

建筑装饰行业专题报告

大建筑央企十年复盘研究——在偶然中寻找必然

● 八大建筑央企：十年行情起落，在偶然中寻找必然

我们复盘了建筑央企过往十年的股价走势，发现一共有四次大涨时段，分别是 2008/11-2009/7、2012/9-2013.2、2014/9-2015/5 和 2016/8-2017/4，上涨时间分别为 9/6/9/9 个月。从反弹的上涨空间来看，8 家建筑央企股价分别上涨 92.0%/30.0%/226.1%/31.1%，分别跑赢大盘 36.5/14.8/230.6/49.0pct。在总结四个上涨阶段时间的特点之后，我们发现行情的上涨有两个必要条件：1) 必要条件一：低估值且政策宽松。2) 必要条件二：行业增量资金带来新签订单复苏。

● 必要条件一：低估值且政策宽松

1) 估值方面，以上四个时段建筑蓝筹启动初期估值分别约为 16/7/7/10 倍（08 年仅葛洲坝、中国铁建和中国中铁上市，而后两者为次新股，在计算估值时排除），其中 08 年 6 月大建筑央企的 PE(TTM) 为 16 倍，尽管与现在相比估值水平较高，但远低于当时建筑板块整体估值水平（35 倍）。总体来说，建筑蓝筹上涨启动前期估值均已处于历史低位。

2) 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，分别将存款准备金率和存款基准利率下调 2.5pct 和 1.25pct；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，每次大涨都对应货币政策宽松，进而提升市场风险偏好，建筑板块估值随之提升。

● 必要条件二：行业增量资金带来新签订单复苏。

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，均为行业带来增量资金，2008H1、2012H1、2014H1、2016H1 新签订单增速相应回升，所以在增量资金出现带动新签订单改善期间，市场预期上修使得建筑板块表现较好。目前环境和 2012 年较为类似，均为货币、财政政策边际宽松，历史上四轮政策宽松驱动基建投资增速恢复至 51%/26%/23%/20%。而 18H1 基建投资增速仅为 4.1%，预计下半年基建投资增速有望止跌回升，建筑板块估值也有望进一步修复。

● 2018 年 7 月至今：行业增量资金、货币政策宽松，市场上行趋势启动从政策导向来看，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，此外对地产表述更为严厉，“坚决遏制房价上涨”，因此稳增长或将更为依赖基建发力。近期央行、银保监会释放维稳信号，7 月 23 日央行投放 5020 亿元 MLF，为历史最大单次规模投放，货币政策转向宽松；同日国常会要求积极财政政策要更加积极。行业层面，鉴于今年下半年将继续降准，流通性压力预计会有所缓和，PPP 融资有所缓解。基建和房建投资增速放缓，但随着基建托底预期抬升，行业数据有望起底回升。从估值来看，八大央企平均 PE 为 8.8 倍，平均 PB 为 1.02，整体处于被低估的水平。8 家建筑央企 18H1 新签订单同比仅增长 5.1%，其中 Q1/Q2 同比分别+18.4%/-4.5%，二季度新签订单增速下滑明显。但从政治局会议表态来看，前期政策利好或将逐步兑现，预计下半年基建产业链有望逐步修复，基建稳增长政策仍有空间，具体将从细节政策落实、社融数据好转、项目融资及新签订单改善等方面体现出来，而基本面的改善有望进一步提振基建板块的表现。

公司方面，政策导向明确利好基建产业链，关注三条主线：1) 低 PB 建筑央企，如葛洲坝/中国铁建/中国交建/中国建筑/中国化学等；2) 弹性较大的地方基建国企，如四川路桥、山东路桥等；3) 基建前端设计公司，如苏交科、中设集团等。

● 风险提示：1) 财政政策层面：基础建设及房屋建设投资增速存在上涨不及预期的风险。2) 货币政策层面：未来货币环境存在改善不及预期的风险。3) 行业层面：一带一路政策存在一定政治风险。

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2018-08-08

相对市场表现



分析师：姚 遥 S0260517070002



021-60750610



gfyaoyao@gf.com.cn

相关研究：

建筑装饰行业月度分析报告：2018-08-06

货币财政政策边际宽松，下

半年基建投资增速有望回升

建筑装饰行业周报：基建为稳增长发力方向，下半年基建

投资增速有望回升

中央政治局会议点评：定调积

极财政政策，基建为稳定内

需方向

联系人：尉凯旋 021-60750610



yukaixuan@gf.com.cn

目录索引

八大建筑央企：十年行情起落，在偶然中寻找必然.....	6
2008-2018 十年间 8 大央企行情概述.....	6
低估值且政策宽松、行业增量资金带来新签订单复苏是行情上涨的两个必要条件..	10
上涨时段之一：2008/11—2009/7	11
宏观层面：货币政策全面宽松，市场信用不断扩张	11
行业层面：四万亿计划利好，基建投资持续拉升	13
估值层面：估值水平相对较低，行业积极变化助推估值修复.....	14
业绩层面：基建投资撬动公司基本面，订单营收高速增长	14
上涨时段之二：2012/9—2013/2	16
宏观层面：政策转向宽松，信用利差不断缩小.....	16
行业层面：基建、地产投资拉升，指向未来行情增长.....	18
估值层面：PB、PE 估值低于行业，估值修复引发股价上涨	19
业绩层面：12 年第三季度营收回升启动行情上行.....	19
上涨时段之三：2014/9—2015/5	20
宏观层面：降息启动牛市行情，PSL/MLF 投放加码宽货币周期	20
行业层面：一带一路、PPP 助力，基建投资持续引导央企行情	23
估值层面：PB、PE 处于历史底部，估值修复引发股价回升	24
业绩层面：受益 PPP、一带一路，业绩基本面转暖	24
上涨时段之四：2016/8—2017/4	26
宏观层面：货币政策延续宽松，信用利差不是核心影响因素	26
行业层面：一带一路、PPP 发展符合预期，基建房建投资稳中带增	28
估值层面：PE 估值低于建筑行业，货币宽松引发估值修复	29
业绩层面：宽信用货币环境利好，订单营收平稳增长.....	30
2018 年 7 月至今：行业增量资金、货币政策宽松，市场上行趋势启动	32
宏观层面：货币财政政策边际宽松，利好大建筑央企估值修复	32
行业层面：一带一路阶段性放缓，PPP 合规升级，基建投资短期内难以指示央企股 价未来涨跌方向	33
估值层面：大建筑央企 PE、PB 仍处于历史底部，部分个股已破净	35
业绩层面：订单营收有望持续增长，政策导向明确利好基建产业链.....	36
风险提示	37

图表索引

图 1: 08 至 18 年大建筑央企宏观环境一览	8
图 2: 历史上四轮政策宽松驱动基建投资增恢复至 51%/26%/23%/20%	8
图 3: 历年建筑央企 PE 相对估值及 PB 走势	9
图 4: 中国建筑涨幅明显的三个时段	10
图 5: 中国铁建涨幅明显的三个时段	10
图 6: 大建筑央企与建筑装饰指数走势情况	10
图 7: 18Q2 公募基金对建筑装饰板块持仓比例达到 08Q2 年以来最低位	11
图 8: 宽松货币政策使得 M1/M2 同比增速快速上升	12
图 9: 建筑央企市场表现与 1 年期无风险收益率	13
图 10: 建筑央企市场表现与 5、10 年无风险收益率	13
图 11: 08-09 年央企与基建增速存在滞后关系	13
图 12: 08-09 年央企与地产增速相关性不显著	13
图 13: 08-10 年大建筑央企与相对建筑装饰 PE(TTM)	14
图 14: 08-09 年大建筑央企与相对建筑装饰 PB(LF)	14
图 15: 09 至 11 年大建筑央企订单、营收与基建投资存在正相关	15
图 16: 基建业务所占营收比例	16
图 17: 中国建筑盈利能力与股价关系不显著	16
图 18: 净资产收益率增速与股价正相关	16
图 19: 宽松货币政策使得 M1/M2 同比增速快速上升	18
图 20: 建筑央企市场表现与 AAA 公司债信用利差	18
图 21: 建筑央企市场表现与 1 年期无风险收益率	18
图 22: 基建投资增速触底回升带行情上涨	19
图 23: 房地产开发投资触底回升带动行情上涨	19
图 24: 12-13 年大建筑央企与相对建筑装饰 PE(TTM)	19
图 25: 12-13 年大建筑央企与相对建筑装饰 PB(LF)	19
图 26: 09 至 11 年大建筑央企订单、营收与基建投资呈正相关	20
图 27: 大建筑央企营收与市场表现呈正相关	20
图 28: 14 年 9 月至 15 年 5 月期间 PSL/MLF 期末余额变化	22
图 29: 建筑央企市场表现与 M1/M2 同比增速	22
图 30: 建筑央企市场表现与 AAA 公司债信用利差	22
图 31: 建筑央企市场表现与 1 年期无风险收益率	23
图 32: 建筑央企市场表现与 5、10 年无风险收益率	23
图 33: 大建筑央企市场表现与基建投资 FAI	24
图 34: 对外承包工程新签合同额维持高位	24
图 35: 14-15 年大建筑央企与相对建筑装饰 PE(TTM)	24
图 36: 14-15 年大建筑央企与相对建筑装饰 PB(LF)	24
图 37: 大建筑央企营收与大盘指数市场表现	26
图 38: 14-15 年经营活动现金流净额占负债比增速与股价呈正相关	26
图 39: 14-15 年大建筑央企订单、营收与基建投资	26
图 40: 16 年 1 月至 17 年 6 月期间 PSL/MLF 期末余额变化	27
图 41: 建筑央企市场表现与 M1/M2 同比增速	27

图 42: 建筑央企市场表现与 AAA 公司债信用利差	27
图 43: 建筑央企市场表现与 1 年期无风险收益率	28
图 44: 建筑央企市场表现与 5、10 年无风险收益率	28
图 45: 15-16 年一带一路对外工程项目	29
图 46: 2016/1 至今 PPP 项目投资额及落地率	29
图 47: 基建投资增速触底回升带动行情上涨	29
图 48: 地产投资增速持续提高带动行情上涨	29
图 49: 16-17 年大建筑央企与相对建筑装饰 PE(TTM)	30
图 50: 16-17 年大建筑央企与相对建筑装饰 PB(LF)	30
图 51: 大建筑央企营收与大盘指数市场表现	31
图 52: 15-17 年经营活动现金流净额占负债比增速与股价呈正相关	31
图 53: 15-17 年大建筑央企订单、营收与基建投资	31
图 54: 国债 1 年期到期收益率与建筑装饰 PE	32
图 55: M1/M2 增速下滑至历史低位	33
图 56: 中西部基础设施投资建设有望进一步加快	33
图 57: MLF 在 2018 年 7 月投放较多	33
图 58: 2018 年社会融资规模负增长	34
图 59: 近期 PPP 项目投资及落地率	34
图 60: 2017/4 至今央企行情与基建投资呈正相关	34
图 61: 2017/4 至今地产投资增速保持平稳	34
图 62: 17-18 年大建筑央企与相对建筑装饰 PE(TTM)	35
图 63: 17-18 年大建筑央企与相对建筑装饰 PB(LF)	35
图 64: 多家建筑央企 PE 小于 10	35
图 65: 多家建筑央企 PB 小于 1	35
图 66: 现阶段中国建筑 PE、PB 处于历史低位	36
图 67: 现阶段中国铁建 PE、PB 处于历史低位	36
图 68: 2017/4 至今海外订单增速减缓	37
图 69: 偿债能力提升与负债降低	37
表 1: 大建筑央企上市日期	6
表 2: 大建筑央企上涨时间阶段及涨幅情况	9
表 3: 2008 年 6 月至 2014 年 6 月期间存款准备金率变化	12
表 4: 2008 年期间存贷款基准利率变化	12
表 5: 中国铁建、中国中铁 08-09 年较 07 年订单总额同比增速提高, 葛洲坝 09 年订单增速由负转正	15
表 6: 大建筑央企 07-11 年业务总收入增长情况	15
表 7: 2011 年 11 月至 2013 年 2 月期间存款准备金率变化	17
表 8: 2012 年 6 月至 2013 年 2 月期间存贷款基准利率变化	17
表 9: 大建筑央企 2009-10 年订单总额同比增长 (TTM)	20
表 10: 2014 年 9 月至 2015 年 5 月期间存款准备金率变化	21
表 11: 2014 年 9 月至 2015 年 9 月期间存贷款基准利率变化	21
表 12: 大建筑央企 13-17 年订单同比增长 (TTM)	25
表 13: 2016 年期间存款准备金率变化	27

表 14: 大建筑央企 2009H1-14H1 订单同比增长 (TTM)	31
表 15: 八大建筑央企新签订单情况一览 (单位: 亿元)	37

八大建筑央企：十年行情起落，在偶然中寻找必然

2008-2018 十年间 8 大央企行情概述

建筑装饰行业中八大建筑央企分别为中国建筑、中国交建、中国化学、中国铁建、中国中铁、中国电建、葛洲坝以及中国中冶。其中，葛洲坝（1997/5/26）、中国中铁（上市时间2007/12/03）、中国铁建（2008/3/10）上市时间相对较早，均在2008年以前上市，其余建筑央企在2009年至2012年期间陆续上市。我们根据8大建筑央企历年股价的变动情况，以股本为权重，用8大建筑央企的加权平均收盘价来反映8大建筑央企历年来的走势情况。其中，2009年7月前只有葛洲坝、中国中铁以及中国铁建三家建筑央企上市，建筑央企加权收盘价是以这三家公司为样本进行计算。

我们复盘了建筑央企过往十年的股价走势，发现一共有四次大涨时段，分别是2008/11-2009/7、2012/9-2013.2、2014/9-2015/5和2016/8-2017/4，上涨时间分别为9/6/9/9个月。从反弹的上涨空间来看，建筑八大央企前复权股价分别在区间内上涨92.0%/30.0%/226.1%/31.1%，分别跑赢大盘指数36.5/14.8/230.6/49.0pct。

表 1：大建筑央企上市日期

股票代码	公司名称	上市日期
600068.SH	葛洲坝	1997-05-26
601390.SH	中国中铁	2007-12-03
601186.SH	中国铁建	2008-03-10
601668.SH	中国建筑	2009-07-29
601618.SH	中国中冶	2009-09-21
601117.SH	中国化学	2010-01-07
601669.SH	中国电建	2011-10-18
601800.SH	中国交建	2012-03-09

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

1) 上涨时段之一：2008/11—2009/7。这一时间段仅有葛洲坝、中国铁建和中国中铁上市三家公司上市，其在该时间段内的涨幅分别为91.96%/48.5%/74.5%。在08年9月之后，央行分别进行了4次降准和5次降息，货币政策迎来全面宽松时期。在同年11月，政府提出“四万亿”计划，基建投资增速和地产投资增速从不到5%分别抬升到51%和31%，建筑行业整体景气度较高。08年6月大建筑央企的PE(TTM)为29.7倍，尽管与现在相比估值水平较高，但仍低于同期建筑行业整体PE（34.5倍）。4万亿投资刺激为行业带来大量资金，引发大建筑央企估值修复，至09年8月达到52.8倍。以基建业务为主营业务的中国铁建、中国中铁、葛洲坝订单皆实现增长。其中中国铁建、中国中铁08-09年订单增速均相对07年得到提高，08年订单同比增长幅度为07-11年期间最高，分别达到47.4%和72.4%；葛洲坝09年订单额达到38.8%的高增速，并在09-11年间持续稳定在30%以上的高位。营业收入增速方面，09年的营收同比增长情况较08年明显提高，并在09年持续保持在高位，中国铁建、中国中铁和葛洲坝全年营收同比增长分别达到57%、47%、37%。

2) 上涨时段之二: 2012/9—2013/2。在08年的货币政策全面宽松之后, 央行在2011年逐渐提准加息, 货币政策转为偏紧。与现在时点类似, 央行在2012年小幅对存贷款利率和存款准备金利率进行调整, 资金面由偏紧渐渐转向偏松。而随着十二五规划部署完成, 新项目上马和四万亿投资的项目逐渐跟进, 基建增速和房地产开发投资增速迅速拉升。资金流动性修复引发大建筑央企小幅度估值修复, PE从7.7倍上涨到13年3月的9.2倍。订单方面, 11年整体订单增速表现较差, 相比之下, 12年整体订单情况有所好转, 主要受十二五规划中建设项目的陆续开展以及下半年基建投资增速回升地拉动。除中国化学和中国中冶外, 其它央企订单均有所回升, 其中葛洲坝、中国电建2012年新签订单分别同比增长39.6%, 34.4%。营收方面, 11年第二季度大建筑央企平均营收增速随基建投资回落至阶段性底部, 增速为5.1%; 之后受到基建增速回升的影响, 2013Q1营收同比增速达到25.6%。货币政策边际转向与订单转化为营收的业绩确定性共同推动建筑央企股价上涨。

3) 上涨时段之三: 2014/9—2015/5。以2014年11月的降息为标志, 市场开启的货币信用双宽松时期。从2014年7月至2015年6月, 建筑央企的涨幅最大时达到389%, 跑赢大盘239pct。在此期间, 央行首次创设MLF, 并逐渐利用PSL向市场投放资金, 加码宽松货币政策; PPP项目/一带一路政策的提出促进行业景气度一度拉升至高点, 市场投资者热情高涨。受益于一带一路政策的提出, 我国同期对外工程承包新签订单屡创新高, 累计新签同比增速最高达到41%。从订单层面来看, 大建筑央企2014年订单表现出现分化: 中国铁建、中国中铁接近零增长; 而中国中冶和中国交建2014年新签订单增速分别达到26.9%和12.0%。但央企业绩在此时间段改善较小, 行情上涨与业绩关系不大, 而与估值相关。货币环境与行业景气度共同促使央企估值从5.4倍的历史低位上涨至26倍, 大建筑央企迎来行情顶峰。

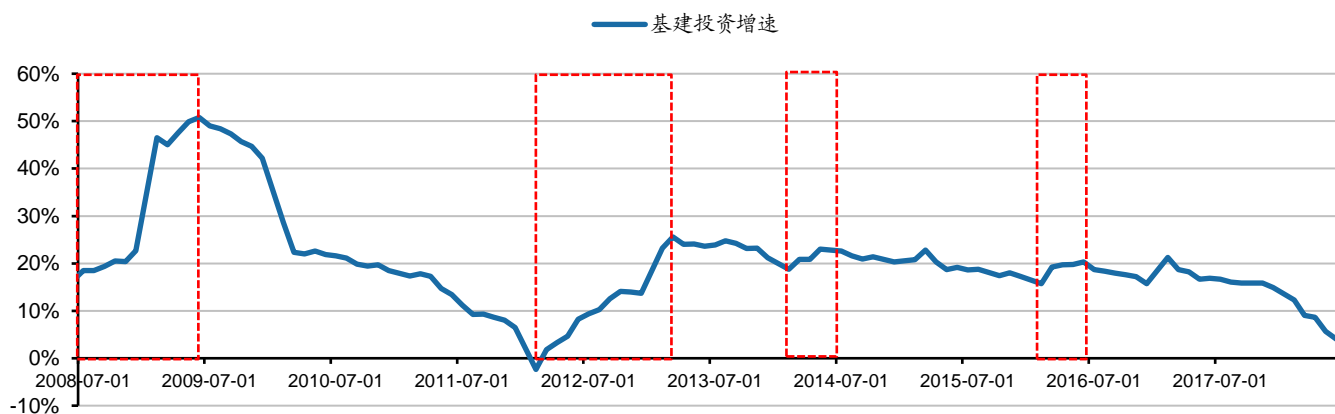
4) 上涨时段之四: 2016/8—2017/4。在此期间, 货币环境延续宽松, 央行在此期间仅进行了一次降准, 并未采取降息操作, 货币政策工具逐渐转向投放力度加大的MLF。但货币政策边际改善不明显, M1/M2增速整体平稳, 信用利差并未缩小。行业层面, 随着PPP项目成交量逐渐上升以及一带一路峰会预期提振, 16年八大央企订单皆实现10%以上的高增长率, 其中中国铁建中国中铁分别达到28.5%和29.0%的高增长。在业绩增长的带动下, 建筑板块估值逐渐提高, 大建筑央企PE估值也逐步修复, 从9.6倍上涨到15.1倍, 行情迎来阶段性上涨。

图1：08至18年大建筑央企宏观环境一览



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

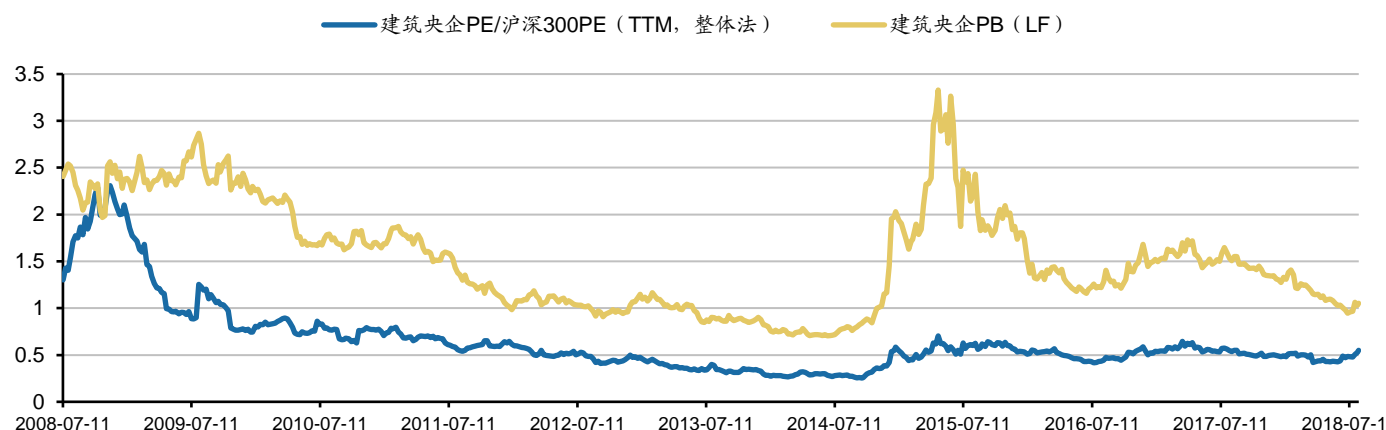
图2：历史上四轮政策宽松驱动基建投资增速恢复至51%/26%/23%/20%



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。

图 3：历年建筑央企 PE 相对估值及 PB 走势



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 2：大建筑央企上涨时间阶段及涨幅情况

	2008/11-2009/7	2012/9-2013/2	2014/9-2015/5	2016/8-2017/4
葛洲坝	91.96%	12.38%	169.56%	82.45%
中国化学	-	44.20%	83.00%	60.78%
中国铁建	不计	42.35%	325.19%	57.29%
中国中铁	不计	33.33%	565.19%	41.46%
中国中冶	-	9.27%	356.64%	44.10%
中国建筑	-	33.99%	195.17%	74.21%
中国电建	-	34.40%	454.71%	38.99%
中国交建	-	不计	341.35%	75.21%
平均收益	91.96%	29.99%	311.35%	59.31%
建筑装饰板块指数	68.86%	17.90%	166.01%	38.54%
跑赢建筑板块的平均超额收益	23.10%	12.09%	145.35%	20.77%
上证综指	55.47%	15.24%	80.79%	10.31%
跑赢上证综指的平均超额收益	36.49%	14.75%	230.56%	49.00%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：其中标注不计均为次新股

以中国建筑、中国铁建为例，在2012.9-2013.2期间，中国建筑和中国铁建PE估值分别从6.2上涨到8.3、7.6上涨到9.0，平均上涨约26.1%；在2014.9-2015.5期间，公司PE估值从4.4上涨到15.3、8.0上涨到26.9，平均上涨约242.0%；在2016.8-2017.4期间，公司PE估值分别从6.5上涨到9.5、9.5上涨到13.2，平均上涨约42.6%。两者估值均有较大抬升，在2014/9-2015/5区间提升最大。

图4：中国建筑涨幅明显的三个时段



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

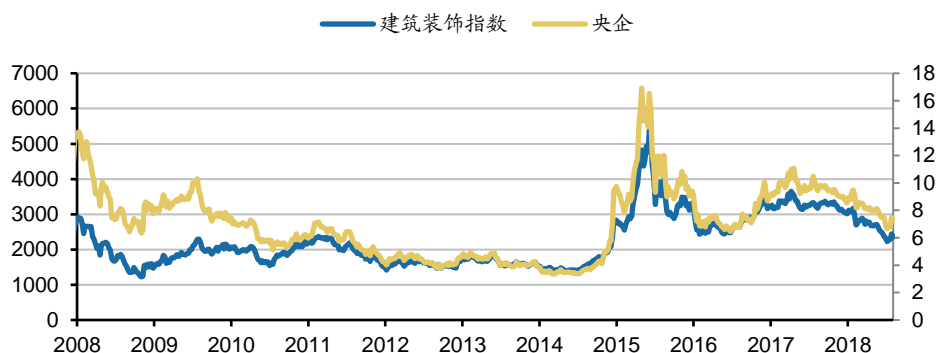
图5：中国铁建涨幅明显的三个时段



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

在以上四个区间段内，建筑央企上涨幅度均超过建筑板块指数整体的上涨幅度，主要原因因为建筑央企为板块内的龙头企业，一方面，建筑龙头企业享有行业红利带来的额外收益；另外一方面，央企不同于民企，在顺周期内能够依托隐性政府保障获取更多融资，从而获得更好的业绩。其中14年9月至15年5月期间建筑央企大幅跑赢建筑板块指数，达到145pct，远远超过其它时间段的超额收益。主要原因因为在一带一路战略和PPP模式下，央企受益明显，因此股价大幅跑赢建筑板块指数和大盘指数。

图6：大建筑央企与建筑装饰指数走势情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

低估值且政策宽松、行业增量资金带来新签订单复苏是行情上涨的两个必要条件

在总结四个上涨阶段时间的特点之后，我们发现行情的上涨有两个必要条件：

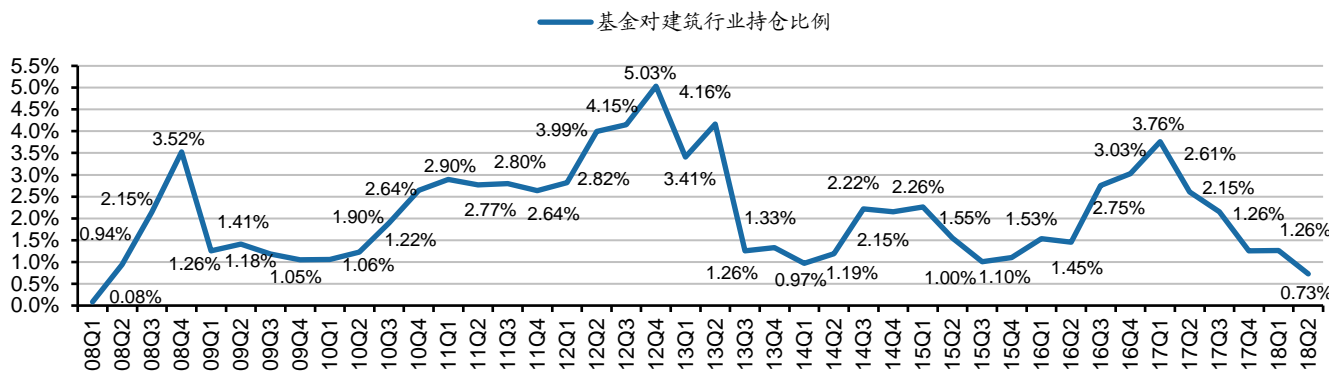
1) 必要条件一：低估值且政策宽松。以上四个时段建筑蓝筹启动初期估值分别约为30/7/7/10倍，其中08年估值相对目前较高，但低于当时建筑板块整体估值水平（35倍），总体来说，上涨启动前期估值均已处于历史低位。此外2008/2012/2015/2016年央行分别降准4/2/4/1次，货币政策呈现宽松，进而提升市场风险偏好，建筑板块

估值随之提升，且建筑央企股价上涨更多来自PE估值提升。

2) 必要条件二：行业增量资金带来新签订单复苏。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、一带一路和PPP推广以及安邦举牌，均为行业带来增量资金，2008H1、2012H1、2014H1、2016H1新签订单增速相应回升，所以在增量资金出现带动新签订单改善期间，市场预期上修使得建筑板块表现较好。

当前时点：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，基建、地产投资托底经济预期有望逐步提升。当前市场对建筑估值较低主要因为地方政府发债困难造成的利空影响，建筑估值正在接近历史底部，大建筑央企整体被低估。根据市场表现进行估值并未能反应公司实际盈利能力，对此估值修复会在政策宽松、行业增量资金带来新签订单复苏的情况下发生，未来引发股价上涨。目前环境和2012年较为类似，均为货币、财政政策边际宽松，而不同在于目前建筑蓝筹持仓低于前四个时间段，为后续上涨提供了可能。

图7：18Q2公募基金对建筑装饰板块持仓比例达到08Q2年以来最低位



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

上涨时段之一：2008/11—2009/7

宏观层面：货币政策全面宽松，市场信用不断扩张

1、货币政策全面宽松，央行同步降息降准

从货币政策来看，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，同步宽松货币。

第一次降准在2008年9月，只对中小金融机构降准；随后在3个月内密集进行了4次针对大型金融机构和中小金融机构的全面降准，将存款准备率下调1.5pct至15.5%，货币流动性有所放宽。央行在此期间同步进行降息操作，第一次降息在2008年9月，随后在3个月内密集进行了5次降息，将存款基准利率下调1.89pct至2.25%。

表 3: 2008 年 6 月至 2014 年 6 月期间存款准备金率变化

公布日期	生效日期	大型金融机构			中小金融机构			备注
		调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度	
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%	汶川地震重灾区地方法人金融机构存款准备金率下调 2 个百分点

数据来源: 东方财富 Choice、广发证券发展研究中心

表 4: 2008 年期间存贷款基准利率变化

公布时间	生效时间	存款基准利率			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
2008/12/22	2008/12/23	2.52%	2.25%	-0.27%	5.58%	5.31%	-0.27%
2008/11/26	2008/11/27	3.60%	2.52%	-1.08%	6.66%	5.58%	-1.08%
2008/10/29	2008/10/30	3.87%	3.60%	-0.27%	6.93%	6.66%	-0.27%
2008/10/8	2008/10/9	4.14%	3.87%	-0.27%	7.20%	6.93%	-0.27%
2008/9/15	2008/9/16	4.14%	4.14%	-	7.47%	7.20%	-0.27%

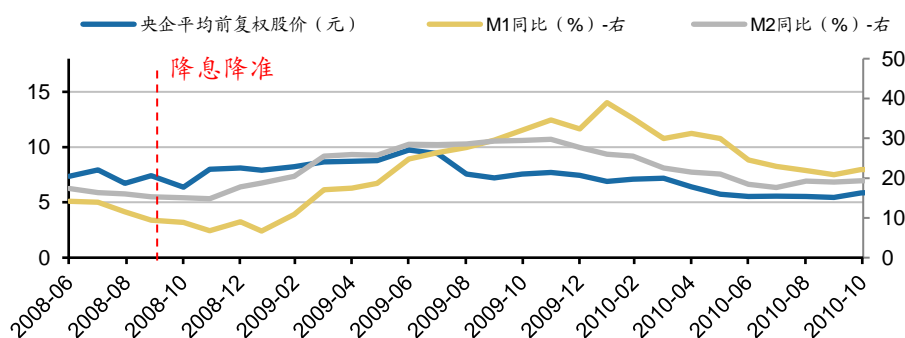
数据来源: 东方财富 Choice、广发证券发展研究中心

2、宽货币促使信用扩张，无风险收益率影响市场行情

宽松的货币政策直接影响M1/M2同比增速，大建筑央企行情与M1/M2的同比增速呈现同向变化的特性，并具有领先性。建筑央企的平均股价在2009年6月份达到最高点，随后M1、M2同比增速分别在2009年11月和2010年1月达到最高点，此时货币宽松达到顶峰，信用不断扩张。

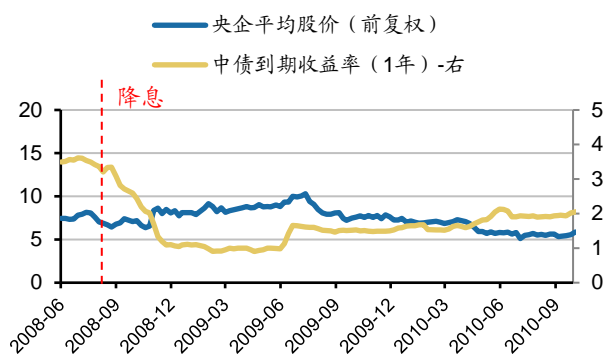
同时，建筑央企市场表现受无风险收益率（1年期国债）影响较大，在1年期无风险收益率上行期间表现较差，而在降息期间出现上涨行情。在2008年11月至2009年7月期间，1年期国债到期收益率随降息而下降，大建筑央企行情表现较好；而长端无风险收益率对大建筑央企长期市场表现趋势具有较大影响，决定长期市场走向。

图8: 宽松货币政策使得M1/M2同比增速快速上升



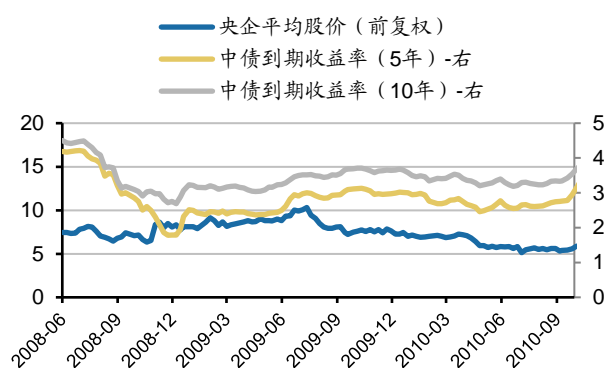
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图9：建筑央企市场表现与1年期无风险收益率



数据来源：中债估值中心、广发证券发展研究中心

图10：建筑央企市场表现与5、10年无风险收益率



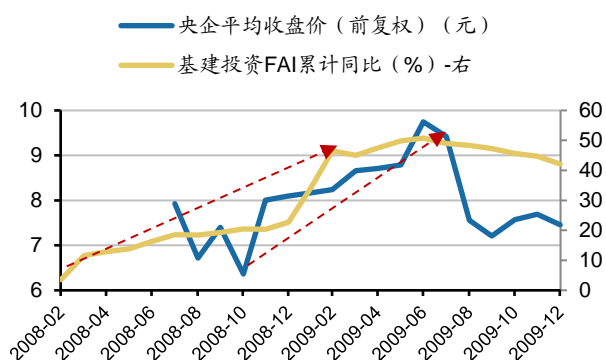
数据来源：中债估值中心、广发证券发展研究中心

行业层面：四万亿计划利好，基建投资持续拉升

1、基建方面，08H1-09H2期间基建固定资产投资累计增速呈现“提升-高位平稳”的整体趋势，09年平均累计增速保持在42.18%。其中08年11月至09年7月期间由3.56%提升至50.78%，主要由于2008年金融危机来临后政府采取扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施，总投资额约为4万亿，其中主要包括保障性住房、农村基建、铁路公路建设等。此阶段基建投资增速与大建筑央企的行情明显正相关，且后者滞后前者约8个月。08年2月至09年2月的基建投资增速回升持续带动了08年10月之后的市场行情上行。一般来说，由基建投资——企业订单——营业收入——股价发生变化的关系链的发生需要一至两年，所以图中时滞关系存在合理性。

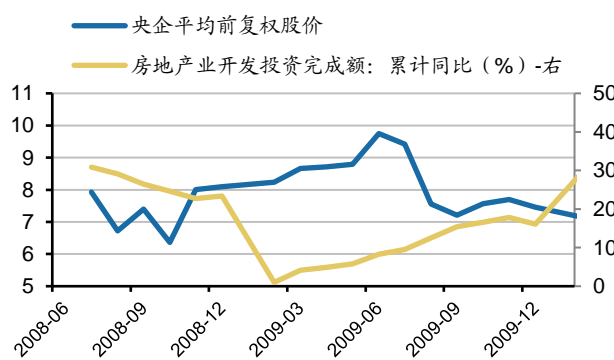
2、地产投资方面，09年2月至10年1月期间投资增速由1.0%恢复至31.1%，原因同样为四万亿投资建设高峰。但市场表现变化与地产投资增速关系不大，主要由于大建筑央企中只有中国建筑的房建工程所占其营收比例较高，2009-2017年期间占比保持在60%-77%，而其余公司房建业务均占比不超过10%，因此受地产投资影响较小。

图11：08-09年央企与基建增速存在滞后关系



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图12：08-09年央企与地产增速相关性不显著



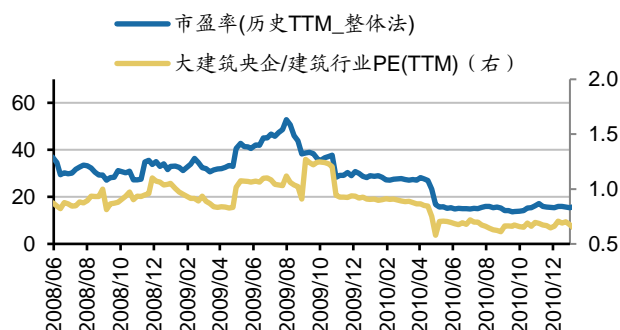
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

估值层面：估值水平相对较低，行业积极变化助推估值修复

从估值绝对值来看，08年6月大建筑央企的PE(TTM)为29.7倍，尽管与现在相比估值水平较高，但远低于当时建筑板块整体估值水平（34.5倍），在行业内属于相对较低估值（08年仅葛洲坝、中国铁建和中国中铁上市，而后两者为次新股，在计算估值时排除）。而随着4万亿投资刺激为行业带来更多资金流动性，使得大建筑央企估值修复，09年8月达到52.8倍。

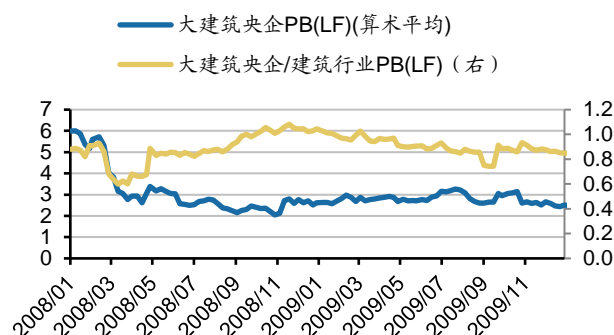
08年6月大建筑央企的PB(LF)为2.7，其中当时间段已经上市的中国铁建、中国中铁、葛洲坝分别为2.57、2.98和1.99，与PE类似，低于建筑行业平均PB（3.11），估值相对较低。

图13：08-10年大建筑央企与相对建筑装饰PE(TTM)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图14：08-09年大建筑央企与相对建筑装饰PB(LF)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

业绩层面：基建投资撬动公司基本面，订单营收高速增长

受益于四万亿计划，以基建业务为主营业务的中国铁建、中国中铁、葛洲坝订单皆实现增长。其中中国铁建、中国中铁08-09年订单增速均相对07年得到提高，08年订单同比增长幅度为07-11年期间最高，分别达到47.4%和72.4%；葛洲坝09年订单额增速由负转正并达到38.8%，随后在09-11年间持续稳定在30%以上。营业收入增速方面，09年的营收同比增长情况较08年明显提高，并在09年持续保持在高位，全年营收同比增长分别达到69.4%、61.0%、43.6%。

从公司业绩与基建走势中我们发现大建筑央企的订单、营收增速的变化趋势与基建投资存在明显的正相关，因此证明基建投资通过影响以基建业务为主的建筑央企新签订单、营业收入，从而影响市场预期，最终作用于行情表现。

表 5: 中国铁建、中国中铁 08-09 年较 07 年订单总额同比增速提高, 葛洲坝 09 年订单增速由负转正

	中国化学	中国铁建	中国中铁	中国中冶	中国建筑	中国电建	中国交建	葛洲坝
2011/12	99.2%	-8.8%	-22.4%	0.6%	14.9%	2.0%	11.2%	30.4%
2010/12	22.6%	24.3%	22.2%		79.7%	40.8%		32.0%
2009/12		42.1%	40.5%			-0.6%		38.8%
2008/12		47.4%	72.4%					-16.2%
2018/06		117.0%	119.2%					
2007/12		35.3%	25.8%					

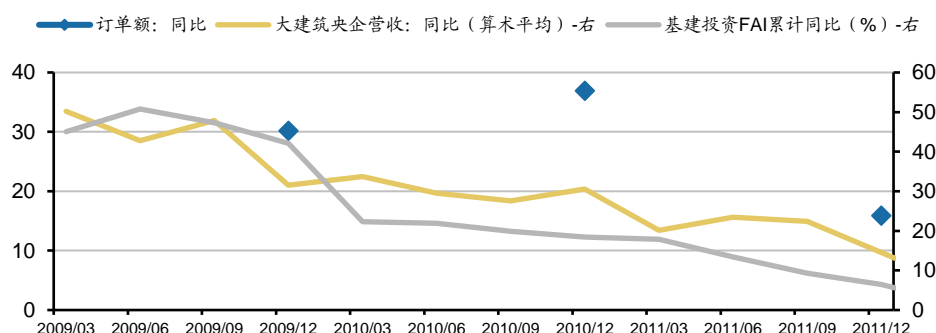
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 6: 大建筑央企 07-11 年业务总收入增长情况

	中国化学	中国铁建	中国中铁	中国中冶	中国建筑	中国电建	中国交建	葛洲坝
2011-12	34%	-3%	-3%	11%	30%	12%	8%	27%
2011-09	30%	7%	14%	19%	39%	20%	9%	41%
2011-06	20%	18%	16%	19%	38%	24%	16%	37%
2011-03	4%	24%	14%	17%	40%	19%	13%	29%
2010-12	16%	32%	37%	25%	42%	34%	20%	38%
2010-09		34%	22%	13%	40%		22%	34%
2010-06	16%	38%	30%	19%	42%		23%	39%
2010-03		37%	41%	13%	43%			35%
2009-12	23%	57%	47%	8%	29%	24%	27%	37%
2009-09		66%	57%		25%			44%
2009-06		58%	55%		17%			40%
2009-03		56%	72%		18%			55%
2008-12		27%	27%					61%
2008-06		12%	26%					70%
2007-12		12%	13%					28%

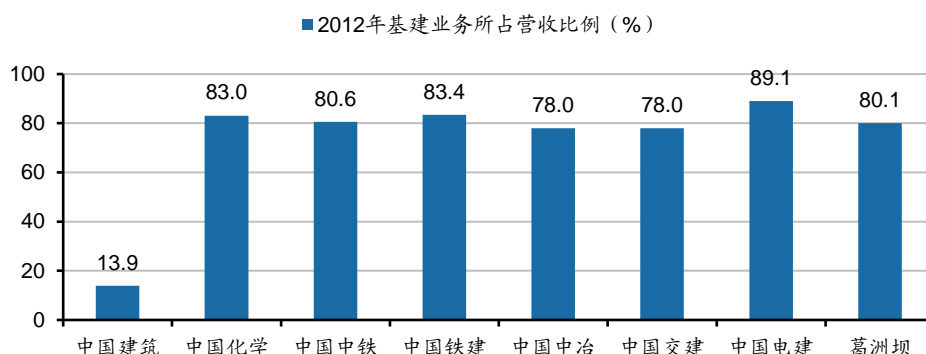
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图15: 09至11年大建筑央企订单、营收与基建投资存在正相关



数据来源: 国家统计局、公司公告、广发证券发展研究中心

图16: 基建业务所占营收比例

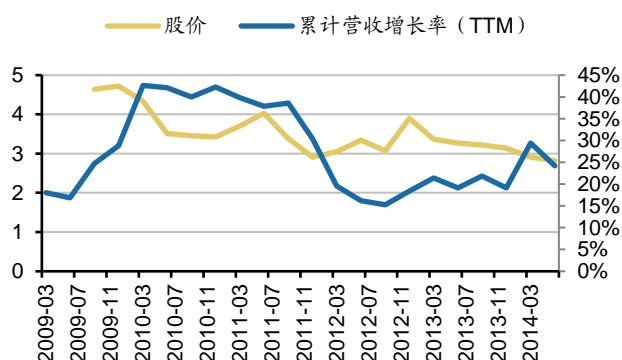


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

但基建或房建投资带动订单、营收从而带动股价的关系并非适用于解释所有大建筑央企。以中国建筑为例, 其累计营收增速2010Q1-2011Q3一直保持40%左右, 远高于2009年、2012年的增长速度, 然而股价却总体上保持着缓慢下跌的态势, 这与其他公司表现迥乎不同, 且营收影响股价的逻辑并不明显, 其股价上涨主要与估值变动相关, 而非业绩影响。

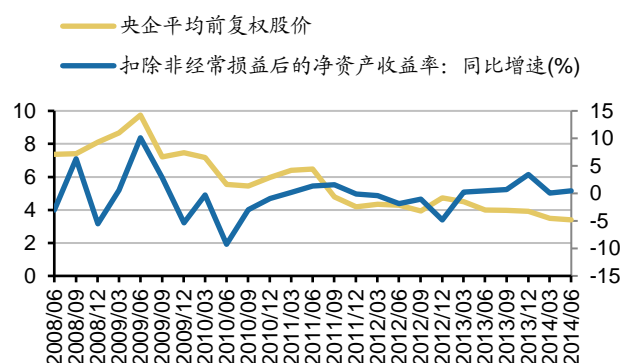
从净利润方面观察, 净资产收益率与股价关系呈正相关, 但相关性较弱。主要原因为, 净利润率代表了短期内企业为股东创造价值的的能力, 但相较于其他小型企业的股东, 大建筑央企的股东更关注长期发展, 即公司的长端利益。

图17: 中国建筑盈利能力与股价关系不显著



数据来源: Wind、公司公告、广发证券发展研究中心

图18: 净资产收益率增速与股价正相关



数据来源: Wind、公司公告、广发证券发展研究中心

上涨时段之二: 2012/9—2013/2

宏观层面: 政策转向宽松, 信用利差不断缩小

1、政策转向：偏紧货币政策微调，行情出现窗口期

2011年，货币政策有所收紧，导致市场对建筑央企的估值下调。而2011年底的降准和2012年中的降息政策，使得货币环境由偏紧转向偏松，建筑央企出现了阶段性的上涨。

第一次降准在2011年11月，将存款准备金率下调0.5pct至21.0%，随后在12年2月和5月分别进行两次降准，将存款准备金率再下调1.0pct至20.0%，但仍距离08年低点15.5%有所差距，货币政策出现微调。而12年6月和7月进行两次降息确认了货币政策转向，存款利率下调0.5pct至3.0%，货币流动性有所放宽，为建筑央企上涨行情奠定了基础。

表 7：2011 年 11 月至 2013 年 2 月期间存款准备金率变化

公布日期	生效日期	大型金融机构			中小金融机构			备注
		调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度	
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%	-

数据来源：东方财富 Choice、广发证券发展研究中心

表 8：2012 年 6 月至 2013 年 2 月期间存贷款基准利率变化

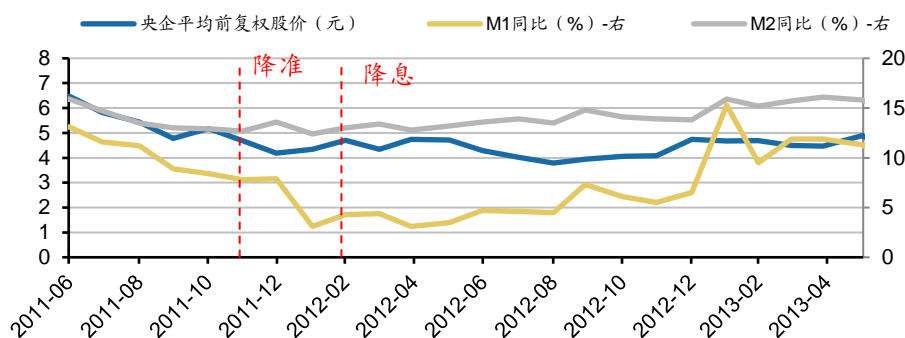
公布时间	生效时间	存款基准利率			贷款基准利率		
		调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
2012/7/5	2012/7/6	3.25%	3.00%	-0.25%	6.31%	6.00%	-0.31%
2012/6/7	2012/6/8	3.50%	3.25%	-0.25%	6.56%	6.31%	-0.25%

数据来源：东方财富 Choice、广发证券发展研究中心

2、M1/M2同比增速回升，信用利差迅速收窄

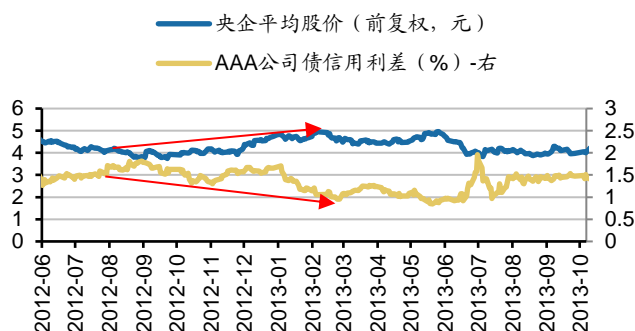
货币政策由偏紧转向偏松，M1/M2同比增速逐渐上扬。宽松的货币政策直接影响M1/M2同比增速，使得M1增速从3.1%上升到15.9%，而M2增速从12.4%上升到15.9%。M1/M2的同比增速上升表示市场货币流动性较好，信用偏紧的情况有所改善。在2012年9月至2013年2月，AAA评级债券信用利差从1.81%降低到0.95%，减少近50%。从无风险收益率（1年起）来看，期间短期无风险收益率下行，建筑央企出现上涨行情。

图19：宽松货币政策使得M1/M2同比增速快速上升



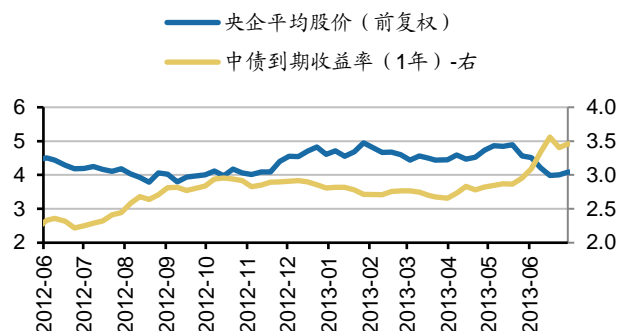
数据来源：Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图20：建筑央企市场表现与AAA公司债信用利差



数据来源：Wind、中债估值中心、广发证券发展研究中心

图21：建筑央企市场表现与1年期无风险收益率



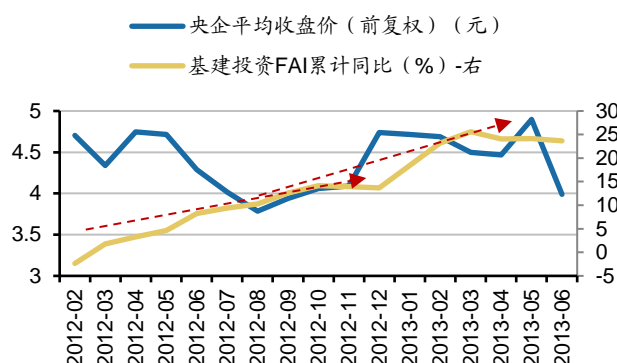
数据来源：Wind、中债估值中心、广发证券发展研究中心

行业层面：基建、地产投资拉升，指向未来行情增长

这一阶段实质上为4万亿投资的后续阶段，我们认为前值过高且基建内需逐渐缩小，12年2月基建投资累计增速低至-2.3%，处于相对底部；而随着十二五规划部署完成，新项目及投资在随后一年逐渐跟进，基建增速和房地产开发投资增速迅速拉升，从而在行业景气度层面支撑股价上涨。

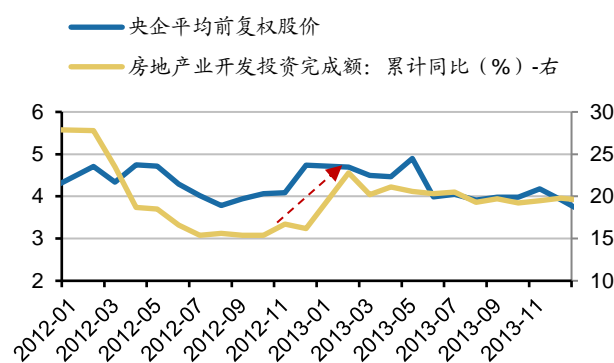
由于央企行情上涨滞后于固定资产投资增速回升，12年9月至13年2月，基建投资FAI累计同比从12.6%上涨至25.6%，房地产开发投资完成额增速从15.6%上涨至22.8%，均带动了建筑央企行情的上涨。相比08年11月阶段的8个月滞后时长，这一阶段滞后时长缩短至6个月，一方面，市场预期对于投资增速的拉升更加敏感，当初具规模时市场预期提高较快；另一方面，我们认为公司对于投资带来的现金流消化速度较之前有所提高。

图22: 基建投资增速触底回升带动行情上涨



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图23: 房地产开发投资触底回升带动行情上涨



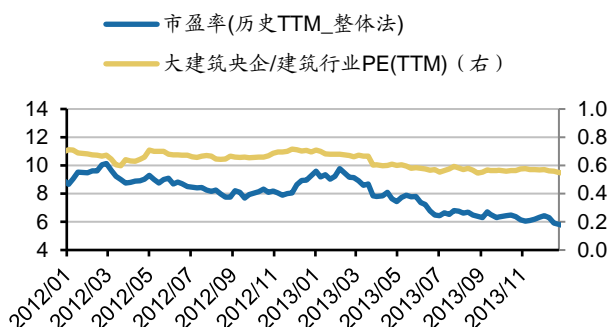
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

估值层面: PB、PE 估值低于行业, 估值修复引发股价上涨

从估值绝对值来看, 12年9月大建筑央企的PE(TTM)为7.6倍, 与建筑行业PE比值仅为0.66, 在行业内属于相对较低估值。而此阶段实为四万亿投资的后续, 随着4万亿投资刺激为行业带来更多流动性, 引发大建筑央企小幅度估值修复, 13年3月达到9.2倍, 仍处于被低估状态。

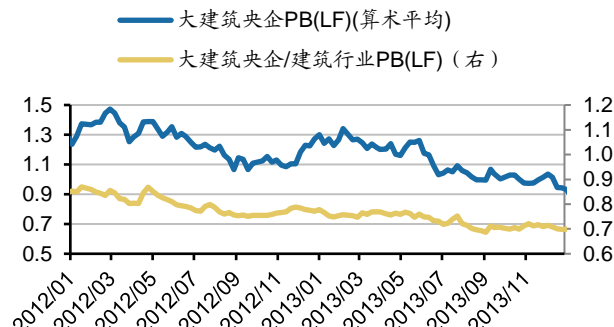
12年9月大建筑央企的PB(LF)为1.14, 尽管大建筑央企整体尚未跌破净值, 但与建筑行业PB比值仅为0.75, 属于相对被低估。

图24: 12-13年大建筑央企与相对建筑装饰PE(TTM)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图25: 12-13年大建筑央企与相对建筑装饰PB(LF)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

业绩层面: 12年第三季度营收回升启动行情上行

订单方面, 11年整体订单增速表现较差, 原因一方面为10年前值过高, 另一方面11年基建投资增速放缓, 需求端减弱; 相比之下, 12年整体订单情况有所好转, 主要

受十二五规划中建设项目的陆续开展以及下半年基建投资增速回升地拉动。

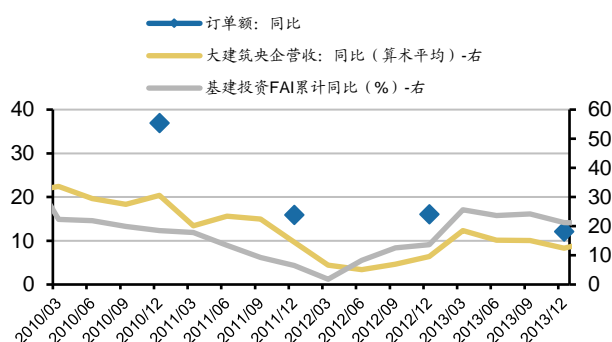
营收方面，11年第二季度大建筑央企营收水平随基建投资回落至阶段性底部，增速为5.1%；之后受到基建投资增速回升的影响，营收水平开始持续回升，13年第一季度同比增速达到25.6%，带动大建筑央企的市场表现转好。由此我们认为营收水平的提升启动了市场行情上行。这一阶段，订单增速与基建投资的高度正相关再次证明了“基建投资-订单-营收-市场表现”的传导过程。

表 9：大建筑央企 2009-10 年订单总额同比增长（TTM）

	中国化学	中国铁建	中国中铁	中国中冶	中国建筑	中国电建	中国交建	葛洲坝
2012/12	-4.3%	15.9%	28.1%	-7.4%	9.9%	34.4%	12.5%	39.6%
2011/12	99.2%	-8.8%	-22.4%	0.6%	14.9%	2.0%	11.2%	30.4%
2010/12	22.6%	24.3%	22.2%		79.7%	40.8%		32.0%

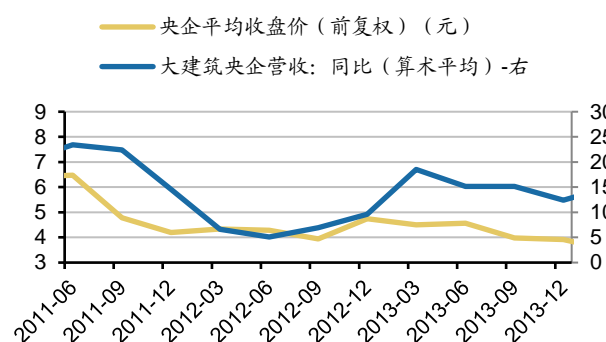
数据来源：Wind、公司订单、广发证券发展研究中心

图26：09至11年大建筑央企订单、营收与基建投资呈正相关



数据来源：国家统计局、公司公告、广发证券发展研究中心

图27：大建筑央企营收与市场表现呈正相关



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

上涨时段之三：2014/9—2015/5

宏观层面：降息启动牛市行情，PSL/MLF 投放加码宽货币周期

1、货币政策：降息降准宽松货币，PSL/MLF持续加码

从货币政策来看，央行降息带来的宽货币环境是启动这一轮牛市行情的关键。2012年存款准备金率进行小幅下调，但市场反应并不强烈，2013/14年均出现下跌行情。为了提振市场信心，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5次降息，将存款基准利率下调1.25pct至2.0%；并在2015年2月启动降准，将存款准备金率下调1.5pct至18.5%，大建筑央企市场行情跟随大盘一路上涨。此外，央行在

14年9月创设中期借贷便利（MLF），并逐渐发展成为当今重要的流动性调节工具，并在15年开始正式向市场投放抵押补充贷款（PSL）。央行通过创设并利用两种新货币政策工具，向市场传递了宽松货币的信息。

表 10：2014 年 9 月至 2015 年 5 月期间存款准备金率变化

公布日期	生效日期	大型金融机构			中小金融机构			备注
		调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度	
2015/10/23	2015/10/24	18.00%	17.50%	-0.50%	16.00%	15.50%	-0.50%	保持银行体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长。
2015/8/25	2015/9/6	18.50%	18.00%	-0.50%	16.50%	16.00%	-0.50%	保持银行体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长。
2015/4/19	2015/4/20	19.50%	18.50%	-1.00%	17.50%	16.50%	-1.00%	统一下调农村合作银行存款准备金率至农信社水平；对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率 2 个百分点；支持“三农”或小微企业贷款
2015/2/4	2015/2/5	20.00%	19.50%	-0.50%	18.00%	17.50%	-0.50%	进一步增强金融机构支持结构调整的能力，加大对小微企业、“三农”以及重大水利工程建设的支持力度

数据来源：东方财富 Choice、广发证券发展研究中心

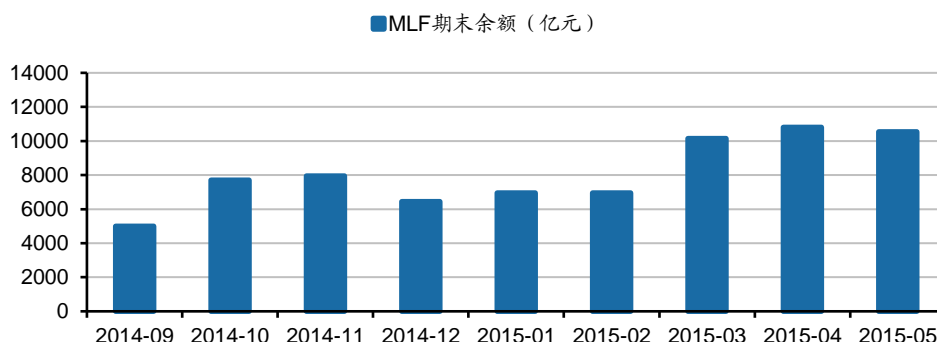
表 11：2014 年 9 月至 2015 年 9 月期间存贷款基准利率变化

公布时间	生效时间	存款基准利率			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
2015/8/25	2015/8/26	2.00%	1.75%	-0.25%	4.85%	4.60%	-0.25%
2015/6/27	2015/6/28	2.25%	2.00%	-0.25%	5.10%	4.85%	-0.25%
2015/5/10	2015/5/11	2.50%	2.25%	-0.25%	5.35%	5.10%	-0.25%
2015/2/28	2015/3/1	2.75%	2.50%	-0.25%	5.60%	5.35%	-0.25%
2014/11/21	2014/11/22	3.00%	2.75%	-0.25%	6.00%	5.60%	-0.40%

数据来源：东方财富 Choice、广发证券发展研究中心

值得注意的是，央行在14年9月创设中期借贷便利（MLF），并逐渐发展成为当今重要的流动性调节工具，截止15年5月，共向市场投放5400亿流动性；并在15年开始正式向市场投放抵押补充贷款（PSL）。央行通过创设并利用两种新货币政策工具，向市场传递了宽松货币的信息。

图28：14年9月至15年5月期间PSL/MLF期末余额变化

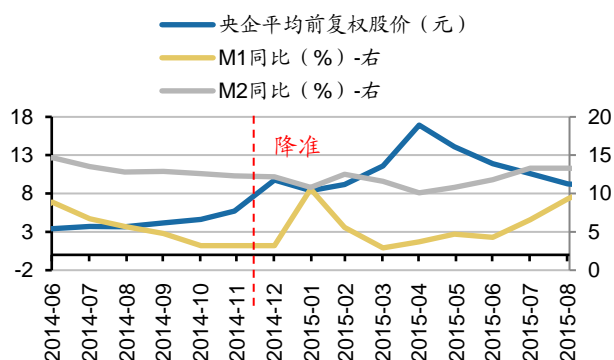


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2、无风险收益率主导行情，与信用利差相关性不强

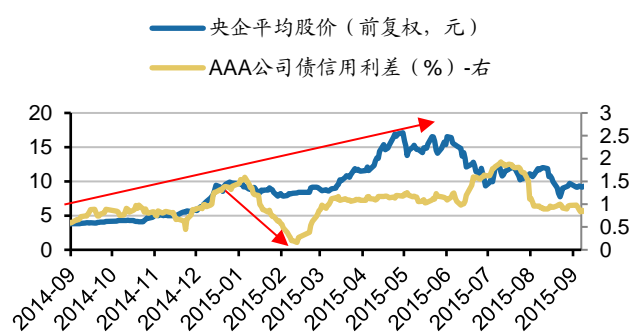
此次上涨与M1/M2增速和信用利差相关性不强，主要是因为这段时间紧信用不是重要的影响因素。从M1/M2同比增速来看，14年9月至15年5月，M1同比增速从4.7%上涨到4.8%，M2同比增速从12.9%下降到10.8%；从公司债的信用利差来看，AAA公司优质债券信用利差仅在15年1月至2月下跌，并非成为主导此轮上涨的关键因素。此轮大建筑央企上涨与1年期无风险收益率下行相关性较强。在宽松的货币环境下，长短端利率均有不同程度的下行，1年期中债到期收益率从3.27%，最低下探到1.69%，振幅高达158bp；而10年期中债到期收益率则从4.29%的高点一路下滑至2.69%，下滑幅度达到260bp。建筑板块整体表现与无风险收益率呈现负向相关的关系，大建筑央企在宽货币宽信用的期间表现较好，建筑央企股价从4.0上涨到16.9。

图29：建筑央企市场表现与M1/M2同比增速



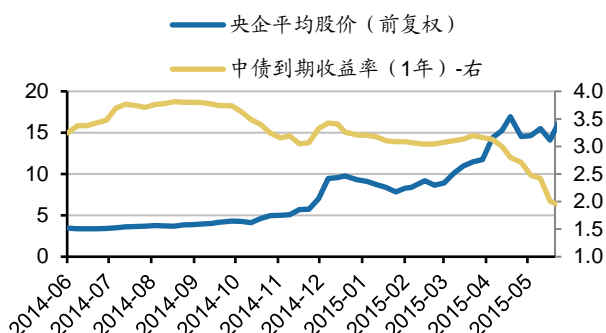
数据来源：Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图30：建筑央企市场表现与AAA公司债信用利差



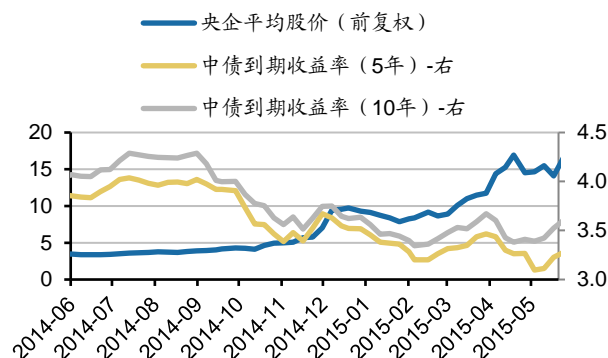
数据来源：Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图 31: 建筑央企市场表现与 1 年期无风险收益率



数据来源: Wind、中债估值中心、广发证券发展研究中心

图 32: 建筑央企市场表现与 5、10 年无风险收益率



数据来源: Wind、中债估值中心、广发证券发展研究中心

行业层面：一带一路、PPP 助力，基建投资持续引导央企行情

1、受益“一带一路”，对外工程项目订单激增

“一带一路”于 2013 年 9 月首次由习主席提出，2014 年 H2 出台在即。当时经济较为疲软，国内存在产能过剩现象，与房地产库存过高导致的投资增速下降有关，制造业方面 PPI 也在保持在 13.5% 的低位。相比之下，海外基建需求旺盛，一带一路无疑为扩展海外市场、消化过剩产能的良好时机，因此对一带一路预期很高。从对外承包工程新签合同额来看，14 年 11 月后持续刷新新高，直至 15 年 3 月正式出台“一带一路”政策，至 15 年 5 月累计增速持续保持在高位。

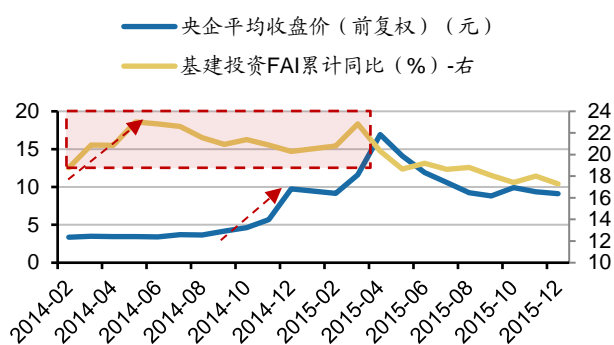
2、PPP 模式受广泛认可，项目投资规模逐渐扩大

2014 年财政部下发财金 156 号文《PPP 项目合同指南》，一些列 PPP 试点项目陆续展开。此前项目皆有政府发包，且对项目的预算成本控制不足，而 PPP 模式下一方面项目公司参与到前端设计规划以及成本控制，另一方面政府项目补贴被纳入地方预算中，受到中央直接管控，从而降低违约风险。

3、基建方面，投资持续为订单增长蓄力，指向未来行情增长

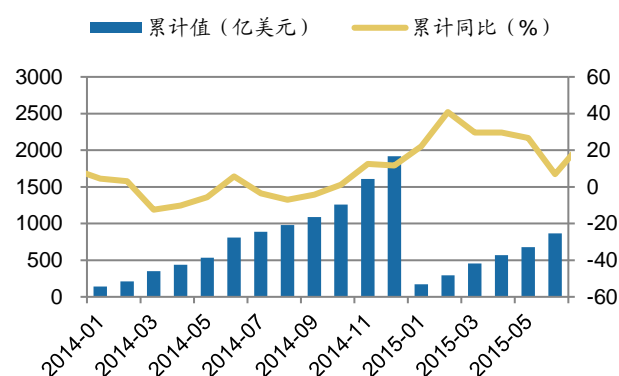
14 年 2 月至 15 年 3 月期间，基建增速长时间地保持在 20% 的高位，2 月至 6 月的短期提速一定程度上启动了大建筑央企 9 月的上行行情，依然保持着 6-8 个月的时滞性，而后续的持续高增速也为行情继续上行建立基础。

图33: 大建筑央企市场表现与基建投资FAI



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图34: 对外承包工程新签合同额维持高位



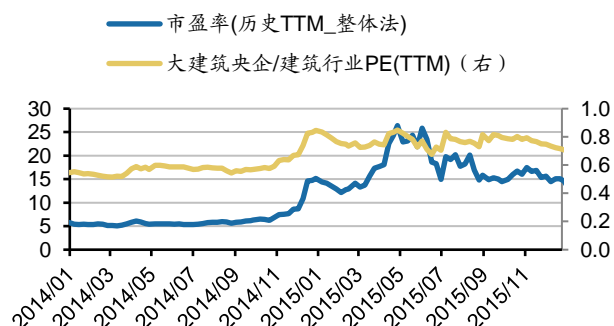
数据来源: 商务部、广发证券发展研究中心

估值层面: PB、PE 处于历史底部, 估值修复引发股价回升

从估值绝对值来看, 14年7月大建筑央企的PE(TTM)为5.39倍, 是十年来的最底部, 与建筑行业PE比值仅为0.57, 属于严重被低估。随着2015年央行降准4次, 货币政策呈现宽松, 进而提升市场风险偏好, 建筑板块估值随之提升, 引发大建筑央企估值修复, 15年5月达到26倍。估值提升带动市场表现全面上行。

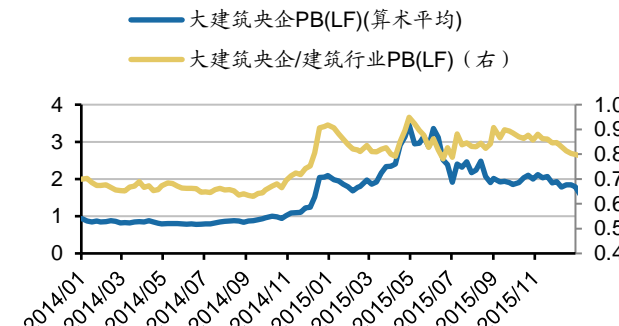
14年7月大建筑央企的PB(LF)为0.79, 大建筑央企整体跌破净值, 同样处于历史最底部, 并且与建筑行业PB比值仅为0.64, 属于绝对值/相对值均被低估。经过此轮估值修复, 15年5月PB上升至3.5倍。

图35: 14-15年大建筑央企与相对建筑装饰PE(TTM)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图36: 14-15年大建筑央企与相对建筑装饰PB(LF)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

业绩层面: 受益 PPP、一带一路, 业绩基本面转暖

1、订单层面: 宏观环境、PPP、一带一路利好, 订单增速有所提升

此前受前期基建投资增速放缓以及紧信用货币环境的影响, 大建筑央企2014年订单

表现不佳：中国铁建、中国中铁接近零增长；而中国化学连续两年负增长，一方面受制于海外局势不稳定，海外业务2014-2015H1持续缩水，另一方面在油价暴跌情况下，下游化工企业效益不佳需求量锐减。从15年开始订单情况有所回升，主要原因包括：1) 信用、货币环境逐渐宽松；2) 受益于一带一路政策影响，海外订单增长较快；3) PPP项目自2014/11月引入之后不断规范化，规模及落地率稳步提升，公司PPP类业务增长强劲。

2、营收情况：订单未能及时转化为营收，增速变缓后维持稳定

从营收情况来看，14Q3营收增速止跌并稳定在11.6%，14Q4至15Q1有短暂的营收增速回升，达到12.5%的阶段峰值，公司业绩稳中带增，加以市场流通性提升大市整体走强的宏观环境，投资者对营收业绩层面利多预期与大牛市的整体增长的利多预期相应，增强了整体上涨趋势。14Q3之后营收与股价变化再次回归正相关，排除大宏观因素的影响，该阶段微观基本面继续保持“基建投资-订单-营收-股价”正相关。具体来看，当季度营业收入增速较上一季度的下滑趋势会对市场预期造成影响，致使该阶段市场表现下行。

3、现金流：企业内经营活动流动性反应偿债、运营能力，影响市场预期

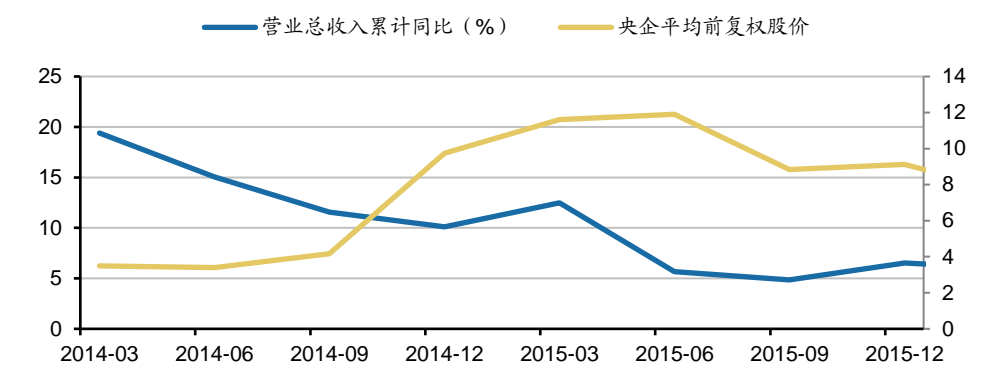
从现金流量来看，从14Q1至15Q4期间经营活动现金流净额与央企行情呈明显正相关。14Q3为阶段性底部，经营活动产生的现金流净额与负债的比值较去年降低了1.72%，而随后两个季度内该比值迅速拉升至正值。一般情况下，经营活动产生的现金流净额占负债比反映了公司的公司资金周转能力和管理经营活动支出的能力，比值与前一年同期相比有所增长反映了公司还款能力相对有所提高，对高资产负债率的大建筑央企而言，投资风险相对减小，因此我们认为健康的经营活动现金流反应较强的偿债能力和运营能力，提高投资者对未来行情的预期，从而带动股价上升。

表 12：大建筑央企 13-17 年订单同比增长（TTM）

	中国化学	中国铁建	中国中铁	中国中冶	中国建筑	中国电建	中国交建	葛洲坝
2017/12	34.9%	23.7%	26.1%	20.0%	19.4%	12.7%	23.2%	5.8%
2016/12	11.8%	28.5%	29.0%	25.1%	23.0%	10.1%	12.4%	17.6%
2015/12	-13.5%	14.6%	2.4%	21.8%	7.2%	37.7%	6.9%	32.0%
2014/12	-11.2%	-3.0%	0.5%	29.2%	10.9%	13.2%	12.0%	15.5%

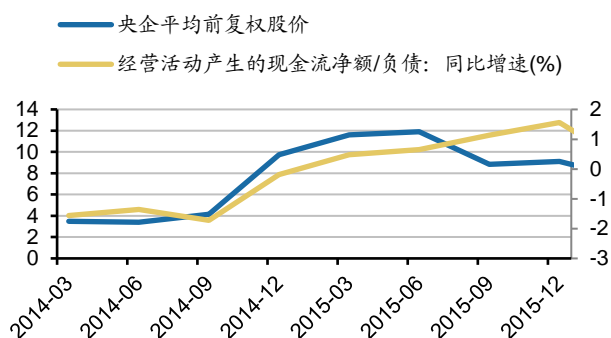
数据来源：Wind、公司公告、广发证券发展研究中心

图37：大建筑央企营收与大盘指数市场表现



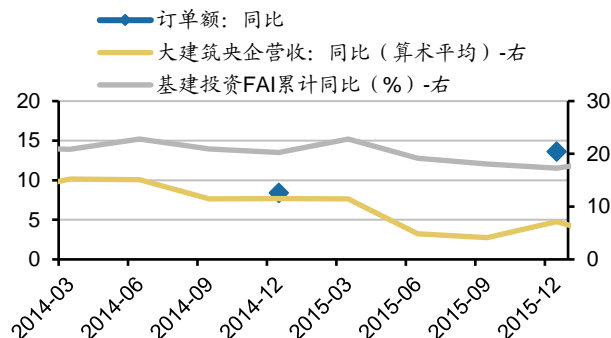
数据来源：Wind、公司公告、广发证券发展研究中心

图38：14-15年经营活动现金流净额占负债比增速与股价呈正相关



数据来源：Wind、公司公告、广发证券发展研究中心

图39：14-15年大建筑央企订单、营收与基建投资



数据来源：Wind、公司公告、国家统计局、广发证券发展研究中心

上涨时段之四：2016/8—2017/4

宏观层面：货币政策延续宽松，信用利差不是核心影响因素

1、货币延续宽松，MLF投放力度加大

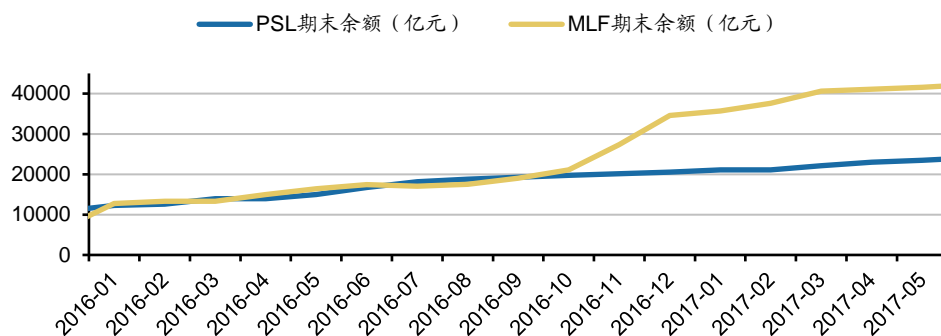
2016年延续了上年的货币政策，另外于2月进行了一次降准，市场货币环境持续宽松。由于央行逐渐转向利用货币工具调节市场，而不是直接调节存贷款利率，因此更应关注央行对主要货币政策工具的投放。截止17年4月，MLF期末余额为41083亿，PSL期末余额为22997亿。而央行在16年10月加大对MLF的投放力度，可以视为对宽松货币政策的延续。

表 13: 2016 年期间存款准备金率变化

公布日期	生效日期	大型金融机构			中小金融机构			备注
		调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度	
2016/2/29	2016/3/1	17.50%	17.00%	-0.50%	15.50%	15.00%	-0.50%	保持金融体系流动性合理充裕, 引导货币信贷平稳适度增长, 为供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

数据来源: 东方财富 Choice、广发证券发展研究中心

图 40: 16 年 1 月至 17 年 6 月期间 PSL/MLF 期末余额变化

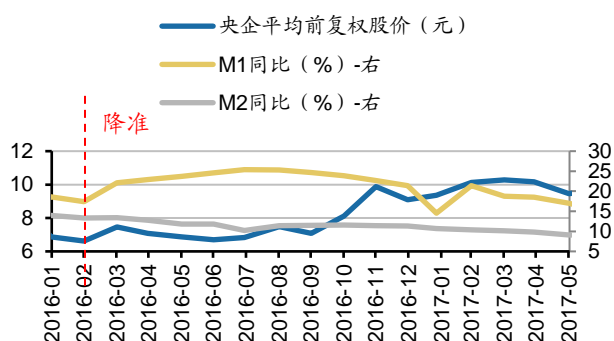


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2、信用利差与无风险收益率不是核心影响因素

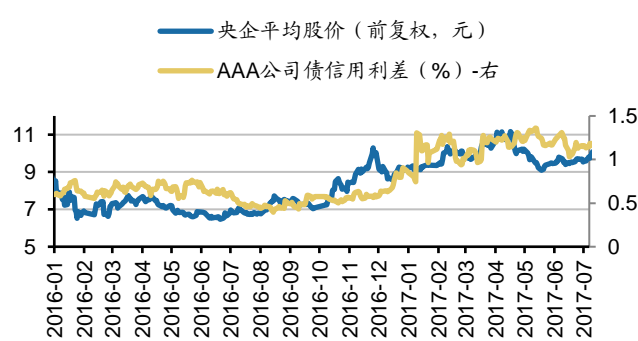
虽然货币政策处于宽松环境, 但边际变化较少, 对于市场预期影响不足, 因此体现为 M1/M2 增速、AAA 公司债信用利差与建筑央企行情相关性不大。在 16 年 8 月至 17 年 4 月, M1 同比增速从 25.3% 降至 18.5%, M2 同比增速从 11.4% 降至 9.8%; AAA 债券信用利差从 0.4% 升高到 1.0%, 均与前期规律不符。从无风险收益率来看, 也呈现与前期规律相反的情况——在 16 年 8 月至 17 年 4 月, 1 年期国债收益率从 7.3% 上涨到 11.0%, 而 10 年期国债收益率从 2.71% 上涨到 3.27%。在宽松延续的货币环境下, 信用利差和无风险收益率并不是本轮上涨的关键因素。

图 41: 建筑央企市场表现与 M1/M2 同比增速



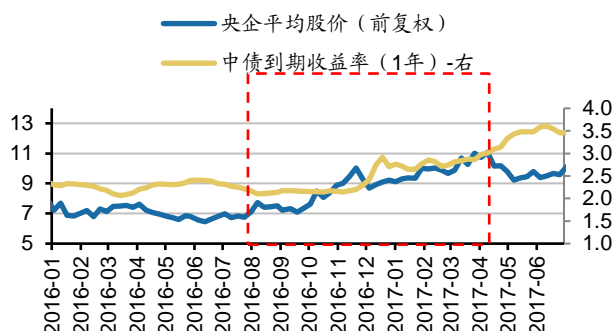
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图 42: 建筑央企市场表现与 AAA 公司债信用利差



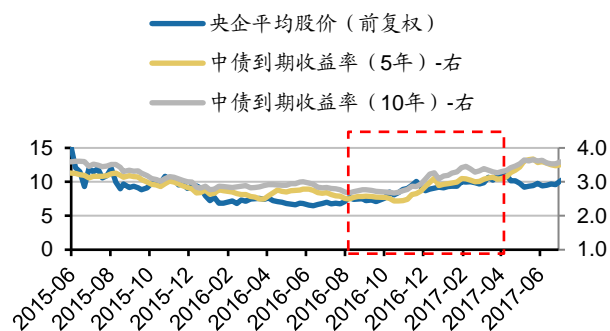
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图 43: 建筑央企市场表现与 1 年期无风险收益率



数据来源: Wind、中债估值中心、广发证券发展研究中心

图 44: 建筑央企市场表现与 5、10 年无风险收益率



数据来源: Wind、中债估值中心、广发证券发展研究中心

行业层面：一带一路、PPP 发展符合预期，基建房建投资稳中带增

1、受益“一带一路”，对外工程项目订单激增

一带一路政策落地后，15、16 年一带一路对外工程项目实现井喷式增长，2016 年全年合同额累计增长率达到 36.1%，项目订单数增长 104.6%，高增速符合市场预期。15 年 10 月一带一路对外工程项目数量同比增长达到 156.8%，项目金额增长达到 30.7%，至 12 月持续保持在高位。

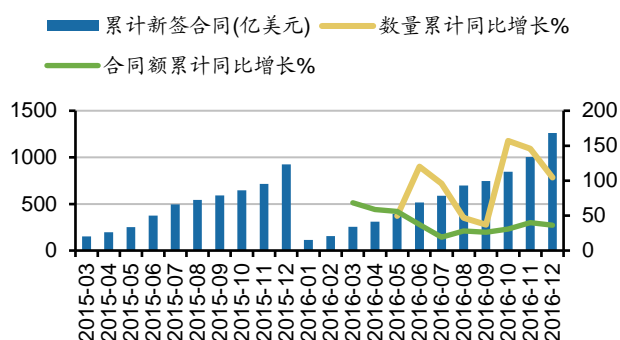
2、PPP 模式受广泛认可，项目投资规模逐渐扩大

PPP 模式受到项目方资本方广泛认可，自 2015 年以来 PPP 项目规模及落地率稳步攀升，16 年 9 月至 17 年 4 月期间，落地率由 26% 提升至 34%，截止到 2017 年 4 月，PPP 项目累计投资额已超过 15 万亿元，增长率达 23%，年化增长率达 34.5%。PPP 模式发展持续向好，市场保有较高预期。

3、安邦举牌中国建筑

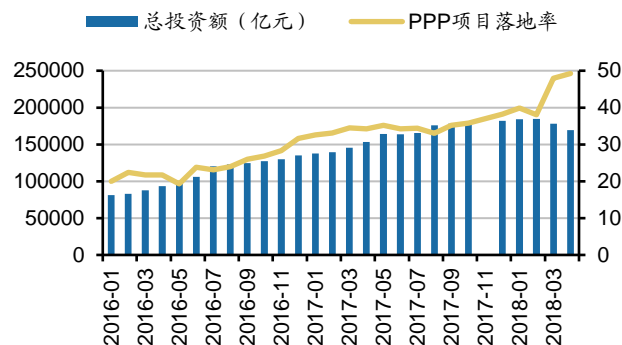
出于对中国建筑未来发展前景看好，获得长期的财务回报，安邦举牌中国建筑计划一年内增持不低于 1 亿股。以 16 年 11 月 18 日股价计算，此举为中国建筑带来不低于 5.57 亿增量资金，短期内注入充足的流动性。

图45: 15-16年一带一路对外工程项目



数据来源：商务部、广发证券发展研究中心

图46: 2016/1至今PPP项目投资额及落地率



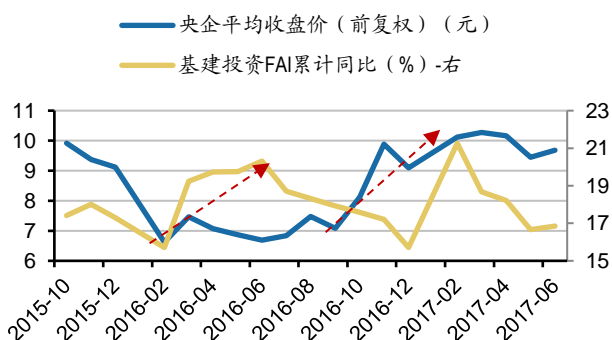
数据来源：财政部PPP中心、广发证券发展研究中心

4、基建、地产投资增速提升带动行情上涨

在PPP模式、一带一路政策的利好推动下，基建投资增速相对稳定地维持在15%以上，16年2月至6月基建增速由15.7%提升至20.3%地相对高位，实现短期快速提升，带动了10月大建筑央企行情上涨，再次印证了基建投资与市场表现存在6-8月的时滞性以及正相关。

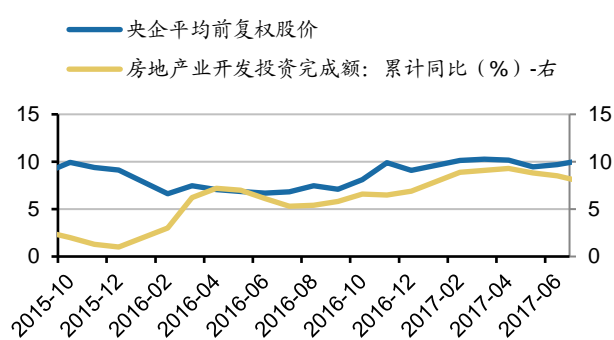
地产投资方面，16年8月至17年4月期间地产投资完成额增长率与市场表现保持正相关，而行情上涨早于投资完成额增长率提升，原因为该指标滞后于实际项目的完成。区别于基建投资FAI，地产开发投资完成额确认于项目建设完毕，因此存在滞后性。

图47: 基建投资增速触底回升带动行情上涨



数据来源：Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图48: 地产投资增速持续提高带动行情上涨



数据来源：Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

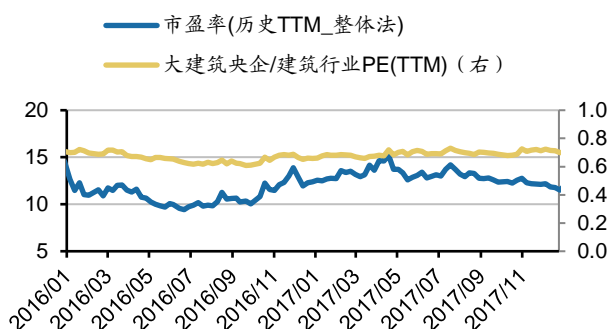
估值层面：PE 估值低于建筑行业，货币宽松引发估值修复

从估值绝对值来看，16年6月大建筑央企的PE(TTM)为9.60倍，是于15年后的相对底部，与建筑行业PE比值仅为0.66，在行业内属于相对较低估值。2016年延续了上年的宽松存贷款利率；并于2月进行了一次降准，PSL/MLF期末余额逐渐提高，

市场货币环境持续宽松，市场风险偏好较高，引发大建筑央企估值修复，17年4月达到15.1倍，带动了市场表现上行。

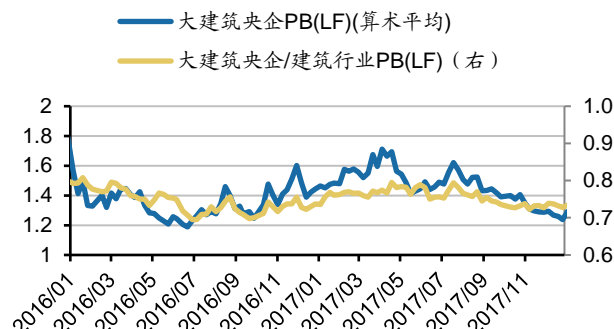
16年6月大建筑央企的PB(LF)为1.20倍，大建筑央企整体尽管未跌破净值，但处于阶段相对底部，并且与建筑行业PB比值仅为0.75，属于相对被低估。经过此轮估值修复，17年4月PB上升至1.72倍。

图49：16-17年大建筑央企与相对建筑装饰PE(TTM)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图50：16-17年大建筑央企与相对建筑装饰PB(LF)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

业绩层面：宽信用货币环境利好，订单营收平稳增长

1、订单方面：持续受益于PPP、一带一路，订单实现全面高增长

16年八大央企订单皆实现10%以上的高增长率，其中中国铁建中国中铁分别达到28.5%和29.0%的高增长。原因主要为1）一带一路政策下海外订单稳定提升，2）PPP模式下政府资金问题得到缓解，投资规模持续扩大。

2、营收方面：大建筑央企订单量充足，营收水平平稳增长

16Q3之前营收水平较为稳定，保持在在6.0%，16Q3至17Q2营收增速得到小幅度提升，17H1同比增速达到9.7%，与同期市场表现上行存在较强的正相关，一定程度上营收增速稳定提升是16年6月市场表现上行的基础，在宏观持续降准的环境下，市场对其的增长预期较高。而基建增速与营收增速依然整体保持正相关，进一步证明“基建投资-订单-营收-市场表现”的传导过程。

3、现金流：企业内经营活动流动性反应偿债、运营能力，影响市场预期

从现金流量来看，从15Q3至17Q2期间经营活动现金流净额与央企行情呈明显正相关。以16Q2为阶段性底部，经营活动产生的现金流净额与负债的比值较去年仅提高了0.12pct，而随后三个季度内该比值迅速拉升至1.34pct。一般情况下，经营活动产生的现金流净额占负债比反映了公司的公司资金周转能力和管理经营活动支出的能力，比值与前一年同期相比有所增长反映了公司还款能力相对有所提高，对高资产

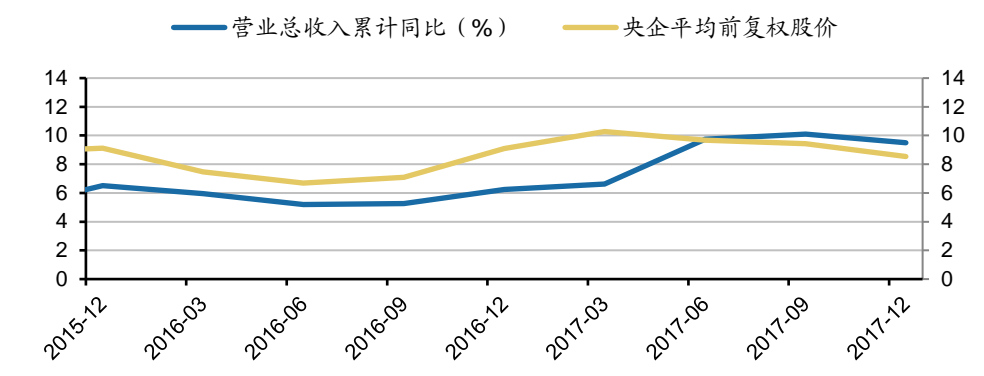
负债率的大建筑央企而言，投资风险相对减小，因此我们认为更为健康的经营性活动现金流反应更强的偿债能力和运营能力。

表 14: 大建筑央企 2009H1-14H1 订单同比增长 (TTM)

	中国化学	中国铁建	中国中铁	中国中冶	中国建筑	中国电建	中国交建	葛洲坝
2017/12	34.9%	23.7%	26.1%	20.0%	19.4%	12.7%	23.2%	5.8%
2016/12	11.8%	28.5%	29.0%	25.1%	23.0%	10.1%	12.4%	17.6%
2015/12	13.5%	14.6%	2.4%	21.8%	7.2%	37.7%	6.9%	32.0%
2014/12	11.2%	13.0%	0.5%	29.2%	10.9%	13.2%	12.0%	15.5%

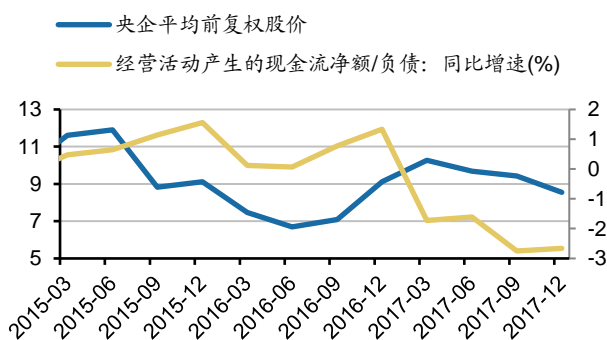
数据来源: Wind、公司公告、广发证券发展研究中心

图51: 大建筑央企营收与大盘指数市场表现



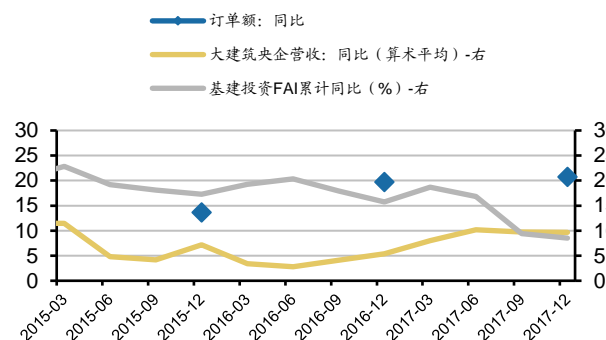
数据来源: Wind、公司公告、广发证券发展研究中心

图52: 15-17年经营活动现金流净额占负债比增速与股价呈正相关



数据来源: Wind、公司公告、广发证券发展研究中心

图53: 15-17年大建筑央企订单、营收与基建投资



数据来源: 国家统计局、公司公告、广发证券发展研究中心

2018 年 7 月至今：行业增量资金、货币政策宽松，市场上行趋势启动

宏观层面：货币财政政策边际宽松，利好大建筑央企估值修复

货币及财政政策边际宽松有助于缓解前期基建投资增速下滑的悲观预期，行业基本面有望改善，同时利好流动性释放，进而降低无风险收益率，利好板块估值修复。

2018年4月23日，中央政治局会议表示要坚持积极的财政政策取向不变，持续扩大内需是边际最大变化。而当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。具体来看，上半年名义GDP增速10%。在GDP增速存在下行趋势；个人所得税增速20.3%，致使居民消费能力受抑制，企业所得税增速12.8%，企业承担的税收负担依然较重，不利于实体经济投资。而固定资产投资中，由于制造业短期贡献难以大幅提升，基建、地产投资托底经济预期有望逐步提升。

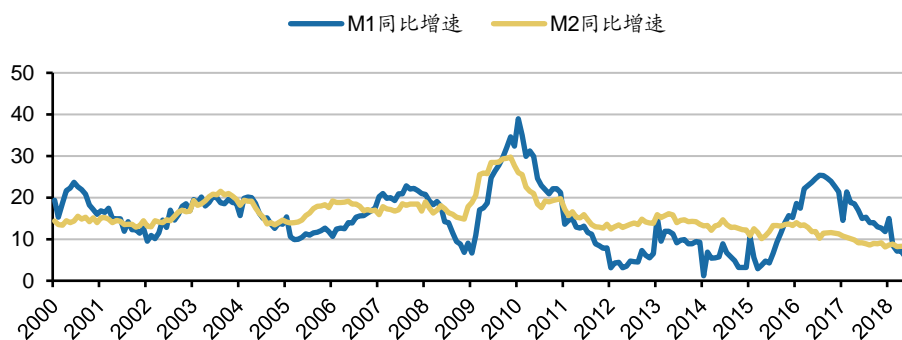
近期央行、银保监会进一步释放维稳信号，6月24日，央行进行年内第二次将转，7月23日央行投放5020亿元MLF，为历史最大单次规模投放，货币政策转向宽松，而建筑板块表现受无风险收益率（1年期国债）影响较大，截止8月6日，1年期国债收益率为2.80%，较年初高点3.83%下103个bp；同日国常会要求积极财政政策要更加积极，要求加快1.35万亿地方专项债券发行和使用进度，后期政治局会议也表态，确定基建是“稳增长”最明确的方向，整体而言，财政发力有望提振基建预期。

图54：国债1年期到期收益率与建筑装饰PE



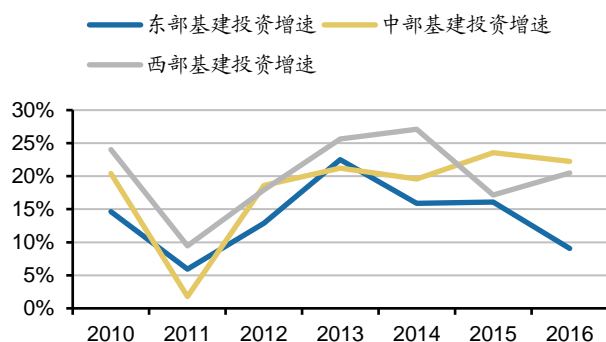
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图55: M1/M2增速下滑至历史低位



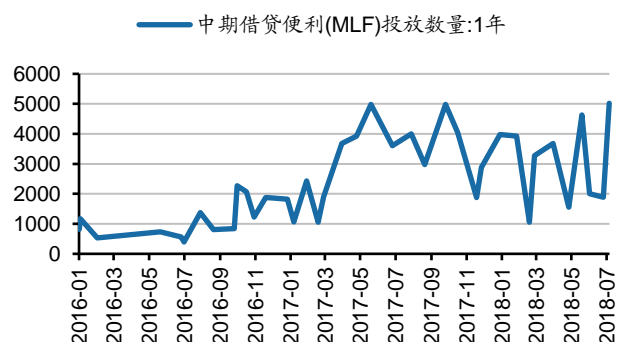
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图56: 中西部基础设施投资建设有望进一步加快



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图57: MLF在2018年7月投放较多



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

行业层面: 一带一路阶段性放缓, PPP 合规升级, 基建投资短期内难以指示央企股价未来涨跌方向

1、PPP模式规范化, 持续降准融资问题得以缓解

PPP总投资从2018年1月开始出现回落现象, 1)受2017Q4相继出台的PPP管制及调控政策影响较大, 尤其是92号文的影响, PPP项目进一步规范化。从阶段构成来看, 执行阶段的PPP项目有增无减, 被清理出项目库的项目主要长期停滞于识别阶段, 以及部分违规项目。虽然短期内PPP项目开展受阻, 但**PPP落地率明显提高, 优质PPP项目落地速度加快, 有利于长端PPP模式发展**; 2)去杠杆、信用环境收紧使短期内融资、现金流紧张, 造成地方政府举债受阻, 社融方面2018年以来出现负增长。实质上, 对于中央对于地方政府举债意在控制风险, 对提高PPP落地率有利; 并且考虑到银行对PPP项目择优放贷, 保留在项目库中有高收益率或良好未来发展前景的项目不会受到严重影响。鉴于今年下半年将继续降准, 流通性压力预计会有所缓和, **PPP融资有所缓解**。

2、基建方面，投资增速放缓，基建投资指向行情规律打破

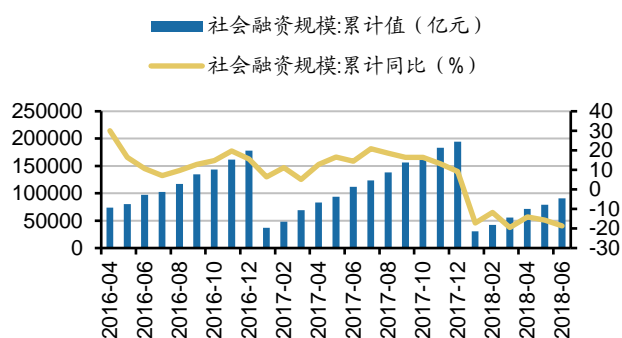
2018年1-6月基础设施投资累计同比为4.1%，较1-5月累计同比增速回落2.1pct，一方面受中美贸易争端的影响，国际环境不稳定造成外部需求的不确定性，另一方面地方政府举债受中央管制，基建融资存在困难。

房建方面，2018年以来投资增速有所回升，1-6月房地产开发投资同比增长9.7%，虽然较上月有所回落，但仍处于近四年来的较高水平。一般情况下，我们认为地产投资增速与基建投资增速一样，与行情的关系存在时滞性，并且2018年年初的增速提升未能造成股价短期内变化，因此地产增速与行情关系并不显著。

3、近期同时行业和公司层面出现积极信号

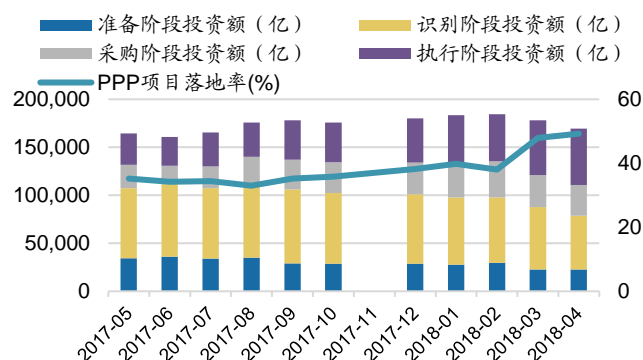
7月26日李克强总理考察川藏铁路，要求加快中西部基础设施建设，川藏铁路作为国家“十三五”规划重点项目，总投资约2700亿元；岭南公告部分新疆PPP项目复工；一带一路方面近期外交动作频繁，中交马来西亚标志性项目也有望复工。

图58：2018年社会融资规模负增长



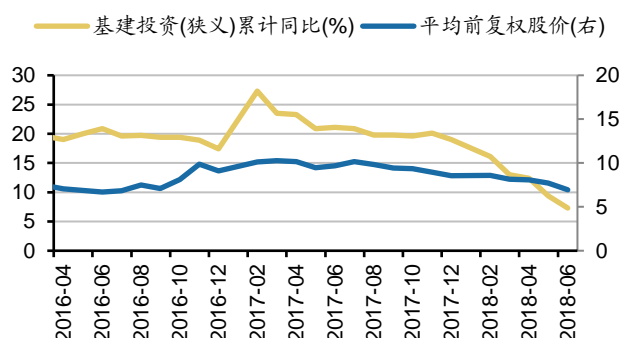
数据来源:Wind、广发证券发展研究中心

图59：近期PPP项目投资及落地率



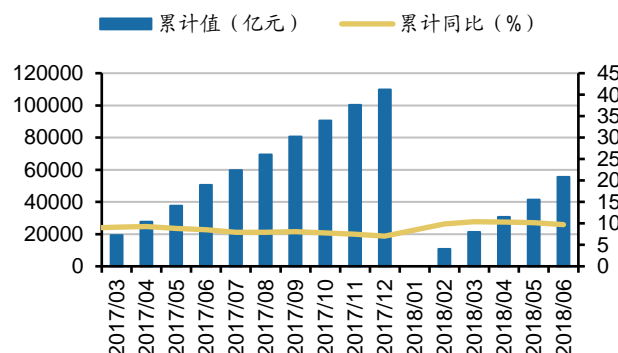
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图60：2017/4至今央企行情与基建投资呈正相关



数据来源:Wind、广发证券发展研究中心

图61：2017/4至今地产投资增速保持平稳

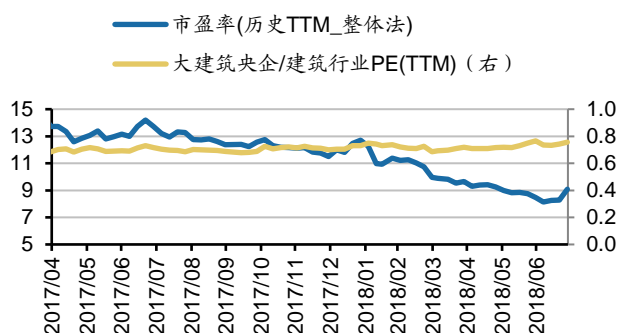


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

估值层面：大建筑央企 PE、PB 仍处于历史底部，部分个股已破净

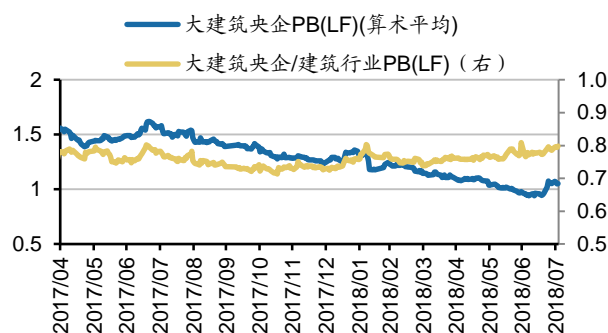
18年上半年以来大建筑央企受PPP清库需求下滑、资金紧张利率上行等多因素影响，估值不断下行。截至7月18日，8家建筑央企PE跌至8.27倍，是14年之后的历史底部。PB(LF)也跌至0.94，大建筑央企平均PB再次破净，PB值同样处于14年之后的最低值。以中国铁建为例，截止到18年8月6日，PE、PB分别低至8.2、0.89，已跌破净值，处于16年以来的历史低位。

图62：17-18年大建筑央企与相对建筑装饰PE(TTM)



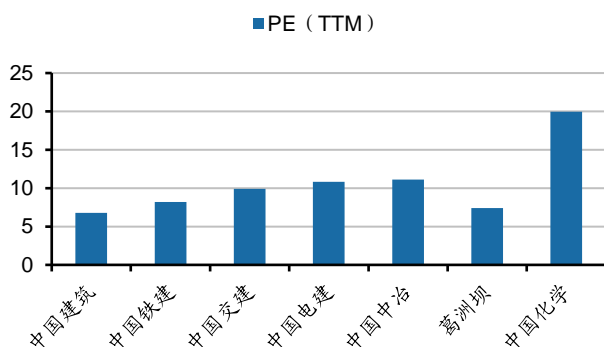
数据来源:Wind、广发证券发展研究中心

图63：17-18年大建筑央企与相对建筑装饰PB(LF)



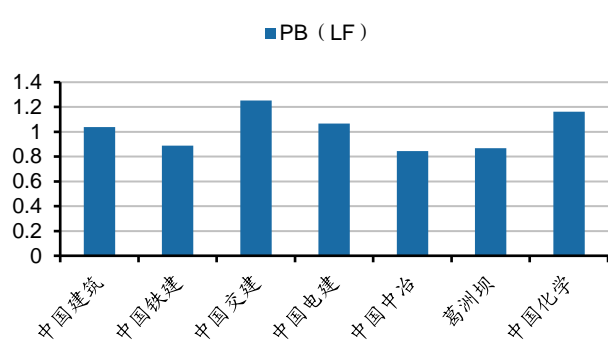
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图64：多家建筑央企PE小于10



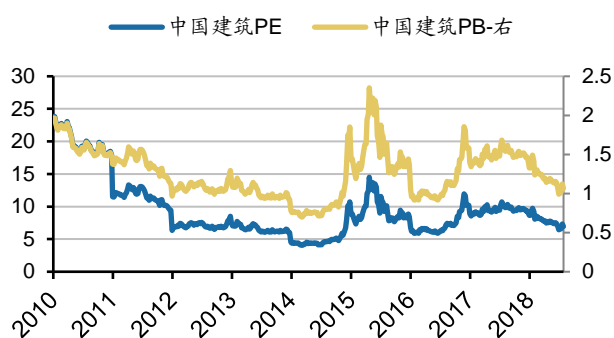
数据来源:Wind、广发证券发展研究中心

图65：多家建筑央企PB小于1



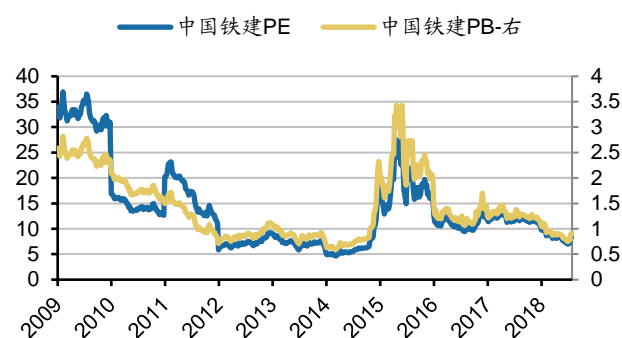
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图66：现阶段中国建筑PE、PB处于历史低位



数据来源:Wind、广发证券发展研究中心

图67：现阶段中国铁建PE、PB处于历史低位



数据来源:Wind、广发证券发展研究中心

业绩层面：订单营收有望持续增长，政策导向明确利好基建产业链

1、受国际中美贸易争端影响，海外订单有所回落

一带一路战略正式提出以来，市场对大建筑央企的海外期望值较高，然而最近一年的海外订单累计增速持续下降，其中2017年全年新签合同9211.71亿元，增速为13.6%，一带一路带来的订单提升较低于预期。而从2018年最新订单情况来看，受国际贸易争端影响较大，国际地缘政治不稳定，致使大建筑央企累计境外订单增速出现负增长。

2、去杠杆持续进行，负债率持续下降

2017年4月至今资产负债率持续降低，归母权益与总负债之比持续提升，偿债能力增强。之前提到，目前处于货币相对紧缩阶段，2018年5月债市违约及发债逐渐困难，市场对于债务基本面逐渐优化的公司有较高的预期。对此央企资产结构持续优化，负债率持续降低，偿债能力稳健增强。

3、18Q2订单增速有所下滑，下半年基建产业链有望逐步修复

8家建筑央企18H1新签订单同比仅增长5.1%，其中Q1/Q2同比分别+18.4%/-4.5%，二季度新签订单增速下滑明显。但从政治局会议表态来看，前期政策利好或将逐步兑现，此外对地产表述更为严厉，“坚决遏制房价上涨”，因此稳增长或将更为依赖基建发力。预计下半年基建产业链有望逐步修复，基建稳增长政策仍有空间，具体将从细节政策落实、社融数据好转、项目融资及新签订单改善等方面体现出来，而基本面的改善有望进一步提振基建板块的表现。

4、公司方面，政策导向明确利好基建产业链，关注三条主线：

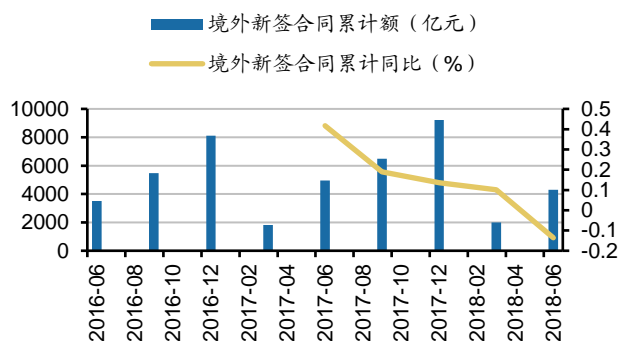
- 1) 低PB建筑央企，如葛洲坝/中国铁建/中国交建/中国建筑/中国化学等；
- 2) 弹性较大的地方基建国企，如四川路桥、山东路桥等；
- 3) 基建前端设计公司，如苏交科/中设集团等。

表 15: 八大建筑央企新签订单情况一览 (单位: 亿元)

公司	指标	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	18Q1	18Q2	18H1
中国建筑	新签合同额	8514.0	9357.0	12725.0	14117.0	15129.0	18796.0	22249.0	5383.0	6757.0	12140.0
	同比增速	-	9.9%	36.0%	10.9%	7.2%	23.7%	18.4%	24.3%	-11.4%	1.6%
中国铁建	新签合同额	6811.8	7893.4	8534.8	8277.1	9487.6	12191.1	15083.1	2798.6	3291.7	6090.3
	同比增速	-	15.9%	8.1%	-3.0%	14.6%	28.5%	23.7%	7.0%	13.5%	10.4%
中国交建	新签合同额	4578.5	5149.2	5432.6	6084.2	6503.2	7308.0	9000.2	1793.2	2494.5	4287.7
	同比增速	-	12.5%	5.5%	12.0%	6.9%	12.4%	23.2%	20.5%	-8.6%	1.7%
中国中冶	新签合同额	2867.0	2655.3	2552.9	3297.9	4015.9	5024.0	6049.0	1729.0	1441.5	3170.5
	同比增速	-	-7.4%	-3.9%	29.2%	21.8%	25.1%	20.4%	37.0%	-16.0%	6.4%
中国电建	新签合同额	1278.5	1718.6	2101.5	2379.7	3278.0	3610.2	4067.9	1509.7	1104.3	2614.0
	同比增速	-	34.4%	22.3%	13.2%	37.7%	10.1%	12.7%	3.7%	-14.8%	-5.0%
中国中铁	新签合同额	5708.0	7310.0	9296.5	9346.1	9570.2	12350.0	15568.6	3123.4	3223.6	6347.0
	同比增速	-	28.1%	27.2%	0.5%	2.4%	29.0%	26.1%	21.3%	5.9%	13.0%
中国化学	新签合同额	1022.6	979.0	820.4	728.7	630.3	705.0	950.8	254.8	545.9	800.7
	同比增速	-	-4.3%	-16.2%	-11.2%	-13.5%	11.8%	34.9%	5.3%	144.3%	72.1%
葛洲坝	新签合同额	725.3	1012.4	1190.7	1375.7	1816.0	2136.0	2260.5	798.5	400.7	1199.2
	同比增速	-	39.6%	17.6%	15.5%	32.0%	17.6%	5.8%	15.7%	-29.6%	-4.8%
合计	新签合同额	31505.6	36074.9	42654.5	45606.4	50430.1	62120.3	75229.1	17390.1	19259.2	36649.4
	同比增速	-	14.5%	18.2%	6.9%	10.6%	23.2%	21.1%	18.4%	-4.5%	5.1%

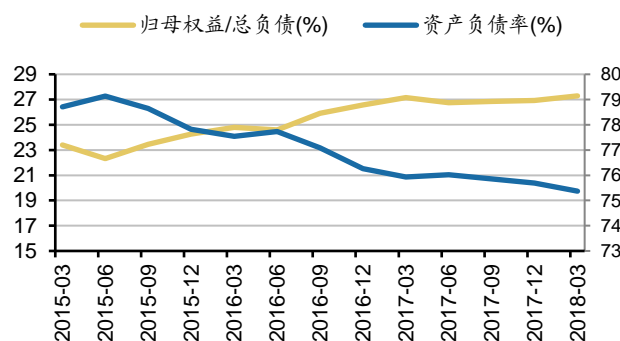
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 68: 2017/4至今海外订单增速减缓



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 69: 偿债能力提升与负债降低



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

风险提示

1) 财政政策层面: 基础建设及房屋建设投资增速存在上涨不及预期的风险。2) 货币政策层面: 未来货币环境存在改善不及预期的风险。3) 行业层面: 一带一路政策存在一定政治风险。

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。