

建筑装饰行业专题报告

从近期新增专项债发行情况看 2020 年基建投资新趋势

分析师：姚遥



SAC 执业证号: S0260517070002

SFC CE.no: BMS332



021-60750610



gfyaoyao@gf.com.cn

核心观点:

- **年初专项债发行规模大幅增长，投向基建比例明显提升。**（1）年初专项债发行规模大幅增长：根据各省市区财政厅公告，2020年目前已有17省市区披露部分新增专项债发行计划共6409亿元，其中5979亿元将于1月发行，而2019年1月全国发行量为1412亿元，同比大幅增长。其中，截止2020年1月8日已公布信息披露文件的专项债合计3376亿元，占2020年提前下达1万亿新增专项债额度的33.76%。（2）投向基建比例明显提升：根据已公告信息披露文件的3376亿元专项债情况统计，其中投入基建领域约2413亿元，占比达71.48%，较19全年比例提升46pct。（3）无棚改和土储专项债：截至目前尚无棚改及土地储备新增专项债发行，而去年土储棚改占比近7成，符合9月国常会的会议精神。（4）专项债作资本金项目持续推进：根据中债网数据，截止目前2020年，共有6只新增专项债合计约172亿元作为资本金投向铁路、收费公路和城乡建设（详情见附录），而2019年共有4只专项债券作资本金投向8个项目。
- **2020年新增专项债对基建贡献明显增强，预计2020年基建投资同比增长7%。**我们在2020年策略报告里对基建投资增速进行预测，预计部分新增专项债在2020年年初将会形成实物量，从而对基建投资带来明显拉动。结合前面2020年已披露信息文件的3376亿元专项债情况投入基建比重高达71.48%，也证实了我们对于2020年专项债用于基建比例提升的预测。经情景假设测算，在中性情况下，预计2020年专项债对基建投资贡献的资金26500亿元，同比增长显著。我们预计2020年广义基建投资同比增长7%，从节奏趋势上看，Q1基建投资增速将维持较高水平，而全年基建投资受制于后期中央及地方政府的财政压力，预计增速将略低于Q1增速。
- **财政预算约束致建筑业新订单PMI下滑，逆周期基建调节仍为2020年主基调，近期发改委审批项目高增支撑2020Q1基建投资增长。**19年12月建筑新订单指数环比回落3.1pct至52.9%，预计主要因为2019年前期财政发力，后期受季节性及年内财政预算约束影响，但总体仍处较高景气区间，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。从目前政策环境看，基建稳经济、稳就业重要性明显，预计逆周期基建调节仍为20年主基调。从2019年统计的发改委基建项目审批数据中可以看到，9-10月批复投资额同比增速较1-8月明显提升，也表明地方投资意愿持续回升，再次佐证我们对于2020年一季度基建投资回暖的判断。
- **风险提示：**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。

相关研究:

建筑装饰行业月度分析报告:基建投资延续弱复苏，1月专项债发行提速	2020-01-06
建筑装饰行业周报:新增专项债基建占比明显提升，低估值龙头将迎修复	2020-01-05
建筑装饰行业周报:住建部重申装配式钢结构住宅试点，交通部下达2020年基建投资计划	2019-12-29

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：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	23.39	2019/12/24	买入	25.00	0.70	0.87	33.65	26.89	22.70	17.13	15.47	16.23
建研院	603183.SH	CNY	10.83	2019/10/23	买入	14.00	0.40	0.45	27.14	24.12	16.04	14.40	8.55	8.76
苏文科	300284.SZ	CNY	8.47	2019/10/28	买入	10.72	0.67	0.81	12.57	10.44	6.54	5.16	14.98	15.26
中设集团	603018.SH	CNY	10.52	2019/10/26	买入	16.00	1.04	1.25	10.11	8.42	5.26	3.86	12.97	13.49
上海建工	600170.SH	CNY	3.57	2019/10/29	买入	4.44	0.38	0.43	9.52	8.28	2.53	2.38	9.85	10.18
金螳螂	002081.SZ	CNY	9.27	2019/10/25	买入	12.20	0.90	1.00	10.35	9.23	6.49	5.50	15.70	14.25
中国铁建	601186.SH	CNY	10.10	2019/11/1	买入	13.50	1.51	1.66	6.68	6.07	3.87	3.96	10.75	10.58
中国交建	601800.SH	CNY	9.06	2019/9/8	买入	12.60	1.26	1.36	7.21	6.66	5.82	5.61	10.42	10.13
中国中铁	601390.SH	CNY	5.91	2019/11/5	买入	7.47	0.86	0.95	6.87	6.22	4.06	5.13	9.29	9.28
中国建筑	601668.SH	CNY	5.93	2019/10/26	买入	8.00	1.00	1.10	5.92	5.41	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、年初专项债发行规模大幅增长，投向基建比例明显提升	5
二、2020 年新增专项债对基建贡献明显增强，预计 2020 年基建投资同比增长 7%	9
三、财政预算约束致建筑新订单 PMI 下滑，逆周期基建调节仍为 2020 年主基调	14
四、近期发改委审批项目高增支撑 2020Q1 基建投资增长	16
五、风险提示	17
六、附录	18

图表索引

图 1: 2019 年 1 月已发行新增专项债行业分布情况.....	6
图 2: 2019 年 1 月各省市预计发行新增专项债情况.....	6
图 3: 专项债可以作为项目资本金.....	7
图 4: 历年新增专项债发行情况 (单位: 亿元)	12
图 5: 历年地方债发行情况 (单位: 亿元)	12
图 6: 历年新增专项债、专项债及一般债发行情况 (单位: 亿元)	13
图 7: 历年建筑业新订单 PMI 走势	14
图 8: 历年建筑业 PMI 走势	15
图 9: 历年制造业 PMI 走势	15
图 10: 发改委基建审批项目当年累计同比增速.....	16
表 1: 2020 年新增专项债用途统计分类	5
表 2: 2020 年 1 月部分发行省份/自治区/城市新增专项债发行计划.....	6
表 3: 专项债作为项目资本金项目统计	7
表 4: 近期专项债政策	9
表 5: 基建资金来源 (亿元)	10
表 6: 2020 年新增专项债情景假设 1	11
表 7: 2020 年新增专项债情景假设 2	11
表 8: 2020 年新增专项债情景假设 3	11
表 8: 发改委基建项目审批、核准、备案情况及累计同比 (单位: 亿元)	17
表 9: 发改委基建项目审批、核准、备案情况及当月同比 (单位: 亿元)	17
表 10: 2020 年专项债统计	18

一、年初专项债发行规模大幅增长，投向基建比例明显提升

(1) 年初专项债发行规模大幅增长：根据各省市区财政厅公告，2020年目前已有17省市区披露部分新增专项债发行计划共6409亿元，其中5979亿元将于1月发行，而2019年1月全国发行量为1412亿元，同比大幅增长。其中，截止2020年1月8日已公布信息披露文件的专项债合计3376亿元，占2020年提前下达1万亿新增专项债额度的33.76%。

(2) 投向基建比例明显提升：根据已公告信息披露文件的3376亿元专项债情况统计，其中投入基建领域约2413亿元，占比达71.48%，较2019全年比例提升46pct。

(3) 无棚改和土储专项债：截至目前尚无棚改及土地储备新增专项债发行，而去年土储棚改占比近7成，符合9月国常会的会议精神。

(4) 专项债作资本金项目持续推进：根据中债网数据，截止目前2020年，共有6只新增专项债合计约172亿元作为资本金投向铁路、收费公路和城乡建设(详情见附录)，而2019年共有4只专项债券作资本金投向8个项目。

表 1: 2020 年新增专项债用途统计分类

行业	2020 年至今		2019 年	
	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比
基建	2413	71.48%	5392	25.34%
市政	721	21.35%	1956	9.19%
收费公路	253	7.50%	1526	7.17%
基础设施	824	24.41%	880	4.14%
生态环保	273	8.10%	546	2.57%
轨交	65	1.91%	217	1.02%
水利	134	3.97%	155	0.73%
铁路	112	3.32%	85	0.40%
机场	32	0.93%	28	0.13%
棚改	0	0.00%	7171	33.70%
土地储备	0	0.00%	6866	32.27%
其他	963	28.52%	1848	8.69%
合计	3376	100.00%	21277	100.00%

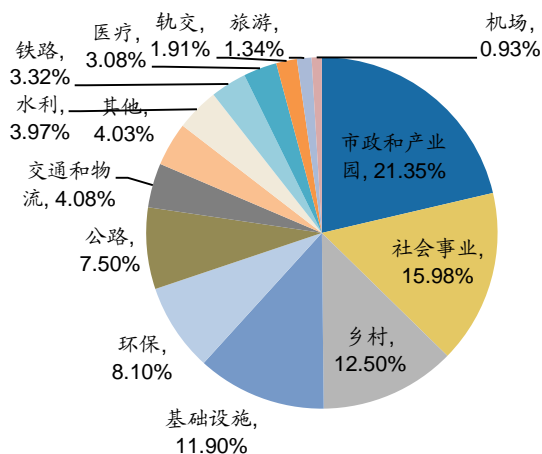
数据来源：中国债券信息网、Wind、广发证券发展研究中心

表 2: 2020 年 1 月部分发行省份/自治区/城市新增专项债发行计划

发行时间	发行省份/自治区/城市	发行规模 (亿元)
1 月 2 日	四川	426.215
1 月 2 日	河南	519
1 月 3 日	河北	217
1 月 6 日	云南	450
1 月上旬	广西	105.41
1 月 8 日	厦门	100
1 月 9 日	新疆	136
1 月 9 日	青岛	80
1 月 13 日	深圳	160
1 月 13 日	江苏	357
1 月 13 日	江西	527
1 月 14 日	辽宁	62
1 月中旬	湖南	236.21
1 月中旬	浙江	328.3
1 月中旬	广东	1235
1 月 21 日	甘肃	124
1 月下旬	陕西	40
1 月下旬	山西	160
1 月	山东	716
2 月中旬	陕西	60
2 月下旬	湖南	238
2 月中旬	宁波	60
3 月中旬	陕西	72
1 月合计		5979.135
全年合计		6409.135

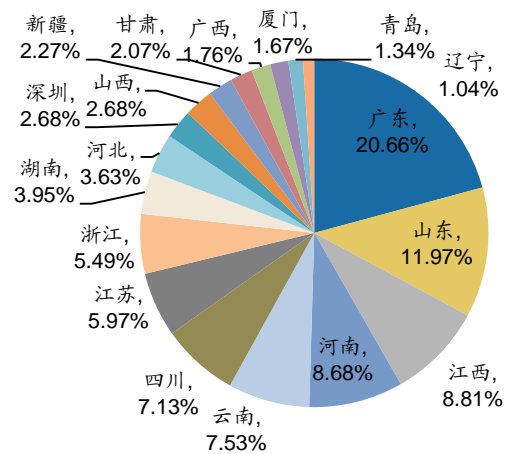
数据来源: 各地财政部门、中国债券信息网、广发证券发展研究中心

图 1: 2019年1月已发行新增专项债行业分布情况



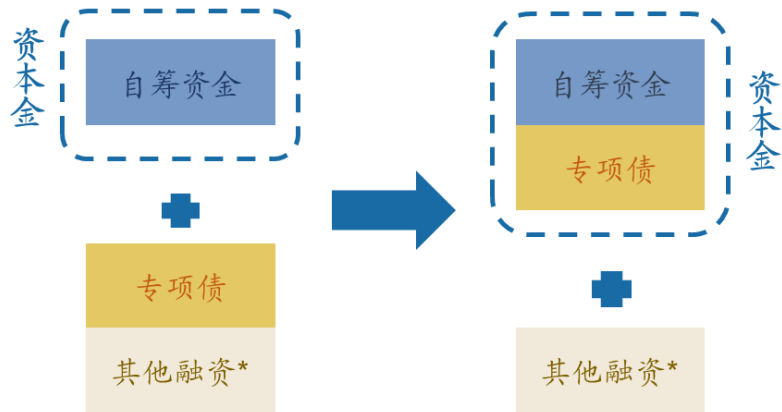
数据来源: 中国债券信息网、广发证券发展研究中心

图 2: 2019年1月各省市预计发行新增专项债情况



数据来源: 中国债券信息网、广发证券发展研究中心

图 3: 专项债可以作为项目资本金



*其他融资主要包括金融机构贷款、银行借款等形式

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 3: 专项债作为项目资本金项目统计

日期	项目名称	项目类型	省份	资金构成 (亿元)				资本金 占总投 资比例	资本金 中专项 债比例
				总投资	其中: 资本金				
					资本金	专项债	其他		
2019/7/29	呼和浩特新机场	机场	内蒙古	210.48	105.24	5	100.24	50%	5%
2019/7/29	集宁至大同至原平铁路	铁路	内蒙古	111.31	78.31	50	28.31	70%	64%
2019/8/27	鲁南高铁曲阜片区建设	高铁配套	山东	16.921	16.921	9.31	7.611	100%	55%
2019/8/27	鲁南高铁济宁市兖州片区建设项目	高铁配套	山东	7.504	3.834	2.33	1.504	51%	61%
2019/8/27	鲁南高铁济宁北站片区综合开发建设项目	高铁配套	山东	26.75	9.24	2.49	6.75	35%	27%
2019/8/27	鲁南高铁嘉祥段北片区建设项目	高铁配套	山东	9.425	4.2	0.78	3.42	45%	19%
2019/9/27	包头至惠东南段铁路项目	铁路	内蒙古	481	339	23.49	315.51	70%	7%
2019/9/27	改建集宁至通辽线电气化改造项目	铁路	内蒙古	132.22	66.11	12.02	54.09	50%	18%
2020/1/6	大瑞铁路	铁路	云南	258	255	4	251	99%	2%
2020/1/6	弥蒙铁路	铁路	云南	136	116	10	106	86%	9%
2020/1/6	大临铁路	铁路	云南	147	109	5	103	74%	5%
2020/1/6	渝昆铁路云南段	铁路	云南	876	469	100	369	54%	21%
2020/1/6	玉磨铁路	铁路	云南	516	516	19	497	100%	4%
2020/1/6	腾冲至猴桥高速公路项目	收费公路	云南	71	24	2	22	34%	8%
2020/1/6	文山至马关高速公路	收费公路	云南	43	18	1	17	43%	8%
2020/1/6	文山至麻栗坡高速公路	收费公路	云南	114	69	5	64	61%	7%
2020/1/6	临翔至清水河高速公路	收费公路	云南	249	50	4	46	20%	8%
2020/1/6	镇康(南伞)至耿马(清水河)高速公路	收费公路	云南	59	12	4	8	20%	34%
2020/1/6	临翔至双江高速公路	收费公路	云南	73	14	2	12	19%	14%
2020/1/6	云县至临沧高速公路	收费公路	云南	111	20	2	18	18%	10%
2020/1/6	南涧至景东高速公路	收费公路	云南	131	28	1	27	21%	4%
2020/1/6	鹤庆至关坡高速公路	收费公路	云南	51	15	1	15	30%	4%

2020/1/6	宾川至南涧高速公路	收费公路	云南	140	21	2	19	15%	10%
2020/1/6	宾川至鹤庆高速公路	收费公路	云南	95	20	2	18	21%	10%
2020/1/9	南宁至玉林铁路	铁路	广西	268	134	12	122	50%	9%
2020/1/9	防城港至东兴铁路	铁路	广西	65	47	3	44	72%	6%
2020/1/9	贵阳至南宁铁路	铁路	广西	435	217	12	205	50%	6%
2020/1/9	南宁至崇左铁路	铁路	广西	170	92	10	82	54%	11%
2020/1/13	江苏南沿江城际铁路(市级承担部分)					1.35			9%
	江苏南沿江城际铁路江宁段	铁路	江苏	62	14.9		12.35	24%	8%
2020/1/13	新建南京至淮安城际铁路(江北新区段)	铁路	江苏	154.83	77.415	6	71.415	50%	8%
2020/1/13	南京市大厂污水处理厂新建工程(一期)	污水处理	江苏	5.802	1.74	1.72	0.02	30%	99%
2020/1/13	南京市高新区北部污水处理厂扩容改	污水处理	江苏	5.32	1.596	1.58	0.016	30%	99%
2020/1/13	江苏南沿江城际铁路江阴段配套工程项目	铁路	江苏	57.6	12.2	3	9.2	21%	25%
2020/1/13	南通港通海港区至通州湾港区铁路专用线一期工程	铁路	江苏	29.54	9.77	5	4.77	33%	51%
2020/1/13	鼓楼区域 乡结合部 供水改造 工程项目	供水改造	江苏	0.428	-	0.1	-	-	-
2020/1/13	苏南沿江城际铁路(太仓段)	铁路	江苏	43.59	8	4	4	18%	50%
2020/1/13	太仓港疏港 铁路专用线	铁路	江苏	18.12	7.76	1.3	6.46	43%	17%
2020/1/13	江南路(娄江北路~G346 国道)给水管道工程	给水管道	江苏	1.889	-	0.5	-	-	-
2020/1/13	太仓市浏河污水处理厂扩建及提标改造工程	污水处理	江苏	1.165	-	0.3	-	-	-
2020/1/13	太仓市南郊污水处理厂扩建及提标改造工程	污水处理	江苏	1.165	-	0.3	-	-	-
2020/1/13	太仓市沙溪污水处理厂扩建及提标改造工程	污水处理	江苏	1.513	-	0.4	-	-	-
2020/1/13	太仓市双凤污水处理厂扩建及提标改造工程	污水处理	江苏	0.782	-	0.2	-	-	-
2020/1/13	臧圩河东侧污水主干管(新戴南路-市污水厂)工程	污水处理	江苏	2.4	0.2	0.4	-0.2	8%	200%
2020/1/13	地表水厂二期工程	地表水厂	江苏	1.515	0.415	0.2	0.215	27%	48%
2020/1/13	江苏南沿江城际铁路(武进)	铁路	江苏	23.32	-	9.5	-	-	-
2020/1/13	南沿江城际铁路(资本金)	铁路	江苏	19	-	6	-	-	-
2020/1/13	赣榆区区域供水改造提升工程项目	供水改造	江苏	6.587	1.687	1.6	0.087	26%	95%
2020/1/13	泗洪县城区雨污分流暨开发区污水处理厂工程	污水处理	江苏	11.735	2.934	0.6	2.334	25%	20%

数据来源: 中国债券信息网、广发证券发展研究中心

二、2020年新增专项债对基建贡献明显增强，预计2020年基建投资同比增长7%

我们在2020年策略报告里对基建投资增速进行预测，预计部分新增专项债在2020年年初将会形成实物量，从而对基建投资带来明显拉动，同时近期发改委批复基建类投资项目保持高增速，或对明年一季度基建投资形成支撑。而全年基建投资受制于后期中央政府及地方政府的财政压力，预计增速将略低于Q1增速。我们预计2020年广义基建投资（含电力）同比增长7%。

以新增专项债为例，我们预计2020年新增专项债对基建资金将带来更有效的投资，主要基于以下四个维度：

（1）总额度提升：预计2020年新增地方专项债额度在3万亿元左右，较2019年将有明显提升；

（2）用于基建比例提升：以2019年专项债流向为例，流向基建部分的比重约为25%-30%，其余流向主要为土储和棚改。国常会要求提前下达部分不可用于土储和地产相关项目，则新增专项债流向基建项目的比例将大幅提升，预计投向基建的比例有望从30%提升至70%专项债有望成为明年基建增长的主要资金来源。

（3）杠杆部分增加：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，6月专项债新规规定用于部分重大项目专项债可以用做项目资本金，该部分项目占比约8.6%，而实际操作远低于8.6%，2020年该比例明显提升。

（4）杠杆比例提升：近期国常会决定健全固定资产投资项目资本金管理，港口、沿海及内河航运项目最低资本金比例由25%调整为20%；机场项目最低资本金比例维持25%不变，其他基础设施项目维持20%不变。其中，公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础可以适当降低项目最低资本金比例，但下调不得超过5个百分点。

结合前面2020年已发行专项债的实际数据，已披露信息文件的3376亿元专项债中投入基建领域约2413亿元，占比达71.48%，较2019全年比例提升46pct。证实了我们对于2020年专项债用于基建比例提升的预测。

表 4：近期专项债政策

时间	来源	主要内容
2019/6/10	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	对于国家重点支持的铁路、高速公路、供电供气等项目，在评估项目收益偿还专项债券本息后专项收入具备融资条件的，允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金。
2019/9/4	国务院常务会议	根据地方重大项目的需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，并扩大适用范围。以省为单位，专项债用于资本金的规模占该省市专项债规模比例可为20%左右。
2019/9/6	财政部新闻发布会	将专项债可用作项目资本金范围，由现有4个领域扩大为10个领域项目。
2019/11/4	部分省份经济形势和保障基本民生座谈会	抓住国家提前下达专项债额度，降低部分基础设施项目最低资本金比例等机遇，加快补短板项目建设，形成更多实物工作量。

2019/11/13	国务院常务会议	降低部分基础设施项目最低资本金比例。明确基础设施项目可通过发行权益型、股权类金融工具筹措不超过 50% 比例的资本金。
2019/11/26	财政部	下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%，控制在依法授权范围之内。同时，要求各地尽快将专项债券额度按规定落实到具体项目，做好专项债券发行使用工作，早发行、早使用，确保明年初即可使用见效，确保形成实物工作量，尽早形成对经济的有效拉动。
2019/12/19	发改委	充分发挥中央预算内投资和地方政府专项债券作用，在基础设施建设等方面推动落实一批重大项目。
2019/12/27	全国财政工作会议	用好地方政府专项债券，规范地方政府举债融资行为，防范化解地方政府隐性债务风险。

数据来源：财政部、国务院、发改委、广发证券发展研究中心

表 5：基建资金来源（亿元）

项目	2017			2018			2019E			2020E		
	金额	同比	占比	金额	同比	占比	金额	同比	占比	金额	同比	占比
1、国家预算内资金	23551	8.7%	16.2%	25600	8.7%	17.2%	27700	8.2%	18.0%	28500	2.9%	17.3%
2、国内贷款	23500	11.5%	16.1%	28085	19.5%	18.9%	30275	7.8%	19.7%	29910	-1.2%	18.2%
3、自筹资金	86889	6.2%	59.6%	82017	-5.6%	55.2%	83636	2.0%	54.3%	94417	12.9%	57.4%
1)政府性基金	13382	56.5%	9.2%	19047	42.3%	12.8%	16302	-14.4%	10.6%	15327	-6.0%	9.3%
土地出让	12025	56.6%	8.2%	17400	44.7%	11.7%	14425	-17.1%	9.4%	13450	-6.8%	8.2%
中央政府	1357	56.5%	0.9%	1647	21.4%	1.1%	1877	13.9%	1.2%	1877	0.0%	1.1%
2)城投债	5500	-52.1%	3.8%	5137	-6.6%	3.5%	8659	68.6%	5.6%	9270	7.1%	5.6%
3)专项债	4000	100.0%	2.7%	8900	122.5%	6.0%	12500	40.4%	8.1%	25320	102.6%	15.4%
4)PPP	13800	53.4%	9.5%	18715	35.6%	12.6%	18750	0.2%	12.2%	16500	-12.0%	10.0%
5)非标融资	18922	13.6%	13.0%	-6317	-133.4%	-4.3%	1225	-119.4%	0.8%	1800	46.9%	1.1%
信托贷款	15037	162.5%	10.3%	-2300	-115.3%	-1.5%	2280	-199.1%	1.5%	2300	0.9%	1.4%
委托贷款	3885	-64.4%	2.7%	-4017	-203.4%	-2.7%	-1055	73.7%	-0.7%	-500	52.6%	-0.3%
6)其他自筹资金	31285	-8.4%	21.5%	36534	16.8%	24.6%	26200	-28.3%	17.0%	26200	0.0%	15.9%
4、利用外资	280	5.8%	0.2%	300	7.1%	0.2%	300	0.0%	0.2%	300	0.0%	0.2%
5、其他资金	11589	1.3%	7.9%	12500	7.9%	8.4%	12000	-4.0%	7.8%	11500	-4.2%	7.0%
合计	145809	7.0%	100.0%	148502	1.8%	100.0%	153911	3.6%	100.0%	164627	7.0%	100.0%
资金缺口	27276			27682			28690			30688		
基建投资	173085	13.9%		176183	1.8%		182601	3.6%		195315	7.0%	

数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

那么，2020年新增专项债究竟能对基建投资贡献多少资金呢？下面进行简单推算：

（1）关于2020年新增专项债的总量：2016年-2019年新增专项债额度分别为4000亿元、8000亿元、1.35万亿元、2.15万亿元，2019年新增专项债额度较2018年增加8000亿元，从政策端看，2020年提前下达额度已经达到1万亿元，目前1月已计划发行额度接近6000亿元，基建资金端压力较大，后续有望继续加大新增专项债发行力度。我们假设2020年较2019年额度也增加8000亿元，那么2020年新增专项债额度为2.95万亿元，这里我们假设2020年新增专项债额度为3万亿元。

(2)关于新增专项债用于基建的比重: 2020年新增专项债提前下达额度为1万亿元, 则后续额度为2万亿元, 国常会要求提前下达部分不可用于土储和地产相关项目, 根据已公告信息披露文件的3376亿元专项债情况统计, 其中投入基建领域约2413亿元, 占比达71.48%, 较19全年比例提升46pct。

对于提前下达部分, 乐观情境下100%用于基建, 悲观情境下50%用于基建, 中性情况为75%。对于后续部分, 乐观情境下70%用于基建, 悲观情境下30%用于基建, 中性情况为50%。那么, 最乐观情况是全年用于基建资金为24000亿元, 最悲观情况是全年用于基建资金为11000亿元, 我们取中间值17500亿元。

(3)关于新增专项债加杠杆: 提前下达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, 我们对全年新增专项债用于项目资本金的比例上限设置为20%, 下限设置为5%。若杠杆的倍数在2-5倍之间, 则测算新增专项债通过加杠杆可以多募集资金的中位数为9000亿元。

(4)我们将新增专项债用于基建的资本部分以及通过加杠杆配套的银行资金部分相加得到2020年新增专项债对基建投资贡献的资金合计26500亿元, 同比增长显著。

表 6: 2020 年新增专项债情景假设 1

提前下达 1 万亿额度		乐观	中性	悲观
百分比		100%	75%	50%
金额 (亿元)		10000	7500	5000
后续 2 万亿额度		乐观	中性	悲观
百分比		70%	50%	30%
金额 (亿元)		14000	10000	6000

数据来源: 国常会、广发证券发展研究中心

表 7: 2020 年新增专项债情景假设 2

用于基建总额度 (亿元)		提前下达部分		
		乐观	中性	悲观
后续部分	乐观	24000	20000	16000
	中性	21500	17500	13500
	悲观	19000	15000	11000

数据来源: 国常会、广发证券发展研究中心

表 8: 2020 年新增专项债情景假设 3

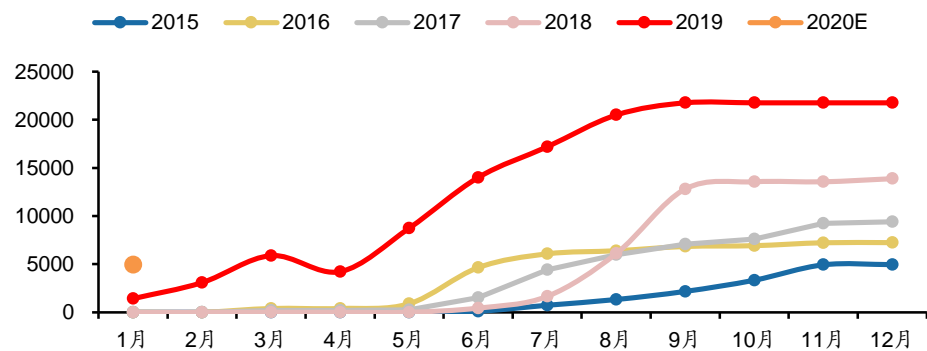
可以多加杠杆额度 (亿元)		额外杠杆比例			
		20%	15%	10%	5%
杠杆倍数	5	24000	18000	12000	6000
	4	18000	13500	9000	4500
	3	12000	9000	6000	3000
	2	6000	4500	3000	1500

数据来源: 国常会、广发证券发展研究中心

根据各省市已披露的发行计划，2020年专项债发行体现出发行时间早，发行额度大的特点：1月2日，河南和四川率先开始发行地方债，这一时点比去年的1月21日提前了20天左右。同时截至1月7日，1月新增专项债已发行和计划发行规模达5821亿，已超过19年1月整月新增专项债规模，由于部分省市尚未公布专项债发行计划，我们可以合理预计20年1月新增专项债发行规模将突破6000亿元，占提前批额度的比例将超过60%。

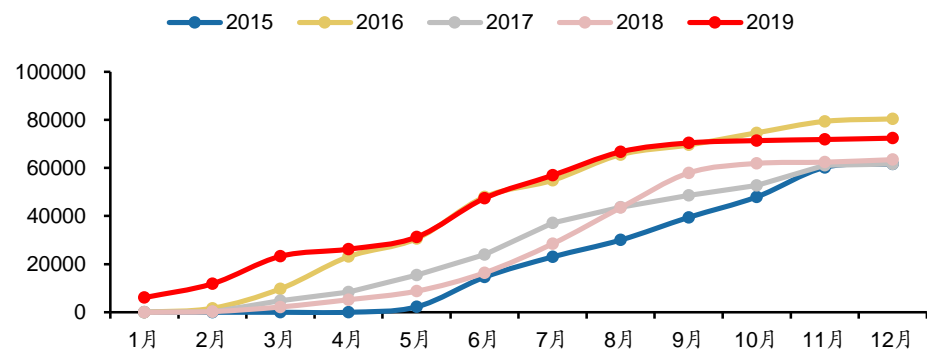
根据财政部公布的历年数据，近年来专项债总体发行额维持在20000-25000亿之间，其中新增专项债年发行额一直保持高速增长，从2015年的907亿已稳步上升至2019年的2.15万亿，而一般债发行量却在逐年下降。综上所述，2020年新增专项债总额度在2019年额度的基础上可能会有较为明显的提升。

图 4：历年新增专项债发行情况（单位：亿元）



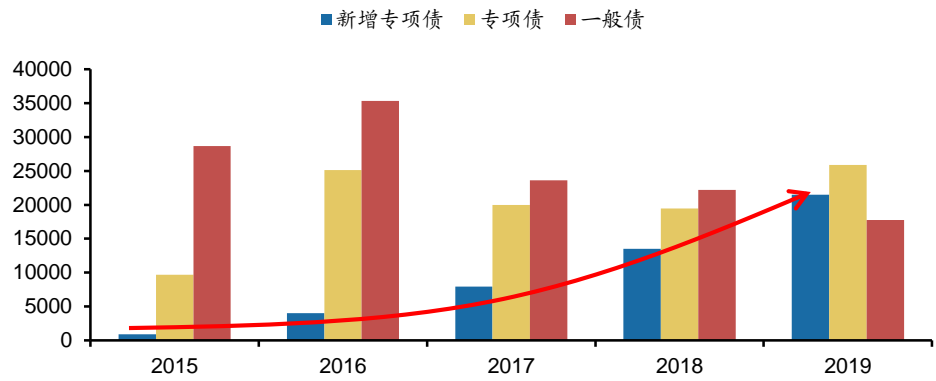
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 5：历年地方债发行情况（单位：亿元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 6: 历年新增专项债、专项债及一般债发行情况 (单位: 亿元)



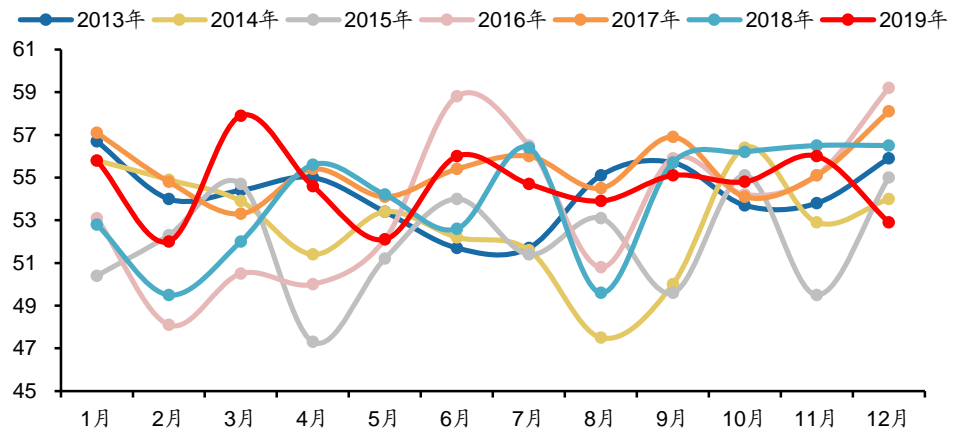
数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

三、财政预算约束致建筑新订单 PMI 下滑，逆周期基建调节仍为 2020 年主基调

2019年12月建筑业PMI环比回落2.9pct至56.7%，建筑新订单指数环比回落3.1pct至52.9%。从历史上看，2013年-2018年12月建筑新订单PMI都出现明显上扬，主要因为年底项目结算以及为完成全年目标而加快进度。而2019年的不同点在于11月建筑新订单PMI指数较高，12月指数出现较明显下降，我们预计主要因为2019年前期财政发力，后期受季节性及年内财政预算约束影响，但总体仍处较高景气区间，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。

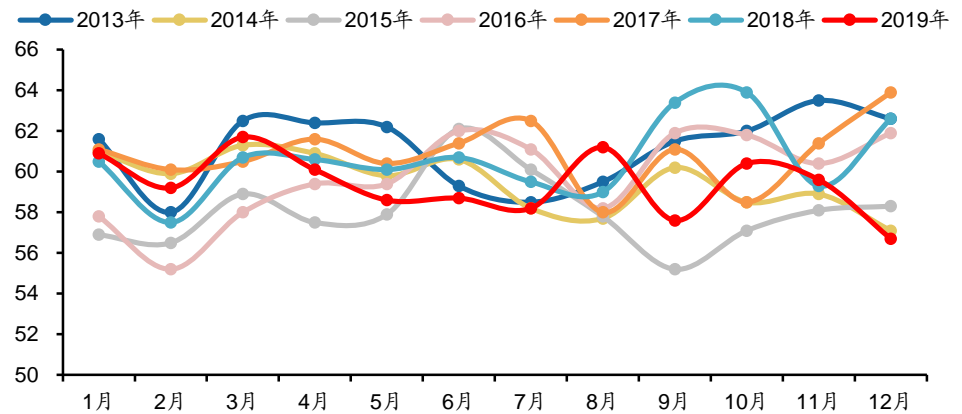
2019年11-12月PMI处于临界以上，经济呈现企稳信号，2019年12月中央经济工作会议强调20年为十三五规划收官之年，要完善和强化“六稳”举措，确保经济运行在合理区间。近期地产政策虽略有松动，但尚难全面宽松，基建稳经济、稳就业重要性明显，预计逆周期基建调节仍为20年主基调。

图 7：历年建筑业新订单PMI走势



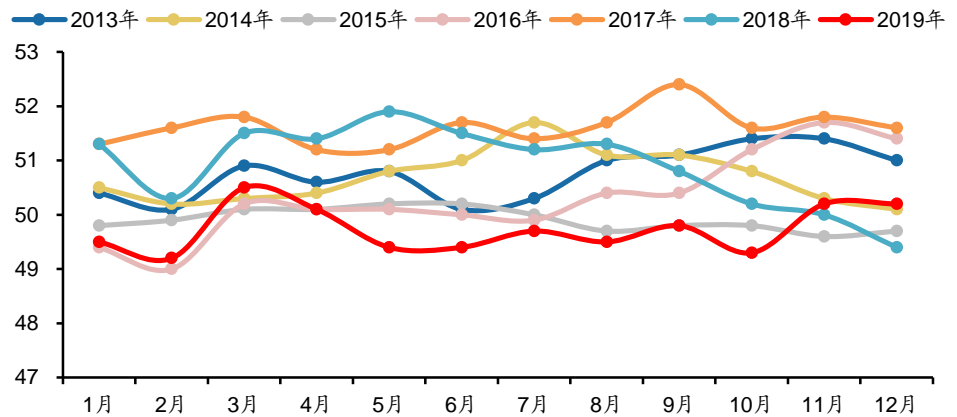
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 8: 历年建筑业PMI走势



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 9: 历年制造业PMI走势



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

四、近期发改委审批项目高增支撑 2020Q1 基建投资增长

依据项目投资来源、项目产业性质对项目立项审批分为审批、核准、备案，这是开展重大项目前期工作时的重要环节，完成立项手续，项目就可以完成项目前期阶段，进行招投标，进入项目开工阶段。

审批、核准、备案类项目存在几个不同点：

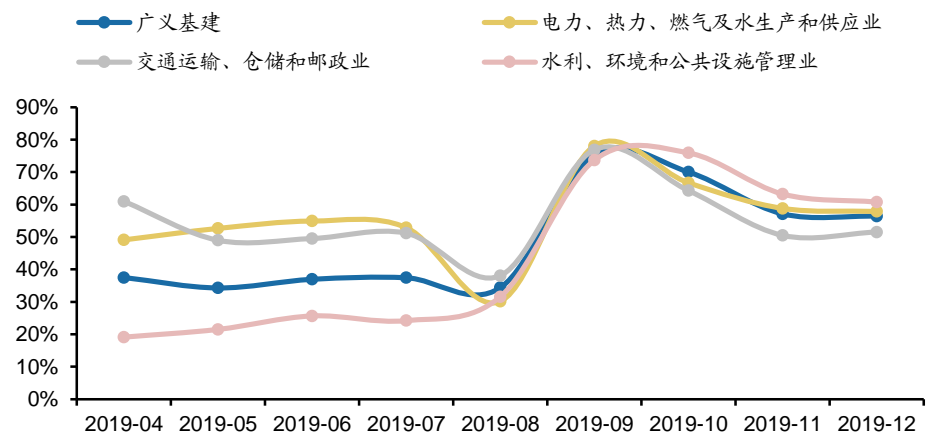
(1) 适用的范围不同。审批制只适用于政府投资项目；核准制则适用于企业不使用政府资金投资建设的重大项目和限制类项目；备案制适用于企业投资的中小项目。

(2) 审核的内容不同。过去的审批制是对投资项目的全方位审批，而核准制只是政府从社会和经济公共管理的角度审核，不负责考虑企业投资项目的市场前景、资金来源、经济效益等因素。

(3) 程序环节不同。过去的审批制一般要经过项目建议书、可研报告、初步设计等多个环节，而核准制、备案制只有项目申请核准或备案一个环节。

我们考核的更多是政府项目，所以更看重的是审批类项目数据，而且审批项目相比于核准和备案要求更高，更具备考察意义。从2019年统计的发改委基建项目审批数据中可以看到，9-10月批复投资额同比增速较1-8月明显提升，也表明地方投资意愿持续回升，再次佐证我们对于2020年一季度基建投资回暖的判断。

图 10: 发改委基建审批项目当年累计同比增速



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

表 9: 发改委基建项目审批、核准、备案情况及累计同比 (单位: 亿元)

日期	全部项目		审批类项目		核准类项目		备案类项目	
	投资额	同比增长	投资额	同比增长	投资额	同比增长	投资额	同比增长
2019年1-12月	324111	37%	204309	56%	34819	-29%	84983	50%
2019年1-11月	296788	40%	189325	57%	31302	-21%	76161	44%
2019年1-10月	271159	48%	176638	70%	29203	-11%	65318	39%
2019年1-9月	241666	48%	162354	75%	27112	-3%	52199	21%
2019年1-8月	171808	23%	108844	34%	21608	0%	41356	13%
2019年1-7月	141858	25%	89069	37%	19288	6%	33501	10%
2019年1-6月	116059	22%	71992	37%	15686	-1%	28381	6%
2019年1-5月	96271	18%	60448	34%	12801	-6%	23022	1%
2019年1-4月	78092	21%	50293	37%	10794	-7%	17006	5%
2019年1-3月	57493	23%	38226	44%	7469	-22%	11798	9%
2019年1-2月	38433	49%	26272	74%	4817	25%	7343	8%
2019年1月	26718	69%	17691	89%	3550	41%	5477	37%

数据来源: 发改委、广发证券发展研究中心

表 10: 发改委基建项目审批、核准、备案情况及当月同比 (单位: 亿元)

日期	全部项目		审批类项目		核准类项目		备案类项目	
	投资额	同比增长	投资额	同比增长	投资额	同比增长	投资额	同比增长
2019年12月	27324	16%	14984	48%	3517	-64%	8822	137%
2019年11月	25629	-12%	12687	-24%	2099	-68%	10843	86%
2019年10月	29493	46%	14284	26%	2091	-59%	13119	245%
2019年9月	69857	188%	53510	363%	5504	-11%	10843	67%
2019年8月	29951	17%	19775	22%	2320	-32%	7855	30%
2019年7月	25799	40%	17077	39%	3602	54%	5120	35%
2019年6月	19788	42%	11544	53%	2885	24%	5359	33%
2019年5月	18179	8%	10156	20%	2007	3%	6016	-8%
2019年4月	20599	17%	12067	19%	3325	60%	5207	-3%
2019年3月	19060	-9%	11953	6%	2652	-53%	4455	10%
2019年2月	11715	18%	8582	48%	1267	-6%	1866	-34%
2019年1月	26718	69%	17691	89%	3550	41%	5477	37%

数据来源: 发改委、广发证券发展研究中心

五、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。

六、附录

表 11: 2020 年专项债统计

债券名称	计划发行规模	投资方向	拟用于资本金额
河南省			
2020 年河南省交通和物流基础设施专项债券（一期）-2020 年河南省政府专项债券（一期）	12.81	交通和物流基础设施	
2020 年河南省交通和物流基础设施专项债券（二期）-2020 年河南省政府专项债券（二期）	41.58		
2020 年河南省农林水利专项债券（一期）-2020 年河南省政府专项债券（三期）	16.63	水利农林	
2020 年河南省农林水利专项债券（二期）-2020 年河南省政府专项债券（四期）	22.84		
2020 年河南省生态环保专项债券（一期）-2020 年河南省政府专项债券（五期）	29.19	生态环保	
2020 年河南省生态环保专项债券（二期）-2020 年河南省政府专项债券（六期）	24.53		
2020 年河南省社会事业专项债券（一期）-2020 年河南省政府专项债券（七期）	29.09	社会事业	
2020 年河南省社会事业专项债券（二期）-2020 年河南省政府专项债券（八期）	112.75		
2020 年河南省社会事业专项债券（三期）-2020 年河南省政府专项债券（九期）	43.43		
2020 年河南省市政和产业园区基础设施专项债券（一期）-2020 年河南省政府专项债券（十期）	70.46	市政和产业园区基础设施	
2020 年河南省市政和产业园区基础设施专项债券（二期）-2020 年河南省政府专项债券（十一期）	65.27		
2020 年河南省其他城镇基础设施专项债券（一期）-2020 年河南省政府专项债券（十二期）	50.38	其他城镇基础设施	
云南省			
2020 年云南省铁路建设专项债券（一期）-2020 年云南省政府专项债券（一期）	74.9	铁路建设	70
2020 年云南省收费公路专项债券（一期）-2020 年云南省政府专项债券（二期）	156.3	收费公路	20
2020 年云南省水利建设专项债券（一期）-2020 年云南省政府专项债券（三期）	25.2	水利建设	
2020 年云南省医疗卫生专项债券（一期）-2020 年云南省政府专项债券（四期）	11.2	医疗卫生	
2020 年云南省医疗卫生专项债券（二期）-2020 年云南省政府专项债券（五期）	38.3		
2020 年云南省物流基础设施建设专项债券（一期）-2020 年云南省政府专项债券（六期）	9.1	物流基础建设	
2020 年云南省教育类专项债券（一期）-2020 年云南省政府专项债券（七期）	28	教育	
2020 年云南省生态环境保护与治理专项债券（一期）-2020 年云南省政府专项债券（八期）	4.2	生态环境与治理	
2020 年云南省市政建设专项债券（一期）-2020 年云南省政府专项债券（九期）	25.1	市政建设	
2020 年云南省市政建设专项债券（二期）-2020 年云南省政府专项债券（十期）	77.7		
新疆维吾尔自治区			
2020 年新疆维吾尔自治区政府专项债券（一期）	5.3	医疗、产业园区、乡村振兴	
2020 年新疆维吾尔自治区政府专项债券（二期）	12.5	污水处理、产业园区、环境保护	
2020 年新疆维吾尔自治区政府专项债券（三期）	15.3	园区开发、垃圾治理、供电供水	
2020 年新疆维吾尔自治区收费公路专项债券（一期）-2020 年新疆维吾尔自治区政府专项债券（四期）	9.8	政府收费公路	
2020 年新疆维吾尔自治区政府专项债券（五期）	60	垃圾治理、供水供气、教育、医疗	
2020 年新疆维吾尔自治区政府专项债券（六期）	33.1	垃圾治理、园区开发、轨道交通等	
青岛市			
2020 年青岛市（本级）轨道交通专项债券（一期）-2020 年青岛市政府专项债券（一期）	10	轨道交通	
2020 年青岛市（区市级）基础设施专项债券（二期）-2020 年青岛市政府专项债券（二期）	37.6	基础设施	

2020年青岛市(区市级)基础设施专项债券(二期)-2020年青岛市政府专项债券(三期)	21.7	基础设施	
2020年青岛市(区市级)学前教育专项债券(一期)-2020年青岛市政府专项债券(四期)	4	学前教育	
2020年青岛市(区市级)医疗卫生专项债券(一期)-2020年青岛市政府专项债券(五期)	2.1	医疗卫生	
2020年青岛市(区市级)停车场专项债券(一期)-2020年青岛市政府专项债券(六期)	4.6	停车场	
四川省			
2020年四川省收费公路专项债券(一期)-2020年四川省政府专项债券(一期)	8	收费公路	
2020年四川省收费公路专项债券(二期)-2020年四川省政府专项债券(二期)	4	收费公路	
2020年四川省城乡基础设施建设专项债券(一期)-2020年四川省政府专项债券(三期)	7.29	基础设施	
2020年四川省城乡基础设施建设专项债券(二期)-2020年四川省政府专项债券(四期)	66.3	基础设施	
2020年四川省城乡基础设施建设专项债券(三期)-2020年四川省政府专项债券(五期)	13.64	基础设施	
2020年四川省城乡基础设施建设专项债券(四期)-2020年四川省政府专项债券(六期)	4	基础设施	
2020年四川省文化旅游专项债券(一期)-2020年四川省政府专项债券(七期)	3.7	文化旅游	
2020年四川省文化旅游专项债券(二期)-2020年四川省政府专项债券(八期)	16.52	文化旅游	
2020年四川省工业园区建设专项债券(一期)-2020年四川省政府专项债券(九期)	14.78	工业园区建设	
2020年四川省工业园区建设专项债券(二期)-2020年四川省政府专项债券(十期)	56.1	工业园区建设	
2020年四川省工业园区建设专项债券(三期)-2020年四川省政府专项债券(十一期)	19.82	工业园区建设	
2020年四川省水务建设专项债券(一期)-2020年四川省政府专项债券(十二期)	15.71	水务建设	
2020年四川省水务建设专项债券(二期)-2020年四川省政府专项债券(十三期)	4.93	水务建设	
2020年四川省水务建设专项债券(三期)-2020年四川省政府专项债券(十四期)	5.08	水务建设	
2020年四川省乡村振兴专项债券(一期)-2020年四川省政府专项债券(十五期)	9.22	乡村振兴	
2020年四川省乡村振兴专项债券(二期)-2020年四川省政府专项债券(十六期)	19.25	乡村振兴	
2020年四川省乡生态环保建设专项债券(一期)-2020年四川省政府专项债券(十七期)	5.67	生态环保	
2020年四川省乡生态环保建设专项债券(二期)-2020年四川省政府专项债券(十八期)	32.59	生态环保	
2020年四川省乡生态环保建设专项债券(三期)-2020年四川省政府专项债券(十九期)	6.45	生态环保	
2020年四川省乡生态环保建设专项债券(四期)-2020年四川省政府专项债券(二十期)	4	生态环保	
2020年四川省医院建设专项债券(一期)-2020年四川省政府专项债券(二十一期)	3.95	医院建设	
2020年四川省医院建设专项债券(二期)-2020年四川省政府专项债券(二十二期)	17.18	医院建设	
2020年四川省学校建设专项债券(一期)-2020年四川省政府专项债券(二十三期)	12.47	学校建设	
2020年四川省学校建设专项债券(二期)-2020年四川省政府专项债券(二十四期)	6.04	学校建设	
2020年四川省城乡基础设施建设专项债券(五期)-2021年四川省政府专项债券(二十五期)	20.15	基础设施	
2020年四川省城乡基础设施建设专项债券(六期)-2022年四川省政府专项债券(二十六期)	16.5	基础设施	
2020年四川省城乡基础设施建设专项债券(七期)-2023年四川省政府专项债券(二十七期)	8	基础设施	
2020年四川省城乡基础设施建设专项债券(八期)-2024年四川省政府专项债券(二十八期)	3.8	基础设施	
2020年四川省生态环保建设专项债券(五期)-2025年四川省政府专项债券(二十九期)	3.3	生态环保	
2020年四川省生态环保建设专项债券(六期)-2026年四川省政府专项债券(三十期)	7.36	生态环保	
2020年四川省生态环保建设专项债券(七期)-2027年四川省政府专项债券(三十一期)	6.09	生态环保	
2020年四川省生态环保建设专项债券(八期)-2028年四川省政府专项债券(三十二期)	4.3	生态环保	
广西壮族自治区			
2020年广西壮族自治区政府收费公路专项债券(一期)-2020年广西壮族自治区政府专项债券(一期)	56.57	收费公路	37.1
2020年广西壮族自治区政府铁路专项债券(一期)-2020年广西壮族自治区政府专项债券(二期)	37.1	铁路	
2020年广西壮族自治区政府社会领域专项债券(一期)-2020年广西壮族自治区政府专项债券(三期)	11.74	社会领域	
河北省			

2020年河北省社会事业专项债券(一期)-2020年河北省政府专项债券(一期)	77.02	社会事业	
2020年河北省社会事业专项债券(二期)-2020年河北省政府专项债券(二期)	14.6		
2020年河北省生态环保专项债券(一期)-2020年河北省政府专项债券(三期)	35.66	生态环保	
2020年河北省生态环保专项债券(二期)-2020年河北省政府专项债券(四期)	3.15		
2020年河北省市政建设专项债券(一期)-2020年河北省政府专项债券(五期)	72.76	基础设施	
2020年河北省市政建设专项债券(二期)-2020年河北省政府专项债券(六期)	12.28		
2020年河北省收费公路专项债券(一期)-2020年河北省政府专项债券(七期)	1.53	收费公路	
江苏省			
2020年江苏省城乡建设专项债券(一期)-2020年江苏省政府专项债券(一期)	31.7	城乡建设	45.25
2020年江苏省城乡建设专项债券(二期)-2020年江苏省政府专项债券(二期)	31.1	城乡建设	
2020年江苏省城乡建设专项债券(三期)-2020年江苏省政府专项债券(三期)	281.8	城乡建设	
2020年江苏省收费公路专项债券(一期)-2020年江苏省政府专项债券(四期)	12.35	收费公路	
深圳市			
2020年深圳市(本级)轨道交通专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(一期)	44.5	轨道交通	
2020年深圳市(本级)机场专项专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(二期)	31.5	机场专项	
2020年深圳市(本级)污水处理专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(三期)	1.4	污水处理	
2020年深圳市(罗湖区)水污染治理专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(四期)	0.7	水污染治理	
2020年深圳市(罗湖区)公立医院专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(五期)	2	公立医院	
2020年深圳市(福田区)产业园区专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(六期)	1.2	产业园区	
2020年深圳市(福田区)水污染治理专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(七期)	1.85	水污染治理	
2020年深圳市(福田区)学前教育专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(八期)	2	学前教育	
2020年深圳市(福田区)公立医院专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(九期)	3.05	公立医院	
2020年深圳市(南山区)公立医院专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(十期)	3.1	公立医院	
2020年深圳市(南山区)水污染治理专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(十一期)	2	水污染治理	
2020年深圳市(宝安区)水污染治理专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(十二期)	20	水污染治理	
2020年深圳市(龙岗区)水污染治理专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(十三期)	16.2	水污染治理	
2020年深圳市(龙岗区)公立医院专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(十四期)	2	公立医院	
2020年深圳市(盐田区)公立医院专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(十五期)	0.5	公立医院	
2020年深圳市(龙华区)水污染治理专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(十六期)	6.49	水污染治理	
2020年深圳市(龙华区)文体设施专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(十七期)	0.53	文体设施	
2020年深圳市(龙华区)综合停车场专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(十八期)	0.68	综合停车场	
2020年深圳市(龙华区)公立医院专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(十九期)	4	公立医院	
2020年深圳市(坪山区)水污染治理专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(二十期)	4.5	水污染治理	
2020年深圳市(坪山区)公立医院专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(二十一期)	1.6	公立医院	
2020年深圳市(光明区)水污染治理专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(二十二期)	10.2	水污染治理	
江西省			
2020年江西省交通领域补短板专项债券(一期)-2020年江西省政府专项债券(一期)	24.85	交通领域补短板	
2020年江西省红色旅游专项债券(一期)-2020年江西省政府专项债券(二期)	25.02	红色旅游	
2020年江西省农林水利综合补短板专项债券(一期)-2020年江西省政府专项债券(三期)	16.05	农林水利综合补短板	
2020年江西省生态环境综合整治专项债券(一期)-2020年江西省政府专项债券(四期)	18.49	生态环境综合整治	
2020年江西省惠民生工程建设专项债券(一期)-2020年江西省政府专项债券(五期)	13.77	惠民生工程建设	
2020年江西省惠民生工程建设专项债券(二期)-2020年江西省政府专项债券(六期)	82.24	惠民生工程建设	

2020年江西省惠民生工程建设专项债券(三期)—2021年江西省政府专项债券(七期)	96.55	惠民生工程建设	
2020年江西省市政和产业园区基础设施建设专项债券(一期)—2020年江西省政府专项债券(八期)	125.60	市政和产业园区建设	
2020年江西省市政和产业园区基础设施建设专项债券(二期)—2020年江西省政府专项债券(九期)	75.42	市政和产业园区建设	
2020年江西省乡村振兴(高标准农田建设)专项债券(一期)—2020年江西省政府专项债券(十期)	48.98	乡村振兴	
湖南省			
2020年湖南省政府专项债券(一期)	35	园区建设	
2020年湖南省政府专项债券(二期)	7.68	园区建设	
2020年湖南省政府专项债券(三期)	38.36	园区建设	
2020年湖南省政府专项债券(四期)	62.55	园区建设	
2020年湖南省政府专项债券(五期)	15.57	园区建设	
2020年湖南省政府专项债券(六期)	11.95	交通基础设施建设	
2020年湖南省政府专项债券(七期)	28.54	交通基础设施建设	
2020年湖南省政府专项债券(八期)	9	交通基础设施建设	
2020年湖南省政府专项债券(九期)	6.19	水务建设	
2020年湖南省政府专项债券(十期)	12.09	水务建设	
2020年湖南省政府专项债券(十一期)	9.28	水务建设	
辽宁省			
2020年辽宁省收费公路专项债券(一期)—2020年辽宁省政府专项债券(一期)	5.5	收费公路	
2020年辽宁省轨道交通专项债券(一期)—2020年辽宁省政府专项债券(二期)	10	轨道交通	
2020年辽宁省基础设施建设专项债券(一期)—2020年辽宁省政府专项债券(三期)	9.36	基础设施建设	
2020年辽宁省基础设施建设专项债券(二期)—2020年辽宁省政府专项债券(四期)	15.37	基础设施建	
2020年辽宁省基础设施建设专项债券(三期)—2020年辽宁省政府专项债券(五期)	6.72	基础设施建设	
2020年辽宁省医疗卫生专项债券(一期)—2020年辽宁省政府专项债券(六期)	7.5	医疗卫生	
2020年辽宁省医疗卫生专项债券(二期)—2020年辽宁省政府专项债券(七期)	7.55	医疗卫生	
厦门市			
2020年厦门市重大基础设施专项债券(一期)—2020年厦门市政府专项债券(一期)	36	重大基建	
2020年厦门市污水处理项目专项债券(一期)—2020年厦门市政府专项债券(一期)	25	污水处理	
2020年厦门市收费公路项目专项债券(一期)—2020年厦门市政府专项债券(一期)	9	收费公路	
2020年厦门市湖里区东部产业园区专项债券(一期)—2020年厦门市政府专项债券(一期)	30	产业园区	

数据来源: 中国债券信息网、广发证券发展研究中心

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 年进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。