

建筑行业 2019 年投资策略

政策预期引领估值修复：基建先行，民企回暖

● **业绩增速有所放缓，估值处于历史底部**

1) 股价与估值：建筑板块 PE/PB 估值水平均已处于历史底部水平，房建/基建板块跌幅较小；2) 业绩：18 年前三季度建筑行业上市公司业绩增速有所放缓，盈利水平稳步提升。而据上市公司全年业绩预告，建筑板块 2018 年全年业绩增速约 23%，高于前三季度 19% 的增速水平；3) 经营：前三季度央企订单增速仅为 4.5%，低于上半年 5.8% 的增速，新签订单增速继续下滑，基建“补短板”效果尚未显现。在去杠杆大背景下融资环境收紧致建筑企业现金流净流出有所增加，而建筑国企负债率水平目前仍处高位，制约了企业的扩张速度。

● **回顾：基建投资增速“L”型下滑，信贷趋紧张 PPP 成交回落**

2018 年 1-10 月狭义/广义基建投资增速分别为 +3.7%/-0.9%，较 1-9 月增速分别上升 0.4pct/0.6pct。18 年基建投资增速出现了“L”型下滑。7 月底国常会及中央政治会议提出基建“补短板”政策，目前基建投资增速已触底回升。信用与融资方面，去杠杆背景下融资利率维持高位，社融余额增速也持续下滑，民企 AA+ 信用利差在上半年大幅上涨，8 月后逐渐回落。PPP 方面，PPP 成交量在清库及融资环境收紧之后也明显放缓，92 号文颁布以来，各地累计清理退库项目 2428 个、涉及投资额 2.9 万亿元，整改完善项目 2005 个、涉及投资额 3.1 万亿元。近期民企融资支持政策频出，预计伴随年底 PPP 规范条例出台，PPP 市场将向着高质量健康发展。基建资金方面，地方专项债 8 月以来发行加速，在 10 月底已经基本完成 1.35 万亿新增地方专项债的发行，高于 17 年的 8000 亿发行额度，预计 19 年新增地方专项债将继续为明年的基建投资提供强有力的资金支撑。

● **展望：积极财政助基建补短板持续发力，资金到位支撑投资增速温和提升**
从复盘情况看，历史上 4 次基建投资增速回升期存在两个共性：①政策宽松②订单加速转化收入。而根据“十三五”发展规划，到 2020 年，铁路/高铁营业里程分别达到 15/3 万公里，目前仅 12.7/2.5 万公里；公路/高速公路通车里程 500/15 万公里，目前为 477/13.65 万公里；城轨交通运营里程 6000 公里，目前为 5033 公里；各类交通建设完成情况距规划目标仍有较大差距，铁路、公路和轨交依然是较大短板，财政宽松背景下，预计后期基建投资增速有望提升。我们利用发改委审批项目数以及小松挖机小时数验证了基建投资回暖的趋势。从基建资金来源角度看，我们预计 18/19 年广义基建投资增速分别为 0.2%/4.5%，狭义基建投资增速分别为 4.5%/6.5%，19 年基建资金的增长主要来源于新增专项债和 PPP 资金的增长。最后基于目前的财政支出预算基础以及 10% 的红线的角度看未来 PPP 项目的投资规模，未来存量 PPP 项目落地规模仍有提升空间。

● **基建存稳增长对冲需求，地产或为有效补充，民企 PPP 有望逐步回暖**
投资策略方面，主要关注两条线索：一是盈利逆周期带来的板块性机会，二是政策逆周期带来的结构性机会。盈利逆周期：1) 增值税下调有望增厚建筑企业利润；2) 商誉减值对建筑企业影响较小；3) 原材料成本下滑有望提升建筑企业盈利能力。政策逆周期：基建存稳增长对冲需求，地产或为有效补充，预计 18Q4 基建回暖趋势有望延续至 19 年。

公司方面，建议关注三条主线：1) 基建前端设计公司，如苏交科/中设集团/设计总院等；2) 低 PB 基建央企，如中国铁建/中国中铁/中国交建等；3) 弹性较大的地方基建国企，如四川路桥/山东路桥等。此外，若中美贸易摩擦缓和，风险偏好回升，建议关注地产产业链的估值修复机会（中国建筑/金螳螂等），以及高弹性民营 PPP 标的（东方园林/龙元建设等）。

● **风险提示**：宏观政策环境变化导致行业景气度下降；固定资产投资及基建投资增速下滑加速导致公司订单不达预期；中美贸易摩擦存在不确定性。

行业评级 买入

前次评级 买入

报告日期 2018-12-06

相对市场表现



分析师：姚 遥 S0260517070002

021-60750610

gfyayao@gf.com.cn

相关研究：

建筑装饰行业周报：建筑新订 2018-12-02

单指数持续回升，板块配置

关注风险偏好变化

苏交科深度报告：内生+外延 2018-11-28

增长可期，政策利好民企设

计龙头

金螳螂深度报告：先胜而后 2018-11-12

求战，家装龙头家装再起航

联系人：尉凯旋 021-60750610

yukaixuan@gf.com.cn

目录索引

业绩增速有所放缓，估值处于历史底部.....	6
股价：年初以来建筑板块跑输大盘，房建/基建板块跌幅较小.....	6
估值：横纵向对比均处于低位，与沪深 300 估值比值再度破 1	7
业绩：业绩增速有所放缓，盈利水平稳步提升.....	8
经营：基建订单增速下滑，现金流流出增加，负债率仍处高位.....	12
回顾：基建投资增速“L”型下滑，信贷趋紧致 PPP 成交回落.....	15
固定资产投资：前三季度基建投资增速呈“L”型下滑，10 月后呈触底回升态势.....	15
信用与融资：社融增速持续下滑，近期民企信用利差有所回落.....	20
地方专项债：8 月以来新增地方专项债发行加速，19 年将继续为基建投资提供资金支撑.....	22
PPP 成交：信贷趋紧致成交回落，落地率稳步提升，项目有望逐渐规范化.....	22
展望：积极财政助基建补短板持续发力，资金到位支撑投资增速温和提升.....	24
复盘：历史基建投资复苏存在共性，宏微观环境共同验证行情存在持续性.....	24
十三五：铁路、公路和轨交依然是较大短板，后期交通建设投资空间广阔.....	27
基建资金来源：投资增速温和回升，测算 19 年广义基建投资增速约 4.5%	31
基于财政支出角度看 PPP：存量 PPP 项目落地仍有空间	34
基建存稳增长对冲需求，地产或为有效补充，民企 PPP 有望逐步回暖.....	37
盈利逆周期：减税降费增厚建筑企业利润，原材料成本下滑提升盈利能力.....	37
政策逆周期：基建存稳增长对冲需求，地产或为有效补充.....	42
重点公司推荐.....	44
风险提示	45

图表索引

图 1: 2018 年年初以来各行业涨跌情况	6
图 2: 2018 年年初至今走势情况	6
图 3: 2018 年年初以来各二级子板块涨跌幅	6
图 4: 2018 年年初以来各三级子板块涨跌幅	7
图 5: 2018 年年初以来各主题板块涨跌幅	7
图 6: 各板块 PE 估值情况 (2018/12/3)	7
图 7: 各板块 PB 估值情况 (2018/12/3)	7
图 8: 建筑板块 PE 相对沪深 300 及上证综指估值情况	8
图 9: 建筑板块 PB 相对沪深 300 及上证综指估值情况	8
图 10: 历年建筑板块收入及增速 (单位: 亿元)	9
图 11: 历年建筑板块归母净利润及增速 (单位: 亿元)	9
图 12: 2018 年单季度建筑板块收入及增速 (单位: 亿元)	9
图 13: 2018 年单季度建筑板块归母净利润及增速 (单位: 亿元)	9
图 14: 建筑行业及各细分板块 2018Q1-3 收入增速对比	9
图 15: 建筑行业及各细分板块 2018Q3 收入增速对比	9
图 16: 建筑行业及各细分板块 2018Q1-3 归母净利润增速对比	10
图 17: 建筑行业及各细分板块 2018Q3 归母净利润增速对比	10
图 18: 建筑行业及各细分板块 2018 年前三季度毛利率对比	12
图 19: 建筑行业及各细分板块 2018 年前三季度净利率对比	12
图 20: 建筑行业及各细分板块 2018 年前三季度 ROE 对比	12
图 21: 建筑行业及各细分板块 2018 年前三季度费用率对比	12
图 22: 建筑行业及各细分板块 2018 年前三季度经营性现金净流量/营收收入对比 (单位: 亿元)	15
图 23: 建筑行业及各细分板块 2018 年前三季度资产负债率对比	15
图 24: 建筑行业及各细分板块 2018 年前三季度收现比对比	15
图 25: 建筑行业及各细分板块 2018 年前三季度付现比对比	15
图 26: 全社会固定资产投资累计值及其同比	16
图 27: 广义基建投资及累计同比	17
图 28: 狭义基建投资及累计同比	17
图 29: 道路运输业固定资产投资累计值及同比	17
图 30: 铁路运输业固定资产投资累计值及同比	17
图 31: 建筑业固定资产投资累计值及同比	19
图 32: 建筑业 PMI 与建筑新签订单 PMI	19
图 33: 房地产开发投资及同比	19
图 34: 全国房屋新开工面积累计值及同比	19
图 35: 全国商品房销售面积累计值及同比	20
图 36: 全国房屋竣工面积累计值及同比	20
图 37: 制造业固定资产投资累计值及其同比 (单位: 亿元)	20
图 38: 化学原料及化学制品制造业投资情况	20

图 39: 单月社融增量及增速.....	21
图 40: 2018 年以来 10 年期国债收益率维护高位.....	21
图 41: AA+与 AA 建筑装饰行业产业债信用利差.....	21
图 42: 地方专项债单月发行额 (单位: 亿元)	22
图 43: 地方债单月发行额 (单位: 亿元)	22
图 44: 明数月度 PPP 成交数据	23
图 45: PPP 各阶段项目投资金额变化 (单位: 亿元)	23
图 46: PPP 项目落地率变化情况.....	23
图 47: 历史上四轮政策宽松驱动基建投资增恢复至 51%/26%/23%/20%.....	26
图 48: 2018 年铁路建设投资计划由年初的 7320 亿调升至 8000 亿.....	29
图 49: 2018 年公路水路计划投资 1.8 万亿	29
图 50: 发改委审批核准固定资产投资项目投资额同比增速	31
图 51: 发改委审批核准固定资产投资项目个数同比增速.....	31
图 52: 基建投资增速与挖机利用小时数有较强正相关性.....	31
图 53: 基建资金来源拆分	32
图 54: 自筹资金占基金资金来源大头	32
图 55: 预计 2019 年基建资金构成.....	34
图 56: 预计 2019 年基建资金中自筹资金构成	34
图 57: PPP 项目落地率与地方政府债务/GDP 比重之间存在负相关性	35
图 58: PPP 项目落地率与地方政府债务/地方财政收入比重之间存在负相关性 ..	35
图 59: PPP 项目落地率与 GDP 增速之间不存在明显相关性.....	35
图 60: PPP 项目落地率与地方财政收入增速之间不存在明显相关性.....	35
图 61: 中国中铁 2017 年成本结构.....	40
图 62: 中国中铁 2016 年成本结构.....	40
图 63: 山东路桥 2017 年成本结构.....	40
图 64: 山东路桥 2016 年成本结构.....	40
图 65: 杭萧钢构 2017 年成本结构.....	41
图 66: 杭萧钢构 2016 年成本结构.....	41
图 67: 钢铁及水泥价格走势.....	41
图 68: 中国中铁历年原材料成本占比及毛利率走势	41
图 69: 山东路桥历年原材料成本占比及毛利率走势	41
图 70: 杭萧钢构历年原材料成本占比及毛利率走势	41
图 71: 工程总承包模式.....	43
表 1: 建筑板块 2018 年业绩预告情况.....	10
表 2: 建筑央企及地方国企订单情况统计 (单位: 亿元)	13
表 3: 建筑央企及地方国企订单情况统计 (单位: 亿元)	13
表 4: 基建补短板政策	18
表 5: 近期支持民企融资政策动向.....	23
表 6: 历年央行存款准备金率	26
表 7: “十三五”现代综合交通运输体系发展规划.....	28
表 8: 各省市“十三五”综合交通运输体系发展规划投资额一览 (单位: 亿元)	

..... 28

表 9: 全国各省市公路水路计划投资完成额及完成情况 (单位: 亿元) 30

表 10: 基建资金来源 (亿元) 34

表 11: 根据地方财政支出测算 PPP 项目潜在总增量 (单位: 亿) 36

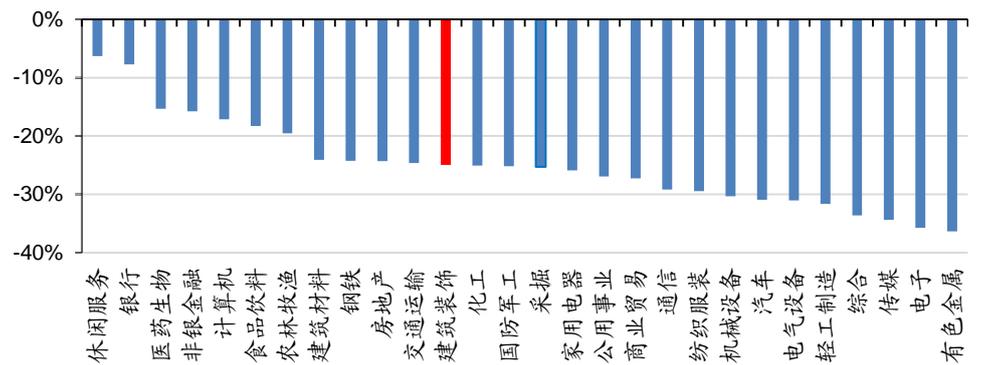
业绩增速有所放缓，估值处于历史底部

股价：年初以来建筑板块跑输大盘，房建/基建板块跌幅较小

受中美贸易争端以及去杠杆的影响，年初以来大盘指数回调明显，截止2018年12月4日，沪深300下跌21.2%。而建筑板块方面，受PPP清库、利率高位和融资趋紧等影响，年初以来建筑装饰指数下跌27.3%，跑输沪深300 6.2个百分点，在全行业中处于中等水平。

- **子板块方面：**二级子版块方面，房建和基建板块2018年跌幅相对较小，而园林板块跌幅较大，尤其是下半年以来房建和基建板块整体呈现上涨的趋势。而三级子版块方面，2018年以来铁建板块跌幅最小(-8.1%)，而园林工程板块跌幅最大(-47.6%)；
- **主题方面：**2018年以来一带一路跌幅最小(-21.2%)，而PPP指数受PPP清库以及融资环境收紧的影响而跌幅最大(-30.6%)。

图1：2018年年初以来各行业涨跌情况



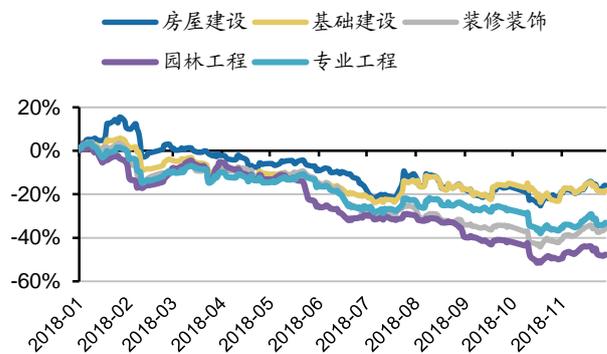
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图2：2018年年初至今走势情况



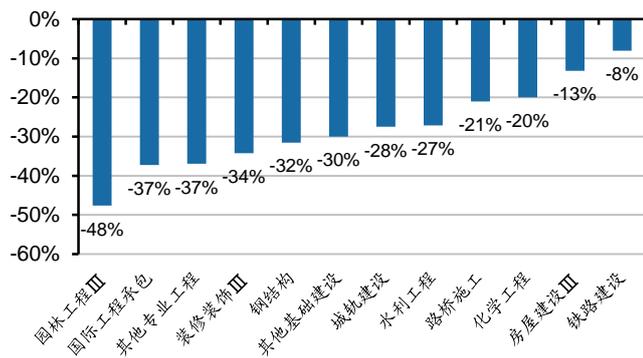
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图3：2018年年初以来各二级子板块涨跌幅



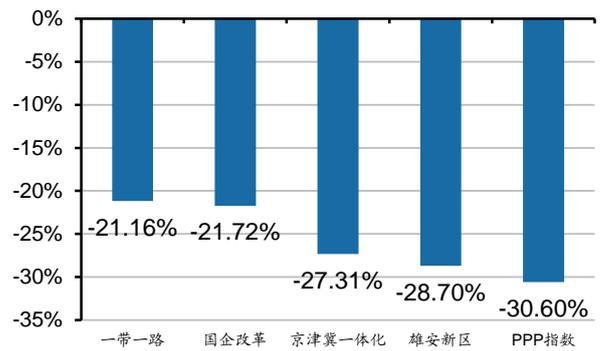
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 4：2018 年年初以来各三级子板块涨跌幅



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 5：2018 年年初以来各主题板块涨跌幅



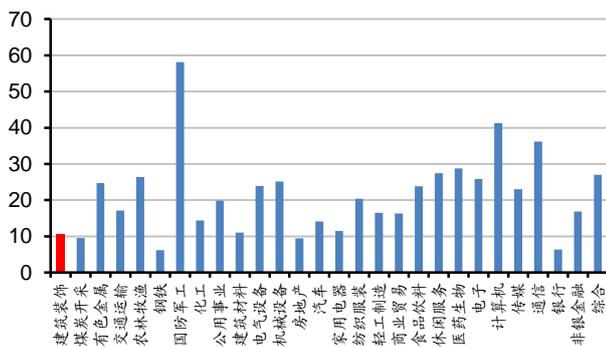
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

估值：横纵向对比均处于低位，与沪深 300 估值比值再度破 1

横向对比：截止12月3日，建筑板块的PE（TTM，整体法）10.7倍，仅高于煤炭、钢铁、地产和银行，低于其他各行业；PB（LF）1.2倍，仅高于煤炭、钢铁和银行，低于其他各行业；

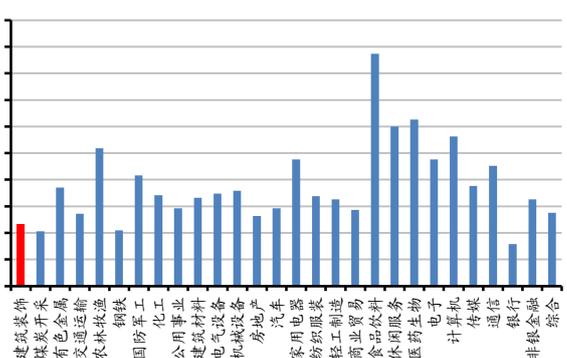
纵向对比：建筑PE/沪深300PE及建筑PE/上证综指PE分别为0.99和0.91，近期一直在历史底部水平震荡。而从PB角度考察，建筑PB/上证综指PB和建筑PB/沪深300 PB均为0.89，也处于历史最低水平。

图 6：各板块 PE 估值情况（2018/12/3）



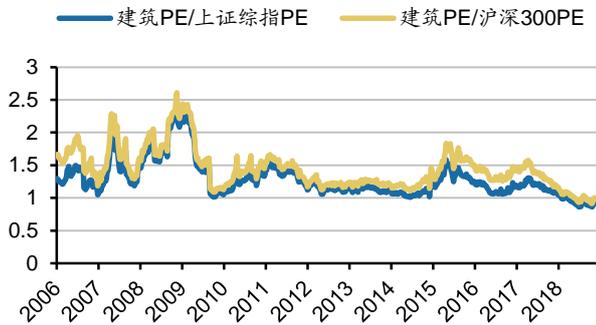
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 7：各板块 PB 估值情况（2018/12/3）



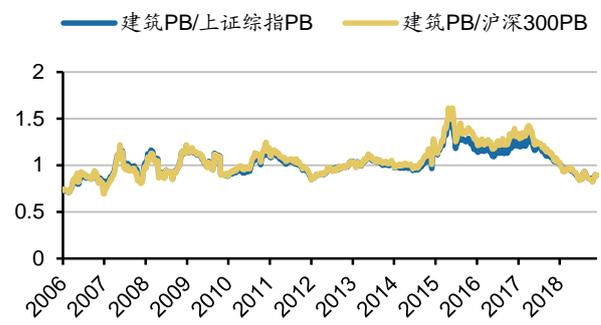
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 8: 建筑板块 PE 相对沪深 300 及上证综指估值情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 9: 建筑板块 PB 相对沪深 300 及上证综指估值情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

业绩: 业绩增速有所放缓, 盈利水平稳步提升

2018年前三季度建筑行业上市公司实现营业收入32780.3亿, 同比增长9.4%, 增速较17年同期增速下降1.2pct。2018年前三季度建筑行业上市公司实现归母净利润1060.4亿, 同比增长10.5%, 增速较17年同期增速下降2.9pct。

拆分单季度看, Q1/Q2/Q3收入增速分别为14.6%/8.4%/6.3%, 归母净利润增速分别为14.4%/13.0%/4.2%, 收入和利润整体呈现下滑趋势, Q3业绩增速下滑明显。Q3基建投资增速继续下滑, 同时信贷紧张影响项目建设进度, 建筑企业业绩受影响较大。但是随着“基建补短板”政策的出台, Q3基建项目审批明显加快, 建筑企业Q4的业绩有望改善。同时, 建筑企业四季度也进入回款期, 预计Q4建筑企业收入及利润增速都有望提升。

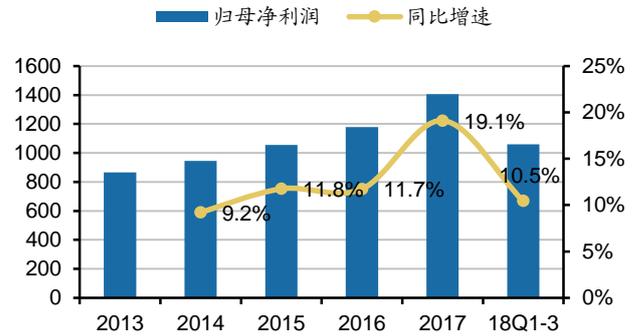
细分子版块方面, 房建/装修/园林/基建/专业工程板块18年前三季度营业收入增速分别为9.9%/14.3%/11.6%/7.2%/18.9%, 较去年同期分别变动-4.2/+4.1/-47.5 /-0.6/+6.9pct; 归母净利润增速分别为6.1%/19.4%/-13.6%/14.1%/11.3%, 较去年同期分别变动+0.8/+13.4/-76.7/-3.2/+2.5pct, 装修和基建板块业绩增速较高, 且装修板块业绩增速较去年有明显提升。

图10: 历年建筑板块收入及增速 (单位: 亿元)



数据来源: 公司年报及三季报, 广发证券发展研究中心

图11: 历年建筑板块归母净利润及增速 (单位: 亿元)



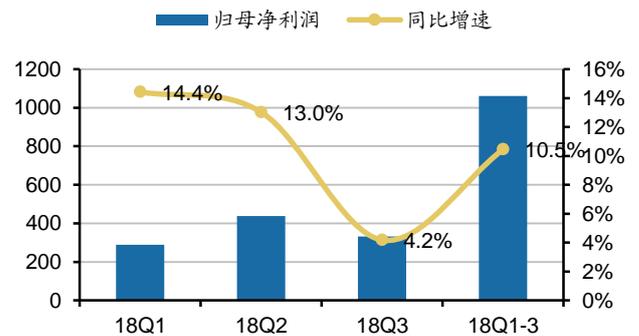
数据来源: 公司年报及三季报, 广发证券发展研究中心

图12: 2018年单季度建筑板块收入及增速 (单位: 亿元)



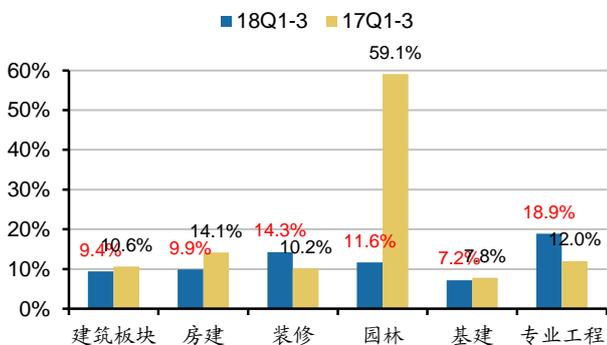
数据来源: 公司年报及三季报, 广发证券发展研究中心

图13: 2018年单季度建筑板块归母净利润及增速 (单位: 亿元)



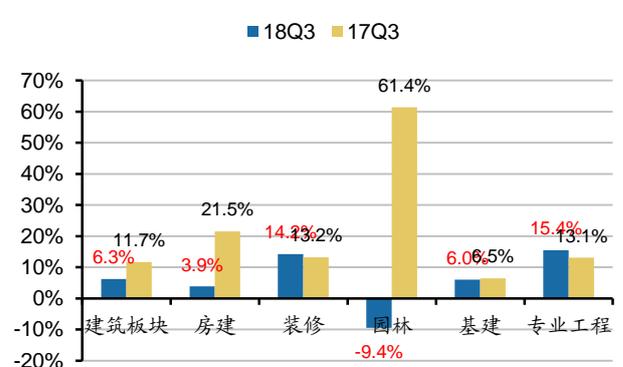
数据来源: 公司年报及三季报, 广发证券发展研究中心

图14: 建筑行业及各细分板块2018Q1-3收入增速对比



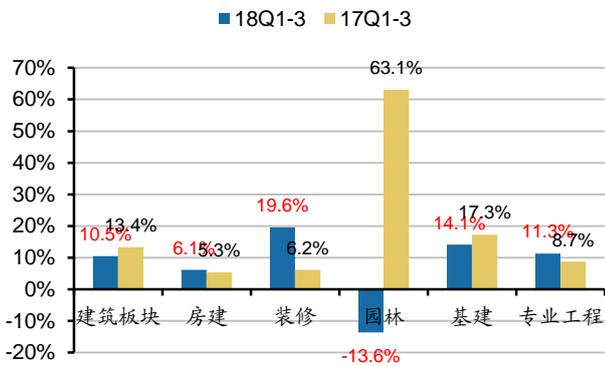
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图15: 建筑行业及各细分板块2018Q3收入增速对比



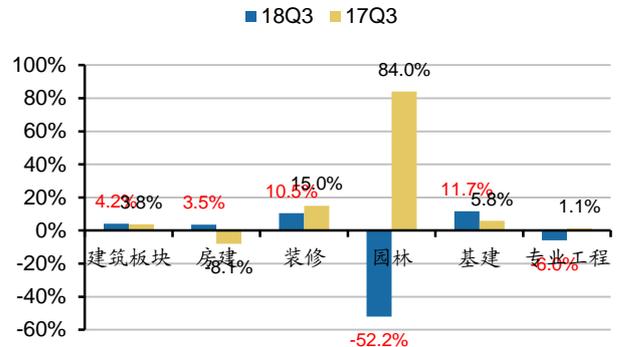
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图16: 建筑行业及各细分板块2018Q1-3归母净利润增速对比



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图17: 建筑行业及各细分板块2018Q3归母净利润增速对比



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

目前已经有40家建筑公司发布了2018年业绩预告, 取各家公司业绩预告的中值与去年同期对比, 有28家公司业绩同比增长, 8家公司业绩同比下滑, 4家公司业绩同比持平。全年业绩增速高于前三季度业绩增速的板块有装修板块和专业工程板块, 劝业业绩增速低于前三季度业绩增速的板块有园林板块和基建板块。整体而言, 已公布全年业绩增速的40家建筑公司全年业绩增速在中值为23%, 高于前三季度19%的增速。

就个股而言, 有22家公司的全年业绩增速高于三季报增速。分板块来看, 1) 装饰装修板块一共有14家披露全年业绩预告, 其中有11家公司预增, 2家公司预减, 1家公司业绩持平; 有11家公司预计全年增速高于三季报增速, 板块盈利能力提升。2) 专业工程板块一共有10家披露全年业绩预告, 有7家公司业绩预增, 2家公司业绩预减, 1家公司业绩持平, 整体盈利水平良好; 3) 园林工程板块中, 8家披露前三季度的业绩预告, 其中有4家公司业绩预增, 3家公司业绩预减, 1家公司业绩持平。4) 基础设施建设板块有8家披露业绩预告, 其中有6家公司业绩预增, 1家公司业绩预减, 1家公司业绩持平。

表 1: 建筑板块 2018 年业绩预告情况

证券代码	证券简称	18Q1-3 业绩增速	2018 业绩增速上限	2018 业绩增速下限	2018 业绩增速中值
002047.SZ	宝鹰股份	7.7%	30.0%	0.0%	15.0%
002081.SZ	金螳螂	10.2%	25.0%	5.0%	15.0%
002325.SZ	洪涛股份	4.4%	30.0%	-10.0%	10.0%
002375.SZ	亚厦股份	3.4%	20.0%	0.0%	10.0%
002482.SZ	广田集团	20.5%	15.0%	-15.0%	0.0%
002504.SZ	弘高创意	-86.4%	126.9%	106.7%	116.8%
002620.SZ	瑞和股份	22.7%	60.0%	20.0%	40.0%
002713.SZ	东易日盛	99.5%	50.0%	10.0%	30.0%
002781.SZ	奇信股份	13.9%	40.0%	10.0%	25.0%
002789.SZ	建艺集团	9.4%	40.0%	0.0%	20.0%

	002811.SZ	亚泰国际	30.3%	40.0%	0.0%	20.0%
	002822.SZ	中装建设	15.8%	40.0%	0.0%	20.0%
	002830.SZ	名雕股份	-21.8%	10.0%	-40.0%	-15.0%
	002856.SZ	美芝股份	-19.4%	10.0%	-38.0%	-14.0%
		算术平均	7.87%	38.35%	3.48%	20.91%
	002200.SZ	云投生态	279.8%	60.4%	38.2%	49.3%
	002310.SZ	东方园林	12.5%	30.0%	0.0%	15.0%
	002374.SZ	丽鹏股份	-79.2%	-55.6%	-77.8%	-66.7%
	002431.SZ	棕榈股份	-91.7%	-60.0%	-90.0%	-75.0%
园林	002663.SZ	普邦股份	6.4%	0.0%	-30.0%	-15.0%
	002717.SZ	岭南股份	87.8%	85.0%	50.0%	67.5%
	002775.SZ	文科园林	11.4%	30.0%	0.0%	15.0%
	002887.SZ	绿茵生态	-13.4%	15.0%	-15.0%	0.0%
		算数平均	26.70%	13.10%	-15.58%	-1.24%
	002060.SZ	粤水电	26.6%	30.0%	0.0%	15.0%
	002061.SZ	浙江交科	230.8%	15.5%	5.2%	10.4%
	002062.SZ	宏润建设	20.7%	30.0%	0.0%	15.0%
	002116.SZ	中国海诚	22.5%	20.0%	-20.0%	0.0%
基建	002307.SZ	北新路桥	1.7%	30.0%	-20.0%	5.0%
	002586.SZ	国海股份	196.2%	70.0%	20.0%	45.0%
	002628.SZ	成都路桥	-2.7%	0.0%	-40.0%	-20.0%
	002883.SZ	中设股份	15.6%	25.0%	5.0%	15.0%
		算术平均	40.09%	29.29%	-7.86%	10.71%
	002051.SZ	中工国际	10.1%	20.0%	-20.0%	0.0%
	002135.SZ	东南网架	75.4%	100.0%	60.0%	80.0%
	002140.SZ	东华科技	21.3%	353.4%	305.9%	329.7%
	002178.SZ	延华智能	-181.7%	-36.5%	-57.7%	-47.1%
	002469.SZ	三维工程	-6.9%	-10.0%	-40.0%	-25.0%
专业工程	002541.SZ	鸿路钢构	88.9%	100.0%	70.0%	85.0%
	002542.SZ	中化岩土	18.1%	20.0%	0.0%	10.0%
	002545.SZ	东方铁塔	61.0%	60.0%	10.0%	35.0%
	002743.SZ	富煌钢构	19.8%	35.3%	6.8%	21.0%
	002755.SZ	东方新星	40.5%	79.6%	30.4%	55.0%
		算数平均	14.65%	72.18%	36.54%	54.36%
		合计算数平均	19.25%	40.22%	6.01%	23.12%

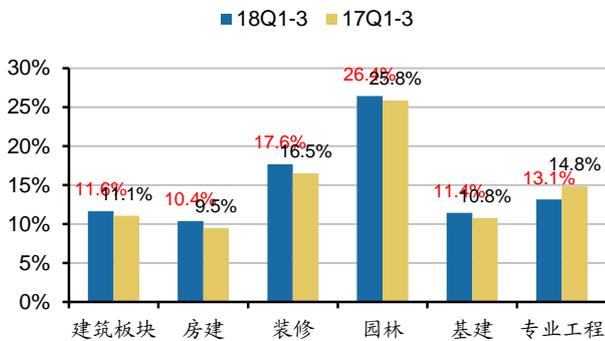
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

盈利能力方面，2018年前三季度建筑行业毛利率为11.6%，同比增长0.6pct；净利率为3.8%，较去年同期略提升0.1pct。但是建筑板块前三季度ROE较去年同期下降0.3pct至7.8%，ROE与毛利率及净利率变动趋势出现差异主要由于建筑企业净资产扩张较快导致。

观察各子版块毛利率、净利率、ROE变动情况，多数板块毛利率有提升，但是净利

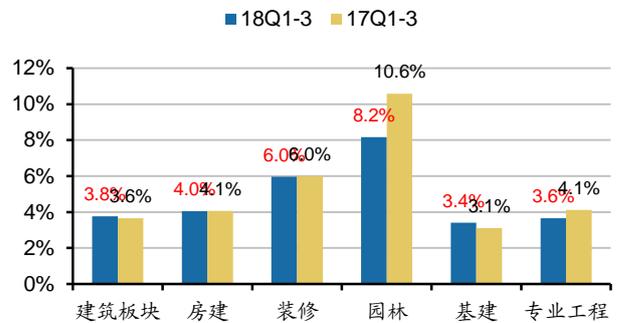
率和ROE却都有所下滑。主要由于建筑企业期间费用率的提升，这里我们在后面分析费用率的时候再进行分析。

图18: 建筑行业及各细分板块2018年前三季度毛利率对比



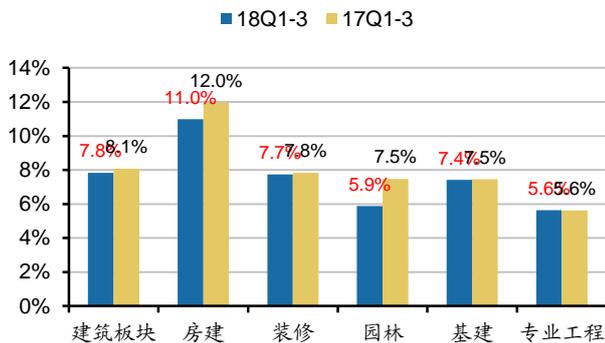
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图19: 建筑行业及各细分板块2018年前三季度净利率对比



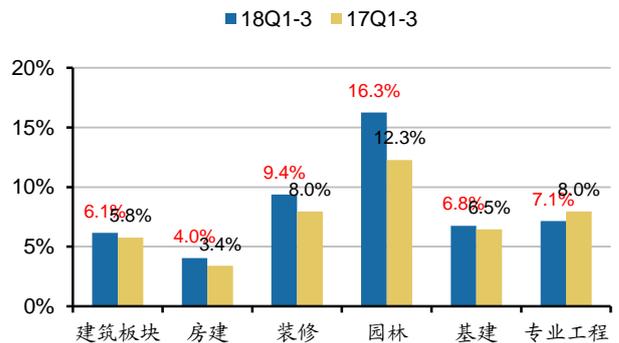
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图20: 建筑行业及各细分板块2018年前三季度ROE对比



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图21: 建筑行业及各细分板块2018年前三季度费用率对比



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

经营: 基建订单增速下滑, 现金流流出增加, 负债率仍处高位

➤ 订单: 基建新签订单增速继续下滑, 装修企业订单保持高增

房建/基建订单方面: 我们统计了8家建筑央企以及两家地方国企的订单情况, 中国建筑/中国中冶/中国电建/中国化学 Q3 新签订单同比分别增长 10.2%/31.7%/36.1%/108.7%, 而中国铁建/中国交建/中国中铁/四川路桥/山东路桥 Q3 新签订单同比分别减少 4.2%/17.0%/5.9%/73.8%/68.7%。其中, Q3 订单同比增加的公司其主营业务都不是基建业务, 而 Q3 订单同比下滑的 6 家公司都是以基建为主营业务。此外, 根据中国建筑、中国中冶、中国电建以及中国化学披露了 10 月订单情况, 中国建筑/中国中冶/中国电建/中国化学 1-10 月累计新签订单同比分别增长

2.2%/10.9%/3.1%/76.8%，增速较1-9月累计增速均有下滑（中国中冶1-9月累计新签合同增速为10.4%）。

整体来看，虽然三季度开始国家开始推进“基建补短板”的政策，但是基建订单仍呈现下滑趋势，或因部分项目三季度刚开始招标，公司招投标存在一定时间，政策的效果还未反映在公司的订单中。但是7月底国常会及中央政治局会议明确提出基建补短板政策后，基建项目审批及落地速度明显加快，后期基建新签订单增速有望提升并逐步转换为收入和业绩。

表 2：建筑央企及地方国企订单情况统计（单位：亿元）

		2017A	18Q1	18H1	18Q1-3	18Q3
中国建筑	新签合同额	22249.0	5383.0	12140.0	16639.0	4499.0
	同比增速	18.4%	24.3%	1.6%	3.8%	10.2%
中国铁建	新签合同额	15083.1	2798.6	6090.3	8916.6	2826.3
	同比增速	23.7%	7.0%	10.4%	5.3%	-4.2%
中国交建	新签合同额	9000.2	1793.2	4287.7	5828.1	1540.4
	同比增速	23.2%	20.5%	1.7%	-4.0%	-17.0%
中国中冶	新签合同额	5229.0	1538.9	2821.1	3970.8	1149.7
	同比增速	27.7%	42.4%	11.0%	16.3%	31.7%
中国电建	新签合同额	4067.9	1509.7	2614.0	3738.7	1124.7
	同比增速	12.7%	3.7%	-5.0%	4.5%	36.1%
中国中铁	新签合同额	15568.6	3123.4	6347.0	9513.0	3166
	同比增速	26.1%	21.3%	13.0%	5.9%	-5.9%
中国化学	新签合同额	950.8	254.8	800.7	1076.8	276.1
	同比增速	34.9%	5.3%	72.1%	80.2%	108.7%
四川路桥	新签合同额	474.5	297.1	430.3	484.0	53.7
	同比增速	138.7%	299.3%	106.4%	17.1%	-73.8%
山东路桥	新签合同额	238.5	30.2	68.2	89.4	21.2
	同比增速	10.4%	-	-	-	-68.7%

数据来源：公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

装修订单方面，我们统计了金螳螂等主要8家装修企业的订单情况，装修企业订单增速都保持高增长，广田集团、全筑股份以及宝鹰股份的订单增速都超过了50%，仅幕墙龙头江河集团的订单增速在两位数以下。整体而言，8家装修公司前三季度新签合同增速为35.7%，在建筑公司中位居前列。

表 3：建筑央企及地方国企订单情况统计（单位：亿元）

	17Q1-3	2017	18Q1-3	18Q1-3 同比
金螳螂	233.1	316.8	284.9	22.2%
东易日盛	30.4	40.5	34.2	12.5%
广田集团	88.7	143.5	165.6	86.8%
全筑股份	53.6	77.6	86.6	61.6%

亚厦股份	69.4	108.1	86.4	24.5%
瑞和股份	31.9	44.7	35.1	10.2%
江河集团	120.0	180.0	129.1	7.6%
宝鹰股份	52.6	86.8	100.6	91.2%
合计	679.7	998.0	922.6	35.7%

数据来源：公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

园林订单方面，据我们统计，截至目前为止，东方园林公告新签订单382.2亿元，龙元建设公告新签订单210.4亿元，铁汉生态公告新签订单358.6亿元（含战略框架协议），岭南股份公告新签订单195.5亿元。受PPP清库以及融资环境恶化的影响，今年园林公司新签订单增速明显放缓。未来随着PPP项目逐渐规范化，新签订单增速虽难以重回16/17年水平，但是项目质量以及收益率都有望提升，园林公司的盈利能力也有望增强。

➤ 现金流与负债率：现金流净流出增加，收现比/付现比均有提升

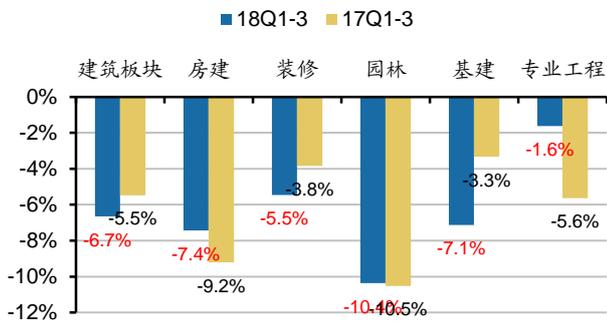
经营性现金流方面，2018年前三季度建筑企业经营性现金净流出较去年同期有所增加，经营活动产生的现金流量净额与营业收入由去年同期的-5.5%下滑到目前的-6.7%。其中，基建板块和装修板块下滑较多，房建和专业工程板块现金流净流出减少，园林板块与去年同期基本持平。

收现比和付现比方面，收现比和付现比较去年同期分别提升2.1/6.3pct。收现比和付现比均有所提升，但是付现比提升更多，整体而言，今年前三季度购买商品、接受劳务支付的现金较去年同期增长较多，造成了付现比提升较多，整体现金流流出较多。

资产负债率方面，截止2018年三季度末，建筑行业整体负债率为77.0%，同比上升0.4pct，基本保持稳定。房建、基建板块多为国企，负债率水平相对较高，而装修、园林板块多为民企，负债率水平也相对较低。其中，园林板块负债率水平降低8pct至54.8%，主要为园林公司发债融资遇到困难，刚性兑付后负债率下滑。

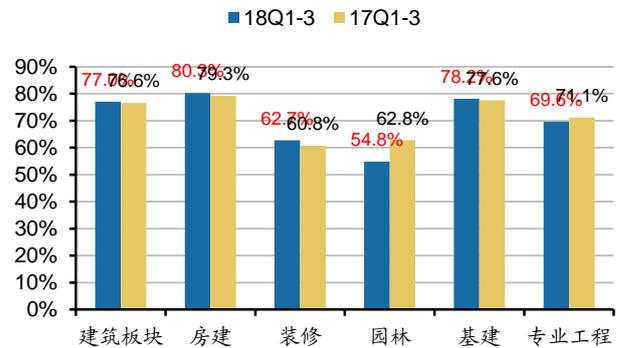
建筑行业中，房建板块以及基建板块的上市公司多为国企，而园林和装修行业的上市公司多为民企，对比各板块的资产负债率水平，可以发现，房建与基建板块的负债率水平明显高于装修和园林板块，接近80%，说明国企负债率水平仍然较高。

图22: 建筑行业及各细分板块2018年前三季度经营性现金净流量/营业收入对比 (单位: 亿元)



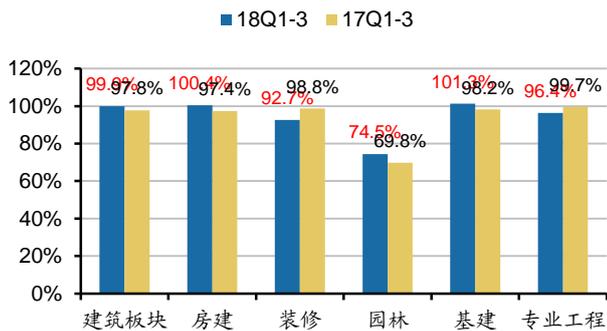
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: 建筑行业及各细分板块2018年前三季度资产负债率对比



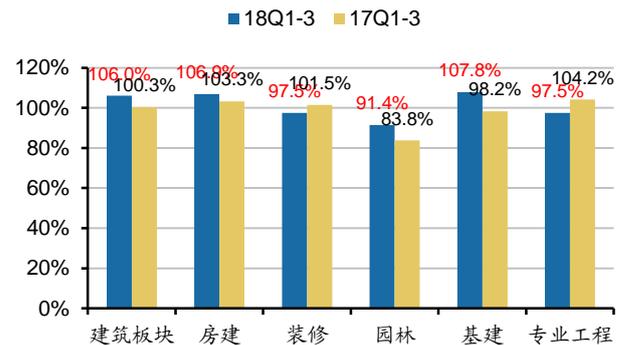
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图24: 建筑行业及各细分板块2018年前三季度收现比对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图25: 建筑行业及各细分板块2018年前三季度付现比对比



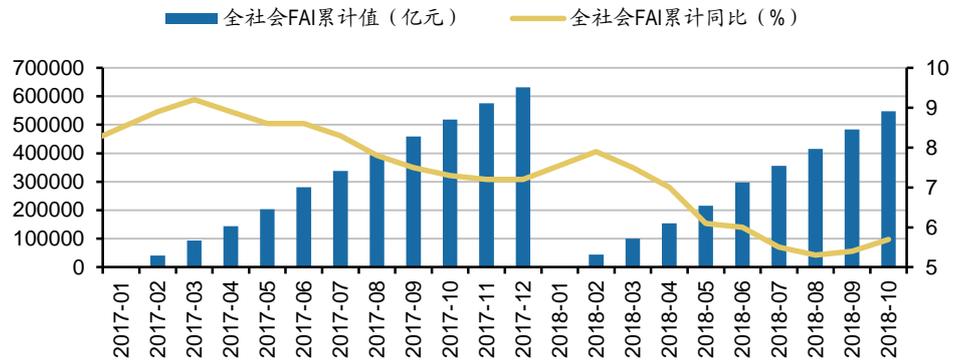
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

回顾: 基建投资增速“L”型下滑, 信贷趋紧致PPP成交回落

固定资产投资: 前三季度基建投资增速呈“L”型下滑, 10月后呈触底回升态势

根据国家统计局数据, 2018年1-10月份, 全国固定资产投资累计547567亿元, 累计同比增长5.7%, 增速较1-9月上升0.3pct。

图26：全社会固定资产投资累计值及其同比



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

基建：投资增速触底回升，“补短板”效果逐渐显现

根据国家统计局数据统计，2018年1-10月基础设施投资（狭义）累计同比为+3.7%，较1-9月增速上升0.4pct，而1-10月广义基建投资增速为-0.86%，较1-9月累计增速提升0.56pct。10月31日，国办发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，指出要聚焦关键领域和薄弱环节，保持基础设施领域补短板力度。聚焦脱贫攻坚、铁路、公路水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、社会民生等重点领域短板，加快推进已纳入规划的重大项目。同时按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求。基建补短板项目审批不断加快。11月15日，发改委发言人称，10月份共审批核准固定资产投资项目9个，其中审批6个，核准3个，总投资918亿元。随着基建补短板项目审批不断加快，以及前期中标项目逐渐开始施工，12月基建投资增速有望继续提升，细分板块看：

- 交通运输、仓储和邮政业：2018年1-10月累计同比为+4.6%，较1-9月累计同比增速上升1.4pct。进一步细分来看，2018年1-10月道路运输业基础建设投资累计同比为+10.1%，较1-9月累计同比增速下降1.2pct；18年1-10月铁路运输固定资产投资累计同比为-7.0%，较1-9月累计同比增速上升3.5pct；18年1-10月航空运输固定资产投资累计同比为4.7%，较1-9月累计同比增速下降4.5pct。18年1-10月水上运输固定资产投资累计同比为-13.8%，较1-9月累计同比增速下降8.9pct。
- 电力、热力、燃气及水的生产和供应业：18年1-10月累计同比为-9.6%，较1-9月累计同比增速上升0.9pct。
- 水利、环境和公共设施管理业：18年1-10月累计同比为+2.1%，较1-9月累计同比增速下降0.1pct；

图27: 广义基建投资及累计同比



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图28: 狭义基建投资及累计同比



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图29: 道路运输业固定资产投资累计值及同比



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图30: 铁路运输业固定资产投资累计值及同比



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

7月底的国常会以及中央政治局会议确认了基建是“稳增长”最明确的方向。政治局会议确认国常会的政策导向,结合本周财政部部长表态要求充分发挥财政职能作用,货币、财政宽松政策再次明确;同时要求加大基建补短板力度,下半年近万亿元地方专项债有望加速发行支持存量项目。后期又颁布了一系列的政策以及召开会议来强化和推动基建补短板的力度。

10月31日,国办发布《关于保持基建补短板力度的指导意见》,要求加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度,合理保障融资平台的正常融资需求,同时对重点领域和跟进配套措施的责任部门进行了明确。同日中央政治局会议指出,经济下行压力有所加大,要实施好积极财政政策和稳健货币政策,做好稳投资和稳预期等工作。在目前内外环境下,基建稳增长及基建补短板的政策预期有望进一步强化。

此外,《指导意见》表示将重点关注脱贫攻坚、铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保和社会民生等基建领域,中西部铁路及国家高速建设也被重点提及,我们认为扶贫及交通水利等仍是基建补短板重要方向,后期中央财政对相关领域的支持力度有望增强。此外,11月15日举行的发改委新闻发布会上,发改委发言人孟玮称,10月通过审批的基建补短板项目主要集中在交通运输、能源等领域。其中,重庆至黔江铁路项目和青海—河南800千伏特高压直流输电工程被重点提及。我们认为,未来铁路/公路等交通运输领域仍为基建补短板的重要方向。

表 4: 基建补短板政策

日期	部委	政策
7月23日	国务院	国务院力挺在建项目融资: 加快 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度。
7月31日	中央政治局	中央政治局会议: 坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 将深化供给侧结构性改革的重点任务转至补短板。
8月14日	财政部	《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》
9月6日	发改委	促进民间投资持续健康发展新闻发布会: 向民间资本推介 200 个重点领域项目。
9月15日	财政部	下发《关于规范推进政府与社会资本合作 (PPP) 工作的实施意见 (征求意见稿)》, 明确规范的 PPP 项目形成的中长期财政支出不属于地方政府隐性债务, 原则上不再开展完全政府付费项目。
9月18日	发改委	加大基础设施补短板力度、稳定有效投资有关情况新闻发布会: 细化推进乡村振兴、水利、交通基建等补短板重点建设, 加快重点领域项目储备。
9月18日	国务院	国务院常务会议: 聚焦补短板扩大有效投资, 按照既不过度依赖投资、也不能不要投资、防止大起大落的要求, 稳住投资保持正常增长。
10月7日	中国人民银行	降准 1 个百分点; 释放 7500 亿元增量资金。
10月31日	国务院办公厅	国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》。为聚焦基础设施领域补短板, 保持有效投资力度, 国办提出以防风险、补短板和保在建等为原则, 在脱贫攻坚、铁路、公路水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、民生等九大重点领域, 加强项目储备和落地、保障在建项目顺利实施、推进项目资金到位以及调动社会资本积极性。

数据来源: 国务院、中央政治局、财政部、发改委、中国人民银行、广发证券发展研究中心

建筑PMI: 天气转冷致建筑PMI回落, 新订单指数连续3月回升

1) 11月官方制造业PMI环比回落0.2pct至50.0%, 在十一假期因素消退情况下, 仍创2016年7月以来新低; 五个分项指标中, 生产、需求、价格指数均出现回落, 经济下行压力有所加剧。2) 受天气转冷、建筑生产放缓等影响, 11月建筑业PMI为59.3%, 环比回落4.6 pct, 但仍处于较高景气区间; 而建筑新订单指数逆势提升0.3 pct至56.5%, 连续3个月回升, 基建稳增长预期正逐步显现, 后期基建投资增速料将温和回升。3) 建筑上游原材料粗钢、水泥10月产量增速环比提升1.5/2.3 pct, 下游地产新开工同比+16.3%仍维持高位, 预计新签订单好转将逐步传导至企业微观层面。

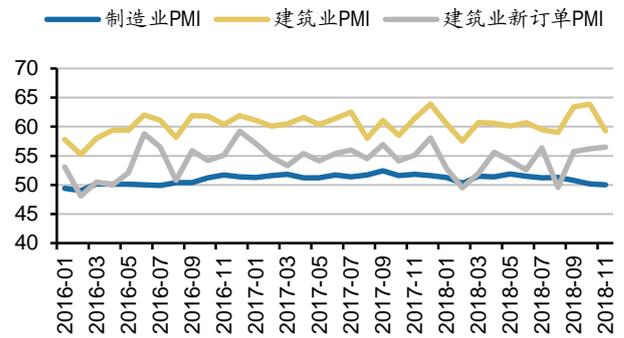
另外, 18年三季度建筑业总产值累计达152326亿元, 同比增长9.4%。其中, 建筑工程总产值累计达134725亿元, 同比增长8.3%; 安装工程总产值累计达12551亿元, 同比增长8.9%; 竣工总产值累计达65582亿元, 同比增长1.9%。

图31: 建筑业固定资产投资累计值及同比



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图32: 建筑业PMI与建筑新签订单PMI



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

房地产: 地产开发投资增速平稳, 新开工增速维持高位

根据国家统计局数据统计, 2018年1-10月房地产开发投资同比增长9.7%, 增速较1-9月份回落0.2pct, 保持在较高增速, 主要受益于土地投资拉动以及施工投资边际改善(主要为施工面积的增长)为整体投资增速提供了韧性支撑。

1-10月房屋销售、新开工、施工、竣工面积同比分别增长+2.2%/+16.3%/+4.3%/-13.5%, 增速较1-8月分别增长-0.7/-0.1/+0.4/-1.1pct。10月新开工增速和竣工面积增速双双持续下滑, 但新开工增速仍保持在高位, 房企竣工交付节奏放缓。今年新开工面积高水平增长将逐渐带动竣工面积触底回升。

图33: 房地产开发投资及同比



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图34: 全国房屋新开工面积累计值及同比



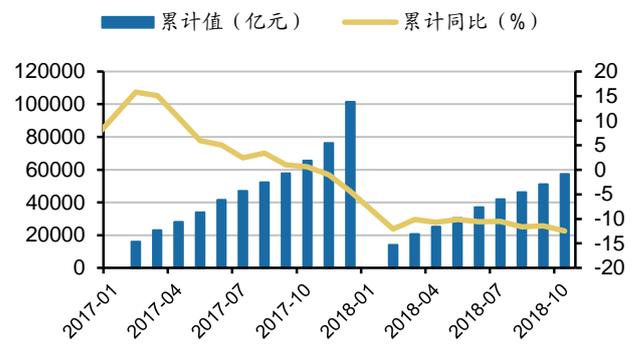
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图35: 全国商品房销售面积累计值及同比



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图36: 全国房屋竣工面积累计值及同比

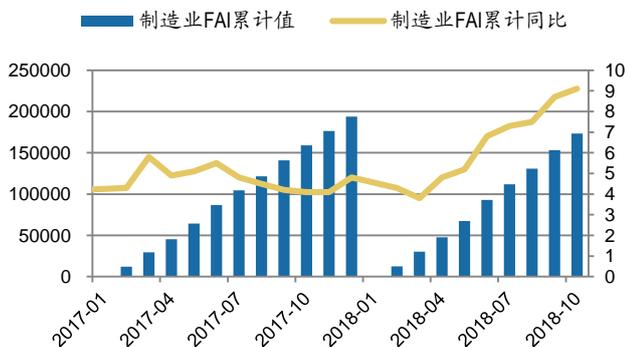


数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

制造业: 1-10月制造业投资同比增长9.1%，10月制造业PMI小幅回落

根据国家统计局相关数据，2018年1-10月制造业固定资产投资累计同比为+9.1%。较1-9月累计同比增速提高0.4pct，或与贸易摩擦后扩大内需对高端制造加大投资有关。其中，化学原料及化学制品制造业1-10月固定资产投资累计同比为2.8%，较1-9月累计同比增速上升1.1pct。制造业投资及化学原料及化学制品投资增速为近两年新高。

图37: 制造业固定资产投资累计值及其同比（单位：亿元）



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图38: 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

信用与融资: 社融增速持续下滑，近期民企信用利差有所回落

10月金融机构新增人民币贷款6970亿，环比下降了6830亿元，同比增长338亿元，10月人民币贷款余额同比增速13.1%，较9月的13.2%回落0.1个pct。10月社融规模新增7288亿，远低于9月的2.21万亿。

近期政策持续出台肯定和支持民企发展，重点解决“融资难”、“融资贵”等焦点问

题，加之此前并购重组、配套融资等政策修改，均有利于改善民企融资环境，利好在手项目加速推进。1) 融资难问题：11月7日银保监会提出“一二五”目标加大对民企贷款支持力度；央行力推民企债券融资支持工具CRM；11月9日财政部要求1800亿中国PPP基金更积极投入使用，并对民企参与PPP给予倾斜。2) 融资贵问题：11月9日国常会表示力争主要商业银行Q4新发放小微企业贷款平均利率较Q1下降1pct；同时要求地方政府/国企偿还拖欠民企资金，清理工程建设领域保证金，对欠款“限时清零”并需在春节前向国务院汇报清欠结果。AA+级与AA级建筑产业债前期出现了不同程度的上涨，而目前AA+级及AA级建筑产业债信用利差均略有下降，后期若信用利差呈现稳定下降趋势，民企融资贵问题有望得到进一步缓解。3) 目前建筑民企特别是园林PPP、装饰装修等龙头企业，其在手订单充裕，但项目融资难（缺少启动资金）、地方政府还款压力大（缺少现金流回款），伴随上述政策的出台和逐步落地，若在手项目可加速推进，则将提升公司盈利预期，公司估值存修复空间。

另外，受资管新规落地和去杠杆的影响，今年10年期国债收益率维持高位，利率较高增加了企业的融资成本。

图39：单月社融增量及增速



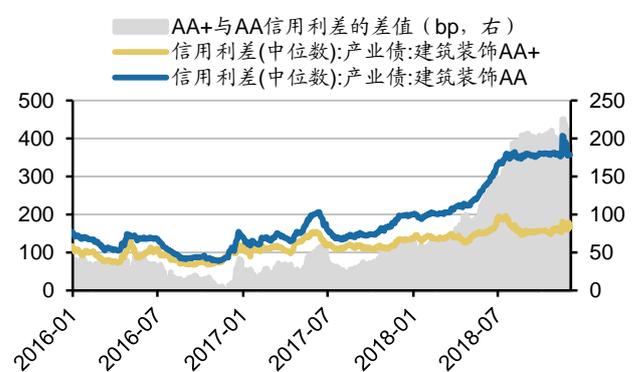
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图40：2018年以来10年期国债收益率维护高位



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图41：AA+与AA建筑装饰行业产业债信用利差



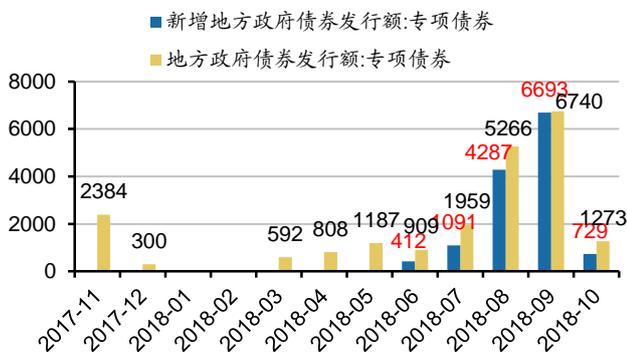
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

地方专项债：8月以来新增地方专项债发行加速，19年将继续为基建投资提供资金支撑

2018年要安排地方专项债券1.35万亿元，相较2017年增加5500亿元（2017年为8000亿元）。8月以来地方专项债加速发行，据财政部数据，6/7/8/9月地方政府分别发行专项债909/1959/4449/6755亿元，其中新增专项债分别为412/1091/4287/6694亿元。新增1.35万亿地方专项债发行任务在10月底已经基本完成。

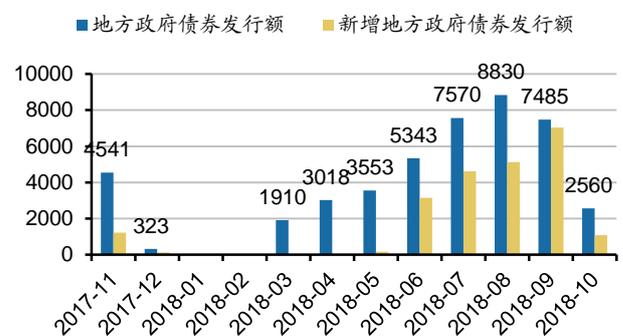
对于2019年，因为目前对地方隐性债务控制十分严格，难以再像以往通过融资平台大搞基建增加隐性负债来刺激基建投资。所以地方专项债的发行仍然是地方财政与基建资金的主要补充渠道，预计19年新增地方专项债将继续为明年的基建投资提供更强有力的支撑。

图 42：地方专项债单月发行额（单位：亿元）



数据来源：财政部、广发证券发展研究中心

图 43：地方债单月发行额（单位：亿元）



数据来源：财政部、广发证券发展研究中心

PPP 成交：信贷趋紧致成交回落，落地率稳步提升，项目有望逐渐规范化

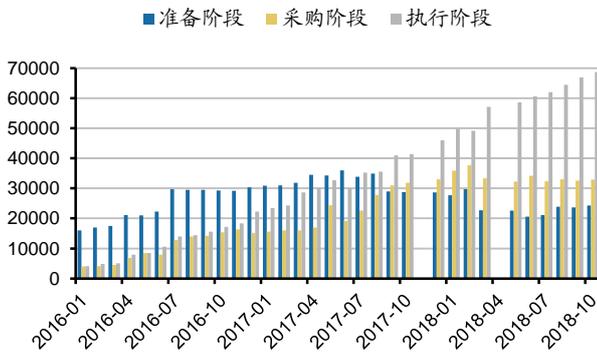
自92号文颁布以来，各地累计清理退库项目2428个、涉及投资额2.9万亿元，整改完善项目2005个、涉及投资额3.1万亿元。PPP管理库项目经过上半年一系列规范整改，现已进入平稳发展期。根据明树数据统计，8/9/10/11月单月成交量分别为1746/2081/1730/1991亿元，项目成交规模在11月已经出现了边际上的改善。而成交个数方面，10月成交数量260个，较9月增加了121个项目，环比上升87.1%。截止10月底，PPP累计成交额前三名的行业为交通运输、市政工程、城镇综合开发，分别成交36675.7/36319/16951.8亿元，合计占据总成交额的73.9%。而根据财政部数据，10月准备/采购/执行阶段的项目投资额分别为24286/32933/68693亿元，项目落地率达到53.4%，落地速度继续加快。

图44: 明数月度PPP成交数据



数据来源: 明数数据、广发证券发展研究中心

图45: 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46: 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

财政部近日发布隐性债务新规, 指出非现时义务不确认为负债。11月22日, 财政部PPP中心主任焦小平在第四届中国PPP融资论坛上表示, 依法合规的10%红线以内的PPP支出责任不属于政府隐性债务, 目前PPP整体风险控制在安全区间内。预计后续地方政府参与PPP类基建项目的积极性有望提升。

目前财政部正着力推进PPP规范发展, PPP立法条例有望在今年年底前出台。伴随PPP规范条例出台, 预计PPP入库项目不会再次出现大幅波动, 相关公司PPP项目亦可稳步推进。我们认为PPP已挤掉盲目发展和违规操作的泡沫, 随着政策体系和信用体系的加强, 未来PPP市场将保持高质量稳定发展, 长期向好。此外, 前面提到近期中央政治局会议、国务院以及各地政府频繁表态肯定和支持民营企业发展, 有助于改善民企的融资环境, 利好PPP民企的发展。

表 5: 近期支持民企融资政策动向

日期	部委	内容
10月31日	中央政治局	中央政治局会议: “支持行业龙头民营企业进行产业兼并重组”; 应借助“民营企业债券融资支持计划”和“股权融资支持计划”来拓展民营企业融资渠道

11月1日	国务院	国务院常务会议：加大金融支持缓解民营企业特别是小微企业融资难融资贵。力争主要商业银行四季度新发放小微企业贷款平均利率比一季度下降1个百分点。
11月7日	银保监会	郭树清：初步考虑对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标。在新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于1/3，中小型银行不低于2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于50%。
11月16日	发改委	积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施：一是积极支持优质民营企业发债融资。二是加大小微企业增信集合债券对民营企业的支持力度。三是支持发行创业投资类企业债券。四是协调推进民营企业违约债券处置。五是配合金融管理部门，实施民营企业债券融资支持计划和股权融资支持计划。
11月23日	央行	《关于进一步加强民营企业和科技创新企业金融服务的实施意见》：通过发挥中央银行货币信贷工具体导向支撑作用，增强民营企业信心。拓宽融资渠道、创新融资模式，缓解民营企业和科技创新企业融资难并努力降低融资成本
11月19日	山东	深化政银企对接，依法利用政府资源，通过过桥资金、基金投入等方式，解决企业实际困难；组建政策性救助基金，纠正一些拖欠民营企业款项的行为。
11月20日	内蒙古	内蒙古多家金融机构推出纾困投资基金、债转股等一系列金融服务举措，积极化解民企融资难题：农行内蒙古分行仅用5个工作日就完成了对内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司的3亿元授信审批。

数据来源：国务院、中央政治局、财政部、发改委、中国人民银行、wind、广发证券发展研究中心

展望：积极财政助基建补短板持续发力，资金到位支撑投资增速温和提升

本部分主要分为四部分：首先复盘历史基建投资的情况，挖掘每次基建投资增速回升时共性，宏观环境情况以及货币政策与财政政策背景；第二部分主要是根据“十三五”规划对未来基建投资的空间进行测算，同时利用发改委审批项目数和小松挖机小时数验证目前基建投资回暖的趋势；后面两部分都是从资金的角度来分析基建及PPP落地规模的提升空间，其中，第三部分再从基建资金的角度看未来基建投资增速；第四部分是基于财政支出的角度看未来PPP项目的落地规模。

复盘：历史基建投资复苏存在共性，宏微观环境共同验证行情存在持续性

➤ 复盘历史基建投资增速回升，寻找阶段共性

我们复盘了过去十年基础设施建设投资额的同比增速走势，我们发现一共有四次基建投资增速回升，分别是2008/11-2009/7、2012/2-2013.3、2014/2-2015/3和2016/2-2017/2，持续时间分别为9/14/13/12个月。从上涨空间来看，基建投资增速分别在政策宽松后上涨至51%/26%/23%/21%。在总结四个上涨阶段时间的特点之后，我们发现基建增速上行的两个共性：1）共性之一：政策宽松；2）共性之二：订单加速转化收入。

➤ 共性之一：政策宽松

政策方面，2008/2012/2015/2016年央行分别降准4/2/4/1次。08年11月至09年7月呈现全面宽松的特征，央行在此期间进行了4次降准和5次降息；2011年，货币政策有所收紧，而2011年底的降准和2012年的2次降准以及1次降息政策使得货币环境由偏紧转向偏松；2014年11月，央行启动降息程序，并在接下来的12个月内进行了4次降准和5次降息，分别将分别将存款准备金率和存款基准利率下调2.5pct和1.25pct，并于2014年9月开始向市场投放PSL资金，加大MLF投放力度；2016年延续了上年的货币政策，市场货币环境持续宽松，降准1次。总体而言，每次基建投资增速上行都对应货币政策宽松。

➤ 共性之二：新签订单增速回升，收入转化加快

上述四个时段的行业层面逻辑分别是4万亿投资刺激，十二五基建计划、一带一路、PPP推广以及安邦举牌，均为行业带来资金流入。2008H1、2012H1、2014H1、2016H1建筑央企新签订单增速也相应回升。所以行业的大量资金流入有助于建筑公司新签订单的持续改善，从而进一步反映到基建龙头公司（基建央企）的营收和业绩上。

➤ 2019年：积极财政和宽松货币仍是托底经济的重要抓手，静待基建投资增速与新签订单增速回升

从政策导向来看，在目前经济下行压力背景下，市场对扩大内需预期持续升温，GDP三驾马车中出口、消费或受限，仅投资可行；而固定资产投资中，由于制造业短期贡献难以大幅提升，国家调控房价的力度依然没有放松，因此稳增长或将更为依赖基建发力。10月31日，中央政治局会议继续强调实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，但并未详细展开。7月政治局会议提出“财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用。要把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕”。而本次会议并未提出财政政策和货币政策的具体发力点，但这并不代表后续政策会有转向，积极财政仍是托底经济的重要抓手。7月会议还提出了“加大基础设施领域补短板的力度”，虽然3季度基建投资仍趋于下行，但9月份投资降幅已经收窄，这意味着政策效应正逐步释放。国办同日发文促进基建补短板，提出9大任务10项配套政策，通过基建补短板来稳定投资，继续为经济运行托底。

我们在前面订单部分对8家建筑央企以及两家地方基建国企的订单情况进行了分析，几家传统的基建公司中：中国建筑/中国铁建/中国中铁/中国交建2018年前三季度新签订单增速分别为3.8%/5.3%/5.9%/-4.0%。新签订单增速明显放缓甚至部分公司订单增速出现下滑。整体来看，虽然三季度开始国家开始推进“基建补短板”的政策，但是基建订单仍呈现下滑趋势，或因部分项目三季度刚开始招标，公司招投标存在一定时间，政策的效果还未反映在公司的订单中。但是7月底国常会及中央政治局会议明确提出基建补短板政策后，基建项目审批及落地速度明显加快，后期基建新签订单增速有望提升并逐步转换为收入和业绩。

图 47: 历史上四轮政策宽松驱动基建投资增恢复至 51%/26%/23%/20%



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

注释：2018 年以后基建投资数据未直接公布，我们根据国家统计局公布的狭义基建投资增速（不含电力）以及电力投资增速推算今年实际广义基建投资增速水平。

表 6: 历年央行存款准备金率

公布日期	生效日期	大型金融机构			中小金融机构		
		调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
2018/10/7	2018/10/15	15.50%	14.50%	-1.00%	13.50%	12.50%	-1.00%
2018/6/24	2018/7/5	16.00%	15.50%	-0.50%	14.00%	13.50%	-0.50%
2018/4/17	2018/4/25	17.00%	16.00%	-1.00%	15.00%	14.00%	-1.00%
2016/2/29	2016/3/1	17.50%	17.00%	-0.50%	15.50%	15.00%	-0.50%
2015/10/23	2015/10/24	18.00%	17.50%	-0.50%	16.00%	15.50%	-0.50%
2015/8/25	2015/9/6	18.50%	18.00%	-0.50%	16.50%	16.00%	-0.50%
2015/4/19	2015/4/20	19.50%	18.50%	-1.00%	17.50%	16.50%	-1.00%
2015/2/4	2015/2/5	20.00%	19.50%	-0.50%	18.00%	17.50%	-0.50%
2012/5/12	2012/5/18	20.50%	20.00%	-0.50%	18.50%	18.00%	-0.50%
2012/2/18	2012/2/24	21.00%	20.50%	-0.50%	19.00%	18.50%	-0.50%
2011/11/30	2011/12/5	21.50%	21.00%	-0.50%	19.50%	19.00%	-0.50%
2011/6/14	2011/6/20	21.00%	21.50%	0.50%	19.00%	19.50%	0.50%
2011/5/12	2011/5/18	20.50%	21.00%	0.50%	18.50%	19.00%	0.50%
2011/4/17	2011/4/21	20.00%	20.50%	0.50%	18.00%	18.50%	0.50%
2011/3/18	2011/3/25	19.50%	20.00%	0.50%	17.00%	18.00%	1.00%
2011/2/18	2011/2/24	19.00%	19.50%	0.50%	16.50%	17.00%	0.50%
2011/1/14	2011/1/20	18.50%	19.00%	0.50%	16.50%	16.50%	0.00%
2010/12/10	2010/12/20	18.00%	18.50%	0.50%	16.00%	16.50%	0.50%
2010/11/19	2010/11/29	17.50%	18.00%	0.50%	15.50%	16.00%	0.50%
2010/11/10	2010/11/16	17.00%	17.50%	0.50%	15.00%	15.50%	0.50%
2010/5/2	2010/5/10	16.50%	17.00%	0.50%	14.50%	15.00%	0.50%
2010/2/12	2010/2/25	16.00%	16.50%	0.50%	14.00%	14.50%	0.50%

2010/1/12	2010/1/18	15.50%	16.00%	0.50%	13.50%	14.00%	0.50%
2008/12/22	2008/12/25	16.00%	15.50%	-0.50%	14.00%	13.50%	-0.50%
2008/11/26	2008/12/5	17.00%	16.00%	-1.00%	16.00%	14.00%	-2.00%
2008/10/8	2008/10/15	17.50%	17.00%	-0.50%	16.50%	16.00%	-0.50%
2008/9/15	2008/9/25	17.00%	17.50%	0.50%	17.00%	16.50%	-0.50%
2008/6/7	2008/6/15	16.50%	17.00%	0.50%	16.50%	17.00%	0.50%
2008/5/12	2008/5/20	16.00%	16.50%	0.50%	16.00%	16.50%	0.50%

数据来源：中国人民银行，广发证券发展研究中心

表 1：历年存贷款基准利率

时间	一年期存款基准利率			一年期贷款基准利率		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
2015/10/24	1.75%	1.50%	-0.25%	4.60%	4.35%	-0.25%
2015/8/26	2.00%	1.75%	-0.25%	4.85%	4.60%	-0.25%
2015/6/28	2.25%	2.00%	-0.25%	5.10%	4.85%	-0.25%
2015/5/11	2.50%	2.25%	-0.25%	5.35%	5.10%	-0.25%
2015/3/1	2.75%	2.50%	-0.25%	5.60%	5.35%	-0.25%
2014/11/22	3.00%	2.75%	-0.25%	6.00%	5.60%	-0.40%
2012/7/6	3.25%	3.00%	-0.25%	6.31%	6.00%	-0.31%
2012/6/8	3.50%	3.25%	-0.25%	6.56%	6.31%	-0.25%
2011/7/7	3.25%	3.50%	0.25%	6.31%	6.56%	0.25%
2011/4/6	3.00%	3.25%	0.25%	6.06%	6.31%	0.25%
2011/2/9	2.75%	3.00%	0.25%	5.81%	6.06%	0.25%
2010/12/26	2.50%	2.75%	0.25%	5.56%	5.81%	0.25%
2010/12/20	2.25%	2.50%	0.25%	5.31%	5.56%	0.25%
2008/12/23	2.52%	2.25%	-0.27%	5.58%	5.31%	-0.27%
2008/11/27	3.60%	2.52%	-1.08%	6.66%	5.58%	-1.08%
2008/10/30	3.87%	3.60%	-0.27%	6.93%	6.66%	-0.27%
2008/10/9	4.14%	3.87%	-0.27%	7.20%	6.93%	-0.27%
2008/9/15	4.14%	4.14%	0.00%	7.47%	7.20%	-0.27%

数据来源：中国人民银行，广发证券发展研究中心

十三五：铁路、公路和轨交依然是较大短板，后期交通建设投资空间广阔

根据“十三五”发展规划，到2020年，铁路/高铁营业里程分别达到15/3万公里，目前仅12.7/2.5万公里；公路/高速公路通车里程500/15万公里，目前为477/13.65万公里；城轨交通运营里程6000公里，目前为5033公里；各类交通建设完成情况距规划目标仍有较大差距，铁路、公路和轨交依然是较大短板，预计后期交通建设投资增速有望提升。

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	2020 年	2017 年	属性
铁路营业里程 (万公里)	12.1	15	12.7	预期性
高速铁路营业里程 (万公里)	1.9	3.0	2.5	预期性
铁路复线率 (%)	53	60	-	预期性
铁路电气化率 (%)	61	70	-	预期性
公路通车里程 (万公里)	458	500	477.35	预期性
高速公路建成里程 (万公里)	12.4	15	13.6	预期性
内河高等级航道里程 (万公里)	1.36	1.71	1.25	预期性
沿海港口万吨级及以上泊位数 (个)	2207	2527	2366	预期性
民用运输机场数 (个)	207	260	229	预期性
通用机场数 (个)	300	500	313	预期性
建制村通硬化路率 (%)	94.5	99	-	约束性
城市轨道交通运营里程 (公里)	3300	6000	4484.2	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》, 广发证券发展研究中心

表 8: 各省市“十三五”综合交通运输体系发展规划投资额一览 (单位: 亿元)

	铁路	公路	水运港口	机场民航	城轨交通	交通枢纽建设	管道	邮政	其他	总投资
河北	1600	3450	400	350	-	200	-	-	-	6000
内蒙古	2000	4000		300			-			6300
辽宁	1359	823	564	-	-	51	-	-	-	2797
浙江	5000 (含城轨)	4000	700	250	-	460	350	-	-	10000
安徽	2650	2700	300	100	950	180	60	-	-	6940
福建	1000	3380	530	800	1100	290	-	120	公共交 通 280	7500
江西	1475	2489	421	111	715	138		-		5300
河南	2000	2840	90	100	1500		100	20		6650
湖北	1900	4500 (公路水路)		300	-	-	200	100		7000
湖南	-	3670	230	-	-	150		-		4050
广东	2950	6200	600	730	3600	250	270	-	-	14600
广西	1735.37	2821.93	608.75	196.02	665	-	-	61.24		6027
四川	2300	4800	200	900	2100		-			10300
贵州	1200	5300	200	240	660		-			7600
云南	-	4860	140			-				5000
宁夏	1029	1408	20	43		97		-		2597
西藏	-	2388				-				5431
北京				-						7505
重庆				-						4000
陕西				-						5000
甘肃				-						7000

新疆	-	10000
海南	800 (公路水路)	-
黑龙江	2000 (公路水路)	-

数据来源：交通部、各地政府官网，广发证券发展研究中心

➤ 铁路

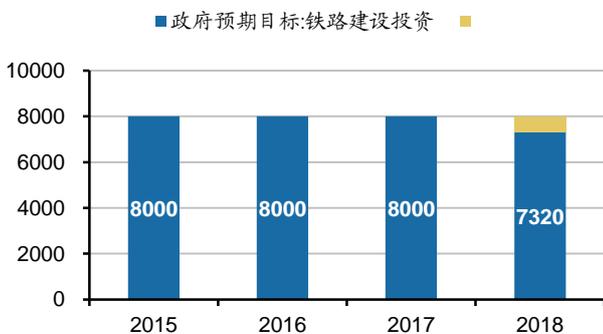
2017年全国铁路完成固定资产投资8010.4亿元，比年初投资任务多完成10.4亿元。在城镇铁路项目投资中，中央项目占据主导，占比73%。2018年政府工作报告要求今年要完成铁路投资7320亿元，但近期国务院常务会议和中央政治局会议重提基建投资，铁总相关人士表示今年铁路投资有望重返8000亿元，高于年初制定的投资规划600多亿元。而2018年1-10月全国铁路固定资产投资累计完成5554.8亿元，同比减少7.0%。虽然近期政策一直大力推动铁路建设投资，但是项目从招标到正式开工存在一定的滞后性，今年的铁路投资计划或较难完成，但是近期推进的铁路建设项目有望积累到明年。2019年即将开工的大型高铁项目多达35个，总投资超14000亿元。

而根据《中长期铁路网规划》提出的目标，到2025年我国铁路总营运里程将达到17.5万公里，其中高铁里程达到3.8万公里，到2030年铁路总营运里程达到20万公里，高铁里程达到4.5万公里，而截至2017年底，中国铁路营业里程达12.70万公里，其中，普铁总里程达到10.20万公里，高铁营业里程达2.5万公里。

➤ 公路水路

根据今年的政府工作报告，2018年公路水路计划投资1.8万亿元，与去年计划相同。截至18年上半年，已累计完成投资9805.5亿元，同比增长1.4%。而目前全国近30个省、直辖市及自治区已披露18年相关投资计划，合计投资总额约为22618亿元（其中北京、天津尚未披露具体金额），远高于年初投资计划。我们保守估计，假设北京、天津两地18年投资完成额为300亿元（2017年北京投资额为300亿元），那么2018年全国公路水路固定资产投资将达22918亿元，超过年初任务额27.3%。

图 48：2018 年铁路建设投资计划由年初的 7320 亿调升至 8000 亿



数据来源：发改委、广发证券发展研究中心

图 49：2018 年公路水路计划投资 1.8 万亿



数据来源：发改委、广发证券发展研究中心

表 9: 全国各省市公路水路计划投资完成额及完成情况 (单位: 亿元)

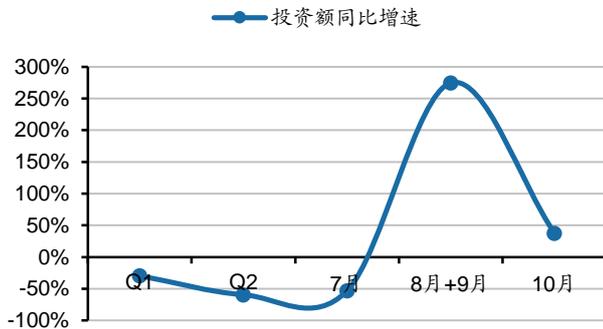
地区	17 年计划投资额	18 年计划投资额	计划增长	18H1 投资完成额	17H1 投资完成额	18H1 同比增速	18H2 预计投资完成额	17H2 投资完成额	18H2 预计增速
北京	300	-	-	99	85	16.5%	-	170	-
天津	-	-	-	28	25	12.0%	-	30	-
河北	1000	844	-15.6%	320	243	31.7%	524	436	20.2%
山西	230	380	65.2%	107	93	15.1%	273	197	38.6%
内蒙古	1010	700	-30.7%	77	244	-68.4%	623	457	36.3%
辽宁	255	130	-49.0%	37	88	-58.0%	93	161	-42.2%
吉林	258	269	4.3%	73	53	37.7%	196	192	2.1%
黑龙江	200	180	-10.0%	16	45	-64.4%	164	164	0.0%
上海	-	330	-	226	108	109.3%	104	222	-53.2%
江苏	1015	1160	14.3%	494	400	23.5%	666	273	144.0%
浙江	1500	2150	43.3%	824	780	5.6%	1326	776	70.9%
安徽	700	700	0.0%	394	390	1.0%	306	446	-31.4%
福建	900	850	-5.6%	461	452	2.0%	389	438	-11.2%
江西	390	600	53.8%	276	169	63.3%	324	307	5.5%
山东	721	944	30.9%	464	378	22.8%	480	529	-9.3%
河南	506	472	-6.7%	243	289	-15.9%	229	222	3.2%
湖北	805	850	5.6%	523	502	4.2%	327	485	-32.6%
湖南	800	750	-6.3%	229	328	-30.2%	521	475	9.7%
广东	1150	1200	4.3%	691	588	17.5%	509	737	-30.9%
广西	750	1000	33.3%	317	350	-9.4%	683	453	50.8%
海南	150	180	20.0%	86	76	13.2%	94	96	-2.1%
重庆	505	905	79.2%	296	270	9.6%	609	235	159.1%
四川	1200	1300	8.3%	698	682	2.3%	602	775	-22.3%
贵州	1650	1650	0.0%	794	778	2.1%	856	873	-1.9%
云南	1300	1600	23.1%	918	840	9.3%	682	761	-10.4%
西藏	520	750	44.2%	189	188	0.5%	561	379	48.0%
陕西	600	700	16.7%	274	233	17.6%	426	357	19.3%
甘肃	770	900	16.9%	265	306	-13.4%	635	559	13.6%
青海	426	456	7.0%	229	213	7.5%	227	233	-2.6%
宁夏	220	178	-19.1%	63	96	-34.4%	115	105	9.5%
新疆	2000	490	-75.5%	94	379	-75.2%	396	1493	-73.5%
全国	21831	22918	3.6%	9805	9671	1.4%	13113	13036	0.6%

数据来源: 交通部、各地政府官网, 广发证券发展研究中心

8月份以来发改委审批项目提速, 挖机利用小时数验证基建行业景气度回暖

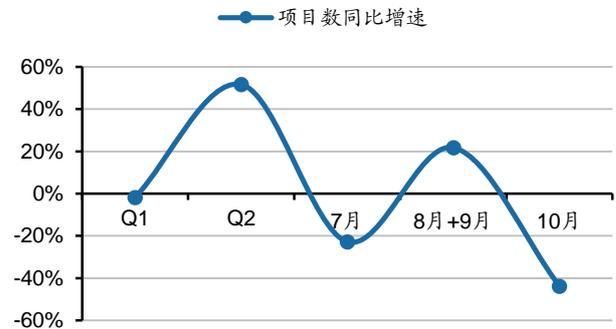
8月以来发改委加快审批投资项目, 后期伴随政策落实到位及融资改善, Q4基建投资有望继续回升, 预计基建放松顺序为先中央后地方, 铁路/公路增速提升仍将较为明显。

图 50: 发改委审批核准固定资产投资项目投资额同比增速



数据来源: 发改委、广发证券发展研究中心

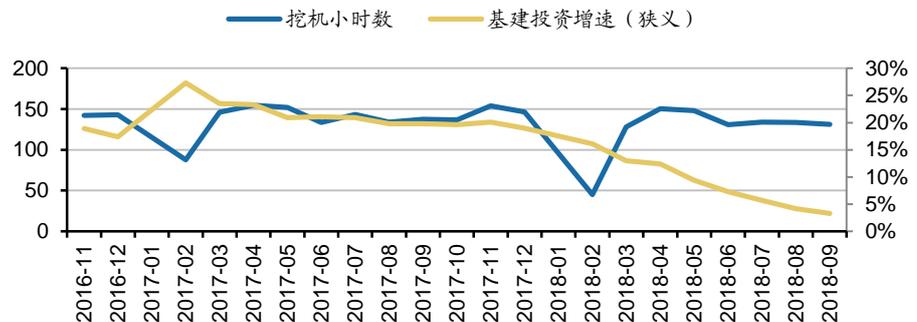
图 51: 发改委审批核准固定资产投资项目个数同比增速



数据来源: 发改委、广发证券发展研究中心

基建投资增速与挖机利用小时数有较强正相关性, 据11月9日挖掘机龙头小松公布数据, 10月全国挖机平均利用小时为148.6小时, 同比增长8.8%, 前10月累计利用小时1266.6小时, 同比下滑3.0%, 增速环比提升1.4 pct, 10月挖机利用小时数回升或在微观层面验证基建行业景气度正逐步回暖。而10月单月基建投资增速(狭义)为6.7%, 也验证了基建行业景气度回暖的判断。我们预计明年基建投资增速将继续回暖, 下面我们将通过对基建资金来源增速的预测来对基建投资增速做出判断。

图 52: 基建投资增速与挖机利用小时数有较强正相关性



数据来源: 国家统计局、小松挖机小时数据、广发证券发展研究中心

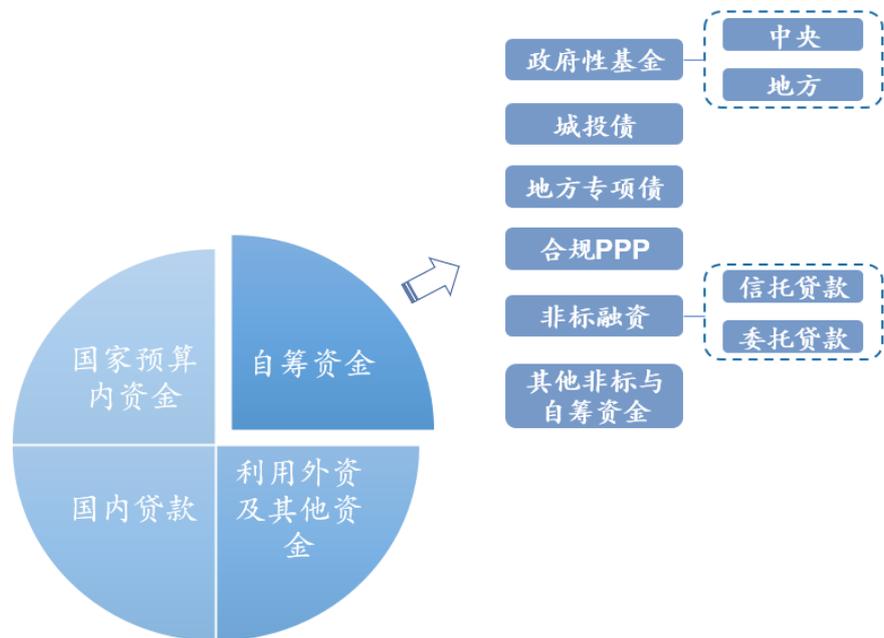
基建资金来源: 投资增速温和回升, 测算 19 年广义基建投资增速约 4.5%

我们在之前发布的一篇《建筑装饰行业专题报告之二——从资金来源角度看基建投资》中测算了2018年的基建资金来源, 当时我们预计2018年基建资金或达15.3万亿, 但是由于基建资金到位的滞后性我们重新预测2018年基建资金在14.6万亿左右, 同比增长0.2%, 预计2019年基建资金15.3万亿元, 同比增长4.5%。从基建资金来源角度看, 我们预计18/19年广义基建投资增速分别为0.2%/4.5%, 狭义基建投资增速分别

为4.5%/6.5%，2019年基建资金主要来源于地方专项债以及PPP资金的增长，以及国家内预算资金和国内贷款的稳定增长。

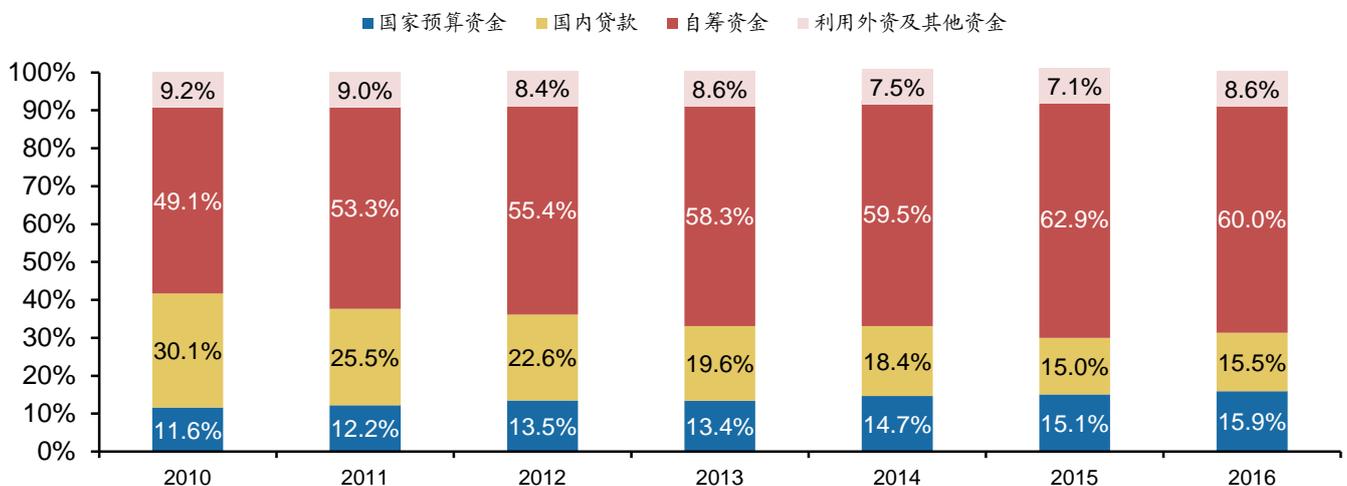
根据国家统计局的统计口径，基建投资资金来源主要为国家预算内资金、国内贷款、自筹资金、利用外资及其他资金（由于利用外资资金量较小，我们估算时将其列入其他资金中一同考虑）。从历史情况来看，基建资金很大一部分为自筹资金，与国家预算资金变化相似，比重总体呈上升趋势，而国内贷款的比重则逐年下滑。根据2016年末数据（2017年数据尚未公布），自筹资金、国家预算资金、国内贷款分别占基建资金来源的60.0%/15.9%/15.5%，为驱动基建投资的主导力量。

图53: 基建资金来源拆分



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图54: 自筹资金占基金资金来源大头



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

各项资金推算原因如下：

1、国家预算内资金：国家预算内资金主要指一般公共预算，18年以来公共财政支出增速出现下滑，但是因为今年财政支出中用于基建投资的比重提升，所以今年国家预算内资金继续保持较高增速，预计明年增速有所下滑。

2、国内贷款：2018年受资管新规等推进的影响，建筑企业表外融资受限，银行表外资金回归表内，基建资金或更多来源于国内贷款。

3、自筹资金：

➤ 政府性基金：2018年土地出售收入保持高增速，所以政府性基金比重将提高，而2019年土地出售收入增速放缓，外加用于基建投资的资金比重预计会有所下降，政府性基金占比基本与2018年保持一致。

➤ 城投债：18年来以借新还旧为主，粗略估计城投债中用于基建相关金额占82%，2019年情况将有所好转。

➤ 专项债：2015年至2018年新增专项债额度分别为1000亿、4000亿、8000亿和13500亿，增长速度较快，考虑到地方政府隐性债务高压下“开前门、堵后门”的政策需要，预计2019年新增专项债额度将进一步大幅增加。

➤ PPP：上半年清库叠加资管新规，PPP管控趋紧，同时部分地方政府存在违规举债风险，造成18年5月份后PPP成交量大幅下滑，项目的施工进度也有所放缓，所以PPP。2019年随着PPP逐渐规范化，前期累计的PPP项目施工进度将有所加快。

➤ 非标融资：非标融资主要由信托贷款和委托贷款构成，18年以来随着金融去杠杆及资管新规的逐步推进，非标受到打击力度较大。

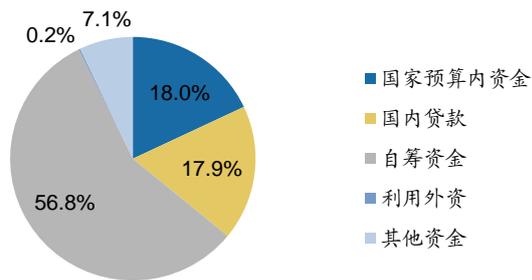
➤ 其他自筹资金：综合考虑17年非标资金增长及18年资管新规对非标的冲击，我们假设18年其他非标及自筹资金的占比与16年一致，而2019年非标资金继续受资管新规的影响，其他自筹资金占比将有所下滑。

4、利用外资：利用外资占基建资金比重较低，近年均在0.2%左右，资金量在200~400亿元之间，我们假设2018年及2019年利用外资金额为300亿元。

5、其他资金：其他资金占基建资金来源大约在7%-9%，近年来呈稳定增长态势，我们假设其2018年在基建资金来源中的比重与2017年一致，均为7.9%，而2019年将该比重下调至7.1%。

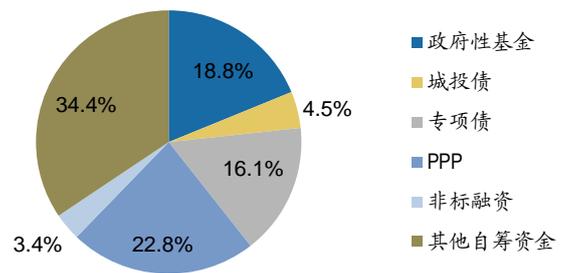
具体计算过程可以参考我们之前发布的《建筑装饰行业专题报告之二——从资金来源角度看基建投资》。

图55: 预计2019年基建资金构成



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图56: 预计2019年基建资金中自筹资金构成



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

表 10: 基建资金来源 (亿元)

项目	2016			2017			2018E			2019E		
	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	21663	13.3%	15.9%	23551	8.7%	16.2%	25864	9.8%	17.7%	27501	6.3%	18.0%
2、国内贷款	21084	11.1%	15.5%	23500	11.5%	16.1%	25774	9.7%	17.6%	27405	6.3%	17.9%
3、自筹资金	81845	2.6%	60.0%	86889	6.2%	59.6%	82572	-5.0%	56.5%	86740	5.0%	56.8%
1)政府性基金	8548	-	6.3%	13382	56.5%	9.2%	15731	17.6%	10.8%	16302	3.6%	10.7%
土地出让	7681	-	5.6%	12025	56.6%	8.2%	14084	17.1%	9.6%	14425	2.4%	9.4%
中央政府	867	-	0.6%	1357	56.5%	0.9%	1647	21.4%	1.1%	1877	13.9%	1.2%
2)城投债	11493	-	8.4%	5500	-52.1%	3.8%	3652	-33.6%	2.5%	3896	6.7%	2.6%
3)专项债	7552	-	5.5%	7500	-0.7%	5.1%	10800	44.0%	7.4%	14000	29.6%	9.2%
4)PPP	8997	-	6.6%	13800	53.4%	9.5%	18715	35.6%	12.8%	19750	5.5%	12.9%
5)非标融资	12151	-	8.9%	9851	-18.9%	6.8%	3618	-63.3%	2.5%	2923	-19.2%	1.9%
信托贷款	9888	-	7.3%	9046	-8.5%	6.2%	4579	-49.4%	3.1%	3978	-13.1%	2.6%
委托贷款	2264	-	1.7%	805	-64.4%	0.6%	-961	-219%	-0.7%	-1055	-9.8%	-0.7%
6)其他自筹资金	33104	-	24.3%	36856	11.3%	25.3%	35668	-3.2%	24.4%	29869	-16.3%	19.6%
4、利用外资	265	26.2%	0.2%	280	5.8%	0.2%	300	7.1%	0.2%	300	0.0%	0.2%
5、其他资金	11439	30.3%	8.4%	11589	1.3%	7.9%	11592	0.0%	7.9%	10800	-6.8%	7.1%
合计	136296	7.4%	100%	145809	7.0%	100%	146102	0.2%	100%	152746	4.5%	100%
资金缺口	15716			27276			27329			28490		
基建投资	152012	15.7%		173085	13.9%		173431	0.2%		181236	4.5%	

数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

基于财政支出角度看 PPP: 存量 PPP 项目落地仍有空间

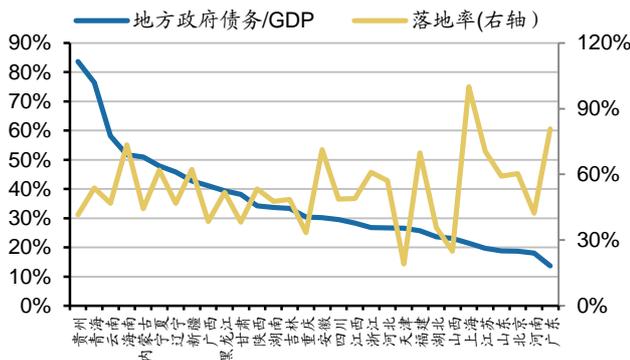
截至2018年9月末,管理库项目总数8289个、投资额12.3万亿元,其中落地项目总数4089个、投资额6.3万亿元,落地率49.3%。已开工项目总数1860个,开工率45.5%。目前PPP项目实际落地规模与入库规模间仍存在较大缺口,且各地落地率差异较大。从供给侧角度分析,当前PPP项目回报主要通过政府付费和可行性缺口补助,因此PPP项目落地率应与地方财政基础较为相关。地方财政基础越好,对未来支出责任

的保障能力更强，必然会调动社会资参与基建的积极性，从而加速项目落地。

地方财政基础可以通过以下四个角度分析：地方经济发展（GDP增速）、财政收入（财政收入增速）、负债率（地方债务/GDP）、债务偿付率（地方债务/财政收入）。具体分析2018年前三季度各省落地率与地方财政基础相关数据，我们发现PPP项目落地率与负债率、债务偿付率之间存在负相关性，而PPP项目落地率与GDP增速以及地方财政收入增速之间均不存在明显的相关性。当前我国各省除贵州、青海、云南等5省外，大部分省市政府负债率低于50%，整体处于较低水平，地方财政基础较好。预计未来各省落地率仍有一定上升空间。

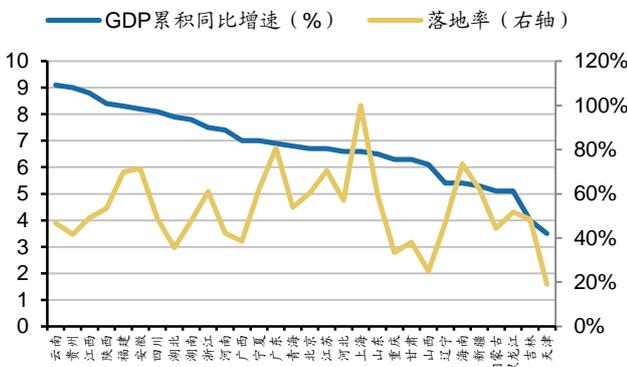
此外，财政部近日发布隐性债务新规，指出非现时义务不确认为负债。11月22日，财政部PPP中心主任焦小平在第四届中国PPP融资论坛上表示，依法合规的10%红线以内的PPP支出责任不属于政府隐性债务，目前PPP整体风险控制在安全区间内。预计后续地方政府参与PPP类基建项目的积极性有望提升。

图57: PPP项目落地率与地方政府债务/GDP比重之间存在负相关性



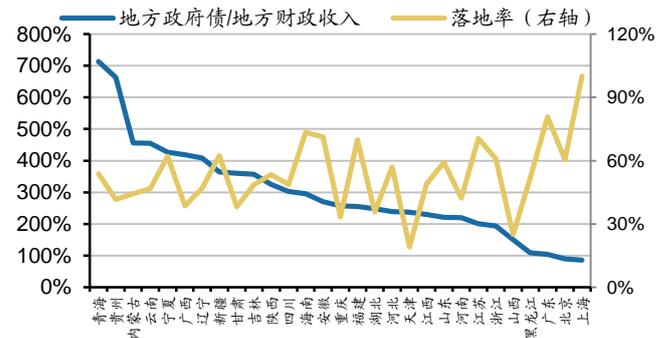
数据来源：国家统计局、财政部PPP中心、广发证券发展研究中心

图59: PPP项目落地率与GDP增速之间不存在明显相关性



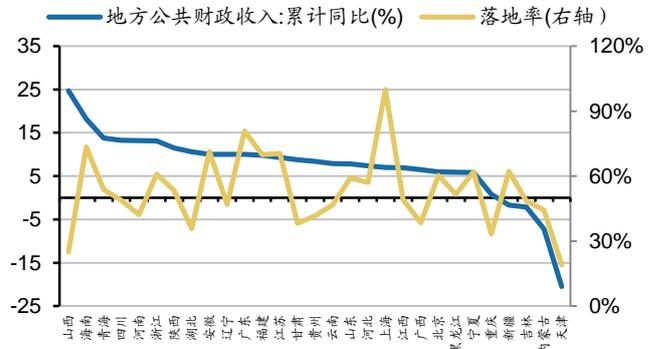
数据来源：国家统计局、财政部PPP中心、广发证券发展研究中心

图58: PPP项目落地率与地方政府债务/地方财政收入比重之间存在负相关性



数据来源：国家统计局、财政部PPP中心、广发证券发展研究中心

图60: PPP项目落地率与地方财政收入增速之间不存在明显相关性



数据来源：国家统计局、财政部PPP中心、广发证券发展研究中心

根据财政部《PPP项目财政承受能力论证指引》，每年PPP项目均需要从预算中安排支出，要求不得超过一般公共预算支出的10%。基于10%的支出红线，我们对PPP项目长期潜在总增量进行测算。

测算方法如下：首先通过已有数据外推2018/2019一般公共预算支出数据。2018年用1-10月份财政支出同比增速数据外推（部分省市采用1-9月数据），2019年则用前三年同比增速均值外推。其次，根据财政部10%支出红线，将上述财政支出数据乘上10%即为当年财政支出用于PPP项目的上限。再次，由于目前PPP项目平均运营年限为15年，因此用15乘上财政支出用于PPP上限即为财政能够支撑PPP最大规模，最后再减去已入库项目投资，即为PPP项目潜在总增量，代表PPP长期发展规模。

根据测算，大多数省市PPP项目潜在总增量均为正值，说明未来PPP项目仍有一定发展空间，特别是上海、江苏等东部沿海城市发展空间更大。仅有贵州、云南两西部省份PPP潜在总增量为负值。预计未来PPP项目发展空间仍然较大，将带动建筑行业快速发展。

表 11：根据地方财政支出测算 PPP 项目潜在总增量（单位：亿）

地区	财政支出估算		财政支出用于 PPP 的上限		已入库项目投资额	PPP 项目潜在总增量	
	2018E	2019E	2018E	2019E		2018E	2019E
北京	7234	8042	723	804	1686	9165	10376
天津	2800	2693	280	269	768	3432	3271
河北	7562	8343	756	834	5368	5975	7147
山西	4057	4299	406	430	2672	3414	3777
内蒙古	5269	5675	527	568	2553	5351	5960
辽宁	5133	5373	513	537	2087	5613	5973
吉林	3595	3728	360	373	3160	2233	2432
黑龙江	2819	2964	282	296	1210	3018	3237
上海	9235	9706	923	971	16	13836	14542
江苏	11546	12247	1155	1225	7275	10044	11095
浙江	8682	9562	868	956	9005	4019	5338
安徽	6837	7473	684	747	4416	5839	6793
福建	4715	4980	471	498	3510	3562	3960
江西	3678	3773	368	377	2316	3201	3344
山东	9915	10523	992	1052	7824	7049	7961
河南	9152	10076	915	1008	8135	5593	6980
湖北	7162	7542	716	754	5687	5056	5626
湖南	7583	8329	758	833	6507	4868	5986
广东	6473	6684	647	668	5841	3869	4185
广西	5419	5977	542	598	2331	5797	6635
海南	1364	1409	136	141	926	1119	1187
重庆	4371	4569	437	457	838	5718	6015
四川	9651	10668	965	1067	7754	6723	8248
贵州	4936	5316	494	532	9724	-2320	-1750

云南	6039	6562	604	656	9463	-405	380
西藏	1857	2051	186	205	97	2689	2980
陕西	5408	5922	541	592	3542	4571	5342
甘肃	3830	4178	383	418	1717	4028	4551
青海	1676	1734	168	173	522	1992	2080
宁夏	1402	1502	140	150	513	1589	1740
新疆	4892	5566	489	557	5187	2151	3162
合计	179722	187468	17429	18747	122650	138790	158553

数据来源：财政部 PPP 中心、各省财政厅、Wind，广发证券发展研究中心

基建存稳增长对冲需求，地产或为有效补充，民企 PPP 有望逐步回暖

投资策略方面，主要关注两条线索：一是盈利逆周期带来的板块性机会，二是政策逆周期带来的结构性机会。

盈利逆周期：减税降费增厚建筑企业利润，原材料成本下滑提升盈利能力

➤ 增值税下调或有助于建筑企业增厚利润

我们认为未来增值税存在“三档并两档”的可能性，而根据广发策略小组的研究结果，若未来增值税率由三档并两档（即原10%的增值税率下调至6%，只保留16%和6%两档增值税），在买卖价格均不发生变化的情况下，建筑行业在所有行业中受益最大，净利润增厚程度高达66%。

➤ 商誉减值对建筑公司整体影响较小

2018年11月16日，证监会发布《会计监管风险提示第8号——商誉减值》，主要为强化商誉减值的会计监管，进一步规范上市公司商誉减值的会计处理及信息披露，督促会计师事务所、资产评估机构及其从业人员勤勉尽责、规范执业，提高资本市场会计信息披露质量。主要涉及3个方面：1) 商誉减值的会计处理及信息披露；2) 商誉减值事项的审计；3) 与商誉减值事项相关的评估。下面就建筑装饰行业上市公司的商誉情况进行简单分析：

1) 从建筑装饰行业整体来看，商誉占比普遍偏低。根据我们跟踪的申万一级行业分类的建筑装饰行业的125家公司中（剔除B股），截至2018Q3有49家商誉为0，仅有25家商誉占净资产比例在10%以上，52家商誉占2017年归母净利润比例在10%以上。行业商誉合计318.85亿元，占2017年行业归母净利润的22.69%，占2018Q3行业净资产的1.81%，2018年行业新增商誉32.05亿元，新增商誉较多的公司主要是围海股份（8.21亿元）、东方园林（6.52亿元）。

2) 从商誉绝对值角度来看，截至2018Q3建筑装饰行业中排名前列的企业分别为：中国交建（52.93亿元）、东方园林（23.23亿元）、中国建筑（22.68亿元）、江河

集团(12.48亿元)、中国电建(11.13亿元)、中材国际(9.34亿元)、铁汉生态(9.19亿元)。

3)从商誉占净资产角度来看,截至2018Q3建筑装饰行业中排名前列的企业分别为:东易日盛(52.21%)、中衡设计(37.14%)、柯利达(30.80%)、花王股份(25.30%)、延华智能(22.87%)、苏文科(20.56%)。

表 1: 建筑装饰板块个股商誉情况 (按照商誉/净资产降序排列)

证券代码	证券简称	商誉 (亿元)		18Q1-3 新增商誉 (亿元)	18Q3 净资产 (亿元)	商誉/18Q3 净资产
		2017	2018Q3			
002713.SZ	东易日盛	6.15	6.15	0.00	11.77	52.21%
603017.SH	中衡设计	6.58	6.58	0.00	17.72	37.14%
603828.SH	柯利达	1.48	3.59	2.11	11.65	30.80%
603007.SH	花王股份	3.03	2.98	-0.05	11.77	25.30%
002178.SZ	延华智能	3.02	3.05	0.03	13.35	22.87%
300284.SZ	苏文科	8.57	8.79	0.22	42.75	20.56%
002310.SZ	东方园林	16.72	23.23	6.52	122.76	18.93%
000010.SZ	美丽生态	0.00	2.09	2.09	11.30	18.46%
603030.SH	全筑股份	3.24	3.26	0.01	18.23	17.86%
601886.SH	江河集团	12.07	12.48	0.40	78.88	15.82%
603909.SH	合诚股份	0.01	1.09	1.08	7.00	15.63%
002586.SZ	围海股份	0.18	8.39	8.21	54.48	15.40%
603959.SH	百利科技	1.55	1.55	0.00	10.45	14.85%
300237.SZ	美晨生态	5.41	5.41	0.00	36.86	14.68%
300197.SZ	铁汉生态	9.19	9.19	0.00	69.05	13.31%
002325.SZ	洪涛股份	4.55	5.70	1.16	43.02	13.26%
002542.SZ	中化岩土	4.66	4.66	0.00	37.81	12.32%
603388.SH	元成股份	0.80	0.97	0.17	8.78	11.09%
600970.SH	中材国际	9.36	9.34	-0.02	86.71	10.77%
300506.SZ	名家汇	0.00	2.01	2.01	18.76	10.69%
002374.SZ	丽鹏股份	2.96	2.96	0.00	33.33	8.89%
002431.SZ	棕榈股份	4.91	5.15	0.24	58.12	8.86%
300355.SZ	蒙草生态	3.35	3.78	0.43	43.78	8.63%
600629.SH	华建集团	2.23	2.33	0.10	28.12	8.27%
002545.SZ	东方铁塔	5.20	5.20	0.00	72.61	7.16%
002482.SZ	广田集团	5.15	5.15	0.00	72.67	7.08%
600496.SH	精工钢构	3.39	3.39	0.00	50.53	6.72%
601789.SH	宁波建工	1.95	1.95	0.00	29.22	6.67%
300621.SZ	维业股份	0.00	0.58	0.58	8.96	6.48%
002755.SZ	东方新星	0.38	0.38	0.00	5.86	6.47%
002047.SZ	宝鹰股份	1.80	1.85	0.05	40.88	4.52%
002375.SZ	亚厦股份	3.43	3.43	0.00	80.76	4.25%
603018.SH	中设集团	0.75	0.75	0.00	23.64	3.19%
603843.SH	正平股份	0.02	0.47	0.44	14.82	3.15%
002081.SZ	金螳螂	3.84	4.11	0.27	130.60	3.15%

002051.SZ	中工国际	2.34	2.45	0.11	91.38	2.68%
000018.SZ	神州长城	0.64	0.58	-0.07	22.00	2.63%
603316.SH	诚邦股份	0.00	0.21	0.21	8.28	2.49%
601800.SH	中国交建	54.26	52.93	-1.33	2,188.73	2.42%
002743.SZ	富煌钢构	0.46	0.46	0.00	20.77	2.22%
002620.SZ	瑞和股份	0.50	0.50	0.00	24.16	2.07%
002469.SZ	三维工程	0.19	0.19	0.00	13.06	1.47%
600846.SH	同济科技	0.36	0.36	0.00	28.56	1.25%
600133.SH	东湖高新	0.60	0.60	0.00	49.22	1.21%
601669.SH	中国电建	11.13	11.13	0.00	1,304.91	0.85%
002060.SZ	粤水电	0.25	0.25	0.00	30.65	0.80%
600769.SH	祥龙电业	0.00	0.00	0.00	0.50	0.80%
603778.SH	乾景园林	0.07	0.07	0.00	10.41	0.69%
000928.SZ	中钢国际	0.30	0.30	0.00	47.17	0.64%
600491.SH	龙元建设	0.55	0.62	0.07	101.03	0.62%
601668.SH	中国建筑	21.50	22.68	1.18	3,888.12	0.58%
002781.SZ	奇信股份	0.11	0.11	0.00	19.69	0.55%
600170.SH	上海建工	0.82	1.70	0.88	323.70	0.53%
601390.SH	中国中铁	8.29	8.29	0.00	1,950.80	0.42%
603717.SH	天域生态	0.05	0.05	0.00	13.14	0.38%
002883.SZ	中设股份	0.02	0.02	0.00	4.22	0.36%
002307.SZ	北新路桥	0.10	0.10	0.00	35.84	0.29%
002811.SZ	亚泰国际	0.04	0.04	0.00	13.63	0.26%
600820.SH	隧道股份	0.44	0.44	0.00	209.71	0.21%
600853.SH	龙建股份	0.03	0.03	0.00	17.54	0.20%
601618.SH	中国中冶	1.64	1.63	-0.01	1,020.65	0.16%
601186.SH	中国铁建	2.01	2.29	0.28	2,003.61	0.11%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注释：表格中只保留了商誉/18Q3净资产比重超过1%的公司

➤ 原材料成本下滑有助于提高公司盈利能力

供给侧改革的推行导致了原材料成本上升，对建筑行业的影响可能更多地体现在成本端，进一步对毛利产生影响。目前在大多数基建内项目中主材往往由业主出面商谈采购，价格风险由业主承担，辅材则由施工方负责采购和承担价格风险，部分项目有约定超过一定幅度由业主分担一部分价格上涨风险。建筑行业采取成本加成的模式，一般情况下，如果原材料价格上涨不大的情况下，建筑企业可以将成本转嫁给下游业务，但是因为供给侧改革带来的价格大幅上升，对公司的经营产生了一定影响。

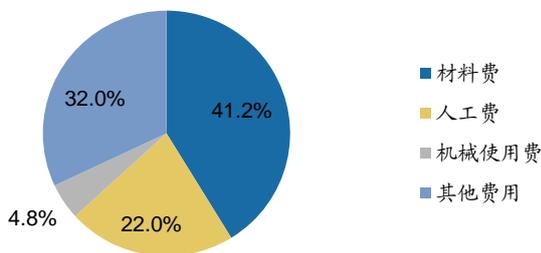
选取了三家代表性的施工企业中国中铁（央企）、山东路桥（地方国企）、杭萧钢构（民企）来分析原材料变动对各类型企业成本端以及毛利率的影响。观察三家公司的成本变动情况，中国中铁2017年的材料成本比重仅发生略微上升（上升0.4pct），而山东路桥材料成本占比上升了9.4pct，杭萧钢构材料成本占比上升15.4pct。

进一步观察三家公司的毛利率水平，中国中铁毛利率上升0.8pct，可见央企受原材料

价格上涨的影响比较小；而山东路桥的毛利下降1.6pct，地方国企在成本端以及毛利率水平均受到原材料价格上涨较大影响；杭萧钢构2017年毛利率出现上涨，主要因为公司2017年拓展技术授权业务，而技术授权业务毛利率高达87.4%，如果只考虑公司业务收入比重最高的多高层钢结构，多高层钢结构业务毛利率由2016年的12.9%下滑到了2017年的11.7%，受原材料价格上涨影响较大。

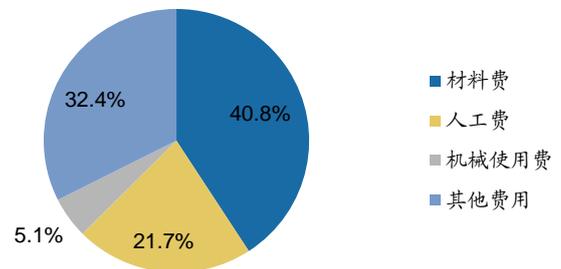
结论：供给侧改革带来的上游原材料价格上涨会对建筑施工企业产生影响，但是对不同属性的公司影响程度不同，其中，对央企的影响最小，其次是地方国企，影响最大的为民营企业。即民企敏感度>地方国企>央企。目前原材料价格处于高位，未来随着原材料价格的下跌，建筑企业成本有望得到有效控制。

图61：中国中铁2017年成本结构



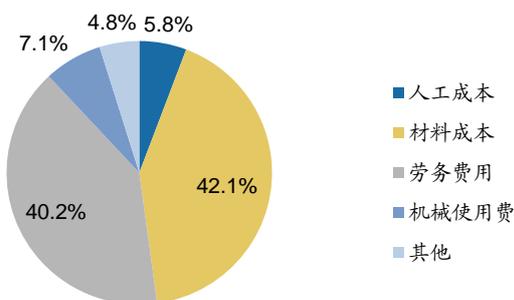
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图62：中国中铁2016年成本结构



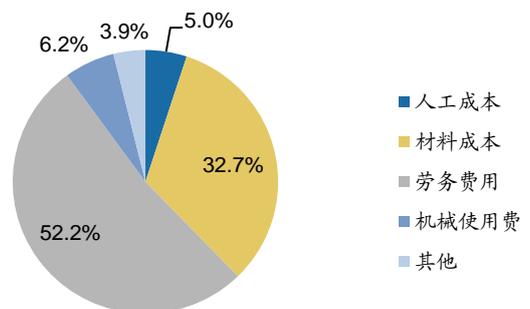
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图63：山东路桥2017年成本结构



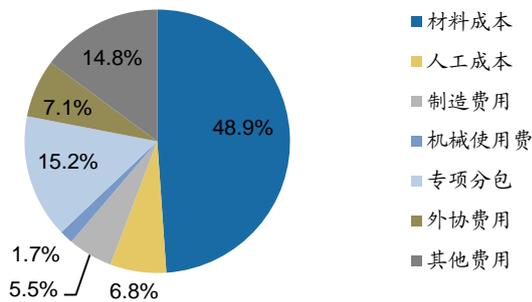
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图64：山东路桥2016年成本结构



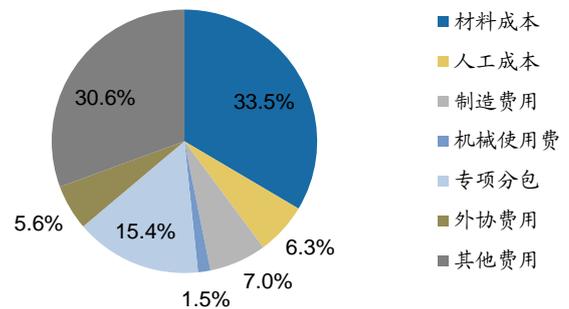
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图65: 杭萧钢构2017年成本结构



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图66: 杭萧钢构2016年成本结构



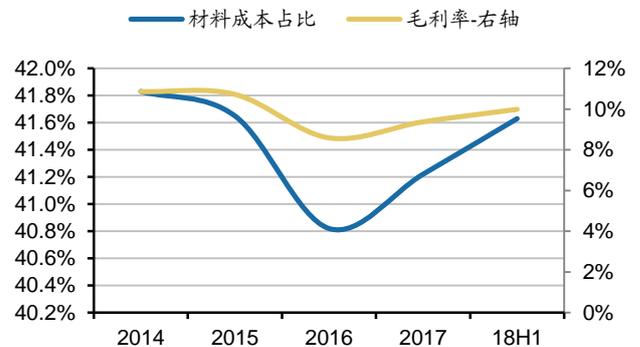
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图67: 钢铁及水泥价格走势



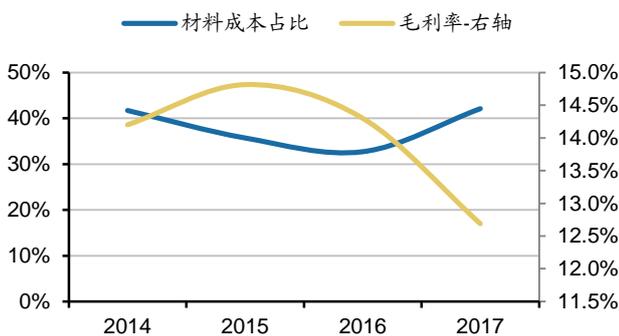
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图68: 中国中铁历年原材料成本占比及毛利率走势



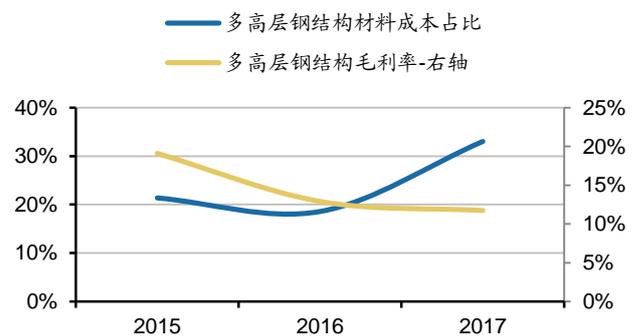
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图69: 山东路桥历年原材料成本占比及毛利率走势



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图70: 杭萧钢构历年原材料成本占比及毛利率走势



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

政策逆周期：基建存稳增长对冲需求，地产或为有效补充

基建产业链主要关注三类公司：传统基建施工企业、基建前端设计公司以及PPP龙头企业。

➤ 基建：看好明年基建表现持续性，重点关注低PB基建央企

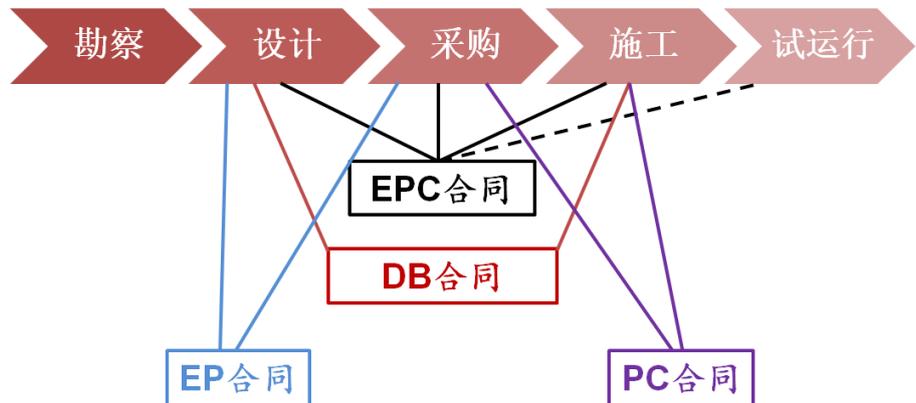
10月基建投资如期回升，铁路/公路提升明显，财政宽松效果开始显现，Q4趋势有望延续。1-10月狭义基建投资同比增长3.7%，增速较1-9月提升0.4pct，基建投资增速如期出现回升，其中10月单月增长6.7%，增速转正，印证了我们前期对Q4基建投资增速企稳回升的判断。经济下行压力显现，基建存稳增长对冲需求，预计2018Q4及2019Q1基建投资增速有望继续回升，重点关注低PB基建央企，如中国铁建/中国中铁/中国交建等；此外可适当关注弹性较大的地方基建国企，如四川路桥/山东路桥等。

➤ 设计：基建发力，设计先行

1) 我们认为今年下半年的基建刺激效果将延续至明年，而设计作为基建前端环节，设计企业的反应速度要快于施工类企业。Q3传统施工类基建央企订单增速继续下滑，而设计公司订单增速已经开始出现提升。

2) 总承包模式在控制质量和节约成本方面优势明显。相对于设计、施工分开施工的分包模式，总承包模式更能统筹考虑项目全生命周期的建设和运营，减少各环节沟通成本提升效率，在控制质量和节约成本方面具有重要作用，对于大型综合性项目建设具有不可替代优势；总承包模式也有望促进设计资费的提升。根据中国产业信息网的数据，美英德三国的工程技术服务费用约占工程造价的6%-15%之间。我国设计咨询行业竞争激烈，行业收费率基本为工程总造价的2%-5%。我国勘察设计行业收费标准与发达国家相比还有一定距离。随着工程总承包模式的大力推广，设计公司业务不再局限于单一的设计业务，二是逐渐延伸至产业链下游，能为客户提供综合性全过程的服务或者高度专业化的专项服务，提升服务附加值，从而有望促进设计资费的提高。假设目前的设计费为项目总造价最低的2%-3%，2017年基建总投资共17万亿，如果设计费为项目总造价的3%，则基建设计费一年在5000亿左右，而苏交科/中设集团这种基建设计龙头企业年收入仅几十亿元，随着行业集中度的提升，设计龙头公司有望持续受益，推荐苏交科、中设集团等。

图71：工程总承包模式



数据来源：《我国工程项目管理和工程总承包发展现状与展望》（《中国工程咨询》胡德银）、广发证券发展研究中心

➤ **民企PPP：融资环境改善利好民企PPP龙头企业，估值存修复空间**

主要推荐逻辑：10%红线以内PPP支出不纳入政府隐性债务，地方政府参与积极性有望提升，民企龙头估值存修复空间：近期政策持续出台支持民企发展，重点解决“融资难”、“融资贵”等焦点问题，要求地方政府/国企“限时清零”民企欠款，民企融资有望逐步缓解。目前建筑民企特别是园林PPP龙头企业，其在手订单充裕，但项目融资难（缺少启动资金）、地方政府还款压力大（缺少现金流回款），近期国常会、政治局会议频繁表态肯定和支持民营企业发展，民企融资支持工具加速推行，有助于改善民企的融资环境，利好PPP民企的发展。而园林板块前期下跌明显，目前估值水平较低，PPP龙头公司存在修复空间。

地产产业链主要关注地产后周期的房建及装修龙头

➤ **房建/装修：新开工维持高位，关注前期深跌的优质龙头企业**

主要推荐逻辑：

- 1) 新开工增速维持高位有助于带动房建企业订单的增长，尤其是接单能力较强的龙头企业；而前期较高的新开工有望带动后期竣工面积增速的提升，而竣工面积增速的提升将利好地产后周期的装修行业；
- 2) 近期纾困民企融资政策持续出台，融资环境改善在望，而装修行业上市公司全部为民营企业；
- 3) 房建板块装修板块目前的估值水平已经达到历史底部，安全边际相对较高。

我们前期发布了金螳螂的深度报告，看好公司未来家装业务的拓展，金螳螂家门店前期的快速扩张带来家装订单及收入的快速增长未来有望转化为业绩。外加近期政策纾困民企融资，民营建筑龙头存估值修复空间，关注前期深跌的装修行业优质细分龙头，如金螳螂等的反弹机会。同时地产回暖，房建龙头企业率先收益，新签订单增速将明显提升，关注房建绝对龙头中国建筑。

重点公司推荐

公司方面，建议关注三条主线：1) 基建前端设计公司，如苏交科/中设集团/设计总院等；2) 低PB基建央企，如中国铁建/中国中铁/中国交建等；3) 弹性较大的地方基建国企，如四川路桥/山东路桥等。此外，若中美贸易摩擦缓和，风险偏好回升，建议关注地产产业链的估值修复机会（中国建筑/金螳螂等），以及高弹性民营PPP标的（东方园林/龙元建设等）。

➤ 苏交科:

公司业绩增速已经连续5年保持在20%以上，业绩增长较稳定。公司为民营设计龙头，勘察设计资质齐全，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2018年前三季度实现营业收入26.38亿元，同比增长63.37%，实现归母净利润2.42亿元，同比增长35.17%。公司近期进行回购彰显公司未来发展信心。下半年基建投资将是经济“稳增长”最明确的发力方向，公司作为基建前端设计公司有望受益。

➤ 中国铁建:

公司前三季度业绩增速超20%，Q3业绩领先其他央企，同时在手订单收入比较高，为未来业绩提供保障。与八大建筑央企相比，公司PB最低，低估值具投资吸引力，在行业景气度和国企改革预期提升的情况下有望逐步修复。

➤ 中国中铁

受益于铁路及中西部基建景气度的提升，公司作为基建龙头，四季度新签订单及营业收入有望快速增长。公司债转股方案已经落地，通过国企改革路径实现金融去杠杆。

➤ 中国建筑:

在手订单充足，基建占比提升，业务结构不断优化；房地产销售情况良好，土地储备充足；三期股权激励计划实施在即，规模占总股本不超过1.6%，划定稳健增长目标；三年复合业绩增速9.5%，业绩增长稳定；估值方面，横向对比与纵向对比估值均为低位。

➤ 金螳螂:

公司在巩固公装龙头的地位后，积极拓展家装业务，同时将金螳螂电商30%股权转让予员工持股平台，充分激励家装电商团队管理者及核心员工，促进家装业务快速成长放量，未来有望成为家装领域新龙头。

风险提示

宏观政策环境变化导致行业景气度下降；固定资产投资及基建投资增速下滑加速导致公司订单不达预期；中美贸易摩擦存在不确定性。

广发建筑工程行业研究小组

姚 遥： 分析师，美国普林斯顿大学土木工程博士，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。
谨慎增持： 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
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路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	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。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。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，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股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。