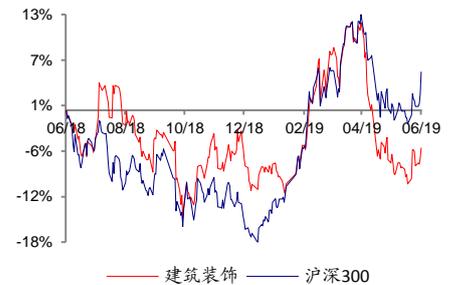


建筑装饰行业 2019 年中期策略

拨云见日，否极泰来

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-06-23

相对市场表现



分析师: 姚遥
SAC 执证号: S0260517070002
SFC CE No. BMS332
021-60750610
gfyayao@gf.com.cn

相关研究:

建筑装饰行业债务专题报告	2019-06-16
(一):企业信用趋于分化, 政策工具助力降杠杆	
建筑装饰行业周报:经济下行 压力仍存, 专项债新规利好 基建回暖	2019-06-16
建筑装饰行业地方专项债政 策点评:融资渠道边际改善, 基建链估值或迎修复	2019-06-10

联系人: 尉凯旋 021-60750610
yukaixuan@gf.com.cn

● 年初以来板块“三低”明显，业绩有所回暖
低涨幅: 截止 19 年 6 月 18 日，沪深 300 指数 19 年上涨 21.8%，SW 建筑装饰指数上涨 3.1%，跑输沪深 300 指数 18.7pct，SW 建筑装饰指数涨幅在全行业中排名靠后。主要原因为受制于基建资金影响导致基建投资力度不及预期。
低估值: 估值方面，横纵向对比建筑板块 PE 及 PB 估值水平均已处于底部。
基金持仓比例低: 公募基金持仓方面，19Q1 主动偏股型与灵活配置型公募基金对建筑板块持仓比例为 0.54%，低配 2.61pct(自由流通市值占比约 3.15%)。
业绩回暖: 建筑企业 18Q4 业绩增速出现下滑，而 19Q1 业绩回暖，其中，设计公司业绩长期保持稳定高增，央企 1-5 月新签订单稳健增长。
 ● 上半年回顾：基建温和复苏，竣工尚未回暖，融资环境趋于宽松
融资环境: 建筑行业为融资密集型行业，板块走势和国债收益率之间存负相关，融资环境对建筑行业影响较大。19 年前 5 月社融数据实现高增，结束了 18 年的低社融增速，融资环境整体趋于宽松，而近期信用利差整体也呈走低趋势。我们认为货币宽松将利好基建投资回暖，进而带动板块估值修复。
基建产业链: 基建投资增速自 18 年 9 月触底以来逐渐回暖，19 年 1-5 月狭义基建投资（不含电力）同比增长 4.0%，较 1-4 月下降 0.4pct，为 18Q4 以来首次下滑。5 月基建投资低于预期，预计主要由于资金受限。分行业看，铁路投资较为强劲，对基建拉动作用较大，道路投资增速连续 2 月下滑。
地产产业链: 1-5 月地产开发投资增速 11.2%，较 1-4 月降低 0.7pct，地产投资增速仍维持高位，短期对经济的支撑作用仍存。长期看，5 月为今年以来地产开发投资增速首次下滑，而 19 年棚改计划量约为 18 年棚改计划量的一半，2019 年棚改减速对地产投资保持高增或产生不利影响。而从建设周期或交房周期来看，尽管周期有所拉长，但我们仍看好 19 年后期竣工增速回暖逻辑。
 ● 如何看下半年基建投资？
专项债新规: 近期国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》。明确了专项债可以用于部分重大项目资本金，有利于地方政府降低项目资本金出资比例。据我们测算，有望提高基建投资增速 2-3 个百分点。
资金瓶颈有望突破: 除专项债外，下半年资金主要发力点：1) 国家财政增加；2) 城投债融资逐步好转；3) 非标融资边际改善。而《政府投资条例》不允许项目垫资，项目将逐渐规范化，供需格局改善助下半年基建投资进一步回暖。
基建投资增速测算: 19 年财政支出持续发力，但是权益资金收入相对有限，一方面财政减税将减少财政收入，另一方面土地出让减少。主要看杠杆资金的边际改善，如地方专项债可作为部分项目资本金，此外，城投以及非标的边际改善都有助于基建投资的回暖复苏，我们预计 19 年广义基建投资（含电力）同比增长 6%，狭义基建投资（不含电力）同比增长 8%。
 ● 下半年关注哪些领域？
1) 检测行业: 18 年检测行业收入同增 18.2%，行业年收入增速逐年提升，检测行业作为朝阳行业，行业增速高于名义 GDP 增速。建工建材检测龙头国检集团市占率 1.3%，随着外延并购和事业单位改制加快，龙头市占率有望提升。
2) 设计行业: 基建发力，设计先行。设计龙头中设集团、苏交科目前估值处于历史最低水平，长期稳定较高增速，随基建政策推动，公司估值有望修复。
3) 装修行业: 从建设周期或交房周期看好 19 年后期竣工增速回暖逻辑，此外，政策要求 2020 年新开工住宅全装修比例达 30%，利好住宅全装修企业。
4) 主题催化: 国改预期持续升温，关注员工持股、债转股和兼并重组；长三角一体化持续推进，长三角规划有望出台；住建部继续强调要推进钢结构住宅试点，其中多数钢结构公司 18 年迎来业绩拐点，随着钢材成本降低，钢结构公司毛利率有望提升，如精工钢构、鸿路钢构。
 ● 行业观点及重点公司推荐
公司方面，我们延续前期观点，宽松预期利好板块估值修复，经济承压背景下逆周期调节力度有望进一步提升，建议关注三条主线：1) 基建投资有望加码，利好业绩高成长的前端检测/设计公司（如国检集团/中设集团/苏交科等）；2) 后期地产竣工回暖利好住宅全装修公司业绩提升（如金螳螂等）；3) 关注长三角一体化、国企改革等业绩主题兼备的板块机会（如上海建工等）。
 > 风险提示：宏观政策环境变化导致行业景气度下降；基建投资增速下滑加速导致公司订单不达预期。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
上海建工	600170.SH	CNY	3.84	2019/5/9	买入	4.40	0.36	0.41	10.57	9.36	3.12	1.92	9.59	9.77
全筑股份	603030.SH	CNY	6.48	2019/4/3	买入	10.00	0.63	0.79	10.30	8.21	4.27	3.52	15.66	16.42
金螳螂	002081.SZ	CNY	10.25	2019/4/27	买入	12.20	0.91	1.03	11.23	9.93	8.53	7.24	15.94	14.55
中国交建	601800.SH	CNY	11.36	2019/4/2	买入	14.30	1.30	1.43	8.73	7.93	8.43	7.62	10.75	10.58
中国铁建	601186.SH	CNY	10.06	2019/4/1	买入	13.50	1.51	1.66	6.65	6.05	4.51	4.56	10.75	10.58
中国建筑	601668.SH	CNY	5.86	2019/4/12	买入	8.10	1.01	1.11	5.80	5.27	3.60	3.35	14.71	13.94

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

年初以来板块“三低”明显，业绩有所回暖.....	7
低涨幅：年初至今建筑板块在所有行业中涨幅靠后	7
低估值：横纵向对比建筑板块估值水平均处于底部	8
基金持仓比例低：公募基金 19Q1 对建筑行业持仓比重再度回落，为历史新低.....	9
业绩回暖：19Q1 基建业绩增速提升，设计保持高增.....	11
上半年回顾：基建温和复苏，竣工尚未回暖，融资环境趋于宽松.....	15
融资环境：信用利差逐渐走低，整体融资环境有所改善.....	15
基建产业链：基建投资整体温和复苏，资金端到位缓慢.....	17
地产产业链：投资&新开工维持高位，竣工尚未回暖.....	20
如何看下半年基建投资？	22
专项债新规：可用作项目资本金，预计将拉动全年基建投资增速提升 2-3 个百分点	22
基建资金：资金端瓶颈有望突破，供需格局改善助下半年基建投资进一步回暖	23
基建投资测算：从资金端测算全年广义基建投资（含电力）同比增长 6%.....	27
下半年关注哪些领域？	30
检测行业：行业增速逐年提升的朝阳行业，龙头公司市占率有望提升	30
设计行业：基建发力，设计先行，关注前端设计龙头.....	32
装修行业：竣工数据有望回暖，利好全装修龙头企业.....	34
主题催化：国改预期持续升温，长三角一体化持续推进，政策继续推动钢结构	34
行业观点及重点公司推荐.....	37
风险提示	37

图表索引

图 1: SW 建筑装饰指数及沪深 300 指数走势图	7
图 2: 建筑装饰指数和国债收益率之间存负相关关系	7
图 3: 年初至今 SW 一级各板块指数涨跌幅情况	7
图 4: 年初至今 SW 建筑二级子板块涨跌幅情况	8
图 5: 年初至今各 SW 建筑三级子板块涨跌幅情况	8
图 6: SW 建筑板块 PE 相对沪深 300 及上证综指估值	8
图 7: SW 建筑装饰指数及 Wind 全 A 指数走势	8
图 8: 各 SW 一级板块 PE 估值情况 (2019/06/18) (单位: 倍)	9
图 9: 各 SW 一级板块 PB 估值情况 (2019/06/18) (单位: 倍)	9
图 10: 公募基金对建筑板块持仓情况变动	10
图 11: 建筑行业及各细分板块 2018 年度收入增速对比	12
图 12: 建筑行业及各细分板块 2019Q1 收入增速对比	12
图 13: 建筑行业及各细分板块 2018 年度归母净利润增速对比	12
图 14: 建筑行业及各细分板块 2019Q1 归母净利润增速对比	12
图 15: 建筑央企 2018 年营业收入及同比增速 (单位: 亿元)	13
图 16: 建筑央企 2018 年归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)	13
图 17: 建筑央企 2019Q1 营业收入及同比增速 (单位: 亿元)	13
图 18: 建筑央企 2019Q1 归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)	13
图 19: 各月社融及新增人民币贷款 (亿元)	15
图 20: 建筑装饰产业债信用利差 (BP)	17
图 21: 固定资产投资增速	18
图 22: 广义基建投资 (含电力) 增速及狭义基建投资 (不含电力) 增速	18
图 23: 公共设施管理业投资及增速	18
图 24: 铁路运输业投资增速及道路运输业投资增速	18
图 25: 房地产开发投资同比增速	20
图 26: 房屋新开工面积同比增速	20
图 27: 房屋施工面积同比增速	21
图 28: 房屋竣工面积同比增速	21
图 29: 2019 年棚改计划数明显减少	21
图 30: 地方政府债券发行额	22
图 31: 地方政府专项债券发行额	22
图 32: 2019 年 1-5 月地方专项债券资金用途占比	23
图 33: 2019 年 1-5 月各月地方专项债券资金用途 (亿元)	23
图 34: 政策每年预期赤字率目标	23
图 35: 2017-2019 年各月城投债发行与偿还	25
图 36: 新增信托贷款年度累计值	25
图 37: 新增委托贷款年度累计值	25
图 38: 明树月度 PPP 成交数据	26
图 39: PPP 各阶段项目投资金额变化 (单位: 亿元)	26

图 40: PPP 项目落地率变化情况.....	26
图 41: 基建资金来源拆分	27
图 42: 近年来自筹资金占基金资金来源大头	28
图 43: 检验检测行业收入及同比增速	30
图 44: 检验检测行业机构数量及同比增速	30
图 45: 事业单位制检测机构比重	31
图 46: 检验检测机构属性	31
图 47: 检测机构数量行业分布 (2017 年)	31
图 48: 检测机构收入行业分布 (2017 年)	32
图 49: 勘察设计行业企业年收入及增速.....	32
图 50: 工程勘察收入及工程设计收入及增速	33
图 51: 勘察设计行业企业年利润及增速.....	33
图 52: 苏交科和中设集团收入增速.....	33
图 53: 苏交科和中设集团归母净利润增速.....	33
图 54: 苏交科和中设集团 PE (TTM) 逐渐走低	33
图 55: 住宅拿地/开工/预售/竣工周期性规律总结	34
图 57: 钢材价格变动情况	35
图 58: 钢结构公司钢结构业务毛利率	35
图 59: 杭萧钢构新签订单及增速	36
图 60: 杭萧钢构收入及增速.....	36
图 61: 精工钢构新签订单及增速	36
图 62: 精工钢构收入及增速.....	36
图 63: 鸿路钢构新签订单及增速	36
图 64: 鸿路钢构收入及增速.....	36

表 1: 2019Q1 公募基金对建筑公司重仓持股情况.....	10
表 2: 八大建筑央企 2018 及 2019Q1 订单情况.....	14
表 3: 2018 年至今各月社融数据情况 (单位: 亿元)	15
表 4: 2018 年至今各月新增人民币贷款情况 (单位: 亿元)	16
表 5: 1-5 月发改委审批项目投资总额 (包含审批类、核准类、备案类)	18
表 6: 2017 年至今各月制造业 PMI 情况.....	19
表 7: 2017 年至今各月非制造业 PMI 情况	19
表 8: 财政支出及预算情况 (亿元)	24
表 9: 基建资金来源 (亿元)	28

年初以来板块“三低”明显，业绩有所回暖

低涨幅：年初至今建筑板块在所有行业中涨幅靠后

截止2019年6月18日，沪深300指数19年上涨21.8%，SW建筑装饰指数上涨3.1%，跑输沪深300指数18.7个百分点，SW建筑装饰指数涨幅在全行业中排名靠后。建筑上半年跑输的原因，主要原因为受制于基建资金影响导致基建投资力度不及预期。但是长期看，建筑装饰指数和国债收益率之间存负相关关系，随着国债收益率持续走低，建筑装饰指数未来有望随之上涨。

细分子板块方面，二级子板块中，专业工程和装修装饰板块2019年以来涨幅相对较大，而园林板块跌幅较大，分板块来看，各板块走势高度一致，其中专业工程板块变动幅度最大，而房屋建设版块走势最平稳。三级子版块中，2019年以来其他基础设施建设板块涨幅最大（13.7%），而铁路建设板块跌幅最大（-7.4%）；

图 1：SW 建筑装饰指数及沪深 300 指数走势图



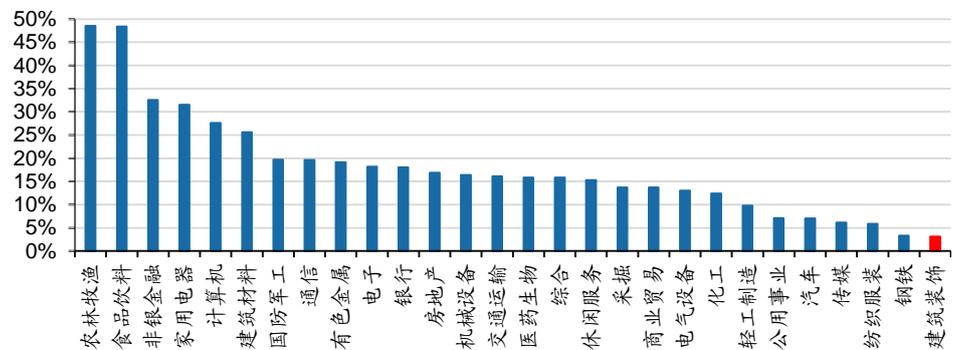
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2：建筑装饰指数和国债收益率之间存负相关关系



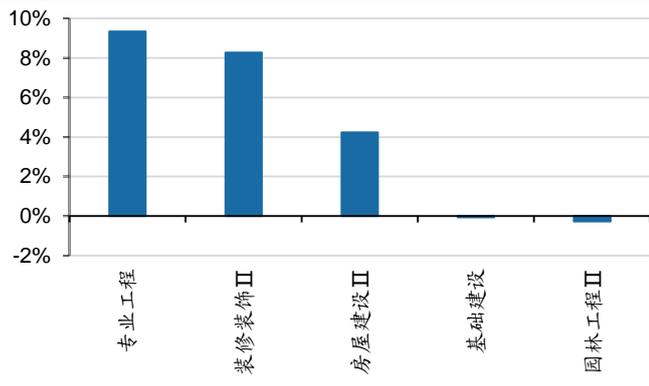
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 3：年初至今 SW 一级各板块指数涨跌幅情况



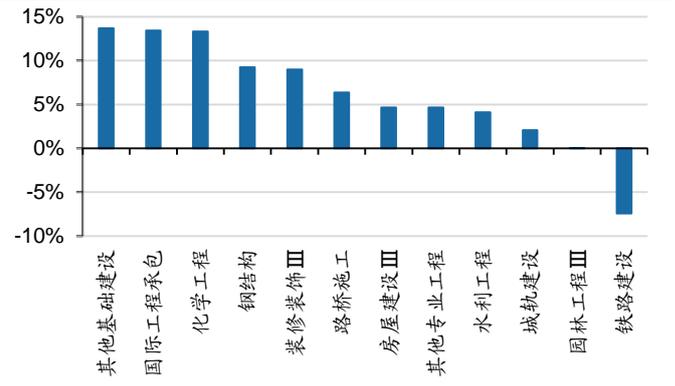
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 4：年初至今 SW 建筑二级子板块涨跌幅情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 5：年初至今各 SW 建筑三级子板块涨跌幅情况



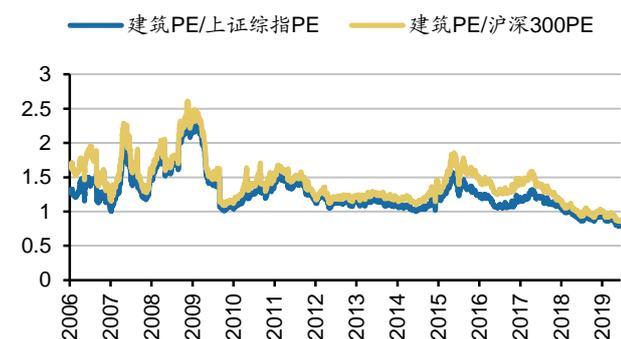
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

低估值：横纵向对比建筑板块估值水平均处于底部

SW建筑装饰指数涨幅在全行业中处于垫底。对比建筑行业和其他行业的估值情况，SW建筑板块目前的PE水平为10.25，仅高于银行、煤炭开采、钢铁、房地产板块，低于其他各行业。SW建筑板块目前的PB水平为1.09，仅高于煤炭开采、钢铁、银行，低于其他各行业。目前板块PE，PB仍为历史底部水平。

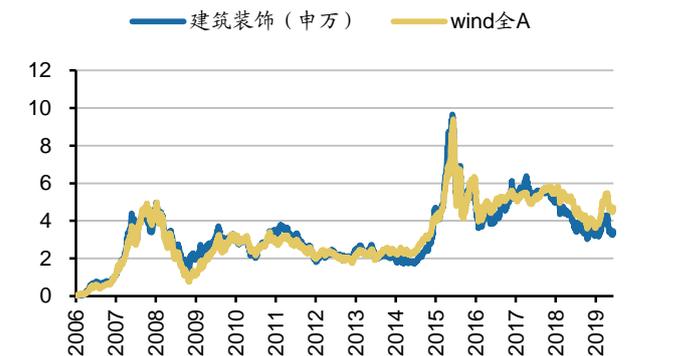
从相对估值角度看，建筑板块PE与上证综指PE以及沪深300指数PE的比值长期维持在1倍以上，随着建筑板块估值持续走低，目前建筑板块与上证综指及沪深300指数已经跌破1倍。且历史上SW建筑装饰指数的相对估值走势和Wind全A指数走势基本保持一致，而该现象在2019年出现变化，二者涨跌幅趋势出现分化。从历史经验规律看，建筑装饰目前涨幅及估值均较低，估值被相对低估，估值修复空间较大。

图 6：SW 建筑板块 PE 相对沪深 300 及上证综指估值



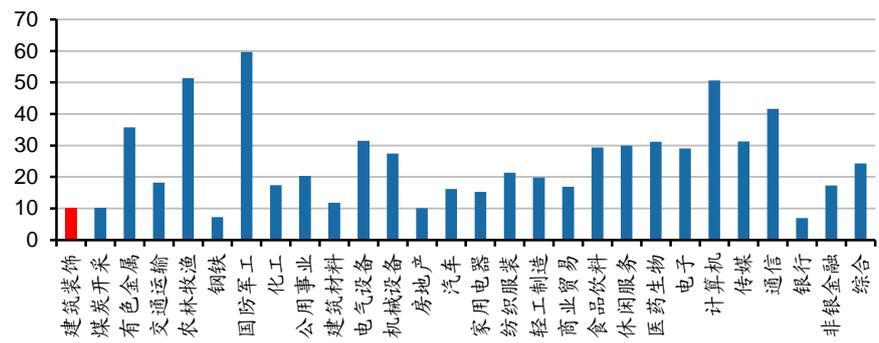
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 7：SW 建筑装饰指数及 Wind 全 A 指数走势



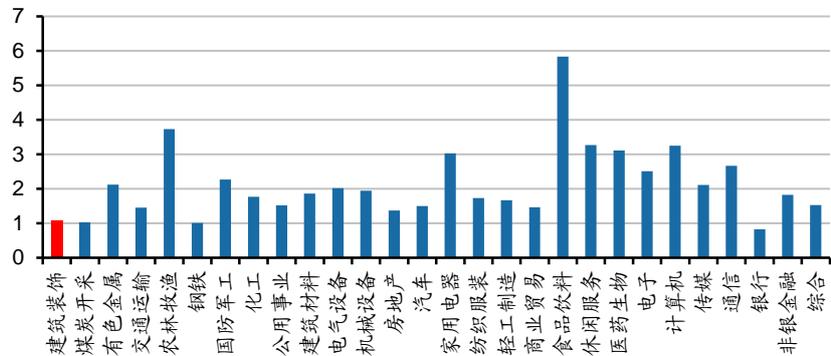
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 8: 各 SW 一级板块 PE 估值情况 (2019/06/18) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 9: 各 SW 一级板块 PB 估值情况 (2019/06/18) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

基金持仓比例低: 公募基金 19Q1 对建筑行业持仓比重再度回落, 为历史新低

统计分析了主动偏股型与灵活配置型公募基金对建筑板块的重仓股持仓情况 (开放式股票型基金 (不含指数型)+开放式偏股混合型基金+开放式灵活配置型基金+封闭式股票型基金 (不含指数型))。

➤ 公募基金19Q1对建筑行业持仓比重再度回落

根据Wind数据, 19Q1主动偏股型与灵活配置型公募基金对建筑板块持仓比例为0.54%, 低配2.61个百分点 (建筑板块自由流通市值占比约3.15%), 公募基金持仓比重相比18Q4减少0.40pct, 创2013年以来新低。13Q1-19Q1期间, 公募基金对建筑行业持仓比重在13Q2达到最高点 (4.16%), 随后逐步回落, 16年下半年开始公募基金对建筑板块的持仓比重再度提升, 17Q1达到3.76%, 之后再度下滑, 18Q4公募基金对建筑行业持仓略有提升, 19Q1又出现回落。

➤ 子板块方面: 公募基金对基建板块减持较多, 装修板块持仓比重提升

根据Wind数据, 子板块方面, 基建/装修/房建/国际工程/园林/化学工程/钢结构/其他专业工程 19Q1 公募基金持仓比重分别为 0.29%/0.09%/0.07%/0.03%/0.03%/0.02%/0.003%/0.001%, 基建板块公募基金持仓比例最大。其中, 装

修/园林/国际工程/化学工程/钢结构板块19Q1基金持仓出现上涨，分别上涨0.05/0.02/0.01/0.001/0.001pct，装修板块上涨最多；而基建/房建/其他专业工程板块19Q1公募基金持仓出现下降，分别下降0.37/0.12/0.01pct，基建板块下降最多。

图 10: 公募基金对建筑板块持仓情况变动



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 1: 2019Q1 公募基金对建筑公司重仓持股情况

证券代码	证券简称	19Q1 持有该股票的公募基金数量 (个)	板块	公募基金 19Q1 持股数量 (万股)	公募基金 19Q1 季度持仓变动 (万股)	公募基金 19Q1 持股占流通股比 (%)	公募基金 19Q1 持股总市值 (万元)
300284.SZ	苏交科	21	基建	3778.3	-46.0	6.94	47871.4
002081.SZ	金螳螂	13	装修	3981.3	2897.2	1.55	46899.3
601668.SH	中国建筑	37	房建	7538.3	-7299.9	0.18	46134.3
601186.SH	中国铁建	40	基建	3990.4	-9955.7	0.36	45865.2
601800.SH	中国交建	12	基建	3504.6	1712.9	0.30	43843.2
603359.SH	东珠生态	5	园林	829.1	798.7	5.42	16582.6
002051.SZ	中工国际	15	国际工程	892.1	-184.8	0.80	13461.6
002713.SZ	东易日盛	5	装修	638.6	-234.4	2.55	13352.7
002061.SZ	浙江交科	2	基建	1518.4	318.4	2.62	13270.6
600284.SH	浦东建设	3	基建	1381.4	1381.4	1.42	10871.5
603060.SH	国检集团	4	其他	344.1	101.2	5.39	9290.9
601117.SH	中国化学	8	化学工程	1406.0	661.8	0.29	9096.7
603018.SH	中设集团	11	基建	371.2	-910.9	1.20	7668.6
600970.SH	中材国际	8	国际工程	832.7	692.5	0.48	6403.6
601390.SH	中国中铁	10	基建	731.0	-3208.2	0.04	5314.5
601669.SH	中国电建	4	基建	746.3	245.3	0.07	4305.9
601611.SH	中国核建	2	基建	460.0	426.3	0.48	4144.4
603959.SH	百利科技	2	化学工程	175.6	-128.8	1.18	3308.8
600491.SH	龙元建设	2	房建	276.0	-904.9	0.22	2277.0
000928.SZ	中钢国际	7	国际工程	357.8	357.8	0.48	2211.0
002541.SZ	鸿路钢构	5	钢结构	200.4	74.3	0.54	1829.6
601618.SH	中国中冶	2	其他	244.1	-766.7	0.01	859.3

002310.SZ	东方园林	2	园林	92.0	92.0	0.06	729.3
600039.SH	四川路桥	2	基建	184.2	-868.3	0.05	704.8
000065.SZ	北方国际	2	国际工程	54.0	54.0	0.09	603.7
002375.SZ	亚厦股份	3	装修	82.0	39.6	0.07	547.9
600820.SH	隧道股份	2	基建	58.5	-436.3	0.02	429.5
600170.SH	上海建工	3	基建	109.8	-2821.8	0.01	410.6
600496.SH	精工钢构	1	钢结构	110.0	110.0	0.07	394.9
600528.SH	中铁工业	1	基建	9.0	-3927.2	0.00	108.4
603030.SH	全筑股份	1	装修	10.2	-10.1	0.02	75.6
600248.SH	延长化建	1	化学工程	15.0	-66.6	0.02	69.5
002060.SZ	粤水电	1	基建	14.8	14.8	0.01	52.1
002062.SZ	宏润建设	1	基建	11.6	11.6	0.01	51.5
300506.SZ	名家汇	1	装修	0.9	0.9	0.01	17.7

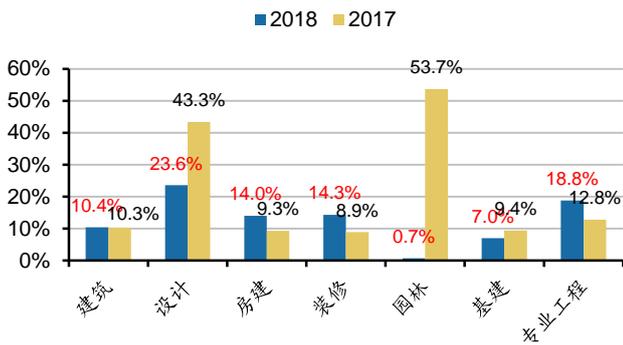
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

业绩回暖: 19Q1 基建业绩增速提升, 设计保持高增

2018年建筑行业上市公司营业收入同比增长10.3%，增速较17年同期增速下降0.1pct。归母净利润同比增长5.6%，增速较17年同期增速下降14.6pct。分单季度看，18Q1/Q2/Q3/Q4及2019Q1的收入增速分别为14.6%/8.5%/6.5%/12.2%/13.6%，归母净利润增速分别为15.0%/13.3%/4.5%/-4.8%/12.8%，收入增速18Q4出现回暖，19Q1业绩增速触底回升。18Q4业绩增速出现下滑主要由于基建央企计提减值增加及园林PPP公司回款不及预期。

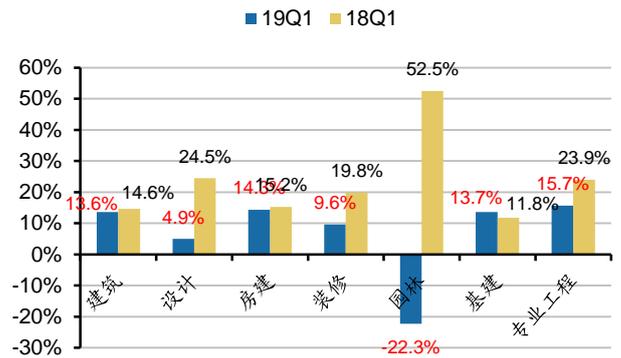
细分子板块方面，设计/房建/装修/园林/基建/专业工程板块18年营业收入增速分别为23.6%/14.0%/14.3%/0.7%/7.0%/18.8%，较去年同期分别变动-19.8/+4.7/+5.4/-53.0/-2.4/+6.0pct。归母净利润增速分别为29.7%/16.0%/0.7%/-41.9%/4.1%/5.4%，较去年同期分别变动-13.1/+3.9/-15.1/-65.2/-21.8/-5.6pct。2018年房建、装修及专业工程板块业绩增速较高，且房建板块业绩增速较去年有明显提升。房建/装修/园林/基建/专业工程板块19Q1营业收入增速分别为4.9%/14.3%/9.6%/-22.3%/13.7%/15.7%，较去年同期分别变动-19.5/-0.9/-10.2/-74.8/+1.9/-8.2pct。归母净利润增速分别为17.1%/16.8%/16.5%/-143.3%/14.0%/9.8%，较去年同期分别变动+0.9/-0.5/-211.2/+2.8/-14.1pct。2019年第一季度设计、房建及装修板块业绩增速较高，基建板块业绩增速较去年有所提升。

图 11: 建筑行业及各细分板块2018年度收入增速对比



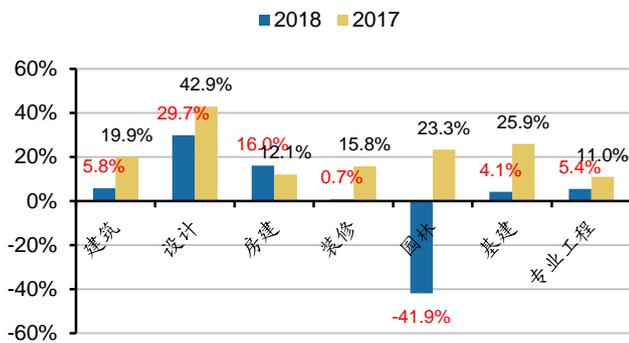
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 12: 建筑行业及各细分板块2019Q1收入增速对比



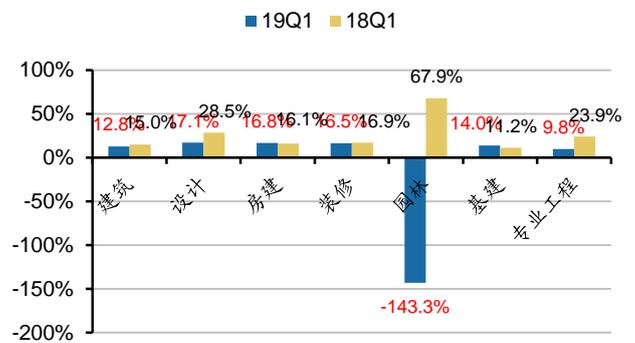
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 13: 建筑行业及各细分板块2018年度归母净利润增速对比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 14: 建筑行业及各细分板块2019Q1归母净利润增速对比

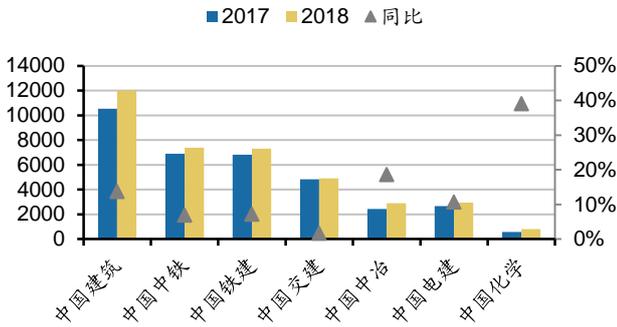


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

建筑央企方面, 营业收入方面, 7家建筑央企18年均实现稳定增长, 其中, 中国化学增速最高, 同比增长39.1%; 中国交建增速最低, 同比增长1.7%。而19Q1建筑央企收入增速维持稳定, 其中, 中国铁建和中国化学增速较高, 同比分别增长19.3%和18.8%。

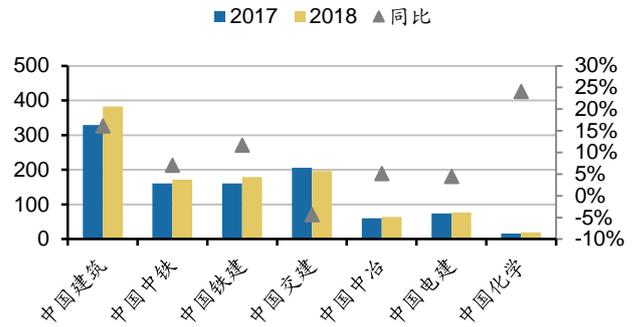
归母净利润方面, 18年建筑央企归母净利润增速整体有所放缓, 除中国化学增速达到24.1%之外, 其他公司业绩增速均低于20%, 其中4家公司增速低于10%。其中, 中国交建主要因为毛利率下滑及投资收益明显减少导致归母净利润出现负增长。而19Q1建筑央企业绩有所改善, 三家基建龙头中国中铁/中国交建/中国铁建19Q1归母净利润同比分别增长20.2%/14.4%/13.6%。

图 15: 建筑央企2018年营业收入及同比增速(单位: 亿元)



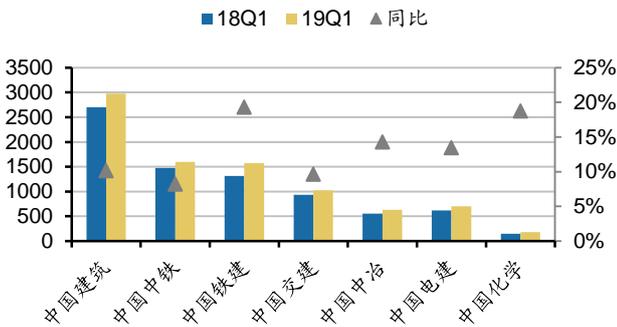
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 16: 建筑央企2018年归母净利润及同比增速(单位: 亿元)



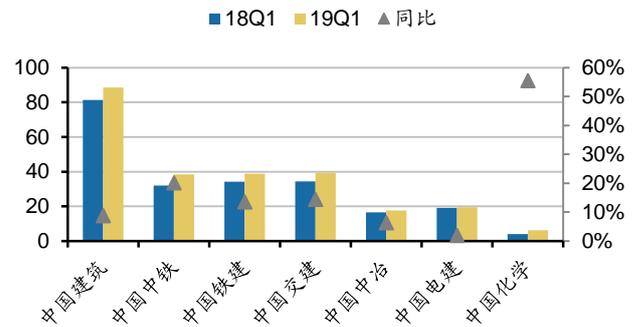
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 17: 建筑央企2019Q1营业收入及同比增速(单位: 亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 18: 建筑央企2019Q1归母净利润及同比增速(单位: 亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

建筑央企方面, 2018年新签订单整体维持平稳增速, 18年新签订单同比增长6.1%, 17年新签订单同比增长21.1%, 18年增速较17年增速下降15pct, 增速放缓明显。其中, 订单增速最快的是中国化学, 新签订单同比增长52.5%。整体订单收入比为2.03, 整体订单收入比较高, 订单收入比最高的为中国中冶(2.30), 最低为中国电建(1.54)。而受益基建补短板政策, 建筑央企订单持续改善, 中国交建/中国建筑19Q1新签订单同比分别增长13.4%/9.0%。

从建筑央企2019年1-5月订单看, 中国建筑2019年1-5月新签合同额9137亿元, 同比增长5.0%, 较1-4月订单增速提升2.7pct。中国中冶2019年1-5月新签合同额同比增长18.5%, 较1-4月订单增速提升8.2pct。中国电建2019年1-5月新签合同额同比增长9.6%, 较1-4月订单增速下降3.6pct。中国化学前5月新签订单因18年同期基数较高同比下滑6.0%。基建央企订单整体保持稳健增长。

表 2: 八大建筑央企 2018 及 2019Q1 订单情况

代码	简称	2018		2019Q1		2018 年收入 (亿元)	订单收入比
		新签合同 (亿元)	同比增速	新签合同 (亿元)	同比增速		
601668.SH	中国建筑	23233.0	4.6%	5865.0	9.0%	11993.2	1.94
601390.SH	中国中铁	16921.6	8.7%	3132.9	0.3%	7404.4	2.29
601186.SH	中国铁建	15844.7	5.1%	2974.0	6.3%	7301.2	2.17
601800.SH	中国交建	8908.7	-1.1%	2033.1	13.4%	4908.7	1.81
601618.SH	中国中冶	6657.1	10.4%	1821.2	5.3%	2895.3	2.30
601669.SH	中国电建	4558.1	12.1%	1753.5	16.2%	2952.8	1.54
601117.SH	中国化学	1450.1	52.5%	377.1	48.0%	814.5	1.78
	合计	-	6.1%	-	6.3%	-	2.03

数据来源: 公司财报、公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

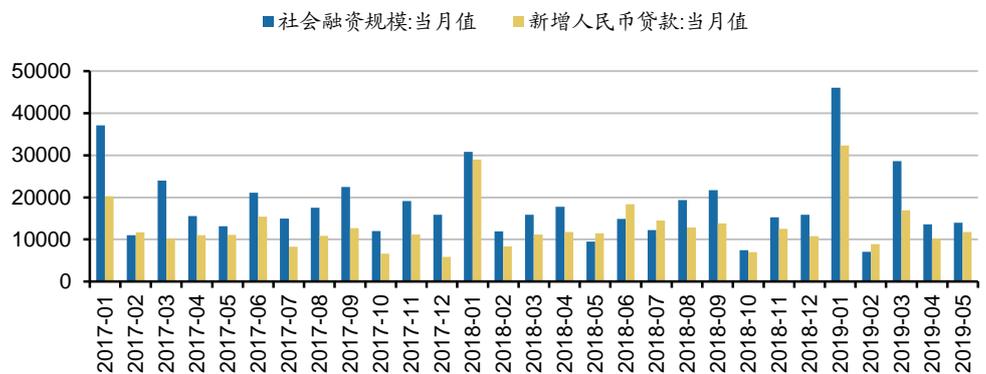
上半年回顾：基建温和复苏，竣工尚未回暖，融资环境趋于宽松

融资环境：信用利差逐渐走低，整体融资环境有所改善

根据中国人民银行数据，2019年5月社融规模增量为1.4万亿元，同比多增0.4482万亿元，5月新增信贷1.18万亿元，同比多增0.03万亿元，5月社融增量较4月有明显改善。从累计数据看，前5月社融数据整体实现高增，主要因为1月和3月社融大幅增长，结束了2018年以来的低社融增速，融资环境整体趋于宽松。

从建筑公司融资成本的角度看，建筑装饰产业债信用利差在2018年逐渐走高，尤其是AA级建筑装饰产业债，其信用利差上涨明显，建筑企业整体的融资成本是有所上涨的，而一般民营建筑企业的信用评级多为AA级，而建筑国企的信用评级一般为AAA级或AA+级，造成了建筑民营企业18年融资成本的大幅上涨。根据Wind数据，截至2019年6月20日，AAA/AA+/AA级建筑产业债信用利差较年内高点下降14.5/28.2/46.4bp，近期信用利差有走低趋势。

图 19：各月社融及新增人民币贷款（亿元）



数据来源：中国人民银行、广发证券发展研究中心

表 3：2018年至今各月社融数据情况（单位：亿元）

指标名称	合计	对实体经济 发放的人民 币贷款	对实体经 济发放的 外币贷款	新增委托 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 专项债券	存款类金融 机构资产支 持证券	贷款核 销
2018-01	30793	26850	266	-714	455	1437	1222	500	0	-137	320
2018-02	11894	10199	86	-750	660	106	644	379	108	-146	261
2018-03	15848	11425	139	-1850	-357	-323	3536	404	662	387	1234
2018-04	17761	10987	-26	-1481	-94	1454	4047	533	808	821	259
2018-05	9518	11396	-228	-1570	-904	-1741	-382	438	1012	377	479
2018-06	14877	16787	-364	-1642	-1623	-3649	1349	258	1019	272	1737

2018-07	12254	12861	-773	-950	-1192	-2744	2195	175	1851	123	176
2018-08	19391	13140	-344	-1207	-688	-779	3402	141	4106	501	377
2018-09	21691	14341	-670	-1432	-909	-548	382	272	7389	895	1615
2018-10	7420	7141	-800	-949	-1273	-453	1476	176	868	188	446
2018-11	15239	12302	-787	-1310	-467	-127	3127	200	-332	1157	729
2018-12	15898	9281	-702	-2210	-509	1023	3757	130	362	1503	2518
2019-01	46400	35700	343	-699	345	3786	4990	293	1088	-	-
2019-02	7030	7641	-105	-508	-37	-3103	805	119	1771	-	-
2019-03	28600	19591	3	-1070	528	1366	3276	118	2532	-	-
2019-04	13600	8733	-330	-1199	129	-357	3574	262	1679	-	-
2019-05	14000	11900	191	-631	-52	-770	476	259	1251	-	-

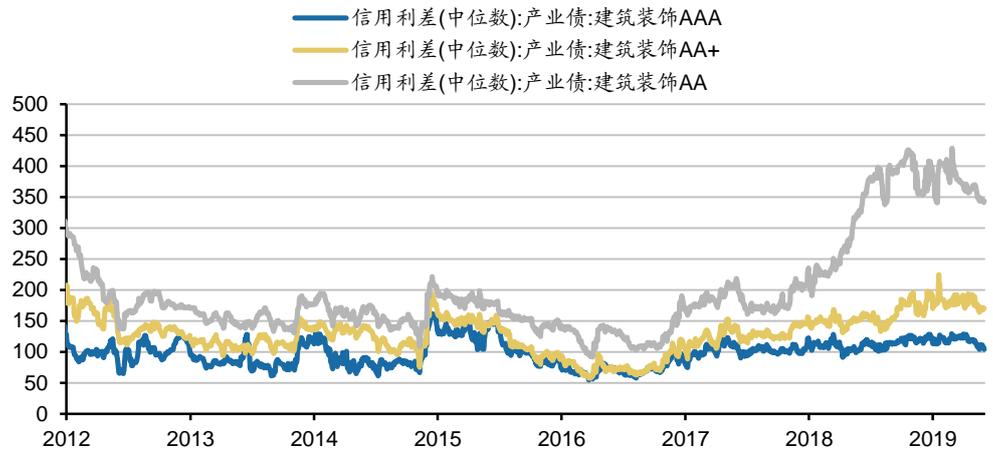
数据来源：中国人民银行、广发证券发展研究中心

表 4：2018年至今各月新增人民币贷款情况（单位：亿元）

指标名称	合计	短期贷款		中长期	居民户	居民户：		非金融性	非金融性	非金融性	非银行业 金融机构
		及票据融 资	票据融资			短期	中长期	公司及其 他部门	公司:短 期	公司:中 长期	
2018-01	29000	7203	347	19210	9016	3106	5910	17800	3750	13300	1862
2018-02	8393	164	-775	9805	2751	-469	3220	7447	1408	6585	-1795
2018-03	11200	2742	-119	8385	5733	2032	3770	5653	829	4615	-208
2018-04	11800	2501	23	8211	5284	1741	3543	5726	737	4668	685
2018-05	11500	3082	1447	7954	6143	2220	3923	5255	-585	4031	142
2018-06	18400	7908	2947	8635	7073	2370	4634	9819	2592	4001	1648
2018-07	14500	3121	2388	9451	6344	1768	4576	6501	-1035	4875	1582
2018-08	12800	4949	4099	7840	7012	2598	4415	6127	-1748	3425	-439
2018-09	13800	5975	1743	8109	7544	3134	4309	6772	1098	3800	-603
2018-10	6970	1837	1064	5159	5636	1907	3730	1503	-1134	1429	-268
2018-11	12500	4370	2341	7686	6560	2169	4391	5764	-140	3295	277
2018-12	10800	4129	3395	5055	4504	1524	3079	4733	-790	1976	1518
2019-01	32300	14009	5160	20969	9898	2930	6969	25800	5919	14000	-3386
2019-02	8858	243	1695	7353	-706	-2932	2226	8341	1480	5127	1221
2019-03	16900	8373	978	11178	8908	4294	4605	10659	3101	6,573	-2714
2019-04	10200	1550	1874	6988	5258	1093	4165	3471	-1417	2823	1417
2019-05	11800	4289	1132	7201	6625	1948	4677	5224	1209	2524	58

数据来源：中国人民银行、广发证券发展研究中心

图 20: 建筑装饰产业债信用利差 (BP)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

基建产业链: 基建投资整体温和复苏, 资金端到位缓慢

2019年1-5月狭义基建投资(不含电力)增速为4%,较1-4月下降0.4pct;广义基建投资(含电力)增速为2.6%,较1-4月下降0.4pct。从历史看,基建投资增速在2018年9月达到最低值,随后逐月提升,2018年全年基建投资(不含电力)同比增长3.8%,较18年9月低点提升0.5pct,而基建投资(含电力)同比增长1.8%,较18年9月低点提升1.5pct。2019年基建投资增速继续保持提升的态势,2019年1-4月基建投资(不含电力)同比增长4.4%,较18年提升0.6pct,而基建投资(含电力)同比增长3.0%,较18年提升0.8pct。

分行业看,铁路投资从2019年明显回暖,而公共设施投资与道路投资增速则继续走低。其中,2019年1-5月铁路投资较为强劲,同比增长15.1%,较1-4月提升2.8pct;2019年1-5月道路投资同比增长6.2%,较1-4月下降0.8pct,增速连续2月下滑。5月铁路投资对基建拉动作用较大,预计主要由于中央财政支持及重点项目开工建设,而地方政府投资主导的公路投资增速仍在下滑,或反映地方资金受隐性债务清理影响。

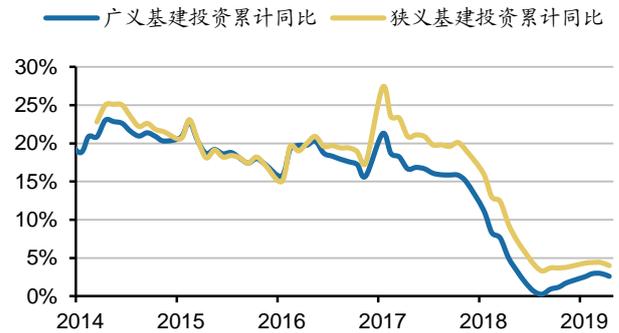
分地区看,2019年5月西部/中部/东部固定资产投资增速分别为5.7%/9.3%/4.3%,较4月变化-0.7pct/-0.1pct/+0.1pct,19年以来西部投资增速仍持续超过东部,表明资金层面制约有所缓解。

图 21: 固定资产投资增速



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 22: 广义基建投资(含电力)增速及狭义基建投资(不含电力)增速



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 23: 公共设施管理业投资及增速



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 24: 铁路运输业投资增速及道路运输业投资增速



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

从发改委审批项目看,2019年1-5月发改委审批项目投资总额(包含审批类、核准类、备案类)同比增长26%,基建发力贡献仍较大。其中,审批类项目金额同比增长33%,核准类项目金额同比减少18%,备案类项目同比增长31%。审批类项目和备案类项目保持高增长,而核准类项目同比有所下滑,但是核准类项目占全部项目比重较小,对整体增速影响较小。发改委审批类项目高增表明未来项目有望逐渐增加,支撑未来基建投资的持续增长。

表 5: 1-5 月发改委审批项目投资总额(包含审批类、核准类、备案类)

	全部项目		审批类项目		核准类项目		备案类项目	
	投资额(亿元)	同比增长	投资额(亿元)	同比增长	投资额(亿元)	同比增长	投资额(亿元)	同比增长
2019年1-5月	545739	26%	151437	33%	37197	-18%	357105	31%
2018年1-5月	432800	-	114252	-	45393	47%	273155	-
2019年1-4月	447144	33%	126085	35%	30889	-16%	290170	40%
2018年1-4月	337255	-	93084	-	36624	-	207547	-

数据来源: 发改委、广发证券发展研究中心

PMI: 需求走弱致建筑PMI回落, 经济仍存下行压力, 逆周期调节力度有望强化。2019年5月中采制造业PMI环比回落0.7pct至49.4%, 时隔3月再次降至收缩区间, PMI分项中生产、新订单指数均出现不同程度回落。其中, 反映需求的新订单指数回落1.6pct至49.8%, 降至50%以下, 是制造业PMI回落的主要原因。而5月建筑业PMI环比下降1.5pct至58.6%, 建筑业新订单指数环比下降2.5pct至52.1%, 两者均有所回落但仍处于较高景气区间。新订单指数下降表明下游需求走弱, 带动建筑PMI回落。

表 6: 2017 年至今各月制造业 PMI 情况

日期	制造业 PMI	制造业 PMI:生 产	制造业 PMI:新 订单	制造业 PMI:原 材料库存	制造业 PMI:从 业人员	制造业 PMI:供 应商配送时间
2018-01	51.3	53.5	52.6	48.8	48.3	49.2
2018-02	50.3	50.7	51.0	49.3	48.1	48.4
2018-03	51.5	53.1	53.3	49.6	49.1	50.1
2018-04	51.4	53.1	52.9	49.5	49.0	50.2
2018-05	51.9	54.1	53.8	49.6	49.1	50.1
2018-06	51.5	53.6	53.2	48.8	49.0	50.2
2018-07	51.2	53.0	52.3	48.9	49.2	50.0
2018-08	51.3	53.3	52.2	48.7	49.4	49.6
2018-09	50.8	53.0	52.0	47.8	48.3	49.7
2018-10	50.2	52.0	50.8	47.2	48.1	49.5
2018-11	50.0	51.9	50.4	47.4	48.3	50.3
2018-12	49.4	50.8	49.7	47.1	48.0	50.4
2019-01	49.5	50.9	49.6	48.1	47.8	50.1
2019-02	49.2	49.5	50.6	46.3	47.5	49.8
2019-03	50.5	52.7	51.6	48.4	47.6	50.2
2019-04	50.1	52.1	51.4	47.2	47.2	49.9
2019-05	49.4	51.7	49.8	47.4	47.0	50.9

数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

表 7: 2017 年至今各月非制造业 PMI 情况

日期	非制造业 PMI:商务活 动	非制造业 PMI:新订单	非制造业 PMI:建筑业	非制造业 PMI:建筑业: 新订单
2018-01	55.3	51.9	60.5	52.8
2018-02	54.4	50.5	57.5	49.5
2018-03	54.6	50.1	60.7	52
2018-04	54.8	51.1	60.6	55.6
2018-05	54.9	51.0	60.1	54.2
2018-06	55	50.6	60.7	52.6
2018-07	54	51.0	59.5	56.4
2018-08	54.2	50.6	59	49.6
2018-09	54.9	51.0	63.4	55.7

2018-10	53.9	50.1	63.9	56.2
2018-11	53.4	50.1	59.3	56.5
2018-12	53.8	50.4	62.6	56.5
2019-01	54.7	51.0	60.9	55.8
2019-02	54.3	50.7	59.2	52
2019-03	54.8	52.5	61.7	57.9
2019-04	54.3	50.8	60.1	54.6
2019-05	54.3	50.3	58.6	52.1

数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

地产产业链：投资&新开工维持高位，竣工尚未回暖

1) 2019年1-5月地产开发投资增速11.2%，较1-4月降低0.7pct，地产投资增速仍维持高位，短期对经济的支撑作用仍存。预计主要由建安投资和土地购置共同驱动：1-5月房屋施工面积增速8.8%，与1-4月持平，同时土地购置支出滞后纳入地产投资的影响仍然存在。长期看，5月为今年以来地产开发投资增速首次下滑，而根据财政部数据，2019年棚改计划量仅为285万套，约为2018年棚改计划量的一半，2019年棚改减速对地产投资保持高增或产生不利影响。

2) 2019年1-5月新开工增速10.5%，较1-4月降低2.6pct，增速有所回落但仍处高位；1-5月商品房销售/竣工面积增速-1.6%/-12.4%，降幅较1-4月扩大1.3pct/2.1pct，表明在宏观调控的大背景下，地产投资仍有一定下行压力。

3) 2019年5月社零指标中，地产后周期相关行业增速有所修复，其中5月家具/家电零售额同比增速分别较上月回升1.9pct/2.6pct，建筑装饰零售额同比增速较上月下降0.8pct。预计主要由于节假日错位、CPI高位及减税降费支撑，持续性有待进一步观察。

4) 从稳增长的角度看，若基建承压，地产投资对经济的支撑作用仍会持续；而从建设周期或交房周期来看，尽管周期有所拉长，但我们仍看好19年后竣工增速回暖逻辑，利好住宅全装修企业。

图 25：房地产开发投资同比增速



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 26：房屋新开工面积同比增速



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 27: 房屋施工面积同比增速



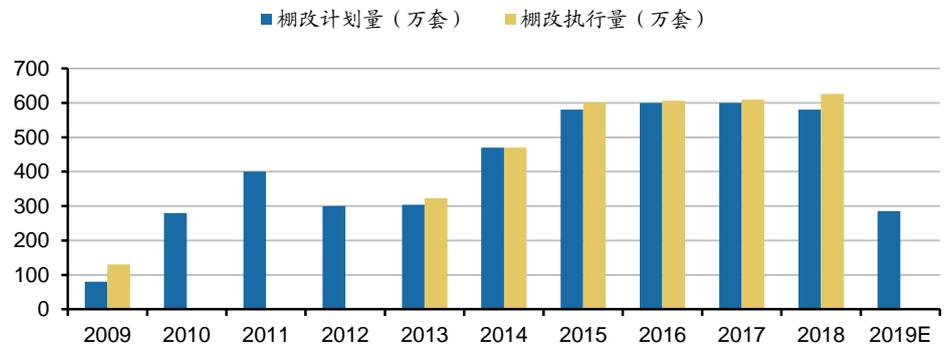
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 28: 房屋竣工面积同比增速



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 29: 2019年棚改计划数明显减少



数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

如何看下半年基建投资？

专项债新规：可用作项目资本金，预计将拉动全年基建投资增速提升 2-3 个百分点

近期中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》对于符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目（主要是国家重点支持的铁路、高速公路、供电、供气项目），允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金，但不得超越项目收益实际水平过度融资。

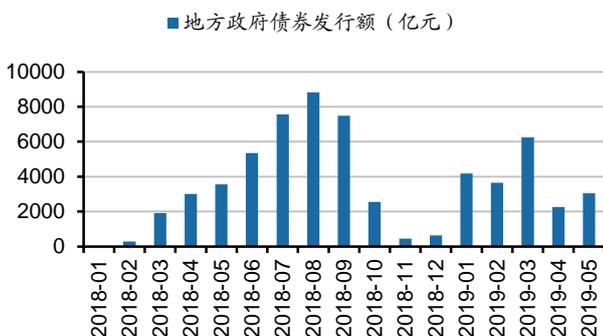
1) 政策明确了专项债可以用于部分重大项目资本金，有利于地方政府适度降低项目资本金出资比例。未来铁路、高速公路等重大项目融资模式有可能转化为专项债+银行贷款模式。两会政府工作报告将2019年新增专项债额度设为2.15万亿元，而根据Wind统计数据，1-5月新增地方专项债8726.26亿元，除去1-5月已发行新增地方专项债，还剩约1.28万亿元新增专项债尚未发行。铁路、公路项目资本金比例一般在20%左右，而专项债用于交通基础设施建设的比例一般在20%以上，我们预计19年下半年基建投资增速将出现回暖。

2) 政策鼓励保险机构为符合标准的中长期专项债券项目提供融资支持。允许项目单位发行公司信用类债券，支持符合标准的专项债券项目，利好项目公司融资。

3) 政策进一步明确了多渠道筹措项目资本金，鼓励地方政府通过统筹预算收入、上级转移支付、结转结余资金，以及按规定动用预算稳定调节基金等渠道筹集重大项目资本金。允许各地使用财政建设补助资金、中央预算内投资作为重大项目资本金，鼓励将发行地方政府债券后腾出的财力用于重大项目资本金。

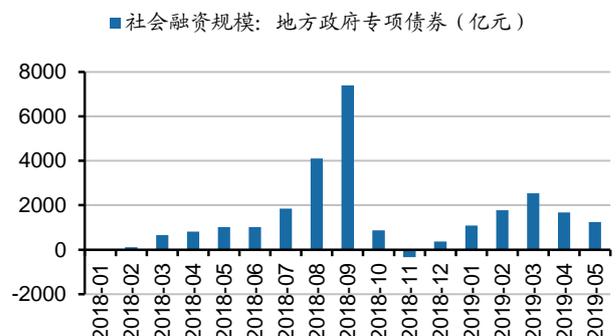
根据Wind统计数据，1-5月用于高速公路、铁路、供水供电项目的专项债约占发行总量的8.6%，目前距2.15万亿元地方专项债额度还有1.28万亿元，若则6-12月仍按照以上比例发行，则还有1100亿元专项债用于以上项目，而一般专项债用于交通基础设施建设的比例一般在20%以上，若发行的全部专项债都可以用于补充项目资本金，则带来的项目资金增量约为4400亿元（ $1100 \times 5 = 1100$ ），2018年基建投资（含电力）总量约为17.6万亿元，则带来的基建资金增量为2.5个百分点。

图 30：地方政府债券发行额



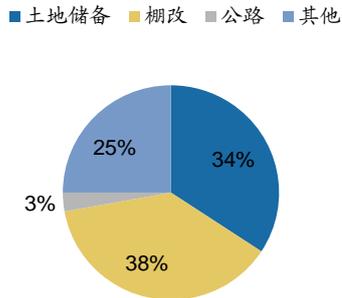
数据来源：财政部、Wind、广发证券发展研究中心

图 31：地方政府专项债券发行额



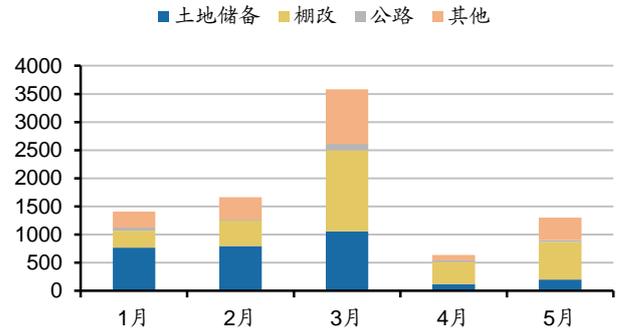
数据来源：中国人民银行、广发证券发展研究中心

图 32: 2019 年 1-5 月地方专项债券资金用途占比



数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

图 33: 2019 年 1-5 月各月地方专项债券资金用途 (亿元)



数据来源: 中国人民银行、广发证券发展研究中心

基建资金: 资金端瓶颈有望突破, 供需格局改善助下半年基建投资进一步回暖

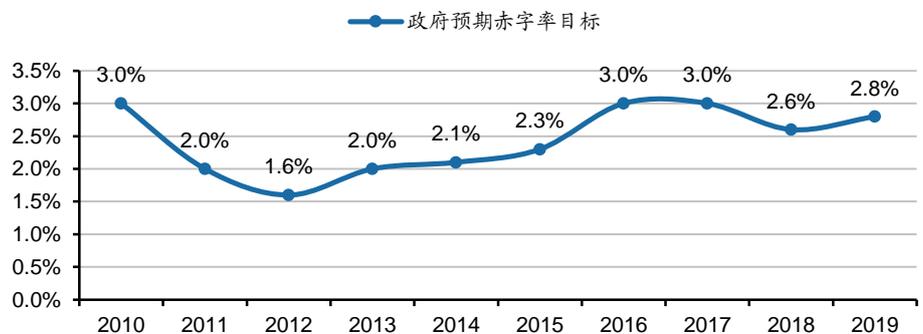
基建投资资金来源主要为自筹资金(政府性基金、城投债、地方专项债、合规PPP资金以及非标融资等)、国家预算内资金、国内贷款、利用外资及其他资金。除专项债外, 我们认为下半年基建投资资金的其他主要发力点包括: 1) 国家财政增加; 2) 城投债融资逐步好转; 3) 非标融资边际改善。

此外, 近期《政府投资条例》发布, 一方面要求投资项目限制于非经营性领域, 另一方面不允许项目垫资, 未来施工项目将逐渐规范化, 供需格局改善助下半年基建投资进一步回暖。

➤ 国家财政资金

2019年财政支出预算总额为235244亿元, 2019年1-5月公共财政支出总额为93023亿元, 同比增长12.49%。其中, 1-5月中央财政支出同比增长12.51%, 高于7.73%的增速目标值, 可见, 上半年主要是中央财政发力。此外, 政府预期赤字率目标由2018年的2.6%提升至2019年的2.8%, 同比提升0.2个百分点, 也在一定程度上加大了对2019年的基建投资资金的力度支持。

图 34: 政策每年预期赤字率目标



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 8: 财政支出及预算情况 (亿元)

时间	公共财政支出	中央本级财政支出	地方财政支出
2018-02	29062	3534	25528
2018-03	21935	2503	19432
2018-04	14696	2927	11769
2018-05	17003	2981	14022
2018-06	28897	3426	25471
2018-07	13944	2541	11403
2018-08	15137	2513	12624
2018-09	22616	2533	20083
2018-10	12031	2341	9690
2018-11	16431	2804	13627
2018-12	29155	4604	24551
2019-02	33314	4078	29236
2019-03	25315	2841	22474
2019-04	17038	3381	13657
2019-05	17356	3139	14217
2019 年前 5 月合计	93023	13439	79584
2019 年前 5 月同比增速	12.49%	12.51%	12.48%
2019 年财政预算	235244	111294	199349

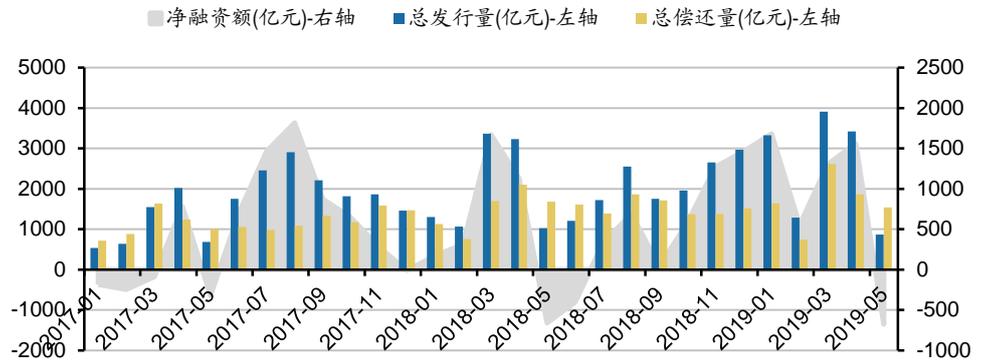
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

注释: 日期“2018-02”及“2019-02”对应数据为当年前两月合计数据

➤ 城投债

2018年累计发行城投债24791亿元, 而偿还额达18157亿元, 净融资额仅为6621亿元, 较17年略有增长, 但是较2014年-2016年连续三年平均14202亿元的净融资额差距仍较为明显。18年来城投债还是以借新还旧为主, 上半年市场债务违约风险增加, 融资环境趋紧, 城投债发行量走低, 5、6月净融资额一度为负。随着货币政策边际宽松, 融资环境有所好转, 7、8两月净融资额有小幅回升, 进入第四季度后回升更加显著, 11-12月净融资额占到全年的一半以上。2019年1-4月城投净融资维持高位, 但是5月发行量明显下滑, 造成5月净融资额为负数。但是从前五个月的整体趋势看, 城投债月均融资额明显优于2018年同期, 2019年城投债偿还额预计24971亿元, 高于2018年的19883亿元, 但是2019年仍然保持较高正向净融资额的主要原因因为发行额的明显提升。

图 35: 2017-2019年各月城投债发行与偿还

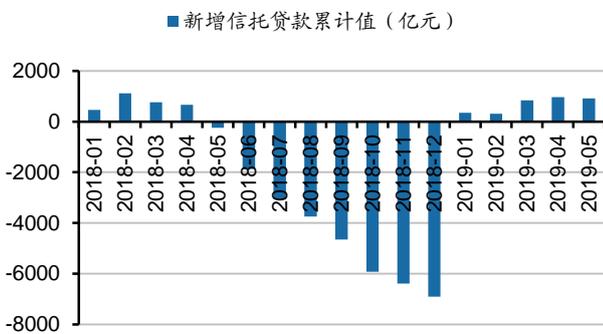


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

➤ 非标融资

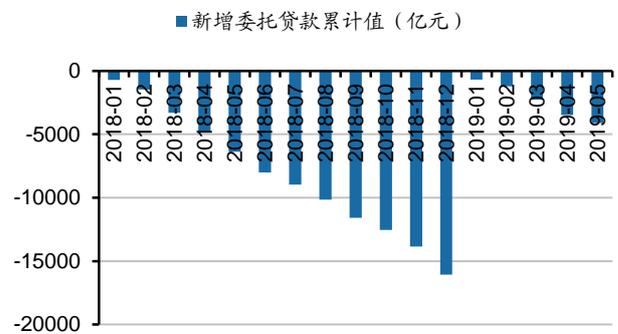
从1-5月数据看，1-5月新增信托贷款913亿元，较18年同期增加1153亿元，1-5月新增委托贷款-4106亿元，较18年同期增加2260亿元。2019年的非标融资即便为负值，但是较2018年还是有边际上的改善。

图 36: 新增信托贷款年度累计值



数据来源: 中国人民银行、广发证券发展研究中心

图 37: 新增委托贷款年度累计值



数据来源: 中国人民银行、广发证券发展研究中心

➤ PPP: 严控增加隐性债务的PPP，规范化是趋势

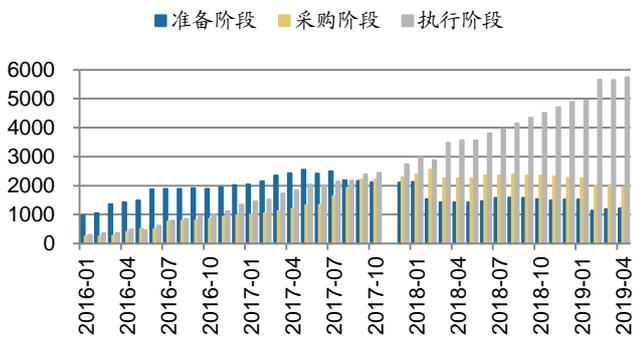
自2017年11月92号文颁布以来，各地累计清理退库项目2428个、涉及投资额2.9万亿元，整改完善项目2005个、涉及投资额3.1万亿元。PPP管理库项目经过上半年一系列规范整改，现已进入平稳发展期。根据明树数据统计，19年3/4/5月单月成交量分别为1015/2198/1129亿元，项目成交规模相比18年同期有明显下降。截止19年4月底，PPP累计成交额前三名的行业为交通运输、市政工程、片区开发，分别成交53694.9/49427.9/23328.8亿元，合计占据总成交额的71.5%。而根据财政部数据，19年3月准备/采购/执行阶段的项目投资额分别为17129/30200/87204亿元，项目落地率达到64.5%，落地速度继续加快。

图 38: 明树月度PPP成交数据



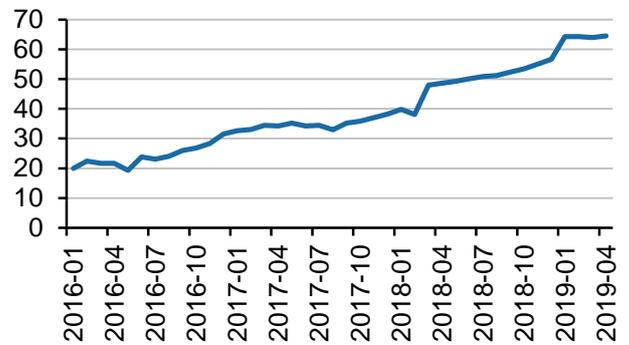
数据来源: 明树数据、广发证券发展研究中心

图 39: PPP各阶段项目投资金额变化 (单位: 亿元)



数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

图 40: PPP项目落地率变化情况



数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

2019年3月7日，财政部发布《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金10号文）。《意见》既肯定了政府和社会资本合作（PPP）模式在稳增长、促改革、惠民生方面发挥了积极作用，也指出当前存在超出自身财力、固化政府支出责任、泛化运用范围等问题。财政部此次发文提出PPP规范发展的总体要求，要求各级财政部门要进一步提高认识，遵循“规范运行、严格监管、公开透明、诚信履约”的原则，切实防控地方政府隐性债务风险，坚决打好防范化解重大风险攻坚战，扎实推进PPP规范发展，并对以上四则原则作出了具体解释。在PPP实施细则上提出了六个规范的PPP应符合的条件，以及同时还需要满足的三条审慎条件并明确了政府支出责任监管。在加强项目规范管理方面，财政部要求不能出现政府承诺最低收益、不能未经法定程序选择社会资本方、不能以债务性资金出资、要及时准确披露信息。此外，《意见》中还提出了要从鼓励参与、融资支持、分类指导等七条营造规范发展良好环境的举措。最后要求各级财政部门要协同配合抓好落实。

为了坚决遏制假借政府和社会资本合作（PPP）增加地方政府隐性债务风险，近期财政部发布财办金2019【40】号文，要求各地财政部门在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。对于增加地方政府隐性债务的PPP项目，将从PPP项目库中清退出库，并中止实施或转为其他合法合规方式继续实施，其中继续实施的项目要做好隐性债务化解工作，维护各方合法权益，避免出现半拉子工程。这将对拟投资13万亿元的PPP项目产生影响，一些增加隐性债务的

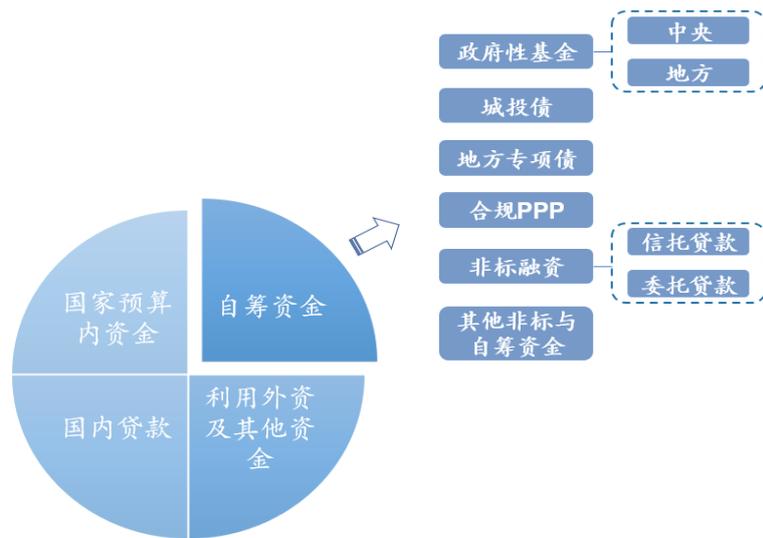
PPP项目将被处理。资金来源受限或对基建投资增速产生一定影响；叠加前期逆周期政策体现相机抉择，市场担心基建投资回暖的力度及持续性，导致建筑板块估值承压。

基建投资测算：从资金端测算全年广义基建投资（含电力）同比增长 6%

根据国家统计局的统计口径，基建投资资金来源主要为国家预算内资金、国内贷款、自筹资金、利用外资及其他资金（由于利用外资资金量较小，我们估算时将其列入其他资金中一同考虑）。从历史情况来看，基建资金很大一部分为自筹资金，与国家预算资金变化相似，比重总体呈上升趋势，而国内贷款的比重则逐年下滑。根据2017年末数据（2018年数据尚未公布），自筹资金、国家预算资金、国内贷款分别占基建资金来源的58.6%/16.1%/15.6%，为驱动基建投资的主导力量。

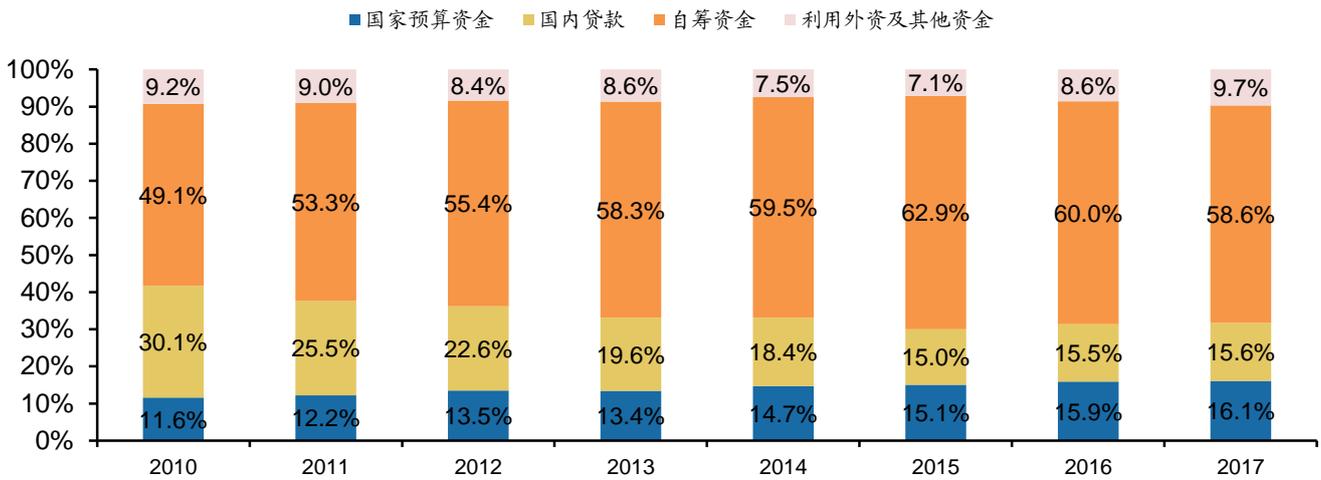
基建项目资金主要是以自筹资金为主，来源主要为政府性基金、城投债、专项债、合规PPP、非标融资、其他非标及其他自筹资金等。

图 41：基建资金来源拆分



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 42: 近年来来自筹资金占基金资金来源大头



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

我们在之前发布的一篇《建筑装饰行业专题报告之二——从资金来源角度看基建投资》中测算了2018年的基建资金来源, 之后我们在2019年度策略中又对2019年的基建投资增速进行了预测, 我们根据最近的数据情况对2019年基建投资数据预测进行修正。主要基于以下几个方面:

1) 虽然2019年财政支出持续发力, 但是权益资金收入相对有限, 一方面财政减税将减少财政收入, 另一方面土地出让减少。

2) 主要看杠杆资金的边际改善, 如地方专项债可作为资本金投向符合一定条件的项目, 此外, 城投以及非标的边际改善都有助于基建投资的回暖复苏, 我们预计2019年广义基建投资(含电力)同比增长6%, 19年狭义基建投资(含电力)同比增长8%。

具体计算过程可以参考我们之前发布的《建筑装饰行业专题报告之二——从资金来源角度看基建投资》。

表 9: 基建资金来源 (亿元)

项目	2016			2017			2018E			2019E		
	金额	同比	占比	金额	同比	占比	金额	同比	占比	金额	同比	占比
1、国家预算内资金	21663	13.3%	15.9%	23551	8.7%	16.2%	25600	8.7%	17.2%	28851	12.7%	18.3%
2、国内贷款	21084	11.1%	15.5%	23500	11.5%	16.1%	28085	19.5%	18.9%	31275	11.4%	19.9%
3、自筹资金	81845	2.6%	60.0%	86889	6.2%	59.6%	82017	-5.6%	55.2%	85040	3.7%	54.0%
1)政府性基金	8548	-	6.3%	13382	56.5%	9.2%	19047	42.3%	12.8%	16302	-14.4%	10.4%
土地出让	7681	-	5.6%	12025	56.6%	8.2%	17400	44.7%	11.7%	14425	-17.1%	9.2%
中央政府	867	-	0.6%	1357	56.5%	0.9%	1647	21.4%	1.1%	1877	13.9%	1.2%
2)城投债	11493	-	8.4%	5500	-52.1%	3.8%	5137	-6.6%	3.5%	8659	68.6%	5.5%
3)专项债	2000	-	1.5%	4000	100.0%	2.7%	8900	122.5%	6.0%	10420	17.1%	6.6%
4)PPP	8997	-	6.6%	13800	53.4%	9.5%	18715	35.6%	12.6%	18750	0.2%	11.9%
5)非标融资	16656	-	12.2%	18922	13.6%	13.0%	-6317	-133%	-4.3%	2223	-135%	1.4%
信托贷款	5729	-	4.2%	15037	162.5%	10.3%	-2300	-115%	-1.5%	3278	-243%	2.1%

委托贷款	10927	-	8.0%	3885	-64.4%	2.7%	-4017	-203%	-2.7%	-1055	73.7%	-0.7%
6)其他自筹资金	34152	-	25.1%	31285	-8.4%	21.5%	36534	16.8%	24.6%	28686	-21.5%	18.2%
4、利用外资	265	26.2%	0.2%	280	5.8%	0.2%	300	7.1%	0.2%	300	0.0%	0.2%
5、其他资金	11439	30.3%	8.4%	11589	1.3%	7.9%	12500	7.9%	8.4%	12000	-4.0%	7.6%
合计	136296	7.4%	100.0%	145809	7.0%	100.0%	148502	1.8%	100.0%	157466	6.0%	100.0%
资金缺口	15716			27276			27682			29353		
基建投资	152012	15.7%		173085	13.9%		176183	1.8%		186819	6.0%	

数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

下半年关注哪些领域？

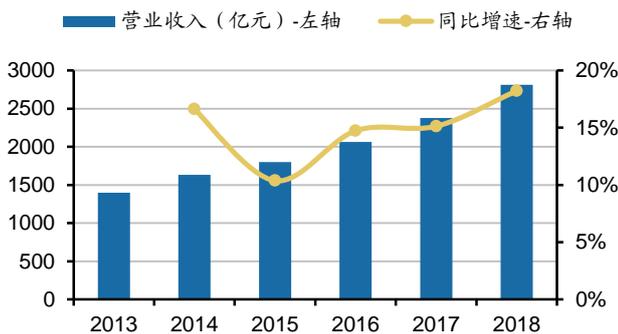
宽松预期利好板块估值修复，经济承压背景下逆周期调节力度有望进一步提升，建议关注三条主线：

- 1) 基建投资有望加码，利好业绩高成长的前端检测/设计公司；
- 2) 后期地产竣工回暖利好住宅全装修公司业绩提升；
- 3) 关注长三角一体化、国企改革等业绩主题兼备的板块机会。

检测行业：行业增速逐年提升的朝阳行业，龙头公司市占率有望提升

1) **行业增速快**：截至2018年底，我国共有检验检测机构39472家，较2017年增长8.66%，全年实现营业收入2810.5亿元，较2017年增长18.21%。从业人员117.43万人，较上年增长4.91%。检测行业收入增速连续多年均在10%以上，且从2015年以后，行业年收入增速逐年提升。行业为成长中的朝阳行业，行业收入增速高于名义GDP增速。

图 43：检验检测行业收入及同比增速



数据来源：市场监管总局、广发证券发展研究中心

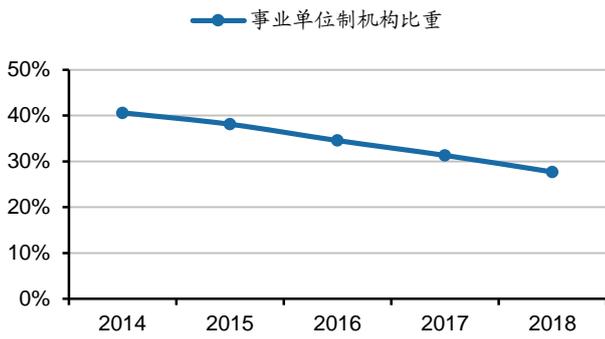
图 44：检验检测行业机构数量及同比增速



数据来源：市场监管总局、广发证券发展研究中心

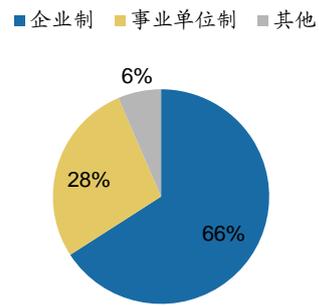
2) **事业单位改制加速**：2018年，我国企业制的检验检测机构26000家，占机构总量的65.87%；事业单位制10924家，占机构总量的27.68%，事业单位制检验检测机构占机构总量的比重首次下降到30%以下。近5年，我国事业单位制检验检测机构的比重分别为40.6%、38.1%、34.54%、31.30%和27.68%，呈现明显的逐年下降趋势。

图 45: 事业单位制检测机构比重



数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

图 46: 检验检测机构属性

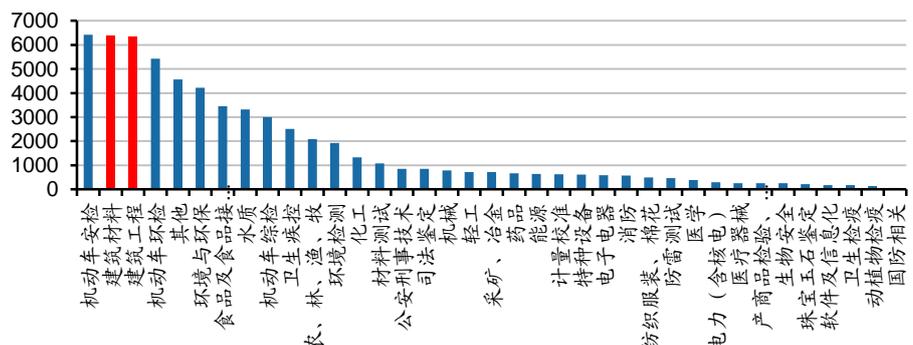


数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

3) 并购助龙头企业市占率提升: 从行业分布看, 17年建筑工程领域机构数量略少于机动车安检和建筑材料行业, 在所有行业中位于第三位, 而在收入规模上远领先于其他行业。目前建筑建材检测行业的集中度较低, 龙头公司市占率不高。国检集团目前为建筑建材检测领域的龙头企业, 18年公司实现营业收入9.37亿元(2017年收入7.52亿元), 而建筑工程检测和建筑材料检测2017年行业收入分别为365.5亿元与211亿元, 合计576.5亿元, 国检集团市占率约为1.3%。而国检集团近期收入增速保持在20%以上, 高于行业增速。此外, 检测公司外延并购持续进行, 在行业增速逐年提升的情况下市占率也持续提升。

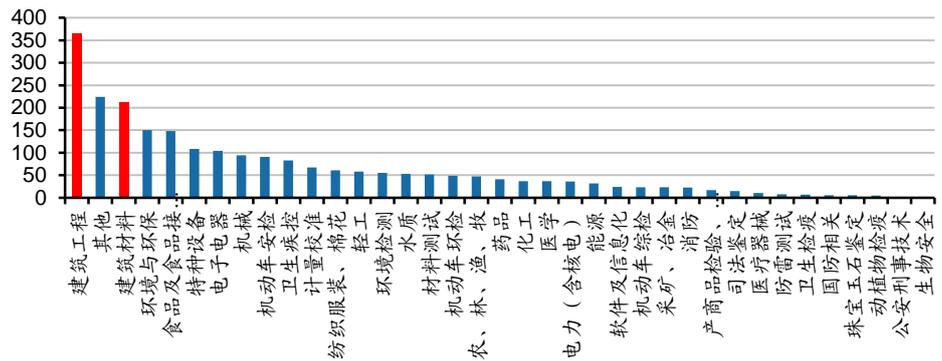
目前检验检测机构集约化发展势头显著, 规模以上机构数量稳步增长。2018年, 全国检验检测服务业中, 规模以上(年收入1000万元以上)检验检测机构数量达到5051家, 营业收入达到2148.8亿元。规模以上检验检测机构数量仅占全行业的12.8%, 但营业收入占比达到76.5%, 规模效应十分显著。目前, 全国检验检测机构2018年年度营业收入5亿元以上机构有37家, 比2017年多10家; 收入1亿元以上机构有354家, 比2017年多60家; 收入5000万元以上机构有899家, 比2017年多158家。近两年, 规模以上检验检测机构年均增幅超过12%, 年度营业收入平均值达到4254万元, 人均年产值达到46.5万元, 接近外资检验检测机构的人均产值水平。截至2018年底, 全国检验检测服务业上市企业数量97家, 同比增长12.79%, 检验检测行业进入资本市场的速度进一步加快。

图 47: 检测机构数量行业分布 (2017年)



数据来源: 市场监管总局认可检测司、广发证券发展研究中心

图 48: 检测机构收入行业分布 (2017年)



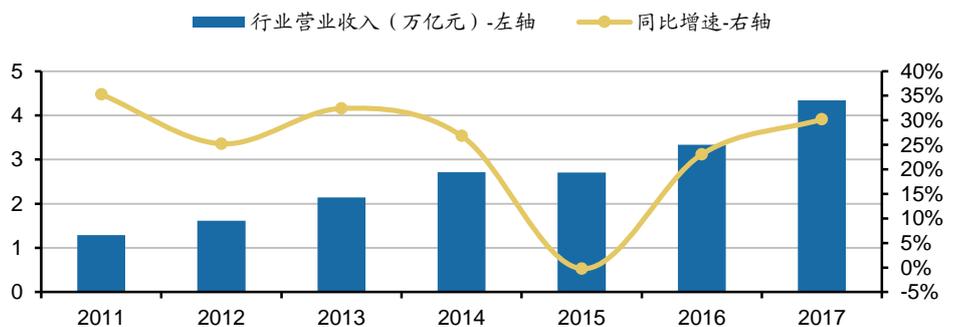
数据来源: 市场监管总局认可检测司、广发证券发展研究中心

设计行业: 基建发力, 设计先行, 关注前端设计龙头

勘察设计公司2017年实现营业收入43391.3亿元, 同比增长30.2%。其中, 工程勘察收入837.3亿元, 占营业收入的1.9%; 工程设计收入4013亿元, 占营业收入的9.2%; 工程总承包收入20807亿元, 占营业收入的48%; 其他工程咨询业务收入552.2亿元, 占营业收入的1.3%。工程勘察设计公司全年利润总额2189亿元, 同比增长11.6%; 企业净利润1799.1亿元, 同比增长11.3%。从行业收入增速看, 行业收入连续两年高增, 且增速逐年提升, 2017年行业高增长的主要原因为工程总承包业务的大幅增长。纯工程设计收入同比增长11.1%。我们看好下半年基建投资的回升, 而基建发力, 设计先行, 设计公司2019年下半年有望实现稳健增长。

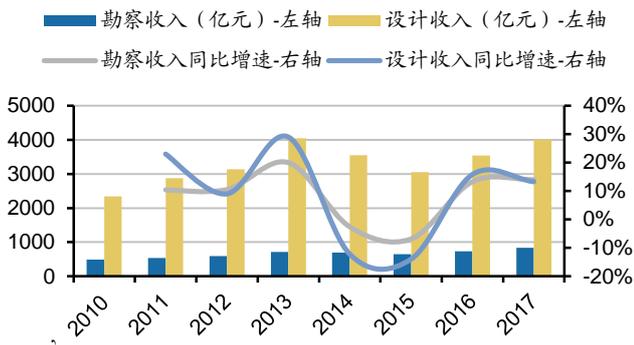
其中, 专项债可用作项目资本金的政策可有效拉动基建投资增速提升, 江苏省2018年专项债限额为1370亿元, 占2018年全部新增专项债1.35万亿元限额的10.15% (超过2018年江苏省固定资产投资占全部的比重: 8.80%), 2019年新增专项债限额为2.15万亿元, 按同等比例换算, 则江苏省新增专项债限额约为2182亿元。同理, 全国6-12月仍有1.28万亿元专项债发行, 按同等比例换算, 则江苏省仍有1299亿元专项债发行, 仍然假设有8.6%的比例用于指定重大项目, 则可以拉动江苏省基建投资447亿元。

图 49: 勘察设计公司企业年收入及增速



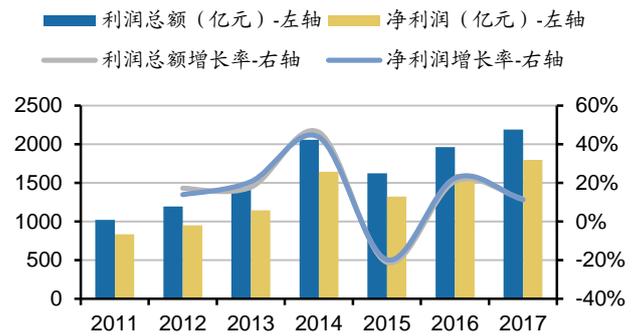
数据来源: 住建部《全国工程勘察设计统计公报》、广发证券发展研究中心

图 50: 工程勘察收入及工程设计收入及增速



数据来源: 住建部《全国工程勘察设计统计公报》、广发证券发展研究中心

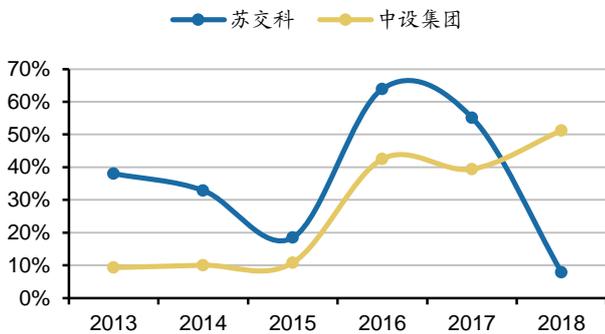
图 51: 勘察设计行业企业年利润及增速



数据来源: 住建部《全国工程勘察设计统计公报》、广发证券发展研究中心

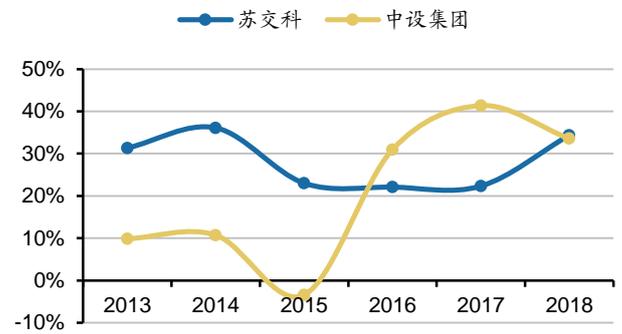
公司方面, 我们仍然看好两家全国性布局的设计公司——苏交科和中设集团。截止2019年6月18日, 苏交科和中设集团PE (TTM) 均在15倍以下, 2019年PE水平均在12倍以下, 而我们预计苏交科和中设集团未来3年的业绩增速均在20%以上, 两家公司目前的估值水平与业绩增速并不匹配, 估值较低。

图 52: 苏交科和中设集团收入增速



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 53: 苏交科和中设集团归母净利润增速



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 54: 苏交科和中设集团PE (TTM) 逐渐走低

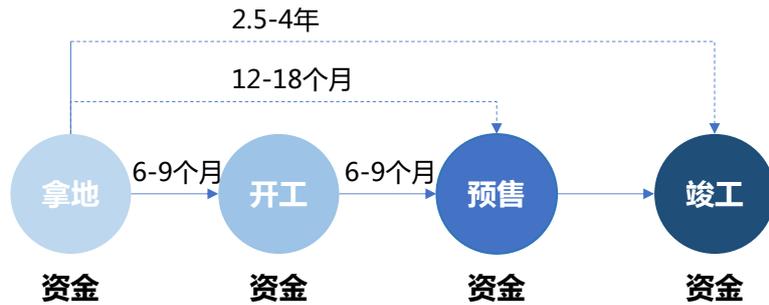


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

装修行业：竣工数据有望回暖，利好全装修龙头企业

2019年1-5月竣工面积同比减少12.9%，但是从建设周期或交房周期来看，尽管周期有所拉长，我们仍看好19年后竣工增速回暖逻辑。此外，政策要求2020年新开工住宅全装修比例达30%，利好住宅全装修企业。

图 55：住宅拿地/开工/预售/竣工周期性规律总结



数据来源：广发证券发展研究中心

主题催化：国改预期持续升温，长三角一体化持续推进，政策继续推动钢结构

➤ 国改预期持续升温，关注员工持股、债转股和兼并重组

1) 近期国改预期持续升温，本周中国交建公告拟向控股股东中交集团及战略投资者转让全资子公司中交疏浚不超过80%股权，此举有利于公司降低负债（约2.7pct），进一步聚焦主业；而中交疏浚作为国企改革“双百行动”企业，转让之后有望加强中交集团对中交疏浚的管控，提升经营效率。2) 6月12日，国资委与中央企业签订经营业绩责任书，要求2019年度中央企业净利润目标比上年增长9%，中国建筑、中国石油、中国移动等20家企业2019年度合计净利润目标较上年增长12%。3) 我们认为在国企改革方案中，员工持股、债转股和兼并重组等有望成为主要突破口：上海建工/中国建筑/中国电建均已实施或拟实施员工股权激励计划；出于国资委降负债率的要求，建筑央企中国中铁/中国铁建已完成或拟实施债转股，地方国企山东路桥在子公司层面实施市场化债转股；两材合并后，中材国际/国检集团有望受益两材重组推进。

➤ 长三角一体化持续推进

2018年11月习近平主席在进博会上表示支持长三角一体化发展；2019年3月5日两会政府工作报告再次明确将长三角区域一体化发展上升为国家战略；根据新京报报导，上海市委书记提出在沪苏浙三省市交界区域建设“长三角一体化发展示范区”。而长三角地区近5年基建投资CAGR在15%以上；根据沪苏浙三省市十三五规划，加强综合交通运输体系建设是重要发力方向。目前长三角区域内铁路公路、轨交等人均里程密度与发达国家仍有差距，未来基建空间广阔；近期发改委已批复上海轨交、

江苏城际铁路项目总投资达7000亿，后续轨交建设有望加速推进。2019年长三角一体化战略有望稳步推进，后期长三角规划有望出台，利好相关建设龙头企业，如上海建工/隧道股份等。

➤ **钢结构：政策推动钢结构，钢结构企业遇业绩拐点**

2017年3月出台《“十三五”装配式建筑行动方案》及配套管理办法。要求到2020年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上，全国划分为“重点推进、积极推进、鼓励推进”三类地区有重点地“自上而下”逐步推进：1) 重点推进地区包括京津冀、长三角、珠三角三大城市群，装配式建筑占新建建筑的比例须达20%；2) 积极推进地区包括常住人口超过300万的其他城市，装配式建筑占新建建筑的比例须达15%；3) 鼓励推进地区包括其余城市，装配式建筑占新建建筑的比例须达10%。

而住建部于2019年3月11日发布《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司2019年工作要点的通知》，提出要推进建筑业重点领域改革，促进建筑产业转型升级，其中首条即强调要推进钢结构于住宅建设试点。

我们通过研究发现：钢价在2015年底价格跌落到最低，而此时多数钢结构公司的毛利率却达到最高，之后随着钢价的持续上涨，钢结构公司的毛利率逐渐下降，而2018年钢价略有回落，钢结构公司相应业务的毛利率也有所提升，即钢材价格和钢结构业务毛利率之间存在明显的负相关关系，且目前原材料价格、装配式住宅成本均逐步回落，上述制约因素消除后，行业有望迎来快速发展期。

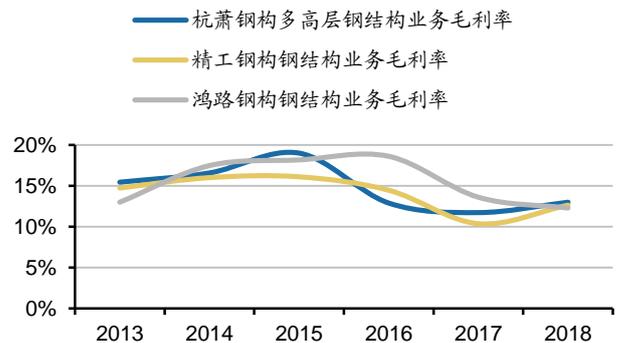
从钢结构企业的订单和收入增速可以看到，钢结构公司2018年订单及收入增速明显提升，多数公司业绩也在2018年出现拐点。从模式上看，钢结构公司正逐渐往EPC住宅和轻资产转型。

图 56：钢材价格变动情况



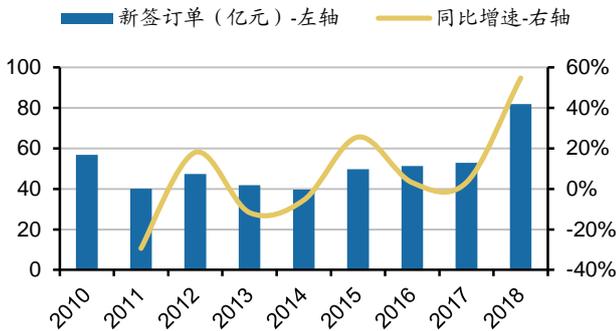
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 57：钢结构公司钢结构业务毛利率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 58: 杭萧钢构新签订单及增速



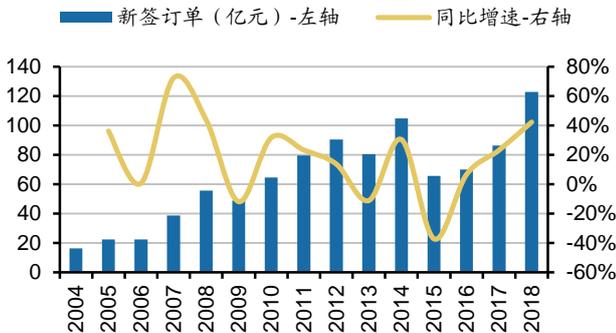
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 59: 杭萧钢构收入及增速



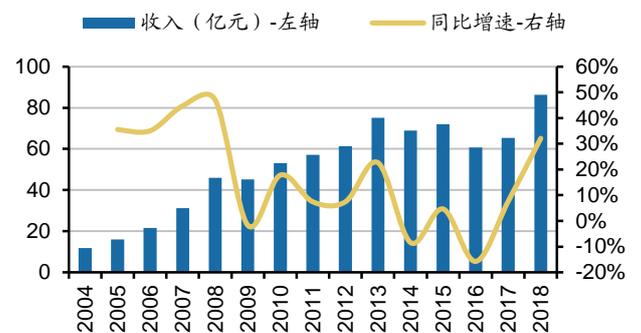
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 60: 精工钢构新签订单及增速



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 61: 精工钢构收入及增速



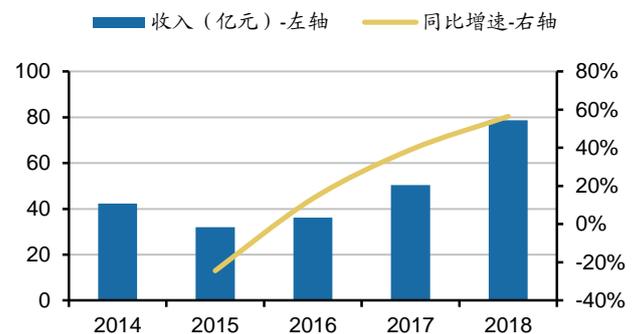
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 62: 鸿路钢构新签订单及增速



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 63: 鸿路钢构收入及增速



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

行业观点及重点公司推荐

公司方面，我们延续前期观点，宽松预期利好板块估值修复，经济承压背景下逆周期调节力度有望进一步提升，建议关注三条主线：1) 基建投资有望加码，利好业绩高成长的前端检测/设计公司（如国检集团/中设集团/苏文科等）；2) 后期地产竣工回暖利好住宅全装修公司业绩提升（如金螳螂等）；3) 关注长三角一体化、国企改革等业绩主题兼备的板块机会（如上海建工等）。

- **国检集团**：19Q1扣非净利高增，负债率较低，同时所处行业处于蓬勃发展阶段，公司将通过并购实现有序扩张；两材重组加速，中材集团拟将8家机构纳入公司经营，公司有望受益于两材重组。
- **中设集团**：19Q1订单、业绩维持高增，自身在技术实力、现金流管理方面具明显优势；作为基建前端设计公司龙头有望持续受益于“基建补短板”政策和长三角一体化，预计订单/收入/业绩增速均保持较高速增长。
- **苏文科**：连续多年业绩及订单增速均在20%以上，18年业绩增速达30%，盈利能力也有所提升；作为民营设计龙头，资质齐全，通过属地化建设开拓全国市场，业务领域较广且协同效应较强；未来有望深化与海外子公司在技术和管理方面的整合，助力公司提高竞争优势，加速业务扩张。
- **金螳螂**：18年新签订单同增23.9%，订单增速逐季提升，公司在手订单为17年收入的2.7倍，订单充足保证收入稳定增长；高管及核心员工激励充分，限制性股票激励计划首次授予完成；在巩固公装龙头的地位后，积极拓展家装业务，未来有望成为家装领域新龙头。
- **上海建工**：公司为长三角建筑龙头，背靠上海市国资委，承接了一系列重大工程，在手订单充足；公司财务稳健高分红，大范围员工持股计划动力充足。
- **精工钢构**：钢结构龙头企业，拥有行业先进的PSC装配式技术集成体系，18年新签订单及业绩均实现大幅增长；目前钢结构滞涨明显，随着行业基本面的改善以及2020年15%装配式比例要求的期限接近，未来公司将继续保持快速增长。

风险提示

宏观政策环境变化导致行业景气度下降；固定资产投资及基建投资增速下滑加速导致公司订单不达预期。

广发建筑工程行业研究小组

姚 遥：首席分析师，美国普林斯顿大学工学博士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

尉 凯 旋：研究助理，复旦大学金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反

当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。