



罗鼎  
首席建筑分析师  
S1010516030001

建筑行业

评级 强于大市（维持）

## REITs 启航，存量驱动增量，服务国家基建战略

建筑行业基础设施 REITs 专题系列报告（一） | 2020.5.6

### 核心观点

**预计制约基建行业核心因素-资金来源将被 REITs 模式全面改变，行业进入存量驱动增量的全新时代。企业层面，中短期看通过盘活存量资产，改善资产负债表，龙头料将进一步提升市占率；中长期转型运营是必由之路。推荐优质运营资产比例较高，在不同细分领域或区域有望强者恒强，且运营能力提升值得期待的龙头企业：中国中铁、中国铁建、葛洲坝。**

■ **未来我国 REITs 料将以权益型 REITs 为主，并明确采用“公募基金+单一基础设施资产支持证券”的产品结构。**4月30日，中国证监会、国家发展改革委联合下发《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知（证监发〔2020〕40号）》（下文简称《通知》或40号文），多次明确提出发展基础设施领域 REITs 的重要意义，料将成为基础设施领域发展新阶段的纲领性文件。此产品结构在不扩募的情况下限制了并购扩张能力，更加强调以获取稳定现金流为主要目的。对于资产投向严格限制，80%以上基金资产持有单一基础设施资产支持证券全部份额。从分红角度与国际惯例的90%比例保持一致，预计将提供较好的稳定回报率。同时，鼓励发起人将回收资金用于新的基础设施和公用事业建设，重点支持补短板项目，形成投资良性循环。这将非常利于建筑企业通过盘活存量，进行增量投资的商业模式。

■ **我国 REITs 料将以基础设施作为主要底层资产，服务国家基建战略。**《通知》中提到的重点地区与我们对未来基建重点发展的区域判断重合，再次印证了 REITs 将打通基建“投、融、管、退”闭环，以服务国家基建战略发展的判断。行业方面两个文件略有不同，其中《指引》中提及了仓储物流、收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施为核心，明确不含住宅和商业地产。《通知》提出了优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。

■ **不同底层资产具有不同特点，估值料将分化。**对底层资产的分析角度，我们可以从稳定性、运营性、改造性三个方面着手。具体看，比如仓储物流和产业园区，就在稳定性较好背景下，运营性、改造性均有提升潜力，因此兼顾股、债两种性质，预计是相对更优的资产选择。而高速公路的则相对债性更强，其改造和运营对应的提升空间一般，且其还受到运营期限影响，预计估值将相对更低。

■ **运营重要性凸显。**文件中多次强调了专业化运营的重要性，预计这将使得建筑企业在之前更多关注项目建设主业的战略应该变化，如何打造运营和管理能力，如何与专业的第三方机构竞争将成为重要战略考量。对标国际大型建筑商的发展史，由单一建设企业向基建运营平台发展是大势所趋。重视运营管理能力建设，匹配 REITs 带来的模式革新，其实是为建筑企业的长期转型提供了路径和机遇。

■ **风险因素：**REITs 推进低于预期，基建投资低于预期等。

■ **投资策略。**预计制约基建行业核心因素-资金来源将被 REITs 模式全面改变，行

业进入存量驱动增量的全新时代。企业层面，中短期看通过盘活存量资产，改善资产负债表，龙头企业料将进一步提升市占率;中长期转型运营是必由之路。推荐优质运营资产比例较高，在不同细分领域或区域有望强者恒强，且运营能力提升值得期待的龙头企业：中国中铁、中国铁建、葛洲坝；关注中国电建、四川路桥等。

#### 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
中国中铁	5.86	0.95	0.87	0.97	6.17	6.74	6.04	买入
中国铁建	9.78	1.4	1.57	1.71	6.99	6.23	5.72	买入
葛洲坝	6.53	1.03	0.97	1.09	6.34	6.73	5.99	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 4 月 30 日收盘价

## 目录

逐条解读《通知》对建筑行业影响 .....	1
充分认识推进基础设施 REITs 试点的重要意义 .....	2
推进基础设施 REITs 试点的基本原则 .....	2
基础设施 REITs 试点项目要求 .....	3
解读《指引》对建筑行业影响 .....	8

## 插图目录

图 1：世界最大建筑业承包商 VINCI 公司历史沿革 .....	2
图 2：运营业务的分类 .....	4
图 3：2020 年 1 月退库项目与 PPP 库整体回报机制比例（按数量） .....	5
图 4：2020 年 1 月退库项目与 PPP 库整体回报机制比例（按金额） .....	5
图 5：截至 2020 年 1 月财政部 PPP 管理库中使用者付费项目类型 .....	5
图 6：2019 年中国电建各业务营收占比 .....	6
图 7：2019 年中国电建各业务毛利占比 .....	6
图 8：2019 年葛洲坝各业务营收占比 .....	6
图 9：2019 年葛洲坝各业务毛利占比 .....	6
图 10：2019 年中国交建各业务营收占比 .....	6
图 11：2019 年中国交建各业务毛利占比 .....	6
图 12：建筑运营各细分领域“十三五”期间的市场空间及景气度分布图 .....	7

## 政策解读总结

未来我国 REITs 料将以权益型 REITs 为主，并明确采用“公募基金+单一基础设施资产支持证券”的产品结构。此产品结构在不扩募的情况下限制了并购扩张能力，更加强调以获取基础设施项目租金、收费等稳定现金流为主要目的。同时，对于资产投向严格限制，80%以上基金资产持有单一基础设施资产支持证券全部份额，剩余资产也明确应当投资于利率债、AAA 级信用债或货币市场工具。从分红角度与国际惯例的 90%比例保持一致。同时，鼓励将回收资金用于新的基础设施和公用事业建设，重点支持补短板项目，形成投资良性循环。这将非常利于建筑企业通过盘活存量，进行增量投资的商业模式。

与国际成熟市场以住宅、商业地产、公寓等为主要底层资产不同，我国 REITs 将以基础设施作为主要底层资产。且在区域上提到的重点地区与我们对未来基建重点发展的区域判断重合。再次印证了 REITs 打通基建“投、融、管、退”闭环，将服务国家基建战略发展的判断。行业方面两个文件略有不同，其中《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）（征求意见稿）》（下文简称《指引》）中提及了仓储物流、收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施为核心，明确不含住宅和商业地产。《40 号文》提出了优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。

不同底层资产具有不同特点，估值料将分化。对底层资产的分析角度，我们可以从稳定性、运营性、改造性三个方面着手。具体看，比如仓储物流和产业园区，就从稳定性、运营性、改造性均有提升潜力，因此兼顾股、债两种性质，预计是相对更优的资产选择。而高速公路的债性程度更强，其改造和运营对应的提升空间一般，且其还受到运营期限影响，因此估值料将相对更低。文件不仅对资产本身提出了已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好的要求，对发起人也同样提出要求。但这对于绝大部分资质相对更加优良的上市建筑企业将不是障碍。

文件中多次强调了专业化运营的重要性，预计这将使得建筑企业在之前更多关注项目建设主业的战略应该变化，如何打造运营和管理能力，如何与专业的第三方机构竞争将成为重要战略考量。对标国际大型建筑商的发展史，由单一建设企业向基建运营平台发展是大势所趋。重视运营管理能力建设，匹配 REITs 带来的模式革新，其实是为建筑企业打长期转型提供了路径和机遇。

## 逐条解读《通知》对建筑行业影响

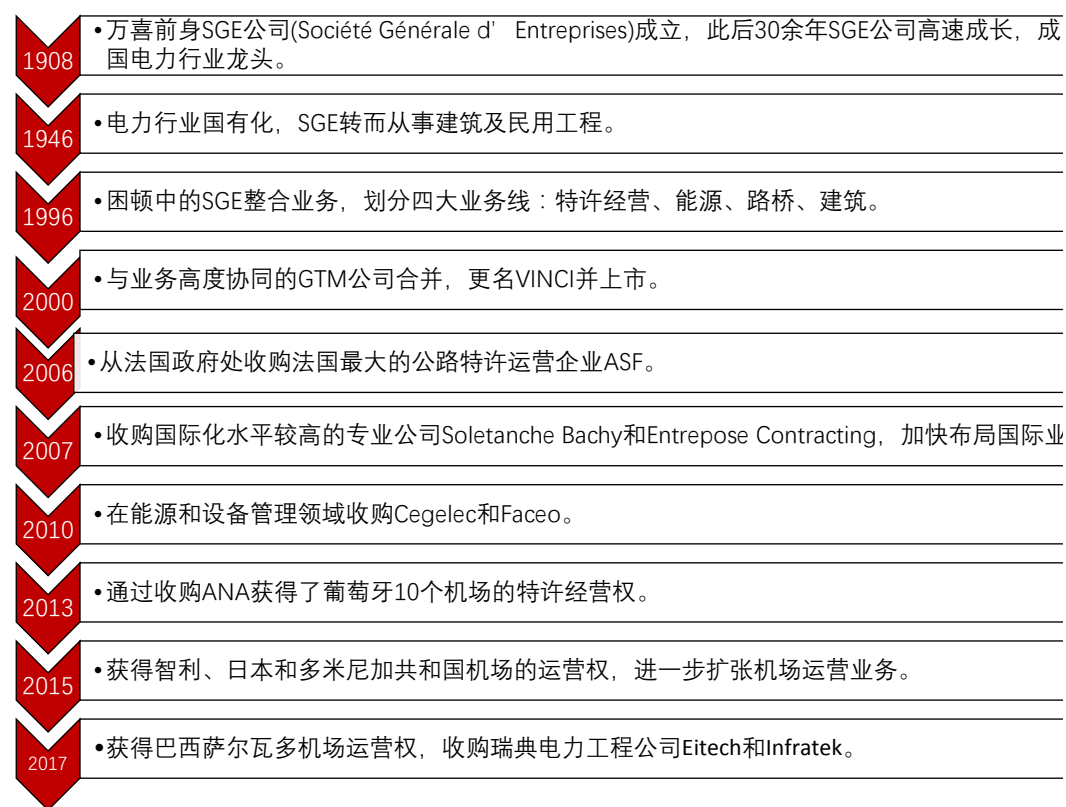
4 月 30 日，中国证监会、国家发展改革委联合下发《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知（证监发〔2020〕40 号）》（下文简称《通知》），多次明确提出发展基础设施领域 REITs 的重要意义，料将成为基础设施领域发展新阶段的纲领性文件。对此，我们结合基建行业特点，逐条解读（引号内为《通知》原文）：

## 充分认识推进基础设施 REITs 试点的重要意义

“各相关单位应充分认识推进基础设施 REITs 试点的重要意义，加强合作，推动基础设施 REITs 在证券交易所公开发行业务，盘活存量资产、形成投资良性循环，吸引更多专业的市场机构参与运营管理，提高投资建设和运营管理效率，提升投资收益水平。”

【解读：行业层面，预计基建行业本身需求端仍有空间，而核心制约因素-资金来源将被 REITs 模式全面改变。随着 REITs 的发行，预计“投、融、管、退”的闭环将行成，这将改变之前基建模式创新只能针对增量项目，但增量项目收益率不断下降，两者之间相矛盾的状况，从而进入存量驱动增量的全新时代。虽然近几年类 REITs 快速发展，但是预计 REITs 的发行将会对于流动性、参与主体、定价及交易等方面带来较大提升，从而真正打通完整闭环。同时，《通知》强调了专业化运营的重要性，预计这将使得建筑企业在之前更多关注项目建设主业的战略应该变化，如何打造运营和管理能力，如何与专业的第三方机构竞争将成为重要战略考量。对标国际大型建筑商的发展史，由单一建设企业向运营发展，是大势所趋。重视运营管理能力建设，匹配 REITs 带来的模式革新，其实是为建筑企业打长期转型提供了路径和机遇。】

图 1：世界最大建筑业承包商 VINCI 公司历史沿革



资料来源：VINCI 公司公告，中信证券研究部

## 推进基础设施 REITs 试点的基本原则



“（一）符合国家政策，聚焦优质资产。推动国家重大战略实施，服务实体经济，支持重点领域符合国家政策导向、社会效益良好、投资收益率稳定且运营管理水平较好的项目开展基础设施 REITs 试点。”

“（二）遵循市场原则，坚持权益导向。结合投融资双方需求，按照市场化原则推进基础设施 REITs，依托基础设施项目持续、稳定的收益，通过 REITs 实现权益份额公开上市交易。”

【解读：市场化原则和权益导向，意味着权益型 REITs 将是核心，这也符合成熟 REITs 市场的发展模式。相对于按照债券模式持有带来的相对固定化的收益，权益导向可以充分享受资产的增值，且市场化程度更高。料将不会出现兜底/保收益等情况。】

“（三）创新规范并举，提升运营能力。加强对基础设施资产持续运营能力、管理水平的考核、监督，充分发挥管理人的专业管理职能，确保基础设施项目持续健康运营，努力提升运营效率和服务质量，推动基础设施投融资机制和运营管理模式创新。”

【解读：再次强调后期运营管理的重要性。建筑企业的思路也应该随之变化，不应只聚焦建设领域，应借助前端建设优势，培育打造有专业能力的运营平台作为重要战略方向。】

“（四）规则先行，稳妥开展试点。借鉴成熟国际经验，在现行法律法规框架下，在重点领域以个案方式先行开展基础设施 REITs 试点，稳妥起步，及时总结试点经验，优化工作流程，适时稳步推广。”

【解读：基础设施 REITs 的组织形式上，我们认为按照现行的政策法规，公司型存在一定障碍，而契约型相对更易落地推进。而如税收优惠等配套政策有望借鉴成熟国际经验逐步落地。从结构上，预计将采用“公募基金+单一基础设施资产支持证券”的产品结构】

“（五）强化机构主体责任，推动归位尽责。明确管理人、托管人及相关中介机构的职责边界，加强监督管理，严格落实诚实守信、勤勉尽责义务，推动相关参与主体归位尽责。”

【解读：把参与主体职能化，精细化，专业化。】

“（六）完善相关政策，有效防控风险。健全法律制度保障与相关配套政策，把握好基础资产质量，夯实业务基础，有效防范市场风险。借鉴境外成熟市场标准，系统构建基础设施 REITs 审核、监督、管理制度，推动制度化、规范化发展。”

【解读：在结合我国国情的背景下，借鉴国外成熟市场的模式，陆续配套政策有望逐步完善。】

## 基础设施 REITs 试点项目要求

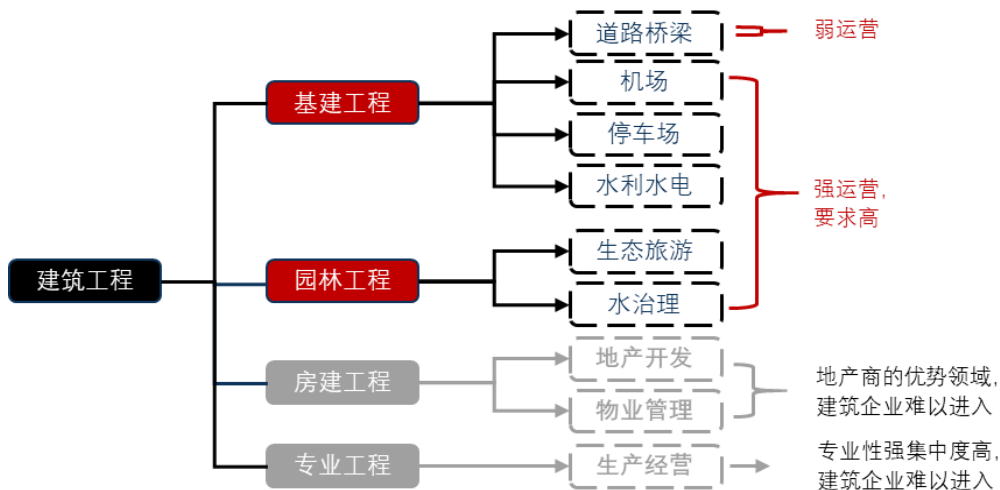
“（一）聚焦重点区域。优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点。”

【解读：基础设施将成为 REITs 的核心底层资产，这与海外市场以商业地产、公寓等为主流核心资产是略有不同的，也体现了服务国家基建战略的意图。而以上提到的重点地区，与我们对未来基建重点发展的区域判断重合。再次印证了 REITs 打通基建“投、融、管、退”闭环，将服务国家基建战略发展的判断。】

“（二）聚焦重点行业。优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。”

【解读：所谓“优先”与“鼓励”，即优先服务更加成熟稳定的传统基建，鼓励发展成长性更优的新基建。对于 REITs 的价值来说，分为稳定性和成长性两部分。稳定性更多的是指由资产本身稳定现金流带来的分红收益，这部分更偏债的属性。而成长性则是指由资产增值带来的资本利得收益，这部分更偏股的属性。而从专业运营机构的层面，主要分别依靠两个主要手段带来潜在增值：即升级改造和运营提升两个手段来提升分红或者带来资产增值。因此在对底层资产的分析角度，我们可以从稳定性、运营性、改造性三个方面着手。具体看，比如仓储物流和产业园区，就从稳定性、运营性、改造性均有提升可能，因此兼顾股、债两种性质，是相对更优的资产选择。而高速公路的债性程度更强，料其改造和运营对应的提升空间一般，且其还受到运营期限影响。】

图 2：运营业务的分类



资料来源：中信证券研究部

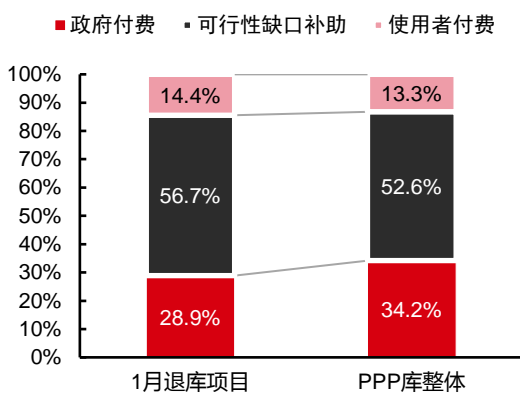
“（三）聚焦优质项目。基础设施 REITs 试点项目应符合以下条件：



1.项目权属清晰，已按规定履行项目投资管理，以及规划、环评和用地等相关手续，已通过竣工验收。PPP 项目应依法依规履行政府和社会资本管理相关规定，收入来源以使用者付费为主，未出现重大问题和合同纠纷。”

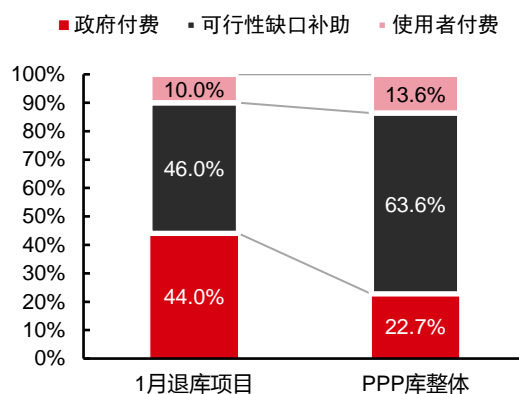
【解读：如果项目在“权属清晰”方面瑕疵，则很难通过 REITs 形式开展。而目前建筑企业手中积累的项目资产，主要是通过 BT/BOT 或者 PPP 模式沉淀下来的资产，权属清晰。而部分纯运营企业历史上通过划转而来的地方交通设施则可能会面临相对更多的问题需要解决。对于 PPP 项目特意强调使用者付费，存在兜底/明股实债嫌疑的项目料将难以发行 REITs。这也或许预示着类 REITs 中的分级模式，将不会在 REITs 中出现。目前的项目库中使用者付费项目金额比重约 13.6%。管理库中，使用者付费项目主要用于交通运输领域，项目总金额占其比重 72%，市政工程/旅游/城镇综合开发/养老占比 7%/4%/3%/3%。】

图 3：2020 年 1 月退库项目与 PPP 库整体回报机制比例（按数量）



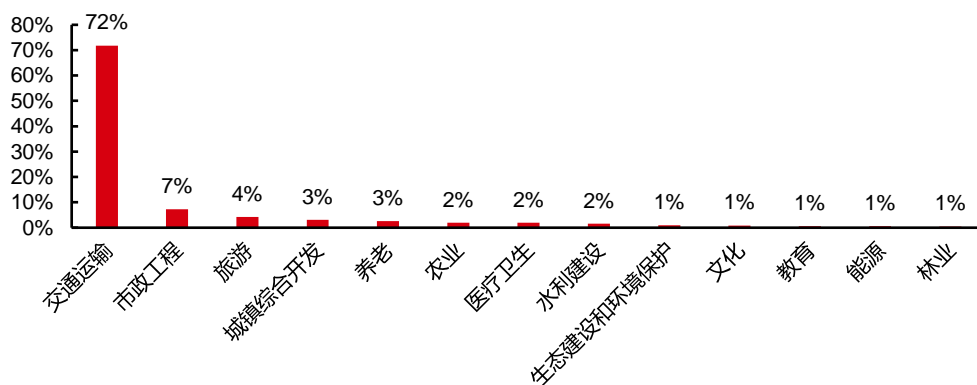
资料来源：财政部，中信证券研究部

图 4：2020 年 1 月退库项目与 PPP 库整体回报机制比例（按金额）



资料来源：财政部，中信证券研究部

图 5：截至 2020 年 1 月财政部 PPP 管理库中使用者付费项目类型



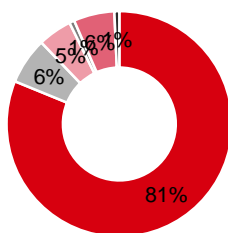
资料来源：财政部，中信证券研究部

“2.具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力。”

【解读：对于收益及现金流等标准预计有望量化。从目前上市建筑公司投资建设的基础设施项目来看，部分资产逐步稳定运营期。上市建筑公司中，运营收入占比较高的葛洲坝、中国电建 2019 年营收构成中运营占比为 12%/5%，贡献了约 12%/25%的毛利。从整个“十三五”期间建筑运营细分领域看，道路通行费规模最大最高，十三五期间市场空间约 1,123 亿元，污水运营、水力发电其次，分别为 606 亿、577 亿元。污泥运营、机场服务仅 63 亿、12 亿元。】

图 6：2019 年中国电建各业务营收占比

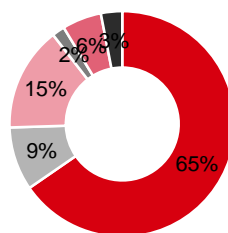
■ 工程承包 ■ 房地产开发 ■ 电力投资与运营  
■ 设备制造与租赁 ■ 其他主营业务 ■ 其他业务



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：2019 年中国电建各业务毛利占比

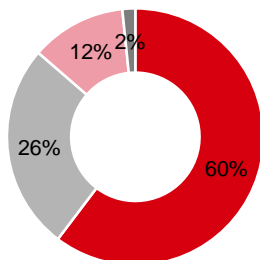
■ 工程承包 ■ 房地产开发 ■ 电力投资与运营  
■ 设备制造与租赁 ■ 其他主营业务 ■ 其他业务



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：2019 年葛洲坝各业务营收占比

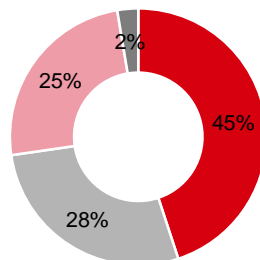
■ 工程建设 ■ 工业制造 ■ 投资运营业务 ■ 综合服务



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 9：2019 年葛洲坝各业务毛利占比

■ 工程建设 ■ 工业制造 ■ 投资运营业务 ■ 综合服务

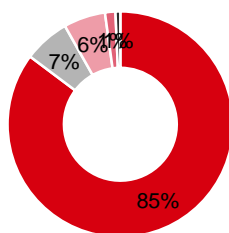


资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：2019 年中国交建各业务营收占比

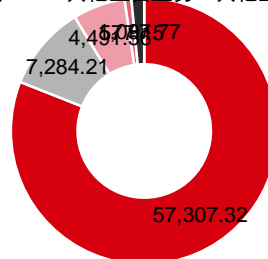
图 11：2019 年中国交建各业务毛利占比

■ 基建建设 ■ 设计业务 ■ 疏浚业务  
■ 装备制造 ■ 其他主营业务 ■ 其他业务



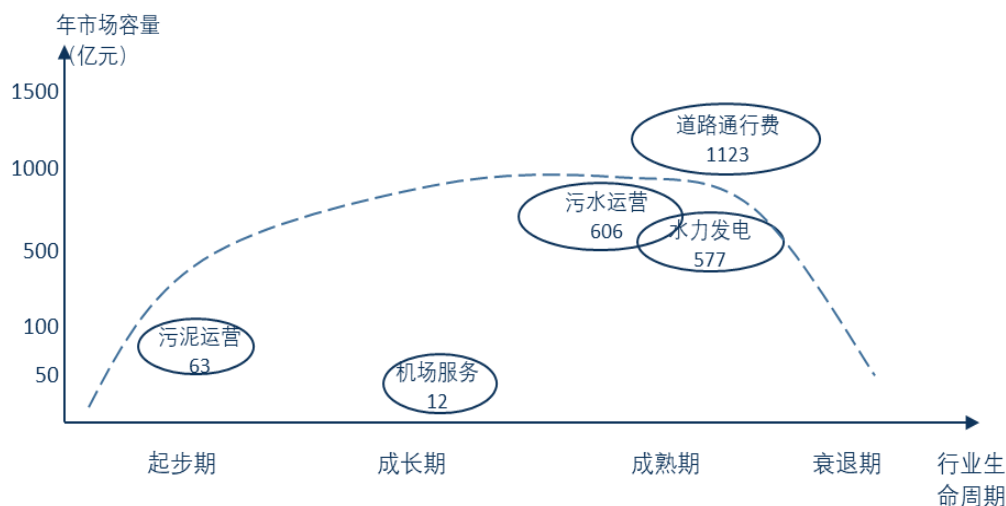
资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 基建建设 ■ 设计业务 ■ 疏浚业务  
■ 装备制造 ■ 其他主营业务 ■ 其他业务



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：建筑运营各细分领域“十三五”期间的市场空间及景气度分布图



资料来源：Wind，中信证券研究部

“3.发起人（原始权益人）及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全，具有持续经营能力，最近 3 年无重大违法违规行为。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。”

【解读：不仅资产本身要优质，发起人也同样重要。这对于绝大部分资质相对更加优良的上市建筑企业将不是障碍。同时，也再次强调了运营管理能力。】

“（四）加强融资用途管理。发起人（原始权益人）通过转让基础设施取得资金的用途应符合国家产业政策，鼓励将回收资金用于新的基础设施和公用事业建设，重点支持补短板项目，形成投资良性循环。”

【解读：资金用途做了一定指引。REITs 的资金需要回笼基建建设。对于如交运类的纯运营公司而言，目前新增资产的投资和收益均较早期成熟项目有所差别，回笼资金新建

项目或较大幅度影响其 ROE 等指标。但是，这对于建筑公司则是优势，本身由于建设的回报率并不高，且亟需资金驱动业务成长，因此通过 REITs 盘活存量资产获得的回收资金预计可以更好驱动新项目建设，也更加符合文件前面对于 REITs 服务重点区域基建建设的国家战略意图。】

## ■ 解读《指引》对建筑行业影响

除了上述《通知》外，中国证监会下发了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）（征求意见稿）》（下文简称《指引》）。全文共四十五条。我们节选了部分与建筑行业最相关的规定进行解读。括号内为《指引》原文。

“第二条 本指引所称基础设施基金，是指同时符合下列特征的基金产品：

（一）80%以上基金资产持有单一基础设施资产支持证券全部份额，基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权；

（二）基金通过资产支持证券和项目公司等载体（以下统称特殊目的载体）穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权；

（三）基金管理人积极运营管理基础设施项目，以获取基础设施项目租金、收费等稳定现金流为主要目的；

（四）采取封闭式运作，收益分配比例不低于基金年度可供分配利润的 90%。”

【解读：明确产品定义及结构公开募集基础设施证券投资基金（以下简称基础设施基金）采用“公募基金+单一基础设施资产支持证券”的产品结构。此产品结构在不扩募的情况下限制了并购扩张能力，更加强调以获取基础设施项目租金、收费等稳定现金流为主要目的。分红角度与国际惯例的 90%比例保持一致。】

“本指引所称基础设施资产支持证券，是指依据《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》（证监 2 会公告【2014】49 号）发行的基础设施资产支持专项计划。基础设施包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施，不含住宅和商业地产。”

【解读：与国际成熟市场以住宅、商业地产、公寓等为主要底层资产不同，我国 REITs 将以仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施为核心，明确不含住宅和商业地产。】

“第二十三条 基础设施基金成立后，基金管理人应当将 80%以上基金资产投资于与

其存在实际控制关系或受同一控制人控制的管理人设立发行的单一基础设施资产支持证券全部份额，并通过特殊目的载体获得基础设施项目全部所有权或特许经营权，拥有基础设施项目完全的控制权和处置权。”

【解读：再次强调 80%以上资产持有单一基础设施资产支持证券全部份额，及其持有的全部所有权或特许经营权。】

“第二十四条 基础设施基金除投资基础设施资产支持证券外，其余基金资产应当投资于利率债，AAA 级信用债，或货币市场工具。”

【解读：对于 80%以上资产投向限制后，剩余资产也明确应当投资于利率债、AAA 级信用债或货币市场工具。因此对于基金资产端投向进行了全面明确，将使得其更加专注于资产本身的运营、改造，而非并购扩张带来的成长性。】

“第二十六条 基础设施基金直接或间接对外借款，应当遵循基金份额持有人利益优先原则，借款总额不得超过基金资产的 20%，借款用途限于基础设施项目维修、改造等。”

【解读：为第三方维修、改造的借款也明确了其占资产的比例。并无过多的经营杠杆空间】

“第二十八条 基础设施基金应当将 90%以上经审计年度 可供分配利润以现金形式分配给投资者。基础设施基金的收益分配在符合分配条件的情况下每年不得少于 1 次。”

【解读：再次强调现金分红比例不低于 90%。】

## ■ 相关研究

- 建筑行业 2020 年一季度基金重仓分析专题报告—1Q20 持仓规模整体回升，继续推荐园林及央企龙头 (2020-04-24)
- 水泥行业 2020 年一季度基金重仓分析专题报告—1Q20 水泥持仓提升至标配，继续看好政策及赶工共振下行业表现 (2020-04-24)
- 水泥行业广西《关于严格产能管理 推动水泥平板玻璃行业健康有序发展的通知（征求意见稿）》点评—长期供给压制解除，短期新增产能有限 (2020-04-22)
- 建筑及水泥行业中央政治局会议及浙江全面推进高水平交通强省建设动员大会点评—政策与赶工共振，中央与地方共进 (2020-04-19)
- 建筑行业城轨建设工程行业专题—新旧基建合力，中期景气持续 (2020-04-08)
- 建筑&水泥行业重大事项点评—多手段齐发力，上调基建增速至双位数区间 (2020-03-30)
- 建筑及水泥行业复工跟踪系列（三）—复工复产无虞，产能效率 4 月有望恢复正常 (2020-03-23)
- 建筑行业专项债专题报告—专项债 vs. PPP：为什么专项债是基建新支柱 (2020-03-09)
- 建筑&水泥行业新基建重大事项点评—“新基建”会挤压“传统基建”吗？ (2020-03-06)
- 建筑及水泥行业复工跟踪—人员陆续返岗，复工节奏与地方政策更相关 (2020-02-28)
- 建筑行业园林行业专题—寒冬已过，仍是最优细分 (2020-02-27)
- 建筑及水泥行业复工进度盘点—复工基建先行，劳工返程或逐步启动 (2020-02-11)
- 建筑行业热点专题盘点—从火神山看中国基建：国之匠心，社会脊梁 (2020-02-06)
- 建筑业 2020 年 1 月 PPP 重大事项点评—入库回落，落地净减，PPP 会计准则出台 (2020-02-05)
- 建筑行业基金重仓分析专题—4Q19 持仓比例环比下行，继续推荐低估值建筑央企 (2020-02-03)
- 4Q19 水泥行业基金重仓分析专题—4Q19 水泥持仓环比较快提升，较标准配置仍略低配 (2020-02-03)
- 建筑及水泥行业 2019-nCov 疫情专题报告—基建复苏节奏或有影响，全年仍将稳健增长 (2020-02-01)
- 建筑业 2019 年 12 月 PPP 重大事项点评—2019 入库清库实现平衡，结构上管理库规模稳增 (2020-01-06)
- 建筑及水泥行业关于央行降准的点评—布局基建基本面、估值双击，把握水泥高景气 (2020-01-01)
- 建筑业 2019 年 11 月 PPP 重大事项点评—新常态：入库趋缓，退库低位，落地有序 (2019-12-03)
- 建筑及水泥行业 2020 年投资策略—基建 8% 稳增，地产保持韧性，水泥延续高景气 (2019-11-28)
- 建筑及水泥行业国常会降低资本金比例等事项点评—提高财政资金撬动比例，稳基建仍在加码 (2019-11-14)
- 建筑业 2019 年 10 月 PPP 重大事项点评—退库低位，专项债+PPP 前景宽广但撬动投资效



果或有限	(2019-11-06)
建筑装饰行业 2019 年三季度报点评—收缩亦有道，关注头部装企	(2019-11-05)

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。**