

证券研究报告—动态报告/行业快评

建筑工程
行业重大事件快评
超配

(维持评级)

2018年07月24日

建筑行业估值处于历史底部，政策放松，预期改善

证券分析师： 周松

021-60875163

zhousong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518030001

事项：

7月20日，央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》（后文简称《通知》），针对资管新规没有说清楚的过渡期问题、净值核算问题、投资方向等问题进行了说明。同日，银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称《理财新规（征求意见稿）》），向社会征求意见，证监会也就《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》及其配套细则对外公开征求意见。

评价：

■行业估值处于历史底部，基本面稳健

建筑行业在去杠杆、PPP清库、利率上行等因素影响下，2018年上半年建筑行业下跌23%，跑输大盘8.79pct，行业已经调整了一年多，累计跌幅超过40%，行业估值水平重回历史低位，当前PE约为11.5倍，仅略高于2014年历史最低点，PB估值1.27倍，已经处于历史最低点。去年建筑行业上市公司实现营收和净利润分别同比增长12%和23%，今年Q1分别同比增长15%和18%，行业净资产收益率、毛利率和净利率均有所提升，资产负债率逐年下降。行业新签订单近三年CAGR约为12%，持续保持两位数增速。行业基本面稳健，订单充沛。

■政策面放松，预期改善

上周央行和银保监会鼓励银行要加大信贷投放和投资信用债，周五央行发布资管新规细则、银保监会发布银行理财新规征求意见稿、证监会发布私募资产管理办法征求意见稿，执行节奏和力度边际上有所缓和，政策面出现放松的趋势，行业最差时期已过，有望迎来预期改善，估值修复。

■基建投资下半年有望企稳回升

固定资产投资受降杠杆及限制地方政府融资等影响，增速大幅下滑上半年投资同比增长6.0%。建筑三大下游基建/房建/制造业投资分别同比增长7.3%/9.7%/6.8%。基建投资增速放缓但存在结构性机会：生态环保是重点；轨道交通和路桥产业链有望持续景气。下半年在全年基建投资预算实施、乡村振兴战略、规范类PPP项目正常发展的推动下，基建投资增速有望企稳，预计全年维持在5%-10%之间。

■重点推进低估值央企和设计咨询龙头

建筑央企受益于集中度提升，PPP订单和海外订单高速增长，近两年新签订单增速创持续新高，一般业绩滞后订单1-2年，前两年订单落地有望带动央企2018年业绩超预期，业绩确定性强。大部分个股已经跌破净资产，央企估值整体估值处于历史中低位。**重点推荐中国建筑、中国交建、中国铁建、中国化学等。**

设计咨询属于轻资产行业，负债率低，现金流好。目前行业龙头估值已处于历史最低位。上市公司营收和利润近3年CAGR均超20%，景气度较高。行业集中度低、全国分散，随着城市化进程放缓，整合乃大势所趋，上市龙头企业能借助资本市场，快速实现地域扩张和业务拓展，优势明显。**重点推荐苏交科、勘设股份、中设集团等。**

■政策面放松，预期改善

系列讲话和政策发布，监管力度边际宽松

与“资管新规”相比，《通知》在公募银行理财产品投资非标、过渡期类资管产品的估值等方面对市场理解有所放松，对摊余成本法的应用范围扩大，明确了公募理财和公募基金的一些差异。同时对过渡期内无法回表的资产的做出了一定的安排，由金融机构自主制定整改计划，并且在过渡期内允许适当发行一部分老产品投资一些新资产。《理财新规（征求意见稿）》以“资管新规”和《通知》的精神和原则制定，因此在公募理财投资非标、过渡期内安排等方面与《通知》一致。

总体上看，两个文件相对于资管新规的要求有所放松，将在一定程度上缓解当前商业银行面临的压力，降低资产回表过程中交易摩擦对于市场的冲击力度，恢复信用市场信心，并适度缓解当前实体经济面临的信用紧缩压力。同时随着文件的出台，本身就对消除市场不确定性，稳定市场预期产生积极影响，能够推动当前部分停滞的业务重新启动。

另外，早在以上文件出台之前几日，住建部表示不会“一刀切”取消棚改货币化政策，银保监会要求银行业金融机构加快提升民营企业和小微企业融资服务能力，央行进行窗口指导银行增配“AA+”以下的信用债，都传递出监管层面对信用风险的重视，已经短期缓释信用风险的向。

表 1：近期主要宏观政策梳理

时间	部门	政策导向	政策内容
7月12日	住建部	因地制宜推进棚改货币化安置	商品住房库存量较大的地方，继续推进棚改货币化安置；房价涨幅压力大的地区要以实物安置为主；控制棚改成本；对违反政策要求的，不予专项贷款支持。
7月17日	银保监会	要求银行业金融机构加快提升民营企业和小微企业融资服务能力	包括建立有效调动基层积极性的激励机制、降低融资成本、打通信息渠道、积极帮扶有发展前景的困难企业等。
7月18日	央行	央行窗口指导银行增配“AA+”以下信用债，额外给予MLF资金鼓励	将额外给予中期借贷便利（MLF）资金，用于支持贷款投放和信用债投资。对于贷款投放，要求较月初报送贷款额度外的多增部分按1:1给予MLF资金，多增部分为普通贷款。对于信用债投资，AA+及以上评级按1:1比例给予MLF，AA+以下评级按1:2给予MLF资金。
7月20日	央行	央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》	在公募银行理财产品投资非标、过渡期类资管产品的估值等方面对市场理解有所放松，对摊余成本法的应用范围扩大，明确了公募理财和公募基金的一些差异。同时对过渡期内无法回表的资产的做出了一定的安排，由金融机构自主制定整改计划，并且在过渡期内允许适当发行一部分老产品投资一些新资产。
7月20日	银保监会	发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》	在公募理财投资非标、过渡期内安排等方面与《通知》保持一致。
7月20日	证监会	发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》及其配套细则	各机构在有序压缩不符合规定的产品整体规模的前提下，允许存量尚不符合新规的产品滚动续作，且不统一限定整改进度，允许机构结合自身情况有序规范，逐步消化，实现新旧规则的平稳、有序衔接。

资料来源：央行等各部门官网，国信证券经济研究所整理

■行业最差时期已过，估值处在历史低位

去杠杆、PPP清库、利率上行等因素影响，建筑行业调整一年多

➤去杠杆：2015年，中央提出了“去产能、去库存、去杠杆”等五大任务，2016-2017年去产能和去库存取得了显著成效，而进入2018年，中央对去杠杆的力度和决心持续加大。建筑行业属于高负债经营，持续去杠杆会限制其业务扩展速度和扩张能力，影响部分工程的开工进度。

表 2: 中央持续推进去杠杆

会议名称	去杠杆相关内容
2015 年 12 月中央经济工作会议	会议提出, 2016 年经济社会发展主要是抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务。 把国企降杠杆作为“去杠杆”的重中之重, 做好降低央企负债率工作。包括建立严格的分行业负债率警戒线管控制度, 建立多渠道降低企业债务的机制, 积极稳妥推进市场化法治化债转股等。
2016 年 8 月国务院常务会议	
2016 年 12 月国务院常务会议	对主业处于充分竞争行业和领域的商业类国企推进混合所有制改革。抓紧淘汰落后产能、处置“僵尸企业”。继续推动降杠杆、减负债。促进国企效益持续增长。

资料来源: 新华网, 国务院, 国信证券经济研究所整理

PPP 清库及限制地方政府融资: 2017 年 11 月以来, 财政部先后多次发文, 对 PPP 项目进行清理整顿, 大量 PPP 项目被清退出库, 虽然此举有利于 PPP 项目的长期发展, 但短期内在市场形成利空。同时, 财政部对地方政府财政预算及举债规模进行限制, 地方政府财政普遍紧张, 推动基建投资的最大动力受到限制, 基建投资增速明显下滑。

表 3: 财政部先后对 PPP 项目进行清理并限制地方政府融资

时间	文件	内容
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金【2017】92 号)	对不规范 PPP 项目进行清理, 截止 4 月 23 日, 累计清理退库项目 1695 个, 涉及投资额 1.8 万亿元; 需整改项目 2005 个, 涉及投资额 3.1 万亿元
2018 年 3 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》(财预【2017】34 号)	加强地方政府债务管理, 发挥政府规范举债对经济社会发展的促进作用, 有效防范化解地方政府债务风险
2018 年 4 月	《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》(财预【2017】35 号)	为规范新增地方政府债务限额管理
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作(PPP)示范项目规范管理的通知》(财金【2018】54 号)	为进一步强化 PPP 示范项目规范管理, 更好发挥引领带动作用
2018 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预【2017】50 号)	规范地方政府融资举债行为
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库【2018】61 号)	规范地方政府债券发行

资料来源: 财政部, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

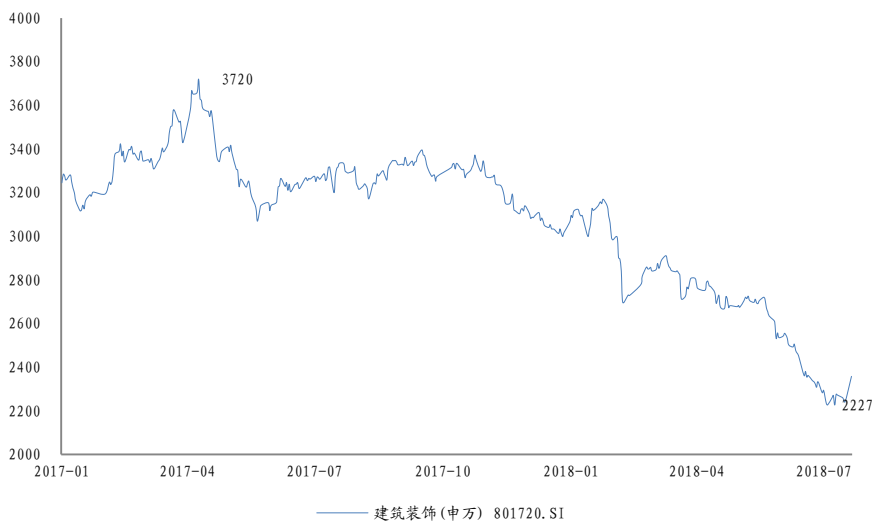
利率上行, 融资成本上升: 2017 年下半年以来, 资金面持续趋紧, 10 年期国债收益率在高位时达到 4.05%。建筑行业整体是重资产高负债经营, 融资成本一方面影响行业利润表, 另一方面, 加大了融资难度。

图 1: 建筑装饰行业(申万)近一年来下跌幅度超过 40%


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在以上多方面因素的影响下，近一年多来，建筑行业持续下行，建筑装饰行业指数（申万）从2017年4月的高点3720点下跌到2018年7月初的低点2227点，下跌幅度达到40.13%。

图2：建筑装饰行业（申万）近一年来下跌幅度超过40%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

估值处在历史低点，或将迎来拐点

纵向来看，建筑行业当前的PE（TTM）估值为11.16倍，与2014年最低点时的估值基本持平，处在历史低位。当前的PB估值为1.24倍，低于2014年的最低点，处在历史最低点。

图3：建筑行业PE估值处在历史最低位



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

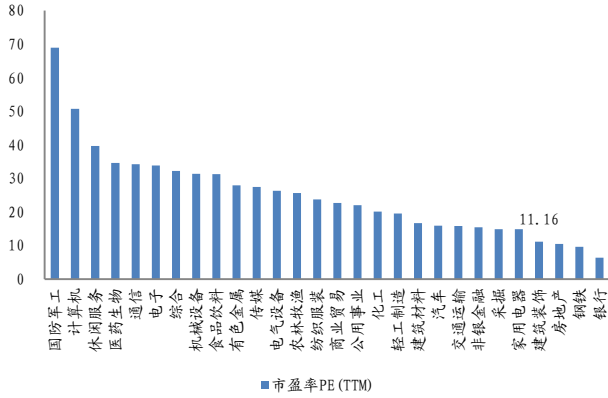
图4：建筑行业PB估值处在历史最低位



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

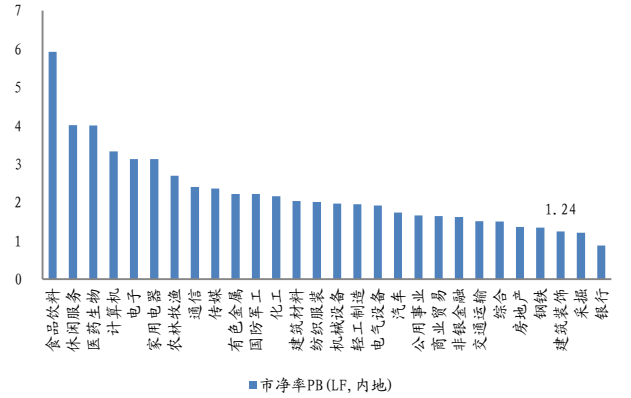
横向来看，建筑行业的 PE 估值在申万 28 个一级行业中排名倒数第 4，PB 估值排名倒数第 3，估值水平低。

图 5: 建筑业 PE 估值在申万 28 个一级行业中排倒数第 4



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 建筑业 PB 估值在申万 28 个一级行业中排倒数第 3



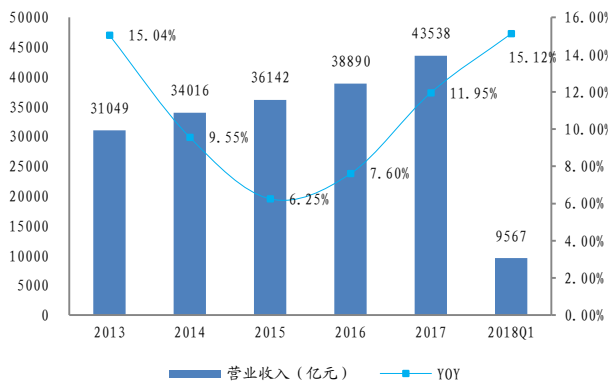
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

■行业基本面良好，基建投资有望企稳
订单充沛，业绩有保障

近几年，建筑行业整体业绩稳中向好。2017 年建筑行业上市公司合计完成营收 4.35 万亿元，同比增长 11.95%，近三年 CAGR 为 8.57%；归母净利润实现 1397 亿元，同比增长 23.65%，近三年 CAGR 为 16.30%。

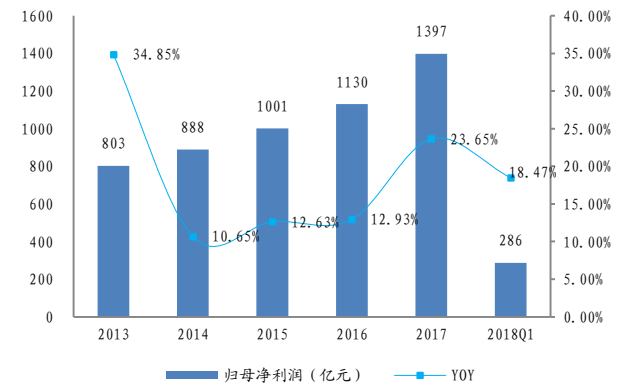
2018 年第一季度，建筑行业继续保持 2017 年的快速发展态势，上市公司营收和归母净利润分别为 9567/286 亿元，分别同比增长 15.12%/18.47%，全年业绩有望继续保持高速增长。

图 7: 2017 年建筑业营收超 4 万亿，2018Q1 增长 15%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

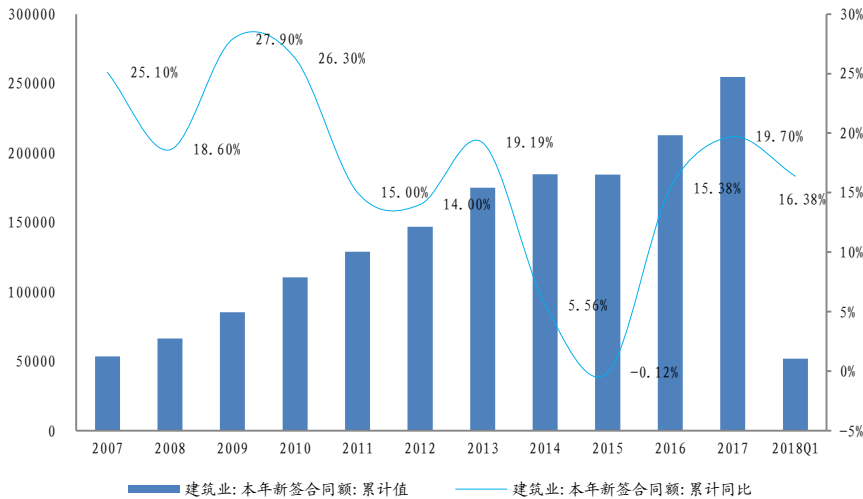
图 8: 建筑业归母净利润连续 5 年保持两位数以上增长



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

在营收快速增长的同时，建筑行业订单也保持景气。2018年第一季度，建筑业（整体，含非上市公司）新签订合同额 5.18 万亿元，继续保持前两年快速增长态势，同比增长 16.38%，近三年 CAGR 为 11.37%。

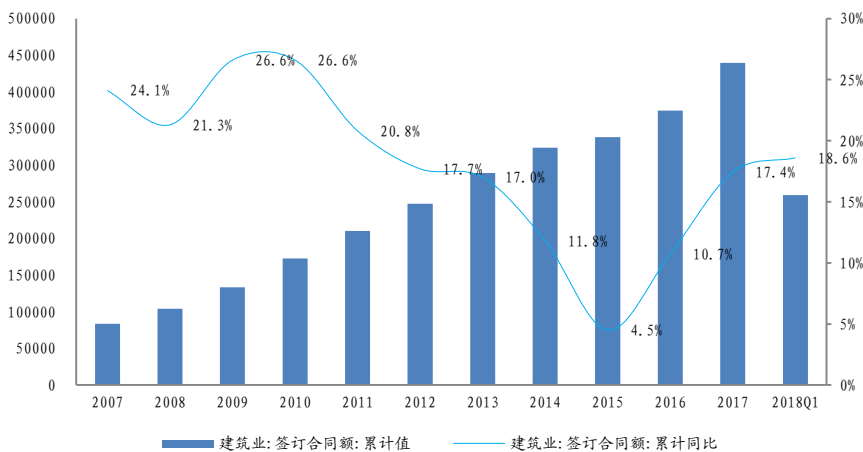
图 9：2018Q1，建筑业新签订单继续保持高速增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

伴随着新签订单的持续增长，建筑业在手订单合同额（含往年未完工订单续签）呈现出加快增长态势。截至 2018 年第一季度，建筑业（含非上市公司）在手订单总额 25.9 万亿元，同比增长 18.6%，在手订单充沛。

图 10：2018 年第一季度，建筑行业合同额同比增长 18.6%，在手订单充沛



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

乡村振兴叠加 PPP 回归正轨，基建投资下半年有望企稳回升

近期，中共中央、国务院印发了《乡村振兴战略规划（2018—2022 年）》（以下简称《乡村振兴战略》）、《“三区三州”等深度贫困地区旅游基础设施改造升级行动计划》等一系列城乡区域协调发展的政策。乡村振兴上升至国家战略的新高度，是党的十九大作出的重大决策部署，是决胜全面建成小康社会、全面建设社会主义现代化国家的重大历史任务，是新时代“三农”工作的总抓手。

作为美好乡村的重要组成部分，现代化基础设施建设和美丽的乡村环境营造成为重要抓手，有望带动基建投资企稳。

表 4: 近期关于城乡区域协调发展有关的政策

文件名	文件精神	关于基建投资的重要内容
《乡村振兴战略规划（2018—2022 年）》	把实施乡村振兴战略摆在优先位置，让乡村振兴成为全党全社会的共同行动	加大“三农”投入力度；创新城乡融合发展体制机制，着力改善农村基础设施和公共服务，扎实推进农村人居环境整治三年行动
《“三区三州”等深度贫困地区旅游基础设施改造升级行动计划》	“三区三州”等深度贫困地区大多位于重要生态安全屏障区域，自然资源条件好，大力发展生态旅游是将绿水青山变成金山银山的有效路径	基础设施和公共服务设施较为薄弱，成为制约旅游业发展的突出短板；提出了加快主通道建设、完善区域干线公路网络、改善旅游基础设施和公共服务设施、丰富旅游产品和服务等 4 方面措施
《关中平原城市群发展规划》	关中平原是华夏文明重要发祥地和古丝绸之路的起点，在国家现代化建设大局和全方位开放格局中具有独特战略地位	培育发展关中平原城市群，发挥其承东启西、联接南北的区位优势，推动全国经济增长和市场空间由东向西、由南向北拓展
《呼包鄂榆城市群发展规划》	将呼包鄂榆城市群培育发展成为中西部地区具有重要影响力的城市群	推进生态环境共建共保，力加快基础设施互联互通，提升人口和经济集聚水平
《兰州—西宁城市群发展规划》	把兰州—西宁城市群培育发展成为支撑国土安全和生态安全格局、维护西北地区繁荣稳定的重要城市群。	着力优化城镇空间布局，加强生态建设和环境保护，补齐基础设施和公共服务短板

资料来源：国务院，发改委，国信证券经济研究所整理

随着 PPP 项目清理结束，近两个月来，国内 PPP 项目投资开始回归正常轨道，迎来新一轮投资增长，多地相继出台新政策推进 PPP 项目发展。

其中，安徽、江苏、陕西、河南等地接连出台了新一轮促进 PPP 项目发展的政策，重点推进 PPP 项目的规范管理，并为民间投资参与 PPP 项目提供更大的便利。

表 5: 各地陆续出台新一轮促进 PPP 项目发展政策

省份	政策重点	政策内容
安徽	推进重点民生领域 PPP 项目建设	➢ 加大 PPP 模式规范推广力度，一是严把 PPP 模式适用范围和边界，二是创新管理方式
		➢ 推进重点领域 PPP 项目建设，对连片特困地区发展、美丽乡村建设、生态环境治理等民生领域 PPP 项目进行优先扶持
		➢ 着力营造公平竞争环境，鼓励民营企业等各类型企业按同等标准和待遇参与 PPP 项目，保障采购过程公平、公正、公开
		➢ 创新 PPP 项目融资渠道，一是加强与中国 PPP 基金合作，二是鼓励地方政府与具有投资管理经验的金融机构共同发起设立 PPP 基金，三是支持开展 PPP 项目资产证券化业务
江苏	PPP 奖补资金将向民管资本倾斜	➢ 进一步强化 PPP 监管，坚持做规范的 PPP 项目，一是严把 PPP 项目入库关，二是严把 PPP 项目入库关，三是强化支出责任监测，四是加大 PPP 项目信息公开力度
		➢ 修改 PPP 奖补资金办法，加大对民营资本或民营资本牵头参与的 PPP 项目的扶持力度，标准在既定标准上浮 10%
		➢ 改进基金投放方式，一是努力发挥江苏省 PPP 基金作用，二是加强与中政企 PPP 基金的对接
山东	坚定不移地将 PPP 改革推向深入	➢ 加强培训深度，强化科学理念引导
		➢ 加大推广力度，对接新旧动能转换，重点聚焦农业、环保、幸福产业、连片特困地区发展、美丽乡村建设等领域
		➢ 提升管理强度，优化 PPP 健康发展环境
		➢ 拓宽创新维度，促进项目落地实施
内蒙古	综合调动各类资金，实现 PPP 项目精细化管理	➢ 规范项目库建设，实现精细化管理
		➢ 用好 PPP 基金，充分发挥引导增信作用，鼓励、引导社会资本积极参与铁路、公路、机场等七大基础设施网络体系建设
		➢ 多措并举支持 PPP 项目建设，综合使用预算内投资、财政专项资金、国际贷款、政府投资基金等
湖北	建立财政上下归口统一的 PPP 项目管理运行模式	➢ 加强政策和工作指导，一是加大政策宣传力度，二是建立省级 PPP 综合信息平台，三是建立财政上下归口统一的项目管理运行模式
		➢ 加强部门配合，坚持政府主导，财政、发改及相关行业主管部门围绕地方经济社会发展规划
		➢ 加强示范引领，聚焦连片特困地区发展、美丽乡村建设、长江经济带、生态环境治理等领域
		➢ 严守风险底线，一是严把“一案两评”关口，二是严把 PPP 模式的适用范围和边界，三是完善风险分担机制

湖南	全面开展清查行动督促示范项目规范推进	➢ 进一步规范 PPP 发展模式，一是重点把握好 PPP 工作的“四条线”，二是全面开展清查行动
		➢ 进一步推进示范项目建设，一是督导示范项目规范推进，二是创新县域 PPP 项目推广模式，三是加强项目后期绩效管理
		➢ 进一步加大宣传培训力度，重点宣传示范项目，树立成功案例，推广典型经验
		➢ 进一步提升政策研究水平，拟联合湖南大学设立 PPP 研究中心

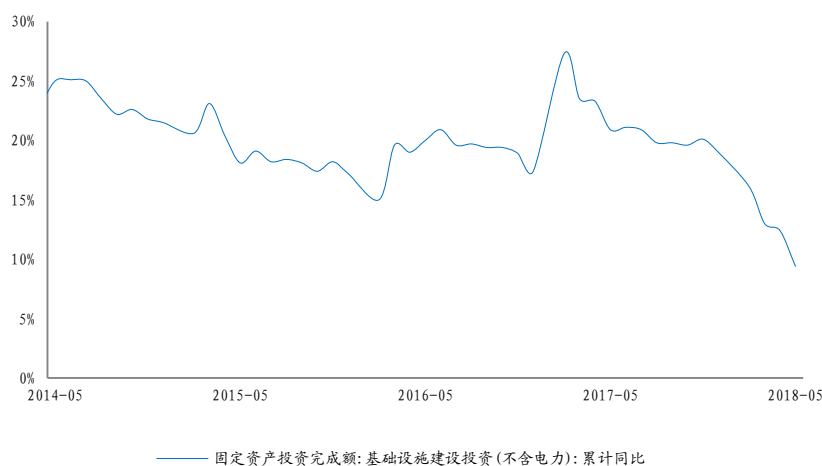
资料来源：财政部，地方财政厅，国信证券经济研究所整理

地方政府新一轮政策的推出，一方面可以看出 PPP 项目是地方政府完善公共服务、加强基础设施建设的重要手段，仍具有广阔的发展空间。另一方面，新的政策普遍强调更加规范的发展 PPP 项目，对重点发展的领域也有强调，并鼓励民营资本积极参与，而这正是 PPP 项目规范发展的重要特征。

2017 年 2 月份以来，在去杠杆、强监管以及同期基数比较大等的因素的影响下，基建投资增速持续放缓。2018 年 1-5 月份，基建投资（不含电力）累计同比增长 9.4%，增速比 2017 年回落 9.6pct。虽然上半年整体的基建投资增速还未公布，我们判断大概率还会继续回落。

下半年，在全年基建投资预算实施、乡村振兴战略、规范类 PPP 项目正常发展的推动下，基建投资增速有望企稳，预计全年维持在 5%-10%之间。

图 11：基建投资增速从 2017 年 2 月份以来持续放缓，但仍保持较快增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点推荐低估值建筑央企和设计咨询龙头

建筑央企受益于集中度提升，PPP 订单和海外订单高增长，近两年新签订单增速创持续新高，2018 年 Q1 央企新签订单同比增长 18.4%，继续保持高增长。一般业绩滞后订单 1-2 年，前两年订单落地有望带动央企 2018 年业绩超预期，业绩确定性强。目前部分个股已经跌破净资产，央企估值整体估值处于历史中低位。重点推荐中国建筑、中国交建、中国铁建、中国化学等。

设计咨询属于轻资产行业，资产负债率普遍较低，现金流好。目前行业龙头估值已处于历史最低位。上市公司营收和利润近 3 年 CAGR 均超 20%，景气度较高。行业集中度低、全国分散，随着城市化进程放缓，整合乃大势所趋，

上市龙头企业能借助资本市场，快速实现地域扩张和业务拓展，优势明显。重点推荐苏交科、勘设股份、中设集团等。

表 6: 重点推荐公司的财务数据

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
601668.SH	中国建筑	买入	5.19	2,179,03	0.89	1.00	6.1	5.5
601186.SH	中国铁建	买入	8.61	1,128,98	1.35	1.55	6.4	5.6
601800.SH	中国交建	买入	11.08	1,574,51	1.41	1.56	8.1	7.3
601117.SH	中国化学	买入	6.43	317,19	0.45	0.61	15.0	11.0
603018.SH	中设集团	买入	15.31	48,04	1.26	1.67	12.1	9.1
300284.SZ	苏交科	买入	8.68	70,27	0.73	0.92	10.3	8.1
603458.SH	勘设股份	买入	46.45	57,67	3.22	3.83	12.5	10.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告:

- 《国信证券-勘设股份-603458-深度报告-贵州勘察设计龙头，乘风起航》——2018-07-16
- 《国信证券-苏文科-300284-深度报告-设计咨询龙头，国际国内双轮驱动，深耕交通开拓环保》——2018-07-11
- 《国信证券-中设集团-603018-深度报告-交通设计龙头，内生外延助增长，订单饱满潜力大》——2018-06-27
- 《国信证券-建筑工程行业 2018 年下半年投资策略：博观约取，坚守价值》——2018-07-02
- 《国信证券-建筑工程行业 3 月投资策略：风劲帆满，蓄势谋远》——2018-03-19

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032