

中信证券研究部



陈聪
首席基地产业分析师
S1010510120047



刘正
首席交运分析师
S1010511080004



罗鼎
首席建筑分析师
S1010516030001



李想
首席公用环保分析师
S1010515080002



核心观点

房地产板块核心驱动因素来自政策，目前依然处于逆周期调节过程中，地产产业链将继续高位运行，个股颇显低估。物业管理行业成长性确定，板块效应逐渐显现，是值得关注的好赛道。稳增长政策持续，维持基建投资全年 8%温和复苏的判断，铁路和区域城轨或将增长更优。装饰行业受益于地产销售持续景气，C 端家装受益可能更为明显。环保产业从同质化到差异化，企业壁垒构筑竞争护城河，看好运营资产丰富、能够兼顾成长性的环保公司。经济企稳利好航空公司，快递板块受电商驱动继续成长，免税业务支撑机场稳进，铁路资产证券化在 2019 年有望加速。

- **房地产政策：预计小宽松周期不会在 2019 年四季度前结束。**中长期来看，城镇化继续推升部分区域真实需求提升。短期来看，房价并未大涨，土地成交景气度没有明显恢复，宽松政策预计不会在 2019 年四季度前改变。在此背景下，我们认为地产产业链将继续高位运行，供需两旺；竣工侧增长确定性高；土地市场结构性回暖；开发投资高位运行。开发行业投资时钟仍处于超配区间，看好华夏幸福和招商蛇口。
- **物业管理行业：好赛道，好时间。**物业管理行业毛利率没有下降压力，反而有可能缓慢提升。增值服务培育已经进入成熟阶段，竣工面积的高确定性增长确保了业绩增速。而且，物业管理公司上市越来越多，板块效应逐渐显现，低资本开支、高分红、快速成长的特征日益被市场认可。推荐绿城服务、中海物业、永升生活服务，关注中航善达。
- **建筑：稳增长持续，维持基建稳增长和全年 8%温和复苏判断。**预计 2019 年基建仍将保持回暖趋势：基建仍为稳增长、稳经济重要手段；基建投资投放具有持续性和滞后性特征；资金面及下游中观数据全面验证。我们维持 2019 基建投资增速 8%左右判断。推荐中国中铁、中国建筑、葛洲坝、隧道股份，关注中国铁建、中国交建等。
- **装饰：地产景气度上行，住宅装饰产业链受益。**B2B 全装修：空间可观，地产回暖下或保持稳增；B2B2C：定制精装模式或成为全装修业务有效补充；B2C 家装：二手房景气度回升带动翻新需求转暖。推荐在全装修、定制精装、C 端家装以及装配式装修领域均有良好布局的金螳螂，以及老牌 C 端家装龙头东易日盛，关注全筑股份、名雕股份等。
- **环保：从同质化到差异化，聚焦竞争护城河。**环保上市公司有望形成三层次竞争格局：平台型公司；技术解决方案公司；低端工程设备公司。目前看，环保公司竞争护城河的塑造主要依赖于资产壁垒、技术&管理壁垒、产品粘性壁垒等三种。我们看好运营资产丰富、且能够兼顾成长性的环保公司。推荐在建运营项目陆续进入产能释放期，业绩成长有保证的运营类标的，推荐光大绿色环保（H）、北控水务（H），关注上海环境、国祯环保、瀚蓝环境等。
- **交运：把握周期，守望成长，聚焦改革。**把握周期：经济企稳利好航空；守望成长：商务回暖助力顺丰，电商驱动快递成长，免税支撑机场稳进；聚焦改革：铁路资产证券化加速，2019 或为落地之年。推荐中国国航、南方航空(A+H)、中通快递、韵达股份、北京首都机场股份和铁龙物流。
- **风险因素：宏观经济增长不及预期、货币政策转向、房地产政策转向。**地产产业链运行不及预期，财政基建投入不达预期，环保制度改革、铁路证券化进展低于预期。燃油价格上涨、人力成本上升、电商销售增长不及预期。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司名称	股价	EPS				PE				评级
		18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	
金地集团	11.43	1.79	2.07	2.28	2.49	6	6	5	5	买入
首开股份	8.47	1.23	1.38	1.67	1.76	7	6	5	5	买入
万科 A	27.10	3.06	3.63	4.47	5.71	9	7	6	5	买入
招商蛇口	20.63	1.89	2.56	3.11	3.75	11	8	7	6	买入
新城控股	37.50	4.69	6.02	6.81	7.74	8	6	6	5	买入
龙湖集团	28.50	2.16	2.82	3.42	4.05	11	9	7	6	买入
中南建设	8.35	0.59	1.01	1.74	1.81	14	8	5	5	买入
华夏幸福	29.20	4.03	5.09	6.27	8.80	7	6	5	3	买入
中国金茂	4.94	0.44	0.59	0.79	0.98	10	7	5	4	买入
光大嘉宝	7.44	0.76	0.92	1.09	1.17	10	8	7	6	买入

绿城服务	6.55	0.17	0.21	0.27	0.35	33	27	21	16	买入
新城悦	6.74	0.18	0.30	0.45	0.69	32	19	13	8	买入
永升生活服务	3.24	0.07	0.12	0.23	0.31	40	23	12	9	买入
中海物业	3.70	0.12	0.17	0.22	0.28	31	22	17	13	买入
中国中铁	6.73	0.72	0.73	0.82	0.91	9	9	8	7	买入
中国建筑	5.79	0.87	0.96	1.06	1.17	7	6	5	5	买入
葛洲坝	6.35	0.89	1.02	1.18	1.38	7	6	5	5	买入
隧道股份	6.28	0.63	0.70	0.78	0.86	10	9	8	7	买入
金螳螂	10.10	0.80	0.91	1.05	1.23	13	11	10	8	买入
东易日盛	16.92	0.97	1.21	1.47	1.79	17	14	12	9	买入
兴蓉环境	4.51	0.33	0.37	0.41	0.50	14	12	11	9	买入
聚光科技	23.44	1.33	1.71	2.15	2.50	18	14	11	9	买入
北控水务	4.75	0.48	0.54	0.64	0.75	10	9	7	6	买入
光大绿色环保	5.54	0.64	0.82	1.09	1.27	9	7	5	4	买入
中国国航	9.18	0.53	0.73	0.76	0.81	17	13	12	11	买入
南方航空	7.65	0.28	0.64	0.72	0.80	27	12	11	10	买入
春秋航空	39.88	1.67	2.02	2.38	2.76	24	20	17	14	买入
吉祥航空	12.19	0.69	0.96	1.23	1.42	18	13	10	9	买入
顺丰控股	31.50	1.03	1.09	1.37	1.71	31	29	23	18	买入
中通快递	19.98	5.82	6.24	7.77	9.67	23	22	17	14	买入
韵达股份	36.28	1.58	1.60	1.96	2.36	23	23	19	15	买入
圆通速递	12.45	0.67	0.80	0.92	1.03	19	16	14	12	买入
德邦股份	15.87	0.73	0.92	1.25	1.69	22	17	13	9	买入
上海机场	66.90	2.20	2.65	2.75	3.17	30	25	24	21	买入
大秦铁路	8.27	0.98	0.95	0.96	0.97	8	9	9	9	买入
广深铁路	3.25	0.11	0.14	0.17	0.19	30	23	19	17	买入
铁龙物流	7.20	0.39	0.47	0.53	0.59	18	15	14	12	买入
光大国际	7.48	0.86	0.89	1.04	1.20	9	8	7	6	增持
深圳机场	8.54	0.33	0.37	0.40	0.38	26	23	21	22	增持
北京首都机场股份	7.00	0.66	0.65	0.51	0.48	9	9	12	13	增持
东江环保	11.26	0.47	0.75	0.93	1.10	24	15	12	10	持有

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测
 年 5 月 6 日收盘价

注: 股价单位为交易本位币, EPS 为财报本位币; 股价为 2019

目录

房地产政策：小宽松周期不会在 2019 年四季度前结束	1
政策推动都市圈真实住房需求累积	1
2018 年底，政策进入小宽松周期	1
影响政策变化的两大变量	2
新政策猜想：从调控供需到监管交易，从限制发展商到限制房地产中介	4
地产产业链：继续高位运行	6
供需两旺推动热销全年延续	6
竣工侧增长确定性高	9
土地市场结构性回暖，开发投资高位运行	9
开发行业投资时钟仍处于超配区间	10
资金成本虽然下降，但中小公司处境并未明显好转	11
土地市场竞争激烈推动企业分化	14
看好华夏幸福和招商蛇口	16
物业管理：好赛道，好时间	19
好赛道	19
好时间	19
推荐绿城服务、中海物业、永升生活服务，关注中航善达	20
建筑：稳增长持续，维持基建稳增判断	25
稳增长政策定调，逆周期调节淡化，维持全年 8%温和复苏判断	25
稳财政下信贷或有改善，2019 年基建料将增长 8%左右	26
推荐中国中铁、中国建筑、葛洲坝、隧道股份	30
装饰：地产景气度上行，住宅装饰产业链受益	31
B2B 全装修：空间可观，地产回暖下或保持稳增	31
B2B2C：定制精装模式或成为全装修业务有效补充	34
B2C 家装：二手房景气度回升带动翻新需求转暖	35
推荐金螳螂、东易日盛	36
环保：从同质化到差异化，聚焦竞争护城河	37
供水：庞大存量市场开始跃上市场化风口	38
垃圾发电：行业竞争轻度下降，公司产能释放周期	39
监测：“一收一放”解决行业痛点，环监进入全面推进期	41
推荐聚焦运营资产、运营能力及具备竞争护城河的公司	43
交运：把握周期，守望成长，聚焦改革	44
把握周期：经济企稳利好航空，商务回暖助力顺丰	44
守望成长：电商驱动快递成长，免税支撑机场稳进	48
聚焦改革：铁路资产证券化加速，2019 或为落地之年	54

插图目录

图 1: 35 个大城市首套房贷利率情况	1
图 2: 个人住房贷款余额及增速	1
图 3: 2016 年以来, 各个地方政府出台房地产调控政策的时间分布	2
图 4: 百城土地成交总价和溢价率	3
图 5: 重点城市当前房价和距离最高房价差距	3
图 6: 2017 年全国政府性基金决算表	3
图 7: 样本城市政府性基金收入计划增长率和计划完成率	3
图 8: 销售面积及销售额同比: 按年	7
图 9: 销售面积及销售额同比: 按月	7
图 10: 商品房销售面积在各个区域都出现改善	7
图 11: 19 个大企业销售面积	7
图 12: 19 个大城市链家二手房的成交套数	8
图 13: 中国重点城市的去化率: 4 周加权平均	8
图 14: 全国房屋新开工和竣工面积增速	10
图 15: 房地产开发投资增速: 按月	10
图 16: 土地购置面积及成交价款同比: 按年	10
图 17: 土地购置面积及成交价款同比: 按月	10
图 18: 典型地产企业的估值情况 (市值/当年净利润加权)	11
图 19: 地产股在政策宽松周期容易获得超额收益	11
图 20: 地产债信用利差	11
图 21: 2018 年以来地产行业债券融资和股权融资	11
图 22: 2018 年以来地产行业债券融资品种结构	12
图 23: 2018 年以来地产行业债券融资期限结构	12
图 24: 碧桂园分布城市数量	16
图 25: 万科分布城市数量	16
图 26: 2018 年底, 四家港股物业管理上市公司在整体市场规模占比	19
图 27: 2018 年底, 四家港股物业管理上市公司在目标市场规模占比	19
图 28: 2018 年主要物业管理公司业主增值服务收入和毛利贡献占比	20
图 29: 2018 年不同公司业主增值服务收入	20
图 30: 基建投资持续回暖	26
图 31: 政府工作报告财政赤字预算	26
图 32: 投资基建相关的公共财政支出	27
图 33: 全国政府性基金收入支出	28
图 34: 新增专项债投向基建比例	29
图 35: 新增一般债投向基建比例	29
图 36: 杠杆率提升, 预计 2019 基建投资增速 8%	30
图 37: 房屋新开工、施工、竣工面积关系	32
图 38: 新开工面积与全装修收入增速, $\text{corr.}=0.27$	32
图 39: 施工面积与全装修收入增速, $\text{corr.}=0.82$	32
图 40: 竣工面积与全装修收入增速, $\text{corr.}=0.31$	33
图 41: 商品房销售面积与全装修收入, $\text{corr.}=0.78$, 滞后约 1 年	33
图 42: 应收账款占总资产比例	34
图 43: 定制精装赋予装饰企业更强话语权	35

图 44: 东易日盛家装订单与 19 城二手房成交套数高度相关	35
图 45: 环保上市板块竞争格局预测	37
图 46: 供水能力及产能利用率变动趋势	38
图 47: 2003-2016 年城市与县城用水普及率情况	38
图 48: 2018 年各省市居民自来水阶梯第一级水价	39
图 49: 水费占收入比重	39
图 50: 2011-2018 年供水企业及亏损企业数量	39
图 51: 2011-2018 年供水企业亏损企业数占比	39
图 52: 2010-2020 年垃圾焚烧及无害化处理能力变动趋势	40
图 53: 2010~2020 年焚烧在生活垃圾无害化处置中占比	40
图 54: 2011-2017 年环境监测相关法律、法规、规章数量	42
图 55: 环境监测全国公共财政支出增长迅猛	42
图 56: 环保部环境决算支出呈上升趋势	42
图 57: 国内环境监测企业大多规模较小	43
图 58: 前三大龙头销售额份额	43
图 59: 2019 年 3 月 PMI 重回扩张区间至 50.5%	44
图 60: 民航客运需求景气与 GDP 同比增速高度相关	44
图 61: 2018 年 11 月以来需求降速或为压制航空股估值主要风险	44
图 62: 2019 年夏秋季上海浦东国内线增速提升至 3.7%	45
图 63: 2019 年夏秋季白云和深圳国际线时刻增速 15.3%和 37.7%	45
图 64: 2018 年上海虹桥机场准点率 70%以上 10 个月	45
图 65: 顺丰时效业务毛利占比 2018 年总毛利八成	47
图 66: 2018 年顺丰企业客户营收增速高于散客营收	47
图 67: 顺丰每月件量增速与 PMI 指数呈现一定关联度	47
图 68: 顺丰单件运输成本近两年增长明显	47
图 69: 2018 年我国人均快递件数约为美国的 75%	49
图 70: 预计 2028 年我国日均快递件量增至 5 亿件	49
图 71: 2016 年后快递行业件量 CR6 持续提升	49
图 72: 2019 年 Q1 快递价格累计跌幅明显大于去年 (异地+同城)	49
图 73: 申通、韵达、圆通累计件量增速逐步趋同	50
图 74: 2018 年国内快递件量市场份额占比情况	50
图 75: 快递行业板块估值目前已具备吸引力 (PE-TTM)	50
图 76: 国内部分重点机场的扣点率情况	51
图 77: 上海、首都两机场国际旅客人数高于其他机场	52
图 78: 上海、首都两机场非航业务营收占比高于其他机场	52
图 79: 2014~2018 年浦东机场免税零售额增长情况	52
图 80: 2014~2018 年首都机场免税零售额增长情况	52
图 81: 2018、2019 夏秋各大机场每日国际航班量增速	53
图 82: 2018、2019 夏秋各大机场每日总航班量增速	53
图 83: 机场行业板块估值已经和国际机场处于相同水平 (PE-TTM)	54
图 84: 2018 年中铁总资产规模同增 4.5%至 8.0 万亿	55
图 85: 2018 年银行贷款占中铁总资金来源 54.2%	55
图 86: 2018H1 京沪高铁完成旅客发送量 9074 万	55
图 87: 2018H1 京沪高铁日均客流量 50.1 万	55
图 88: 铁龙物流独立承运营口港集疏线—沙鲅铁路支线	56

表格目录

表 1: 中央政府层面对房地产市场的表态	2
表 2: 样本城市历年政府性基金收入计划和实际表现情况	4
表 3: 棚户区改造的历史回顾	4
表 4: 从 2019 年政府工作报告看, 一线城市均在努力扩大供给	5
表 5: 中国主要城市住房交易中二手房的占比	5
表 6: 2019 年各大公司新开工指引和同比增速	6
表 7: 重点房企 2019 年 4 月及 1-4 月销售数据	6
表 8: 重点城市网签数据统计显示 4 月销售依然较热	8
表 9: 2019 年销售预测模型	8
表 10: 2019 年各大公司竣工指引和同比增速	9
表 11: 地产板块及龙头公司股票在不同时期的超额收益	10
表 12: 2018 年以来重点香港内房股增发情况	11
表 13: 2018 年以来 A 股地产行业定向增发情况	12
表 14: 少数股东损益/净利润, 以及少数股东权益/净利润指标的差异对比, A 股 200 亿市值以上的大地产公司	13
表 15: 部分公司的长期股权投资年度变化	13
表 16: 近期土地市场的成交案例	14
表 17: 重点房地产企业开发之外业务布局一览	15
表 18: 华夏幸福估值表	17
表 19: 招商蛇口估值表	18
表 20: 上市物业管理公司毛利率水平走势	19
表 21: 绿城服务估值表	21
表 22: 中海物业估值表	22
表 23: 永升生活服务估值表	23
表 24: 全国土地出让金拆分和预测	27
表 25: 专项债发行提前进入高峰	28
表 26: 基建国家预算资金增 15.9%	29
表 27: 建筑行业推荐公司盈利预测及估值	30
表 28: 各地全装修政策	31
表 29: 传统精装修与定制精装对比	34
表 30: 传统装修与装配式装修对比	36
表 31: 装饰行业推荐公司盈利预测及估值	37
表 32: 主要垃圾发电企业 2017 年底的总订单 (运营+在建+筹建) 处理能力规模	40
表 33: “十三五” 生活垃圾焚烧发电市场预测	41
表 34: 公用环保板块重点公司估值表	43
表 35: B737-8MAX 恢复飞行需满足 3 方面要求	45
表 36: 2019 年三大航计划引进 B737MAX8 或占整体运力引进 30% 左右	46
表 37: 重点航空公司盈利预测、估值及投资评级	46
表 38: 顺丰控股盈利预测、估值及投资评级	48
表 39: 2017~2021 年国内快递件量增长及预测情况	48
表 40: 重点快递公司盈利预测、估值及投资评级	51
表 41: 2019 年 Q1 韩国免税销售中中国旅客消费较多	53
表 42: 重点机场公司盈利预测、估值及投资评级	54

表 43: 2019 年或为铁路资产证券化落地之年	54
表 44: 受益高铁香港段开通, 预计 2019 年广深高铁净利润或 4.9 亿	55
表 45: 重点铁路公司盈利预测、估值及投资评级.....	57

■ 房地产政策：小宽松周期不会在 2019 年四季度前结束

政策推动都市圈真实住房需求累积

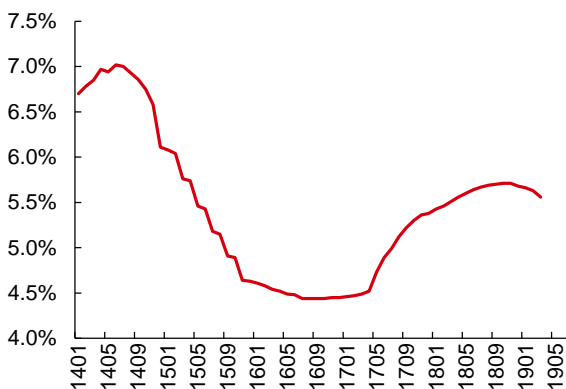
新型城镇化对推动真实自住需求增长有利。国家发改委在 2019 年 4 月印发《2019 年新型城镇化建设重点任务》，其发展思路对自住需求的拉动作用是超预期的。从区域规划来说，政策从强调区域机械均衡，转为突出重点区域，尤其是都市圈的发展，并试图依靠都市圈，带动中小城市的发展。从都市圈的具体规划形态来说，政策强调鼓励一小时交通圈发展，利用超大特大城市辐射作用。对于公共服务提升和户籍制度改革，文件也规定了新的方向。

我们认为，推动新城镇化本身的主要目的，是培育宏观经济增长的新动能。但客观上，这对于增加都市圈的容纳人口和真实住房需求，都有明显作用。

2018 年底，政策进入小宽松周期

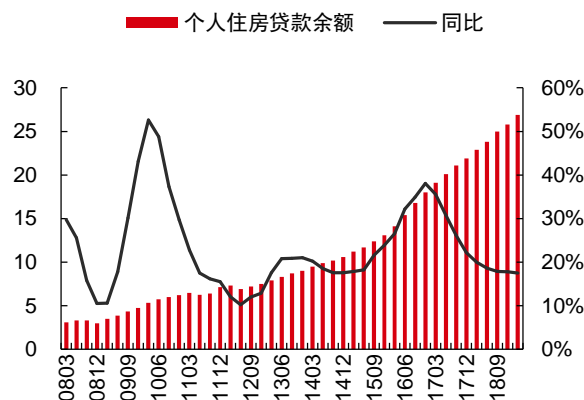
从更短的周期来看，2018 年底，房地产调控政策进入一个小宽松周期。这个小宽松周期的主要表现，是按揭利率开始下降，各地不再出台新的调控政策，且中央层面对房地产政策的表述，也存在一些变化。

图 1：35 个大城市首套房贷利率情况



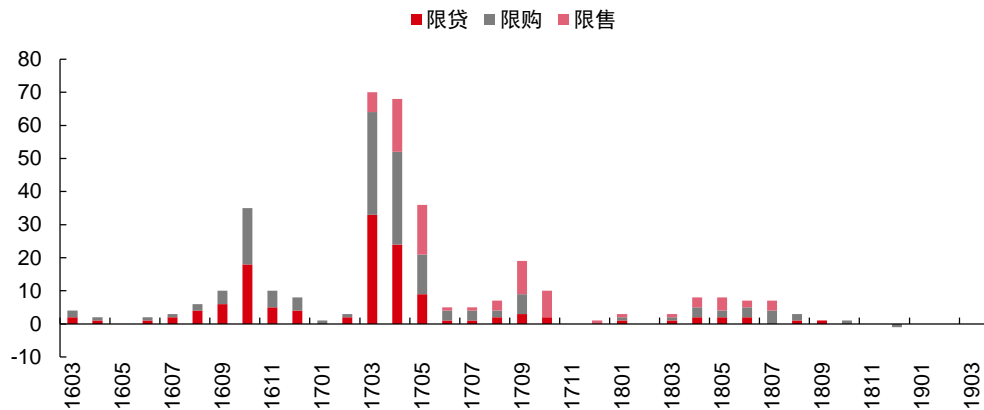
资料来源：Rong360，中信证券研究部

图 2：个人住房贷款余额及增速 (单位：亿元)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：2016 年以来，各个地方政府出台房地产调控政策的时间分布（单位：次）



资料来源：各地方政府网站，中信证券研究部

表 1：中央政府层面对房地产市场的表态

时间	会议	具体提法
2019 年 4 月	中央政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。
2019 年 1 月	省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式	要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案。
2018 年 12 月	中央经济工作会议	要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。
2018 年 7 月	中央政治局会议	下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2018 年 3 月	政府工作报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。
2017 年 12 月	中央经济工作会议	完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。
2017 年 12 月	中央政治局会议	加快住房制度改革和长效机制建设，提供更多优质生态产品
2017 年 7 月	中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制
2017 年 4 月	中央政治局会议	建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，要充分考虑到房地产市场特点，紧紧把握“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，深入研究短期和长期相结合的长效机制和基础性制度安排。
2017 年 2 月	中央财经领导小组会议	建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制
2016 年 12 月	中央政治局会议	加快研究建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展长效机制

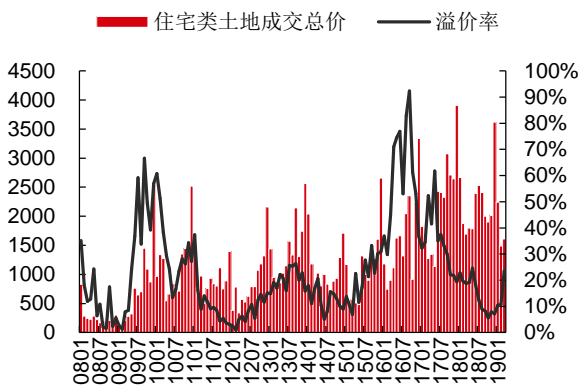
资料来源：人民网，中信证券研究部

影响政策变化的两大变量

我们认为，影响政策转向的核心因素，一是房地产价格，二是土地成交景气度。房价大涨可能促成政策的转向。2019 年之后房价的逐渐上涨，也正在考验政策的耐心。

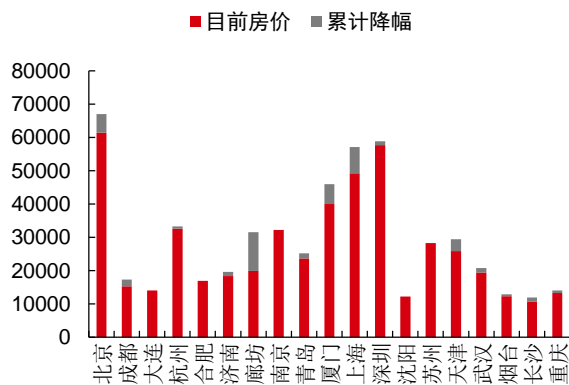
政策监控的主要是核心城市的房价，而核心城市又是以二手房市场为主，如果按揭利率继续下行，房价很难完全稳定。我们判断，最早到 2019 年四季度，由于持续热销和热点城市房价上涨，政策将更加强调遏制房价上涨（当然如果按揭利率不再下行，则也无需再加码政策）。

图 4：百城土地成交总价和溢价率（单位：亿元，%）



资料来源：财政部，中信证券研究部

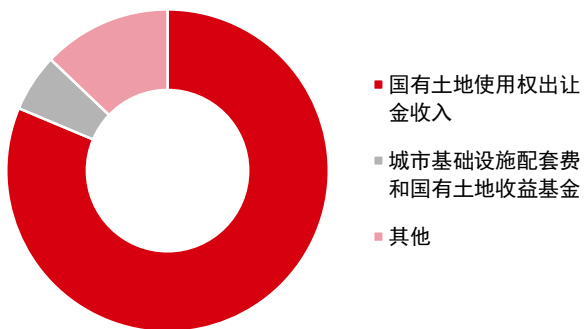
图 5：重点城市当前房价和距离最高房价差距（单位：元/平）



资料来源：REALDATA，中信证券研究部

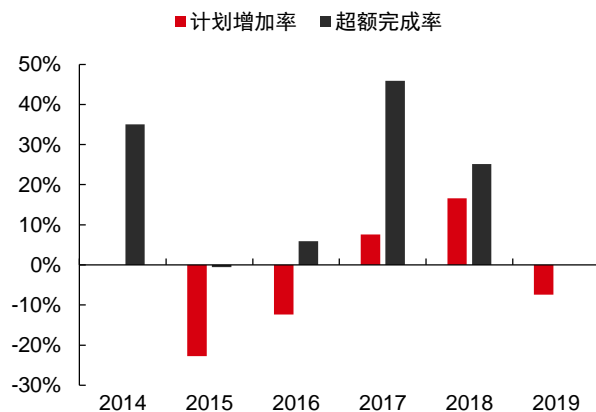
另一个至关重要的影响变量是土地市场的状况。土地出让收入（无论广义还是狭义）是全国政府性基金的主体。2017 年，狭义土地出让金（实收）占全国政府性基金收入的 81.3%，广义口径（含城市基础设施配套费和国有土地收益基金）则占 87.1%。

图 6：2017 年全国政府性基金决算表



资料来源：财政部

图 7：样本城市政府性基金收入计划增长率和计划完成率（单位：%）



资料来源：Wind，样本城市包括成都、重庆、西安、沈阳、东莞、嘉兴、上海、北京、平顶山、宜宾和石家庄

2018 年四季度，百城土地出让的成交溢价率触及历史最低点。2019 年 4 月份，土地出让的成交溢价率已经明显有所恢复。不过，土地成交的整体金额，仍然明显低于 2018 年水平。最新一周（4 月最后一周），土地成交仍然比 2018 年周平均水平还要低 5.6%。数据显示，尽管开发企业在热点城市拿地热情有所增长，但整体来看，市场拿地热情仍未恢复。

客观的经济形势，也不允许政策现在转向。我们统计了 11 个样本城市（含一二三线）的数据，发现这些城市 2019 年政府性基金成交规模超过 2018 年计划 15.9%，低于 2018 年实际水平 7.4%。2017 和 2018 连续两年的超计划政府性基金收入，客观上也对 2019 年土地市场提出了更高的要求。

表 2：样本城市历年政府性基金收入计划和实际表现情况

时间	状态	成都	重庆	西安	沈阳	东莞	嘉兴	上海	北京	平顶山	宜宾	石家庄	宁波	廊坊	青岛	连云港
2014	计划	998	1550	348	519	194	277	1782	1630	69	64	251	n/a	210	n/a	n/a
	实际	1003	1841	508	437	194	331	2533	3123	81	66	259	677	268	233	n/a
	完成率	101%	119%	146%	84%	100%	120%	142%	192%	118%	103%	103%	-	128%	-	-
2015	计划	832	1600	387	486	185	186	1943	1855	90	69	379	496	232	n/a	n/a
	实际	803	1664	300	154	157	181	2312	2028	43	39	283	301	202	469	148
	完成率	97%	104%	77%	32%	85%	97%	119%	109%	48%	57%	75%	61%	87%	-	-
2016	计划	754	1450	350	373	154	196	2129	1233	57	40	287	306	192	385	159
	实际	791	1497	262	197	322	307	2295	1317	54	35	361	775	257	445	114
	完成率	105%	103%	75%	53%	209%	157%	108%	107%	95%	87%	131%	253%	134%	116%	72%
2017	计划	758	1300	303	378	174	523	2247	1376	60	40	396	554	n/a	472	109
	实际	1360	2251	551	212	217	694	1961	3133	61	68	517	748	295	534	141
	完成率	179%	173%	182%	56%	125%	133%	87%	228%	103%	169%	131%	135%	-	113%	129%
2018	计划	1080	1750	486	261	193	475	1870	1924	82	73	610	761	352	571	143
	实际	1400	2316	768	409	393	836	2095	2009	102	132	561	999	187	886	145
	完成率	130%	132%	158%	156%	203%	176%	112%	104%	124%	180%	92%	131%	53%	155%	101%
2019	计划	1172	1550	1384	305	314	579	1962	2085	105	120	630	835	454	820	151
2019 年计划/2018 年实际		84%	67%	180%	75%	80%	69%	94%	104%	102%	91%	112%	84%	243%	93%	104%
2019 年计划/2018 年计划		109%	89%	285%	117%	163%	122%	105%	108%	127%	164%	103%	110%	129%	143%	105%

资料来源：各城市财政局网站，中信证券研究部

我们相信，随着企业销售回款逐渐转好，土地市场有望在下半年继续转暖。

新政策猜想：从调控供需到监管交易，从限制发展到限制房地产中介

我们判断，最早在 2019 年四季度，政策会进入新的从紧阶段。因此 2018 年底开始的政策小宽松，类似于 2012 年的政策小宽松，持续时间并不会太长。

在上一轮从紧的周期，政策就已经显示出从调控供需到监管交易的演变。所谓调控供需，就是通过约束需求，或者刺激供给来解决市场问题。所谓监管交易，则是通过直接干预价格信号，迟滞交易流程来解决问题。调控的核心在一线城市（三四线就算不收紧政策，随着棚改货币化的逐渐退出，市场也呈现调整的压力），而目前一线城市的需求遏制措施已经十分严厉，继续收紧空间很小。

表 3：棚户区改造的历史回顾（单位：万套）

棚户区改造住房	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
建设计划	470.00	580.00	600.00	600.00	580.00	285.3	588.7*
实际执行	470.00	601.00	606.00	609.00	626.00		

资料来源：财政部，中信证券研究部 *2017 年 5 月国务院常务会议，确定 2018-2020 年完成棚改 1500 万套。照此推算

而供给侧，逻辑上各地的确可以增加一些半产权的新品类供给，但这种供给的增加还是会增添长期的住房供应过剩压力。目前市场关键不是总供给不足（租金回报率和空置率都说明总供给很充裕），而是投资性需求（主要是保值需求）很强，存量房屋出售意愿不足，导致供给边际不足。

表 4：从 2019 年政府工作报告看，一线城市均在努力扩大供给

城市	措施
北京	更好解决群众住房问题。完善住房市场体系和住房保障体系，保持房地产市场平稳健康发展。完成 1200 公顷住宅供地，加快已供地住宅项目开工建设和入市步伐。出台进一步规范管理住房租赁市场政策措施，促进住房租赁市场稳定。加强老旧小区改造工作统筹，多渠道建设筹集租赁住房 5 万套（间）、政策性产权住房 6 万套，完成棚户区改造 1.15 万户。
上海	完善房地产市场调控的常态长效机制，继续稳地价、稳房价、稳预期。加快租赁住房建设，新建和转化租赁房源 10 万套，新增代理经租房源 9 万套，进一步规范住房租赁市场发展。新增供应各类保障房 6 万套。坚持留改拆并举，加大旧区改造力度，深化城市有机更新，加强历史风貌保护，完成 50 万平方米中心城区二级旧里以下房屋改造，实施 300 万平方米旧住房综合改造，修缮保护 100 万平方米里弄房屋。
广州	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实城市主体责任，健全住房市场体系和住房保障体系，构建房地产市场平稳健康发展长效机制。加快保障性安居工程建设，新开工棚户区改造 1.38 万套，基本建成保障房 1.2 万套。加大公租房保障力度，建立健全公共租赁住房、共有产权住房制度，做好户籍中等偏下住房困难家庭兜底性保障，逐步改善新市民住房条件。培育发展住房租赁市场，推进住房租赁立法，强化住房租赁企业监管，完善租购并举住房制度。
深圳	建设筹集人才住房和保障性住房 8 万套、供应 3.4 万套。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，以更多的经济手段构建房地产市场健康发展长效机制，加快住房制度改革配套政策落地，推进住宅政策性金融机构改革试点。加大人才住房、安居型商品房、公共租赁住房建设筹集力度，加快光明长圳等一批大型安居社区建设，有序推进老旧小区和城中村的改造。完善住房租赁监管服务平台功能，出台专门政策严控住房和产业用房租金过快上涨。

资料来源：各城市政府网站，中信证券研究部

我们认为，监管交易是更有可能的调控方向，而监管交易主要发力点应该是房地产中介。主要原因包括：

- 1、一线城市二手房市场已经成为价格主导者，一手房只是价格跟随者。
- 2、一线城市部分中介公司市场占有率已经很高，调控有了抓手。
- 3、中介公司所搭建的线上线下交易平台，的确大幅便利交易。不过，反过来讲，只要简单规范线上信息传播，就能在短期内起到迅速调控交易的结果，简便易行。
- 4、比起较为规范的一手市场，二手市场仍然很不规范。例如，一些城市过户指导价明显低于交易房价，阴阳合同普遍存在。
- 5、从 2017 年的小试牛刀结果看，限制中介 App 发布房源价格涨跌信息，处分违规的中介门店，限制炒作学区房概念，的确能够迅速降温市场。

表 5：中国主要城市住房交易中二手房的占比

	北京	深圳	杭州	南京	成都	青岛	大连	苏州	厦门	扬州
2011	54.9%	65.7%	29.6%	41.6%	27.7%	-	41.0%	7.8%	38.1%	15.2%
2012	49.4%	56.6%	26.0%	37.8%	36.0%	13.8%	34.2%	14.3%	33.3%	35.1%
2013	54.2%	62.2%	31.8%	45.7%	34.1%	19.7%	42.1%	33.6%	36.1%	23.7%
2014	49.1%	54.6%	25.5%	37.4%	32.8%	18.4%	42.9%	28.2%	36.5%	26.5%
2015	61.1%	61.2%	33.0%	40.2%	43.7%	21.3%	45.6%	38.1%	51.5%	27.9%
2016	72.4%	65.3%	38.2%	48.2%	50.1%	23.2%	48.4%	47.1%	67.5%	25.7%
2017	68.8%	67.8%	42.2%	48.6%	57.3%	25.6%	51.9%	37.5%	72.5%	34.2%
2018	73.0%	64.5%	33.5%	44.0%	36.4%	21.5%	57.8%	47.6%	70.5%	24.8%
2019	63.2%	61.6%	40.1%	46.4%	35.3%	25.4%	67.1%	50.0%	76.9%	30.7%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2019 年为 1-4 月的数据

因此，我们认为最早在 2019 年四季度开始出现新一轮房地产调控，主要的抓手可能是一线城市房地产中介企业。

■ 地产产业链：继续高位运行

供需两旺推动热销全年延续

在供给侧，开发企业谨慎心态反而可能推动推货热情高涨，而 2018 年较高新开工规模，也确保了各大企业货值充裕。我们相信，新房供给侧盲目涨价不会出现，企业会十分努力注意保证去化率。

表 6：2019 年各大公司新开工指引和同比增速（单位：万平方米）

	2015	2016	2017	2018	2019E
万科 A	2,126.6	3,136.7	3,651.6	4,992.8	3,609.0
新城控股	741.2	850.0	2,066.3	4,957.3	2,040.5
招商蛇口	442.5	544.7	900.5	1,081.8	1,100.0
荣盛发展	674.6	604.2	881.9	898.4	954.3
首开股份	211.9	171.9	560.3	738.3	435.2
大悦城	107.7	67.7	115.1	371.7	227.0
金融街	181.0	105.0	110.0	338.0	773.0
保利发展	1,402.7	2,039.3	3,075.3	4,395.6	4,500.0
金科集团	332.0	568.0	1,096.0	2,700.0	3,000.0
合计	6,220.1	8,087.5	12,457.0	20,474.0	16,639.0
合计增速		30.0%	54.0%	64.4%	-18.7%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

在需求侧，按揭利率稳步走低，并没有出现明显收紧的政策。即使 2019 年四季度左右政策开始收紧，政策产生效果也需要一定的时间。

2019 年 1-4 月，20 家重点房地产企业销售金额同比增长 9.3%，4 月单月销售额同比增长 23.3%。

表 7：重点房企 2019 年 4 月及 1-4 月销售数据（单位：亿元，万平方米）

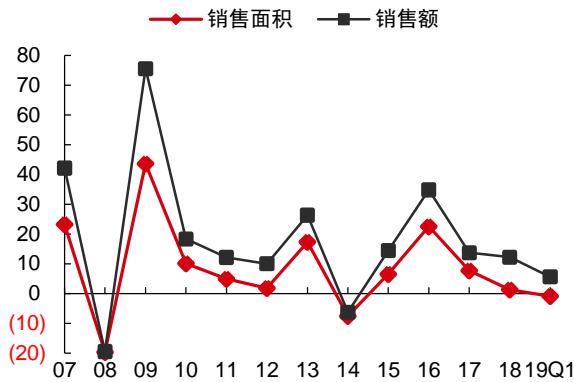
企业简称	1-4 月金额	1-4 月面积	1-4 月金额同比	1-4 月面积同比	4 月销售金额	4 月销售面积	4 月销售金额同比	4 月销售面积同比
碧桂园	2,370	2,515	-8.0%	-8.2%	666	706	-4.3%	0.9%
万科地产	2,090	1,294	6.6%	-0.9%	596	369	42.3%	43.2%
中国恒大	1,776	1,638	-16.3%	-20.0%	580	535	15.1%	15.1%
保利发展	1,393	889	16.7%	10.7%	297	189	-8.6%	-10.0%
融创中国	1,189	808	10.8%	21.8%	390	265	10.9%	30.8%
中海地产	949	516	37.6%	9.4%	268	146	66.2%	33.5%
绿地控股	949	819	31.7%	33.1%	255	220	17.2%	19.2%
华润置地	691	365	37.2%	25.1%	179	94	26.2%	19.2%
新城控股	687	591	35.8%	46.6%	220	176	72.8%	78.8%
龙湖集团	641	409	9.4%	9.4%	196	125	34.5%	36.7%
世茂房地产	559	313	36.2%	22.4%	151	84	86.2%	62.6%
招商蛇口	552	275	32.4%	31.0%	173	86	66.7%	40.8%
金地集团	502	228	37.1%	5.9%	164	67	56.0%	5.5%
阳光城	502	411	34.1%	61.7%	161	153	69.6%	164.4%
旭辉集团	501	299	31.3%	17.2%	157	106	42.4%	41.6%

企业简称	1-4 月金额	1-4 月面积	1-4 月 金额同比	1-4 月 面积同比	4 月 销售金额	4 月 销售面积	4 月销售 金额同比	4 月销售 面积同比
金科集团	483	540	45.1%	23.3%	184	224	131.1%	99.9%
中梁控股	474	468	14.2%	18.4%	136	101	29.0%	4.4%
中南置地	464	381	29.2%	36.1%	155	131	39.6%	51.4%
中国金茂	411	202	-15.5%	62.0%	128	77	27.7%	95.9%
华夏幸福	406	374	-30.0%	-13.0%	173	68	-24.0%	-19.3%
富力地产	370	316	-0.9%	7.3%	91	83	-15.3%	3.0%
合计	17,959	13,652	9.3%	6.1%	5,319	4,005	23.3%	24.9%

资料来源：CRIC，公司公告，中信证券研究部

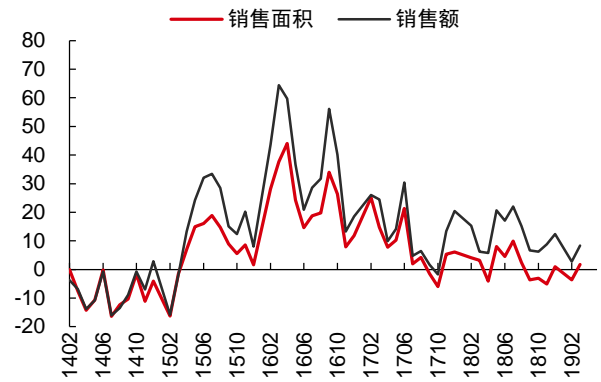
根据国家统计局数据，1-3 月，全国商品房销售面积 29829 万平方米，同比下降 0.9%，降幅比 1-2 月份收窄 2.7 个百分点。商品房销售额 27039 亿元，增长 5.6%，增速提高 2.8 个百分点。3 月单月看，销售面积同比增长 1.8%，销售金额同比增长 8.3%。RealData 跟踪的 19 个大城市二手房交易量在 4 月同比增长 9.1%，1-4 月同比增长 9.8%。

图 8：销售面积及销售金额同比：按年（单位：%）



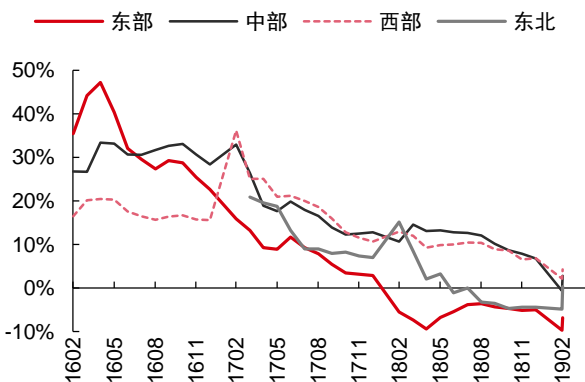
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 9：销售面积及销售金额同比：按月（单位：%）



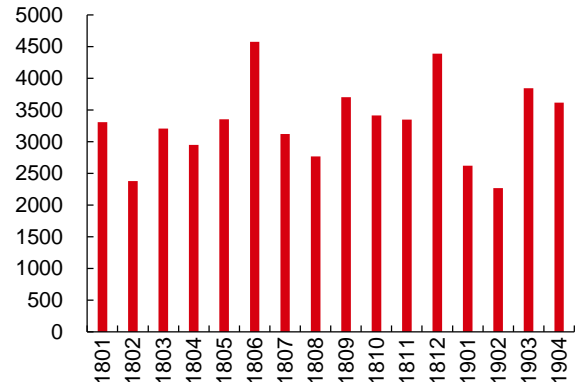
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：商品房销售面积在各个区域都出现改善



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：19 个大企业销售面积（单位：万平方米）



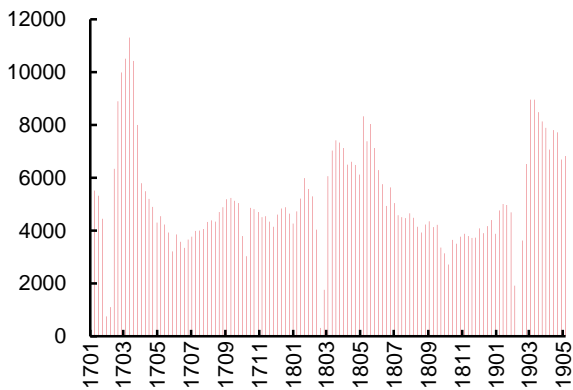
资料来源：公司公告、CRIC，Wind，中信证券研究部。这 19 个企业是碧桂园、保利地产、富力地产、华润置地、华夏幸福、金地集团、龙湖集团、绿城中国、绿地控股、融创中国、世茂房地产、万科地产、新城控股、旭辉集团、招商蛇口、中国恒大、中国金茂、中海地产、中南建设

表 8：重点城市网签数据统计显示 4 月销售依然较热

时间	累计网签面积（万平方米）				累计同比			
	全部	一线	二线	三四线	全部	一线	二线	三四线
2014 年	14,712.3	3,820.5	5,283.0	5,608.9	-11.3%	-16.0%	-2.0%	-15.5%
2015 年	19,296.3	5,048.0	6,883.4	7,364.9	31.2%	32.1%	30.3%	31.3%
2016 年	22,928.9	4,885.9	8,519.6	9,523.4	18.8%	-3.2%	23.8%	29.3%
2017 年	17,016.3	3,107.7	5,980.7	7,927.8	-25.8%	-36.4%	-29.8%	-16.8%
2018 年	16,199.2	3,022.2	5,628.4	7,548.5	-4.8%	-2.8%	-5.9%	-4.8%
2019 年 1 月	1,234.0	231.8	494.7	507.5	-9.4%	4.9%	-5.6%	-17.7%
2019 年 2 月	2,016.7	374.6	788.7	853.5	-4.5%	17.2%	4.9%	-18.0%
2019 年 3 月	3,447.7	720.0	1,269.5	1,458.2	3.9%	35.3%	16.6%	-14.1%
2019 年 4 月	4,938.7	1,033.0	1,781.5	2,124.3	8.7%	41.0%	25.5%	-11.2%

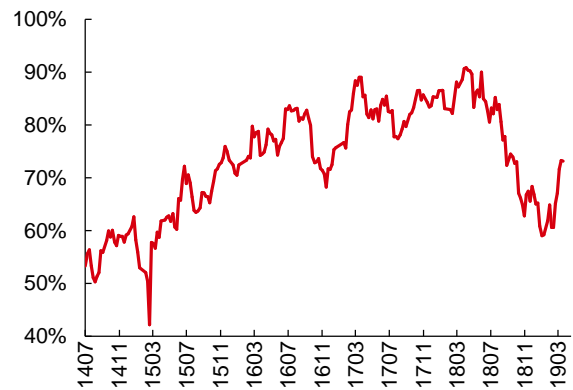
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：一线城市：北京、上海、广州、深圳；二线城市：杭州、南京、武汉、福州、厦门、长春、南宁；三四线城市：无锡、东莞、南宁、青岛、大连、苏州、惠州、扬州、安庆、岳阳、韶关、汕头、温州、泉州、襄阳、常州、淮安。

图 12：19 个大城市链家二手房的成交套数（单位：套）



资料来源：REALDATA，中信证券研究部。这 19 个城市是：成都、大连、杭州、合肥、济南、廊坊、南京、青岛、厦门、上海、深圳、沈阳、苏州、天津、武汉、烟台、长沙、重庆

图 13：中国重点城市的去化率：4 周加权平均



资料来源：中国指数研究院，中信证券研究部。注：重点城市包括北京、上海、广州、深圳、杭州、天津、南京、武汉、重庆和成都

我们预计，2019 年全年全国商品住房销售额将同比增长 7.7%。

表 9：2019 年销售预测模型

年	商贷：平均 还款年限	商贷： 当年偿还	商贷： 余额增加	商贷： 发放额	公积金： 发放额	信贷支持 估计	销售额： 商品住房	销售额： 二手住房	销售额： 合计	杠杆率 估计
2010	8	6,096	14,400	20,496	3,000	23,496	44,121	12,795	56,916	41.3%
2011	8	7,888	9,400	17,288	4,060	21,348	48,619	12,398	61,017	35.0%
2012	8	8,928	3,600	12,528	5,350	17,878	53,467	14,644	68,111	26.2%
2013	8	10,125	15,000	25,125	7,590	32,715	67,695	29,150	96,845	33.8%
2014	8	12,250	16,000	28,250	6,593	34,843	62,411	19,172	81,583	42.7%
2015	9	12,800	25,000	37,800	11,083	48,883	72,753	39,520	112,273	43.5%
2016	9	15,756	49,000	64,756	12,702	77,457	99,064	66,500	165,564	46.8%
2017	9	21,267	39,000	60,267	9,535	69,802	110,240	58,600	168,840	41.3%
2018	9	24,333	39,000	63,333	9,535	72,868	126,393	65,300	191,693	38.0%
2019E	10	25,750	50,000	75,750	9,535	85,285	136,136	71,876	208,012	41.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

竣工侧增长确定性高

2019 年年初，竣工面积表现仍然疲弱。2019 年一季度，房屋竣工面积 1.8 亿平米，同比下降 10.8%。究其原因，我们认为主要是开发企业仍有动力不断迟滞竣工，控制建安成本。对于开发企业来说，其对于上下游企业有很强议价优势，且只需达到销售条件，就可以实现销售回款。这样一来，不断迟滞从销售到竣工时间点，的确对开发商比较有利。

表 10：2019 年各大公司竣工指引和同比增速（单位：万平方米）

	2015	2016	2017	2018	2019E
万科 A	1,728.7	2,237.2	2,301.5	2,756.4	3,076.6
新城控股	386.5	401.5	725.1	979.8	1,881.0
招商蛇口	383.4	487.5	453.5	498.7	1,000.0
蓝光发展	291.6	328.5	273.1	337.0	400.0
荣盛发展	409.9	535.5	368.7	615.7	860.5
首开股份	216.1	267.1	320.9	342.4	465.3
北辰实业	53.0	104.0	139.0	127.6	246.0
保利发展	1,404.3	1,462.0	1,553.6	2,217.0	2,750.0
合计	4,873.5	5,823.2	6,135.3	7,874.6	10,679.5
合计增速		19.5%	5.4%	28.3%	35.6%

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

但是，这种迟滞也不是无限度的。我们相信，由于前期新开工和销售规模较大，各大公司迟早会进入竣工交付的高峰期。我们预测，2019 年商品房竣工面积同比增长 6.5%。我们统计，代表性上市公司竣工面积 2019 年计划增长 35.6%。和新开工、销售不同，竣工面积的计划增长有很强的可靠性。

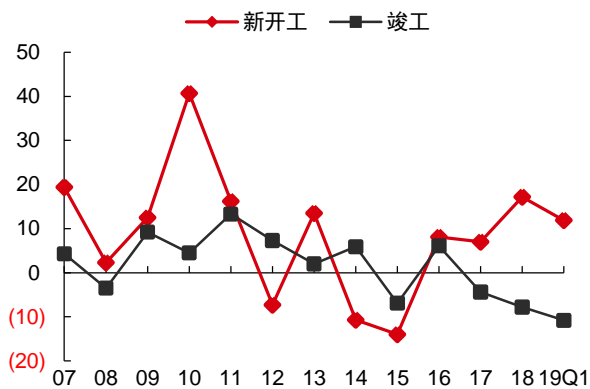
土地市场结构性回暖，开发投资高位运行

1-3 月份，房地产开发企业土地购置面积 2543 万平方米，同比下降 33.1%，降幅比 1-2 月份收窄 1 个百分点；土地成交价款 1194 亿元，下降 27.0%，降幅扩大 13.9 个百分点。

热点城市的土地市场则呈现完全不同的面貌，2019 年 4 月 100 个大城市的土地出让成交溢价率已经恢复到 25.5%，成为 2017 年 4 月以来的历史新高——与此同时，土地成交总价的确还有所下降。这说明开发企业特别聚焦少数地块，竞争日趋激烈，但更广阔的范围，则依旧成交冷淡。企业预期高度趋同，导致优质地块成本可能过高，也使得一些可以低价拿地的企业具备极大优势。

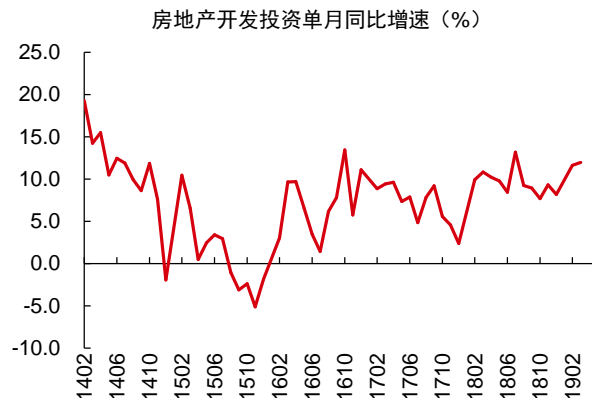
1-3 月份，房地产开发企业房屋施工面积 699444 万平方米，同比增长 8.2%，增速比 1-2 月份提高 1.4 个百分点。房屋新开工面积 38728 万平方米，增长 11.9%，增速提高 5.9 个百分点。我们认为，导致房地产开发投资持续超预期的主要因素，包括日趋好转的开发企业资金链，良好的销售去化情势和充足的可开发资源。

图 14：全国房屋新开工和竣工面积增速（单位：%）



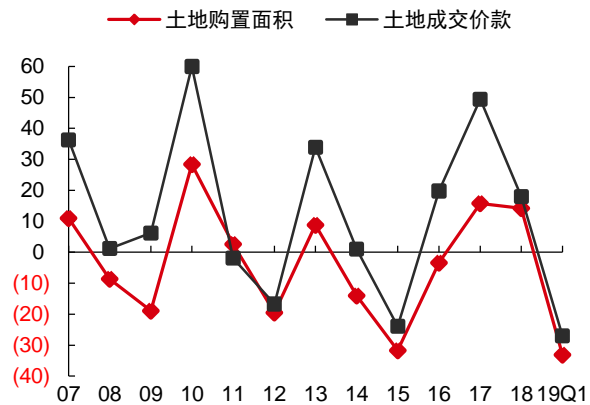
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 15：房地产开发投资增速：按月（单位：%）



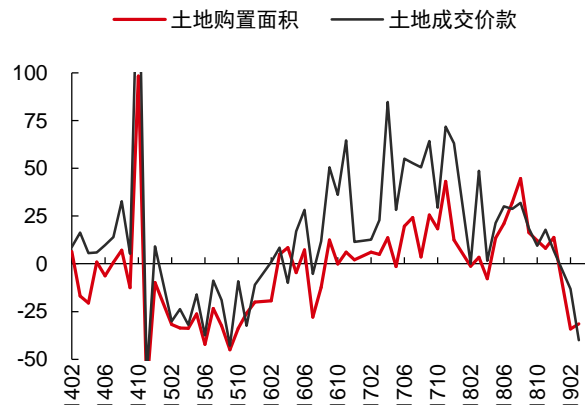
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 16：土地购置面积及成交价款同比：按年（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 17：土地购置面积及成交价款同比：按月（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

开发行业投资时钟仍处于超配区间

我们认为，决定地产股，尤其是 A 股地产板块的主要因素仍然是政策。我们相信，政策仍在放松周期，地产仍具备超额收益。从 7 家典型企业的估值看，目前市值对应 2019 年盈利的加权平均 PE 为 6.3 倍，位于历史 8.4% 的分位数。

表 11：地产板块及龙头公司股票在不同时期的超额收益（单位：%）

	板块	龙头
偏紧周期	-1.7	-3.9
中性周期	1.4	2
偏松周期	9.1	8.9

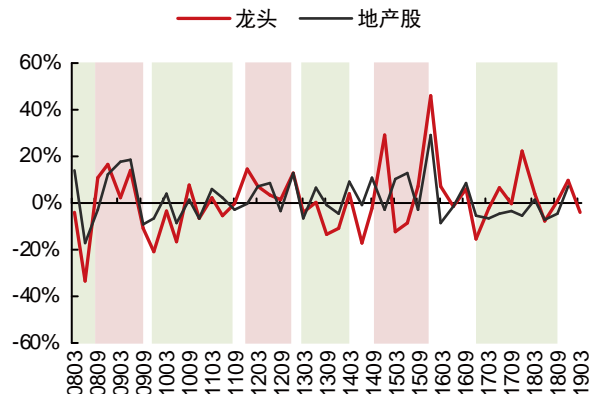
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 18: 典型地产企业的估值情况 (市值/当年净利润加权)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部; 注: 这 7 家公司为万科 A、保利地产、金地集团、荣盛发展、华侨城 A、阳光城、金融街; 2019 年盈利来自 Wind 一致预期

图 19: 地产股在政策宽松周期容易获得超额收益



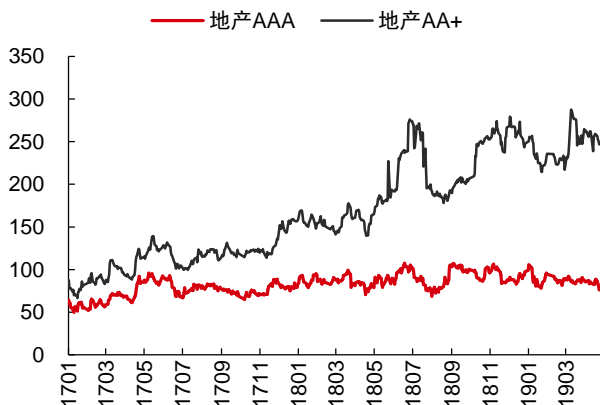
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部; 注: 红色为政策宽松周期, 绿色为政策收紧周期

资金成本虽然下降, 但中小公司处境并未明显好转

在 2018 年下半年之后, 行业的资金成本略有下降, 但中小企业融资困难情况并没有显著好转, 预计未来也不会显著好转。

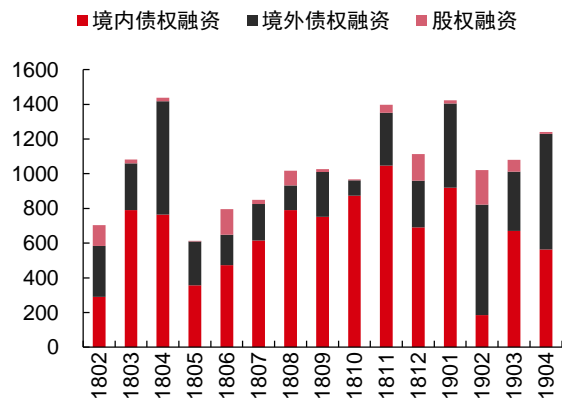
2015 年时, 债券市场聚焦的重点还是销售规模, 企业只要规模较大, 利率自然可以维持在比较低的水平。到 2019 年时, 规模本身已经不能成为资金成本的单一决定因素, 企业就算超常规求得规模的突破, 也无法明显降低资金成本。

图 20: 地产债信用利差 (单位: BP)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 21: 2018 年以来地产行业债券融资和股权融资 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 12: 2018 年以来重点香港内房股增发情况

披露日期	证券名称	拟配售股份 (亿股)	发行价 (港元)	募资金额 (亿港元)	资金用途
2019 年 4 月 4 日	融信中国	1.08	10.95	11.77	一般营运资金
2019 年 3 月 28 日	万科企业	2.63	29.68	77.80	偿还债务
2019 年 2 月 27 日	越秀地产	30.81	2.00	61.60	一般营运资金
2019 年 1 月 11 日	碧桂园服务	1.69	11.61	19.39	项目收购

披露日期	证券名称	拟配售股份 (亿股)	发行价(港元)	募资金额 (亿港元)	资金用途
2018年11月5日	富力地产	1.69	9.55	16.16	一般营运资金、偿还债务
2018年8月31日	禹洲地产	4.60	3.96	18.23	未来可能之投资
2018年7月9日	景瑞控股	1.28	2.50	3.16	项目收购、一般营运资金
2018年6月6日	融信中国	1.04	10.62	10.99	一般营运资金
2018年1月24日	绿地香港	0.60	3.78	2.28	一般营运资金
2018年1月18日	新城发展控股	2.67	5.86	15.46	一般营运资金
2018年1月17日	碧桂园	4.60	17.13	78.16	一般营运资金、偿还债务
2018年1月15日	中国金茂	9.00	3.70	33.06	一般营运资金

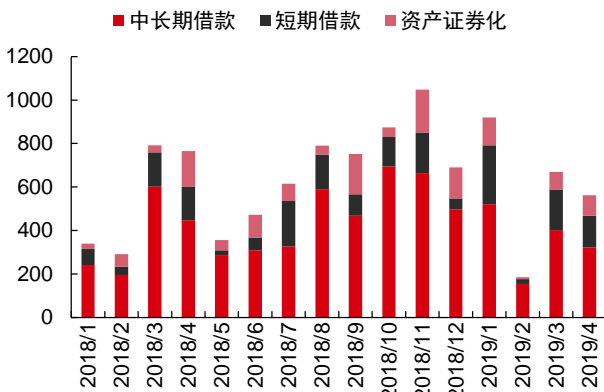
资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

表 13: 2018 年以来 A 股地产行业定向增发情况

发行日期	证券名称	募资规模(亿)	发行日期	证券名称	募资规模(亿)
2019年2月25日	大悦城	144.47	2018年5月22日	中华企业	148.51
2018年11月29日	中华企业	19.94	2018年3月1日	西藏城投	11.68
2018年7月24日	信达地产	78.33	2018年2月2日	我爱我家	16.6

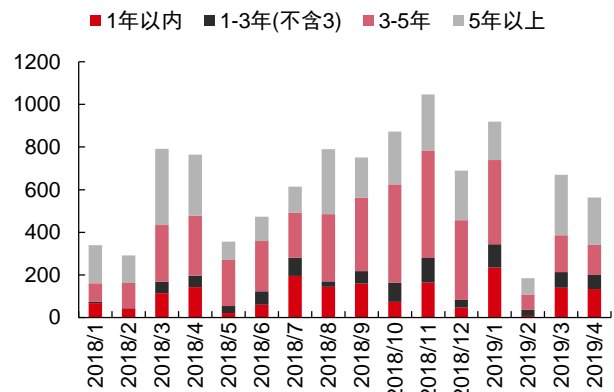
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 22: 2018 年以来地产行业债券融资品种结构 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 23: 2018 年以来地产行业债券融资期限结构 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

随着金融创新的推进，股债之间的产品越来越多。房地产企业融资渠道中，的确有一些介于股债之间的产品，资金提供方通过入股项目，获得相对固定的回报，但又临时性取得项目的股权，从而被计入了少数股东权益科目。因此，我们认为如果少数股东权益占公司权益比例，明显超过少数股东损益占公司净利润比例，则公司可能存在较大规模的明股实债。

我们设定 15 个百分点的临界点，即如果这一比例的差距没有超过 15%，则无法显示可能存在明股实债的问题。需要强调的是，比例差距在 15% 以内的只是“该预警指标不显示异常”，并不代表该公司肯定不存在明股实债的情况。而比例差距在 15% 以上的，则只是“指标发出异常信号”，也不意味着公司一定有明股实债的负担，或许也可能是公司的合资项目盈利状况不佳或尚未产生盈利而已。

表 14: 少数股东损益/净利润, 以及少数股东权益/净利润指标的差异对比, A 股 200 亿市值以上的大地产公司

公司	少数股东损益/净利润				少数股东权益/净利润				少数股东损益科目异常度			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
万科 A	30%	26%	25%	31%	27%	30%	29%	34%	无提示	无提示	无提示	无提示
招商蛇口	40%	21%	19%	22%	25%	27%	26%	30%	无提示	无提示	无提示	无提示
保利地产	27%	27%	21%	28%	26%	24%	32%	35%	无提示	无提示	无提示	无提示
华夏幸福	4%	-5%	0%	0%	47%	33%	48%	20%	43%	39%	47%	20%
绿地控股	7%	23%	33%	29%	26%	27%	33%	36%	19%	无提示	无提示	无提示
新城控股	23%	4%	4%	14%	13%	9%	21%	40%	无提示	无提示	17%	26%
华侨城 A	11%	6%	7%	6%	10%	9%	21%	23%	无提示	无提示	无提示	17%
陆家嘴	10%	19%	15%	18%	20%	33%	29%	29%	无提示	无提示	无提示	无提示
荣盛发展	6%	5%	5%	9%	6%	6%	6%	8%	无提示	无提示	无提示	无提示
金科股份	-3%	22%	12%	3%	16%	11%	12%	39%	19%	无提示	无提示	35%
上海临港	1%	-4%	0%	-2%	11%	12%	13%	15%	无提示	16%	无提示	17%
泛海控股	15%	-2%	7%	10%	32%	26%	27%	29%	18%	28%	21%	19%
张江高科	2%	0%	-1%	-9%	5%	3%	3%	2%	无提示	无提示	无提示	无提示
中华企业	11%	26%	29%	20%	36%	31%	29%	12%	25%	无提示	无提示	无提示
中南建设	20%	6%	-12%	5%	32%	16%	15%	11%	无提示	无提示	27%	无提示
市北高新	-12%	1%	24%	12%	19%	3%	4%	17%	31%	无提示	无提示	无提示
阳光城	18%	14%	7%	23%	13%	30%	37%	44%	无提示	16%	30%	21%
大悦城	28%	46%	46%	31%	46%	48%	44%	43%	18%	无提示	无提示	无提示
金融街	1%	0%	27%	19%	12%	11%	12%	14%	无提示	无提示	无提示	无提示
首开股份	18%	26%	35%	21%	9%	24%	36%	42%	无提示	无提示	无提示	22%
大名城	29%	23%	5%	28%	49%	6%	7%	8%	21%	无提示	无提示	无提示
泰禾集团	-5%	0%	9%	35%	21%	34%	36%	42%	26%	34%	27%	无提示
蓝光发展	16%	-1%	-9%	11%	22%	29%	24%	42%	无提示	29%	33%	31%
上实发展	14%	21%	5%	29%	13%	11%	14%	12%	无提示	无提示	无提示	无提示

资料来源: Wind, 对最近 4 年历史上有超过两年 (含两年) 的公司加粗提示

长期股权投资, 一般来说是企业投资于不能并表的项目, 其目的是为了获得合营联营公司的投资收益。的确存在一种情况, 即公司并不是主动谋求合营联营项目的扩张, 而是将一些高杠杆的合资项目寻求出表。一旦项目公司出表, 原本在账面上的负债就会消失, 而资产则会变成纯粹的长期股权投资。

要辨别这种行为更为困难, 毕竟我们很难了解哪些公司的长期股权投资是真实上升, 哪些公司则是因为调表的原因推动长期股权投资上升。

表 15: 部分公司的长期股权投资年度变化 (单位: 亿元)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
华夏幸福	0	0	1	12	40	42
新城控股	1	9	22	45	134	188
金科股份	8	3	4	8	44	74
泛海控股		10	11	42	56	101
阳光城	1	1	1	10	19	93
泰禾集团	3		0	8	68	67

资料来源: Wind

总而言之，越来越花样百出的资产负债表管理（哪怕合法合规，合乎审计规定），往往会使得债券投资者越来越不相信外部评级，也越来越难以接受市场上的“新面孔”。除非市场的流动性处于极度宽松的状态（目前看可能性不大），我们认为部分信用优良的企业优势将重新扩大。

土地市场竞争激烈推动企业分化

只有在土地价格下跌兑现，房价预期上涨兑现时，房地产企业的经营才会十分顺利。但我们认为，这种状况是不太会再出现的。

表 16: 近期土地市场的成交案例

城市	区域	宗地名称	规划建筑面积 (平米)	成交总价 (万元)	楼面价 (元/平米)	溢价率(%)
福州	台江	台江区排尾路北侧,排尾红星及周边地块改造项目地块一	625,820	764,000	12,208	13.3
武汉	硚口	硚口区解放大道以南,沿河大道以北,京广铁路以西,水厂二路以东地块	483,714	700,000	14,471	0
广州	南沙	南沙区黄阁镇东湾村,进港大道北侧地块	665,000	667,870	10,043	0
北京	通州	通州区台湖镇地块	280,243	666,000	23,765	2.46
北京	海淀	海淀北部地区苏家坨镇地块	302,600	630,000	20,820	--
南京	栖霞	栖霞区迈皋桥街道合班村 288 号地块,东至北苑东路,南至熙溪路,西至逸文路,北至迈尧西路(规划)地块	235,104	532,000	22,628	28.81
杭州	上城	望江单元 SC0402-R21-08 地块	114,796	520,317	45,325	29.98
北京	石景山	石景山区西黄村地块	116,359	495,300	42,567	0
天津	南开	南开区泽川路与山汇道交口西南侧地块	259,124	475,000	18,331	0
北京	大兴	大兴区瀛海镇地块	177,023	444,000	25,081	21.64

资料来源: Wind, 中信证券研究部

土地市场的激烈竞争面前，地产企业只有几个选择。

- 1、控制拿地速度，择机获得土地储备，宁可冒规模下降的风险，逐渐去杠杆；
- 2、投资非地产领域，在地产领域维持稳健经营，试图实现业务多元化；
- 3、不顾土地价格较高的事实，大量获得一二线城市土地储备，等待房价上涨；
- 4、进入三四线城市，维持可销售资源持续高增长；
- 5、聚焦一二线城市，但寻找到控制地价的手段，又快又好地获得土地储备。

第一类公司在现实中是十分罕见的。因为经过二十多年的发展，如果企业的经营者持这一思维，企业很可能已经停止了发展，并消失于历史之中。

第二类公司是存在的。万科等公司为代表的龙头企业，既认识到房地产开发还有相当可观的盈利，又未对区域扩展表现出明显兴趣。这时候，企业寻找新业务拓展方向。有意无意之间，各大公司都布局了相当数量的新业务。但新业务又可以分为服务类业务和资源类业务两大类，服务类业务很难容纳投资，资源类业务虽然有资产保值增值，但沉淀资金的投资回报率很难和开发业务相比较。

我们认为，真正启动了分拆策略，且具备服务品牌影响力的公司，市值可能在新业务发展中壮大。

表 17：重点房地产企业开发之外业务布局一览

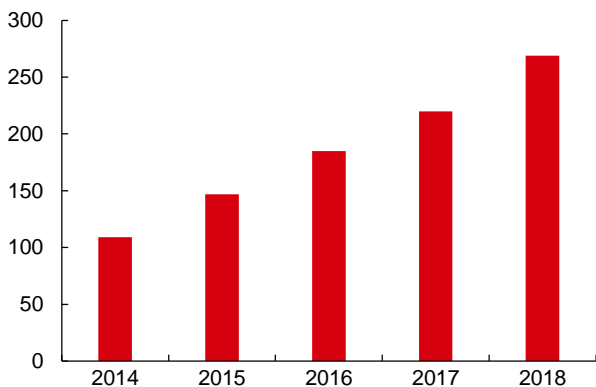
公司	公司业务布局领域	业务简介	对外还是对外
万科 A	物业管理	万科物业是公司物业板块子公司，成立于 1990 年。万科物业是中国领先的物业管理公司，截至 2018 年 12 月底，万科物业已布局中国 83 大中城市，合同项目共计 2482 个，合同面积突破 5.3 亿平方米，服务 480 万户家庭，在职员工人数超 8 万名。	对外
	商业地产	印力集团是公司商业地产领域子公司，成立于 2003 年。专注于购物中心投资、开发和运营管理，业务贯穿商业地产领域的全价值链。截止 2018 年 6 月底，印力商业平台共管理 126 个项目，总建筑面积 915 万平方米，自持项目已开业 79 个，包括 53 个购物中心。	对外
	长租公寓	公司自 2014 年以来积极布局长租公寓市场，2018 年将租赁住宅业务确立为核心业务。截止 2018 年 6 月底，公司长租公寓业务覆盖 30 个主要城市，累计获取房间数超过 16 万间，累计开业超过 4 万间。长租公寓业务当前已形成青年公寓（“泊寓”）、家庭公寓、服务式公寓三类产品。	对外
	物流地产	公司自 2015 年正式推出独立物流品牌——万纬物流。经过近四年发展，已成为国内领先的物流服务商。截止 2018 年 12 月底，仓储服务业务进入全国 45 个主要城市，服务客户 700 余家，累计已获得项目 134 个，总建筑面积 1056 万平方米。	对外
	冰雪度假	公司旗下持有吉林松花湖和北京石京龙雪场等，在建汗海梁滑雪场。	对外
	教育/养老	公司养老业务目前已布局 15 个城市；已开办超过 20 个全日制学校、100 多个社区营地和十多个户外营地。	对外
招商蛇口	长租公寓	以轻资产租入改造、存量商办改造为主，构建融投管退全周期商业模式，在深耕深圳市场的基础上，全面覆盖 13 个国内一线、核心二线城市；2018 年新增 20 个/8085 间长租公寓项目，合计在全国布局长租公寓近 2.4 万间，管理规模总计约 98 万平米，全面实现了公寓智慧平台的线上化服务。	对外
	邮轮母港	蛇口邮轮母港全年靠泊邮轮 89 泊次，邮轮客流超 36 万人次，母港服务各类旅客总客流突破 600 万人次。	对外
	健康	从“养老、医院、康养小镇”三方面积极推进医养业务，广州番禺颐养中心、深圳蛇口颐养中心已于 2018 年 2 月 2 日、3 月 30 日相继开业，太子湾国际医院项目奠基。	对外
碧桂园	文创	已在全国 6 个城市布局 8 个意库项目，运营面积超过 110 万平米，累计文创产业客户 865 个，累计产值超过 800 亿元。	对外
	物业管理	碧桂园服务（6098.HK）原为公司子公司，现已单独拆分上市。	对外
	商业地产	碧桂园酒店，目前已成功培育“碧桂园凤凰酒店”、“碧桂园假日酒店”及“碧桂园凤祺公寓”三大品牌，拥有已开业酒店 75 家，客房总数约 20000 多间。	对外
	零售业务	凤凰优选连锁零售终端	对外
	科技	公司在建筑科技、机器人方面进行投入	对内转向对外

资料来源：Wind，中信证券研究部，注：上述对内服务，主要就是提供给公司

第三类公司是赌周期的公司，我们认为投资价值较不明显。

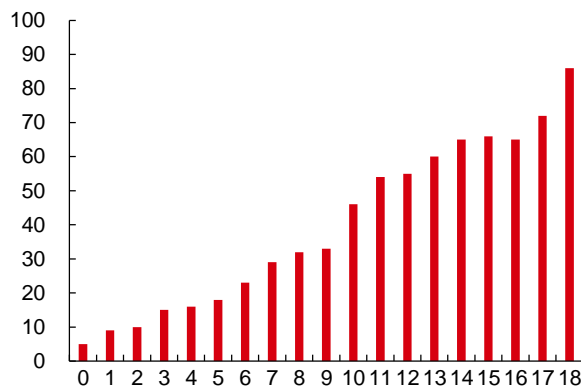
第四类公司是凭借自身能力，走分散式扩张道路的公司。这类公司在三四线城市市场尚可的情况下，往往是值得看好的。当一二线城市地价高涨时，企业合理的选择就是进入三四线城市。这些地方土地市场竞争不激烈，同样规模的资金投入，可以获得更大规模的可销售货值，从而可能实现销售和业绩增长更快。

图 24：碧桂园分布城市数量（单位：个）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 25：万科分布城市数量（单位：个）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

当然，这类公司也有一些缺点。首先、三四线城市去化可能在 2019 年四季度前后产生不利的变化；其次，这类模式对于品牌控制建安成本的要求很高；最后，这类拓展策略造成资源较之房价波动更大。

事实证明，先后成长壮大的碧桂园和新城控股，也分别是某一个阶段销售增速最快、业绩成长最快的公司。他们都是积极下沉的公司。

第五类公司，是聚焦少数区域的公司。这种发展模式的缺点是“知易行难”，因为绝大多数开发商都觉得核心都市圈（如京津冀、大湾区、长三角）长期前景极佳，因此在竞争格外激烈。企业需要有特殊的能力，才能走上聚焦型高成长的道路。招商蛇口、华夏幸福都是这类公司的代表。

当然，某一家公司是可以横跨不同类别的，比如公司可以既聚焦于核心区域扩张，又积极发展新业务。我们最看好第五类公司，也认可第二类公司中愿意积极分拆新业务，独立发展运营新业务的公司。

风险提示：房地产宽松周期持续时间不及预期，按揭利率下行幅度不及预期。

看好华夏幸福和招商蛇口

华夏幸福——内外因共同促成拐点，看好中国都市圈新龙头

风起——政策环境和区域市场出现明显转机。规划思路，我国核心都市圈，尤其是环京区域，从强调防止贴边连片发展，转为推动产业和人口向一小时交通圈扩散。这种变化，可能带来都市圈外围区域土地指标的增加和容纳人口的增长。结构性改革推动的经济复苏，客观上降低了产业新城招商引资的难度。环京区域楼市调控政策并没有放松，但房价已经调整较多，楼市正出现温和复苏。

变化——公司管理、战略和经营的新突破。2018 年下半年，中国平安成为公司持股 25.3% 的重要股东。我们认为，平安有在不动产领域配置资金的诉求，公司则有对长线资金的需要。具备核心都市圈综合体开发经验的新管理层加入，有利于公司在新地域（都市

圈核心圈)/新领域(商业地产和综合体)/新模式(资产管理输出的轻资产模式)进行探索。而公司在招商引资方面的能力累积,全国化布局的基本完成和越来越多的产业新城累计现金流转正,也都提升了其在 2019 年的发展弹性。

发展质量大幅提高,资产负债表修复的现在进行时。我们认为,公司发展质量可能进一步提高。这意味着应收款项的逐渐减少,优质存货的累积;也意味着销售回款率的上升,应急性促销策略的退出;还意味着少数股东权益占总权益的比例下降,资金来源逐步转回表内负债,额外负担下降。

风险提示: 新旧业务的兼容性风险。资产负债表修复和现金流好转慢于预期的风险。

看好聚焦都市圈的新龙头。区别于扩大城市数量带来的销售高增长,公司聚焦都市圈的策略风险相对更低。在经济逐渐复苏、土地成交逐渐恢复的背景下,公司具备短期发展弹性。而凭借招商引资的能力和具备都市核心圈商业地产开发经验的新管理层加入,公司具备长期的护城河。目前,公司估值较低。我们看好公司成长,维持 2019/2020/2021 年 EPS 预测为 5.09/6.27/8.80 元,维持 45.79 元/股目标价(对应 2019 年 9 倍 PE),维持“买入”评级。

表 18: 华夏幸福估值表

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	59,635.4	83,798.6	97,164.2	134,570.6	204,802.2
营业收入增长率 YoY	11%	41%	16%	38%	52%
净利润(百万元)	8,780.8	11,745.8	15,275.5	18,822.8	26,437.3
净利润增长率 YoY	35%	34%	30%	23%	40%
每股收益 EPS(基本)(元)	2.83	3.79	5.09	6.27	8.80
毛利率	48%	42%	41%	40%	38%
净资产收益率 ROE	23.67%	26.83%	27.55%	27.03%	29.26%
每股净资产(元)	12.35	14.58	18.46	23.19	30.08
PE	10.3	7.7	5.7	4.7	3.3
PB	2.4	2.0	1.6	1.3	1.0

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 股价为 2019 年 5 月 6 日收盘价

招商蛇口——蛇口模式带来高质量发展, 央企改革成就物业新龙头

公司 2018 年结算规模不足, 预计 2019 年情况将明显好转。公司 2018 年营业收入 883 亿元, 同比增长 16.3%。与之对应, 2018 年竣工面积仅 499 万平米, 结算面积更是只有 419 万平米, 结算面积仅相当于同期销售面积的 51%。2019 年, 公司预计竣工面积达到 1000 万平米, 较之 2018 年大幅增加, 预计将推动公司营业收入大幅增长。此外, 公司 2018 年业绩大量来自投资收益, 但投资收益的核心组成部分是处置商办物业资产。公司写字楼长期采用整售方式销售, 这其实是主业的一种销售模式, 并不能视为一次性收益, 预计未来将经常出现。

高质量发展的背后——蛇口模式的旺盛生命力。公司是全市场罕见的, 具备在核心城市可持续发展能力的公司。这种能力意味着, 尽管土地市场价格高涨, 但公司仍可以获得价格合理的土地储备, 不需要在激烈竞争的土地市场中消耗现金资源。公司产城联动, 港

城联动，不断取得硕果；前海蛇口自贸区和粤港澳大湾区的土地储备不断落地。我们认为，公司模式的关键在于：有口碑的产城产品和邮轮码头，强大的城市运营能力，集团层面大力度支持，较低的资金成本和市场化的激励机制。尽管蛇口模式意味着项目进展可能慢于招拍挂拿地，从而可能拖累公司收入增速，但模式所创造的高盈利能力，正现金流回流和一二线城市可持续发展，在当前核心城市土地市场局部回暖的背景下，格外稀缺。

央企改革成就物业新龙头。公司公告筹划收购中航善达股权，并以招商物业 100% 股权认购中航善达非公开发行股份。中航善达披露，到 2018 年底，公司在管面积 5307 万平米。招商物业则披露，目前公司在管项目超过 7500 万平米。如果我们简单加总，则公司的经营规模已经接近港股物业管理板块一线公司之列（当前中海物业在管面积 1.41 亿平米，绿城服务在管面积 1.70 亿平米）。而且，招商物业较之竞争对手，也具备显著优势，包括龙头开发企业的大力支持，确定性高的在管面积增加，经营管理多种业态的经验（尤其擅长服务企业机构、科创园区、城市公建等），较高的业主满意度和高端化的品牌形象，在深圳等城市部分区域较高的市场密度，以及随之而来的，发展多元生活服务业务的更大可能性。当然，中航物业在第三方拓展，科技应用方面的经验，也有助于未来物业管理平台的发展壮大。总体而言，我们认为此次央企强强联手之后，新物管平台有望成为 A 股十分稀缺的上市物业管理行业龙头，轻装上阵，独立发展。而公司则可以透过持有物业管理平台股权的办法，分享轻资产服务平台成长的红利。

风险提示：公司商办物业较多，未来销售和确认业绩存在不确定性。公司与中航善达之间交易尚待审批通过。

看好招商蛇口的中长期投资价值。公司积极参与央企整合，强强携手，率先支持轻资产平台做大做强，预计未来招商物业有望跻身中国物业管理龙头之列，而公司也将因为持有物业管理平台股权而长期受益。我们维持公司 2019/2020/2021 年 EPS 预测 2.56/3.11/3.75 元/股，NAV38.66/股，给予公司 NAV25% 折价和 2019 年 12 倍的 PE，取平均数，维持公司 29.87 元/股的目标价，维持“买入”的投资评级。

表 19：招商蛇口估值表

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	75,455	88,278	118,978	150,484	179,583
营业收入增长率 YoY	18.69%	16.99%	34.78%	26.48%	19.34%
净利润(百万元)	12,220	15,240	20,259	24,592	29,661
净利润增长率 YoY	27.54%	24.71%	32.93%	21.39%	20.61%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.55	1.89	2.56	3.11	3.75
毛利率	37.66%	39.49%	38.46%	37.45%	36.44%
净资产收益率 ROE	17.87%	20.08%	20.59%	19.63%	18.82%
每股净资产(元)	8.64	9.59	12.44	15.84	19.92
PE	13.3	10.9	8.0	6.6	5.5
PB	2.4	2.2	1.7	1.3	1.0

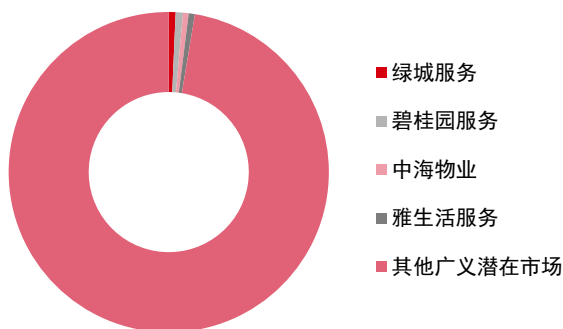
资料来源：Wind，中信证券研究部预测 股价为 2019 年 5 月 6 日收盘价

■ 物业管理：好赛道，好时间

好赛道

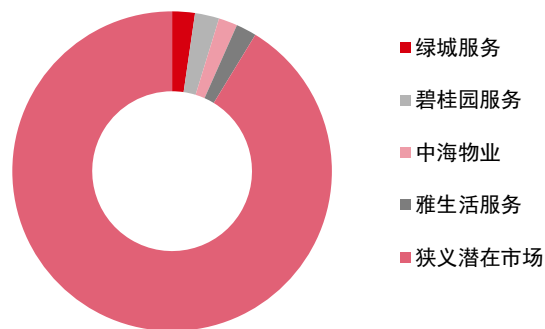
物业管理行业并不是一个长期毛利率下降的行业，龙头物业管理公司也不是没有办法节约成本。定价有提升空间，成本有压缩可能，物业管理行业毛利率没有下降压力，反而有可能缓慢提升。新盘物业费不断抬升，老盘提价率缓慢上升。中长期看，我国物业管理费相对房价和房租比例很低，还有明显提升空间。增值服务进一步提升收入来源。成本侧，随着管理提升，科技赋能，人均在管面积有不断提升可能，从而完全有能力对冲单位人工工资上涨风险。一旦单盘人均在管达到上限无法提升，企业还可以选择主动退出项目，避免亏损。竞争格局方面，现有龙头市场占有率还很低，具有明显的提升空间。

图 26：2018 年底，四家港股物业管理上市公司在整体市场规模占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 27：2018 年底，四家港股物业管理上市公司在目标市场规模占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 20：上市物业管理公司毛利率水平走势

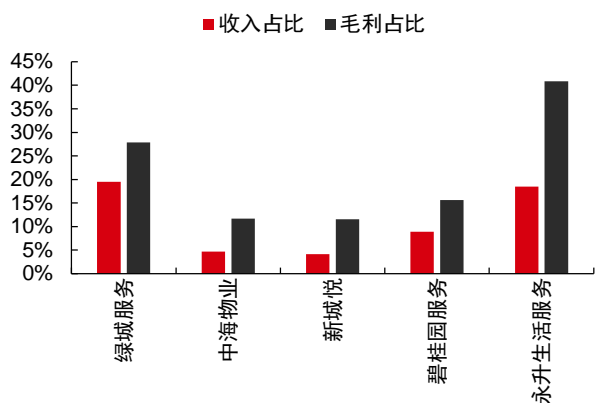
公司分类	公司名称	2015	2016	2017	2018
独立第三方上市企业	绿城服务	18.20%	19.20%	18.40%	17.85%
	彩生活	54.91%	43.65%	44.86%	35.49%
	中奥到家	33.30%	24.70%	30.40%	27.58%
有开发商背景上市公司	碧桂园服务	30.60%	33.90%	33.20%	37.68%
	中海物业	20.60%	23.90%	23.30%	20.43%
	雅生活服务	15.90%	25.00%	33.50%	38.20%
	永升生活服务	16.10%	21.80%	25.20%	28.72%
	滨江服务	16.45%	18.62%	25.79%	26.49%
	新城悦	25.10%	28.30%	28.00%	29.48%
	佳兆业物业	34.57%	30.05%	30.53%	30.93%

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

好时间

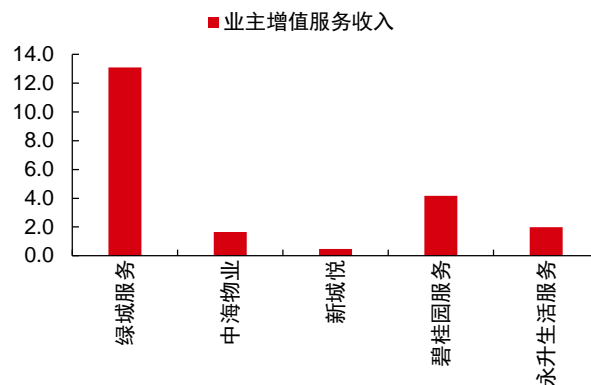
目前，正到了投资布局物业管理行业的好时间。一方面，增值服务的培育已经进入成熟阶段，另一方面，竣工面积的高确定性增长确保了业绩增速。而且，物业管理公司上市越来越多，板块效应逐渐显现，低资本开支、高分红、快速成长的特征日益被市场认可。

图 28：2018 年主要物业管理公司业主增值服务收入和毛利贡献占比



资料来源：公司公告，各大公司对业主增值服务的定义有所区别

图 29：2018 年不同公司业主增值服务收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告

推荐绿城服务、中海物业、永升生活服务，关注中航善达

绿城服务——增值服务体系最全，最具长期成长潜力的行业龙头

公司核心优势是团队，管理和完整独立的经营体系。尽管公司短期业绩增速有所下降，但公司是业内最有影响力的全国性品牌之一，另外两家是万科物业和龙湖物业，目前还没有看到登陆资本市场的迹象；拥有业内最完整的社区增值服务体系，从而保有规模上的明显优势；还通过科技赋能、股权激励的办法，构筑更宽的服务品质护城河。我们坚信，公司的这些核心优势短期不可逾越。相关证据包括：1、2018 年公司储备面积净增加 4210 万平米，较之 2017 年明显提升，说明公司品牌有影响力，管理半径仍可扩大；2、在维持客户满意度基础上，公司基础服务毛利率继续提升，说明科技赋能、成本控制都行之有效；3、公司园区服务收入占比还在扩大，从 2017 年的 17.5%提升到 2018 年的 19.5%，说明公司整个增值服务体系仍然进化。以此为基础，我们相信公司仍具备强劲的内生增长动能。

周期性业务带来的经营成绩下降，和短期积累带来的一次性费用，都不足为虑。我们认为，周期性业务（中介、案场等）会随着房地产景气的复苏而复苏，不足为虑。期权是为了强化员工的凝聚力，从而可以不断拓展在管面积，提升毛利率，这肯定比有些公司盲目并购的花费更有意义，只不过激励计入费用，而并购计入资产。

期待公司再次昂扬向上。我们认为，公司今天的很多准备，都是为了进一步巩固盈利能力的护城河，克服劳动密集型行业存在的规模经济瓶颈。当以下情况发生时，公司增速可能将再次昂扬向上。1、全社会消费习惯改变，普遍愿意为高品质物业付明显溢价。（当前公司物业费提价速度已经有所上升，但普遍性提价尚未到来）；2、更迭物业管理权变得更加容易，物业管理费的窗口指导有所放开（趋势的确如此，但大的变化需要法律法规落实）；3、公司园区服务体系达成自循环强化的闭环，然后在各大城市广泛复制。这种局面的达成需要公司在单个城市经营密度持续提升，除了获得项目之外，入股其他物业管理公司也是增加增值服务经营密度的办法，近期公司也的确入股了滨江服务；4、获得开发企业更大程度的支持。公司缺乏有实力的开发商作为核心股东，因此在开发企业支持方面确实不如同行。在不损害独立性的基础上，如果开发企业持股比例上升，也意味着公司可能获得更多支持，更多开发类客户愿意将强占公司的利润，转化为股权投资的收益。

(详见我们的报告《拆分时代——地产龙头估值重构新机遇》(2019-3-25))

风险提示: 公司园区服务板块盈利能力继续下降的风险。

寻求理想和现实的平衡, 看好公司投资价值: 从中长期来看, 公司发展增值业务的努力, 是最有可能突破劳动密集型行业瓶颈, 打造中国最富影响力的头部物业管理品牌。但在短期而言, 公司的一些付出都成为费用, 影响公司业绩的增速。我们维持公司 2019/2020/2021 年 EPS 预测 0.21/0.27/0.35 元/股, 维持目标价 8.75 港元(对应 2019 年 35 倍 PE), 维持对公司“买入”的投资评级。

表 21: 绿城服务估值表

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,140.1	6,709.9	8,640.6	11,062.5	14,036.9
营业收入增长率 YoY	38.1%	30.5%	28.8%	28.0%	26.9%
净利润(百万元)	387.5	483.3	590.6	754.7	984.1
净利润增长率 YoY	35.7%	24.7%	22.2%	27.8%	30.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.14	0.17	0.21	0.27	0.35
毛利率	18.4%	17.8%	18.4%	18.3%	18.2%
净资产收益率 ROE	20.2%	20.8%	20.2%	20.5%	21.1%
每股净资产(元)	0.69	0.84	1.05	1.32	1.68
PE	40.2	33.1	26.8	20.8	16.1
PS	3.0	2.3	1.8	1.4	1.1

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 股价为 2019 年 5 月 6 日收盘价

中海物业——向上拐点, 不止一面

在管面积稳健增长, 预计 2019 年起有望提速。到 2018 年底, 公司在管面积达到 1.41 亿平米, 较 2017 年年底净增加 1270 万平米, 增速较为稳健。但我们注意到 2018 年公司外接项目(并非全在管)创下历史新高, 达到 1150 万平米, 公司终于开始发力外拓。展望未来, 我们认为公司既受益于兄弟企业持续交付在管面积的支持, 也受益于品牌和满意度驱动的外拓起步, 我们预计 2019/2020 年公司在管面积净增长分别有望达到 3500 万和 4500 万平米, 合同面积净增长将更高。

以退为进, 基础服务毛利率下降, 但服务品质上升。公司物业管理服务毛利率从 2017 年的 21.3% 下降到 2018 年的 18.0%, 其中包干制部分(可以说是真实毛利率)更从 14.7% 下降到 10.6%。公司公告称, 除了部分费用成本化的因素外, 主要是加大了业务投入, 巩固了公司品牌形象, 提升满意度。我们坚信投入是有必要的, 公司根基在于业主的满意度。考虑到当前物业服务部分的毛利率已经低于绝大多数上市同行, 我们相信 2019 年后物业服务的毛利率将保持稳定。

增值服务快速增长, 满意度提升功不可没。2018 年公司增值服务收入达到 4.1 亿港元, 同比大增 55.7%。推动增值服务增长的主要为工程服务, 住宅和零售单位销售以及购物协助。增值服务板块盈利能力较强, 目前其毛利已占到公司总毛利 20% 以上, 我们预计 2019 年将超过 23%, 从而有效地化解物业管理基础服务规模不经济的问题。当然, 公司依托大型开发龙头, 也在部分增值服务领域更便于获得订单。

风险因素：相比其他物业管理公司，公司缺乏庞大的待交付储备面积，业绩短期确定性不足。公司的背景有助于公司参与国企改革，获得超越市场化的并购机会，但公司仍未充分证明自身的外拓能力。

多重拐点，向上不止一面。我们认为，从量的角度，公司将凭借优势品牌，开始外拓；从盈利能力角度，公司物业管理部分毛利率已在低点，未来很难继续下降，也有上升的可能性；从增值服务来看，公司多种经营的布局开始充分展开。公司市值与核心相关开发企业市值相比极低。我们维持公司 2019/2020/2021 年 EPS 预测 0.17/0.22/0.28 港元，维持公司 4.96 港元/股的目标价格（对应 2019 年 30 倍 PE），维持公司“买入”的投资评级。

表 22：中海物业估值表

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万港元)	3405.6	4203.3	5427.7	7172.0	9347.9
营业收入增长率	31.5%	23.4%	29.1%	32.1%	30.3%
净利润(百万港元)	306.8	402.1	543.7	718.9	936.2
净利润增长率	35.6%	31.1%	35.2%	32.2%	30.2%
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.09	0.12	0.17	0.22	0.28
毛利率%	25.0%	21.3%	21.3%	21.3%	21.0%
净资产收益率 ROE%	35.8%	35.9%	33.5%	32.0%	30.8%
每股净资产(港元)	0.26	0.34	0.49	0.68	0.92
PE	41.1	30.8	21.8	16.8	13.2
PS	3.6	2.9	2.2	1.7	1.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 股价为 2019 年 5 月 6 日收盘价

永升生活服务——社区增值服务和第三方占比是看点

公司已基本成为具备开发企业背景的独立第三方物业管理服务提供商。到 2018 年底，公司在管面积突破 4000 万平米，其中旭辉相关在管面积已仅占 36%。目前，公司储备面积超过 2500 万平米。结合公司拓展节奏，我们预计公司未来每年可获得约 1000 万平米的存量盘接管面积。总体来看，我们预测公司 2019/2020 年在管面积仍将高速增长，分别超过 6400 和 8700 万平米。

核心管理层具备丰富经验，社区增值服务迅猛增长。公司总裁周洪斌在履新永升之前，长期领导龙湖物业，也参与千丁互联，对头部物业管理公司运营（尤其科技应用和增值服务拓展）具备丰富经验。周洪斌加入公司后，公司社区增值服务增长迅猛，到 2018 年收入达到 2 亿元，同比增长 80.3%，板块毛利率则维持在 63% 的高位。家居生活服务、停车位管理租赁销售、物业经纪和公用区域增值等社区增值业务，其收入不仅随着公司在管面积增长而增长，更伴随公司经营能力提升而扩张。到 2018 年，公司增值服务（非业主和社区）收入占公司收入的 38%，毛利占比更达到 55%。

慎重并购，依托品牌和管理扩张。2018 年新管理层到位后，公司没有收购物业管理公司，账面货币资金大幅增加到 11.60 亿元。与此同时，公司依托品牌和管理大量拓展项目，无需消耗大量现金。公司积极寻求和小开发企业的合作，进一步增加业务拓展的确定性。我们预计，未来公司仍将对并购一般类型的住宅物业持谨慎态度，但对一些在特殊业态、盈利较好的小物业公司（如年报中提及的医院、展览中心等）则另当别论。同时，我

们也赞赏公司进一步投资技术和智慧运营的策略，科技赋能不是可选项，是物业公司破解规模瓶颈的必选项。

风险因素：相比依托更大平台或具备更高储备面积的物业管理公司而言，公司在管面积增长确定性更低。公司品牌影响力距离国内一线品牌仍有差距。对于一家轻资产现金牛公司而言，我们认为公司的股利支付率偏低。

勿以资源论短长，团队能力是根本，看好公司持续成长。短期而言，公司在管面积仍将高速增长。但更长期而言，我们认同以周洪斌先生为代表的核心管理层的专业能力。公司近期拓展和增值服务培育等开支较大，管理费用较高，但也打造了一只具备战斗力的队伍，巩固了品牌，扩大了盈利。我们维持公司 2019/2020/2021 年 EPS 预测为 0.12/0.23/0.31 元，公司当前股价 3.24 港元/股，维持公司 3.97 港元/股的目标价（对应 2019 年 30 倍 PE）和“买入”评级。

表 23：永升生活服务估值表

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	735.5	1,091.8	1,792.4	2,841.6	3,805.4
营业收入增长率 YoY	51.2%	48.4%	64.2%	58.5%	33.9%
净利润(百万元)	76.4	100.2	176.9	347.9	477.9
净利润增长率 YoY	127.5%	31.1%	76.5%	96.7%	37.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.05	0.07	0.12	0.23	0.31
毛利率	26.3%	29.8%	29.5%	29.3%	28.6%
净资产收益率 ROE	31.2%	11.2%	16.9%	25.9%	27.8%
每股净资产（元）	0.16	0.59	0.68	0.87	1.12
PE	58.1	41.6	24.6	12.4	9.0
PS	5.8	3.9	2.4	1.5	1.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 股价为 2019 年 5 月 6 日收盘价

中航善达——央企物业管理龙头或将启航

中航善达 4 月底公告，公司拟以发行股份的方式购买招商蛇口、深圳招商地产合计持有的招商物业 100% 的股权，发行价为 7.90 元/股。同时，招商蛇口拟现金受让中航国际控股持有的 1.49 亿股中航善达的股票，占公司当前总股本的 22.35%。如若交易完成，上市公司控股股东预计将变为招商蛇口。

新中航善达物业管理部分价值评估。我们注意到，如收购招商物业顺利完成，则新的中航善达物业管理板块（不是整个公司）2018 年备考收入达到 66.3 亿元，净利润达到 3.1 亿元，净利润率 4.65%。企业净利润率水平在上市物业管理公司中处于较低位置。我们认为，对物业管理公司的估值，尤其是低盈利能力物业管理公司的估值，可以优先参考市值/在管面积和 PS 指标（具体原因请详见我们的相关报告《物业管理为什么是一个好行业？》（2019-4-8），《物业管理公司为何毛利率差异巨大》（2018-7-19））。当前，可比物业公司的平均 PS 为 3.60，市值/单位在管面积为 0.91。考虑到公司毕竟盈利能力较低，我们给予其低于行业平均的 2.5 倍 PS，给予行业平均的 0.91 倍市值/百万平米在管面积，取平均数，则我们认为公司物业管理部分合理市值为 140.9 亿元。

中航善达其他业务价值评估。公司还有房地产开发业务和投资性房地产。当然，公司平台层面还有净负债，招商物业也有负债。公司房地产业务主要体现为存货和投资性房地产（公允价值计价），2019 年一季度末账面总计 86.4 亿元。而同时公司净有息负债为 26.2 亿元。此外，招商物业的负债规模有 13.0 亿元（保守估计，以招商物业总负债替代净负债）。照此计算，公司其他板块业务扣减净负债价值约为 47.0 亿元。

新中航善达价值的评估。由于此次公告并未披露此次收购的交易对价，因此我们无法给予中航善达目标价格，也暂时无法给予公司评级。我们汇总前述物业管理板块和其它业务评估价值，得出新中航善达的合理价值在 187.9 亿元（我们重申，这不是对应当前股本的合理市值，是发行后的备考合理市值，股本未定）。如果考虑到事件审批方面的不确定性，给予 20% 的折价，则目前备考合理价值 150.3 亿元。

风险提示：公司收购招商物业事项尚待监管部门审批，存在较大不确定性。

央企龙头价值养成，公司中长期价值更值得期待。物业管理公司独立于房地产开发企业开展经营，对于构建物业管理公司的核心竞争力至关重要。只有摆脱了房地产公司成本中心这样的附庸角色，物业管理公司才有可能制定更为独立的经营策略，开展更行之有效的激励，在物业管理这一服务业蓝海取得长足的进步。我们认为，招商物业和中航的强强联合，有可能在中长期打造央企物业管理成长龙头，培育出具备相当业内优势的城市发展和产业升级综合服务体系。我们认为，这种强强联合并非终点，而是起点。在港股市场，绝大多数物业管理公司上市后迅速摆脱了开发商附庸的角色，接管第三方在管面积比例持续上升，增值服务收入和利润占比持续上升，为投资者创造了累累收益，也为业主客户，甚至全社会创造出优质服务价值。

■ 建筑：稳增长持续，维持基建稳增长判断

稳增长政策定调，逆周期调节淡化，维持全年 8%温和复苏判断

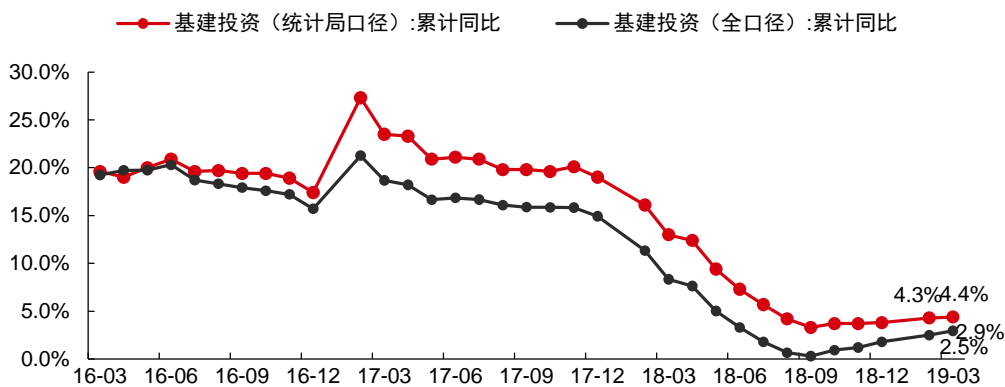
4 月 19 日召开的中央政治局会议分析研究了当前经济形势和经济工作。会议肯定了一季度经济形势的开门红，并强调了全年经济工作“稳增长”的定调：1) 以往会议强调的稳投资等“六稳”没有出现在这一次会议当中，我们认为或与一季度“六稳”工作进展良好有关；2) 会议同时强调“要通过改革开放和结构调整的新进展巩固经济社会稳定大局”。我们认为，一季度逆周期调节卓有成效，预计政策面仍将支持基建等稳增长手段，但边际上存在一定淡化可能。

基建存在施工惯性，边际变化不改基建回暖趋势，维持基建投资全年 8%左右增长判断。我们认为，2019 年基建仍将保持回暖趋势：

- (1) **基建仍为稳增长、稳经济的重要手段。**在基建和地产共同作用下，一季度经济形势超出预期，顺利完成“六稳”等目标，说明了基建以及地产在稳增长、稳经济中发挥重要作用。4 月 22 日中央财经委员会第四次会议上指出，“要强化宏观政策逆周期调节，财政政策要加力提效，货币政策要松紧适度，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调”，表明经济上一季度较好完成目标，但国内经济仍存在下行压力，在必要时基建仍为稳经济的重要手段。
- (2) **基建投资投放具有持续性和滞后性的特征，短期内不会有大的转向。**基建投资增速企稳回升落后于政策的推进，2018 年 7 月“补短板”政策持续推出，2018 年 10 月基建增速才触底回升。我们认为，目前基建增速仍处于低位区间，相关政策没有明显转向的动力和迹象，基建投资将持续支持开工项目，保证重点在建项目的顺利进行，短期内基建增速难有大的转向。
- (3) **资金面以及下游中观数据进入全面验证期，基建持续回暖。****资金角度：**宽信用政策见效。3 月新增人民币贷款 16,900 亿元，预期 12,500 亿元，前值 8,858 亿元。其中，与基建企业更为相关的中长期贷款增加 6,600 亿元，同比多增 1,958 亿元。新增地方专项债 2,532 亿元，同比多增 1,870 亿元。去年以来制约基建增速的最主要资金面因素正持续大幅改善。同时，基建下游各维度数据也呈现快速回暖趋势。**挖机利用小时数**与基建相关性较高，3 月小松利用小时数增速明显改善，同比+6.5%。**重卡销量角度**，3 月销售 14.4 万辆，环比+85%，同比+4%，显著超市场预期。此外，**下游水泥等建材销售量价齐升。**据数字水泥网，全国水泥出货率由 3 月 1 日的 30.5%提升 53.2pcts 至 3 月 29 日的 83.7%，同时 3 月底全国水泥库容比 57.6%，低于月初 4.8pcts。预计 19Q1 水泥企业销量或同比有增。价格方面，4 月 4 日京津两地水泥价格上调 20 元/吨；4 月 8 日上海、南通和苏锡常地区水泥价格上调 20-45 元/吨；4 月 9 日起，杭绍地区水泥价格上调 30 元/吨，涨价模式开启。**基建投资角度**，2019 年 1-3 月基建投资（统计局口径）同比+4.4%，增速较上月+0.1pct；基建投资（全口径）同比+2.9%，增速较上月+0.4pct，基建投资增速自 2018 年 9

月以来持续回升。综上，我们认为在资金面全面改善大背景的支持下，3月以来基建复工情况良好，3月PPP落地金额及落地率双创历史新高，下游多维度中观数据全面验证，我们认为基建将呈现开门红，并于前三季度增速逐季提升。维持基建全年8%的增长判断。

图 30：基建投资持续回暖

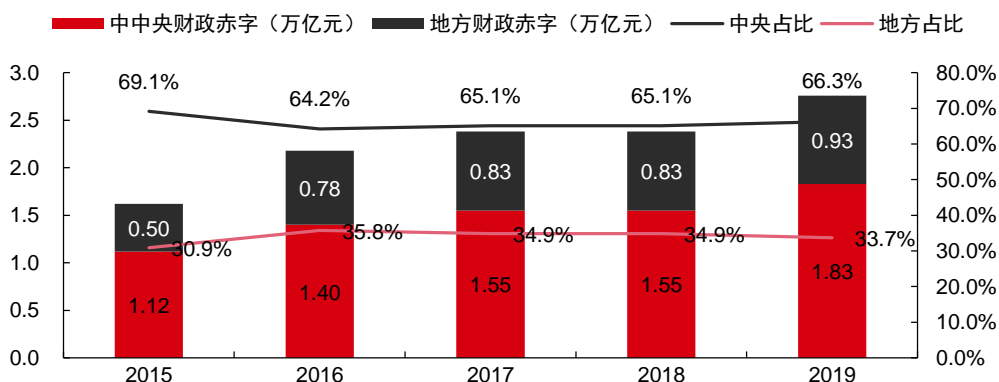


资料来源：Wind，中信证券研究部

稳财政下信贷或有改善，2019 年基建料将增长 8%左右

2019 年财政赤字 2.76 万亿元，财政赤字率小幅提升 0.2pct 至 2.8%。从近 5 年我国公共财政收支看，财政赤字的绝对值不断增长。2019 年最新政府工作报告中将 2019 年赤字规模的绝对数定为 2.76 万亿元，较 2017 年增加 3,800 亿元。其中中央财政赤字 1.83 万亿元，地方财政赤字 9,300 亿元。在外部环境压力加大，经济下行压力一定程度增大的背景下，以及在地方政府隐性债务约束无法突破的前提下，2019 年财政通过预算赤字水平的扩张，叠加中央对地方赤字比例的提升（2019 环比+1.2pcts），料将对基建领域资金来源起到积极稳定的作用，稳基建细化落地和减税降费有望同时推进。

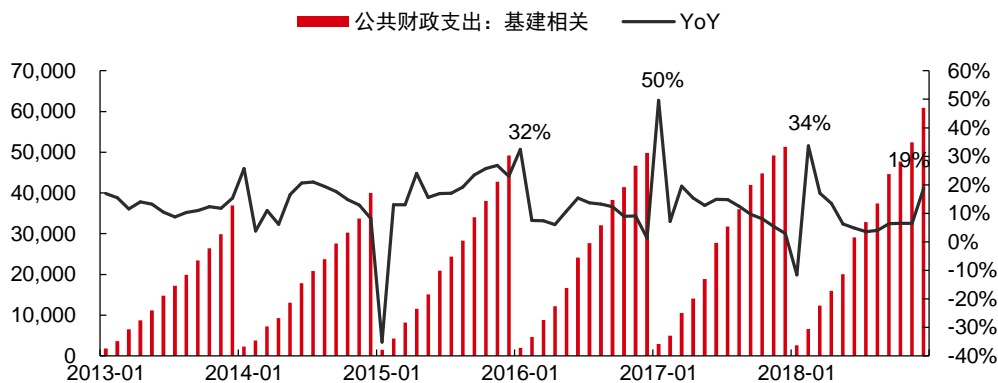
图 31：政府工作报告财政赤字预算



资料来源：Wind，中信证券研究部

落实到基建投资相关的公共财政支出预计 2019 年保持稳增，或高于 2018 年增速。公共财政支出中大约有 26% 为基建相关的农林水事务/交通运输/城乡社区事务/节能环保方向，其中就包括基建固投和其他支出。从绝对量看，2018 年以来这部分支增速有所放缓。结合 2019 政府工作报告中财政支出超过 23 万亿元，增长 6.5% 的目标，假设其中用于基建的投资比例不变，我们预计 2019 年投资基建相关的公共财政支出增速料将高于上年。

图 32：投资基建相关的公共财政支出（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

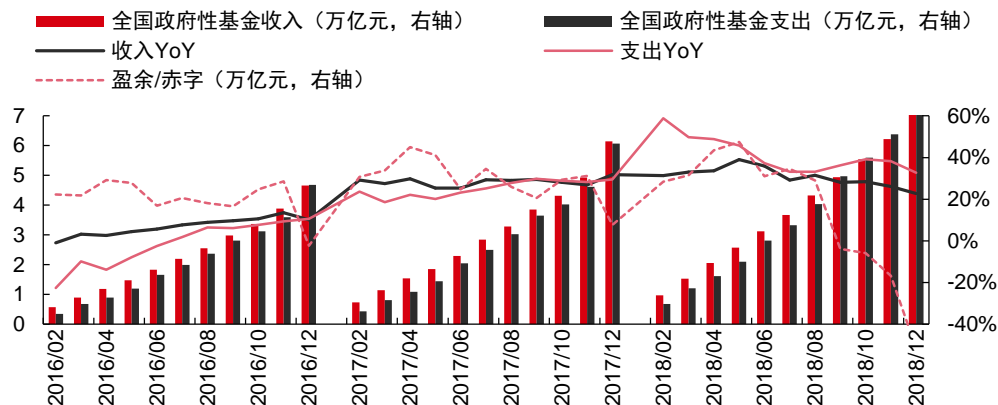
政府性基金为国家预算资金投资基建的重要组成部分，受制于土地市场降温，2019 年增速或将回落。2016 年以来政府性基金支出规模加速增长，2018 年保持同比 20% 以上的历史高位；主要得益于占收入比超过 80% 的地方土地出让收入。不过，2019 年地方土地出让金存在下行压力，一季度政府性基金收入呈现负增长，预计全年也有负增长的压力。

表 24：全国土地出让金拆分和预测（单位：亿元）

	一线	二线	三线	低线+收付实现差	土地出让金收入
2013	5,242	11,947	7,684	16,377	41,250
2014	5,112	9,108	4,854	23,531	42,606
2015	5,277	8,590	4,415	14,265	32,547
2016	4,267	15,051	5,409	12,730	37,457
2017	6,345	16,929	9,936	18,849	52,059
2018	5,469	16,021	11,662	31,944	65,096
2019E	6,290	17,623	9,913	19,166	52,992

资料来源：Wind，中信证券研究部。注：土地出让金来源是财政部全国土地出让金收入，一线/二线/三线是 Wind 统计百城土地成交总价

图 33: 全国政府性基金收入支出 (万亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

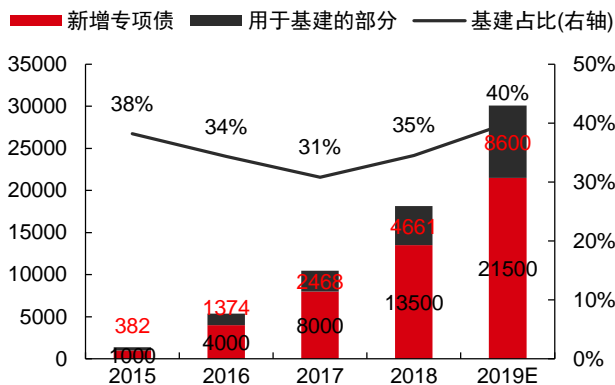
2019 安排地方政府专项债 2.15 万亿元，一般债 9,300 亿元。专项债增速继续快于一般债，同时采用先调款后归垫的方式加快项目利用。地方政府债分为一般债和专项债，前者主要弥补了一般预算中地方政府赤字，后者为政府性基金的重要来源。地方政府每年发行的一般债和专项债中，都有置换债和新增债两部分。其中置换债与新增基建投资基本无关，我们主要关注新增地方债。我们预计今年专项债、一般债中用于基建的比例分别达到 40%/70%，达 8,600 亿/6,510 亿元，分别较上年增加 3,939 亿/852 亿元。专项债增速继续快于一般债。“国办 101 号文”明确，加强地方政府专项债券资金和项目管理，特别提出允许有条件的地方在专项债发行完成前，可对已安排专项债资金的项目通过“先调度库款，后及时归垫”的方式加快项目进度。专项债在补短板+保在建中的作为政府资金来源的支撑作用料将增强。

表 25: 专项债发行提前进入高峰 (单位: 亿元)

	新增一般债	新增专项债	新增地方债加总	置换债
2018 年 1 月	0	0	0	0
2018 年 2 月	0	0	0	132
2018 年 3 月	0	0	0	1910
2018 年 4 月	0	0	0	2943
2018 年 5 月	171	0	171	2948
2018 年 6 月	2745	412	3158	1585
2018 年 7 月	3523	1091	4613	1687
2018 年 8 月	839	4287	5127	2111
2018 年 9 月	331	6713	7044	441
2018 年 10 月	729	348	1077	1483
2018 年 11 月	0	42	42	417
2018 年 12 月			475	163
2019 年 1 月	1412	2276	3688	492
2019 年 2 月	1599	1575	3174	467

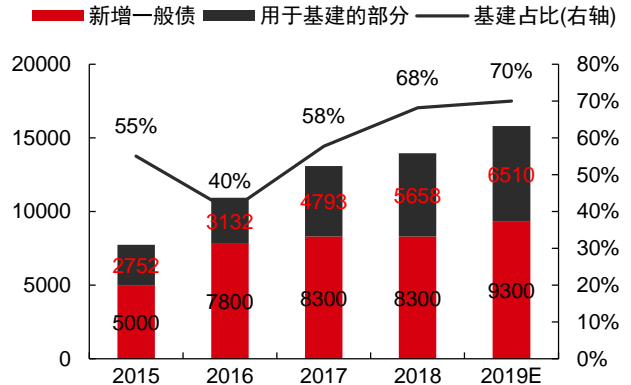
资料来源: Wind, 财政部, 中信证券研究部

图 34: 新增专项债投向基建比例 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

图 35: 新增一般债投向基建比例 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

因此, 综合考虑 2019 年预算赤字适度放宽 (正向影响), 以及新增地方政府专项债稳定增长 (正向影响), 叠加房地产市场降温下的政府性基金下行压力 (负向影响), 我们预计 2019 年基建投资来源中的国家预算内资金仍将保持稳定增长, 预计增长 15.9% 至 3.21 万亿元, 扣除不能用于资本金的专项债资金, 预计将增长 2.3% 至 2.35 万亿元。

表 26: 基建国家预算资金增 15.9% (单位: 万亿元)

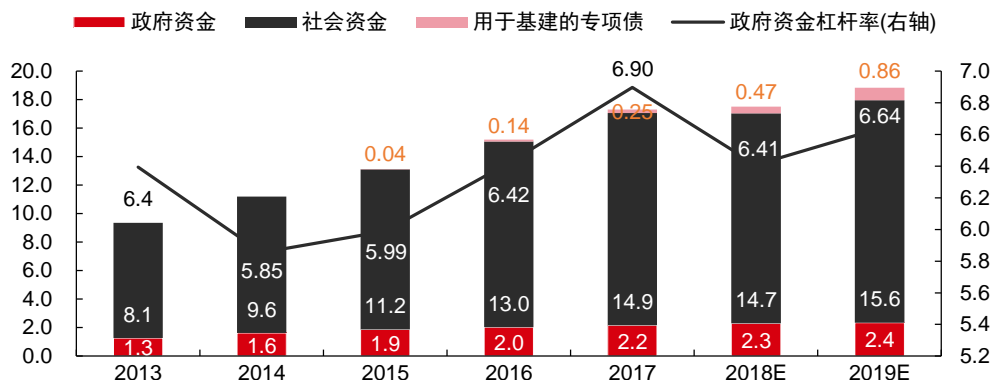
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
国家预算内资金合计	1.05	1.27	1.63	1.91	2.17	2.41	2.77	3.21
YOY		21.1%	29.0%	17.1%	13.3%	11.2%	15.2%	15.9%
国家预算内资金合计 (不含专项债)					2.03	2.16	2.30	2.35
YOY						6.4%	6.5%	2.3%
					2.17	2.41	2.77	3.21
其中: 一般预算小计					1.60	1.81	1.93	2.09
YOY						13.2%	6.8%	8.4%
一般预算及其他 (基建相关, 不含一般债)					1.28	1.33	1.37	1.44
YOY						3.2%	3.0%	5.6%
一般债 (用于基建部分)					0.31	0.48	0.56	0.65
YOY						54.3%	17.2%	15.3%
其中: 政府性基金		0.66	0.67	0.66	0.57	0.60	0.84	1.12
YOY			1.3%	-1.9%	-13.4%	5.4%	40.3%	32.8%
政府性基金 (基建相关, 不含专项债)					0.43	0.35	0.37	0.26
YOY						-18.7%	5.0%	-30.0%
专项债 (用于基建部分)					0.14	0.25	0.47	0.86
YOY						82.4%	90.5%	82.0%

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

用于基建固投的政府资金杠杆率料将略有回升, 2019 年或回升至 6.64x。用于基建固投的政府资金杠杆率自 2014 年起稳定提升, 由 5.9x 升至 2017 年的 6.9x, 2018 年受制于去杠杆及资管新规等因素, 回落 0.5x 至 6.4x。具体看, 2019 年 1 月新增社融 4.64 万亿元 (同比+50.7%, 较 2018 年同比增速提升 64.7pcts), 剔除专项债后新增社融 4.53 万

亿元（同比+47.2%，较 2018 年同比增速提升 61.5pcts），融资实质性回暖。而对于基建更为重要的中长期贷款亦重回正增长，2019 年 1-3 月企业中长期贷款 2.6 万亿元（同比+4.9%），较 2018 年累计同比增速提升 17.1pcts。作为建筑行业先行指标，信贷数据已实质改善。我们认为，随着“两会”召开，政策、资金相关政策不断细化落地，**在建+补短板政策下，基建细分板块贷款余额在 2019 年料将进一步改善。社会资金料将成为拉动基建增长的核心力量。我们维持 2019 基建投资增速 8%左右的判断。**

图 36：杠杆率提升，预计 2019 基建投资增速 8%（单位：万亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

推荐中国中铁、中国建筑、葛洲坝、隧道股份

稳增长经济政策定调持续，边际上有一定淡化逆周期调节，维持基建固投全年温和复苏判断。资金角度上，在政府资金稳增的前提下，信贷对基建的支持作用料将增强，2019 年基建固投增速大概率较 2018 年将回到平稳健康水平，预计 2019 年基建固投增长 8%达 19 万亿元。在子板块结构上，铁路和区域城轨或将增长更优。推荐中国中铁、中国建筑、葛洲坝、隧道股份，关注中国铁建、中国交建等。

风险提示：融资持续收紧；宏观经济低于预期。

表 27：建筑行业推荐公司盈利预测及估值

简称	收盘价(元)	EPS(元)				PE			
		18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
中国中铁	6.73	0.72	0.73	0.82	0.91	9.3	9.2	8.2	7.4
中国建筑	5.79	0.87	0.96	1.06	1.17	6.7	6.0	5.5	4.9
葛洲坝	6.35	0.89	1.02	1.18	1.38	7.1	6.2	5.4	4.6
隧道股份	6.28	0.63	0.7	0.78	0.86	10.0	9.0	8.1	7.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 5 月 6 日收盘价

■ 装饰：地产景气度上行，住宅装饰产业链受益

住宅装饰按照业务模式可以分为针对上有地产商的 B 端装修，以及针对下游个人客户的 C 端装饰。1) B 端全装修中长期料将受益《<城乡给水工程项目规范>等 38 项住房和城乡建设领域工程规范征求意见稿》(下文简称《住宅规范(征求意见稿)》)等一系列政策支持，空间较大；短期来看，全装修产值与住宅施工面积增速、商品房销售面积增速更相关，2019 年受益上游回暖料将回归稳增。而定制精装模式或成为 B 全装修业务有效补充。2) 对于 C 端住宅装修，我们预计 2019 年中国二手房交易额同比+10.1%，翻新装修需求或回暖，在相关城市布局较好企业料将受益。

B2B 全装修：空间可观，地产回暖下或保持稳增

住宅装修可以分为 B2B、B2C 两种模式。B2B 装修也称为住宅全装修或精装修业务，客户为地产开发商，B2C 端装修客户为个人业主。我们认为，2B 端全装修受益于《住宅规范(征求意见稿)》等一系列政策支持，长期空间较大；然而考虑上游地产商话语权占优，下游相关装饰业务回款及毛利率或仍存在压力。在此背景下，近年来由金螳螂、全筑股份等企业开创的定制精装业务(即 B2B2C)有望成为 B 端装修业务有效补充。

全装修相关条例持续出台，精装修交付比例确定性提升。其中，浙江、湖北、海南、山东、上海均要求全省/市绝大多数新建住宅实现 100%全装修；然而，全国范围而言，全装修比例仍不及 30%。在此背景下，住建部 2 月 18 日发布《住宅规范(征求意见稿)》，指出“城镇新建住宅全装修交付，即所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成”。此次“征求意见稿”明确提及城镇新建住宅应全装修交付，较此前市场对 2020 年新开工全装修成品住宅面积占比 30%的预期有明确提升，精装修中长期空间进一步打开，全装修市场容量或将进一步扩大。

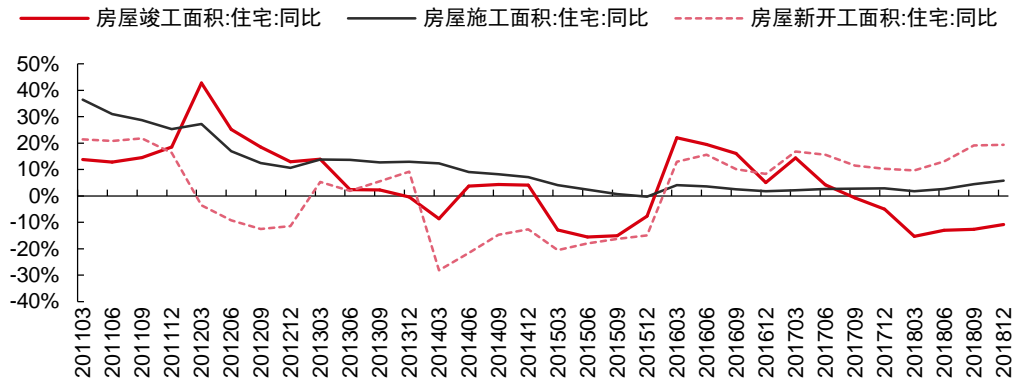
表 28：各地全装修政策

政策实施时间	地区	要点
2017.1.1	上海	新建住宅，外环内 100%，外环外 50%，奉贤区、金山区、崇明区 30%全装修
2017.7.1	海南	全省新建住宅 100%全装修
2018.1.1	山东	全省新建高层、小高层住宅 100%全装修
2018.3.15	长沙	长沙市内五区新供地的商品住宅项目，采用全装修交付的比例不低于 70%
2019.1.1	湖北	全省各城市新建商品住宅 100%全装修
2020.1.1	浙江	全省新建多层和高层住宅 100%全装修
2020.1.1	河南	全省新建住宅 100%全装修
2020.1.1	四川	全省新建住宅 50%全装修
2025.1.1	江苏	全省新建住宅 60%全装修

资料来源：Wind，中信证券研究部

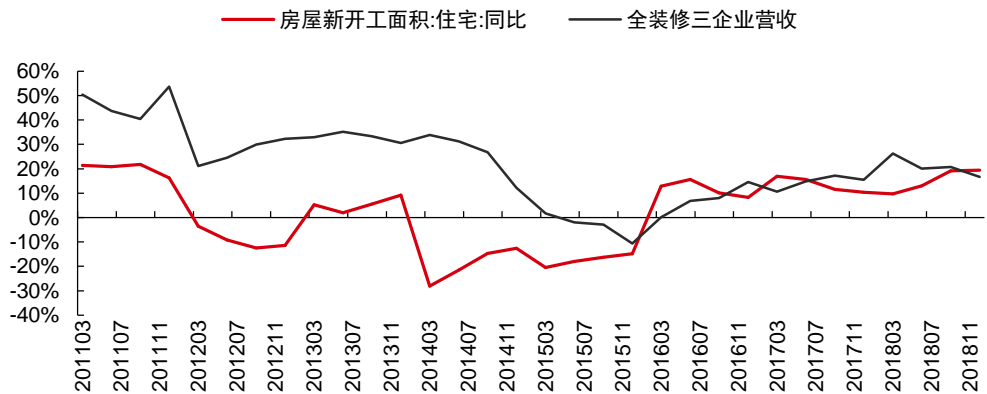
全装修收入与商品房销售面积、以及施工面积增速高度相关；或保持稳增。由于装饰企业极少在财报中单独列明全装修业务收入，我们选取了全装修业务占总营收比重较高的金螳螂、广田集团、全筑股份，研究其收入与地产相关指标的统计关系。

图 37: 房屋新开工、施工、竣工面积关系



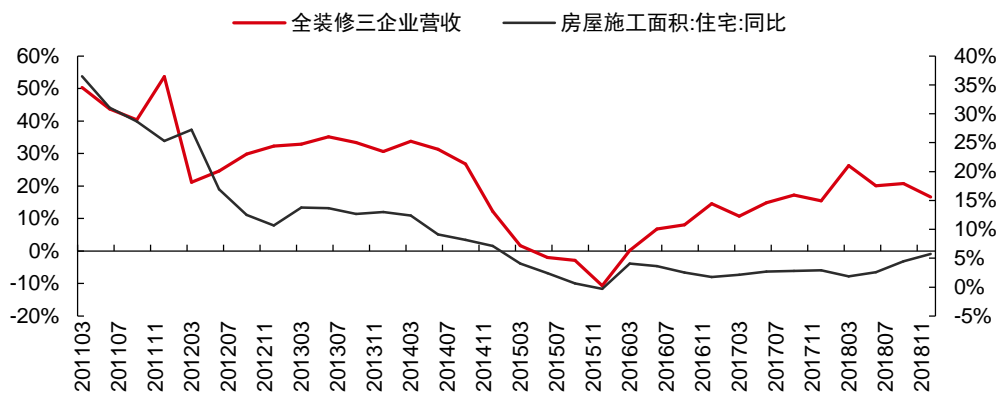
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 38: 新开工面积与全装修收入增速, corr.=0.27



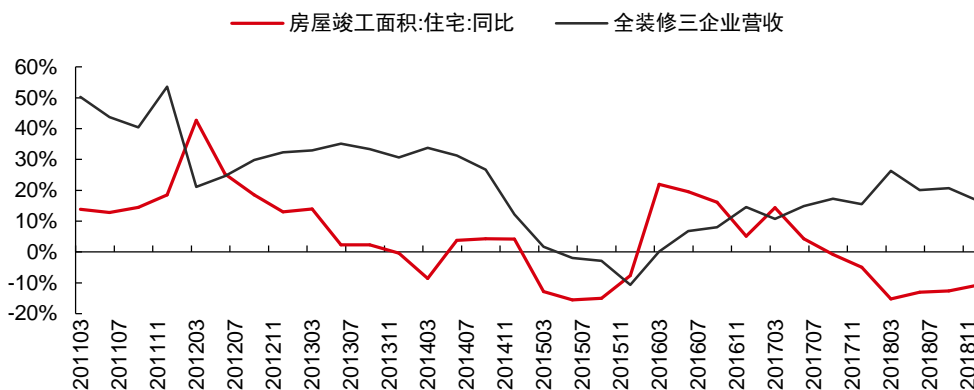
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 39: 施工面积与全装修收入增速, corr.=0.82



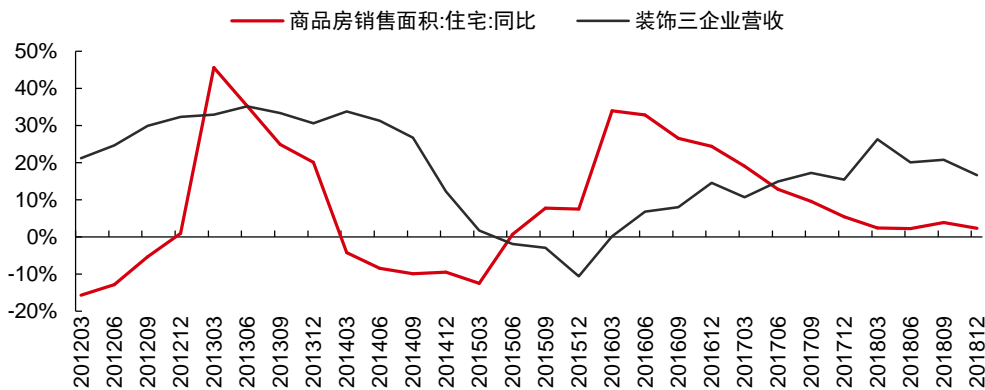
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 40：竣工面积与全装修收入增速，corr.=0.31



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 41：商品房销售面积与全装修收入，corr.=0.78，滞后约 1 年

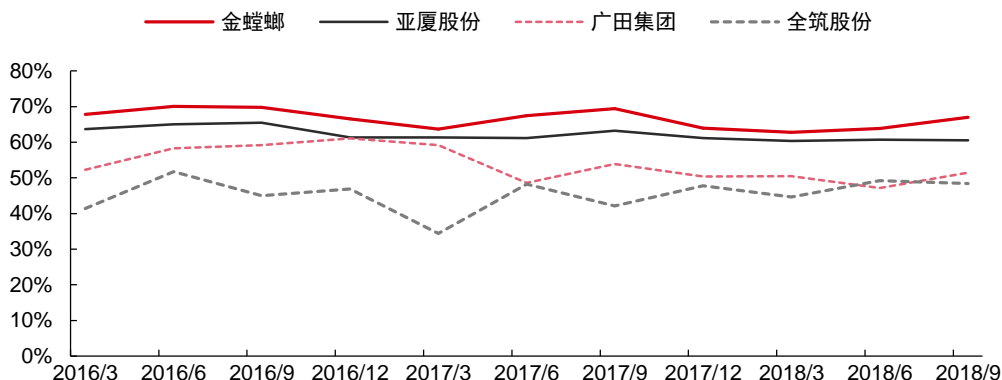


资料来源：Wind，中信证券研究部

与市场通常认知不同，全装修收入增速与施工面积增速相关性最高，与商品房销售面积也高度相关，滞后约 1 年。2011-18 年，新开工面积、施工面积、竣工面积与全装修收入增速相关度分别为 27%、82%、31%。我国施工面积目前已超过 80 亿平米，庞大的基数导致近年来施工面积同比增速较为平稳。结合中信证券研究部地产组观点，预计 2019 年竣工面积小幅上升，新开工面积基本稳定，而施工面积或呈稳增。我们判断，2019 年全国商品住房销售额同比增长 7.7%，结合政策支持，下游全装修业务 2019 年或保持稳增。

然而，传统精装修业务受制于上游地产企业强话语权，回款压力较大。从地产开发商到位资金增速角度，目前仍处低位，但并非历史最低水平，上游资金情况并非精装修业务回款压力较大的主要因素。我们认为，由于传统精装修业务大多采用甲供材模式，叠加地产商在产业链话语权高于下游装饰企业，导致下游回款压力较大，精装修业务占比较高的装饰企业中，应收账款占总资产比例持续高于 40%。因此，如果无法在业务模式上有所创新、突破，全装修业务回款问题或将持续存在。

图 42：应收账款占总资产比例



资料来源：Wind，中信证券研究部

B2B2C：定制精装模式或成为全装修业务有效补充

定制精装模式有助形成供应链壁垒，配合规模效应，改善盈利与回款。定制精装业务的目标客户为毛坯房交付的小业主，通过与精装交付能力较弱的中小开发商合作，下游装饰企业公司具有较强定价权，毛利率将优于传统精装。不同于全装修业务甲供材的模式，装饰企业在定制精装业务中对主材拥有自主权，通过自身的供应链体系培育壁垒打造护城河，巩固话语权。由于采用统一的施工和交付，在管理效率上，B2B2C 的模式相较分散的 B2C 家装更有规模效应。这些都使得定制精装拥有比全装修业务更强的盈利能力。同时，在签订合同时，公司便会取得一部分的预收款，经营性现金流预计也将改善。

表 29：传统精装修与定制精装对比

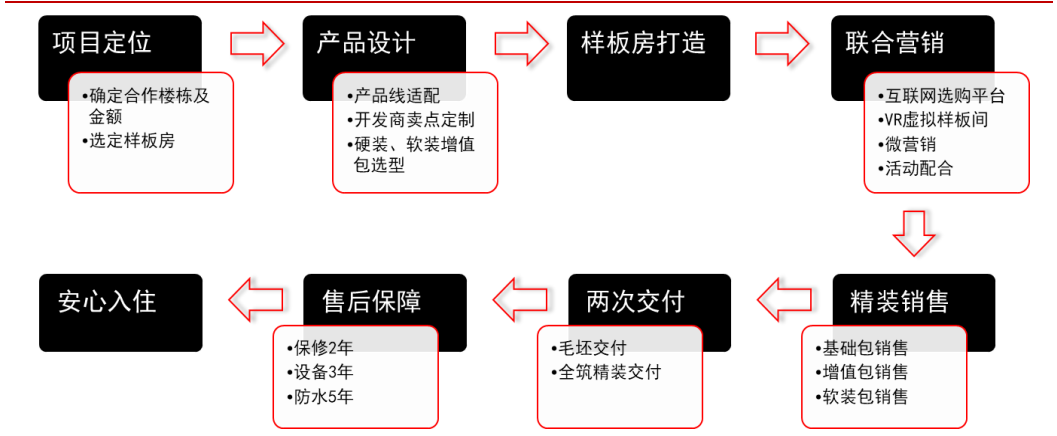
	传统精装修（全装修）	定制精装
目标客户	大中型地产商（B2B 模式）	通过中小型开发商，直接与个人业主签约（B2B2C 模式）
建材供应链	甲方提供，装饰企业话语权较弱	依靠自身供应链集中采购，话语权较强
规模	项目整体解决方案，批量优势	项目整体解决方案，批量优势
回款	与上游开发商回款节奏有关	与个人业主签约，有预付款，基本不存在回款问题

资料来源：中信证券研究部整理

金螳螂、东易日盛、全筑股份等企业正积极拓展定制精装业务。凭借金螳螂、全筑股份在全装修业务积累的开发商资源，以及在家装供应链领域多年的业务积淀，叠加定制精装与传统全装修业务类似的批量、且标准化特点，我们认为定制精装模式的开展，可在原精装修业务规模效应的基础上，使得相关公司在话语权以及相应的毛利率、回款等方面取得提升。

我们预计，定制精装将在金螳螂 2019 年住宅装饰收入中有较大贡献；东易日盛相关 B2B2C 项目料将于 2019 年在利润端有所体现，而全筑股份定制精装业务开展较早，2018 定制精装新签订单 25.8 亿元，同比+44%，占 2018 年总新签比例达到 23%。

图 43：定制精装赋予装饰企业更强话语权



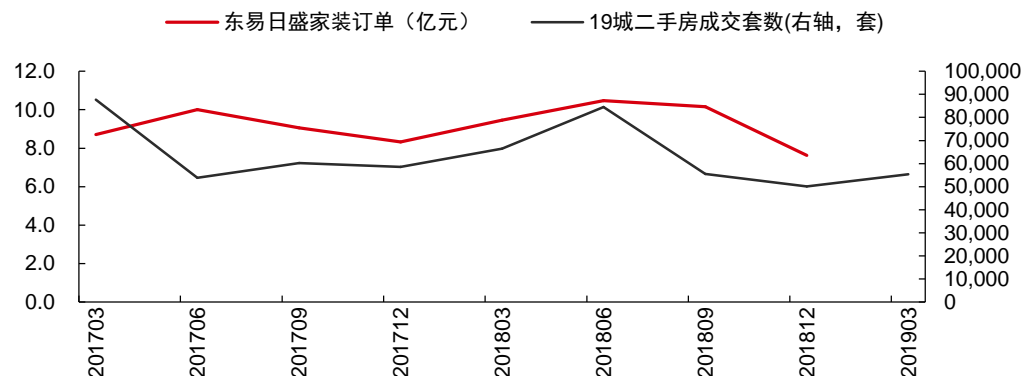
资料来源：全筑股份官网，中信证券研究部

B2C 家装：二手房景气度回升带动翻新需求转暖

我们预计，2019 年中国二手房交易额预计小幅同比增长，翻新装修需求或回暖。展望 2019 年，在连续两年的销售面积下降之后，诸多有利因素已经可以推动二手房市场反弹。首先是按揭利率下降和各地政策略有松动对需求侧的刺激，其次则是一线城市房价调整幅度较为充分，而一线城市的二手市场明显大于一手市场。与新房市场不同的是，二手房市场中一二线城市的占比高达 70% 以上，因此，更看好在一二线城市布局更好的家装公司。

在一二线城市布局较好的 C 端家装类企业或将显著受益。我们选取了在全国范围布局较好的纯家装企业东易日盛，发现其 C 端家装订单与 19 城二手房成交套数显著相关。因此，结合今年以来二手房涨价次数、成交套数双双回升，预计 2019 年二手房翻新装修或将稳增，在相关城市布局较好的东易日盛、金螳螂等企业料将受益。

图 44：东易日盛家装订单与 19 城二手房成交套数高度相关



资料来源：公司公告，REALDATA，中信证券研究部整理，这 19 个城市是：北京、上海、成都、大连、杭州、合肥、济南、廊坊、南京、青岛、厦门、深圳、沈阳、苏州、天津、武汉、烟台、长沙、重庆

装配式装修技术日趋成熟，有望带来行业变革。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，主要包括干式工法楼（地）面、集成厨房、集成卫生间、

管线与结构分离等。近年来由于传统装修用工成本快速上升及资源材料的现场严重损耗浪费，装配式装修的相对优势有望不断显现与增强，装配式装修逐步替代传统装修的行业变革有望到来。

表 30：传统装修与装配式装修对比

比对项目	传统装修	装配式装修
地面施工	湿作业，地面荷载较重，工序复杂，面砖易空鼓、脱落，排缝不均匀，地暖管检修困难。	地面系统：一次性铺装完成，减重 67%，现场无污染，牢固耐久平整度高，装配效率提高 300%。
二次结构墙体施工	表面平整度、垂直度会受工人施工水平影响，湿作业易出现裂缝、渗水等。	轻质隔墙系统：集成墙体灵活性强，无湿作业，精度高，现场整洁干净，施工时间缩短 200%。亦可集成装饰面，实现结构装饰一体化，简化施工。
墙面施工	工序多、易空鼓脱落，涂饰面易开裂，受气候影响。	快装墙面系统：干法施工，龙骨调平，免铺贴，质量稳定，不受气候影响。
吊顶施工	厨卫吊顶吊筋、打孔、拼板，施工复杂。	集成吊顶系统：厨卫吊顶专用龙骨与墙板搭接，施工简单，免打孔，免吊筋，无噪音，平整度高。
门窗施工	传统木门、窗套加工制作周期长，受潮易变形翘曲，易松动。	镀锌钢板与硅酸钙板集成门防水、防火、耐刮擦，抗磕碰，抗变形；无需裁切开孔，直接组装，装配效率提高 200%。
管线施工	管线开槽工效低，破坏结构，维修难。	快装给水系统：管线与结构分离，不破坏结构，易维修。
排水施工	水管排水 噪音大，检修麻烦，上下层易干扰。	排水系统：同层排水，水管胶圈承插易操作。
卫生间施工	卫生间防水施工复杂，易出现渗漏。	集成卫浴系统：卫生间整体防水底盘，地面减重 70%。现场装配效率提高 300%。整体卫浴空间及部件结合同层排水一体化设计，契合度高。

资料来源：预制建筑网，中信证券研究部

产能可均质化快速扩张，有望实现行业集中度有效提升与产业链重构。传统硬装装修的质量取决于装修工人的经验和技能，而受制于装修工人的水平高低不一，施工效率无法进一步提高，企业难以实现产能均质化扩张，而装配式装修可以直击这一痛点，现场工人只需要按照规定将其进行组装即可，组装所要求工人技能易学且可标准化复制，从而实现装修产品的均质化扩张，未来有望重塑家装、公寓、酒店乃至公装的市场份额格局。同时装配式装修业务可实现规模化产品供给与集团采购，有望显著增强装饰企业对于上下游的议价能力，不仅可越过传统家装建材市场的多重分销结构直接与原材料厂家对接，且可成为家居软装产业的流量入口，重塑装饰企业的产业链地位，提升装饰企业的整体经济效益。

经过几年的积累，以金螳螂、东易日盛、亚厦股份等为代表的企业，正逐步完善提升自身产品品质。虽然在拓展模式上有所不同：第三方外包生产装饰组件（金螳螂）、自建工厂（亚厦股份），但随着产业路径的不断明晰，组件品质与成本逐步达到更好平衡的情况下，预计未来几年装配式订单的快速增长值得期待。

推荐金螳螂、东易日盛

考虑相关政策不断出台，全装修比例提升，叠加地产年内复苏趋势初步确立，B2B 装修受益；同时，二手房景气度回升，B2C 家装装饰市场料将回暖。推荐在全装修、定制精装、C 端家装以及装配式装修领域均有良好布局的金螳螂，以及老牌 C 端家装龙头东易日盛，关注全筑股份、名雕股份等。

风险提示：上游地产大幅低于预期，资金、劳动力成本大幅上升。

表 31：装饰行业推荐公司盈利预测及估值

简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
		18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
金螳螂	10.1	0.8	0.91	1.05	1.23	12.6	11.1	9.6	8.2
东易日盛	16.92	0.97	1.21	1.47	1.79	17.4	14.0	11.5	9.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 5 月 6 日收盘价

■ 环保：从同质化到差异化，聚焦竞争护城河

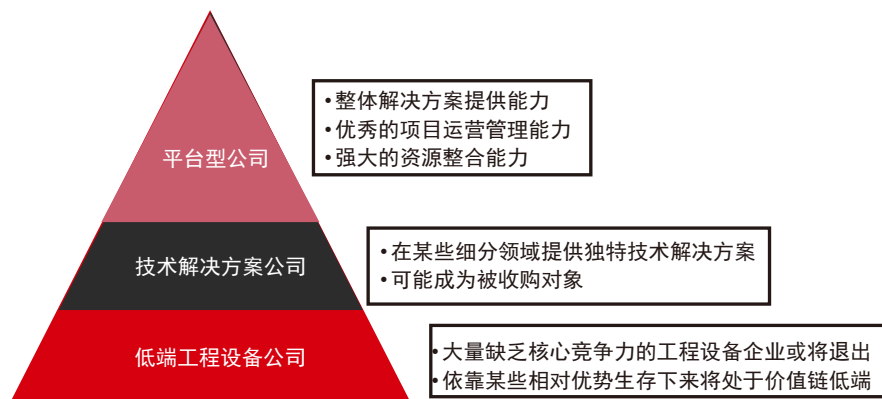
在环保产业整体由“设施建成与否”向“运营效果好坏”演进的过程中，环保上市公司发展路径或将呈现出更加重视技术与运营、综合运用多种业务模式、纵向延伸产业链、横向布局新领域等趋势。在此基础上，有望形成多层次竞争格局，并推动环保公司开始从同质化竞争过渡到差异化竞争：

平台型公司：对于客户（政府/企业）而言，平台型公司是能够针对某些环保问题提供整体解决方案的“出口”，而对于其他环保公司来说，平台型公司则意味着获取市场及订单的“入口”；我们看好的平台型公司需要具备三个特质，分别为：整体解决方案提供能力（公司核心业务须拥有较大市场空间，并以此为基础推进具备良好业务互补效应的横向布局以便为客户提供“一站式”服务）、优秀的项目运营管理能力（平台型公司应为全产业链布局，而是否能真正将环保项目运营好将是其长期持续竞争力的重要体现）、强大的资源整合能力（包括资本、技术、客户、关系等）；总体来看，平台型公司综合竞争实力最强，预计也将在行业格局中处于顶端位置。

技术解决方案公司：一批在某些细分领域（如土壤修复、危废、污泥、提标、监测等）具备独特技术解决方案提供能力的环保上市公司有望凭借差异化竞争拥有较好的发展空间（这部分企业往往也是环保技术不断创新的重要源泉），并有可能成为外部资本介入环保市场的潜在收购对象。

低端工程设备公司：由于环保标准趋严、客户要求提高、行业竞争升级等因素，大量缺乏核心竞争力、主要依靠“关系”、盈利模式亦难持续的中小工程设备环保公司或将慢慢退出市场，依靠某些相对优势生存下来的预计也将处于行业价值链低端。

图 45：环保上市板块竞争格局预测



资料来源：中信证券研究部

随着行业内的企业开始分层，市场对于环保公司的中长期核心竞争力将愈发关注。目前来看，环保公司竞争护城河的塑造主要依赖于有资产壁垒、技术&管理壁垒、产品粘性壁垒等三种。资产壁垒主要指企业有优质核心运营资产，技术及管理壁垒指危废等需要企业有较强管理及技术经验沉淀的细分市场；产品粘性指公司产品和客户绑定性较强，且能随着行业发展爆发持续的产品需求。

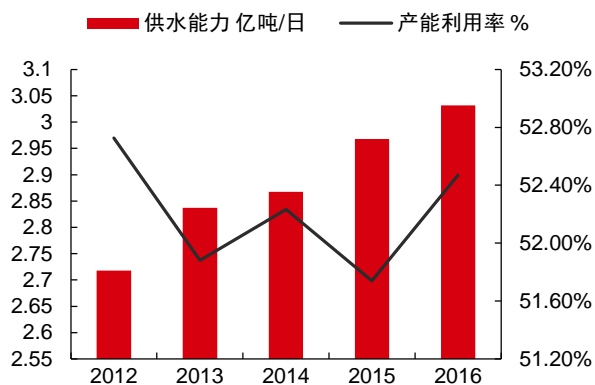
供水：庞大存量市场开始跃上市场化风口

国内供水市场规模庞大，行业处于成熟期。从规模看，我国供水规模 2017 年已经高达 3.05 亿吨；从收入看，2018 年供水行业收入高达 2,473 亿元，在细分领域中供规模靠前。但是，2012~2017 年国内供水的年均复合增长率仅为 2.32%，城市供水率已经在 90% 以上，供水行业未来的成长性相对缓慢。

县城及城乡一体化带来增量。县城供水增长成供水行业增长新动力。目前城乡供水整体上处于二元割裂状态，城市供水和农村乡镇供水多由不同主体经营，基建投入、供水水质、供水服务标准不同。农村供水工程普遍存在分散、规模小、建设标准低、供水保证率低、水质不达标等问题，同时由于缺乏统一规划和建设，重复建设较多，催生一体化需求。

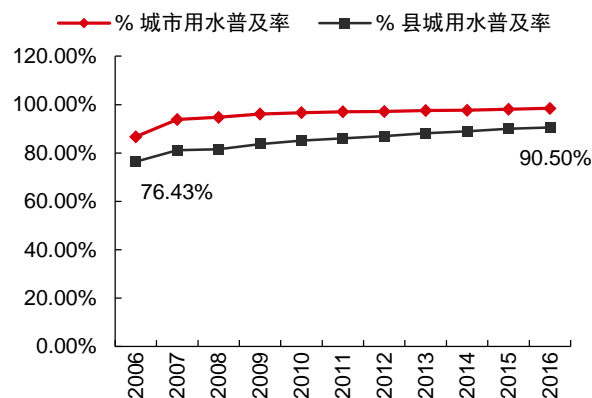
供水投资未来集中在管网。目前国内供水管网漏损率持续居高不下，《水污染防治行动计划》（“水十条”）要求“到 2017 年，全国公共供水管网漏损率控制在 12% 以内；到 2020 年，控制在 10% 以内”。为有效降低漏损率提高运营效率，多省市正开展城市供水老旧管道改造计划，老旧管道改造、维护预计将推动供水固定投资未来几年持续上升。

图 46：供水能力及产能利用率变动趋势



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

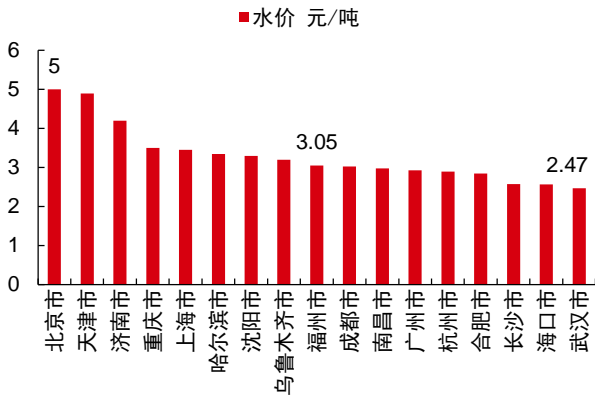
图 47：2003-2016 年城市与县城用水普及率情况



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

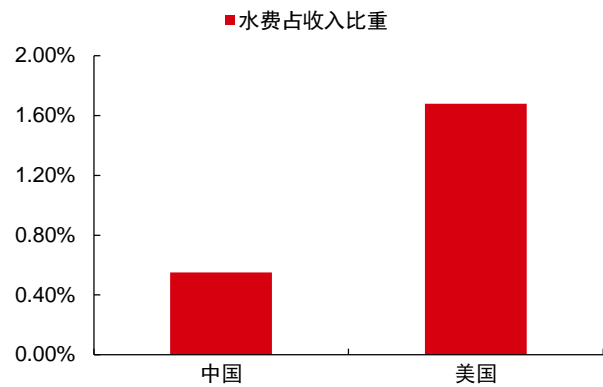
从国际经验看，未来几年水价还有较大提升空间。当前我国各省市供水价格整体处于较低水平。目前国内水价最高北京市 5.0 元/吨，年人均用水量 68.62 吨/人，按此估算水费占北京市人均可支配收入 0.55%。2015 年，美国人均用年人均水费 374 美元，占其可支配收入的 1.68%，国际横向比较依旧表明水价存在上涨空间。此外，根据我国建设部此前调查，水费支出超过居民家庭收入 2.5% 时，人们才会考虑节水；世界银行给出的上限为 5%。我国水费占可支配收入仍较低，水价调整还具有充足的空间。

图 48: 2018 年各省市居民自来水阶梯第一级水价 (元/吨)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 49: 水费占收入比重 (%)

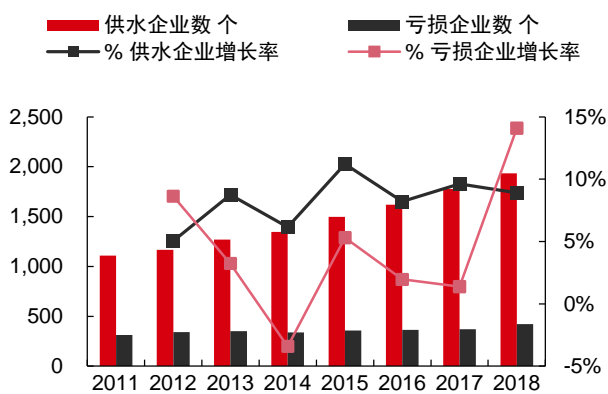


资料来源: Wind, 中信证券研究部

目前国内供水资产主要集中在政府手中,但目前政府正在逐步淡出、市场资本开始加速进入,城市供水行业正在发生明显变化。首先,政府角色发生转变,资本更趋多元化;其次,企业之间竞争更加激烈,大型水务资本(包括外资)向中小城市渗透;并且,企业技术标准不断提高,运营效率提升使得盈利情况改善。

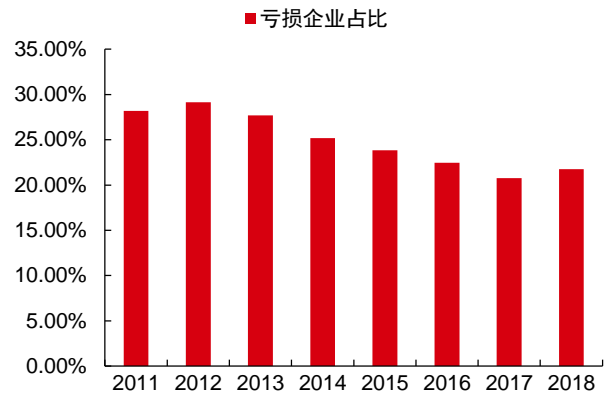
随着市场化改革的推进和先进管理理念的引入,我国水务供水企业经营情况有明显改善,亏损企业占比持续下降。2011 年至 2018 年间,我国供水企业数量年均复合增长率 8.25%,同期亏损企业数量年均复合增长率 4.33%。亏损企业数占供水企业数比率连年下降,从 2011 年 28.2%下降至 2018 年 21.77%,占比减少 6.43 个百分点。预期未来随着市场化改革的进一步深入推进,亏损企业的占比将进一步下降。

图 50: 2011-2018 年供水企业及亏损企业数量



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 51: 2011-2018 年供水企业亏损企业数占比 (%)

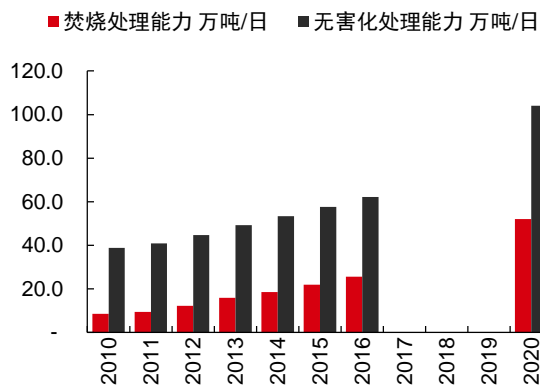


资料来源: Wind, 中信证券研究部

垃圾发电: 行业竞争轻度下降, 公司产能释放周期

根据国家发改委等部门规划,2020 年焚烧发电规模将达到 52.0 万吨,届时焚烧发电在国内生活垃圾无害化处理中所占比重将增至 50%,其中焚烧发电在浙江、江苏、山东、福建等东部省份垃圾处理中占比将超过 70%,在广东省所占比重也将达到 53%。从欧盟及日本经验看,70%的焚烧占比已是焚烧发电行业处于成熟期的水平。

图 52：2010-2020 年垃圾焚烧及无害化处理能力变动趋势



资料来源：环境统计年鉴，发改委，中信证券研究部

图 53：2010-2020 年焚烧发电在生活垃圾无害化处置中占比 (%)



资料来源：环境统计年鉴，发改委，中信证券研究部

市场跑马圈地阶段基本完成，新进入者市场发展空间有限。截止 2017 年末，国内前 20 大垃圾焚烧发电公司在手订单（含已投运、在建、筹建）规模合计 66.3 万吨/日，典型的垃圾焚烧发电项目立项、环评、建设、调试等所需时间周期通常需要 3 年左右，这意味着仅仅靠前 20 大企业当前在手订单的陆续投运，即能实现并超出政府规划的 2020 年发展目标，并相应推动焚烧发电行业顺利进入成熟期。由此可见，目前垃圾焚烧发电市场留给新进入者的市场拓展空间非常有限，吸引新参与者进入的吸引力明显下降。

表 32：主要垃圾发电企业 2017 年底的总订单（运营+在建+筹建）处理能力规模（单位：吨/日）

	2017 焚烧总规模		2017 焚烧总规模
中国光大国际有限公司	67,350	粤丰环保电力有限公司	28,590
杭州锦江集团有限公司	63,261	深圳市能源环保有限公司	25,450
北京控股有限公司	59,825	浙江旺能环保股份有限公司	24,550
中国环境保护集团有限公司	56,350	瀚蓝环境股份有限公司	21,450
重庆三峰环境产业集团有限公司	41,700	中国天楹股份有限公司	21,200
绿色动力环保集团股份有限公司	36,230	浙江伟明环保股份有限公司	18,910
启迪桑德环境资源股份有限公司	35,050	首创环境控股有限公司	18,730
上海环境集团有限公司	32,600	广州环保投资集团有限公司	16,290
上海康恒环境股份有限公司	31,950	圣元环保股份有限公司	15,000
安徽盛运环保股份有限公司	31,450	天津泰达环保有限公司	8,850

资料来源：公司公告，E20 环境研究院，中信证券研究部

随着行业格局渐成型，焚烧发电企业的竞争也正在向理性回归。行业跑马圈地阶段基本结束后的新进入者减少，行业内实力较弱的小型参与者正在被淘汰出局，再加上前期大量低价中标项目在投产后的盈利能力一般，推动垃圾发电市场参与者正在向理性回归，企业通过低价竞标去获取项目的意愿明显下降，市场竞争逐步理性。近两年来，低价中标现象在市场上已经较为少见，新项目的垃圾处理费已经普遍回升到 50~80 元/吨的合理水平，处理费水平的回升有助于焚烧发电行业盈利能力的提升。

我们测算的结果预计国内 2018~2020 年焚烧处理能力分别为 39.3/45.4/51.5 万吨，同比增长 15%/15%/14%，高双位数增速为业内企业成长提供充足动力。在垃圾焚烧处理能

力快速投放的带动下，预计 2020 年垃圾焚烧行业的运营收入将达到人民币 411 亿元，行业投资额为 306 亿元，两者合计为 717 亿元，千亿市场空间保证垃圾发电公司成长可期。

我们的关键假设如下：

- 2017-20 年，城镇生活垃圾清运量年均增长 4%，相比 2012~2016 年 3% 的复合增速小幅提升 1 个百分点；
- 垃圾发电项目持续投运，政府规划的 2020 年焚烧在生活垃圾处理中占比 50% 的目标实现；
- 吨垃圾焚烧能力的投资规模为人民币 50 万元/吨，政府支付的平均吨垃圾处理费为 80 元/吨。

表 33：“十三五”生活垃圾焚烧发电市场预测

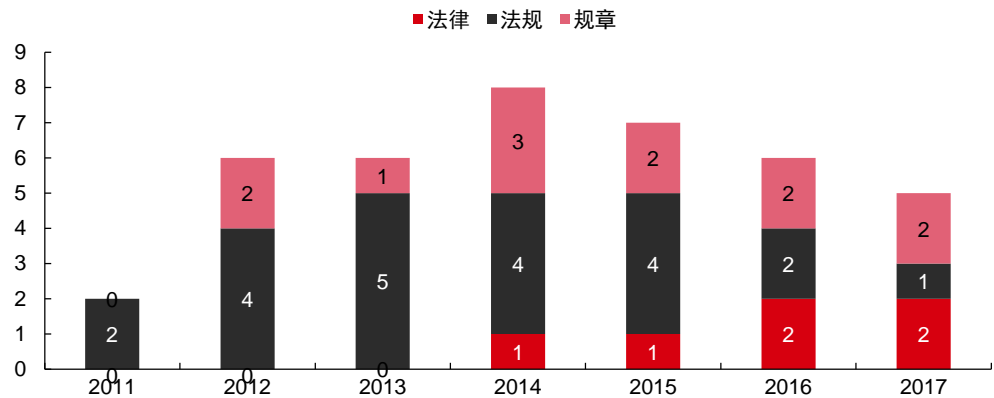
		2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
总人口	百万人	1,354	1,361	1,368	1,375	1,383	1,390	1,397	1,404	1,411
城镇化率	%	53%	54%	55%	56%	56%	57%	58%	59%	60%
城镇人口	百万人	712	731	749	771	793	813	827	841	855
日均城镇人口垃圾清运量	千克/人	0.93	0.90	0.91	0.93	0.95	0.97	0.99	1.01	1.03
城镇生活垃圾清运量	百万吨	239	237	245	258	270	283	294	305	316
无害化处理率	%	76%	83%	86%	90%	94%	94%	97%	99%	99%
无害化处理量	百万吨	182	197	212	233	254	267	286	301	314
无害化处理能力	千吨/天	573	644	702	758	812	861	921	970	1,013
处理量及占比										
焚烧处理量	百万吨	45	53	61	74	89	104	120	138	157
焚烧处理占比	%	25%	27%	29%	32%	35%	39%	42%	46%	50%
填埋处理量	百万吨	132	140	146	151	157	157	160	156	151
填埋处理占比	%	73%	71%	69%	65%	62%	59%	56%	52%	48%
堆肥处理量	百万吨	5	4	4	7	8	5	6	6	6
堆肥处理占比	%	3%	2%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
焚烧处理能力	万吨/天	14.7	17.4	20.1	23.5	29.1	34.1	39.3	45.4	51.5
% YoY	%	46%	18%	15%	17%	24%	17%	15%	15%	14%
年新增焚烧处理能力	万吨/天	4.6	2.7	2.6	3.4	5.6	5.0	5.2	6.0	6.1
年投资额	亿元	232	134	131	172	281	249	260	302	306
年运营规模	亿元	118	139	161	195	233	273	314	363	411

资料来源：环保部、住建部、国家统计局等，中信证券研究部预测

监测：“一收一放”解决行业痛点，环监进入全面推进期

“十二五”以来，环境监测相关法律法规不断出台，相关法律体系不断得到健全和完善。政府愈发重视生态环境保护和生态文明建设，逐渐从大方向上完善环境保护法律体系。环境监测作为环境保护的先行军，预计未来政府将不断推出相关法规、规章、文件等，从细节方面对现有监测法律体系进行补充完善。

图 54：2011-2017 年环境监测相关法律、法规、规章数量

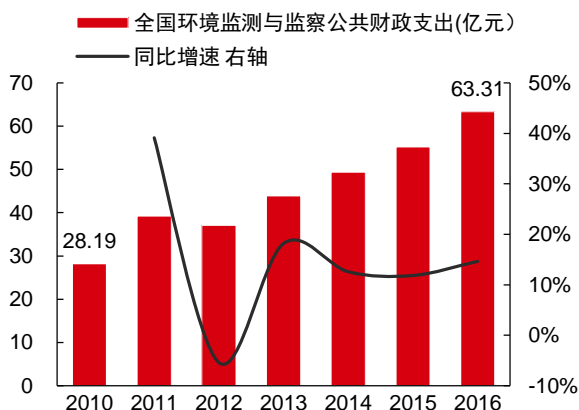


资料来源：环保部官方网站，中信证券研究部

“一收一放”监测体制的改革打开了环境监测的市场空间。《“十三五”环境监测质量管理工作方案》明确提出了“十三五”期间监测事权上收的具体规划。此外，《关于推进环境监测服务社会化的指导意见》旨在全面放开环境监测服务市场，有序放开公益性、监督性监测市场。社会监测机构不仅可以参与排污单位污染源监测，甚至有机会参与到环境质量自动监测站等公益性、监督性监测领域中。

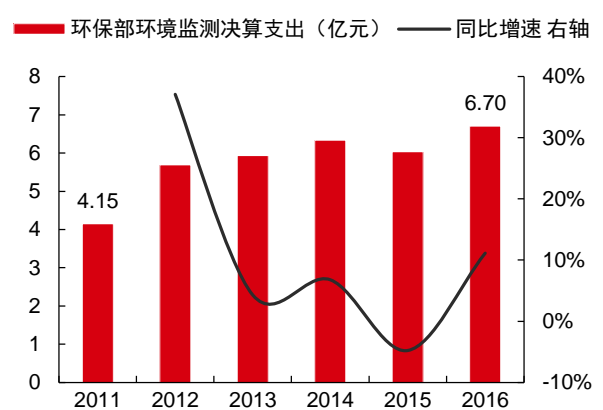
我国政府对环境监测的财政支持力度持续加大，重视程度不断提升。政府投入到环境监测与监察的财政支出从 2010 年的 28.19 亿元迅猛增长到 2016 年的 63.31 亿元，六年间翻了一番，复合增速达到 14.4%，同期节能环保公共财政支出 2010-2016 年复合增长率为 11.7%，环境监测公共财政支出复合增长率高于节能环保 3 个百分点。环保部对环境监测的决算支出也从 2011 年的 4.15 亿元增长到 2016 年的 6.70 亿元，呈现逐渐上升的趋势。

图 55：环境监测全国公共财政支出增长迅猛



资料来源：财政部网站，中信证券研究部

图 56：环保部环境决算支出呈上升趋势

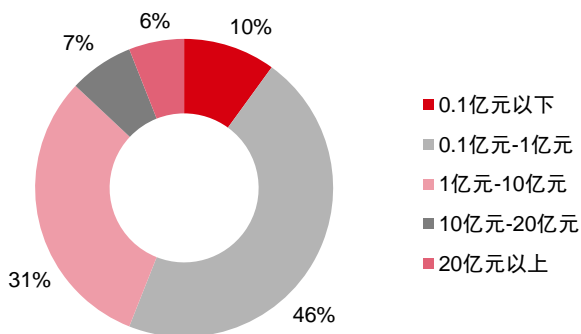


资料来源：财政部网站，中信证券研究部

在多重利好政策的积极推动和政府财政的大力支持下，环境监测仪器行业迎来了稳步的增长。环境监测设备的年销量从 2011 年的 19,250 台上升到 2016 年的 40,863 台，复合增速达到了 16.2%；年销售额也从 2011 年的 32 亿元迅速增长到 2016 年的 64 亿元，复合增速达到了 14.9%。其中，2014 年之后，因行业竞争趋于激烈，企业通过降低设备单价的方式抢占市场，致使环境监测设备的年销售额增速不及年销量增速。

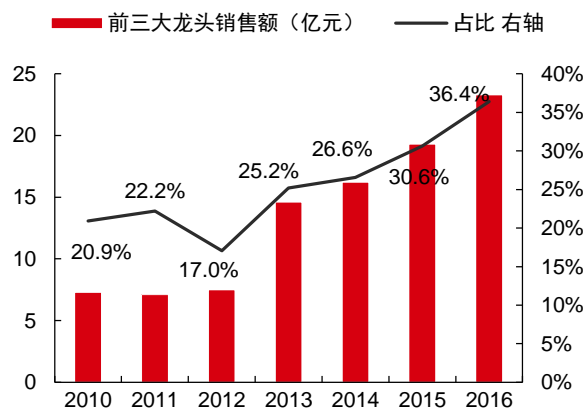
监测标准的细化、规范化以及对于监测数据的准确性要求的提高，使得政府及工业企业对于监测设备的性能提出了更高的要求。环境监测行业也从之前的粗放式竞争渐渐转向技术化、专业化、高端化的竞争。部分中小企业因为技术不过关，无法满足客户的高端需求，市场占有率正在被大企业一步步吞噬，监测行业集中度呈现出上升的趋势。中国环境监测总站数据显示，聚光科技、雪迪龙、先河环保这三家行业龙头企业的市场份额（销售额份额）已经从 2010 年的 20.9% 上升到 2016 年的 36.4%。未来预计政府严监管的大方向不会改变，在此驱动下，企业仅仅依靠低价来抢占市场将变得不再可行，行业将进一步集中在拥有先进技术水平龙头企业手中。

图 57：国内环境监测企业大多规模较小



资料来源：《环境监测仪器行业发展综述》（中国环境监测总站），中信证券研究部

图 58：前三大龙头销售额份额



资料来源：《环境监测仪器行业发展综述》（中国环境监测总站），中信证券研究部

推荐聚焦运营资产、运营能力及具备竞争护城河的公司

我们看好运营资产丰富、且能够兼顾成长性的环保公司。首先，从国际经验看，运营类资产是环保公司核心资产且运营类公司最终在行业长跑中胜出；其次，考虑目前行业加杠杆扩张能力下降，环保公司需要自身的造血能力去支撑公司成长，运营类公司的自我循环滚动支撑公司扩张能力较强。推荐公司在建运营项目陆续进入产能释放期，业绩成长有保证的运营类标的，推荐光大绿色环保（H）、北控水务（H），关注上海环境、国祯环保、瀚蓝环境等。

风险提示：环保制度改革力度低于预期；土地财政吃紧等因素或导致政府支付意愿或能力下降；环保项目进度低于预期等。

表 34：公用环保板块重点公司估值表

简称	收盘价	EPS				PE				评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
光大绿色环保	4.76	0.64	0.82	1.09	1.27	8.6	6.7	5.1	4.4	买入
兴蓉环境	4.51	0.33	0.37	0.41	0.50	13.7	12.2	11.0	9.0	买入
聚光科技	23.44	1.33	1.71	2.15	2.50	17.6	13.7	10.9	9.4	买入
北控水务	4.08	0.48	0.54	0.64	0.75	9.9	8.9	7.4	6.3	买入
光大国际	6.42	0.86	0.89	1.04	1.20	8.7	8.4	7.2	6.2	增持
东江环保	11.26	0.47	0.75	0.93	1.10	24.0	15.0	12.1	10.2	持有

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价 2019 年 5 月 6 日收盘价

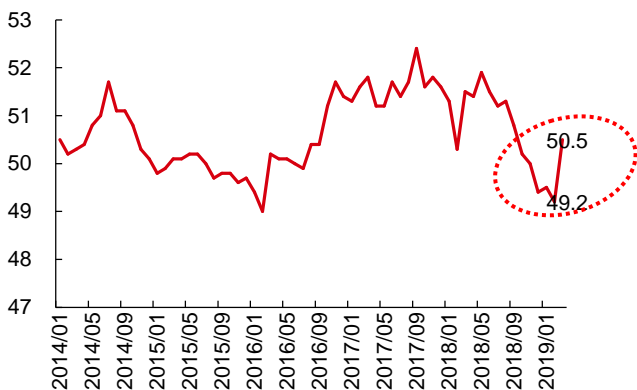
■ 交运：把握周期，守望成长，聚焦改革

把握周期：经济企稳利好航空，商务回暖助力顺丰

航空：供给增速放缓，需求转好临近，基本面拐点向上

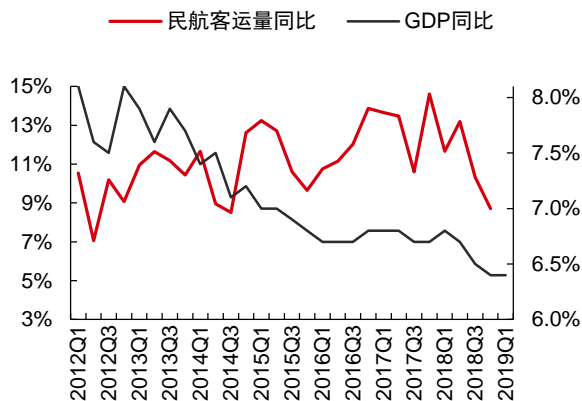
宏观景气或企稳回升，后周期属性航空需求转好临近。民航客运需求景气与 GDP 同比增速高度相关，2018 年 11 月以来宏观经济降速带来航空需求转弱成为航空运输板块主要风险。4 月 17 日国家统计局披露 2019Q1 我国 GDP 同比增长 6.4%，超市场预期。3 月 PMI 环比增长 1.3pcts 至 50.5%，结束 2018 年 8 月以来 PMI 持续下滑，重回扩张区间。宏观经济有望企稳回升，作为后周期的航空运输需求或转好临近，旺季行情有望提前演绎。

图 59：2019 年 3 月 PMI 重回扩张区间至 50.5%



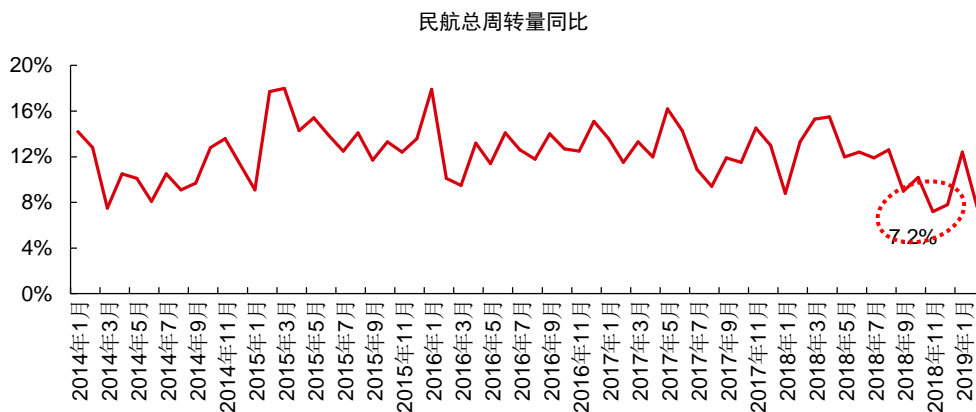
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 60：民航客运需求景气与 GDP 同比增速高度相关



资料来源：国家统计局，Wind，中信证券研究部

图 61：2018 年 11 月以来需求降速或为压制航空股估值主要风险

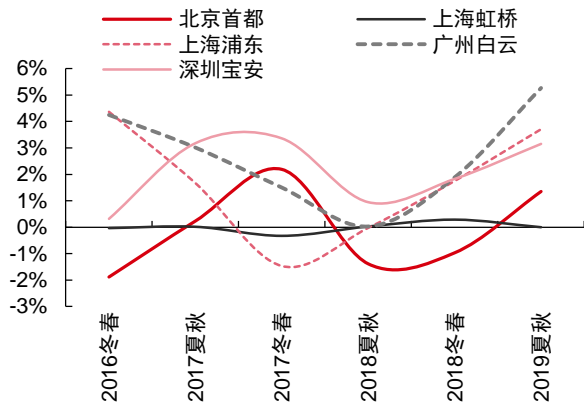


资料来源：Wind，中信证券研究部

一线机场放量超预期，三大航获益领先，虹桥准点改善或得新增量。2018 年夏秋、2018/19 冬春季一线机场同增低于 2%，未能充分满足需求高速增长。2019 年夏秋季首都机场时刻仍趋紧，但上海浦东国内线同增 3.7%，广州白云和深圳机场国际线时刻同增 15.3% 和 37.7%，利好航司将运力投放优质航线。2018 年上海虹桥准点率 70% 以上 10 个月，年

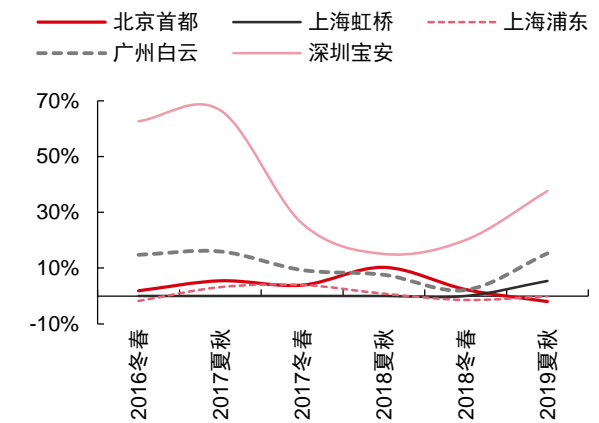
化较 2017 年准点率提升 20.4%，改善幅度列一线机场第一，有望于 2019-20 年冬春航季获得新的时刻增量。

图 62：2019 年夏秋季上海浦东国内线增速提升至 3.7%



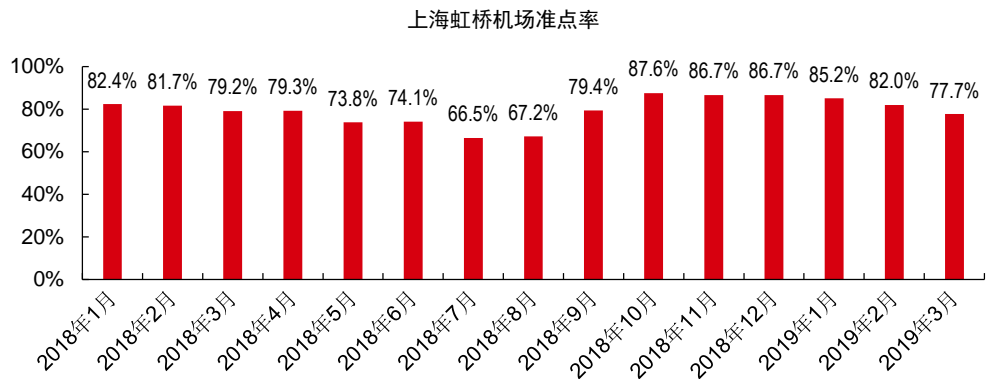
资料来源：民航预先飞行管理系统，中信证券研究部

图 63：2019 年夏秋季白云和深圳国际线时刻增速 15.3%和 37.7%



资料来源：民航预先飞行管理系统，中信证券研究部

图 64：2018 年上海虹桥机场准点率 70%以上 10 个月



资料来源：飞常准大数据，中信证券研究部

民航局强调 B737-8MAX 复飞要求，禁飞期限或持续至年底。4 月 16 日，民航局新闻发布会披露，民航局已应邀派出技术专家参加美国联邦航空局（FAA）组建的联合当局技术审查小组，同时提出 B737MAX8 恢复运行的时间需根据问题解决时间而定。民航局提出 B737MAX8 恢复飞行需满足 3 方面要求，预计禁飞或持续至年底。

表 35：B737-8MAX 恢复飞行需满足 3 方面要求

序号	要点	主要内容
1	查明飞机设计的适航符合性	按照适航标准，对飞机有关系统的设计理念、工作原理、构型定义和安全性分析等方面进行充分评估，确保飞机设计符合适航要求。
2	确保有关安全措施得到贯彻落实	对必须执行的设计更改和机组训练，要一架飞机一架飞机的盯、一个机组一个机组的抓，确保每架飞机完成相应的加改装，每个驾驶员完成要求的训练。
3	与事故调查结论密切关联	要以事故调查官方结论为依据，充分评估飞机有关设计和改进，以及相应训练要求，对解决事故调查所确定的问题具有针对性和有效性。

资料来源：民航局，中信证券研究部

持续年底运力占比 3%~4%，旺季收益或持续提升。根据波音公司年报，2018 年 B737 系列飞机 580 架，占比 72%。作为主力机型 B737MAX 停飞持续发酵，解决风险重建市场信心成为当务之急。预计 2019 年三大航计划引进 B737MAX8 或占整体运力引进 30% 左右，持续至年底，存量叠加引进 B737MAX8 机队规模 180 架左右，对应座位数占比 3%~4%。供给增速放缓确定性提升，航司旺季收益有望持续提升。

表 36：2019 年三大航计划引进 B737MAX8 或占整体运力引进 30% 左右

	2019 年 B737M	2020 年 B737M	2019 年整体引进计划	B737M 引进占比 (2019 年)
中国国航	22	21	72	30.6%
南方航空	34	41	114	29.8%
东方航空	11	24	60	18.3%

资料来源：公司公告，年度业绩会，中信证券研究部 注：B737M 为 B737MAX8，2019/20 年 B737M 为航司年报业绩会披露的 B737MAX8 引进数量，2019 年整体引进计划为航司年报数据。

外围风险或出清，供给放缓叠加需求转好临近，旺季行情有望提前演绎。宏观经济有望企稳回升，作为后周期的航空运输需求或转好临近，旺季行情有望提前演绎。B737MAX8 催化供给进一步放缓，北京世园会和“五一”假期调整刺激或加速需求转好。外围风险出清，供需结构改善推动三大航基本面改善。我们继续推荐国内线收益提升持续，供给增速或进一步趋缓的中国国航、南方航空(A+H)，关注吉祥航空、春秋航空。

风险提示：国际油价大幅攀升；人民币持续贬值；宏观经济增速低于预期。

表 37：重点航空公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		18A	19E	20E	18A	19E	20E	
中国国航	9.18	0.53	0.73	0.76	0.81	17.3	12.6	买入
南方航空	7.65	0.28	0.64	0.72	0.8	27.3	12.0	买入
吉祥航空	12.19	0.69	0.96	1.23	1.42	17.7	12.7	买入
春秋航空	39.88	1.67	2.02	2.38	2.76	23.9	19.7	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

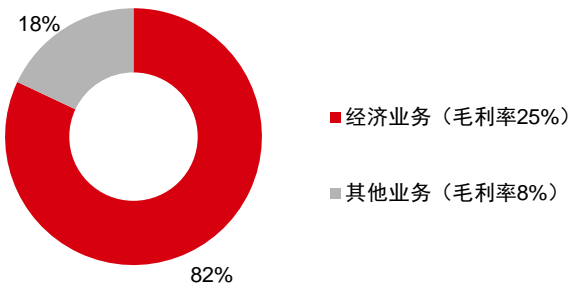
注：股价为 2019 年 5 月 6 日收盘价

顺丰：从 2C 切入 2B，商务回暖有望带动公司业绩重回增长

公司 2B 业务占比提升，宏观经济波动影响愈发明显。

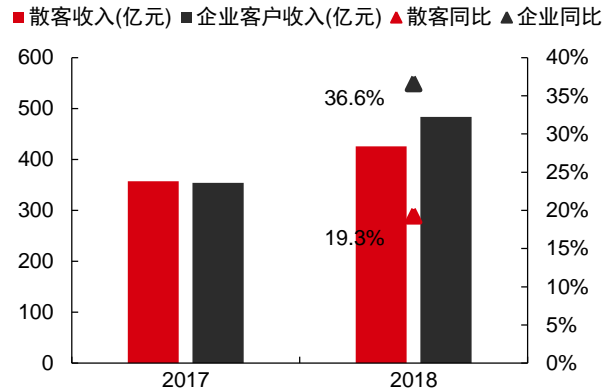
1) **从业绩驱动层面看**，虽然公司没有披露具体各项业务的毛利率，但是根据我们的推算，公司时效业务毛利率约为 25%。按照该假设，我们计算出公司时效业务贡献了 2018 年总毛利的 82%，其他业务总体毛利率约为 8%，合计贡献总毛利的 18%。由于经济、重货、冷链等多元业务目前仍处于拓展期，短期盈利能力较难明显提升，因此公司时效业务量的增长将直接决定公司业绩增长情况。而公司时效快递件中又以依附商务活动的时效件为主，因此公司目前业绩增长情况与国内商务活动关联度较高。

图 65: 顺丰时效业务毛利占比 2018 年总毛利八成



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部测算 注: 可能与实际情况存在差异

图 66: 2018 年顺丰企业客户营收增速高于散客营收

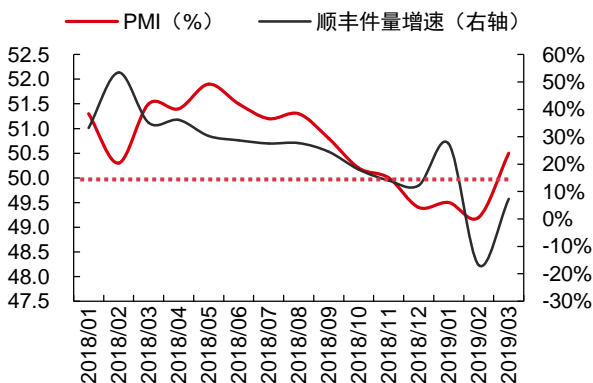


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

2) 从需求驱动层面看, 可以观察到顺丰的需求驱动正在逐步从消费端扩展到企业端。首先, 公司时效业务需求的相当一部分来自企业商务活动, 电商件占比很低。其次, 公司快速发展的重货业务中, 预计约有 75% 的需求来自企业货物运输 (非电商企业)。并且公司今年完成并购的 DHL 中华区供应链业务, 其主要客户为汽车、医疗、消费电子、半导体等行业的企业, 预计今年将为公司带来约 40 亿元的增量收入和 1.6 亿元净利。最后, 公司年报显示 2018 年企业客户营收同增 36.6% 至 484 亿元, 增速明显超过散客营收, 并且月结客户数同增 27% 至 104.4 万。

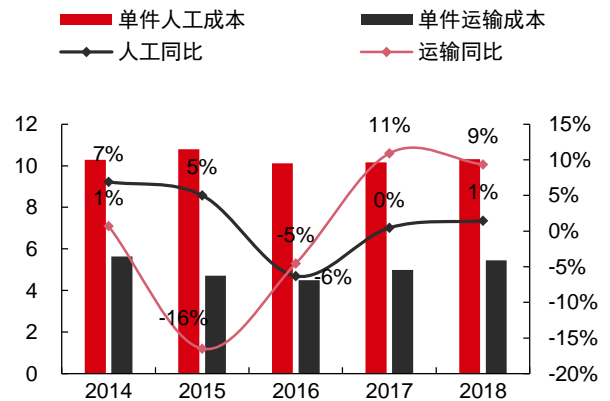
综上, 我们认为在 2C 业务竞争加剧及增速趋缓下 (电商件被通达系牢牢占据), 顺丰正在持续推进 2B 物流业务的发展, 将目标市场对准 13 万亿国内大物流市场, 进一步推动综合物流供应体系的建设。而大规模涉足 2B 业务, 也使得顺丰目前业绩受宏观经济景气的影响越来越明显。

图 67: 顺丰每月件量增速与 PMI 指数呈现一定关联度



资料来源: 公司公告, 国家统计局, 中信证券研究部

图 68: 顺丰单件运输成本近两年增长明显 (元/件)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

公司业绩低点已现, 双周期叠加有望推动公司下半年业绩逐步回升。我们认为随着国内宏观经济逐步企稳回升, 公司快递件量增长 (尤其是商务件等 2B 业务) 将会受益加速增长。同时公司最近几年为了开发新业务导致成本攀升较多, 而随着公司去年 Q4 开始控

制成本、提高效率并减少盈利能力较差的业务件揽收，此外多元业务逐步发挥规模效应，我们预计公司控本效果将于下半年逐步显现，公司盈利届时也将触底回升。成本周期叠加需求周期，公司业绩低点已现，目前是较好的配置时点，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增长不及预期；新业务拓展造成成本偏高；人工和油价成本大幅攀升。

表 38：顺丰控股盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		18A	19E	20E	18A	19E	20E	
顺丰控股	31.50	1.03	1.09	1.37	1.71	30.6	28.9	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价 2019 年 5 月 6 日收盘价

守望成长：电商驱动快递成长，免税支撑机场稳进

快递：行业增量&份额提升演绎成长逻辑，存量之争拐点下半年或将到来

拼多多迅猛发展支撑快递行业短中期较好增长，长期看行业仍存数倍空间。拼多多的快速成长使得其已成为快递行业增量的主要来源（去年快递新增件中有 60%来自拼多多）。我们测算 2019~2021 年国内快递行业件量仍能维持 CAGR20%的增长，成长性依旧。同时对比中美两国人均快递件量情况，中国快递行业规模虽为全球第一，但是人均快递件仅为美国的 3/4，这还是在中國电商市场发展远超美国的前提下，因此我们认为短中期国内快递行业仍然处于成长阶段。长期看，2017 全球智慧物流峰会上马云的日均 10 亿件快递言论或许较为夸张，但是如果按照 10 年达到日均 5 亿件级别，则测算行业件量 CAGR 为 14%，增速依旧可观。

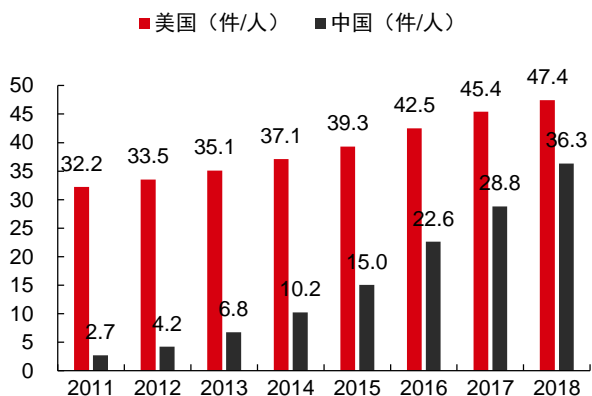
表 39：2017~2021 年国内快递件量增长及预测情况

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
淘宝+天猫 GMV (亿元)	45905	56463	67755	79951	91944
同比	28%	23%	20%	18%	15%
GMV/快递件量	225	248	260	260	260
淘宝+天猫快递件量(亿件)	204	228	261	308	354
同比		12%	14%	18%	15%
拼多多 GMV (亿元)	1412	4716	9008	12611	16142
同比		234%	91%	40%	28%
GMV/快递件量	33	42	50	54	56
拼多多快递件量(亿件)	43	111	180	234	288
同比		158%	62%	30%	23%
京东 GMV (亿元)	12944	16698	20872	25047	28804
同比	38%	29%	25%	20%	15%
GMV/快递件量	582	651	704	704	704
京东快递件量(亿件)	22	26	30	36	41
同比		15%	16%	20%	15%
其他电商件(亿件)	51	57	64	72	80
同比		12%	12%	12%	12%
非电商件(亿件)	80	85	91	97	103
同比		7%	7%	7%	7%

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
快递件量合计（亿件）	400	507	625	745	866
同比		27%	23%	19%	16%

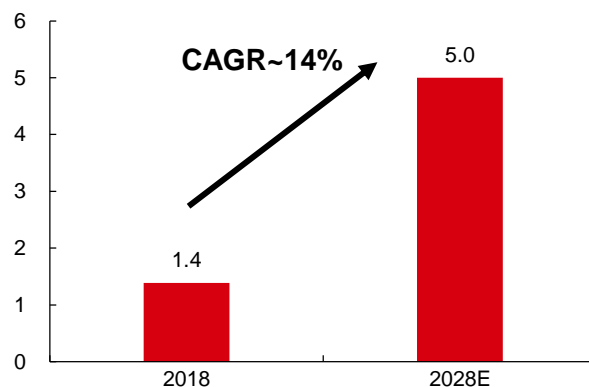
资料来源：Wind，国家邮政局，中信证券研究部测算

图 69：2018 年我国人均快递件数约为美国的 75%



资料来源：国家邮政局，USPS、UPS 和 FedEx 年报，中信证券研究部测算

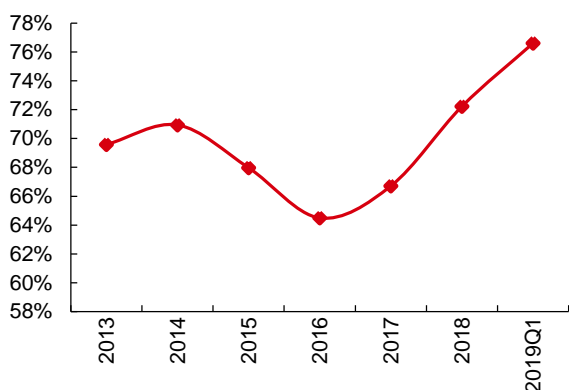
图 70：预计 2028 年我国日均快递件量增至 5 亿件（亿件/天）



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部测算

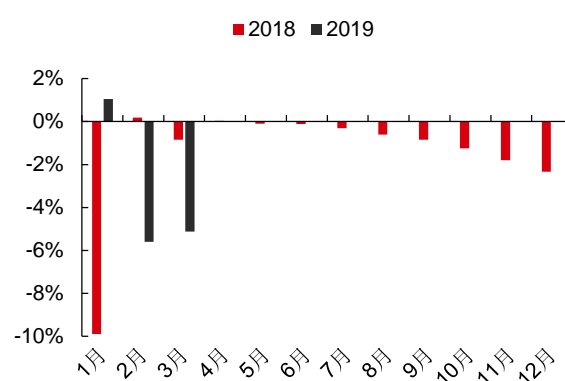
竞争加剧推动价格下行，二线企业逐步退出，头部企业份额提升。行业增速降档后头部企业竞争加剧并发动价格战，二线企业由于规模、资金、网络、物流设施等方面与一线梯队差距明显，导致成本高企、服务低下，最终退出行业竞争。2019 年通达系公司均把市场份额提升作为重要经营目标，不约而同地将 2019 年件量增速目标定为超行业 10~15pcts。服务同质化之下，为了提升市场份额，行业价格战在所难免，今年 Q1 同城+异地快递件量 ASP 跌幅同比扩大 4.3pcts，行业加剧的价格战也加速了二线企业的退出。

图 71：2016 年后快递行业件量 CR6 持续提升



资料来源：公司公告，中信证券研究部测算 注：可能与实际情况存在差异

图 72：2019 年 Q1 快递价格累计跌幅明显大于去年（异地+同城）

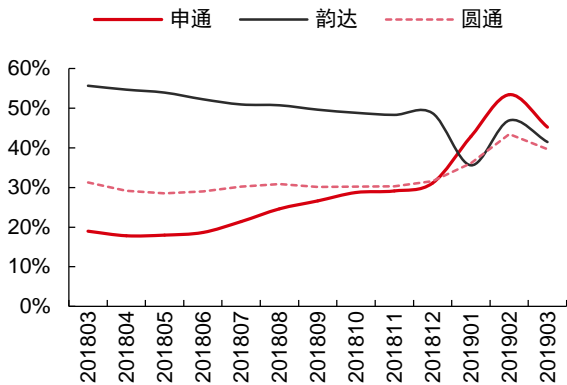


资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

Q1 通达公司件量增速趋同，关注下半年存量竞争拐点的到来。从去年下半年开始，申通和圆通逐步发力，A 股三家通达公司件量增速差距逐步缩小，今年 3 月韵达、圆通、申通件量增速几乎处于同一水平，竞争愈发激烈。根据我们测算，剔除大件快递企业、苏

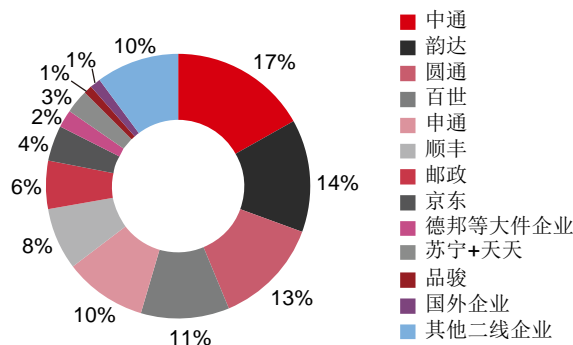
宁以及品骏等电商自建物流、UPS 等国外企业，今年 Q1 二线快递企业市场份额预计只剩 8%。随着 3 月安能、国通、如风达等二线企业逐步停网运营，预计未来二线市场份额将继续萎缩。而这意味着二线企业市场份额或将在下半年被瓜分完，头部企业存量竞争的拐点也可能在下半年到来，需关注通达系企业件量增速逐步分化的迹象。

图 73：申通、韵达、圆通累计件量增速逐步趋同



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 74：2018 年国内快递件量市场份额占比情况

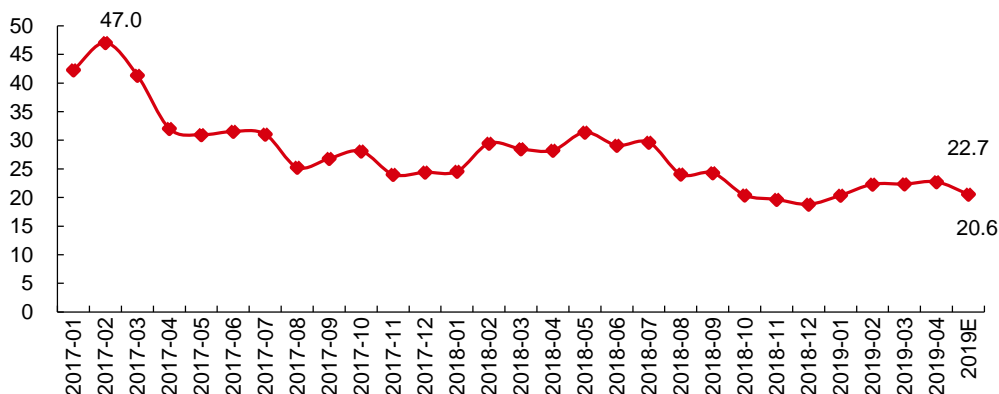


资料来源：公司公告，中信证券研究部测算 注：可能与实际情况存在差异

以量补价推动通达仍能保持较好成长，行业估值已具备吸引力。目前市场比较担忧行业价格的下跌侵蚀公司利润，但是基于今年通达系公司 35~40%的件量增速，再考虑到规模效应、精细化管理推动单票成本进一步下降，我们预计今年通达系扣非净利仍能维持 20~25%的区间。而快递行业经过前期调整，当前 PE-TTM 已经下降至 23 倍左右，考虑 20+%的净利增速，板块估值具备吸引力。继续推荐龙头中通快递和韵达股份，加配大件快递龙头德邦股份，同时关注成本控制较高、存在一定预期差的圆通速递。

风险提示：电商需求下降；行业价格战超预期；人工和油价等成本上升风险。

图 75：快递行业板块估值目前已具备吸引力 (PE-TTM)



资料来源：Wind，中信证券研究部测算 注：2019E 为动态 PE，2019 年的归母净利使用的是 Wind 一致预期；图中行业 PE 包括韵达、中通、申通、圆通与德邦

表 40：重点快递公司盈利预测、估值及投资评级

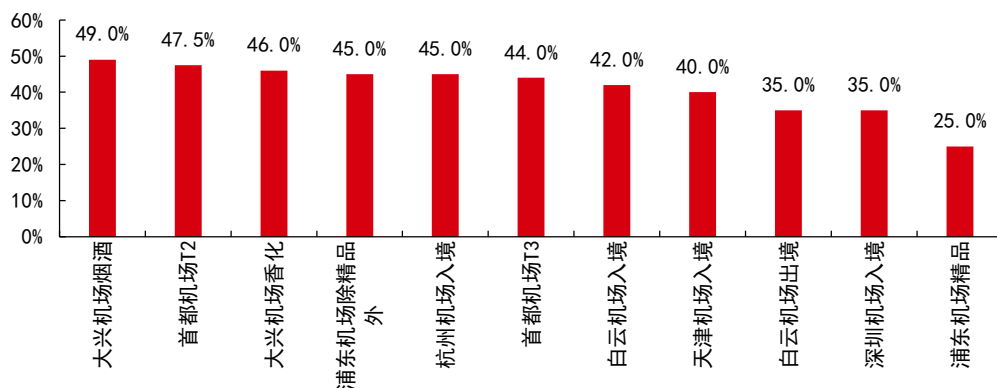
简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		18A	19E	20E	18A	19E	20E	
中通快递	135.07	5.82	6.24	7.77	9.67	23.2	21.6	买入
韵达股份	36.28	1.58	1.6	1.96	2.36	23.0	22.7	买入
圆通速递	12.45	0.67	0.8	0.92	1.03	18.6	15.6	买入
德邦股份	15.87	0.73	0.92	1.25	1.69	21.7	17.3	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价 2019 年 5 月 6 日收盘价

机场：免税高景气，业绩稳增长

免税合同悉数落地，机场成长切换至免税消费驱动，关注深圳机场即将到来的新一轮免税招标。2017、2018 两年间，19 家机场悉数完成进境免税招标，同时备受关注的上海机场与首都机场完成了高扣点率、百亿级别免税大合同的签订。高扣点率、巨大的免税消费潜力以及时刻资源增量有限导致航空业务增长受限，一线机场成长逐步切换至免税零售驱动。深圳机场作为目前唯一一个入境免税合同还没重新签订的公司，有望在 2019 年跳出合同重新展开免税招标，推动公司免税租赁业务提速增长。

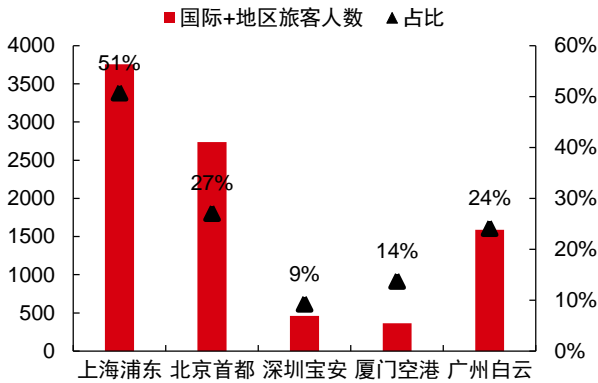
图 76：国内部分重点机场的扣点率情况



资料来源：DFE、公司公告等，中信证券研究部

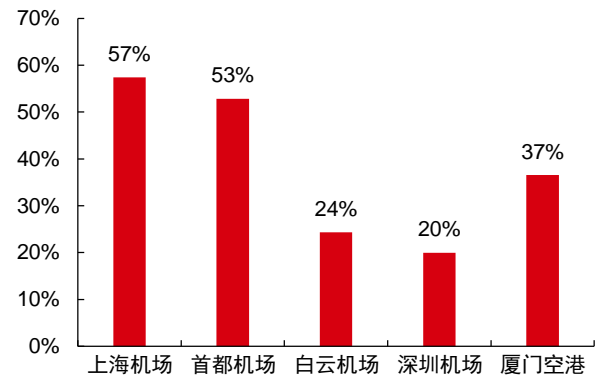
优质客源和特殊地理位置支撑首都、上海机场免税业务发展大幅领先其他机场。北京作为一国之都，上海作为中国金融中心之一，特殊的地理位置为首都机场和上海机场提供了优质的公商务国际旅客，支撑了两大机场客流非航业务的变现。相较深圳、白云两大机场免税业务可能存在受香港的分流影响，首都机场与上海机场凭借附近区域中最优质的客流、充足的国际旅客以及成熟的免税租赁运营经验，使得各自的免税业务零售额最近几年保持较快增长，大幅领先其他机场。

图 77：上海、首都两机场国际旅客人数高于其他机场（万人）



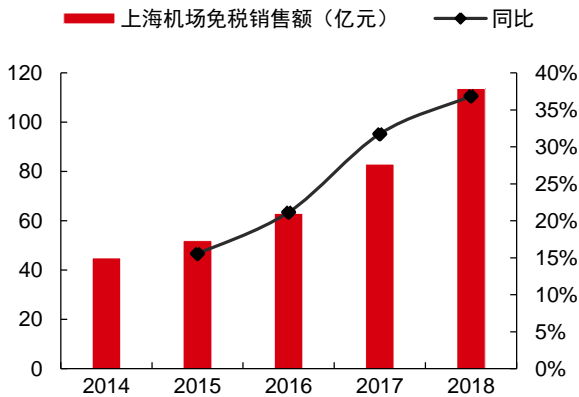
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 78：上海、首都两机场非航业务营收占比高于其他机场



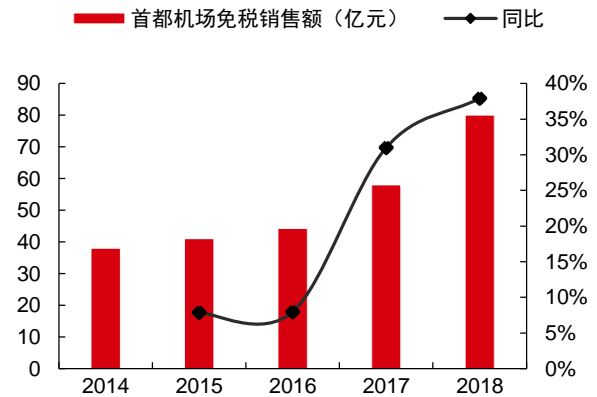
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：白云机场非航业务中未包括免税租赁收入，因此计算结果比实际偏低

图 79：2014~2018 年浦东机场免税零售额增长情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部测算 注：可能与实际情况存在差异

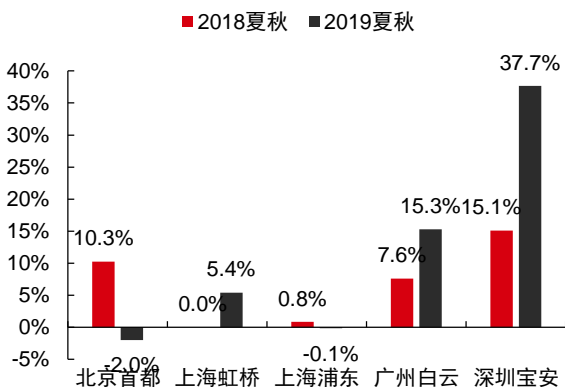
图 80：2014~2018 年首都机场免税零售额增长情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部测算 注：可能与实际情况存在差异

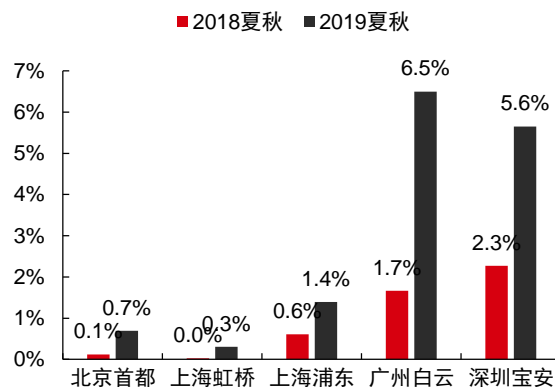
白云、深圳机场国际时刻放量，万事俱备，静待免税放量。2019 年夏秋航班编排计划显示，白云机场和深圳机场日均国际航班量均出现明显放量，分别同增 15.3%和 37.7%，增速较去年同期提升 7.7pcts 和 22.6pcts。白云和深圳机场国际时刻放量，为两个机场未来国际旅客持续增长提供了有力的支撑。同时考虑到粤港澳大湾区的建设以及两家机场免税业务的逐步推进，预计未来两家公司的机场免税业务将逐步放量，提供增长动力。

图 81：2018、2019 夏秋各大机场每日国际航班量增速



资料来源：Pre-flight，中信证券研究部

图 82：2018、2019 夏秋各大机场每日总航班量增速



资料来源：Pre-flight，中信证券研究部

国内免税行业空间广阔，看好机场免税持续成长。根据韩国免税协会，2019 年 Q1 韩国免税销售同增 23%至 49.5 亿美元，其中中国游客消费达 38 亿美元，占比 77%，同增 34%。根据去年韩国免税总销售 172 亿美元，按照全年 23%的增速和中国旅客 77%消费占比，我们测算 2019 年中国旅客在韩国的免税消费可达 1100 亿元，而去年全年国内免税销售额只有 395 亿元，因此国内机场免税市场远没有发展到天花板。预计随着国内出境游人数不断增长、消费潜力不断释放、机场免税品类不断丰富、政府持续鼓励机场免税行业发展，看好国内机场免税业务保持稳定良好增长。

表 41：2019 年 Q1 韩国免税销售中中国旅客消费较多

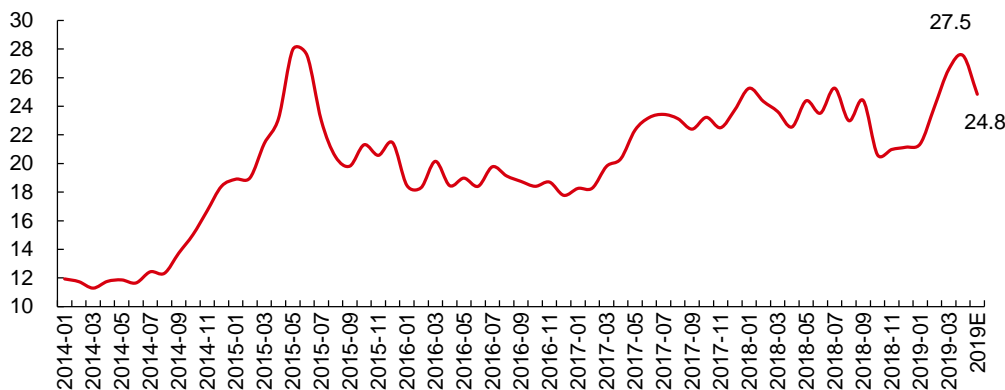
国别	免税销售额（亿美元）	同比
合计	49.5	27%
中国	38.0	34%
韩国	9.0	8%
日本	0.7	11%
台湾	0.2	
美国	0.2	
其他	1.4	

资料来源：韩国免税协会，DFE，中信证券研究部

机场估值中枢抬升，估值较为合理。由于机场免税招标落地，重点机场未来相当一部分业绩增长动力来自免税租赁业务，而免税租赁业务增长最终取决于免税消费情况，因此机场具备一定消费属性。可以看到 A 股机场板块 PE（TTM）从 2014 年开始持续提升，这里不仅有业绩增长的推动，更有免税租赁的销售提成模式赋予机场板块消费属性的原因。投资建议方面，继续维持执行新免税合同、机场免税规模国内第一的上海机场“买入”评级；强烈推荐北京首都机场股份，因市场对大兴机场分流首都机场过分悲观，导致目前公司 PE 不到 10 倍，配置时点已现；同时关注明年可能重启免税招标的深圳机场。

风险提示：宏观经济增长不及预期，免税销售额增长不达预期，时刻调减等。

图 83：机场行业板块估值已经和国际机场处于相同水平（PE-TTM）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算 注：2019E 为动态 PE，2019 年的归母净利润使用的是 Wind 一致预期；图中行业 PE 包括上海机场、白云机场、厦门空港、深圳机场

表 42：重点机场公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		18A	19E	20E	18A	19E	20E	
上海机场	66.90	2.20	2.65	2.75	3.17	30.4	25.2	买入
北京首都机场股份	8.54	0.33	0.37	0.40	0.38	25.9	23.1	增持
深圳机场	6.01	0.66	0.65	0.51	0.48	9.1	9.2	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 5 月 6 日收盘价

聚焦改革：铁路资产证券化加速，2019 或为落地之年

铁路资产证券化加速，3 条主线推进。2019 年 1 月 2 日铁路工作会议提出 2019 年中铁总两大重点之一是推动总公司股份制改造，推动重点项目股改上市，推进市场化债转股和上市公司再融资。近年来高铁通车客运量约为全国铁路 2 倍左右，截至 2019Q1 高铁动车组在全国铁路客运量占比升至近 62%。高铁成为我国铁路最重要的优质资产，具有盈利能力强、产权清晰的优点，或成为铁路投融资体制改革重要抓手。

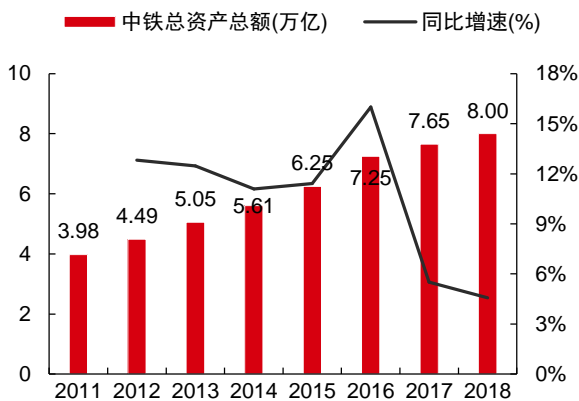
表 43：2019 年或为铁路资产证券化落地之年

序号	主线	潜在标的
1	重点项目股改上市	京沪高铁、中铁特货等
2	市场化债转股	中国铁物等
3	上市公司再融资	广深铁路、铁龙物流、大秦铁路

资料来源：中铁总，中信证券研究部

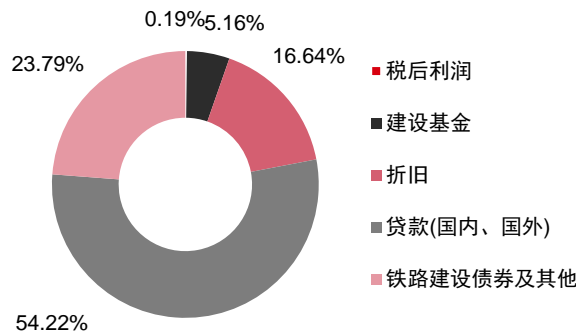
资产规模超 8 万亿，银行贷款为主融资模式或难以为继。目前中铁总承担铁路建设和运营两大任务，我国铁路仍处于建设发展期，预计未来三年年化新增运营里程 4000~6000 公里。随着新投路产转固，截至 2018 年末中铁总资产规模提升至 8.0 万亿，2011 年以来中铁总资产规模年均复合增速 11.5%。目前我国铁路建设融资模式以银行贷款为主，叠加建设基金、铁路建设债券占比近 85%。受铁路建设债券同增 51%至 2508 亿，2018 年银行贷款占比降至 54.2%，仍远高于其他资金来源项。还本付息压力较大、铁路固定资产投资高企导致资金缺口大，现有的铁路建设投融资模式或难以为继。

图 84：2018 年中铁总资产规模同增 4.5%至 8.0 万亿



资料来源：中铁总财报，中信证券研究部

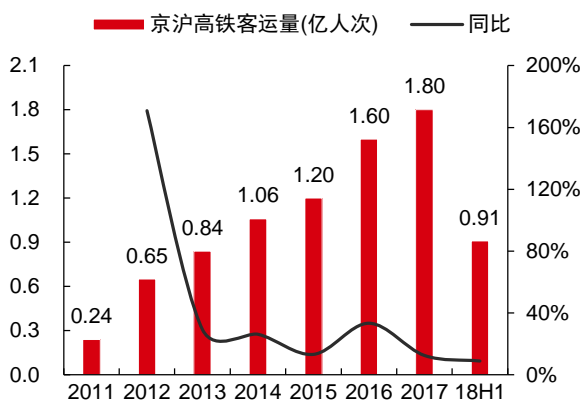
图 85：2018 年银行贷款占中铁总资金来源 54.2%



资料来源：中铁总财报，中信证券研究部

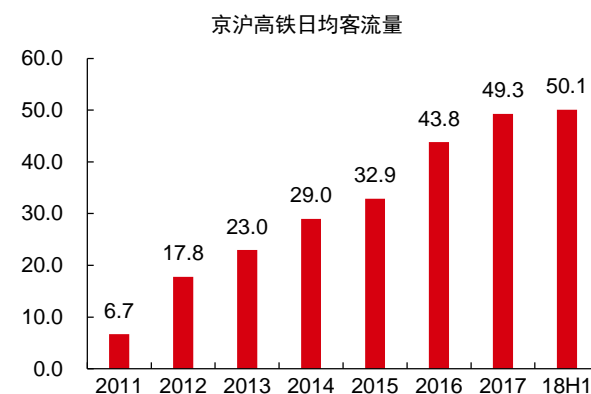
京沪高铁计划 2019 年上市，或提升板块估值。京沪高铁连接北京、上海两大超级枢纽，2018H1 京沪高铁完成旅客发送量同增 8.9%至 9074 万，日均客流量 50.1 万，预计客流量规模国内第一。2018 年 5 月 1 日京沪高速铁路创单日 66.9 万人的最高纪录，预计 2019 年京沪高铁日均客流量或提升至 54 万左右。京沪高铁计划 2019 年上市，资产稀缺和高盈利或推升铁路运输板块的估值。

图 86：2018H1 京沪高铁完成旅客发送量 9074 万



资料来源：中铁总官网，中信证券研究部

图 87：2018H1 京沪高铁日均客流量 50.1 万



资料来源：中铁总官网，中信证券研究部

广深铁路：基本面拐点向上，期待优质资产注入。广深港高铁广深段(简称“广深高铁”)委托广深铁路股份运营，中国铁路建设投资公司为控股股东，实际控制人为中铁总。考虑同业竞争，同时作为中铁总旗下唯一铁路客运上市平台，未来存在注入广深铁路股份可能，优质路产注入有望增强公司盈利能力。受益高铁香港段开通，预计 2019 年广深高铁净利润或 4.9 亿，净利率较广深铁路高近 10pcts。铁路资产证券化加速，未来优质资产注入或提升广深铁路盈利能力。

表 44：受益高铁香港段开通，预计 2019 年广深高铁净利润或 4.9 亿

	2017	2018	2019E	2020E
收入合计(亿元)	25	27.0	31.1	36.9
YOY(%)	-	8%	15%	19%

	2017	2018	2019E	2020E
成本合计(亿元)	22	22.8	24.5	26.9
固定资产折旧(亿元)		6.8		
委托经营费(亿元)	6.4	6.9	7.9	9.5
水电费(亿元)	3.8	4.1	4.7	5.6
财务费用(亿元)		5		
毛利润(亿元)	3.0	4.2	6.6	10.1
净利润(亿元)	2.3	3.1	4.9	7.6

资料来源：12306 官网，广深铁路年报，中信证券研究部预测

铁龙物流：集疏港铁路资产优质，铁龙物流有望成为整合平台。根据《“十三五”港口集疏运系统建设方案》，交通运输部计划 70 个重要港区铁路进港率 2020 年提升至 60%，计划完成约 2000 公里集疏运铁路建设。铁路方面将重点解决铁路支线（专用线）与港口及干线铁路的顺畅衔接，在禁汽运背景下，集疏港铁路区位优势强化，盈利能力多强于主线，或成为高铁、重载铁路之后新的优质资产。截止 2018 年底，预计仅环渤海地区主要港口集疏港铁路 20 条，其中中铁总持有和控股的约 13 条，预计合计里程 150~200 公里。铁龙物流独立经营营口港集疏线-沙鲅支线，拥有丰富的运营经验，或成为中铁总集疏港铁路整合平台。

图 88：铁龙物流独立承运营口港集疏线—沙鲅铁路支线



资料来源：铁龙物流公告，中信证券研究部

铁路资产证券化加速，或催化资产注入预期。广深铁路与铁路改革相关度最高，2019 年基本面拐点向上和土地收益确定，目前公司估值 PB 仅 0.85 倍，铁路改革加速或推动估值上行。维持广深铁路“买入”评级。在港口禁汽运背景下，集疏港铁路区位优势强化，或成为新优质资产。**铁龙物流**拥有特种箱和集疏港铁路丰富运营经验，期待优质资产注入新活力。

风险提示：宏观经济降速，资产证券化进度不及预期，客、货运求不及预期。

表 45：重点铁路公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB	评级
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E		
大秦铁路	8.27	0.98	0.95	0.96	0.97	7.2	7.5	7.4	买入
广深铁路	3.25	0.11	0.14	0.17	0.19	25.4	19.9	16.4	买入
铁龙物流	7.20	0.39	0.47	0.53	0.59	15.8	13.2	11.7	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 5 月 6 日收盘价

中信证券研究部**房地产组****陈聪**

执业证书编号: S1010510120047

张全国

执业证书编号: S1010517050001

公用环保组**李想**

执业证书编号: S1010515080002

高超

执业证书编号: S1010518090001

建筑&建材组**罗鼎**

执业证书编号: S1010516030001

联系人: 陈中亮**交通运输组****刘正**

执业证书编号: S1010511080004

扈世民

执业证书编号: S1010519040004

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。