

央企降杆杆近尾声，钢结构业绩亮眼，基建 REITs 重构逻辑

——建筑和工程行业 19 年报和 20 年一季报综述

行业动态

◆ **建筑板块 19 年收入提速、利润率平稳、“两金”周转提速、负债率继续下降，1Q20 受疫情拖累，建筑板块基金持仓占比连续三季度上升：**

19 年建筑板块整体收入增速 15.7%，同增 5.5pcts；净利率 3.5%，同比 -0.1pct，板块利润率总体平稳。杠杆率继续下降（19 年末资产负债率同减 0.9pct 至 74.8%）；“两金”周转继续提速，显示行业环境持续净化。杠杆率下降拖累板块整体 ROE 同减 0.7pct 至 10.1%。疫情拖累项目复工节奏，1Q20 板块整体收入增速 -9.0%，净利率同减 0.7pct 至 2.8%，ROE、现金流等均恶化至历史较低水平。

建筑板块基金持仓 1Q20 继续提升。截止 1Q20 末，基金持仓超配建筑装饰行业连续三季度上升，基金持仓与行业市值占比间差缩窄至 -1.25%，前 10 大重仓股票中央企为主（八大央企全部进入）；钢结构板块近年首次出现两只股票进入前 20 大重仓，显示行业关注度在提升。

◆ **央企业绩稳健、降杆杆接近尾声，行业高景气、钢结构业绩亮眼：**

央企板块：19 年收入继续提升（同比提升 2.9pcts 至 16.0%），盈利能力略有下滑；1Q20 收入增速 -7.0%，受疫情冲击相对较小；1Q20 年末，板块整体资产负债率 75.3%，已接近国资委考核目标。压减“两金”效果继续显现，“两金”周转稳步提速。

地方国企：19 年收入增速提升至历史较高水平（同增 6.5pcts 至 21.9%），盈利能力小幅下滑。资产负债率有小幅下降但仍处行业内最高水平（1Q20 末为 81.1%）。疫情对 1Q20 业绩冲击较大。

钢结构：行业高景气，19 年板块收入延续高增（15.5%），盈利能力稳步改善（净利率同比 +0.4pct 至 4.5%），资产周转加快、ROE 同比提升 0.8pct 至 8.8%，现金流向好。1Q20 板块净利增速超 30%，一枝独秀。

勘察设计、装修装饰、园林工程：“十三五”接近尾声、开发商融资趋紧、地方政府化解隐形债务，三行业业绩承压。勘察设计、装修装饰企业现金流有所好转，园林工程 19 年仍有进一步恶化，拐点仍需观察。

◆ **基建投资增速可以更乐观，看好板块相对收益机会：**

疫情影响，外需、消费等均存不确定性，短期逆周期调节力度稳步加码，中期基础设施 REITs 化大幅拓宽新增基建投资资金来源，我们认为对基建投资增速可以更乐观。**近期基建公募 REITs 试点文件，或重构建筑板块逻辑，板块估值仍处低位，看好相对收益机会。**标的方面：1) 钢结构行业高景气，重点关注鸿路钢构、精工钢构；2) 央企业绩稳健，重点关注运营类资产占比较高、直接受益基建 REITs 的中国交建、中国电建，同时关注受益基建投资增速上修的中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶；3) 竣工向上具备确定性，关注金螳螂；4) 自下而上建议关注华铁应急、中材国际、上海建工。

◆ **风险分析：**疫情影响超预期、基建/地产开发投资增速弱于预期

买入（维持）

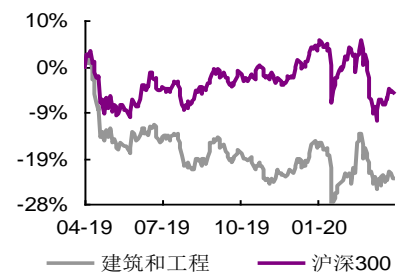
分析师

孙伟风（执业证书编号：S0930516110003）
021-52523822
sunwf@ebsec.com

联系人

武慧东
010-58452024
wuhuidong@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

上修中期基建投资增速预期——建筑装饰行业专题研究之三
..... 2020-05-06
基建公募 REITs 起航，建筑板块迎来重大机遇——建筑装饰行业专题研究
..... 2020-05-01
投资数据逐步修复，看好建筑板块相对收益机会——20 年 1-3 月投资数据点评
..... 2020-04-18

目 录

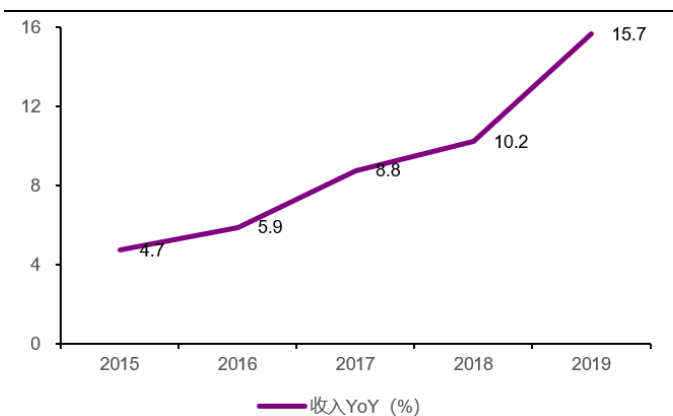
1、 建筑板块整体情况分析	3
1.1、 19 年收入提速、利润率平稳，1Q20 受疫情拖累	3
1.2、 19 年负债率继续下降、两金周转继续提速、ROE 小幅下降，1Q20 多指标至历史最差水平	4
1.3、 基金持仓变动分析	6
2、 重点子板块综述	8
2.1、 建筑央企：19 年收入增速创新高，少数股东损益影响加大，降杠杆接近尾声，受疫情冲击相对较弱 ..	9
2.2、 建筑地方国企：19 年收入继续提速、利润率承压、现金流改善，1Q20 疫情冲击明显	12
2.3、 钢结构：受益行业高景气，19 年收入延续高增，净利率稳步向上，周转加快，1Q20 业绩有韧性	15
2.4、 勘察设计：“十三五”临近收官，收入增速持续下行，盈利能力向好但周转变慢，1Q20 疫情拖累明显 ..	18
2.5、 装修装饰：地产融资趋紧，收入、利润率均下滑，周转变慢，疫情大幅冲击 1Q20 业绩	21
2.6、 园林工程：收入、利润率承压，周转、现金流仍在恶化，行业复苏仍需等待	24
3、 投资建议	27
4、 风险分析	28

1、建筑板块整体情况分析

1.1、19 年收入提速、利润率平稳，1Q20 受疫情拖累

19 年建筑上市公司收入增速 15.7%，增速同比提升 5.5pcts；同期板块整体毛利率 11.6%，同比-0.6pct；净利率 3.5%，同比-0.1pct，板块利润率总体平稳。1Q20 板块收入增速-9.0%，增速同比-22.8pcts；毛利率 10.4%，同比-0.6pct；净利率 2.8%，同比-0.7pct，1Q20 疫情对行业业绩产生明显冲击。

图 1：建筑板块收入增速（年度）



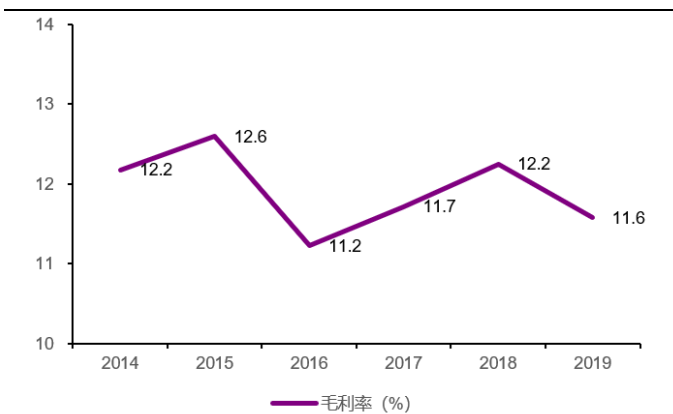
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：建筑板块收入增速（单季度）



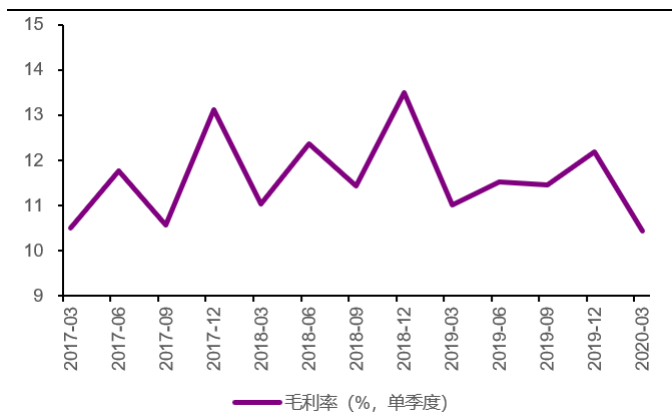
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：建筑板块毛利率（年度）



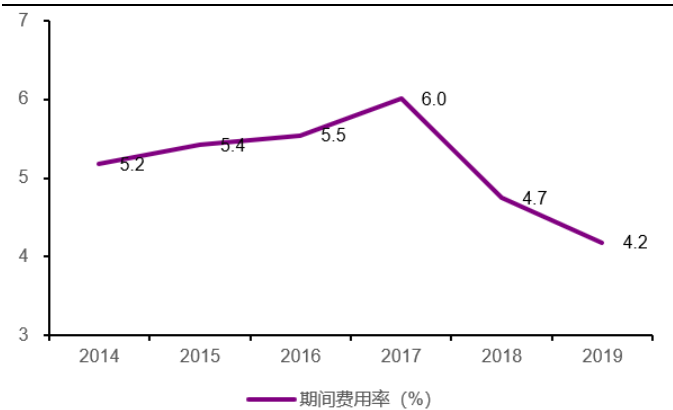
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：建筑板块毛利率（单季度）



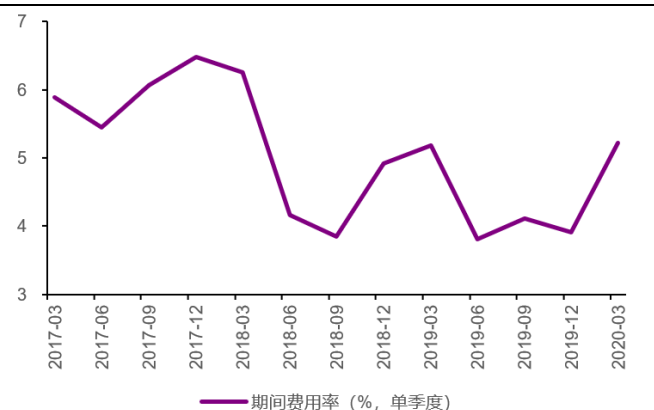
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：建筑板块期间费用率（年度）



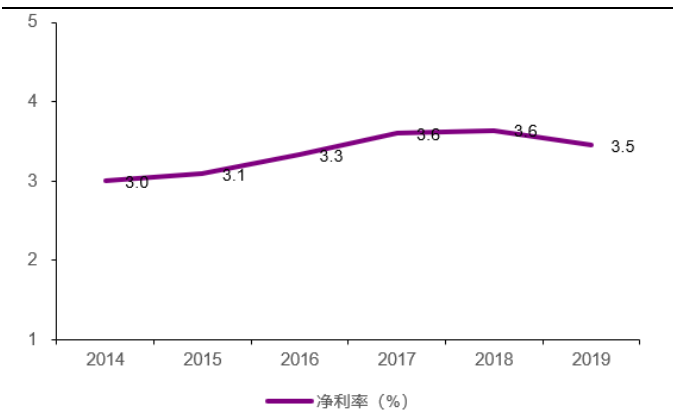
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：建筑板块期间费用率（单季度）



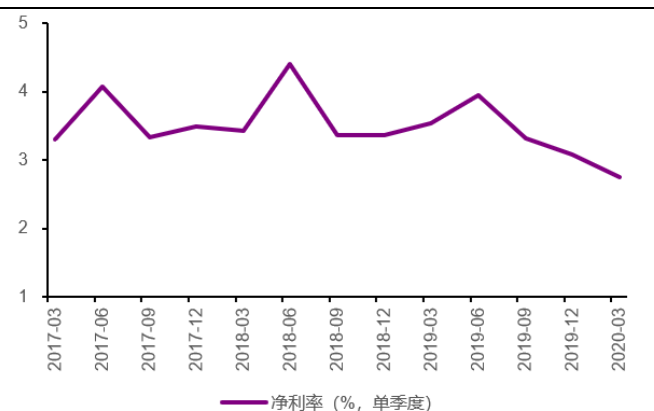
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：建筑板块净利率（年度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：建筑板块净利率（单季度）

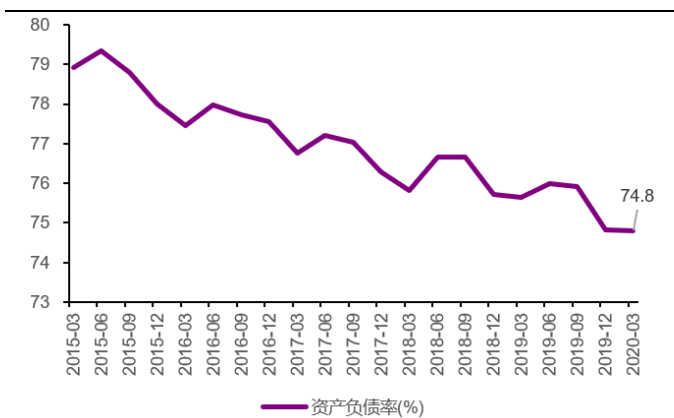


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、19 年负债率继续下降、两金周转继续提速、ROE 小幅下降，1Q20 多指标至历史最差水平

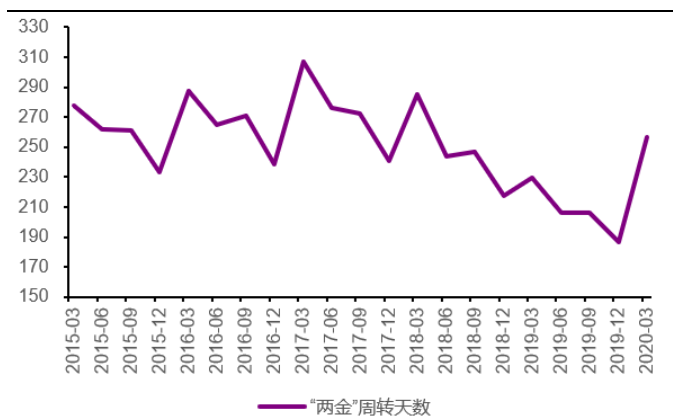
19 年建筑板块整体资产负债率为 74.8%，同比下降 0.9pct，延续前期下行趋势；“两金”周转天数 186 天，同比减少 31 天，延续近年周转加速趋势；板块整体 ROE 为 10.1%，同比-0.7pct，主因杠杆率下降拖累；现金流角度，19 年全年经营性现金流净额与净利润比例为 0.5，同比减少 0.1。1Q20 板块整体资产负债率 74.8%，同比降低-0.8pct；“两金”周转天数 256 天，同比增加 26 天；年化 ROE 同比降低 3.3pcts 至历史最低点，为 5.5%；经营性现金流与净利润同比减少 3.7pcts，亦至历史最低点，为-11.0。

图 9：建筑板块资产负债率



资料来源：Wind，光大证券研究所

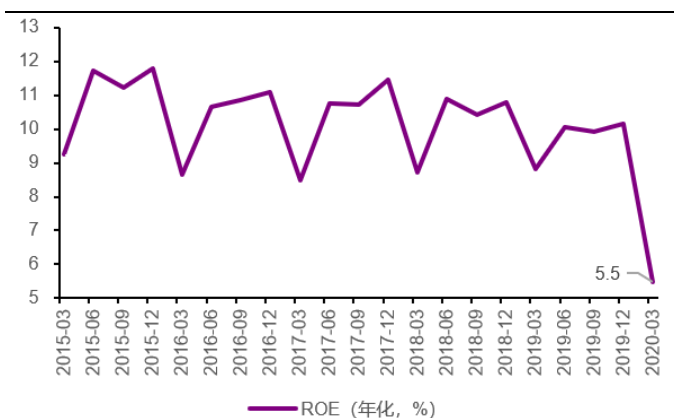
图 10：建筑板块资产“两金”周转天数



资料来源：Wind，光大证券研究所

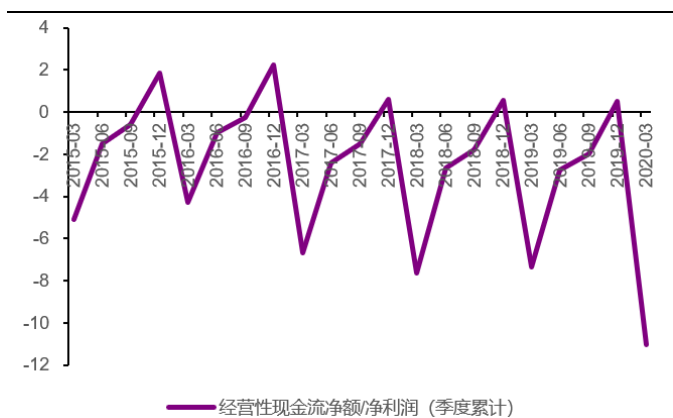
注：“两金”周转天数=存货周转天数+应收账款周转天数

图 11：建筑板块 ROE (年化)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：建筑板块经营性现金流净额/净利润

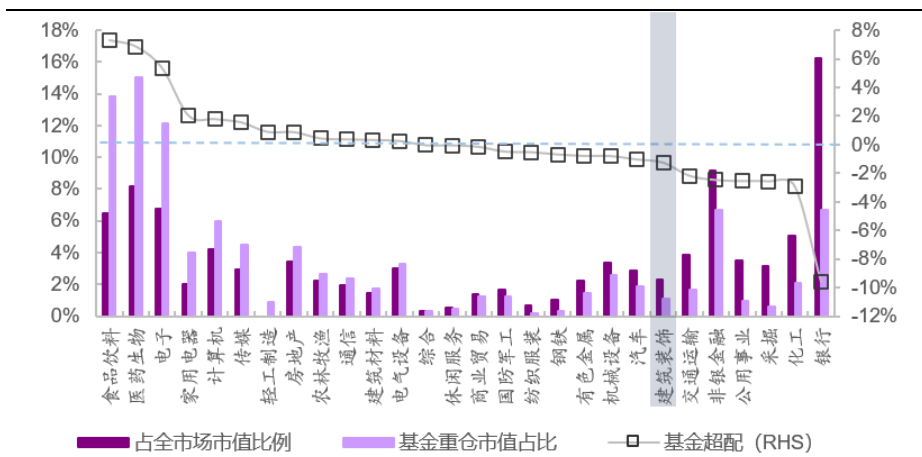


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3、基金持仓变动分析

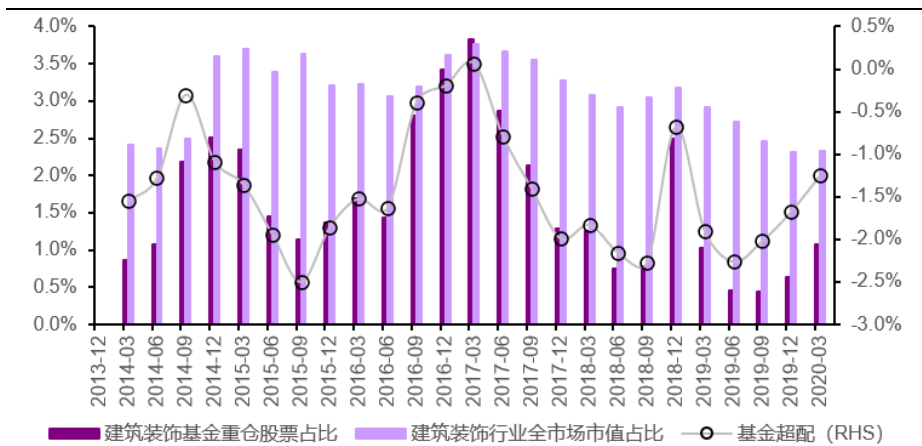
1H19 以来基金稳步提升建筑装饰行业仓位。截止 1Q20 末，基金持仓建筑装饰行业公司市值（基金重仓股票口径）占有持仓比例为 1.08%，较市场行业市值占比（2.33%）低 1.25pcts，超配幅度自 1H19 以来稳步提升。按照基金超配情况进行排序，建筑装饰行业在申万 28 个一级行业中排倒数第七。1Q19 末前 10 大重仓股票央企为主（八大央企全部进入）；钢结构板块近年首次出现两只股票进入前 20 大重仓，显示行业关注度在提升。

图 13：各行业（申万）基金重仓股票超配情况（1Q20 末）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 14：建筑装饰行业基金重仓股票超配情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 1：建筑板块基金重仓市值前 20 大股票情况（1Q20 末）

排名	代码	名称	持股总市值 (万元)	持股市值 占基金净 值比(%)	持股市值 占基金股 票投资市 值比(%)	持有基 金数	持有公司 家数	持股总量 (万股)	季报持 仓变动 (万股)	持股占流 通股比 (%)	细分领域
1	601668.SH	中国建筑	434,539	0.03	0.16	157	54	82,455	16,534	2.00	央企
2	601186.SH	中国铁建	216,088	0.01	0.08	103	45	21,982	6,646	1.91	央企
3	601390.SH	中国中铁	151,599	0.01	0.06	30	18	28,178	21,674	1.51	央企
4	601669.SH	中国电建	124,573	0.01	0.05	11	7	31,618	29,582	2.84	央企
5	601800.SH	中国交建	105,133	0.01	0.04	17	14	12,728	9,575	1.08	央企
6	002541.SZ	鸿路钢构	69,121	0.00	0.03	33	14	4,614	-89	12.49	钢结构
7	601117.SH	中国化学	68,412	0.00	0.03	12	10	11,459	-3,929	2.32	央企
8	600068.SH	葛洲坝	61,877	0.00	0.02	24	14	8,865	6,721	1.93	央企
9	603018.SH	中设集团	57,741	0.00	0.02	40	18	4,190	3,876	9.11	勘察设计
10	601618.SH	中国中冶	26,061	0.00	0.01	4	4	9,947	8,540	0.56	央企
11	002081.SZ	金螳螂	22,586	0.00	0.01	8	6	2,751	1,143	1.06	装饰装修
12	600496.SH	精工钢构	14,482	0.00	0.01	17	14	3,648	3,648	2.42	钢结构
13	300384.SZ	三联虹普	14,163	0.00	0.01	3	3	869	868	5.00	专业工程
14	600170.SH	上海建工	13,756	0.00	0.01	5	5	4,285	3,415	0.48	地方国企
15	300284.SZ	苏交科	6,201	0.00	0.00	13	7	628	628	0.95	勘察设计
16	600820.SH	隧道股份	4,438	0.00	0.00	6	5	803	33	0.26	地方国企
17	600039.SH	四川路桥	4,218	0.00	0.00	6	4	1,095	1,095	0.32	地方国企
18	600970.SH	中材国际	4,122	0.00	0.00	2	1	683	333	0.39	国际工程
19	002375.SZ	亚厦股份	2,581	0.00	0.00	7	6	372	-1,243	0.28	装饰装修
20	002310.SZ	东方园林	706	0.00	0.00	1	1	133	133	0.08	园林工程

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2、重点子板块综述

收入增速角度：19 年建筑央企、地方国企收入在继续提速，显示行业集中度在继续提升；钢结构板块受益行业高景气，收入增速维持于较高水平；装饰装修、园林工程板块受地产开发商融资受限、地方政府化解隐形债务等影响，收入承压。1Q20 疫情影响工程复工节奏，主要建筑企业收入端均出现下滑，收入增速下降幅度由小到大排序为建筑央企<地方国企<钢结构<勘察设计<装饰装修<园林工程，显示重点工程在复工节奏方面具备优势。

净利增速/盈利能力角度：19 年全年建筑央企、地方国企盈利能力有所下滑，核心源于收入结构（工程项目类别）变化及原材料、人工等刚性成本价格上涨，判断后续下行空间有限；装饰装修、园林工程净利下滑较多，显示行业景气度仍处低位。1Q20 工程复工受阻，利润率出现普降，央企降幅较小，同时钢结构净利逆势增长。

“两金”周转角度及现金流：作为工程施工企业最核心的资产，“两金”周转情况对企业现金流有直接影响。建筑央企自 15 年以来“两金”周转速度稳步提升，压减“两金”行动有效果，板块两金周转速度居于领先水平。地方国企周转亦在加快，且板块整体现金流有明显改善。钢结构行业“两金”周转稳步加快，经营性现金流净额与净利润比例 18 年以来维持在 1 以上，现金流处于较好水平。勘察设计、装饰装修企业在收入端承压的背景下，企业加大现金回收力度，19 年“两金”周转仍较慢，但有边际改善，现金流亦有所改善。园林工程企业现金流 19 年仍有进一步恶化，行业复苏仍需等待。

表 2：建筑块整体及主要细分板块关键财务指标比较

板块	FY19					1Q20	
	收入增速	净利增速	“两金” 周转天数	ROE	经营性现金流 净额/净利润	收入增速	净利增速
建筑央企	16.0%	16.2%	209	9.4%	0.4	-7.0%	-17.4%
建筑地方国企	21.9%	16.8%	247	8.9%	0.8	-13.0%	-65.0%
钢结构	15.5%	24.4%	279	8.8%	1.3	-15.6%	32.1%
勘察设计	1.5%	7.4%	405	15.0%	0.5	-19.0%	-34.0%
装饰装修	7.8%	-17.9%	311	7.0%	1.1	-36.1%	-92.3%
园林工程	-19.3%	-128.4%	770	-1.5%	-1.0	-50.4%	-485.3%
建筑板块整体	15.7%	5.6%	186	10.1%	0.5	-9.2%	-30.4%

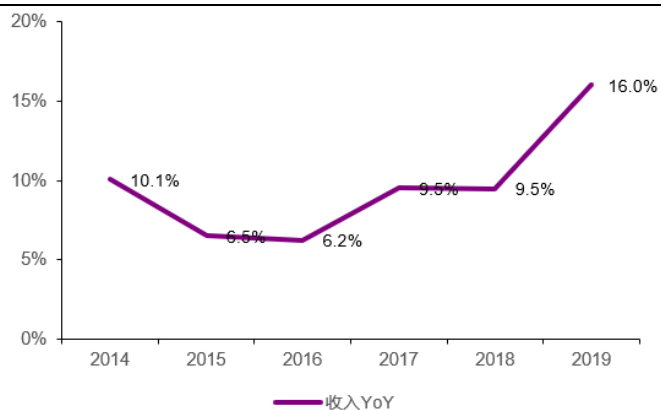
资料来源：Wind，光大证券研究所

2.1、建筑央企：19 年收入增速创新高，少数股东损益影响加大，降杠杆接近尾声，受疫情冲击相对较弱

19 年建筑央企板块¹收入增速 16.0%，增速同比+2.9pcts；同期板块整体毛利率 11.2%，同比-0.6pct；净利率 3.5%，同比持平；归母净利率 2.8%，同比-0.1pct，少数股东损益影响进一步扩大，因去杠杆压力致发行永续债增多。

1Q20 板块收入增速-7.0%（vs 1Q19 为 11.7%）；毛利率 10.3%，同比-0.3pct；净利率 2.5%，同比-0.4pct；归母净利率 2.5%，同比-0.4pct。

图 15：建筑央企板块收入增速（年度）



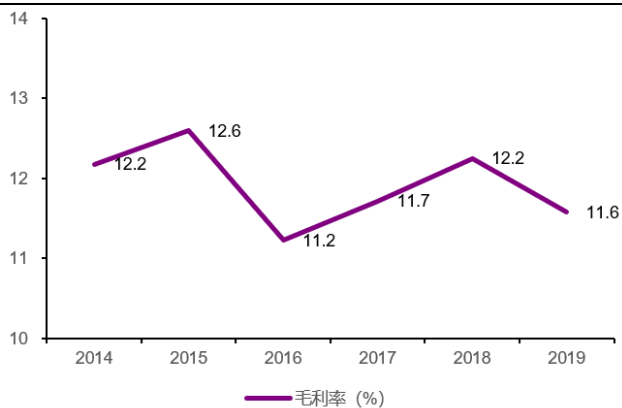
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 16：建筑央企板块收入增速（单季度）



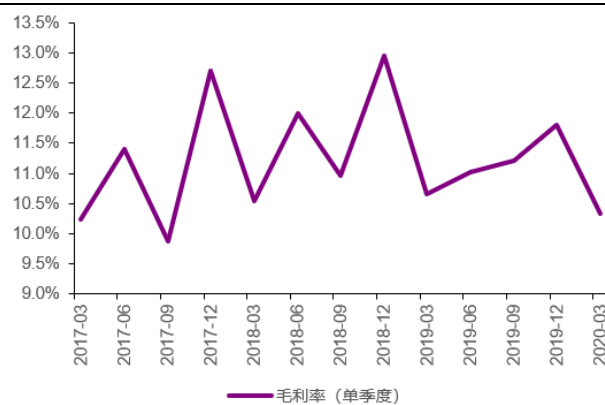
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 17：建筑央企板块毛利率（年度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

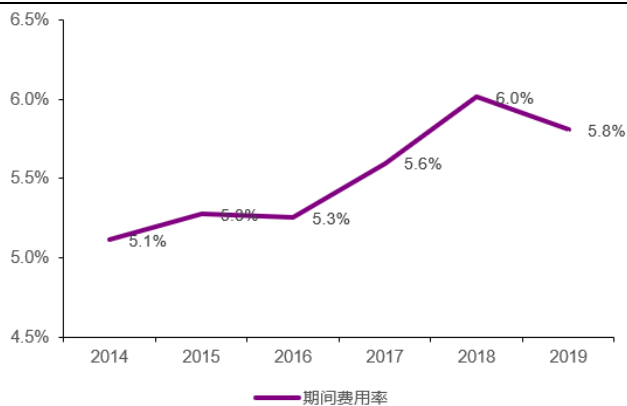
图 18：建筑央企板块毛利率（单季度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

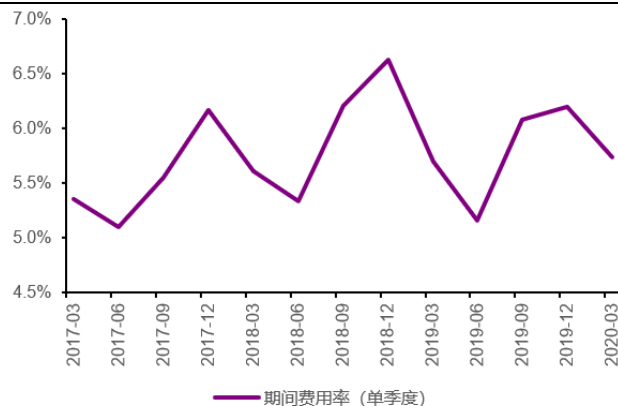
¹ 含八家企业：中国建筑、中国交建、中国中铁、中国铁建、中国中冶、中国电建、葛洲坝、中国化学

图 19: 建筑央企板块期间费用率 (年度)



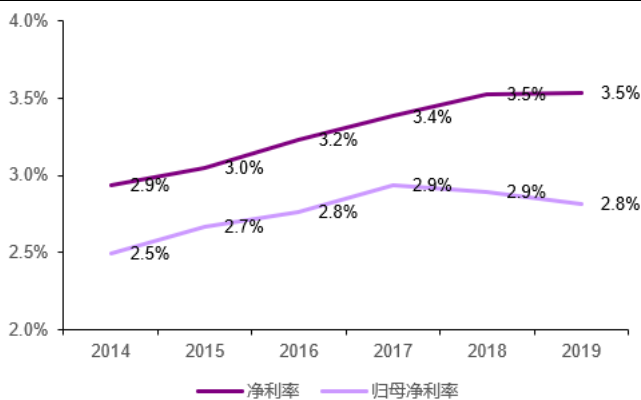
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 20: 建筑央企板块期间费用率 (单季度)



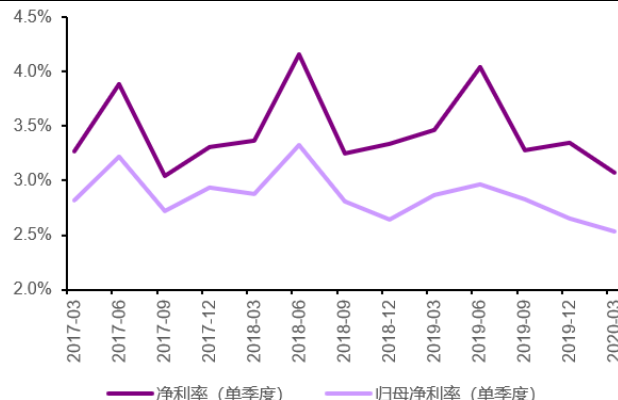
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 21: 建筑央企板块净利润率和归母净利率 (年度)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 22: 建筑央企板块净利润率和归母净利率 (单季度)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

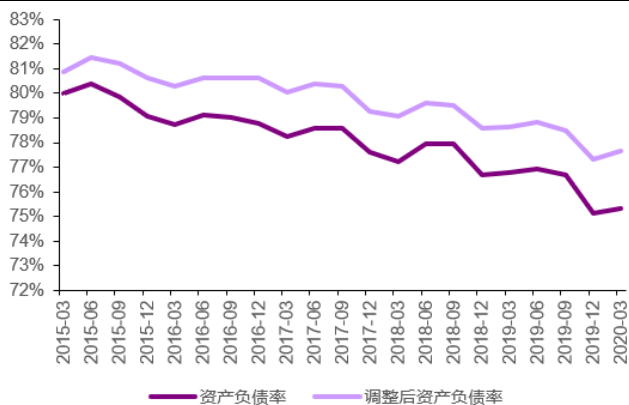
截止 1Q20 末, 建筑央企板块整体资产负债率 75.3%, 较 19 年同期下降 1.3pcts, 已接近 20 年国资委考核目标; 调整后资产负债率 (将永续债、优先股归总至负债) 为 77.6%, 同比降低 1.0pct。

19 年板块“两金”周转天数为 209 天, 同比减少 13 天; 1Q20 为 311 天, 同比提升 51 天, 因疫情对工程进度有影响, 拖累收入确认。

19 年板块 ROE 同比降低 0.3pct 至 9.4%, 主因降杆杆影响。1Q20 年化 ROE 同比降低 2.6pcts, 至历史低点 5.8%。

19 年经营性现金流净额与净利润比例为 0.4, 同比降低 0.2; 1Q20 为 -9.5, 同比降低 1.7。

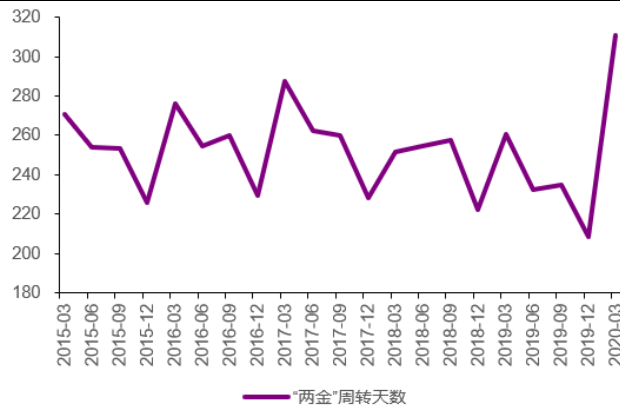
图 23: 建筑央企板块资产负债率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

注: 调整后资产负债率计算中将优先股、永续债归至负债端

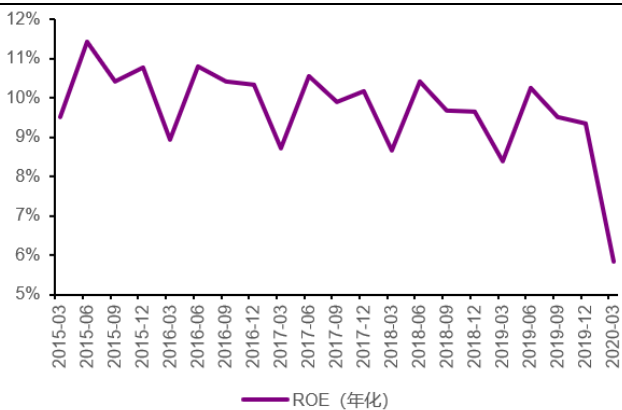
图 24: 建筑央企板块资产“两金”周转天数



资料来源: Wind, 光大证券研究所

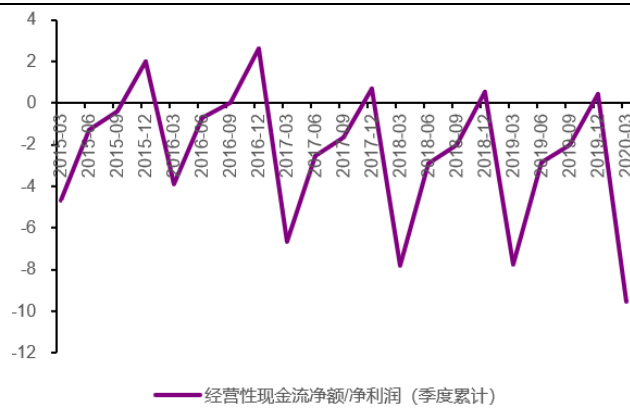
注: “两金”周转天数=存货周转天数+应收账款周转天数, 其中将合同资产计入存货

图 25: 建筑央企板块 ROE (年化)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 26: 建筑央企板块经营性现金流净额/净利润



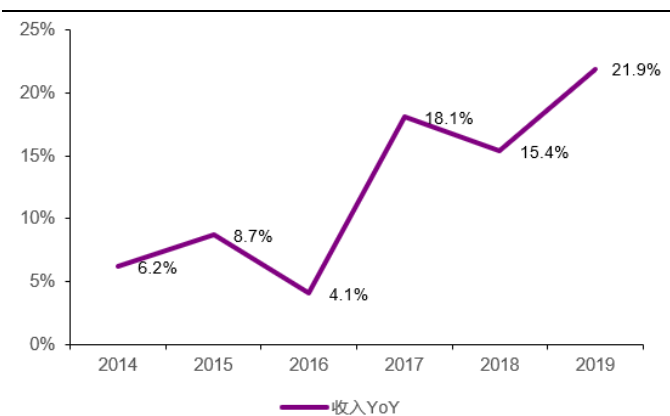
资料来源: Wind, 光大证券研究所

2.2、建筑地方国企：19 年收入继续提速、利润率承压、现金流改善，1Q20 疫情冲击明显

19 年建筑地方国企板块²收入增速 21.9%，增速同比+6.5pcts；同期板块整体毛利率 10.1%，同比-0.6pct；净利率 2.5%，同比-0.1pct；归母净利率 2.3%，同比-0.1pct。

1Q20 板块收入增速-13.0%(vs 1Q19 为 36.1%)；毛利率 9.3%，同比+0.1pct；净利率 1.3%，同比-2.0pcts；归母净利率 1.2%，同比-1.7pcts。

图 27：建筑地方国企板块收入增速（年度）



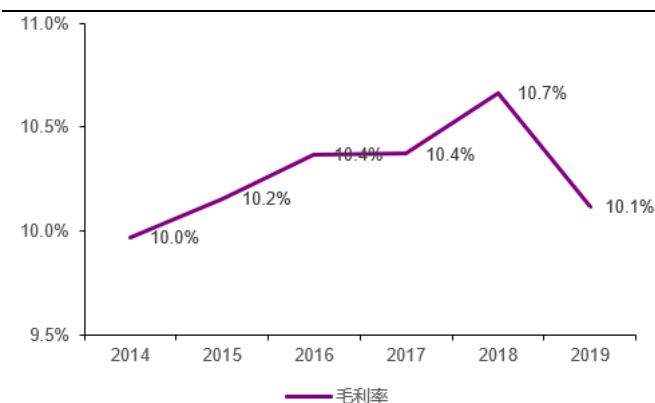
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 28：建筑地方国企板块收入增速（单季度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 29：建筑地方国企板块毛利率（年度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

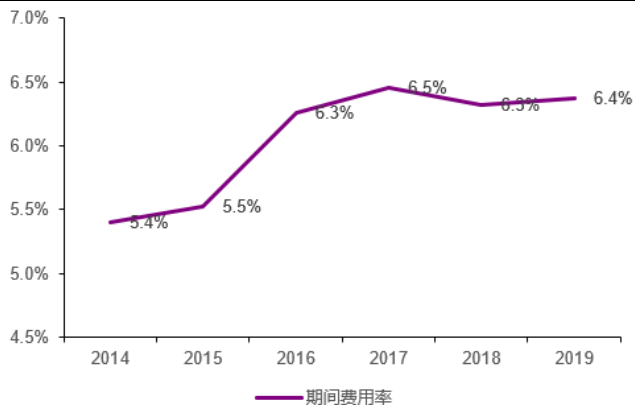
图 30：建筑地方国企板块毛利率（单季度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

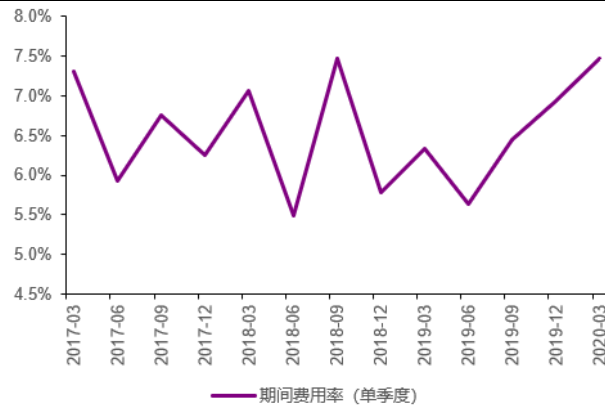
² 含八家企业：上海建工、隧道股份、山东路桥、四川路桥、安徽建工、重庆建工、浦东建设、蒙草生态

图 31: 建筑地方国企板块期间费用率 (年度)



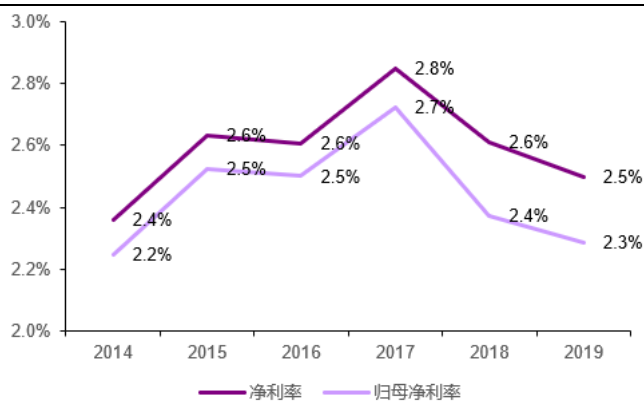
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 32: 建筑地方国企板块期间费用率 (单季度)



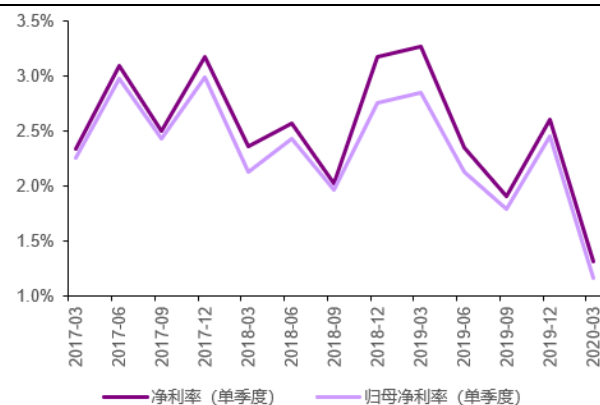
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 33: 建筑地方国企板块净利润率和归母净利率 (年度)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 34: 建筑地方国企板块净利润率和归母净利率 (单季度)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

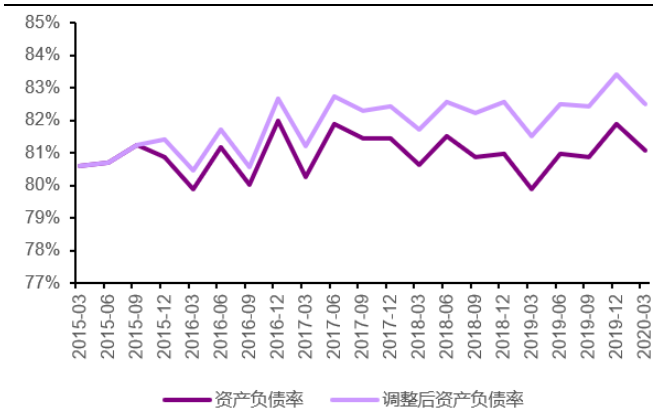
截止 1Q20 末, 建筑地方国企板块整体资产负债率 81.1%, 较 19 年同期下降 1.2pcts; 调整后资产负债率 (将永续债、优先股归总至负债) 为 82.5%, 同比降低 1.0pct。

19 年板块“两金”周转天数为 247 天, 同比减少 18 天; 1Q20 为 308 天, 同比增加 23 天。

19 年板块 ROE 同比提升 0.4pct 至 8.9%。1Q20 年化 ROE 同比降低 6.6pcts, 至历史低点 3.2%。

19 年经营性现金流净额与净利润比例为 0.8, 同比提升 0.8; 1Q20 为 -30.9, 同比大幅降低 23.0。

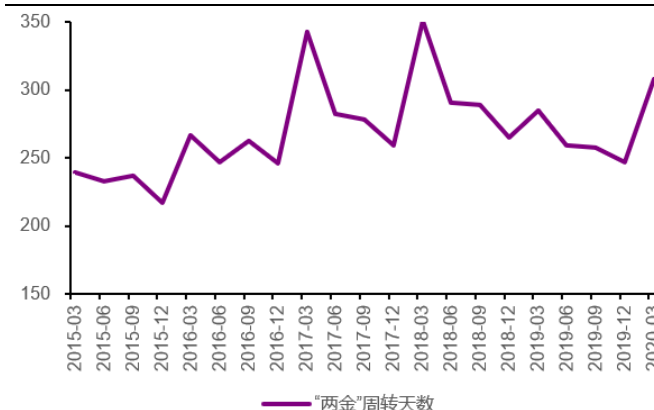
图 35: 建筑地方国企板块资产负债率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

注: 调整后资产负债率计算中将优先股、永续债归至负债端

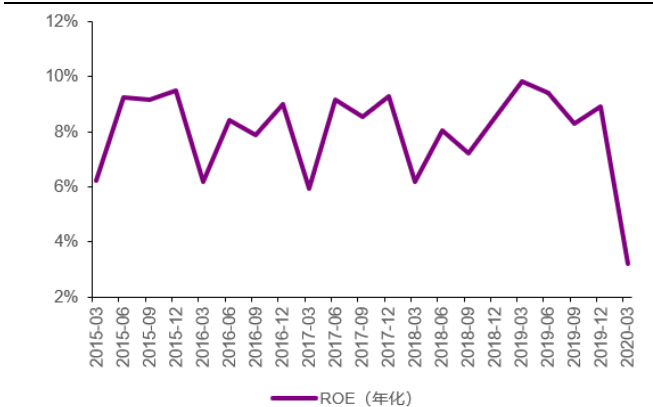
图 36: 建筑地方国企板块资产“两金”周转天数



资料来源: Wind, 光大证券研究所

注: “两金”周转天数=存货周转天数+应收账款周转天数

图 37: 建筑地方国企板块 ROE (年化)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 38: 建筑地方国企板块经营性现金流净额/净利润



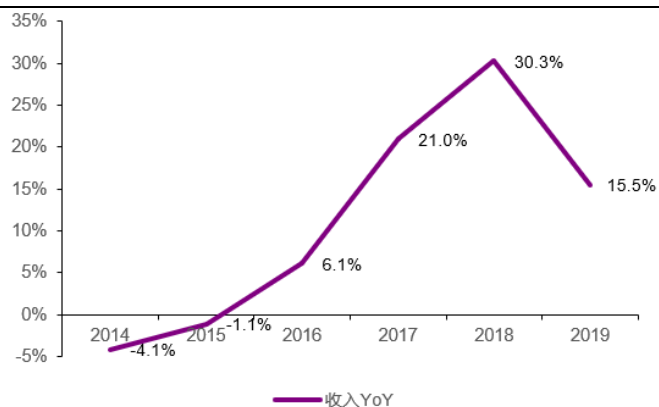
资料来源: Wind, 光大证券研究所

2.3、钢结构：受益行业高景气，19 年收入延续高增，净利率稳步向上，周转加快，1Q20 业绩有韧性

19 年钢结构板块³收入增速 15.5%，增速同比 5.8pcts，维持较快增速；同期板块整体毛利率 14.7%，同比-0.3pct；净利率 4.5%，同比+0.4pct。

1Q20 板块收入增速-15.3%（vs 1Q19 为 29.8%）；毛利率 15.2%，同比+1.4pcts；净利率 7.0%，同比+2.5pcts。疫情冲击背景下，钢结构板块业绩整体有韧性，1Q20 净利增速为+32.1%。

图 39：钢结构块收入增速（年度）



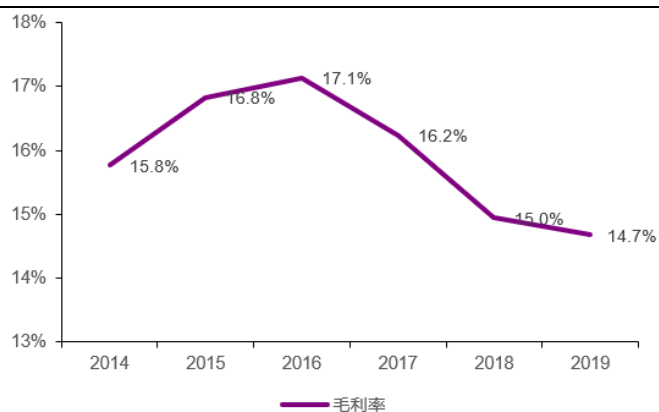
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 40：钢结构板块收入增速（单季度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 41：钢结构板块毛利率（年度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

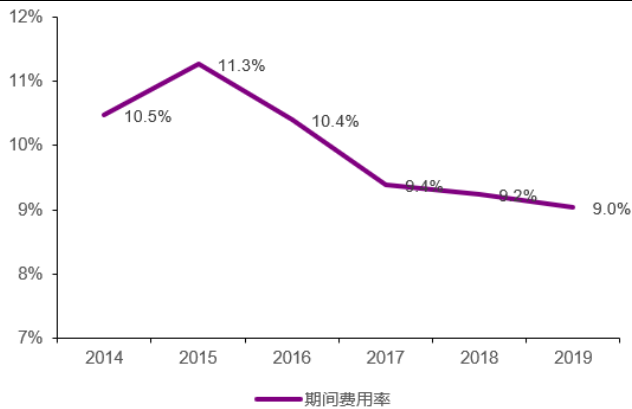
图 42：钢结构板块毛利率（单季度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

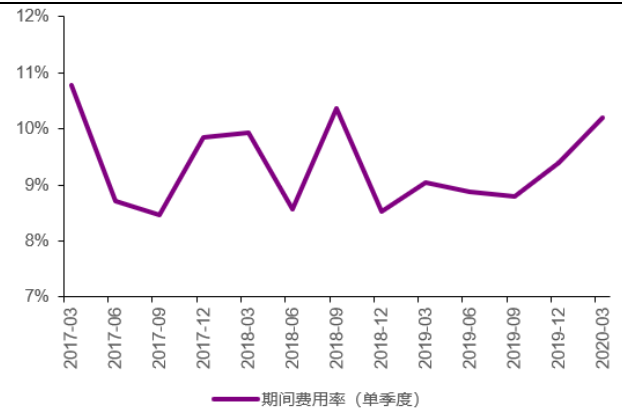
³ 含五家企业：鸿路钢构、精工钢构、东南网架、杭萧钢构、富煌钢构

图 43: 钢结构板块期间费用率 (年度)



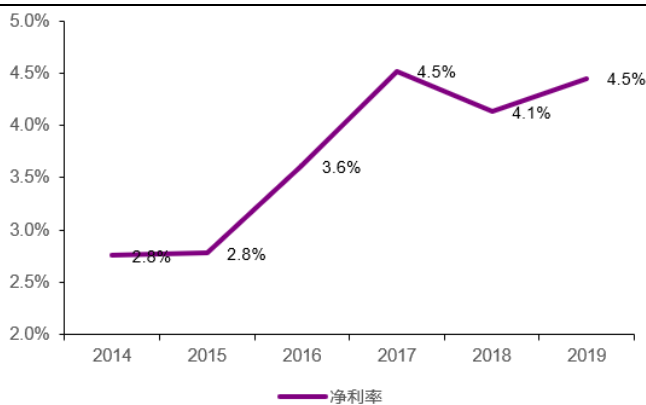
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 44: 钢结构板块期间费用率 (单季度)



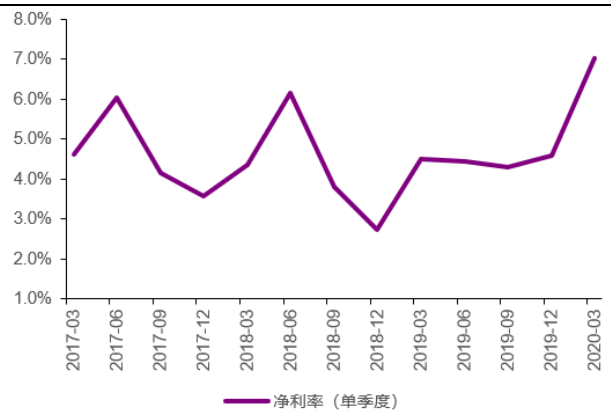
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 45: 钢结构板块净利率 (年度)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 46: 钢结构板块净利率 (单季度)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

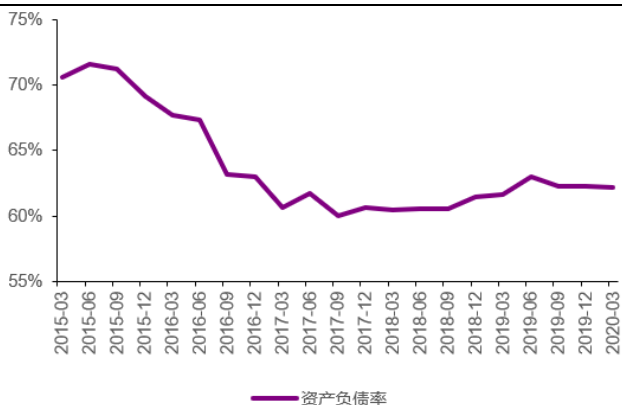
截止 1Q20 末, 钢结构板块整体资产负债率 62.2%, 较 19 年同期提升 0.6pct。

19 年板块“两金”周转天数为 279 天, 同比减少 8 天; 1Q20 为 351 天, 同比增加 48 天。

19 年板块 ROE 同比提升 0.8pct 至 8.8%。1Q20 年化 ROE 同比继续提升 2.5pcts 至历史新高 9.3%。

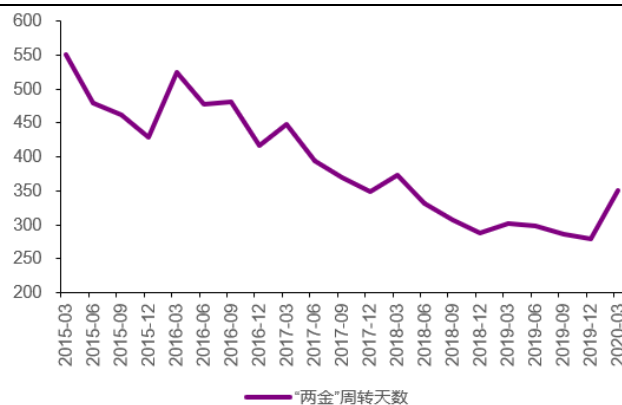
19 年经营性现金流净额与净利润比例为 1.3, 同比降低 0.3; 1Q20 为 -0.9 (vs 1Q19 为 0.6)。

图 47: 钢结构板块资产负债率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

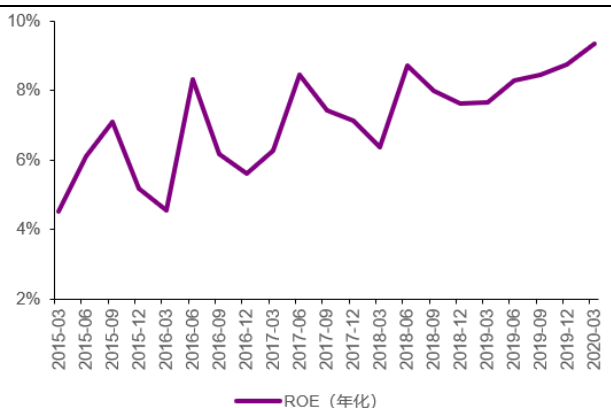
图 48: 钢结构板块资产“两金”周转天数



资料来源: Wind, 光大证券研究所

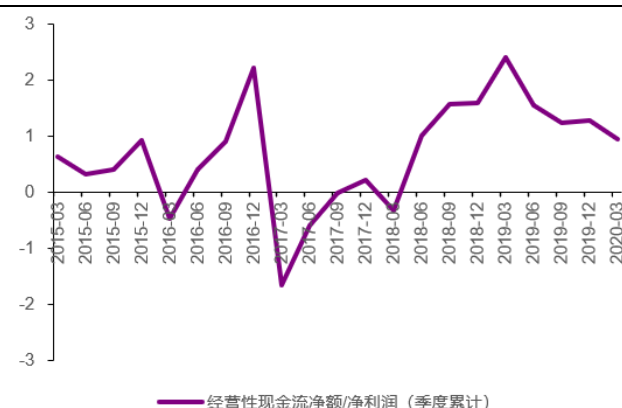
注: “两金”周转天数=存货周转天数+应收账款周转天数

图 49: 钢结构板块 ROE (年化)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 50: 钢结构板块经营性现金流净额/净利润



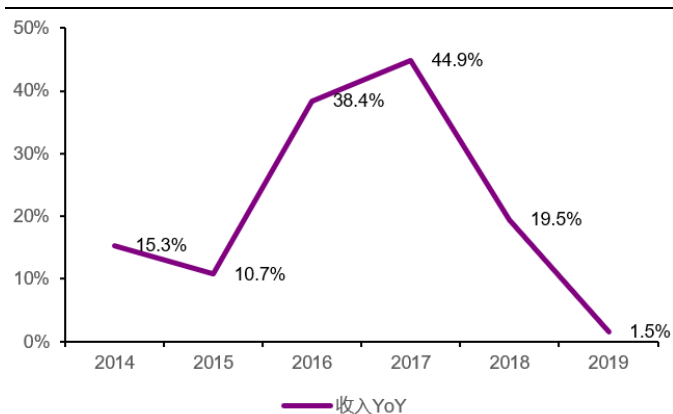
资料来源: Wind, 光大证券研究所

2.4、勘察设计：“十三五”临近收官，收入增速持续下行，盈利能力向好但周转变慢，1Q20 疫情拖累明显

19 年勘察设计板块⁴收入增速 1.5%，增速同比-18.0pcts，延续下行趋势。步入“十三五”末尾，设计规划“真空期”影响，期待后续部分“十四五”规划项目提前启动；同期板块整体毛利率 37.3%，同比+3.4pcts；净利率 14.0%，同比+0.8pct。

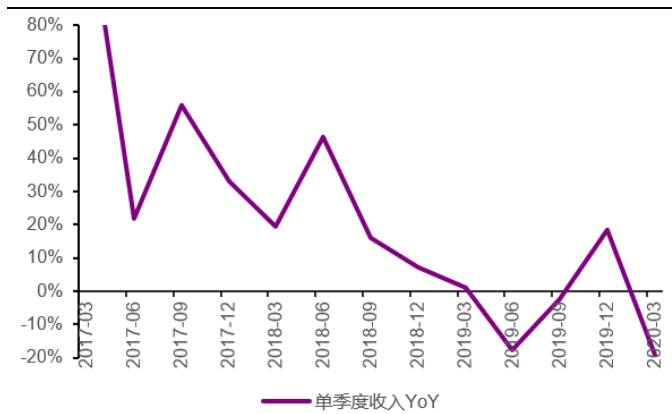
1Q20 板块收入增速-19.0%（vs 1Q19 为 1.0%）；毛利率 35.3%，同比-1.1pcts；净利率 11.6%，同比-3.4pcts。

图 51：勘察设计块收入增速（年度）



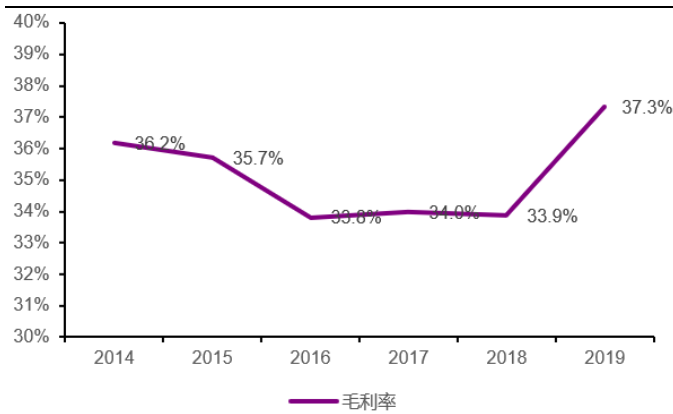
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 52：勘察设计板块收入增速（单季度）



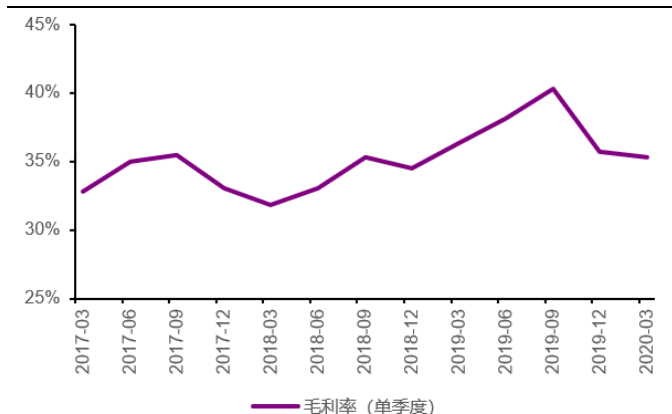
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 53：勘察设计板块毛利率（年度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

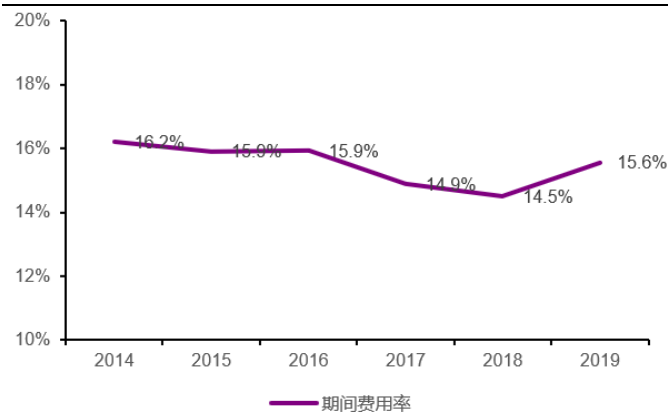
图 54：勘察设计板块毛利率（单季度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

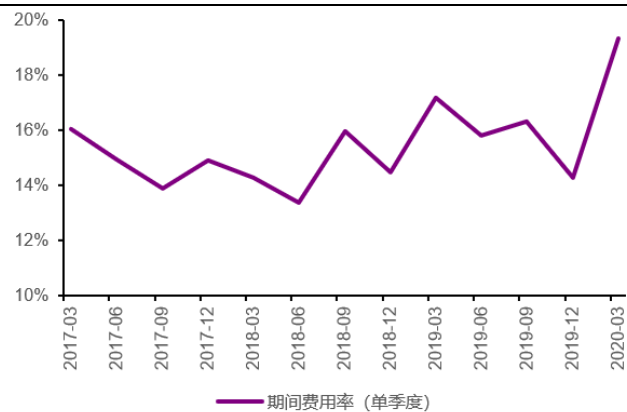
⁴ 含五家企业：苏交科、中设集团、勘设股份、设计总院、设研院

图 55: 勘察设计板块期间费用率 (年度)



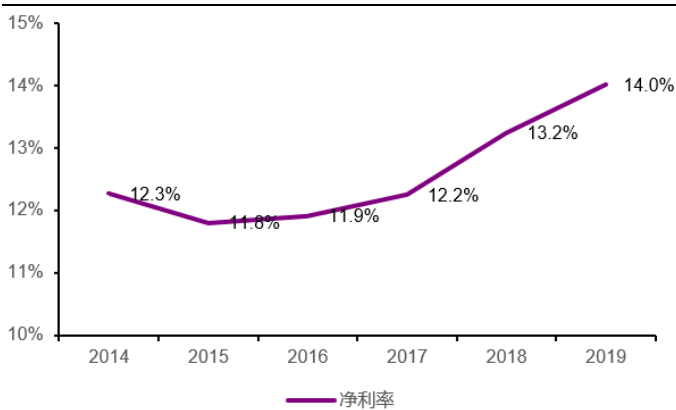
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 56: 勘察设计板块期间费用率 (单季度)



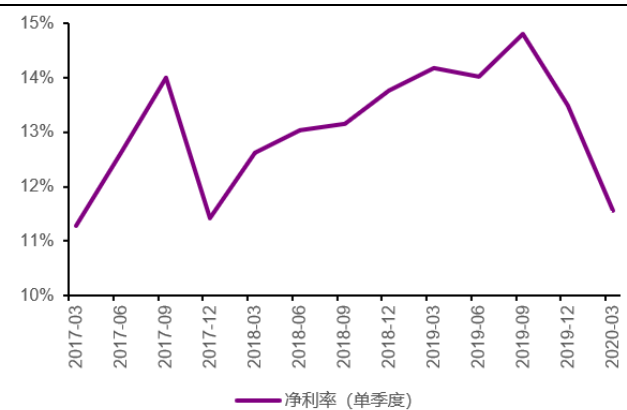
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 57: 勘察设计板块净利率 (年度)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 58: 勘察设计板块净利率 (单季度)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

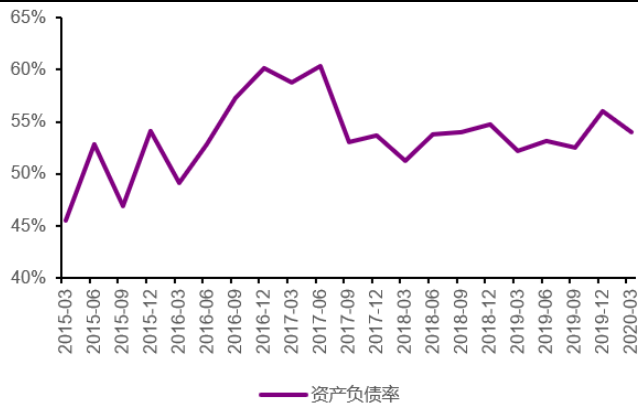
截止 1Q20 末, 勘察设计板块整体资产负债率 54.0%, 较 19 年同期提升 1.8pcts。

19 年板块“两金”周转天数为 405 天, 同比增加 82 天; 1Q20 为 650 天, 同比增加 123 天。

19 年板块 ROE 同比降低 0.8pct 至 15.0%。1Q20 年化 ROE 同比继续降低 4.6pcts 至历史最低点 6.7%。

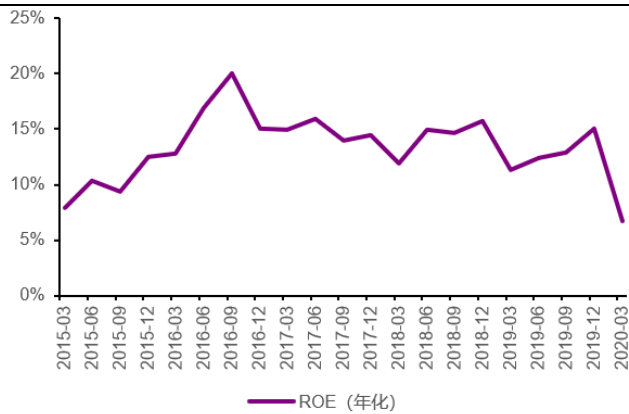
19 年经营性现金流净额与净利润比例为 0.5, 同比提升 0.3; 1Q20 为 -1.9, 同比提升 0.3。

图 59：勘察设计板块资产负债率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 61：勘察设计板块 ROE (年化)



资料来源：Wind，光大证券研究所

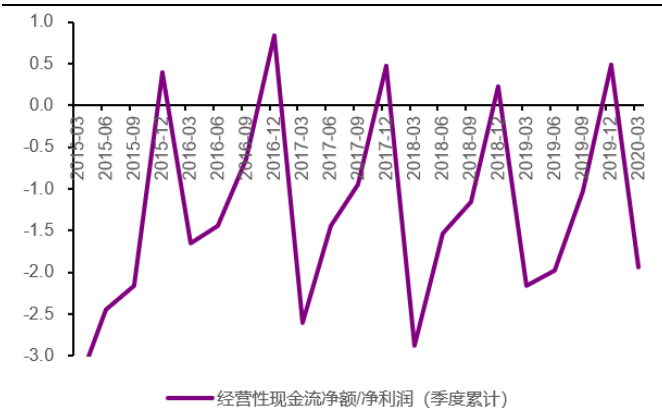
图 60：勘察设计板块资产“两金”周转天数



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：“两金”周转天数=存货周转天数+应收账款周转天数

图 62：勘察设计板块经营性现金流净额/净利润



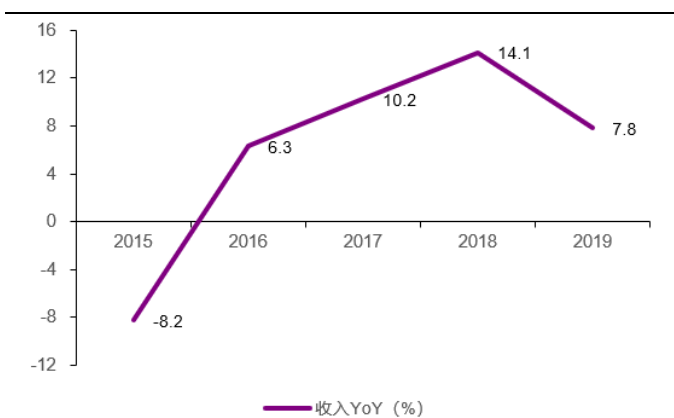
资料来源：Wind，光大证券研究所

2.5、装修装饰：地产融资趋紧，收入、利润率均下滑，周转变慢，疫情大幅冲击 1Q20 业绩

19 年装修装饰板块⁵收入增速 7.8%，增速同比-6.3pcts，延续下行趋势。同期板块整体毛利率 18.1%，同比-0.4pct；净利率 3.9%，同比-1.0pct。受地产融资趋紧影响，收入、盈利能力均有所下滑。

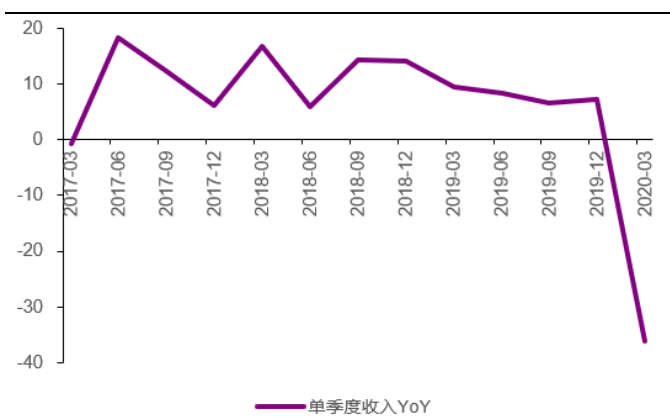
1Q20 板块收入增速-36.1%（vs 1Q19 为 9.4%）；毛利率 17.1%，同比-1.3pcts；净利率 0.6%，同比-5.2pcts。

图 63：装修装饰块收入增速（年度，%）



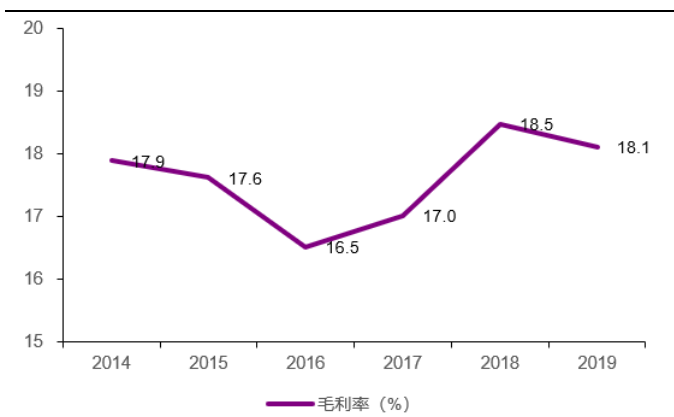
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 64：装修装饰板块收入增速（单季度，%）



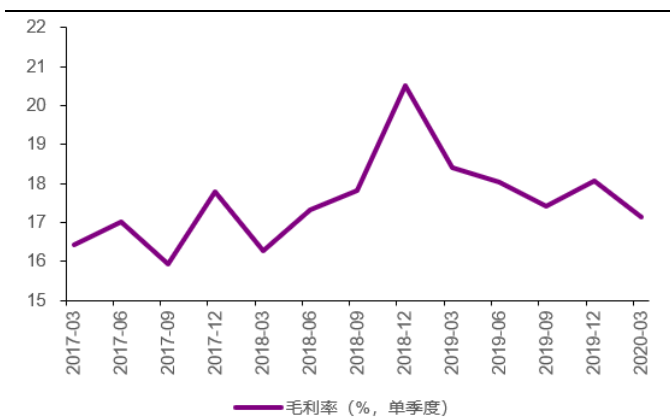
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 65：装修装饰板块毛利率（年度，%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

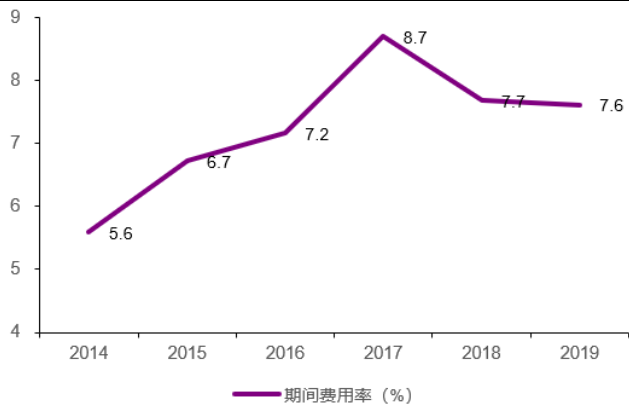
图 66：装修装饰板块毛利率（单季度，%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

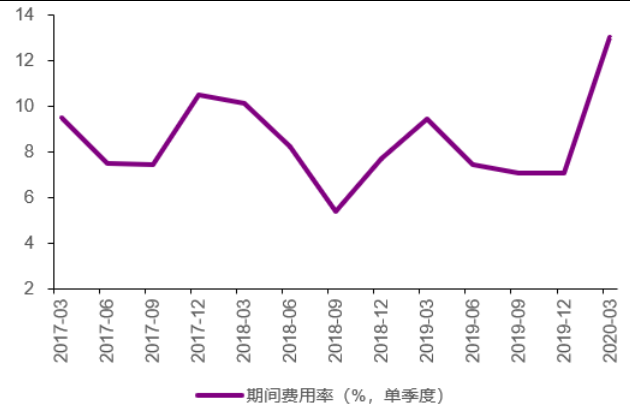
⁵ 采用申万二级子行业装修装饰板块（801722.SI）成分数据

图 67：装修装饰板块期间费用率（年度，%）



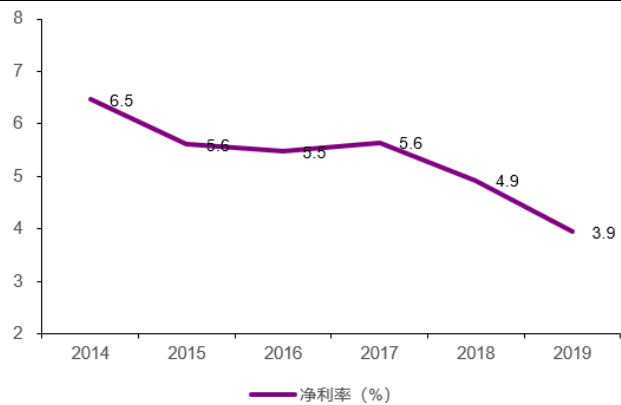
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 68：装修装饰板块期间费用率（单季度，%）



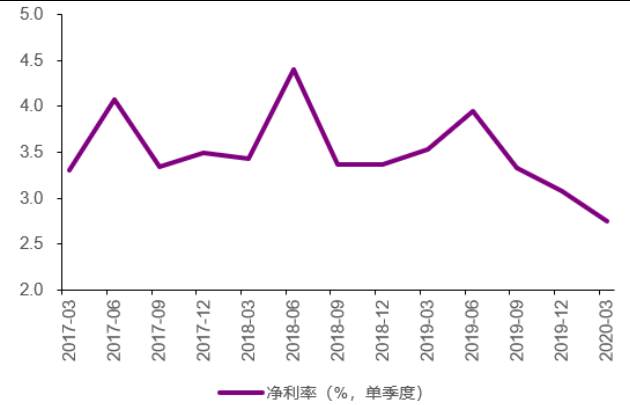
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 69：装修装饰板块净利率（年度，%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 70：装修装饰板块净利率（单季度，%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

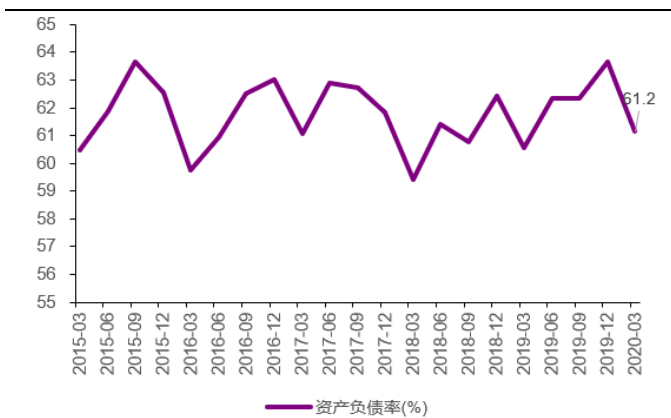
截止 1Q20 末，装修装饰板块整体资产负债率 61.2%，较 19 年同期提升 0.6pct。

19 年板块“两金”周转天数为 311 天，同比增加 7 天；1Q20 为 567 天，同比增加 180 天。

19 年板块 ROE 同比降低 1.8pcts 至 7.0%。1Q20 年化 ROE 同比继续降低 6.8pcts 至历史最低点 0.7%。

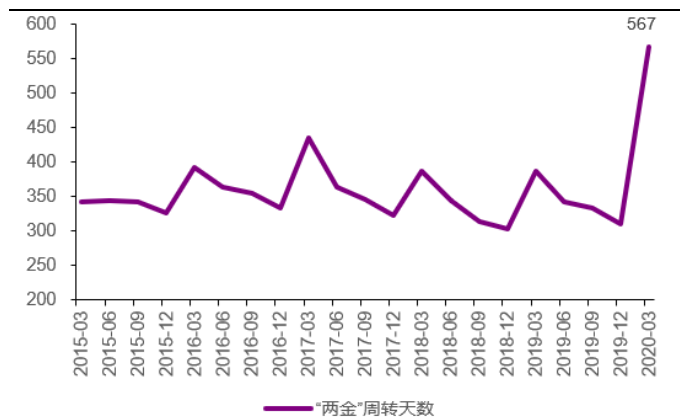
19 年经营性现金流净额与净利润比例为 1.1，同比提升 0.7；1Q20 为 -64.9。

图 71: 装修装饰板块资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

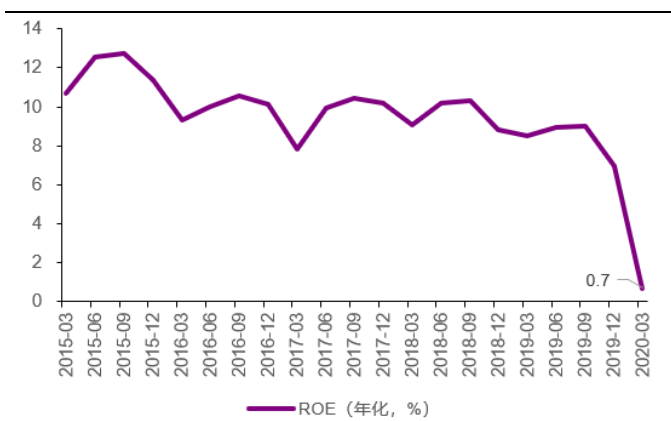
图 72: 装修装饰板块资产“两金”周转天数



资料来源: Wind, 光大证券研究所

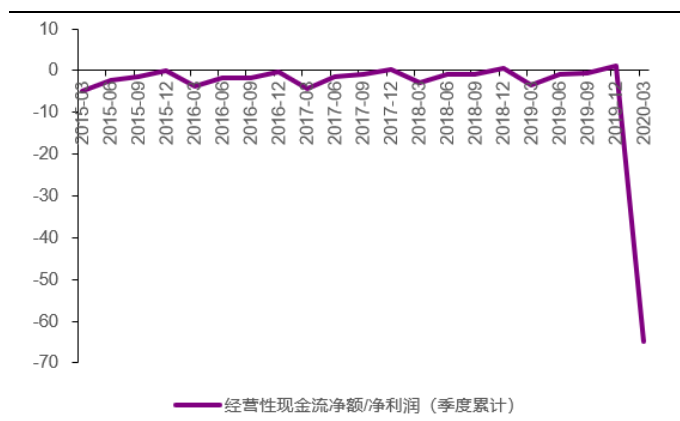
注: “两金”周转天数=存货周转天数+应收账款周转天数

图 73: 装修装饰板块 ROE (年化, %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 74: 装修装饰板块经营性现金流净额/净利润



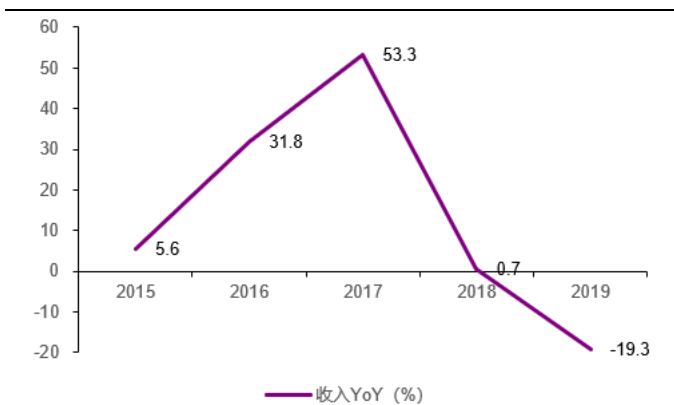
资料来源: Wind, 光大证券研究所

2.6、园林工程：收入、利润率承压，周转、现金流仍在恶化，行业复苏仍需等待

19年园林工程板块⁶收入增速-19.3%（vs 18年为0.7%），延续下行趋势。同期板块整体毛利率23.0%，同比-3.1pct；净利率-1.7%，同比-7.1pct。

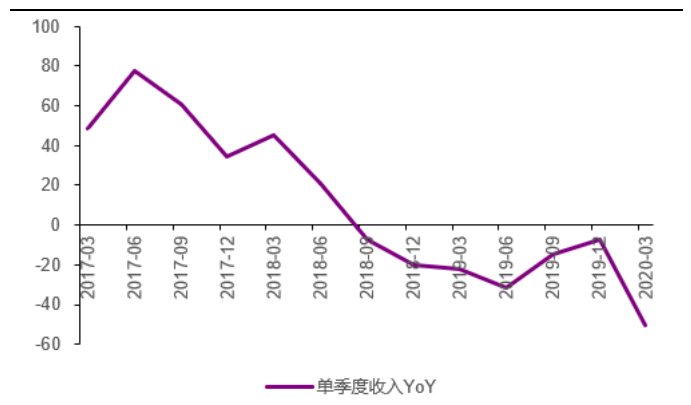
1Q20板块收入增速-50.4%，增速进一步下滑，同比-28.3pcts；毛利率19.5%，同比-5.6pcts；净利率-28.0%（vs 1Q19为1.7%）。

图 75：园林工程板块收入增速（年度，%）



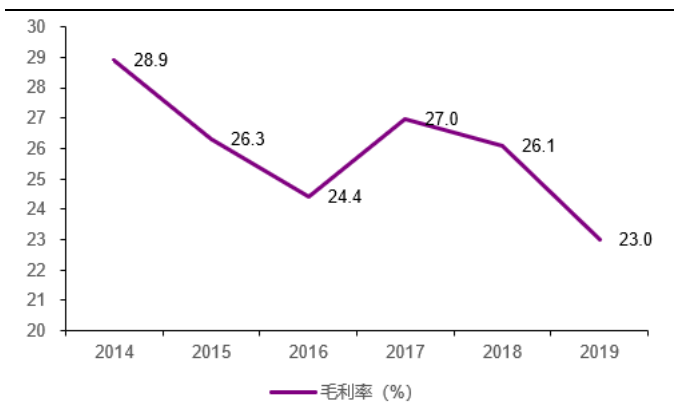
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 76：园林工程板块收入增速（单季度，%）



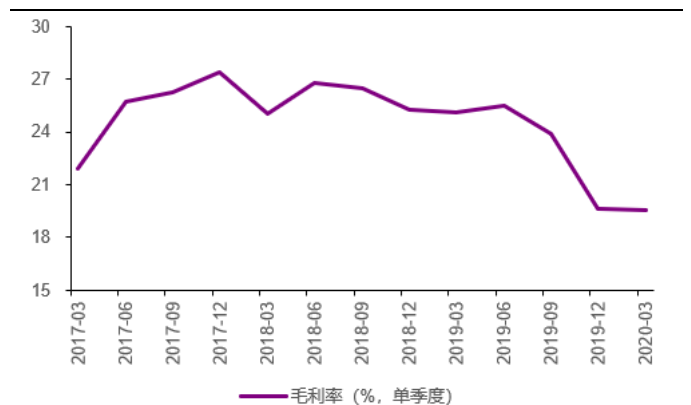
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 77：园林工程板块毛利率（年度，%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

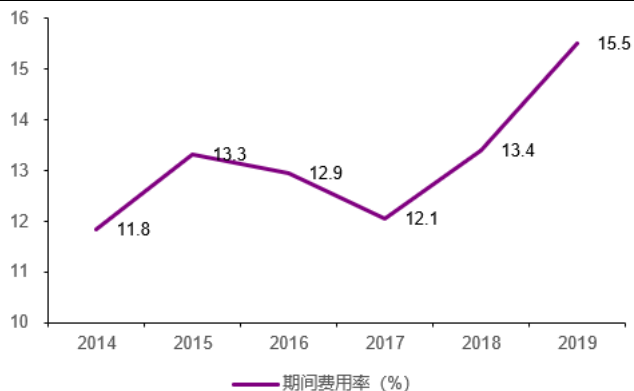
图 78：园林工程板块毛利率（单季度，%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

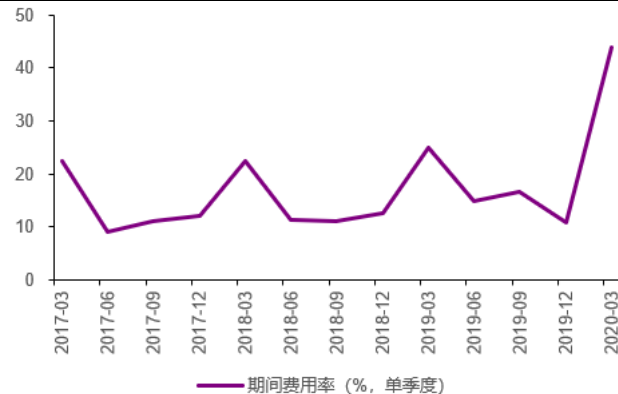
⁶ 采用申万二级子行业园林工程板块（801725.SI）成分数据

图 79：园林工程板块期间费用率（年度，%）



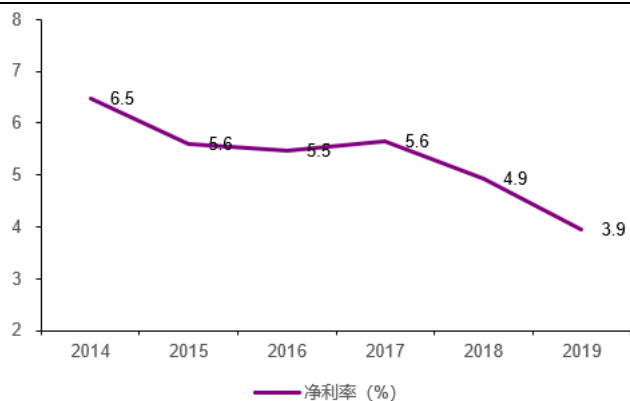
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 80：园林工程板块期间费用率（单季度，%）



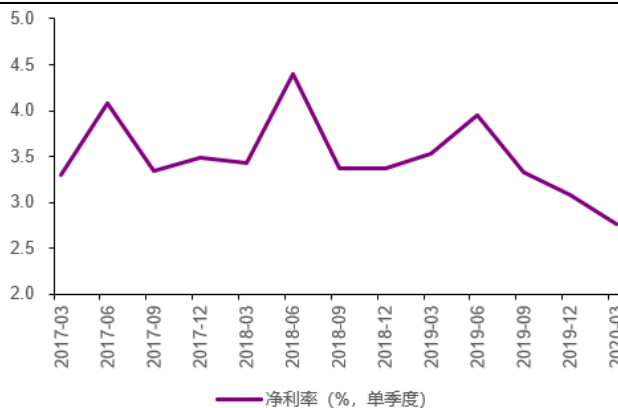
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 81：园林工程板块净利率（年度，%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 82：园林工程板块净利率（单季度，%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

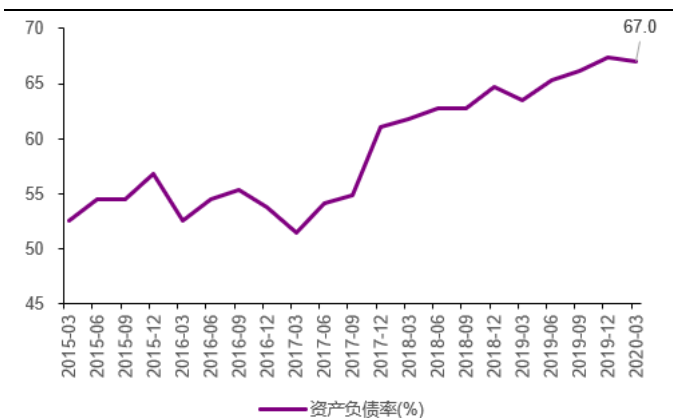
截止 1Q20 末，装修装饰板块整体资产负债率 67.0%，较 19 年同期提升 3.5pcts。

19 年板块“两金”周转天数为 770 天，同比增加 186 天；1Q20 为 1,873 天，同比增加 647 天。

19 年板块 ROE 同比降低 6.9pcts 至 -1.5%。1Q20 年化 ROE 同比继续降低 5.9pcts 至历史最低点 -6.8%。

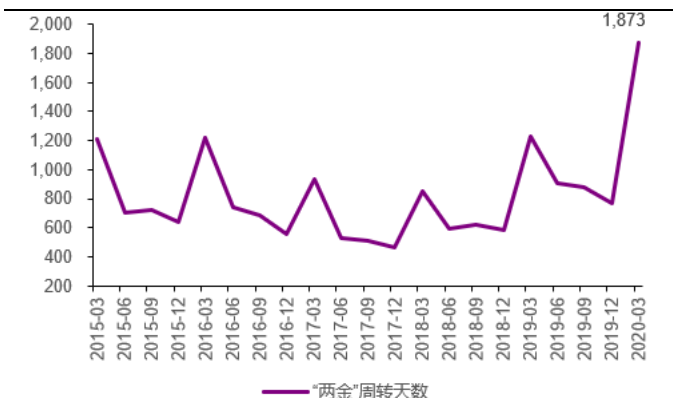
19 年经营性现金流净额与净利润比例为 -1.0，同比降低 0.4；1Q20 为 5.1，同比降低 14.8。

图 83: 园林工程板块资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

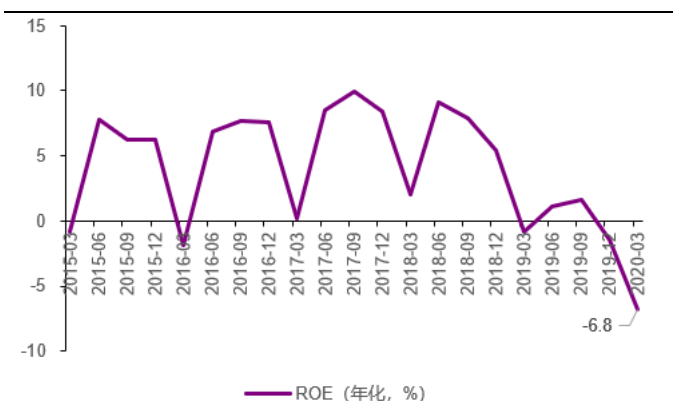
图 84: 园林工程板块资产“两金”周转天数



资料来源: Wind, 光大证券研究所

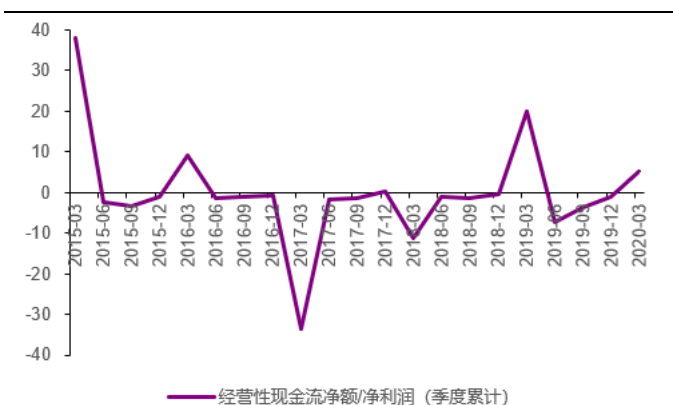
注: “两金”周转天数=存货周转天数+应收账款周转天数

图 85: 园林工程板块 ROE (年化, %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 86: 园林工程板块经营性现金流净额/净利润



资料来源: Wind, 光大证券研究所

3、投资建议

19 年收入提速、利润率平稳、“两金”周转提速、负债率继续下降，1Q20 受疫情拖累，建筑板块基金持仓占比连续三季度上升：

19 年建筑板块整体收入增速 15.7%，增速同比提升 5.5pcts；同期板块整体净利率 3.5%，同比-0.1pct，板块利润率总体平稳。杠杆率继续下降（19 年末资产负债率同减 0.9pct 至 74.8%）；“两金”周转继续提速，显示行业环境持续净化。杠杆率下降拖累板块整体 ROE 同减 0.7pct 至 10.1%。疫情拖累项目复工节奏，1Q20 板块整体收入增速-9.0%，净利率同减 0.7pct 至 2.8%，ROE、现金流等均恶化至历史较低水平。

建筑板块基金持仓 1Q20 继续提升。截止 1Q20 末，基金持仓建筑装饰行业公司市值（基金重仓股票口径）占有持仓比例为 1.08%，较市场行业市值占比（2.33%）低 1.25pcts，超配幅度连续三季度上升。1Q19 末前 10 大重仓股票央企为主（八大央企全部进入）；钢结构板块近年首次出现两只股票进入前 20 大重仓，显示行业关注度在提升。

细分来看：央企业绩稳健、降杆杆近尾声，行业高景气、钢结构业绩亮眼：

央企板块：19 年收入继续提升（同比提升 2.9pcts 至 16.0%），盈利能力略有下滑；1Q20 收入增速-7.0%，受疫情冲击相对较小；1Q20 年末，板块整体资产负债率 75.3%，已接近国资委考核目标。压减“两金”效果继续显现，“两金”周转稳步提速。

地方国企：19 年收入增速提升至历史较高水平（同增 6.5pcts 至 21.9%），盈利能力小幅下滑。资产负债率有小幅下降但仍处行业内最高水平（1Q20 末为 81.1%）。疫情对 1Q20 业绩冲击较大。

钢结构：行业高景气，19 年板块收入增速维持在较高水平（15.5%），盈利能力稳步改善（同期净利率同比+0.4pct 至 4.5%），资产周转加快、ROE 同比提升 0.8pct 至 8.8%，现金流向好。1Q20 板块净利增速超 30%，一枝独秀。

勘察设计、装修装饰、园林工程：“十三五”接近尾声、开发商融资趋紧、地方政府化解隐形债务，三行业业绩承压。勘察设计、装修装饰企业现金流有所好转，园林工程 19 年仍有进一步恶化，拐点仍需观察。

基建投资增速可以更乐观，看好建筑板块相对收益机会：

疫情影响，外需、消费等均存不确定性，短期逆周期调节力度稳步加码，中期基础设施 REITs 化大幅拓宽新增基建投资资金来源，我们认为对基建投资增速可以更乐观。近期基建公募 REITs 试点文件，或重构建筑板块逻辑，板块估值仍处低位，看好相对收益机会。

标的方面：1) 钢结构行业是建筑板块中成长前景最好的细分行业，龙头企业业绩有加速趋势，重点关注鸿路钢构、精工钢构。2) 建筑央企业绩稳健，其中报表内运营类资产比重较高的中国交建、中国电建将直接受益于基建

REITs 推进，中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶亦将受益于基建投资增速预期上修，资产 REITs 化或致企业扩张突破负债率限制。3) 竣工向上具备确定性，关注金螳螂。4) 自下而上建议关注华铁应急、中材国际、上海建工。

4、风险分析

疫情影响超预期。

基建投资增速低于预期。

地产开发投资增速快速下滑。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼