

建筑装饰

证券研究报告
2021年09月07日

基本面加速好转，ROE 步入上行通道

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

21H1 基本面加速好转，净利率及周转率共同推动 ROE 提升

21H1 CS 建筑板块营收同比+32.38%，增速较 20H1 上升 26.2pct，归母净利润同比+35.51%，增速较 20H1 提升 42.2pct，基本面呈现加速好转态势。21H1 板块年化 ROE（摊薄）4.84%，同比提升 0.69pct，主要得益于净利率（同比+0.03pct）及总资产周转率（同比+0.04 次）的双重推动。21Q2 营收/归母净利润增速 17.62%/15.89%，均处于历史同期较高水平，相较于 19Q2 营收/归母净利润同比 38.46%/25.97%，低估值板块中建筑央企、地方国企以及装配式龙头均体现了较好的收入和利润弹性，我们预计板块内公司基本面有望延续回暖趋势。

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

王雯 联系人
wangwena@tfzq.com

朱晓辰 联系人
zhuxiaochen@tfzq.com

21H1 费用控制能力增加，全年现金流仍有望好转

21H1 板块毛利率同比降 0.51pct，净利率同比升 0.03pct，21H1 板块销售/管理/研发/财务费用率同比 -0.02/-0.23/-0.11/-0.21pct，资产（含信用）减值损失占收入比重下降 0.09pct，板块费用控制能力增强且对利润的侵蚀影响减弱。21H1 建筑板块经营活动现金净流出同比多流出 456 亿元，而 21H1 CFO 净流出增速（16.27%）低于收入增速（32.38%），表明收入的大幅增长并未以大幅牺牲现金流为代价，考虑到工程业务的商业模式往往为前三季度净支出，第四季度净回流，预计全年现金流有望表现较好。21H1 板块负债率同比降 0.81pct，央企降杠杆/民企加杠杆的趋势延续。

行业走势图



资料来源：贝格数据

子板块之间持续分化，大基建、地方国企、装配式龙头强者恒强

21H1 建筑子板块中除园林工程外归母净利润同比均正增长，子板块费用控制能力以及营运能力均有改善，基本面加速回暖，体现的趋势包括央企龙头市占率加速提升、地方基建央企提质增效显著以及装配式板块基本面保持强劲，具体来看：1）基建央企收入和利润同比 21H1 均实现大幅增长，相较 19H1 建筑央企也基本实现较高增长，央企龙头市占率进一步提升；2）地方国企基本面向上弹性显著，体现区域基建高景气和改革提效的作用，21H1 山东路桥收入/归母净利增速同比增长 90.1%/68.9%；3）装配式板块基本面继续保持强劲，鸿路钢构、华阳国际等龙头公司业绩持续超预期。

相关报告

- 《建筑装饰-行业研究周报:如何看待建筑板块估值修复的持续性? 建议加大央企蓝筹布局》2021-09-05
- 《建筑装饰-行业研究周报:建筑板块估值修复情况如何? 继续推荐地方国企&基建央企》2021-08-29
- 《建筑装饰-行业研究周报:抽水蓄能怎么看? 关注中国电建、中国能建、粤水电》2021-08-22

投资建议

当前市场环境下，财务报表及订单两维度验证低估值板块兼具向上的基本面，而装配式建筑优秀的成长性进一步得到数据验证，BIPV 短期有望对部分相关个股形成强催化，继续推荐基建（地方国企、央企蓝筹）/房建价值品种，中长期角度继续推荐高景气装配式建筑产业链（钢结构、设计、构件等），关注 BIPV 及储能、建筑减隔震等绿色建筑产业链。

风险提示：疫情持续时间超预期；基建投资增速回暖不及预期；建筑企业净利率提升不及预期。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2021-09-03	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000498.SZ	山东路桥	6.88	买入	0.86	1.29	1.64	2.08	8.00	5.33	4.20	3.31
601800.SH	中国交建	8.66	买入	1.00	1.19	1.35	1.50	8.66	7.28	6.41	5.77
601669.SH	中国电建	6.92	买入	0.52	0.59	0.69	0.78	13.31	11.73	10.03	8.87
601117.SH	中国化学	13.87	买入	0.74	0.88	1.06	1.25	18.74	15.76	13.08	11.10
601618.SH	中国中冶	4.94	买入	0.38	0.44	0.51	0.57	13.00	11.23	9.69	8.67
601390.SH	中国中铁	6.10	买入	1.03	1.14	1.28	1.44	5.92	5.35	4.77	4.24
601186.SH	中国铁建	8.38	买入	1.65	1.93	2.24	2.58	5.08	4.34	3.74	3.25
601668.SH	中国建筑	5.07	买入	1.07	1.24	1.41	1.60	4.74	4.09	3.60	3.17
300982.SZ	苏文电能	71.70	买入	1.69	2.36	3.09	4.02	42.43	30.38	23.20	17.84
603098.SH	森特股份	45.73	增持	0.34	0.52	0.76	1.16	134.50	87.94	60.17	39.42
002541.SZ	鸿路钢构	53.23	买入	1.52	2.21	2.85	3.56	35.02	24.09	18.68	14.95
002135.SZ	东南网架	13.07	买入	0.26	0.60	0.75	0.92	50.27	21.78	17.43	14.21
002949.SZ	华阳国际	16.61	买入	0.88	1.18	1.59	2.06	18.88	14.08	10.45	8.06
002081.SZ	金螳螂	7.15	买入	0.88	1.03	1.18	1.36	8.13	6.94	6.06	5.26

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 行业概述：业绩提升显著，ROE 步入上行通道	5
1.1. 21H1 收入和利润均大幅提升，Q2 单季度增速维持历史较高水平	5
1.2. 净利率及周转率双升共致 ROE 改善	6
1.3. 费用控制能力增强，减值损失有所下降	8
2. 细分板块：化工工程景气度高，板块持续分化	10
2.1. 业绩增长：化工工程/中小建企/设计咨询归母净利润增速超 50%	10
2.2. 盈利能力：化工工程/国际工程净利率明显改善	10
2.3. 管理能力：子板块费用控制能力增强，园林财务费用率仍高	11
2.4. 债务结构：中长期带息债务占比提升仍是负债结构优化的关键	15
3. 21Q2 单季度收入和业绩维持历史较高水平	16
4. 投资建议	18
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：2017H1-2021H1 建筑行业整体营收及同比增长率	5
图 2：2017H1-2021H1 建筑行业整体归母净利润及同比增长率	5
图 3：2017H1-2021H1 CS 建筑扣除中建、中铁、铁建及中交后的收入、业绩同比增速	5
图 4：2016Q1-2021Q2 建筑行业单季度收入同比增速	6
图 5：2016Q1-2021Q2 建筑行业单季度业绩同比增速	6
图 6：2017H1-2021H1 建筑行业摊薄 ROE 走势	6
图 7：2017H1-2021H1 建筑行业毛利率和净利率	6
图 8：2017H1-2021H1 建筑行业三项营运指标	7
图 9：2017H1-2021H1 建筑板块四项财务数据的同比增速	7
图 10：2017H1-2021H1 建筑行业资产负债率	8
图 11：2017H1-2021H1 大基建板块与其余板块整体资产负债率	8
图 12：2017H1-2021H1 建筑行业三项费用率变化（管理费用率加回研发费用）	8
图 13：2017H1-2021H1 建筑行业资产减值损失占收入比重	9
图 14：2017H1-2021H1 建筑行业现金流量净额变动趋势	9
图 15：2017H1-2021H1 建筑行业收现比与付现比	10
图 16：21H1 建筑行业各子板块营收及归母净利增速	10
图 17：21H1 建筑子板块营收/业绩增速与 19H1 的差	10
图 18：2020H1、2021H1 建筑行业各子板块毛利率	11
图 19：2020H1、2021H1 建筑行业各子板块净利率	11
图 20：21H1 相对 20H1 建筑子板块净利率变化量与毛利率变化量的差（PCT）	11
图 21：2020H1、2021H1 建筑行业各子板块期间费用率	12
图 22：2020H1、2021H1 建筑行业资产减值损失占收入比重	12
图 23：2020H1、2021H1 建筑行业各子板块管理费用率	12
图 24：2020H1、2021H1 建筑行业各子板块销售费用率	12

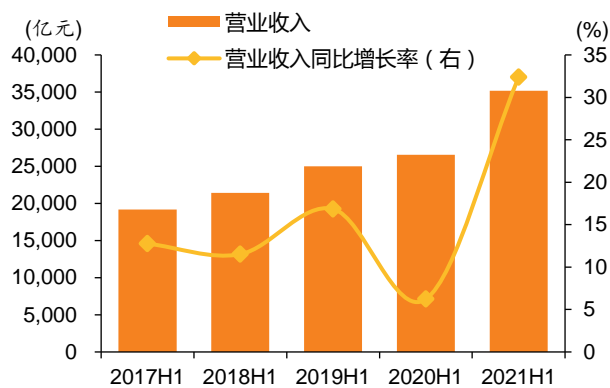
图 25: 2020H1、2021H1 建筑行业各子板块财务费用率	13
图 26: 2020H1、2021H1 建筑子板块应收账款及应收票据周转率	13
图 27: 2020H1、2021H1 建筑行业各子板块总资产周转率	13
图 28: 2020H1、2021H1 建筑行业各子板块资产负债率	14
图 29: 2020H1、2021H1 建筑行业各子板块流动比率	14
图 30: 2020H1、2021H1 建筑行业各子板块经营净现金/营业收入	14
图 31: 2020H1、2021H1 建筑行业各子板块投资净现金/营业收入	14
图 32: 主要 PPP 子板块 (CFO 净额-投资支付现金) 在收入中的比重	15
图 33: 2017H1-2021H1 各子板块带息债务占负债总和的比例	15
图 34: 四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化	16
图 35: 另外四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化	16
图 36: 建筑单季度营收及同比增速	16
图 37: 建筑子板块单季度营收同比增速 (1)	17
图 38: 建筑子板块单季度营收同比增速 (2)	17
图 39: 建筑单季度业绩及同比增速	17
图 40: 建筑板块不同情形下业绩同比增速	17
图 41: 建筑子板块单季度业绩同比增速 (1)	17
图 42: 建筑子板块单季度业绩同比增速 (2)	17
表 1: 2021H1 建筑板块关键财务数据同比增速情况	7
表 2: 大基建板块收入和利润同比 20H1/19H1 的增速	18

1. 行业概述：业绩提升显著，ROE 步入上行通道

1.1. 21H1 收入和利润均大幅提升，Q2 单季度增速维持历史较高水平

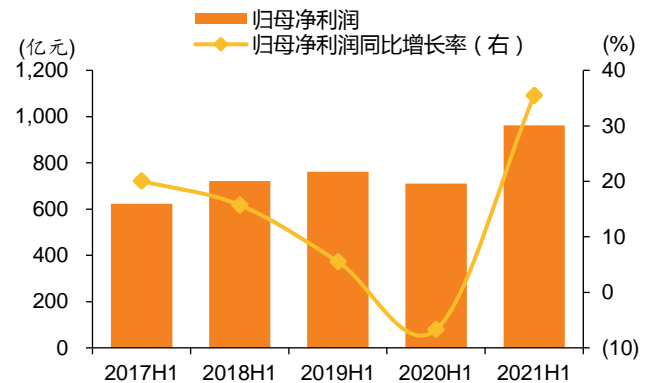
营收及归母净利润增均呈现加速提升的态势。21H1 中信（CS）建筑板块实现营收 35177 亿元，同比增速 32.38%，实现归母净利润（以下简称“业绩”）962 亿元，同比增速 35.51%，营收增速较 20 年同期上升 26.2pct，业绩增速较 20 年同期上升 42.2pct，21 年上半年收入在 20 年同期基数较低基础上大幅提升，业绩亦呈现加速提升态势。21H1 板块业绩增速与营收增速差值为 3.13 pct，较 20 年同期提升 16.1pct，表明行业的整体盈利能力有所改善，我们预计与板块内建筑公司少数股东损益的增速低于业绩增速有关，21H1 建筑板块少数股东损益增速同比增加 27.23%至 259.38 亿元。

图 1：2017H1-2021H1 建筑行业整体营收及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

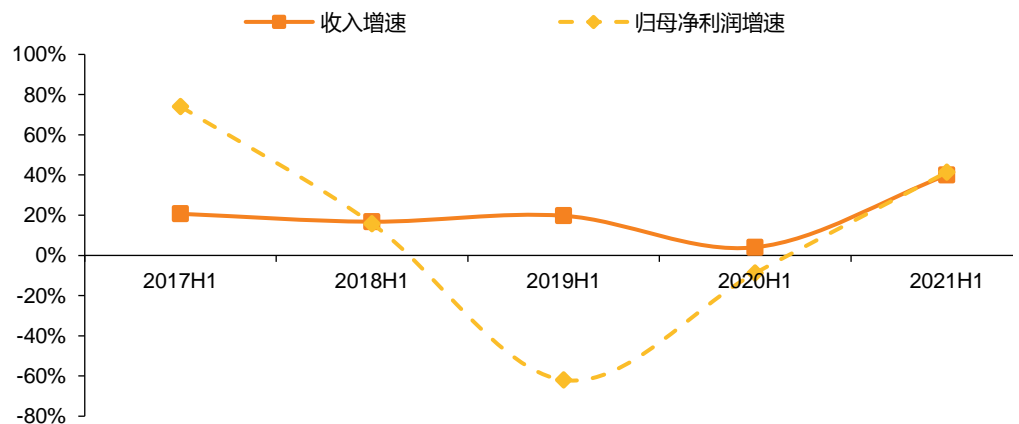
图 2：2017H1-2021H1 建筑行业整体归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

在扣除中建、中铁、铁建和中交四大央企后，建筑板块的营收、业绩增速更高。2021H1 建筑板块收入规模最大的四家公司分别为中国建筑、中国中铁、中国铁建和中国交建（四家公司收入均在 3400 亿元以上），合计收入及归母净利润总额占整个中信建筑板块的 64.3% 和 63.2%，若扣除上述四家公司，21H1 建筑板块收入与业绩同比增速分别为 40.0% 和 41.4%，相比剔除前营收增速、业绩增速分别提升 7.57pct、5.93pct，从变化幅度看，剔除四大央企后板块剩余部分的营收增速与 20 年同期相比上升 35.9pct（行业整体增幅 26.2pct），业绩增速较 20 年同期提升 50.20pct（行业整体增幅 42.2pct），表明除四大基建央企外其他建筑公司 21H1 收入、业绩提升较为明显。

图 3：2017H1-2021H1 CS 建筑扣除中建、中铁、铁建及中交后的收入、业绩同比增速

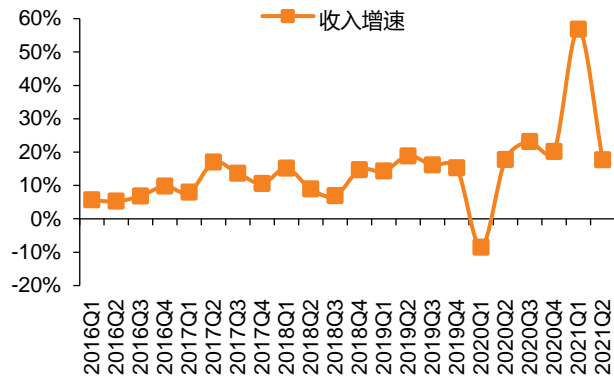


资料来源：Wind，天风证券研究所

单季度来看，21Q2 收入和利润增速维持在历史同期较高水平。21Q1-2 建筑板块收入同比

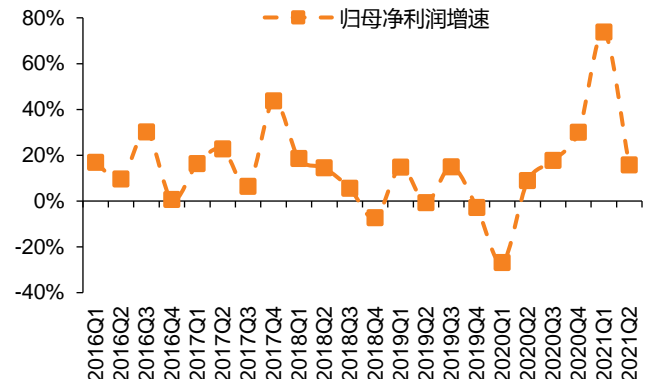
增速分别为 56.84%/17.62%；21Q1-2 建筑板块业绩同比增速分别为 73.64%/15.74%，由于疫情影响，20Q1 基数较低，剔除此影响，21Q2 相较于 19Q2 营收/归母净利润同比 38.46%/25.97%，同比 19 年，增速维持在历史同期较高水平。

图 4：2016Q1-2021Q2 建筑行业单季度收入同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2016Q1-2021Q2 建筑行业单季度业绩同比增速

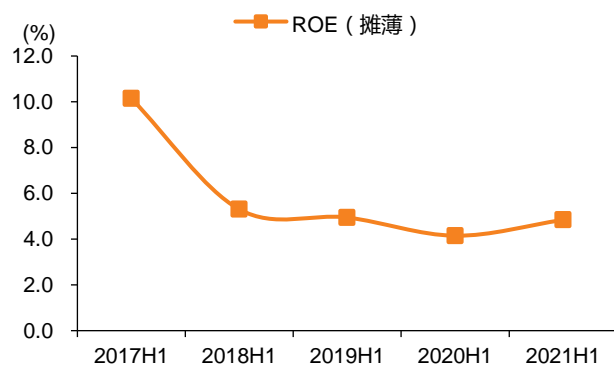


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 净利率及周转率双升共致 ROE 改善

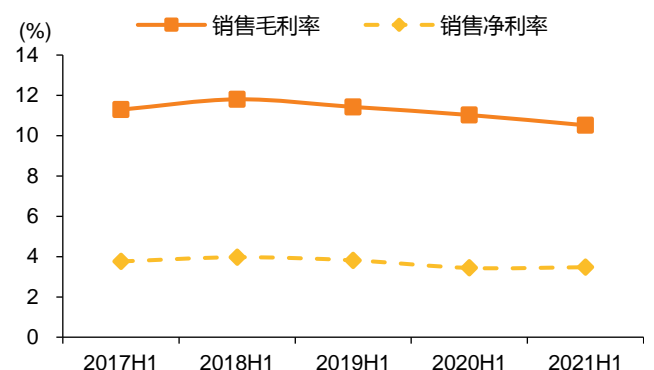
21H1 板块毛利率略降、净利率略升，ROE 同比改善。21H1 CS 建筑板块整体毛利率 10.52%，同比下降 0.51pct，整体净利率 3.47%，同比略升 0.03pct。我们认为 21H1 影响板块毛利率的因素包括：1) 新会计政策影响下，运输相关的费用由费用项转为成本项；2) 钢材等原材料上涨压力较大；3) 受地产行业调控影响，部分涉房央企的房地产开发业务毛利率下滑较多。21H1CS 建筑板块年化 ROE (摊薄) 4.84%，同比提升 0.69pct，净利率及周转率的提升推动 ROE 的显著改善。展望 21H2，我们认为随着龙头建筑企业降杠杆进入尾声及传统建筑行业的商业模式的逐步改善，建筑公司 ROE 提升趋势有望延续。

图 6：2017H1-2021H1 建筑行业摊薄 ROE 走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

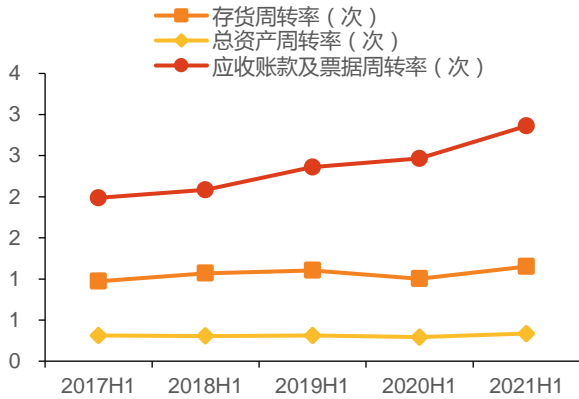
图 7：2017H1-2021H1 建筑行业毛利率和净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

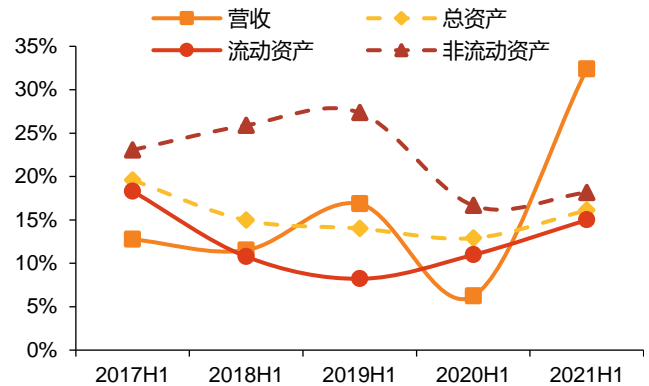
21H1 板块应收账款周转指标向好，营运能力有所改善。18 年开始部分央企按最新会计准则，将原包含在存货科目中的“已完工未结算存货”重分类计入“合同资产”项下，因此我们将合同资产加回至存货处理，考虑到应收票据占建筑企业应收项目比重持续提升，我们在计算应收账款周转率时也加回收票票据。21H1 建筑行业应收账款及票据周转指标/总资产周转率/存货周转率均持续向好，其中总资产周转率 0.34 次，同比提升 0.04 次，应收账款及票据周转率 2.86 次，同比提升 0.40 次，存货周转率 1.15 次，同比提升 0.15 次。实际上总资产周转率的变化取决于营收和资产增速的关系，21H1 建筑板块总资产同比增长 16.10%，营收增速 32.38%，因此总资产周转率总体提升。从资产增长的因素看，21H1 板块流动资产/非流动资产增速较同期均有所提升，21H1 非流动资产增速 (18.16%) 较 20H1 (16.66%) 略有提升。

图 8：2017H1-2021H1 建筑行业三项营运指标



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2017H1-2021H1 建筑板块四项财务数据的同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

具体到 21H1，板块资产项目中应收账款及票据同比增速（23.32%）慢于营收同比增速（32.11%），而存货（加回合同资产）的增速（13.76%）慢于营业成本增速（19.67%），因此导致 21H1 板块应收账款及应收票据周转率/存货周转率提升。而非流动资产关键项目中，长期股权投资增速较高，可能也与板块内公司投资性项目落地及结转有关。我们认为流动资产和非流动资产增速的此消彼长一定程度反映了建筑公司在手投资类订单（过去是 BT/BOT，当前更多是 PPP）的收入结转周期。

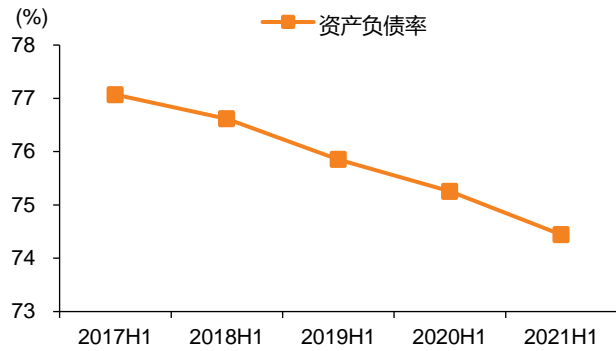
表 1：2021H1 建筑板块关键财务数据同比增速情况

营收增速	资产总计	流动资产	非流动资产
32.11%	15.65%	14.52%	17.77%
		应收账款及票据	长期股权
		23.32%	29.40%
		预付	固定资产
		-2.44%	5.18%
		其他应收	在建工程
		20.22%	-15.83%
		存货（含合同资产）	长期应收
		13.76%	-24.17%
		应收+长期应收	
		4.30%	

资料来源：Wind，天风证券研究所

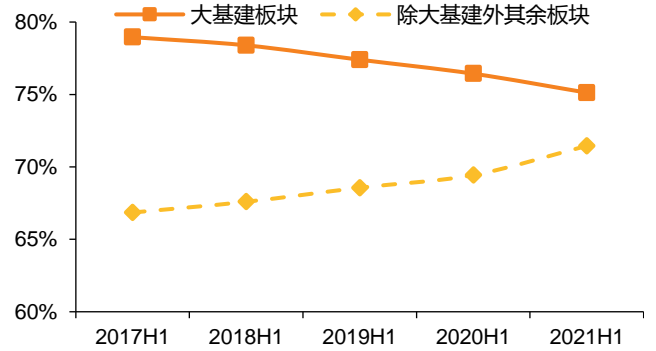
21H1 建筑板块资产负债率延续下降趋势，央企国企去杠杆效果较好，民企被动加杠杆在负债率上仍有所体现。建筑板块 21H1 整体资产负债率 74.44%，同比降 0.81pct，延续了自 17H1 以来的下降趋势。同时我们注意到，板块资产负债率下降的主要动力来自于大基建板块（包含中建、交建、铁建、中铁、电建、核建、中冶、葛洲坝、隧道股份和上海建工，10 家公司 21H1 总资产占整个建筑板块 81.39%），而在剔除这 10 家公司后，建筑板块 21H1 资产负债率 71.45%，同比上升 2.01pct，央企、国企降杠杆符合整体宏观环境，我们判断疫情之后，地方政府资金状况总体仍较为紧张，对非重点项目的资金支持仍较为紧缺，央企在手项目的高质量及其较强的议价能力使其逐步具备了资金周转方面更大的优势。

图 10：2017H1-2021H1 建筑行业资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2017H1-2021H1 大基建板块与其余板块整体资产负债率

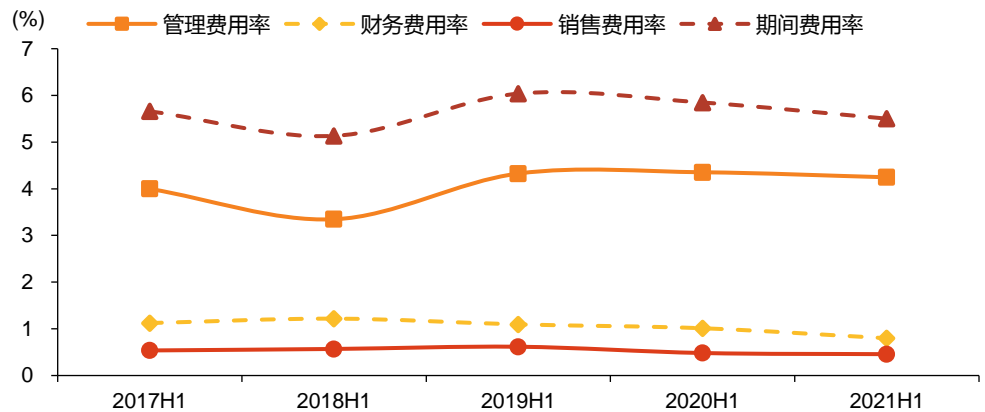


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 费用控制能力增强，减值损失有所下降

21H1 可比口径下期间费用率下降，主要系财务管理费用率下降明显。由于 18 年起部分企业将管理费用和研发费用分开列示，为保证可比，我们在计算建筑板块管理费用时将研发费用加回处理。可比口径下 21H1 CS 建筑板块管理（含研发）费用率 4.25%，同比下降 0.11pct，其中 21H1CS 建筑板块研发费用率 1.92%，同比提升 0.13pct，从龙头公司的情况来看，我们认为 21H1 研发费用率上升的主因在于研发费用增长较快，在研发费用税前加计扣除政策及企业自身经营考虑下，建筑企业普遍加强研发投入，不考虑研发费用的情况下，21H1 建筑板块管理费用率下降 0.23pct；21H1 板块财务费用率 0.80%，同比下降 0.21pct，销售费用率 0.46%，同比下降 0.02pct，费用率下行彰显企业自身经营效率提升，费用控制能力增强。

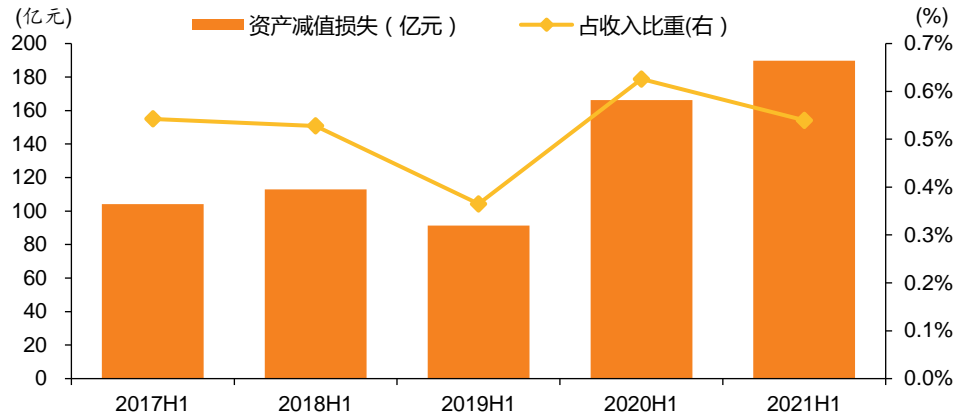
图 12：2017H1-2021H1 建筑行业三项费用率变化（管理费用率加回研发费用）



资料来源：Wind，天风证券研究所

21H1 板块资产减值损失占收入比重有所下降。从 2018 年起原先统一的资产减值损失划分为资产减值损失和信用减值损失两个科目，因此为保证数据可比，我们将资产减值损失和信用减值损失（以下仍统称资产减值损失）相加与往年数据进行比较。21H1 建筑板块资产减值损失 189.80 亿元，同比增加 14.11%，占收入比重 0.54%，同比下降 0.09pct。从上述分析中我们可知 21H1 建筑板块期间费用率及资产减值损失占收入的比重均有所下降，综合影响下 21H1 行业毛利率虽下降，但净利率小幅上升。

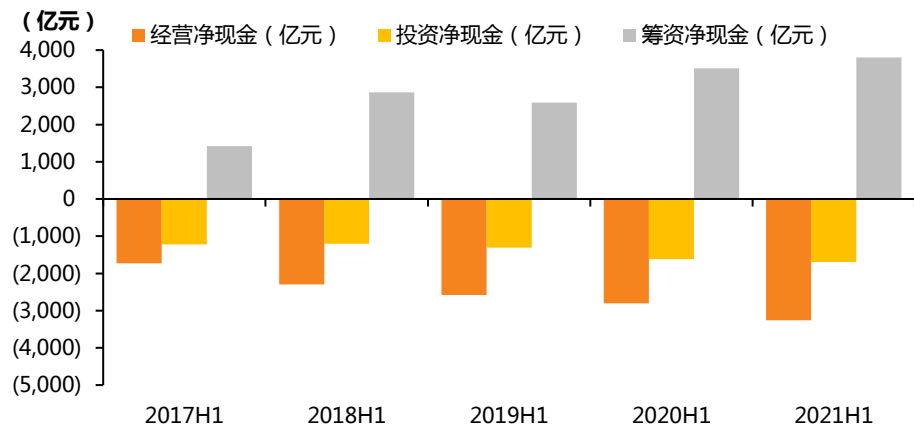
图 13：2017H1-2021H1 建筑行业资产减值损失占收入比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

21H1 板块 CFO 净流出同比继续扩大，CFI 净流出和 CFF 净流入同比变动变小。21H1 建筑板块经营活动现金净流出 3258 亿元，同比多流出 456 亿元，而 21H1CFO 净流出增速(16.27%) 低于收入增速(32.38%)，表明收入的大幅增长并未以大幅牺牲现金流为代价，考虑到工程业务的商业模式往往为前三季度净支出，第四季度净回流，我们预计全年现金流有望表现较好。21H1 板块投资活动现金净流出 1690 亿元，较 20H1 的 1620 亿元基本持平，17H1-21H1 投资现金净支出总体处于较高水平，我们认为或仍然与投资类项目的落地投入相关。21H1 板块筹资现金净流入 3800 亿元，净流入量相比 20H1 小幅增加 293 亿元，我们预计与股权和债权融资环境改善，行业内进行定增、优先股、可转债等融资活动的金额增加有关。

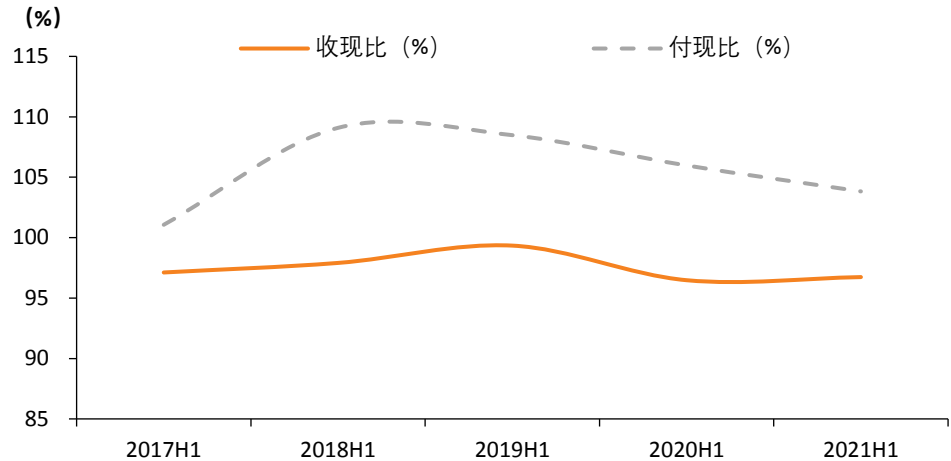
图 14：2017H1-2021H1 建筑行业现金流量净额变动趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

21H1 建筑板块收现比小幅上升，付现比有所下降。21H1 建筑板块收现比 96.73%，同比上升 0.26pct，《政府投资条例》出台后，后续建筑企业回款或有望继续呈现改善态势；付现比 103.83%，同比下降 2.15 pct，付现比下降或与涉房建筑企业拿地减少相关，同时融资环境边际宽松下，来自上游分包分供的付款压力或也存在边际减弱。

图 15：2017H1-2021H1 建筑行业收现比与付现比



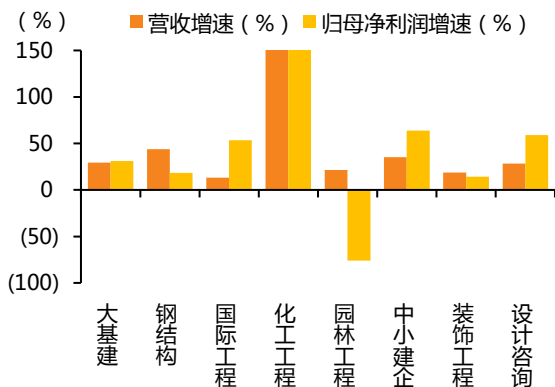
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 细分板块：化工工程景气度高，板块持续分化

2.1. 业绩增长：化工工程/中小建企/设计咨询归母净利润增速超 50%

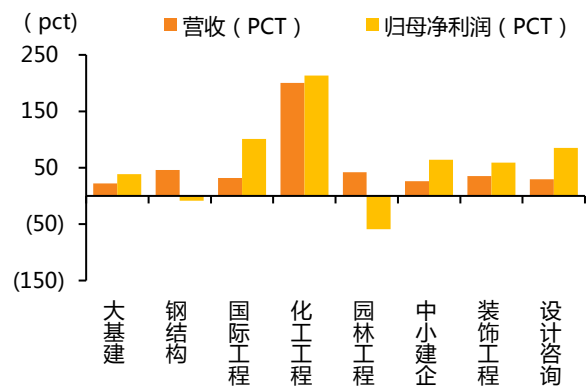
21H1 建筑子板块中除园林工程外归母净利润同比均正增长。21H1 归母净利润同比增速前三名的子板块分别为化工工程，中小建企和设计咨询，同比增速分别为 227.14%，63.77%，59.12%。归母净利同比增速排名后三位的是钢结构，装饰工程，园林工程，同比增速分别为 18.50%，14.11%，-75.96%。从同比增速改善角度看，化工工程，国际工程及设计咨询归母净利同比增速较 20H1 提升明显，分别为 213.15 /101.24 /85.20 pct，而中小建企中地方基建国企亦展现出较强的盈利能力(山东路桥 21H1 业绩增速 68.93%)。8 个主要子板块中，收入增速均同比增加，归母净利同比增速下降的有 2 个，我们预计园林板块在经历了 18H2 以来的资金链危机后，行业龙头仍在消化因 PPP 产生的历史包袱，业绩无起色，且行业内公司普遍订单表现不佳，与地方政府资金情况、及退林退草还耕的政策有一定关系，其财务质量回归到正常水平尚需一定时间。

图 16：21H1 建筑行业各子板块营收及归母净利润增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：21H1 建筑子板块营收/业绩增速与 19H1 的差



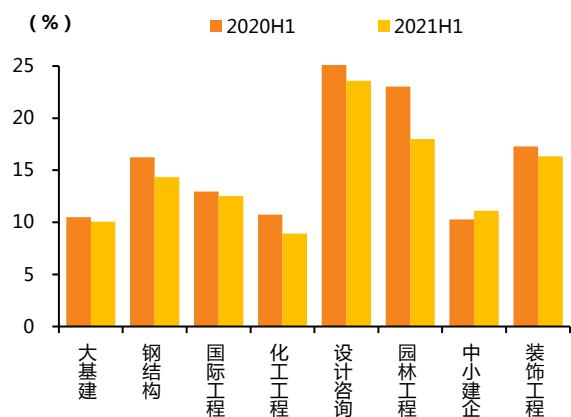
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 盈利能力：化工工程/国际工程净利率明显改善

21H1 化工工程、国际工程净利率提升明显。21H1 建筑行业子板块除中小建企板块毛利率同比略有上升，其他板块毛利率均同比下降，预计与运费相关的会计政策调整以及原材料成本上涨有关，设计咨询和园林工程仍然是毛利率最高的子板块，但园林板块毛利率下降 5.03pct，下降幅度大于其他 7 个子板块。净利率方面，21H1 国际工程/设计咨询/中小建企/化工工程同比分别提升 1.14/1.14/0.64/0.46pct，钢结构/园林工程/装饰工程净利率下降 1.17/0.94/0.07pct。净利率变化量与毛利率变化量的差体现为费用率（含减值损失）的变

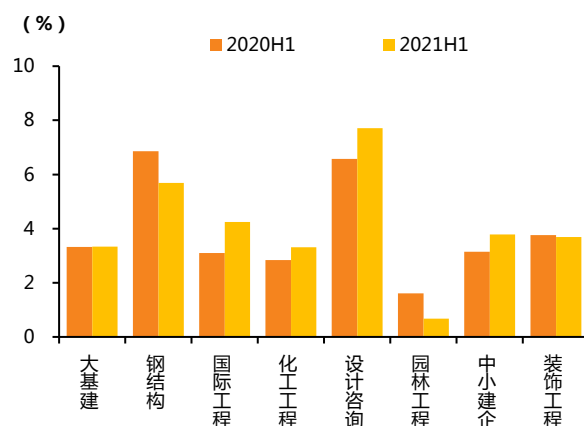
化,21H1 建筑子板块中仅国际工程板块费用率(含减值损失)同比上升,上升幅度 0.39pct,费用率的提升对利润的侵蚀不明显,其余板块费用率(含减值损失)均同比下降,综上,行业利润受费用率的影响逐步减弱。

图 18: 2020H1、2021H1 建筑行业各子板块毛利率



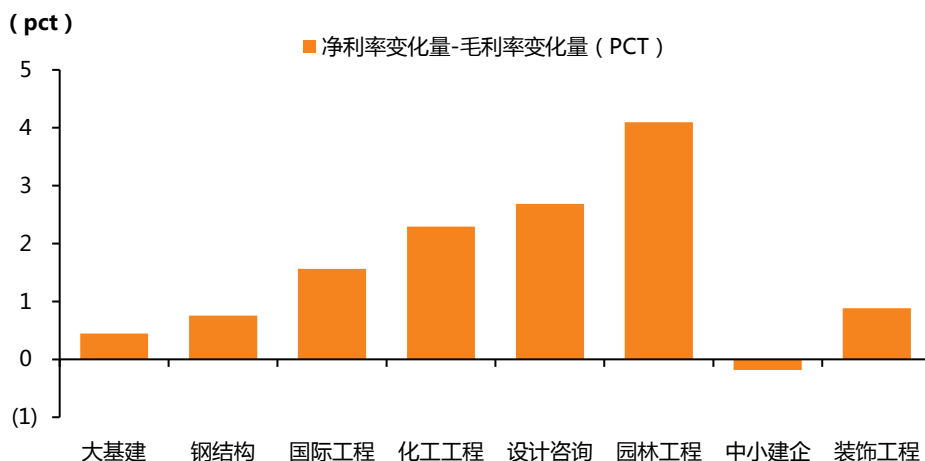
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 2020H1、2021H1 建筑行业各子板块净利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 21H1 相对 20H1 建筑子板块净利率变化量与毛利率变化量的差 (PCT)

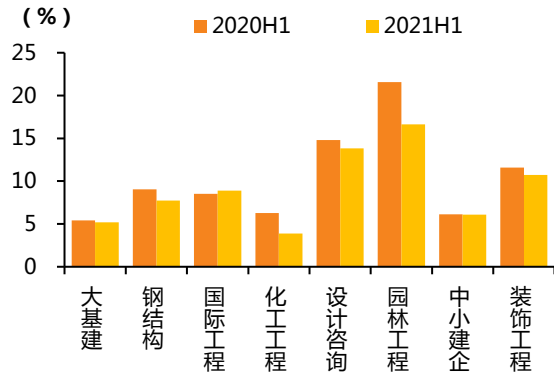


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.3. 管理能力: 子板块费用控制能力增强, 园林财务费用率仍高

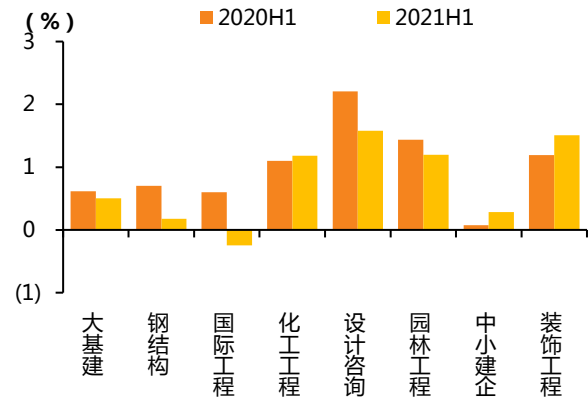
21H1 除国际工程板块外费用控制能力均增强。与上文一样,为使口径可比,我们在计算管理费用率时加回研发费用。21H1 仅国际工程板块期间费用率同比上升,其余板块期间费用率均下降,园林工程板块期间费用率下降最为显著,同比下降 4.96pct。21H1 钢结构,国际工程,设计咨询,园林工程四个板块资产(含信用)减值损失占收入比重同比下降,中小建企和装饰工程板块资产减值损失占比提升较为明显。

图 21：2020H1、2021H1 建筑行业各子板块期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：2020H1、2021H1 建筑行业资产减值损失占收入比重

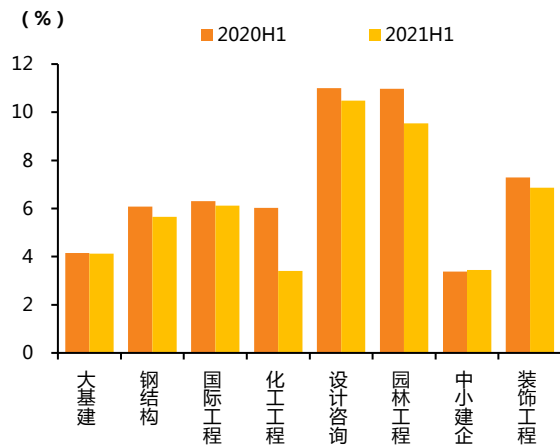


资料来源：Wind，天风证券研究所

21H1 除中小建企外管理（含研发）费用率均降，除大基建外销售费用率均降。 21H1 国际工程期间费用率提升主要驱动因素为财务费用率的增加，化工工程期间费用率下降主要受管理费用率及销售费用率双降驱动，中小建企管理费用率提升 0.07pct，主要与研发费用增加有关，21H1 中小建企板块研发费用率提升 0.18pct。21H1 建筑行业各子板块除大基建外均呈现销售费用率下降的趋势，其中钢结构与园林工程下降幅度较多，下降幅度分别达 0.76/1.23pct。

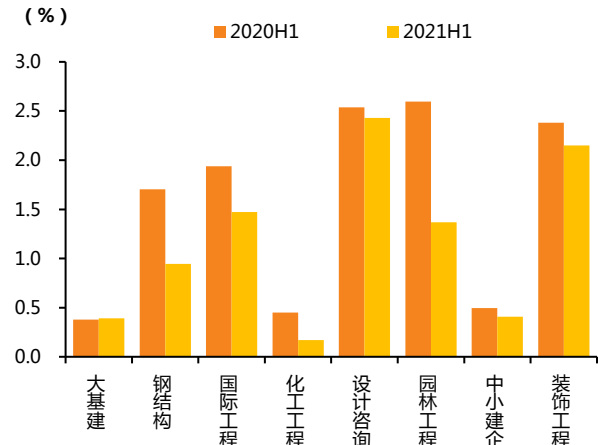
21H1 除化工工程，国际工程外其余板块财务费用率均有下降，园林工程的财务费用率降幅明显，但占比仍高。 21H1 园林板块财务费用率 5.72%，同比下降 2.30pct，但仍维持在较高水平，我们判断与财务费用的支出刚性有一定关系，化工工程/国际工程财务费用率上升幅度较大，同比提升 1.04/0.52pct，大基建、装饰工程财务费用率同比下降，我们判断与大基建板财务费用控制能力增强有关。

图 23：2020H1、2021H1 建筑行业各子板块管理费用率



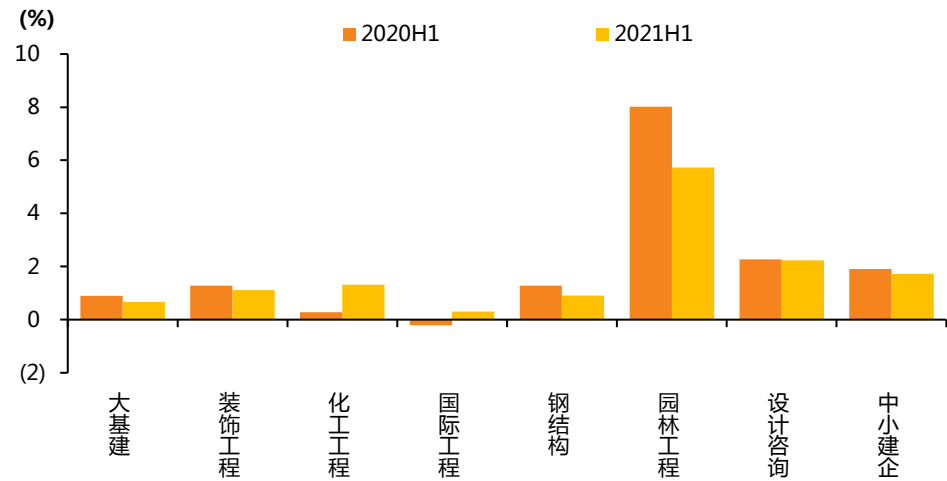
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：2020H1、2021H1 建筑行业各子板块销售费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

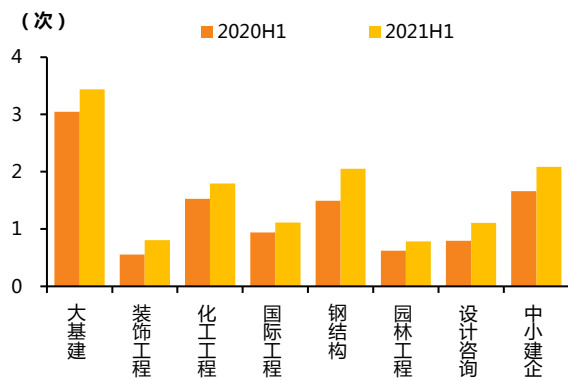
图 25：2020H1、2021H1 建筑行业各子板块财务费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

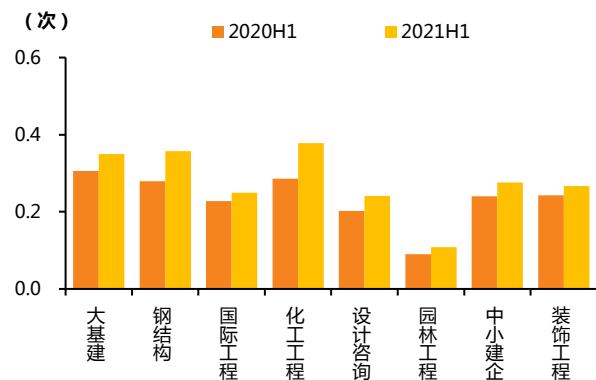
子板块营运周转能力改善，应收账款及应收票据周转率以及总资产周转率均同比提升。同前文口径一致，我们把应收票据和应收账款一起作为应收款周转率的指标计算，21H1 各子板块的应收账款及应收票据周转率同比有所提升，其中钢结构，中小建企及大基建提升明显，我们判断与疫情影响逐步减弱后建筑施工项目计量进度恢复以及建筑企业普遍加强回款有关。总资产周转率方面，21H1 各子板块总资产周转率均出现不同程度的上升，或与板块收入增速上升有关，其中化工工程，钢结构板块总资产周转率上升幅度较大。

图 26：2020H1、2021H1 建筑子板块应收账款及应收票据周转率



资料来源：Wind，天风证券研究所

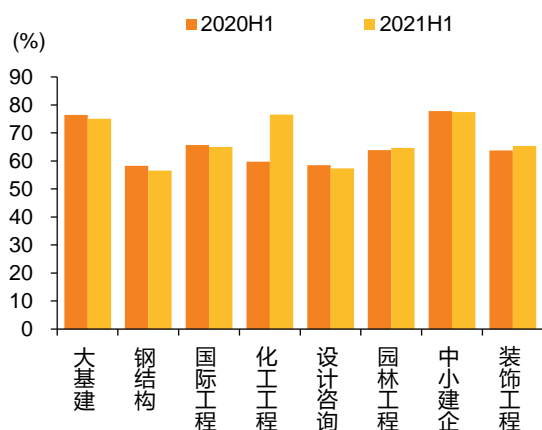
图 27：2020H1、2021H1 建筑行业各子板块总资产周转率



资料来源：Wind，天风证券研究所

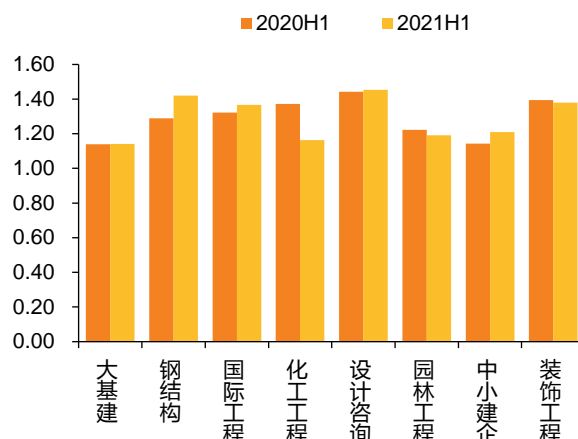
21H1 化工工程资产负债率上升明显、流动比率下降明显、其余子板块波动较为平稳。相比于 20H1，21H1 资产负债率上升的子板块有 3 个，分别是化工工程，装饰工程和园林工程板块。其中，化工工程板块 21H1 资产负债率为 76.52%，同比大幅上升 16.77pct，大基建板块 21H1 负债率为 75.13%，同比明显下降 1.31pct，我们认为，化工工程板块资产负债率上升主要是流动负债上升导致，大基建央企和国企由于国企去杠杆的推进取得成效，负债率维持下降态势，我们预计 21 年下半年及以后大基建板块的资产负债率有望维持稳定。21H1 化工工程流动比率下降较为明显，从 20H1 的 1.37 下降至 1.16，而钢结构流动比例从 20H1 年 1.29 提升至 21H1 的 1.42，其余板块波动较为平稳。

图 28：2020H1、2021H1 建筑行业各子板块资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

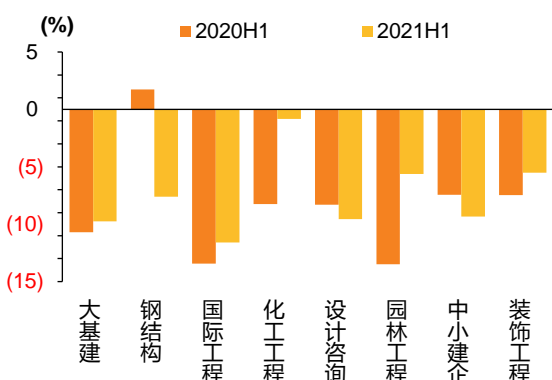
图 29：2020H1、2021H1 建筑行业各子板块流动比率



资料来源：wind，天风证券研究所

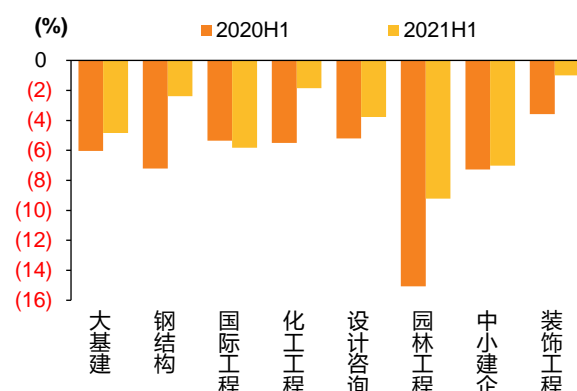
现金管理方面，21H1 所有子板块均体现为 CFO 净流出，大部分板块 CFI 净支出占收入的比重下降。根据建筑行业的回款特点，建筑大部分的子行业工程回款集中于下半年，因此上半年普遍表现为 CFO 净流出，钢结构、设计咨询和中小建企业 CFO 净流出占收入比例有所上升，其中钢结构 CFO 净额占收入的比重由正转负预计主要与企业为应对原材料价格上涨加大钢材采购有关，大基建、国际工程、化工工程、园林工程以及装饰工程 CFO 净流出占收入的比重下降。投资性现金流方面，除国际工程外其余板块投资净现金占收入的比重均有不同程度的下降，我们判断主要与收回投资收到的现金较 20H1 增加有关。

图 30：2020H1、2021H1 建筑行业各子板块经营净现金/营业收入



资料来源：wind，天风证券研究所

图 31：2020H1、2021H1 建筑行业各子板块投资净现金/营业收入



资料来源：wind，天风证券研究所

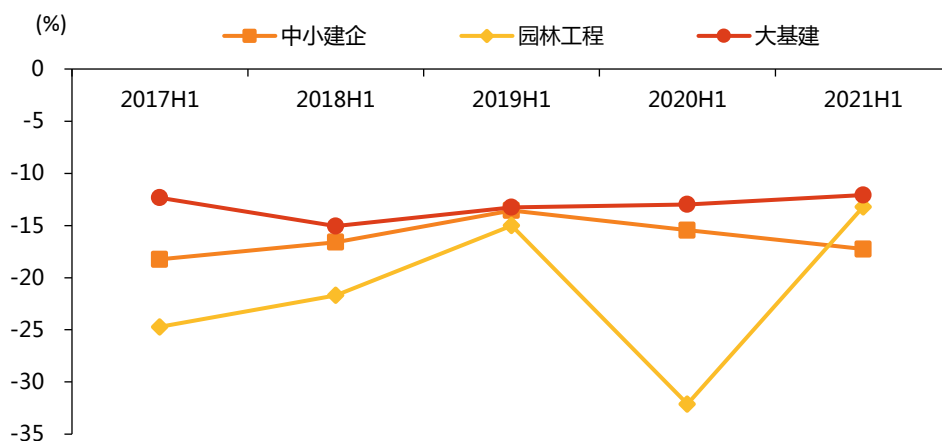
目前主要 PPP 板块经营活动回收的现金流或仍不足以抵消资本金大幅投入带来的资金流出。由于 PPP 项目工程回款计入经营现金流，而项目资本金投入主要在“投资支付现金”科目中体现，因此我们对主要 PPP 子板块（大基建、园林、中小建企）的现金流进行分析，以（CFO 净额-投资支付现金）/营收（下文简称指标）的方法，来大致判断 PPP 项目对板块现金流的影响，结论为：

1) 21H1 三个相关板块 CFO 净额与投资支付现金的差额均为负，在上半年回款较少的情况下比较正常，我们认为体现了当前 PPP 项目的回款尚不足以抵消项目落地带来的资本金投资支出。三个子板块中，大基建指标绝对值最小且自 19H1 以后延续改善趋势，园林工程指标在 20H1 下降明显，后在 21H1 加速回升，且超 19 年同期水平，中小建企自 19H1 开始出现略降趋势。

2) 从数据上看，园林板块指标明显上升的原因在于其 CFO 净流出以及投资支付的现金情况改善，21H1 园林板块 CFO 净流出 13.21 亿元，而 20H1 表现为净流出 32.11 亿元，同时园林板块的投资支付的现金占收入比例由 20H1 的 18.61% 下降至 21H1 的 7.58%；中小建企的指标下降由于 CFO 净流出的增加以及投资支付现金的增加；而大基建虽然投资支付现金

占收入比重有所上升，但 CFO 净流出占收入的比重有所下降，因此表现为指标数值的略微提升，但大基建板块除 PPP 项目影响现金流之外，地产业务也会对现金流产生影响。

图 32：主要 PPP 子板块（CFO 净额-投资支付现金）在收入中的比重

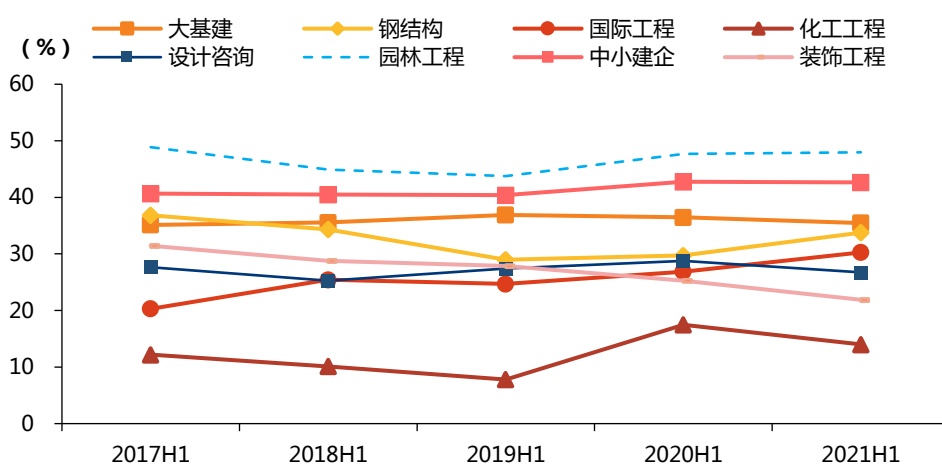


资料来源：wind，天风证券研究所

2.4. 债务结构：中长期带息债务占比提升仍是负债结构优化的关键

21 年上半年带息债务占总负债比例，大基建、化工工程、设计咨询、装饰工程趋于下降，钢结构、国际工程趋于上升，其余子板块保持平稳。2016-2021 年上半年各子板块带息债务占总负债的比例排名相对平稳，园林工程、大基建、中小建企、钢结构排名靠前，带息债务占总负债的比例均在 30% 以上，装饰工程和化工工程处于较低水平。从带息负债占总负债的比例变动来看，除大基建、设计咨询、装饰工程和化工工程板块占比同比下降 0.99/2.05/3.35/3.48pct，其余板块带息负债占比均有所提升，装饰工程、化工工程板块带息负债占比下降，我们认为与板块的经营性负债增速较高有关

图 33：2017H1-2021H1 各子板块带息债务占负债总和的比例

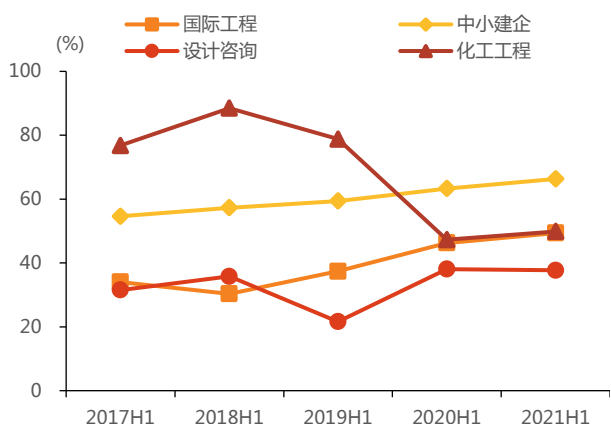


资料来源：wind，天风证券研究所

基建企业未来长期有息负债占总负债占比的提升可以看做负债结构改善的标志。我们以长期借款和应付债券之和作为长期有息负债，可以看到，21H1 中小建企、大基建长期有息负债占比超过 50%，其余板块低于 50%。我们认为对于 PPP 项目收入占比较低的子板块，如钢结构、装饰、设计、国际工程，其有息负债大多只用于短期的经营性垫款，所以长期有息负债占比较低。对于国内基建业务为主导的公司来说，由于其投资类项目回款周期长，更高的长期有息负债比例可以帮助其避免频繁面对短期偿付压力，因此大基建和中小建企长期有息负债占比均超过 50%，20 年以后，园林板块融资环境虽有所改善，国资背景入股利好板块的债务环境，21H1 园林板块的长期有息负债占比同比提升 3.08pct，但

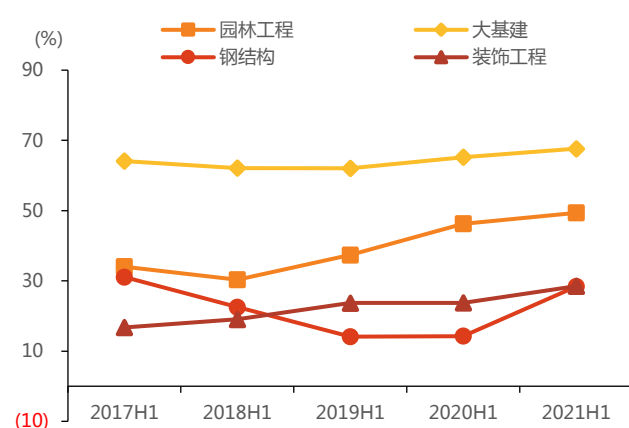
相较于大基建和中小建企板块来说，仍然处于较低水平，未来其偿付压力能否实质性减轻，仍需关注其通过中长期负债置换短期负债的进程。

图 34：四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化



资料来源：wind，天风证券研究所

图 35：另外四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化

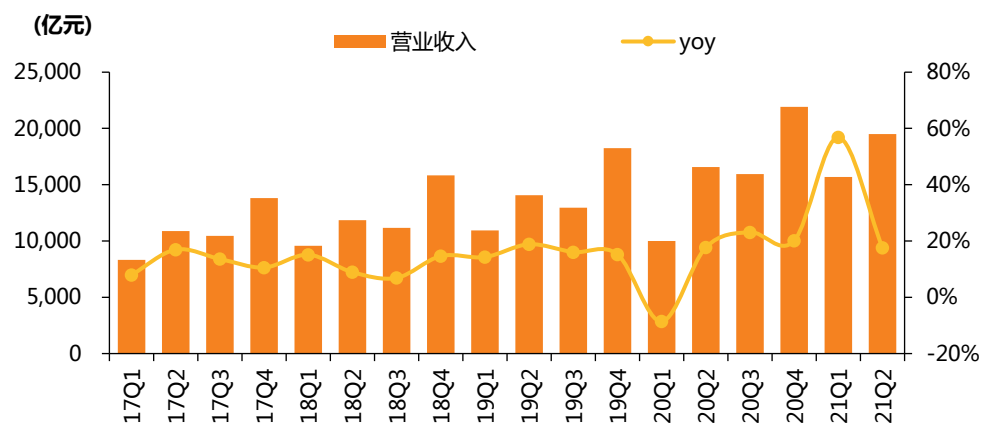


资料来源：wind，天风证券研究所

3. 21Q2 单季度收入和业绩维持历史较高水平

21Q2 建筑板块收入端增速维持较高水平。21Q2 单季度建筑板块营收 19492 亿元，同比增长 17.62%，同比 19Q2 营收增长 38.46%，随着疫情对复工复产的影响逐步减弱，建筑板块收入加速恢复。考虑到去年 Q2 处于疫情后工程项目赶工高峰，今年 Q2 建筑业景气度同比提升幅度由于基数效应边际减弱，但实际基建景气度同比 19 年同期仍维持较高水平。展望 21H2，在雨水、节假日、党建等活动结束后，钢材等主要原材料价格上行压力的缓解，叠加专项债审批或加快从而对基建投资形成一定支撑，行业景气度或有望延续。

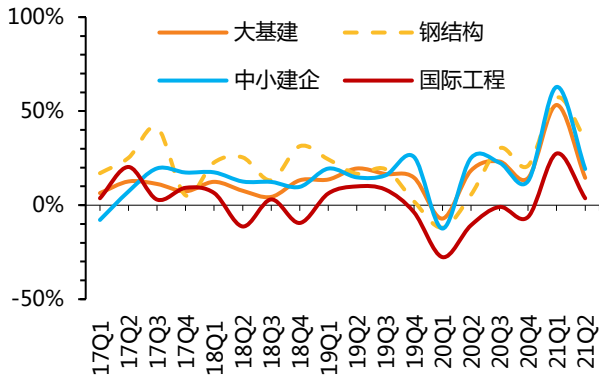
图 36：建筑单季度营收及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

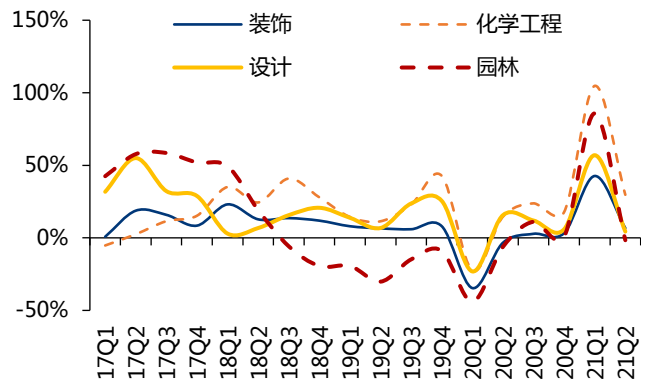
子板块除园林外 21Q2 营收增速均有所增加。21Q2 钢结构同比增速位居各子板块首位，达 35.2%，化学工程（29.7%）、中小建企（19.3%）、大基建（14.5%）营收同比增速均在 10% 以上，大基建、钢结构及中小建企维持较高景气度。

图 37: 建筑子板块单季度营收同比增速 (1)



资料来源: wind, 天风证券研究所

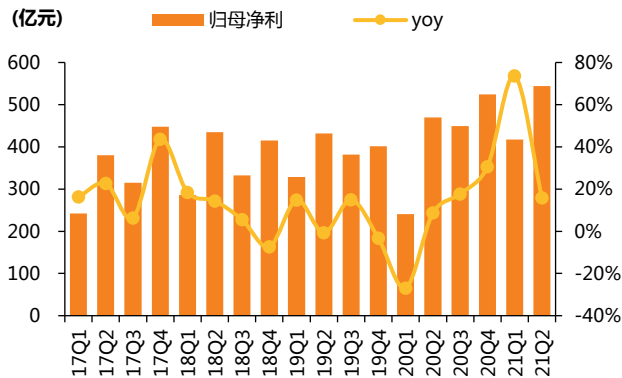
图 38: 建筑子板块单季度营收同比增速 (2)



资料来源: wind, 天风证券研究所

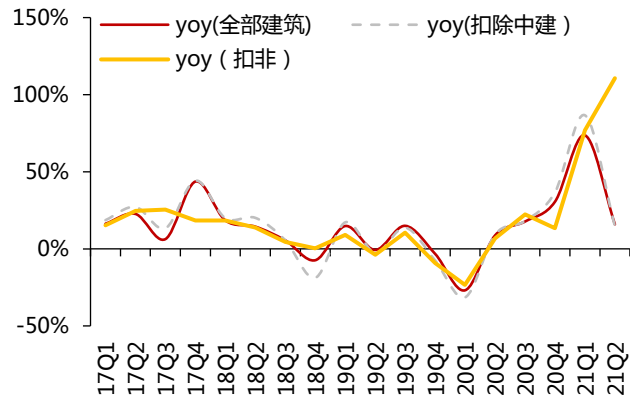
21Q2 单季度业绩同比增速均大幅改善。21Q2 建筑板块实现归母净利润 544.01 亿元, 同比增长 15.89%, 增速环比虽有所下降但仍处于历史同期较好水平, 21Q2 归母净利润同比 19Q2 增长 25.97%, 板块的盈利能力逐步走出疫情影响, 实现明显的向上弹性。剔除权重股中国建筑后, 建筑板块 21Q2 业绩同比增长 14.70%, 同比 19Q2 增长 25.32%, 亦具有明显的改善。

图 39: 建筑单季度业绩及同比增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

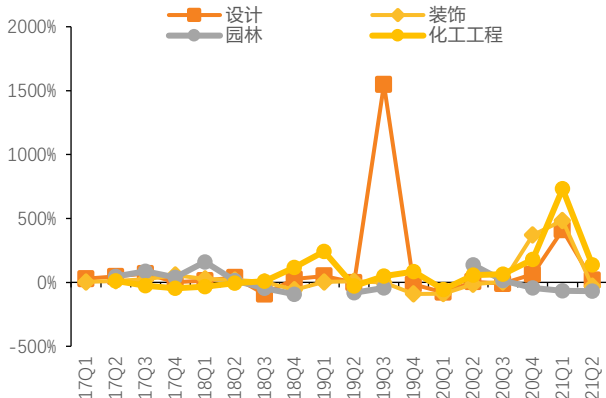
图 40: 建筑板块不同情形下业绩同比增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

21Q2 板块业绩低于收入增速 1.73pct, 若以 19Q2 为基数, 21Q2 的业绩增速低于收入增速 12.49pct, 体现出板块的主营业务的利润水平尚未恢复至 19 年同期水平。21Q2 除园林、装饰板块在收入同比取得较大增长的背景下业绩增长仍为负值外, 其余子板块均实现业绩的大幅正增长, 其中化工工程/中小建企/大基建业绩增速分别为 136.94%、17.52%、和 16.26%。

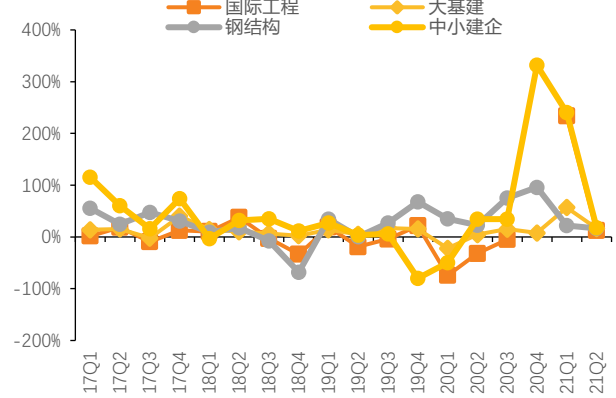
图 41: 建筑子板块单季度业绩同比增速 (1)



注: 园林板块数据缺失部分为扭亏为盈或由盈转亏

资料来源: wind, 天风证券研究所

图 42: 建筑子板块单季度业绩同比增速 (2)



资料来源: wind, 天风证券研究所

综上所述，我们认为 21H1 建筑板块基本面加速回暖，体现的趋势包括央企龙头市占率加速提升、地方基建央企提质增效显著以及装配式板块基本面保持强劲：1) 基建央企收入和利润同比 20H1 均实现大幅增长，相较 19H1 部分央企也实现较高增长，中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶等建筑央企 21H1 归母净利润增速相较于 19H1 均增长 20% 以上，体现央企龙头市占率进一步提升；2) 地方国企基本面向上弹性显著，体现区域基建高景气和改革提效的作用，山东路桥归母净利增速同比 20H1 增长 68.93%；3) 装配式板块基本面继续保持强劲，鸿路钢构 21H1 收入/归母净利润同比+62.96%/+164.98%。

表 2：大基建板块收入和利润同比 20H1/19H1 的增速

	同比 20H1 收入增速	同比 19H1 收入增速	同比 20H1 归母净利润增速	同比 19H1 归母净利润增速
中国交建	38%	42%	91%	14%
中国中铁	20%	38%	12%	25%
山东路桥	98%	149%	69%	349%
上海建工	30%	31%	11%	-30%
葛洲坝	25%	9%	36%	-26%
中国电建	27%	38%	16%	14%
中国铁建	32%	38%	32%	33%
隧道股份	31%	54%	39%	-11%
中国建筑	29%	37%	29%	26%
中国核建	29%	46%	33%	31%
中国中冶	39%	58%	37%	56%

资料来源：Wind、天风证券研究所

4. 投资建议

当前市场环境下，财务报表及订单两维度验证低估值板块兼具向上的基本面，而装配式建筑优秀的成长性进一步得到数据验证，BIPV 短期有望对部分相关个股形成强催化。短期低估值蓝筹推荐基建（地方国企、央企蓝筹）/房建等中报有望超预期价值品种，中长期角度继续推荐高景气装配式建筑产业链（钢结构、设计、构件等），关注 BIPV、碳中和、建筑减隔震等绿色建筑产业链。

1) 低估值央企蓝筹前期受指数剔除、及市场对基建悲观预期等因素影响，估值已接近历史低位，且同沪深 300 的估值差距进一步拉大，我们预计基建央企基本面有望延续向好趋势，而地方国企有望展现较高的收入和利润弹性，推荐山东路桥、中国交建、中国电建、中国化学、中国中铁、中国铁建、中国中冶、中国建筑、中国建筑国际等，关注交建和铁建对应的 H 股；

2) 地产产业链短期受融资环境收紧及部分房企资金链风险事件影响，板块市场情绪承压，但中长期看，房建产业链龙头估值当前均处于较低水平，后续有望表现出较强的价值属性，推荐金螳螂等；

3) 装配式建筑渗透率快速提升带动产业持续高景气，同时对装配化率要求的提高有望带动钢结构、装配式内装等产业实现快速增长，推荐钢结构制造龙头鸿路钢构，装配式设计龙头华阳国际；推荐 BIPV 及储能相关标的苏文电能、森特股份、东南网架，建议关注瑞和股份、维业股份和嘉寓股份；建筑减隔震靴子落地，建议关注震安科技、天铁股份。

5. 风险提示

疫情持续时间超预期：我们基于疫情能够在短期内得到控制，出现拐点，建筑工地普遍能够恢复到正常工作效率的假设进行分析，若疫情持续时间超预期，则固定资产投资可能低于我们预期；

基建投资增速回暖不及预期：尽管关于基建稳增长的政策面利好在不断推进，且由中央逐步落实至地方，但基建投资仍受天气，政策传导进度、资金到位程度等多因素影响，投资增速回暖可能不及预期。

建筑企业净利率提升不及预期：建筑企业目前处于由增量施工业务逐渐转向存量运营业务的过渡阶段，预计未来盈利能力有所提升。但在转换初期，投入成本较高可能影响盈利提升，且原材料和人工成本上行影响短期盈利，若长期非流动资产占比提升而在盈利端体现不明显，将可能同时影响净利率和周转率的提升，进而限制 ROE 和估值的回升。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com