

政策暖风频吹，推荐基建和房建产业链

——建筑行业3月动态报告

建筑行业

推荐 维持评级

核心观点

● 最新观点

(1) 从政策层面来看，国务院常会提出加大基建补短板力度。2018年10月31日，国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见（以下简称《意见》）指出，今年以来整体投资增速放缓，特别是基础设施投资增速回落较多，一些领域和项目存在较大投资缺口，亟需聚焦基础设施领域突出短板，确保经济运行在合理区间。基建板块获得政策的大力支持。其次，推进基建补短板需要资金支持，目前货币端和信用端均发生改善，尤其是地方政府平台的合理融资需求得到有效保障，《意见》严禁金融机构惜贷、抽贷、断贷，地方政府的合理融资需求得到政策支持，故基建投资有资金保障。再次，中美贸易战、固定资产投资增速下行等因素使得经济下行压力加大，政府对基建投资的可控性较强，基建是稳经济的抓手。

(2) 推荐基建，关注房建及后地产产业链。2019年2月，发改委发布了《2018年全国固定资产投资发展趋势监测报告及2019年投资形势展望》（以下简称《展望》）。《展望》预计2019年我国基建投资有望保持中速增长态势。随着基建投资增速的回升，基建板块的景气度提升。建议关注基建行业的投资机会。房地产投资和新开工景气度较高，房屋销售面积增速或筑底回升，建议关注房建行业及后地产产业链。

● 投资建议

基建投资回升将使作为基建主力军的基建央企和地方国企受益。个股方面施工端推荐：中国铁建（601186.SH）、中国中铁（601390.SH）、中国交建（601800.SH）、中国建筑（601668.SH）、葛洲坝（600068.SH）、中国电建（601669.SH）、隧道股份（600820.SH）、四川路桥（600039.SH）、山东路桥（000498.SZ）等。施工未启，设计先行。位于基建产业链前端的设计咨询将率先受益基建投资回升。设计端推荐苏交科（300284.SZ）、中设集团（603018.SH）等。2018年年初至今，房屋新开工面积增速持续高增长。建议关注房建行业及后地产产业链投资机会。个股建议关注中国建筑（601668.SH）、龙元建设（600491.SH）、上海建工（600170.SH）、金螳螂（002081.SZ）等。

● 核心组合

证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
601800.SH	中国交建	1.30%	9.00	1953.91
601390.SH	中国中铁	-1.22%	9.15	1653.93
601186.SH	中国铁建	0.96%	8.26	1501.90
601668.SH	中国建筑	-0.49%	7.35	2531.71

● 风险提示

1、固定资产投资下滑；2、应收账款回收不及预期；3、贸易磋商不及预期。

分析师

华立

☎: 021-20252650

✉: huali@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516080004

联系人

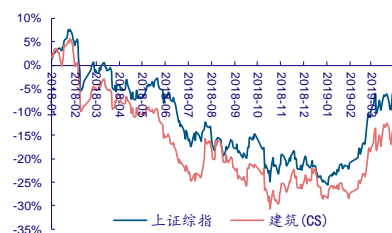
龙天光

☎: 021-20252646

✉: longtianguang_yj@chinastock.com.cn

行业数据

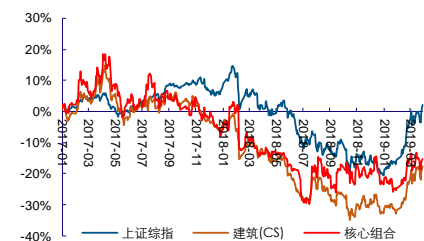
2019.03.31



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2019.03.31



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

目 录

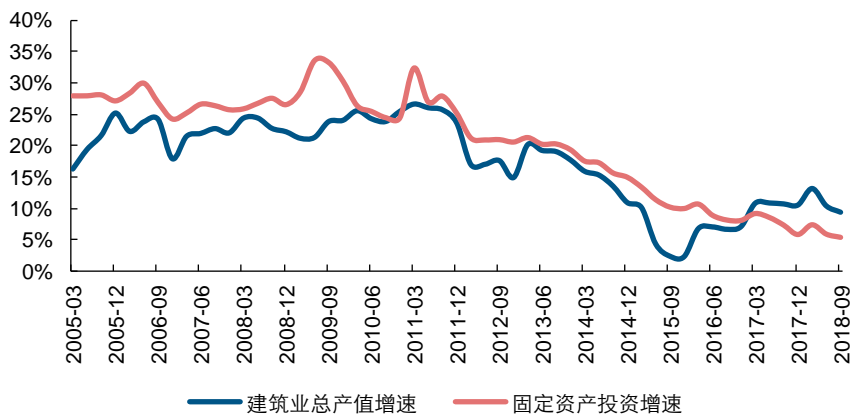
一、需求随固定资产投资增速放缓而减弱	2
(一) 建筑业是国民经济的支柱产业	2
(二) 建筑业需求减弱，大周期下行	2
(三) 建筑业发展“十三五”规划助力建筑业健康发展	4
(四) 建筑业业绩增速放缓	4
二、建筑行业属于成熟行业，子行业分化较大	6
(一) 建筑行业属于成熟行业	6
(二) 建筑行业波特五力分析	6
(三) 建筑行业杜邦分析	7
三、建筑业主要问题及建议	8
(一) 建筑业发展主要问题	8
(二) 建筑行业资产负债率较高，经营现金流较差	8
(三) 建筑行业回款较难	9
(四) 降杠杆和深化建筑体制改革较为迫切	10
四、推荐基建，关注房建	10
(一) 行业集中度提升	10
(二) 建筑行业估值处于合理水平	11
(三) 推荐政策持续催化的基建产业链	12
(四) 关注景气度较高的房建	13
(五) 重点公司估值一览	13
(六) 风险提示	13

一、需求随固定资产投资增速放缓而减弱

(一) 建筑业是国民经济的支柱产业

建筑业是专门从事土木工程、房屋建设和设备安装以及工程勘察设计工作的生产部门。建筑业还接纳了农村近 1/3 的富余劳动力就业，在解决“三农”问题上发挥着重要的作用。过去 20 年中国建筑业市场获得长足发展，建筑业总产值从 2007 年的 51043 亿元增长至 2018 年的 235086 亿元，复合增长率达到 14.89%。2018 年全年国内生产总值 900309 亿元，建筑业总产值与 GDP 的比值为 26.11%。建筑业产业关联度高，我国 50% 以上的固定资产投资要通过建筑业才能形成新的生产能力或使用价值，建筑业增加值约占国内生产总值的 7%，是很多产业赖以发展的基础性行业。

图 1：建筑业总产值增速和固定资产投资增速高度相关

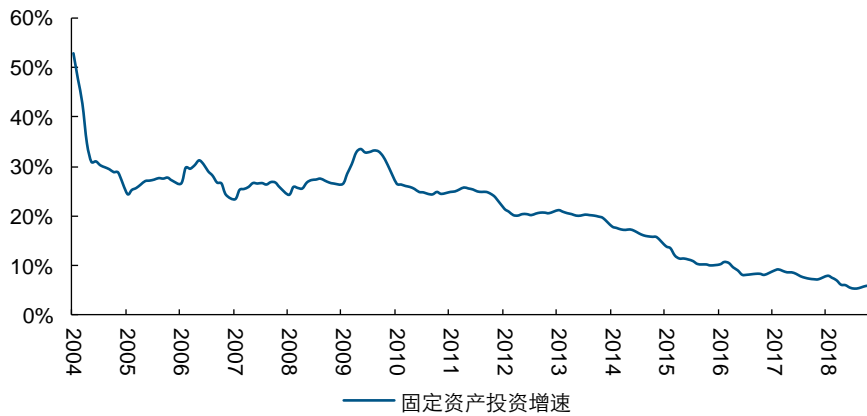


资料来源：国家统计局，Wind，中国建筑业协会，中国银河证券研究院

(二) 建筑业需求减弱，大周期下行

我国经济增长已由过去的高增长转变为新常态下的中高增长阶段，经济增速放缓将直接影响建筑业的需求。固定资产投资增速大趋势放缓，建筑行业的整体需求逐渐减弱，建筑业长期景气度向下。建筑业的子行业中，基建、房建、专业工程都是典型的投资拉动型行业，其需求分别受基础设施、房地产、相关制造业固定资产投资的波动影响。园林与装饰工程也是典型的投资拉动型行业，其需求受城镇化和房地产投资以及消费升级拉动较为显著。由于与主要的宏观经济指标固定资产投资高度相关，因此建筑行业景气波动体现出与宏观经济周期性波动的一致性。

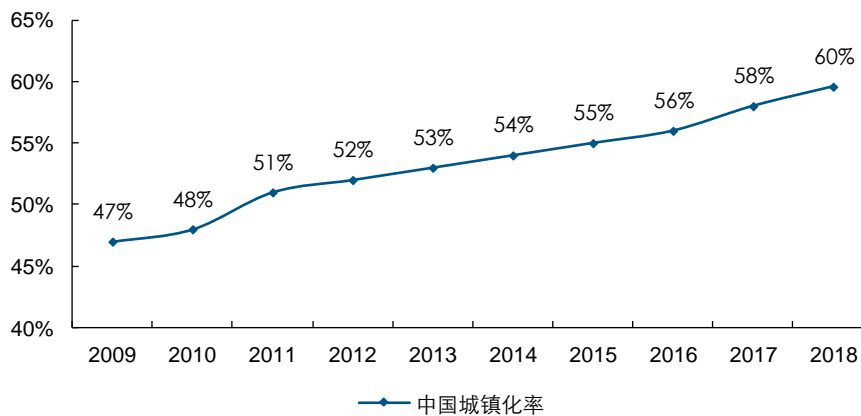
图 2：固定资产投资增速逐渐放缓



资料来源：国家统计局，Wind，中国建筑业协会，中国银河证券研究院

建筑业和城市化率及人口结构关联较大。日韩城市化率到达 70%以后建筑业进入拐点。2018 年我国城市化率为 59.58%，《新型城镇化规划》规划我国城市化率到 2020 年达到 60%左右，我国大中城市城市化率已经接近日本与韩国的拐点时期，预计我国城市化率在“十三五”期间增速将放缓，城市化率将迎来拐点。

图 3：中国城市化率或迎来拐点



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

我国 15-64 岁人口占比从 2010 年的 74.50%持续下降至 2018 年的 65.26%，65 岁以上人口占比从 2002 年的 7.30%上升至 2018 年的 11.90%，而且上升的速度加快，我国人口老龄化现象加剧。虽然我国二胎开放，然而新生儿成长为劳动人口尚需十余年。随着人口红利有所减弱，相应人工成本逐步上升，企业负担增加，特别是人工成本占比较大的建筑业受此影响较大。

图 4：15-64 岁人口占比降低

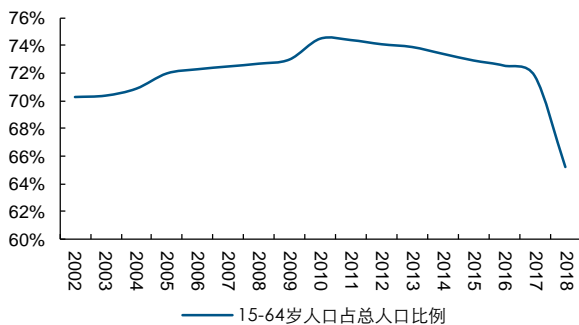
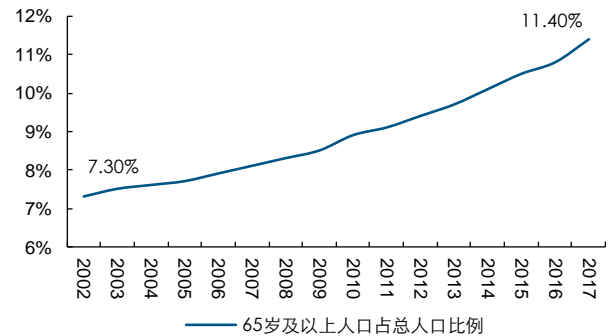


图 5：65 岁以上人口占比逐渐提高



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

总之，从 GDP 增速来看，我国经济整体增速放缓。从固定资产投资增速来看，2010 年至今固定资产投资增速整体放缓，建筑业需求减弱。第三，我国城镇化率有望迎来二次拐点，城镇化增速放缓。第四，我国人口老龄化问题日益突出，人口红利减弱，人工成本上升。

（三）建筑业发展“十三五”规划助力建筑业健康发展

2017 年 2 月，国务院办公厅印发《关于促进建筑业持续健康发展的意见》（以下简称《意见》）。《意见》总结了我国建筑业改革开放 30 多年来取得的经验与成就及当前存在的主要问题。提出了促进建筑业持续健康发展的要求和改革措施。2017 年 4 月，住房和城乡建设部印发《建筑业发展“十三五”规划》（以下简称《规划》），内容涵盖工程勘察设计、建筑施工等行业，以及政府对建筑市场、工程质量安全等方面的监督管理工作。

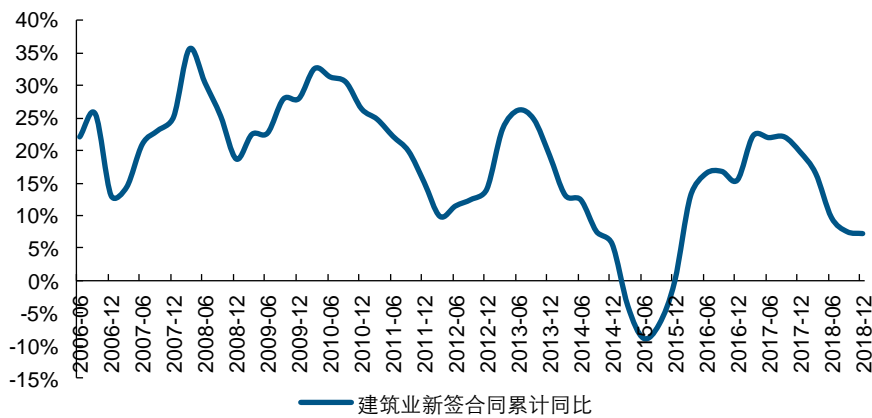
《规划》归纳了建筑业的发展成就：设计建造能力显著提高、科技创新和信息化建设成效明显、建筑节能减排取得新进展、行业人才队伍素质不断提高、国际市场开拓稳步增长和建筑业发展环境持续优化。

《规划》提出了建筑业发展的指导思想和基本原则，并提出了“十三五”期间建筑业发展的六大目标。市场规模目标主要包括建筑业总产值年均增长 7%、建筑业增加值年均增长 5.5%；工程勘察设计企业营业收入年均增长 7%；工程监理、造价咨询、招标代理等工程咨询服务企业营业收入年均增长 8%；建筑企业对外工程承包营业额年均增长 6%。《规划》提出了产业结构调整目标，主要包括促进大型企业做优做强，形成一批龙头企业。技术进步三大目标：一是现有技术水平领先的领域要保持，二是要推进以 BIM 为核心的信息化技术的开发应用，三是一级以上施工总承包企业技术研发投入占企业营业收入比重在“十二五”期末基础上提高 1 个百分点。我们认为建筑业发展“十三五”规划有望促进建筑业健康发展。

（四）建筑业业绩增速放缓

2007 年至今，建筑业总产值增速呈放缓趋势。一方面受宏观经济增速放缓影响，另一方面也随着固定资产投资增速放缓而放缓，此外也同城镇化率增速和人口结构相关。从新签订单来看，2017 年 9 月至 2018 年 12 月，建筑行业新签订单增速从 22% 降到了 7.16%。根据历史经验，建筑行业的业绩滞后新签订单 1-2 年。预计 2019 年建筑行业业绩增速将有所放缓。

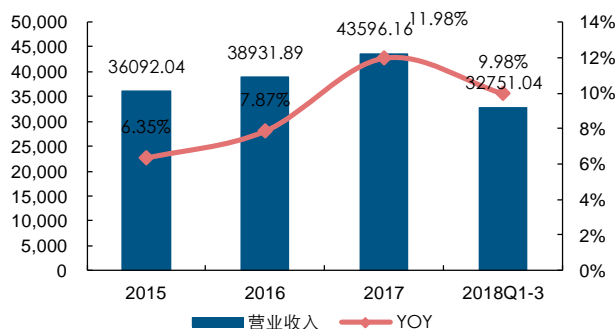
图 6: 建筑业新签合同额呈放缓趋势



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

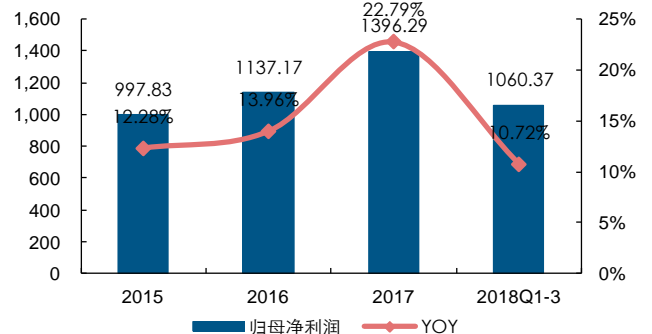
2018 年前三季度实现营业收入 3.28 万亿元, 同比增长 9.98%, 增速较去年同期降低 2.88pct。实现归母净利润 1060.37 亿元, 同比增长 10.72%, 增速较去年同期降低 6.76pct。

图 7: 建筑行业近年营业收入及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

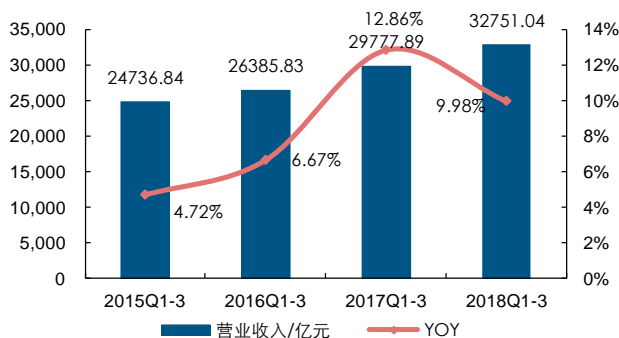
图 8: 建筑行业近年归母净利润及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

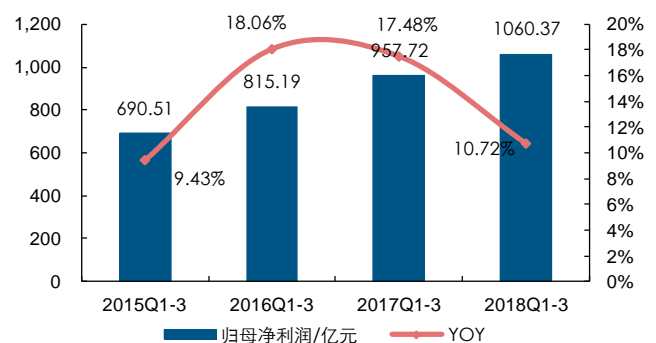
建筑行业 2018 年前三季度营业收入和归母净利润同比增速均有所放缓。我们认为主要受去杠杆、PPP 项目暂缓 and 退库、地方政府平台债务规范等因素影响。

图 9: 2018Q1-3 建筑行业营业收入增速放缓



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10: 2018Q1-3 建筑行业归母净利润增速放缓



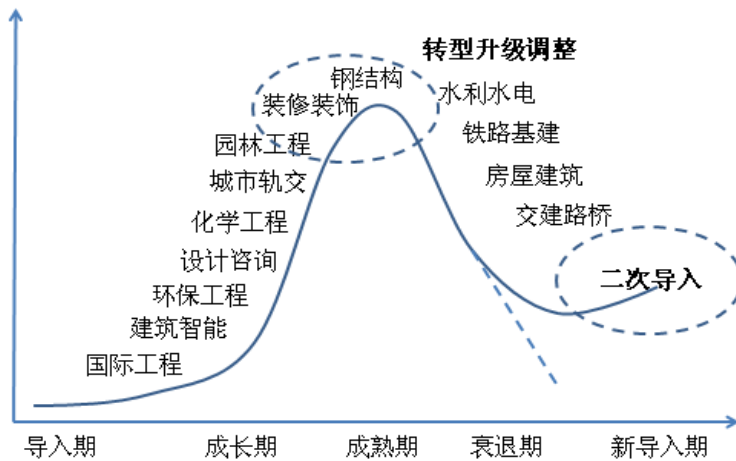
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、建筑行业属于成熟行业，子行业分化较大

（一）建筑行业属于成熟行业

我们以四阶段划分行业生命周期：导入期、成长期、成熟期、衰退期，建筑行业整体处于成熟阶段，但结构分化较大。不同子板块处于生命周期的不同阶段，这也为市场的结构性行情提供了基础。综合来看：（1）房建链条中的房屋建筑和钢结构已经处于成熟阶段，钢结构目前正处于积极转型绿色集成建筑的转型阶段；与房地产较密切的装修装饰和园林工程趋于成熟，也正积极谋求电商化合作；（2）基建链条中文建路桥趋于衰退，铁路基建和水利水电也已步入成熟，但城市轨交和核电建设是两个正在成长的细分行业；（3）工程领域，基于重化学工业转型去化，新型煤化工成为化学工程中的新兴行业；（4）综合领域，受益于国企走出去和智慧城市建设，国际工程、建筑智能、环保工程和设计咨询成为目前四个朝阳性综合产业。

图 11：建筑行业三级子行业所处生命和周期阶段



资料来源：证券投资分析，中国银河证券研究院

（二）建筑行业波特五力分析

波特五力模型是迈克尔·波特（Michael Porter）于 20 世纪 70 年代初提出。他认为行业中存在着决定竞争规模和程度的五种力量，这五种力量综合起来影响着产业的吸引力以及现有企业的竞争战略决策。五种力量分别为同行业内现有竞争者的竞争能力、潜在竞争者进入的能力、替代品的替代能力、供应商的讨价还价能力、购买者的讨价还价能力。

建筑行业供应方主要为上游原材料供应商，包括钢铁、水泥、沥青、铝合金等厂商，较为分散，相对供应商的地位，建筑企业属于买方市场，议价能力较强。购买方主要来自政府和企业，地方政府的价格敏感度较低，单个项目金额较大地域属性较强，建筑企业相对地方政府的议价能力较弱。建筑行业属于技术较为成熟的传统行业，建筑行业集中度较低，新进入者门槛较低，竞争对手较多，整个行业竞争较为激烈。建筑行业的替代者较少，建筑行业估值相对偏低，杠杆较高，其他行业很少进入建筑行业。

图 12：波特五力分析

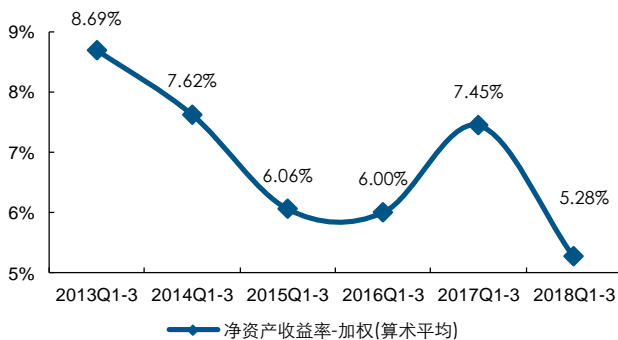


资料来源：MBA 智库，中国银河证券研究院

(三) 建筑行业杜邦分析

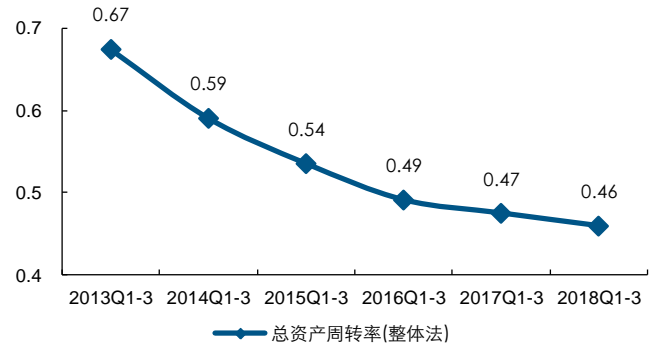
2018 年前三季度建筑行业 ROE 为 5.28%，同比降低 2.17pct，ROE 同比下降较为显著。总资产周转率为 0.46 次，同比降低 0.01 次，基本保持稳定。

图 13：2018 年前三季度建筑行业 ROE 同比下降



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

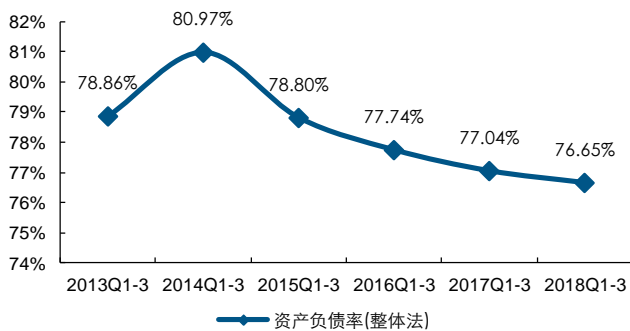
图 14：2018 年前三季度建筑行业总资产周转率同比下降



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

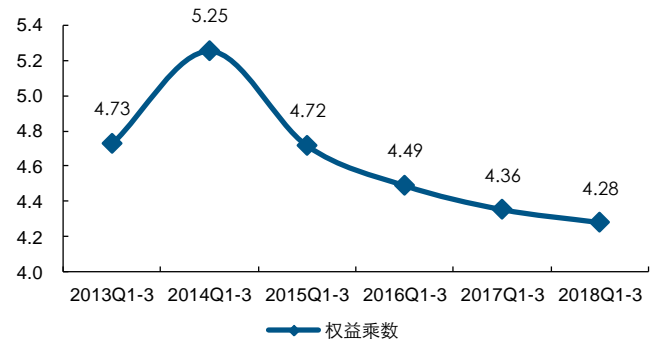
2018Q1-3 建筑行业资产负债率为 76.65%，同比降低 0.39pct。国资委要求建筑央企降低自身资产负债。权益乘数为 4.28，同比略微减小 0.08。根据杜邦分析，建筑行业净利率提升，总资产周转率和权益乘数的下降使 ROE 下降。

图 15: 2018 年前三季度建筑行业资产负债率同比有所下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 2018 年前三季度建筑行业权益乘数同比有所减小



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、建筑业主要问题及建议

(一) 建筑业发展主要问题

2017 年 4 月,住房和城乡建设部印发《建筑业发展“十三五”规划》归纳了建筑业发展的主要问题。包括工程建设组织方式落后,企业的核心竞争力不强,工人技能素质偏低和质量安全事故时有发生等。

表 1: 建筑业发展的主要问题

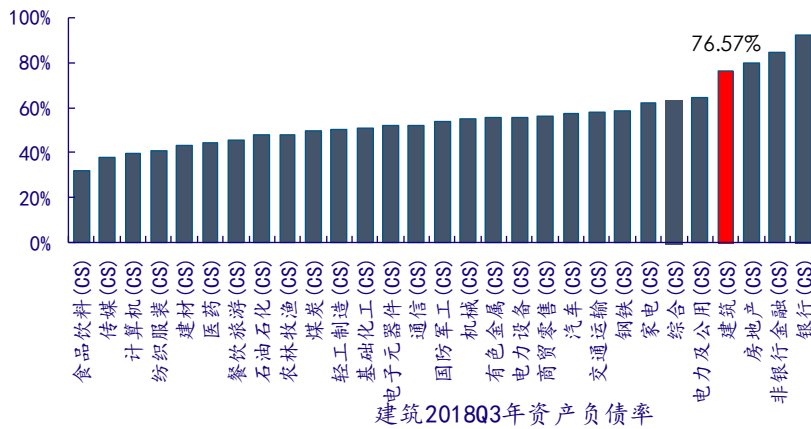
编号	建筑业发展主要问题
1	工程建设组织方式落后。工程咨询服务管理缺少整合,工程总承包推广缓慢,建设单位存在许多问题。
2	二是建筑企业核心竞争力不强。企业信息化水平低,技术创新能力和集约化程度不够。
3	三是工程质量安全事故时有发生。工程质量问题久治不愈,特重大安全事故时有发生,社会反响强烈。
4	四是工人技能素质偏低。劳务分包方式积弊甚深,用工体制机制不合理,企业只用人不培养人。
5	五是政府监管体制机制不健全。“放管服”不到位,重审批轻监管,带有计划经济色彩。
6	六是市场违法违规行为较多。转包挂靠、违法分包屡禁不止,工程款拖欠普遍存在,市场信用缺失,改革任务十分艰巨。

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 建筑行业资产负债率较高,经营现金流较差

从财务角度来看,建筑行业的资产负债率较高,截至 2018 年第三季度,建筑行业资产负债率为 76.57%,在中信 29 个行业中排在第四高,仅次于银行、非银和地产。建筑企业实施工程总承包项目时,需要垫付资金,所以行业杠杆率较高。

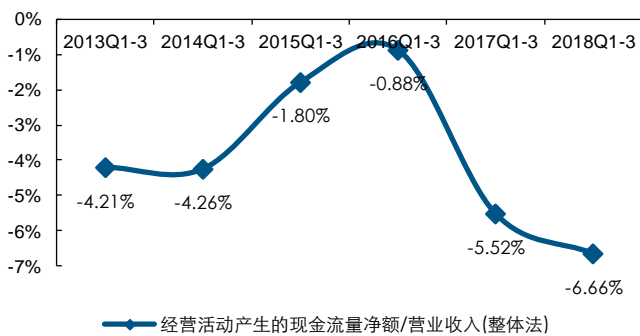
图 17: 建筑行业资产负债率较高



资料来源: 证券投资分析, 中国银河证券研究院

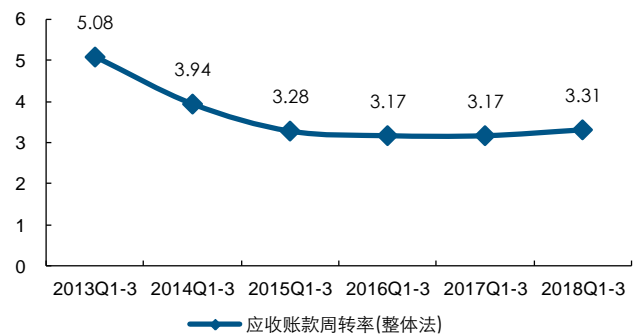
建筑行业经营性现金流较差, 2018 年前三季度建筑行业经营活动产生的现金流量净额/营业收入为-6.66%, 同比降低 1.14pct。2018 年前三季度建筑行业应收账款周转率为 3.31 次, 比去年同期提高 0.14 次, 应收账款周转率略有提高, 但长期趋势向下。

图 18: 建筑行业 2018Q1-3 经营活动产生的现金流量净额/营业收入持续下降



资料来源: Wind, 住房城乡建设部, 中国银河证券研究院

图 19: 建筑行业应收账款周转率呈下降趋势

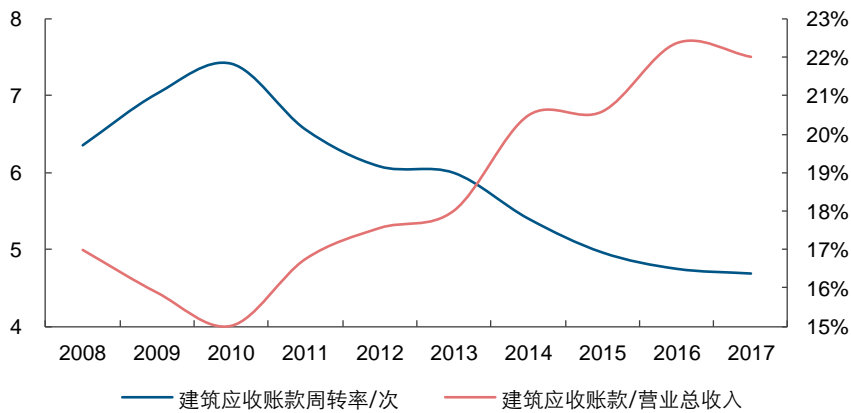


资料来源: Wind, 住房城乡建设部, 中国银河证券研究院

(三) 建筑行业回款较难

建筑行业应收账款占营业收入的比例呈上升趋势, 行业回款难问题凸显。

图 20：建筑行业应收账款占比上升



资料来源：证券投资分析，中国银河证券研究院

（四）降杠杆和深化建筑体制改革较为迫切

从财务角度来看，建筑行业资产负债率，应收账款的回款，经营性现金流等尚有较大的改善空间。《规划》提出了“十三五”时期九大任务。深化建筑业体制机制改革。改革承（发）包监管方式的重点在于改革招标投标制度。发展建筑产业工人队伍。深化建筑业“放管服”改革。提高工程质量安全水平。促进建筑业企业转型升级。积极开拓国际市场。我们认为深化建筑体制改革较为迫切，建筑行业国企较多，建筑国企规模占据主导地位。提升建筑企业的管理、效率和激励机制有望促进建筑行业健康发展。

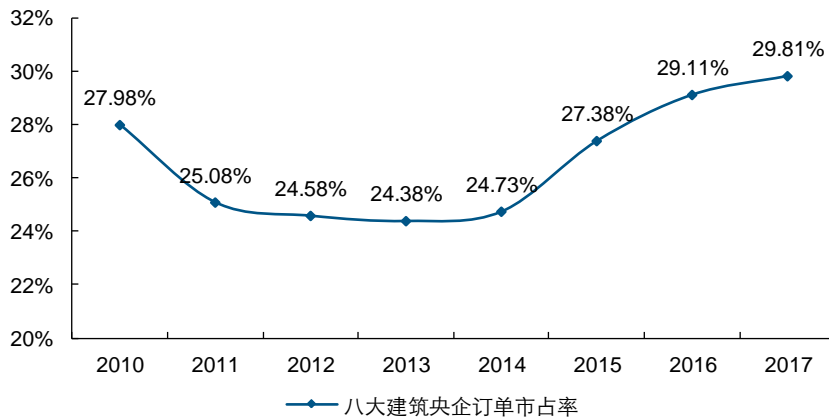
四、推荐基建，关注房建

地方融资平台的信用因过去数年的债务膨胀及引发的结果而发生改变，过去强刺激的信用基础随之发生了改变。国务院常会提出保持宏观政策稳定，坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，意味着投资不会有大规模的增长，此时信用和货币的改善较为关键。此外行业竞争格局优化、行业投资结构分化、细分领域景气周期反转向上等情况有望带来较好投资机会。

（一）行业集中度提升

2013 年以来，建筑行业龙头优势越来越明显，市场占有率逐步提高，行业集中度持续提升。八大建筑央企新签订单市场占有率从 2013 年的 24.38% 提升至 2017 年的 29.81%。随着固定资产投资增速放缓及资金成本提升，行业竞争越发激烈，龙头企业在资质、品牌、资金等方面竞争优势明显，行业集中度或将进一步提升。

图 21：八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升

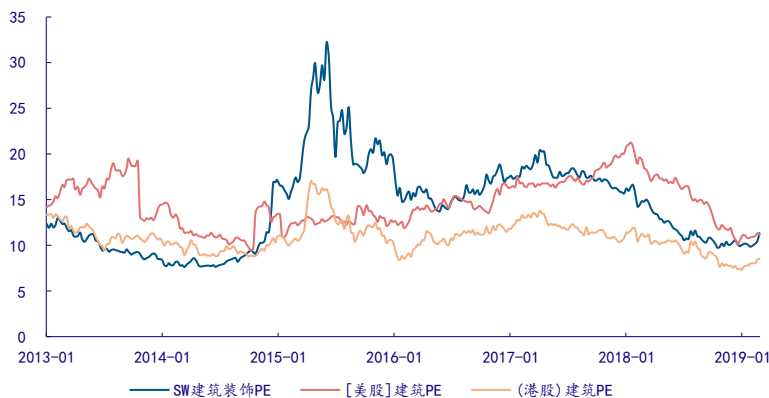


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）建筑行业估值处于合理水平

横向来看，目前我国建筑上市企业估值和国际成熟市场建筑行业估值水平相当，比港股建筑企业估值高。截至 2019 年 3 月 1 日，我国主要建筑企业的整体市盈率为 11.38 倍，美股主要建筑企业的市盈率为 11.14 倍，港股建筑企业的市盈率为 8.56 倍。纵向来看，目前我国建筑行业的市盈率处于历史中低位，尚有提升空间。

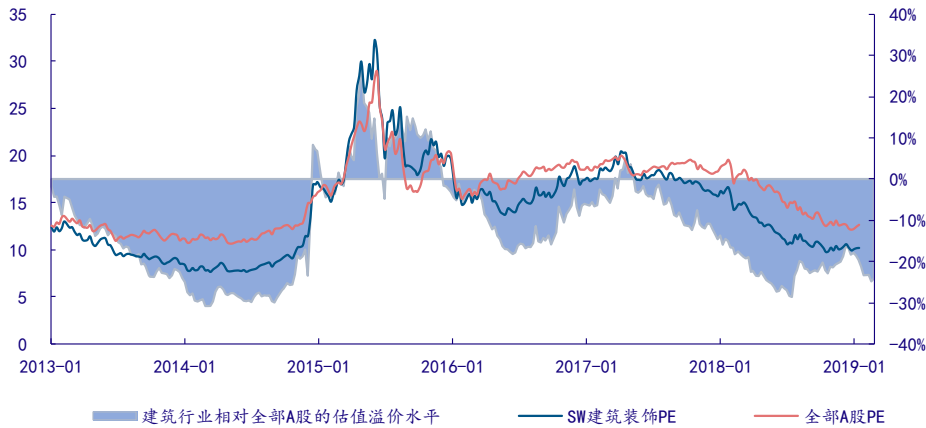
图 22：目前我国建筑企业的估值和美股建筑企业的估值相当，比港股建筑略高



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从估值溢价来看，目前建筑行业对全部 A 股的估值溢价水平为负值。纵向来看，建筑行业对全部 A 股的估值溢价大部分时间为负值。

图 23：建筑主要上市企业对全部 A 股的估值溢价



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）推荐政策持续催化的基建产业链

首先，从政策层面来看，国务院常会提出加大基建补短板力度。10月31日，国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见（以下简称《意见》）指出，今年以来整体投资增速放缓，特别是基础设施投资增速回落较多，一些领域和项目存在较大投资缺口，亟需聚焦基础设施领域突出短板，确保经济运行在合理区间。基建板块获得政策的大力支持。其次，推进基建补短板需要资金支持，目前货币端和信用端均发生改善，尤其是地方政府平台的合理融资需求得到有效保障，《意见》严禁金融机构惜贷、抽贷、断贷，地方政府的合理融资需求得到政策支持，故基建投资有资金保障。再次，中美贸易战、固定资产投资增速下行等因素使得经济下行压力加大，政府对基建投资的可控性较强，基建是稳经济的抓手。2019年2月26日，发改委发布了《2018年全国固定资产投资发展趋势监测报告及2019年投资形势展望》（以下简称《展望》）。《展望》预计2019年我国基建投资有望保持中速增长态势。综上，我们推荐基建产业链投资机会。

图 24：广义基建投资同比触底回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

基建投资回升将使作为基建主力军的基建央企和地方国企受益。个股方面施工端推荐：中国铁建(601186.SH)、中国中铁(601390.SH)、中国交建(601800.SH)、中国建筑(601668.SH)、葛洲坝(600068.SH)、中国电建(601669.SH)、隧道股份(600820.SH)、四川路桥(600039.SH)、山东路桥(000498.SZ)等。施工未启，设计先行。位于基建产业链前端的设计咨询将率先受益基建投资回升。设计端推荐苏交科(300284.SZ)、中设集团(603018.SH)等。

(四) 关注景气度较高的房建

2018年年初至今，房屋新开工面积增速持续高增长。1-12月份，房屋新开工面积同比增长17.2%，增速创2016年9月以来新高。房屋新开工面积高增长有望持续提升房建行业景气度，房屋销售面积增速有望触底回升，建议关注房建行业及后地产产业链投资机会。个股方面建议关注中国建筑(601668.SH)、龙元建设(600491.SH)、上海建工(600170.SH)、金螳螂(002081.SZ)等。

(五) 重点公司估值一览

建筑行业重点推荐上市公司估值如下表所示：

表 2：重点公司估值一览

证券代码	证券简称	EPS/ (元/股)		PE	
		2018	2019 (E)	2018	2019 (E)
601668.SH	中国建筑	0.89	0.98	7.13	6.45
601186.SH	中国铁建	1.32	1.61	8.23	7.26
601390.SH	中国中铁	0.75	0.92	9.28	7.88
601800.SH	中国交建	1.22	1.48	9.25	8.57
600068.SH	葛洲坝	1.01	1.16	6.25	5.01
601669.SH	中国电建	0.52	0.59	11.22	10.03
300284.SZ	苏交科	0.75	0.90	13.83	13.10
603018.SH	中设集团	1.26	1.66	13.80	12.65
002081.SZ	金螳螂	0.80	0.97	10.03	12.86

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(六) 风险提示

- 1、固定资产投资下滑；
- 2、应收账款回收不及预期；
- 3、贸易磋商不及预期。

插图目录

图 1: 建筑业总产值增速和固定资产投资增速高度相关	2
图 2: 固定资产投资增速逐渐放缓	3
图 3: 中国城市化率或迎来拐点	3
图 4: 15-64 岁人口占比降低	4
图 5: 65 岁以上人口占比逐渐提高	4
图 6: 建筑业新签合同额呈放缓趋势	5
图 7: 建筑行业近年营业收入及增速	5
图 8: 建筑行业近年归母净利润及增速	5
图 9: 2018Q1-3 建筑行业营业收入增速放缓	5
图 10: 2018Q1-3 建筑行业归母净利润增速放缓	5
图 11: 建筑行业三级子行业所处生命和周期阶段	6
图 12: 波特五力分析	7
图 13: 2018 年前三季度建筑行业 ROE 同比下降	7
图 14: 2018 年前三季度建筑行业总资产周转率同比下降	7
图 15: 2018 年前三季度建筑行业资产负债率同比有所下降	8
图 16: 2018 年前三季度建筑行业权益乘数同比有所减小	8
图 17: 建筑行业资产负债率较高	9
图 18: 建筑行业 2018Q1-3 经营活动产生的现金流量净额/营业收入持续下降	9
图 19: 建筑行业应收账款周转率呈下降趋势	9
图 20: 建筑行业应收账款占比上升	10
图 21: 八大建筑央企新签合同市占率逐渐提升	11
图 22: 目前我国建筑企业的估值和美股建筑企业的估值相当, 比港股建筑略高	11
图 23: 建筑主要上市企业对全部 A 股的估值溢价	12
图 24: 广义基建投资同比触底回升	12

表格目录

表 1: 建筑业发展的主要问题	8
表 2: 重点公司估值一览	13

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

华立，银河证券行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn