

建筑装饰行业专题报告

新冠肺炎疫情对建筑行业影响分析

分析师：姚遥



SAC 执证号: S0260517070002

SFC CE.no: BMS332



021-60750610



gfyaoyao@gf.com.cn

核心观点:

- **复盘: 复盘 2003 年非典期间行情表现, 关注建筑板块业绩与估值两个层面影响。**2003 年非典疫情于春节前初现端倪, 3 月开始疫情逐步加剧, 4 月进入爆发期, 政治局会议展开全国防治, 至 6 月底新增及疑似病例不再增长, 疫情基本结束。作为劳动密集型的建筑行业, 关注建筑板块业绩与估值两个层面影响。(1) 从业绩端看, 四川路桥/葛洲坝 2003 年营收同比下滑 22%/24%, 扣非净利分别下滑 28%/38%。(2) 从估值端看, 建筑板块 PE (TTM) 估值在 SARS 扩散早期不跌反增, 主要由于经济处上行周期且受疫情初期影响较小; 在 2003.4-2003.5, 板块整体估值受疫情爆发影响加速下跌, 从 60 倍 PE (TTM) 跌至 45 倍 PE (TTM); 2003.5-2003.6, SARS 疫情进入缓解期, 板块估值小幅修复; 2003.6 之后, 板块整体走势与大盘较为一致。(3) 从收益端看, 建筑及各子板块受疫情影响较为明显, 在 SARS 初期板块有绝对收益但相对收益不明显, 在疫情爆发期板块明显跑输大盘, 在疫情缓解期板块由于前期深跌, 在本阶段均存在绝对/相对受益。
- **对比: 新冠肺炎疫情与非典疫情在经济环境与爆发时点存在不同。**(1) **经济环境不同:** 本次疫情大背景为经济减速及基建投资阶段性下行周期, 而 03 年经济处上升趋势且固投增速提升; (2) **爆发时点不同:** 本次疫情在春节之前, 预计对节后复工产生影响, 而 03 年非典在春季开工之后且未大范围停工, 对建筑施工影响相对较小。此前我们预估提前批专项债将在 Q1 形成实物量, 而疫情导致复工时间推迟可能会使这一时点向后延迟, 20Q1 基建、地产及制造业投资或承压。但 20 年是“十三五”的收官之年, 对标目标, 铁路、轨交等基建领域仍有较大差距, 预计 20 年相关领域实际投资有望好于预期。
- **机遇: 关注装配式建筑的发展机遇以及中长期业绩订单有望稳健增长的龙头公司带来的投资机会。**本次武汉“火神山”、“雷神山”疫情防治医院由中建三局牵头建设, 开工到交付时间均在 10 天以内, 均采用装配式轻钢结构, 中建科工、中国一冶、鸿路钢构参与生产加工钢构件, 充分体现了装配式建筑节省人工、节约工时、节能环保等优点, 未来在政策驱动下有望加速推广。此外, 关注整体上的复工节奏对建筑企业一季度业绩的影响, 中长期看, 20 年开始各地“十四五”规划有望相继出台, 同时伴随交通强国政策落地, 基建中长期需求或好于预期, 龙头公司中长期订单业绩有望持续向好。
- **投资建议: 公司方面,** 短期建筑板块表现或受疫情影响, 但目前板块低估值优势明显, 年初以来专项债发行加速, 后期基建稳增长重要性有望逐步体现, **建议关注: 自下而上, (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) 景气度有望持续向好的钢结构龙头 (鸿路钢构、精工钢构等); 自上而下, (3) 低估值建筑央企 (如中国建筑/中国铁建/中国化学等) 及地方龙头国企 (如上海建工等); (4) 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)。**
- **风险提示: 疫情影响超预期; 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。**

相关研究:

建筑装饰行业月度分析报告:19 年基建平稳复苏、地产竣工增速转正, 20 年专项债发行提速	2020-02-03
建筑装饰行业周报-疫情影响分析:短期业绩或受疫情影响, 关注节后复工及逆周期政策加码预期	2020-02-02
建筑行业 19Q4 公募基金持仓分析报告:建筑行业基金持仓仍处低位, 基金增持钢结构减持基建	2020-01-23

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	20.50	2020/1/21	买入	25.00	0.70	0.87	29.50	23.56	22.85	17.83	15.15	16.07
精工钢构	600496.SH	CNY	2.93	2019/10/18	买入	4.60	0.20	0.30	14.72	9.87	8.04	6.22	6.94	9.08
鸿路钢构	002541.SZ	CNY	11.32	2020/1/7	买入	15.21	0.97	1.17	11.72	9.64	8.11	5.63	10.26	11.09
中国建筑	601668.SH	CNY	5.20	2019/10/26	买入	8.00	1.00	1.10	5.19	4.74	3.34	3.15	14.87	14.13
中国铁建	601186.SH	CNY	8.60	2019/11/1	买入	13.50	1.51	1.66	5.69	5.17	3.87	3.96	10.75	10.58
中国中铁	601390.SH	CNY	5.06	2019/11/5	买入	7.47	0.86	0.95	5.88	5.33	4.06	5.13	9.29	9.28
中国交建	601800.SH	CNY	7.56	2019/9/8	买入	12.60	1.26	1.36	6.01	5.55	5.82	5.61	10.42	10.13
中国化学	601117.SH	CNY	6.74	2020/1/19	买入	8.20	0.63	0.78	10.75	8.61	1.69	1.46	8.48	9.63
苏交科	300284.SZ	CNY	7.19	2019/10/28	买入	10.72	0.67	0.81	10.67	8.87	6.54	5.16	14.98	15.26
中设集团	603018.SH	CNY	9.20	2019/10/26	买入	16.00	1.04	1.25	8.84	7.36	5.26	3.86	12.97	13.49
上海建工	600170.SH	CNY	3.09	2019/10/29	买入	4.44	0.38	0.43	8.24	7.17	2.53	2.38	9.85	10.18
金螳螂	002081.SZ	CNY	7.80	2019/10/25	买入	12.20	0.90	1.00	8.71	7.77	6.49	5.50	15.70	14.25
建研院	603183.SH	CNY	8.80	2019/10/23	买入	14.00	0.40	0.45	22.06	19.60	16.04	14.40	8.55	8.76

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、复盘：2003 年非典疫情对建筑装饰行业的影响	5
（一）估值与收益：建筑板块行情中后期受疫情影响较为明显，涨跌幅均超过大盘	5
（二）行业与业绩：疫情对固定资产投资影响较小，建筑企业业绩分化明显	8
二、对比：新冠疫情与非典时期有何不同？	11
（一）经济环境不同：本次疫情大背景为经济减速及基建投资阶段性下行周期	11
（二）爆发时点不同：新冠疫情或对节后复工产生影响	13
三、机遇：关注装配式建筑的发展机遇以及中长期业绩订单有望稳健增长的龙头公司带来的投资机会	15
（一）装配式建筑在疫区医院建设中发挥重要作用	15
（二）关注整体上的复工节奏对建筑企业一季度业绩的影响以及中长期业绩订单有望稳健增长的龙头公司带来的投资机会	17
四、投资建议	19
五、风险提示	20

图表索引

图 1: SW 建筑装饰第一阶段 (2002.12.1-2003.4.15) 涨幅位于行业中后段	6
图 2: SW 建筑装饰第二阶段 (2003.4.16-2003.5.13) 领跌	6
图 3: SW 建筑装饰第三阶段 (2003.5.14-2003.6.30) 涨幅居中	6
图 4: 2003 年 SW 建筑板块及上证综指 PE	7
图 5: 2003 年 SW 建筑装饰指数及上证综指走势	7
图 6: 02-04 年 GDP 当季同比增速	8
图 7: 三大产业对 GDP 累计同比贡献率	8
图 8: 2003 年固定资产与房地产开发投资完成额累计同比增速变化情况	9
图 9: 2003 年房屋新开工面积和商品房销售面积累计同比增速变化情况	9
图 10: 03 年 P.O42.5 级水泥平均价格情况 (月度)	10
图 11: 2003 年钢铁价格指数	10
图 12: 03-04 年 CPI 和 PPI 累计同比情况	12
图 13: 02-04 年工业增加值和社零累计同比情况	12
图 14: 历年新增专项债发行情况 (单位: 亿元)	14
图 15: 火神山、雷神山医院建造重要时点	15
图 16: 节后两天申万一级行业涨跌幅情况	19
表 1: 非典标志性事件发生时点	5
表 2: 非典各阶段建筑子版块涨跌幅情况	7
表 3: 部分建筑企业 02-03 年营业收入和归母净利润 (万元) 以及同比增速 (%) 情况	10
表 4: 03 年 SARS 和 19 年新冠病毒政策概况	11
表 5: 2018 年至今各月制造业 PMI 情况	12
表 6: 各省/市/自治区推迟复工情况	13
表 7: “十三五”现代综合交通运输体系发展规划	14
表 8: 传统浇灌式建筑 VS 装配式建筑	16
表 9: 2016 年至今装配式建筑重要政策汇总	16
表 10: 部分建筑企业 2019 年订单情况 (单位: 亿元)	18

一、复盘：2003 年非典疫情对建筑装饰行业的影响

（一）估值与收益：建筑板块行情中后期受疫情影响较为明显，涨跌幅均超过大盘

2003年非典疫情于春节前初现端倪，3月开始疫情逐步加剧，但社会各界并没有对此引起足够重视，国家旅游局在4月初仍宣布一切旅游活动正常进行。4月进入爆发期，北京、广东、山西、香港接连被世界卫生组织列为疫区，经中央政治局会议研究决定展开全国防治。5月，8天建成的小汤山医院开始收治非典病人，15日开始非典患者逐渐痊愈出院，6月底新增及疑似病例不再增长，世界卫生组织将北京从非典疫区名单中排除，疫情基本结束。

表 1：非典标志性事件发生时点

时间	标志性事件
2002.11.16	广东佛山发现第一起病例
2003.4.16	世界卫生组织在日内瓦宣布，病毒已经找到，正式命名为 SARS 病毒
2003.4.20	非典被列入我国法定传染病
2003.4.21-2003.4.30	北京疫情严峻，最高一天新增病例达 150 多人
2003.5.1	北京市第一家专门治疗非典的临时性传染病医院小汤山医院开始接收病人
2003.5.9	北京新增病例数首次减至 50 以内
2003.5.15	小汤山非典定点医院第一批 7 名病人痊愈出院
2003.5.23	深圳和香港的科研人员联合宣布，从果子狸等野生动物体内找到非典病毒前体
2003.6.8	北京首次迎来新增非典病例零纪录
2003.6.24	世界卫生组织宣布将北京从非典疫区名单中排除

数据来源：《非典大事记》（广东科技，03 年第 7 期，卢海）、广发证券发展研究中心

综合非典疫情严重程度以及A股走势，我们将非典对行情的影响划分为三个阶段：

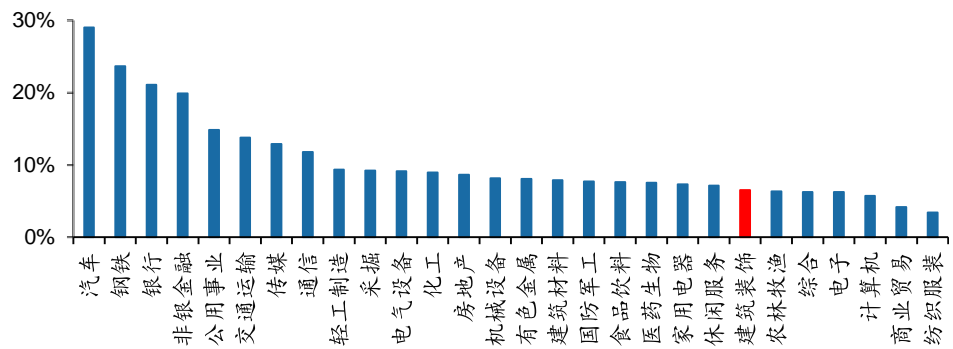
阶段一（2002.12.1-2003.4.15）：疫情扩散期，大众对于非典的认识较为不足，市场对于疫情反应温和。

阶段二（2003.4.16-2003.5.13）：非典疫情大规模爆发引起市场恐慌，行情迅速下跌。

阶段三（2003.5.14-2003.6.30）：疫情逐渐好转，市场触底反弹，行情有所回升。

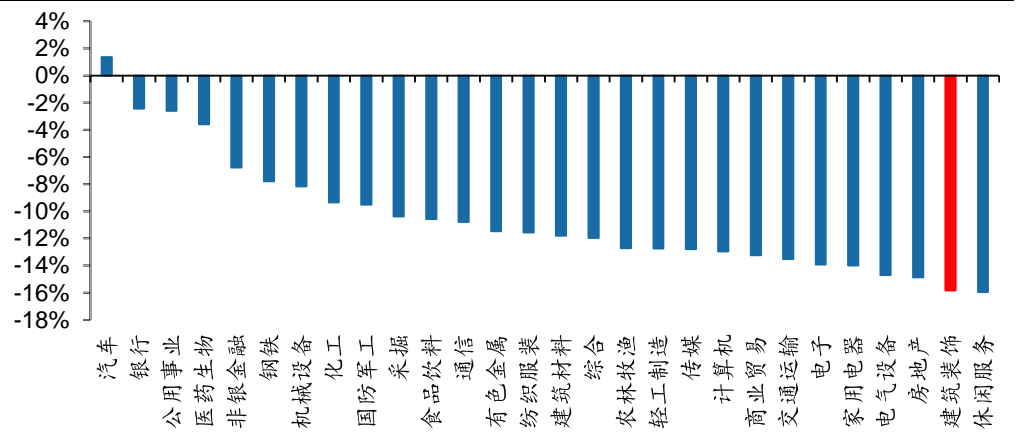
建筑行业是典型的劳动密集型产业，在非典爆发的中后期，受疫情影响较为明显。同时建筑板块弹性较大，在第二、第三阶段的涨跌幅均超过大盘，第二阶段跌幅在 28 个申万一级子行业中位居第二。

图 1: SW 建筑装饰第一阶段 (2002.12.1-2003.4.15) 涨幅位于行业中后段



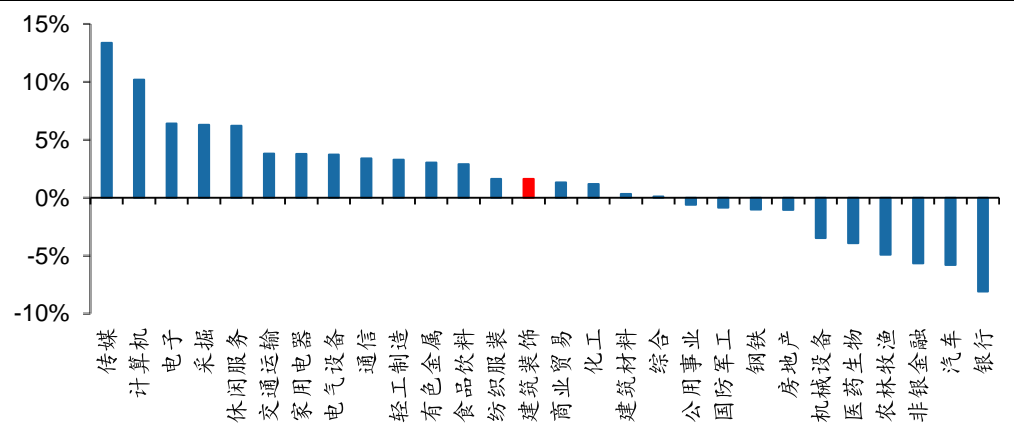
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 2: SW 建筑装饰第二阶段 (2003.4.16-2003.5.13) 领跌



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 3: SW 建筑装饰第三阶段 (2003.5.14-2003.6.30) 涨幅居中

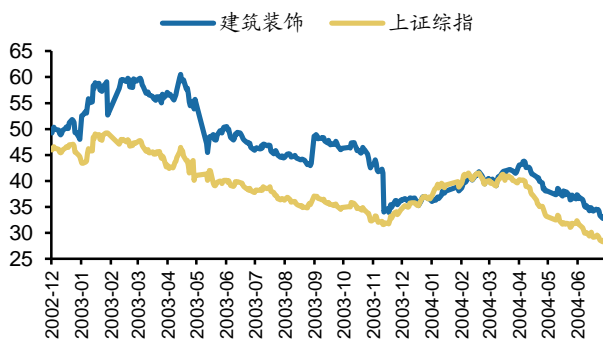


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

从估值端来看，建筑板块PE（TTM）估值在SARS扩散早期（2002.12-2003.3）不跌反增，主要由于经济处上行周期且受疫情初期影响较小；在2003.4-2003.5，板块整体估值受疫情爆发影响加速下跌，从60x以上跌至45x左右；2003.5-2003.6，SARS疫情进入缓解期，板块估值小幅修复；2003.6之后，板块整体走势与大盘较为一致。

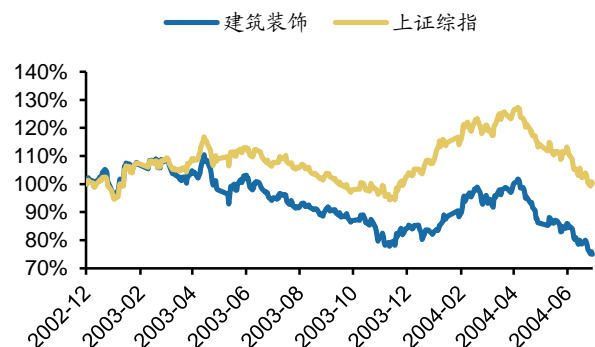
从收益端来看，建筑及各子版块受疫情影响较为明显，在SARS初期（2002.12-2003.3）板块有绝对收益但相对收益不明显，在疫情爆发期（2003.4-2003.5）板块下跌明显且大幅跑输大盘，在疫情缓解期（2003.5-2003.6）板块由于前期深跌，在本阶段均存在绝对/相对受益。

图 4：2003年SW建筑板块及上证综指PE



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 5：2003年SW建筑装饰指数及上证综指走势



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 2：非典各阶段建筑子版块涨跌幅情况

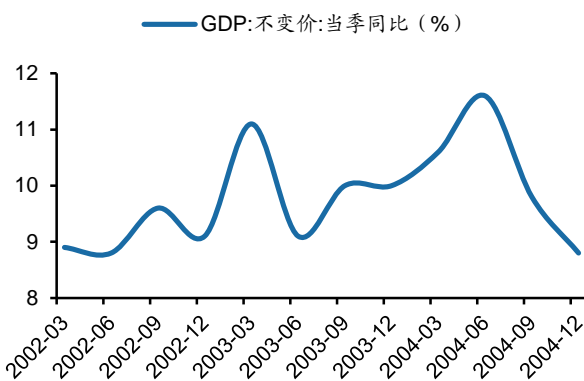
	2002/12/1-2003/4/15 疫情扩散期，市场反应较为温和	2003/4/16-2003/5/13 疫情严峻期，行情快速下跌	2003/5/14-2003/6/30 疫情缓解期，行情触底反弹
上证综指	13.76%	-8.96%	0.05%
沪深 300	13.11%	-7.66%	-0.15%
建筑装饰	6.55%	-15.82%	1.61%
房屋建设	-0.50%	-17.74%	4.14%
铁路建设	0.29%	-14.86%	3.73%
水利工程	4.52%	-14.73%	9.59%
城轨建设	2.29%	-12.62%	3.13%
路桥施工	13.36%	-16.94%	-2.31%
国际工程承包	17.90%	-19.74%	1.11%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

(二) 行业与业绩： 疫情对固定资产投资影响较小，建筑企业业绩分化明显

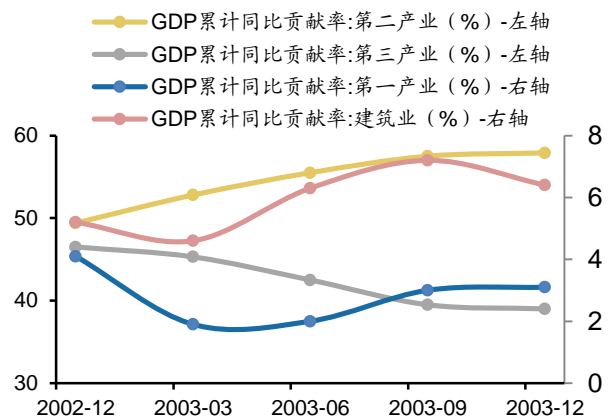
03年非典对宏观经济的影响主要集中在第二季度。随着疫情的爆发，“五一黄金周”被取消，2003Q2的GDP增速出现暂时性下跌，但随着6月疫情态势缓解，第三季度GDP增速迅速恢复上升，全年GDP实际增速10.0%，比上一年上升0.9pct。分行业来看，非典疫情对第三产业（交通、餐饮、旅游、零售、娱乐、房地产）影响最为广泛，第三产业对GDP贡献率在2003年持续下跌，而第二产业（工业、建筑业）贡献率则不断攀升。

图 6： 02-04年GDP当季同比增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

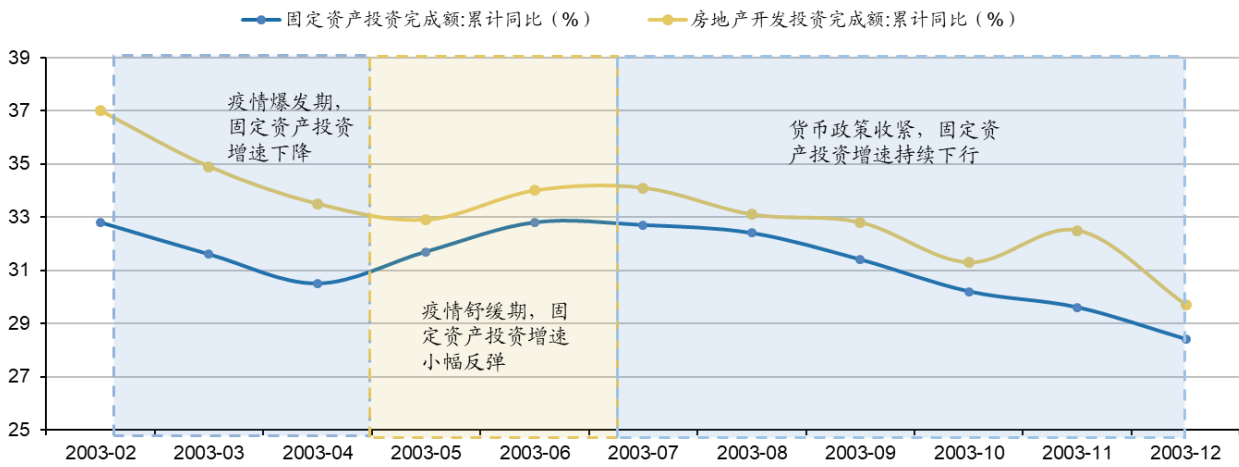
图 7： 三大产业对GDP累计同比贡献率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

总体来看，2003年中国经济上升势头强劲。伴随经济上升，固定资产投资/房地产开发投资也明显加快，全年累计同比增速分别达到28.4%/29.7%，分别比上年上升+10.0pct/+7.7pct。分月度来看，2003年固定资产投资增速在非典爆发期（2003.3-2003.4）有所放缓，在疫情缓解期（2003.5-2003.7）小幅反弹，在03年最后五个月内持续下行，房地产投资增速变化也大致如此，但03年下半年投资增速下降或是由于货币政策收紧导致。由此可见，非典对固定资产投资的影响主要集中在3、4两月，从全年来看，影响并不明显。

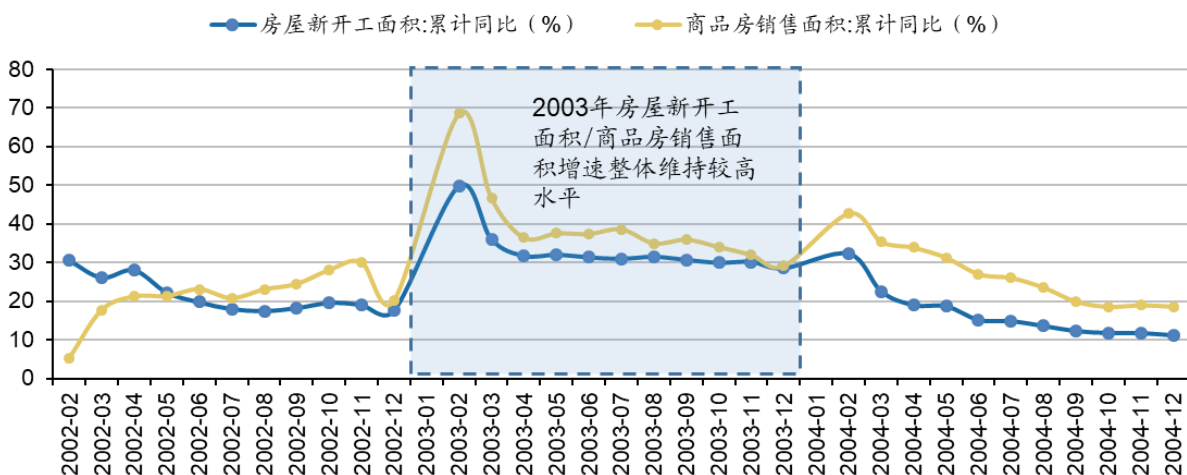
图 8：2003 年固定资产与房地产开发投资完成额累计同比增速变化情况



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

房屋新开工面积/商品房销售面积增速变化与固定资产投资增速变化在时点上保持了较为高度的一致：在疫情爆发的3-4月迅速下降，在5-7月小幅反弹，8-12月受货币政策影响波动下行。但综合2002年和2004年的数据来看，2003年房屋新开工面积以及商品房销售面积同比增速均维持在较高水平，这也符合2003年所处的经济上行周期的规律。所以我们得出结论，非典疫情对全年房屋新开工情况和商品房销售情况影响总体来看较微弱。

图 9：2003 年房屋新开工面积和商品房销售面积累计同比增速变化情况



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

2003年建筑企业的经营情况出现了分化，一部分建筑企业保持了业绩的稳定甚至实现了较大幅度的增长，一部分建筑企业营业收入和归母净利润出现了较大幅度的下滑，其中四川路桥/葛洲坝2003年营收同比下滑22.04%/24.47%，归母净利润分别下滑32.54%/39.09%。导致该部分建筑企业业绩下滑的原因有三：

- (1) 由于非典疫情导致建筑企业施工进度变缓，停工和管理成本增加。
- (2) 由于03年国家工程施工企业资质重新就位，工程施工一级资质以上企业由过去的 300 多家猛增至 600 多家，行业竞争加剧。
- (3) 2003年建筑行业主要原材料钢铁和水泥价格全年持续上涨。

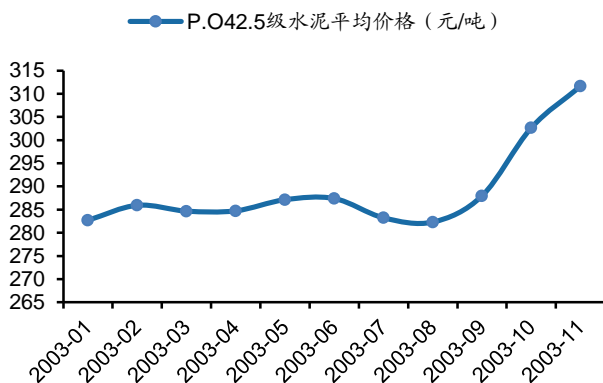
由此可见，非典只是导致企业业绩下滑的因素之一，我们应正视但不应过分夸大疫情对建筑企业的影响。

表 3: 部分建筑企业 02-03 年营业收入和归母净利润 (万元) 以及同比增速 (%) 情况

	营业收入 (万元)						归母净利润 (万元)					
	02 年	03 年	增速	02Q2	03Q2	增速	02 年	03 年	增速	02Q2	03Q2	增速
杭萧钢构	63,638	128,028	101.18	-	-	-	4,397	6,541	48.76	-	-	-
安徽水利	47,043	80,700	71.55	-	-	-	1,762	2,499	41.83	-	-	-
四川路桥	276,503	215,566	-22.04	-	-	-	6,843	4,616	-32.54	-	-	-
精工钢构	13,881	10,325	-25.61	-	-	-	673	248	-63.18	-	-	-
上海建工	904,313	1,092,259	20.78	197,493	225,610	14.24	19,296	18,381	-4.74	5,088	5,142	1.06
山东路桥	72,047	73,467	1.97	14,047	16,061	14.34	-9,885	4,973	-	-3,313	355	-
葛洲坝	189,701	143,284	-24.47	47,354	33,238	-29.81	8,272	5,038	-39.10	2,403	1,766	-26.48
隧道股份	443,713	527,254	18.83	109,398	132,430	21.05	10,724	10,807	0.78	5,249	5,457	3.96

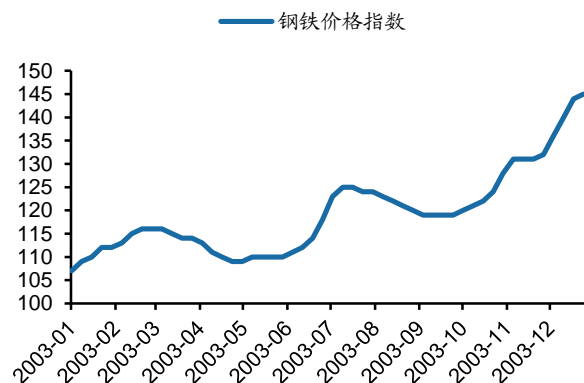
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 10: 03年P.O42.5级水泥平均价格情况 (月度)



数据来源：中国建材工业经济研究会、广发证券发展研究中心

图 11: 2003年钢铁价格指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、对比：新冠疫情与非典时期有何不同？

2019年12月，首个新型冠状病毒确诊病例出现于武汉。1月28日，境内新冠病毒累计确诊病例数已超过03年中国内地非典累计病例数。根据国家卫健委披露，截至2020年1月31日24时，中国大陆累计确诊病例11791人、疑似病例17988人、治愈病例243人、死亡病例259人，致死率约为2.2%。而2003年WHO公布的非典内地致死率约为7%。与非典病毒相比，新冠病毒明显传播能力更强但致死率较低。

由于有了非典的经验与教训，针对此次新冠肺炎疫情，各级政府采取应对措施的速度明显加快。2003年4月17日，首个非典病例出现五个月后，中央政治局会议才做出全国防治的决定，随后全国范围内的防控举措才逐渐推进。而20年1月20日，习近平总书记已就此次疫情防控做出重要指示，之后五天内，30个省份启动重大突发公共卫生事件一级响应。

表 4：03 年 SARS 和 19 年新冠病毒政策概况

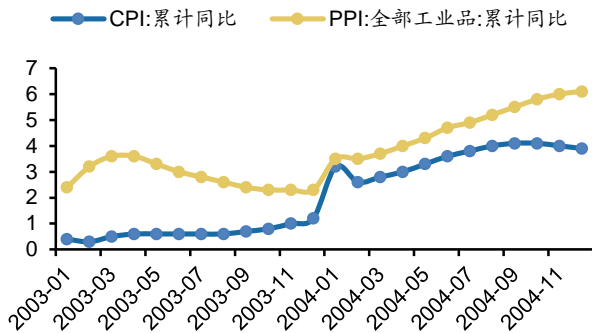
2003 年 SARS	2020 年新型冠状病毒
香港停课： 03/3/28，香港宣布从 3 月 31 日起全港停课	中央指示： 20/1/20，习近平做出重要指示
世卫合作： 03/4/2，与世卫全面合作，申报所有案例	武汉封城： 截至 20/1/24，包括武汉在内的湖北 14 个城市陆续封城
中央指示： 03/4/17，召开政治局会议；03/4/20，中央召开记者会，宣布北京疫情存在瞒报，撤销相关负责人职务；03/4/23，成立国务院防治非典指挥部	医院建设： 20/1/24，武汉市开建火神山医院，一天后开建雷神山医院
信息披露： 03/4/20，卫生部宣布实行疫情一日一报制	一级响应： 截至 1 月 25 日，已有 30 省份启动重大突发公共卫生事件一级响应
假期调整： 03/4/23，五一黄金周暂停	财政专项： 20/1/28，财政部紧急预拨疫情防控资金 44 亿元
财政专项： 03/4/23，财政部公布 20 亿非典防治基金用途	假期调整： 20/1/26，国务院宣布延长春节假期至 2 月 2 日
医院建设： 03/4/23，北京市宣布紧急建设小汤山医院	开市延期： 20/1/27，证监会宣布 A 股开市交易延期一天
北京停课： 03/4/23，北京市中小学从 24 日起停课两周	开学延期： 20/1/27，教育部决定春季学期延期开学
开市延期： 03/4/29，证监会将开市从 5 月 5 日推迟到 12 日	

数据来源：人民日报、财新网、广发证券发展研究中心

（一）经济环境不同：本次疫情大背景为经济减速及基建投资阶段性下行周期

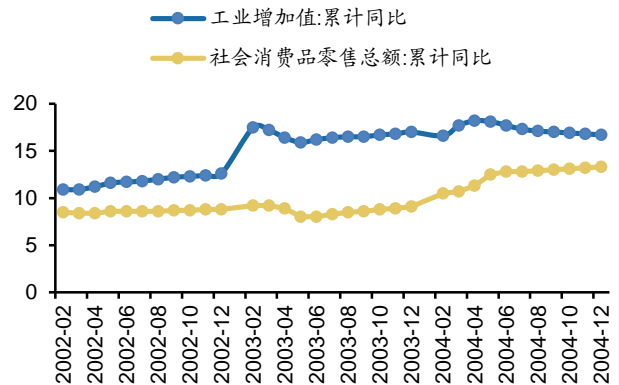
2003年经济处上升区段，中国经济各项指标都出现了加速上升的势头，GDP、固定资产投资都以高速增长，这导致我国电力交通等领域出现短缺。同时，原材料和大宗商品价格不断攀升对不少企业成本端造成压力。PPI和CPI同比增速虽然在非典疫情爆发期有所下降，但总体保持上升态势。这也进一步证明，非典疫情并不能改变经济周期的大趋势。当时宏观调控的主要目的是防止经济过热，所以下半年，央行的货币政策开始转向：央行一方面发行央行票据进行基础货币回笼，另一方面在9月21日将法定存款准备金调高1pct。

图 12: 03-04年CPI和PPI累计同比情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 13: 02-04年工业增加值和社零累计同比情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

与非典时期不同, 本次疫情大背景为经济减速及基建投资阶段性下行周期。19年11-12月, 经济整体呈现弱复苏态势。1月31日, 国家统计局公布2020年1月份制造业PMI为50.0, 处于相对高位, 而PMI生产经营活动预期大幅上升至57.9。非制造业商务活动指数也落在54以上。1月PMI的采样区间截止至1月20日, 基本可以反映出疫情爆发前, 经济内生态势较好。新冠病毒爆发后, 需求收缩, 经济短期内会受到冲击, 但20年是全面建设小康社会的决胜年, 政策稳增长的大方向不会变, 疫情对于经济的冲击可能会导致后续财政政策和货币政策的弹性调整。经济结束后供给打开, 若疫情防控时间进度把握较好, 二季度经济可能会有较快的阶段性修复。非典和新冠疫情所处的经济周期和后续政策走向并不相同, 不宜简单套用03年经验作为判断依据。

表 5: 2018 年至今各月制造业 PMI 情况

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

2019-02	49.2	49.5	50.6	46.3	47.5	49.8
2019-03	50.5	52.7	51.6	48.4	47.6	50.2
2019-04	50.1	52.1	51.4	47.2	47.2	49.9
2019-05	49.4	51.7	49.8	47.4	47.0	50.9
2019-06	49.4	51.3	49.6	48.2	46.9	50.2
2019-07	49.7	52.1	49.8	48.0	47.1	50.1
2019-08	49.5	51.9	49.7	47.5	46.9	50.3
2019-09	49.8	52.3	50.5	47.6	47.0	50.5
2019-10	49.3	50.8	49.6	47.4	47.3	50.1
2019-11	50.2	52.6	51.3	47.8	47.3	50.5
2019-12	50.2	53.2	51.2	47.2	47.3	51.1
2020-01	50.0	51.3	51.4	47.1	47.5	49.9

数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

（二）爆发时点不同：新冠疫情或对节后复工产生影响

03年4月下旬，社会各界才对非典疫情引起足够重视，此时建筑施工项目大多已处于开工状态，各地监管部门只是要求施工方对工人进行体温监测和封闭管理，对工地及工人居住地进行消毒，并未强制要求停工，因此非典对建筑施工的影响相对较小。而此次疫情爆发时值春节假期，国家采取的防控措施全面升级，湖北几乎所有城市都采取了封城措施，全国省际公路基本停运，20多个省市延后节后复工时间，普遍不早于2月9日。建筑行业是典型的劳动密集型行业，农民工是建筑施工的重要力量，此次疫情预计会对农民工返乡以及建筑企业复工造成不良影响，具体影响大小还要取决于各省市公共交通管制情况以及各建筑企业对疫情的态度。

表 6：各省/市/自治区推迟复工情况

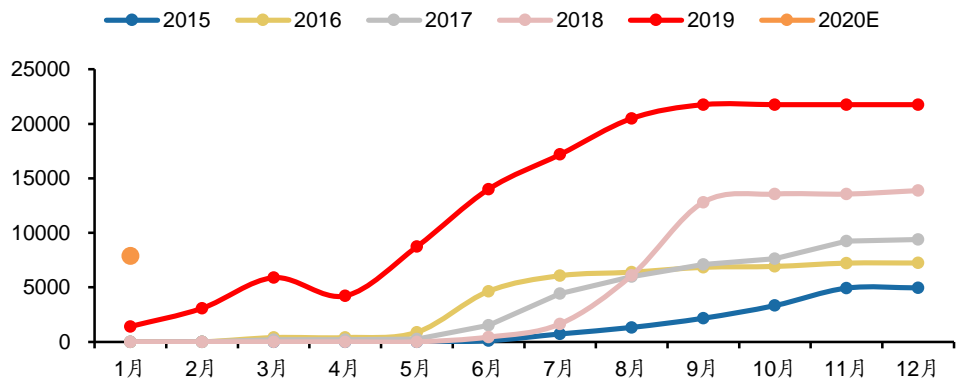
省/市/自治区	最新复工时间（截至1月31日）
湖北省	各类企业不早于2月13日24时前复工
江苏省	各类企业不早于2月9日24时前复工
浙江省	各类企业不早于2月9日24时前复工
广东省	各类企业不早于2月9日24时前复工
重庆市	各类企业不早于2月9日24时前复工
福建省	各类企业不早于2月9日24时前复工
安徽省	各类企业不早于2月9日24时前复工
上海市	各类企业不早于2月9日24时前复工
江西省	各类企业不早于2月9日24时前复工
黑龙江省	各类企业不早于2月9日24时前复工
贵州省	各类企业不早于2月9日24时前复工
辽宁省	各类企业不早于2月9日24时前复工
河南省	各类企业不早于2月9日24时前复工
河北省	各类企业不早于2月9日24时前复工
云南省	省内各类企业及建设工程项目不早于2月9日24时前复工

山东省	各类企业不早于2月9日24时复工，涉疫情防控必需的除外
广西壮族自治区	2月9日前，全区所有在建项目一律不得复工
北京市	2月9日24时前具备条件的企业采取灵活办公方式
四川省	省内各类企业按照国务院办公厅关于春节放假的通知要求有序组织复工
吉林省	全省各类企业不早于2月2日24时前复工

数据来源：各省、市、自治区政府公告、广发证券发展研究中心

1月份地方专项债发行大幅提升（地方债超8000亿，专项债7816亿）。此前，我们预估提前批专项债将在Q1形成实物量，而疫情导致复工时间推迟可能会使这一时点向后延迟，20Q1基建、地产及制造业投资或将承压。但20年是“十三五”的收官之年，对标“十三五”目标，铁路、轨交、内河航道、民用机场等基建领域仍有较大差距，预计20年相关领域实际投资有望好于预期。因此，疫情如果能被及时缓解，对建筑企业业绩和建筑业发展造成的总体影响预计较为有限。

图 14：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

表 7：“十三五”现代综合交通运输体系发展规划

指标名称	2015年	2017年	2018年	2020年	属性
铁路营业里程（万公里）	12.1	12.7	13.1	15	预期性
高速铁路营业里程（万公里）	1.9	2.5	2.9	3.0	预期性
铁路复线率（%）	53	57	-	60	预期性
铁路电气化率（%）	61	69	-	70	预期性
公路通车里程（万公里）	457.73	477.35	484.65	500	预期性
高速公路建成里程（万公里）	12.4	13.6	14.3	15	预期性
内河高等级航道里程（万公里）	1.36	1.25	1.35	1.71	预期性
沿海港口万吨级及以上泊位数（个）	2207	2366	2444	2527	预期性
民用运输机场数（个）	207	229	235	260	预期性
通用机场数（个）	300	-	-	500	预期性
建制村通硬化路率（%）	94.5	98.4	99.5	99	约束性
城市轨道交通运营里程（公里）	3300	5032.7	5295.1	6000	预期性
油气管网里程（万公里）	11.2	-	-	16.5	预期性

数据来源：《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，《2017年交通运输行业发展统计公报》，《2018年交通运输行业发展统计公报》，广发证券发展研究中心

三、机遇：关注装配式建筑的发展机遇以及中长期业绩 订单有望稳健增长的龙头公司带来的投资机会

（一）装配式建筑在疫区医院建设中发挥重要作用

2003年，8天建成的小汤山医院在抗击非典的过程中起到了不可或缺的作用。为了更好地集中收治新冠肺炎感染病患，武汉市防疫指挥部决定建造火神山与雷神山医院。本次武汉“火神山”、“雷神山”疫情防治医院由中建三局牵头建设，中建科工（原中建钢构）、中国一冶、鸿路钢构参与生产加工钢构件，总建筑面积分别为3.4/7.5万平方米，开工到交付时间均在10天以内。与小汤山医院一样，火神山和雷神山医院均为装配式建筑。但此次建造的两个医院采用的是钢结构箱式房，用集装箱式箱体活动板房在现场进行模块化拼接，相比于17年前建成的小汤山医院机械化与工业化程度更高。1月24日，火神山医院相关设计方案完成；1月29日，建设进入病房安装攻坚期；2月3日，火神山医院正式返工，开始收治病人，而雷神山医院也预计将于2月5日完工。这次医院建造过程充分体现了装配式建筑节能人工、节约工时、节能环保等优点，有助于装配式建筑渗透率的进一步提升。

图 15：火神山、雷神山医院建造重要时点



数据来源：新华网、人民网、央视新闻、广发证券发展研究中心

装配式建筑在施工周期、资源消耗、节能环保等方面占据先天优势，符合国家可持续发展的战略，具体体现在以下几个方面：

作业方式方面：装配式建筑采用装配化施工，降低施工现场噪音扰民、废水排放及粉尘污染，减少沙石开采和建筑垃圾排放。

施工周期方面：运输至施工现场后，由专业化施工团队直接进行吊装与安装，人工作业量少、工程耗时短，相应的事事故率也较低。

成本方面：装配式建筑人力需求少，可减少建筑企业的人力成本。

主材回收与再生方面：拆除建筑时，钢结构住宅主体结构材料回收率在90%以上，较传统混凝土垃圾排放量减少约60%。

低碳建造方面：钢结构住宅建造时二氧化碳排放量约为480kg/m²，较传统混凝土碳排放量740.6kg/m²降低35%以上。

节约材料方面：钢结构住宅高层建筑相较于传统混凝土结构，其自重减轻约40%，可大幅减少水泥、沙石等资源消耗，从而大幅减少矿物开挖、冶炼及运输过程中的碳排放。

表 8：传统浇灌式建筑 VS 装配式建筑

	传统建筑方式	装配式建筑
作业方式	半手工操作、混凝土浇灌	工业化生产、现场安装
施工周期	现场浇灌定型到安装，耗时长	现场直接吊装、安装，耗时短
资源消耗	资源消耗大，辅材浪费严重	依靠模具规模化生产，节约材料
环境影响	环境污染严重：废水、噪音、粉尘污染	预制构件节能环保
工程安全与质量	安全事故隐患高，浇灌质量层次不齐	人工作业量少，事故率低，专业生产、装配团队安全可靠

数据来源：《我国装配式建筑的现状与发展》（中国科技信息杂志社 14 年第 7 期，李滨）、广发证券发展研究中心

2006年以来，国家出台了多项政策支持装配式建筑发展。2017年3月出台的《“十三五”装配式建筑行动方案》要求到2020年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上，全国划分为“重点推进、积极推进、鼓励推进”三类地区有重点地“自上而下”逐步推进：

重点推进地区：包括京津冀、长三角、珠三角三大城市群，装配式建筑占新建建筑的比例须达20%。

积极推进地区：包括常住人口超过300万的其他城市，装配式建筑占新建建筑的比例须达15%。

鼓励推进地区：包括其余城市，装配式建筑占新建建筑的比例须达10%。

住建部于2019年3月11日发布《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司2019年工作要点的通知》，提出要推进建筑业重点领域改革，促进建筑产业转型升级，其中首条即强调要推进钢结构于住宅建设试点。在政策的驱动下，钢结构行业有望加速发展，建议关注景气度有望持续向好的钢结构龙头（鸿路钢构、精工钢构等）。

表 9：2016 年至今装配式建筑重要政策汇总

时间	机构	政策或会议名称	主要内容
2016.2	国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	加大政策支持力度，力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。积极稳妥推广钢结构建筑。
2016.3	-	《政府工作报告》	积极推广绿色建筑和建材，大力发展钢结构和装配式建筑，加快标准化建设，提高建筑技术水平和工程质量。
2016.9	国务院	国务院常务会议	决定大力发展装配式建筑，推动产业结构调整升级。

2016.9	国务院	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过300万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区，因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑。力争用10年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%。
2017.1	国务院	《“十三五”节能减排综合工作方案》	实施绿色建筑全产业链发展计划，推行绿色施工方式，推广节能绿色建材、装配式和钢结构建筑。
2017.2	国务院	国务院常务会议	深化建筑业“放管服”改革，推广智能和装配式建筑。
2017.2	国务院	《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》	要坚持标准化设计、工厂化生产、装配化施工、一体化装修、信息化管理、智能化应用，推动建造方式创新，大力发展装配式混凝土和钢结构建筑，在具备条件的地方倡导发展现代木结构建筑，不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例。力争用10年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%。
2017.3	住建部	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	大力发展装配式建筑，加快建设装配式建筑生产基地，培育设计、生产、施工一体化龙头企业；完善装配式建筑相关政策、标准及技术体系。积极发展钢结构、现代木结构等建筑结构体系。
2017.3	住建部	《“十三五”装配式建筑行动方案》、《装配式建筑示范城市管理办法》、《装配式建筑产业基地管理办法》	到2020年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上，其中重点推进地区达到20%以上，积极推进地区达到15%以上，鼓励推进地区达到10%以上；培育50个以上装配式建筑示范城市，200个以上装配式建筑产业基地，500个以上装配式建筑示范工程，建设30个以上装配式建筑科技创新基地。
2017.7	住建部	《建筑业持续健康发展意见》	推广智能和装配式建筑——住建部、发改委、工信部。
2018.3	住建部	《2018年工作要点》	扩大绿色建筑强制推广范围，力争到今年底，城镇绿色建筑占新建建筑比例达到40%。
2018.1	住建部	全国住房和城乡建设工作会议	大力发展钢结构等装配式建筑，积极化解建筑材料、用工供需不平衡的矛盾，加快完善装配式建筑技术和标准体系。
2019.3	住建部	《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》	推进建筑业重点领域改革，促进建筑产业转型升级，推进钢结构于住宅建设试点。

数据来源：国务院、住建部、广发证券发展研究中心

（二）关注整体上的复工节奏对建筑企业一季度业绩的影响以及中长期业绩订单有望稳健增长的龙头公司带来的投资机会

目前已有20省市自治区公告推迟复工时间，普遍不早于2月9日，具体复工时间视疫情而定，节后整体复工节奏或面临影响，疫情演变仍是主要变量。建筑企业目前多

预计在2月中下旬逐步复工，因此建筑企业一季度收入业绩增速或有所放缓。

从建筑央企及地方国企披露2019年订单数据来看，19全年建筑公司订单增速整体较Q3有所提升：中国化学/中国中铁/中国铁建/中国中冶/葛洲坝/中国电建/中国核建/中国建筑订单增速分别为+56.68%/+27.90%/+26.70%/+18.30%/+12.98%/+12.29%/+10.40%/+9.12%，较前三季度增速变动+49.9pct/+13.4pct/+11.6pct/-0.5pct/-2.5pct/+9.1pct/+7.1pct/+0.2pct 而中国交建也有望维持前三季度增速水平。地方国企上海建工/隧道股份/四川路桥/山东路桥2019年订单增速分别为+18.81%/+5.04%/-46.59%/+73.29%。较前三季度增速变动1.2pct/+3.6pct/+12.7pct/-91.9pct。对标“十三五”目标，铁路、轨交、内河航道、民用机场等基建领域仍有较大差距，预计20年相关领域实际投资有望好于预期；中长期看，20年开始各地“十四五”规划有望相继出台，同时伴随交通强国政策落地，基建中长期需求或好于预期，龙头公司有望持续受益。

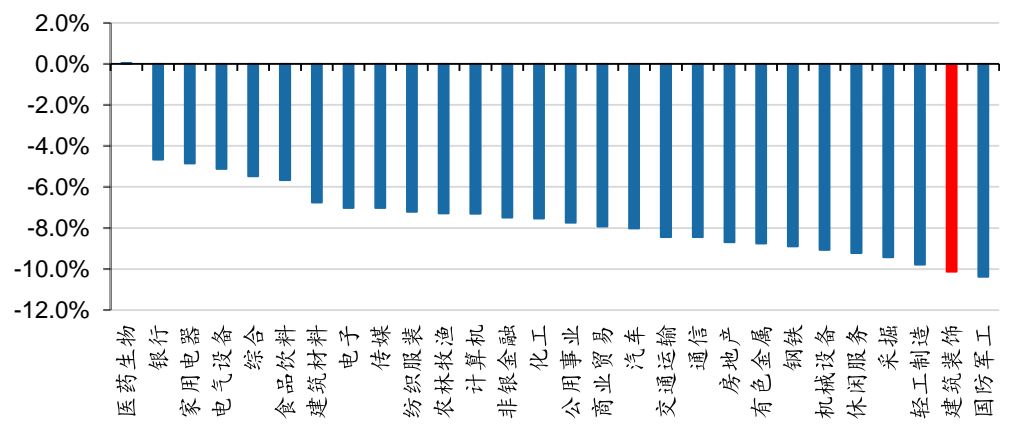
表 10: 部分建筑企业 2019 年订单情况 (单位: 亿元)

公司名称	19Q1		19H1		19Q1-3		19 年全年	
	订单额	同比增速	订单额	同比增速	订单额	同比增速	订单额	同比增速
中国建筑	6562	8.44%	14361	5.99%	20387	8.97%	28639	9.12%
中国铁建	2974	6.27%	7187	18.01%	11152	25.07%	20069	26.70%
中国中铁	3133	0.30%	7013	10.50%	10897	14.50%	21649	27.90%
中国交建	2033	13.38%	4967	15.85%	6537	12.16%	-	-
中国电建	1754	16.15%	3027	15.80%	3859	3.23%	5118	12.29%
中国中冶	1821	5.33%	3815	20.32%	5347	18.80%	7878	18.30%
中国化学	377	47.10%	893	11.55%	1149	6.73%	2272	56.68%
葛洲坝	535	-33.00%	1403	17.01%	1699	15.46%	2520	12.98%
中国核建	208	17.10%	458	-5.30%	728	3.30%	971	10.40%
四川路桥	116	-61.01%	142	-67.02%	197	-59.28%	546	-46.59%
山东路桥	20	-34.93%	133	95.72%	237	165.19%	262	73.29%
上海建工	920	30.82%	1720	19.86%	2445	17.65%	3608	18.81%
隧道股份	121	9.19%	257	5.09%	393	1.45%	619	5.04%
宏润建设	24	-44.55%	48	-25.83%	78	-26.53%	93	-29.59%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2月3日节后股市开盘两天，申万建筑装饰板块跌幅位于全行业第二，建筑板块目前处于低涨幅、低估值、低持仓的“三低”状态。疫情缓解后，逆周期调节力度有望加大，基建是稳增长的主要抓手。

图 16: 节后两天申万一级行业涨跌幅情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

四、投资建议

公司方面，短期建筑板块表现或受疫情影响，但目前板块低估值优势明显，年初以来专项债发行加速，后期基建稳增长重要性有望逐步体现，**建议关注：**

自下而上，（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）景气度有望持续向好的钢结构龙头（鸿路钢构、精工钢构等）；

自上而下，（3）低估值建筑央企（如中国建筑/中国铁建/中国化学等）及地方龙头国企（如上海建工等）；（4）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）。

国检集团：公司为国内建工建材领域规模最大的综合性第三方检验机构，实际控制人为中国建材集团，控股股东为中国建材总院。公司齐全的资质以及研发能力为公司的重要优势，公司目前拥有11个国家级检验中心，15个行业级检验中心。同时检测行业现在正处于蓬勃发展阶段，公司将通过并购实现有序扩张，同时进行跨领域并购与跨区域并购。“两材重组”方面，中材集团将8家机构纳入公司经营，有望增厚公司2019年利润。而19年12月公司股权激励方案落地，高定价彰显信心。

鸿路钢构：公司为国内钢结构制造行业龙头，技术与产能实力雄厚。公司不断提升自身产能，2019年新签加工订单及收入保持高增，随着产能扩张加速，成本优势助吨净利水平进一步提升。住建部持续推进住宅钢结构试点，钢结构渗透率有望提升。公司作为国内钢结构制造行业龙头，有望不断提升自身产能和产能利用率，实现未来收入和业绩的高增。

中国铁建：公司为铁路建设龙头，公司19年前三季度业绩订单双双高增，2019Q2、Q3订单持续提速，19Q3单季度工程订单增速超40%，后期有望逐步转化为收入及业绩。此外，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。19年12月公司公司董事会审议通过拟引入投资者进行市场化债转股，有效降低公司资产负债率。同时审议通过铁建重工拟公开发行股票并上市科创板，进而提升公司的盈利水平和稳健性，公司所持有的铁建重工权益价值有望进一步提升，流动性也将显著改善。

上海建工：公司为长三角地区建筑施工龙头企业，随着长三角一体化建设加速与上海自贸区建设的进一步推进，公司订单有望持续稳健增长。公司背靠上海市国资委，分红比例较高（18年为45%），股息率处于建筑公司前列。本周公司公告子公司建筑材料分拆上市，有望提升子公司治理水平、激发经营活力。

中国建筑：公司19年12月订单回暖，地产业务结算加速，支撑公司收入及业绩增长。分季度看，公司2019Q1/Q2/Q3收入增速分别为10.2%/21.7%/14.6%，归母净利润增速分别为8.8%/4.2%/18.5%。其中，19Q3收入稳健增长，业绩增速较上半年明显提升。公司第三期限制性股票激励计划要求净利润三年复合增长率不低于9.5%，在18年高基数基础上仍维持较快增长，彰显公司后续发展信心。

苏文科：公司连续多年业绩及订单增速均在20%以上，18年业绩增速达30%，盈利能力也有所提升。公司作为民营设计龙头，资质齐全，通过属地化建设开拓全国市场，业务领域较广且协同效应较强，未来有望深化与海外子公司在技术和管理方面的整合，助力公司提高竞争优势，加速业务扩张。

中设集团：公司在技术实力、现金流管理方面具明显优势，同时作为基建前端设计公司龙头有望持续受益于“基建补短板”政策和长三角一体化，近期新增专项债发力，有助于推动基建投资增速提升，预计公司订单/收入/业绩增速均有望保持快速增长。

五、风险提示

疫情影响超预期；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。

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。