

## 行业研究

## 建筑央企资产安全性较高，比价优势逐步显现

## ——建筑装饰行业建筑央企专题报告之一

## 要点

## 建筑央企主要资产结构及减值准备相关比重：

从报表特征观察，2021年H1建筑央企资产主要有：货币资金及交易性金融资产（中位数比重9.98%）、应收票据及应收账款（中位数比重10.08%）、存货（中位数比重15.40%）、合同资产（中位数比重10.84%）、长期股权投资（中位数比重5.10%）、无形资产（中位数比重6.43%）、其他非流动资产（中位数比重6.02%）等。

截至2021年H1，减值准备占央企总资产比重的中位数为2.04%；其中，应收账款坏账准备占总减值准备的比重的中位数为41.56%，其他应收账款坏账准备占比的中位数为22.21%，合同资产减值准备、存货跌价准备、长期应收款坏账准备占比的中位数分别为7.12%、5.79%、5.37%。

## 纵向比较，建筑央企主要减值准备规模处于历史高位，风险计提较为充分：

8家建筑央企存货跌价准备及合同资产减值准备占存货及合同资产的比重自2016-2017年起均有不同程度提升，比重的均值由2011年H1的0.39%提升至2021年H1的1.74%，风险计提相对充分。8家建筑央企应收账款坏账准备、其他应收账款坏账准备及长期应收款坏账准备之和与应收账款、其他应收账款及长期应收款之和的比重均呈上升态势，比重的均值由2011年H1的3.48%提升至2021年H1的8.91%。

## 横向比较，建筑央企风险计提较产业相关企业更为充分，应收账款周转更快：

8家建筑央企存货跌价准备占存货的比重整体呈上升趋势，比重均值由2014年的0.70%提升至2021年H1的1.60%；4家核心地产开发商存货跌价准备占存货的比重呈下降趋势，比例均值由2014年的0.60%降至2021年H1的0.53%。2020年8家建筑央企应收账款周转率均值达7.43次，高于部分相关产业链中游头部企业。各建筑央企的应收账款坏账准备计提比重逐年升高，且整体高于中游龙头公司，比重均值由2011年H1的4.04%提升至2021年H1的11.08%，比重均值及提升幅度均高于中游龙头公司。

## 极端情景下，建设工程款的偿付优先级高于抵押权和其他债权，推论建筑央企资产相对安全：

关于抵押权与建设工程价款优先权的顺位问题，最高人民法院《关于建设工程价款优先受偿权问题的批复》（法释【2002】16号）第一条规定：人民法院在审理房地产纠纷案件和办理执行案件中，应当依照《中华人民共和国合同法》第二百八十六条的规定，认定建设工程的承包人的优先受偿权优于抵押权和其他债权。

**投资建议：**建筑央企资产风险计提较为充分，优于地产企业，也优于中游龙头企业。从已有案例观察，极端情景下建设工程款的偿付优先级较高，也意味着建筑央企相关资产相对安全。现阶段主要建筑企业PB仍在1x附近，板块价值存在重估机会。建议关注中国铁建（A股，PB为0.6X）、中国交建（A股，PB为0.7X）、中国建筑（A股，PB为0.7X）、中国中铁（A股，PB为0.7X）、中国能源建设（H股，PB为0.7X）、中国电建（A股，PB为1.3X）、中国中冶（A股，PB为1.4X）、中国化学（A股，PB为2.2X）。（PB为截至2021年9月15日收盘数据）

**风险分析：**基建投资增速下滑风险，房屋建设需求下滑风险，新签订单放缓风险，疫情影响超预期风险，地产销售快速下滑风险。

建筑和工程  
买入（维持）

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

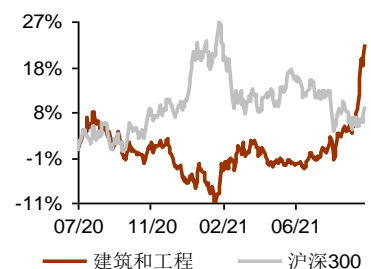
fengmq@ebsecn.com

联系人：高鑫

021-52523872

xingao@ebsecn.com

## 行业与沪深300指数对比图



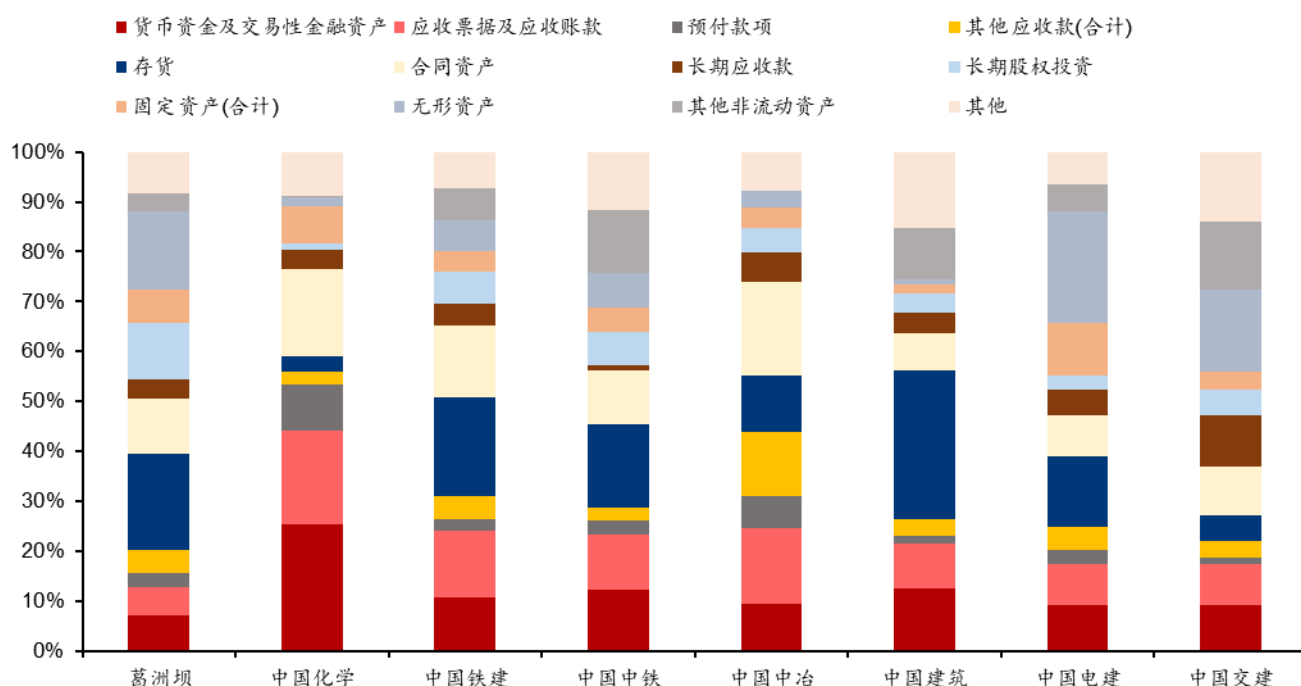
资料来源：Wind

## 相关研报

## 1、纵向比较，建筑央企减值准备处高位

从报表特征观察，2021年H1建筑央企资产主要有货币资金及交易性金融资产（中位数比重9.98%）、应收票据及应收账款（中位数比重10.08%）、其他应收账款（合计）<sup>1</sup>（中位数比重3.91%）、存货（中位数比重15.40%）、合同资产（中位数比重10.84%）、长期应收款（中位数比重4.30%）、长期股权投资（中位数比重5.10%）、固定资产（合计）<sup>2</sup>（中位数比重4.62%）、无形资产（中位数比重6.43%）、其他非流动资产（中位数比重6.02%）等。

图1：2021年H1建筑央企资产结构占比



资料来源：Wind，各公司2021年半年报，光大证券研究所

注：其他应收款合计指：应收股利+应收利息+其他应收款；固定资产合计指：固定资产+固定资产清理

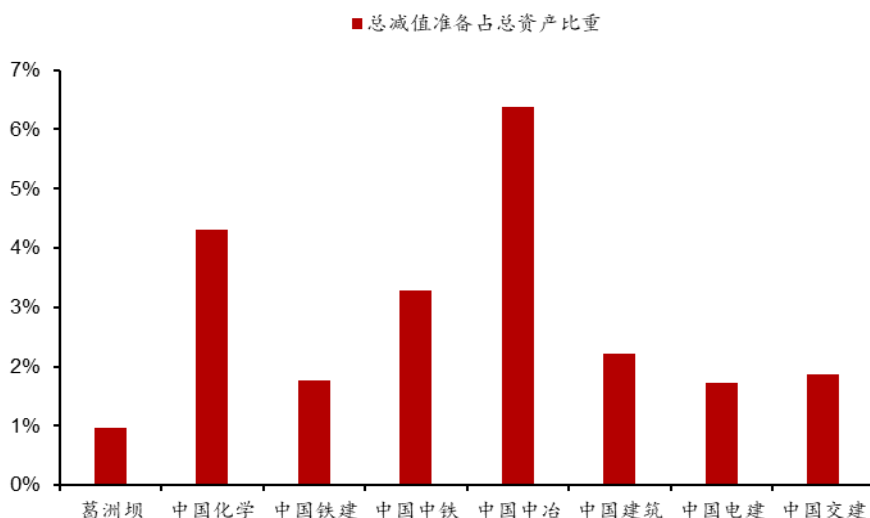
截至2021年H1，减值准备<sup>3</sup>占央企总资产的比重中位数为2.04%；其中，应收账款坏账准备占总减值准备的比重中位数为41.56%，其他应收账款坏账准备占比的中位数为22.21%，合同资产减值准备、存货跌价准备、长期应收款坏账准备占比的中位数分别为7.12%、5.79%、5.37%。

<sup>1</sup> 其他应收款合计指：应收股利+应收利息+其他应收款。

<sup>2</sup> 固定资产合计指：固定资产+固定资产清理。

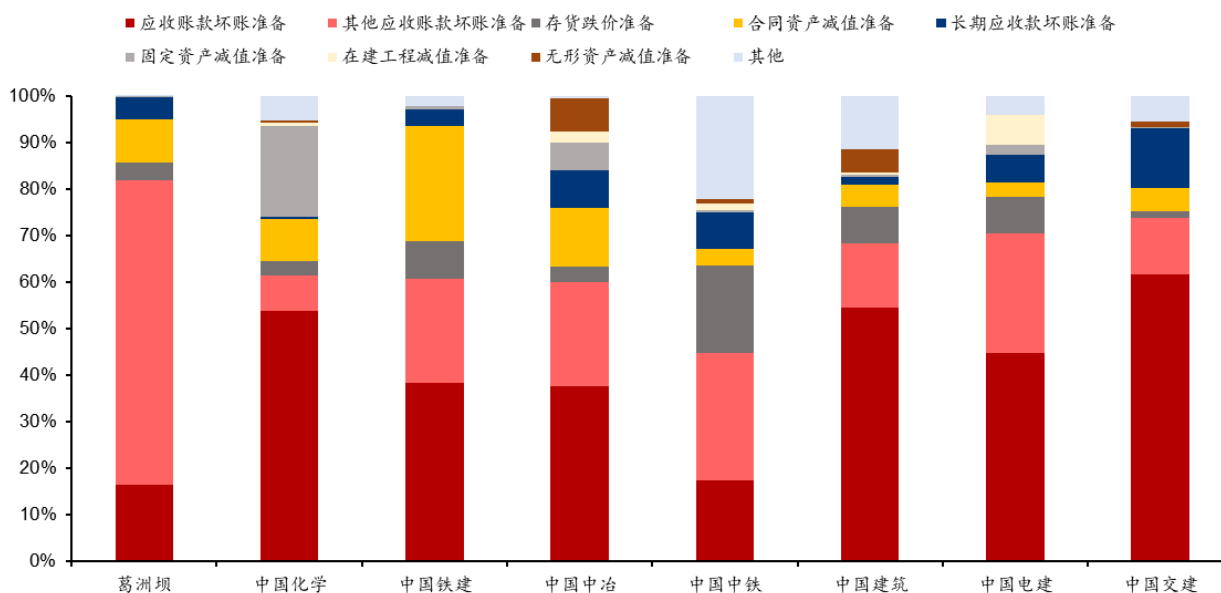
<sup>3</sup> 这里的减值准备涵盖：应收账款坏账准备、其他应收账款坏账准备、存货跌价准备、合同资产减值准备、长期应收款坏账准备、固定资产减值准备、在建工程减值准备、无形资产减值准备、应收票据坏账准备、预付账款减值准备、债权投资信用损失准备、长期股权投资减值准备、投资性房地产减值准备、商誉减值准备、其他流动资产减值准备、其他非流动资产减值准备。

图 2：2021 年 H1 建筑央企总减值准备占总资产的比重



资料来源：Wind，各公司 2021 年半年报，光大证券研究所

图 3：2021 年 H1 建筑央企减值准备结构占比

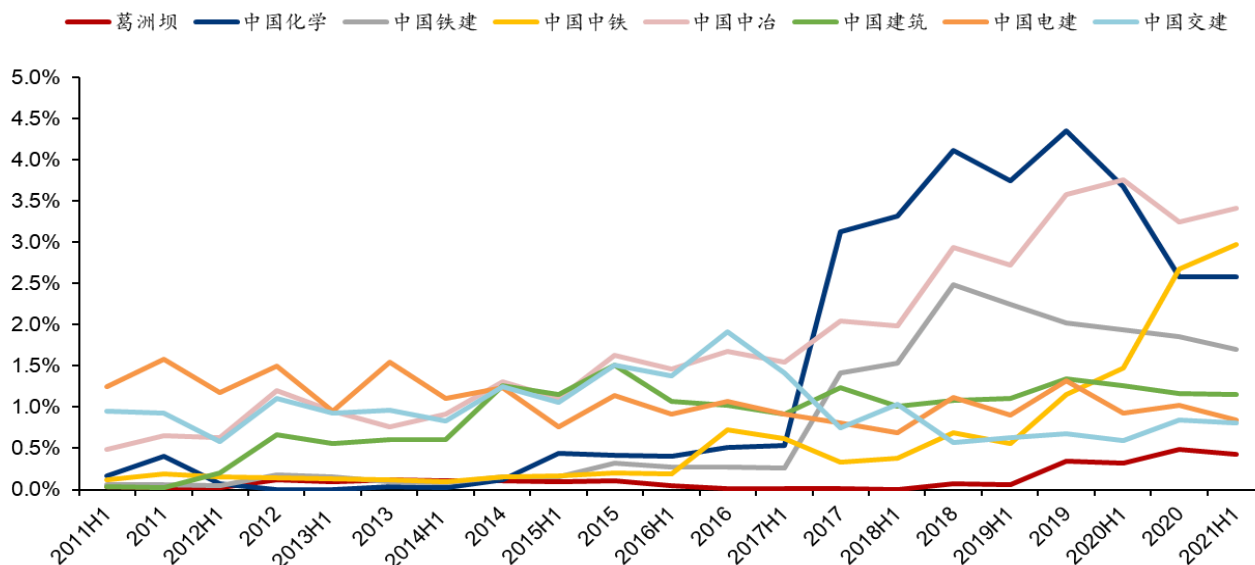


资料来源：Wind，各公司 2021 年半年报，光大证券研究所

**纵向比较，8 家建筑央企的存货及合同资产的减值风险计提充分**

近几年 8 家建筑央企的存货及合同资产的减值风险计提充分。8 家建筑央企存货跌价准备及合同资产减值准备占存货及合同资产的比重自 2016-2017 年起均有不同程度提升，整体呈上升态势，其中中国化学、中国中冶、中国中铁及中国铁建的提升幅度较大，分别由 2017 年 H1 的 0.54%、1.55%、0.61%及 0.26%提升 3.82pcts、2.21pcts、2.36pcts 及 2.22pcts 至各自近三年的最高点 4.36%、3.76%、2.97%及 2.48%。8 家建筑央企的比重均值也由 2011 年 H1 的 0.39%提升至 2021 年 H1 的 1.74%，主要建筑企业已相对充分计提风险。

图 4：近几年建筑央企存货跌价准备及合同资产减值准备占存货及合同资产的比重整体呈上升态势

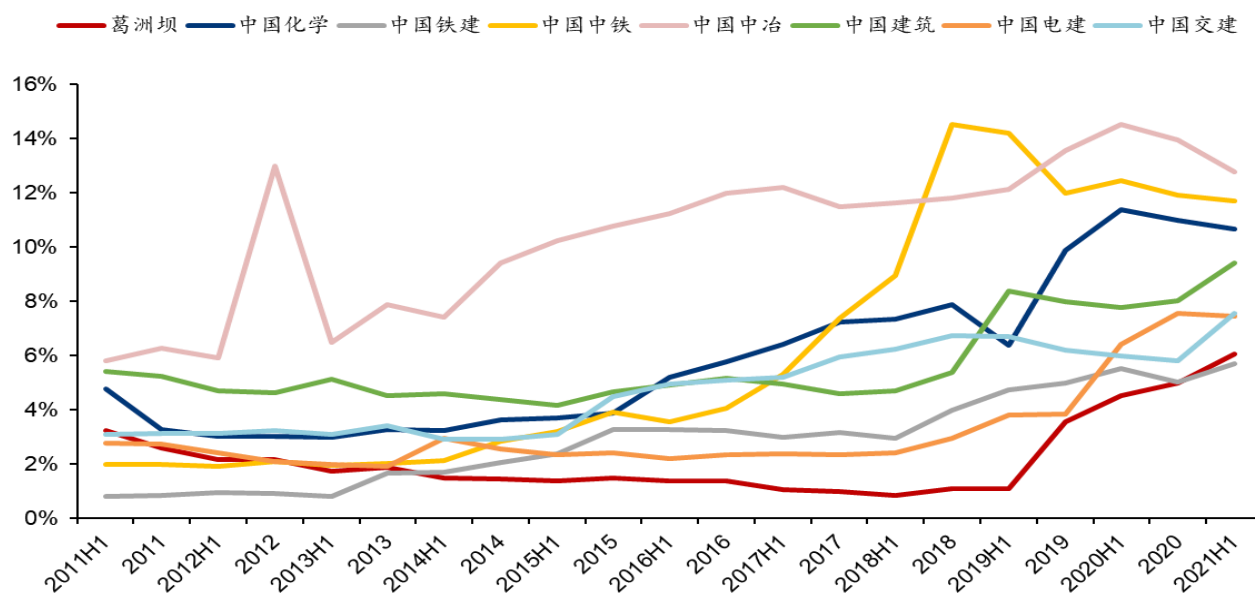


资料来源：Wind，各公司年报、半年报，光大证券研究所

### 建筑央企信用减值准备占比整体提升幅度较大

近几年 8 家建筑央企不仅在存货及合同资产等方面较为充分计提了减值风险，在信用减值方面的风险准备也逐步提升，应收账款坏账准备、其他应收账款坏账准备及长期应收账款坏账准备之和与应收账款、其他应收账款及长期应收账款之和的比重均呈上升态势，比重均值由 2011 年 H1 的 3.48% 提升至 2021 年 H1 的 8.91%，整体有较大幅度提升，减值准备较为充分。

图 5：近几年建筑央企信用减值准备占比整体提升幅度较大

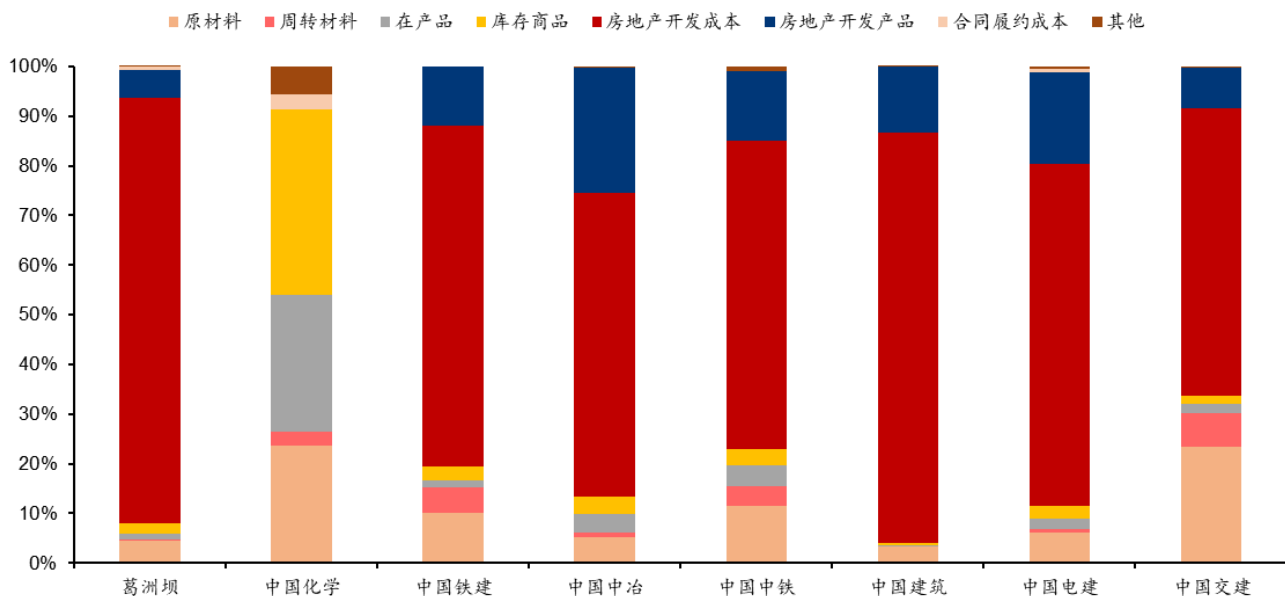


资料来源：Wind，各公司年报、半年报，光大证券研究所

## 2、横向比较：跌价准备高于地产商

建筑央企存货主要为房地产相关产品，属性与房地产开发企业存货类似。截至2021年H1，8家建筑央企的存货中，有7家的房地产开发成本及房地产开发产品等房地产相关产品占其总存货比重达60%以上，其中有5家比重为80%以上，建筑央企存货的属性与房地产开发企业存货类似。

图6：2021年H1建筑央企存货结构中房地产相关产品占比高



资料来源：Wind，各公司2021年半年报，光大证券研究所

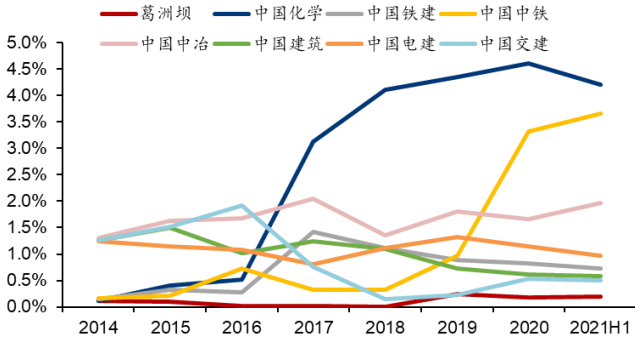
建筑央企整体存货跌价准备占比高于核心地产开发商，风险准备计提更为充分。8家建筑央企存货跌价准备占存货的比重整体呈上升趋势，比重均值由2014年的0.70%提升至2021年H1的1.60%，其中中国化学、中国中铁提升幅度较大，分别由2014年的0.12%、0.16%升至2021年H1的4.20%、3.66%。

相较而言，4家核心地产开发商存货跌价准备占存货的比重整体呈下降趋势，比重均值由2014年的0.60%降至2021年H1的0.53%，其中金地集团下降幅度较大，由2014年的1.28%降至2021年H1的0.38%。

综合来看，建筑央企整体存货的风险准备计提较核心地产开发商更为充分：一方面前者整体存货跌价准备占比呈上升趋势优于后者的下降趋势；另一方面，前者比重均值的低位数值(2014年0.70%)也高于后者的高位数值(2014年0.60%)。

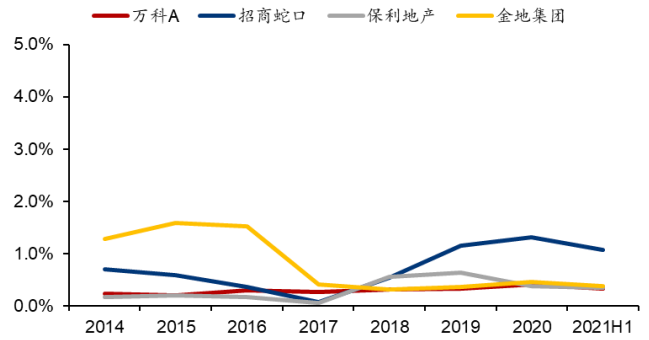
以中国中铁为例，其在2020年计提存货跌价损失53.2亿元，较2019年的14.3亿元大幅增长了272%，增加了约38.9亿元的存货跌价损失。

图 7：8 家建筑央企存货跌价准备占存货的比重



资料来源：Wind，各公司年报，光大证券研究所

图 8：4 家核心地产开发商存货跌价准备占存货的比重



资料来源：Wind，各公司年报，光大证券研究所

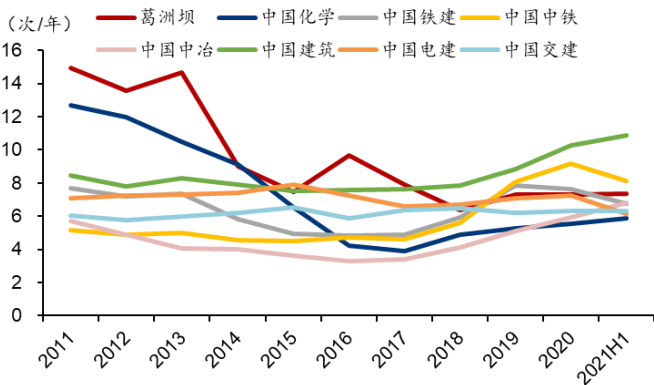
### 3、横向比较：应收账款周转及减值准备，优于其他中游企业

建筑央企主要应收账款来源于地产开发商或政府部门及城投平台。我们选取类似客户结构的中游龙头企业与其进行比较，具有代表性的龙头公司为东方雨虹（建材）及中国中车（机械）。

#### 建筑央企应收账款周转率较高

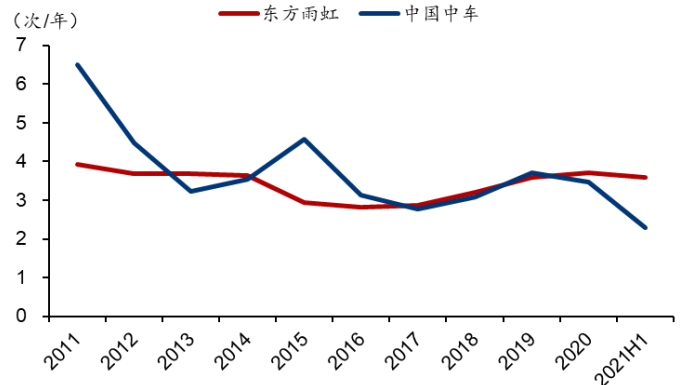
2020 年 8 家建筑央企应收账款周转率均值达 7.43 次，是中游公司均值 3.58 次的两倍以上，其中中国建筑 2020 年应收账款周转率达 10.27 次，高于东方雨虹及中国中车的 3.70 次及 3.46 次。

图 9：8 家建筑央企应收账款周转率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：中游龙头公司应收账款周转率

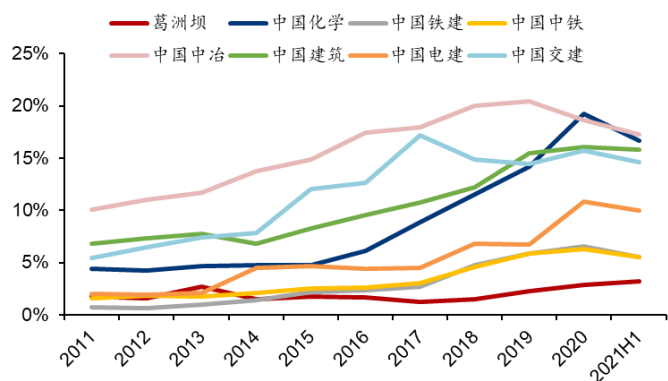


资料来源：Wind，光大证券研究所

各建筑央企的应收账款坏账准备计提比重逐年升高，且整体高于中游龙头公司

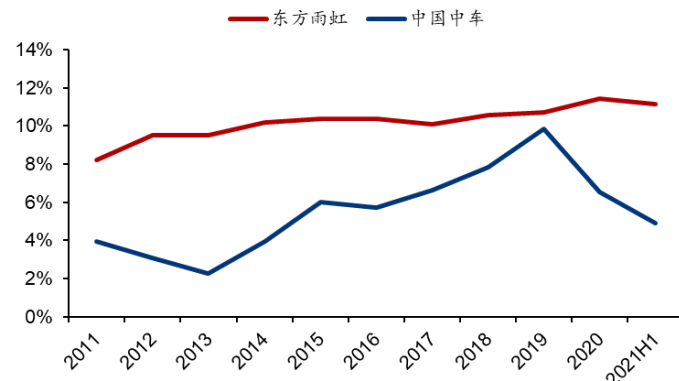
近 10 年来，8 家建筑央企的应收账款坏账准备计提比重呈逐年上升趋势，比重均值由 2011 年 H1 的 4.04% 提升至 2021 年 H1 的 11.08%，比重均值及提升幅度均高于中游龙头公司（均值由 2011 年 H1 的 3.72% 提升至 2021 年 H1 的 8.02%），表明建筑央企风险准备较中游龙头公司更加充分。

图 11：8 家建筑央企应收账款坏账准备计提比重



资料来源：Wind，各公司年报、半年报，光大证券研究所

图 12：基建及地产链中游龙头公司应收账款坏账准备计提比重



资料来源：Wind，各公司年报、半年报，光大证券研究所

## 4、极端情景下，建设工程款安全性优于其他债权

工程款的偿付优先级高于抵押权和其他债权，建筑央企的资产相对安全。关于抵押权与建设工程价款优先权的顺位问题，最高人民法院《关于建设工程价款优先受偿权问题的批复》（法释【2002】16号）第一条规定：人民法院在审理房地产纠纷案件和办理执行案件中，应当依照《中华人民共和国合同法》第二百八十六条的规定，认定建筑工程的承包人的优先受偿权优于抵押权和其他债权。《中华人民共和国合同法》第二百八十六条规定：发包人未按照约定支付价款的，承包人可以催告发包人在合理期限内支付价款。发包人逾期不支付的，除根据建设工程的性质不宜折价、拍卖外，承包人可以与发包人协议将该工程折价，也可以请求人民法院将该工程依法拍卖。建设工程的价款就该工程折价或者拍卖的价款优先受偿。

《最高人民法院关于审理建设工程施工合同纠纷案件适用法律问题的解释（一）》（法释【2020】25号）第三十五条规定：与发包人订立建设工程施工合同的承包人，依据《民法典》第八百零七条的规定请求其承建工程的价款就工程折价或者拍卖的价款优先受偿的，人民法院应予支持。第三十六条规定：承包人依据《民法典》第八百零七条规定享有的建设工程价款优先受偿权优于抵押权和其他债权。

关于建设工程价款与抵押权的顺位问题，（2018）最高法民终 497 号案是一件比较经典的案件，此案的核心问题在于确定兴业银行泉州分行与河南省腾飞建筑有限公司就涉案的瑞昇公司抵押的四栋厂房，哪一方具有优先受偿权。此案中，被告瑞昇公司在与原告兴业银行泉州分行办理土地使用权抵押前，已将案涉 1#、2#、3#、4#四栋厂房及对应的土地使用权中的 2#、4#厂房通过签订《抵偿协议书》的方式抵偿给四栋厂房的承包人腾飞公司，原告认为抵偿行为属无效，其对抵偿的两栋厂房仍享有优先受偿权，遂发生此次诉讼。

最终经过法院审理，依据《最高人民法院关于建设工程价款优先受偿权问题的批复》（法释【2002】16号）第一条的规定，确认了腾飞公司通过折价对案涉2#、4#厂房所享有的建设工程价款优先受偿权作为法定优先权仍然先于兴业银行泉州分行的抵押权。这表明，在极端风险情况下，建设工程价款的偿付优先于银行抵押贷款及其他债权。

## 5、投资建议：建筑央企有比价优势

建筑央企资产风险计提较为充分，优于地产企业，也优于中游龙头企业。从已有案例观察，极端情景下建筑工程款的偿付优先级较高，也意味着建筑央企相关资产相对安全。现阶段主要建筑企业 PB 仍在 1x 附近，板块价值存在重估机会。建议关注中国铁建（A 股，PB 为 0.6X）、中国交建（A 股，PB 为 0.7X）、中国建筑（A 股，PB 为 0.7X）、中国中铁（A 股，PB 为 0.7X）、中国能源建设（H 股，PB 为 0.7X）、中国电建（A 股，PB 为 1.3X）、中国中冶（A 股，PB 为 1.4X）、中国化学（A 股，PB 为 2.2X）。（PB 为截至 2021 年 9 月 15 日收盘数据）

表 1：重点公司盈利预测与估值简表

公司名称	股价	盈利预测 EPS (元)				市盈率 PE			市净率 PB	2021 年 H1 年化 ROE
		2021E	2022E	2023E	2020-2023 年 CAGR	2021E	2022E	2023E		
中国铁建	8.60	1.88	2.09	2.33	15.82%	4.6	4.1	3.7	0.6	9.57%
中国交建	9.07	1.24	1.41	1.62	21.52%	7.3	6.4	5.6	0.7	7.73%
中国建筑	5.05	1.19	1.31	1.44	10.44%	4.2	3.8	3.5	0.7	16.22%
中国中铁	6.17	1.15	1.28	1.42	13.91%	5.4	4.8	4.3	0.7	9.78%
中国能源建设 <sup>4</sup> (H 股)	1.48	0.20	0.22	0.26	19.25%	6.2	5.5	4.8	0.7	7.00%
中国电建	8.19	0.57	0.65	0.76	18.12%	14.3	12.5	10.7	1.3	7.44%
中国中冶	5.29	0.45	0.52	0.60	23.29%	11.7	10.1	8.8	1.4	9.76%
中国化学	12.87	0.75	0.98	1.20	19.19%	17.1	13.1	10.7	2.2	10.01%
万科 A	19.58	3.68	3.95	4.33	6.12%	5.3	5.0	4.5	1.0	9.96%
招商蛇口	10.71	1.77	2.02	2.28	16.00%	6.0	5.3	4.7	1.1	7.92%
保利地产	12.62	2.60	2.86	3.15	9.19%	4.8	4.4	4.0	0.9	10.82%
金地集团	10.89	2.49	2.76	3.06	10.04%	4.4	3.9	3.6	0.9	6.54%
东方雨虹	45.23	1.72	2.18	2.76	22.30%	26.3	20.7	16.4	4.9	13.12%
中国中车	6.47	0.42	0.45	0.48	7.25%	15.5	14.3	13.4	1.3	5.62%

资料来源：Wind，光大证券研究所；盈利预测采用 Wind 一致预期，股价截至 2021 年 9 月 15 日收盘

## 6、风险分析

基建投资增速下滑风险，房屋建设需求下滑风险，新签订单放缓风险，疫情影响超预期风险，地产销售快速下滑风险。

<sup>4</sup> 根据葛洲坝与中国能源建设 2021 年 9 月 9 日晚的公告，中国能源建设将换股吸收合并葛洲坝，葛洲坝自 2021 年 9 月 13 日起开始终止上市。此次合并完成后，葛洲坝将终止上市，中国能源建设作为存续公司，将通过接收方葛洲坝集团承继及承接葛洲坝的全部资产、负债、业务、合同、资质、人员及其他一切权利与义务，葛洲坝最终将注销法人资格。



## 7、附录

### 关于中国能源建设股份有限公司（中国能源建设）换股吸收合并中国葛洲坝集团股份有限公司（葛洲坝）的情况说明：

2021年9月9日晚，中国能源建设及葛洲坝分别发布关于葛洲坝股票终止上市的公告。公告指出，中国能源建设股份有限公司（中国能源建设）换股吸收合并中国葛洲坝集团股份有限公司（葛洲坝）已经葛洲坝于2021年4月9日召开的2020年度股东大会审议通过，并获得中国证监会出具的《关于核准中国能源建设股份有限公司发行股份吸收合并中国葛洲坝集团股份有限公司的批复》（证监许可【2021】2757号）。

根据此次合并方案，葛洲坝向上交所提出了关于其股票终止上市的应用。2021年9月9日，上交所出具了《关于中国葛洲坝集团股份有限公司股票终止上市的决定》（上海证券交易所自律监管决定书【2021】384号），该决定指出，根据上交所相关规定，经上交所上市委员会审核，决定对葛洲坝股票予以终止上市，终止上市日期为2021年9月13日。

本次葛洲坝股票终止上市后，换股股权登记日收市后登记在册的除中国葛洲坝集团有限公司（葛洲坝集团）以外的葛洲坝全体股东持有的其公司股票将按照1:4.4337的比例转换为中国能源建设的A股股票，即换股股东所持有的每股葛洲坝股票可以换得4.4337股中国能源建设此次发行的A股股票。

此次合并完成后，中国能源建设将回A股完成整体上市，成为A+H上市公司；葛洲坝将终止上市，中国能源建设作为存续公司，将通过接收方葛洲坝集团承继及承接葛洲坝的全部资产、负债、业务、合同、资质、人员及其他一切权利与义务，葛洲坝最终将注销法人资格。

### 中国能源建设换股吸收合并葛洲坝的原因：

中国葛洲坝集团有限公司（葛洲坝集团）于1997年组建国内水电行业第一家上市公司，于2007年首批完成主业资产整体上市，控股上市公司中国葛洲坝集团股份有限公司（葛洲坝，600068）。2011年之前，葛洲坝集团是隶属于国务院国资委的国有大型企业，是一家独立的建筑央企。2011年9月，国务院国资委组建中国能源建设集团有限公司（中国能源建设集团），将葛洲坝集团划入中国能源建设集团，成为其全资子公司。

中国能源建设集团于2014年12月设立了全资控股子公司中国能源建设股份有限公司（中国能源建设）。经过一年的发展，中国能源建设于2015年12月在港股上市，根据其招股说明书，中国能源建设在上市时，全资控股葛洲坝集团，且当时葛洲坝集团控股（持有42.34%股权）葛洲坝。

也即，中国能源建设集团控股两家上市公司，而两者存在一定程度的同业竞争，且股权链条较长也使得管理相对复杂。而中国能源建设吸收合并葛洲坝，将实现资源全面整合，消除潜在同业竞争，业务协调效应将得到充分释放；合并后存续公司综合服务能力将进一步提升，中国能源建设与葛洲坝将通过资产、人员、品牌和管理等各个要素的深度整合，进一步增强核心竞争力和行业影响力。因此，中国能源建设决定换股吸收合并葛洲坝。

图 13: 2011 年中国能源建设集团有限公司成立时的股权结构



资料来源: Wind, 葛洲坝公司公告, 中国能源建设公司公告, 光大证券研究所

图 14: 2015 年中国能源建设股份有限公司上市时的股权结构



资料来源: Wind, 葛洲坝公司公告, 中国能源建设公司公告, 光大证券研究所

图 15: 截至 2021 年 6 月 30 日中国能源建设的股权结构



资料来源: Wind, 葛洲坝公司公告, 中国能源建设公司公告, 光大证券研究所

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE