2020 年 10 月 28 日

证券研究报告•行业研究•建筑装饰

建筑工程行业动态点评

强于大市(上调)

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

中国能建拟换股吸并葛洲坝，国企改革加速

投资要点

- **中国能建拟换股吸收合并葛洲坝：**葛洲坝发布中国能源建设的换股吸并方案，中能建通过吸收合并葛洲坝完成整体上市，并成为 A 股+港股上市公司，葛洲坝将终止上市。葛洲坝是建筑板块头部央企之一，当前业务主要为建筑、水泥、环保、房地产、装备制造、基础设施投资与运营、民用爆破和金融等，覆盖工程建设、工业制造、投资运营和综合服务四大领域。这是葛洲坝 2007 年实施集团整体上市后又一大国有资产整合，也是国企改革三年行动中首例央企上市公司吸并重组。

- 此次预案披露中能建拟通过向葛洲坝除葛洲坝集团以外的股东发行 116.5 亿 A 股股票的方式换股吸收合并葛洲坝。换股比例为 1：4.42，中能建本次 A 股发行价格为 1.98 元/股，葛洲坝换股价格为 8.76 元/股，相较于定价基准日前 20 个交易日 6.04 元/股的均价有 45%的溢价空间。中能建因本次合并所发行的 A 股股票，以及原内资股转换形成的 A 股，均将申请在上交所主板上市流通。

- 中能建通过此次吸收合并，可以进一步优化内部资源配置。中能建在勘测设计、装备制造、运维检修等业务与资源，将与葛洲坝国际经营、工程、运营等业务协同发展协同业务发展，避免潜在的同业竞争。同时，通过吸收合并可进一步优化资源配置，提升管理效率，增强公司盈利能力，并有利于拓宽融资渠道，增强企业竞争优势。

- **建筑行业国企改革加速：**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。特别是建筑行业中，央企和国企占主导地位，但其效率显著低于民企，根据 2019 年业绩测算，上市建筑央企、地方国企、民企的平均毛利率分别为 13.0%、17.2%和 23.8%，净利率分别为 4.1%、4.9%、和 5.9%，整合央企、地方国企资产可提升资产证券化率，优化财务结构，提升企业内部效率。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，此次的中能建吸收合并葛洲坝就属于母公司资产注入，同时行业内龙头中国建筑在 23 日公告拟回购 76.6 亿用来股权激励，行业内国企改革加速，长期经营效率将得到提升。建议关注低估值、稳增长且受益于国企改革的建筑央企标的。

- **风险提示：**宏观经济系统性风险、行业政策风险。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS（元）			PE		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
601668	中国建筑	5.15	买入	1.00	1.05	1.06	5	4	4

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

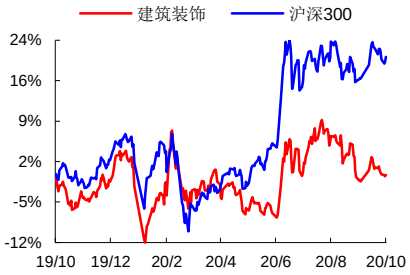
分析师：颜阳春

执业证号：S1250517090004

电话：021-58351883

邮箱：yyc@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	136
行业总市值（亿元）	14,601.48
流通市值（亿元）	13,743.74
行业市盈率 TTM	8.87
沪深 300 市盈率 TTM	14.8

相关研究

1. 建筑行业 2020 年投资策略：凛冬中寻找火光 (2019-11-26)

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

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

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