

# 建筑装饰行业月度分析报告

专项债利好政策如期落地，关注景气度向好的细分领域龙头

## 核心观点:

### ● 11月建筑板块跑赢大盘，水利工程涨幅最大

11月建筑装饰指数下降1.43%，跑赢沪深300指数0.06个百分点。子板块方面，水利工程涨幅最大(2.19%)，园林工程跌幅最大(-5.42%)。截止11月底，建筑板块PE(TTM,整体法)约9.0倍，PB(LF)约0.95倍。建筑板块目前处于低涨幅、低估值、低基金持仓的“三低”状态。

### ● 基建增速受高基数影响略有回落，地产竣工持续回暖

**基建产业链:** 1-10月狭义/广义基建投资同比增长4.2%/3.26%，增速较1-9月下降0.3pct/0.18pct；10月单月狭义/广义基建投资同比分别增长2.05%/1.97%，增速较9月下降4.26pct/2.96pct。10月基建投资增速回落，预计主因去年10月起政策发力导致高基数，同时今年前9月专项债发行完毕而新增额度尚未到位。11月建筑业PMI环比回落0.8pct至59.6%，与年均值基本持平，仍处较高景气区间；而建筑业新订单指数则继续上升1.2pct至56.0%，建筑从业人员指数环比上升3.7pct至55.5%，总体来看，建筑业生产仍维持较高增速，带动市场需求及企业用工稳定增长。

**地产产业链:** 1-10月地产开发投资增速10.3%，较1-9月下降0.2pct，地产投资仍维持高位。1-10月新开工增速10.0%，较1-9月上升1.4pct，增速再度回升至高位；1-10月商品房销售/竣工面积增速0.1%/5.5%，较1-8月上升0.2pct/3.1pct，销售面积累计增速19年以来首次转正。其中，10月竣工增速为19.2%，较9月增速大幅提升14.4pct，在8-9月增速转正的基础上继续回升，且已连续5月增速回升，竣工端改善利好地产后周期行业。

### ● 10月社融及新增信贷总体偏弱，专项债利好政策如期落地

根据中国人民银行数据，10月社融规模增量为6189亿元(前值2.33万亿元)，同比少增1185亿元，社融偏弱主要由于专项债和承兑汇票拖累，以及季节性因素影响；10月新增信贷6613亿(前值1.69万亿元)，同比少增357亿元，主要由于居民短期贷款和票据少增。10月社融及新增信贷总体偏弱，仅企业中长期贷款增加，而9月专项债发行完毕时点上存在错配。财政部提前下达2020年部分新增专项债限额1万亿元，占2019年新增限额2.15万亿元的47%(在60%上限之内)，确保明年初即可使用见效，形成实物工作量。此举是9月4日国常会加快专项债发行要求的正式落地，预计明年新增专项债限额或达3万亿元，且其中投向基建的比例有望从30%提升至70%(不得投向土储及地产相关项目)，专项债有望成为明年基建增长的主要资金来源。

### ● 建筑行业三季度: Q3业绩增速触底回升，龙头效应持续显现

19Q1-3建筑板块营收/归母净利润同比分别增长16.0%/6.3%，较18Q1-3增速分别提升6.4pct/下降4.6pct，收入增速提升，而业绩增速有所放缓。其中，19Q1/Q2/Q3收入同比分别增长13.5%/17.8%/16.1%，19Q3单季增速有所回落但仍维持近年较高水平；19Q1/Q2/Q3利润同比分别增长12.2%/3.9%/14.5%，19Q3业绩提速主要由于板块整体费用率下降，园林等行业减亏。细分板块方面，房建/基建/检测设计/专业工程/装修/园林板块19Q3收入增速分别为+17.2%/+16.0%/+1.1%/+21.0%/+6.6%/-14.3%，业绩增速分别为+23%/+15.3%/+12.6%/+11.9%/-9.3%/-37.1%。具体而言，细分领域龙头效应显著，而中小公司业绩普遍放缓或下滑。

### ● 行业观点及重点公司

历史上看，2008-2018年建筑装饰板块12月平均收益3.1%，10年中跑赢大盘5次，跑赢大盘5次的平均超额收益为3.9%，跑输大盘5次的平均超额收益为-3.24%。历年四季度表现最好的板块是房建和基建，主要因为房建与基建企业主要在四季度进行回款和确认收入加快。

**公司方面**，我们延续前期观点，估值切换在即，建筑板块低估值优势明显，短期经济下行压力客观存在，基建稳增长预期有望提升，建议关注：**1) 具备内生外延长期业绩成长性的检测行业龙头(国检集团)；2) 有望受益估值切换的建筑央企(如中国铁建/中国建筑等)及地方龙头国企(如上海建工等)；3) 中长期基建需求或好于预期，利好业绩稳健高增的前端设计公司(如中设集团/苏交科等)；4) 部分细分下游领域景气度有望向好，如钢结构龙头(鸿路钢构)。**

● **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，专项债发行力度不及预期。

## 行业评级

买入

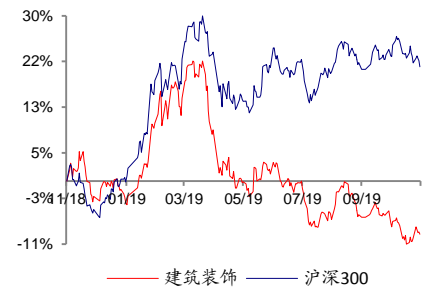
前次评级

买入

报告日期

2019-12-02

## 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:

建筑装饰行业周报: 建筑新 2019-12-01

 订单指数维持高景气，专项  
债利好政策如期落地

建筑装饰行业周报:建筑央企 2019-11-24

 有望受益估值切换，关注景  
气度向好的细分领域龙头

建筑装饰行业周报:基建增速 2019-11-17

 受高基数影响，地产竣工持  
续回升，高层会议释放稳增长  
信号

联系人: 尉凯旋 021-60750610

yukaixuan@gf.com.cn

## 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
国检集团	603060.SH	CNY	20.20	2019/11/10	买入	25.00	0.70	0.87	29.06	23.22	22.70	17.13	15.47	16.23
建研院	603183.SH	CNY	10.52	2019/10/23	买入	14.00	0.40	0.45	26.37	23.43	16.04	14.40	8.55	8.76
苏文科	300284.SZ	CNY	8.02	2019/10/28	买入	10.72	0.67	0.81	11.90	9.89	6.54	5.16	14.98	15.26
中设集团	603018.SH	CNY	10.18	2019/10/26	买入	16.00	1.04	1.25	9.78	8.14	5.26	3.86	12.97	13.49
上海建工	600170.SH	CNY	3.46	2019/10/29	买入	4.44	0.38	0.43	9.23	8.03	2.53	2.38	9.85	10.18
金螳螂	002081.SZ	CNY	7.94	2019/10/25	买入	12.20	0.90	1.00	8.86	7.91	6.49	5.50	15.70	14.25
中国铁建	601186.SH	CNY	9.65	2019/11/1	买入	13.50	1.51	1.66	6.38	5.80	3.87	3.96	10.75	10.58
中国交建	601800.SH	CNY	8.90	2019/9/8	买入	12.60	1.26	1.36	7.08	6.54	5.82	5.61	10.42	10.13
中国中铁	601390.SH	CNY	5.61	2019/11/5	买入	7.47	0.86	0.95	6.52	5.91	4.06	5.13	9.29	9.28
中国建筑	601668.SH	CNY	5.12	2019/10/26	买入	8.00	1.00	1.10	5.11	4.67	3.34	3.15	14.87	14.13

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

一、11月建筑板块跑赢大盘，水利工程涨幅最大.....	6
二、基建增速受高基数影响略有回落，地产竣工持续回暖.....	8
19年1-10月基建投资同比增长4.2%，投资结构仍趋分化.....	8
19年1-10月制造业投资同比增长2.6%，11月制造业PMI出现回升.....	11
19年1-10月房地产开发投资同比增长10.3%，后周期行业有望受益.....	12
11月建筑PMI仍处较高景气区间，新订单指数持续上升.....	14
三、企业中长贷持续回升或反映基建需求释放，专项债利好政策如期落地.....	16
信用与融资：专项债利好政策如期落地，有望成为明年基建增长的主要资金来源， 中长期需求或好于预期.....	16
成本端：水泥价格持续上升，钢材价格有所上涨.....	17
四、PPP项目落地率保持较高水平，现已进入平稳期.....	18
五、建筑行业三季报：Q3业绩增速触底回升，龙头效应持续显现.....	20
六、行业观点及重点公司.....	23
风险提示.....	25

## 图表索引

图 1: SW 建筑装饰板块及沪深 300、上证综指走势图	6
图 2: 11 月主题板块涨跌幅	6
图 3: 11 月 SW 一级子板块涨跌幅	6
图 4: 11 月 SW 建筑装饰三级子板块涨跌幅	7
图 5: 各板块 PE (TTM, 整体法) 估值情况 (2019/11/30) (单位: 倍)	7
图 6: 各板块 PB (LF) 估值情况 (2019/11/30) (单位: 倍)	7
图 7: SW 建筑装饰板块及沪深 300 指数历年 PE (TTM, 整体法) 走势图 (单位: 倍)	7
图 8: SW 建筑装饰板块及沪深 300 指数历年 PB (LF) 走势图 (单位: 倍)	7
图 9: 全社会固定资产投资累计值 (左轴) 及其同比 (右轴)	8
图 10: 狭义基建投资 (左轴) 及累计同比 (右轴) 基础建设 (不含电力)	9
图 11: 全国交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额 (左轴) 及累计同比 (右轴)	9
图 12: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	9
图 13: 水利、环境和公共设施管理业投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	10
图 14: 道路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	10
图 15: 铁路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	10
图 16: 航空运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	10
图 17: 水上运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	10
图 18: 制造业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	11
图 19: 石油加工、焦炼及核燃料加工业投资情况	12
图 20: 化学原料及化学制品制造业投资情况	12
图 21: 10 月制造业 PMI 处于荣枯线以上 (单位: %)	12
图 22: 大、中、小型企业 PMI 指数 (单位: %)	12
图 23: 房地产开发投资完成额累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	13
图 24: 土地交易价格价款累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	13
图 25: 全国土地购置面积 (左轴) 及同比 (右轴)	13
图 26: 全国商品房销售面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	14
图 27: 全国房屋新开工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	14
图 28: 全国房屋施工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	14
图 29: 全国房屋竣工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	14
图 30: 建筑业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	15
图 31: 建筑业总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)	15
图 32: 建筑工程总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)	15
图 33: 安装工程总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)	15
图 34: 竣工总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)	15
图 35: 近期 10 年期国债收益率有所下滑	16
图 36: 建筑装饰产业债信用利差 (BP)	16

图 37: 地方政府债券单月发行额 (单位: 亿元)	17
图 38: 地方政府专项债券发行额 (单位: 亿元)	17
图 39: 水泥当月产量 (左轴) 及同比 (右轴)	17
图 40: 水泥价格指数	17
图 41: 中厚板市场价 (元/吨)	18
图 42: 螺纹钢市场价 (元/吨)	18
图 43: 明树月度 PPP 成交数据	18
图 44: PPP 各阶段项目投资金额变化 (单位: 亿元)	19
图 45: PPP 项目落地率变化情况	19
图 46: 历年建筑板块收入及同比增速 (单位: 亿元)	20
图 47: 历年建筑板块归母净利润及增速 (单位: 亿元)	20
图 48: 建筑板块季度收入及同比增速 (单位: 亿元)	21
图 49: 建筑板块季度归母净利润及增速 (单位: 亿元)	21
图 50: 建筑行业及各细分板块 2019Q1-3 收入增速对比	22
图 51: 建筑行业及各细分板块 2019Q3 收入增速对比	22
图 52: 建筑行业及各细分板块 2019Q1-3 归母净利润增速对比	22
图 53: 建筑行业及各细分板块 2019Q3 归母净利润增速对比	22
图 54: 2008-2018 年 SW 建筑板块跑赢大盘次数 (左轴) 及超额收益情况 (右轴)	23
图 55: 历年 12 月各子板块平均收益情况 (2010 年-2018 年)	23
表 1: 历年 Q4 SW 建筑子板块及各细分子板块市场表现情况	24

## 一、11月建筑板块跑赢大盘，水利工程涨幅最大

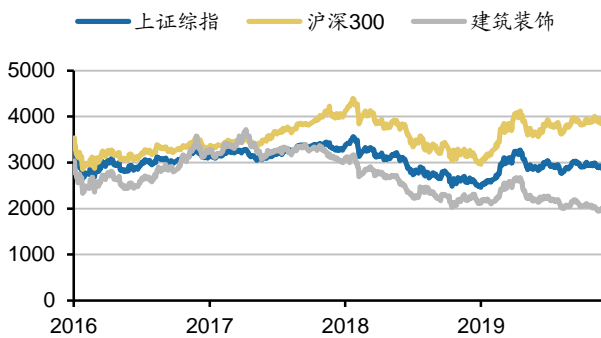
11月建筑装饰指数下降1.43%，跑赢沪深300指数0.06个百分点。

**子板块方面：**水利工程涨幅最大（2.19%），园林工程跌幅最大(-5.42%)；

**主题方面：**国企改革跌幅最大(-0.57%)，PPP指数跌幅最大(-3.67%)。

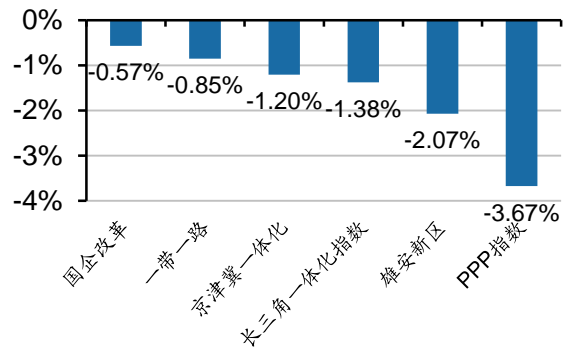
**板块估值：**截止11月底，建筑板块的PE（TTM，整体法）约9.0倍，仅高于煤炭开采、房地产、银行，低于其他各行业；PB（LF）约0.95倍，仅高于煤炭开采、钢铁、银行，低于其他各行业。目前板块PE，PB仍为历史底部水平。建筑板块目前处于低涨幅、低估值、低基金持仓的“三低”状态。

图 1：SW建筑装饰板块及沪深300、上证综指走势图



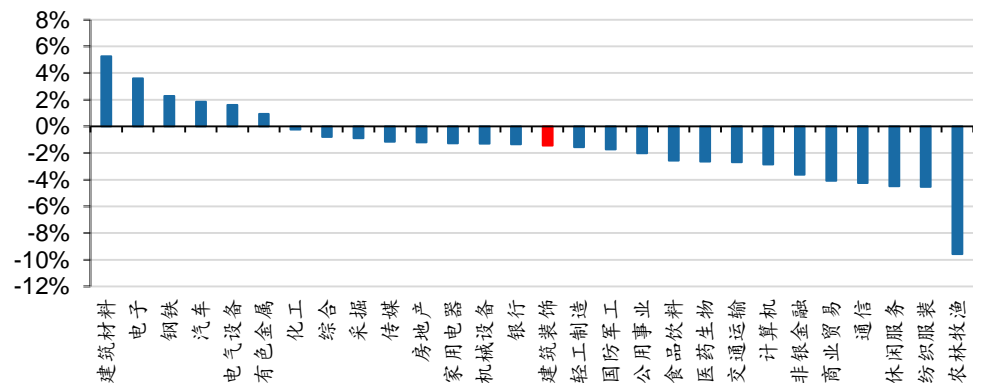
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2：11月主题板块涨跌幅



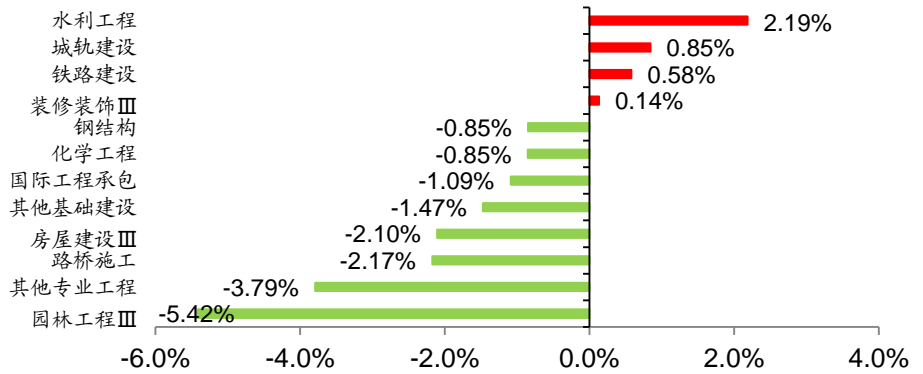
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 3：11月SW一级子板块涨跌幅



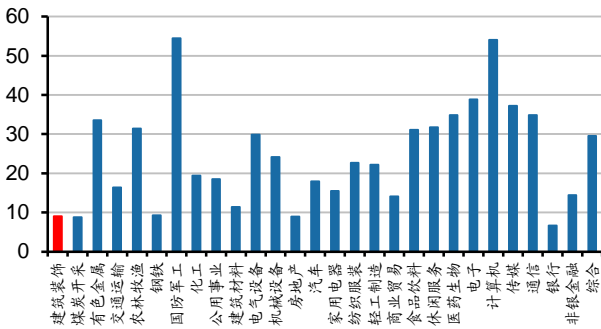
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 4: 11月SW建筑装饰三级子板块涨跌幅



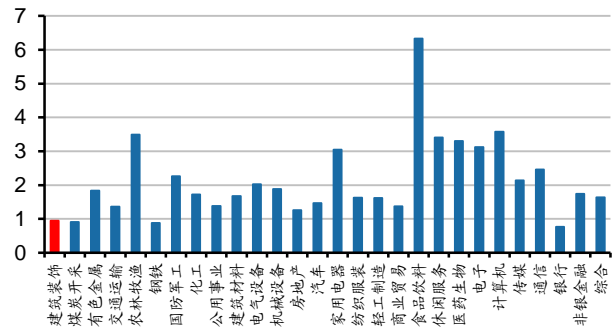
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 5: 各板块PE (TTM, 整体法) 估值情况 (2019/11/30) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 6: 各板块PB (LF) 估值情况 (2019/11/30) (单位: 倍)



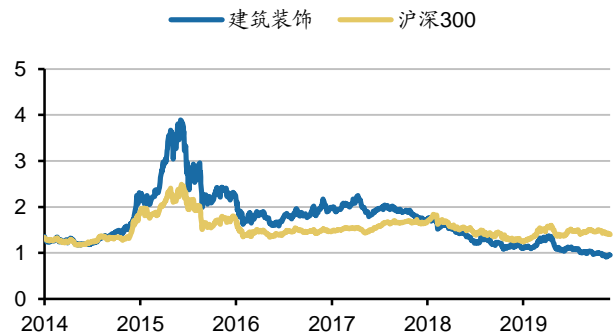
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 7: SW建筑装饰板块及沪深300指数历年PE (TTM, 整体法) 走势图 (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 8: SW建筑装饰板块及沪深300指数历年PB (LF) 走势图 (单位: 倍)

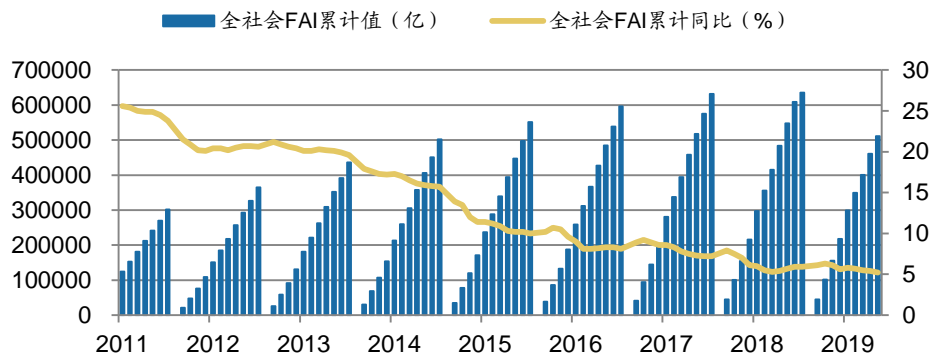


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 二、基建增速受高基数影响略有回落，地产竣工持续回暖

根据国家统计局数据，2019年1-10月份全国固定资产投资累计51.09万亿元，累计同比增长5.2%，增速较1-9月累计增速下降0.2pct。

图 9：全社会固定资产投资累计值（左轴）及其同比（右轴）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

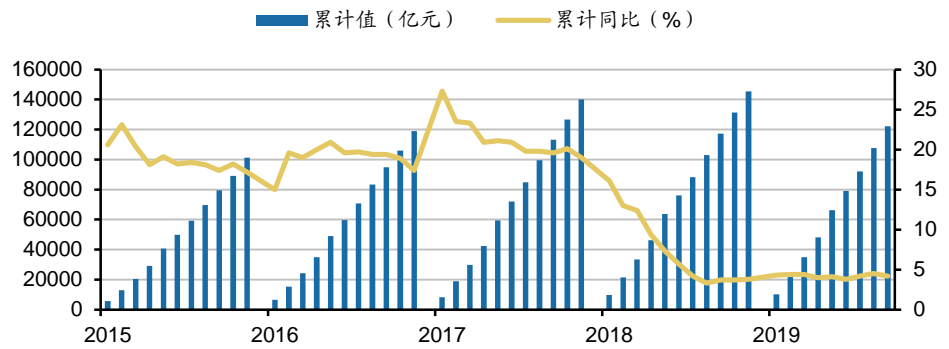
### 19年1-10月基建投资同比增长4.2%，投资结构仍趋分化

其中，19年1-10月狭义基建投资同比增长4.2%，增速较1-9月下降0.3pct；而19年1-10月广义基建投资较上年同期增长3.26%，较1-9月增速下降0.18pct，10月基建投资有所下降，细分板块看：

- 交通运输、仓储和邮政业：19年1-10月累计同比为4.6%，较1-9月累计同比下降0.1pct。进一步细分来看，19年1-10月道路运输业基础建设投资累计同比+8.1%，较1-9月累计同比增速上升0.2pct；19年1-10月铁路运输固定资产投资累计同比为+5.9%，较1-9月累计同比增速下降3.9pct；19年1-10月航空运输固定资产投资累计同比为-14.6%，与1-9月累计同比相比下降2.3pct。
- 电力、热力、燃气及水的生产和供应业：19年1-10月累计同比为1.9%，较1-9月月累计同比增速上升1.5pct。
- 水利、环境和公共设施管理业：19年1-10月累计同比为+2.7%，较1-9月累计同比增速下降0.8pct；

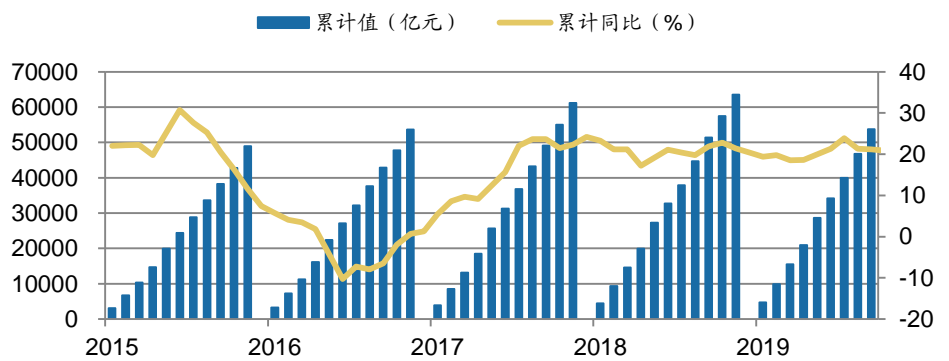


图 10: 狭义基建投资 (左轴) 及累计同比 (右轴) 基础建设 (不含电力)



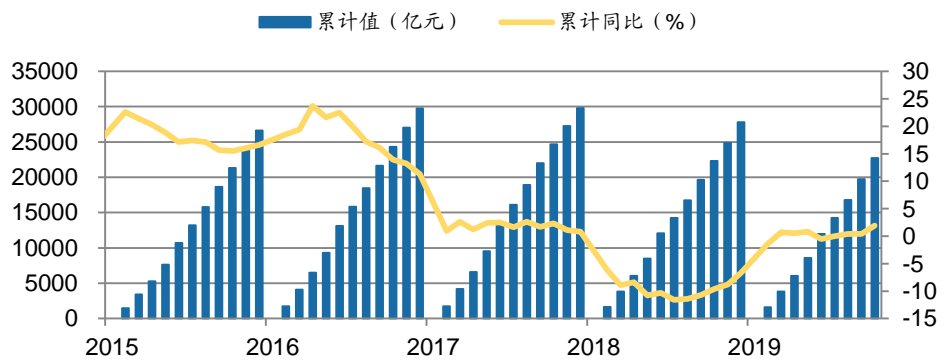
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 11: 全国交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额 (左轴) 及累计同比 (右轴)



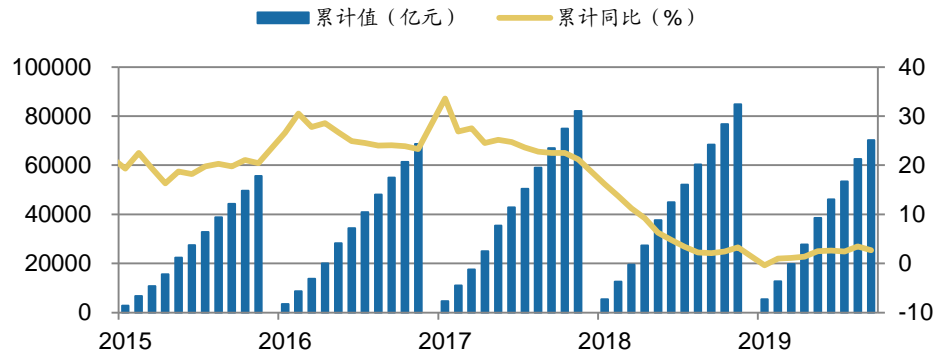
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 12: 电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



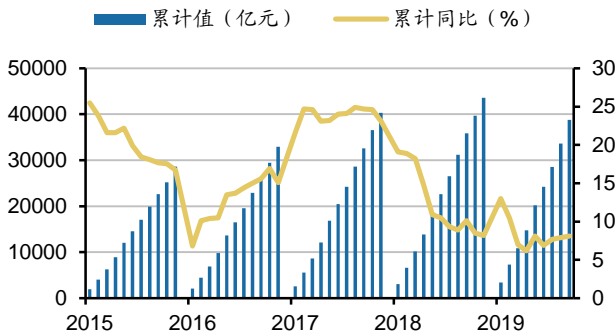
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 13: 水利、环境和公共设施管理业投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



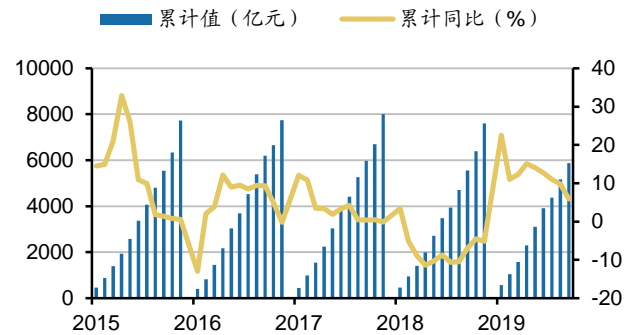
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 14: 道路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



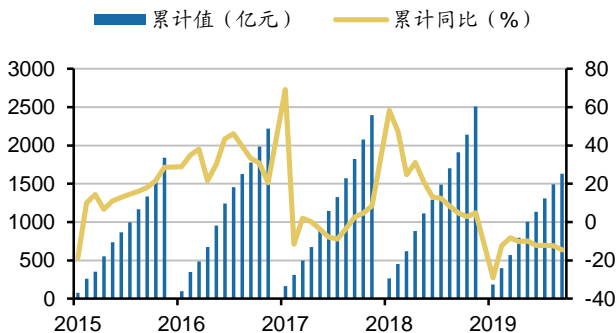
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 15: 铁路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



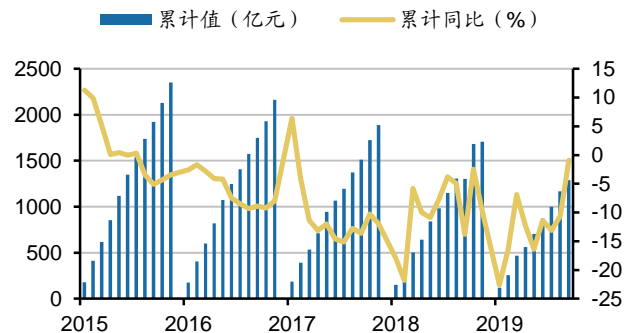
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 16: 航空运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 17: 水上运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

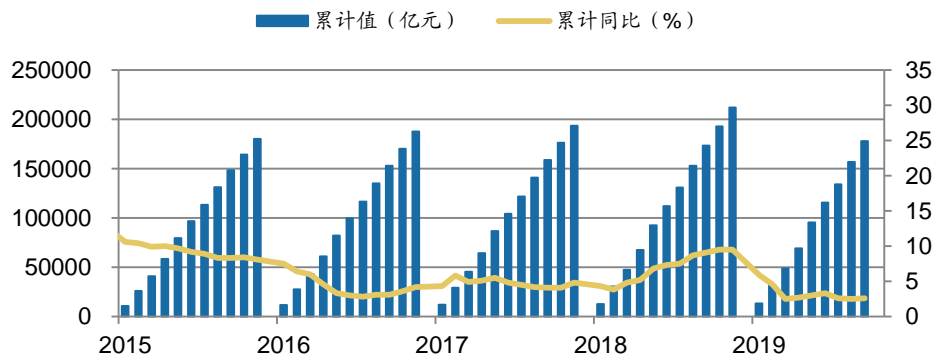
我们认为Q4基建投资仍将体现结构分化，地方信贷趋紧以及高基数仍将是制约基建提速的主要因素。不过上周国常会要求降低部分基建项目资本金比例，同时拓宽融资渠道，预计基建增速仍将趋势向上，明年年初或有更为积极的增速数据上的体现。我们预计19年狭义基建增速或回升至5%左右，20年增速有望提升至8%。

### 19年1-10月制造业投资同比增长2.6%，11月制造业PMI出现回升

根据国家统计局数据，19年1-10月制造业固定资产投资累计同比为+2.6%。较1-9月累计同比增速上升0.1pct。其中，19年1-10月化学原料及化学制品制造业累计投资同比增长为6.6%，较1-9月累计同比增速下降1.0pct。

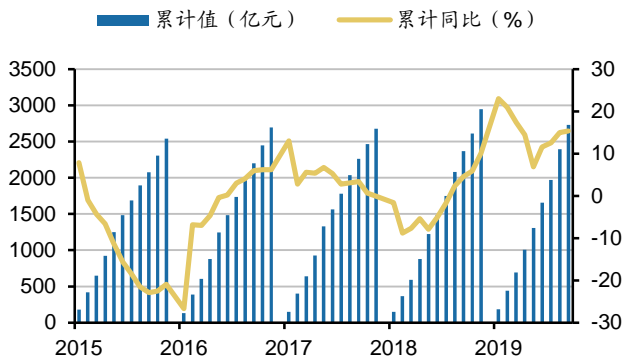
11月中采制造业PMI较上月上升0.9 pct至50.2%，预计主要受季节性回升影响，同时结束连续6个月的收缩区间运行；PMI分项中，除从业人员指数持平外，其余4项均有不同程度回升，其中生产指数上升1.8 pct至52.6%，而新订单指数上升1.7 pct至51.3%，重回荣枯线以上，表明需求有所复苏。11月进口指数上升2.9 pct至49.8%，新出口订单指数上升1.8 pct至48.8%，两者均出现回升但仍位于收缩区间，表明内外需有所改善但仍有下行压力。中美贸易谈判近期取得积极进展，后续仍需关注是否有具体协议落地。11月PMI回升主要受季节性影响，10月经济数据仍处于偏弱区间，上周央行金融稳定报告再次要求下大力气做好“六稳”工作，目前内外需仍存不确定性，基建稳经济、稳就业重要性明显，预计逆周期调节仍为近期主基调。

图 18: 制造业固定资产投资累计值（左轴）及同比（右轴）



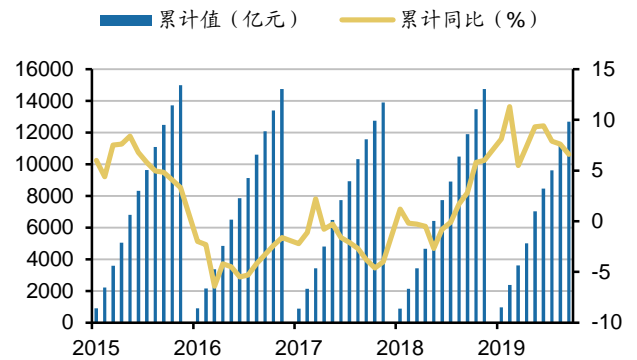
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 19: 石油加工、焦炼及核燃料加工业投资情况



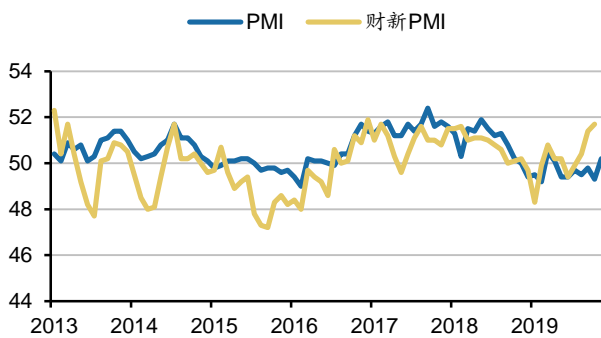
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 20: 化学原料及化学制品制造业投资情况



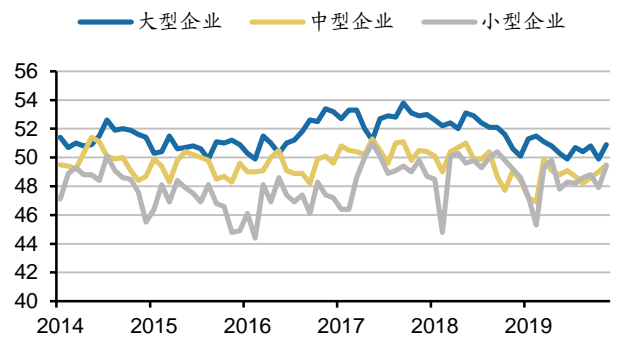
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 21: 10月制造业PMI处于荣枯线以上（单位：%）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 22: 大、中、小型企业 PMI 指数（单位：%）

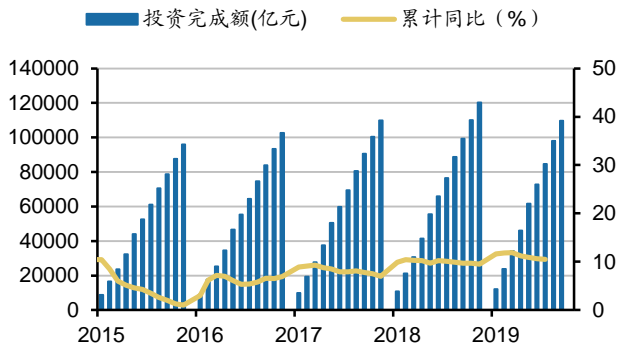


数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

### 19 年 1-10 月房地产开发投资同比增长 10.3%，后周期行业有望受益

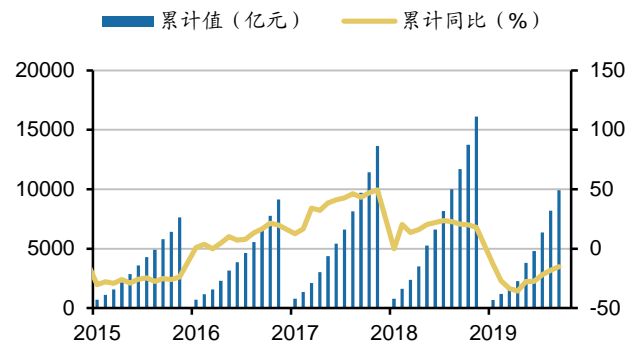
根据国家统计局数据统计，1-10 月地产开发投资增速 10.3%，较 1-9 月下降 0.2pct，地产投资仍维持高位，预计主要由建安投资驱动。土地交易价款方面，19 年 1-10 月土地交易价款累计达 9921.00 亿元，累计同比下降 15.2%，较 1-9 月降幅收窄 3.0 个百分点。

图 23: 房地产开发投资完成额累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

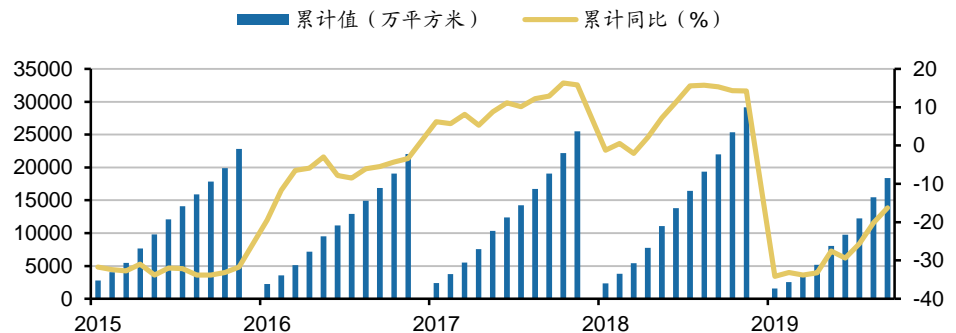
图 24: 土地交易价格价款累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

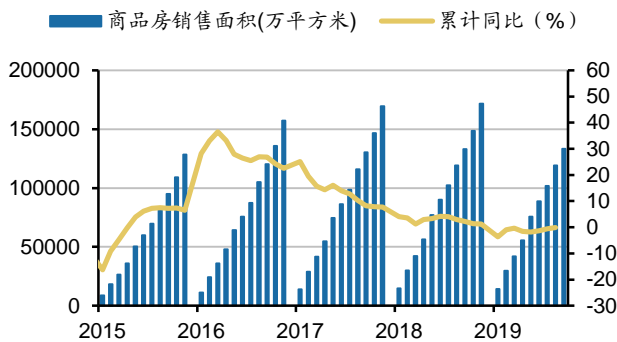
1-10月新开工增速10.0%，较1-9月上升1.4pct，增速再度回升至高位；1-10月商品房销售/竣工面积增速0.1%/-5.5%，较1-8月上升0.2pct/3.1pct，销售面积累计增速19年以来首次转正。其中，10月竣工增速为19.2%，较9月增速大幅提升14.4 pct，在8-9月增速转正的基础上继续回升，且已连续5月增速回升，竣工端改善利好地产后周期行业。

图 25: 全国土地购置面积 (左轴) 及同比 (右轴)



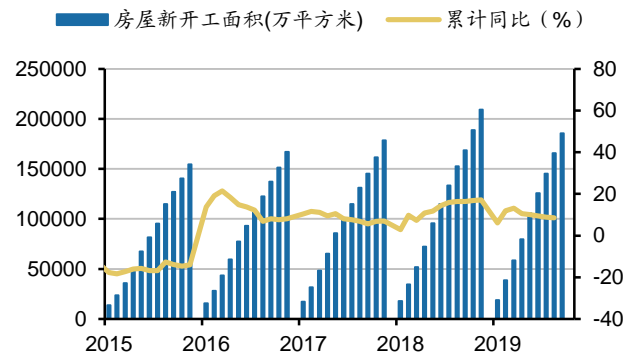
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 26: 全国商品房销售面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



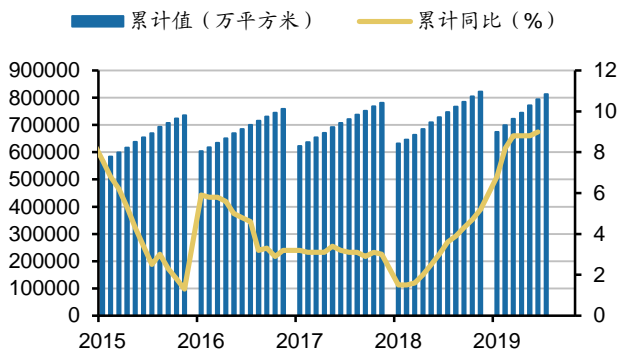
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 27: 全国房屋新开工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



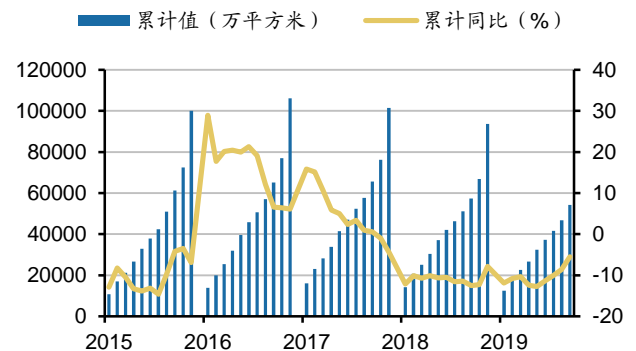
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 28: 全国房屋施工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 29: 全国房屋竣工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



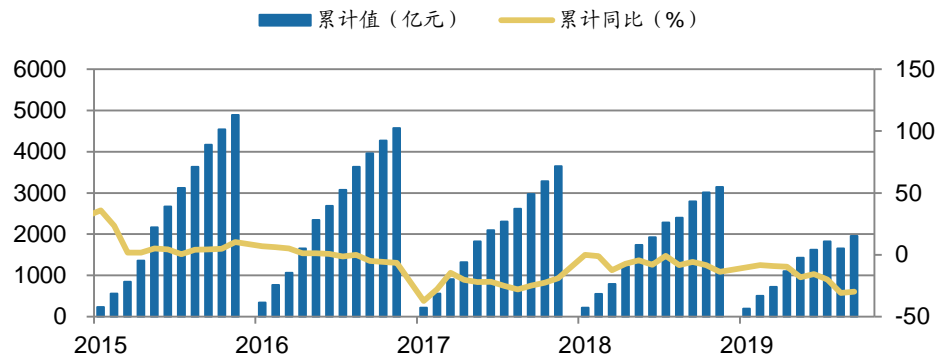
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

### 11 月建筑 PMI 仍处较高景气区间, 新订单指数持续上升

11月建筑业PMI环比回落0.8 pct至59.6%, 与年均值基本持平, 仍处较高景气区间; 而建筑业新订单指数则继续上升1.2 pct至56.0%, 建筑从业人员指数环比上升3.7 pct至55.5%, 总体来看, 建筑业生产仍维持较高增速, 带动市场需求及企业用工稳定增长。

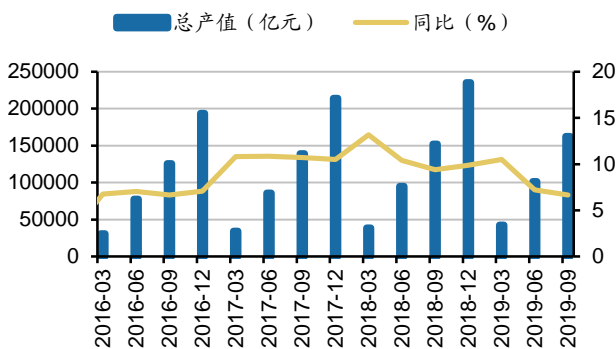
另外, 19年前三季度建筑业总产值累计达162467.33亿元, 同比增长6.66%。其中, 建筑工程总产值累计达143644.22亿元, 同比增长6.62%; 安装工程总产值累计达13672.64亿元, 同比增长8.94%; 竣工总产值累计达67241.09亿元, 同比增长2.53%。

图 30: 建筑业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



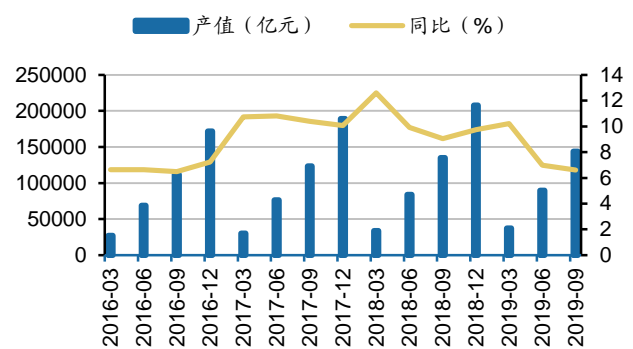
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 31: 建筑业总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



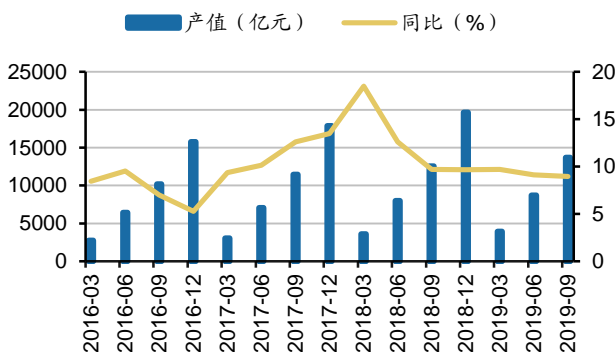
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 32: 建筑工程总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



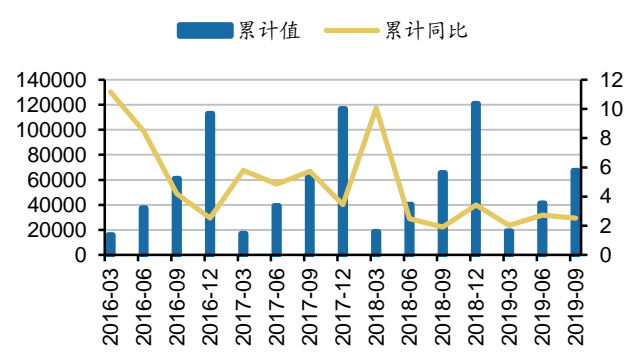
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 33: 安装工程总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 34: 竣工总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

### 三、企业中长贷持续回升或反映基建需求释放，专项债利好政策如期落地

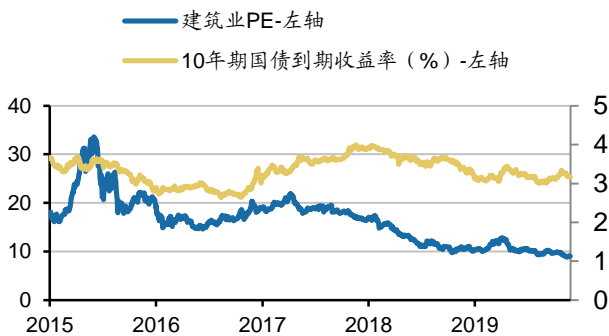
**信用与融资：专项债利好政策如期落地，有望成为明年基建增长的主要资金来源，中长期需求或好于预期**

根据中国人民银行数据，10月社融规模增量为6189亿元（前值2.33万亿元），同比少增1185亿元，社融偏弱主要由于专项债和承兑汇票拖累，以及季节性因素影响；10月新增信贷6613亿元（前值1.69万亿元），同比少增357亿元，主要由于居民短期贷款和票据少增。

从信贷结构上看，10月企业中长期贷款新增2216亿元，同比多增727亿，9-10月企业中长期贷款均明显回升，预计受政策支持实体影响，主要流向基建及制造业；10月居民短期/中长期贷款新增623/3587亿元，同比分别少增1284/143亿元，或与政策打击“首付贷”及地产调控有关；10月新增地方专项债-200亿元，同比少增1068亿元，专项债三季度发行完毕，新增额度尚未下达，四季度社融或仍面临下行压力。

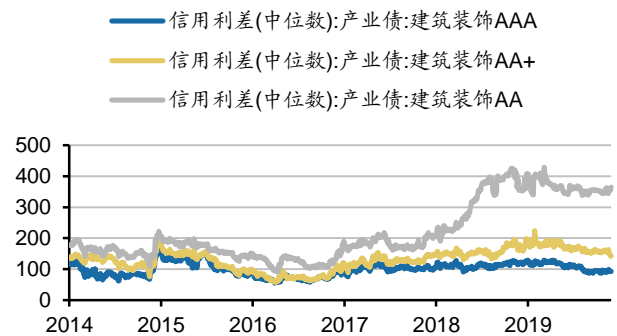
10月社融及新增信贷总体偏弱，仅企业中长期贷款增加，而9月专项债发行完毕时点上存在错配。国常会要求加快发行使用地方专项债，提前下达20年新增额度，一方面有利于Q4社融保持稳健，另一方面也表明基建稳增长重要性提升。

图 35：近期10年期国债收益率有所下滑



数据来源：中国货币网、Wind、广发证券发展研究中心

图 36：建筑装饰产业债信用利差（BP）

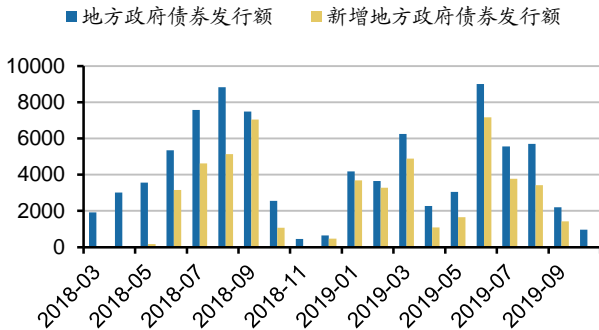


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

上周财政部提前下达2020年部分新增专项债限额1万亿元，占2019年新增限额2.15万亿元的47%（在60%上限之内），确保明年初即可使用见效，形成实物工作量。此举是9月4日国常会加快专项债发行要求的正式落地，预计明年新增专项债限额或达3万亿，且其中投向基建的比例有望从30%提升至70%（不得投向土储及地产相关项目），专项债有望成为明年基建增长的主要资金来源。

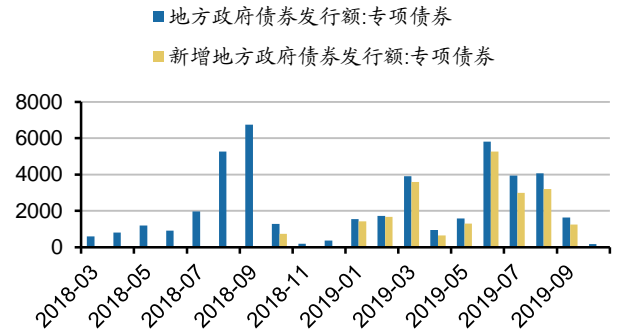


图 37: 地方政府债券单月发行额 (单位: 亿元)



数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

图 38: 地方政府专项债券发行额 (单位: 亿元)



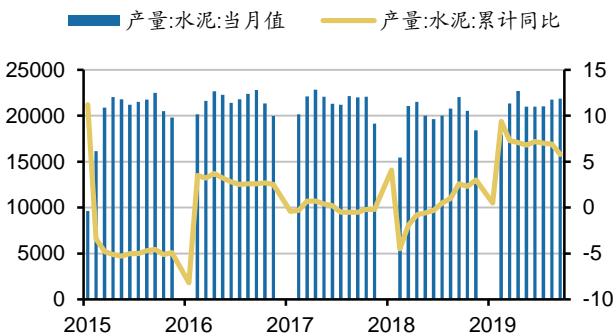
数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

### 成本端: 水泥价格持续上升, 钢材价格有所上涨

19年1-10月水泥产量为21848.8万吨, 较去年同比下降2.1%, 较1-9月增速下降6pct; 截止19年11月底, 水泥价格指数达到163.91, 较10月底上升8.07pct。水泥价格本月有所上升, 对建筑企业成本端有负面影响。

钢价方面, 19年11月螺纹钢价格较10月底出现了一定程度的上涨, 中厚板价格维持稳定, 目前仍处于相对高位, 仍然会给予钢材为主要原材料的建筑公司带来一定的成本压力。

图 39: 水泥当月产量 (左轴) 及同比 (右轴)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 40: 水泥价格指数



数据来源: 中国水泥网、广发证券发展研究中心

图 41: 中厚板市场价 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 42: 螺纹钢市场价 (元/吨)

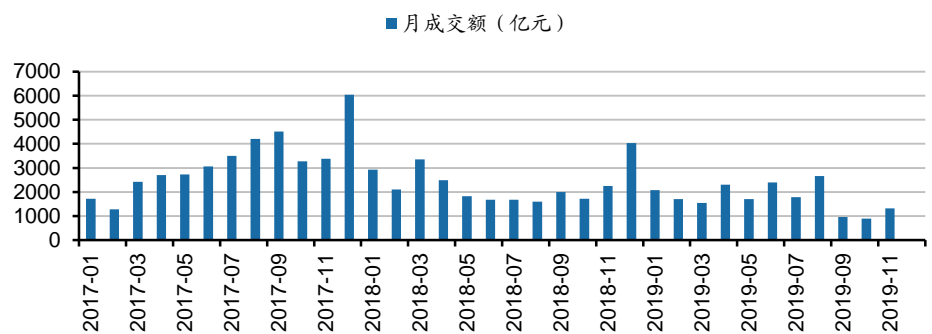


数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

#### 四、PPP 项目落地率保持较高水平，现已进入平稳期

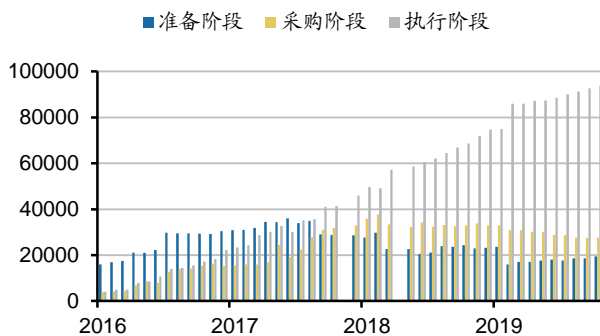
PPP管理库项目经过上半年一系列规范整改，现已进入平稳发展期。根据明树数据统计，2019年9/10/11月单月成交量分别为965/898.4/1326亿元，项目成交规模相比18年同期有明显下降。截止11月底，PPP累计成交额前三名的行业为交通运输、市政工程、城镇综合开发，分别成交39201/35547.8/17061.8亿元，合计占据总成交额的57.6%。而根据财政部数据，10月准备/采购/执行阶段的项目投资额分别为19402/27663/93561亿元，项目落地率达到66.15%，落地速度基本与上月持平。

图 43: 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 44: 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 45: 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》。《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。

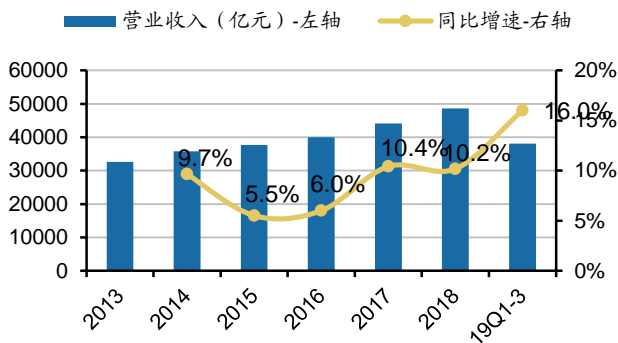
## 五、建筑行业三季报：Q3 业绩增速触底回升，龙头效应持续显现

截止2019年10月31日，建筑板块所有上市公司2019年三季报和对应经营数据公告均已披露完毕，我们统计了SW建筑板块A股126家上市公司19年三季报及相关经营数据情况并进行分析。

2019年前三季度建筑行业上市公司实现营业收入38066亿元，同比增长16.0%，增速较18年同期增速提升6.4pct。2019年前三季度建筑行业上市公司实现归母净利润1133亿元，同比增长6.3%，增速较18年同期增速下降4.6pct，剔除ST神城后归母净利润同比增长7.7%。收入增速提升，而业绩增速有所放缓。

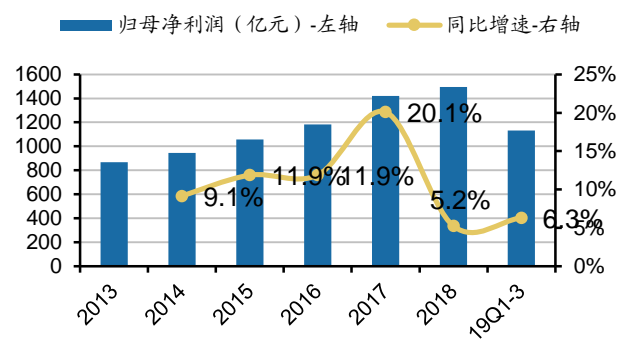
单季度看，19Q1/Q2/Q3收入分别增长13.5%/17.8%/16.1%，19Q3单季增速有所回落但仍维持近年较高水平；19Q1/Q2/Q3利润分别增长12.2%/-3.9%/14.5%，19Q3业绩提速主要由于板块整体费用率下降，园林等行业减亏，同时建筑央企如中国建筑等少数股东损益影响减小。

图 46: 历年建筑板块收入及同比增速 (单位: 亿元)



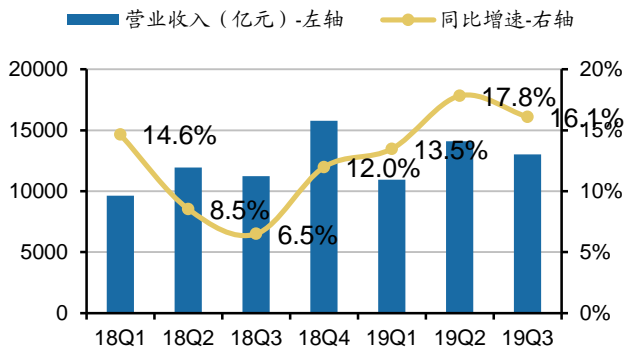
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 47: 历年建筑板块归母净利润及增速 (单位: 亿元)



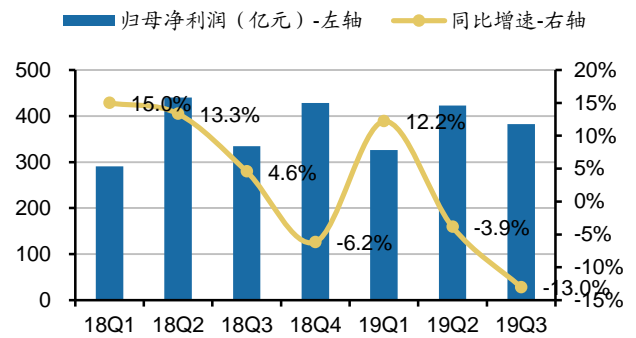
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 48: 建筑板块季度收入及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 49: 建筑板块季度归母净利润及增速 (单位: 亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

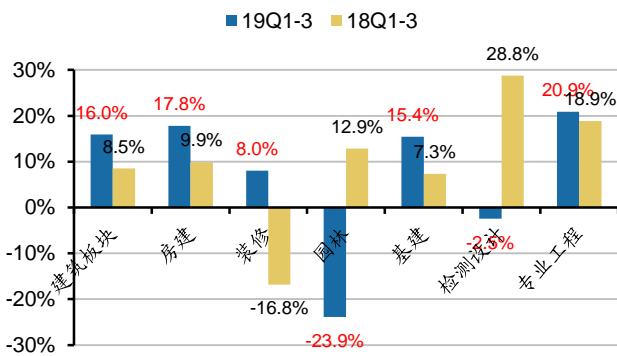
细分子板块方面, 房建/基建/检测设计/专业工程/装修/园林板块19Q3收入增速分别为+17.2%/+16.0%/+1.1%/+21.0%/+6.6%/-14.3%, 业绩增速分别为+23%/+15.3%/+12.6%/+11.9%/-9.3%/-37.1%, 专业工程 (钢结构及化学工程) 收入增速领先, 房建/基建板块维持较高的业绩增速, 而园林板块仍有明显下滑。

- 房建板块: 2019年前三季度营业收入和归母净利润增速分别为17.8%和14.0%, 较去年同期分别变动+8.0/+8.0pct, 其中, 19Q3营业收入和归母净利润增速分别为17.2%和23.0%, 较去年同期分别变动+13.4/+19.6pct。板块龙头中国建筑19年前三季度营业收入和利润增速分别为16%和10%, 上海建工19年前三季度营业收入和利润增速分别为32%和50%。
- 装修板块: 2019年前三季度营业收入和归母净利润增速分别为8.0%和-5.6%, 较去年同期分别变动-6.2/-25.1pct, 其中, 19Q3营业收入和归母净利润增速分别为6.6%和-9.3%, 较去年同期分别变动-7.6/-19.8pct。装修板块2019年前三季度收入及业绩增速均有所放缓。
- 园林板块: 2019年前三季度营业收入和归母净利润增速分别为-23.9%和-75.1%, 较去年同期分别变动-23.8/-62.1pct, 其中, 19Q3营业收入和归母净利润增速分别为-14.3%和-37.1%, 较去年同期分别变动-5.6/+14.9pct。园林板块收入业绩继续大幅下滑, 主要由于PPP清库及监管进一步趋紧, 同时民营企业融资相对受限, 现金流压力较大。
- 基建板块: 2019年前三季度营业收入和归母净利润增速分别为15.4%和10.9%, 较去年同期分别变动+8.1/-3.6pct, 其中, 19Q3营业收入和归母净利润增速分别为16.0%和15.3%, 较去年同期分别变动+9.6/+3.0pct。基建板块企业前三季度收入增长稳健而利润增速略有下滑, 但Q3利润增速主要受去年同期基建央企业绩高增速的影响。
- 检测设计板块: 2019年前三季度营业收入和归母净利润增速分别为-2.5%和4.6%, 较去年同期分别变动-31.2/-24.7pct, 其中, 19Q3营业收入和归母净利润增速分别为1.1%和12.6%, 较去年同期分别变动-18.3/-0.4pct。检测设计板块收

入出现下滑主要因为多数设计公司收缩EPC业务的发展。

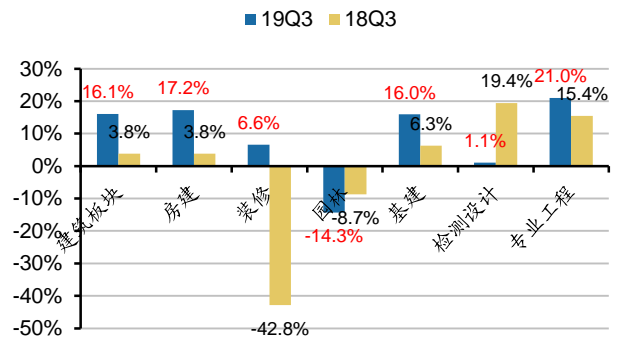
- ▶ 专业工程板块：2019年前三季度营业收入和归母净利润增速分别为20.9%和-5.5%，较去年同期分别变动+2.1/-16.8pct，其中，19Q3营业收入和归母净利润增速分别为21.0%和11.9%，较去年同期分别变动+5.6/+17.9pct。专业工程板块归母净利润增速下滑主要由于个别公司（神州长城）亏损严重，扣除异常数据后，专业工程板块19Q1-3归母净利润同比增长8.2%。

图 50: 建筑行业及各细分板块2019Q1-3收入增速对比



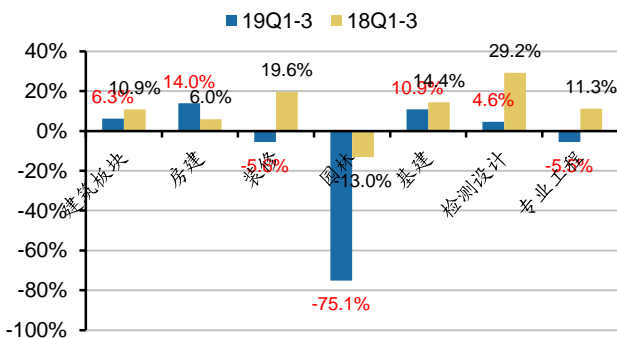
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 51: 建筑行业及各细分板块2019Q3收入增速对比



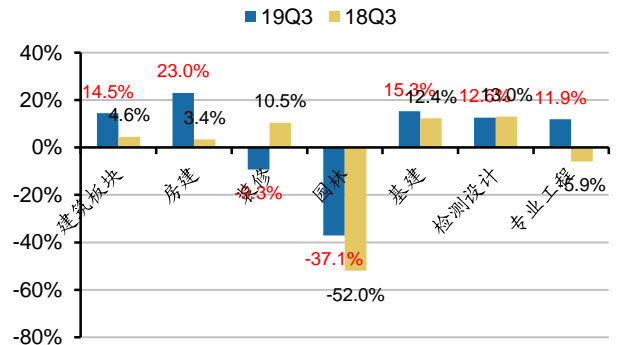
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 52: 建筑行业及各细分板块2019Q1-3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 53: 建筑行业及各细分板块2019Q3归母净利润增速对比



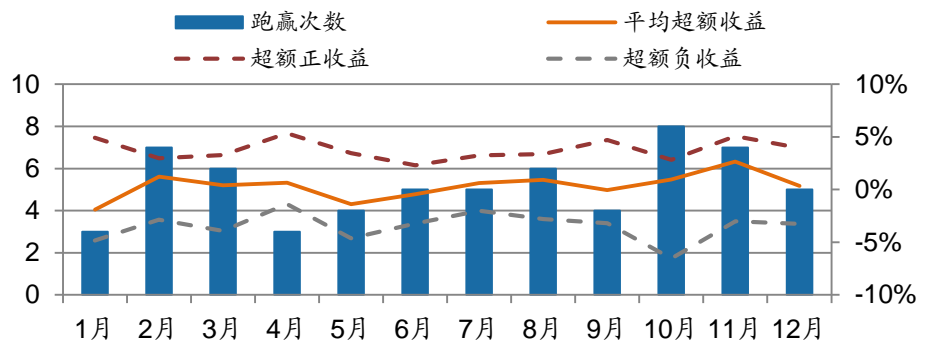
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## 六、行业观点及重点公司

历史上看，2008-2018年建筑装饰板块12月平均收益3.1%，10年中跑赢大盘5次，跑赢大盘5次的平均超额收益为3.9%，跑输大盘5次的平均超额收益为-3.24%。

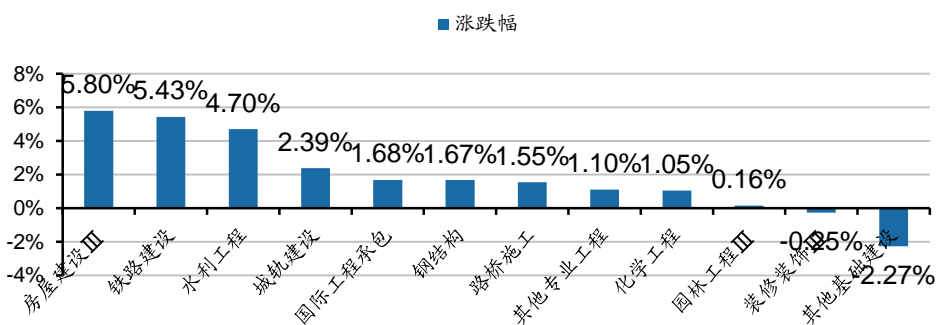
观察历史各建筑子板块12月份的平均收益情况，房屋建设板块表现最好，平均收益5.8%，其次是铁路建设板块，平均收益为5.43%；而其他基础建设表现较差，平均收益为-2.27%。历年四季度表现最好的板块是房建和基建，主要因为房建与基建企业主要在四季度进行回款和确认收入加快。

图 54：2008-2018年SW建筑板块跑赢大盘次数（左轴）及超额收益情况（右轴）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 55：历年12月各子板块平均收益情况（2010年-2018年）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 1: 历年 Q4 SW 建筑子板块及各细分子板块市场表现情况

	沪深 300	建筑装饰	房屋建设	装修装饰	基础建设	专业工程	园林工程
<b>期间涨跌幅</b>							
2012Q4	10.0%	15.2%	22.1%	16.3%	15.0%	9.7%	6.4%
2013Q4	-3.3%	-1.5%	-3.1%	-4.4%	-1.0%	-3.1%	9.3%
2014Q4	44.2%	61.5%	102.4%	-8.8%	97.9%	32.3%	1.7%
2015Q4	16.5%	12.3%	7.4%	47.7%	6.2%	16.4%	10.6%
2016Q4	1.7%	14.4%	35.5%	-3.6%	18.7%	5.2%	-6.8%
2017Q4	5.1%	-7.8%	-4.8%	-5.6%	-9.6%	-7.8%	-8.2%
2018Q4	-12.5%	-7.5%	1.4%	-4.7%	-5.9%	-13.0%	-22.0%
<b>平均值</b>	<b>7.8%</b>	<b>9.9%</b>	<b>23.0%</b>	<b>11.9%</b>	<b>17.3%</b>	<b>5.7%</b>	<b>1.3%</b>
<b>超越大盘指数 (相对于沪深 300)</b>							
2012Q4	-	5.2%	12.1%	6.3%	5.0%	-0.3%	-3.6%
2013Q4	-	1.8%	0.2%	-1.1%	2.3%	0.1%	12.6%
2014Q4	-	17.3%	58.2%	-53.0%	53.8%	-11.8%	-42.5%
2015Q4	-	-4.2%	-9.1%	31.2%	-10.3%	-0.1%	-5.9%
2016Q4	-	12.7%	33.8%	-5.3%	17.0%	3.5%	-8.6%
2017Q4	-	-12.9%	-9.9%	-10.7%	-14.7%	-12.9%	-13.3%
2018Q4	-	5.0%	13.9%	7.8%	6.5%	-0.6%	-9.6%
<b>平均值</b>	<b>-</b>	<b>2.1%</b>	<b>14.2%</b>	<b>4.0%</b>	<b>8.5%</b>	<b>-3.1%</b>	<b>-5.3%</b>

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**1. 制造业PMI季节性回升, 建筑新订单指数维持高景气, 逆周期调节仍为近期主基调。** 1) 11月中采制造业PMI较上月上升0.9 pct至50.2%, 预计主要受季节性回升影响, 同时结束连续6个月的收缩区间运行; PMI分项中, 除从业人员指数持平外, 其余4项均有不同程度回升, 其中生产指数上升1.8 pct至52.6%, 而新订单指数上升1.7 pct至51.3%, 重回荣枯线以上, 表明需求有所复苏。2) 11月进口指数上升2.9 pct至49.8%, 新出口订单指数上升1.8 pct至48.8%, 两者均出现回升但仍位于收缩区间, 表明内外需有所改善但仍有下行压力。中美贸易谈判近期取得积极进展, 后续仍需关注是否有具体协议落地。3) 11月建筑业PMI环比回落0.8 pct至59.6%, 与年均值基本持平, 仍处较高景气区间; 而建筑业新订单指数则继续上升1.2 pct至56.0%, 建筑从业人员指数环比上升3.7 pct至55.5%, 总体来看, 建筑业生产仍维持较高增速, 带动市场需求及企业用工稳定增长。4) 11月PMI回升主要受季节性影响, 10月经济数据仍处于偏弱区间, 上周央行金融稳定报告再次要求下大力气做好“六稳”工作, 目前内外需仍存不确定性, 基建稳经济、稳就业重要性明显, 预计逆周期调节仍为近期主基调。

**2. 专项债利好政策如期落地, 预计基建增速仍将趋势向上; “十四五”规划编制启动, 中长期需求或好于预期。** 1) 上周财政部提前下达2020年部分新增专项债限额1万亿元, 占2019年新增限额2.15万亿元的47% (在60%上限之内), 确保明年初即可使用见效, 形成实物工作量。此举是9月4日国常会加快专项债发行要求的正式落地, 预计明年新增专项债限额或达3万亿, 且其中投向基建的比例有望从30%提升至



70%（不得投向土储及地产相关项目），专项债有望成为明年基建增长的主要资金来源。2）上周国务院发布《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，符合11月13日国常会关于项目资本金比例的会议要求，下调部分基建项目资本金比例至多5%，此举有望提升资本金的撬动作用，增加基建投资规模。3）我们认为Q4地方信贷趋紧以及高基数仍将是制约基建提速的主要因素，同时今年地产投资较强，基建托底意愿有限，以及今年减税降费力度较大，均限制了财政对基建的支持力度，预计明年上述影响有望改善。综合来看，展望2020年，新增专项债额度有望明显增加，且基建投向比例有望提升，同时基建项目资本金比例逐步下降，预计基建增速仍将趋势向上，明年年初或有更为积极的增速数据上的体现。4）从中长期来看，国内基建市场空间仍较大，19Q3发改委审批基建项目数高增，近期“十四五”规划编制工作启动，2020年各地规划有望相继出台，中长期需求或好于预期，设计龙头、建筑央企等订单业绩有望逐步释放，板块或迎来系统性修复。

### 3. 建筑央企有望受益估值切换及PB破净修复，继续关注部分景气度向好的细分下游领域。

1）低估值建筑央企有望受益估值切换：建筑央企19Q1-3基本面保持稳健增长，其中Q1/Q2/Q3净利润分别增长11.5%/6.3%/16.9%，Q3业绩环比提速；其Q1/Q2/Q3订单增速分别为6.3%/16.0%/16.4%，Q3订单增速较Q2稳步提升。预计19全年及20年建筑央企业绩将维持稳健较高增速，估值切换在即其20年估值更具吸引力，安全边际较高。2）目前八大建筑央企估值均处于历史底部，且PB均已破净。建筑企业净资产可理解为当期变现价值（将应收账款、存货等全部变现，减去应付款及债务等后的净现金），其中建筑央企的业主方多为政府及大型地方国企，坏账率较低，应收账款资产质量较好，我们认为PB小于1倍属于低估。在基建逆周期调节加码，公司基本面向好的背景下，建筑央企存在估值修复空间。3）此外，部分细分下游领域景气度或逐步向好（如建工建材检测、装配式钢结构等），需求好于建筑板块本身：建工建材检测为朝阳行业，需求来自存量、增量及检验要求提升，近年行业规模复合增速在15%以上，龙头公司国检集团作为中建材集团检测业务整合平台，未来集中度有望提升，同时“跨区域、跨领域”战略稳步推进，具备内生外延的长期业绩成长性；钢结构对传统结构存在替代效应，伴随人工成本提升及今年水泥价格上涨，混凝土结构相对钢结构的成本优势逐渐减少，龙头公司鸿路钢构有望受益于自身产能增加及未来钢结构渗透率的提升。

公司方面，我们延续前期观点，估值切换在即，建筑板块低估值优势明显，短期经济下行压力客观存在，基建稳增长预期有望提升，建议关注：1）具备内生外延长期业绩成长性的检测行业龙头（国检集团）；2）有望受益估值切换的建筑央企（如中国铁建/中国建筑等）及地方龙头国企（如上海建工等）；3）中长期基建需求或好于预期，利好业绩稳健高增的前端设计公司（如中设集团/苏交科等）；4）部分细分下游领域景气度有望向好，如钢结构龙头（鸿路钢构等）。

## 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，专项债发行力度不及预期。

## 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。