

远大住工 (02163.HK) 深度研究报告

装配式时代开启, PC 龙头有望量质齐升

强推 (首次)

目标价: 51.56 港元

当前价: 39.60 港元

- ❖ 远大住工于 2006 年成立, 目前是全国最大的 PC 构件生产企业, 也是最大的 PC 生产设备制造商。2016 年初, 中共中央、国务院印发《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》, 明确提出“力争用 10 年左右时间使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%”的目标, 装配式时代开启。公司顺势而为, 主动减少工程施工业务, 专注 PC 构件制造, 并通过实施远大联合计划, 拓展全国及部分海外的业务布局。2019 年, 公司 PC 构件制造收入占比达到 68%, 受益于产能利用率大幅提升及原材料价格企稳, PC 制造的盈利明显改善。
- ❖ 装配式引领建筑产业革命, PC 为主流模式。2016 年是装配式建筑的政策元年, 行业近四年的复合增速高达 55%, 但由于体量较小, 2019 年装配式占新增建筑面积的比例仍然仅有 13%, 我们认为, 尽管行业发展目前面临定价较高、技术标准不完善、产业配套不齐全等问题, 但短中期来看, 装配式料仍将显著受益于政策端的驱动, 而展望长期, 由于人口红利消退、劳动力成本高企、资源环境承载力有限等问题不断显现, 装配式建筑料将成为建筑业转型升级的必由之路, 随着渗透率的提升, 行业有望迎来万亿蓝海市场。PC 装配式由于其造价成本相对钢结构更低, 且产品质感接近传统建筑, 更易被市场接受, 预计短期内发展速度将领先行业。
- ❖ 装配式行业放量, 公司单方盈利迎明显拐点, 四大优势或将助力规模优势持续释放。1) 公司全资工厂主要位于湖南、天津、珠三角及长三角地区, 均为全国装配式行业的重点推进地区或积极推进地区, 随着行业进入放量期, 公司产能利用率有望继续提升; 2) 公司推出了基于 BIM 平台的正向设计软件 PC Maker I 以及智能制造管理系统 PC-CPS, 通过数字化管理实现降本增效, 人均产效远超同业; 3) 公司已拥有 8 代装配式建筑产品体系, 且每年持续投入数千万进行研发, 旗下多家附属公司被评为国家高新技术企业, 享受税收优惠政策; 4) 联营工厂模式打造全国网络, 截止 2019 年年末, 公司在全国范围已签约 86 家联营工厂, 轻资产模式助力公司快速扩张, 扩大品牌影响力。
- ❖ 依托远大美宅开拓 C 端市场, 土地改革深化, 乡村住宅迎新机遇。2020 年初, 公司将业务分为 B2B 和 B2C 两大事业群, 其中 B2C 是指由模块集成科技事业部负责的 B-House 业务, 新产品 B-BOX 业务也即将推出, 上半年已开始陆续承接乡村别墅订单。我国乡村及城市周边自建房面积已超 13 亿平, 预计每年新增的乡村住房将超 220 万栋, 乡村建筑市场空间广阔。2019 年初至今, 关于农村住宅试点、集体经营性建设用地入市、用地审批权下放等政策陆续出台, 公司 C 端业务有望迎来重大发展机遇。
- ❖ 盈利预测、估值及投资评级: 我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 40.56 亿元、49.13 亿元、60.87 亿元, EPS 各为 1.42 元、1.82 元、2.35 元, 对应 PE 各为 24.6x、19.2x、14.9x。顶层政策驱动装配式建筑高速增长, 公司作为国内 PC 构件的龙头企业, 管理能力与技术能力遥遥领先, 给予 2021 年 25x 估值, 目标价 45.5 元/股 (51.56 港元/股), 首次覆盖, 给予“强推”评级。
- ❖ 风险提示: 政策落地进度不及预期, 地产调控超预期收紧, 原材料价格剧烈波动。

主要财务指标

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万) | 3,373 | 4,056 | 4,913 | 6,087 |
| 同比增速(%) | 48.5% | 20.2% | 21.1% | 23.9% |
| 归母净利润(百万) | 677 | 692 | 888 | 1,146 |
| 同比增速(%) | 45.2% | 2.2% | 28.4% | 29.0% |
| 每股盈利(元) | 1.39 | 1.42 | 1.82 | 2.35 |
| 市盈率(倍) | 25.2 | 24.6 | 19.2 | 14.9 |
| 市净率(倍) | 4.1 | 3.5 | 3.0 | 2.5 |

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2020 年 9 月 4 日收盘价

华创证券研究所
证券分析师: 王彬鹏

邮箱: wangbinpeng@hcyjs.com

执业编号: S0360519060002

联系人: 王卓星

电话: 021-20572580

邮箱: wangzhuoxing@hcyjs.com

公司基本数据

| | |
|-------------------|------------|
| 总股本(股) | 4.88 亿 |
| 已上市流通股(股) | 1.22 亿 |
| 总市值(HKD) | 193 亿 |
| 流通市值(HKD) | 48.33 亿 |
| 资产负债率(%) | 57.46% |
| 每股净资产(HKD) | 8.00 |
| 52 周内最高/最低价 (HKD) | 43.95/7.16 |

相关研究报告

《建筑装饰行业周报 (20200824-20200830): 建筑板块中期业绩概览: 传统基建业绩稳健, 钢结构和设计表现较优》

2020-08-30

《建筑装饰行业周报 (20200817-20200823): 钢结构住宅构件尺寸指南出台, 装配式标准化再进一步》

2020-08-23

《装配式建筑行业深度研究报告: 装配新时代, 建筑新模式》

2020-08-11

投资主题

报告亮点

行业层面，我们从政策、人口、成本三个角度分析了装配式建筑长期成长的必然趋势，并测算了行业未来五年的复合增速；

公司层面，我们梳理了全资工厂及联合工厂的产能分布，并对近两年变动较大的联营工厂的会计处理方式进行了详细拆解，另外，我们还从产能、管理、技术、布局等多个维度论证了公司 PC 构件盈利能力料仍将继续向上的发展趋势。

投资逻辑

- 1、装配式建筑风口正盛，政策驱动叠加人工成本高企，行业的高成长性较为确定。而 PC 装配式由于其价格相对较低、产品质感接近传统建筑，故更易被市场接受，目前仍是装配式行业的主流。
- 2、远大住工是全国规模最大的 PC 构件生产企业，全资工厂+联合工厂的合计产能达 680 万方，2019 年收益口径的市占率为 16.5%，全国第一，预计未来 3-5 年产能仍将保持高速扩张；
- 3、公司 PC 构件业务的盈利能力在 2019 年迈入上升拐点，随着行业进入放量期，以及公司管理系统、生产系统的不断完善，料未来产能利用率及管理效率将继续提升，盈利能力料也将随之提高；
- 4、公司依靠轻资产模式进行全国扩张，同时于 2020 年重新布局 C 端业务，联营工厂并表的可能性以及乡村住宅的发展为公司提供了更广阔的成长空间。

盈利预测与估值

我们预计 2020-2022 年公司 PC 业务收入复合增速将在 30% 左右，合计收入分别为 40.56 亿元、49.13 亿元、60.87 亿元，净利润各为 6.92 亿元、8.88 亿元、11.46 亿元，EPS 各为 1.42 元、1.82 元、2.35 元，对应 PE 各为 24.6x、19.2x、14.9x。顶层政策驱动装配式建筑高速成长，公司作为国内 PC 构件的龙头企业，管理能力与技术能力遥遥领先，给予 2021 年 25x 估值，目标价 45.5 元/股，目标市值 222 亿。

目录

| | |
|--|----|
| 一、远大住工：二十余载上下求索，梦想照进现实 | 6 |
| (一) 深耕建筑工业化领域二十余年 | 6 |
| (二) 政策开启装配式时代，龙头蓄势待发 | 7 |
| 二、装配式引领建筑产业革命，PC 为主流模式 | 8 |
| (一) 关于装配式，我们需要了解什么 | 8 |
| 1、如何定义装配式 | 8 |
| 2、装配式的优势何在 | 9 |
| (二) 装配式风口正盛，成长性、变革性兼具 | 10 |
| 1、政策驱动，行业供需同增 | 10 |
| 2、人口因素激发内生动力 | 12 |
| 3、产业配套逐步完善，推动成本进一步下降 | 13 |
| (三) PC：装配式大时代中的主流模式 | 14 |
| 1、装配式行业未来五年的复合增速或将达 20% | 14 |
| 2、综合产品与成本因素，料 PC 结构的发展将领先行业 | 14 |
| 三、PC 盈利能力迈入上升拐点，规模优势有望持续释放 | 15 |
| (一) 全资工厂布局重点区域，产能利用率有望提升 | 16 |
| (二) 数字化管理打通项目全周期，人效领先行业 | 18 |
| (三) 高额研发投入积蓄长久成长动力 | 20 |
| (四) 轻资产模式扩张，联营工厂扩大品牌影响力 | 20 |
| 1、产能：2017 年起快速扩张，产能远超全资工厂 | 20 |
| 2、管理：依据区域景气度进行分级管理 | 21 |
| 3、盈利及会计处理：一级工厂持续减亏，二级工厂计入非经常损益 | 22 |
| 四、依托远大美宅开拓 C 端市场，土地改革深化，乡村住宅迎新机遇 | 23 |
| 五、财务分析 | 24 |
| 1、PC 制造毛利占比跃升至 70%，带动整体盈利改善 | 24 |
| 2、现金流及营运指标全面好转 | 26 |
| 六、盈利预测和估值 | 26 |
| 七、风险提示 | 28 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1 远大住工发展历史..... | 6 |
| 图表 2 公司股权结构..... | 7 |
| 图表 3 装配式建筑分类及应用..... | 9 |
| 图表 4 2016-2019 年全国装配式建筑新开工建筑面积..... | 9 |
| 图表 5 2019 年新开工装配式建筑按建筑类型分类..... | 9 |
| 图表 6 装配式 VS 传统施工: 品质、工期、成本、环保..... | 10 |
| 图表 7 中国 PC 装配式建筑和现场浇筑建筑对比 (以预制率 35% 的 30 层住宅项目为例)..... | 10 |
| 图表 8 2016 年至今装配式建筑相关政策 (国家层面)..... | 10 |
| 图表 9 2017-2019 三类地区装配式建筑新开工面积..... | 11 |
| 图表 10 各地区 2020 年装配化率发展总体目标..... | 11 |
| 图表 11 2019 全国装配化率&2020 全国及重点、积极、鼓励推进地区政策目标..... | 12 |
| 图表 12 2010-2019 年农民工人数、建筑业农民工人数及同比增速..... | 12 |
| 图表 13 2010-2019 年农民工年龄结构..... | 13 |
| 图表 14 2010-2019 年 40 岁以下农民工逐年减少..... | 13 |
| 图表 15 2010-2019 年农民工收入及其增速..... | 13 |
| 图表 16 2010-2019 年建筑业农民工及其增速..... | 13 |
| 图表 17 2019 年装配式混凝土构件生产企业及产能..... | 14 |
| 图表 18 2019 年钢结构企业及产能情况..... | 14 |
| 图表 19 装配式建筑行业空间测算..... | 14 |
| 图表 20 不同类别装配式高层住宅的建安成本对比 (单位: 元/平)..... | 15 |
| 图表 21 装配式混凝土建筑面积预测 (预测面积包括相关建筑的非装配式部分)..... | 15 |
| 图表 22 三种装配式建筑的优劣势及主要应用领域对比..... | 15 |
| 图表 23 2016-2019 年公司 PC 构件的产销情况及单方盈利测算 (全资工厂部分)..... | 16 |
| 图表 24 2013-2018 年 PC 构件主要原材料平均价格 (元/吨)..... | 16 |
| 图表 25 公司 15 家全资工厂产能情况及产能利用率..... | 17 |
| 图表 26 图表 13 公司全资工厂及联营工厂分布情况..... | 18 |
| 图表 27 公司 PC-CPS 系统概览..... | 19 |
| 图表 28 PC-CPS 智能制造管理系统的优势..... | 19 |
| 图表 29 2016-2019 年公司研发支出总额..... | 20 |
| 图表 30 2016-2019 年公司实际所得税率..... | 20 |
| 图表 31 公司六大重点实验室..... | 20 |
| 图表 32 2016-2019 年公司联营工厂产能情况..... | 21 |
| 图表 33 公司联营工厂的区域分布情况 (截止 20190430)..... | 21 |

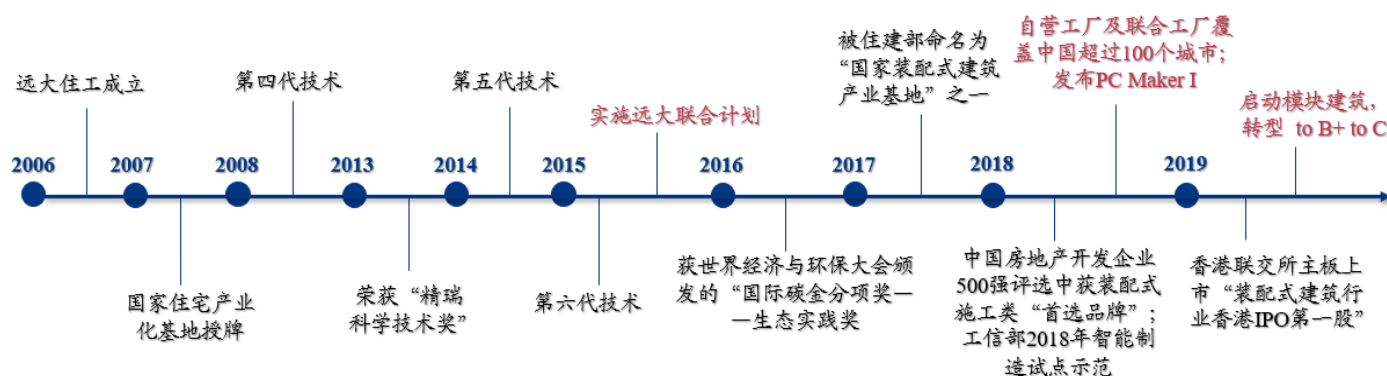
| | | |
|-------|---------------------------------------|----|
| 图表 34 | 公司 2018-2019 年联营工厂基本情况统计..... | 21 |
| 图表 35 | 一、二级联营工厂的分级标准、管理方式及会计处理差异..... | 21 |
| 图表 36 | 公司 2016-2019 年已注资的一/二级联营工厂数量 (间)..... | 22 |
| 图表 37 | 2016-2019 年公司部分联营公司的盈利情况..... | 22 |
| 图表 38 | 公司 2017-2019 非经常项目损益 (单位: 亿元)..... | 22 |
| 图表 39 | 一间联合工厂不同发展阶段时间线..... | 23 |
| 图表 40 | 2019 年至今部分农村土地改革相关政策..... | 23 |
| 图表 41 | 远大美宅系列产品展示..... | 24 |
| 图表 42 | 远大美宅建房流程..... | 24 |
| 图表 43 | “像造汽车一样造房子”..... | 24 |
| 图表 44 | 公司 2016-2019 年毛利结构..... | 25 |
| 图表 45 | 公司分项业务毛利率..... | 25 |
| 图表 46 | 公司 2013-2019 年毛利率、净利率及扣非净利率..... | 25 |
| 图表 47 | 公司 2014-2019 年期间费率..... | 25 |
| 图表 48 | 公司 2014-2019 年 ROE 及扣非后 ROE..... | 25 |
| 图表 49 | 公司 2014-2019 年经营性现金流情况..... | 26 |
| 图表 50 | 公司 2014-2019 年 ROE 及扣非后 ROE..... | 26 |
| 图表 51 | 公司 2014-2019 年周转情况..... | 26 |
| 图表 52 | 2018-2022 年公司分业务收入及毛利预测..... | 27 |
| 图表 53 | 非经常性项目预测..... | 28 |

一、远大住工：二十余载上下求索，梦想照进现实

(一) 深耕建筑工业化领域二十余年

长沙远大住宅工业集团股份有限公司（简称远大住工）于 2006 年成立，目前是全国最大的 PC 构件生产企业，也是最大的 PC 生产设备制造商。公司的前身是一家中日合资企业——远大铃木住房设备有限公司，早在 1996 年，公司创始人张剑先生及其团队就开始了建筑工业化的探索之路，并在 1999 年成功研发了第一代装配式建筑。2007 年，公司被授牌“国家住宅产业化基地”，并在之后的十几年内不断地进行技术迭代，目前已经拥有 8 代装配式建筑产品体系以及行业顶尖的信息系统。2019 年 11 月，公司在香港联交所主板上市，2020 年 6 月，公司董事会已审议批准建议发行 A 股及相关事宜的决议案。

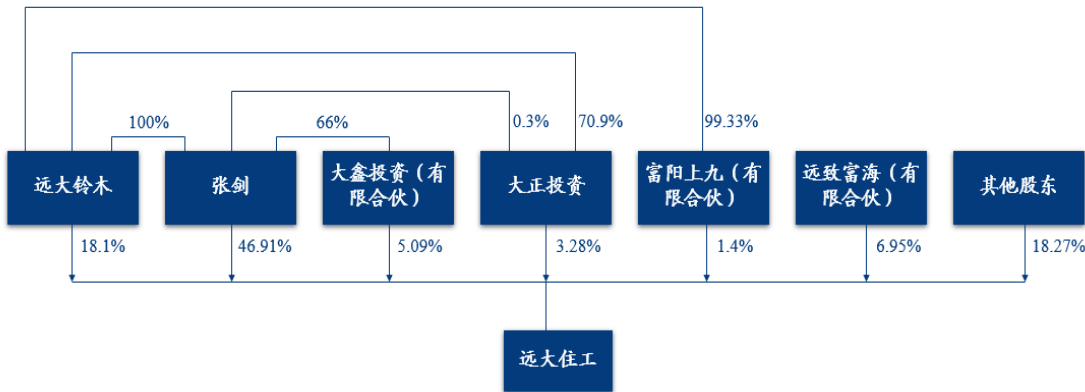
图表 1 远大住工发展历史



资料来源：招股说明书、公司官网、华创证券

公司股权集中、稳定，创始人张剑先生直接及间接拥有公司 46.91% 的股权，另外，远大铃木、远致海富、大鑫投资、各持有 18.1%、6.95%、5.09% 股权，其中大鑫投资为公司员工持股平台。张剑先生毕业于哈尔滨工业大学的热能动力专业，曾创办过远大热工研究所、远大空调，后者曾是全球销量最高的非电中央空调企业，还不到 30 岁，张剑就已取得了国家科技进步奖、当选全国人大代表等一系列荣誉。1996 年，张剑在参观日本建筑业时接触到了工业化建筑，其先进的技术、理念燃起了他作为一名工程师对于“创造”的热情，怀揣着对建筑工业化的憧憬与理想，张剑正式进入建筑装配式领域。

图表 2 公司股权结构

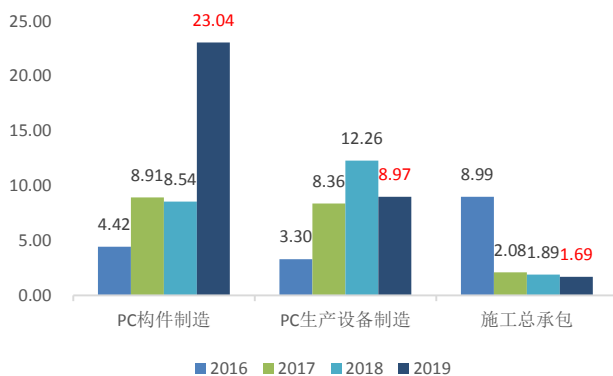


资料来源：招股说明书、华创证券

(二) 政策开启装配式时代，龙头蓄势待发

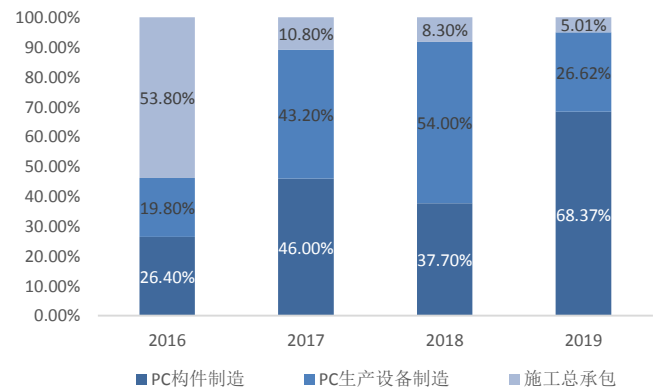
乘政策东风，公司主动拥抱装配式时代，PC 构件业务快速增长。公司主营 PC 构件制造，PC 生产设备制造和施工总承包三项业务。2016 年初，中共中央、国务院印发《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》，明确提出“力争用 10 年左右时间使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%”的目标，装配式时代开启。公司顺势而为，主动减少工程施工业务，专注 PC 构件制造，并通过实施远大联合计划，拓展全国及部分海外的业务布局。2017-2018 年，公司的联合工厂迅速扩张，通过向联营工厂出售 PC 制造设备，公司该板块收入占比显著提升，在 2018 年时达到顶峰 54%。2019 年，公司主业再次回归 PC 构件制造，收入占比达到 68%，受益于产能利用率大幅提升及原材料价格企稳，PC 制造的盈利明显改善，从而带动整体业绩增长。我们预计随着装配式行业的景气度上行，公司产能利用率有望继续提升，PC 制造的占比也将随之增长。

图表 3 2016-2019 年公司各项业务收入情况

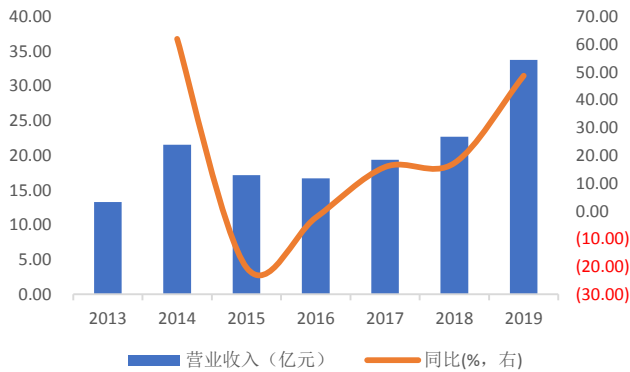


资料来源：招股说明书、wind、华创证券

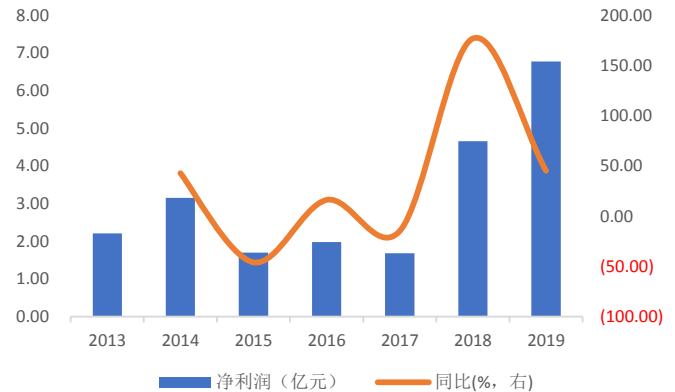
图表 4 2016-2019 年公司各项业务营收占比



资料来源：招股说明书、wind、华创证券

图表 3 2014-2019 年公司营收及增速


资料来源: wind、华创证券

图表 4 2014-2019 年公司净利润及增速


资料来源: wind、华创证券

二、装配式引领建筑产业革命, PC 为主流模式

装配式建筑最早可以追溯到 17 世纪的美洲移民时期, 而其真正的高速发展则是在 18 世纪~19 世纪, 工业革命带来的城市人口急速增长以及第二次世界大战后急迫的灾后重建需求, 使装配式建筑快速普及, 经历了几十年至上百年的发展, 美国、日本、欧洲等发达国家的装配式建筑占比目前已经达到 80% 以上, 而国内的装配式则是刚刚起步。

2016 年, 国务院印发《关于大力发展装配式建筑的指导意见》, 指出“将力争用 10 年左右时间, 使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%”, 装配式建筑开始了爆发式增长, 近四年的复合增速高达 55%, 但由于体量较小, 2019 年装配式占新增建筑面积的比例仍然仅有 13%, 我们认为, 尽管行业发展目前面临定价较高、技术标准不完善、产业配套不齐全等问题, 但短中期来看, 装配式仍将显著受益于政策端的驱动, 而展望长期, 我们认为装配式是建筑业转型升级的必由之路, 随着渗透率的提升, 未来有望迎来万亿蓝海市场。

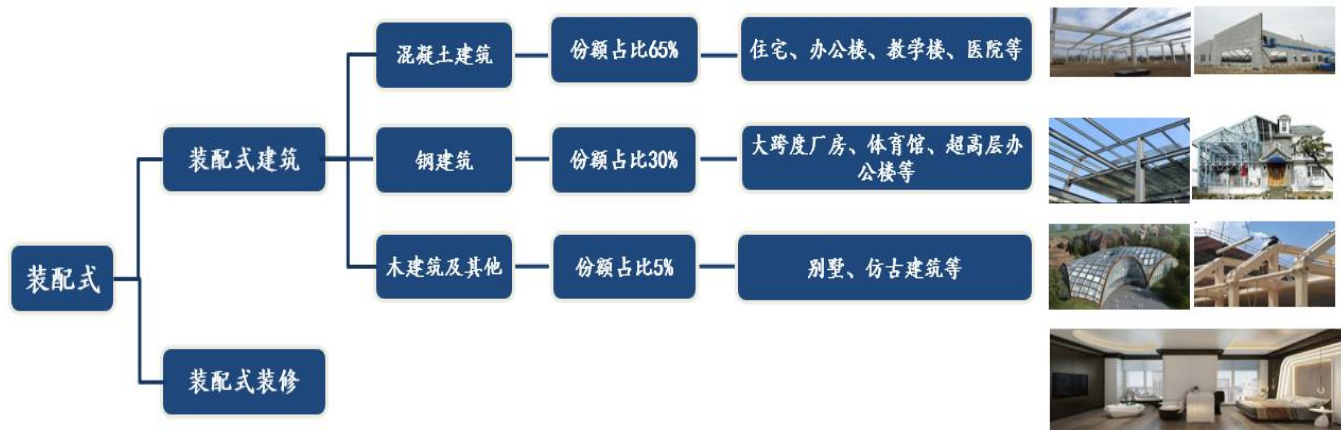
(一) 关于装配式, 我们需要了解什么

1、如何定义装配式

装配式是指一种在工厂预制构件、在现场连接安装的建造方式, 区别于传统建筑模式, 装配式大大减少了人工作业和现场湿法作业, 且融合了大量数字化技术, 符合建筑业产业现代化、智能化、绿色化的发展方向。根据主体结构的不同, 装配式建筑可以分为钢结构、混凝土结构、木结构及其他三种。

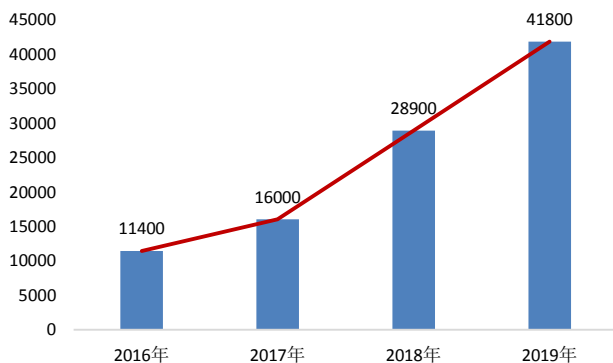
装配式建筑目前渗透率较低, 商品房为主要应用领域。2019 年全国新增装配式建筑面积 4.2 亿平, 较 2018 年增长 45%, 占新建建筑面积的比例约为 13.4%, 近 4 年复合增速为 55%。分类型看, 装配式混凝土结构建筑 2.7 亿平, 占比 65.4%, 主要应用于住宅、办公楼、教学楼、医院等, 是目前渗透率最高的一种装配式结构, 钢结构建筑 1.3 亿平, 占比 30.4%, 主要用于大跨度厂房、体育馆、超高层办公楼等, 木结构及其他仅占 5% 左右。从应用领域来看, 装配式主要用于商品住房、公共建筑和保障性住房, 占比各为 41%、22%、13%。

图表 3 装配式建筑分类及应用



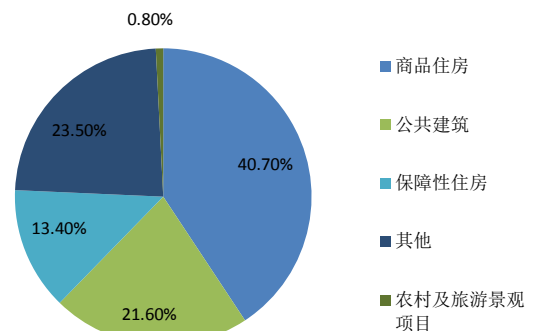
资料来源：住建部，中国装配式建筑网，华创证券

图表 4 2016-2019 年全国装配式建筑新开工建筑面积



资料来源：住建部，华创证券

图表 5 2019 年新开工装配式建筑按建筑类型分类



资料来源：住建部，华创证券

2、装配式的优势何在

相较于传统建筑，装配式建筑在建筑品质、施工工期、节能环保等方面都具有难以比拟的优势，而目前推广上的最大难点之一——建设成本——也有望在产业链形成系统化、规模化生产后顺利解决。以预制率35%的30层住宅项目为例，PC装配式建筑较传统建筑可节约工期20~45%、减少能源消耗20~40%，现场施工人数、建筑粉尘分别降低60~75%、20~30%。

- 品质：**传统建造方式对人工的依赖性较高，品质监控难度大，而工业化生产的材质和装配式的建造方式更容易形成一套规范化系统，确保产品品质；
- 工期：**装配式建筑的大部分构件均在工厂完成，水电安装与主体安装可同步进行，整体交付比传统建筑快30%~50%；
- 节能环保：**传统建筑材料浪费现象严重，建造过程还伴有粉尘、噪音、建筑垃圾等，而装配式建筑现场以干法作业为主，可有效减少能源消耗以及环境污染；另外，装配式建筑由于其可拆除的特性还可以实现重复利用；
- 建造成本：**由于产业配套不完善、相关技术不成熟等问题，目前装配式的建造成本，尤其是钢结构，依然明显

高于传统建筑，但在人工成本高攀的背景下，其建造成本的下降空间远高于传统建筑，加之后期运维费用更低，故从建筑全生命周期角度来看，装配式未来料将具有更大的成本优势。

图表 6 装配式 VS 传统施工：品质、工期、成本、环保

| | 装配式建筑 | 传统施工建筑 |
|----|--|--|
| 品质 | 工业化方式的材质与 PC 结构在防水、防火、隔音、抗渗、防裂方面能做到更好，确保产品出场品质 | 传统方式对于工艺质量的管控较难，人工素质不一,手工作业品质监控难度高，容易出现渗水、开裂、空鼓等质量通病 |
| 工期 | 大部分构件部品在工厂流完成，施工现场快速安装。施工进度 5 天一层，水电安装与主体装修可同步进行，实现立体交叉作业。整体交付比传统快 30%-50% | 中等较成熟的施工队可以做到一次结构工程 5 天一层，但还需要做砌砖、抹灰等二次结构 |
| 成本 | 标准产品，统一设计、采购，达到 10 万平方米的建筑体量后，价格基本与传统方式持平 | 规划设计反复，材料造型采购不一；预算不可控因素多，目标成本难以准确制定；细分项目多，过程成本控制难度大 |
| 环保 | 干式施工，现场无火、无水、无尘、无味，不用焊割、水泥、不搭纱布，节水 80%，节能 70%，节材 20%，节地 20% | 材料耗量大且甲醛含量高，扬尘起灰，建筑垃圾多，噪音大，污水多 |

资料来源：圣洁环保官网、华创证券

图表 7 中国 PC 装配式建筑和现场浇筑建筑对比（以预制率 35% 的 30 层住宅项目为例）

| | PC 装配式 | 现场浇筑 | 节约改善 |
|-------------|---|--|--------|
| 工期 | 160-210 天 | 250-300 天 | 20-45% |
| 现场施工人数 | 40-50 人 | 150-160 人 | 60-75% |
| 水资源消耗 | 0.051-0.067m ³ /m ² | 0.085-0.09m ³ /m ² | 35-40% |
| 能源消耗 | 7.0-7.1Kwh/m ² | 8.9-9.0Kwh/m ² | 20-25% |
| 建筑废物处置量 | 7.34-7.35Kg/m ² | 23.75-23.80Kg/m ² | 65-70% |
| 粉尘水平 (PM10) | 60-75 μg/m ³ | 85-100 μg/m ³ | 20-30% |

资料来源：招股说明书、华创证券

（二）装配式风口正盛，成长性、变革性兼具

1、政策驱动，行业供需同增

顶层政策不断出台，给出明确发展目标。20 世纪 50 年代至 80 年代，国内装配式曾迎来一段短暂的浪潮，但由于技术、材料有限，房屋质量堪忧，唐山大地震使不少预制混凝土结构毁坏。2013 年，国务院办公厅转发《绿色建筑行动方案》，旨在“转变城乡建设模式和建筑业发展方式，提高资源利用效率，实现节能减排约束性目标”；2016 年则是装配式建筑的政策元年，《关于大力发展装配式建筑的指导意见》正式发布，明确提出“力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%”这一具体目标，之后几年内，相关部门又陆续出台了一系列施工、检测、评价等标准类文件，政策助力下，装配式已初具规模，近期住建部等多部门再次联合发文支持建筑业转型升级，我们认为行业风口正盛，装配式建筑有望继续高速发展。

图表 8 2016 年至今装配式建筑相关政策（国家层面）

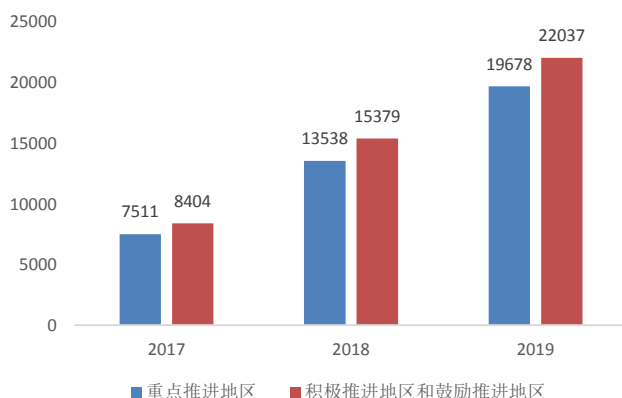
| 时间 | 机关 | 文件名称 | 重点内容 |
|------------|-----|--------------------|---------------------------------------|
| 政策类 | | | |
| 2016.09.30 | 国务院 | 《关于大力发展装配式建筑的指导意见》 | 力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。 |
| 2017.02.24 | 国务院 | 《关于促进建筑业持 | 坚持标准化设计、工厂化生产、装配化施工、一体化装修、信息化管理、智能化应 |

| 时间 | 机关 | 文件名称 | 重点内容 |
|------------|----------|--|---|
| | | 续健康发展的意见》 | 用,推动建造方式创新,大力发展装配式混凝土和钢结构建筑,在具备条件的地方倡导发展现代木结构建筑,不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例。 |
| 2017.03.23 | 住建部 | 《“十三五”装配式建筑行动方案》、《装配式建筑示范城市管理办法》、《装配式建筑产业基地管理办法》 | 到 2020 年,全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上,其中重点推进地区达到 20%以上,积极推进地区达到 15%以上,鼓励推进地区达到 10%以上。推行装配式建筑全装修成品交房。 |
| 2020.07.15 | 住建部等七部门 | 《绿色建筑创建行动方案》 | 到 2022 年,当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到 70%,星级绿色建筑持续增加;大力发展钢结构等装配式建筑,新建公共建筑原则上采用钢结构 |
| 2020.07.03 | 住建部等十三部门 | 《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》 | 到 2025 年,我国智能建造与建筑工业化协同发展的政策体系和产业体系基本建立,建筑工业化、数字化、智能化水平显著提高,建筑产业互联网平台初步建立;到 2035 年,我国智能建造与建筑工业化协同发展取得显著进展;大力发展装配式建筑,推动建立以标准部品为基础的专业化、规模化、信息化生产体系。 |
| 标准类 | | | |
| 2016.12.15 | 住建部 | 《装配式混凝土结构建筑工程施工图设计文件技术审查要点》 | |
| 2017.04.11 | 住建部 | 《装配式劲性柱混合梁框架结构技术规程》 | |
| 2017.12.12 | 住建部 | 《装配式建筑评价标准》 | |
| 2018.02.14 | 住建部 | 《装配式环筋扣合锚接混凝土剪力墙结构技术标准》 | |
| 2019.06.18 | 住建部 | 《装配式钢结构住宅建筑技术标准》 | |
| 2019.11.15 | 住建部 | 《装配式住宅建筑检测技术标准》 | |

资料来源:住建部、中国政府网、华创证券

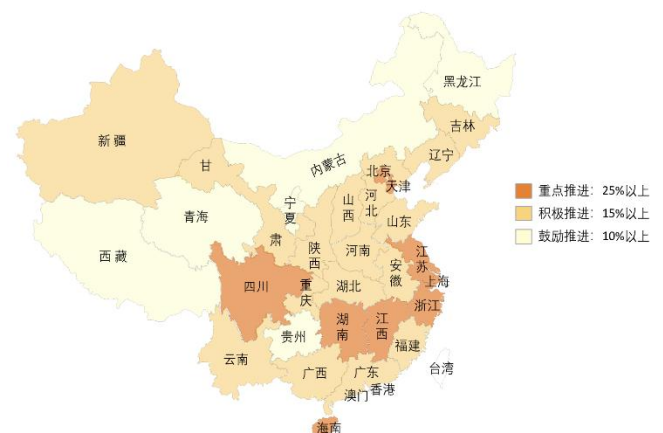
地方政策形成补充,重点地区要求更高。随着国家政策相继出台,各省陆续推出“十三五”期间当地装配式建筑行业的发展目标。根据相关文件,2020 年底,京津地区、江浙沪地区以及四川、湖南、江西、海南等重点推进地区,目标实现装配式建筑占新建建筑面积的比例 25%-30%;河北、山东、广东、福建等 16 个省份将积极推进该行业,实现装配式建筑占比超过 15%;其余 6 个省份(西藏、青海、内蒙古、宁夏、贵州、黑龙江)将鼓励推进装配式建筑行业发展,目标实现装配化率超过 10%。

图表 9 2017-2019 三类地区装配式建筑新开工面积



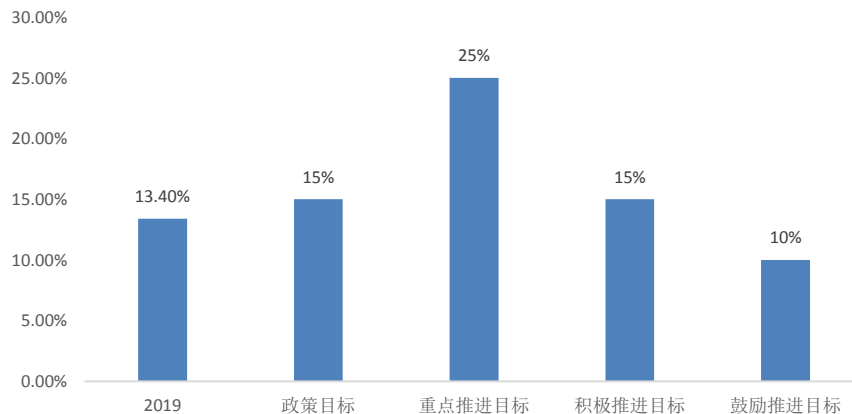
资料来源:住建部、华创证券

图表 10 各地区 2020 年装配化率发展总体目标



资料来源:各省住建部、华创证券

图表 11 2019 全国装配化率&2020 全国及重点、积极、鼓励推进地区政策目标



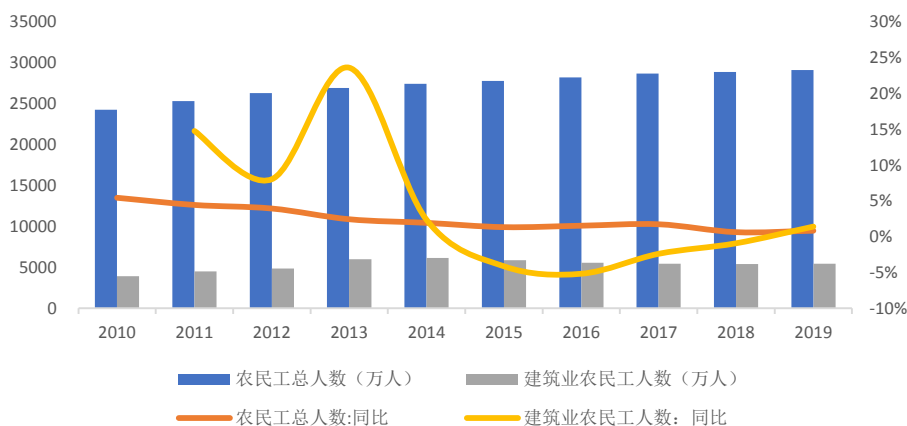
资料来源：中国政府网、住建部、华创证券

2、人口因素激发内生动力

人口红利消退或将倒逼行业转型升级。传统建筑业属于劳动密集型行业，对人工依赖性较高，随着劳动力逐渐减少、人工成本不断攀涨，行业的内在因素（成本）有望代替外在因素（政策）成为更有力的助推器，倒逼行业谋求转型。

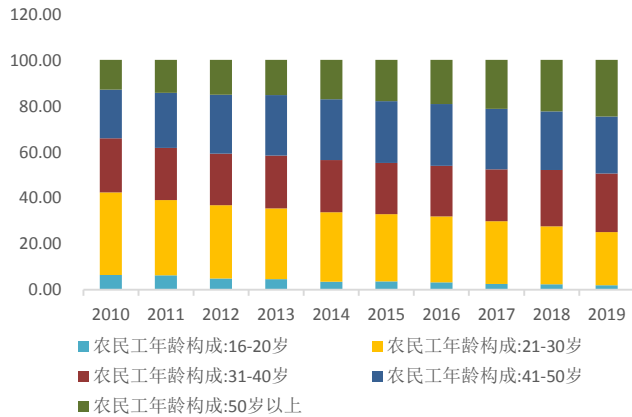
- 1) **农民工数量特别建筑业农民工供给日益短缺**，2014 年至今建筑业农民工数量几乎每年都在减少。
- 2) **农民工年龄结构逐渐老化**，16-40 岁农民工数量近年持续减少，如果考虑流入交运仓储邮政行业的年轻快递员、外卖员高速增长的情况，建筑业 16-40 岁农民工数量降幅更大。
- 3) **人力成本高攀**：农民工平均收入过去 5 年保持每年 5% 以上的增速，建筑业农民工平均收入增速还要高于整体水平，且在 2015 年后增速不断抬升。但考虑到建筑业农民工收入绝对值仍低于大部分快递员、外卖员，预计未来流入建筑业的年轻工人数量或将持续下滑，劳动力短缺也将推动人力成本进一步上涨。

图表 12 2010-2019 年农民工人数、建筑业农民工人数及同比增速



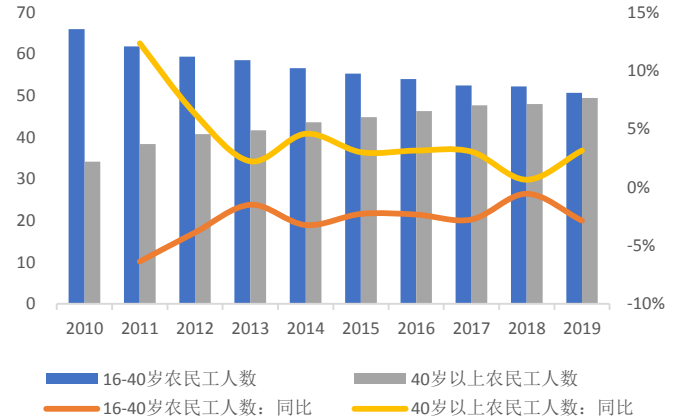
资料来源：wind、华创证券

图表 13 2010-2019 年农民工年龄结构



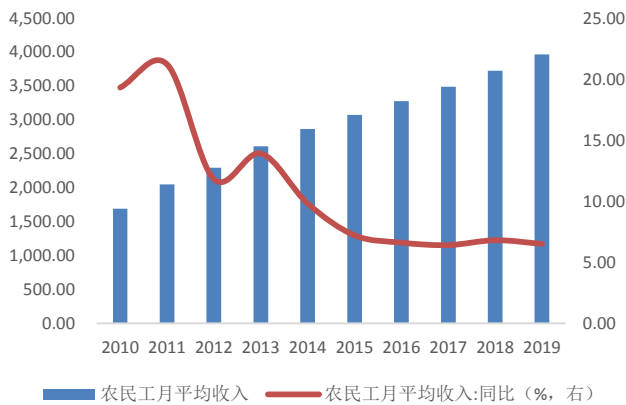
资料来源: wind、华创证券

图表 14 2010-2019 年 40 岁以下农民工逐年减少



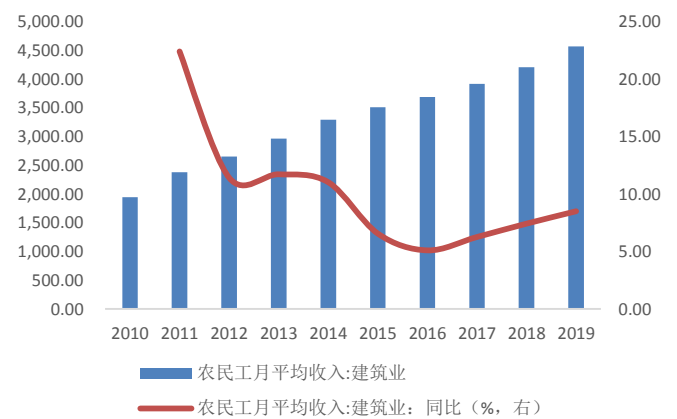
资料来源: wind、华创证券

图表 15 2010-2019 年农民工收入及其增速



资料来源: wind、华创证券

图表 16 2010-2019 年建筑业农民工及其增速

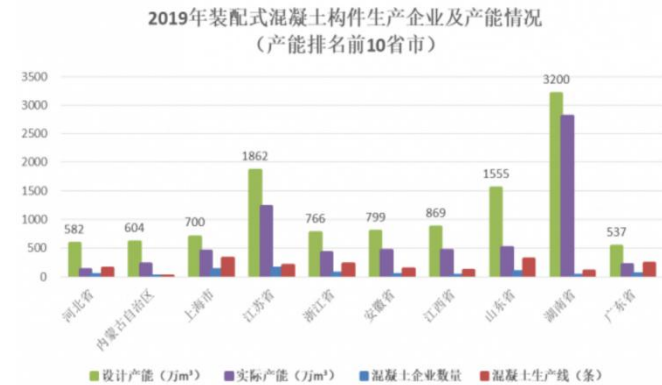


资料来源: wind、华创证券

3、产业配套逐步完善, 推动成本进一步下降

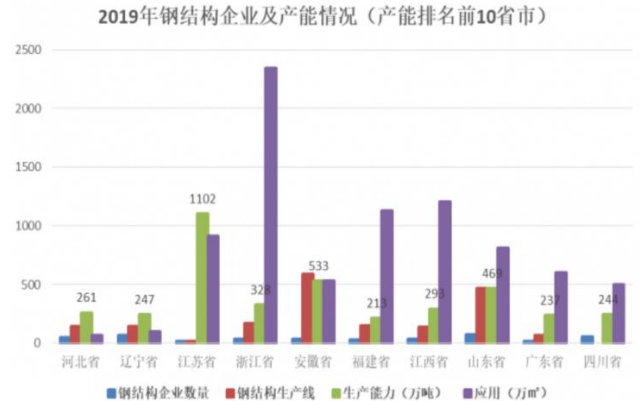
在政策驱动和市场引领下, 装配式建筑的设计、生产、施工、装修等相关产业能力快速提升, 同时还带动了构件运输、装配安装、构配件生产等新型专业化公司发展。2019 年我国拥有预制混凝土构配件生产线 2483 条, 设计产能 1.62 亿 m³; 2019 年新增混凝土预制厂近 200 个, 产能 3 万方以上的已超 1000 家; 钢结构构件生产线 2548 条, 设计产能 5423 万吨, 全国钢结构企业约 2500 家。从区域上看, PC 构件产线主要集中在湖南、山东和华东地区, PS 产线主要集中在华东、山东、华南, 2019 年住建部又批复了浙江、山东、四川、湖南、江西、河南、青海 7 个省开展钢结构住宅试点, 我们认为随着装配式产业配套齐全, 未来建造成本有望进一步下降。

图表 17 2019 年装配式混凝土构件生产企业及产能



资料来源: 住建部、华创证券

图表 18 2019 年钢结构企业及产能情况



资料来源: 住建部、华创证券

(三) PC: 装配式大时代中的主流模式

1、装配式行业未来五年的复合增速或将达 20%

根据国务院办公厅于 2016 年发布的《关于大力发展装配式建筑的指导意见》以及住建部发布的《“十三五”装配式建筑行动方案》，预计 2020 年全国装配式渗透率将达 15%，2025 年达 30%。我们假设 2020 年至 2025 年新开工建筑面积年增速为 5%，装配式渗透率每年提升 3 个百分点，预计到 2025 年全国装配式建筑面积将达到 20.71 亿平方米，复合增速超 20%，按每平方米 2300 元的报价估算，市场规模近 5 万亿。

图表 19 装配式建筑行业空间测算

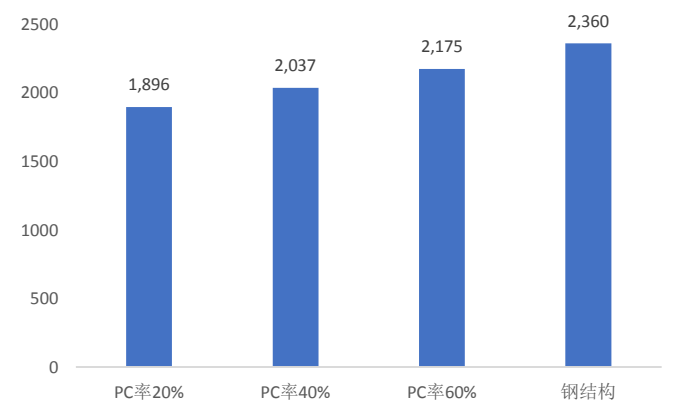
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 新开工建筑面积 (亿平方米) | 51.51 | 54.08 | 56.79 | 59.63 | 62.61 | 65.74 | 69.03 |
| 同比增速 | | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% |
| 装配式渗透率 | 13% | 15% | 18% | 21% | 24% | 27% | 30% |
| 装配式建筑面积 (亿平方米) | 6.90 | 8.11 | 10.22 | 12.52 | 15.03 | 17.75 | 20.71 |
| 同比增速 | | 17.54% | 26.00% | 22.50% | 20.00% | 18.13% | 16.67% |
| 平米报价 (元/平方米) | 2300 | 2300 | 2300 | 2300 | 2300 | 2300 | 2300 |
| 装配式建筑市场规模 (亿元) | 15875 | 18659 | 23510 | 28800 | 34560 | 40824 | 47629 |

资料来源: 住建部、wind、华创证券测算

2、综合产品与成本因素，料 PC 结构的发展将领先行业

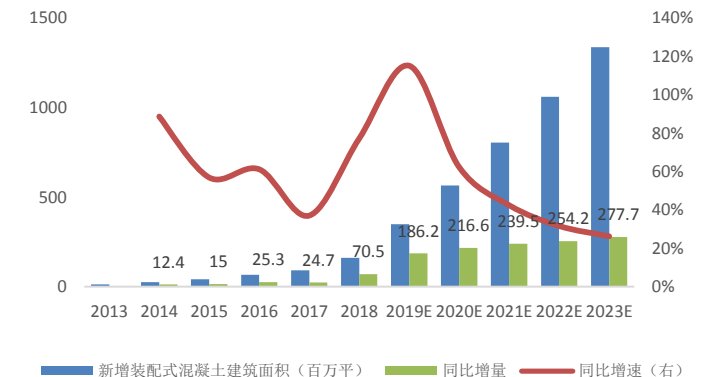
从产品角度来说，PC 装配式由钢筋混凝土制作而成，与传统建筑的差别主要仅在于建造方式不同，在装配式推广的初期，尤其是住宅领域，相对钢结构更易被大众接受；从成本角度来说，PC 装配式的建安成本明显低于钢结构，根据住建部，PC 率为 20%、40%、60% 的装配式高层住宅，其单平建安成本各为 1896 元、2037 元、2175 元，而钢结构住宅的建安成本约 2360 元。综上，我们认为 PC 装配式的发展或将领先行业，未来渗透率有望持续提升。根据弗若斯特沙利文预测，2023 年混凝土装配式占新增装配式建筑面积的比例将升至 75%，PC 装配式建筑面积的 3 年内的年均增量将在 2 亿平以上。

图表 20 不同类别装配式高层住宅的建安成本对比 (单位: 元/平)



资料来源: 住建部, 华创证券

图表 21 装配式混凝土建筑面积预测 (预测面积包括相关建筑的非装配式部分)



资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 22 三种装配式建筑的优劣势及主要应用领域对比

| | 装配式混凝土建筑 | 装配式钢结构建筑 | 装配式木结构建筑 |
|----|---|--|--|
| 优势 | <ul style="list-style-type: none"> 建造和維護成本低 居民對住宅建築接受度高, 適用範圍廣 耐火性高 | <ul style="list-style-type: none"> 抗震性高 構件重量輕且體積小 便於運輸 | <ul style="list-style-type: none"> 構件重量輕 |
| 劣势 | <ul style="list-style-type: none"> 構件重量重且體積大 對倉儲及運輸的要求高 | <ul style="list-style-type: none"> 耐火性能低 | <ul style="list-style-type: none"> 構件穩定性低 耐火性能低 |
| 應用 | <ul style="list-style-type: none"> 對跨度要求較低的低、多、高層住宅建築 典型建築類型: 低、多、高層住宅建築、辦公、學校及醫院大樓 | <ul style="list-style-type: none"> 較大跨度或高層、超高層建築 典型建築類型: 大跨度廠房、體育館、超高層辦公大樓 | <ul style="list-style-type: none"> 典型建築類型: 獨戶住宅、仿古建築等特殊建築類型 |

资料来源: 招股说明书, 华创证券

三、PC 盈利能力迈入上升拐点, 规模优势有望持续释放

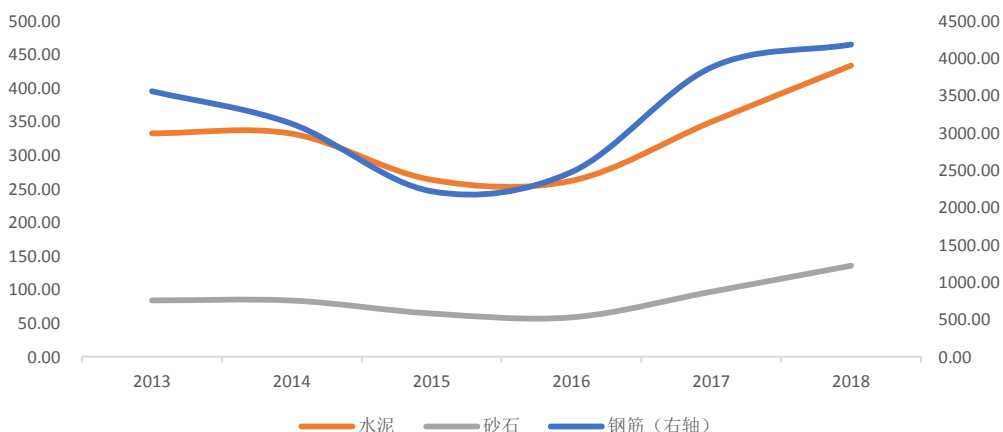
装配式行业放量, 公司单方盈利迎明显拐点, 四大优势或将助力规模优势持续释放。2016 年至今, 公司 PC 构件的单方毛利率呈“U”型走势, 2016-2018 年主要是受原材料价格上涨影响, 单方成本持续高增, 2019 年起, 原材料价格持稳, 加之行业迎来放量期, 公司产能利用率大幅提升, 单方毛利率升至 30.81%, 产销比连续两年超 100%。我们认为公司 PC 构件的盈利情况刚刚迈入上升拐点, 料未来将持续向上:

- 1) 公司全资工厂主要位于湖南、天津、广州及长三角地区, 均为全国装配式行业的重点推进地区或积极推进地区, 随着行业进入放量期, 公司产能利用率有望继续提升;
- 2) 2018-2019 年公司推出了基于 BIM 平台的正向设计软件 PC Maker I 以及智能制造管理系统 PC-CPS, 通过数字化管理实现降本增效, 人均产效远超同业;
- 3) 聚焦技术创新, 公司已拥有 8 代装配式建筑产品体系, 且每年持续投入数千万进行研发, 旗下多家附属公司被评为国家高新技术企业, 享受税收优惠政策;
- 4) 联营工厂模式打造全国网络, 截止 2019 年年末, 公司在全国范围内已签约 86 家联营工厂, 单个联营工厂的投资额约 2100 万~4200 万, 轻资产模式助力公司快速扩张, 扩大品牌影响力。

图表 23 2016-2019 年公司 PC 构件的产销情况及单方盈利测算（全资工厂部分）

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 年均产能（百万立方） | 1.22 | 1.55 | 1.67 | 1.67 |
| 产量（百万立方） | 0.31 | 0.43 | 0.29 | 0.77 |
| 销量（百万立方） | 0.19 | 0.38 | 0.29 | 0.82 |
| 产销比 | 60.94% | 88.57% | 101.38% | 105.84% |
| 生产线平均使用率 | 25.80% | 27.60% | 17.40% | 45.80% |
| 单方价格（元/立方，按销量） | 2304.48 | 2351.54 | 2904.76 | 2826.99 |
| 单方成本（元/立方，按产量） | 840.01 | 1417.72 | 2242.76 | 1955.97 |
| 单方毛利（元/立方） | 1464.48 | 933.83 | 662.00 | 871.02 |
| 单方毛利率 | 63.55% | 39.71% | 22.79% | 30.81% |

资料来源：招股说明书、公司年报、华创证券测算

图表 24 2013-2018 年 PC 构件主要原材料平均价格（元/吨）


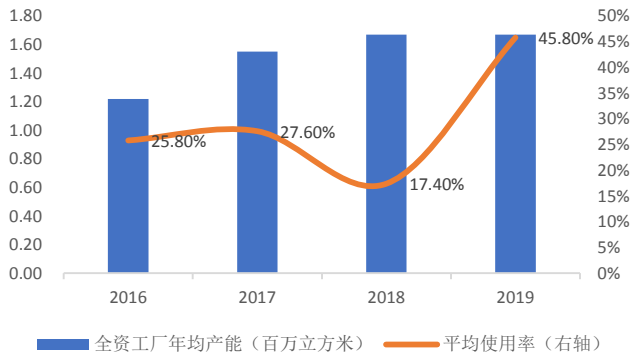
资料来源：招股说明书、华创证券

（一）全资工厂布局重点区域，产能利用率有望提升

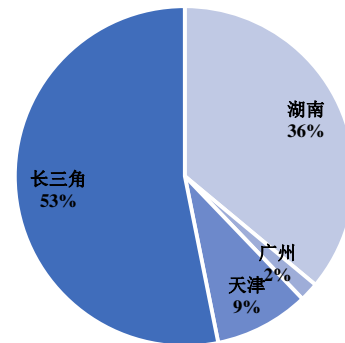
截止 2019 年年末，公司共拥有 15 家全资工厂，71.5 条构件生产线，合计产能约 214.5 万方。从区域上来看，公司 53% 的全资产能位于长三角，36% 位于湖南，另外还有 9%、1.8% 分别位于天津和珠三角¹。以上地区中，除安徽、珠三角外，其他均目标 2020 年实现装配式建筑占新建建筑面积 30% 的目标，领先全国目标 5 年的时间。

受业务转型影响，公司近年来产能利用率存在一定波动，未来料仍有提升空间。2016-2017 年，公司产能利用率缓慢提升，2018 年下降至 17%，我们认为可能系联营工厂快速扩张，致 PC 生产设备制造业务占比较高，2019 年又跃升至 45.8%。尽管纵向可比数据较少，但横向对比可以看到，公司旗下 15 家全资工厂的产能利用率从 5%~55% 不等，随着各地政策推进，整体仍有提升空间。

¹ 区域占比根据招股书中截止 2019 年 4 月 30 日的产能数据计算

图表 9 2016-2019 年公司全资工厂年均产能及产能利用率


资料来源: 招股说明书、华创证券

图表 10 公司全资工厂产能的区域分布(截止 2019 年 4 月 30 日)


资料来源: 招股说明书、华创证券

图表 25 公司 15 家全资工厂产能情况及产能利用率

| | 投运年份 | 产能 (万方) | 2016 | 2017 | 2018 | 截至 2019 年 4 月 30 日 |
|------------|-------------|---------|--------|--------|--------|--------------------|
| 湖南宁乡工厂 | 2010 年 10 月 | 6.00 | 49.50% | 21.40% | 1.60% | — |
| 湖南湘潭工厂 | 2011 年 7 月 | 9.00 | 30.70% | 19.80% | 14.60% | 15.4% |
| 湖南长沙麓谷一期工厂 | 2012 年 4 月 | 12.00 | 33.80% | 29.80% | 6.20% | 15.30% |
| 湖南岳阳工厂 | 2012 年 6 月 | 9.00 | 12.90% | 12.50% | 15.30% | 24.60% |
| 江苏溧阳工厂 | 2012 年 6 月 | 9.00 | 0.40% | 28.10% | 25.10% | 23.40% |
| 安徽合肥工厂 | 2013 年 2 月 | 18.00 | 29.50% | 18.50% | 19.10% | 23.00% |
| 天津工厂 | 2014 年 5 月 | 15.00 | 22.30% | 42.30% | 15.20% | 56.60% |
| 湖南郴州工厂 | 2014 年 6 月 | 9.00 | 23.00% | 35.40% | 4.50% | 2.50% |
| 浙江杭州工厂 | 2015 年 2 月 | 30.00 | 23.00% | 33.90% | 22.60% | 29.30% |
| 湖南长沙麓谷二期工厂 | 2015 年 6 月 | 15.00 | 33.80% | 29.80% | 6.20% | 15.30% |
| 广东广州工厂 | 2015 年 10 月 | 3.00 | 10.70% | 16.40% | 22.60% | 0.40% |
| 安徽阜阳工厂 | 2016 年 12 月 | 12.00 | 19.40% | 34.40% | 15.10% | 6.00% |
| 上海工厂 | 2017 年 4 月 | 10.50 | 25.70% | 29.10% | 31.20% | 52.50% |
| 安徽六安工厂 | 2017 年 7 月 | 9.00 | | 12.00% | 36.50% | 42.40% |
| 合计 | | 166.50 | | | | |

资料来源: 招股说明书、华创证券 (注: 产能为截止 2019 年 4 月 30 日的产能)

图表 26 公司全资工厂及联营工厂分布情况



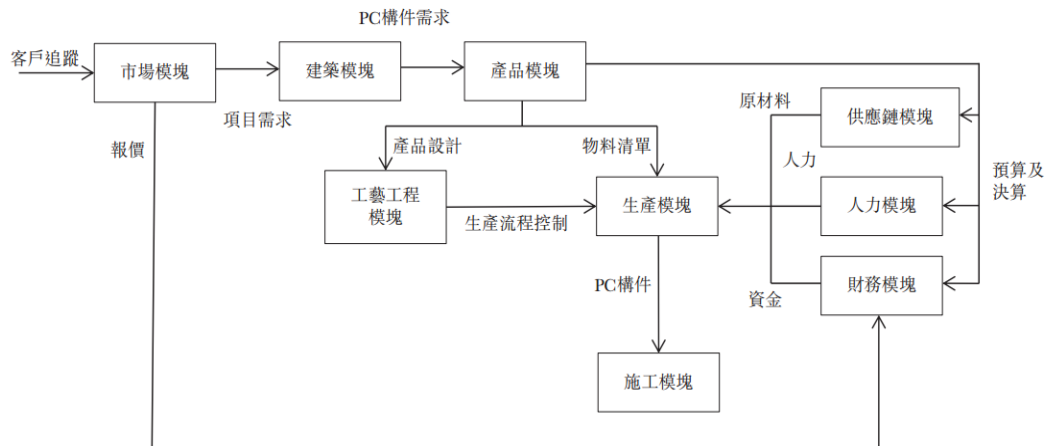
资料来源：公司官网、华创证券

(二) 数字化管理打通项目全周期，人效领先行业

工业化建造方式极大地降低了对人工的依赖，显著提高产品生产的标准化程度。公司拥有独特的智能制造管理系统 PC-CPS，该系统由市场模块、建筑模块、产品模块、工艺工程模块、生产模块、供应链模块、人力模块、财务模块、施工模块等九部分构成，覆盖了 PC 业务的全流程。通过 PC-CPS 系统，公司实现了设计、制造、运输和施工等多环节的优化，提高生产效率、降低损耗。根据招股书，借助 PC-CPS 系统，公司产品不良率下降至 0.1% 以内，远低于同业 5% 的水平；PC 构件的人均产效达 2m³/天，大幅超过同业 0.5-0.6 m³/天的水平；PC 构件的毛利在 2016 年至 2019 年期间平均达到 30%，超过同期同业 5%-15% 的平均水平。

2019 年 PC 构件的单方成本全面下降。公司 PC 构件的生产成本主要由直接材料、直接薪酬、制造费用三部分构成，2018 年占比各为 59.6%、14.3%、26.1%。由于 2019 年无成本结构数据，我们假设三大成本各占 60%、14.5%、25.5%，测算发现，2019 年公司单方成本首次下降，其中材料成本、人工成本、制造成本同比各降 137 元、37 元、87 元，降幅各为 14%、13%、17%，管理优势带来的降本增效已逐步体现。

图表 27 公司 PC-CPS 系统概览



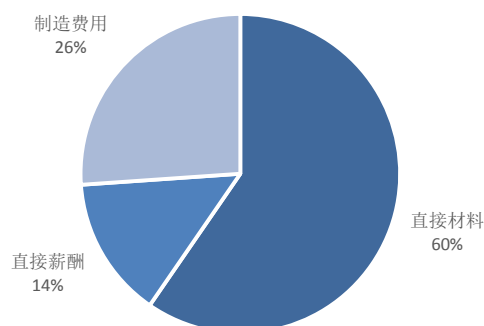
资料来源：招股说明书、华创证券

图表 28 PC-CPS 智能制造管理系统的优势

| | 优势 |
|--------|--------------|
| 设计成本 | 降低超过 80% |
| 产品开发周期 | 缩短 2 周时间 |
| 设计精度 | 提高至 99%以上 |
| 设计效能 | 提高 9 倍以上 |
| 人工干预 | 减少超过 90% |
| 生产效率 | 提高 100%-300% |
| 物流成本 | 降低 20%-30% |
| 存货周转率 | 提高 100%-200% |

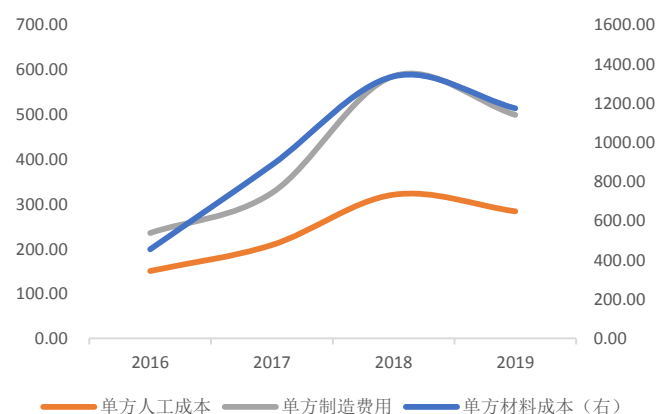
资料来源：招股说明书、华创证券

图表 9 公司 2018 年 PC 构件成本结构拆分



资料来源：招股说明书、华创证券

图表 10 公司 2016-2019 年 PC 构件单方成本拆分²



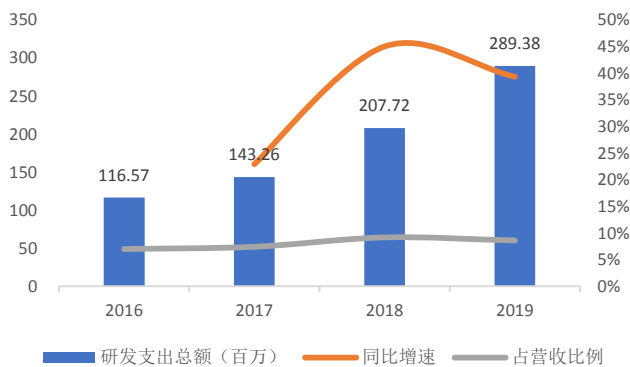
资料来源：招股说明书、华创证券

² 2019 年缺少成本结构比例数据，参考历史数据，此处按材料、薪酬、制造费用各占 60%、14.5%、25.5%估算

(三) 高额研发投入积蓄长久成长动力

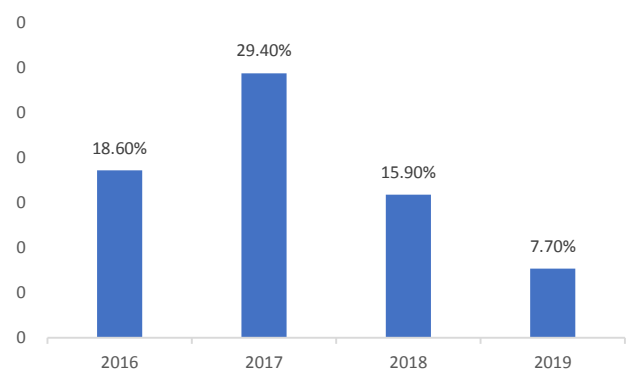
公司深耕装配式建筑领域 20 余年, 拥有 8 代产品技术体系, 1000 多次项目实践经验, 截止 2019 年 4 月 30 日, 已参与制定三项国家标准、一项行业标准以及 27 项省级标准, 持续的研发投入是公司技术不断迭代的重要保障。2017-2019 年, 公司研发总额各为 1.43 亿元、2.08 亿元、2.89 亿元, 占营收比例约 8% 左右。与此同时, 公司旗下多家附属公司被认定为高新技术企业, 享受税收优惠政策, 2019 年公司实际所得税率降至 7.7%, 较 2018 年下降 8.2 个百分点, 创造了约 6000 万的利润空间, 技术导向的发展理念为公司成长提供了持久动力。

图表 29 2016-2019 年公司研发支出总额



资料来源: 招股说明书、公司年报、华创证券

图表 30 2016-2019 年公司实际所得税率



资料来源: 招股说明书、公司年报、华创证券

图表 31 公司六大重点实验室



资料来源: 公司官网、华创证券

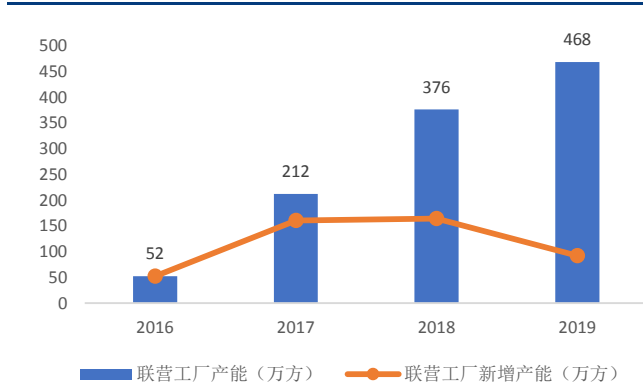
(四) 轻资产模式扩张, 联营工厂扩大品牌影响力

1、产能: 2017 年起快速扩张, 产能远超全资工厂

公司联营工厂产能超 460 万方, 近半位于华东地区。PC 构件的运输半径一般为 150 公里, 为减轻资金压力, 公司 2015 年后主要采取在全国范围内设立联营工厂的方式进行扩张, 2017-2019 三年年均新增产能约 139 万立方, PC 工厂网络已初现雏形, 品牌影响力不断扩大。分区域来看, 公司近半联营工厂产能集中在华东地区, 且主要分布在浙

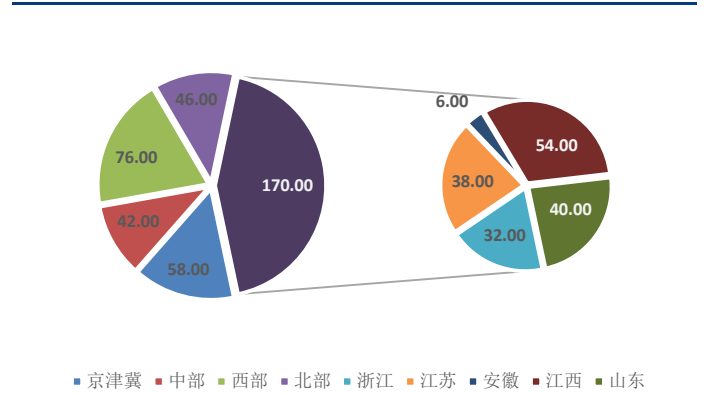
江、江苏、江西、山东四省。截止 2019 年末，公司已累计签约 86 家联合工厂，其中已出资的 63 间，具备生产能力的 57 间，实现盈利的 20 间，盈利工厂数量同比大增 12 间。截止 2019 年年末，公司已签约的 86 家联合工厂合计产能达 468 万 m³，是全资工厂 (214.5 万 m³) 的 2.18 倍。

图表 32 2016-2019 年公司联营工厂产能情况



资料来源：招股说明书、公司年报、华创证券

图表 33 公司联营工厂的区域分布情况 (截止 20190430)



资料来源：招股说明书、华创证券

图表 34 公司 2018-2019 年联营工厂基本情况统计

| | 2018 | 2019 | 同比变动 |
|--------|------|------|------|
| 累计签约 | 81 | 86 | 5 |
| 已出资 | 59 | 63 | 4 |
| 具备生产能力 | 45 | 57 | 12 |
| 已实现盈利 | 8 | 20 | 12 |

资料来源：公司年报、华创证券

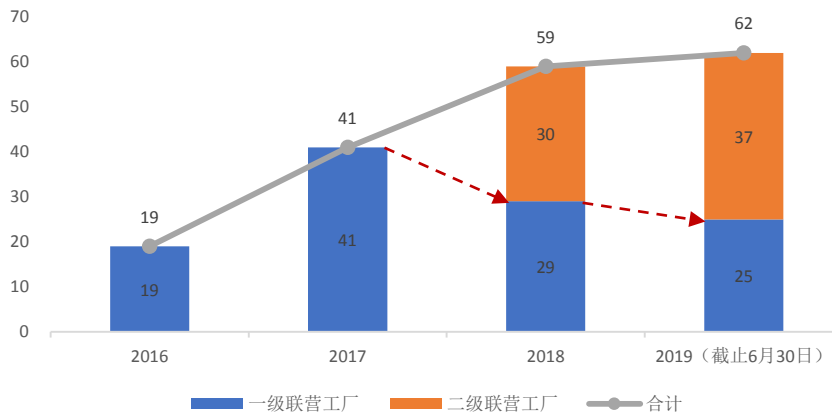
2、管理：依据区域景气度进行分级管理

联营工厂实行分级管理模式，二级工厂为主要方向。公司通常持有联合工厂 35% 股权，对其管理并无控制权，单个联营工厂的投资额通常为 2100 万~4200 万。为保证产品质量和品牌机制，公司可能会采取鼓励联合工厂使用 PC-CPS 系统、提供标准生产线、提供技术培训等措施。2017 年底，公司开始调整联合工厂管理模式，制定“分级管理策略”，根据工厂所在区域的经济实力及行业景气度将旗下的联合工厂划分为“一级联营工厂”和“二级联营工厂”，对于前者，公司一般会委任 1-2 名董事参与经营决策，并在报表中将其记作联营公司，而对于后者，公司并不直接参与经营，在报表中会以“按公允价值计入损益的金融资产”计入。根据招股说明书，二级管理模式将是公司未来推广的主要模式，2017-2019 年（截止 6 月底），公司一级联营工厂数量各为 41 间、29 间、25 间，呈逐年减少趋势。

图表 35 一、二级联营工厂的分级标准、管理方式及会计处理差异

| | 分级标准 | 是否参与经营决策 | 会计处理方法 | 发展方向 |
|--------|---|----------------|----------------|---------------------------|
| 一级联营工厂 | ①位于 GDP 在 5000 亿~10000 亿的邻近城市或地区； ②联合工厂伙伴期望公司参与决策 ③位于潜力较大的区域的联合工厂 | 是，一般委任 1~2 名董事 | 记作联营公司 | 若情况允许，更多一级联合工厂可能分类为二级联合工厂 |
| 二级联营工厂 | ①位于 GDP 在 5000 亿以下的城市或地区 ②公司已有全资 PC 工厂或其他联合工厂 ③位于建筑活跃度不及预期的城市或地区 | 否 | 按公允价值计入损益的金融资产 | 进一步推进二级管理模式 |

资料来源：招股说明书、华创证券

图表 36 公司 2016-2019 年已注资的一/二级联营工厂数量 (间)


资料来源：招股说明书、华创证券

3、盈利及会计处理：一级工厂持续减亏，二级工厂计入非经常损益

2017 年以前，公司联营工厂盈利情况均依据持股比例计入“分占联营公司利润减去亏损”一项，2016-2017 年，各亏损 0.17 亿元、0.70 亿元。2018 年起，公司调整联营工厂业绩的计入方式，一级联营工厂仍按照原来的计入方式，属于经常性项目，二级联营工厂计入“按公允价值计入损益的金融资产”，其在利润表中主要体现为“失去于联营公司重大影响力有关的收益”及“按公允价值计入损益的金融资产公允价值变动”两项，均属于非经常项目损益。2019 年公司 63 家已注资的联营工厂中，已有 47 家按二级联营工厂计入报表，剩余 16 家按一级联营工厂计入，另外，已签约的工厂还有 23 家未注资，我们认为短期内二级联营工厂仍将以非经常项目损益中的“失去于联营公司重大影响力有关的收益”、“按公允价值计入损益的金融资产公允价值变动”的形式对归母净利润产生影响，但由于以及一级工厂仅剩 16 家，非经常损益的影响料将逐渐减弱。

图表 37 2016-2019 年公司部分联营公司的盈利情况

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------------|-------|--------|--------|--------|
| 分占联营公司利润减去亏损 (亿元) | -0.17 | -0.70 | -0.98 | -0.35 |
| 计入该项的联合工厂数量 (估计值) | 19 | 41 | 29 | 16 |
| 平均每间工厂亏损金额 (万元/间) | 89.47 | 170.73 | 337.93 | 218.75 |

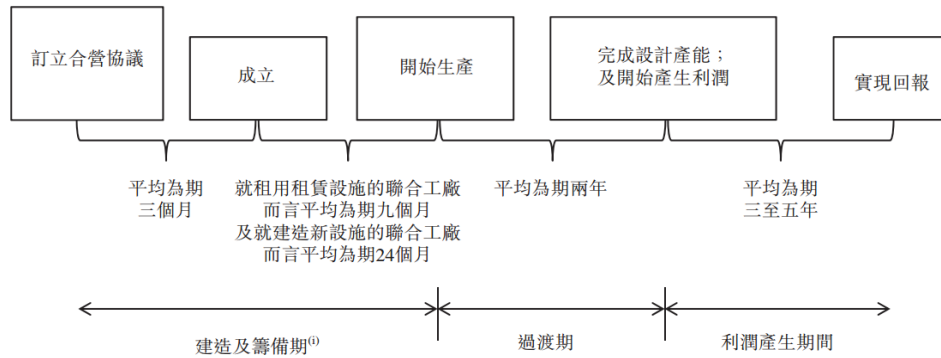
资料来源：招股说明书、华创证券

图表 38 公司 2017-2019 非经常项目损益 (单位：亿元)

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------------|------|------|------|
| 非经常项目损益 | 0.67 | 4.14 | 3.31 |
| 出售附属公司所得收益 | 0.14 | 1.08 | |
| 失去于联营公司重大影响力有关的收益 | | 2.61 | 2.48 |
| 出售联营公司部分股权所得收益 | | | 0.08 |
| 出售联营公司所得收益 | | 0.12 | 0.02 |
| 按公允价值计入损益的金融资产公允价值变动 | | | 0.13 |
| 政府补助 | 0.56 | 0.34 | 0.68 |

资料来源：招股说明书、公司公告、wind、华创证券

图表 39 一间联合工厂不同发展阶段时间线



附註：

(i) 建造及籌備期通常包括用於(a)收購土地；(b)建造或租賃生產設施；(c)安裝及調試PC生產設備；及(d)招聘及培訓合適勞力的時間。

资料来源：招股说明书、华创证券

四、依托远大美宅开拓 C 端市场，土地改革深化，乡村住宅迎新机遇

2019 年公司主动由 TO B 向 TO B+C 拓展，并成立远大模块集成科技公司，主要面向农村住宅市场。2020 年初，公司将业务分为 B2B 和 B2C 两大事业群，其中 B2B 是指由装配式事业部负责的 PC 构件和 PC 生产设备制造业务，B2C 是指由模块集成科技事业部负责的 B-House 业务，新产品 B-BOX 业务也即将推出。

农村住宅建设市场规模达万亿，土地改革助力 C 端业务增长。根据公司年报，我国乡村及城市周边自建房面积已超 13 亿平，预计每年新增的乡村住房将超 220 万栋。我们按每栋居住面积 200 平米，每平新建成本 2000 元计算，则仅新建农村住房的市场规模就将超 8800 亿，加上旧房改造，乡村建筑市场空间广阔。2019 年 2 月，住建部发布《关于开展农村住房建设试点工作的通知》，文件指出，将“通过农村住房建设试点工作，提升农房建设设计和服务管理水平，建设一批功能现代、风貌乡土、成本经济、结构安全、绿色环保的宜居型示范农房”，之后又陆续出台了“允许集体经营性建设用地入市”、“用地审批权下放”等土地改革相关政策，公司 C 端业务有望迎来重大发展机遇。

图表 40 2019 年至今部分农村土地改革相关政策

| 时间 | 部门 | 文件 | 内容 |
|------------|---------|---------------------------|--|
| 2019 年 2 月 | 住建部 | 《关于开展农村住房建设试点工作的通知》 | 到 2020 年，各省（区、市）试点县（市、区、旗）建成一批可复制可推广的示范农房，农房设计服务、工匠培训管理等农房建设管理体系初步建立，形成可复制可推广的农房建设和建设管理经验。条件较好的省（区、市）争取在 2019 年底前建成一批示范农房。 |
| 2019 年 8 月 | 全国人大常委会 | 《土地管理法》修正案 | 允许集体经营性建设用地入市 |
| 2020 年 3 月 | 国务院 | 《关于授权和委托用地审批权的决定》 | 将国务院可以授权的永久基本农田以外的农用地转为建设用地审批事项授权各省、自治区、直辖市人民政府批准；试点将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批事项委托部分省、自治区、直辖市人民政府批准 |
| 2020 年 3 月 | 国务院 | 《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》 | 深化农村宅基地制度改革试点，深入推进建设用地整理，完善城乡建设用地增减挂钩政策，为乡村振兴和城乡融合发展提供土地要素保障。 |

资料来源：中国政府网、住建部、全国人大常委会、华创证券

远大美宅是公司 2015 年推出的高端住宅产品，其京东旗舰店的两款产品均为 5 室 4 厅 3 卫户型，居住面积各为 238

平米、325 平米，精装交付的起售价分别为 85 万、119 万。公司新产品 B-BOX 主打极简风格，一至三房的户型对土地的要求大大降低，施工也更加简便。公司 B-House 业务采取定金交付模式，10000 元定金包括运输场地勘察、宅基地现场测绘等服务，全包精装的交付时间只需要 60 天，C 端业务的拓展不仅有助于提高公司的产能释放，也有望改善现金流及周转情况。

图表 41 远大美宅系列产品展示



资料来源：远大美宅官网、华创证券

图表 42 远大美宅建房流程



资料来源：远大美宅京东旗舰店、华创证券

图表 43 “像造汽车一样造房子”



资料来源：远大美宅京东旗舰店、华创证券

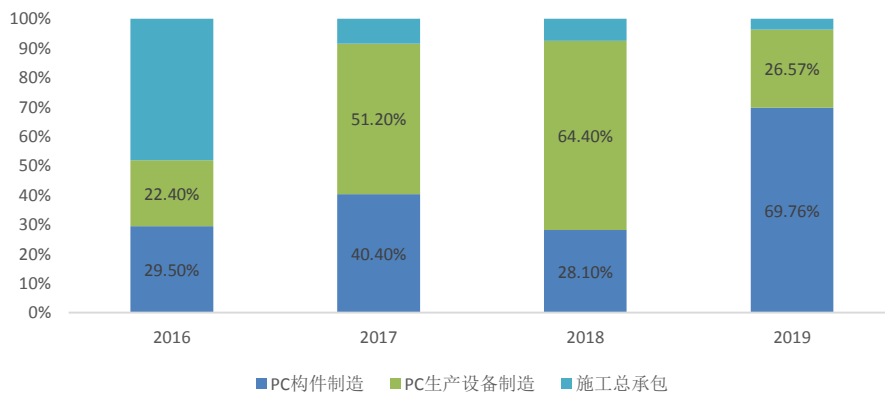
五、财务分析

1、PC 制造毛利占比跃升至 70%，带动整体盈利改善

主业毛利提升，费率仍有下降空间。1) 2019 年公司确定主业，PC 构件的毛利占比由 2018 年的 28% 增至 70%，毛利率大幅提升 11 个百分点至 34.6%，带动整体毛利水平改善，PC 生产设备制造下降至 34%，毛利占比由 64% 降至 27%；2) 期间费率连续两年下降，其中 2018 年主要系销售费率下降，2019 年主要系坏账准备减少致管理费率降低，

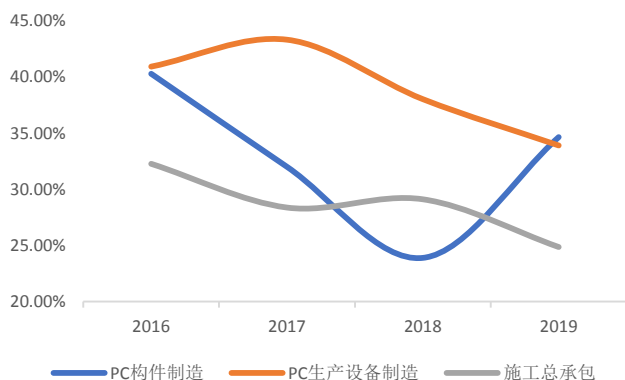
但整体期间费率仍在 16% 以上, 预计随着规模效应逐渐显现, 费率仍有下降空间; 3) 扣非后盈利依然显著改善, 公司 2019 年扣非净利率约 10.26%, 扣非后 ROE 为 9.82%, 均为 2015 年以来的最高水平。

图表 44 公司 2016-2019 年毛利结构



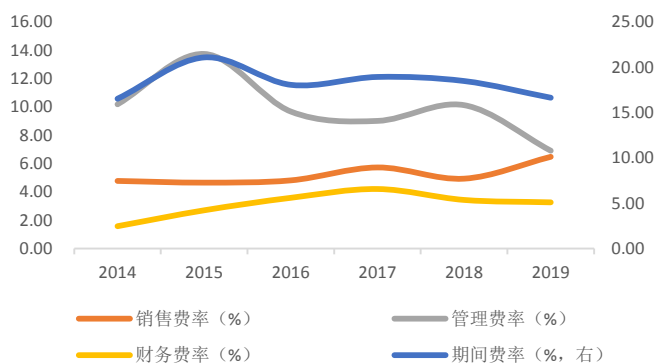
资料来源: 招股说明书、公司年报、华创证券

图表 45 公司分项业务毛利率



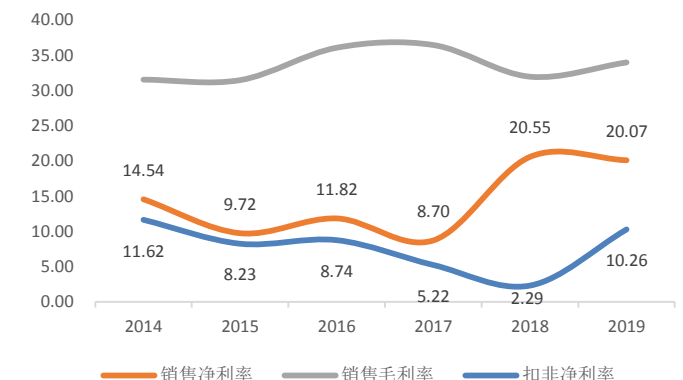
资料来源: wind、华创证券

图表 47 公司 2014-2019 年期间费率



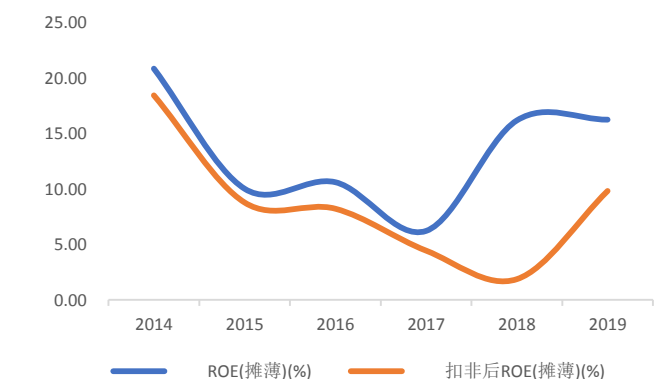
资料来源: wind、华创证券

图表 46 公司 2013-2019 年毛利率、净利率及扣非净利率



资料来源: wind、华创证券

图表 48 公司 2014-2019 年 ROE 及扣非后 ROE

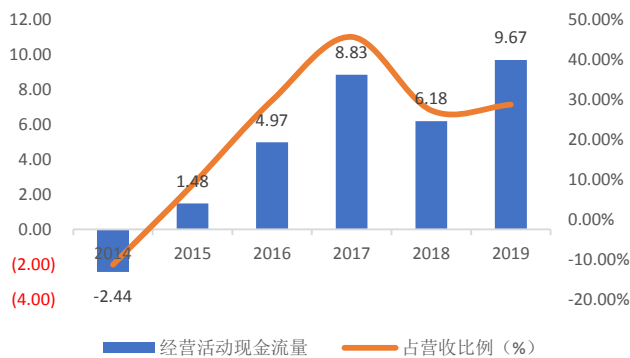


资料来源: wind、华创证券

2、现金流及营运指标全面好转

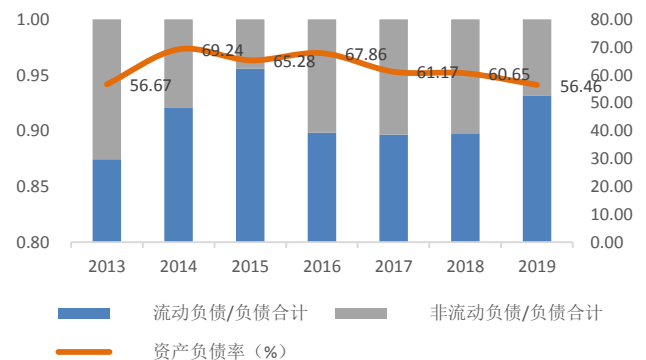
2015年后,公司施工业务占比逐渐降低,由此带来了现金流和营运指标的全面好转,尽管2017-2018年有过主业较为模糊的时期,部分指标存在波动,但趋势上看仍是向好的。公司2019年经营性现金流净额为9.67亿,绝对量为历史最高水平,占营收比例为28%。资产负债率降至56.46%,且负债结构以流动负债为主。周转方面,应收账款周转率近几年持稳,约1.4次~1.7次,存货周转率快速提升,主要系PC构件所采用的柔性流水生产线有效降低了库存,2019年存货周转率同比翻倍至6.94次。

图表 49 公司 2014-2019 年经营性现金流情况



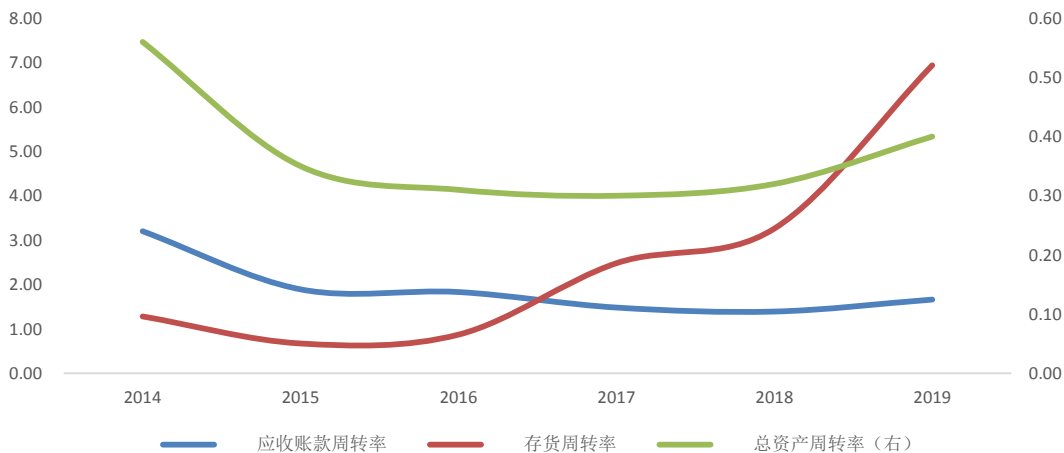
资料来源: wind、华创证券

图表 50 公司 2014-2019 年 ROE 及扣非后 ROE



资料来源: wind、华创证券

图表 51 公司 2014-2019 年周转情况



资料来源: 招股说明书、公司年报、华创证券

六、盈利预测和估值

我们预计2020-2022年公司PC业务收入复合增速将在30%左右,合计收入分别为40.56亿元、49.13亿元、60.87亿元,净利润各为6.92亿元、8.88亿元、11.46亿元,EPS各为1.42元、1.82元、2.35元,对应PE各为24.6x、19.2x、14.9x。顶层政策驱动装配式建筑高速增长,公司作为国内PC构件的龙头企业,管理能力与技术能力遥遥领先,给予2021年25x估值,目标价45.5元/股,目标市值222亿。

(一) PC 构件业务预测

我们预计 2020-2022 年公司 PC 构件生产业务收入各为 30 亿、39 亿、51 亿，毛利率各为 34.3%、35.3%、36.0%。

- **产能：**公司全资工厂 2019 年年均产能为 167 万方，计划 2020 年底完成七个区域生产中心的扩建，假设年均产能增加 30%，则 2020 产能为 217 万方，与 2019 年底的产能基本一致；另外，公司新增 14 个区域生产中心，假设 2021-2022 年每年新增 5 家生产中心，每家产能 10 万方，则新增产能 50 万方；
- **产销情况：**考虑到疫情后赶工加速以及行业需求快速增长，假设 2020H2 产能利用率 65%，则下半年产量约 71 万方，加上上半年的 33 万方，全年产量约 104 万方，平均产能利用率约 47.7%；行业景气度持续向上，C 端业务蓄势待发，料未来公司产能利用率将继续提升，假设 2021-2022 年各为 50%、55%，产销比为 100%；
- **单方价格与成本：**假设未来三年单方价格不变，为 2900 元/方，受益于产能利用率的提升，料单方制造将有所下降，假设 2020-2022 年各下降 50 元/方、30 元/方、20 元/方，单方毛利分别为 994 元/方、1024 元/方、1044 元/方。

(二) PC 生产设备制造业务预测

公司计划 2019-2024 年新增联合工厂 67 家，其中 2019 年已新增 4 家，预计 2020-2024 年年均新增 12~13 家收入，联合工厂仍保持高速扩张，故假设 2020-2022 年 PC 生产设备制造业务收入不变，仍为 9 亿元左右，毛利率取过去两年的平均值 36%，则该板块可贡献毛利 3.23 亿元。

(三) 施工总承包业务预测

预计公司该板块业务将逐渐减少，假设 2020-2022 年施工收入每年减少 8%，毛利率同样取过去两年的平均值 27%，则该板块未来三年收入各为 1.55 亿、1.43 亿、1.32 亿元，毛利各为 0.42 亿、0.39 亿、0.36 亿。

(四) 非经常项目预测

公司过去两年的非经常性项目损益主要受“政府补助”及“失去于联营公司重大影响力有关的收益”两项影响，我们假设政府补助的增长速度与产能扩张速度一致，“失去于联营公司重大影响力有关的收益”逐渐减少，假设 2020-2022 年各为 0.6 亿、0.3 亿、0.1 亿元，另外由于实现盈利的联营工厂数量增加，假设未来三年“按公允价值计入损益的金融资产公允价值变动”各为 0.2 亿、0.3 亿、0.4 亿元，则合计非经常性项目损益值分别为 1.69 亿、1.69 亿、1.80 亿。

图表 52 2018-2022 年公司分业务收入及毛利预测

| | | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| PC 构件制造业务 | | | | | | |
| PC 业务收入及毛利 | 收入 (亿元) | 8.54 | 23.04 | 30.03 | 38.73 | 50.58 |
| | yoy | -4.15% | 169.79% | 30.35% | 28.96% | 30.59% |
| | 毛利 | 2.04 | 7.98 | 10.29 | 13.68 | 18.21 |
| | 毛利率 | 23.8% | 34.6% | 34.3% | 35.3% | 36.0% |
| 产销情况 | 年均产能 (百万立方) | 1.67 | 1.67 | 2.17 | 2.67 | 3.17 |
| | 产量 (百万立方) | 0.29 | 0.77 | 1.04 | 1.34 | 1.74 |
| | 销量 (百万立方) | 0.29 | 0.82 | 1.04 | 1.34 | 1.74 |
| | 生产线平均使用率 | 17.40% | 45.80% | 47.70% | 50.00% | 55.00% |
| 单方盈利测算 | 单方价格 (元/立方, 按销量) | 2904.76 | 2826.99 | 2900 | 2900 | 2900 |
| | 单方成本 (元/立方, 按产量) | 2242.76 | 1955.97 | 1905.97 | 1875.97 | 1855.97 |
| | 单方毛利 (元/立方) | 662.00 | 871.02 | 994.03 | 1024.03 | 1044.03 |
| 单方成本拆分 | 单方材料成本 (元/立方) | 1336.68 | 1173.58 | 1173.58 | 1173.58 | 1173.58 |

| | | | | | | |
|--------------------|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | 单方人工成本 (元/立方) | 320.71 | 283.62 | 283.62 | 283.62 | 283.62 |
| | 单方制造费用 (元/立方) | 585.36 | 498.77 | 448.77 | 418.77 | 398.77 |
| PC 生产设备制造业务 | | | | | | |
| | 收入 (亿元) | 12.26 | 8.97 | 8.97 | 8.97 | 8.97 |
| | yoy | 46.65% | -26.84% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利 (亿元) | 4.66 | 3.04 | 3.23 | 3.23 | 3.23 |
| | 毛利率 | 38.01% | 33.89% | 36.00% | 36.00% | 36.00% |
| 施工总承包业务 | | | | | | |
| | 收入 (亿元) | 1.89 | 1.69 | 1.55 | 1.43 | 1.32 |
| | yoy | -9.13% | -10.58% | -8.00% | -8.00% | -8.00% |
| | 毛利 | 0.55 | 0.42 | 0.42 | 0.39 | 0.36 |
| | 毛利率 | 29.10% | 24.85% | 27.00% | 27.00% | 27.00% |
| 合计 | | | | | | |
| | 收入 | 22.69 | 33.73 | 40.56 | 49.13 | 60.86 |
| | yoy | 17.20% | 48.66% | 20.24% | 21.14% | 23.88% |
| | 毛利 | 7.25 | 11.44 | 13.94 | 17.29 | 21.79 |
| | 毛利率 | 31.93% | 33.91% | 34.38% | 35.20% | 35.81% |

资料来源: 招股说明书、公司年报、华创证券测算 (注: 2019 年成本拆分为测算值)

图表 53 非经常性项目预测

| 单位: 亿元 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 非经常项目损益-合计值 | 4.14 | 3.31 | 1.69 | 1.69 | 1.80 |
| 出售附属公司所得收益 | 1.08 | | | | |
| 失去于联营公司重大影响有关的收益 | 2.61 | 2.48 | 0.6 | 0.3 | 0.1 |
| 出售联营公司部分股权所得收益 | | 0.08 | | | |
| 出售联营公司所得收益 | 0.12 | 0.02 | | | |
| 按公允价值计入损益的金融资产公允价值变动 | | 0.13 | 0.2 | 0.3 | 0.4 |
| 政府补助 | 0.34 | 0.68 | 0.89 | 1.09 | 1.30 |

资料来源: wind、华创证券

七、风险提示

政策落地进度不及预期, 地产调控超预期收紧, 原材料价格剧烈波动。

附录：财务预测表

资产负债表

| 单位: 百万人民币 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物 | 1,085 | 2,087 | 1,794 | 3,028 |
| 应收款项合计 | 2,522 | 3,445 | 4,064 | 5,040 |
| 存货 | 266 | 734 | 677 | 792 |
| 其他流动资产 | 842 | 1,851 | 1,964 | 2,244 |
| 流动资产合计 | 4,714 | 8,117 | 8,499 | 11,104 |
| 固定资产净额 | 1,757 | 1,264 | 1,449 | 1,485 |
| 权益性投资 | 379 | 683 | 575 | 545 |
| 其他长期投资 | 2,051 | 1,161 | 1,456 | 1,556 |
| 商誉及无形资产 | 325 | 290 | 885 | 240 |
| 土地使用权 | 304 | 337 | 336 | 364 |
| 其他非流动资产 | 37 | 35 | 36 | 36 |
| 非流动资产合计 | 4,853 | 3,770 | 4,738 | 4,228 |
| 资产总计 | 9,567 | 11,887 | 13,237 | 15,332 |
| 应交税金 | 103 | 191 | 167 | 227 |
| 短期借贷及长期借贷当期到期部分 | 2,345 | 2,345 | 2,345 | 2,345 |
| 其他流动负债 | 367 | 1,018 | 957 | 1,104 |
| 流动负债合计 | 5,031 | 6,599 | 7,006 | 7,909 |
| 长期借贷 | 273 | 373 | 423 | 463 |
| 其他非流动负债 | 97 | 57 | 63 | 69 |
| 非流动负债合计 | 371 | 431 | 486 | 532 |
| 负债总计 | 5,401 | 7,029 | 7,492 | 8,441 |
| 归属母公司所有者权益 | 4,166 | 4,858 | 5,746 | 6,892 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益总计 | 4,166 | 4,858 | 5,746 | 6,892 |
| 负债及股东权益总计 | 9,567 | 11,887 | 13,238 | 15,333 |

现金流量表

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 967 | 3401 | 3283 | 4972 |
| 净利润 | 677 | 692 | 888 | 1146 |
| 折旧和摊销 | 3733 | 3547 | 2572 | 4313 |
| 营运资本变动 | -3560 | -922 | -244 | -526 |
| 其他非现金调整 | 117 | 83 | 67 | 40 |
| 投资活动现金流 | -1307 | -3037 | -4081 | -4270 |
| 资本支出 | -970 | -3626 | -3892 | -4200 |
| 长期投资减少 | -609 | 587 | -188 | -70 |
| 少数股东权益增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期资产的减少/(增加) | 272 | 2 | -1 | 0 |
| 融资活动现金流 | 1129 | 639 | 505 | 532 |
| 投资收益 | -35 | -15 | 15 | 45 |
| 股利分配 | -244 | -244 | -208 | -266 |
| 普通股增加 | 183 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资活动产生的现金流量净额 | 1226 | 898 | 697 | 753 |

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

| 单位: 百万人民币 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 3,373 | 4,056 | 4,913 | 6,087 |
| 主营业务收入 | 3,369 | 4,056 | 4,913 | 6,087 |
| 其他营业收入 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 营业总支出 | 2,853 | 3,392 | 4,054 | 4,985 |
| 营业成本 | 2,225 | 2,662 | 3,184 | 3,907 |
| 营业开支 | 450 | 730 | 870 | 1,077 |
| 营业利润 | 520 | 664 | 860 | 1,102 |
| 净利息支出 | 105 | 98 | 112 | 115 |
| 权益性投资损益 | -35 | -15 | 15 | 45 |
| 其他非经营性损益 | 22 | 30 | 30 | 30 |
| 非经常项目前利润 | 403 | 581 | 793 | 1,062 |
| 非经常项目损益 | 331 | 169 | 169 | 180 |
| 除税前利润 | 734 | 750 | 963 | 1,242 |
| 所得税 | 57 | 58 | 74 | 96 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 持续经营净利润 | 677 | 692 | 888 | 1,146 |
| 非持续经营净利润 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 677 | 692 | 888 | 1,146 |
| 优先股利及其他调整项 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属普通股股东净利润 | 677 | 692 | 888 | 1,146 |
| EPS (摊薄) | 1.39 | 1.42 | 1.82 | 2.35 |

主要财务比率

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 48.5% | 20.2% | 21.1% | 23.9% |
| 归属普通股股东净利润增长率 | 45.2% | 2.2% | 28.4% | 29.0% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 34.0% | 34.4% | 35.2% | 35.8% |
| 净利率 | 20.1% | 17.1% | 18.1% | 18.8% |
| ROE | 19.2% | 15.3% | 16.7% | 18.1% |
| ROA | 8.0% | 6.4% | 7.1% | 8.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 56.5% | 59.1% | 56.6% | 55.1% |
| 流动比率 | 93.7% | 123.0% | 121.3% | 140.4% |
| 速动比率 | 88.4% | 111.9% | 111.6% | 130.4% |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 1.39 | 1.42 | 1.82 | 2.35 |
| 每股经营现金流 | 1.98 | 6.97 | 6.73 | 10.20 |
| 每股净资产 | 8.54 | 9.96 | 11.78 | 14.13 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 25.2 | 24.6 | 19.2 | 14.9 |
| P/B | 4.1 | 3.5 | 3.0 | 2.5 |

建筑建材组团队介绍

组长、首席分析师：王彬鹏

上海财经大学数量经济学硕士，4 年建筑工程研究经验，曾就职于招商证券，2019 年 5 月加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第一名。

研究员：王卓星

南京大学金融学硕士。2019 年加入华创证券。

助理研究员：郭亚新

南开大学产业经济学硕士。2020 年加入华创证券。

华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|---------|-----|---------------|---------------|-----------------------|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 副总经理、北京机构销售总监 | 010-66500809 | zhangyujie@hcyjs.com |
| | 杜博雅 | 高级销售经理 | 010-66500827 | duboya@hcyjs.com |
| | 张菲菲 | 高级销售经理 | 010-66500817 | zhangfeifei@hcyjs.com |
| | 侯春钰 | 销售经理 | 010-63214670 | houchunyu@hcyjs.com |
| | 侯斌 | 销售经理 | 010-63214683 | houbin@hcyjs.com |
| | 过云龙 | 销售经理 | 010-63214683 | guoyunlong@hcyjs.com |
| | 刘懿 | 销售经理 | 010-66500867 | liuyi@hcyjs.com |
| | 达娜 | 销售助理 | 010-63214683 | dana@hcyjs.com |
| | 车一哲 | 销售交易员 | | cheyizhe@hcyjs.com |
| 广深机构销售部 | 张娟 | 副总经理、广深机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com |
| | 汪丽燕 | 高级销售经理 | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com |
| | 段佳音 | 资深销售经理 | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com |
| | 朱研 | 销售经理 | 0755-83024576 | zhuyan@hcyjs.com |
| | 包青青 | 销售助理 | 0755-82756805 | baoqingqing@hcyjs.com |
| 上海机构销售部 | 许彩霞 | 上海机构销售总监 | 021-20572536 | xucaixia@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 高级销售经理 | 021-20572585 | zhangjiani@hcyjs.com |
| | 何逸云 | 销售经理 | 021-20572591 | heyiyun@hcyjs.com |
| | 柯任 | 销售经理 | 021-20572590 | keren@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 销售经理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| | 吴俊 | 高级销售经理 | 021-20572506 | wujun1@hcyjs.com |
| | 董昕竹 | 销售经理 | 021-20572582 | dongxinzhu@hcyjs.com |
| | 施嘉玮 | 销售经理 | 021-20572548 | shijiawei@hcyjs.com |
| 私募销售组 | 潘亚琪 | 高级销售经理 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 销售经理 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

| 北京总部 | 广深分部 | 上海分部 |
|---|--|--|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900 | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562 | 地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500 |