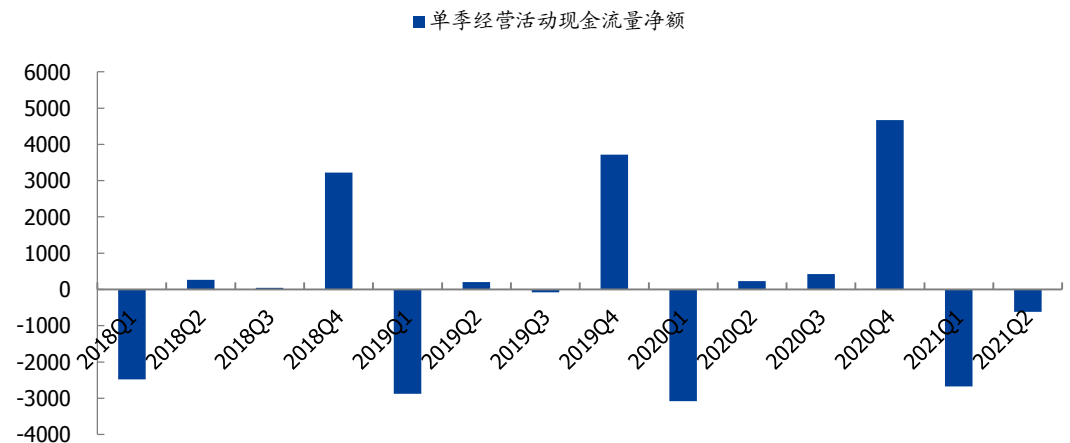


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

#### 1.4. 行业现金流情况: 净流出增大, 后续有望逐步改善

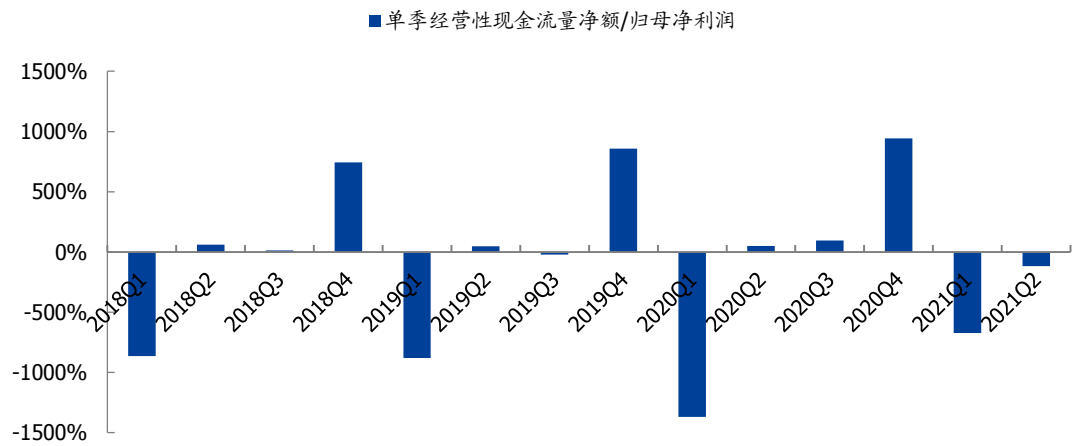
2021Q2 上市建筑公司经营性现金流由去年同期的净流入 231 亿元转为净流出 618 亿元。其中 Q2 现金流出同比大幅增加, 预计主要系: 1) 上半年专项债发行进度较慢, 同时地方政府隐性债务监管较为严格, 地方财政资金较为紧张, 建筑企业回款偏慢; 2) 原材料价格上涨过程中, 建筑企业为锁定原材料价格而提前备货, 采购支出增加; 3) 会计政策变更(中国交建等央企 PPP 项目部分现金流从投资调整至经营性)。2021Q2 上市建筑公司收现比为 90%, 较去年同期增加 2 个 pct, 付现比为 86%, 较去年 Q2 增加 1 个 pct。后续随着专项债发行和应用加速, 同时原材料价格趋于稳定, 建筑板块现金流有望趋于好转。

图表 17: 建筑板块单季经营性现金流量净额 (亿元)



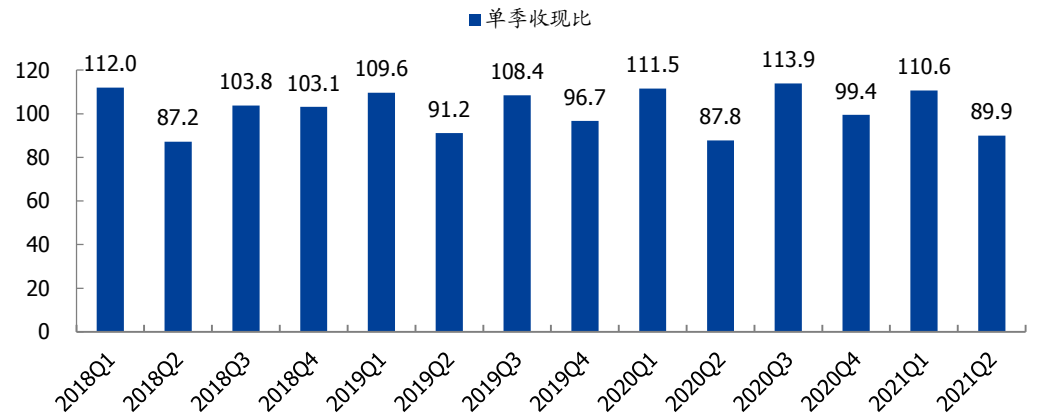
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 建筑板块单季经营性现金流量净额/归母净利润



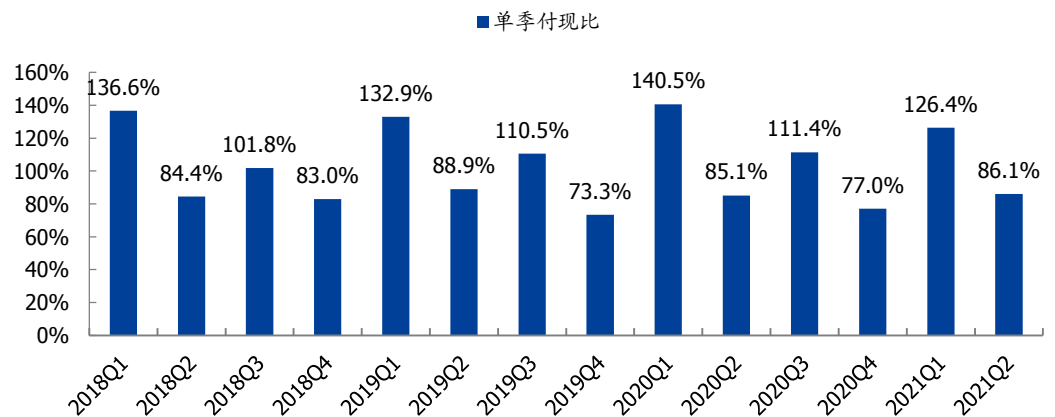
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 建筑板块单季收现比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 建筑板块单季付现比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2. 细分子行业分析：央企国企较快增长，化工、钢结构景气较高

2021Q2 收入增速排名前三子板块为钢结构(35%)、化学工程(32%)、地方国企(20%)，排名后三位的是园林 PPP(-2%)、专业工程(2%)、设计咨询(6%)。业绩增速排名前三子板块为地方国企(27%)、化学工程(22%)、建筑央企(16%)，排名后三位的为园林 PPP(-59%)、装饰(-37%)、专业工程(-13%)。

**建筑央企**板块上半年整体营收同比大幅增长 29%，两年 H1 复合增长 18%；归母净利润大幅增长 32%，两年 H1 复合增长 11%；其中 Q2 单季营收和归母净利润分别增长 15%/16%。建筑央企自去年疫情后持续营收和业绩保持较快增长趋势，市占率持续提升，基本面向上趋势明确，同时新能源快速发展及新材料、矿业、双碳等新业务拓展为建筑央企带来全新增长动力，当前我们持续看好央企成长和估值修复。

**地方国企**板块上半年整体营收同比大幅增长 35%，两年 H1 复合增长 20%；归母净利润大幅增长 55%，两年 H1 复合增长 16%；其中 Q2 单季营收和归母净利润分别增长 20%/27%。地方国企自去年疫情以来经营情况亦表现出较强韧性，营收与业绩保持稳健，同时部分龙头地方国企在大股东合并驱动下带来更多业务协同，规模加速扩张。

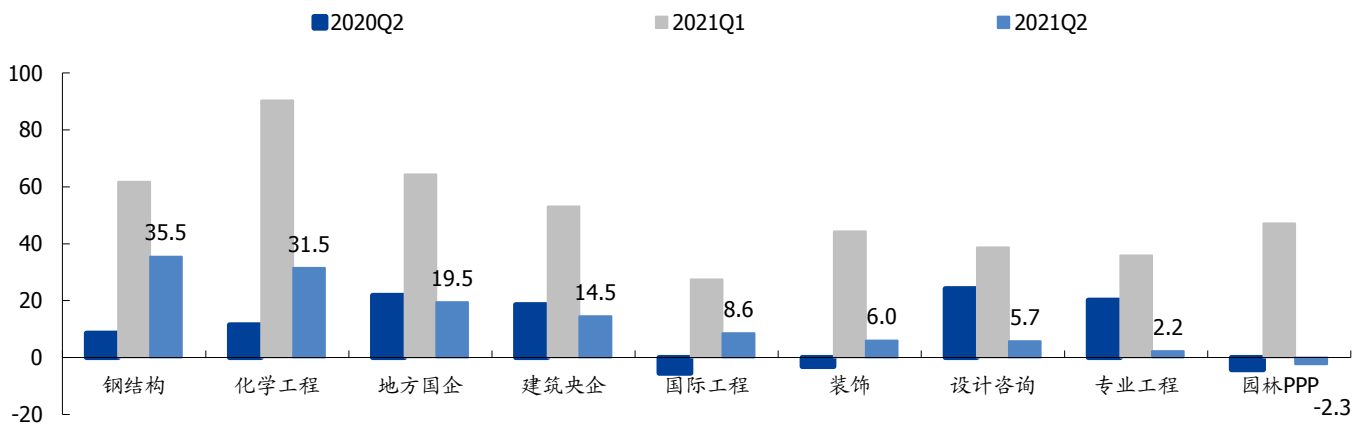
**化学工程**板块上半年整体营收同比大幅增长 52%，两年 H1 复合增长 20%；归母净利润大幅增长 41%，两年 H1 复合增长 11%；其中 Q2 单季营收和归母净利润分别增长 32%/22%。在化工品价格上涨背景下，化工制造企业普遍盈利能力较好，资本开支意愿提升，同时行业绿色智能化改造需求增加，在手项目加速推进，营收业绩加快增长。

**钢结构**板块上半年整体营收同比大幅增长 46%，两年 H1 复合增长 20%；归母净利润同增 17%，两年 H1 复合增长 28%；其中 Q2 单季营收和归母净利润分别增长 35%/13%。上半年在钢价明显上涨背景下，钢结构板块依然实现较好增长，当前钢价波动趋于平稳，预计后续钢结构需求有望恢复，预计该板块依然有望保持较高增速。

**国际工程**板块上半年整体营收同增 16%，两年 H1 复合增长 0%；归母净利润同增 29%，两年 H1 复合增长-11%；其中 Q2 单季营收和归母净利润分别增长 9%/3%。在当前海外疫情反复、疫苗逐渐推广背景下，国际工程企业经营情况较去年呈温和复苏趋势，其中部分龙头企业在碳中和、智能制造领域业务开拓较为顺利，成长可期。

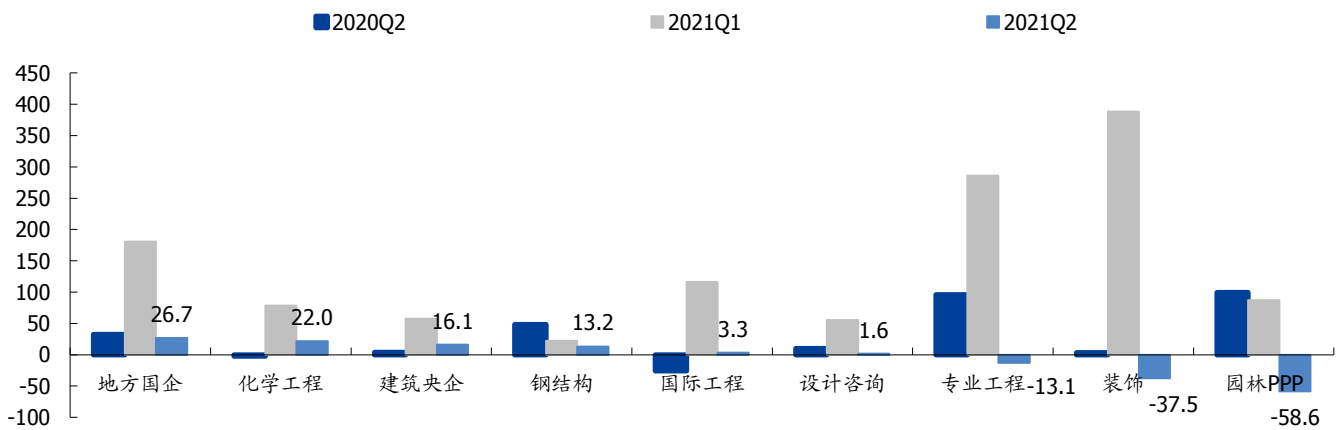
**装饰板块**上半年整体营收同增 19%，两年 H1 复合增长-1%；归母净利润同增 0%，两年 H1 复合增长-23%；其中 Q2 单季营收和归母净利润分别增长 6%/-37%。在地产行业调控持续趋严、融资收紧背景下，行业需求短期受到抑制。部分装饰龙头装配式装修产品持续完善，有望在土拍“竞品质”背景下逐渐放量，促进装饰行业技术变革。

图表 21: 各子板块 2021Q2、2021Q1 和 2020Q2 单季营收增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 各子板块 2021Q2、2021Q1 和 2020Q2 单季归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 子板块单季营收增速表 (%)

子板块	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	两年 H1 复合增速	2021Q2-2020Q2
建筑央企	18.63	23.27	13.98	53.10	14.54	17.87	-4.09
地方国企	21.90	24.99	20.49	64.37	19.53	20.33	-2.37
设计咨询	24.19	25.01	17.09	38.70	5.75	12.70	-18.44
园林 PPP	-4.22	11.10	-6.97	47.18	-2.28	-2.46	1.94
专业工程	20.18	10.31	-12.19	35.94	2.23	9.42	-17.95
化学工程	11.47	22.11	6.90	90.36	31.51	20.13	20.04
装饰	-3.12	3.11	3.50	44.35	6.04	-0.75	9.16
国际工程	-5.50	4.89	6.99	27.48	8.56	-0.16	14.06
钢结构	8.58	28.34	24.05	61.79	35.46	19.59	26.88

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 子板块单季归母净利润增速表 (%)

子板块	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	两年 H1 复合增速	2021Q2-2020Q2
建筑央企	3.63	14.24	8.18	57.49	16.13	11.37	12.51
地方国企	32.36	41.45	38.73	180.91	26.68	15.64	-5.68
设计咨询	9.92	-0.09	-13.36	55.24	1.65	0.79	-8.27
园林 PPP	99.40	22.78	65.29	87.33	-58.55	-21.67	-157.95
专业工程	95.94	-17.95	-26.99	286.28	-13.09	19.41	-109.03
化学工程	-2.50	53.32	1,039.10	78.26	21.95	11.46	24.45
装饰	3.22	1.92	-112.00	388.19	-37.49	-22.50	-40.71
国际工程	-25.90	-1.52	-88.38	116.26	3.30	-11.32	29.20
钢结构	48.41	68.49	8.52	22.30	13.17	27.56	-35.25

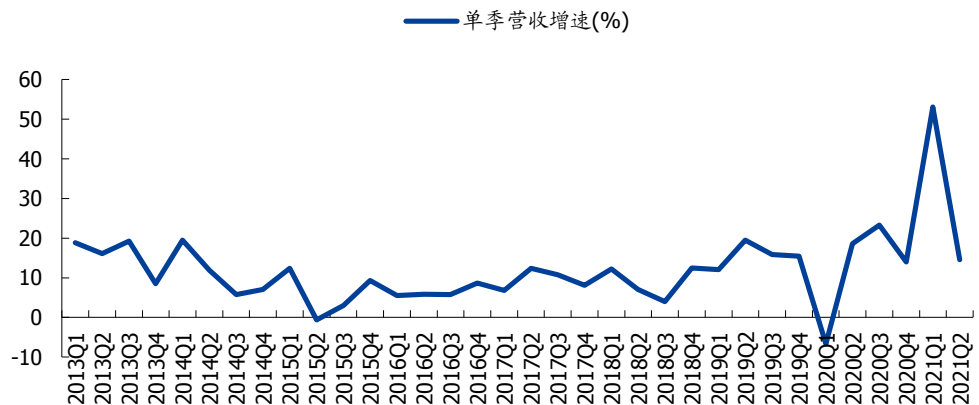
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3. 重点子板块评述

#### 3.1. 建筑央企

建筑央企基本面稳步改善，下半年趋势有望延续。2021H1 建筑央企营收和业绩分别增长 29%/32%(两年 H1 复合增速为 18%/11%)，Q2 单季营收及业绩分别同增 15%/16% (两年 Q2 复合增速为 17%/10%)，二季度业绩放缓主要因基数抬升原因，但从两年复合增速来看，多数企业上半年业绩较 19 年同期复合增速在 10%以上，建筑央企板块基本面呈持续改善趋势。上半年专项债发行进度较慢，截至 8 月底累计发行地方政府新增专项债 1.84 万亿元，仍有 1.81 万亿额度尚未使用，预计下半年新增专项债发行节奏有望明显加快，对基建投资形成一定支撑，同时 7 月地产投资、生产、消费等数据边际走弱，经济下行压力有所增大，基建稳增长预期提升，政策边际宽松可期，预计下半年基建行业整体景气度环比上半年将有所提升，促建筑央企经营环境持续改善，预计全年业绩仍将保持稳健增长。

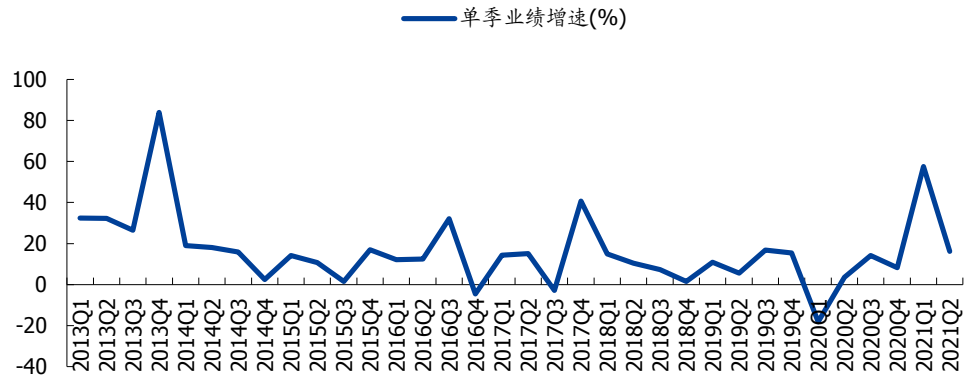
图表 25: 建筑央企单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

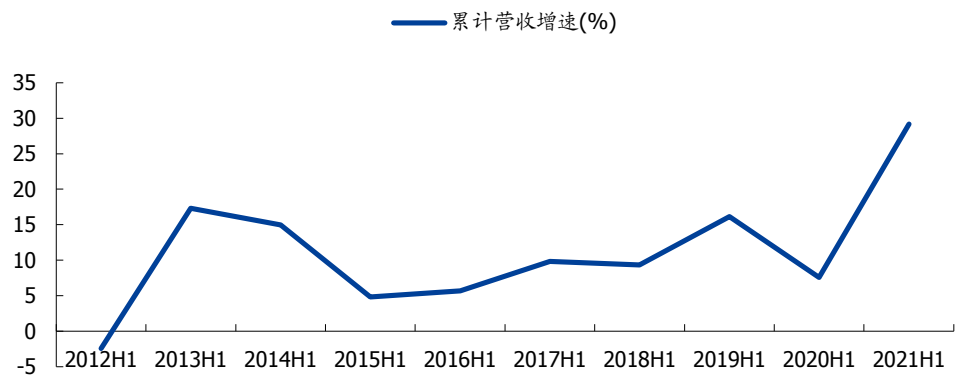


图表 26: 建筑央企单季业绩增速



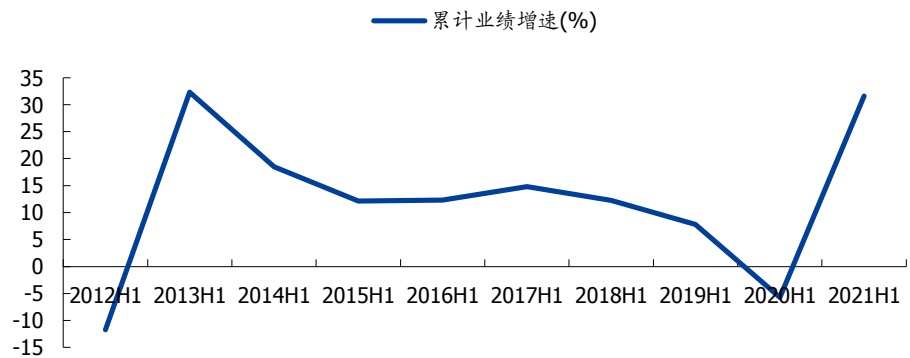
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 建筑央企历年上半年营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

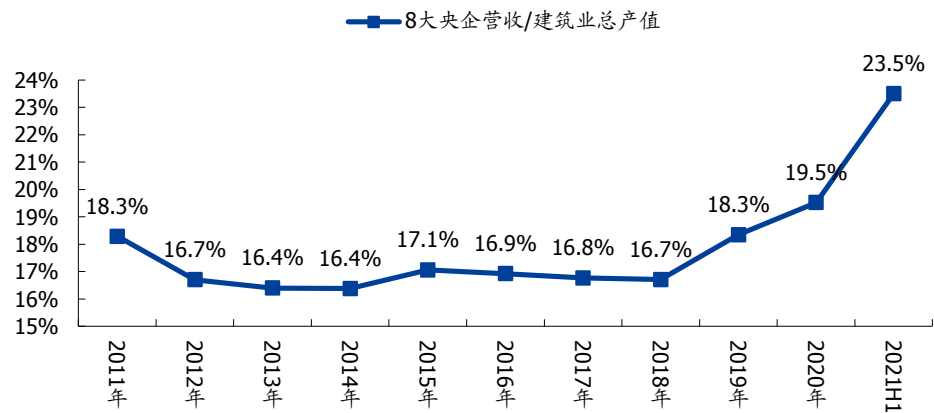
图表 28: 建筑央企历年上半年业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**建筑央企市占率持续提升。**近年来在反腐、营改增、金融监管、原材料价格波动、疫情冲击等诸多因素影响下行业集中度已持续提升，经营不规范、实力弱的小企业已然逐渐退出行业。特别在去年疫情冲击下，行业供给侧出清加快，建筑央企营收占建筑行业产值比例接近 20%，2021H1 进一步提升至 24%，市占率提升加速趋势明显。未来多个因素有望加速龙头市占率提升：1) 央企等大型企业集采规模逐步加大，产业链定价权增强，在原材料及劳务成本上升背景下，成本端规模优势将更明确地体现。2) 项目大型化、综合化、融资化趋势加速，小企业无力承接，而龙头企业具备全产业链综合服务能力，各方面资源可以更好匹配。3) 装配式浪潮已来，央企等龙头企业凭借着政府客户、土地、资金、技术等优势竞争实力更加突出，同时装配式制造属性增强，减少对现场人工的依赖，将更具规模效应，促强者更强。4) “碳中和”政策约束，建筑行业绿色化技术标准将构筑更高壁垒，龙头在技术、研发、资质等方面更具优势。以上多因素将促龙头市占率持续提升，在低增长的新时代加速行业供给侧改革。

图表 29: 8 大央企营收/建筑业总产值



资料来源：公司公告，统计局，国盛证券研究所

**由于去年同期疫情扰动，个股增速出现分化。**环比 2021Q1，2021Q2 各建筑央企的营收增速均有不同程度下滑，业绩增速除中国交建及中国中冶环比上升 10/52 个 pct 外均环比下降，主要因 2020Q2 疫情逐步得到控制，各公司积极加速赶工，造成去年同期基数有所抬升。个股业绩增长出现较大差异，主要因去年收到疫情影响程度不同。Q2 营收增速排名前三的分别为中国中冶、中国交建、葛洲坝；业绩增速排名前三的分别为中国交建、中国中冶、中国建筑。其中中国中冶 Q2 单季营收增速创 2010 年以来新高，业绩加速增长；中国交建因去年同期业绩受疫情影响下滑幅度较大、基数较低，Q1/Q2 业绩实现恢复性高增，分别同比增加 85%/95%。中国中铁二季度业绩同比下滑 19%，主要因部分地产项目成本问题未显著改善，当期地产存货减值计提大幅增加。

图表 30: 建筑央企单季收入和业绩增速表

公司名称	单季收入增速					单季业绩增速				
	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
中国交建	9.10%	21.14%	21.03%	59.01%	25.05%	-40.47%	3.47%	-7.44%	85.29%	95.33%
中国中冶	12.44%	26.55%	19.53%	29.84%	45.20%	22.29%	15.66%	26.90%	12.94%	64.75%
中国建筑	19.73%	20.73%	20.77%	53.41%	14.56%	7.13%	16.81%	16.02%	45.45%	19.25%
葛洲坝	1.44%	36.88%	1.19%	45.00%	14.60%	-47.20%	26.13%	-21.19%	69.26%	18.35%
中国铁建	15.24%	21.49%	6.40%	61.23%	12.79%	17.55%	2.93%	36.40%	68.50%	15.07%
中国电建	23.59%	16.15%	22.49%	54.54%	7.15%	10.05%	5.94%	50.47%	43.30%	-3.96%
中国中铁	28.59%	29.75%	2.50%	50.94%	0.75%	21.62%	32.21%	-15.52%	80.89%	-18.51%
中国核建	34.60%	28.43%	3.87%	72.02%	3.34%	22.01%	14.20%	29.81%	155.26%	-23.01%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率有所下降, 费用率下行, 现金流流出规模较大。2021Q2 央企毛利率较 2020 年同期下降 0.30 个 pct, 预计主要受钢材等原材料价格上涨影响。期间费用率较去年 Q2 下降 0.29 个 pct, 环比 Q1 下降 1.03 个 pct, 其中财务费用率降幅较大, Q2 同比下降 0.22 个 pct, 主要系部分企业利息收入增加、利息资本化金额增加、以及汇兑收益增加所致; 销售费用率同比上升 0.05 个 pct, 主要因去年受疫情影响部分企业地产业务营销投入及差旅费等市场开拓费用下降, 今年回升至正常状态。资产减值(含信用减值)占收入比较去年同期下降 0.05 个 pct, 较 Q1 提升了 0.52 个 pct, Q2 计提增多, 主要系在地产调控趋严背景下部分央企基于谨慎性原则计提坏账损失增加所致。净利率为 2.58%, 同比提升 0.04 个 pct, 环比提升 0.02 个 pct。经营性现金流与营收的比同比下降 5.62 个 pct, 现金流出扩大预计主要受到原材料价格上涨, 屯货成本前置影响, 环比 Q1 提升 11.33 个 pct, Q2 单季现金流流出有所收窄。收现比同比降低 2.49 个 pct。资产负债率同比继续呈下降趋势, 截至 2021 年 Q2 末建筑央企资产负债率为 74.7%, 同比下降 1.4 个 pct。

图表 31: 建筑央企财务数据分析表格(单季值)

	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q2-20Q2	21Q2-21Q1
毛利率(%)	10.88	10.37	12.29	9.59	10.59	-0.30	0.99
营业税金/收入比(%)	0.57	0.54	0.86	0.72	0.52	-0.05	-0.20
销售费用率(%)	0.34	0.40	0.51	0.41	0.40	0.05	-0.02
管理费用率(%)	1.94	2.17	2.40	2.55	1.88	-0.06	-0.66
财务费用率(%)	0.77	0.90	0.50	0.74	0.55	-0.22	-0.19
研发费用率(%)	1.29	0.90	0.98	1.39	1.23	-0.06	-0.16
费用率合计(%)	4.35	4.36	4.39	5.09	4.06	-0.29	-1.03
资产减值(含信用)损失/收入(%)	0.81	0.18	0.96	0.24	0.76	-0.05	0.52
净利率(%)	2.55	2.61	2.52	2.56	2.58	0.04	0.02
经营性现金流/收入(%)	1.31	2.16	22.91	-15.64	-4.30	-5.62	11.33
收现比(%)	89.70	119.55	102.22	108.28	87.20	-2.49	-21.07
应收账款周转率	2.05	1.83	2.43	1.83	2.05	0.00	0.22
存货周转率(含合同资产)	0.56	0.51	0.66	0.51	0.58	0.02	0.07
资产负债率(%)	76.13	75.92	73.75	74.21	74.71	-1.42	0.50

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

央企订单稳健增长, 后续趋势有望延续。2021 年上半年建筑央企整体订单增速 23%, 较去年同期提升 10 个 pct。分季度看, Q1/Q2 单季订单分别增长 39%/13%, Q2 增速有

所下降主要系去年同期逆周期调控政策加码，订单增速较 2020Q1 显著抬升。分个股看，上半年葛洲坝、中国化学订单增长 40%以上，中国中冶、中国铁建、中国交建与中国建筑增长 20%以上，表现突出。当前，央企市占率提升加速趋势显著，下半年专项债加速发行、基建稳增长的预期下，全年订单额有望延续稳健增长态势。

图表 32: 建筑央企累计订单增速

公司	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
中国建筑	-4.30%	6.20%	10.30%	11.62%	32.09%	20.88%
中国铁建	14.40%	21.87%	24.69%	27.28%	34.89%	20.40%
中国中铁	7.75%	24.10%	24.28%	20.36%	-2.48%	18.77%
中国化学	20.37%	1.86%	27.84%	10.55%	20.49%	44.93%
中国交建	11.89%	7.32%	12.76%	10.82%	80.49%	28.52%
中国电建	-15.37%	11.06%	30.19%	31.54%	55.87%	13.70%
中国中冶	-4.13%	21.94%	31.09%	29.45%	60.71%	32.22%
葛洲坝	-2.85%	4.39%	7.89%	7.61%	132.74%	53.72%
<b>合计</b>	<b>2.04%</b>	<b>13.84%</b>	<b>19.44%</b>	<b>19.34%</b>	<b>39.25%</b>	<b>23.39%</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 建筑央企单季度订单增速

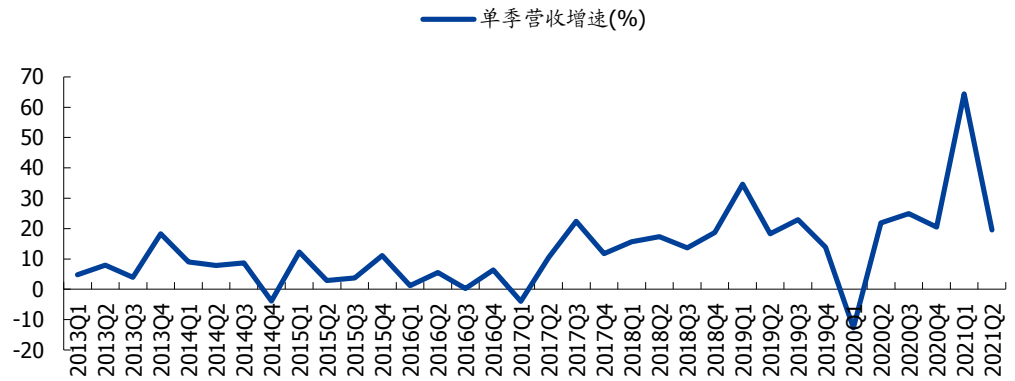
公司	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
中国建筑	-4.30%	15.45%	20.23%	14.89%	32.09%	12.69%
中国铁建	14.40%	27.14%	29.81%	30.52%	34.89%	11.20%
中国中铁	7.75%	37.29%	24.60%	16.40%	-2.48%	32.23%
中国化学	20.37%	-11.67%	118.46%	-7.15%	20.49%	69.26%
中国交建	11.89%	4.15%	29.98%	6.70%	80.49%	-10.17%
中国电建	-15.37%	47.46%	99.75%	35.69%	55.87%	-19.61%
中国中冶	-4.13%	45.74%	53.87%	25.98%	60.71%	15.10%
葛洲坝	-2.85%	8.86%	24.46%	7.05%	132.74%	10.25%
<b>合计</b>	<b>2.04%</b>	<b>23.61%</b>	<b>32.48%</b>	<b>19.19%</b>	<b>39.25%</b>	<b>12.55%</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.2. 地方国企

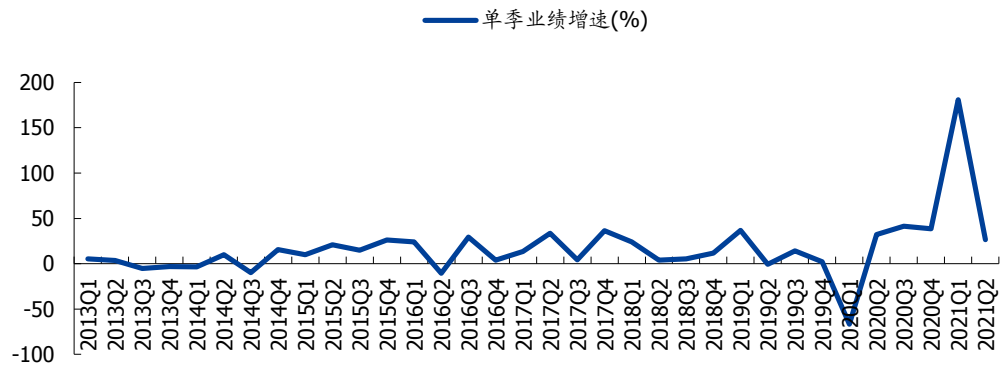
板块营收业绩增速较快，基本面呈现较好趋势。2021H1 地方国企营收和业绩分别增长 35%/55%（两年 H1 复合增速为 20%/16%），较 2020H1 变动+29/+69 个 pct。Q2 单季营收及业绩分别同增 20%/27%（两年 Q2 复合增速为 21%/30%），较去年同期分别变动-2/-6 个 pct。地方国企自去年疫情以来经营情况亦表现出较强韧性，营收与业绩保持稳健，同时部分龙头地方国企，如四川路桥、山东路桥在大股东层面合并驱动下带来更多业务协同，规模加速扩张。

图表 34: 地方国企单季营收增速



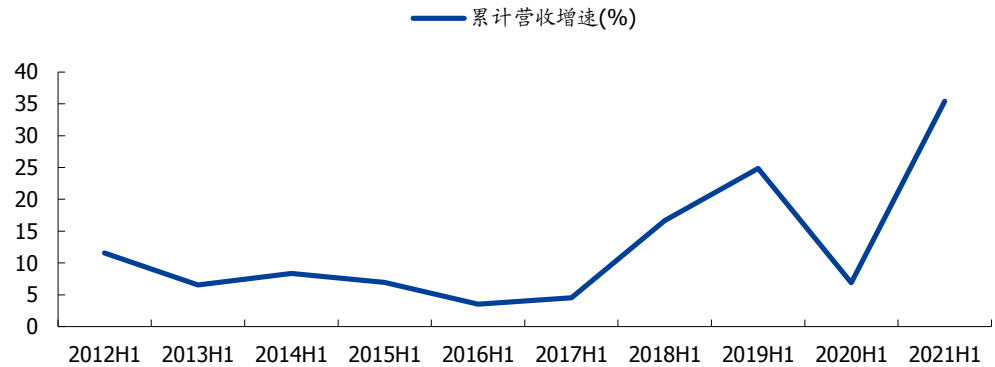
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 35: 地方国企单季业绩增速



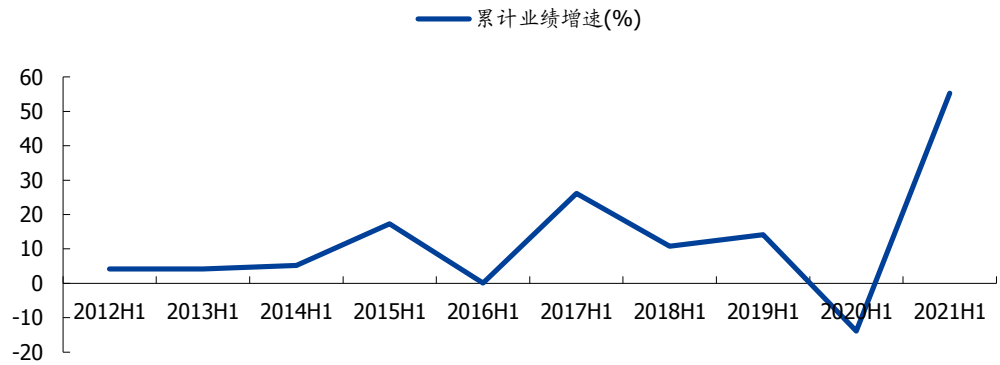
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 36: 地方国企历年上半年营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 地方国企历年上半年业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021Q2 地方国企营收增速排名前三的分别为山东路桥、新疆交建、北新路桥；业绩增速排名前三的分别为四川路桥、山东路桥、粤水电。**山东路桥**营收同比大增主要因 1) 公司较同期中标量提升，在建项目增多；2) 公司新增的多家并购企业（滨州交发、宁夏路桥等）完成工作量增加。同时，公司加强了集中采购、中标测算等管理力度，在上半年原材料价格上涨的背景下仍实现了毛利率同比上升，驱动业绩大幅增长。**新疆交建**、**北新路桥**营收增速较快主要因当期开工项目量增加。**四川路桥**在大股东合并背景下业务来源进一步拓宽，业绩增速显著高于营收增速主要因公司精细化管理力度加强，期间费用及成本管控优异。**粤水电**业绩同比大增主要因公司所得税率同比减少 12.6 个 pct。

图表 38: 地方国企单季收入和业绩增速表

公司名称	单季收入增速					单季业绩增速				
	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
四川路桥	28.61%	28.10%	10.97%	145.60%	33.34%	71.54%	802.40%	51.84%	326.18%	86.58%
山东路桥	58.60%	30.35%	72.76%	51.84%	112.25%	358.55%	11.36%	235.01%	28.52%	83.79%
粤水电	18.63%	5.63%	18.43%	14.06%	25.04%	36.25%	94.60%	-23.50%	36.77%	53.10%
隧道股份	27.32%	11.11%	24.83%	50.81%	22.33%	-39.22%	41.12%	26.30%	26.49%	52.04%
重庆建工	13.47%	31.96%	2.81%	56.54%	-4.36%	-71.18%	149.72%	47.19%	348.40%	30.67%
上海建工	12.75%	25.45%	24.00%	56.18%	13.03%	74.93%	30.89%	-8.38%	13.45%	10.19%
浙江交科	31.16%	28.33%	38.66%	47.20%	21.86%	44.27%	-28.21%	117.42%	865.46%	3.89%
龙建股份	26.48%	29.94%	-17.07%	162.43%	44.92%	-9.89%	44.62%	-24.26%	158.31%	-0.27%
浦东建设	47.06%	54.53%	-17.57%	34.86%	-1.01%	15.48%	-20.74%	20.30%	43.31%	-1.91%
北新路桥	30.60%	-17.52%	27.20%	87.14%	45.45%	19.57%	-1.20%	9.08%	101.92%	-2.63%
新疆交建	16.15%	-6.98%	52.30%	87.39%	47.25%	219.75%	-129.71%	-75.05%	41.11%	-27.36%
安徽建工	43.64%	39.13%	5.82%	112.67%	3.32%	44.18%	-20.89%	246.21%	338.55%	-29.05%
西藏天路	8.77%	35.37%	54.32%	73.89%	-2.68%	-6.82%	-21.37%	1837.01%	19.83%	-41.26%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**板块盈利能力提高, 费用率小幅上升, 现金流有所改善。**2021Q2 地方国企毛利率同比提升 0.87 个 pct, 环比 Q1 提升 0.68 个 pct。期间费用率同比上升 0.27 个 pct, 环比下降 1.64 个 pct, 其中管理费用率同比提升 0.19 个 pct, 主要因去年疫情差旅费用减少及社保减免、公积金缓缴等政策造成同期基数较低, 今年恢复正常化。资产减值(含信用减值)占收入比较去年同期上升 0.23 个 pct, 环比 Q1 下降 0.35 个 pct, 主要因部分企业合同规模增速较快, 相应计提了合同资产减值。净利率为 2.61%, 同比和环比分别提升 0.16/0.87 个 pct。经营性现金流与营收的比同比提升 1.3 个 pct, 现金流有所改善。收现比同比下降 6.5 个 pct。资产负债率小幅下降, 截至 2021Q2 末地方国企资产负债率为 81.5%, 同比下降 0.5 个 pct。

图表 39: 地方国企财务数据分析表格(单季值)

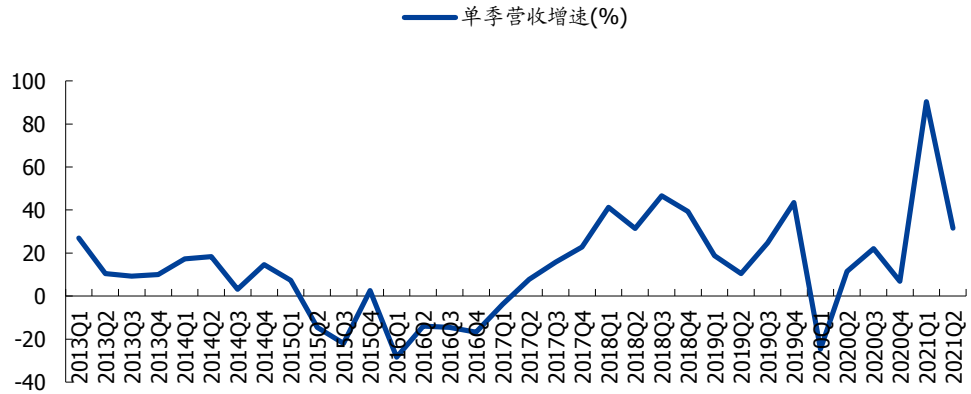
	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q2-20Q2	21Q2-21Q1
毛利率(%)	8.93	9.80	11.66	9.11	9.80	0.87	0.68
营业税金/收入比(%)	0.33	0.29	0.42	0.37	0.37	0.04	0.01
销售费用率(%)	0.25	0.32	0.23	0.25	0.25	0.01	0.00
管理费用率(%)	1.75	2.08	2.45	2.82	1.94	0.19	-0.88
财务费用率(%)	1.37	1.42	1.31	1.85	1.40	0.03	-0.45
研发费用率(%)	1.31	1.14	1.09	1.66	1.35	0.04	-0.31
费用率合计(%)	4.67	4.97	5.07	6.59	4.94	0.27	-1.64
资产减值(含信用)损失/收入(%)	-0.13	0.18	1.36	0.45	0.10	0.23	-0.35
净利率(%)	2.45	2.20	2.86	1.74	2.61	0.16	0.87
经营性现金流/收入(%)	-0.80	3.46	19.80	-30.05	0.52	1.32	30.57
收现比(%)	80.52	93.70	85.10	126.03	74.05	-6.47	-51.98
应收账款周转率	1.52	1.43	1.60	1.12	1.43	-0.09	0.30
存货周转率(含合同资产)	0.61	0.59	0.67	0.46	0.56	-0.05	0.11
资产负债率(%)	81.98	81.27	81.98	81.32	81.51	-0.47	0.19

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.3. 化学工程

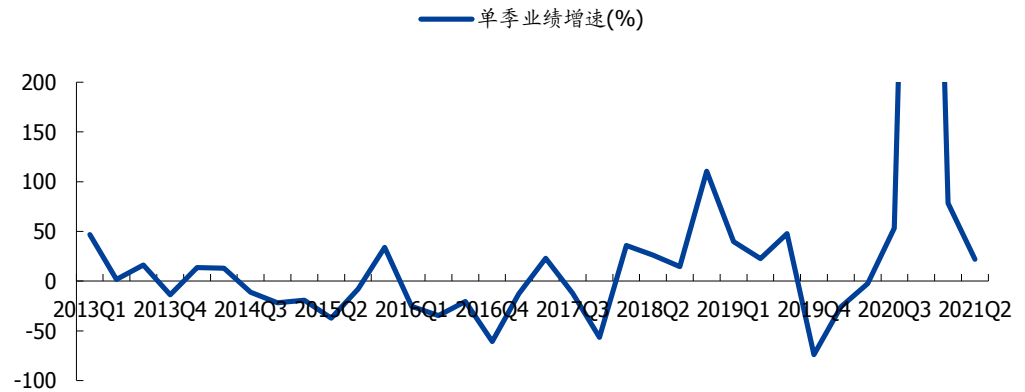
化学工程板块营收业绩高增趋势明显。2021H1 化学工程板块营收和业绩分别增长 52%/41% (两年 H1 复合增速为 20%/11%)，较 2020H1 变动+57/+53 个 pct。Q2 单季营收及业绩分别同增 32%/22% (两年 Q2 复合增速为 21%/9%)，较去年同期分别变动+20/+24 个 pct。在经济恢复，化工品价格上涨背景下，化工制造企业普遍盈利能力较好，资本开支意愿提升，同时行业绿色智能化改造需求增加，在手项目加速推进，营收业绩加快增长。

图表 40: 化学工程板块单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

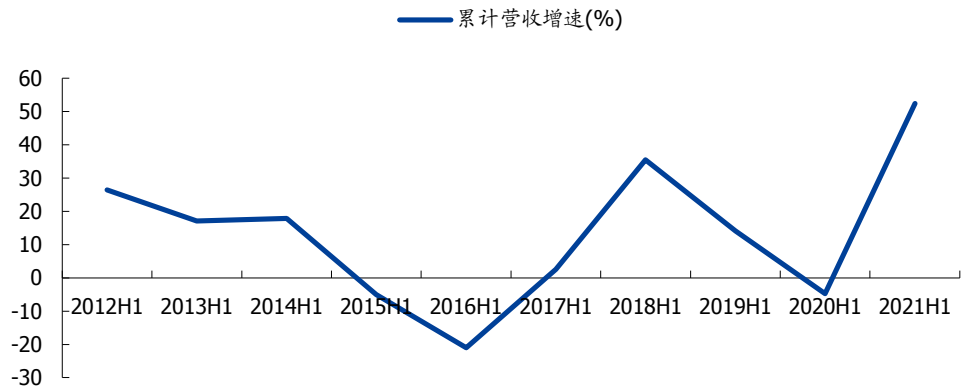
图表 41: 化学工程板块单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

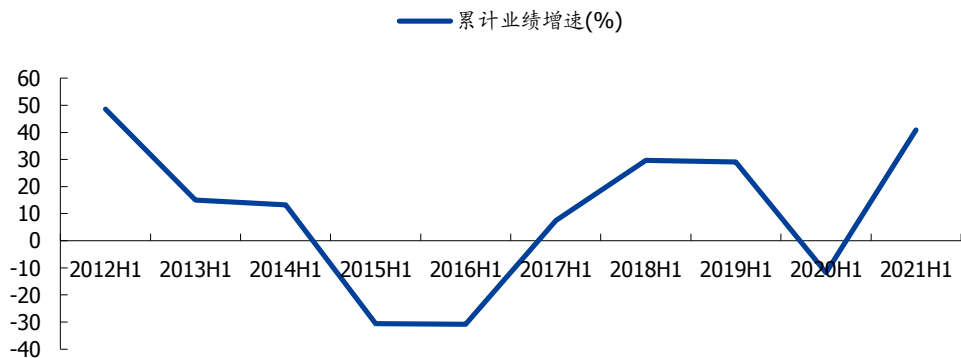


图表 42: 化学工程历年上半年营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 43: 化学工程历年上半年业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021Q2 化学工程板块营收增速排名前三的分别为三维工程、东华科技、中国化学；业绩增速排名前三的分别为三维工程、镇海股份、中国化学。其中行业龙头**中国化学**表现突出，上半年化学工程/基建/环保/实业/现代服务业分别实现主营业务收入436/64/6/31/19亿元，YoY+55%/+22%/+91%/+70%/+114%。实业及环境治理等新业务增速显著高于整体，发展势头良好。上半年中国化学业绩增速低于收入增长主要因：1)本期汇兑损失为1.24亿元，而去年同期产生汇兑收益2.06亿元。如不考虑汇兑差异，则估算业绩同比增长约57%，与收入增速基本匹配；2)因原材料价格上涨导致毛利率下滑。由于去年上半年美元兑人民币整体升值约1%，而下半年则持续贬值7.73%，造成公司去年下半年产生汇兑损失5.4亿元（占去年下半年归母净利润的24%），预计今年下半年汇率波动带来的负面影响将显著降低。

图表 44: 化学工程板块单季收入和业绩增速表

公司名称	单季收入增速					单季业绩增速				
	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
三维工程	-25.62%	-11.65%	107.01%	800.96%	294.08%	51.21%	4.84%	766.20%	1176.41%	204.12%
镇海股份	36.95%	-19.54%	13.52%	90.08%	15.04%	40.12%	-17.44%	31.54%	135.14%	37.96%
中国化学	11.98%	21.38%	5.67%	85.43%	33.79%	-6.55%	57.63%	43.63%	54.07%	21.92%
东华科技	1.49%	44.03%	19.50%	222.34%	42.67%	14.48%	46.83%	-14.06%	73.93%	19.64%
三联虹普	-4.01%	12.10%	38.90%	-10.94%	-3.20%	-24.03%	2.49%	-11.16%	1.12%	4.24%
航天工程	-33.79%	187.24%	29.03%	536.71%	-3.33%	15.60%	95.82%	87.57%	154.30%	-7.78%
百利科技	107.98%	-16.57%	-34.53%	79.63%	-78.71%	540.69%	60.66%	96.18%	329.40%	-71.60%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

原材料上涨影响毛利率, 各项费用率均有所下降, 现金流流出有所增加。2021Q2 化学工程板块毛利率同比下降 1.25 个 pct, 主要系上半年原材料价格上涨幅度较大。期间费用率同比下降 0.79 个 pct, 环比下降 1.28 个 pct, 其中销售、管理、财务、研发费用率同比环比均有所下降, 在板块营收大幅加速背景下, 规模效益开始呈现。资产减值(含信用减值)占收入比较去年同期下降 0.74 个 pct。净利率为 4.07%, 同比和环比分别变动-0.32/+0.28 个 pct。经营性现金流与营收的比同比下降 0.57 个 pct, 预计在原材料价格上升过程中原材料备货支出有所增加。收现比同比提升 12.93 个 pct。资产负债率有所提升, 截至 2021Q2 末化学工程板块资产负债率为 68.51%, 同比提升 3.34 个 pct, 但整体负债率相较基建房建等企业水平较低。

图表 45: 化学工程板块财务数据分析表格(单季值)

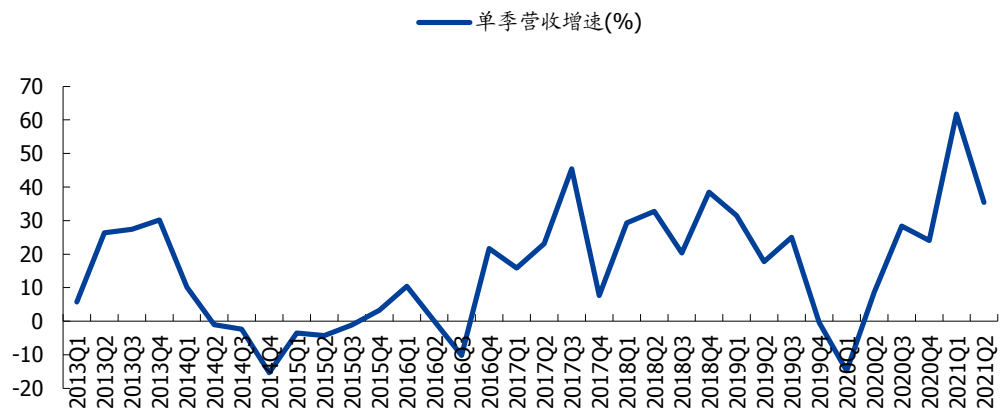
	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q2-20Q2	21Q2-21Q1
毛利率(%)	12.78	11.71	11.03	9.60	11.53	-1.25	1.93
营业税金/收入比(%)	0.33	0.28	0.23	0.27	0.31	-0.02	0.04
销售费用率(%)	0.44	0.38	0.38	0.41	0.32	-0.12	-0.08
管理费用率(%)	2.20	1.95	1.96	2.71	2.11	-0.09	-0.61
财务费用率(%)	0.23	0.78	0.71	0.40	0.14	-0.09	-0.26
研发费用率(%)	2.32	1.53	1.53	2.16	1.83	-0.49	-0.33
费用率合计(%)	5.19	4.64	4.58	5.68	4.40	-0.79	-1.28
资产减值(含信用)损失/收入(%)	1.47	0.42	1.12	0.38	0.72	-0.74	0.35
净利率(%)	4.38	4.81	2.86	3.79	4.07	-0.32	0.28
经营性现金流/收入(%)	7.64	17.84	16.13	-5.79	7.08	-0.57	12.86
收现比(%)	91.13	92.48	74.67	110.72	104.06	12.93	-6.66
应收账款周转率	1.14	1.34	2.16	1.34	1.58	0.44	0.24
存货周转率(含合同资产)	1.04	1.15	1.45	0.75	0.90	-0.14	0.15
资产负债率(%)	65.16	66.59	67.26	67.54	68.51	3.34	0.96

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.4. 钢结构

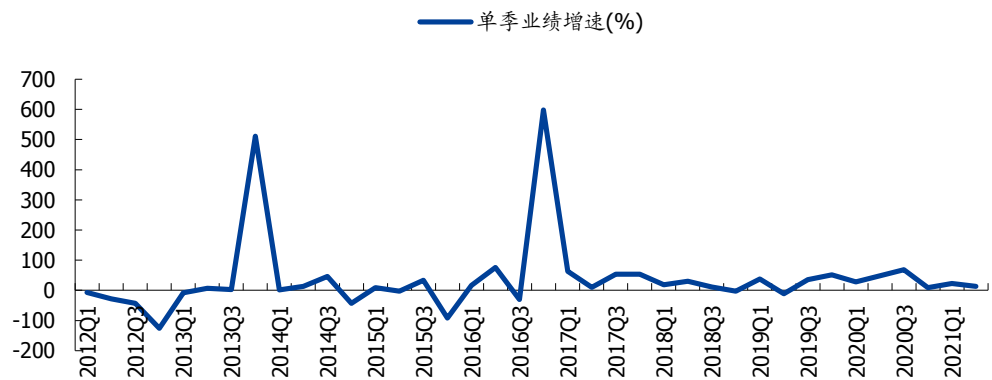
营收快速扩张，钢价波动影响短期业绩增长。2021H1 钢结构板块营收和业绩分别增长 46%/17%（两年 H1 复合增速为 20%/28%），较去年同期变动+47/-22 个 pct。其中 Q2 钢结构板块营收和业绩分别增长 35%/13%（两年 Q2 复合增速为 21%/30%），较去年同期分别变动+27/-35 个 pct。上半年钢构板块营收增长强劲，业绩增速慢于收入主要因钢价上涨影响毛利率。长期看钢构龙头凭借突出规模优势、较强的议价和抗风险能力，经营状态有望显著优于中小型钢构企业，其对市场整合进度有望加快，市占率有望加速提升。当前，装配式建筑是发展最快、转型升级最成熟、体量最大的建筑细分行业，上半年各地加速推动绿色建筑标准制定、土拍“高品质”等政策出台进一步提升装配式建筑渗透率，带动钢构需求快速增长。此外，3060 双碳目标下，屋顶分布式光伏加速发展，钢构龙头企业基于丰富的客户资源及突出的“光伏+钢结构建筑”设计、施工一体化能力，有望受益于 BIPV 渗透率提升带来的 BIPV 建设增量业务，开拓新的利润增长点。

图表 46: 钢结构板块单季营收增速



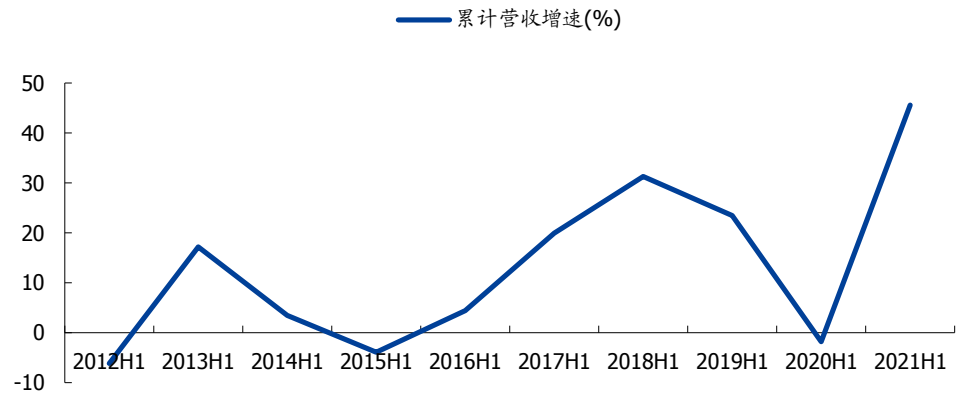
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 钢结构板块单季业绩增速



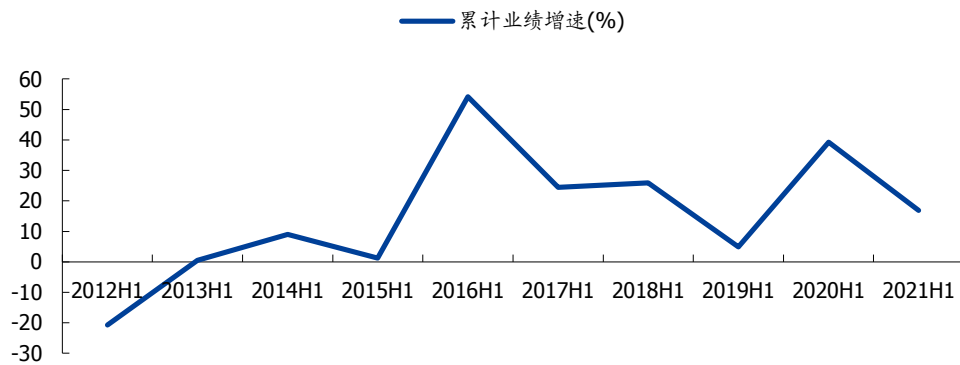
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 48: 钢结构历年上半年营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 49: 钢结构历年上半年业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021Q2 营收增速排名前三的分别为精工钢构、富煌钢构、鸿路钢构；业绩增速排名前三的分别为鸿路钢构、海波重科、东南网架。其中：**1) 鸿路钢构** 2021H1 实现营收 81.7 亿元，同增 63%；归母净利润 5.0 亿元，同增 165%。Q1/Q2 分别实现营收 32.9/48.8 亿元，同增 139%/34%；分别实现归母净利润 1.8/3.2 亿元，同增 339%/116%，业绩持续快速增长主要系上半年公司产能顺利扩张与释放，上半年公司实现产量 154.8 万吨，同增 62%（Q2 单季产量 86 万吨）。扣非后吨净利约 256 元，相比 2020H1/2019H1 的吨净利 159/144 元均大幅提升，产量规模优势进一步凸显。下半年钢价趋稳有望促钢构装配式构件需求边际改善，带动公司产能持续加速释放，全年业绩有望实现较快增长。**2) 精工钢构** 2021H1 实现营收 64.4 亿元，同增 37%；实现归母净利润 3.3 亿元，同增 23%，上半年公司保持快速扩张态势，前期订单向收入与利润转化持续顺利。高毛利集成及 EPC 业务占比约 28%，较 2020 年同期提升 7 个 pct，业务结构持续优化。Q1/Q2 分别实现营收 27.6/37.8 亿元，同增 17%/56%；分别实现归母净利润 1.3/2.0 亿元，同增 4%/39%，Q2 在钢价大幅波动背景下，公司依然实现营收与业绩明显加速，彰显钢构龙头经营韧性。

图表 50: 钢结构板块单季收入和业绩增速表

公司名称	单季收入增速					单季业绩增速				
	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
鸿路钢构	37.33%	57.21%	26.56%	138.69%	34.24%	45.06%	85.80%	34.36%	338.70%	116.09%
海波重科	50.19%	-8.87%	68.24%	529.84%	23.83%	75.59%	2.41%	282.52%	599.09%	64.67%
东南网架	-0.02%	8.82%	4.88%	37.23%	27.66%	29.28%	62.71%	-210.66%	51.42%	51.99%
精工钢构	-3.75%	15.54%	27.14%	17.29%	55.75%	86.92%	72.39%	68.65%	4.32%	38.73%
富煌钢构	1.41%	42.93%	22.45%	72.70%	41.08%	15.90%	209.20%	70.70%	919.18%	8.82%
杭萧钢构	26.50%	25.59%	43.49%	108.42%	30.75%	132.40%	76.86%	-54.02%	-58.72%	-65.42%
森特股份	-37.14%	20.39%	4.72%	1.34%	7.33%	-49.42%	-18.07%	124.82%	7.80%	-77.04%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**毛利率受钢价波动影响大幅下滑，费用率明显下行，储备钢材致现金流净流出增加。**2021Q2 钢结构板块毛利率较 2020 年同期大幅下降 2.46 个 pct，环比 Q1 下降 0.77 个 pct，主要系钢价明显上涨。期间费用率同比与环比分别下降 1.0/3.3 个 pct，规模与精细化管理效益持续显现。Q2 净利率为 5.50%，同比下降 1.09 个 pct，环比提升 0.17 个 pct。经营性现金流与营收的比同比下降 7.18 个 pct，现金流流出规模扩大，主要系为应对钢价上涨，原材料采购增加。收现比同比提升 1.83 个 pct。资产负债率同比下降 2.36 个 pct，截至 2021Q2 末钢结构板块资产负债率为 59.45%。其中：**1）鸿路钢构** 2021H1 毛利率 12.78%，YoY-1.11 个 pct，除钢价波动的扰动因素外，主要因今年新准则下运输装卸费在“主营业务成本”核算和列报，去年同期则计入销售费用（还原后 YoY-0.9 个 pct）。上半年公司经营性现金流净流出 5.97 亿元，去年为净流入 1.63 亿元，预计主要因上半年钢价上涨，施工节奏放缓，提货偏慢，导致存货大幅增加，营运资本上升。**2）精工钢构** 2021H1 毛利率 14.2%，YoY-2.9 个 pct，主要受到上半年钢价上涨影响。上半年公司经营性现金流净流出 4.9 亿元，去年同期为净流入 2.3 亿元，其中 Q1/Q2 现金流分别为 -5.5/+0.7 亿元，Q1 现金流净流出较多部分原因系公司在钢价波动背景下增加钢材储备，同时为锁定钢价而支付的预付款增多所致；Q2 恢复至常规备货节奏，现金流已明显改善。

图表 51: 钢结构板块财务数据分析表格 (单季值)

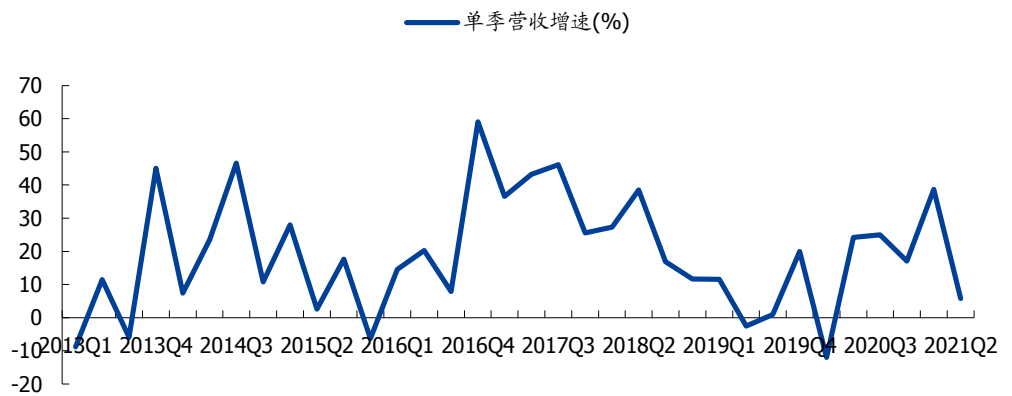
	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q2-20Q2	21Q2-21Q1
毛利率(%)	16.16	14.49	13.90	14.47	13.70	-2.46	-0.77
营业税金/收入比(%)	0.42	0.42	0.79	0.60	0.43	0.02	-0.16
销售费用率(%)	1.11	1.23	0.67	1.10	0.67	-0.44	-0.43
管理费用率(%)	2.48	2.24	2.42	3.09	2.17	-0.31	-0.93
财务费用率(%)	1.01	0.88	0.99	1.11	0.95	-0.07	-0.17
研发费用率(%)	1.94	1.36	1.30	3.51	1.75	-0.19	-1.76
费用率合计(%)	6.55	5.70	5.38	8.81	5.53	-1.01	-3.28
资产减值(含信用)损失/收入(%)	1.58	-0.18	1.18	0.66	0.49	-1.10	-0.17
净利率(%)	6.59	5.98	3.71	5.33	5.50	-1.09	0.17
经营性现金流/收入(%)	0.18	2.19	3.64	-12.96	-7.00	-7.18	5.96
收现比(%)	76.75	99.47	80.72	109.51	78.58	1.83	-30.93
应收账款周转率	1.03	1.18	1.29	1.04	1.32	0.29	0.28
存货周转率(含合同资产)	0.30	0.31	0.32	0.24	0.32	0.02	0.08
资产负债率(%)	61.81	60.56	60.50	58.74	59.45	-2.36	0.71

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.5. 设计咨询

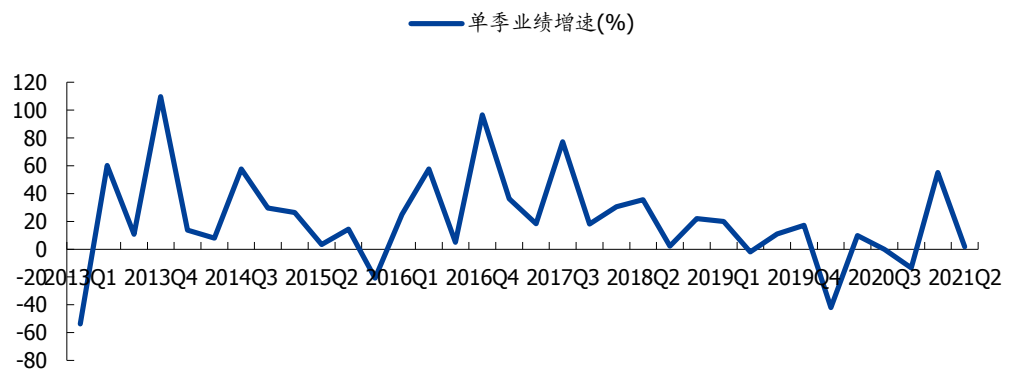
行业需求整体偏弱，下半年有望边际好转。2021H1 设计咨询板块营收和业绩分别同增 18%/15% (两年 H1 复合增速为 13%/1%)，较去年同期变动+10/+26 个 pct。其中 Q2 设计咨询板块营收和业绩分别增长 5.8%/1.7% (两年 Q2 复合增速为 20%/12%)，大部分设计咨询企业在去年低基数上均出现一定反弹，但整体增长偏弱。展望后续：**1) 基建设计方面**，下半年专项债发行速度加快，基建行业景气度有望改善，基建设计作为新增项目的先行环节有望率先受益，预期下半年基建设计龙头企业增速有望边际回升。**2) 房建设计方面**，受到地产行业监管收紧影响，行业需求仍待观察，龙头房建设计企业影响相对较小，且装配式设计具有较高门槛，未来随装配式建筑渗透率提升，房建设计龙头市占率有望持续提升，带动盈利稳健增长。**3) 第三方工程评估方面**，土拍“竞品质”模式多地试点推行，有望改变房企“重周转、轻质量”现状，促使地产链第三方工程评估需求释放，驱动市场加速扩容。

图表 52: 设计咨询板块单季营收增速



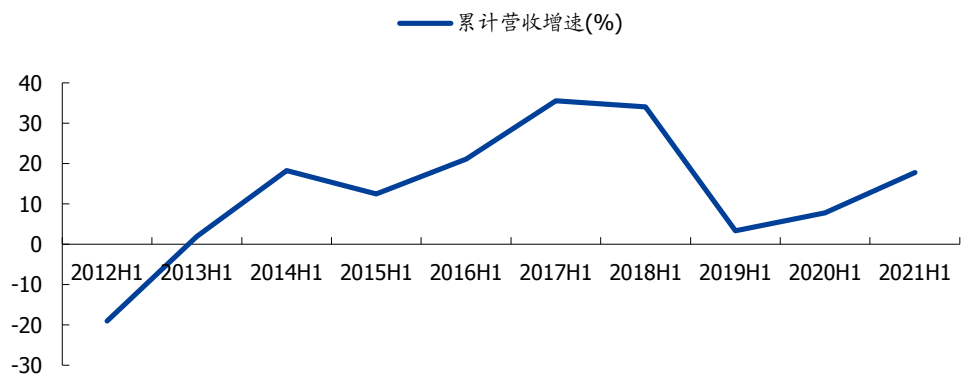
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 53: 设计咨询板块单季业绩增速



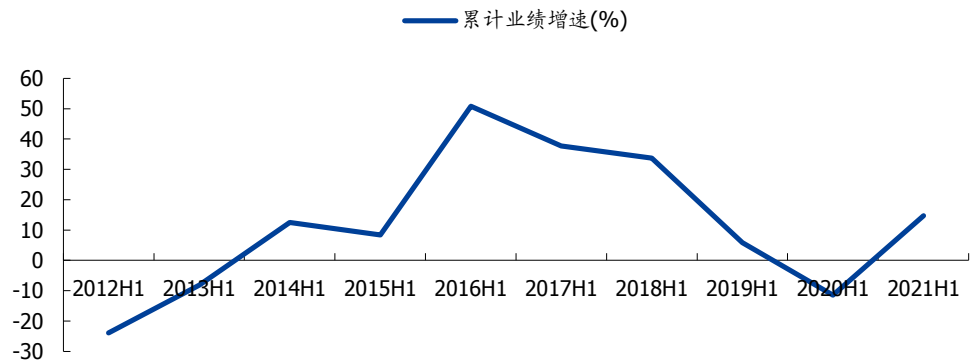
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 54: 设计咨询历年上半年营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 55: 设计咨询历年上半年业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021Q2 营收增速排名前三的分别为中设股份、华阳国际、设计总院; 业绩增速排名前三的分别为杰恩设计、汉嘉设计、设研院。其中: **1) 华阳国际** 2021H1 实现营收/业绩增速 79%/65%。其中 Q2 净利润创历史单季新高。分业务板块看, 上半年公司建筑设计/造价咨询/工程总承包分别实现营收 6.3/0.8/3.1 亿元, 同增 31%/49%/630%, 其中装配式建筑设计营收 2.1 亿元, 同增 61%, 占建筑设计业务的比提升至 33% (YoY+6 个 pct)。2021H1 公司新签建筑设计订单 10.8 亿元, 同增 19%, 当前公司在手订单充裕, 人才储备雄厚, 预计随着公司订单不断转化, 业绩有望持续放量。**2) 苏文科** 2021H1 实现营收/业绩增速-10%/30%, 随着今年疫情环境得到有效控制, 公司经营情况稳步恢复, 国内工程咨询业务稳步推进, 海外子公司 EPTISA 上半年亏损 515 万元, 同比大幅减亏近 3500 万元。公司上半年传统设计咨询业务承接额同比基本持平, 重点区域市场承接额有所增长, 区域布局持续优化。此外, 公司持续开拓综合检测、智能交通、交通碳中和等新业务领域, 未来公司有望持续稳步成长。**3) 华设集团** 2021H1 实现营收/业绩增速 7%/4%, 增长较慢主要因基建需求增长放缓、地方政府换届等因素影响, 预计随着下半年基建景气度改善、换届后“十四五”重大工程加快实施, 公司营收业绩增长有望加快。



图表 56: 设计咨询板块单季收入和业绩增速表

公司名称	单季收入增速					单季业绩增速				
	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
杰恩设计	-15.01%	-17.40%	-16.61%	10.75%	41.69%	-80.58%	-88.62%	-78.81%	-67.66%	227.98%
汉嘉设计	115.66%	95.59%	90.10%	67.07%	22.58%	10.48%	34.72%	-74.85%	10.13%	164.42%
设研院	8.55%	58.85%	17.09%	27.08%	49.66%	-0.44%	23.40%	27.30%	19.66%	54.00%
深圳瑞捷	0.00%	0.00%	0.00%	140.32%	42.11%	0.00%	0.00%	0.00%	74.82%	33.39%
甘咨询	18.05%	30.94%	13.28%	-2.78%	3.09%	-47.61%	55.86%	57.15%	0.07%	15.18%
设计总院	30.11%	22.97%	30.34%	29.57%	52.58%	1.53%	39.82%	75.99%	2.91%	11.13%
华阳国际	32.64%	72.34%	88.72%	92.12%	72.64%	102.94%	35.64%	35.86%	70.67%	10.62%
中设股份	4.92%	10.02%	182.90%	75.52%	86.74%	-5.55%	13.98%	53.75%	18.68%	8.22%
苏文科	27.01%	-5.45%	-19.39%	23.90%	-25.42%	-21.81%	-51.90%	-40.17%	350.70%	6.17%
建研院	10.43%	57.38%	36.23%	31.30%	9.40%	28.03%	154.31%	67.03%	327.54%	1.43%
筑博设计	4.14%	7.21%	38.99%	55.07%	1.44%	18.42%	1.65%	25.04%	142.89%	0.12%
华设集团	27.70%	24.65%	18.49%	40.32%	-6.45%	27.72%	21.81%	11.99%	33.54%	-6.69%
勘设股份	19.29%	-9.24%	23.88%	68.33%	43.74%	40.72%	20.75%	20.66%	19.64%	-11.00%
启迪设计	52.38%	62.51%	53.54%	62.31%	25.26%	44.71%	-79.33%	-147.42%	3204.26%	-18.71%
华建集团	23.11%	47.46%	16.12%	33.61%	-8.94%	49.11%	13.26%	-263.52%	60.11%	-22.98%
中衡设计	-1.87%	-0.21%	-0.44%	17.01%	-12.60%	36.81%	-7.10%	3.78%	-6.04%	-27.18%
合诚股份	24.69%	-0.40%	14.33%	80.48%	-10.92%	45.98%	-34.91%	-55.81%	339.18%	-28.83%
建科院	10.65%	63.63%	-12.55%	51.02%	-7.89%	117.52%	205.70%	-53.83%	30.29%	-35.15%
华图山鼎	-39.76%	-39.49%	-34.92%	4.37%	-0.99%	-46.02%	22.31%	147.90%	110.71%	-47.40%
中公高科	-25.64%	-0.57%	-4.15%	112.31%	-1.55%	-123.52%	22.95%	-8.23%	45.98%	-188.74%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**板块毛利率与净利率环比恢复, 费用率持续下降, 现金流流出小幅增加。**2021年Q2设计咨询板块毛利率较2020年同期下降0.83个pct, 较2021年Q1提升4.28个pct, 整体已恢复至正常毛利率区间。期间费用率同比和环比分别下降0.55/5.13个pct, 其中主要是管理费用率下降幅度较大, 行业内规模化优势逐步呈现。资产减值(含信用减值)占收入比较去年同期下降0.32个pct, 较Q1提升1.94个pct。Q2净利率为10.75%, 同比和环比分别变动-0.44/+3.79个pct, 与毛利率变动方向一致, 盈利能力环比Q1明显增强。经营性现金流与营收的比同比小幅降低0.28个pct, 现金流整体仍呈小幅流出状态。收现比同比提升3.88个pct。资产负债率较Q1末有所提升, 截至2021年Q2末设计咨询板块资产负债率为52.39%, 但整体处于相对健康水平。

图表 57: 设计咨询板块财务数据分析表格 (单季值)

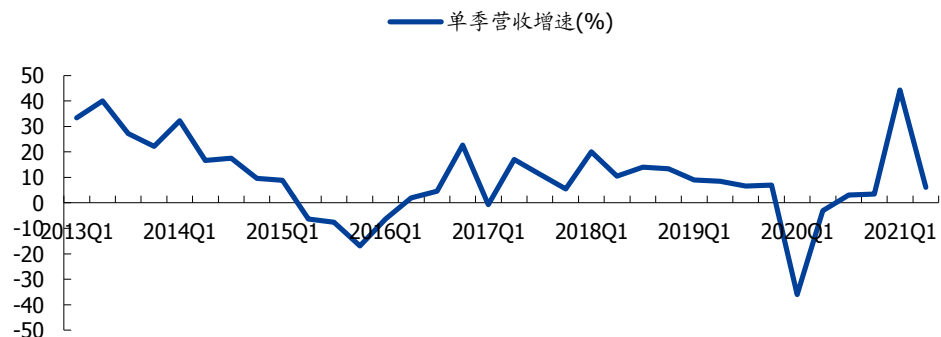
	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q2-20Q2	21Q2-21Q1
毛利率(%)	30.31	30.92	31.11	25.20	29.48	-0.83	4.28
营业税金/收入比(%)	0.65	0.54	0.71	0.65	0.61	-0.04	-0.04
销售费用率(%)	2.28	2.47	1.98	2.68	2.23	-0.05	-0.45
管理费用率(%)	7.96	9.65	7.30	10.56	7.64	-0.32	-2.92
财务费用率(%)	0.65	1.02	0.52	0.66	0.56	-0.10	-0.10
研发费用率(%)	2.26	1.45	1.63	3.83	2.18	-0.08	-1.65
费用率合计(%)	13.15	14.59	11.43	17.73	12.60	-0.55	-5.13
资产减值(含信用)损失/收入(%)	3.79	2.87	7.15	1.53	3.47	-0.32	1.94
净利率(%)	11.19	9.58	8.25	6.95	10.75	-0.44	3.79
经营性现金流/收入(%)	-0.08	9.01	42.00	-44.21	-0.37	-0.28	43.84
收现比(%)	66.15	92.46	101.52	122.03	70.03	3.88	-52.00
应收账款周转率	0.58	0.52	0.84	0.41	0.52	-0.06	0.11
存货周转率(含合同资产)	0.46	0.40	0.66	0.37	0.44	-0.02	0.07
资产负债率(%)	51.58	52.50	53.76	51.46	52.39	0.81	0.94

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.6. 装饰

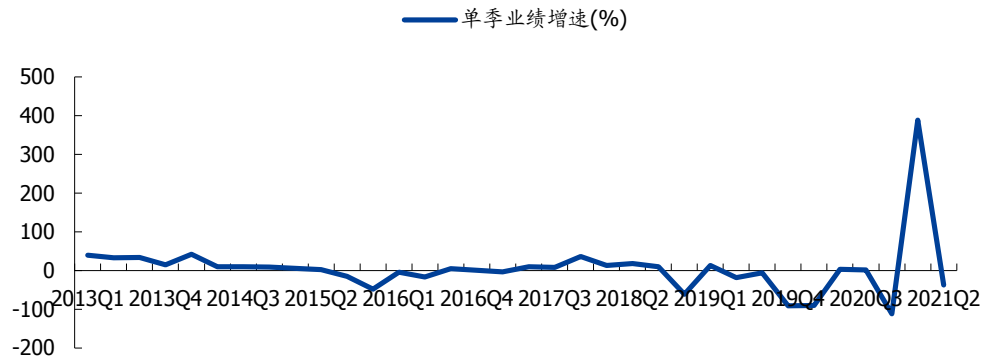
经营压力有所增大，装配式装修推广有望带动行业变革。2021H1 装饰板块营收和业绩分别同增 19%/0%(两年 H1 复合增速为-1%/-23%)，较去年同期变动+35/+40 个 pct。其中 Q2 装饰板块营收和业绩分别增长 6%/-37% (两年 Q2 复合增速为 1%/-20%)。在地产调控持续收紧，部分龙头房企信用风险冲击，以及国内疫情反复背景下，行业经营压力有所增大。部分装饰龙头装配式装修产品持续完善，有望在土拍“竞品质”背景下逐渐放量，促进装饰行业技术变革。

图表 58: 装饰板块单季营收增速



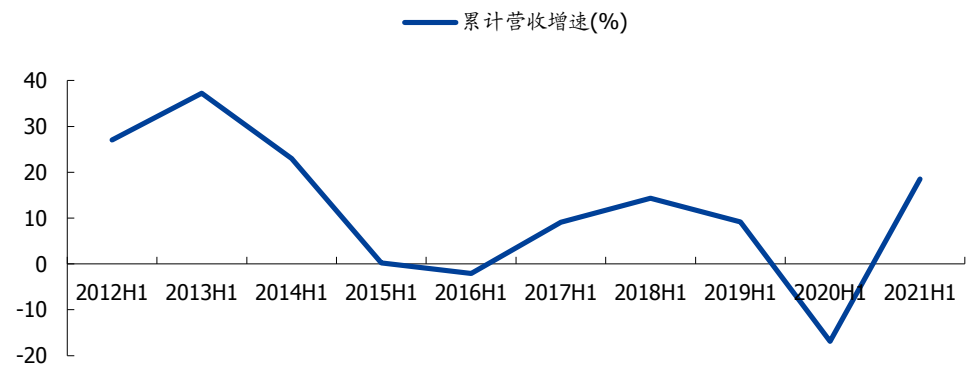
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 59: 装饰板块单季业绩增速



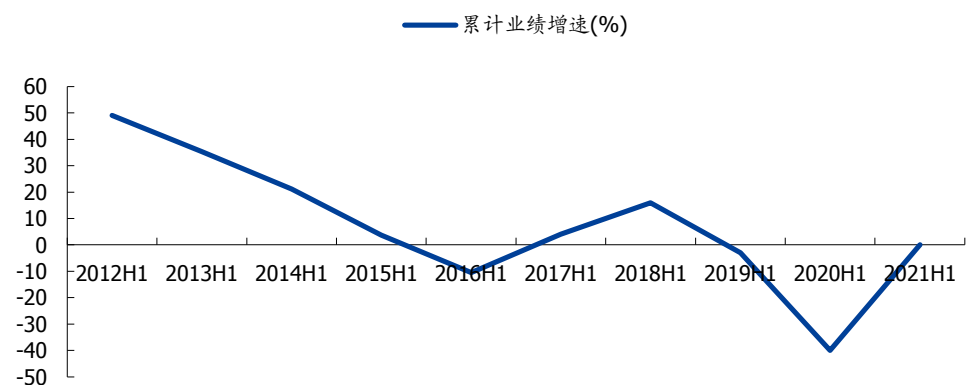
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 60: 装饰板块历年上半年营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 61: 装饰板块历年上半年业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021年Q2营收增速排名前三的分别为维业股份、东易日盛、豪尔赛;业绩增速排名前

三的分别为东易日盛、洪涛股份、名雕股份。美芝股份、柯利达等公司营收与业绩增速跳增，主要系上年同期基数较低，或者上年同期为亏损所致。其中：**1）金螳螂** 2021H1 实现营收/业绩增速 3%/7%，在去年 Q2 基数较高、地产调控趋严背景下增长承压，上半年新签订单 165 亿元，同增 16%，其中公装、设计订单同比分别同增 29%/25%，住宅订单受地产调控趋严影响同降 12%。**2）亚厦股份** 2021H1 实现营收/业绩增速 37%/-18%，利润下降主要系原材料及劳务成本上涨致毛利率下降、信用减值计提增多所致。分业务板块看，建筑装饰/幕墙装饰/智能化业务分别实现营收 31.5/15.2/3.5 亿元，同增 18%/93%/60%，幕墙与智能化系统集成业务放量。2021H1 公司新签订单 92.8 亿元，同增 19%，其中公装/住宅分别累计新签 59.0/30.3 亿元，同增 24%/11%，订单增长稳健，当前公司累计已签约未完工订单额达 262 亿元，为 2020 年营收 2.4 倍，在手订单充裕。后续随着公司订单持续转化，原材料价格波动及减值因素逐渐消退，全年业绩有望稳健增长。

图表 62: 装饰板块单季收入和业绩增速表

公司名称	单季收入增速					单季业绩增速				
	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
东易日盛	-37.82%	3.81%	60.91%	152.44%	93.02%	-170.56%	145.23%	439.19%	5.48%	832.75%
洪涛股份	38.68%	-25.50%	-10.14%	-4.82%	-34.09%	-2.84%	-345.59%	-313.62%	38.45%	539.48%
名雕股份	-6.24%	18.58%	-8.30%	76.30%	20.86%	-54.94%	356.32%	12.84%	38.43%	183.19%
豪尔赛	-47.07%	-51.70%	-19.08%	88.08%	81.94%	-71.15%	-84.42%	-51.32%	45.67%	80.56%
中装建设	2.90%	33.91%	41.87%	83.60%	7.50%	-2.27%	21.25%	19.63%	62.72%	-3.78%
江河集团	-3.16%	9.04%	-4.86%	33.61%	26.78%	-15.43%	41.52%	589.44%	848.06%	-7.81%
金螳螂	14.93%	-1.03%	13.36%	31.35%	-10.11%	32.47%	10.09%	10.22%	41.29%	-10.81%
柯利达	43.52%	26.25%	1.40%	74.37%	-10.34%	183.25%	-12.12%	-856.04%	13.71%	-15.38%
郑中设计	-16.64%	-23.15%	-32.68%	-3.20%	15.33%	-79.29%	-59.79%	-124.07%	35.33%	-27.50%
维业股份	-20.34%	-11.51%	14.37%	517.38%	321.94%	-11.47%	-113.44%	168.50%	222.64%	-33.04%
瑞和股份	11.30%	21.44%	6.35%	64.68%	-3.33%	4.20%	54.48%	65.71%	1109.47%	-39.50%
中天精装	31.92%	15.47%	-9.27%	35.15%	-19.06%	15.62%	3.03%	-13.69%	57.40%	-46.26%
宝鹰股份	0.43%	-4.17%	-6.05%	5.94%	-21.99%	-21.54%	-51.68%	51.62%	14.93%	-53.78%
亚厦股份	-12.82%	9.99%	17.36%	30.62%	40.55%	-35.27%	11.16%	-43.76%	25.62%	-54.67%
建艺集团	-23.03%	-16.44%	-19.09%	57.97%	-11.69%	53.95%	-52.15%	-13.86%	41.49%	-58.01%
锋尚文化	0.00%	63.37%	-39.43%	-6.05%	-64.15%	0.00%	17.85%	-27.39%	41.04%	-60.74%
广田集团	-11.08%	14.15%	1.99%	70.15%	-6.88%	-1.44%	14.66%	-446.55%	113.50%	-73.92%
美芝股份	47.83%	50.32%	55.10%	189.96%	-54.28%	80.63%	-7.83%	113.10%	107.88%	-199.72%
奇信股份	-39.65%	-33.96%	-52.47%	-26.00%	-43.65%	-228.74%	-148.18%	-25374.97%	13.26%	-236.83%
全筑股份	-33.96%	-8.15%	-1.97%	55.92%	-15.11%	12.08%	-53.03%	-42.04%	14.92%	-480.45%
ST 弘高	-28.99%	-12.92%	-30.51%	274.25%	-59.20%	106.49%	95.80%	81.99%	39.38%	-1659.63%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**Q2 毛利率有所下降，费用率持续下行，现金流有所改善。**2021Q2 装饰板块毛利率较去年同期下降 1.69 个 pct，环比 Q1 下降 0.51 个 pct，预计主要系原材料价格上涨及疫情反复过程中人工成本上升所致。期间费用率同比下降 0.08 个 pct，环比下降 4.93 个 pct，其中管理/研发/销售费用率同比均有较大幅度下降。Q2 净利率为 2.91%，同比和环比分别下降 2.02/0.44 个 pct。经营性现金流与营收的比同比下降 0.30 个 pct。收现比同比提升 14.69 个 pct。截至 2021Q2 末装饰板块资产负债率为 63.88%，环比上升 0.87 个 pct。其中：**1）金螳螂** 2021 上半年公司毛利率 17.3%，较上年同期提升 0.3 个 pct，主要系设计业务毛利率有所提升；期间费用率 7.2%，较上年同期下降 0.4 个 pct，主要系公司持续推动提质增效；2021 年上半年公司经营性现金流净流出 4.4 亿元，流出幅度同比收

窄 0.7 亿元，净流出额连续三年减少。**2) 亚厦股份** 2021 上半年毛利率 13.1%，较上年同期下降 2.3 个 pct，主要系上半年原材料及劳务成本上升，同时较低毛利的幕墙业务营收占比提升 8.3 个 pct 所致。2021 年上半年公司公司经营性现金流净额净流出 10.5 亿元，与去年同期基本持平，其中 Q1/Q2 分别为净流出 10.8 亿/净流入 3200 万元。

图表 63: 装饰板块财务数据分析表格 (单季值)

	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q2-20Q2	21Q2-21Q1
毛利率(%)	17.20	16.64	15.94	16.02	15.50	-1.69	-0.51
营业税金/收入比(%)	0.30	0.34	0.36	0.31	0.27	-0.03	-0.04
销售费用率(%)	1.64	1.65	1.70	2.83	1.52	-0.12	-1.31
管理费用率(%)	3.11	2.83	3.39	4.78	3.01	-0.10	-1.77
财务费用率(%)	1.32	1.48	1.83	1.88	1.53	0.21	-0.35
研发费用率(%)	1.73	1.17	1.08	3.16	1.66	-0.07	-1.50
费用率合计(%)	7.80	7.14	7.99	12.65	7.72	-0.08	-4.93
资产减值(含信用)损失/收入(%)	0.48	1.62	6.86	1.93	1.74	1.26	-0.20
净利率(%)	4.93	4.84	-0.04	3.34	2.91	-2.02	-0.44
经营性现金流/收入(%)	8.24	4.11	21.68	-26.22	7.95	-0.30	34.16
收现比(%)	66.88	86.97	89.90	150.21	81.57	14.69	-68.64
应收账款周转率	0.51	0.60	0.68	0.43	0.65	0.13	0.21
存货周转率(含合同资产)	0.63	0.56	0.59	0.33	0.49	-0.14	0.16
资产负债率(%)	63.01	62.65	63.81	61.50	63.88	0.87	2.38

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021Q2 上市装饰公司合计订单增速为-5%，较 Q1 明显回落，当前在地产收紧和疫情反复背景下装饰行业需求有所收缩，其中：**1) 金螳螂**上半年新签订单 4%，订单出现小幅下滑，上半年地产调控收紧，部分龙头房企信用风险冲击，公司住宅类订单承接趋于谨慎。**2) 亚厦股份**上半年新签订单同增 19%，其中公装/住宅分别累计新签 59.0/30.3 亿元，同增 24%/11%，Q2 单季新签订单同增 15%，订单增长稳健，预计随着公司装配式装修产品品质与供应能力不断完善、制造业规模成本效应显现，后续装配式装修订单有望持续签署，驱动公司整体订单维持较快增长。

图表 64: 装饰板块主要公司新签订单情况 (亿元)

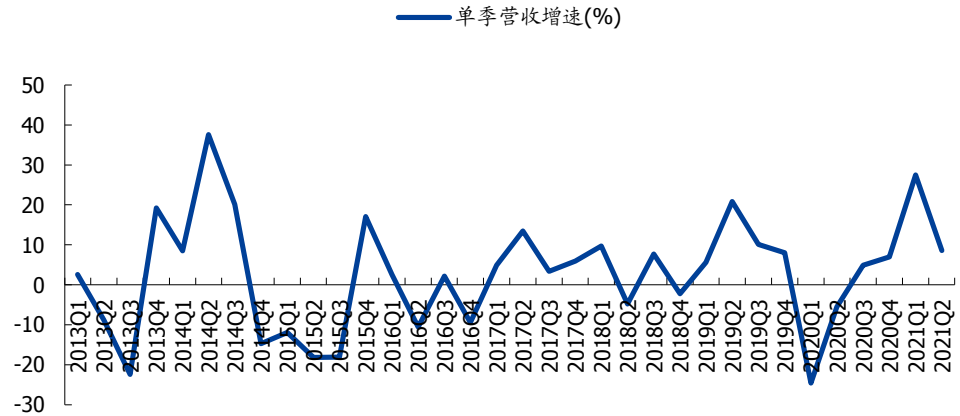
公司简称	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	20Q2 增速	20Q3 增速	20Q4 增速	21Q1 增速	21Q2 增速
金螳螂	82.2	108.8	128.0	86.3	78.7	-30%	-1%	19%	43%	-4%
广田集团	37.2	41.0	32.7	17.4	33.5	-11%	-23%	0%	-5%	-10%
亚厦股份	38.1	38.1	45.9	48.9	43.8	-4%	-9%	40%	38%	15%
宝鹰股份	24.4	22.3	29.1	16.2	15.9	41%	6%	146%	156%	-35%
全筑股份	35.7	33.8	20.2	22.8	41.5	-16%	27%	-12%	24%	16%
奇信股份	2.7	4.3	11.4	1.4	6.1	-80%	-50%	53%	-67%	131%
东易日盛	11.2	10.4	7.9	11.4	13.3	-11%	-8%	-6%	125%	18%
中装建设	17.7	21.4	21.8	18.3	19.7	1%	27%	5%	90%	11%
瑞和股份	10.4	13.7	11.1	9.9	6.3	-11%	58%	-4%	81%	-40%
建艺集团	11.0	9.9	6.7	9.8	3.1	157%	8%	-40%	144%	-72%
洪涛股份	11.7	5.1	5.3	11.6	5.2	84%	-9%	-45%	138%	-56%
名雕股份	2.1	2.2	2.1	1.4	1.9	-13%	-6%	8%	135%	-11%
合计	284.3	311.0	322.2	255.5	268.9	-13%	-1%	15%	48%	-5%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.7. 国际工程

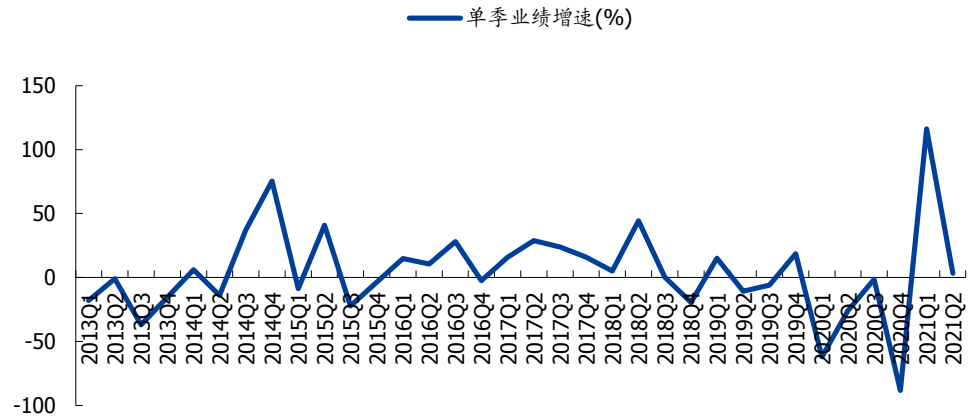
营收业绩温和恢复，国内业务加快拓展。2021H1 国际工程板块营收和业绩分别同比变动+16%/+29%（两年 H1 复合增速 0%/-11%），较去年同期变动+30/+68 个 pct。其中 Q2 国际工程板块营收和业绩分别变动+9%/3%（两年 Q2 复合增速+1%/-13%）。在当前海外疫情反复、疫苗逐渐推广背景下，国际工程企业经营情况较去年呈温和复苏趋势，但整体仍有一定压力，因此多数企业加快国内项目承接和开拓，部分龙头企业在碳中和、智能制造领域业务积极响应国内行业发展趋势，对冲海外经营压力。

图表 65: 国际工程板块单季营收增速



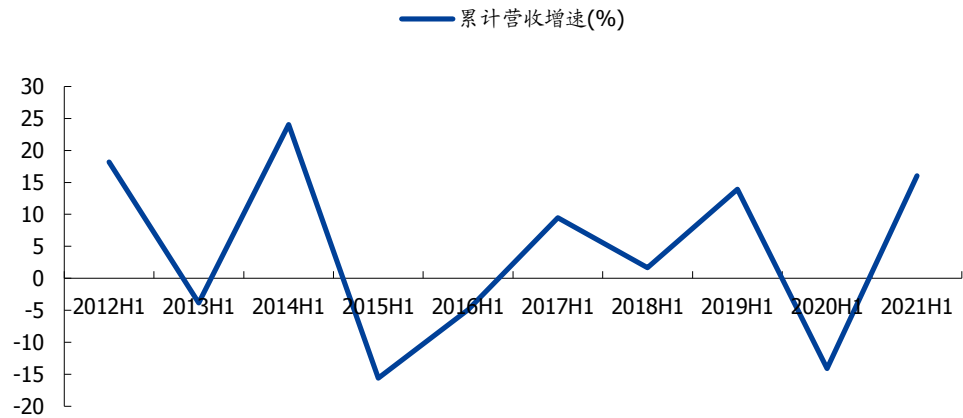
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 66: 国际工程板块单季业绩增速



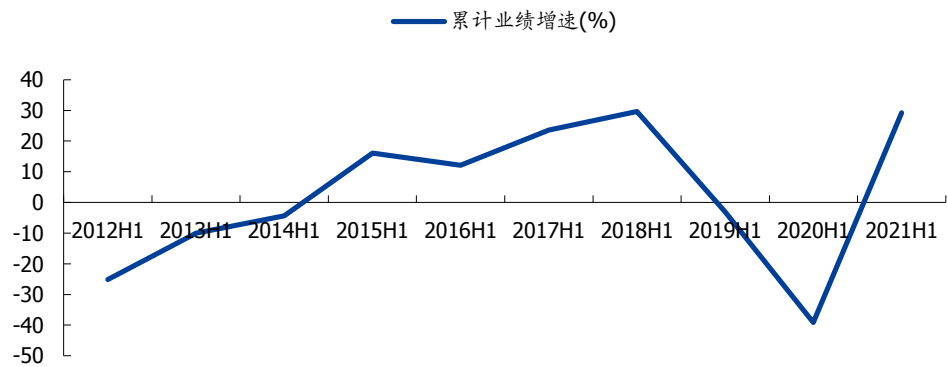
资料来源: Wind, 国盛证券研究所, \*13Q4 及 15Q4 单季增速极端值用 N/A 处理

图表 67: 国际工程历年上半年营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 68: 国际工程历年上半年业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021Q2 营收增速排名前三的分别为中工国际、中材国际、北方国际; 业绩增速排名前三的分别为中工国际、中钢国际、中材国际。其中: **1) 中材国际** 2021H1 实现营业收入 119 亿元, 同比增长 28%。分地域看, 境内实现收入 64 亿元, 同比大幅增长 77%, 是驱动收入增长的主要力量, 主要因境内疫情控制良好, 在手订单执行顺利; 境外实现收入 54 亿元, 同比下滑 3%, 主要因海外疫情反弹, 施工进度仍受限制。2021H1 公司实现归母净利润约 7 亿元, 同比增长 27%; 扣非归母净利润 6 亿元, 同比增长 34%, 经营持续修复, 业绩基本接近 2019 年同期水平。**2) 中钢国际** 2021H1 实现营收 65 亿元, 同增 8%; 实现归母净利润 4 亿元, 同增 67%, 业绩大幅上升主要因所持重庆钢铁股票上涨带来的投资收益较多。

图表 69: 国际工程板块单季收入和业绩增速表

公司名称	单季收入增速					单季业绩增速				
	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
中工国际	-19.72%	-15.65%	-12.61%	4.13%	24.87%	-75.27%	-83.05%	-171.36%	199.54%	55.55%
中钢国际	6.08%	6.92%	28.48%	35.85%	-6.38%	103.65%	77.25%	36.41%	1290.85%	15.76%
中材国际	-13.47%	14.70%	-8.65%	41.30%	19.16%	-25.46%	18.13%	-75.81%	80.79%	3.39%
北方国际	9.77%	5.56%	30.58%	10.29%	5.54%	-33.43%	81.48%	12.64%	24.02%	-3.94%
中成股份	24.56%	-68.47%	-40.82%	-8.01%	-75.97%	108.01%	-96.70%	-4843.82%	-63.29%	-3714.29%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率下降, 费用率同比有所提升, 现金流有明显改善。2021Q2 国际工程板块毛利率较 2020 年同期下降 1.6 个 pct, 主要因原材料上涨及国内业务占比提升; 期间费用率同比与环比分别变动+1.91/-0.66 个 pct, 费用率同比大幅提升主要系财务费用率增幅较为明显, 主要因外币汇率波动造成了一定的汇兑损失。Q2 净利率为 5.91%, 同比下降 0.30 个 pct。经营性现金流与营收的比同比提升个 6.69pct, 同比提升 2.46 个 pct, 环比大幅提升 48.13 个 pct, 现金流显著改善。收现比同比上升 4.47 个 pct。资产负债率同比小幅下降了 0.61 个 pct, 截至 2021Q2 末国际工程板块资产负债率为 63.09%。

图表 70: 国际工程板块财务数据分析表格 (单季值)

	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q2-20Q2	21Q2-21Q1
毛利率(%)	14.40	15.96	11.05	13.84	12.74	-1.66	-1.10
营业税金/收入比(%)	0.23	0.26	0.26	0.25	0.26	0.03	0.01
销售费用率(%)	2.29	2.17	0.93	2.21	1.77	-0.52	-0.44
管理费用率(%)	3.48	3.74	4.30	4.40	3.82	0.34	-0.58
财务费用率(%)	-0.86	2.45	1.37	0.03	1.52	2.39	1.50
研发费用率(%)	1.34	0.74	0.56	2.18	1.04	-0.29	-1.14
费用率合计(%)	6.24	9.11	7.16	8.82	8.15	1.91	-0.66
资产减值(含信用)损失/收入(%)	0.40	0.38	1.88	0.41	1.25	0.84	0.84
净利率(%)	6.21	5.85	0.64	4.79	5.91	-0.30	1.13
经营性现金流/收入(%)	4.23	2.50	22.45	-41.44	6.69	2.46	48.13
收现比(%)	77.92	97.60	85.70	84.19	82.39	4.47	-1.79
应收账款周转率	0.71	0.73	1.21	0.73	0.89	0.18	0.17
存货周转率(含合同资产)	0.38	0.32	0.48	0.25	0.33	-0.04	0.08
资产负债率(%)	63.70	63.20	63.81	62.92	63.09	-0.61	0.17

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**Q2 订单实现大幅回弹, 中材国际订单增速表现亮眼。**2021Q2 中工国际/北方国际/中钢国际/中材国际分别新签订单 92.4/0.2/51.0/114.0 亿元, 同比变动 +27%/-90%/+68%/+114%, 除北方国际外其余公司订单均实现正增长。其中中材国际 Q2 单季新签合同同比大幅增长 114%, 实现强劲反弹, 境内/外分别增长 74%/154%, 境内外业务均实现较好增长。



图表 71: 国际工程公司订单情况

公司	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
单季新签订单 (亿元)								
中工国际	35.4	33.8	12.5	72.8	22.1	67.5	33.8	92.4
北方国际	0.0	5.6	2.7	2.5	0.0	12.7	0.2	0.2
中钢国际	57.8	71.2	37.1	30.3	62.0	158.3	63.6	51.0
中材国际	73.0	87.6	64.8	53.3	127.6	96.2	68.6	114.0
同比增速								
中工国际	585%	-65%	-62%	-11%	-38%	99%	170%	27%
北方国际	-	41%	26%	10%	-	128%	-91%	-90%
中钢国际	9%	-30%	119%	-48%	7%	122%	71%	68%
中材国际	29%	-34%	-16%	-29%	75%	10%	6%	114%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4. 投资建议及重点标的评述

### 4.1. 投资建议

今年上半年在去年疫情低基数情况下各建筑企业普遍实现恢复性增长,但也存在疫情反复、钢铁等原材料价格上涨因素影响,制约部分企业短期盈利能力。三季度以来经济下行压力加大,基建稳增长重要性提升,随着730政治局会议突出内外压力,提出要合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度,推动今年底明年初形成实物工作量,并提出加快推进“十四五”规划重大工程项目建设,同时原材料价格波动也趋于平稳,预计下半年行业整体景气度环比上半年有所改善,重点推荐以下两个方向:

**1) 低估值建筑蓝筹: 新业务加速拓展,稳增长预期提升,有望共同促低估值建筑蓝筹估值修复,**重点推荐与关注专业工程央企**中国化学**(PB1.92X,化工新材料实业潜力大)、**中国电建**(PB1.11X,新能源电力运营潜力大,受益抽水蓄能发展)、**中国中冶**(PB1.27X,海外镍钴等矿产资源丰富)、**中材国际**(22PE12X,水泥行业碳中和龙头);低估值基建央企**中国建筑**(PB0.69X)、**中国交建**(PB0.64X)、**中国中铁**(铜钴矿价值待重估,PB0.70X)、**中国铁建**(PB0.59X);地方基建龙头**四川路桥**(PE8X)、**山东路桥**(PE6X);低估值基建设计龙头**苏交科**(PE14X,经营稳步恢复,综合检测业务价值待重估)、**华设集团**(PE7X)。

**2) 建筑转型升级成长民企: 我们持续看好建筑行业工业化、信息化、智能化转型升级大趋势,部分优质民营企业有望脱颖而出,**重点推荐:户侧储能+分布式光伏建设运维龙头**苏文电能**(22PE21X);受益于房企质量管控需求提升的国内第三方工程检测开拓者**深圳瑞捷**(22PE19X);装配式建筑领域重点推荐装配式钢结构制造加工龙头**鸿路钢构**(22PE19X)、装配式钢结构工程龙头**精工钢构**(22PE9X)。

图表 72: 建筑行业重点公司估值表

股票简称	股价	EPS				PE				PB
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
中国建筑	5.07	1.07	1.18	1.30	1.41	4.7	4.3	3.9	3.6	0.69
中国中铁	6.10	1.03	1.16	1.27	1.38	6.0	5.3	4.8	4.4	0.70
中国铁建	8.38	1.65	1.88	2.10	2.29	5.1	4.5	4.0	3.7	0.59
中国交建	8.66	1.00	1.24	1.41	1.62	8.6	7.0	6.1	5.4	0.64
中国化学	13.87	0.74	0.97	1.40	1.68	18.7	14.3	9.9	8.3	1.92
葛洲坝	9.93	0.93	1.29	1.49	1.66	10.7	7.7	6.7	6.0	1.33
中国中冶	4.94	0.38	0.45	0.51	0.59	13.0	11.1	9.6	8.4	1.27
中国电建	6.92	0.52	0.57	0.65	0.76	13.3	12.1	10.6	9.1	1.11
中国建筑国际	6.44	1.19	1.39	1.57	1.76	5.4	4.6	4.1	3.7	0.69
上海建工	2.86	0.38	0.43	0.48	0.54	7.6	6.7	5.9	5.3	0.91
四川路桥	7.98	0.63	0.96	1.22	1.44	12.6	8.3	6.5	5.5	1.58
苏交科	7.25	0.40	0.52	0.63	0.76	18.1	13.9	11.5	9.6	1.38
华设集团	8.23	0.87	1.22	1.40	1.61	9.4	6.8	5.9	5.1	1.57
华阳国际	16.61	0.88	1.12	1.42	1.79	18.8	14.8	11.7	9.3	2.56
鸿路钢构	53.23	1.52	2.17	2.80	3.53	35.0	24.5	19.0	15.1	4.60
精工钢构	4.43	0.32	0.41	0.51	0.63	13.8	10.9	8.7	7.0	1.21
富煌钢构	8.52	0.31	0.40	0.52	0.63	27.9	21.3	16.4	13.5	1.26
远大住工	10.21	0.44	1.09	1.45	1.86	23.0	9.4	7.1	5.5	1.10
金螳螂	7.15	0.89	1.03	1.18	1.36	8.0	7.0	6.0	5.2	1.11
亚厦股份	7.50	0.24	0.38	0.48	0.61	31.7	19.8	15.5	12.4	1.20
深圳瑞捷	64.33	1.79	2.51	3.47	4.73	35.9	25.6	18.5	13.6	3.31
品茗股份	61.34	1.80	2.47	3.36	4.55	34.2	24.8	18.2	13.5	3.78
龙元建设	6.16	0.53	0.56	0.62	0.72	11.6	11.0	9.9	8.6	0.80
东珠生态	10.55	0.85	1.05	1.27	1.48	12.4	10.0	8.3	7.1	1.38
绿茵生态	10.67	0.90	1.10	1.39	1.76	11.8	9.7	7.7	6.1	1.65
共创草坪	34.57	1.02	1.32	1.69	2.15	33.8	26.2	20.4	16.1	7.57
苏文电能	71.70	1.69	2.41	3.40	4.76	42.4	29.8	21.1	15.1	7.94
智洋创新	23.29	0.60	0.85	1.19	1.64	38.7	27.4	19.6	14.2	4.66
华铁应急	8.56	0.36	0.51	0.72	1.00	23.9	16.9	12.0	8.5	2.29
中材国际	13.20	0.65	1.00	1.11	1.22	20.2	13.1	11.9	10.8	2.08
中工国际	7.16	-0.07	0.29	0.53	0.92	-105.7	24.4	13.5	7.8	0.83
北方国际	8.29	0.97	1.14	1.38	1.59	8.5	7.3	6.0	5.2	1.11
中钢国际	11.14	0.48	0.61	0.73	0.87	23.3	18.4	15.3	12.8	2.40

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2021 年 9 月 3 日收盘价, 中国交建、葛洲坝、中国中冶、中国电建、上海建工、富煌钢构、东珠生态、绿茵生态、中工国际、北方国际、中钢国际 EPS 数据使用 Wind 一致预期数据

## 4.2. 重点标的评述

### 中国化学：布局化工新材料，“技术+实业”二次曲线加速重估

公司研发实力强大，在基础化工、石油化工、煤化工、化工新材料、新能源等多个领域掌握核心技术，特别在新材料/新能源领域，拥有己内酰胺、己二腈、TDI、多晶硅、有机硅等核心技术，达到国际先进水平，为化工新材料实业发展奠定了坚实基础：

**1) 已投建化工实业项目情况**，公司在建己二腈项目有望打破海外公司垄断，加速我国尼龙66产业发展，一期预计于2021年底投产，我们测算项目盈亏平衡点的己二胺售价约1.9万元/吨（当前价格5.3万元/吨），当己二胺价格分别为2万、3万、4万元/吨时，项目税后利润分别为1.5/16.8/32.1亿元，盈利弹性较大。公司已投产己内酰胺项目，运行良好，在建己二腈、硅基气凝胶、PBAT三个实业项目，待一期投产后，我们测算公司21-23年，化工实业项目可实现收入46/121/155亿元，实现归母净利润为2.8/16.8/22.8亿元。公司化工新材料在2022年有望实现质的突破，推动业绩快速增长，开启“技术+实业”第二成长曲线。

**2) 化工实业项目储备情况**，POE、尼龙12、炭黑循环利用、环保催化剂等一批小试项目取得预期成果；城市垃圾气化、PBS关键单体丁二酸、固废高温气化、MCH储氢运氢等中试项目稳步推进，后续有望逐步产业化落地，加速公司“技术+实业”战略转型。

**投资建议：**预计公司2021-2023年实现归母净利润48/69/83亿元，同比增长30%/44%/20%，EPS分别为0.97/1.40/1.68元，当前股价对应PE分别为15/10/8倍。公司化工新材料实业转型潜力大，维持“买入”评级。

**风险提示：**油价大幅下跌风险，疫情反复风险，海外项目执行风险，实业项目投产业绩不达预期，毛利率下降风险。

### 中材国际：上半年经营持续修复，绿色智能化业务加速推进

**经营持续修复，国内收入快速增长，海外订单大幅反弹。**公司2021年上半年实现营业收入118.97亿元，同比增长28.30%；归母净利润约7.01亿元，同比增长26.76%；扣非归母净利润6.47亿元，同比增长34.37%。公司经营持续修复，业绩基本接近2019年同期水平。分地域看，境内实现收入64.28亿元，同比大幅增长76.64%，是驱动收入增长的主要力量，主要因境内疫情控制良好，在手订单执行顺利；境外实现收入53.94亿元，同比下滑3.23%，主要因海外疫情反弹，施工进度仍受限制。公司公告今年1-6月新签合同额182.6亿元，同比增长55%；境内/外分别同比增长21%/99%，显示海外经营已在逐步好转，客户投资需求明显改善。

**绿色智能化升级业务加速推进，科技赋能成效显著。**公司公告上半年山亚南方、建德南方、玉山南方等智能化项目实现数字设计、数字采购、数字物流、智慧建造等全业务链数字化；以上饶中材为试点打造全流程智能制造工厂，人均产能提高2倍以上。针对水泥行业“碳中和”，公司公告已制定碳减排技术路线图，提出碳减排多途径技术方案，所属天津水泥工业设计研究院发布碳排放数字化评估监控平台，实现对工厂全生命周期碳排放量的精细化计算和实时动态监控，并在槐坎南方、崇左骨料等项目试点应用。7月全国碳排放权交易市场正式上线，预计水泥行业后续将纳入，有望带来绿色智能改造需求快速提升。公司作为全球水泥工业绿色化、智能化、高端化升级改造龙头，有望持续受益水泥行业“碳中和”与提质增效大趋势。

**属地化与多元化业务持续突破，节能环保业务多点开花。**公司公告上半年签署多元化工程合同38.52亿元，同比增长3.3倍；越南电池隔膜、尼日利亚硅酸钙板等项目陆续投

产，并与中材科技、中材水泥、北新集团、地勘中心等集团内企业签署战略合作协议，海外属地化经营持续突破。此外，环保业务方面，公司在水泥窑协同处置工程及运营、生态环境工程、工业节能等业务领域新签合同额 5.65 亿元；实现营业收入 10 亿元，同比增长 31.91%；毛利 1.8 亿元，同比增长 42.08%，环保业务多领域开花，贡献新的增长点。

**投资建议：**我们预计公司 21-23 年归母净利润分别为 17.5/19.2/21.2 亿元（暂不考虑资产注入影响），同比增长 54%/10%/10%，EPS 分别为 1.0/1.1/1.2 元，当前股价对应 PE 分别为 13/12/11 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**碳中和相关政策变化风险、绿色智能改造不达预期、疫情反复。

### 中国建筑：Q2 业绩处预告中值，稳增长预期提升有望促估值修复

业绩处于预告中位数，Q2 实现稳健增长。2021 年上半年公司实现营业收入 9367 亿元，同比增长 28.6%（较 19H1 复合增速 16.9%）；实现归母净利润 256 亿元，同比增长 29.2%（较 19H1 复合增速 12.4%），扣非归母净利润增长 32%（较 19H1 复合增速 13.2%）。业绩处于前期预告区间中位数。分季度看，Q1/Q2 分别实现营收 4047/5320 亿元，同增 53.4%/14.6%（较 19 年复合增速分别为 16.6%/17.1%）；分别实现归母净利润 110/146 亿元，同增 45.5%/19.2%（较 19 年复合增速分别为 11.5%/13.0%）。二季度业绩放缓主要因基数抬升，从两年复合增速来看实现稳健增长。

**房建规模、效益双提升，基建及地产收入快速增长。**21 年上半年房建业务实现营业收入 5961 亿元，同比增长 24.6%；实现毛利 398 亿元，同比增长 29.0%，毛利率提升 0.3 个 pct。房建业务规模与效益双升，并加快数字化转型，积极推进绿色建造、智慧建造和建筑工业化发展。基建业务实现营业收入 1936 亿元，同比增长 33.9%；实现毛利 177 亿元，同比增长 23.6%，收入保持较快增长，毛利率略降。地产业务实现营业收入 1465 亿元，同比增长 33.4%；实现毛利 367 亿元，同比增长 15.2%。公司地产业务坚持稳健审慎的发展策略，旗下中海地产各项财务指标均处于行业最健康区间。公司期末拥有土地储备约 11462 万平方米，较为充裕；地产存货主要集中在一线和省会城市，风险可控。

**估值处历史最低区间，地产及基建预期改善有望促估值修复。**当前公司 PE (ttm) /PB (Lf) 分别为 4.1/0.71 倍（历史最低分别为 3.84/0.66 倍）。2020 年现金分红 90 亿元对应股息率 4.5%，具备一定安全边际。近期多地集中供地暂缓，土拍政策或有调整，控制过高溢价率；部分房企信用风险悲观预期或已逐步触底；保利地产公告实控人及高管拟增持，地产行业悲观预期逐步得到修复。基建方面，7 月投资、消费、生产等经济数据不及预期，经济下行压力加大，结合近期政治局经济会议内容，下半年基建稳增长预期提升，专项债发行有望加快，政策边际宽松可期。公司作为地产及基建龙头企业，综合竞争实力突出，市占率有望持续提高，基本面保持稳健，在地产与基建行业预期改善的情况下有望迎来估值修复。

**投资建议：**预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 495/541/587 亿元，同比增长 10%/9%/9%，对应 EPS 分别为 1.18/1.29/1.40 元，当前股价对应 PE 分别为 4.3/3.9/3.6 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**部分房地产企业信用风险冲击、房地产调控风险、项目执行进度不达预期风险、监管政策变化风险。

### 中国中铁：上半年业绩稳健增长，资源板块价值待重估

上半年业绩稳健增长，减值增加影响利润。2021 年上半年公司实现营业总收入 4982 亿元，同比增长 19.68%（较 19H1 复合增速 17.3%）；实现归母净利润 131 亿元，同比增长 11.96%（较 19H1 复合增速 11.6%）。业绩增速低于收入主要因：1）资产减值计提

增加。2) 毛利率略有降低。分季度看, Q1/Q2 分别实现营收 2370/2612 亿元, 同增 50.9%/0.7% (较 19 年复合增速分别为 22.0%/13.8%); 分别实现归母净利润 65/66 亿元, 同增 81%/-19% (较 19 年复合增速分别为 13.5%/0%)。二季度收入大幅放缓主要因去年同期基数较高, 业绩下滑主要因毛利率下降及减值计提增加。

**Q2 新签订单快速增长, 在手订单储备充裕。**公司公告上半年新签订单 10337 亿元, 同比增长 18.8%, Q2 单季新签订单增长 32.2%, 较 Q1 显著加速。具体看, 上半年新签铁路/公路/市政/房建/轨交分别为 1197/1136/2104/3399/865 亿元, 分别同比变化 -2.9%/-1.9%/+21.8%/+55.2%/+7.7%, 市政及房建类订单是主要增长动力。非承包类业务中勘察设计/工业设备/房地产开发/其他分别新签 96/282/313/545 亿元, YoY-16.6%/+45.7%/+77%/-13.6%。截止至上半年末, 公司在手订单 41660 亿元, 较 2020 年末增加 11.8%, 是 2020 年收入的 4.3 倍。

**资源业务利润大幅增长, 板块价值待重估。**根据公告, 上半年公司资源板块部分主要金属产量为: 铜金属 11 万吨, 同比减少 2.13%; 钴金属 1400 吨, 同比增长 5.67%; 钼金属 7796 吨, 同比增长 99.88%等。由于大宗价格上涨, 上半年中铁资源实现净利润 14.73 亿元, 同比大幅增长 110%。如果按照中铁资源上半年盈利情况估算, 2021 年全年公司资源板块净利润有望达到约 30 亿元, 同比增长 32%, 贡献利润占比将超 10%。当前可比公司紫金矿业 21 年一致预期对应 PE21 倍, 如按此估值, 公司资源板块市值可达 630 亿元, 占当前总市值的 46%。

**投资建议:** 我们预计 21-23 年公司归母净利润分别为 285/312/340 亿元, 分别增长 13%/10%/9%, EPS 分别为 1.16/1.27/1.38 元, 当前股价对应 PE 分别为 5.3/4.8/4.4 倍, 目前 PB 为 0.70 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 稳增长力度不达预期、矿产资源业务利润不达预期、疫情反复风险、地产减值计提增加、项目进度不达预期。

### 苏文电能: 盈利延续高增趋势, 股权激励强化成长动力

**上半年业绩大增 60%, 市占率持续较快提升。**公司 2021H1 实现营收 7.3 亿元, 同增 38%; 实现归母净利润约 1.3 亿元, 同增 60%, 扣非后归母净利润同增 46%。上半年公司市外及省外业务快速拓展, 运维业务持续放量, 促营收业绩快速增长。分季度看, Q1/Q2 分别实现营收 3.3/3.9 亿元, 同增 86%/14%; 分别实现归母净利润 0.6/0.7 亿元, 同增 130%/27%。分板块看, 2021H1 电力工程建设/电力设备供应业务分别实现营收 5.4/1.0 亿元, 同增 43%/47%, 各项业务推进持续顺利。随着国家电网“两个 50%”战略持续推进, 以及碳中和背景下光伏+储能打开配网建设与运营新空间, 公司下半年有望延续较快增长。

**拟实施上市后首次股权激励计划, 绑定核心骨干、强化中长期成长动力。**公司发布 2021 年限制性股票激励计划(草案), 拟授予包括董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术(业务)骨干在内的 191 名公司员工(约占公司总人数的 31%), 授予数量 300 万股, 占公司总股本的 2.14%, 授予价格为 29.44 元/股。业绩考核目标为以 2020 年营收为基数, 2021-2023 年每年营收复合增速均不低于 25%。当前公司处于业务扩张阶段, 选取营业收入作为股权激励的考核指标更能反映公司成长性, 且本次股权激励范围较广, 有望绑定股东、公司和核心团队利益, 充分调动员工积极性, 促公司持续快速成长。

**投资建议:** 我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.4/4.8/6.7 亿元, 同比增长 42%/41%/40%, EPS 分别为 2.41/3.40/4.76 元, 2020-2023 年 CAGR 为 41%, 当前股价对应 PE 为 30/21/15 倍, 公司作为电能 EPCO 民营龙头, 有望持续受益配售电民营化大趋势, 展现优异成长性, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 电力行业竞争加剧风险, 行业政策落地不及预期风险, 核心人才流失风险,

区域市场开拓风险，新业务开拓风险等。

### 深圳瑞捷：盈利延续较快增长，新业务拓展成果显著

上半年业绩较快增长 68%，持续受益第三方评估市场扩容。公司 2021H1 实现营收 3.2 亿元，同增 62%，持续受益第三方评估行业高景气；实现归母净利润约 0.5 亿元，同增 68%；扣非后归母净利润同增 87%，扣非业绩增速较快主要系去年有较多疫情期间的社保减免。分季度看，Q1/Q2 分别实现营收 1.0/2.2 亿元，同增 140%/42%；分别实现归母净利润-241/5225 万元，同比大幅减亏/+33%，Q2 深圳疫情出现反复情况下，公司仍保持较快增长，彰显一定经营韧性。分业务板块看，2021H1 公司工程评估服务/驻场管理服务/管理咨询服务分别实现营收 2.6/0.6/0.08 亿元，同增 66%/39%/262%，各项业务均较快增长。当前“竞品质”逐渐成为房企土拍新焦点，有望改变房企“重周转、轻质量”现状，促使地产链第三方工程评估需求加速释放，驱动公司持续快速成长。

品牌、客户、信息化优势突出，区域布局与新业务拓展成果显著。截至目前，公司在前 10/20/100 强房企中合作客户 9/19/73 家，并服务 80 多家公共建筑领域单位客户，品牌实力雄厚，优质客户资源丰富。公司上半年成立了数据中心，完成企业标准字典和统一存储数据库，不断构筑数字壁垒，为内部“提质增效”的同时也可形成数据产品赋能行业，实现公司数字资产变现。区域运营方面，上半年公司设立武汉瑞云捷工程技术有限公司及上海办事处，华中区域客户拜访与交流频次明显上升，持续优化区域业务布局。新业务方面，今年上半年公司在智慧工地线上评估、工程管理咨询业务、消防咨询业务、存量房市场及博望平台线上培训业务方面已取得初步成果，同时还顺应建筑转型升级趋势，建立市内环境质量检测实验室，积极开拓绿色建筑市场，持续丰富产品库，未来增长动力充足。

投资建议：我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.7/2.3/3.2 亿元，同比增长 40%/38%/36%，EPS 分别为 2.51/3.47/4.73 元，2020-2023 年 CAGR 为 38%，当前股价对应 PE 为 26/19/14 倍，在“竞品质”趋势下，公司作为国内第三方工程评估开拓者有望展现优异成长性，维持“买入”评级。

风险提示：第三方工程评估行业发展不及预期风险，应收账款风险，市场竞争加剧风险等。

### 鸿路钢构：Q2 业绩接近预告上限，产能持续释放核心优势巩固

业绩接近预告上限，吨净利大幅提升。公司公告 2021 年上半年实现营业收入 81.65 亿元，同比增长 62.96%（较 19H1 复合增速 30.7%）；归母净利润 5.01 亿元，同比增长 164.98%（较 19H1 复合增速 71.9%）；扣非归母净利润 3.96 亿元，同比增长 160.87%（较 19H1 复合增速 83.5%）。业绩增速接近前期预告上限，表现优异。Q2 单季实现营业收入 48.77 亿元，同比增长 34.24%（两年复合增速 35.8%），实现归母净利润 3.19 亿元，同比增长 116.09%（两年复合增速 77.1%）。上半年业绩持续快速增长主要因：1）公司产能顺利扩张与释放，上半年实现产量 154.8 万吨，同比增长 62.49%（两年复合增速 37.4%），Q2 单季产量 86 万吨。2）去年 Q2 因疫情计提减值造成基数相对较低。吨净利润方面，以产量计算扣非后的吨净利约 256 元，相比 2020H1/2019H1 的吨净利 159/144 元均大幅提升。

多方面继续巩固核心优势，行业影响力不断提升。根据半年报披露，在生产能力方面，公司加大智能制造技术投入，研发或引进了包括全自动钢板剪切配送生产线、数控下料、数控钻孔、焊接及喷涂机器人等先进设备，大幅提升劳动效率，并且通过完善半成品制造能力，减少外协或外购半成品，建立成本竞争优势，不断实现更细分的部品部件的专业化提升生产效率。在采购能力方面，公司通过科学化预测、信息化管理、规模化采购平稳度过上半年钢价快速上涨阶段。在管理能力方面，形成了一套独特的可复制易运行的钢结构生产管理体系，突破了管理半径的限制，具备了多基地大生产的管控能力。公司核心优势不断巩固，行业及品牌影响力快速提升，对上下游客户的议价能力逐步提高，

上下游客户对公司的依存度逐步增强，公司主要产品列入越来越多业主方及总包企业的指定产品名录。

**钢价趋稳有望促需求改善，产能持续加速释放。**随着钢材价格逐步平稳，以及专项债发行加快，政府公共类钢结构装配式构件需求下半年有望迎边际改善，行业景气度趋于回升。当前公司持续扩张钢结构制造加工产能，计划至 2022 年总产能提升至 500 万吨，依托优异的管理实力，快速执行订单响应客户需求，在产量快速增长的情况下降低边际成本、提升吨净利，进一步强化规模优势，实现正向闭环。我们预计公司下半年产量有望保持较快增长，结合上半年产量数据，我们预计公司全年有望实现产能 330-340 万吨。

**投资建议：**我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 11.4/14.7/18.5 亿元，同增 42%/29%/26%（2020-2023 年 CAGR 为 32%），EPS 分别为 2.17/2.80/3.53 元，当前股价对应 PE 为 25/19/15 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**产能建设及产能利用率不及预期风险，钢材价格波动风险，竞争加剧风险等。

### **精工钢构：盈利显著加速，大幅扩产强化龙头优势**

**订单转化持续顺利，Q2 营收业绩明显加速。**公司 2021H1 实现营收 64.4 亿元，同增 37%；实现归母净利润 3.3 亿元，同增 23%，实现扣非后归母净利润同增 33%，略超市场预期。上半年公司保持快速扩张态势，前期订单向收入与利润转化持续顺利，扣非业绩增速较高主要系去年同期政府补助较多。分季度看，Q1/Q2 分别实现营收 27.6/37.8 亿元，同增 17%/56%；分别实现归母净利润 1.3/2.0 亿元，同增 4%/39%，Q2 在钢价大幅波动背景下，公司依然实现营收与业绩明显加速，彰显钢构龙头经营韧性。分业务板块看，2021H1 钢结构/集成及 EPC/其他（预计主要为技术授权业务）分别实现营收 45.0/18.0/0.5 亿元，集成及 EPC 业务占比约 28%，持续提升（2020 年约 21%）。2021H1 公司承接订单 94.4 亿元，与去年同期基本持平，当前公司在手订单已较为充裕，未来随着公司订单持续转化，EPC 及装配式业务不断放量，公司盈利增长动力充足。

**拟大幅扩产钢构产能夯实主业，数字化转型加速赋能成长。**随着公司业务规模持续扩张，公司陆续开工建设六安精工智造产业园、绍兴装配式钢结构融合示范基地、宿迁生产基地，达产后将分别增加公司钢结构产能 20 万吨/40 万平米/15 万吨。去年公司钢结构总产量约 77 万吨，新产能建成后有望进一步增强公司钢结构生产规模优势，强化 EPC 订单承接和执行能力。同时，公司还积极推动数字化转型，子公司比姆泰克的产品体系目前已在公司 600 多个项目中得到应用，同时对外承接了“鄂州民用机场屋面金属板系统 BIM 设计项目”等市场化业务合同，数字化业务对内持续提质增效，对外有望打造公司全新增长点。

**投资建议：**我们预测 2021-2023 年公司归母净利为 6.9/8.7/10.9 亿元，EPS 为 0.34/0.43/0.54 元（2020-2023 年 CAGR 为 19%），当前股价对应 PE 分别为 11/9/7 倍，公司作为装配式钢构龙头有望持续受益建筑工业化、绿色化浪潮，中长期成长性优异，当前估值具备较强吸引力，维持“买入”评级。

**风险提示：**钢材价格波动风险、EPC 及装配式业务拓展不及预期风险、BIM 技术应用不及预期风险等。

## 5. 风险提示

疫情反复风险，政策变动风险，应收账款风险，新业务开拓风险等。

### 疫情反复风险

当前国内疫情基本处于受控状态，但近期国内部分省市仍存在疫情反复情况，若后续再度爆发，则对建筑企业经营情况将产生不利影响。

### 政策变动风险

建筑板块估值与盈利预期都受到政策预期影响，而投资相关的政策具有不确定性。

### 应收账款风险

建筑公司资产端具有较多应收帐款，如若不能如期收回，可能对建筑公司盈利造成不利影响。

### 新业务开拓风险

新能源、储能、运维等新领域为建筑行业带来全新市场机遇，建筑企业在积极开拓相关业务的同时也面临管理和市场竞争风险，若新业务开展不及预期，则可能对业绩产生不利影响。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com