



中性

建筑行业 2019 年中期策略

行业有望回暖，静待政策春风

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
中国铁建	601186.SH	10.06	增持
东珠生态	603359.SH	17.26	买入

资料来源：万得，中银国际证券
以 2019 年 7 月 3 日当地货币收市价为标准

2019 年 1-5 月份基建投资增速不及预期，我们认为资本金不足或为主因，中性预期下全年基建增速有望回升至 5.6%。未来地产开工预计回落，周期“熨平拉长”，呈现“开工竣工两弱”的局面。在基建项目资本金调整预期下，继续投资基建大央企博取事件性机会或许有较好的收益。

支撑评级的要点

■ **基建投资不及预期，专项债与 PPP 项目预计可提供 0.53 万亿资本金：**2019 年 1-5 月份基建投资增速仅为 2.6%，低于年初市场预期。考虑 2019 年以来社会融资条件好转，但中长期信贷却负增长。因此我们认为是地方政府资本金不足导致基建项目无法承接足够的债务资金。考虑专项债纳入重大项目资本金，以及基建相关的 PPP 项目，2019 年下半年预计专项债和 PPP 预计分别为基建项目贡献 0.19 和 0.34 万亿资本金。

■ **考虑发改委对调整基建资本金进行征求意见，中性假设下 2019 年基建投资增速有望回升至 5.6%：**假设 2019 年全年政府基建投资增速目标 8%，其中中央项目占比 9%，则 6-12 月地方政府尚需完成 12.10 万亿元的基建投资，对应资本金约 2.78 万亿元，除去 PPP 和专项债，主要来源是政府预算。考虑近期发改委对调整基建资本金征求意见，我们从基建资本金比例和基建占地方政府支出比例两个变量对 2019 年基建规模做敏感性分析，得出在中性假设下全年基建投资增速有望提升至 5.6%。

■ **预计地产开工回落，周期“熨平拉长”，行业加速集中，开工竣工呈现两弱：**“拿地弱，开工强”反映企业开发需求大而政府土地供应管控较严格的现状。“销售弱，开工强”则反映居民终端需求弱而房企回款压力大的现状。“开工强，竣工弱”反映的是企业回款意愿强，但后续施工交房动力小。“拿地少，溢价升”则反映地产业内分化更明显头部企业有更强的资金实力抢占有限的土地供应。在土地供应和终端需求两弱，资金压力仍存的环境下，未来地产周期或“熨平拉长”，开工回落后呈现“开工竣工两弱”的局面，行业集中度进一步提升。

■ **建议关注基建大央企以及资本金调整预计带来的投资机会以及关注园林板块的修复机会：**建筑板块投资有较强的事件驱动因素，在当前基建不及预期，资本金有调低的预期下，建议投资业绩稳定的基建大央企。园林板块尽管商业模式不受市场青睐，但目前业绩与估值均处于低位，在行业基本面风险释放完毕后，股票价格或有修复机会。

■ **下调建筑行业评级为中性：**当前建筑板块下游基建尚不及预期、房建开工未来下滑概率较大、工业建筑 2019 年明显回落，下游需求增长点尚有较大不确定性。因此我们下调建筑行业评级为 **中性**。

重点推荐

■ 推荐基本面稳健的基建大央企**中国铁建**，以及经营风格稳健，未来成长潜力更强的生态园林龙头**东珠生态**。

评级面临的主要风险

■ 基建项目资本金未有变化，生态园林板块业绩进一步下滑，新开工面积增速下滑导致板块关注度进一步下降。

相关研究报告

- 《建筑行业周报》20190619
- 《建筑行业周报》20190610
- 《建筑行业周报》20190605

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者



目录

上半年建筑行业回顾	5
基建板块观点	9
地产产业链观点	15
其他板块观点	19
建筑行业投资特点	21
投资建议	23
风险提示	24
中国铁建	26
东珠生态	28



图表目录

图表 1. 2019 年上半年建筑板块涨幅垫底.....	5
图表 2. 上半年建筑板块持续跑输大盘.....	5
图表 3. 建筑板块相对估值水平持续下探.....	5
图表 4. 2019 年上半年各板块涨跌幅与估值.....	6
图表 5. 细分行业营收增速与变化情况.....	6
图表 6. 细分行业利润增速与变化情况.....	6
图表 7. 细分行业现金流变化情况.....	7
图表 8. 细分行业毛利率变化情况.....	7
图表 9. 细分行业集中度变化情况.....	7
图表 10. 细分行业负债率变化情况.....	7
图表 11. 行业新签订单总体疲软.....	8
图表 12. 从业人员增速下滑, 企业数量增长。.....	8
图表 13. 2018 年 7 月份以来主要政策措施.....	9
图表 14. 电热气水增速有回升总体低位.....	10
图表 15. 地产投资保持相对较强韧性.....	10
图表 16. 中国建筑新签订单总体平稳.....	10
图表 17. 大基建央企订单增速未见明显增长.....	10
图表 18. 新增信贷抬头, 中长期信贷依然负增长.....	11
图表 19. 银行间市场利率近月持续下行.....	11
图表 20. 预计近年来地方政府隐性债务增速有所下降.....	11
图表 21. 基建资金流向结构图.....	11
图表 22. 地方政府财政收入趋于平稳难有高增.....	12
图表 23. 地方政府性基金收入与土地成交高度相关.....	12
图表 24. PPP 社会资本投入基建资金规模测算.....	12
图表 25. 2008 年以来人均投资与资本存量高度相关.....	13
图表 26. 预计 2019 年基建投资内在增速约为 8%.....	13
图表 27. 资本金供需以及 2019 年基建增速测算.....	13
图表 28. 住宅销售 2015-2016 年迎来高峰.....	15
图表 29. 居民资金余额下滑明显.....	15
图表 30. 拿地销售比下半年显著下降.....	15
图表 31. 土地成交面积尚未回暖.....	15
图表 32. 地产信托利率高位运行.....	16
图表 33. 销售面积下滑同时欠款提升.....	16



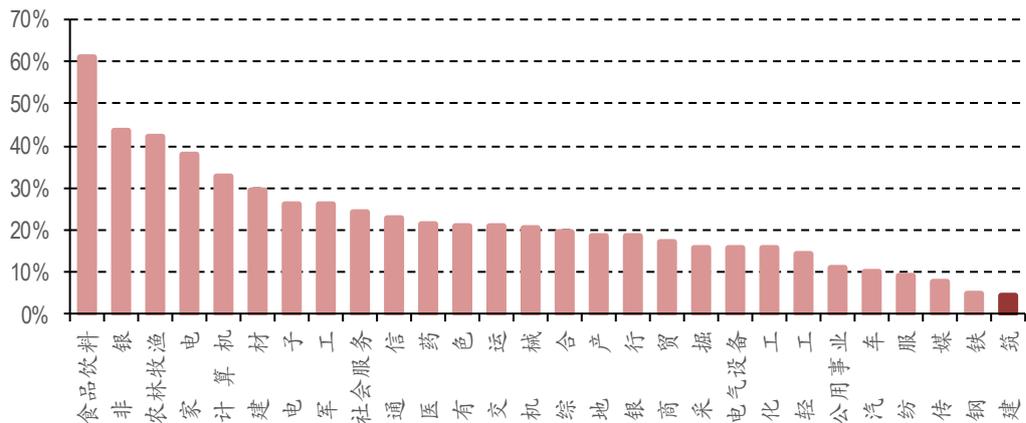
图表 34. 拿地面积同比与溢价率同步下降反映资金趋紧.....	16
图表 35. “拿地弱，开工强”反映土拍层面供需矛盾.....	17
图表 36. “开工强，销售弱”库存加速提升.....	17
图表 37. “开工强，竣工润”后续可持续性下降.....	17
图表 38. “拿地弱，溢价强”反映行业竞争趋于激烈.....	17
图表 39. 地产周期传导以及相关建材需求的变化.....	18
图表 40. 工业企业固定资产投资有所回落.....	19
图表 41. 工业企业盈利持续下探.....	19
图表 42. 园林板块的业绩与估值和社融相关.....	20
图表 43. 结构钢产量增速提升.....	20
图表 44. 多轮刺激后，建筑仍未跑赢大盘.....	21
图表 45. 政策刺激带来超额收益不超过 3 天.....	21
图表 46. 基建刺激政策紧跟贸易战步伐.....	21
图表 47. 建筑板块估值有四轮明显的周期.....	22
图表 48. 基建投资与板块估值协同性逐步减弱.....	22
附录图表：报告中提及上市公司估值表.....	25

上半年建筑行业回顾

1. 股价表现与估值水平

上半年建筑板块表现垫底，基建不及预期以及园林业绩下滑影响板块股价：因经济下行压力放缓，贸易战减压，市场预期好转，上半年 A 股回升明显，市场资金主要集中在食品饮料、家电、医药、非银等板块。建筑板块因为上半年基建投资增速总体不及预期，未能兑现业绩，且基建项目普遍缺乏资本金，项目推进进度受影响，权重占比较大的各大央企涨幅均不理想。而园林行业业绩一季度加速下滑也带动悲观情绪，建筑板块上半年总体表现大盘垫底，不及 2018 年预期。

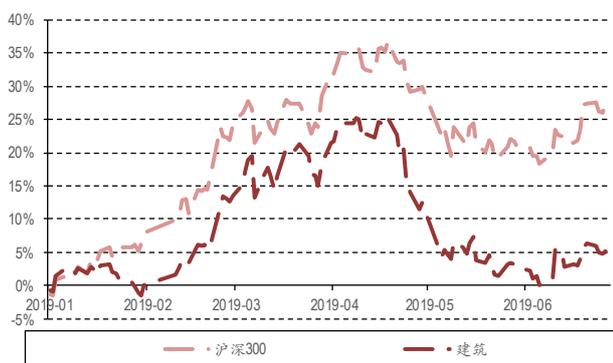
图表 1. 2019 年上半年建筑板块涨幅垫底



资料来源：万得，中银国际证券

建筑板块估值相对大盘稳步走弱：2019 年上半年大盘表现较为强势，建筑板块有所带动，但表现一直不如大盘。随着基建投资等基本面数据逐步公布，基建补短板持续未能兑现，建筑板块估值相对大盘估值稳步走弱，从年初 90% 左右跌至 6 月底的 75% 左右。相对应的公募基金持仓建筑板块股票也有较大幅度缩水。

图表 2. 上半年建筑板块持续跑输大盘



资料来源：万得，中银国际证券

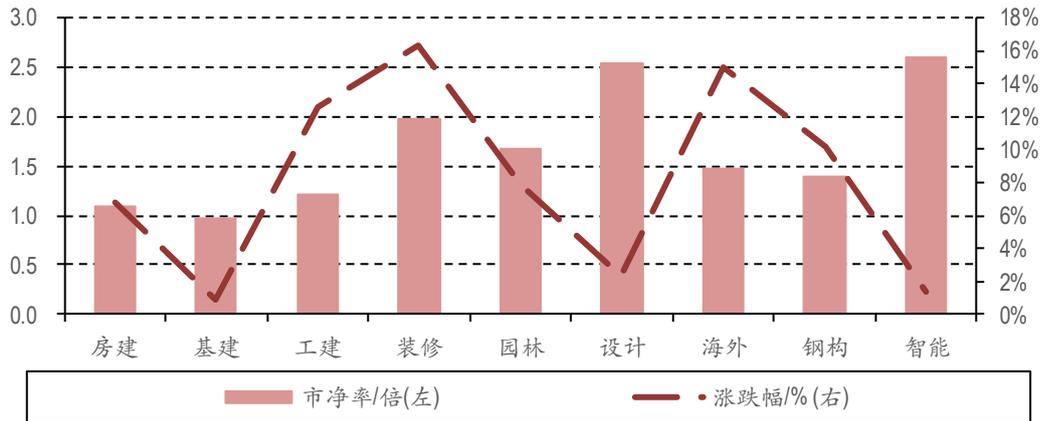
图表 3. 建筑板块相对估值水平持续下探



资料来源：万得，中银国际证券

细分板块装修、海外工程两大板块表现相对较好：建筑板块当前估值 1.10 倍，基本与 2018 年年底持平，相对与大盘估值水平持续下降。分行业来看，各个细分行业涨幅均不明显，其中装修、海外工程板块表现相对较好，年初至今涨幅分别为 16.37%、14.97%。我们认为 2019 年装修板块和海外工程板块并无明显的催化剂。只是在大盘普遍上涨以及基建、房建、园林等板块存在明显一直股价上涨因素的情况下，装修与海外工程有相对其他细分板块较好的收益。钢结构与工业建筑上半年表现也相对较好，涨幅分别为 10.23% 与 12.53%，其中钢结构主要受益于住建部建管司推进“钢结构+住宅”拓宽行业市场空间所致。

图表 4. 2019 年上半年各板块涨跌幅与估值



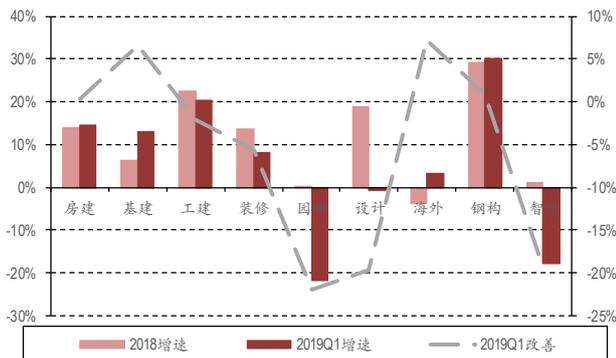
资料来源：万得，中银国际证券

2. 建筑行业业绩

细分板块业绩普遍改善，基建与海外总体业绩改善较为明显：细分行业来看，建筑行业整体业绩下滑的态势有所扭转，除园林板块业绩加速下滑，设计与智能建筑板块 2019 年业绩增速回落外，其他建筑行业细分板块业绩增速均或多或少有所改善。一方面由于低基数效应影响，房建、基建、海外、钢构四板块营收与利润 2019 年一季度均有所改善，其中基建与海外改善幅度最大，营收分别改善 6.58% 与 7.22%；利润分别改善 13.24% 与 14.89%。现金流各板块波动较大，基建板块经营性现金流依然同比负增长，但降幅有所收窄；装修板块现金流增速由负转正。

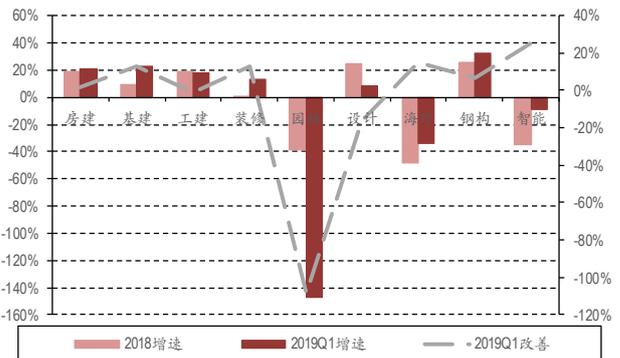
园林板块经营状况总体继续恶化，市场关注度下降：2018 年以来，园林板块持续收到资金紧缺的影响，项目推进受阻，2019 年一季度各项财务指标加速向下。营收同比减少 21.84%，增速下滑 21.93%；利润同比减少 147.54%，增速下滑 108.52%。但现金流状况有小许好转，负债率小幅下降。园林板块市场关注度下降明显，公募基金持股数量同比减少接近 70%。

图表 5. 细分行业营收增速与变化情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 细分行业利润增速与变化情况

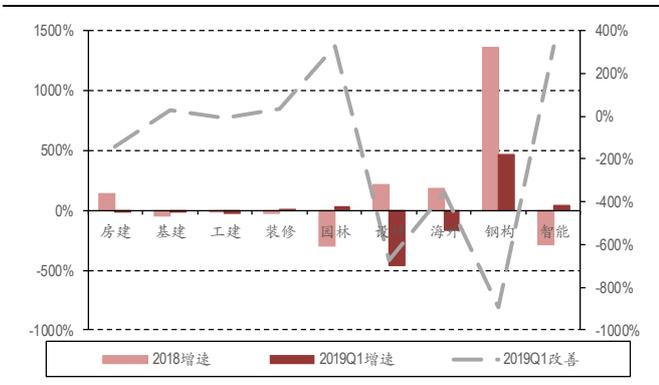


资料来源：万得，中银国际证券

行业现金流分化明显，主要板块现金流下滑，装修与园林现金流同比与增速均有改善：各个细分板块现金流波动较明显，主要板块现金流同比均下降。房屋建筑板块经营现金流同比减少 7.73%，基建板块现金流同比减少 18.85%，工业建筑板块现金流同比减少 24%。装修与园林经营现金流同比有所增加，分别为 8.23%与 33.24%。其他细分板块因基数较小经营现金流同比波动较大。细分板块总体来看现金流波动较大，装修与园林板块 2019 年一季度实现现金流同比增长的同时增速回升，是表现较好的细分板块。

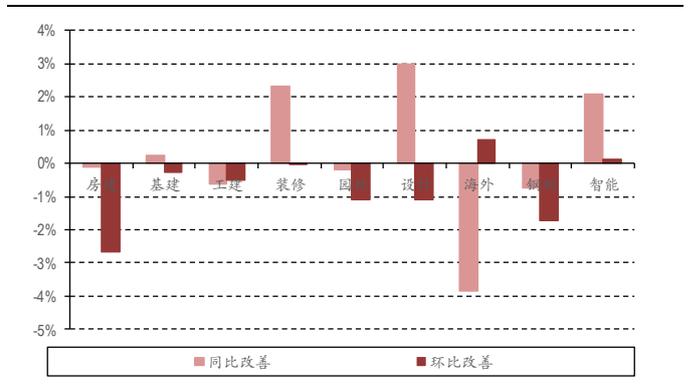
钢构企业毛利下滑较为明显，房建等施工企业毛利也受原料价格高企有所下滑：2019 年行业总体毛利率小幅下滑，其中房建、园林、设计、钢构四个细分板块毛利率有明显下滑，其他板块除了海外工程和智能建筑外均有小幅下滑。行业整体毛利率小幅波动为正常现象，但相比之下，钢构板块毛利率 2018 年以来一直有较为明显的下滑，我们认为钢构企业毛利率下滑的主要原因是钢材价格上涨挤压了行业利润空间，钢构企业直接受到冲击；同时钢构行业技术授权业务数量减少也是导致行业毛利率结构性下滑的原因。水泥等建材价格持续高企也是导致房建、基建等施工企业毛利率了下滑的一大原因。

图表 7. 细分行业现金流变化情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 细分行业毛利率变化情况

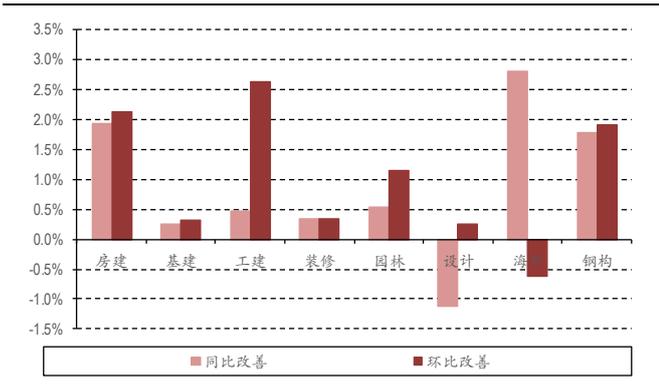


资料来源：万得，中银国际证券

建筑板块营收集中度普遍提升，设计与海外板块小幅下降：大部分建筑行业细分板块行业集中度均稳步上升，房建、基建、工建、装修、园林等主要的施工板块集中度均上升，钢构企业集中度也有提升。设计与海外工程板块集中度有所下滑，我们认为设计板块集中度下滑的原因是 2018 年至今仍有一部分设计公司上市从而降低了设计板块上市公司营收集中度；海外板块公司较少，且实力相对较为接近，营收集中度波动较大。

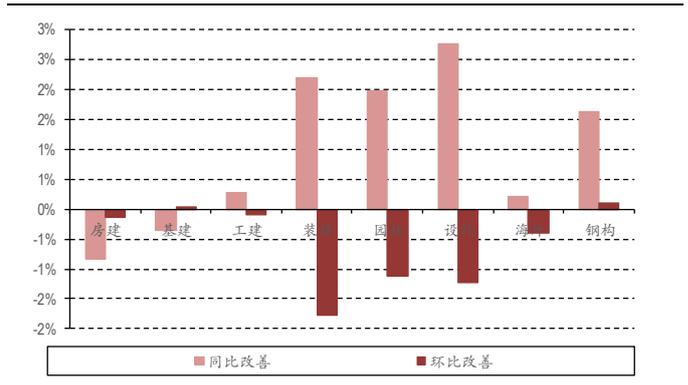
大部分细分板块 2019 年一季度负债率回落：2019 年以来大部分板块负债率有所回落。其中装修、园林、设计、海外等公司体量较小的板块，在经历了 2018 年负债率较为明显提升后，2019 年一季度负债率均有明显下降。我们认为负债率下降其实是 2019 年以来行业资金面紧张情况得到缓解的一个表现。

图表 9. 细分行业集中度变化情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 细分行业负债率变化情况

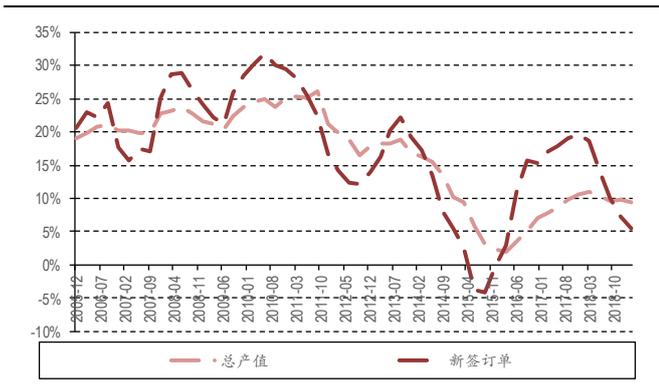


资料来源：万得，中银国际证券

3. 行业经营现状

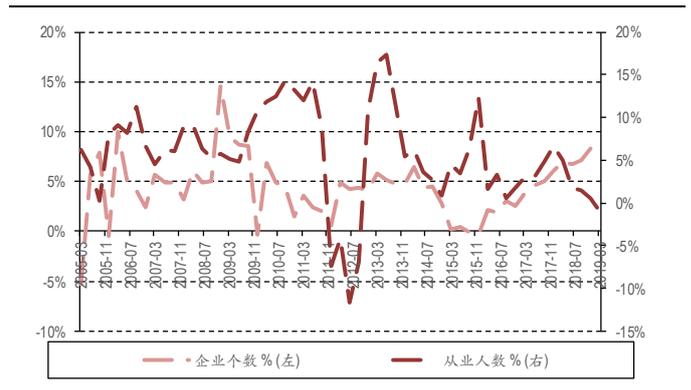
行业产值平稳，但新签订单未见明显改善，预计中小企业订单增速下滑更快：2019年一季度，建筑行业总产值保持总体平稳，但行业新签订单未有明显改善。八大基建央企2019年以来订单增速依然小幅下滑，但占行业新签订单比重明显提升，说明大央企在2019年获取了更多的订单，中小企业订单下滑的速度更快。2019年，建筑业从业人员数量增速依然下滑，但相关企业数量有所增长。总体看2019年上半年建筑行业基本面并未有预期中的明显反弹，我们认为主要的原因还是资金传导不畅导致工程项目推进受阻。

图表 11. 行业新签订单总体疲软



资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 从业人员增速下滑，企业数量增长。



资料来源：万得，中银国际证券

基建板块观点

1. 上半年基建投资总体不及预期

2018年国常会以来，基建补短板政策支持力度不断加大，带动市场关注度提升：723国常会以来，政府多次召开工作会议和新闻发布会提振基建补短板，具体措施包括地方专项债提速，重点项目推介，定向降准，定向降息，放松建筑企业发债融资等等，加快重点基建项目审批落地，增加储备项目库等，政策支持力度不断加大。2018年底，市场在多次政策催化预期下，对基建板块有较高的关注度，板块持股也达到历史相对高位。

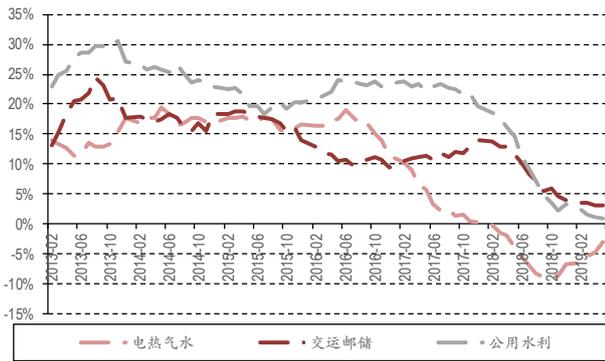
图表 13.2018年7月份以来主要政策措施

日期	部委	文件	内容
7月23日	国务院	国务院常务会议	国务院力挺在建项目融资，加快1.35万亿元地方专项债发行
7月31日	中央政治局	年中政治局会议	中央政治局会议坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策
8月14日	财政部	《关于做好地方政府专项债券发行工作意见》	加快专项债发行进度，提升发行市场化水平，优化发行程序，简化债券信息披露流程，加快专项债资金拨付使用，加强信息报送
9月6日	发改委	促民间投资新闻发布会	向民间资本推介200个重点项目
9月15日	财政部	《关于规范对PPP工作的实施意见》	明确规范的PPP项目形成的中长期财政支出不属于地方政府隐性债务，原则上不在开展完全政府付费项目。
9月18日	发改委	基建补短板新闻发布会	细化推进乡村振兴、水利、交运基建等重点建设项目，加快重点领域项目储备
9月18日	国务院	国务院常务会议	聚焦补短板扩大有效投资，按照既不过度依赖投资也不能不要投资，防止大起大落的要求，稳投资稳增长
10月7日	中国人民银行	定向降准	定向降准1个百分点，释放增量资金7500亿元。
10月31日	国务院办公厅	《关于保持基建补短板力度的指导意见》	提出以防风险、补短板、保在建为原则，在脱贫攻坚、铁路、公路等九大重点领域加强项目储备与落地，保障在建项目顺利实施、推进项目资金到位以及调动社会资本积极性。
12月13日	中央政治局	经济工作会议	打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作；进一步做好六个稳
12月14日	发改委	《关于支持优质企业直接融资的通知》	支持包括地产、建筑等行业在内，符合资产规模、盈利规模、负债率水平的优秀企业发债融资
12月19日	中国人民银行	推出TMLF	支持商业银行向小微、民企贷款，同时定向降息15bp。同时增加1000亿元再贷款与再贴现额度。
6月12日	发改委	专项债新政	地方政府专项债可作为资本金投入重大基础设施建设项目中

资料来源：中央政治局、国务院、财政部、发改委、中国人民银行，中银国际证券

固定资产投资总体相对低迷，工业投资下行，基建投资不及预期，地产韧性相对较强：根据国家统计局数据，2019年5月份全国固定资产投资完成额6.43万亿元，同增4.3%，自3月份投资增速达到6.41%的局部高点后，4-5月份投资数据增速下滑，预计上半年总体投资增速依然不及预期。其中工业企业固定资产投资2.17万亿元，同增4.16%，增速相比4月份有提升，但上半年增长态势相对2018年已经有明显回落。分项看采掘业上半年依然保持相对较为强劲的投资增速，5月份增速为26.94%。制造业上半年投资增速有明显回落，其中4月份增速仅为-1.23%。5月份地产投资完成额1.19万亿元，同增9.50%；累计同比11.24%。2018年以来，地产投资持续保持超市场预期韧性，一方面与地产行业加速集中有关，另一方面也有行业资金来源趋紧的原因。5月份不含电力口径基建投资为1.34万亿元，同增1.64%，累计同比2.92%，增速并未明显提升，总体不及市场预期。包含电力口径的基建投资为1.59万亿元，同增1.62%，累计同比2.60%。

图表 14. 电热气水增速有回升总体低位



资料来源：万得、中银国际证券

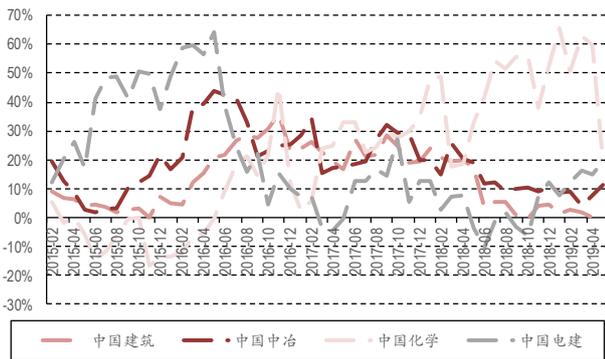
图表 15. 地产投资保持相对较强韧性



资料来源：万得、中银国际证券

交运邮储投资增速强劲但增速下滑，电力投资增速提升但目前依然负增长：从基建三大分项数据来看，电热气水、交运邮储、公用水利三大子板块 5 月份固定资产投资分别为 0.25 万亿元、0.54 万亿元、0.80 万亿元。同比增速分别为 1.53%、0.90%、2.15%；累计同比分别为 0.80%、5.00%、1.40%。综合来看，三大板块中，交运邮储板块投资增速相对强劲，但增速下滑态势明显；电力投资增速有所提升，但目前依然是负增长。市政投资总体下滑。

图表 16. 中国建筑新签订单总体平稳



资料来源：万得、中银国际证券

图表 17. 大基建央企订单增速未见明显增长



资料来源：万得、中银国际证券

八大建筑央企 2019 年以来新签订单增速未见明显改善，基建类央企保持订单平稳：中国建筑 5 月份新签订单 1,929 亿元，同增 16.49%，但 ttm 同比仅为 2.40%，2019 年以来中国建筑新签订单增速波动较大，总体平均增速在 2%-3%。总体看中国中冶订单增速较为强劲，中国化学、中国电建订单增速波动较大，总体平均增速依然较高；中国建筑新签订单增速有波动，平均增速相对平稳。四大基建央企中国铁建、中国中铁、葛洲坝、中国交建一季度新签订单同比 6.27%、0.30%、-33.00%、13.38%，总体未见明显增长。

2. 资本金不足或为投资不及预期主因

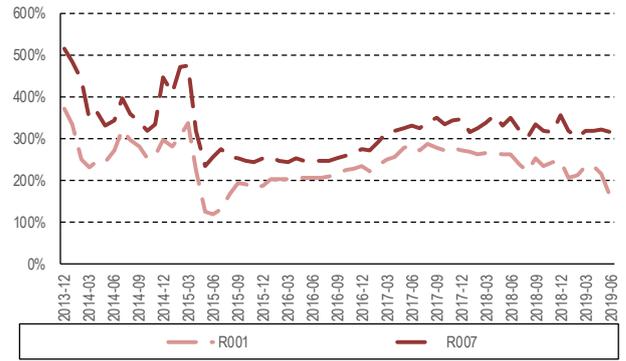
新增信贷增速抬头，但中长期信贷依然负增长，反映基建领域需求不足：2018 年政策转向以来，银行信贷政策有所放松，社融等数据均有回暖迹象。其中 1-5 月份全国新增人民币信贷 8.35 万亿元，同比增长 17.81%，增速相比 2018 年全年新增信贷增速 13.21% 增加 4.60PCT。但 1-5 月份全国新增中长期企业信贷为 5.37 万亿元，同比增长 0.23%，虽然增速相比 2018 年有所回暖但是依然处于低位。中长期信贷主要反映国有企业或大型民企的信贷需求，主要的投向即为基建投资和房地产投资，中长期信贷的疲软，可反映基建领域信贷需求不足。

图表 18. 新增信贷抬头，中长期信贷依然负增长



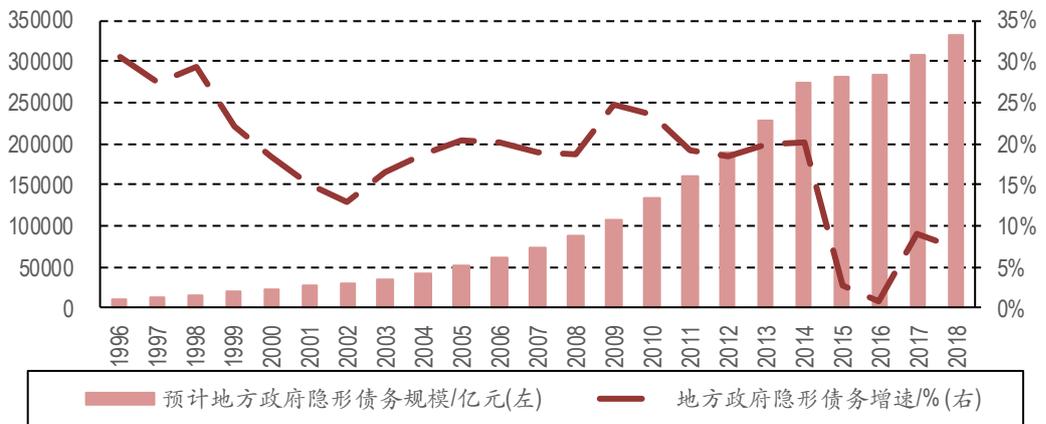
资料来源：万得，中银国际证券

图表 19. 银行间市场利率近月持续下行



资料来源：万得，中银国际证券

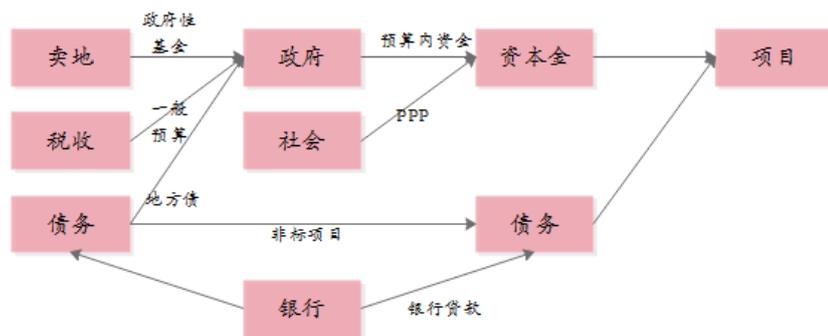
图表 20. 预计近年来地方政府隐性债务增速有所下降



资料来源：万得，中银国际证券

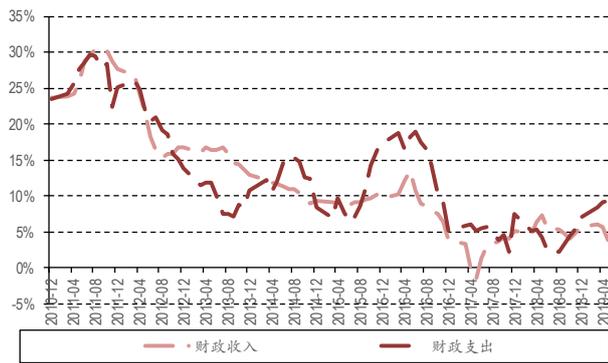
银行间利率达到四年以来最低，但基建投资需求却不及预期，说明流通性的传导出现了问题：2019年以来，银行间市场利率持续走低，特别是隔夜利率下降其实更为明显，这反映的是银行间流动性较为充裕。6月份，银行间隔夜利率平均仅为1.60%，达到2015年7月份以来的最低值。同时经测算，我们认为2015年以来随着地方政府债推行，地方政府债务开正门，堵偏门，隐性债务的增速有所下降，也为基建项目获取银行贷款提供了一定空间。银行间流动性充裕，但基建投资却不及预期，资金市场重现2016年的情形，说明当前流动性的传导出现了问题。

图表 21. 基建资金流向结构图



资料来源：万得，中银国际证券

图表 22. 地方政府财政收入趋于平稳难有大增



资料来源：万得，中银国际证券

图表 23. 地方政府性基金收入与土地成交高度相关



资料来源：万得，中银国际证券

资本金主要来源的增长空间均有限，预计资本金供给不足是 2019 年上半年基建投资不及预期的主要原因：从基建资金来源来看，尽管非标受监管将有所萎缩，但银行贷款供给当前应该是充裕的，2019 年基建项目债务资金的供给应该不成问题。我们认为资本金供给不足或将成为 2019 年上半年基建投资不及预期的主要原因。从资本金的几个主要来源来看，政府税收、地方债发行、土地转让（上述构成基建资金来源中的预算内资金）、PPP 乃至地方政府专项债，下半年的增长空间均有限，基建项目依然面临资金到位的问题。

预计 2019 年地方政府预算内收入增长约 5%，地方政府性基金收入将有所下滑：2019 年 1-5 月，地方政府本级财政收入同比增速基本在 5% 左右的水平波动，随着政府减税政策的推行，我们认为地方政府本级财政收入难有显著的增长，预计 2019 年全年可以维持 5% 左右的增长。地方政府性基金收入主要来源是政府的土地出让金，历史数据也显示地方政府性基金收入与土地成交规划面积有高度的相关性。当前地产调控政策总体依然偏严，维持房价稳定，防止房价过快上涨或者明显下跌是重要任务。在土地出让层面，地方政府必须严控土地供给，加强对市场的掌控力，因此我们认为未来的土地出让收入也将是较为平稳增长，2019 年至今，地方政府性基金收入为 2.32 万亿元，同比减少 4%，过去 12 个月，地方政府性基金收入同比增长 8.74%。考虑到土地出让并未有明显增长，我们认为 2019 年全年大概率增速 0% 左右。

图表 24. PPP 社会资本金投入基建资金规模测算

	2015	2016	2017	2018	2019	PPP 到位资金
存量	45,000.00	84,468.00	113,239.13	110,792.72	110,000.00	
当年新增	45,000.00	39,468.00	28,771.13	42,553.59	38,675.28	
民间资本	7,087.50	6,216.21	4,531.45	6,702.19	6,091.36	
2015	2,362.50					2,362.50
2016	2,362.50	2,072.07				4,434.57
完成额			1,510.48			5,945.05
2018		2,072.07	1,510.48	2,234.06		5,816.62
2019			1,510.48	2,234.06	2,030.45	5,775.00

资料来源：财政部、中银国际证券测算

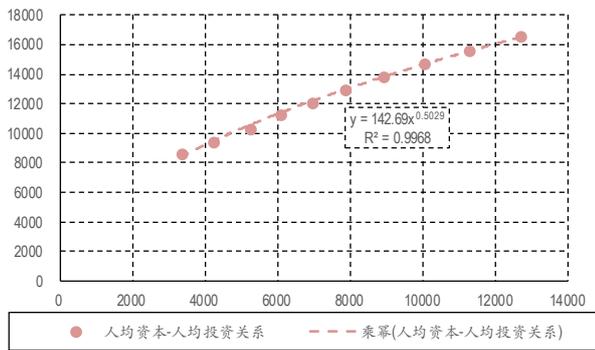
预计 2019 年 PPP 将带来 0.58 万亿元社会资本：PPP 项目 2017 年因政府加强入库项目清查等影响，落地阶段项目有所放缓。2019 年 3 月份财政部发布新政策限制 PPP 项目中政府支付比例，实际项目中可操作性进一步减弱，我们认为随着 PPP 监管进一步严格，后续新入库的 PPP 项目将进一步减少，预计 2019 年底与基建相关 PPP 项目总投资将回落至 11 万亿元左右。2015 年起开始有部分 PPP 项目进入执行阶段，假设项目分 3 年投资，资本金占比为 22.50%，其中社会资本占股权达到 70%。通过拆分每年执行项目投资额可估算 PPP 社会资本金对基建项目的影响。我们将市政、交运、水利、能源、基础设施五类归入基建设施，预计 2019 年全年可带来 5,775 亿元社会资本金，按照往年投资比例，下半年预计可带来 0.34 万亿的社会资本金。

预计专项债新政可新增 0.18 万亿元基建项目资本金：6 月份专项债新政发布，允许地方政府专项债作为资本金投入重大基建项目。按照 2019 年全年计划发行地方政府专项债 2.15 万亿元计算，截至 5 月份目前地方政府专项债发行额 9000 亿元，仍有 1.25 万亿额度。参照往年 30% 用于基建，则 2019 年仍有 3,750 亿元基建相关专项债。假设其中 50% 为重大项目，则其中 1,825 亿元可作为资本金投入基建项目。

3. 基建稳增长仍需资本金的进一步放开

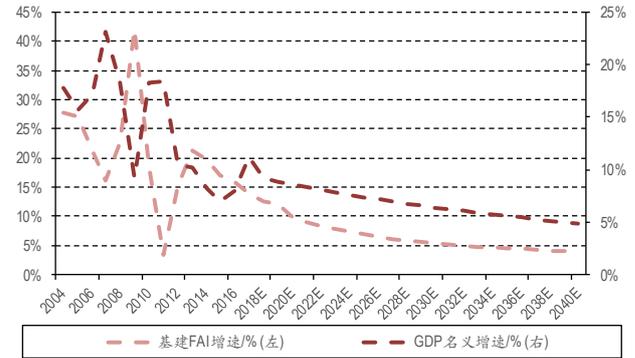
基建不足主要是地方政府资本金不足，假设全年增长目标为 8%：我们对 2019 年基建投资进行测算。考虑目前各地方政府有充足的项目储备，中央也在稳步推进基建投资，银行间流动性也较为充足，因此我们认为上半年投资增速疲软主要是资金供给的问题而不是项目储备的问题，是资本金的问题而不是信贷不足的问题，是地方政府的问题而不是中央的问题。考虑当前我国基建投资的内在需求（按照 2019 年年度策略观点，2019 年基建内在需求对应投资增速约为 8%）以及基建占投资的比例对经济的推动作用，我们假设政府设定 2019 年基建投资增速目标为 8%，对应可以贡献 1% 以上的经济增速。

图表 25. 2008 年以来人均投资与资本存量高度相关



资料来源：万得，中银国际证券

图表 26. 预计 2019 年基建投资内在增速约为 8%



资料来源：万得，中银国际证券测算

预计 6-12 月地方政府需要约 2.78 万亿元的基建项目资本金：参照往年中央项目投资占基建投资比例，我们认为 2019 年中央投资占全国基建投资依然为 9%，参照 2018 年基建投资 17.62 万亿元，2019 年全年中央基建投资目标预计为 1.71 万亿元。参考全年投资进度并假设中央能按计划完成投资，则 1-5 月份中央完成基建投资 0.50 万亿元，2019 年还应完成 1.21 万亿元基建投资。1-5 月份全国完成基建投资 5.72 万亿元，则地方政府完成额为 5.22 万亿元，同比增速不超过 3%，全年尚需完成 12.10 万亿元的投资额，按照 23% 的项目资本金来算，需要约 2.78 万亿元的资本金。

图表 27. 资本金供需以及 2019 年基建增速测算

		乐观	中观	悲观	
基建支出占比		14.50%	14.00%	13.50%	
政府支出		21,180.35	20,449.99	19,719.63	
专项债贡献		1,875.00	1,875.00	1,875.00	
PPP 贡献		3,368.75	3,368.75	3,368.75	
资本金比例					
	资本金供给	26,424.10	25,693.74	24,963.38	
乐观	21.00%	25,407.71	10.75%	8.77%	6.80%
中观	22.00%	26,617.60	7.50%	5.62%	3.73%
悲观	23.00%	27,827.49	4.54%	2.73%	0.93%

资料来源：财政部、中银国际证券测算



预计 6 月份起，地方政府基建项目资本金供给约为 2.50-2.64 万亿元：参考往年政府预算内资金投向基建比例，近年来该比例一直处于稳步上升态势，2017 年上升至接近 13.5%。假设乐观情况下，2019 年该比例能达到 14.5%，悲观情况下则为 13.5%，中性假设下该比例 14%。按照地方政府本级财政收入 5% 增长，地方政府性基金收入 0% 增长的假设，下半年预计地方政府可支配收入为 14.61 万亿元，对应乐观、中性、悲观三种假设下，贡献基建项目资本金分别为 2.12、2.04、1.97 万亿元。考虑到专项债新政可带来约 0.19 万亿元新增资本金，PPP 社会资本仍有预计 0.34 万亿元的增量，则三种假设下，下半年地方政府资本金供给分别为 2.64、2.57、2.50 万亿元。

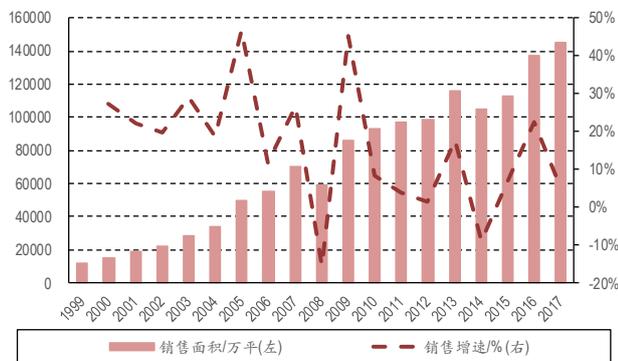
中性假设下，2019 年全年基建投资增速可达 5.62%：为刺激基建投资稳增长，近期国家发改委投资司密集就完善投资项目资本金制度征求各方意见，市场对基建项目资本金比例下调预期升温。当前参考轨道交通、铁路等项目资本金比例为 20%、其他各类项目资本金比例为 25%，我们认为当前基建投资项目平均资本金比例为 23%。假设悲观情况下则发改委征集意见后并不调整项目资本金比例，中性假设下则调整资本金比例后平均资本金比例下降 1PCT，乐观假设情况下则下降 2PCT。对应乐观、中性、悲观三种假设下，资本金需求分别为 2.54、2.66、2.78 万亿元。综合进行敏感性分析后，我们认为中性假设下，政府投向基建资金比例为 14%，发改委下调项目资本金比例后平均比例为 22%，则 2019 年全年基建投资增速可提升至 5.62%。

地产产业链观点

1. 房地产投资需求：有效需求将进一步下滑

居民终端需求透支，未来需求提升空间有限：居民部门自2015年加杠杆去库存以来，负债率持续上升，现金余额持续下降。我们以历年城镇居民可支配收入、消费性支出、商品房销售面积、商品房成交均价四个数据来分析，并假设除去消费性支出，居民部门剩余资金全部用于支付购房款首付，住房按揭贷款比例为70%，房贷利息为5%。可以发现，居民部门现金余额在2011年左右已经达到峰值，1999年以来十几年累计的按揭贷款使得居民部门每年要为此付出数量巨大的贷款利息，而贷款的本金随着商品房销售持续还在增加。2015年棚改货币化安置使得居民部门现金余额有暂时性的回升，但三四线去库存的加速使得居民部门现金余额加速下滑。我们认为房地产终端市场在不同城市能级上可能存在分化，一线城市可能还有较多需求，但全国范围来看，未来终端需求提升的空间并不大。

图表 28. 住宅销售 2015-2016 年迎来高峰



资料来源：万得，中银国际证券

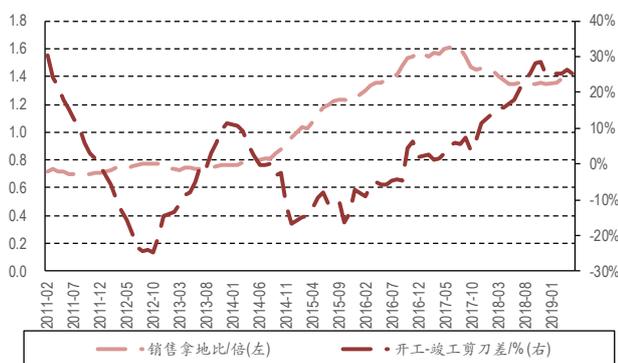
图表 29. 居民资金余额下滑明显



资料来源：万得，中银国际证券

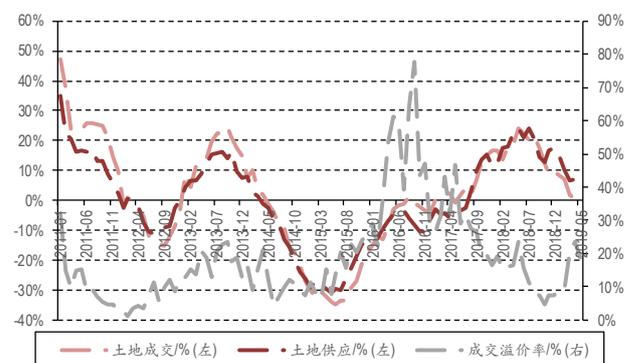
土地成交减少，开工项目增多，储备土地将减少，房屋建设投资端需求将减少：2018年下半年开始，全国百城土地成交规划建筑面积出现明显下滑，6月份以来当月同比持续在0%左右，2019年以来也未见明显的回暖，具体原因有可能是政府的调控以及房企自身资金趋紧。从拿地销售比来看，房企拿地销售比持续下滑，反映当前终端需求依然疲软。从住宅开工面积和竣工面积的剪刀差持续扩张来看，房企新增土地不断减少，开工面积持续增加，可预见当前房企土地储备在明显减少。新开工与竣工不可能长期背离，预计未来新开工面积预计将有所下降，房企投资端需求将有所减少。

图表 30. 拿地销售比下半年显著下降



资料来源：万得，中银国际证券

图表 31. 土地成交面积尚未回暖

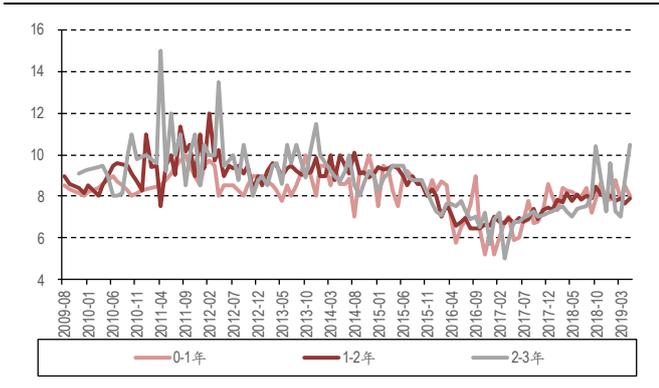


资料来源：万得，中银国际证券

2. 房地产资金供给：依然处于较紧状态

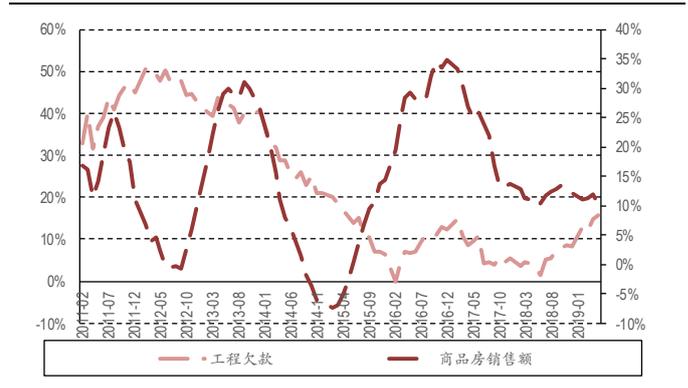
房地产信托利率上升，销售回款减少，房企资金趋紧：从当前数据来看，房地产融资趋紧，2019年以来，地产信托产品收益率总体依然处于高位，反映当前政府对房企融资依然抱从严监管的态度，也从价格上反映了房企项目开发前期的资金情况。从房地产开发到位资金中应付工程款以及商品房销售数据来看，地产销售回款同比继续减少，拖欠下游工程款增多，从数量上也反映了房企周转资金趋紧。

图表 32. 地产信托利率高位运行



资料来源：万得，中银国际证券

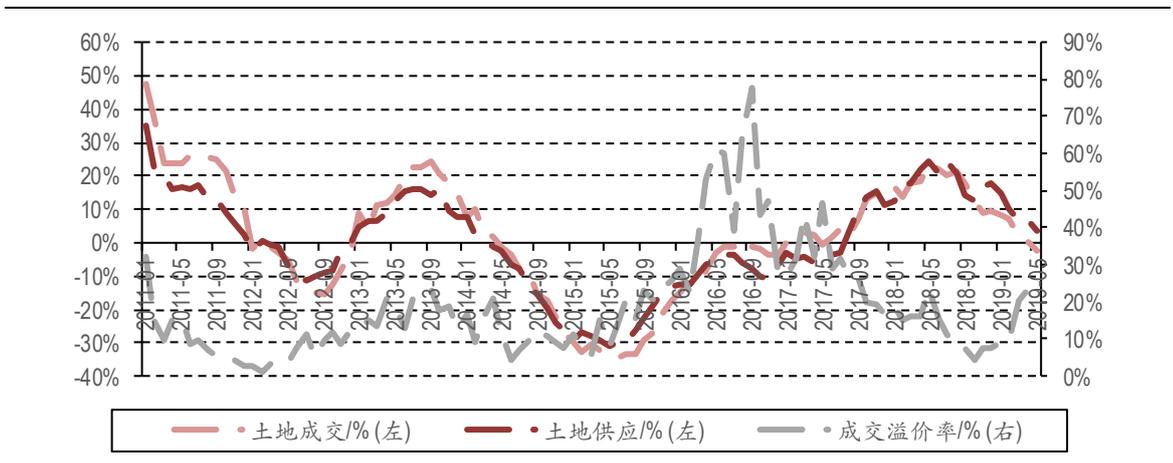
图表 33. 销售面积下滑同时欠款提升



资料来源：万得，中银国际证券

拿地面积 2019 年以来仍未反映回暖表明房企总体资金依然趋紧：百城土地成交规划面积自 2018 年 6 月份以来明显下降，2018 年 11 月份出现明显的负增长，至今土地成交尚未出现明显的回暖，一方面是政府土地供应下滑，另一方面也反映房企资金面总体趋紧。

图表 34. 拿地面积同比与溢价率同步下降反映资金趋紧



资料来源：万得，中银国际证券

拿地溢价率提升反映在地产严监管下，房企拿地周转需求进一步提升：2019 年以来，土地成交溢价率出现抬头的迹象，溢价率从 2018 年低的 7.43% 上升至 4 月份的 23.34%，5 月份最新数据也表明溢价率处于 18.85% 的高位。2019 年出现溢价率的背离也表明当前政府土地供给趋严，地产融资受限较多，但为了公司的周转，土地获取更为重要，导致拿地溢价率提升，在此环境下，头部房企拥有更为充裕的资金，有更强的拿地能力，有利于头部房企集中度的加速提升。

3. 当前如何看地产：关注行业集中度的变化

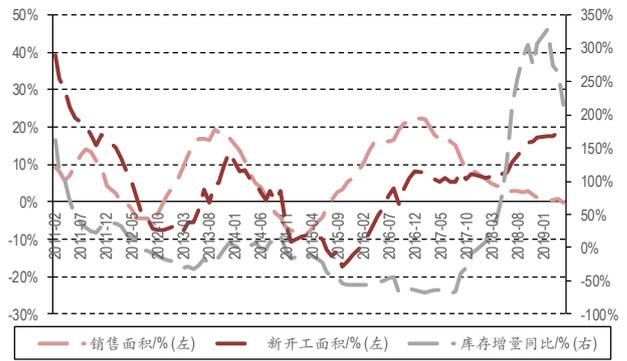
地产基本面数据反映行业内较多层次的供需矛盾，目前行业有加速集中的趋势：当前地产基本面数据可反映行业不同层面的供需矛盾。“拿地弱，开工强”反映当前企业开发需求大而政府土地供给少，必然的结果是企业的库存项目越来越少，拿不到地的房企面临着无项目周转的问题。“销售弱，开工强”反映当前企业供给大而终端居民需求弱，必然的结果是房企库存高速回升。“开工强，竣工弱”则反映当前企业回款压力大，后续施工交房动力小，实际上表明部分房企依然面临着较大的资金压力。“拿地少，溢价高”则反映当前行业正处于加速集中阶段，头部企业有更强的资金实力，在政府土地供给与居民需求双萎缩的情况下，头部企业拿地能力更强，也有更强的后续周转能力，行业集中度加速提升。

图表 35. “拿地弱，开工强”反映土拍层面供需矛盾



资料来源：万得，中银国际证券

图表 36. “开工强，销售弱”库存加速提升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 37. “开工强，竣工弱”后续可持续性下降



资料来源：万得，中银国际证券

图表 38. “拿地弱，溢价强”反映行业竞争趋于激烈

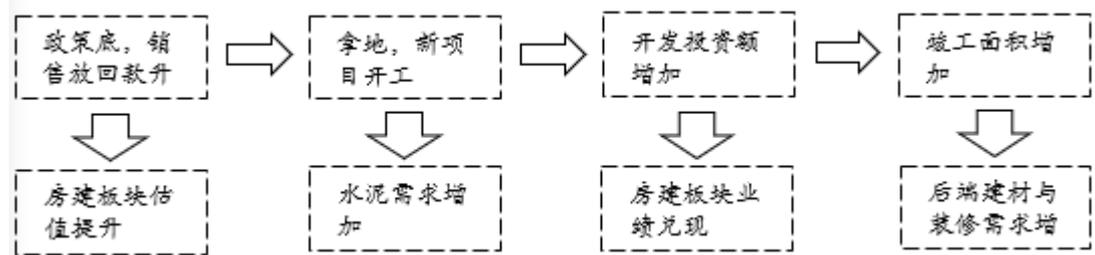


资料来源：万得，中银国际证券

预计行业增量市场空间缩小，周期“熨平拉长”，行业集中度加速提升：随着政府土地供给管控更为严格，居民终端需求减少，同时资金面压力依然处于高位，我们认为当前地产行业内增量市场空间缩小，房地产行业周期“熨平拉长”，企业依靠传统行业周期经营难度加大，“求生欲”更强，行业内竞争趋于激烈。头部企业资金实力更强，可以保证“拿地-开工-销售-回款”的循环。从头部企业的经营数据来看，龙头房企的开工、竣工、拿地等数据均未出现如整个地产行业的反常表现，说明当前地产行业内企业分层的情况也是明显的。在行业增量市场缩小，头部企业运营能力凸显的情况下，行业集中度加速提升将成为必然的趋势。



图表 39. 地产周期传导以及相关建材需求的变化



资料来源：万得，中银国际证券

地产周期熨平拉长，后续或面临“开工弱、竣工弱、土拍弱”的局面：我们认为在行业增量市场减少，周期“熨平拉长”，行业集中度加速提升的背景下，后续地产行业基本面数据更可能呈现出“开工弱、竣工弱、土拍弱”的局面，基本面数据真正“熨平拉长”。长期土拍与开工的背离必然导致库存项目减少，开工面积增速回落。但居民终端需求弱，不一定开工的项目都实现销售回款，因此部分项目继续施工交房的动力与资金不足，导致竣工的持续弱势。而随着行业集中度进一步提升，政府维持当前的监管强度，头部企业逐步适应当前的市场机制，土拍及其溢价率将逐步回归正常水平。对于后周期的装修企业，我们认为未来竣工保持弱势的预期下，装修企业需求或并未有改善预期，且由于资金面压力较大，目前更多的装修企业并不激进，或者在“去家装化”，因此地产周期层面给家装行业带来的驱动力不大。

其他板块观点

1. 工业企业投资：盈利不足带动投资下行

需求端不足，成本端高位维持是影响 2019 年工业企业盈利的重要原因：2019 年以来，工业企业利润持续保持负增长，终端消费需求较弱是导致工业企业利润下行的重要原因。2019 年以来，PPI 下行，表明终端需求的不足已经蔓延到上游，之前上游利润高企中游被压缩的情况也有所改变，上游资源品保持高位，难以继续增长，PPI 下滑；中游需求不足利润空间继续被压缩是当前工业企业盈利的现状。

工业企业投资在 2018 年固定资产投资中表现突出：随着工业企业盈利的下滑，工业企业投资 2019 年开始回落，当月增速从 2018 年 11 月份 12%-13% 的水平下滑至当前 3%-4% 的水平，其中 4 月份当月增速仅 0.47%。1-5 月份累计完成工业企业投资 7.27 万亿元，累计同比增速 3.59%，相比 2018 年全年增速 9.25% 明显回落。

产能周期驱动力逐步让位于利润下行的约束力：导致 2018 年工业企业投资逆势上扬的重要原因是产能周期的驱动。2011 年全国工业企业固定资产投资进入高峰，大量产能上马。随着集中投产的产能进入冷修更换期，行业置换固定资产需求提升。随着 2019 年工业企业利润进一步下滑，利润会成为制约企业投资的更重要的因素。

图表 40. 工业企业固定资产投资有所回落



资料来源：万得，中银国际证券

图表 41. 工业企业盈利持续下探



资料来源：万得，中银国际证券

2. 园林与钢结构

资金宽松效应逐步显现，园林行业估值有望修复：2018 年下半年以来，货币政策逐步从趋紧想稳健中性转向。为对冲经济下行风险，央行 2018 年全年共执行 5 次降准，改善市场资金面。2019 年以来社融显著改善表明当前货币政策以及逐步在实体经济体现效果。生态园林作为重资金驱动的行业，企业业绩与资金面有极大的关系，资金环境的改善也将驱动园林板块估值水平的修复。

园林板块现阶段存在低估可能，预计园林板块将随着市政投入增加逐步回暖：从长期来看，生态园林行业随着体量逐步增大，增速逐步下滑，估值也逐步下滑。2011 年以来，园林板块市净率与大盘市净率比值逐步由 5.40 下滑到当前的 1.01。其中有行业增速整体下滑的原因，也有 2018 年以来资金面紧张导致行业估值整体下滑的原因。近期融资改善，预计园林板块将随着资金面改善估值逐步修复。而随着基建补短板的推进，市政园林作为部分基建项目的投资组成，也将有更大的需求。融资改善以及基建补短板的推进有望从基本面与估值双管齐下修复园林板块股价。

目前板块估值与业绩均处于低位，风险释放后板块整体存在修复空间：尽管当前市场并不青睐园林板块的商业模式，但是无论是绝对值还是相对值，园林板块的估值都处于历史低位；而且目前园林板块的业绩增速也处于历史低位。一旦园林板块风险充分释放，业绩企稳后，我们认为板块还是有一定的估值修复空间。

图表 42. 园林板块的业绩与估值和社融相关



资料来源：万得，中银国际证券

图表 43. 结构钢产量增速提升



资料来源：万得，中银国际证券

钢结构装配式政策有重大突破：3月27日住建部官网发布《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，其中强调要开展钢结构装配式住宅建设试点，明确试点工作目标、任务和保障措施，稳步推进试点工作。推动试点项目落地，在试点地区保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、易地扶贫搬迁中，明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式，跟踪试点项目推进情况，完善相关配套政策，推动建立成熟的钢结构装配式住宅建设体系。

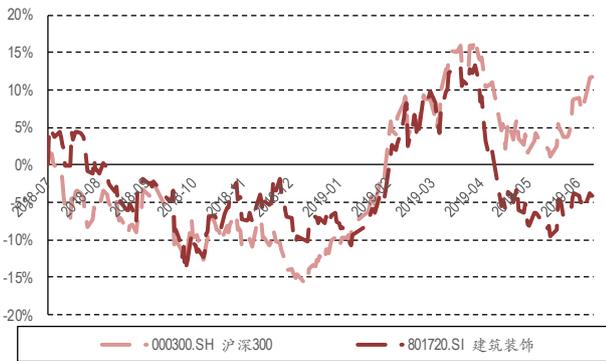
钢结构+住宅推动装配式建筑重上日程：在近两年受到中国宏观经济下滑等的影响，钢结构板块关注度明显下滑。“钢结构+住宅”其实代表的是钢结构市场规模的扩容，我们预计受政策加码影响，未来我国装配式建筑有望迎来快速发展期，“十三五”规划要求的新建建筑中钢结构建筑渗透率达到15%的目标。

建筑行业投资特点

1. 基建政策紧跟经济环境，事件驱动特征明显

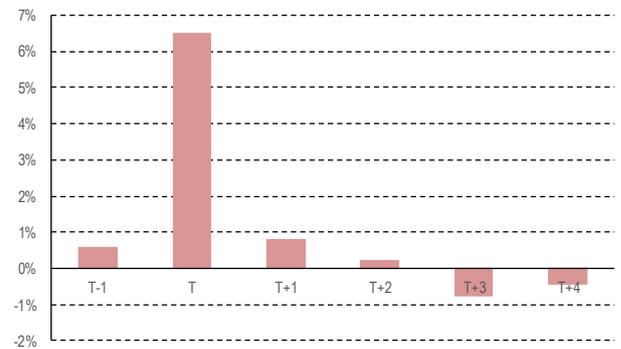
基建刺激政策紧跟贸易战步伐，市场对刺激反应有限：2019年6月11日，专项债新政发布，时值中美贸易战升温，外部压力加大，内部经济下行可能性提升。基建作为托底的重要工具重新提出。梳理2018年以来的刺激政策，我们认为基建刺激政策节奏上紧跟贸易战进程：2018年6月下旬起美国威胁加征2,000亿美元商品10%关税，贸易战首次呈升级态势，国内经济下行压力加大；对应“723会议”首次提出政策转向，基建补短板。2018年8月份美国威胁加征2,000亿美元商品25%关税，发改委8月7号重提“基建补短板”。9月18日美国2,000亿美元商品10%关税实行，当天发改委新闻发布会细化基建补短板，并鼓励民间资本进入PPP项目。2019年5月份以来，贸易战再次升级恶化，同时基建补短板推进不及预期，6月份即发布专项债新政。但从市场表现来看，基本上市场仅对政策发布当天有反映，后续建筑板块并未表现明显的超额收益，2018年下半年以来，建筑板块指数持续跑输大盘。

图表 44. 多轮刺激后，建筑仍未跑赢大盘



资料来源：万得，中银国际证券

图表 45. 政策刺激带来超额收益不超过 3 天



资料来源：万得，中银国际证券

图表 46. 基建刺激政策紧跟贸易战步伐

贸易战时间节点	内容	基建政策节点	会议	内容	时差
2018年6月	美国威胁加征2000亿美元关税	2018年7月	“723”政策转向	国务院力挺在建项目融资，加快1.35万亿元地方专项债发行	1个月
2018年8月	美国威胁加征2000亿美元25%关税	2018年8月	《关于做好地方政府专项债券发行工作意见》	加快专项债发行进度，提升发行市场化水平，优化发行程序，简化债券信息披露流程，加快专项债资金拨付使用，加强信息报送	当月
2018年9月	美国2000亿美元10%关税实施	2018年9月	发改委基建补短板新闻发布会	细化推进乡村振兴、水利、交运基建等重点建设项目，加快重点领域项目储备	当月
2019年5月	美国2000亿美元25%关税实施	2019年6月	发改委专项债新政	地方政府专项债可作为资本金投入重大基础设施建设项目中	1个月

资料来源：财政部，中银国际证券测算

2. 板块历史估值回溯

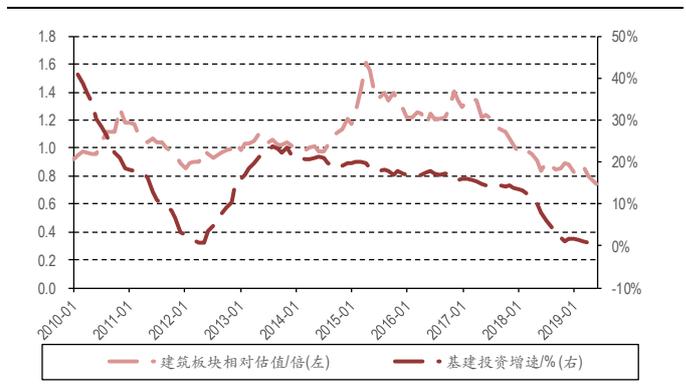
基建投资与板块估值相关性逐步弱化，基建投资不及预期进一步导致行业估值下滑：2008年以来，基建板块共经历过3轮完整的周期，分别是2008年11月至2011年3月，2011年3月至2014年9月，2014年9月至2018年7月。从三轮周期演变来看，第一轮周期政策底到来后，行业相对估值迅速提升，后续伴随着融资改善-订单落地-业绩兑现；第二轮周期表现为政策底到来后过一段时间估值改善才出现，后续才有融资改善和订单落地-业绩兑现；第三轮周期估值底到来进一步延后，并且周期属性弱化，各个关键数据波动进一步减弱。对此我们认为主要原因一个是市场对基建周期资金落地以及业绩情况有一定疑虑，导致估值改善的时机持续延后；另一个原因是历次基建刺激对经济的托底作用的确在弱化，导致周期特性钝化。对于第四轮基建周期，我们认为本轮刺激主要是经济托底而不是刺激，因此力度有限；此外地方政府隐性债务高企，未来资金落地市场的确存在分歧。因此，预计本轮周期估值将在社会融资改善并且订单落地后才会真正改善，并且估值波动程度将不如以往的历次周期。事实上，本来基建投资与行业板块估值相关性就逐步弱化了，2019年基建投资不及预期更是进一步导致建筑板块持续跑输大盘。

图表 47. 建筑板块估值有四轮明显的周期



资料来源：万得，中银国际证券

图表 48. 基建投资与板块估值协同性逐步减弱



资料来源：万得，中银国际证券

当前板块估值处于低位，一旦基建补短板增速回升，基建板块有望带动行业板块估值回升：单纯看建筑板块指数的走势和估值，建筑板块相对估值已经持续下跌超过两年，相对估值处于历史低位，但板块指数点位并不低，且从2019年一季报的数据来看，建筑板块机构持股数量处于历史新低，市场关注度较低。尽管当前板块估值与基建关系逐步弱化，但我们认为若基建补短板能有进一步兑现，则市场关注度有望重新提升，基建依然是相对其他细分板块业绩增速确定性较高的板块，有望驱动大盘股指回升。



投资建议

提前埋伏基建大央企，政策发布则龙头率先受益：2019 年上半年基建投资总体不及预期，若未来基建项目资本金比例放松，则基建投资增速有望回升，同时拉动板块估值回升。建议提前埋伏基建大央企，待政策发布后有望率先收益，建议关注：**中国铁建**。

建议关注生态园林板块：生态园林板块业绩与估值均与社融有较强相关性，当前生态园林业绩与估值均处于历史低点，而 2019 年以来社融增速回升。一般板块风险释放完毕，板块市场关注度有望修复，估值有望回升。建议关注经营风格稳健，未来成长预期较高的**东珠生态**。



风险提示

- 1. 基建项目资本金比例未能调降:** 目前中美贸易战缓和, 外部压力减小, 基建刺激托底紧迫性或下降。且当前资本金比例调降仅仅是发改委调研与征求意见阶段, 是否实施, 调降比例有多少仍有非常大的不确定性。
- 2. 生态园林基本面进一步恶化:** 2019年后, 生态园林板块业绩加速下滑, 目前风险尚未充分释放。当前的市场偏好下, 生态园林板块现金流相对较差, 并不受市场青睐, 未来板块风险是否充分释放, 释放后市场关注度是否提升仍有较大不确定性。
- 3. 新开工增速回落:** 工业企业投资高企和新开工超预期是2018年以来建筑建材板块投资的两大亮点。目前工业企业投资已经回落, 新开工未来大概率下降, 而基建投资尚未明显回升。未来若新开工增速下降, 则建筑板块几大需求均疲软, 行业整体市场关注度恐进一步下滑。



附录图表：报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
002717.SZ	岭南股份	买入	5.05	77.63	0.51	1.16	10.0	4.4	4.32
603359.SH	东珠生态	买入	17.26	55.00	1.02	1.63	16.9	10.6	8.46
601117.SH	中国化学	买入	6.10	300.91	0.39	0.55	15.6	11.1	6.18
601668.SH	中国建筑	增持	5.91	2,481.09	0.91	0.99	6.5	6.0	5.50
601186.SH	中国铁建	增持	10.06	1,330.74	1.32	1.61	7.6	6.2	11.32
002081.SZ	金螳螂	增持	10.55	282.36	0.79	1.00	13.3	10.6	5.17
002482.SZ	广田集团	增持	4.94	75.94	0.23	0.38	21.8	13.0	4.52
300284.SZ	苏交科	增持	9.28	90.15	0.64	0.97	14.5	9.6	5.34
300197.SZ	铁汉生态	增持	3.59	84.23	0.13	0.31	27.7	11.6	2.71
300495.SZ	美尚生态	增持	13.36	90.09	0.57	0.79	23.3	16.9	6.09
000498.SZ	山东路桥	增持	5.39	60.38	0.59	0.67	9.1	8.0	4.57
600039.SH	四川路桥	增持	3.68	132.87	0.32	0.46	11.3	8.0	3.98
601800.SH	中国交建	未有评级	11.39	1,608.62	1.22	1.38	9.4	8.2	11.09
601390.SH	中国中铁	未有评级	6.59	1,446.59	0.75	0.86	8.8	7.7	7.17
600068.SH	葛洲坝	未有评级	6.23	286.88	1.01	1.13	6.2	5.5	5.98
600502.SH	安徽水利	未有评级	4.75	81.76	0.46	0.56	10.2	8.5	4.05
002713.SZ	东易日盛	未有评级	10.28	43.20	0.60	0.76	17.1	13.5	4.24
002310.SZ	东方园林	未有评级	6.08	163.28	0.59	0.73	10.2	8.4	4.65
300355.SZ	蒙草生态	未有评级	4.10	65.77	0.13		32.3		2.30
603017.SH	中衡设计	未有评级	13.59	37.39	0.61	0.83	22.2	16.4	6.51
603018.SH	中设集团	未有评级	12.58	58.42	0.85	1.11	14.7	11.4	8.04
600477.SH	杭萧钢构	未有评级	3.34	71.77	0.26	0.24	12.6	14.1	1.85
000928.SZ	中钢国际	未有评级	5.92	74.39	0.35	0.45	16.9	13.0	3.74
002051.SZ	中工国际	未有评级	11.81	146.14	0.97	1.12	12.2	10.5	8.33

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日7月2日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



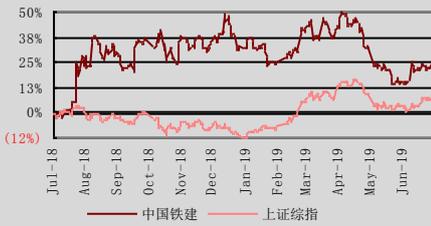
601186.SH

增持

市场价格：人民币 10.06

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.1)	7.0	(12.8)	24.1
相对上证指数	(29.5)	2.0	(8.6)	14.4

发行股数(百万)	13,580
流通股(%)	85
总市值(人民币 百万)	136,610
3个月日均交易额(人民币 百万)	946
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
中国铁道建筑集团有限公司	51

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年7月3日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

中国铁建

基建投资稳步推进，铁建龙头率先受益

公司作为全国铁建龙头基建政策利好下有望率先受益。同时公司布局广泛，地产业务成长能力较强，有望同时享受基建提速与地产增长的双重红利。

支撑评级的要点

■ **政策利好释放，全国性布局龙头有望释放：**2018年7月份政策转向以来，定向降准、定向降息、放松龙头房企建筑企业融资、专项债发行加速等政策组合实施，政府经济托底诉求提升，基建补短板重要性提上日程。公司作为全国性布局龙头，业绩有望明显释放。

■ **业务结构多元化发展，房地产业务有望逆周期扩张：**2018年房地产行业资金趋紧，土地购置下滑明显。公司主营业务规模巨大，资金优势明显，在行业竞争对手战略收缩的情况下，公司有充分能力逆周期增加土地储备，提升市场占有率。

■ **海外业务稳步推进，中非合作带来增量空间：**公司积极拓展海外业务规模，海外业务收入占比由2011年的3.8%稳步提升至2017年的5.6%。随着“一带一路”进一步推进以及中非合作落地，中铁建作为深耕非洲的中资企业，非洲业务占比高，未来将充分受益于中非合作推进。

■ **基建补短板催化下业绩提升确定性高：**2019年社融数据显著回暖，基建补短板稳步推进，未来基建政策更有资本金调整的预期，公司有望率先受益相应带来的业务规模扩容。在基建提速带来营收增长；订单改善带来利润率提升，公司2019年业绩提升确定性高。当前公司估值仅为8倍。与历史水平或同业相比均较低，股价提升预期较强。

估值

■ 基建补短板稳步推进，各项业务预期确定性高，预计2019-2021年，公司营收分别为7,938.65、8,486.14、8,988.86亿元；归母净利润分别为218.53、239.49、259.72亿元；EPS为1.61、1.76、1.91，维持公司**增持**评级。

评级面临的主要风险

■ 基建补短板推进不及预期，贸易战影响海外业务推进。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	680,981	730,123	793,865	848,614	898,886
变动(%)	8	7	9	7	6
净利润(人民币 百万)	16,057	17,935	21,853	23,949	25,972
全面摊薄每股收益(人民币)	1.182	1.321	1.609	1.764	1.913
变动(%)	14.8	11.7	21.8	9.6	8.4
市场预期每股收益(人民币)			1.520	1.690	1.870
全面摊薄市盈率(倍)	8.5	7.6	6.3	5.7	5.3
价格/每股现金流量(倍)	(11.0)	11.8	3.0	3.0	2.8
每股现金流量(人民币)	(0.92)	0.85	3.33	3.39	3.58
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.8	3.2	3.2	3.0	2.9
每股股息(人民币)	0.18	0.21	0.24	0.26	0.29
股息率(%)	1.8	2.1	2.4	2.6	2.9

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	680,981	730,123	793,865	848,614	898,886
销售成本	618,059	658,711	720,742	770,615	816,384
经营费用	35,539	26,473	34,930	37,339	39,551
息税折旧前利润	35,689	42,560	42,770	45,161	47,299
折旧及摊销	12,420	13,820	6,591	6,753	6,802
经营利润 (息税前利润)	23,270	28,740	36,178	38,408	40,497
净利息收入/(费用)	(2,876)	(5,538)	(7,939)	(7,487)	(6,993)
其他收益/(损失)	1,051	958	1,888	1,888	1,888
税前利润	20,394	23,202	28,239	30,921	33,504
所得税	4,337	5,267	6,386	6,972	7,533
少数股东权益	862	1,903	2,169	2,277	2,367
净利润	16,057	17,935	21,853	23,949	25,972
核心净利润	15,006	16,977	19,966	22,062	24,084
每股收益 (人民币)	1.182	1.321	1.609	1.764	1.913
核心每股收益 (人民币)	1.105	1.250	1.470	1.625	1.774
每股股息 (人民币)	0.180	0.210	0.240	0.260	0.290
收入增长(%)	8	7	9	7	6
息税前利润增长(%)	7	24	26	6	5
息税折旧前利润增长(%)	5	19	0	6	5
每股收益增长(%)	15	12	22	10	8
核心每股收益增长(%)	16	13	18	10	9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	20,394	23,202	28,239	30,921	33,504
折旧与摊销	12,420	13,820	6,591	6,753	6,802
净利息费用	2,876	5,538	7,939	7,487	6,993
运营资本变动	(23,728)	(40,991)	(3,465)	(1,909)	(2,283)
税金	24,904	25,056	12,113	12,820	13,550
其他经营现金流	(60,508)	(103,15)	(17,155)	(18,291)	(19,495)
经营活动产生的现金流	23,814	5,448	41,192	41,599	43,637
购买固定资产净值	28,835	30,504	46	14	4
投资减少/增加	5,943	17,407	(1,788)	(1,788)	(1,788)
其他投资现金流	(1,502)	54,061	2,245	2,697	3,192
投资活动产生的现金流	(36,280)	6,149	3,987	4,471	4,975
净增权益	16,820	14,946	0	0	0
净增债务	19,820	38,373	0	0	0
支付股息	2,444	2,852	3,259	3,531	3,938
其他融资现金流	(10,420)	(6,555)	(9,935)	(9,967)	(9,977)
融资活动产生的现金流	23,775	43,912	(13,195)	(13,498)	(13,915)
现金变动	10,677	1,505	31,938	32,558	34,693
期初现金	128,702	141,206	130,620	162,589	195,147
公司自由现金流	(12,465)	11,597	45,179	46,070	48,612
权益自由现金流	(3,065)	43,415	35,243	36,103	38,636

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	141,206	130,620	162,589	195,147	229,840
应收帐款	208,808	172,637	187,454	199,985	211,352
库存	266,604	159,891	173,030	184,137	194,209
其他流动资产	33,118	36,280	50,009	50,009	50,009
流动资产总计	652,898	513,158	573,082	629,278	685,412
固定资产	45,982	50,301	48,530	44,416	39,590
无形资产	40,156	50,667	48,978	47,289	45,600
其他长期资产	82,852	157,278	154,192	153,257	152,974
长期资产总计	168,989	258,245	251,700	244,962	238,164
总资产	821,887	771,403	824,782	874,240	923,576
应付帐款	323,492	334,707	366,178	391,456	414,654
短期债务	29,499	61,781	61,781	61,781	61,781
其他流动负债	190,664	56,148	56,098	56,367	56,892
流动负债总计	543,655	452,637	484,057	509,604	533,328
长期借款	58,827	69,840	69,840	69,840	69,840
其他长期负债	40,757	41,591	42,786	44,001	45,213
股本	13,580	13,580	13,580	13,580	13,580
储备	165,069	193,755	214,519	237,215	261,615
股东权益	178,649	207,335	228,098	250,794	275,195
少数股东权益	29,237	37,445	39,614	41,892	44,258
总负债及权益	821,887	771,403	824,782	874,240	923,576
每股帐面价值 (人民币)	11.00	12.51	13.88	15.38	17.01
每股有形资产 (人民币)	57.29	52.70	56.75	60.52	64.28
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.89)	3.14	0.87	(1.44)	(3.90)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	5.2	5.8	5.4	5.3	5.3
息税前利润率 (%)	3.4	3.9	4.6	4.5	4.5
税前利润率 (%)	3.0	3.2	3.6	3.6	3.7
净利率 (%)	2.5	2.7	3.0	3.1	3.2
流动性					
流动比率 (倍)	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3
利息覆盖率 (倍)	12.4	7.7	5.4	6.0	6.8
净权益负债率 (%)	净现金	20.5	5.2	净现金	净现金
速动比率 (倍)	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
估值					
市盈率 (倍)	8.5	7.6	6.3	5.7	5.3
核心业务市盈率 (倍)	9.1	8.0	6.8	6.2	5.7
市净率 (倍)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
价格/现金流 (倍)	(11.0)	11.8	3.0	3.0	2.8
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	3.8	3.2	3.2	3.0	2.9
周转率					
存货周转天数	142.9	79.9	79.6	79.2	78.9
应收帐款周转天数	111.9	86.3	86.2	86.0	85.8
应付帐款周转天数	191.0	185.5	185.4	185.4	185.4
回报率					
股息支付率 (%)	15.2	15.9	14.9	14.7	15.2
净资产收益率 (%)	9.5	9.6	10.5	10.5	10.3
资产收益率 (%)	2.1	2.6	2.9	3.0	3.1
已运用资本收益率 (%)	6.0	5.8	7.0	7.0	6.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



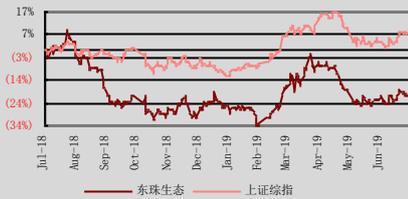
603359.SH

买入

市场价格：人民币 17.26

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	7.1	2.0	(14.0)	(18.6)
相对新华富时 A50 指数	(16.4)	(3.0)	(9.9)	(28.3)

发行股数(百万)	319
流通股(%)	48
总市值(人民币 百万)	5,500
3个月日均交易额(人民币 百万)	28
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
席惠明	38

资料来源：公司公告，彭博，中银国际证券
以2019年7月2日收市价为标准

相关研究报告

- 《东珠生态》20190428
- 《东珠生态》20181031
- 《东珠生态》20180821

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰：园林工程

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

东珠生态

“小而美”园林代表，静待行业估值修复

公司上市时间较短，经营风格较为稳健，在手现金较为充裕，近期有较大体量订单入账，未来成长空间较大，是目前园林板块内较为稳健且成长性较好的标的。

支撑评级的要点

- 公司在手现金较为充裕，经营风格稳健，坚守基本面：公司是园林板块上市时间较短公司，经营风格较为稳健，在2015-2016年行业普遍加杠杆参与PPP项目时，公司并未参与。目前公司在手现金较为充裕，在园林板块整体业绩加速下滑的环境下，公司坚守基本面，待园林板块风险释放完毕且行业修复时，预计公司股票价格有更大的弹性。

- 订单体量加大，“市政+生态”双轮驱动初现：2018年以来，公司新签订单体量不断加大，在手订单超过100亿元，订单收入比超过6倍。2019年更是中标中华大道、江东大道等超大订单。单项目对公司业绩提升明显。2018年公司斩获市政一级总包资质，重心逐步转移到市政与生态，版图逐步明晰；华中地区收入贡献较大或为汝南县3个项目推进所致。

- 现金充裕增长潜力巨大，融资改善行业有提升空间：公司在手现金充裕，可撬动大体量订单，未来业绩增长空间依然巨大。随着社融数据改善，园林板块有望迎来基本面与估值的双重改善。而公司股权激励与员工持股计划的实施更是提升了员工积极性，充分绑定公司与员工利益。

估值

- 近期连中大单未来业绩释放预期高，但公司风格稳健，预计2019-2021年，公司营收分别为24.35、33.01、41.85亿元；归母净利润分别为5.20、6.93、8.75亿元；EPS为1.633、2.175、2.746元，维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 行业估值修复不及预期，大体量项目占用公司过多资金。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,224	1,594	2,435	3,301	4,185
变动(%)	25	30	53	36	27
净利润(人民币 百万)	243	326	520	693	875
全面摊薄每股收益(人民币)	0.762	1.022	1.633	2.175	2.746
变动(%)	30.5	34.2	59.7	33.2	26.3
市场预期每股收益(人民币)			1.470	1.990	2.560
全面摊薄市盈率(倍)	22.7	16.9	10.6	7.9	6.3
价格/每股现金流量(倍)	513.0	3.0	29.9	14.9	9.7
每股现金流量(人民币)	0.03	5.71	0.58	1.16	1.78
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.7	14.5	9.5	7.1	5.6
每股股息(人民币)	0.27	0.11	0.24	0.33	0.41
股息率(%)	1.6	0.6	1.4	1.9	2.4

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,224	1,594	2,435	3,301	4,185
销售成本	877	1,145	1,751	2,377	3,014
经营费用	76	62	101	137	174
息税折旧前利润	287	381	576	774	978
折旧及摊销	2	4	3	3	3
经营利润(息税前利润)	285	377	574	771	975
净利息收入/(费用)	1	5	38	44	54
其他收益/(损失)	9	22	7	7	7
税前利润	286	382	612	815	1,030
所得税	43	56	92	122	154
少数股东权益	0	(1)	0	0	0
净利润	243	326	520	693	875
核心净利润	234	304	514	686	868
每股收益(人民币)	0.762	1.022	1.633	2.175	2.746
核心每股收益(人民币)	0.734	0.954	1.612	2.154	2.726
每股股息(人民币)	0.268	0.107	0.240	0.330	0.410
收入增长(%)	25	30	53	36	27
息税前利润增长(%)	29	32	52	34	26
息税折旧前利润增长(%)	29	32	51	34	26
每股收益增长(%)	31	34	60	33	26
核心每股收益增长(%)	25	30	69	34	27

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	286	382	612	815	1,030
折旧与摊销	2	4	3	3	3
净利息费用	(1)	(5)	(38)	(44)	(54)
运营资本变动	202	(84)	339	327	311
税金	47	55	99	120	135
其他经营现金流	(118)	(590)	(198)	(249)	(297)
经营活动产生的现金流	16	(70)	139	318	505
购买固定资产净值	10	30	0	0	0
投资减少/增加	(109)	(23)	(7)	(7)	(7)
其他投资现金流	(100)	2,623	38	44	54
投资活动产生的现金流	(1)	2,616	45	51	61
净增权益	813	(134)	0	0	0
净增债务	(40)	(37)	0	0	0
支付股息	114	48	76	105	131
其他融资现金流	293	74	0	0	0
融资活动产生的现金流	953	(145)	(76)	(105)	(131)
现金变动	967	(139)	108	263	435
期初现金	438	1,365	1,227	1,335	1,598
公司自由现金流	14	2,545	184	368	566
权益自由现金流	267	2,582	184	368	566

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,365	1,227	1,335	1,598	2,033
应收帐款	918	807	1,263	1,730	2,204
库存	978	1,700	2,497	3,312	4,141
其他流动资产	1	105	23	23	23
流动资产总计	3,366	3,757	5,117	6,663	8,401
固定资产	21	20	20	19	17
无形资产	0	26	25	24	23
其他长期资产	482	920	918	917	917
长期资产总计	504	966	963	960	958
总资产	3,870	4,723	6,080	7,623	9,359
应付帐款	1,250	1,808	2,721	3,664	4,624
短期债务	37	0	0	0	0
其他流动负债	160	253	253	265	298
流动负债总计	1,448	2,060	2,974	3,929	4,922
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	(0)	(1)	(2)
股本	228	319	319	319	319
储备	2,195	2,344	2,788	3,376	4,121
股东权益	2,422	2,663	3,107	3,695	4,439
少数股东权益	22	50	50	51	51
总负债及权益	3,870	4,723	6,080	7,623	9,359
每股帐面价值(人民币)	7.53	8.20	9.59	11.44	13.77
每股有形资产(人民币)	9.08	10.50	18.96	23.80	29.25
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.13)	(2.75)	(4.19)	(5.02)	(6.39)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	23.5	23.9	23.7	23.5	23.4
息税前利润率(%)	23.3	23.6	23.6	23.4	23.3
税前利润率(%)	23.4	23.9	25.1	24.7	24.6
净利率(%)	19.9	20.4	21.4	21.0	20.9
流动性					
流动比率(倍)	2.3	1.8	1.7	1.7	1.7
利息覆盖率(倍)	339.3	79.2	15.0	17.6	18.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.6	1.0	0.9	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	22.7	16.9	10.6	7.9	6.3
核心业务市盈率(倍)	23.5	18.1	10.7	8.0	6.3
市净率(倍)	2.3	2.1	1.8	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	513.0	3.0	29.9	14.9	9.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.7	14.5	9.5	7.1	5.6
周转率					
存货周转天数	291.7	389.4	374.2	366.3	361.2
应收帐款周转天数	273.7	184.8	189.3	191.3	192.3
应付帐款周转天数	520.4	576.3	567.2	562.7	560.0
回报率					
股息支付率(%)	35.2	10.5	14.7	15.2	14.9
净资产收益率(%)	10.0	12.2	16.8	18.8	19.7
资产收益率(%)	6.3	6.9	8.6	9.1	9.4
已运用资本收益率(%)	9.8	12.1	15.7	17.7	18.7

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371