

中国建筑： 淡化 β ，寻找稳稳的幸福



分析师及联系人

- | | |
|------------------|-------------------|
| • 毕春晖 | • 李家明 |
| (8621)61118715 | (8621)61118715 |
| bich@cjsc.com.cn | lijm4@cjsc.com.cn |
| 执业证书编号： | 执业证书编号： |
| S0490518020001 | S0490520010002 |

MAIN POINTS OF REPORT

报告日期	2020-09-13
公司研究	深度报告
评级	买入 维持
当前股价(元)	5.02

公司基本数据

总股本(万股)	4,196,507
流通 A 股/B 股(万股)	4,125,360/0
资产负债率	75.95%
每股净资产(元)	6.38
市盈率(当前)	5.09
市净率(当前)	0.79
12 个月内最高/最低价(元)	6.09/4.77

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究

- 《Q2经营加快修复, 积极布局建筑工业化》2020-08-27
- 《毛利率同比改善, 3月新签开启反弹》2020-04-30
- 《业绩稳增, 订单储备充裕》2020-04-26

中国建筑(601668)

淡化 β , 寻找稳稳的幸福

● 解析业务结构, 把脉中建的行业属性

作为我国一体化程度最高的投资建设集团, 中国建筑横跨建筑和地产两大领域, 但与其他建筑央企不同的是, 公司收入和毛利主要依赖房建和地产业务, 因此, 地产行业的发展对中国建筑经营有更大的影响。我们将中国建筑历史上估值变动与地产及建筑可比龙头企业分别进行回归分析, 发现公司与万科 A、保利地产之间的估值关联度均较与建筑央企之间更高, 说明事实上中国建筑的估值更受地产 β 而不是建筑 β 的影响。

● 估值端: 公司估值有望维持长期稳定

如前述, 中国建筑的估值主要受地产行业估值波动的影响, 通过对比 2013-2014 年地产行业估值历史低点的至暗时刻我们发现, 在当前时点的地产行业, 尤其是龙头公司的估值有望维持较长时间平稳, 逻辑如下: 1、与上一轮至暗时刻相比, 本轮周期在政策面上以稳为主, 调控力度较上一轮明显减弱; 2、需求波动收敛, 且今年以来存在较强的改善预期; 3、库存方面, 未有 2013-2014 年那么高的压力; 4、龙头集中趋势愈发确定, 公司的 α 有望凸显。

● 业绩端: 公司增长确定性较强

地产业务方面, 公司土地储备充足, 大部分位于一二线城市核心地段, 符合城市群聚集的大方向, 保障未来增长基础; 近年来销售增速维持在较高水准, 市占率不断提升; 公司旗下地产主体中海地产财务稳健, 多年来一直维持内房股最高评级水平, 在地产行业建立长效化管控房企机制之际, 有望在一众龙头中脱颖而出; 且其盈利能力强势, 净利率排名行业前列, 成本管控得力。

建筑业务方面, 基建投资中长期会逐渐稳定在 5%左右增长中枢, 但短期依然受益于稳增长, 景气度不断向上。从结构上看, 进入后工业化时代后, 基建投资的内涵逐步从传统基建转向民生及生态环保等“新”基建, 公司积极开展以轨交为代表的市政和环保等新型基建业务, 崭露头角。此外, EPC 的推进加速了行业的集中, 公司有望显著受益。

最后, 建筑工业化的步伐越行越近, 公司早已在钢结构和预制 PC 等方面进行布局, 无论是在规模、制造实力和施工能力等方面均领先于同行。作为央企改革的典范, 公司今年有望实行第四期股权激励, 将有效指引公司业绩增长, 绑定员工和公司利益。

综上, 站在当前时点, 我们认为中国建筑估值有望保持在稳定水平, 业绩确定性较强, 预计公司 2020-2021 年 EPS 分别为 1.04 元、1.15 元, 对应 2020/09/11 收盘价 PE 分别为 4.80 及 4.36 倍, 维持“买入”评级。

风险提示:

1. 地产调控政策进一步趋严;
2. 海外项目进度不及预期。

目录

解析业务结构，把脉中建的行业属性.....	5
地产业务：淡化 β 找 α ，从确定性中找寻机会.....	7
回顾过往，至暗时刻地产整体承压.....	7
展望未来，地产长效机制确立加快龙头集中.....	10
公司地产经营稳健，储备充分业绩确定性强.....	13
建筑业务：市占率持续提升，新业务崭露头角.....	15
基建中长期降速提质，稳增长驱动短期景气上行.....	15
EPC 模式加速推广，建筑业集中度继续提升.....	17
建筑业务规模持续扩大，“新基建”开始崛起.....	19
建筑工业化大势所趋，积极布局装配式引领行业.....	21
国企改革敢为人先，第四期股权激励实施在即.....	25
盈利预测与估值.....	26

图表目录

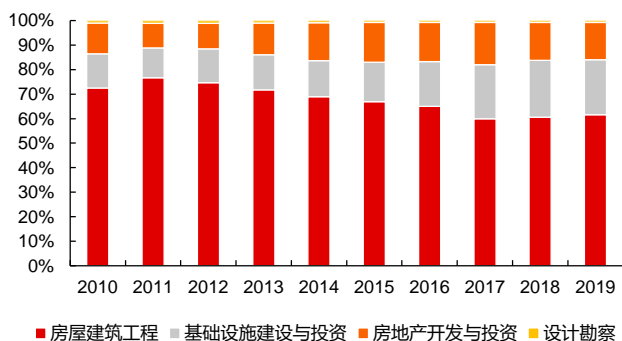
图 1：房建和地产业务收入占比在 80%左右.....	5
图 2：房建和地产业务利润占比在 80%以上.....	5
图 3：公司房建收入与地产开发投资完成情况关联度较高.....	5
图 4：公司房建订单主要可以拆分为公共建筑和住宅工程.....	6
图 5：目前公司 50%左右的收入受到地产直接影响.....	6
图 6：目前公司 70%左右的毛利受到地产直接影响.....	6
图 7：中国建筑与万科 A 估值变动情况（PE-TTM）.....	7
图 8：中国建筑与保利地产估值变动情况（PE-TTM）.....	7
图 9：中国建筑与中国中铁估值变动情况（PE-TTM）.....	7
图 10：中国建筑与中国交建估值变动情况（PE-TTM）.....	7
图 11：中国建筑在 2013-2014 年时估值曾有过至暗时刻（PE-TTM）.....	8
图 12：政策压制下，市场基本面表现较差（%）.....	9
图 13：板块估值从 16 倍下降至 10 倍左右.....	9
图 14：地产库存在 2013 年之时达到一个高点.....	10
图 15：万科估值稳定两年有余，且高过上轮至暗时刻.....	10
图 16：保利估值也稳定两年有余，且高过上轮至暗时刻.....	10
图 17：地产基本面处于快速恢复的阶段（%）.....	11
图 18：地产行业集中度不断上升（%）.....	11
图 19：中海商业地产业务发展迅速.....	12
图 20：当前地产去化周期较 2013-2014 年时较低，库存压力可控.....	12
图 21：公司地产销售和收入增长情况.....	13
图 22：公司商品房销售均价维持正增长（万元/平方米）.....	13

图 23: 公司土地储备已达到 1.4 亿平方米以上 (万平方米)	13
图 24: 中海综合融资成本处于行业最低区间	14
图 25: 中海净负债率处于行业最低区间	14
图 26: 中海净利率领先 (2019 年数据)	15
图 27: 中海成本管控得当 (2019 年数据)	15
图 28: 对比日本, 未来 5-10 年我国基建投资有望维持 5%以内中枢增速水平	15
图 29: 2012 年以来全国轨交投资 CAGR 达到 18% (亿元)	16
图 30: 近三年中铁+铁建除轨交外市政订单增速维持在 30%以上	16
图 31: 近年生态环保投资持续高增长 (亿元)	16
图 32: 基建稳增长逐渐发力 (%)	17
图 33: 央企市占率已提升至 30%以上	19
图 34: 前 7 月公司建筑业务新签增速已超去年全年	19
图 35: 公司房建市占率在 2019 年突破 10%	20
图 36: 公司建筑业务市占率近年总体有所提升	20
图 37: 中国建筑的轨交订单增速在龙头企业中排名第一 (亿元)	21
图 38: 今年上半年公司环保水务订单增长 15% (亿元)	21
图 39: 2016-2019 年期间装配式建筑新开工 CAGR 达到 55%	22
图 40: 钢结构主要公司营收情况 (2019 年)	22
图 41: 中建科工工厂分布情况	23
图 42: 中建科工的智慧工厂管理平台	23
图 43: 中建科工承建的深圳应急医院施工现场	23
图 44: 中建科技打造的深圳长圳公共住房及其附属工程项目	24
图 45: 中建科技 (深汕特别合作区) 有限公司的配套钢筋生产线	25
图 46: 中建科工的智慧工厂管理平台	25
表 1: 中国建筑与地产及建筑龙头企业之间的估值变动回归分析	6
表 2: 2012 年 12 月开始, 中央及各地方开始密集出台政策抑制房地产市场	8
表 3: 中国建筑超过 70%的地产存货分布于一线及省会城市	14
表 4: 国家推动 EPC 政策一览	17
表 5: 海龙科技旗下工厂和产能情况一览	24
表 6: 公司前三期股权激励计划一览	26

解析业务结构，把脉中建的行业属性

作为我国一体化程度最高的投资建设集团，中国建筑横跨建筑和地产两大领域，但与其他建筑央企不同的是，公司业务主体为房建和地产业务，两项业务带来的收入占总收入的 80% 左右，而中国交建等公司最大收入来源则是基建业务（80%-90%）。因此，地产行业的发展对中国建筑经营有更大的影响。

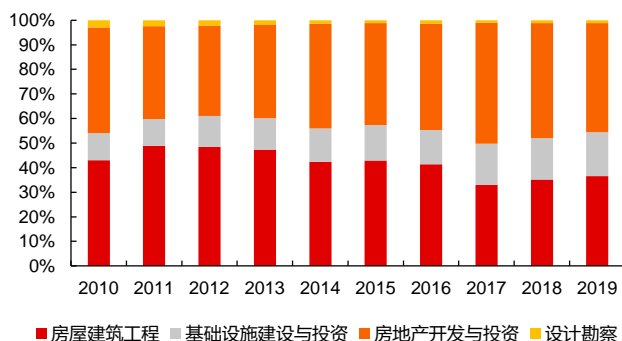
图 1：房建和地产业务收入占比在 80% 左右



资料来源：Wind，长江证券研究所

注：分部业务所占比例的分母系公司四大业务板块（房建、基建、地产和设计）数据的直接加总

图 2：房建和地产业务利润占比在 80% 以上



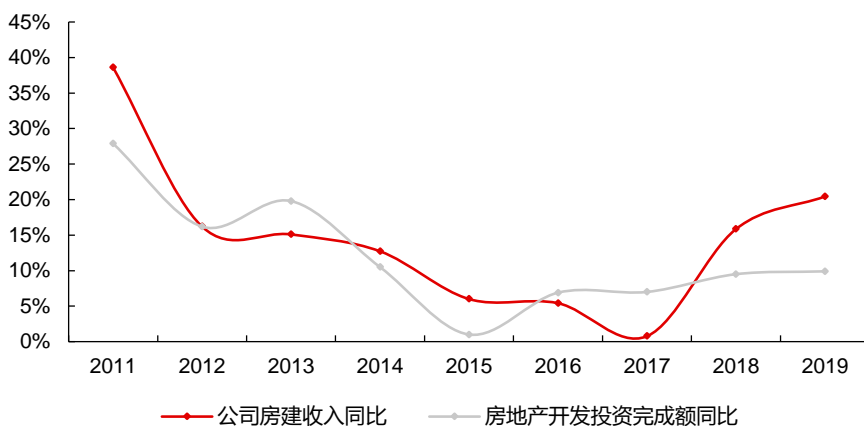
资料来源：Wind，长江证券研究所

注：分部业务所占比例的分母系公司四大业务板块（房建、基建、地产和设计）数据的直接加总

80%

房建和地产业务占中国建筑收入和毛利的比例

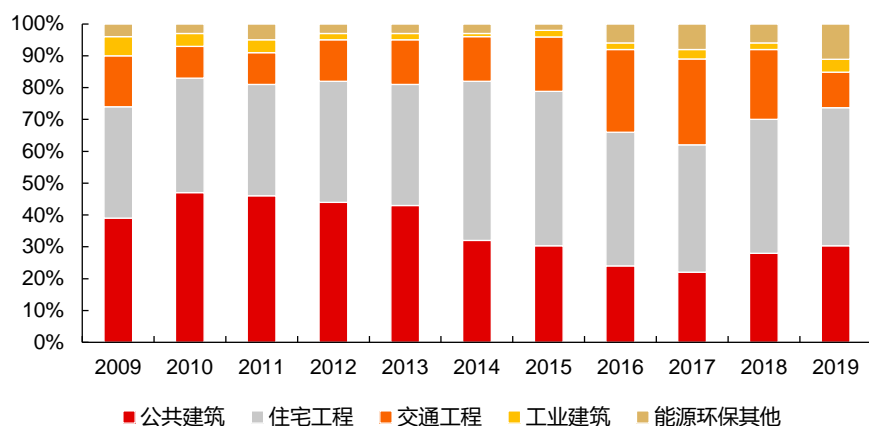
图 3：公司房建收入与地产开发投资完成情况关联度较高



资料来源：Wind，长江证券研究所

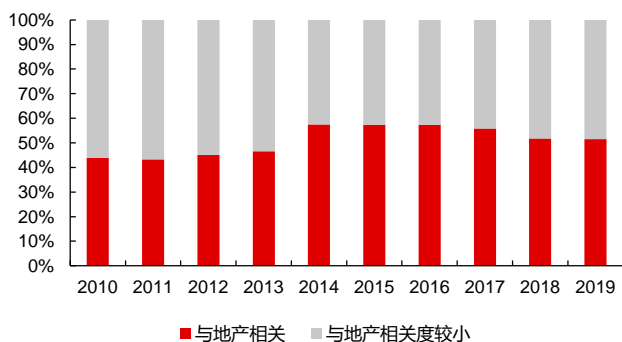
根据测算，目前公司 50% 以上的收入和 70% 的毛利与地产业务直接相关。公司的房建业务主要可以划分为公共建筑和住宅工程，假设房建中只有住宅工程部分与地产相关联，按照公司公布的订单占比来看，近几年住宅工程在房建中的占比大约为 60% 左右，将这一部分数据与公司地产开发业务相关数据进行整合后，可以算出目前公司至少 50% 的收入与 70% 的毛利直接受到地产行业发展的影响。

图 4：公司房建订单主要可以拆分为公共建筑和住宅工程



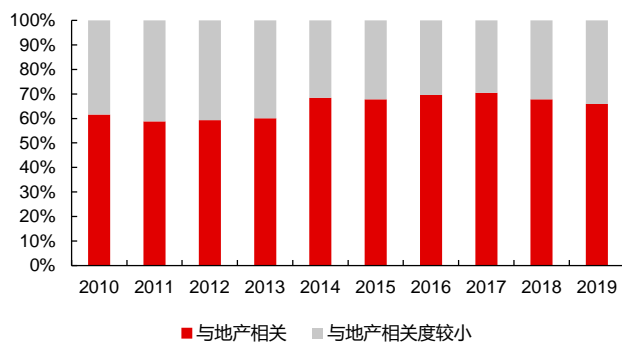
资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 5：目前公司 50%左右的收入受到地产直接影响



资料来源：Wind，公司官网，长江证券研究所

图 6：目前公司 70%左右的毛利受到地产直接影响



资料来源：Wind，公司官网，长江证券研究所

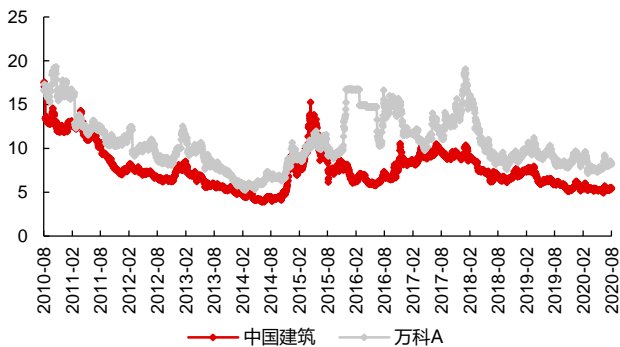
中国建筑的估值变动与地产关联度较建筑更高。我们将中国建筑历史上估值变动与地产及建筑可比龙头企业的估值变动分别进行了回归分析，发现公司与万科 A、保利地产之间的估值联系紧密性均较与建筑央企之间更高。

表 1：中国建筑与地产及建筑龙头企业之间的估值变动回归分析

	万科 A	保利地产	中国中铁	中国交建
相关系数	0.57	0.77	0.21	0.34
调整 R 方	0.47	0.60	0.27	0.73

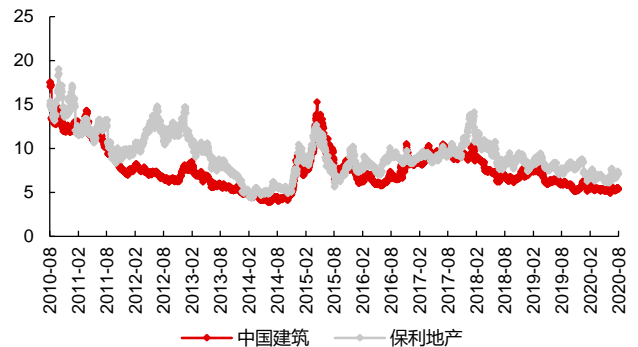
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：中国建筑与万科 A 估值变动情况 (PE-TTM)



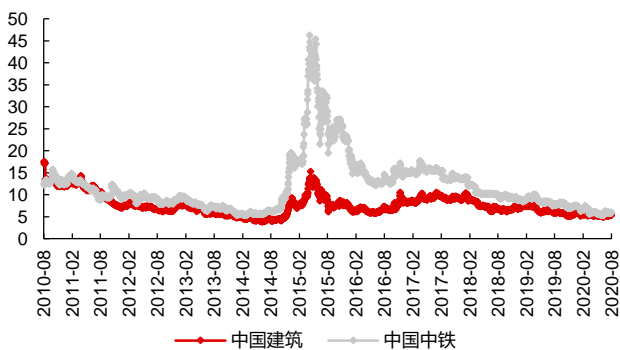
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：中国建筑与保利地产估值变动情况 (PE-TTM)



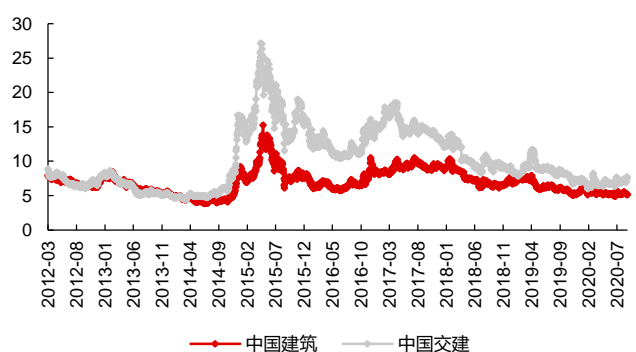
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：中国建筑与中国中铁估值变动情况 (PE-TTM)



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：中国建筑与中国交建估值变动情况 (PE-TTM)



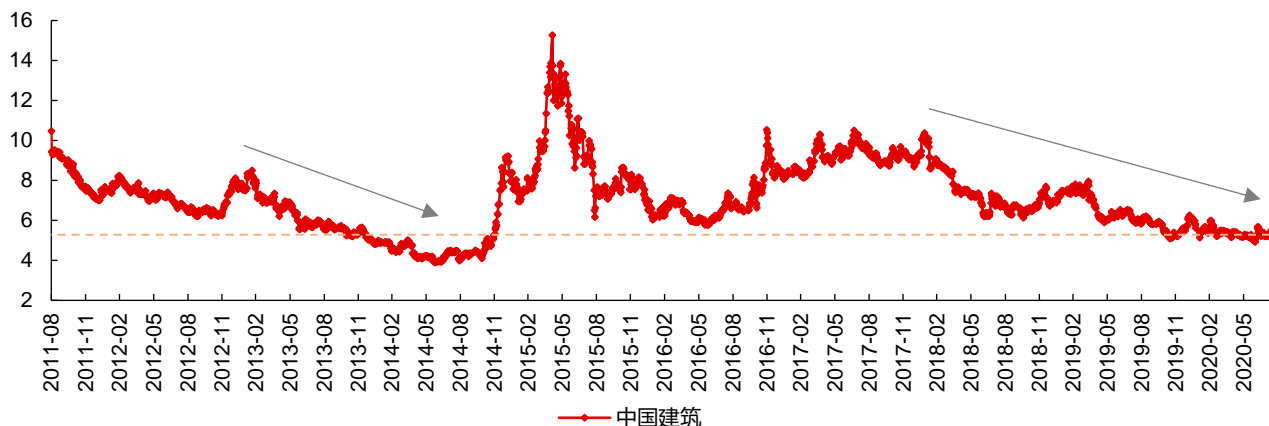
资料来源：Wind，长江证券研究所

地产业务：淡化 β 找 α ，从确定性中找寻机会

回顾过往，至暗时刻地产整体承压

2018 年，随着国内地产行业棚改货币化接近尾声，中国建筑的 PE 估值水平开启了缓慢的下行之路，其 PE-TTM 从 2018 年初的接近 10 倍逐渐下滑至 2019 年 10 月的 5.5 倍左右并保持小幅波动至今。回顾历史，公司 PE 估值曾在 2013-2014 年期间有过至暗时刻，当时的 PE-TTM 一度跌至 4 倍左右，通过复盘当时的情况，我们试图比较当前时点与过往有何异同。

图 11：中国建筑在 2013-2014 年时估值曾有过至暗时刻（PE-TTM）



资料来源：Wind，长江证券研究所

2013 年初到 2014 年中是地产政策加强调控的又一轮周期。2012 年 6 月开始，房价出现抬头的迹象，全国尤其是一线城市房价上涨迅猛。在此背景下，国务院于 2013 年 2 月出台“新国五条”政策，对限购限贷政策进一步加强：包括但不限于限购区域扩大到城市全部行政区域，限购住房类型同时包括新建住房和二手房，暂停有房但非当地户籍家庭购买第二套房的多项措施。而在地方层次，北京上海等重点城市限购政策明显较中央政策更为严格，上海更是提出要继续稳步实施个人住房房产税改革试点。这一轮政策的调控一直延续到 2014 年中地方政策开始逐渐松绑以及 9 月中央“930”政策的正式落地。

表 2：2012 年 12 月开始，中央及各地方开始密集出台政策抑制房地产市场

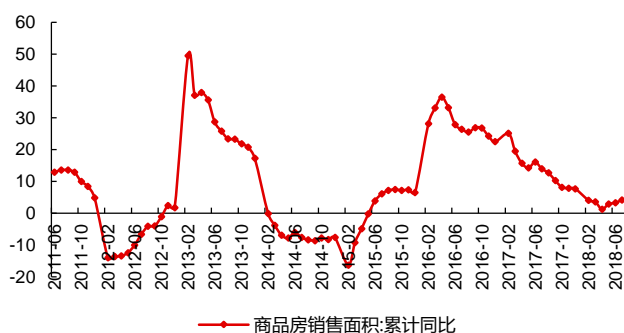
时间	发布单位	相关会议、政策	主要内容
2012-12-12	中共中央	中央经济工作会议	继续坚持房地产市场调控政策不动摇；要继续加强保障性住房建设和管理，加快棚户区改造。
2013-1-10	重庆	重庆市关于开展对部分个人住房征收房产税改革试点的暂行办法	2013 年 1 月 1 日零时起房产税高档住房应税价格起点标准为 12779 元/平方米,认定价格门槛提高超 5%。
2013-2-20	国务院	关于继续做好房地产市场调控工作的通知	完善稳定房价工作责任制；坚决抑制投机投资性购房；增加普通商品住房及用地供应；加快保障性安居工程规划建设；加强市场监管和预期管理；加快建立和完善引导房地产市场健康发展的长效机制。
2013-3-30	北京	北京住建委规定	对京籍单身人士，未拥有住房的，限购 1 套住房；对已拥有 1 套及以上住房的，暂停在本市向其出售住房。
2013-3-30	广东	对房产限购进行了区域性的扩大	原本只是主城区限购的珠海、佛山限购覆盖全部行政区域。
2013-3-30	重庆	关于继续做好房地产市场调控工作的通知	报价过高涨幅过快商品房项目不核发预售许可

2013-3-30	上海	贯彻《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》的实施意见	可按本市居民人均可支配收入增长制定房价调控目标；严禁发放第三套及以上购房贷款；严格执行第二套住房信贷政策，重点强化对异地、外籍、离异、低龄人群等借款人的贷款资格审查；根据市场变化，适时调整第二套住房贷款的首付比例和贷款利率；继续稳步实施个人住房房产税改革试点；对中小套型住房套数达到项目开发建设总套数 70% 以上的普通商品住房建设项目，优先支持其开发贷款需求。
2013-6-9	北京	加强商品房预售基金的控制	购房者需要在完成线上交易的 5 个工作日内将资金存入指定账户。
2014-2-28	南京	南京出台“宁七条”	未来五年全市商品住宅年均用地在 500 公顷以上,其中 90 平方米以下户型占比要超过 50%。提出土地市场竞价设置最高限价,高出限价仍有竞争的,停止竞价,改为配建保障房面积或保障房建设资金。加强价格指导。
2014-5-6	成都	成都收紧购房入户政策要求	自 6 月 1 日起,外地户口在成都的落户标准将调整为:购房满 90 平方米以上住房且缴纳社保满一年以上。之前是“购 70 平方米以上住房且缴纳社保满一年”。

资料来源：政府网站，长江地产，长江证券研究所

市场成交量上，政策对于需求的压制立竿见影。商品房销售累计同比增速在 2013 年 2 月政策出台之际达到最高点 49.50% 后开始下行，到 2014 年 2 月份步入负数为 -0.10% 并持续扩大，并且一路下滑至 2015 年 2 月最低的 -16.30%，此时政策进入宽松周期已经 5 个月之久（以 2014 年 9 月的“930”政策为起点）。从资本市场反应来看，地产指数估值在地产调控政策发布同一时点见顶回落，一直调整至 2014 年 2 月左右，PE 估值从 16 倍下降至 10 倍左右，接近腰斩。

图 12：政策压制下，市场基本面表现较差（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

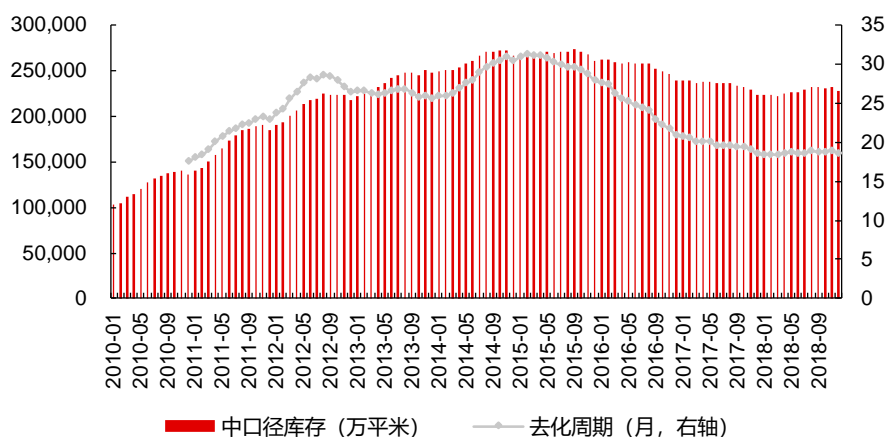
图 13：板块估值从 16 倍下降至 10 倍左右



资料来源：Wind，长江证券研究所

政策调控带来的高库存，同样是压制地产股估值的重要因素。由于前期地产企业多数处于超前投资的状态，商品房新开工规模长期高于销售规模，大量存货的堆积使得行业去化周期在 2013-2014 年也达到一个历史高点。站在当时的政策环境下，资产市场对于地产股前景的悲观预期较为充分地反应到了行业的估值上。

图 14：地产库存在 2013 年之时达到一个高点

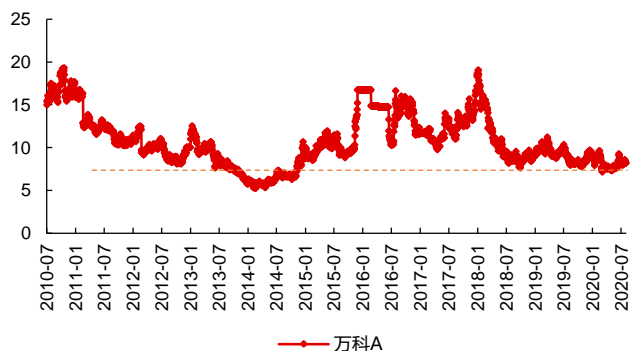


资料来源：Wind，长江地产，长江证券研究所

展望未来，地产长效机制确立加快龙头集中

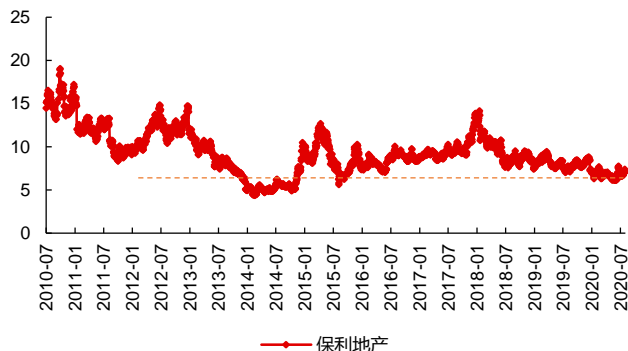
站在当前时点，地产行业估值有望维持在稳定区间。从行业龙头的表现来看，万科及保利等纯地产企业维持其当前估值水平已经有两年有余，我们预计未来行业整体尤其是龙头的估值将保持一个较长时间的稳定，逻辑如下：1、与上一轮至暗时刻相比，本轮周期在政策面上以稳为主，调控力度较上一轮明显减弱；2、需求波动收敛，且今年以来存在较强的改善预期；3、库存方面，未有 2013-2014 年那么高的压力；4、龙头集中趋势愈发确定，公司的 α 有望凸显。

图 15：万科估值稳定两年有余，且高过上轮至暗时刻



资料来源：Wind，长江证券研究所

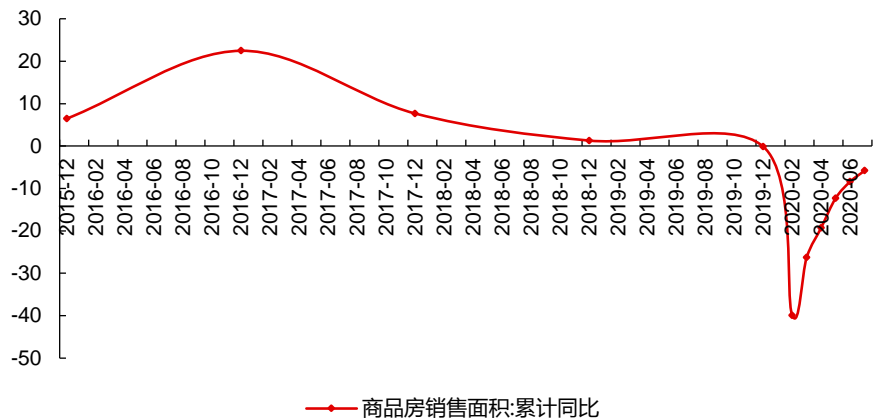
图 16：保利估值也稳定两年有余，且高过上轮至暗时刻



资料来源：Wind，长江证券研究所

首先，地产政策端以稳为主的节奏将持续。自 2016 年中央确立“房住不炒”的主基调以及“因城施策”的具体方式以来，政策端一直保持追求稳定的主要调控目的。以今年为例，上半年在疫情影响之下，苏州等多地出台扶持楼市的政策，从供给端（如保证金门槛下降、税费减免等）到需求端（人才购房补贴、公积金政策等）均有所覆盖，助力地产基本面在前期疫情影响下逐渐恢复。而到最近，随着房地产市场热度有所上升，多个地区又开始收紧房地产调控。

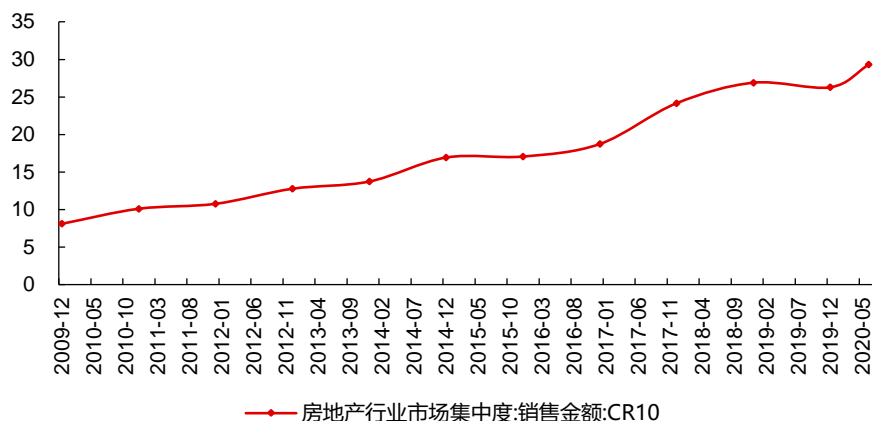
图 17：地产基本面处于快速恢复的阶段（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

供给端而言，房企融资机制的长效机制建立会进一步加速地产行业集中化。地产调控政策的常态化造成房企之间发展分化日益明显：需求和融资两侧的高压使得多数中小房企经营难以为继，大量的中小企业开始面临转型或被收购的境地，而龙头企业集中度不断走高，今年上半年销售金额 CR10 已至 29% 创历史新高。此外，近日住建部和人民银行联合召开了重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制，形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则，对于中国建筑旗下中海地产这种财务状况稳健（公司净负债率、融资成本等都是行业最低区间）、销售状况良好（今年前 7 月销售额同比增长 0.1%，行业整体为 -5.8%）的龙头企业，反而是其进一步加速扩大市占率的良好契机。

图 18：地产行业集中度不断上升（%）

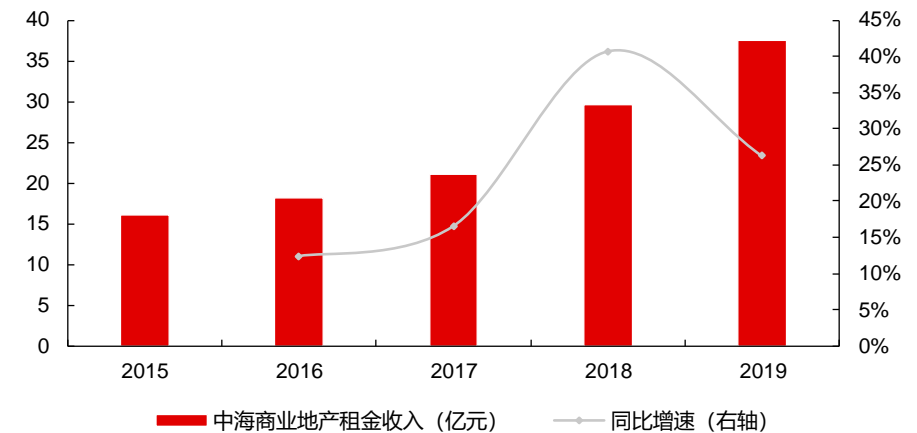


资料来源：Wind，长江证券研究所

此外，龙头企业前瞻性战略快速落地，第二曲线保障商业稳定性。根据长江地产的观点，开发行业进入见顶期已是不争的事实，对于开发进行到底还是适度布局多元化，是短期经营和长期战略的权衡，也是盈利最大化和价值最大化的取舍。对于股东而言，盈利最大化并不必然意味着价值最大化，核心在于估值倍数的差异（反映商业模式的稳定性），如布局第二产业较早的万科就拥有龙头中相对较高的估值溢价。而同样，中海也早已开始布局对于未来永续商业模式的投入，旗下商业物业整体经营管理规模位居行业前列，拥有在运营甲级写字楼 45 家，是内地最大的单一产权写字楼发展运营商。2019 年，公

司全年投资物业租金收入为 37.5 亿元，同比增长 26.3%。而分部溢利为 124.9 亿元，扣除 100 亿元公允价值增加后的利润为 24.9 亿元。

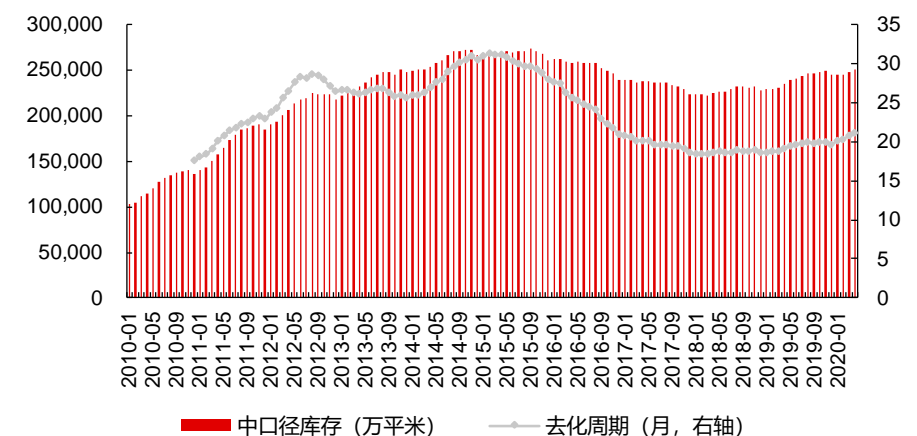
图 19：中海商业地产业务发展迅速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

景气因子和政策因子对冲，低估值策略是核心矛盾。政策导向本质上还是结构性的，财务杠杆适度的房企仍有进一步扩表空间，尤其是融资端被定向指导之后，地价预期大概率将更趋平稳，高信用房企将在地价降温之后迎来补货良机，这将进一步强化“α”导向；所以，尽管政策因子短期承压，但并不构成单边趋势性压力。尽管下半年销售量价增速可能有一定趋缓，反映全年“前低中高后缓”的节奏，但整体仍处于供需两旺状态，且库存周期从边际上看更趋均衡（无论“销售 vs 开工”的中口径角度，还是“销售 vs 拿地”的大口径角度），所以，景气因子短期仍属正面。综合而言，政策面对基本面的反馈更加灵敏，政策承压与景气向上将短期共存，二者均较难构成单边趋势，驱动板块的核心逻辑仍在于流动性相对充裕背景下的低估值策略，尤其是价值内核相对稳定的高信用龙头房企，仍具备估值修复空间。

图 20：当前地产去化周期较 2013-2014 年时较低，库存压力可控

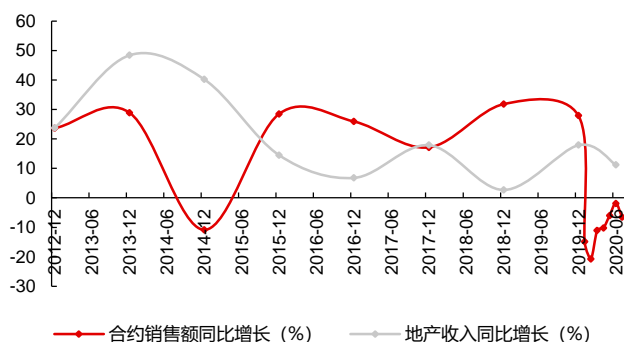


资料来源：Wind，长江地产，长江证券研究所

公司地产经营稳健，储备充分业绩确定性强

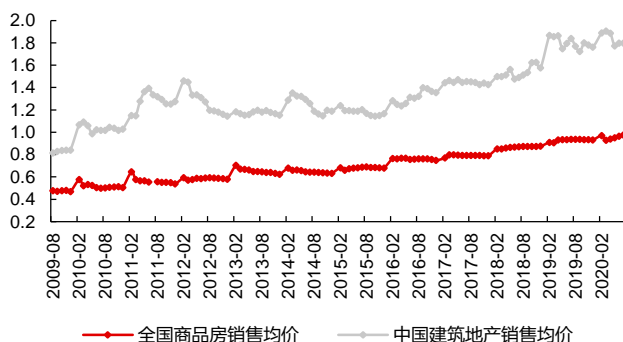
地产开发销售增长强劲，奠定收入增长基础。公司 2019 年实现地产合约销售额 3818 亿元，同比增长 27.9%。今年以来，受疫情影响，销售额处于负增长状态，截至 7 月末累计增速为 -6.6%，但从趋势上看，整体呈现快速回暖的局面。此外，销售面积累计增速为 -4.4%，表明公司今年项目单方售价依然保持正增长的良好局面。

图 21：公司地产销售和收入增长情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

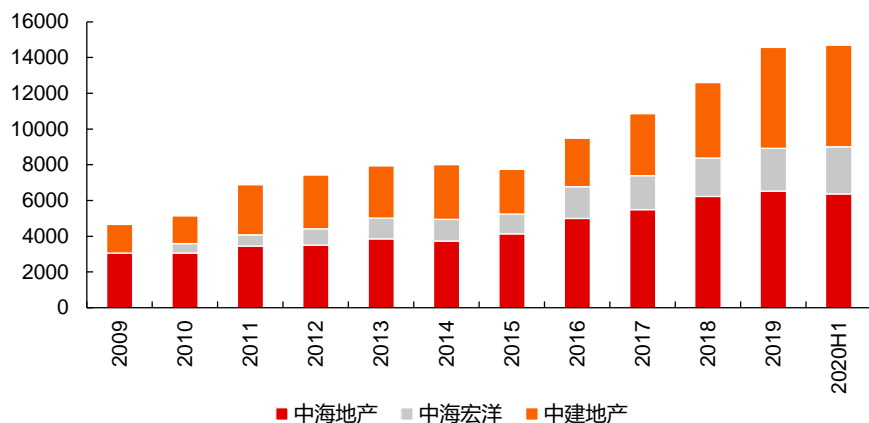
图 22：公司商品房销售均价维持正增长（万元/平方米）



资料来源：Wind，长江证券研究所

土储丰富保障业务发展。截至 2020 年半年末，公司土地储备为 14695 万平方米，其中中海地产、中海宏洋和中建地产分别拥有 6372 万、2634 万和 5689 万平米，占比 43%、18%和 39%。按照公司 2019 年销售面积 2677 万平方米计算，公司土地储备可以保障公司 5 年左右的收入，整体储备较为充足。

图 23：公司土地储备已达到 1.4 亿平方米以上（万平米）



资料来源：公司官网，长江证券研究所

业务布局主要集中在一、二线城市，符合城市群聚集大方向。随着以中心城市引领城市群发展、城市群带动区域发展新模式的建立，以城市群为主体的城镇化格局持续完善，城市群人口集聚度持续加大。2019 年全国商品房销售金额在面积同比下滑 0.1%的情况下增长 6.5%，正是反映了驱动增长的主力市场正在向价值更高的一、二线城市及核心城市群回归。公司地产业务历来坚持深耕安全边际更高、抗风险能力更强的一、二线城市，截至 2020 年中，公司拥有地产存货 5824 亿元，其中超过 70%分布于一线城市及省会城市。

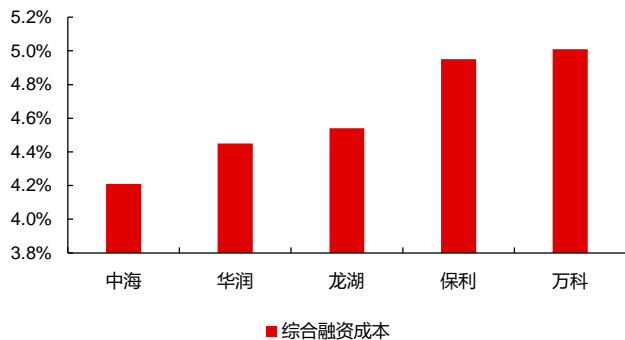
表 3：中国建筑超过 70% 的地产存货分布于一线及省会城市

城市	2019	
	金额 (亿元)	占比 (%)
合计	5824	100.0
一线城市	1376	23.6
上海	391	6.7
北京	710	12.2
广州	121	2.1
深圳	154	2.6
省会城市	2985	51.3
其中： 济南	274	4.7
成都	262	4.5
武汉	315	5.4
其他城市	1463	25.1

资料来源：公司官网，长江证券研究所

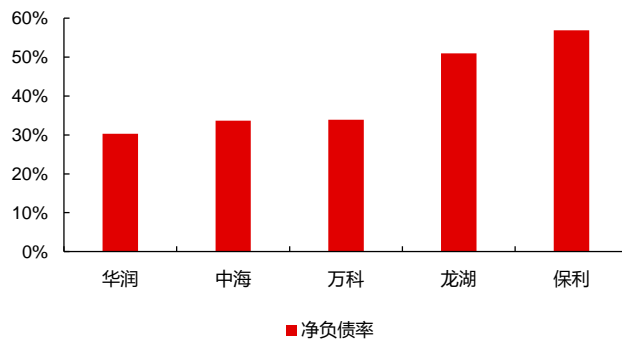
现金为王，财务审慎稳健。公司旗下地产业务主体中海地产历来以坚持“现金为王”的财务管理原则闻名业界，各个财务指标表现优异：2019 年，中海净负债率仅为 33.68%，加权平均借贷成本为 4.21%，借贷水平与借贷成本均处于行业内一流水平。三大国际评级机构给与中海的信用评级多年来一直维持在内房股最高水平，反映了资本市场对于中海财务稳健性和偿债能力的高度认同。

图 24：中海综合融资成本处于行业最低区间



资料来源：Wind，长江地产，长江证券研究所

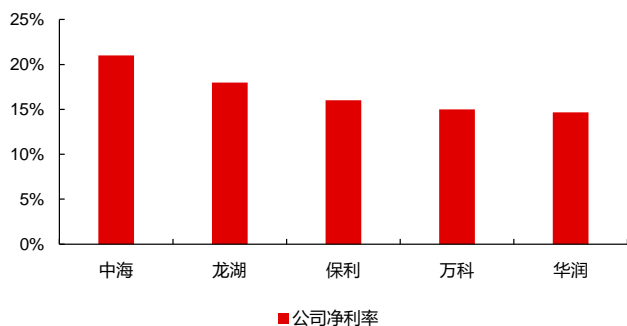
图 25：中海净负债率处于行业最低区间



资料来源：Wind，长江地产，长江证券研究所

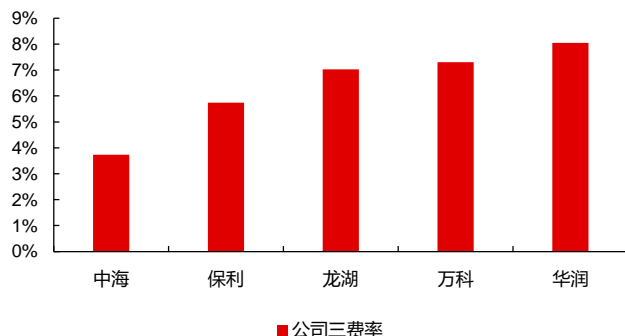
中海盈利能力突出，成本管控得力。作为行业中公认的利润之王，中海 2019 年经调整后净利率（剔除投资性物业公允价值变动对于净利润的影响）高达 21%，同期同样聚焦于一二线城市的万科和保利净利率仅为 15% 和 16%。中海引领行业的盈利能力事实上来源于其对成本超强的管控能力，最高的信用评级使得公司财务费用率处于行业最低水平，连续多年雄冠地产价值榜第一和低廉的销售费用率反映了出众品牌力对于销售的支撑，数字化的管控平台和纵深的管理架构保证中海管理费用的高效使用。

图 26：中海净利率领先（2019 年数据）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 27：中海成本管控得当（2019 年数据）



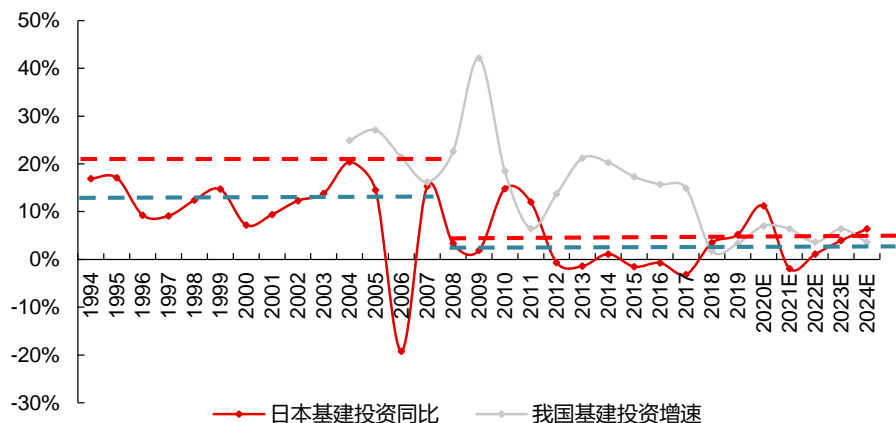
资料来源：Wind，长江证券研究所

建筑业务：市占率持续提升，新业务崭露头角

基建中长期降速提质，稳增长驱动短期景气上行

我国工业化率已见顶回落，城镇化仍处于推进阶段，基建投资增速中枢或下行至 5% 以内水平。从工业化、城镇化进程来看，我国工业化率于 2006 年见顶回落，相当于日本 1973 年前后水平，日本在此后 20 多年基建投资仍实现 4% 左右低速缓慢增长，直到 1995 年基建投资方才见顶回落；与日本不同的是，1973 年后日本城镇化率已进入缓慢提升阶段，而我国直到目前仍处于推进阶段，考虑到基建需求结构变化及城镇化推进阶段，我国未来 5-10 年间基建投资仍将维持正增长，不过增速中枢将下移，或维持在 5% 以内。

图 28：对比日本，未来 5-10 年我国基建投资有望维持 5% 以内中枢增速水平



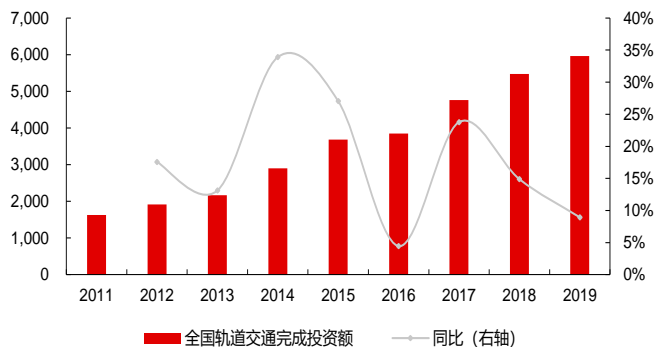
资料来源：Wind，长江证券研究所

注：参照日本工业化率于 1973 年见顶，而我国对应时点为 2006 年，此处借鉴日本 1973 年后 20 余年基建投资增长情况预测我国未来情况

中长期基建结构逐步优化。从日本发展经验来看，进入后工业化阶段，基建投资的内涵逐步从传统基建转向民生及生态环保等“新”基建。结合我国实际发展情况，我们认为未来几年基建主要增长点将集中在以轨交等为代表的市政工程+生态环保两大领域：1)

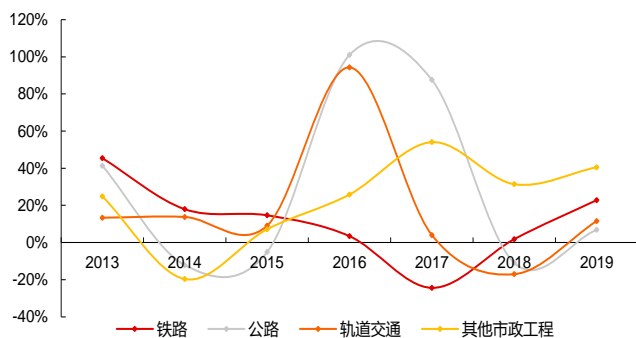
2012 年以来轨交投资复合 CAGR 为 18%，预计未来仍将保持在 10%以上；2) 除轨交外的其他市政工程总量上难以统计，但从微观层面来看，两铁合计新签的市政订单（不含轨交）的增速在 2017-2019 年期间达到 54%、31%和 41%；3) 2018 年 3 月，“生态文明”被写入宪法，生态环保受到国家高速重视，其相关投资增速近年来一直维持在 40%。

图 29：2012 年以来全国轨交投资 CAGR 达到 18%（亿元）



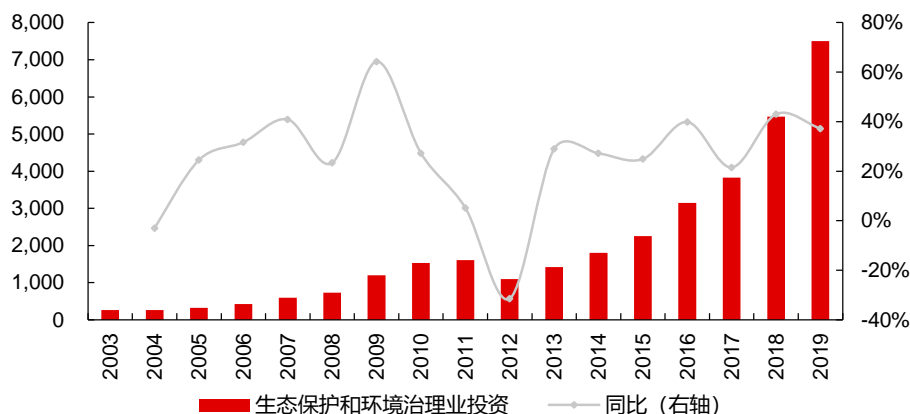
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 30：近三年中铁+铁建除轨交外市政订单增速维持在 30%以上



资料来源：公司公告，长江证券研究所

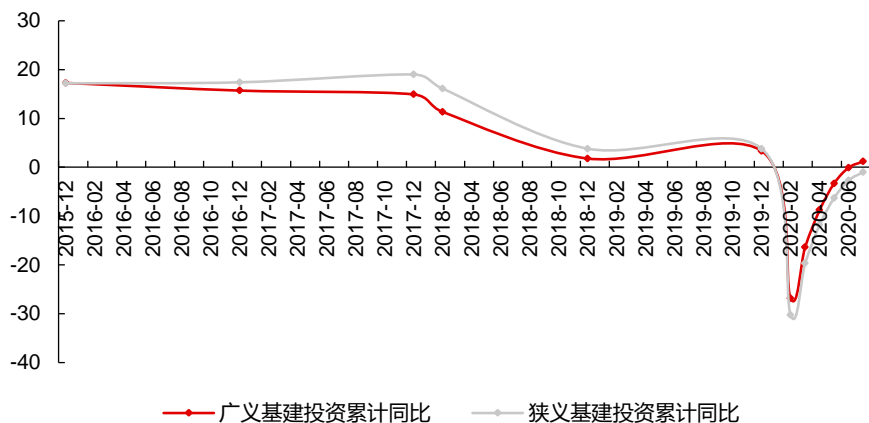
图 31：近年生态环保投资持续高增长（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

短期稳增长带来基建投资景气上行。今年以来，政策围绕基建托底经济中心不改，投资数据逐月改善落实政策功效，1-7 月狭义、广义基建投资累计分别同增-1.0%、1.2%，较 1-6 月分别提速 1.7pct、1.3pct；单月来看，7 月单月狭义、广义基建投资分别同增 7.9%、7.7%，较 6 月增速变动 1.1pct、-0.7pct。展望后续，从资金层面来看，今年 1-7 月专项债累计仅发行 2.27 万亿元，全年剩余额度为 1.48 万亿元，是去年 8-12 月发行额的 2.1 倍，后续基建资金保障仍相对充分。结合我们在此前中期策略报告中指出，若要实现全年固定资产投资不拖经济增长后腿，预计广义基建投资增速须达到 7%左右，测算得到 8-12 月基建增速需达到两位数以上，行业景气度有望延续。

图 32：基建稳增长逐渐发力（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

EPC 模式加速推广，建筑业集中度继续提升

EPC 模式加速推广，有利于头部企业做大做强。EPC（Engineering Procurement Construction）是指公司受业主委托，按照合同约定对工程建设项目的的设计、采购、施工、试运行等实行全过程或若干阶段的承包，与施工总承包模式相比，能更好的降低项目成本、缩短建设周期、保证工程质量。由于承包商能充分发挥设计主导作用，有利于实现施工统筹安排，易于掌控项目的成本、进度和质量。对业主来说合同关系比传统模式简单，组织协调工作量较小，而且责任明确，业主承担风险较低等特点。对承包商而言，获利空间也比较大，但同时对于其组织能力和管理能力也有更高的要求，往往只有大型建工企业方有实力从事 EPC 业务。

表 4：国家推动 EPC 政策一览

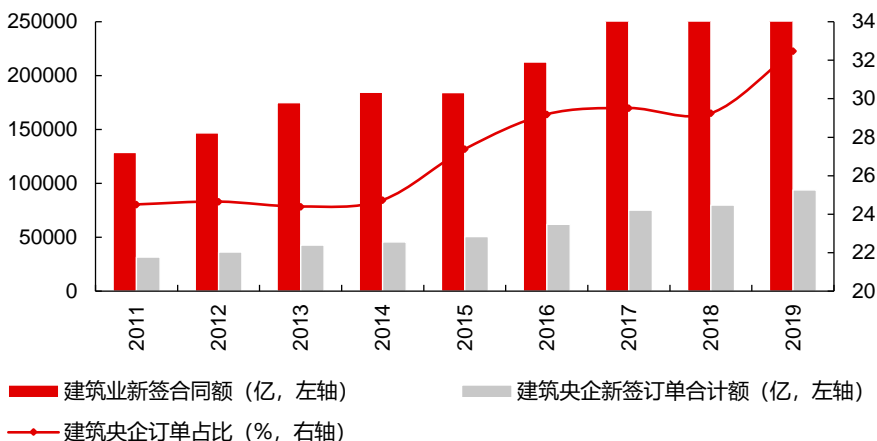
发布日期	发布部门	政策名称	政策内容
2020-8-28	住建部等若干部门	《住房和城乡建设部等部门关于加快推进新型建筑工业化发展的若干意见》	大力推行工程总承包。 新型建筑工业化项目积极推行工程总承包模式，促进设计、生产、施工深度融合。引导骨干企业提高项目管理、技术创新和资源配置能力，培育具有综合管理能力的工程总承包企业，落实工程总承包单位的主体责任，保障工程总承包单位的合法权益。
2019-12-23	住建部、国家发改委	《房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包管理办法》	关于 工程总承包 项目发包、承包、项目实施等具体方面进行了规定与要求
2018-2-27	住建部	《住房城乡建设部建筑市场监管司 2018 年工作要点》	推动工程建设组织方式变革。 推进工程总承包，出台房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包管理办法， 健全工程总承包管理制度。 继续修订工程总承包合同示范文本，研究制定工程总承包设计、采购、施工的分包合同示范文本，完善工程总承包合同管理。

2017-4-26	住建部	《建筑业发展“十三五”规划》	<p>促进大型企业做优做强，形成一批以开发建设一体化、全过程工程咨询服务、工程总承包为业务主体、技术管理领先的龙头企业。</p> <p>以工程项目为核心，以先进技术应用为手段，以专业分工为纽带，构建合理工程总分包关系，建立总包管理有力，专业分包发达，组织形式扁平的项目组织实施方式，形成专业齐全、分工合理、成龙配套的新型建筑行业组织结构。发展行业的融资建设、工程总承包、施工总承包管理能力，培育一批具有先进管理技术和国际竞争力的总承包企业。</p>
2017-2-24	国务院	《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》	<p>加快推行工程总承包。装配式建筑原则上应采用工程总承包模式。政府投资工程应完善建设管理模式，带头推行工程总承包。加快完善工程总承包相关的招标投标、施工许可、竣工验收等制度规定。按照总承包负总责的原则，落实工程总承包单位在工程质量安全、进度控制、成本管理等方面的责任。除以暂估价形式包括在工程总承包范围内且依法必须进行招标的项目外，工程总承包单位可以直接发包总承包合同中涵盖的其他专业业务。</p>
2016-5-20	住建部	《住房城乡建设部关于进一步推进工程总承包发展的若干意见》	<p>意见主要分为：1、大力推进工程总承包；2、完善工程总承包管理制度；3、提升企业工程总承包能力和水平；4、推进工程总承包发展的组织和实施</p>

资料来源：政府网站，长江证券研究所

行业整合加剧，龙头市占率提升强者恒强。2018 年以来建筑行业总体订单增速明显放缓，尤其是 2019 年，受困于“融资难、融资贵”的民企，受资产负债率约束主动放缓扩张步伐，而龙头央企凭借资金优势，仍维持正常接单，订单增速明显好于行业，实现市占率再度提升（上一轮发生在 2015-2017 年 PPP 模式推广之际）。以前 8 家基建央企为例，2019 年全年合计新签订单增速达到 17.7%，明显领先行业整体 6.0% 水平，市占率大幅提升 3.2pct 至 32.5%。

图 33：央企市占率已提升至 30%以上

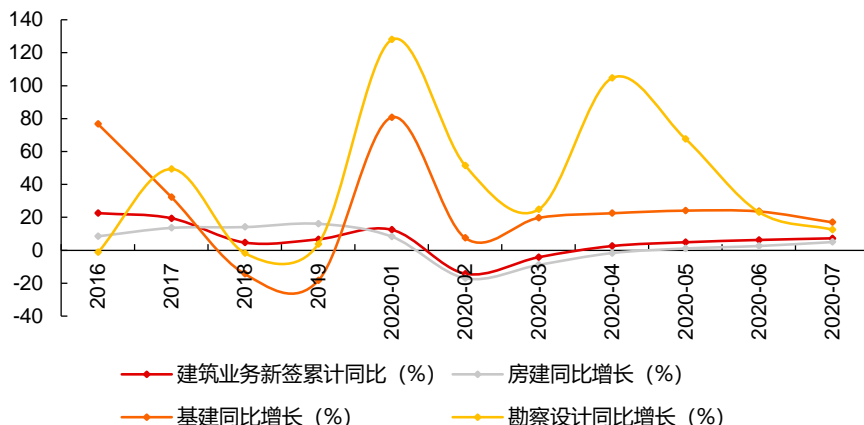


资料来源：Wind，长江证券研究所

建筑业务规模持续扩大，“新基建”开始崛起

公司建筑业务新签增长势头不减。2018 年，受 PPP 业务清理影响，公司建筑业务订单增速创下 4.6% 的历史新低（其中基建业务订单新签增速下滑 14.4%），此后便逐渐反弹，2019 末的增速为 6.6%，而今年在疫情影响逐渐消散后，公司建筑业务更是发力正当时，截至 7 月末的增速已经达到 7.2% 超过去年全年增速。从结构上看，房建业务新签增速为 5%，基建和勘察设计业务则在行业回暖背景下大幅增长 17% 和 13%，预计未来随着整体基建投资增速的进一步提升，公司新签增速有望进一步加速。

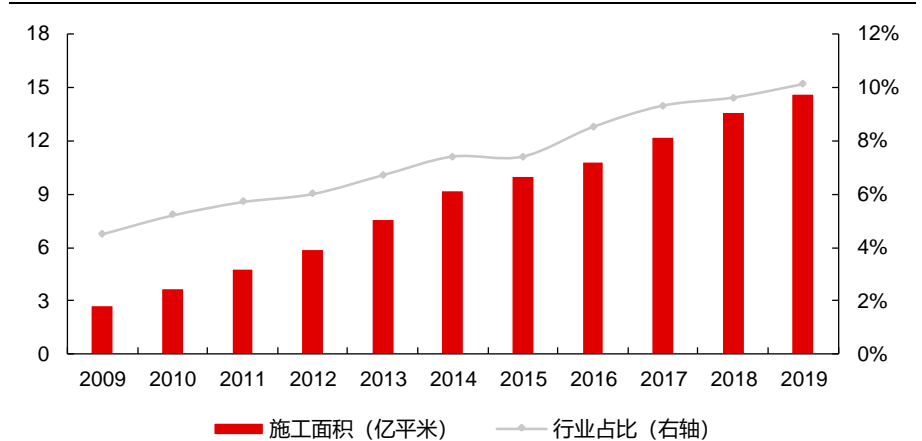
图 34：前 7 月公司建筑业务新签增速已超去年全年



资料来源：Wind，长江证券研究所

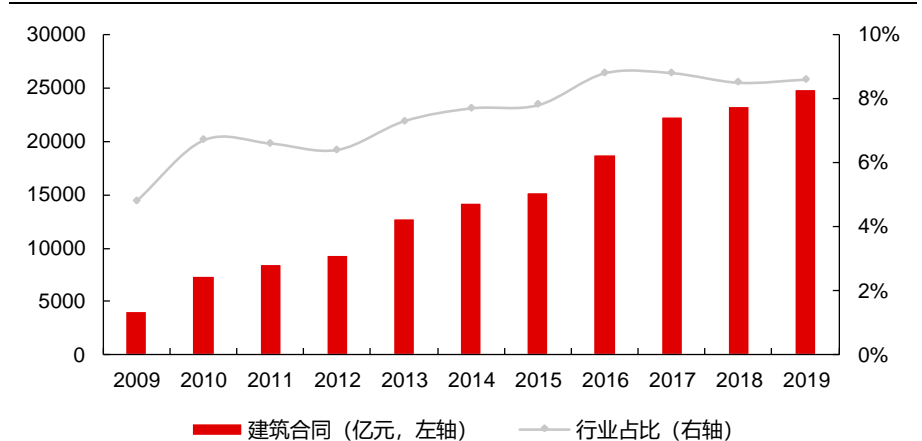
强者恒强，公司施工业务市占率日渐提升。公司在房屋建筑承包领域具有绝对优势，目标定位于中高端市场，坚持“大业主、大市场、大项目”的营销策略，公司在民用建筑、工业建筑、国防建筑等诸多领域承建了大量高难度工程，在我国，中国建筑投资建设了 90% 以上 300 米以上摩天大楼、3/4 重点机场、3/4 卫星发射基地、1/3 城市综合管廊、1/2 核电站，每 25 个中国人中就有一人使用中国建筑建造的房子。近年来，伴随供给端建筑企业融资难，叠加需求端 EPC 和大项目的推进对于施工方实力的要求增加，公司在房建领域的市占率不断提升，并带动整体建筑业务市占率上升。

图 35：公司房建市占率在 2019 年突破 10%



资料来源：公司官网，长江证券研究所

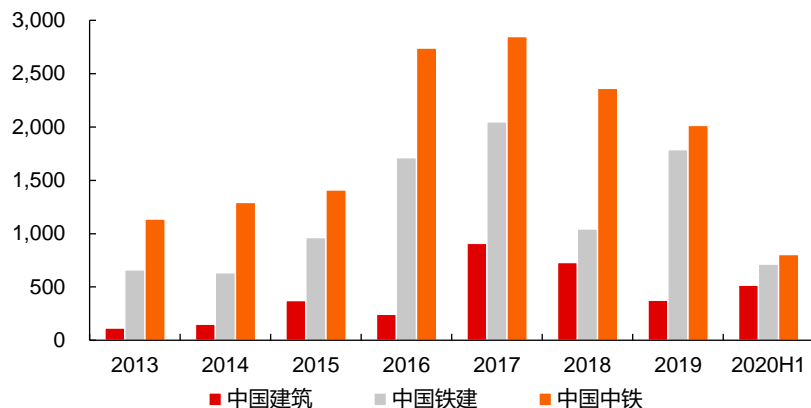
图 36：公司建筑业务市占率近年总体有所提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

积极向“新基建”进军。公司在基建业务上主动适应长期行业变革趋势，在轨交以及环保等未来方向积极拓展相关业务。轨交方面，目前国内轨交建设市场主要集中在中国中铁、中国铁建和中国建筑三大央企，中国建筑订单绝对量较两铁虽相对较小，但增速较快，2013 年以来 CAGR 达到 22.0%。2017 年以后，受 PPP 清库等影响，三家企业的轨交订单均有不同程度的下滑，但从今年开始趋势开始重新向上，上半年中国建筑轨交新签订单实现 529 亿元，已经超去年全年，和两铁的差距急剧缩小。

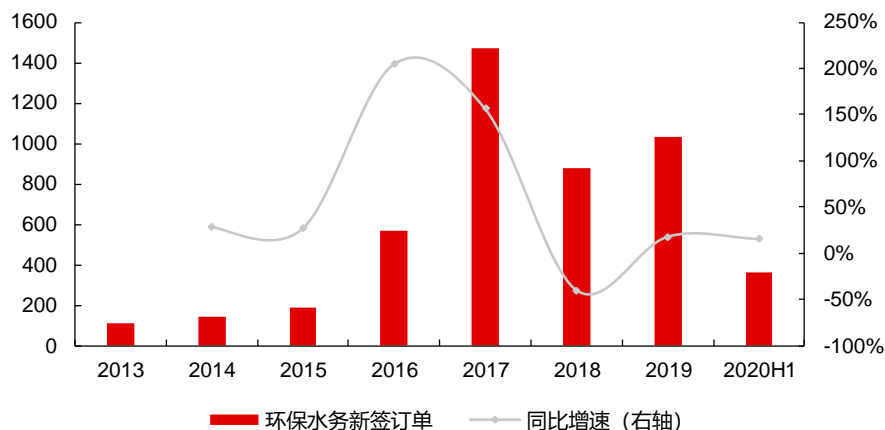
图 37：中国建筑的轨交订单增速在龙头企业中排名第一（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

水务环保发展较快。从经营数据上看，公司环保水务业务在 2016-2017 年爆发（或与 PPP 推广有关），但在 2018 年基建大环境下有所调整，近两年维持平稳增长，上半年新签订单 365.4 亿元，同比增长 15%。

图 38：今年上半年公司环保水务订单增长 15%（亿元）

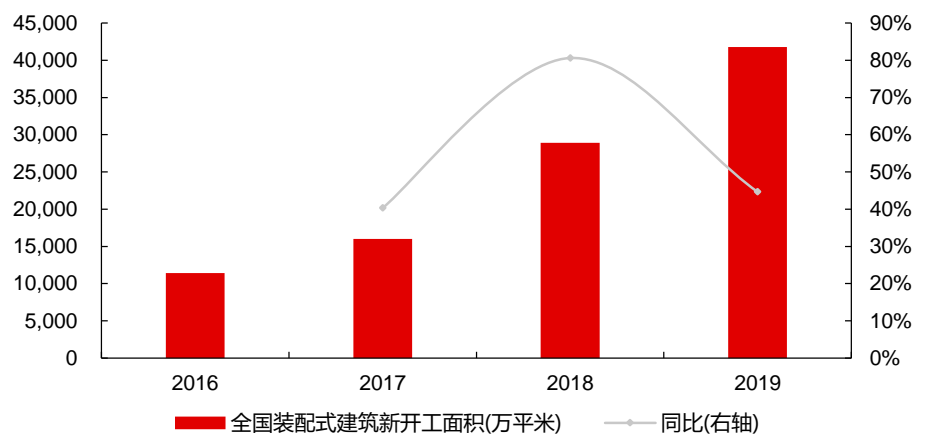


资料来源：公司官网，长江证券研究所

建筑工业化大势所趋，积极布局装配式引领行业

建筑工业化大势所趋，公司战略眼光早已布局。随着传统建筑业人力、环保、能耗等各项问题日益突出，装配式建造方式凭借自身优良的特性，成为了建筑业未来转型的必然方向。中央于 2016 年出台总指导政策后，各地频出装配式政策推动相关行业发展，产业进入爆发期，2019 年全国新开工装配式建筑面积较 2018 年增长 45%，近 4 年年均增长率为 55%。中国建筑早在上个世纪便已经涉足装配式领域，发展至今在钢结构和预制 PC 方面均有不俗的表现，钢结构业务主要由旗下中建科工负责，子公司中国建筑国际（03311.HK）和中建科技则是预制 PC 业务的主要发展平台。

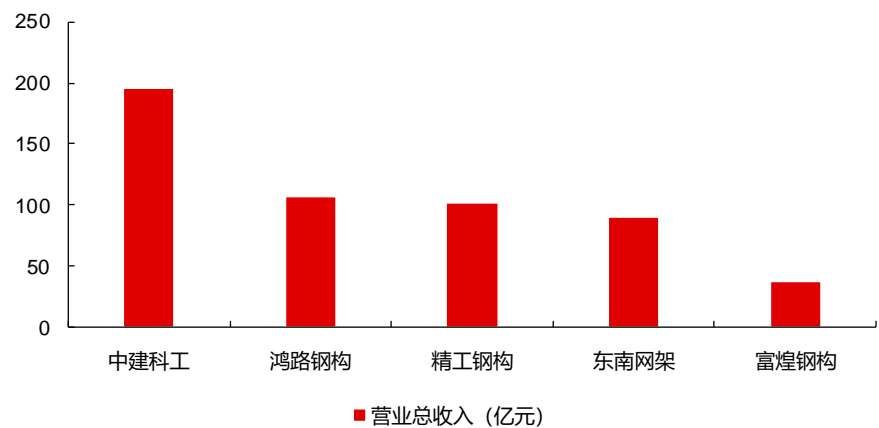
图 39：2016-2019 年期间装配式建筑新开工 CAGR 达到 55%



资料来源：住建部，长江证券研究所

中国最大的钢结构集成建造商——中建科工。早在 1985 年，中建三局 10 名电焊工东渡日本，学成当时世界先进的二氧化碳气体保护焊技术。回国之后，他们建起了“中国第一钢厦”深圳发展中心，开启了我国现代建筑钢结构的时代。2019 年时，定位为中建系统钢结构唯一的制造平台、核心的研发平台和重要的施工平台的中建钢构正式更名为中建科工。现在，中建科工以“东西南北中”五大区域覆盖全国，并建立与之相对应的制造基地，形成年产能超过 120 万吨的钢结构制造产业集群。2019 年，中建科工实现营收接近 200 亿元。

图 40：钢结构主要公司营收情况（2019 年）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 41：中建科工厂分布情况

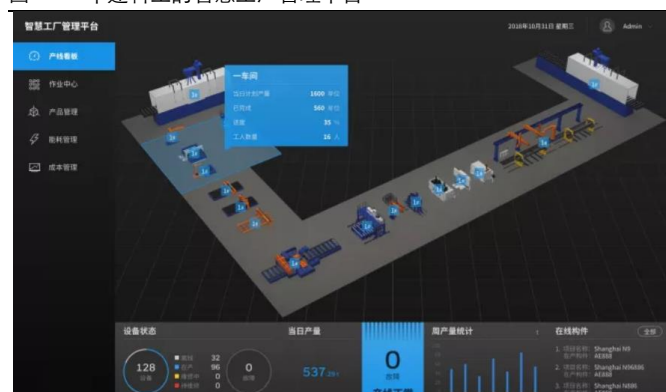


资料来源：公司官网，长江证券研究所

数字化制造达到国际领先水平，工程建设彰显央企担当。相较于同行民企，中建科工无论是在制造端还是施工端均具备显著优势，在制造端，中建科工的“建筑钢结构数字化制造关键装备、技术及工程应用”科技成果被协会认定达到国际领先水平，三大成果对大幅提升我国钢结构智能制造技术水平起到了很好的示范作用：智能制造生产线（大幅提升了钢结构制造效率）、大数据应用平台（促进了钢结构工厂互联网协同制造方式升级）和“无人”切割下料等新工艺（推进了建筑钢结构制造自动化进程）。

在工程端，中建科工通过钢结构专业承包、EPC、PPP 等模式在国内外承建了一大批体量大、难度高、工期紧的标志性建筑，国内钢结构施工史上“最早”“最高”“最大”“最快”的业绩均由中建科工创造。以年初的深圳应急医院建设为例，中建科工作为 EPC 总承包单位，利用短短 20 天时间，高峰时投入近万名建设者，成功完成艰巨的防控任务，体现央企担当和强大的组织、施工能力。

图 42：中建科工的智慧工厂管理平台



资料来源：中国建筑微信公众号，长江证券研究所

图 43：中建科工承建的深圳应急医院施工现场



资料来源：中建科工官网，长江证券研究所

在预制 PC 领域竞争力同样明显。目前，中国建筑 PC 构件设计总产能达 400 万立方米/年，可每年支撑约 5000 万平方米的建筑物建设，产能利用率不断提高。具体来看，子

公司中建科技致力于发展成为建筑工业化领域全球最具竞争力的投资建设集团，主、参编了装配式建筑三大国家标准和评价标准，研发形成了《中建科技装配式建筑技术标准》和中建科技 10 大产品技术体系，成为我国装配式建筑领域的“国家高新技术企业”和首批“全国装配式建筑产业基地”，被住建部列为装配式建筑的龙头企业，先后在全国装配式建筑重点发展区域投资建设了 20 个 PC 工厂，在全国 15 个省（直辖市）设立了分（子）公司，形成了良好的经营态势。

图 44：中建科技打造的深圳长圳公共住房及其附属工程项目



资料来源：中国建筑微信公众号，长江证券研究所

除中建科技外，海龙建筑科技有限公司是中国建筑国际集团有限公司（股票代码：03311.HK）旗下专门从事装配式混凝土业务的专业公司。公司于 1993 年在深圳注册成立，1998 年正式进入香港装配式建筑市场，被香港房屋署、屋宇署、渠务署、路政署等多个部门认定为香港工业化建筑产品的合格供应商。2012 年凭借香港成熟的经验，开展内地装配式建筑发展。目前，海龙公司在广东省深圳市、珠海市，安徽省合肥市、宿州市，山东省济宁市以及重庆拥有以海龙为自主品牌的大型装配式建筑基地，并且将于今年在海南进行生产线试生产。如果海南基地投产，公司拥有的年产能将达到 165 万立方米。

表 5：海龙科技旗下工厂和产能情况一览

基地地址	投产时间	生产线	年产能（万立方米）
深圳	1993 年	4 条	10
珠海	2019 年	9 条	20
海南	2020 年	7 条	20
合肥	2013 年	8 条	30
宿州	2017 年	4 条	15
济宁	2016 年	20 条	40
重庆	2018 年	4 条	30

资料来源：公司官网，长江证券研究所

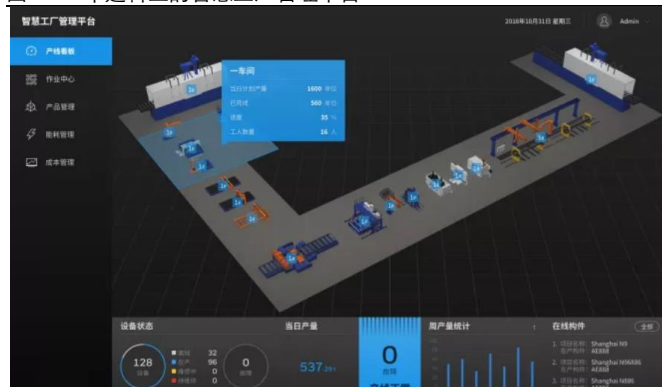
中国智造赋能智能建造。公司在推动建筑工业化的同时，不忘引领建筑产业由“建造”向“智造”升级，把数字化发展理念嵌入全产业链。例如，中建科技采用的自动化预制构件生产线，真正实现了从预制构件生产至工程交付全过程的数字化建造。在生产车间，只需将项目 BIM 模型数据导入生产管理系统，便可对构件二维码数据识别转化成构件生产信息，分类传递给对应生产线排产，实现高效自动化生产。在项目现场，构件信息可进行全过程追溯，提高工程整体管理效率。项目交付时，能够通过虚拟现实技术展示实体空间，并提供全景建筑使用说明书、全景物业管理导航等服务，让后期运营更加轻松便捷。

图 45：中建科技（深汕特别合作区）有限公司的配套钢筋生产线



资料来源：中国建筑微信公众号，长江证券研究所

图 46：中建科工的智慧工厂管理平台



资料来源：中国建筑微信公众号，长江证券研究所

央企身份或助力中国建筑在装配式市场脱颖而出。目前，大型建筑国企已经察觉到装配式对市场的重新分配，并开始积极行动起来迎接这场变革——加快投资构件制造厂以完善产业链布局，比如中国建筑扶持子公司中建科工，中国中铁收购整合中铁装配，上海建工推动建工材料分拆上市，安徽建工扩大 PC 生产产能等。我们认为，如中国建筑等一流央国企一方面拥有较强的品牌号召力，能够牢牢把握住优质下游客户资源（如政府、地产商等），为持续需求打下基础；另一方面，强大的股东背景为企业融资提供便利，能够支撑快速扩大构件产能所需的资金，因此同样能从装配式行业发展红利中分得一杯羹。

国企改革敢为人先，第四期股权激励实施在即

股权激励计划出台在即。公司是唯一一家在上市公司实施股权激励的建筑央企，早在 2013 年便通过为期 10 年的定期股权激励计划，其中规定 10 年之内授予的激励性股票总量不得超过公司总股本的 10%，通过回购进行授予的总量不得超过 5%。截至目前，公司已经实施三期股权激励，累计授予的股票比例为 2.79%，潜在的以回购进行的授予空间为 2.21%。按照公司两年一期的股权激励节奏来看，今年年末或是第四期股权激励计划出台时间，我们认为会在以下两方面对公司造成积极影响：

- 1、根据以往经验，股权激励计划通常有长达五年的限制出售时间（禁售期+解锁期），解锁期的解锁条件往往与公司业绩增长程度挂钩，第四期股权激励或将有效指引公司业绩至 2025 年；
- 2、按照时间节奏，今年或是倒数第二次股权激励，按照授予股权总量占总股本的 1.10% 计算及当前市值 2120 亿元左右计算，若公司采取回购方式，或带来约 23 亿元的买入资金流入。

表 6：公司前三期股权激励计划一览

	第一期	第二期	第三期
日期	2013 年 5 月	2016 年 11 月	2018 年 11 月
授予数量	14678	26013	59991
占总股本比例	0.49%	0.87%	1.43%
授予对象	686 人	1575	2081
其中：高管数量	包括董事长、总裁在内等 10 人	包括副总裁、财务总监等 3 人	包括副总裁、财务总监等 4 人
标的股票来源	回购	回购	回购
授予日	2013-6-28	2016-12-29	2018-12-26
禁售期	2 年	2 年	2 年
解锁期	3 年	3 年	3 年
授予条件	授予前一个财务年度，公司业绩达到以下条件： 1.净资产收益率不低于 14%； 2.净利润增长率不低于 10%； 3.完成经济增加值（EVA）考核目标	授予前一个财务年度，公司业绩达到以下条件： 1.净资产收益率不低于 14%； 2.净利润增长率不低于 10%； 4.完成经济增加值（EVA）考核目标	授予前一个财务年度，公司业绩达到以下条件： 1.净资产收益率不低于 13.5%； 2.净利润三年复合增长率不低于 9.5%； 3.完成经济增加值（EVA）考核目标
解锁条件	与授予条件一致	与授予条件一致	与授予条件一致

资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利预测与估值

总体而言，从估值角度而言，中国建筑的估值主要受地产行业估值波动影响，通过对比 2013-2014 年地产行业的至暗时刻我们发现，当前时点地产行业，尤其是龙头公司估值有望维持较长时间平稳，逻辑如下：1、与上一轮至暗时刻相比，本轮周期在政策面上以稳为主，调控力度较上一轮明显减弱；2、需求波动收敛，且今年以来存在较强的改善预期；3、库存方面，压力不及 2013-2014 年大；4、龙头集中趋势愈发确定，公司的 α 有望不断凸显。

从业绩端来看，中国建筑业绩增长确定性较强。地产业务方面，公司土地储备充足，大部分位于核心地段，保障未来增长基础；近年来销售增速维持在较高水准，市占率不断提升；财务稳健、盈利能力强，在地产行业建立长效化管控房企机制之际，有望在众多龙头中脱颖而出。建筑业务方面，预计中长期基建投资逐渐稳定在 5%左右增长中枢，行业开始逐渐走向集中，公司有望显著受益；此外，公司积极开展以轨交为代表的市政以及生态环保等新型基建业务，已崭露头角。最后，建筑工业化步伐加快推进，公司早已在钢结构和预制 PC 等方面进行深度布局，无论是在规模、制造实力和施工能力方面

均领先于同行。公司作为央企改革的典范，今年有望实行第四期股权激励，将有效指引公司业绩增长，绑定员工和公司利益。

综上，站在当前时点，我们认为中国建筑估值有望保持在稳定水平，业绩确定性较强，预计公司 2020-2021 年 EPS 分别为 1.04 元、1.15 元，对应 2020/09/11 收盘价 PE 分别为 4.80 及 4.36 倍，维持“买入”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1419837	1619109	1813732	2001862
营业成本	1262226	1445952	1621574	1789148
毛利	157610	173157	192159	212714
%营业收入	11%	11%	11%	11%
营业税金及附加	17220	21048	23579	26024
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	4331	4857	5441	6006
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	27685	30763	34461	38035
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	17290	21048	25392	28026
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	7912	6137	6154	5774
%营业收入	1%	0%	0%	0%
加: 资产减值损失	73	-5700	-4905	-5200
信用减值损失	-3612	-100	-150	-200
公允价值变动收益	-485	0	0	0
投资收益	4213	3238	3265	3303
营业利润	83795	86986	95586	106994
%营业收入	6%	5%	5%	5%
营业外收支	-2327	100	100	100
利润总额	81468	87086	95686	107094
%营业收入	6%	5%	5%	5%
所得税费用	18263	19681	21529	24632
净利润	63205	67404	74157	82462
归属于母公司所有者的净利润	41881	45835	50278	55250
少数股东损益	21324	21569	23878	27213
EPS (元/股)	0.95	1.04	1.15	1.27

现金流量表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	-34220	56982	73797	93749
取得投资收益收回现金	4957	3238	3265	3303
长期股权投资	-8923	-10000	-8000	-6000
资本性支出	-6689	-8500	-7000	-4000
其他	-9158	-40602	-30303	-20103
投资活动现金流净额	-19813	-55864	-42038	-26800
债券融资	15131	8000	2000	2000
股权融资	29815	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	184449	16811	310	-7619
筹资成本	-37387	-18370	-19070	-19090
其他	-165700	0	0	0
筹资活动现金流净额	26308	6440	-16760	-24709
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-27082	7559	15000	42240

资产负债表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	292441	300000	315000	357240
交易性金融资产	902	902	902	902
应收账款	153962	156144	161497	164537
存货	578918	614035	630859	661740
预付账款	55085	65068	71349	76933
其他流动资产	380198	408353	433054	454553
流动资产合计	1461506	1544502	1612661	1715905
长期股权投资	74917	84917	92917	98917
投资性房地产	76301	76301	76301	76301
固定资产合计	37554	33761	28886	22198
无形资产	16409	19843	22229	23071
商誉	2347	2347	2347	2347
递延所得税资产	15129	15129	15129	15129
其他非流动资产	350288	390838	421088	441138
资产总计	2034452	2167638	2271559	2395006
短期贷款	28498	25309	15619	0
应付款项	493130	513769	518992	543509
预收账款	450	0	0	0
应付职工薪酬	7758	8387	9405	9840
应交税费	59369	63145	70736	78073
其他流动负债	556523	572899	586521	600837
流动负债合计	1145728	1183509	1201273	1232258
长期借款	247800	267800	277800	285800
应付债券	99597	107597	109597	111597
递延所得税负债	4656	4656	4656	4656
其他非流动负债	34836	34836	34836	34836
负债合计	1532617	1598398	1628162	1669147
归属于母公司所有者权益	277198	323033	373311	428561
少数股东权益	224638	246207	270085	297298
股东权益	501835	569240	643396	725859
负债及股东权益	2034452	2167638	2271559	2395006

基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.95	1.04	1.15	1.27
每股经营现金流	(0.82)	1.36	1.76	2.23
市盈率	5.28	4.80	4.36	3.96
市净率	0.76	0.65	0.56	0.49
EV/EBIDTA	3.83	3.86	3.45	2.74
总资产收益率	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%
净资产收益率	15.1%	14.2%	13.5%	12.9%
净利率	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
资产负债率	75.3%	73.7%	71.7%	69.7%
总资产周转率	0.70	0.75	0.80	0.84

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10% 之间

中 性： 相对大盘涨幅在 -5%~5% 之间

减 持： 相对大盘涨幅小于 -5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： 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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add / 浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层

P.C / (200122)

武汉

Add / 武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼

P.C / (430015)

北京

Add / 西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层

P.C / (100032)

深圳

Add / 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼

P.C / (518048)

分析师声明：

作者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，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

