

建筑装饰

Q3 板块营收业绩持续承压，增量政策有望促 Q4 边际改善

增持（维持）

行业走势



作者

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

分析师 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

研究助理 张天祚

执业证书编号: S0680123060030

邮箱: zhangtianyu@gszq.com

相关研究

- 《建筑装饰：定量测算化债对建筑央企的影响有多大？》 2024-10-20
- 《建筑装饰：近年来最大规模化债措施即将出台，对建筑企业影响如何？》 2024-10-13
- 《建筑装饰：当前建筑低位优质成长股有哪些？》 2024-10-08

Q3 营收业绩持续承压，增量政策有望驱动 Q4 基本面改善。24Q1-3 建筑上市公司整体营收同降 4.9%，其中 Q1/Q2/Q3 分别同比+1.2%/-7.5%/-8.0%；实现归母净利润同降 11.9%，其中 Q1/Q2/Q3 分别同比-3.2%/-17.6%/-15.4%。Q3 板块收入降幅扩大，主因 Q3 业主资金延续偏紧状态，同时央企普遍减少垫资投入，导致实物工作量落地进一步放缓；Q3 业绩降幅略微收窄，主要受低基数、减值冲回、投资收益等非经因素影响；业绩降幅明显大于收入，主因：1) 毛利率同比回落；2) 费用较为刚性，收入下滑后费用率有所上升。9 月底至今我国连续出台一揽子增量政策，预计 Q4 政府专项债及特别国债将加速发行（Q4 仍有 2.3 万亿专项债资金可使用），叠加后续大规模化债及中央政府加杠杆等增量政策落地，有望显著改善基建资金面，驱动实物工作量加快落地，促进板块基本面修复。

Q3 盈利能力下行，现金流边际好转。24Q1-3/Q3 板块毛利率分别为 10.14%/9.80%，分别同比变动+0.06/-0.25pct，Q3 毛利率下行主因：1) 收入确认持续放缓但部分成本支出刚性。2) 部分企业地产业务毛利率大幅下降。24Q1-3/Q3 板块期间费用率分别为 6.03%/6.65%，同比变化+0.35/+0.48pct，其中四项费用率均同比增加，主因行业收入下滑，而部分费用相对刚性；财务费用率提升更为明显主因有息债务融资规模扩大导致利息支出大幅增加。24Q3 净利率 2.08%，同比下降 0.17pct。在净利率、周转率下降趋势下，24Q1-3 板块 ROE 为 5.44%，同比明显下降 1.21pct。24Q1-3 板块经营性现金流净流出 4983 亿元，同比多流出 2138 亿元，其中 Q3 单季净流入 184 亿元，去年同期为净流出 421 亿元，24Q3 收现比/付现比分别为 110%/110%，同比+5pct/持平，Q3 板块收款小幅改善，预计主要因 8-9 月专项债发行明显提速。

Q3 各板块继续承压，专业/国际工程业绩相对较好。在宏观需求偏弱背景下，24Q3 绝大多数板块收入与业绩继续下滑，具体板块看：1) 央企 Q3 收入/业绩分别同比变化-7.3%/-15.2%，降幅略小于行业整体。业绩出现分化，其中中国中冶、中国能建、中国化学业绩大幅增长，主要受减值冲回、低基数等因素影响。2) 地方国企 Q3 营收与业绩分别同比变化-11.2%/-0.9%，业绩边际恢复，主因板块毛利率有所提升、减值损失减少以及投资收益增多。3) 国际工程 Q3 营收和业绩分别同比变化-15.5%/+3.5%，收入下降主因境内业务需求偏弱，业绩改善主因高毛利率海外业务占比提升驱动板块毛利率向上。4) 钢结构 Q3 营收与业绩分别同比变化-13.4%/-16.2%，行业整体需求仍然较弱。5) 设计咨询 Q3 营收与业绩分别同比变化-19.0%/-40.6%，显示国内基建、地产新增项目偏少。6) 专业工程 Q3 营收与业绩分别同增 10.9%/81.8%，收入增长主要由洁净室工程、矿山工程、轨交减振/震等领域个股驱动，业绩高增主因板块冲回减值较多。

投资建议：三季报利空“靴子落地”，后续大规模化债及财政扩张政策有望逐步实施，Q4 行业资金面有望改善，板块基本面有望反转；同时化债等措施预计将加速建筑企业回款，显著修复资产负债表，促 PB 估值加速修复。重点推荐：1) 低估值央企：中国建筑 (pb-lf 0.57, 24 年预期股息率 4.1%)、中国交建 A+H (A 股 pb-lf 0.64, 股息率 2.7%)、中国中铁 A+H (A 股 pb-lf 0.55, 股息率 2.9%)、中国铁建 A+H (A 股 pb-lf 0.48, 股息率 3.2%)、中国电建 (pb-lf 0.71, 24PE 7.7X)；2) 地方国企龙头：隧道股份 (pb-lf 0.74, 股息率 4.8%)、四川路桥 (24PE 6.9X, 股息率 7.2%)、安徽建工 (24PE 5.2X)、山东路桥 (24PE 3.6X)、浙江交科 (24PE 7.0X) 等；3) 顺周期、地产链：鸿路钢构 (24PE 11X)、华铁应急 (24PE 13X)、华阳国际 (24PE 16X)、金螳螂 (24PE 7.4X) 等。

风险提示：宏观政策不及预期风险、海外经营风险、应收账款减值风险等。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601668.SH	中国建筑	买入	1.30	1.21	1.23	1.24	4.80	5.09	5.01	4.95
601800.SH	中国交建	买入	1.46	1.48	1.53	1.58	7.00	7.48	7.21	7.01
601390.SH	中国中铁	买入	1.35	1.20	1.21	1.22	4.70	5.44	5.41	5.38
601186.SH	中国铁建	买入	1.92	1.63	1.62	1.64	4.70	5.65	5.67	5.63
600820.SH	隧道股份	买入	0.93	0.96	0.99	1.00	7.30	7.23	7.04	6.94
600502.SH	安徽建工	买入	0.91	0.94	1.01	1.09	5.40	5.17	4.78	4.44
002541.SZ	鸿路钢构	买入	1.71	1.25	1.40	1.56	8.50	11.35	10.12	9.11
603300.SH	华铁应急	买入	0.41	0.42	0.53	0.66	10.20	12.74	10.17	8.12

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

内容目录

1. 行业综述：营收业绩持续承压，现金流略有改善	5
1.1. 行业增长情况：Q3 营收业绩继续承压，增量政策有望驱动 Q4 改善	5
1.2. 行业盈利能力：毛利率与净利率下降，费用率上升，ROE 下降	6
1.3. 行业负债及营运能力：负债率上升，周转率持续下行	10
1.4. 行业现金流情况：Q3 收款改善，现金流好转	11
2. 细分板块：Q3 各板块继续承压，专业/国际工程业绩相对较好	14
3. 重点子板块评述	16
3.1. 建筑央企	16
3.2. 地方国企	21
3.3. 国际工程	24
3.4. 钢结构	28
3.5. 设计咨询	31
4. 投资建议	36

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: 建筑板块历年前三季度毛利率	7
图表 5: 建筑板块单季期间费用率明细	7
图表 6: 建筑板块单季期间费用率	8
图表 7: 建筑板块历年前三季度期间费用率明细	8
图表 8: 建筑板块历年前三季度期间费用率	8
图表 9: 建筑板块历年前三季度归母净利率	9
图表 10: 建筑板块单季归母净利率	9
图表 11: 建筑板块历年前三季度 ROE	9
图表 12: 建筑行业 ROE 杜邦分解	10
图表 13: 建筑板块季度资产负债率变化 (%)	10
图表 14: 建筑板块单季存货周转率	11
图表 15: 建筑板块单季应收账款周转率	11
图表 16: 建筑板块单季经营性现金流量净额 (亿元)	12
图表 17: 建筑板块单季经营性现金流量净额/归母净利润	12
图表 18: 建筑板块单季收现比	12
图表 19: 建筑板块单季付现比	13
图表 20: 各子板块营收增速对比 (%)	15
图表 21: 各子板块归母净利润增速对比 (%)	15
图表 22: 各子板块归母净利润规模对比 (亿元)	15
图表 23: 建筑央企单季营收增速	16
图表 24: 建筑央企单季业绩增速	16
图表 25: 建筑央企历年前三季度营收增速	17
图表 26: 建筑央企历年前三季度业绩增速	17
图表 27: 建筑央企单季收入和业绩增速表	18
图表 28: 建筑央企财务数据分析表 (单季值)	19
图表 29: 建筑央企累计订单增速	20
图表 30: 建筑央企单季订单增速	20
图表 31: 建筑央企境内/境外订单累计增速	20
图表 32: 建筑央企境内/境外订单单季增速	21
图表 33: 地方国企单季营收增速	21
图表 34: 地方国企单季业绩增速	22

图表 35:	地方国企历年前三季度营收增速	22
图表 36:	地方国企历年前三季度业绩增速	22
图表 37:	地方国企单季收入和业绩增速表	23
图表 38:	地方国企财务数据分析表 (单季值)	24
图表 39:	国际工程单季营收增速	24
图表 40:	国际工程单季业绩增速	25
图表 41:	国际工程历年前三季度营收增速	25
图表 42:	国际工程历年前三季度业绩增速	25
图表 43:	国际工程单季收入和业绩增速表	26
图表 44:	国际工程财务数据分析表 (单季值)	27
图表 45:	国际工程累计订单及增速	27
图表 46:	国际工程单季订单及增速	28
图表 47:	国际工程境外订单单季及累计同比增速	28
图表 48:	钢结构单季营收增速	29
图表 49:	钢结构单季业绩增速	29
图表 50:	钢结构历年前三季度营收增速	29
图表 51:	钢结构历年前三季度业绩增速	30
图表 52:	钢结构单季收入和业绩增速表	30
图表 53:	钢结构财务数据分析表 (单季值)	31
图表 54:	设计咨询单季营收增速	32
图表 55:	设计咨询单季业绩增速	32
图表 56:	设计咨询历年前三季度营收增速	32
图表 57:	设计咨询历年前三季度业绩增速	33
图表 58:	设计咨询单季收入和业绩增速表	34
图表 59:	设计咨询财务数据分析表 (单季值)	35
图表 60:	重点建筑央企、国企分红及估值对比	37
图表 61:	建筑行业重点公司估值表	38

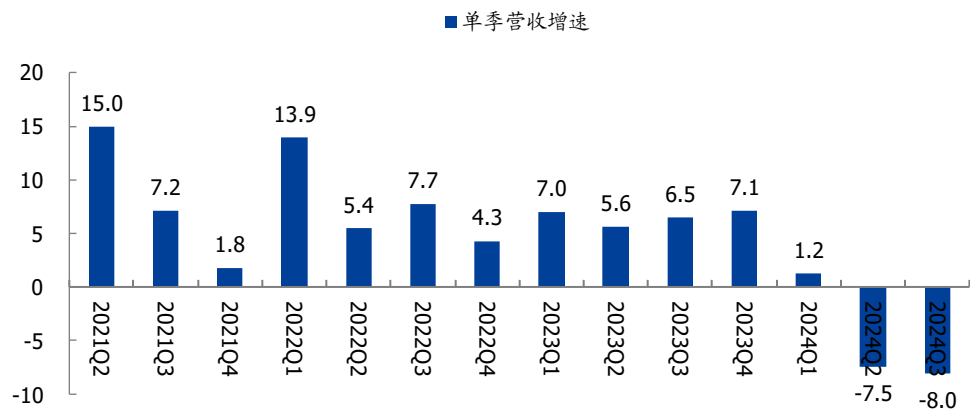
1. 行业综述：营收业绩持续承压，现金流略有改善

1.1. 行业增长情况：Q3 营收业绩继续承压，增量政策有望驱动 Q4 改善

2024Q1-3 建筑上市公司整体营收同降 4.9%，其中 Q1/Q2/Q3 分别同比变化+1.2%/-7.5%/-8.0%；Q1-3 实现归母净利润同降 11.9%，其中 Q1/Q2/Q3 分别同比-3.2%/-17.6%/-15.4%。Q3 板块营收降幅环比 Q2 扩大，主因 Q3 业主资金延续偏紧状态，同时央企普遍减少垫资投入，导致实物工作量落地进一步放缓；Q3 业绩降幅略微收窄，主要受低基数、减值冲回、投资收益等非经因素影响；业绩降幅明显大于收入，主因：1) 毛利率同比回落；2) 费用较为刚性，收入下滑后费用率有所上升。

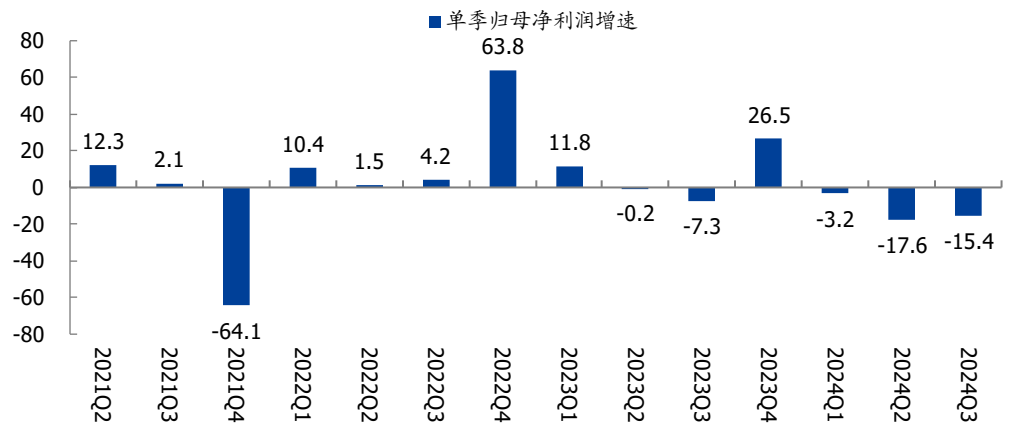
一揽子增量政策连续出台，资金、需求有望边际回暖。在经济压力较大（Q3 我国 GDP 增速 4.6%，环比 Q2 回落 0.1pct）、国内信心不足背景下，近期系列经济促进政策连续出台：1) 9月24日央行、证监会、金融监管总局陆续发布一揽子增量政策，包括降准、降息、降低存量房贷利率、降低二套房首付比等，有望促进基建、地产行业资金面地产好转，推动实物工作量加快落地。2) 10月12日财政部在新闻发布会上表示“拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险”，同时强调该项政策是“近年来出台的支持化债力度最大的一项措施”，“将大大减轻地方化债压力，可以腾出更多的资源发展经济，提振经营主体信心，巩固基层‘三保’”。最大规模化债措施出台有望大大减轻地方化债压力，使其可以腾出更多的资金投入基建等领域，将明显改善基建资金面，加速实物工作量落地，改善建筑企业回款，修复资产负债表。若系列增量政策持续出台和落地，基建、地产资金、需求均有望回暖，板块整体基本面有望边际改善。

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 (%)

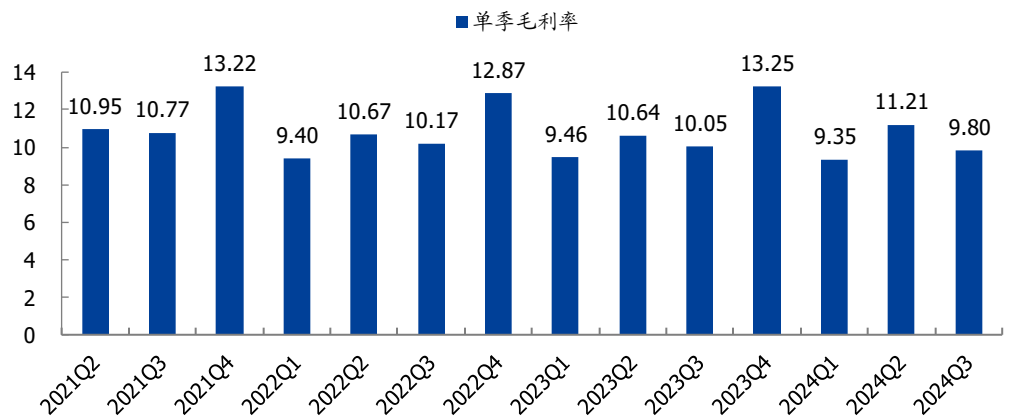


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2. 行业盈利能力: 毛利率与净利率下降, 费用率上升, ROE 下降

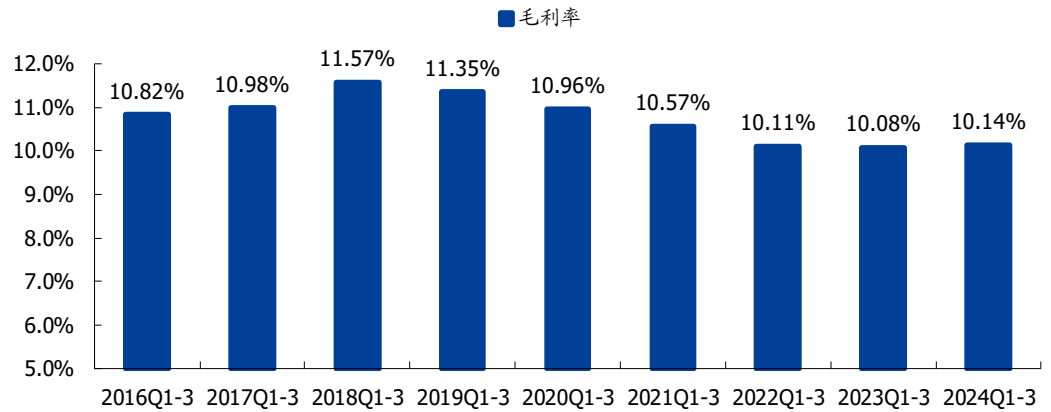
2024Q1-3/Q3 建筑板块毛利率分别为 10.14%/9.80%, 较去年同期分别变动+0.06/-0.25pct, Q3 板块毛利率有所回落, 其中权重板块建筑央企 Q3 毛利率同降 0.37pct。Q3 对板块毛利影响较大的个股包括: 中国建筑房建、基建、地产板块毛利率均有所下降, 其中地产降幅较大, 毛利率整体承压 (公司 Q3 单季 7.4%, YoY-0.3pct); 中国中铁、中国铁建、中国交建、隧道股份等央国企龙头, 预计施工主业因业主资金紧张执行放缓, 但成本支出刚性致毛利率下降 (中国中铁 Q3 单季 8.7%, YoY-0.9pct; 中国铁建 Q3 单季 9.2%, YoY-0.5pct; 中国交建 Q3 单季 11.3%, YoY-1.0pct; 隧道股份 Q3 单季 5.4%, YoY-6.6pct)。

图表3: 建筑板块单季毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

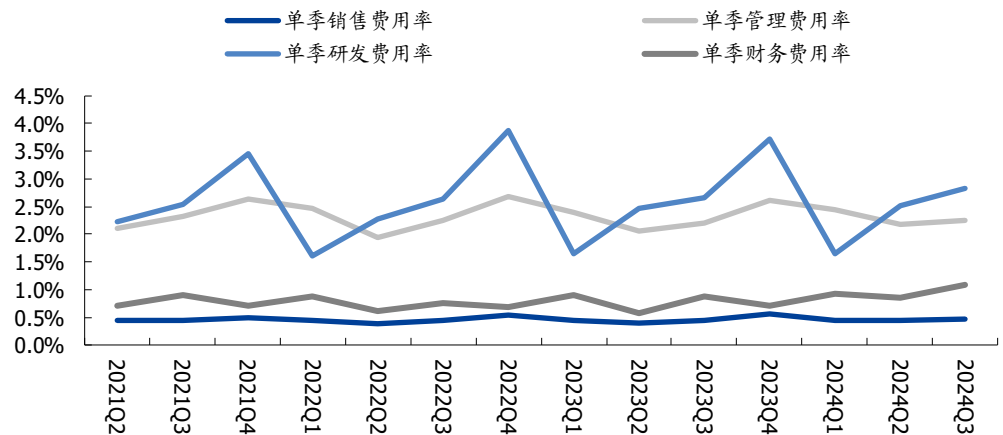
图表4: 建筑板块历年前三季度毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

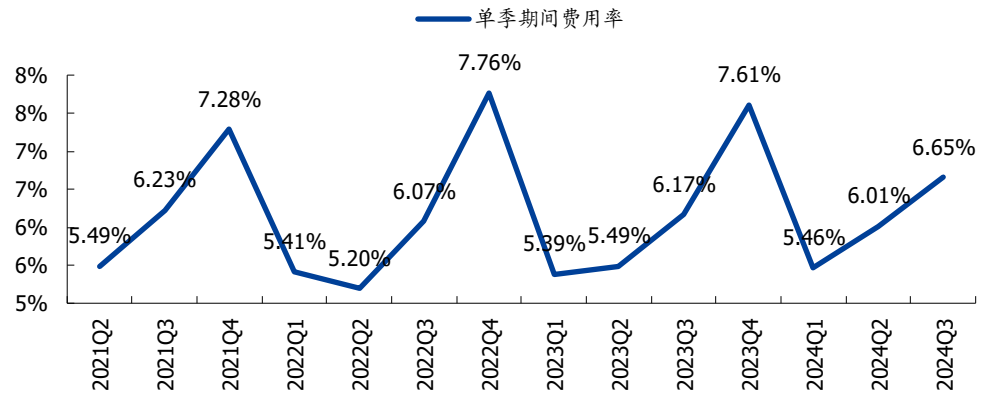
确收放缓但费用较为刚性，2024Q1-3/Q3 期间费用率有所上升。上市建筑企业 2024Q1-3/Q3 期间费用率分别为 6.03%/6.65%，同比变化+0.35/+0.48pct。其中 2024Q1-3/Q3 销售费用率分别为 0.46%/0.48%，同比变化+0.03/+0.04pct；管理费用率分别为 2.30%/2.26%，同比变化+0.09/+0.07pct；研发费用率分别为 2.33%/2.83%，同比变化+0.06/+0.17pct；财务费用率分别为 0.95%/1.09%，同比变化+0.17/+0.21pct。今年 2024Q1-3/Q3 建筑板块各项费用率均较去年同期有所上升，预计主因费用整体较为刚性，在行业资金紧张、确收放缓背景下，费用率上升。财务费用率提升更为明显主因资金紧张，企业外部有息债务融资规模扩大导致利息支出大幅增加。

图表5: 建筑板块单季期间费用率明细



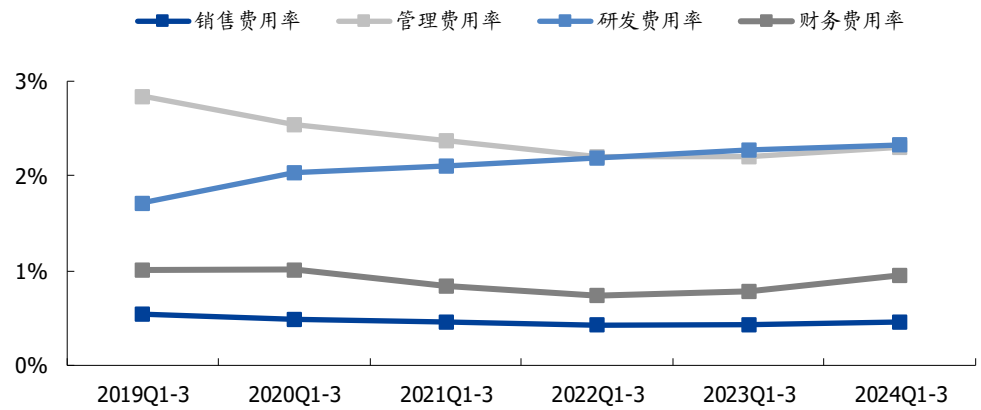
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 建筑板块单季期间费用率



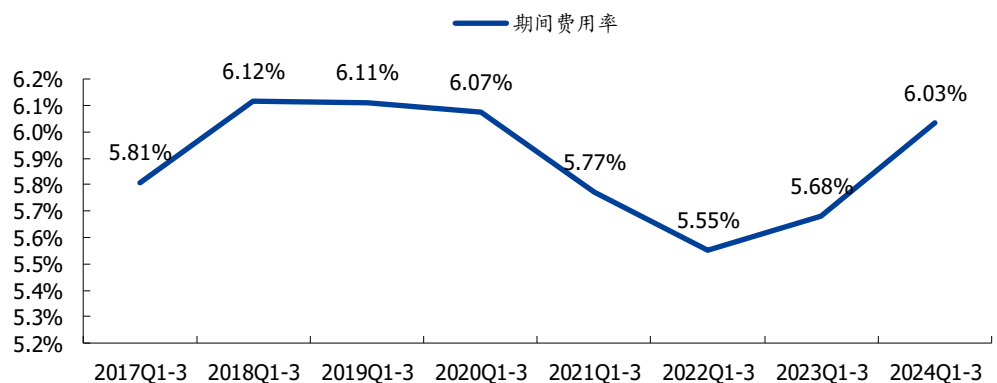
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 建筑板块历年前三季度期间费用率明细



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

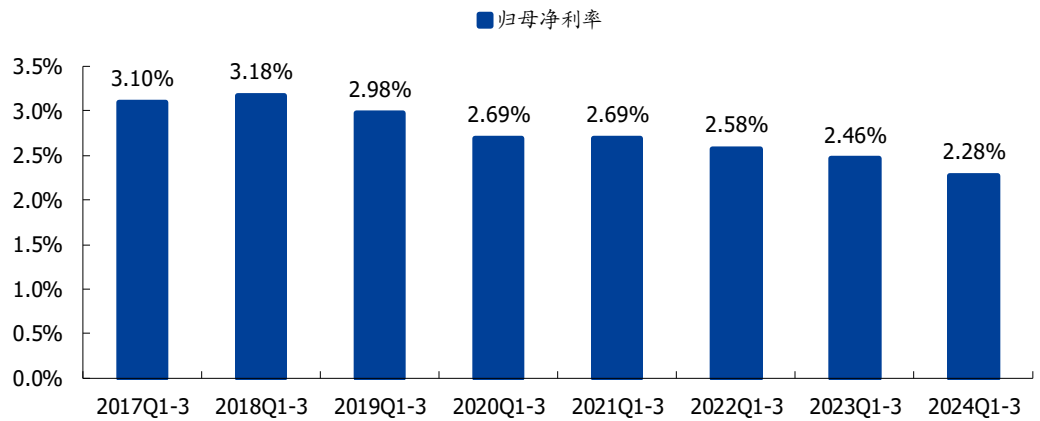
图表8: 建筑板块历年前三季度期间费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

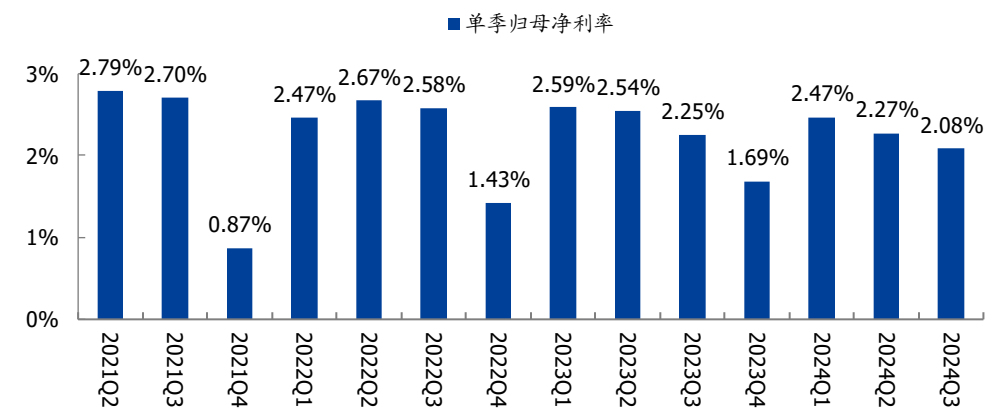
2024Q1-3/Q3 净利率同比继续回落。2024Q1-3/Q3 上市建筑企业归母净利率分别为 2.28%/2.08%，同比变动-0.18/-0.17pct。Q3 在毛利率下降、费用率上升情况下，净利率同比继续回落（今年已连续 3 季度同比回落）。

图表9: 建筑板块历年前三季度归母净利润率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

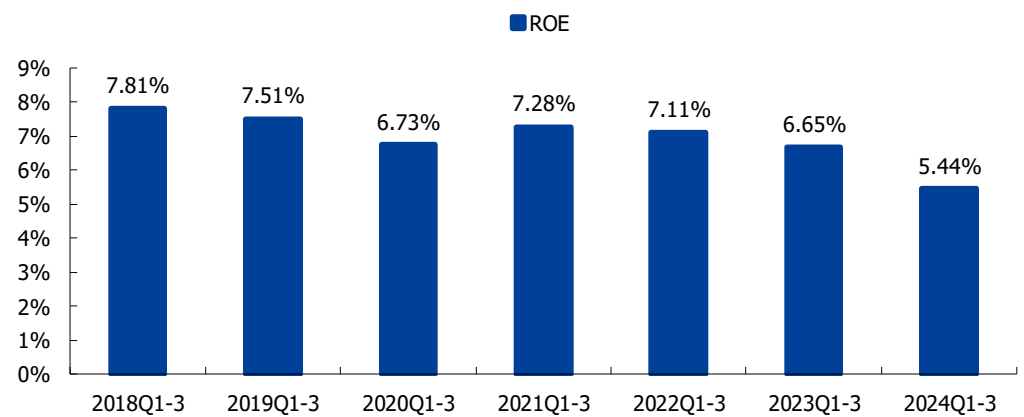
图表10: 建筑板块单季归母净利润率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

净利率与周转率下降, 致 2024Q1-3 ROE 降幅明显。2024Q1-3 建筑板块 ROE 为 5.44%, 同比明显下降 1.21pct。从杜邦拆解上看, Q1-3 归母净利润率与总资产周转率降幅偏大, 权益乘数则继续呈提升趋势。

图表11: 建筑板块历年前三季度 ROE



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表12: 建筑行业 ROE 杜邦分析

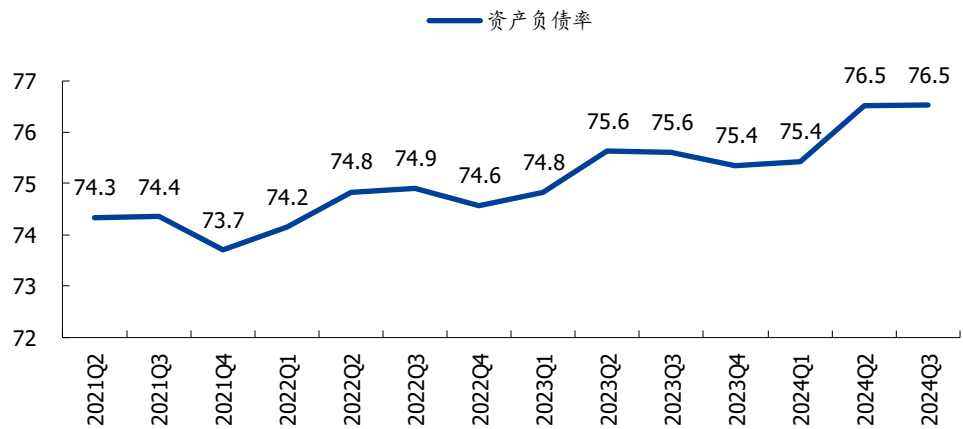
时间	ROE	杜邦分析拆解			细分财务数据 (亿元)			
		归母净利润率	总资产周转率	权益乘数	归母净利润	营收	平均总资产	平均归母权益
2014Q1-3	9.68%	2.64%	0.60	6.07	660	24941	41378	6815
2015Q1-3	8.47%	2.77%	0.54	5.69	724	26168	48658	8551
2016Q1-3	8.20%	3.08%	0.49	5.41	845	27432	55715	10303
2017Q1-3	7.98%	3.10%	0.48	5.36	962	31013	64691	12059
2018Q1-3	7.81%	3.18%	0.46	5.33	1075	33844	73369	13765
2019Q1-3	7.51%	2.98%	0.47	5.37	1166	39170	83411	15541
2020Q1-3	6.73%	2.69%	0.46	5.40	1183	43902	94874	17567
2021Q1-3	7.28%	2.69%	0.50	5.41	1465	54460	108982	20138
2022Q1-3	7.11%	2.58%	0.50	5.56	1549	60099	120985	21778
2023Q1-3	6.65%	2.46%	0.48	5.64	1592	64686	134970	23924
2024Q1-3	5.44%	2.28%	0.41	5.80	1402	61542	149377	25767

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3. 行业负债及营运能力: 负债率上升, 周转率持续下行

Q3 负债率同比上升, 环比持平。截至 2024Q3 末上市建筑公司整体资产负债率为 76.5%, 环比 Q2 持平, 较上年 Q3 末上升 0.9pct。2024 年以来建筑板块业主资金紧张, 叠加利率环境持续宽松, 建筑企业负债率回升幅度较往年略高。

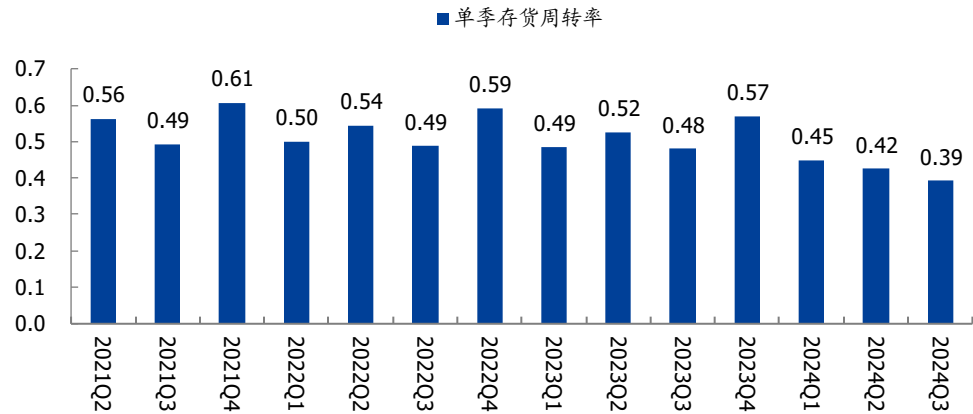
图表13: 建筑板块季度资产负债率变化 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

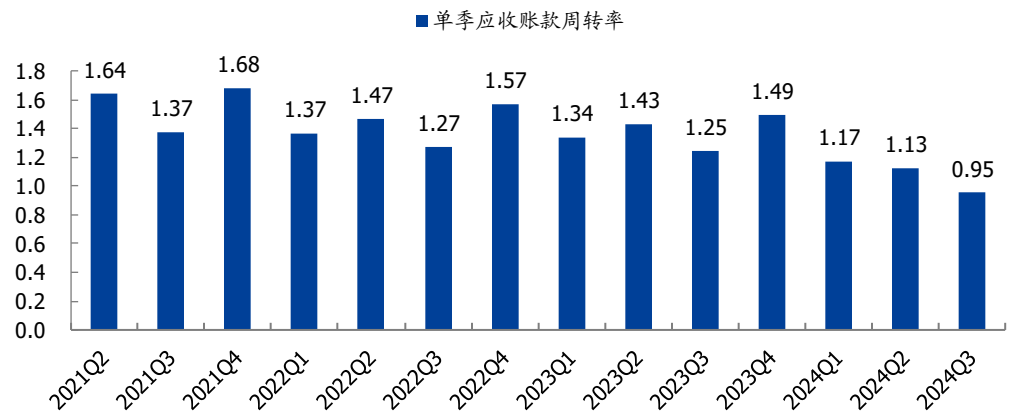
业主资金紧张, 周转率同比持续下行。建筑企业的资产周转率存在明显的季度波动周期, 同比数据上看, 2024Q3 存货周转率 (加回合同资产口径) 0.39, 较去年同期下降 0.09; 应收账款周转率 0.95, 较去年同期下降 0.29, 在业主资金情况普遍为紧张情况下, 存货及应收款周转率均同比持续下降。

图表14: 建筑板块单季存货周转率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表15: 建筑板块单季应收账款周转率

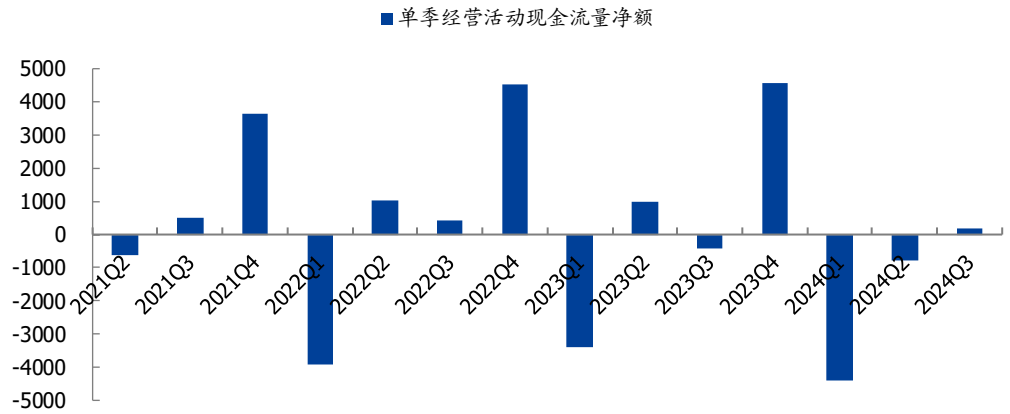


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.4. 行业现金流情况: Q3 收款改善, 现金流好转

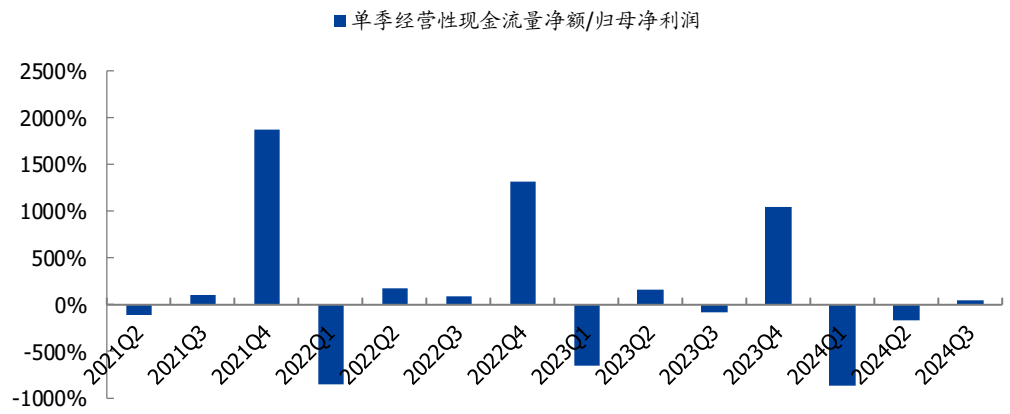
2024Q1-3 建筑板块经营性现金流净流出 4983 亿元, 同比多流出 2138 亿元, 其中 Q3 单季净流入 184 亿元, 去年同期为净流出 421 亿元。2024Q3 经营性现金流/归母净利润+45%, 去年同期为-88%。2024Q3 收现比/付现比分别为 110%/110%, 同比+5pct/持平。今年以来业主资金持续偏紧, 为保障项目进度, 施工方提前垫资情况多于往年, 且收款情况较差, 现金流出同比明显增多, 但 Q3 收款情况已略有改善, 现金流有所好转, 预计主要因 8-9 月专项债发行明显提速。

图表16: 建筑板块单季经营性现金流量净额(亿元)



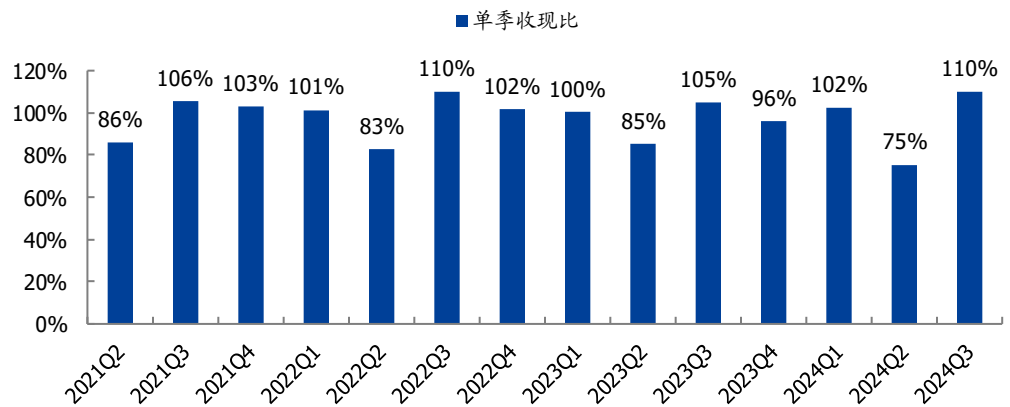
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表17: 建筑板块单季经营性现金流量净额/归母净利润



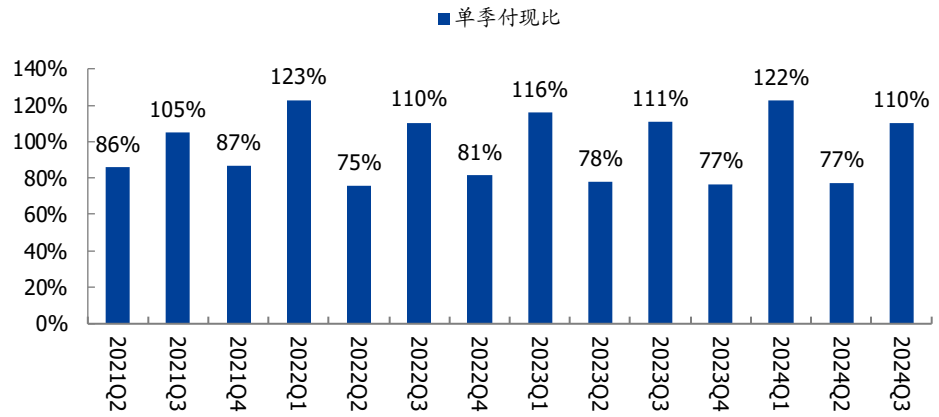
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表18: 建筑板块单季收现比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表19: 建筑板块单季付现比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 细分板块：Q3 各板块继续承压，专业/国际工程业绩相对较好

收入方面：2024Q3 建筑细分板块中，仅电力工程/专业工程/化学工程 3 个板块实现收入增长，Q3 单季分别增长 13%/11%/1%，其中电力工程板块重点受益我国电源、电网、储能等能源基建投资景气；专业工程板块增长主要由洁净室工程、矿山工程、轨交减振/震等领域个股驱动。Q3 收入同比下降最多的三个细分板块分别为装饰/园林 PPP/设计咨询，分别下降 21%/20%/19%。

归母净利润方面：2024Q3 建筑细分板块中，专业工程/国际工程两个板块实现增长，其中专业工程板块 Q3 盈利 7.9 亿，同增 82%，主要受益岩土工程、矿山工程、洁净室工程、轨交减振/震等领域个股盈利提升；国际工程板块 Q3 业绩 12.2 亿元，同增 3.5%。降幅较大的三个细分板块分别为装饰/设计咨询/电力工程，其中装饰板块 Q3 亏损 4.4 亿元，上年同期为盈利 1.0 亿元，主因部分个股毛利率下降、费用率上升较多；设计咨询板块 Q3 盈利 7.0 亿元，同降 41%，亦因部分个股毛利率下降、费用率上升较多；电力工程板块 Q3 盈利 3.3 亿元，同降 36%，主因部分个股减值计提增多。

建筑央企板块 2024Q3 营收与业绩分别同比变化-7.3%/-15.2%，环比 Q2 分别变动-0.8/-0.4pct。今年以来受地方化债及专项债发行偏慢影响，基建资金面承压，制约实物工作量形成，致收入放缓；同时在成本较为刚性情况下，Q3 建筑央企普遍毛利率下降，进一步制约业绩恢复。近期一揽子增量政策连续出台，且 Q4 仍可继续期待财政政策加码，基建、地产资金、需求均有望回暖，建筑央企板块盈利有望逐步恢复。

地方国企板块 2024Q3 营收与业绩分别同比变化-11.2%/-0.9%，环比 Q2 分别变动+3.9/+26.8pct。Q3 营收下滑主因今年以来受地方政府财政压力以及化债影响，项目资金偏紧，导致新增项目规模收缩，在手项目执行进度放缓，但 Q3 降幅环比 Q2 有所收窄。Q3 业绩有所恢复，主因板块毛利率有所提升、减值损失减少、以及投资收益增多。10 月 12 日财政部在新闻发布会上表示“拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险”，同时强调该项政策是“近年来出台的支持化债力度最大的一项措施”，有望大大减轻地方化债压力，使其可以腾出更多的资金投入基建等领域，后续地方国企有望重点受益。

国际工程板块 2024Q3 营收和业绩分别同比变化-15.5%/+3.5%，环比 Q2 分别变动-11.6/+6.2pct。Q3 收入下滑较大，预计主因境内业务需求偏弱，相关收入减少；业绩增速环比有所回升，主因板块毛利率上升（其中中钢国际 Q3 毛利率显著回升）。当前南亚、东南亚、中东、非洲等新兴国家城镇化、工业化显著提速，基建、地产景气较高，水泥钢铁类基础建材、化工品、金属、能源电力等产能建设需求旺盛，我国国际工程企业建造优势显著，海外市场开拓潜力大，海外业绩放量可期。

钢结构板块 2024Q3 营收与业绩分别同比变化-13.4%/-16.2%，环比 Q2 分别变动-10.9/+14.9pct。Q3 收入依然受宏观需求偏弱影响同比下降，且降幅有所增大；Q3 业绩降幅有所收窄，主因权重个股精工钢构 Q3 确收加速，同时盈利指标有所改善。今年 10 月我国 PMI 为 50.1%，比上月提升 0.3pct，制造业景气水平回升，后续随着一揽子增量政策加力推出以及已出台的存量政策效应逐步显现，钢结构需求有望持续改善。

设计咨询板块 2024Q3 营收与业绩分别同比变化-19.0%/-40.6%，环比 Q2 分别变动-6.4/-16.1pct。在基建、地产项目业主资金偏紧情况下，行业需求较弱，新增项目偏少，Q3 设计咨询板块收入利润继续承压。后续若一揽子增量政策持续推出和落地，基建、地产资金与需求恢复，则板块在低基数上有望展现较大业绩弹性。

图表20: 各子板块营收增速对比 (%)

子行业	2023Q1-3	2024Q2	2024Q1-3	2024Q3 ↓	2024Q1-3同比变化	2024Q3环比变化
电力工程	1.6	11.1	12.9	13.3	11.3	2.1
专业工程	4.5	18.0	16.1	10.9	11.6	-7.1
化学工程	-1.2	-8.6	-2.0	0.5	-0.8	9.1
建筑央企	6.7	-6.5	-3.9	-7.3	-10.6	-0.8
地方国企	5.8	-15.1	-11.4	-11.2	-17.2	3.9
钢结构	9.4	-2.6	-9.2	-13.4	-18.6	-10.9
国际工程	20.6	-3.9	-7.6	-15.5	-28.2	-11.6
设计咨询	-0.8	-12.6	-13.9	-19.0	-13.1	-6.4
园林PPP	-16.9	-16.3	-17.8	-20.1	-0.9	-3.9
装饰	1.3	-10.2	-11.1	-20.6	-12.5	-10.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表21: 各子板块归母净利润增速对比 (%)

子行业	2023Q1-3	2024Q2	2024Q1-3	2024Q3 ↓	2024Q1-3同比变化	2024Q3环比变化
专业工程	-78.8	195.1	467.6	81.8	546.4	-113.3
国际工程	13.7	-2.7	2.5	3.5	-11.1	6.2
地方国企	6.0	-27.7	-17.7	-0.9	-23.7	26.8
化学工程	11.6	-25.3	-9.4	-11.9	-21.0	13.4
建筑央企	2.8	-14.8	-9.7	-15.2	-12.5	-0.4
钢结构	-12.1	-31.1	-24.5	-16.2	-12.4	14.9
园林PPP	-259.5	-37.6	-35.8	-29.5	223.7	8.1
电力工程	6.8	11.5	-23.7	-35.5	-30.5	-47.0
设计咨询	-11.3	-24.6	-33.7	-40.6	-22.4	-16.1
装饰	-13.4	-525.6	-295.2	-526.2	-282.8	-0.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表22: 各子板块归母净利润规模对比 (亿元)

子行业	2023Q1-3	2023Q3	2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3同比变化	2024Q3同比变化
专业工程	2.9	4.3	16.6	7.9	13.7	3.5
国际工程	38.6	11.8	39.6	12.2	1.0	0.4
地方国企	188.2	60.8	154.8	60.2	-33.3	-0.6
化学工程	17.8	5.1	16.1	4.5	-1.7	-0.6
建筑央企	1,292.1	384.6	1,167.8	326.8	-124.4	-57.7
钢结构	21.1	6.4	16.0	5.4	-5.2	-1.0
园林PPP	-31.9	-14.2	-43.4	-18.4	-11.4	-4.2
电力工程	12.5	5.1	9.6	3.3	-3.0	-1.8
设计咨询	29.9	10.0	22.4	7.0	-7.5	-3.0
装饰	4.8	1.0	-9.4	-4.4	-14.1	-5.5

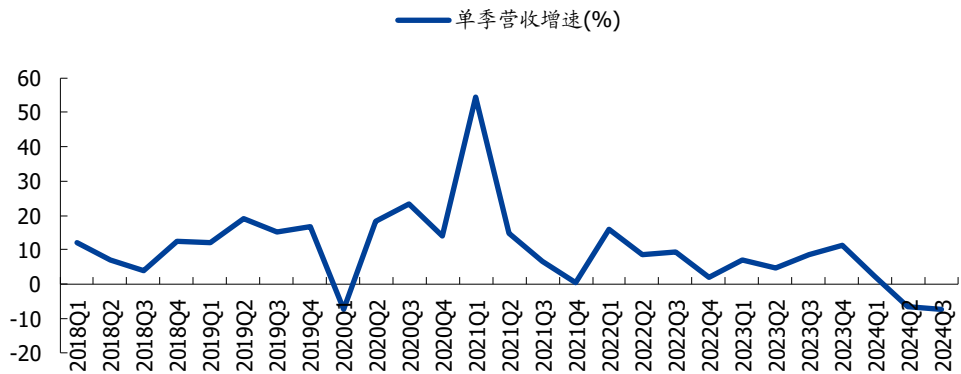
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3. 重点子板块评述

3.1. 建筑央企

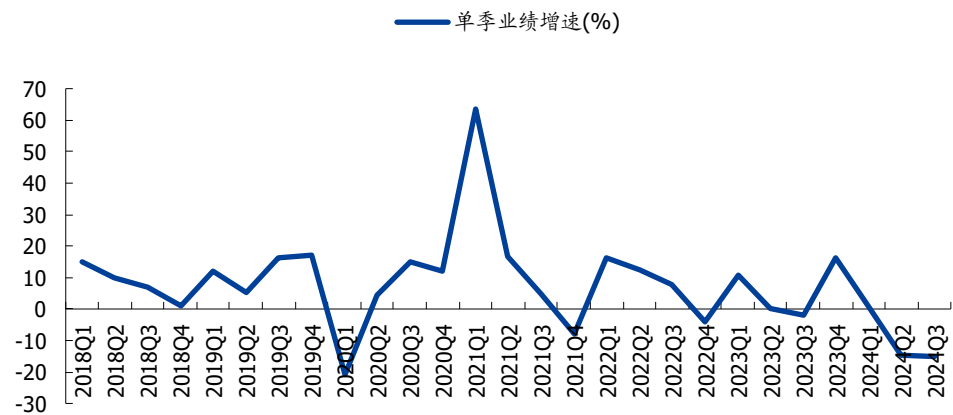
Q3 收入降幅扩大, 业绩持续承压。2024Q1-3 建筑央企营收/业绩分别同降 3.9%/9.7%；Q3 单季分别同降 7.3%/15.2%，增速环比 Q2 下降 0.8/0.4pct，收入、业绩下行预计主要因：1) 地方政府土地出让收入及财政收入下降，财力有所收缩，同时由于化债要求严控债务增量并腾挪较多财力清偿存量，因此投入基建领域资金受限，制约实物工作量形成，导致企业收入业绩相应下滑；2) 建筑央企为了平衡资产负债表和现金流压力主动减少项目垫资，进一步影响施工节奏；3) 上游付款延迟叠加下游刚性兑付影响，建筑央企整体融资需求增大、利息费用增多，导致业绩降幅较收入更为明显。展望后续，Q4 仍有 2.3 万亿专项债资金可使用，大规模化债及中央政府加杠杆等增量政策有望落地，预计将显著改善基建资金面，驱动实物工作量加快落地。建筑央企作为国家重大项目主要承接方，预计将核心受益，Q4 营收和业绩有望显著改善。

图表23: 建筑央企单季营收增速



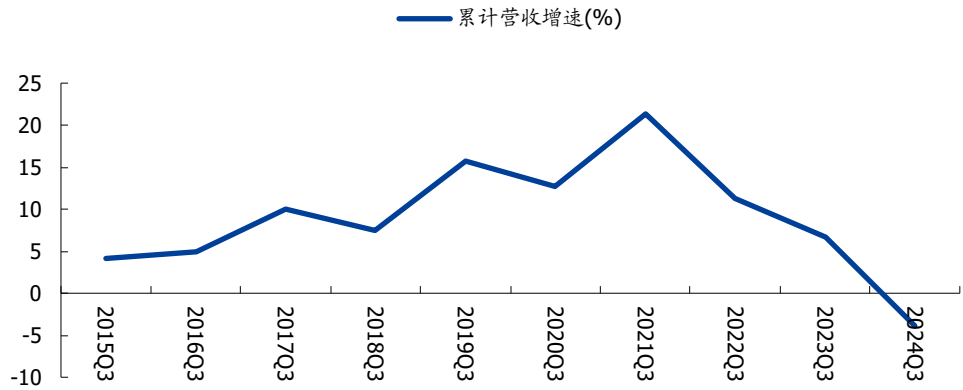
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表24: 建筑央企单季业绩增速



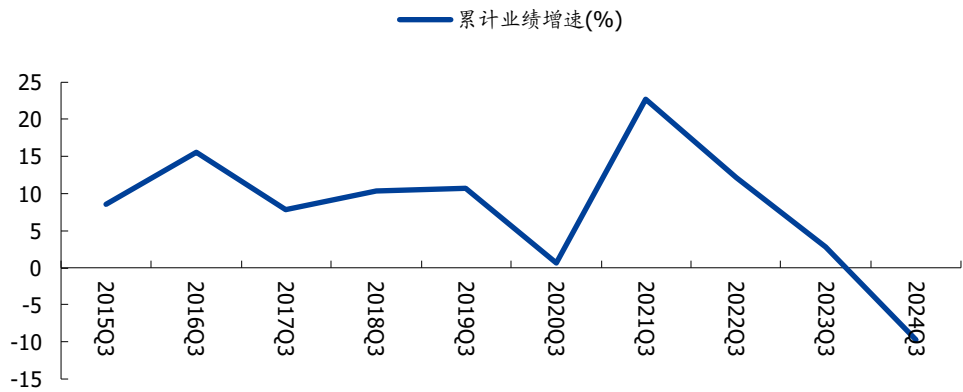
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表25: 建筑央企历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表26: 建筑央企历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2024Q3 建筑央企营收增速前三为中国化学/中国能建/中国核建, 业绩增速前三为中国中冶/中国能建/中国化学, 其余均有所下滑; 环比 2024Q2, 中国中冶/中国能建/中国化学大幅提速, 分别提升 239/113/40pct。分个股看: **1) 中国交建** 24Q1-3 营收/业绩分别同降 2.3%/0.6%, Q3 单季分别同降 1.7%/0.6%, Q3 营收业绩增速均环比改善, 处置子公司的投资收益驱动业绩降幅显著收窄。**2) 中国建筑** 24Q1-3 营收/业绩分别同降 2.7%/9.0%, 业绩降幅大于收入主要因投资收益减少叠加减值损失增多; Q3 单季营收/业绩分别同降 13.6%/30.2%, 单季降幅较大, 预计主要因业主资金紧张情况加剧, 房建与基建施工节奏显著放缓。**3) 中国化学** 24Q1-3 营收/业绩分别同增 2.4%/3.1%, Q3 单季分别同增 8.4%/28.6%, Q3 业绩显著提速, 主要因毛利率持续提升 (Q3 单季同比 +0.35pct) 以及上年同期低基数影响 (23Q3 受化工资本开支放缓、费率提升、实业亏损等因素影响, 业绩同降 27%)。**4) 中国中冶** 24Q1-3 营收/业绩同降 11.7%/16.5%, Q3 单季分别同比 -14.4%/+177.5%, 业绩大幅增长主要因减值冲回以及公允价值变动收益增加, 两项影响合计约 18 亿元。**5) 中国中铁、中国铁建** 24Q1-3 营收分别同降 7%/6%, 业绩分别同降 14%/19%, Q3 单季业绩压力延续, 分别同降 19%/34%, 预计主要因基建主业毛利率下降影响, 此外中国铁建 Q3 利息费用增长较为明显, 进一步拖累业绩。

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				
	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
中国中冶	23.2%	-14.9%	3.8%	-21.6%	-14.4%	15.2%	-86.4%	-20.6%	-61.7%	177.5%
中国能建	11.6%	-3.1%	10.0%	-6.5%	8.2%	-70.0%	35.3%	31.7%	-15.2%	97.9%
中国化学	-11.2%	25.6%	5.5%	-5.5%	8.4%	-27.5%	0.5%	9.5%	-11.6%	28.6%
中国交建	2.2%	17.3%	0.2%	-5.0%	-1.7%	2.3%	120.8%	10.0%	-10.6%	-0.6%
中国核建	-1.9%	40.9%	0.4%	-0.2%	1.2%	14.4%	32.6%	9.6%	3.3%	-3.5%
中国电建	6.6%	7.1%	5.1%	-2.2%	0.9%	7.8%	24.0%	0.8%	-12.4%	-9.0%
中国中铁	1.5%	24.5%	-2.6%	-12.3%	-6.1%	-1.5%	14.6%	-5.0%	-18.7%	-19.1%
中国建筑	17.5%	14.5%	4.7%	1.2%	-13.6%	-2.3%	43.1%	1.2%	2.1%	-30.2%
中国铁建	2.9%	11.3%	0.5%	-9.8%	-8.8%	9.3%	-15.6%	2.0%	-24.1%	-34.3%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率承压、费率提升致净利率下行，现金流有所改善。2024Q3 建筑央企毛利率较上年同期下降 0.37pct，盈利能力有所下滑，预计主要因业主资金紧张导致项目执行进度放缓，影响收入确认，同时部分成本支出相对刚性，导致毛利率下行。期间费用率较上年同期提升 0.25pct，环比 Q2 下降 0.11pct，其中财务费用率同比提升较多 (+0.18pct)，预计主要因部分项目上游资金结算和支付延迟，但公司保障按期向下游支付，导致融资需求增大、利息费用增多，叠加收入规模下滑影响，财务费用率有所提升。资产减值(含信用)占收入比较上年同期提升 0.05pct，环比 Q2 下降 0.7pct，减值压力边际减弱。净利率为 2.04%，同比下降 0.18pct，主要受毛利率下降以及费用率增加影响。经营性现金流与营收比同比提升 3.74pct，现金流有所改善。收现比同比提升 5.9pct。截止 2024Q3 末，建筑央企资产负债率为 76.5%，同比上升 1.14pct，预计主要受上游支付延迟以及下游刚性兑付影响，企业为缓解资金压力举债规模有所增加。

图表28: 建筑央企财务数据分析表(单季值)

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q3-23Q3	24Q3-24Q2
毛利率(%)	9.55	13.31	8.97	10.78	9.18	-0.37	-1.60
营业税金/收入比(%)	0.34	0.73	0.33	0.36	0.35	0.01	-0.02
销售费用率(%)	0.39	0.53	0.40	0.41	0.43	0.04	0.02
管理费用率(%)	1.96	2.42	2.18	1.94	1.99	0.03	0.05
财务费用率(%)	0.74	0.55	0.75	0.71	0.92	0.18	0.21
研发费用率(%)	0.85	1.06	1.52	1.25	0.86	0.01	-0.39
费用率合计(%)	3.94	4.56	4.85	4.31	4.19	0.25	-0.11
资产减值(含信用)损失/收入(%)	0.04	0.97	0.12	0.78	0.09	0.05	-0.70
净利率(%)	2.22	2.20	2.52	2.31	2.04	-0.18	-0.27
经营性现金流/收入(%)	-2.66	17.60	-20.50	-4.94	1.07	3.74	6.02
收现比(%)	108.19	97.14	97.34	75.25	114.09	5.90	38.84
应收账款周转率	1.57	1.88	1.55	1.40	1.15	-0.42	-0.25
存货周转率(含合同资产)	0.50	0.58	0.49	0.46	0.40	-0.10	-0.05
资产负债率(%)	75.40	74.93	75.34	76.50	76.54	1.14	0.04

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

Q3 央企整体签单放缓。2024Q1-3 九大建筑央企合计新签订单 104016 亿元, 同降 2.3%, 较 H1 降速 2.6pct, 中国铁建(-18%)、中国中铁(-15%)降幅较大, 预计主要受地方化债及专项债发行偏慢影响, 传统基建项目招投标规模有所收缩; Q3 单季订单同降 9.2%, 较 Q2 降速 3.4pct, 仅中国交建单季订单呈增长态势。**分区域看,** 24Q1-3 八大建筑央企(不含中国核建)境内/境外订单分别同比-4%/+15%, 海外订单增速前三分别为中国建筑(+88%)/中国中冶(+85%)/中国交建(+25%); 板块 Q3 单季境内/境外订单分别同降 11%/8%, 中国中冶(+69%)、中国建筑(+45%)海外延续高增态势。

个股角度看: **1) 中国交建** 24Q1-3 新签合同额同增 9.3%, 新兴业务表现亮眼, 同比+27%。Q3 单季同增 12.1%, 环比 Q2 提速 6.4pct, 道路桥梁、城市建设带动基建主业增长; 境内同比增长 17%, 显著提速。**2) 中国建筑** 24Q1-3 签单同增 7.9%, 基建板块持续拓展(+26%), 其中能源/水务领域同比高增 108%/50%; 房建订单结构持续优化, 工业厂房占比同比提升 5pct 至 26%, 住宅订单占比同比下降 3pct 至 21%; 境外订单表现亮眼, Q3 单季/累计分别同增 45%/88%。**3) 中国化学** 2024Q1-3 新签合同额同比持平, Q3 单季同降 19%, 主要因去年 10 月新签 650 亿俄罗斯大单, 基数较高, 剔除大单影响, 对比 2022Q1-3 境外两年复合增速达 77%, 延续高景气。**4) 中国中铁、中国铁建** 新签订单增长承压, 房建、市政、公路等领域降幅较大, Q3 订单同降 15%/13%, 降幅环比收窄 10/20pct, 边际有所改善。**5) 中国核建、中国电建、中国能建** 在能源工程带动下订单实现稳健增长, 24Q1-3 分别同增 11.2%/5.4%/5.0%。

图表29: 建筑央企累计订单增速

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
中国核建	21.7%	-6.6%	0.5%	8.5%	17.2%	17.1%	11.2%
中国交建	6.3%	10.6%	13.5%	13.7%	10.8%	8.4%	9.3%
中国建筑	16.4%	9.5%	12.8%	10.6%	14.3%	13.7%	7.9%
中国电建	30.2%	4.6%	5.7%	13.2%	2.7%	7.5%	5.4%
中国能建	22.0%	21.2%	35.5%	22.4%	23.5%	14.3%	5.0%
中国化学	0.7%	13.9%	20.5%	10.0%	22.3%	10.0%	0.1%
中国中冶	2.1%	11.7%	5.0%	5.9%	-2.7%	-6.2%	-9.2%
中国中铁	10.2%	5.1%	-9.1%	2.2%	-6.9%	-15.3%	-15.2%
中国铁建	15.8%	2.1%	-3.1%	1.5%	2.0%	-19.0%	-17.5%
合计	13.5%	8.1%	6.0%	7.8%	6.8%	0.2%	-2.3%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表30: 建筑央企单季订单增速

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
中国交建	6.3%	15.5%	23.8%	14.0%	10.8%	5.8%	12.1%
中国电建	30.2%	-14.7%	8.9%	38.0%	2.7%	13.0%	-0.5%
中国核建	21.7%	-26.7%	20.0%	26.2%	17.2%	16.9%	-1.3%
中国建筑	16.4%	3.7%	22.8%	5.4%	14.3%	13.1%	-7.6%
中国铁建	15.8%	-5.3%	-16.7%	7.6%	2.0%	-32.9%	-12.7%
中国中铁	10.2%	0.0%	-31.5%	23.7%	-6.9%	-24.7%	-15.0%
中国能建	22.0%	20.6%	82.6%	-3.4%	23.5%	6.5%	-15.3%
中国中冶	2.1%	21.0%	-10.0%	7.9%	-2.7%	-9.1%	-17.5%
中国化学	0.7%	37.3%	35.4%	-30.2%	22.3%	-5.9%	-18.6%
合计	13.5%	3.6%	0.7%	11.5%	6.8%	-5.8%	-9.2%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表31: 建筑央企境内/境外订单累计增速

公司名称	境内订单累计增速				境外订单累计增速			
	24Q1	24H1	24Q1-3	23Q1-3	24Q1	24H1	24Q1-3	23Q1-3
中国建筑	14%	11%	5%	13%	38%	106%	88%	12%
中国中冶	-6%	-9%	-12%	4%	151%	93%	85%	33%
中国交建	11%	3%	6%	8%	9%	39%	25%	44%
中国电建	4%	13%	3%	0%	-2%	16%	15%	43%
中国能建	25%	16%	5%	45%	19%	10%	5%	12%
中国中铁	-9%	-16%	-16%	-11%	23%	-2%	-3%	14%
中国铁建	1%	-19%	-18%	-1%	12%	-12%	-10%	-22%
中国化学	8%	-3%	10%	-7%	242%	132%	-23%	305%
合计	5%	-2%	-4%	4%	21%	27%	15%	24%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表32: 建筑央企境内/境外订单单季增速

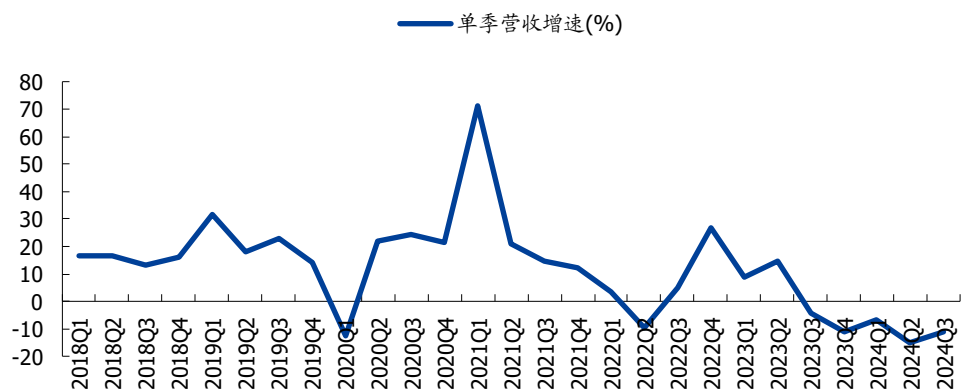
公司名称	境内订单单季增速				境外订单单季增速			
	24Q1	24Q2	24Q3	23Q3	24Q1	24Q2	24Q3	23Q3
中国中冶	-6%	-12%	-21%	--	151%	64%	69%	--
中国建筑	14%	8%	-9%	23%	38%	130%	45%	-68%
中国电建	4%	23%	-26%	6%	-2%	36%	14%	21%
中国交建	11%	-6%	17%	8%	9%	82%	-3%	121%
中国铁建	1%	-33%	-13%	-16%	12%	-26%	-5%	-20%
中国中铁	-9%	-25%	-16%	-34%	23%	-25%	-5%	37%
中国能建	25%	8%	-18%	120%	19%	1%	-7%	-68%
中国化学	8%	-18%	78%	-55%	242%	67%	-64%	2821%
合计	5%	-9%	-11%	-4%	21%	32%	-8%	-17%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 2023Q3 合计增速统计口径不含中国中冶

3.2. 地方国企

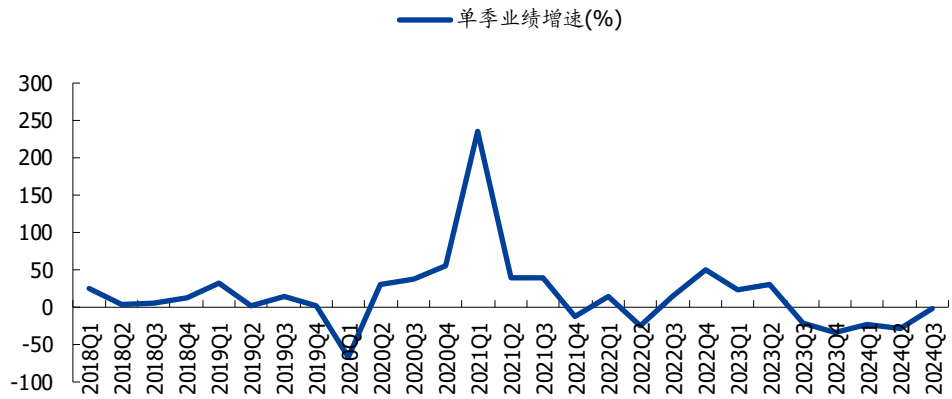
Q3 营收、业绩增速环比改善, 化债政策落地有望促进板块业绩持续修复。2024Q1-3 地方国企营收/业绩分别同降 11.4%/17.7%; Q3 单季分别同降 11.2%/0.9%, 环比 Q2 降幅收窄 3.9/26.8pct, 业绩显著修复, 主因板块毛利率有所提升、减值损失减少、以及投资收益增多。后续大规模化债及中央政府加杠杆等增量政策落地, 各地政府有望腾挪更多资金投入基建等领域, 带动基建实物工作量加速推进。地方国企为各省主要基建项目建设的重要参与方, 预计将显著受益, Q4 项目执行有望加快, 带动收入、业绩修复。此外, “西部大开发”、“西南地区水电基地”建设有望提速, 拉动相应地区投资加码, 区域龙头业绩弹性有望释放。

图表33: 地方国企单季营收增速



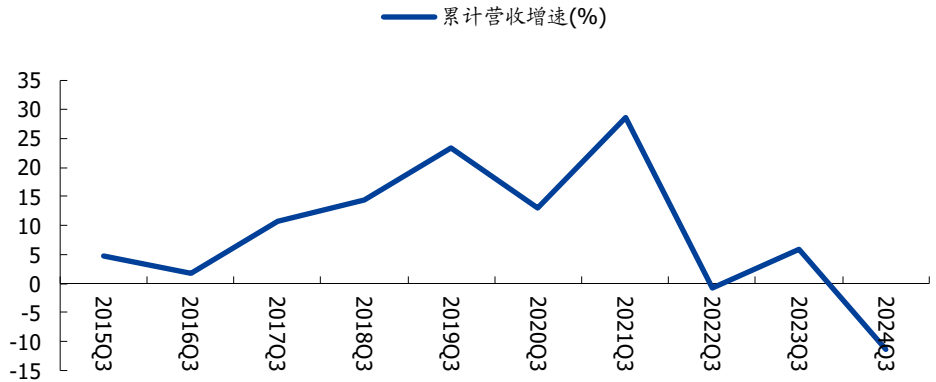
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表34: 地方国企单季业绩增速



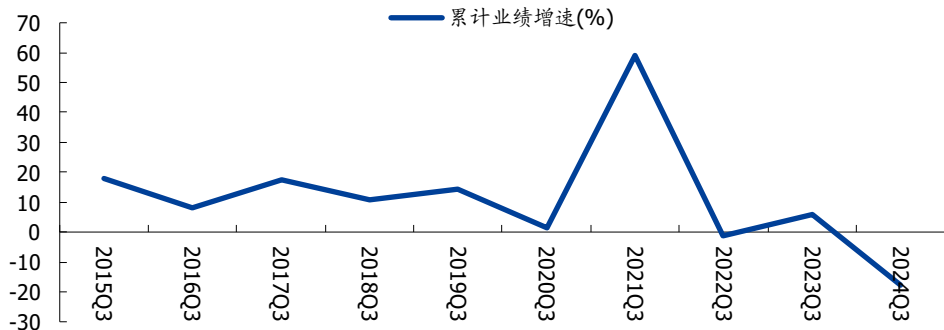
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表35: 地方国企历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表36: 地方国企历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2024Q3 地方国企收入增速前三为龙建股份、四川路桥、北新路桥, 业绩增速排名前三的分别为陕建股份、山东路桥、龙建股份。重点标的中: 1) **隧道股份** 24Q1-3 营收/业绩

分别同比-8.6%/+0.4%，Q3单季分别同降23.2%/0.1%，Q3营收下降较多，预计主要因部分基建项目受资金影响执行有所放缓；业绩降幅显著小于收入，主要因Q3单季投资收益较同期增加16.5亿。**2) 安徽建工** 24Q1-3营收/业绩分别同降10.0%/9.6%，Q3单季同降8.7%/14.4%，Q3收入延续下行，预计主要因受地方化债等因素影响，基建项目执行不及预期，收入转化进程放缓；Q3业绩降幅有所扩大，主要因单季毛利率同降0.3pct、费用率提升0.8pct。**3) 四川路桥** 24Q1-3营收/业绩分别同降19.7%/38.4%，受用地手续审批、征拆、地质条件、防汛形势等影响，公司营收，业绩同比有所下降。Q3单季分别同比+13.2%/-24.9%，营收增长显著提速，业绩受毛利率下降影响持续承压，但降幅环比明显收窄。**4) 西藏天路** 2024Q1-3营收同降27.2%，主要因建筑板块部分存量项目收入确认高峰期已过且增量项目有限，建材板块水泥销量和价格同比有所下降。Q1-3归母净利润-0.7亿元，同比大幅减亏2亿元，Q3单季已扭亏为盈，经营趋势整体向好，主要受益于建筑板块与投资板块盈利改善。后续西南水电基地建设有望提速，公司作为西藏本地水泥龙头有望核心受益。

图表37: 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				
	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
陕建股份	-1.5%	-8.7%	-21.8%	-19.5%	-13.3%	-16.5%	107.2%	-32.4%	-22.4%	55.6%
山东路桥	-7.8%	13.6%	-14.9%	-5.2%	-1.2%	-49.7%	-13.6%	-2.8%	-10.8%	52.5%
龙建股份	-22.5%	20.3%	0.2%	-31.8%	44.8%	5.3%	-11.8%	29.8%	28.6%	41.1%
新疆交建	33.6%	-12.1%	-0.1%	-22.2%	-27.6%	-23.6%	-8.2%	-289.7%	-30.4%	27.3%
宁波建工	1.5%	6.8%	-0.4%	-7.8%	-7.8%	12.4%	-24.3%	-13.3%	-23.3%	22.1%
浙江交科	-3.1%	14.0%	8.4%	-3.9%	6.8%	-6.0%	6.1%	20.8%	-0.1%	17.7%
浦东建设	25.5%	-24.8%	45.4%	-10.4%	-17.0%	--	-43.6%	20.6%	-37.6%	2.8%
隧道股份	2.9%	-6.8%	5.3%	-1.8%	-23.2%	-15.2%	-1.9%	3.1%	-2.0%	-0.1%
上海建工	-8.1%	-19.4%	12.9%	-8.9%	-13.5%	-52.5%	-77.8%	13.3%	7.3%	-2.7%
安徽建工	11.0%	19.5%	-16.3%	-6.5%	-8.7%	32.2%	8.7%	-10.8%	-1.7%	-14.4%
四川路桥	-22.7%	-47.5%	-28.4%	-33.5%	13.2%	-24.6%	-67.4%	-35.7%	-50.7%	-24.9%
广东建工	17.7%	-13.0%	-14.4%	-26.7%	-16.7%	29.3%	-23.1%	-17.7%	-26.9%	-46.4%
重庆建工	-3.1%	28.6%	-32.6%	-17.4%	-60.3%	13.0%	--	-23.0%	-201.0%	-150.9%
北新路桥	-58.3%	-26.0%	-9.6%	-23.1%	8.5%	-54.0%	127.4%	-18.7%	2.1%	-155.4%
西藏天路	27.9%	20.7%	-42.5%	-29.9%	-16.2%	63.4%	--	--	--	--

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: "--" 为上年同期业绩基数为负值

毛利率同比提升、投资收益增加带动净利率改善。2024Q3 地方国企毛利率同比提升0.36pct，环比Q2下降0.66pct。个股角度看，Q3毛利率增幅前三为西藏天路/重庆建工/新疆交建，分别同比+5.3/4.3/3.8pct。期间费用率同比上升0.62pct，其中销售/管理/财务/研发费用率同比+0.02/+0.18/+0.25/+0.17pct，预计主要因板块整体收入降幅较大，摊薄效应减弱导致费率有所提高。资产减值(含信用)占收入比较去年同期下降0.17pct，环比下降0.81pct，减值压力有所减弱。投资收益占收入比同比提升0.78pct，环比提升0.75pct，对业绩形成较强贡献。净利率为2.63%，同比提升0.31pct，环比提升0.37pct，盈利能力改善较为明显。经营性现金流与营收比同比下降0.31pct，环比下降3.13pct，预计主要因业主工程款支付不及预期，同时向上游中小企业支付较多账款。收现比同比提升0.73pct。截止2024Q3末地方国企资产负债率为83.58%，同比下降0.14pct。

图表38: 地方国企财务数据分析表(单季值)

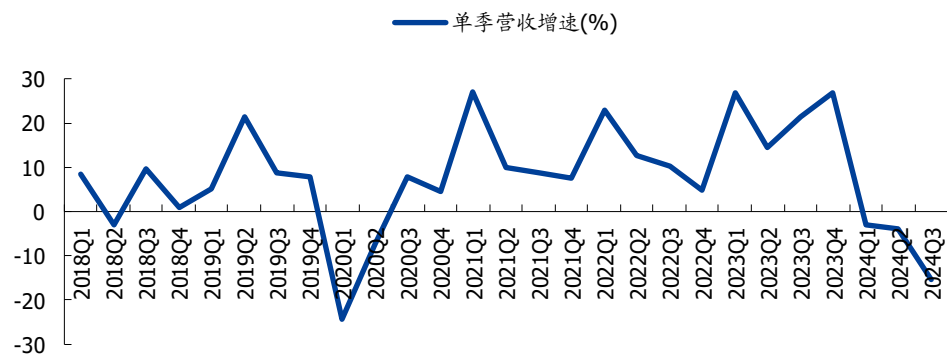
	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q3-23Q3	24Q3-24Q2
毛利率(%)	10.40	12.16	9.24	11.43	10.77	0.36	-0.66
营业税金/收入比(%)	0.29	0.28	0.38	0.36	0.34	0.05	-0.02
销售费用率(%)	0.11	0.13	0.14	0.12	0.14	0.02	0.02
管理费用率(%)	2.31	2.44	2.94	2.42	2.50	0.18	0.08
财务费用率(%)	1.38	1.30	1.73	1.56	1.63	0.25	0.07
研发费用率(%)	0.96	1.02	1.85	1.39	1.12	0.17	-0.26
费用率合计(%)	4.77	4.90	6.67	5.48	5.39	0.62	-0.09
资产减值(含信用)损失/收入(%)	0.69	2.55	-0.21	1.33	0.52	-0.17	-0.81
净利率(%)	2.31	1.95	2.01	2.26	2.63	0.31	0.37
经营性现金流/收入(%)	0.01	14.38	-28.93	2.83	-0.29	-0.31	-3.13
收现比(%)	87.78	85.19	141.57	71.40	88.51	0.73	17.11
应收账款周转率	0.70	0.83	0.51	0.59	0.54	-0.15	-0.04
存货周转率(含合同资产)	0.45	0.54	0.35	0.38	0.36	-0.09	-0.02
资产负债率(%)	83.72	84.09	83.09	83.79	83.58	-0.14	-0.21

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3. 国际工程

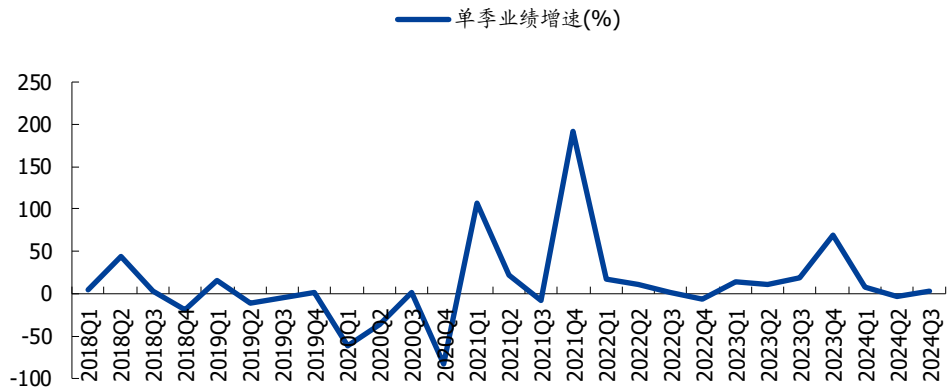
Q3 收入承压, 毛利率上行带动业绩提速增长。2024Q1-3 国际工程板块营收/业绩分别同比-7.6%/+2.5%, 其中 Q3 单季营收和业绩分别同比-15.5%/+3.5%, 环比 Q2 降速 11.6/提速 6.2pct, 毛利率上行带动业绩增长提速且表现好于收入。当前南亚、东南亚、中东、非洲区域的新兴国家经济正处快速发展期, 城镇化、工业化进程持续推进, 基建、地产景气较高, 水泥钢铁类建材、化工等产能建设需求旺盛, 我国国际工程企业建造优势显著, “走出去”发展潜力巨大, 海外订单增长持续性较强。同时, 境外项目回款条件与盈利能力普遍更优, 有望带动整体经营质量与盈利能力提升。

图表39: 国际工程单季营收增速



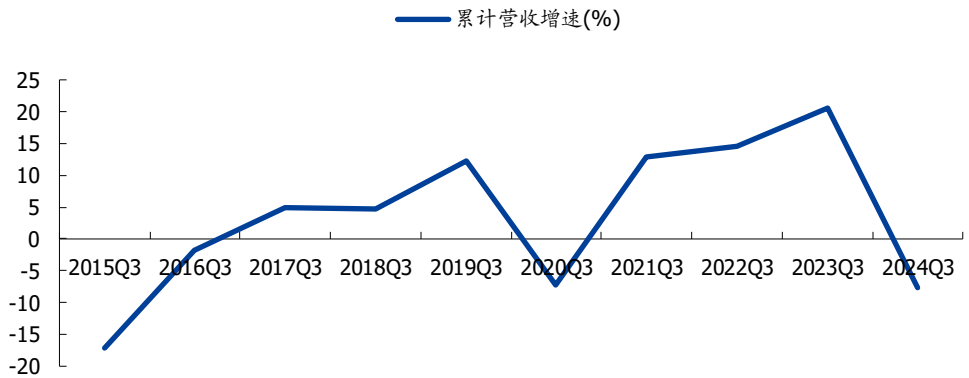
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表40: 国际工程单季业绩增速



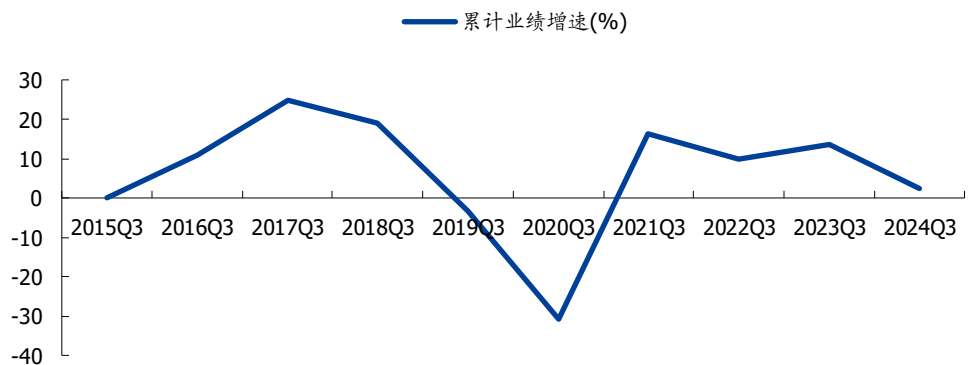
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表41: 国际工程历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表42: 国际工程历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2024Q3 国际工程公司单季营收普遍有所下滑，仅中国海诚实现增长，同比+4.6%；业绩方面，增速排名前三的分别为中钢国际、北方国际、中国海诚。**重点标的中：1) 中材国际** 24Q1-3 营收/业绩分别同增 0.7%/2.9%，Q3 单季分别同比-1.1%/+4.2%，Q3 业绩增长环比小幅提速，且高于收入增速，主要因单季费用率同降 0.16pct、投资收益同增 0.64 亿（预计部分由新参股的中材水泥贡献）。**2) 中钢国际** 2024Q1-3 营收同降 26.56%（Q3 单季同降 45.4%），预计主要受国内市场影响，此外上年同期基数较高（23Q1-3/Q3 单季分别同增 36%/30%）；Q1-3 业绩同增 30.4%，Q3 单季加速上行，同增 48.7%，表现显著优于收入，主要受益于毛利率大幅提升（Q1-3/Q3 单季分别同比+3.8/6.5pct）。**3) 北方国际** 24Q1-3 营收同比下降 3.5%，Q3 单季同降 12.3%，预计主要受焦煤价格下跌影响；Q1-3 业绩同增 9.7%，Q3 单季同增 15.9%，毛利率提升带动业绩提速增长。**4) 上海港湾** 24Q1-3 营收/业绩分别同比+4.8%/-24.5%，业绩降幅较大主要受上半年股权激励费用影响，Q3 单季业绩降幅环比明显收窄。

图表43: 国际工程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				
	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
中钢国际	30.3%	50.8%	-4.1%	-25.3%	-45.4%	-1.5%	25.2%	3.3%	52.0%	48.7%
北方国际	11.3%	61.7%	4.6%	-3.7%	-12.3%	71.5%	65.6%	36.1%	-10.7%	15.9%
中国海诚	13.4%	27.4%	2.3%	-0.7%	4.6%	0.7%	252.0%	6.6%	12.5%	4.5%
中材国际	18.1%	11.3%	2.7%	0.7%	-1.1%	9.8%	34.5%	3.1%	1.6%	4.2%
上海港湾	83.4%	28.8%	42.4%	-5.9%	-6.3%	50.3%	59.3%	5.5%	-43.6%	-7.9%
中工国际	47.9%	59.5%	-15.3%	31.8%	-8.8%	-4.1%	132.4%	0.7%	-0.3%	-33.3%
中成股份	-24.0%	-59.8%	-59.9%	-49.3%	-64.2%	--	--	--	--	-270.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率提升，现金流承压，资产负债率持续下降。2024Q3 国际工程板块毛利率较同比/环比分别提升 2.33/1.02pct，四大国际工程龙头中，中钢国际/北方国际盈利能力显著恢复，同比提升 6.5/4.1pct，中工国际小幅提升 1.0pct，中材国际略有下降，同比-1.3pct。期间费用率同比与环比分别变动提升 1.74/1.41pct，其中财务费用率同比提升较多，个股角度看北方国际提升幅度最大（+4pct），主要受汇兑收益减少影响。24Q3 净利率为 5.24%，同比提升 0.96pct。经营性现金流与营收比同比下降 24.2pct，环比下降 27.0pct，预计主要因：1) 部分企业受国内业主回款偏慢影响；2) 部分前期收到预付款项目进入执行高峰，现金支出有所增加。收现比同比下降 21.4pct。截至 2024Q3 末板块资产负债率为 59.7%，同比下降 2.7pct，资产负债率持续下降。

图表44: 国际工程财务数据分析表(单季值)

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q3-23Q3	24Q3-24Q2
毛利率(%)	14.32	14.36	15.48	15.62	16.64	2.33	1.02
营业税金/收入比(%)	0.31	0.37	0.27	0.35	0.27	-0.04	-0.08
销售费用率(%)	1.15	1.20	1.39	1.31	1.41	0.26	0.10
管理费用率(%)	3.47	4.04	3.96	4.45	4.30	0.83	-0.15
财务费用率(%)	0.62	0.57	0.84	-0.49	1.42	0.81	1.91
研发费用率(%)	1.13	0.83	2.39	1.43	0.98	-0.15	-0.45
费用率合计(%)	6.37	6.64	8.58	6.71	8.11	1.74	1.41
资产减值(含信用)损失/收入(%)	0.66	-0.85	-0.06	-0.07	-0.07	-0.72	0.00
净利率(%)	4.28	3.48	5.21	5.76	5.24	0.96	-0.53
经营性现金流/收入(%)	5.66	20.56	-17.46	8.44	-18.52	-24.17	-26.96
收现比(%)	95.43	87.90	73.83	100.30	74.00	-21.43	-26.29
应收账款周转率	1.09	1.48	0.93	0.91	0.83	-0.25	-0.08
存货周转率(含合同资产)	1.09	1.54	0.98	0.97	0.85	-0.24	-0.12
资产负债率(%)	62.39	61.74	61.14	60.80	59.65	-2.74	-1.15

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

Q3 订单提速增长, 境外延续较高增速。2024Q1-3 四大国际工程公司新签订单合计 891 亿元, 同降 6%, Q3 单季同增 29%, 境外订单同增 23%, 在上年同期高增速下延续增长。**个股方面: 1) 中材国际** Q1-3 新签订单同增 1%, 工程/装备/运维分别同比-6%/-7%/+36%, 工程、装备主要受境内水泥市场资本开支低迷拖累, 运维业务表现亮眼, 其中矿山运维订单同比高增 45%。Q3 单季公司整体订单同增 35%, 主要系境内业务驱动 (Q3 单季境内工程同增 309%), 运维业务延续较高景气, 单季同比+27%。**2) 中钢国际** 2024Q1-3 新签订单同增 4% (Q3 单季同增 6%), 其中境外订单同比高增 81%, Q3 单季延续强劲增势, 同比大幅增长 215%。

图表45: 国际工程累计订单及增速

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
累计新签订单(亿元)							
中材国际	226.3	406.0	522.3	616.4	212.2	370.9	527.9
中钢国际	40.6	93.7	144.2	192.6	60.2	97.0	150.5
中工国际	56.7	100.6	134.9	217.6	48.4	112.4	157.1
北方国际	16.1	142.1	142.2	183.4	1.8	50.9	55.1
合计	339.6	742.4	943.5	1210.1	322.5	631.2	890.6
累计同比增速							
中材国际	103%	68%	58%	18%	-2%	-9%	1%
中钢国际	-10%	-8%	2%	5%	48%	3%	4%
中工国际	-16%	-30%	-16%	10%	-15%	12%	16%
北方国际	-39%	81%	55%	27%	-89%	-64%	-61%
合计	35%	31%	30%	15%	-5%	-15%	-6%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 汇率取美元: 人民币=1:7

图表46: 国际工程单季订单及增速

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
单季新签订单 (亿元)							
中材国际	226.3	188.6	116.3	94.1	212.2	158.7	157.0
中钢国际	40.6	53.1	50.4	48.5	60.2	36.8	53.5
中工国际	56.7	43.9	34.3	82.7	48.4	64.0	44.7
北方国际	16.1	126.0	0.1	41.3	1.8	49.1	4.2
合计	339.6	411.6	201.1	266.5	322.5	308.7	259.4
单季同比增速							
中材国际	103%	40%	30%	-51%	-2%	-16%	35%
中钢国际	-10%	-7%	32%	12%	48%	-31%	6%
中工国际	-16%	-43%	104%	125%	-15%	46%	30%
北方国际	-39%	142%	-99%	-22%	-89%	-61%	4662%
合计	35%	28%	28%	-18%	-5%	-25%	29%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 汇率取美元: 人民币=1:7

图表47: 国际工程境外订单单季及累计同比增速

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
累计同比增速							
中材国际	84%	153%	139%	37%	70%	9%	6%
中钢国际	120%	96%	12%	55%	304%	48%	81%
中工国际	-15%	36%	-6%	28%	-18%	-37%	10%
北方国际	-39%	81%	55%	27%	-89%	-64%	-61%
合计	21%	87%	58%	35%	48%	-18%	-1%
单季同比增速							
中材国际	84%	232%	104%	-60%	70%	-30%	-2%
中钢国际	120%	89%	-59%	411%	304%	-32%	215%
中工国际	-15%	-45%	1695%	204%	-18%	88%	-24%
北方国际	-39%	142%	-99%	-22%	-89%	-61%	4662%
合计	21%	98%	34%	-7%	48%	-32%	23%

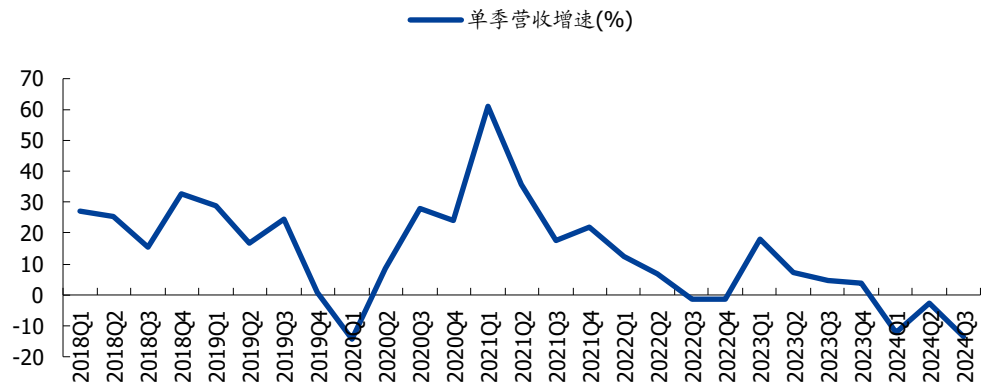
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 汇率取美元: 人民币=1:7

3.4. 钢结构

Q3 业绩降幅显著收窄, 制造业景气修复有望促进行业经营回暖。2024Q1-3 钢结构板块营收/业绩分别同降 9.2%/24.5%, Q3 单季分别同降 13.4%/16.2%, 环比 Q2 降幅分别扩大 10.9/收窄 14.9pct, 业绩边际改善明显, 主因权重个股精工钢构 Q3 确收加速, 同时盈利指标有所改善。制造业与基建为钢结构下游重要需求来源, 今年 3 月以来制造业、基建投资增速持续放缓, 行业需求承压制约企业营收和业绩增长。展望后续, 1-9 月制造业投资增速为 9.2%, 环比提升 0.1pct, 9、10 月制造业 PMI 持续回升, 10 月为 50.1%, 重回荣枯线以上, 制造业景气修复迹象已初步显现。此外, 新兴国家城镇化、工业化提

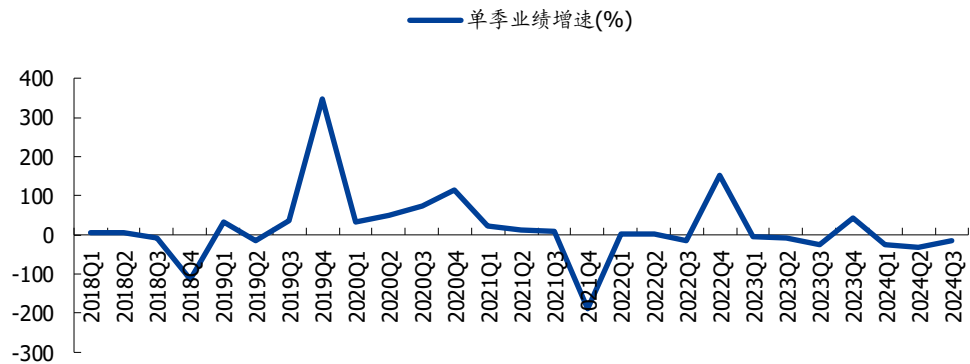
速叠加中国制造业产业链外迁助推钢结构制造与施工企业协同出海，境外市场有望持续贡献需求增量。伴随行业需求回暖，钢结构板块经营压力有望释放，业绩有望持续修复。

图表48: 钢结构单季营收增速



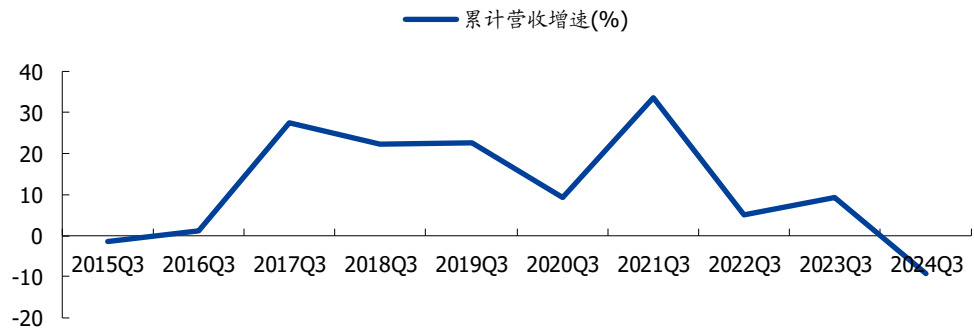
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表49: 钢结构单季业绩增速



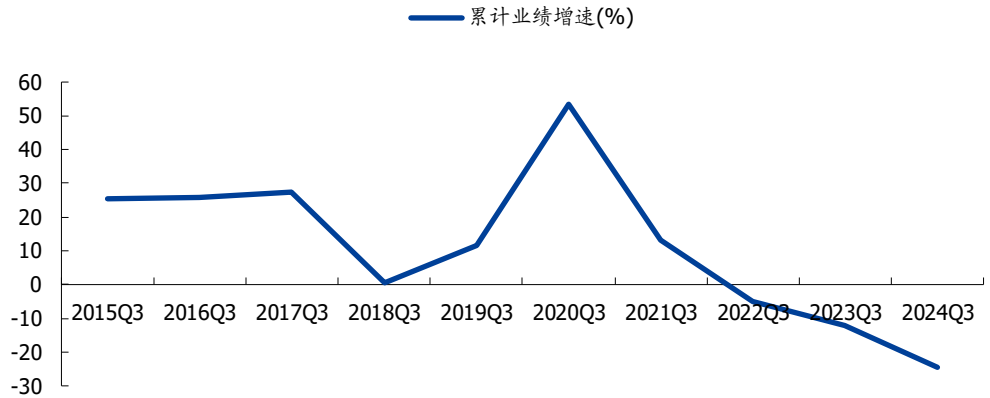
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表50: 钢结构历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表51: 钢结构历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2024Q3 钢结构板块中仅精工钢构营收实现正增长, 其余个股均有所下滑; 业绩方面增速前二为精工钢构、海波重科, 均在上年同期低基数下呈现恢复性增长。**重点标的中:**
1) 鸿路钢构 24Q1-3 营收同降 6%, 主要因钢结构售价跟随钢价下行, 制约营收增长; 业绩同降 26%, 降幅大于收入, 主要因钢材成本以移动加权平均法计算, 钢结构售价下行速度快于成本导致毛利率下降, 叠加坏账计提增多和研发等费用率影响。Q3 单季营收/业绩分别同降 5.7%/32.4%, 业绩持续承压。单吨利润方面, 24Q1-3 以产量计算的吨扣非后归母净利 110 元, YoY-107 元, 剔除研发费用影响后单吨净利润为 266 元, YoY-83 元。9 月中旬以来国内钢价触底回升, 同时随着国内一揽子经济政策持续落地, 后续钢结构售价与需求有望稳步恢复, 驱动公司业绩边际回升。**2) 精工钢构** 24Q1-3 营收/业绩分别同比+4.3%/-11.2%, 业绩增速低于收入主要因毛利率同比下降 0.7pct。Q3 单季营收/业绩分别同增 14.7%/39.9%, 业绩增长亮眼, 主要受益于毛利率提升 (同比+0.33pct) 以及费用率下降 (同比-0.85pct), 盈利能力显著恢复。

图表52: 钢结构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				
	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
精工钢构	0.4%	7.5%	-8.2%	5.9%	14.7%	-46.8%	-73.4%	-45.9%	-16.7%	39.9%
海波重科	-17.0%	-58.8%	22.6%	18.9%	-41.2%	-83.3%	-102.0%	100.7%	--	32.4%
杭萧钢构	2.3%	20.3%	-7.7%	4.1%	-59.9%	10.4%	18.9%	0.4%	-30.0%	-4.5%
森特股份	-29.1%	-48.4%	-37.3%	-35.2%	-18.8%	-36.2%	--	-6.0%	-9.6%	-10.1%
富煌钢构	-2.1%	-26.6%	-27.3%	-15.6%	-14.7%	6.2%	-63.6%	-12.1%	-32.7%	-21.1%
东南网架	22.8%	-5.0%	-5.8%	-3.4%	-13.3%	-36.3%	--	-37.6%	-51.2%	-30.4%
鸿路钢构	6.8%	21.2%	-11.8%	-2.6%	-5.7%	-7.2%	0.4%	1.1%	-36.1%	-32.4%
雅博股份	61.1%	59.9%	-58.1%	-34.6%	-72.9%	-29.2%	--	-468.6%	--	-363.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 “--” 为上年同期业绩基数为负值

毛利率逐季改善, 现金流明显好转。2024Q3 钢结构板块毛利率同比下降 0.74pct, 环比 Q2 提升 0.67pct。期间费用率同比上升 0.44pct, 其中销售/管理/财务费用率分别同比提升 0.13/0.21/0.28pct, 其中管理费用率提升受个股极值影响较大 (杭萧钢构/雅博股份分别大幅提升 8.7/17.6pct), 财务费用率提升预计主要因板块收入下滑的同时利息费用有所增加。资产减值 (含信用) 损失/收入同比小幅提升 0.04pct。Q3 净利率为 3.48%, 同

比下降 0.11pct，环比提升 0.39pct。经营性现金流与营收比同比提升 9.06pct，环比提升 8.63pct，现金流显著改善。收现比同比提升 1.36pct。截至 2024Q3 末，钢结构板块资产负债率为 63.56%，同比提升 1.28pct。

图表53: 钢结构财务数据分析表 (单季值)

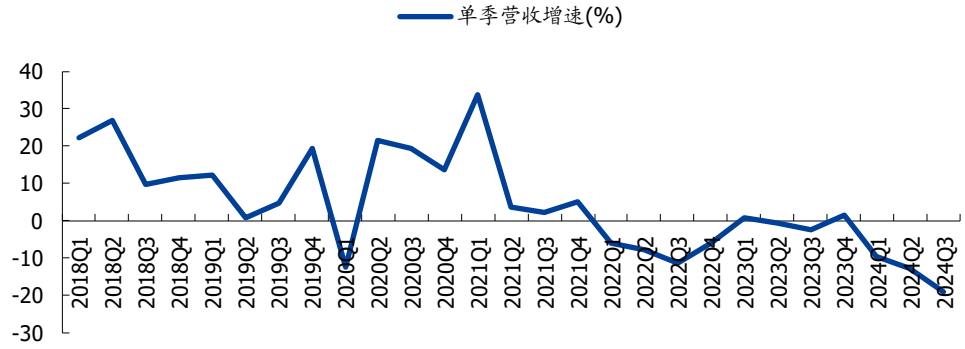
	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q3-23Q3	24Q3-24Q2
毛利率 (%)	13.27	12.72	11.53	11.86	12.53	-0.74	0.67
营业税金/收入比 (%)	0.57	0.56	0.67	0.63	0.67	0.10	0.04
销售费用率 (%)	0.89	1.16	1.12	0.84	1.02	0.13	0.17
管理费用率 (%)	2.68	2.75	3.35	2.51	2.89	0.21	0.38
财务费用率 (%)	1.28	1.05	1.57	1.11	1.57	0.28	0.46
研发费用率 (%)	1.35	1.16	3.94	1.89	1.18	-0.18	-0.72
费用率合计 (%)	6.21	6.11	9.97	6.36	6.65	0.44	0.29
资产减值 (含信用) 损失/收入 (%)	0.13	0.19	0.07	-0.18	0.17	0.04	0.35
净利率 (%)	3.59	1.81	3.37	3.09	3.48	-0.11	0.39
经营性现金流/收入 (%)	-4.15	3.00	1.42	-3.73	4.91	9.06	8.63
收现比 (%)	100.62	75.47	117.67	77.96	101.98	1.36	24.02
应收账款周转率	1.01	1.07	0.77	0.99	0.80	-0.21	-0.18
存货周转率 (含合同资产)	0.38	0.43	0.31	0.39	0.32	-0.06	-0.07
资产负债率 (%)	62.28	63.07	62.46	63.52	63.56	1.28	0.03

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.5. 设计咨询

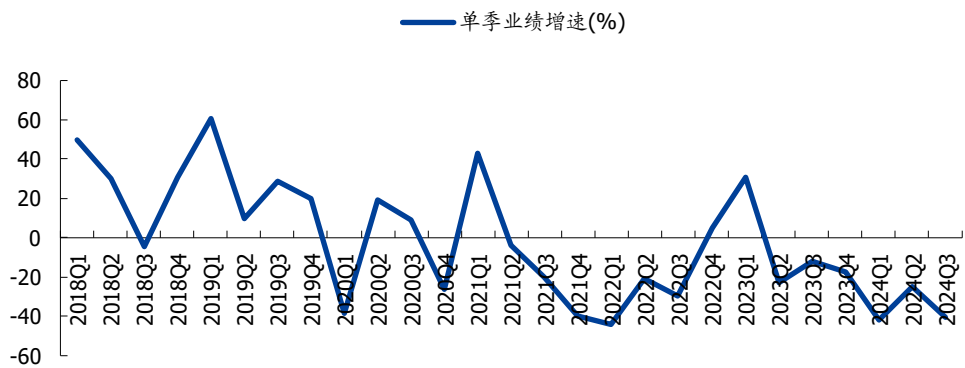
Q3 经营压力延续，营收业绩降幅扩大。2024Q1-3 设计咨询板块营收/业绩分别同降 13.9%/33.7%。Q3 单季分别同降 19.0%/40.6%，环比 Q2 分别降速 6.4/16.1pct，营收业绩压力有所加大。收入下滑预计主要因基建与地产景气度持续承压，设计项目需求减少，企业收入与业绩规模相应收缩，同时部分企业（中交设计、华阳国际等）主动进行业务结构调整，收缩利润率较低的工程业务；业绩方面受毛利率下行与费用率提升拖累，降幅较收入端更为明显。

图表54: 设计咨询单季营收增速



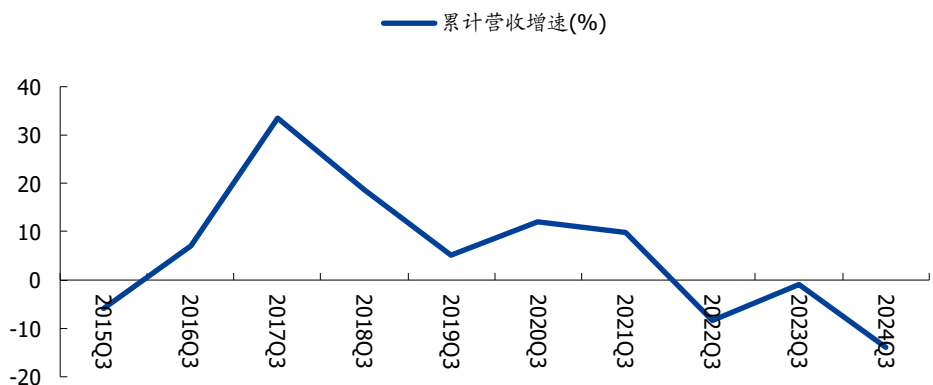
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表55: 设计咨询单季业绩增速



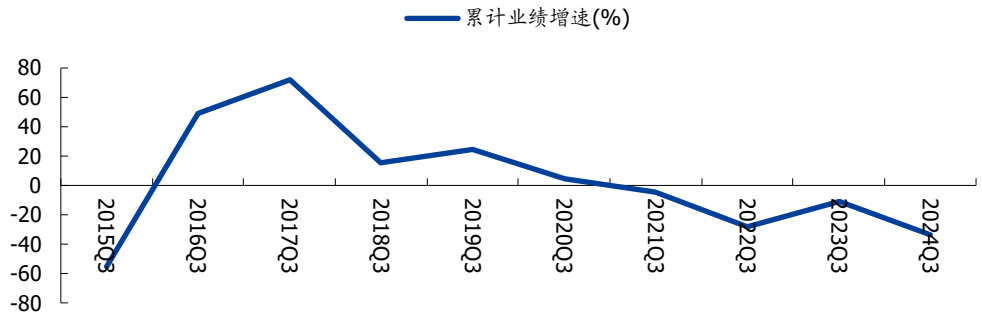
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表56: 设计咨询历年前三季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表57: 设计咨询历年前三季度业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2024Q3 营收增速排名前三的分别为山水比德、矩阵股份、设计总院；业绩增速排名前三的分别为郑中设计（扭亏为盈）、矩阵股份（低基数恢复性增长）、深城交。**重点标的中：**

1) 中交设计 24Q1-3 营收/业绩分别同比-23%/+2.8%，业绩逆势小幅增长，表现好于板块整体水平，且增速显著高于收入，显示当前盈利能力有所提升。Q3 单季营收/业绩分别同降 44.9%/27.7%，收入大幅下滑预计主要因基建投资增速放缓致行业需求承压，同时公司主动进行业务结构优化，低利润率的工程承包业务收入有所下降；业绩降幅低于收入主要由股权处置的投资收益贡献。

2) 华阳国际 24Q1-3 营收/业绩分别同降 22.9%/19.5%，Q3 单季分别同降 16%/23.5%，收入降幅收窄，业绩受减值损失拖累持续承压（单季减值损失同比多计提 0.2 亿），毛利率角度看盈利能力有所提升（单季同比 +3.6pct）。公司主动收缩低毛利率的工程业务，并积极布局数字文化产业，业务结构持续优化，盈利能力有望进一步提升。

3) 深城交 24Q1-3 营收/业绩分别同比-11.6%/+13.2%，Q3 单季分别同比-3.3%/+75%，业绩增速亮眼，在行业内表现优异。Q3 单季毛利率同比大幅提升 11.5pct，盈利能力显著强化。公司前瞻性重点布局低空经济业务，后续有望受益低空经济建设。

图表58: 设计咨询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				
	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
郑中设计	53.0%	-15.6%	-6.8%	2.6%	0.8%	--	--	555.4%	955.6%	340.6%
矩阵股份	-52.0%	-7.1%	4.4%	-1.9%	20.4%	-81.4%	-135.1%	-77.8%	-6.4%	168.8%
深城交	4.2%	18.1%	-2.3%	-26.8%	-3.3%	1.9%	-7.6%	--	-45.9%	75.1%
筑博设计	-23.6%	-14.3%	-48.9%	-24.5%	-23.9%	11.3%	-46.1%	--	-42.0%	33.9%
中公高科	26.2%	10.7%	-16.6%	-28.3%	8.1%	28.9%	14.1%	-208.9%	--	28.8%
地铁设计	12.0%	-8.2%	1.2%	1.8%	6.1%	9.6%	3.1%	3.4%	-9.0%	23.7%
苏州规划	-20.4%	-3.3%	-10.6%	-17.9%	-5.4%	-67.8%	-0.8%	-12.3%	-42.7%	13.5%
甘咨询	-5.5%	-7.2%	-17.9%	-28.5%	-9.0%	-22.3%	-5.6%	15.1%	-8.3%	-10.1%
华设集团	-3.1%	-15.4%	-9.5%	-36.3%	8.2%	-0.6%	3.3%	-2.3%	-63.5%	-11.5%
华建集团	-3.4%	14.4%	-0.7%	5.2%	-6.6%	-22.9%	21.7%	-9.4%	10.6%	-18.7%
华阳国际	-20.0%	-14.3%	-11.1%	-35.0%	-16.0%	-10.7%	--	-25.1%	-14.9%	-23.5%
中交设计	-6.9%	15.7%	-22.1%	1.7%	-44.9%	-10.2%	--	42.4%	33.5%	-27.7%
设计总院	6.4%	25.0%	19.5%	1.1%	19.0%	8.2%	5.1%	-9.3%	-2.7%	-35.9%
杰恩设计	131.5%	37.2%	-9.9%	-17.9%	-29.6%	141.9%	1181.9%	-251.9%	-51.9%	-61.5%
罗曼股份	572.3%	6.1%	13.9%	34.5%	-2.0%	--	--	43.9%	-156.8%	-73.3%
建研设计	20.4%	-13.0%	-24.5%	-1.9%	-45.4%	-35.4%	-14.8%	-102.6%	-2.1%	-85.0%
中设股份	2.1%	-11.8%	-6.0%	-13.6%	-27.7%	-31.8%	-19.7%	-9.9%	-27.6%	-96.6%
苏交科	-10.0%	7.4%	1.1%	3.8%	-23.0%	-49.7%	-67.8%	5.7%	-13.4%	-108.1%
中衡设计	27.9%	-27.4%	2.6%	-22.3%	-38.6%	20.9%	172.8%	2.2%	-21.4%	-134.0%
华蓝集团	1.0%	-12.7%	-22.7%	-16.2%	-29.6%	-51.1%	106.9%	--	--	-194.7%
尤安设计	-5.4%	-17.9%	-36.4%	-19.3%	-25.9%	--	-4.4%	--	--	-200.0%
招标股份	-21.7%	-14.5%	-3.2%	-25.7%	-18.5%	-67.1%	-100.7%	-48.4%	-162.5%	-227.2%
设研院	-18.1%	-14.9%	-26.9%	-45.9%	-26.5%	-7.2%	-86.0%	-182.9%	-332.5%	-263.2%
勘设股份	-3.6%	1.7%	-22.5%	-53.0%	11.8%	-87.1%	-167.7%	-191.4%	-227.4%	-343.6%
蕾奥规划	9.4%	13.1%	-0.2%	-22.2%	-35.9%	-30.9%	--	-8.4%	-108.9%	-513.7%
山水比德	-5.5%	16.0%	32.9%	11.3%	67.4%	--	--	--	--	--
奥雅股份	-13.5%	-39.4%	58.1%	-40.8%	-9.8%	--	--	--	-229.0%	--
启迪设计	-21.5%	-23.3%	2.7%	6.2%	-23.3%	-151.7%	--	-55.4%	-41.8%	--
霍普股份	12.8%	-82.4%	-38.4%	-57.2%	-29.5%	--	--	--	-388.5%	--
新城市	-25.8%	-81.4%	-1.8%	-40.1%	-37.6%	-147.3%	-892.7%	-779.5%	-303.2%	--
汉嘉设计	3.9%	-8.6%	-48.4%	-26.1%	-59.5%	-116.7%	--	-72.2%	-89.7%	--

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: "--" 为上年同期业绩基数为负值

头部企业盈利能力提升带动板块整体毛利率上行, 回款压力边际减弱。2024Q3 设计咨询板块毛利率同比提升 0.19pct, 个股表现分化, 头部大体量企业整体有所提升, 毛利规模前五的中交设计/华设集团/华建集团/苏交科/地铁设计分别同比+1.2/+1.6/-0.4/+3.7/+4.7pct。期间费用率同比提升 1.17pct, 其中销售/财务/研发费用率分别同比+0.5/0.5/0.3pct, 预计主要因收入规模下滑, 摊薄效应减弱, 管理费用率同比下降 0.2pct, 费用管控成效显著。资产减值损失占收入比较去年同期提升 1.1pct。Q3 净利率为 6.24%, 同比下降 1.44pct, 环比 Q2 下降 2.66pct。经营性现金流与营收比同比降低 5.46pct, 环

比提升 11.57pct，回款压力边际减弱。收现比同比提升 4.84pct。截至 2024Q3 末，设计咨询板块资产负债率为 46.63%，同比提升 2.8pct。

图表59: 设计咨询财务数据分析表 (单季值)

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q3-23Q3	24Q3-24Q2
毛利率 (%)	30.42	31.45	25.01	33.45	30.61	0.19	-2.84
营业税金/收入比 (%)	0.86	0.27	0.67	0.60	0.62	-0.23	0.02
销售费用率 (%)	2.39	2.39	2.92	2.43	2.85	0.46	0.42
管理费用率 (%)	10.44	6.32	10.86	9.48	10.28	-0.17	0.79
财务费用率 (%)	-0.15	-0.42	-0.48	-0.19	0.39	0.54	0.58
研发费用率 (%)	1.43	2.46	5.25	2.77	1.77	0.34	-1.00
费用率合计 (%)	14.11	10.76	18.55	14.49	15.28	1.17	0.79
资产减值 (含信用) 损失/收入 (%)	4.52	9.41	0.76	6.40	5.59	1.08	-0.80
净利率 (%)	7.68	6.85	3.69	8.90	6.24	-1.44	-2.66
经营性现金流/收入 (%)	7.70	20.61	-46.13	-9.34	2.23	-5.46	11.57
收现比 (%)	92.68	95.88	122.80	68.80	97.53	4.84	28.73
应收账款周转率	0.44	0.78	0.29	0.34	0.29	-0.16	-0.05
存货周转率 (含合同资产)	0.34	0.65	0.30	0.31	0.27	-0.06	-0.03
资产负债率 (%)	43.82	48.48	46.69	47.36	46.63	2.80	-0.73

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4. 投资建议

三季报利空落地，估值压制因素消除，四季度基本面有望反转。基建行业三季度景气度走低，建筑央企业绩普遍持续承压，成为此前压制板块估值的核心因素，当前三季报披露完毕，利空已“靴子落地”。展望 Q4，预计政府专项债及特别国债将加速发行（Q4 仍有 2.3 万亿专项债资金可使用），叠加后续大规模化债及中央政府加杠杆等增量政策落地，有望显著改善基建资金面，驱动实物工作量加快落地。建筑央国企作为国家重大项目主要承接方，预计将核心受益，Q4 营收和业绩有望显著改善，带动估值迎来修复。

大规模化债及财政扩张政策有望落地，建筑央国企估值迎强修复动力。人大常委会预计将于 11 月 4 日召开，化债等政策规模有望进一步明确。根据我们测算本轮一次性化债总规模约 6-10 万亿，约 0.53-0.88 万亿资金将用于清偿建筑央企拖欠款，占净资产比例为 29%-48%，有望改善建筑企业回款，显著修复资产负债表，促 PB 估值加速修复。此外财政部明确还有其他政策工具也正在研究中，比如中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间，未来中央加杠杆政策落地可期，中期财政扩张空间打开，也将显著改善建筑央国企盈利增长预期。

重点推荐和关注：

1) 低估值央企：中国建筑（pb-lf 0.57，24 年预期股息率 4.1%）、中国交建 A+H（A 股 pb-lf 0.64，股息率 2.7%）、中国中铁 A+H（A 股 pb-lf 0.55，股息率 2.9%）、中国铁建 A+H（A 股 pb-lf 0.48，股息率 3.2%）、中国电建（pb-lf 0.71，24PE 7.7X）；

2) 地方国企龙头：隧道股份（pb-lf 0.74，股息率 4.8%）、四川路桥（24PE 6.9X，股息率 7.2%）、安徽建工（24PE 5.2X）、山东路桥（24PE 3.6X）、浙江交科（24PE 7.0X）等；

3) 顺周期、地产链：鸿路钢构（24PE 11X）、华铁应急（24PE 13X）、华阳国际（24PE 16X）、金螳螂（24PE 7.4X）等。

图表60: 重点建筑央企、国企分红及估值对比

公司名称	2023年分红率	2024预期股息率	PB (LF)	PE (TTM)	市值(亿元)
中国建筑	21%	4.1%	0.57	5.1	2,559
中国铁建	18%	3.2%	0.48	5.6	1,251
中国中铁	16%	2.9%	0.55	5.4	1,619
中国交建	20%	2.7%	0.64	7.5	1,797
中国电建	18%	2.4%	0.71	7.8	961
中国化学	20%	2.3%	0.83	9.1	502
中国中冶	17%	2.1%	0.69	9.7	707
中钢国际	50%	5.0%	1.14	10.3	94
中材国际	36%	4.4%	1.36	9.3	276
四川路桥	50%	7.2%	1.43	10.7	643
隧道股份	35%	4.8%	0.74	7.4	219
浦东建设	36%	3.9%	0.75	10.8	58
上海建工	34%	3.0%	0.72	13.8	223
华建集团	32%	2.5%	1.20	14.9	62
中石化炼化工程(H)	65%	7.8%	0.72	9.5	223
中国铁建(H)	18%	6.0%	0.26	3.3	675
中国交通建设(H)	19%	5.7%	0.29	3.4	809
中国建筑国际(H)	31%	5.6%	0.90	6.0	536
中国中铁(H)	16%	5.1%	0.30	3.1	903
中国中冶(H)	17%	4.5%	0.32	5.8	327

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 截至 2024/11/1

图表61: 建筑行业重点公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS				PE				PB
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
中国建筑	6.15	1.30	1.21	1.23	1.24	4.7	5.1	5.0	5.0	0.57
中国中铁	6.54	1.35	1.20	1.21	1.22	4.8	5.4	5.4	5.4	0.55
中国铁建	9.21	1.92	1.63	1.62	1.63	4.8	5.7	5.7	5.6	0.48
中国交建	11.04	1.46	1.48	1.53	1.58	7.5	7.5	7.2	7.0	0.64
中国化学	8.22	0.89	0.93	1.03	1.17	9.3	8.9	8.0	7.0	0.83
中国能建	2.38	0.19	0.21	0.24	0.27	12.4	11.3	10.0	8.9	0.96
中国中冶	3.41	0.42	0.67	0.76	--	8.2	5.1	4.5	--	0.69
中国电建	5.58	0.75	0.73	0.77	0.83	7.4	7.7	7.2	6.8	0.71
中国建筑国际	11.60	1.82	2.10	2.38	2.66	6.4	5.5	4.9	4.4	0.90
安徽建工	4.85	0.91	0.94	1.01	--	5.4	5.2	4.8	--	0.80
上海建工	2.51	0.18	0.22	0.25	0.28	14.3	11.5	10.1	9.1	0.72
四川路桥	7.38	1.03	1.06	1.15	1.24	7.1	6.9	6.4	6.0	1.43
山东路桥	6.37	1.47	1.75	1.92	--	4.3	3.6	3.3	--	0.71
浙江交科	4.22	0.52	0.60	0.70	0.79	8.1	7.0	6.0	0.7	0.75
浦东建设	5.98	0.59	0.64	0.71	0.77	10.1	9.3	8.4	7.8	0.75
隧道股份	6.96	0.93	0.96	0.99	1.00	7.4	7.2	7.0	6.9	0.74
中材国际	10.43	1.10	1.27	1.38	1.53	9.5	8.2	7.6	6.8	1.36
北方国际	10.09	0.92	1.04	1.31	1.49	11.0	9.7	7.7	6.8	1.14
中工国际	8.01	0.29	0.31	0.34	0.39	27.5	25.9	23.4	20.8	0.87
中钢国际	6.53	0.53	0.65	0.73	0.80	12.3	10.1	8.9	8.2	1.14
上海港湾	19.32	0.71	0.89	1.23	1.57	27.3	21.8	15.7	12.3	2.56
苏文科	12.93	0.26	0.25	0.26	0.29	49.5	52.6	48.9	44.7	1.96
华设集团	8.78	1.02	1.25	1.38	--	8.6	7.0	6.3	--	1.22
华建集团	6.34	0.44	0.50	0.57	0.63	14.5	12.7	11.1	10.1	1.20
华阳国际	15.39	0.82	0.99	1.18	1.40	18.7	15.6	13.0	11.0	2.12
鸿路钢构	14.18	1.71	1.25	1.40	1.56	8.3	11.4	10.1	9.1	1.06
精工钢构	3.18	0.27	0.44	0.51	--	11.7	7.3	6.3	--	0.73
利柏特	8.90	0.42	0.63	0.83	--	21.0	14.0	10.8	--	2.24
金螳螂	3.58	0.39	0.48	0.55	--	9.3	7.4	6.5	--	0.70
江河集团	5.45	0.59	0.66	0.75	0.86	9.2	8.2	7.3	6.4	0.89
华测检测	13.49	0.54	0.56	0.62	0.68	24.9	24.0	21.9	20.0	3.37
深圳瑞捷	17.99	0.27	0.25	0.34	0.46	67.0	72.1	52.7	39.1	1.96
国检集团	6.62	0.32	0.48	0.63	--	20.7	13.9	10.6	--	2.83
安车检测	17.29	-0.26	0.62	1.00	--	-67.7	28.1	17.2	--	2.00
建科股份	14.04	0.54	0.72	0.87	--	25.8	19.4	16.0	--	1.01
信测标准	20.78	1.01	1.35	1.69	2.12	20.5	15.4	12.3	9.8	3.03
苏文电能	18.23	0.38	1.82	2.38	--	48.1	10.0	7.7	--	1.23
智洋创新	17.26	0.27	0.59	0.78	--	64.1	29.2	22.2	--	3.00
泽宇智能	16.88	0.76	1.19	1.56	--	22.1	14.2	10.8	--	2.44
瑞纳智能	25.95	0.49	2.99	3.96	--	52.6	8.7	6.6	--	2.20
天铁股份	4.78	-0.56	0.52	0.72	--	-8.5	9.3	6.7	--	2.17
华铁应急	5.40	0.41	0.42	0.53	0.66	13.3	12.7	10.2	8.1	1.76
宏信建发	1.44	0.30	0.37	0.45	0.55	4.8	3.9	3.2	2.6	0.42
志特新材	12.94	-0.18	0.94	1.33	--	-70.4	13.7	9.7	--	2.37

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 数据截至 2024/11/1, 其中浙江交科、中工国际、上海港湾、苏文科、华建集团、江河集团盈利预测数据均取自 Wind 一致预期, 中国建筑国际单位为“港元”。

5. 风险提示

宏观政策不及预期风险、海外经营风险、应收账款减值风险等。

宏观政策不及预期风险：若宏观经济政策支持力度不及预期，将对建筑板块资金面产生不利影响，企业新签订单、营收、业绩增长或将承压。

海外经营风险：海外经营存在较高不确定性，国际政治经济形势变化等因素可能对企业海外市场拓展及经营活动开展存在重大影响，导致海外业务业绩存在波动风险，汇率变动也将对企业经营业绩产生影响。

应收账款减值风险：部分建筑企业拥有较多应收账款与票据，可能存在应收账款无法收回的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋 邮编：200120 电话：021-38124100 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	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