

建筑装饰

基建对冲预期提升，政策工具如何选择？

基建对冲预期提升，“四重门”如何选择？ 近期随着我国与美国贸易摩擦走势不确定性增加，国内对冲压力加大，同时管理层重提“六个稳”，显示逆周期调节必要性犹存，基建补短板有望加码。按照资金来源分类，地方政府基建投资大致可分为四类。1) 财政性资金 2) 地方政府专项债券 3) 融资平台 4) PPP。我们以这四方面为框架来分析后续基建对冲可能的政策选择。

财政资金：收入放缓制约高强度支出持续。 今年1-4月，一般公共预算与政府性基金支出均持续发力，支出进度明显前移，对稳定基建投资起到了一定作用。但往后看，4月增值税减税效应逐步显现，一般公共预算收入后续可能会继续放缓；而土地出让全年看存在不确定性，很难大幅超过去年水平，政府性基金继续大幅发力也受制约。财政资金维持高强度支出难度较大。

地方政府专项债：继续加大力度发行，可能动用以往未使用额度。 今年专项债新增限额2.15万亿，并提前下达预算指标，截至5月已发行约0.86万亿，财政部要求今年9月前基本发行完毕。而去年发行集中在8月以后，今年发行进度明显加快，有望对基建资金形成支撑。2018年及以前未使用专项债额度1.19万亿，因此今年后续理论可发性专项债总金额为2.48万亿。在稳增长压力增大之下，地方政府可能会选择动用以往未使用额度补充基建资金，但总体规模会受到是否有足够合格项目及债务考核压力的限制。

融资平台：可能会变通的放松，但监管定力仍存。 去年7月份后融资平台监管从去杠杆过渡到稳杠杆，融资环境边际放松，但中央仍保持着严控隐性负债的定力，融资平台只能在借新还旧，保证在建的范围内腾挪，这也是本轮基建复苏力度比前几轮政策调控弱的根本原因。当前基建逆周期调节的必要性显著上升，如果经济超预期快速下滑，融资平台因为见效快，可能会成为一个被迫选择。但这样会破坏初步建立的地方政府债务管理体系，相当于政策走回头路，弊端过于明显，所以预计中央可能不会明确进行大规模的刺激，只会采取变通的手法来进一步放松监管，同时在力度上保持小心克制。

合规PPP：政策仍待定型，需要融资助力。 近期财政部下发文件继续清理不合规PPP项目，显示中央对于隐性负债严控的趋势未变。目前PPP政策大致定型，但最终还需等待正式PPP条例出台。项目库总量已趋于稳定，落地有所恢复。相较于融资平台，合规PPP被认定为不会增加地方政府隐性负债，因此不会破坏既有的债务管理体系，在必要时下半年可能成为潜在突破方向。如果被选择，后续支持政策可能有：下调资本金比例、推动资产证券化、鼓励长期资金参与等实质性改善融资政策。

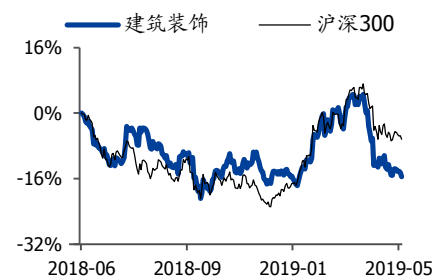
政策性金融机构：可能的发力方向。 政策性金融机构的资金带有“广义财政”的属性，在棚改等重大战略中扮演了重要作用，近期也有国开行参与镇江等地隐性债务化解的报道。由于政策性金融机构具有一定独立性，不会对现有政策框架形成很大冲击，执行政策比较灵活，可能是潜在发力方向。

投资建议： 基建对冲预期提升之际，重点推荐建筑蓝筹**中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建**，具有中长期成长逻辑、估值已处历史底部的设计龙头**中设集团、苏交科**，民营PPP龙头**龙元建设**，装饰龙头**金螳螂**，以及长三角一体化房建龙头**上海建工**。

风险提示： 政策变动风险、贸易走势不确定性风险、项目执行不达预期风险、融资环境收紧风险。

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：基建增速向上，板块“三低”存机会》 2019-06-02
- 2、《建筑装饰：基建对冲预期提升，建筑“三低”优势突显》 2019-05-26
- 3、《建筑装饰：基建对冲重要性再提升，推荐建筑央企与设计龙头》 2019-05-23



内容目录

基建对冲预期提升，“四重门”如何开启？	3
财政资金：收入放缓制约持续高强度支出	4
地方政府专项债：持续加大发行，可能动用以往额度	5
融资平台：可能会变通的放松，但监管定力仍存	6
合规 PPP：政策仍待定型，需要融资助力	8
政策性金融机构：潜在发力方向	9
下半年基建对冲政策工具如何选择？	10
投资建议	11
风险提示	12

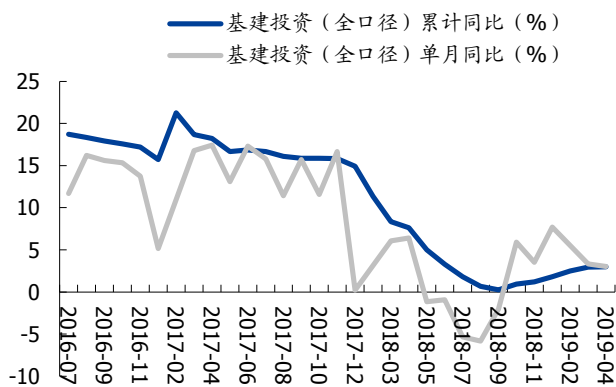
图表目录

图表 1: 基建投资（全口径）累计及单月同比	3
图表 2: 基建投资（扣电热燃水口径）累计及单月同比	3
图表 3: 基建投资的四个资金来源	3
图表 4: 一般财政收入与支出累计增速	4
图表 5: 历年 1-4 月财政支出占年初财政预算比例	4
图表 6: 地方政府基金的收入和支出增速	4
图表 7: 房地产企业土地购置面积和金额增速	5
图表 8: 各月份地方债发行情况	6
图表 9: 地方政府债券额度（亿元）	6
图表 10: 城投债发行情况	7
图表 11: 2017 年至今新增委托贷款及信托贷款情况	7
图表 12: 公司债历年发行规模及增速	8
图表 13: 地方融资平台带息总债务	8
图表 14: 单月新增管理库金额及增速	9
图表 15: 单月新增执行阶段金额及增速	9
图表 16: 2016-2019 年逐月政策性金融债累计净融资额	10
图表 17: 2009 年以来政策性金融债净融资额及票面利率	10
图表 18: 部分建筑公司估值情况表	11

基建对冲预期提升，“四重门”如何开启？

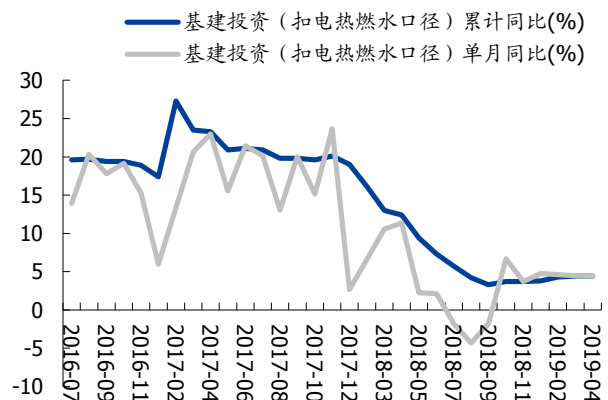
基建温和复苏但力度不及市场预期，外部不确定加剧，逆周期调节仍存必要。去年7月23日国常会后，强力的去杠杆政策边际放松，市场对基建补短板的逆周期调节寄予较高期望。基建投资虽在10月后持续温和复苏，但力度远远不及前几次政策调控周期。2019年1-4月基建投资（不含电力等）增速为4.40%，较1-3月持平，低于市场预期。近期随着我国与美国贸易摩擦走势不确定性增加，国内对冲压力加大，基建重要性再提升，同时管理层重提“六个稳”，显示逆周期调节必要性犹存，基建补短板有望加码。

图表 1: 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

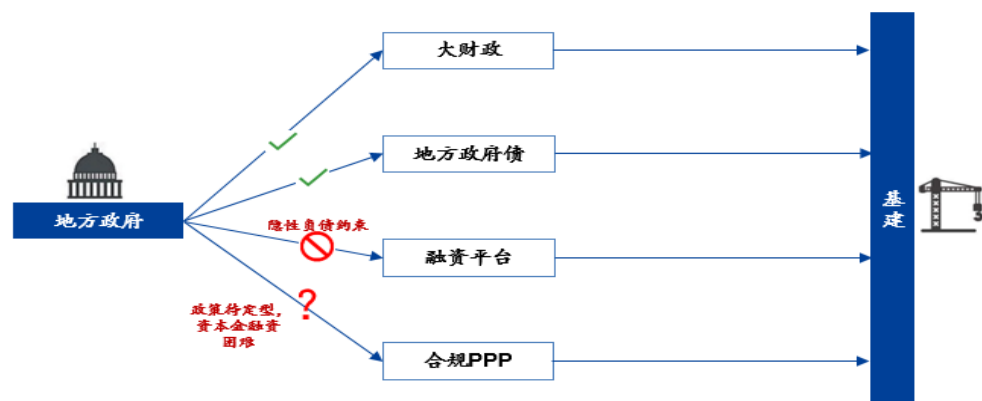
图表 2: 基建投资（扣电热燃水口径）累计及单月同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

基建对冲政策发力方向有哪些？我们之前的报告指出，按照资金来源分类，地方政府基建投资大致可分为四类。1) 政府使用财政收入及政府性基金收入直接进行投资。2) 地方政府发行地方政府专项债进行融资。3) 地方政府在体外设立融资平台为投融资主体，进行投资和融资。4) 与社会资本开展合规 PPP 项目。下文我们通过分析这四类方式，来探讨后续基建对冲政策再发力的可能政策选择。

图表 3: 基建投资的四个资金来源

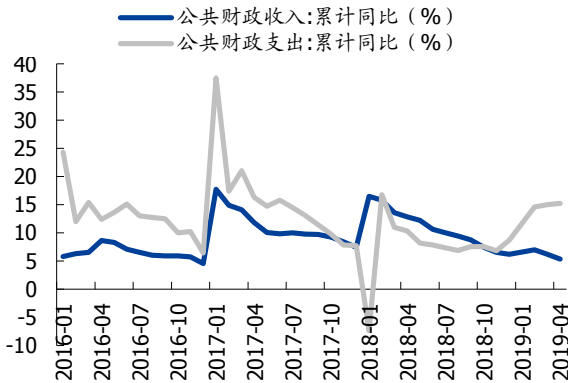


资料来源: 国盛证券研究所

财政资金：收入放缓制约持续高强度支出

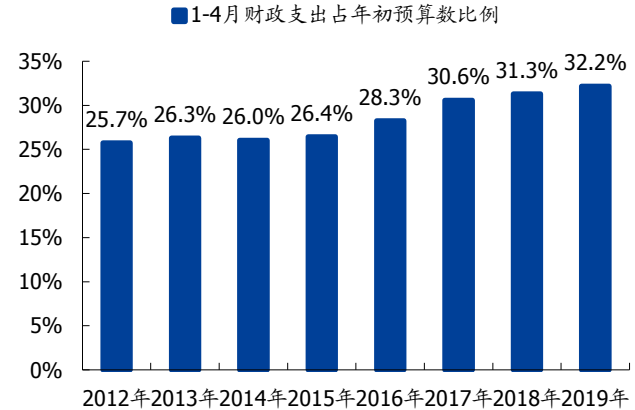
财政支出进度前移，但减税效应逐渐显现将制约后续支出。1-4月累计一般公共预算支出同比增长15.2%，比去年同期加快4.9个百分点；1-4月支出占全年预算数32%，较去年同期加快1个pct，为近年来最高水平。可以看出年初以来财政持续发力，支出节奏明显前移。1-4月一般公共预算收入增速5.3%，较上月回落0.9个pct。全年来看，由于今年减税效应在4月份后会逐渐显现，预计收入端对财政政策的后续支出有一定影响。

图表4：一般财政收入与支出累计增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

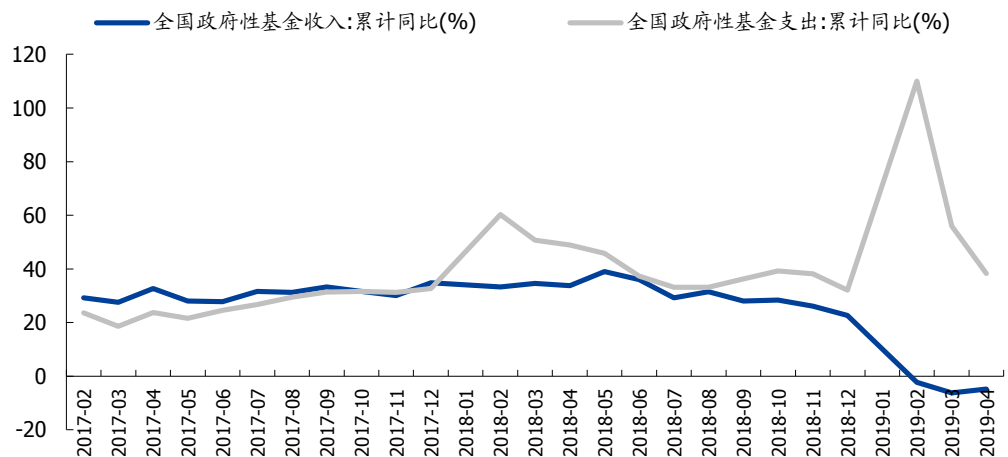
图表5：历年1-4月财政支出占年初财政预算比例



资料来源：Wind，国盛证券研究所

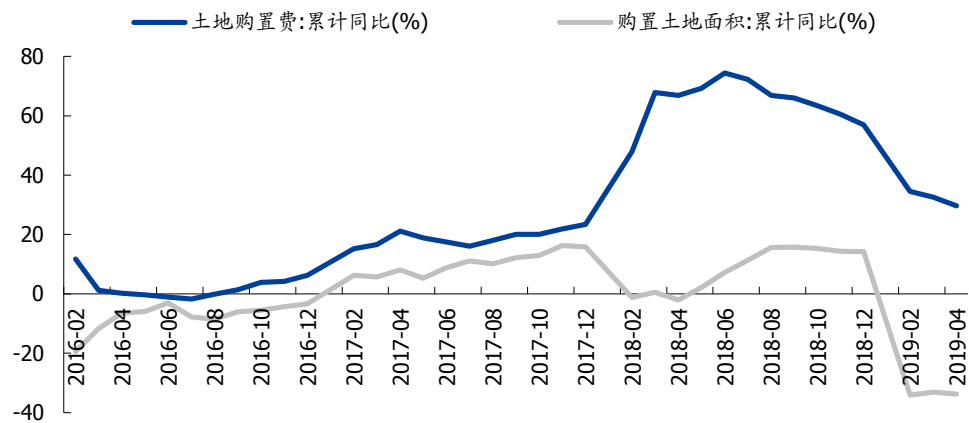
土地出让收入大幅放缓，拖累政府性基金收入下滑。1-4月政府性基金收入同比下滑4.8%，2019年以来地方政府国有土地使用权出让收入连续负增长，拖累整体政府性基金收入。1-4月政府性基金支出同比增长38.3%，较1-3月回落17.6个pct，支出力度明显放缓。今年全国土地出让存在不确定性，全年政府型基金收入预计较去年出现下滑，全年支出力度预计也会逐步回落。

图表6：地方政府基金的收入和支出增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表7: 房地产企业土地购置面积和金额增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

财政性资金继续维持高强度支出有制约,但预计也不会有明显滑坡。从今年前四个月看,一般公共预算与政府性基金支出均持续发力,支出进度明显前移,对稳定基建投资起到了一定作用。但往后看,4月增值税减税效应逐步显现,一般公共预算收入后续可能会继续放缓,而土地出让全年看存在不确定性,很难大幅超过去年水平,政府性基金继续大幅发力也受制约。整体看财政资金持续维持年初高强度支出有一定制约,但预计也不会有明显滑坡。

地方政府专项债: 持续加大发行, 可能动用以往额度

地方政府债加速发行,对基建资金形成明显支撑。2018年1.35万亿新增专项债目标顺利完成。2019年专项债新增限额2.15万亿,并提前下达预算指标,截至5月已发行约0.86万亿,财政部要求今年9月前基本发行完毕。而去年发行集中在8月以后,今年发行进度明显加快,有望对基建资金形成支撑。

图表8: 各月份地方债发行情况

时间	一般债券(亿元)				专项债券(亿元)				发债合计
	新增	置换	借新还旧	总计	新增	置换	借新还旧	总计	
2018年1月									
2018年2月		108		108		25	153	178	286
2018年3月		1318		1318		592		592	1910
2018年4月		2135	75	2210		808		808	3018
2018年5月	171	1702	492	2366		1175	12	1187	3553
2018年6月	2745	1097	592	4434	412	488	9	909	5343
2018年7月	3523	1101	986	5611	1091	585	283	1959	7570
2018年8月	839	1364	1361	3564	4287	748	230	5266	8830
2018年9月	357		389	746	6688		52	6740	7485
2018年10月	349	2	982	1333	729		499	1228	2560
2018年11月	42		228	270			190	190	459
2018年12月	154	122		276	321	41		362	638
2019年1月	2276		359	2635	1412		133	1545	4180
2019年2月	1607		318	1925	1666		50	1716	3642
2019年3月	1304		1031	2335	3582		328	3910	6245
2019年4月	456	100	765	1321	637	60	249	945	2267
2019年5月	355		1109	1464	1302		278	1579	3043

资料来源: Wind, 财政部, 国盛证券研究所

可能动用以往年度未使用额度,但受到项目等因素的制约。2018年末实际专项债务余额为7.43万亿,专项债务限额为8.62万亿,两者之差1.19万亿即为以往年度累计未使用的额度。2019年专项债限额为2.15万亿,与以往年度未使用额度之和为3.34万亿,1-5月已经新增发行约0.86万亿,因此今年后续理论可发行专项债总额为2.48万亿。在稳增长压力增大之下,地方政府可能会选择动用以往未使用额度来加大专项债发行力度,补充基建资金。但从历史看,动用以往年度未使用额度情况较少,主要可能受制于两个因素:1)由于专项债资金还款与项目严格对应,地方政府可能并没有更多合适专项债的项目上报。2)地方政府债务率考核比较严格,大规模提升债务率动力受到压制。因此后续是否会动用以往额度存在不确定性,但是一个较为可能的政策选择。

图表9: 地方政府债券额度(亿元)

年份	地方政府债务限额	地方政府债务余额	专项债务限额	专项债务余额	专项债务新增限额	专项债务实际新增	累计未使用额度
2015年	160,074	160,074	60,802	60,802		850	
2016年	171,874	153,164	64,802	55,296	4,000	3,941	9506
2017年	188,174	164,706	72,685	61,384	8,000	7,656	11301
2018年	209,974	182,903	86,185	74,287	13,500	13,150	11898

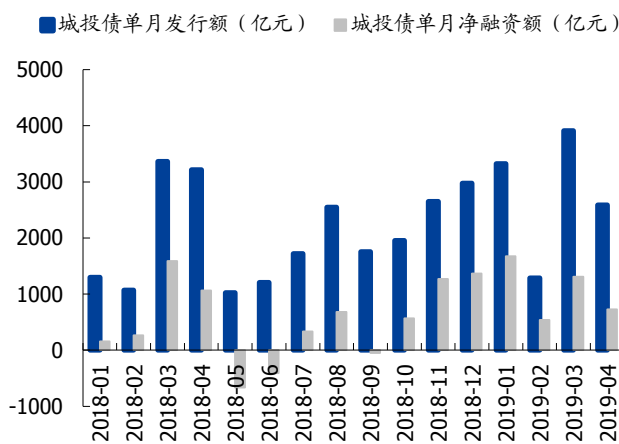
资料来源: 财政部, 国盛证券研究所

融资平台: 可能会变通的放松, 但监管定力仍存

从去杠杆到稳杠杆，融资平台监管边际放松。由于融资平台是我国基建投资的主力，去年基建投资增速显著放缓的原因也正是中央对于融资平台隐性负债规模的严控。自去年7月国常会后，融资平台监管政策边际放松，从严厉去杠杆到稳杠杆。去年7月会议强调“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”，去年10月31日，国办发101号文也强调：“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。”

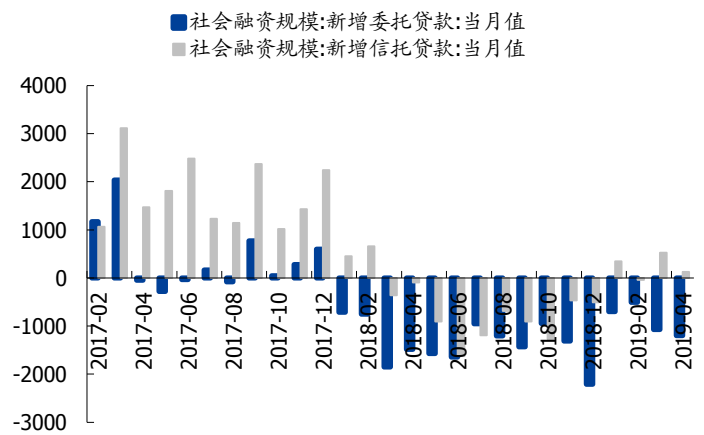
城投债和非标等融资边际好转。1-4月城投债净融资额4246亿元，较去年同期增长38%；新增信托及委托贷款额较去年均有所改善，1-4月新增委托/信托贷款分别为-3477/965亿元（去年同期为-4795/664亿元），较去年同期均出现边际好转。

图表 10: 城投债发行情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

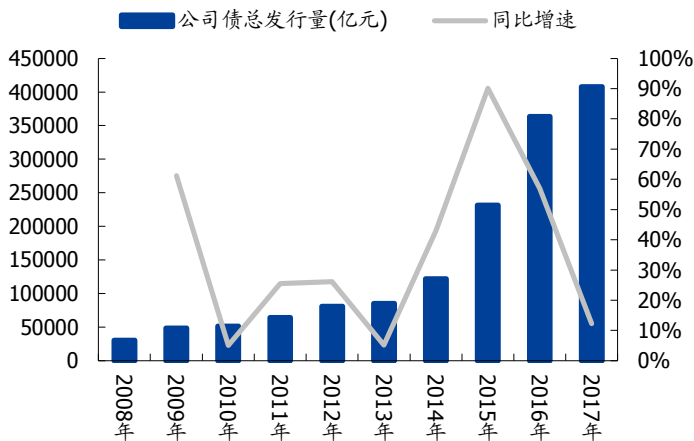
图表 11: 2017年至今新增委托贷款及信托贷款情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

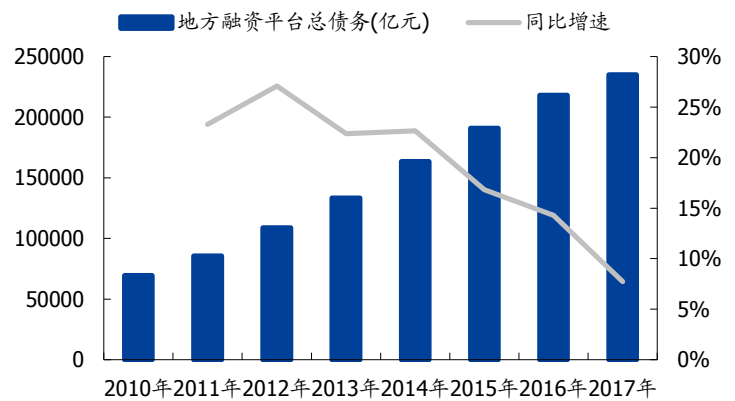
2015年也出台类似“保在建”文件，融资平台监管明显放松，支撑基建维持高增长。2015年，我国经济面临较大下行压力，在PPP和地方政府债券等新合规形式未完全成熟前，快速封堵传统融资渠道将给基建等投资造成较大影响，因此2014年出台的43号文并没有得到严格执行。2015年5月，国务院转发财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》，要求保障地方政府和银行要妥善处理融资平台公司在建项目后续融资问题；证监会也将公司债发行主体从上市公司扩大到所有公司制法人，虽然办法中明确地方融资平台不得发行公司债，但因为融资平台的认定标准模糊，很多类平台企业也发行了大量公司债。2015-2017年，融资平台隐性债务仍继续膨胀，支撑了基建增速维持在15%以上的高增长。

图表 12: 公司债历年发行规模及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 地方融资平台带息总债务



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

但本轮中央严控隐性负债的定力仍在，这也是直接制约基建大幅回升的关键所在。在逆周期政策下，地方政府压缩融资平台的隐性负债压力很大，近于不可能完成的任务，因此为了防范违约的系统性风险，监管的边际放松是必要之举。但中央严控隐性负债的定力仍在（从上周出台 PPP 继续清理的文件可见一斑），地方政府融资平台基本只能在一定限额内借新还旧，维持在建项目规模，这也是本轮基建复苏力度远不及以前调控周期的最主要原因。

选择大幅放松融资平台优势与弊端皆明显。参考以前年度经验，中央大幅放松融资平台对于基建投资的效果立竿见影，可以快速提振投资增速，这也是刺激融资平台的优势所在。但大幅放松融资平台弊端也相当明显：首先，与中央近几年推进的去杠杆、防风险大策略相违背，会将已经基本成型的地方政府债务管理体系全面破坏，相当于政策走了回头路，其次也进一步加速了地方政府债务的膨胀，积累更高的潜在失控风险。

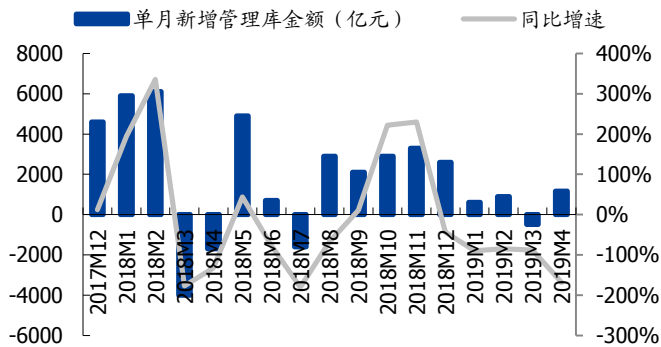
可能用变通的手法继续放松监管，但总体保持定力。当前外部环境面临不确定性，基建逆周期调节的必要性显著上升，如果经济超预期快速下滑，刺激融资平台因为见效快，可能会成为被迫选择。但其弊端过于明显，中央可能不会明确进行大规模的刺激，只会采取一些变通的手法来进一步放松监管，同时在力度上保持小心克制。

合规 PPP: 政策仍待定型，需要融资助力

近期财政部再次发文规范 PPP 项目，显示 PPP 当前政策仍待定型。今年 3 月财政部下发了财金 10 号文，通过正负面清单明确合规 PPP 标准，进一步厘清了 PPP 与地方隐性债务的关系，进一步明确了政府付费类项目的实施条件，但很多问题仍待明确。近期出台《关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知》，要求各地财政部门须在 6 月底前完成入库 PPP 项目纳入政府性债务监测平台情况梳理核实工作，逐一判明项目增加地方政府隐性债务的具体认定依据，对增加地方政府隐性债务的项目，应该中止实施或转为其他合法合规方式继续实施。该文件实际上是对财金 10 号文的落实，显示中央对于隐性负债严控的趋势未变。目前 PPP 政策大致定型，但最终还需等待正式 PPP 条例出台。

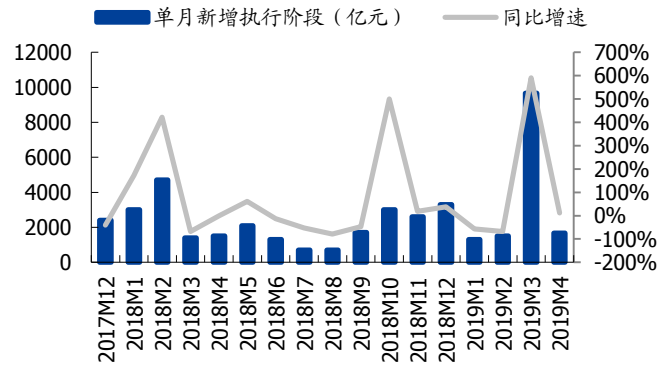
当前总入库规模已基本保持稳定,落地情况有所恢复。根据财政部PPP项目库网站数据,2019年4月新增管理库金额1165亿元(去年同期为出库1700亿元);新增执行阶段金额1679亿元,同比增长12%,今年总入库规模已基本保持稳定,但库内项目落地有所提速。截至4月末,项目落地率63.99%,环比3月提升0.78个pct。

图表 14: 单月新增管理库金额及增速



资料来源: 财政部 PPP 项目库, 国盛证券研究所

图表 15: 单月新增执行阶段金额及增速



资料来源: 财政部 PPP 项目库, 国盛证券研究所

PPP 推进仍面临一定困难, 如下半年经济下行超预期, 可能是潜在政策突破方向。当前 PPP 面临的困难主要有 1) 政策的不确定性。2) 融资的难度较大, 特别是资本部分, 因此推进仍处于相对低迷状态。合规 PPP 前期工作流程较长, 可能政策见效速度相对于直接刺激融资平台会比较慢。但由于当前政策框架下, 已经基本明确合规 PPP 与隐性负债的关系, 即合规 PPP 不属于政府隐性负债, 因此只要坚持合规底线, 选择加大对合规 PPP 的支持力度并不会对地方政府债务管理体系构成冲击, 也不会直接违反近几年政府控制隐性债务的总方针, 从这方面看与融资平台相比是一个比较好的政策选择。如果下半年经济超预期下行, 加大对合规 PPP 项目的支持可能是一个潜在的政策突破方向。

如果选择 PPP 作为突破口, 后续可能从法规定型和融资支持两方面加速推进 PPP。如果政府选择 PPP 作为突破口, 政策后续方向可能是: 1) 加快 PPP 条例的出台, 使得政策定型, 稳定各方参与者预期。2) 出台实质性融资支持政策, 如下调资本金比例; 规范商业银行 PPP 类融资行为, 稳定银行预期, 鼓励对合规 PPP 的支持; 推动资产证券化等 PPP 新融资手段落地; 放松部分合理产业基金形式参与 PPP 的监管、鼓励长期资金参与等, 从根本上改变当前 PPP 资本金出资难的问题。

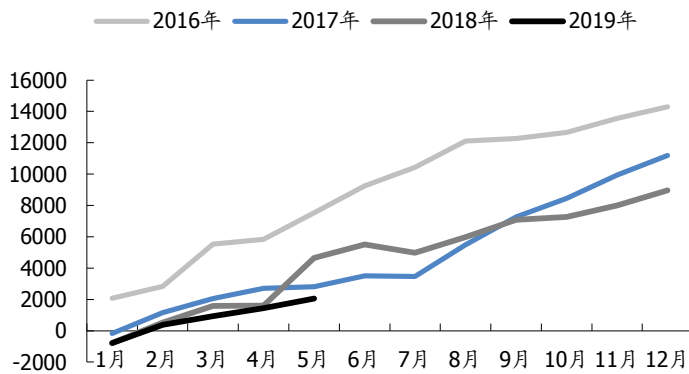
政策性金融机构: 潜在发力方向

政策性金融机构具备一定灵活性, 是潜在发力方向。由于政策性金融机构的特殊地位, 其资金往往带有“广义财政”的属性, 扮演着参与经济调控的重要作用。在 2015 年起的大规模棚改中, 央行投放 PSL, 通过国开行和农发行的棚改专项贷款为地方政府提供资金支持, 成为棚改大规模推进的最重要资金来源。此外, 近期也有国开行参与镇江等地隐性债务化解的新闻报道。可以看出, 政策性金融机构具有一定独立性, 可以不影响现有的政策框架, 在执行一些涉及基建、棚改领域的政策时具备灵活性, 是中央潜在的政策选择。

下半年政策性金融债仍有空间。今年前五个月政策性金融债累计净融资额约 2061 亿元, 为近几年来新低, 发行进度偏慢。2011-2017 年我国政策性金融债净融资额度均不低于

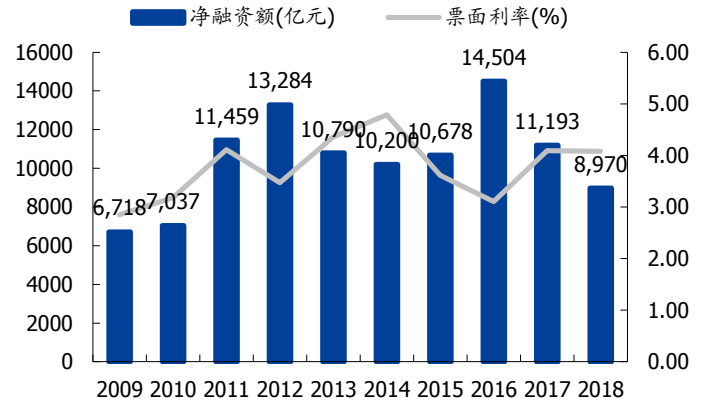
10000 亿元，2018 年略有减少，为 8970 亿，如果按照去年额度估算，则下半年政策性金融债还有约 6900 亿元的空间。

图表 16: 2016-2019 年逐月政策性金融债累计净融资额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 2009 年以来政策性金融债净融资额及票面利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

下半年基建对冲政策工具如何选择?

通过上述分析，当前基建对冲预期显著提升，四重门再次面临开合选择。综合来看：

1) 下半年，一般财政收入受到减税效应影响，可能会增长趋缓，政府性基金也受到土地出让金拖累，这两方面财政资金维持年初以来的高强度支出可能会受到制约，但在逆周期调节背景下也不会明显滑坡。

2) 地方政府专项债是本轮最主要的资金增量，预计仍会加快发行，9月前需完成年初下达的 2.15 万亿额度指标，同时有望启用之前年度未使用的 1.2 万亿额度，但规模可能受到是否有足量合适项目和债务监管形势的约束。

3) 融资平台目前监管已经边际放松，但中央严控隐性负债的定力仍在，只能在维持在建、借新还旧的范围内腾挪，如下半年经济超预期下滑，中央可能会在融资平台上做出稍许改变，但由于大规模刺激融资平台会冲击现有地方政府债务管理体系框架，相当于走回头路，因此预计中央并不会明确针对地方政府融资平台进行刺激，可能会选择用变通的方式来继续放松监管，同时在力度上小心克制。

4) 合规 PPP 当前政策仍待定型，并且受到资本金融融资困难制约，整体发展处于低谷。相较于融资平台，合规 PPP 被认定为不会增加地方政府隐性负债，因此不会破坏既有的债务管理体系，在必要时下半年可能成为潜在突破方向。

5) 政策性金融机构的资金带有“广义财政”的属性，在棚改等重大战略中扮演了重要作用，近期也有国开行参与镇江等地隐性债务化解的报道。由于政策性金融机构具有一定独立性，不会对现有政策框架形成很大冲击，执行政策比较灵活，可能是潜在发力方向。

投资建议

当前贸易关系走势不明，外部不确定性加大背景下，国内基建对冲重要性再提升，近期国务院成立就业工作领导小组，突显就业工作重要性，而基建历来就是就业大户，同时板块涨幅、估值、持仓三低，风险已较大程度释放，具有较强性价比，重点推荐建筑蓝筹**中国建筑**（1.0xPB，仅5.5xPE）、**中国铁建**（0.83xPB，6.2xPE）、**中国中铁**（0.89xPB，7.7xPE）、**中国交建**（1.0xPB，7.9xPE）等；具有中长期成长逻辑、估值已处历史底部的设计龙头**中设集团**（11xPE）、**苏文科**（11xPE）；民营PPP龙头**龙元建设**（9xPE）；装饰龙头**金螳螂**（10xPE）；以及长三角一体化房建龙头**上海建工**（10xPE）。

图表 18: 部分建筑公司估值情况表

公司	股价	EPS				PE				PB
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
中国建筑	5.59	0.91	1.02	1.12	1.23	6.1	5.5	5.0	4.5	1.02
中国铁建	9.34	1.32	1.50	1.69	1.86	7.1	6.2	5.5	5.0	0.83
中国中铁	6.39	0.75	0.83	0.91	1.00	8.5	7.7	7.0	6.4	0.89
中国交建	10.87	1.22	1.37	1.50	1.64	8.9	7.9	7.2	6.6	0.98
中国化学	5.98	0.39	0.51	0.66	0.80	15.3	11.7	9.1	7.5	0.97
葛洲坝	6.10	1.01	1.13	1.26	1.39	6.0	5.4	4.8	4.4	1.02
中国中冶	2.98	0.31	0.34	0.36	0.38	9.6	8.7	8.2	7.8	0.89
中国电建	4.86	0.50	0.58	0.67	0.74	9.7	8.3	7.3	6.6	0.91
龙元建设	6.60	0.60	0.75	0.93	1.13	11.0	8.8	7.1	5.8	1.01
中设集团	11.79	0.85	1.11	1.42	1.77	13.9	10.6	8.3	6.7	2.28
苏文科	8.78	0.64	0.80	0.96	1.15	13.7	11.0	9.2	7.6	2.03
上海建工	3.71	0.31	0.38	0.42	0.46	12.0	9.8	8.8	8.1	1.28
金螳螂	9.45	0.79	0.91	1.03	1.15	12.0	10.4	9.2	8.2	1.90
东易日盛	16.86	0.96	1.15	1.39	1.66	17.6	14.6	12.2	10.1	3.98
亚厦股份	5.47	0.28	0.32	0.38	0.47	19.5	17.1	14.4	11.6	0.95

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (股价为 2019 年 6 月 4 日收盘价)

风险提示

政策变动风险、贸易走势不确定性风险、项目执行不达预期风险、融资环境收紧风险。

政策变动风险：宏观调控政策会根据具体外部环境调整，变动较为频繁，对建筑上市公司的影响具有不确定性。

贸易走势不确定性风险：与美国贸易摩擦不确定性增加，未来走势对国内经济、政策取向都有较大影响。

项目执行进度不达预期风险：建筑公司施工项目涉及环节众多，项目推进可能受到不可预见因素影响，导致进度不达预期，影响收入与业绩确认。

融资环境收紧风险：建筑行业对资金比较依赖，如外部融资环境收紧，可能会对项目推进产生影响。还可能造成回款进度偏慢，资金循环受阻，出现流动性风险。

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