

# 建筑行业 2023 年报及 2024 年一季报总结

优于大市

## 整体基本面承压，关注海外工程和工业建筑产业链景气回升

### 核心观点

**建筑行业：整体增长降速，工业建筑回暖，海外工程复苏。**2023 年建筑业实现总产值同比+5.8%，新签合同额同比-2.9%。受地产行业景气度下行和地方财政化债影响，2023 年建筑业订单和产值增速同步下降。2023 年全国狭义基建投资同比+5.9%，广义基建投资同比+8.2%，保持较快增长。2023 年制造业投资同比+6.5%，12 月提速 0.2pct。2023 年对外承包工程新签合同 2645 亿美元，同比+4.5%，业务完成额 1609 亿美元，同比+3.8%，二者均实现 2020 年以来最高增速，其中业务完成额首次实现增速回正。

**盈利能力：收入降速，盈利能力略有回升。**2023 年，SW 建筑装饰板块上市公司合计实现营业收入 9.09 万亿元，同比+7.3%，略高于建筑业总产值增速（+5.8%）。2023 年 SW 建筑板块上市公司毛利率为 10.85%，较上年提升 0.11 个百分点，期间费用率为 6.16%，较上年上升 0.05 个百分点，近五年期间费用率波动较小，整体略有下降。减值规模同比+11.0%，减值与营收的比值为 1.15%，较上年增加 0.04 个百分点。营业收入保持增长，毛利率回升，推动建筑板块归母净利润延续双位数增速。

**资产结构：扩表节奏未见放缓，资产周转效率持续降低。**截至 2023 年末，SW 建筑装饰板块应收票据及应收账款余额 17572 亿元，较上年末+12.0%，合同资产余额 21817 亿元，较上年末+17.8%，长期应收款余额 8131 亿元，较上年末+15.1%，其他非流动资产 13961 亿元，较上年末+17.5%。以上四类资产合计余额 61481 亿元，较上年末+15.6%，显著高于营业收入增速，四类资产合计周转率由上年的 1.59 下滑至 1.48。截至 2023 年末，建筑装饰板块资产负债率 75.54%，较上年末增加 0.57 个百分点。短期借款余额 6042 亿元，较上年末+22.2%，长期借款余额 21799 亿元，较上年末+12.7%，行业整体债务再次呈现债务短期化趋势。

**现金流：收付现比同步下滑，现金净增加额显著减少。**2023 年，SW 建筑装饰板块实现经营活动产生的现金流量净额 1617 亿元，同比-21.2%，与归母净利润的比值为 80.9%，虽然经营性现金流净额较上年有所下滑，但仍保持在相对健康水平。不过需要注意的是，2023 年建筑装饰板块收现比和付现比分别为 96.3%和 94.1%，较上年下降 2.3 和 1.9 个百分点。收付现比同步下滑反映建筑企业收付款账期拉长，虽然二者稳定的差额保障了正向的现金流入，但付现比相对更具刚性，未来建筑企业或面临更大的现金流压力。2023 年 SW 建筑装饰板块构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（主要为构建 PPP 等项目资产的资本开支）为 3213 亿元，同比+12.1%。经营性现金流下滑叠加资本开支增加，2023 年现金及现金等价物净增加 356.9 亿元，同比-79.1%。

**年初至今：开工低迷，投资降速。**尽管 4 月开工合同额环比有所回升，但前 4 月合计开工合同额约 18.88 万亿元，同比仍然下降 26.1%，受到“12 省暂停基建”影响，新开工明显弱于前两年。专项债发行节奏整体偏慢，前四个月专项债累计新增发行 7224.48 亿元，同比-55.4%，仅完成全年新增目标的 18.5%，5 月起明显提速，单月新增专项债 4383 亿元，单月同比+59.1%。1-4 月广义基建投资同比增长 7.78%，环比降速 1.0pct。狭义基建同比增长 6.0%，环比降速 0.5pct。

### 行业研究 · 行业专题

#### 建筑装饰

优于大市 · 维持

证券分析师：任鹤  
010-88005315  
renhe@guosen.com.cn  
S0980520040006

证券分析师：朱家琪  
021-60375435  
zhujiaqi@guosen.com.cn  
S0980524010001

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《统计局 2024 年 1-4 月基建数据点评-基建投资增长略显压力，水利管理与铁路运输投资提速》——2024-05-19
- 《建筑行业 5 月投资策略-基建总体承压，聚焦国际工程和工业建筑》——2024-05-09
- 《建筑行业周观点-一季度建筑企业经营情况持稳，央企集中度持续提升》——2024-05-07
- 《建筑行业周观点-基建投资韧性较强，持续关注工业建筑和洁净室板块》——2024-04-22
- 《统计局 2024 年 1-3 月基建数据点评-基建投资维持稳健增长，交通领域投资略放缓》——2024-04-17

**一季度建筑企业经营情况持稳，央企市占率继续提升。**2024 年第一季度，建筑业新签合同额 6.73 万亿元，同比-2.9%，建筑业实现产值 5.67 万亿元，同比+3.4%。受“地方政府化债”政策影响，新增基建项目投资额明显缩减，建筑业新签订单保持下滑趋势，存量项目持续转化推动建筑业产值维持小幅增长。2024 年一季度，八大建筑央企新签建筑合同额合计 3.92 亿元，同比+6.7%，显著高于建筑业整体-2.9%的增速，八大建筑央企以新签合同额衡量的市占率由上年同期的 53.0%继续提升至 58.2%。建筑央企在获取重大工程项目方面具有更强的品牌优势和更低的融资成本，在行业需求整体下滑的环境下仍能维持新签合同稳健增长。

**风险提示：**宏观经济下行风险；政策落地不及预期的风险；重大项目审批进度不及预期的风险。

**投资建议：**建筑央企在承接重大项目上具有优势，融资成本低于行业均值，有望保持订单和业绩稳健增长；随着海外订单持续回暖，建议关注国际工程龙头企业业绩兑现；工业建筑受地产和地方政府债务影响较小，也是当前政策支持的投资方向，随着库存周期拐点临近，产业链上钢结构、专业工程板块有望迎来估值修复，尤其是部分重大晶圆厂项目有望年内落地，建议关注洁净厂房建设机会。**重点推荐中国中铁、中国铁建、太极实业、中材国际、鸿路钢构。**

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2015E	2016E	2015E	2016E
601390.SH	中国中铁	优于大市	6.72	1,550	1.53	1.70	4.36	3.99
601186.SH	中国铁建	优于大市	8.72	1,108	2.13	2.27	5.79	5.31
600667.SH	太极实业	优于大市	5.99	126	0.47	0.53	17.00	13.18
600970.SH	中材国际	优于大市	12.53	331	1.26	1.49	10.08	8.75
002541.SZ	鸿路钢构	优于大市	19.38	134	1.74	1.97	11.14	9.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

<b>建筑行业 2023 年回顾与年报综述</b> .....	<b>7</b>
建筑行业：整体增长降速，工业建筑回暖，海外工程复苏 .....	7
盈利能力：收入降速，盈利能力略有回升 .....	9
资产结构：扩表节奏未见放缓，资产周转效率持续降低 .....	12
现金流：收付现比同步下滑，现金净增加额显著减少 .....	14
<b>建筑细分领域年报综述</b> .....	<b>16</b>
基建施工：收入增长降速，周转效率承压 .....	16
国际工程：受益于行业景气度改善，量价齐升 .....	18
专业工程：竞争加剧，业绩承压 .....	20
<b>年初至今：开工低迷，投资降速，央企龙头优势继续强化</b> .....	<b>22</b>
基建新开工低迷，5 月专项债发行提速 .....	22
基建投资增长放缓，水利与交通基建投资提速 .....	23
一季度建筑企业经营情况持稳，央企市占率继续提升 .....	25
<b>投资建议</b> .....	<b>28</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>28</b>

## 图表目录

图 1: 建筑业总产值及增速 (单位: 万亿元, %)	7
图 2: 建筑业新签合同额及增速 (单位: 万亿元, %)	7
图 3: 建筑业新开工面积及增速 (单位: 亿平方米, %)	7
图 4: 建筑业竣工面积及增速 (单位: 亿平方米, %)	7
图 5: 广义/狭义基建投资增速 (单位: %)	8
图 6: 分领域基建投资增速 (单位: %)	8
图 7: 制造业投资累计同比增速 (单位: %)	8
图 8: 汽车和计算机、通信、电子投资增速 (单位: %)	8
图 9: 汽车和半导体销售额单月同比增速 (单位: %)	8
图 10: 工业建筑板块估值与制造业投资增速背离 (单位: %, x)	8
图 11: 对外承包工程新签合同额及增速 (单位: 亿美元, %)	9
图 12: 对外承包工程完成额及增速 (单位: 亿美元, %)	9
图 13: 中国非金融对外直接投资及增速 (单位: 亿美元, %)	9
图 14: 部分国家劳动和资源密集型产业出口额 (单位: 亿美元)	9
图 15: SW 建筑装饰板块营业收入及增速 (单位: 万亿元, %)	10
图 16: SW 建筑装饰主要子板块近五年营收增速 (单位: %)	10
图 17: SW 建筑装饰板块毛利率变化 (单位: %)	10
图 18: SW 建筑装饰主要子板块毛利率变化 (单位: %)	10
图 19: SW 建筑装饰板块期间费用率变化 (单位: %)	11
图 20: SW 建筑装饰板块各项费用率变化 (单位: %)	11
图 21: SW 建筑装饰板块信用与资产减值损失 (单位: 亿元)	11
图 22: SW 建筑装饰板块减值损失与其占营收的比例 (单位: 亿元, %)	11
图 23: SW 建筑装饰板块净利率变化 (单位: %)	12
图 24: SW 建筑装饰板块归母净利及增速 (单位: 亿元, %)	12
图 25: SW 建筑装饰板块应收票据及应收账款余额 (单位: 亿元)	12
图 26: SW 建筑装饰板块合同资产余额 (单位: 亿元)	12
图 27: SW 建筑装饰板块长期应收款余额 (单位: 亿元)	13
图 28: SW 建筑装饰板块其他非流动资产余额 (单位: 亿元)	13
图 29: SW 建筑装饰板块四类资产余额及周转率 (单位: 亿元)	13
图 30: SW 建筑装饰板块总资产及总资产周转率 (单位: 亿元)	13
图 31: SW 建筑装饰板块资产负债率变化 (单位: %)	14
图 32: SW 建筑装饰板块短期借款和长期借款余额 (单位: 亿元)	14
图 33: SW 建筑装饰板块带息债务余额 (单位: 亿元)	14
图 34: SW 建筑装饰板块利息费用及融资成本 (单位: 亿元, %)	14
图 35: SW 建筑装饰板块经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元)	15
图 36: SW 建筑装饰板块收现比和付现比 (单位: %)	15
图 37: SW 建筑装饰板块资本开支支付的现金 (单位: 亿元)	15

图 38: SW 建筑装饰板块现金及现金等价物净增加额 (单位: 亿元)	15
图 39: 部分建筑企业 2023 年收入及增速 (单位: 亿元, %)	16
图 40: 部分建筑企业 2023 年归母净利及增速 (单位: 亿元, %)	16
图 41: 部分建筑企业过去两年毛利率对比 (单位: %)	16
图 42: 部分建筑企业过去两年期间费用率对比 (单位: %)	16
图 43: 部分建筑企业 2023 年各类应收款增加值及与营收的比值 (单位: 亿元, %)	17
图 44: 部分建筑企业 2023 年末各类应收款净额及全年周转率 (单位: 亿元)	17
图 45: 部分建筑企业 2023 年减值损失与增速 (单位: 亿元, %)	17
图 46: 部分建筑企业 2023 年减值与营收和业绩的比值 (单位: %)	17
图 47: 部分建筑企业过去两年经营性现金流净额 (单位: 亿元)	18
图 48: 部分建筑企业过去两年净利润现金含量 (单位: %)	18
图 49: 部分建筑企业收现比变化 (单位: %)	18
图 50: 部分建筑企业付现比变化 (单位: %)	18
图 51: 国际工程板块营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	19
图 52: 国际工程板块归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	19
图 53: 国际工程公司毛利率变化 (单位: %)	19
图 54: 国际工程公司期间费用率变化 (单位: %)	19
图 55: 国际工程板块合同负债余额变化 (单位: 亿元)	19
图 56: 四家国际工程公司合同负债余额变化 (单位: 亿元)	19
图 57: 国际工程板块经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元)	20
图 58: 四家国际工程公司过去五年经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元)	20
图 59: 专业工程板块营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	20
图 60: 专业工程板块归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	20
图 61: 专业工程板块毛利率变化 (单位: %)	21
图 62: 专业工程板块期间费用率变化 (单位: %)	21
图 63: 专业工程板块经营活动产生的现金流量净额 (单位: %)	21
图 64: 专业工程板块收付现比 (单位: %)	21
图 65: 2022-2024 年项目开工合同额单月值 (单位: 亿元)	22
图 66: 2022-2024 年项目开工合同额年内累计值 (单位: 亿元)	22
图 67: 专项债单月新增发行额及同比增速 (单位: 亿元)	22
图 68: 专项债发行额和净新增规模 (单位: 亿元)	22
图 69: 城投债发行规模和净融资规模 (单位: 亿元)	23
图 70: 2022-2024 年单月城投债净融资规模 (单位: 亿元)	23
图 71: 固定资产投资完成额累计值及同比增速	23
图 72: 固定资产投资完成额构成 (单位: %)	23
图 73: 广义/狭义基建投资增速 (单位: %)	24
图 74: 分领域基建投资增速 (单位: %)	24
图 75: 水利、环境和公共设施管理业投资增速 (单位: %)	24
图 76: 水利、环境和公共设施管理业细分领域对增速拉动	24
图 77: 交通运输、仓储、邮政业投资增速 (单位: %)	25
图 78: 交通运输、仓储、邮政业细分领域对增速拉动	25



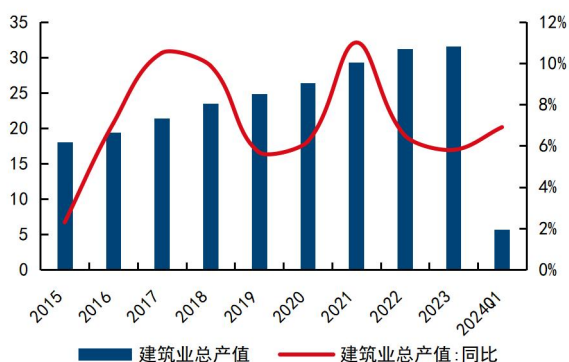
图 79: 建筑业新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	25
图 80: 建筑业产值及增速 (单位: 亿元, %)	25
图 81: 八大建筑央企新签合同额及市占率 (单位: 亿元, %)	26
图 82: 八大建筑央企与建筑业整体新签合同增速对比 (单位: %)	26
图 83: A 股建筑板块历年 Q1 营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	26
图 84: A 股建筑板块历年 Q1 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	26
图 85: A 股建筑板块历年 Q1 营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	26
图 86: A 股建筑板块历年 Q1 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	26
图 87: A 股建筑板块历年 Q1 经营性现金流净额 (单位: 亿元)	27
图 88: A 股建筑板块 Q1 经营现金流入流出规模 (单位: 亿元)	27

## 建筑行业 2023 年回顾与年报综述

### 建筑行业：整体增长降速，工业建筑回暖，海外工程复苏

**建筑业总产值增长降速，新订单小幅下滑。**2023 年建筑业实现总产值 31.59 万亿元，同比+5.8%，2023 年全年建筑业新签合同额 35.60 万亿元，同比-2.9%。2024Q1 建筑业实现总产值 5.67 万亿元，同比+6.9%，实现新签合同额 6.73 万亿元，同比-0.03%。建筑业产值指一定时期内建筑业企业生产的建筑产品和服务的总和，与建筑企业总营收高度相关，受地产行业景气度下行和地方财政化债影响，2023 年建筑业订单和产值增速同步下降。

图1：建筑业总产值及增速（单位：万亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：建筑业新签合同额及增速（单位：万亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**建筑业新开工面积持续下行，竣工端相对更具韧性。**2023 年全国建筑业新开工面积 40.40 亿平方米，同比-7.9%，自 2018 年以来保持持续下行趋势，5 年 CAGR 为 -6.3%，2023 年新开工面积仅为 2018 年的 72%。相对新开工而言，竣工端更具韧性，2023 年全国建筑业竣工面积 38.56 亿平方米，同比-4.9%，保持小幅下行趋势，近五年 CAGR 为 -1.4%。

图3：建筑业新开工面积及增速（单位：亿平方米，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：建筑业竣工面积及增速（单位：亿平方米，%）

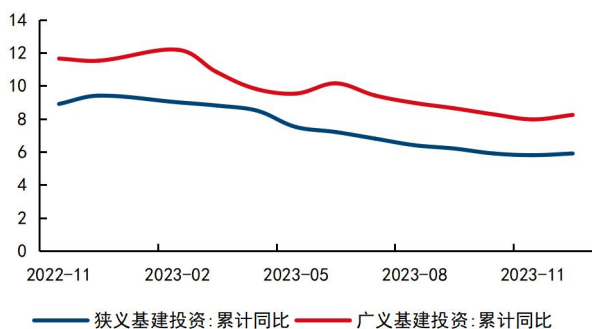


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**基建投资保持较快增长，交通基建投资走强。**2023 年全国狭义基建投资同比+5.9%，广义基建投资同比+8.2%，保持较快增长。细分领域看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比+23%，继续维持高增长，交通运输、仓储和邮政

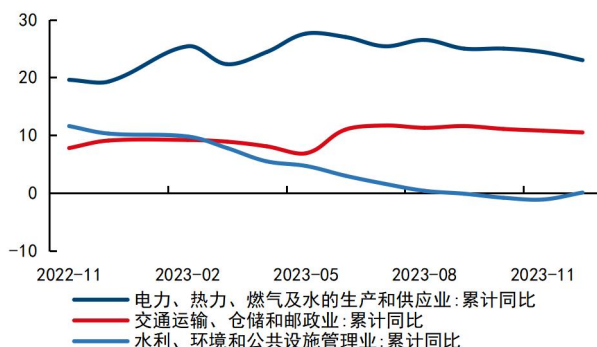
业投资同比+10.5%，且在下半年持续走强，水利、环境和公共设施投资同比+0.1%。

图5: 广义/狭义基建投资增速 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

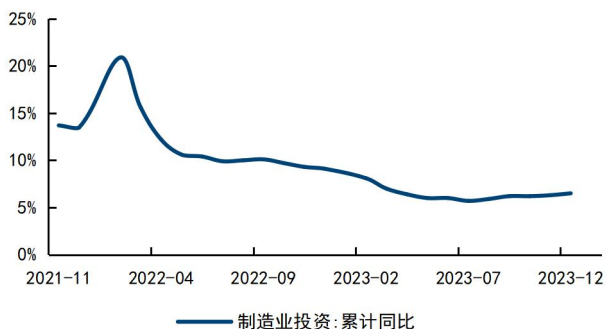
图6: 分领域基建投资增速 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

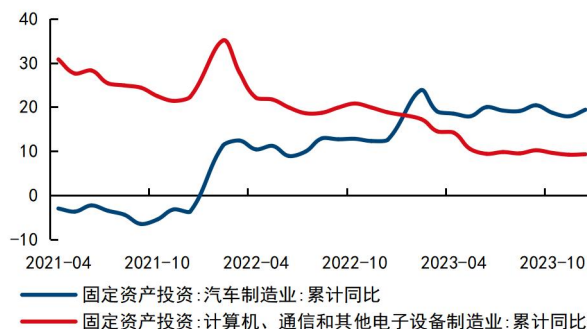
**制造业投资回升, 工业建筑回暖可期。**2023年1-12月, 制造业投资同比+6.5%, 12月提速0.2pct, 主要源于通用设备制造提速1.4pct, 汽车制造提速1.5pct, 计算机、通信、电子设备制造小幅提速0.1pct。半导体制造业投资增速于7月触底, 而后持续回升, 汽车和半导体销售增速在Q1出现拐点信号, 在年末实现明显回暖, 未来资本开支存在上升预期。

图7: 制造业投资累计同比增速 (单位: %)



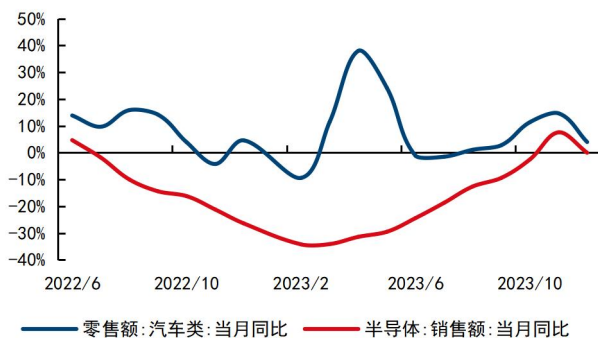
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图8: 汽车和计算机、通信、电子投资增速 (单位: %)



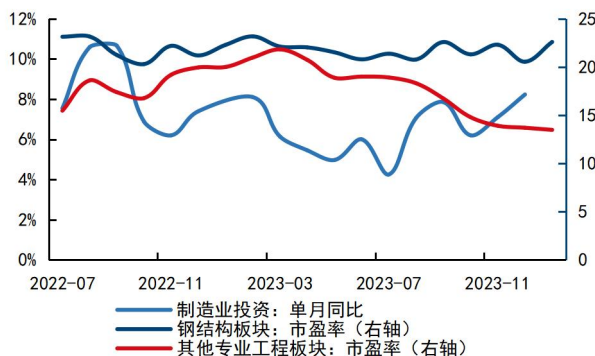
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图9: 汽车和半导体销售额单月同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind, SIA, 国信证券经济研究所整理

图10: 工业建筑板块估值与制造业投资增速背离 (单位: %, x)

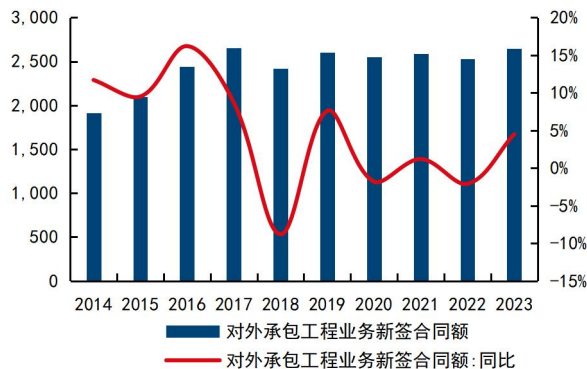


资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理



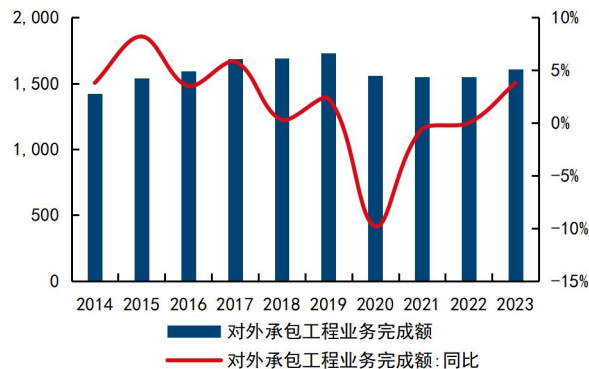
**海外工程订单和营收持续复苏。**2023 年对外承包工程新签合同 2645 亿美元，同比+4.5%，业务完成额 1609 亿美元，同比+3.8%，二者均实现 2020 年以来最高增速，其中业务完成额首次实现增速回正。2023 年随着疫情管控正常化，海外商务活动重回正轨，工程存量订单加速履约，推动国际工程企业新签订单和收入业绩持续复苏。

图11: 对外承包工程新签合同额及增速 (单位: 亿美元, %)



资料来源: Wind, 商务部, 国信证券经济研究所整理

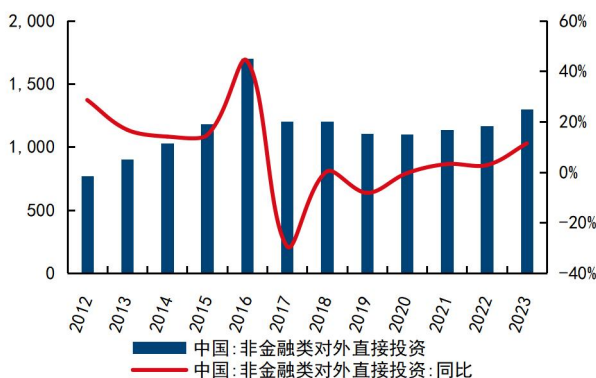
图12: 对外承包工程完成额及增速 (单位: 亿美元, %)



资料来源: Wind, 商务部, 国信证券经济研究所整理

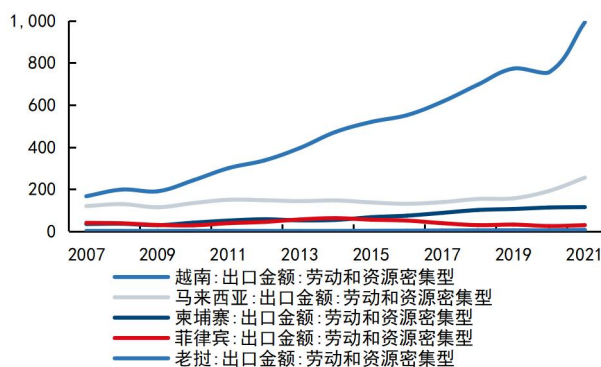
**产业转移有望持续带动新兴市场国家基础设施投资需求。**由于中国国内去库存压力相对较大，人力成本持续上升，企业对外投资快速增长，2023 年中国非金融类对外直接投资 1301 亿美元，同比+11.4%。一带一路沿线部分国家同时具备地理交通优势和劳动力成本优势，有望承接中国的产能溢出。产能转移将带动承接国经济增长，释放基础设施建设需求。

图13: 中国非金融对外直接投资及增速 (单位: 亿美元, %)



资料来源: Wind, 商务部, 国信证券经济研究所整理

图14: 部分国家劳动和资源密集型产业出口额 (单位: 亿美元)



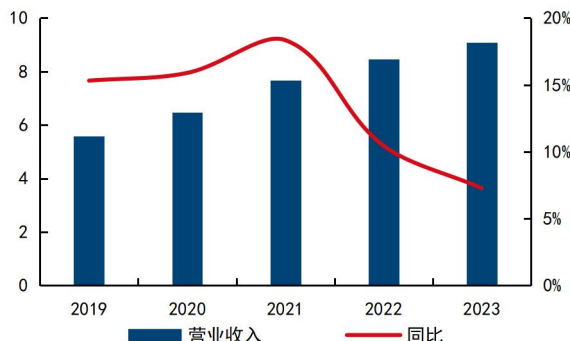
资料来源: Wind, 联合国贸易和发展会议, 国信证券经济研究所整理

### 盈利能力: 收入降速, 盈利能力略有回升

**上市建筑公司收入增长降速, 国际工程明显回暖。**2023 年, SW 建筑装饰板块上市公司合计实现营业收入 9.09 万亿元, 同比+7.3%, 略高于建筑业总产值增速 (+5.8%)。SW 建筑装饰细分子板块中, 基建市政工程/房屋建设/其他专业工程/化学工程/国际工程/钢结构/装修装饰/工程咨询服务/园林工程分别实现营业收入增速+6.1%/+7.6%/+6.5%/+13.0%/+31.4%/+20.0%/+6.5%/+13.0%/+1.4%, 国际工

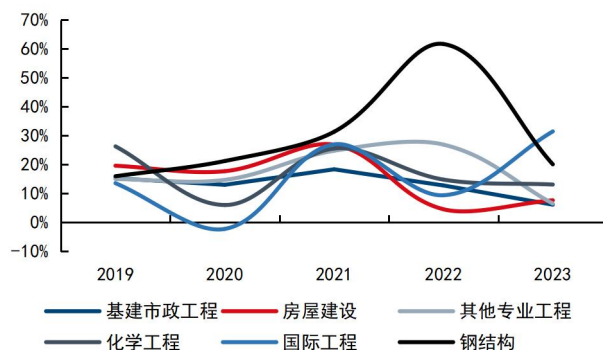
程板块收入明显改善，钢结构板块保持较高增速。

图15: SW 建筑装饰板块营业收入及增速（单位：万亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

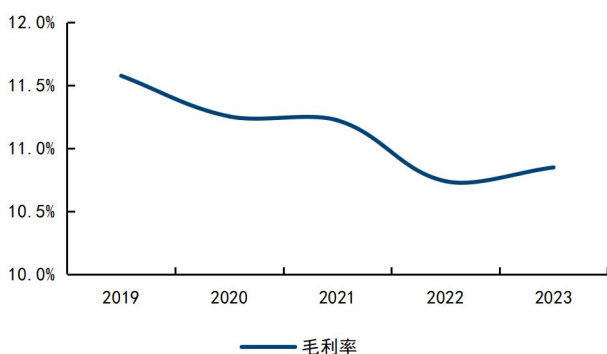
图16: SW 建筑装饰主要子板块近五年营收增速（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

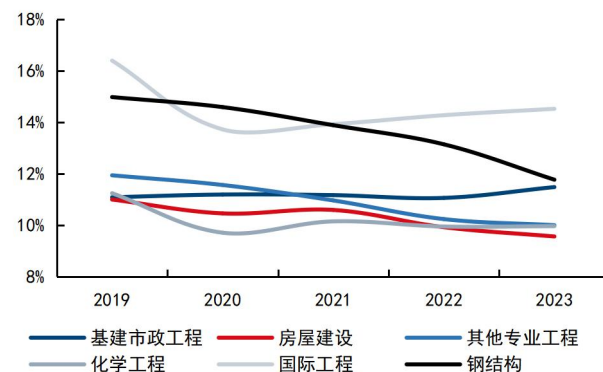
**毛利率略有改善，细分子版块毛利率变动分化。**2023年SW建筑板块上市公司毛利率为10.85%，较上年提升0.11个百分点，从细分子版块看，市政建设工程毛利率11.48%，较上年提升0.42个百分点，国际工程毛利率14.53%，较上年提升0.25个百分点，主要受益于国内基建投资发力和海外工程市场回暖；房屋建设毛利率9.56%，较上年下降0.36个百分点，钢结构毛利率11.77%，较上年下降1.38个百分点，主要受房地产投资快速萎缩，制造业步入产能消化阶段，市场竞争加剧影响。

图17: SW 建筑装饰板块毛利率变化（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

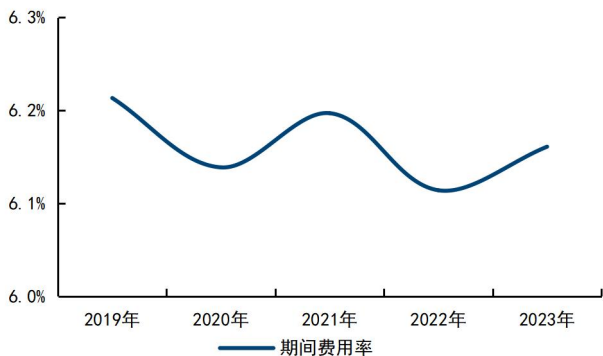
图18: SW 建筑装饰主要子板块毛利率变化（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

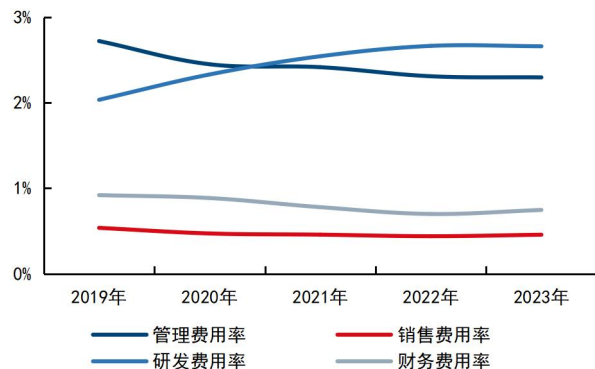
**费用率整体稳定，管理费用压降或接近尾声。**2023年SW建筑装饰板块期间费用率为6.16%，较上年上升0.05个百分点，近五年期间费用率波动较小，整体略有下降。从各项费用率看，2023年SW建筑装饰板块管理/销售/研发/财务费用率分别为2.30%/0.46%/2.66%/0.75%，较上年-0.01%/+0.02%/+0.05%/-0.01pct，财务费用率有所回升，但仍处于较低水平，管理费用率继续压降但降幅边际收窄，建筑企业“降本”或接近尾声。

图19: SW 建筑装饰板块期间费用率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

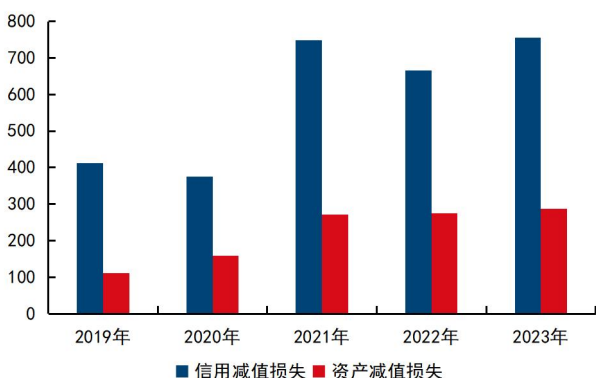
图20: SW 建筑装饰板块各项费用率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

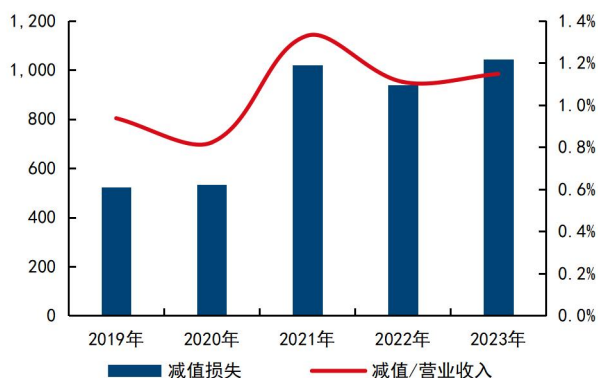
**减值规模维持高位, 潜在减值风险或仍需时间消化。**2023年SW建筑装饰板块集体信用减值损失755亿元, 计提资产减值损失288亿元, 两项合计1043亿元, 减值规模同比+11.0%, 减值与营收的比值为1.15%, 较上年增加0.04个百分点。2021年以来建筑企业减值规模大幅提升并连续三年维持高位, 考虑到下游地产和基建客户仍然面临较大的财务压力, 后续减值或仍将维持高位。

图21: SW 建筑装饰板块信用与资产减值损失 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

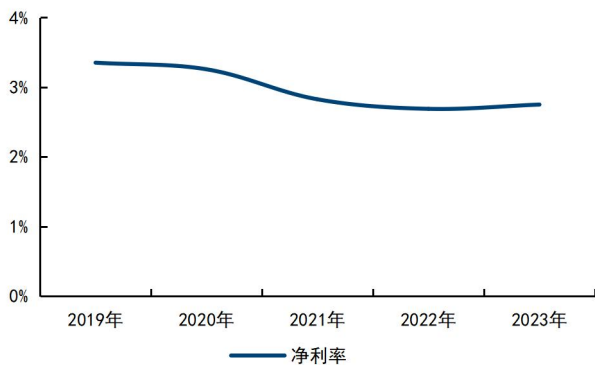
图22: SW 建筑装饰板块减值损失与其占营收的比例 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

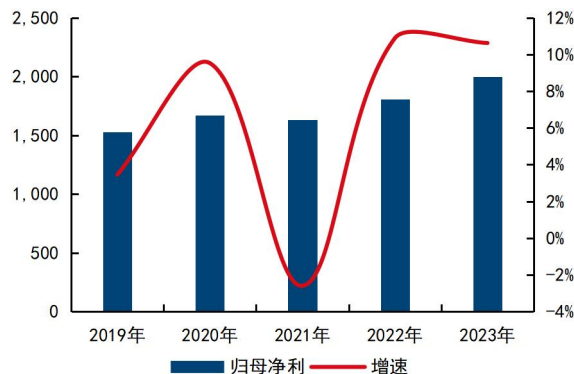
**净利率略有回升, 归母净利维持双位数增长。**2023年SW建筑装饰板块实现净利率2.75%, 较上年上升0.06个百分点, 实现归母净利润1999亿元, 同比+10.6%。营业收入保持增长, 毛利率回升, 推动建筑板块归母净利润延续双位数增速。

图23: SW 建筑装饰板块净利率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: SW 建筑装饰板块归母净利及增速 (单位: 亿元, %)

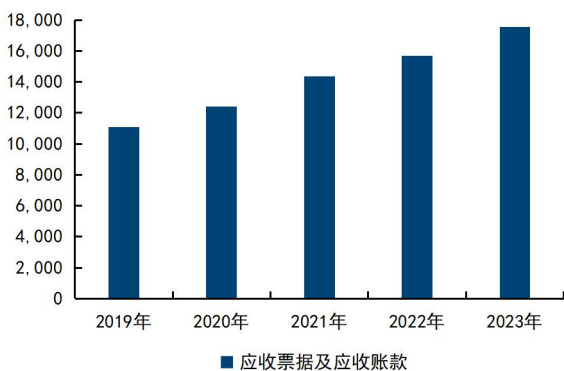


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 资产结构: 扩表节奏未见放缓, 资产周转效率持续降低

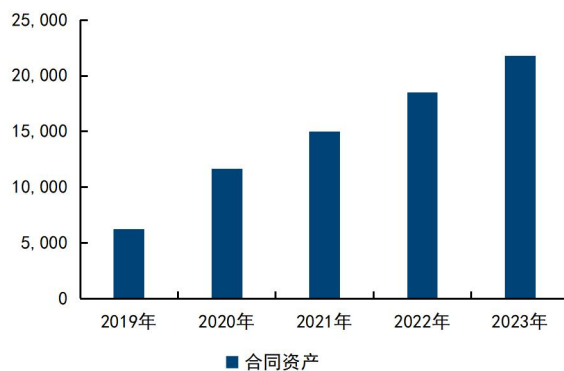
建筑企业表内各类资产规模增长速度较高, 周转率持续下降。截至 2023 年末, SW 建筑装饰板块应收票据及应收账款余额 17572 亿元, 较上年末+12.0%, 合同资产余额 21817 亿元, 较上年末+17.8%, 长期应收款余额 8131 亿元, 较上年末+15.1%, 其他非流动资产 13961 亿元, 较上年末+17.5%。以上四类资产合计余额 61481 亿元, 较上年末+15.6%, 显著高于营业收入增速, 四类资产合计周转率由上年的 1.59 下滑至 1.48。2023 年末, 建筑装饰板块总资产余额 141742 亿元, 较上年末+10.4%, 总资产周转率 0.498 与上年相当, 处于较低水平。

图25: SW 建筑装饰板块应收票据及应收账款余额 (单位: 亿元)



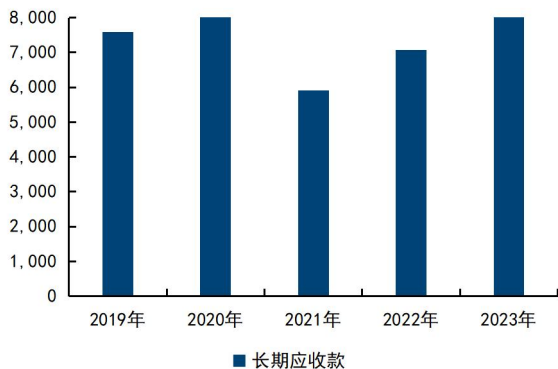
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: SW 建筑装饰板块合同资产余额 (单位: 亿元)



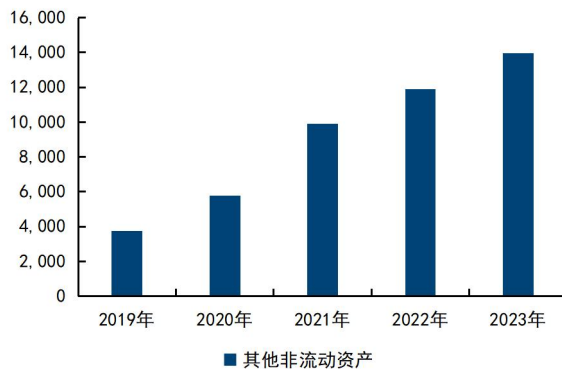
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: SW 建筑装饰板块长期应收款余额 (单位: 亿元)



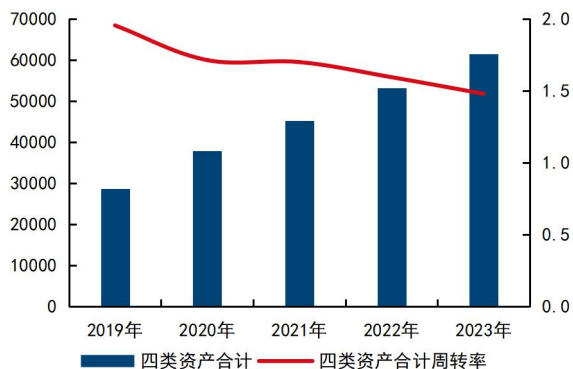
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: SW 建筑装饰板块其他非流动资产余额 (单位: 亿元)



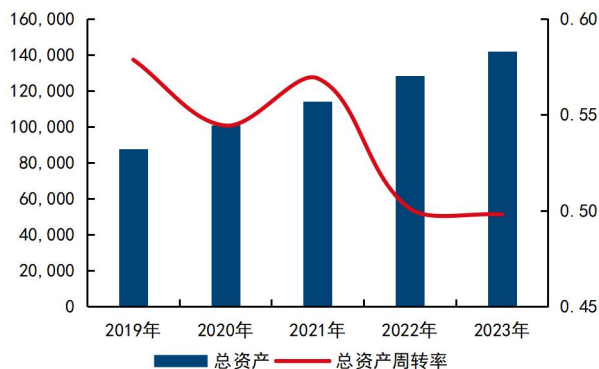
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图29: SW 建筑装饰板块四类资产余额及周转率 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图30: SW 建筑装饰板块总资产及总资产周转率 (单位: 亿元)

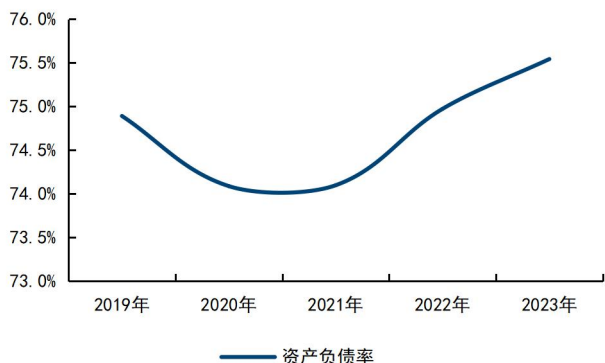


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**带息债务规模增加，短期债务占比上升，融资成本下降。**截至2023年末，建筑装饰板块资产负债率75.54%，较上年末增加0.57个百分点。短期借款余额6042亿元，较上年末+22.2%，长期借款余额21799亿元，较上年末+12.7%，行业整体债务再次呈现债务短期化趋势。2023年末建筑装饰板块带息债务余额35738亿元，较上年末+13.0%，2023年产生利息费用1179亿元，同比+10.3%，估算平均融资成本为3.30%，较上年下降0.08个百分点。

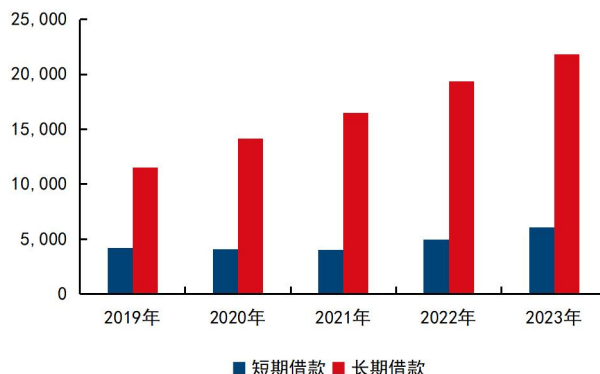


图31: SW 建筑装饰板块资产负债率变化 (单位: %)



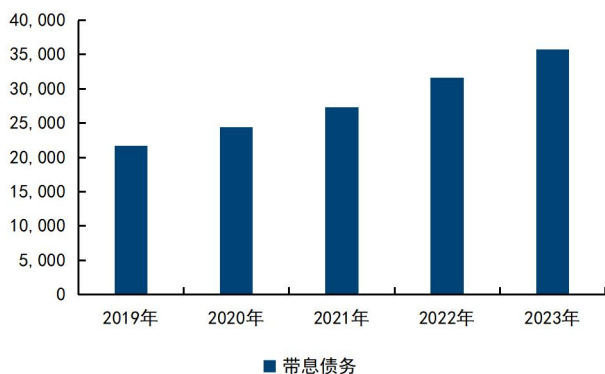
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图32: SW 建筑装饰板块短期借款和长期借款余额 (单位: 亿元)



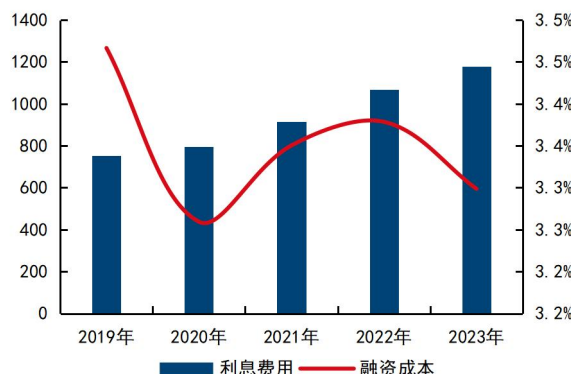
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图33: SW 建筑装饰板块带息债务余额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: SW 建筑装饰板块利息费用及融资成本 (单位: 亿元, %)

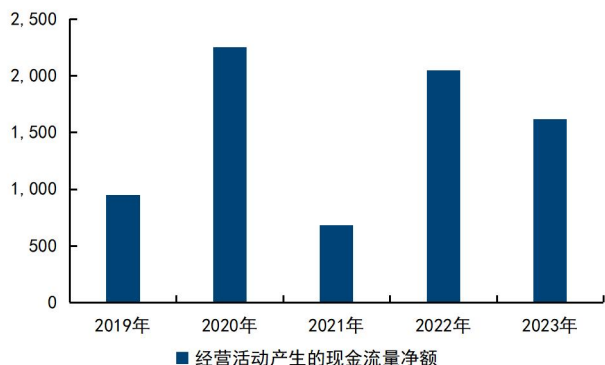


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 现金流: 收付现比同步下滑, 现金净增加额显著减少

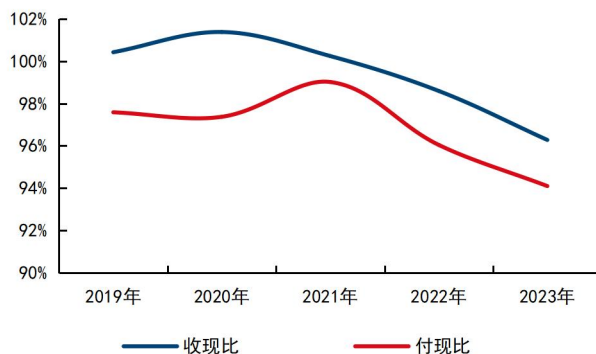
经营性现金流保持较好水平, 但收付现比同步下滑。2023年, SW建筑装饰板块实现经营活动产生的现金流量净额1617亿元, 同比-21.2%, 与归母净利润的比值为80.9%, 虽然经营性现金流净额较上年有所下滑, 但仍保持在相对健康水平。不过需要注意的是, 2023年建筑装饰板块收现比和付现比分别为96.3%和94.1%, 较上年下降2.3和1.9个百分点。收付现比同步下滑反映建筑企业收付款账期拉长, 虽然二者稳定的差额保障了正向的现金流入, 但付现比相对更具刚性, 未来建筑企业或面临更大的现金流压力。

图35: SW 建筑装饰板块经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

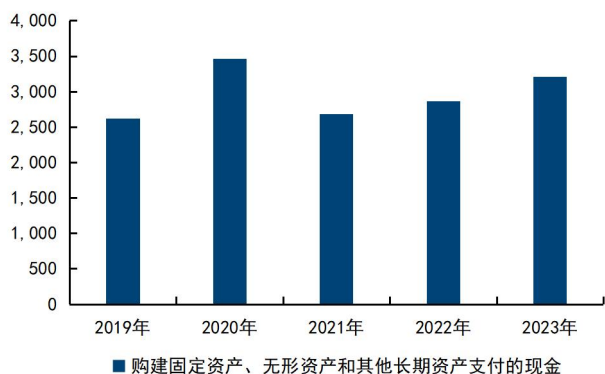
图36: SW 建筑装饰板块收现比和付现比 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

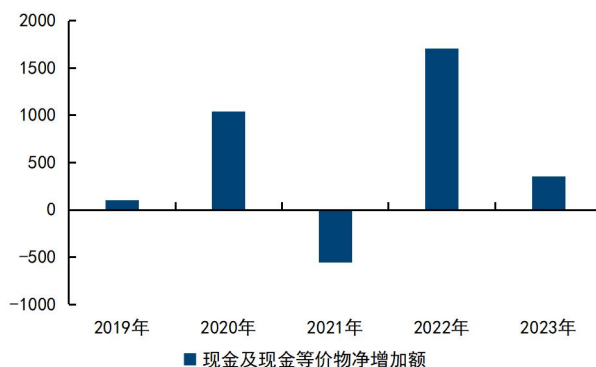
**资本开支同比增加, 现金净增加额显著减少。**2023年SW建筑装饰板块构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金(主要为构建PPP等项目资产的资本开支)为3213亿元, 同比+12.1%。经营性现金流下滑叠加资本开支增加, 2023年现金及现金等价物净增加356.9亿元, 同比-79.1%。

图37: SW 建筑装饰板块资本开支支付的现金 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: SW 建筑装饰板块现金及现金等价物净增加额 (单位: 亿元)



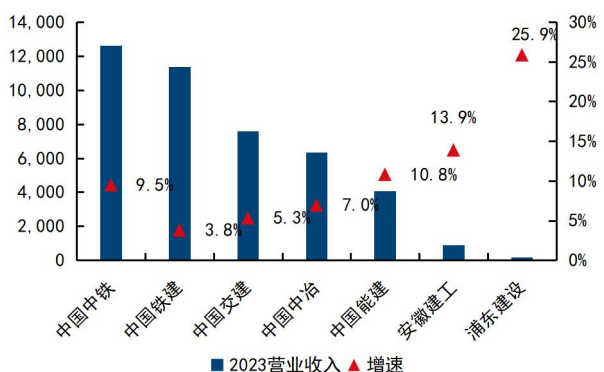
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 建筑细分领域年报综述

### 基建施工：收入增长降速，周转效率承压

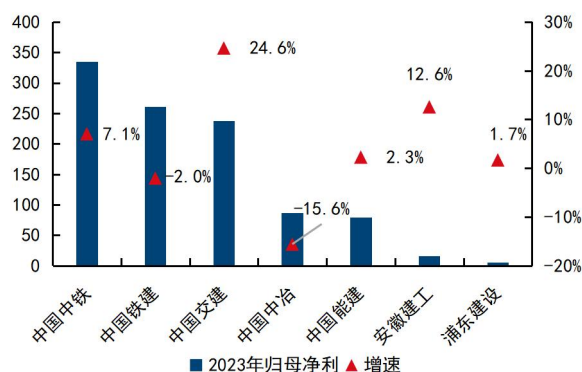
**盈利能力：整体收入呈低速增长，业绩增速分化。**7家典型基建施工企业收入整体呈低速增长趋势，中国中铁、中国铁建、中国交建、中国中冶收入增速均低于10%。业绩端，中国交建表现亮眼，2023 营收+5.1%，业绩+23.6%，扣非业绩+58.2%，中国中冶、中国铁建业绩下滑。2023 年样本建筑施工企业毛利率和期间费用率与上年变化不大，中国交建、安徽建工毛利率略有提升。

图39：部分建筑企业 2023 年收入及增速（单位：亿元，%）



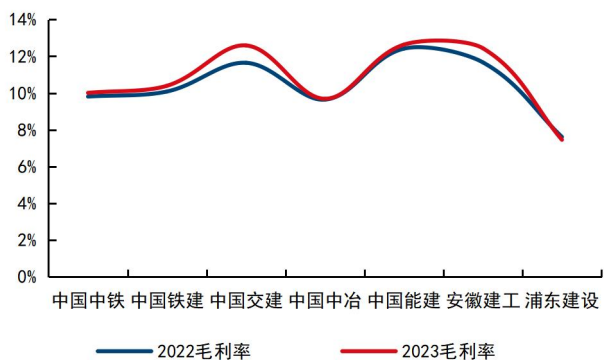
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图40：部分建筑企业 2023 年归母净利润及增速（单位：亿元，%）



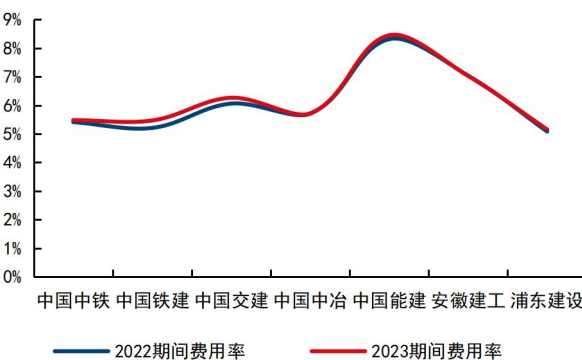
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图41：部分建筑企业过去两年毛利率对比（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

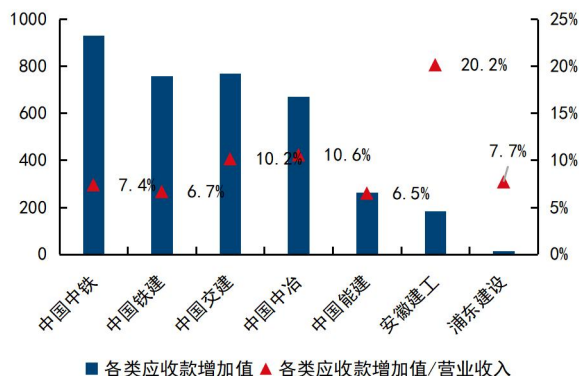
图42：部分建筑企业过去两年期间费用率对比（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

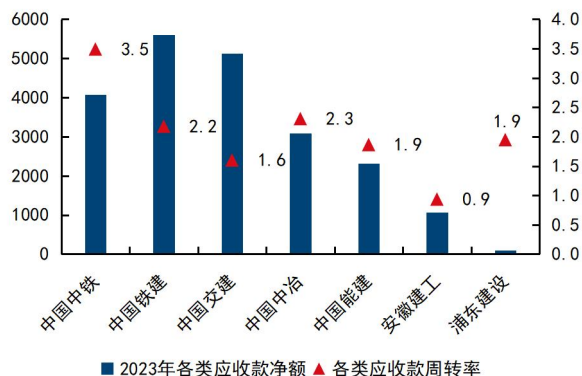
**周转效率：应收账款规模增幅较高，周转压力有所增大**7家基建施工企业各类应收款（应收票据及应收账款、合同资产、长期应收款）合计较上年末增长 20.2%，显著高于营收增速，反映建筑施工企业周转速度普遍有所下滑。7 家企业中，中国中铁、中国铁建、中国能建、浦东建设新增各类应收款规模与营收的比值在 10% 以内，安徽建工应收款规模相对较高。以周转率衡量，中国中铁周转效率较高，安徽建工周转压力较大。

图43: 部分建筑企业 2023 年各类应收款增加值及与营收的比值 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

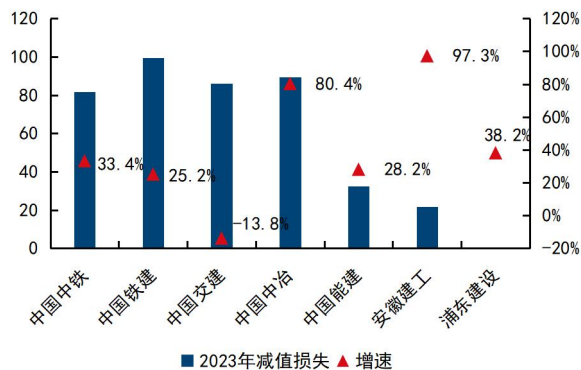
图44: 部分建筑企业 2023 年末各类应收款净额及全年周转率 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

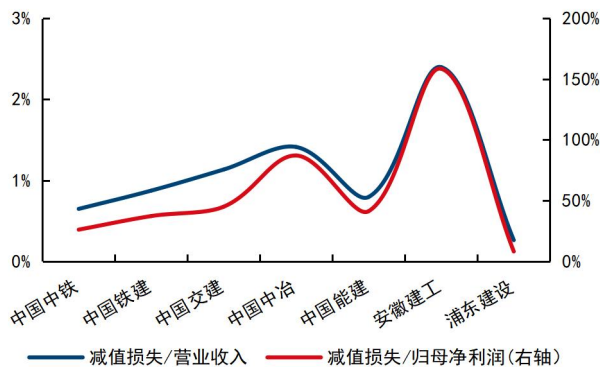
**减值: 减值计提金额普遍上升, 对业绩产生显著影响。**7家基建施工企业减值损失 (包括信用减值损失和资产减值损失) 规模普遍上升, 7家企业减值合计较上年增加 25.9%, 显著高于收入增速, 且高于各类应收款规模增速, 其中安徽建工、中国中冶减值计提规模增长较高, 达到 97.3%和 80.4%, 对业绩产生较大影响。中国交建减值损失计提较上年下降了 13.8%, 中国中铁、中国铁建、中国交建、浦东建设减值损失与营收、业绩的比值相对较低, 对业绩的挤压相对可控。

图45: 部分建筑企业 2023 年减值损失与增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

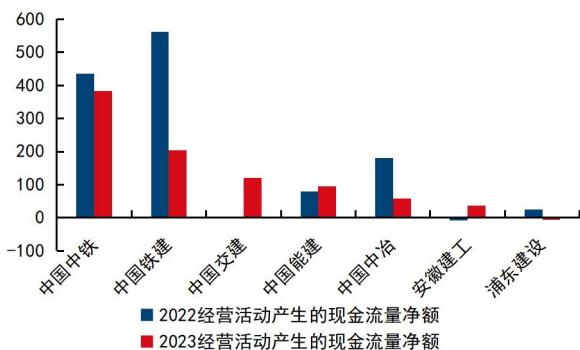
图46: 部分建筑企业 2023 年减值与营收和业绩的比值 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

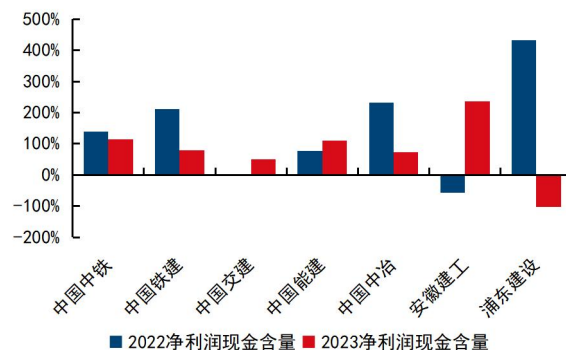
**现金流: 经营性现金流延续改善趋势, 但收付现比整体下降。**7家基建施工企业中, 4家经营性现金流较上年减少, 3家较上年增加, 其中中国交建和安徽建工现金流改善较为明显。观察收付现比交叉验证, 中国中铁、中国中冶、中国能建收现比 (销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入) 下降幅度较大, 中国交建收现比有所改善; 安徽建工、中国中冶、中国能建付现比下降幅度较大, 浦东建设付现比有所上升。对于持续经营的公司, 需要保持向分包商尤其是劳务分包商一定的支付比例, 若经营性现金流改善主要由付现比下降驱动, 则其改善趋势持续性或较弱。

图47: 部分建筑企业过去两年经营性现金流净额 (单位: 亿元)



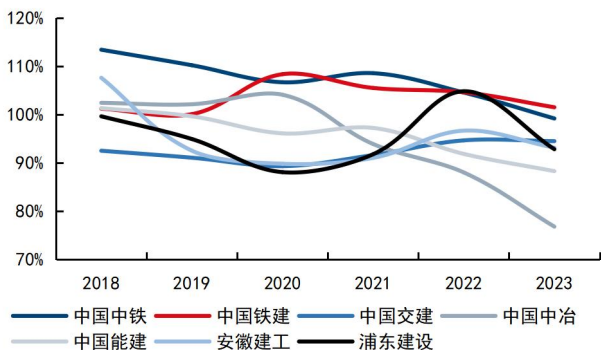
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图48: 部分建筑企业过去两年净利润现金含量 (单位: %)



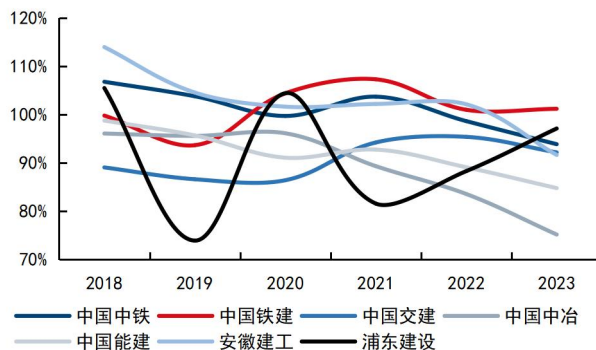
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图49: 部分建筑企业收现比变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图50: 部分建筑企业付现比变化 (单位: %)



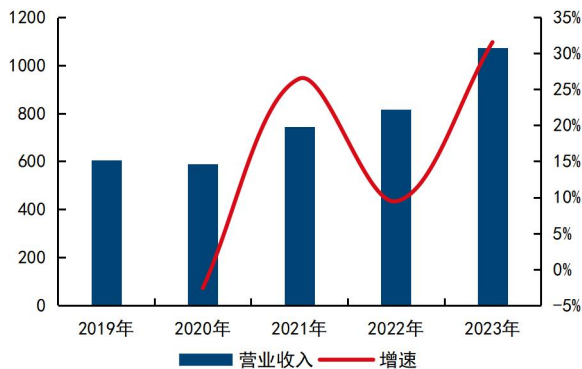
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

## 国际工程: 受益于行业景气度改善, 量价齐升

营收和利润实现较快增长, 毛利率小幅提升。2023 年国际工程板块 (包含中材国际、中工国际、中钢国际、北方国际、上海港湾五家公司) 实现营业收入 1073 亿元, 同比+31.6%, 实现归母净利润 51.3 亿元, 同比+29.8%。2023 年国际工程板块毛利率为 14.76%, 较上年提升 0.24 个百分点, 随着海外工程市场复苏, 国际工程公司期间费用率普遍有小幅上升。

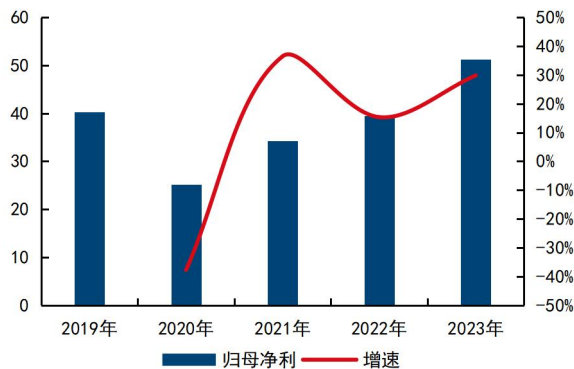


图51: 国际工程板块营业收入及增速 (单位: 亿元, %)



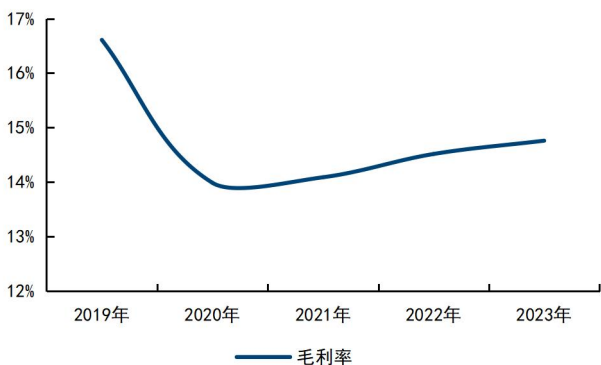
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图52: 国际工程板块归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



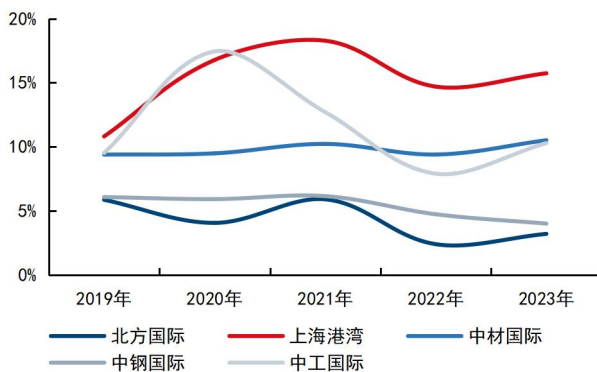
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图53: 国际工程公司毛利率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

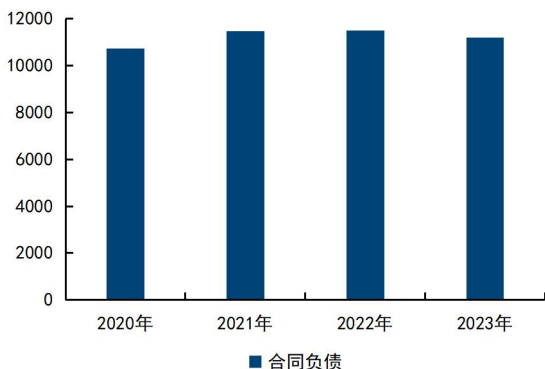
图54: 国际工程公司期间费用率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

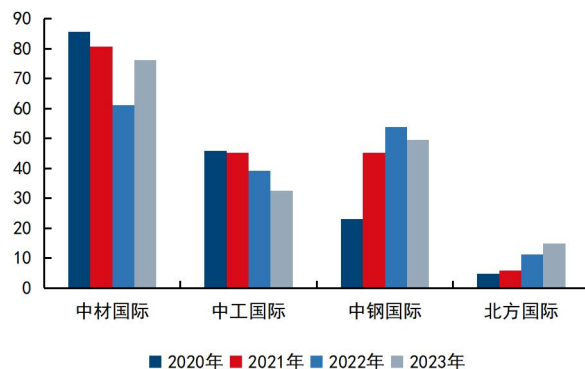
**合同负债略有下降, 在手订单加速结转。**2023年末国际工程板块合同负债余额为11190亿元, 较上年末下降2.8%, 合同负债小幅下降结合国际工程公司2023年新签订单普遍迎来高增长, 可以判断国际工程公司新签订单快速累计合同负债, 同时在手订单或正处于加速结转阶段。

图55: 国际工程板块合同负债余额变化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

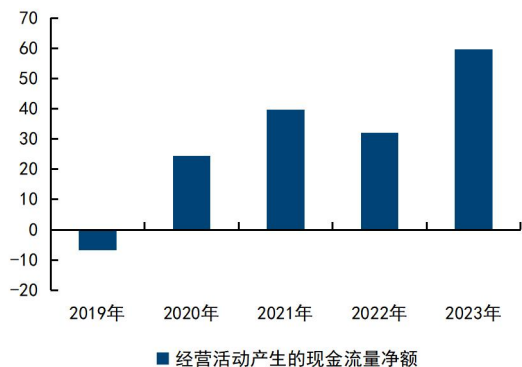
图56: 四家国际工程公司合同负债余额变化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

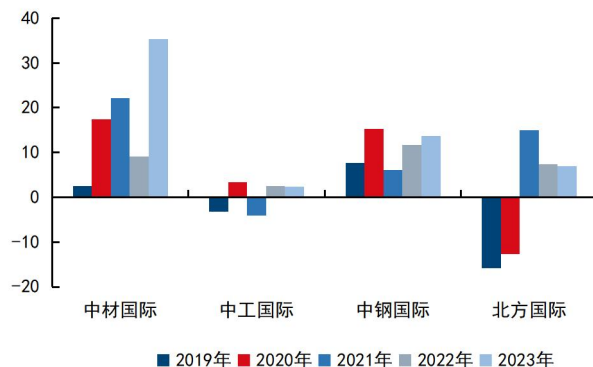
**经营性现金流大幅提升，签约和回款活跃。**2023年国际工程板块经营活动产生的现金流量净额为59.7亿元，同比大幅提升86.5%，实现五年内最高净流入。现金流变动结合新签合同和合同资产变化，可以印证国际工程签约和回款表现活跃，行业景气度上行。

图57：国际工程板块经营活动产生的现金流量净额（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图58：四家国际工程公司过去五年经营活动产生的现金流量净额（单位：亿元）

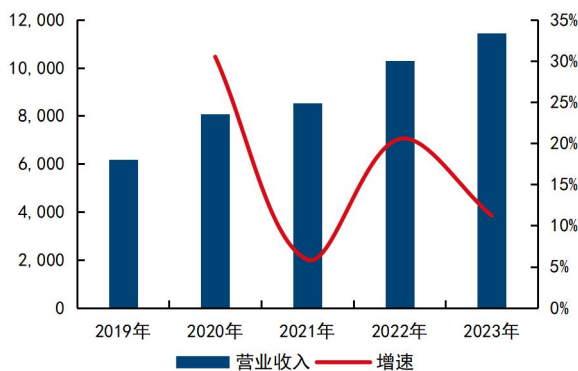


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 专业工程：竞争加剧，业绩承压

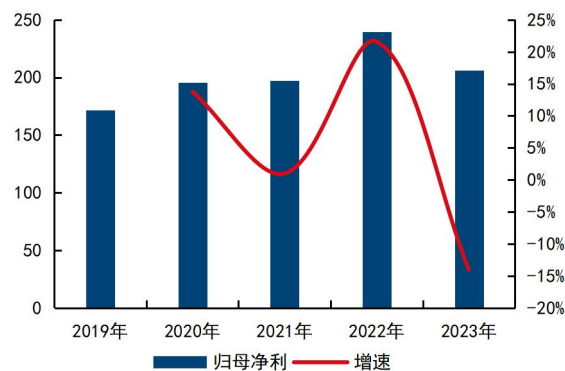
**专业工程收入降速利润承压。**2023年专业工程板块实现营业收入11453亿元，同比+11.2%，实现归母净利润206.1亿元，同比-14.1%。由于市场竞争加剧，2023年专业工程板块毛利率为10.55%，较上年下降0.14个百分点，受收入降速影响，期间费用率3.32%，较上年上升0.13个百分点。

图59：专业工程板块营业收入及增速（单位：亿元，%）



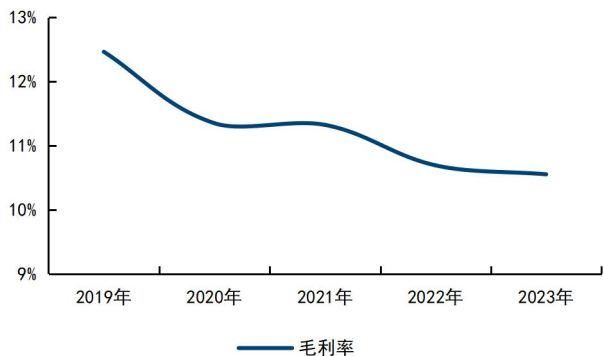
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图60：专业工程板块归母净利润及增速（单位：亿元，%）



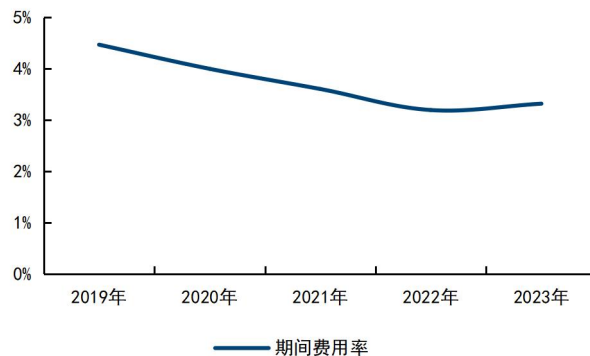
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图61: 专业工程板块毛利率变化 (单位:%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

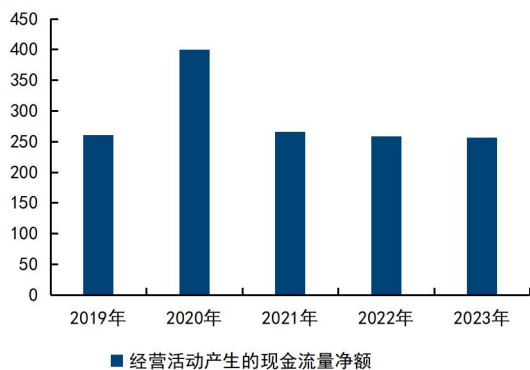
图62: 专业工程板块期间费用率变化 (单位:%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

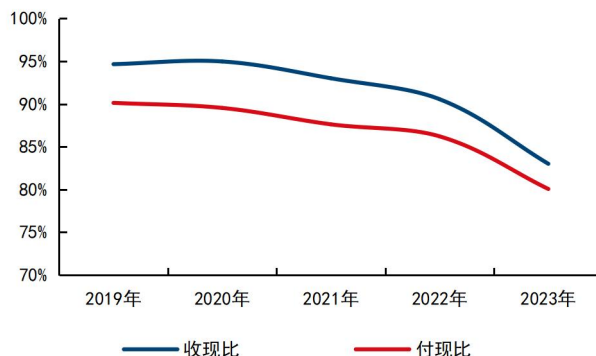
**经营性现金流持平, 但收付现比显著下滑。**2023年专业工程板块经营活动产生的现金流量净额为256.2亿元, 与上年基本持平, 收现比/付现比分别为83.01%/80.06%, 较上年下滑7.55/6.16pct, 反映专业工程板块收款节奏有所放缓, 现金流压力显著增加。

图63: 专业工程板块经营活动产生的现金流量净额(单位:亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图64: 专业工程板块收付现比 (单位:%)



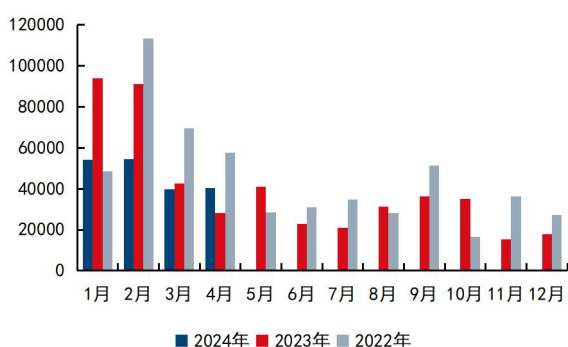
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 年初至今：开工低迷，投资降速，央企龙头优势继续强化

### 基建新开工低迷，5月专项债发行提速

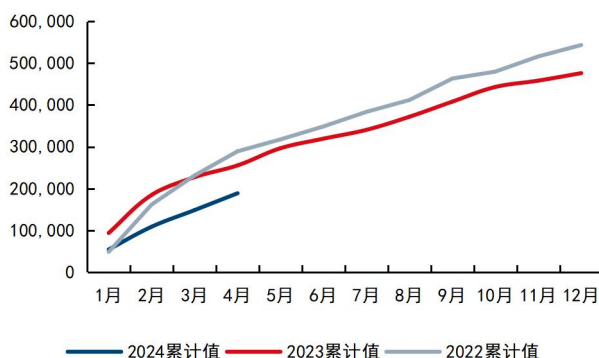
开工低迷，1-4月开工合同额下降26.1%。2024年4月，全国各地共开工11097个项目，环比增长40.8%；总投资额约40283.82亿元，环比增长1.34%，同比增长43.4%。尽管4月开工合同额环比有所回升，但前4月合计开工合同额约18.88万亿元，同比仍然下降26.1%，受到“12省暂停基建”影响，新开工明显弱于前两年。

图65：2022-2024年项目开工合同额单月值（单位：亿元）



资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

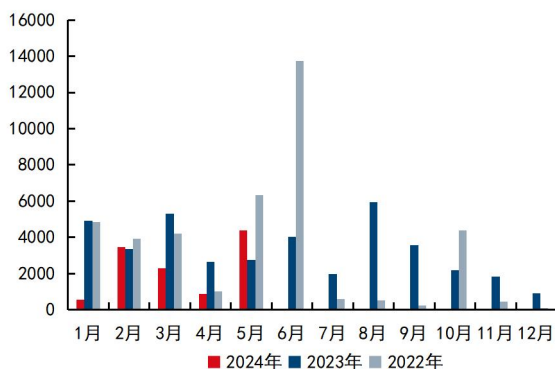
图66：2022-2024年项目开工合同额年内累计值（单位：亿元）



资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

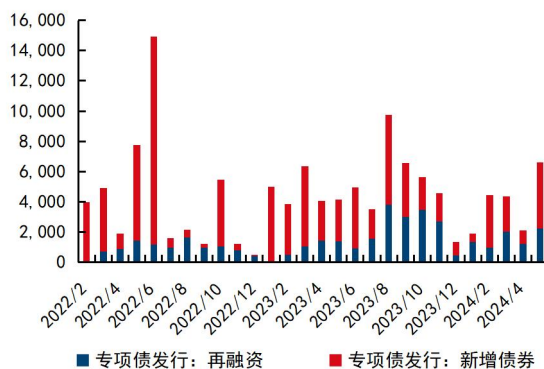
专项债发行节奏整体偏慢，5月起明显提速。2024年前四个月专项债累计新增发行7224.48亿元，同比-55.4%，仅完成全年新增目标的18.5%。5月（截至5月29日）单月发行专项债6600亿元，同比+58.9%，其中再融资债发行2217亿元，单月同比+58.5%，新增专项债4383亿元，单月同比+59.1%。

图67：专项债单月新增发行额及同比增速（单位：亿元）



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

图68：专项债发行额和净新增规模（单位：亿元）

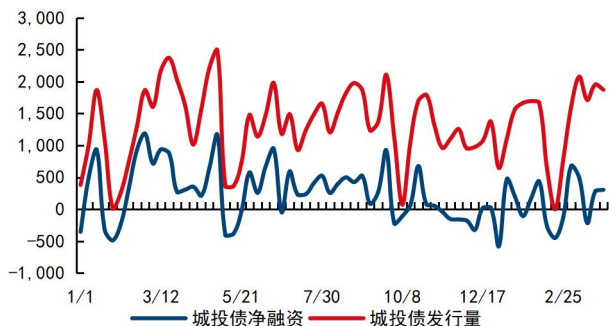


资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

城投债以再融资为主，净融资大幅下滑。5月城投债净融资-531亿元，2024年前5个月城投债净融资仅-368亿元，近年来地方融资平台新增融资监管持续收紧，2023年10月《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》要求融资平台

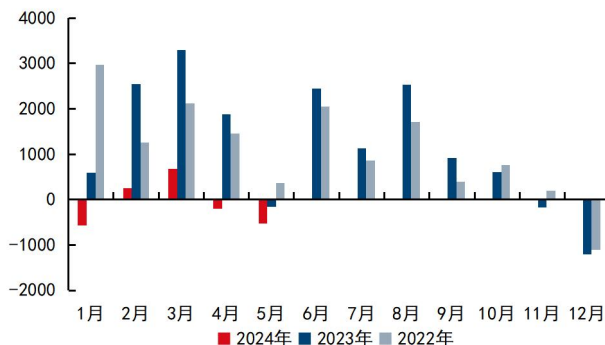
只能本金借新还旧，不得新增债务。

图69: 城投债发行规模和净融资规模 (单位: 亿元)



资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

图70: 2022-2024 年单月城投债净融资规模 (单位: 亿元)



资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

### 基建投资增长放缓，水利与交通基建投资提速

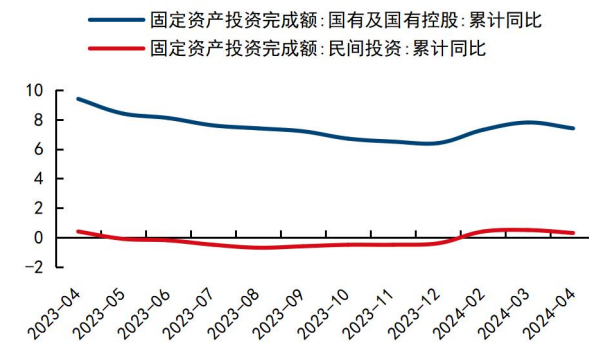
**固定资产投资增长 4.2%，投资主体信心边际减弱。**2024 年 1-4 月，全国固定资产投资（不含农户）完成额 14.3 万亿元，同比增长 4.2%，环比降速 0.3pct。从投资主体看，国有及国有控股投资累计同比增长 7.4%，环比降速 0.4pct，民间投资累计同比增长 0.3%，环比降速 0.2pct，投资信心边际减弱。

图71: 固定资产投资完成额累计值及同比增速



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图72: 固定资产投资完成额构成 (单位: %)

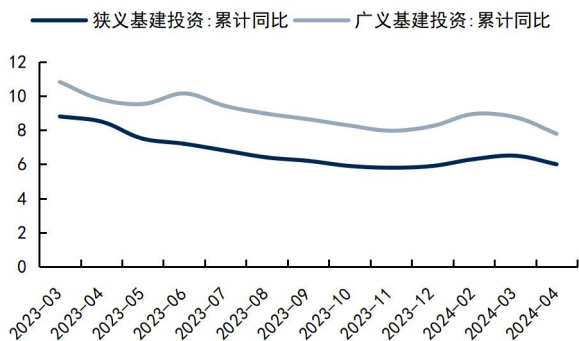


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

**狭义基建增速环比降速。**2024 年 1-4 月广义基建投资同比增长 7.78%，环比降速 1.0pct。狭义基建即基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 6.0%，环比降速 0.5pct。从基建细分领域看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比增长 26.2%，环比降速 2.9pct，交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 8.2%，环比降速 0.3pct，水利、环境和公共设施管理业投资同比减少 1.0%，环比降速 1.3pct。

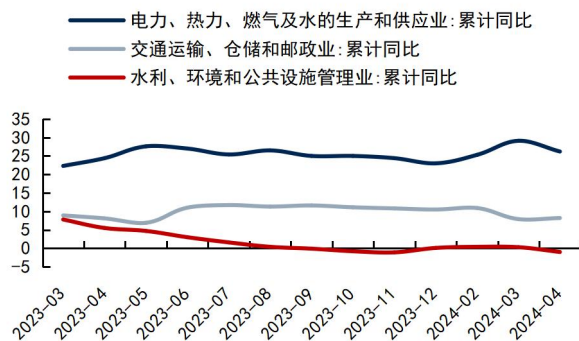


图73: 广义/狭义基建投资增速 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

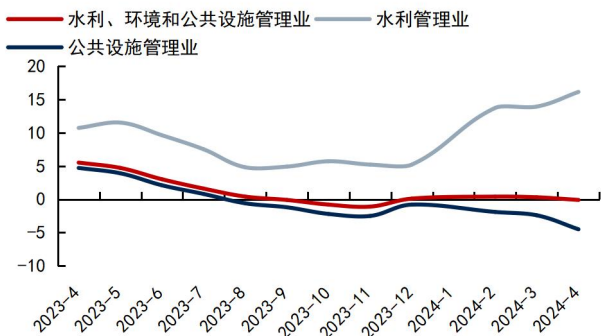
图74: 分领域基建投资增速 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

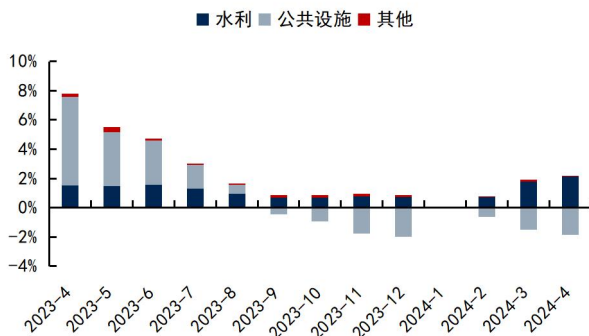
**环境和公共设施投资环比降速, 水利投资保持提速增长。**2024年1-4月, 水利、环境和公共设施管理业固定资产投资完成额约22647亿元, 同比减少0.1%, 环比降速1.3pct。其中, 水利管理业投资完成额3862亿元, 同比增长16.1%, 环比提速2.2pct; 公共设施管理业投资完成额16982亿元, 同比减少4.5%, 环比降速2.1pct。

图75: 水利、环境和公共设施管理业投资增速 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

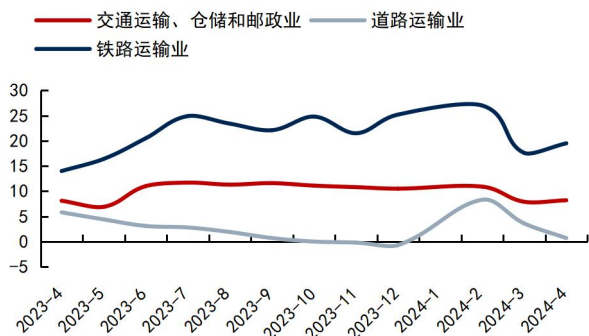
图76: 水利、环境和公共设施管理业细分领域对增速拉动



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

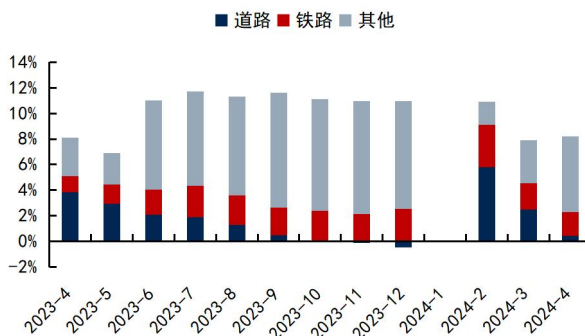
**交通基建提速。**2024年1-4月, 交通运输、仓储、邮政业投资完成额20551亿元, 同比增长8.2%, 环比提速0.3pct。其中道路运输业投资完成额12327亿元, 同比增长0.7%, 环比降速2.9pct, 铁路运输业完成投资额2141亿元, 同比增长19.5%, 环比提速1.9pct。

图77: 交通运输、仓储、邮政业投资增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图78: 交通运输、仓储、邮政业细分领域对增速拉动

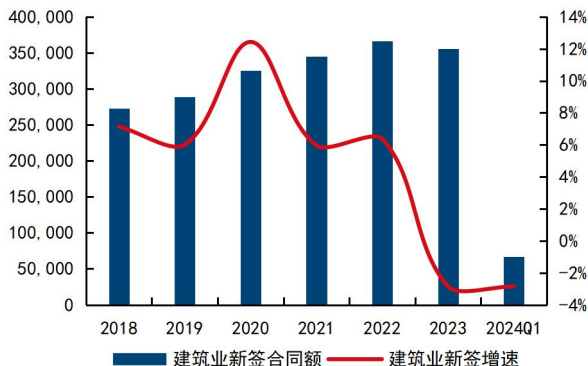


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

### 一季度建筑企业经营情况持稳，央企市占率继续提升

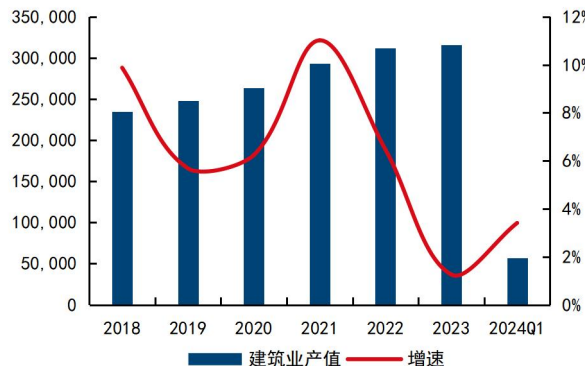
**建筑业新签合同延续小幅下滑，产值增长更具韧性。**2024 年第一季度，建筑业新签合同额 6.73 万亿元，同比-2.9%，建筑业实现产值 5.67 万亿元，同比+3.4%。受“地方政府化债”政策影响，新增基建项目投资额明显缩减，建筑业新签订单保持下滑趋势，存量项目持续转化推动建筑业产值维持小幅增长。

图79: 建筑业新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国家统计局，国信证券经济研究所整理

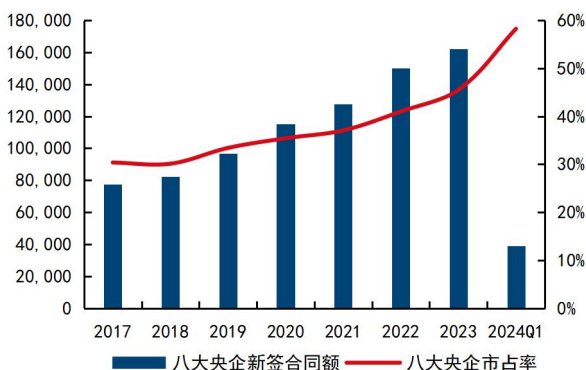
图80: 建筑业产值及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国家统计局，国信证券经济研究所整理

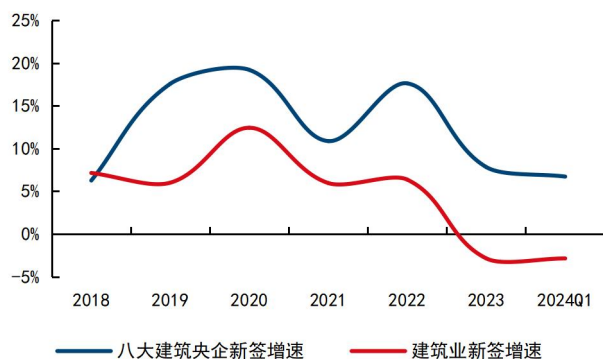
**建筑央企新签合同额保持稳健增长，央企市占率继续提升。**2024 年一季度，八大建筑央企新签建筑合同额合计 3.92 亿元，同比+6.7%，显著高于建筑业整体-2.9%的增速，八大建筑央企以新签合同额衡量的市占率由上年同期的 53.0%继续提升至 58.2%。建筑央企在获取重大工程项目方面具有更强的品牌优势和更低的融资成本，在行业需求整体下滑的环境下仍能维持新签合同稳健增长。

图81：八大建筑央企新签合同额及市占率（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

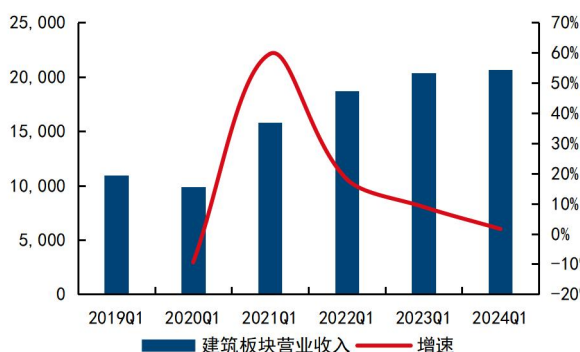
图82：八大建筑央企与建筑业整体新签合同增速对比（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

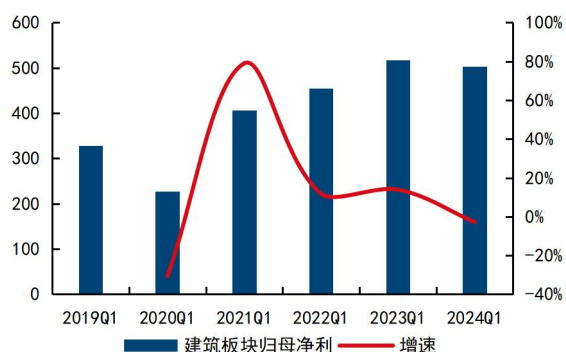
**上市建筑公司 Q1 收入小幅增长，利润小幅下降。** 2024 年第一季度，A 股上市建筑公司实现营业收入 2.07 万亿元，同比+1.6%，实现归母净利润 503.2 亿元，同比-2.8%。2024 年第一季度建筑板块整体毛利率为 9.25%，较上年同期下降 0.10pct，管理/财务费用率分别为 2.43%/0.89%，较上年同期分别上升了 0.07/0.02pct。

图83：A 股建筑板块历年 Q1 营业收入及增速（单位：亿元，%）



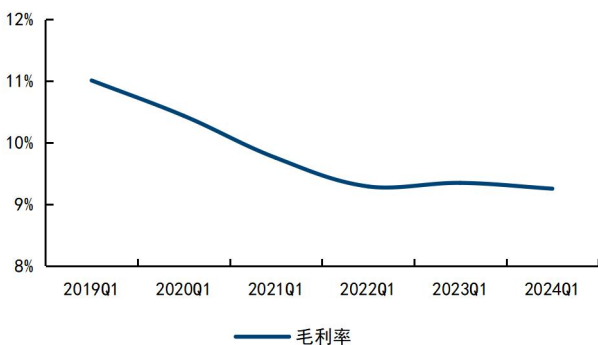
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图84：A 股建筑板块历年 Q1 归母净利润及增速（单位：亿元，%）



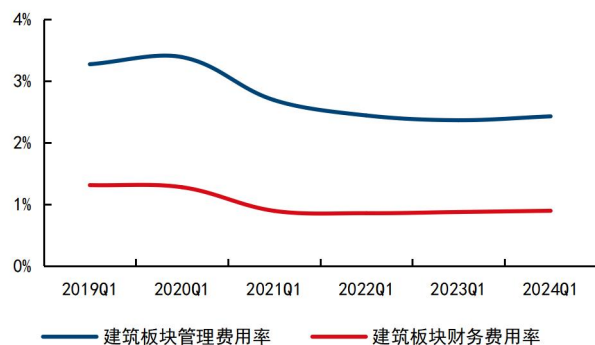
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图85：A 股建筑板块历年 Q1 营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图86：A 股建筑板块历年 Q1 归母净利润及增速（单位：亿元，%）

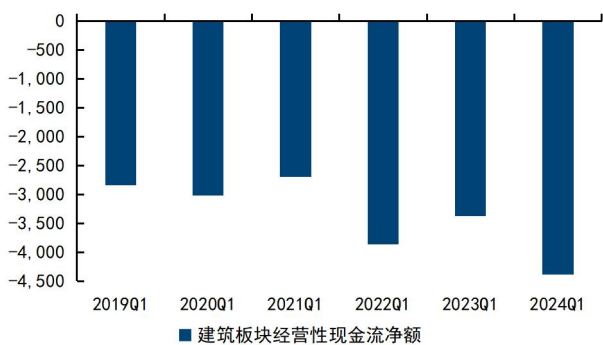


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**建筑企业经营性现金流净流出增加。** 2024 年第一季度，A 股上市建筑公司整体经

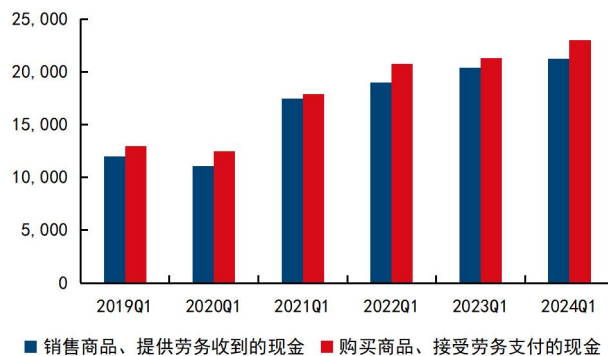
营性现金流净流出 4388 亿元，同比多流出 1016 亿元，其中销售商品、提供劳务收到现金 21255 亿元，同比+4.2%，购买商品、接受劳务支付现金 23005 亿元，同比+7.9%，均高于营收增速，结合 2023 上市建筑企业付现比由 96.0%显著下滑至 94.1%的情况来看，经营性现金流流出加大或主要用于支付往年的应付账款。

图87: A 股建筑板块历年 Q1 经营性现金流净额(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图88: A 股建筑板块 Q1 经营现金流入流出规模(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议

建筑央企在承接重大项目上具有优势，融资成本低于行业均值，有望保持订单和业绩稳健增长；随着海外订单持续回暖，建议关注国际工程龙头企业业绩兑现；工业建筑受地产和地方政府债务影响较小，也是当前政策支持的投资方向，随着库存周期拐点临近，产业链上钢结构、专业工程板块有望迎来估值修复，尤其是部分重大晶圆厂项目有望年内落地，建议关注洁净厂房建设机会。**重点推荐中国中铁、中国铁建、太极实业、中材国际、鸿路钢构。**

## 风险提示

宏观经济下行风险；政策落地不及预期的风险；重大项目审批进度不及预期的风险。



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032