

建筑装饰行业深度研究报告

**基建新模式——PCGP，静待质变点燃量变**

推荐（维持）

- 逆周期调节加码，基建望迎二次复苏：**8月基建投资增速回暖，我们认为在逆周期调节力度加大情况下，四季度基建有望再次迎来复苏，主要逻辑如下：（1）宏观层面看，经济下行压力仍在，市场的降息降准预期已相继落地，且预计仍有宽松空间，对资金驱动的建筑业将形成利好；（2）房地产投资增速持续下行，销售及开工情况双双下滑，竣工好转，政策层面几乎无放松可能；制造业面临结构升级，同比增速较去年更为严峻，反弹缺少发力点，可持续性较差；基建或成托底经济增长的唯一选择；（3）8月末以来审批投资大幅回暖，9月累计同比转负为正至33.50%，较8月提升近34个pp。基建投资变化一般与审批投资正相关且略滞后，预计Q4将随之改善。
- 政策“灵活”+资金面趋紧致使2018年以及2019H1基建反弹低于预期：**2018年下半年起，基建补短板政策陆续出台，投资增速触底反弹，但改善幅度始终低于预期，我们认为原因主要有以下三点：（1）政策“灵活”，地方政府缺少明确导向：内外经济环境复杂致基建稳增长政策的实施力度“灵活”，尽管相关政策不断出台，但落地情况却不及预期。另外，2018年下半年的政策多以方向为主，缺乏具体实施方案，地方政府在施行时无明确导向；（2）政策时滞，两轮增长存在结构性差异：尽管两轮补短板的重点均为交通建设，但经过数据拆解我们发现，第一轮基建复苏的支撑点是电热水气，投资增长约滞后相关政策半年时间，交通板块目前增幅较小，预计仍有空间；（3）市场趋紧，基建资金来源受限：①受减税降费及房地产调控影响，地方政府财政收入增速放缓；②PPP项目监管趋严，国内贷款提供的基建资金减少；③新增专项债使用不受限制，大多流向土储和棚改。
- PCGP（Public-Central Government Partnership）模式应用，基建增长可期：**相对于PPP，这一次PCGP模式主要变化在于：①**资本金来源不同：**PPP项目的资本金主要来自地方政府的财政预算及企业提供的社会资本，而在PCGP模式下，社会资本则由中央政府下发的专项债替代；②**资本金比例不同：**PPP项目的资本金一般占总投资的20%-40%，其中政府方持股比例约为10%-30%，而专项债做资本金的比例则根据项目灵活调整，但不可做全部资本金；③**项目类型及承包方不同：**PPP项目中市政工程和交通运输较多，各占总投资额30%左右，承包方多为民企和地方国企；PCGP项目领域则有明确规定，一般是重点领域具有收益性的重大项目，承包方多为央企或地方国企，其对政府的议价能力也有所提升。我们认为PCGP项目审核将更加严格，项目质量将更高，地方政府回款的情况预计好于PPP，这一次PCGP的杠杆模式将更加健康。代替社会资本的专项债规模增加，流向监控更严，量与质均有明显提升，我们认为，资金和项目的双改善是本轮基建复苏最大亮点，也是最有力的支撑。
- 个股推荐：**目前建筑业估值已接近底部，基建回暖下，位于产业链上游的设计行业及本轮重点布局的交通板块存在投资机会，推荐人才充沛的设计龙头苏交科、中设集团，订单充沛、诉求较强的地方国企山东路桥，以及估值较低，业绩稳健的基建央企中国铁建、中国建筑。
- 风险提示：**基建投资增速不达预期，政策推进不达预期，宏观经济下滑严重。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
苏交科	8.87	0.79	0.96	1.21	11.23	9.24	7.33	2.03	强推
中设集团	11.84	1.1	1.38	1.67	10.76	8.58	7.09	2.22	强推
山东路桥	4.78	0.69	0.87	0.99	6.93	5.49	4.83	1.07	推荐
中国建筑	5.45	1.03	1.14	1.27	5.29	4.78	4.29	1.04	强推
中国铁建	9.63	1.51	1.68	1.85	6.38	5.73	5.21	0.87	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年10月08日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：王彬鹏

邮箱：wangbinpeng@hcyjs.com

执业编号：S0360519060002

证券分析师：师克克

电话：021-20572533

邮箱：shikeke@hcyjs.com

执业编号：S0360518060007

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	126	3.41
总市值(亿元)	14,707.74	2.42
流通市值(亿元)	11,773.65	2.65

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	-4.18	-22.32	-10.62	-10.62
相对表现	-1.38	-16.79	-22.22	-22.22



相关研究报告

《建筑装饰行业8月数据跟踪点评：基建边际改善，地产竣工持续好转》

2019-09-16

《建筑装饰行业周报（20190916-20190922）：交通强国，逆周期调节的抓手》

2019-09-22

《建筑装饰行业周报（20190923-20190929）：9月发改委审批项目增速创补短板以来新高》

2019-10-07

# 目录

一、逆周期调节加码，多角度看基建二次复苏逻辑.....	5
(一) 宏观：经济增长承压，市场更宽松.....	5
(二) 固投：房地产下行，制造业低迷，基建稳增长更迫切.....	6
1、房地产：投资增速持续下行，短期难有回升.....	6
2、制造业：反弹持续性较差，发展遇困境.....	7
(三) 投资：审批投资大幅提升，基建投资有望随之改善.....	7
二、政策利好，2018年基建反弹为何不达预期.....	8
(一) 复盘：政策陆续发力，基建补短板更确定.....	8
(二) 对比：两轮补短板的同与不同.....	9
1、相同：政策层面均重点布局交通建设.....	9
2、掣肘：政策“灵活”+资金面趋紧，基建反弹缺少有力支撑.....	11
三、PCGP (Public-Central Government-Partnership) 出台，基建投资增长可期.....	12
(一) PPP 模式 VS PCGP 模式，资本金来源为最大差异.....	12
(二) 专项债做资本金将如何撬动基建投资.....	13
1、专项债发力投资早有迹象，相关政策不断调整.....	13
2、使用领域管控从严，流向明确效率提升.....	14
3、新增专项债怎么用：优质地区优质项目优先.....	15
四、建议关注估值低政策利好的子版块.....	16
(一) 估值探底，基建复苏下看好交通建设及勘察设计.....	16
(二) 订单情况：基建央企订单大多提速，国企受区域影响较大.....	17
1、基建央企：房建订单增速较高，基建订单增长分化.....	17
2、路桥施工：受省内规划影响，区域性差异较大.....	17
3、勘察设计：龙头企业表现较优，集中度有望提升.....	18
五、个股推荐.....	18
(一) 苏交科：民营设计龙头，人才充沛激励完善.....	18
(二) 中设集团：订单持续增长，毛利有望提升.....	19
(三) 山东路桥：施工养护并行，省内空间广阔.....	19
(四) 中国建筑：业绩稳健，估值底部.....	20
(五) 中国铁建：订单充沛，交通强国催化估值.....	20
六、风险提示.....	21

# 图表目录

图表 1	2018 年至今进出口、消费、投资累计同比	5
图表 2	2018 年至今制造业 PMI	5
图表 3	社融及中长期贷款累计增速	5
图表 4	M1、M2 当月同比	5
图表 5	房地产开发投资累计增速	6
图表 6	百城住宅价格指数同比增速	6
图表 7	商品房销售面积及销售金额累计同比	6
图表 8	房地产新开工面积累计同比	7
图表 9	房地产竣工面积累计同比	7
图表 10	制造业固定资产投资累计增速	7
图表 11	2019 年基建审批总投资（周度）	8
图表 12	2019 年基建审批总投资（平滑处理后）	8
图表 13	基建审批总投资累计同比（月度）	8
图表 14	基建审批总投资与基建固投完成额累计同比	8
图表 15	广义基建固定资产投资：累计同比（%）	9
图表 16	2018 年 7 月至今基建相关政策及会议梳理	9
图表 17	2018 年各领域重大项目批复	11
图表 18	2019 年各领域重大项目批复	11
图表 19	基建细分项固定资产投资累计增速（%）	11
图表 20	基建细分项增量占比（%）	12
图表 21	铁路及道路运输固投累计增速（%）	12
图表 22	公共财政收入情况	12
图表 23	土地出让收入情况	12
图表 24	PCGP 模式与 PPP 模式对比	13
图表 25	2015.06-2019.09 地方政府新增专项债（月度）	14
图表 26	新增专项债可能撬动的基建投资（万亿）	14
图表 27	新规出台前后专项债资金流向对比	15
图表 28	2015.06-2019.09 地方政府新增专项债（月度）	15
图表 29	2019.01-2019.09 新增专项债用途统计	15
图表 30	2019 年各省新增专项债情况（截至 20190930）	16
图表 31	以专项债做资本金的重大项目梳理（截至 20191003）	16
图表 32	建筑装饰行业历史 PE（TTM）	17
图表 33	子行业最新 PE（2019，整体法）	17

图表 34	18H1-19H1 基建央企新签订单增速比较.....	17
图表 35	主要路桥施工企业新签订单情况.....	18
图表 36	部分设计企业新签订单情况.....	18
图表 37	苏交科盈利预测简表.....	19
图表 38	中设集团盈利预测简表.....	19
图表 39	山东路桥盈利预测简表.....	20
图表 40	中国建筑盈利预测简表.....	20
图表 41	中国铁建盈利预测简表.....	21

## 一、逆周期调节加码，多角度看基建二次复苏逻辑

### (一) 宏观：经济增长承压，市场更宽松

贸易摩擦反复，经济下行压力增大。4月以来，中美贸易摩擦不断升级，国内房地产严控政策频出，出口、投资、消费三驾马车集体低迷，制造业 PMI 连续 5 个月跌破荣枯线，经济下行压力较大。8 月 17 日，央行公布新的 LPR 报价机制，进一步深化利率市场化；9 月 6 日，央行宣布全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司），释放长期资金约 9000 亿元。市场宽松信号逐渐明朗。

图表 1 2018 年至今进出口、消费、投资累计同比



资料来源：wind、华创证券

图表 2 2018 年至今制造业 PMI



资料来源：wind、华创证券

逆周期调节力度加大，社融结构小幅改善，信用仍待宽松。8 月新增社融规模达 1.98 万亿元，同比多增 376 亿元。结构上看，新增中长期贷款 4285 亿元，当月同比+25.11%，占人民币贷款 35.41%，同比+8.65 个 pp，我们判断主要系逆周期调节力度加大，LPR 新机制致企业融资端迎来小幅改善，对于资金驱动的建筑业将形成利好。货币供应方面，8 月 M1 同比增加 3.4%，M2 同比增加 8.2%，增幅较 7 月各提升 0.3、0.1 个 pp，边际均有改善。整体看，宽松信号已现，但改善幅度仍有提高空间。

图表 3 社融及中长期贷款累计增速



资料来源：wind、华创证券

图表 4 M1、M2 当月同比



资料来源：wind、华创证券

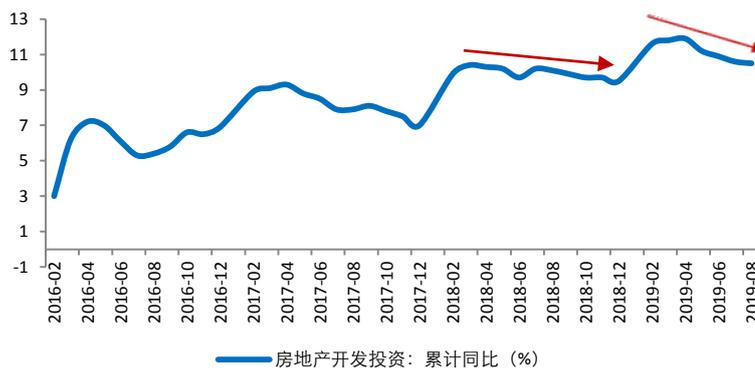
(二) 固投：房地产下行，制造业低迷，基建稳增长更迫切

1、房地产：投资增速持续下行，短期难有回升

**投资：**4月以来，全国房地产开发投资累计增速持续下滑，截至8月末，累计同比降至10.50%，较年初降1.1个pp，尽管累计增速仍居高位，但边际下滑幅度明显大于2018年。年初至今，政策层面多次强调“房住不炒”，政治局会议明确提及“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，从银行贷款到信托再到债券，**房地产融资渠道均有不同程度的趋紧，调控力度明显高于去年，短期看房市难有明显回温。**

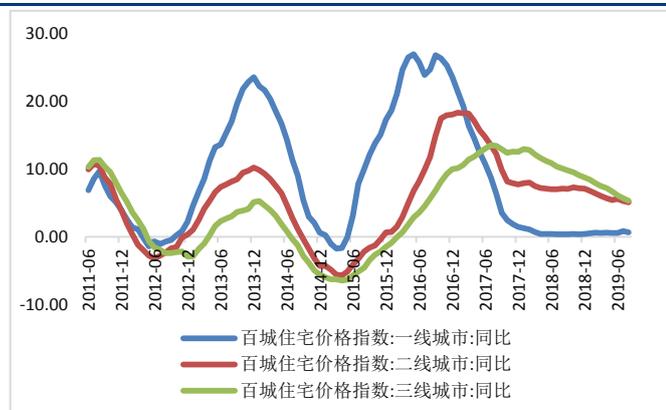
**销售：**住宅价格指数增速放缓，7-8月销量小幅改善。8月百城住宅价格指数同比增长3.68%，较7月降0.15个pp，其中一、二、三线城市同比增速各为+0.64%、+5.05%、+5.28%，与7月相比各降0.19、0.21、0.38个pp。目前一线城市房价调控效果最为明显，年初至今价格指数同比增速未超1%，基数原因二、三线城市房价增速下滑幅度较大。8月商品房销售面积及销售金额均有改善，销售面积累计同比-0.60%，累计增速连续两个月上涨，单月同比从7月起转负为正；销售金额累计同比6.70%，单月同比10.05%，较7月各提升0.5、0.28个pp。我们认为，7月以来房地产销售改善主要系上半年房企融资渠道收紧，故加快回款缓解资金压力，房地产市场不断降温，投资数据回落，预计高销量难以持续。

图表 5 房地产开发投资累计增速



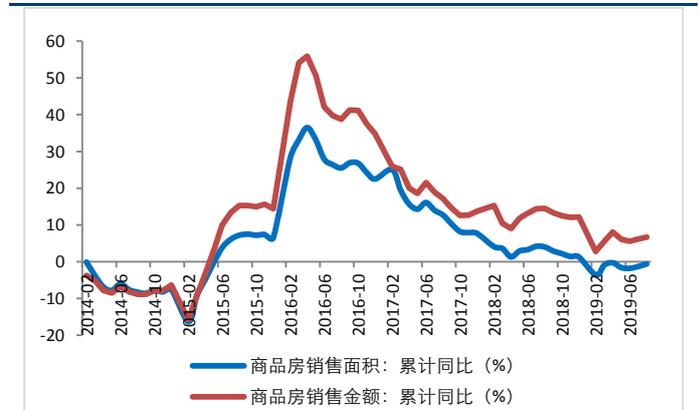
资料来源：wind、华创证券

图表 6 百城住宅价格指数同比增速



资料来源：wind、华创证券

图表 7 商品房销售面积及销售金额累计同比



资料来源：wind、华创证券

**施工：**新开工增速下行，竣工端持续向好。截至8月末，地产新开工面积累计同比4.89%，较7月降1.67个pp，累计增速接近今年最低值。地产新开工同比增速存在一定波动，但今年大趋势仍是下滑，我们认为主要系房市降温及

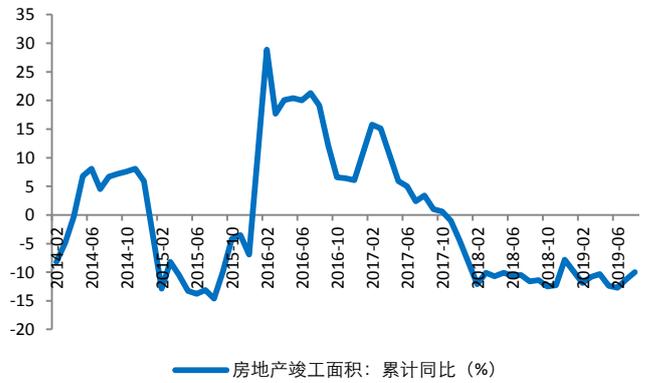
销售下行影响；竣工面积累计同比-10.00%，环比增 1.3 个 pp，近三个月单月同比各为-13.96%、-0.62%、2.79%，竣工端明显好转，位于地产链下游的装饰业需求将迎改善。

图表 8 房地产新开工面积累计同比



资料来源：wind、华创证券

图表 9 房地产竣工面积累计同比

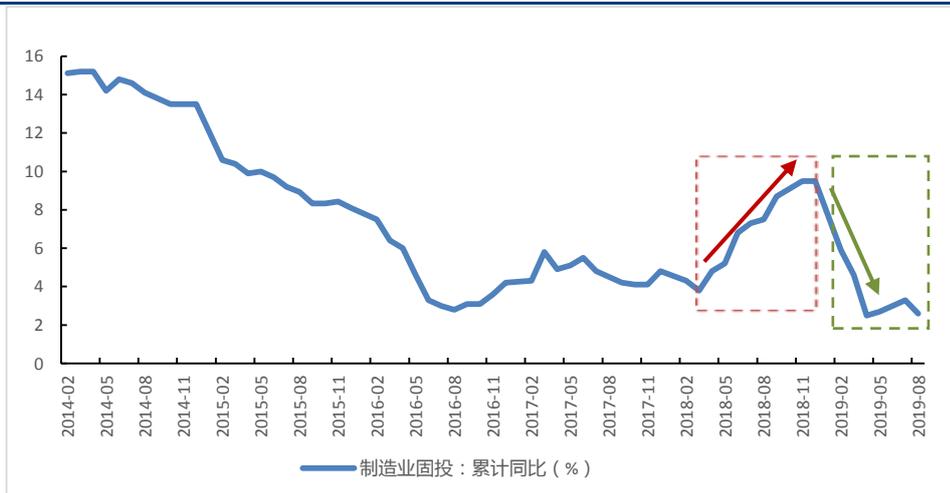


资料来源：wind、华创证券

## 2、制造业：反弹持续性较差，发展遇困境

**2019 年增长乏力，短期反弹难持续。**年初（1-2 月）制造业累计投资同比增长 5.9%，高于去年同期 1.6 个 pp，但之后走势却与 2018 年相反，累计增速持续下降。6 月经济数据出现全面回暖，制造业投资增速连续两个月反弹，但可持续性较差，8 月再次出现大幅滑落，同比增速较 7 月降 0.7 个 pp 至 2.6%，接近今年最低值，是固定资产投资增速的主要拖累项。由于人口、资源、环境红利的逐渐不断衰退，我国制造业已进入转型期，结构升级是一个漫长的过程，短期来看缺乏有力增长点。

图表 10 制造业固定资产投资累计增速



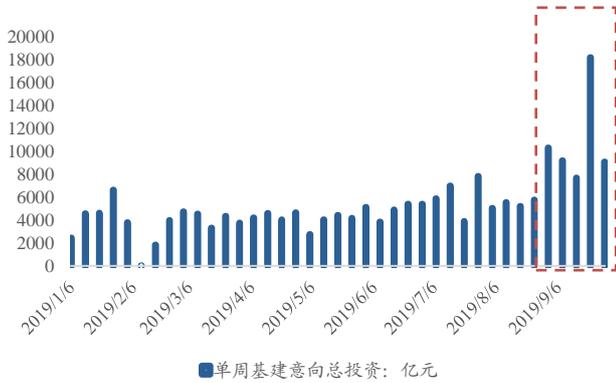
资料来源：wind、华创证券

### （三）投资：审批投资大幅提升，基建投资有望随之改善

8 月末开始，基建审批总投资出现明显回暖趋势，0826-0929 审批投资周度平均值为 8167.58 亿元，远高于 2018 年 8-12 月的周度平均值 3264.33 亿元及今年 1-7 月的周度平均值 2644.35 亿元。0916-0922 基建单周审批总投资 15659.40 亿元，环比 207.98%，创今年新高。月度数据来看，6-9 月基建审批总投资单月同比各增 13.11%、19.50%、4.05%、274.38%，累计增幅在 9 月转负为正至 33.40%。

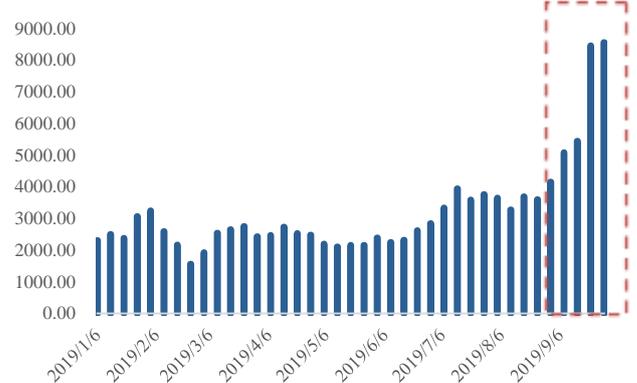
基建固定资产投资完成额变化与审批投资正相关且略滞后。2018 年至今，基建审批投资额累计增速出现过一次谷底和一次波峰，分别是 2018 年 7-9 月和 2019 年 2 月，基建固投的完成额数据略滞后于审批投资，但走势基本一致。9 月审批投资同比增速再次来到高位，预计 Q4 基建投资增速将有明显回升。

图表 11 2019 年基建审批总投资（周度）



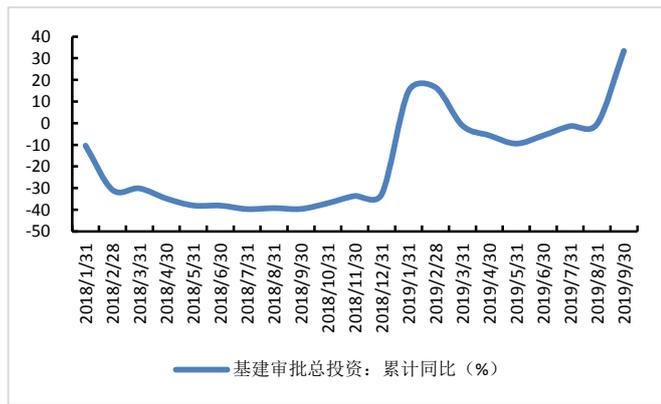
资料来源：全国投资项目在线审批监管平台、华创证券

图表 12 2019 年基建审批总投资（平滑处理后）



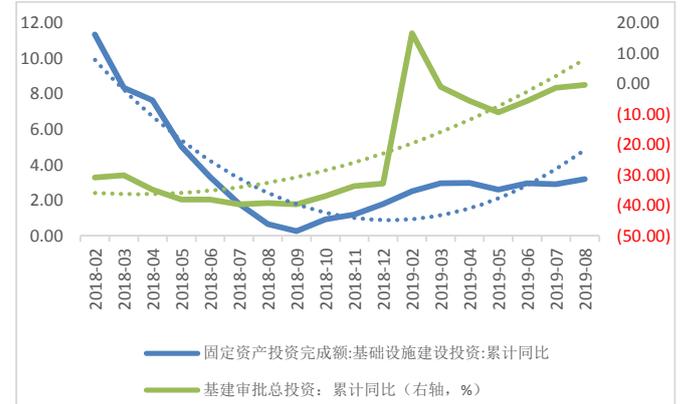
资料来源：全国投资项目在线审批监管平台、华创证券（注：每周的值取前三周和本周的平均值）

图表 13 基建审批总投资累计同比（月度）



资料来源：全国投资项目在线审批监管平台、华创证券

图表 14 基建审批总投资与基建固投完成额累计同比



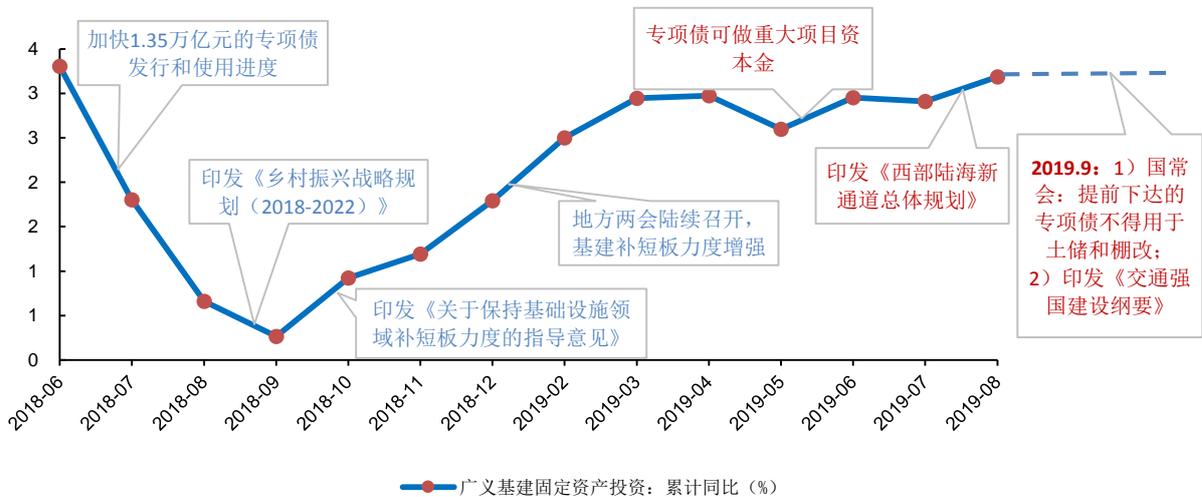
资料来源：wind、华创证券

## 二、政策利好，2018 年基建反弹为何不达预期

### （一）复盘：政策陆续发力，基建补短板更确定

2018 年下半年至今，为应对国内经济下行，国外贸易摩擦等不利因素，基建补短板的相关政策陆续出台。2018 年 7 月 23 日，国务院提出“要加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度”，7 月 31 日，政治局会议强调“加大基础设施领域补短板的力度”，9 月起，广义基建投资触底反弹，且一直保持弱复苏态势。截至今年 8 月末，基建投资累计同比+3.19%，较 7 月上涨 0.28 个 pp，累计增速创去年 8 月以来最高值。

图表 15 广义基建固定资产投资：累计同比 (%)



资料来源：wind、华创证券

(二) 对比：两轮补短板的同与不同

1、相同：政策层面均重点布局交通建设

2018年7-8月，政策方面频繁提出基建补短板，但发力点并不明晰，除发改委批复苏州一项近千亿的轨交项目外，并未出台具体的补短板方案，真正意义上的政策落实是从11月开始的。2018年11-12月，发改委共计批复地铁及轨交项目9359.62亿元，占全年批复额65.49%，从区域分布来看，九大项目遍及重庆、浙江、山东等九个省份（直辖市），并无明确指向性。2019年6月份以来，相关政策开始新一轮的密集出台，此轮政策发力仍以交通板块为主，但实施方案更加明确。8月15日，发改委印发《西部陆海新通道总体规划》，并指出要加快西部陆海新通道建设，推进西部大开发形成新格局；9月18日，发布《加快推进铁路专用线建设的指导意见》；9月19日，中共中央、国务院印发《交通强国建设纲要》，提出要强化西部地区补短板，推进东北地区提质改造，推动中部地区大通道大枢纽建设，加速东部地区优化升级。

以交通建设发力投资是内部需求和外部因素的共同作用结果。一方面，据统计局发言人表示，我国基础设施的存量水平仅相当于发达国家的三分之一左右，仍有较大发展空间；另一方面，我国目前的经济发展存在着严重的区域不平衡性，平衡各地区的交通建设水平将是补短板、协调发展的重要一步，也是亟待解决的问题；从外部因素来看，房地产调控初见成效，“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”政策基调确定，此时的稳投资稳增长就更需要保证资金流向发展切实需要的领域，从而形成更多有效投资。

图表 16 2018年7月至今基建相关政策及会议梳理

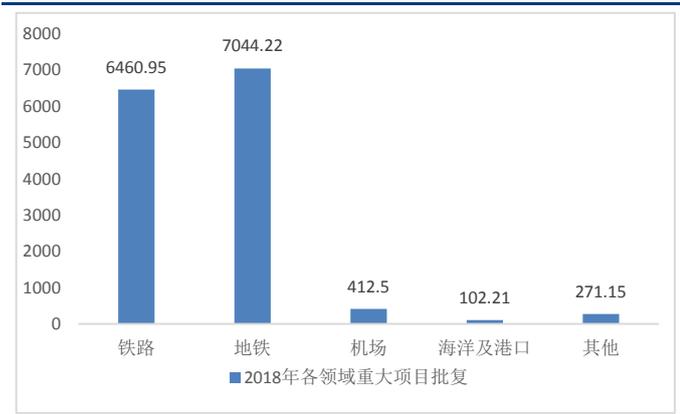
时间	部门/会议	要点
2018.7.23	国务院	引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾；加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效。
2018.7.31	政治局会议	把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度，增强创新力、发展新动能，打通去产能的制度梗阻，降低企业成本。要实施好乡村振兴战略
2018.7.8	发改委	审批通过苏州市第三期城市轨道交通建设规划，规划总投资为933.2亿元。
2018.8	国务院	聚焦补短板、扩内需、稳就业，在环保、交通能源、社会事业等方面，向民间资本集中推介一大

时间	部门/会议	要点
		批商业潜力大、投资回报机制明确的项目，积极支持民间资本控股。
2018.9.26	中共中央、国务院	印发《乡村振兴战略规划（2018-2022年）》，对实施乡村振兴战略作出阶段性谋划，分别明确至2020年和2022年的目标任务，部署重大工程、重大计划，确保乡村振兴战略落实落地。
2018.10.10	中央财经委员会第三次会议	全面启动川藏铁路规划建设，总投资约2700亿元
2018.10.31	国务院	《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》要求，支持“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等重大战略，围绕打好精准脱贫、污染防治攻坚战，着力补齐铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、公共服务、城乡基础设施、棚户区改造等领域短板，加快推进已纳入规划的重大项目。
2018.11-12月	发改委	密集批复铁路及轨交项目，合计投资额近万亿
2019.1-3	政府工作报告	地方两会陆续召开，基建补短板力度加大，交通板块受关注
2019.6.10	中共中央、国务院	为加大逆周期调节力度，更好发挥地方政府专项债券的重要作用，允许将专项债作为重大项目资本金。
2019.8.15	国家发改委	发改委印发《西部陆海新通道总体规划》指出，加快西部陆海新通道建设，推进西部大开发形成新格局，推动区域经济高质量发展。
2019.8.21	国家发改委	批复成都轨道交通第四期建设规划（2019-2024年），项目总投资1318.32亿元，其中资本金比例40%，计527.33亿元。
2019.8.31	国务院金融委员会第七次会议	会议指出，要加大宏观经济政策的逆周期调节力度，下大力气疏通货币政策传导。继续实施好稳健货币政策，保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长。高度重视基础设施、高新技术、传统产业改造、社会服务等领域和新增长极地区的发展。
2019.09.04	国家发改委	批复同意新建重庆至昆明高速铁路，项目总投资1416.亿元，资本金673.4亿元，项目工期6年。
2019.09.04	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域。不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右。
2019.09.18	国家发改委	发布加快推进铁路专用线建设的指导意见。到2020年，一批铁路专用线开工建设，沿海主要港口、大宗货物年运量150万吨以上的大型工矿企业、新建物流园区铁路专用线接入比例均达到80%，长江干线主要港口基本引入铁路专用线。到2025年，比例达到85%，长江干线主要港口全部实现铁路进港。
2019.09.19	中共中央国务院	印发《交通强国建设纲要》，提出强化西部地区补短板，推进东北地区提质改造，推动中部地区大通道大枢纽建设，加速东部地区优化升级，形成区域交通协调发展新格局。

资料来源：财政部、发改委、国务院、华创证券整理

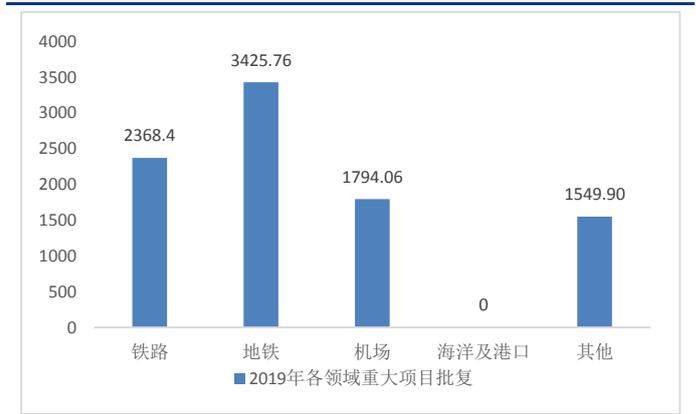
**2018年下半年至今发改委项目批复均以铁路轨交为主。**2018年，发改委共计批复项目金额14291.03亿元，其中铁路6460.95亿元，地铁7044.22亿元，各占全年投资额45.32%、49.42%。2019年基本延续了基建复苏态势，单季批复额虽不及18Q4，但仍优于17Q1-18Q3。截至目前，今年重大项目批复总额9138.12亿元，较去年同期增长168.46%。从项目类型看，铁路、地铁、机场及其他各占25.92%、37.49%、19.63%、16.96%，与2018年相比，铁路及地铁仍为占比最高的项目，但比例有所下降，主要系机场类和煤矿类项目占比提升。从区域来看，地铁及轨交大多集中在长三角地区、西部地区及山东、河南等省份，新增煤矿项目主要位于陕西及内蒙古。

图表 17 2018 年各领域重大项目批复



资料来源: wind、华创证券

图表 18 2019 年各领域重大项目批复



资料来源: wind、华创证券

## 2、掣肘：政策“灵活”+资金面趋紧，基建反弹缺少有力支撑

2018 年 9 月以来，基建虽然出现回暖信号，但改善幅度始终未达市场预期，尤其是今年 4 月后，累计增速增长乏力，我们认为原因主要有以下三点：

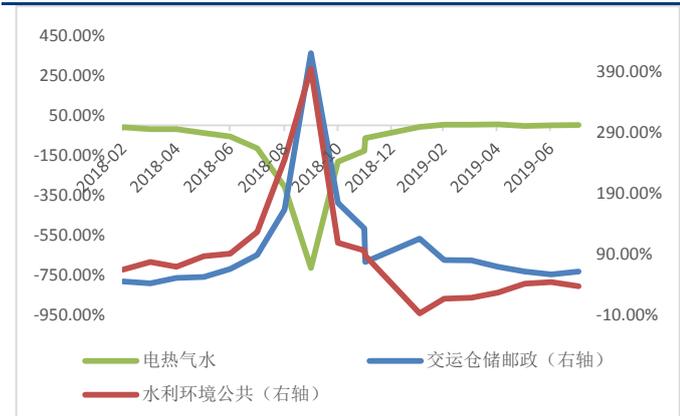
- ① **宏观环境复杂致政策“灵活”，地方政府缺少明确导向：**一方面，中美贸易摩擦多次出现反复，影响市场情绪，另一方面，国内经济发展方式面临转型，许多政策及方案仍在“试行”阶段，内外环境的复杂性致基建稳增长政策的实施力度“不稳定”，尽管相关政策不断出台，但落地情况却不及预期。另外，2018 年下半年的政策多以方向为主，缺乏具体实施方案，地方政府在施行时无明确导向，致政策实施效率较低。
- ② **政策时滞，两轮增长存在结构性差异：**从分项的投资增速和增量占比可以看出，交运板块的增长是从今年年初开始的，铁路及道路运输改善明显，数据层面的基建复苏却是以去年 9 月为起点，且主要是电热气水的增长，我们认为该板块的大幅回暖是受乡村振兴战略拉动。2017 年 10 月，党的十九大报告首次提出要实施乡村振兴战略，2018 年 3-9 月相关文件陆续出台，投资增长大概滞后相关政策半年时间；

图表 19 基建细分项固定资产投资累计增速 (%)



资料来源: wind、华创证券

图表 20 基建细分项增量占比 (%)



资料来源: wind、华创证券

图表 21 铁路及道路运输固投累计增速 (%)



资料来源: wind、华创证券

③ **市场趋紧，基建资金来源受限：**根据我们的统计（详见《从当前时点，再看基建钱从哪儿来》），2018 年自筹资金、国家预算内资金和国内贷款各占基建资金来源的 59%、16%、16%。分项看：①减税降费力度增强，财政收入增速放缓，影响预算内资金供给；②地方政府面临隐性债务压力，PPP 等项目监管趋严，基建企业融资困难，来自国内贷款的基建资金减少；③由于房地产市场政策调控较严，相关融资存在一定压力，土地出让收入增速大幅下滑，自筹资金受限；④专项债成基建资金来源中的唯一亮点，但大部分仍流向了土储和棚改。

图表 22 公共财政收入情况



资料来源: wind、华创证券

图表 23 土地出让收入情况



资料来源: wind、华创证券

### 三、PCGP (Public-Central Government-Partnership) 模式应用，基建投资增长可期

在地方政府债务压力仍较大、社会资本融资难的问题尚未完全缓解的情况下，我们认为中央政府资金将担当起这一次逆周期调节加杠杆的角色。相对于之前的 PPP，这一次 PCGP (Public-Central Government-Partnership) 模式简单点理解，就是中央资金代替了 PPP 中的社会资本行使杠杆撬动的能力，但也有不同点，我们认为 PCGP 对于项目的审核将更加严格，项目的质量将更高，地方政府回款的情况预计好于上一次 PPP，这一次 PCGP 的杠杆模式将更加健康。

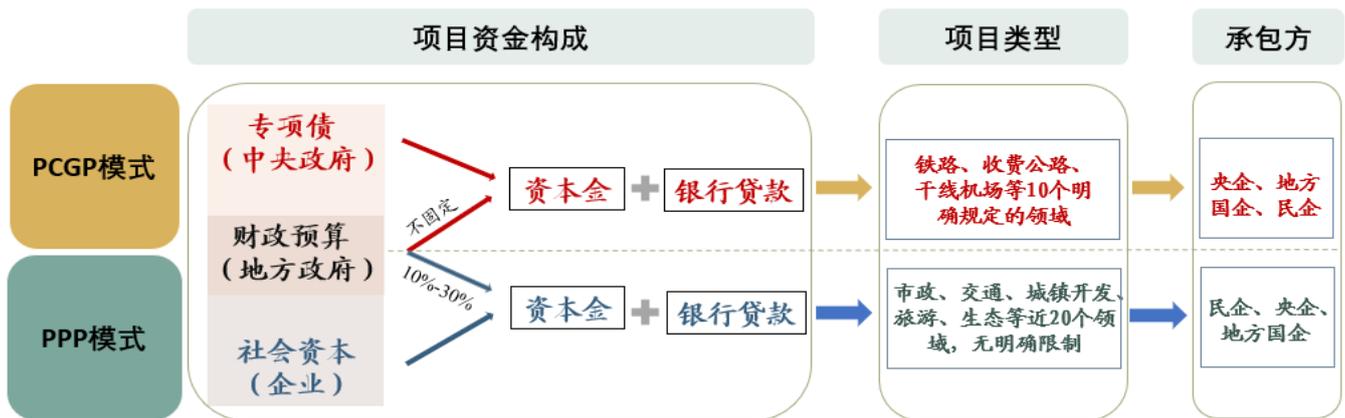
#### (一) PPP 模式 VS PCGP 模式，资本金来源为最大差异

2019 年 6 月中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布通知，指出允许地方专项债作为项目资本金。事实上，这并不

是第一次以政府资金加杠杆的方式来撬动投资。2014 年开始，为化解地方政府隐性债务风险，缓解财政压力政府开始鼓励以政府和社会资本合作的方式进行基础设施建设，2016-2018 年，PPP 模式三年撬动的基建投资近 10 万亿。专项债加杠杆模式看似与几年前的 PPP 如出一辙，但在资金来源、构成、及项目类型等多方面均存在不同：

- 1) **资本金来源不同：**PPP 项目的资本金主要来自地方政府的财政预算及企业提供的社会资本，而在 PCGP 模式下，社会资本则由中央政府下发的专项债替代，资金来源的保障性更强；
- 2) **资本金比例不同：**PPP 项目的资本金一般占总投资的 20%-40%，其中政府方持股比例约为 10%-30%。其余为社会资本，而专项债做资本金的比例则根据项目灵活调整，但不可做全部资本金；整体看，各地 20% 新增专项债将用于项目资本金。
- 3) **项目类型及承包方不同：**与社会资本合作的模式能在一定程度上减轻地方政府的财政压力，加上政策的鼓励和支持，PPP 的起步阶段纳入了许多质量参差不齐的项目。从项目类型看，市政工程（园林、环境等）和交通运输项目较多，各占总投资额 30% 左右，承包方多为民企和地方国企；而专项债可做资本金的项目领域则有明确规定，一般是重点领域具有收益性的重大项目，项目质量的提高将改善回款情况，另外，PCGP 模式下项目承包方多为央企或地方国企，其对政府的议价能力也有所提升。

图表 24 PCGP 模式与 PPP 模式对比



资料来源：华创证券

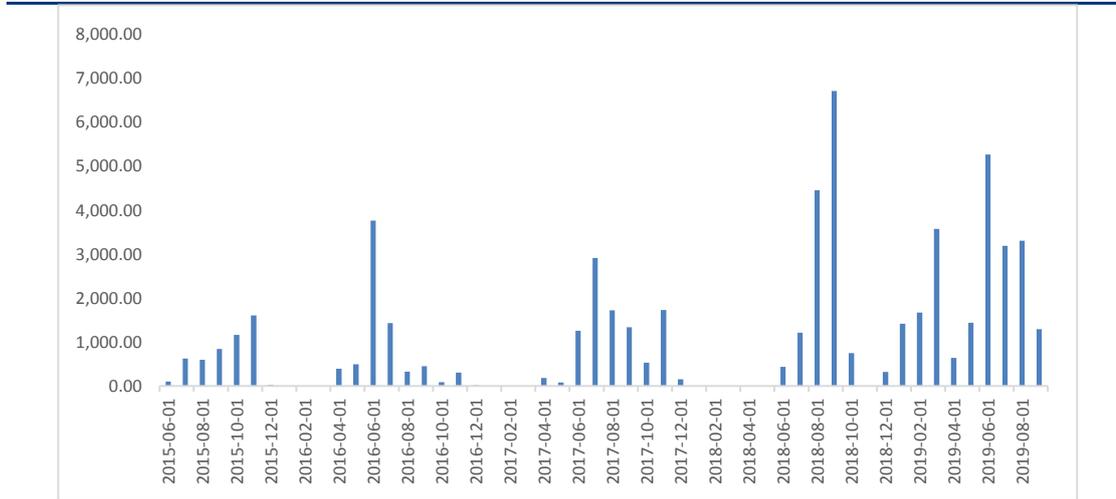
## (二) 专项债做资本金将如何撬动基建投资

### 1、专项债发力投资早有迹象，相关政策不断调整

专项债发行规模持续增长，但受审批流程影响发行节奏滞后。根据 2015 年 4 月财政部印发的《地方政府专项债券发行管理暂行办法》，专项债主要用于具有一定收益的公益性项目，且纳入政府性基金预算收支管理，不受赤字率(3%)约束。文件印发以来，专项债发行规模持续增长，2017-2019 年，地方政府新增专项债各为 0.99 万、1.39 万、2.15 万亿（计划），同比各增 37.5%、40.4%、54.7%。从时间上看，每年的 6-9 月为发行高峰期，由于当年限额需要由 3 月份全国两会的人大会议通过，故 1-3 月发行量基本为 0。

新增额度并非首次提前下达，何时落地成关键。2018 年 12 月，为提高专项债使用效率，平滑全年发行量，全国人大常委会授权国务院提前下达 2019 年专项债额度，故今年发行节奏明显提前，这也在一定程度支撑了上半年基建投资的平稳增长。9 月初国常会再次提及提前下达明年部分专项债新增额度，根据去年的规定，提前下达的额度不得超过当年新增量的 60%，以此计算，今年最多可提前下达 1.29 万亿元 (2.15×0.6)。我们假设其中 20% 用于资本金，

剩余部分的 70%用于基建，专项债占资本金的比例在 20%-60%之间，资本金占项目总投资的比例在 30%-70%之间，则可撬动的基建投资将达 1.34 万—5.02 万亿。目前关于专项债的争议主要在于何时形成有效投资，根据财政部的要求，今年的专项债将在 10 月底之前全部拨付到项目上，而新增专项债要保证在明年初使用见效，我们认为若四季度下行压力加大，新增额度有可能提前下发。

**图表 25 2015.06-2019.09 地方政府新增专项债（月度）**


资料来源：wind、华创证券

**图表 26 新增专项债可能撬动的基建投资（万亿）**

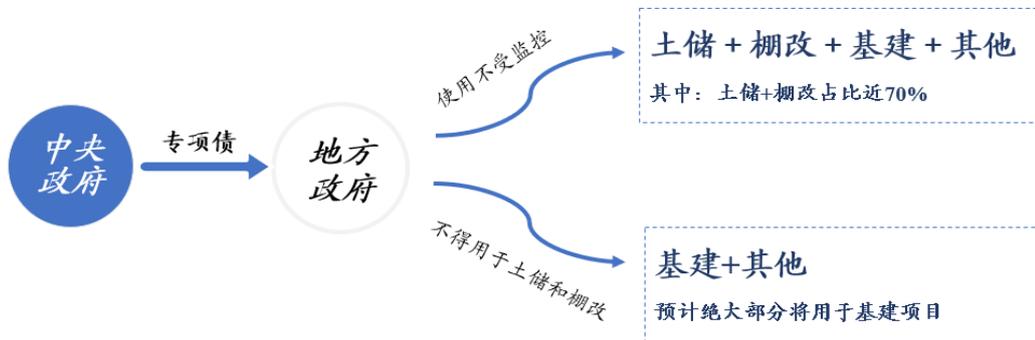
撬动的基建总投资 (I, 万亿)		资本金占项目总投资的比例 (y)				
		30.00%	40.00%	50.00%	60.00%	70.00%
资本金中专项债占比(x)	20.00%	5.02	3.95	3.30	2.87	2.57
	30.00%	3.59	2.87	2.44	2.16	1.95
	40.00%	2.87	2.33	2.01	1.80	1.64
	50.00%	2.44	2.01	1.75	1.58	1.46
	60.00%	2.16	1.80	1.58	1.44	1.34
计算公式 $I=1.29*0.2/x/y+1.29*0.8*0.7$						

资料来源：华创证券测算

## 2、使用领域管控从严，流向明确效率提升

新增专项债不得用于土储和棚改，适用领域更明确。9月4日国常会指出，将提前下达部分2020年新增专项债限额，且明确规定不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目，这相当于对专项债的使用监控又向前了一步。一方面，流向管控从严限制了地方政府对专项债的使用空间，保证了新增专项债落实到基建领域；另一方面，在土储和棚改受到限制时，地方投资几乎仅剩基建一个选择，这将迫使地方政府加大对基建项目的推进力度，从而提升项目的建设效率。

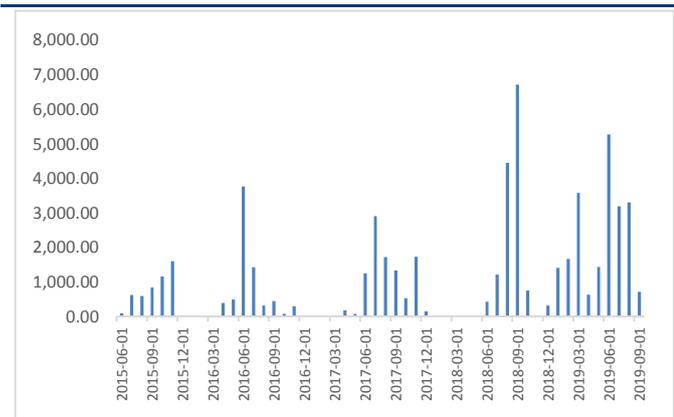
图表 27 新规出台前后专项债资金流向对比



资料来源：华创证券

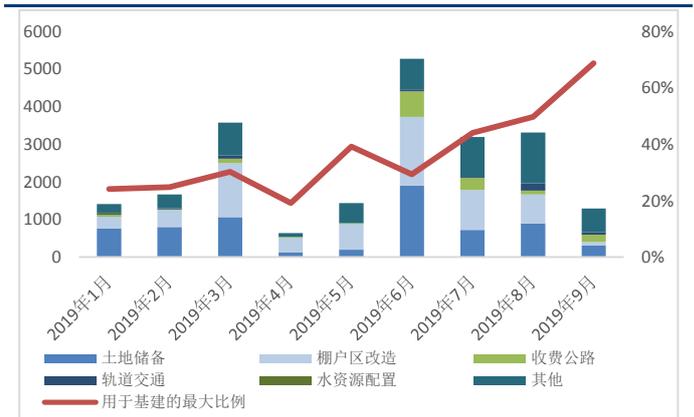
根据我们统计，2019年1-9月地方政府新增专项债2.18万亿，其中31.06%用于土地储备，32.25%用于棚户区改造，剩余部分大多用于基建，且流向基建的比例整体呈上升趋势。我们推测，新规出台后，70%-90%的新增专项债均将用于基建，收费公路、轨道交通及铁路建设或为主要方向。

图表 28 2015.06-2019.09 地方政府新增专项债（月度）



资料来源：wind、华创证券

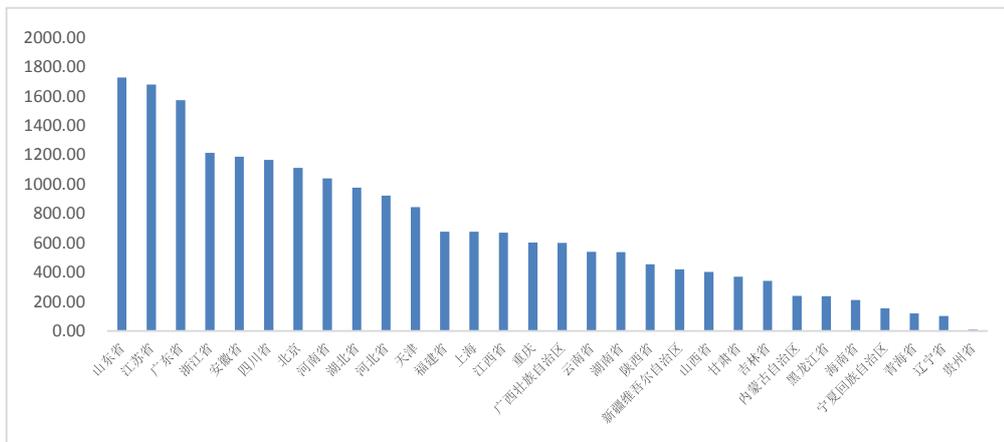
图表 29 2019.01-2019.09 新增专项债用途统计



资料来源：wind、财政部、华创证券

### 3、新增专项债怎么用：优质地区优质项目优先

- 1) **哪些地区：**截至9月30日，2019年地方政府新增专项债前三的省份各为山东、江苏、广东，发行量均在1500亿元以上，其次是浙江、安徽、四川及北京，发行量均在1000亿元以上。根据国常会，“资金要跟项目走”，“优先考虑发行使用好的地区和今冬明春具备施工条件的地区”，我们认为，若专项债提前下发，长三角和粤港澳可能为主要地区；
- 2) **哪些项目：**具有收益性，推进较快的项目优先，铁路项目或为重中之重。目前以专项债做资本金的重大项目共计五个落地，其中内蒙古四个，山东一个，分类型看，机场项目一个，铁路建设两个，高铁一个，铁路改造一个。资金安排方面，五个项目的资本金占比均在44%以上，但专项债占资本金的比例差异较大，其中两个铁路项目占比均超50%；另外，五个落地项目的预计开工时间均为2019年，除集通铁路电气化改造项目外，其余项目可研报告批复时间距开工时间均在0.5-1.5年，整体看手续完备、推进较快且具有一定收益的项目将为专项债主要投放领域，重点关注铁路项目。

**图表 30 2019 年各省新增专项债情况（截至 20190930）**


资料来源：wind、华创证券

**图表 31 以专项债做资本金的重大项目梳理（截至 20191003）**

单位：亿元	总投资额	资本金	资本金占比	来自于专项债的资本金	专项债占资本金比例	可研报告获批复时间	计划开工时间	预计竣工时间
呼和浩特新机场（内蒙古）	210.5	105.24	50.00%	5	4.75%	2019.01	2019	2023
集宁至大同至原平铁路（内蒙古）	113.31	78.31	69.11%	50	63.85%	2019 年（ 续办理中）	2019	2024
鲁南高铁嘉祥段嘉北片区建设项目	9.42	4.2	44.59%	0.78	18.57%	2018.08	2019	2021.12
包头至惠农南段铁路项目（内蒙古）	459.88	321.88	69.99%	165	51.26%	2018.07	2019	2023
改建集宁至通辽线电气化改造项目	132.22	66.22	50.08%	12.02	18.15%	2017.10	2019	2022

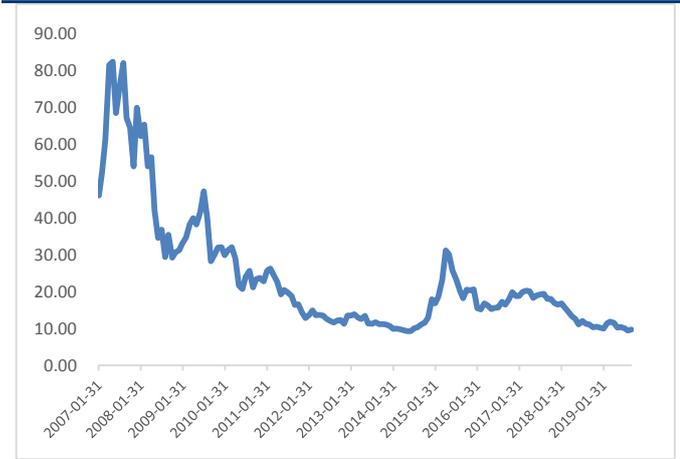
资料来源：发改委、中国债券信息网、搜狐新闻、华创证券整理

#### 四、建议关注估值低政策利好的子版块

##### （一）估值探底，基建复苏下看好交通建设及勘察设计

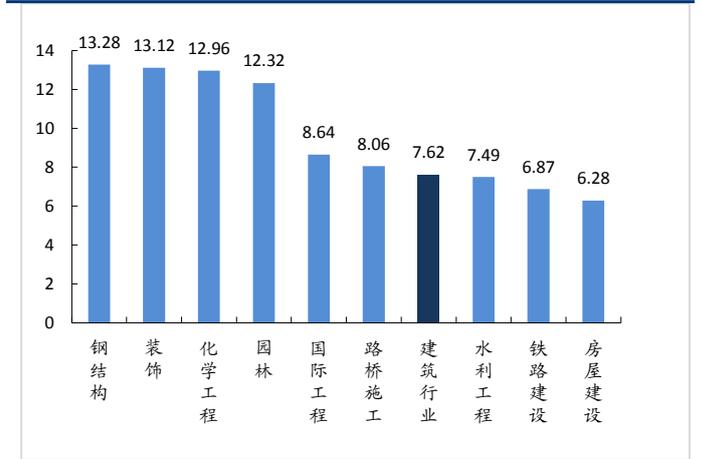
建筑行业估值接近底部，部分子版块存在投资机会。2007-2018 年，建筑装饰业的最高估值为 82.34 倍，最低估值为 9.31 倍，2019 年以来，行业 PE 仍在下行，目前为 9.70 倍（TTM），接近历史最低值。子行业层面，钢结构估值最高（13.28 倍），其次是装修装饰（13.12 倍），铁路建设（6.87 倍）及房屋建设（6.28 倍）估值水平位列子行业末端。从政策层面看，基建补短板力度增强，区域一体化建设不断推进，部分地区积极进行交通布局，城轨、铁路、路桥板块机遇较大。

图表 32 建筑装饰行业历史 PE (TTM)



资料来源: wind, 华创证券

图表 33 子行业最新 PE (2019, 整体法)



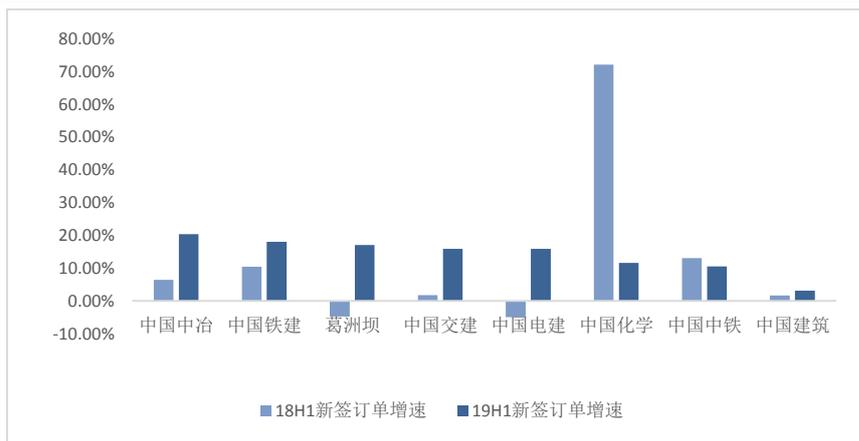
资料来源: wind, 华创证券

(二) 订单情况: 基建央企订单大多提速, 国企受区域影响较大

1、基建央企: 房建订单增速较高, 基建订单增长分化

**19H1 基建央企 (8 家) 合计新签订单 40823.90 亿元, 同比+11.39%, 增速较 18H1 提高 6.23 个 pp,** 其中中国中冶、中国铁建、葛洲坝新签订单增幅较大, 同比+20.32%/+18.01%/+17.01%; 中国建筑增幅最小, 同比+3.11%, 主要系基建订单下滑严重。分订单类型看, 房建订单增速较高, 中国建筑、中国中冶房建订单同比各增 18.90%、49.40%; 基建订单增长出现分化, 如中国建筑、中国中冶新签基建订单同比各降 37.40%、31.00%, 而中国中铁、中国铁建、中国交建同比各增 13.5%、23.14%、15.53%, 根据进一步拆分我们发现, 铁路、轨交、市政工程为主要增长点; 受房市严控影响, 房地产业务增速普遍较低, 中国铁建甚至出现负增长。

图表 34 18H1-19H1 基建央企新签订单增速比较



资料来源: 各公司中报, 华创证券

2、路桥施工: 受省内规划影响, 区域性差异较大

**19H1 路桥施工企业 (8 家) 新签订单合计 454.98 亿元, 同比降 30.50%,** 由于固投增速和交通规划存在区域性差异, 不同地区的企业订单情况区别较大。山东路桥在基数较高的情况下, 新签订单同比增速依然高达 95.72%, 我们认为主要系省内交通建设的积极推进以及控股股东的大力支持。四川路桥新签订单同比-67.02%, 主要系省内交通建设投

资放缓，而同处四川省的成都路桥则由于 18H1 的低基数及省外业务扩张实现较高的订单增速。

图表 35 主要路桥施工企业新签订单情况

公司名称	19H1 新签订单	18H1 新签订单	同比
北新路桥	3.62	0.98	269.45%
成都路桥	15.21	8.71	74.69%
龙建股份	99.26	46.49	113.51%
浦东建设	42.46	27.87	52.38%
山东路桥	133.40	68.16	95.72%
四川路桥	141.91	430.28	-67.02%
腾达建设	13.72	63.68	-78.45%
西藏天路	5.40	8.52	-36.62%
合计	454.98	654.68	-30.50%

资料来源: Wind、各公司中报、各公司公告、华创证券

### 3、勘察设计：龙头企业表现较优，集中度有望提升

设计行业位于产业链上游，基建回暖下将率先受益。综合基数及增速考虑，在已公开半年度订单数据的四家企业中，中设集团表现最优，19H1 新签订单同比增 18.82%至 40.03 亿元。从行业角度看，国内设计咨询仍处于成长期，咨询费率及集中度均处于较低水平。近年来龙头设计企业并购不断，大力布局省外市场，EPC 模式兴起，行业集中度有望提升，基建复苏下建议重点关注设计龙头苏交科和中设集团。

图表 36 部分设计企业新签订单情况

公司名称	19H1 新签订单	18H1 新签订单	同比
华建集团（设计咨询）	36.36	32.15	13.09%
中设集团	40.03	33.69	18.82%
设计总院	9.98	9.47	5.39%
建科院	3.63	1.94	87.11%

资料来源: 各公司中报、华创证券

## 五、个股推荐

### （一）苏交科：民营设计龙头，人才充沛激励完善

公司为民营设计企业龙头，业绩稳健增长，19H1 实现归母净利润同比增 20.32%至 2.20 亿元，在手订单较为充沛，业绩增长有保障；公司人才充沛，激励制度完善，2018 年人均薪酬为 28.33 万，位列同类企业之首，两期事业伙伴计划相继实施，激励到位有助于提升公司竞争力；另外，基建预期改善，投资有望加码，行业集中度提升及基建投资加码有望改善估值。公司主营业务发展态势良好，人才激励到位，基建投资加码有望修复估值。我们预计 2019-2021 年公司 EPS 为 0.79、0.96、1.21 元，计算 PE 为 11x、9x、7x，维持“强推”评级。

**图表 37 苏交科盈利预测简表**

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	7,030	6,990	8,394	10,230
同比增速(%)	7.8%	-0.6%	20.1%	21.9%
归母净利润(百万)	623	766	936	1,174
同比增速(%)	34.4%	22.9%	22.2%	25.4%
每股盈利(元)	0.64	0.79	0.96	1.21
市盈率(倍)	12	11	9	7
市净率(倍)	2	2	2	1

资料来源：公司公告、华创证券预测（注：股价为10月08日收盘价）

### （二）中设集团：订单持续增长，毛利有望提升

公司抗风险能力强，在手订单充足，19H1 新承接业务额同比增 18.83%至 40.03 亿元，其中，勘察设计同比增 13.05%至 33.22 亿元，EPC 同比增 58.37%至 6.81 亿元，在省内基建项目较少的情况下，公司积极进行市场开拓，保持订单稳步增长。另外，公司大力布局 EPC，预计营收、毛利均有增长空间。

公司立足创新和人才驱动，内生增长动力十足：1）重视自主发明，近两年研发支出增长率均超 50%；2）长效激励政策完善，2019 年推出第一期员工持股计划及“拼搏者”人才新机制；3）股份回购彰显信心，公司宣布拟以不超过 14 元/股的价格回购 428.57 万股份，占总股本 0.92%，回购资金在 0.3 亿-0.6 亿之间，拟将全部用于员工持股计划。

公司积极开拓省外市场，新签订单稳步增长，重视自主创新，立足人才驱动，估值已达历史底部，我们预计 2019-2021 年公司 EPS 为 1.10、1.38、1.67 元，PE 为 11x、9x、7x，继续维持“强推”评级。

**图表 38 中设集团盈利预测简表**

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	4,198	5,305	6,520	7,706
同比增速(%)	51.2%	26.3%	22.9%	18.2%
归母净利润(百万)	396	510	641	774
同比增速(%)	33.5%	28.7%	25.6%	20.8%
每股盈利(元)	1.26	1.10	1.38	1.67
市盈率(倍)	9	11	9	7
市净率(倍)	2	2	2	1

资料来源：公司公告、华创证券预测（注：股价为10月08日收盘价）

### （三）山东路桥：施工养护并行，省内空间广阔

公司订单充沛，控股股东大力支持护航业绩增长。2019 年上半年，公司 103.68 亿中标三大高速公路项目，其中，京台高速公路改扩建项目两个，合计金额 91.81 亿元，发包人均均为控股股东高速集团。截至 19Q2 末，公司累计在手订单达 312.65 亿元。

省内交通建设空间广阔，公司作为地方性龙头有望乘势而起。1）2018-2035 年山东省将新增高铁 1000 公里，高速公路 700 公里，预计 2022 年全省路网规模将达 8000 公里；2）我国交通发展方式正由单一扩建转至扩建、养护并行，公司路桥养护营收增幅连续两年超 20%，且占比较小，未来发展潜力较大。

公司在手订单充沛，控股股东支持力度大，省内积极推进交通建设，施工养护双轮驱动，我们预计 2019-2021 年公司 EPS 为 0.69、0.87、0.99 元，计算 PE 为 7x、5x、5x，继续维持“推荐”评级。

图表 39 山东路桥盈利预测简表

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	14,768	17,665	21,208	25,555
同比增速(%)	19.2%	19.6%	20.1%	20.5%
归母净利润(百万)	664	770	979	1,107
同比增速(%)	15.2%	16.0%	27.1%	13.1%
每股盈利(元)	0.59	0.69	0.87	0.99
市盈率(倍)	8	7	5	5
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源：公司公告、华创证券预测（注：股价为 10 月 08 日收盘价）

#### （四）中国建筑：业绩稳健，估值底部

公司业绩稳健增长，19H1 营收、净利同比各增 16.38%、6.12%，在基建预期较低的情况下仍保持了两位数的营收增速，盈利韧性较高；公司在手订单充沛，截至 8 月末，累计新签订单 1.57 万亿，同比+6.3%，其中房建订单同比+20.2% 至 1.28 万亿。

公司目前估值仅为 5.78 倍，达 2015 年以来的最低值，预计基建复苏将成催化剂。我们预计 2019-2021 年公司 EPS 为 1.02、1.16、1.27 元，计算 PE 为 5x、5x、4x，继续维持“强推”评级。

图表 40 中国建筑盈利预测简表

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	1,199,325	1,330,967	1,464,335	1,604,077
同比增速(%)	13.8%	11.0%	10.0%	9.5%
归母净利润(百万)	38,241	43,029	48,531	53,269
同比增速(%)	16.1%	12.5%	12.8%	9.8%
每股盈利(元)	0.91	1.02	1.16	1.27
市盈率(倍)	6	5	5	4
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源：公司公告、华创证券预测（注：股价为 10 月 08 日收盘价）

#### （五）中国铁建：订单充沛，交通强国催化估值

公司新签订单持续增长，交通基建推进有望提升估值。19H1 公司新签合同 7186.97 亿元，同比增长 18.01%。随着 PCGP 模式出台，交通基建布局加快，公司作为铁路建设龙头企业，业绩增长可期。

公司目前估值已接近底部，逆周期调节加码，交通强国建设纲要出台，利好政策有望成为公司估值的催化剂。我们预计 2019-2021 年公司 EPS 为 1.51、1.68、1.85 元，计算 PE 为 6x、6x、5x，继续维持“推荐”评级。

图表 41 中国铁建盈利预测简表

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	730,123	802,080	872,050	938,475
同比增速(%)	7.2%	9.9%	8.7%	7.6%
归母净利润(百万)	17,935	20,517	22,821	25,157
同比增速(%)	11.7%	14.4%	11.2%	10.2%
每股盈利(元)	1.32	1.51	1.68	1.85
市盈率(倍)	7	6	6	5
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源：公司公告、华创证券预测（注：股价为10月08日收盘价）

## 六、风险提示

基建投资增速不达预期，政策推进不达预期，宏观经济下滑严重。

## 建筑建材组团队介绍

**组长、首席分析师：王彬鹏**

上海财经大学数量经济学硕士，4年建筑工程研究经验，曾就职于招商证券，2019年5月加入华创证券研究所。

**高级分析师：师克克**

武汉大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜·沙吾列塔依	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582?	dongxinzhu@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500