

# 建筑装饰

## 2019年中报总结：收入增长加速，盈利强弱分化

**Q2 建筑板块营收加速，盈利放缓，强弱分化显著。**2019H1 建筑上市公司整体营收同比增长 15.7%，其中 Q1/Q2 分别增长 13.3%/17.3%，Q2 收入增长加速，创出近年来单季新高。2019H1 归母净利润同比增长 4.4%，其中 Q1/Q2 分别增长 13.6%/-1.8%。Q2 盈利与收入走势出现较大差异主要系去年同期业绩基数较高、今年 Q2 毛利率下降、园林等受困企业大幅下滑/亏损拖累、以及中国建筑等公司少数股东损益大幅增长所致。各细分行业呈现出强弱明显分化的格局，龙头公司/央企普遍实现较好增长，但多数行业内中小公司/民企业绩放缓或下滑。整体来看，在基建疲弱、房地产逐渐承压趋势下，后续建筑板块盈利增长将受压，有待逆周期调控政策发力。

**业务结构变化致毛利率与 ROE 有所下降，应收账款周转率改善。**2019Q2 板块整体毛利率为 11.4%，同比下降 0.8 个 pct，主要因本期低毛利率房建业务快速增长、占比加大，以及高毛利率 PPP 业务萎缩所致。研发费用率上升，财务费用率下降，期间费用率走平；净利率为 3.0%，同比下降 0.6 个 pct。虽然板块收现比有所提升，但付现比提升幅度相对更大，致经营性现金流流入有所减少。资产负债率持续下降，资产负债表有所修复。存货周转率同比持平，应收账款周转率明显提升。在负债率下降与周转率改善之际，2019H1 板块 ROE 同比降低 0.4 个 pct 至 4.9%，主要因毛利率降低。

**化学工程与建筑央企增长领先，设计及装饰板块减速但龙头恒强。**2019Q2 收入增速排名前三子板块为国际工程（21%）、建筑央企（20%）、地方国企（19%），业绩增速排名前三子板块为化学工程（28%）、建筑央企（6%）、地方国企（1%）。其中，设计咨询板块 2019Q2 营收和业绩分别变动 -4.0%/-1.4%，较 Q1 变动-15.3/-20.0 个 pct，除基数较高外，主要系设计咨询需求有所下降，板块中仅龙头公司中设集团、苏文科等保持较快增长。装饰板块 2019Q2 营收和业绩分别增长 8.51%/-18.58%，较 Q1 变动 -0.41/-31.83 个 pct，主要系公装需求不足，同时部分装饰公司主动收缩住宅精装修业务，以及财务及研发费用增多所致，板块中仅金螳螂、全筑股份、中装建设等少数头部公司有所加速，行业龙头强者恒强态势明显。

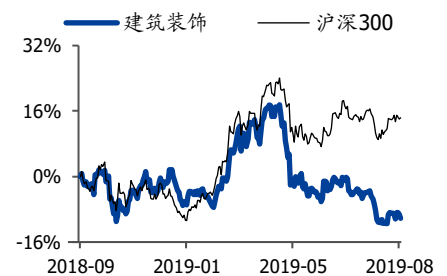
**建筑央企营收加快增长，少数股东损益增多拖累业绩增长。**2018Q2 单季建筑央企营收和业绩分别增长 19.5%/5.6%，较 Q1 变动+7.4/-5.2 个 pct。整体营收增长较快主要受益于地产施工面积增速持续加快，房建相关业务收入录得较快增长。业绩增速放缓且低于收入增速，主要系业务结构变化导致毛利率下降，以及部分央企因少数股东权益大幅增长导致归母盈利增长较少（典型如中国建筑），其背后本质原因是在负债率约束下，部分企业通过优先股、永续债、项目合作等方式增加“类权益融资”比重，稀释了当期利润（其中部分盈利可能会在 PPP 等长期项目未来滞后反馈）。

**投资策略：**当前制造业疲弱、贸易不确定性增加、地产融资趋紧之际，基建作为国内稳投资为数不多的政策工具，重要性再次提升。建筑龙头增长势头仍强，估值处于低位，是板块内优选方向。重点推荐低估值建筑央企**中国铁建、中国建筑、中国化学**，兼具成长性和现金流价值的设计龙头**苏文科、中设集团**，估值已极低的 PPP 龙头**龙元建设**，以及地产竣工加快业绩转化、被忽视的核心资产装饰龙头**金螳螂**。

**风险提示：**政策预期变化风险、应收账款风险、海外经营风险。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 杨涛

执业证书编号：S0680518010002

邮箱：yangtao1@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

### 相关研究

- 1、《建筑装饰：“贸易摩擦+地产严控”提升基建重要性，PB 视角板块已具投资价值》2019-08-25
- 2、《建筑装饰：从分析盈利到分析资产：一个全新的建筑股估值体系》2019-08-21
- 3、《建筑装饰：LPR 改革促降融资成本，西部通道规划再扩基建空间》2019-08-18



## 内容目录

1. 行业综述：收入加速、盈利放缓，强弱分化显著	5
1.1. 行业增长情况：Q2 营收加速，多因素致利润下滑	5
1.2. 行业盈利能力：毛利率同比下降，ROE 有所下降	6
1.3. 行业负债及营运能力：资产负债率同比持续下降，应收账款周转率明显改善	10
1.4. 行业现金流情况：收付现比均提高，现金流入略有减少	11
2. 细分子行业分析：化学工程与建筑央企增长领先，设计与装饰有所下滑	13
3. 重点子板块评述	15
3.1. 建筑央企：营收增长加速，毛利率下降与少数股东损益增多致业绩放缓	15
3.2. 地方国企：多因素致营收业绩放缓，现金流趋于改善	19
3.3. 设计咨询：高基数叠加需求下降，营收业绩有所下滑	22
3.4. 装饰：整体减速/下滑，龙头逆势加速	25
3.5. 钢结构：基数效应致板块增长放缓，竣工加快有望促订单转化	29
3.6. 国际工程：毛利率下滑与减值增加拖累业绩，Q2 新签订单加快	32
3.7. 化学工程：业绩保持较快增长，趋势有望延续	35
3.8. 园林 PPP：板块延续下行趋势，修复尚需时日	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	41
5. 风险提示	42

## 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 (%)	6
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	7
图表 5: 建筑板块单季三费	7
图表 6: 建筑板块单季期间费用率	8
图表 7: 建筑板块历年上半年三费	8
图表 8: 建筑板块历年上半年期间费用率	8
图表 9: 建筑板块单季归母净利率	9
图表 10: 建筑板块历年上半年归母净利率	9
图表 11: 建筑板块历年上半年 ROE	10
图表 12: 建筑板块季度资产负债率变化 (%)	10
图表 13: 建筑板块单季存货周转率	11
图表 14: 建筑板块单季应收账款周转率	11
图表 15: 建筑板块单季经营性现金流量净额 (亿元)	12
图表 16: 建筑板块单季经营性现金流量净额/归母净利润	12
图表 17: 建筑板块单季收现比	12
图表 18: 建筑板块单季付现比	13
图表 19: 各子板块 2019Q2、2019Q1 和 2018Q2 单季营收增速 (%)	14
图表 20: 各子板块 2019Q2、2019Q1 和 2018Q2 单季归母净利润增速 (%)	14
图表 21: 子板块单季营收增速表 (%)	14

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

图表 68: 化学工程板块财务数据分析表格 (单季值) .....	38
图表 69: 园林 PPP 板块单季营收增速.....	38
图表 70: 园林 PPP 板块单季业绩增速.....	39
图表 71: 园林 PPP 历年上半年营收增速.....	39
图表 72: 园林 PPP 历年上半年业绩增速.....	39
图表 73: 园林 PPP 板块单季收入和业绩增速表.....	40
图表 74: 园林 PPP 板块财务数据分析表格 (单季值) .....	41
图表 75: 重点标的估值情况.....	42

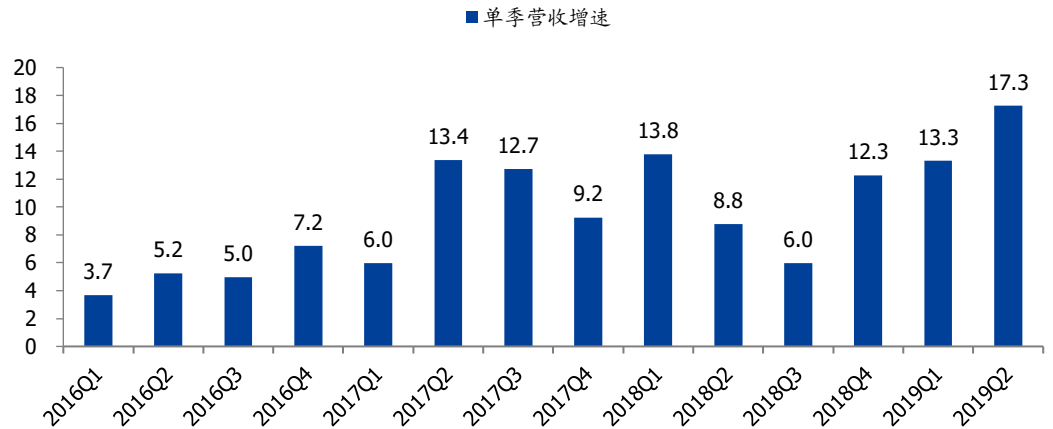
## 1. 行业综述：收入加速、盈利放缓，强弱分化显著

### 1.1. 行业增长情况：Q2 营收加速，多因素致利润下滑

2019H1 建筑上市公司整体营收同比增长 15.7%，增速同比提升 4.5 个 pct，其中 Q1/Q2 分别增长 13.3%/17.3%，Q2 单季显著加速，并创近年来单季增速新高。2019H1 建筑上市公司整体归母净利润同比增长 4.4%，增速同比下降 9.8 个 pct，其中 Q1/Q2 分别增长 13.6%/-1.8%。二季度盈利与收入走势出现较大差异有较多原因，包括：1) 去年同期盈利基数较高（2018Q2 行业收入/盈利分别增长 8.8%/12.4%）；2) 今年受困企业（如陷入债务困境或出让控股权等）较多，业绩出现大幅下滑/亏损造成拖累，例如，若剔除园林板块影响，则 Q2 建筑板块归母净利润增速可提升约 5 个 pct 至 3.3%；3) 上半年收入增长主要由房地产施工加速驱动，而毛利率相对较高的基建业务增长一般、毛利率较高的 PPP 业务有所萎缩，致使整体毛利率同比下降 0.8pct；4) 部分国企央企因少数股东权益大幅增长导致归母盈利增长较少（典型如中国建筑），其背后本质原因是在负债率约束下，部分企业通过优先股、永续债、项目合作等方式增加“类权益融资”比重，稀释了当期利润（其中部分盈利可能会在 PPP 等长期项目未来滞后反馈）。

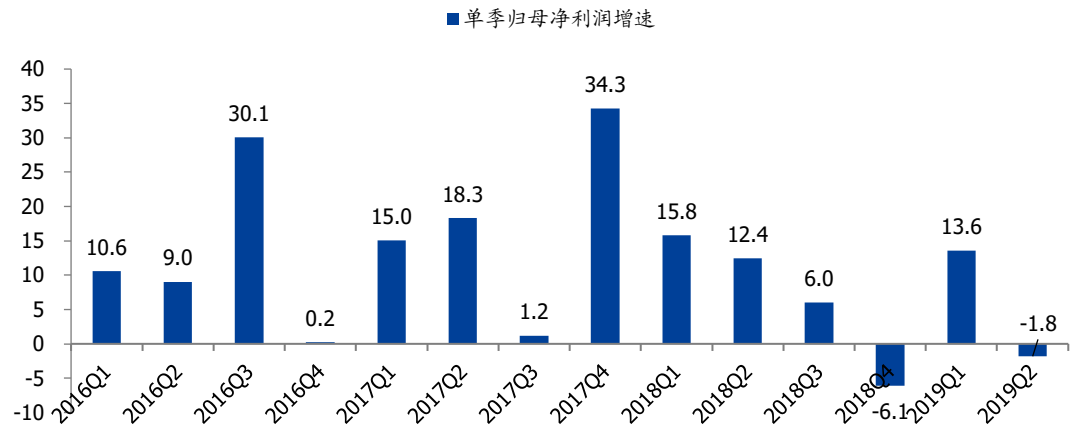
各细分行业呈现出强弱明显分化的格局，龙头公司/央企普遍实现较好增长，但多数行业内中小公司/民企业绩放缓或下滑。整体来看，在基建疲弱、房地产逐渐承压趋势下，后续建筑板块盈利增长将受压，有待逆周期调控政策发力。

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 (%)

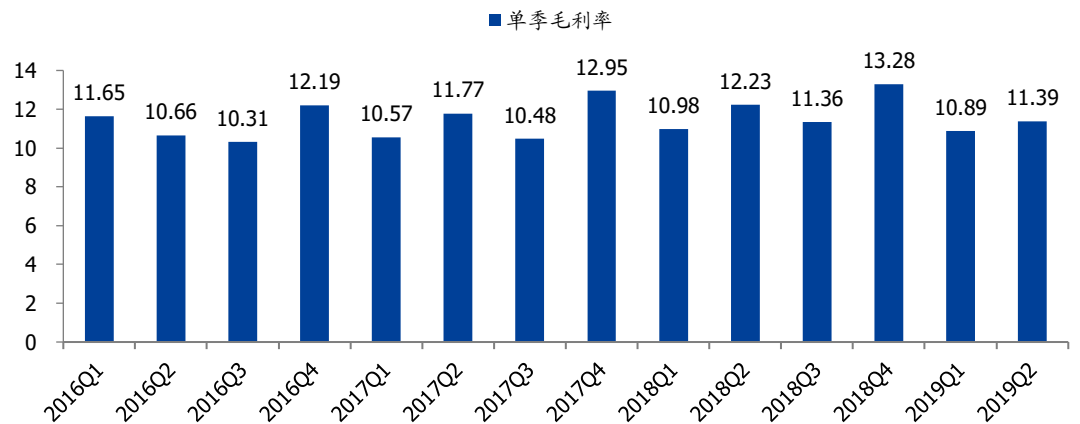


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 1.2. 行业盈利能力: 毛利率同比下降, ROE 有所下降

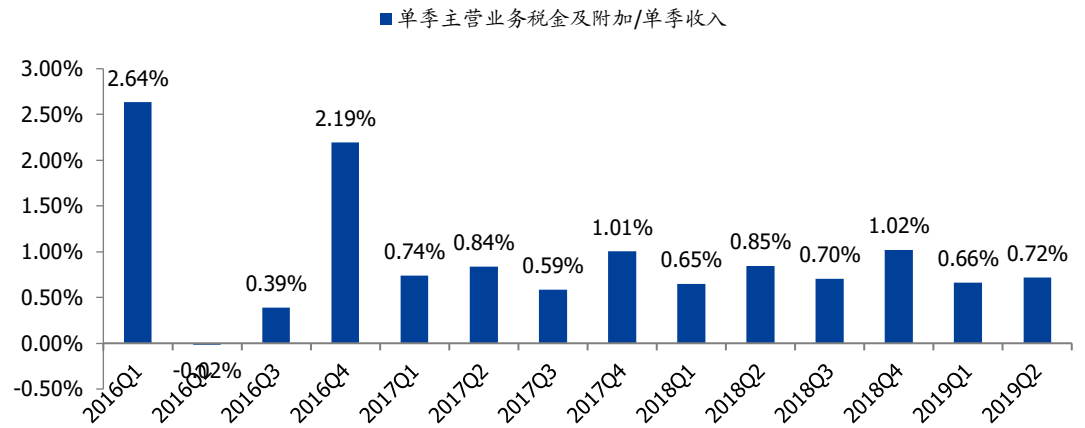
2019年Q2建筑板块毛利率11.4%,较Q1提升0.5个pct,较去年同期下滑0.8个pct。若考虑税金影响后,可比毛利率 $(1 - (\text{税金} + \text{成本}) / \text{收入})$ 较Q1小幅提升0.5个pct,较去年同期下滑0.3个pct。毛利率同比下降主要因去年Q2基建及PPP收入贡献较多,毛利率有所提升,而今年Q2建筑公司收入受低毛利率房建业务快速增长驱动,而高毛利率基建业务增长一般、更高毛利率的PPP业务明显萎缩所致。

图表 3: 建筑板块单季毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

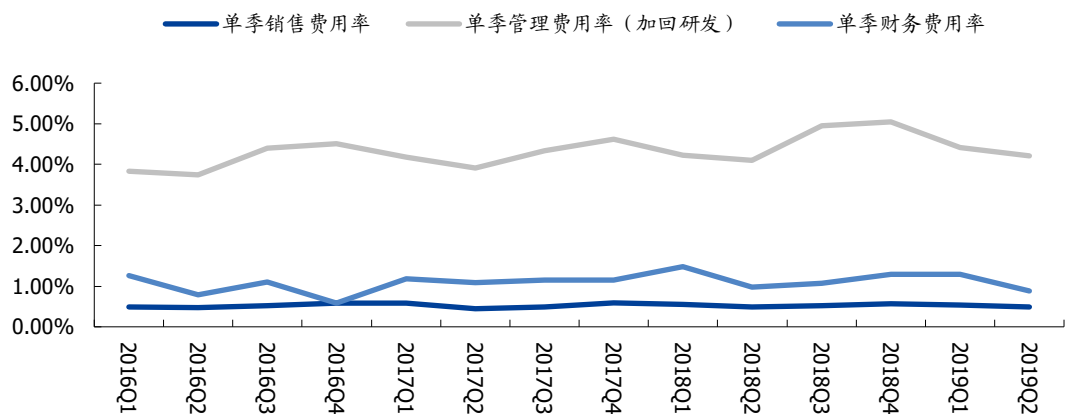
图表 4: 建筑板块单季税金及附加占收入比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

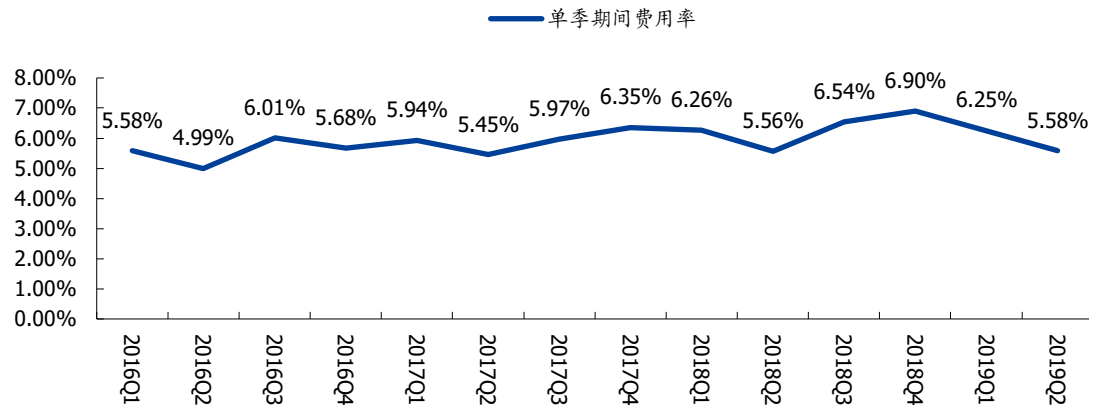
研发费用率上升, 财务费用率下降, 板块期间费用率走平。上市建筑企业 2019H1/Q2 期间费用率分别为 5.87%/5.58%, 同比变化 0/+0.02 个 pct。其中 2019H1/Q2 销售费用率分别为 0.51%/0.49%, 同比变化-0.01/+0.01 个 pct; 管理费用率(含研发费用率)分别为 4.30%/4.21%, 同比变化+0.14/+0.11 个 pct; 财务费用率分别为 1.06%/0.88%, 同比变化-0.14/-0.09 个 pct。今年上半年建筑板块费用率与去年持平, 其中研发费用率提升带动了管理(含研发)费用率有所上升(2018H1 和 2019H1 研发费用率分别为 0.80%/1.52%); 而财务费用率则有所下降, 主要系上半年信用环境较去年同期有所改善, 同时二季度人民币贬值也带来部分汇兑收益。

图表 5: 建筑板块单季三费



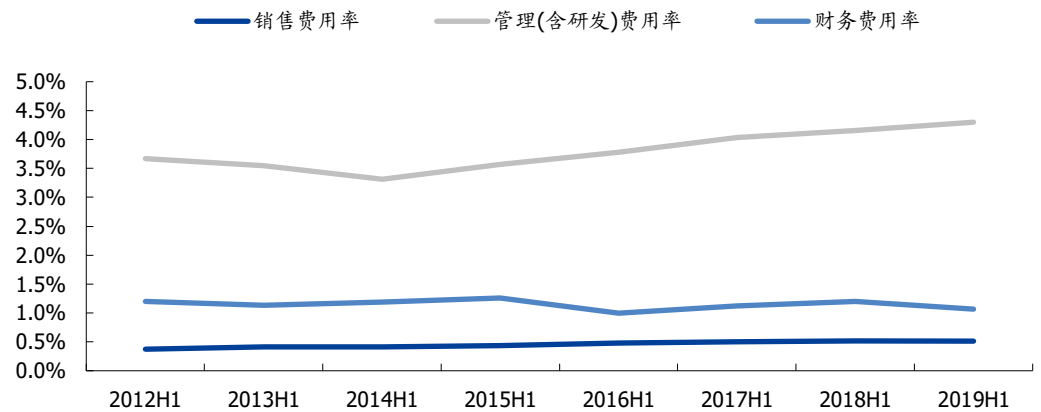
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 建筑板块单季期间费用率



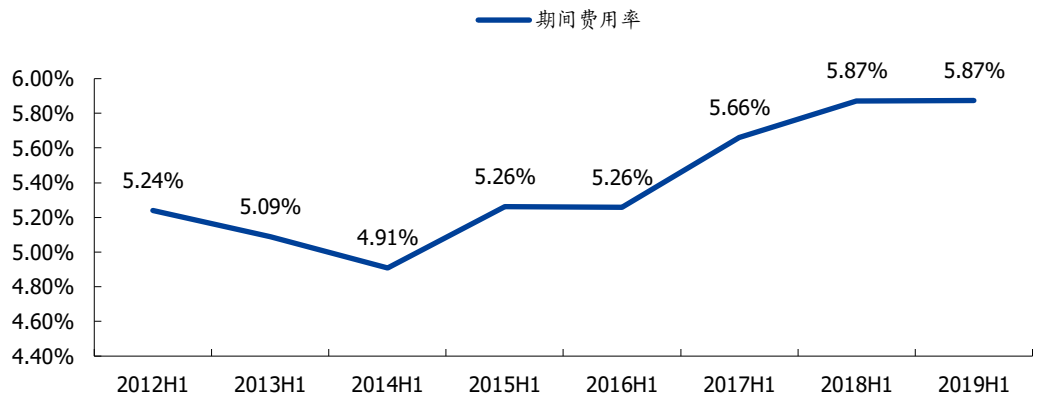
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 建筑板块历年上半年三费



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 建筑板块历年上半年期间费用率

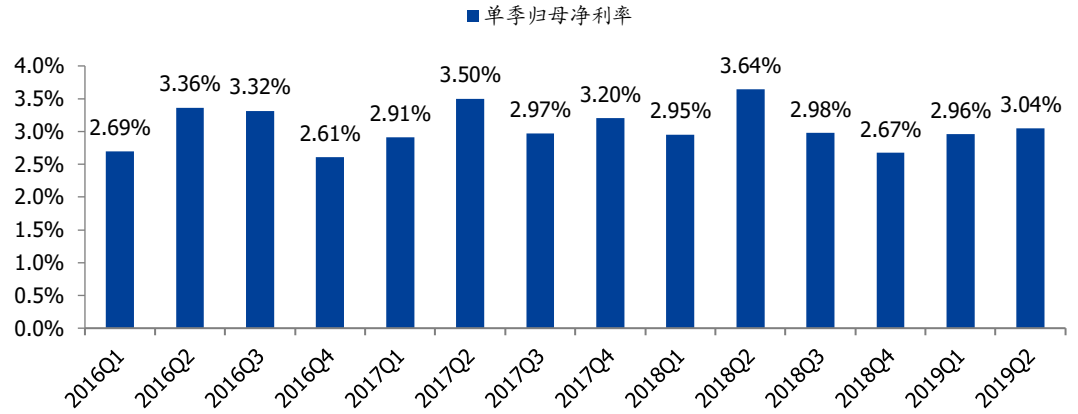


资料来源: Wind, 国盛证券研究所



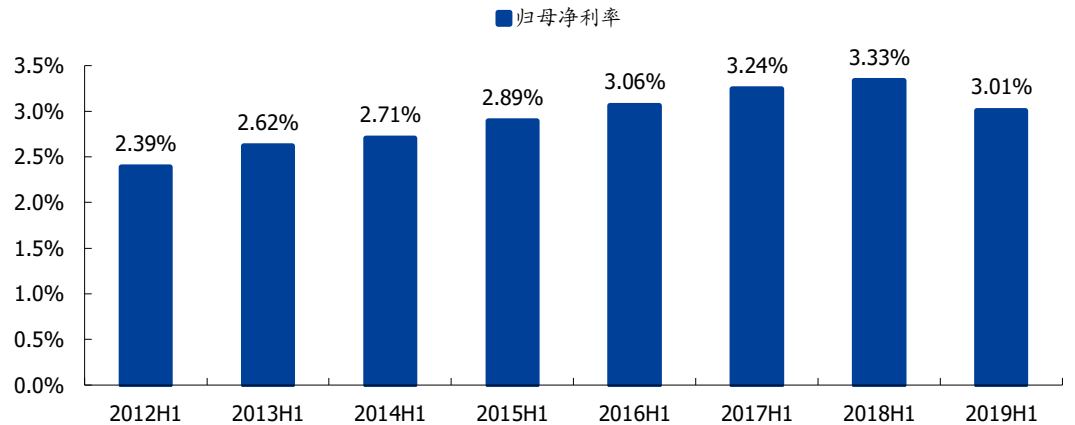
盈利能力有所下降，叠加基数效应致归母净利率下降。2019年H1/Q2上市建筑企业归母净利率分别为3.01%/3.04%，同比变化-0.32/-0.60个pct，一方面是建筑公司整体毛利率有所下滑，另一方面也因去年同期归母净利率基数较高（2018年H1归母净利率是近年来最高的上半年，2018年Q2归母净利率也是近年来最高的季度）。

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

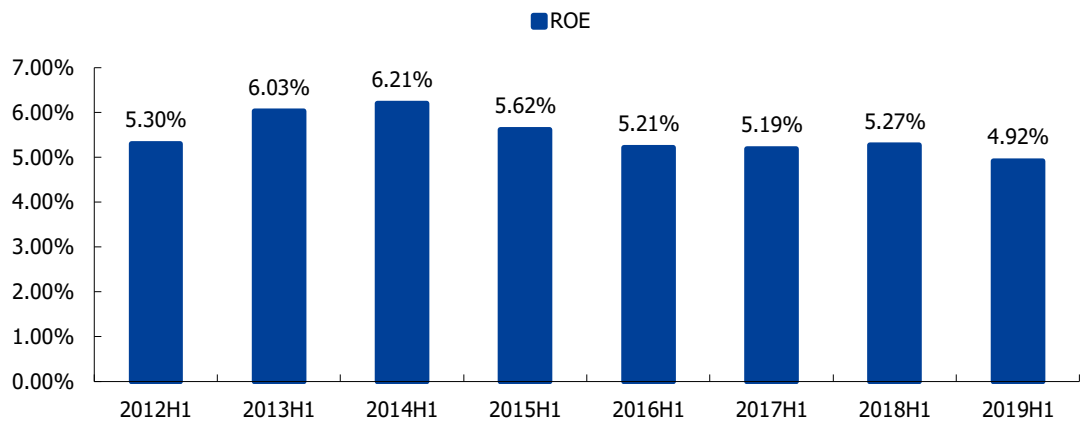
图表 10: 建筑板块历年上半年归母净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

ROE 同比有所下滑。在负债率下降与周转率改善之际，2019H1 板块 ROE 同比降低 0.4 个 pct 至 4.9%，主要因毛利率降低。

图表 11: 建筑板块历年上半年 ROE

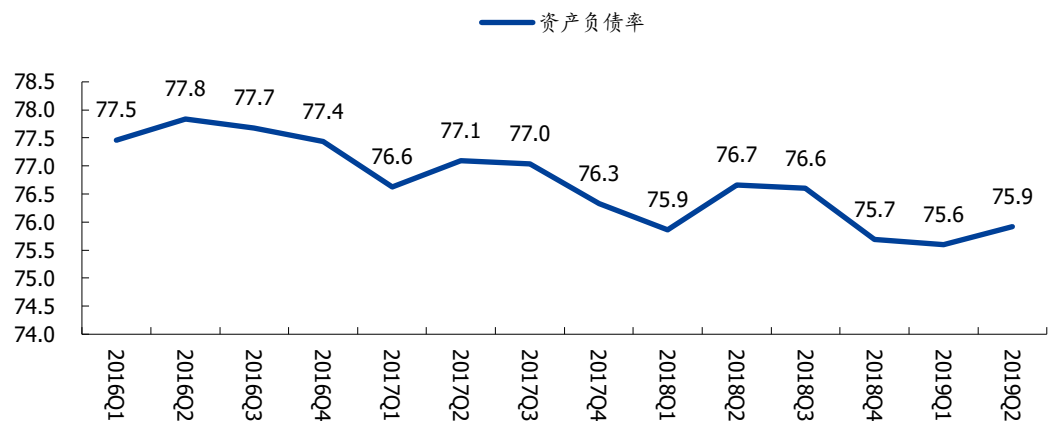


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.3. 行业负债及营运能力: 资产负债率同比持续下降, 应收账款周转率明显改善

上市建筑企业整体负债率自 2014 年起持续下降, 截至 2019 年二季度末整体资产负债率为 75.9%, 较 2018 年同期下降 0.7 个 pct, 较 2019 年 Q1 末高 0.3 个 pct。需要指出的是, 近年来, 建筑央企、国企在负债率考核约束下, 在上市公司和子公司层面加大了“类权益融资”力度, 包括永续债、优先股等, 这对于降低表观负债率起到了较大作用, 但同时可能使得企业承担了更高的融资成本。此外, 就趋势而言, 预计行业资产负债率仍将处于下降通道中。

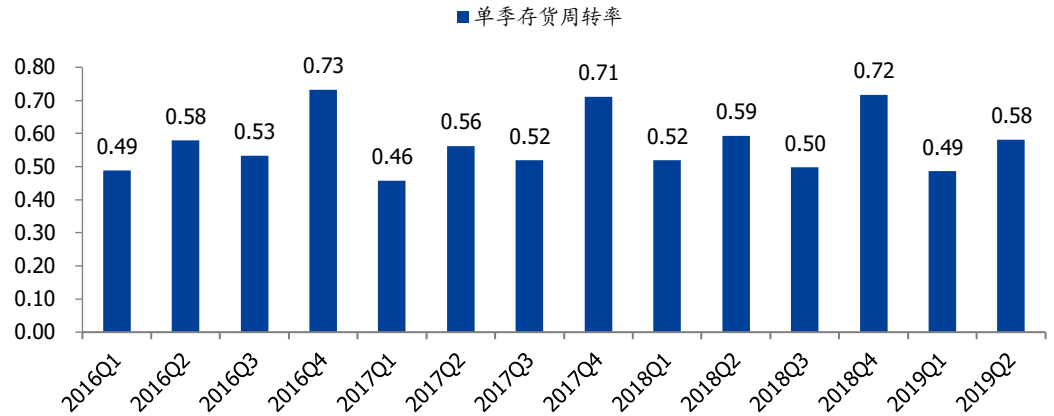
图表 12: 建筑板块季度资产负债率变化 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

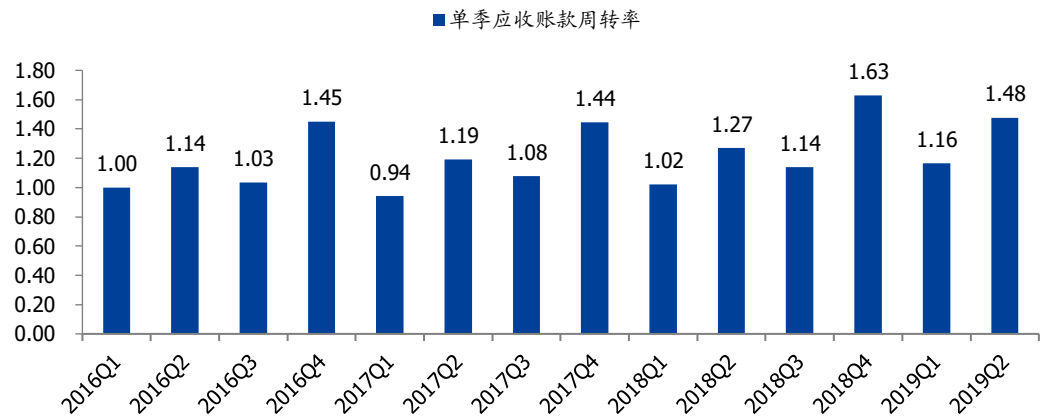
**Q2 存货周转率同比持平, 应收账款周转率明显提升。**建筑企业的资产周转率存在明显的季度波动周期, 2019 年 Q2 存货周转率 0.58, 与去年同期基本持平; 应收账款周转率 1.48, 较去年同期上升 0.21, 明显改善。在经济面临下行压力背景下, 上市建筑企业普遍加大应收款的催收力度, 提升周转率, 减少经营风险。

图表 13: 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 14: 建筑板块单季应收账款周转率

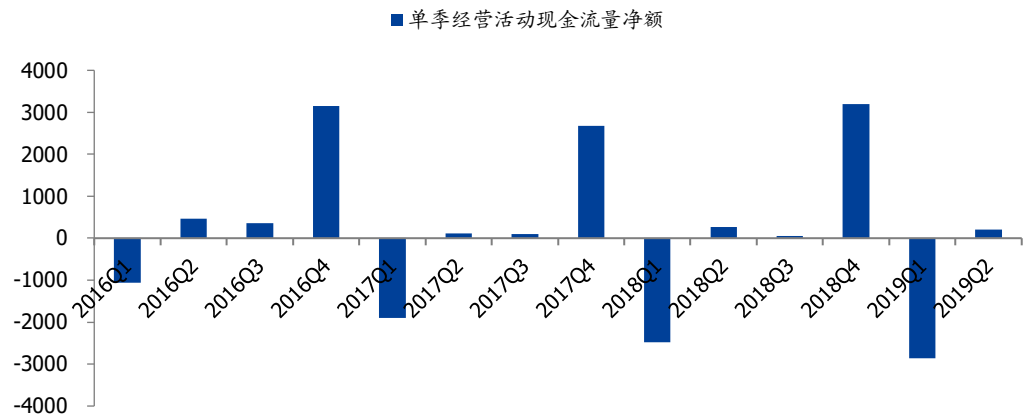


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

#### 1.4. 行业现金流情况: 收付现比均提高, 现金流入略有减少

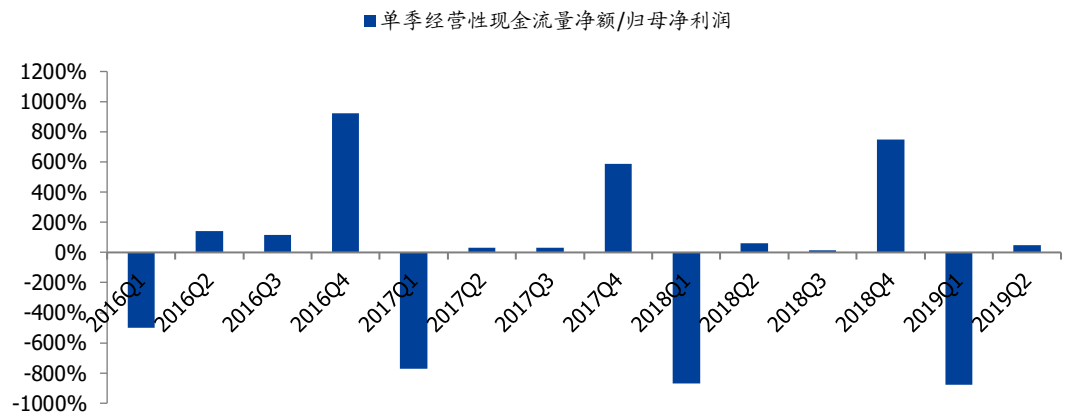
建筑企业经营性现金流量净额指标亦具有较强季节性, 2019 年 Q2 上市建筑公司实现经营性现金流量净额 199 亿元, 较去年 Q2 流入减少 75 亿元。Q2 经营性现金流与单季归母净利润的比值为 46.3%, 较去年 Q2 下降 16.2 个 pct。2019 年 Q2 上市建筑公司收现比为 91.2%, 较去年同期上升了 4 个 pct, 回款健康, 但同时付现比亦有提高, 2019 年 Q2 建筑公司付现比为 89.6%, 较去年 Q2 上升 4.3 个 pct, 付现比提升幅度相对更大, 致经营性现金流流入略微有所收窄。总体来看, 收款和现金流季节性变化整体平稳。

图表 15: 建筑板块单季经营性现金流量净额 (亿元)



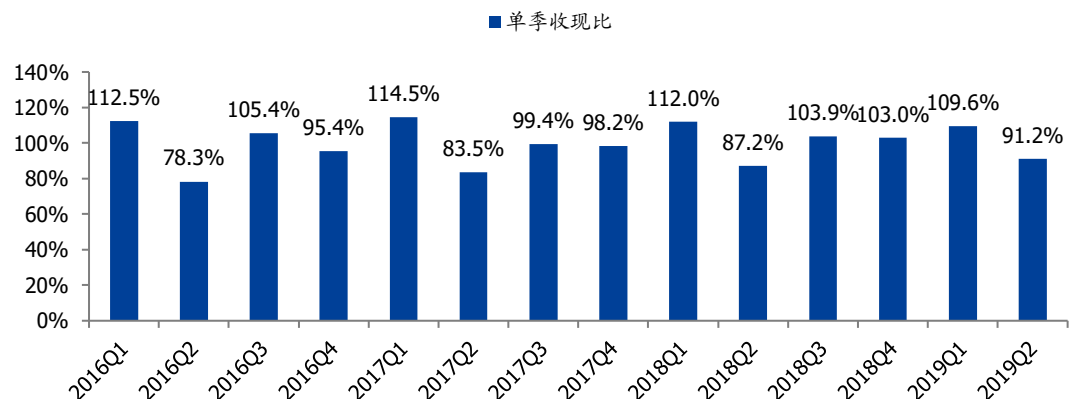
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 建筑板块单季经营性现金流量净额/归母净利润



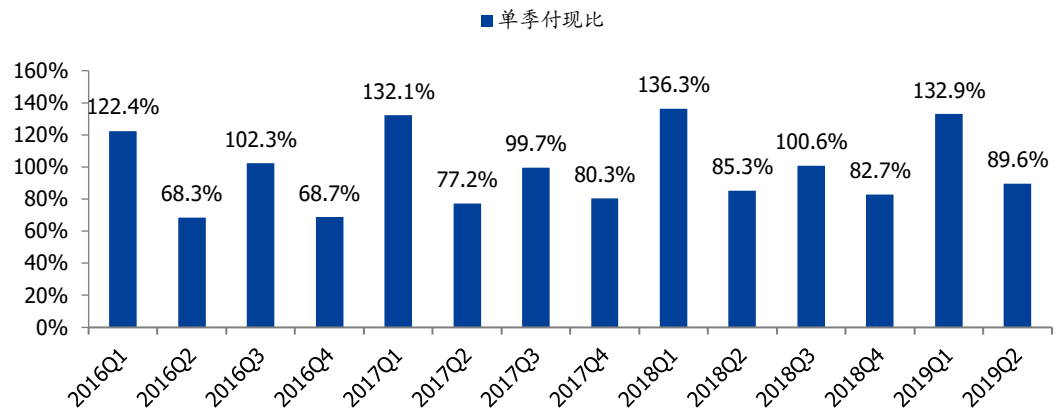
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 建筑板块单季收现比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 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: 化学工程与建筑央企增长领先, 设计与装饰有所下滑

2019年Q2收入增速排名前三子板块为国际工程(21%)、建筑央企(20%)、地方国企(19%),排名后三位的是园林PPP(-23%)、建筑智能(-13%)、设计咨询(-4%)。业绩增速排名前三的子板块为化学工程(28%)、建筑央企(6%)、地方国企(1%),排名后三位的为园林PPP(-74%)、专业工程(-40%)、装饰(-19%)。

建筑央企受益于地产施工面积增速持续加快,房建相关业务收入录得较快增长,带动整体营收显著加速。业绩增速低于营收增速主要系毛利率下降(房建占比提高、PPP收缩)以及少数股东损益增长较快所致。

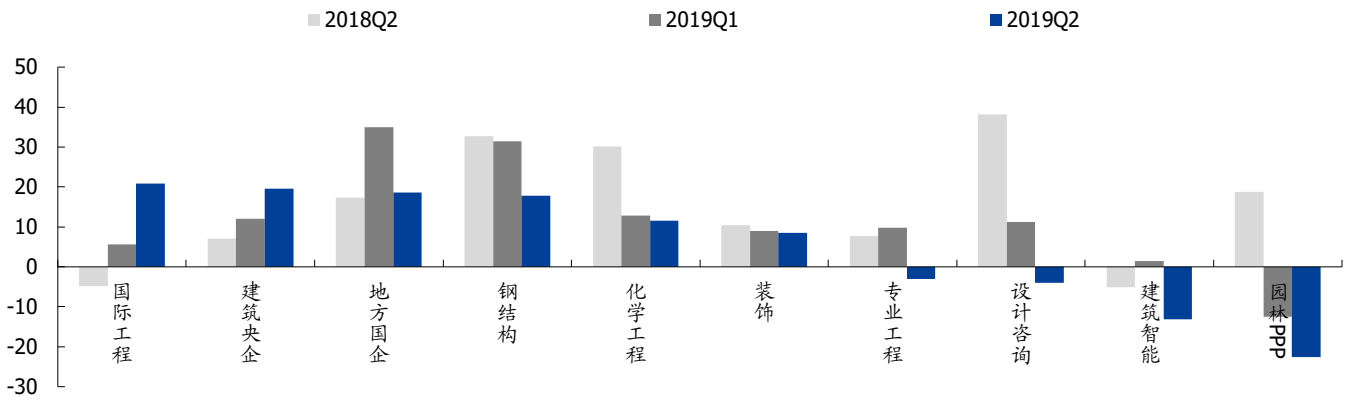
化学工程板块Q2营收与业绩分别增长12%/28%,前期订单向收入转化持续顺畅,业绩增速同比提升略超预期,其中中国化学受益于毛利率提升和费用率下降,Q2营收业绩分别增长9%/43%。

设计咨询在去年同期高基数的背景下,营收业绩有所下滑。去年Q2设计板块营收与业绩增速分别达38%/36%,基数较高,此外今年需求端新项目有限、基建投资整体疲弱,今年Q2设计板块营收业绩分别增长-4%/-12%。

装饰板块2019Q2营收和业绩分别增长9%/-19%,营收增速和业绩均有所下滑,主要系公装需求不足,同时地产调控政策趋严,部分装饰公司主动收缩住宅精装修业务,以及财务及研发费用增加较多所致,板块中仅金螳螂、全筑股份、中装建设等少数头部公司有所加速。

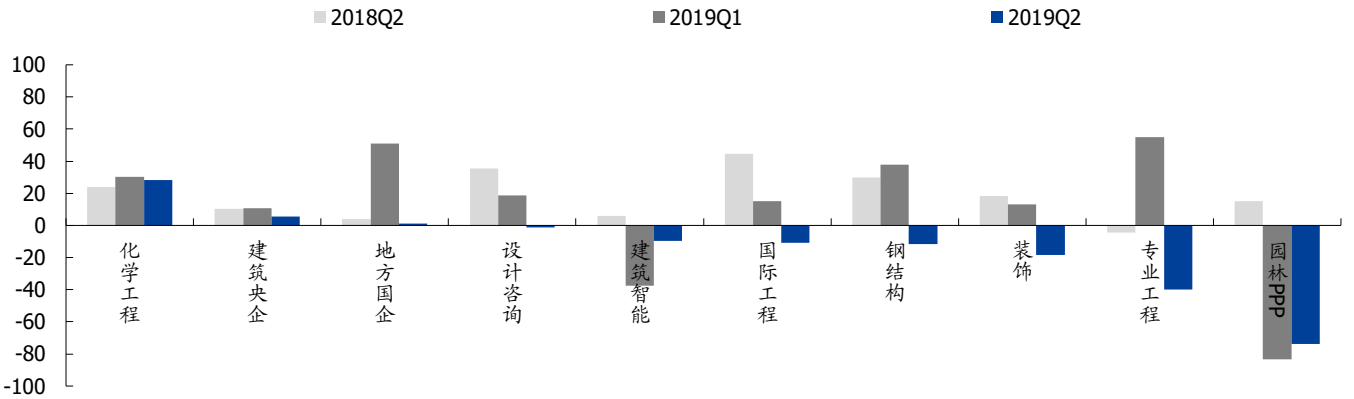
生态园林PPP板块营收与业绩表现持续低迷,在PPP行业景气度不佳、去年同期营收业绩高基数的背景下,2019年Q2营收与业绩整体大幅下滑。相对而言,去年资产负债表管理稳健、资金充足的公司业绩明显好于负债受困公司,典型公司包括龙元建设、东珠生态、岭南股份、文科园林等,未来行业回暖后仍由余力扩张。而陷入债务困境、控股权易手的公司整体表现为大幅下滑,相当长一段时间内要面临债务清理及业务调整等问题。

图表 19: 各子板块 2019Q2、2019Q1 和 2018Q2 单季营收增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 各子板块 2019Q2、2019Q1 和 2018Q2 单季归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 子板块单季营收增速表 (%)

子板块	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q2-Q1	2019Q2-2018Q2
国际工程	-4.79	7.74	-2.24	5.62	20.83	15.21	25.62
建筑央企	7.04	4.01	12.45	12.11	19.50	7.40	12.46
地方国企	17.31	13.70	18.85	34.91	18.57	-16.34	1.26
钢结构	32.79	20.30	38.48	31.50	17.76	-13.74	-15.03
化学工程	30.15	44.66	29.05	12.89	11.56	-1.33	-18.59
装饰	10.45	14.00	13.39	8.92	8.51	-0.41	-1.94
专业工程	7.70	7.75	0.92	9.76	-3.07	-12.83	-10.77
设计咨询	38.09	17.10	11.53	11.29	-3.97	-15.26	-42.06
建筑智能	-5.07	5.84	-16.12	1.41	-13.07	-14.47	-7.99
园林 PPP	18.71	-2.62	-16.20	-12.50	-22.62	-10.12	-41.33

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 子板块单季归母净利润增速表 (%)

子板块	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q2-Q1	2019Q2-2018Q2
化学工程	24.06	15.53	96.59	30.18	28.37	-1.82	4.31
建筑央企	10.41	7.27	1.48	10.87	5.59	-5.28	-4.81
地方国企	4.04	5.45	12.59	50.99	1.08	-49.91	-2.95
设计咨询	35.52	2.66	21.66	18.55	-1.43	-19.98	-36.96
建筑智能	6.03	-36.05	-213.08	-37.35	-9.66	27.70	-15.69
国际工程	44.41	0.41	-19.58	15.12	-10.80	-25.91	-55.21
钢结构	30.02	10.81	-3.06	37.89	-11.71	-49.60	-41.73
装饰	18.25	9.99	-61.04	13.25	-18.58	-31.83	-36.83
专业工程	-4.44	190.22	-12.96	54.92	-39.75	-94.67	-35.31
园林 PPP	15.13	-39.57	-79.05	-83.34	-73.69	9.65	-88.82

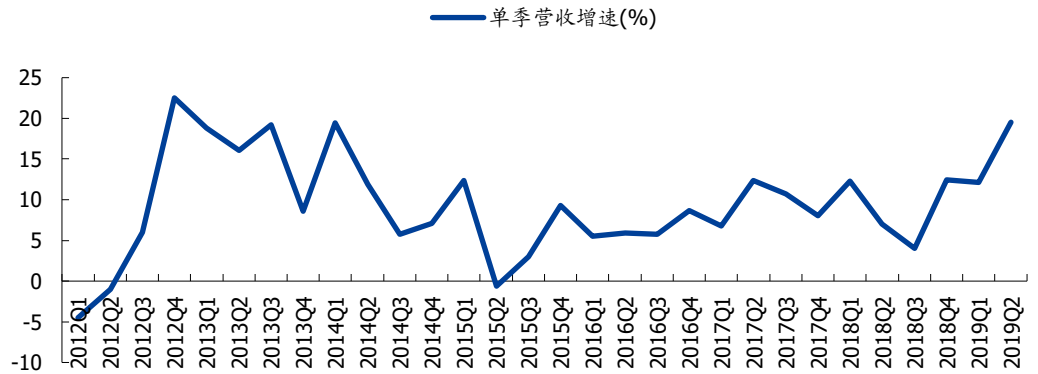
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3. 重点子板块评述

#### 3.1. 建筑央企: 营收增长加速, 毛利率下降与少数股东损益增多致业绩放缓

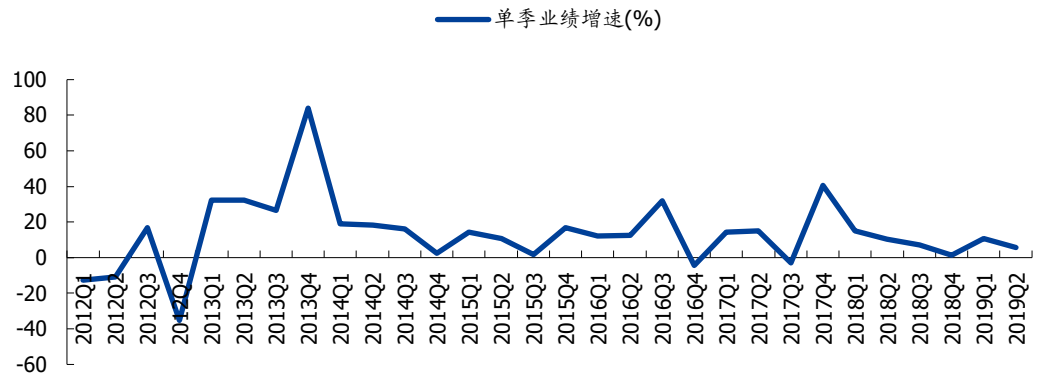
营收增长稳健, 少数股东损益增多拖累业绩增长。2019H1 建筑央企板块营收/业绩分别增长 16.2%/7.8%。其中 Q2 建筑央企营收和业绩分别增长 19.5%/5.6%, 较 Q1 变动 +7.4/-5.2 个 pct。Q2 建筑央企收入整体提升预计主要受益于地产施工面积增速持续加快, 房建相关业务收入录得较快增长。Q2 央企净利润同比增长 15%, 与收入增速较匹配, 而归母净利润增速大幅放缓且低于收入增速, 主要系业务结构调整导致毛利率下降, 以及少数股东损益大幅增加。建筑央企 Q2 少数股东损益合计 123 亿元, 同比大幅增长 54%, 主要系: 1) 中国建筑下属子公司去年下半年发行较多永续债产生利息较多; 2) 中国电建等公司完成子公司债转股后少数股东权益增加; 3) 中国中铁物贸业务等亏损子公司之前年份贡献负的少数股东损益, 本期该因素消除。

图表 23: 建筑央企单季营收增速



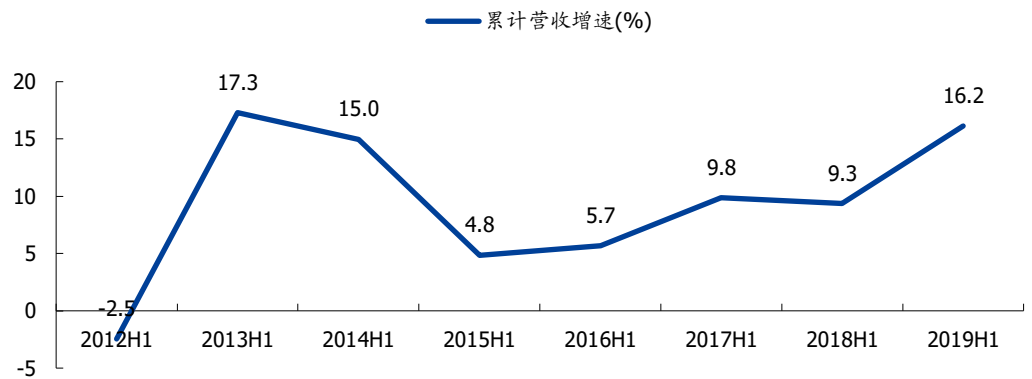
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 建筑央企单季业绩增速



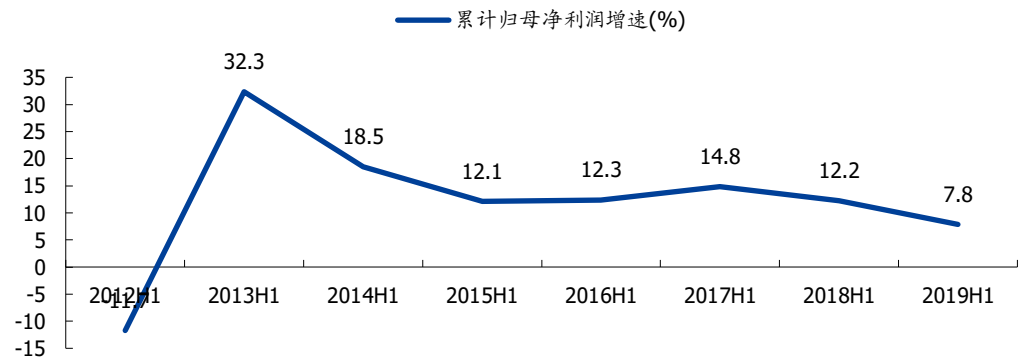
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 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 26: 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



环比 2019 年 Q1，除中国铁建和中国核建外，其余央企营收增速均有加速；而业绩实现加速增长的有中国铁建、中国中冶和葛洲坝。Q2 营收增速排名前三的分别为中国中冶、中国建筑、中国中铁；业绩增速排名前三的分别为葛洲坝、中国铁建、中国核建。葛洲坝二季度业绩增速较快，主要因水泥业务业绩大增，根据半年报水泥业务实现营业收入 48.65 亿元，同比增长 42.54%；实现利润总额 14.59 亿元，同比增长 84.39%。中国铁建业绩加速，主要因二季度毛利率略升，同时税金占收入比、研发费用率、财务费用率等下降。中国建筑营收加速主要系公司前期高增长的房建订单向收入转化，且地产结算速度明显加快。而中国建筑业绩增速明显偏慢主要系：1) 子公司去年下半年永续债（计入少数股东权益）发行大幅增长，导致永续债利息大幅增加，预计下半年影响会减小；2) 地产合作项目预计有所增加。中国交建二季度业绩下滑主要因毛利率下降较多。中国中铁二季度收入增长 20.25%，而业绩仅增长 4.96%，主要因毛利率下降及少数股东损益增加影响。

图表 27: 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				
	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
中国建筑	9.76%	2.42%	26.70%	10.15%	21.67%	0.35%	5.39%	52.83%	8.76%	4.16%
中国铁建	6.89%	5.52%	8.91%	19.32%	10.44%	25.87%	15.77%	-4.33%	13.56%	17.69%
中国中铁	1.32%	4.45%	10.67%	7.97%	20.25%	24.98%	4.93%	-17.45%	20.21%	4.96%
中国交建	7.19%	2.54%	-7.51%	9.64%	19.89%	7.81%	11.84%	-22.97%	14.45%	-1.99%
中国中冶	24.62%	10.81%	16.24%	14.33%	35.25%	1.08%	-1.82%	3.72%	6.38%	11.53%
中国电建	-3.37%	4.05%	24.01%	13.52%	19.08%	6.39%	-0.50%	-2.94%	1.94%	-6.33%
中国核建	28.47%	29.42%	-6.06%	55.35%	9.62%	11.31%	12.45%	11.81%	47.18%	14.81%
葛洲坝	-6.57%	-11.66%	2.17%	3.91%	11.39%	21.06%	-2.51%	-10.68%	-7.95%	19.36%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

板块毛利率下降，费用率下降，现金流有所改善。2019 年 Q2 央企毛利率较 2018 年同期下降 0.97 个 pct，主要因：1) 当期收入增长主要受房建业务驱动，部分拉低了整体毛利率；2) PPP 项目落地放慢，高毛利项目占比提升进度放缓。期间费用率同比和环比均有所下降，其中较去年 Q2 下降 0.14 个 pct，环比 Q1 大幅下降 1.28 个 pct，主要是财务费用下降较多。财务费用率减小预计主要系融资环境相对宽松，以及人民币贬值带来部分汇兑收益。资产减值（含信用减值）占收入比较去年同期下降 0.47 个 pct，较 Q1 提升 0.29 个 pct，呈小幅上升，主要因本期营业收入增速较高，存货和应收账款规模扩大计提减值增加所致。净利率为 2.91%，同比下降 0.38 个 pct，环比提升 0.08 个 pct。经营性现金流与营收的比同比提升 0.21 个 pct，现金流有所改善。收现比同比提高 4.13 个 pct，主要部分公司拿地进度放缓，且整体融资环境略好转。资产负债率同比继续呈下降趋势，截至 2019 年 Q2 末建筑央企资产负债率为 77.11%，同比下降 0.42 个 pct，主要因部分企业发行较多永续债，且加强现金流管控所致。

图表 28: 建筑央企财务数据分析表格(单季值)

	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q2-18Q2	19Q2-19Q1
毛利率(%)	11.91	10.88	12.90	10.50	10.93	-0.97	0.44
营业税金/收入比(%)	0.91	0.75	1.12	0.71	0.78	-0.14	0.07
销售费用率(%)	0.38	0.43	0.49	0.44	0.40	0.02	-0.04
管理费用率(%)	2.08	2.81	2.78	3.05	2.16	0.08	-0.89
财务费用率(%)	1.06	1.15	1.32	1.17	0.82	-0.24	-0.34
研发费用率(%)	1.00	0.62	0.65	1.00	0.99	0.00	0.00
费用率合计(%)	4.52	5.00	5.25	5.66	4.38	-0.14	-1.28
资产减值(含信用)损失/收入(%)	0.91	0.24	1.77	0.15	0.45	-0.47	0.29
净利率(%)	3.30	2.79	2.67	2.84	2.91	-0.38	0.08
经营性现金流/收入(%)	1.31	0.39	21.35	-27.22	1.52	0.21	28.75
收现比(%)	89.04	106.38	106.64	108.28	93.17	4.13	-15.12
应收账款周转率	1.48	1.33	1.97	1.46	1.87	0.39	0.40
存货周转率(含合同资产)	0.54	0.44	0.62	0.45	0.53	-0.01	0.08
资产负债率(%)	77.53	78.27	78.25	77.04	77.11	-0.42	0.07

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

多数建筑央企 2019 年 Q2 订单有所加速。2019 年上半年建筑央企整体订单增速 11.39%，较 Q1 提升 5.06 个 pct；Q2 单季订单增长 15.96%，较 Q1 提升 9.63 个 pct，Q2 订单加速明显。Q2 建筑央企订单增速较 Q1 订单增速提升的有中国交建、葛洲坝、中国中冶、中国中铁、中国铁建，上半年随着专项债发行加速，我国基建投资增速整体呈现出温和复苏的趋势，建筑央企订单在二季度大都有所提速。展望下半年，预计在经济下行压力加大，以及“不以房地产作为短期刺激经济的手段”背景下，基建政策有望继续加码，建筑央企订单有望继续保持稳健增长。

图表 29: 建筑央企累计订单增速

	中国建筑	中国铁建	中国中铁	中国交建	葛洲坝	中国电建	中国中冶	中国化学	合计增速
17Q4	19.40%	23.72%	26.10%	23.16%	5.83%	12.68%	20.00%	34.87%	21.02%
18Q1	24.30%	6.98%	21.30%	20.45%	15.69%	3.74%	37.00%	5.94%	18.62%
18Q2	1.60%	10.39%	13.00%	1.68%	-4.78%	-4.99%	6.40%	72.05%	5.43%
18Q3	3.80%	5.33%	5.90%	-3.99%	-18.48%	4.52%	10.40%	80.16%	4.19%
18Q4	4.60%	5.05%	8.70%	1.12%	-1.32%	12.05%	10.40%	52.52%	6.16%
19Q1	9.00%	6.27%	0.30%	13.38%	-33.00%	16.15%	5.30%	47.13%	6.33%
19Q2	3.10%	18.01%	10.50%	15.85%	17.01%	15.80%	20.30%	11.55%	11.39%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 建筑央企单季度订单增速

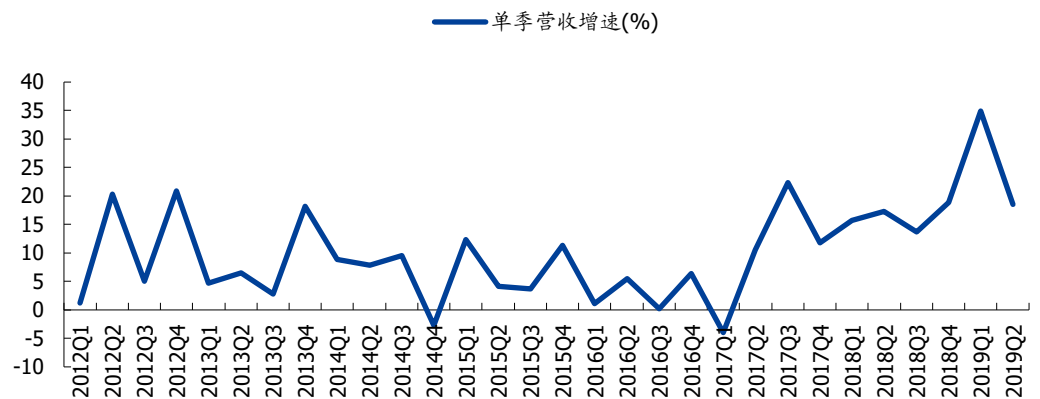
	中国建筑	中国铁建	中国中铁	中国交建	葛洲坝	中国电建	中国中冶	中国化学	合计增速
17Q4	3.65%	22.54%	29.50%	14.71%	-33.67%	-37.90%	8.83%	9.59%	13.14%
18Q1	24.26%	6.98%	21.32%	20.45%	15.69%	3.74%	36.97%	5.94%	18.62%
18Q2	-11.36%	13.47%	5.95%	-8.57%	-29.61%	-14.79%	-16.08%	143.63%	-4.20%
18Q3	10.32%	-4.14%	-5.85%	-16.88%	-50.09%	36.27%	21.16%	108.66%	1.29%
18Q4	6.65%	4.69%	12.45%	5.14%	66.68%	66.78%	10.59%	5.73%	9.97%
19Q1	8.95%	6.27%	0.30%	13.38%	-33.00%	16.15%	5.33%	47.13%	6.33%
19Q2	-1.54%	27.99%	20.38%	17.62%	116.65%	15.32%	38.31%	-5.20%	15.96%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.2. 地方国企：多因素致营收业绩放缓，现金流趋于改善

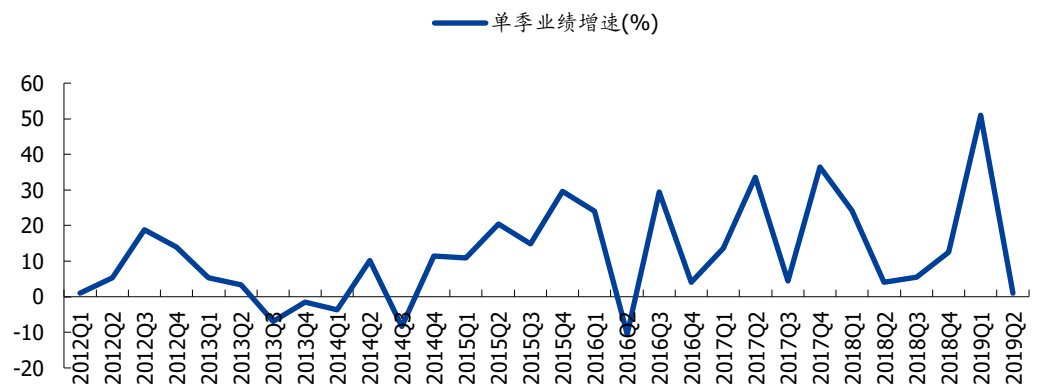
多因素导致营收与业绩环比放缓。2019H1 地方国企板块营收和业绩分别增长 25.2%/19.9%。其中 Q2 单季地方国企营收和业绩分别增长 18.6%/1.1%，较 Q1 变动 -16.3/-49.9 个 pct。二季度业绩增速有所放缓主要因：1) 一季度部分房建企业收入增速较快，二季度整体收入放缓明显。2) 上海建工等公司一季度因会计准则修改，所持的部分股票产生较大投资收益，而二季度股票二级市场表现较弱，投资收益大幅减小。3) 资产减值损失（含信用减值）增加所致，Q2 达 6.4 亿元，去年 Q2 仅 1.6 亿元，其中安徽建工、上海建工、隧道股份、重庆建工、西藏天路等公司的资产减值损失较大。

图表 31: 地方国企单季营收增速



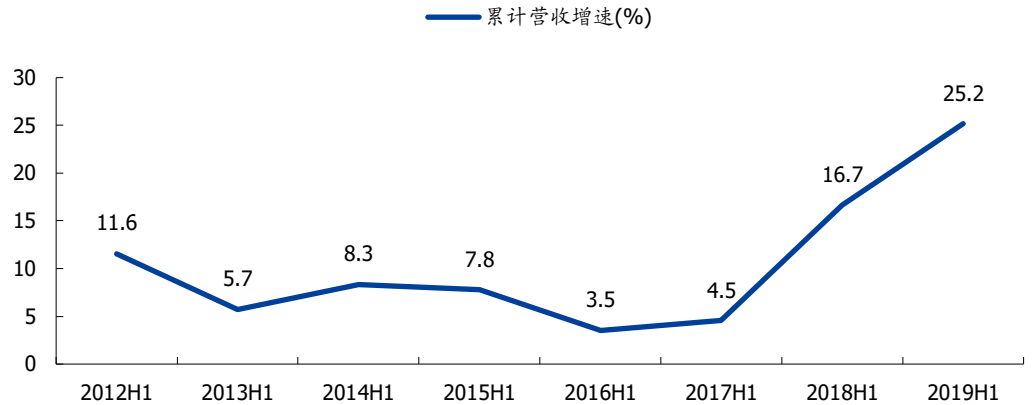
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 地方国企单季业绩增速



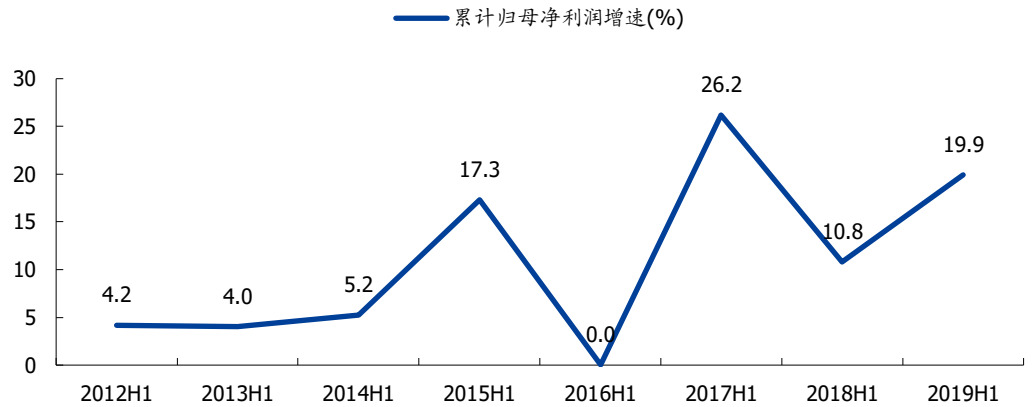
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 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 34: 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

2019年Q2营收增速排名前三的分别为浦东建设、粤水电、安徽建工；业绩增速排名前三的分别为重庆建工、安徽建工、龙建股份。浦东建设营收增速较快主要因前期订单增幅较大。安徽建工业绩大幅增长主要因业务结构调整，高毛利率基建业务占比上升导致毛利率增加较多。上海建工上半年业绩扣非增长11%，而收入增长32%，主要因管理费用与研发费用增加较多，二季度业绩明显放缓主要因二季度股票市场表现较弱，持有金融资产所产生的投资收益较一季度大幅减少。四川路桥二季度业绩放缓主要因一季度股权转让产生的投资收益较多。山东路桥二季度业绩下滑，主要因少数股东损益大幅增加。隧道股份业绩增速较慢，主要因进入回购期项目减少，投资收益下降较多。

图表 35: 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				
	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
山东路桥	23.22%	31.65%	-2.75%	135.3%	18.68%	-55.81%	41.90%	89.78%	222.1%	-31.93%
粤水电	-0.96%	6.56%	69.79%	54.90%	48.63%	29.44%	38.78%	27.25%	36.75%	31.00%
四川路桥	15.70%	10.94%	36.73%	29.85%	6.47%	28.13%	22.74%	-1.46%	203.6%	13.47%
上海建工	19.19%	11.61%	29.66%	51.57%	19.46%	-0.69%	-18.0%	41.99%	147.2%	-15.47%
浦东建设	19.71%	-2.86%	10.16%	32.05%	61.42%	11.13%	-23.7%	54.74%	0.16%	-6.37%
安徽建工	23.64%	-7.29%	14.78%	-2.74%	32.42%	-11.48%	-0.46%	4.90%	0.51%	55.21%
隧道股份	22.38%	17.82%	19.36%	13.58%	17.43%	9.79%	11.48%	7.46%	7.34%	2.64%
龙建股份	-17.1%	46.29%	-9.18%	13.11%	11.39%	8.21%	252%	-42.0%	1.92%	36.57%
重庆建工	7.52%	11.03%	-2.54%	16.22%	16.88%	15.51%	-59.2%	25.09%	-38.8%	142.9%
浙江交科	31.63%	41.50%	2.23%	12.89%	6.10%	22.77%	23.91%	-48.8%	-82.9%	-50.9%
北新路桥	-6.81%	2.08%	4.93%	26.51%	28.43%	-4.64%	-1.50%	10.23%	9.50%	16.42%
西藏天路	45.44%	55.95%	32.32%	8.75%	12.72%	23.99%	26.52%	3641%	-77.7%	4.06%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**板块毛利率提升, 费用率下降, 资产减值增加, 现金流有所改善。**2019年Q2地方国企毛利率较2018年同期提升0.35个pct, 较2019年Q1提升0.61个pct, 毛利率整体趋势向上。期间费用率同比和环比分别下降0.56/1.38个pct, 其中管理费用率下降幅度较大。资产减值(含信用减值)占收入比较去年同期提升0.37个pct, 较Q1提升0.79个pct, 提升幅度较大, 是地方国企板块业绩与收入增速相差较大的主要原因, 主要系收入增长后应收账款和合同资产等规模增加导致减值计提增加。净利率为2.23%, 同比和环比均下降0.39个pct。经营性现金流与营收的比同比提升1.02个pct, 现金流有所改善。收现比同比提高4.70个pct。资产负债率同比继续呈下降趋势, 截至2019年Q2末地方国企资产负债率为79.86%, 同比下降0.70个pct, 环比下降0.91个pct。

图表 36: 地方国企财务数据分析表格(单季值)

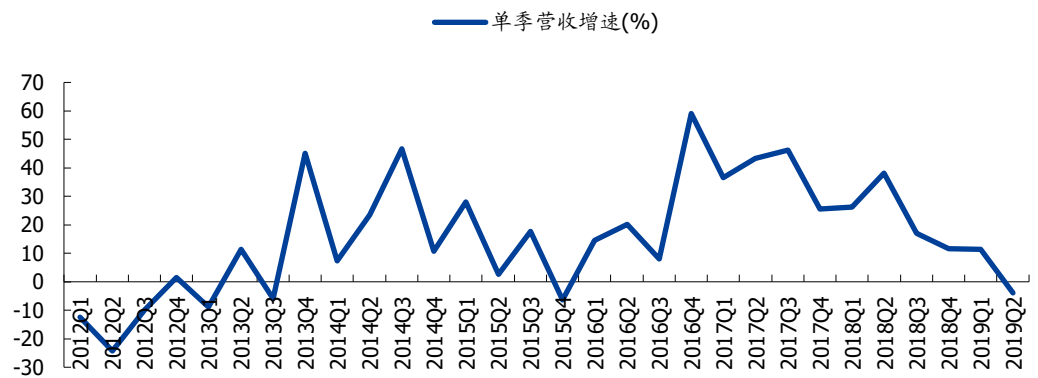
	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q2-18Q2	19Q2-19Q1
毛利率(%)	9.34	10.47	11.80	9.09	9.70	0.35	0.61
营业税金/收入比(%)	0.76	0.73	1.00	0.62	0.57	-0.20	-0.05
销售费用率(%)	0.29	0.27	0.29	0.28	0.26	-0.03	-0.03
管理费用率(%)	3.89	2.62	2.41	3.23	2.32	-1.56	-0.91
财务费用率(%)	1.36	1.68	0.94	1.53	1.39	0.04	-0.14
研发费用率(%)	0.00	0.82	0.73	1.31	1.00	1.00	-0.30
费用率合计(%)	5.53	5.38	4.36	6.35	4.97	-0.56	-1.38
资产减值(含信用)损失/收入(%)	0.15	0.24	1.50	-0.27	0.52	0.37	0.79
净利率(%)	2.62	2.05	2.81	2.62	2.23	-0.39	-0.39
经营性现金流/收入(%)	4.63	3.96	13.62	-24.99	5.66	1.02	30.65
收现比(%)	84.40	103.66	87.45	123.35	89.10	4.70	-34.25
应收账款周转率	1.35	1.24	1.58	1.06	1.36	0.02	0.30
存货周转率(含合同资产)	0.53	0.48	0.64	0.46	0.57	0.03	0.11
资产负债率(%)	80.65	81.43	80.91	80.86	79.96	-0.70	-0.91

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.3. 设计咨询：高基数叠加需求下降，营收业绩有所下滑

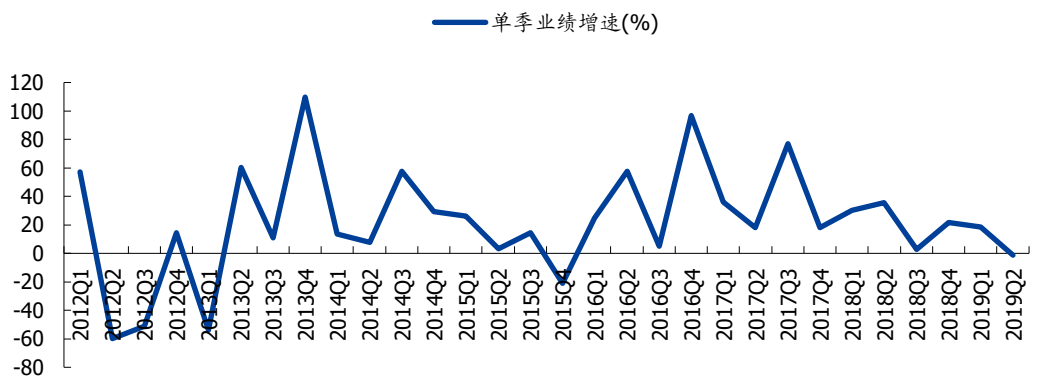
设计咨询板块 Q2 营收及业绩下滑，龙头维持较快增长。2019H1 设计咨询板块营收和业绩分别增长 2.4%/5.8%。其中 Q2 设计咨询板块营收和业绩分别增长-4.0%/-1.4%，较 Q1 变动-15.3/-20.0 个 pct。设计咨询板块营收和业绩均有所下滑，主要系基建投资增长乏力、房建设计需求疲弱环境下，设计咨询需求有所下降。板块中仅龙头公司中设集团、苏文科等保持较快增长，主要系基建设计龙头通过三方面持续成长：1) 异地扩张：收购外省公司及团队进行扩张；2) 业务横向及纵向拓展：从单纯交通或建筑设计向综合设计拓展，并涉及 EPC 及环境检测等业务；3) 项目大型化：下游基建行业由融资平台向 PPP 等招投标方式转变导致项目体量不断增长，未来仍有望持续稳健成长。

图表 37: 设计咨询板块单季营收增速



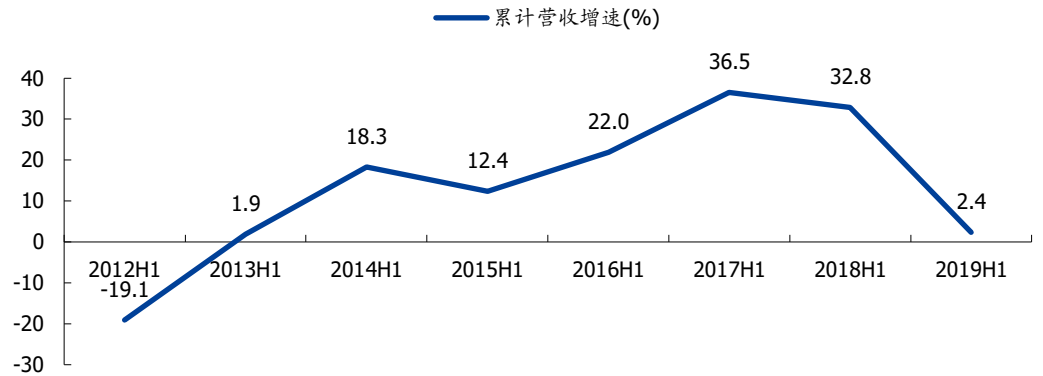
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 设计咨询板块单季业绩增速



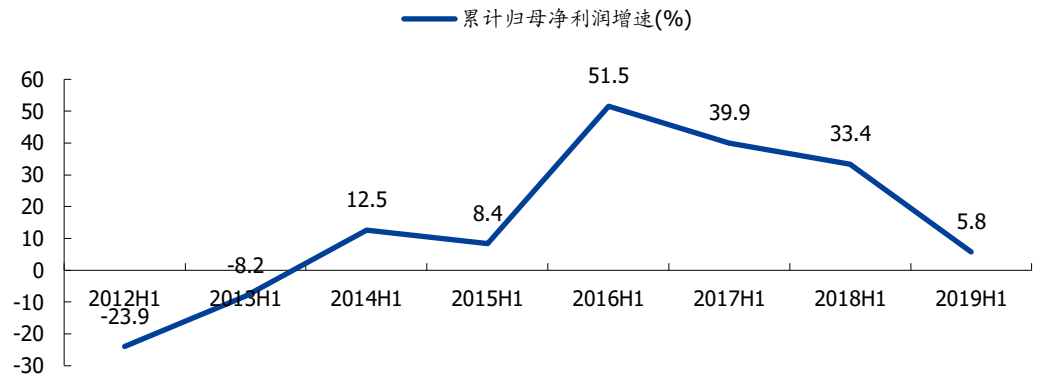
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 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 40: 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

2019年Q2营收增速排名前三的分别为设研院、建研院、合诚股份；业绩增速排名前三的分别为合诚股份、山鼎设计、甘咨询。设研院营收规模大幅增长主要系合并子公司中赧国际所致。中设集团Q2营收增速下降主要系去年同期洋口港EPC项目体量较大，基数较高影响，业绩持续稳健增长；核心业务勘察设计实现营收17.1亿元，同比增长24%，继续保持良好的增长态势；当前公司在手订单充足，促下半年持续稳健增长。苏交科Q2营收增速有所下滑，主要系出售子公司TestAmerican以及减少工程承包业务所影响，业绩持续稳健增长；境内工程咨询业务营收同比增长11%，业绩同比较快增长27%。我们预计2019H1苏交科设计规划类业务订单稳健增长20%，后续随着订单不断转化，有望为公司业绩稳健增长护航。

图表 41: 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				
	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
中设股份	30.05%	1.39%	10.88%	25.17%	1.93%	14.89%	6.97%	16.13%	13.89%	14.43%
苏交科	30.27%	6.43%	-5.34%	-19.4%	-35.4%	17.78%	19.66%	61.54%	24.21%	17.85%
启迪设计	75.85%	126.1%	160.1%	40.32%	14.32%	53.46%	34.92%	82.01%	8.41%	4.98%
华建集团	26.99%	6.14%	-6.34%	20.57%	21.54%	199.6%	-14.2%	-50.6%	15.01%	13.89%
中衡设计	14.53%	20.44%	32.45%	10.43%	16.73%	-1.37%	12.18%	26.85%	10.83%	15.05%
中设集团	96.78%	55.51%	34.36%	34.83%	0.86%	51.40%	27.35%	31.07%	29.07%	20.02%
设计总院	58.41%	31.50%	-14.9%	-3.14%	-19.6%	162.5%	93.01%	-23.95%	3.67%	-24.6%
勘设股份	42.15%	-14.8%	13.95%	-1.47%	-16.5%	21.16%	-57.5%	78.85%	21.08%	-48.5%
杰恩设计	44.11%	24.38%	50.47%	33.17%	-12.0%	40.28%	28.11%	17.80%	23.11%	-13.7%
山鼎设计	74.84%	43.86%	45.32%	45.85%	-5.87%	74.69%	73.65%	4.02%	43.91%	55.18%
建科院	19.47%	23.94%	-8.28%	2.63%	4.51%	194.9%	273.1%	0.76%	12.20%	-63.3%
建研院	8.42%	29.94%	7.50%	9.25%	35.51%	36.90%	-1.16%	-10.5%	-41.8%	18.83%
设研院	7.87%	32.67%	24.79%	34.79%	39.24%	77.35%	32.21%	15.63%	3.69%	-28.96%
合诚股份	28.60%	102.2%	152.1%	89.77%	22.32%	-80.06%	63.74%	112.1%	131.0%	145.7%
甘咨询	16.83%	-7.69%	11.03%	19.40%	-7.81%	-113%	-98.9%	29.70%	45.58%	44.86%
中公高科	14.19%	7.83%	6.67%	35.59%	-21.0%	-59.46%	91.73%	9.82%	12.63%	5.77%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**板块毛利率与净利率提升, 费用率下降, 现金流流出有所增加。**2019年Q2设计咨询板块毛利率较2018年同期提升1.77个pct, 较2019年Q1提升3.11个pct, 毛利率趋势向上, 提升幅度较为明显, 主要系低利润率EPC、海外等业务占比下降所致。期间费用率同比和环比分别下降0.66/3.30个pct, 同比来看管理费用率下降幅度较大, 环比来看研发费用率和管理费用率均有所下降。资产减值(含信用减值)占收入比较去年同期小幅提升0.04个pct, 较Q1大幅提升3.48个pct。Q2净利率为12.27%, 同比和环比分别提升0.96/2.14个pct, 与毛利率变动方向一致, 盈利能力有所增强。经营性现金流与营收的比同比下降2.33个pct, 现金流流出有所增大, 主要系行业公司支付员工薪酬及分包费用增多所致。收现比同比下降2.41个pct, 收款能力有所减弱。资产负债率较Q1末有所下降, 截至2019年Q2末设计咨询板块资产负债率为50.09%, 环比下降3.29个pct, 处于相对健康水平。



图表 42: 设计咨询板块财务数据分析表格 (单季值)

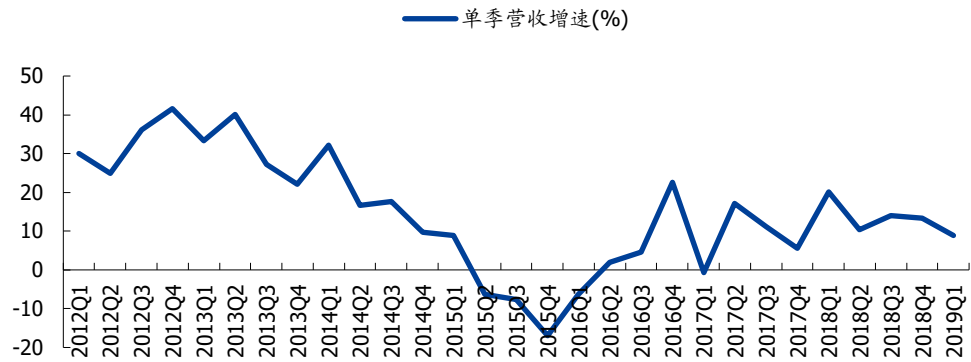
	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q2-18Q2	19Q2-19Q1
毛利率(%)	32.06	31.44	33.72	30.72	33.83	1.77	3.11
营业税金/收入比(%)	0.61	0.53	0.83	0.63	0.74	0.13	0.10
销售费用率(%)	2.54	2.84	2.20	2.53	2.38	-0.16	-0.15
管理费用率(%)	12.41	9.80	10.17	11.25	9.73	-2.68	-1.53
财务费用率(%)	0.59	0.81	0.33	0.73	0.52	-0.07	-0.20
研发费用率(%)	0.00	1.04	1.40	3.67	2.25	2.25	-1.42
费用率合计(%)	15.54	14.50	14.10	18.18	14.88	-0.66	-3.30
资产减值(含信用)损失/收入(%)	4.41	3.10	4.73	0.97	4.45	0.04	3.48
净利率(%)	11.31	10.55	11.76	10.13	12.27	0.96	2.14
经营性现金流/收入(%)	-8.04	-0.45	32.81	-32.19	-10.38	-2.33	21.81
收现比(%)	65.24	86.07	93.07	114.92	62.83	-2.41	-52.09
应收账款周转率	0.43	0.36	0.58	0.29	0.34	-0.09	0.05
存货周转率(含合同资产)	1.27	1.09	1.83	0.94	1.03	-0.24	0.09
资产负债率(%)	48.27	50.65	51.46	53.38	50.09	1.81	-3.29

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.4. 装饰: 整体减速/下滑, 龙头逆势加速

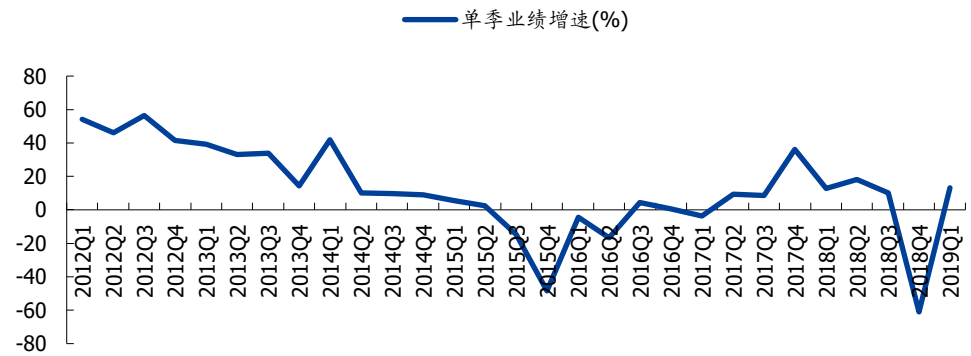
上市装企规模收缩, 板块营收和业绩有所下滑。2019H1 装饰板块营收和业绩分别增长 8.7%/-5.9%。其中 Q2 装饰板块营收和业绩分别增长 8.51%/-18.58%, 较 Q1 变动 -0.41/-31.83 个 pct。Q2 装饰板块营收放缓、业绩显著下滑, 主要系商业地产投资放缓、基建投资呈现疲态, 致传统公装需求不足; 地产调控政策趋严, 下游房企资金链趋紧, 部分装饰公司主动收缩回款条件较差及低利润率的住宅精装修业务; 财务及研发费用增加较多所致。但另一方面, 板块中金螳螂、全筑股份、中装建设等少数头部公司营收及业绩逆势加速, 主要系近年来装饰行业集中度加速向龙头公司集中: 1) 营改增使得财务及采购不规范、依靠挂靠生存的企业逐渐从市场退出; 2) 原材料及资金价格大幅上涨, 龙头公司更具议价和应对能力; 3) EPC 等装修模式推广使具有设计总包能力的龙头企业掌握项目主动权。预计未来随着地产新开工持续向施工及竣工传导, 装饰行业集中度提升, 龙头装企有望持续稳健增长。

图表 43: 装饰板块单季营收增速



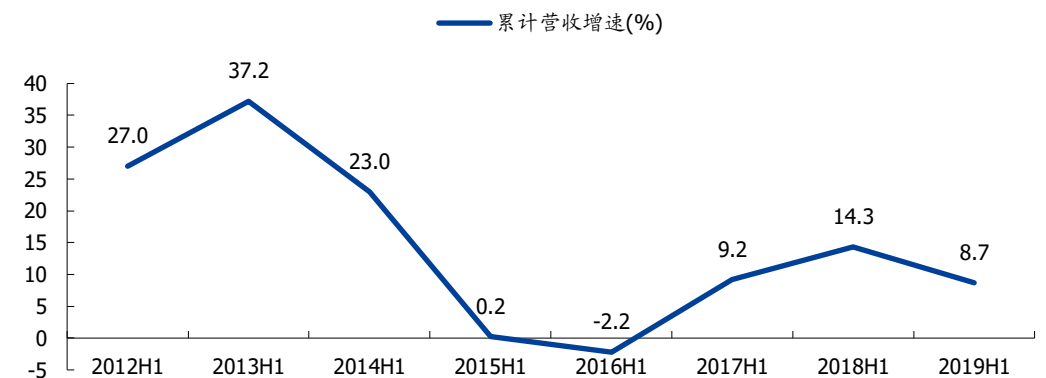
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 44: 装饰板块单季业绩增速



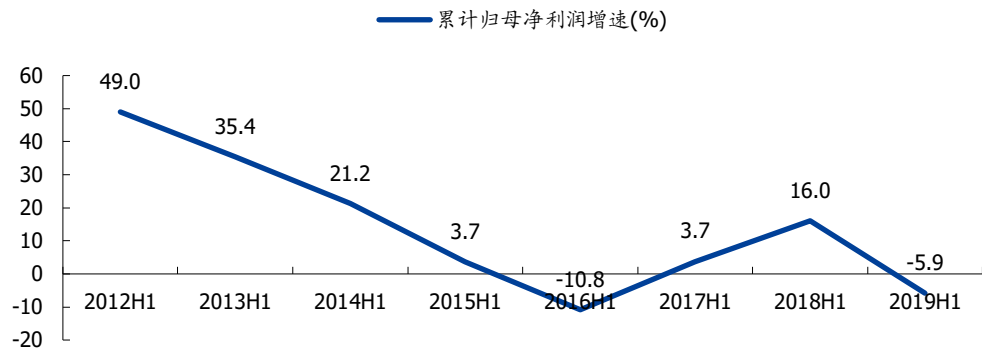
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 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 46: 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

2019年Q2营收增速排名前三的分别为全筑股份、中装建设、金螳螂;业绩增速排名前三的分别为中装建设、维业股份、全筑股份。受益于行业集中度提升、EPC业务承接力度加大、属地化营销策略推广,装饰龙头金螳螂较快增长的订单带动Q2营收及业绩均有所加速,预计随着公司前期公装订单不断转化、家装业务稳健增长,下半年有望继续加速增长。全筑股份受益于住宅精装修行业浪潮,同时持续加大应收账款催收力度,以保障业务扩张资金需求,营收及业绩实现加速增长。东易日盛Q2营收及业绩增速放缓主要系其2018Q4新签订单显著下滑所致,而2019H1新签订单实现增长,因此我们预计下半年东易日盛营收及业绩有望改善。

图表 47: 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				
	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
宝鹰股份	9.51%	14.33%	-25.9%	24.57%	-17.9%	-1.54%	7.59%	-123%	6.62%	-11.2%
金螳螂	13.37%	22.48%	24.40%	19.57%	32.54%	4.10%	10.21%	11.98%	8.66%	16.36%
洪涛股份	-3.41%	69.21%	12.03%	38.56%	-39.6%	0.52%	-1.24%	-35192%	23.11%	-81.3%
亚厦股份	-4.60%	5.70%	-5.16%	5.30%	17.80%	13.08%	-11.2%	0.16%	0.75%	-13.2%
广田集团	13.33%	12.15%	13.73%	-5.68%	-6.58%	31.08%	7.96%	-143%	-27.6%	-41.1%
弘高创意	-54.9%	-49.1%	590.1%	7.09%	-25.9%	28.83%	-83.6%	97.46%	108.6%	-172%
瑞和股份	26.24%	9.06%	11.67%	7.85%	-3.04%	29.78%	3.54%	-23.3%	11.20%	-4.54%
东易日盛	14.28%	26.98%	2.51%	11.09%	-2.27%	43.09%	46.96%	-4.03%	-28.38%	-75.5%
奇信股份	44.79%	21.23%	20.55%	0.74%	-21.8%	63.77%	-3.31%	4.07%	4.34%	-76.1%
建艺集团	19.47%	16.14%	34.19%	7.55%	3.20%	0.03%	19.88%	-30.5%	12.13%	-10.2%
亚泰国际	32.77%	1.60%	47.81%	8.09%	-8.58%	22.93%	47.40%	-25.0%	22.75%	13.12%
中装建设	40.00%	36.38%	17.85%	8.19%	38.42%	14.53%	7.34%	-25.7%	4.98%	61.11%
名雕股份	6.75%	-7.84%	4.15%	12.51%	-6.15%	-0.99%	-38.6%	-4.34%	3.66%	-45.2%
美芝股份	13.96%	-1.09%	-7.59%	-30.0%	-6.83%	-6.48%	-20.4%	-136.4%	-33.2%	-42.3%
江河集团	6.59%	-8.44%	10.49%	0.84%	8.86%	35.76%	24.00%	35.93%	20.35%	-2.02%
全筑股份	32.29%	44.44%	21.67%	7.30%	40.44%	304.6%	138.2%	15.29%	32.45%	37.44%
柯利达	-19.3%	18.16%	41.98%	-8.10%	27.14%	280.7%	27.76%	-144%	6.46%	-218%
维业股份	15.95%	23.78%	11.09%	-10.8%	30.13%	-25.3%	-6.61%	-129%	-19.3%	47.27%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

板块费用率提升，净利率有所下降，现金流情况小幅改善。2019年Q2装饰板块毛利率较2018年同期提升0.56个pct，较2019年Q1下降0.44个pct，主要系装饰行业竞争加剧，低利润率住宅精装修业务收入占比提升所致。期间费用率同比提升1.08个pct，研发费用率明显提升，主要系上市装企加大新产品研发、持续加大装配式装修业务培育所致。Q2净利率为4.22%，同比和环比分别下降1.4/1.09个pct。经营性现金流与营收的比同比提升3.33个pct，现金流整体有所改善，主要系上市房企放缓对上游材料及劳务供应商付款所致。收现比同比下降0.26个pct，地产链资金趋紧情况下，对下游房企收款能力整体有所减弱。资产负债率较Q1末有所下降，截至2019年Q2末装饰板块资产负债率为61.71%，环比下降1.76个pct，主要系行业公司归还本息负债、降低经营风险所致。

图表 48: 装饰板块财务数据分析表格 (单季值)

	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q2-18Q2	19Q2-19Q1
毛利率(%)	16.50	17.04	19.92	17.50	17.06	0.56	-0.44
营业税金/收入比(%)	0.35	0.32	0.36	0.42	0.28	-0.07	-0.14
销售费用率(%)	2.38	2.21	2.06	2.81	2.21	-0.17	-0.60
管理费用率(%)	4.42	3.54	3.51	4.50	3.50	-0.91	-1.00
财务费用率(%)	0.90	1.31	1.98	1.96	1.50	0.60	-0.46
研发费用率(%)	0.00	0.72	1.38	2.69	1.56	1.56	-1.12
费用率合计(%)	7.70	7.77	8.92	11.95	8.77	1.08	-3.18
资产减值(含信用)损失/收入(%)	1.98	1.92	5.22	-0.70	1.98	0.00	2.67
净利率(%)	5.62	5.14	1.54	5.30	4.22	-1.40	-1.09
经营性现金流/收入(%)	3.29	-0.96	19.99	-19.81	6.62	3.33	26.43
收现比(%)	74.27	87.19	85.62	117.28	74.01	-0.26	-43.27
应收账款周转率	0.36	0.36	0.38	0.26	0.35	-0.02	0.08
存货周转率(含合同资产)	2.71	2.70	3.08	2.28	3.05	0.34	0.77
资产负债率(%)	58.68	61.22	61.81	63.47	61.71	3.03	-1.76

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年Q2上市装饰公司合计订单增速为-13.3%，较去年Q2下降66.5个pct，较Q1下降19.4个pct。除去年同期基数较高以外，上市装企上半年整体订单放缓预计主要系在紧信用环境下对住宅精装修业扩张有所控制。其中：1) **装饰龙头金螳螂表现优异**，上半年新签订单225亿元，同比较快增长25%，其中新签工装/住宅装修/设计订单分别同比增长24%/27%/30%，我们预计公共建筑装修为工装订单增长主要增量来源，同时住宅精装修业务扩张有所控制，公司总体订单质量显著提升，有望带动利润率及现金流有所改善。2) **亚厦股份表现亮眼**，上半年新签订单71亿元，同比快速增长42.7%，其中工装/住宅/设计分别同比增长41.9%/49.8%/57.0%，显示公司经过持续优化业务、改善管理后，工装主业已走出谷底，有望逐步改善。

图表 49: 装饰板块主要公司新签订单情况 (亿元)

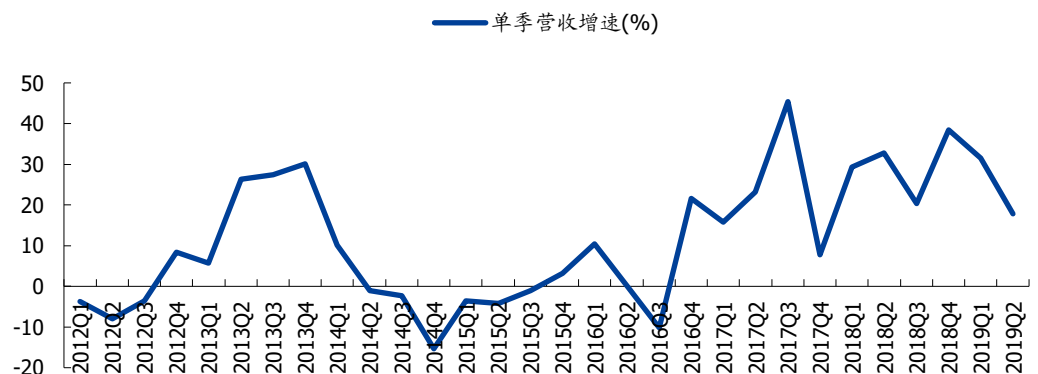
公司简称	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	18Q2 增速	18Q3 增速	18Q4 增速	19Q1 增速	19Q2 增速
金螳螂	97.19	105.68	107.36	107.04	117.66	21.18%	28.46%	28.61%	30.43%	21.06%
广田集团	80.74	44.77	45.94	30.20	41.68	192.57%	12.97%	-16.29%	-24.67%	-48.38%
亚厦股份	35.50	36.79	30.72	30.98	39.81	17.24%	21.86%	-20.52%	119.41%	12.14%
宝鹰股份	42.06	26.63	15.91	11.17	17.33	143.69%	26.81%	-53.49%	-65.01%	-58.80%
全筑股份	42.69	22.39	21.15	25.03	42.46	124.00%	49.00%	39.00%	16.09%	-0.54%
奇信股份	18.99	12.96	11.55	4.75	13.48	48.36%	-21.26%	-16.30%	-51.47%	-29.02%
东易日盛	11.70	11.89	8.45	11.46	12.55	3.49%	18.43%	-16.83%	8.72%	7.29%
中装建设	15.91	15.17	10.48	12.40	17.57	26.67%	31.23%	-14.03%	-26.88%	10.43%
瑞和股份	14.32	14.24	13.27	12.76	11.78	26.06%	-4.40%	3.59%	94.48%	-17.74%
建艺集团	10.06	7.79	7.07	6.13	4.26	31.16%	-20.80%	-16.13%	-29.87%	-57.65%
洪涛股份	12.67	10.20	15.07	9.96	6.39	36.01%	-28.62%	-32.48%	32.84%	-49.57%
维业股份	7.13	8.03	4.18	10.63	6.60	73.90%	-3.49%	-62.34%	120.97%	-7.43%
美芝股份	2.56	6.30	3.16	-	6.90	14.80%	404.00%	100.71%	-	169.53%
名雕股份	1.83	1.52	1.78	0.93	2.44	-20.78%	-8.64%	-3.26%	-6.96%	33.33%
合计	393.35	324.36	296.09	273.43	340.91	53.13%	15.52%	-9.99%	6.03%	-13.33%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所, \*18Q1-4 合计同比增速去除全筑股份

### 3.5. 钢结构: 基数效应致板块增长放缓, 竣工加快有望促订单转化

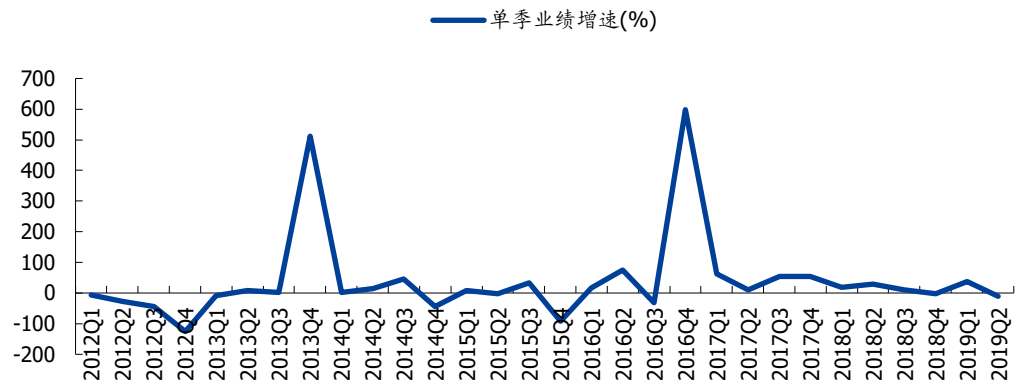
基数效应致钢结构板块营收业绩增速放缓。2019H1 地方国企板块营收和业绩分别增长 23.5%/4.9%。其中 Q2 钢结构板块营收和业绩分别增长 17.76%/-11.71%，较 Q1 变动 -13.74/-49.60 个 pct。Q2 钢结构板块营收和业绩均有所下滑，主要系 2018 年 Q2 基数较高所致。预计下半年地产新开工持续向竣工转化，钢结构公司在手订单有望加快转化。

图表 50: 钢结构板块单季营收增速



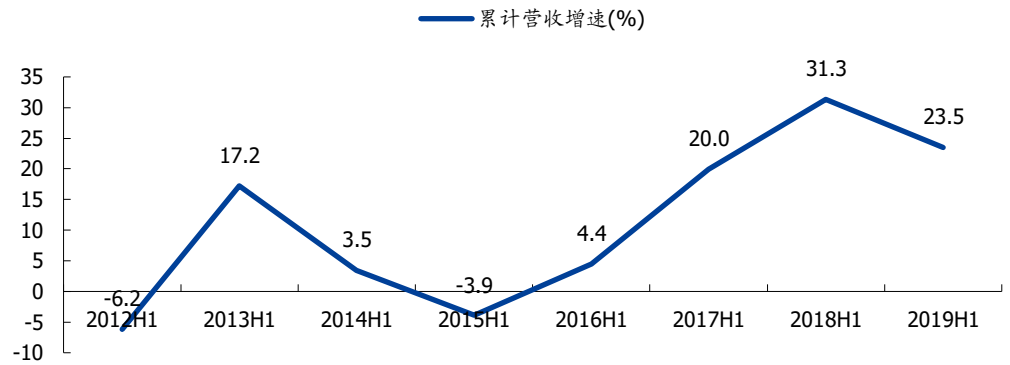
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 51: 钢结构板块单季业绩增速



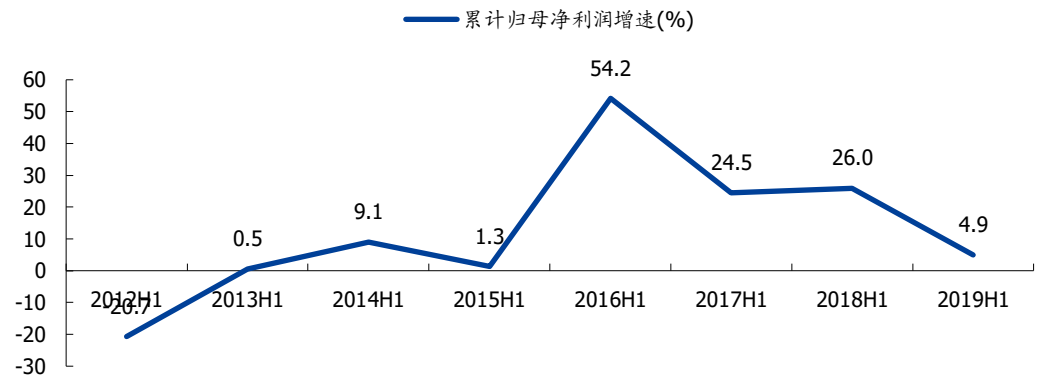
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 52: 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 53: 钢结构历年上半年业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年Q2营收增速排名前三的分别为海波重科、森特股份、精工钢构；业绩增速排名前三的分别为东南网架、富煌钢构、森特股份。在经历前期行业快速增长阶段后，大部分钢结构公司营收与业绩增速开始放缓，其中龙头公司精工钢构与鸿路钢构Q2营收增速均处于相对较高水平，分别为39%/32%。但两家公司Q2业绩增速均下滑，分别为-19%/-7%，精工钢构主要系费用率明显提升，鸿路钢构则主要系毛利率明显下滑。

图表 54: 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				
	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
东南网架	45.47%	2.20%	4.1%	21.07%	-8.6%	98.96%	43.55%	15%	62.90%	45.3%
鸿路钢构	91.07%	22.70%	76.59%	90.52%	31.90%	73.91%	162.60%	150.08%	30.62%	-7.40%
富煌钢构	-9.18%	41.16%	38.13%	23.17%	35.0%	41.17%	-10.78%	10%	19.40%	31.3%
杭萧钢构	19.69%	57.65%	42.23%	35.06%	-6.10%	-5.73%	-57.3%	-40.06%	-27.34%	-49.8%
精工钢构	5.80%	4.81%	61.24%	4.13%	38.84%	176.36%	287.67%	4888%	319.6%	-19.0%
海波重科	25.8%	53.3%	26.0%	264.9%	48.1%	-12.15%	29.8%	-84.57%	245.5%	30%
森特股份	63.96%	27.54%	16.22%	32.99%	47.91%	5.12%	8.90%	5.5%	27.19%	30.67%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率与费用率均有所下滑，现金流流入规模收窄。2019年Q2装饰板块毛利率较2018年同期下降1.32个pct，较2019年Q1上升1.42个pct。期间费用率同比与环比分别下降1.4/2.04个pct。Q2净利率为4.81%，同比下降1.61个pct，环比提升0.09个pct。经营性现金流与营收的比同比下降4.39个pct，现金流流入规模有所收窄。收现比同比提升5.82个pct。资产负债率与Q1末基本持平，截至2019年Q2末装饰板块资产负债率为60.26%。

图表 55: 钢结构板块财务数据分析表格(单季值)

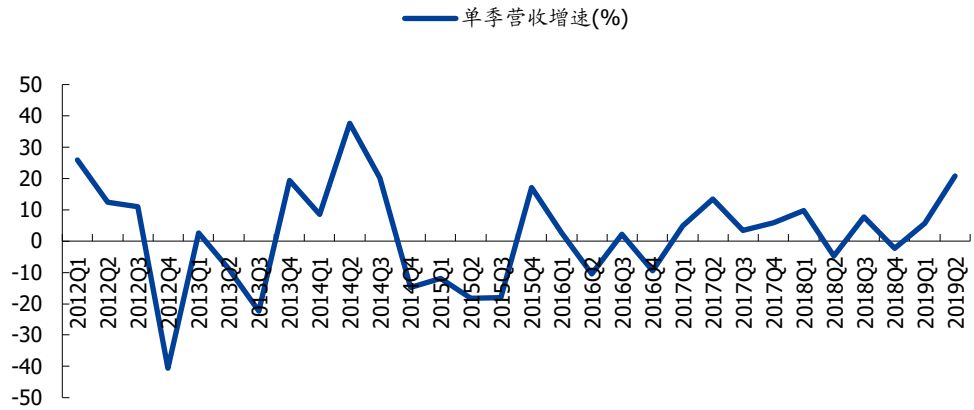
	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q2-18Q2	19Q2-19Q1
毛利率(%)	16.97	14.01	14.88	14.23	15.65	-1.32	1.42
营业税金/收入比(%)	0.52	0.38	0.41	0.37	0.57	0.04	0.20
销售费用率(%)	1.24	1.36	1.28	1.18	1.17	-0.07	-0.02
管理费用率(%)	5.80	2.94	2.82	3.51	2.74	-3.06	-0.77
财务费用率(%)	1.54	1.47	1.21	1.52	1.25	-0.28	-0.27
研发费用率(%)	0.00	1.32	1.17	3.01	2.02	2.02	-0.99
费用率合计(%)	8.58	7.09	6.50	9.22	7.18	-1.40	-2.04
资产减值(含信用)损失/收入(%)	1.55	0.32	2.62	-0.72	2.00	0.45	2.72
净利率(%)	6.42	4.19	2.82	4.72	4.81	-1.61	0.09
经营性现金流/收入(%)	8.78	11.44	4.89	9.74	4.39	-4.39	-5.35
收现比(%)	78.39	113.16	83.03	116.02	84.21	5.82	-31.81
应收账款周转率	1.02	1.09	1.41	0.94	1.12	0.10	0.19
存货周转率(含合同资产)	0.45	0.42	0.59	0.41	0.50	0.05	0.08
资产负债率(%)	58.55	59.08	59.25	60.28	60.26	1.71	-0.02

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.6. 国际工程：毛利率下滑与减值增加拖累业绩，Q2 新签订单加快

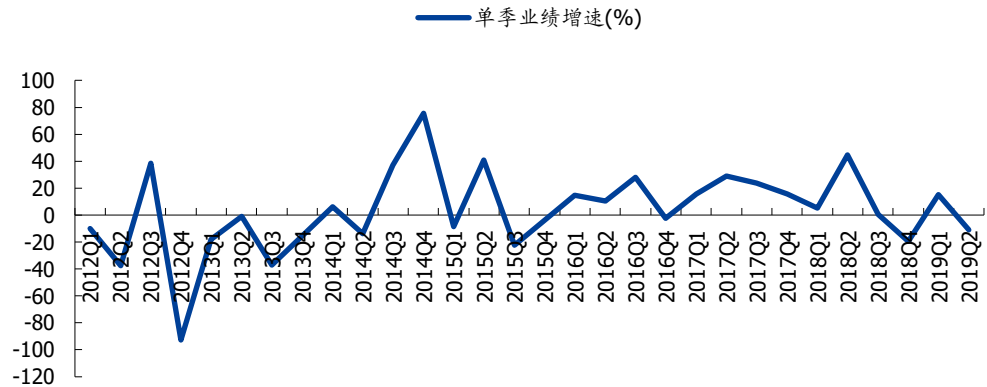
毛利率下滑及减值增加大幅拖累国际工程板块 Q2 业绩。2019H1 地方国企板块营收和业绩分别增长 13.9%/-3.1%。其中 Q2 国际工程板块营收和业绩分别增长 15.74/-106.71%，较 Q1 变动 17.14/-73.64 个 pct。Q2 国际工程板块营收增速加快主要因中钢国际、中成股份二季度收入在低基数效应下大幅增长，但板块整体业绩增速大幅下滑，主要因板块毛利率下滑且计提减值增加所致，同时汇兑收益远不及去年同期规模。

图表 56: 国际工程板块单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

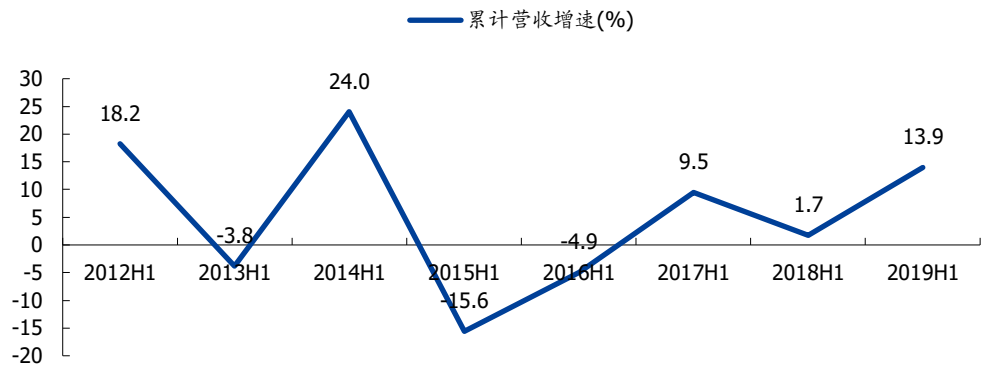
图表 57: 国际工程板块单季业绩增速



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

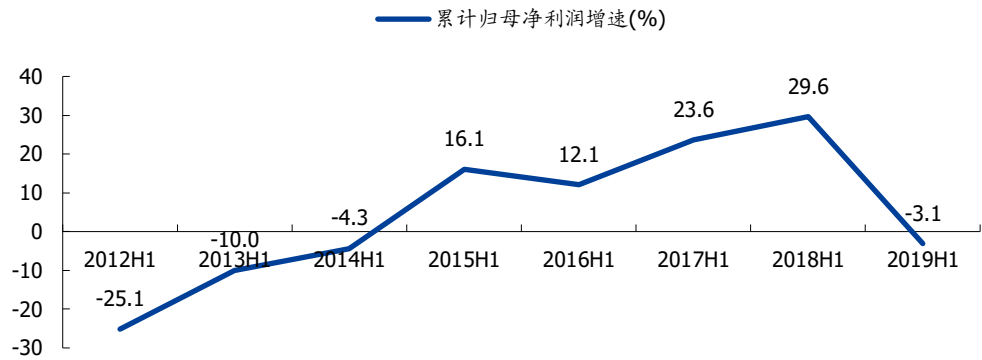


图表 58: 国际工程历年上半年营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 59: 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

2019年Q2营收增速排名前三的分别为中钢国际、中成股份、北方国际；业绩增速排名前三的分别为北方国际、中钢国际、中工国际。除北方国际外，其余企业二季度业绩均出现明显下滑。北方国际二季度收入增速较高主要因去年同期基数低（去年二季度收入下滑26%），业绩加速增长主要因毛利率大幅提升4.7个pct。中钢国际二季度收入大幅增长154.9%，主要因去年同期基数较低（下滑30%），且前期新签订单增速较高，收入开始逐步转化，业绩大幅放缓主要因减值较多，且二季度所持有的重庆钢铁股票产生较多投资损失。中工国际二季度业绩放缓主要因前期生效订单较少造成营收下滑，同时管理费用、研发费用、销售费用、资产减值等增加较多。

图表 60: 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				
	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
北方国际	-26.3%	39.49%	15.16%	-26.3%	14.02%	111.8%	-33.7%	-2.20%	-45.8%	18.64%
中成股份	-76.3%	-86.9%	-38.64%	-70.3%	98.85%	51.13%	-35.8%	-19.6%	-95.3%	-132.7%
中钢国际	-29.6%	29.57%	22.95%	65.00%	154.9%	-3.77%	-36.6%	46.34%	72.87%	-29.9%
中工国际	21.57%	23.80%	-51.53%	9.36%	-16.8%	24.16%	-1.61%	-58.6%	2.47%	-33.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**资产减值拖累业绩, 现金流流出规模增大。**2019年Q2国际工程板块毛利率较2018年同期下降0.20个pct, 期间费用率同比与环比分别变动+1.49/-6.14个pct, Q2费用率环比Q1大幅下降主要系人民币贬值增厚国际工程公司汇兑损益所致, 但仍小于去年Q2的汇兑收益规模。Q2资产减值(含信用减值)占收入比较去年同期大幅增长1.98个pct, 是拖累业绩的主要因素之一。Q2净利率为7.63%, 同比下降3.63个pct。营性现金流与营收的比同比下降15.26个pct, 现金流流出规模同比有所扩大。收现比同比下降10.10个pct。资产负债率同比下降, 截至2019年Q2末国际工程板块资产负债率为63.64%。

图表 61: 国际工程板块财务数据分析表格(单季值)

	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q2-18Q2	19Q2-19Q1
毛利率(%)	16.66	14.96	16.32	16.67	16.46	-0.20	-0.21
营业税金/收入比(%)	0.30	0.25	0.20	0.21	0.28	-0.02	0.08
销售费用率(%)	2.63	2.20	2.44	2.20	2.65	0.02	0.46
管理费用率(%)	5.72	4.69	4.98	4.23	3.92	-1.80	-0.31
财务费用率(%)	-5.32	-6.30	0.62	2.95	-2.83	2.49	-5.78
研发费用率(%)	0.00	0.32	0.56	1.27	0.77	0.77	-0.50
费用率合计(%)	3.02	0.91	8.60	10.65	4.51	1.49	-6.14
资产减值(含信用)损失/收入(%)	-0.75	3.32	0.13	0.15	1.23	1.98	1.08
净利率(%)	11.27	7.50	5.42	5.77	7.63	-3.63	1.86
经营性现金流/收入(%)	8.36	-5.69	18.53	-16.40	-6.90	-15.26	9.51
收现比(%)	102.23	96.07	92.32	81.08	92.13	-10.10	11.06
应收账款周转率	0.77	0.77	1.19	0.78	0.93	0.17	0.15
存货周转率(含合同资产)	0.95	1.01	1.62	1.12	1.49	0.54	0.37
资产负债率(%)	64.89	64.21	63.41	62.98	63.64	-1.25	0.66

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**Q2 国际工程公司新签订单普遍实现高增长，后续订单生效情况需要紧密观察。**2019年Q2中工国际/北方国际/中钢国际/中材国际分别新签订单65/155/58/76亿元，同比增长114%/254%/16%/13%，中工国际和北方国际订单增长较为亮眼，主要因去年基数较低。在去年国际工程公司订单签署低迷的情况下，今年订单签署在Q2出现明显改善，后续需要密切观察新签订单的生效情况。

图表 62: 国际工程公司订单情况

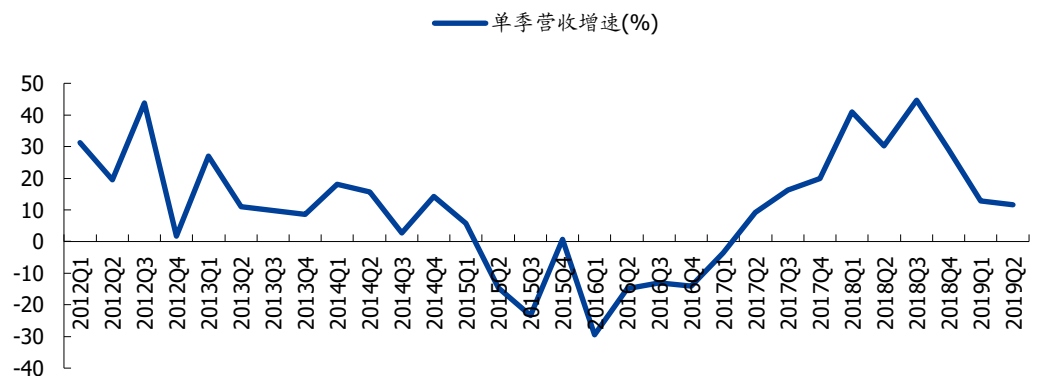
公司	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
新签订单 (亿元)								
中工国际	33.2	20.8	8.4	30.5	3.7	97.4	18.3	65.4
北方国际	-1.8	129.4	4.7	43.8	1.7	25.7	14.6	154.9
中钢国际	32.1	39.8	56.4	50.3	53.2	101.8	17.0	58.3
中材国际	108.3	92.9	54.0	66.8	56.5	132.6	76.7	75.5
同比增速								
中工国际					-89%	367%	119%	114%
北方国际					-195%	-80%	214%	254%
中钢国际					66%	156%	-70%	16%
中材国际					-48%	43%	42%	13%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.7. 化学工程: 业绩保持较快增长, 趋势有望延续

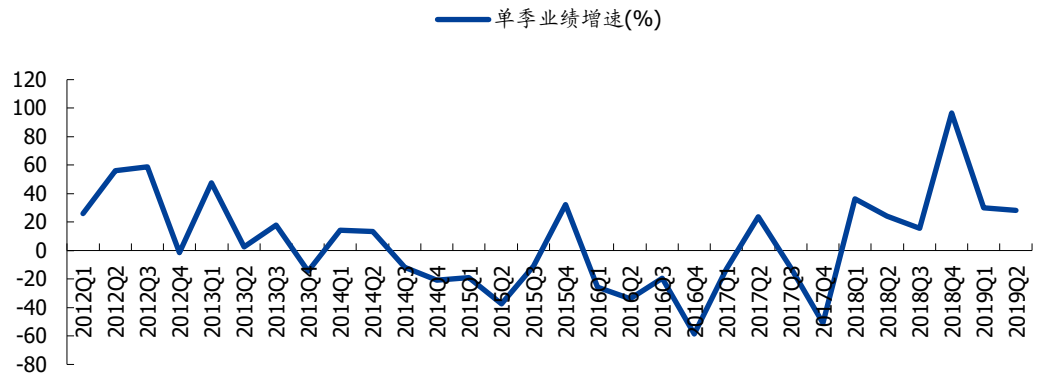
化学工程板块 Q2 营收与业绩较 Q1 放缓, 但仍属较快增长。2019H1 地方国企板块营收和业绩分别增长 12.2%/29.1%。其中 Q2 化学工程营收和业绩分别增长 11.56%/28.37%，较 Q1 变动-1.33/-1.82 个 pct。Q2 营收增速与业绩增速放缓主要因行业自周期底部复苏后基数逐渐提高所致，但 Q2 整体业绩仍维持 28.37% 的较高增长。

图表 63: 化学工程板块单季营收增速



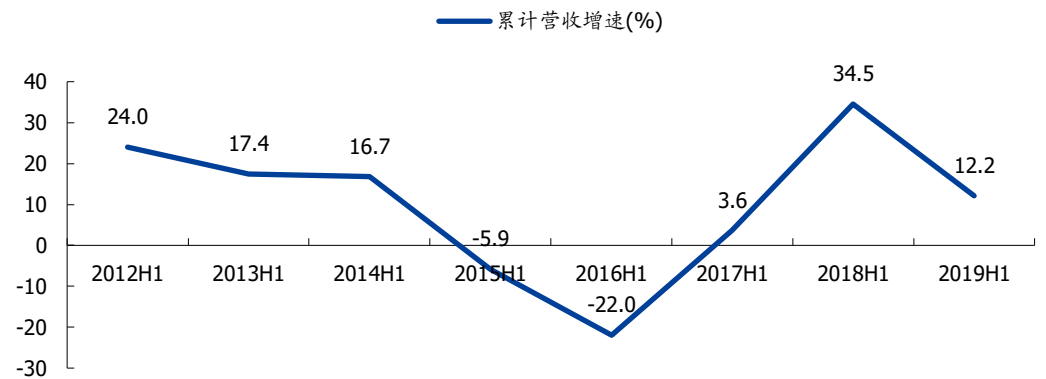
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 64: 化学工程板块单季业绩增速



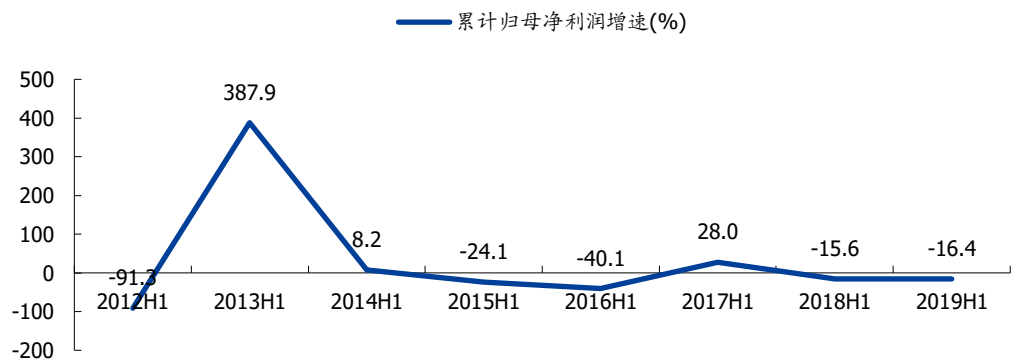
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 65: 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 66: 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

与去年 Q2 增速相比，2019 年 Q2 化学工程中延长化建、百利科技和三维工程 3 家营收增速有所提升；而业绩同比提升的有中国化学、东华科技、延长化建和镇海股份 4 家。环比 2019 年 Q1，除中国化学、航天工程和镇海股份外，其余企业营收增速均有改善；除中国化学、航天工程和百利科技外，其余企业业绩均实现加速增长。Q2 营收增速排名前三的分别为三联虹普、百利科技和三维工程；业绩增速排名前三的分别为延长化建、中国化学和三联虹普。中国化学受益于毛利率提升和费用率下降，Q2 营收业绩分别增长 9%/43%，业绩增速略超预期。

图表 67: 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				
	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
中国化学	32.30%	46.36%	37.56%	18.77%	8.95%	27.36%	21.66%	15.59%	55.61%	43.16%
东华科技	44.41%	55.16%	30.77%	5.73%	22.84%	2.85%	46.01%	118.2%	17.68%	19.85%
三联虹普	170.4%	283.5%	111.4%	59.62%	65.57%	56.02%	59.57%	-88.1%	15.14%	36.85%
延长化建	13.35%	16.32%	-15.7%	-30.0%	24.73%	-9.87%	40.28%	68.41%	-38.9%	149.4%
航天工程	8.33%	112.0%	62.08%	9.26%	6.92%	-2.65%	-11.7%	137.3%	-35.7%	-55.1%
百利科技	46.73%	-10.16%	273.15%	25.68%	55.54%	328.7%	-69.4%	18.40%	30.86%	-92.7%
三维工程	-59.5%	-31.9%	-20.3%	7.20%	43.78%	2.40%	-51.5%	-71.3%	-36.3%	-17.5%
镇海股份	253.1%	142.6%	77.40%	21.92%	13.26%	-16.6%	20.53%	41.10%	-21.3%	-0.56%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**毛利率与净利率提升，期间费用率明显下降，二季度单季现金流明显改善。**2019 年 Q2 化学工程板块毛利率较 2018 年同期增长 0.98 个 pct，较 2019 年 Q1 提升 1.16 个 pct。期间费用率同比和环比均有所下降，其中环比 Q1 大幅下降 2.63 个 pct，主要是管理费用和财务费用下降较多。资产减值(含信用减值)占收入比较去年同期上涨 0.08 个 pct，较 Q1 提升 1.34%。净利率为 5.03%，同比提升 0.59 个 pct，环比提升 1.0 个 pct，与毛利率变动方向一致。经营性现金流与营收的比同比下降 11.77 个 pct，经营性现金流同比恶化，主要因中国化学现金流本期流出较多，但流出主要发生在一季度，二季度板块现金流已经明显改善。资产负债率有所提升，截至 2019 年 Q2 末化学工程企业资产负债率为 61.61%。

图表 68: 化学工程板块财务数据分析表格 (单季值)

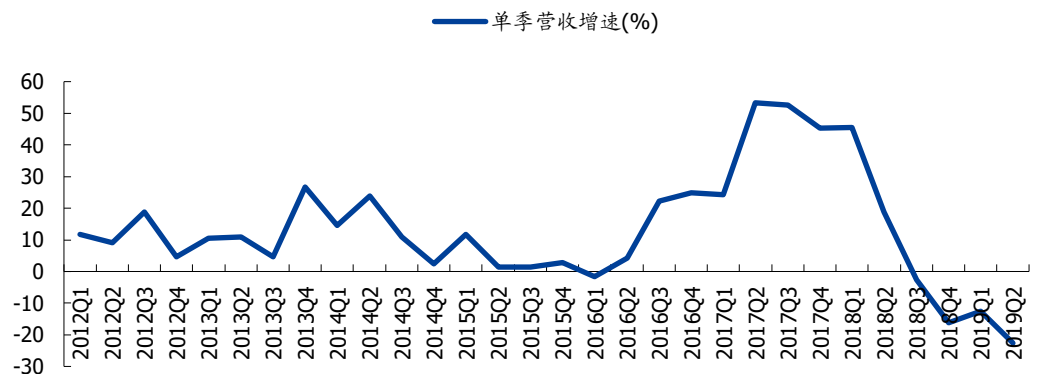
	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q2-18Q2	19Q2-19Q1
毛利率(%)	12.41	9.78	13.08	12.24	13.40	0.98	1.16
营业税金/收入比(%)	0.77	0.41	0.36	0.38	0.40	-0.37	0.02
销售费用率(%)	0.56	0.51	0.50	0.58	0.51	-0.05	-0.07
管理费用率(%)	5.73	3.06	2.51	3.58	2.67	-3.07	-0.91
财务费用率(%)	-1.24	-1.05	0.59	1.07	-0.62	0.62	-1.70
研发费用率(%)	0.00	1.12	1.33	1.74	1.79	1.79	0.05
费用率合计(%)	5.06	3.64	4.94	6.98	4.34	-0.72	-2.63
资产减值(含信用)损失/收入(%)	1.34	-0.02	3.26	0.08	1.42	0.08	1.34
净利率(%)	4.44	3.22	1.80	4.03	5.03	0.59	1.00
经营性现金流/收入(%)	16.71	-7.71	11.96	-16.23	4.94	-11.77	21.17
收现比(%)	75.62	83.26	81.13	92.72	82.57	6.95	-10.15
应收账款周转率	1.07	1.03	1.61	0.91	1.10	0.02	0.19
存货周转率(含合同资产)	1.01	1.01	1.61	0.95	1.09	0.08	0.14
资产负债率(%)	61.25	63.55	63.68	61.46	61.61	0.36	0.15

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.8. 园林 PPP: 板块延续下行趋势, 修复尚需时日

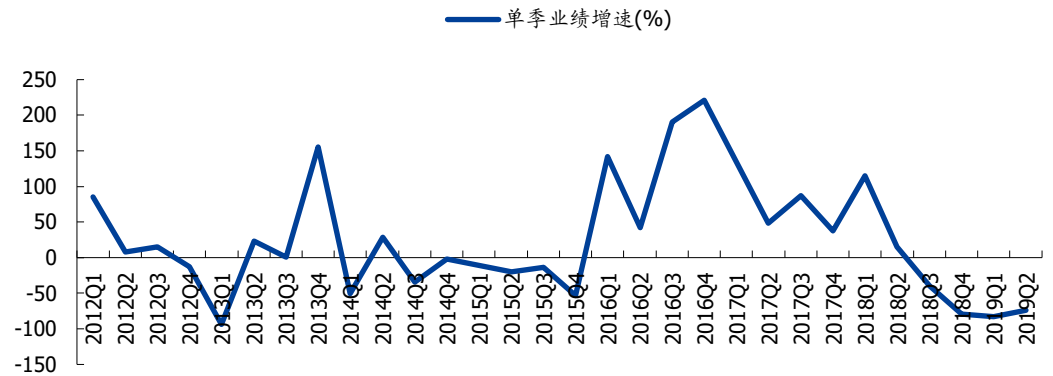
营收业绩延续下滑趋势, 景气度处于低位。2019H1 地方国企板块营收和业绩分别增长-18.7%/-75.7%。其中 Q2 园林 PPP 板块营收和业绩分别增长-22.62%/-73.69%, 较 Q1 变动-10.12/9.65 个 pct。在 PPP 行业景气度不佳、以及去年同期营收业绩高基数的背景下, 2019 年 Q2 营收与业绩整体大幅下滑。

图表 69: 园林 PPP 板块单季营收增速



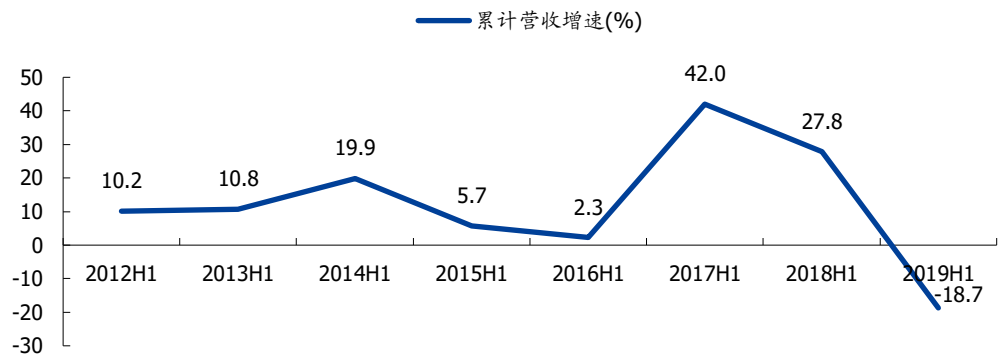
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 70: 园林 PPP 板块单季业绩增速



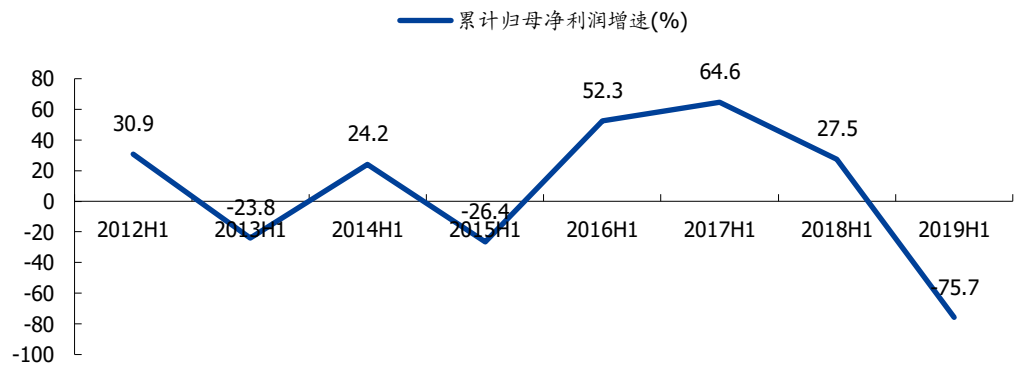
资料来源: Wind, 国盛证券研究所, \*15Q1 及 17Q1 单季增速极端值用 N/A 处理

图表 71: 园林 PPP 历年上半年营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 72: 园林 PPP 历年上半年业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

与去年 Q2 增速相比，2019 年 Q2 园林 PPP 中绿茵生态、蒙草生态、乾景园林、农尚环境和\*ST 云投 5 家营收增速有所提升；而绿茵生态、乾景园林和丽鹏股份等 6 家业绩进一步提高。环比 2019 年 Q1，营收增速改善的有龙元建设、东珠生态、美晨生态、岳阳林纸等 10 家企业；业绩增速改善的有棕榈股份、东方园林、绿茵生态、岭南股份等 5 家。Q2 营收增速排名前三的分别为\*ST 云投、杭州园林和东珠生态；业绩增速排名前三的分别为\*ST 云投、杭州园林和绿茵生态。

图表 73: 园林 PPP 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				
	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
*ST 云投	-74.0%	13.86%	154.7%	-21.1%	223.2%	-385%	-195%	94.09%	118.6%	103.7%
东方园林	4.47%	-12.7%	-44.7%	-60.1%	-70.0%	30.17%	-22.07%	-52.7%	-2852%	-195%
丽鹏股份	-32.4%	-46.9%	-51.2%	-17.7%	-44.3%	-62.2%	-131%	-3838%	39.53%	9.17%
棕榈股份	6.89%	-4.08%	-5.43%	-31.3%	-49.0%	-26.0%	-196%	-71.6%	-3307%	-123%
海南瑞泽	12.60%	-0.42%	-2.57%	-14.5%	-15.6%	-22.5%	-7.09%	-84.2%	6.96%	-68.6%
普邦股份	-3.63%	4.08%	11.28%	-25.0%	-15.5%	3.56%	6.93%	-552%	-7.24%	-10.3%
岭南股份	122.3%	146.1%	40.72%	11.39%	-14.0%	96.07%	77.61%	0.96%	-64.2%	-40.6%
文科园林	12.17%	-4.48%	13.93%	1.41%	6.65%	22.79%	-9.63%	-18.0%	6.37%	4.12%
铁汉生态	79.27%	-29.3%	-58.1%	-25.4%	-39.2%	67.27%	-111%	-120%	-29.1%	-77.3%
美晨生态	19.03%	-18.7%	-36.7%	-31.5%	-30.5%	13.34%	-40.6%	-106%	-30.8%	-72.7%
蒙草生态	-41.5%	-57.3%	14.25%	-6.72%	-39.7%	-55.2%	-57.8%	-196%	21.87%	-63.9%
美尚生态	23.41%	3.16%	-23.8%	-2.70%	-29.4%	13.04%	53.02%	34.96%	-5.86%	-15.9%
杭州园林	317.5%	12.49%	65.99%	-46.6%	68.75%	21.75%	22.36%	28.74%	19.52%	50.80%
龙元建设	16.30%	10.28%	-4.40%	8.31%	9.92%	57.63%	23.67%	50.69%	21.13%	-1.45%
岳阳林纸	36.13%	3.58%	-3.75%	-12.8%	-3.53%	113.5%	-61.6%	-83.2%	-121%	-56.8%
花王股份	17.38%	112.8%	-19.8%	23.96%	-17.3%	32.29%	241.1%	-98.1%	51.98%	-27.8%
元成股份	42.90%	48.91%	40.37%	26.53%	3.69%	60.27%	44.37%	35.60%	63.64%	18.54%
东珠生态	67.51%	1.71%	12.35%	18.49%	24.32%	87.43%	-16.6%	24.08%	11.82%	11.16%
天域生态	130.4%	24.98%	-31.1%	7.20%	-37.1%	193.0%	-4.85%	-48.1%	125.5%	-34.7%
乾景园林	-6.22%	-50.9%	-45.5%	-27.7%	7.01%	-35.9%	-37.3%	-146%	37.72%	-3.06%
绿茵生态	-12.4%	-26.4%	-49.8%	51.92%	17.72%	-8.25%	-26.1%	-17.3%	21.85%	38.31%
大千生态	19.97%	8.90%	16.77%	9.93%	-6.89%	21.99%	-28.9%	42.76%	135.1%	-3.83%
农尚环境	-2.54%	2.98%	12.02%	11.48%	1.25%	2.03%	3.70%	-10.5%	6.36%	4.20%
诚邦股份	12.94%	-14.5%	8.12%	-19.8%	-12.2%	17.11%	-42.4%	-39.0%	-133%	-35.6%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019 年 Q2 园林 PPP 毛利率较 2018 年同期回落 2.92 个 pct，较 2019 年 Q1 提升 2.45 个 pct。期间费用率同比 2.69 个 pct 的增长，其中财务费用率增加较多；环比 Q1 下降 4.74 个 pct，管理费用率、财务费用率、研发费用率均下降较多。资产减值（含信用减值）占收入比较去年同期上涨 0.20 个 pct，较 Q1 提升 1.84%。净利率为 3.47%，同比下降 6.74 个 pct，环比提升 2.66 个 pct。经营性现金流与营收的比同比下降 3.67 个 pct。收现比同比提高 2.36 个 pct。截至 2019 年 Q2 末园林 PPP 企业资产负债率为 66.60%，同比提升 1.97 个 pct。



图表 74: 园林 PPP 板块财务数据分析表格 (单季值)

	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q2-18Q2	19Q2-19Q1
毛利率(%)	23.36	22.05	21.41	18.00	20.44	-2.92	2.45
营业税金/收入比(%)	0.35	0.44	0.56	0.48	0.47	0.12	-0.01
销售费用率(%)	1.30	1.50	1.52	1.74	1.37	0.07	-0.37
管理费用率(%)	6.02	6.56	4.59	7.93	5.65	-0.37	-2.29
财务费用率(%)	2.60	4.14	2.93	5.49	4.43	1.83	-1.05
研发费用率(%)	0.00	0.77	0.89	2.18	1.16	1.16	-1.03
费用率合计(%)	9.91	12.97	9.93	17.34	12.60	2.69	-4.74
资产减值(含信用)损失/收入(%)	1.56	1.11	7.79	-0.09	1.75	0.20	1.84
净利率(%)	10.21	5.54	2.46	0.82	3.47	-6.74	2.66
经营性现金流/收入(%)	0.08	0.71	10.54	-20.01	-3.58	-3.67	16.43
收现比(%)	49.13	76.05	76.15	113.37	51.49	2.36	-61.88
应收账款周转率	0.69	0.51	0.61	0.37	0.54	-0.16	0.16
存货周转率(含合同资产)	0.30	0.22	0.27	0.17	0.22	-0.08	0.05
资产负债率(%)	64.63	64.52	65.93	65.06	66.60	1.97	1.53

资料来源: Wind, 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

当前制造业疲弱、贸易不确定性增加、地产融资趋紧之际,基建作为国内稳投资为数不多的政策工具,重要性再次提升。建筑龙头增长势头仍强,估值处于低位,是板块内优选方向。重点推荐低估值建筑央企**中国铁建**、**中国建筑**、**中国化学**,兼具成长性和现金流价值的设计龙头**苏交科**、**中设集团**,估值已极低的 PPP 龙头**龙元建设**,以及地产竣工加快业绩转化、被忽视的核心资产装饰龙头**金螳螂**。

### 4.2. 重点标的评述

**中国铁建:** 1) 当前地产融资端持续承压,下半年地产投资下行压力加大。基建作为国内稳投资为数不多的政策工具,重要性再次提升,中国铁建作为基建央企龙头有望直接受益。2) 2019 年上半年营收同比稳健增长 14%; 业绩同比加速增长 16%, 营收及业绩增长持续稳健。3) 公司上半年新签订单同比增长 18%, 增长显著加快。目前公司在手未完工订单充足有望促公司持续稳健增长。4) 预测公司 2019/2020 年 EPS 分别为 1.5/1.69/1.86 元, 当前股价对应 PE 分别为 6.1/5.4/4.9 倍, 目前 PB 仅为 0.78 倍。

**中国建筑:** 1) 2018 年全国地产新开工增速持续加速,在补库存和交付压力下,今年施工和竣工应有所保障,作为房建龙头公司收入及业绩有望持续快速增长。2) 2017 年中海地产更换管理团队后,预计已经进入向上拐点,有望进入经营持续向好时期,2018 年地产业务待结算资源充足,未来有望持续稳健增长。3) 当前公司股价对应 2019 年 PE 仅为 5.4 倍,地产业务可比公司万科、保利等地产龙头目前 2019 年平均 PE 约为 7.0 倍,具有较强估值提升动力。4) 预测公司 2019/2020 年 EPS 分别为 1.02/1.12 元,当前股价对应 PE 分别为 5.4/4.9 倍。

**金螳螂:** 1) 装饰行业集中度提升, 公司作为坚持主业的龙头公司有望显著受益。2) 订单加速增长趋势清晰, 2019H1 非住宅精装修公装订单占比大幅增长, 订单质量显著提升。3) 公司电商家装业务依托母公司规模及品牌优势、F2C 高效供应链体系及覆盖全面的物流系统, 有望实现稳健发展。4) 预测公司 2019/2020 年 EPS 分别为 0.91/1.03 元, 当前股价对应 PE 分别为 11/9 倍, 目前处于历史估值极低位置。

**苏交科:** 1) 工程咨询主业增长稳健, 订单较为充足。2) 大力拓展环境检测及咨询业务, 布局智慧城市、民用航空等新兴业务, 有望给公司带来全新利润增长点。3) 公司连续 2 年启动实施事业伙伴计划, 利于公司形成中长期凝聚力, 增强可持续发展动力。4) 预测公司 2019/2020 年 EPS 分别为 0.77/0.93 元, 当前股价对应 PE 分别为 11/9 倍。

**中设集团:** 1) 2018 年公司新签订单快速增长 25%, 在手订单勘察设计类订单/收入覆盖率为 172%, 未来增长动力充足。2) 公司基于设计和项目管理的 EPC 业务取得高速增长, 有望实现从单一设计机构向全专业链、全产业链转变。3) 江苏推万亿交通体系建设, 公司作为省内设计龙头有望显著受益。4) 预测公司 2019/2020 年 EPS 分别为 1.05/1.26 元, 当前股价对应 PE 分别为 11/9 倍。

图表 75: 重点标的估值情况

股票简称	股价	EPS			PE			PB
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
中国铁建	9.10	1.50	1.69	1.86	6.1	5.4	4.9	0.78
中国建筑	5.47	1.02	1.12	1.23	5.4	4.9	4.4	0.99
中国中铁	6.01	0.83	0.91	1.00	7.3	6.6	6.0	0.80
中国交建	9.98	1.37	1.50	1.64	7.3	6.7	6.1	0.87
中国化学	5.53	0.51	0.66	0.80	10.8	8.4	6.9	0.89
上海建工	3.60	0.38	0.42	0.46	9.5	8.6	7.8	1.03
龙元建设	6.99	0.66	0.76	0.90	10.6	9.2	7.8	1.07
苏交科	8.45	0.80	0.96	1.15	10.6	8.8	7.3	1.89
中设集团	11.81	1.08	1.30	1.54	10.9	9.1	7.7	2.14
金螳螂	9.65	0.91	1.03	1.15	10.6	9.4	8.4	1.86
亚厦股份	5.36	0.32	0.38	0.47	16.8	14.1	11.4	0.92
全筑股份	5.57	0.65	0.82	1.03	8.6	6.8	5.4	1.62

资料来源: 国盛证券研究所, 股价为 2019 年 8 月 30 日收盘价

## 5. 风险提示

### 政策预期波动风险

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。

### 应收帐款风险

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。

### 海外经营风险

国际汇率波动将可能对海外工程公司业绩造成不利影响。此外海外市场不确定因素较多, 可能对相关公司造成潜在负面影响。

### 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所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：021-38934111

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