



中性

建筑行业2019年半年报综述

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
中国铁建	601186.SH	9.82	增持

资料来源：万得，中银国际证券
以2019年9月17日当地货币收市价为标准

主要催化剂/事件
建筑行业半年报公布完毕

央企与地方国企表现较好，基建订单有所回升

建筑行业中报披露完毕，建筑央企与地方建筑企业增速较快，表现较为突出。其中基建订单低位回升，房建订单占比依然较高。装修板块业绩放缓，园林板块整体下滑，设计板块盈利质量提升，钢构目前仍有较高增速。

支撑评级的要点

- **建筑中报总体向好，看好下半年基建板块表现：**上半年基建投资不及预期，在下半年政策催化下，基建依然是弹性较高的板块。建筑板块中报整体向好，建筑央企业绩增速较快，负债率降低，基建订单低位回升；地方建筑企业增速平稳，订单总体向好，房建订单增速较快；装修板块业绩增速放缓，园林整体下滑，设计板块降本增效现金流改善，钢构板块目前仍有较高业绩增速。
- **央企业绩增速较快，负债率降低，基建订单低位回升：**八大建筑央企2019年上半年营收1.5万亿，同增28.60%；净利润511.51亿元，同增30.53%。建筑央企增速显著高于行业。央企毛利率小幅下滑，费用率保持稳定，但经营现金流同比小幅下滑，建筑央企负债率同比下滑0.37pct。上半年建筑央企房建订单增速高位小幅回落，基建订单增速低位改善，其中市政工程对基建订单贡献较大。地产业务方面，拿地缓、开工慢、竣工快、销售稳是上半年基建央企业务特点。横向对比各个基建央企，中国建筑各项财务指标最为稳健，中国化学业绩释放，葛洲坝盈利质量较高。
- **地方建筑企业业绩增速平稳较快，订单总体向好，房建订单增长较快：**上半年地方建筑企业营收2,264.06亿元，同增25.74%；归母净利53.33亿元，同增16.02%。毛利率同比小幅下降0.35pct，费用率小幅下降，经营现金流有所下滑，但负债率同比下降0.32pct。地方建筑企业表现基本与建筑央企接近，上半年合计新签订单2,066.87亿元，其中上海建工新签712亿元，同减36.31%；其他企业新签1,354.87亿元，同增8.28%；房建订单增长相对较快。横向对比地方建筑企业，上海建工、隧道股份、浦东建设、四川路桥、山东路桥表现较好。
- **装修增速放缓，园林整体下滑，设计降本控费，钢构增速仍高：**上半年装修板块营收增速放缓，但毛利率、现金流等各项指标有所改善，装修企业对B端家装业务更为谨慎。园林板块整体业绩下滑，财务费用与资产减值损失飙升，前期提前融资、业务规模较小、负债率较低的企业有较强的抗风险能力。设计板块业绩增速有所放缓，降本控费卓有成效，现金流改善明显。钢构板块业绩仍有较高增速，费用与所得税减少对冲毛利率下滑影响，现金流趋势性向好。

相关研究报告

- 《建筑行业周报》20190912
- 《建筑行业事件点评》20190905
- 《建筑行业周报》20190820

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰

田世欣
(8621)20328519
shixin.tian@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

重点推荐

- 预计下半年基建依然是建筑行业相对有政策预期的细分板块，推荐基本面稳健的基建大央企**中国铁建**。

评级面临的主要风险

- 基建资金到位情况不及预期，地产需求进一步下探，工业企业利润下滑，房屋竣工未有改善。



目录

行业表现回顾与展望.....	5
建筑大央企：收入稳增，各项指标见好.....	10
地方建筑企业：业绩稳增，订单向好.....	14
装修板块：营收与订单放缓，盈利质量提升.....	16
园林板块：资金影响业绩，板块风险释放.....	17
设计板块：降本控费卓有成效，现金改善明显.....	18
钢构板块：费用与税率下降，现金流趋势向好.....	19
重点推荐.....	20
风险提示.....	21



图表目录

图表 1. 基建补短板落地不及预期.....	5
图表 2. 地产投资依然保持韧性.....	5
图表 3. 2019 年建筑建材板块行业表现几近垫底.....	5
图表 4. 2019 年以来基建相关刺激政策.....	6
图表 5. 基建资金流向结构图.....	6
图表 6. 2019 年全年基建投资增速测算.....	7
图表 7. 2019 年下半年以来地产相关政策.....	7
图表 8. 2019 年下半年地产相关数据测算.....	8
图表 9. 家装行业集中度未有明显提升.....	8
图表 10. 2B 家装建材龙头均有较好业绩.....	8
图表 11. 央企业绩增速明显提升.....	10
图表 12. 现金流稳中小降.....	10
图表 13. 央企几类订单增速情况.....	10
图表 14. 央企地产业务数据情况.....	10
图表 15. 中国建筑各项财务指标最优.....	11
图表 16. 三大基建龙头财务指标比较.....	11
图表 17. 基建央企上半年各项财务指标比较.....	12
图表 18. 公募基金持股建筑央企情况.....	12
图表 19. 其他金融机构持股建筑央企情况.....	12
图表 20. 中国建筑依然是公募基金第一重仓股.....	13
图表 21. 建筑央企估值走势向好.....	13
图表 22. 建筑央企业绩更为稳定.....	13
图表 23. 地方建筑企业业绩稳中向好.....	14
图表 24. 地方建筑企业现金流保持平稳.....	14
图表 25. 上海建工订单下滑，其他地方企业有增长.....	14
图表 26. 房建订单增长更大.....	14
图表 27. 2019 年中报部分公司财务指标比较.....	15
图表 28. 2019 中报上海建工、浦东建设等表现较好.....	15
图表 29. 2016 年以来上海建工、隧道股份等较为稳健.....	15
图表 30. 营收增速小幅下滑，利润增速有所改善.....	16
图表 31. 行业出现集中趋势.....	16
图表 32. 2019 年中报部分公司财务指标比较.....	16
图表 33. 行业业绩增速整体下滑.....	17



图表 34. 现金流依然为负，小幅改善	17
图表 35. 2019 年中报部分公司财务指标比较	17
图表 36. 营收增速下滑，利润增速有提升	18
图表 37. 现金流同比明显改善	18
图表 38. 2019 年中报部分公司财务指标比较	18
图表 39. 业绩仍有增长但增速下滑	19
图表 40. 现金流同比仍有改善	19
图表 41. 2019 年中报部分公司财务指标比较	19
附录图表 42. 报告中提及上市公司估值表	22

行业表现回顾与展望

1. 基建不及预期，地产保持韧性，行业表现垫底

基建 1-7 月份投资仅为 9.45 万亿元，增速 2.9%，不及年初市场预期：2019 年以来，建筑行业基本面表现与年初市场主流观点基本背道而驰。2019 年底基建补短板成为市场热点，市场普遍预期 2019 年全年基建投资增速可回升到 8% 的水平，对经济增速形成有利托底。实际上，2019 年 1-7 月份，基建投资完成额仅为 9.45 万亿元，累计同比 2.9%，低于市场预期。具体电热气水领域投资 1.42 万亿元，增速 0.0%，2019 年增速一直在 0 左右徘徊；交运邮储投资 3.42 万亿元，增速 4.6%，是三大分支中增速最快的，但 2019 年以来增速一直在稳步下滑；公用水利投资 4.61 万亿元，增速 2.6%，增速有所回升。基建补短板未能兑现导致年初以来板块相关个股表现一直疲软，相关利好政策消化不超过 3 天，2019 年以来建筑板块表现垫底。

图表 1. 基建补短板落地不及预期



资料来源：万得，中银国际证券

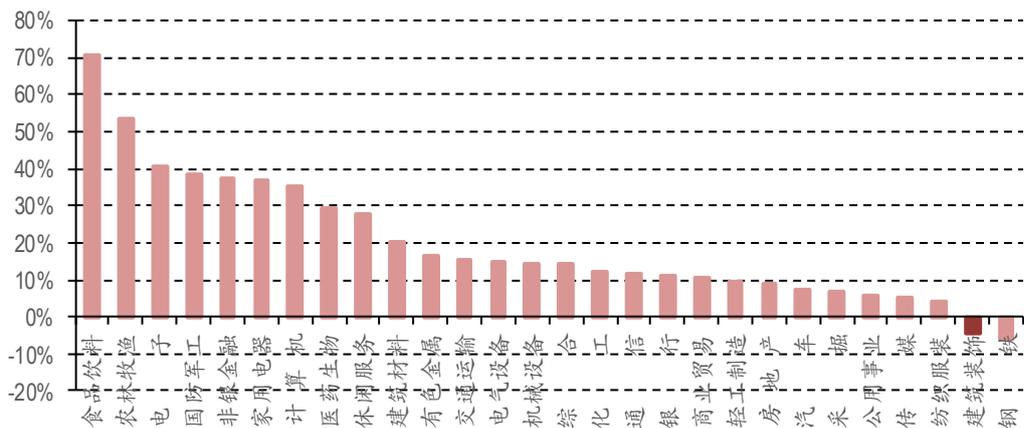
图表 2. 地产投资依然保持韧性



资料来源：万得，中银国际证券

上半年地产开工强，竣工弱，2018 年底市场主流预期仍未兑现：地产板块需求同样与年初市场预期有所出入。年初市场普遍预期，在地产交房压力提升的环境下，竣工大概率提升，开工大概率下滑，利好后端建消费建材与玻璃。事实上，年初至今开工面积 12.57 亿平，同比增速 9.5%，相比 2018 年下半年水平有所下滑，但依然处于较高水平，超于市场预期；竣工面积仅为 3.73 亿平，同比增速 11.3%，与 2018 年下半年水平相差不大；地产开发投资 7.28 万亿元，同比 10.6%，同样保持韧性，一方面因为土地购置金额提升另一方面是地产开工投资超越市场预期；商品房销售 8.9 万亿元同比-1.34%，表明当前销售疲软，地产回款依然趋紧。

图表 3. 2019 年建筑建材板块行业表现几近垫底



资料来源：万得，中银国际证券

2. 基建利好政策频频出台，下半年增速看 5%-6%

基建板块利好政策频频，专项债加速与降准利好资本性与债务性基建资金供给：9 月份以来，基建板块利好政策频频。其中 9 月 4 日国常会召开会议指出加快专项债发行使用节奏，要求今年限额内地方专项债 9 月份全部发行完毕。同时年底提前下达部分专项债与地方债限额，明确资金用于土地储备与地产领域，这一系列举措将进一步释放基建投资资本性资金。此外国常会提出落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准的政策工具，将有助于债务性资金投放，进一步利好基建板块资金供给。

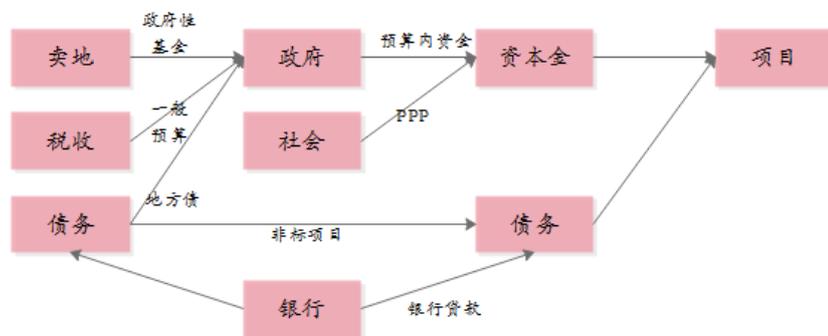
图表 4. 2019 年以来基建相关刺激政策

日期	部委	文件	内容
6 月 12 日	发改委	专项债新政	地方政府专项债可作为资本金投入重大基础设施建设项目中
9 月 4 日	国常会	加速专项债发行	今年限额内地方专项债 9 月份全部发行完毕。同时年底提前下达部分专项债与地方债限额
9 月 6 日	中国人民银行	定向降准、普遍降准	为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，中国人民银行决定于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点

资料来源：中央政治局、国务院、财政部、发改委、中国人民银行，中银国际证券

国内经济压力加大，基建利好政策或为必然：按照党的十八大指出的“两个翻一番”，2020 年要达到 GDP 相比 2010 年翻一番，2019-2020 年必须守住 6.3% 的底线。当前国内经济压力加大，净出口受中美贸易摩擦升级影响难以带动经济增速；消费增速持续下滑，新车销量增速持续阴跌；投资领域制造业投资受工业企业利润下滑投资需求减少，企业搬迁投资需求也接近尾声，地产投资作为政府不考虑采用的工具下半年投资增速预计下滑，因此基建成为政府较为有效的稳经济增速的抓手。

图表 5. 基建资金流向结构图



资料来源：万得，中银国际证券

资本金分析成为基建投资起点，抓住地方债、专项债、预算内资金三个变量：2019 年以来，银行间利率持续下行，我们认为基建项目一般由政府主导，债务融资压力并不大，在债务融资供给相对充足的情况下，资本金供给成为当前基建投资分析的起点。我们认为影响下半年基建投资依然应该从地方债放量、专项债放量、以及地方政府预算内资金投放三个维度来分析。

图表 6. 2019 年全年基建投资增速测算

专项债全年额度	地方债全年额度	地方政府基建资金投放比例		
		13.5%	14.0%	14.5%
	1.0 万亿	-0.2%	1.0%	2.2%
专项债 2.4 万亿	1.1 万亿	0.2%	1.4%	2.6%
	1.2 万亿	0.5%	1.7%	2.9%
专项债 2.6 万亿	1.0 万亿	4.8%	6.0%	7.2%
	1.1 万亿	5.1%	6.3%	7.5%
	1.2 万亿	5.4%	6.7%	7.9%
专项债 2.8 万亿	1.0 万亿	9.7%	10.9%	12.1%
	1.1 万亿	10.0%	11.3%	12.5%
	1.2 万亿	10.4%	11.6%	12.8%

资料来源：万得，中银国际证券

中性假设下，全年基建投资增速有望达到 6.3%：根据国家统计局数据，2019 年 1-7 月份基建投资完成额为 9.45 万亿元，同增 2.9%，低于市场预期。参照往年比例，我们认为中央项目达到 10%，并且按计划完成，地方政府 1-7 月份完成基建投资 8.47 万亿元；按照全年 7.5% 的基建增速目标，下半年基建投资应完成投资 8.58 万亿元才能达到目标。参照 1-7 月份数据我们认为 8-12 月份地方政府收入总计 9.61 万亿元。对于地方债放量、专项债放量、以及地方政府资金投放比例，我们分别假设悲观、中性、乐观三种情况下，地方债限额提升至 1.0、1.1、1.2 万亿元；专项债全年限额提升至 2.4、2.6、2.8 万亿元；地方政府收入投入基建资金比例分别为 13.5%、14.0%、14.5%。经测算，若三变量均采用中性假设，则全年可完成基建投资 18.73 万亿元，同增 6.3%，基本可以完成经济托底任务。

3. 地产控制政策出台，预计开工与投资下滑

地产调控政策陆续出台，地产数据反应当前行业土地供给与终端需求两弱，行业周期属性下降，集中度加速提升：与基建投资频频出台利好政策对应，6 月份以来，地产政策并不友好，从前端、海外、开发各个渠道收缩地产融资。2018 年以来，地产宏观上数据大致呈现出“熨平拉长”的特点，周期性减弱；具体呈现出“开工强，竣工弱”、“投资强、销售弱”、“溢价高，拿地弱”、“开工强、拿地弱”四对矛盾。基本可以反映出，当前土地市场供给较弱，地产终端需求较弱，地产加速集中趋势明显，自身周转加速、杠杆提升。房企通过地产信托高溢价拿地，加速开工与回款，拖慢竣工，挤占市场空间。

图表 7. 2019 年下半年以来地产相关政策

日期	部委	文件	内容
7 月 11 日	部分地区	地产信托窗口指导	部分地区与机构收到窗口指导要求控制地产信托规模或暂停地产信托业务，原则上三季度末规模不得超过二季度末规模
7 月 17 日	发改委	对房地产企业发行外债申请备案登记的通知	房企发行海外债只能用于置换未来一年内到期的中长期海外债；房企发行外债必须细化登记备案、加强信披、制定总体计划
7 月 31 日	中央政治局	731 政治局会议	明确不将房地产作为短期刺激经济的手段
8 月 29 日	部分机构	地产开发贷收紧	多家银行收到窗口指导要求收紧房地产开发贷额度，原则上余额不得超过 2019 年 3 月底规模
9 月 6 日	上海银保监局	摸底地产信托	要求辖区内信托公司从 9 月底开始上报公司地产信托业务和通道业务新增规模计划，存量到期情况

资料来源：中央政治局、发改委、上海银保监局，中银国际证券

根据近期出台的地产融资政策，我们对融资政策对地产投资、开工等数据影响做一个简单的测算。2018年地产建安投资7.75万亿元，增速-3.3%；拿地投资4.28万亿元，同增44.0%；开工20.93亿平，同增10.55%。上半年地产建安投资3.84万亿元，同增5.7%；拿地投资2.32万亿元，同增20.9%；新开工10.55亿平，同增10.10%。地产信托融资主要影响的是房企前段拿地，而地产开发贷主要影响的是后续地产建安投资。参考以往地产信托存量规模以及新增规模，我们认为如果按照2019年上半年的增速，下半年新增地产信托规模有望达到1.82万亿元，如果保持存量规模不变，则预计下半年新增规模仅为1.36万亿元。同样，参考地产开发贷存量规模，则如果维持上半年规模，预计2019年底存量规模约为15.10万亿元。我们按照乐观、中性、悲观，分别假设地产信托分别减少0.12、0.23、0.46万亿元；地产开发贷分别减少0.10、0.20、0.40万亿元。考虑到当前地产融资的政策更多只是部分机构窗口指导，是否严格保持存量规模不变还不确定，对于地产信托和地产开发贷，我们都采取乐观假设。另外，经测算预计下半年地产海外债少增300亿元。假设地产信托30%用于开发，70%用于拿地，则下半年用于拿地的资金合计减少约1,150亿元；用于开发的资金合计减少约1,350亿元。假设地产融资调控政策不出台，全年地产投资可以保持8.5%的增速、建安保持4.4%的增速、拿地保持16%的增速、新开工保持9%的增速，分别考虑拿地和建安减少的资金后，全年开发投资、建安投资、拿地投资、新开工增速分别减少为6.3%、3.2%、12.2%、6.4%。

图表 8. 2019 年下半年地产相关数据测算

	2018 全年	2018 增速 (%)	2019H1	2019H1 增速 (%)	预计 2019 年 (%)	政策影响	2019 年 H2	2019H2 增速 (%)	2019 年增速 (%)
投资	12.03	9.50	6.16	11.00	8.50	0.25	6.64	2.50	6.30
建安	7.75	(3.30)	3.84	5.70	4.40	0.10	4.16	0.90	3.20
拿地	4.28	44.00	2.32	20.90	16.00	0.16	2.48	5.20	12.20
开工	20.93	17.20	10.55	10.10	9.00	0.54	11.72	3.30	6.40

资料来源：万得，中银国际证券

4. 地产集中提升，行业认知相差甚远

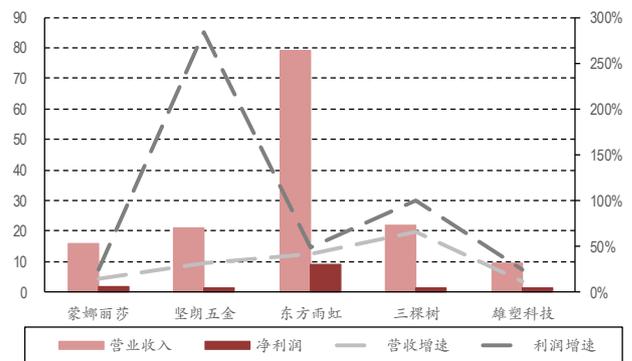
三级放大作用导致当前地产上游建筑装饰与装修建材加速集中：目前随着融资趋紧，地产行业自身集中度加速提升；而精装房的普及带来地产集中采购又导致了上游建筑装饰和装修建材的集中，上游装修建材等监管政策以及资金趋紧导致行业自身集中度提升。三级放大导致了地产上游集中趋势更为明显。

图表 9. 家装行业集中度未有明显提升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 2B 家装建材龙头均有较好业绩



资料来源：万得，中银国际证券



装修区别于家装建材，地产集中对不同行业认知相差甚远：区别于装修建材，家装行业对于下游地产行业集中度提升总体持谨慎规避态度，家装行业毛利率较低，收现比较低，充分扩充2B渠道业务将导致资金方面的困境。我们可以发现2016年以来，上市家装企业营收增速并未有明显提升，营收集中度也有明显的下降。尽管竣工增速下滑影响行业需求，但家装行业高度分散，营收增速保持较低水平说明当前大部分装修企业对于2B端渠道还是持较为谨慎态度，地产集中对家装行业并未有促进作用。而家装建材在地产集中度提升、地产集采、环保监管等多重因素作用下，行业加速集中，龙头企业产能投放增速明显。以瓷砖、五金、防水、涂料、管材五大细分行业2B端渠道代表企业为例，2019年上半年利润增速均至少达到20%，表明当前家装建材加速走向集中。

建筑大央企：收入稳增长，各项指标见好

1. 营收增速较高，负债率有所下滑

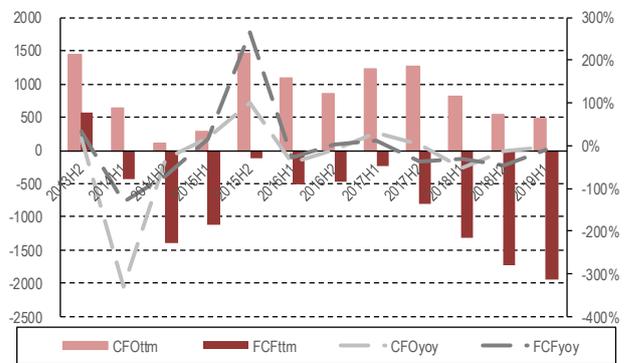
营收增速高于同行，周转率提升，负债率下降，现金流下滑：上半年八大基建央企营收 1.50 万亿元，同增 28.60%；净利润 511.51 亿元，同增 30.53%。建筑行业整体增速放缓，但基建央企增速显著高于行业，反映建筑行业加速集中的趋势；同时在经济压力加大的环境下，基建央企更多的承担了投资托底的责任。毛利率 10.80%，同比下滑 0.45pct；应收账款周转率 3.06，同比提升 0.66；存货周转率 1.57，同比提升 0.17。企业营收增速加快，毛利率小幅下滑，各项费用率有所控制，各项周转率提升。上半年大央企经营现金流出 2,207.03 亿元，同减 13.96%，或为加速工程项目推进以及 2018 年以来加强催收民企欠款所致。央企上半年平均负债率 77.25%，同比下降 0.37pct，反映基建央企逐步控制负债率水平。

图表 11. 央企业绩增速明显提升



资料来源：万得，中银国际证券

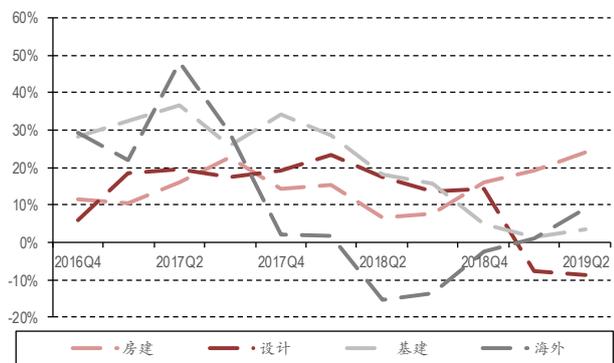
图表 12. 现金流稳中下降



资料来源：万得，中银国际证券

近年来央企财务报表质量呈逐步提升的态势：2016 年以来，在建筑也营改增后，基建央企逐步实现毛利率回升，业绩增速提升，逐步体现了较强的竞争能力，ROIC 等反映板块盈利能力的指标也有显著的提升。同时负债率稳步下降，周转率与收现率均有提升。但现金流呈下降趋势，一方面或为政府与房企现金流趋紧所致，另一方面或为营业规模提升所致。

图表 13. 央企几类订单增速情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 14. 央企地产业务数据情况



资料来源：万得，中银国际证券

房建订单增速高位有所回落，基建订单增速低位有所提升，市政工程对基建订单贡献较大：上半年中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国中冶四大央企合计新签房建订单 1.28 万亿元，同增 21.23%；增速环比有小幅下滑，但依然处于较高水平；央企上半年新签基建订单 1.82 万亿元，同增 6.07%，增速环比已有明显改善，但相比 2017 年依然是较低水平。2019 年基建订单增速改善主要是市政订单增速提升，上半年中国中铁、中国铁建、中国交建合计铁路、公路、市政订单增速分别为 13.66%、-5.83%、34.28%。央企基建订单增速基本可以反映当前政府对于基建“托而不举”的态度。上半年新签设计订单 462.84 亿元，同比下滑 17.40%；新签海外订单 0.35 万亿元，同增 13.61%。

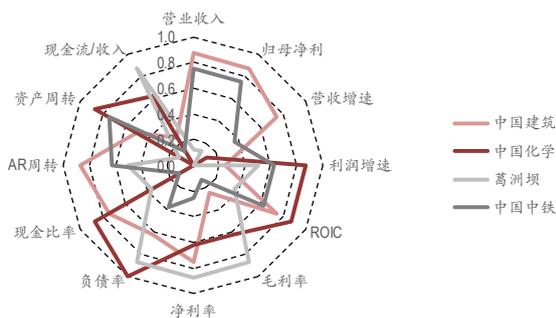
拿地缓、开工慢、竣工快、销售稳是上半年基建央企地产业务特点：上半年中国建筑、中国铁建、中国中铁三大央企合计新增土储 1,277.12 万平，同减 29.89%；新开工面积 1.87 亿平，同增 1.94%；竣工面积 0.92 亿平，同增 67.99%；销售面积 1,550.31 万平，同增 7.29%。与地产宏观数据不同，基建央企的房地产业务数据上半年呈现拿地缓，开工慢，竣工快，销售稳的局面，反映当前基建央企开始逐步控制地产业务规模。

2. 中国建筑财报最优，其他央企表现稳健

中国建筑相比基建央企财务报表质量仍有明显优势：参考上半年基建央企各项财务数据指标，我们认为中国建筑财务报表横向对比依然最优，除了规模较大，中国建筑在周转、现金流、负债率、利润率的控制均优于同行，而且参照以往三年的财务报表，各方面均能较为稳定的保持相对同行的优势。

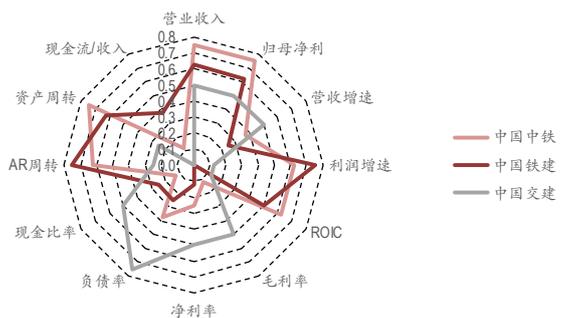
葛洲坝与中国化学财报较为稳健，中国化学业绩增长快，葛洲坝盈利质量较高：除去中国建筑，上半年中国化学财报表现较好，主要原因是业绩增速较高，同时在现金流管控方面做的比较好。考虑 2018 年中国化学订单增长较快，我们认为当前至未来 2 年内依然是中国化学业绩释放期。过去三年中国化学在财务报表上也有较好的表现。葛洲坝财务指标较为稳健，2016 年以来财报质量较好，其优势主要在利润率和负债率的控制比较突出，收现比也相对较好，但 2019 年上半年其业绩增速在基建央企里相对较慢。

图表 15. 中国建筑各项财务指标最优



资料来源：万得，中银国际证券

图表 16. 三大基建龙头财务指标比较



资料来源：万得，中银国际证券

中国中铁与中国铁建各项指标较为接近：中国中铁和中国铁建两大基建“抓手”，在各项财务指标表现较为接近。2019 年上半年，在营收规模、利润率和负债率控制方面，中国中铁稍胜一筹；在利润增速，现金流控制、周转等方面，中国铁建稍微占优。由于铁路建设毛利率相对较低，因此中国中铁和中国铁建在利润率相比其他基建央企相对较低。中国交建相对中国中铁和中国铁建两大基建龙头营收规模稍小，但负债率相对较低、利润率相对较高。中国中冶今年受益巴新瑞木镍钴矿项目以及钴涨价，业绩有所提升。

图表 17. 基建央企上半年各项财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平			现金周转	
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	ROIC %	毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
中国建筑	685,419.32	20,308.45	16.38	6.12	3.90	10.13	4.69	76.54	27.14	4.42	0.36	(12.09)
中国中铁	361,886.58	10,513.69	14.48	10.06	2.96	9.85	3.12	77.29	17.93	3.29	0.37	(13.76)
中国铁建	352,934.88	9,284.18	14.23	15.93	2.68	9.80	2.92	78.44	19.68	3.33	0.37	(9.20)
中国交建	240,272.50	8,576.98	15.31	4.92	2.10	11.88	3.98	75.28	22.84	2.85	0.24	(16.55)
中国电建	147,652.42	3,959.18	16.36	(2.42)	1.79	14.69	3.68	80.52	26.31	2.98	0.20	(7.26)
中国中冶	159,017.38	3,156.88	26.09	8.59	2.37	11.00	2.38	76.76	17.18	2.38	0.36	(3.29)
中国化学	38,517.15	1,602.38	13.26	47.75	4.38	12.29	4.43	64.95	54.01	2.17	0.39	(4.04)
葛洲坝	49,799.31	2,124.06	8.00	8.76	2.67	15.54	5.89	72.76	20.35	3.20	0.22	3.49

资料来源：万得，中银国际证券

3. 基建央企关注度提升，中国建筑持股占比最高

基建补短板后建筑央企市场关注度提升，当前持股处于历史较高水平：2018 年基建补短板推进以来，建筑央企市场关注度有所提升，无论是公募基金还是其他金融机构，截至 2019 年二季度，建筑央企持股数量都是历史较高水平。公募基金合计持股八大建筑央企 31.76 亿股，同比增长 64.92%；其他金融机构持股 52.72 亿股，同比小幅下滑。金融机构合计持股建筑央企 84.48 亿股，同比增长 5.40%。

图表 18. 公募基金持股建筑央企情况



资料来源：万得，中银国际证券

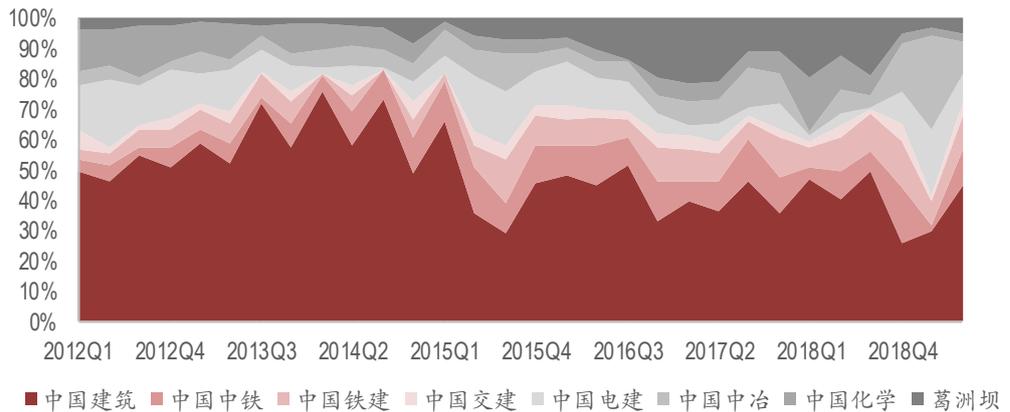
图表 19. 其他金融机构持股建筑央企情况



资料来源：万得，中银国际证券

中国建筑持股占比最高，近期中国中冶持股占比也有所提升：中国建筑一直以来是公募基金以及其他金融机构在建筑板块的第一重仓股，尽管近年比例有所下降，但依然在八大央企中占有 30% 以上的持股比例。2019 年上半年持股比例提升至 44.87%。近期中国中冶持股占比有所提升，其主要原因或为巴新瑞木镍钴矿项目对公司业绩构成利好，近期钴涨价概念对公司业绩有进一步带动作用，提升机构关注度。

图表 20. 中国建筑依然是公募基金第一重仓股



资料来源：万得，中银国际证券

板块下行拉低央企估值，当前安全边际较高，业绩波动较为稳定：截至2019年8月份，建筑央企平均市盈率为7.01，平均市净率仅为0.82，估值下滑的主要原因是上半年基建补短板不及预期，建筑板块估值持续下行，在建筑板块内，建筑央企估值相对较好，目前平均市净率0.82，安全边际较高。同时，相比其他建筑板块上市公司，基建央企业绩波动较为稳定。

图表 21. 建筑央企估值走势向好



资料来源：万得，中银国际证券

图表 22. 建筑央企业绩更为稳定



资料来源：万得，中银国际证券

地方建筑企业：业绩稳增，订单向好

1. 业绩稳步增长，地方订单总体向好

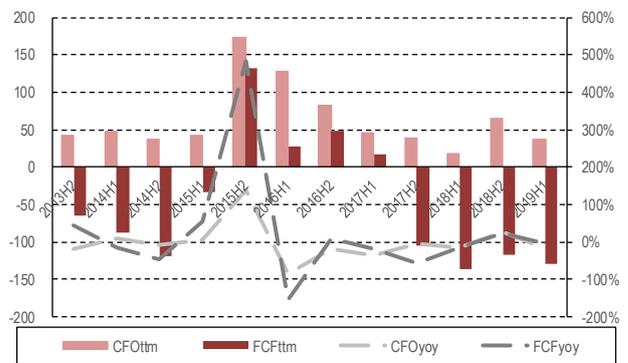
增速保持较高增长，各项指标与建筑央企相近：我们收集了山东路桥、四川路桥、浦东建设等 15 家地方建筑企业中报，以此为样本分析地方建筑企业 2019 年上半年业绩。上半年地方建筑企业合计营收 2,264.06 亿元，同增 25.74%；归母净利 53.33 亿元，同增 16.02%。上半年地方建筑企业业绩增速相比国企稍低，但仍处于较高水平。上半年地方建筑企业毛利率 9.36%，同比下降 0.35pct；费用率同比有所下降。上半年应收账款周转率 1.95，同比提升 0.02；存货周转率 1.05，同比提升 0.12。地方建筑企业周转率同样有所提升，但相比建筑央企，提升幅度较小。上半年经营现金流-184.67 亿元，同减 16.96%；收现率小幅下降 4.96pct；负债率小幅下降 0.32pct。总体地方建筑企业业绩保持较快增长，同时实现负债率下降，周转率提升，但与基建央企相同，地方建筑企业现金流同比有所下滑。

图表 23. 地方建筑企业业绩稳中向好



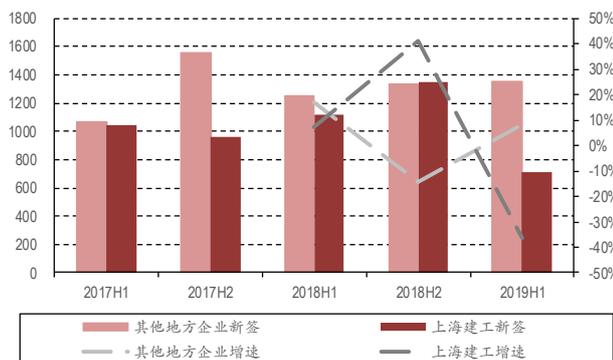
资料来源：万得，中银国际证券

图表 24. 地方建筑企业现金流保持平稳



资料来源：万得，中银国际证券

图表 25. 上海建工订单下滑，其他地方企业有增长



资料来源：万得，中银国际证券

图表 26. 房建订单增长更大



资料来源：万得，中银国际证券

不考虑上海建工地方建筑企业上半年订单增速有增长，房建订单增长贡献更大：根据重庆建工等 11 家披露季度数据的地方建筑企业，地方建筑企业合计新签订单 2,066.87 亿元，同减 12.76%；其中上海建工上半年新签订单 712 亿元，同减 36.31%，若不计算上海建工订单，其他地方建筑企业上半年新签订单 1,354.87 亿元，同增 8.28%，其中二季度新签 825.17 亿元，同增 45.11%，相比一季度有明显改善。根据隧道股份、安徽水利、浦东建设、重庆建工披露的订单明细，基建订单总量更大，二季度新签订单增速为-6.0%；房建订单总量稍低，但二季度订单增速为 64.49%；我们认为近期地方建筑企业订单改善主要受益于房建订单增长所致。我们认为，其他地方建筑企业订单承接范围以省内为主，基建补短板推进下，省内新签订单有所提升。上海建工订单承接能力较强，可辐射全国，并且对订单回款能力要求更高。但在全国范围内，建筑央企订单承接能力更强，因此上半年上海建工订单有所下滑，单考虑省内订单，地方建筑企业订单依然有增长。

2. 四川路桥、山东路桥、上海三大建筑国企表现较好

四川路桥、山东路桥以及上海三大建筑国企财报质量较高：综合2019年中报以及2016年以来三年年报，我们认为浦东建设、上海建工、隧道股份、山东路桥、四川路桥五大地方建筑企业财务报表质量较高。其中上海建工规模最大，其订单承接能力接近建筑央企，辐射全国。隧道股份利润率较高，现金流控制也较高，各项员工福利也较好。浦东建设优势在于利润率较高，负债率较低。四川路桥和山东路桥类似，都是省内龙头，省内订单承接能力强，营收规模较大。

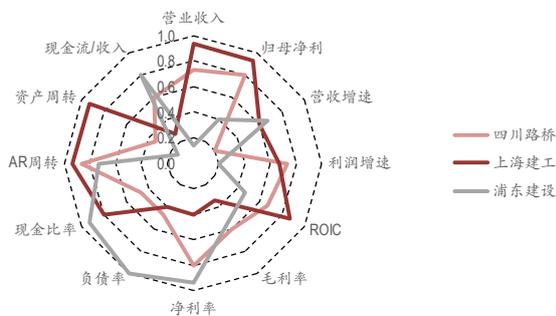
图表 27. 2019 年中报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	ROIC %	毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
浦东建设	3,157.28	394.45	7.11	6.69	6.41	14.23	13.48	49.17	42.98	5.74	0.27	1.76
四川路桥	34,296.80	1,093.47	9.60	4.63	5.29	11.47	3.41	81.85	26.26	12.09	0.50	5.22
上海建工	148,761.65	2,486.61	10.97	14.31	5.31	10.64	1.86	84.45	42.80	7.67	0.81	2.61
山东路桥	11,766.92	556.46	27.03	21.08	8.00	12.57	4.85	75.75	22.27	2.77	0.70	5.83
隧道股份	32,540.38	1,813.93	11.71	10.15	6.45	12.12	5.66	71.86	34.26	2.30	0.47	7.57
浙江交科	11,477.19	233.98	8.90	(65.13)	2.34	7.51	2.05	72.22	20.27	3.11	0.39	(3.92)

资料来源：万得，中银国际证券

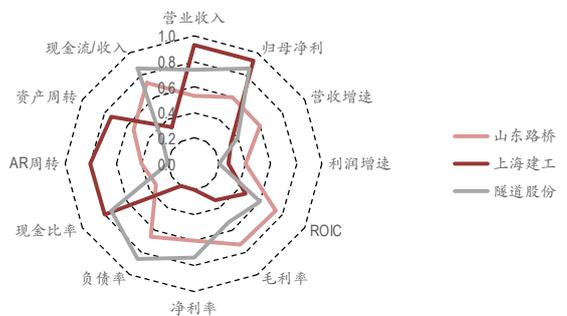
2019 年上半年，四川路桥、上海建工、浦东建设表现较好：2019 年上半年，我们认为四川路桥、上海建工、浦东建设财报表现较好。其中浦东建设优势依然是利润率高，负债率低，业绩增速也有所提升。上海建工现金相对较为充裕，订单承接能力强，项目周转更快。四川路桥同样有规模优势，而且2019年在利润率等方面相比同行也有所改观。

图表 28. 2019 中报上海建工、浦东建设等表现较好



资料来源：万得，中银国际证券

图表 29. 2016 年以来上海建工、隧道股份等较为稳健



资料来源：万得，中银国际证券

浙江交科 2016 年以来表现较好，2019 年上半年业绩有所下滑：除去上海建工、四川路桥等传统地方基建龙头，浙江交科在过去三年财报表现也较好。年均 169.30 亿元，平均增速 181.20%；年均利润 7.96 亿元，平均增速 481.44%。近年浙江交科业绩增速有所下滑，营收增速 8.9%，利润增速 -65.13%，主要原因是 2017 年以来公司利润基数较高。但公司负债率相比同行仍较低，现金流控制等方面仍有一定优势。

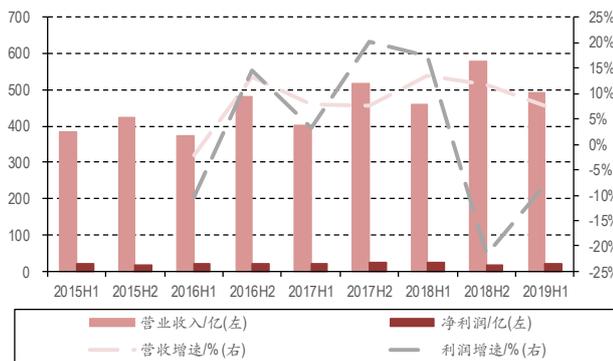
装修板块：营收与订单放缓，盈利质量提升

1. 营收增速放缓，利润增速改善

营收增速有所下滑，但业绩质量有所提升：2019年上半年，装修板块主要上市公司营收511.92亿元，同增10.13%；归母净利15.81%，同减24.22%。比较以往业绩增速，装修板块总体营收增速有所下滑，但利润增速有所改善，尽管依然是负增长。上半年，装修板块毛利率18.41%；同增2.75pct，费用率同比有提升，但总体净利润率仍有改善。经营现金流上半年21.75亿元，同比提升74.30%；上半年装修板块负债率有所提升，资本开支有所减少。根据近期调研情况，我们认为装修板块企业目前对于地产项目更为谨慎，更多发展其他装修相关业务，我们认为这是导致装修板块营收下滑的原因，但与此同时带来的是毛利率的提升以及经营现金流的改善，装修板块上市公司整体业绩质量有所提升。

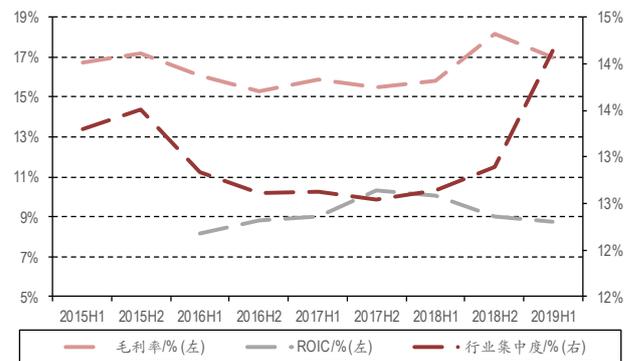
订单增速放缓，收入集中度增加或为未来装修板块趋势：据统计，2019年一季度主要装修上市公司合计新签订单284.72亿元，同增6.24%；自2018年四季度以来，装修板块新签订单增速有所下滑，我们认为随着新签订单增速下滑，未来装修板块收入增速将呈稳步下滑态势，但业绩质量有所提升。同时收入总量下降，上市公司收入集中度将有所提升。

图表 30. 营收增速小幅下滑，利润增速有所改善



资料来源：万得，中银国际证券

图表 31. 行业出现集中趋势



资料来源：万得，中银国际证券

2. 金螳螂依然相对同行有绝对优势

金螳螂、宝鹰股份、维业股份、中装建设报表表现较好：综合考察2019年中报，我们认为金螳螂在营收、业绩增速、利润率等各方面相对同行依然有绝对优势。宝鹰股份虽然业绩下滑，但在利润率、现金流等方面有所改善，业绩质量提升。维业股份和中装建设则业绩增速有所提升，应收账款周转率等指标有所改善。

图表 32. 2019年中报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	ROIC %	毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
宝鹰股份	3,276.38	197.45	(2.90)	(4.30)	3.90	17.71	6.01	60.87	35.60	0.49	0.33	1.33
金螳螂	13,795.63	1,107.64	26.51	12.05	7.56	18.92	7.85	58.21	38.03	0.71	0.41	(3.94)
中装建设	2,255.45	113.72	25.04	40.18	3.69	17.41	5.00	58.50	56.97	0.76	0.43	2.51
维业股份	1,220.99	60.29	11.14	5.79	5.13	14.27	4.86	62.18	27.10	0.81	0.49	(4.51)

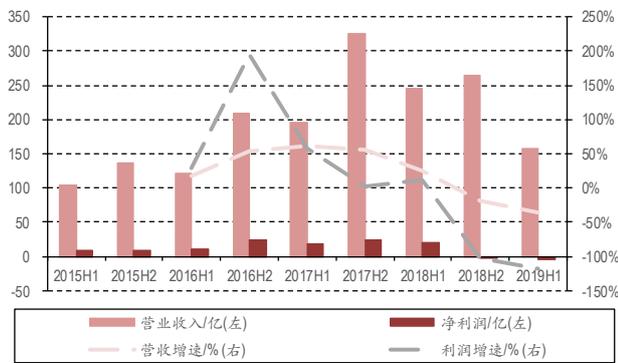
资料来源：万得，中银国际证券

园林板块：资金影响业绩，板块风险释放

1. 资金趋紧影响业绩，各项指标下滑明显

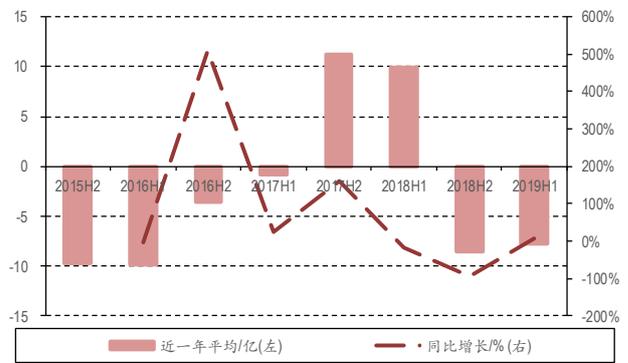
营收下滑，财务费用与资产减值大幅提升是导致利润下滑主要原因：2019年上半年园林板块上市公司业绩持续下滑。主要上市公司合计营收205.79亿元，同减25.22%；归母净利亏损9.61亿元，同减185.89%。其中行业毛利率下滑1.06pct，费用率大幅提升。费用率提升一方面是由于收入规模下滑，另一方面是园林板块大部分公司面临资金困境，融资成本厉声，板块财务费用率同比大幅提升3.41pct。而部分项目回款不及时等则导致资产减值损失相比去年同期增长25.11%，占营收规模达到10.7%。除去营收与利润，园林板块其他各项指标同样下滑，应收账款周转率和存货周转率分别下降0.28和0.22，经营现金流同比下滑144.33%，收现比下滑62.23pct；负债率提升4.28pct，资本开支显著减少。

图表 33. 行业业绩增速整体下滑



资料来源：万得，中银国际证券

图表 34. 现金流依然为负，小幅改善



资料来源：万得，中银国际证券

2. “小而美”个股表现较好，负债率低抗风险能力强

东珠生态、文科园林负债率较低，美尚生态积极改善公司现金流：综合考察园林板块2019年中报，我们认为文科园林、绿茵生态、美尚生态、农尚环境、东珠生态、元成股份等个股表现较好。其中美尚生态做到提前融资减少PPP项目占比较好规避行业风险，同时增加“木趣”产品投入改善公司现金流。东珠生态现金相对较为充裕，经营风格较为稳健；文科园林经营风格同样较为稳健，东珠生态与文科园林负债率相比同行上市公司较低，有较强的抗风险能力。另外建议关注东方园林引入朝汇鑫入股，铁汉生态优先股发行获批。东方园林与铁汉生态前期营收规模较大，随着公司进行进一步融资等，现金流有望改善。

图表 35. 2019年中报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		ROIC	盈利能力		负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %		毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR周转 次	资产周转 次	收现比 %
文科园林	1,450.38	136.09	5.08	4.41	4.74	20.18	9.38	39.46	89.52	1.84	0.36	7.38
绿茵生态	383.31	107.65	27.89	31.47	5.29	39.94	27.93	21.60	182.59	0.57	0.17	(20.75)
美尚生态	810.75	123.41	(23.09)	(15.11)	2.71	37.60	15.27	55.23	49.22	0.46	0.09	(4.32)
农尚环境	234.08	27.74	4.98	4.57	3.87	24.85	11.85	52.76	57.77	1.09	0.19	(30.83)
东珠生态	1,029.31	200.48	21.81	11.43	7.18	28.15	19.41	46.89	35.29	1.55	0.21	(30.59)
元成股份	507.16	61.82	10.53	23.27	4.78	26.40	12.19	64.33	10.15	5.37	0.19	(35.35)

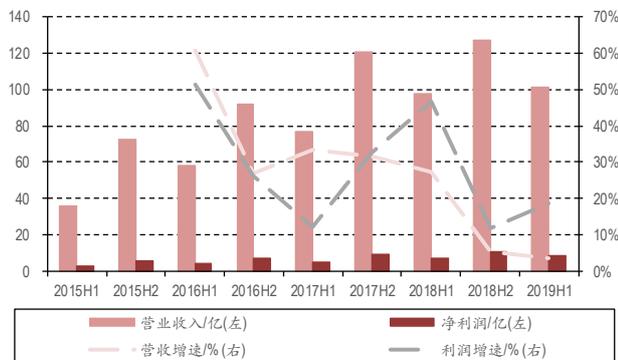
资料来源：万得，中银国际证券

设计板块：降本控费卓有成效，现金改善明显

1. 总体成本下降，利润增长较快

设计板块增速放缓，降本控费卓有成效，现金流改善明显：上半年设计板块主要上市公司营收 120.16 亿元，同增 0.33%；营收增速环比继续下滑；归母净利润 10.11 亿元，同增 12.34%，利润增速环比提升。上半年设计板块毛利率同比提升 1.07pct，销售费用率与财务费用率同比均有下降。资产减值损失同比提升 67.52%，但因为基数较小，实际对利润影响较小。总体来看，设计板块营收增速下滑，但降本控费卓有成效，行业实际净利率有所提升。上半年设计板块上市公司现金流有所改善，经营现金流 28.02 亿元，34.67%；收现率同比提升 18.87pct。板块整体负债率为 57.62%，同比提升 9.44%；现金比率 17.37%，同比提升 1.42pct。板块现金流改善，但负债率提升，且未有新增负债，其原因是上半年板块预收账款有所提升，反映当前设计板块企业议价能力有所改善。

图表 36. 营收增速下滑，利润增速有提升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 37. 现金流同比明显改善



资料来源：万得，中银国际证券

2. 新上市企业业绩释放助力板块关注度提升

杰恩设计、设计总院、中设股份财务报表各项指标更为稳健：综合考察 2019 年中报各项财务指标，我们认为中设股份、设计总院、杰恩设计三家财报表现最好。三家规模均较小，但在项目毛利率、公司负债率等方面的控制均优于同行，其中杰恩设计在现金流控制方面更是优于同行。相比之下，行业龙头苏交科除了营收和利润规模领先外，其他指标并未有优势。个股关注度上当前市场持股依然集中在苏交科为主，其持股占比接近整个板块 70%。我们认为随着新上市的设计公司业绩逐步释放，更多财务稳健，成长能力更好的设计公司出现，板块持股有望多元化。

图表 38. 2019 年中报部分公司财务指标比较

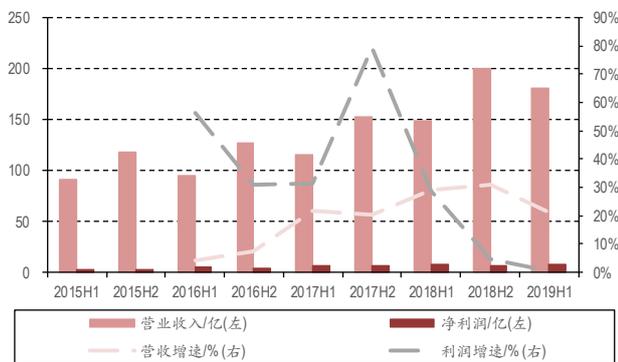
证券简称	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	ROIC %	毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
中设股份	150.54	29.01	12.29	14.18	6.39	44.66	19.47	17.28	131.34	0.49	0.28	8.83
杰恩设计	165.34	40.05	6.06	2.43	9.29	51.68	24.22	9.94	238.76	0.84	0.34	3.55
设计总院	735.59	217.59	(11.35)	(11.56)	9.70	51.06	29.45	30.61	62.71	0.47	0.23	(10.72)
苏交科	2,108.73	220.02	(29.21)	20.32	3.27	35.95	10.74	61.38	28.96	0.35	0.17	(30.59)

资料来源：万得，中银国际证券

钢构板块：费用与税率下降，现金流趋势向好

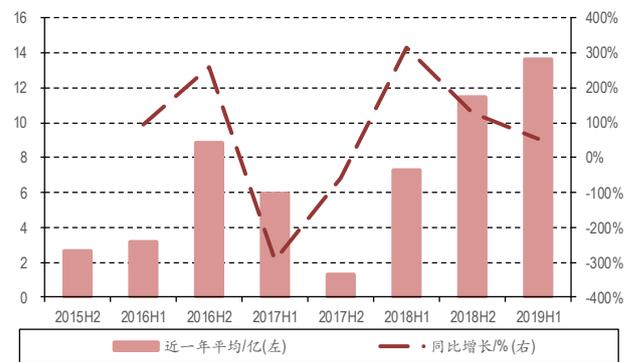
业绩仍有较高增速，费用与所得税减少对冲毛利率下滑影响，现金流趋势性向好：2019年上半年钢构板块主要上市公司合计营收197.35亿元，同增36.34%；归母净利润6.66亿元，同增16.46%。钢构板块业绩仍保持较快增长，但增速已有所下滑。2019年上半年板块毛利率14.06%，同比下滑3.17pct；销售费用率同比下降0.11pct，财务费用率同比下降0.63pct，资产减值损失同比减少13.69%。行业平均所得税率由去年同期19.36%下降10.12pct至9.25%，对净利润有较大贡献。费用与所得税的减少基本对冲了毛利率下滑的影响。上半年钢构板块平均应收账款周转率与存货周转率同比提升1.03与0.22，经营现金流13.93亿元，同比提升614.87%，导致现金流大幅增长一方面是2018年基数较低，另一方面是营收规模增加，各项经营型支出摊薄所致，行业经营现金流目前趋势性向好。

图表 39. 业绩仍有增长但增速下滑



资料来源：万得，中银国际证券

图表 40. 现金流同比仍有改善



资料来源：万得，中银国际证券

杭萧钢构财务报表表现依然优于同行：尽管业绩增速有所下滑，专利授权商业模式短期内再难有大幅增长，但是杭萧钢构财务报表依然相对行业表现最佳。公司在利润率、现金流等指标表现显著优于同行，新签专利授权合同增速下降，但目前专利授权业务依然为公司贡献收入与现金，一定程度改变钢构公司纯施工的业务模式。

图表 41. 2019 年中报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		ROIC	盈利能力		负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %		毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
东方铁塔	1,422.75	228.13	36.77	41.50	2.83	31.34	15.92	35.47	52.17	2.14	0.12	19.38
杭萧钢构	2,676.38	205.96	8.46	(41.63)	5.17	19.83	7.87	56.96	16.14	2.23	0.34	13.95
精工钢构	4,669.27	182.05	19.88	53.16	3.28	15.66	3.86	65.19	28.64	2.66	0.33	0.33
森特股份	1,706.34	131.24	42.49	29.58	5.54	20.40	7.67	46.61	18.10	1.22	0.47	2.84

资料来源：万得，中银国际证券

装配式建筑以及旧改推进有望带动钢结构行业规模提升：尽管当前钢构板块市场关注度持续下降，但3月份住建部出台政策鼓励推行钢结构住宅。结合“十三五”规划要求新建成房屋装配式建筑渗透率达到15%的要求以及PC结构推进受阻的现状，未来钢结构行业规模加速提升确定性有望加大。同时，旧城改造推出，部分楼房有加装电梯要求。实际上加装电梯主要预算在电梯井的土建工程，占比超过50%，旧楼房改造电梯井多数为钢结构和玻璃。随着旧改逐步推进，我们认为加装电梯也将带来可观的钢结构需求增量。



重点推荐

中国铁建

推荐理由：铁路建设领域市场参与者少，业绩提升确定性高，政府控制能力强，政策有望最先体现。公司作为全国性布局龙头，业绩有望明显释放。2018 年房地产行业资金趋紧，土地购置下半年以来下滑明显。公司主营业务规模巨大，资金优势明显，在行业竞争对手战略收缩的情况下，公司有充分能力逆周期增加土地储备，提升市场占有率。

业绩预测：预计 2019-2021 年，公司营收分别为 7,938.65、8,486.14、8,988.86 亿元；归母净利润分别为 218.53、239.49、259.72 亿元；EPS 为 1.61、1.76、1.91 元。



风险提示

1. **基建项目资本金比例未能调降：**目前中美贸易战缓和，外部压力减小，基建刺激托底紧迫性或下降。且当前资本金比例调降仅仅是发改委调研与征求意见阶段，是否实施，调降比例有多少仍有非常大的不确定性。
2. **生态园林基本面进一步恶化：**2019年后，生态园林板块业绩加速下滑，目前风险尚未充分释放。当前的市场偏好下，生态园林板块现金流相对较差，并不受市场青睐，未来板块风险是否充分释放，释放后市场关注度是否提升仍有较大不确定性。
3. **新开工增速回落：**工业企业投资高企和新开工超预期是2018年以来建筑建材板块投资的两大亮点。目前工业企业投资已经回落，新开工未来大概率下降，而基建投资尚未明显回升。未来若新开工增速下降，则建筑板块几大需求均疲软，行业整体市场关注度恐进一步下滑。

附录图表 42. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
002717.SZ	岭南股份	买入	4.93	75.78	0.76	1.16	6.5	4.3	2.94
603359.SH	东珠生态	买入	16.30	51.94	1.02	1.34	15.9	12.2	8.68
601117.SH	中国化学	买入	5.87	289.57	0.39	0.55	15.0	10.7	6.24
002081.SZ	金螳螂	买入	9.56	255.86	0.79	0.94	12.0	10.2	5.18
601186.SH	中国铁建	增持	9.82	1,302.45	1.32	1.61	7.4	6.1	11.46
002482.SZ	广田集团	增持	4.97	76.40	0.23	0.38	21.9	13.1	4.57
300284.SZ	苏交科	增持	9.30	90.34	0.64	0.79	14.5	11.8	4.46
300495.SZ	美尚生态	增持	13.20	89.01	0.57	0.68	23.0	19.4	6.21
000498.SZ	山东路桥	增持	4.87	54.55	0.59	0.67	8.2	7.3	4.56
300197.SZ	铁汉生态	中性	3.51	82.36	0.13	0.03	27.1	117.0	2.75
600039.SH	四川路桥	未有评级	3.34	120.59	0.32	0.46	10.3	7.3	4.05
601668.SH	中国建筑	未有评级	5.68	2,384.54	0.91	1.01	6.2	5.6	5.54
601800.SH	中国交建	未有评级	10.34	1,473.85	1.22	1.37	8.5	7.6	11.22
601390.SH	中国中铁	未有评级	6.19	1,350.05	0.75	0.85	8.2	7.3	7.26
600068.SH	葛洲坝	未有评级	5.99	275.83	1.01	1.13	5.9	5.3	6.26
600502.SH	安徽建工	未有评级	4.40	75.73	0.46	0.58	9.5	7.5	4.12
002713.SZ	东易日盛	未有评级	8.65	36.35	0.60	0.69	14.4	12.5	2.15
002310.SZ	东方园林	未有评级	5.41	145.28	0.59	0.50	9.1	10.9	4.32
603017.SH	中衡设计	未有评级	11.52	31.69	0.61	0.81	18.8	14.2	6.36
603018.SH	中设集团	未有评级	12.28	57.03	0.85	1.08	14.4	11.4	5.52
600477.SH	杭萧钢构	未有评级	2.95	63.39	0.26	0.24	11.2	12.4	1.51
000928.SZ	中钢国际	未有评级	5.45	68.49	0.35	0.44	15.5	12.3	3.70
002051.SZ	中工国际	未有评级	10.54	130.42	0.97	1.05	10.9	10.0	8.16

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 9 月 17 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371