

一年该行业与上证综指走势比较
行业投资策略

相关研究报告:

《国信证券-建筑与工程行业 2018 年下半年投资策略: 博观约取, 坚守价值》——2018-07-02

《国信证券-建筑与工程行业 2018 年中报业绩前瞻暨 8 月投资策略: 基建投资迎拐点, 重点推荐设计咨询龙头和补短板受益股》——2018-08-06

《国信证券-建筑与工程行业 2018 年中报总结: 行业增速放缓, 设计咨询、化学工程高速增长, 投资迎来拐点》——2018-09-05

《国信证券-建筑行业 9 月投资策略: 政策放松, 重点推荐补短板基建、设计咨询和装饰龙头》——2018-09-07

《国信证券-建筑行业 10 月投资策略: 政策强化估值修复, 重点推荐补短板受益央企及设计咨询龙头》——2018-10-12

证券分析师: 周松

电话: 021-60875163
E-MAIL: zhousong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号:

S0980518030001

联系人: 江剑

电话: 021-60933161
E-MAIL: jiangjian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

基建补短板进入落地期, 央企及设计咨询龙头有望优先受益

● 大盘短期承压, 行业估值持续探底

2018 年 10 月, 上证综指下跌 7.75%, 建筑行业下跌 7.28%, 跑赢上证指数 0.47pct。年初至今, 建筑行业下跌 29.11%, 跑输上证指数 7.81pct, 子板块中表现较好的是铁路建设, 跌幅较大的是园林工程和装修装饰。截至 10 月底, 建筑行业 PE 估值约 10.29 倍, 估值持续探底, 未来存在较大提升空间。我们 10 月份的投资组合收益稳健, 实现收益-4.92%, 跑赢行业指数 2.36pct, 跑赢大盘指数 2.83pct。

● 三季报业绩增速有所下滑, 基本面整体向好

2018 年前三季度, 建筑行业合计完成营业收入 3.27 万亿元, 同比增长 10.24%; 实现归母净利润 1055 亿元, 同比增长 12.10%, 增速比去年同期下滑 11.55pct。行业整体盈利能力趋于平稳, 净利率逐年提升; 现金流状况有所改善, 经营性现金流出放缓。各子行业中, 设计、化建持续景气, 而园林基本面仍未有明显好转。

● 经济下行压力加大, 基建投资有望发挥托底作用

2018 年 1-9 月, 固定资产投资增速为 5.4%, 环比提升 0.1pct, 年内首次实现环比提升; 其中基建投资增速为 3.3%, 同比下滑 16.5pct。近期国办发文要求保持基建补短板的力度, 地方专项债发行提速, 基建补短板将进入落地期, 四季度众多项目可能密集开工。10 月份建筑业 PMI 继续上行, 达到 63.9%, 行业景气度持续提升。当前经济下行压力加大, 基建投资有望发挥托底作用, 在专项债资金向投资建设端传导、乡村振兴战略、铁路投资回暖等刺激下, 基建投资有望在四季度触底反弹。

● 重点推荐基建补短板受益央企、设计咨询龙头

政策持续加码, 基建产业链存在较大机会。中西部地区有望优先受益补短板政策, 交通、水利和生态环保领域仍是补短板重点, 其中铁路投资已先行回暖。央企在承接大订单上有明显优势, 近几年新签订单保持较快增速, 在手订单充沛, 业绩确定性强, 目前整体估值低于行业和上市公司平均水平, 超过半数跌破净资产, 安全边际高, 未来有望迎来估值修复。重点推荐中国铁建、中国中铁等。

设计咨询属于轻资产模式, 负债低, 现金流良好, 位于产业链前端, 优先受益基建补短板, 行业集中度提升利好龙头企业, 当前估值与历史估值中枢相比还存在较大上涨空间。重点推荐中设集团、苏文科等。

● 风险提示: 固定资产投资下滑; 项目落地不及预期; 应收账款坏账风险等。
重点推荐公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
601186.SH	中国铁建	买入	11.11	150,869	1.35	1.55	8.23	7.17
601390.SH	中国中铁	买入	7.56	172,703	0.84	0.95	9.00	7.96
300284.SZ	苏文科	买入	9.69	7,844	0.73	0.92	13.27	10.53
603018.SH	中设集团	买入	16.30	5,115	1.26	1.67	12.94	9.76

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

大盘短期承压，建筑板块估值持续探底	5
10月大盘受外围市场影响下行压力较大，行业跑赢大盘	5
建筑子板块普跌，铁路建设表现较好	7
建筑个股涨跌不一，整体弱于大盘	8
A/H股溢价有所扩大	9
投资组合收益稳健，整体跑赢大盘	10
三季报业绩增速有所下滑，基本面整体向好	10
营收和利润增速稳中有降，Q3继续放缓	10
毛利率趋于平稳，净利率逐年提升	11
经营现金流流出放缓，融资现金流继续流入	12
资产负债率小幅回升	13
子行业概览：设计、化建持续景气，园林基本面未有明显好转	13
经济下行压力加大，基建投资有望发挥托底作用	15
改革持续深化，政策频繁聚焦民营企业发展	15
地方专项债发行加速，年度计划或已超额完成	17
基建补短板逐渐发力，基建投资增速有望触底反弹	18
房地产新一轮周期或将到来，销售增速已明显回落	22
制造业投资受外围环境影响增速预期放缓	23
基建产业链存机会，重点推荐基建补短板受益央企及设计咨询龙头	24
政策持续强化，基建补短板力度不减	24
中西部地区有望优先受益	24
交通、水利和生态环保是补短板重点	26
基建央企业绩稳定估值低，有望受益基建补短板	32
设计咨询业绩亮眼，现金流良好，产业链前端优先受益基建补短板	34
处于产业链前端，优先受益基建补短板	34
重点推荐	39
国信证券投资评级	40
分析师承诺	40
风险提示	40
证券投资咨询业务的说明	40

图表目录

图 1: 10 月份建筑行业下跌 7.28%，跑赢大盘 0.47pct.....	5
图 2: 年初至今建筑行业下跌 29.11%，走势弱于大盘.....	5
图 3: 建筑行业 10 月份涨跌幅在 28 个行业中排第 7 名.....	6
图 4: 建筑行业年初至今涨跌幅在 28 个行业中排第 14 名.....	6
图 5: 当前建筑板块整体市盈率处于历史中低位.....	7
图 6: 建筑板块各子行业 10 月份涨跌幅排名.....	7
图 7: 建筑板块各子行业年初至今涨跌幅排名.....	8
图 8: 建筑板块 10 月份涨幅前五和跌幅前五的公司.....	8
图 9: 建筑板块年初至今涨幅前五和跌幅前五的公司.....	9
图 10: A、H 股同时上市的四家央企 10 月股价涨跌幅情况.....	10
图 11: 2018 年前三季度建筑行业营收增长 10.24%.....	11
图 12: 2018 年前三季度建筑行业净利润增长 12.10%.....	11
图 13: 2018Q3 建筑企业营收增速较为平稳，增长 7.90%.....	11
图 14: 2018Q3 建筑企业净利润增速继续回落，增长 4.99%.....	11
图 15: 建筑行业毛利率趋于平稳，净利率逐年提升.....	12
图 16: 经营现金流流出放缓，投资现金流大幅流出，融资现金流持续流入.....	12
图 17: 近几年行业资产负债率持续下降，2018 前三季度回升至 76.57%.....	13
图 18: 2018 年前三季度建筑子行业营收增速排名.....	14
图 19: 2018 年前三季度建筑子行业净利润增速排名.....	14
图 20: 2018 前三季度建筑子行业毛利率水平排名.....	14
图 21: 2018 前三季度建筑子行业净利率水平排名.....	14
图 22: 建筑子行业 2018 年前三季度资产负债率情况.....	15
图 23: 今年地方政府一般和专项债券月度发行额.....	17
图 24: 今年地方政府新增和置换债券月度发行额.....	17
图 25: 固定资产投资触底，未来有望企稳回升.....	18
图 26: 房建投资增速保持平稳，基建投资持续下行，工建投资回暖趋势不减.....	18
图 27: 我国轨道交通运营路线长度持续保持快速增长.....	19
图 28: 我国在建轨道交通的城市数和线路长度持续增长.....	19
图 29: 近几年国家铁路建设投资情况.....	20
图 30: 2018 年 1-9 月我国铁路固定资产投资持续回暖.....	20
图 31: 建筑业 PMI 连续两个月反弹.....	21
图 32: 基建投资增速走势图.....	22
图 33: 房地产投资增速走势图.....	22
图 34: 房地产开发投资在 2015 年年底触底后，增速持续回升.....	22
图 35: 商品房销售面积和销售额增速明显回落.....	23
图 36: 1-9 月制造业固定资产投资增速为 8.7%.....	23
图 37: 制造业 PMI 持续回落.....	24
图 38: 全国扶贫攻坚主战场集中在中西部地区.....	25
图 39: 中西部地区主要省份的城镇化率远低于全国平均水平.....	25
图 40: 中西部及东部地区部分省份的固定资产投资增速.....	26
图 41: 我国铁路固定资产投资 2013-2018 年 9 月的情况.....	29
图 42: 2013-2017 年我国铁路运营里程.....	29
图 43: “十三五”期间水利发展六大原则.....	30
图 44: “十三五”期间水利发展六大目标.....	30
图 45: 生态环保业投资增速保持在较高水平.....	31
图 46: 八个建筑央企市盈率大部分低于行业 and A 股平均值.....	32
图 47: 超过半数央企市净率跌破 1.0，估值处在安全区域.....	32
图 48: 八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升.....	34
图 49: 设计咨询行业处在建筑行业上游.....	35
图 50: 勘察设计行业并购数量和金额有加快增长的趋势.....	36
图 51: 中设集团营收保持高增长，近三年 CAGR 达 30.09%.....	37
图 52: 中设集团净利润增长较快，近三年 CAGR 达 21.37%.....	37
图 53: 苏交科营收保持高增长，近三年 CAGR 达 44.45%.....	37
图 54: 苏交科净利润增长较快，近三年 CAGR 达 22.47%.....	37
图 55: 设计咨询上市企业营收连续三年两位数以上增长.....	37
图 56: 设计咨询上市企业净利润增长持续加速.....	37

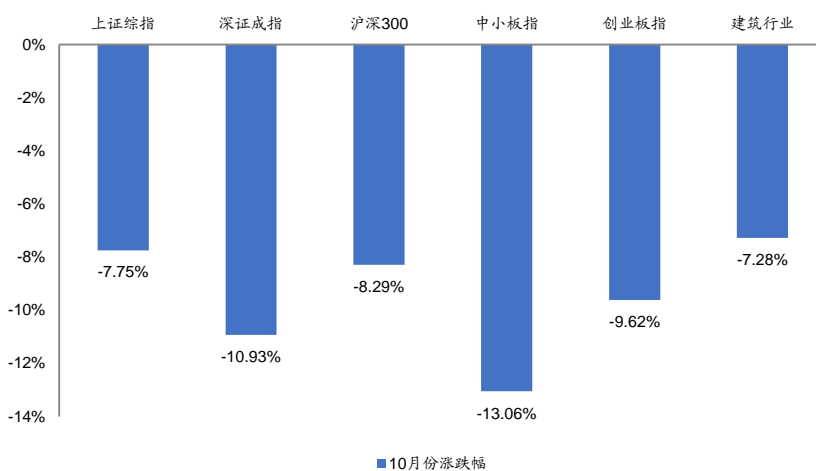
图 57: 设计咨询企业 ROE 高于建筑行业 and A 股平均水平	38
图 58: 设计咨询企业股权受稀释后, ROE 仍保持较高水平	38
图 59: 设计咨询企业毛利率和净利率均稳中有升	38
图 60: 设计咨询企业毛利率和净利率远高于平均水平	38
图 61: 设计咨询企业资产负债率逐年下降	39
图 62: 设计咨询企业资产负债率远低于平均水平	39
图 63: 设计咨询企业经营现金流持续为正, 每年的净额接近净利润水平	39
表 1: 主要建筑企业 A/H 股溢价情况 (汇率以 10 月 31 日港币兑人民币中间价为准)	9
表 2: 国信建筑 10 月份投资组合涨跌幅情况	10
表 3: 建筑子行业 2018 年前三季度现金流情况 (亿元)	15
表 4: 2018 年 10 月份以来主要宏观政策梳理	16
表 5: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目	19
表 6: 近期关于城乡区域协调发展有关的政策	21
表 7: 基建补短板细分领域及重点内容	27
表 8: “交通扶贫”的主要内容	28
表 9: 2017 年 1 月国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权	28
表 10: “十三五”期间, 铁路的平均年投资额约为 0.8 万亿	29
表 11: 下半年获批的重大铁路工程项目	29
表 12: 截至 10 月 20 日中央预算内水利投资计划完成情况	30
表 13: 党的十八大以来, 在生态环保领域采取的一些重要举措	31
表 14: 八大建筑央企 2018 年前三季度新签订单 5.12 万亿元, 同比增长 11.7%	32
表 15: 八大建筑央企 2018 年前三季度营业收入超 2.65 万亿元, 净利润达 801 亿元	33
表 16: 八大建筑央企海外订单快速增长, 近三年 CAGR 达 20.42%	33
表 17: 2018 年度 ENR 国际承包商 250 强内地企业前 10 强全部是央企	34
表 18: 行业部分资质情况介绍	35
表 19: 勘察设计行业分类	36

大盘短期承压，建筑板块估值持续探底

10月大盘受外围市场影响下行压力较大，行业跑赢大盘

2018年10月，A股整体受外围市场情绪影响下行压力较大，大盘未能延续9月的企稳趋势。其中上证综指下跌7.75%，中小板指下跌13.06%，创业板指下跌9.62%。建筑行业(申万建筑装饰,下同)下跌7.28%，跑赢上证指数0.47pct。

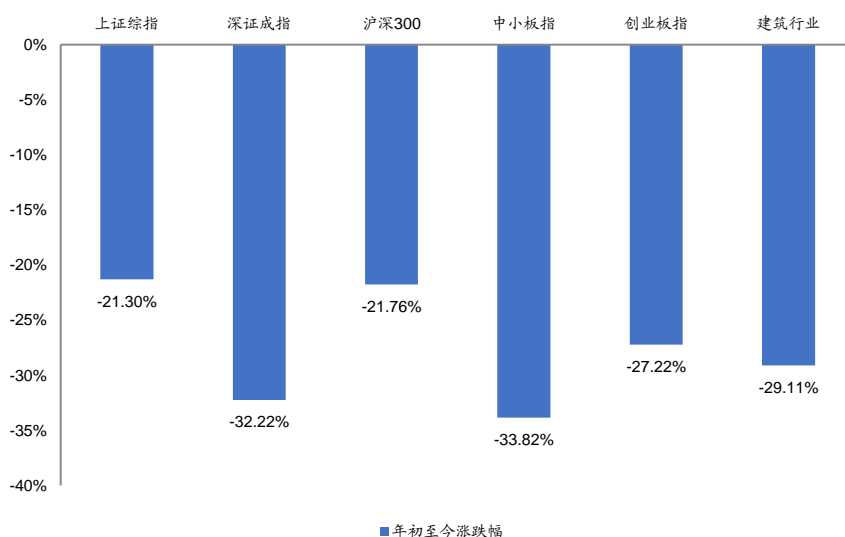
图1：10月份建筑行业下跌7.28%，跑赢大盘0.47pct



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

年初至今，上证综指跌21.30%，中小板指跌33.82%，创业板指跌27.22%。建筑行业下跌29.11%，跑输上证指数7.81pct。

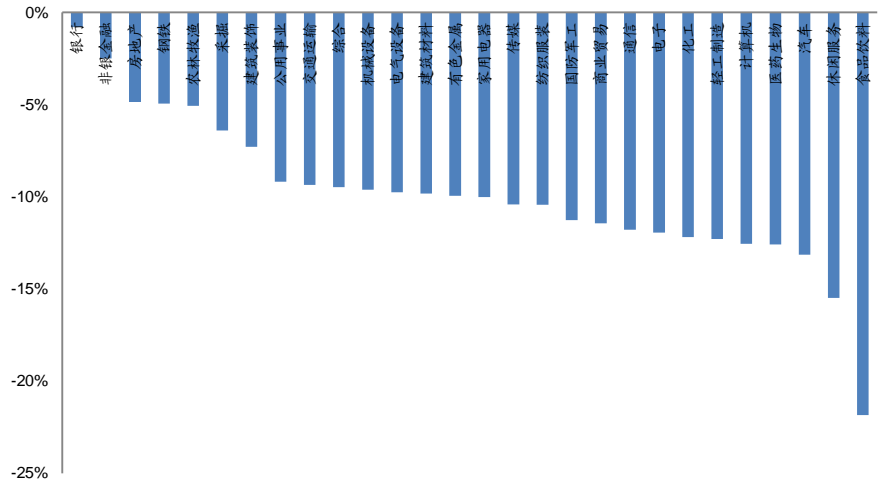
图2：年初至今建筑行业下跌29.11%，走势弱于大盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2018年10月，A股全部行业普跌，其中跌幅较小的是银行（-0.8%）、非银金融（-2.5%）、房地产（-4.8%）、钢铁（-4.9%）和农林牧渔（-5.1%）。建筑行业下跌-7.3%，在28个行业中排名第7名。

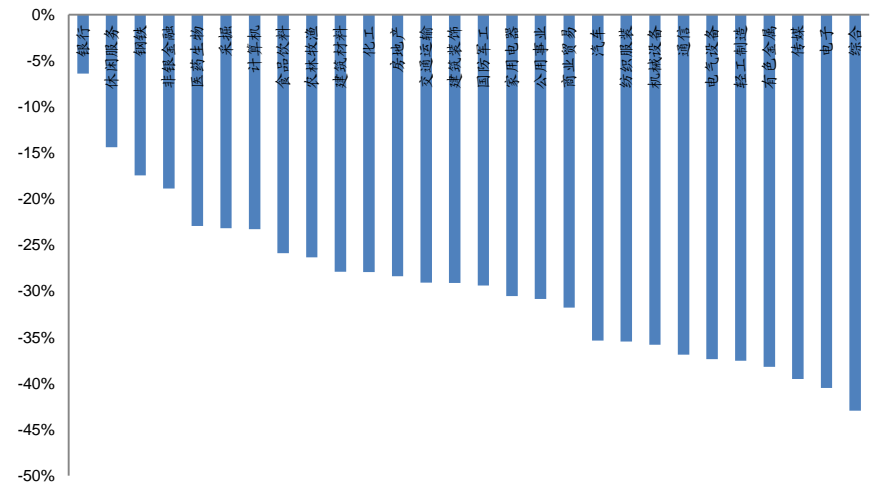
图3：建筑行业10月份涨跌幅在28个行业中排第7名



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

年初至今，行业中涨幅较大的是银行（-6.4%）、休闲服务（-14.4%）、钢铁（17.4%）、非银金融（-18.9%）、医药生物（-22.9%）；跌幅较大的是综合（-42.9%）、电子（-40.5%）、传媒（-39.5%）、有色金属（-38.2%）和轻工制造（-37.6%）。建筑行业跌幅居中，28个行业中排名第14名。

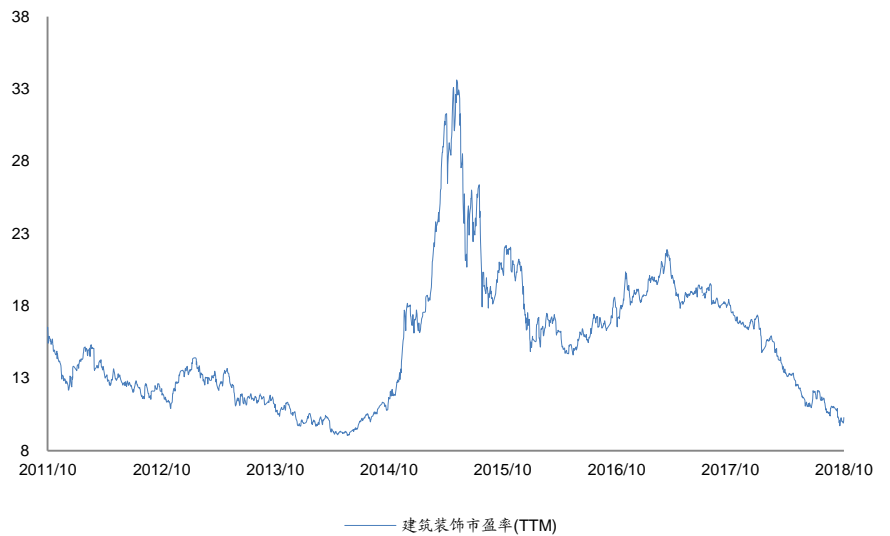
图4：建筑行业年初至今涨跌幅在28个行业中排第14名



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

建筑板块估值相对较低。截至10月底，申万28个一级行业中，建筑装饰的PE（TTM）为10.29倍，排名倒数第四。从建筑板块自身历史市盈率来看，2015年6月达到33.60倍，当前的市盈率处于历史中低位。

图 5: 当前建筑板块整体市盈率处于历史中低位

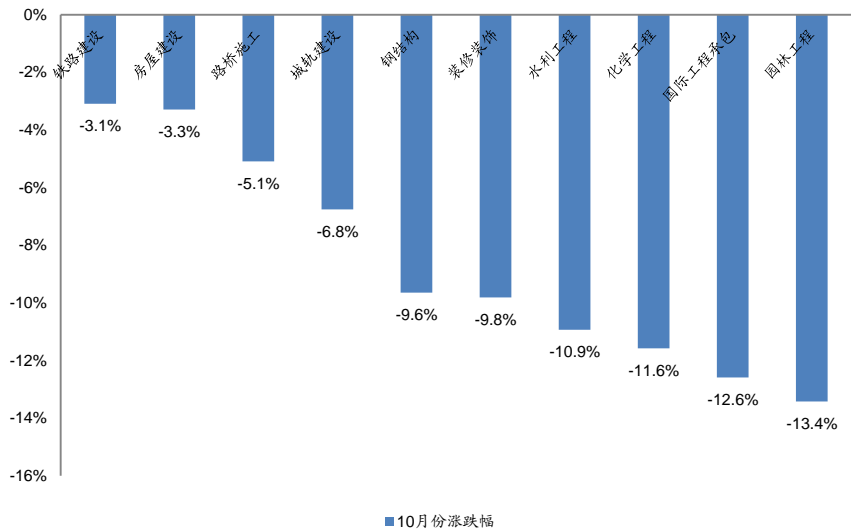


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

建筑子板块普跌，铁路建设表现较好

2018年10月，建筑行业子板块全部下跌，跌幅较小的子行业分别是铁路建设(-3.1%)、房屋建设(-3.3%)、路桥施工(-5.1%)，跌幅较大的子行业分别是园林工程(-13.4%)、国际工程承包(-12.6%)和化学工程(-11.6%)。

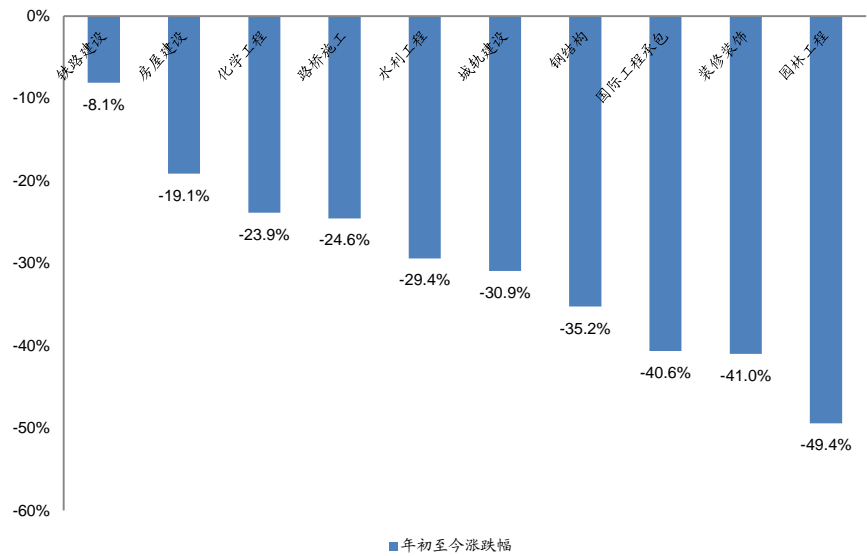
图 6: 建筑板块各子行业 10 月份涨跌幅排名



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

年初至今，申万建筑行业子行业全部下跌，其中跌幅较小的三个子行业分别是铁路建设(-8.1%)、房屋建设(-19.1%)和化学工程(-23.9%)，跌幅较大的三个子行业分别是园林工程(-49.4%)、装修装饰(-41.0%)和国际工程承包(-40.6%)。

图 7：建筑板块各子行业年初至今涨跌幅排名

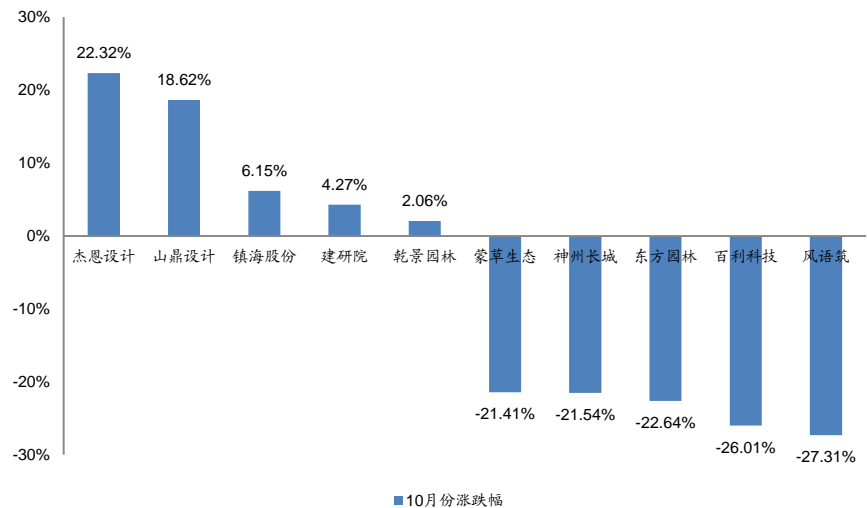


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

建筑个股涨跌不一，整体弱于大盘

2018年10月，建筑行业所有股票中有5.76%个股实现正收益，比例低于全体A股11.84%个股上涨的比例。

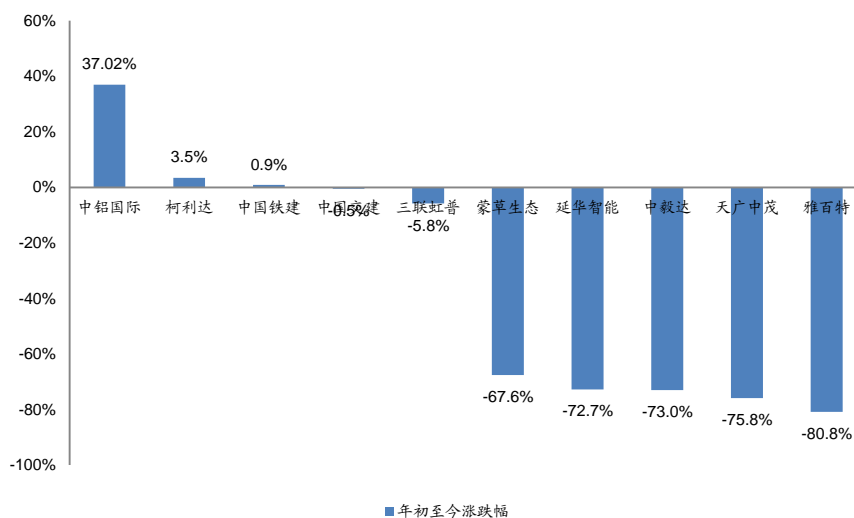
图 8：建筑板块 10 月份涨幅前五和跌幅前五的公司



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

年初至今，建筑行业所有股票中仅有2.16%的个股实现正收益，比例低于全体A股8.16%个股上涨的比例。

图 9: 建筑板块年初至今涨幅前五和跌幅前五的公司



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

A/H 股溢价有所扩大

截至 2018 年 10 月 31 日, A 股和 H 股同时上市的四家建筑央企在两市的股价存在较大溢价, 平均溢价率高达 33.41%, 较上个月有所扩大。其中中国中铁溢价率为 16.55%, 中国铁建溢价率为 20.55%, 中国中冶溢价率为 47.20%, 中国交建溢价率为 49.34%。

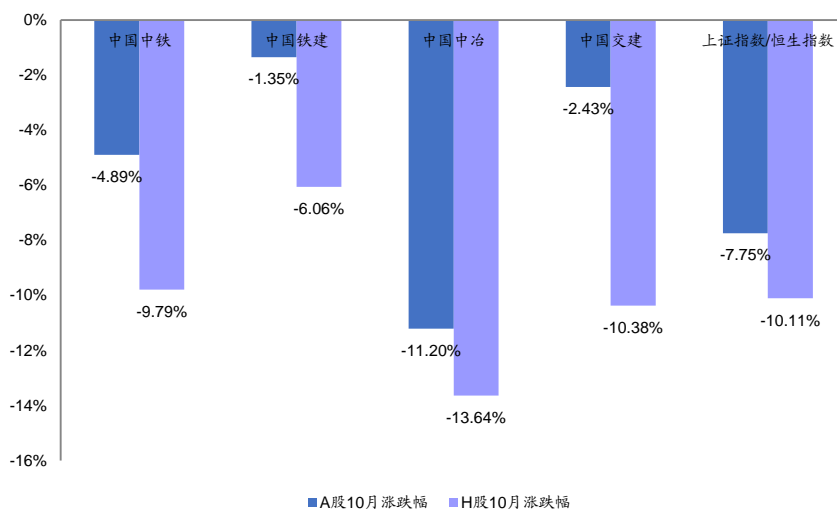
表 1: 主要建筑企业 A/H 股溢价情况 (汇率以 10 月 31 日港币兑人民币中间价为准)

个股组合	A 股股价	H 股股价	溢价率
中国中铁	7.39	6.17	16.55%
中国铁建	11.00	8.74	20.55%
中国中冶	3.17	1.67	47.20%
中国交建	12.47	6.32	49.34%
平均值	8.51	5.72	33.41%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从两市股价的涨跌幅来看, 2018 年 10 月, 上证指数下跌 7.75%, 恒生指数下跌 10.11%, 而四家央企的 A 股和港股均下跌, 且 A 股下跌幅度均小于 H 股, 溢价率明显扩大。

图 10: A、H 股同时上市的四家央企 10 月股价涨跌幅情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资组合收益稳健，整体跑赢大盘

2018 年 10 月，我们的投资组合收益稳健，实现收益-4.92%，跑赢行业指数 2.36pct，跑赢大盘指数 2.83pct。

表 2: 国信建筑 10 月份投资组合涨跌幅情况

个股组合	10 月份涨跌幅
中国建筑	-2.00%
中国铁建	-1.35%
中国中铁	-4.89%
中国交建	-2.43%
四川路桥	0.58%
苏文科	-10.19%
中设集团	-0.95%
勘设股份	-18.16%
上证指数	-7.75%
申万建筑	-7.28%
组合收益	-4.92%

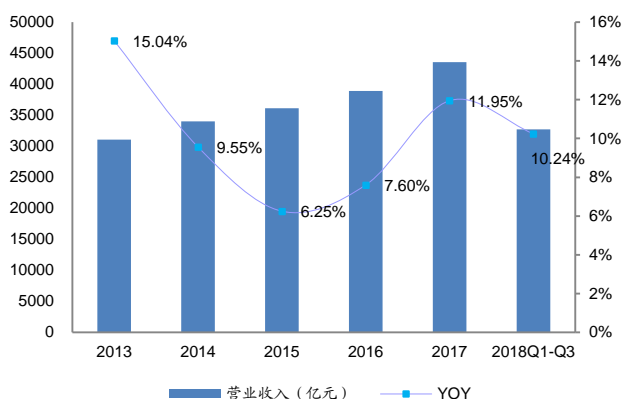
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

三季度业绩增速有所下滑，基本面整体向好

营收和利润增速稳中有降，Q3 继续放缓

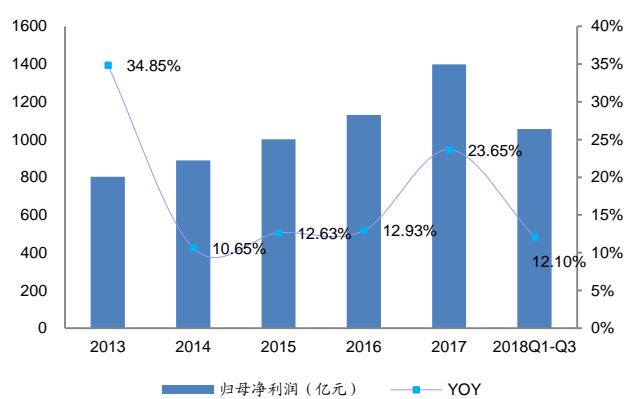
2018 年前三季度，建筑行业整体业绩较为平稳，建筑企业（WI 指数，下同）合计完成营业收入 3.27 万亿元，同比增长 10.24%，增速比 2017 年回落 1.71pct；实现归母净利润 1055 亿元，同比增长 12.10%，增速比 2017 年下滑 11.55pct。

图 11: 2018 年前三季度建筑行业营收增长 10.24%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 2018 年前三季度建筑行业净利润增长 12.10%

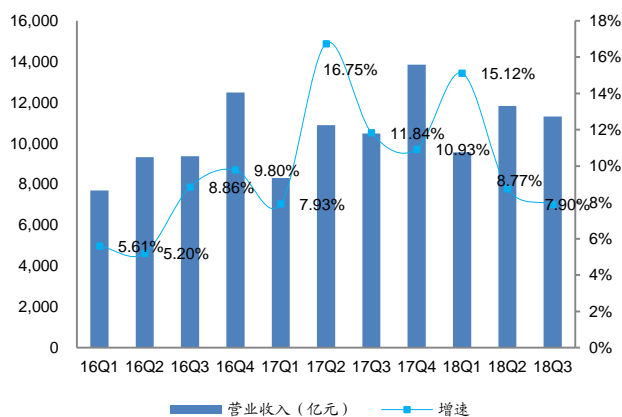


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

分季度来看, 建筑行业有着较为明显的季节性特点, 每年 Q4 季度是营收和利润确认的高峰期。2017 年 Q4 和 2018 年 Q1、Q2 和 Q3, 建筑企业分别完成营业收入 1.38 万亿、0.96 万亿、1.18 万亿和 1.13 万亿, 分别同比增长 10.93%、15.12%、8.77%和 7.90%。实现归母净利润 455.58 亿、286.47 亿、434.50 亿和 334.51 亿, 分别同比增长 46.07%、18.44%、14.01%和 4.99%。

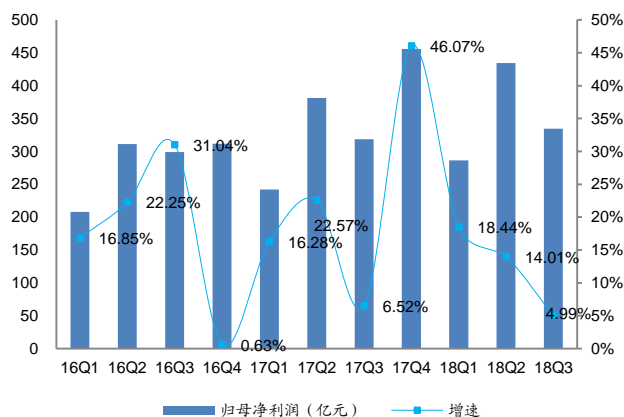
2018 年 Q3 营收和净利润增速继续回落, 我们判断主要是政策宽松还未完全传导到施工环节, 地方政府融资能力和市场融资环境未得到显著改善, 影响了开工和收入确认的进度。

图 13: 2018Q3 建筑企业营收增速较为平稳, 增长 7.90%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2018Q3 建筑企业净利润增速继续回落, 增长 4.99%

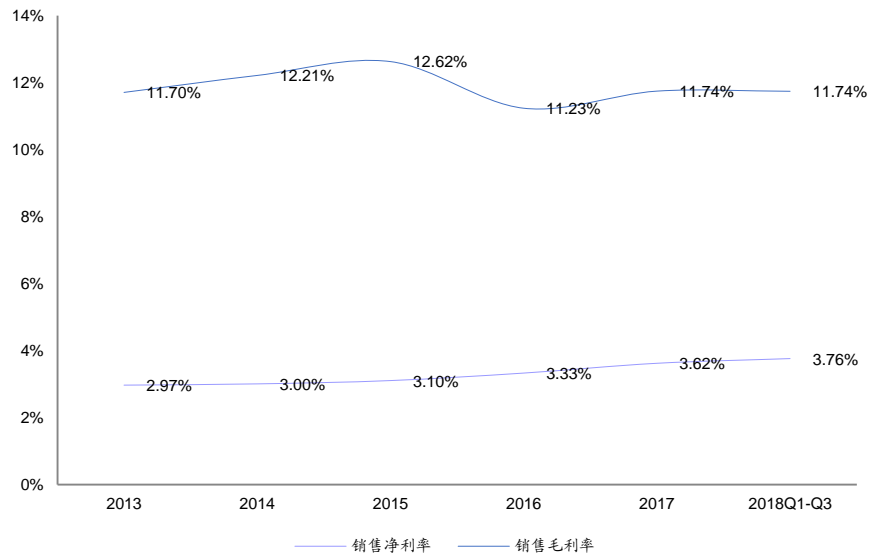


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

毛利率趋于平稳, 净利率逐年提升

从毛利率和净利率来看, 2018 年前三季度建筑行业综合毛利率为 11.74%, 与 2017 年基本持平; 净利率为 3.76%, 比 2017 年提高 0.16pct。毛利率、净利率的稳中有升, 主要是受国家税收减免、行业提质增效等的推动。

图 15: 建筑行业毛利率趋于平稳, 净利率逐年提升

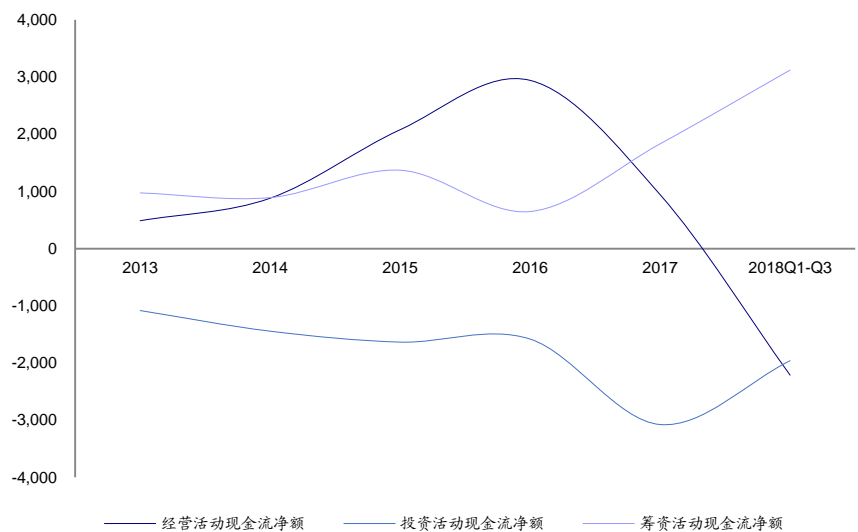


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

经营现金流流出放缓, 融资现金流继续流入

2018 年前三季度, 建筑行业经营现金流整体净流出 2213 亿元, 比上半年少流出 87 亿元, Q3 流出放缓, 根据行业往年的特点, Q4 经营现金流有望大幅改善。同时, 行业继续保持扩张态势, 投资现金流净流出 1959 亿元, 比上半年多流出 757 亿元。在以上两种现金流持续流出的推动下, 行业继续加大融资力度, 融资现金流净流入 3120 亿元, 比上半年多流入 256 亿元。

图 16: 经营现金流流出放缓, 投资现金流大幅流出, 融资现金流持续流入

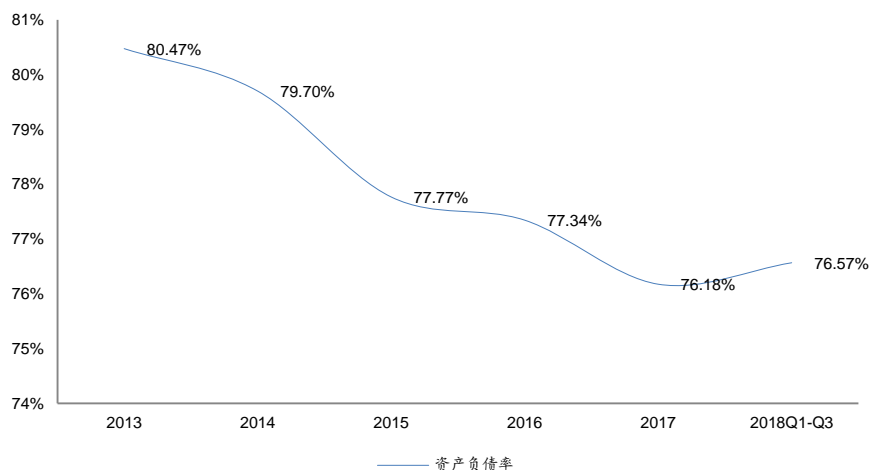


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资产负债率小幅回升

在国家“防风险、降杠杆”的政策指引下，近几年建筑业的资产负债率持续下降。但在 2018 年前三季度，受行业持续扩张、资金面紧张等影响，资产负债率小幅回升至 76.57%，比 2017 年回升 0.39pct，但同比下降 0.41pct。

图 17：近几年行业资产负债率持续下降，2018 前三季度回升至 76.57%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

子行业概览：设计、化建持续景气，园林基本面未有明显好转

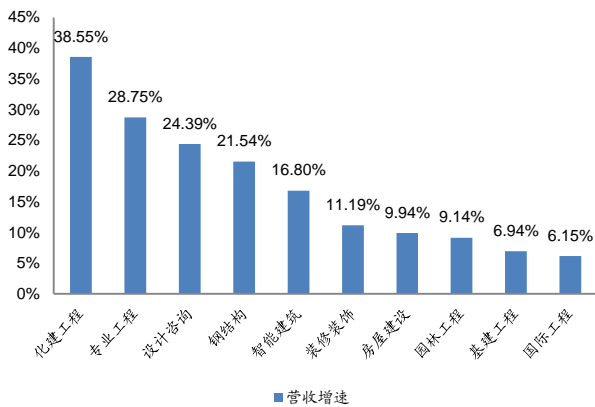
建筑行业子行业众多，主要有基建工程、园林工程、装修装饰、钢结构、设计咨询、房屋建设、建筑智能、专业工程、化建工程、国际工程等 10 个子行业。在进行子行业财务指标分析时，我们采取对上市公司指标取算术平均值的方法计算。

业绩增速：设计咨询利润增速居首，化建工程营收增速居首

2018 年前三季度，建筑子行业中，营收增速排名前三的分别是化建工程（38.55%）、专业工程（28.75%）和设计咨询（24.39%），排名后三的分别是国际工程（6.15%）、基建工程（6.94%）和园林工程（9.14%）。净利润增速排名前三的分别是设计咨询（25.28%）、化建工程（25.11%）和国际工程（19.21%），排名后三的分别是园林工程（-46.60%）、智能建筑（-11.00%）和房屋建设（4.65%）。

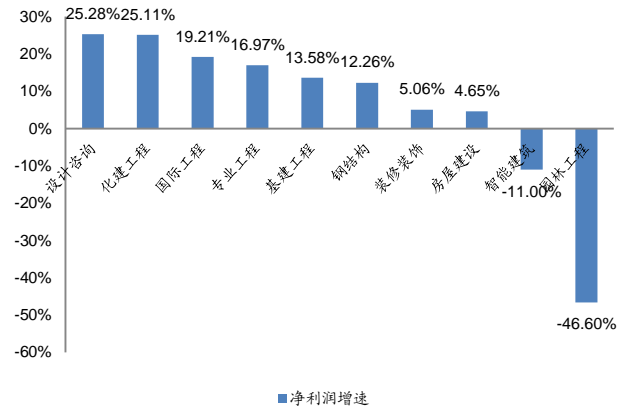
化建工程和设计咨询业绩继续保持高增长，整体较为景气，我们判断前者主要是受石油价格攀高，带动下游需求回暖；后者主要是受益于集中度提升，上市龙头加快跨区域发展和并购整合。园林工程受多重因素影响，整体业绩较为低迷。

图 18: 2018 年前三季度建筑子行业营收增速排名



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 2018 年前三季度建筑子行业净利润增速排名

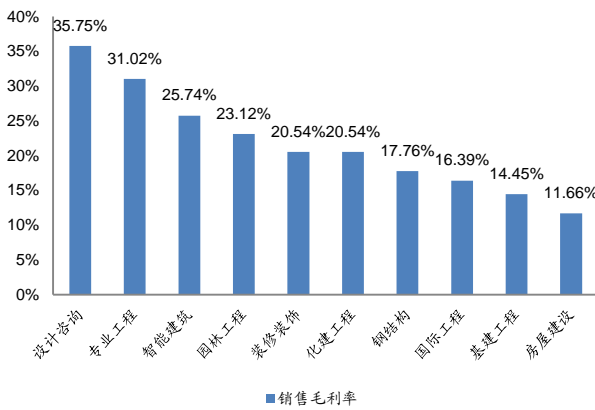


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力: 设计咨询毛利率、净利率领先, 园林工程净利率出现负值

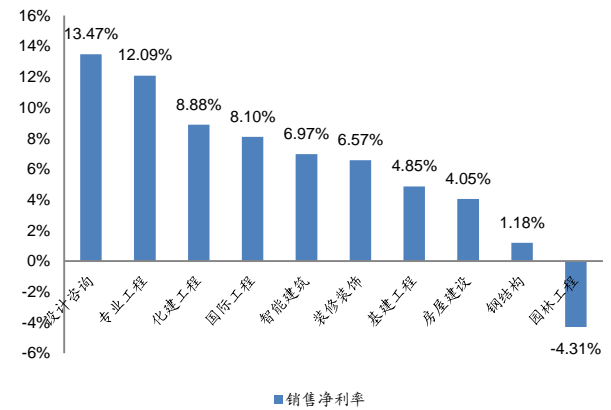
2018 年前三季度, 建筑子行业中, 毛利率水平排名前三的分别是设计咨询 (35.75%)、专业工程 (31.02%) 和智能建筑 (25.74%), 排名后三的分别是房屋建设 (11.66%)、基建工程 (14.45%) 和国际工程 (16.39%)。净利率排名靠前的是设计咨询 (13.47%) 和专业工程 (12.09%), 排名靠后的是园林工程 (-4.31%) 和钢结构 (1.18%)。

图 20: 2018 前三季度建筑子行业毛利率水平排名



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 2018 前三季度建筑子行业净利率水平排名



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

现金流情况: 化建工程、钢结构经营现金流净流入, 其他均净流出

2018 年前三季度, 建筑子行业中, 只有化建工程和钢结构实现了经营现金流 (CFO) 净流入, 其他子行业经营现金流均一定程度净流出; 所有子行业投资现金流 (CFI) 净额均为负, 表明均处在投资扩张中; 而融资现金流 (CFF) 成为资金的主要来源, 均表现为流入。

从整体现金水平变动来看, 钢结构、专业工程、化建工程三个子行业现金净流入, 在手现金增多, 其他子行业现金均表现为净流出。

表 3: 建筑子行业 2018 年前三季度现金流情况 (亿元)

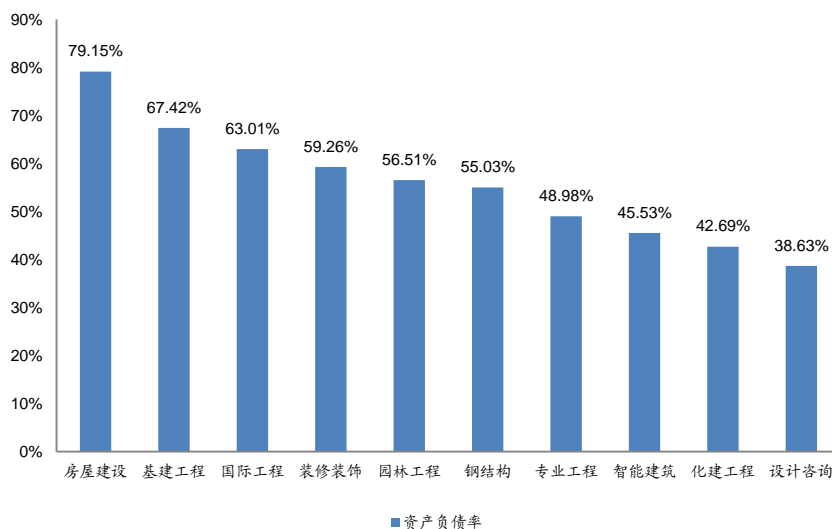
子行业	CFO	CFF	CFI	整体现金
钢结构	23.85	-27.40	11.76	8.21
专业工程	-42.80	-47.56	94.15	3.80
化建工程	10.55	-14.48	4.73	0.80
国际工程	-8.38	-3.77	2.04	-10.10
智能建筑	-17.66	-13.05	16.04	-14.67
设计咨询	-23.11	-19.84	12.86	-30.09
装修装饰	-30.27	-23.19	6.19	-47.27
房屋建设	-766.80	-209.33	891.11	-85.02
园林工程	-50.41	-110.77	75.17	-86.01
基建工程	-1299.70	-1524.95	2032.71	-791.94

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

负债情况及偿债能力: 房建负债率居首, 设计咨询、化建工程负债率较低

2018 年前三季度, 建筑子行业中, 资产负债率排名前三的分别是房屋建设 (79.15%)、基建工程 (67.42%) 和国际工程 (63.01%), 排名后三的分别是设计咨询 (38.63%)、化建工程 (42.69%) 和智能建筑 (45.53%)。其中园林工程负债率同比上升幅度较大, 增长 11.20pct。

图 22: 建筑子行业 2018 年前三季度资产负债率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

经济下行压力加大, 基建投资有望发挥托底作用

改革持续深化, 政策频繁聚焦民营企业发展

当前中国的内外部环境都已发生了深刻的变化, 国际贸易争端短期没有缓和的趋势, 同时国内经济下行压力有所加大, 部分企业特别是民营企业经营困难较多、长期积累的风险隐患有所暴露。进入 10 月份后, 政策开始明显关注中小企

业的发展问题，频繁从融资、税收等方面释放出扶持民营企业的信号，这也表明了党和政府深化经济体制改革、升级调整产业结构、促进资本市场健康发展的决心。

表 4: 2018 年 10 月份以来主要宏观政策梳理

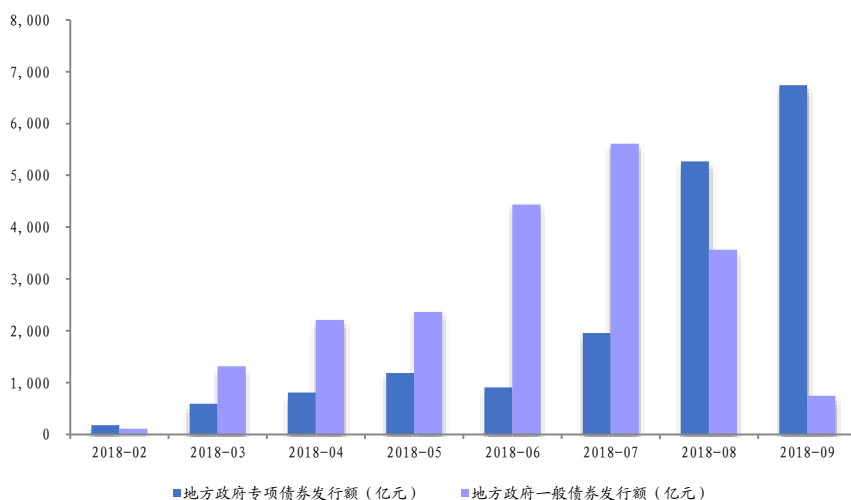
时间	部门	政策导向
10月7日	央行	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点，当日到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。
10月8日	国务院	国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，确定完善出口退税政策加快退税进度的措施，为企业减负、保持外贸稳定增长；部署推进棚户区改造工作，进一步改善住房困难群众居住条件。
10月12日	国务院办公厅	印发《完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020年）》，强调要依靠改革创新破除体制机制障碍，积极培育重点消费领域细分市场，全面营造良好消费环境，不断提升居民消费能力，更好满足人民日益增长的美好生活需要。
10月15日	财政部、税务总局	发布《关于去产能和调结构房产税、城镇土地使用税政策的通知》，要求按照去产能和调结构政策要求停产停业、关闭的企业，自停产停业次月起，免征房产税、城镇土地使用税；企业享受免税政策的期限累计不得超过两年。
10月16日	央行	中国人民银行发布公告，在银行间债券市场正式推出三方回购交易。
10月17日	国务院	促进中小企业发展工作领导小组第二次会议在北京召开，强调必须进一步深化研究在减轻税费负担、解决融资难题、完善环保治理、提高科技创新能力、加强国际合作等方面支持中小微企业发展的政策措施，推动中小微企业高质量发展。
10月19日	银保监会	发布《商业银行理财子公司管理办法（征求意见稿）》，对于银行理财子公司的筹建审批程序和时间跨度都进行了明确，同时允许股东多元化有助引入市场化机制，放宽非标约束和直接投资股票拓宽银行理财业务的边界，降低通道成本，在产品设计上允许发行分级理财产品也为理财子公司留下金融产品创新的口子。
10月19日	国务院	印发《关于印发优化口岸营商环境促进跨境贸易便利化工作方案的通知》，提出简政放权、优化口岸通关流程和作业方式、提升通关效率、提高口岸物流服务效能、完善管理制度、促进口岸营商环境更加公开透明等工作任务
10月20日	国务院	国务院金融稳定发展委员会召开防范化解金融风险第十次专题会议，重点分析三季度经济金融形势，研究做好进一步改善企业金融环境和防范化解金融风险有关工作。会议要求发挥好资本市场枢纽功能，要坚持市场化取向，加快完善资本市场基本制度。
10月25日	财政部、工信部	印发《关于对小微企业融资担保业务实施降费奖补政策的通知》，中央财政在 2018-2020 年每年安排资金 30 亿元，采用奖补相结合的方式，对扩大小微企业融资担保业务规模、降低小微企业融资担保费率等政策性引导较强的地方进行奖补。
10月31日	中央政治局	中共中央政治局 10 月 31 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署当前经济工作，提出要抓住经济运行主要矛盾 有针对性地加以解决；切实办好自己的事情推动高质量发展；研究解决民营企业、中小企业发展遇到的困难；加强资本市场制度建设 激发市场活力；继续积极有效利用外资 维护在华外资企业合法权益
10月31日	国务院办公厅	印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，提出以下要求：保障在建项目顺利实施；加强地方政府专项债资金和项目管理；妥善解决存量隐性债务问题；严控新增隐性债务；调动社会资本参与。

资料来源：央行等各部门官网，国信证券经济研究所整理

地方专项债发行加速，年度计划或已超额完成

根据年初制定的中央和地方预算草案，今年将计划发放新增地方专项债券 1.35 万亿元，比去年增加 5500 亿元，主要用于支持京津冀协同发展、长江经济带等重大战略以及生态环保、精准扶贫、棚户改造等重点领域。8 月 14 日，财政部提出要加快地方政府专项债券发行，各地至 9 月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于 80%。剩余的发行额度应当主要放在 10 月份发行。8、9 月份地方政府债券尤其是专项债券的发行显著提速，有望缓解目前建筑行业资金面紧张的现状，保障在建项目顺利进行，刺激基建补短板的投资需求。

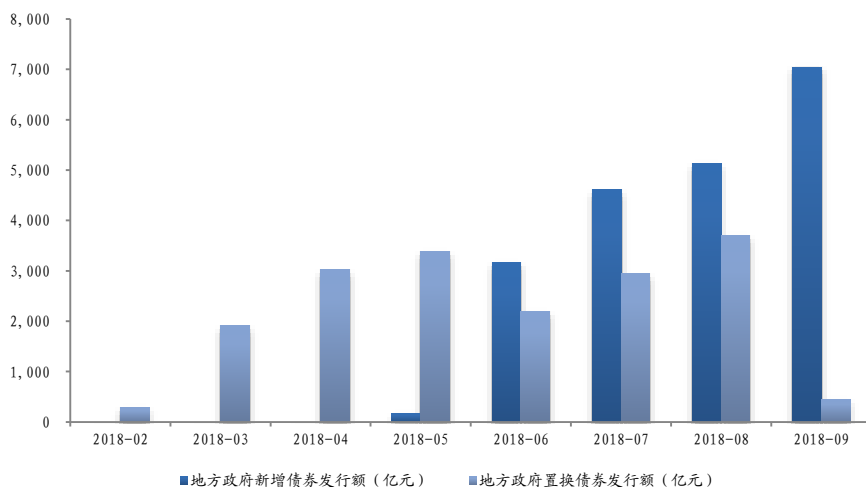
图 23: 今年地方政府一般和专项债券月度发行额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

由于大多数地区于 5 月才通过本年预算调整方案并最终确定一般债和专项债的限额，因此上半年发行的地方政府债券主要是置换债券，新增债券从 5 月份才开始发行。结合专项债券的月度发行情况，截至到 9 月底新增专项债券可能已经发行了 1.49 万亿，年度 1.35 万亿的计划或可超额完成。

图 24: 今年地方政府新增和置换债券月度发行额



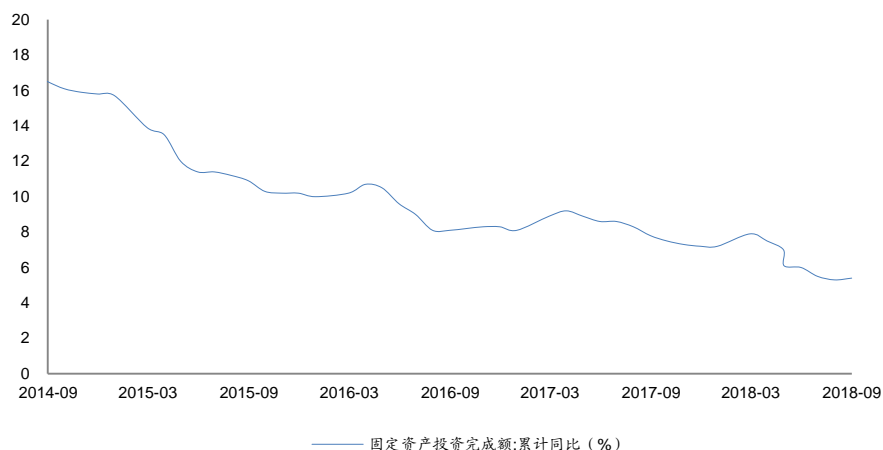
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基建补短板逐渐发力，基建投资增速有望触底反弹

固定资产投资触底，建筑三大下游投资分化趋势明显

2018年1-9月，固定资产投资增速为5.4%，同比回落2.1pct，环比提升0.1pct，年内首次实现环比提升，未来有望企稳回升。

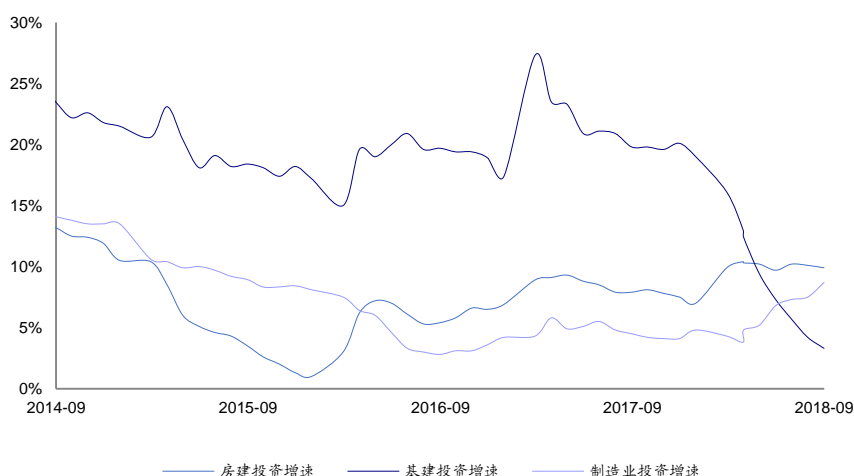
图 25: 固定资产投资触底，未来有望企稳回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从建筑行业的三大下游基建投资、房地产投资和制造业投资来看，近几年此三大项合计占固定资产投资比例约为80%。建筑业景气度与固定资产投资高度相关。2018年以来，建筑下游三项的投资分化趋势明显，且截至9月底这一趋势依然延续。

图 26: 房建投资增速保持平稳，基建投资持续下行，工建投资回暖趋势不减



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

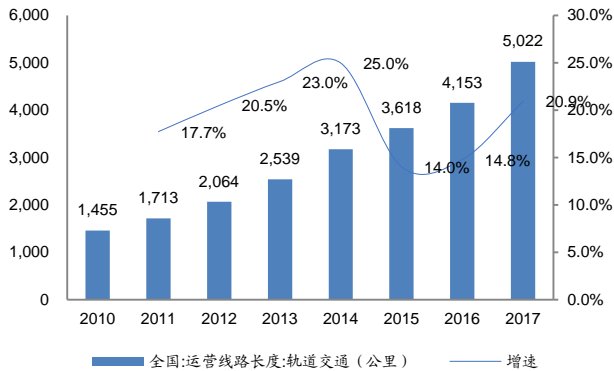
具体来看，基建投资受宏观降杠杆、PPP清库以及地方政府债务约束等影响，增速大幅下滑，2018年1-9月实现3.3%的正增长，比2017年同期下滑16.5pct；房建投资受年初至今房地产景气带动，增速相对平稳，目前仍维持在相对高位水平，2018年1-9月实现9.9%的正增长；工建投资（制造业）从今年3月份开始触底回升，2018年1-9月实现8.7%正增长，增速环比提升1.2pct，实

现连续六个月回升。

轨交审批重启，铁路投资持续回暖，交通建设迎来新一轮刺激

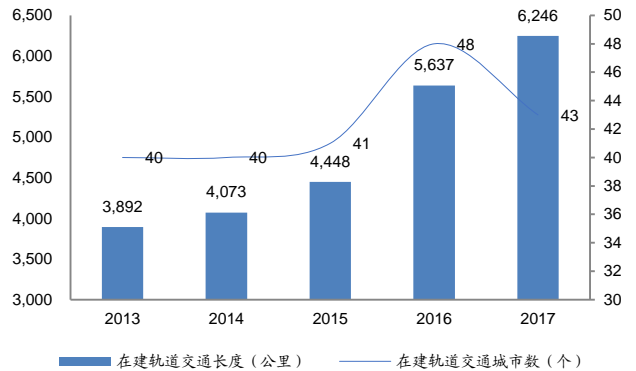
近几年，我国轨道交通一直处在快速发展的过程中。截至 2017 年，我国运营的轨道交通线路达 5022 公里，同比增长 20.9%，近五年的 CAGR 达到 19.5%；在建轨道交通的城市有 43 个，在建长度达 6246 公里。2017 年底，受内蒙古包头地铁项目被叫停以及防范地方系统性债务风险影响，发改委曾一度暂停了轨道交通建设规划审批工作。直到今年 7 月 17 日，规划审批工作才重新启动。

图 27：我国轨道交通运营路线长度持续保持快速增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 28：我国在建轨道交通的城市数和线路长度持续增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

7 月 30 日，发改委审议通过了吉林省长春市第三期城市轨道交通建设规划，这是发改委暂停城轨建设规划审批将近一年之后的首个获批项目。之后不久苏州市轨道交通第三期建设规划也顺利获批，目前还有厦门、武汉、西安等城市的轨道交通项目在等待发改委批复。伴随着轨交项目的批复，接下来新项目将密集开工，下半年获批项目投资将加速落地。

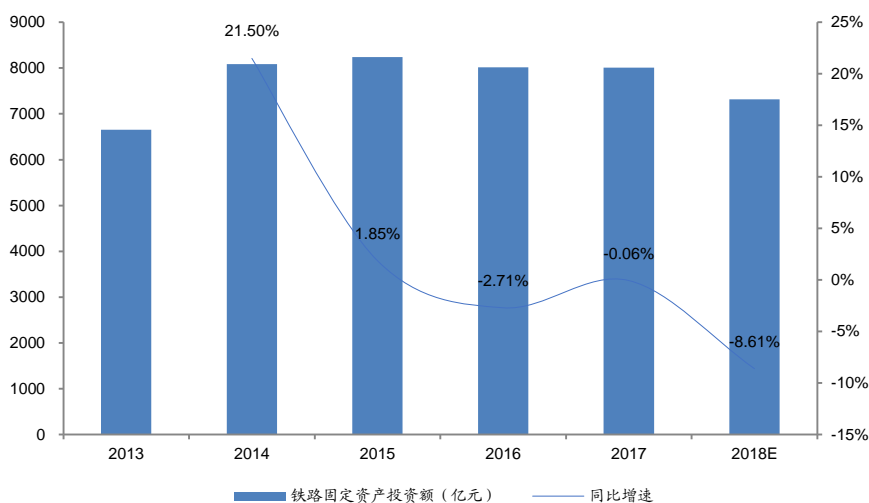
表 5：发改委重启轨道交通审批以来的获批项目

时间	项目	总投资 (亿元)
7 月 30 日	长春市第三期城市轨道交通建设规划	787.32
8 月 14 日	苏州市城市轨道交通第三期建设规划	950.00
8 月 5 日	成都市城市轨道交通第四期建设规划 (初审通过)	--
10 月 23 日	南京至句容城际轨道交通工程	209.75

资料来源：发改委，国信证券经济研究所整理

中国拥有超过 12.1 万公里的铁路运营里程，铁路是我国交通领域的重要基础设施，近年来随着各地高铁建设规划落地，铁路投资需求一直不减。但在今年年初中国铁路总公司的投资安排中计划年内总投资额仅有 7320 亿，是近四年来首次低于 8000 亿。从今年 1-5 月的实际投资情况来看，铁路固定资产投资额比去年同期下降最大幅度达到 8.95%，市场对于铁路投资的预期开始倾向悲观。

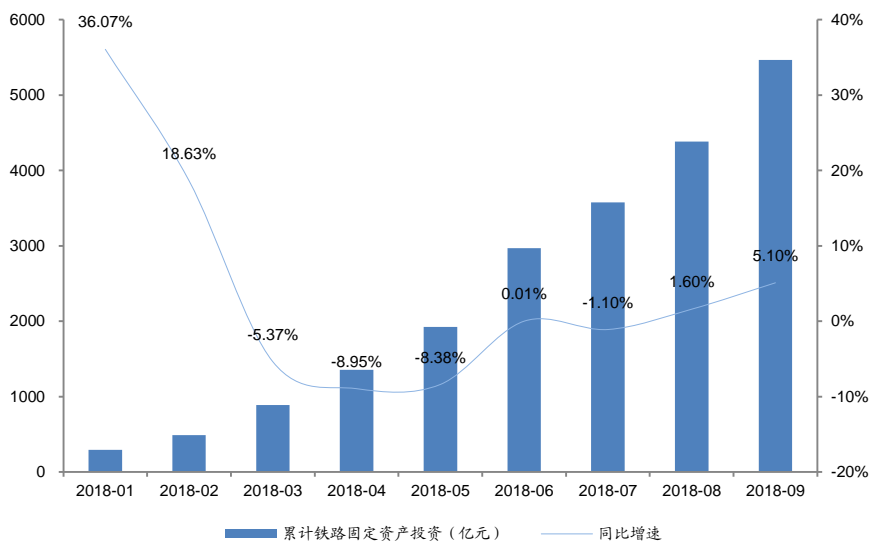
图 29: 近几年国家铁路建设投资情况



资料来源: 中国铁路总公司, Wind, 国信证券经济研究所整理

8月初中铁总向外界透露出信息,今年铁路固定资产投资额或将重返8000亿以上,比年初的计划增加近800亿,这意味着下半年铁路固定资产投资将加速。从近三个月的数据来看,铁路投资明显回暖,1-9月份投资增速为5.1%。中铁总释放的积极信号,加上基建补短板的催化,四季度的铁路投资需求有望再创新高。

图 30: 2018年1-9月我国铁路固定资产投资持续回暖



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

乡村振兴利好基建投资企稳回升

中共中央、国务院于今年审议通过并印发了《乡村振兴战略规划(2018-2022年)》(以下简称《乡村振兴战略》)、《“三区三州”等深度贫困地区旅游基础设施改造升级行动计划》等一系列城乡区域协调发展的政策,乡村振兴上升至国家战略的新高度。

在农村基础设施方面，水利是加大补短板力度、稳定有效投资的重点领域之一，国务院曾于2014年5月召开国常会确定了2020年前需建成的172项重大水利工程项目。发改委在今年9月18日的发布会上表示，172项重大水利工程目前已开工建设130项，在建投资规模超过1万亿元，中央预算内水利投资将继续重点支持172项重大水利工程建设，尽快补齐中小河流治理、农村饮水安全、灌区节水配套等薄弱短板，预计年内水利投资将加快落地。

表 6：近期关于城乡区域协调发展有关的政策

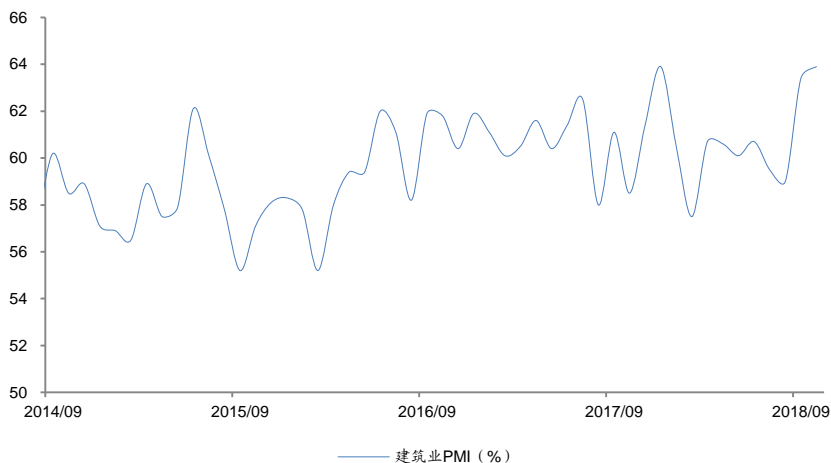
文件名	文件精神	关于基建投资的重要内容
《乡村振兴战略规划（2018—2022年）》	把实施乡村振兴战略摆在优先位置，让乡村振兴成为全党全社会的共同行动	加大“三农”投入力度；创新城乡融合发展体制机制，着力改善农村基础设施和公共服务，扎实推进农村人居环境整治三年行动
《“三区三州”等深度贫困地区旅游基础设施改造升级行动计划》	“三区三州”等深度贫困地区大多位于重要生态安全屏障区域，自然资源条件好，大力发展生态旅游是将会绿水青山变成金山银山的有效路径	基础设施和公共服务设施较为薄弱，成为制约旅游业发展的突出短板；提出了加快主通道建设、完善区域干线公路网络、改善旅游基础设施和公共服务设施、丰富旅游产品和服务等4方面措施
《关中平原城市群发展规划》	关中平原是华夏文明重要发祥地和古丝绸之路的起点，在国家现代化建设大局和全方位开放格局中具有独特战略地位	培育发展关中平原城市群，发挥其承东启西、联接南北的区位优势，推动全国经济增长和市场空间由东向西、由南向北拓展
《呼包鄂榆城市群发展规划》	将呼包鄂榆城市群培育发展成为中西部地区具有重要影响力的城市群	推进生态环境共建共治，力加快基础设施互联互通，提升人口和经济集聚水平
《兰州—西宁城市群发展规划》	把兰州—西宁城市群培育发展成为支撑国土安全和生态安全格局、维护西北地区繁荣稳定的重要城市群。	着力优化城镇空间布局，加强生态建设和环境保护，补齐基础设施和公共服务短板

资料来源：国务院，发改委，国信证券经济研究所整理

建筑业 PMI 已先行反弹，基建将发挥托底作用

继9月份建筑业PMI指数重回60%以上后，10月份继续上行，达到63.9%。四季度是建筑业的生产旺季，PMI指数的反弹表明下游行业的投资需求在逐步释放，生产活动加快，预示着建筑业行业周期很可能将回归景气。

图 31：建筑业 PMI 连续两个月反弹



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

基建投资是稳增长的重要手段，从历史数据来看，基建投资和房地产投资有一定的对冲作用，尤其是房地产投资出现大幅下滑时，对冲作用更为显著。中国经济当前面临着外部贸易冲突、内部经济增速下行等压力，基建投资应当发挥出托底作用。

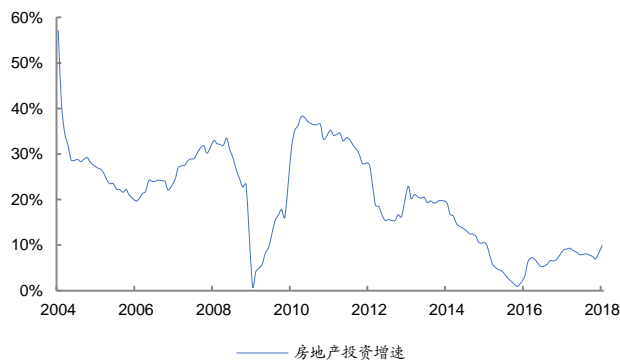
四季度在基建补短板力度加强、乡村振兴战略、生态环保投资崛起等推动下，基建投资增速有望触底反弹，预计全年投资增速或将重返两位数。

图 32: 基建投资增速走势图



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 33: 房地产投资增速走势图

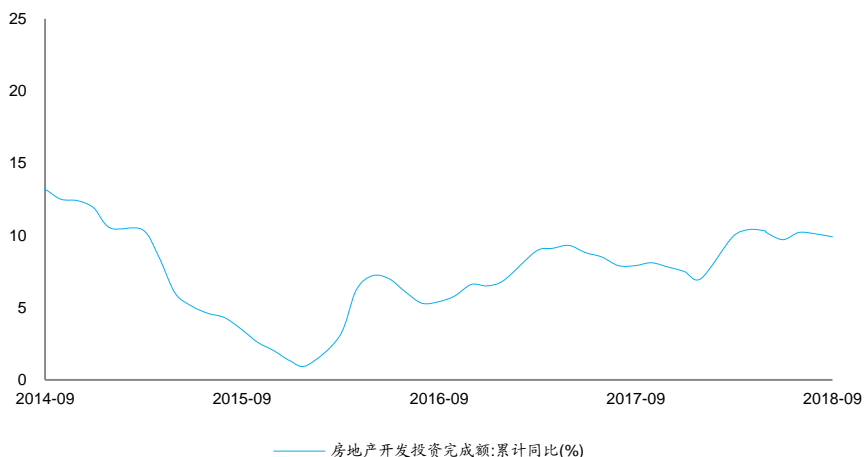


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

房地产新一轮周期或将到来，销售增速已明显回落

房地产投资受政策调控影响较大，2014 年以来进入“去库存”周期，在三四线城市迅速去库存以及棚改货币化持续推动下，房地产开发投资增速在 2015 年触底后回升，此后一直维持上涨趋势，直到 2018 年 1-9 月份同比增长达到 9.9%，处于相对较高的水平。

图 34: 房地产开发投资在 2015 年年底触底后，增速持续回升

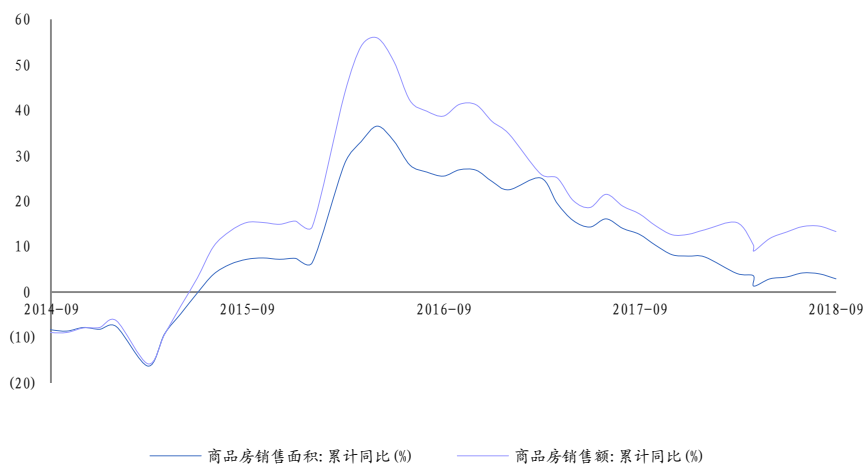


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

进入 2018 年以来，房地产调控政策持续加码升级，各地陆续出台了一系列限购、限贷和遏制炒房的政策，规范房地产市场。同时，发改委也表示将因地制宜调整棚改货币化比例。销售增速作为房地产景气度的先导指标，自 8 月份以来已明显回落。房地产投资增速到达高点后，新一轮周期调整或将到来，市场

降温已成为普遍预期。

图 35: 商品房销售面积和销售额增速明显回落

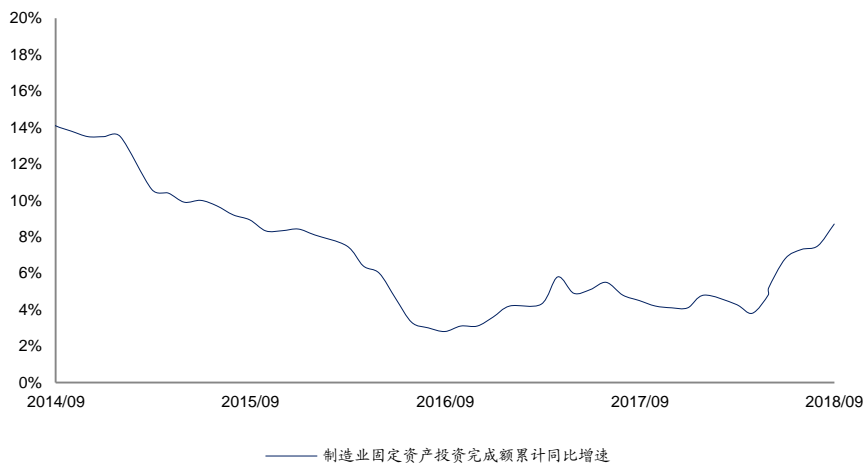


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

制造业投资受外围环境影响增速预期放缓

制造业投资主要影响工业建筑。2004-2012 年工业建筑安装工程投资 CAGR 达 33%，整体增速比较平稳，之后连续下滑，直到 2016 年才企稳回升。2018 年上半年制造业投资开始有回暖的迹象，1-9 月制造业投资同比增长 8.7%，环比提升 1.2pct。

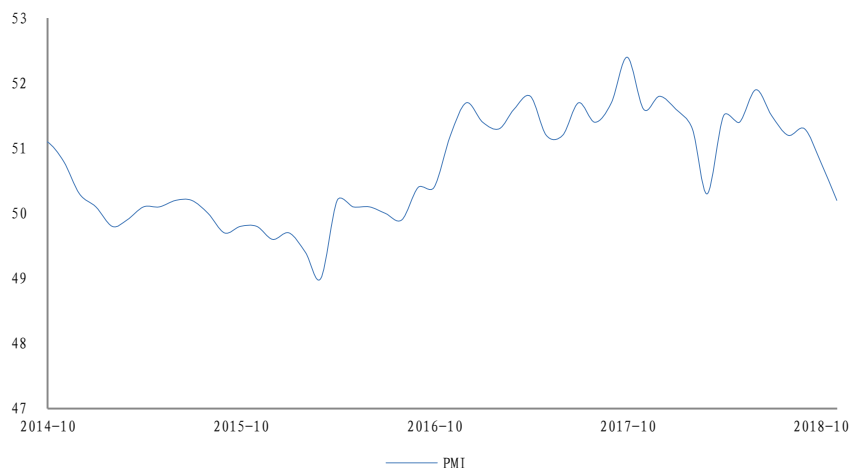
图 36: 1-9 月制造业固定资产投资增速为 8.7%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

虽然国内环境对制造业投资似有复苏迹象，但外部环境的变化却不容忽视。自 2018 年 3 月以来，中美贸易冲突持续升温，国际形势发生巨大变化。在此冲击下，我国对外贸易以及制造业或将受到影响，近两个月制造业 PMI 指数持续回落，未来制造业投资增速预期将放缓。

图 37: 制造业 PMI 持续回落



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基建产业链存机会，重点推荐基建补短板受益央企及设计咨询龙头

政策持续强化，基建补短板力度不减

10月31日，国务院发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(以下简称“指导意见”)，提出坚持既不过度依赖投资也不能不要投资、防止大起大落的原则，聚焦关键领域和薄弱环节，保持基础设施领域补短板力度，进一步完善基础设施和公共服务，提升基础设施供给质量，更好发挥有效投资对优化供给结构的关键性作用，保持经济平稳健康发展。

指导意见的发布有利于政策的考核和推进，有望加速各细分领域补短板政策的落地，基建补短板正式进入落地期。我们判断当前基建的短板主要体现在区域性和结构性上，区域上中西部地区增长空间较大，结构上交通、水利和生态环保仍是重点，基建产业链上存在较大的投资机会。

中西部地区有望优先受益

中西部地区城镇化水平低于全国平均水平，与东部发达地区的差距更是巨大。根据国务院印发的《中国农村扶贫开发纲要(2011-2020年)》，全国共有六盘山区、秦巴山区、武陵山区等14个连片特困地区，其中大部分分布在中西部地区，集中在贵州、四川、云南、西藏、内蒙古等省份，而这些省份正是城镇化水平低、贫困率高的省份，也是国家扶贫的重点。

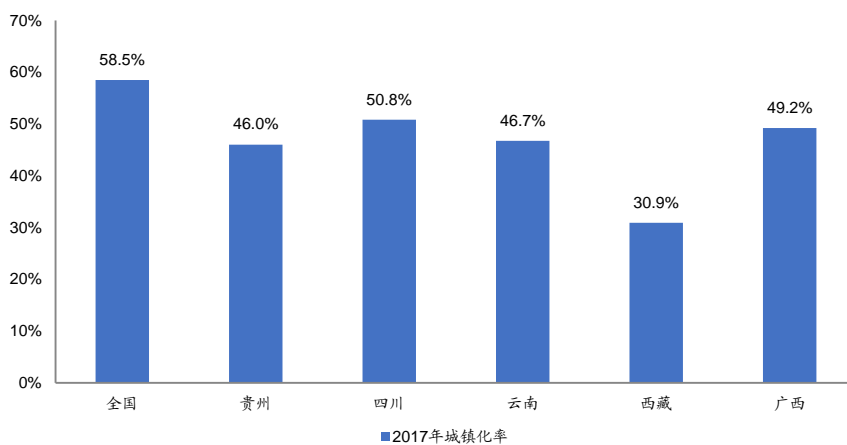
图 38: 全国扶贫攻坚主战场集中在中西部地区



资料来源: 国务院网站、百度地图, 国信证券经济研究所整理

截至 2017 年底, 全国城镇化水平已经达到 58.5%, 而贵州、云南、四川等中西部省份的城镇化率均低于 51%, 对比东部发达省份如浙江 68% 的城镇化率, 差距十分明显。未来中西部城市化空间广阔, 基建投资需求依旧旺盛。

图 39: 中西部地区主要省份的城镇化率远低于全国平均水平

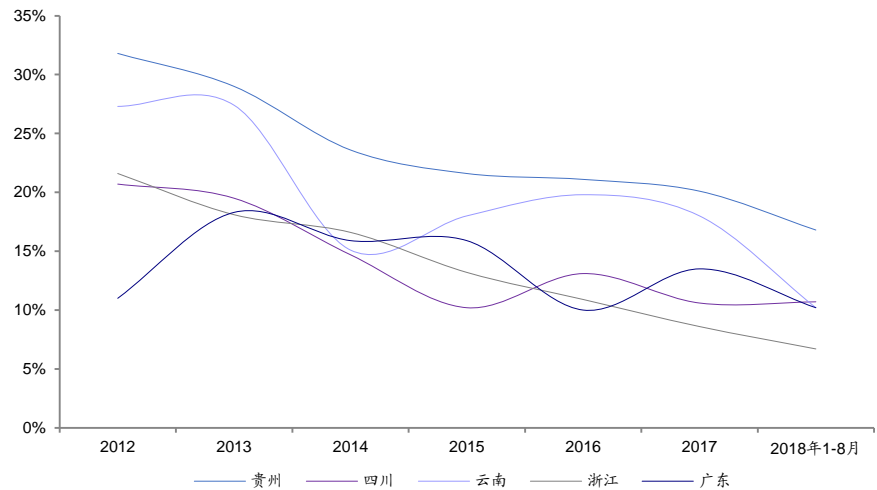


资料来源: Wind, 地方政府官网, 国信证券经济研究所整理

但从实际效果来看, 近几年来中西部大发展的同时, 与东部的整体差距却并没有缩小。中西部投资的力度目前看来还远远不够, 以西部云贵川三省为例, 四川的固定资产投资增速五年来基本与浙江、广东等发达地区持平, 云南最近一年来回落幅度也比较大, 只有贵州的增速相对稳定地高于东部地区。如果这样的趋势持续下去, 中西部和东部的差距只会继续拉大。

总的来说, 目前中西部地区在经济总量、基础设施规模、城镇化率等方面相较全国平均水平还有一定差距, 要实现国家提出的 2020 年同步小康的目标, 今后两年是重要的攻坚阶段, 各项建设时序必须提前, 投资额度也需相应增大, 形成后发赶超态势。我们预计从今年下半年开始, 中西部地区的基建投资将会迎来一轮新的增长高峰。

图 40: 中西部及东部地区部分省份的固定资产投资增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

交通、水利和生态环保是补短板重点

指导意见明确聚焦基建补短板, 支持“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等重大战略, 围绕打好**精准脱贫、污染防治攻坚战**, 着力补齐**铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、公共服务、城乡基础设施、棚户区改造**等领域短板, 加快推进已纳入规划的重大项目。

表 7: 基建补短板细分领域及重点内容

补短板领域	重点内容
脱贫攻坚	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加强贫困地区特别是“三区三州”等深度贫困地区基础设施和基本公共服务设施建设; ➢ 大力支持革命老区、民族地区、边疆地区和资源枯竭、产业衰退地区加快发展。
铁路	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 以中西部为重点,加快推进高速铁路“八纵八横”主通道项目,完善铁路骨干网络; ➢ 加快推动一批战略性、标志性重大铁路项目开工建设,推进京津冀、长三角、粤港澳大湾区等地区城际铁路规划建设; ➢ 加快国土开发性铁路建设,实施一批集疏港铁路、铁路专用线建设和枢纽改造工程。
公路、水运	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加快启动一批国家高速公路网待贯通路段项目和“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等重大战略有重要支撑作用的地方高速公路项目,加快推进重点省区沿边公路建设; ➢ 加快推进三峡枢纽水运新通道和葛洲坝航运扩能工程前期工作,加快启动长江干线、京杭运河等一批干线航道整治工程,同步推动实施一批支线航道整治工程。
机场	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加快北京大兴国际机场建设,重点推进一批国际枢纽机场和中西部支线机场新建、迁建、改扩建项目前期工作;
水利	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加快建设一批引调水、重点水源、江河湖泊治理、大型灌区等重大水利工程; ➢ 推进引江济淮、滇中引水、珠江三角洲水资源配置、碾盘山水利水电枢纽、向家坝灌区一期等重大水利工程建设; ➢ 加快推进中小河流治理等灾后水利薄弱环节建设。
能源	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加快金沙江拉哇水电站、雅砻江卡拉水电站等重大水电项目开工建设; ➢ 加快推进跨省跨区输电,推动实施一批特高压输电工程;加快实施新一轮农村电网改造升级工程; ➢ 推进燃煤机组超低排放与节能改造,加大油气勘探开发力度,做好天然气产供储销体系和重点地区应急储气能力建设。
农业农村	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 大力实施乡村振兴战略,统筹加大高标准农田、特色农产品优势区、畜禽粪污资源化利用等农业基础设施建设力度; ➢ 推进农村产业融合发展,扎实推进农村人居环境整治三年行动,支持农村改厕工作,促进农村生活垃圾和污水处理设施建设。
生态环保	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加大对天然林资源保护、重点防护林体系建设、水土保持等生态保护重点工程支持力度; ➢ 支持城镇生活污水、生活垃圾、危险废物处理设施建设,加快黑臭水体治理。支持煤炭减量替代等重大节能工程和循环经济发展项目。支持重点流域水环境综合治理。
社会民生	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 支持教育、医疗卫生、文化、体育、养老、婴幼儿托育等设施建设,进一步推进基本公共服务均等化; ➢ 推进保障性安居工程和城镇公共设施、城市排水防涝设施建设。加快推进“最后一公里”水电气路邮建设。

资料来源: wind 资讯, 国务院官网, 国信证券经济研究所整理

交通扶贫叠加“公路审批权”下放, 公路投资依然坚挺

“交通扶贫”是国家“十三五”期间非常重要的一个战略, 当前已经进入了攻坚期。国家《“十三五”交通扶贫规划》一共明确了六项主要任务, 重点是对贫困地区交通进行改造和升级, 其中有五项是关于路桥建设规划的内容, 为路桥建设创造了广阔空间, 也为路桥投资提供了强劲的动力。

表 8: “交通扶贫”的主要内容

六大项	内容
第一项	提级改造 1.6 万公里国家高速公路和 4.6 万公里普通国道
第二项	建设约 23 万公里的通乡镇和建制村硬化路，到 2019 年，提前一年实现全国具备条件的建制村硬化路这个全面小康社会兜底性指标。建设约 10.8 万公里通村硬化路，解决较大人口规模撤并建制村和“直过民族”地区 20 户以上自然村的通畅问题
第三项	实施 30 万公里农村公路安保工程，加强农村公路上的安全生命防护工程建设和 1.5 万座危桥改造，对通客车村道上不符合安全通车要求的窄路基路面合理进行加宽改造
第四项	建设约 3.2 万公里资源路、旅游路、产业园区路，进一步强化交通对产业扶贫的基础支撑作用，支持贫困地区特色产业发展
第五项	新增及改善航道里程 2600 公里，新增 80 个码头泊位，继续改善农村水网地区的渡运条件
第六项	持贫困地区改造建设县城老旧客运站 150 个、乡镇客运综合服务站 1100 个，实现具备条件的建制村通客车全覆盖。

资料来源：国务院网站、国信证券经济研究所分析师归纳整理

在 2017 年 1 月，国家发展改革委把部分投资交通项目审批权下放到省级政府，其中包含了列入国家批准的相关规划中的新建高速公路项目。审批权的下放对地方新建高速公路比较有利。此外，财政部 87 号文鼓励土地储备专项债券和收费公路专项债券的试点，收费公路的融资行为获得政策支持。公路建设产业链审批端和融资端均受益。

表 9: 2017 年 1 月国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权

领域	审批事项范围
铁路	列入国家批准的相关规划中非跨省的新建（含增建双线）普通铁路项目，铁路总公司投资为主的由铁路总公司自行决定，地方和社会投资为主的由省级政府审批可行性研究报告，均通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
高速公路	列入国家批准的相关规划中的新建高速公路项目，由省级政府审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
独立公（铁）路桥梁（隧道）	列入国家批准的相关规划中的跨 10 万吨级及以上航道海域、跨大江大河（现状或规划为一级及以上通航段）的独立公（铁）路桥梁（隧道）项目，由省级政府审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
科研机构	列入国家批准的相关规划中的交通行业直属院校、科研机构等中央本级非经营项目（使用中央预算内投资 5,000 万元及以上项目除外），由行业部门审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。

资料来源：发改委、国信证券经济研究所分析师归纳整理

重大项目密集获批，铁路投资先行回暖

根据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》（简称“十三五”交通运输规划），到 2020 年，铁路营运里程将达到 15 万公里，“十三五”期间将新增 2.9 万公里，固定资产投资规模在 3.6-3.9 万亿左右，年平均投资额在 8000 亿左右。

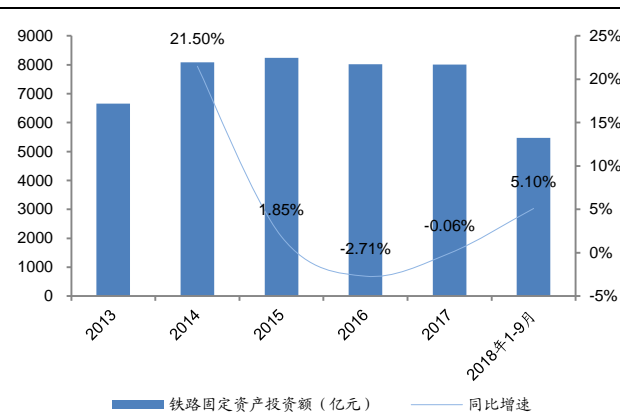
表 10：“十三五”期间，铁路的平均年投资额约为 0.8 万亿

项目	“十三五”新增里程 (万公里)	造价 (亿元/公里)	固定资产投资规模 (万亿元)	年平均固定资产投资 规模(万亿元)
普通铁路	1.8	0.5-0.6	0.9-1.08	0.18-0.22
高铁	1.1	2.5-2.6	2.75-2.86	0.55-0.57
合计	2.9	--	3.65-3.94	0.73-0.79

资料来源：wind，国信证券经济研究所分析预测

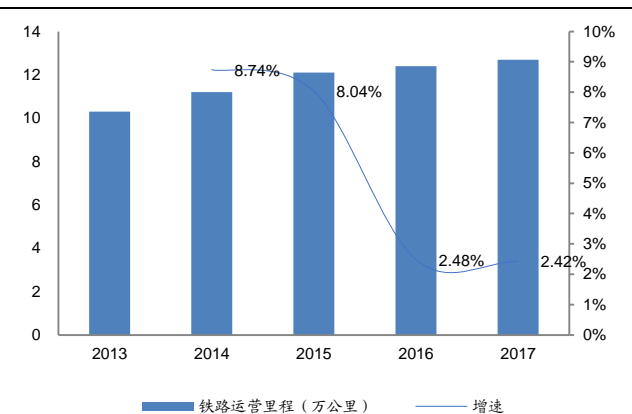
具体来看，2017 年我国完成铁路固定资产投资 8010 亿元。2018 年 1-9 月完成铁路投资额约 5468 亿元，同比增长 5.1%，回暖趋势明显。在全年 8000 亿的目标下，四季度的铁路投资有望继续回升。

图 41：我国铁路固定资产投资 2013-2018 年 9 月的情况



资料来源：中国铁路总公司，Wind，国信证券经济研究所整理

图 42：2013-2017 年我国铁路运营里程



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

随着铁路投资的预期回升，一批大项目将加快推进。下半年江苏南沿江城际铁路、渝湘高铁重庆至黔江段、上海经苏州至湖州铁路等重大工程相继获发改委批复，国家“十三五”规划的重点项目川藏铁路雅安至林芝段也已顺利通过预可研。四季度伴随着新项目陆续开工建设，中国铁建、中国中铁等基建龙头有望最先受益，未来订单值得期待。

表 11：下半年获批的重大铁路工程项目

时间	项目	总投资(亿元)
7 月 2 日	包头至银川铁路银川至惠农段	128.7
8 月 15 日	江苏南沿江城际铁路	503.01
9 月 10 日	川藏铁路雅安至林芝段(预可研)	2000
10 月 8 日	上海经苏州至湖州铁路	367.95
10 月 23 日	渝湘高铁重庆至黔江段	535
10 月 23 日	盐城至南通铁路	262.8

资料来源：发改委，国信证券经济研究所整理

“十三五”深化水利改革，今年整体投资进度依然滞后

兴水利治水患历来为治国安邦的大事，中国的水利事业始终围绕着着社会的发展需求进行改革。“十三五”期间，我国水利发展规划将以江河流域系统整治和水生态保护修复为着力点推进水生态文明建设，明确到 2020 年，全国重要江河湖泊水功能区水质达标率达到 80%以上，新增水土流失综合治理面积 27 万

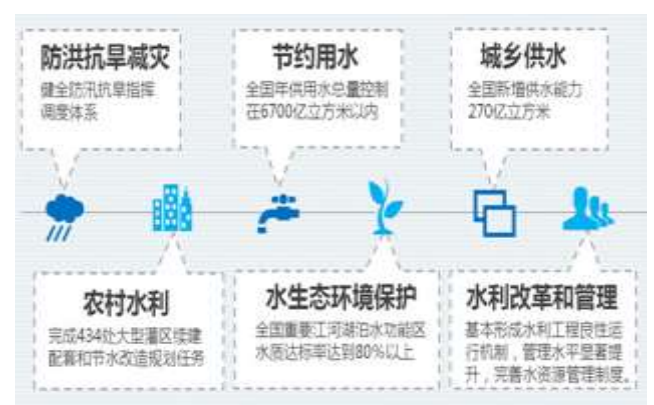
平方公里，水生态环境状况明显改善；农村水利方面，新增农田有效灌溉面积 3000 万亩，发展高效节水灌溉面积 1 亿亩，新增小水电装机容量 500 万千瓦。

图 43：“十三五”期间水利发展六大原则



资料来源：水利部，国信证券经济研究所整理

图 44：“十三五”期间水利发展六大目标



资料来源：水利部，国信证券经济研究所整理

根据水利部发布的中央水利建设投资统计月报，截至 10 月 20 日，中央预算内水利投资已完成 1165.6 亿，完成率为 67.7%，其中重大水利工程投资完成 729.2 亿，完成率为 64.7%。从项目投资来源上看，地方投资完成率仅为 57.0%，低于中央投资的完成率 77.9%。目前整体投资完成进度依然滞后，尤其地方投资的空间较大，需要在接下来两个月内补齐。预计未来水利投资将加快落地，可重点关注重大水利工程较为集中的区域，相关基建龙头有望受益。

表 12：截至 10 月 20 日中央预算内水利投资计划完成情况

项目	完成投资额 (亿元)	完成率
中央投资	685.6	77.9%
地方投资	480.0	57.0%
累计	1165.6	67.7%
其中：重大水利工程	729.2	64.7%

资料来源：水利部，国信证券经济研究所分析预测

“美丽中国”战略持续推进，生态环保是重点

党的十八大以来，生态环保工作被提到了空前的高度。不仅完善了生态文明顶层设计和制度体系建设，提出“美丽中国”战略，建立并实施中央环境保护督察制度，而且深入实施大气、水、土壤污染防治三大行动计划，率先发布《中国落实 2030 年可持续发展议程国别方案》，实施《国家应对气候变化规划（2014-2020 年）》，推动了生态环境保护发生历史性、转折性、全局性变化。

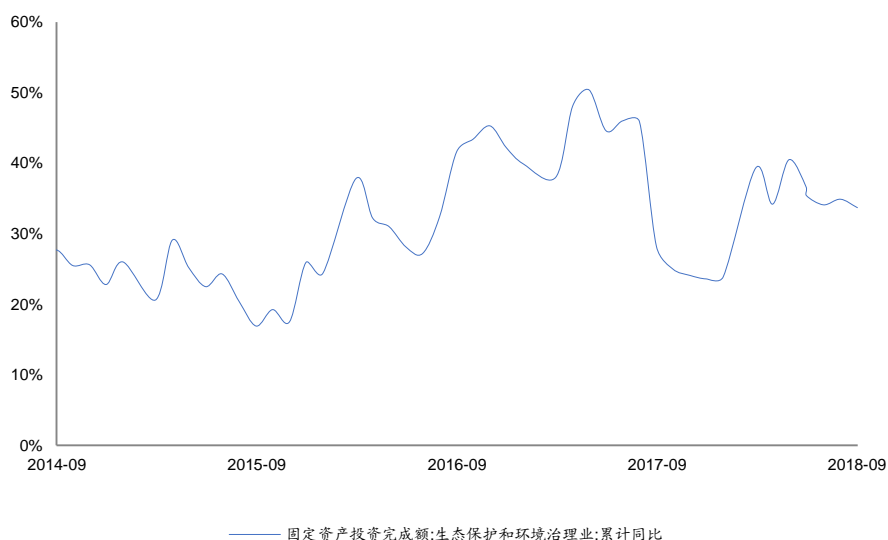
表 13: 党的十八大以来, 在生态环保领域采取的一些重要举措

时间	重要举措
2014 年 4 月	《中华人民共和国环境保护法》(《新环保法》) 正式出台, 并于 2015 年 1 月 1 日实施。
2014 年 9 月	印发《国家应对气候变化规划(2014-2020 年)》
2015 年 4 月	中共中央、国务院印发《关于加快推进生态文明建设的意见》, 这是继党的十八大和十八届三中、四中全会对生态文明建设作出顶层设计后, 中央对生态文明建设的一次全面部署。
2015 年 4 月	《水污染防治行动计划》(《水十条》) 发布
2015 年 9 月	《生态文明体制改革总体方案》公布, 自然资源资产产权制度、国土空间开发保护制度、资源有偿使用和生态补偿制度等 8 项制度成为生态文明制度体系的顶层设计
2016 年 1 月	成立中央环保督查组, 在全国范围内开展环保督查工作。
2016 年 5 月	分别发布《大气污染防治行动计划》(《气十条》) 和《土壤污染防治行动计划》(《土十条》)
2016 年 10 月	中国发布《中国落实 2030 年可持续发展议程国别方案》
2017 年 10 月	习近平主席提出“美丽中国”战略
2018 年 3 月	十三届全国人民代表大会第一次会议通过《中华人民共和国宪法修正案》, 生态文明正式写入国家根本法
2018 年 3 月	组建生态环保部
2018 年 7 月	国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》
2018 年 8 月	生态环保部发布关于生态环境领域进一步深化“放管服”改革, 推动经济高质量发展的指导意见

资料来源: 生态环境部官网, 国信证券经济研究所整理

2015 年以来, 在党和国家的大力推动下, 生态保护和环境治理业投资一直保持高速增长。2018 年 1-9 月, 生态保护和环境治理业投资同比增长 33.70%, 近三年的 CAGR 达到 29.2%。在未来很长时间内, 我们认为国家将会继续加大投入, 生态保护和环境治理业的投资也将会维持在一个较快的增长水平。

图 45: 生态环保业投资增速保持在较高水平



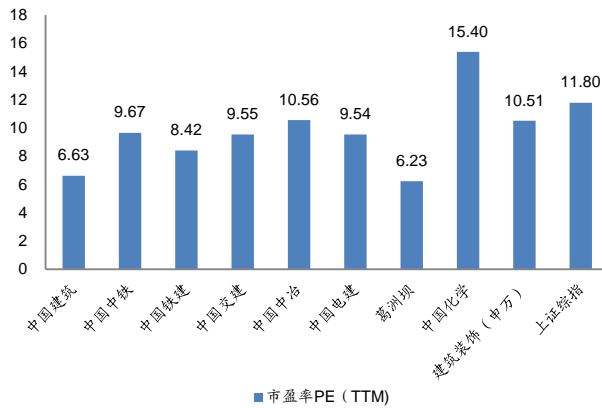
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

基建央企业绩稳定估值低，有望受益基建补短板

央企估值低，安全边际高

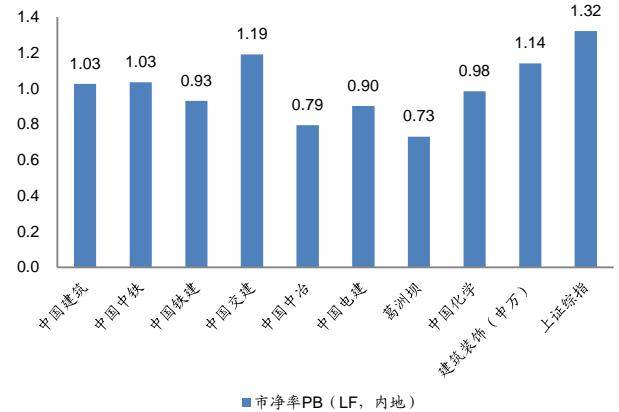
建筑央企整体估值偏低，除中国化学外市盈率远低于行业平均水平和上市公司平均水平，处在估值洼地。超过半数建筑央企的市净率（PB）跌破 1.0，处在绝对安全区域，配置价值较高。

图 46: 八个建筑央企市盈率大部分低于行业和 A 股平均值



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 47: 超过半数央企市净率跌破 1.0，估值处在安全区域



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

央企订单持续高增长，业绩确定性强

八大建筑央企 2018 年前三季度新签订单合计 5.12 万亿元，同比增长 11.7%，尽管受基建投资大幅下滑、国际环境变化等因素影响，但整体仍保持稳健增长态势，近三年 CAGR 达到 16.4%。

表 14: 八大建筑央企 2018 年前三季度新签订单 5.12 万亿元，同比增长 11.7%

企业名称	2018Q1-3 新签订单(亿元)	2018Q1-3 YOY	2017 YOY	2016YOY	2015YOY
中国建筑	16639	3.8%	19%	24%	7%
中国中铁	9513	5.9%	26%	29%	2%
中国铁建	8916	5.3%	24%	29%	15%
中国交建	5828	-4.0%	23%	12%	7%
中国中冶	3971	16.3%	20%	25%	22%
中国电建	3738	4.5%	13%	10%	38%
葛洲坝	1471	-18.5%	6%	18%	32%
中国化学	1076	80.2%	35%	12%	-13%
合计	51152	11.7%	21%	23%	11%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2018 年前三季度, 八家建筑央企合计营业收入超 2.65 万亿元, 同比增长 10.36%; 合计归母净利润为 801 亿元, 同比增长 12.40%, 近三年 CAGR 达到 13.3%。

表 15: 八家建筑央企 2018 年前三季度营业收入超 2.65 万亿元, 净利润达 801 亿元

企业名称	2018Q1-3 营业收入 (亿元)	2018Q1-3 营业收入 YOY	2018Q1-3 归母净利润 (亿元)	2018Q1-3 归母净利润 YOY	近三年归母净利润 CAGR
中国建筑	8405	9.03%	273	5.89%	13.4%
中国中铁	4958	4.97%	130	18.20%	15.8%
中国铁建	4899	6.40%	126	20.11%	11.0%
中国交建	3285	6.92%	129	9.66%	14.0%
中国中冶	1812	20.16%	38	6.10%	15.2%
中国电建	1959	4.86%	61	5.78%	1.9%
葛洲坝	674	-9.27%	28	7.64%	30.1%
中国化学	536	39.84%	16	25.78%	-21.1%
合计	26528	10.36%	801	12.40%	13.3%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

央企海外订单快速增长, ENR 国际承包商排名再创新高

八大建筑央企近几年海外订单持续保持快速增长, 2015-2017 年海外订单 CAGR 达到 20.4%。其中 2017 年新签海外订单约 9103 亿元, 海外新签订单占比 12.1%, 同比增长 10.0%。受到海外市场景气度下降、国际政治环境不稳定以及去年同期基数较高等影响, 今年前三季度新签海外订单 5981 亿元, 同比提升 1.97%, 增速有所放缓。

表 16: 八大建筑央企海外订单快速增长, 近三年 CAGR 达 20.42%

企业名称	2018Q1-3 新签海外订单 (亿元)	2018Q1-3 海外订单 YOY	2017 年新签海外订单 (亿元)	2017 年新签海外订单 单占比	2017 年海外订单 YOY
中国化学	471	93.53%	337	35.43%	0.28%
葛洲坝	534	-23.61%	806	35.65%	14.20%
中国电建	1174	15.75%	1188	29.21%	0.89%
中国交建	1337	-20.18%	2256	25.06%	0.81%
中国中冶	174	-51.67%	573	9.47%	-0.03%
中国中铁	437	-15.70%	905	5.81%	-11.70%
中国铁建	765	42.05%	1050	6.96%	-2.65%
中国建筑	1089	-24.40%	1988	8.95%	76.90%
合计	5981	1.97%	9103	12.11%	10.01%

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

今年 8 月, 美国《工程新闻纪录》(ENR)发布了 2018 年度“全球最大 250 家国际承包商”排行榜, 榜单主要依据公司的海外收入进行排名, 是全世界范围内最权威的国际工程承包商排行榜。中国企业成绩再创新高, 共有 10 家公司进入全球 50 强, 且全部都是央企, 中国交建更是稳居全球前三的席位, 到今年为止中国交建已连续三年保持在全球前三强行列。

表 17: 2018 年度 ENR 国际承包商 250 强内地企业前 10 强全部是央企

国际排名	企业名称	海外收入 (亿美元)
3	中国交通建设股份有限公司	231.02
8	中国建筑股份有限公司	139.71
10	中国电力建设股份有限公司	122.42
14	中国铁建股份有限公司	70.03
17	中国中铁股份有限公司	60.98
21	中国能源建设股份有限公司	54.59
25	中国机械工业集团有限公司	45.09
33	中国石油集团工程股份有限公司	36.99
44	中国冶金科工集团有限公司	28.62
46	中国化学工程集团公司	27.29

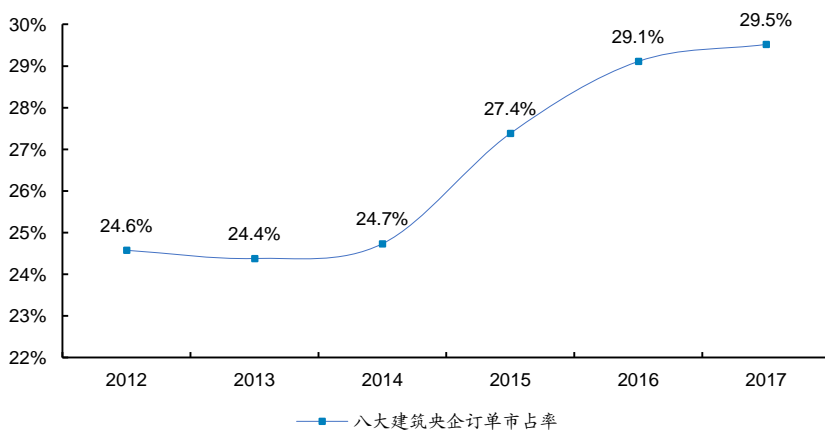
资料来源:《工程新闻纪录》(ENR), 国信证券经济研究所整理

行业集中度提升, 建筑龙头受益

2015 年以来, 建筑行业龙头优势越来越明显, 市场占有率逐步提高, 行业集中度持续提升。八大建筑央企新签订单市场占有率从 2013 年的 24.4% 提升至 2017 年的 29.5%。

随着固定资产投资增速放缓及资金成本提升, 行业竞争越发激烈, 龙头企业在资质、品牌、资金等方面与中小企业相比具有无可比拟的竞争优势, 特别是对于大体量项目的管控能力和经验更是深受业主青睐。下半年在基建补短板背景下, 势必会有更多大型工程项目落地, 届时建筑龙头将最能从中直接受益。

图 48: 八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

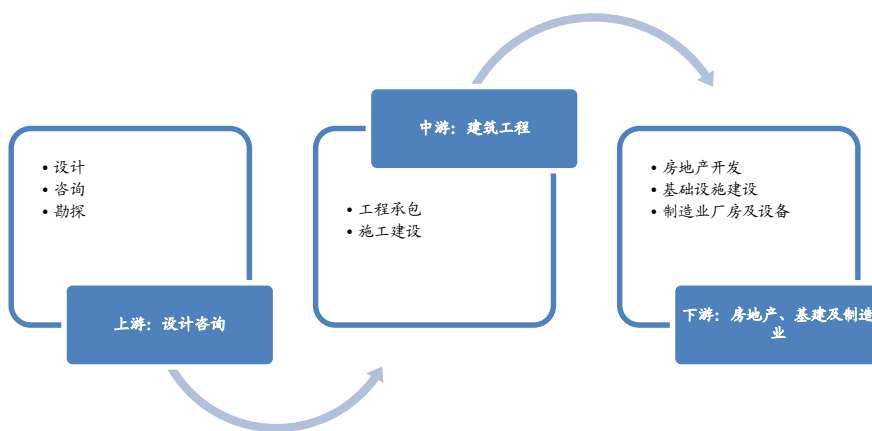
设计咨询业绩亮眼, 现金流良好, 产业链前端优先受益基建补短板

处于产业链前端, 优先受益基建补短板

设计咨询行业处在建筑产业链的上游。因此建筑行业订单的变化, 最先会反应到设计咨询行业营收的变化, 而且由于一般设计周期相对建设周期要短得多, 订单能比较迅速地转化为营业收入。当建筑行业订单快速增长的时候, 最先受

益的将是设计咨询。在下半年基建补短板的预期下，在交通、生态环保等领域具有突出实力的设计咨询企业也将最先收益。

图 49: 设计咨询行业处在建筑行业上游



资料来源：建筑行业协会，国信证券经济研究所整理

工程设计领域是一个具有较高进入壁垒的行业。一方面，要开展业务首先要获得严格的资质认证，一共有四大类 21 个行业 155 个专业及 8 个专项资质，每个资质又分为甲、乙、丙、丁等不同等级，不同等级的资质对企业的人力规模和业务规模有不同的标准要求，新进入的企业很难在短时间内获取到高等级的资质，低资质的企业业务规模也受到限制。

表 18: 行业部分资质情况介绍

资质分类	等级分类	典型代表
综合	只有甲级	工程设计综合甲级，全国只有 76 家企业拥有，对企业资历、信用、设备条件、技术实力均有严格要求
行业	有甲、乙、丙、丁四个等级，又分为水利、公路等子行业	共有 21 个子行业类别，包括公路工程综合甲级、水利工程综合甲级等
专业	有甲乙丙丁四个等级，又分为勘察、设计、工程管理等细分专业	共有专业资质 155 个类别，包括工程勘察综合甲级、项目管理资格甲级等
专项	甲级、乙级、丙级	共有 8 个类别，包括桥梁专项、隧道专项等

资料来源：住建部，国信证券经济研究所整理

另一方面，设计咨询行业是知识和人才密集型行业，高等级人才需要多年的培养或花高成本才能获得，所以新企业往往很难在较短的时间内组建一个实力强大的团队。因此，基于设计咨询行业的进入壁垒，在当前下游行业快速增长的背景下，拥有强大人才储备和技术优势的公司将有望获得快速发展。

并购整合乃大势所趋，利好苏交科等行业龙头

根据《2017 年全国工程勘察设计统计公报》，2017 年全国共有 24754 个工程勘察设计企业，内部竞争十分激烈，平均营收只有 1.75 亿元，平均净利润更是只有 0.073 亿元。事实上，整个勘察设计行业大致可以分为“部级院”、“省级院”和“市级院”三种规模的企业，但规模都有限，整个行业呈现出主体多、集中度低、全国较为分散、竞争格局比较稳定等特点。

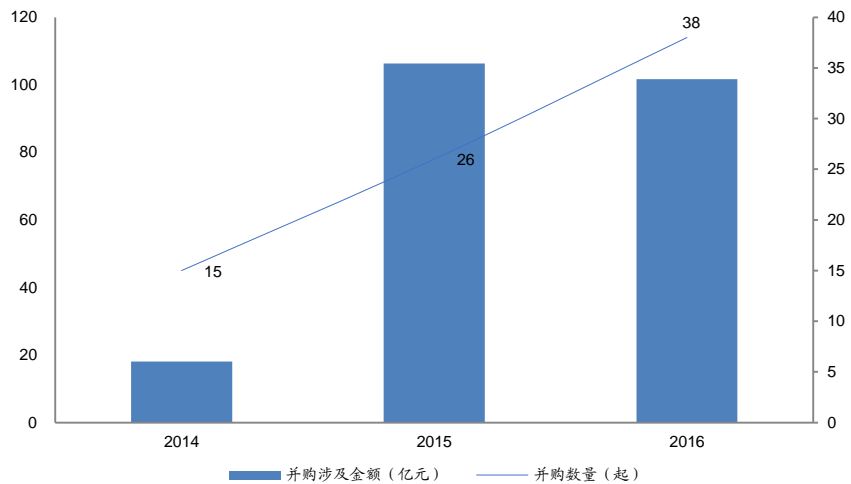
表 19: 勘察设计行业分类

类型	特点	典型企业及营收规模
部级院	主要是以工程施工为主业的大型中央企业及所属工程咨询企业,具有较强的专业技术水平和丰富的业务经验,设计力量比较强大,在全国范围内开展业务	中国交建(269亿)、中国中铁(129亿)、中国铁建(145亿)
省级院	各地省级交通规划设计院、市政设计院等。这些单位主要是为地方交通工程服务,一般行业覆盖度较宽,同质性较强,因此仍存在一定程度的区域化市场特征	苏交科(65亿)、中设集团(27亿)、勘设股份(19亿)、中衡设计(14亿)
市级院	市级地方设计院一般规模比较小,资质范围较窄、等级较低。这些单位业务地域性较强,通常在固定地域范围内从事相对稳定的业务领域	建科院(3.8亿)、建研院(4.4亿)、其他市级研究院(1亿左右)

资料来源: 住建部官网, 公开资料, 国信证券经济研究所整理

近几年来, 伴随着国家城市化进程的放缓, 建筑行业的竞争日益激烈, 龙头设计企业的优势日益明显, 中小型设计企业的发展空间逐步缩小, 行业整合将是未来的大势所趋。具体来看, 2016 年行业共有 38 起并购, 同比增长接近 50%, 行业并购整合进入加速阶段。

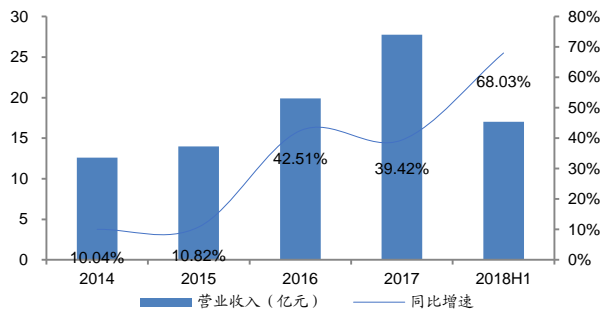
图 50: 勘察设计行业并购数量和金额有加快增长的趋势



资料来源: 公开资料整理, 国信证券经济研究所整理

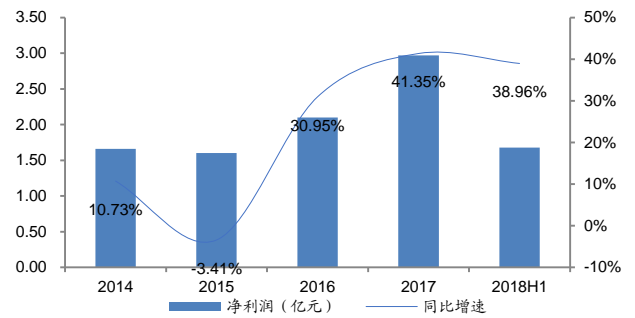
通过并购整合, 中设集团、苏交科等行业龙头均取得了快速发展, 业务持续保持高速增长, 在手订单充沛, 当前估值处在历史低位, 具有非常好的投资价值。具体详见我们前期发布的《中设集团(603018)深度报告—交通设计龙头, 内生外延助增长, 订单饱满潜力大》、《苏交科(300284)深度: 设计咨询龙头, 国际国内双轮驱动, 深耕交通开拓环保》等报告。

图 51: 中设集团营收保持高增长, 近三年 CAGR 达 30.09%



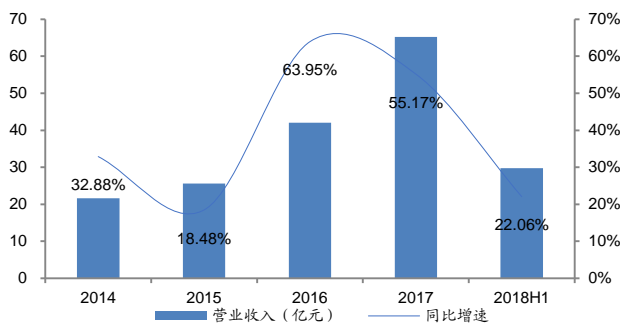
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 52: 中设集团净利润增长较快, 近三年 CAGR 达 21.37%



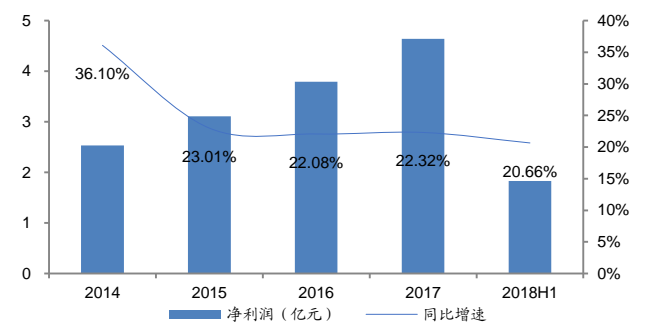
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 53: 苏交科营收保持高增长, 近三年 CAGR 达 44.45%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 54: 苏交科净利润增长较快, 近三年 CAGR 达 22.47%



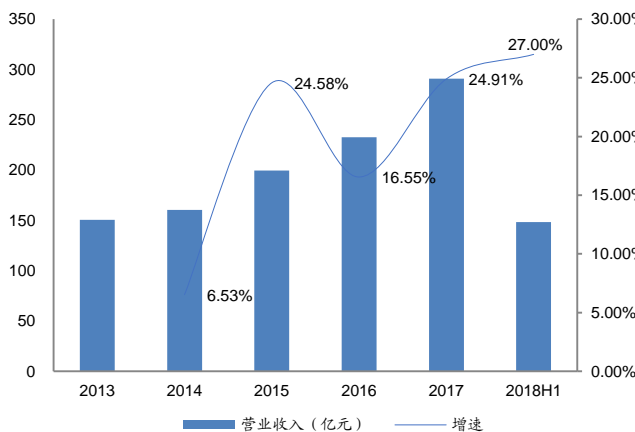
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

轻资产, 盈利能力强

近几年, 设计咨询行业营收和净利润持续保持高增长, 行业景气度高。2017 年, 设计咨询上市企业合计完成营业收入 290.69 亿元, 同比增长 24.91%, 近三年 CAGR 达到 21.95%; 实现净利润 29.03 亿元, 同比增长 34.14 亿元, 近三年 CAGR 达到 24.49%。

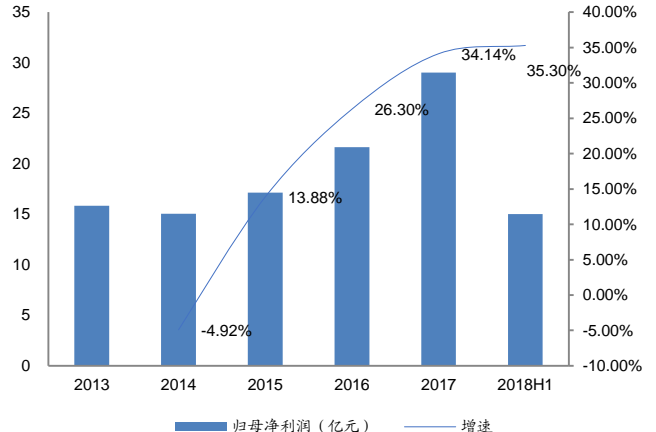
2018 年上半年, 设计咨询上市企业业绩继续保持高增长。完成营业收入 148.4 亿元, 同比增长 27.00%; 实现归母净利润 15.03 亿元, 同比增长 35.30%, 盈利增长进一步加速。

图 55: 设计咨询上市企业营收连续三年两位数以上增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

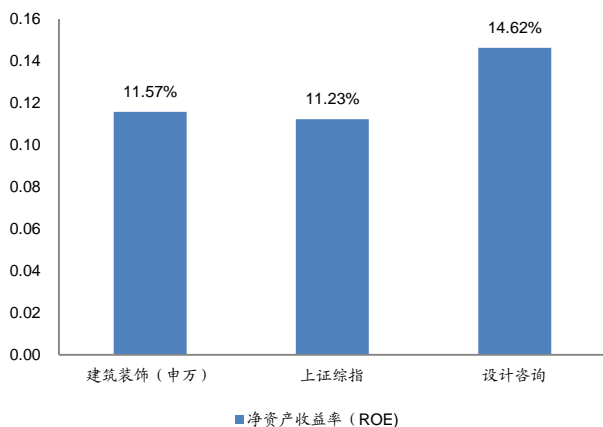
图 56: 设计咨询上市企业净利润增长持续加速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

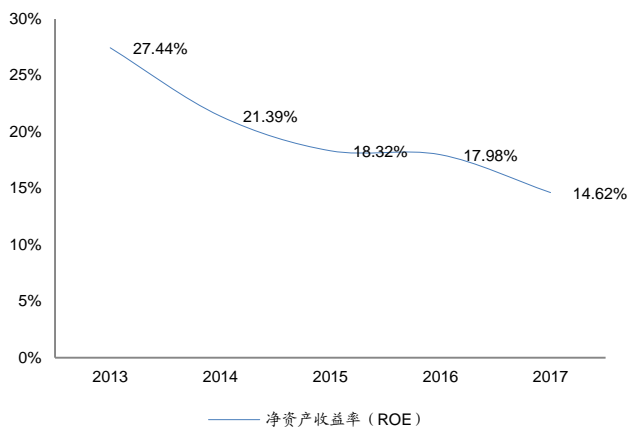
设计咨询企业具有较强的盈利能力。2017年，设计咨询上市企业净资产收益率（ROE，平均）为14.62%，同比下降3.35pct，主要是受多家企业新上市后股份受到稀释的影响，但仍维持较高水平，比建筑行业平均水平高3.06pct，比A股上市公司平均水平高3.40pct。

图 57: 设计咨询企业 ROE 高于建筑行业 and A 股平均水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

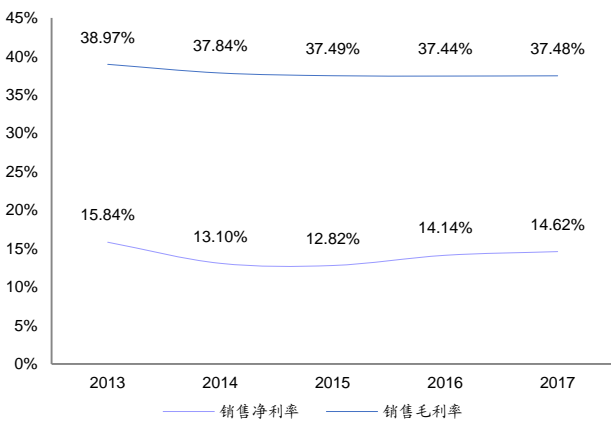
图 58: 设计咨询企业股权受稀释后, ROE 仍保持较高水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

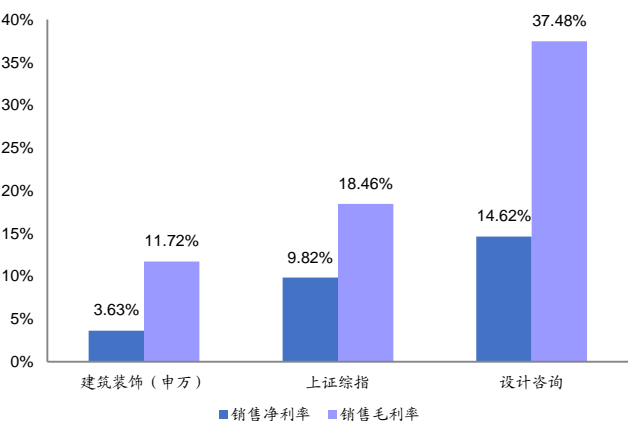
从设计咨询行业的毛利率和净利率水平来看，其高盈利能力表现更为明显。2017年，设计咨询上市企业毛利率为37.48%，同比提升0.04pct，高出建筑行业平均水平25.76pct，高出A股上市公司平均水平19.01pct；净利率为14.62%，同比提升0.48pct，高出建筑行业平均水平10.99pct，高出A股上市公司平均水平4.80pct。

图 59: 设计咨询企业毛利率和净利率均稳中有升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 60: 设计咨询企业毛利率和净利率远高于平均水平

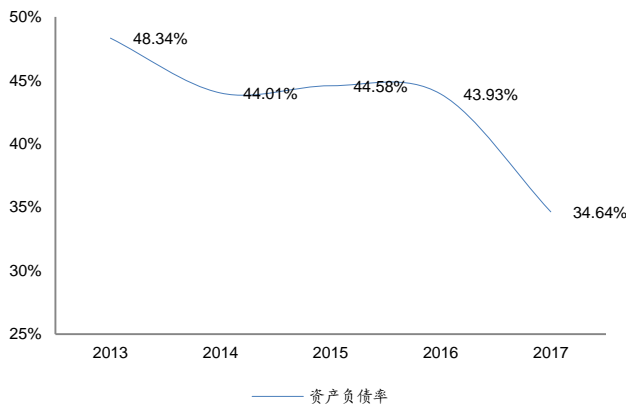


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

轻资产低负债，现金流好

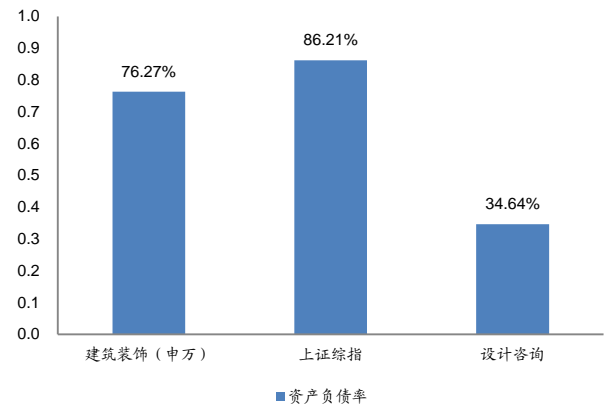
设计咨询行业的主要成本是人力成本，属于轻资产模式，资产负债率水平低。2017年，设计咨询上市企业平均资产负债率为34.64%，同比下降9.29pct，低于建筑行业平均水平41.63pct，低于A股上市公司平均水平51.57pct。

图 61: 设计咨询企业资产负债率逐年下降



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

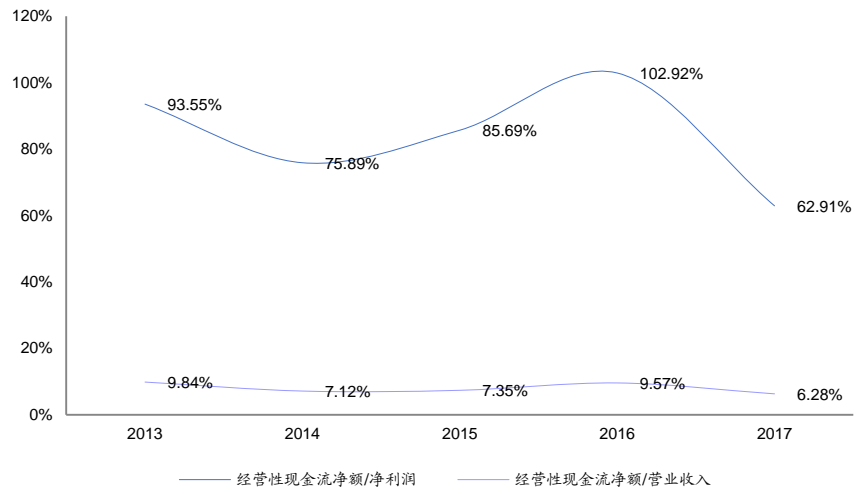
图 62: 设计咨询企业资产负债率远低于平均水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

同时, 设计咨询企业现金流也较为充裕, 近几年, 设计咨询企业经营现金流持续保持净流入, 每年的经营现金流净额水平基本与净利润水平持平, 且占营收的比重较为平稳。

图 63: 设计咨询企业经营现金流持续为正, 每年的净额接近净利润水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

重点推荐

重点推荐受益基建补短板的基建央企、设计咨询龙头。当前经济下行压力加大, 政策持续加码基础设施领域补短板, 基建有望发挥托底作用。我们认为基建产业链存在较大机会, 中西部地区有望优先受益补短板政策, 交通、水利和生态环保领域仍是补短板重点, 其中铁路投资已先行回暖。央企近几年新签订单和业绩均保持较快增速, 在手订单充沛, 业绩确定性强, 目前整体估值远低于行业和上市公司平均水平, 部分个股跌破净资产, 安全边际高, 未来有望迎来估值修复。设计咨询轻资产低负债, 现金流良好, 位于产业链前端优先受益基建补短板, 当前估值与历史估值中枢相比还存在较大上涨空间。

重点推荐: 中国铁建、中国中铁、苏交科、中设集团等。

风险提示: 固定资产投资下滑; 项目落地不及预期; 应收账款坏账风险等。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032