

行业研究

建筑央企迎来强劲反弹，钢结构下游需求有望回暖

——建筑行业 2021 年半年报总结

要点

2021 年半年报：21H1，SW 建筑装饰上市公司收入增速为 29.88%，同比+24.06pct，由于上年同期因疫情基数较低，增幅明显。同期板块整体毛利率 19.77%，同比+0.68pct；净利率 4.10%，同比+2.65pct，板块利润率有所提升。21H1，建筑装饰板块整体资产负债率为 58.07%，同比-1.55pct；“两金”周转天数 268 天，同比减少 209 天；板块整体 ROE 为 2.76%，同比 1.14pct；现金流角度，21 年上半年经营性现金流净额与净利润比例为-2.75，同比增加 0.34。

21Q2，板块收入增速 14.94%，上年同期增速为 17.49%；毛利率 19.73%，同比-0.05pct；净利率 3.55%，同比-1.33pct。

建筑装饰行业基金仓位 20 年以来基本保持稳定，维持在 0%-0.5%的仓位水平，持续被低配。截至 21H1，基金持仓建筑装饰行业公司市值（基金重仓股票口径）占所有持仓比例为 0.3%，较建筑行业市值占比 1.5%低 1.2pct，低配幅度 19 年以来持续收窄。

建筑央企板块：21H1，建筑央企板块收入增速 32.73%，增速同比+28.56pct；订单增速 29.2%；板块整体毛利率 11.06%，同比-0.53pct；净利率 3.41%，同比+0.13pct。21Q2，建筑央企板块收入同比增速 19.21%，2020 年同期为 15.18%；订单增速 15.05%，同比-6.54pct；毛利率 11.24%，同比-0.33pct；净利率 3.46%，同比+0.11pct。

今年三季度，建筑央企股价陆续迎来强劲走势，率先反弹的公司包括中国电建、中国化学、中国中冶，本质是风格切换下，市场找寻低估值中的“进攻性”品种。中国电建、中国化学、中国中冶估值抬升，也将带动其他建筑央企；从历史复盘来看，建筑央企同涨同跌趋势明显，整体估值水平是较为接近的。后期关注：1) 经济下行压力下，期待基建相关政策出台；2) 公募基建 REITs 的演变；3) 基建投资数据的边际改善。**建议关注中国铁建、中国交建、中国能源建设 H、中国中铁、中国建筑、中国电建、中国中冶、中国化学。**

钢结构板块：21H1，钢结构板块收入增速 47.82%，增速同比+49.12pct，大幅增长；订单增速 14.79%。从盈利能力来看，同期板块整体毛利率 13.46%，同比-2.41pct；净利率 5.04%，同比-2.11pct。

2021 年上半年，钢价经历了一轮快速上涨，对下游需求造成一定程度的抑制，相关企业 2021Q2 的产量和订单增速放缓也反映了钢价上涨造成需求放缓。我们认为原材料价格上涨会导致项目进度推迟，但不会导致需求消失，短期扰动不改变长期趋势。随着钢价走势逐渐平稳，下游需求有望回暖，相关企业订单和产量有望恢复正常增长节奏。**建议关注鸿路钢构、精工钢构等。**

勘察设计板块：21H1，勘察设计板块收入增速 26.74%，同比增加 21.69pct，大幅上涨；同期板块整体毛利率 33.08%，同比-4.62pct；净利率 12.32%，同比-2.08pct。**建议关注华设集团等。**

装修装饰板块：21H1，装修板块收入增速 29.75%，同比 48.53pct，增速大幅上升。订单增速 11.0%；同期板块整体毛利率 15.50%，同比-2.70pct，连续三年下滑；净利率-0.24%，同比+1.25pct。**建议关注金螳螂等。**

风险分析：宏观环境变化风险；房地产投资与基建投资下行超预期；钢价大幅波动风险。

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

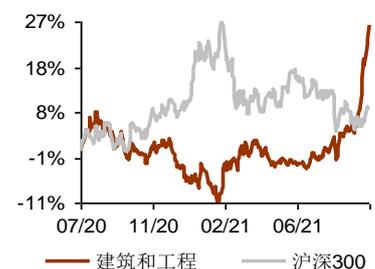
fengmq@ebsecn.com

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

目 录

1、建筑板块整体情况分析	3
1.1、21H1 收入增长较快，板块利润率有所提升	3
1.2、资产负债率同降，板块 ROE 同比提升	5
1.3、基金持仓变动分析：建筑板块低配幅度略有收窄	6
2、重点子板块综述	8
2.1、建筑央企：收入订单增速较快，市占提升可期	8
2.2、钢结构：下游需求有望恢复，看好未来成长性	12
2.3、勘察设计：收入增速较快，盈利能力下滑	16
2.4、装修装饰：毛利率持续承压，Q2 订单增速放缓	19
3、风险分析	22

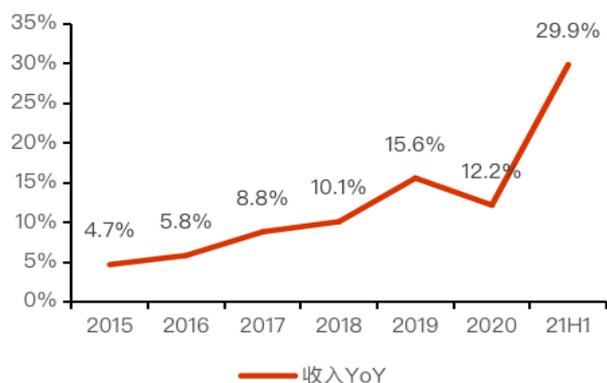
1、建筑板块整体情况分析

1.1、21H1 收入增长较快，板块利润率有所提升

21H1，SW 建筑装饰上市公司收入增速为 29.88%，同比+24.06pct，呈上行趋势。同期板块整体毛利率 19.77%，同比+0.68pct；净利率 4.10%，同比+2.65pct，板块利润率有所提升。

21Q2，板块收入增速 14.94%，上年同期增速为 17.49%；毛利率 19.73%，同比-0.05pct；净利率 3.55%，同比-1.33pct。

图 1：建筑装饰板块收入增速



资料来源：wind，光大证券研究所

图 2：建筑装饰板块收入增速（单季度）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 3：建筑业新签订合同额情况



资料来源：wind，光大证券研究所

图 4：建筑业本年新签订合同额增速（单季度）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 5: 建筑装饰板块毛利率



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 6: 建筑装饰板块毛利率 (单季度)



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 7: 建筑装饰板块毛利率



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 8: 建筑装饰板块毛利率 (单季度)



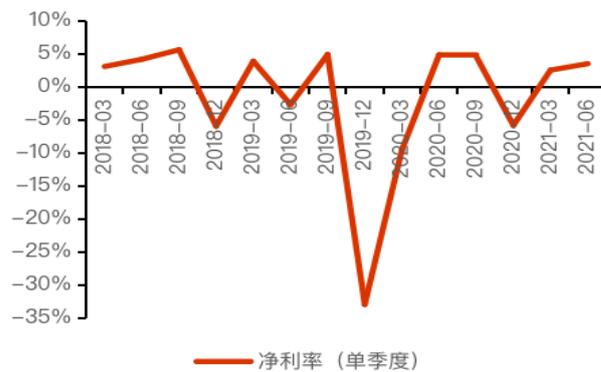
资料来源: wind, 光大证券研究所

图 9: 建筑装饰板块净利率



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 10: 建筑装饰板块净利率 (单季度)



资料来源: wind, 光大证券研究所

1.2、资产负债率同降，板块 ROE 同比提升

21H1，建筑装饰板块整体资产负债率为 58.07%，同比-1.55pct；“两金”周转天数 268 天，同比减少 209 天；板块整体 ROE 为 2.76%，同比 1.14pct；现金流角度，21 年上半年经营性现金流净额与净利润比例为-2.75，同比增加 0.34。21Q2 年化 ROE 同比上升 0.05pcts 至 11.03%。

图 11：建筑装饰板块资产负债率



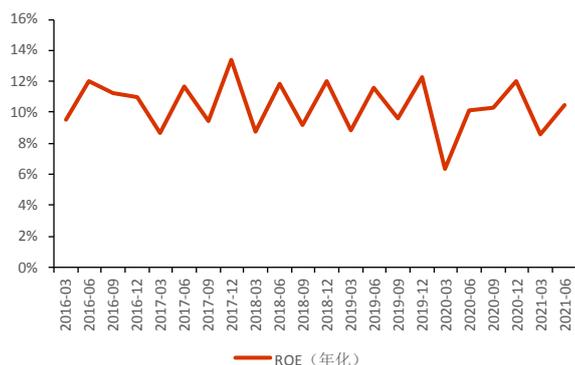
资料来源：wind，光大证券研究所

图 12：建筑装饰板块“两金”周转天数



资料来源：wind，光大证券研究所

图 13：建筑装饰板块 ROE (年化)



资料来源：wind，光大证券研究所

图 14：建筑装饰板块经营性现金流净额/净利润



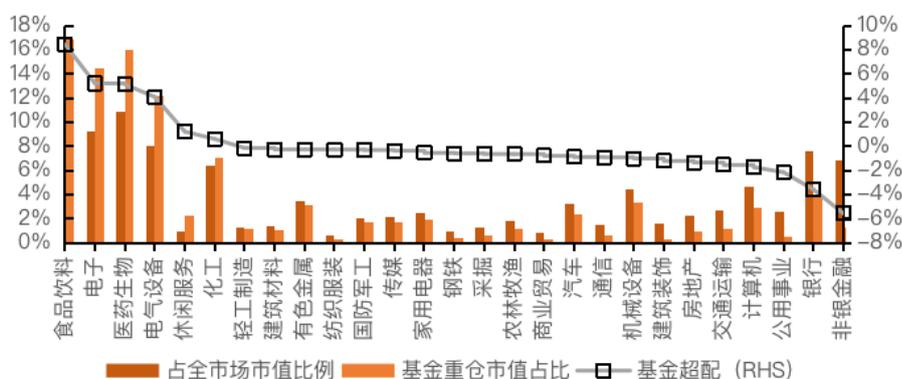
资料来源：wind，光大证券研究所

1.3、基金持仓变动分析：建筑板块低配幅度略有收窄

建筑装饰行业基金仓位 20 年以来基本保持稳定，维持在 0%-0.5% 的仓位水平，持续被低配。截至 21H1，基金持仓建筑装饰行业公司市值（基金重仓股票口径）占有持仓比例为 0.3%，较建筑行业市值占比 1.5% 低 1.2pct，低配幅度 19 年以来持续收窄。

按照基金超配情况进行排序，建筑材料行业在申万 27 个一级行业中排第 21 位。前 10 大重仓股票集中在钢结构和建筑央企，其中鸿路钢构、森特股份分列 1/3 位，中国建筑、中国化学、中国铁建 (601186.SH)、中国中铁、中国铁建 (1186.HK) 分列 2/4/6/7/10 位。

图 15：各行业（申万）基金重仓股票超配情况（21H1 末）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 16：建筑装饰行业基金重仓股票超配情况



资料来源：wind，光大证券研究所

表 1: 建筑装饰板块基金重仓市值前 20 大股票情况 (21Q2 末)

排名	代码	名称	持股总市值 (万元)	持股市值占基金净值比 (%)	持股市值占基金股票投资市值比 (%)	持有基金数	持有公司家数	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股比 (%)	细分领域
1	002541.SZ	鸿路钢构	334356.00	0.0564	0.0707	59	17	5730.18	-406.88	15.38	钢结构
2	601668.SH	中国建筑	190592.68	0.0322	0.0403	39	14	40987.67	3361.79	1.01	建筑央企
3	603098.SH	森特股份	92065.37	0.0155	0.0195	4	1	2366.72	2269.78	4.39	钢结构
4	601117.SH	中国化学	81890.64	0.0138	0.0173	23	9	9348.25	7187.44	1.90	建筑央企
5	002375.SZ	亚厦股份	51567.12	0.0087	0.0109	6	1	6511.00	-1323.18	4.89	装修装饰
6	601186.SH	中国铁建	14217.68	0.0024	0.0030	4	4	1913.55	1813.55	0.17	建筑央企
7	601390.SH	中国中铁	13253.26	0.0022	0.0028	2	2	2529.25	2313.14	0.12	建筑央企
8	600248.SH	陕西建工	10573.26	0.0018	0.0022	3	2	2540.67	2540.67	3.87	地方国企
9	000928.SZ	中钢国际	8236.11	0.0014	0.0017	2	1	866.05	866.05	0.69	国际工程
10	1186.HK	中国铁建	8199.72	0.0014	0.0017	8	5	1920.95	1754.50	0.93	建筑央企
11	002081.SZ	金螳螂	8187.05	0.0014	0.0017	5	3	1033.72	-944.18	0.39	装修装饰
12	603018.SH	华设集团	7905.93	0.0013	0.0017	9	4	994.46	-1566.51	1.49	勘察设计
13	002949.SZ	华阳国际	6766.71	0.0011	0.0014	4	3	400.40	24.84	4.28	建筑设计
14	300712.SZ	永福股份	6154.33	0.0010	0.0013	2	1	140.25	-83.98	0.77	工程承包
15	0390.HK	中国中铁	5606.54	0.0009	0.0012	2	2	1663.70	1561.30	0.40	建筑央企
16	600820.SH	隧道股份	2920.08	0.0005	0.0006	1	1	552.00	51.00	0.18	城轨建设
17	600970.SH	中材国际	2661.10	0.0004	0.0006	3	2	290.20	-484.02	0.17	国际工程
18	300982.SZ	苏文电能	2465.79	0.0004	0.0005	3	2	44.08	44.08	1.32	工程承包
19	600068.SH	葛洲坝	1328.28	0.0002	0.0003	2	2	177.34	-209.10	0.04	建筑央企
20	300284.SZ	苏交科	1172.76	0.0002	0.0002	1	1	200.47	-477.41	0.29	勘察设计

资料来源: wind, 光大证券研究所

2、重点子板块综述

2.1、建筑央企：收入订单增速较快，市占提升可期

21H1，建筑央企板块收入增速 32.73%，增速同比+28.56pct；订单增速 29.2%；板块整体毛利率 11.06%，同比-0.53pct；净利率 3.41%，同比+0.13pct。

21Q2，建筑央企板块收入同比增速 19.21%，2020 年同期为 15.18%；订单增速 15.05%，同比-6.54pct；毛利率 11.24%，同比-0.33pct；净利率 3.46%，同比+0.11pct。

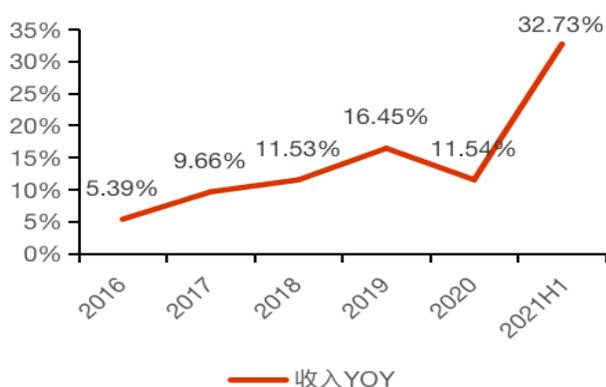
今年三季度以来，建筑央企股价陆续迎来强劲走势，率先反弹的公司包括中国电建、中国化学、中国中冶，本质是风格切换下，市场找寻低估值中的“进攻性”品种。中国电建、中国化学、中国中冶估值抬升，也将带动其他建筑央企；从历史复盘来看，建筑央企同涨同跌趋势明显，整体估值水平是较为接近的。

央企建筑板块的核心逻辑有：1) 集中度趋势性提升，截至 20 年底，央企新签订单集中度已达 36%（央企新签订单金额/建筑业新签订单金额），收入的集中度为 20%（央企营业总收入/建筑业总产值）；2) 进入稳杠杆阶段，周转依旧持续改善，ROE 有边际回升趋势；3) 资产相对安全，跌价及信用减值准备处在历史高位，从近期风险案例偿付顺序来看工程款位列第一；4) 现金流改善，对上下游议价能力提升。同时，随着前期投资项目逐步进入运营期，自由现金流也将改善；5) 考虑到建筑业目前的韧性，建筑央企订单保障倍数较高，风险计提较为充分，我们判断“十四五”期间建筑央企净利润增速可稳定在 10%左右。

后续关注：1) 经济下行压力下，期待基建相关政策出台；2) 公募基建 REITs 的演变；3) 基建投资数据的边际改善。建议关注中国铁建、中国交建、中国能源建设 H、中国中铁、中国建筑、中国电建、中国中冶、中国化学。

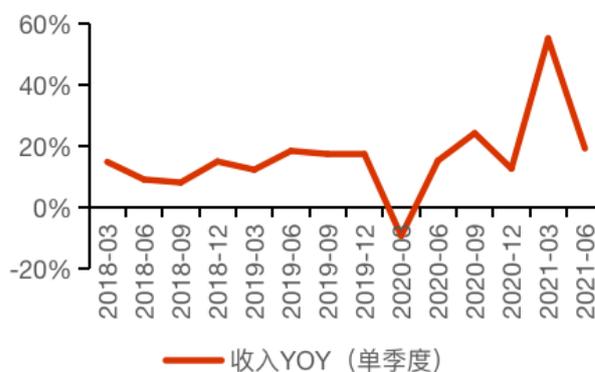
（建筑央企板块组合标的：中国建筑，中国中铁，中国铁建，中国交建，葛洲坝，中国中冶，中国化学，中国电建）

图 17：建筑央企板块收入增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 18：建筑央企板块收入增速（单季度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 19: 建筑央企板块订单增速



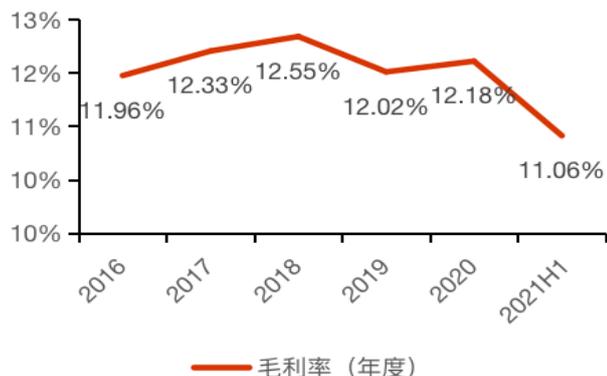
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 20: 建筑央企板块订单增速 (单季度)



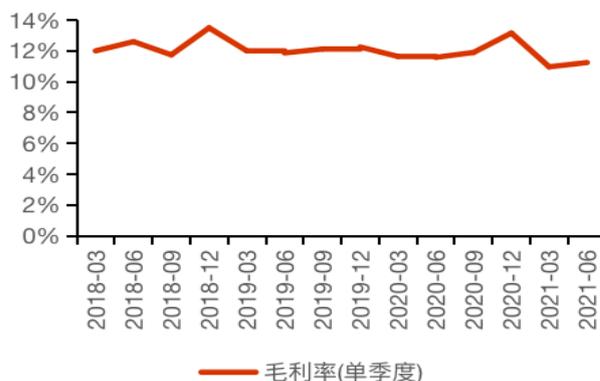
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 21: 建筑央企板块毛利率



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 22: 建筑央企板块毛利率 (单季度)



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 23: 建筑央企板块期间费用率



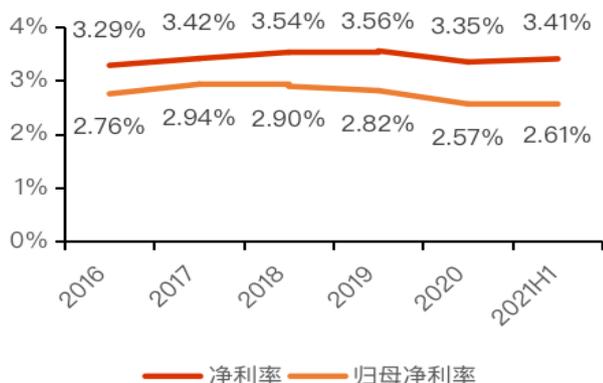
资料来源: wind, 光大证券研究所

图 24: 建筑央企板块期间费用率 (单季度)



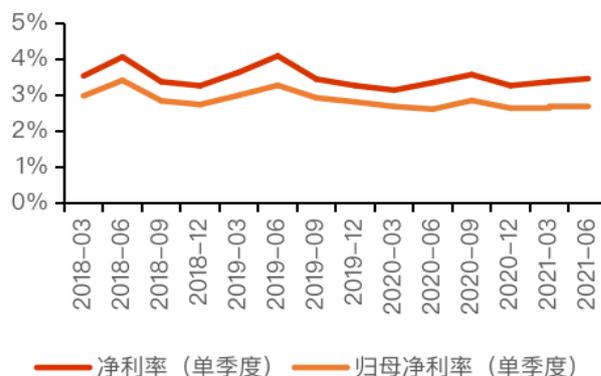
资料来源: wind, 光大证券研究所

图 25：建筑央企板块净利润率和归母净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 26：建筑央企板块净利润率和归母净利率（单季度）

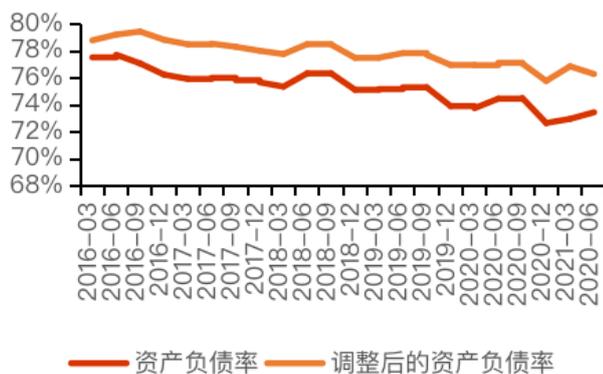


资料来源：Wind，光大证券研究所

截至 21H1 末，建筑央企板块整体资产负债率 73.47%，较 20 年同期下降 1.01pct；调整后资产负债率（将永续债、优先股归总至负债）为 76.31%，同比降低-0.83pct。

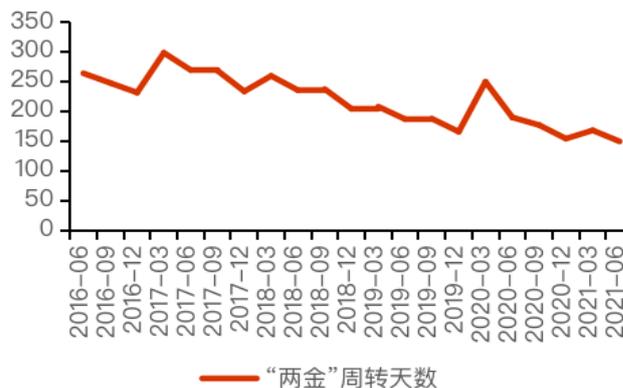
21H1，建筑央企板块“两金”周转天数为 149 天，同比减少 40 天；21Q2 年化 ROE 为 10.44%，同比提升 0.36pct，较 21Q1 回升；21H1，板块经营性现金流净额与净利润比例为-2.55，同比提升 0.23；21Q2 为-0.87，同比下降-1.91。

图 27：建筑央企板块资产负债率



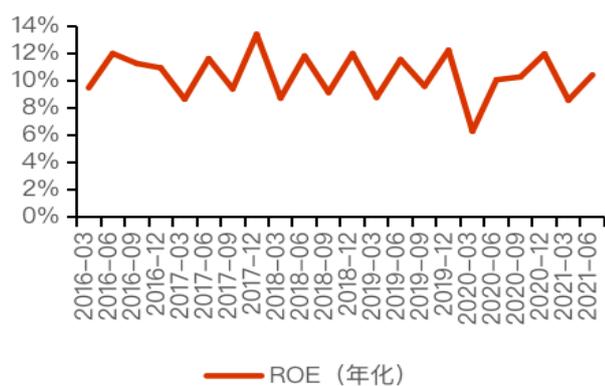
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 28：建筑央企板块资产“两金”周转天数



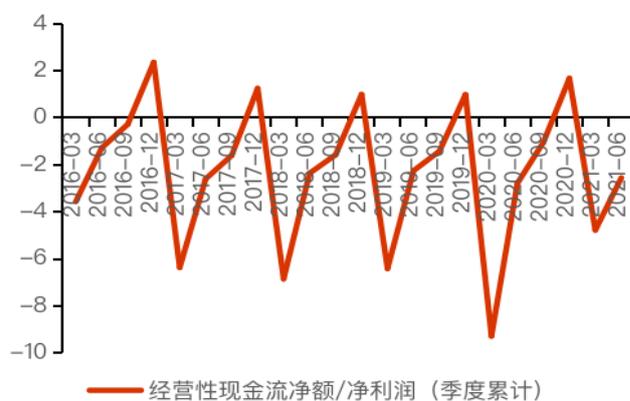
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 29: 建筑央企板块 ROE (年化)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 30: 建筑央企板块经营性现金流净额/净利润



资料来源: Wind, 光大证券研究所

2.2、 钢结构：下游需求有望恢复，看好未来成长性

21H1，钢结构板块收入增速 47.82%，增速同比+49.12pct，大幅增长；订单增速 14.79%。从盈利能力来看，同期板块整体毛利率 13.46%，同比-2.41pct；净利率 5.04%，同比-2.11pct。

21Q2，板块收入同比增速 37.90%，2020 年同期为 12.30%；订单增速 124.43%，同比+132.43pct；毛利率 13.23%，同比-3.02pct；净利率 5.31%，同比-1.64pct。

2021 年上半年，钢价经历了一轮快速上涨，对下游需求造成一定程度的抑制，相关企业 2021Q2 的产量和订单增速放缓也反映了钢价上涨造成需求放缓。我们认为原材料价格上涨会导致项目进度推迟，但不会导致需求消失，短期扰动不改变长期趋势。随着钢价走势逐渐平稳，下游需求有望回暖，相关企业订单和产量有望恢复正常增长节奏。

我们对钢结构行业长期保持乐观：本轮钢结构装配式建筑的发展主要受政策推动影响，在政府主导的学校、医院、人才公寓、农村农居改造等领域推广钢结构使用；下一阶段，钢结构建筑将受益于绿色建筑、碳中和等国家政策的推进，这是因为全生命周期视角钢结构建筑碳排放较混凝土建筑大幅减量，我们认为钢结构行业增长还有广阔空间，对行业发展长期看好。

(钢结构板块组合标的：鸿路钢构，精工钢构，东南网架，杭萧钢构，富煌钢构)

图 31：钢结构板块收入增速



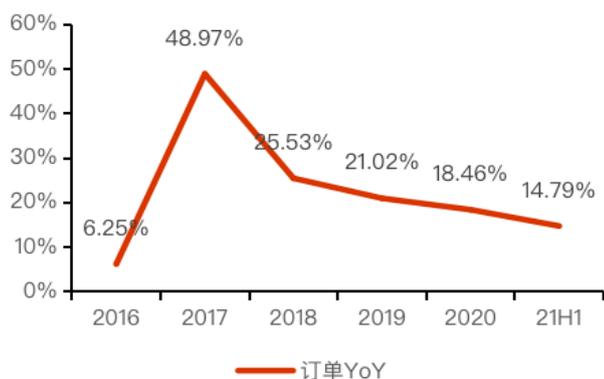
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 32：钢结构板块收入增速（单季度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 33: 钢结构板块订单增速



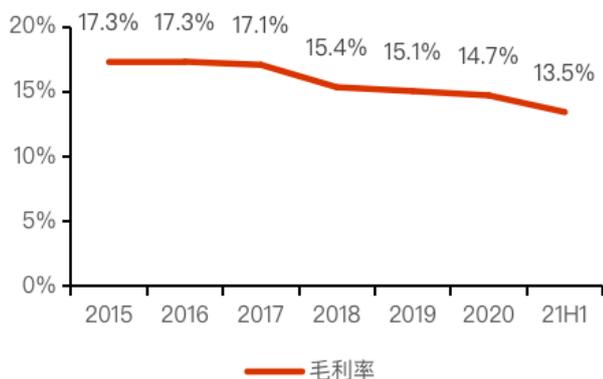
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 34: 钢结构板块订单增速 (单季度)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 35: 钢结构板块毛利率



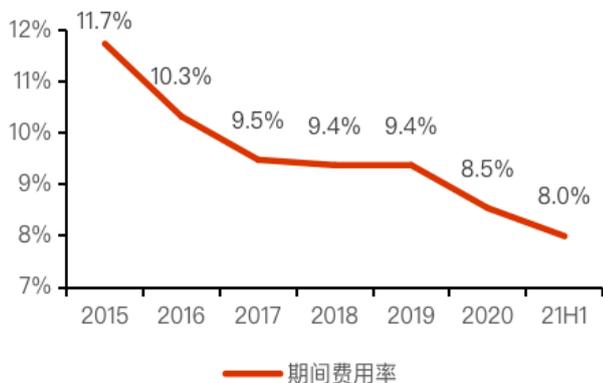
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 36: 钢结构板块毛利率 (单季度)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 37: 钢结构板块期间费用率



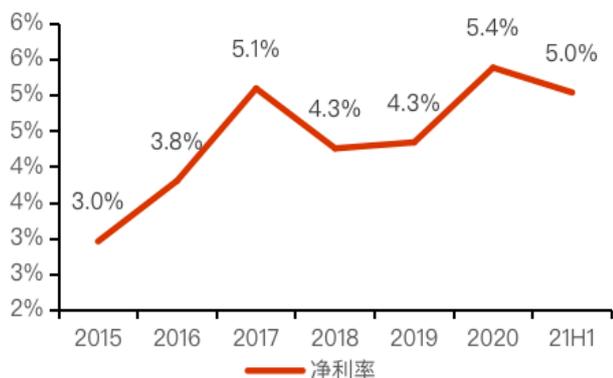
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 38: 钢结构板块期间费用率 (单季度)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 39: 钢结构板块净利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 40: 钢结构板块净利率 (单季度)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

截止 21H1 末, 钢结构板块整体资产负债率 61.31%, 较 20 年同期下降 1.63pct。21H1, 板块“两金”周转天数为 157 天, 同比减少 142 天。

21Q2, 钢结构板块年化 ROE 同比下降 1.41pct 至 13.07%。21 年上半年经营性现金流净额与净利润比例为-2.03, 同比降低 2.89; 21Q2 为-0.97, 2020 年同期为 0.63。

图 41: 钢结构板块资产负债率



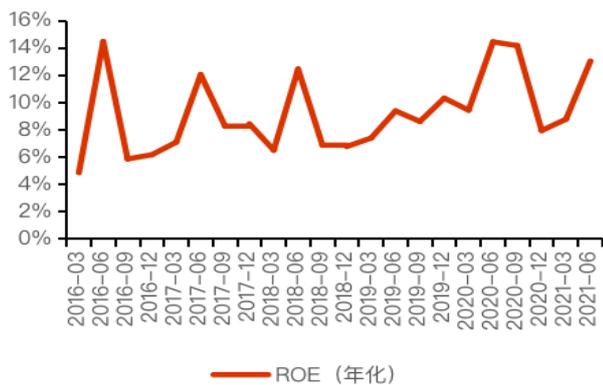
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 42: 钢结构板块资产“两金”周转天数



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 43: 钢结构板块 ROE (年化)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 44: 钢结构板块经营性现金流净额/净利润



资料来源: Wind, 光大证券研究所

2.3、 勘察设计：收入增速较快，盈利能力下滑

21H1，勘察设计板块收入增速 26.74%，同比增加 21.69pct，大幅提升；同期板块整体毛利率 33.08%，同比-4.62pct；净利率 12.32%，同比-2.08pct。

21Q2，板块收入同比增速 22.82%，2020 年同期为 22.53%。毛利率 34.05%，同比-3.32pct；净利率 12.34%，同比-2.04pct。

(勘察设计板块组合标的：苏交科，华设集团，勘设股份，设计总院，设研院)

图 45：勘察设计板块收入增速



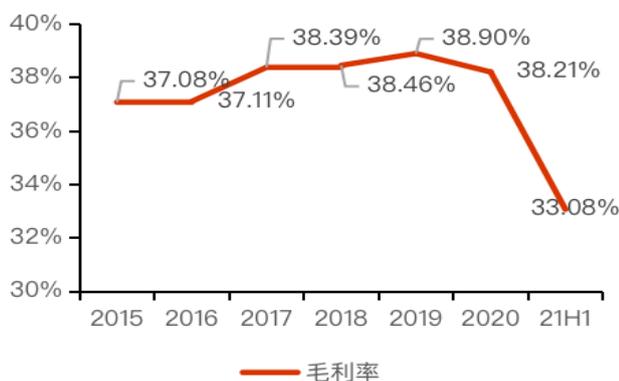
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 46：勘察设计板块收入增速（单季度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 47：勘察设计板块毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 48：勘察设计板块毛利率（单季度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 49：勘察设计板块期间费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 50：勘察设计板块期间费用率（单季度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 51：勘察设计板块净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 52：勘察设计板块净利率（单季度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

截止 21H1 末，勘察设计板块整体资产负债率 52.89%，较 20 年同期提升 1.39pct。 21H1，板块“两金”周转天数为 333 天，同比减少 155 天。

21Q2，勘察设计板块年化 ROE 同比降低 0.89pct 至 12.71%。21H1，板块经营性现金流净额与净利润比例为-2.11，同比下降 0.53；21Q2 为-0.50，同比上升 0.19。

图 53: 勘察设计板块资产负债率



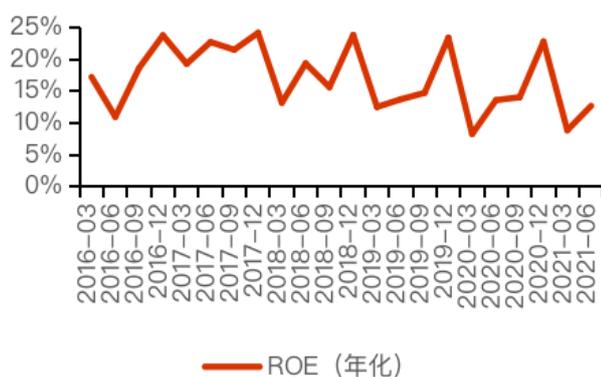
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 54: 勘察设计板块资产“两金”周转天数



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 55: 勘察设计板块 ROE (年化)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 56: 勘察设计板块经营性现金流净额/净利润



资料来源: Wind, 光大证券研究所

2.4、 装修装饰：毛利率持续承压，Q2 订单增速放缓

21H1，装修板块收入增速 29.75%，同比 48.53pct，增速大幅上升。订单增速 11.0%；同期板块整体毛利率 15.50%，同比-2.70pct，连续三年下滑；净利率 -0.24%，同比+1.25pct。

21Q2，板块收入同比增速 15.19%， 2020 年同期为-6.20%；订单增速-7.95%，同比+4.17pct；毛利率 14.80%，同比-3.59pct；净利率 0.46%，同比-2.98pct。

(装修装饰板块组合标的：金螳螂，亚厦股份，全筑股份，东易日盛，广田集团)

图 57：装修板块收入增速



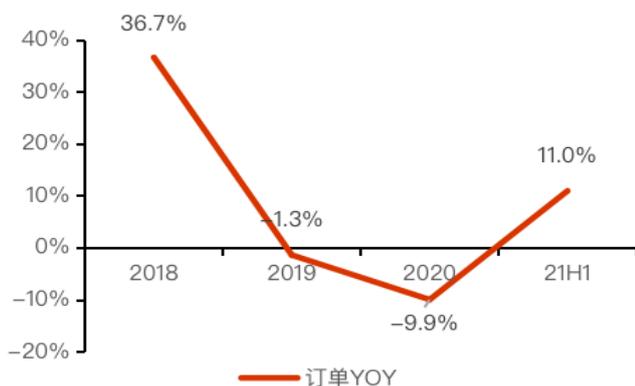
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 58：装修板块收入增速（单季度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 59：装修板块订单增速



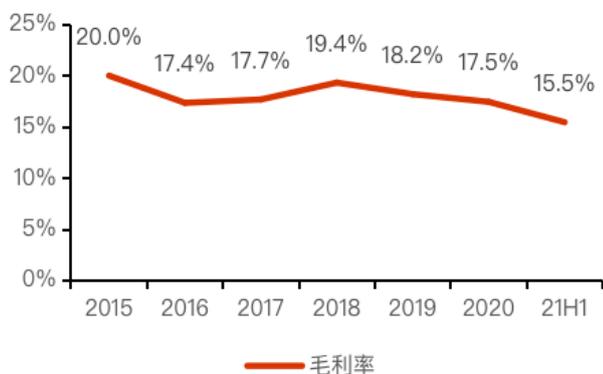
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 60：装修板块订单增速（单季度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 61: 装修板块毛利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 62: 装修板块毛利率 (单季度)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 63: 装修板块期间费用率



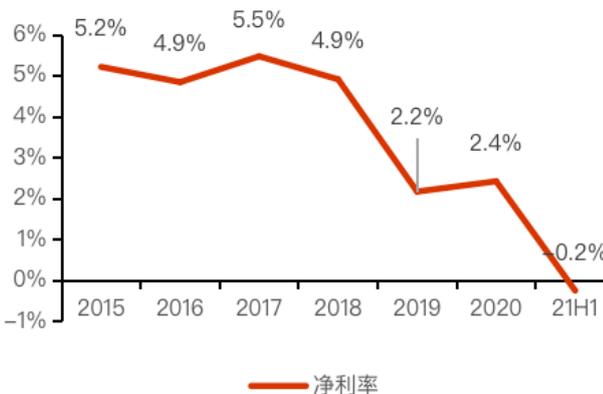
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 64: 装修板块期间费用率 (单季度)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 65: 装修板块净利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 66: 装修板块净利率 (单季度)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

截止 21H1 末，装修板块整体资产负债率 68.72%，较 20 年同期提升 0.79pct。21 年上半年板块“两金”周转天数为 182 天，同比减少 119 天。

21Q2，板块年化 ROE 同比提升 0.86pct 至 5.70%。21H1，经营性现金流净额与净利润比例为 0.17，同比下降 0.51；21Q2 为 1.75，2020 年同期为 12.77。

图 67: 装修板块资产负债率



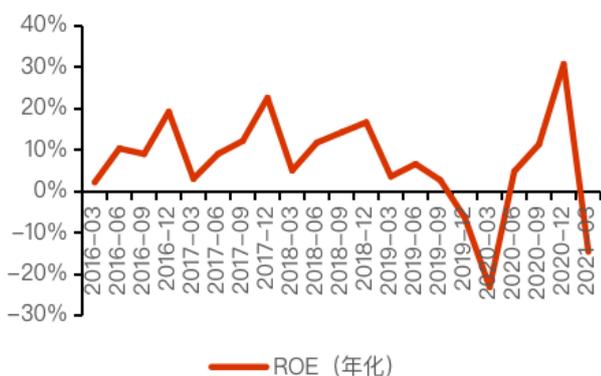
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 68: 装修板块资产“两金”周转天数



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 69: 装修板块 ROE (年化)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 70: 装修板块经营性现金流净额/净利润



资料来源: Wind, 光大证券研究所

3、风险分析

宏观环境变化风险：若宏观流动性收紧，将影响企业融资以及现金流回款情况。

房地产投资与基建投资下行超预期：建筑行业下游需求主要集中在房地产和基建领域，若二者投资增速超预期下滑，将导致建筑行业下游需求不振，进而影响到建筑企业盈利情况。

钢价大幅波动风险：钢价大幅波动会影响钢结构公司盈利能力、产能扩张及利用率爬坡不及预期。

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的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