西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

建筑行业2021年投资策略

变革中寻求机遇，三条主线掘金

西南证券研究发展中心
建筑装饰研究团队
2020年11月

核 心 观 点

2020年前三季度建筑装饰累计营业总收入为42927.6亿元，同比增长分别为13.52%；利润总额为1837.0亿元，同比上升6.4%。建筑装饰营收维持增长，利润小幅上升，三季度行业开工较为集中，上半年疫情影响有所削弱。2020年下半年以来，行业走势弱于大盘，整体估值低，景气度低，进入新常态，在变革中寻求新机遇。

央企和国企在建筑行业中占了主导地位，但其效率显著低于民企，通过国企改革能大幅激发公司的潜力，建议关注业绩稳健、低估值的央企标的。传统建筑装饰施工方式用工压力大，产业升级转型势在必然。政策鼓励大力发展装配式建筑，我们主张重点关注构件生产及装配式装修环节相关企业。生态保护和环境整理相关行业符合政策引导方向，建议关注建筑板块中的景气子板块园林工程。

2021年建筑行业选股思路：

- **业绩稳健、低估值的央企。标的推荐：中国建筑（601668）**
- **生态保护和环境治理子行业景气度高。标的推荐：东珠生态（603359）**
- **装配式建筑发展势头强劲。标的推荐：亚厦股份（002375）**

目　录

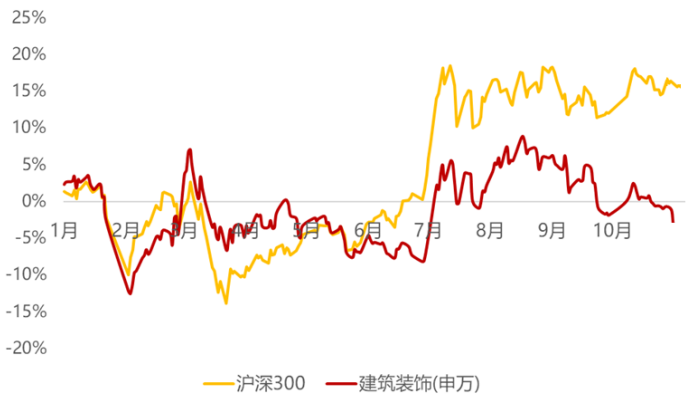
2020年行业回顾：变革中寻求机遇

2021年行业投资方向：三条主线掘金

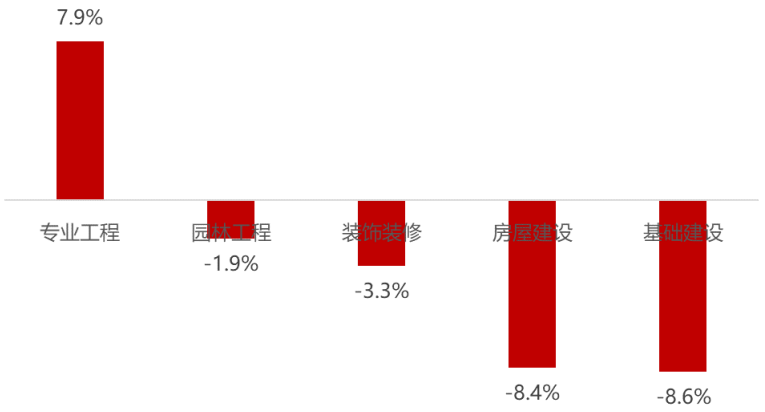
2021年重点推荐投资标的

2020年行业回顾：下半年表现弱于大盘

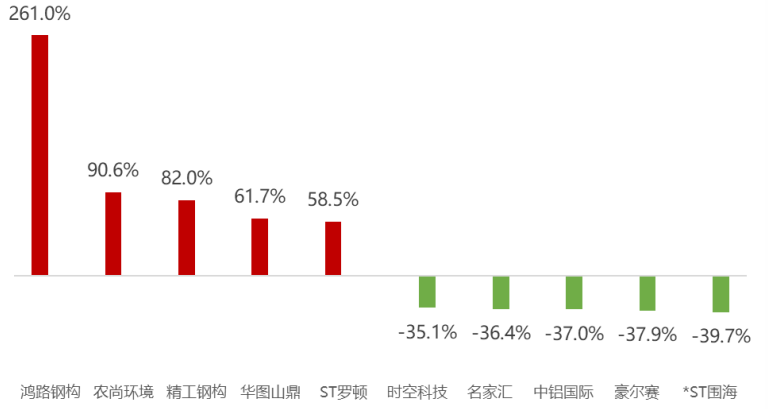
建筑装饰行业指数相对沪深300走势



建筑子行业二级市场涨跌幅



建筑行业涨跌幅前十个股

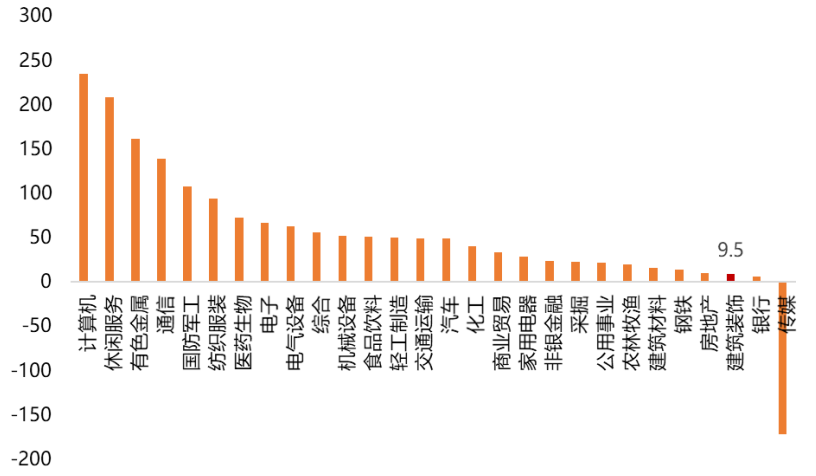


- 2020年初截至10月30日申万建筑装饰指数下降4.7%，跑输沪深300指数约17.8个百分点。
- 2020年初截至10月30日专业工程行业上涨，涨幅为7.9%，园林工程、装修装饰子、基础建设、房屋建设子行业表现为下跌。
- 2020年初截至10月30日板块内涨幅最大的为鸿路钢构（+261.0%）、农尚环境（+90.6%）、精工钢构（+82.0%）；跌幅最大的为*ST围海（-39.7%）。

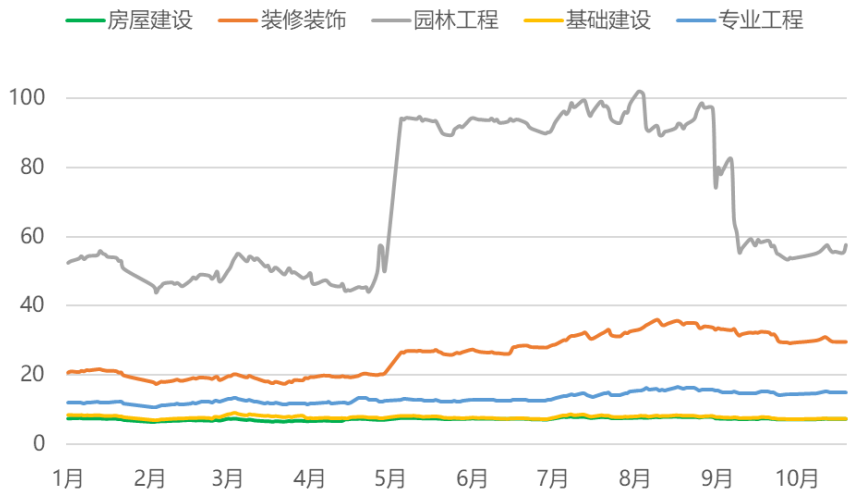
数据来源：Wind，西南证券整理

2020年行业回顾：整体估值低，子行业存在差异

申万一级行业市盈率（TTM整体法）



20年子行业市盈率变动（TTM整体法）



建筑装饰行业市盈率变动（TTM整体法）

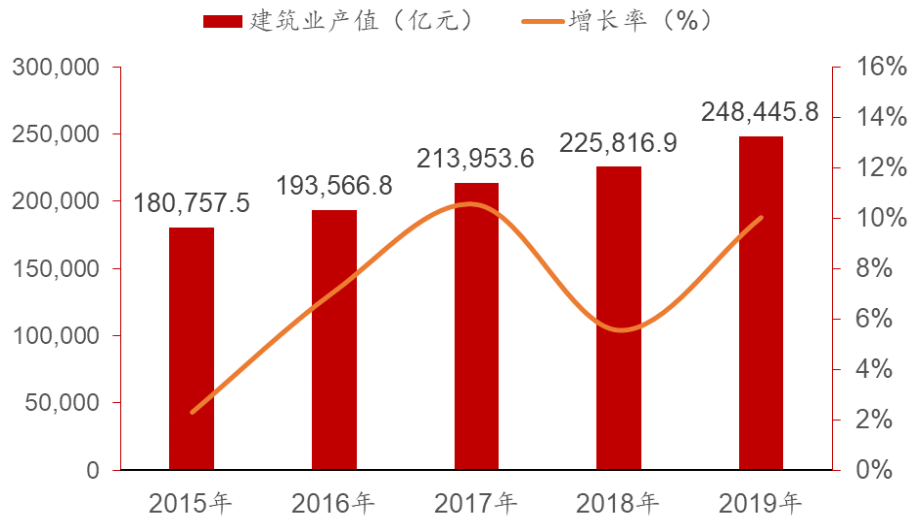


数据来源：Wind，西南证券整理

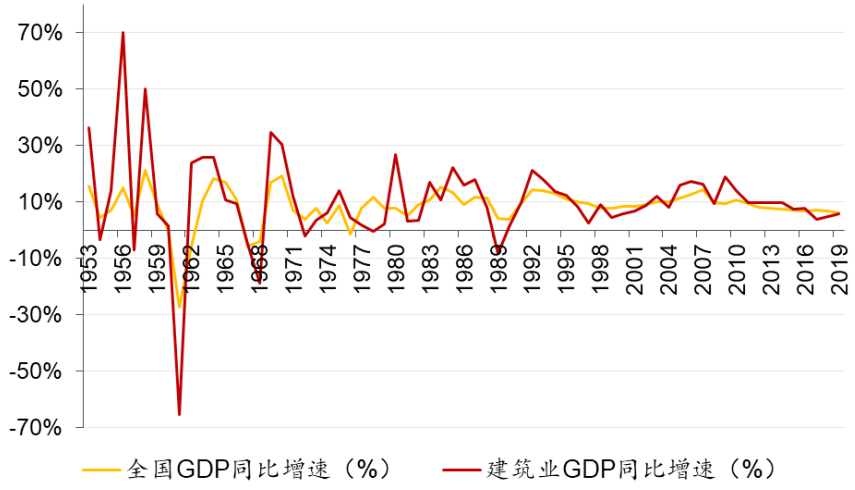
- 横向看：建筑装饰行业PE(TTM)为9.5倍，在申万行业中处于低水平。
- 纵向看：长期来看行业PE波动下跌，估值处于过去3年的低点；但20年1月至今稍有回升。
- 从子行业来看，成长性板块园林工程（58倍）和装修装饰（30倍）的市盈率较高，而传统的房屋建设（7.2倍）和基础建设（7.4倍）的市盈率最低。

行业新常态：景气度下滑，变革中寻求机遇

建筑业产值持续增长



建筑业与全国GDP增速下滑



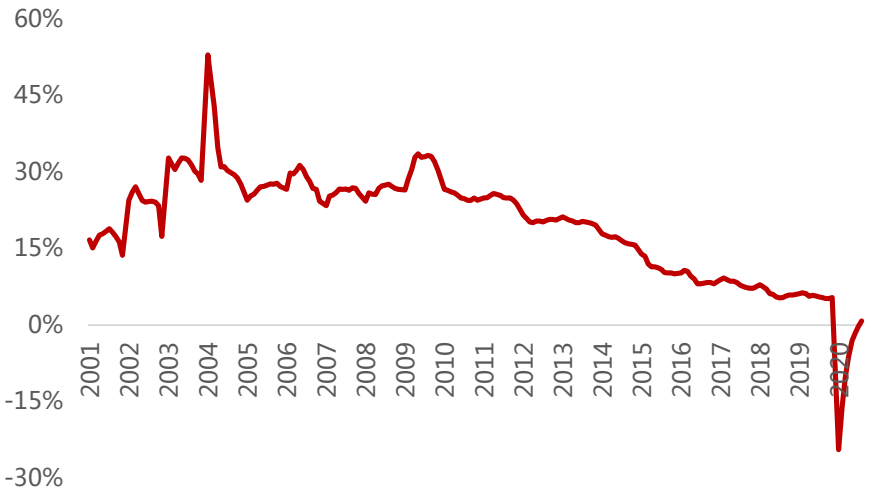
数据来源：Wind，国家统计局，西南证券整理

1 宏观经济由高增长转入中高增长

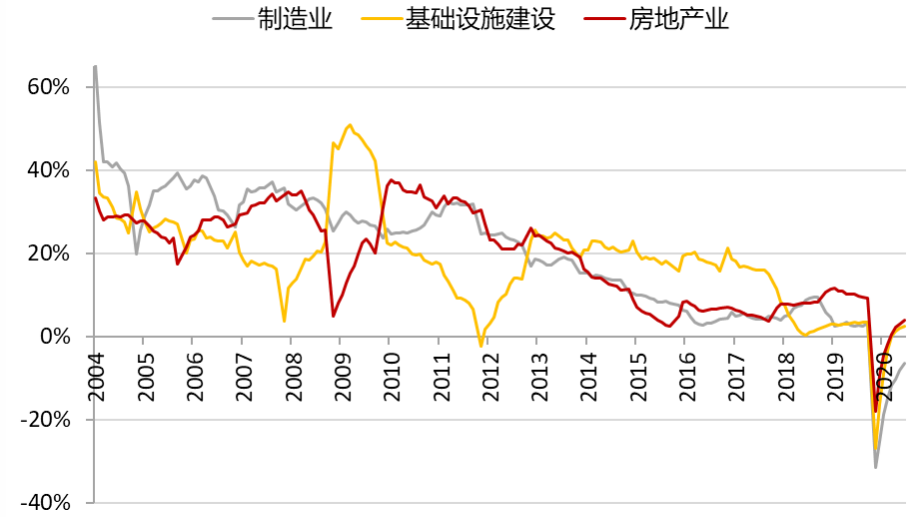
- 我国经济增长已由过去的高增长转变为新常态下的中高增长阶段，从建筑业增长周期与经济周期的关系来看，经济增速下滑将直接影响建筑业的需求。
- 建筑业周期很大程度上受到房地产及投资周期影响，我国建筑业近年增长受限。
- 2015年以来，建筑业产值增速略有回升。

行业新常态：景气度下滑，变革中寻求机遇

固定资产投资完成额累计同比下行



三大下游行业固定资产投资完成额累计同比下行



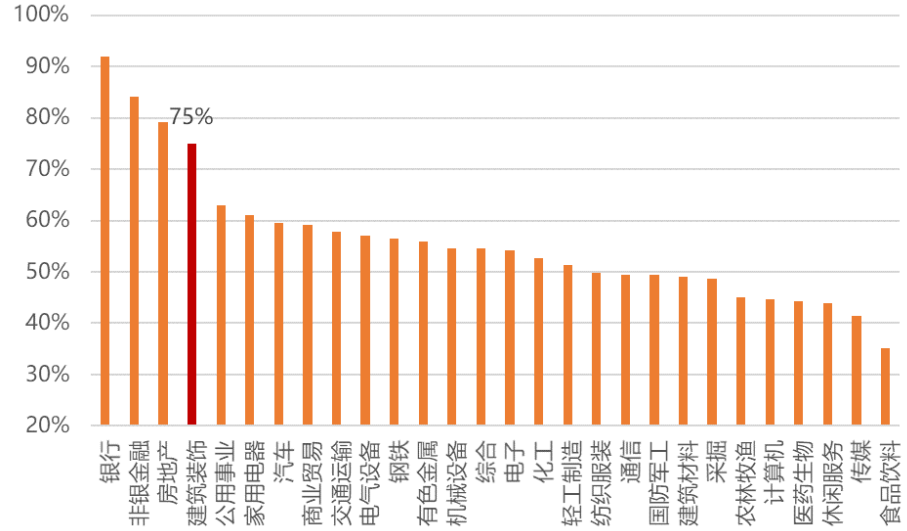
数据来源：Wind，西南证券整理

2 固定资产投资下滑，下游需求不足

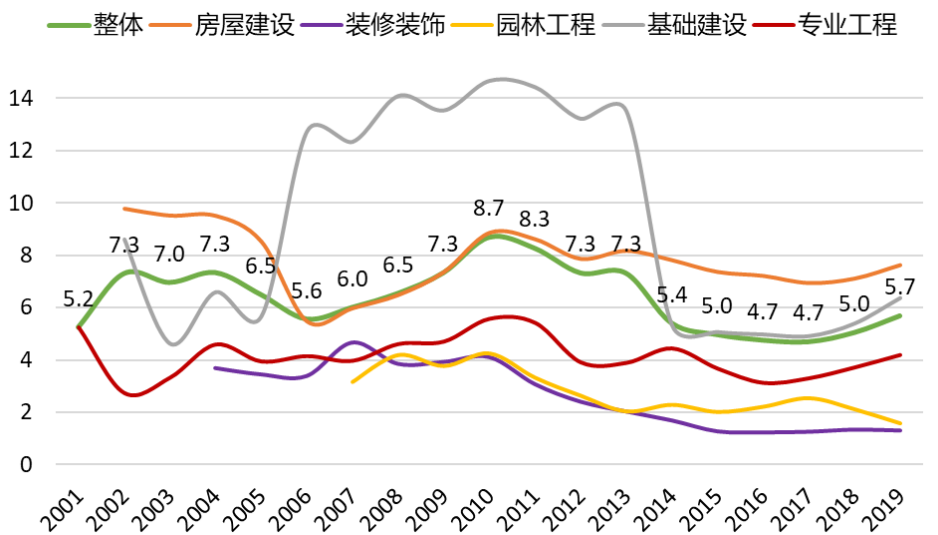
- 制造业固投、房地产业固投和基建固投增速过去10年整体处于波动下行趋势。
- 房地产、制造业持续下行，基建于2013年至2017年之间保持较高增速；基建和地产基本呈此消彼长态势。2020年初受疫情影响三大行业固定资产投资均大幅减少，但截至9月，基建投资增速基本恢复到疫情前水平，房地产业也由负转正，制造业恢复较慢。

行业新常态：景气度下滑，变革中寻求机遇

建筑行业资产负债率高企



行业内公司应收账款周转率偏低



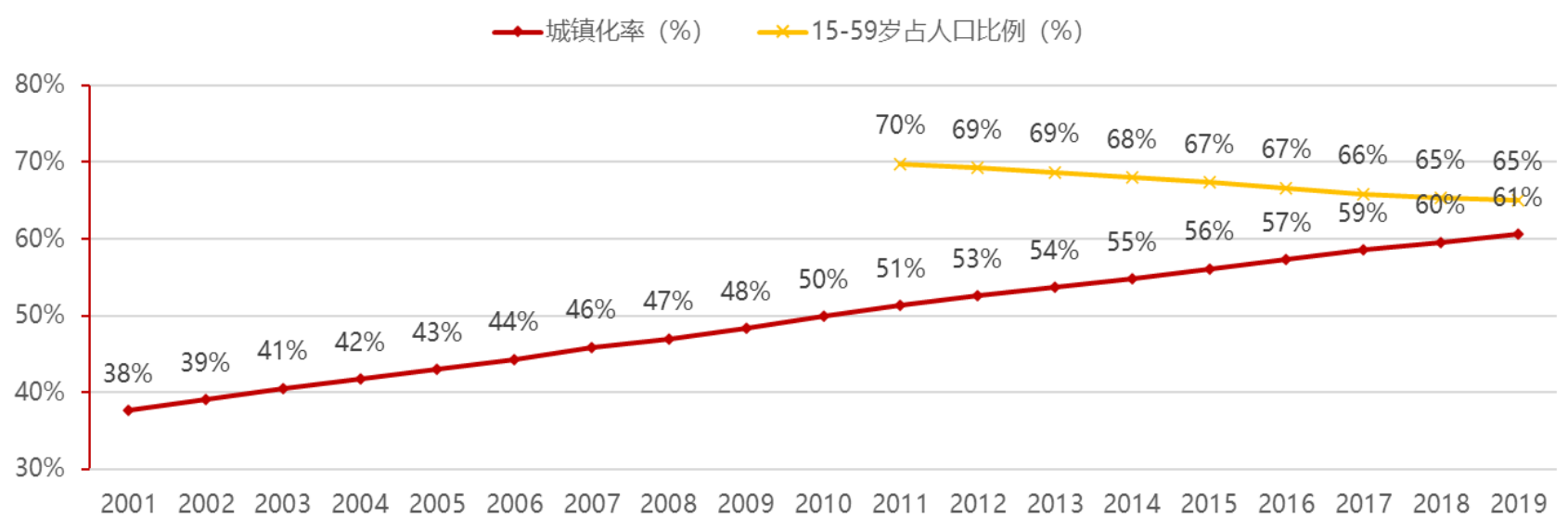
数据来源：Wind，西南证券整理

3 高资产负债率与回款压力大已成为行业性难题

- 建筑行业资产负债率偏高。尽管建筑行业资产负债率自2014年的79.9%以来持续下降，2019年年报数据显示其资产负债率仍达75%，在28个申万一级行业中高居第4位，仅次于银行、非银金融和房地产。较高的资产负债率给公司带来了沉重的财务费用。
- 回款面临较大压力，应收账款周转率偏低，尤其是装修装饰与园林工程子板块。行业整体应收账款周转率在2010年达到近20年最高值8.7，此后一路下滑，近两年稍有回升，2019年为5.7。

行业新常态：景气度下滑，变革中寻求机遇

城镇化率稳步提升，接近拐点；人口红利下滑严重



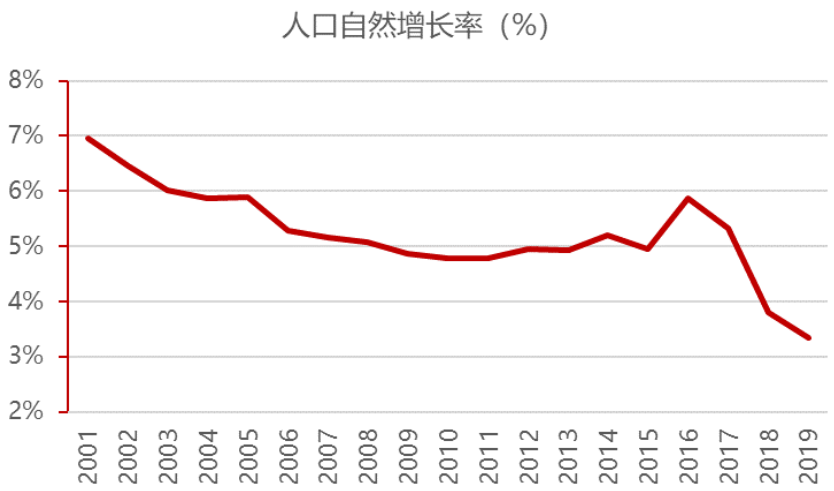
数据来源：Wind，西南证券整理

4 城镇化率已接近拐点，人口红利逐步减弱

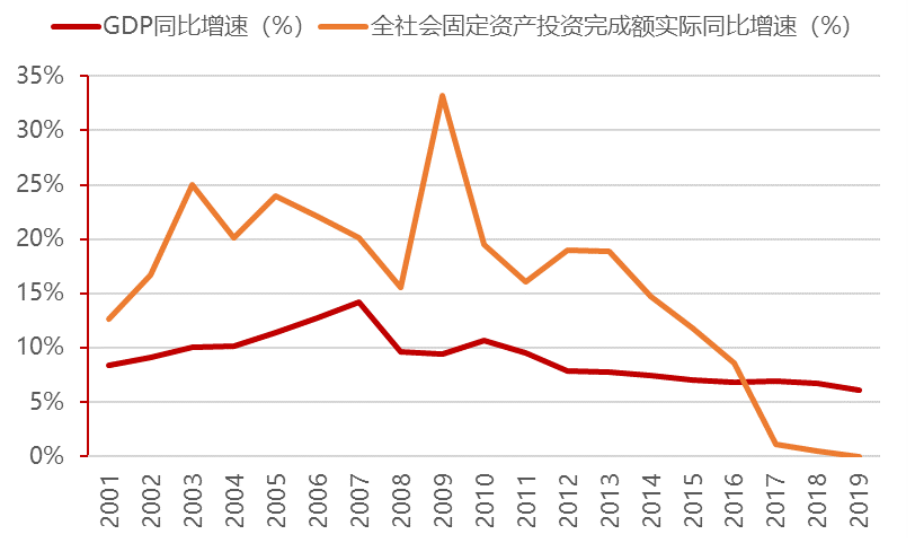
- 截至2019年，我国的城市化率已超过60%，考虑到我国的大中城市的发展已经接近与日本韩国的拐点时期，预计未来我国城市化率增速将降低，建筑业发展速度相应趋缓。
- 我国人口红利自2011年来逐步减弱，相应的人工成本逐步上升，增加企业负担，特别是人工成本占比较大的建筑业受此影响较大。

行业周期：长周期短周期嵌套，基建对冲属性强

人口增速下行，建筑大周期向下



宏观经济下行，建筑中周期向下



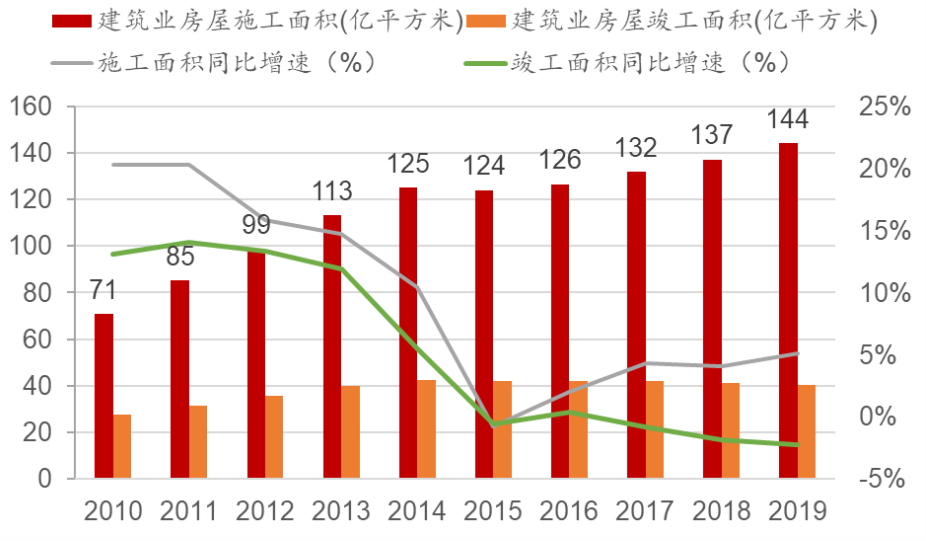
数据来源：Wind，西南证券整理

1 中长周期下滑、小周期筑底的嵌套阶段

- 库兹涅兹周期15年以上——从1987年以来，我国人口增速持续下滑，对应库兹涅茨周期来说处于持续下行趋势。
- 建筑业周期平均长度为8-11年，体现了朱格拉周期的典型特性，受宏观经济景气度下行以及下游行业设备投资下行影响。

行业周期：长周期短周期嵌套，基建对冲属性强

施工面积增速提高，竣工面积增速降至负数



数据来源：Wind，西南证券整理

宏观经济下行，建筑小周期向上

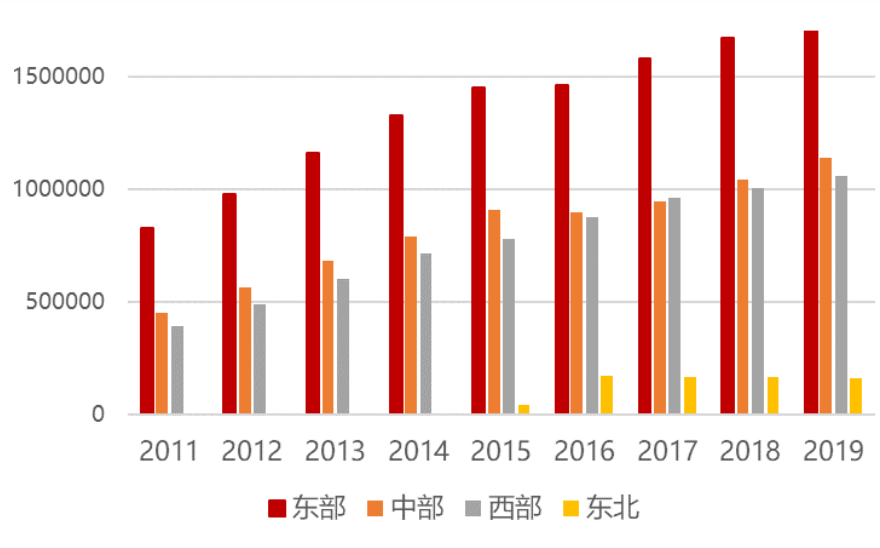
证券代码	证券简称	2020年上半年新签合同（亿元）	YOY
601668.SH	中国建筑	15101	5.2%
601800.SH	中国交建	5331	7.3%
601390.SH	中国中铁	8703	24%
601186.SH	中国铁建	8759	22%
601618.SH	中国中冶	4652	22%
601669.SH	中国电建	3362	11%

2 中长周期下滑、小周期筑底的嵌套阶段

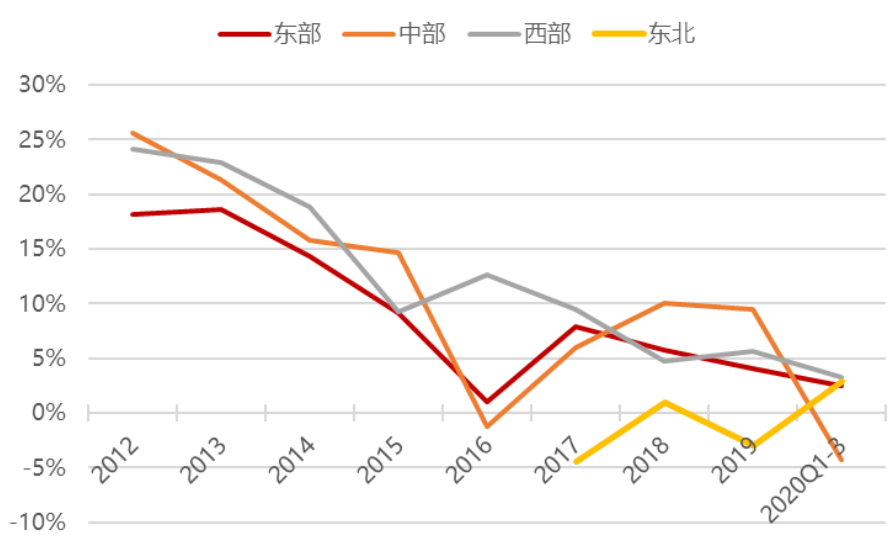
- 以房屋新开工面积增速和竣工面积增速表现的建筑业周期则较为显著，新开工面积增速尤其反映了新增投资的变动情况，按照这一标准，建筑业小周期长度大约为2-3年。
- 小周期受订单驱动影响，今年上半年大型建筑央企新增订单整体仍保持大幅增长，预计明年建筑业增速或将触底回升。

行业周期：长周期短周期嵌套，基建对冲属性强

各区域固定资产投资完成额（亿元）



各区域固定资产投资增速（%）



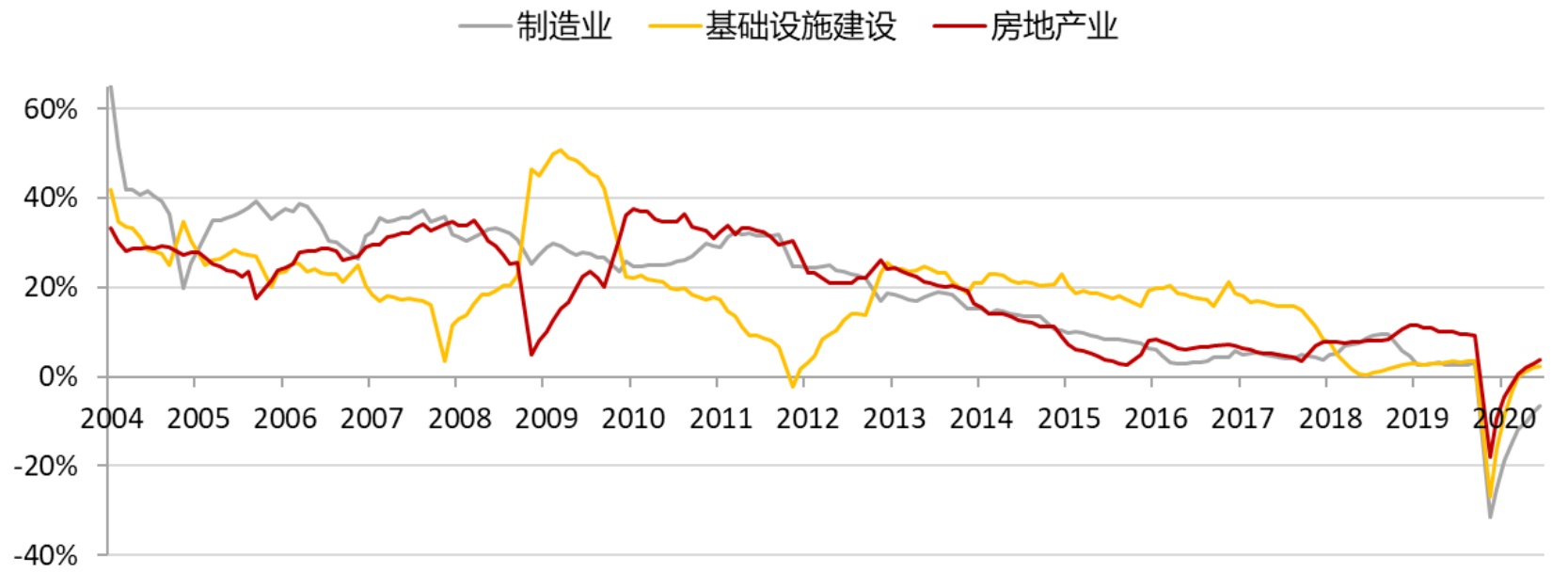
数据来源：Wind，西南证券整理

3 地区性差异：中部显著下降，东北增速提升

- 中西部固定资产投资20年前增速一直高于东部，东部的相对投资占比长期趋势向下，东北地区2020年增速转正。
- 经济越发达地区、资本存量越大地区在遭遇经济冲击时，所受影响也较大。中部地区包含了此次疫情爆发的中心，固定资产投资显著下挫。

行业周期：长周期短周期嵌套，基建对冲属性强

三大下游市场投资增速比较



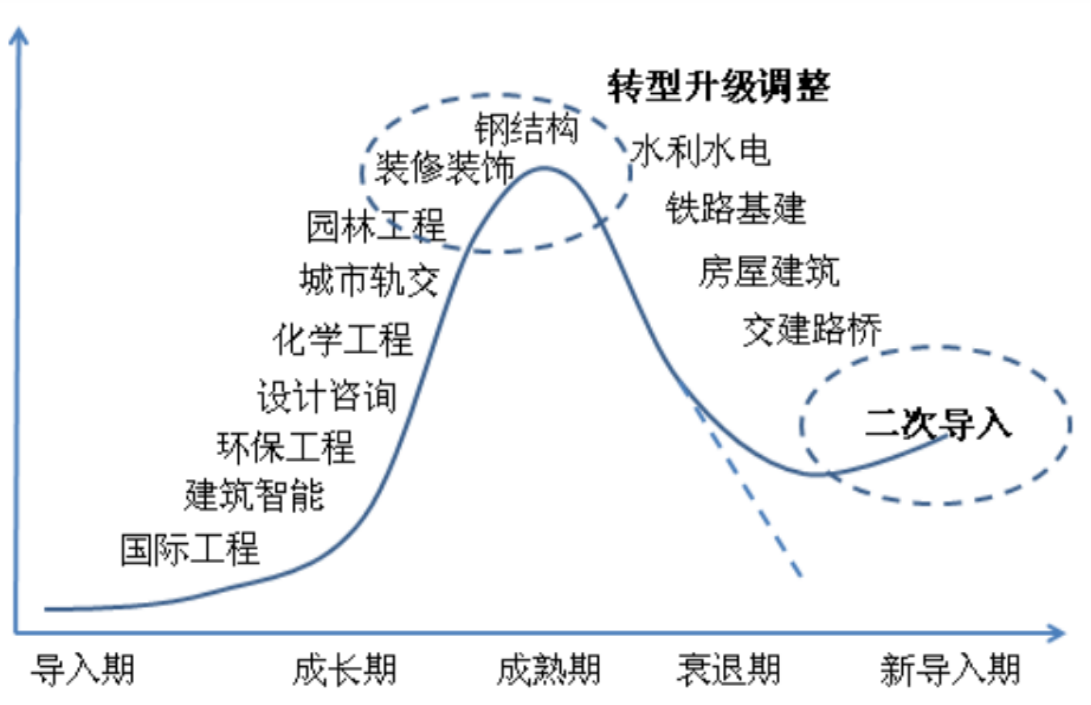
数据来源：Wind，西南证券整理

4 结构性差异：基建仍是稳增长利器

- 三大下游市场投资比重趋于均衡，基建投资对冲属性强。
- 疫情前房地产投资增速较快，未来基建投资仍是对冲房建投资下降的有效工具，我们判断未来几年将成建筑业小周期筑底回升的主要动力。

行业周期：长周期短周期嵌套，基建对冲属性强

子行业具有不同生命周期



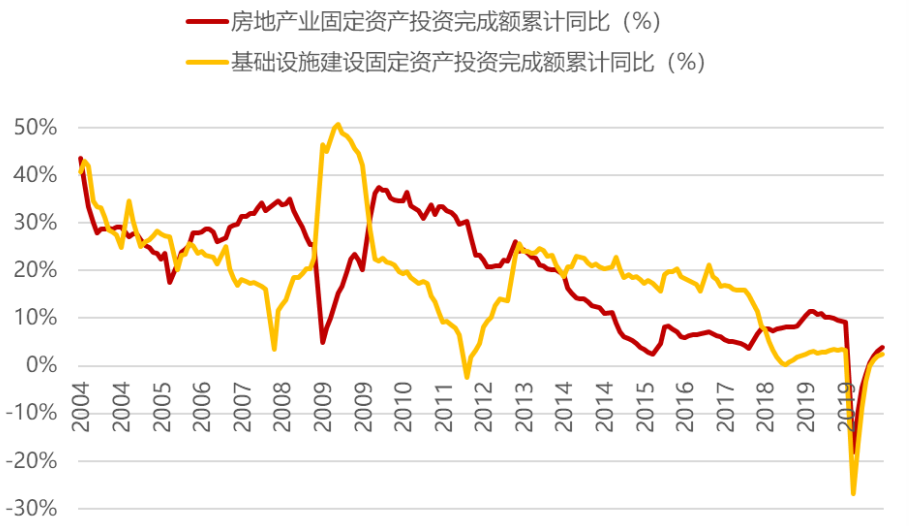
数据来源：Wind，西南证券整理

5 子行业生命周期分化较大

- 导入期、成长期、成熟期、衰退期，建筑行业整体处于成熟阶段，但结构分化较大。不同子板块处于生命周期的不同阶段，这也为市场的结构性行情提供了基础。
- 传统行业已经成为成熟行业，一些高景气的细分子行业如城市轨交、核电建设、新型煤化工及受益政策推进的装配式建筑、国际工程、建筑智能、环保工程和设计咨询成为目前的朝阳产业。

行业空间：制造业持续下滑，房地产稍有回弹，期待基建托底

基建投资和房地产投资有明显的对冲作用



房地产投资及基建投资对冲测算

年份	基建投资（万亿元）	增速	地产投资（万亿元）	增速
2011	6.69	3.30%	7.57	31.29%
2012	7.72	15.27%	9.26	22.44%
2013	9.36	21.32%	11.14	20.28%
2014	11.22	19.82%	12.37	11.01%
2015	13.13	17.02%	12.67	2.41%
2016	15.2	15.80%	13.53	6.80%
2017	17.31	14.93%	13.93	2.96%
2018	17.62	1.79%	15.13	8.3%
2019	18.21	3.33%	16.51	9.10%
2020E	18.65	2.55%	17.50	6%

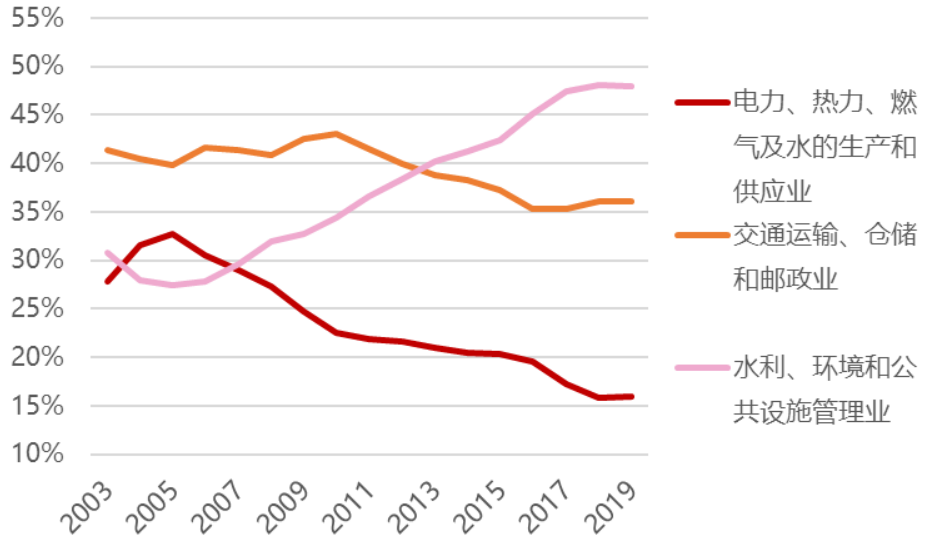
数据来源：Wind，西南证券

6 基建投资或将提速

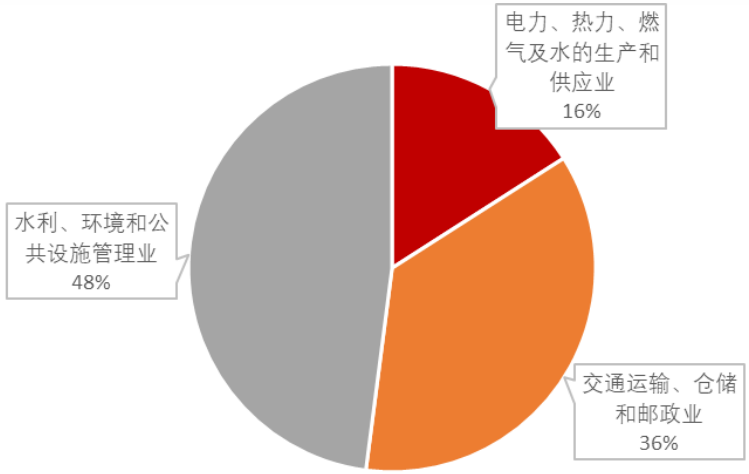
- 从历史上来看，基建投资和房地产投资有明显的对冲作用。
- 我们测算房地产投资每下降1个点，基建投资相应的需要增长0.75个百分点才能完成对冲。如果2020年的房地产投资增速回落3.1个百分点，则基建投资增速需要增加2.33个百分点，但考虑到今年的特殊情况及GDP增速，预计2020年的基建的同比增速将达到2.55%。

行业空间：制造业持续下滑，房地产稍有回弹，期待基建托底

三大基建投资中水利环境公共设施占比上升



2019年基建中水利环境公共设施占主导



数据来源：Wind，西南证券整理

6 基建投资或将提速

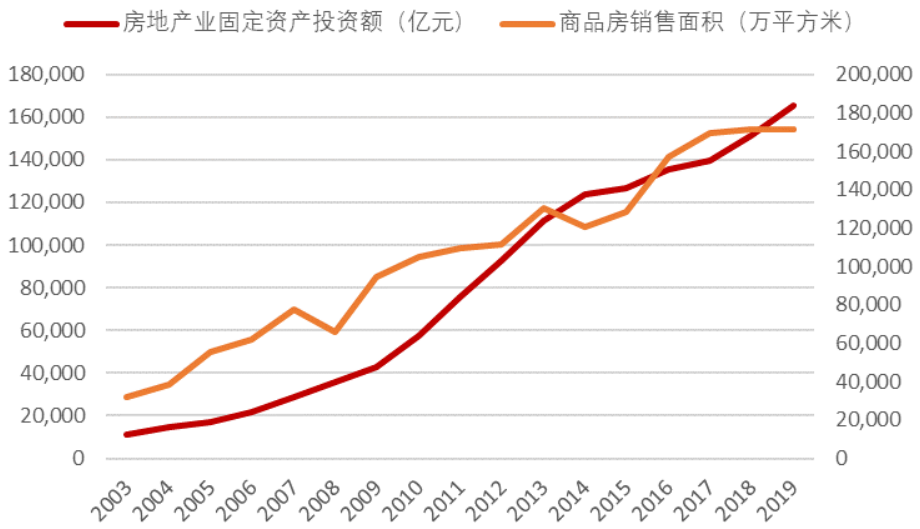
- 三大基建投资占比近年产生变化：2013年之前“交通运输、仓储及邮政业”最高，占基建投资的比重在 2010 年达到峰值的 43.0%；2013年之后“水利、环境及公共设施管理业”成为新的主导，2019年占基建投资的比重为47.9%，较上年下降0.2个百分点，出现自2006年以来的首次下调。

行业空间：制造业持续下滑，房地产稍有回弹，期待基建托底

房地产投资自2011年开始下行，近年回升



房地产投资及商品房销售面积趋势相同



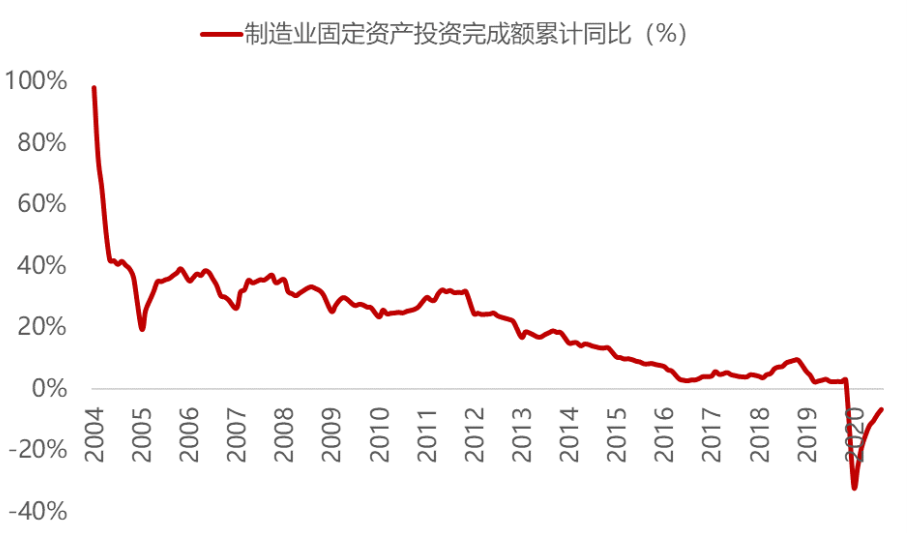
数据来源：Wind，西南证券整理

7 房地产投资受调控政策和新冠疫情影响较大

- 房地产市场未来发展关键看两个因素：城镇化和人口结构。国内商品房销售面积自2016年起增速放缓；2020年受疫情影响同比降幅较大但逐渐回调，截至9月商品房销售面积累计同比下降-1.8%。
- 一般房地产开发投资增速落后商品房销售面积增速5-6个月左右，房地产投资增速滞后7个月，预计房地产投资增速到明年第二季度呈现下行趋势。

行业空间：制造业增长缓慢，房地产稍有回弹，期待基建托底

制造业投资自2012年开始放缓，疫情后恢复较慢



数据来源：Wind，西南证券整理

8 制造业投资连续下行，或将触底回暖，存结构性机会

- 制造业投资增速从2011年的最高点开始逐步回落，主要受去产能、去库存的影响；虽然近期受疫情影响同比下降，但恢复速度慢于其他子行业投资。

目　录

2020年行业回顾：变革中寻求机遇

2021年行业投资方向：三条主线掘金

2021年重点推荐投资标的

未来投资方向：稳增长、低估值央企

1 国企改革提高国企管理效率和估值中枢

- 国内建设高峰期已过，建筑企业未来的核心在于管理，提升业绩和估值的核心因素已经从行业红利转变为内部效率的提升。
- 央企和国企在建筑行业中占了主导地位，但其效率显著低于民企。整合国企资产可提升资产证券化率，优化国企财务结构，提升国企内部效率及估值中枢。

板块内央企、国企、民企平均经营效率

企业类型	2019年报平均毛利率	2019年报平均净利率
央企	13.03%	4.08%
国企	17.16%	4.94%
民企	23.80%	5.94%

数据来源：wind，西南证券整理

未来投资方向：稳增长、低估值央企

2 国企改革提高国企管理效率和估值中枢

- 从目前公布的国改案例来看，国企改革主要由四种类型，分别是母公司资产注入、混改、员工持股、转型升级。
- 我们认为未来主要看点有合并重组、混合所有制、员工持股等。
- 近期，中国能建拟吸收合并葛洲坝；中国建筑拟回购拟76.6亿回购公司股份，对管理者及员工股权激励。

国企改革的四种主要形式

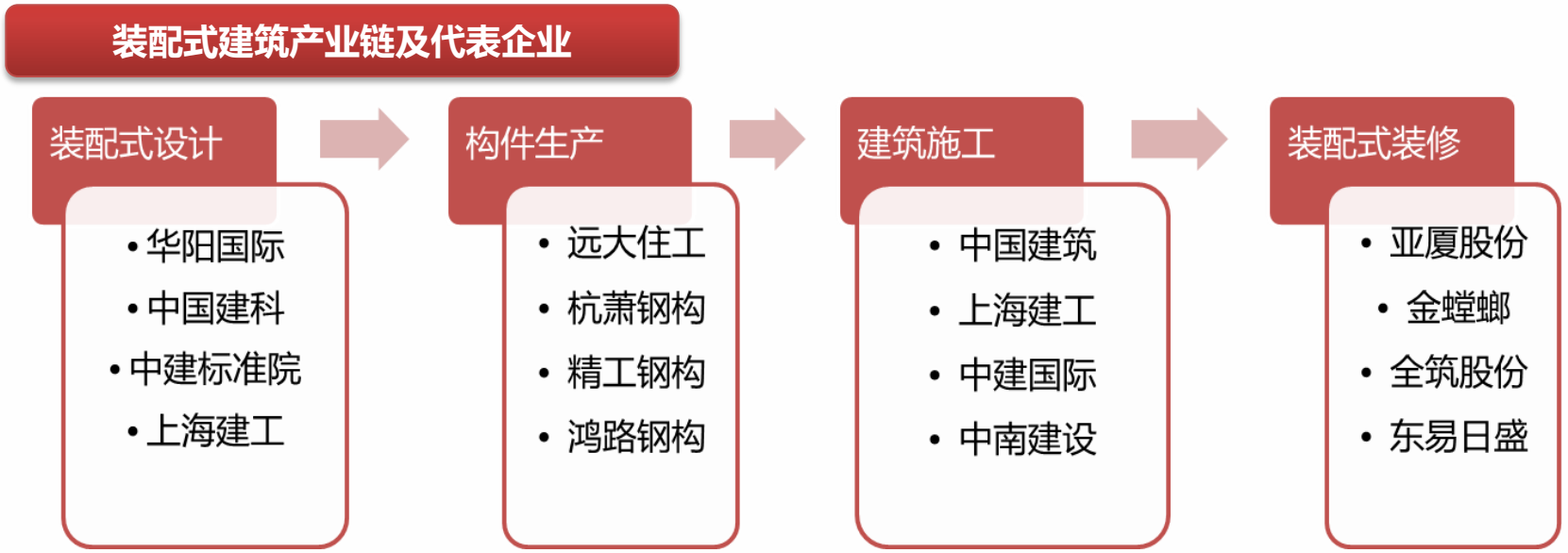
国企改革类型	对应内容及利好
母公司资产注入	母公司核心资产注入上市公司平台，快速做大市值，上市公司作为集团的平台公司，有望获得大量优质资产注入，从而获得爆发式外延式增长的机会,重点关注“大集团、小公司”。
混改	混合所有制（引进战投、民资等）将加速存量资本效率提升。上市国企通过引入民资或战投等提高企业经营效率，部分行业还将受益于油气管网、铁路网运等上游市场改革增加需求。
员工持股	员工激励加速业绩释放，通过员工持股或股权激励等提高公司的管理效率。
转型升级	转型带动业绩估值提升。如果上市公司把国企改革及公司业务、商业模式转型结合起来，将带来多赢的机会。

数据来源：西南证券整理

未来投资方向：装配式建筑和装修

1 装配式建筑产业链

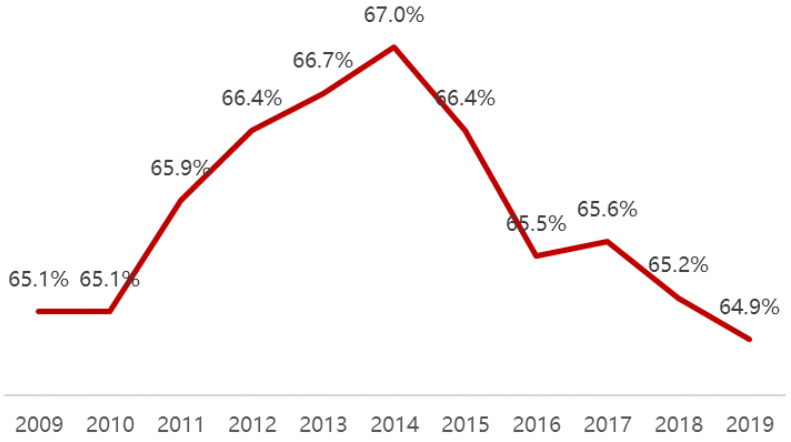
- 装配式建筑是将建筑的部分或全部构件在构件预制工厂生产完成，然后通过相应的运输方式运到施工现场，采用可靠的安装方式和安装机械将构件组装而成的具备使用功能的建筑物。其筑产业链包括装配式设计、构件生产、建筑施工和装配式装修。

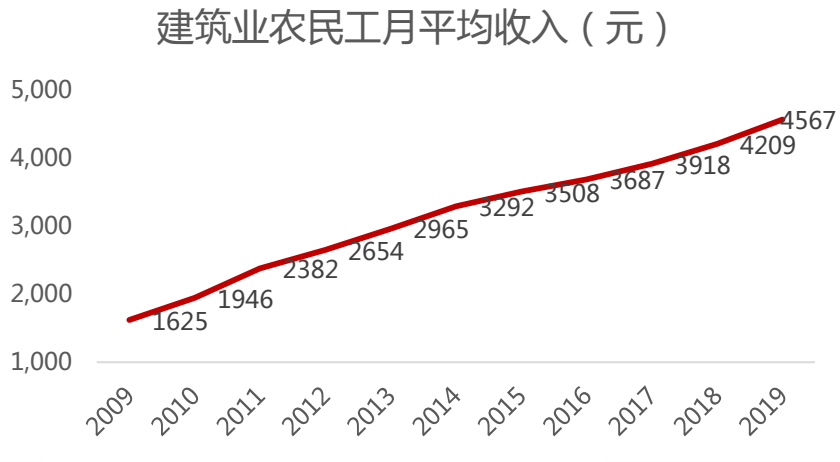


数据来源：Wind，西南证券整理

未来投资方向：装配式建筑和装修

建筑业农民工比例下降，工资提高

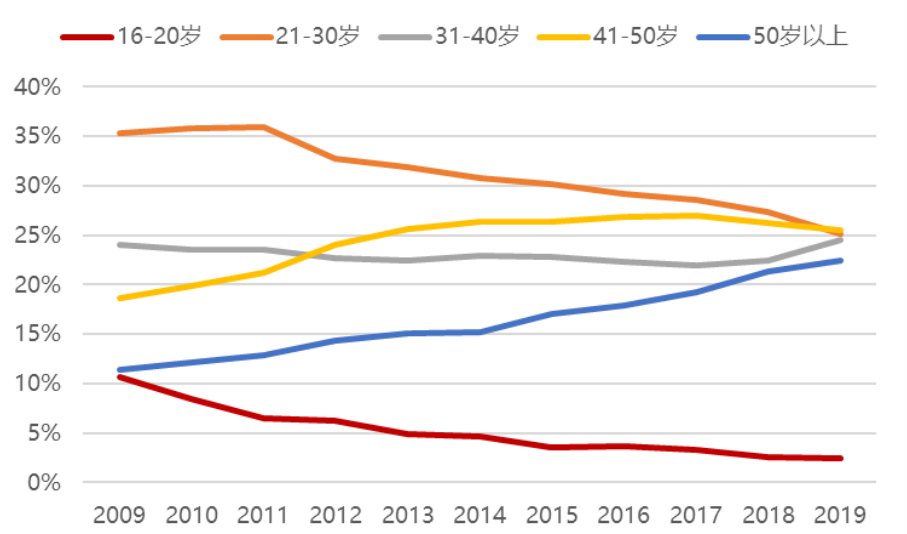




2 传统建造方式用工压力大

- 建筑业农民工的比例呈下降趋势，而他们的月平均收入不断提高，增加了建筑企业的用工压力和成本。
- 近十年，中国农民工中50岁以上的比例不断提高，30岁以下人群比例不断下降，说明农民工人口结构趋于老龄化，依靠建筑工人劳力的传统建筑方式未来将难以维系。

农民工人口结构趋于老龄化



数据来源：Wind，西南证券整理

未来投资方向：装配式建筑和装修

3 形势和政策双重推动

- 从全球视角看，产业工人短缺+环保压力是装配式建筑发展的主要推动力，国内形势严峻，产业升级转型势在必然。现阶段我国建筑产业面临的最大问题是产业工人短缺，而装配式建筑相较于传统建筑方式具有明显的环保、节能、效率优势，最关键在于能够将建筑工人产业化，极大的拓宽产业劳动力来源。从海外产业发展经验看，其普及程度非常高，有丰富的经验可以借鉴，这决定了装配式建筑有望成为我国产业转型升级的必由之路。

- 目前我国装配式建筑行业仍处于发展阶段，行业的转型升级离不开国家政策的支持。2016年国务院发布《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：大力推广装配式建筑，建设国家级装配式建筑生产基地。加大政策支持力度，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%。近年发布的政策文件同样反复强调应大力发展装配式建筑和装修。

未来投资方向：装配式建筑和装修

4 行业最新相关政策

发布时间	发布主体	政策规范	相关内容
2020年8月28日	住房和城乡建设部等部门	《住房和城乡建设部等部门关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》	要加强系统化集成设计，推动全产业链协同，推进标准化设计，推广装配式建筑体系；推广精益化施工，推进建筑全装修；创新组织管理模式，大力推行工程总承包。
2020年7月15日	住房和城乡建设部等部门	《绿色建筑创建行动方案》	推广装配化建造方式。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，提高装配式建筑构配件标准化水平；推动装配式装修，打造装配式建筑产业基地，提升建造水平。
2020年7月3日	住房和城乡建设部等部门	《住房和城乡建设部等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》	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；在建造全过程加大建筑信息模型（BIM）、云计算等新技术的集成与创新应用；加快培育具有智能建造系统解决方案能力的工程总承包企业，形成涵盖设计、生产、施工、技术服务的产业链。
2020年5月18日	住房和城乡建设部	《住房和城乡建设部关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》	实施新型建造方式，大力发展装配式建筑，积极推广钢结构装配式住宅，推行工厂化预制、装配化施工、信息化管理的建造模式，推进建筑信息模型（BIM）等技术在工程设计和施工中的应用。
2020年1月16日	住房和城乡建设部	《民用建筑工程室内环境污染控制标准》	民用建筑室内装饰装修设计应有污染控制措施，采用装配式装修等先进技术，装饰装修制品、部件宜工厂加工制作、现场安装。
2018年11月23日	住房和城乡建设部	《住房城乡建设部办公厅关于印发贯彻落实城市安全发展意见实施方案的通知》	推动装配式建筑、绿色建筑、建筑节能、建筑信息模型（BIM）技术、大数据在建设工程中的应用，推动新型智慧城市建设。

数据来源：国务院政策文件库，西南证券整理

未来投资方向：装配式建筑和装修

5 重点关注环节

构件生产

- 在产业链中，构件生产具有更高的景气度。构件生产环节是通过组模、浇筑等流程在生产线运作，制成PC（预制混凝土）、PS（预制钢结构）等构件，因成本低、居住舒适度高等特点，在民用建筑中应用最为广泛。该环节中PC领域领先企业有远大住工，PS 领域主要参与企业包括鸿路钢构、杭萧钢构、精工钢构等。

装配式装修

- 装修装饰行业逐渐由传统的劳动密集型向资本密集型转变，由提供个性化装修服务向提供标准化商品制造转变，利好行业龙头。装配式装修是将工厂生产的部品部件在现场进行组合安装的装修方式。

  1）有利于促进行业规范化，改善“大行业、小公司”的鱼龙混杂的行业格局，提高消费者满意度。

  2）装修配件的标准化为龙头企业利用自身综合管控优势，通过大规模生产降低单位成本创造了条件，形成规模经济效应。

  3）能从根本上改变施工现场“脏乱差”局面，有效降低建造过程大气污染和建筑垃圾排放，助力城市环境改善和生态文明建设。

未来投资方向：生态园林子行业

1 符合政策引导方向

- 党的十八大以来，生态环境保护工作发生历史性、转折性、全局性变化，生态文明建设力度之大前所未有。习近平总书记多次指出，要牢固树立绿水青山就是金山银山的理念，统筹山水林田湖草系统治理，优化国土空间开发格局，抓好生态环境保护。战略部署不断加强，全社会生态环境保护意识显著提升，海绵城市、特色小镇、矿山修复和湿地保护等领域市场逐渐放量，为相关行业的发展奠定基础。

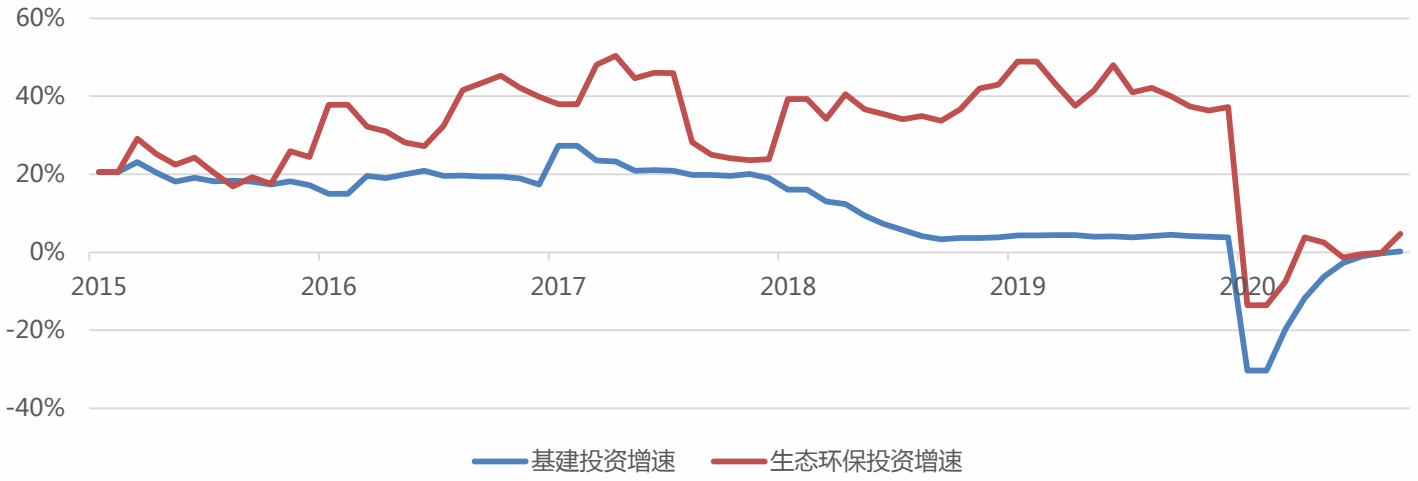
相关政策支持

发布时间	发布主体	政策规范	相关内容
2016年4月12日	国土资源部	《国土资源“十三五”规划纲要》	2016-2020 年完成 750 万亩历史遗留矿山地质环境治理恢复任务，工矿废弃地复垦力度不断加大。
2017年3月28日	国家林业局、国家发展改革委、财政部	《全国湿地保护“十三五”实施规划》	现有已批国家湿地公园建设带来的市场空间将达到2880亿元以上；长江黄河流域的水体治理工作将是重点；沙漠治理与开发亟待加强，目前我国待建沙漠公园超300个。
2017年5月26日	住房和城乡建设部、国家发展改革委	《全国城市市政基础设施规划建设“十三五”规划》	再次强调了加快海绵城市建设、推进水资源可持续管理的重要性。
2018年4月13日	国家林业和草原局	《国家储备林建设规划（2018-2035年）》	进一步明确了至2035年建成2000万公顷国储林的目标，国储林市场规模年均增加260-380亿元，有望呈爆发式增长。
2020年9月16日	国家发展改革委	《关于促进特色小镇规范健康发展的意见》	为加强对特色小镇发展的顶层设计和激励约束，提出了总体要求、主要任务、规范管理和组织实施四大方面的意见，推动经济转型升级和新型城镇化建设。

数据来源：政府网站，西南证券整理

未来投资方向：生态园林子行业

生态环保是最为景气的基建子板块



数据来源：Wind，西南证券整理

2 子行业景气度高

- 2020年园林工程子板块中景气程度高。
- 2020年1-9月狭义基建投资增速0.2%，生态环保投资增速为4.7%，生态领域是最为景气的基建子板块。

目　录

2020年行业回顾：变革中寻求机遇

2021年行业投资方向：三条主线掘金

2021年重点推荐投资标的

中国建筑（601668）：经营稳健、低估值

□ 投资逻辑：

1）公司业绩一直保持稳定增长，估值5倍，位于历史较低位置；2）公司是全球建筑工程龙头，具备极强的核心竞争力；3）拟76.6亿回购公司股份，对管理者及员工股权激励。

□ 业绩预测与投资建议：

2020-2022年EPS分别为1.05元、1.16元、1.28元，对应PE为5倍、4倍、4倍。“买入”评级。

□ 风险提示：

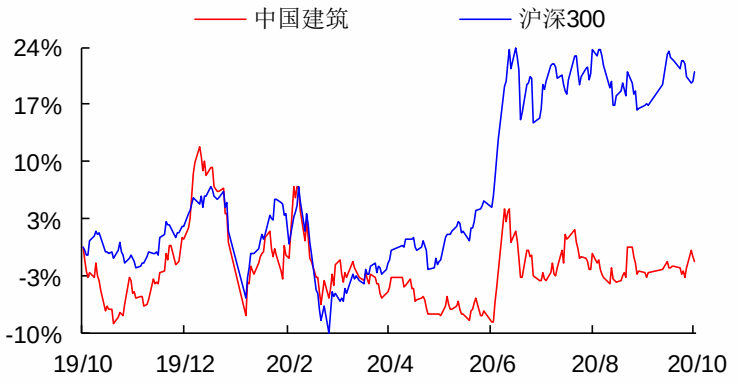
宏观投资下行风险，疫情风险，地产销售不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1419836.59	1577725.51	1801769.26
营业收入增长率	18.39%	11.12%	14.20%
归母净利润（百万元）	41881.40	44024.00	48778.35
净利润增长率	9.52%	5.12%	10.80%
EPS（元）	1.00	1.05	1.16
P/E	5	5	4

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

东珠生态（603359）：业绩爆发，行业景气

□ 投资逻辑：

1）公司2020年前三季度归母净利润同比提升41%；近期中标保山、周口、赣州、泰安市等多地项目，订单充足；2）在手资金充裕，资产负债率继续维持在行业内较低水平；大股东认购4.8亿元公司定增募资彰显信心；3）公司继续加强布局水生态治理、矿山修复以及森林公园项目，逐步实现生态修复大行业的全面覆盖，综合实力和品牌得到进一步提升。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022 年EPS 为1.41、1.80元、2.26 元，对应 PE为 13、10、8倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

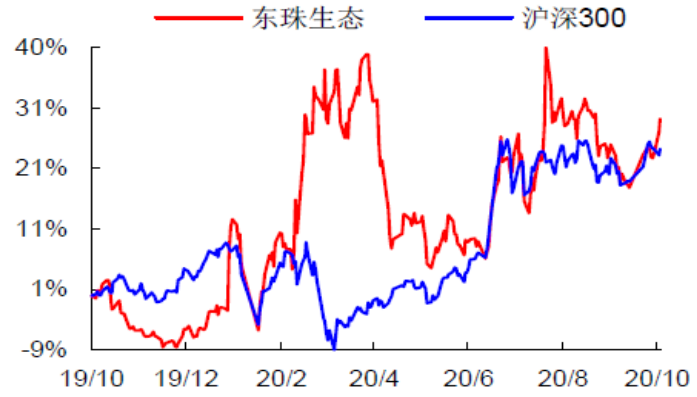
工程进度、工程回款不及预期的风险，业务拓展不及预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2017	2611	3333
营业收入增长率	26.53%	29.45%	27.66%
归母净利润（百万元）	361.51	448.60	574.60
净利润增长率	10.96%	24.09%	28.09%
EPS（元）	1.13	1.41	1.80
P/E	17	13	10

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

亚厦股份（002375）：装配式装修龙头企业

□ 投资逻辑：

1）未来装修装饰行业越来越趋向精细化、规范化经营管理，集中度会进一步提高，利好龙头企业；2）受益于装饰总承包模式、住宅全装修政策、装配式建筑、长租公寓、老旧小区改造等政策带来的红利；3）是装配式装修的先行者；参与制定行业规范，具有深厚行业影响力。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年EPS分别为0.32元、0.40元、0.46元，对应PE为28倍、22倍、19倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

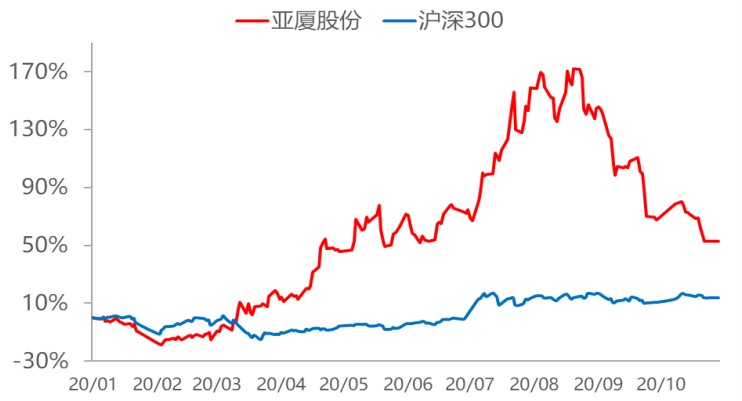
疫情风险，回款风险，新产品推广低于预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10,786	11,180	12,640
营业收入增长率	17.2%	3.7%	13.1%
归母净利润（百万元）	426	433	536
净利润增长率	15.4%	1.8%	23.7%
EPS（元）	0.32	0.32	0.40
P/E	28	28	22

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

部分公司估值表

代码	公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			投资评级
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601668	中国建筑	5.11	1.00	1.05	1.16	5	4	4	买入
603359	东珠生态	18.7	1.13	1.41	1.80	17	13	10	买入
002375	亚厦股份	8.97	0.32	0.32	0.40	28	28	22	买入

数据来源：Wind，西南证券（截止2020/10/30）

西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：颜阳春
执业证号： S1250517090004
邮箱：yyc@swsc.com.cn
电话：021-58351883

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海
地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼
邮编：200120

北京
地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502
邮编：100045

重庆
地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼
邮编：400023

深圳
地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼
邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn