

中性

建筑行业三季度报综述

地方建企业绩表现突出，装配式持续向好

建筑行业 2021 年三季度报公布完毕，建筑央企与地方建筑企业业绩增速较高，新签订单情况较好，表现突出；装配式建筑业绩持续向好，工业建筑、海外工程、园林、装修等多个板块现金流表现转好。

- **建筑央企业绩和新签订单稳步增长，中国中冶、中国交建业绩表现出色：**2021Q1-3，建筑八大央企营收合计 45,201.2 亿元，同增 23.0%；归母净利润 1,162.8 亿元，同增 23.6%。Q1-3 建筑央企营收、净利同比增速相比以前有较明显提升。单三季度建筑八大央企营收合计 14,738 亿元，同增 15.2%；归母净利润合计 391.1 亿元，同增 13.2%。2021Q1-3 央企经营现金流净额为 208.2 亿元，相比 2020 年同期大幅增加 255.5%，ttm 口径下现金流增速也较高。一至三季度八大建筑央企新签订单金额合计 8.4 万亿，同增 19.9%；其中三季度新签订单金额为 2.6 万亿，同增 14.0%。基建订单增速较稳，房建订单增速较高，基建订单中铁路和市政订单增速较高。横向对比各建筑央企财报指标，中国建筑表现最优，中国中冶业绩表现也较为突出，三大基建龙头中中国交建表现较优秀。
- **地方建企利润高速增长，Q3 基建订单增速较高，民企利润表现较好，工建板块业绩整体表现平稳，海外板块业绩继续下滑：**2021Q1-3 上市地方建筑企业合计营收 6,318.3 亿元，同增 52.2%；归母净利润 156.7 亿元，同增 74.0%。其中三季度地方建企合计营收 3,095.4 亿元，同增 100.3%；归母净利润 80.8 亿元，同增 117.0%。报告期内地方建企业绩持续向好，归母净利润增速较高，新签订单情况较好。建筑民企营收维稳利润大增，毛利率小幅下滑；工业建筑整体业绩平稳，现金流表现较好；海外板块受疫情影响利润继续下滑，资产营运能力有所提升。
- **园林板块利润表现转好，装配式建筑板块业绩高增，装修板块业绩相对稳定，设计咨询板块营收同增利润同减，多个板块应收账款周转率和存货周转率增幅明显：**专业工程细分板块中，园林板块利润降幅较大，经营现金流环比转负为正，或与 Q3 板块销售收现率同比大幅增加有关；装配式建筑板块业绩表现持续向好，Q1-3 营收 396 亿元，同增 25.2%；合计归母净利润为 21.1 亿元，同比大幅增加 48.4%。但装配式建筑板块 Q3 经营现金流流出增加，或与采购付现率增幅较大有关。装修板块营收维稳净利下滑，金螳螂、江河集团业绩表现较好；设计咨询板块营收同增利润同减，销售净利率下降导致 ROE 降幅稍大。

相关研究报告

《建筑行业周报：关注“十四五”长江经济带发展“1+N”政策规划体系》20211108

《建筑行业周报：成渝地区双城经济圈锚定中国“第四极”》20211102

《建筑行业周报：关注《关于推动城乡建设绿色发展的意见》》20211025

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

证券分析师：余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

重点推荐

- 建议关注装配式建筑设计龙头**华阳国际**，以及制造业投资复苏下需求有望提升的钢构、工业建筑板块龙头：**东南网架、精工钢构、中国化学、江河集团**。

评级面临的主要风险

- **风险提示：**制造业投资放缓，装配式建筑推进不及预期，宏观流动性收紧。

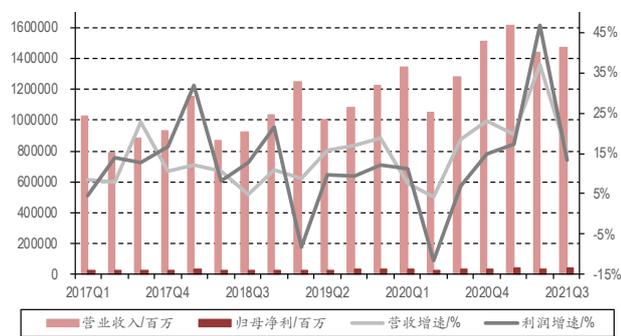
土建筑施工：建筑央企业绩稳步提升，各项指标向好

1. 建筑央企：业绩稳增长，铁路、市政支撑基建订单增长

建筑央企营收净利继续稳步提升：2021年一至三季度，建筑八大央企营收合计45,201.2亿元，比上年同期增长23.0%；归母净利1,162.8亿元，同增23.6%。一至三季度建筑央企营收、净利同比增速相比以前有较明显提升。2021年三季度，建筑八大央企营收合计14,738.0亿元，同增15.2%；归母净利合计391.1亿元，同增13.2%。环比2021年二季度央企营收和归母净利分别增长2.7%和6.8%，环比相对稳定。2021年一至三季度建筑八大央企毛利率为10.9%，同比下滑0.1pct；费用率为6.1%，相比2020年同期小幅下滑0.1pct。单三季度央企毛利率为10.1%，同减0.1pct；费用率5.2%，相比上年同期基本持平。销售费用率/管理费用率/财务费用率同比基本持平。

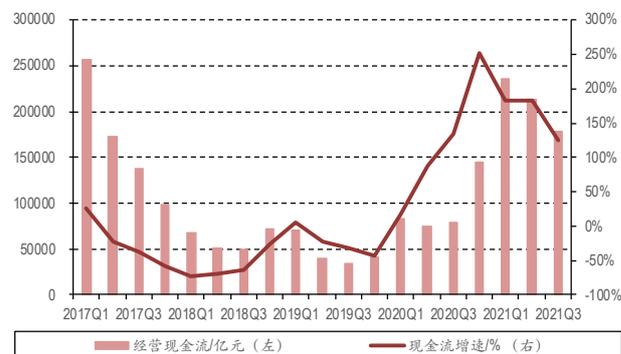
负债率稳中有降，应收账款、存货等营运能力提升：2021Q1-3八大央企经营现金流净额为208.2亿元，相比2020年同期大幅增加255.5%。单三季度央企经营现金流净额为546.8亿元，相比上年同期流出增加。ttm口径下央企三季度现金流增速虽同比、环比均有下滑，但仍保持着较高水平，为124.9%，表明2021年以来央企经营现金流表现持续向好。三季度建筑八大央企的资产负债率稳中有降，为74.3%，同减1.3pct；总资产周转率同比基本持平，固定资产周转率、应收账款周转率和存货周转率同比均有提升，表明建筑央企负债水平进一步得到控制，应收账款、存货等的运营能力有所提升。

图表 1. 建筑央企业绩稳步提升



资料来源：万得，中银证券

图表 2. ttm 口径下建筑央企现金流增速仍保持较高水平

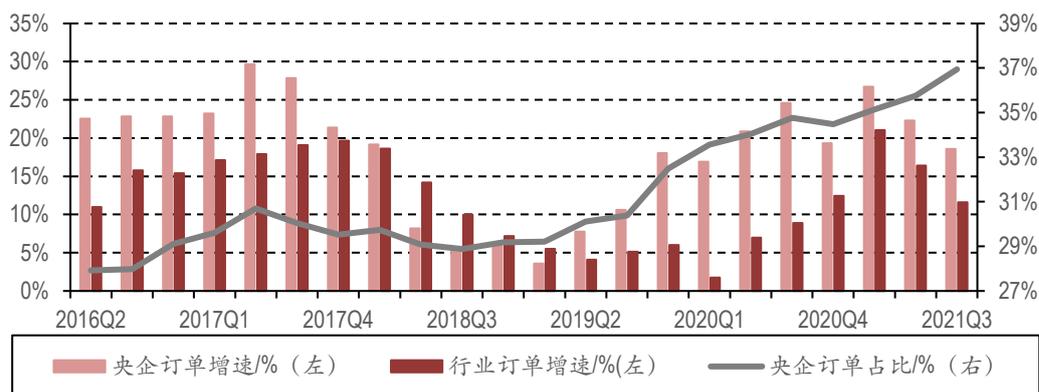


资料来源：万得，中银证券

央企订单稳步增长，铁路、市政新签订单增速较高：订单方面，2021Q八大建筑央企新签订单金额合计8.4万亿，同增19.9%；其中三季度新签订单金额为2.6万亿，同增14.0%。总体而言三季度央企新签订单金额稳步增长，同比增速不及二季度水平，主要系2020年三季度疫情好转，央企新签订单较快恢复所致。ttm口径下三季度建筑央企订单增速相比一季度略有下滑，但仍保持在20%左右。2021一至三季度，中国中铁、中国铁建和中国中冶三大央企新签房建订单合计5,741.2亿（中国建筑未披露三季度房建、基建、设计订单），同增22.4%；其中三季度新签房建订单1,751.6亿，同增8.8%。中国中铁、中国铁建、中国交建和中国中冶2021Q1-3新签基建订单合计3.5万亿，同增16.6%；其中三季度新签基建订单1.1万亿，同增4.8%。报告期内基建订单金额稳步提升。基建订单包括铁路、公路和市政订单。2021年一至三季度，中国中铁、中国铁建和中国交建三大央企新签铁路、公路、市政订单同比增速分别为14.5%、2.9%、19.4%，铁路和市政新签订单同比增速较高对基建订单金额的提升形成较强支撑。单看三季度，新签铁路订单金额增速较高，为26.9%。此外，2021Q1-3央企新签设计订单合计746.8亿元，同增13.3%。

2021Q1-3 央企开工维稳，拿地、竣工较快：2021年一至三季度中国建筑、中国中铁、中国铁建三大央企新增土储3,312.4万平，同增27.0%；销售面积2,311.3万平，同增3.9%。由于中国建筑未披露三季度新开工和竣工面积，因此中国中铁和中国铁建在2021Q1-3新开工面积合计1,046.9万平，同增6.5%；竣工面积533.2万平，同增28.7%。2021Q1-3建筑央企业务数据呈现“拿地快、开工稳、竣工快、销售稳”的局面，业务数据表现好于建筑业整体。2021年三季度，三大央企合计新增土储1,651.2万平，同比大幅增长98.0%；销售面积688.1万平，同减19.7%；新开工面积（不含中国建筑）328.9万平，同减5.9%；竣工面积（不含中国建筑）222.1万平，同增22.4%；。三季度建筑央企业务数据呈现“拿地快、开工慢、竣工快、销售慢”的局面。

图表 3. 建筑央企订单增速同比有所下滑，行业占比继续提升



资料来源：万得，中银证券

图表 4. ttm 口径下开工增速提升，竣工增速有所下滑但仍较高（不含中建）



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 建筑央企拿地加速、销售有所放缓



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 八大建筑央企 2021 年一至三季报财务指标比较

	企业规模		成长能力		负债水平		周转能力		盈利能力	
	营业收入	归母净利	营收增速	利润增速	负债率	现金比率	资产周转	毛利率	费用率	ROE
	亿元	亿元	%	%	%	%	次	%	%	%
中国建筑	13,370.5	378.3	24.2	21.5	74.0	23.1	0.6	10.5	4.3	12.0
中国中铁	7,702.2	206.5	11.8	13.1	74.4	20.6	0.6	9.1	4.9	7.8
中国铁建	7,354.7	178.7	17.9	20.1	75.5	18.8	0.5	8.6	4.8	6.9
中国交建	5,162.2	149.6	26.0	48.6	74.6	17.7	0.3	11.6	6.7	6.0
中国中冶	3,494.9	61.3	30.4	33.0	73.7	16.4	0.6	10.0	5.8	6.0
中国电建	3,161.0	63.6	22.4	8.7	76.5	20.5	0.3	12.6	8.0	5.3
中国能建	2,095.9	33.6	21.7	69.0	72.4	18.0	0.4	12.5	8.2	4.2
中国化学	904.9	29.0	36.2	4.5	67.3	47.5	0.6	9.5	5.6	6.6

资料来源：万得，中银证券

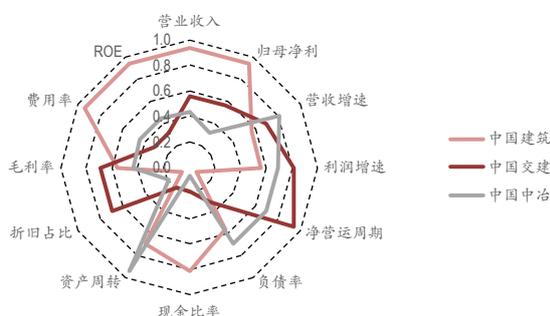
图表 7. 八大建筑央企归母净利润与市场预期差

	实际业绩/亿	2021Q1-3	
		市场预期/亿	超预期/%
中国建筑	378.3	372.3	1.6
中国中铁	206.5	197.3	4.6
中国铁建	178.7	172.1	3.8
中国交建	149.7	129.8	15.3
中国中冶	61.3	56.9	7.7
中国电建	63.6	70.9	(10.4)
中国能建	33.6	48.1	(30.1)
中国化学	29.0	36.0	(19.5)

资料来源：万得，中银证券

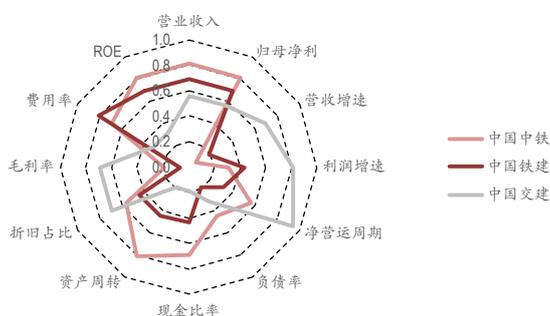
横向对比各建筑央企财报指标，中国建筑依然最优，中国中冶表现向好：通过横向对比各建筑央企的 ROE、净营运周期、负债率、资产周转率等多个财务指标，我们认为中国建筑依然表现最优。除了营收和利润规模远超其他建筑央企以外，中国建筑在毛利率、费用率和 ROE 水平等方面的控制也优于同行，具有领先优势。除中国建筑以外，中国中冶业绩表现也较好，2021Q1-3 营收、净利稳步增长，资产周转能力较强。

图表 8. 中国建筑多项财务指标表现优于同行



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 三大基建龙头财务指标对比



资料来源：万得，中银证券

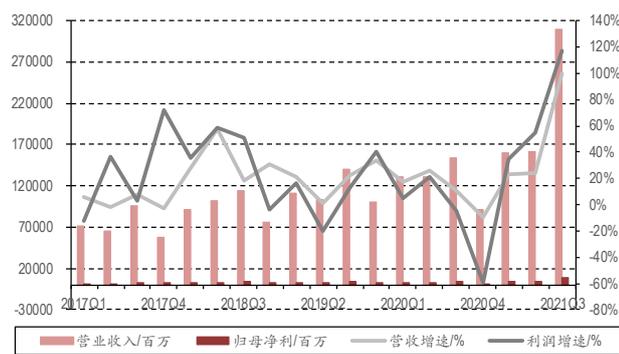
三大基建龙头中，中国交建业绩表现出色：中国中铁、中国铁建、中国交建三大基建龙头 2021Q1-3 营收增速分别为 11.8%、17.9%和 26.0%，归母净利润增速分别为 13.1%、20.1%和 48.6%，中国交建业绩表现更加出色。但三者之中中国交建的资产周转率较低，费用率较高，ROE 表现不如中国中铁和中国铁建。730 政治局会议后基建托底作用被重提，三季度起各地专项债发行速度加快，预计基建龙头央企业绩将继续提升。

2. 地方建企与民企：地方建企业绩持续高速增长，基建订单增速较高

地方建企业绩高速增长，毛利率同比小幅下滑：2021 年一至三季度上市地方建筑企业合计营收 6,318.3 亿元，同增 52.2%；归母净利润 156.7 亿元，同增 74.0%。其中三季度地方建企合计营收 3,095.4 亿元，同增 100.3%；归母净利润 80.8 亿元，同增 117.0%。总体而言报告期内地方建企业绩表现持续向好，归母净利润增长较快。2021Q1-3 地方建企毛利率为 9.6%，同比下滑 0.5pct；各项费用率合计 5.7%，同减 0.4pct。其中管理费用率和销售费用率小幅下降，财务费用率同比上升 0.2pct。三季度地方建企毛利率为 10.1%，同减 1.5pct；各项费用率合计 5.5%，同减 1.0pct，其中管理费用率和财务费用率均同比提升了 0.5pct，销售费用率也有小幅提升。

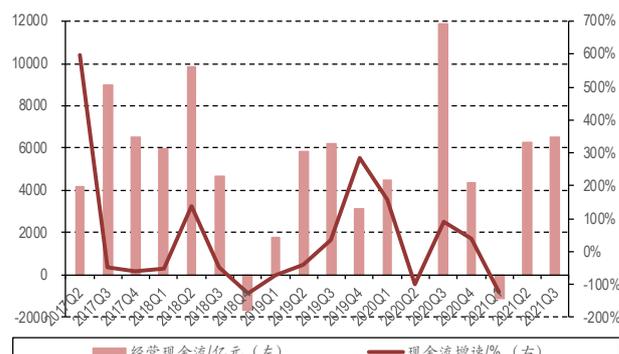
报告期内经营现金流同比基本持平，ROE 增幅较大：2021 年一至三季度地方建企板块经营活动现金流净额为 374.3 亿，同增 6.2%；其中三季度经营活动现金流净额为 299.1 亿，相比去年同期基本持平。三季度地方建企 ROE 为 17.0%，同比提升 6.0pct，主要系板块销售净利率、总资产周转率和权益乘数均有不同幅度增加，其中销售净利率和总资产周转率提升明显，表明地方建筑企业的资产运营能力和利润创造能力均有所提升。此外，三季度地方建企固定资产周转率和存货周转率也有较大幅度提升，表明地方建企对固定资产和存货的运营能力有所提高。

图表 10. 三季度地方建筑企业业绩持续提升



资料来源：万得，中银证券

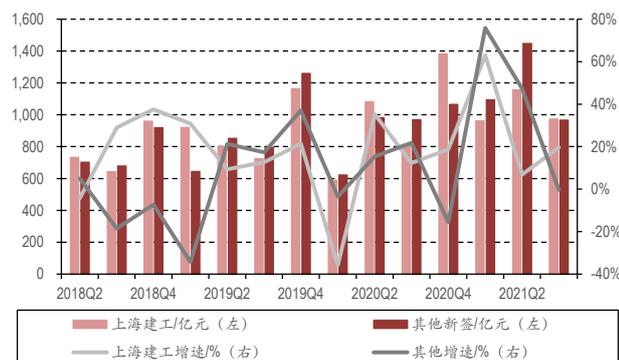
图表 11.ttm 口径下地方建企三季度经营现金流同比下滑



资料来源：万得，中银证券

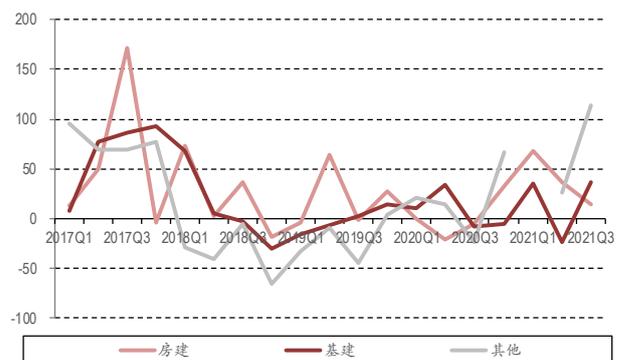
上海建工新签订单稳步增长，地方建企新签基建订单增速较高：订单方面，2021 年一至三季度地方建筑企业合计新签订单 6,596.8 亿元，同增 30.4%；其中三季度地方建企新签订单 1,938.7 亿元，同增 8.8%。若不计算上海建工订单，一至三季度其他地方建企新签订单金额为 3,505.4 亿元，同增 36.3%；其中三季度新签订单 965.5 亿元，同减 0.3%，相对平稳。上海建工上半年和二季度新签订单增速分别为 24.3%和 19.6%，稳步增长。根据隧道股份、安徽建工、浦东建设和重庆建工四家地方建企披露的订单数据来看，2021Q1-3 房建新签订单为 706.4 亿元，同增 38.8%；其中三季度新签房建订单 184.6 亿元，同增 14.6%；一至三季度基建新签订单 889.2 亿元，同增 10.1%；三季度基建新签订单 318.9 亿元，同增 36.3%。730 政治局会议上基建托底作用被重提，三季度地方专项债发行速度加快，地方建企基建新签订单增速相比二季度有明显提升。

图表 12. 地方建企新签订单金额及增速



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 地方建企基建新签订单同比提升



资料来源：万得，中银证券

图表 14.部分地方建企 2021 年一至三季报财务指标比较

	企业规模		成长能力		负债水平		周转能力		盈利能力	
	营业收入 亿元	归母净利润 亿元	营收增速 %	利润增速 %	负债率 %	现金比率 %	资产周转 次	毛利率 %	费用率 %	ROE %
山东路桥	391.0	13.0	93.0	105.6	78.9	15.1	0.5	11.0	5.2	14.0
四川路桥	520.2	34.7	40.9	101.8	77.3	18.8	0.4	15.1	6.2	14.5
浦东建设	72.8	3.3	22.3	28.1	62.2	44.3	0.4	7.2	4.7	5.0
隧道股份	399.6	13.6	21.5	7.4	77.2	18.6	0.3	10.5	9.3	5.8
粤水电	99.0	2.3	15.1	32.7	87.1	12.4	0.3	11.5	7.0	6.2
安徽建工	497.2	8.7	30.8	50.2	84.1	17.7	0.4	10.1	6.4	8.4
上海建工	2,085.6	29.6	26.1	31.9	85.2	31.8	0.6	8.2	6.5	7.7
新疆交建	68.7	1.7	75.4	109.7	76.6	32.3	0.4	6.5	3.7	6.6

资料来源：万得，中银证券

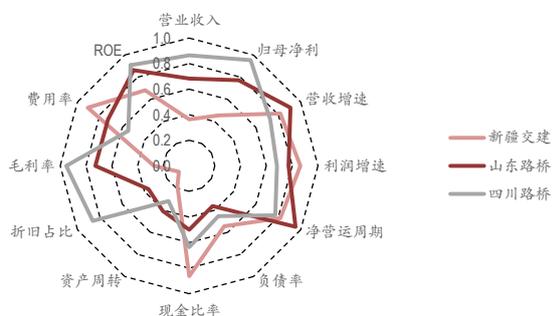
图表 15.部分地方建企归母净利与市场预期差

	实际业绩/亿	2021Q1-3	
		市场预期/亿	超预期/%
山东路桥	13.0	9.9	31.6
四川路桥	34.7	21.4	62.1
浦东建设	3.3	2.9	13.3
隧道股份	13.6	15.4	(12.1)
粤水电	2.3	1.7	37.5
安徽建工	8.7	7.3	19.0
上海建工	29.6	27.2	8.8

资料来源：万得，中银证券

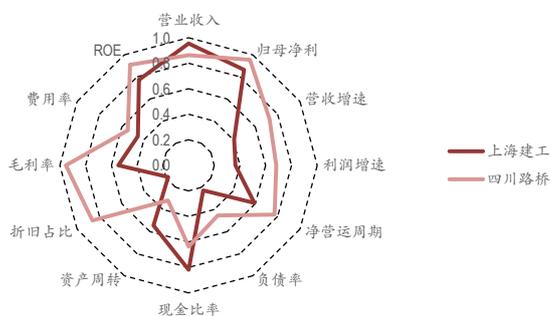
新疆交建、山东路桥、四川路桥 2021 中报业绩表现较好：对比各地方建筑企业 2021 年一至三季度财报财务指标，我们认为新疆交建、山东路桥和四川路桥的业绩表现较好，Q1-3 三家公司归母净利同比增速均超过 100%；上海建工依然在地方建企中保持领先地位。其中山东路桥和四川路桥的毛利率和 ROE 水平在同业企业中较为领先，且对费用率的控制也比较出色。新疆交建一至三季度营收同比增幅超过 70%，综合费用率仅为 3.7%，低于大多数地方建企。上海建工是重要地方建企之一，其营收规模及新签订单金额远超过其他地方建筑企业。2021Q1-3 上海建工业绩稳步提升，营收和利润增速分别为 26.1%和 32.0%。公司资产运营能力较为出色，但负债率和费用率相对较高。

图表 16.新疆交建、山东路桥、四川路桥财务指标对比



资料来源：万得，中银证券

图表 17.四川路桥与上海建工财务指标对比



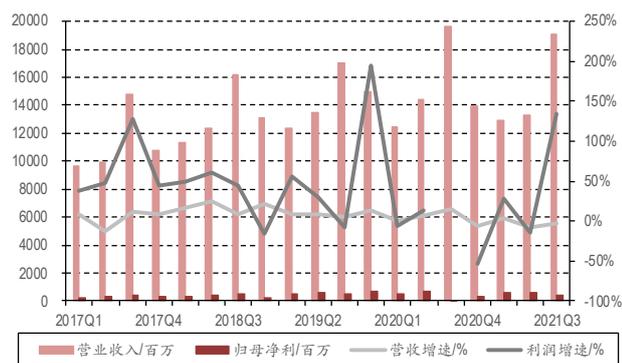
资料来源：万得，中银证券

民企利润大幅增长，经营现金流同比降幅较大

营收同比维稳，利润大幅增长，毛利率小幅下滑：一至三季度建筑民企合计营收 453.2 亿元，同减 2.4%；归母净利 16.1 亿元，同增 789.7%。单三季度建筑民企合计营收 191.1 亿元，同减 2.5%；归母净利 4.6 亿元，同增 133.9%。民企板块业绩总体表现向好。2021Q1-3 建筑民企毛利率为 9.6%，同减 0.7pct；各项费用率合计 5.2%，同减 0.1pct，其中管理费用率和财务费用率分别提升 0.2pct，销售费用率小幅下滑。三季度民企板块毛利率为 9.2%，同减 0.9pct；费用率合计 4.8%，同增 0.6pct，销售费用率、管理费用率和财务费用率均有下滑，其中销售费用率同减 0.4pct。

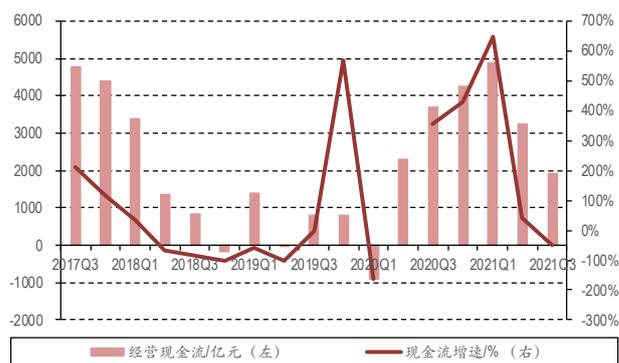
经营活动现金流量净额同比降幅较大：2021 年一至三季度建筑民企经营活动现金流量净额为 29.3 亿元，同比下滑 44.1%；三季度经营现金流净额为 19.8 亿元，同减 40.0%。ttm 口径下民企板块三季度经营现金流净额同比也有下滑，下滑幅度为 47.9%。总体而言三季度民企板块现金流表现不及去年同期。2021Q1-3 民企板块资产负债率同比相对稳定，固定资产周转率小幅下滑，但应收账款周转率和存货周转率则有较大幅度提升。此外，报告期内建筑民企销售收现率和采购付现率均有提升，但后者增幅要大于前者。

图表 18. 建筑民企营收维稳，归母净利大幅提升



资料来源：万得，中银证券

图表 19. ttm 口径下三季度民企板块经营现金流同比下滑



资料来源：万得，中银证券

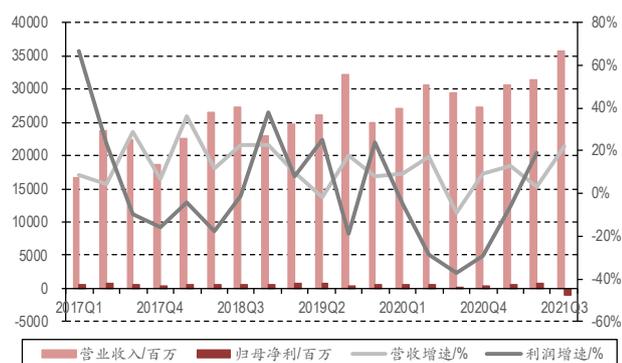
腾达建设、宁波建工业绩表现较出色，ROE 水平较高，费用率控制得当：对各建筑民企 2021 年中报进行综合对比之后，我们认为腾达建设和宁波建工业绩表现较为出色，二者一至三季度归母净利同比增速均超过 60%，且腾达建设的毛利率和 ROE 水平均处于板块领先地位。此外，腾达建设的资产负债率仅为 45.6%，在民企板块中处于较低水平；公司现金比率高达 65.9%，费用率控制也较为出色；宁波建工资产周转率较高，资产营运能力较强，且对费用控制得当，综合费用率水平在主要建筑民企中处于较低水平。

3. 工业建筑：整体业绩平稳，经营现金流量净额同比大幅提升

工建板块归母净利同比降幅较大：2021 年一至三季度工建板块合计营收 979.0 亿元，同增 12.6%；归母净利 3.4 亿元，同减 77.3%。其中三季度工建板块合计营收 358.1 亿元，同增 22.0%；归母净利-9.6 亿元，同减 448.2%。工建板块三季度业绩总体表现一般，归母净利同比下滑幅度较大。2021Q1-3 工建板块毛利率为 10.4%，同比下滑 0.5pct；各项费用率合计 6.7%，同比基本持平，其中销售费用率同减 0.4pct，管理费用率和财务费用率小幅上升。三季度工建板块毛利率为 10.0%，同减 0.7pct；各项费用率合计 7.5%，同增 0.5pct，其中销售费用率同比小幅下降 0.2pct，管理费用率和财务费用率分别提升 0.2pct、0.3pct。

Q1-3 板块经营现金流量净额同比大幅提升，采购付现率有较明显下降：2021 一至三季度工建板块经营现金流量净额为 40.0 亿元，相比上年同期有大幅提升；三季度经营现金流量净流出 15.7 亿元，同比流出减少。三季度工建板块 ROE 为-5.3%，同减 8.2pct，主要系三季度销售净利率降幅较大，从 2020Q3 的 0.7% 下滑至 2021Q3 的-1.3%。但是，工建板块固定资产周转率和存货周转率都有较为明显的提升，表明工建企业资产营运能力有所提高。此外，三季度板块采购付现率为 92.9%，同减 13%，降幅较大。采购付现率下降或是工建板块三季度现金流向好的原因之一。

图表 20. 三季度归母净利同比降幅较大



资料来源：万得，中银证券

图表 21. ttm 口径下经营现金流表现向好



资料来源：万得，中银证券

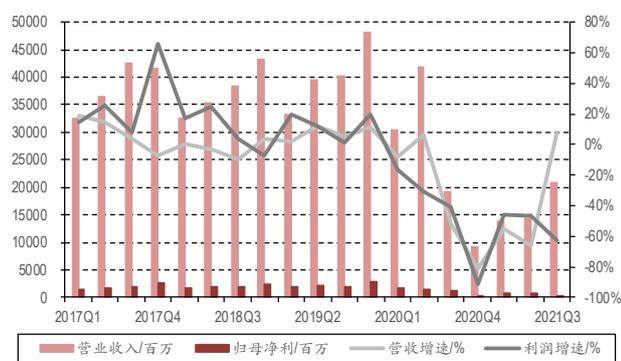
东方铁塔、三维化学、中国海诚业绩表现较好：综合工建板块内各企业财报指标来看，我们认为东方铁塔、三维化学、中国海诚一至三季度业绩表现较好，营收及利润增速均较高，其中三维化学营收及归母净利增速更是超过400%。东方铁塔和中国海诚利润增速也超过50%。此外，三家公司的毛利率及ROE表现较好，且三维化学的资产负债率在同业企业中处于较低水平，仅为20.1%。若公司未来借助财务杠杆，预计公司业务将有更大发展。

4. 海外工程：三季度营收同增利润同减，现金流表现优秀

三季度营收同增利润同减，毛利率同比下滑：2021年一至三季度海外板块合计营收490.4亿元，同减46.6%；合计归母净利为21.5亿元，同减51.0%；其中三季度合计营收209.3亿元，同增8.3%；归母净利合计4.4亿元，同减63.0%。2021Q1-3海外板块营收及归母净利均有较大幅度下滑，三季度营收虽然小幅上升，但归母净利降幅较大，整体业绩表现不佳，我们认为海外疫情对公司经营造成负面影响或是海外板块业绩继续下滑的主要原因。2021Q1-3海外板块整体毛利率为13.6%，同减2.5pct；各项费用率合计8.2%，同减0.5pct。其中销售费用率和管理费用率有所下滑，管理费用率下降0.9pct，财务费用率提升0.5pct。三季度板块毛利率为11.4%，同减6.4pct；费用率合计7.8%，同减3.1pct，降幅较明显。其中销售费用率和财务费用率分别下降1.3pct、1.5pct，财务费用率小幅提升。

三季度现金流表现较好，资产营运能力提升：2021Q1-3海外建筑企业经营活动现金流净额为56.6亿元，同比大幅增加5001.3%；三季度经营现金流净额为48.9亿元，同增164.1%。ttm口径下，三季度经营现金流同比也止跌回升。报告期内现金流表现总体较好。三季度海外板块应收账款周转率和存货周转率均有明显提升，表明板块内主要企业的资产营运能力有所提升。

图表 22. 三季度营收同增净利同减



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 三季度经营现金流同比有所提升



资料来源：万得，中银证券

中钢国际、中材国际业绩表现较好：2021年一至三季度，中钢国际、中材国际业绩表现较好，其中中钢国际归母净利同比增速高达73.8%；报告期内中材国际业绩表现也较好，营收和净利增速分别为59.6%、38.7%。二者资产周转能力在海外板块中表现较为出色，优于其他企业。此外，中材国际的毛利率水平超过其他海外板块企业，ROE也表现突出。

图表 24.部分土建施工企业 2021 年一至三季报财务指标比较

	企业规模		成长能力		负债水平		周转能力		盈利能力	
	营业收入	归母净利	营收增速	利润增速	负债率	现金比率	资产周转	毛利率	费用率	ROE
	亿元	亿元	%	%	%	%	次	%	%	%
中国核建	642.5	10.4	20.7	9.6	83.8	13.2	0.4	8.3	5.1	5.9
东方铁塔	20.2	3.5	4.6	51.5	33.4	91.7	0.2	29.8	10.2	4.5
东华科技	38.1	2.0	44.9	26.7	69.4	40.8	0.4	9.8	3.8	8.1
中国海诚	33.3	1.2	(1.4)	543.3	70.0	70.5	0.7	11.4	7.3	8.0
龙元建设	151.6	6.0	2.2	6.3	79.8	9.8	0.2	16.1	9.8	5.2
宏润建设	72.1	2.7	0.8	8.8	76.8	25.6	0.4	12.4	6.0	7.3
北方国际	77.5	4.9	9.7	(4.2)	66.3	43.6	0.4	12.8	7.3	8.4
中钢国际	103.0	5.2	13.2	73.8	70.3	29.0	0.5	8.4	6.3	8.8
中工国际	63.3	2.3	17.7	80.4	50.8	64.7	0.3	14.8	11.0	2.2
中材国际	250.0	14.2	59.6	38.7	66.2	30.4	0.6	16.7	9.1	11.9

资料来源：万得，中银证券

图表 25.部分土建施工企业归母净利与市场预期差

	2021Q1-3		
	实际业绩/亿	市场预期/亿	超预期/%
中国核建	10.4	9.3	11.4
东方铁塔	3.5	4.0	(12.8)
东华科技	2.0	2.0	(3.3)
中国海诚	1.2	1.3	(9.0)
龙元建设	6.1	5.6	7.7
宏润建设	2.7	2.4	11.2
北方国际	4.9	5.4	(8.5)
中钢国际	5.2	5.0	2.5
中工国际	2.3	2.3	0.4
中材国际	14.2	13.1	8.9

资料来源：万得，中银证券

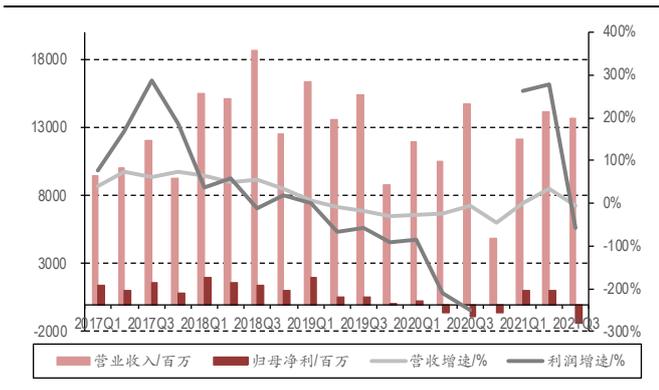
专业工程：装配式建筑表现突出

1. 园林施工：单三季度净利降幅稍大，现金流表现向好

三季度园林板块营收相对平稳，净利降幅稍大：一至三季度园林板块主要上市公司合计营收为 399.9 亿元，同增 7.6%；归母净利合计 7.2 亿元，相比 2020 年同期大幅提升 162.3%。单三季度园林板块合计营收 136.9 亿元，同减 7.2%；归母净利合计流出 13.6 亿元，相比 2020 年二季度下降 57.5%。总体而言三季度园林板块归母净利下滑幅度稍大。一至三季度园林板块主要公司毛利率为 20.7%，同减 2.0pct；各项费用率合计 13.7%，同减 3.7pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率同比均有减少，降幅分别为 0.5/1.8/1.5pct。三季度园林板块毛利率为 15.7%，同减 6.3pct，降幅稍大；费用率合计为 14.4%，同比提升 1.2pct，其中销售费用率下滑 0.6pct，管理费用率和财务费用率分别上升 1.3pct、0.5pct。一至三季度园林板块主要上市公司净利率为 1.8%，同比扭亏为盈，或与报告期内费用率降幅较大有关。

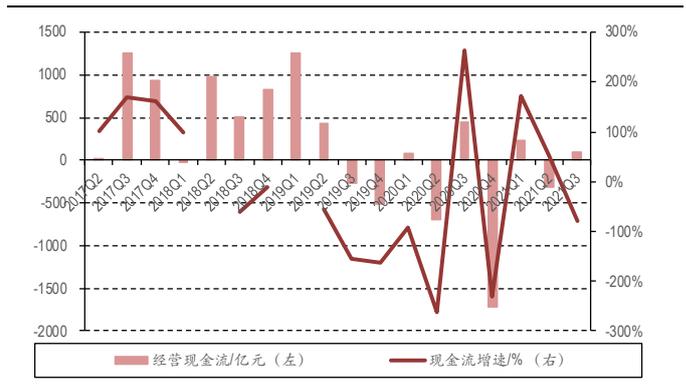
三季度经营现金流同比提升环比转负为正，或与销售收现率增幅较大有关：2021 年一至三季度园林板块经营活动现金流净额为 37.0 亿元，相比上年同期大幅提升 95.6%；单三季度板块经营现金流净额为 30.5 亿元，同增 15.4%，环比转负为正。总体而言三季度园林板块现金流状况较好。在 ttm 口径下，三季度经营现金流净额仍为正值但相比 2020Q3 有所下滑，板块整体现金流情况波动较大。在资产营运能力方面，三季季度园林板块总资产周转率同比相对稳定，存货周转率均有较大幅度提升。此外，三季度园林板块速动比率、销售收现率均有提升（Q3 销售收现率同增 15%），采购付现率三季度虽然也有提升但增幅不及销售收现率。表明板块短期偿债能力有所提升且主要企业在手现金增加。我们认为销售收现率大幅提升或是三季度板块现金流状况表现向好的原因之一。

图表 26. 三季度营收相对平稳，利润同比下滑



资料来源：万得，中银证券

图表 27. ttm 口径下三季度现金流净额同比下滑



资料来源：万得，中银证券

蒙草生态利润增速较高，东珠生态、杭州园林 ROE 指标表现较出色：综合考察园林板块主要公司 2021 中报的各项财务指标，我们认为蒙草生态、东珠生态和杭州园林业绩表现相对较好。其中蒙草生态归母净利润同比增速较高，为 102.8%，东珠生态、杭州园林营收净利增速相对稳定；资产负债率水平也控制得较好，在 50%左右，处于园林板块较低水平；东珠生态的费用控制能力较强，费用率仅为 5.6%，优于其他同业企业；此外，蒙草生态毛利率为 40.6%，在园林板块中表现突出；东珠生态 ROE 指标在主要园林施工企业中表现最佳，为 10.76%，彰显公司较强的利润创造能力。

图表 28. 部分园林企业 2021 年一至三季报财务指标比较

	企业规模		成长能力		负债水平		周转能力		盈利能力	
	营业收入 亿元	归母净利 亿元	营收增速 %	利润增速 %	负债率 %	现金比率 %	资产周转 次	毛利率 %	费用率 %	ROE %
天域生态	443.9	(61.0)	0.6	271.0	47.7	19.2	0.1	15.9	23.0	(4.3)
东方园林	7,732.3	(525.0)	70.8	1,070.6	72.1	8.3	0.2	9.9	14.8	(4.5)
岭南股份	3,181.3	41.5	(29.7)	(45.7)	71.4	13.6	0.2	18.9	17.3	0.9
绿茵生态	454.5	130.6	(33.6)	(35.7)	49.5	217.4	0.1	39.5	13.9	6.0
东珠生态	1,790.6	360.1	2.1	3.3	56.5	10.8	0.2	29.6	5.6	10.8
美晨生态	1,544.0	(160.5)	(25.4)	(3,800.6)	70.8	13.2	0.1	22.0	35.0	(5.1)
杭州园林	468.6	36.2	1.0	2.1	56.9	17.2	0.4	20.5	11.3	7.4
蒙草生态	1,726.0	242.0	15.1	102.8	63.8	13.6	0.1	40.6	14.6	4.9
农尚环境	231.5	2.4	31.8	0.3	45.7	41.0	0.2	16.0	8.5	0.4

资料来源：万得，中银证券

图表 29. 部分园林企业归母净利润与市场预期差

	2021Q1-3		
	实际业绩/亿	市场预期/亿	超预期/%
天域生态	(0.6)	0.3	(308.2)
东方园林	(5.3)	1.3	(501.0)
岭南股份	0.4	1.4	(70.4)
绿茵生态	1.3	2.1	(36.8)
东珠生态	3.6	3.6	0.5
美晨生态	(1.6)	0.6	(382.6)
杭州园林	0.4	0.5	(24.0)

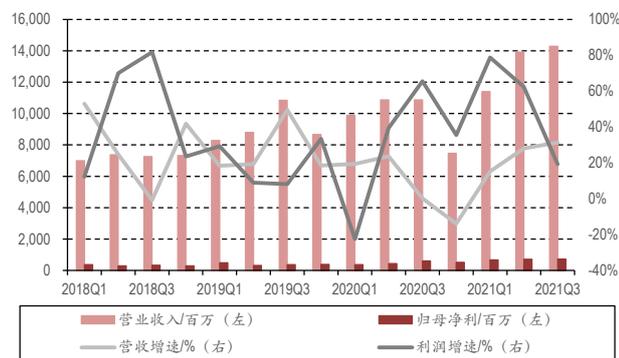
资料来源：万得，中银证券

2. 装配式建筑：业绩持续稳中向好，Q3 采购付现率增幅稍大

装配式建筑板块三季度业绩表现持续较好：一至三季度装配式建筑板块合计营收 396 亿元，同增 25.2%；合计归母净利为 21.1 亿元，同比大幅增加 48.4%。单三季度合计营收 142.9 亿元，同增 31.4%；合计归母净利 7.2 亿元，同增 19.3%。总体而言装配式建筑板块一至三季度业绩表现稳中向好。2021Q1-3 板块综合毛利率为 14.2%，同减 0.5pct；各项费用率合计 7.8%，同减 1.3pct。其中销售费用率、管理费用率、财务费用率均有所下降，降幅分别为 0.5/0.6/0.1pct；三季度板块综合毛利率为 14.5%，同减 1.4pct；费用率合计 8.3%，同减 1.3pct。其中销售费用率和管理费用率有所下滑，同比分别下降 1.3pct、0.2pct，财务费用率小幅提升 0.2pct。报告期内综合费用率下降表明园林企业费用控制能力有所提升。

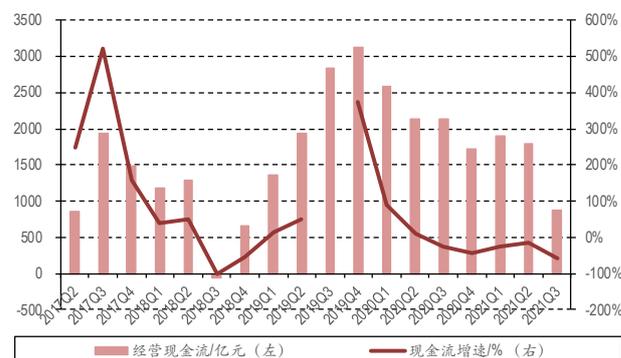
板块经营现金流出增加，或与采购付现率增幅较大有关：2021Q1-3 装配式板块经营活动现金流量净额为 9.4 亿元，同减 47.1%；三季度经营现金流净流出 0.02 亿元，相比 2020 年同期下滑 100.2%；ttm 口径下 Q1-Q3 经营现金流净额也呈同减态势。一至三季度板块现金流表现总体不及去年同期。报告期内装配式建筑板块资产负债率为 60.5%，相比 2020 年同期下降 1.9pct。固定资产周转率、应收账款周转率和存货周转率均有不同幅度提升，其中存货周转率从 2020Q3 的 0.52 提升至 2021Q3 的 1.29，增幅明显，表明装配式板块主要企业对资产的运营效率有较为明显的提升。此外，上半年板块采购付现率为 82.2%，同增 22.9pct，增幅较大。采购付现率提高或是经营活动现金流量净额下滑的原因之一。

图表 30. 装配式建筑板块业绩持续稳中向好



资料来源：万得，中银证券

图表 31. ttm 口径下三季度经营现金流同比下滑



资料来源：万得，中银证券

东南网架、鸿路钢构三季度财报表现较优秀：参考对比装配式建筑板块主要上市企业 2021 年三季度各项财务指标，我们认为东南网架和鸿路钢构业绩表现较好。2021 年一至三季度，两家公司营收及利润增速均较高，且净利增速超过营收增速。鸿路钢构总资产周转率表现突出，优于装配式板块中其他企业。此外，东南网架和鸿路钢构毛利率在板块中处于较高水平，同时费用控制能力较强，因此公司 ROE 表现优秀，表明这两家企业的利润创造能力较为领先。

图表 32. 钢构企业 2021 年一至三季报财务指标比较

	收入规模		成长能力		负债水平		周转能力		现金收付		盈利能力	
	营业收入 亿元	归母净利 亿元	营收增速 %	利润增速 %	负债率 %	现金比率 %	资产周转 次	营运周期 天	毛利率 %	费用率 %	ROE %	
富煌钢构	42.9	1.3	46.4	28.8	68.9	21.1	0.4	(70.7)	11.3	8.1	4.4	
杭萧钢构	67.4	3.6	32.4	(44.4)	58.4	11.6	0.6	(63.3)	13.5	9.7	8.7	
精工钢构	103.9	5.6	34.0	14.6	57.5	22.5	0.6	(119.8)	13.9	8.3	7.9	
东南网架	83.6	5.2	27.6	70.6	65.7	14.7	0.5	(40.8)	14.0	7.0	11.3	
鸿路钢构	133.8	8.2	40.7	64.1	62.5	26.2	0.7	114.6	12.6	5.7	12.8	

资料来源：万得，中银证券

图表 33. 钢构企业归母净利润与市场预期差

	实际业绩/亿	2021Q1-3	
		市场预期/亿	超预期/%
富煌钢构	1.3	1.1	21.0
杭萧钢构	3.6	3.9	(8.4)
精工钢构	5.6	6.1	(7.7)
东南网架	5.2	5.3	(1.6)
鸿路钢构	8.2	8.3	(0.8)

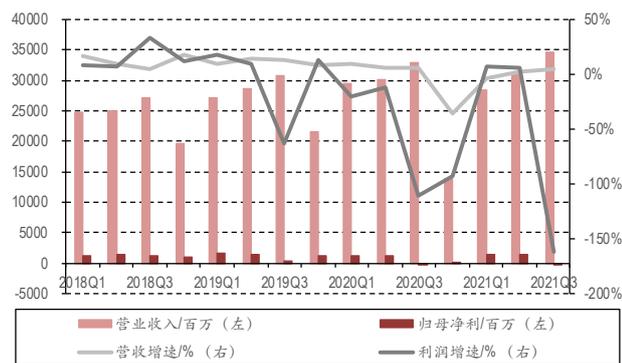
资料来源：万得，中银证券

3. 装修施工：三季度营收维稳净利下滑，现金流总体表现较好

装修板块 2021Q3 营收维稳，净利同比下滑：装修板块主要上市公司 2021 年一至三季度合计营收为 942 亿元，同增 1.6%；合计归母净利润 25.7 亿元，同增 3.6%。单三季度板块合计营收 346.1 亿元，同增 5.1%；归母净利润-1.3 亿元，同比大幅减少 161.9%，装修板块三季度归母净利润下滑幅度较大。一至三季度板块综合毛利率为 16.2%，同减 0.8pct；费用率 9.4%，同减 0.3pct，其中销售费用率和管理费用率均有所下滑，降幅分别为 0.4pct、0.3pct，财务费用率提升了 0.4pct。单三季度板块综合毛利率为 15.7%，同减 1.9pct；费用率 10.2%，同减 0.5pct。其中财务费用率为 2.0%，同增 0.9pct，增幅较明显。

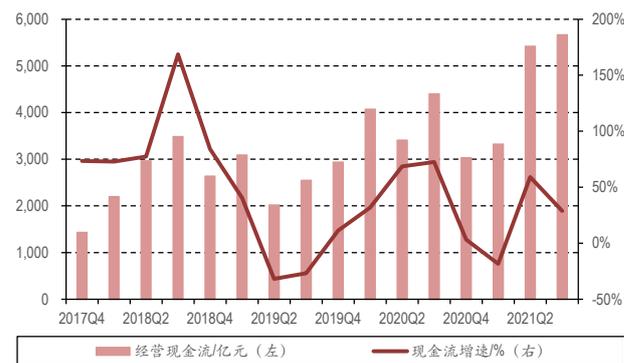
报告期内装修板块现金流表现较好，销售收现率有所提升：一至三季度装修板块经营活动现金流量净额为 114.6 亿元，同增 29.8%；三季度经营现金流净额为 78.5 亿元，同比小幅增长 3.3%。报告期内装修板块现金流总体表现较好。三季度装修板块销售收现率有明显提升，从 2020Q3 的 83.9% 提高到 2021Q3 的 90.7%。销售收现率提升或是装修板块现金流向好的原因之一。营运能力方面，主要装修企业的应收账款周转率和存货周转率均有较大幅度提升，表明装修企业对应收账款和存货的运营效率有所提高。

图表 34. 三季度装修板块营收维稳，净利下滑



资料来源：万得，中银证券

图表 35. ttm 口径下 Q1-3 经营现金流同比有所提升



资料来源：万得，中银证券

江河集团、金螳螂财报指标表现较为优秀：2021 年一至三季度，江河集团、金螳螂财务指标表现总体较为突出，优于装修板块其他企业。江河集团营收净利同比均有增长且增速较高，资产运营能力和毛利率表现都较好；金螳螂 2021Q1-3 业绩相对稳定，营收净利同比小幅下滑，但公司负债水平控制较好，资产周转率和毛利率均较高，且 ROE 表现优秀，财报整体表现优于其他多家装修企业。

图表 36. 部分装修企业 2021 年一至三季报财务指标比较

	收入规模		成长能力		负债水平		周转能力	现金收付	盈利能力		ROE
	营业收入	归母净利	营收增速	利润增速	负债率	现金比率	资产周转	营运周期	毛利率	费用率	
	亿元	亿元	%	%	%	%	次	天	%	%	
洪涛股份	19.9	0.8	(22.5)	(253.4)	68.9	12.6	0.2	222.0	16.5	16.4	2.9
维业股份	65.6	0.3	372.4	90.5	84.2	17.7	1.0	(195.9)	7.1	4.6	3.6
全筑股份	32.8	(1.7)	(17.3)	(265.3)	75.8	29.8	0.3	(203.5)	8.9	10.5	(7.6)
建艺集团	15.2	0.2	(2.3)	(43.6)	71.6	34.6	0.4	362.3	16.2	12.4	2.2
亚厦股份	87.6	2.5	26.1	3.6	61.1	19.2	0.4	(171.4)	14.5	9.2	3.0
江河集团	142.0	5.2	18.8	31.9	66.0	30.5	0.5	(51.5)	16.8	10.3	6.0
金螳螂	198.0	14.1	(10.3)	(17.9)	58.0	51.2	0.5	(24.9)	16.8	7.4	8.1
中装建设	41.8	1.7	12.0	(17.1)	55.5	51.2	0.5	103.8	16.3	9.2	4.9

资料来源：万得，中银证券

图表 37. 部分装修企业归母净利与市场预期差

	2021Q1-3		
	实际业绩/亿	市场预期/亿	超预期/%
洪涛股份	0.8	0.5	54.2
维业股份	0.3	0.5	(37.0)
全筑股份	(1.7)	0.9	(288.6)
建艺集团	0.3	0.4	(44.0)
亚厦股份	2.6	3.9	(34.1)
江河集团	5.2	6.9	(24.5)
金螳螂	14.1	21.0	(32.9)
中装建设	1.7	2.6	(32.8)

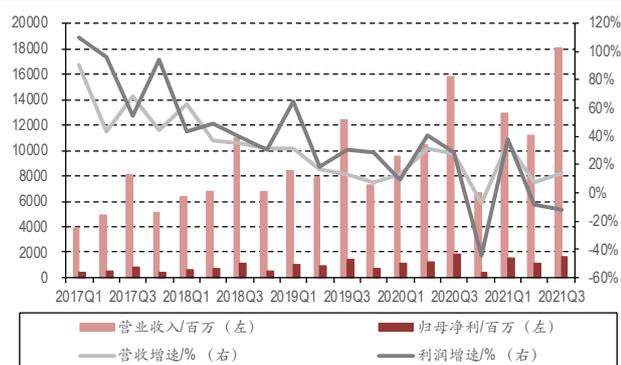
资料来源：万得，中银证券

4. 设计咨询：三季度营收同增净利同减，经营现金流表现向好

三季度营收同增，利润同减：2021 年一至三季度设计咨询板块主要上市企业合计营收 421.4 亿元，同增 17.9%；合计归母净利 43.2 亿元，同增 2.2%。单三季度设计咨询板块合计营收 180.4 亿元，同增 14.3%；归母净利 16.4 亿元，同减 11.9%。三季度设计咨询板块营收同比提升但利润同比下滑。一至三季度板块综合毛利率为 32.2%，同减 2.5pct；费用率合计 15.2%，同减 0.7pct，其中财务费用率小幅提升 0.2pct，管理费用率下滑 0.8pct，销售费用率同比维稳。三季度板块综合毛利率为 31.1%，同减 2.7pct；费用率合计 14.9%，同减 0.2pct。其中管理费用率提升 0.4pct。

权益净利率降幅稍大，销售收现率明显提升：2021 年一至三季度咨询板块经营活动现金流量净额为 104.2 亿元，同增 69.4%；三季度经营现金流净额为 74.2 亿元，同增 33.1%。ttm 口径下三季度经营现金流净额同比大幅提升 108.4%，报告期内设计咨询板块现金流情况表现较好。上半年咨询板块 ROE 为 17.7%，同减 5.1pct，降幅较大，主要系板块销售净利率降幅较大（ROA 同减 2.4pct，总资产周转率和权益乘数同比基本持平）。板块固定资产周转率、应收账款周转率和存货周转率均有所提升，其中存货周转率增幅明显，表明主要设计企业资产营运能力增强。此外，上半年咨询板块销售收现率和采购付现率均有较大幅度提升，但后者增幅不及前者。销售时收现增加或是板块现金流表现较好的原因之一。

图表 38. 三季度营收同增，利润同减



资料来源：万得，中银证券

图表 39. 经营现金流表现持续向好



资料来源：万得，中银证券

华测检测、同济科技、华阳国际财报指标较为优秀：综合各设计咨询企业 2021 年一至三季度财务指标来看，我们认为华测检测、华阳国际和同济科技财务指标表现较好。其中华测检测和华阳国际营收、净利增速均较高，且华测检测毛利率表现突出，为 52.4%，超过其他设计企业毛利率水平，负债率也低于其他企业；华阳国际费用控制能力较好，ROE 表现比较优秀。同济科技虽然营收、净利同比基本维稳，但费用控制能力强大，综合费用率仅为 4.2%，资产周转能力较强，ROE 表现突出。

图表 40. 部分设计咨询企业 2021 年一至三季度报财务指标比较

	收入规模		成长能力		负债水平		周转能力		现金收付		盈利能力	
	营业收入 亿元	归母净利 亿元	营收增速 %	利润增速 %	负债率 %	现金比率 %	资产周转 次	营运周期 天	毛利率 %	费用率 %	ROE %	
建研院	5.6	0.6	13.2	15.4	21.2	73.8	0.3	127.6	50.3	32.3	4.6	
国检集团	12.8	0.9	50.3	(21.0)	40.2	54.3	0.4	96.6	40.2	30.3	6.5	
华测检测	30.1	5.5	28.2	39.0	27.5	114.0	0.5	10.9	52.4	33.0	13.8	
苏交科	31.3	2.6	(11.3)	24.5	49.0	57.1	0.2	121.7	34.3	19.1	4.1	
筑博设计	6.8	0.9	13.5	8.1	33.0	191.7	0.4	89.8	33.8	22.2	7.4	
汉嘉设计	18.3	1.0	35.0	63.9	34.3	91.3	0.9	46.4	11.3	7.5	7.6	
中衡设计	9.9	1.0	(6.6)	(35.2)	45.4	38.9	0.3	22.4	27.3	16.7	4.9	
华设集团	30.6	3.1	0.3	(5.8)	60.6	19.8	0.3	(51.9)	33.2	16.5	9.0	
设计总院	15.9	3.1	34.5	8.7	32.8	69.9	0.4	(118.4)	36.0	10.1	11.6	
勘设股份	22.0	2.9	35.0	1.2	56.9	20.1	0.3	91.3	35.8	15.4	9.3	
华阳国际	18.4	1.4	63.0	28.3	49.1	90.8	0.6	122.0	21.8	12.3	9.8	
同济科技	45.1	4.0	0.2	(1.2)	60.2	59.71	0.6	181.1	17.4	4.2	12.9	

资料来源：万得，中银证券

图表 41. 部分设计咨询企业归母净利与市场预期差

	2021Q1-3		
	实际业绩/亿	市场预期/亿	超预期/%
建研院	0.6	0.8	(19.3)
国检集团	0.9	1.9	(52.5)
华测检测	5.5	4.9	12.1
苏交科	2.6	3.2	(19.3)
筑博设计	0.9	1.2	(26.3)
汉嘉设计	1.0	0.8	26.2
中衡设计	1.0	1.9	(49.5)
华设集团	3.1	4.1	(23.7)
设计总院	3.1	3.3	(4.3)
勘设股份	2.9	3.6	(20.1)
华阳国际	1.4	1.5	(4.8)

资料来源：万得，中银证券

重点推荐

华阳国际

推荐理由：公司为建筑设计领域的优质民营龙头，技术实力雄厚，行业地位不断提升，优质客户资源丰富，立足建筑设计，拓展业务链长度至全过程咨询、EPC 和造价咨询等领域。公司装配式设计和 BIM 应用水平行业领先，以华南地区为业务主战场，通过设立分公司的形式布局全国。目前公司业绩持续高增，成长迅速，现金流稳健，在手订单充足，未来业绩释放保障性强。随新型城镇化建设和建筑工业化推进背景下的房建领域投资提升和装配式建筑需求释放，公司有望全面收益，进一步提高市占率。

业绩预测：预计 2021-2023 年收入分别为 24.4、30.3、36.9 亿元，归母净利分别为 2.2、3.0、4.0 亿元；EPS 分别为 1.14、1.53、2.03 元。

风险提示

装配式建筑推进不及预期：2020 年是“十三五”规划收官之年，也是装配式建筑推进的重要节点的一年。后续包括“十四五”规划对装配式建筑渗透率提升仍有要求，但目前行业增长动力仍部分依靠政策引导，短期或存在推进放缓风险

制造业投资增速回升不及预期：制造业投资占固定资产投资比重最大，且对轻钢结构，工业建筑施工等形成巨大的需求。制造业投资包括工业企业利润增速等相关指标已经有较长时间持续下滑。目前制造业投资回升尚未形成确立趋势。

宏观流动性收紧：随着经济持续复苏，基建托底需求弱化，流动性宽松信用扩张的背景一旦改变，则有宏观流动性收紧的风险。建筑行业对资金有较大需求，或将受到影响。

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)
					2020A	2021E	2020A	2021E	
002949.SZ	华阳国际	买入	13.70	26.9	0.88	1.14	15.5	12.0	6.88
002325.SZ	洪涛股份	增持	2.39	30.4	(0.27)	0.05	(8.7)	44.1	2.22
601668.SH	中国建筑	未有评级	4.60	1,929.6	1.07	1.20	4.3	3.8	7.60
601186.SH	中国铁建	未有评级	7.21	912.7	1.65	1.88	4.4	3.8	14.68
601117.SH	中国化学	未有评级	10.05	614.0	0.60	0.72	16.8	14.0	7.61
601669.SH	中国电建	未有评级	7.24	1,107.7	0.52	0.59	13.9	12.3	6.38
601390.SH	中国中铁	未有评级	5.11	1,167.5	1.03	1.14	5.0	4.5	9.04
601800.SH	中国交建	未有评级	7.03	974.4	1.00	1.26	7.0	5.6	13.76
601618.SH	中国中冶	未有评级	3.71	706.7	0.38	0.46	9.8	8.1	3.92
601868.SH	中国能建	未有评级	2.23	799.3	0.11	0.18	19.9	12.7	1.96
002541.SZ	鸿路钢构	未有评级	44.01	233.6	1.51	2.13	29.2	20.6	12.53
600477.SH	杭萧钢构	未有评级	3.72	80.1	0.34	0.24	11.1	15.7	1.94
600496.SH	精工钢构	未有评级	3.91	78.7	0.32	0.36	12.1	10.7	3.65
002135.SZ	东南网架	未有评级	10.67	110.4	0.26	0.59	40.8	18.1	4.71
002081.SZ	金螳螂	未有评级	5.62	150.1	0.89	0.95	6.3	5.9	6.57

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 11 月 8 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：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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