

建筑装饰

营收利润显韧性，盈利质量迎改善

Q3 营收业绩基本平稳，全年稳健增长趋势有望延续。2021Q1-3 建筑上市公司整体营收同比增长 21.4%，Q1/Q2/Q3 分别增长 54.4%/14.6%/7.3%，两年 Q1-3 复合增速 16.5%；归母净利润同比增长 22.0%，其中 Q1/Q2/Q3 分别增长 82.7%/11.7%/2.2%，两年 Q1-3 复合增速 10.1%。建筑板块在今年国内外疫情反复、原材料价格大幅波动的不利环境下，营收业绩仍实现稳健增长，突显经营韧性。Q3 营收与业绩增速放缓主要由于去年疫情后企业加速赶工造成同期基数明显抬升，同时原材料价格上涨致盈利能力小幅下降。当前专项债已加速发行和实施，后续有望对今年底明年初基建投资形成一定支撑；房地产方面监管层维护行业平稳发展的态度坚决，应对风险工具充足，“政策底”已逐步明朗，产业链公司经营减速或下滑，探底仍有待时间。展望全年，建筑板块整体营收业绩有望继续保持稳健增长。

毛利率平稳，费用率下降，现金流迎来改善。2021Q3 板块整体毛利率为 10.7%，同比小幅下降 0.07 个 pct，预计主要系钢价上涨等因素影响，但整体影响较小，临近年底部分开口合同结算时可进行材料调差，板块毛利率有望企稳回升。Q3 期间费用率同比有所下降，主要系去年疫后赶工情况下防疫等管理费等费用支出偏多，今年恢复正常，同时收入高增规模效应持续呈现；净利率为 2.61%，同比小幅下降 0.12 个 pct。板块资产负债率同比继续下降，存货及应收账款周转率基本平稳。Q3 建筑行业经营性现金流净流入 579 亿元，较去年同期多流入 158 亿元，Q3 现金流创历史同期新高，主要因建筑企业在当前宏观背景下对现金流普遍更加重视，加强相关考核，加大应收账款的催收力度，以降低经营风险。2021Q1-3 建筑板块 ROE 为 7.08%，同比提升 0.54 个 pct，杜邦分解看，主要因总资产周转率提升明显。

央企/国企增速领先，钢结构、化学工程景气度相对较高。2021Q3 收入增速排名前三子板块为地方国企（19%）、钢结构（18%）、化学工程（16%），业绩增速排名前三子板块为地方国企（38%）、钢结构（13%）、建筑央企（6%）。**1）建筑央企/国企**疫情后保持较快营收和业绩增长趋势，市占率持续提升，龙头地位不断巩固，同时新能源、新材料、矿业、双碳等新业务加速拓展，为未来提供新成长动力；**2）钢结构板块**在钢价明显上涨背景下依然实现稳定的营收和业绩成长，龙头经营韧性十足，当前钢价波动趋于平稳，预计后续板块毛利率将得到改善，同时需求有望加速释放；**3）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，短期原材料价格上涨制约盈利，后续有望逐步恢复。

投资建议：重点推荐与关注：**1）低估值蓝筹**，当前建筑央企国企传统主业市占率加快提升，新能源、新材料、矿业、双碳等新业务拓展带来全新增长动力，经历近期调整后估值已具备吸引力，继续看好**中国电建（22PE12X）、中国能建（22PE10X）、中国化学（22PE10X）、中国中冶（22PE8X）、中材国际（22PE10X）、中国建筑国际（22PE5X）、四川路桥（22PE8X）**；**2）建筑节能领域**，重点推荐国内公共、工业建筑节能管理系统领军者**安科瑞（22PE20X）、以及智能用电服务实力突出的配网 EPCO 成长龙头苏文电能（22PE21X）**；**3）BAPV/BIPV 领域**，重点关注**龙元建设（22PE12X）**；**4）装配式建筑领域**，重点推荐钢结构制造加工龙头**鸿路钢构（22PE15X）、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。

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	0.60	0.69	1.06	1.34	17.52	15.23	9.92	7.84
600970.SH	中材国际	买入	0.51	0.89	1.02	1.18	20.37	11.67	10.19	8.81
600039.SH	四川路桥	买入	0.63	1.01	1.48	1.81	19.08	11.90	8.12	6.64
300286.SZ	安科瑞	买入	0.57	0.80	1.12	1.55	39.44	28.10	20.07	14.50
300982.SZ	苏文电能	买入	1.69	2.21	3.00	4.06	37.15	28.41	20.93	15.46
600491.SH	龙元建设	买入	0.53	0.56	0.62	0.71	13.58	12.86	11.61	10.14
002541.SZ	鸿路钢构	买入	1.53	2.17	2.80	3.53	27.52	19.40	15.04	11.93
600496.SH	精工钢构	买入	0.32	0.34	0.43	0.54	12.38	11.65	9.21	7.33

资料来源：Wind，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

分析师 杨涛

执业证书编号：S0680518010002

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

相关研究

- 《建筑装饰：2030 碳达峰方案为建筑行业带来哪些机遇？》2021-10-31
- 《建筑装饰：顶层规划推动万亿绿建市场发展，重点推荐建筑低碳化龙头》2021-10-24
- 《建筑装饰：建筑减碳迈入提速期，重点看好三条投资主线》2021-10-17

内容目录

1. 行业综述：Q3 营收业绩表现基本平稳，现金流持续改善	5
1.1. 行业增长情况：基数较高情况下，Q3 营收与业绩整体放缓	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：负债率同比继续下降，应收款周转率基本持平	10
1.4. 行业现金流情况：Q3 现金流入额继续创历史同期新高	11
2. 细分子行业分析：央企/国企增速领先，钢结构、化学工程景气较高	13
3. 重点子板块评述	16
3.1. 建筑央企	16
3.2. 地方国企	20
3.3. 钢结构	23
3.4. 化学工程	25
3.5. 设计咨询	29
3.6. 装饰	32
3.7. 国际工程	36
4. 投资建议及重点标的评述	40
4.1. 投资建议	40
4.2. 重点标的评述	42
5. 风险提示	50

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: 建筑板块单季毛利率 (%)	6
图表 5: 建筑板块单季各项费用率	7
图表 6: 建筑板块单季期间费用率	7
图表 7: 建筑板块历年前三季度各项费用率	7
图表 8: 建筑板块历年前三季度期间费用率	8
图表 9: 建筑板块单季归母净利率	8
图表 10: 建筑板块历年前三季度归母净利率	9
图表 11: 建筑板块历年前三季度 ROE	9
图表 12: 建筑行业 ROE 杜邦分解	9
图表 13: 建筑板块季度资产负债率变化 (%)	10
图表 14: 建筑板块单季存货周转率	10
图表 15: 建筑板块单季应收账款周转率	11
图表 16: 建筑板块单季经营性现金流量净额 (亿元)	11
图表 17: 建筑板块单季经营性现金流量净额/归母净利润	12
图表 18: 建筑板块单季收现比	12
图表 19: 建筑板块单季付现比	12
图表 20: 各子板块 2021Q3、2021Q2 单季营收增速 (%)	14
图表 21: 各子板块 2021Q3、2021Q2 单季归母净利润增速 (%)	14

图表 22: 子板块单季营收增速表 (%)	14
图表 23: 子板块单季归母净利润增速表 (%)	15
图表 24: 建筑央企单季营收增速	16
图表 25: 建筑央企单季业绩增速	16
图表 26: 建筑央企历年前三季度营收增速	17
图表 27: 建筑央企历年前三季度业绩增速	17
图表 28: 建筑央企单季收入和业绩增速表	18
图表 29: 建筑央企财务数据分析表格 (单季值)	18
图表 30: 建筑央企各季度新签订单 (亿元) 及增速一览	19
图表 31: 8 大央企营收/建筑业总产值	19
图表 32: 地方国企单季营收增速	20
图表 33: 地方国企单季业绩增速	20
图表 34: 地方国企历年前三季度营收增速	21
图表 35: 地方国企历年前三季度业绩增速	21
图表 36: 地方国企单季收入和业绩增速表	22
图表 37: 地方国企财务数据分析表格 (单季值)	22
图表 38: 钢结构板块单季营收增速	23
图表 39: 钢结构板块单季业绩增速	23
图表 40: 钢结构历年前三季度营收增速	24
图表 41: 钢结构历年前三季度业绩增速	24
图表 42: 钢结构板块单季收入和业绩增速表	24
图表 43: 钢结构板块财务数据分析表格 (单季值)	25
图表 44: 化学工程板块单季营收增速	26
图表 45: 化学工程板块单季业绩增速	26
图表 46: 化学工程历年前三季度营收增速	27
图表 47: 化学工程历年前三季度业绩增速	27
图表 48: 化学工程板块单季收入和业绩增速表	28
图表 49: 化学工程板块财务数据分析表格 (单季值)	28
图表 50: 设计咨询板块单季营收增速	29
图表 51: 设计咨询板块单季业绩增速	29
图表 52: 设计咨询历年前三季度营收增速	30
图表 53: 设计咨询历年前三季度业绩增速	30
图表 54: 设计咨询板块单季收入和业绩增速表	31
图表 55: 设计咨询板块财务数据分析表格 (单季值)	32
图表 56: 装饰板块单季营收增速	33
图表 57: 装饰板块单季业绩增速	33
图表 58: 装饰板块历年前三季度营收增速	33
图表 59: 装饰板块历年前三季度业绩增速	34
图表 60: 装饰板块单季收入和业绩增速表	34
图表 61: 装饰板块财务数据分析表格 (单季值)	35
图表 62: 装饰板块主要公司新签订单情况 (亿元)	36
图表 63: 国际工程板块单季营收增速	36
图表 64: 国际工程板块单季业绩增速	37
图表 65: 国际工程历年前三季度营收增速	37
图表 66: 国际工程历年前三季度业绩增速	37
图表 67: 国际工程板块单季收入和业绩增速表	38

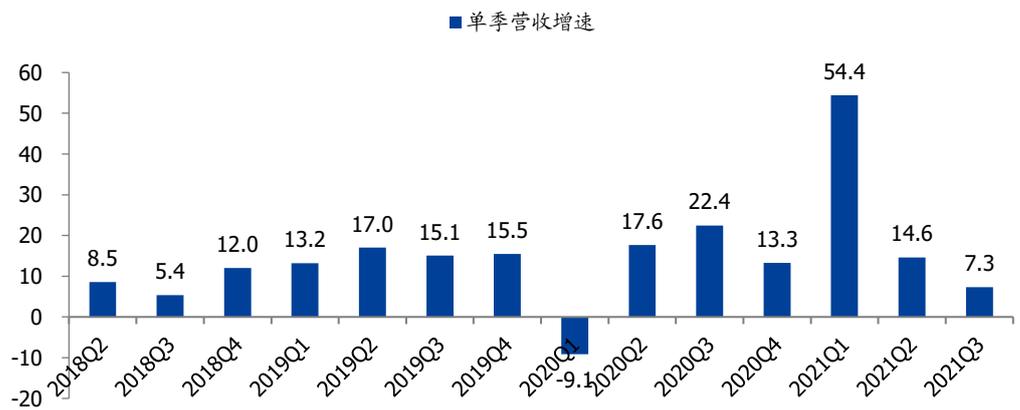
图表 68: 国际工程板块财务数据分析表格 (单季值)	38
图表 69: 国际工程公司订单情况.....	39
图表 70: 建筑行业重点公司估值表	41

1. 行业综述：Q3 营收业绩表现基本平稳，现金流持续改善

1.1. 行业增长情况：基数较高情况下，Q3 营收与业绩整体放缓

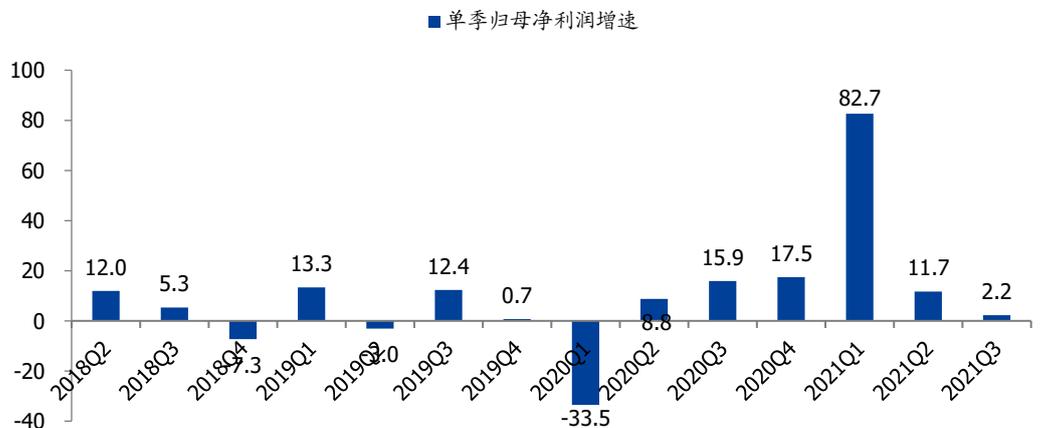
2021Q1-3 建筑上市公司整体营收同比增长 21.4%，其中 Q1/Q2/Q3 分别增长 54.4%/14.6%/7.3%，两年 Q1-3 复合增速 16.5%；实现归母净利润同比增长 22.0%，其中 Q1/Q2/Q3 分别增长 82.7%/11.7%/2.2%，两年 Q1-3 复合增速 10.1%。建筑板块在今年以来国内外疫情反复、原材料价格大幅波动的不利环境下，营收业绩仍实现稳健增长。Q2-Q3 营收与业绩增速放缓主要由于去年 Q1 疫情之后，Q2-3 季度加速赶工情况下基数有所抬升（去年 Q3 营收与业绩增速均创近年来单季增速峰值），同时原材料价格上涨影响毛利率。今年是十四五规划元年，相关重大项目投资建设陆续启动，同时财政部近期表示 2021 年新增专项债券额度尽量在 11 月底前发行完毕，随着后续专项债加快发行与使用，有望对今年底明年初基建投资形成一定支撑；房建方面监管层维护地产行业平稳发展的态度坚决，“政策底”逐步明朗，企业经营预期有望见底，展望全年建筑行业营收业绩有望继续保持稳健增长趋势。

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 (%)

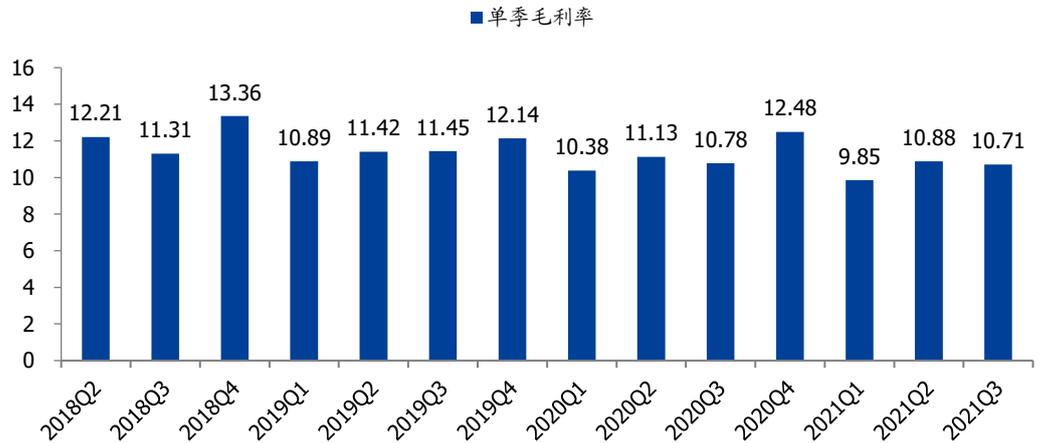


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2. 行业盈利能力：基本保持稳定，期间费用率下降

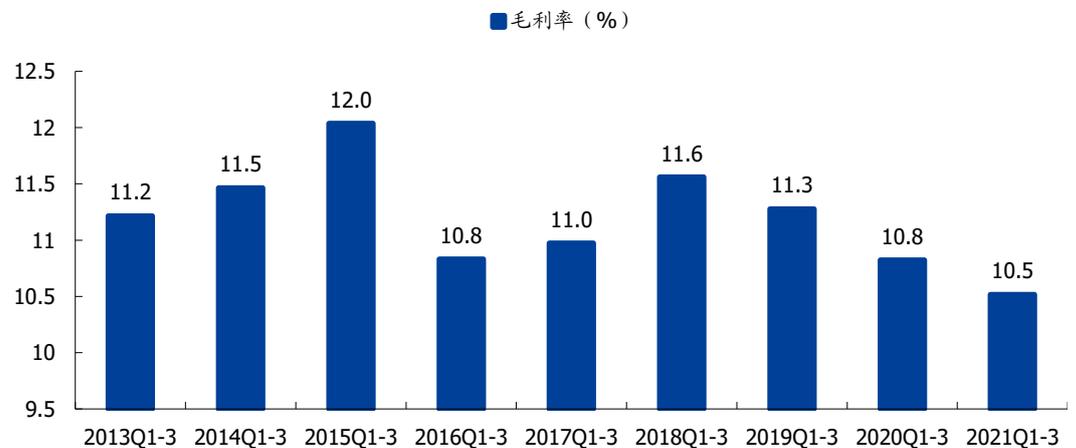
2021Q3 建筑板块毛利率 10.7%，同比/环比分别小幅下降 0.07/0.17 个 pct；Q1-3 累计毛利率 10.5%，同比下降 0.3 个 pct。毛利率有所下降预计主要因今年以来央企地产开发板块毛利率下降、国内外疫情反复影响以及原材料价格上涨对相关行业毛利率造成一定冲击所致，但影响整体较小。随着三季度以来钢价波动趋于平稳，疫情影响逐步减弱，以及临近年底部分开口合同结算时可进行材料调差，后续建筑板块毛利率有望企稳回升。

图表 3：建筑板块单季毛利率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

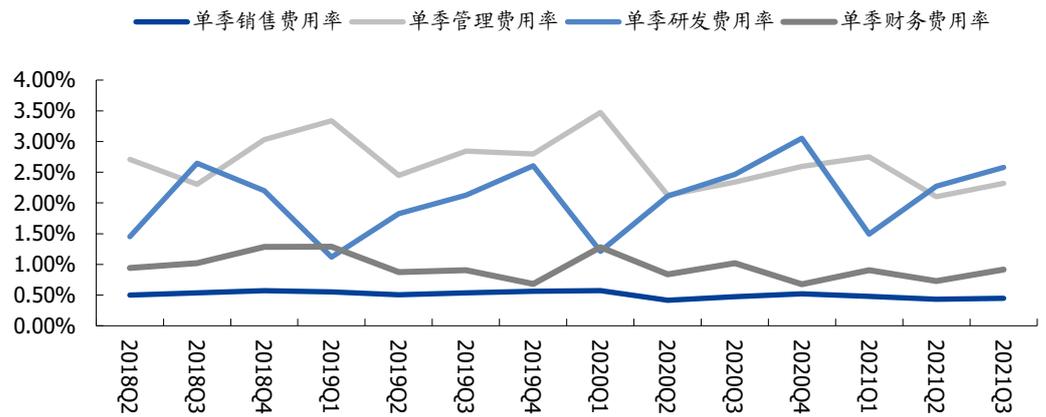
图表 4：建筑板块各年份前三季度累计毛利率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

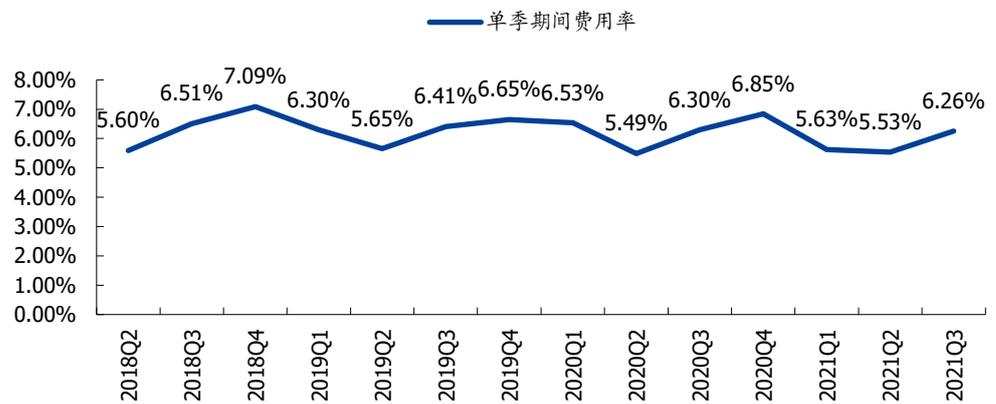
Q1-3 费用率同比有所下降，建筑企业研发投入趋于增多。上市建筑企业 2021Q1-3/Q3 期间费用率分别为 5.80%/6.26%，同比变化-0.12/-0.04 个 pct。其中 2021Q1-3/Q3 销售费用率分别为 0.45%/0.45%，同比变化-0.02/-0.03 个 pct；管理费用率分别为 2.37%/2.32%，同比变化-0.15/-0.02 个 pct；研发费用率分别为 2.14%/2.58%，同比变化+0.11/+0.11 个 pct；财务费用率分别为 0.84%/0.91%，同比变化-0.17/-0.11 个 pct。今年前三季度建筑板块费用率较去年同期有所下降，主要由于去年疫情期间防疫等费用支出增加，营收增速较慢费用率较为刚性，而今年经营情况恢复至正常水平，营收快速增长，规模效应提升；其中研发费用率明显提升，预计主要系建筑企业对装配式建筑、智能建造、建筑信息化、新材料、节能减排等新技术方向投入持续增多所致。

图表 5: 建筑板块单季各项费用率



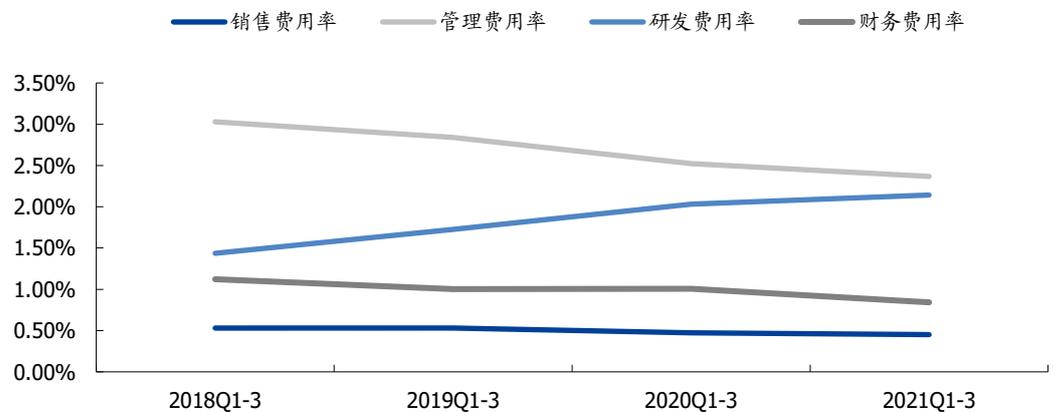
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 建筑板块单季期间费用率



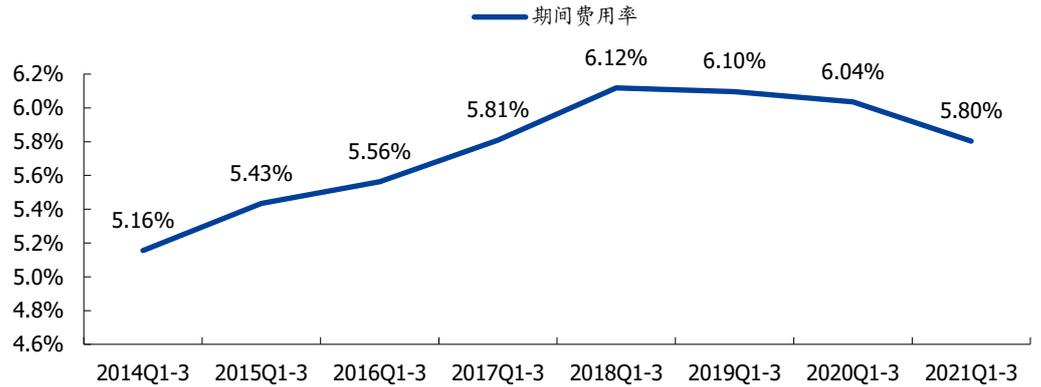
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 建筑板块历年前三季度各项费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

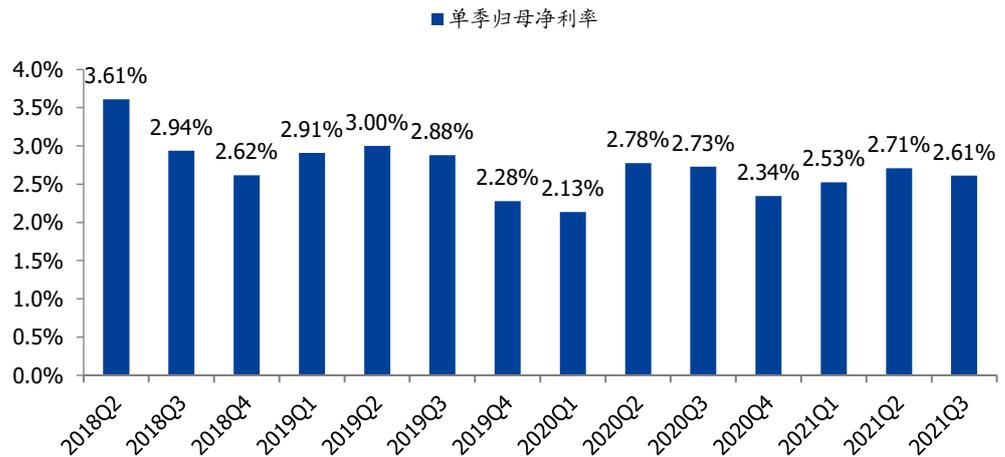
图表 8: 建筑板块历年前三季度期间费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

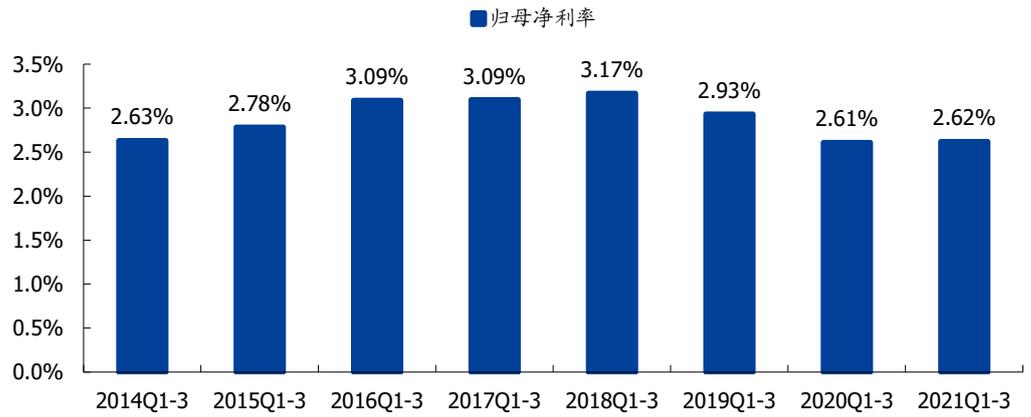
Q1-3 净利率小幅改善, 减值同比增加小幅影响 Q3 单季净利率。2021Q1-3/Q3 上市建筑企业归母净利率分别为 2.62%/2.61%, 同比变化+0.01/-0.12 个 pct, Q1-3 净利率同比小幅改善, Q3 单季净利率小幅下滑, 预计主要系受地产调控政策影响, 相关地产客户应收款减值计提增加所致。

图表 9: 建筑板块单季归母净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

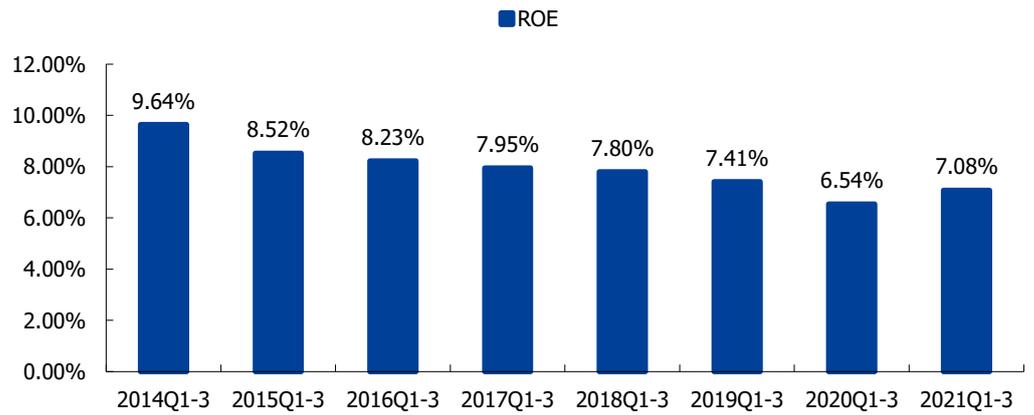
图表 10: 建筑板块历年前三季度归母净利润率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

净资产收益率触底回升。2021Q1-3 建筑板块 ROE 为 7.08%，同比提升 0.54 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，同时销售净利率小幅回升。

图表 11: 建筑板块历年前三季度 ROE



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 建筑行业 ROE 杜邦分解

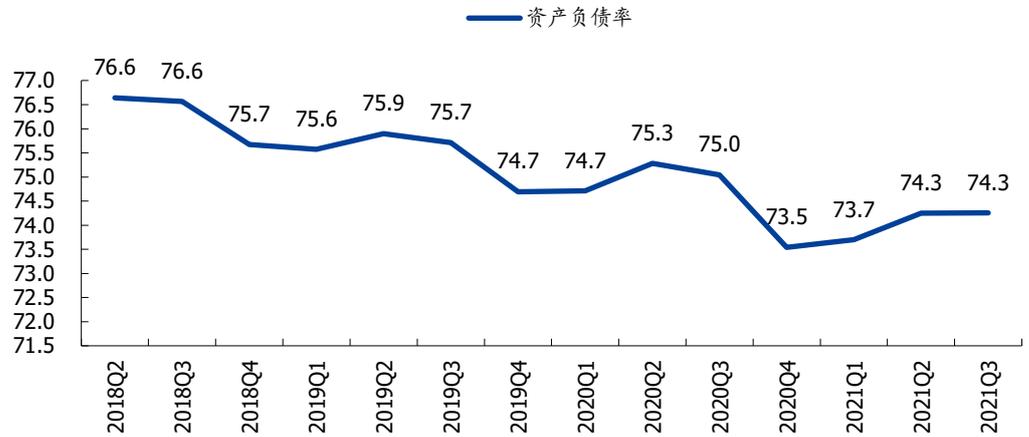
时间	ROE	杜邦分析拆解			细分财务数据 (亿元)			
		销售净利率	总资产周转率	权益乘数	归母净利润	营收	平均总资产	平均归母权益
2014Q1-3	9.6%	2.63%	0.60	6.08	655	24873	41296	6791
2015Q1-3	8.5%	2.78%	0.54	5.69	728	26167	48634	8541
2016Q1-3	8.2%	3.09%	0.49	5.41	848	27444	55696	10302
2017Q1-3	7.9%	3.09%	0.48	5.36	959	31001	64691	12070
2018Q1-3	7.8%	3.17%	0.46	5.33	1073	33844	73348	13755
2019Q1-3	7.4%	2.93%	0.47	5.38	1146	39072	83187	15455
2020Q1-3	6.5%	2.61%	0.46	5.43	1139	43639	94536	17398
2021Q1-3	7.1%	2.62%	0.50	5.42	1389	52987	106415	19635

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3. 行业负债及营运能力：负债率同比继续下降，应收款周转率基本持平

截至 2021Q3 末建筑行业整体资产负债率为 74.3%，环比 Q2 末持平，较去年同期下降 0.7 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。

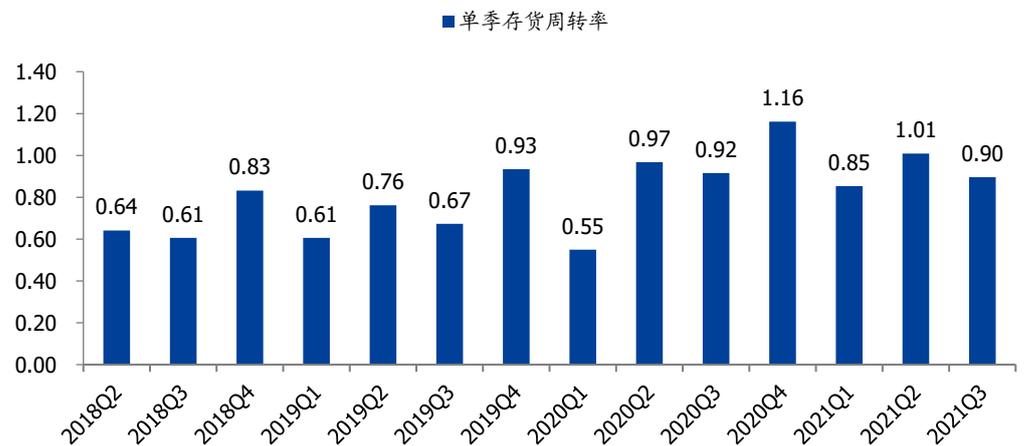
图表 13: 建筑板块季度资产负债率变化 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

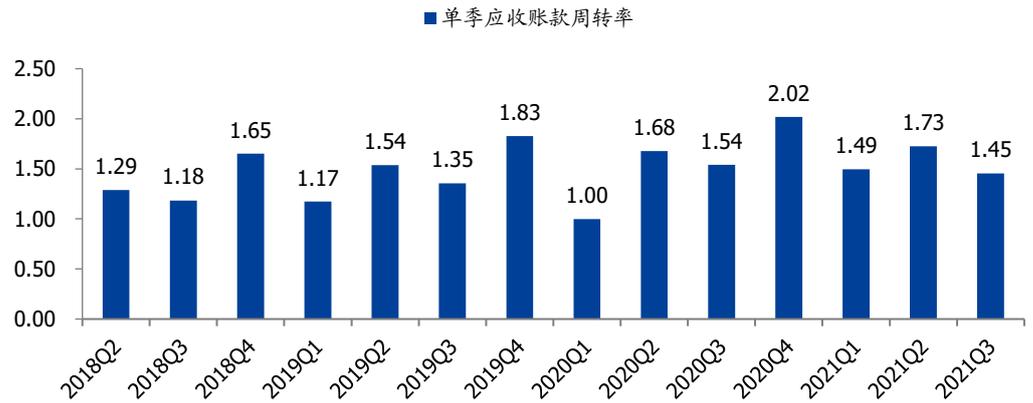
Q3 存货及应收账款周转率同比基本持平。建筑企业的资产周转率存在明显的季度波动周期，从同比数据来看，2021Q3 存货周转率 0.90，同比小幅下降 0.02；应收账款周转率 1.45，同比小幅下降 0.09。当前上市建筑企业对于现金流普遍比较重视，后续通过加大回款力度，板块存货及应收账款周转率有望提升，以降低经营风险。

图表 14: 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 15: 建筑板块单季应收账款周转率

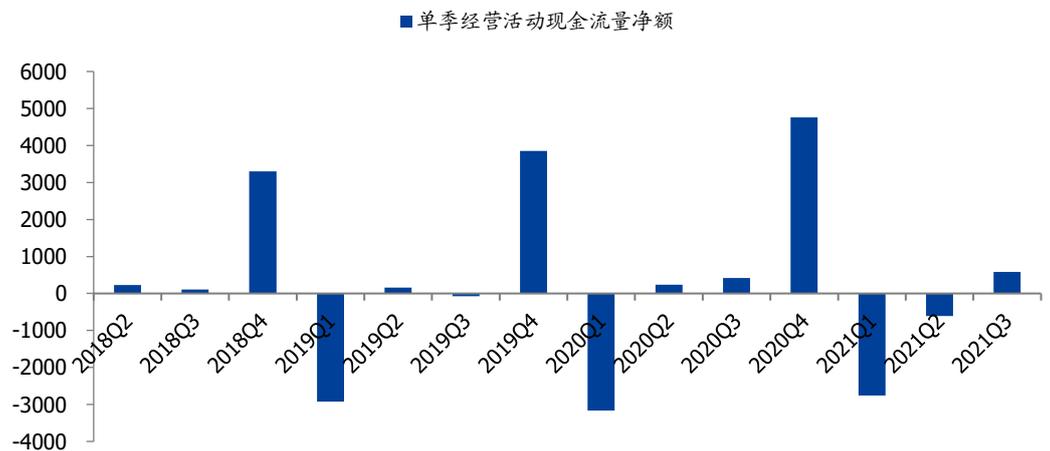


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.4. 行业现金流情况: Q3 现金流入额创历史同期新高

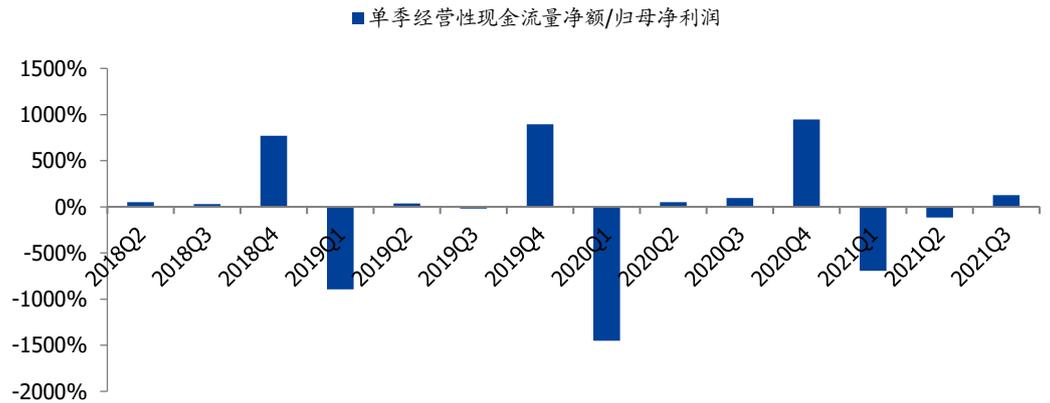
在当前建筑企业普遍重视现金流管理, 加强回款情况下, 2021Q3 单季上市建筑公司经营现金流净流入 579 亿元, 较去年同期多流入 158 亿元, Q3 现金流创历史同期新高, 主要系上市建筑企业在当前宏观背景下对于现金流普遍更加重视, 加大应收款的催收力度, 降低经营风险。Q3 经营性现金流与单季归母净利润的比值为 126%, 收付现比方面, 2021Q3 上市建筑公司收现比/付现比分别为 107%/106%, 较去年同期分别下降 6/5 个百分点, 处于近年来正常区间水平。

图表 16: 建筑板块单季经营性现金流量净额 (亿元)



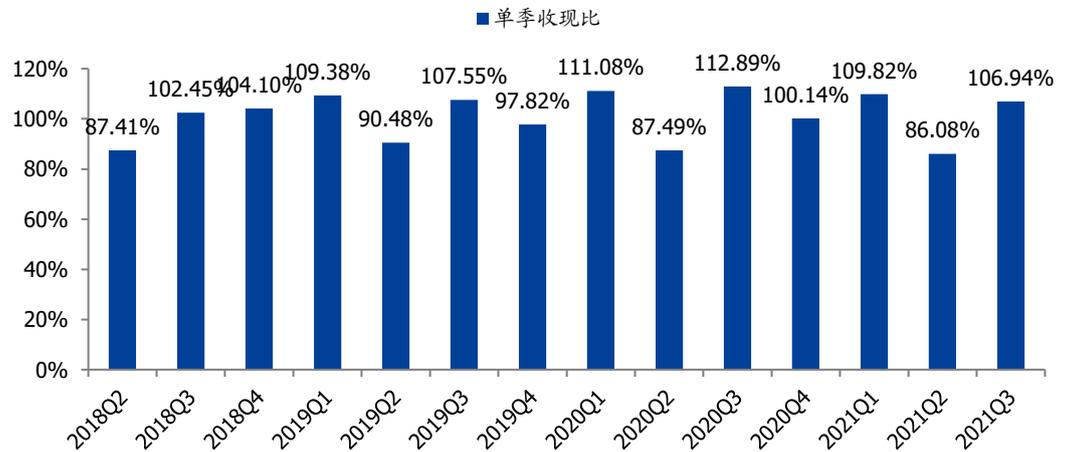
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 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 18: 建筑板块单季收现比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 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/国企增速领先，钢结构、化学工程景气较高

2021Q3 收入增速排名前三子板块为地方国企(19%)、钢结构(18%)、化学工程(16%)，排名后三位的是装饰(-15%)、园林 PPP(-15%)、其他建筑民企(-3%)。业绩增速排名前三子板块为地方国企(38%)、钢结构(13%)、建筑央企(6%)，排名后三位的为园林 PPP(-92%)、装饰(-69%)、化学工程(-18%)。

建筑央企板块 Q1-3 整体营收同比增长 21%，两年同期复合增长 17%；归母净利润增长 23%，两年同期复合增长 11%；其中 Q3 单季营收和归母净利润分别增长 7%/6%。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，基本面保持较强韧性，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，在基建托底经济预期不断提升背景下，当前我们继续看好央企成长和估值修复。

地方国企板块 Q1-3 整体营收同比大幅增长 29%，两年同期复合增长 21%；归母净利润大幅增长 48%，两年同期复合增长 24%；其中 Q3 单季营收和归母净利润分别增长 19%/37%。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。

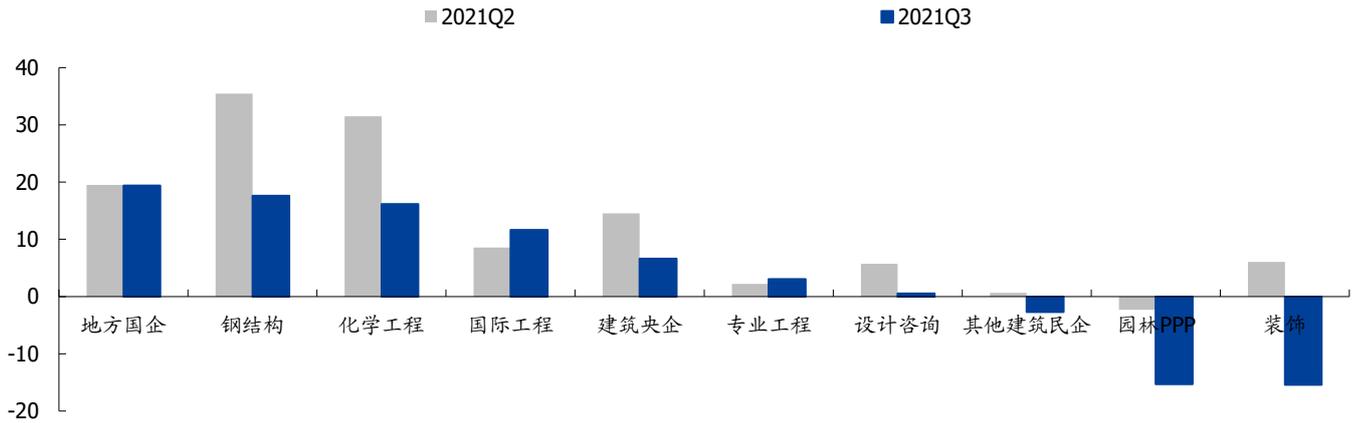
化学工程板块 Q1-3 整体营收同比大幅增长 36%，两年同期复合增长 20%；归母净利润增长 13%，两年同期复合增长 12%；其中 Q3 单季营收和归母净利润分别增长 16%/-18%。在化工品价格上涨背景下，化工制造企业资本开支意愿提升，同时行业绿色智能化改造需求增加，在手项目加速推进，营收维持较高增长，Q3 单季业绩有所下降主要系去年同期疫后赶工情况下基数较高，同时原材料价格上涨导致部分龙头企业毛利率有所下降，考虑到当前原材料价格较高点回落明显，后续化学工程板块业绩增速有望趋于回升。

钢结构板块 Q1-3 整体营收同比大幅增长 34%，两年同期复合增长 21%；归母净利润增长 15%，两年同期复合增长 31%；其中 Q3 单季营收和归母净利润分别增长 18%/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 Q1-3 整体营收同比增长 14%，两年同期复合增长 3%；归母净利润增长 12%，两年同期复合增长-10%；其中 Q3 单季营收和归母净利润分别增长 12%/-4%。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国内碳中和、智能制造领域业务开拓较为顺利，支撑整体业绩回暖。

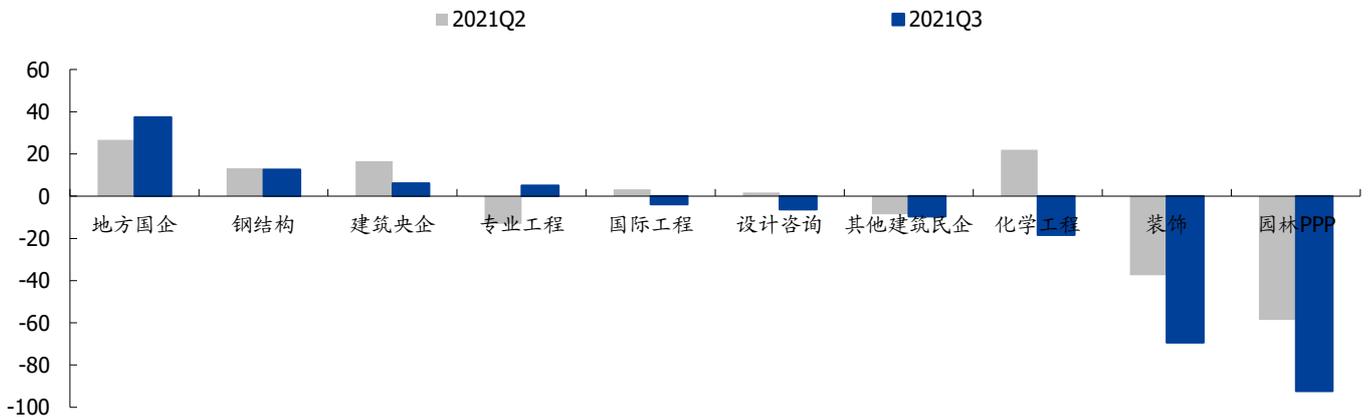
装饰板块 Q1-3 整体营收同比增长 4%，两年同期复合增长-3%；归母净利润下降 34%，两年同期复合增长-30%；其中 Q3 单季营收和归母净利润分别增长-15%/-69%。在地产行业调控持续趋严、融资收紧背景下，行业需求短期受到抑制。部分装饰龙头装配式装修产品持续完善，有望在土拍“竞品质”背景下逐渐放量，促进装饰行业技术变革。

图表 20: 各子板块 2021Q3、2021Q2 单季营收增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 各子板块 2021Q3、2021Q2 单季归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 子板块单季营收增速表 (%)

子板块	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	两年 Q1-3 复合增速	2021Q3-2020Q3
地方国企	25.0	20.5	64.4	19.5	19.4	21.0	-5.6
钢结构	28.3	24.1	61.8	35.5	17.6	20.8	-10.7
化学工程	22.1	6.9	90.4	31.5	16.1	19.6	-6.0
国际工程	4.9	7.0	27.5	8.6	11.7	2.6	6.8
建筑央企	23.5	14.1	54.0	14.6	6.6	16.9	-16.9
专业工程	10.3	-12.2	35.9	2.2	3.1	8.4	-7.2
设计咨询	25.0	17.2	38.7	5.7	0.6	12.5	-24.5
其他建筑民企	12.6	6.9	40.6	0.7	-2.7	8.9	-15.3
园林 PPP	11.1	-7.0	47.2	-2.3	-15.3	-2.6	-26.4
装饰	3.1	3.5	44.4	6.0	-15.4	-3.0	-18.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 子板块单季归母净利润增速表 (%)

子板块	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	两年 Q1-3 复合增 速	2021Q3-2020Q3
地方国企	41.4	38.7	180.9	26.7	37.4	23.7	-4.1
钢结构	68.5	8.5	22.3	13.2	12.6	31.3	-55.9
建筑央企	13.7	11.5	63.8	16.5	6.1	11.2	-7.6
专业工程	-17.9	-27.0	286.3	-13.1	5.1	7.9	23.0
国际工程	-1.5	-88.4	116.3	3.3	-3.9	-9.7	-2.3
设计咨询	-0.1	-12.4	55.2	1.6	-6.3	-0.4	-6.2
其他建筑民企	30.3	116.1	321.7	-8.5	-9.6	5.9	-39.9
化学工程	53.3	1039.1	78.3	22.0	-18.3	11.6	-71.7
装饰	1.9	-112.0	388.2	-37.5	-69.3	-29.6	-71.2
园林 PPP	22.8	65.3	87.3	-58.6	-92.3	-39.1	-115.0

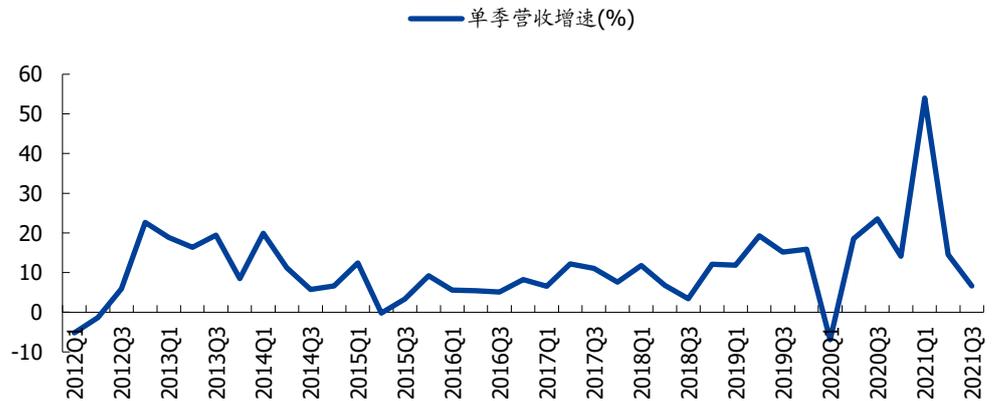
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3. 重点子板块评述

3.1. 建筑央企

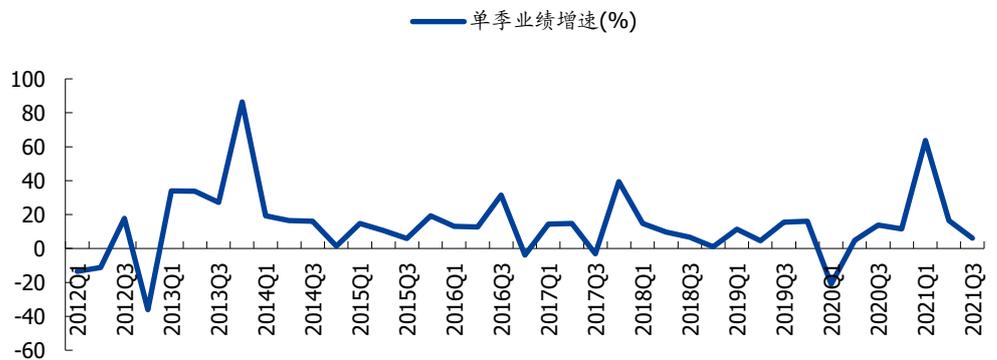
营收业绩稳健增长，龙头经营韧性突显。2021Q1-3 建筑央企板块营收/业绩分别增长 21%/23%(相较 19 年复合增速 17%/5%)，其中 Q3 建筑央企营收和业绩分别增长 7%/6% (相较 19 年复合增速 13%/9%)，较 Q2 变动-8/-10 个 pct。从累计增速看央企营收及业绩仍维持稳健增长，Q3 单季增速有所下滑主要因去年三季度为疫后业务赶工放量期，造成同期基数较高，从两年 CAGR 看仍实现稳步增长。根据财政部发布的前三季度专项债发行数据，截至 Q3 末专项债发行进度约 61%，新增专项债预计于 11 月底发放完毕，有望对基建投资形成支撑；同时，地产投资下行、制造业修复力度减弱的预期下，基建政策预期将有所发力，有望提振年底到明年年初的基建投资需求，央企龙头经营基本面保持有望稳健。

图表 24: 建筑央企单季营收增速



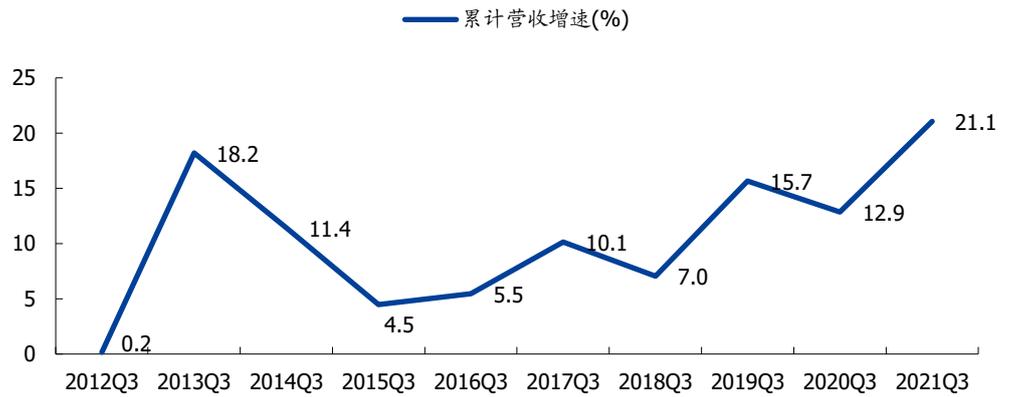
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 建筑央企单季业绩增速



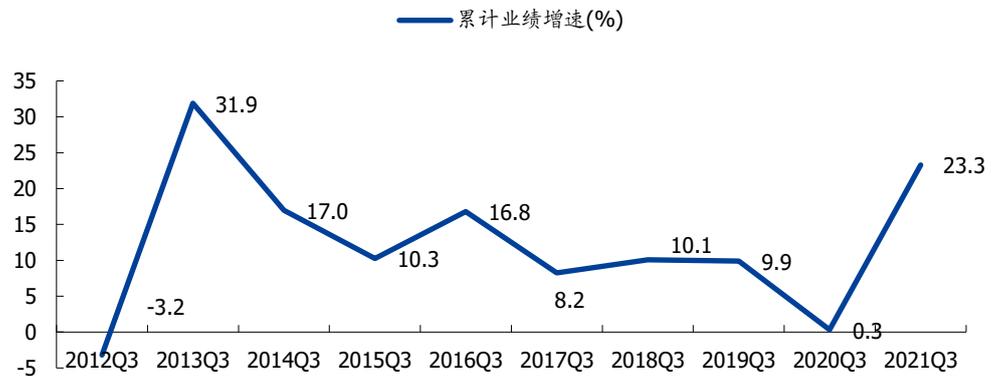
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 建筑央企历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 建筑央企历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

个股营收增速分化, 业绩增速因去年高基数影响普遍放缓。环比 2021Q2, 中国建筑、中国电建及中国核建的营收增长有所提速, 其余营收增速均呈现不同程度下滑; 中国中铁及中国核建的业绩增速环比有所提升。Q3 营收增速排名前三的分别为中国电建、中国建筑、中国中冶; 业绩增速排名前三的分别为中国中冶、中国中铁、中国建筑。中国电建 Q3 营收同增 15%, 增速环比提升 8 个 pct, 收入延续快增趋势; Q3 业绩同降 7%, 主要受到毛利率持续承压影响, 预计主要因 1) 地产板块盈利能力下滑; 2) 原材料价格上涨; 3) 火电煤价上涨、水电来水偏枯。中国中冶 Q3 营收及业绩分别同增 13%/17%, 预计主要因资源开发业务景气度较高。中国建筑 Q3 营收及业绩分别同增 15%/8%, 维持稳健增长, 业绩增速有所放缓主要因去年同期基数抬升。中国中铁 Q3 业绩在去年高基数上仍同增 15% (20Q3 业绩同增 32%), 同时环比 Q2 盈利增速显著回升 (21Q2 业绩同降 19%), 预计主要因 Q3 毛利率同比显著改善且减值计提减少。

图表 28: 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				
	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
中国中冶	26.55%	19.53%	29.84%	45.20%	12.67%	15.66%	26.90%	12.94%	64.75%	17.27%
中国中铁	29.75%	2.50%	50.94%	0.75%	-0.17%	32.21%	-15.52%	80.89%	-18.51%	15.05%
中国建筑	20.73%	20.77%	53.41%	14.56%	15.06%	16.81%	16.02%	45.45%	19.25%	7.88%
中国交建	21.14%	21.03%	59.01%	25.05%	7.53%	3.47%	-7.44%	85.29%	95.33%	4.94%
中国铁建	21.49%	6.40%	61.23%	12.79%	-2.47%	2.93%	36.40%	68.50%	15.07%	0.04%
中国电建	16.15%	22.49%	54.54%	7.15%	15.42%	5.94%	50.47%	43.30%	-3.96%	-7.34%
中国能建	35.42%	11.44%	71.00%	15.05%	2.23%	12.37%	39.36%	374.75%	28.94%	-8.65%
中国核建	28.43%	3.87%	72.02%	3.34%	7.00%	14.20%	29.81%	155.26%	-23.01%	-8.93%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

板块毛利率提升, 费用率下降, 现金流边际改善。2021Q3 央企毛利率较 2020 年同期提升 0.14 个 pct, 板块内部来看毛利率变动出现分化: 部分央企受到原材料价格上涨及地产限价政策影响毛利率降幅较大; 中铁、中冶资源业务板块受益于金属价格上涨盈利能力大幅提升。期间费用率同比下降 0.23 个 pct, 主要是财务费用率降幅较大, 主要因本期融资成本下行及去年汇兑损失较多。资产减值(含信用减值)占收入比较去年同期提升 0.13 个 pct, 主要因部分企业计提地产存货减值增加。净利率为 2.51%, 同比下降 0.01 个 pct, 环比下滑 0.04 个 pct。经营性现金流与营收的比同比提升 1.32 个 pct, 环比提升 7.55 个 pct, 现金流边际改善趋势显著。资产负债率同比继续呈下降趋势, 截至 2021Q3 末建筑央企资产负债率为 74.76%, 同比下降 1.13 个 pct。

图表 29: 建筑央企财务数据分析表格(单季值)

	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q3-20Q3	21Q3-21Q2
毛利率(%)	10.31	12.34	9.54	10.58	10.46	0.14	-0.13
营业税金/收入比(%)	0.54	0.85	0.45	0.51	0.51	-0.02	0.00
销售费用率(%)	0.41	0.51	0.41	0.40	0.41	0.00	0.01
管理费用率(%)	2.22	2.46	2.55	1.97	2.17	-0.05	0.20
财务费用率(%)	0.89	0.53	0.76	0.54	0.77	-0.12	0.23
研发费用率(%)	0.88	0.99	1.38	1.23	0.82	-0.06	-0.41
费用率合计(%)	4.39	4.49	5.10	4.14	4.17	-0.23	0.03
资产减值损失/收入(%)	0.18	0.95	0.23	0.75	0.31	0.13	-0.44
净利率(%)	2.52	2.49	2.49	2.55	2.51	-0.01	-0.04
经营性现金流/收入(%)	2.08	22.61	-15.83	-4.15	3.40	1.32	7.55
收现比(%)	118.18	103.00	107.35	87.31	109.93	-8.25	22.63
应收账款周转率	1.79	2.39	1.79	2.01	1.65	-0.14	-0.36
存货周转率	0.52	0.68	0.51	0.59	0.50	-0.02	-0.09
资产负债率(%)	75.88	73.73	74.17	74.68	74.76	-1.13	0.07

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

央企前三季度订单稳健增长, 后续趋势有望延续。2021Q1-3 八大央企合计新签订单 83541 亿元, 同比增长 16% (较 19 年同期复合增速 15%), 增速较 Q2 下降 9 个 pct; Q3 单季新签订单 23613 亿元, 同比下降 1%, 增速较 Q2 下降 15 个 pct, 单季订单增速下滑主要因 1) 去年同期为疫后业务放量期, 基数较高 (20Q3 同增 32%); 2) 部分境外

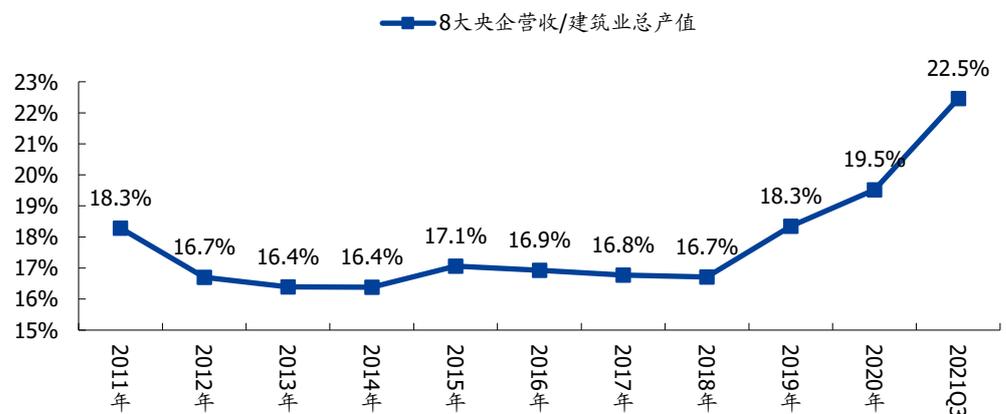
市场疫情仍高位流行，业务开展受阻；3）受公路、铁路投资下滑影响，相关大型订单量下滑；从累计订单同比增速及两年 CAGR 来看央企订单仍维持稳健增长。近年来在反腐、营改增、原材料价格波动、疫情冲击等诸多因素影响下行业集中度持续提升，21Q3 建筑央企营收占建筑业总产值的比例已达 22.5%，相较 2020 年末提升 3 个 pct。未来，项目大型化、装配式发展、“碳中和”约束等因素预计将进一步强化央企市占率提升趋势，叠加今年年底到明年年初基建边际改善预期较强，央企订单有望延续稳健增长态势。

图表 30: 建筑央企各季度新签订单 (亿元) 及增速一览

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
中国建筑	5,613	7,681	6,216	8,195	7,414	8,656	5,453
单季同比	-4.3%	15.5%	20.2%	14.9%	32.1%	12.7%	-12.3%
中国铁建	3,402	5,356	5,148	11,637	4,589	5,957	5,118
单季同比	14.4%	27.1%	29.8%	30.5%	34.9%	11.2%	-0.6%
中国中铁	3,376	5,328	4,839	12,515	3,292	7,045	4,327
单季同比	7.8%	37.3%	24.6%	16.4%	-2.5%	32.2%	-10.6%
中国交建	2,275	3,056	2,040	3,297	4,106	2,745	3,216
单季同比	11.9%	4.2%	30.0%	6.7%	80.5%	-10.2%	57.6%
中国化学	454	456	559	1042	547	772	405
单季同比	20.4%	-11.7%	118.5%	-7.2%	20.5%	69.3%	-27.7%
中国电建	1,484	1,878	1662.59	1,708	2,313	1,510	1,383
单季同比	-15.4%	47.5%	99.8%	35.7%	55.9%	-19.6%	-16.8%
中国中冶	1,746	2,906	2,358	3,188	2,806	3,345	2,620
单季同比	-4.1%	45.7%	53.9%	26.0%	60.7%	15.1%	11.1%
葛洲坝	1,277	1,778	1,042	1,681	2,439	2,394	1,091
单季同比	0.6%	19.1%	27.5%	3.5%	91.0%	34.7%	4.7%
合计	19,627	28,438	23,864	43,263	27,506	32,423	23,613
单季同比	2.1%	23.9%	32.4%	18.8%	40.1%	14.0%	-1.1%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 31: 8 大央企营收/建筑业总产值

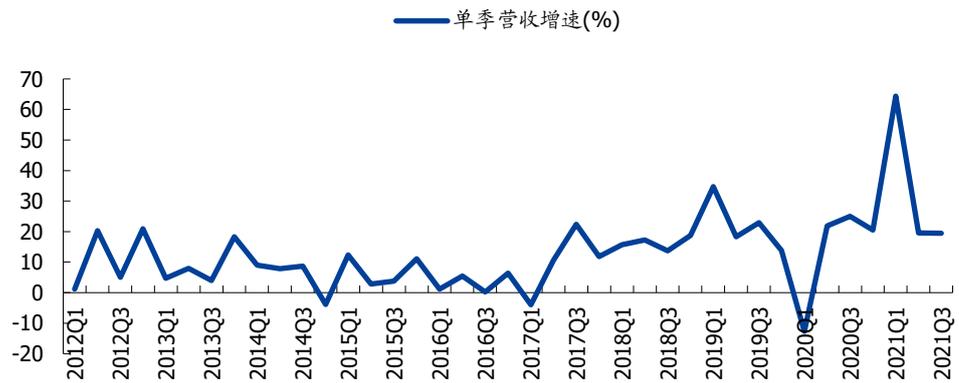


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2. 地方国企

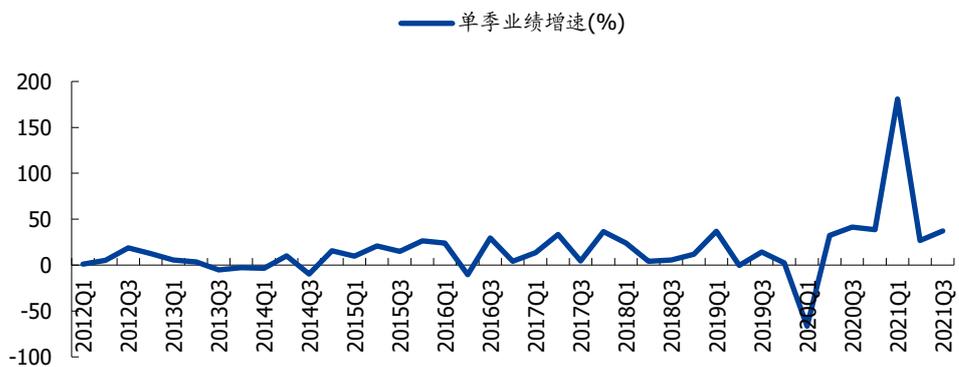
业绩增速亮眼，基本面延续较好趋势。2021Q1-3 地方国企板块营收和业绩分别增长 29%/48%（相较 19 年复合增速 20%/14%），Q3 单季营收及业绩分别同增 19%/37%（相较 19 年复合增速 22%/39%），环比 Q2 变动-0.1/+10.7 个 pct。地方国企板块自疫情以来持续展现较强经营韧性，营收业绩增速保持稳健，其中部分龙头地方国企，如四川路桥、山东路桥在大股东层面合并驱动下带来更多业务协同，规模加速扩张，盈利能力也有较大提升。当前，四川路桥大股东组建蜀道集团已顺利完成，其省内高速公路投资市占率超 80%，有望大幅提升公司四川省内交通建设市场市占率，同时公司拟定增引入四川能投与比亚迪两大重磅战投，加快形成“资源再生-前驱体-正极材料”闭合的锂电产业链，打造全新业务增长点，未来成长动力充足。

图表 32: 地方国企单季营收增速



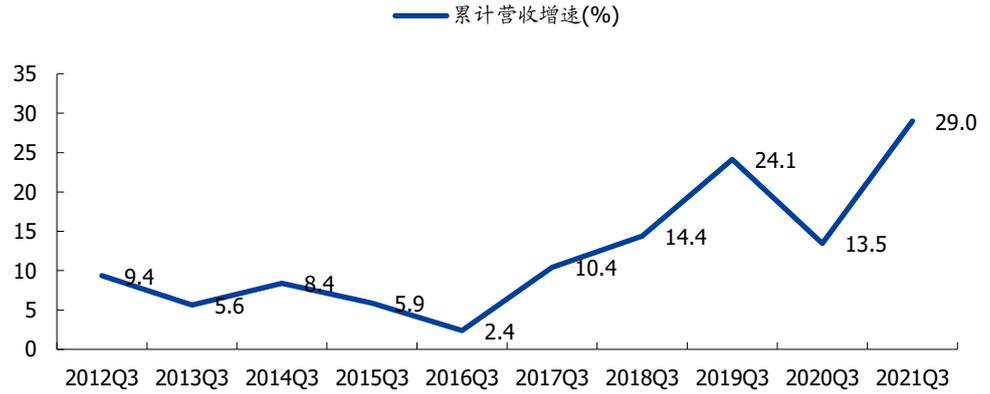
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 地方国企单季业绩增速



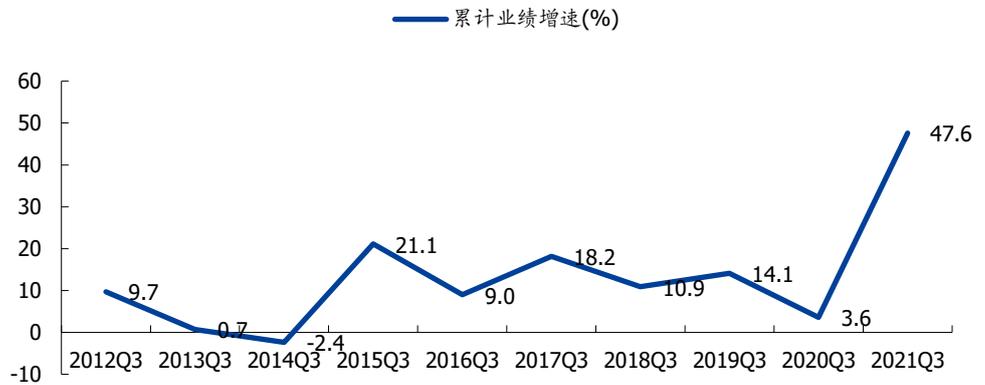
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 地方国企历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 35: 地方国企历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021Q3 营收增速排名前三的分别为新疆交建、山东路桥、浦东建设；业绩增速排名前三的分别为新疆交建、安徽建工、山东路桥。**新疆交建** Q3 营收同增 97%，预计主要因公司大力拓展疆内市场，工程施工收入大幅提升；Q3 业绩同比大增 730%，主要因减值计提大幅减少，预计主要因公司加强回款管理，应收账款规模减少。**山东路桥** Q3 营收同比大增 82%，主要因公司新签订单及在建项目增加，且新增多家并购企业，业务量有所提升；Q3 业绩同增 131%，增速显著高于营收，预计主要受益于公司持续推进项目成本管控及降本增效。**安徽建工** Q3 业绩同增 167%主要系公司当期减值计提大幅降低。

图表 36: 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				
	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
新疆交建	-6.98%	52.30%	87.39%	47.25%	96.79%	-129.71%	-75.05%	41.11%	-27.36%	729.69%
安徽建工	39.13%	5.82%	112.67%	3.32%	25.38%	-20.89%	246.21%	338.55%	-29.05%	166.53%
山东路桥	30.35%	72.76%	51.84%	112.25%	82.41%	11.36%	235.01%	28.52%	83.79%	131.06%
浙江交科	28.33%	38.66%	47.20%	21.86%	27.51%	-28.21%	117.42%	865.46%	3.89%	78.75%
上海建工	25.45%	24.00%	56.18%	13.03%	19.70%	30.89%	-8.38%	13.45%	10.19%	58.59%
浦东建设	54.53%	-17.57%	34.86%	-1.01%	27.55%	-20.74%	20.30%	43.31%	-1.91%	49.96%
重庆建工	31.96%	2.81%	56.54%	-4.36%	-7.80%	149.72%	47.19%	348.40%	30.67%	49.58%
四川路桥	28.10%	10.97%	145.60%	33.34%	10.14%	802.40%	51.84%	326.18%	86.58%	28.71%
粤水电	5.63%	18.43%	14.06%	25.04%	7.00%	94.60%	-23.50%	36.77%	53.10%	8.74%
龙建股份	29.94%	-17.07%	162.43%	44.92%	21.24%	44.62%	-24.26%	158.31%	-0.27%	4.90%
北新路桥	-17.52%	27.20%	87.14%	45.45%	-1.37%	-1.20%	9.08%	101.92%	-2.63%	-0.32%
隧道股份	11.11%	24.83%	50.81%	22.33%	7.71%	41.12%	26.30%	26.49%	52.04%	-18.68%
西藏天路	35.37%	54.32%	73.89%	-2.68%	-32.98%	-21.37%	1837.01%	19.83%	-41.26%	-111.48%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

板块毛利率略降，费用率控制良好，现金流显著改善。2021Q3 地方国企毛利率较 2020 年同期下降 0.41 个 pct，较 2021 Q2 下降 0.41 个 pct，预计主要受到原材料价格上涨影响。期间费用率同比下降 0.12 个 pct，其中销售及研发费用率下降较多，分别同比下滑 0.10/0.15 个 pct。资产减值（含信用减值）占收入比较去年同期提升 0.08 个 pct。净利率为 2.52%，同比增长 0.32 个 pct。经营性现金流与营收的比为 7.24，同比上升 3.78 个 pct，现金流流入大幅增加，预计主要系部分企业加强回款管理，应收回款流入增加。截至 2021Q3 末地方国企资产负债率为 81.66%，环比提升 0.39 个 pct。

图表 37: 地方国企财务数据分析表格（单季值）

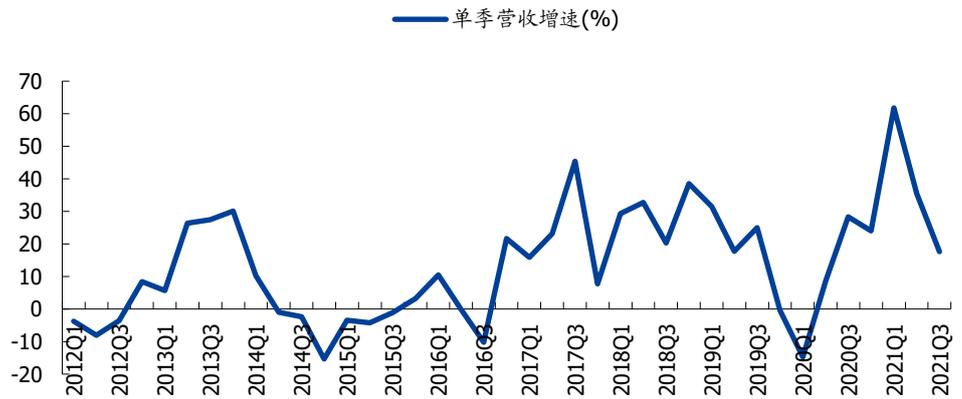
	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q3-20Q3	21Q3-21Q2
毛利率(%)	9.80	11.66	9.11	9.80	9.39	-0.41	-0.41
营业税金/收入比(%)	0.29	0.42	0.39	0.37	0.25	-0.05	-0.13
销售费用率(%)	0.32	0.23	0.25	0.25	0.23	-0.10	-0.03
管理费用率(%)	2.08	2.45	2.82	1.94	2.01	-0.07	0.07
财务费用率(%)	1.42	1.31	1.85	1.40	1.63	0.21	0.22
研发费用率(%)	1.14	1.09	1.66	1.35	0.99	-0.15	-0.36
费用率合计(%)	4.97	5.07	6.59	4.94	4.85	-0.12	-0.09
资产减值(含信用)损失/收入(%)	0.18	1.36	0.45	0.10	0.27	0.08	0.16
净利率(%)	2.20	2.86	1.74	2.61	2.52	0.32	-0.09
经营性现金流/收入(%)	3.46	19.80	-30.05	0.52	7.24	3.78	6.72
收现比(%)	93.70	85.10	126.03	74.05	97.13	3.42	23.08
应收账款周转率	1.43	1.60	1.12	1.43	1.32	-0.11	-0.11
存货周转率(含合同资产)	0.59	0.67	0.46	0.56	0.55	-0.03	-0.01
资产负债率(%)	81.27	81.98	81.32	81.51	81.66	0.39	0.15

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3. 钢结构

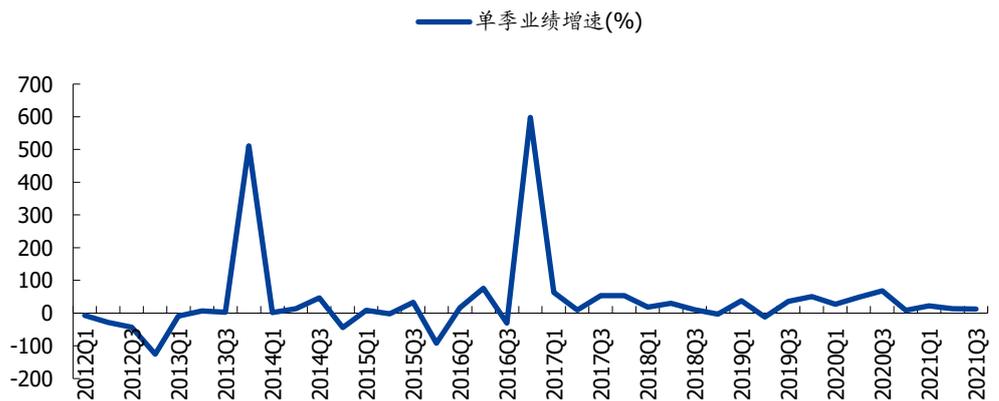
营收持续扩张，钢价波动阶段性影响业绩增速。2021Q1-3 钢结构板块营收和业绩分别增长 34%/15% (相较 19 年复合增速 18%/28%)，Q3 单季营收及业绩分别同增 18%/13% (相较 19 年复合增速 22%/30%)，环比 Q2 变动-18/-1 个 pct。前三季度板块营收增长持续强劲，业绩增速小于营收预计仍受到钢价波动影响，同时受疫情扰动部分企业项目回款放缓，坏账计提大幅增加。长期来看，建筑碳中和、土拍“竞品质”等政策推行下高品质绿色建筑的建设需求将持续上行，带动装配式渗透率进一步提升，整体板块预计仍将保持较快增速。此外，3060 双碳目标下，屋顶分布式光伏加速发展，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，带动整体板块持续快速增长。

图表 38: 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 39: 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 40: 钢结构历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 41: 钢结构历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021Q3 营收增速排名前三的分别为富煌钢构、精工钢构、东南网架；业绩增速排名前三的分别为东南网架、富煌钢构、杭萧钢构。其中**鸿路钢构** Q1-3 实现营收 133.8 亿元，同增 41%（两年 CAGR 达 32%）；实现归母净利润 8.2 亿元，同比大幅增长 64%（两年 CAGR 达 56%）。在今年钢价明显上涨、行业需求进度放缓背景下，公司钢结构制造加工业务订单、产量、收入、利润均实现明显增长，彰显龙头经营韧性，后续随着行业产能出清、钢价趋稳、公司产能持续建设与释放，公司市占率有望不断提升、持续稳健增长。

图表 42: 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				
	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
东南网架	8.82%	4.9%	37.23%	27.7%	20.7%	62.71%	-211%	51.42%	52.0%	135.1%
富煌钢构	42.93%	22.45%	72.70%	41.1%	39.9%	209.20%	71%	919.18%	8.8%	26.7%
杭萧钢构	25.59%	43.49%	108.42%	30.75%	4.17%	76.9%	-54.02%	-58.72%	-65.4%	6.4%
精工钢构	15.54%	27.14%	17.29%	55.75%	29.93%	72.39%	69%	4.3%	38.7%	5.4%
鸿路钢构	57.21%	26.56%	138.69%	34.24%	15.85%	85.80%	34.36%	338.70%	116.09%	3.17%
海波重科	-8.9%	68.2%	529.8%	23.8%	-4.4%	2.4%	282.52%	599.1%	64.7%	-43.6%
森特股份	20.39%	4.72%	1.34%	7.33%	-19.03%	-18.07%	124.8%	7.80%	-77.04%	-43.92%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

钢价波动致毛利率承压，费用率下滑，现金流边际改善。2021Q3 钢结构板块毛利率较 2020 年同期下降 1.62 个 pct，较 2021Q2 下降 0.83 个 pct，预计主要受到钢价波动影响。期间费用率同比与环比分别下降 0.41/0.24 个 pct，其中销售费用率降幅较大，同比 -0.41 个 pct。Q3 净利率为 5.73%，同比下降 0.26 个 pct，环比提升 0.23 个 pct。经营性现金流与营收的比同比下降 4.60 个 pct，预计主要因部分钢构企业出于锁定原材料成本考虑，提前储备钢材，造成相关成本前置；环比提升 4.59 个 pct，边际已显著改善。收现比同比下降 5.33 个 pct。截至 2021Q3 末钢结构板块资产负债率为 60.92%，环比提升 1.48 个 pct。其中**鸿路钢构** Q1-3 毛利率为 12.6%，同比下降 0.73 个 pct，预计主要受到钢价上涨、会计准则变动及高毛利业务占比下降影响。Q1-3 期间费用率 5.69%，较上年同期提升 0.49 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动-0.50/-0.13/+0.94/+0.18 个 pct，销售费用率下降主要系新准则下运输装卸费移出销售费用核算和列报；研发费用率提升主要系公司本期加大智能制造技术、信息化管控系统研发投入；财务费用率提升主要系可转债利息计提所致。净利率提升 0.88 个 pct 至 6.16%。Q1-3 公司经营性现金流量净流出 4.3 亿元，去年同期为净流入 2.6 亿，主要因今年公司在钢价阶段性平稳期加大钢材采购所致。其中 Q3 单季度经营性现金流量净流入 1.7 亿元，较 Q1、Q2 已明显改善。

图表 43: 钢结构板块财务数据分析表格 (单季值)

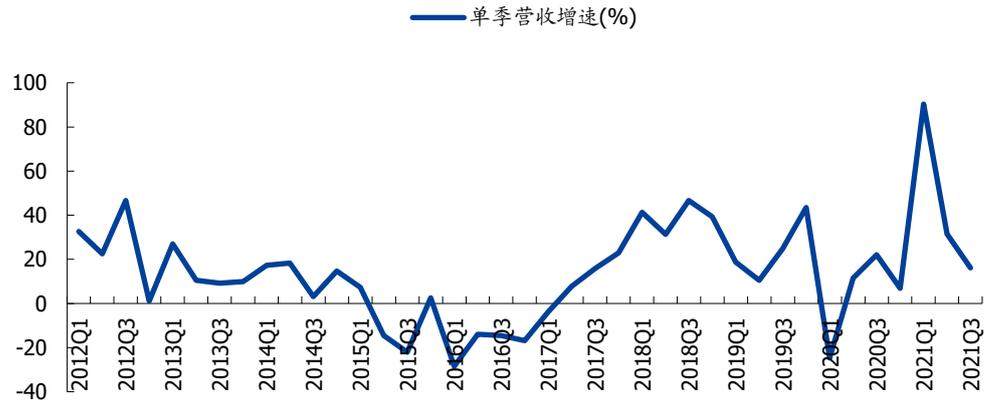
	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q3-20Q3	21Q3-21Q2
毛利率(%)	14.49	13.90	14.47	13.70	12.87	-1.62	-0.83
营业税金/收入比(%)	0.42	0.79	0.44	0.43	0.34	-0.08	-0.09
销售费用率(%)	1.23	0.67	1.10	0.67	0.82	-0.41	0.15
管理费用率(%)	2.24	2.42	3.09	2.17	2.17	-0.07	0.01
财务费用率(%)	0.88	0.99	1.11	0.95	1.08	0.20	0.13
研发费用率(%)	1.36	1.30	3.51	1.75	1.22	-0.13	-0.53
费用率合计(%)	5.70	5.38	8.81	5.53	5.29	-0.41	-0.24
资产减值(含信用)损失/收入(%)	-0.18	1.18	0.66	0.49	-0.08	0.11	-0.56
净利率(%)	5.98	3.71	5.33	5.50	5.73	-0.26	0.23
经营性现金流/收入(%)	2.19	3.64	-12.96	-7.00	-2.41	-4.60	4.59
收现比(%)	99.47	80.72	109.51	78.58	94.14	-5.33	15.56
应收账款周转率	1.18	1.29	1.04	1.32	1.28	0.10	-0.03
存货周转率(含合同资产)	0.54	0.56	0.41	0.52	0.51	-0.03	-0.01
资产负债率(%)	60.56	60.50	58.74	59.45	60.92	0.36	1.48

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.4. 化学工程

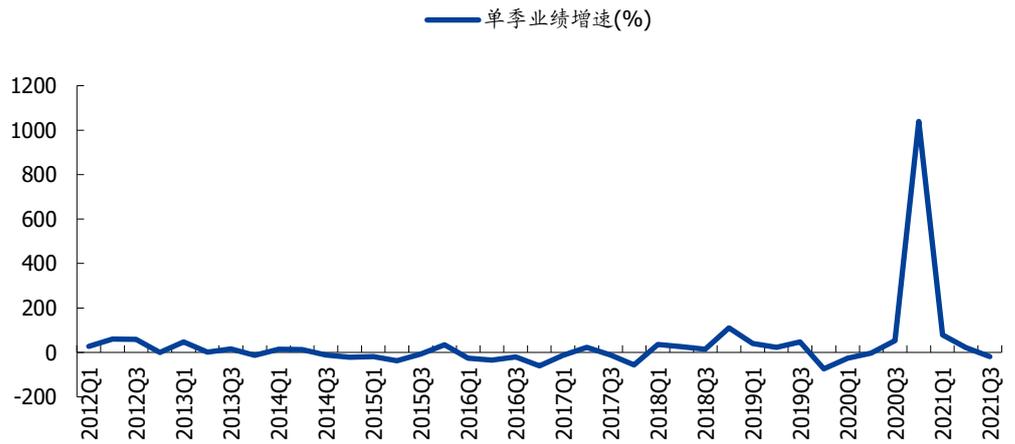
营收增长较快，毛利率阶段承压，后续有望修复。2021Q1-3 化学工程板块营收和业绩分别增长 36%/13% (相较 19 年复合增速 20%/12%)。其中 Q3 化学工程营收和业绩分别增长 16%/-18% (相较 19 年复合增速 19%/12%)，较 Q2 变动-15/-40 个 pct。在化工品价格上涨背景下，化工制造企业资本开支意愿提升，同时行业绿色智能化改造需求增加，在手项目加速推进，营收维持较高增长，Q3 单季业绩有所下降主要系去年同期疫后赶工情况下基数较高，同时原材料价格上涨导致部分龙头企业毛利率有所下降，考虑到当前原材料价格较高点回落明显，后续化学工程板块业绩增速有望趋于回升。

图表 44: 化学工程板块单季营收增速



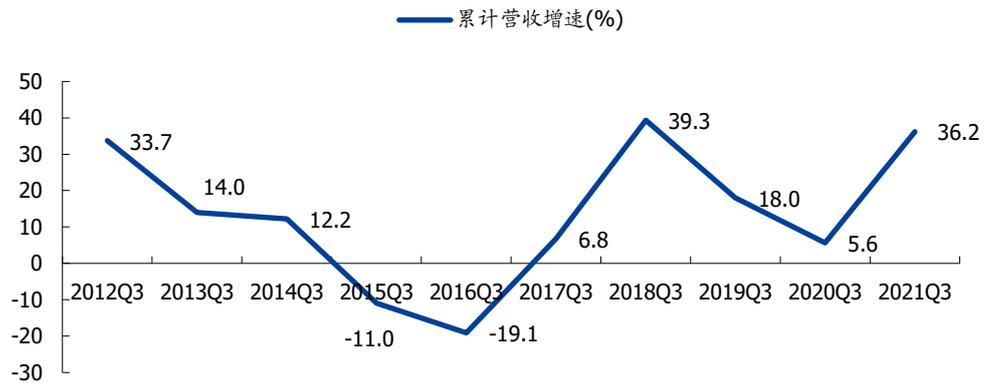
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 化学工程板块单季业绩增速



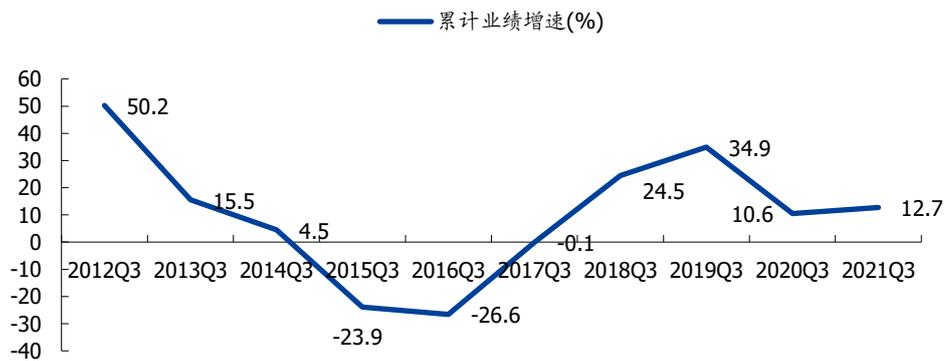
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 46: 化学工程历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 化学工程历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021Q3 化学工程板块营收增速排名前三的分别为三维工程、中国化学、东华科技; 业绩增速排名前三的分别为三维工程、三联虹普、东华科技。其中行业龙头**中国化学**前三季度营业收入为 899.86 亿元, 同比增长 36.27%; 归母净利润 28.98 亿元, 同比增长 4.46%。Q3 单季实现营业收入 340.71 亿元, 同比增长 15.46%; 实现归母净利润 9.66 亿元, 同比下滑 27.33%。业绩增速显著低于收入增长主要因: 1) 原材料价格大幅上涨导致毛利率下滑。2) 去年三季度因疫后赶工, 业绩同比增长 57.6%, 基数较高。考虑到当前原材料价格较高点回落明显, 且去年四季度美元兑人民币贬值超 4%, 产生较多汇兑损失, 公司四季度业绩有望实现加速, 促全年业绩稳健增长。

图表 48: 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				
	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
三维工程	-11.7%	107.0%	800.96%	294.08%	464.64%	4.84%	766.2%	1176.41%	204.12%	622.98%
三联虹普	12.10%	38.9%	-10.94%	-3.20%	-1.4%	2.5%	-11.16%	1.12%	4.2%	12.5%
东华科技	44.03%	19.50%	222.34%	42.67%	14.20%	46.83%	-14.06%	73.93%	19.64%	9.02%
镇海股份	-19.54%	13.5%	90.1%	15.04%	-25.46%	-17.44%	31.54%	135.1%	38.0%	-11.1%
中国化学	21.38%	5.67%	85.43%	33.79%	15.53%	57.63%	43.6%	54.07%	21.92%	-27.33%
航天工程	187.2%	29.03%	536.71%	-3.33%	-24.59%	95.8%	87.6%	154.3%	-7.8%	-43.4%
百利科技	-16.6%	-34.5%	79.63%	-78.71%	4.04%	60.7%	96.2%	329.4%	-71.6%	-70.3%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

原材料上涨影响毛利率, 费用率持续下降, 现金流流出有所增加。2021Q3 化学工程板块毛利率同比下降 2.10 个 pct, 主要系原材料价格上涨幅度较大。期间费用率同比下降 0.85 个 pct, 环比下降 0.61 个 pct, 在板块营收大幅加速背景下, 规模效益持续呈现。资产减值(含信用减值)占收入比较去年同期下降 0.88 个 pct。净利率为 3.38%, 同比和环比分别变动-1.43/-0.68 个 pct。经营性现金流与营收的比同比下降 27 个 pct, 预计主要系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 3.34 个 pct。资产负债率持续下降, 截至 2021Q3 末化学工程板块资产负债率为 65.21%, 同比下降 1.38 个 pct。

图表 49: 化学工程板块财务数据分析表格(单季值)

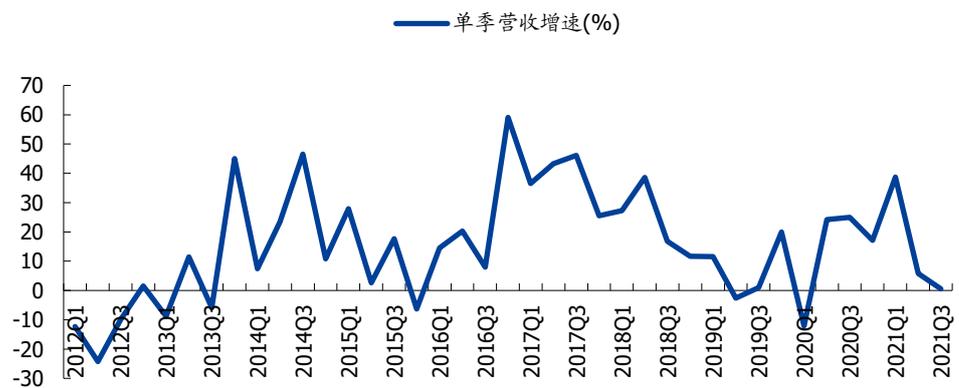
	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q3-20Q3	21Q3-21Q2
毛利率(%)	11.71	11.03	9.60	11.53	9.61	-2.10	-1.92
营业税金/收入比(%)	0.28	0.23	0.34	0.31	0.21	-0.06	-0.09
销售费用率(%)	0.38	0.38	0.41	0.32	0.36	-0.02	0.04
管理费用率(%)	1.95	1.96	2.71	2.11	1.98	0.03	-0.13
财务费用率(%)	0.78	0.71	0.40	0.14	0.05	-0.73	-0.09
研发费用率(%)	1.53	1.53	2.16	1.83	1.39	-0.13	-0.43
费用率合计(%)	4.64	4.58	5.68	4.40	3.79	-0.85	-0.61
资产减值(含信用)损失/收入(%)	0.42	1.12	0.38	0.72	-0.46	-0.88	-1.18
净利率(%)	4.81	2.86	3.79	4.07	3.38	-1.43	-0.68
经营性现金流/收入(%)	17.84	16.13	-5.79	7.08	-8.78	-26.61	-15.85
收现比(%)	92.48	74.67	110.72	104.06	95.81	3.34	-8.25
应收账款周转率	1.34	2.16	1.34	1.58	1.63	0.29	0.05
存货周转率(含合同资产)	1.15	1.45	0.75	0.90	0.94	-0.20	0.04
资产负债率(%)	66.59	67.26	67.54	68.51	65.21	-1.38	-3.30

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.5. 设计咨询

行业需求较弱，板块营收业绩增速放缓。2021Q1-3 设计咨询板块营收和业绩分别增长 11%/6%。其中 Q3 设计咨询板块营收和业绩分别同比变动+1%/-6%，较 Q2 变动-5/-8 个 pct，整体行业需求仍偏弱，收入持续放缓，同时业绩出现负增长，预计主要因部分企业销售、管理等人员费用相对刚性，营收增速较低的同时费用率无法同步下行。展望后续：**1) 基建设计方面**，四季度专项债发行节奏有望提速，同时经济下行压力持续增大的背景下，基建改善预期进一步提升，基建设计龙头有望率先受益。**2) 房建设计方面**，受地产政策趋紧影响，行业整体投资延续下行，细分来看装配式设计需求持续提升。高门槛业务结构性需求的持续提升叠加行业总量需求下行有望加速行业出清，提升龙头市占率，带动房建设计龙头盈利稳健增长。**3) 第三方工程评估方面**，土拍“竞品质”、低碳建筑标准等政策推行有望大幅提振第三方工程评估需求，驱动市场加速扩容。

图表 50: 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 51: 设计咨询板块单季业绩增速



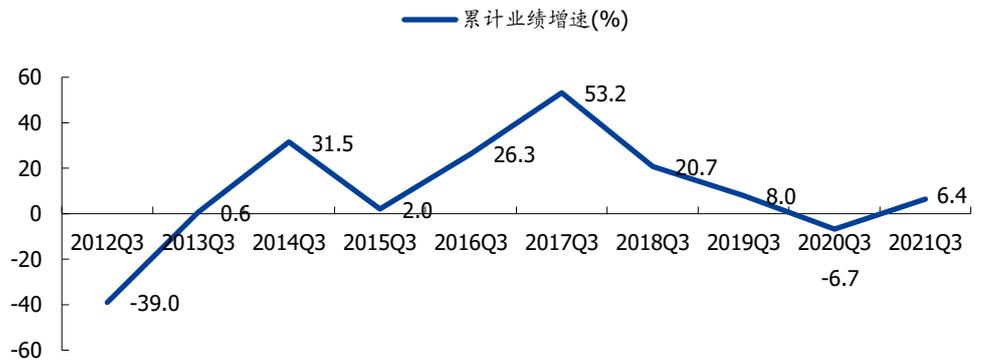
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 52: 设计咨询历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 53: 设计咨询历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021Q3 营收增速排名前三的分别为华阳国际、中设股份、汉嘉设计; 业绩增速排名前三的分别为启迪设计、杰恩设计、苏交科。其中**华阳国际** 2021Q1-3 实现营收 18.4 亿元, 同增 63%; 实现归母净利润 1.4 亿元, 同增 28%, 表现相对较好, 分季度看, Q1-3 单季营收增速分别为 92%/73%/46%, 业绩增速为 71%/11%/8%, 收入增速较快预计主要受益于装配式设计业务持续放量。**苏交科** Q3 业绩同增 18%, 主要因减值损失占比下降; Q3 营收同降 14%, 短期承压, 行业需求仍待恢复。

图表 54: 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				
	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
启迪设计	62.5%	53.5%	62.3%	25.3%	17.5%	-79.3%	-147.4%	3204.3%	-18.7%	96.4%
杰恩设计	-17.4%	-16.6%	10.7%	41.7%	5.2%	-88.6%	-78.8%	-67.7%	228.0%	88.0%
苏交科	-5.5%	-19.4%	23.9%	-25.4%	-13.7%	-51.9%	-40.2%	350.7%	6.2%	18.0%
深圳瑞捷	0.0%	22.7%	140.3%	42.1%	25.2%	0.0%	22.6%	74.8%	33.4%	13.2%
设计总院	23.0%	30.3%	29.6%	52.6%	19.2%	39.8%	76.0%	2.9%	11.1%	12.3%
华建集团	47.5%	16.1%	33.6%	-8.9%	-9.4%	13.3%	-263.5%	60.1%	-23.0%	10.7%
华阳国际	72.3%	88.7%	92.1%	72.6%	45.7%	35.6%	35.9%	70.7%	10.6%	7.8%
建研院	57.4%	36.2%	31.3%	9.4%	7.2%	154.3%	67.0%	327.5%	1.4%	1.7%
勘设股份	-9.2%	23.9%	68.3%	43.7%	6.2%	20.7%	20.7%	19.6%	-11.0%	-0.2%
设研院	58.8%	17.1%	27.1%	49.7%	1.6%	23.4%	27.3%	19.7%	54.0%	-4.9%
汉嘉设计	95.6%	90.1%	67.1%	22.6%	28.0%	34.7%	-74.9%	10.1%	164.4%	-6.9%
甘咨询	30.9%	13.3%	-2.8%	3.1%	0.2%	55.9%	57.1%	0.1%	15.2%	-8.3%
华设集团	24.7%	18.5%	40.3%	-6.5%	-12.5%	21.8%	12.0%	33.5%	-6.7%	-26.8%
中设股份	10.0%	182.9%	75.5%	86.7%	36.7%	14.0%	53.7%	18.7%	8.2%	-27.3%
中公高科	-0.6%	-4.1%	112.3%	-1.6%	-29.4%	23.0%	-8.2%	46.0%	-188.7%	-28.5%
筑博设计	7.2%	39.0%	55.1%	1.4%	3.8%	1.7%	25.0%	142.9%	0.1%	-37.9%
中衡设计	-0.2%	-0.4%	17.0%	-12.6%	-13.5%	-7.1%	3.8%	-6.0%	-27.2%	-61.8%
华图山鼎	-39.5%	-34.9%	4.4%	-1.0%	-16.1%	22.3%	147.9%	110.7%	-47.4%	-63.3%
合诚股份	-0.4%	14.3%	80.5%	-10.9%	-9.9%	-34.9%	-55.8%	339.2%	-28.8%	-76.0%
建科院	63.6%	-12.5%	51.0%	-7.9%	-21.9%	205.7%	-53.8%	30.3%	-35.1%	-131.4%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

板块毛利率环比恢复, 费用率同比下降, 现金流边际改善。2021Q3 设计咨询板块毛利率较 2020 年同期下降 0.16 个 pct, 较 2021Q2 提升 1.53 个 pct, 环比盈利能力已有所改善。期间费用率同比下降 0.42 个 pct, 其中财务费用率降幅较大, 同比-0.42 个 pct。资产减值(含信用减值)占收入比较去年同期提升 0.87 个 pct, 预计主要因受疫情扰动应收回款进度放缓, 坏账计提增加。Q3 净利率为 9.15%, 同比和环比分别变动-0.66/-1.60 个 pct。经营性现金流与营收的比同比下降 3.64 个 pct, 现金流入减少预计主要受到业主资金偏紧回款偏慢影响, 环比提升 5.75 个 pct, 单季改善显著。收现比同比下降 1.54 个 pct。截至 2021Q3 末设计咨询板块资产负债率为 50.15%, 环比下降 2.24 个 pct。

图表 55: 设计咨询板块财务数据分析表格 (单季值)

	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q3-20Q3	21Q3-21Q2
毛利率(%)	31.17	31.32	25.20	29.48	31.01	-0.16	1.53
营业税金/收入比(%)	0.55	0.72	0.64	0.61	0.59	0.04	-0.02
销售费用率(%)	2.49	2.01	2.68	2.23	2.42	-0.07	0.19
管理费用率(%)	9.63	7.30	10.56	7.64	9.84	0.21	2.20
财务费用率(%)	1.00	0.51	0.66	0.56	0.58	-0.42	0.02
研发费用率(%)	1.46	1.66	3.83	2.18	1.32	-0.14	-0.85
费用率合计(%)	14.59	11.48	17.73	12.60	14.16	-0.42	1.56
资产减值(含信用)损失/收入(%)	2.84	7.27	1.53	3.47	3.71	0.87	0.24
净利率(%)	9.82	8.48	6.95	10.75	9.15	-0.66	-1.60
经营性现金流/收入(%)	9.03	41.95	-44.21	-0.37	5.38	-3.64	5.75
收现比(%)	92.33	101.53	122.03	70.03	90.80	-1.54	20.77
应收账款周转率	0.54	0.82	0.41	0.52	0.46	-0.08	-0.06
存货周转率(含合同资产)	0.41	0.65	0.37	0.44	0.39	-0.02	-0.06
资产负债率(%)	52.50	53.76	51.46	52.39	50.15	-2.34	-2.24

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.6. 装饰

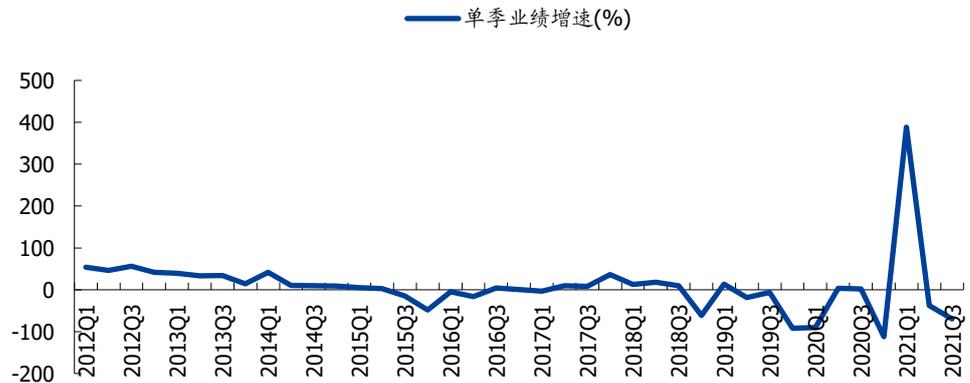
经营压力仍存, 装配式装修有望提供新增长动力。2021Q1-3 装饰板块营收和业绩分别变动+4%/-34%。其中 Q3 单季装饰板块营收和业绩分别同比下降 15%/69%, 较 Q2 变动-21/-32 个 pct, 板块业绩增长仍较为疲软。在地产调控持续收紧, 部分龙头房企信用风险冲击, 以及国内疫情反复背景下, 行业经营压力有所增大。部分装饰龙头装配式装修产品持续完善, 有望在土拍“竞品质”、双碳政策深化的背景下逐渐放量, 为装饰行业提供新增长动力。

图表 56: 装饰板块单季营收增速



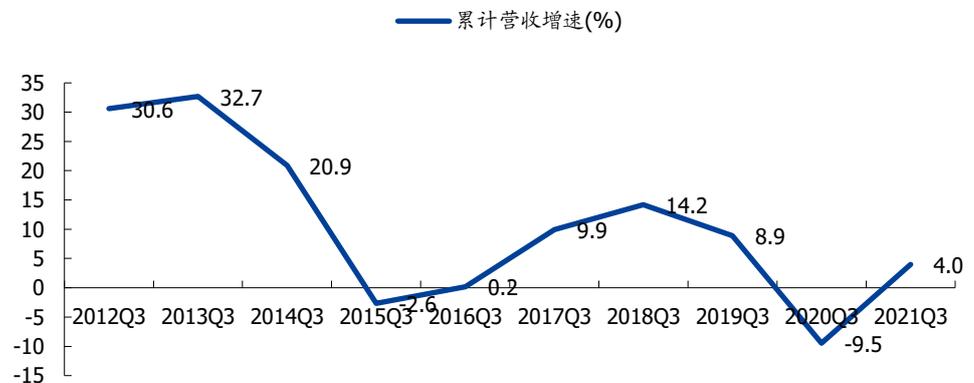
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 57: 装饰板块单季业绩增速



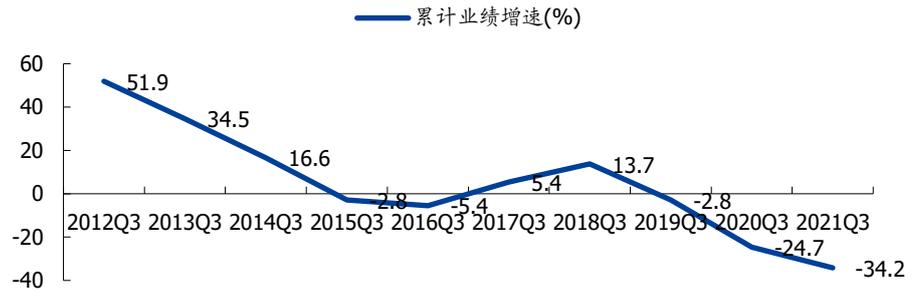
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 58: 装饰板块历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 59: 装饰板块历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021Q3 营收增速排名前三的分别为维业股份、豪尔赛、郑中设计; 业绩增速排名前三的分别为洪涛股份、亚厦股份、维业股份。其中**亚厦股份** Q1-3 实现营收 87.6 亿元, 同增 26%; 实现归母净利润 2.5 亿元, 同增 4%, 业绩增速明显慢于收入, 预计主要系在今年地产调控持续较紧背景下, 公司基于审慎客观态度, Q1-3 减值计提明显高于往年(信用减值累计计提 0.82 亿元, 较去年同期多 0.41 亿元)。分季度看, Q1-3 分别实现营收 19.3/33.8/34.5 亿元, 同增 31%/41%/13%; 分别实现归母净利润 0.69/0.30/1.55 亿元, 同比分别-26%/-55%/+25%, Q3 单季业绩创 16 年以来最高水平, 延续较好经营趋势。

图表 60: 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				
	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
洪涛股份	-25.5%	-10.1%	-4.8%	-34.1%	-26.6%	-345.6%	-313.6%	38.5%	539.5%	116.7%
亚厦股份	10.0%	17.4%	30.6%	40.6%	12.6%	11.2%	-43.8%	25.6%	-54.7%	25.4%
维业股份	-11.5%	14.4%	517.4%	321.9%	102.2%	-113.4%	168.5%	222.6%	-33.0%	15.2%
柯利达	26.3%	1.4%	74.4%	-10.3%	0.3%	-12.1%	-856.0%	13.7%	-15.4%	8.2%
豪尔赛	-51.7%	-19.1%	88.1%	81.9%	27.8%	-84.4%	-51.3%	45.7%	80.6%	4.6%
郑中设计	-23.2%	-32.7%	-3.2%	15.3%	15.2%	-59.8%	-124.1%	35.3%	-27.5%	-0.2%
江河集团	9.0%	-4.9%	33.6%	26.8%	5.5%	41.5%	589.4%	848.1%	-7.8%	-24.5%
中天精装	15.5%	-9.3%	35.1%	-19.1%	-3.8%	3.0%	-13.7%	57.4%	-46.3%	-28.1%
名雕股份	18.6%	-8.3%	76.3%	20.9%	-16.4%	356.3%	12.8%	38.4%	183.2%	-33.2%
中装建设	33.9%	41.9%	83.6%	7.5%	-7.3%	21.2%	19.6%	62.7%	-3.8%	-38.6%
建艺集团	-16.4%	-19.1%	58.0%	-11.7%	-30.8%	-52.1%	-13.9%	41.5%	-58.0%	-48.9%
金螳螂	-1.0%	13.4%	31.3%	-10.1%	-30.8%	10.1%	10.2%	41.3%	-10.8%	-52.6%
锋尚文化	63.4%	-39.4%	-6.1%	-64.1%	-75.9%	17.9%	-27.4%	41.0%	-60.7%	-62.0%
全筑股份	-8.1%	-2.0%	55.9%	-15.1%	-41.9%	-53.0%	-42.0%	14.9%	-480.5%	-96.6%
广田集团	14.1%	2.0%	70.1%	-6.9%	-47.2%	14.7%	-446.6%	113.5%	-73.9%	-138.7%
瑞和股份	21.4%	6.3%	64.7%	-3.3%	-20.2%	54.5%	65.7%	1109.5%	-39.5%	-152.1%
宝鹰股份	-4.2%	-6.0%	5.9%	-22.0%	-24.8%	-51.7%	51.6%	14.9%	-53.8%	-231.3%
东易日盛	3.8%	60.9%	152.4%	93.0%	0.0%	145.2%	439.2%	5.5%	832.7%	-292.8%
奇信股份	-34.0%	-52.5%	-26.0%	-43.7%	-53.1%	-148.2%	25375.0%	13.3%	-236.8%	-303.3%
美芝股份	50.3%	55.1%	190.0%	-54.3%	-59.5%	-7.8%	113.1%	107.9%	-199.7%	-394.5%
ST 弘高	-12.9%	-30.5%	274.3%	-59.2%	-84.7%	95.8%	82.0%	39.4%	-1659.6%	-2580.2%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

板块毛利率承压，费用率上升，现金流流出扩大。2021Q3 装饰板块毛利率较 2020 年同期下降 1.32 个 pct，较 2021Q2 下降 0.19 个 pct。期间费用率同比提升 1.04 个 pct，环比提升 0.47 个 pct，其中管理费用率提升较多。Q3 净利率为 1.73%，同比和环比分别变动-3.11/-1.18 个 pct。经营性现金流与营收的比同比下降 5.62 个 pct。收现比同比提升 7.98 个 pct。截至 2021Q3 末装饰板块资产负债率为 63.35%，环比下降 0.53 个 pct。其中亚厦股份 Q1-3 毛利率为 14.47%，较上年同期基本持平，其中 Q3 单季毛利率 16.54%，较去年 Q3 提升 2.25 个 pct，Q3 单季盈利能力边际改善。期间费用率 9.20%，较上年同期下降 0.35 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动-0.40/-0.07/+0.37/-0.24 个 pct，销售费用率下降预计主要系地产调控趋严，公司业务拓展趋于谨慎，营销活动减少；研发费用率上升主要系公司在材料、设计、智能化与信息化等领域研发投入持续增多所致。Q1-3 公司经营现金流净流出 14.0 亿元，较去年同期流出量扩大 4.8 元，主要系原材料价格上涨情况下公司提前备料（Q3 末存货较去年底增加 7.2 亿元）。

图表 61: 装饰板块财务数据分析表格 (单季值)

	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q3-20Q3	21Q3-21Q2
毛利率(%)	16.64	15.94	16.02	15.50	15.31	-1.32	-0.19
营业税金/收入比(%)	0.34	0.36	0.52	0.27	0.31	-0.03	0.04
销售费用率(%)	1.65	1.70	2.83	1.52	1.93	0.27	0.41
管理费用率(%)	2.83	3.39	4.78	3.01	3.63	0.79	0.62
财务费用率(%)	1.48	1.83	1.88	1.53	1.56	0.08	0.03
研发费用率(%)	1.17	1.08	3.16	1.66	1.07	-0.11	-0.59
费用率合计(%)	7.14	7.99	12.65	7.72	8.18	1.04	0.47
资产减值(含信用)损失/收入(%)	1.62	6.86	1.93	1.74	2.83	1.21	1.09
净利率(%)	4.84	-0.04	3.34	2.91	1.73	-3.11	-1.18
经营性现金流/收入(%)	4.11	21.68	-26.22	7.95	-1.51	-5.62	-9.45
收现比(%)	86.97	89.90	150.21	81.57	94.96	7.98	13.39
应收账款周转率	0.60	0.68	0.43	0.65	0.51	-0.09	-0.13
存货周转率(含合同资产)	0.56	0.59	0.33	0.49	0.42	-0.15	-0.07
资产负债率(%)	62.65	63.81	61.50	63.88	63.35	0.70	-0.53

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021Q3 上市装饰公司合计新签订单 262 亿元，同比下降 24%，较 Q2 下降 14 个 pct，增速持续回落，地产政策趋严、信用风险冲击、疫情反复等多因素扰动下装饰行业需求仍较为疲软。其中亚厦股份 Q1-3 累计新签订单 124 亿元，同增 7.1%，其中工装/住宅分别累计新签 77/41 亿元，同增 6.2%/6.5%，今年累计订单持续保持正增长，显示一定经营韧性。截至 Q3 末公司已签约未完工订单达 265 亿元，为公司 2020 年营收 2.5 倍，充足订单保障公司后续营收业绩稳步增长。

图表 62: 装饰板块主要公司新签订单情况 (亿元)

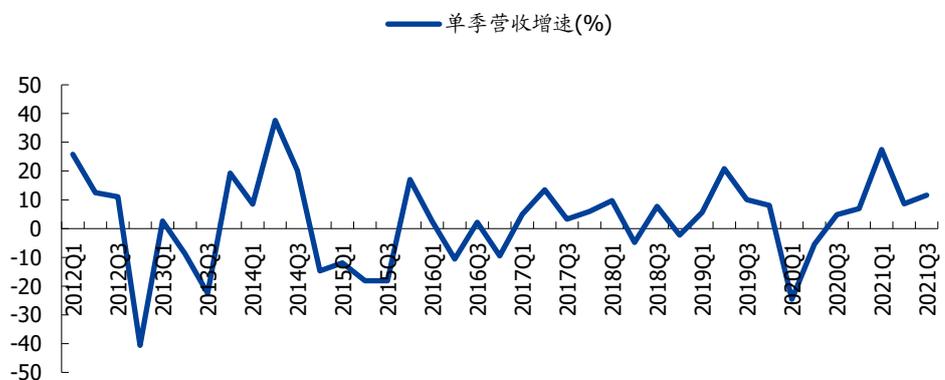
公司简称	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	20Q3 增速	20Q4 增速	21Q1 增速	21Q2 增速	21Q3 增速
金螳螂	108.84	128.04	86.32	78.71	85.72	-0.64%	18.51%	42.77%	-4.19%	-21.24%
亚厦股份	38.06	45.89	48.93	43.82	31.55	-8.69%	39.99%	38.14%	2.89%	-17.10%
广田集团	41.03	32.68	17.39	33.83	13.03	-23.29%	0.18%	-4.97%	-10.02%	-68.24%
江河集团	58.80	66.26	57.40	71.18	74.22	13.47%	14.93%	55.43%	-10.01%	26.22%
宝鹰股份	22.28	29.06	16.16	15.90	10.54	5.88%	145.68%	156.11%	-34.94%	-52.69%
奇信股份	4.31	11.43	1.43	6.14	5.84	-49.77%	53.26%	-66.86%	130.89%	35.61%
东易日盛	10.41	7.87	11.36	13.26	10.46	-7.55%	-6.16%	125.04%	18.42%	0.51%
中装建设	21.44	21.81	18.35	19.67	17.00	27.34%	4.86%	90.31%	11.34%	-20.71%
瑞和股份	13.68	11.14	9.88	6.26	4.39	57.98%	-3.97%	81.32%	-39.94%	-67.93%
建艺集团	9.91	6.73	9.84	3.08	2.09	7.61%	-39.91%	144.23%	-71.85%	-78.90%
洪涛股份	5.10	5.30	11.56	5.21	3.00	-8.60%	-44.75%	138.43%	-55.66%	-41.23%
柯利达	8.00	10.43	5.60	8.43	2.94	-15.79%	-6.29%	337.50%	-23.08%	-63.25%
名雕股份	2.16	2.08	1.44	1.91	1.53	-5.90%	7.77%	135.34%	-10.55%	-29.36%
合计	344.03	378.72	295.67	307.06	262.32	-1.57%	16.52%	53.47%	-9.34%	-23.75%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.7. 国际工程

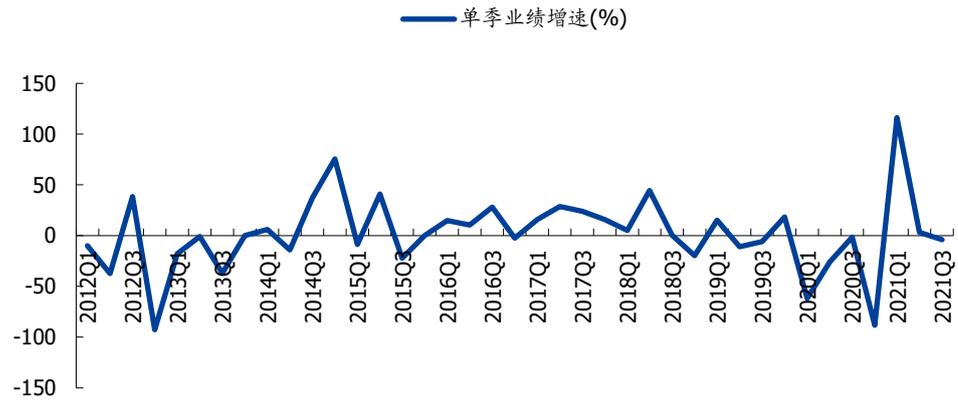
营收业绩温和恢复, 国内业务加快拓展。2021Q1-3 国际工程板块营收和业绩分别同比变动+14%/+12% (较 19 年复合增速 3%/-10%)。其中 Q2 国际工程板块营收和业绩分别变动+12%/-4% (两年 Q2 复合增速+3%/-7%)。在当前海外疫情反复、疫苗逐渐推广背景下, 国际工程企业经营情况较去年呈温和复苏趋势, 其中部分龙头企业在国内产能置换、碳中和、智能制造领域业务开拓较为顺利, 对业绩形成支撑。

图表 63: 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 64: 国际工程板块单季业绩增速



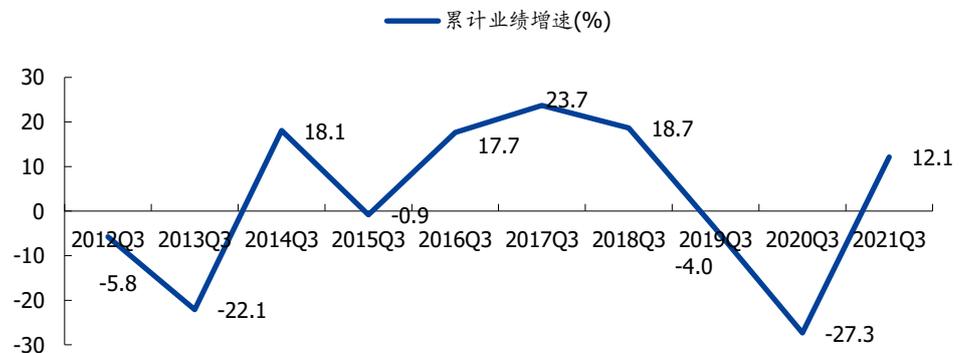
资料来源: Wind, 国盛证券研究所, *13Q4 及 15Q4 单季增速极端值用 N/A 处理

图表 65: 国际工程历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 66: 国际工程历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021Q3 营收增速排名前三的分别为中成股份、中钢国际、中工国际；业绩增速排名前三的分别为中成股份、中钢国际、中工国际。其中**中材国际**近期收购的中材矿山、南京凯盛、北京凯盛三家集团内工程资产已过户完毕，本期季报数据已包含三家标的资产，并对去年同期数据进行了追溯调整。根据调整后的同口径报表，公司 2021 年前三季度实现营业收入 244.96 亿元，同比增长 16.02%；归母净利润约 14.24 亿元，同比增长 1.95%；业绩增速低于收入增长主要因：1) 毛利率略降。2) 人民币升值造成汇兑损失增加。3) 管理费用率与研发费用率增加较多。剔除三家标的资产前三季度收益影响后的扣非归母净利润为 9.92 亿元，同比增长 16.57%，增速保持平稳。根据公告，三家标的今年前三季度净利润 5.24 亿元，去年同期为 5.13 亿元(去年全年归母利润 4.75 亿元)，同比基本持平。考虑到去年四季度公司计提减值较多，业绩基数较低，全年业绩有望加速增长。

图表 67: 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				
	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
中成股份	-68.5%	-40.8%	-8.0%	-75.97%	25.14%	-96.7%	-4843.8%	-63.3%	-3714.3%	926.6%
中钢国际	6.92%	28.48%	35.85%	-6.4%	23.4%	77.3%	36.41%	1290.85%	15.8%	93.3%
中工国际	-15.65%	-12.6%	4.13%	24.9%	22.1%	-83.05%	-171.4%	199.54%	55.5%	53.8%
北方国际	5.56%	30.58%	10.3%	5.54%	12.95%	81.5%	12.64%	24.0%	-3.94%	-10.82%
中材国际	14.70%	-8.65%	41.30%	19.16%	6.74%	18.13%	-75.81%	80.79%	3.39%	-14.31%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率下降，费用率明显下行，项目执行加快致现金流流出增多。2021Q3 国际工程板块毛利率较 2020 年同期下降 0.61 个 pct，主要因原材料上涨及低毛利率的国内业务占比提升；期间费用率同比与环比分别变动-2.22/-1.27 个 pct，主要因去年同期汇兑损失。Q3 净利率为 5.15%，同比下降 0.70 个 pct。经营性现金流与营收的比同比下降 9 个 pct，环比下降 14 个 pct，预计主要系今年以来项目执行进度较去年明显加快致现金流支出有所增多。收现比同比下降 19 个 pct。资产负债率同比小幅提升 0.51 个 pct，截至 2021Q3 末国际工程板块资产负债率为 63.71%。

图表 68: 国际工程板块财务数据分析表格(单季值)

	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q3-20Q3	21Q3-21Q2
毛利率(%)	15.96	11.05	13.84	12.74	15.35	-0.61	2.61
营业税金/收入比(%)	0.26	0.26	0.26	0.26	0.42	0.16	0.16
销售费用率(%)	2.17	0.93	2.21	1.77	1.16	-1.01	-0.61
管理费用率(%)	3.74	4.30	4.40	3.82	4.05	0.30	0.23
财务费用率(%)	2.45	1.37	0.03	1.52	0.46	-1.99	-1.06
研发费用率(%)	0.74	0.56	2.18	1.04	1.22	0.48	0.18
费用率合计(%)	9.11	7.16	8.82	8.15	6.89	-2.22	-1.27
资产减值(含信用)损失/收入(%)	0.38	1.88	0.41	1.25	0.37	-0.01	-0.87
净利率(%)	5.85	0.64	4.79	5.91	5.15	-0.70	-0.77
经营性现金流/收入(%)	2.50	22.45	-41.44	6.69	-6.93	-9.43	-13.62
收现比(%)	97.60	85.70	84.19	82.39	78.84	-18.76	-3.55
应收账款周转率	0.73	1.21	0.73	0.89	1.21	0.48	0.32
存货周转率(含合同资产)	0.98	1.56	0.81	1.00	1.30	0.31	0.29
资产负债率(%)	63.20	63.81	62.92	63.09	63.71	0.51	0.62

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

Q3 签单持续正常化，中材国际水泥产线绿色化、智能化业务扎实推进。2021Q3 中工国际/北方国际/中钢国际/中材国际分别新签订单 34/0.1/71/126 亿元，同比变动 +55%/+719%/+15%/-5%，除北方国际外其余公司订单均保持较好签单节奏。其中中材国际前三季度新签合同额 359.5 亿元，同比增长 20%，Q3 单季新签合同 121.6 亿元，同比下滑 5%，主要因去年疫情缓解后项目集中释放导致同期基数较高（去年 Q3 单季增长 75%）。公司持续扎实推进水泥产线绿色智能化业务，公告 1-9 月新签境内外水泥技术装备与工程合同 245.5 亿元，同比增长 13.9%，其中新建生产线合同 220.9 亿元，老线技改合同 24.62 亿元，新建及技改项目均为符合绿色化、智能化方向的生产线。

图表 69: 国际工程公司订单情况

公司	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
新签订单 (亿元)								
中工国际	33.6	12.5	72.4	22.0	67.0	33.6	91.7	34.2
北方国际	35.7	17.5	15.9	0.0	81.6	1.5	1.5	0.1
中钢国际	71.2	37.1	30.3	62.0	158.3	63.6	51.0	71.3
中材国际	87.6	64.8	53.3	127.6	96.2	68.6	114.0	121.6
同比增速								
中工国际	-65%	-62%	-11%	-38%	99%	169%	27%	55%
北方国际	40.6%	25.6%	10.1%	-	128.4%	-91.3%	-90.4%	719.0%
中钢国际	-30%	119%	-48%	7%	122%	71%	68%	15%
中材国际	-34%	-16%	-29%	75%	10%	6%	114%	-5%

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

去年 Q3 疫后赶工进度加速推进,今年 Q3 营收与业绩增长基数较高,同时也存在疫情反复、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。各建筑企业营收业绩增速环比 Q2 普遍有所下滑,但整体仍实现稳健增长。展望今年底明年初,预计地产投资延续下行,双控政策持续深化,制造业投资修复力度可能减弱,经济下行压力增大背景下,专项债加快发行与使用提升基建托底预期,低估值建筑股估值修复动力强化。此外,在当前双碳目标加速推进背景下,低碳建筑、装配式建筑与建筑能效管理行业快速发展,万亿绿色建筑市场有望迎加速发展期,细分优势龙头有望持续受益。重点推荐以下投资方向:

1)低估值蓝筹,当前建筑央企国企传统主业市占率加快提升,新能源快速发展及新材料、矿业、双碳等新业务拓展带来全新增长动力,经历近期调整后估值已具备吸引力,继续看好**中国电建**(22PE12X)、**中国能建**(22PE10X)、**中国化学**(22PE10X)、**中国中冶**(22PE8X)、**中材国际**(22PE10X)、**中国建筑国际**(有望充分享受深港加速融合发展红利,22PE5X)、**四川路桥**(补齐锂矿、磷矿资源短板,锂电业务有望加速成长,22PE8X)。

2)建筑节能领域,重点推荐国内公共、工业建筑能效管理系统领军者**安科瑞**(企业能效管控专家,行业高景气公司成长趋势明确,22PE20X)、以及智能用电服务实力突出的配网 EPCO 成长龙头**苏文电能**(22PE21X)。

3) BAPV/BIPV 领域,重点关注**龙元建设**(协同现有政府、企业资源,积极探索分布式光伏领域,22PE12X);

4) 装配式建筑领域,重点推荐钢结构制造加工龙头**鸿路钢构**(22PE15X)、钢结构工程龙头**精工钢构**(亦具备较强 BIPV、被动式建筑等低碳建造能力,22PE9X)。

图表 70: 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	4.66	1.07	1.18	1.30	1.41	4.3	3.9	3.6	3.3	0.61
中国中铁	5.25	1.03	1.16	1.27	1.38	5.1	4.5	4.1	3.8	0.60
中国铁建	7.44	1.65	1.88	2.10	2.29	4.5	4.0	3.5	3.2	0.52
中国交建	7.40	1.00	1.26	1.44	1.62	7.4	5.9	5.1	4.6	0.55
中国化学	10.51	0.60	0.69	1.06	1.34	17.5	15.2	9.9	7.8	1.32
中国能建	2.38	0.11	0.20	0.23	0.26	21.2	11.9	10.3	9.2	1.21
中国中冶	4.06	0.38	0.45	0.53	0.61	10.7	8.9	7.7	6.7	1.04
中国电建	8.21	0.52	0.59	0.68	0.78	15.7	13.9	12.1	10.5	1.29
中国建筑国际	7.99	1.19	1.37	1.57	1.78	6.7	5.8	5.1	4.5	0.77
上海建工	3.27	0.38	0.42	0.47	0.53	8.7	7.8	6.9	6.2	1.04
四川路桥	12.02	0.63	1.01	1.48	1.81	19.1	11.9	8.1	6.6	2.28
苏交科	5.66	0.31	0.52	0.63	0.76	18.4	10.9	9.0	7.5	0.95
华设集团	7.04	0.87	1.22	1.40	1.61	8.1	5.8	5.0	4.4	1.32
华阳国际	13.81	0.88	1.12	1.42	1.79	15.6	12.3	9.7	7.7	2.01
鸿路钢构	42.10	1.53	2.17	2.80	3.53	27.5	19.4	15.0	11.9	3.36
精工钢构	3.96	0.32	0.34	0.43	0.54	12.4	11.7	9.2	7.3	1.08
富煌钢构	6.16	0.31	0.40	0.52	0.63	20.2	15.4	11.8	9.8	0.89
远大住工	11.40	0.52	1.15	1.73	2.74	21.8	9.9	6.6	4.2	1.11
金螳螂	5.97	0.89	1.03	1.18	1.36	6.7	5.8	5.0	4.4	0.93
亚厦股份	7.44	0.24	0.34	0.45	0.59	31.4	21.9	16.5	12.6	1.19
深圳瑞捷	48.17	1.79	2.51	3.47	4.73	26.9	19.2	13.9	10.2	2.43
品茗股份	46.03	1.80	2.48	3.38	4.56	25.6	18.6	13.6	10.1	2.84
龙元建设	7.20	0.53	0.56	0.62	0.71	13.6	12.9	11.6	10.1	0.92
东珠生态	12.46	0.85	1.05	1.27	1.47	14.6	11.8	9.8	8.5	1.59
绿茵生态	9.24	0.90	0.96	1.19	1.38	10.2	9.6	7.7	6.7	1.43
共创草坪	29.74	1.02	1.25	1.60	2.02	29.1	23.8	18.6	14.7	6.51
苏文电能	62.78	1.69	2.21	3.00	4.06	37.2	28.4	20.9	15.5	6.56
智洋创新	18.46	0.60	0.85	1.19	1.64	30.7	21.7	15.5	11.2	3.56
安科瑞	22.48	0.57	0.80	1.12	1.55	39.4	28.1	20.1	14.5	5.41
华铁应急	9.87	0.36	0.51	0.72	1.00	27.6	19.4	13.8	9.8	2.45
天铁股份	20.09	0.34	0.58	0.86	1.21	59.3	34.6	23.4	16.6	6.83
中材国际	10.39	0.51	0.89	1.02	1.18	20.4	11.7	10.2	8.8	1.38
中工国际	6.46	-0.07	0.29	0.53	0.92	-95.4	22.0	12.2	7.0	0.75
北方国际	7.51	0.97	1.07	1.17	1.29	7.7	7.0	6.4	5.8	0.97
中钢国际	7.28	0.47	0.59	0.70	0.86	15.5	12.4	10.4	8.5	1.56

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价, 中国交建、中国中冶、中国电建、上海建工、富煌钢构、远大住工、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, 中国建筑国际、远大住工股价及 EPS 单位为“港元”。

4.2. 重点标的评述

安科瑞：费用确认节奏变更影响短期业绩，行业高景气公司成长趋势明确

营收与业绩方面，公司 Q1-3 实现营收 7.4 亿元，同增 41%；实现归母净利润 1.4 亿元，同增 21%。其中 Q3 单季实现营收 2.7 亿元，同增 25%；实现归母净利润约 4300 万元，同降 5%。据公司公告，Q3 单季业绩有所下滑主要系公司往年各项费用集中在 Q4 计提，今年公司为了各季度财务数据更加准确，逐季分别确认了包括股份支付在内的各项费用，叠加 Q3 业绩同比基数偏大，导致 Q3 单季业绩有所下滑。另一方面，由于公司当前经营趋势向好、Q4 各项费用确认显著减少，我们预计公司 Q4 有望实现约 0.35-0.4 亿元归母净利润，同比增长 283%-338%，全年业绩增速有望回升至 40%左右较快增长。

现金流方面，Q1-3 公司经营性现金流净流入 1.1 亿元，去年同期为净流出 0.2 亿元，现金流大幅好转主要系去年收取的银行承兑汇票今年陆续兑付，以及公司销售规模明显增长。

当前国内双碳目标加速推进、能耗管控力度趋严，能效管理行业需求持续旺盛，公司前三季度订单同比增长 40%-50%，并积极购置土地、新建厂房，推进产能扩张事宜。此外，当前公司正重点加强布局分布式光伏、储能、充电桩等领域业务，后续有望重点受益国内新能源及储能行业发展，中长期有望展现优异成长性。

投资建议：我们预计公司 2021-2023 年分别实现归母净利润 1.7/2.4/3.3 亿元，同比增长 41%/40%/40%，EPS 分别为 0.80/1.12/1.55 元（2020-2023 年 CAGR 为 40%），当前股价对应 PE 分别为 28/20/15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：盈利能力下降风险，应收账款坏账风险，固定资产折旧风险等。

苏文电能：Q3 营收加速增长，盈利能力持续提升

Q3 营收、扣非业绩加速增长，持续受益配售电市场化改革。公司 2021Q1-3 实现营收 11.9 亿元，同增 32%；实现归母净利润 2.0 亿元，同增 37%，符合预期，伴随公司市外及省外业务快速拓展、运维业务放量，今年以来公司营收业绩保持较快增长；实现扣非归母净利润 1.9 亿元，同增 46%，扣非业绩增长快于归母业绩主要系去年同期确认政府补助（约 2000 万）较多所致。分季度看，Q1-3 分别实现营收 3.3/3.9/4.7 亿元，同增 86%/14%/22%；分别实现归母净利润约 5900/6800/7600 万元，同增 130%/27%/10%；分别实现扣非后归母净利润约 5800/5600/7500 万元，同增 152%/8%/46%，Q3 单季收入、扣非业绩环比均显著加速。当前我国配售电市场化改革不断深化，公司作为民营配电网 EPCO 龙头持续受益，后续增长动力有望不断强化。

利润率连续四季度同比提升，规模扩张阶段现金流流出增多。公司 2021Q1-3 毛利率 28.9%，较上年同期提升 1.4 个 pct，已连续 4 个季度同比提升，规模效益不断显现，后续随着公司设备业务发力，产业链整合力度不断加大，毛利率有望继续提升。期间费用率 9.49%，较上年同期提升 0.46 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动 -0.05/+0.19/+0.39/-0.07 个 pct，管理费用率提升主要系公司员工福利费、培训费及差旅费有所增加；研发费用率提升主要系公司持续重视研发，相关投入提升所致。资产减值（含信用减值）损失约 1600 万元，较上年同期增加约 400 万元，主要系坏账准备计提有所增加。净利率提升 0.68 个 pct 至 17.08%。2021Q1-3 公司经营性现金流净流出 1.7 亿元，去年同期为净流入约 4600 万元，主要系公司业务处快速扩张期，为增加在手项目信息储备，投标保证金支出增多，同时今年原材料价格快速上涨，公司为锁定较低成本的设备等原材料，向供应商支付力度加大所致。收付现比分别为 82%/106%，同比持平/+19 个 pct。

配网 EPCO 龙头有望重点受益于双碳目标加速推进。近期国务院印发《2030年前碳达峰行动方案的通知》，在电网体制改革方面，要求明确以消纳可再生能源为主的增量配电网、微电网和分布式电源的市场主体地位，分布式新能源发展促进配电系统将由原来单一电能分配角色转变为集电能收集、储存、传输和分配于一体的新型电能交换系统，带来配电网功能与投资升级，有望带动公司需求增长、订单规模提升。在节能管理方面，《通知》提出要推行用能预算管理，提高节能管理信息化水平，完善重点用能单位能耗在线监测系统，完善能源计量体系，叠加当前电价上涨预期下，工商业配网节能降耗、智能用电需求有望大幅提升，公司智能运维业务具备成熟解决方案、技术优势明显、客户资源丰富，未来有望持续放量。

投资建议：我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.1/4.2/5.7 亿元，同比增长 31%/36%/35%，EPS 分别为 2.21/3.00/4.06 元，2020-2023 年 CAGR 为 34%，当前股价对应 PE 为 28/21/15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源业务发展不及预期风险，电力行业竞争加剧风险，行业政策落地不及预期风险，核心人才流失风险等。

鸿路钢构：盈利稳步增长，行业波动彰显龙头经营韧性

前三季度营收实现稳健增长，业绩贴近预告上限符合预期。公司 2021Q1-3 实现营收 133.8 亿元，同增 41%（较 19 年同期复合增速 32%）；实现归母净利润 8.2 亿元，同比大幅增长 64%（较 19 年同期复合增速 56%），业绩增速接近前期预告上限，符合预期；实现扣非后归母净利润 6.1 亿元，同比大幅增长 69%（较 19 年同期复合增速 49%）。分季度看，Q1-3 分别实现营业收入 32.9/48.8/52.1 亿元，同增 139%/34%/16%；分别实现归母净利润 1.8/3.2/3.2 亿元，同增 339%/116%/3%。考虑到去年 Q3 非经常性损益 1.05 亿元，同时有约 0.2-0.3 亿工程净利润，今年 Q3 非经常性损益 1.09 亿元，无工程净利润，可测算公司今年 Q3 单季钢结构制造加工业务净利润稳健增长约 10%-15%。在今年钢价明显上涨、行业需求有所下降背景下，公司钢结构制造加工业务订单、产量、收入、利润均实现明显增长，彰显龙头经营韧性，后续随着行业产能出清、钢价趋稳、公司产能持续建设与释放，公司市占率有望不断提升、持续稳健增长。

毛利率下降、净利率提升，核心盈利能力提升。公司 2021Q1-3 毛利率为 12.6%，同比下降 0.73 个 pct，毛利率下降预计主要系：1）成本加成定价模式下，钢价上涨而吨加工费基本稳定，致吨毛利率下降；2）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；3）高毛利工程业务占比下降。Q1-3 期间费用率 5.69%，较上年同期提升 0.49 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动 -0.50/-0.13/+0.94/+0.18 个 pct，销售费用率下降主要系新准则下运输装卸费移出销售费用核算和列报；研发费用率提升主要系公司本期加大智能制造技术、信息化管控系统研发投入；财务费用率提升主要系可转债利息计提所致。资产减值损失（含信用减值）冲回约 300 万元，去年同期为计提 1.7 亿元，主要系公司逐步聚焦钢结构制造加工业务，较长期限的工程类应收款减少。净利率提升 0.88 个 pct 至 6.16%。吨净利润方面，成本加成定价模式下，以扣非吨净利衡量公司钢构加工业务盈利能力较为合理，Q1-3 公司扣非后的吨净利约 252 元，相比去年同期的扣非后吨净利 216 元明显提升，核心盈利能力提升。

现金流环比明显改善，ROE 显著提升。2021Q1-3 公司经营性现金流量净流出 4.3 亿元，去年同期为净流入 2.6 亿，主要因今年公司在钢价阶段性平稳期加大钢材采购所致（存货较年初增加 11.2 亿元、预付款较年初增加 7.1 亿元）。其中 Q3 单季度经营性现金流量净流入 1.7 亿元，较 Q1、Q2 已明显改善，主要系以银行承兑汇票结算增加所致（Q3 末应付票据较 Q2 末增加 15.5 亿元）。收付现比分别为 100%/101%，YoY -7/-1 个 pct。存货周转率/应收账款周转率分别为 1.9/12.7 次，YoY +0.2/+2.3 次。销售净利率、总资产周转率、权益乘数均有所提升，ROE 上升 3.0 个 pct 至 12.8%。

钢结构契合双碳发展目标，钢构制造龙头中长期成长动力充足。今年以来国内 3060 双碳目标推进政策密集出台，近期中共中央、国务院印发《关于推动城乡建设绿色发展的意见》，从顶层规划角度推动建筑业低碳化发展，提出要“重点推动钢结构装配式住宅建设”；同时近期国务院印发的《2030年前碳达峰行动方案的通知》，也提出要“加快推进新型建筑工业化，大力发展装配式建筑，推广钢结构住宅”，钢结构契合我国双碳发展目标，行业中长期成长动力充足，公司作为钢结构制造龙头企业有望持续受益。

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 19/15/12 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。

中国建筑：Q3 业绩稳健增长，现金流显著改善

Q3 业绩稳健增长，较 19 年同期复合增速 12%。2021Q1-3 公司实现营业收入 13370 亿元，同比增长 24.3%（较 19 年同期复合增速 17.2%）；实现归母净利润 378 亿元，同比增长 21.5%（较 19 年同期复合增速 12.3%），扣非归母净利润增长 23%（较 19 年同期复合增速 14.0%），营收业绩均实现双位数稳健增长，符合预期。分季度看，Q1/Q2/Q3 分别实现营收 4047/5320/4003 亿元，同增 53.4%/14.6%/15.1%（较 19 年复合增速分别为 16.6%/17.1%/17.9%）；分别实现归母净利润 110/146/122 亿元，同增 45.5%/19.2%/7.9%（较 19 年复合增速分别为 11.5%/13.0%/12.3%）。三季度业绩放缓主要因去年同期基数抬升，从两年复合增速来看实现稳健增长。分业务看，前三季度公司房建/基建/地产分别实现收入 8099/2909/2187 亿元，同比分别增长 19.7%/22%/37.9%，三大业务继续保持较快增速。

毛利率平稳，费用率控制较好，现金流显著改善。Q1-3 综合毛利率为 10.49%，较去年同期小幅下降 0.06 个 pct，其中房建/基建/地产/设计业务毛利率分别为 6.9%/9.2%/23.3%/19.3%，YoY+0.6/+0.4/-3.5/+3.0 个 pct，毛利率小幅下滑主要受到地产业务影响。期间费用率 4.26%，与去年同期基本持平，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动+0.02/-0.10/+0.28/-0.18 个 pct。资产（含信用）减值损失较上年增加 12.3 亿元。净利率小幅下滑 0.06 个 pct 至 2.83%。2021Q1-3 公司经营性现金流净流出 434 亿元，较去年同期流出大幅收窄约 451 亿元，主要因公司持续强化现金流管控力度，同时建立现金流与薪酬挂钩的激励约束机制，建筑主业及房地产业务现金流流出均同比减少。收现比/付现比为 111%/114%，同比-3/-11 个 pct。

9 月新签合同稳健增长，地产销售有所放缓。公司 2021 年 1-9 月新签建筑业合同额 21523 亿元，同增 10.3%，与 1-8 月基本持平；9 月单月新签合同 2728 亿元，同比增长 6.8%，较 8 月单月加速 11.9 个 pct。分业务板块看，1-9 月房建新签合同额 16332 亿元，同增 5.5%，较上月加速 0.9 个 pct；基建新签合同额 5101 亿元，同增 29.9%，较上月放缓 7 个 pct。分区域来看，1-9 月境内/境外新签合同分别同比+12.4%/-21.8%，较上月变动 -1.1/+8.3 个 pct。1-9 月份公司地产业务合约销售额 3006 亿元，同比增长 8.3%，较上月放缓 6.2 个 pct，其中 9 月单月合约销售额 271 亿元，同比下滑 30.2%。截至 9 月末，公司在手土地储备为 11599 万平米，是 2020 年销售面积的 5 倍，土地储备十分充裕。

地产链短期预期有望见底，“竞品质”新趋势下龙头市占率有望提升。根据新华社报道，近期刘鹤副总理在 2021 金融街论坛年会上表示“目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变”。我们认为监管要求房地产平稳发展态度明确坚决、相关应对工具充足，恒大事属于个案，且相关风险不会继续蔓延。短期来看，产业链相关房企企业大面积坏账风险降低，经营预期有望见底，估值有望修复。中长期来看，房地产税征收试点稳步推进，预计地产投资总量中枢将下移，地产投资将由“高周转”逐步迈入“竞品质”时代，提质增效的建筑工业化、绿色化、信息化有望加速发展。公司作为央企龙头，财务稳健，融

资具备极强优势，同时在建筑工业化、信息化，以及建筑“零碳”光储直柔技术等科技方面走在行业前列，显著受益“竞品质”新趋势，市占率有望持续提升。

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 3.9/3.6/3.3 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、项目执行进度滞后。

中国化学：Q3 毛利率承压，新材料及“双碳”提供成长动力

营业收入快速增长，毛利率下降影响业绩。公司公告 2021 年前三季度营业收入为 899.86 亿元，同比增长 36.27%；归母净利润 28.98 亿元，同比增长 4.46%。Q3 单季实现营业收入 340.71 亿元，同比增长 15.46%；实现归母净利润 9.66 亿元，同比下滑 27.33%。业绩增速显著低于收入增长主要因：1) 原材料价格大幅上涨导致毛利率下滑。2) 去年三季度因疫后赶工，业绩同比增长 57.6%，基数较高。考虑到当前原材料价格较高点回落明显，且去年四季度美元兑人民币贬值超 4%，产生较多汇兑损失，公司四季度业绩有望实现加速，促全年业绩稳健增长。

毛利率有所下降，费用率控制良好。公司前三季度综合毛利率为 9.51%，YoY-2.13 个 pct，毛利率下降明显预计主要因原材料价格上涨幅度较大。期间费用率 5.65%，YoY-0.71 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动-0.09/-0.28/-0.29/-0.04 个 pct。管理、研发费用率下降主要因本期营业收入增长较快，规模效应提升；财务费用率三季度单季下降幅度较大，主要因去年三季度美元兑人民币贬值造成汇兑损失增加。资产（含信用）减值损失较上年减少 3.95 亿元。净利率下滑 0.98 个 pct 至 3.22%。前三季公司经营性现金流净流出 40.66 亿元，较去年同期多流出 51.27 亿元，主要因：1) 本期施工进度加快，俄罗斯千亿大单推进顺利，前期投入增大。2) 为应对原材料价格上涨，公司加大储备，支出有所前置。收现比/付现比分别为 103%/103%，分别同比增加 6/11 个 pct。

境内业务驱动前三季度新签订单稳健增长，海外业务仍待恢复。公司公告今年 1-9 月新签订单 1723 亿元，同比增长 17.3%，较 1-8 月放缓 13 个 pct，9 月单月新签订单 172 亿元，同比下滑 38.2%，主要因 1) 去年同期基数较高（去年 9 月单月增长 247.8%）；2) 海外业务受疫情影响下滑幅度较大。分地域看，1-9 月境内新签合同 1611 亿元，同比增长 38.3%，在去年高基数情况下继续实现较快增长（去年同期境内订单增长 54.8%），显示境内化工行业整体景气度较高；境外新签合同 112 亿元，同比大幅下降 63.2%，主要因海外疫情仍处于高位流行，预计后续随着全球疫情逐步缓解，海外业务有望迎来复苏。

实业项目推进顺利，“双碳”提供未来新成长动力。根据公司公告，目前在建的三个新材料实业项目进展顺利：1) 己二腈项目一期预计今底投产，截至 8 月底，总体进展约超过 85%。2) 气凝胶项目中试装置已完成，项目分三期建设，总投资 40.1 亿，最终形成 30 万立方米生产线，一期 5 万方建成预计投产时间为今年底，截至 8 月底，总体进展约超过 86%。3) PBAT 项目预计今年底机械竣工，预计明年 2 月投产试运营。近期国务院下发《2030 年前碳达峰行动方案》，“双碳”政策深化有望给公司带来新的成长动力：1) 化工行业节能减碳改造需求有望快速提升。2) 公司在多晶硅、盐湖提锂、氢能等新能源相关工程领域具备竞争优势。3) 碳达峰方案提出“加快碳纤维、气凝胶等基础材料研发”，公司已大力布局气凝胶领域，同时正在聚焦 POE、环保催化剂、ASA 树脂、聚酰亚胺、阻燃尼龙、尼龙 12、垃圾气化、氢能储运等一批新材料、新能源技术，未来持续“技术+实业”输出潜力巨大。

投资建议：预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 42/64/82 亿元，同比增长 15%/54%/27%，EPS 分别为 0.69/1.06/1.34 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：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。

中国能建：订单与业绩高增，多领域受益“双碳”政策深化

收入稳健增长，业绩修复至19年同期水平，符合预期。公司公告21Q1-3实现营业收入2095.87亿元，同比增长21.75%（较19年同期增长32%）；实现归母净利润33.61亿元，同比增长69.05%（较19年同期增长5%）。业绩实现大幅增长主要因去年受疫情影响基数较低，当前已经修复至19年同期利润水平，整体符合预期。Q3单季实现营业收入680.4亿元，同比增长2.23%，实现归母净利润10.07亿元，同比下滑8.65%，Q3增速明显放缓主要因去年同期赶工造成基数较高。由于公司吸收合并葛洲坝交易在9月完成，本期报表尚未包括葛洲坝原换股股东1-9月应享有的利润。如果不考虑少数股东损益影响，今年前三季度实现净利润64.78亿元，同比增长42%，与19年同期持平。

毛利率基本平稳，费用率控制良好。公司前三季度综合毛利率为12.46%，YoY+0.03个pct，保持平稳。期间费用率8.19%，YoY-0.16个pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别YoY持平/-0.18/+0.02/-0.01个pct，费用率整体控制较好。资产减值损失减少3.25亿元。少数股东收益占比下降8.4个pct，主要因去年同期部分子公司受疫情影响较大。归母净利率为1.6%，同比提升0.45个pct。经营性现金流净流出87亿元，同比少流出3亿元。

电力与非电业务齐发力，前三季度新签合同高增长。公司公告21Q1-3新签合同5924亿元，完成年度新签合同额计划的91.6%，同比增长44.6%。分行业看，电力工程新签合同3114亿元，约占新签合同总额的52.6%，同比增长36.8%，主要受益于国内风光新能源投资加速，公司凭借电力全产业链服务的强大实力，获取多个大型综合能源基地项目。非电力工程新签合同2810亿元，约占新签合同总额的47.4%，同比大幅增长54.3%，预计主要因公司解决内部同业竞争关系，整合资源，加大开拓力度，大型项目加速落地。分地域看，前三季度新签国内合同4254亿元，同比大幅增长58.9%，是驱动订单高增的主要因素；国际新签合同1670亿元，同比增长17.6%，海外疫情背景下订单仍保持稳健增长，显示较强经营韧性。

“双碳”政策持续深化，公司在风光大基地、储能、新能源运营等领域全方位受益。近期国务院发布《2030年前碳达峰行动方案》，其中提出“大力发展新能源，全面推进风电、太阳能发电大规模开发和高质量发展，加快建设风电和光伏发电基地。加快建设新型电力系统，到2025年，新型储能装机容量达到3000万千瓦以上。到2030年，抽水蓄能电站装机容量达到1.2亿千瓦左右”。公司作为全球领先的能源电力综合服务龙头，将受益“双碳”政策的深化推进：1）参与我国能源整体战略规划，在电力系统综合设计领域优势明显，在综合性风光储能大基地项目方面优势突出。2）储能领域技术领先，根据官方公众号披露公司“在电化学储能、压缩空气储能、抽水蓄能、储冷储热等领域均有落地实施项目，参与各类型储能项目100余项，创造了多项第一，具有较大的行业影响力”，有望深度受益电化学储能与抽水蓄能等储能工程的快速发展。3）根据公司官方公布战略，规划2025年在手电力装机不低于20GW，是20年底7倍，布局新能源运营潜力大。

投资建议：我们预计21-23年公司归母净利润（备考）分别为84.5/95.8/107.4亿元（21年为假设年初即完成吸收合并葛洲坝后的备考利润），可比口径同比增长27%/13%/12%，对应EPS分别为0.20/0.23/0.26元，当前股价对应PE分别为12/10/9倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源建设不达预期、基建投资增长不达预期、新业务进展不达预期。

中国中铁：Q3 盈利能力回升，业绩显著加速

营收稳健增长，Q3 业绩提速显著。2021 年 Q1-3 公司实现营业收入 7679 亿元，同比增长 11.86%（较 19 年同期复合增速 16.1%）；实现归母净利润 206 亿元，同比增长 13.07%（较 19 年同期复合增速 15.5%）。分季度看，Q1/Q2/Q3 分别实现营收 2362/2604/2713 亿元，分别同比变动 +51.1%/+0.7%/-0.1%（较 19 年复合增速分别为 21.6%/13.8%/13.8%）；分别实现归母净利润 65/66/76 亿元，YoY+81%/-19%/+15%（较 19 年复合增速分别为 30%/0%/23%）。Q3 收入放缓主要因去年同期疫后赶工基数较高，Q3 业绩增速显著高于收入增长且较 Q2 大幅提速 34 个 pct，主要因 Q3 毛利率同比改善明显且减值计提减少。

毛利率改善，费用率平稳，盈利能力同比提升。公司 Q1-3 毛利率为 9.15%，YoY+0.16 个 pct，分业务看基建/勘察设计/工程设备/房地产开发业务毛利率分别变化+0.62/-3.06/-1.12/-6.10 个 pct，收入占比最大的基建板块带动整体毛利率改善，主要因毛利率较高的公路 PPP 及市政项目收入占比增加。期间费用率 4.93%，YoY+0.04 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动+0.05/-0.01/+0.03/-0.03 个 pct，各项费用率基本平稳。归母净利率为 2.69%，YoY+0.03 个 pct。2021 年 Q1-3 公司经营性现金流净流出 498 亿元，较去年同期多流出 121 亿元，我们分析主要原因：1）原材料价格上涨，公司备货力度加大，采购支出增加。2）部分工程项目资金支付滞后，收款比较慢。3）会计政策调整，原计入金融资产模式的 PPP 项目现金流由投资性现金流重分类至经营性现金流。单三季度现金流净流入 91 亿元，已边际改善。前三季度投资性现金流净流出 457 亿元，较去年同期多流出 40 亿元。

前三季度订单稳健增长，在手订单充裕。公司公告前三季度新签订单 14664 亿元，同比增长 8.3%，Q3 单季新签订单 4327 亿元，同比下滑 10.6%。具体看，前三季度新签铁路/公路/市政及其他类订单分别为 2068/1591/9029 亿元，分别同比变动+12.0%/-21.2%/+20.1%。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 147/430/439/960 亿元，YoY-24.2%/+12.7%/-2.0%/-15.4%。截止至三季度末，公司未完合同额为 42756 亿元，较 2020 年末增加 14.8%，是 2020 年收入的 4.4 倍，在手订单储备较为充足。

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 4.5/4.1/3.8 倍，目前 PB 为 0.60 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。

中材国际：重组完成整合蓄势，政策推动绿色智能化业务加速发展

收购标的过户完成，报表追溯调整后营收、业绩平稳增长。公司近期公告收购的中材矿山、南京凯盛、北京凯盛三家集团内工程资产已过户完毕，本期三季报数据已包含三家标的资产，并对去年同期数据进行了追溯调整。根据调整后的同口径报表，公司 2021 年前三季度实现营业收入 244.96 亿元，同比增长 16.02%；归母净利润约 14.24 亿元，同比增长 1.95%；业绩增速低于收入增长主要因：1）毛利率略降。2）人民币升值造成汇兑损失增加。3）管理费用率与研发费用率增加较多。剔除三家标的资产前三季度收益影响后的扣非归母净利润为 9.92 亿元，同比增长 16.57%，增速保持平稳。根据公告，三家标的今年前三季度净利润 5.24 亿元，去年同期为 5.13 亿元（去年全年归母利润 4.75 亿元），同比基本持平。考虑到去年四季度公司计提减值较多，业绩基数较低，全年业绩有望加速增长。

毛利率略降，汇兑损失增加财务费用。根据调整后的报表，公司前三季综合毛利率为 16.72%，同比下降 0.3 个 pct，预计主要因：1）毛利率略低的国内业务占比大幅提升；2）原材料、运输等价格快速上涨。期间费用率 9.10%，同比上升 0.78pct，其中销售/管

理/研发/财务费用率同比分别-0.51/+0.40/+0.34/+0.55个pct。销售费用率下降预计主要因会计准则变更，运输装卸费改为在主营业务成本核算；研发费用率增加主要因本期公司加大研发投入；财务费用率增加较多主要因本期人民币升值造成汇兑损失增加。归母净利润率为5.70%，同比下降0.79个pct。公司前三季度经营性现金流净额为-6.23亿元，去年同期为-0.76亿元，主要因本期项目进度加快，同时成本上升，造成支出增加较多。

新签订单稳健增长，水泥产线绿色化、智能化业务扎实推进。公司公告今年前三季度新签合同额359.5亿元，同比增长20%，其中Q3单季新签合同121.6亿元，同比下滑15%，主要因去年疫情缓解后项目集中释放导致同期基数较高(去年Q3单季增长75%)。分产品看，1-9月工程建设/装备制造/环保/生产运营/其他分别新签订单250.6/34.5/9.2/49.5/15.7亿元，分别同比增长25%/13%/-52%/25%/55%。分地域看，1-9月境内/外分别新签合同182.3/177.3亿元，同比增长27%/13%。公司持续扎实推进水泥产线绿色智能化业务，公告1-9月新签境内外水泥技术装备与工程合同245.5亿元，同比增长13.9%，其中新建生产线合同220.9亿元，老线技改合同24.62亿元，新建及技改项目均为符合绿色化、智能化方向的生产线。截止至9月末，公司在手未完成合同571亿元，同比增长0.78%，合同储备较为充裕。

“双碳”政策持续推进水泥行业减排，公司深度受益行业绿色智能改造需求快速提升。近期国务院发布《2030年前碳达峰行动方案》，明确提出“推动工业领域绿色低碳发展，实施重点行业节能降碳工程，推动电力、钢铁、有色金属、建材、石化化工等行业开展节能降碳改造，提升能源资源利用效率”。发改委等五部委联合发布《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》，文件指出“到2025年，通过实施节能降碳行动，水泥等重点行业达到标杆水平的产能比例超过30%，行业整体能效水平明显提升，碳排放强度明显下降，绿色低碳发展能力显著增强。”在政策大力推动下，水泥行业绿色智能改造需求有望快速提升。公司在国内近几年升级改造项目中市占率达70%，凭借先进技术与丰富客户资源，未来将深度受益水泥行业提质增效改造、绿色升级业务的增加。

投资建议：考虑三家收购标的合并影响，我们预计21-23年公司归母净利润分别为19.7/22.7/26.1亿元，对应增发后摊薄EPS分别为0.89/1.02/1.18元，当前股价对应PE分别为12/10/9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、海外疫情反复。

中国建筑国际：重磅规划推动深港加速融合，龙头尽享大湾区发展红利

重磅规划连续出台，港澳工程龙头享湾区加速融合红利。今年9月中央先后发布《全面深化前海深港现代服务业合作区改革开放方案》、《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》两大重磅规划，大力度推进粤港澳大湾区建设。10月6日香港特首宣读《2021年施政报告》，其中重点提及将建设香港北部占地约300平方公里都会区(占香港总土地1100平方公里的27%)，建成后总住宅数可容纳约250万人居住(占香港目前人口的三分之一)，将形成“双城三圈”格局，促进深港协同融合发展，预计可带动大量房建、基建类投资。重磅政策接连发布，有望加速推进粤港澳深度融合，城市建设也将驶入快车道。公司是港澳地区工程龙头，资质齐全项目美誉度高，具备极强竞争优势，同时可将港澳地区积累的先进的管理技术和理念运用在内地项目当中，有望充分享受大湾区政策带来的发展红利。

营收业绩稳健增长，经营性现金流显著改善。公司公告2021H1实现营业收入363.7亿港元，同比增长30%(较19H1CAGR15%)，净利润35亿港元，同比增长21%(较19H1CAGR11%)，两年复合保持双位数稳健增长。其中内地/香港/澳门/中国建筑兴业分别实现收入208/105/29/27亿港元，占比分别为57%/29%/8%/6%，同比增速分别为48%/2%/50%/38%；实现毛利润占比分别为77%/9%/8%/6%，同比增速分别为19%/-19%/99%/32%。上半年经营性现金流净流出9.7亿港元，去年同期净流出50.3亿港元，

同比大幅改善，预计主要因：1) 大陆业务结构调整初见成效，净流出收窄；2) 港澳业务去年上半年受疫情影响回款偏慢，净流出 10.3 亿港元，而今年基本恢复正常，净流入 4.41 亿港元。公司计划 2021 年新签订单 1400 亿港元，增长 26%；业绩实现双位数增长。

短周期订单占比提升，未来资产周转与现金流情况有望持续优化。2021H1 新签订单 705 亿港元，同比增长 40.4%，其中内地/香港/澳门/中国建筑兴业分别新签 362/172/126/46 亿港元，同比增长 69%/28%/-1%/77%。中国内地新签订单中短周期的投资项目（包括安置房定向回购模式）占比达 87%，EPC 项目占比 13%；未签订周期较长的 PPP 项目（去年同期占比 9%）。公司内地订单已经全部转为周期较短的投资类项目和 EPC 项目，结构调整取得重大进展，预期随着短周期类项目不断落地，公司资产周转率有望加快，带动 ROE 回升，同时经营性现金流也将不断改善。公司计划在“十四五”期间努力实现经营性现金流转正的目标，盈利质量改善有望驱动公司估值持续修复。

投资建议：我们预计公司 21-23 年归属母公司股东净利润分别为 69.4/79.5/89.8 亿港元，同比增长 15.4%/14.5%/13%，EPS 分别为 1.37/1.57/1.78 港元，当前股价对应 PE 分别为 5.8/5.1/4.5 倍，PB 为 0.8 倍，预期 21 年股息率为 5%。公司业务结构优化，现金流改善有望驱动估值修复，大湾区融合建设提速增强业绩增长预期，维持“买入”评级。

风险提示：政策变化和 Execution 风险、海内外疫情变化风险、项目执行进度不达预期风险、融资环境收紧风险。

四川路桥：盈利能力、现金流优异，资源板块加速布局

盈利能力提升带动业绩保持较快增长，后续有望受益成渝交通基建提速。公司 2021Q1-3 实现营收 520 亿元，同增 39%；实现归母净利润 34.7 亿元，同增 101%，符合预期，业绩增速明显快于收入主要得益于公司持续提高项目管理水平，积极降本增效，加快推进施工项目变更、调差等合同管理工作，前三季度毛利率大幅提升，项目盈利能力明显改善。分季度看，Q1-3 分别实现营收 133/192/195 亿元，同增 146%/33%/10%；分别实现归母净利润 12.0/13.2/9.5 亿元，同增 326%/87%/29%，Q3 业绩增速环比有所下降主要系 Q3 研发投入明显增加（同增 5 亿元）。当前公司大股东组建蜀道集团已顺利完成，其省内高速公路投资市占率超 80%，有望大幅提升公司四川省内交通建设市场市占率，同时近期国务院印发《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》，成渝基建需求广阔，公司作为四川交通基建龙头有望迎跨越式发展。

毛利率提升、费用率下降，Q3 现金流净流入额创新高。公司 2021Q1-3 毛利率 15.1%，较上年同期大幅提升 2.1 个 pct，延续提升趋势，主要系：1) 公司持续提升市场开拓和经营能力，优质施工项目增多，同时通过提高施工项目管理水平，积极降本增效，项目盈利能力提升；2) 加快推进施工项目变更、调差等合同管理工作增加利润。期间费用率 6.23%，较上年同期下降 0.75 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动 -0.08/-0.12/+0.63/-1.17 个 pct，其中研发费用率明显提升预计主要系公司智能建造、新能源等板块创新及技术升级研发投入增加；财务费用率明显下降预计主要系公司融资成本精细化管控措施效果逐步显现，今年公司发行的两期短期融资券利率仅分别为 2.69%/2.95%（合计融资 10 亿元）。资产减值（含信用减值）损失 1 亿元，较去年同期多约 1.1 亿元，预计主要系公司收入规模增长，导致合同资产快速增加，相应减值计提有所增加。净利率提升 2.02 个 pct 至 6.67%。2021Q1-Q3 逐季经营性现金流量净额分别为 -19/-10/+29 亿元，Q3 单季现金流净流入规模创历史同期新高，现金流表现优异。

补齐锂矿、磷矿资源短板，锂电业务有望加速成长。据川能动力公告，川能动力拟向四川路桥转让其持有的四川能投锂业有限公司 5% 股权，能投锂业所在的李家沟矿区现已探明的矿石资源储量为 3881 万吨，氧化锂 (Li₂O) 储量 50.22 万吨，平均品位 1.30%，属于我国少有的储量巨大、品位优良、矿石加工选冶性能良好，资源综合利用价值高的稀有金属锂矿，当前正在建设中。同时四川路桥拟与川能动力、比亚迪、禾丰公司成立

合资公司(四川蜀能矿产投资有限责任公司),综合开发马边县磷矿资源及磷酸铁锂项目,四川路桥认缴出资 6.7 亿元持股 67%。锂矿、磷矿资源短板加速补齐,公司锂电正极材料及前驱体生产有望加快推动,打造全新增长点。

投资建议: 我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 48/71/86 亿元,同比增长 59%/47%/22%,EPS 分别为 1.01/1.48/1.81 元,当前股价对应 PE 分别为 11.9/8.1/6.6 倍,维持“买入”评级。

风险提示: 股权转让进度不及预期、矿产开发进度不达预期、新业务布局不达预期、省内基建投资不达预期等。

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