

# 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

### 核心观点：

- **19年12月建筑板块跑输大盘，国际工程承包涨幅最大。**19年12月建筑装饰指数上升5.24%，跑输沪深300指数1.76个百分点。子板块方面，国际工程承包涨幅最大(9.21%)，路桥工程涨幅最小(2.31%)。目前建筑板块PE(TTM，整体法)约9.51倍，PB(LF)约1.00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。
- **19年11月基建延续弱复苏，19年12月建筑PMI有所回落。基建产业链：**19年1-11月狭义/广义基建投资同比分别增长4.0%/3.47%，增速较1-10月变动-0.2pct/+0.21pct，基建投资总体延续弱复苏趋势。19年11月广义与狭义基建投资增速出现分化，主因电力、燃气及水生产和供应业单月投资增长18%，预计与低基数及11月进入取暖季有关。**19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%，预计主要受季节性影响及年内财政预算约束。****地产产业链：**19年1-11月地产开发投资增速10.2%，环比下降0.1pct，地产投资仍维持高位；1-11月新开工/销售/竣工面积增速8.6%/0.2%/-4.5%，环比变化-1.4pct/+0.1pct/+1.0pct。地产竣工持续回暖，其中11月竣工增速为1.8%，连续4月增速为正，竣工端改善利好地产后周期行业。
- **新增专项债基建占比提升，央行降准释放流动性。**2020年目前已有13省市披露部分新增专项债发行计划共5367亿元，其中4937亿元将于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4日已合计发行1934亿元，占2020年提前下达1万亿新增专项债额度的19.34%。投向基建比例明显提升：**基建领域新增专项债1252亿元，占比达64.73%，较2019全年比例提升近40pct。**根据中国人民银行，19年11月社融规模增量为1.75万亿元，同比多增1505亿元，社融增量较高主因信贷较强、未贴现票据及企业债券融资改善；19年11月新增信贷1.39万亿元，同比多增1387亿元，主要由于企业贷款及居民中长期贷款增加。央行宣布于1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，此举释放长期资金约8000多亿元，有效增加金融机构支持实体经济的稳定资金来源。
- **行业观点及重点公司：**历史上看，2008-2019年建筑装饰板块1月平均收益-3.6%，12年中跑赢大盘3次，跑赢大盘3次的平均超额收益为4.9%，跑输大盘9次的平均超额收益为-4.6%。观察历史各建筑子板块1月份的平均收益情况，水利工程板块表现最好，平均收益1.6%，其余板块1月平均收益均为负值。化学工程板块表现最差，平均收益为-6.2%。**公司方面，**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。

### 行业评级

买入

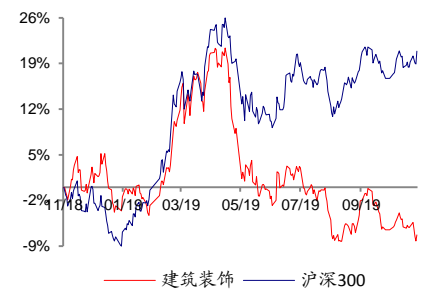
前次评级

买入

报告日期

2020-01-06

### 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:住建部重 2019-12-29

申装配式钢结构住宅试点，交通部下达2020年基建投资计划

住建部工作会议点评:继续推进住宅钢结构试点，渗透率 2019-12-25

有望提升

建筑装饰行业周报:资金端发力或助基建持续复苏，继续 2019-12-22

关注检测、钢结构等细分龙头

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	23.72	2019/12/24	买入	25.00	0.70	0.87	34.13	27.26	22.70	17.13	15.47	16.23
建研院	603183.SH	CNY	10.86	2019/10/23	买入	14.00	0.40	0.45	27.22	24.19	16.04	14.40	8.55	8.76
苏文科	300284.SZ	CNY	8.38	2019/10/28	买入	10.72	0.67	0.81	12.43	10.33	6.54	5.16	14.98	15.26
中设集团	603018.SH	CNY	10.61	2019/10/26	买入	16.00	1.04	1.25	10.19	8.49	5.26	3.86	12.97	13.49
上海建工	600170.SH	CNY	3.58	2019/10/29	买入	4.44	0.38	0.43	9.55	8.31	2.53	2.38	9.85	10.18
金螳螂	002081.SZ	CNY	9.29	2019/10/25	买入	12.20	0.90	1.00	10.37	9.25	6.49	5.50	15.70	14.25
中国铁建	601186.SH	CNY	10.34	2019/11/1	买入	13.50	1.51	1.66	6.84	6.22	3.87	3.96	10.75	10.58
中国交建	601800.SH	CNY	9.34	2019/9/8	买入	12.60	1.26	1.36	7.43	6.86	5.82	5.61	10.42	10.13
中国中铁	601390.SH	CNY	6.03	2019/11/5	买入	7.47	0.86	0.95	7.01	6.35	4.06	5.13	9.29	9.28
中国建筑	601668.SH	CNY	5.98	2019/10/26	买入	8.00	1.00	1.10	5.97	5.45	3.34	3.15	14.87	14.13
鸿路钢构	002541.SZ	CNY	11.00	2019/4/6	买入	12.70	0.98	1.17	11.22	9.40	7.59	5.55	11.10	11.50

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、19年12月建筑板块跑输大盘，国际工程承包涨幅最大 .....	6
二、19年11月基建延续弱复苏，19年12月建筑PMI有所回落 .....	8
19年1-11月基建投资同比增长4.0%，关注结构分化 .....	8
19年1-11月制造业投资同比增长2.5%，制造业PMI与上月持平 .....	11
19年1-11月房地产开发投资同比增长10.2%，后周期行业有望受益 .....	12
19年12月建筑PMI回落或受季节性影响及财政预算约束 .....	14
三、新增专项债基建占比提升，央行降准释放流动性， .....	15
信用与融资：央行全面降准释放长期资金8000亿，新增专项债基建占比明显提升 .....	15
成本端：水泥价格持续上升，钢铁价格有所下降 .....	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：19Q3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
七、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: 19 年 12 月主题板块涨跌幅	6
图 3: 19 年 12 月 SW 一级子板块涨跌幅	6
图 4: 19 年 12 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 (2019/12/31) (单位: 倍)	7
图 6: 各板块 PB (LF) 估值情况 (2019/12/31) (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	11
图 20: 化学原料及化学制品制造业投资情况	11
图 21: 12 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)	12
图 24: 土地交易价格价款累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	12
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)	13
图 27: 全国房屋新开工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	13
图 28: 全国房屋施工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	13
图 29: 全国房屋竣工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	13
图 30: 建筑业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)	14
图 31: 建筑业总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)	14
图 32: 建筑工程总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)	14
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) .....	18
图 40: 水泥价格指数 .....	18
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 .....	19
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: 2008-2019 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 1 月各子板块平均收益情况 (2010 年-2019 年) .....	23
表 1: 2020 年新增专项债用途统计分类 .....	16
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 .....	17
表 3: 历年 Q1 SW 建筑子板块及各细分子板块市场表现情况 .....	24

## 一、19年12月建筑板块跑输大盘，国际工程承包涨幅最大

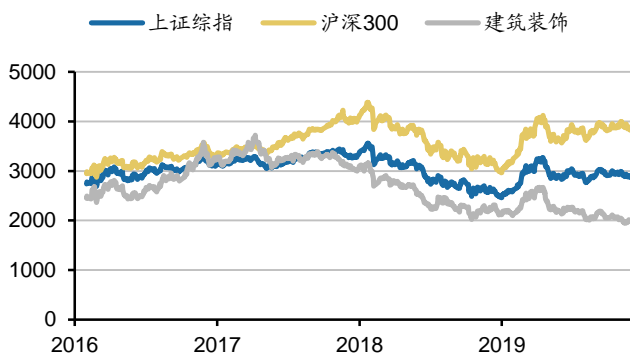
19年12月建筑装饰指数上升5.24%，跑输沪深300指数1.76个百分点。

**子板块方面：**国际工程承包涨幅最大（9.21%），路桥工程涨幅最小（2.31%）；

**主题方面：**长三角一体化跌幅最大（7.99%），PPP指数涨幅最小（4.31%）。

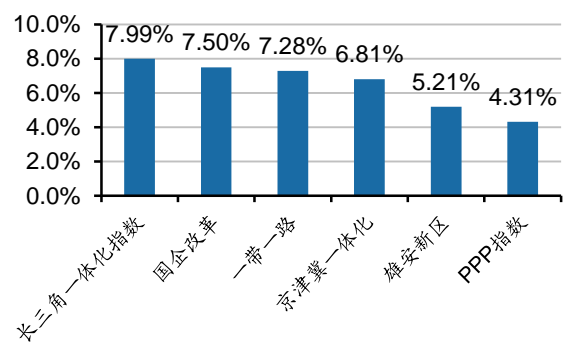
**板块估值：**截止19年12月底，建筑板块的PE（TTM，整体法）约9.51倍，仅高于煤炭开采、银行，低于其他各行业；PB（LF）约1.00倍，仅高于煤炭开采、钢铁、银行，低于其他各行业。目前板块PE，PB仍为历史底部水平。建筑板块目前处于低涨幅、低估值、低基金持仓的“三低”状态。

图 1：SW建筑装饰板块及沪深300、上证综指走势图



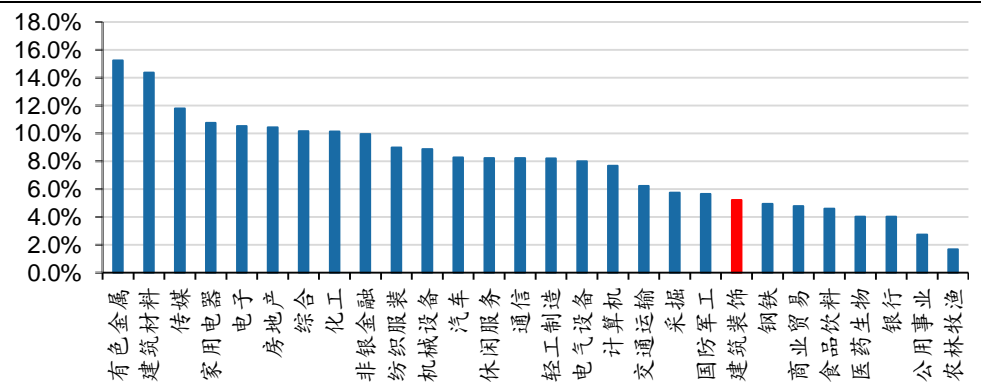
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2：19年12月主题板块涨跌幅



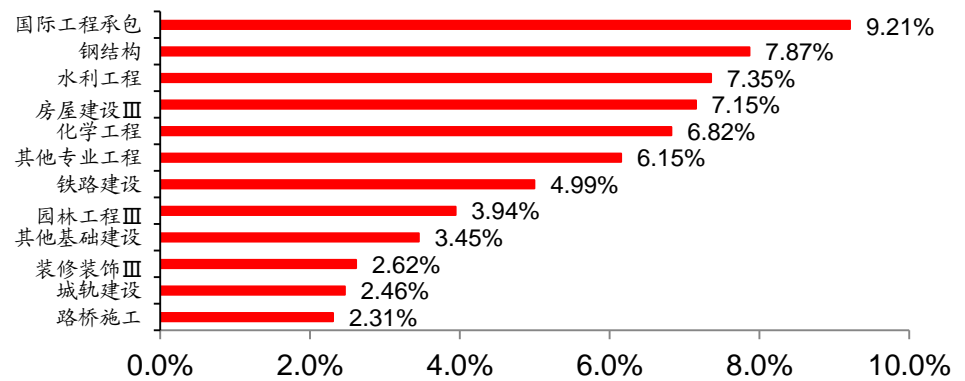
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 3：19年12月SW一级子板块涨跌幅



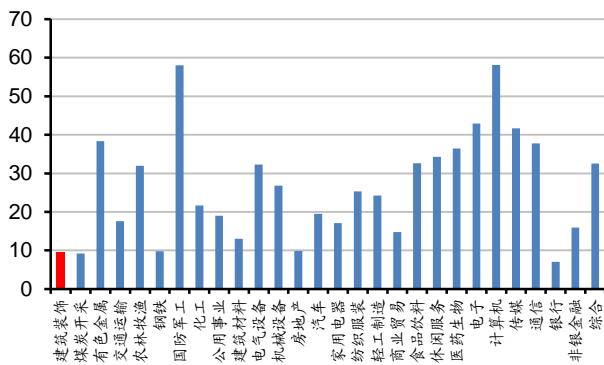
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 4: 19年12月SW建筑装饰三级子板块涨跌幅



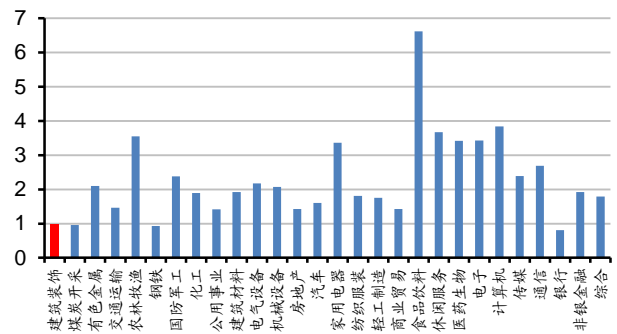
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 5: 各板块PE (TTM, 整体法) 估值情况 (2019/12/31) (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 (2019/12/31) (单位: 倍)



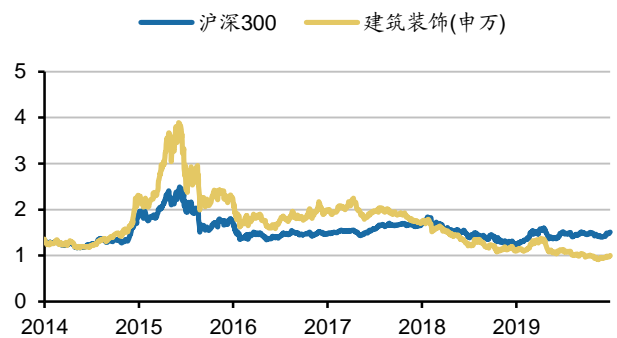
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

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)

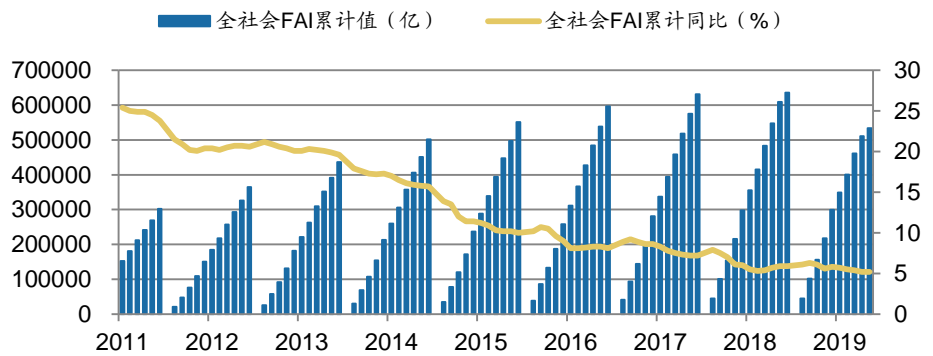


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 二、19年11月基建延续弱复苏，19年12月建筑PMI有所回落

根据国家统计局数据，2019年1-11月份全国固定资产投资累计53.37万亿元，累计同比增长5.2%，增速较1-10月累计增速持平。

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

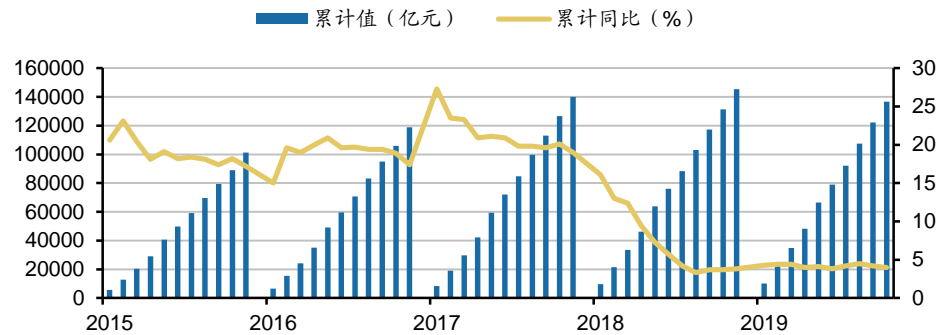
### 19年1-11月基建投资同比增长4.0%，关注结构分化

19年1-11月狭义基建投资同比增长4.0%，增速较1-10月下降0.2pct；而19年1-11月广义基建投资较上年同期增长3.47%，较1-10月增速上升0.21pct，11月基建总体延续弱复苏趋势，细分板块看：

- 交通运输、仓储和邮政业：19年1-11月累计同比为4.3%，较1-10月累计同比下降0.3pct。进一步细分来看，19年1-11月道路运输业基础建设投资累计同比+8.8%，较1-10月累计同比增速上升0.7pct；19年1-11月铁路运输固定资产投资累计同比为+1.6%，较1-10月累计同比增速下降4.3pct；19年1-11月航空运输固定资产投资累计同比为-15.0%，与1-10月累计同比相比下降0.4pct。
- 电力、热力、燃气及水的生产和供应业：19年1-11月累计同比为3.6%，较1-10月月累计同比增速上升1.7pct。
- 水利、环境和公共设施管理业：19年1-11月累计同比为+2.8%，较1-10月累计同比增速上升0.1pct；

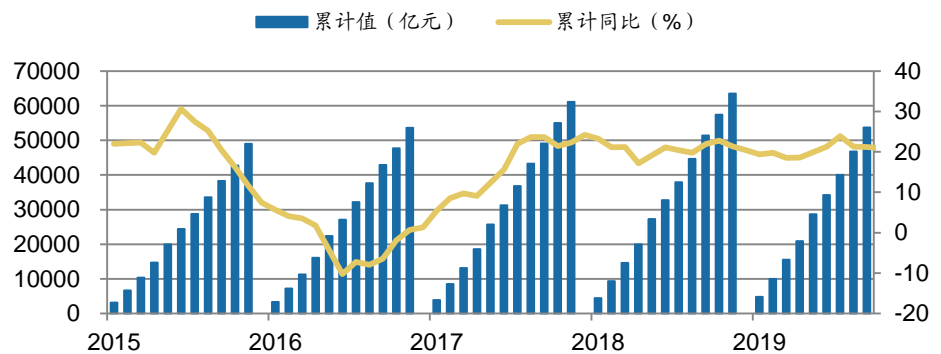


图 10: 狭义基建投资 (左轴) 及累计同比 (右轴) 基础建设 (不含电力)



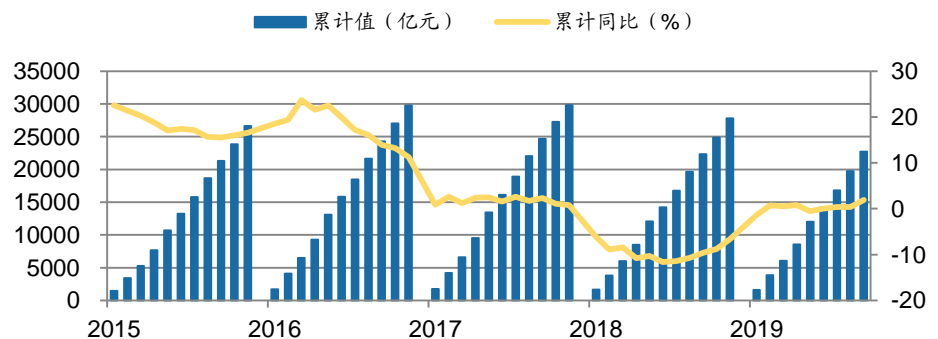
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



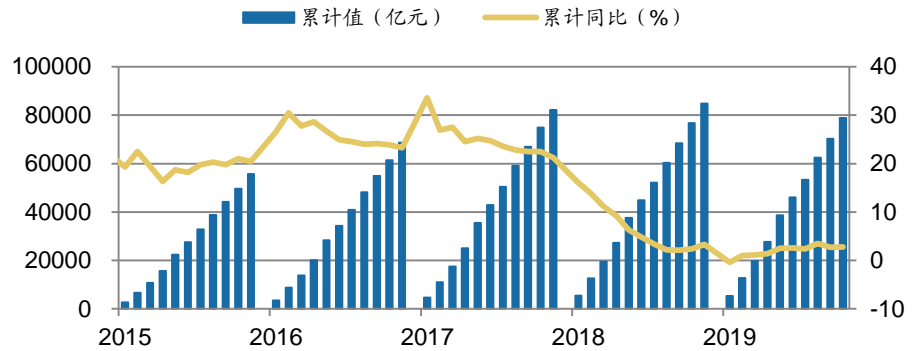
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



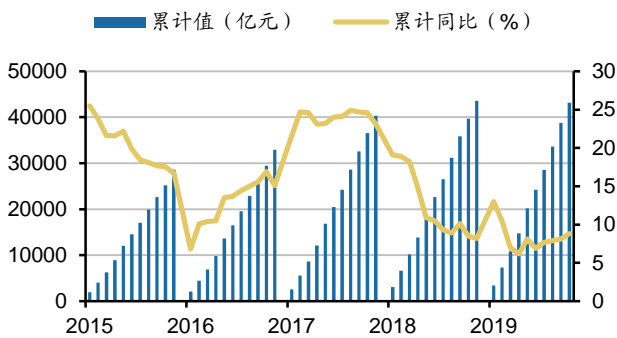
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



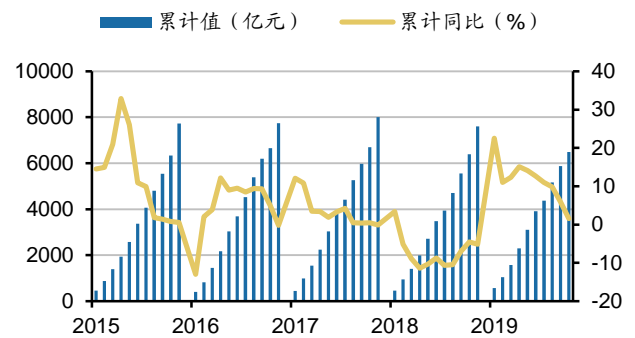
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 14: 道路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



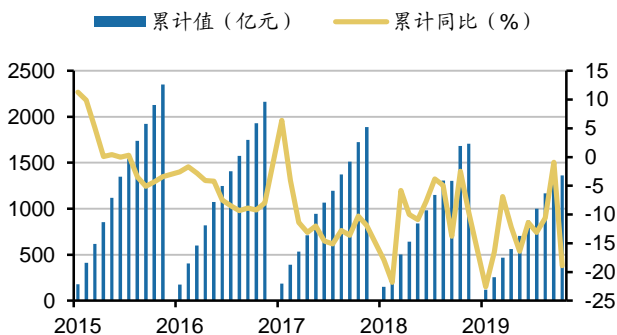
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 15: 铁路运输业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



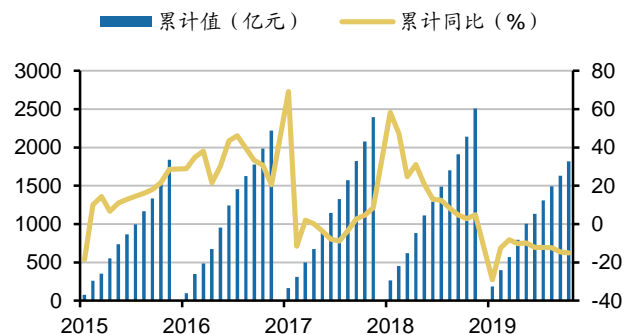
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



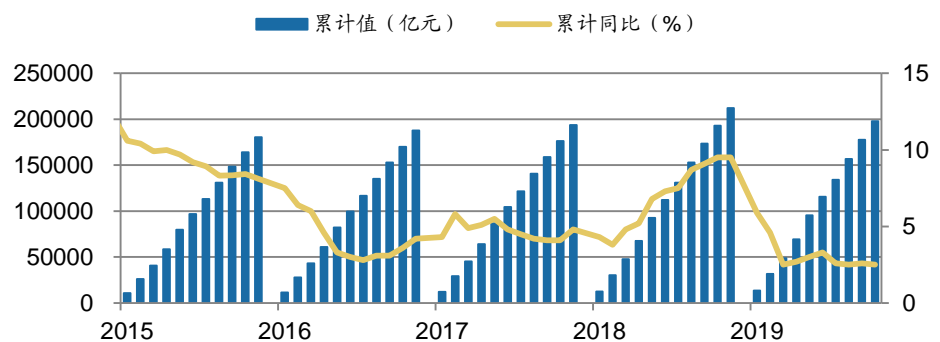
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

### 19年1-11月制造业投资同比增长2.5%，制造业PMI与上月持平

根据国家统计局数据，19年1-11月制造业固定资产投资累计同比为+2.5%。较1-10月累计同比增速下降0.1pct。其中，19年1-11月化学原料及化学制品制造业累计投资同比增速为4.6%，较1-10月累计同比增速下降2.0pct。

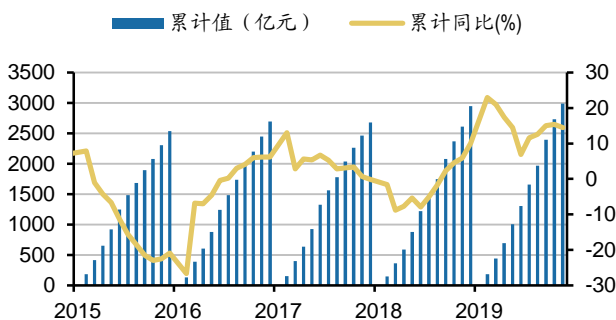
12月中采制造业PMI为50.2%，与上月持平，连续2月处于扩张区间；PMI分项中，生产指数上升0.6pct至53.2%，新订单指数略有回落0.1pct至51.2%，仍处荣枯线以上，需求端有望持续复苏。12月进口指数上升0.1pct至49.9%，新出口订单指数上升1.5pct至50.3%，出口指数重回临界线以上，表明内外需均有所改善。中美贸易谈判近期取得积极进展，后续需关注协议落地情况。

图 18: 制造业固定资产投资累计值（左轴）及同比（右轴）



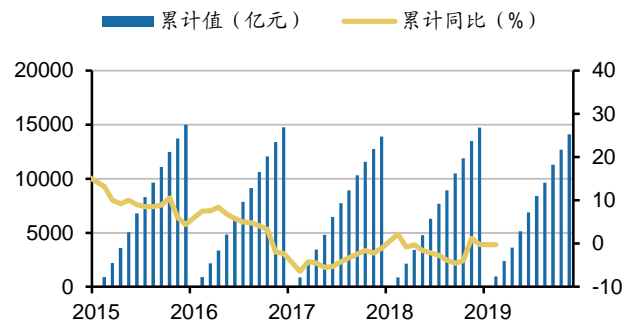
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 19: 石油加工、焦炼及核燃料加工业投资情况



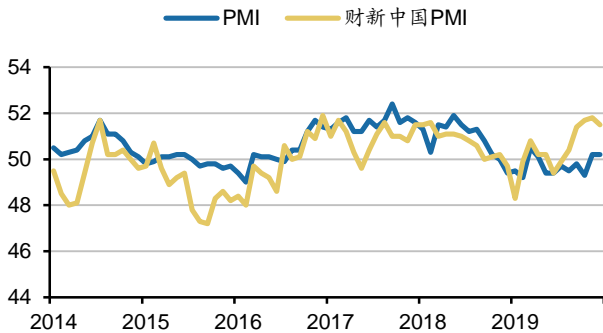
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 20: 化学原料及化学制品制造业投资情况



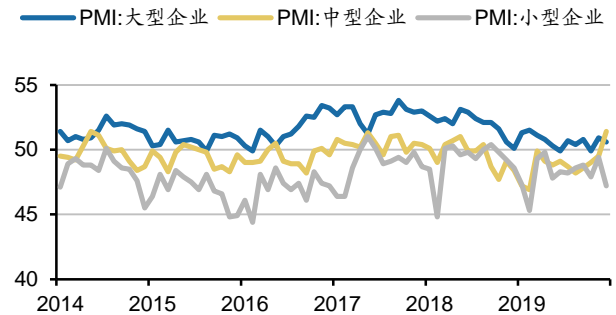
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 21: 12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: %)

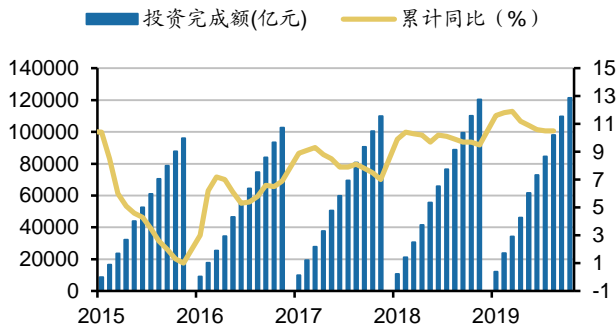


数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

### 19年1-11月房地产开发投资同比增长10.2%，后周期行业有望受益

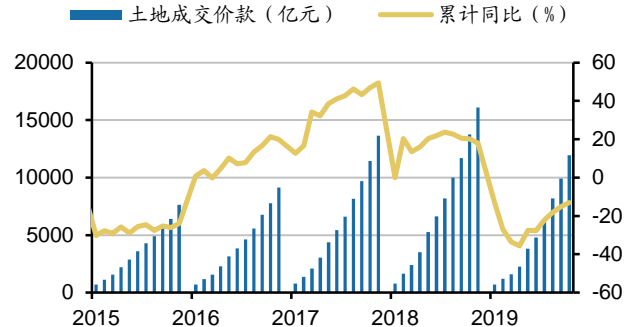
根据国家统计局数据，19年1-11月地产开发投资增速10.2%，较1-10月下降0.1pct，地产投资仍维持高位。土地交易价款方面，19年1-11月土地交易价款累计达11960.37亿元，累计同比下降13.0%，较1-10月降幅收窄2.2个百分点。

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

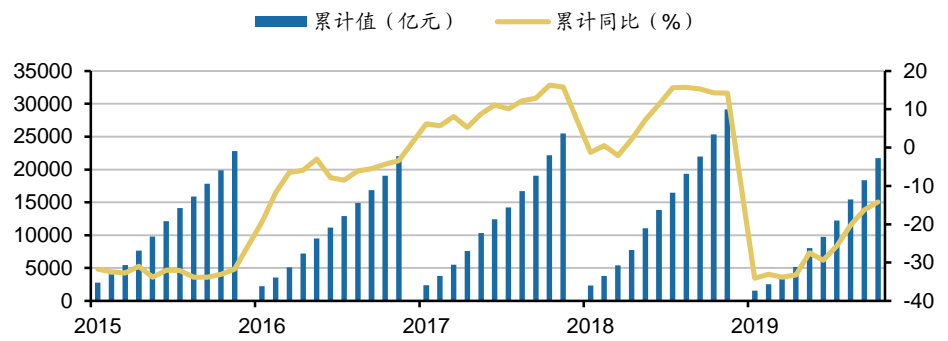
图 24: 土地交易价格价款累计值(左轴)及同比(右轴)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

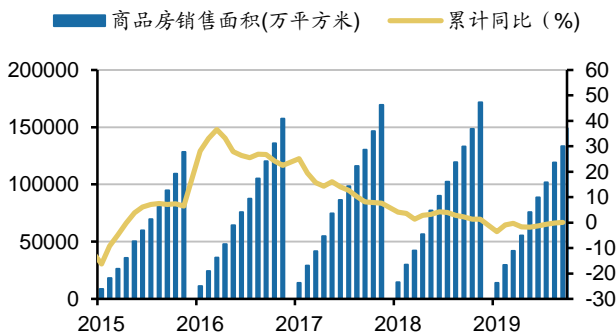
19年1-11月新开工增速8.6%，较1-10月下降1.4pct；19年1-11月商品房销售/竣工面积增速0.2%/-4.5%，较1-10月上升0.1pct/1.0pct，销售面积增速继续回升，地产竣工持续回暖，其中11月竣工增速为1.8%，连续4月增速为正，竣工端改善利好地产后周期行业。

图 25: 全国土地购置面积 (左轴) 及同比 (右轴)



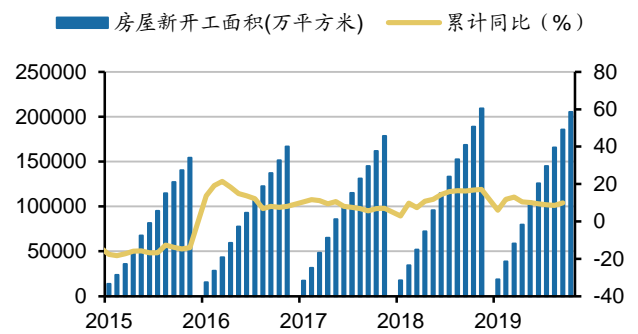
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 26: 全国商品房销售面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



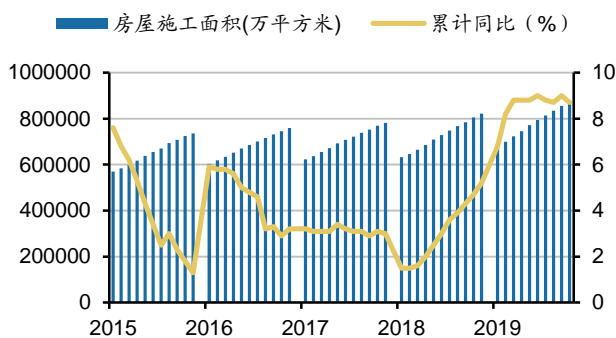
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 27: 全国房屋新开工面积累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



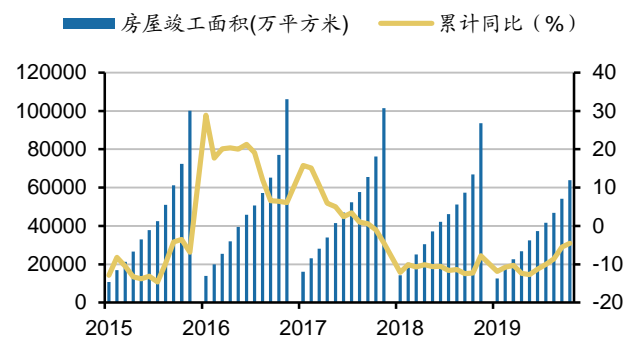
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

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)



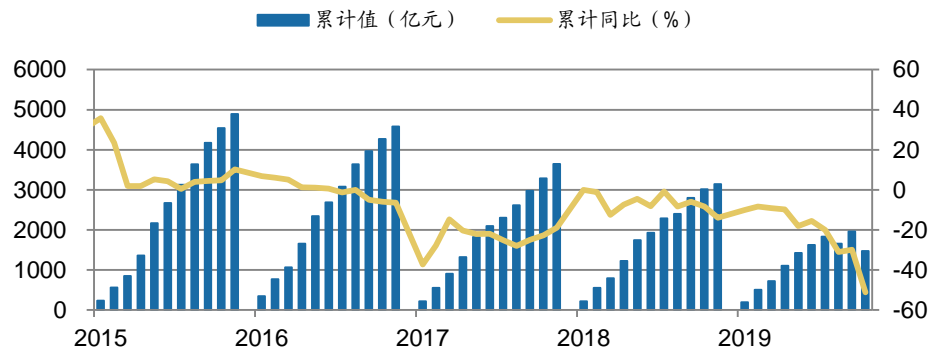
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

### 19年12月建筑 PMI 回落或受季节性影响及财政预算约束

19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3.1 pct至52.9%，预计主要受季节性影响及年内财政预算约束，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。19年11-12月PMI处于临界以上，经济呈现企稳信号，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。

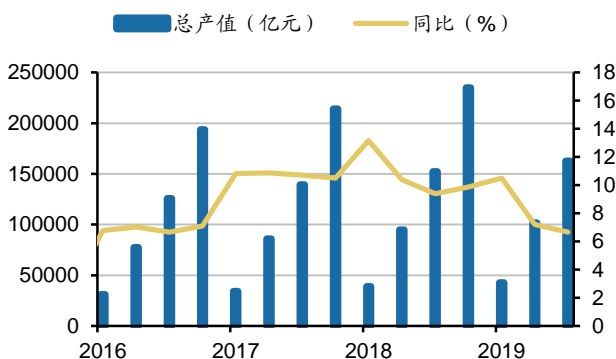
另外，19年前三季度建筑业总产值累计达162467.33亿元，同比增长6.66%。其中，建筑工程总产值累计达143644.22亿元，同比增长6.62%；安装工程总产值累计达13672.64亿元，同比增长8.94%；竣工总产值累计达67241.09亿元，同比增长2.53%。

图 30: 建筑业固定资产投资累计值 (左轴) 及同比 (右轴)



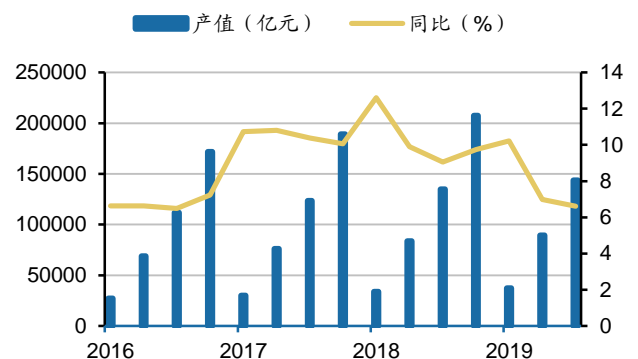
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 31: 建筑业总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



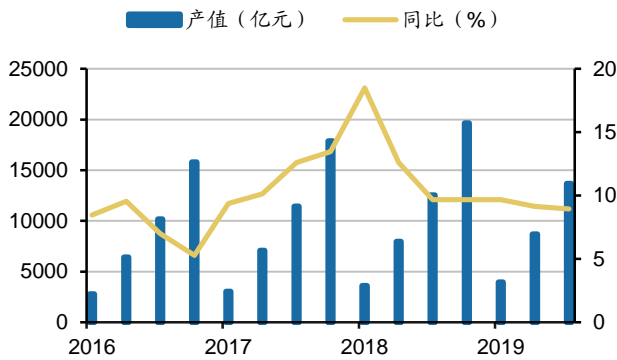
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 32: 建筑工程总产值 (左轴) 及累计同比 (右轴)



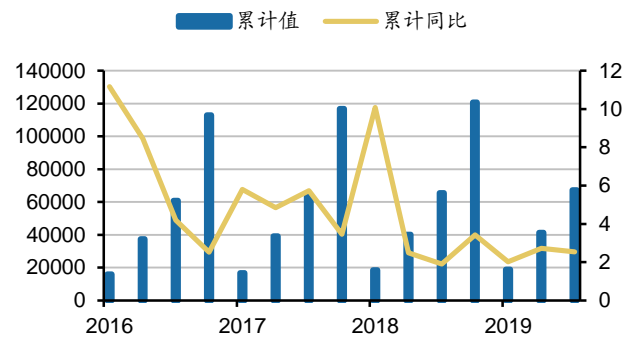
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

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、新增专项债基建占比提升，央行降准释放流动性，

#### 信用与融资：央行全面降准释放长期资金 8000 亿，新增专项债基建占比明显提升

根据中国人民银行数据，19年11月社融规模增量为1.75万亿元，同比多增1505亿元，社融增量较高主因信贷较强、未贴现票据及企业债券融资改善；11月新增信贷1.39万亿元，同比多增1387亿元，主要由于企业贷款及居民中长期贷款增加。

从信贷结构上看：19年11月企业短期贷款新增1643亿元，同比多增1783亿元，中长期贷款增加4206亿元，同比多增911亿元，19年9-11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；19年11月居民中长期贷款增加4689亿元，同比多增298亿元，预计主要流向地产；19年11月新增地方专项债减少1亿元，对社融影响不大。19年11月社融及新增信贷总体好于预期，企业贷款增加表明实体需求有所改善。

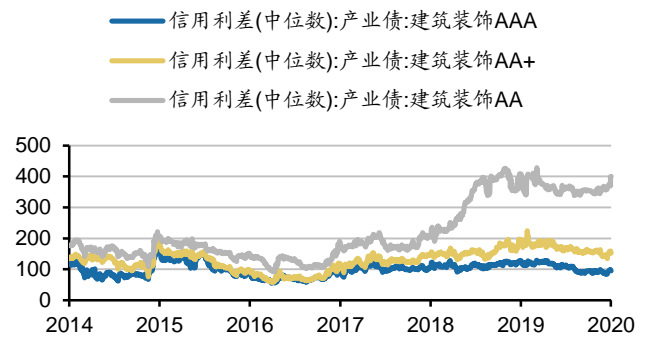
2020年1月1日，央行宣布于1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，此举释放长期资金约8000多亿元，有效增加金融机构支持实体经济的稳定资金来源，降低金融机构支持实体经济的资金成本，直接支持实体经济，与春节前的现金投放形成对冲，银行体系流动性总量仍将保持基本稳定。此次降准体现了科学稳健把握货币政策逆周期调节力度，表明央行稳健货币政策取向没有改变。

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

年初专项债发行规模大幅增长,投向基建比例明显提升,且无棚改及土储项目。(1)年初专项债发行规模大幅增长:根据各省市财政厅公告,2020年目前已有13省市区披露部分新增专项债发行计划共5367亿元,其中4937亿元将于1月发行,而2019年1月全国发行量为1412亿元,同比大幅增长。截止2020年1月4日已合计发行1934亿元,占2020年提前下达1万亿新增专项债额度的19.34%。(2)投向基建比例明显提升:根据已公告发行的1934亿元专项债情况统计,其中投入基建领域约1252亿元,占比达64.73%,较2019全年比例提升近40 pct。(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2只新增专项债合计约90亿元作为资本金投向铁路和收费,2019年共有25个专项债作资本金的项目,包括11个收费公路、8个铁路项目、5个高铁配套项目及1个机场项目。

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	1252	64.73%	5392	25.34%
市政	239	12.34%	1956	9.19%
收费公路	236	12.22%	1526	7.17%
基础设施	398	20.58%	880	4.14%
生态环保	167	8.61%	546	2.57%
轨交	10	0.52%	217	1.02%
水利	90	4.68%	155	0.73%
铁路	112	5.79%	85	0.40%
机场	0	0.00%	28	0.13%
棚改	0	0.00%	7171	33.70%
土地储备	0	0.00%	6866	32.27%
其他	682	35.27%	1848	8.69%
合计	1934	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

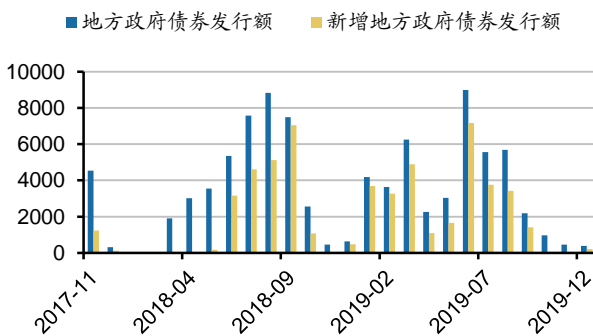


表 2: 2020 年 1 月部分发行省份/自治区/城市新增专项债发行计划

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 9 日	新疆	136
1 月 9 日	青岛	80
1 月 13 日	深圳	160
1 月中旬	浙江	328.3
1 月中旬	广东	1235
1 月中旬	湖南	240
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
	合计	4936.925

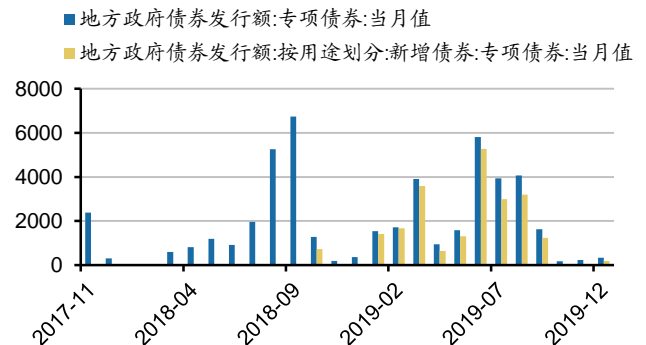
数据来源: 各地财政部门、中国债券信息网

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)



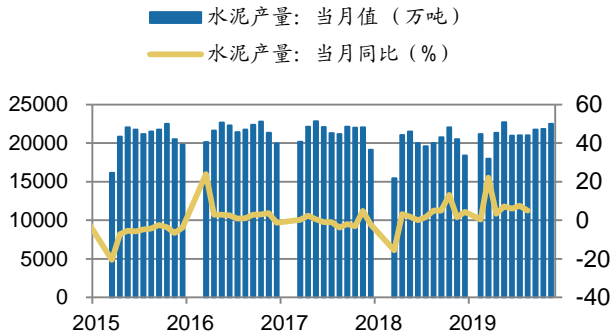
数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

### 成本端: 水泥价格持续上升, 钢铁价格有所下降

19 年 11 月水泥产量为 22487 万吨, 较去年同比上升 8.3%, 较 10 月增速上升 10.4pct; 截止 19 年 12 月底, 水泥价格指数达到 166.44, 较 11 月底上升 1.54pct。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12月螺纹钢价格较11月底出现了一定程度的下降，中厚板价格出现了一定上升。目前仍处于相对高位，仍然会给以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)

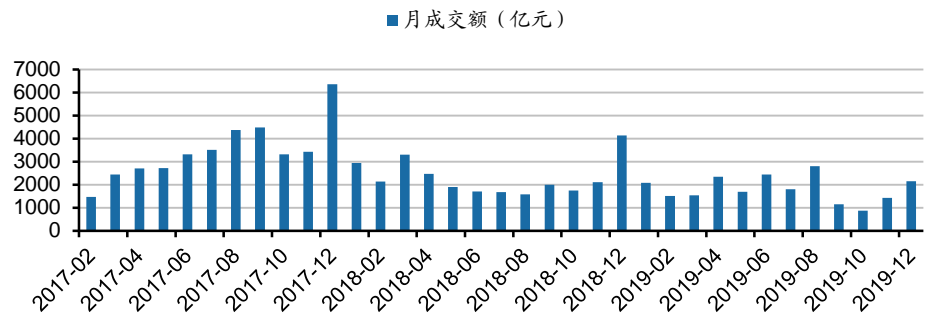


数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

## 四、PPP 项目落地率保持较高水平，现已进入平稳期

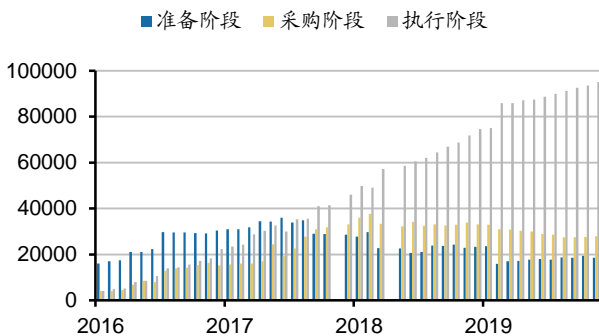
PPP 管理库项目经过上半年一系列规范整改，现已进入平稳发展期。根据明树数据统计，2019 年 10/11/12 月单月成交量分别为 865.2/1422.4/2148.2 亿元，项目成交规模相比 18 年同期有明显下降。截止 19 年 12 月底，PPP 累计成交额前三名的行业为交通运输、市政工程、城镇综合开发，分别成交 40766/36624/17331 亿元，合计占据总成交额的 57.85%。而根据财政部数据，19 年 11 月准备/采购/执行阶段的项目投资额分别为 18489/27933/95146 亿元，项目落地率达到 67.06%，落地速度持续加快。

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19年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。

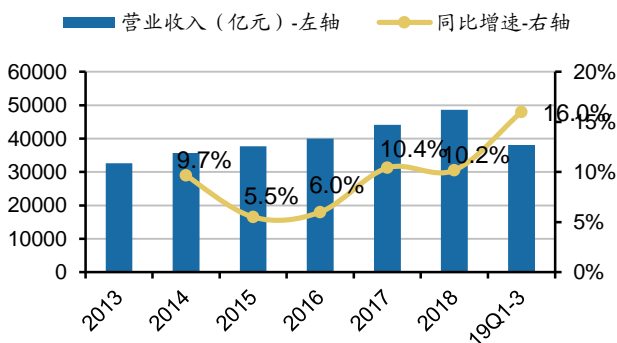
## 五、建筑行业三季度报：19Q3 业绩增速触底回升，龙头效应持续显现

截止2019年10月31日，建筑板块所有上市公司2019年三季度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年三季度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。

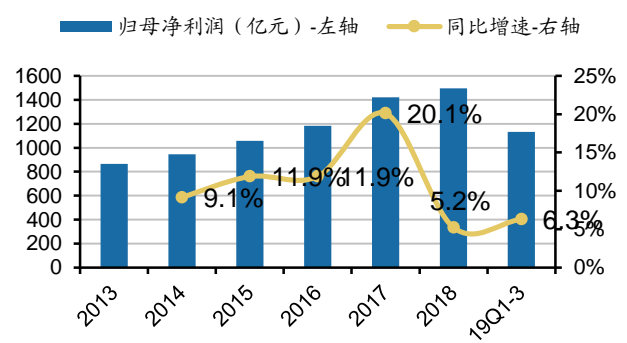
单季度看，19Q1/Q2/Q3收入分别增长13.5%/17.8%/16.1%，19Q3单季增速有所回落但仍维持近年较高水平；19Q1/Q2/Q3利润分别增长12.2%/-3.9%/14.5%，19Q3业绩提速主要由于板块整体费用率下降，园林等行业减亏，同时建筑央企如中国建筑等少数股东损益影响减小。

图 46: 历年建筑板块收入及同比增速 (单位: 亿元)



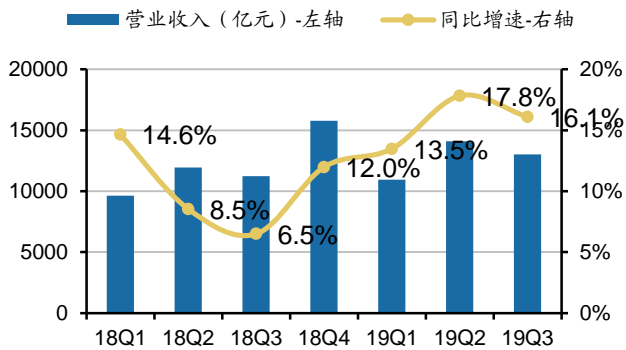
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 47: 历年建筑板块归母净利润及增速 (单位: 亿元)



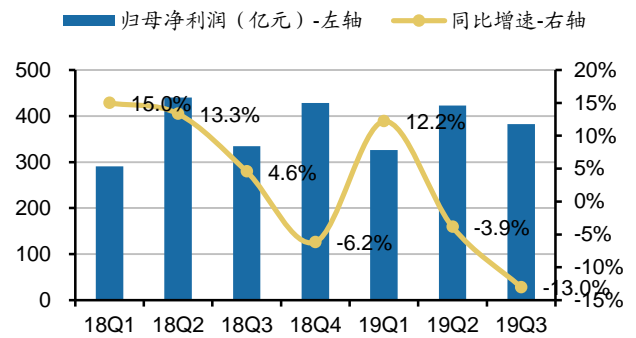
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

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

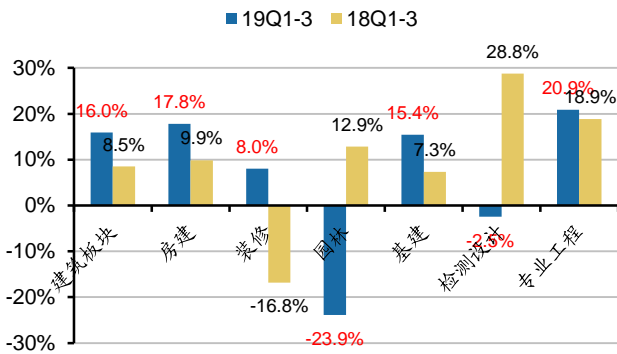
细分子板块方面, 房建/基建/检测设计/专业工程/装修/园林板块19Q3收入增速分别为+17.2%/+16.0%/+1.1%/+21.0%/+6.6%/-14.3%, 业绩增速分别为+23%/+15.3%/+12.6%/+11.9%/-9.3%/-37.1%, 专业工程 (钢结构及化学工程) 收入增速领先, 房建/基建板块维持较高的业绩增速, 而园林板块仍有明显下滑。

- 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。

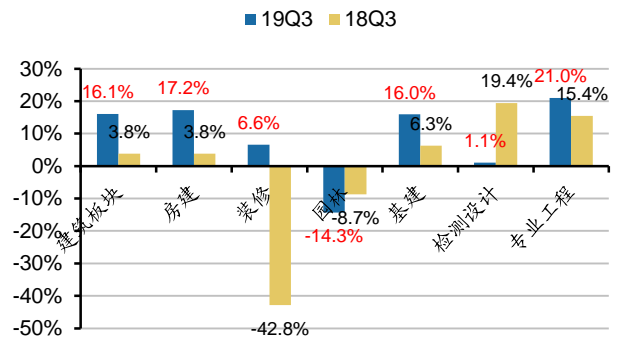
- ▶ 专业工程板块：2019年前三季度营业收入和归母净利润增速分别为20.9%和-5.5%，较去年同期分别变动+2.1/-16.8pct，其中，19Q3营业收入和归母净利润增速分别为21.0%和11.9%，较去年同期分别变动+5.6/+17.9pct。专业工程板块归母净利润增速下滑主要由于个别公司（神州长城）亏损严重，扣除异常数据后，专业工程板块19Q1-3归母净利润同比增长8.2%。

图 50: 建筑行业及各细分板块2019Q1-3收入增速对比



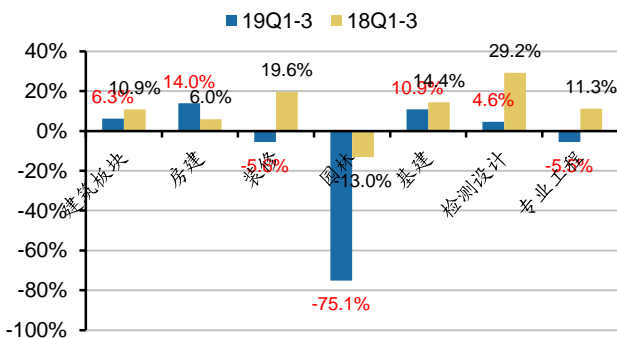
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 51: 建筑行业及各细分板块2019Q3收入增速对比



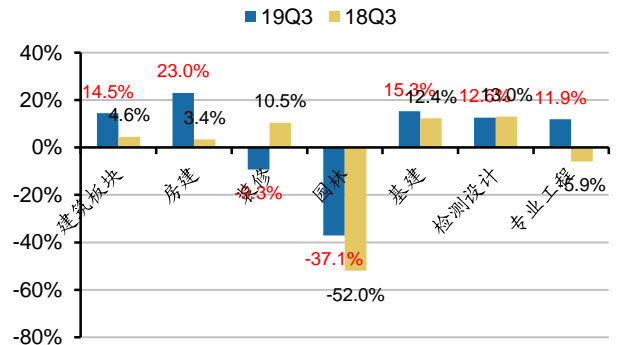
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

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



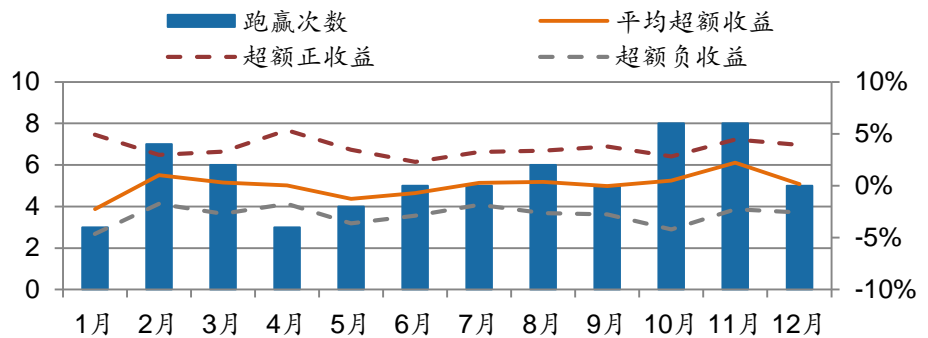
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## 六、行业观点及重点公司

历史上看，2008-2019年建筑装饰板块1月平均收益-3.6%，12年中跑赢大盘3次，跑赢大盘3次的平均超额收益为4.9%，跑输大盘9次的平均超额负收益为-4.6%。

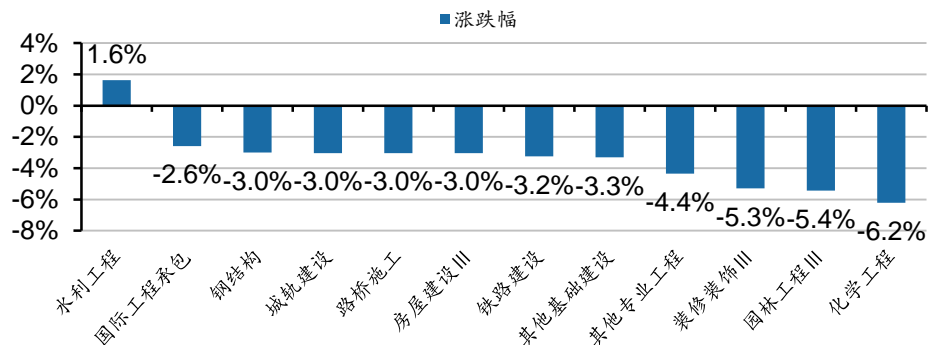
观察历史各建筑子板块1月份的平均收益情况，水利工程板块表现最好，平均收益1.6%，其余板块1月平均收益均为负值。化学工程板块表现最差，平均收益为-6.2%。

图 54: 2008-2019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1月各子板块平均收益情况（2010年-2019年）



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 3: 历年 Q1 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>							
2012Q1	4.7%	2.8%	7.9%	10.7%	-0.1%	1.2%	0.7%
2013Q1	-1.1%	-5.3%	-10.8%	-11.2%	-6.6%	0.9%	18.4%
2014Q1	-7.9%	-8.9%	-6.6%	-13.1%	-5.0%	-8.0%	-23.9%
2015Q1	14.6%	28.8%	10.9%	74.5%	29.3%	25.1%	35.1%
2016Q1	-13.7%	-16.0%	-12.9%	-11.9%	-18.4%	-19.1%	-8.9%
2017Q1	4.4%	6.6%	4.5%	0.1%	6.6%	11.9%	7.6%
2018Q1	-3.3%	-7.0%	-2.1%	-7.8%	-8.1%	-10.0%	-5.2%
2019Q1	28.6%	18.3%	13.3%	26.2%	14.3%	27.6%	23.3%
<b>平均值</b>	<b>3.3%</b>	<b>2.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>8.4%</b>	<b>1.5%</b>	<b>3.7%</b>	<b>5.9%</b>
<b>超越大盘指数</b>							
2012Q1	-	-1.9%	3.3%	6.1%	-4.8%	-3.4%	-3.9%
2013Q1	-	-4.2%	-9.7%	-10.1%	-5.4%	2.0%	19.5%
2014Q1	-	-1.0%	1.2%	-5.3%	2.8%	-0.1%	-16.0%
2015Q1	-	14.1%	-3.7%	59.8%	14.7%	10.5%	20.4%
2016Q1	-	-2.2%	0.9%	1.9%	-4.7%	-5.3%	4.9%
2017Q1	-	2.2%	0.1%	-4.3%	2.2%	7.5%	3.2%
2018Q1	-	-3.7%	1.2%	-4.5%	-4.9%	-6.7%	-1.9%
2019Q1	-	-10.3%	-15.3%	-2.4%	-14.3%	-1.0%	-5.3%
<b>平均值</b>	<b>-</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-2.8%</b>	<b>5.2%</b>	<b>-1.8%</b>	<b>0.4%</b>	<b>2.6%</b>

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**观点1: 年初专项债发行规模大幅增长, 投向基建比例明显提升, 且无棚改及土储项目。** (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13省市区披露部分新增专项债发行计划共5367亿元, 其中4937亿元将于1月发行, 而2019年1月全国发行量为1412亿元, 同比大幅增长。截止2020年1月4日已合计发行1934亿元, 占2020年提前下达1万亿新增专项债额度的19.34%。(2) 投向基建比例明显提升: 根据已公告发行的1934亿元专项债情况统计, 其中投入基建领域约1252亿元, 占比达64.73%, 较2019全年比例提升近40 pct。(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2只新增专项债合计约90亿元作为资本金投向铁路和收费, 2019年共有25个专项债作资本金的项目, 包括11个收费公路、8个铁路项目、5个高铁配套项目及1个机场项目。

**观点2: 制造业PMI良好表现收官, 建筑PMI回落或受季节性影响及财政预算约束。** (1) 2019年12月中采制造业PMI为50.2%, 与上月持平, 连续2月处于扩张区间; PMI分项中, 生产指数上升0.6 pct至53.2%, 新订单指数略有回落0.1 pct至51.2%, 仍处荣枯线以上, 需求端有望持续复苏。(2) 2019年12月进口指数上升0.1 pct至49.9%, 新出口订单指数上升1.5 pct至50.3%, 出口指数重回临界线以上, 表明内外需均有所改善。中美贸易谈判近期取得积极进展, 后续需关注协议落地情况。(3)



2019年12月建筑业PMI环比回落2.9 pct至56.7%，建筑新订单指数环比回落3.1 pct至52.9%，预计主要受季节性影响及年内财政预算约束，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。（4）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。

**观点3：基建补短板发力空间仍较大，降准或助基建资金端持续改善。**（1）国铁集团工作会议指出，19年全国铁路投资完成8029亿元，投产铁路新线8489公里，其中高铁5474公里；截至19年年底，全国铁路营业里程达13.9万公里以上，其中高铁3.5万公里。此前交通部表示，20年将完成铁路投资8000亿元，公路水路投资1.8万亿元，民航投资900亿元，总规模达2.7万亿元。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。（2）央行公告将于1月6日下调存款准备金率50个基点，释放长期资金约8000多亿元，此举有望降低地方发债成本，基建投资资金端有望改善。本次降准为全面降准，叠加今年存量浮动贷款利率与LPR挂钩（19年以来LPR整体趋势下行），稳增长意图明显，目前地产融资收紧、制造业需求偏弱，预计增量资金以流向基建为主。（3）我们认为20年行业供需格局改善，资金端有望持续发力，基建增速仍将趋势向上。目前新增专项债正加快发行，大概率在Q1形成实物工作量，预计20Q1基建增速或较高。

**公司方面**，我们延续前期观点，建筑板块低估值优势明显，年初专项债投向基建比例明显提升，基建稳增长预期有望提升，建议关注：**自上而下**；（1）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）；（2）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）；**自下而上**，（3）具备内生外延长期业绩成长性的检测行业龙头（国检集团）；（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、精工钢构等）。

## 七、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。