



# 中性

# 建筑行业 2018 年报前瞻

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
中国铁建	601186.SH	11.55	增持
山东路桥	000498.SZ	6.00	增持
四川路桥	600039.SH	3.73	增持
苏交科	300284.SZ	11.84	增持
金螳螂	002081.SZ	10.80	增持

资料来源：万得，中银国际证券  
以 2019 年 3 月 1 日当地货币收市价为标准

## 房建带动板块增长，基建补短板仍需跟进

截至 2 月 28 日建筑装饰板块 88 家公司披露三季报预告，其中 59 家业绩预增，预计 2018 全年行业总体业绩增速为 7.55%，四季度整体业绩小幅增长，建议关注 2019 年基建补短板行情以及行业竣工面积启动。

### 支撑评级的要点

- **业绩预增公司较多，大部分预计利润增长稳健：**截至 2 月 28 日，建筑装饰板块共有 88 家公司发布 2018 年业绩预告或业绩快报。其中预计 59 家企业全年业绩同比增长，29 家企业全年业绩同比下滑。但看 2018 年四季度业绩，预计 33 家企业四季度业绩增速环比提升，55 家企业四季度业绩增速环比下滑。其中美丽生态、\*ST 罗顿、云投生态、弘高创意、\*ST 创兴、美丽生态预计全年亏损。59 家业绩增长企业中，有 33 家企业预计全年业绩增速在 0%-33% 的区间内。
- **四季度大部分企业业绩增速下滑，订单边际好转效应尚未体现：**88 个公布业绩预告或业绩快报的公司中，预计四季度业绩增速环比下滑的企业共有 55 家，占比达到 62.5%。表明当前大多数建筑上市企业四季度经营状况在恶化，尽管宏观数据显示建筑行业订单情况已经有边际改善，但是当前订单增长仍未反映至四季度上市企业盈利中。
- **预计房建板块带动建筑装饰业绩指标向好：**细分板块预计全年房屋建筑板块业绩最好，在房屋建筑板块的带动下，预计建筑板块上市公司全年利润增速约为 7.55%，其中季度增速约为 9.70%，增速环比前三季度增加 2.67pct。装修与设计业绩增长稳健，基建板块业绩增长尚未体现，园林受全年资金趋紧影响业绩下滑明显。
- **持股份额集中到少数机构以及市场关注度集中到少数个股是近期机构持股的主要趋势：**2018 年三季度以来，随着基建补短板的推进，建筑行业市场关注度有所提升，机构持股份额从 12.56 亿股提升到 28.41 亿股。持股份额集中到少数机构以及市场关注度集中到少数个股是近期机构持股的主要趋势。2018 年半年度以来，建筑板块排名前十重仓个股持股份额占比从 64.71% 提升到 83.20%；而排名前十的机构持股份额占比从 71.18% 提升到 93.99%。这一方面反映了机构头部化集中的趋势，另一方面也反映当前市场的主要关注度集中到以基建央企为主的标的上。

### 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。**

### 重点推荐

- **建议从基建、设计、地产后周期三个主线选股：**一是基建补短板铁路交运先行，推荐行业龙头中国铁建、山东路桥、四川路桥；二是基建利好前端工程设计，推荐行业龙头苏交科；三建议关注竣工面积释放利好后周期装修板块，推荐家装公装双轮驱动的装修龙头金螳螂。

### 相关研究报告

- 《建筑行业周报》20190225
- 《建筑行业周报》20190221
- 《建筑行业月报》20190219

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



## 目录

2018 年行业运行概况 .....	4
2018 年上市公司业绩前瞻.....	8
2018 年市场关注度变化 .....	12
2019 年建筑行业展望.....	14
重点推荐.....	15
投资建议.....	16
风险提示.....	17



## 图表目录

图表 1. 2018 年开工竣工持续背离.....	4
图表 2. 地产信托利率依然上浮.....	4
图表 3. 2018 年销售面积下滑拖欠工程款提升.....	4
图表 4. 土地成交与溢价率双双下行.....	4
图表 5. 工业企业投资超预期上行.....	5
图表 6. 企业收入、盈利、增加值同步下行.....	5
图表 7. 基建投资三大子版块增速均下滑.....	5
图表 8. 主要资金来源紧张.....	5
图表 9. “十三五”各地方政府交通运输领域规划投资额(单位:亿元) 6	6
图表 10. “十三五”各地方政府交通运输领域规划投资额(单位:亿元) 6	6
图表 11. 中国建筑、中国中冶、中国化学、中国电建订单.....	7
图表 12. 中国铁建、中国中铁、中国交建、葛洲坝订单.....	7
图表 13. 建筑业开工竣工情况.....	7
图表 14. 订单与产值有边际好转.....	7
图表 15. 建筑板块预告业绩增速中值分布情况.....	8
图表 16. 建筑板块预告业绩增速中值分布情况.....	8
图表 17. 建筑业上市公司业绩预告情况.....	9
续图表 17. 建筑业上市公司业绩预告情况.....	10
图表 18. 各细分行业业绩预告披露情况.....	11
图表 19. 各类企业业绩预告披露情况.....	11
图表 20. 主要个股持股量变化.....	12
图表 21. 主要机构持仓量变化.....	12
图表 22. 2018Q4 建筑板块重仓个股与机构 (单位:万股).....	12
图表 23. 2018Q4 主要机构增减持情况 (单位:万股).....	12
图表 24. 2018Q4 主要个股增减持情况 (单位:万股).....	13
附录图表 25. 报告中提及上市公司估值表.....	18

## 2018 年行业运行概况

**下游需求：总体偏弱，基建有一定反弹需求**

**房地产：开工旺盛带动全年需求提升，资金趋紧需求后劲难起**

**开工竣工持续背离，开工旺盛带动全年需求：**2018 年全年，地产新开工面积增速超预期上行，并于下半年开始加速上升，全年累计同比达到 17.18%。超预期的开工增速明显带动房屋建筑需求。而竣工面积增速与开工面积增速持续背离，全年同比为-7.82%，并且12月份以前的累计同比一直低于-10%。竣工增速与开工增速的持续背离必将导致行业在建项目或停建项目的提升。

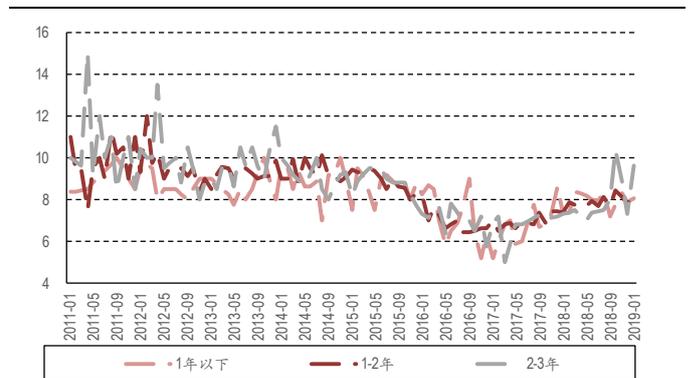
**资金趋紧加快周转是 2018 年房企的普遍做法：**从各种维度来看，2018 年房企资金持续趋紧，其中房地产信托产品收益率依然与广谱利率背道而驰持续上升；2019 年 2 月 3 年起以上产品平均收益率达到 9.6%。而土地成交面积与土地成交率双双下行，销售面积明显下滑，应付工程款明显提升都表明，当前房地产行业调控处于历史最严格状态，房地产资金持续趋紧。房企加快周转，提升开工速度加快预售回笼，减慢施工速度是行业普遍做法，也导致了宏观数据开工与竣工背离。

图表 1. 2018 年开工竣工持续背离



资料来源：万得、中银国际证券

图表 2. 地产信托利率依然上浮



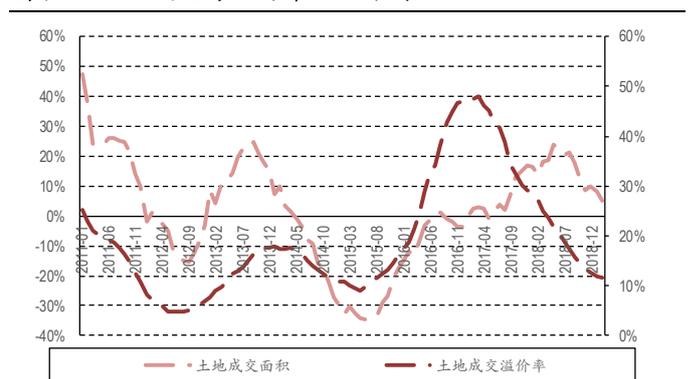
资料来源：万得、中银国际证券

图表 3. 2018 年销售面积下滑拖欠工程款提升



资料来源：万得、中银国际证券

图表 4. 土地成交与溢价率双双下行



资料来源：万得、中银国际证券

**地产政策有望边际宽松，但开工需求后劲难起：**展望 2019 年，我们认为随着国家宏观调控政策逐步放松，房地产行业政策有望迎来边际宽松，地产销售回款等资金有望回升。但由于 2018 年全年的透支性开工以及土地成交的一路下行，行业开工需求预计大概率回落，而房屋建筑竣工面积由于前期大量项目堆积，有望企稳回升。政策面的边际宽松传导到后续开工面积的重新回升，需要更多的时间。



**工业企业：工业企业投资需求稳步上行，后续需求难言乐观**

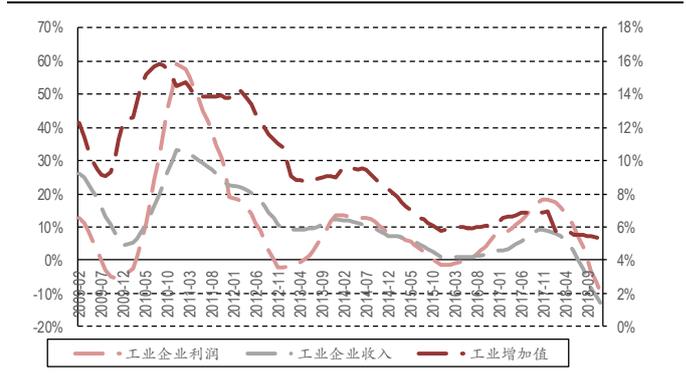
**产能周期与部分商品价格高企带动企业投资超预期上行：**2018 年全年，工业企业投资超预期增长。制造业固定资产投资完成额全年累计同比 9.50%，增速提升 6.42 个 pct；采掘业固投完成额累计同比 4.10%，增速提升 14.86pct。促进工业企业固定资产投资超预期回升的主要原因一方面是 2008-2011 年集中投产的产能进入冷修置换高峰期，企业设备投资提升；另一方面是部分上游大宗商品价格高企带动企业盈利提升，并促进企业设备投资。而海外石油全年价格提升也是导致部分石化企业投资提升的原因。

图表 5. 工业企业投资超预期上行



资料来源：万得及中银国际证券

图表 6. 企业收入、盈利、增加值同步下行



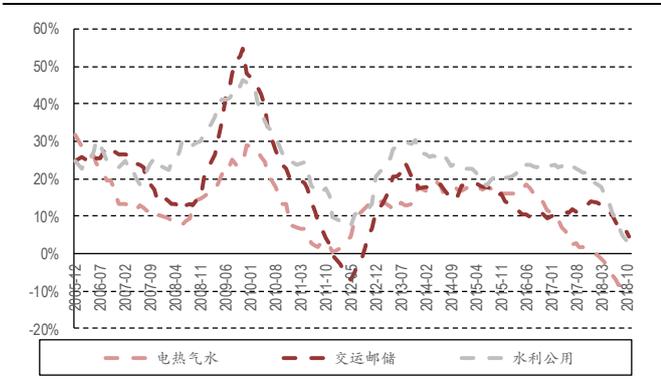
资料来源：万得及中银国际证券

**企业盈利下滑，后续续期难言乐观：**2018 年全年，工业企业利润、工业企业收入、工业增加值三大指标同步下滑，一方面代表下游产品需求减弱，另一方面代表处于中游的工业企业利润空间被压缩。尽管长期来看有产能周期的驱动，但在 2018 年全年企业盈利水平下滑的环境下，2019 年工业企业固定资产投资需求预计将有所下滑。

**基建投资：资金缺位导致增速下滑，基建补短板有望托底回升**

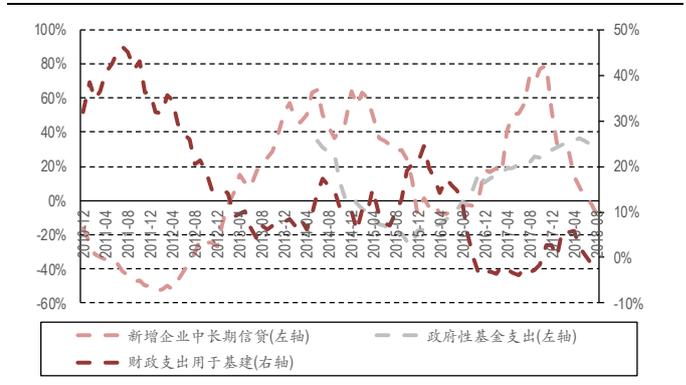
**资金缺位导致全年基建投资增速下滑：**金融业强监管环境下，非标与城投债等重要资金来源缺位，导致基建固投增速迅速下滑。2018 年全年，非标资金以及城投债等资金缺位，部分 PPP 项目叫停导致 PPP 到位资金下滑是导致基建投资增速下滑的重要原因。而地方政府土地成交收入下滑，新增信贷下滑等因素也导致了其他口径资金的下滑。

图表 7. 基建投资三大子版块增速均下滑



资料来源：万得及中银国际证券

图表 8. 主要资金来源紧张



资料来源：万得及中银国际证券

图表 9. “十三五”各地方政府交通运输领域规划投资额(单位: 亿元)

	铁路	公路	水运港口	机场民航	城轨交通	交通枢纽	管道	邮政	其他	总投资
华北	3,600	7,450	400	650		200				12,300
东北	1,359	2,823	564			51				4,797
华东	10,125	12,569	1,951	1,261	2,765	1,088	410	120	280	30,569
华中	3,900	11,010	320	400	1,500	150	300	120		17,700
华南	4,686	9,822	1,209	927	4,265	250	270	62		21,491
西南	3,500	17,348	540	1,140	2,760					25,288
西北	1,029	1,408	20	43		97				2,597
小计	28,199	62,430	5,004	4,421	11,290	1,836	980	302	280	114,742

资料来源: 交通部、各地方政府网站、中银国际证券

图表 10. “十三五”各地方政府交通运输领域规划投资额(单位: 亿元)

		2017	2018E	2019E	2018 年新增	2019 年新增
预算内资金		24,081.58	26,652.64	29,805.00	2,571.06	3,152.36
国内贷款		23,398.49	26,928.00	30,400.00	3,529.51	3,472.00
利用外资		459.85	750.00	1,000.00	290.15	250.00
	政府性基金					
	专项债	19,963.00	17,500.00	20,000.00	(2,463.00)	2,500.00
	其他	16,294.80	25,341.97	32,909.36	9,047.17	7,567.39
自筹资金	非标	27,506.49	(23,025.47)	(14,025.97)	(50,531.96)	8,999.49
	PPP	4,830.00	7,812.00	11,518.50	2,982.00	3,706.50
	城投债	5,302.00	2,500.00	4,000.00	(2,802.00)	1,500.00
	应付款、股权等	37,243.47	76,380.35	59,386.48	39,136.88	(16,993.87)
其他资金		14,005.57	14,160.51	15,406.63	154.94	1,246.12
预计完成额		173,085.26	175,000.00	190,400.00	1,914.74	15,400.00

资料来源: 交通部、各地方政府网站、中银国际证券测算

**当前基建增速较低, 基建补短板有望刺激投资增速反弹:** 从供给侧来看, 当前“基建补短板”稳步推行, 发改委项目审批力度不断加大, PPP 项目落地也开始加速。从资金供给面来看, 2019 年非标、PPP、专项债等渠道有望成为基建补短板资金来源的关键边际增量。据测算, 资金供给量全年有望提升 8%。从需求面的角度来看, 根据经济长期增长模型, 基建投资需求与人均基建存量资本有较强的相关关系, 参照当前中国发展水平, 内在需求增速应为 8%左右, 2019 年基建投资增速有望回升至 8%-10% 的区间内。

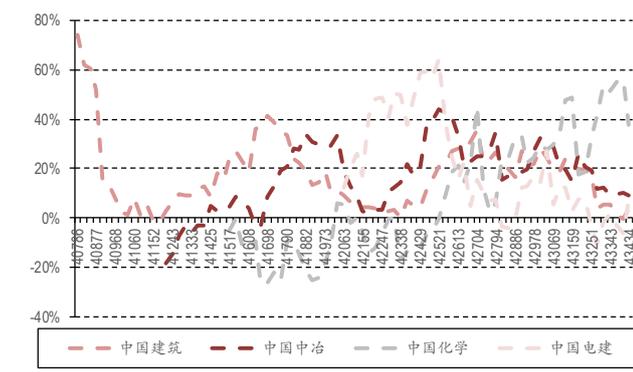
### 近期行业运行: 订单与竣工逐步回暖

#### 上市企业订单: 边际回升, 但尚未全面释放

**基建板块央企四季度新签订单订单总体有所改善:** 2018 年四季度, 中国铁建、中国中铁、中国电建、葛洲坝分别新签订单 6,928.16 亿元、7,408.60 亿元、819.40 亿元、759.25 亿元; 当季同比增速分别为 4.69%、12.45%、66.78%、66.68%。整体有所改善。我们依旧维持 2019 年度策略的判断, 建筑板块全年需求中基建板块将一枝独秀, 房屋建筑与工业建筑需求将有所回落。

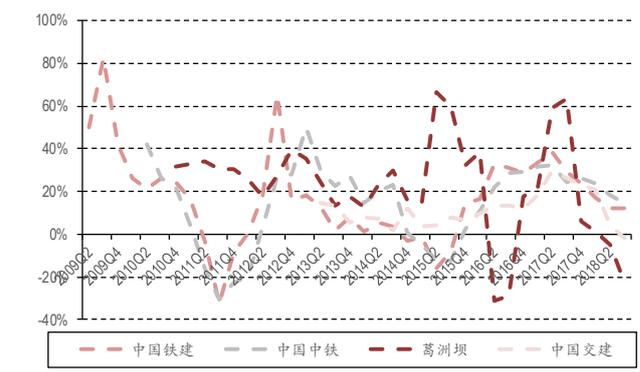
**建筑央企 2018 年四季度订单整体提升确定性较高:** 中国交建新签订单尚未公布, 按照往年增速水平, 根据已披露数据, 预计八大建筑央企四季度合计新签订单 2.86 万亿元, 当季同比 12.36%, 增速环比提升 12.02pct, 全年订单增速为 6.76%。全年订单增速 4% 并不算很高的增长目标, 八大央企四季度订单整体改善确定性较高。

图表 11. 中国建筑、中国中冶、中国化学、中国电建订单



资料来源：万得及中银国际证券

图表 12. 中国铁建、中国中铁、中国交建、葛洲坝订单



资料来源：万得及中银国际证券

**行业指标：竣工有所回升，订单与产值边际回暖**

**竣工增速 16 个月以来首度回正，未来竣工有望逐步回暖：**12 月份建筑行业新开工面积为 2.04 亿方，竣工面积为 2.67 亿方，当月同比增速分别为 20.45%、5.76%。开工增速继续保持高速增长，竣工增速 16 个月以来首度回正。根据历史上开工数据与竣工数据的关系，开工滞后 20 个月与竣工数据相关度最高，按照这个规律，2018 年四季度竣工增速回升在预期之中。我们认为未来竣工增速将逐步回暖，而开工增速由于房建储备项目逐步减少，未来将有所下滑。

图表 13. 建筑业开工竣工情况



资料来源：万得及中银国际证券

图表 14. 订单与产值有边际好转



资料来源：万得及中银国际证券

**四季度订单与产值增速均有所好转：**2018 年四季度行业新签订单总额 9.36 万亿元，行业总产值 8.28 万亿元；同比增速分别为 6.55% 与 10.81%，订单增速与产值增速相比三季度均有所改善。结合建筑行业央企订单以及上市公司订单数据来看，我们认为四季度建筑行业订单与业绩均有所好转，但尚未进入业绩释放时期。

## 2018 年上市公司业绩前瞻

### 总体情况：增速保持稳健，相比三季报小幅回落

**业绩预增公司较多，大部分预计利润增长稳健：**截至 2 月 28 日，建筑装饰板块共有 88 家公司发布 2018 年业绩预告或业绩快报。其中预计 59 家企业全年业绩同比增长，29 家企业全年业绩同比下滑。但看 2018 年四季度业绩，预计 33 家企业四季度业绩增速环比提升，55 家企业四季度业绩增速环比下滑。其中美丽生态、\*ST 罗顿、云投生态、弘高创意、\*ST 创兴、美丽生态预计全年亏损。59 家业绩增长企业中，有 33 家企业预计全年业绩增速在 0%-30% 的区间内。

**四季度大部分企业业绩增速下滑，订单边际好转效应尚未体现：**88 个公布业绩预告或业绩快报的公司中，预计四季度业绩增速环比下滑的企业共有 55 家，占比达到 62.5%。表明当前大多数建筑上市公司四季度经营状况在恶化，尽管宏观数据显示建筑行业订单情况已经有边际改善，但是当前订单增长仍未反映至四季度上市企业盈利中。

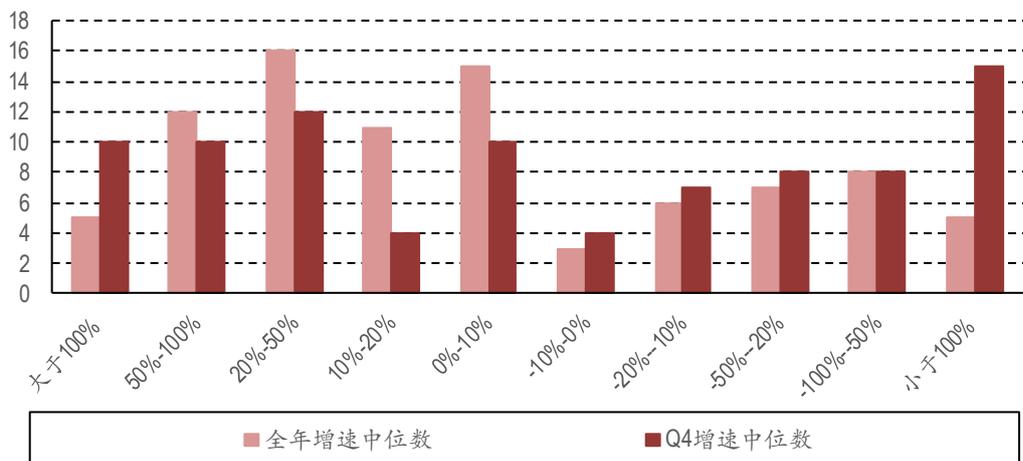
**预计房建板块带动建筑装饰业绩指标向好：**细分板块预计全年房屋建筑板块业绩最好，在房屋建筑板块的带动下，预计建筑板块上市公司全年利润增速约为 7.55%，其中四季度增速约为 9.70%，增速环比前三季度增加 2.67pct。

图表 15. 建筑板块预告业绩增速中值分布情况

	大于 100%	50%-100%	20%-50%	10%-20%	0%-10%	-10%-0%	-20%--10%	-50%--20%	-100%--50%	小于-100%
全年增速中位数	5	12	16	11	15	3	6	7	8	5
Q4 增速中位数	10	10	12	4	10	4	7	8	8	15

资料来源：万得、中银国际证券

图表 16. 建筑板块预告业绩增速中值分布情况



资料来源：万得、中银国际证券

图表 17. 建筑业上市公司业绩预告情况

代码	简称	预报类型	细分行业	利润下限(人民币, 百万)	利润上限(人民币, 百万)	增速下限(%)	增速上限(%)	2018Q4 增速 (%)	2018Q4 环比 (%)
000010.SZ	美丽生态	续亏	园林	(780.00)	(600.00)	26.51	43.47	53.63	1,666.80
000018.SZ	神州长城	首亏	海外	(1,450.00)	(1,300.00)	(481.49)	(442.02)	(4,511.43)	(4,417.64)
000055.SZ	方大集团	预增	工建	2,050.00	2,400.00	79.13	109.72	143.05	154.05
000065.SZ	北方国际		海外	595.03	595.03	19.18	19.18	1.67	(25.11)
000498.SZ	山东路桥		基建	668.34	668.34	16.02	16.02	92.65	107.28
000628.SZ	高新发展	预增	房建	50.00	60.00	104.94	145.93	10,454.36	10,497.40
002047.SZ	宝鹰股份	续盈	装修	296.69	296.69	(19.11)	(19.11)	(109.28)	(116.95)
002051.SZ	中工国际	续盈	海外	1,203.11	1,203.11	(18.93)	(18.93)	(58.17)	(68.24)
002060.SZ	粤水电	略增	基建	201.10	201.10	27.20	27.20	27.65	1.03
002061.SZ	浙江交科	略增	基建	1,217.50	1,217.50	9.93	9.93	(69.97)	(300.77)
002062.SZ	宏润建设	略增	基建	300.14	300.14	10.36	10.36	(11.58)	(32.29)
002081.SZ	金螳螂	略增	装修	2,134.33	2,134.33	11.25	11.25	14.25	4.01
002116.SZ	中国海诚	续盈	设计	209.01	209.01	4.15	4.15	(23.92)	(46.43)
002135.SZ	东南网架	预增	钢构	177.89	177.89	71.73	71.73	54.74	(20.62)
002140.SZ	东华科技	扭亏	工建	148.27	148.27	(334.84)	(334.84)	118.16	96.90
002178.SZ	延华智能	首亏	工建	(267.42)	(267.42)	(1,161.05)	(1,161.05)	(709.37)	(891.03)
002200.SZ	云投生态	续亏	园林	(246.58)	(246.58)	(39.04)	(39.04)	96.12	375.96
002307.SZ	北新路桥	续盈	基建	53.00	53.00	4.75	4.75	9.57	7.87
002310.SZ	东方园林	略减	园林	1,766.91	1,766.91	(18.87)	(18.87)	(39.62)	(52.15)
002325.SZ	洪涛股份	续盈	装修	144.59	144.59	5.39	5.39	90.66	86.28
002374.SZ	丽鹏股份	首亏	园林	(744.18)	(744.18)	(926.34)	(926.34)	(3,616.51)	(3,537.29)
002375.SZ	亚厦股份	略增	装修	369.48	369.48	3.30	3.30	2.79	(0.60)
002431.SZ	棕榈股份	预减	园林	51.32	51.32	(83.13)	(83.13)	(70.69)	21.02
002469.SZ	三维工程	略减	工建	39.99	39.99	(30.16)	(30.16)	(71.31)	(64.41)
002482.SZ	广田集团	略减	装修	385.49	385.49	(40.39)	(40.39)	(128.92)	(149.43)
002504.SZ	弘高创意	扭亏	装修	8.20	8.20	(105.52)	(105.52)	97.71	184.13
002541.SZ	鸿路钢构	预增	钢构	415.02	415.02	98.09	98.09	146.96	58.10
002542.SZ	中化岩土	略增	工建	233.59	233.59	(1.26)	(1.26)	(28.20)	(46.26)
002545.SZ	东方铁塔	预增	钢构	408.41	408.41	62.54	62.54	64.36	3.38
002586.SZ	国海股份	预增	基建	271.03	271.03	27.05	27.05	(43.36)	(239.52)
002620.SZ	瑞和股份	预增	装修	148.92	148.92	12.36	12.36	(19.61)	(42.31)
002628.SZ	成都路桥	略减	基建	13.46	22.43	(40.00)	0.00	(74.04)	(71.31)
002663.SZ	普邦股份	预减	园林	39.26	39.26	(74.15)	(74.15)	(568.32)	(574.75)
002713.SZ	东易日盛	略增	装修	261.37	261.37	20.13	20.13	0.94	(98.60)
002717.SZ	岭南股份	预增	园林	767.08	767.08	50.62	50.62	(4.72)	(92.50)
002743.SZ	富煌钢构	略增	钢构	81.91	81.91	16.62	16.62	7.09	(12.75)
002755.SZ	东方新星	预增	工建	668.40	668.40	5,994.65	5,994.65	16,519.38	16,478.88
002775.SZ	文科园林	略增	园林	251.65	251.65	3.06	3.06	(17.18)	(28.55)
002781.SZ	奇信股份	略增	装修	174.35	174.35	16.54	16.54	34.47	20.56
002789.SZ	建艺集团	略增	装修	98.90	98.90	8.14	8.14	3.42	(6.01)
002811.SZ	亚泰国际	略增	装修	117.05	117.05	8.62	8.62	(19.09)	(49.42)
002822.SZ	中装建设	略增	装修	168.47	168.47	4.80	4.80	(22.69)	(38.54)
002830.SZ	名雕股份	续盈	装修	44.04	44.04	(14.62)	(14.62)	(10.26)	11.51
002856.SZ	美芝股份	续盈	装修	27.55	27.55	(35.10)	(35.10)	(120.72)	(101.35)
002883.SZ	中设股份	略增	设计	56.68	56.68	15.46	15.46	15.07	(0.56)
002887.SZ	绿茵生态	续盈	园林	152.47	152.47	(14.51)	(14.51)	(17.69)	(4.33)
002941.SZ	新疆交建	预增	基建	368.57	368.57	49.96	49.96	(20.58)	(82.98)
002949.SZ	华阳国际		设计	126.11	126.11	24.69	24.69		
300197.SZ	铁汉生态	预减	园林	301.76	301.76	(60.14)	(60.14)	(120.95)	(100.23)
300237.SZ	美晨生态	略减	园林	371.56	371.56	(39.04)	(39.04)	(106.34)	(111.79)
300284.SZ	苏交科	略增	设计	606.77	606.77	30.81	30.81	51.18	31.02
300355.SZ	蒙草生态	预减	园林	207.63	207.63	(75.40)	(75.40)	(193.40)	(138.71)
300492.SZ	山鼎设计	略增	设计	26.57	26.57	28.87	28.87	2.72	(79.71)
300495.SZ	美尚生态	略增	园林	382.78	382.78	34.73	34.73	31.93	(5.22)

资料来源: 万得、中银国际证券

续图表 17. 建筑业上市公司业绩预告情况

代码	简称	预报类型	细分行业	利润下限(人民币, 百万)	利润上限(人民币, 百万)	增速下限(%)	增速上限(%)	2018Q4 增速 (%)	2018Q4 环比 (%)
300500.SZ	启迪设计	预增	设计	119.10	119.10	69.13	69.13	108.65	65.34
300506.SZ	名家汇	预增	装修	327.11	327.11	88.36	88.36	31.60	(83.88)
300517.SZ	海波重科	略增	钢构	25.71	25.71	(26.37)	(26.37)	(73.65)	(76.88)
300536.SZ	农尚环境	略增	园林	52.25	52.25	0.69	0.69	(10.46)	(14.16)
300592.SZ	华凯创意	预减	装修	18.44	18.44	(62.15)	(62.15)	(104.32)	(57.24)
300621.SZ	维业股份	续盈	装修	68.57	68.57	(12.96)	(12.96)	(130.26)	(160.26)
300635.SZ	达安股份	略增	工建	54.93	54.93	6.30	6.30	27.75	27.35
300649.SZ	杭州园林	预增	设计	52.29	52.29	50.50	50.50	28.54	(41.05)
300668.SZ	杰思设计	略增	设计	81.79	81.79	31.39	31.39	8.01	(33.31)
300675.SZ	建科院	略增	设计	34.19	34.19	0.60	0.60	(0.68)	(13.25)
300712.SZ	永福股份	续盈	基建	75.09	75.09	(2.43)	(2.43)	(1.63)	1.07
300732.SZ	设研院	略增	设计	301.58	301.58	30.98	30.98	15.59	(29.30)
300746.SZ	汉嘉设计	略增	设计	75.64	75.64	25.06	25.06	31.73	11.05
600133.SH	东湖高新	预减	基建	270.00	360.00	(71.00)	(61.00)	(32.49)	42.06
600170.SH	上海建工		房建	2,730.00	2,730.00	5.63	5.63	34.03	38.66
600193.SH	*ST 创兴	扭亏	装修	28.00	32.00	135.80	140.91	(73.77)	(189.96)
600209.SH	*ST 罗顿	扭亏	装修	7.00	10.50	115.35	123.02	259.34	275.17
600248.SH	延长化建	预增	工建	262.29	293.29	35.00	51.00	274.08	260.05
600284.SH	浦东建设		基建	452.89	452.89	21.95	21.95	54.74	55.96
600491.SH	龙元建设	预增	房建	910.00	970.00	50.04	59.93	58.05	5.11
600496.SH	精工钢构	预增	钢构	180.00	210.00	190.00	239.00	6,713.91	6,579.88
600512.SH	腾达建设	预减	基建	28.04	28.04	(89.00)	(89.00)	191.87	282.94
601068.SH	中铝国际	续盈	工建	0.00	0.00	0.00	0.00	(174.27)	(173.43)
601117.SH	中国化学	略增	工建	1,790.83	1,946.55	15.00	25.00	(8.24)	(34.02)
601226.SH	华电重工	预增	工建	54.99	58.39	46.00	55.00	(73.54)	(6,040.72)
601611.SH	中国核建	略增	基建	898.43	968.48	5.32	13.54	3.83	(9.36)
601668.SH	中国建筑	略增	房建	36,300.00	39,500.00	10.20	19.90	48.06	42.17
603017.SH	中衡设计		设计	165.86	165.86	10.18	10.18	21.31	15.46
603030.SH	全筑股份	预增	装修	255.00	275.00	54.77	66.91	19.18	(141.16)
603081.SH	大丰实业		装修	231.52	231.52	1.05	1.05	6.36	7.68
603357.SH	设计总院	预增	设计	404.37	462.14	40.00	60.00	(26.99)	(129.01)
603388.SH	元成股份	预增	园林	128.71	147.06	40.23	60.23	42.38	(13.13)
603778.SH	乾景园林	预减	园林	13.00	19.00	(85.50)	(78.81)	(105.99)	(63.93)
603959.SH	百利科技	预增	工建	145.00	170.00	34.00	57.00	33.21	(22.22)

资料来源: 万得、中银国际证券

### 分行业: 房建与工建表现较好, 园林板块下滑明显

**房建: 开工超预期带动行业业绩强势提升:** 在 2018 年房地产开工面积增速超预期的需求带动下, 房建板块业绩领跑建筑板块, 全行业 8 家上市公司 4 家披露业绩预告或业绩快报, 4 家全部业绩预增, 四季度业绩增速均有环比提升。板块全年业绩增速预计为 15.12%, 四季度业绩预计约环比提升 41.93pct。

**基建: 补短板尚未完全体现, 重点关注 2019 年启动情况:** 基建补短板尚未完全体现, 更多项目目前处于筹备设计阶段。公布业绩预告 13 家基建上市企业中, 9 家全年业绩预增, 7 家四季度业绩增速环比上升。从已公布上市公司的数据来算, 全行业全年业绩增速约为 -2.24%, 四季度增速环比下滑 31.66pct。数据波动较大, 主要原因是未考虑中国铁建、中国电建等基建大央企。

**装修: 四季度业绩有所下滑, 关注竣工启动带来需求改善:** 装修板块全年业绩平稳向好, 但四季度业绩有所下滑。全行业 27 家上市公司 21 家披露业绩预告或业绩快报, 14 家全年业绩预增, 7 家四季度业绩增速环比提升。全行业预计全年利润增速 10.94%, 其中四季度增速为 -8.49%, 环比下滑 26.72pct。后续建筑关注房屋竣工面积提升带来的装修行业需求。

**园林：板块全年业绩下滑，融资条件改善下或存增长机会：**2018 年全年资金趋紧的环境下，重资金高杠杆扩张的园林行业业绩全面下滑，16 家企业仅 6 家业绩预增，3 家四季度业绩环比仍有改善。全行业预计全年利润增速-42.71%，四季度增速下滑 100.25pct 至-117.57%。2019 年融资条件改善的环境下，园林板块业绩或有重新提升的机会。

**设计：全年业绩平稳，四季度业绩有将：**设计板块全年利润增速预计为 29.54%，其中四季度增速环比下滑 24.66pct 至 22.41%。13 家企业全年利润全部有增长，但仅 4 家企业四季度业绩环比有改善。我们认为在基建补短板推进的前提下，设计板块应该作为率先受益的板块，四季度业绩下滑说明当前部分基建投资项目投资尚未落到实处。

**钢构：业绩稳步增长，市场关注度较低：**钢构板块企业全年业绩保持稳健增长，预计全年业绩增速为 78.25%，四季度增速环比提升 13.12pct 至 87.82%。6 家披露业绩预告或业绩快报的企业中 5 家业绩同比增长，3 家四季度业绩利润增速环比改善。但由于当前市场关注焦点为基建而非装配式建筑，当前钢构板块市场关注度稍低。

**海外：业绩有所下滑，部分关键企业未披露：**从已公布业绩预告的 3 家公司来看，全行业 2018 年利润增速为-82.10%，四季度利润增速进一步下滑。仅 1 家公司利润同比增长。考虑到中钢国际和中材国际等重要海外工程企业尚未公布业绩预告，预计海外板块总体实际业绩将好于业绩预告公布情况。

图表 18.各细分行业业绩预告披露情况

	公司数量	披露数量	增速中值(%)	Q4 中值(%)	Q4 环比(%)	预增比例(%)	Q4 改善比例(%)
房建	8	4	15.12	47.67	41.93	100.00	100.00
基建	27	13	(2.24)	(20.79)	(31.66)	69.23	53.85
装修	24	21	10.94	(8.49)	(26.72)	66.67	33.33
园林	22	16	(42.71)	(117.57)	(100.25)	37.50	18.75
工建	16	12	40.39	71.66	51.78	58.33	41.67
设计	17	13	29.54	22.41	(24.66)	100.00	30.77
钢构	8	6	78.25	87.82	13.12	83.33	50.00
海外	5	3	(82.10)	(230.79)	(218.03)	33.33	0.00
合计	127	88	7.55	9.70	2.67	67.05	37.50

资料来源：万得、中银国际证券

图表 19.各类企业业绩预告披露情况

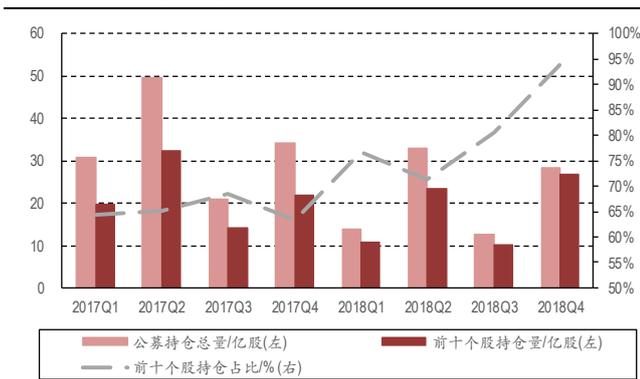
	公司数量	披露数量	增速中值(%)	Q4 中值(%)	Q4 环比(%)	预增比例(%)	Q4 改善比例(%)
央企	21	9	12.63	29.67	22.18	66.67	22.22
地方	25	14	8.34	17.66	13.90	85.71	71.43
民企	81	65	(5.33)	(28.94)	(35.98)	63.08	32.31
合计	127	88	7.55	9.70	2.67	67.05	37.50

资料来源：万得、中银国际证券

## 2018 年市场关注度变化

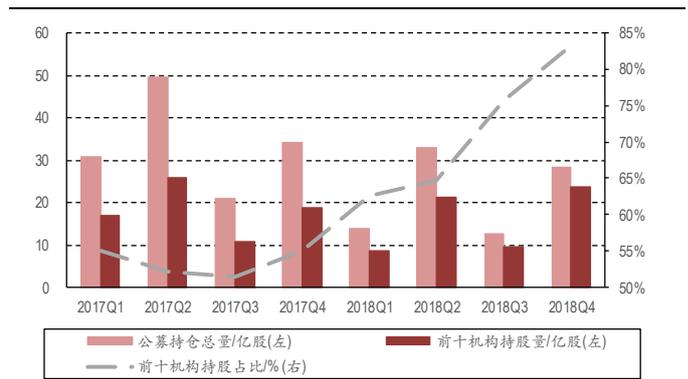
持股份额集中到少数机构以及市场关注度集中到少数个股是近期机构持股的主要趋势：2018 年三季度以来，随着基建补短板的推进，建筑行业市场关注度有所提升，机构（公募基金，下同）持股份额从 12.56 亿股提升到 28.41 亿股。持股份额集中到少数机构以及市场关注度集中到少数个股是近期机构持股的主要趋势。2018 年半年度以来，建筑板块排名前十重仓个股持股份额占比从 64.71% 提升到 83.20%；而排名前十的机构持股份额占比从 71.18% 提升到 93.99%。这一方面反映了机构头部化集中的趋势，另一方面也反映当前市场的主要关注度集中到以基建大央企为主的标的上。

图表 20. 主要个股持股量变化



资料来源：万得、中银国际证券

图表 21. 主要机构持仓量变化



资料来源：万得、中银国际证券

建筑大央企是机构主要持股对象，博时、华夏、易方达增持，汇添富、景顺长城、南方减持：四季度建筑板块公募基金主要重仓的个股是中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国电建、中国交建、中国中冶等建筑大央企；而重仓建筑行业的公募基金主要是博时、华夏、易方达、银华、光大保德信等大型公募。其中，四季度博时基金增持建筑板块 7.60 亿股，华夏基金、银华基金、光大保德信基金也有较大增持份额。汇添富基金、景顺长城基金、南方基金等均减持建筑板块。

图表 22. 2018Q4 建筑板块重仓个股与机构 (单位:万股)

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
重仓个股	中国建筑	中国中铁	中国中冶	中国电建	中国铁建	中国交建	苏交科	中铁工业	上海建工	葛洲坝
持股数量	66,701.02	58,486.03	47,734.46	33,093.12	31,839.05	14,733.69	4,217.41	3,946.12	3,257.08	2,983.28
重仓机构	博时基金	华夏基金	易方达基金	银华基金	光大保德信	安信基金	华安基金	工银瑞信	广发基金	南方基金
持股数量	99,011.24	76,851.58	13,098.01	11,559.39	9,189.26	6,605.57	6,588.27	5,207.93	4,770.46	3,460.11

资料来源：万得、中银国际证券

图表 23. 2018Q4 主要机构增减持情况 (单位:万股)

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
增仓机构	博时基金	华夏基金	银华基金	光大保德信	工银瑞信	安信基金	招商基金	海富通基金	中银基金	长城基金
增仓数量	75,959.20	58,325.37	9,463.24	8,200.45	4,736.45	4,574.24	2,732.40	2,518.81	2,275.67	1,937.65
减仓机构	汇添富基金	景顺长城	南方基金	华泰柏瑞	万家基金	鹏华基金	宝盈基金	中欧基金	大摩华鑫	富国基金
减仓数量	(8,923.31)	(4,213.28)	(3,725.79)	(3,234.39)	(1,369.26)	(1,355.44)	(536.80)	(524.80)	(485.82)	(341.34)

资料来源：万得、中银国际证券



**建筑大央企是主要增持对象，园林板块是主要减持对象：**2018 年四季度，中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国交建、中国电建、中国中冶六大建筑大央企同样是机构增持的主要对象，其中中国中铁 4 季度机构增持合计 5.32 亿股，中国中冶机构增持 4.47 亿股。而园林板块个股如东方园林、蒙草生态、铁汉生态、岭南股份等是机构主要减持对象，其中东方园林机构四季度减持 0.92 亿股，蒙草生态机构减持 0.36 亿股。

图表 24.2018Q4 主要个股增减持情况 (单位:万股)

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
增持个股	中国中铁	中国中冶	中国电建	中国建筑	中国铁建	中国交建	中铁工业	苏交科	浙江交科	中设集团
增仓数量	53,209.24	44,681.74	32,696.89	28,142.12	21,973.78	13,571.51	3,049.13	2,846.83	1,200.00	1,087.46
减持个股	葛洲坝	东方园林	上海建工	蒙草生态	中国化学	岭南股份	铁汉生态	中材国际	龙元建设	浦东建设
减仓数量	(11,803.46)	(9,218.72)	(5,423.96)	(3,600.67)	(3,012.25)	(2,581.88)	(2,399.75)	(1,725.27)	(1,014.86)	(852.71)

资料来源：万得、中银国际证券



## 2019 年建筑行业展望

**未来基建资金供应充足，预计可以满足 8%-10% 的基建增速需求：**预计未来 PPP 加速，2019 年将提供 1.15 万亿资金；非标监管放松预期下，2019 年资金规模有望少减 0.9 万亿元；专项债 2019 年发行额有望达到 2 万亿元。假设未来预算内资金，政府性基金以及国内贷款投向基建的比例保持不变，2019 年基建资金来源大概率可以满足 8%-10% 的增长速度。

**地产资金趋紧，等待政策边际改善：**当前地产信托利率提升、拿地下滑、新开工竣工背离反映房企资金趋紧。房地产终端由于居民部门现金下滑需求有限，投资端由于房企资金趋紧土地储备下降投资需求有限。地产投资供需两难，未来建议关注房地产竣工增速回升带来的后端建筑装饰需求以及基建地产周期协同，政策边际宽松预期。

**工业企业投资势头难以持续：**当前工业企业领跑固定资产投资，一是 2011 年工业产能集中投资后逐步进入产能更换周期，二是大宗价格高企上游盈利改善引发产能投资需求。短期来看制造业盈利下行是制约工业建筑需求的重要原因。此外，石油钢铁等大宗商品下调改变工业产业链利润分配，减少了上游企业投资；中下游由于需求不振盈利也未有改善。国内工建龙头中化与中冶订单下滑也反映工业建筑投资景气度逐步下降。



## 重点推荐

### 1. 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 2018-2020 年，公司营收分别为 7,354.60、8,016.51、8,577.67 亿元；归母净利润分别为 197.56、220.74、241.05 亿元；EPS 为 1.46、1.63、1.78。

### 2. 山东路桥

**推荐理由：**基建补短板以来，山东省内基建投资推进有所加速，政府储备项目有所增加。“十三五”省内规划新增高速公路投资超 2000 亿元，有望近期加速落地。而公司第一大股东为山东高速集团，第二大股东为齐鲁交通发展集团，股东背景深厚，在山东省内订单承接优势凸显。

**业绩预测：**预计 2018-2020 年，公司营收分别为 168.48、195.96、216.48 亿元；归母净利润分别为 5.76、7.03、8.27 亿元；EPS 为 0.52、0.63、0.74。

### 3. 四川路桥

**推荐理由：**公司控股股东为四川省铁路产业投资集团，实控人为四川国资委。背靠雄厚股东实力，公司在订单获取以及融资方面优势明显。近期公司可转债、短融券融资均有较大进展，资金相对充裕。资质方面，公司地处西南，是四川省内唯一拥有公路施工总包资质的企业。随着西部基建加速推进，特别是川藏铁路持续建设中，公司有望成为最大受益者。

**业绩预测：**预计 2018-2020 年，公司营收分别为 396.43、463.82、528.76 亿元；归母净利润分别为 13.79、16.64、20.94 亿元；EPS 为 0.38、0.46、0.58。

### 4. 苏交科

**推荐理由：**公司业绩增长保持稳健，2018 年前三季度营收 47.01 亿元，同增 15.83%；归母净利润 3.66 亿元，同增 20.16%；EPS 0.45，同增 18.42%。公司作为工程设计龙头，在基建补短板逐步落地的背景下，业绩有望率先受益增长。

**业绩预测：**预计 2018-2020 年，公司营收分别为 81.25、101.17、126.42 亿元；归母净利润分别为 5.85、7.11、8.40 亿元；EPS 为 0.72、0.88、1.04。

### 5. 金螳螂

**推荐理由：**受地产新开工与竣工持续背离影响，未来地产竣工增速回升概率较大，对住宅全装修需求增长较快，家装订单有望进一步增长。公司作为行业龙头，有全行业最充足的订单储备，业绩增长确定性最高。

**业绩预测：**预计 2018-2020 年，公司营收分别为 250.97、290.19、327.26 亿元；归母净利润分别为 21.34 亿元、26.80 亿元、32.84 亿元；EPS 为 0.80、1.00、1.23。



## 投资建议

**基建补短板铁路交运先行：**铁路建设领域参与者少，国家掌控能力较强，在外部环境不确定的情况下将率先释放需求。省一级基建龙头优势也相对明显。建议关注：**中国铁建、四川路桥、山东路桥。**

**设计板块有望充分受益：**基建补短板推进首先利好前端板块工程设计，建议关注工程设计龙头：**苏交科。**

**地产竣工释放预期利好后周期板块：**房屋开工与竣工面积持续背离导致施工积压，未来竣工面积有释放预期，利好后周期板块，建议关注家装公装双轮驱动的装修龙头：**金螳螂。**



## 风险提示

1. **基建资金到位情况不及预期**：地方政府债务高企，开展基础设施建设意愿与能力存在不确定性。非标监管放松，地方政府专项债发行额度增加只是市场预期。
2. **地产需求进一步下探**：居民现金余额进一步下滑，终端需求并不充足，即使地产政策放开，部分地区需求依然不振；而地产政策放开目前也仅仅是市场预期。
3. **工业企业利润下滑**：工业企业利润下滑，企业进行固定资产投资扩大再生产意愿不足，工业建筑板块需求存在不确定性。
4. **房屋竣工未有改善**：房企资金趋紧，尽管存在合同约定，不排除部分项目“力不从心”，未能竣工，相关产业需求难有改善。



附录图表 25. 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)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
002717.SZ	岭南股份	买入	8.44	86.46	0.50	0.96	17.0	8.8	4.12
603359.SH	东珠生态	买入	18.08	57.61	0.76	1.25	23.7	14.5	7.93
601117.SH	中国化学	买入	6.17	304.37	0.32	0.49	19.5	12.6	5.99
600477.SH	杭萧钢构	买入	4.29	76.82	0.43	0.48	10.0	8.9	1.73
000928.SZ	中钢国际	买入	4.97	62.46	0.33	0.46	15.0	10.8	3.68
601668.SH	中国建筑	增持	6.23	2,615.68	0.78	0.84	7.9	7.4	5.11
601186.SH	中国铁建	增持	11.55	1,528.04	1.18	1.46	9.8	7.9	10.61
002081.SZ	金螳螂	增持	10.80	289.05	0.72	0.80	15.1	13.5	4.80
002482.SZ	广田集团	增持	5.87	90.24	0.42	0.47	14.0	12.5	4.60
300197.SZ	铁汉生态	增持	4.43	100.98	0.33	0.49	13.3	9.0	2.79
300284.SZ	苏文科	增持	11.84	95.85	0.57	0.72	20.7	16.4	4.96
300495.SZ	美尚生态	增持	13.22	79.43	0.47	0.62	28.0	21.3	5.17
000498.SZ	山东路桥	增持	6.00	67.21	0.51	0.52	11.7	11.5	3.86
600039.SH	四川路桥	增持	3.73	134.67	0.29	0.38	12.7	9.9	3.67
601800.SH	中国交建	未有评级	12.49	1,785.97	1.27	1.38	9.8	9.0	10.46
601390.SH	中国中铁	未有评级	7.46	1,667.37	0.70	0.82	10.6	9.2	6.87
600068.SH	葛洲坝	未有评级	7.14	328.78	1.02	1.17	7.0	6.1	5.56
600502.SH	安徽水利	未有评级	4.21	72.46	0.45	0.53	9.3	7.9	3.83
002713.SZ	东易日盛	未有评级	17.45	45.84	0.83	1.30	21.1	13.4	4.03
002310.SZ	东方园林	未有评级	8.39	225.31	0.81	0.91	10.3	9.2	4.52
300355.SZ	蒙草生态	未有评级	4.72	75.72	0.53	0.74	9.0	6.4	2.36
603017.SH	中衡设计	未有评级	14.61	40.20	0.55	0.96	26.7	15.2	6.23

资料来源：万得及中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 3 月 1 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公开发表。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