

# 建筑装饰

## 把握基建与地产链主线机会

货币环境持续宽松，2019年建筑行业面临极佳外部环境。经济增长承压、不确定因素诸多环境下，2019年稳增长成政策必然选择。预计货币环境将维持宽松，降准有望延续，降息重启存在可能，信用疏导在努力过程中，建筑板块面临极佳环境。预计2019年基建投资稳步加速，房地产投资增速放缓但建安投资保持一定增速，制造业投资保持较快增长但增速小幅回落，基建成为稳投资的主要着力点。

基建补短板方向明确，低估值央企与设计龙头共舞。政策明确基建补短板重要方向，财政有望持续发力，随着专项债发行及使用大幅增长（预计18/19年新发行1.35/2万亿）及信贷疏导加大，基建行业横向对比具有相对确定性，且存进一步刺激潜力，基建板块为优选方向，看好低估值建筑央企和设计龙头。设计龙头不仅受益于当前基建稳增长，且通过异地扩张、业务横向及纵向拓展、项目大型化持续提升市占率呈现一定成长股属性，并具有极佳现金流，目前板块估值仍低，具备较强投资价值。

逆周期调控年份地产链具有潜在机会，关注家装及装配式装修最新进展。回顾过往，在逆周期调控年份，房地产行业总是主动或被动放松。在当前经济重压之下，2019年房地产行业存松动空间，届时地产链如装饰板块有望迎来机会。结合目前装饰龙头在家装、装配式装修等领域取得阶段性成果，2019年相关标的值得重点关注。

**投资建议：**在货币环境持续宽松、财政政策趋于积极、基建投资逐步发力背景下，给予行业“增持”评级。基建链重点推荐低估值建筑央企**中国建筑、中国铁建、中国中铁及中国交建**；具有成长属性的设计龙头**苏交科、中设集团及设计总院**；PPP龙头**龙元建设**。地产链关注估值已极低家装龙头**金螳螂、东易日盛**，以及装配式装修龙头**亚厦股份**。此外，一带一路关注目前预期已极低的中工国际。

**风险提示：**政策变化或执行力度不及预期风险，信用风险，项目执行风险，应收账款风险，海外经营风险等。

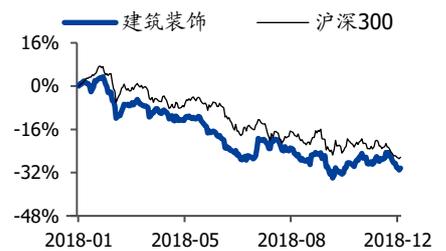
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601186	中国铁建	买入	1.18	1.43	1.64	1.85	9.2	7.6	6.6	5.9
601668	中国建筑	买入	0.78	0.85	0.94	1.03	7.3	6.7	6.1	5.5
300284	苏交科	买入	0.57	0.69	0.85	1.04	18.2	15.0	12.2	10.0
603018	中设集团	买入	0.95	1.25	1.56	1.89	18.4	13.9	11.2	9.2
600491	龙元建设	买入	0.48	0.60	0.89	1.16	14.1	11.3	7.6	5.8
002081	金螳螂	买入	0.73	0.84	0.97	1.11	11.1	9.6	8.4	7.3

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

### 相关研究

- 1、《建筑装饰：基建逆周期稳增长方向明确，继续重点推荐》2018-12-23
- 2、《建筑装饰：基建投资加速强化趋势，继续推荐基建链》2018-12-16
- 3、《建筑装饰：基建加码重要性再提升，持续推荐央企与设计龙头》2018-12-09



## 内容目录

1. 投资聚焦 .....	5
2. 行业回顾与展望 .....	6
2.1. 宽货币政策延续，降息可能性增大 .....	6
2.2. 固投增长持续放缓，动能向基建转换 .....	7
2.3. 稳基建方向明确，基建投资有望逐季回升 .....	8
2.3.1. 公路投资 .....	9
2.3.2. 铁路投资 .....	10
2.3.3. 轨道交通 .....	12
2.4. 房地产投资承压，有待边际放松 .....	12
2.5. 2019年制造业投资预计小幅回落 .....	14
2.6. 海外市场仍低迷，2019年关注第二届“一带一路”峰会 .....	14
3. 专题一：把握当前稳基建投资主线机会 .....	16
3.1. 此轮基建刺激面临约束：严控地方隐形负债 .....	16
3.2. 广开前门，多渠道发力，保障基建资金来源 .....	17
3.2.1. 融资平台监管边际改善，由去杠杆到稳杠杆 .....	17
3.2.2. 专项债发行和使用大幅增长，将贡献主要增量 .....	17
3.2.3. 财政赤字率有望上调，中央项目申报增加 .....	18
3.3. PPP冬去春来，将逐步回归健康发展 .....	19
3.4. 基建央企：强者恒强，低估值尤具吸引力 .....	21
3.5. 设计龙头：市占率提升具有成长属性 .....	22
4. 专题二：2012年的回顾与启示：关注地产链机会 .....	23
4.1. 宏观背景：2011年与2018年较为相似 .....	23
4.2. 2012年逆周期政策梳理 .....	25
4.3. 2012年建筑板块行情回顾与对2019年的启示 .....	28
5. 专题三：关注装配式建筑与装修行业最新进展 .....	31
5.1. 装配式建筑快速推广，发展迅速 .....	31
5.2. 钢结构性能优越，细分龙头有望快速崛起 .....	33
5.3. 装配式装修顺应潮流，市场化有望显著加快 .....	34
6. 建筑板块2018年行情回顾 .....	35
6.1. 板块整体表现：2018先抑后扬，板块估值仍处低位 .....	35
6.2. 子板块对比：央企、地方国企及设计行业涨幅靠前 .....	37
6.3. 个股涨跌幅分析：基建产业链受益于基建趋势向上预期 .....	38
6.4. 基金持仓分析：Q3建筑股持仓仍极低 .....	39
7. 行业投资策略与重点个股述评 .....	40
7.1. 行业投资策略 .....	40
7.2. 重点标的评述 .....	41
中国铁建 .....	41
中国建筑 .....	41
苏交科 .....	42
中设集团 .....	42
龙元建设 .....	43
金螳螂 .....	44
8. 风险提示 .....	44

## 图表目录

图表 1: 月度社会融资规模数据 (亿元)	6
图表 2: M1、M2 同比增速 (%)	7
图表 3: 国债到期收益率走势	7
图表 4: 2018 年最新投资数据及未来增速预测	7
图表 5: 固定资产投资单月值及累计增速	8
图表 6: 三大细分子行业投资增速	8
图表 7: 基建投资 (全口径) 累计及单月同比	8
图表 8: 基建投资 (统计局口径) 累计及单月同比	8
图表 9: 基建三大细分领域构成 (2018 年前 11 月数据)	9
图表 10: 交通运输、仓储和邮政业累计及单月同比	9
图表 11: 水利、环境和公共设施管理业累计及单月同比	9
图表 12: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计及单月同比	9
图表 13: 公路水路历年投资目标与实际完成额 (单位亿元)	10
图表 14: 公路固定资产投资单月值及累计增速	10
图表 15: 我国历年公路客运及货运周转量情况	10
图表 16: 铁路固定资产投资单月值及累计增速	11
图表 17: 历年铁路新增通车里程及投资额规划	11
图表 18: 我国历年轨道交通运营线路长度及增速	12
图表 19: 我国历年轨道交通完成投资额及增速	12
图表 20: 近期批复的轨交投资规划	12
图表 21: 房地产开发投资完成额单月值及累计增速	13
图表 22: 房屋新开工面积单月值及累计增速	13
图表 23: 商品房销售额累计及单月同比增速	13
图表 24: 商品房销售面积累计及单月增速	13
图表 25: 全国土地单月成交额及累计增速	13
图表 26: 制造业固定资产投资单月值及累计增速	14
图表 27: 石油加工、炼焦及核燃料加工业投资单月值及累计增速	14
图表 28: 化学原料及化学制品制造业投资累计同比增速	14
图表 29: 对外承包当年新签合同额及同比增速	15
图表 30: 对外承包当年完成营业额及同比增速	15
图表 31: 一带一路新签合同额及同比增速	15
图表 32: 一带一路完成合同额及同比增速	15
图表 33: 中国出口信用保险公司历年承保金额及增速	16
图表 34: 中国信保对“一带一路”沿线国家的承保金额 (亿美元)	16
图表 35: 美元兑人民币中间价走势	16
图表 36: 本轮刺激政策主要发力方向	17
图表 37: 地方政府债券发行情况 (Wind 口径)	18
图表 38: 地方政府专项债发行情况 (央行口径)	18
图表 39: 各月中央申报项目金额	19
图表 40: 各月地方申报项目金额	19
图表 41: PPP 单月成交额及累计同比增速	19
图表 42: 2018 年 9 月至今 PPP 相关政策	20
图表 43: 财政部 PPP 季度新增管理库金额	21

图表 44: 财政部 PPP 季度新增储备清单金额 .....	21
图表 45: 全口径已成交 PPP 项目投资回报率 .....	21
图表 46: 单月新增 PPP 中标项目规模中民企和非民企占比 .....	21
图表 47: 工程设计行业营业收入及增速 .....	22
图表 48: 工程勘察行业营业收入及增速 .....	22
图表 49: 16 家设计上市公司市占率持续提升 .....	22
图表 50: 我国历年 GDP 增速 .....	23
图表 51: 历年 M1 和 M2 同比增速 .....	24
图表 52: 历史国债收益率走势 .....	24
图表 53: 我国历年社会融资规模 .....	24
图表 54: 我国历年基建、制造业及地产投资增速 .....	25
图表 55: 国内进出口总额 (亿美元) 及同比增速 (%) .....	25
图表 56: 2011 年 11 月-2012 年 5 月经历三次降准 .....	26
图表 57: 2012 年 6 月、7 月两次降息 .....	26
图表 58: 2011-2013 年财政支出月度同比增速 (%) .....	26
图表 59: 2012-2013 年发改委月度核准项目数 .....	26
图表 60: 2011-2012 年房地产调控主要政策汇总 .....	27
图表 61: 2012 年货币政策转向后商品房销售金额及销售面积增速均显著改善 .....	28
图表 62: 中信建筑指数 2012 年涨跌幅及超额收益情况 .....	28
图表 63: 2012 年 1 月-2013 年 5 月中信建筑指数与沪深 300 累计涨跌幅情况 .....	29
图表 64: 建筑指数相对沪深 300 超额收益率及期间主要事件 .....	29
图表 65: 2012 年 1 月-2013 年 5 月建筑板块涨幅最大的 20 支股票 .....	30
图表 66: 装饰龙头公司在 2012 年行情回顾表 .....	30
图表 67: 装饰龙头公司在 2012 年行情回顾图 .....	31
图表 68: 各部门关于装配式建筑的主要政策汇总 .....	32
图表 69: 装配化房建市场规模测算 .....	33
图表 70: 精工钢构已公告技术合作协议情况 .....	34
图表 71: 传统装修与装配式装修施工工艺对比 .....	34
图表 72: 建筑板块、沪深 300 及 Wind 全 A 年初至今涨跌幅情况 .....	35
图表 73: 建筑板块市盈率 (PE) 变化 .....	36
图表 74: 建筑板块市净率 (PB) 变化 .....	36
图表 75: 建筑板块市盈率 (PE) 与沪深 300 对比 .....	36
图表 76: 建筑板块市净率 (PB) 与沪深 300 对比 .....	36
图表 77: 年初至今各行业涨跌幅对比情况 .....	36
图表 78: 各行业估值对比 (PE TTM) .....	37
图表 79: 各行业估值对比 (PB LF) .....	37
图表 80: 建筑行业子版块年初至今涨跌幅 .....	38
图表 81: 建筑板块细分子行业截至目前 PE 对比 .....	38
图表 82: 建筑板块细分子行业截至目前 PB 对比 .....	38
图表 83: 年初至今涨跌幅前 10 股票 .....	39
图表 84: 年初至今涨跌幅后 10 股票 .....	39
图表 85: 截至 2018 年 Q3 建筑板块持仓情况 .....	40
图表 86: 建筑板块持仓标的占比情况 .....	40
图表 87: 建筑行业重点标的估值情况 .....	41

## 1. 投资聚焦

2018年中国经济经历了国内去杠杆与信用收缩、海外贸易摩擦，经济增速虽保持在预期范围，但减速压力仍大。尽管自7月底国常会明确提出基建补短板以稳投资，以及8月起加速发行完1.35万亿专项债，促使基建投资在四季度开始企稳回升，但回升力度似乎仍显不够。建筑板块2018年走出先抑后扬的走势，但从年中低点以来的整体涨幅并不显著，只有稍显不错的相对收益，这可能部分体现了市场对目前基建刺激力度的不满以及未来行业数据回升力度不足预期。

展望2019年，建筑行业应首先把握好基建投资主线机会。基建补短板方向明确，随着专项债发行及使用大幅增长（预计18/19年新发行1.35/2万亿）、信贷疏导加大、PPP回归健康发展，基建投资有望逐步加快。我们认为，在更加严峻的经济形势之下，基建刺激力度仍有望进一步加大以实现稳增长效果，行业横向对比具有相对确定性，而目前板块估值仍低，预计上半年基建产业链（包括建筑央企与设计公司）仍将有较好表现。重点推荐低估值建筑央企**中国铁建、中国中铁、中国交建、中国建筑**及通过市占率提升实现快速成长的设计龙头**苏交科、中设集团、设计总院**。

其次，我们回顾2012年发现，在逆周期调控的年份，房地产行业主动或被动放松，地产链如装饰行业也存在机会。目前地产周期目前已从年中的冲高转向回落阶段，但国内经济形势并不能容忍房地产行业大的减速，因此预计2019年政策面将有调整空间，届时地产链如装饰板块有望迎来机会。结合目前装饰龙头在家装、装配式装修等领域取得阶段性成果，2019年相关标的（**金螳螂、亚厦股份、东易日盛**）值得重点关注。

此外，第二届一带一路合作峰会召开、PPP见底回暖，相关板块和标的目前预期极低，2019年或迎来新的积极变化，由此蕴藏的潜在机会亦值得关注。一带一路建议重点关注目前预期和估值已极低的中工国际，PPP重点推荐成长龙头**龙元建设**。

## 2. 行业回顾与展望

### 2.1. 宽货币政策延续，降息可能性增大

2018年，在供给侧改革及去杠杆背景下，货币政策总体保持稳健中性。年内央行共实施三次降准，并通过MLF担保品扩容、MLF超额续作等持续投放流动性，但表外融资持续收缩、信用风险事件频发、中小企业融资难等因素造成信用环境持续收缩，“宽货币、紧信用”成为常态。新口径社融存量增速由年初12.7%显著下滑至11月的9.9%，M2增速由年初的8.6%持续回落至8.0%，而M1增速则由年初的15.0%快速回落至1.5%，创2014年以来新低。M1-M2剪刀差自2月以来已连续9个月为负，且缺口维持高位，货币政策传导机制并不顺畅，实体投资意愿不足，掣肘经济持续稳健增长。

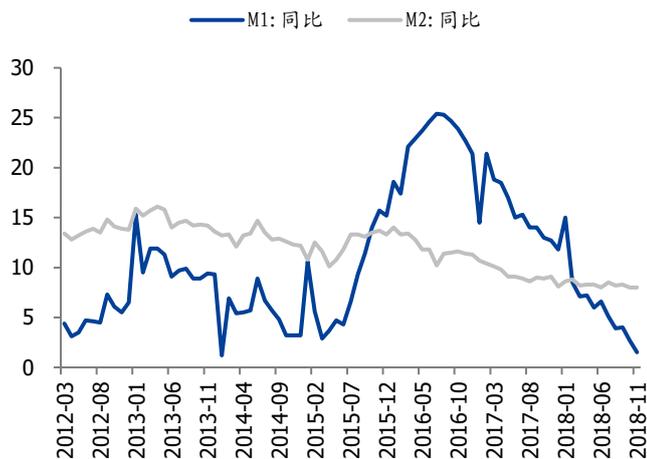
展望2019年，政策方向由去杠杆趋向于稳杠杆，有望延续“宽货币”的环境，并加大对“宽信用”疏导。近期美联储表示对美国前景有所担忧，19年美国加息节奏可能放缓，有望为国内货币政策提供腾挪空间。面对国内经济下行压力较大，7月份以来政策持续疏导信贷投放，加大对中小微及民营企业融资支持，同时实体经济有效融资需求不足导致银行优质“资产荒”再现，整体利率可能见顶。在纾困政策频出的背景下，19年局部信用环境有望改善，信用利差有望收窄。2019年可能继续降准，且不排除继续降息可能性，这为建筑行业提供了较好的环境预期。

图表1: 月度社会融资规模数据(亿元)

时间	合计	新增人民币 贷款	新增委托 贷款	新增外币 贷款	新增信托 贷款	新增未贴现银 行承兑汇票	企业债券 融资	非金融企业境 内股票融资	地方政府 专项债	存款类金融机 构资产支持证券	贷款核销
2017-01	37095	23133	3136	126	3175	6130	-510	1225	0	-129	253
2017-02	11046	10317	1172	368	1062	-1719	-1125	570	0	-10	149
2017-03	24001	11586	2039	288	3113	2390	129	800	1806	164	846
2017-04	15604	10806	-48	-283	1473	345	501	769	2019	-505	210
2017-05	13136	11780	-278	-99	1812	-1245	-2488	458	1934	294	277
2017-06	21131	14474	-32	73	2481	-230	-169	487	1991	113	1309
2017-07	14983	9152	163	-213	1232	-2037	2621	536	3326	-505	205
2017-08	17514	11466	-82	-332	1143	242	1137	653	1924	446	250
2017-09	22451	11885	775	-232	2368	784	1654	519	2517	324	1276
2017-10	12004	6635	43	-44	1019	12	1482	601	1315	61	271
2017-11	19139	11428	280	198	1434	15	920	1324	2282	248	481
2017-12	15865	5769	601	169	2245	676	343	792	849	1476	2059
2018-01	30793	26850	-714	266	455	1437	1222	500	0	-137	320
2018-02	11894	10199	-750	86	660	106	644	379	108	-146	261
2018-03	15854	11425	-1850	139	-357	-323	3542	404	662	387	1234
2018-04	17771	10987	-1481	-26	-94	1454	4057	533	808	821	259
2018-05	9518	11396	-1570	-228	-904	-1741	-382	438	1012	377	479
2018-06	14877	16787	-1642	-364	-1623	-3649	1349	258	1019	272	1737
2018-07	12244	12861	-950	-773	-1192	-2744	2185	175	1851	123	176
2018-08	19401	13140	-1207	-344	-688	-779	3412	141	4106	501	377
2018-09	21682	14341	-1432	-670	-909	-548	373	272	7389	895	1615
2018-10	7288	7141	-949	-800	-1273	-453	1381	176	868	188	445
2018-11	15191	12300	-1310	-787	-467	-127	3163	200	-332	1157	729

资料来源: 央行官网, 国盛证券研究所

图表 2: M1、M2 同比增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 国债到期收益率走势 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.2. 固投增长持续放缓，动能向基建转换

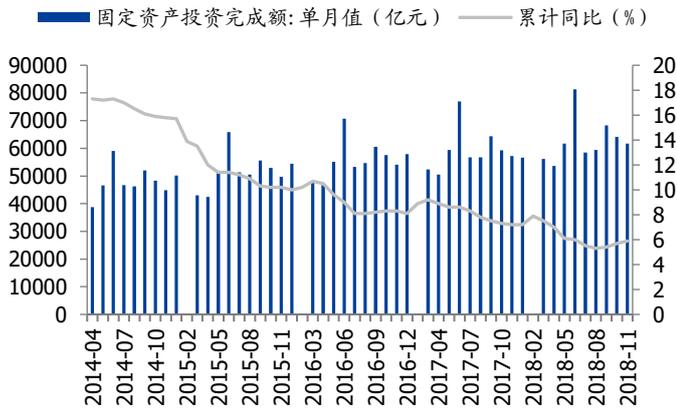
2018 年初以来，固定资产投资增速在基建投资的拖累下一路走低，制造业和房地产投资则表现的相对较强。1-11 月份全国固定资产投资同比增长 5.9%，增速比 1-10 月份提升 0.2 个 pct，11 月单月同比增长 7.8%，主要因制造业投资加速且基建企稳后持续回升。预计全年固定资产投资增长 6.3%。展望 2019 年，预计基建投资增长将有所加快，制造业投资增长有所放缓，房地产投资增长明显放缓，预计全年固定资产投资增速在 6.0% 左右水平，基建重新成为固定资产投资增长的重要动力。

图表 4: 2018 年最新投资数据及未来增速预测

(单位: 亿元)	2018 年 1-11 月	2018 年 1-10 月	9 月单月	10 月单月	11 月单月	2018 年 E	2019 年 E
固定资产投资	609,267	547,567	68,284	64,125	61,700	671,499	712,007
增速	5.90%	5.70%	6.15%	8.06%	7.79%	6.30%	6.03%
房地产投资	110,083	99,325	12,146	10,660	10,758	119,571	121,962
增速	9.70%	9.70%	8.93%	7.68%	9.30%	8.90%	2.00%
制造业投资	193,047	173,312	22,264	20,241	19,736	211,041	227,924
增速	9.50%	9.10%	16.33%	12.22%	13.14%	9.00%	8.00%
基建投资 (不含电力热力等)	131,409	117,288	14,633	14,347	14,121	145,396	157,479
增速	3.70%	3.70%	-1.82%	6.66%	3.70%	3.85%	8.31%
基建投资 (包含电力热力等)	159,072	142,110	17,943	17,416	16,962	175,922	187,203
增速	1.19%	0.92%	-2.02%	5.90%	3.51%	1.64%	6.41%
基建: 电力、热力、燃气及水生产供应业	24,871	22,306	2,918	2,648	2,564	27,113	26,028
增速	-8.80%	-9.60%	-6.46%	-0.50%	-1.19%	-9.00%	-4.00%
基建: 交通运输、仓储和邮政业	57,463	51,411	6,743	6,757	6,052	64,979	71,477
增速	4.50%	4.60%	3.77%	14.90%	3.66%	6.20%	10.00%
基建: 水利、环境和公共设施管理业	76,738	68,392	8,283	8,012	8,346	83,830	89,698
增速	2.40%	2.10%	-4.75%	1.35%	4.93%	2.10%	7.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 固定资产投资单月值及累计增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 三大细分子行业投资增速

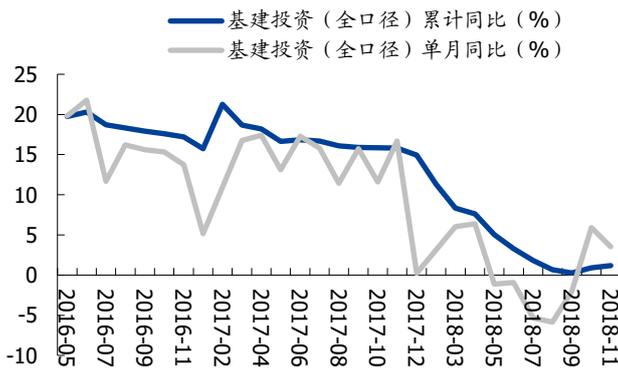


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.3. 稳基建方向明确，基建投资有望逐季回升

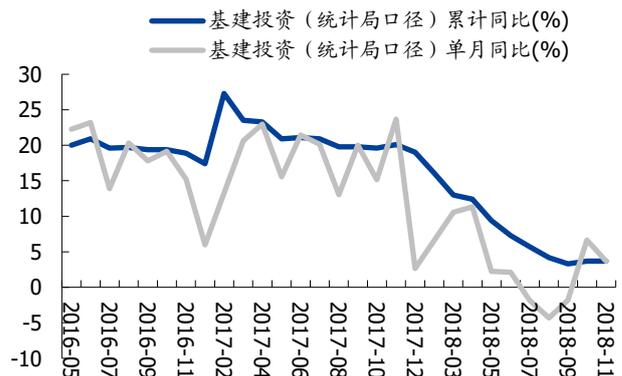
在去杠杆压力下，2018年前9月基建投资增速一路下行，下行趋势止于10月，1-11月基建投资（小口径，不包含电力、热力、燃气及水生产供应业）同比增长3.7%，增速与1-10月持平，11月单月增长3.7%；而全口径基建投资（包含电力、热力、燃气及水生产供应业，这里我们假设去年基数无调整）同比增长1.2%，较1-10月增速提升0.3个pct，11月单月增长3.5%，延续触底后的回升趋势。自7月国常会政策明确基建补短板起，专项债加速发行，发改委加速批准了一批新项目，前期系列基建刺激政策已在四季度开始呈现出一定效果，预计2019年基建增速有望逐季回升。我们认为，在2019年更加严峻的经济形势之下，基建刺激力度仍有望进一步加大。

图表7: 基建投资（全口径）累计及单月同比



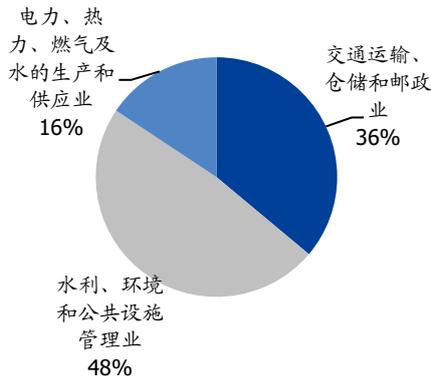
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 基建投资（统计局口径）累计及单月同比



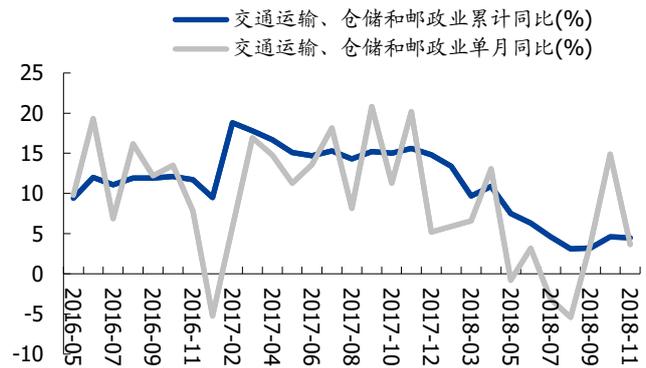
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 基建三大细分领域构成 (2018 年前 11 月数据)



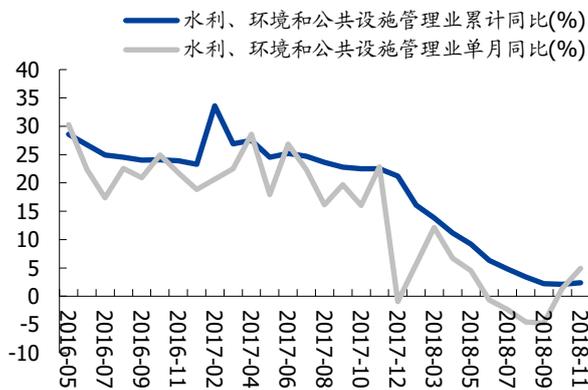
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 交通运输、仓储和邮政业累计及单月同比



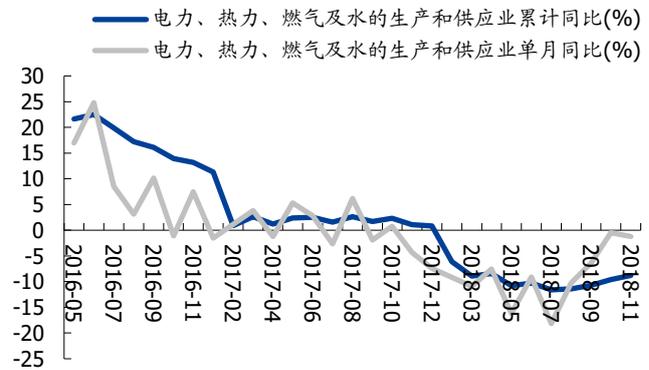
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 水利、环境和公共设施管理业累计及单月同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计及单月同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.3.1. 公路投资

2018 年 1-11 月我国公路固定资产投资额 1.99 万亿元, 同比增长 0.17%, 较 1-10 月小幅回升 0.28 个 pct, 11 月单月公路固定资产投资 2229 亿元, 同比增长 2.49%。当前公路投资增速已处于历史低位。根据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》, “十三五”期间公路通车里程和高速公路建成里程分别将在 2020 年达到 500 万公里和 15 万公里, 5 年复合增速分别为 1.77%和 3.88%。我们预计随着经济进入新常态, 未来全国公路投资增速将趋于平缓, 总量维持高位。

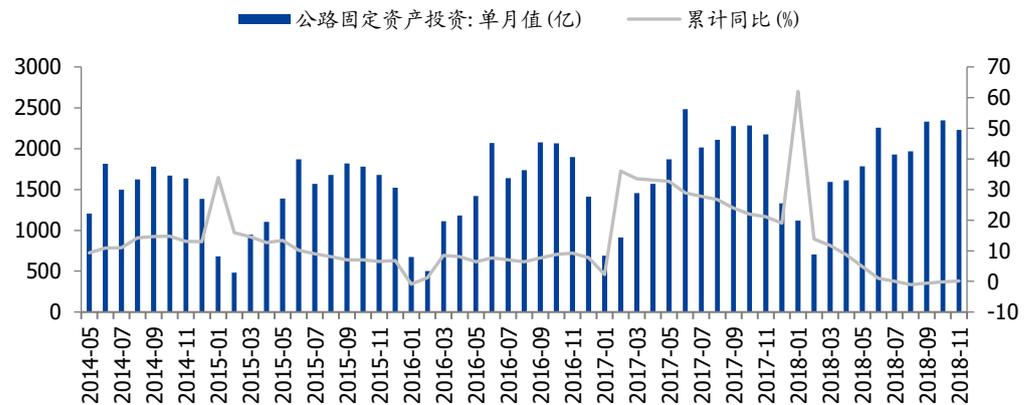
**预计 2019 年公路水路投资增长 0%-5%。**根据交通部全国交通运输工作会议披露, 2018 年全年完成公路与水路投资共计 2.3 万亿, 相比 2017 年的 2.27 万亿基本持平。同时预期 2019 年公路水路投资完成 1.8 万亿目标, 该目标与 2018 年初制定的 1.8 万亿目标相同。根据近三年历史数据, 每年实际完成投资额均会明显超过年初制定目标, 考虑到 2019 年目标与 2018 年目标相同, 我们预计 2019 年实际完成额与 2018 年相比增长 0-5%。

图表 13: 公路水路历年投资目标与实际完成额 (单位:亿元)

年份	公路水运投资目标	目标增速	公路水运实际完成	实际增速
2015年			17970	
2016年	16500		19393	8%
2017年	18000	9%	22707	17%
2018年	18000	0%	约 23000	1%
2019年 E	18000	0%	23000-24150	0-5%

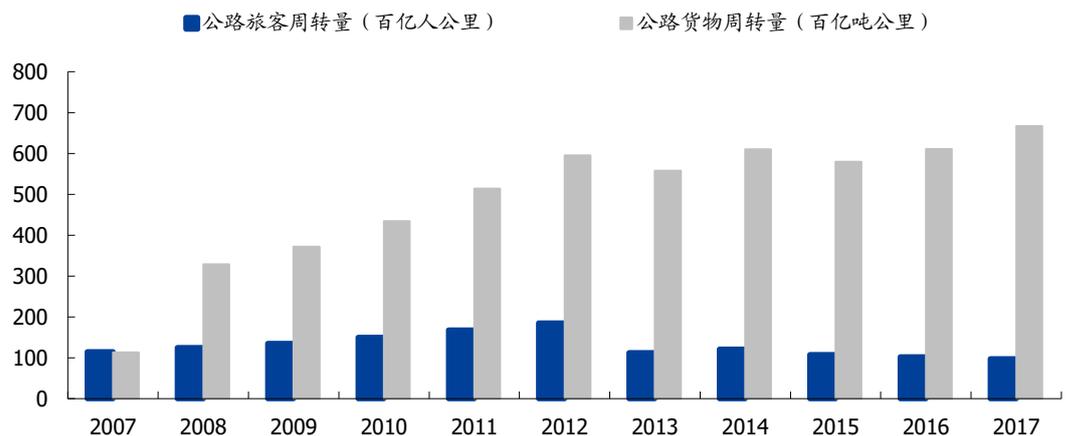
资料来源: 交通部, 国盛证券研究所

图表 14: 公路固定资产投资单月值及累计增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 我国历年公路客运及货运周转量情况

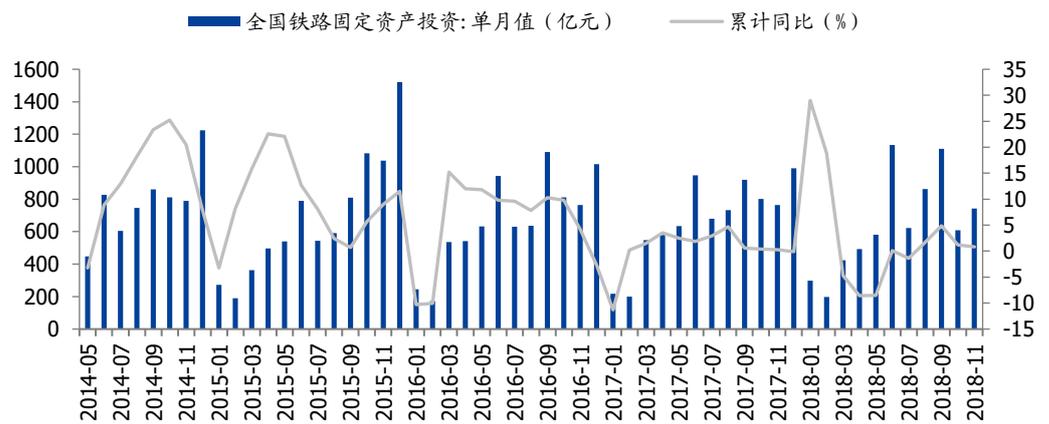


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.3.2. 铁路投资

**2018年铁路投资完成7920亿元, 符合预期。**2018年1-11月我国铁路固定资产投资额7073亿元, 同比增长0.8%。根据交通部全国交通运输工作会议披露, 2018年全国铁路投资完成额7920亿元, 比年初制定的7320亿元的目标增加600亿元, 符合预期。

图表 16: 铁路固定资产投资单月值及累计增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

铁路建设成为基建补短板方向之一。10月31日国务院印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，明确重要任务：1) 以中西部为重点加快推进“八纵八横”主通道项目；2) 加快推动一批战略性、标志性重大铁路项目开工建设；3) 推进京津冀、长三角、粤港澳大湾区等城际铁路规划建设。铁路建设成为基建补短板主要方向之一。预计2019年铁路投资继续保持一定增长。

预计2019年增长5%-10%，达到8300-8700亿，有可能创历史新高。从通车里程来看，十二五期间我国一共通车3万公里，其中高铁1.47万公里，普通铁路1.51万公里，共投资3.52万亿元。根据十三五规划，十三五预计新增通车2.9万公里，其中高铁1.1万公里，普通铁路1.8万公里。考虑到建设成本的上升，预计整体投资在3.8-4万亿左右，即每年7500-8000亿。此外，中国铁路总公司近些年来资产负债率维持在65%左右，整体负债规模维持稳定增长。综上考虑铁路补短板发力以及铁总建设规划，我们预计2019年铁路投资将保持5%-10%的增长，维持8000亿以上的规模，有可能创出历史新高。

图表 17: 历年铁路新增通车里程及投资额规划

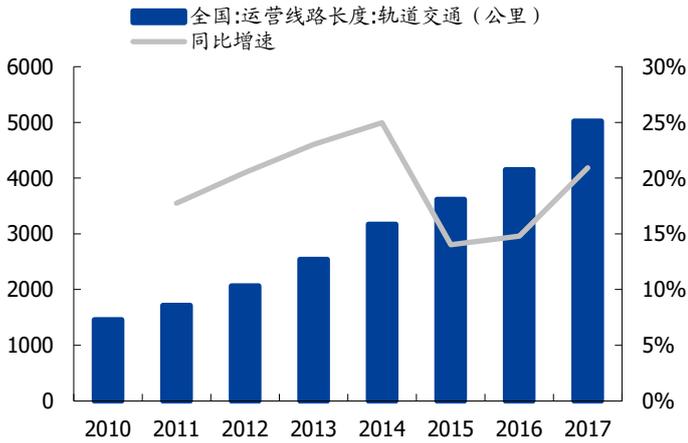
年份	新增通车里程 (公里)	新增高铁里程 (公里)	新增普通铁路里程 (公里)	全国铁路投资总额 (亿元)
2006	1,646.20	0	1,646.20	2,088.35
2007	882.1	0	882.1	2,520.70
2008	1,721.38	671.5	1,049.88	4,168.47
2009	5,830.61	2,027.20	3,803.41	7,013.21
2010	5,660.59	2,434.70	3,225.89	8,426.52
十一五合计	<b>15,740.88</b>	<b>5,133.40</b>	<b>10,607.48</b>	<b>24,217.25</b>
2011	2,071.16	1,467.60	603.56	5,906.09
2012	4,375.84	2,755.00	1,620.84	6,339.67
2013	5,519.16	1,672.00	3,847.16	6,657.45
2014	8,676.48	5,428.00	3,248.48	8,088.00
2015	9,149.28	3,382.00	5,767.28	8,238.21
十二五合计	<b>29,791.92</b>	<b>14,704.60</b>	<b>15,087.32</b>	<b>35,229.42</b>
十三五合计	<b>29,000.00</b>	<b>11,000.00</b>	<b>18,000.00</b>	<b>38000-40000</b>

资料来源: 铁路总公司网站, 国盛证券研究所

### 2.3.3. 轨道交通

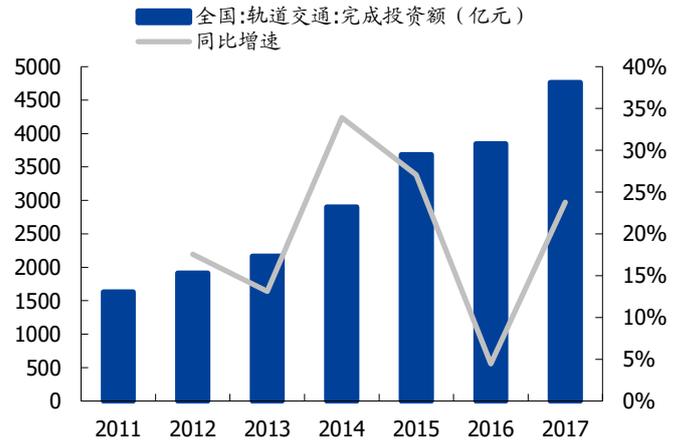
规划密集批复,轨交 2019 年有望迎来较快增长。2017 年全国轨道交通完成投资额 4762 亿元,同比快速增长 24%。但 2017 年下半年至 2018 年由于地方政府债务规范,部分地区轨交建设及审批被叫停。2018 年 7 月 13 日,国务院办公厅发布了《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》,对轨交建设标准、项目审批、风险管理等作出了严格规范,政策逐渐明朗。近期发改委又连续批复了上海、长春、苏州等地新一轮地铁规划,预计 2019 年轨交投资有望重回 20%以上快速增长,有望达到 5000 亿以上的规模。

图表 18: 我国历年轨道交通运营线路长度及增速



资料来源:城市轨道交通协会,国盛证券研究所

图表 19: 我国历年轨道交通完成投资额及增速



资料来源:城市轨道交通协会,国盛证券研究所

图表 20: 近期批复的轨交投资规划

项目时间	项目名称	项目省份	项目总投资 (亿元)
2018-09-06	苏州市城市轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	江苏	933.20
2018-11-21	重庆市城市轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	重庆	455.70
2018-11-26	调整杭州市城市轨道交通第三期建设规划 (2017~2022 年)	浙江	560.10
2018-11-28	调整济南市城市轨道交通第一期建设规划 (2015~2019 年)	山东	29.30
2018-11-30	长春市城市轨道交通第三期建设规划 (2019~2024 年)	吉林	711.37
2018-12-11	上海市城市轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	上海	2,983.48

资料来源:新闻资料整理,国盛证券研究所

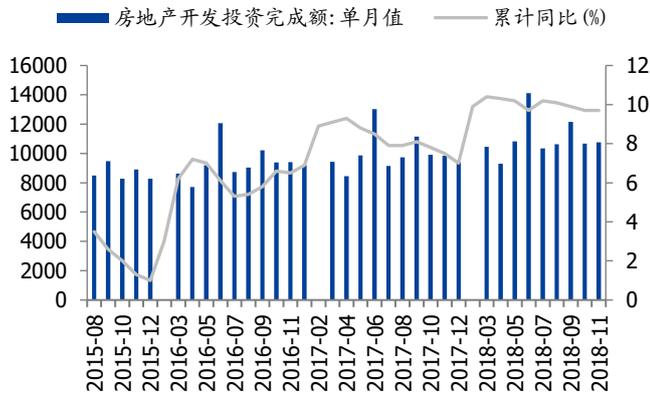
### 2.4. 房地产投资承压,有待边际放松

1-11 月房地产销售金额增长 12.1%,增速回落 0.4 个 pct;销售面积增速 1.4%,较 1-10 月放缓 0.8 个 pct。在房地产去库存取得相当成效后,预计 2019 年房地产销售将有所回落。销售放缓可能会使得未来投资增速承压。

1-11 月房地产投资同比增长 9.7%,增速与 1-10 月份持平,11 月单月同比增长 9.3%。1-11 月份房屋新开工面积 18.89 亿平方米,同比增长 16.8%,较 1-10 月份提升 0.5 个 pct,11 月单月同比增长 21.7%。在补库存压力下,当前较快的投资和新开工势头有望延续至 2019 年上半年,但后期随着前期销售增速放缓滞后影响以及基数压力,增速将逐步降低,预计全年微幅增长。其中投资金额中,建安投资占比将明显提升,土地出让占比预计明显下降。

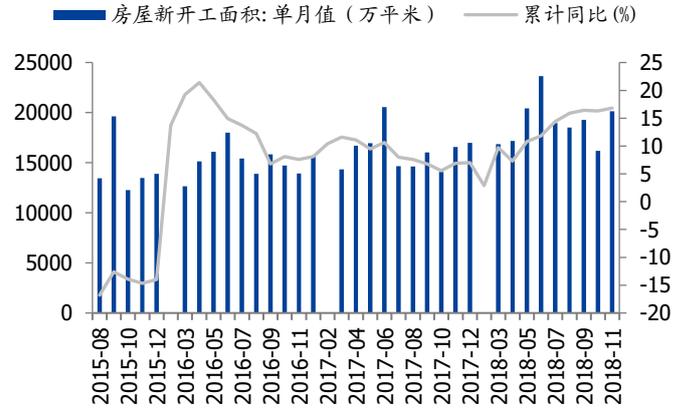
在经济压力下，预计2019年某个时候房地产政策有望边际放松。

图表 21: 房地产开发投资完成额单月值及累计增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 房屋新开工面积单月值及累计增速



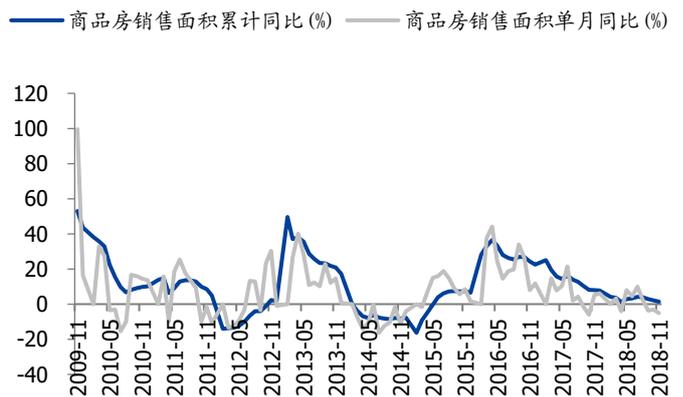
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 商品房销售额累计及单月同比增速



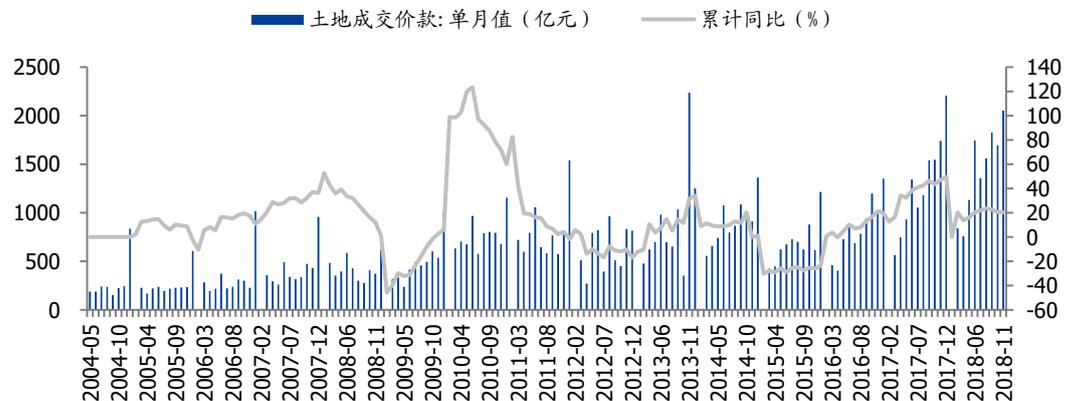
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 商品房销售面积累计及单月同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 全国土地单月成交额及累计增速

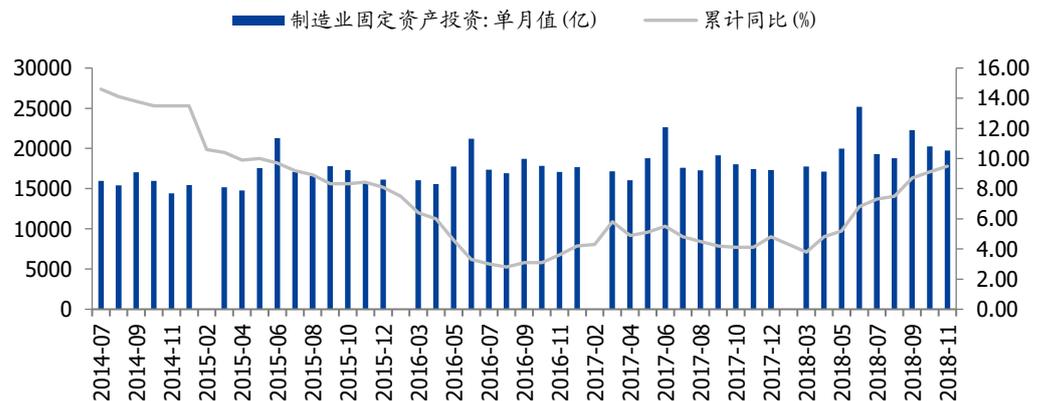


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.5. 2019年制造业投资预计小幅回落

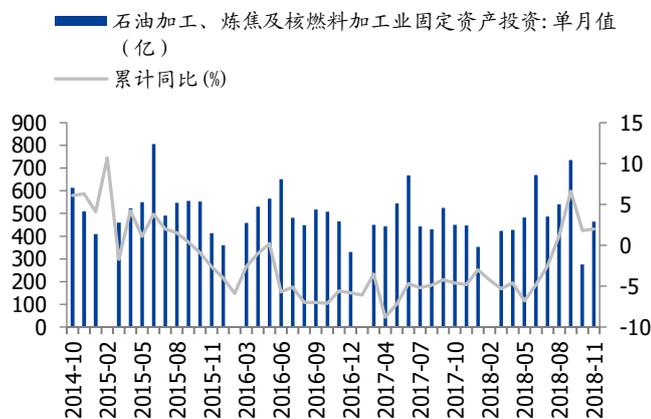
自2018年二季度以来，制造业投资增长出现了一轮持续加速，1-11月制造业投资增速同比增长9.5%，较1-10月增速提升0.4个pct，11月单月同比增长13.1%，延续4月以来的回升态势。除高技术制造业投资、装备投资（累计同比分别增长16.1%/11.6%，较全部投资快10.2/5.7个pct）表现亮眼外，化学原料和化学制品制造业1-11月增长5.8%，较1-10月提升3.0个pct。制造业投资呈加快趋势。展望2019年，由于经济整体下行压力较大，预计制造业投资将小幅回落，全年增长7%左右。

图表 26: 制造业固定资产投资单月值及累计增速



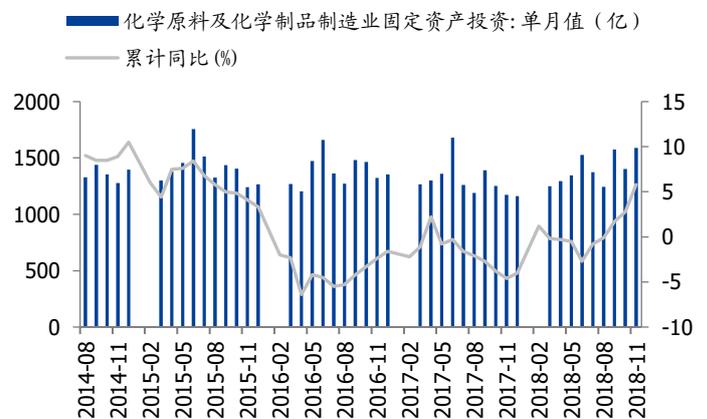
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 石油加工、炼焦及核燃料加工业投资单月值及累计增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 化学原料及化学制品制造业投资累计同比增速

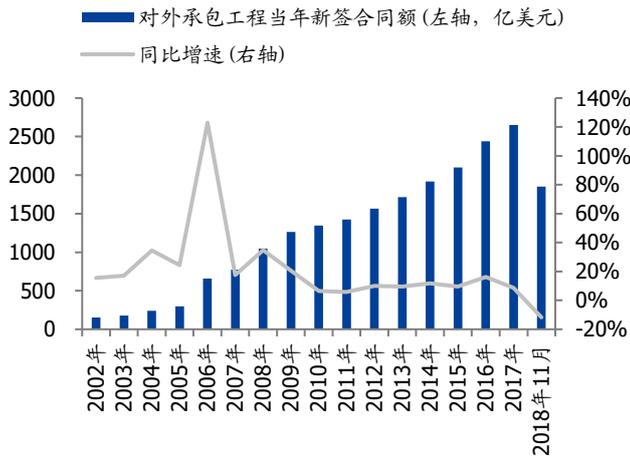


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.6. 海外市场仍低迷，2019年关注第二届“一带一路”峰会

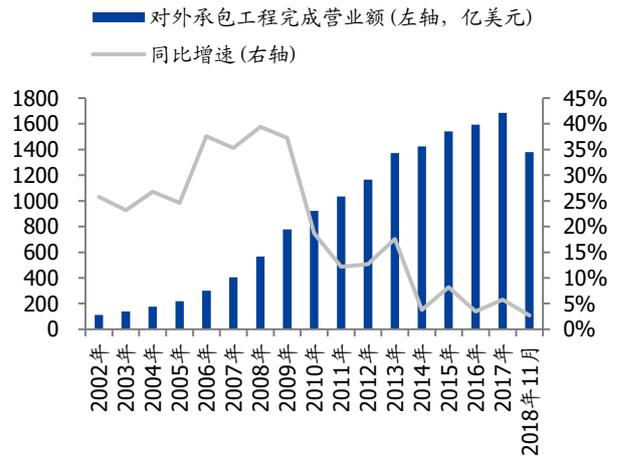
2018年1-11月我国对外承包新签合同额1853亿美元，同比下降11.72%，较1-10月放缓2.98个pct；对外承包完成营业额1380亿美元，同比增长2.69%，较1-10月提升0.19个pct。受国际环境变化、贸易保护升温影响，海外市场开拓一直低于预期，新签订单和完成营业额增速均处于低位。需等待行业积极变化。2019年对外领域值得期待的事件是第二届“一带一路”国际合作峰会的召开。

图表 29: 对外承包当年新签合同额及同比增速



资料来源: 商务部, 国盛证券研究所

图表 30: 对外承包当年完成营业额及同比增速



资料来源: 商务部, 国盛证券研究所

图表 31: 一带一路新签合同额及同比增速



资料来源: 商务部, 国盛证券研究所

图表 32: 一带一路完成合同额及同比增速



资料来源: 商务部, 国盛证券研究所

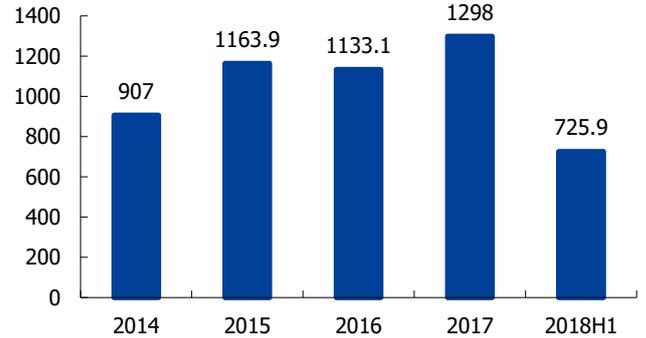
**关注 2019 年第二届“一带一路”峰会。**2018 年 11 月 17 日习主席应邀出席在巴布亚新几内亚莫尔兹比港举行的亚太经合组织工商领导人峰会并发表题为《同舟共济创造美好未来》的主旨演讲, 表示“中国将于明年 4 月在北京举办第二‘一带一路’国际合作高峰论坛”。第一届“一带一路”峰会于 2017 年 5 月举行, 峰会期间硕果累累, 第二届峰会有望将战略纵向深入推动, 提振海外市场发展信心, 值得关注。

图表 33: 中国出口信用保险公司历年承保金额及增速



资料来源: 中国信保, 国盛证券研究所

图表 34: 中国信保对“一带一路”沿线国家的承保金额 (亿美元)



资料来源: 中国信保, 国盛证券研究所

图表 35: 美元兑人民币中间价走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3. 专题一: 把握当前稳基建投资主线机会

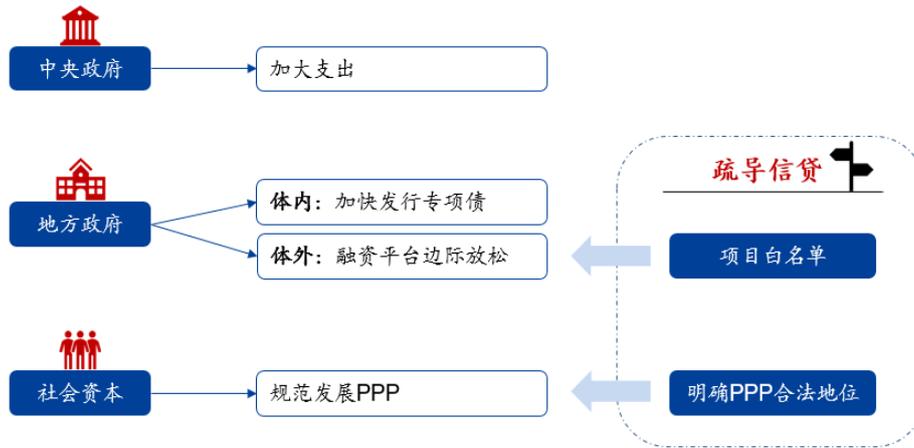
#### 3.1. 此轮基建刺激面临约束: 严控地方隐性负债

历史上三次经济刺激政策均通过放松融资平台, 扩张隐性负债的形式扩张基建投资。从 2008 年至今, 有三次明显的政策刺激, 分别为 2008 年底-2009 年, 2012 年, 2015 年-2016 年。总结历史上三次较大规模的刺激政策, 主要特点为: 1) 宽松的货币政策、积极的财政政策、放松的金融监管需要综合配合, 且政策具有连续性。2) 连续降息降准, 货币环境非常宽松。3) 财政方面, 每次都是通过放松对于地方融资平台限制, 通过扩张隐性债务扩张基建。4) 楼市的调控政策不一定会大幅放松, 但因为信贷的大幅放松, 地产销售一般会明显改善。

与前几次基建刺激面临的情况不同, 本次严控地方隐性负债, 具体来看: 一是中央继续严控包括地方融资平台担保举债在内的隐性负债, 强调地方政府发行地方政府债券是地方政府融资的唯一合法渠道; 二是加快地方专项债发行和使用, 18/19 年预计分别新发行 1.35/2 万亿规模, 19 年实际投资量有望显著增长。三是规范推进 PPP 发展, 在系列规范措施告一段落后, 未来合规 PPP 仍是基建重要抓手。四是加强中央财政支持, 适当

提高赤字率，重点支持铁路等领域。

图表 36: 本轮刺激政策主要发力方向



资料来源: 国盛证券研究所

### 3.2. 广开前门，多渠道发力，保障基建资金来源

#### 3.2.1. 融资平台监管边际改善，由去杠杆到稳杠杆

**地方政府体外：融资平台边际改善，由去杠杆到稳杠杆。**本轮基建刺激对隐形负债严格控制，在去杠杆阶段对地方政府融资平台监管较为严格，导致地方基建资金受到较大限制，这也是本轮基建投资增速下滑的主要原因。但随着国内外经济形势的变化，对于融资平台的监管也在发生一定调整，逐步由去杠杆过渡到稳杠杆阶段。

**政策调整，保障融资平台合理融资需求。**7月23日，国务院常务会议强调：“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”。10月31日，国办发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发〔2018〕101号文）强调：“金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。在严格依法解除违法违规担保关系的基础上，对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转”。在政策的引导下，预计融资平台后续融资紧张情况将得到一定缓解，对稳定基建资金来源具有重要作用。

#### 3.2.2. 专项债发行和使用大幅增长，将贡献主要增量

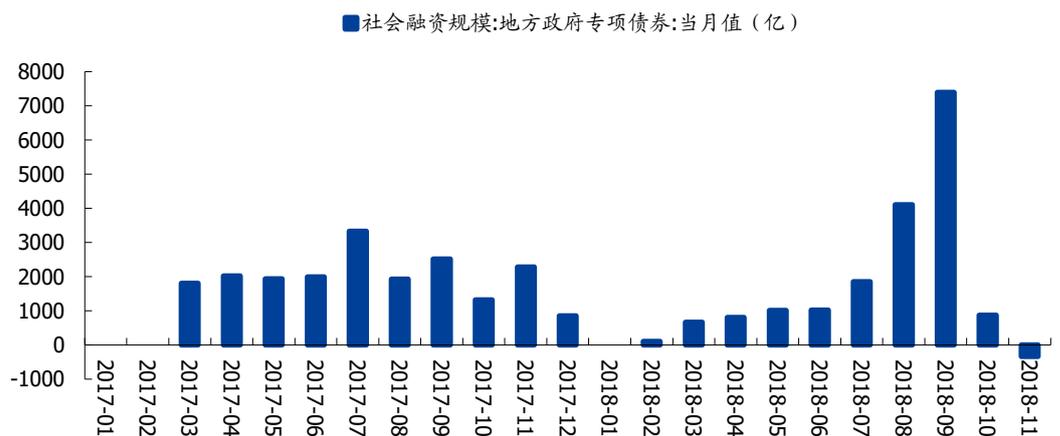
2018年前7月地方政府专项债发行总量不足2000亿元，在7月底国常会明确提出基建补短板后，8月财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》要求加快发行进度，随后8、9、10月专项债发行量急剧增长，至10月末2018年新增1.35万亿专项债总额度基本全部发行完毕。对于这1.35万亿专项债，由于8月才开始大幅发行，我们预计18/19年分别投入使用0.35/1万亿元。而2019年还有望再新增2万亿元额度规模，且从2019年年初就开始发行，我们预计当年投入使用将超过1万亿。因此2019年实际投入使用的专项债金额有望超过2万亿元，远远大于2018（我们预计）投入使用的0.35万亿元，形成2019年基建增长最重要的增量资金来源。

图表 37: 地方政府债券发行情况 (Wind 口径)

2018 年月份	地方政府新增债(单月,亿)		地方政府置换债(单月,亿)	
	新增一般债	新增专项债	置换一般债	置换专项债
1月	0.0	0.0	0.0	0.0
2月	0.0	0.0	107.8	177.8
3月	0.0	0.0	1318.3	591.6
4月	0.0	0.0	2210.0	807.8
5月	171.1	0.0	2197.1	1184.4
6月	3054.7	431.8	3173.3	698.1
7月	4196.2	1214.5	4076.3	1359.5
8月	1471.9	4447.7	3107.3	1339.6
9月	403.5	6713.2	391.9	209.9
10月	838.1	748.9	972.4	652.3
11月	73.1	30.3	205.3	215.9
合计	<b>10208.6</b>	<b>13586.5</b>	<b>17759.6</b>	<b>7236.9</b>

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 地方政府专项债发行情况 (央行口径)



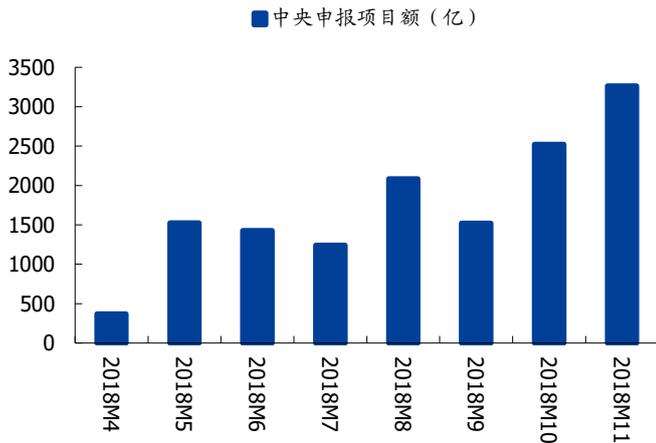
资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

### 3.2.3. 财政赤字率有望上调, 中央项目申报增加

**财政赤字有望上调至 3%，贡献资金增量。**2009 年后我国财政政策取向均为“积极”。2009-2010 年目标赤字率达到 2%以上，随后下调。自 2013 年后，财政目标赤字率重新回到 2%以上并逐年攀升，2017 年目标赤字率达到 2.88%。根据 2018 年初政府工作报告，2018 年目标赤字率为 2.6%，目标赤字规模预计保持 2.38 万亿与 2017 年持平。预计 2019 年预算赤字率达到约 3%，目标赤字规模为 2.8 万亿，比 2018 年增加约 0.42 万亿，假设一半用于基建相关，则增加资金约 2000 亿。中央财政发力的重点潜在方向包括中央资金主导的铁路、大型水利水电等领域等。

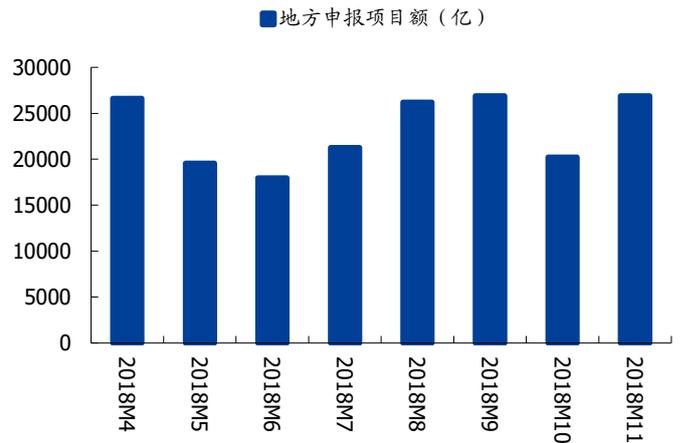
**11 月中央申报项目额大幅提升。**全国投资项目在线审批监管平台是投资主体申请各级发改委进行项目审批、核准、备案的数据平台，可以一定程度上反映基建项目的投资意愿，是行业新签订单的一个先导指标。中央层面，11 月份申报项目额 3262 亿元，超过 4-10 月份各月的申报额。地方政府层面，11 月申报项目额 2.69 万亿元，10 月仅 2.02 亿元，实现明显加速。

图表 39: 各月中央申报项目金额



资料来源: 发改委, 国盛证券研究所

图表 40: 各月地方申报项目金额

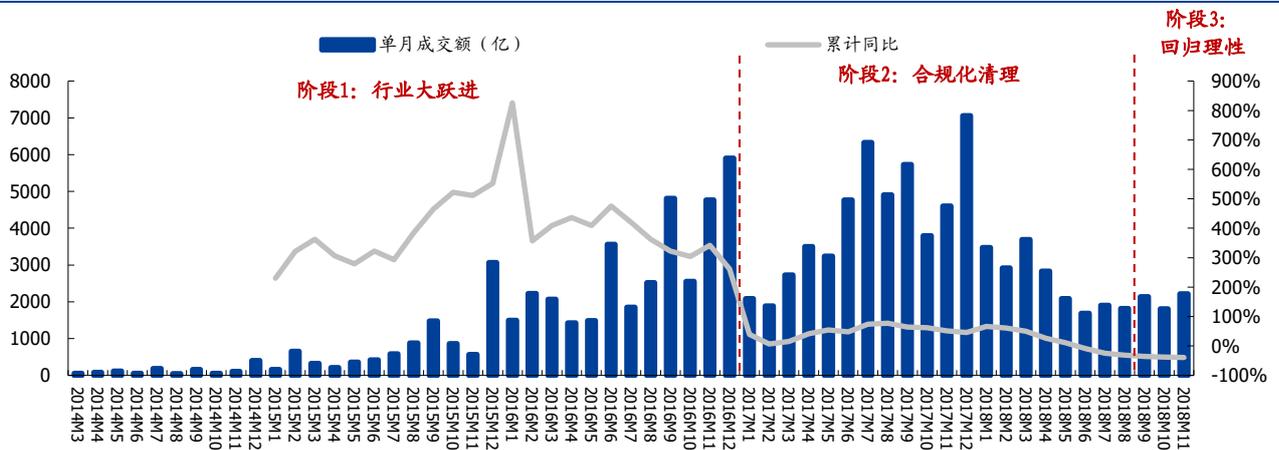


资料来源: 发改委, 国盛证券研究所

### 3.3. PPP 冬去春来, 将逐步回归健康发展

PPP 经历大跃进与规范化, 目前已进入规范后的触底回升的新发展阶段。在 2017 年之前, PPP 行业处于大跃进阶段, 投资规模大幅增长, 2014-2016 年底 Wind PPP 指数上涨约 190%; 2017-2018 年前 8 月是行业规范化阶段, PPP 投资规模增速整体处于低位运行区间, Wind PPP 指数持续下行, 跌幅约 38%; 2018 年 9 月至今为第三发展阶段, PPP 规范化告一段落, 行业拐点已至, 触底回升。

图表 41: PPP 单月成交额及累计同比增速



资料来源: 明树数据, 国盛证券研究所

**PPP 政策面正辞冬迎春:** 1) 8 月中旬国办发文明确 2018 年底前由司法部、发改委和财政部负责制定出台 PPP 条例。2) 8 月底至 9 月初发改委、财政部先后发言、发文要求规范开展 PPP 工作, 9 月财政部征求意见稿明确提出规范 PPP 项目所形成的地方政府中长期财政支出责任不是隐性债务。3) 10 月国办发文明确鼓励 PPP 合规发展。4) 11 月 22-23 日财政部主办的第四届 PPP 融资论坛中重点强调将加快 PPP 立法及政策制定、促进 PPP 投资提速, 并重点支持民营社会资本。政策面已见底回升。

图表 42: 2018 年 9 月至今 PPP 相关政策

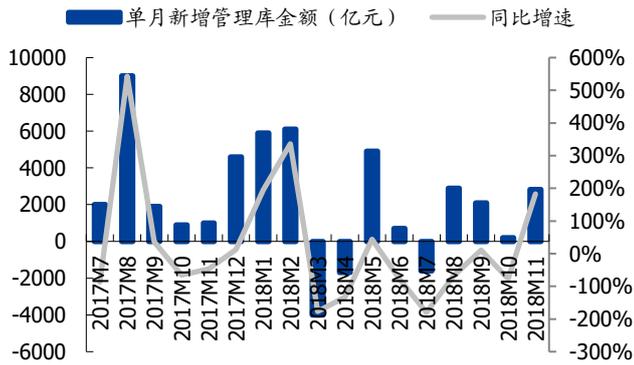
时间	相关部委	文号	文件名称	主要内容
2018/9/15	财政部		关于规范推进政府与社会资本合作 (PPP) 工作的实施意见 (征求意见稿)	合规 PPP 财政支出不列入地方隐性负债, 加快推进合规项目落地
2018/9/20	国务院		关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见	通过政府和社会资本合作(PPP)模式、社会领域产业企业专项债券等方式, 鼓励支持社会力量参与文化、旅游、体育、健康、养老、家政、教育等领域基础设施建设。
2018/10/31	国务院	国办发[2018]101号	关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见	规范有序推进政府和社会资本合作 (PPP) 项目。鼓励地方依法合规采用政府和社会资本合作 (PPP) 等方式, 撬动社会资本特别是民间投资投入补短板重大项目。
2018/11/8	国务院	国办发[2018]104号	关于聚焦企业关切进一步推动优化营商环境政策落实的通知	发展改革委、财政部要牵头继续规范有序推进政府和社会资本合作 (PPP) 项目建设, 在核查清理后的 PPP 项目库基础上, 加大对符合规定的 PPP 项目推进力度, 督促地方政府依法依规落实已承诺的合作条件, 加快项目进度。
2018/11/8	财政部	财金函[2018]95号	关于加强中国政企合作投资基金管理的通知	积极探索与民营资本合作的模式、路径, 对民营企业参与的政府和社会资本合作 (PPP) 项目要给予倾斜。不能只投大不投小、投发达地区不投欠发达地区、投国有企业参与的不投民营企业参与的 PPP 项目。

资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

目前行业发展的症结主要在于资金层面, 这既包括资本金短缺, 也包括银行项目贷款意愿不强。而近期政策正对这些问题逐个纾解。资本金部分: 1) 11月9日财政部发文要求并督促 1800 亿中国 PPP 基金更积极投入使用并要明确向民资倾斜, PPP 基金一般投资 PPP 项目的资本金 (例如出资占项目总额 5-10%), 可有效分担社会资本的资本金出资压力, 1800 亿基金理论上可撬动约 1.8-3.6 万亿量级项目。截至 2018 年 11 月底, 中国 PPP 基金累计拨款项目 55 个, 涉及项目总投资超 4400 亿元。2) 近期纾解民企融资系列政策为民营社会资本带来显著边际再投资能力。配合再融资新政, 建筑环保类民营社会资本投资 PPP 资本金能力未来有望逐步改善。银行项目贷款: 1) 前期数次降准后银行资金充足但贷款意愿不强, 主要原因是从合规角度担心 PPP 项目涉及地方隐性债务违规而不敢贷。针对此, 财政部 9 月发布征求意见稿中提到, 政府对合规 PPP 项目的支出责任不是隐性负债。该征求意见稿如成正式稿, 则将显著增强银行贷款意愿。2) “一二五” 贷款目标下, 未来银行将加大对民企贷款倾斜, 规范 PPP 项目作为国家政策鼓励方向、拥有地方政府预算安排的项目, 有望成为银行优选方向。

**新增入库金额结束负增长, 落地率持续稳步提升:** 经过前期密集清库后, 10-11 月单月全国新增 PPP 执行阶段项目金额同比明显回升, 新增管理库项目金额扭头向上, 结束了自 6 月份以来的负增长; 11 月末项目落地率 53.54%, 环比 10 月末提升 1.50 个 pct, 库内项目落地执行提速, 平均投资收益率及民企参与项目占比均有所提升。

图表 43: 财政部 PPP 季度新增管理库金额



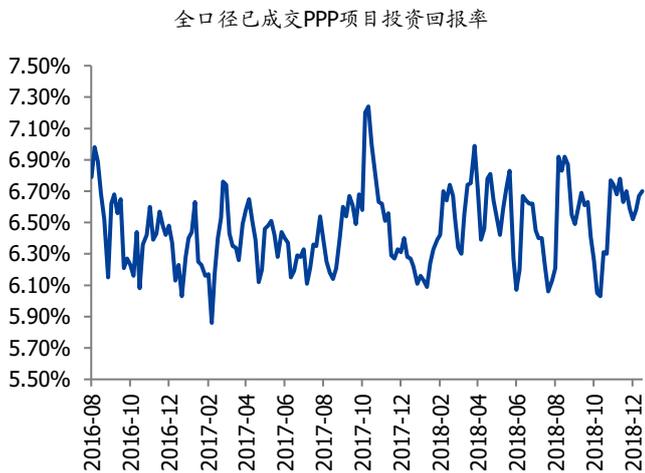
资料来源: 财政部 PPP 项目库, 国盛证券研究所

图表 44: 财政部 PPP 季度新增储备清单金额



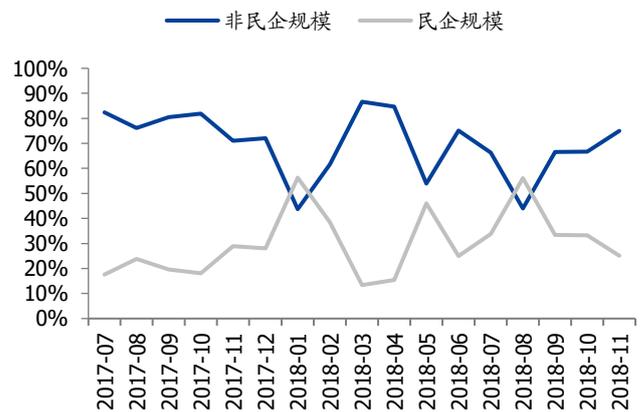
资料来源: 财政部 PPP 项目库, 国盛证券研究所

图表 45: 全口径已成交 PPP 项目投资回报率



资料来源: 明树数据, 国盛证券研究所

图表 46: 单月新增 PPP 中标项目规模中民企和非民企占比



资料来源: 明树数据, 国盛证券研究所

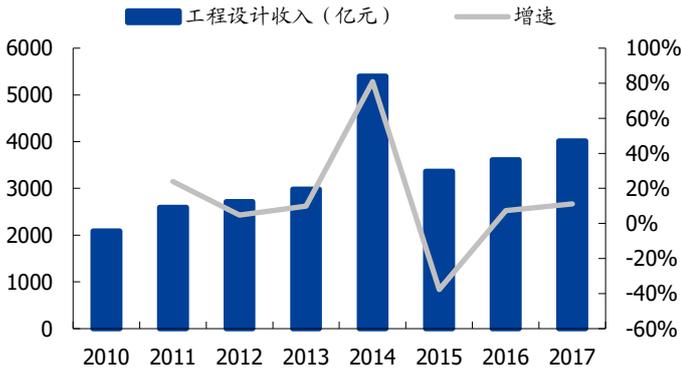
### 3.4. 基建央企: 强者恒强, 低估值尤具吸引力

基建是当前优选方向, 推荐低估值建筑央企。建筑央企充分受益于目前基建稳增长政策, 尤其是目前发改委密集批复的重大项目、以及专项债面向的大型地方基建项目, 央企都具有显著优势。从投资角度看, 建筑央企具有低估值、流动性好、研究透明度高、市场聚焦度高等特点, 向来是自上而下行情中的龙头先锋。因此在此轮稳基建投资逻辑下, 应优选低估值建筑央企, 重点推荐低估值建筑央企中国铁建、中国建筑、中国中铁、中国交建等。

### 3.5. 设计龙头：市占率提升具有成长属性

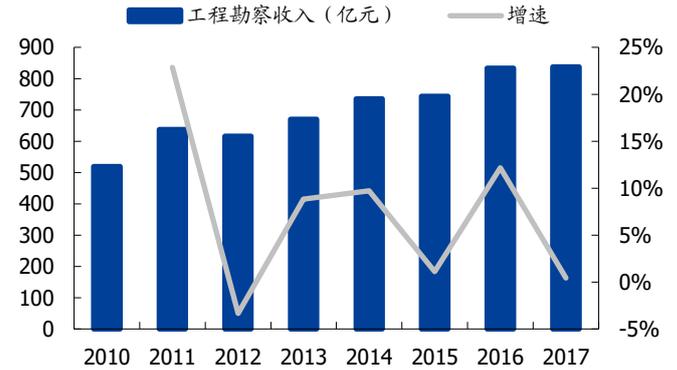
国内勘察设计行业空间广阔，市场较为分散。根据住建部统计数据，2017年全国工程设计行业营收总规模已超4013亿元，同比增长11.1%；全国工程勘察行业营收总规模约837亿元，同比增长0.4%。工程勘察行业和设计行业合计规模约5000亿元，行业空间十分广阔。我们统计了目前已上市的16家设计行业公司，2017年16家公司合计实现营收235亿元，仅占行业总规模（工程设计+工程勘察）的4.85%。设计市场由于历史发展原因，呈现出企业数量众多，业务属地性强，行业集中度低的特征。

图表 47: 工程设计行业营业收入及增速



资料来源：住建部，国盛证券研究所

图表 48: 工程勘察行业营业收入及增速

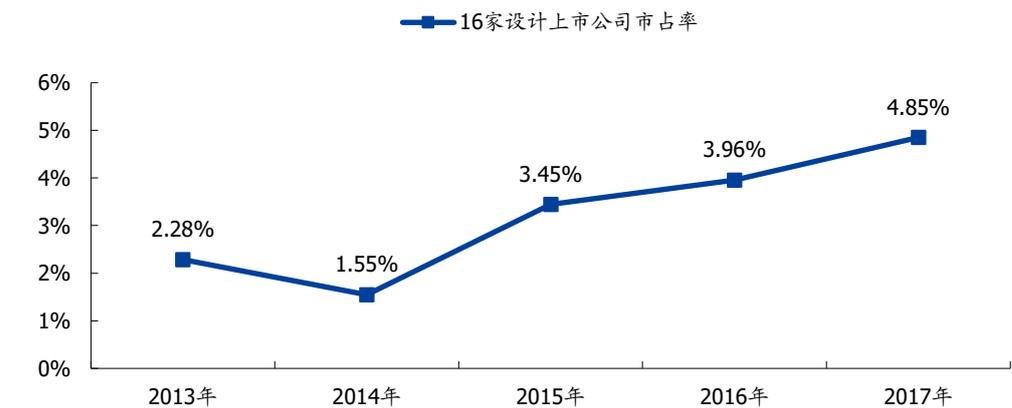


资料来源：住建部，国盛证券研究所

近两年上市设计公司数量逐渐增多，并呈现出明显市占率提升趋势，目前行业公司主要通过三方面快速提升市占率：

- 1) 异地扩张：**收购外省公司及团队进行扩张。
- 2) 业务横向及纵向拓展：**从单纯交通或建筑设计向综合设计拓展，并涉及 EPC 及环境检测等业务。
- 3) 项目大型化：**下游基建行业由融资平台向 PPP 等招投标方式转变导致项目体量不断增长。

图表 49: 16 家设计上市公司市占率持续提升



资料来源：Wind，住建部，国盛证券研究所

设计龙头通过异地扩张、业务横向及纵向拓展、项目大型化持续提升市占率呈现一定成长股属性，并具有极佳现金流，目前板块估值仍低，具备较强投资价值，重点推荐苏交科、中设集团及设计总院。

## 4. 专题二：2012年的回顾与启示：关注地产链机会

### 4.1. 宏观背景：2011年与2018年较为相似

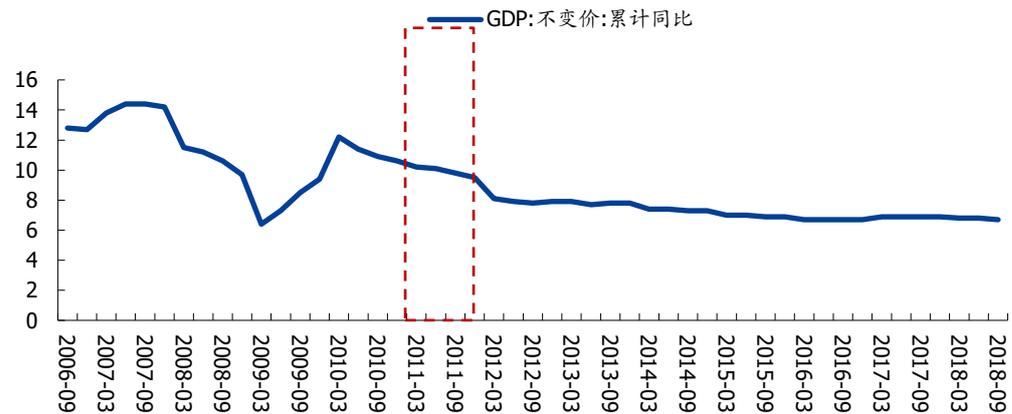
2011年基建与地产投资下行，制造业高景气，社融萎缩，进出口增速受海外因素影响而逐渐下降，经济下行中稳增长成首要目标，整体来看与2018年情况较为相似。

#### (1) GDP

**2011年：**经济下行趋势较快，稳增长逐步成为政策的首要目标。国内季度GDP同比自2011年3月开始下滑，制造业PMI在2011年下半年下滑至枯荣线以下，PMI的连续下挫以及制造业活动收缩凸现我国经济增长下行态势趋快，而政府基本结束控制通货膨胀的任务。在2012年的政府工作报告中，经济增长目标下调至7.5%，是八年来首次低于8%目标的一年，M2目标下调2个pct，赤字率目标进一步下调到1.5%，并提出物价涨幅控制在4%，年度首要任务是促进经济平稳较快发展。尽管市场预期经济增长下行换挡，但有一定托底的预期。

**2018年：**7月份政治局会议提出要“切实做好‘六个稳’工作”——稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，10月及12月政治局会议均再次强调“六个稳”工作，当前国内经济下行压力仍然较大，预计稳增长是2019年的重要任务之一。

图表 50: 我国历年 GDP 增速 (%)



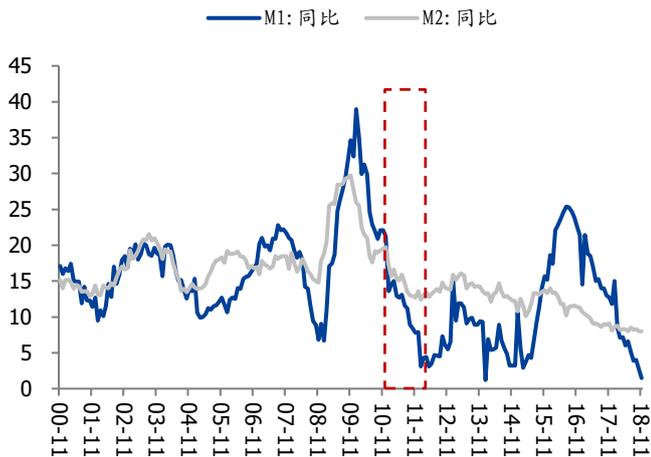
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

#### (2) 货币端

**2011年：**M1与M2增速均持续下滑，国债到期收益率上行后回落，社会融资规模萎缩。在控制通货膨胀的首要政策目标下，2011年的货币及信用环境均偏紧。M1和M2月度同比增速从2010年1月的高点38.96%大幅下滑；社会融资规模较2010年同比大幅下降8.49%；此外，在经历加息和增加商业银行准备金后，国债到期收益率全年保持高位，年底回落。

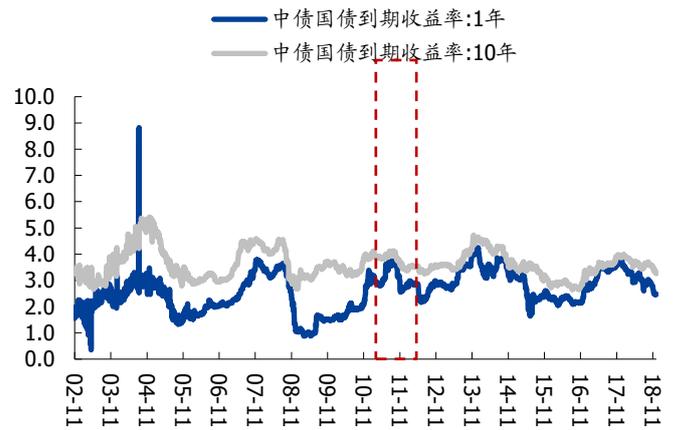
**2018年：**2018年1-11月份M1和M2增速持续下降，剪刀差持续扩大；前11月累计新增社融增速为-15%；国债到期收益率年初上行后处于下行通道中。在货币端2018年与2011年背景也较为相似。

图表 51: 历年 M1 和 M2 同比增速 (%)



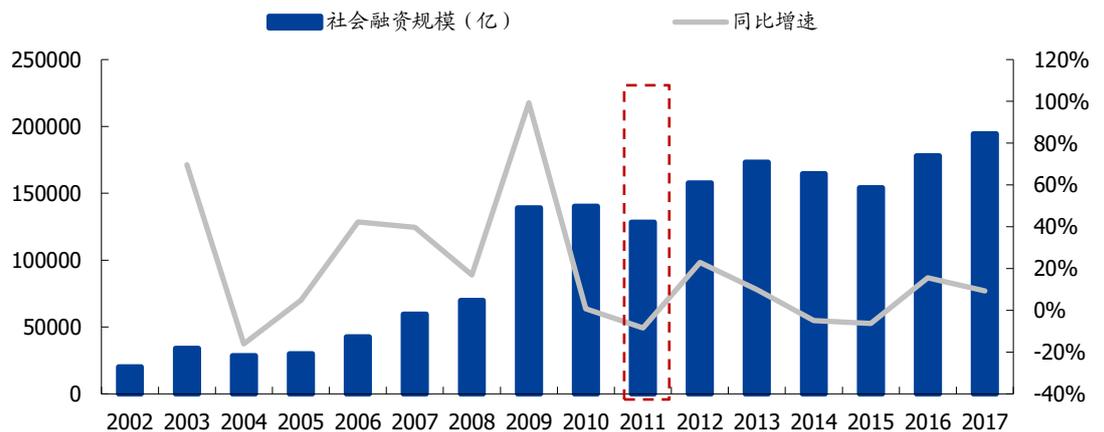
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 52: 历史国债收益率走势 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 53: 我国历年社会融资规模



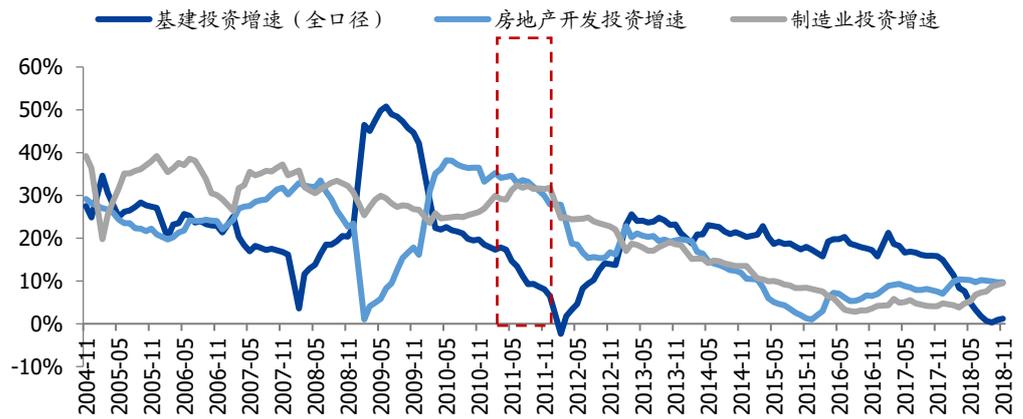
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### (3) 投资端

**2011年:** 2011年我国房地产投资同比增长 27.90%，较 2010 年的高增速下滑 5.3 个 pct；基建投资同比增长 6.48%，较 2010 年增速下滑 11.99 个 pct，主要系公路与铁路投资增速放缓，在 2012 年基建托底开始前，基建投资增速快速下滑；制造业投资则维持高景气度，同比增长 31.80%，较 2010 年增速提高 4.9 个 pct。

**2018年:** 2018年 1-9 月份地产开发投资增速平缓下行，基建投资增速快速下行，制造业投资增速呈复苏趋势。投资端与 2011 年背景较为相似。

图表 54: 我国历年基建、制造业及地产投资增速



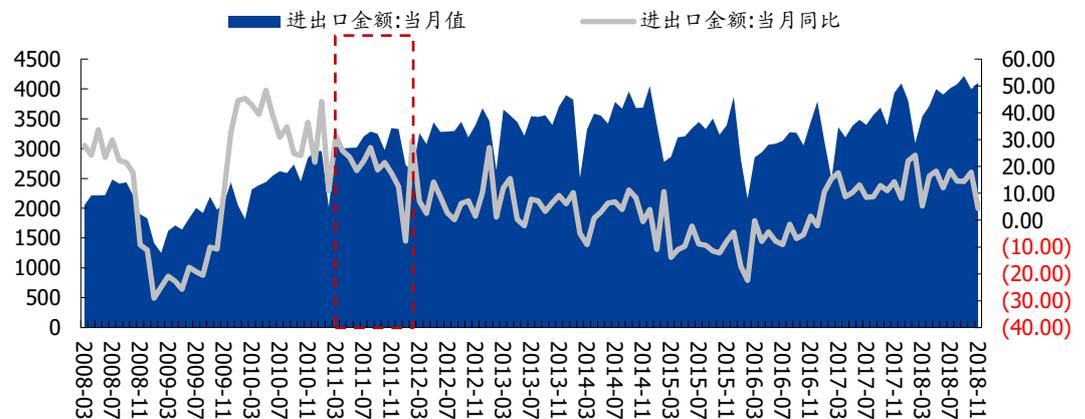
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

#### (4) 进出口

**2011年:** 受欧洲债务危机等国际局势影响, 国内进出口总额同比增速同样处于下行趋势。在 2010-2011 年高速增长后, 2012 年我国进出口总额同比增长 6.19%, 较 2010 年/2011 年分别下滑 28.53/16.27 个 pct。

**2018年:** 受中美贸易摩擦的影响, 市场对进出口贸易的担忧加大, 2018 年 11 月进出口金额 4100 亿美元, 同比增长仅 4.3%, 较上月下滑 13.6 个 pct。

图表 55: 国内进出口总额 (亿美元) 及同比增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 4.2. 2012 年逆周期政策梳理

**货币政策:** 三次降准+两次降息, 货币及信用环境由紧到松

货币政策方面, 在 2010-2011 年的多次提高准备金率及加息后, 从 2011 年 11 月 30 日至 2012 年 5 月 12 日, 央行进行了三次降准, 准备金率从 21% 下降至 19.5%; 同时在 2012 年 6 月至 7 月进行两次降息, 存款基准利率从 3.5% 下降至 3%, 贷款基准利率从 6.56% 下降至 6%。

图表 56: 2011 年 11 月-2012 年 5 月经历三次降准

时间	调整前	调整后	调整幅度
2011-11-30	21.50%	21.00%	-0.50%
2012-02-18	21.00%	20.50%	-0.50%
2012-05-12	20.50%	20.00%	-0.50%

资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

图表 57: 2012 年 6 月、7 月两次降息

数据调整时间	存款基准利率			贷款基准利率		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
2012/6/8	3.50%	3.25%	-0.25%	6.56%	6.31%	-0.25%
2012/7/6	3.25%	3.00%	-0.25%	6.31%	6.00%	-0.31%

资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

### 财政政策: 财政支持力度回升, 发改委项目审批提速

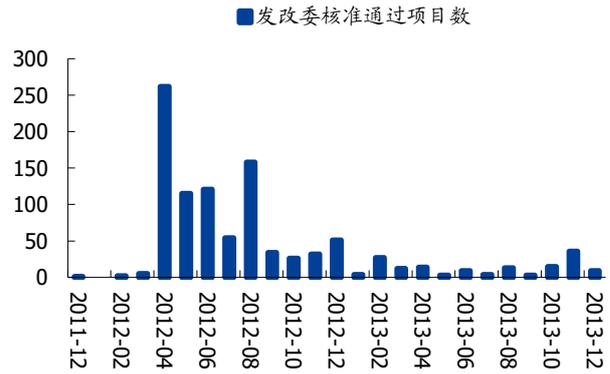
财政支出增速在 2012 年 1 季度 GDP 增速低于预期后, 财政政策逐步转向积极。2012 年 4 月开始, 财政支出增速从 8.0% 的低点开始回升, 2012 年 7 月, 财政支出单月同比增速达到 37.1%, 显示财政政策的支持力度进一步增大; 2013 年 1-5 月, 财政支出保持较高增速。2012 年 4 月起, 发改委项目审批开始提速, 4 月单月核准通过项目 262 个; 5 月, 温家宝总理在国常会上提出推进“十二五”规划重大项目按期实施, 启动一批事关全局、带动性强的重大项目, 已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目, 要加快前期工作进度; 4 月-12 月核准通过项目 853 个, 占 2012 年全年核准项目的 99.2%。

图表 58: 2011-2013 年财政支出月度同比增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 59: 2012-2013 年发改委月度核准项目数 (个)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 基建政策: 融资平台监管逐步宽松

地方融资平台的融资环境逐步宽松。2012 年 3 月, 银监会召开《地方政府融资平台贷款风险监管工作会议》, 会议明确 2012 年地方政府融资平台贷款风险监管工作的指导思想是, 遵循“政策不变、深化整改、审慎退出、重在增信”的原则, 坚持化解即期风险与建设风险管控长效机制相结合, 坚持处置存量风险与控制新增贷款相结合, 以降旧控新为重点, 以提高现金流覆盖率为抓手, 有效防范平台贷款风险。2012 年 7 月, 据《第一

财经》报道，银监会要求商业银行：1) 增加对“资质较好”的地方融资平台的贷款；2) 增加对包括铁路在内的基建项目贷款；3) 加大对保障房的信贷支持。此外，发改委也加快企业债的发行审批。在前期防范平台贷款风险的前提下，融资平台的融资环境逐步放松。

#### 4.2.4. 地产政策：仍处于调控周期之中，但宽松货币环境促地产行业复苏

当时一轮地产调控周期自 2010 年开始，2010 年 4 月 17 日，国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，通知要求遏制房价过快上涨，实行差别化住房信贷政策。2011 年，政府对于房地产调控政策不动摇。2011 年 1 月 26 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署进一步做好房地产市场调控工作，颁布“新国八条”；2011 年 7 月 12 日，国务院发布“新国五条”，释放地产调控不放松的信号，要求严格落实地方政府房地产市场调控和住房保障职责，遏制投机投资性购房，合理引导住房需求。在此背景下，2012 年全年依然处于房地产调控周期之中。

尽管如此，但宽松的货币环境为地产行业复苏提供了良好条件。2012 年 3 月全国商品房月度销售金额及销售面积增速分别快速下滑至-14.6%与-7.8%，而随着央行降准降息政策效果的不断显现，年内房地产销售金额及销售面积增速持续改善，2013 年 3 月全国商品房月度销售金额及销售面积增速已分别快速回升至 61.3%与 46.5%，房地产行业重回阶段性景气区间。

图表 60: 2011-2012 年房地产调控主要政策汇总

日期	概要	主要内容
2011 年 1 月 26 日	国务院“新国八条”	国务院常务会议研究部署进一步做好房地产市场调控工作，确定了八条政策措施：一是进一步落实地方政府责任；二是加大保障性安居工程建设力度；三是调整完善相关税收政策，加强税收征管；四是强化差别化住房信贷政策；五是严格住房用地供应管理；六是合理引导住房需求；七是落实住房保障和稳定房价工作的约谈问责机制；八是坚持和强化舆论引导。
2011 年 2 月 16 日	银监会《关于进一步推进改革发展加强风险防范的通知》	明确要求各金融机构对房地产信用风险进行风险提示。其中，房地产信用风险被划分为三类：第一，对土地储备贷款，要比照平台贷款的要求严格防控风险；第二类是针对房地产企业的；第三类是针对房贷而言，对个人购房贷款继续实施差别化住房政策，着力抑制投资投机等非理性的购房需求，严禁个人消费贷款用于购房。
2011 年 7 月 12 日	国务院“新国五条”	国务院常务会议提出，一要严格落实地方政府房地产市场调控和住房保障职责；二要完善相关政策措施，加大政府投入和贷款支持力度；三要继续严格实施差别化住房信贷、税收政策和住房限购措施，遏制投机投资性购房，合理引导住房需求，已实施住房限购措施的城市要继续严格执行相关政策，房价上涨过快的二三线城市也要采取必要的限购措施；四要认真落实今年的住房用地供应计划，确保保障性住房用地，加快普通商品住房用地投放；五要规范住房租赁市场，抑制租金过快上涨。
2011 年 12 月 4 日	住建部：限购到期城市需在到期后继续限购	住建部日前已知会地方政府，对于限购政策将于今年底到期的城市，地方政府需在到期之后对限购政策进行延续。
2012 年 4 月 17 日	国土部：警惕一些地方放松调控	国土资源部表示，2012 年房地产用地管理和调控的中心任务是，以保障性安居工程用地落实为重点做好住房用地供应工作，努力保持土地市场平稳运行；以促进形成住房有效供应为重点做好已供住房用地的监管工作，加强住房用地供应和开发利用的动态监测监管。
2012 年 5 月 10 日	住建部：国务院明确今年扩大房产税试点	住建部政策研究中心主任秦虹表示：政府调控的目的，是想让市场持续、稳定、活跃，这就需要保护好刚性需求。秦虹称，“支持首次置业的需求是没有政策风险的。”
2012 年 6 月 18 日	--	多部委密集表态：房地产调控不动摇。
2012 年 12 月 25 日	住建部：明年继续限购，房价过快上涨问责	全国住房城乡建设工作会议上，住房和城乡建设部部长姜伟新明确表示，2013 年将继续严格执行限购、差别化住房信贷、税收政策，并配合有关部门继续加快推进房产税改革试点扩大工作。

资料来源：政府官网，国盛证券研究所

图表 61: 2012 年货币政策转向后商品房销售金额及销售面积增速均显著改善



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 4.3. 2012 年建筑板块行情回顾与对 2019 年的启示

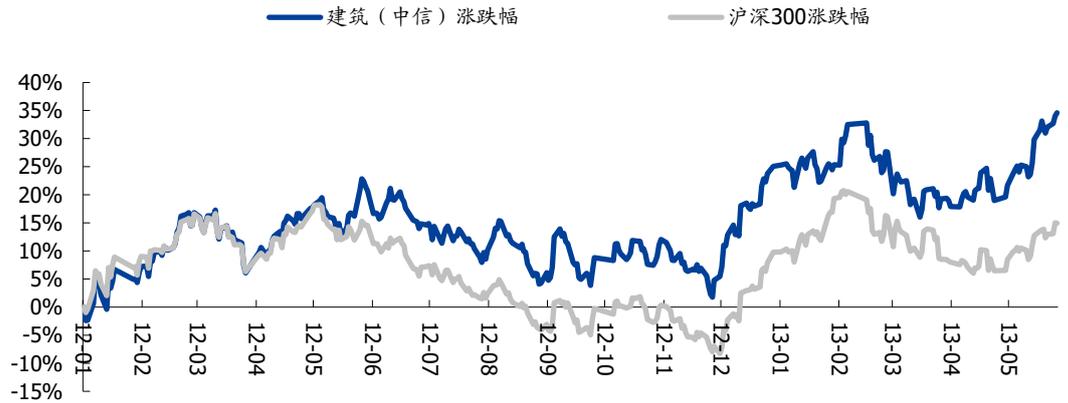
当时建筑板块行情大体可以分为 2 轮。第一轮: 2012 年年初, 受经济下行环境下基建投资稳增长的预期影响, 中信建筑指数开始上涨, 5 月 29 日, 中信建筑指数较年初上涨 22.86%, 达到最大涨幅后开始缓慢回落。第二轮: 受年底政治局会议强调“要积极稳妥推进城镇化”因素影响, 建筑板块自 2012 年 12 月再次上涨, 2013 年 5 月 29 日达到最大涨幅, 较 2012 年初上涨 34.62%。

图表 62: 中信建筑指数 2012 年涨跌幅及超额收益情况

项目	内容
行情区间	基建托底预期形成的 2012 年 1 月至 2013 年 5 月
建筑板块最高涨幅	34.62%
建筑板块区间涨幅	34.62%
相对沪深 300 最高超额收益率	19.66%
相对沪深 300 区间超额收益率	19.66%
超额收益率获取区间	区间 1 2012 年 5 月 4 日-2012 年 12 月 26 日 区间 2 2013 年 2 月 4 日-2013 年 5 月 29 日

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 63: 2012 年 1 月-2013 年 5 月中信建筑指数与沪深 300 累计涨跌幅情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**2012 年 5 月起建筑板块持续稳定获得超额收益。**2012 年 1-4 月, 建筑板块相比于沪深 300 基本未获得明显的超额收益; 5 月起, 国常会提出推进“十二五”规划重大项目按期实施, 启动一批事关全局、带动性强的重大项目, 已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目, 发改委加快审批重大基建项目, 以及降准降息等货币政策刺激下, 建筑板块持续获得稳定超额收益。2012 年内, 中信建筑指数相比沪深 300 的超额收益在 15% 左右。2013 年, 政府工作报告提出赤字率提升至 2%, 市场有财政政策发力托底的预期, 建筑板块在 3 月后超额收益上涨, 2013 年 5 月 29 日相对沪深 300 的超额收益接近 20%。

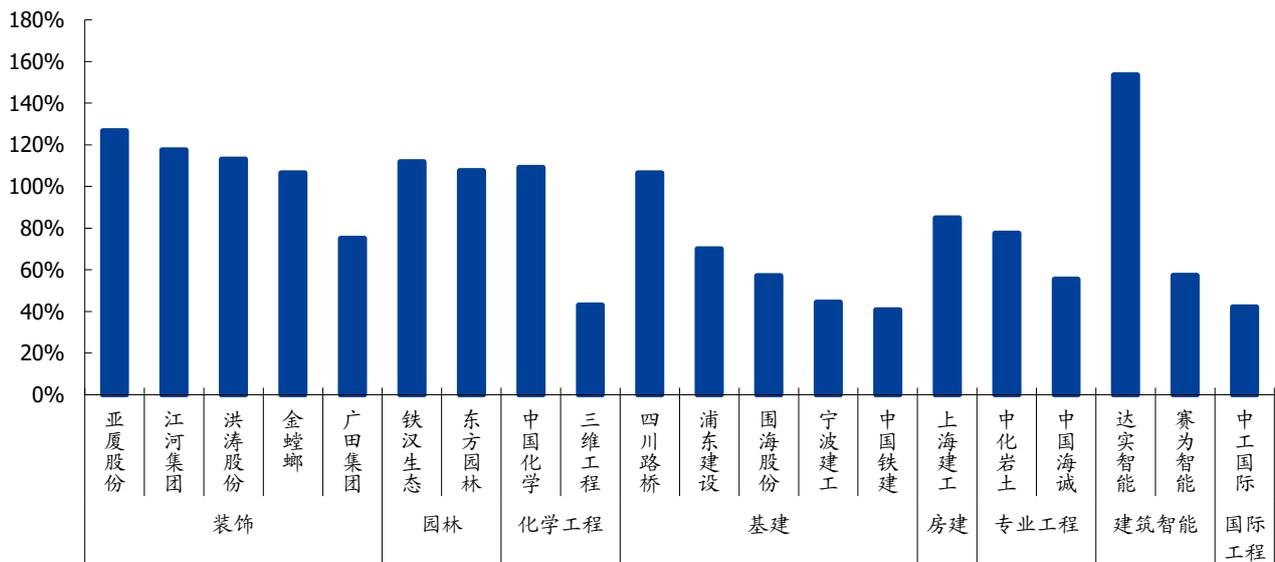
图表 64: 建筑指数相对沪深 300 超额收益率及期间主要事件



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从区间内细分板块的股票涨幅来看, 装饰与园林板块表现突出。其中装饰板块在这一区间涨幅最大, 大部分龙头企业实现超过 100% 的涨幅, 包括: 亚厦股份 (126.68%)、江河集团 (117.57%)、洪涛股份 (113.07%) 以及金螳螂 (106.44%); 处于成长期的园林板块龙头企业也实现超过 100% 的涨幅, 包括: 东方园林 (107.62%)、铁汉生态 (111.80%)。建筑央企板块中, 中国化学 (109.05%)、中国铁建 (40.67%)、中国建筑 (35.87%) 也实现较大涨幅。

图表 65: 2012 年 1 月-2013 年 5 月建筑板块涨幅最大的 20 支股票



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**2012 年装饰龙头公司翻倍行情尤为突出。**2011 年受制于房地产市场整体从严的调控，装饰板块整体处于下行趋势，至 2011 年底装饰龙头公司股价普遍下跌 20%-60%，市场对行业预期较为悲观。但 2012 年年初装饰板块迎来两轮快速上涨：

**阶段 1:** 年初几家装饰龙头公司普遍在业绩快报中预告 2011 年业绩增长良好，如金螳螂预告业绩增速 87%、亚厦股份 71%、洪涛股份 40%、广田集团 33%等，行业悲观预期扭转，由此带来 2012 年第一次装饰行情，区间为 2012 年 1 月至 2012 年 3 月，龙头公司区间涨幅显著。

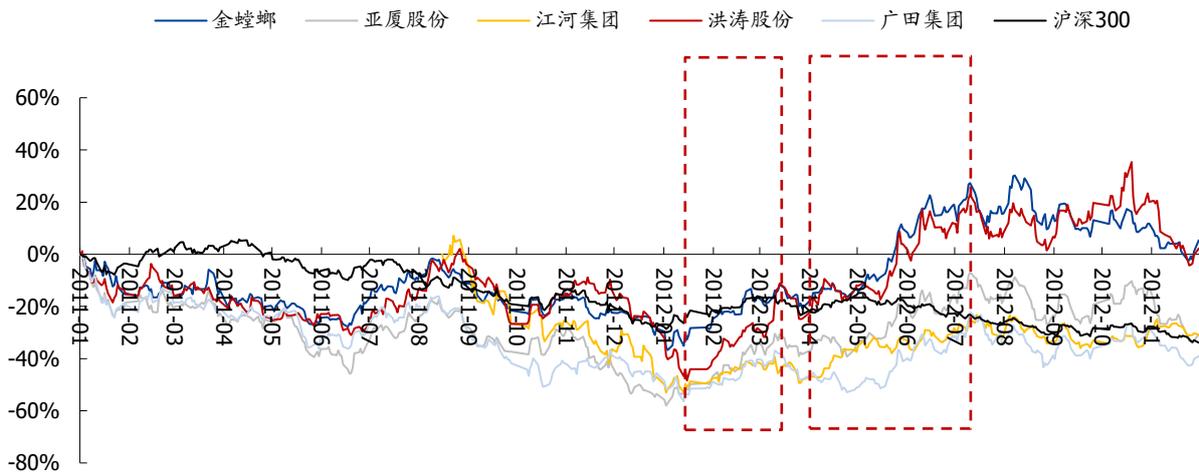
**阶段 2:** 自 2012 年 4 月份起，尽管政策仍然坚决遏制投机性炒房及房价过快上涨，但开始支持满足以首套房为代表的合理购房需求。如四至五月份多个城市先后通过公积金政策松绑来鼓励购房合理需求；央行、住建部、发改委等部门多次表示支持首套房，多数城市首套房贷款利率从 2011 年底的基准利率下浮至 85 折，首套房政策边际变化明显。在地产边际有所改善背景下，装饰板块空中接力迎来第二轮上涨，行情区间为 2012 年 4 月至 2012 年 7 月，龙头公司均实现 40%以上的区间涨幅，相对沪深 300 超额收益显著。

图表 66: 装饰龙头公司在 2012 年行情回顾表

公司	2012/1/16-2012/3/19 涨幅	2012/4/1-2012/7/13 涨幅	区间整体涨幅
金螳螂	27.0%	60.4%	85.7%
亚厦股份	46.0%	51.2%	100.5%
江河集团	16.3%	44.0%	51.0%
洪涛股份	54.3%	63.0%	116.9%
广田集团	29.5%	49.7%	67.6%
沪深 300	9.8%	-0.2%	2.4%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 67: 装饰龙头公司在 2012 年行情回顾图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**2012 年建筑板块行情对 2019 年行业投资机会具有较大启示意义。**2011 年面对持续加大的经济下行压力，货币、财政、基建、房地产行业政策相配合以实现稳增长，2012 年建筑板块迎来了显著上涨。当前环境与 2011 年底相近，预计 2019 年货币环境依然会相对宽松，基建稳增长方向较为确定，房地产行业可能边际放松，建筑板块走势可能出与具有 2012 年较大相似性，基建及房地产链条有望迎来较好机会，预计 2019 年建筑板块有望迎来较好的表现。

## 5. 专题三：关注装配式建筑与装修行业最新进展

### 5.1. 装配式建筑快速推广，发展迅速

**装配式建筑获政策大力推进，市场化有望加速。**2016 年至今，国务院、住建部屡次发文从顶层设计积极推进装配式建筑浪潮，各个地方省市纷纷积极国家号召，根据自身情况采取了包括土地支持政策、建筑面积奖励政策、财政支持政策、税收支持政策、金融支持政策和建设环节支持政策等系列激励政策，引导当地企业发展装配式建筑，并纷纷出台相关规划，明确装配化率目标。

图表 68: 各部门关于装配式建筑的主要政策汇总

时间	部门	文件名称	主要内容
2016年2月	国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	提出大力推广装配式建筑,制定装配式建筑设计、施工和验收规范;鼓励建筑企业装配式施工,现场装配;加大政策支持力度,力争用10年左右时间,使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%
2016年3月	十二届全国人大	《2016年政府工作报告》	提出积极推广绿色建筑和建材,大力发展钢结构和装配式建筑,提高建筑工程标准和质量
2016年9月	国务院	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区,常住人口超过300万的其他城市为积极推进地区,其余城市为鼓励推进地区,发展装配式混凝土结构、钢结构等装配式建筑
2017年1月	住建部	《装配式混凝土建筑技术标准》、《装配式钢结构建筑技术标准》、《装配式木结构建筑技术标准》	于2017年6月1日开始实施
2017年2月	国务院	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	提出大力发展装配式混凝土和钢结构建筑,在具备条件的地方倡导发展现代木结构建筑,不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例
2017年3月	住建部	《“十三五”装配式建筑行动方案》	提出到2020年,全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上,其中重点推进地区达到20%以上,积极推进地区达到15%以上;加快推进装配化装修,建设装配化装修试点示范工程
2017年7月	住建部	《关于印发贯彻落实促进建筑业持续健康发展意见重点任务分工方案》	协同18部委制定建筑业持续健康发展重点任务分配方案
2018年4月	住建部	《关于印发2018年工作要点的通知》	建筑节能与科技司提出研究编制装配式建筑领域技术体系框架,发布第一批装配式建筑技术体系和关键技术公告;推动编制装配式建筑团体标准,提高装配式建筑设计、生产、施工、装修等环节工程质量

资料来源: 国务院、住建部等官网, 国盛证券研究所

**2020年装配式建筑市场规模有望达到2万亿。**截至2016年装配式建筑建筑面积约1亿平方米,市场规模3363亿元。根据《“十三五”装配式建筑行动方案》对“2020年装配式建筑占新建建筑面积比例达15%以上”的要求测算,2020年装配式建筑面积有望超过8亿平方米,以每平方米2500元测算,市场规模将超过2万亿元。

图表 69: 装配式房建市场规模测算

名称	建筑业新 开工面积	装配式建筑占新建建 筑面积的比例	装配式建筑 面积	装配式建筑 每平方米造价	装配式建筑市 场规模	装配式建筑市场 规模增速
单位	亿平方米	%	万平方米	元	亿元	%
2011	43.08		120		29	
2012	44.78		480		106	266.7%
2013	51.68		1200		252	138.6%
2014	52.89		2020		404	60.3%
2015	46.84		4400		858	112.4%
2016	47.96		10000		3363	292.0%
2017E	52.17	6	31302	2500	7826	132.7%
2018E	51.19	9	46071	2500	11518	47.2%
2019E	52.72	12	63264	2500	15816	37.3%
<b>2020E</b>	<b>54.3</b>	<b>15</b>	<b>81450</b>	<b>2500</b>	<b>20363</b>	<b>28.7%</b>
2021E	55.39	18	99702	2500	24926	22.4%
2022E	57.61	21	120981	2500	30245	21.3%
2023E	59.34	24	142416	2500	35604	17.7%
2024E	61.12	27	165024	2500	41256	15.9%
2025E	62.95	30	188850	2500	47213	14.4%

资料来源: Wind, 中国产业信息网, 国盛证券研究所

## 5.2. 钢结构性能优越，细分龙头有望快速崛起

相比传统现浇钢筋混凝土建筑，钢结构建筑特点鲜明性能优越。钢结构建筑具有模块化、标准化的特点，主要的组成部件均可在工厂内进行制造加工，再通过现场施工安装。除了具备装配式建筑绿色环保、施工工时短等优点外，钢结构建筑具备安全、提高单位面积土地使用效率、自重轻、材料回收与循环利用等优势。

钢结构建筑渗透率有望持续提升。钢结构建筑的优点符合建筑产业化及绿色建筑的趋势，且较预制 PC 装配式建筑的抗震性更好，应用前景更为广阔。钢结构住宅的持续产业化。钢结构建筑结构体系逐渐成熟，钢结构住宅涵盖了低层、多层以及高层建筑，装配工艺不断优化；国内钢结构起步较晚，钢结构住宅在全部建筑中的比例仅为 6% 左右，而欧美国家和地区装配式钢结构建筑比例超过 50%，日本 2017 年已开工建筑中钢结构占比也在 40% 左右。随着钢结构建筑技术水平的不断提升叠加行业规模效应扩大，钢结构建筑的成本将逐渐接近钢筋混凝土建筑成本，未来的发展空间巨大。

重点关注技术实力突出的钢结构龙头精工钢构。公司通过 PSC 钢结构+混凝土装配式技术有望快速推广装配式建筑业务，兼顾钢结构和混凝土两种结构材料优点，可大幅节省人力成本，公司通过直营与技术加盟形式快速推广技术、提升市场份额，并收取后续资源费及设计费，目前已公告技术合作协议 4 单合计加盟费 2.2 亿元，未来有望持续快速拓展。

图表 70: 精工钢构已公告技术合作协议情况

时间	签署对方	资源使用费(万)	经营区域范围	成立合资公司注册资本
2017/9/25	宁夏城建集团有限公司	5000	宁夏回族自治区	1亿元
2018/1/24	恒热投资控股有限公司	6000	河北省秦皇岛市	2亿元
2018/8/31	东跃建设有限公司	5000	辽宁省盘锦市	2亿元
2018/10/30	太原高新置业有限公司	6000	山西省太原市	9000万, 公司参股 19%
合计		22000		

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 5.3. 装配式装修顺应潮流, 市场化有望显著加快

**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。

图表 71: 传统装修与装配式装修施工工艺对比

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, 国盛证券研究所

**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。

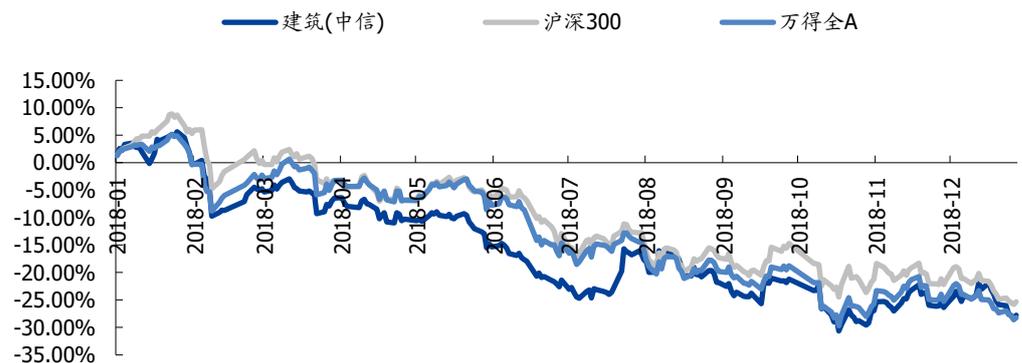
**重点关注技术储备雄厚的装配式装修龙头亚厦股份。**公司凭借多年技术积淀及工厂制造业经验，成功实现行业多项领先技术突破并获得相关专利 1200 余项，打造出领先的产品技术体系，实现“全工业化装配式装修”，其装配式装修模式已经具备显著潜在优势，近期公告签订 1.4 亿元住宅装配式装修订单，标志其装配式装修产品已经具备一定商业化应用条件，未来有望快速推广。

## 6. 建筑板块 2018 年行情回顾

### 6.1. 板块整体表现：2018 先抑后扬，板块估值仍处低位

**建筑板块整体走势较弱，7 月政策转向后 Q3 超额收益明显。**年初至今建筑板块（中信建筑指数）累计下跌 27.76%，相对沪深 300 超额收益率为-2.45%，相对全部 A 股（万得全 A 指数）超额收益率为 0.49%。上半年受金融去杠杆导致的信贷环境收缩、PPP 规范化等政策影响，板块出现较大下跌；7 月中下旬政策逐步转向，铁路投资上调，基础设施建设补短板、乡村振兴、合规 PPP 等政策陆续出台，建筑板块在 Q3 出现较为明显的超额收益，其中 7 月中下旬-8 月中旬板块较沪深 300 超额收益近 10%。Q3 后受限于地方政府隐性债务及信贷传导机制不畅等因素影响，板块整体出现震荡。

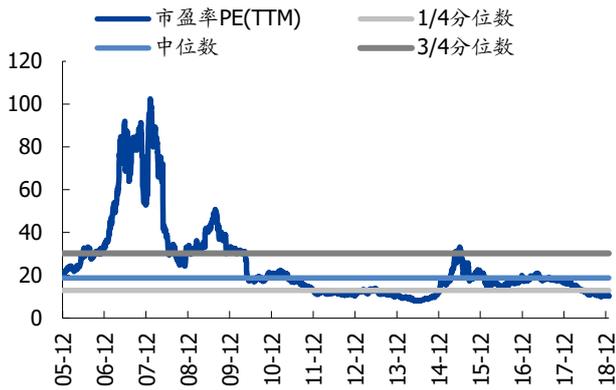
图表 72: 建筑板块、沪深 300 及 Wind 全 A 年初至今涨跌幅情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

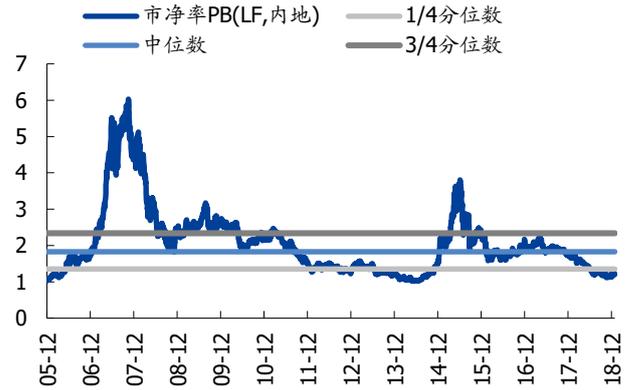
**板块整体估值处于历史低位。**当前建筑板块估值分别为 PE/PB 分别为 10.39/1.21 倍，均低于历史 1/4 分位，处于历史低位；沪深 300 指数 PE/PB 分别为 10.23/1.26，板块 PB 略低于市场水平。

图表 73: 建筑板块市盈率 (PE) 变化



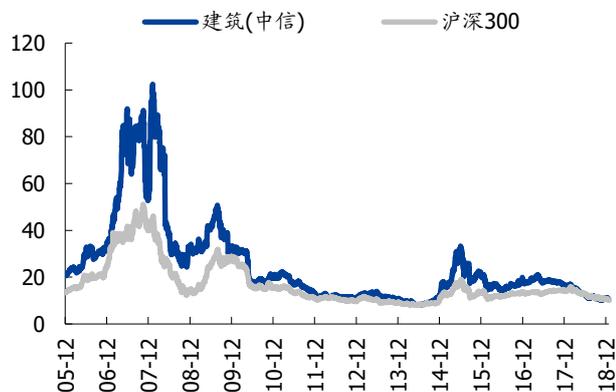
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 74: 建筑板块市净率 (PB) 变化



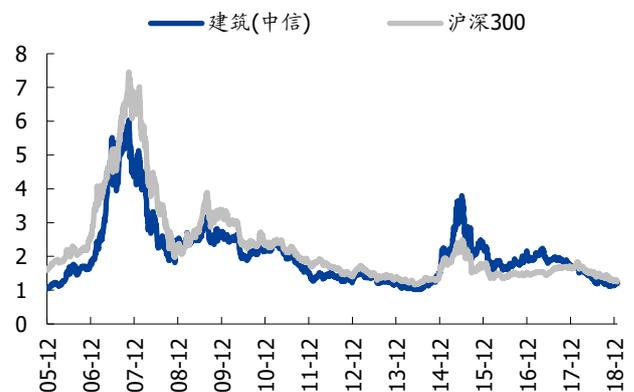
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 75: 建筑板块市盈率 (PE) 与沪深 300 对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

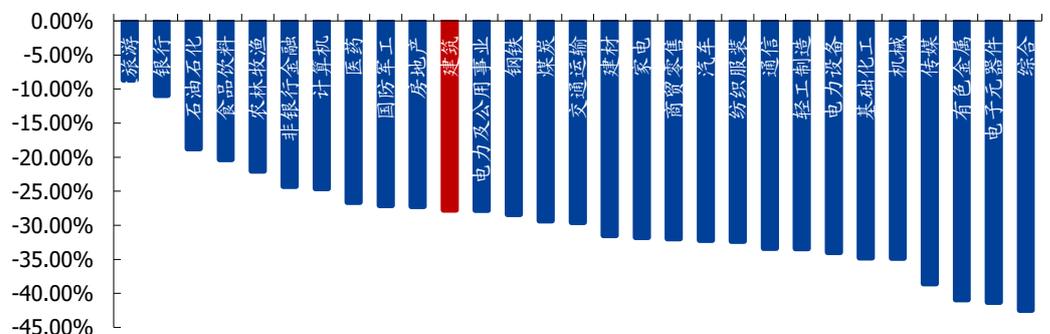
图表 76: 建筑板块市净率 (PB) 与沪深 300 对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

全年涨幅位居中信一级子行业第 11 名。2018 年至今大盘弱势，中信 29 个一级行业均出现下跌，建筑板块年初至今下跌 27.76%，居中信 29 个一级行业的第 11 位，整体处于中游水平。

图表 77: 年初至今各行业涨跌幅对比情况

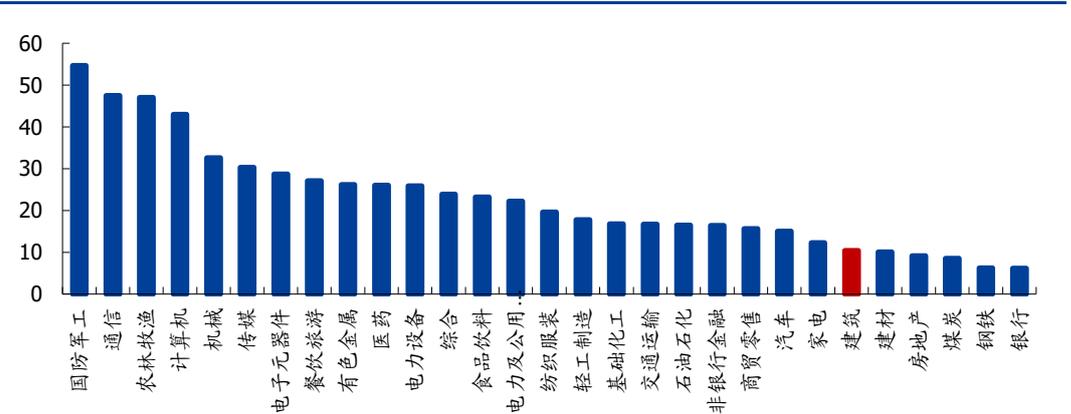


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

横向对比后板块估值具有较大优势。当前建筑板块 PE TTM 仅为 10.38 倍，仅高于建材、

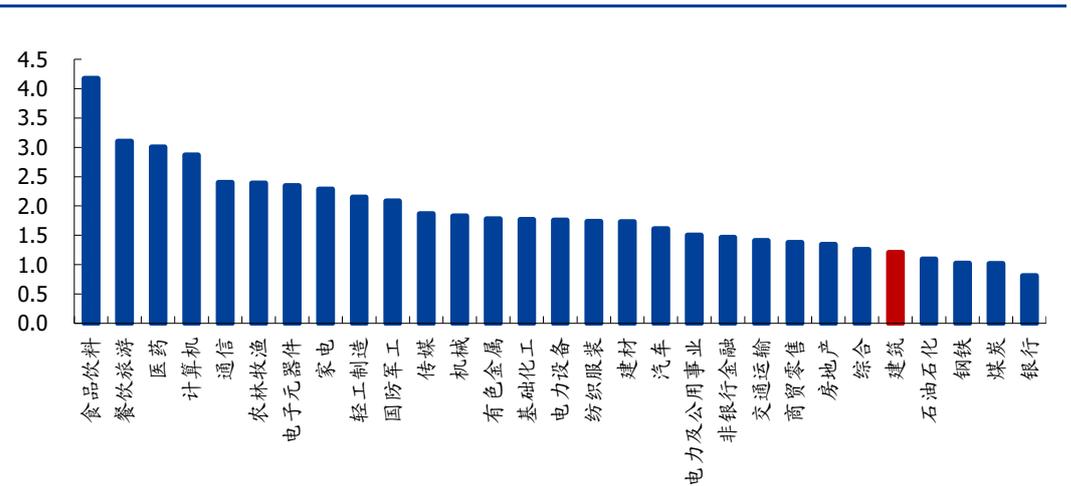
房地产、煤炭、钢铁及银行行业；板块 PB LF 为 1.21 倍，仅高于石油石化、钢铁、煤炭及银行行业。横向对比下，建筑板块估值水平较低，具备一定的吸引力。

图表 78: 各行业估值对比 (PE TTM)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 79: 各行业估值对比 (PB LF)

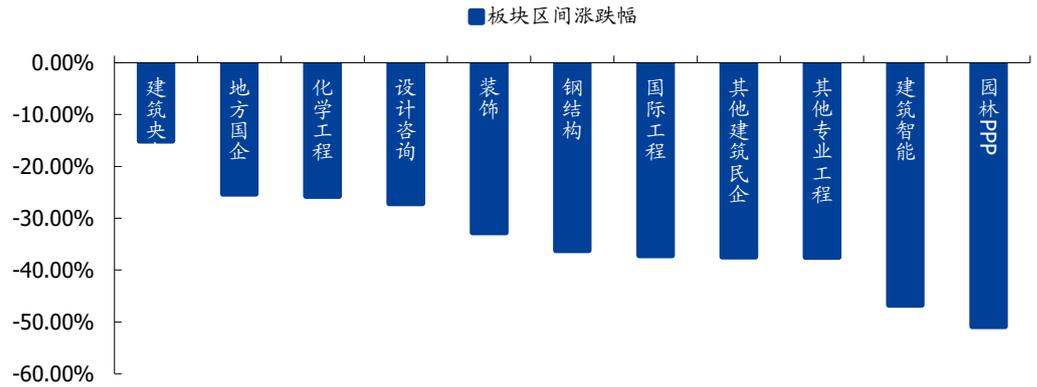


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 6.2. 子板块对比: 央企、地方国企及设计行业涨幅靠前

细分子行业均出现下跌，涨跌幅靠前的板块分别为建筑央企、地方国企及设计咨询行业。建筑央企、地方国企涨跌幅靠前主要系前期信用收缩环境下，央企及地方国企资金实力雄厚，融资优势较民企更为明显；7 月政策转向后，基建稳增长、铁路投资重回 8000 亿等政策逐步出台，建筑央企与地方国企受益于基建稳增长的预期提升，具备相对收益率。设计行业作为基建产业链前端，受益于政策转向来的基建稳增长预期回升，板块下跌较少。涨跌幅靠后的板块分别为建筑智能、园林 PPP 及国际工程。园林 PPP 板块跌幅较大主要系信用环境趋紧后上市公司融资收缩，板块企业受限于现金流导致项目进度缓慢，业绩受到较大影响。国际工程板块则主要受项目生效、融资环境等因素影响，板块有所放缓。

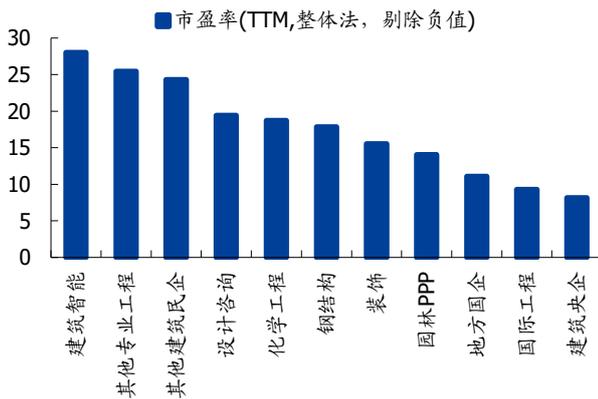
图表 80: 建筑行业子版块年初至今涨跌幅



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

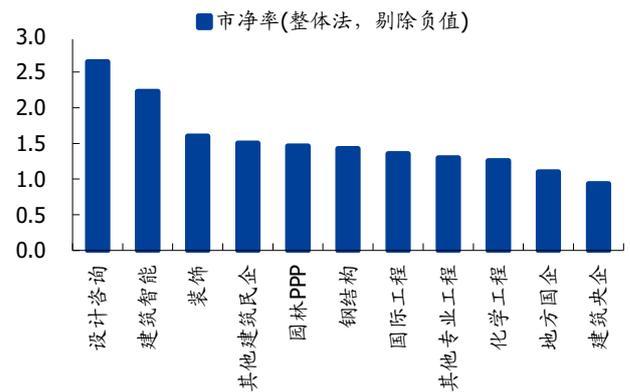
建筑央企及地方国企板块估值较低。从当期 PE/PB 估值情况来看, 子版块中建筑智能、设计咨询及其他建筑民企板块估值较高, 建筑央企、地方国企等集中于基建、房建业务的子版块估值较低。

图表 81: 建筑板块细分子行业截至目前 PE 对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 82: 建筑板块细分子行业截至目前 PB 对比

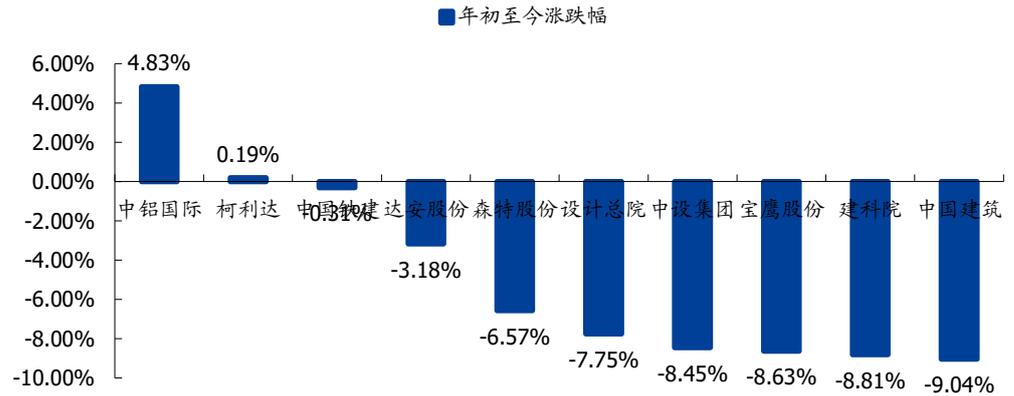


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 6.3. 个股涨跌幅分析: 基建产业链受益于基建趋势向上预期

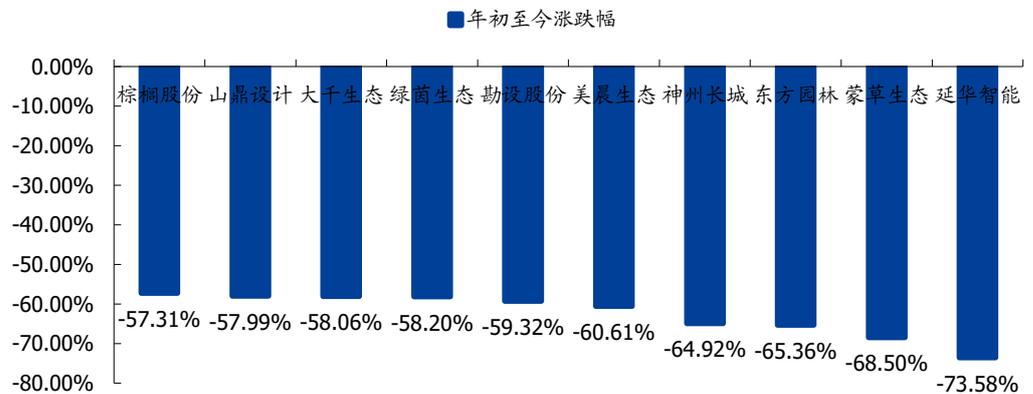
基建产业链显著受益, 园林 PPP 仍需等待股权质押风险纾解及民企融资环境改善。建筑板块中涨幅居前的个股除新股中铝国际外, 主要集中于基建产业链中的龙头企业, 包括建筑央企中国铁建与中国建筑, 以及设计咨询行业的重点企业设集团及设计总院, 政策转暖后基建产业链显著受益。下跌居前的个股主要为受信用环境收缩、股权质押风险影响较大的园林 PPP 等民营企业。

图表 83: 年初至今涨跌幅前 10 股票



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 84: 年初至今涨跌幅后 10 股票



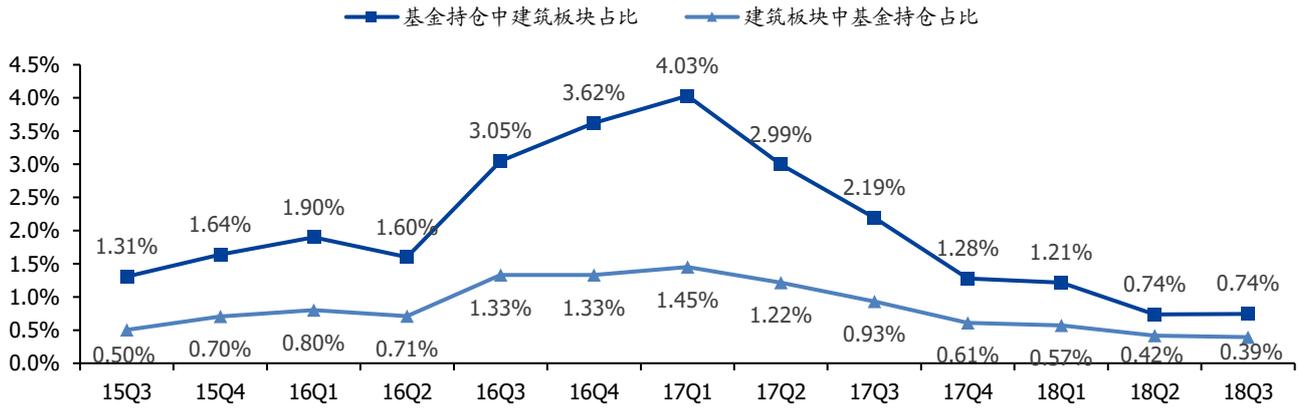
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

#### 6.4. 基金持仓分析: Q3 建筑股持仓仍极低

三季度末基金对建筑板块持仓基本与二季度持平。截至三季度末, 基金对建筑板块持仓比例为 0.74%, 环比二季度基本持平, 持仓占比低位企稳。

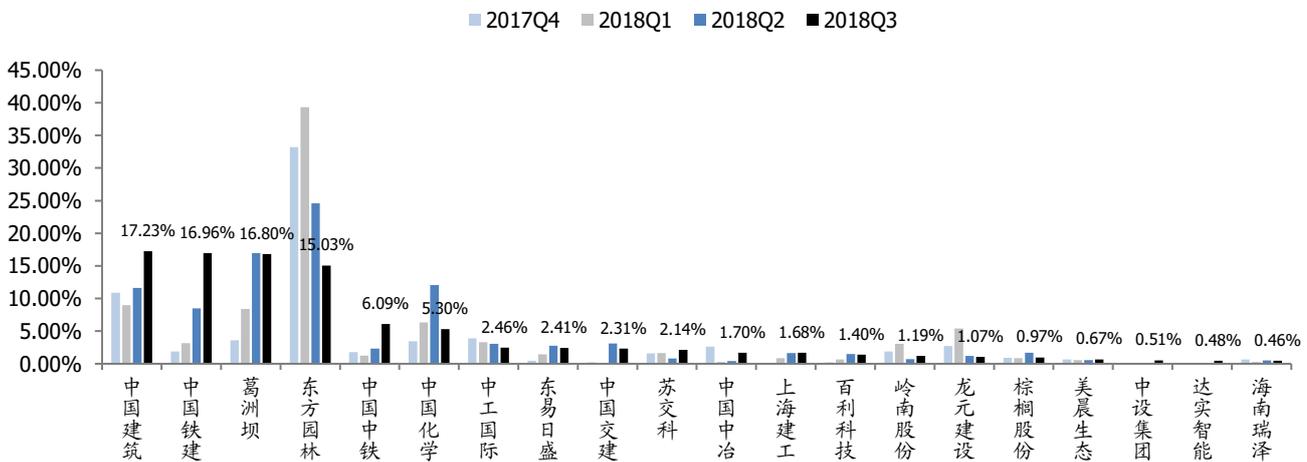
基金持仓建筑股央企占比持续提升。三季度基金持仓建筑股票中, 中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国中冶以及苏交科、中设集团等均获基金明显增持, 其中建筑央企持仓占比延续二季度以来的提升趋势。

图表 85: 截至 2018 年 Q3 建筑板块持仓情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 86: 建筑板块持仓标的的占比情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 7. 行业投资策略与重点个股述评

### 7.1. 行业投资策略

在货币环境持续宽松、财政政策趋于积极、基建投资逐步发力背景下，给予行业“增持”评级。2019 年应首先把握好基建投资主线机会，在更加严峻的经济形势之下，基建刺激力度有望进一步加大，行业横向对比具有相对确定性，而目前板块估值仍低，预计上半年基建产业链仍将有较好表现，重点推荐低估值建筑央企**中国铁建、中国中铁、中国交建、中国建筑**及通过市占率提升实现快速成长的设计龙头**苏文科、中设集团、设计总院**。其次，回顾过往，在逆周期调控年份，房地产行业主动或被动放松，地产链如装饰行业也存在机会，结合目前装饰龙头在家装、装配式装修等领域取得阶段性成果，重点关注估值已极低家装龙头**金螳螂、东易日盛**，以及装配式装修龙头**亚厦股份**。此外，一带一路建议重点关注目前预期和估值已极低的中工国际，PPP 重点推荐成长龙头**龙元建设**。

图表 87: 建筑行业重点标的的估值情况

公司名称	股价	EPS				PE				PEG	PB
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
中国建筑	5.70	0.78	0.85	0.94	1.03	7.3	6.7	6.1	5.5	9.5%	1.12
中国铁建	10.87	1.18	1.43	1.64	1.85	9.2	7.6	6.6	5.9	16.1%	1.02
中国中铁	6.99	0.70	0.81	0.95	1.13	9.9	8.6	7.4	6.2	17.1%	1.02
中国交建	11.26	1.27	1.39	1.55	1.71	8.8	8.1	7.3	6.6	10.3%	1.08
苏文科	10.37	0.57	0.69	0.85	1.04	18.1	15.0	12.2	10.0	22.0%	2.09
中设集团	17.42	0.95	1.25	1.56	1.89	18.4	13.9	11.2	9.2	26.0%	2.36
设计总院	19.95	0.89	1.55	2.08	2.69	22.4	12.9	9.6	7.4	44.6%	3.14
龙元建设	6.77	0.48	0.60	0.89	1.16	14.1	11.3	7.6	5.8	34.2%	1.11
金螳螂	8.10	0.73	0.84	0.97	1.11	11.2	9.6	8.4	7.3	15.2%	1.69
东易日盛	15.68	0.83	0.99	1.19	1.43	18.9	15.8	13.1	11.0	20.0%	3.89
亚厦股份	5.04	0.27	0.30	0.36	0.46	18.9	16.8	14.0	11.0	19.9%	0.87
中工国际	11.08	1.33	1.33	1.47	1.61	8.3	8.3	7.6	6.9	6.6%	1.39

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2018 年 12 月 28 日收盘价

## 7.2. 重点标的的评述

### 中国铁建

**近三年新签订单快速增长, 在手订单充裕。**公司 2015-2017 年新签订单复合增长率达到 22.14%。三季度末在手订单 2.56 万亿元, 同比增长 28.75%, 在手订单增速自 2014 年低位以来持续回升, 与收入比达到 3.52 倍, 创历史新高, 且在建筑央企中排前列。公司近两年已进行或拟进行多项权益融资, 充裕现金保障在手项目顺利执行。

**业务结构调整促毛利率提升, 盈利能力有望不断改善。**公司近年来低毛利率铁路施工订单占比持续下降, 高毛利率市政 PPP、房地产等业务占比不断提升, 有望促公司综合毛利率不断提升。公司近三年费用率也呈现下降趋势, 毛利率与费用率的变化共同促公司净利率不断提升, 由 2011 年的 1.72% 提升至 2017 年的 2.3%, 预计未来改善趋势有望保持。

**基建龙头有望显著受益“补短板”政策。**当期经济下行压力较大, 基建补短板政策有望逐步加码, 尤其是在中央主导的铁路建设以及中西部大型基建项目。公司作为国内铁路及综合基建领域龙头, 有望充分受益。

**低估值极具吸引力。**公司市盈率和市净率目前为历史最低 1/3 分位, 在八大建筑央企中 PE 高于中国建筑和葛洲坝。而公司 ROE 达 11.45%, 2018 年前三季度业绩增速位列基建央企第一, 具备较强吸引力。

**投资建议:** 我们预测 18/19/20 年公司归母净利润分别为 195/223/250 亿元, 分别增长 21%/14%/13%, EPS1.43/1.64/1.85 元, 当前股价对应 PE 分别为 7.6/6.6/5.9 倍, 目前 PB 为 1.02 倍, 给予“买入”评级。

### 中国建筑

**房建发力, 基建改善, 驱动 11 月订单加速。**公司 2018 年 1-11 月份新签合同额 20778 亿元, 同增 6.3%, 较上月提升 4.1 个 pct, 其中 11 月单月新签合同同增 49.38%。分业务板块来看, 房建新签合同同增 17.70%, 较上月提升 4.8 个 pct, 其中 11 月单月新签合同大幅同

增 71.87%，主要因去年基数较低（去年 11 月单月同比下滑 31.7%）。房建订单增速已连续 4 个月回升，带动整体订单增速回暖。1-11 月基建新签同降 17.20%，较上月提升 2.9 个 pct，其中 11 月单月同增 9.62%（10 月单月下滑 57.6%），较上月改善明显。当前公司在手订单约为收入的 3.5 倍，未来施工业务有望保持稳健增长。

**11 月房地产销售有所回落，土地储备充足。**2018 年 1-11 月公司房地产业务合约销售额 2682 亿元，同增 28.20%，较上月回落 4.1 个 pct，其中 11 月单月合约销售额 226 亿元，同降 4.24%；合约销售面积 1650 万平方米，同增 13.60%，较上月回落 2.8 个 pct，其中 11 月单月合约销售面积 135 万平米，同降 10.60%。公司 2018 年前 11 月新购置土地储备 2621 万平方米，同增 12.83%。截至 2018 年 11 月末，公司总土地储备 10790 万平方米，同增 19.41%，土地储备较为充裕。

**地产与建筑双龙头，多维度受益政策调整，低估值优势显著。**近日发改委外发 1806 号文积极支持资产总额大于 1500 亿、营收大于 300 亿、资产负债率不超过行业重点监管线的优质房地产及建筑企业发债融资。地产龙头企业融资环境边际改善，公司地产及房建业务有望受益。此外政策明确基建补短板重要方向，财政有望持续发力，基建趋势向上预期不断提升，公司基建新签订单增速有望好转同时在手项目将加快推进。公司 2019 年 PE 为 6.1 倍，在建筑央企中处于低位，且地产与施工两大主业多维度受益政策调整，优势显著。

**投资建议：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.85/0.94/1.03 元，分别增长 8.4%/10.5%/9.6%，当前股价对应三年 PE 分别为 6.7/6.1/5.5 倍。当前基建投资向上趋势较明确，且近期地产融资环境有望边际改善，公司当前估值较低优势显著，维持“买入”评级。

### 苏交科

**综合性民营咨询龙头，上市后内生+外延取得快速发展。**公司前身是 1978 年成立的“江苏省交通科学研究所”，技术经验积累丰富，综合实力强。2002 年成为全国交通行业省属科研设计院所中第一个由事业单位改制为员工持股的科技型民营企业。2012 年上市后通过内生增长加外延式并购取得了快速发展。

**环境业务拓展取得标志性进展，有望持续受益生态环保行业浪潮。**近期公司公告完成收购环境检测公司江苏益铭 36% 股权，目前共持有其 51% 股权。江苏益铭主营业务为环境保护检测技术咨询与服务，其业绩承诺为 2018 年净利润不低于 1667 万，2018-2020 年净利润复合增速不低于 30%/年，三年累计净利润不低于 6651 万元。近几年在国家环境管理要求不断提高背景下，环保投资及检测需求快速增长。目前公司国内环境业务主要集中于环境影响评价及少量检测业务。此次收购完成后，公司有望显著提升环境检测、环境咨询及环境修复一体化业务能力，未来有望充分受益于生态环保行业浪潮。

**TestAmerica 股权转让顺利完成，显著释放海外经营风险回笼资金。**近期公司转让子公司 TestAmerica 的 100% 股权交割完成，根据“零现金、零负债”交易原则调整后回收现金达 1.44 亿美金。截止 8 月底 TestAmerica 实现营收 9.7 亿元，净利润-2091 万元，预计此次转让对公司全年盈利影响较小，而在目前国际贸易摩擦不断、国内紧信用环境下有利于公司减少经营不确定性，快速回流现金。

**投资建议：**我们预测公司 2018-2020 年的归母净利润分别为 5.6/6.9/8.5 亿元，同比增长 21%/23%/23%，对应 EPS 分别为 0.69/0.85/1.04 元，2017-2020 年 CAGR 为 22.1%。当前股价对应 PE 分别为 15/12/10 倍，给予“买入”评级。

### 中设集团

**全领域覆盖的交通设计顶级企业。**公司前身为始建于1966年的江苏省交通规划设计院，2005年改制为民营企业，2014年在上交所上市。公司拥有综合规划研究院、交通设计研究院、水运设计研究院、城建规划设计研究院、铁道规划设计研究院5大专业院，以及环境与智能事业部、工程管理与检测事业部2大事业部，10月份再收购海外顶级建筑设计公司，不断完善行业布局，逐步搭建起全行业、多领域融合发展的战略格局。

**以江苏省内技术优势向全国推广，省外业务打开公司成长空间。**公司目前交通设计、水运设计、城建规划设计、铁道规划设计4大行业业务在江苏省内已占据明显优势，并已向外拓展业务。在与省外当地设计公司竞争过程中公司有望凭借明显的技术优势获得客户认同，并实行持续深入拓展的战略，实现在省外当地获取持续性业务。

**未来新兴市场广阔，公司已积极布局。**未来交通基建设计领域仍然有较多细分市场亟待开发，其中包括城市快速路、市域铁路、存量道路养护以及高速公路服务区等细分市场。公司在城市快速路领域设计经验丰富，并积极涉足铁路领域，开拓高速公路服务区 shopping mall 模式，未来有望在新兴市场领域占据先发优势。

**投资建议：**我们预测公司2018-2020年的归母净利润分别为3.95/5.18/6.67亿元，同比增长32%/25%/21%，对应EPS分别为1.25/1.56/1.89元，2017-2020年CAGR为26%。当前股价对应PE分别为14/11/10倍，给予“买入”评级。

### 龙元建设

**战略定位超前、业务覆盖广泛的民营PPP龙头。**公司为面向全行业、定位全生命周期的PPP项目投融资运营服务商，为政府提供从规划、设计、融资、投资、建设、运营全生命周期的一站式综合服务，并覆盖基础设施、房屋建设、交通工程、水利电力工程、环保旅游、文化体育、医疗教育、农业林业等PPP领域。公司目标市场广阔，潜在盈利点更多，在产业链能力储备上较为全面、领先。

**专业实力雄厚、业内影响力强。**公司PPP专业投融资人才和技术储备丰富，拥有8位发改委、财政部PPP双库专家，并发起设立了国内首家专注PPP和基础设施行业大数据科技公司-明树数据，提供包括PPP交易数据、产业链大数据、全生命周期资产管理和绩效评估等服务。公司联合主办了第二届至第四届中国PPP融资论坛，在业界有较强影响力。截至目前，公司PPP项目的入库率为100%，并主要集中在东部发达地区，贷款落地率高达60%（其他园林PPP公司约30%）。公司作为合规专业性强、运营实力突出的民企龙头有望快速成长。

**PPP促业绩持续高增长，未来投资/运营收益有望促更快增长。**公司自2014年全力转型PPP以来，订单和业绩先后进入到高成长轨道，2016、2017年业绩持续以70%增速高增长，预计今明两年有望继续保持50%业绩复合增速，高增长趋势强劲。而随着公司PPP项目未来几年陆续进入运营期，未来投资收益和运营收入还将促使公司盈利更快增长。随着全市场数万亿PPP项目逐渐完工形成运营资产，未来公司还有望从存量资产服务市场中获益。

**在手现金及订单充足，未来业绩增长动力强劲。**公司15年/16年/17年/18年新承接PPP订单额分别为76.5/217.1/309.4/205.2亿元。截至目前在手PPP订单约为670亿元，约为2018年预计PPP相关收入的7倍，在手订单十分充足。公司目前账上货币资金达41.3亿元，在当前紧信用的环境下，在手充足资金有助于强化竞争优势、跨越成长。

**投资建议：**我们预测2018-2020年公司净利润分别为9.1/13.6/17.8亿元（17-20年CAGR=43%），对应EPS分别为0.60/0.89/1.16元，当前股价对应PE分别为11/8/6倍，考虑公司高成长潜力，给予重点推荐。

## 金螳螂

**品牌实力突出的装饰龙头，有望持续受益装饰行业集中度提升。**近年来随着装饰行业集中度的不断提升，“营改增”的出台显著增加了上市装饰公司的竞争优势，叠加PPP配套公共建筑装修需求，带动上市家装公司业务持续复苏，公司作为国内装饰行业龙头有望显著受益。2018年前三季度公司实现营收185.4亿元，同比增长18%（预计非家装业务营收同比增长13%）；归母净利润15.8亿元，同比增长10%，实现持续稳定增长。

**2018Q3 订单快速增长 29%，住宅业务驱动订单加快增长。**公司2018Q3单季新签订单105.7亿元，其中新签工装/住宅装修/设计订单分别为57.6/41.6/6.5亿元，分别同比+8.3%/+74.4%/+23.7%。2018Q1至2018Q3公司单季新签订单分别同比增长+15.9%/+21.2%/+28.5%，逐季加速增长。而截止2018年三季度末，公司在手已签约未完工订单为553亿元，为17年收入2.6倍，充足订单有望持续向收入转化，业绩有望加快增长。

**家装业务快速扩张，整体优势将随规模增大逐渐增强。**公司家装业务“金螳螂家”快速发展，目前已覆盖全国100多座城市，开设直营门店达172家，我们预计1-9月份公司家装电商业务实现营收23亿元，全年有望达到30亿元以上营收。依托母公司强大规模及品牌优势、F2C高效供应链体系、覆盖全面的物流系统与先进的数字化管控及传统与电商相结合的营销手段，公司家装业务模式领先，我们预计随着公司家装业务规模的不断扩大，综合优势将持续强化。

**投资建议：目前估值已处历史极低水平，重点推荐。**我们预测18/19/20年公司归母净利润分别为22.1/25.5/29.4亿元，EPS分别为0.84/0.97/1.11元，17-20年CAGR为15.3%，当前股价对应PE分别为10/8/7倍，目前市盈率已达到历史极低水平，考虑到公司家装业务稳健增长、家装业务中长期极具潜力，目前估值已极具配置价值，维持“买入”评级。

## 8. 风险提示

### （1）政策变化或执行力度不及预期风险

近期政策持续加码稳增长、稳投资政策，但政策落地转化为投资完成需产业链各环节有效传导及配合，尤其需要金融机构贷款支持，如若政策政策发生变化或落地执行缓慢，则固定资产投资增速可能继续放缓。

### （2）信用风险

建筑企业对流动性较为依赖，虽然近期货币政策有所放松，在去杠杆和防范金融风险的政策背景下流动性依然有收紧的可能性，影响企业融资。此外，市场利率也关系到融资能力的问题，若利率大幅上行则可能导致银行等金融机构资金紧张，提升相关公司债券发行难度与融资成本，造成建筑公司融资难，影响整体项目施工进度及最后收益情况。

### （3）项目执行风险

建筑工程项目从中标到正式施工经历多个环节，存在较长等待周期，同时施工过程中也存在多种不可控因素，因此如果企业在某个环节遇到阻碍，可能造成项目执行进度低于预期，从而影响收入和利润的确认。

### （4）应收账款风险

建筑企业应收账款余额较大，随着公司业务规模的扩大，应收账款余额总体上呈增加趋势。如果应收账款不能及时回收可能将影响公司的资金周转速度和经营活动现金流量，

进而可能对建筑企业经营及业绩水平造成不利影响。

#### **(5) 海外经营风险**

当前国际贸易摩擦仍有进一步加剧风险，对新兴市场国家汇率波动可能存在一定波及，人民币对美元汇率波动存在加剧风险，海外工程公司则可能出现较大汇兑损益。同时海外经营环境与行业标准较国内存在显著差异，如若海外工程公司前期项目规划设计阶段未能充分考虑该差异性，则后期可能面临较大经营风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com