

水无常形，顺势而为

——建筑行业 2018 年三季度报综述

推荐 维持评级

核心观点:

- **业绩增速放缓，盈利能力略有提升，经营现金流流出增多。**建筑行业 2018 年前三季度实现营业收入 3.28 万亿元，同比增长 9.98%，增速较去年同期降低 2.88pct。实现归母净利润 1060.37 亿元，同比增长 10.72%，增速同比降低 6.76pct。我们认为建筑行业业绩放缓主要受去杠杆、PPP 项目暂缓和退库、地方政府平台债务规范等因素影响。建筑行业盈利能力略有提升：2018Q1-3 建筑行业毛利率为 11.65%，同比提高 0.60pct，净利率为 3.76%，同比提高 0.11pct，主要受央企毛利率净利率提升带动。经营活动产生的现金流量净额/营业收入为-6.66%，同比降低 1.14pct，我们认为钢铁、水泥等原材料价格上涨是导致经营现金流流出相对增多的主要因素之一。
- **房建基建业绩韧性较强，园林和专业工程业绩显著放缓。**建筑子行业中房建业绩增速稳中有升，基建业绩增速略有放缓，园林工程业绩增速下降最为显著，专业工程和装饰装修下降幅度较大。房建业绩受中国建筑影响较大，基建业绩放缓受基建投资增速下行影响，园林工程受 PPP 退库和暂停以及融资成本上行拖累，装饰装修主要受房地产销售增速放缓影响。原油价格上涨使得石油石化企业盈利好转，从而带动石油石化企业资本开支提速，促进化建工程企业业绩好转。此外，人民币贬值使得国际工程企业汇兑收益增加。
- **政策持续聚焦基建补短板，屋新开工高增长提升房建行业景气度。**2018 年以来基建投资持续下滑。根据我们的测算口径，2017 年广义基建投资同比增长 13.86%，而 2018 年 1-9 月仅同比增长 0.26%，但下降幅度收窄。我们认为去杠杆背景下的地方政府债务的整治是基建投资增速下滑的主因之一。2018 年第三季度以来，政策持续加码基建投资，我们认为第四季度基建投资有望企稳回升。年初至今房屋新开工面积增速持续高增长。1-9 月，房屋新开工面积同比增长 16.4%，增速创 2016 年 9 月以来新高。我们认为房屋新开工面积高增长有望持续提升房建行业景气度。
- **推荐去杠杆与稳增长博弈背景下的基建产业链投资机会。**首先，国务院常会提出加大基建补短板力度，国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见指出亟需聚焦基础设施领域突出短板，基建持续获得政策大力支持。其次，目前货币和信用均发生改善。央行降准，信用利差有所收窄。国务院提出在市场化原则前提下，要保障地方政府平台的合理融资需求。再次，目前经济下行压力较大，基建是稳经济的抓手。综上，我们推荐去杠杆与稳增长博弈背景中的基建投资机会。此外，房屋新开工面积高增长提升房建行业景气度，人民币贬值有望增厚国际工程企业业绩，或存在结构性机会。我们推荐基建产业链个股：中国铁建、中国中铁、中国交建、中国建筑、葛洲坝、四川路桥、苏交科、中设集团、设计总院、勘设股份等。
- **风险提示：固定资产投资下滑；应收账款回收不及预期。**

分析师

毕立

☎: 021-20252650

huali@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516080004

联系人

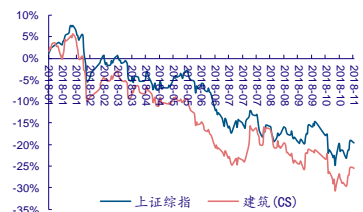
龙天光

☎: 021-20252646

✉: longtianguang_yj@chinastock.com.cn

证书编号: S0490116100121

建筑行业指数年初至今表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

目 录

一、业绩增速放缓，经营现金流流出增多	2
(一) 业绩增速放缓，盈利能力略有提升.....	2
(二) 营运能力提升，经营现金流流出增多.....	3
(三) ROE 有所下降，费用率改善.....	4
二、房建基建韧性较强，园林业绩增速显著回落	5
(一) 房建收入增速放缓，净利润增速微增.....	5
(二) 房地产销售放缓拖累装修装饰业绩.....	6
(三) PPP 退库及融资环境恶化使园林业绩显著放缓.....	7
(四) 投资增速放缓致使基建业绩增速有所放缓.....	8
(五) 专业工程净利润增速大幅放缓.....	9
三、聚焦基建补短板，关注房建新开工	11
(一) 固定资产投资增速持续下滑.....	11
(二) 货币和信用有所改善.....	13
(三) 人民币贬值使国际工程受益.....	14
(四) 推荐基建，关注房建和国际工程.....	15
(五) 风险提示.....	16

一、业绩增速放缓，经营现金流流出增多

(一) 业绩增速放缓，盈利能力略有提升

建筑行业 2018 年前三季度实现营业收入 3.28 万亿元，同比增长 9.98%，增速较去年同期降低 2.88pct。实现归母净利润 1060.37 亿元，同比增长 10.72%，增速较去年同期降低 6.76pct。

图 1：建筑行业近年营业收入及增速

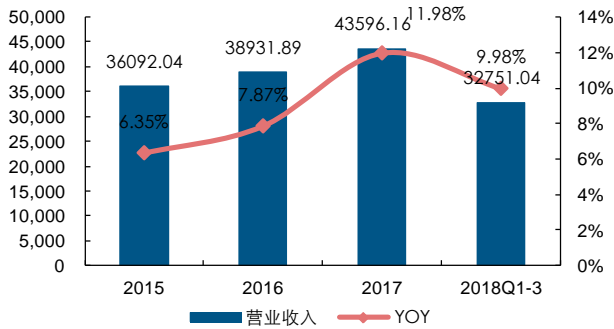
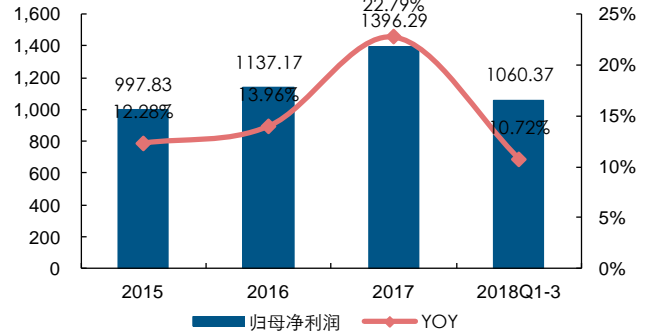


图 2：建筑行业近年归母净利润及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

建筑行业 2018 年前三季度营业收入和归母净利润增速均有所放缓。我们认为主要受去杠杆、PPP 项目暂缓和退库、地方政府平台债务规范等因素影响。

图 3：2018Q1-3 建筑行业营业收入增速放缓

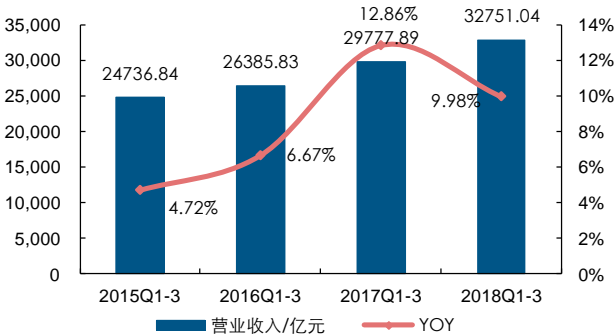
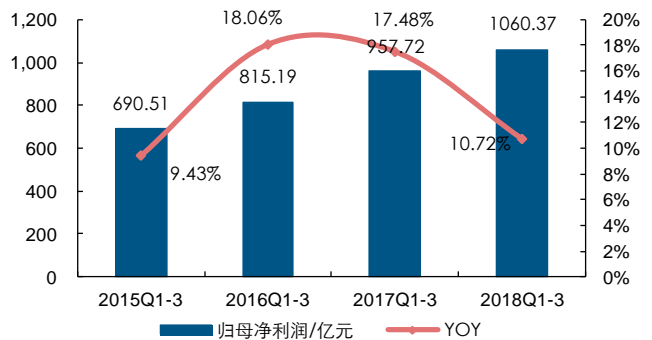


图 4：2018Q1-3 建筑行业归母净利润增速放缓



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2018 年前三季度建筑行业盈利能力略有提升。2018Q1-3 建筑行业毛利率为 11.65%，同比提高 0.60pct，净利率为 3.76%，同比提高 0.11pct，主要系中国铁建、中国中铁等央企净利率及毛利率提升带动所致。

图 5：2018 年前三季度建筑行业毛利率有所提升

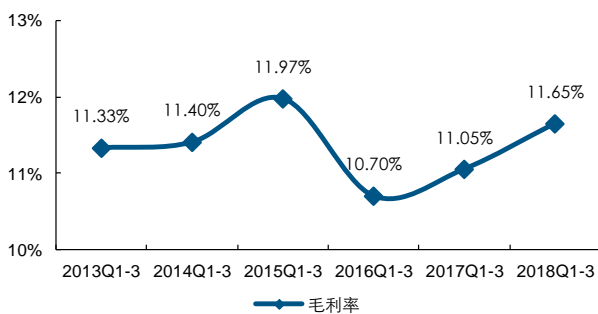
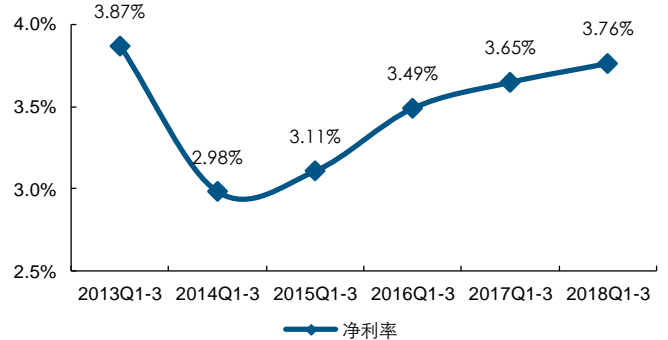


图 6：2018 年前三季度建筑行业净利率有所提升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 营运能力提升，经营现金流流出增多

2018年前三季度建筑行业应收账款周转率为3.31次，比去年同期提高0.14次。存货周转率为1.62次，同比提高0.18次。

图 7: 建筑行业 2018Q1-3 应收账款周转率有所回升

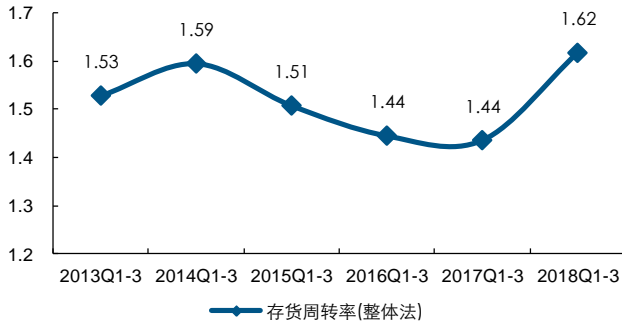
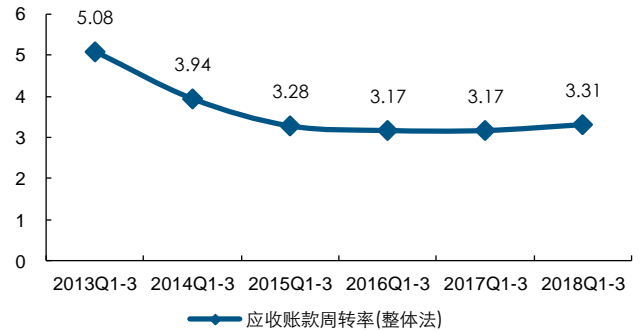


图 8: 建筑行业 2018Q1-3 存货周转率有所回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2018年前三季度建筑行业固定资产周转率为10.88次，同比显著提高3.28次。经营活动产生的现金流量净额/营业收入为-6.66%，同比降低1.14pct，我们认为钢铁、水泥等原材料价格上涨是导致经营现金流量净额/营业收入降低的主要因素之一。

图 9: 建筑行业 2018Q1-3 固定资产周转率提升显著

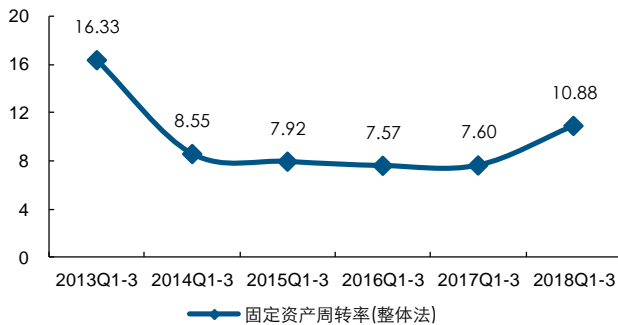
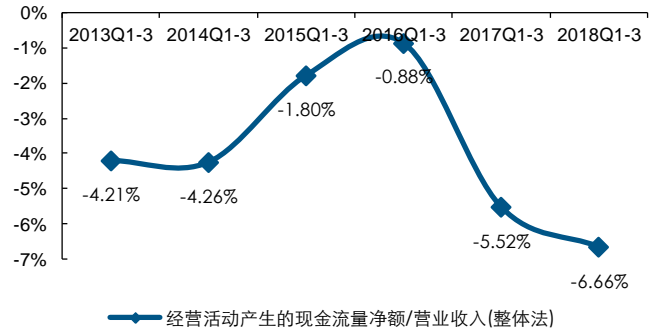


图 10: 建筑行业 2018Q1-3 经营活动产生的现金流量净额/营业收入持续下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

建筑行业的原材料螺纹钢(Φ12-25)含税价格为4612元/吨(2018/10/26)，比2017年年初上涨了41.13%。复合硅酸盐水泥P.C32.5袋装价为397.8元/袋(2018/10/20)，比2017年年初上涨了31.20%。原材料价格上涨使得建筑企业垫付的资金增多，从而使其经营现金流承压。

图 11: 2017 年年初以来螺纹钢(Φ12-25)含税价上涨



图 12: 2017 年年初至今硅酸盐水泥袋装价格有所上涨



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) ROE 有所下降, 费用率改善

2018 年前三季度建筑行业 ROE 为 5.28%，同比降低 2.17pct。总资产周转率为 0.46 次，同比降低 0.01 次。

图 13: 2018 年前三季度建筑行业 ROE 同比下降

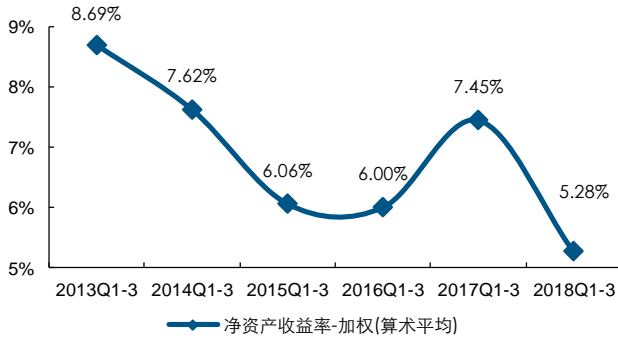
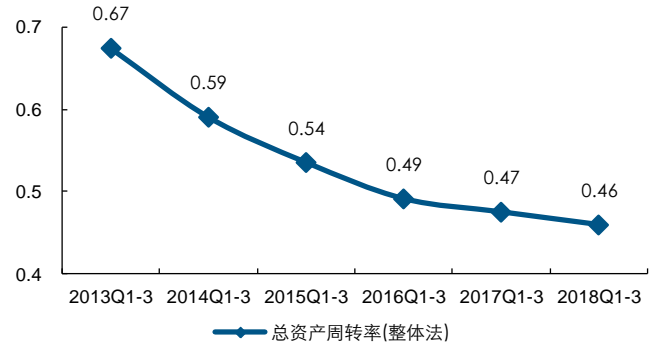


图 14: 2018 年前三季度建筑行业总资产周转率同比下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2018Q1-3 建筑行业资产负债率为 76.65%，同比降低 0.39pct。权益乘数为 4.28，同比略微减小 0.08。根据杜邦分析，净利率提升，总资产周转率和权益乘数的下降使 ROE 下降。

图 15: 2018 年前三季度建筑行业资产负债率同比有所下降

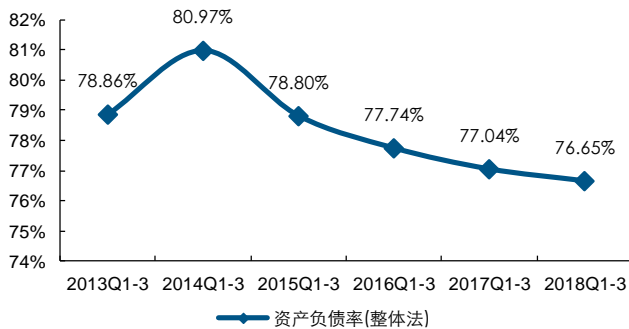
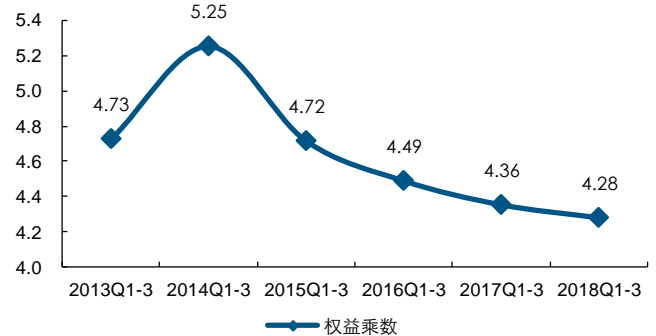


图 16: 2018 年前三季度建筑行业权益乘数同比有所减小

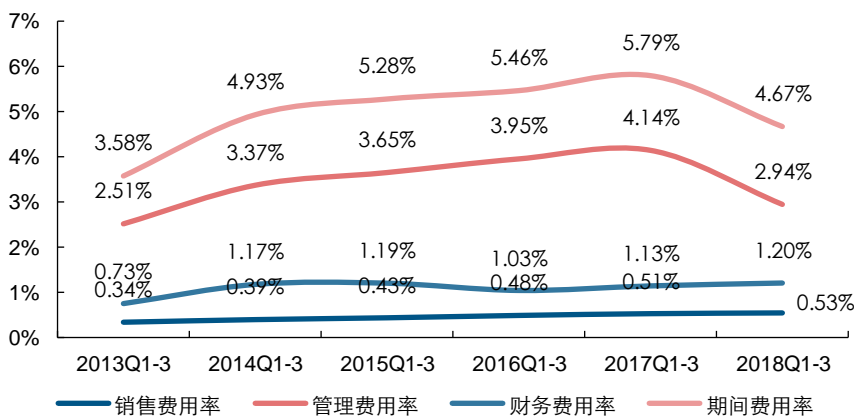


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

管理费用率的改善带动期间费用率改善。2018 年前三季度建筑行业期间费用率为 4.67%，同比降低 1.12pct，改善较为明显。其中，管理费用率为 2.94%，同比降低 1.20pct；财务费用率为 1.20%，同比提升 0.07pct；销售费用率为 0.53%，同比提高 0.02pct。

图 17: 2018 年前三季度建筑行业期间费用率明显降低



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、房建基建韧性较强，园林业绩增速显著回落

(一) 房建收入增速放缓，净利润增速微增

建筑行业细分子行业较多，业绩分化较大。2018 年前三季度房建营业收入同比增长 10.23%，同比降低 8.75pct。净利润同比增长 6.62%，同比提高 0.20pct。房建业绩受中国建筑影响较大。

图 18: 2018Q1-3 房建行业营业收入增速放缓

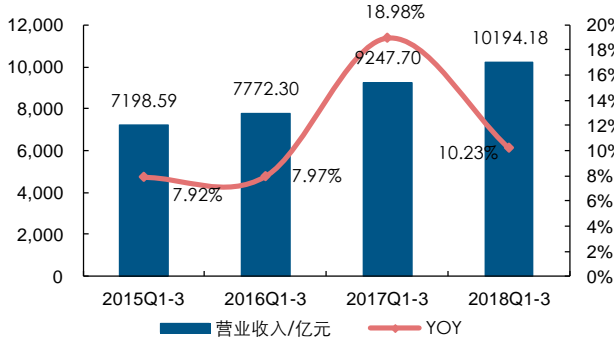
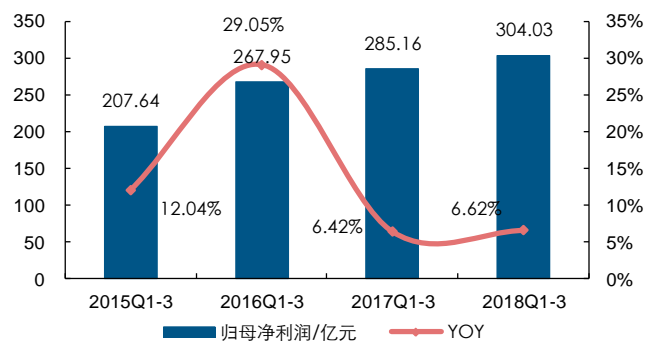


图 19: 2018 年前三季度房建行业归母净利率同比略有提升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2018 年前三季度房建行业毛利率有所提升。2018Q1-3 建筑行业毛利率为 10.38%，同比提高 0.92pct，净利率为 4.05%，同比降低 0.01pct。

图 20: 2018Q1-3 房建行业毛利率同比有所提升

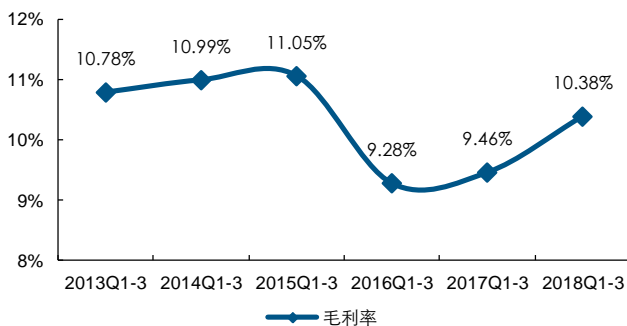
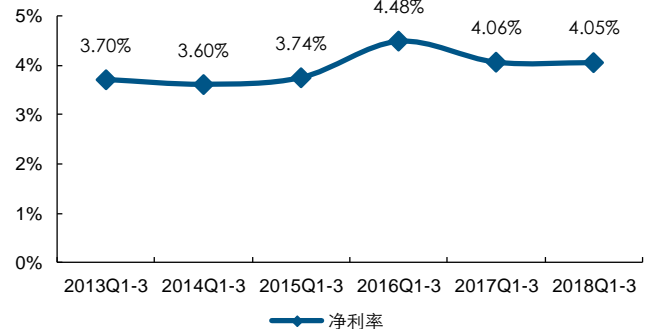


图 21: 2018 年前三季度房建行业净利率同比趋稳



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从个股方面来看，中国建筑 2018 年前三季度营业收入为 8405.10 亿元，同比增长 9.03%，增速下降 6.00pct。归母净利润为 272.99 亿元，同比增长 5.89%，增速提高 1.79pct。龙元建设 2018 年 Q1-3 归母净利润同比增长 52.95%，增速同比降低 25.68pct。城地股份和宏润建设归母净利润增速均超过 20%。上海建工和天健集团归母净利润增速有所下降。

表 1: 2018 年前三季度房建行业个股营业收入和净利润增速一览

证券代码	证券简称	营业输入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
		17Q1-3	17Q1-3YOY	18Q1-3	18Q1-3YOY	17Q1-3	17Q1-3YOY	18Q1-3	18Q1-3YOY
600491.SH	龙元建设	125.57	19.69%	151.30	20.49%	3.65	78.63%	5.58	52.95%
603887.SH	城地股份	6.08	40.27%	10.22	68.07%	0.54	9.17%	0.71	32.15%
002062.SZ	宏润建设	57.10	2.04%	65.96	15.51%	1.85	16.17%	2.23	20.70%
600939.SH	重庆建工	307.10	-1.78%	326.97	6.47%	1.86	-15.53%	2.09	12.18%
601789.SH	宁波建工	97.32	13.52%	108.71	11.70%	1.41	7.03%	1.52	7.72%
601668.SH	中国建筑	7708.99	15.03%	8405.10	9.03%	257.82	4.10%	272.99	5.89%
600170.SH	上海建工	995.39	13.48%	1154.10	15.94%	18.99	14.66%	18.11	-4.62%
000090.SZ	天健集团	45.45	27.26%	46.43	2.15%	5.44	145.65%	1.75	-67.91%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 房地产销售放缓拖累装修装饰业绩

2018 年前三季度装修装饰行业营业收入同比增长 9.11%，同比降低 12.54pct。净利润同比增长 9.19%，同比降低 12.85pct。2018 年房地产调控政策较为严厉，商品房销售增速下滑至低位，装修装饰行业受此影响较大。展望 2018 年全年，装修装饰行业业绩增速或进一步放缓。

图 22：2018Q1-3 装修装饰行业营业收入增速放缓

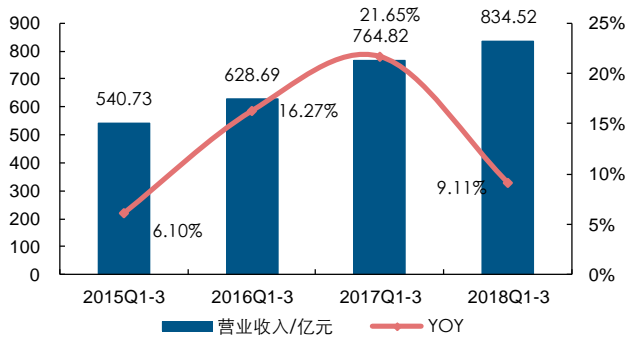
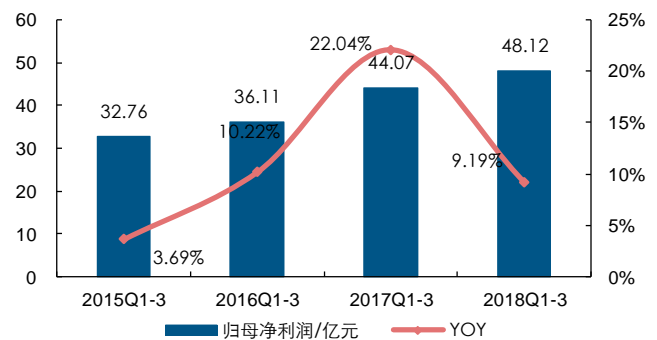


图 23：2018Q1-3 装修装饰行业归母净利润增速放缓



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2018 年前三季度装修装饰行业毛利率有所提升。2018Q1-3 装修装饰行业毛利率为 17.65%，同比提高 1.14pct，净利率为 5.96%，同比降低 0.04pct。

图 24：2018Q1-3 房建行业毛利率同比有所提升

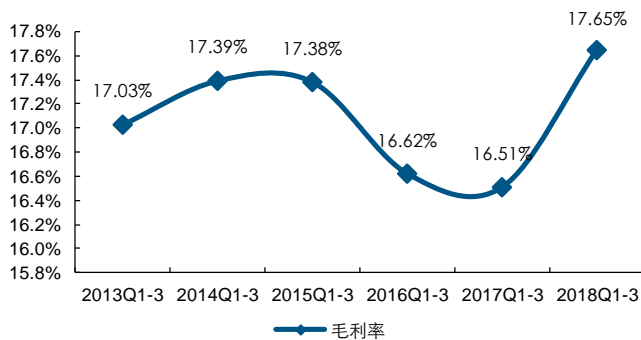
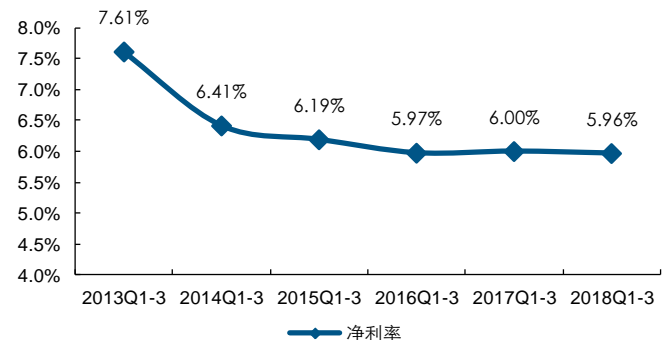


图 25：2018 年前三季度房建行业净利率同比趋稳



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

全筑股份、名家汇、东易日盛和易尚展示 2018 年前三季度归母净利润增速均超过 80%。金螳螂 2018 年前三季度营业收入为 185.39 亿元，同比增长 17.85%，增速提高 12.15pct。归母净利润为 15.84 亿元，同比增长 10.24%，增速提高 4.85pct。东易日盛 2018 年前三季度营业收入为 29.40 亿元，同比增长 23.53%，增速同比降低 5.02pct。实现归母净利润为 0.84 亿元，同比增长 99.54%，增速降低 82.97pct。

表 2：2018 年前三季度装修装饰行业个股营业收入和净利润增速一览

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
		17Q1-3	17Q1-3YOY	18Q1-3	18Q1-3YOY	17Q1-3	17Q1-3YOY	18Q1-3	18Q1-3YOY
603030.SH	全筑股份	29.94	35.06%	45.36	51.50%	0.49	61.93%	1.27	160.35%
300506.SZ	名家汇	4.13	90.86%	9.74	135.81%	1.18	139.53%	2.53	115.48%
002713.SZ	东易日盛	23.80	28.55%	29.40	23.53%	0.42	182.51%	0.84	99.54%
002751.SZ	易尚展示	4.83	13.86%	5.93	22.85%	0.31	120.40%	0.57	85.92%
603828.SH	柯利达	13.18	28.37%	13.67	3.73%	0.39	23.94%	0.67	69.77%
300668.SZ	杰思设计	1.86	40.65%	2.46	32.06%	0.44	57.26%	0.62	41.31%
002811.SZ	亚泰国际	13.26	2.88%	15.63	17.86%	0.60	-2.79%	0.79	30.33%
300621.SZ	维业股份	13.66	24.74%	17.37	27.17%	0.58	46.28%	0.75	29.99%
601886.SH	江河集团	108.01	6.12%	110.70	2.49%	3.44	7.13%	4.42	28.53%

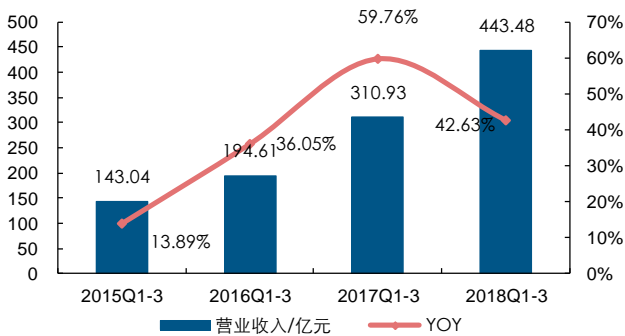
002620.SZ	瑞和股份	20.95	32.21%	25.96	23.92%	1.00	32.96%	1.23	22.70%
002482.SZ	广田集团	86.74	38.21%	100.06	15.36%	3.83	28.64%	4.62	20.51%
002822.SZ	中装建设	21.70	13.59%	29.64	36.57%	1.15	-0.80%	1.33	15.85%
002781.SZ	奇信股份	26.45	12.90%	34.67	31.08%	1.30	36.74%	1.49	13.91%
603098.SH	森特股份	11.80	13.15%	18.20	54.21%	1.41	0.72%	1.58	11.66%
002081.SZ	金螳螂	157.31	5.70%	185.39	17.85%	14.37	5.39%	15.84	10.24%
002789.SZ	建艺集团	19.63	41.82%	20.82	6.07%	0.72	26.52%	0.79	9.43%
002047.SZ	宝鹰股份	48.11	1.13%	51.11	6.24%	2.83	10.52%	3.04	7.66%
002325.SZ	洪涛股份	25.44	-4.80%	30.44	19.66%	1.36	-35.44%	1.42	4.38%
002375.SZ	亚厦股份	62.40	4.38%	65.16	4.43%	3.02	12.86%	3.12	3.39%
002790.SZ	瑞尔特	6.70	11.84%	7.01	4.60%	1.21	-0.35%	1.13	-7.10%
002830.SZ	名雕股份	4.85	9.85%	4.94	1.84%	0.20	12.22%	0.15	-21.77%
002504.SZ	ST弘高	16.90	-42.35%	8.84	-47.69%	1.03	-54.31%	0.14	-86.42%
000018.SZ	神州长城	46.85	44.89%	22.59	-51.78%	4.10	35.39%	0.25	-93.79%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) PPP 退库及融资环境恶化使园林业绩显著放缓

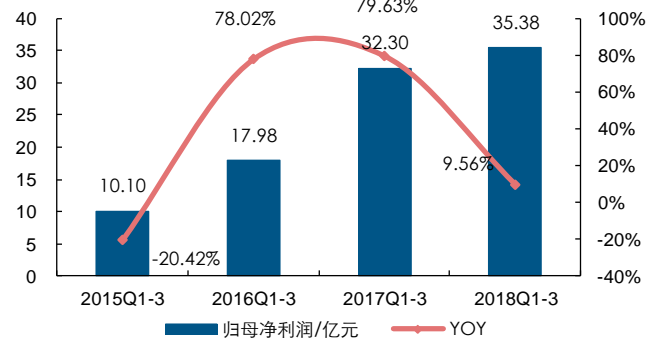
2018 年前三季度园林工程行业营业收入同比增长 42.63%，增速同比降低 17.13pct。净利润同比增长 9.56%，同比降低 70.07pct。2018 年上半年 PPP 退库及部分省份 PPP 项目暂停，使得园林工程企业项目施工收到一定影响。此外，去杠杆导致货币收紧，行业融资成本上行，民营园林企业现金流承压。

图 26: 2018Q1-3 园林工程行业营业收入增速放缓



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

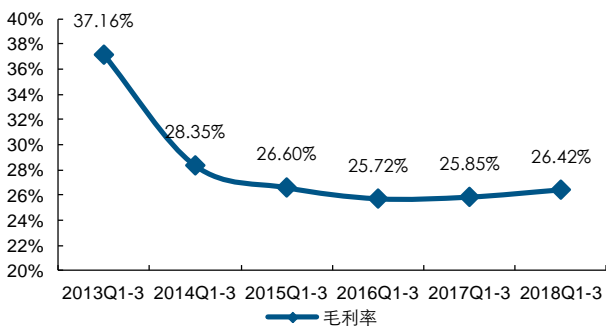
图 27: 2018Q1-3 园林工程行业归母净利润增速放缓



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

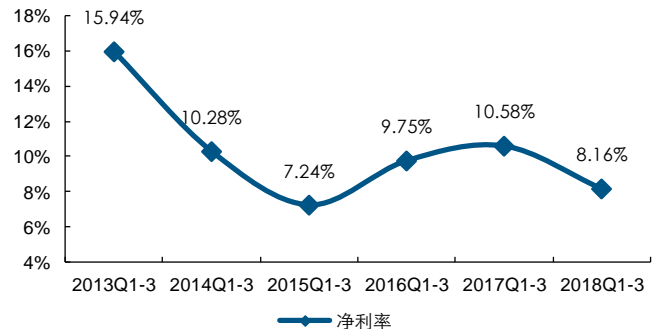
2018 年前三季度园林工程行业净利率有所下滑。2018Q1-3 园林工程行业毛利率为 26.42%，同比提高 0.57pct，净利率为 8.16%，同比降低 2.42pct。期间费用率上升是导致净利率下滑的原因之一，2018 年前三季度园林工程行业期间费用率为 13.94%，同比提高 1.70pct。

图 28: 2018Q1-3 园林工程行业毛利率同比有所提升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 29: 2018 年前三季度园林工程行业净利率同比下降明显



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

岭南园林、杭州园林、元成股份 2018 年前三季度净利润增速较快。棕榈股份、丽鹏股份、

蒙草生态、乾景园林等净利润同比下滑均超过 40%。截至 2018 年三季度，管理库 PPP 项目投资额共 12.3 万亿元，储备库 5 万亿元。2018 年前三季度，管理库和示范库 PPP 退库金额累计超过 2.25 万亿元。PPP 的退库使得企业订单减少，新疆、湖南等地区的 PPP 项目暂停也影响了企业的施工进度。此外，2018 年上半年行业的信用和货币收紧，加大园林企业的融资压力。

表 3：2018 年前三季度园林工程行业个股营业收入和净利润增速一览

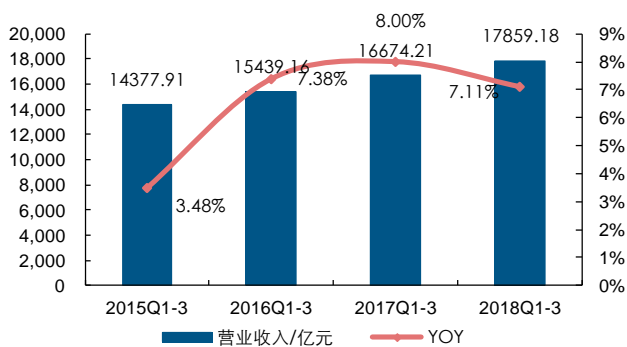
证券代码	证券简称	营业输入（亿元）				归母净利润（亿元）			
		17Q1-3	17Q1-3YOY	18Q1-3	18Q1-3YOY	17Q1-3	17Q1-3YOY	18Q1-3	18Q1-3YOY
002717.SZ	岭南园林	25.54	55.34%	57.12	123.65%	3.05	76.18%	5.72	87.77%
300649.SZ	杭州园林	0.95	52.59%	3.76	296.26%	0.19	52.09%	0.32	69.58%
603388.SH	元成股份	5.09	59.19%	7.78	52.65%	0.55	136.89%	0.85	55.52%
603359.SH	东珠景观	8.56	24.39%	11.80	37.84%	1.74	23.16%	2.41	38.15%
300495.SZ	美尚生态	12.32	166.77%	14.82	20.35%	1.52	57.82%	2.08	37.16%
603007.SH	花王股份	6.15	49.00%	9.26	50.55%	0.80	29.21%	0.98	22.93%
002310.SZ	东方园林	86.35	72.29%	96.49	11.74%	8.66	67.57%	9.75	12.53%
002775.SZ	文科园林	19.30	90.41%	21.26	10.12%	1.73	70.40%	1.93	11.37%
603717.SH	天域生态	5.35	13.05%	7.63	42.75%	0.50	62.00%	0.54	9.67%
002663.SZ	普邦股份	24.29	30.17%	25.29	4.12%	1.31	21.52%	1.39	6.43%
300237.SZ	美晨生态	25.20	49.58%	26.24	4.14%	3.67	51.24%	3.87	5.45%
300536.SZ	农尚环境	3.22	12.34%	3.46	7.24%	0.41	7.30%	0.42	3.70%
603955.SH	大千生态	4.61	26.33%	5.48	18.95%	0.55	37.56%	0.56	3.08%
603316.SH	诚邦股份	5.20	27.38%	5.30	2.07%	0.46	16.98%	0.42	-7.54%
002887.SZ	绿茵生态	4.98	42.38%	4.12	-17.31%	1.31	38.67%	1.13	-13.36%
002856.SZ	美芝股份	6.18	-13.48%	6.55	5.98%	0.36	-3.80%	0.29	-19.36%
300197.SZ	铁汉生态	47.14	93.62%	62.95	33.52%	4.59	59.26%	3.64	-20.72%
300483.SZ	沃施股份	2.43	19.86%	1.83	-24.52%	0.06	-52.40%	0.04	-36.54%
603778.SH	乾景园林	3.07	-2.90%	2.21	-28.04%	0.33	-32.97%	0.19	-42.05%
300355.SZ	蒙草生态	45.93	146.35%	26.94	-41.34%	7.18	198.71%	3.25	-54.69%
002374.SZ	丽鹏股份	12.87	10.83%	9.69	-24.66%	1.11	20.99%	0.23	-79.22%
002431.SZ	棕榈股份	35.45	33.31%	37.13	4.75%	1.80	112.14%	0.15	-91.71%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（四）投资增速放缓致使基建业绩增速有所放缓

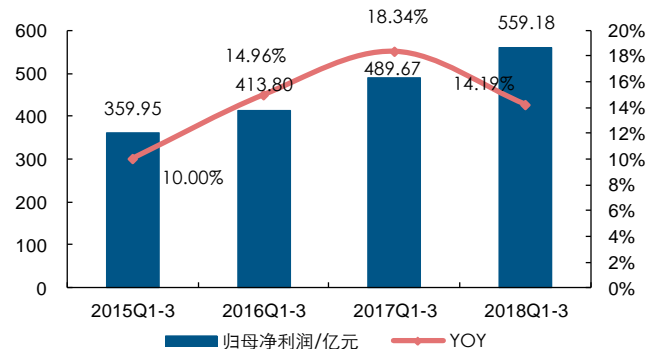
2018 年前三季度基建行业营业收入同比增长 7.11%，增速同比降低 0.89pct。净利润同比增长 14.19%，同比降低 4.15pct。2018 年上半年基建投资增速显著下滑，使得基建板块新签订单下滑。此外地方政府融资平台进行债务规范，部分平台的融资功能受到影响，一定程度上影响了基建行业的施工。

图 30：2018Q1-3 基建行业营业收入增速放缓



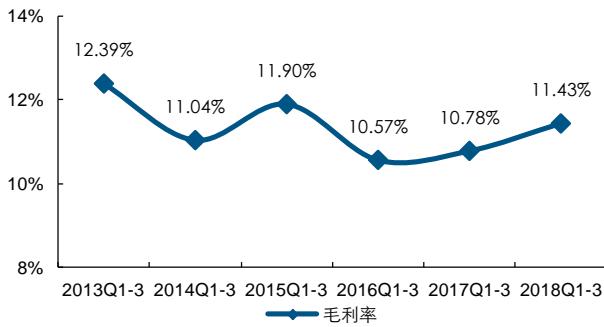
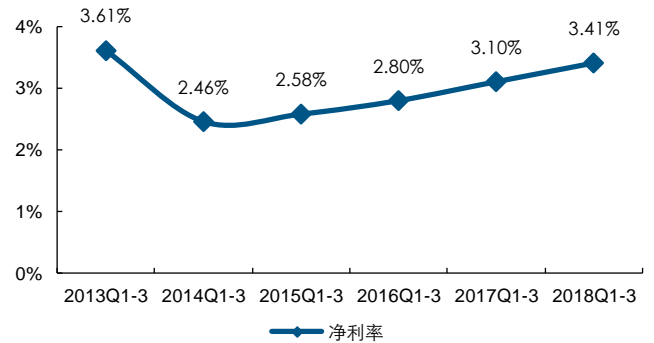
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 31：2018Q1-3 基建行业归母净利润增速放缓



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2018 年前三季度园林工程行业净利率有所提升。2018Q1-3 园林工程行业毛利率为 11.43%，同比提高 0.65pct，净利率为 3.41%，同比提高 0.31pct。

图 32: 2018Q1-3 基建行业毛利率同比有所提升

图 33: 2018 年前三季度基建行业净利率略有上升


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

华电重工、围海股份、龙建股份和正平股份 2018 年前三季度净利润增速超过 98%，主要系前期基数较小。腾达建设、成都路桥、浦东建设净利润增速有所下滑。

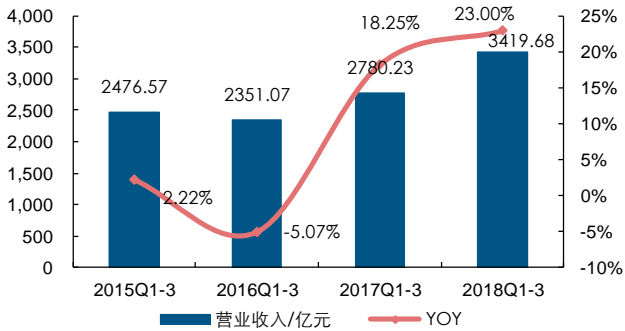
表 4: 2018 年前三季度基建行业个股营业收入和净利润增速一览

证券代码	证券简称	营业输入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
		17Q1-3	17Q1-3YOY	18Q1-3	18Q1-3YOY	17Q1-3	17Q1-3YOY	18Q1-3	18Q1-3YOY
601226.SH	华电重工	33.52	13.45%	42.65	27.25%	0.01	-95.23%	0.47	5967.18%
002586.SZ	围海股份	16.66	25.25%	23.01	38.10%	0.63	123.14%	1.86	196.16%
600853.SH	龙建股份	59.48	17.95%	67.67	13.77%	0.38	149.78%	0.87	131.27%
603843.SH	正平股份	9.50	-43.45%	16.95	78.43%	0.26	-48.50%	0.51	98.07%
600039.SH	四川路桥	214.93	-8.17%	246.11	14.50%	4.35	-24.38%	5.52	26.86%
002060.SZ	粤水电	48.44	16.06%	52.75	8.90%	0.71	4.10%	0.89	26.63%
601186.SH	中国铁建	4603.85	8.61%	4898.71	6.40%	105.29	15.41%	126.46	20.11%
600528.SH	中铁工业	114.67	-68.84%	119.13	3.89%	9.00	682.95%	10.80	19.98%
601390.SH	中国中铁	4702.77	6.46%	4934.25	4.92%	110.36	19.37%	130.45	18.20%
600820.SH	隧道股份	199.60	13.45%	234.60	17.54%	11.59	10.52%	12.80	10.37%
601800.SH	中国交建	3072.97	5.52%	3285.47	6.92%	117.29	4.04%	128.61	9.66%
600068.SH	葛洲坝	743.08	17.34%	674.22	-9.27%	25.89	15.45%	27.87	7.64%
601669.SH	中国电建	1861.72	13.35%	1954.62	4.99%	56.89	6.23%	60.51	6.35%
002307.SZ	北新路桥	54.06	57.78%	56.36	4.24%	0.31	18.17%	0.31	1.70%
600502.SH	安徽水利	240.13	207.22%	256.93	6.99%	4.32	146.34%	4.33	0.34%
600284.SH	浦东建设	16.87	36.98%	19.37	14.85%	2.18	-4.17%	2.15	-1.23%
002628.SZ	成都路桥	11.39	-18.19%	18.95	66.36%	0.17	3.63%	0.17	-2.73%
600512.SH	腾达建设	23.00	9.72%	23.95	4.13%	1.38	129.85%	0.12	-91.06%

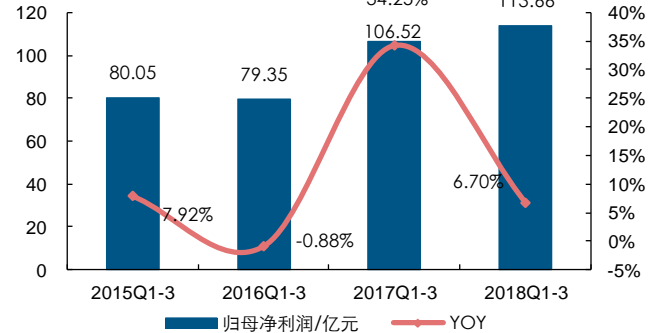
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(五) 专业工程净利润增速大幅放缓

2018 年前三季度专业工程行业营业收入同比增长 23.00%，增速同比提高 4.75pct。净利润同比增长 6.70%，同比降低 27.55pct。业绩受中国中冶、中工国际和中材国际影响较大。

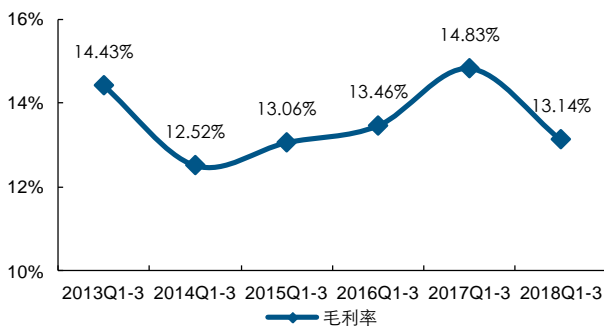
图 34: 2018Q1-3 专业工程行业营业收入增速提升缓


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

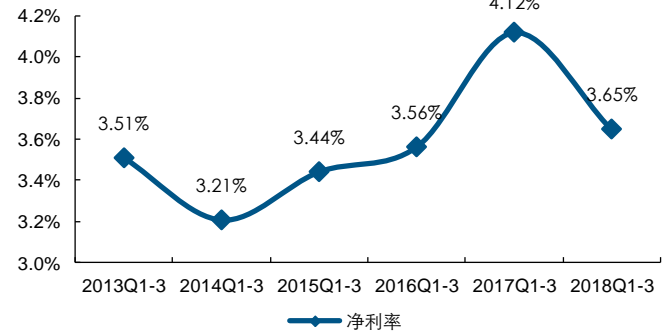
图 35: 2018Q1-3 专业工程行业归母净利润增速大幅下降


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2018 年前三季度专业工程行业净利率同比下降。2018Q1-3 专业工程行业毛利率为 13.14%，同比降低 1.69pct，净利率为 3.65%，同比降低 0.47pct。

图 36: 2018Q1-3 专业工程行业毛利率同比下降


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 37: 2018 年前三季度专业工程行业净利率通同降低


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

华铁科技、中矿资源业绩增速均超过 100%，中材国际、亚翔集成业绩增速较快。中钢国际业绩增速有所下滑。北方国际和航天工程净利润增速同比下滑较多。

表 5: 2018 年前三季度专业工程行业个股营业收入和净利润增速一览

证券代码	证券简称	营业输入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
		17Q1-3	17Q1-3YOY	18Q1-3	18Q1-3YOY	17Q1-3	17Q1-3YOY	18Q1-3	18Q1-3YOY
603300.SH	华铁科技	5.04	55.46%	6.61	31.23%	0.38	7.82%	0.80	112.22%
002738.SZ	中矿资源	3.34	56.38%	4.68	39.89%	0.31	3.25%	0.63	103.12%
600970.SH	中材国际	132.87	5.20%	141.67	6.62%	7.18	48.40%	10.11	40.86%
603929.SH	亚翔集成	12.44	-30.40%	18.66	50.02%	1.02	-32.68%	1.41	37.76%
000065.SZ	北方国际	67.25	102.83%	65.21	-3.03%	3.48	118.43%	4.41	26.78%
002116.SZ	中国海诚	27.34	-17.03%	31.95	16.87%	1.21	50.68%	1.49	22.52%
601611.SH	中国核建	292.16	7.04%	362.22	23.98%	5.10	1.40%	5.77	13.19%
002051.SZ	中工国际	62.33	24.80%	78.84	26.49%	8.53	19.89%	9.39	10.07%
601618.SH	中国中冶	1508.01	6.74%	1812.01	20.16%	35.49	5.71%	37.66	6.10%
603698.SH	航天工程	7.26	23.79%	8.25	13.64%	1.72	295.29%	1.77	3.26%
000151.SZ	中成股份	15.85	75.97%	8.76	-44.75%	0.66	-13.01%	0.66	0.43%
000928.SZ	中钢国际	48.39	-18.28%	44.24	-8.58%	3.23	-12.35%	2.82	-12.90%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

化学工程行业个股较多，整体来看，化工工程板块中的百利科技、三联虹普、中国化学、中化岩土、镇海股份、延长化建业绩同比提升。2018 年前三季度百利科技、三联虹普、东方新星和中国化学的净利润增速均超过 25%，三维工程和海油工程业绩增速有所下滑。原油价格上涨上行使得石油石化企业盈利好转，从而使得石油石化企业资本开支提速，进而提高化工工程企业的长期景气度。

表 6: 2018 年前三季度化学工程行业个股营业收入和净利润增速一览

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
		17Q1-3	17Q1-3YOY	18Q1-3	18Q1-3YOY	17Q1-3	17Q1-3YOY	18Q1-3	18Q1-3YOY
603959.SH	百利科技	4.28	30.08%	5.53	29.21%	0.58	11.52%	0.91	55.43%
300384.SZ	三联虹普	2.17	19.83%	4.58	111.25%	0.74	6.84%	1.11	50.31%
002755.SZ	东方新星	2.44	127.96%	3.32	36.23%	0.07	789.22%	0.10	40.50%
601117.SH	中国化学	383.45	5.01%	536.22	39.84%	12.93	-10.40%	16.26	25.78%
002140.SZ	东华科技	14.86	37.68%	21.73	46.26%	0.98	19.45%	1.19	21.26%
002542.SZ	中化岩土	15.89	6.11%	23.18	45.91%	1.38	-5.74%	1.63	18.06%
603637.SH	镇海股份	1.53	-37.75%	3.86	152.91%	0.35	-28.91%	0.40	15.26%
600248.SH	延长化建	26.81	23.75%	31.68	18.15%	0.86	1.85%	0.98	14.03%
002469.SZ	三维工程	5.25	94.55%	3.41	-35.11%	0.37	25.30%	0.34	-6.89%
600583.SH	海油工程	68.49	-14.87%	66.52	-2.88%	3.02	-72.97%	(1.40)	-146.22%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

总体来看, 房建行业业绩增速稳中有升, 其余子行业业绩增速均不同程度放缓。基建行业业绩增速略有放缓, 园林工程行业业绩增速下降最为显著, 专业工程和装修装饰下降幅度较大。年初以来, 去杠杆、贸易冲突、固定资产投资增速放缓、行业信用和货币收紧等因素叠加在一起, 使得建筑行业整体业绩增速有所放缓。

三、聚焦基建补短板, 关注房建新开工

(一) 固定资产投资增速持续下滑

建筑行业整体需求与固定资产投资增速相关。2009 年至今, 我国固定资产投资增速持续放缓。2018 年 1-9 月, 固定资产投资累计同比增速为 5.4%, 环比提高 0.1pct, 1-8 月的增速处于 1992 年以来的最低值。从今年的投资数据来看, 建筑行业的需求依然偏弱。

图 38: 固定资产投资增速持续放缓


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

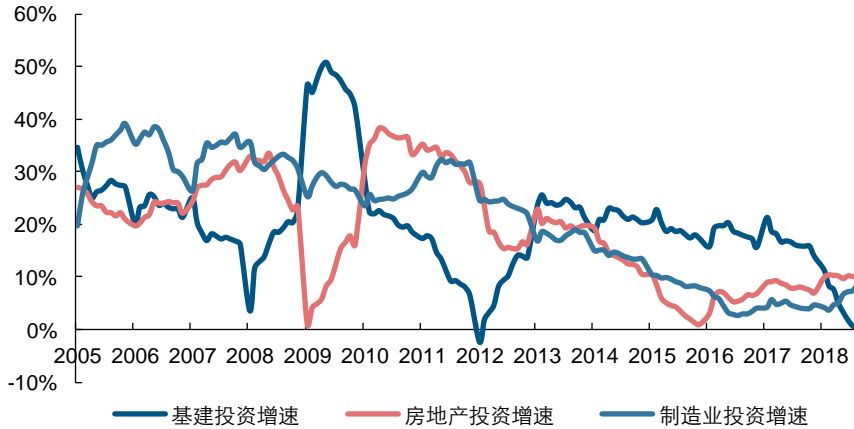
固定资产投资三大构成基建、地产、制造业分化较大。基建投资自 2018 年年初以来持续下滑, 根据我们的测算口径, 2017 年广义基建投资同比增长 13.86%, 而 2018 年 1-9 月份仅同比增长 0.26%。我们认为去杠杆背景下的地方政府债务的整治是基建投资增速下滑的主因。

房地产投资增速依然处于较快增速。2018 年 1-9 月份房地产投资增速为 9.9%, 其中土地购置费增速为 66%, 扣除土地购置费之后的房地产投资增速为 -4.05%。2018 年以来房地产调控政策较为严厉, “房住不炒”、“坚决遏制房价上涨”的观念深入人心。后续随着土地购置费的回落及调控的延续, 房地产投资增速或持续回落。

2016 年 8 月以来, 制造业投资触底回升。国家政策持续推进制造业的转型升级, 随着《中

《中国制造 2025》的推进，制造业投资增速有望持续回升。

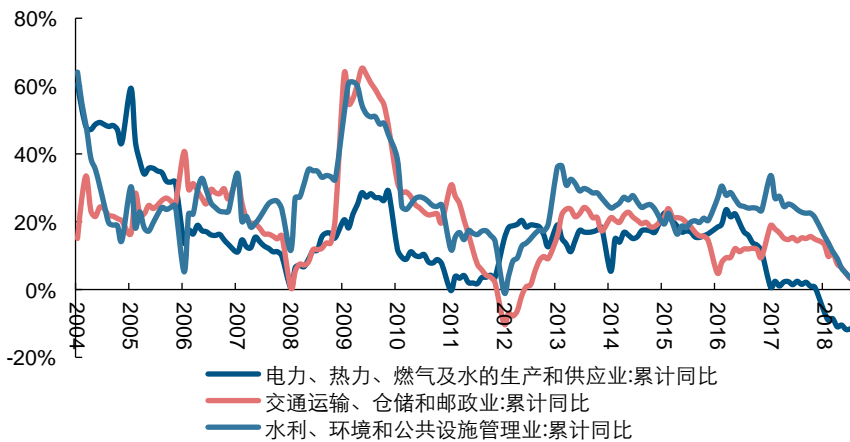
图 39：基建、地产和制造业投资增速一览



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

广义基建三大构成项目中，电力、热力、燃气及水的生产供应业持续负增长，是基建投资增速放缓的主要拖累项。交运、仓储、邮政业和水利环境公共设施管理业增速也大幅放缓。经济下行阶段，基建投资是稳增长的关键，国务院常会提出要加大基建补短板力度，我们认为基建投资增速第四季度有望企稳回升。

图 40：基建三大构成项目投资增速一览

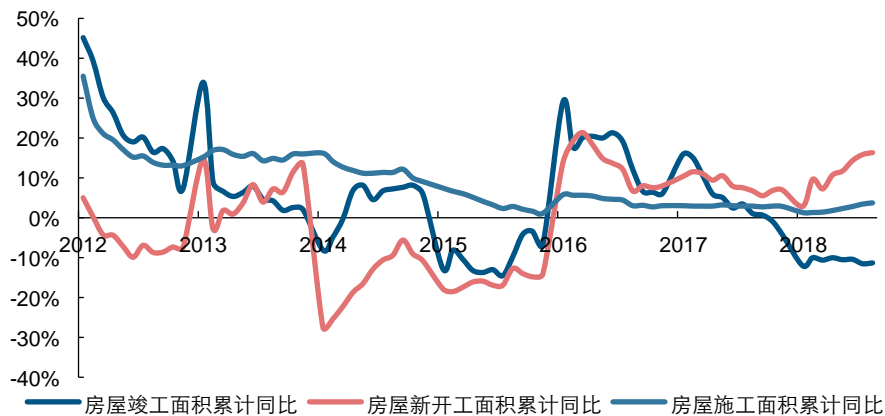


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

基建细分领域投资增速分化较大。近年生态保护和环境治理业投资增速较快，行业景气度较高。2018 年 1-9 月份，生态保护和环境治理业投资同比增长 33.7%，增速同比提高 8.7pct。十九大提出建设美丽中国，生态保护和环境治理是建设美丽中国的重要手段之一，未来有望延续较快投资增速。

2018 年以来，房屋新开工面积增速持续高增长，竣工面积增速持续处于负增长，施工面积增速处于低位徘徊。1-9 月份，房屋新开工面积同比增长 16.4%，增速创 2016 年 9 月以来新高。房屋新开工面积高增长有望持续提升房地产行业景气度。从销售数据来看，2018 年 1-9 月商品房销售面积增速为 2.9%，增速在震荡筑底，装修装饰行业的景气度或随之下行。

图 41：房屋新开工面积增速高增长

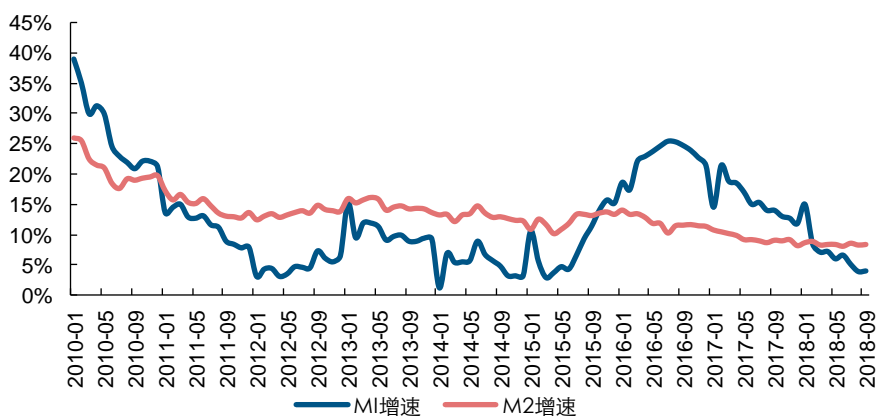


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）货币和信用有所改善

2018 年年初以来，去杠杆和中美贸易战等因素使得 A 股指数大幅下行。去杠杆政策主要体现在货币和信用上。1-9 月，M1 增速为 4%，环比提高 0.1pct，同比降低 10pct。1-9 月 M2 增速为 8.3%，环比提高 0.1pct，同比降低 0.7pct。M1 和 M2 同比增速均出现较大下滑，去杠杆背景下货币有所收紧。

图 42：M1 和 M2 增速持续下行

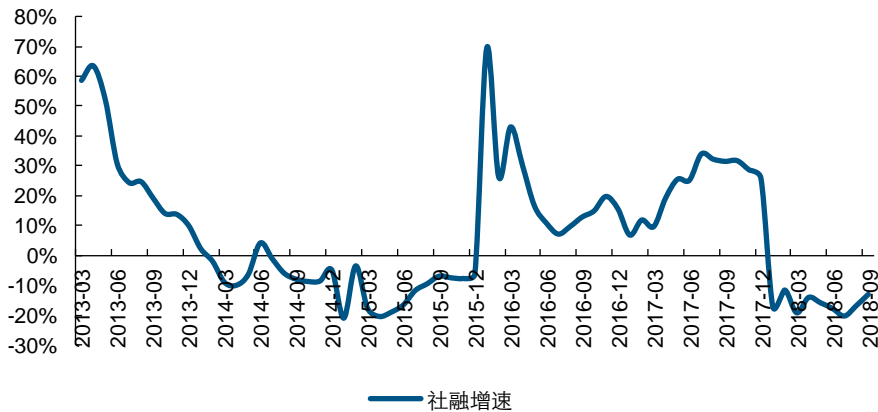


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

社融增速不容乐观。2018 年年初以来，社融持续负增长。1-9 月社融增速为-13.14%，环比提高 3.78pct，同比降低 44.55pct。社融规模萎缩主要由于非标监管使得资管、信托、金融租赁等信贷规模大幅萎缩。

货币紧缩对于经济有一定的负面影响。货币趋紧会一定程度带来融资成本上行。7 月下旬，央行窗口指导银行，向公开市场一级交易商额外给予中期借贷便利（MLF）资金，用于支持贷款投放和信用债投资。对于新增信用债投资，AA+及以上债券的投资，1:1 配 MLF；AA+以下债券的投资，1:2 配 MLF，要求必须为产业类信用债。对于信贷投放，银行较月初报送贷款额度外的多增部分，给予 1:1 配 MLF 资金；同时要求多增部分为普通贷款，不包含票据和同业借款。支持产业类信用债有利于改善信用紧缩的局面。2018 年 10 月 7 日，央行决定从 2018 年 10 月 15 日起下调人民币存款准备金率 1 个百分点，释放资金部分用于偿还当日到期的约 4500 亿元 MLF，除去此部分共释放增量资金约 7500 亿元。央行降准进一步改善市场流动性。

图 43: 社融增速持续负增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从信用端来看, 建筑装饰产业债信用利差中位数从 2018 年 7 月 19 日的 248.67BP 收窄至 11 月 2 日的 187.83BP, 建筑产业债的信用发生改善。一方面, 地方政府融资平台的合理融资行为得到政策支持。另一方面, 企业股权质押平仓风险得到有效缓解, 信用环境得到改善。2018 年上半年, 建筑企业融资成本普遍上升 15% 以上, 部分民营企业融资困难, 甚至发生债务危机。下半年货币和信用环境改善, 政府出台救市政策, 大幅缓解上市公司债务和股权质押平仓风险。

图 44: 建筑装饰产业债信用利差有所收窄

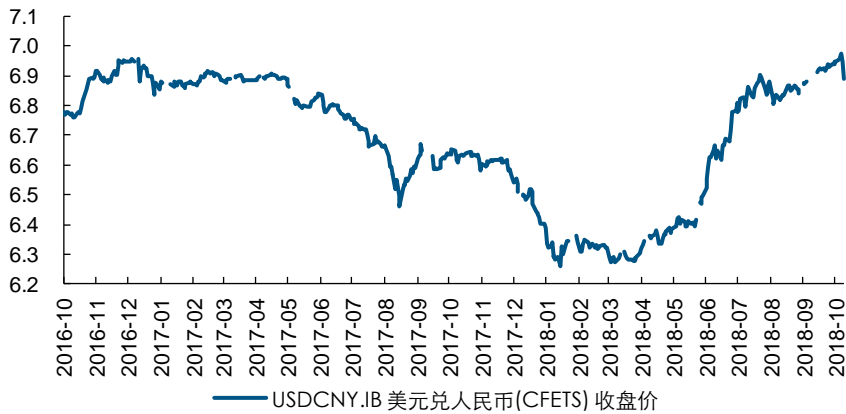


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 人民币贬值使国际工程受益

2018 年年初以来人民币持续贬值, 截至 11 月 2 日, 人民币贬值 5.48%。人民币贬值对于国际工程企业较为有利。国际工程企业多以美元结算, 人民币贬值将会给国际工程企业带来几方面影响: (1) 成本下降, 竞争力增强, 订单增加。海外工程一般有大量设备和劳务是从国内采购, 以人民币计价, 人民币贬值后成本下降, 报价更有优势, 竞争力增强。(2) 成本下降, 毛利率提升, 利润增加。海外工程项目的签单和结算一般以美元计, 人民币贬值后, 成本下降带来毛利率提升, 换算成人民币的利润增加。(3) 虽然海外工程公司都有汇率套期保值, 但在贬值的一致预期下, 套保量不会完全覆盖汇率波动, 会有一部分汇兑收益。2017 年人民币升值 6.72%, 2017 年至 2018 年 11 月 2 日, 人民币升值和贬值之间的绝对值为 12.20%。从升值到贬值将对国际工程企业净利润产生较大正面影响。

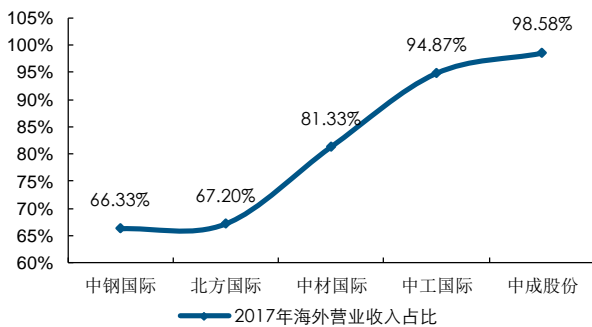
图 45: 人民币持续贬值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

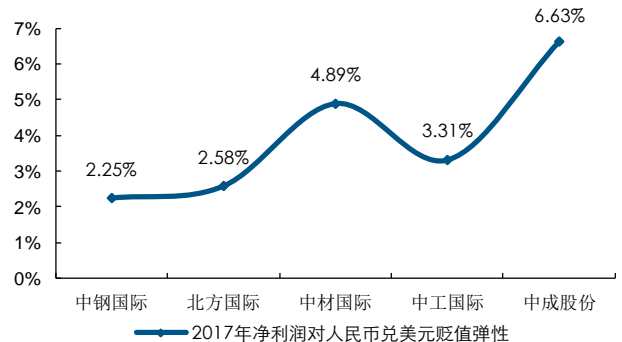
总体而言,海外业务占比越大,汇兑收益对汇率的敏感性越高。目前 A 股主要的国际工程企业有中工国际、北方国际、中材国际、中钢国际和中成股份等,2017 年,这五家公司的海外营业收入占比为:中工国际(94.87%)、北方国际(67.2%)、中材国际(81.33%)、中钢国际(66.33%)和中成股份(98.58%)。此外中国交建、中国铁建、中国中铁和中国建筑等央企海外业务规模较大。以 2017 年年报中的美元情况来看,净利润对人民币兑美元贬值弹性分别为中工国际 3.31%、北方国际 2.58%、中材国际 4.89%、中钢国际 2.25%、中成股份 6.63%。可以看到中成股份汇兑损益对汇率敏感性最高,中材国际和中工国际次之。人民币贬值将使得上述公司业绩增厚。

图 46: 2017 年主要国际工程企业海外收入占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 47: 2017 年国际工程企业净利润对人民币兑美元贬值弹性



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 推荐基建, 关注房建和国际工程

推荐去杠杆与稳增长博弈背景中的基建投资机会。首先,从政策层面来看,国务院常委会提出加大基建补短板力度。10月31日,国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见(以下简称《意见》)指出,今年以来整体投资增速放缓,特别是基础设施投资增速回落较多,一些领域和项目存在较大投资缺口,亟需聚焦基础设施领域突出短板,确保经济运行在合理区间。《意见》提出分别从铁路、公路、水利等领域进行补短板。基建板块确实得到政策的大力支持。其次,推进基建补短板需要资金支持,目前货币端和信用端均发生改善,尤其是地方政府平台的合理融资需求得到有效保障,《意见》严禁金融机构惜贷、抽贷、断贷,地方政府的合理融资需求得到政策支持,故基建投资有资金保障。再次,中美贸易战、固定资产投资增速下行等因素使得经济下行压力加大,政府对基建投资的可控性较强,基建是稳经济的抓手。综上,我们推荐去杠杆与稳增长博弈背景中的基建投资机会。个股方面施工端推荐:中国铁建、中国中铁、中国交建、中国建筑、葛洲坝、四川路桥等。设计端推荐苏交科、中设集团、设计总院、勘设股份等。

关注房建和国际工程行业投资机会。2018年年初至今，房屋新开工面积增速持续高增长。1-9月份，房屋新开工面积同比增长16.4%，增速创2016年9月以来新高。房屋新开工面积高增长有望持续提升房建行业景气度。建议关注房建行业投资机会。个股方面建议关注中国建筑、龙元建设、上海建工等。国际工程有望受益人民币贬值。2018年以来人民币持续贬值，截至11月2日，人民币贬值5.48%，人民币贬值有望增厚国际工程企业业绩。建议关注国际工程行业投资机会。个股方面建议关注中材国际、北方国际、中工国际和中国海诚等。

生态保护和环境治理业景气度较高。2018年1-9月份，生态保护和环境治理业投资同比增长33.7%，增速同比提高8.7pct。十九大提出建设美丽中国，生态保护和环境治理有望延续较快投资增速。建议关注在手订单饱满，基本面良好，估值较为合理的相关个股。

(五) 风险提示

1、固定资产投资下滑；2、应收账款回收不及预期。

插图目录

图 1: 建筑行业近年营业收入及增速	2
图 2: 建筑行业近年归母净利润及增速	2
图 3: 2018Q1-3 建筑行业营业收入增速放缓	2
图 4: 2018Q1-3 建筑行业归母净利润增速放缓	2
图 5: 2018 年前三季度建筑行业毛利率有所提升	2
图 6: 2018 年前三季度建筑行业净利率有所提升	2
图 7: 建筑行业 2018Q1-3 应收账款周转率有所回升	3
图 8: 建筑行业 2018Q1-3 存货周转率有所回升	3
图 9: 建筑行业 2018Q1-3 固定资产周转率提升显著	3
图 10: 建筑行业 2018Q1-3 经营活动产生的现金流量净额/营业收入持续下降	3
图 11: 2017 年年初以来螺纹钢(Φ12-25)含税价上涨	3
图 12: 2017 年年初至今硅酸盐水泥袋装价格有所上涨	3
图 13: 2018 年前三季度建筑行业 ROE 同比下降	4
图 14: 2018 年前三季度建筑行业总资产周转率同比下降	4
图 15: 2018 年前三季度建筑行业资产负债率同比有所下降	4
图 16: 2018 年前三季度建筑行业权益乘数同比有所减小	4
图 17: 2018 年前三季度建筑行业期间费用率明显降低	4
图 18: 2018Q1-3 房建行业营业收入增速放缓	5
图 19: 2018 年前三季度房建行业归母净利率同比略有提升	5
图 20: 2018Q1-3 房建行业毛利率同比有所提升	5
图 21: 2018 年前三季度房建行业净利率同比趋稳	5
图 22: 2018Q1-3 装修装饰行业营业收入增速放缓	6
图 23: 2018Q1-3 装修装饰行业归母净利润增速放缓	6
图 24: 2018Q1-3 房建行业毛利率同比有所提升	6
图 25: 2018 年前三季度房建行业净利率同比趋稳	6
图 26: 2018Q1-3 园林工程行业营业收入增速放缓	7
图 27: 2018Q1-3 园林工程行业归母净利润增速放缓	7
图 28: 2018Q1-3 园林工程行业毛利率同比有所提升	7
图 29: 2018 年前三季度园林工程行业净利率同比下降明显	7
图 30: 2018Q1-3 基建行业营业收入增速放缓	8
图 31: 2018Q1-3 基建行业归母净利润增速放缓	8
图 32: 2018Q1-3 基建行业毛利率同比有所提升	9
图 33: 2018 年前三季度基建行业净利率略有上升	9
图 34: 2018Q1-3 专业工程行业营业收入增速提升	10
图 35: 2018Q1-3 专业工程行业归母净利润增速大幅下降	10
图 36: 2018Q1-3 专业工程行业毛利率同比下降	10
图 37: 2018 年前三季度专业工程行业净利率通同降低	10
图 38: 固定资产投资增速持续放缓	11
图 39: 基建、地产和制造业投资增速一览	12
图 40: 基建三大构成项目投资增速一览	12
图 41: 房屋新开工面积增速高增长	13
图 42: M1 和 M2 增速持续下行	13
图 43: 社融增速持续负增长	14
图 44: 建筑装饰产业债信用利差有所收窄	14
图 45: 人民币持续贬值	15
图 46: 2017 年主要国际工程企业海外收入占比	15
图 47: 2017 年国际工程企业净利润对人民币兑美元贬值弹性	15

表格目录

表 1: 2018 年前三季度房建行业个股营业收入和净利润增速一览.....	5
表 2: 2018 年前三季度装修装饰行业个股营业收入和净利润增速一览.....	6
表 3: 2018 年前三季度园林工程行业个股营业收入和净利润增速一览.....	8
表 4: 2018 年前三季度基建行业个股营业收入和净利润增速一览.....	9
表 5: 2018 年前三季度专业工程行业个股营业收入和净利润增速一览.....	10
表 6: 2018 年前三季度化学工程行业个股营业收入和净利润增速一览.....	11

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

华立，银河证券行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕	010-83571359	lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶	010-83571359	liusiyao@chinastock.com.cn