

建筑装饰

收入加速盈利稳健，疫情不改增长预期

2019年营收增速创新高，疫情下后续季度业绩有望加速恢复。2019年建筑上市公司整体营收同增15.4%，YoY+5.2pct，营收增速创近年来新高，主要系外部政策及融资环境显著改善，项目加速推进所致；归母净利润同增5.4%，YoY-0.1pct，业绩增长相对平稳。2020Q1在疫情冲击下，板块营收同降9.0%，归母净利润同降31.3%。从近期调研反馈中看，三月至今设计订单开始大幅好转，项目逐渐接近满产、工地赶工有士气，Q1板块盈利增速大概率为全年低点，后续季度有望逐季加快，全年仍有望实现稳健增长。

毛利率与费用率下降，资产负债表持续修复，周转率不断改善。2019年板块整体毛利率为11.5%（YoY-0.6pct），主要因低利润率房建业务占比提升，2020Q1受疫情因素影响继续回落。财务费用率下降带动2019年期间费用率有所下降，净利率小幅下降0.3个pct。2019年经营性现金流较为平稳，收现比也与上年基本持平，行业公司收款力度有所加大；2020Q1在疫情背景下现金流净流出有所增加。资产负债率加速下降，资产负债表持续修复。存货及应收账款周转率持续改善。2019年ROE为9.9%，同比回落0.7个pct，其中权益乘数和总资产周转率均保持平稳，销售净利率有所下行，致2019年ROE继续下降。2020Q1净资产收益率1.3%，同比下降0.9个pct。

钢结构板块表现亮眼，央企国企稳健有韧性。2019年收入加速的子板块为建筑央企、地方国企、国际工程、专业工程，收入放缓的子板块为设计咨询、园林PPP、化学工程、装饰、钢结构。收入增速前三子板块为化学工程（25.4%）、地方国企（20.8%）、建筑央企（15.9%）。2019年业绩加速子板块为钢结构、化学工程、建筑央企、地方国企、设计咨询、国际工程，其他子板块业绩则有所减速。业绩增速前三子板块为钢结构（22.1%）、化学工程（14.9%）、建筑央企（12.1%），央企国企盈利稳健，化学工程板块受益2019年化工及石化板块阶段性较高景气。2020Q1在疫情环境下各板块收入增速均明显下滑，建筑央企下滑幅度较少（-6.7%）；钢结构板块业绩实现逆势增长（27.6%），其余板块业绩均明显下滑。

2019年建筑央企收入业绩增长加速。2019年央企营收与业绩分别增长15.9%/12.1%，较2018年分别提升6.8/4.4个pct，均实现明显加速，其中营收增速创2011年以来的历史最高值，主要系：1）2019年整体政策及融资情况改善明显，在手项目加快推进；2）前期销售高峰的期房逐步进入交房阶段，2019年加速赶工，部分央企房建收入增速明显加快。2020Q1受疫情因素影响，央企营收与业绩增速分别下滑6.7%/18.1%，但在建筑各子板块中表现处中等偏上水平，整体相对有韧性。

投资建议：全球疫情冲击的后续影响还将逐渐显现，经济诸多领域情况还十分不确定，而国内基建发力政策趋势明确，基本面有上行迹象；同时，近日证监会与发改委力推基建公募REITs，行业需求预期与建企商业模式双改善，在当前估值和持仓较低情况下，板块面临较大机会。重点推荐基建央企**中国交建**、**葛洲坝**、**中国铁建**、**中国中铁**，区域基建设计龙头**中设集团**、**苏文科**、**勘设股份**；受益于基建REITs政策具备基础设施领域专业服务能力的民营PPP龙头**龙元建设**；具有较好成长性的装配式钢结构龙头**鸿路钢构**、**精工钢构**，工业化内装龙头**亚厦股份**、**金螳螂**。

风险提示：疫情影响超预期风险，基建投资不及预期风险，应收账款坏账风险等。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS（元）				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
601800	中国交建	买入	1.24	1.33	1.46	1.59	6.5	6.1	5.5	5.1
600068	葛洲坝	买入	1.18	1.15	1.26	1.39	5.5	5.7	5.2	4.7
603018	中设集团	买入	1.12	1.35	1.63	1.93	12.3	10.2	8.4	7.1
002541	鸿路钢构	买入	1.07	1.25	1.54	1.87	15.4	13.2	10.7	8.8
002375	亚厦股份	买入	0.32	0.39	0.48	0.60	27.0	22.2	18.0	14.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

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 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

相关研究

- 1、《建筑装饰：基建REITs横空出世：盘活存量资产利器，打开基建发展新空间》2020-05-01
- 2、《建筑装饰：铁路投资率先加力，继续推荐设计/钢结构/央企龙头》2020-04-26
- 3、《建筑装饰：基建发力设计先行，聚焦区域成长设计龙头》2020-04-20



内容目录

1. 投资聚焦.....	5
2. 行业整体情况综述.....	5
2.1. 行业增长情况：2019 年收入增速创新高、业绩增长稳健，2020Q1 营收与业绩受疫情明显扰动.....	5
2.2. 行业盈利能力：低毛利率房建业务占比提升致行业利润率下降.....	8
2.3. 行业负债及营运能力：资产负债率加速下降，应收账款与存货周转率延续回升趋势.....	13
2.4. 行业现金流情况：年度现金流整体平稳，2020Q1 现金流流出增多.....	14
3. 细分板块分析：央企国企稳健有韧性，钢结构表现突出.....	16
4. 重点子板块评述.....	18
4.1. 建筑央企.....	18
4.2. 地方国企.....	21
4.3. 设计咨询.....	24
4.4. 钢结构.....	27
4.5. 装饰.....	30
4.6. 园林 PPP.....	34
4.7. 化学工程.....	37
4.8. 国际工程.....	39
5. 投资建议及重点标的评述.....	42
5.1. 投资建议.....	42
5.2. 重点标的评述.....	43
6. 风险提示.....	46

图表目录

图表 1: 建筑板块年度收入增速.....	6
图表 2: 建筑板块年度归母净利润增速.....	6
图表 3: 建筑板块季度累计收入增速.....	6
图表 4: 建筑板块季度累计归母净利润增速.....	7
图表 5: 建筑板块单季度收入增速.....	7
图表 6: 建筑板块单季度归母净利润增速.....	7
图表 7: 建筑板块年度税金及附加占收入比.....	8
图表 8: 建筑板块年度综合毛利率.....	8
图表 9: 建筑板块季度累计综合毛利率.....	9
图表 10: 建筑板块单季度综合毛利率.....	9
图表 11: 建筑板块年度期间费用率变化.....	10
图表 12: 建筑板块年度期间费用率合计变化.....	10
图表 13: 建筑板块季度累计期间费用率变化.....	10
图表 14: 建筑板块季度累计期间费用率合计变化.....	11
图表 15: 建筑板块年度归母净利率变化.....	11
图表 16: 建筑板块季度累计归母净利率变化.....	11
图表 17: 建筑板块年度 ROE 变化.....	12
图表 18: 建筑板块季度 ROE 变化.....	12
图表 19: 建筑行业 ROE 杜邦分解.....	12

图表 20: 建筑板块年度资产负债率变化.....	13
图表 21: 建筑板块季度资产负债率变化.....	13
图表 22: 建筑板块存货周转率年度变化.....	14
图表 23: 建筑板块应收账款周转率年度变化.....	14
图表 24: 建筑板块存货周转率季度变化.....	14
图表 25: 建筑板块应收账款周转率季度变化.....	14
图表 26: 建筑板块年度经营活动产生的现金流量净额.....	15
图表 27: 建筑板块年度经营性现金流净额/营业收入.....	15
图表 28: 建筑板块年度收现比.....	15
图表 29: 建筑板块季度累计经营性现金流净额/营业收入.....	16
图表 30: 建筑板块季度收现比.....	16
图表 31: 各子板块 2019 年营收及业绩增速.....	17
图表 32: 各子板块 2020Q1 营收及业绩增速.....	17
图表 33: 各子板块收入增速变化 (%).....	17
图表 34: 各子板块业绩增速变化 (%).....	18
图表 35: 建筑央企年度营收增速.....	18
图表 36: 建筑央企年度业绩增速.....	18
图表 37: 建筑央企季度累计营收及业绩增速.....	19
图表 38: 建筑央企单季营收增速.....	19
图表 39: 建筑央企单季业绩增速.....	19
图表 40: 建筑央企收入和业绩增速表 (累计值).....	20
图表 41: 建筑央企财务数据分析表格 (累计值).....	21
图表 42: 建筑央企历年新签订单增速.....	21
图表 43: 地方国企年度营收增速.....	22
图表 44: 地方国企年度业绩增速.....	22
图表 45: 地方国企季度累计营收及业绩增速.....	22
图表 46: 地方国企单季营收增速.....	22
图表 47: 地方国企单季业绩增速.....	23
图表 48: 地方国企收入和业绩增速表 (累计值).....	23
图表 49: 地方国企财务数据分析表格 (累计值).....	24
图表 50: 设计咨询板块年度营收增速.....	25
图表 51: 设计咨询板块年度业绩增速.....	25
图表 52: 设计咨询板块季度累计营收及业绩增速.....	25
图表 53: 设计咨询板块单季营收增速.....	25
图表 54: 设计咨询板块单季业绩增速.....	26
图表 55: 设计咨询板块收入和业绩增速表 (累计值).....	26
图表 56: 设计咨询板块财务数据分析表格 (累计值).....	27
图表 57: 钢结构板块年度营收增速.....	28
图表 58: 钢结构板块年度业绩增速.....	28
图表 59: 钢结构板块季度累计营收及业绩增速.....	28
图表 60: 钢结构板块单季营收增速.....	28
图表 61: 钢结构板块单季业绩增速.....	29
图表 62: 钢结构板块收入和业绩增速表 (累计值).....	29
图表 63: 钢结构板块财务数据分析表格 (累计值).....	30
图表 64: 装饰板块年度营收增速.....	30
图表 65: 装饰板块年度业绩增速.....	30

图表 66: 装饰板块季度累计营收及业绩增速.....	31
图表 67: 装饰板块单季营收增速.....	31
图表 68: 装饰板块单季业绩增速.....	31
图表 69: 装饰板块收入和业绩增速表（累计值）.....	32
图表 70: 装饰板块财务数据分析表格（累计值）.....	33
图表 71: 装饰板块主要公司新签订单情况.....	33
图表 72: 园林 PPP 板块年度营收增速.....	34
图表 73: 园林 PPP 板块年度业绩增速.....	34
图表 74: 园林 PPP 板块季度累计收入及业绩增速.....	34
图表 75: 园林 PPP 板块单季营收增速.....	35
图表 76: 园林 PPP 板块单季业绩增速.....	35
图表 77: 园林 PPP 板块收入和业绩增速表（累计值）.....	35
图表 78: 园林 PPP 板块财务数据分析表格（累计值）.....	36
图表 79: 化学工程板块年度营收增速.....	37
图表 80: 化学工程板块年度业绩增速.....	37
图表 81: 化学工程板块季度累计收入及业绩增速.....	37
图表 82: 化学工程板块单季营收增速.....	38
图表 83: 化学工程板块单季业绩增速.....	38
图表 84: 化学工程板块收入和业绩增速表（累计值）.....	38
图表 85: 化学工程板块财务数据分析表格（累计值）.....	39
图表 86: 国际工程板块年度营收增速.....	40
图表 87: 国际工程板块年度业绩增速.....	40
图表 88: 国际工程板块季度累计收入及业绩增速.....	40
图表 89: 国际工程板块单季营收增速.....	40
图表 90: 国际工程板块单季业绩增速.....	41
图表 91: 国际工程板块收入和业绩增速表（累计值）.....	41
图表 92: 国际工程板块财务数据分析表格（累计值）.....	42
图表 93: 国际工程公司订单情况.....	42
图表 94: 建筑行业重点公司估值表.....	45

1. 投资聚焦

2019 年在国内固定资产投资平稳增长、政策环境边际改善、融资条件趋势性变好的情况下，建筑行业整体营收同增 15.4%，受房建业务带动增速较上年大幅提升并创近年来新高；归母净利润增速稳定。2019 年收入增速前三子板块为化学工程（25.4%）、地方国企（20.8%）、建筑央企（15.9%），业绩增速前三子板块为钢结构（22.1%）、化学工程（14.9%）、建筑央企（12.1%），央企国企盈利稳健，化学工程板块受益 2019 年化工及石化板块阶段性较高景气。但 2020Q1 在疫情冲击下，行业整体营收与业绩增速明显下滑，子板块中建筑央企下滑幅度较少（-6.7%）；钢结构板块业绩实现逆势增长（27.6%）。不过我们从近期调研反馈中看，三月至今设计订单开始大幅好转、项目逐渐接近满产、工地赶工有士气，预计后续季度行业经营情况有望加速恢复。

2019 年板块整体毛利率下降 0.6 个 pct 至 11.5%，主要因低利润率房建业务占比提升所致。资产负债率下降 1.0 个 pct 至 74.7%，近年来在建筑央企、国企在负债率考核约束下，板块整体负债率自 2014 年起持续下降，降杠杆效果显现。存货周转/应收账款周转次数为 2.24/5.71 次，延续 2018 年以来的触底回升趋势，主要系紧信用、控风险环境下，建筑企业普遍注重加强审计收款所致。2020Q1 在疫情环境下，板块整体利润率继续回落，资产负债率保持平稳，存货周转次数和应收账款周转次数小幅下降。

今年国内逆周期调节势在加力，近期政治局会议要求确保实现小康社会目标，强化“稳增长”信心，并出采取“适当提高财政赤字率”与“发行特别国债”等“一揽子”宏观政策措施，逆周期调控政策持续加码。财政部表示拟再提前下达 1 万亿新增专项债额度，并力争 5 月底发行完毕，基建资金来源有望进一步改善。此外，近期基建 REITs 政策重磅出台，将有望成为盘活我国巨量存量基建资产的利器，促地方政府及相关投资人降低杠杆、增加基建资金新来源、打开基建发展新空间。

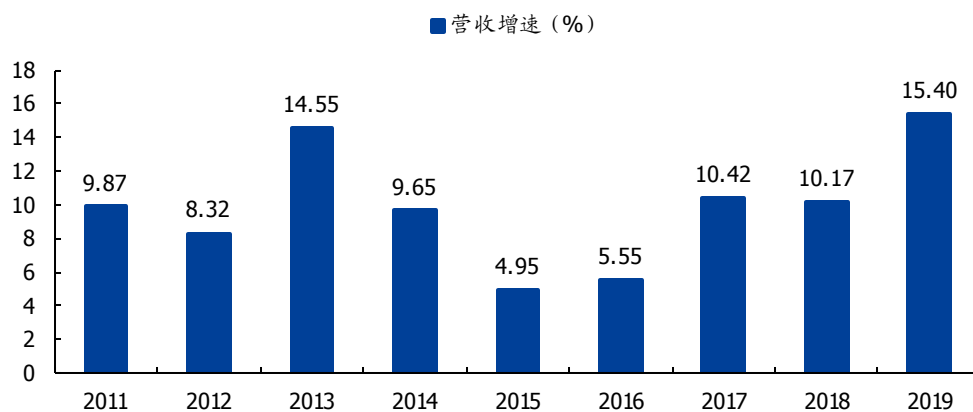
全球疫情冲击的后续影响还将逐渐显现，经济诸多领域情况还十分不确定，而国内基建发力政策趋势明确，基本面有上行迹象，在当前估值和持仓较低情况下，建议积极加配建筑股。重点推荐基建央企中国交建、葛洲坝、中国铁建、中国中铁，区域基建设计龙头中设集团、苏文科、勘设股份；受益于基建 REITs 政策具备基础设施领域专业服务能力的民营 PPP 龙头龙元建设；具有较好成长性的装配式钢结构龙头鸿路钢构、精工钢构，工业化内装龙头亚厦股份、金螳螂。

2. 行业整体情况综述

2.1. 行业增长情况：2019 年收入增速创新高、业绩增长稳健，2020Q1 营收与业绩受疫情明显扰动

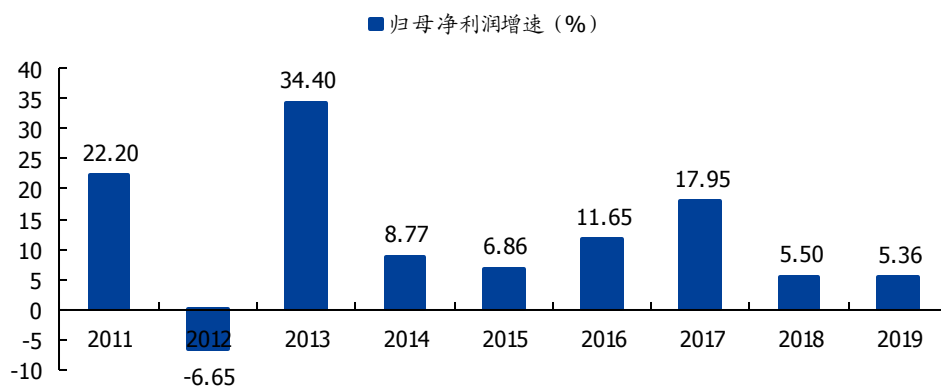
2019 年建筑上市公司整体营收同增 15.4%，较上年提升 5.2 个 pct，营收增速创近年来新高，主要系主要因外部政策及融资环境有所改善，房建等项目加速推进所致；归母净利润同增 5.4%，较上年放缓 0.1 个 pct，行业利润增长平稳。2019Q4 营收同增 15.1%，环比小幅下降 0.5 个 pct；归母净利润同增 0.7%，环比下降 12.9 个 pct，Q4 单季业绩增速放缓明显。2020Q1 营收同降 9.0%，环比下降 24.1 个 pct；归母净利润同降 31.3%，环比下降 32.0 个 pct。Q1 受到国内疫情影响，行业内公司营收业绩均出现大幅下滑。预计随着近期基建发力、行业加速赶工，Q2 行业营收及业绩增长有望加快恢复。

图表 1: 建筑板块年度收入增速



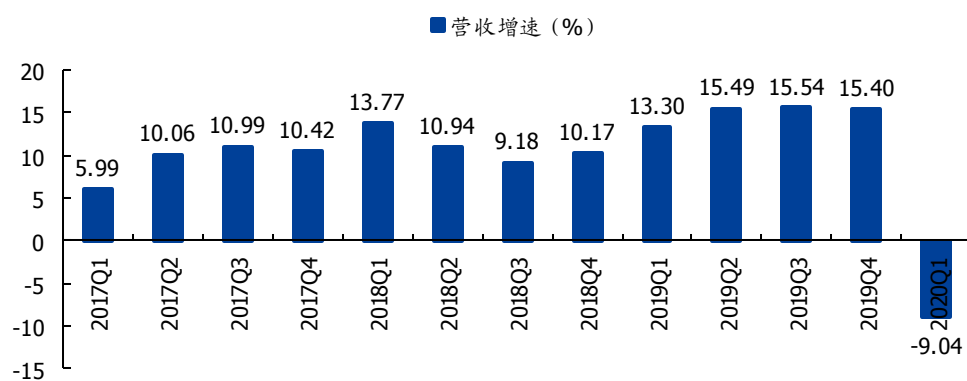
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 建筑板块年度归母净利润增速



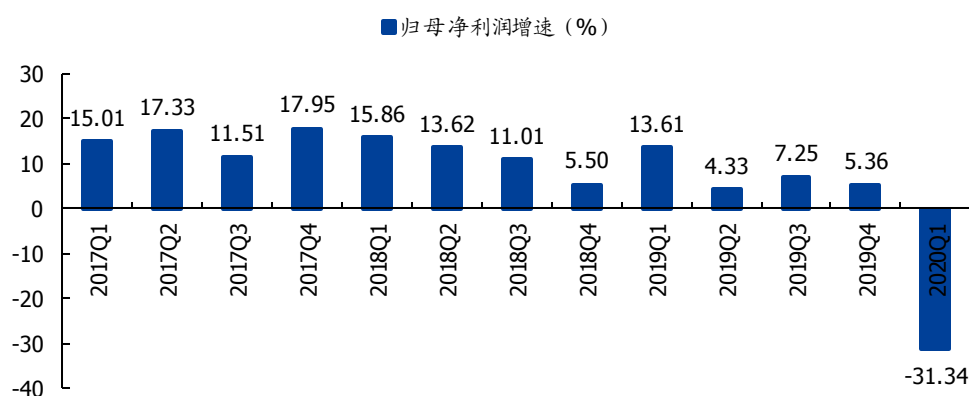
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 建筑板块季度累计收入增速



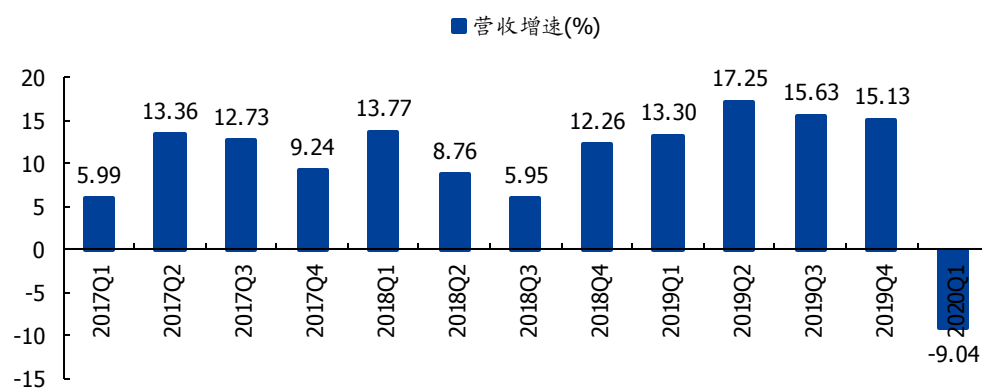
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 建筑板块季度累计归母净利润增速



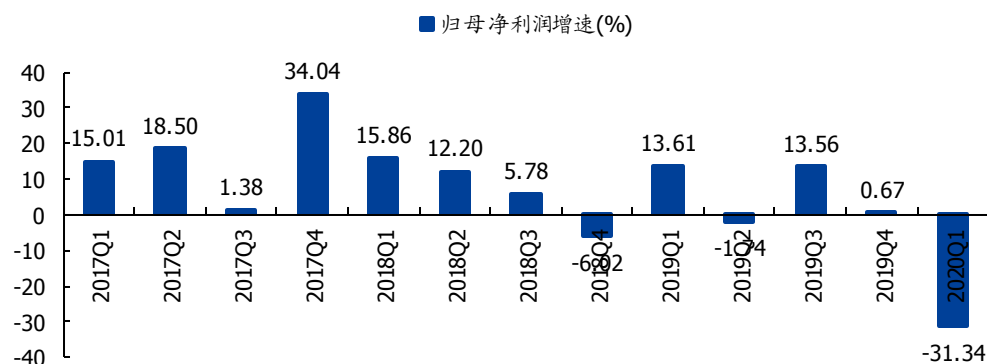
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 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 6: 建筑板块单季度归母净利润增速

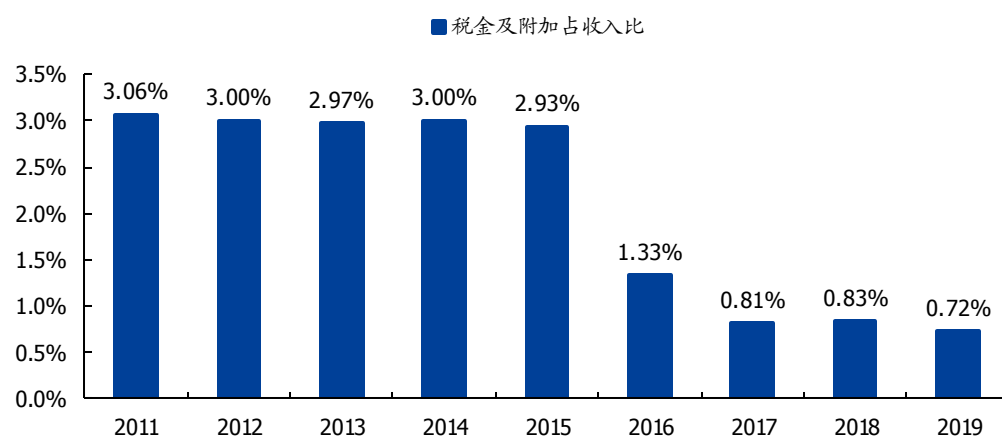


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2. 行业盈利能力：低毛利率房建业务占比提升致行业利润率下降

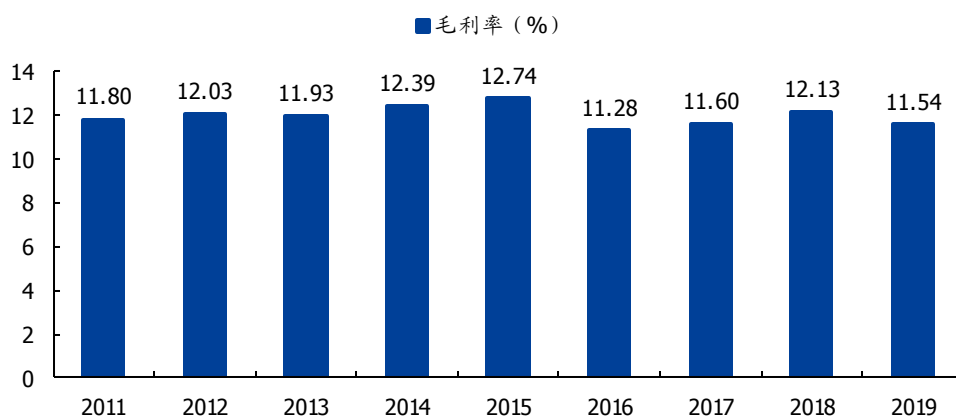
2019 年整体板块毛利率 11.5%，较 2018 年下降 0.6 个 pct，考虑税金影响后的可比毛利率（1-（税金+成本）/收入）下滑 0.5 个 pct，板块整体毛利率下降主要系海外、PPP 等高毛利率业务占比下降，同时房建等低毛利率业务增速较快，占比上升所致。2020Q1 毛利率 10.4%，较 2019Q1 回落 0.5 个 pct，主要受疫情因素影响收入，但成本端又相对刚性导致毛利率下降。

图表 7：建筑板块年度税金及附加占收入比



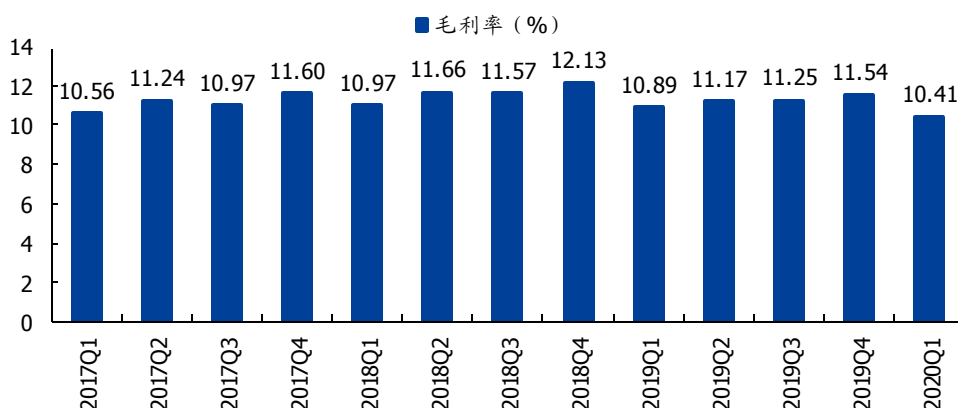
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 8：建筑板块年度综合毛利率



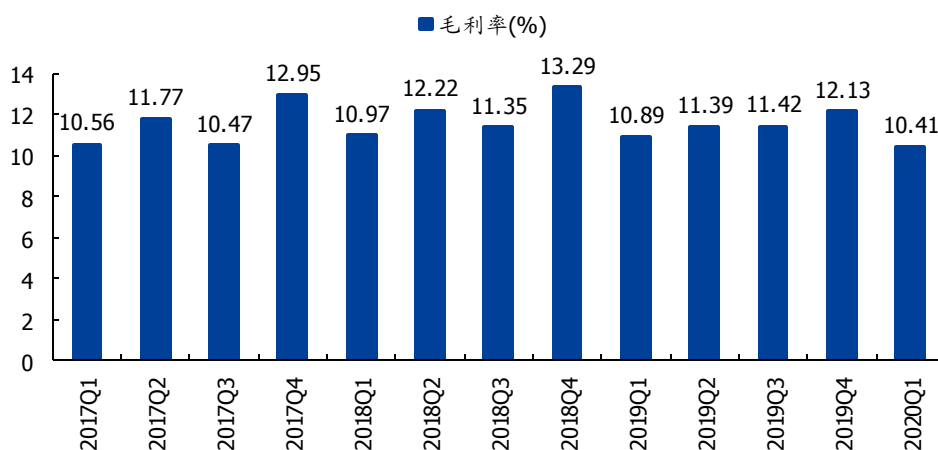
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 9: 建筑板块季度累计综合毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

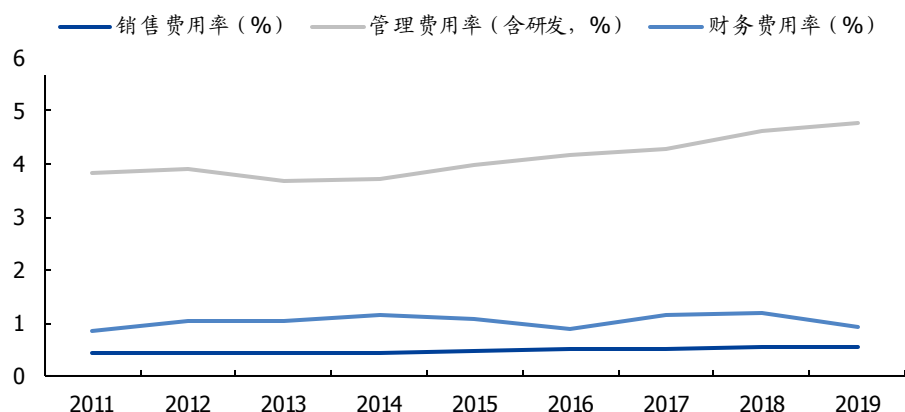
图表 10: 建筑板块单季度综合毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

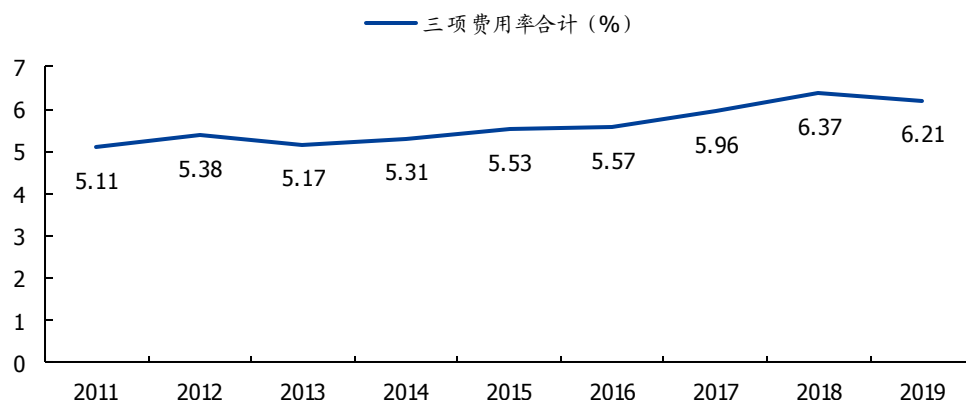
2019 年财务费用下降带动板块整体费用率有所下降。2019 年上市建筑企业期间费用率为 6.21%，同比下降 0.2 个 pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别变化 0.00/+0.14/-0.29 个 pct，财务费用率下降较为明显，预计主要系货币政策趋松、行业融资环境改善，企业融资成本下降所致。2020Q1 三项费用率 6.47%，在疫情环境下环比 2019 年末上升 0.3 个 pct，主要系收入显著下降，而费用相对刚性所致。

图表 11: 建筑板块年度期间费用率变化



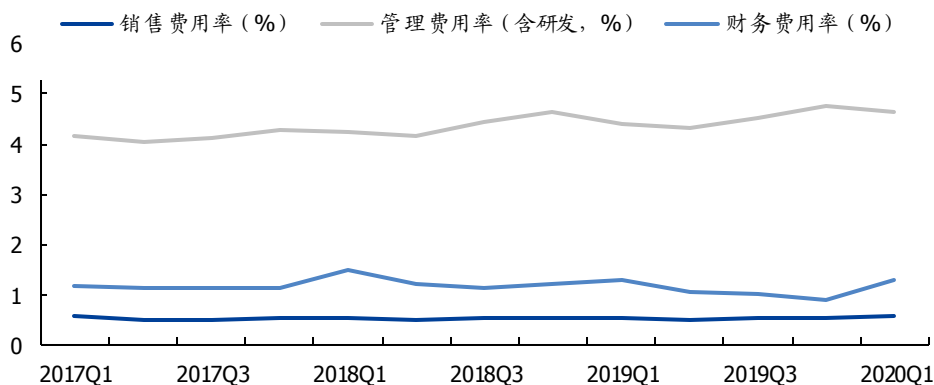
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 建筑板块年度期间费用率合计变化



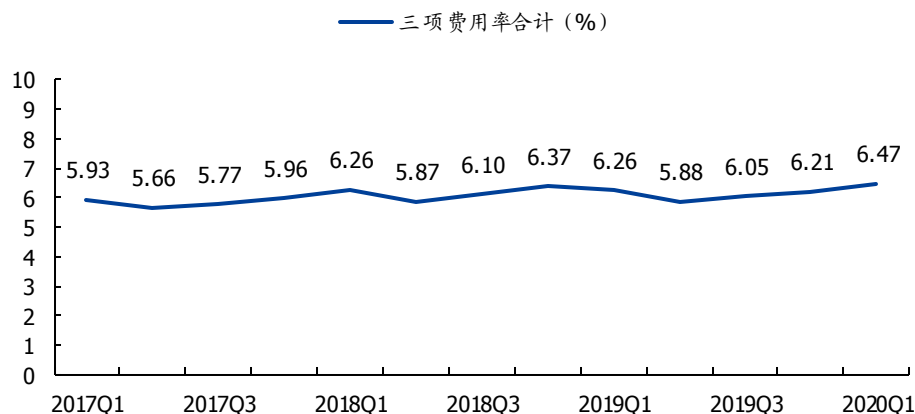
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 建筑板块季度累计期间费用率变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

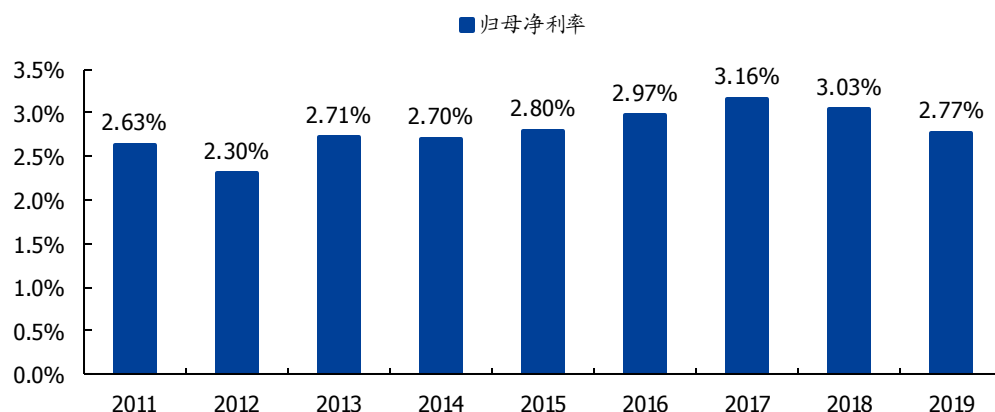
图表 14: 建筑板块季度累计期间费用率合计变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

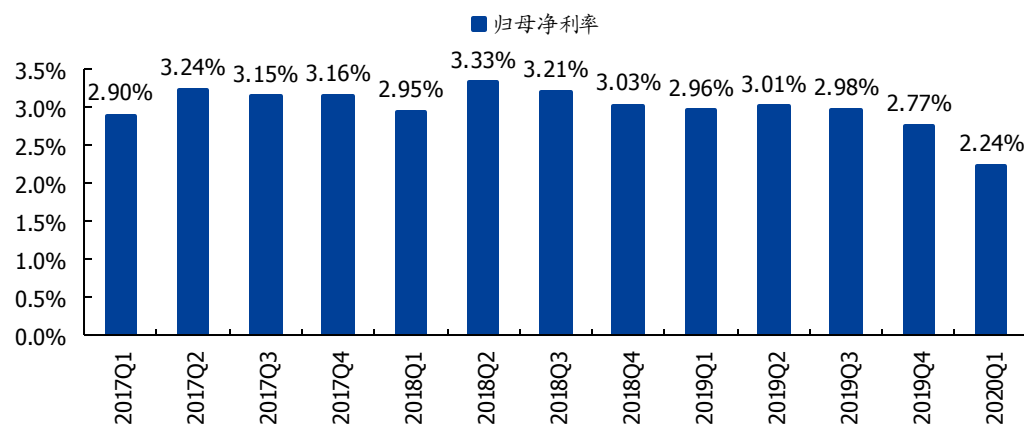
2019 年及 2020Q1 净利率延续下降趋势。2019 建筑行业整体归母净利率为 2.77%，同比降低 0.3 个 pct。2020Q1 净利率 2.24%，环比 2019 年末下滑 0.5 个 pct，同比下滑 0.7 个 pct。

图表 15: 建筑板块年度归母净利率变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

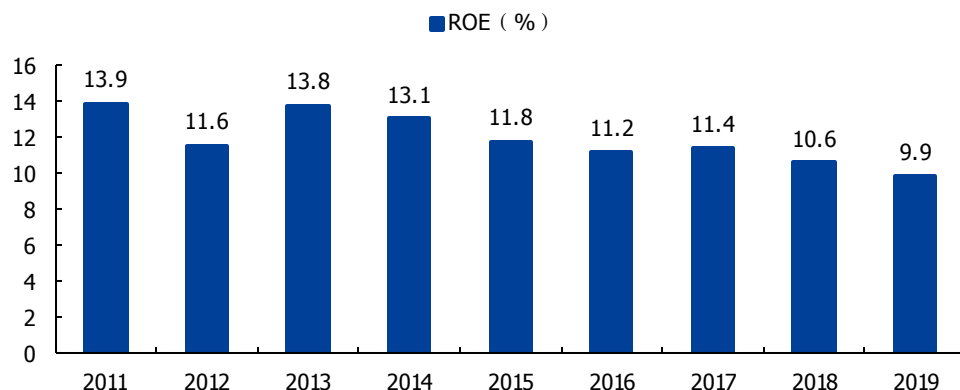
图表 16: 建筑板块季度累计归母净利率变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

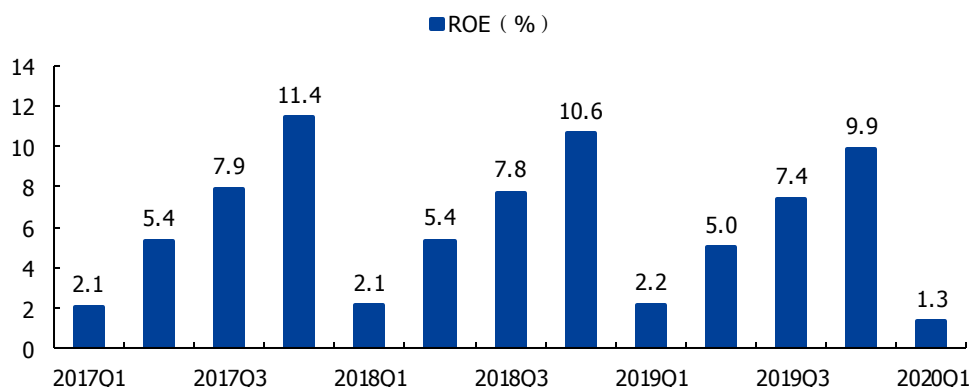
净资产收益率亦继续下降。2019 年建筑行业整体净资产收益率为 9.9%，同比回落 0.7 个 pct。2020Q1 净资产收益率 1.3%，同比下降 0.9 个 pct。从杜邦分析角度来看，权益乘数和总资产周转率均保持平稳，销售净利率有所下行，致 2019 年 ROE 继续下降，尽管建筑行业近年来资产负债率持续下降，但 2019 年权益乘数（归母权益除以总资产）保持平稳，主要系建筑央企发行较多永续债计入少数股东权益所致。

图表 17: 建筑板块年度 ROE 变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 建筑板块季度 ROE 变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 建筑行业 ROE 杜邦分解

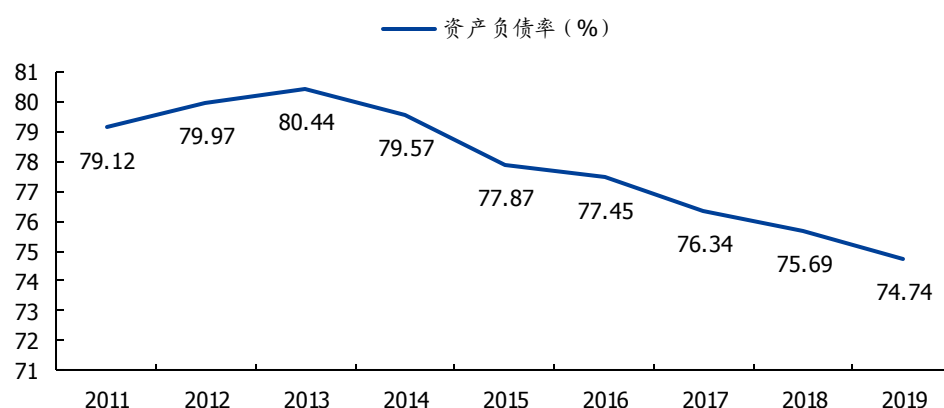
时间	ROE	杜邦分析拆解			细分财务数据 (亿元)			
		销售净利率	总资产周转率	权益乘数	归母净利润	营收	平均总资产	平均归母权益
2011年	14.3%	2.63%	1.00	5.44	662	25147	25190	4632
2012年	11.7%	2.30%	0.90	5.63	636	27670	30665	5447
2013年	13.8%	2.71%	0.88	5.83	861	31722	36250	6219
2014年	13.1%	2.70%	0.83	5.81	943	34948	41955	7225
2015年	11.8%	2.80%	0.77	5.49	1036	36998	48143	8769
2016年	11.2%	2.97%	0.71	5.30	1181	39778	55844	10527
2017年	11.4%	3.17%	0.69	5.22	1402	44304	64029	12257
2018年	10.6%	3.04%	0.67	5.22	1484	48887	72884	13953
2019年	9.9%	2.77%	0.68	5.24	1566	56473	82992	15830

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.3. 行业负债及营运能力：资产负债率加速下降，应收账款与存货周转率延续回升趋势

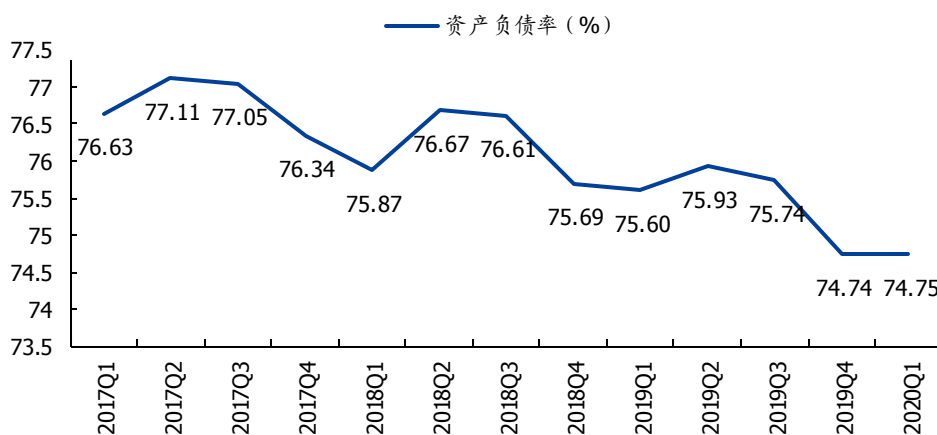
上市建筑企业整体负债率自 2014 年起开始下降。2019 年整体资产负债率为 74.74%，较 2018 年下降 1.0 个 pct，加速下降。2020Q1 整体负债率为 74.75%，环比上升 0.01 个 pct，同比下降 0.9 个 pct。需要指出的是，近年来，建筑央企、国企在负债率考核约束下，在上市公司和子公司层面加大了“类权益融资”力度，包括永续债、优先股等，这对于降低表观负债率起到了较大作用，但同时可能使得企业承担了更高的融资成本。此外，就趋势而言，预计行业资产负债率仍将处于下降通道中。

图表 20: 建筑板块年度资产负债率变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

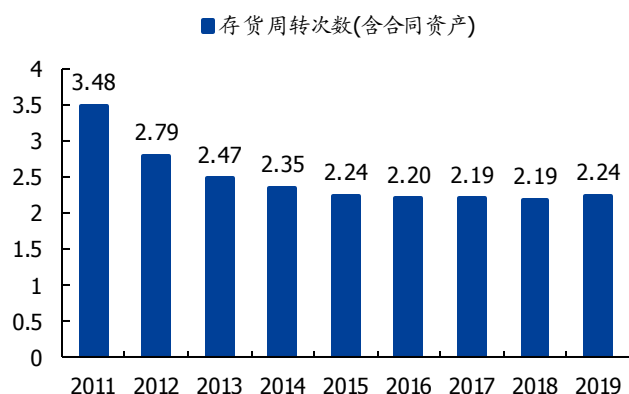
图表 21: 建筑板块季度资产负债率变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

应收账款与存货周转率延续触底回升趋势。过去多年来存货、应收账款周转率持续下降，但 2017 年趋势变缓，2018 年周转率均开始触底回升，2019 年延续回升趋势，存货周转/应收账款周转次数为 2.24/5.71 次，同比提升 0.05/0.65 次，主要系建筑企业普遍开始加强审计收款所致。2020Q1 在疫情环境下存货周转次数和应收账款周转次数有所下降，同比分别下降 0.09 和 0.15 次。

图表 22: 建筑板块存货周转率年度变化



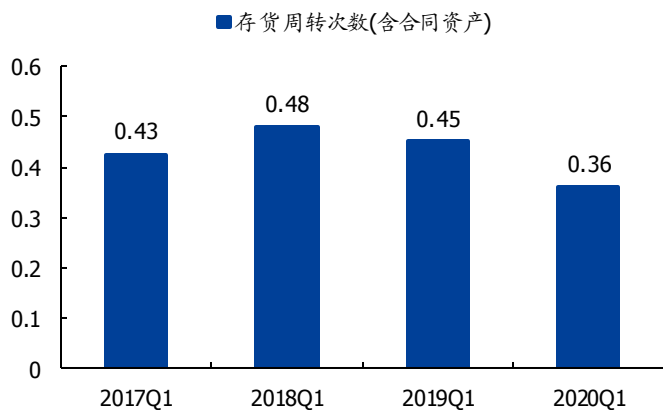
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 建筑板块应收账款周转率年度变化



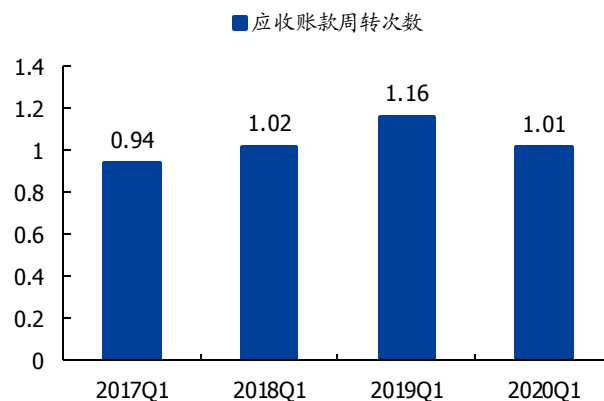
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 建筑板块存货周转率季度变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 建筑板块应收账款周转率季度变化

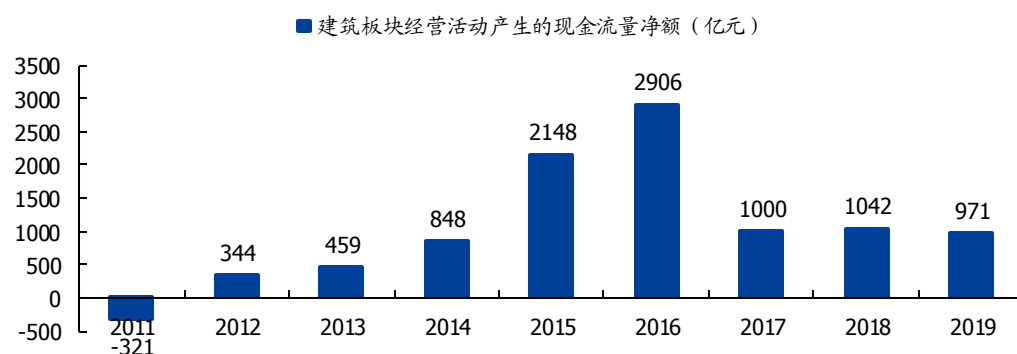


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.4. 行业现金流情况: 年度现金流整体平稳, 2020Q1 现金流流出增多

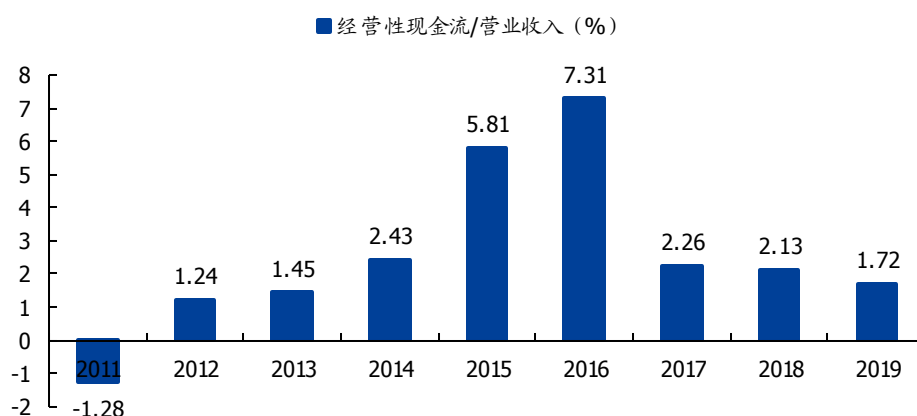
我们利用经营性现金流净额与收入的比来考察上市建筑公司的现金流情况, 2019 年上市建筑公司该比率为 1.72%, 较上年小幅下滑 0.4 个 pct, 基本平稳。2019 年收现比 101%, 与上年基本持平, 回款基本健康。2020Q1 在疫情背景下现金净流出明显增加, 主要系板块营收大幅下滑, 而现金流支出较为刚性所致。

图表 26: 建筑板块年度经营活动产生的现金流量净额



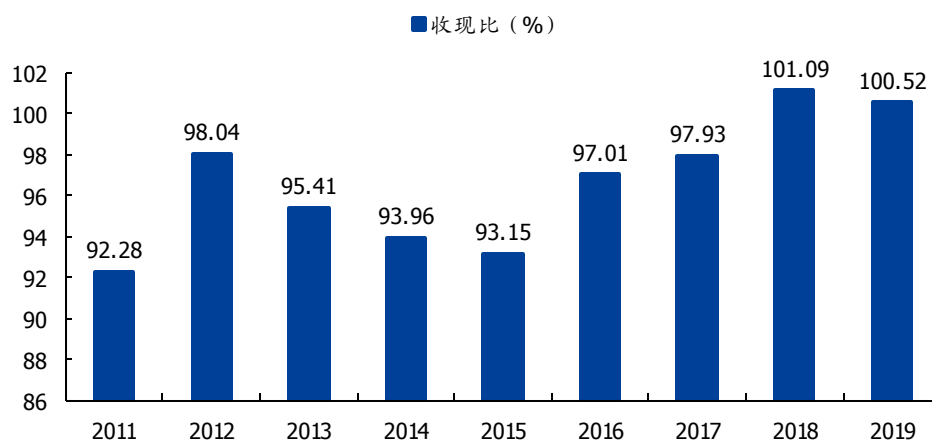
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 建筑板块年度经营性现金流净额/营业收入



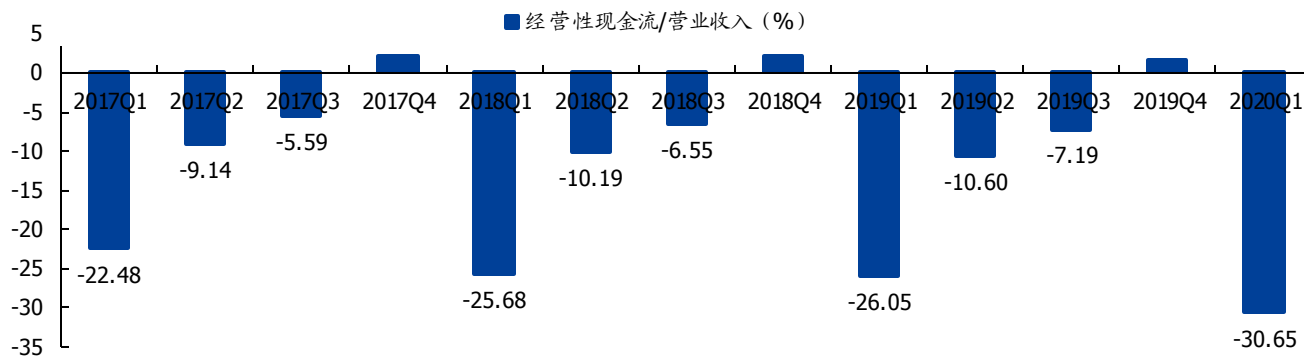
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 建筑板块年度收现比



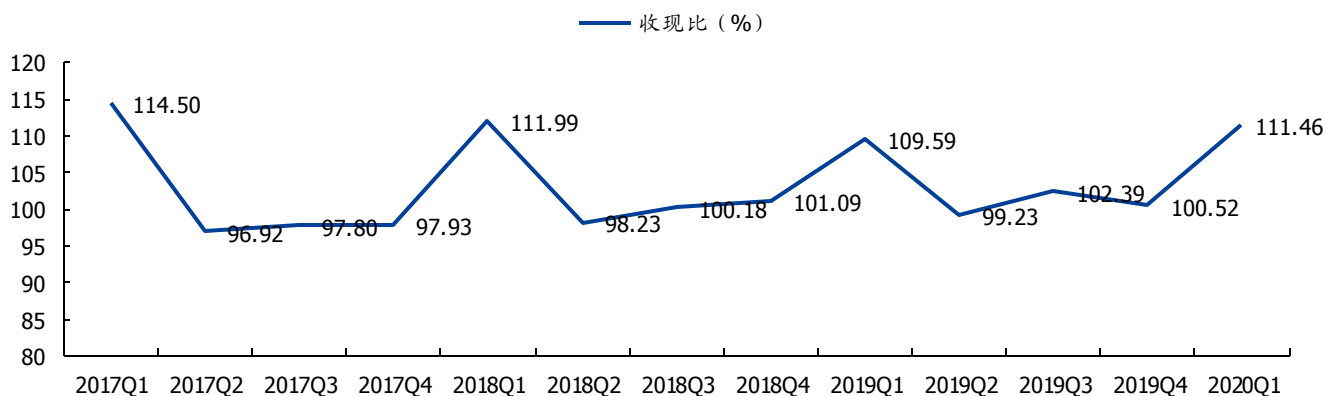
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 建筑板块季度累计经营性现金流净额/营业收入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 建筑板块季度收现比



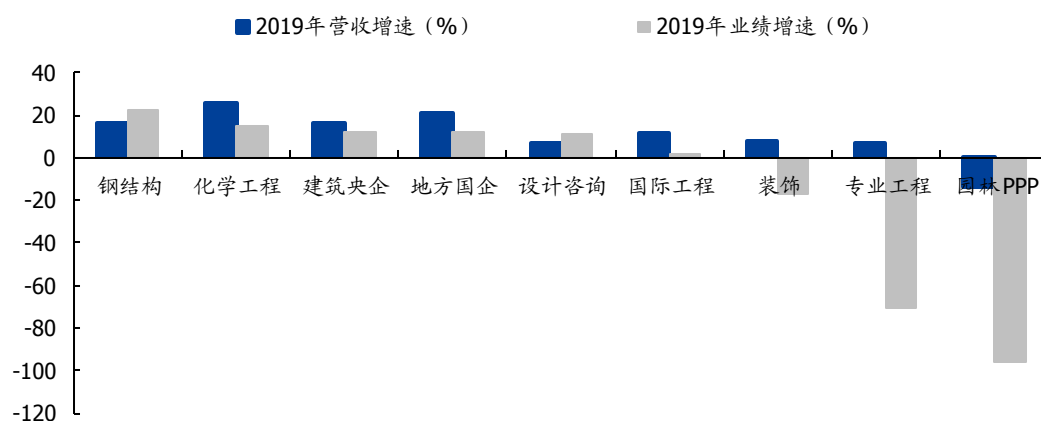
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3. 细分板块分析: 央企国企稳健有韧性, 钢结构表现突出

2019 年收入加速的子板块为建筑央企、地方国企、国际工程、专业工程, 收入放缓的子板块为设计咨询、园林 PPP、化学工程、装饰、钢结构。具体来看, 2019 年收入增速排名前三的子板块为化学工程、地方国企、建筑央企, 增速分别为 25.4%/20.8%/15.9%, 排名后三位的是园林 PPP、专业工程、设计咨询, 增速分别为-13.6%/6.6%/7.2%。2019 年业绩加速子板块为钢结构、化学工程、建筑央企、地方国企、设计咨询、国际工程, 其他子板块业绩则有所减速。具体来看, 业绩增速排名前三的子板块为钢结构、化学工程、建筑央企, 增速分别为 22.1%/14.9%/12.1%, 排名后三位的为园林 PPP、专业工程、装饰, 增速分别为-96%/-70%/-17%。

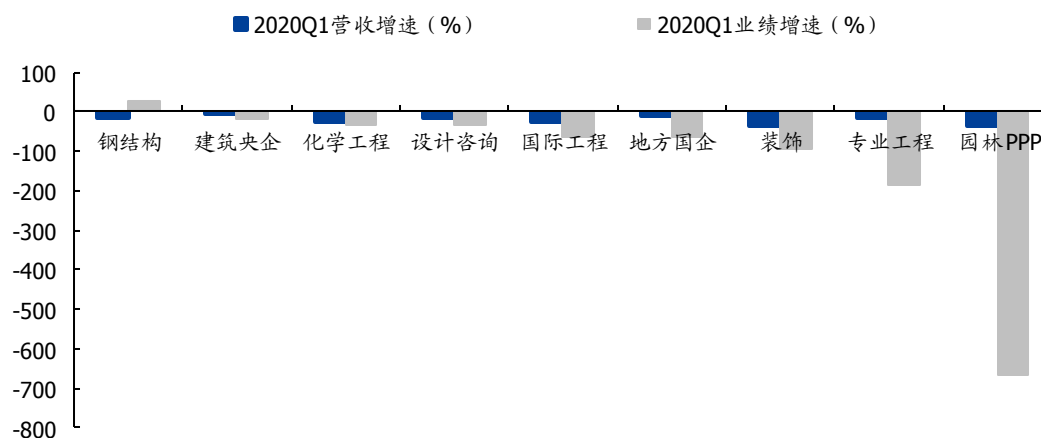
环比 2019 年, 2020Q1 各板块收入增速均有所下降。从下滑幅度来看, 2020Q1 营收增速下滑幅度较小的三个分别为建筑央企、地方国企、设计咨询, 增速分别为-6.7%/-12.7%/-14.0%, 下滑幅度较大的三个的分别为装饰、园林 PPP、化学工程, 增速分别为-36.0%/-33.9%/-26.7%。环比 2019 年, 2020Q1 除钢结构板块外, 其他子板块业绩增速均有所下滑。具体来看, 增速加速的钢结构板块同增 27.6%, 而下滑幅度较大的三个板块分别为园林 PPP、专业工程、装饰, 增速分别为-667%/-184%/-92%。

图表 31: 各子板块 2019 年营收及业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 各子板块 2020Q1 营收及业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 各子板块收入增速变化 (%)

子行业	2018 年	2019Q1	2019Q3 累计	2019 年	2020Q1	2019 年较 2018 年	2020Q1 较 2019 年
化学工程	34.6	12.9	16.7	25.4	-26.7	-9.2	-52.0
地方国企	16.6	34.9	24.5	20.8	-12.7	4.2	-33.5
建筑央企	9.0	12.1	16.1	15.9	-6.7	6.8	-22.6
钢结构	30.7	31.5	24.0	15.8	-14.7	-14.9	-30.6
国际工程	1.6	5.6	12.6	11.1	-24.6	9.5	-35.7
装饰	14.0	8.9	7.6	7.4	-36.0	-6.5	-43.4
设计咨询	20.5	11.3	1.2	7.2	-14.0	-13.3	-21.2
专业工程	5.7	9.8	4.2	6.6	-14.8	1.0	-21.5
园林 PPP	4.9	-12.5	-16.5	-13.6	-33.9	-18.4	-20.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 各子板块业绩增速变化 (%)

子行业	2018 年	2019Q1	2019Q3 累计	2019 年	2020Q1	2019 年较 2018 年	2020Q1 较 2019 年
钢结构	14.8	37.9	14.1	22.1	27.5	7.3	5.5
化学工程	35.0	30.2	34.9	14.9	-32.6	-20.1	-47.4
建筑央企	7.7	10.9	10.6	12.1	-18.1	4.4	-30.2
地方国企	10.4	51.0	19.2	11.7	-65.5	1.4	-77.2
设计咨询	21.1	18.5	7.7	10.8	-35.5	-10.4	-46.3
国际工程	5.8	15.1	-4.0	1.9	-62.0	-3.9	-63.9
装饰	-5.6	13.3	-7.4	-17.2	-91.9	-11.6	-74.7
专业工程	9.4	54.9	-11.5	-70.3	-184.4	-79.7	-114.1
园林 PPP	-30.7	-83.3	-65.5	-96.3	-667.4	-65.6	-571.1

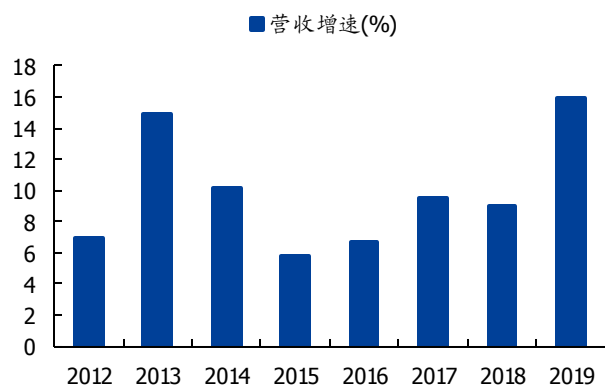
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4. 重点子板块评述

4.1. 建筑央企

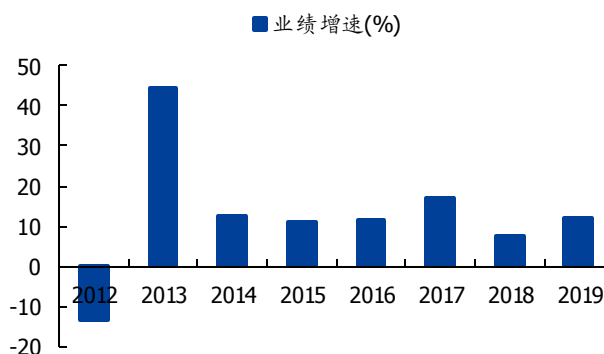
2019 年建筑央企收入业绩增长加速, 2020Q1 表现好于行业平均。2019 年央企营收与业绩分别增长 15.9%/12.1%, 较 2018 年分别提升 6.8/4.4 个 pct, 均实现明显加速, 其中营收增速创 2011 年以来的历史最高值。2019 年 Q4 单季收入增长平稳, 而业绩有所加速。2020Q1 央企营收与业绩分别下滑 6.7%/18.1%, 较 2019 年整体增速分别下滑 22.2/33.6 个 pct。央企 2019 年收入增速创近年新高主要因 1) 2018 年下半年起, 整体政策及融资情况改善明显, 在手项目加快推进。2) 前期销售高峰的期房逐步进入交房阶段, 2019 年加速赶工, 部分央企房建收入增速明显加快。2019Q4 业绩有所加速主要因上年 Q4 业绩基数较低, 且中国中铁、葛洲坝等央企出售高速公路获得大额投资收益。2020Q1 受疫情因素影响下营收与业绩增速大幅下滑, 但在建筑各子板块中表现处于中等偏上水平, 整体相对有韧性。

图表 35: 建筑央企年度营收增速



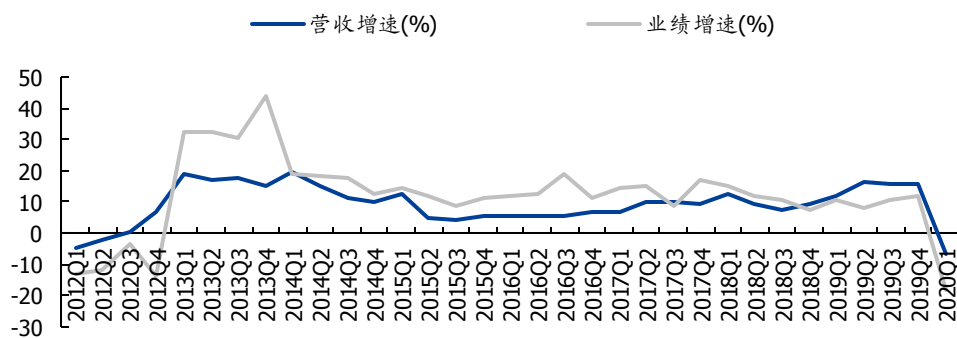
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 36: 建筑央企年度业绩增速



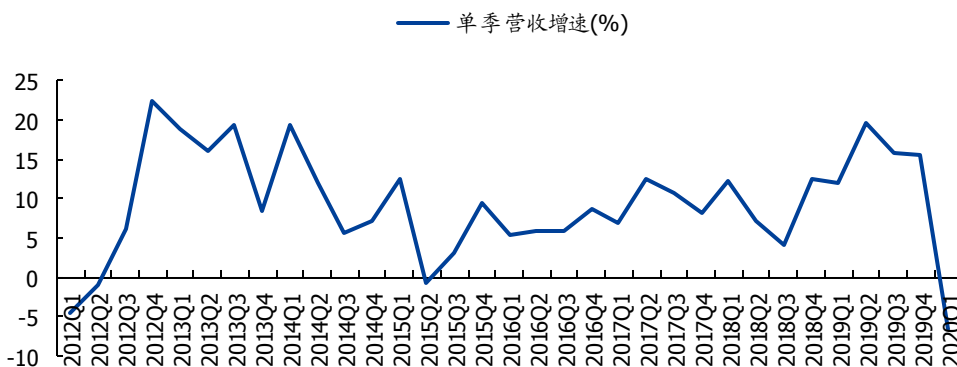
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 建筑央企季度累计营收及业绩增速



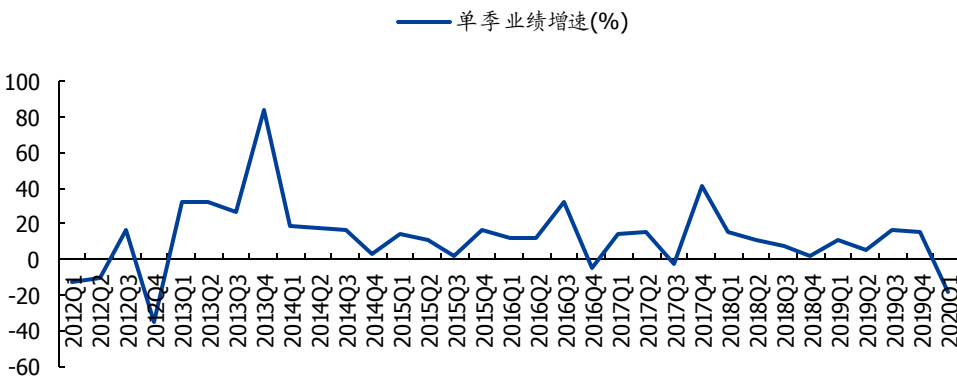
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 建筑央企单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 建筑央企单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019 年央企个股营收与业绩多数实现加速，2020 年一季度整体情况好于预期。2019 年央企收入增速排名前三的为中国核建、中国建筑、中国电建；业绩增速排名前三的分别为中国中铁、中国核建、葛洲坝。除中国中冶外，其余央企 2019 年较 2018 年收入均实现加速，业绩加速的有中国铁建、中国中铁、中国交建、中国核建、葛洲坝。其中中铁、铁建、交建、中建、电建的收入增速均创下 2014 年以来最快，葛洲坝施工收入结束连续两年下滑，中冶收入增速也保持在 15% 以上。中国中铁和葛洲坝业绩增速较快，主要因出售高速公路资产获得大额投资收益，扣非后分别增长 13%/-18%。2020Q1 在疫情影响下央企板块中除中国中冶（收入与业绩双增长）外，其余个股营收与业绩均出现不同程度的下滑，其中中国交建下滑 40%，主要因一季度高速公路免费通行造成较大损失；葛洲坝下滑超 40% 主要因其水泥业务基本位于湖北地区。其余企业整体好于预期，显示出龙头经营的韧性。而当前国内疫情已经基本控制，项目及人员复工率已超过 90%，在政策支持下二季度积极赶工，整体业绩有望加速回升。

图表 40: 建筑央企收入和业绩增速表（累计值）

公司名称	收入增速				业绩增速			
	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1
中国中铁	6.79%	14.92%	7.97%	-2.01%	7.04%	37.68%	20.21%	-6.72%
中国核建	13.23%	23.75%	55.35%	-10.50%	12.64%	25.60%	47.18%	-30.90%
葛洲坝	-5.79%	9.26%	3.91%	-30.99%	-0.55%	16.83%	-7.95%	-41.79%
中国铁建	7.22%	13.74%	19.32%	-7.63%	11.70%	12.61%	13.56%	-23.55%
中国建筑	13.78%	18.39%	10.15%	-11.34%	16.09%	9.52%	8.76%	-14.51%
中国中冶	18.66%	16.96%	14.33%	15.24%	5.12%	3.58%	6.38%	7.09%
中国交建	1.67%	13.02%	9.64%	-6.65%	-4.37%	2.17%	14.45%	-40.43%
中国电建	10.61%	18.02%	13.52%	-7.11%	3.79%	-5.92%	1.94%	-14.40%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019 年毛利率有所下滑，现金流整体优异，资产负债率持续下降。2020 年一季度受疫情影响盈利能力及现金流出现波动。2019 年央企毛利率较 2018 年下降 0.5 个 pct，主要因海外、PPP 等高毛利率业务占比下降，同时房建等低毛利率业务增速较快，占比上升。税金占收入比小幅下降 0.1 pct。期间费用率下降 0.4 个 pct，主要是财务费用率下降较多。财务费用率略有下降，主要因融资成本下降且部分应收账款保理费用被分类至投资收益所致。资产减值占收入比与上年回落 0.3 个 pct，预计主要因应收账款回款加快，账龄有所优化所致。净利率为 3.5%，与上年基本持平。经营性现金流与收入比较去年同期有所下降，但在收入创下历史峰值的情况下现金流整体表现依然优异，主要因业主融资情况改善，且企业加强两金清收力度。在央企去杠杆要求下，部分企业通过发行永续债、进行债转股等融资，使得整体负债率持续明显下降，截至 2020Q1 资产负债率以下降至 75.6%。2020Q1 央企板块毛利率为 10.2%，同比下降 0.3 个 pct，主要因高毛利的非施工业务（如房地产、装备制造等）受到疫情影响更大，占比下降。期间费用率合计小幅上升 0.07 个 pct，主要因部分费用刚性支出而收入出现下滑。现金流净流出增加，主要因疫情情况下业主回款进度减缓，且企业为了锁定原材料价格及保障供应，加大采购所致。

图表 41: 建筑央企财务数据分析表格 (累计值)

	2018 年	2019Q3	2019 年	2019Q1	2020Q1	2019 年-2018 年	2020Q1-2019Q1
毛利率(%)	11.68	10.88	11.16	10.50	10.15	-0.52	-0.34
营业税金/收入比(%)	0.89	0.76	0.78	0.71	0.56	-0.11	-0.14
销售费用率(%)	0.44	0.43	0.45	0.44	0.45	0.01	0.01
管理费用率(%)	2.76	2.58	2.59	3.05	3.11	-0.17	0.05
财务费用率(%)	1.21	0.94	0.82	1.17	1.09	-0.40	-0.07
研发费用率(%)	0.65	0.71	0.82	1.00	1.08	0.17	0.08
费用率合计(%)	5.06	4.67	4.68	5.66	5.73	-0.38	0.07
资产减值损失/收入(%)	0.87	0.36	0.61	0.23	0.38	-0.26	0.15
净利率(%)	3.53	3.59	3.52	3.43	3.04	-0.01	-0.39
经营性现金流/收入(%)	1.85	-7.70	1.39	-27.22	-29.17	-0.46	-1.94
收现比(%)	102.65	104.06	102.61	108.28	106.43	-0.05	-1.85
应收账款周转率	6.15	4.90	7.34	1.46	1.31	1.19	-0.15
存货周转率	1.96	1.38	2.03	0.45	0.37	0.07	-0.08
资产负债率(%)	77.04	76.99	75.41	77.11	75.64	-1.63	-1.47

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019 年央企订单普遍加速, 2020Q1 部分央企订单逆势增长。2019 年所有央企个股订单均较 2018 年有所好转, 主要因 2018 年在去杠杆、PPP 项目严监管背景下基建订单中增速缓慢。而 2019 年行业环境明显改善, 项目量相对增多, 且地产行业赶工, 房建订单相对充裕。2020Q1 建筑央企订单在疫情背景下整体保持稳健, 其中中国铁建、中国中铁、中国交建均实现逆势正增长, 彰显龙头企业经营的韧性及行业目前的较强需求。

图表 42: 建筑央企历年新签订单增速

简称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020Q1
中国中铁	27.18%	0.53%	2.40%	29.05%	26.10%	8.70%	27.90%	7.80%
中国铁建	8.13%	-3.02%	14.62%	28.49%	23.72%	5.05%	26.66%	14.40%
中国中冶	-3.86%	29.18%	21.77%	25.10%	20.00%	10.40%	18.30%	-4.10%
葛洲坝	17.62%	15.53%	32.00%	17.62%	5.83%	-1.32%	12.98%	-2.80%
中国电建	22.28%	13.24%	37.75%	10.14%	12.68%	12.05%	12.29%	-15.00%
中国核建				24.00%	25.70%	-0.50%	10.40%	-22.90%
中国交建	5.50%	11.99%	6.89%	12.38%	23.16%	1.12%	8.06%	11.89%
中国建筑	32.90%	11.30%	7.10%	23.70%	19.40%	4.60%	6.60%	-4.30%

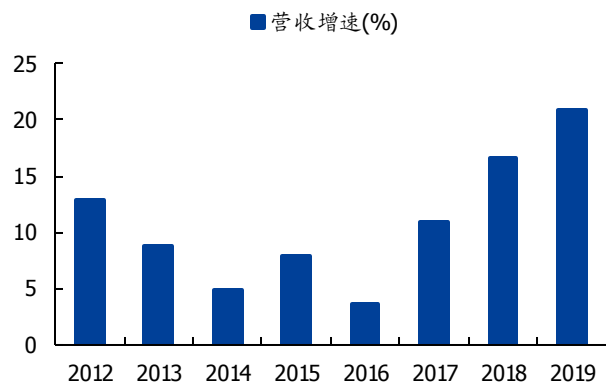
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2. 地方国企

2019 年地方国企营收增长强劲, 业绩稳健; 2020Q1 业绩降幅较大主要因上海建工所持股票资产的公允价值变动影响。2019 年地方国企营收与业绩分别增长 20.8%/11.7%, 较 2018 年分别变动 +4.2/+1.4 个 pct。2020Q1 地方国企营收与业绩分别下滑 12.7%/65.5%, 较 2019 年整体增速分别下降 26.3/64.8 个 pct。2019 年外部政策及融

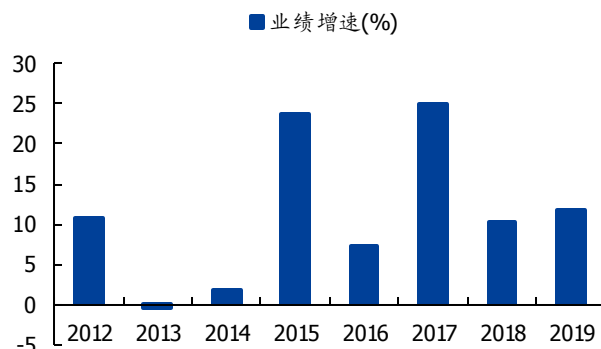
资环境显著改善，项目加速推进的情况下地方国企收入业绩表现优异，其中收入增速创2011年以来的新高。2020Q1在疫情影响下板块营收与业绩有不同幅度的下滑，其中业绩下滑明显较大，主要系上年同期上海建工因会计准则修改所持有的股票资产公允价值收益较大对利润贡献较多，而本期因市场波动公允价值变动收益为负。

图表 43: 地方国企年度营收增速



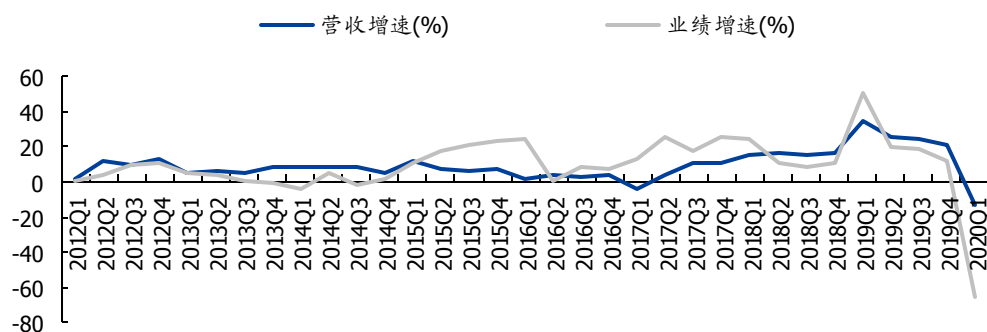
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 44: 地方国企年度业绩增速



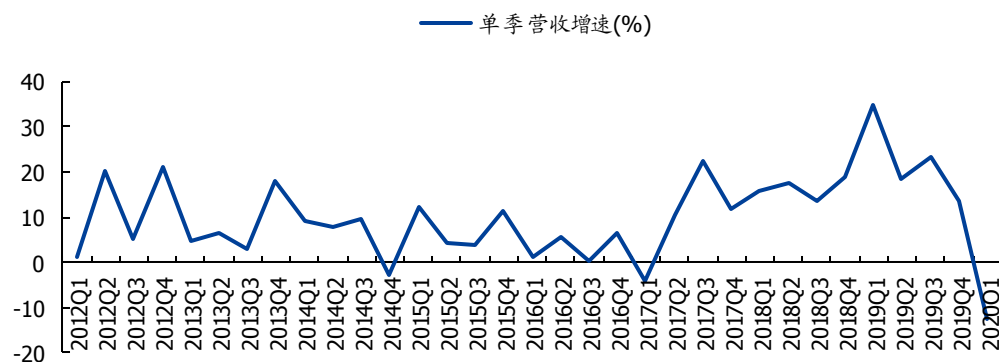
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 地方国企季度累计营收及业绩增速



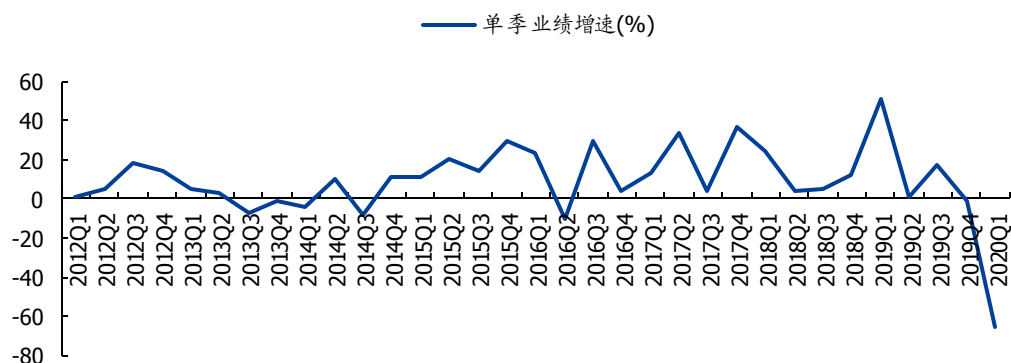
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 46: 地方国企单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 地方国企单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019 年地方国企板块个股经营大都有所好转, 其中收入增速排名前三的为浦东建设、山东路桥、粤水电; 业绩增速排名前三的分别为龙建股份、四川路桥、上海建工。四川路桥业绩增长较快, 主要因公司处置房地产业务子公司股权获得资产处置收益。上海建工业绩增速较高主要因股票资产获得公允价值变动收益较大。**2020Q1** 疫情环境下大部分地方国企营收与业绩均明显下滑, 但其中浦东建设和粤水电实现逆势增长。浦东建设业绩增长主要因一季度在施项目明显增加, 完成施工量多于去年同期, 营业收入大幅增长 184%。粤水电业绩相对稳定, 主要因公司发电业务占比较大。

图表 48: 地方国企收入和业绩增速表 (累计值)

公司名称	收入增速				业绩增速			
	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1
龙建股份	4.39%	5.72%	13.11%	-24.37%	5.02%	52.58%	1.92%	26.55%
四川路桥	22.15%	31.75%	29.85%	-15.65%	10.11%	45.24%	203.56%	-19.42%
上海建工	20.03%	20.49%	51.57%	-13.90%	7.56%	41.38%	147.22%	-90.59%
粤水电	25.31%	34.12%	54.90%	8.90%	26.97%	16.57%	36.75%	16.43%
重庆建工	3.56%	11.74%	16.22%	-23.66%	8.57%	16.44%	-38.85%	-192.90%
隧道股份	18.21%	17.06%	13.58%	-13.15%	9.32%	7.99%	7.34%	-39.28%
北新路桥	4.55%	8.52%	26.51%	-36.40%	5.01%	0.68%	9.50%	-39.09%
西藏天路	39.83%	11.95%	8.75%	-36.50%	36.08%	-3.56%	-77.65%	-1235.59%
山东路桥	19.25%	52.31%	135.34%	-18.61%	15.20%	-7.67%	222.08%	-17.60%
浦东建设	12.59%	69.36%	32.05%	183.93%	21.95%	-9.84%	0.16%	14.31%
安徽建工	9.51%	21.73%	-2.74%	-7.59%	2.38%	-25.47%	0.51%	-39.77%
浙江交科	27.01%	9.56%	12.89%	-3.09%	9.51%	-40.44%	-82.88%	-80.61%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

19 年板块盈利能力整体回落, 现金流及资产周转改善。Q1 因疫情影响现金流出明显增加, 负债率上行。2019 年地方国企板块毛利率较 2018 年同期下降 0.5 个 pct, 主要因低毛利率房建业务占比提高, 且部分企业因原材料价格上涨导致毛利率下滑。税金占收入比下降 0.2 个 pct。期间费用率与上年持平。资产减值占收入比小幅提升 0.03 个 pct。净利率为 2.6%, 同比下降 0.2 个 pct。板块 2019 年经营性现金流延续改善趋势, 经营

性现金流与收入比提高 0.6 个 pct，主要系外部融资环境改善，且地方国企加强项目回款所致。负债率同比提升 1.1 个 pct，存货周转率和应收账款周转率整体均有所提升，分别提升 0.2/0.1 次。2020Q1 毛利率同比提升 0.1 个 pct；费用率上升 1.1 个 pct，主要因疫情环境下部分费用支出刚性，且收入增速下降所致；净利率下降 1.9 个 pct，主要因费用率增长以及上海建工等企业的公允价值变动影响；现金流净流出明显增加，主要因疫情下业主回款进度偏慢，且原材料加强采购所致。负债率同比提升 1.2 个 pct。

图表 49: 地方国企财务数据分析表格 (累计值)

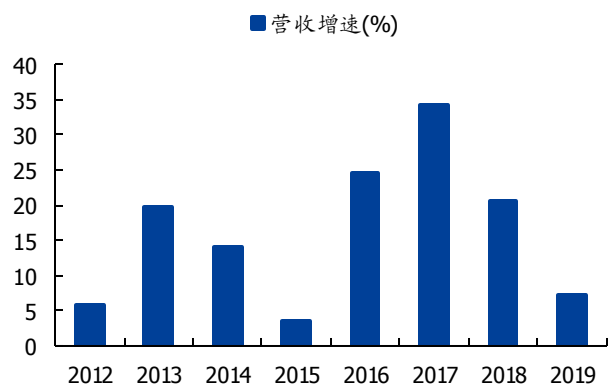
	2018 年	2019Q3	2019 年	2019Q1	2020Q1	2019 年-2018 年	2020Q1-2019Q1
毛利率(%)	10.62	9.42	10.10	9.09	9.19	-0.52	0.10
营业税金/收入比(%)	0.83	0.59	0.61	0.62	0.46	-0.22	-0.16
销售费用率(%)	0.29	0.26	0.26	0.28	0.30	-0.02	0.02
管理费用率(%)	2.66	2.61	2.52	3.23	3.73	-0.14	0.49
财务费用率(%)	1.40	1.42	1.45	1.53	2.25	0.05	0.72
研发费用率(%)	0.73	0.78	0.84	1.31	1.19	0.11	-0.12
费用率合计(%)	5.08	5.07	5.07	6.35	7.46	0.00	1.11
资产减值损失/收入(%)	0.55	0.17	0.58	0.42	0.78	0.03	0.36
净利率(%)	2.81	2.56	2.59	3.01	1.14	-0.21	-1.87
经营性现金流/收入(%)	2.10	-5.03	2.69	-24.99	-37.59	0.59	-12.60
收现比(%)	100.05	100.78	96.68	123.35	139.29	-3.37	15.93
应收账款周转率	4.60	3.52	4.71	1.06	0.80	0.11	-0.26
存货周转率	2.06	1.54	2.21	0.46	0.35	0.15	-0.11
资产负债率(%)	80.86	80.93	81.94	79.96	81.15	1.07	1.20

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.3. 设计咨询

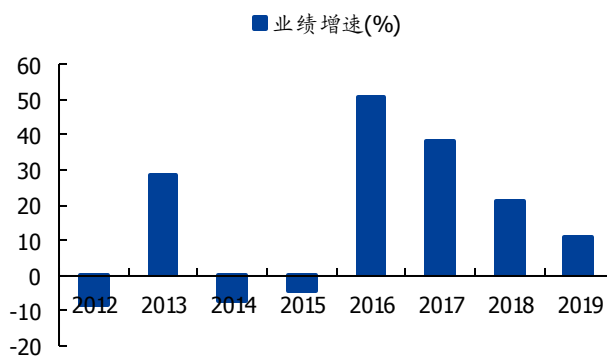
2019 年营收与业绩增速放缓，2020Q1 盈利相对有韧性。2019 年设计咨询板块营收/业绩分别增长 7.2%/10.8%，较 2018 年分别下降 13.3/10.4 个 pct，主要系：1) 2019 年基建投资低位徘徊、未能实现明显加速；2) 临近“十三五”末期，设计周期可能经历真空期；3) 龙头公司基数较大、增速存在自然放缓的压力。基建设计规划板块营收及业绩延续此前放缓趋势。2020Q1 设计板块营收及业绩分别下滑 14.0%/35.5%，由于设计业务轻资产且较多环节可居家完成的特征，盈利下降幅度在各子板块中相对较小。展望 2020 年，基建稳增长政策持续加力，基建设计公司位于产业链最前端有望率先受益，今年有望提前启动一批符合“十四五”规划方向的重大项目，届时基建设计公司有望率先反应，全年基建设计公司有望加快增长。

图表 50: 设计咨询板块年度营收增速



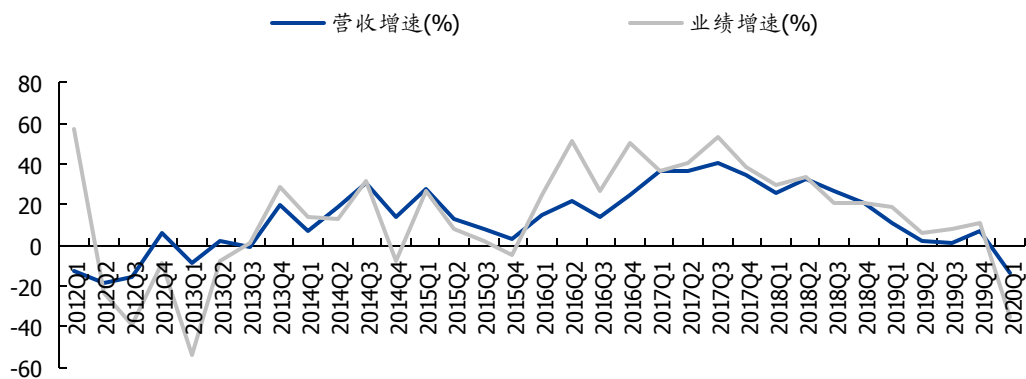
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 51: 设计咨询板块年度业绩增速



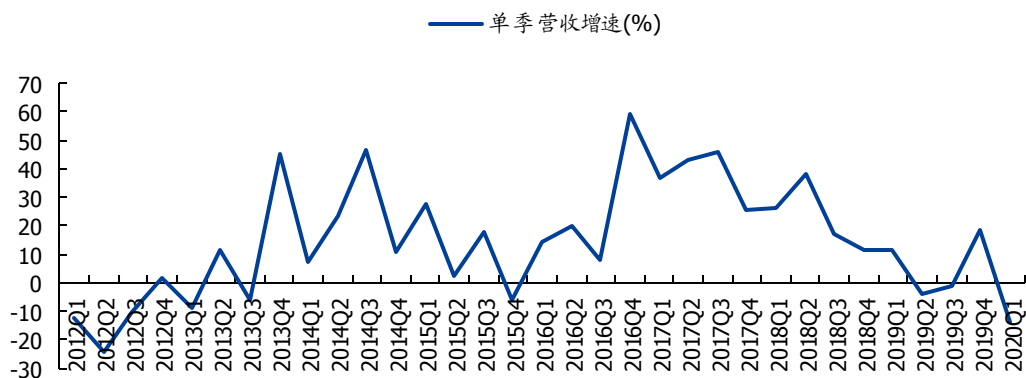
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 52: 设计咨询板块季度累计营收及业绩增速



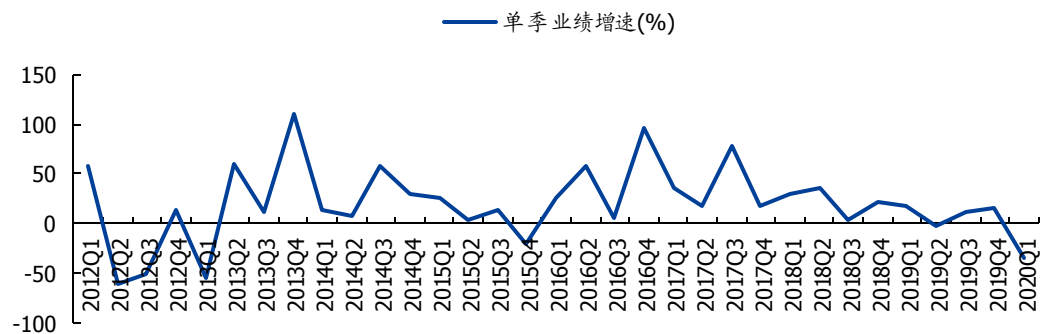
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 53: 设计咨询板块单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 54: 设计咨询板块单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

基建设计龙头展现优异成长性。2019 年设计板块收入增速排名前三的为设研院、建研院、合诚股份；业绩增速排名前三的分别为启迪设计、中设集团、建研院，基建设计中设集团实现持续较快增长。其中：**1）中设集团** 2019 年营收同比增长 12%，其中设计规划类核心业务同比加快增长 22%；业绩同比增长 31%，自 2016 年至今已连续 4 年保持业绩 30% 以上的较快增速，展现优异成长性。**2）苏文科** 2019 年营收同比下降 15%，主要系出售 TestAmerica 及减少工程承包业务影响所致，扣非后业绩大幅增长 37%，扣非业绩增长较快主要系 2018 年公司出售 TestAmerica 实现股权处置收益 6832 万，上年非经常收益较多所致，整体看核心业务增长较为稳健。**2020Q1** 设计板块收入增速排名前三的为建科院、启迪设计、建研院；业绩增速排名前三的分别为建科院、勘设股份、中衡设计，房建设计公司增长相对较为稳健、基建设计公司中勘设股份盈利展现较好韧性。

图表 55: 设计咨询板块收入和业绩增速表（累计值）

公司名称	收入增速				业绩增速			
	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1
启迪设计	115.23%	14.68%	40.32%	7.09%	58.60%	51.74%	8.41%	-95.99%
中设集团	51.23%	11.67%	34.83%	-26.99%	33.54%	30.74%	29.07%	-22.28%
建研院	11.40%	23.61%	9.25%	4.06%	-2.09%	25.09%	-41.82%	-53.37%
勘设股份	11.66%	19.14%	-1.47%	-3.14%	7.11%	21.96%	21.08%	-5.20%
中衡设计	28.32%	4.08%	10.43%	-29.18%	11.74%	18.61%	10.83%	-12.33%
苏文科	7.84%	-15.12%	-19.38%	-25.39%	34.37%	16.10%	24.21%	-91.21%
中公高科	8.52%	3.88%	35.59%	-67.46%	2.00%	15.02%	12.63%	-539.25%
中设股份	16.47%	15.34%	25.17%	-18.04%	15.78%	14.79%	13.89%	-25.81%
合诚股份	83.19%	20.98%	89.77%	-28.45%	9.10%	9.25%	130.97%	-63.20%
建科院	3.97%	17.87%	2.63%	14.17%	1.89%	5.75%	12.20%	10.75%
国检集团	24.57%	12.43%	21.15%	-21.17%	32.54%	3.67%	9.96%	-258.08%
华建集团	12.65%	20.34%	20.57%	-7.01%	2.78%	3.40%	15.01%	-28.04%
杰恩设计	36.76%	14.02%	33.17%	-33.28%	34.31%	0.53%	23.11%	-53.43%
设研院	21.72%	38.70%	34.79%	-7.28%	31.00%	-10.46%	3.69%	-22.15%
山鼎设计	44.02%	-1.02%	45.85%	-52.94%	29.75%	-21.13%	43.91%	-388.00%
设计总院	20.04%	-1.80%	-3.14%	-13.31%	51.23%	-25.64%	3.67%	-17.95%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019 年毛利率有所提升，现金流大幅改善；2020Q1 疫情下盈利能力短期有所下滑。2019 年设计板块毛利率较 2018 年提升 0.8 个 pct，其中：**1）中设集团**毛利率提升 5.0 个 pct 至 31.2%，主要系低利润率 EPC 业务占比下降，以及部分研发支出从成本项归为研发费用所致。**2）苏交科**毛利率显著提升 7.1 个 pct 至 38.3%，主要系高毛利的勘察设计与综合检测业务占比有所提升，上年同期工程承包及项目管理业务毛利率处于较低水平，2019 年大幅回升至正常水平所致。2019 年板块整体税金占收入比小幅提升 0.01 个 pct，期间费用率下降 0.4 个 pct，行业费用率控制能力较强。资产减值占收入比与去年持平。净利率为 11.70%，提升 0.39 个 pct。2019 年经营性现金流明显改善，收现比提升 0.3 个 pct，现金流明显改善主要系行业内公司普遍加强审计收款，同时国家清理民因企业欠款政策持续推进所致。负债率有所提升，存货和应收账款周转率有所回落。2020Q1 设计板块毛利率为 29.0%，同比下降 1.7 个 pct。三项费用率上升 1.8 个 pct，主要因管理费用率大幅提升。负债率继续有所提升，周转率则延续回落趋势。

图表 56: 设计咨询板块财务数据分析表格 (累计值)

	2018 年	2019Q3	2019 年	2019Q1	2020Q1	2019 年-2018 年	2020Q1-2019Q1
毛利率(%)	32.22	33.26	32.98	30.72	29.04	0.77	-1.68
营业税金/收入比(%)	0.67	0.64	0.69	0.63	0.62	0.01	-0.01
销售费用率(%)	2.54	2.50	2.34	2.53	2.80	-0.21	0.27
管理费用率(%)	10.15	10.56	9.69	11.25	12.40	-0.46	1.15
财务费用率(%)	0.53	0.57	0.54	0.73	1.24	0.00	0.52
研发费用率(%)	1.41	1.45	1.72	3.89	3.73	0.31	-0.16
费用率合计(%)	14.64	15.09	14.29	18.40	20.18	-0.35	1.78
资产减值损失/收入(%)	3.77	3.18	3.77	1.52	1.80	0.00	0.28
净利率(%)	11.34	11.83	11.72	10.37	7.49	0.39	-2.88
经营性现金流/收入(%)	4.64	-10.11	7.42	-32.19	-32.19	2.78	-0.01
收现比(%)	88.20	85.62	88.55	114.92	133.16	0.34	18.24
应收账款周转率	1.70	0.92	1.43	0.29	0.25	-0.27	-0.04
存货周转率	5.23	2.84	4.23	0.91	0.21	-1.00	-0.70
资产负债率(%)	53.38	50.62	53.66	50.09	51.62	0.28	1.53

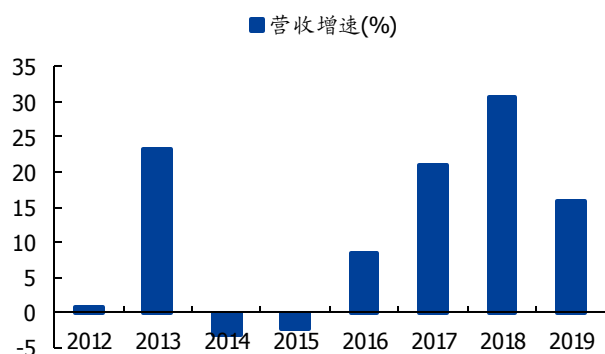
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

不过近期调研反馈看，三月至今基金设计订单开始大幅好转，Q1 设计板块盈利增速大概率为全年低点，后续季度有望逐季加快，基建加力趋势下全年仍有望实现稳健增长。

4.4. 钢结构

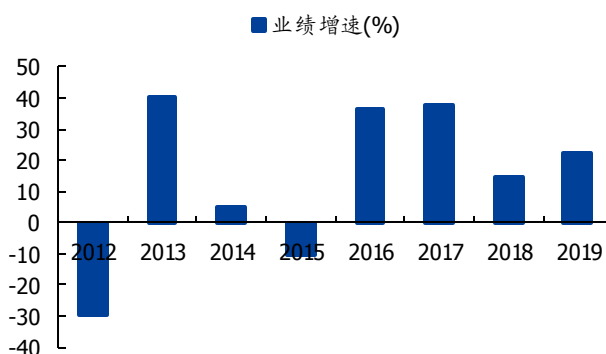
2019 年钢结构板块营收业绩出现分化，2020Q1 依然强劲。2019 年钢结构板块营收/业绩分别增长 15.8%/22.1%，较 2018 年分别变动-14.9/+7.3 个 pct，营收增速在上年高基数的背景下有所放缓但仍保持较快增长，而业绩则实现加速增长，板块整体展现了较好的盈利增长能力。近年来政策持续推广钢结构建筑，加之人工成本不断上升，促装配式建筑加快发展，钢结构建筑渗透率不断提升，行业需求较快增长。另一方面，随着钢价波动加大、营改增以及环保趋严，部分中小型钢构企业利润不断压缩而逐渐退出市场，行业供需结构改善，上市龙头市占率不断提升，收入及业绩呈现较快的增长态势。2020Q1 营收与业绩分别较 2019 年变动-14.7%/27.6%，在疫情背景下收入展现一定韧性、业绩增长依然强劲。

图表 57: 钢结构板块年度营收增速



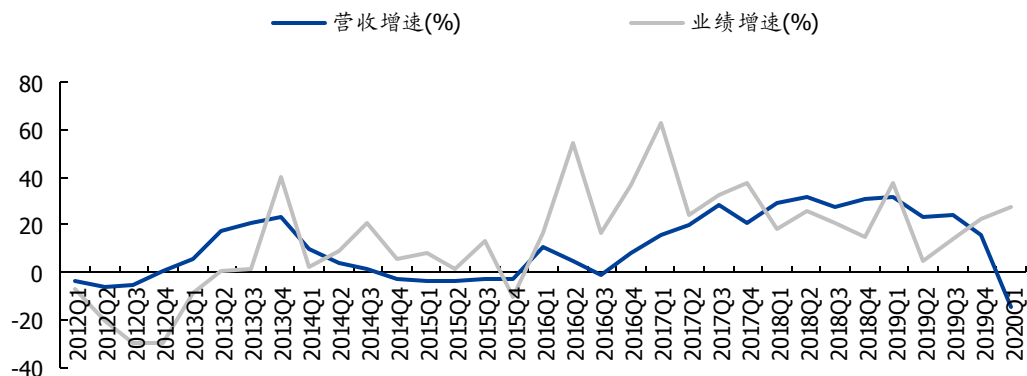
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 58: 钢结构板块年度业绩增速



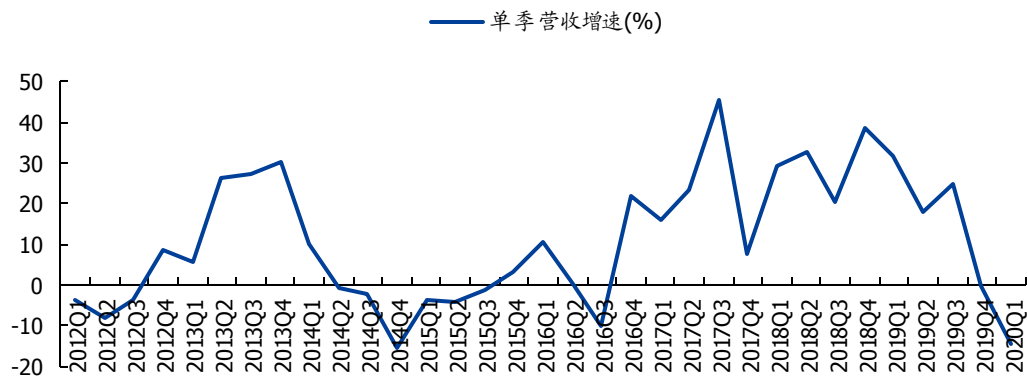
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 59: 钢结构板块季度累计营收及业绩增速



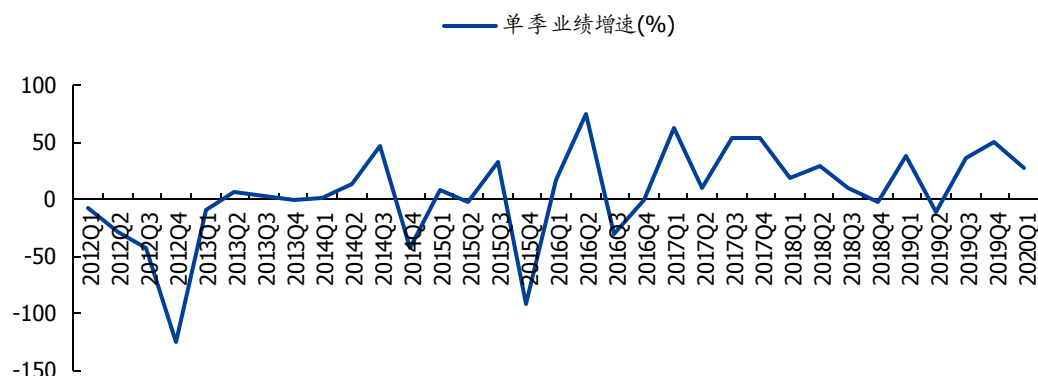
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 60: 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 61: 钢结构板块单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019 年钢结构板块收入增速排名前三的为海波重科、鸿路钢构、精工钢构；业绩增速排名前三的分别为精工钢构、东南网架、鸿路钢构。其中：**1）鸿路钢构** 2019 年钢结构产能/产量达到 240/187 万吨，分别同增约 50%/30%，新建产能持续释放推动收入较快增长；2020Q1 疫情环境下营收业绩下滑符合预期，预计 3 月底以来公司生产经营逐步恢复，进入 Q2 以来公司通过增加排班、加大产线工人招募等方式加紧赶工，预计 Q2 公司订单与盈利增速有望加快回升。**2）精工钢构** 2019 年业绩大增 126%，公司传统钢结构业务受益行业景气度、集中度提升稳健增长，集成及 EPC 优势业务显著放量；2020Q1 公司在建项目显著多于去年同期，营收同比依然增长 6%，业绩逆势较快增长 20%，公司已连续三年订单超百亿，在手充足订单助力公司持续稳健增长。

图表 62: 钢结构板块收入和业绩增速表（累计值）

公司名称	收入增速				业绩增速			
	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1
鸿路钢构	56.46%	36.58%	90.52%	-35.44%	98.58%	34.39%	30.62%	-38.82%
精工钢构	32.11%	18.60%	4.13%	6.13%	192.98%	125.50%	319.59%	20.45%
东南网架	11.59%	3.24%	21.07%	-2.57%	64.81%	56.68%	62.90%	16.78%
富煌钢构	25.55%	5.89%	23.17%	-35.47%	17.40%	9.50%	19.40%	-90.02%
海波重科	24.91%	44.59%	264.89%	-56.76%	-30.57%	5.42%	245.49%	-59.42%
森特股份	37.21%	14.51%	32.99%	3.63%	9.83%	-3.44%	27.19%	5.95%
杭萧钢构	33.62%	7.26%	35.06%	-24.06%	-26.04%	-17.44%	-27.34%	131.41%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率盈利能力有所回落，资产负债率持续提升。2019 年钢结构板块毛利率较 2018 年小幅下降 0.33 个 pct，其中：**1）鸿路钢构** 毛利率下降 1.4 个 pct 至 14.2%，主要系公司制造加工业务处于产能快速建设期、产能利用率阶段性处于较低水平，短期毛利率有所下滑所致。**2）精工钢构** 毛利率提升 1.5 个 pct 至 15.2%，主要系公司传统钢结构业务利润率持续回升、EPC 业务利润率大幅提升驱动公司整体毛利率明显改善所致。2019 年钢结构板块整体税金占收入比较上年同期小幅下降 0.02 个 pct，基本持平。期间费用率下降 0.3 个 pct，主要系行业融资环境改善，融资成本有所下降所致。资产减值占收入比回落 0.1 个 pct。净利率为 4.6%，提升 0.2 个 pct。经营性现金流情况持续优异，占收

入的比提升 0.12 个 pct; 营运周转率均有所提升, 负债率则较去年同期增加 1.23 个 pct。2020Q1 毛利率 15.5%, 较 19Q1 提升 1.25 个 pct, 在疫情环境下经营仍然较为稳健; 收入减少致周转率有所下降; 资产负债率则延续提升趋势, 行业龙头近期普遍推出再融资方案, 如若顺利发行则有望促进负债率显著下行。

图表 63: 钢结构板块财务数据分析表格 (累计值)

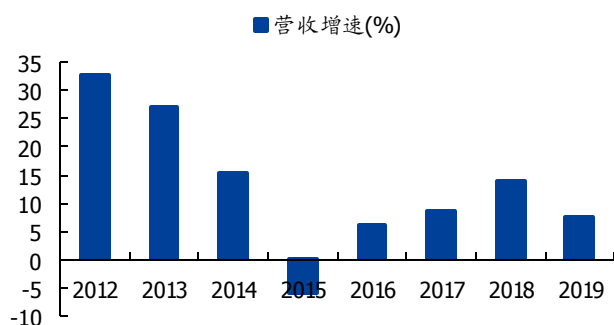
	2018 年	2019Q3	2019 年	2019Q1	2020Q1	2019 年-2018 年	2020Q1-2019Q1
毛利率(%)	15.40	14.80	15.07	14.23	15.48	-0.33	1.25
营业税金/收入比(%)	0.45	0.41	0.46	0.37	0.58	0.02	0.21
销售费用率(%)	1.29	1.23	1.40	1.18	1.49	0.10	0.31
管理费用率(%)	3.03	2.92	2.93	3.51	4.11	-0.10	0.60
财务费用率(%)	1.45	1.30	1.12	1.52	1.53	-0.33	0.00
研发费用率(%)	1.17	1.35	1.24	3.01	3.11	0.07	0.10
费用率合计(%)	6.96	6.79	6.69	9.22	10.24	-0.26	1.01
资产减值损失/收入(%)	1.11	0.75	1.05	0.92	1.81	-0.06	0.89
净利率(%)	4.40	4.71	4.58	4.74	7.04	0.18	2.30
经营性现金流/收入(%)	6.13	5.80	6.25	9.74	4.85	0.12	-4.90
收现比(%)	97.45	101.38	94.97	116.02	133.38	-2.48	17.36
应收账款周转率	3.73	2.96	3.82	0.93	0.64	0.10	-0.29
存货周转率	1.84	1.35	1.90	0.41	0.27	0.06	-0.15
资产负债率(%)	60.28	60.85	61.51	60.26	61.49	1.23	1.22

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.5. 装饰

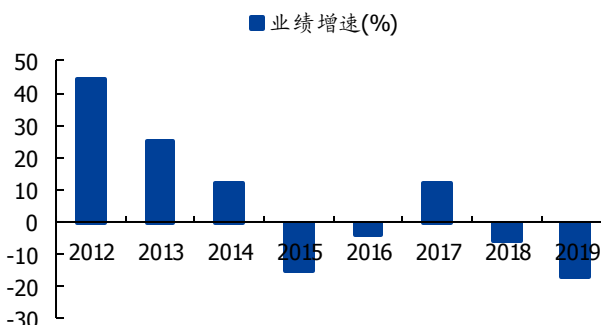
地产融资趋紧, 装饰板块整体营收与业绩增速有所下滑。2019 年装饰板块营收/业绩增速分别为 7.4%/-17.2%, 分别较 2018 年变动-6.5/-11.6 个 pct。2016 年以来上市公装公司增长重要驱动力为住宅精装修行业的快速发展, 但随着近两年房地产融资收紧, 房企现金流压力增大, 住宅精装修业务回款风险加大, 部分装饰企业主动收缩相关业务规模, 导致 2019 年营收及业绩增长放缓。虽然今年酒店及商业受到疫情明显冲击, 预计对行业需求恢复产生一定压力, 但我们预计 Q1 为装饰需求全年低点, 后续会略有恢复。

图表 64: 装饰板块年度营收增速



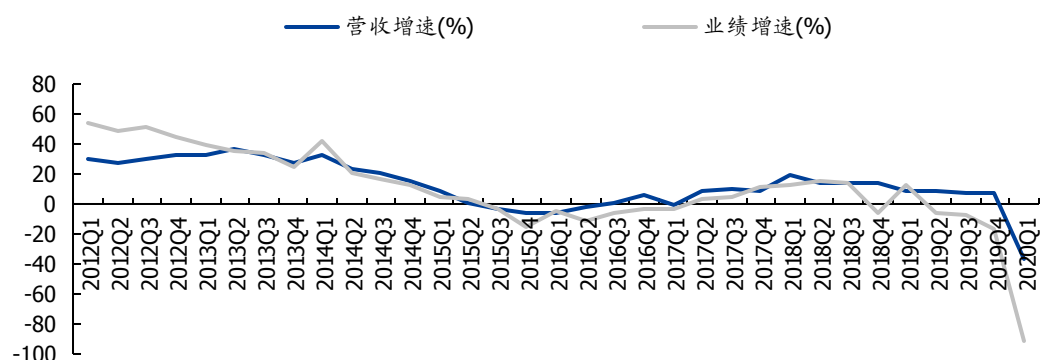
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 65: 装饰板块年度业绩增速



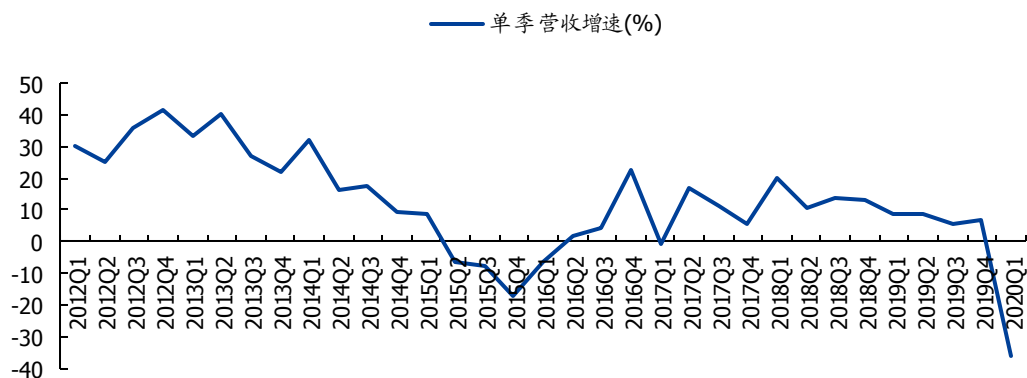
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 66: 装饰板块季度累计营收及业绩增速



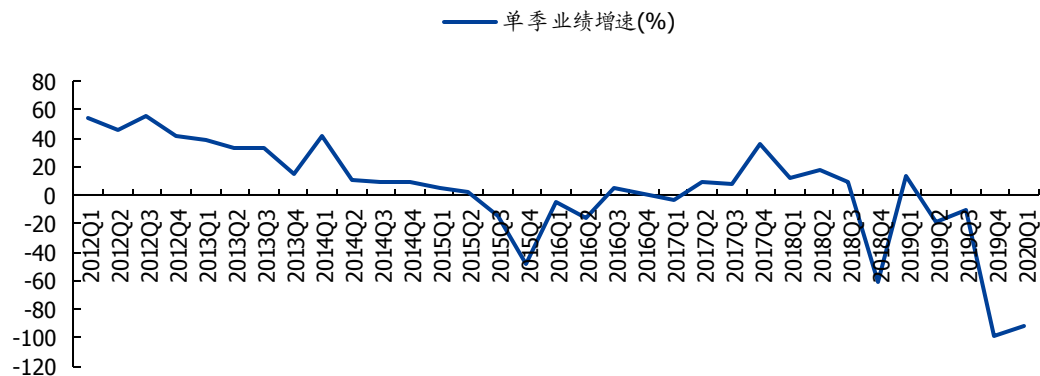
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 67: 装饰板块单季营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 68: 装饰板块单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

板块内部分化明显，龙头公司经营稳健。2019 年装饰板块收入增速前三为金螳螂、名雕股份、江河集团，业绩增速排名前三分别为洪涛股份、中装建设、维业股份，装饰板块公司结构分化明显，龙头公司持续稳健增长并展现较好盈利水平，中小上市装企盈利波动性加大，预计未来行业将继续向龙头公司集中。其中：**1）金螳螂**营收同比增长 23%，业绩同比增长 11%，营收及业绩绝对额均创新高，彰显装饰龙头稳健成长实力。**2）亚厦股份** 2019 年实现营收/业绩增长 17%/15%，盈利呈现触底回升趋势，2019 年公司完成新一届董事会及管理层换届，积极推动业务结构优化，公共建筑、企业自用办公楼等高质量订单占比持续提升，有望推动公司盈利能力持续改善。预计随着公司所承接较高质量公装订单不断转化，2020 年有望继续稳健增长。近年来，装饰龙头亚厦股份、金螳螂均推出各自的装配式装修产品或者样板工程，其中亚厦股份装配式装修产能有望在今年快速释放，装饰行业迎来装配式变革期，具有领先技术、产能优势的装饰龙头有望显著受益。

图表 69：装饰板块收入和业绩增速表（累计值）

公司名称	收入增速				业绩增速			
	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1
洪涛股份	17.86%	2.67%	38.56%	-30.86%	-407.58%	108.65%	23.11%	-90.83%
中装建设	30.66%	17.21%	8.19%	-35.25%	3.94%	48.19%	4.98%	-47.67%
维业股份	22.31%	3.82%	-10.84%	-52.38%	-12.69%	27.62%	-19.31%	-127.78%
亚泰国际	26.06%	9.17%	8.09%	-21.47%	6.02%	16.67%	22.75%	-47.06%
亚厦股份	1.44%	17.24%	5.30%	-24.97%	2.36%	15.41%	0.75%	-33.92%
金螳螂	19.49%	22.90%	19.57%	-28.66%	10.68%	10.64%	8.66%	-44.27%
瑞和股份	20.20%	5.65%	7.85%	-49.50%	11.45%	5.74%	11.20%	-95.96%
全筑股份	40.98%	6.37%	7.30%	-47.88%	58.10%	-19.91%	32.45%	-54.47%
宝鹰股份	-4.31%	-2.61%	24.57%	-37.42%	-22.26%	-26.73%	6.62%	-79.66%
柯利达	17.21%	-4.12%	-8.10%	-5.94%	1.31%	-36.13%	6.46%	-52.37%
江河集团	4.84%	17.26%	0.84%	-24.00%	30.47%	-42.02%	20.35%	-80.72%
名雕股份	2.64%	17.57%	12.51%	-24.93%	-10.94%	-47.25%	3.66%	-47.53%
奇信股份	27.66%	-19.70%	0.74%	-61.96%	12.65%	-48.89%	4.34%	-166.67%
广田集团	14.86%	-9.39%	-5.68%	-43.97%	-46.13%	-58.70%	-27.62%	-273.02%
建艺集团	21.21%	1.73%	7.55%	-43.17%	0.84%	-76.19%	12.13%	-85.38%
美芝股份	1.29%	-4.81%	-29.96%	-48.75%	-37.53%	-167.24%	-33.18%	-408.24%
东易日盛	16.36%	-9.62%	11.09%	-75.69%	16.12%	-198.66%	-28.38%	-192.68%
弘高创意	-18.49%	-42.56%	7.09%	-95.06%	105.10%	-4610.10%	108.57%	-383.61%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

毛利率下降，研发费用减少致费用率下降，现金流有所好转。2019 年装饰板块毛利率较去年同期下降 0.5 个 pct，主要系低利润住宅精装修业务贡献收入占比提升所致。税金占收入基本持平。期间费用率同比下降 0.7 个 pct，主要系研发费用率下降较多所致。资产减值占收入比小幅下降 0.01 个 pct，净利率 3.5%，下降 1.0 个 pct。经营性现金流净额占收入比较去年同期提升 1.7 个 pct，收现比下降 2.4 个 pct，住宅精装修业务占比提升致收现比下降，但向上游材料及劳务供应商支付显著放缓，付现比下降幅度更大，导致现金流有所好转。负债率有所提升，存货周转率提升 0.6 次，应收账款周转率基本平稳。

图表 70: 装饰板块财务数据分析表格 (累计值)

	2018 年	2019Q3	2019 年	2019Q1	2020Q1	2019 年-2018 年	2020Q1-2019Q1
毛利率(%)	17.68	17.03	17.18	17.50	16.39	-0.51	-1.12
营业税金/收入比(%)	0.36	0.32	0.34	0.42	0.45	-0.03	0.03
销售费用率(%)	2.33	2.31	2.21	2.81	3.54	-0.12	0.74
管理费用率(%)	3.70	3.74	3.67	4.50	6.21	-0.03	1.71
财务费用率(%)	1.43	1.55	1.42	1.96	2.89	-0.02	0.93
研发费用率(%)	1.38	0.96	0.88	2.69	3.60	-0.50	0.92
费用率合计(%)	8.84	8.56	8.18	11.95	16.25	-0.66	4.30
资产减值损失/收入(%)	0.35	3.90	0.34	2.47	4.48	-0.01	2.00
净利率(%)	4.43	4.82	3.47	5.21	0.56	-0.96	-4.65
经营性现金流/收入(%)	2.03	-3.87	3.74	-19.81	-41.08	1.71	-21.26
收现比(%)	90.84	90.37	88.41	117.28	172.71	-2.43	55.43
应收账款周转率	1.33	0.91	1.29	0.26	0.18	-0.03	-0.08
存货周转率	12.24	8.45	12.86	2.28	0.62	0.62	-1.66
资产负债率(%)	63.47	63.38	64.99	61.71	62.50	1.51	0.80

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

订单增长趋势性放缓。装饰板块主要上市公司整体 19Q1/19Q2/19Q3/19Q4/20Q1 季度订单分别增长 10.5%/-8.6%/3.3%/-7.1%/-34%，19Q4 及 20Q1 订单增速均持续下滑。其中：**1）金螳螂** 2019 年新签订单同比稳健增长 13%，预计公司营销策略已有所调整，公司增强了项目利润率与回款条件较好的传统公装业务承接力度，主动放弃了部分回款条件较差的地产类项目，以求稳健可持续发展。**2）亚厦股份** 2019 年订单较快增长 24%，2020Q1 订单逆势增长 14%，主要系公装主业触底回升、装配式装修业务逐渐放量所致，公司当前已承接成都当代璞誉、郑州启迪、长安通讯和上虞江与城等装配式装修项目，装配式装修业务已初步得到市场认可，目前公司装配式工厂持续建设，已具备一定量产能力，预计今年下半年公司有望开始交付前述项目，装配式装修业务有望放量，全年订单有望达 15 亿元、收入有望达到 5 亿元。

图表 71: 装饰板块主要公司新签订单情况 (亿元)

公司简称	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	2019Q1 增速	2019Q2 增速	2019Q3 增速	2019Q4 增速	2020Q1 增速
金螳螂	107.04	117.66	109.54	108.04	60.46	30.43%	21.06%	3.65%	0.63%	-43.52%
江河集团	48.44	66.09	51.82	57.65	36.93	35.57%	36.72%	15.00%	-30.43%	-23.76%
广田集团	30.20	41.68	53.49	32.62	18.30	-24.67%	-48.38%	19.48%	-28.99%	-39.40%
亚厦股份	30.98	39.81	41.68	32.78	35.42	119.41%	12.14%	13.29%	6.71%	14.33%
宝鹰股份	11.17	17.33	21.04	11.83	6.31	-65.02%	-58.80%	-20.99%	-25.64%	-43.51%
全筑股份	25.03	42.46	26.58	22.97	18.37	16.09%	-0.54%	18.71%	8.61%	-26.61%
奇信股份	4.75	13.48	8.58	7.46	4.32	-51.43%	-29.02%	-33.80%	-35.43%	-9.05%
东易日盛	11.46	12.55	11.26	8.38	5.05	8.72%	7.29%	-5.30%	-0.79%	-55.93%
中装建设	12.40	17.57	16.84	20.80	9.64	-26.89%	10.43%	11.01%	98.47%	-22.26%
瑞和股份	12.76	11.78	8.66	11.60	5.45	94.48%	-17.74%	-39.19%	-12.58%	-57.29%
建艺集团	6.13	4.26	9.21	11.20	4.03	-29.86%	-57.65%	18.23%	58.42%	-34.26%
洪涛股份	9.96	6.39	5.58	9.60	4.85	32.84%	-49.57%	-45.29%	-36.30%	-51.31%

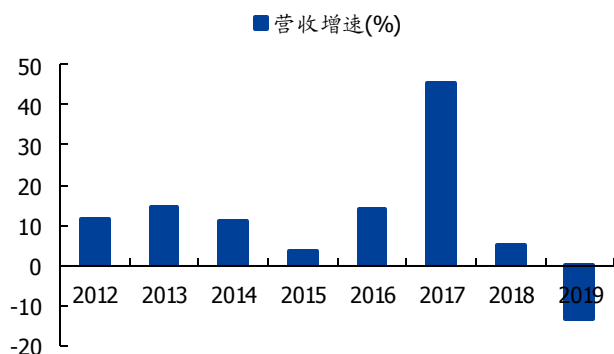
维业股份	10.63	6.60	6.30	4.91	5.42	121.00%	-7.43%	-21.54%	17.46%	-49.01%
柯利达	6.35	5.41	9.50	11.13	1.28	14.00%	22.12%	33.99%	187.60%	-79.84%
名雕股份	0.93	2.44	2.30	1.93	0.81	-6.96%	33.33%	51.32%	8.43%	-13.05%
合计	328.23	405.51	382.38	352.90	216.64	10.53%	-8.58%	3.29%	-7.05%	-34.00%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

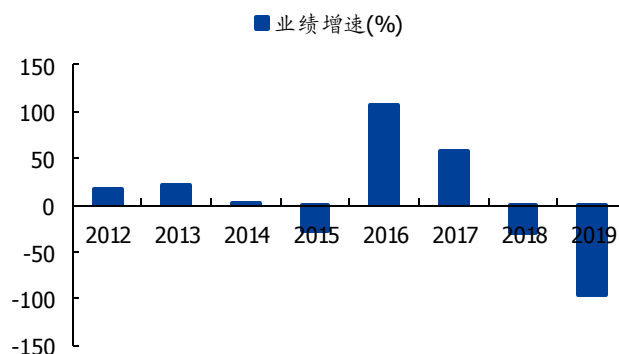
4.6. 园林 PPP

板块营收及业绩延续回落趋势，Q4 部分龙头已出现改善迹象。在经历 2017 年以来地方政府去杠杆、2018 年信用收缩、2019 年龙头企业控股权接连转让，生态园林行业供给侧持续收缩，板块整体收入及业绩持续下滑。虽然 2019 年三四季度开始东方园林等部分龙头企业呈现出边际好转迹象，但 2019 年全年及 2020Q1 行业板块整体表现依然尚不理想，2019 年园林 PPP 板块实现营收与业绩增速分别为-13.6%/-96.3%，同比下降 18.5/65.6 个 pct，因此后续行业经营层面依然需要持续观察。

图表 72: 园林 PPP 板块年度营收增速



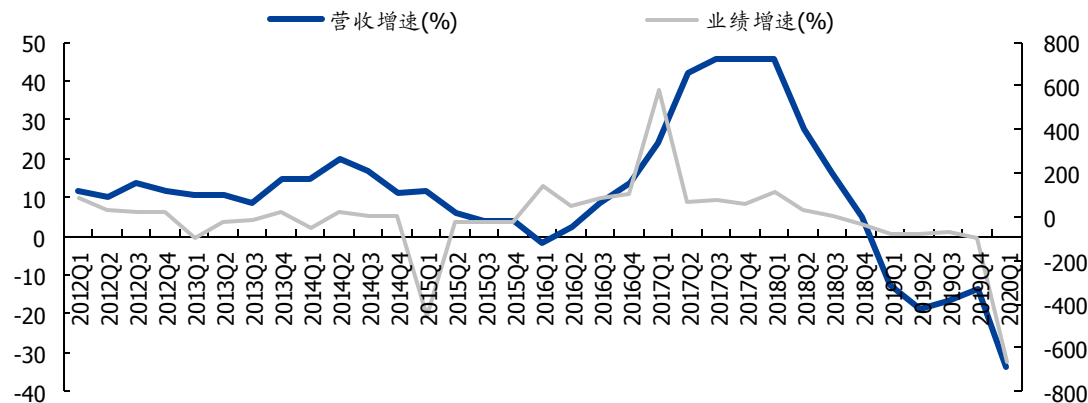
图表 73: 园林 PPP 板块年度业绩增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

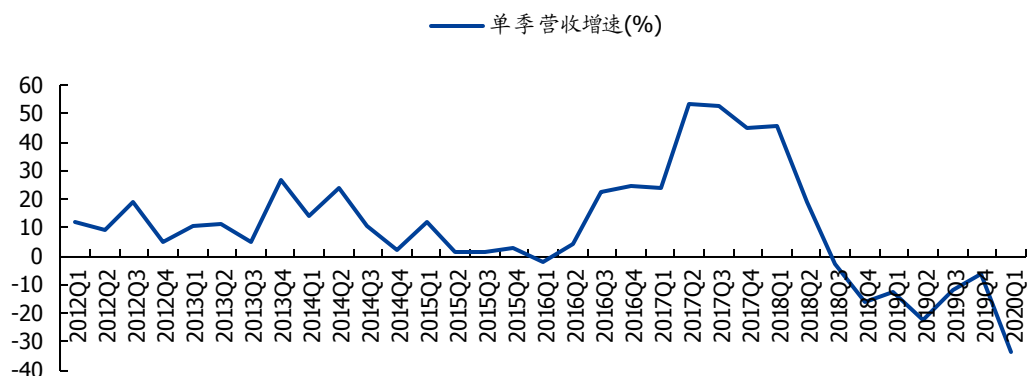
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 74: 园林 PPP 板块季度累计收入及业绩增速



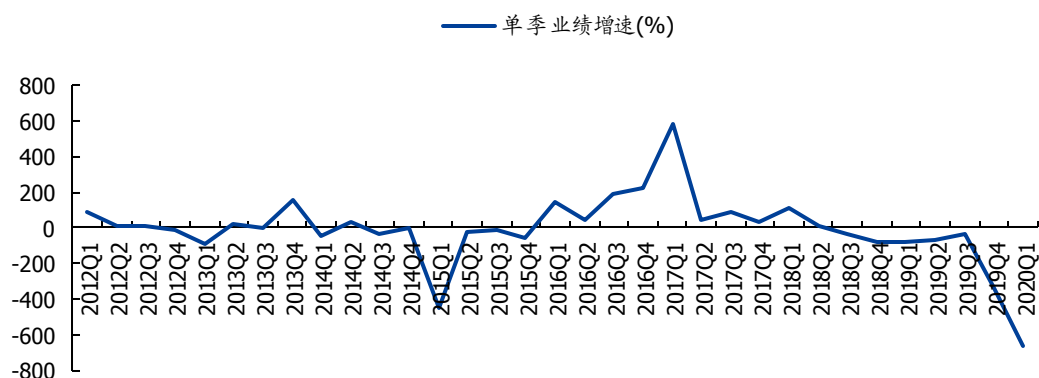
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 75: 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 76: 园林 PPP 板块单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 77: 园林 PPP 板块收入和业绩增速表 (累计值)

公司名称	收入增速				业绩增速			
	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1
乾景园林	-35.76%	2.12%	-27.70%	-71.91%	-106.97%	368.45%	37.72%	-475.73%
云投生态	12.48%	-10.19%	-21.10%	-49.46%	41.43%	114.05%	118.55%	-606.57%
丽鹏股份	-32.83%	-6.04%	-17.66%	-65.79%	-977.04%	104.28%	39.53%	-168.02%
绿茵生态	-26.56%	39.59%	51.92%	-6.17%	-14.41%	36.90%	21.85%	-2.10%
杭州园林	185.01%	58.26%	-46.59%	22.40%	50.60%	27.49%	19.52%	7.78%
东珠生态	30.17%	26.53%	18.49%	-4.01%	34.18%	10.96%	11.82%	-3.31%
龙元建设	13.09%	6.01%	8.31%	-19.27%	52.05%	10.69%	21.13%	-29.55%
大千生态	18.25%	14.63%	9.93%	-25.54%	15.04%	4.46%	135.15%	-18.18%
元成股份	47.80%	-19.00%	26.53%	-48.23%	47.50%	0.87%	63.64%	-85.94%
农尚环境	8.39%	0.55%	11.48%	-9.62%	0.69%	0.54%	6.36%	-75.94%

文科园林	11.06%	1.73%	1.41%	-38.44%	3.27%	-1.78%	6.37%	-169.58%
花王股份	21.95%	-2.35%	23.96%	-79.33%	-41.45%	-2.54%	51.98%	-184.73%
岳阳林纸	14.15%	1.33%	-12.83%	-10.19%	5.21%	-14.38%	-121.17%	368.90%
天域生态	10.61%	-20.08%	7.20%	-48.88%	-24.45%	-32.99%	125.47%	-735.72%
诚邦股份	3.89%	17.57%	-19.80%	7.96%	-18.08%	-43.79%	-132.98%	28.94%
美尚生态	-0.21%	-15.37%	-2.70%	-59.70%	36.13%	-44.61%	-5.86%	-402.48%
岭南股份	85.05%	-10.02%	11.39%	-72.49%	52.90%	-57.92%	-64.18%	-643.58%
蒙草生态	-31.52%	-25.36%	-6.72%	-58.82%	-75.85%	-70.09%	21.87%	-180.55%
美晨生态	-10.23%	-15.35%	-31.53%	-24.02%	-38.95%	-78.30%	-30.83%	-159.11%
东方园林	-12.69%	-38.82%	-60.10%	-56.45%	-26.72%	-96.75%	-2851.52%	-6.68%
铁汉生态	-5.36%	-34.62%	-25.40%	-67.18%	-59.81%	-399.75%	-29.09%	-97.24%
海南瑞泽	8.46%	-17.44%	-14.54%	-40.40%	-30.69%	-437.29%	6.96%	-148.06%
棕榈股份	1.44%	-49.17%	-31.28%	-35.62%	-83.50%	-2055.11%	-3307.21%	-35.92%
普邦股份	6.42%	-18.74%	-25.03%	-43.77%	-71.84%	-2449.35%	-7.24%	-476.91%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

盈利能力下降, 费用率上升, 现金流略有好转。2019 年园林 PPP 板块毛利率为 18.0%, 较 2018 年回落 2.7 个 pct, 税金占收入比下降 0.02 个 pct。期间费用率上升 0.9 个 pct, 主要是财务费用率上升幅度较高。资产减值占收入比与上年相比提升 2.2 个 pct。净利率为 0.2%, 同比大幅下降 5.8 个 pct。经营性现金流+投资性现金流占收入的比幅度较上年收窄 6.3 个 pct, 收现比提升 5.9 个 pct, 主要系行业内公司主动或被动收缩业务, 加强回款所致。整体负债率提升 2.0 个 pct, 存货和应收账款周转率均有所下降。2020Q1 板块毛利率 16.6%, 较 19Q1 显著回落 1.4 个 pct; 经营性现金流+投资性现金流占收入的比为 -88.6%, 较上年下滑 41.9 个 pct; 收现比 146%, 同比大幅提升 32.9 个 pct; 周转率小幅下降; 负债率则延续提升趋势。

图表 78: 园林 PPP 板块财务数据分析表格 (累计值)

	2018 年	2019Q3	2019 年	2019Q1	2020Q1	2019 年-2018 年	2020Q1-2019Q1
毛利率(%)	21.98	19.50	19.24	18.00	16.57	-2.74	-1.43
营业税金/收入比(%)	0.49	0.44	0.47	0.48	0.79	-0.02	0.30
销售费用率(%)	1.45	1.54	1.52	1.74	2.10	0.07	0.36
管理费用率(%)	5.88	6.46	5.81	7.93	9.43	-0.07	1.50
财务费用率(%)	3.23	4.68	4.20	5.49	8.55	0.97	3.06
研发费用率(%)	0.89	0.82	0.82	2.18	2.57	-0.07	0.39
费用率合计(%)	11.45	13.50	12.34	17.34	22.65	0.89	5.31
资产减值损失/收入(%)	3.01	1.51	5.18	1.24	2.63	2.17	1.38
净利率(%)	5.96	2.95	0.21	0.73	-7.37	-5.75	-8.10
经营+投资性现金流/收入(%)	-18.71	-20.45	-12.42	-46.68	-88.62	6.29	-41.94
收现比(%)	71.49	77.12	77.39	113.37	146.24	5.90	32.88
应收账款周转率	2.20	1.32	1.81	0.37	0.25	-0.39	-0.12
存货周转率	1.02	0.57	0.84	0.17	0.10	-0.18	-0.06
资产负债率(%)	65.93	66.87	67.95	65.06	67.56	2.02	2.50

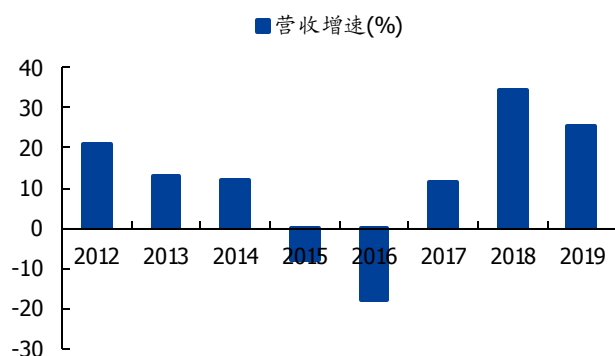
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

今年是基建加力之年，预计生态园林投资建设需求还将旺盛，行业各公司增长取决于自身在手现金、负债率水平以及加杠杆意愿。

4.7. 化学工程

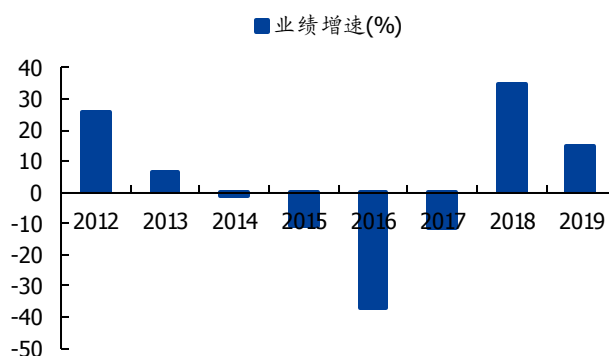
2019 年化学工程板块营收与业绩有所放缓，油价暴跌背景下行业需求短期可能承压。2019 年化学工程板块营收和业绩分别增长 25.4%/14.9%，较 2018 年分别变化-9.2/-20.1 个 pct。2019 年业绩放缓主要因：2018 年是在 2017 年行业经营低谷后的反转年份，低基数下增速极高。2019 年制造业领域投资增速表现平稳，石油价格全年稳定在 50-70 美元之间，行业运行基本平稳，化工及石化投资稳健增长。2020Q1 营收/业绩同比下滑 26.7%/32.67%，在国际油价暴跌叠加新冠疫情因素影响下行业投资可能承压，对短期经营构成较大影响。

图表 79: 化学工程板块年度营收增速



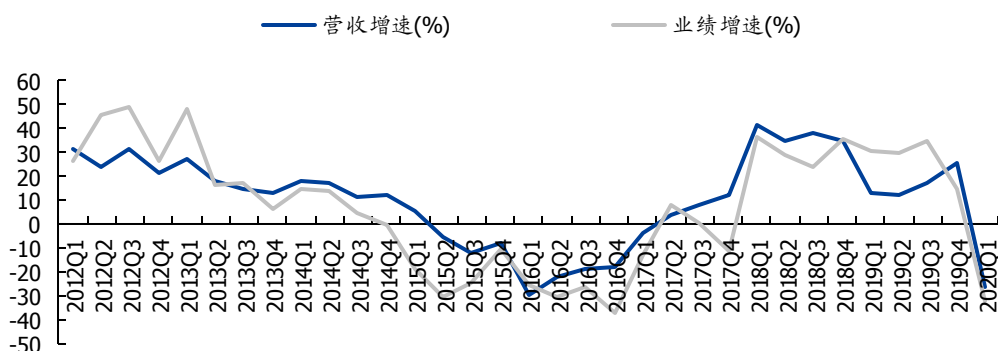
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 80: 化学工程板块年度业绩增速



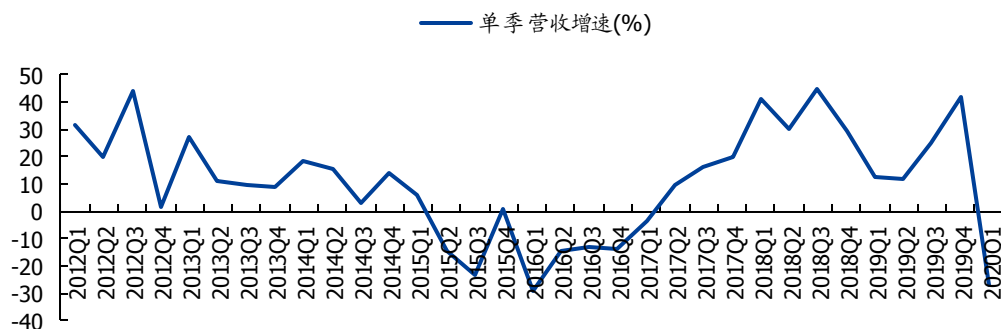
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 81: 化学工程板块季度累计收入及业绩增速



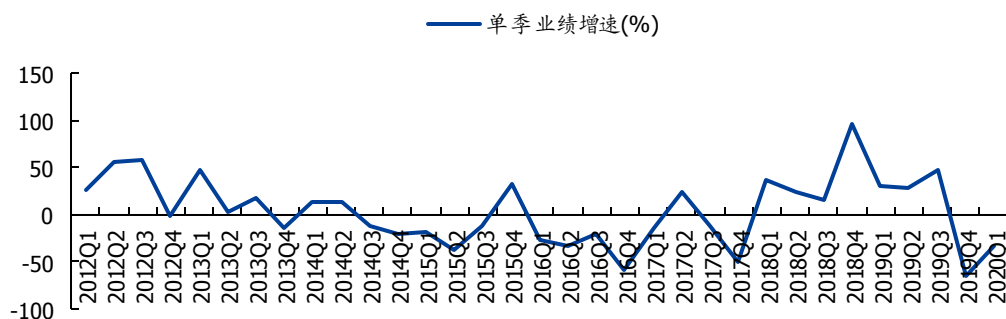
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 82: 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 83: 化学工程板块单季业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019 年化学工程板块营收业绩运行平稳, 收入增速排名前三的为镇海股份、三联虹普、中国化学; 业绩增速排名前三的别为三维工程、三联虹普、中国化学。其中龙头公司中国化学营收增长较快主要因前期订单大幅增长; 业绩增长 58%, 主要因收入增长较快, 同时各项费用率及有效所得税率降低所致。2020Q1 在油价暴跌和新冠疫情背景下化学工程板块大多企业营收与业绩增速均出现回落。

图表 84: 化学工程板块收入和业绩增速表 (累计值)

公司名称	收入增速				业绩增速			
	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1
三维工程	-30.59%	20.56%	7.20%	-58.57%	-30.16%	93.45%	-36.27%	-31.41%
三联虹普	111.28%	35.76%	59.62%	-18.35%	25.20%	62.42%	15.14%	0.46%
中国化学	39.05%	27.85%	18.77%	-23.61%	24.05%	58.48%	55.61%	-14.93%
东华科技	38.68%	12.00%	5.73%	-40.28%	334.84%	19.34%	17.68%	3.20%
镇海股份	116.81%	62.96%	21.92%	4.17%	20.99%	7.13%	-21.28%	3.45%
延长化建	-4.20%	6.55%	-30.03%	-50.79%	44.37%	5.09%	-38.86%	-142.86%
航天工程	33.17%	9.69%	9.26%	-72.87%	17.79%	-31.50%	-35.70%	-201.24%
百利科技	98.13%	18.07%	25.68%	-50.07%	38.29%	-516.86%	30.86%	-135.66%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019 年板块毛利率下降，费用率控制较好，现金流整体表现突出。2019 年化学工程板块毛利率较 2018 年下降 1.1 个 pct，主要因部分企业非化工业务占比提升，以及行业竞争加剧；税金占收入比下降 0.2 个 pct。期间费用率下降 0.6 个 pct，主要是管理费用率下降幅度较大所致。资产减值占收入比提升 0.48 个 pct。净利率为 2.96%，下降 0.3 个 pct。2019 年经营性现金流与收入的比为 4.33%，虽较去年同期出现下降，但整体仍呈现大幅净流入，表现较好。负债率有所提升，周转率有所改善。2020Q1 化学工程板块毛利率为 11.8%，同比下降 0.5 个 pct，主要受疫情影响。期间费用率合计小幅下降 0.04 个 pct，其中财务费用率明显下降，主要因汇兑收益增加。现金流流出增加，负债率有所提升，周转率则有所下降。

图表 85: 化学工程板块财务数据分析表格 (累计值)

	2018 年	2019Q3	2019 年	2019Q1	2020Q1	2019 年-2018 年	2020Q1-2019Q1
毛利率(%)	12.30	11.99	11.24	12.24	11.77	-1.06	-0.47
营业税金/收入比(%)	0.52	0.35	0.36	0.38	0.45	-0.15	0.07
销售费用率(%)	0.53	0.51	0.51	0.58	0.74	-0.02	0.16
管理费用率(%)	2.98	2.83	2.36	3.58	4.32	-0.62	0.74
财务费用率(%)	0.05	-0.17	0.06	1.07	-0.87	0.01	-1.95
研发费用率(%)	1.33	1.17	1.38	1.74	2.74	0.05	1.00
费用率合计(%)	4.90	4.34	4.32	6.98	6.93	-0.58	-0.04
资产减值损失/收入(%)	1.54	0.85	2.02	0.23	0.93	0.48	0.70
净利率(%)	3.25	4.50	2.96	4.26	3.59	-0.30	-0.67
经营性现金流/收入(%)	5.55	1.34	4.33	-16.23	-44.52	-1.23	-28.28
收现比(%)	83.71	87.96	81.29	92.72	121.82	-2.42	29.10
应收账款周转率	4.44	3.08	4.71	0.91	0.55	0.27	-0.36
存货周转率	4.62	3.29	5.76	0.95	0.63	1.15	-0.32
资产负债率(%)	61.46	63.43	65.13	61.61	63.68	3.67	2.07

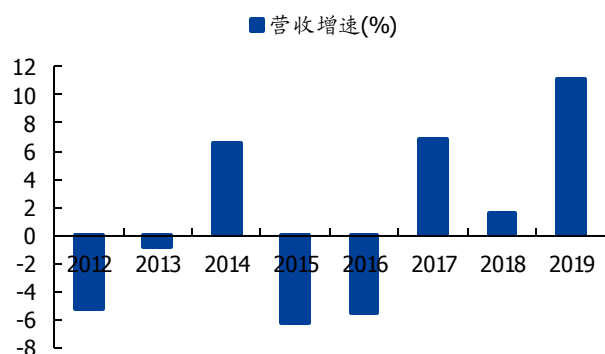
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

今年海外疫情冲击扩散，海外订单执行放缓，油价暴跌之后，下游石化投资需求减弱，因此我们预计化学工程行业今年将承压。

4.8. 国际工程

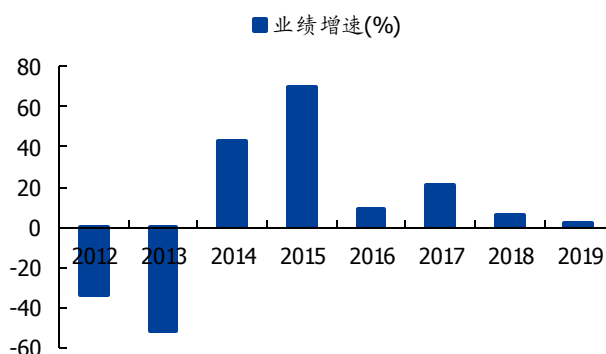
国际政治经济形势及疫情因素制约板块营收与业绩。2019 年国际工程板块营收与业绩分别增长 11.1%/1.9%，较 2018 年分别变动+9.5/-3.9 个 pct，2019 年国际政治经济形势复杂，经济动能放缓，使得部分项目生效滞后。2020Q1 营收业绩分别变动-24.6%/-62.0%，较 2019 年分别下滑 32.6/80.4 个 pct，2020Q1 受疫情因素影响，国际工程公司业务人员及中方分包商人员劳务外派受限，设备供应和运输迟缓，出现工程进度滞后的情况，且随着疫情在境外蔓延加剧，部分国别项目已停工。

图表 86: 国际工程板块年度营收增速



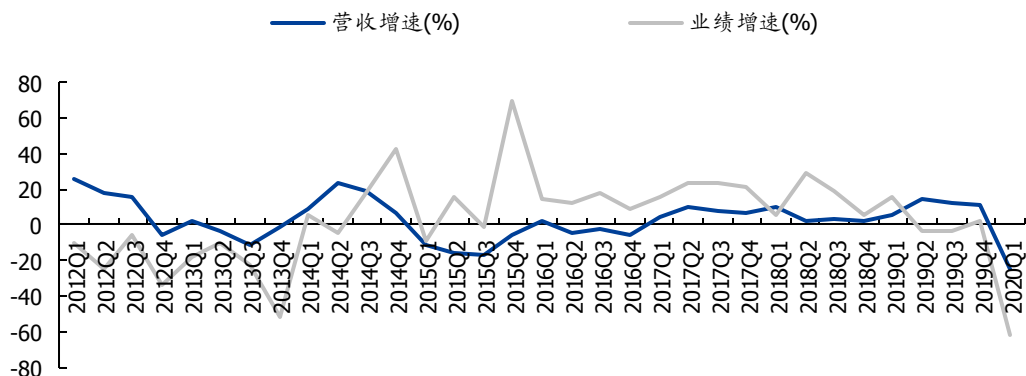
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 87: 国际工程板块年度业绩增速



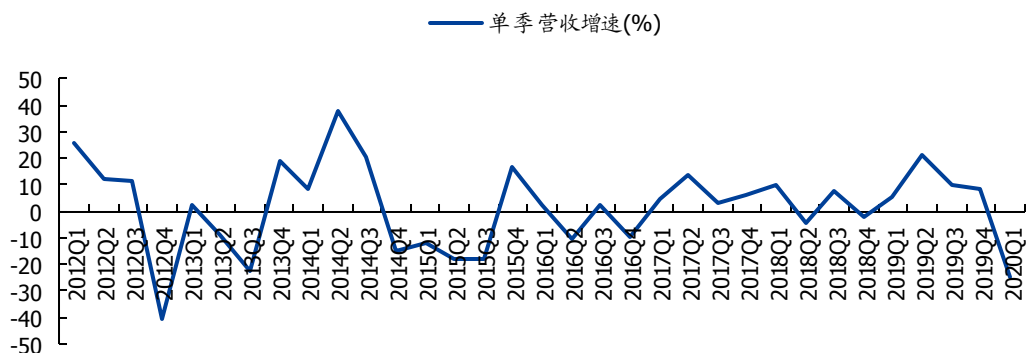
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 88: 国际工程板块季度累计收入及业绩增速



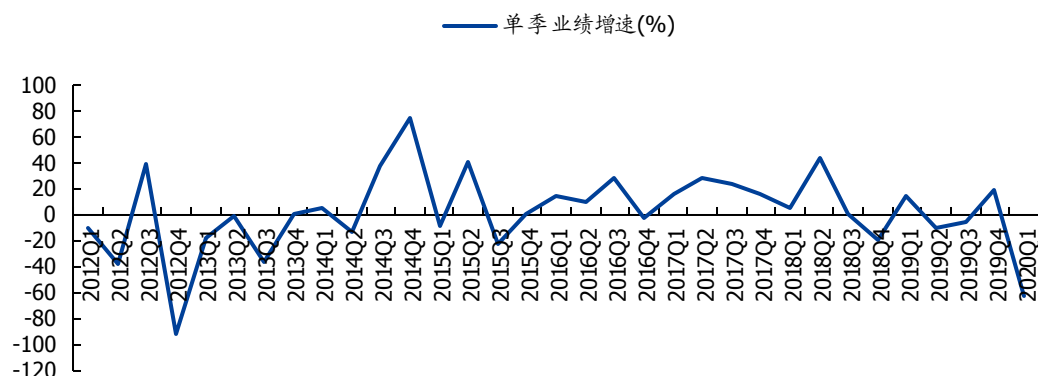
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 89: 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 90: 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

国际工程板块个股之间出现一定分化。2019 年, 国际工程公司个股之间出现较大分化, 其中中钢国际营收增长 60%, 业绩增长 24%, 主要系公司一批在手工程总承包项目顺利投产, EPC 业务收入大幅增长所致。北方国际 2019 年实现营收增长 11%, 业绩增长 20%, 业绩稳健增长主要系 2019 年公司坏账损失大幅减少。中材国际 2019 年实现营收增长 13%, 业绩增长 16%, 表现稳健, “水泥工程+”及多元化业务拓展策略成效渐显, 精细化管理使得盈利能力提升。中工国际 2019 年实现营收下滑 21%, 业绩下滑 22%, 主要系在国际经济环境变差的情况下公司部分项目生效滞后, 导致全年营收与业绩增速下滑。一季度受到海外疫情影响, 国际工程公司收入和业绩大多出现较大幅度下滑, 其中北方国际逆势增长, 主要因公司汇兑收益增加, 及坏账准备冲回较多。

图表 91: 国际工程板块收入和业绩增速表 (累计值)

公司名称	收入增速				业绩增速			
	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1
中钢国际	3.99%	60.32%	65.00%	-12.19%	2.01%	24.01%	72.87%	-94.62%
北方国际	2.58%	10.81%	-26.27%	3.74%	18.01%	19.87%	-45.79%	43.84%
中材国际	9.96%	13.36%	12.04%	-23.98%	39.98%	16.41%	32.04%	-28.57%
中工国际	-6.95%	-21.15%	9.36%	-48.35%	-19.12%	-22.02%	2.47%	-90.84%
中成股份	-42.98%	-6.86%	-70.32%	-36.36%	-4.51%	-89.51%	-95.29%	1142.48%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019 年板块整体毛利率下降, 现金流流出增加。2019 年国际工程板块毛利率较 2018 年下降 0.17 个 pct, 税金占收入比较上年同期提升 0.09 个 pct。期间费用率上升 0.8 个 pct, 主要系财务费用率增加 0.8 个 pct, 原因主要是 2019 年人民币兑美元产生的汇兑收益小于 2018 年。净利率为 6.5%, 下降 0.8 个 pct。经营性现金流流出增加, 与收入的比下降 6.5 个 pct, 营运周转率均有所回升, 负债率则较去年同期下降 0.2 个 pct。2020Q1 受疫情影响毛利率 15.5%, 较 19Q1 回落 2.1 个 pct; 费用率下降 0.5 个 pct, 主要因汇兑收益有所增加。周转率有所回落, 负债率上升 0.8 个 pct。

图表 92: 国际工程板块财务数据分析表格 (累计值)

	2018 年	2019Q3	2019 年	2019Q1	2020Q1	2019 年-2018 年	2020Q1-2019Q1
毛利率(%)	16.79	15.73	16.61	16.67	14.54	-0.17	-2.13
营业税金/收入比(%)	0.25	0.23	0.34	0.21	0.27	0.09	0.07
销售费用率(%)	2.37	2.40	2.33	2.20	3.15	-0.04	0.95
管理费用率(%)	4.59	4.15	4.42	4.23	5.10	-0.16	0.87
财务费用率(%)	-1.11	-1.19	-0.29	2.95	-0.36	0.81	-3.31
研发费用率(%)	0.56	0.49	0.73	1.27	2.22	0.18	0.95
费用率合计(%)	6.41	5.84	7.20	10.65	10.11	0.79	-0.54
资产减值损失/收入(%)	1.23	0.68	1.04	0.23	1.68	-0.18	1.45
净利率(%)	7.24	6.67	6.47	5.69	2.39	-0.77	-3.30
经营性现金流/收入(%)	4.23	-7.56	-2.30	-16.40	-36.32	-6.53	-19.92
收现比(%)	95.33	90.53	82.66	81.08	103.37	-12.66	22.30
应收账款周转率	3.51	2.55	3.68	0.78	0.47	0.17	-0.30
存货周转率	4.85	3.60	5.49	1.12	0.66	0.64	-0.45
资产负债率(%)	63.41	63.92	63.18	62.98	63.77	-0.23	0.79

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

国际工程企业普遍在手订单充裕, 订单保障倍数高, 未来需要关注订单生效情况。中工国际在手订单(生效与未生效合计)与收入比在 6 倍左右, 北方国际为 12 倍, 中钢国际为 3.2 倍。中材国际在手生效未完成订单 439 亿, 大约为收入的 2 倍。未来需紧密观察海外疫情变化, 以及跟踪重点国别市场的政治经济环境情况, 如发生积极变化, 在手订单将加速生效, 业绩将有望加速。

图表 93: 国际工程公司订单情况

公司	2018 年订单	2019 年订单	2020Q1 在手订单	2020Q1 订单	在手订单/收入	单位
中工国际	20.70	18.99	88.12	0.44	5.86	亿美元
北方国际	11.20	30.22	179.92	2.73	11.53	亿美元
中钢国际	261.75	71.15	434.19	37.13	3.24	亿元
中材国际	309.86	312.86	438.59	64.79	1.80	亿元

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 投资建议及重点标的评述

5.1. 投资建议

今年国内逆周期调节势在加力, 近期政治局会议要求确保实现小康社会目标, 强化“稳增长”信心, 并出采取“适当提高财政赤字率”与“发行特别国债”等“一揽子”宏观政策措施, 逆周期调控政策持续加码。财政部表示拟再提前下达 1 万亿新增专项债额度, 并力争 5 月底发行完毕, 基建资金来源有望进一步改善。此外, 近期基建 REITs 政策重磅出台, 将有望成为盘活我国巨量存量基建资产的利器, 促地方政府及相关投资人降低杠杆、增加基建资金新来源、打开基建发展新空间。

全球疫情冲击的后续影响还将逐渐显现，经济诸多领域情况还十分不确定，而国内基建发力政策趋势明确，基本面有上行迹象，在当前估值和持仓较低情况下，建议积极加配建筑股。重点推荐基建央企**中国交建**（6.1XPE, 0.65XPB）、**葛洲坝**（5.7XPE, 0.98XPB）、**中国铁建**（5.8XPE, 0.77XPB）、**中国中铁**（6.3XPE, 0.75XPB），区域基建设计龙头**中设集团**（PE10X）、**苏文科**（PE11X）、**勘设股份**（PE7X）；受益于基建 REITs 政策具备基础设施领域专业服务能力的民营 PPP 龙头**龙元建设**（14XPE, 1.34XPB）；具有较好成长性的装配式钢结构龙头**鸿路钢构**（PE13X）、**精工钢构**（PE12X），工业化内装龙头**亚厦股份**（PE22X）、**金螳螂**（PE8X）。

5.2. 重点标的评述

中国交建:

1) 公司是全球领先的特大型基础设施综合服务商，于 2007 年开始发展基础设施投资类项目，以获得包括合理设计、施工利润之外的投资利润，从而实现从承包商、制造商向投资商、运营商的转型升级。经过多年发展，投资业务规模稳步扩大，效益逐年攀升，正在成为公司持续健康发展的新引擎。2) 公司运营类资产规模自 2010 年至今持续提升，目前运营类资产规模已达 2121 亿元，较 2010 年已扩大十余倍。公司目前运营类资产规模基本都是高速公路，进入运营期的高速公路项目有 20 个，合计总投资规模 1664 亿元，2019 年运营类业务贡献收入 63.22 亿元，同增 37%。中国交建作为央企基建龙头公司，旗下优质的特许经营权类资产丰富，则有望充分受益于国内 REITs 发展。3) 公司已开始积极推动基建资产证券化，2016 年公司投资类项目资产证券化工作率先取得破题进展，利用中交路桥基金盘活重庆丰涪、丰石、铜合和佛山广明四条高速公路资产。2017 年公司通过产权交易所公开挂牌，成功转让贵州贵瓮、陕西榆佳、湖北通界三条高速公路资产；中交疏浚成功在上交所发行以应收账款为基础资产的 ABS 产品。4) 预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.33/1.46/1.59 元，当前股价对应 PE 分别为 6.1/5.5/5.1 倍。

葛洲坝:

1) 在水务、水电站、公路等领域均拥有较多的运营类资产，包括 58 座水厂（水处理规模达到 300 万吨/日）、1000 余公里管网、33 个泵站、5 座水电站、总里程 457 公里的高速公路。2) 水泥业务主要位于湖北地区，一季度受疫情影响预计较大，但随着湖北地区未来逐步复工及中央优惠政策加码，预计全年收入仅小幅下滑。施工业务位于全国及海外各地，一季度疫情结束后可以通过赶工逐步追回进度，预计全年收入仍能实现增长。3) 从国家政策上看，目前从去杠杆过渡到稳杠杆阶段，公司当前表观资产负债率在 75% 以下，持续去杠杆已经接近尾声。预计未来发行永续债等融资方式将减少，对归母净利润影响将逐步减小。同时公司当前承接 PPP 项目明显减少，部分项目逐步进入回购期，资本开支压力预计也将下降。预计未来公司现金流压力有望明显缓解。4) 预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.15/1.26/1.39 元，当前股价对应 PE 分别为 5.7/5.2/4.7 倍。

中设集团:

1) 2019 年实现营收 46.9 亿元，同增 12%；实现归母净利润 5.2 亿元，同增 31%，自 2016 年至今公司已连续 4 年保持业绩 30% 以上的较快增速，展现优异成长性。2) 2019 年公司在面临省内重大基建项目阶段性较少的情况下大力拓展新型轨道交通、智慧城市、环保等交通和城市基建领域，在智慧环保、水务、EPC 等新兴业务方面取得了较好进展，全年新承接订单额 80 亿元，同增 25%，其中勘察设计类业务新承接订单额 64 亿元，同增 12%，勘察设计类订单/勘察设计类收入覆盖率为 160%，订单较为饱满。公司计划 2020 年新承接订单增长 15%-35%、营收及业绩增长 10%-30%，持续稳健增长可期。3) 预测公司 2020-2022 年 EPS 为 1.35/1.63/1.93 元，当前股价对应 PE 分别为 10/8/7 倍。

苏文科:

1) 剔除 TestAmerica 及 EPITSA 影响, 公司 2019 年实现归母净利润 7.7 亿元, 同增 27%, 国内核心业务增长较为稳健。2) 开拓新基建领域, 公司正加速布局智能交通和数字化领域并积累一定成果, 未来落地可期。此外, 公司持续提升环境咨询与检测业务能力, 2019 年公司环境实验室新增检测项目 58 项, 水、气、土、危废检测项目由原 348 项提升至 406 项, CMA 检测项目能力进一步提升, 未来有望成为公司新增长点。3) 预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.85/0.99/1.16 元, 当前股价对应 PE 分别为 11/9/8 倍。

龙元建设:

1) 公司于 2011 年开始探索基础设施投资, 2014 年积极响应国家相关政策, 率先进入政府与社会资本合作 (PPP) 市场, 凭借先发策略、专业团队、建筑施工等优势, 迅速实现在城市基础设施及公共服务设施投资、建设、运营服务方向的业务布局。2) 截至 2019 年末, 公司累计中标 PPP 项目超 850 亿, 按行业分类统计, 除城镇综合开发和市政工程外, 教育、医疗、文化、体育、环保、旅游等民生类强运营项目占比近几年持续提升。此外还将持续关注行业发展, 积极把握国家重点投向、新基建、城市化等方向, 结合集团产业布局, 挖掘适合公司发展的业务机会与模式。3) 利用资源整合的优势, 提供 PPP 全生命周期的一站式综合服务, 具备基建二级市场衍生出的评价、咨询、投资管理能力。4) 预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.70/0.77/0.85 元, 当前股价对应 PE 分别为 14/12/11 倍。

鸿路钢构:

1) 3 月 25 日湖北除武汉外地区已解封, 预计 3 月底以来公司生产经营逐步恢复, 进入 Q2 以来公司通过增加排班、加大产线工人招募等方式加紧赶工, 预计 Q2 公司订单与盈利增速有望加快回升, 随着新建产能持续释放, 全年仍有望实现较快增长。2) 公司 2019 年新签合同总共约为 149.4 亿元, 较上年同期增长 27%。2020Q1 新签订单 27.3 亿元, 主要为材料订单, 虽然同比下滑约 13%, 在今年疫情冲击背景下未大幅下滑较为可贵。3) 公司公告拟发行可转债募资不超过 18.9 亿元, 主要用于生产基地产能扩建。当前公司处于较快成长期, 募集资金将为公司后续产能建设提供新增动力, 持续强化中长期成长趋势。截至 2019 年底, 公司钢结构产能/产量分别达到 240/187 万吨, 分别同增约 50%/30%, 公司计划 2021 年底达到 400 万吨的年产能扩张目标, 未来随着公司产能不断扩张及释放, 未来有望持续较快成长。4) 预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.25/1.54/1.87 元, 当前股价对应 PE 分别为 13/11/9 倍。

精工钢构:

1) 公司 2020Q1 实现营收 23.5 亿元, 同增 6%, 在 Q1 疫情影响下, 公司仍能实现稳健增长主要系传统钢构和集成建筑业务加快增长, Q1 在建项目显著多于去年同期所致; 实现归母净利润 1.3 亿元, 同增 20%, 逆势增长, 表现优异。2) 2019 年新签订单总额 140.4 亿元, 同增 15%, 已连续三年订单超百亿, 在手订单充足, 预计随着公司钢构 EPC 及集成建筑业务持续拓展, 在手订单不断转化, 全年有望持续较快增长。3) 预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.28/0.34/0.42 元, 当前股价对应 PE 分别为 12/10/8 倍。

亚厦股份:

1) 公司 2019 年实现归母净利润 4.3 亿元, 同增 15%, 公装主业持续回升。其中 Q4 业绩大幅增长 125%, 主要系公司订单质量提升、加速转化, 2018Q4 业绩 (0.57 亿元) 基数较低所致。2) 2019 年公司新签订单总额 145.3 亿元, 同比较快增长 24%, 有望促公司今年继续稳健增长。3) 公司装配式装修体系技术实力雄厚, 当前已承接成都当代璞誉、郑州启迪、长安通讯和上虞江与城等项目, 标志着公司该业务已初步得到市场认可。目前公司装配式工厂持续建设, 已具备一定量产能力。预计今年下半年公司有望开始交付前述项目, 装配式装修业务有望放量, 全年订单有望达 15 亿元、收入有望达到 5 亿元。4) 预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.39/0.48/0.60 元, 当前股价对应 PE 分别为 22/18/14 倍。

金螳螂：

1) 公司 2019 年实现营收 308.3 元，同增 23%；实现归母净利润 23.5 亿元，同增 11%，营收及业绩绝对额均创新高，彰显装饰龙头稳健成长实力。2) 作为首批“装配式建筑产业基地”之一，公司目前已完成 1.0 和 2.0 版本装配式样板工程，产品市场化加速，并推进 3.0 版本开发研制，未来有望受益装配式装修行业发展机遇。3) 预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.01/1.15/1.30 元，当前股价对应 PE 分别为 8/7/6 倍。

图表 94：建筑行业重点公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
中国建筑	5.24	1.00	1.10	1.21	1.32	5.2	4.8	4.3	4.0	0.84
中国铁建	9.78	1.49	1.68	1.87	2.06	6.6	5.8	5.2	4.7	0.77
中国中铁	5.86	0.96	0.93	1.05	1.16	6.1	6.3	5.6	5.1	0.75
中国交建	8.06	1.24	1.33	1.46	1.59	6.5	6.1	5.5	5.1	0.65
中国化学	6.17	0.62	0.69	0.79	0.89	10.0	8.9	7.8	6.9	0.93
葛洲坝	6.53	1.18	1.15	1.26	1.39	5.5	5.7	5.2	4.7	0.98
中国中冶	2.57	0.32	0.36	0.39	0.44	8.0	7.1	6.6	5.8	0.72
中国电建	3.57	0.47	0.52	0.56	0.62	7.6	6.9	6.4	5.8	0.64
上海建工	3.29	0.44	0.44	0.49	0.54	7.5	7.5	6.7	6.1	1.10
龙元建设	9.48	0.67	0.70	0.77	0.85	14.1	13.5	12.3	11.2	1.34
苏交科	8.89	0.74	0.85	0.99	1.16	12.0	10.5	9.0	7.7	1.79
中设集团	13.73	1.12	1.35	1.63	1.93	12.3	10.2	8.4	7.1	2.18
勘设股份	20.35	2.32	2.78	3.34	4.01	8.8	7.3	6.1	5.1	1.41
鸿路钢构	16.50	1.07	1.25	1.54	1.87	15.4	13.2	10.7	8.8	1.74
精工钢构	3.48	0.22	0.28	0.34	0.42	15.8	12.4	10.2	8.3	1.17
金螳螂	8.06	0.88	1.01	1.15	1.30	9.2	8.0	7.0	6.2	1.39
亚厦股份	8.64	0.32	0.39	0.48	0.60	27.0	22.2	18.0	14.4	1.44
中装建设	10.40	0.36	0.45	0.54	0.62	28.9	23.1	19.3	16.7	2.45
全筑股份	5.15	0.39	0.50	0.58	0.67	13.2	10.2	8.9	7.7	1.29
江河集团	6.42	0.31	0.48	0.63	0.76	20.7	13.4	10.2	8.5	0.98
东珠生态	17.24	1.13	1.47	1.91	2.39	15.3	11.7	9.0	7.2	1.85
绿茵生态	17.22	1.00	1.30	1.69	2.11	17.2	13.2	10.2	8.2	1.83
文科园林	5.05	0.48	0.55	0.63	0.73	10.5	9.1	8.0	6.9	1.02
岭南股份	4.02	0.21	0.23	0.25	0.28	19.1	17.4	15.8	14.4	1.35
美尚生态	10.44	0.32	0.38	0.46	0.55	32.6	27.2	22.7	18.9	1.75
中工国际	7.39	0.85	0.51	0.83	0.91	8.7	14.5	8.9	8.1	0.85
北方国际	7.68	0.92	0.74	0.94	1.03	8.3	10.4	8.2	7.4	1.22
中钢国际	4.12	0.43	0.39	0.43	0.47	9.6	10.6	9.7	8.8	1.00
中材国际	5.84	0.92	0.83	0.87	0.91	6.3	7.1	6.7	6.4	0.98

资料来源：Wind，国盛证券研究所，股价为 2020 年 4 月 30 日收盘价

6. 风险提示

疫情影响超预期风险，基建投资不及预期风险，应收账款坏账风险等。

疫情影响超预期风险

全球疫情冲击的后续影响还将逐渐显现，经济诸多领域仍存较多不确定性，不排除对建筑公司后续经营持续产生不利影响。

基建投资不及预期风险

如若后续基建稳增长政策落地不及预期，行业投资力度未显著提升，则基建链相关公司收入及盈利改善可能不及预期。

应收账款坏账风险

尽管基建公司客户主要为政府部门及其下属的基础设施投资管理公司，应收账款发生大额坏账的可能性较小，但若出现重大应收账款不能收回的情况，将对行业内公司财务状况和经营成果产生不利影响。

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