

## 固定收益研究/深度研究

2019年04月25日

张继强 执业证书编号：S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

### 相关研究

- 1《固定收益研究：海云横处是千山》2019.04
- 2《固定收益研究：玉树琼花满目春》2019.04
- 3《固定收益研究：2019年债券市场几大投资主题》2019.01

# 政策筑底，建工民企信用价值挖掘

## 建工行业信用分析报告

### 核心观点

建工企业具有易垫资、轻资产、高负债、短债多、盈利弱特点，在 2018 年受金融去杠杆和隐性债务压力负面影响较大，2019 年的政策面不确定性仍然存在。对于建工民企主体，近期已有丰盛集团出现信用风险事件，未来一年总体仍存在较大偿债压力。建议结合即将发布完毕的 2018 年财报，立足基本面分析，关注少或不涉及资本运营项目、资产体量大、盈利稳定、应收款项无恶化、资产周转和现金回笼正常、关联方资金往来管控稳定、相关债务偿付指标较好的信用债主体二级市场机会。

### 行业本身垫资和偿债压力偏大，但预计下游需求也难有较大收紧

建筑施工业务模式一般会产生较大垫资，业内企业普遍存在较大资金压力，此外行业轻资产特点明显，负债率高、短债压力较大。近年受金融去杠杆和隐性债务压力影响，地产和基建投资先后出现明显回落，未来政策面不确定仍较大，但是需求再度大幅收紧预计也难以出现。

### 业务资质主要差异体现于对资本运营项目的投入和资金占用

业务方面，大部分企业在建工总承包领域拥有资质级别较高，在手和新签订单的持续性尚可，下游以房地产企业为主、少量公路市政和其他客户；主要差异在于资本运营类工程项目的投入程度，部分企业如丰盛集团、中南建筑等在 PPP 领域投资规模较大，且后续仍有不小支出压力，丰盛集团在 2018 年下半年至今已逐渐出现流动性风险。

### 资产分析的核心是相关应收款项资质和营运效率的分析

建工民企的规模差异相对有限，盈利能力差异主要体现在业务布局层面，在期间费用管控方面也存在一定差异。资产分析方面，结合建工主体特点，主要关注四类应收款项包括应收账款、存货-工程施工、其他应收款、长期应收款的资质情况，具体包括资产占比、坏账计提、期限集中度等方面数据与同业的差异和原因；营运效率主要关注存货、应收账款、流动资产、总资产的周转率情况，资金营运效率过低将导致资金周转压力大于同业。

### 关注经营获现、非经营资金占用及长短期综合偿债能力

现金流方面，主要通过现金收入比关注经营业务回款情况，通过收到/支付其他与经营活动相关现金与营业总收入的比值并结合公司其他应收款，关注企业与关联方资金往来和内控治理情况。债务及偿债能力方面，建工民企大部分负债率偏高、债务负担较重，需警惕融资成本高企、短期流动性储备不佳、长期盈利偿债保障不稳定的弱资质民企。

### 建议立足基本面分析，关注二级市场机会

目前民营建工主体评级大多分布在 AA 级，未来一年行权集中到期量仍较大，面临集中偿付考验。在当前市场环境下，当前时点不建议轻易下沉资质，建议扎实立足基本面分析，关注业务和财务资质较为稳定的发债主体信用债二级市场机会，具体包括如下指标：少或不涉及在建 PPP 等资本运营项目、资产规模较大、盈利和成本稳定、应收款项资质没有明显恶化、资产周转和现金回笼正常、关联方资金往来管控稳定、相关债务偿付指标较好等。

风险提示：下游投资需求下行风险；民企流动性风险。

## 正文目录

建筑业务模式垫资压力较大，关注未来政策环境变动趋势 .....	4
建工企业常见垫资，具有轻资产、高负债、短债多、盈利弱特点 .....	4
地产和基建政策环境仍存在不确定性，但再度大幅收紧或也难以出现 .....	6
民营建工发债主体的信用资质对比分析 .....	7
业务竞争力 .....	7
专业资质分布集中在特级和一级 .....	7
资本运营建设项目期限长、占款和回款压力大 .....	7
大部分企业订单持续性尚可，少部分企业新签订单规模下降 .....	8
收入方面，关注下游行业分布和客户资质情况 .....	8
财务分析 .....	9
规模分布集中在 200 亿元以下 .....	9
盈利方面，关注业务布局差异和成本控制强弱对利润率的影响 .....	10
资产分析的核心是相关应收款项资质和营运效率的分析 .....	11
经营及关联现金流情况，关注经营获现和非经营资金占用情况 .....	13
债务压力整体较重，长短期偿债能力均较弱的企业需警惕 .....	14
建工民企信用债梳理及投资建议 .....	16
建工民企信用债概况 .....	16
投资建议 .....	17
风险提示: .....	17

## 图表目录

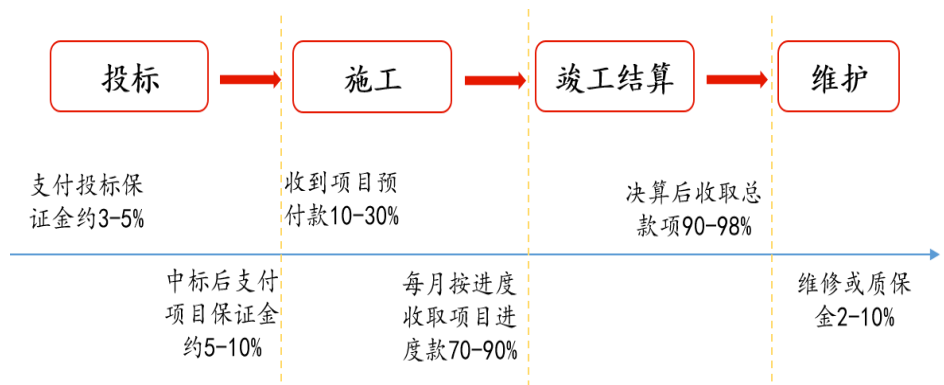
图表 1: 建筑施工项目周期示意图 .....	4
图表 2: SW 建筑子行业负债率高企 .....	4
图表 3: 建筑行业轻资产、短债比例高 (%) .....	5
图表 4: 上游主要材料价格自 2017 年持续上涨 (元/吨) .....	5
图表 5: SW 建筑装饰行业及主要子行业净资产收益率下行 (%) .....	5
图表 6: 近期建筑业合同签订、房地产土地购置增速方向不明确 (%) .....	6
图表 7: 房地产和基建固定资产投资累计增速近期有所反弹 (%) .....	6
图表 8: 总承包序列资质持有情况 .....	7
图表 9: 2017 年末民企涉足 PPP 及其他资本运营管理项目情况 (亿元、个) .....	8
图表 10: 民营建工主体在手订单及近年新签订单情况 (亿元) .....	8
图表 11: 2017 年民营建工发债主体主业收入构成情况 .....	9
图表 12: 2017 年业务主要分布及客户大体情况 .....	9
图表 13: 2017 年末建工民企资产规模 (亿元) .....	10
图表 14: 毛利率情况对比 (%) .....	10
图表 15: 销售期间费用率情况 (%) .....	11
图表 16: 应收账款情况对比 .....	11
图表 17: 存货情况对比 .....	12
图表 18: 其他应收款情况 .....	12
图表 19: 长期应收款情况 .....	13
图表 20: 资产周转率情况 .....	13
图表 21: 2017 年现金收入比情况 .....	13
图表 22: 2017 年收到/支付其他与经营活动相关现金均值/营业总收入情况 .....	14
图表 23: 2017 年负债率及融资成本情况 (%) .....	14
图表 24: 2017 年货币资金/短期债务情况 .....	15
图表 25: 2017 年全部债务/EBITDA 情况 .....	15
图表 26: 建工民企评级分布及存量债情况 (亿元) .....	16
图表 27: 2019 年建工民企新发债情况 (亿元) .....	16
图表 28: 未来一年建工民企信用债到期情况 (亿元) .....	17

## 建筑业务模式垫资压力较大，关注未来政策环境变动趋势

建工企业常见垫资，具有轻资产、高负债、短债多、盈利弱特点

建工企业主流业务模式易出现垫资，增大资金需求和压力。建筑业模式主要为项目制，客户主要包括政府及下属机构、地产商、制造业企业等。一般业务模式为招投标模式，大体分为投中标、施工、竣工结算三步，一般竣工结算后会有一至三年质保期。在投标前，企业一般需要预先支付投标保证金、数额约合同金额的 3-5%，中标后可转为履约保证金、约占合同金额的 5-10%；开始后项目业主一般预先拨付合同金额 10-30%作为预付金并从后续分期付款中扣除，一般在每月底前施工企业向业主发出支付申请，下月底前收到进度工程款（一般为 70%-90%）；项目竣工且业主验收合格后，施工企业一般收取合同总款项的 90-98%，余额作为项目维修金或质保金，期限通常为 1-3 年。这一模式下，由于在产业链中处于相对弱势地位，从预付保证金开始到收取项目款以及最终的结算，都存在企业预先垫付资金的要求，考虑到收款和付款时间的错配，这一业务模式增大了企业资金压力。

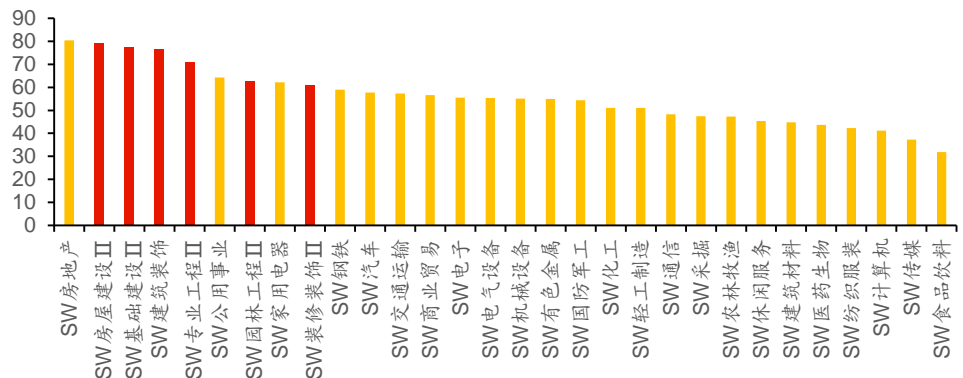
图表1：建筑施工项目周期示意图



资料来源：募集说明书，华泰证券研究所

建工企业负债率处于产业主体高位。建工企业承接项目施工的业务模式决定其负债率高企特点，截至 2018 年 9 月末，申万建筑装饰行业资产负债率为 76.65%、居申万一级子行业中第二位（剔除银行和非金融行业），房屋建设、基础建设二级子行业整体负债率更高达 79.26%、77.58%。

图表2：SW 建筑子行业负债率高企

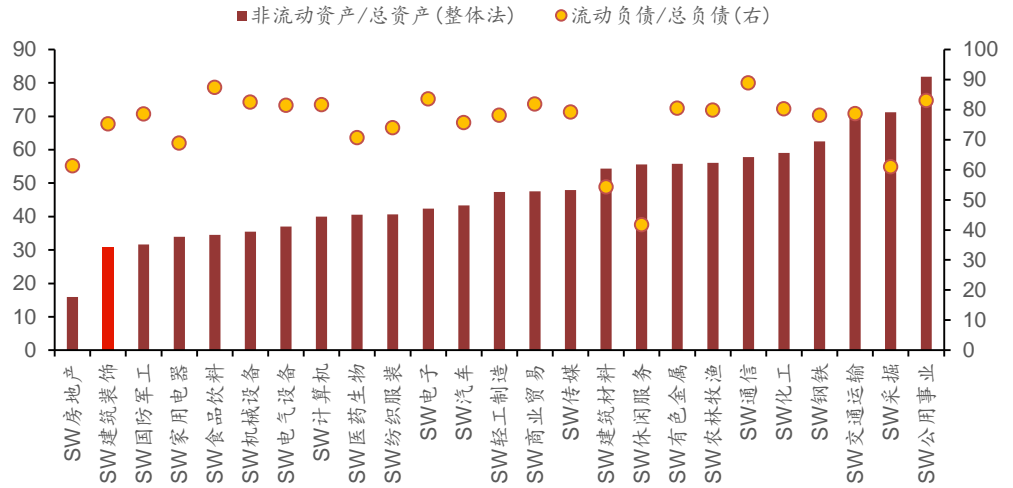


注：数据截至 2018 年 9 月末

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**典型轻资产行业，业务周期和负债期限错配。**由于建工行业存量施工项目主要计入存货-工程施工科目，资产构成以流动资产为主，截至2018年9月末申万建筑装饰行业非流动资产/总资产为30.87%、仅高于房地产行业，属于典型轻资产行业。同时也是由于固定资产和土地资产少，在银行抵质押担保贷款能力弱，融资结构以短期为主，融资短久期和施工项目长期期限错配明显，持续存在较大短期偿债压力。

**图表3：建筑行业轻资产、短债比例高 (%)**



注：数据截至2018年9月末

资料来源：Wind，华泰证券研究所

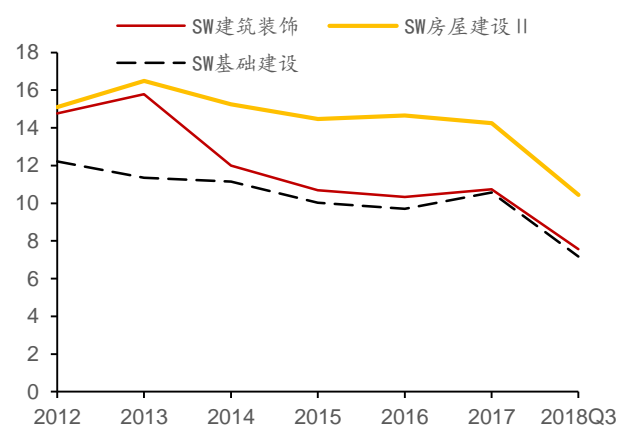
**受制上下游，建工行业整体盈利能力较弱。**建工行业市场竞争充分、企业众多，多数企业相对下游处于持续弱势地位，难以向下转移成本压力。受供给侧改革、环保、限产等多方面因素影响，螺纹钢和水泥等主要原材料价格自2016年以来持续反弹、回升至近些年高位。就螺纹钢而言，2017年后现货价格分别最高涨至约5000元/吨，至2019年有所回落但仍在3800元/吨附近震荡。水泥价格保持上涨，以北京普通水泥价格为例，由2016年的340元/吨最高涨至约500元/吨，当前仍保持较高位置。主要人力成本是农民工工资，近年保持上升趋势，根据国家统计局数据，全国农民工月均收入由2014年的2864元上升至2018年的3721元，每年平均增长率基本保持在6.8%附近。从近年盈利情况看，申万建筑装饰行业净资产收益率总体不高，2013年时最高约15.79%，至2017年、2018前三季度分别已降至10.74%、7.56%，呈持续下降趋势。

**图表4：上游主要材料价格自2017年持续上涨(元/吨)**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表5：SW建筑装饰行业及主要子行业净资产收益率下行(%)**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

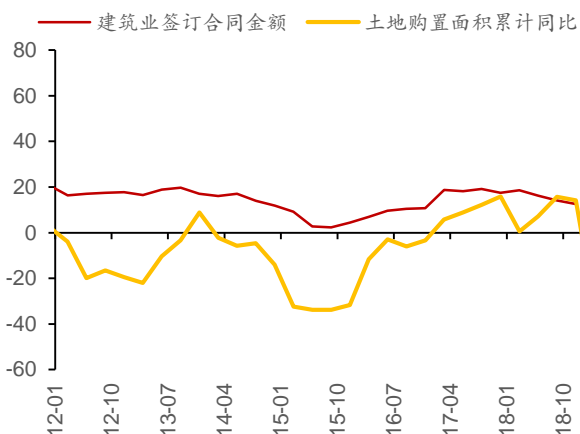
**地产和基建政策环境仍存在不确定性，但再度大幅收紧或也难以出现**

受金融去杠杆和隐性债务压力影响，地产和基建投资先后出现明显回落。在2015年以前，房地产业、制造业固定资产投资增速虽然呈下降趋势，但仍保持在10%的相对较高增速水平。2015年后国内经济下行压力进一步增大，地产和制造业投资增速分别在2015年底、2016年下半年触底，增速最低分别为2.5%、2.8%。2017年下半年和2018年上半年资管新规征求意见稿、正式文件分别发布落地，地产企业非标融资途径收紧，限制了购地支出和地产投资。基础设施建设方面，受2018年上半年财政部发布的《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金〔2018〕23号)影响，目标是规范地方政府与国有企业投融资行为，遏制隐性债务增加，防范地方政府债务风险；23号文发布另一方面较大程度限制了地方基建投资增长，在2018年基建投资增速直线回落。

政策面和融资环境有改善迹象，但是后续大幅收紧的可能性偏弱。2018年下半年国常会后，国务院办公厅发布《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》(国办发〔2018〕101号)，在基础设施投资增速回落较多的背景下，提出保持基础设施领域补短板力度，任务集中在脱贫攻坚、铁路、公路水运等九个重点领域，要求保障在建项目顺利实施、加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度。101号文对2018年基建投资起到了托底左右，在下半年基建投资增速有所回升。对房地产行业，一方面资管新规落地后的阵痛逐渐过去，另一方面各地政策环境有所改善，2019年来广州、太原等逾20城市发布了放宽限价、限售、限购、落户等方面政策，对房地产下游需求好转有一定刺激作用。目前来看，2019年内基建、地产的政策不确定性仍较大，但是相比2017、2018年的市场环境及当前仍偏弱的经济基本面，我们预计再度大幅收紧的可能性较低。

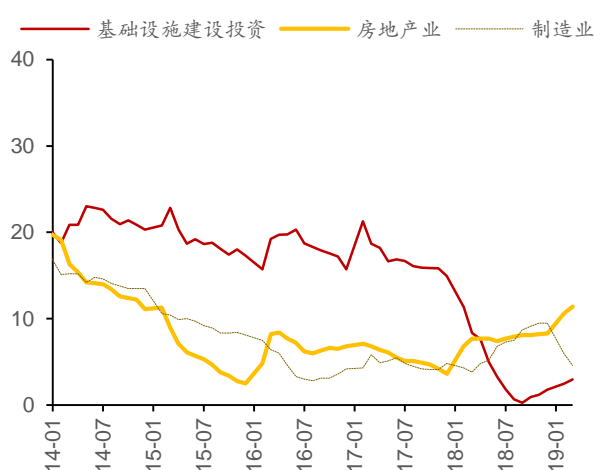
建筑行业整体信用资质受到上游供给侧政策和下游基建、地产政策双重影响。短期看，受政策支持，下游城投企业保持在建和重点项目推进，2019年前三月基建固定资产投资累计增速2.95%、环比增加0.45个百分点。地产业方面，商品房销售面积同比降低0.9%、降幅环比2月收窄2.7个百分点，房地产固定资产投资累计增速11.8%、环比增加0.2个百分点，房屋新开工面积累计同比增长11.90%、环比增长5.9个百分点，销售、投资、开工数据表现均超预期。2019年政府工作报告目标未提及供给侧结构性改革，上游钢铁、水泥价格支撑或可能出现回落，有望带来全行业盈利回升。

图表6：近期建筑业合同签订、房地产土地购置增速方向不明确(%)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：房地产和基建固定资产投资累计增速近期有所反弹(%)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 民营建工发债主体的信用资质对比分析

本文仅对建筑装饰行业的建筑施工子行业加以研究，针对有存量债的 22 家民营发债主体做对比分析。本章将从业务竞争力、经营情况、财务情况综合对比分析企业信用资质。

### 业务竞争力

#### 专业资质分布集中在特级和一级

截至 2017 年末，除丰盛集团外其他 21 家民企都拥有建筑工程领域总承包资质，且全部为特级或一级资质；4 家主体拥有公路工程领域总承包一级或二级资质；21 家主体拥有市政公用工程总承包资质，除宏润建设和联泰集团拥有特级资质外，其他主体多为一级资质，腾越建筑和全州扬子江为二级资质。

图表8：总承包序列资质持有情况

公司名称	建筑	公路	市政公用	公司名称	建筑	公路	市政公用	公司名称	建筑	公路	市政公用
腾越建筑	一级		二级	中国青建	特级		一级	宏润建设	特级		特级
安徽外经	一级	二级		海天建设	特级		一级	福建六建	特级		一级
丰盛集团		一级	一级	致达集团	一级	一级	一级	全洲扬子江	一级		二级
南通三建	特级	一级	一级	金陵建工	特级		一级	歌山集团	特级		一级
中南建筑	特级			中科控股	一级		一级	联泰集团	一级		特级
江苏建工	特级		一级	南通二建	特级		一级	成龙建设	特级		一级
中天建设	特级			昆仑控股	特级		一级	中南建设	特级		一级
欣捷集团	特级		一级								

资料来源：跟踪评级报告、募集说明书，华泰证券研究所

### 资本运营建设项目期限长、占款和回款压力大

以 PPP 为代表的资本运营建设模式下项目周期更长，回款和占款压力更大。BOT（建设-运营-转让）、BT（建设-移交）、PPP（政府社会资本合作）模式是三种代表性的工程项目资本运营投资模式。自 2014 年 43 号文《关于加强地方政府性债务管理的意见》以及发改委《国家发展改革委关于开展政府和社会资本合作的指导意见》文件发布，BT 模式不再合法合规，PPP 模式成为资本运营建设项目主流模式。相比于 BOT 和 BT 模式，PPP 项目给政府带来的短期债务压力相对有限，但是由于运营周期更长（部分达 30 年），期间对企业的资金占用和回款压力更大。

截至 2017 年末 14 家发债主体涉及资本运营项目。包括丰盛集团在内共 11 家民企涉足 PPP 项目，可统计的 PPP 在建和拟建项目合计 34 个，预算总投资金额 500.58 亿元、平均每个项目投资 14.72 亿元，已投资金额合计 76.57 亿元，未来包括拟建项目在内仍需投资 424.01 亿元。对已统计 PPP 项目，中天建设在建数 6 个、平均投资额 7 亿元左右，投资进度相对较高，已投资占预算总投资 29.62%，同期无 BT 等其他资本运营项目；宏润建设 PPP 项目金额最大、达 103.31 亿元，其中未开工的杭绍台铁路 PPP 项目公司投资份额 59.00 亿元（总投资 462.76 亿元），后续的投资压力持续较大；丰盛集团建筑节能和新型城镇化板块 PPP 项目计划投资总额 82.88 亿元、已完成投资 22.59 亿元，子公司南京建工 PPP 项目情况不明。拥有 BT、BOT 等其他存量项目的发债主体有丰盛集团、南通三建、欣捷集团、中科控股、南通二建、联泰集团，其中 BT 项目绝大部分为已完工的早期立项项目，多处于回款期或已完成回款。关注多个资本运营项目同时推进的发债主体，这对企业资金金融通管控提出更高要求。

图9： 2017年末民企涉足PPP及其他资本运营管理项目情况（亿元、个）

公司名称	总投资	PPP个数	已投资	其他	公司名称	总投资	PPP个数	已投资	其他
丰盛集团	82.88	3	22.59	BT	金陵建工	36.36	1	3.05	
南通三建	11.41	3		BT	中科控股				BT
中南建筑	77.76	4	1.60		南通二建	31.16	4		BT
江苏建工	36.36	1	3.05		宏润建设	103.31	6	20.78	
中天建设	43.65	6	12.93	BT	福建六建		不明		
欣捷集团				BT	全洲扬子江				BT
致达集团	64.97	4	10.56		联泰集团	12.72	2	2.01	BOT

注：丰盛集团仅包括建筑节能和新型城镇化板块

资料来源：跟踪评级报告、募集说明书，华泰证券研究所

### 大部分企业订单持续性尚可，少部分企业新签订单规模下降

根据发债企业最新评级报告和募集说明书，截至2017年末，丰盛集团和中科控股未公布在手订单及当年新签订单情况故不作比较。其他20家民营发债主体中，以中天建设在手订单1600.72亿元、新签订单1084.6亿元规模最大，南通二建在手订单1400亿元、新签订单576亿元次之。除金陵建工和中科控股外，其他发债主体新签订单在2017年均有一定增长。

图10： 民营建工主体在手订单及近年新签订单情况（亿元）

主体	在手订单	2015	2016	2017	主体	在手订单	2015	2016	2017
腾越建筑	440.32	173.59	202.59	279.23	金陵建工	180.03	152.54	115.22	83.95
安徽外经	121.35	79.7	31.66	39.9	中科控股		198.23	26.84	
丰盛集团					南通二建	1400	485	507	576
南通三建	422.36	233.3	237.11	242.37	昆仑控股	146.04	120.46	123.6	125.14
中南建筑		188.7	288.88	305.98	宏润建设	207.99	77.16	100.3	151.91
江苏建工	252.13	179.62	176.05	250.21	福建六建	362.90	205.12	226.03	286.95
中天建设	1600.72	800.35	917.17	1084.64	全洲扬子江	177.07	54.67	57.51	109.86
欣捷集团	191.88	96.76	102.12	110.12	歌山集团	315.02	126.37	129.03	136.3
中青建	727.5	258.2	224	272.03	联泰集团	260.15	16.89	12.34	127.59
海天建设	533.36	175.29	157.62	185.36	成龙建设	225.63	117.16	130.27	141.17
致达集团		108.91	140.8	212.86	中南建设	127.56	80.39	66.3	91.32

注：数据截至2017年末；标红使用在建未完工合同金额代替在手订单数据；丰盛集团未公布在手订单及新签订单情况

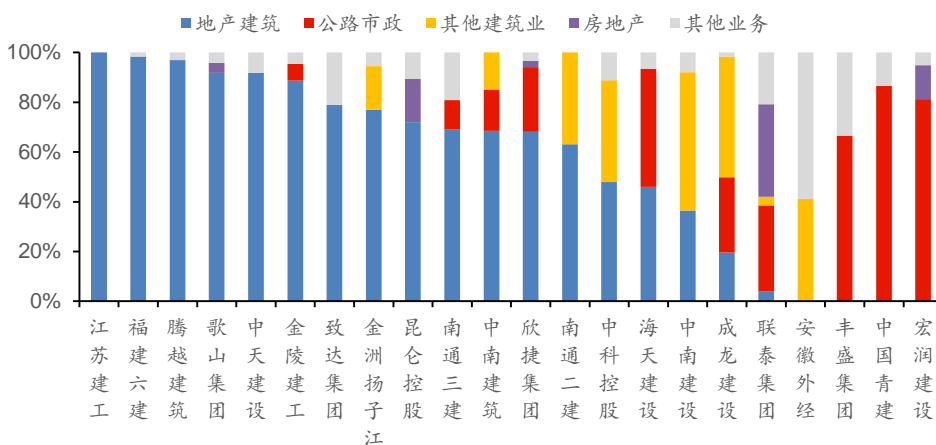
资料来源：跟踪评级报告、募集说明书，华泰证券研究所

### 收入方面，关注下游行业分布和客户资质情况

2017年建工民企发债主体收入构成以地产建筑为主，丰盛集团、中青建、宏润建设等公路市政类业务占比相对较高；安徽外经主要承接海外市场工程项目，此外还经营矿产资源开发、酒店和超市经营业务。昆仑控股、联泰集团、宏润建设经营部分地产开发业务，在收入中占比分别为17.47%、37.14%、13.63%。



图表11: 2017年民营建工发债主体主业收入构成情况



资料来源: 募集说明书, 华泰证券研究所

建工民企相对下游多处于弱势地位, 关注客户资质和集中度情况。安徽外经、丰盛集团、联泰集团等民企客户中的国企和地方政府下属单位较多, 一般来说还款相对可靠, 但是占款能力相对更强, 应收账款回收时效性需关注。下游民企客户以地产企业居多, 除腾越建筑业务可以一定程度上依赖母公司碧桂园外, 其他建工企业需更多关注客户资质情况, 经营良好的大中地产企业占款能力相对更强, 而中小房企占款能力偏弱且现金流压力相对更大, 还款不确定性更大。

图表12: 2017年业务主要分布及客户大体情况

公司	主要客户属性	应收账款集中度	公司	主要客户属性	应收账款集中度	公司	主要客户属性	应收账款集中度
腾越建筑	民企	15.07%	欣捷集团	民企		宏润建设		33.95%
安徽外经	国企	71.49%	中国青建	国企		福建六建	民企	18.31%
丰盛集团	国企	44.37%	海天建设	民企	14.98%	金洲扬子江		26.02%
南通三建	国企	27.78%	致达集团	国企		歌山集团	民企	13.30%
中南建筑	国企	18.08%	金陵建工		38.16%	联泰集团	国企	75.70%
江苏建工	民企		中科控股	国企		成建建设		25.37%
中天建设	民企	63.38%	南通二建	民企	19.28%	中南建设		
昆仑控股	民企							

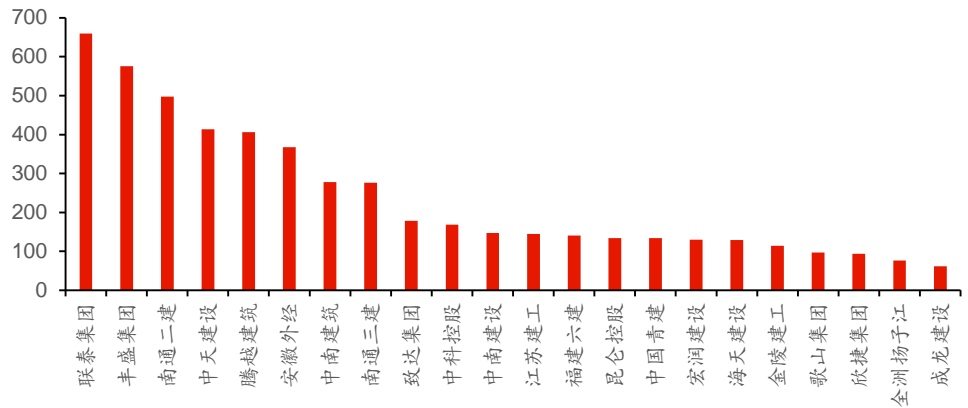
注: 国企包括地方政府及下属单位; 应收账款集中度为2017年末前五大客户应收账款占比; 腾越建筑应收账款多来自碧桂园项目公司, 追溯至集团后集中度或将更高  
资料来源: Wind、2017年报、募集说明书, 华泰证券研究所

## 财务分析

### 规模分布集中在200亿元以下

截至2017年末, 22家民企中总资产不过百亿元的主体4家, 10家主体总资产规模分布在100-200亿元, 大型民企数量有限, 500亿元以上的发债主体是联泰集团和丰盛控股。一般而言, 民企资产规模越大, 为当地贡献产值、税收和就业机会就越多, 在项目获取和业务发展方面获得地方政府支持可能越大。就信用资质而言, 仍需对企业业务和财务资质加以具体分析。

图表13: 2017年末建工民企资产规模(亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**盈利方面, 关注业务布局差异和成本控制强弱对利润率的影响**

无高盈利业务加成的建工民企毛利率差异相对有限。2017年22家建工民企销售毛利率分布在5%-48%, 仅4家主体毛利率在12%以上。安徽外经销售毛利率达到48.62%, 该公司建筑项目以对外援助项目、国家对外优惠贷款项目和国际承包项目为主, 此外还运营钻石、酒店等业务等较高毛利业务; 联泰集团和中科控股销售毛利率都超过20%, 两公司都运营一定规模的房地产销售业务, 此外联泰集团还运营高速公路业务, 2017年对公司毛利贡献占比22.09%、超建筑业务居第二位。其他建筑公司销售毛利率分布在5%-12%, 细分差异可能受到工法、项目、区位差异等方面的影响, 业务整体利润率水平不高。

图表14: 毛利率情况对比(%)

公司名称	毛利率	公司名称	毛利率	公司名称	毛利率
平均数	11.38	3/4分位	11.03	1/4分位	6.63
最大值	48.62	中位数	7.51	最小值	5.18
安徽外经	48.62	江苏建工	9.43	歌山集团	6.70
联泰集团	25.13	腾越建筑	9.23	致达集团	6.61
中科控股	21.69	欣捷集团	7.80	昆仑控股	6.12
全洲扬子江	14.59	中南建设	7.23	中国青建	6.07
中南建筑	11.80	福建六建	6.97	南通二建	5.97
南通三建	11.23	成建建设	6.89	海天建设	5.58
金陵建工	10.44	丰盛集团	6.79	中天建设	5.18
宏润建设	10.37				

资料来源: Wind、2017年报、募集说明书, 华泰证券研究所

费用管控方面, 毛利率最高的联泰集团、安徽外经、中科控股销售期间费用率居民企前三位, 可能原因是三者更广的业务布局提高了管理难度, 增大了费用控制压力。22家民企销售期间费用率均值4.33%、中位数3.23%, 中南建筑等19家发债主体销售期间费用率分布在6.20%以下, 金陵建工销售期间费用率最低为0.73%, 费用管控能力相对更强。

图表15: 销售期间费用率情况 (%)

公司名称	销售期间费用率	公司名称	销售期间费用率	公司名称	销售期间费用率
平均数	4.33	3/4分位	4.88	1/4分位	1.89
最大值	14.52	中位数	3.23	最小值	0.73
联泰集团	14.52	致达集团	4.22	福建六建	1.98
安徽外经	12.83	宏润建设	4.15	成龙建设	1.85
中科控股	10.02	南通三建	3.65	中天建设	1.66
中南建筑	6.20	昆仑控股	2.81	江苏建工	1.48
腾越建筑	5.46	歌山集团	2.81	全洲扬子江	1.12
中南建设	4.97	欣捷集团	2.71	南通二建	1.00
丰盛集团	4.61	海天建设	2.18	金陵建工	0.73
中国青建	4.25				

资料来源: Wind、2017 年报、募集说明书, 华泰证券研究所

### 资产分析的核心是相关应收款项资质和营运效率的分析

建工发债主体一般存在四类应收款项, 其中应收账款主要产生于经营性业务应收款, 其坏账计提和账龄期限分布尤需关注。截至 2017 年末, 22 家加工民企应收账款占总资产比重均值、中位数均为 17%, 江苏建工、中南建筑应收账款占比分别为 37.35%、32.38%, 居行业前两位, 昆仑控股、宏润建设、联泰集团、安徽外经等占比均在 5% 以下。坏账计提方面, 22 家民企平均计提比例 5%、中位数 3%; 应收账款规模最大的江苏建工、中南建筑坏账计提比例分别为 8.73%、8.12%, 计提比例在行业内处于高位、会计处理相对谨慎。安徽外经未计提坏账准备, 腾越建筑、丰盛集团、中天建设、中科控股等坏账计提比例均在 1% 以下, 计提比例偏低的原因可能有: 1、账龄控制较短, 按账龄分析法应计提坏账较低; 2、存在较多单项计提的应收账款, 这在建筑企业中较为常见且计提坏账比例相对较低; 3、会计处理上存在瑕疵。账龄分布方面, 22 家民企按账龄法核算的一年期应收账款占比均值、中位数均为 79%, 应收账款期限分布偏短一定程度上反映建工主体对下游客户的收款能力, 中国青建一年内应收账款占比 42.10%, 其业务集中山东省内且以地方国企和政府下属单位居多, 下游客户占款压力相对更大, 其他客户一年内应收账款占比基本在 60% 以上。

图表16: 应收账款情况对比

公司名称	占总资产	坏账比例	一年内占比	公司名称	占总资产	坏账比例	一年内占比	公司名称	占总资产	坏账比例	一年内占比
平均数	17%	5%	79%	3/4分位	22%	7%	88%	1/4分位	11%	1%	68%
最大值	37%	29%	100%	中位数	17%	3%	79%	最小值	2%	0%	42%
江苏建工	37.35%	8.73%	58.47%	中天建设	19.74%	0.68%	75.24%	致达集团	14.40%	1.41%	81.47%
中南建筑	32.38%	8.12%	64.91%	海天建设	19.45%	9.12%	68.29%	中科控股	9.53%	0.03%	71.08%
腾越建筑	28.69%	0.11%	99.33%	歌山集团	17.51%	4.28%	91.95%	福建六建	5.95%	29.29%	78.67%
金陵建工	25.10%	3.05%	98.93%	中南建设	15.72%	5.02%		昆仑控股	4.70%	5.00%	96.71%
欣捷集团	21.72%	2.74%	80.06%	中国青建	15.19%	2.12%	42.10%	宏润建设	4.12%	1.87%	66.47%
成龙建设	21.67%	1.39%	84.10%	全洲扬子江	15.16%	2.69%	75.90%	联泰集团	2.18%	8.81%	64.80%
南通二建	21.03%	8.23%		南通三建	14.86%	4.45%	86.45%	安徽外经	1.51%	0.00%	100.00%
丰盛集团	20.90%	0.91%	85.65%								

注: 一年内占比为账龄法应收账款中一年以内占比数据

资料来源: Wind、2017 年报、募集说明书, 华泰证券研究所

存货中的工程施工-已完工未结算资产多占有较大比例, 实际应收账款规模或超预期。截至 2017 年末, 22 家民营建工主体存货在总资产中占比平均值 32%、中位数 29%。其中已完工未结算部分占存货比重平均值 69%、中位数 87%, 仅联泰集团、安徽外经、中国青建、中科控股、昆仑控股 5 家主体已完工未结算存货占比低于 30%, 其他主体占比均在 50% 以上。由于已完工未结算资产实质上是应收账款性质, 可能反映未来一段时间可确认

的收入，其会计处理位于存货科目下易导致账面应收账款偏低、计提坏账规模偏低，或可反映公司结算压力，若其规模大则结算偏慢，垫资压力更大。需关注存货占比和存货中已完工未结算占比高的主体，如全州扬子江、南通二建、南通三建等主体，其项目后续回款情况对资产质量存在较大影响。

图表17: 存货情况对比

公司名称	资产占比	完工未结算/存货	公司名称	资产占比	完工未结算/存货	公司名称	资产占比	完工未结算/存货
平均数	32%	69%	3/4分位	41%	96%	1/4分位	25%	55%
最大值	63%	98%	中位数	29%	87%	最小值	11%	4%
昆仑控股	62.56%	19.37%	欣捷集团	32.80%	91.29%	歌山集团	26.40%	64.20%
全洲扬子江	55.13%	66.76%	海天建设	32.57%	82.79%	腾越建筑	24.76%	97.15%
中科控股	49.27%	26.60%	成龙建设	30.14%	86.10%	致达集团	21.58%	71.08%
宏润建设	49.07%	52.56%	中天建设	28.27%	97.83%	安徽外经	17.57%	6.28%
南通二建	42.47%	96.51%	金陵建工	28.10%	95.94%	中国青建	13.86%	4.48%
江苏建工	42.10%	91.93%	中南建筑	26.80%	88.28%	中南建设	11.61%	97.07%
南通三建	38.17%	97.92%	联泰集团	26.77%	4.50%	丰盛集团	10.61%	89.22%
福建六建	36.86%	96.48%						

资料来源: Wind、2017 年报、募集说明书, 华泰证券研究所

对于建工主体，其他应收款坏账计提偏低且资金使用情况不确定性大。截至 2017 年末，22 家民企中其他应收款占总资产比重均值 13%、中位数 11%，最大值为 25.41%（南通二建）、最小值 1.03%（安徽外经）。坏账计提方面，民企计提比例均值 5%、中位数 3%，若剔除计提比例较高宏润建设（33.99%），其他民企平均计提坏账 3%左右，整体计提比例较低。根据资金使用性质，其他应收款可大致分为代垫款或关联方拆借、保证金及押金两大类，从腾越建筑、安徽外经、丰盛集团、南通三建、中南建筑等 2017 年报情况看，其他应收款中保证金及押金最高占比约 13%、平均占比 5%附近，余下大部分为代垫工程款或关联方拆借款。整体上，建筑民企的其他应收款资金使用方向不明，用途难以管控，大额其他应收款对信用资质影响不确定性较大。

图表18: 其他应收款情况

公司名称	总资产占比	坏账计提比例	公司名称	总资产占比	坏账计提比例	公司名称	总资产占比	坏账计提比例
平均数	13%	5%	3/4分位	21%	5%	1/4分位	7%	1%
最大值	25%	34%	中位数	11%	3%	最小值	1%	0%
南通二建	25.41%	5.03%	腾越建筑	14.86%	1.88%	福建六建	9.47%	1.26%
南通三建	25.36%	6.01%	中国青建	11.78%	4.02%	昆仑控股	6.45%	3.79%
中南建设	24.85%	5.83%	中科控股	11.54%	7.56%	江苏建工	6.42%	0.47%
海天建设	23.80%	2.45%	成龙建设	11.06%	0.50%	全洲扬子江	3.76%	4.32%
中南建筑	23.12%	2.78%	致达集团	10.90%	2.89%	宏润建设	3.18%	33.99%
中天建设	21.51%	2.41%	金陵建工	10.61%	0.98%	联泰集团	1.18%	5.00%
歌山集团	17.46%	3.09%	欣捷集团	10.01%	5.73%	安徽外经	1.03%	0.00%
丰盛集团	16.19%	0.70%						

资料来源: Wind、2017 年报、募集说明书, 华泰证券研究所

除丰盛集团外，多数民企长期应收款规模较小。截至 2017 年末，仅丰盛集团等 9 家企业拥有长期应收款，仅丰盛集团长期应收款在总资产中占比达到 22.70%、其他企业占比均在 8%以下；均未计提坏账。长期应收款构成多为资本运营项目应收款项，其中丰盛集团长期应收款规模达到 130.65 亿元，其中包括 BT 项目应收款 66.38 亿元、其他项目应收款 64.26 亿元。长期应收款规模越大，一般反映为建工企业在资本运营工程项目领域较基金的扩张行为，民企中丰盛集团尤为突出，近年回款压力持续较大，2018 年下半年以来开始出现信托逾期。

图表19：长期应收款情况

公司名称	占总资产比	坏账计提比例	公司名称	占总资产比	坏账计提比例
丰盛集团	22.70%	0.00%	中青建	0.71%	0.00%
宏润建设	7.29%	0.00%	联泰集团	0.70%	0.00%
金陵建工	3.87%	0.00%	昆仑控股	0.10%	0.00%
海天建设	2.35%	0.00%	歌山集团	0.04%	0.00%
中科控股	1.01%	0.00%			

资料来源：Wind、2017 年报、募集说明书，华泰证券研究所

资产运营效率方面，我们主要关注流动资产主要科目及总资产周转效率情况。截至 2017 年末 22 家民企建工主体存货、应收账款、流动资产和总资产周转率平均值分别为 3.22、8.16、1.12、0.93，中位数分别为 2.88、6.29、1.10、0.82。由于建工企业已完工未结算存货也有应收账款性质，对周转率指标应协同分析，重点关注流动资产、总资产周转率均低于平均水平的发债主体，包括丰盛集团、腾越建筑、联泰集团、中南建筑、中科控股等，资金营运效率低导致的资金周转压力或大于同业。

图表20：资产周转率情况

公司名称	存货	应收账款	流动资产	总资产	公司名称	存货	应收账款	流动资产	总资产	公司名称	存货	应收账款	流动资产	总资产
平均数	3.22	8.16	1.12	0.93	3/4分位	4.17	9.83	1.56	1.35	1/4分位	1.58	3.21	0.71	0.55
最大值	10.40	28.67	1.93	1.82	中位数	2.88	6.29	1.10	0.82	最小值	0.48	1.34	0.33	0.18
成龙建设	5.49	8.80	1.93	1.82	江苏建工	3.10	3.32	1.38	1.30	宏润建设	1.08	13.79	0.76	0.62
中青建	10.40	10.42	1.88	1.41	昆仑控股	1.50	23.69	1.22	1.05	南通二建	1.57	3.05	0.69	0.68
福建六建	4.08	28.67	1.76	1.64	中南建设	5.90	4.14	1.13	0.69	丰盛集团	3.86	1.72	0.62	0.36
中天建设	5.90	7.26	1.71	1.62	致达集团	3.62	4.83	1.07	0.77	腾越建筑	2.15	1.99	0.53	0.53
歌山集团	4.43	7.00	1.69	1.22	安徽外经	0.87	17.27	0.89	0.25	联泰集团	0.48	8.40	0.47	0.18
金洲扬子江	2.24	10.18	1.58	1.43	南通三建	1.98	5.58	0.88	0.82	中南建筑	1.60	1.34	0.47	0.44
海天建设	4.20	7.42	1.52	1.37	金陵建工	2.66	2.96	0.84	0.82	中科控股	0.48	3.18	0.33	0.29
欣捷集团	3.25	4.47	1.41	1.06										

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**经营及关联现金流情况，关注经营获现和非经营资金占用情况**

建工业务模式先天导致收现相对滞后，对收现比过低主体需尤其警惕。如上文所述，项目施工期进度款一般在 90% 以下，即使施工完成后也会保留少部分保证金及押金，这一业务模式背景下现金收入比低于 1 是相对普遍的。截至 2017 年末，22 家民企建工主体现金收入比均值 0.97、中位数 1.00，对现金收入比显著低于同业的发债主体应保持警惕，如中南建筑 0.71、丰盛集团仅 0.65，过低的现金收入比可能反映公司项目回款不正常或下游客户资金链出现较大问题。

图表21：2017 年现金收入比情况

公司名称	现金收入比	公司名称	现金收入比	公司名称	现金收入比
平均数	0.97	3/4分位	1.03	1/4分位	0.94
最大值	1.10	中位数	1.00	最小值	0.65
宏润建设	1.10	安徽外经	1.02	联泰集团	0.94
中天建设	1.08	致达集团	1.01	中科控股	0.94
金陵建工	1.07	福建六建	1.00	昆仑控股	0.89
欣捷集团	1.07	成龙建设	1.00	腾越建筑	0.88
江苏建工	1.04	南通三建	0.99	歌山集团	0.87
中南建设	1.03	金洲扬子江	0.98	中南建筑	0.71
海天建设	1.03	中青建	0.97	丰盛集团	0.65
南通二建	1.02				

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**关注大规模资金往来产生的现金流管理风险。**一般与主业不相关的经营现金流往来会计入收到/支付其他与经营活动相关现金, 通过其与营业收入的比值可在一定程度上反映企业与关联方资金往来情况。2017年22家建工民企收到/支付其他与经营活动相关现金均值/营业总收入均值、中位数分别为0.53、0.09, 除中南建筑(6.39)和丰盛集团(2.48)以外, 其他20家企业比值均在1以下, 反映中南建筑和丰盛集团公司同关联方存在较密切资金往来。结合两公司其他应收款在总资产中较大占比, 内部治理和现金流管控方面或存在一定风险。

图表22: 2017年收到/支付其他与经营活动相关现金均值/营业总收入情况

公司名称	指标数值	公司名称	指标数值	公司名称	指标数值
平均数	0.53	3/4分位	0.21	1/4分位	0.04
最大值	6.39	中位数	0.09	最小值	0.01
中南建筑	6.39	致达集团	0.12	福建六建	0.04
丰盛集团	2.48	歌山集团	0.11	宏润建设	0.04
江苏建工	0.85	欣捷集团	0.10	南通三建	0.04
中科控股	0.40	海天建设	0.09	金陵建工	0.02
腾越建筑	0.29	南通二建	0.09	中天建设	0.02
中南建设	0.22	成龙建设	0.08	全洲扬子江	0.01
联泰集团	0.16	中国青建	0.05	安徽外经	0.01
昆仑控股	0.13				

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**债务压力整体较重, 长短期偿债能力均较弱的企业需警惕**

**负债率整体偏高, 高融资成本发债主体需关注。**截至2017年末, 22家民企资产负债率平均值61.38%、中位数65.63%, 15家发债主体负债率在60%-80%区间, 整体负债率水平偏高, 江苏建工等4家主体负债率位于50%以下、处于行业较低水平。融资成本方面, 关注相对高融资成本企业的再融资难度和压力, 行业整体弱盈利和资产低周转背景下, 业务发展和债务周转对融资的依赖均较大。我们用利润表财务费用中的利息支出/2017年和2016年末平均总债务估算企业平均融资成本, 丰盛集团和成龙建设平均资金成本显著高于同业、位于7%以上接近8%, 融资难度和压力突出。

图表23: 2017年负债率及融资成本情况(%)

公司名称	资产负债率	融资成本	公司名称	资产负债率	融资成本	公司名称	资产负债率	融资成本
平均数	61.38	4.91%	3/4分位	69.75	5.65%	1/4分位	53.84	3.95%
最大值	76.87	7.77%	中位数	65.63	4.79%	最小值	33.47	2.42%
南通二建	76.87	4.00%	海天建设	67.77	5.71%	福建六建	55.67	5.23%
宏润建设	76.81	5.17%	中科控股	66.82	3.94%	欣捷集团	53.24	5.48%
中南建筑	75.93	4.71%	丰盛集团	66.21	7.77%	成龙建设	51.39	7.62%
联泰集团	74.25	3.71%	昆仑控股	65.04	4.87%	江苏建工	44.86	6.52%
中天建设	73.03	4.57%	致达集团	63.69	3.27%	安徽外经	39.91	5.31%
中国青建	69.83	2.42%	腾越建筑	62.94	4.17%	金陵建工	35.31	4.42%
南通三建	69.52	3.67%	歌山集团	60.07	6.41%	全洲扬子江	33.47	3.03%
中南建设	67.80	5.95%						

注: 总债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期流动负债+其他流动负债+长期借款+应付债券

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**短期偿债能力方面, 部分民企流动性偏紧。**截至2017年末, 22家企业货币资金/短期债务均值0.69、中位数0.55, 整体流动性储备一般。5家发债主体包括致达控股、腾越建筑、宏润建设、金陵建工、江苏建工货币资金/短期债务均在1以上, 其他主体流动性相对紧张, 全洲扬子江、中南建设、丰盛集团、中南建筑、联泰集团等9家主体比值在0.5以下, 流动性储备较为紧张, 对短期债务覆盖能力偏弱。

图表24： 2017年货币资金/短期债务情况

公司名称	货币资金/短期债务	公司名称	货币资金/短期债务	公司名称	货币资金/短期债务
平均数	0.69	3/4分位	0.94	1/4分位	0.38
最大值	2.01	中位数	0.55	最小值	0.38
致达集团	2.01	欣捷集团	0.57	安徽外经	0.48
腾越建筑	1.46	南通三建	0.57	中科控股	0.34
宏润建设	1.20	昆仑控股	0.56	联泰集团	0.32
金陵建工	1.16	中天建设	0.53	中南建筑	0.29
江苏建工	1.00	福建六建	0.51	丰盛集团	0.25
海天建设	0.96	南通二建	0.49	中南建设	0.20
中国青建	0.89	成龙建设	0.48	全洲扬子江	0.16
歌山集团	0.75				

资料来源：Wind，华泰证券研究所

长期偿债压力整体较大，长短期偿债能力双弱主体面临较大信用风险。截至2017年末，22家建工主体全部债务/EBITDA均值6.7倍、中位数5.59倍，比值在3以下的仅有成龙建设、江苏建工、全洲扬子江、金陵建工4家主体，其盈利对总体债务周转偿付有相对较大支持，丰盛集团、腾越建筑、联泰集团、中南建设、中国青建全部债务/EBITDA比值列行业前五位，盈利对债务偿付保障较弱。关注到丰盛集团、联泰集团、中南建设3家企业货币资金/短期债务列民企中后位，短长期偿债能力双弱，后续债务偿付周转或较大程度依赖外部融资支持和帮扶。

图表25： 2017年全部债务/EBITDA情况

公司名称	全部债务/EBITDA	公司名称	全部债务/EBITDA	公司名称	全部债务/EBITDA
平均数	6.70	3/4分位	8.57	1/4分位	3.74
最大值	18.40	中位数	5.59	最小值	1.01
丰盛集团	18.40	中科控股	7.13	欣捷集团	4.05
腾越建筑	16.60	宏润建设	6.64	中天建设	3.63
联泰集团	13.54	昆仑控股	5.75	安徽外经	3.42
中南建设	10.95	南通三建	5.43	成龙建设	2.12
中国青建	9.92	歌山集团	4.37	江苏建工	1.24
致达集团	8.92	海天建设	4.34	全洲扬子江	1.03
南通二建	7.54	福建六建	4.13	金陵建工	1.01
中南建筑	7.24				

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 建工民企信用债梳理及投资建议

### 建工民企信用债概况

截至2019年4月22日，本文选取的22家建工民企合计存量债70只、合计余额493.46亿元。22家民企中无AAA级主体，外部评级主要分部在AA+级4家、AA级15家、AA-级2家，BB+级主体1家为丰盛集团、展望为负面，江苏建工集团被列入评级观察名单，其他主体展望均为稳定。

图表26： 建工民企评级分布及存量债情况（亿元）

公司名称	存量债	主体评级	展望	中债隐含评级	公司名称	存量债	主体评级	展望	中债隐含评级
腾越建筑	159.01	AA	稳定	AA	金陵建工	5.00	AA	稳定	AA-
安徽外经	73.74	AA+	稳定	AA-	中科控股	10.00	AA	稳定	AA-
丰盛集团	85.00	BB+	负面	CC	南通二建	9.50	AA	稳定	AA-
南通三建	25.00	AA+	稳定	AA-	昆仑控股	4.00	AA	稳定	A+
中南建筑	10.00	AA	稳定	A+	宏润建设	4.00	AA	稳定	AA-
江苏建工	6.00	AA		AA-	福建六建	24.59	AA	稳定	AA-
中天建设	21.10	AA+	稳定	AA-	全洲扬子江	2.00	AA-	稳定	AA
欣捷集团	9.53	AA	稳定	A+	歌山集团	5.50	AA	稳定	A+
中国青建	6.00	AA	稳定	AA-	联泰集团	4.29	AA+	稳定	AA-
海天建设	5.00	AA	稳定	AA-	成龙建设	8.20	AA	稳定	AA-
致达集团	15.00	AA	稳定	AA-	中南建设	1.00	AA-	稳定	AA-

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**2019年来新债发行数量较少，成本高企。**截至2019年4月22日，年内建工民企中天建设、南通三建、福建六建、成龙建设、中国青建合计发行新债6只，共计融资19亿元，票面利率分布在5.75%、6%、6.5%、7.5%。2018年建工民企合计发行新债22只、发行总额128.6亿元，涉及11个发债主体，其中腾越建设合计发行两期公司债，合计发行总额51亿元(21+30亿元)，为融资额最大的发债主体，两期债票面利率分别为6.9%、6.8%，发行期限均为1+1+1年。

图表27： 2019年建工民企新发债情况（亿元）

债券简称	发行人简称	期限(年)	票面利率(%)	发行总额(亿元)	主体存量债余额
19 中天建设 SCP001	中天建设	0.74	5.75	5.00	21.10
19 南通三建 MTN001	南通三建	3	7.50	5.00	25.00
19 福建六建 SCP002	福建六建	0.74	7.50	3.00	24.59
19 福建六建 SCP001	福建六建	0.74	7.50	3.00	24.59
19 成龙 01	成龙建设	3+2	7.60	2.20	8.20
19 青建 SCP001	中国青建	0.74	6.00	1.00	6.00

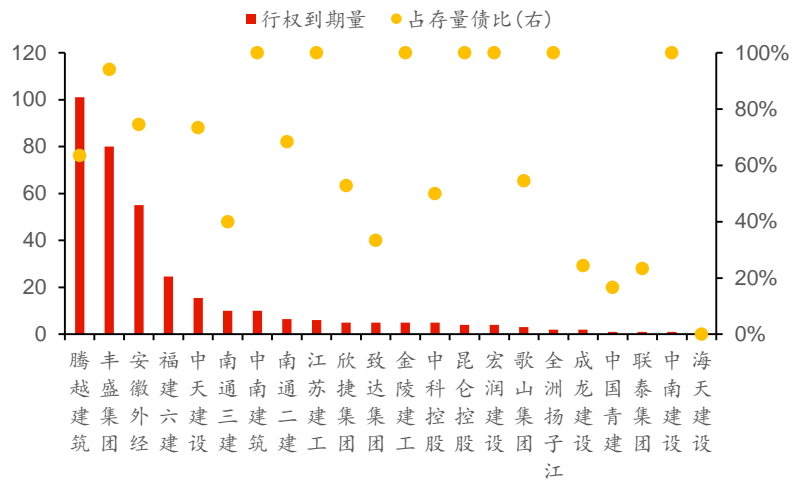
注：数据截至2019年4月22日

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**未来集中到期压力仍较大。**截至2019年4月22日，按全部行权计算未来一年建工民企信用债到期量将达到346.62亿元，占存量信用债的70.24%；其中福建六建、中南建筑、江苏建工、金陵建工、昆仑控股、宏润建设、全洲扬子江、中南建设全部债券在未来一年内存在集中偿付压力，信用资质将承受考验。



**图表28： 未来一年建工民企信用债到期情况（亿元）**



注：数据截至2019年4月22日

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 投资建议

目前民营建工主体评级大多分布在AA级，未来一年行权集中到期量仍较大，面临集中偿付考验。在当前市场环境下，当前时点不建议轻易下沉资质，建议扎实立足基本面分析，关注业务和财务资质较为稳定的发债主体信用债二级市场机会，具体包括如下指标：少或不涉及在建PPP等资本运营项目、资产规模较大、盈利和成本稳定、应收款项资质没有明显恶化、资产周转和现金回笼正常、关联方资金往来管控稳定、相关债务偿付指标较好等。

### 风险提示

- 1、下游投资需求下行风险。当前我国政府债务处理仍和地产放开限价限售限购政策仍存在不确定，若政策再度收紧可能出现投资需求下行风险。
- 2、民企流动性风险。2018年受金融去杠杆和遏制隐性债务等影响，产业链上下游整体盈利和现金流走弱，民营企业流动性风险相对更大。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com