

中国建筑（601668）深度研究

建筑高股息典范，率先受益基建化债+地产回稳

2024 年 10 月 14 日

【投资要点】

- ◆ **建筑央企龙头。**公司是全球最大的投资建设集团，目前主要业务包括房建、基础设施建设、房地产开发等。自 2020 年以来，公司保持 20% 以上分红率，目前 TTM 股息率 4.5%，均位居八大建筑央企中的前列。上市以来，公司已实施 4 期激励计划，每次计划均对业绩增速及 ROE 提出考核要求，且 2023 年 10 月公司公告大股东增持计划，体现公司对于长期发展的信心及对投资者回报的忠实。
- ◆ **财政宽松+限购放松，地产及基建需求有望修复，央企重点受益。**10 月 12 日，国务院新闻办公会中，财政部部长蓝佛安表示将“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况。会议表态近期陆续推出一揽子有针对性的增量政策举措，主要包括：1) 加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生；2) 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本；3) 叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳；4) 加大对重点群体的支持保障力度。此外，此前政治局会议表态出台措施助力地产止跌回稳，随后多个重点城市放松地产限购政策。我们认为财政对于地方政府债务化解以及地产风险化解的表态力度较大，后续随着相关资金到位，未来地产和基建需求有望逐渐修复，头部建筑央企重点受益。
- ◆ **业绩估值双击，建筑高股息稳增长重点标的。**
业绩层面，公司近年来通过聚焦核心市场、拓展高景气细分领域的方式，在行业需求面临一定压力时，实现市占率的提升及整体业绩的稳健增长：1) 房地产开发业务，利用央企资金优势逆势拓展市场份额，并且新增土储更加集中于一二线城市，实现业务结构优化；2) 房建及基建领域，积极拓展工业厂房、水利水务、能源建设等相对高景气板块，并深耕京津冀、长三角、珠三角等国家重点战略地区级项目，相关订单实现较快增长。我们认为随着基建和地产修复，叠加公司继续拓展细分下游，公司业绩将实现稳定增长。
估值层面，目前公司 PE、PB 估值在八大建筑央企中处于较低位置，反应市场对于公司整体现金流及地产敞口的担忧。而我们认为一揽子政策后地产预期有望逐渐修复，而公司整体现金流也将伴随 1) 地产基建整体景气度好转，2) 更多 PPP 项目进入运营期，投资压力减小回款增多而改善，压制公司估值的因素有望缓解。因此我们认为公司估值和业绩有望双击，是建筑高股息稳增长的重点标的。

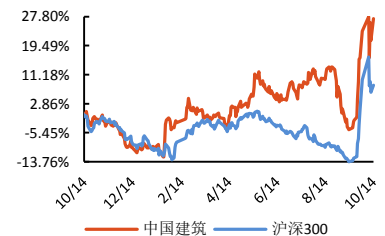
东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（维持）**东方财富证券研究所**

证券分析师：王翩翩

证书编号：S1160524060001

相对指数表现**基本数据**

总市值（百万元）	264641.65
流通市值（百万元）	262797.68
52 周最高/最低（元）	6.79/4.54
52 周最高/最低（PE）	4.86/3.63
52 周最高/最低（PB）	0.64/0.46
52 周涨幅（%）	27.20
52 周换手率（%）	115.32

相关研究

《Q2 业绩阶段性承压，央企韧性更优，看好 H2 实物工作量及估值恢复》

2024.09.06

《基建业务发力，房建及地产业务结构优化》

2024.09.02

【投资建议】

- ◆ 维持主要假设不变，小幅调整盈利预测。预计公司 2024-2026 年，收入 23419.7/24528.8/25878.3 亿元，同比+3.37%/+4.74%/+5.50%，归母净利润 554.8/590.6/615.3 亿元，同比+2.23%/+6.46%/+4.17%，对应目前市值 4.77/4.48/4.30x PE。维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	22655.29	23419.72	24528.83	25878.27
增长率(%)	10.24%	3.37%	4.74%	5.50%
EBITDA（亿元）	1251.46	1087.84	1116.59	1157.83
归属母公司净利润（亿元）	542.64	554.76	590.62	615.26
增长率(%)	6.50%	2.23%	6.46%	4.17%
EPS(元/股)	1.31	1.33	1.42	1.48
市盈率(P/E)	3.67	4.77	4.48	4.30
市净率(P/B)	0.47	0.56	0.51	0.47
EV/EBITDA	5.20	5.38	4.60	3.76

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 地产需求不及预期；
- ◆ 基建需求不及预期；
- ◆ 回款不及预期；

【关键假设】

我们的盈利预测基于如下假设：

房建业务：房建业务 24H1 增速 1.7%，预计随着下半年房地产宽松政策的颁布该业务增速有望提升，同时公司该业务经历转型升级，从住宅开发向工业厂房、文体设施等领域转移，未来有望实现稳健增长（约 5%）。目前地产需求有望修复，同时公司该业务承接较多新订单，订单周期为 4-5 年，新签合同额增速达到 5.7%，预计未来两年有望实现稳健增长。预计毛利率总体保持稳定。

地产开发投资：24H1 公司房地产开发业务-8.7%，下半年颁布较多房地产宽松政策，预计全年地产增速有望略高于 24H1 增速。考虑到销售结转周期，保守预计公司 2025-2026 年地产开发业务降速趋缓，毛利率总体保持稳定。

基础设施建设：24H1 公司基础设施建设收入增速为 11.7%，预计全年增速与 24H1 保持一致。近年来基建投资增速保持稳健增长，基建作为稳

增长手段，投资增速有望保持稳健，出于谨慎性原则预测公司基础设施建设增速逐步放缓，但整体维持近年来的增长趋势。

【潜在催化】

- 1) 地产政策继续放松，或者地产基本面边际明显改善；
- 2) 基建景气度改善；
- 3) 公司回款明显改善；

正文目录

1. 建筑航母，经营稳健.....	6
1.1. 公司概况：建筑航母，全球最大的投资建设集团.....	6
1.2. 经营数据概述：整体保持稳健增长，2021年起受需求影响盈利能力有所下滑.....	8
2. 行业分析：地产基建需求预计恢复，头部央国企市占率保持提升.....	10
2.1. 地产政策放松，房建需求有望复苏.....	10
2.2. 财政逐渐发力，基建需求预计逐渐回暖.....	12
2.3. 头部央国企市占率有望保持提升趋势.....	14
3. 公司分析：业务受益于整体需求复苏，估值修复空间充足.....	14
3.1. 房建业务：市占率稳步提升，受益于需求恢复及工业厂房建设.....	14
3.2. 基建业务：聚焦重点市场，水利领域拓展迅速.....	15
3.3. 房地产开发业务：新增土储集中于一二线城市，央企背景优势有望带动市占率提升.....	18
3.4. 现金流改善+国企改革预期释放，估值修复空间充足.....	19
4. 盈利预测及评级.....	20
4.1. 盈利预测.....	20
4.2. 估值分析.....	21
4.3. 投资建议.....	23
5. 风险提示.....	24

图表目录

图表 1：公司发展重要事件.....	6
图表 2：公司重点子公司（2023）.....	7
图表 3：公司分板块收入.....	7
图表 4：公司股权结构（2024H1）.....	8
图表 5：公司四期股权激励.....	8
图表 6：公司收入及增速.....	8
图表 7：公司归母净利润及增速.....	8
图表 8：公司新签订单及增速.....	9
图表 9：公司毛利率.....	9
图表 10：公司净利率.....	9
图表 11：重点城市放松地产限购政策.....	10
图表 12：新开工及竣工增速.....	11
图表 13：地产待售面积.....	11
图表 14：百城住宅价格指数同比.....	11
图表 15：地产竣工预测.....	11
图表 16：2024年重点基建政策梳理.....	12
图表 17：新增地方政府专项债限额（亿元）.....	13
图表 18：中央预算内投资（亿元）.....	13
图表 19：新增专项债发行.....	13
图表 20：八大央企与建筑业新签合同总额（万亿）及央企所占份额.....	14
图表 21：公司施工面积及市占率.....	14
图表 22：公司竣工面积及市占率.....	14
图表 23：公司新签工业厂房订单.....	15
图表 24：公司新签基础设施建设订单.....	16
图表 25：公司水利水运新签订单.....	16

图表 26: 公司能源工程新签订单.....	16
图表 27: 公司新签基础设施建设订单分类（2023）.....	16
图表 28: 水利管理投资增速.....	17
图表 29: 公司销售额及同比增速.....	18
图表 30: 公司销售面积及同比增速.....	18
图表 31: 2024 年 1-9 月房企销售额排名.....	18
图表 32: 公司新购置土地储备.....	19
图表 33: 公司期末土地储备.....	19
图表 34: 公司进入运营周期的 PPP 项目逐渐增多.....	19
图表 35: 公司 2023 年新投资 PPP 减少.....	19
图表 36: PPP 累计回款.....	20
图表 37: 公司盈利预测重点假设.....	21
图表 38: 公司 PE (TTM) 估值.....	21
图表 39: 公司 PB 估值.....	21
图表 40: 八大央企 PE 估值对比.....	22
图表 41: 八大央企 PB 估值对比.....	22
图表 42: 八大建筑央企分红率.....	22
图表 43: 八大建筑央企股息率对比（TTM）.....	22
图表 44: 八大建筑央企估值对比.....	23

1. 建筑航母，经营稳健

1.1. 公司概况：建筑航母，全球最大的投资建设集团

中国建筑股份有限公司是全球最大的投资建设集团。公司前身为国家建筑工程总局。1982年，原国家建筑工程总局撤销，组建成立中国建筑工程总公司，1992年，中建总公司下属的中国海外发展有限公司（0688.HK）在香港上市，成为内资企业在香港业务资产直接上市的首驱。2007年，中建总公司整体改制重组，中建总公司作为主要的发起人，将房屋建设、基建施工、房地产开发投资、勘察设计等主要业务作为资产注入，随后2009年，公司完成A股上市。截止到2023年，公司位居《财富》世界500强公司榜单第13位，ENR全球最大250家工程承包商榜单首位，成为全球最大的投资建设集团。

图表 1：公司发展重要事件

年份	事件
1982	1982年6月11日，经国务院批准，成立中国建筑工程总公司，享有独立经营的自主权和独立法人资格。原国家建筑工程总局第一、第二、第三、第四、第五、第六工程局，东北、西北、西南建筑设计院，西南综合勘察院，设备配件出口公司和天津材料配件公司，划归总公司建制。同日召开成立大会，宣告中国建筑工程总公司正式成立。
1992	1992年8月4日至7日，中国海外集团有限公司以其属下的中国海外发展有限公司在香港上市，发售8.2亿新股，发售价每股1.03港元，共集资8.45亿港元。
2007	2007年12月8日，中国建筑股份有限公司创立大会在京举行，标志着中建总公司整体重组改制顺利完成，也标志着这家制度完善、与国际接轨、充满市场竞争力的特大型现代建筑房地产企业集团的诞生。
2009	2009年7月29日，中国建筑股份有限公司（股票简称：中国建筑，股票代码601668）股票上市仪式在上海证券交易所隆重举行，中国建筑正式登陆中国资本市场，募集资金总额501.6亿元。
2014	2014年4月4日，中国建筑全资子公司——中建美国有限公司完成对美国Plaza建筑公司(Plaza Construction)的收购交割。此次收购为中国建筑在海外的第一单并购交易。

资料来源：公司官网，公司年报，东方财富证券研究所

目前公司已实现多元化业务布局。截止到2023年，中国建筑经营范围已涵盖房屋建设、基础设施建设、勘察设计、地产投资开发以及新兴业务（绿色建筑、节能环保、电子商务等），其核心业务工程建设承包业务已遍布海内外一百多个国家及地区。从下属子公司看：1）建筑工程：中建一局至中建八局主要负责建筑工程，其中中建三局和中建八局2023年实现净利润127.3/132.7亿元，是利润规模较大的建筑子公司；2）地产开发投资：中海集团及中国海外发展集团以中海地产为主要品牌，经营地产开发投资业务；3）中国建筑设计集团与中国建筑西南院主要负责勘察设计业务，其中中建西南院2023年实

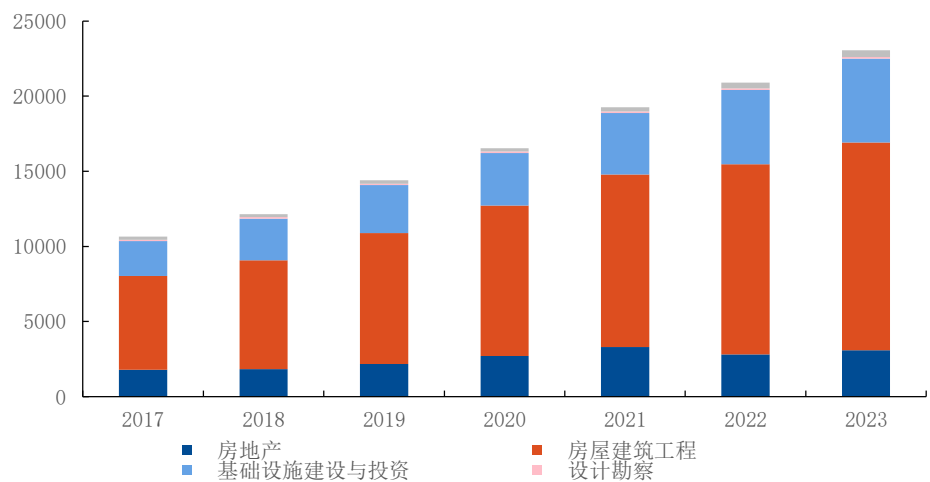
现净利润 4.5 亿元。

图表 2：公司重点子公司（2023）

参控公司	主营业务	营业收入(亿元)	净利润(亿元)
中国建筑第八工程局有限公司	建筑安装	5,012.5	132.7
中国建筑第二工程局有限公司	建筑安装	1,975.2	42.0
中国建筑第五工程局有限公司	建筑安装	1,929.0	41.6
中国建筑一局(集团)有限公司	建筑安装	1,514.5	44.7
中国建筑第七工程局有限公司	建筑安装	1,372.8	5.8
中国建筑第四工程局有限公司	建筑安装	1,302.1	6.7
中国建筑第六工程局有限公司	建筑安装	591.7	6.0
中建新疆建工(集团)有限公司	建筑安装	506.1	12.5
中建方投资发展集团有限公司	基础设施建设业务	86.8	9.6
中国海外发展有限公司	房地产开发与经营		202.6
中国建筑国际集团有限公司	建筑安装		83.2
中国海外集团有限公司	投资控股		296.1
中国建筑第三工程局有限公司	建筑安装		127.4
中国建筑西南设计研究院有限公司	工程勘察设计		4.5
中国建筑装饰集团有限公司	工业装修装饰		1.4

资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

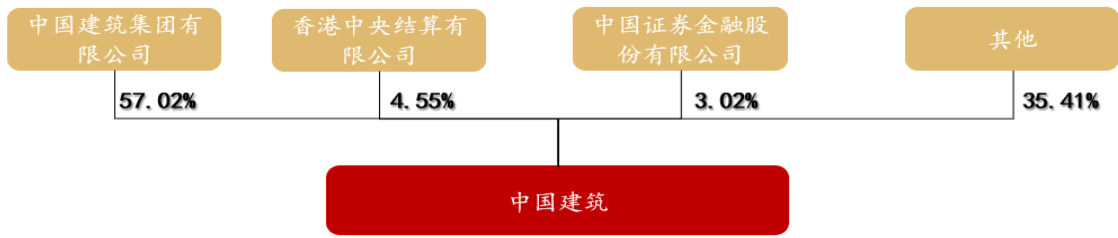
图表 3：公司分板块收入



资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

中建集团持股比例较高，近年来增持及股权激励体现长期发展信心。截止到 2024 年中报，中国建筑集团有限公司持有公司 57.02% 的股权，为公司控股股东，其中 2023 年 10 月，公司公告中建集团增持计划，彰显大股东对于公司长期发展的信心。此外截止到目前，公司已实施 4 期限制性股票激励计划，激发各层员工工作积极性。

图表 4：公司股权结构（2024H1）



资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

图表 5：公司四期股权激励

实施时间	授予对象人数	授予股数	主要激励条件
第一期，2013 年	686	14678	扣非净利润增速不低于 10%，扣非 ROE 不低于 14%，二者均不低于行业 75 百分位数
第二期，2016 年	1575	26013	扣非净利润增速不低于 10%，扣非 ROE 不低于 14%，二者均不低于行业 75 百分位数
第三期，2018 年	2081	59991	扣非净利润增速不低于 9.5%，扣非 ROE 不低于 13.5%，二者均不低于行业 75 百分位数
第四期，2020 年	2765	91204	扣非净利润增速不低于 7%，且不低于同行业平均业绩或对标企业 50 分位值，三年扣非 ROE 分别不低于 12%/12.2%/12.5%，且不低于行业 75 百分位数

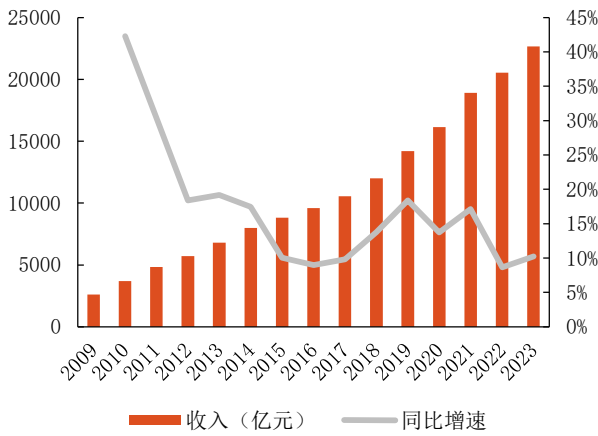
资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

1.2. 经营数据概述：整体保持稳健增长，2021 年起受需求影响盈利能力有所下滑

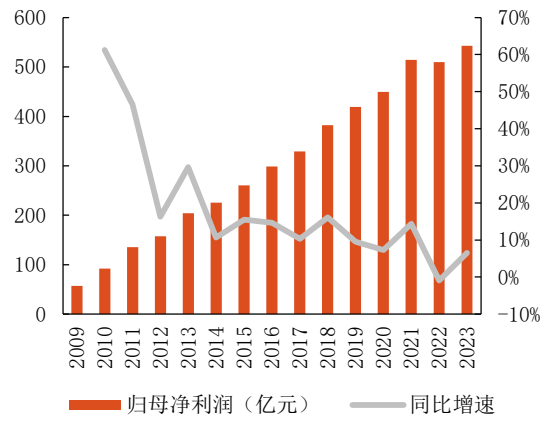
公司上市以来整体保持稳定增长。2012-2023 年，公司新签订单金额从 9357 亿元上升至 38727 亿元，对应 CAGR 为 13.8%，收入由 2604 亿元上升至 22655 亿元，对应 CAGR 为 16.7%，归母净利润由 57.30 亿元上升至 542.6 亿元，对应 CAGR 为 17.4%。

图表 6：公司收入及增速

图表 7：公司归母净利润及增速

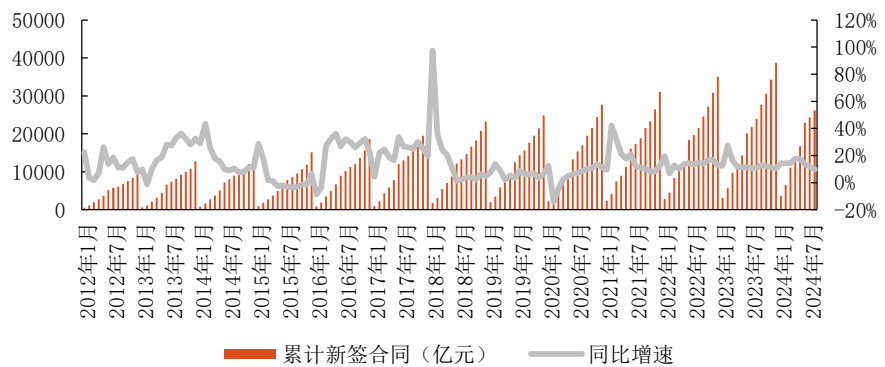


资料来源：Choice公司数据，东方财富证券研究所



资料来源：Choice公司数据，东方财富证券研究所

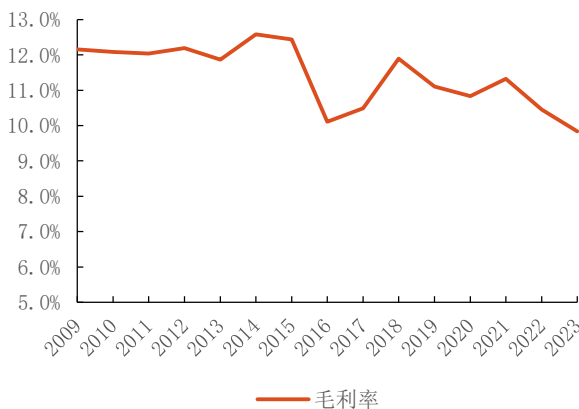
图表 8：公司新签订单及增速



资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

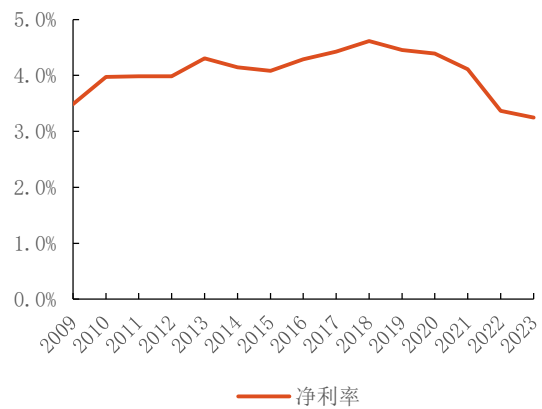
2021年起由于地产需求承压，盈利能力受到一定影响。公司上市以来毛利率总体保持平稳，但2021年起，由于地产需求有所承压，公司毛利率逐渐小幅下降，但受益于良好的费用管控，公司2023年期间销售费用率同样有所优化，使得净利率降幅小于毛利率。

图表 9：公司毛利率



资料来源：Choice公司数据，东方财富证券研究所

图表 10：公司净利率



资料来源：Choice公司数据，东方财富证券研究所

我们认为随着国家近期出台多项经济刺激政策且多个重点城市放松地产限购后，公司作为建筑龙头企业将核心受益。目前公司估值仍然处于历史低位，未来将伴随：1) PPP 项目投资支出减少，现金流有望改善，2) 央国企改革进一步深化，更多转型预期有望逐渐释放而修复，因此公司有望迎估值及业绩双击，当前时点投资价值和安全边际较高。

2. 行业分析：地产基建需求预计恢复，头部央国企市占率保持提升

2.1. 地产政策放松，房建需求有望复苏

政治局会议强调促进地产止跌回稳，判断消化库存为先，竣工端修复优于开工端。9月26日，政治局会议强调促进房地产市场止跌回稳”，同时表态“严控增量、优化存量”，改善房屋供需关系，会议同时提及“调整住房限购政策”。而此前，9月24日，国家发布一揽子货币经济政策，主要包括：1) 降低存款准备金率和政策利率，2) 降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例，3) 创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。随后9月29日，上海、深圳等重点城市相继放松房地产限购政策。而我们注意到，政治局会议的表态为“严控增量、优化存量”，因此我们认为地产修复第一步以消化当前库存和保交付为主，未来2年内竣工端的修复预计优于开工端。

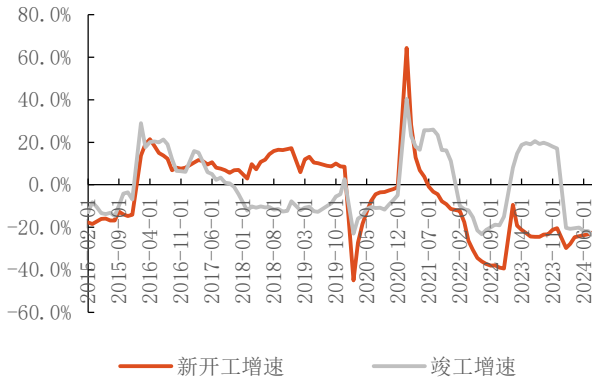
图表 11：重点城市放松地产限购政策

城市	地产新政
上海	外环外：非本市户籍社保年限要求下调至1年。外环内：非本市家庭居住证及个税/社保年限达标后可购买2套（原：1套），下调首付比例和公积金贷款比例，免征增值税年限下调为2年
深圳	本地户籍非核心区可增购1套，非本地户籍核心区/非核心区社保要求下降为1年/无要求，首套/二套房收复比例下调至15%/20%，免征增值税年限下调为2年，取消限售
广州	目前不再限购

资料来源：澎湃新闻，人民网，政府官网，东方财富证券研究所

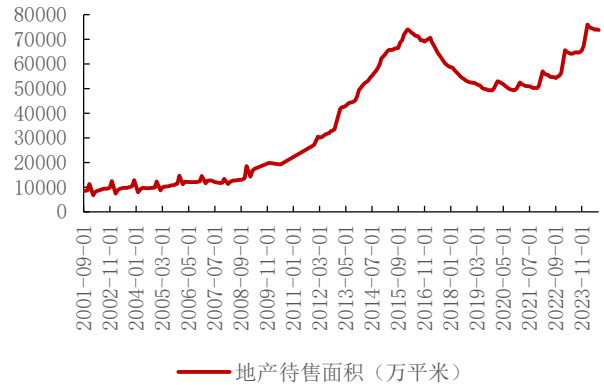
预计 2025/2026 年，地产新开工面积同比+3%/4%。我们回顾了 2015 年地产刺激历史。2015 年全年新开工/新竣工增速-14%/-6.9%，截止到 2015 年底，地产狭义库存（统计局公布的待售面积）7.2 亿平米，历史上看处于较高位置。2014 年底至 2016 年初，国家出台多项地产放松政策。2016/2017 年底，地产狭义库存下降至 6.95/5.89 亿平米，而 2016-2018 年，新开工增速分别为 8.10%/7.0%/17.2%，开工端增速修复优于竣工端。我们认为上一轮地产上行周期中，新开工恢复先于且强于竣工端表现的原因是房价上涨，刺激开放商提升拿地意愿及周转率，在房住不炒背景下，我们认为在此轮地产调控中将尽量避免引起房价大幅波动，因此出于谨慎角度，预计开工端修复力度略弱于 2016-2018 年水平。预计 2025/2026 年，地产新开工面积同比+3%/4%。

图表 12：新开工及竣工增速



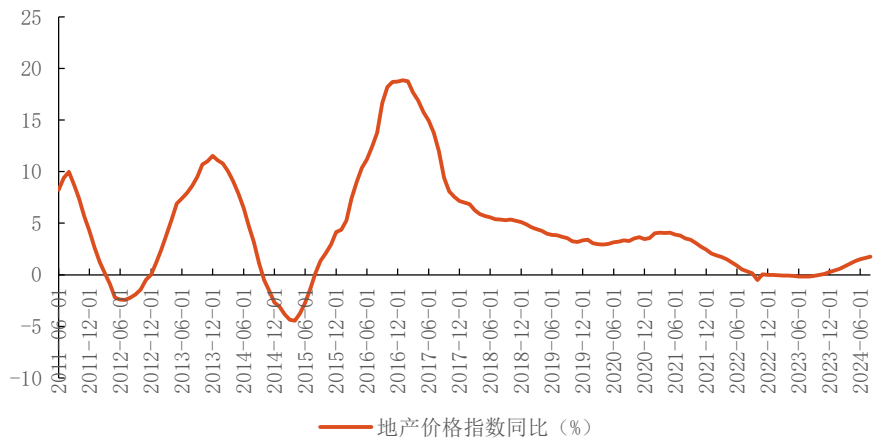
资料来源：Choice行业经济数据库，东方财富证券研究所

图表 13：地产待售面积



资料来源：Choice行业经济数据库，东方财富证券研究所

图表 14：百城住宅价格指数同比



资料来源：Choice 行业经济数据库，东方财富证券研究所

预计 2025/2026 年，地产竣工面积同比+6.5%/6.6%。我们假设：1) 2024 年地产销售面积与竣工面积增速与 2024 年前 8 月增速基本保持一致；2) 地产调控政策下，2025/2026 年，地产销售面积同比+5%/12%，回暖后地产销售面积总体仍低于 2022 年水平，2) 处于消费者对于确定性的青睐，2024-2026 年，现房销售占比逐渐提升至 30%；3) 现房为当年竣工；4) 考虑到消化库存及保交付推进，前一年销售期房中 80%能于次年交付，前两年销售的期房中有 5%能于第三年交付。基于上述假设，我们预计 2025/2026 年地产竣工面积 8.5/9.43 亿平米，同比+6.5%/6.6%。

图表 15：地产竣工预测

(单位：亿平米)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
地产销售面积	13.58	11.17	8.94	9.39	10.51
同比增速		-17.7%	-20.0%	5.0%	12.0%

其中：现房	2.35	2.52	2.23	2.58	3.15
现房占比	17.3%	22.5%	25.0%	27.5%	30.0%
其中：期房	11.23	8.66	6.70	6.80	7.36
期房占比	82.7%	77.5%	75.0%	72.5%	70.0%
地产竣工面积预测	8.62	9.98	7.86	8.38	8.93
同比增速		15.8%	-21.2%	6.5%	6.6%

资料来源：Choice 行业经济数据库，东方财富证券研究所

预测风险提示：如果地产政策调整后，销售低于我们预期或者保交楼等低于我们预期，则地产竣工可能低于我们预期

2.2. 财政逐渐发力，基建需求预计逐渐回暖

国新办会议表态加大财政政策力度，基建需求或企稳回升。10月12日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，财政部部长蓝佛安介绍“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况，并回答问题。会议表态近期陆续推出一揽子有针对性的增量政策举措，主要包括：1) 加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生；2) 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本；3) 叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳；4) 加大对重点群体的支持保障力度。我们认为此次中央表态一次性增加较大规模化债，并且表态财政将支持地产，是进一步扩张财政的有力信号，基建市场有望复苏。

图表 16：2024 年重点基建政策梳理

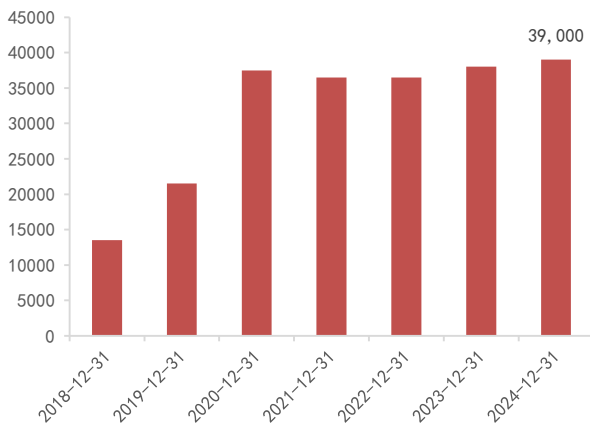
时间	来源	内容
2024 年 4 月 30 日	中共中央政治局会议	<ul style="list-style-type: none"> 要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度，确保基层“三保”按时足额支出
2024 年	《政府工作报告》	<ul style="list-style-type: none"> 拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元、比上年增加 1000 亿元 发行 10000 亿元超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设 中央预算内投资安排 7000 亿元，比上年增加 200 亿元，优化结构、提高效能 2024 年经济增长预期目标设定为 5% 左右，强调“坚持稳中求进、以进促稳、先立后破”的工作原则
2024 年 5 月 10 日	《2024 年第一季度中国货币政策执行报告》	<ul style="list-style-type: none"> 一季度 GDP 同比增长 5.3% 融资总量稳定增长，信贷结构持续优化，融资成本稳中有降：3 月末社会融资规模存量、M2 同比分别增长 8.7% 和 8.3%，新发放企业贷款加权平均利率为 3.73%，同比低 0.22pct，一季度新增贷款 9.5 万亿元 下一阶段，要保持货币政策的稳健性，增强宏观政策取向一致性，强化逆周期和跨周期调节，加大对实体经济支持力度 加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生
2024 年 10 月	国务院新闻办公会	<ul style="list-style-type: none"> 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本

- 叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳
- 加大对重点群体的支持保障力度

资料来源：中国政府网、“PPP”观察公众号、中国人民银行官网，东方财富证券研究所

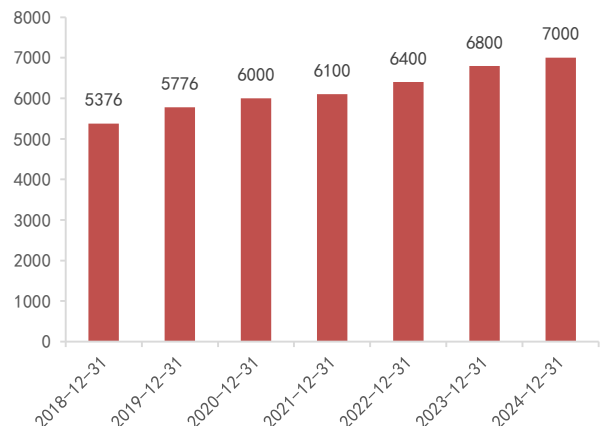
Q4 专项债有望加速转化为实物工作量。根据 choice 数据,2024 年前 8 月,我国发行新增地方政府专项债券 2.58 万亿元,同比减少 5180 亿元,而根据 10 月 12 日新闻发布会内容,1-9 月我国发行新增专项债 3.6 万亿元,累计已超过 2023 年同期,体现 9 月专项债发行加速,且后三个月各地共有 2.3 万亿元专项债券资金可以安排使用。我们判断随着 9 月以来专项债加速发行,Q4 基建实物工作量有望恢复。

图表 17: 新增地方政府专项债限额 (亿元)



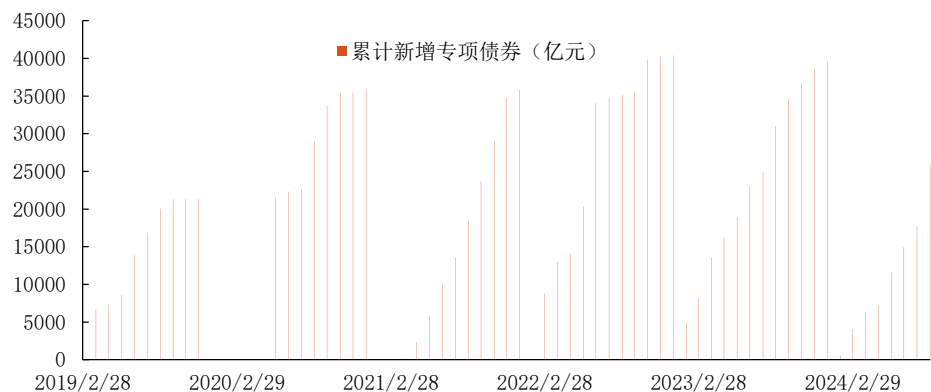
资料来源: Choice 中国宏观经济数据库, 东方财富证券研究所

图表 18: 中央预算内投资 (亿元)



资料来源: 新华网, 东方财富证券研究所

图表 19: 新增专项债发行

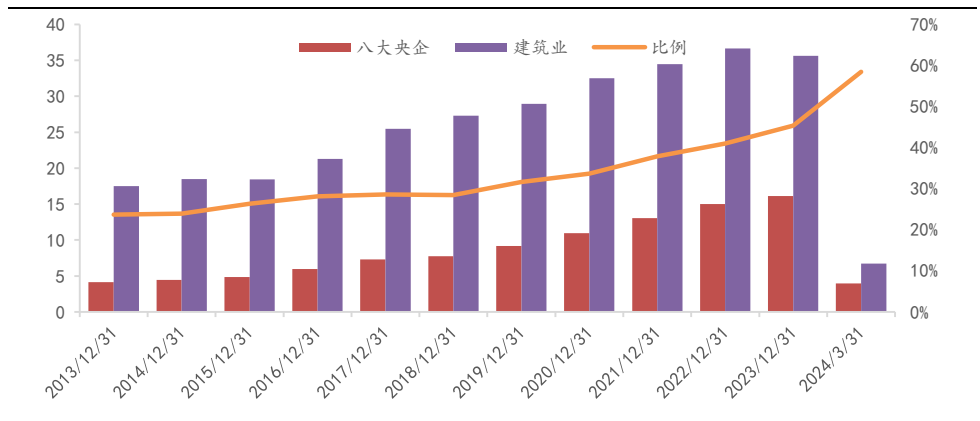


资料来源: Choice 宏观经济数据库, 东方财富证券研究所

2.3. 头部央企市占率有望保持提升趋势

头部央企市占率有望持续提升。2013-2023 年，建筑业新签合同总额由 17.5 万亿元增至 35.6 万亿元，CAGR7.4%，2023 年 yoy-2.9%；八大央企新签合同总额由 4.2 万亿元增至 16.14 万亿元，CAGR14.6%，2023 年 yoy+7.4%，占建筑业新签比例由 24%增至 45%，市场份额提升。头部央国企业务分布范围广、规模大，且政策导向性强，承接项目与三大工程、“十四五”规划等密切相关，有中央财政作为强有力的背书，从业务全局来看，地方财政承压对央企的影响相对温和。另外，化债、控债政策有助于优化项目质量、化解金融风险、改善债务结构，我们认为未来利润和份额会继续向头部央企集中。

图表 20：八大央企与建筑业新签合同总额（万亿）及央企所占份额



资料来源：Choice 八大央企深度资料，中国宏观经济数据库，东方财富证券研究所

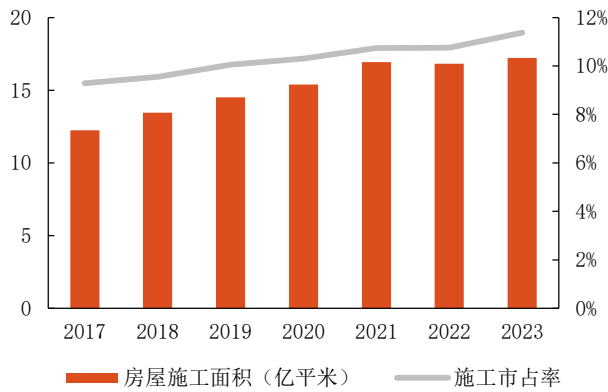
3. 公司分析：业务受益于整体需求复苏，估值修复空间充足

3.1. 房建业务：市占率稳步提升，受益于需求恢复及工业厂房建设

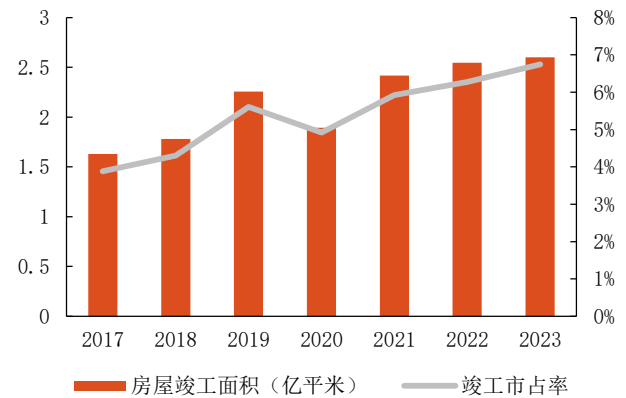
近年来房建市占率保持提升。在地产行业整体增速放缓背景下，公司凭借技术、规模及资金优势，逆势扩大房建业务。根据公司经营数据公告披露，2023 年，公司房屋施工面积 17.2 亿平米，竣工面积 2.6 亿平米，对应市占率分别为 11.4%/6.7%，相较于 2017 年均有所提升。我们认为公司房建市占率有望继续保持提升，同时也将受益于地产需求恢复。

图表 21：公司施工面积及市占率

图表 22：公司竣工面积及市占率



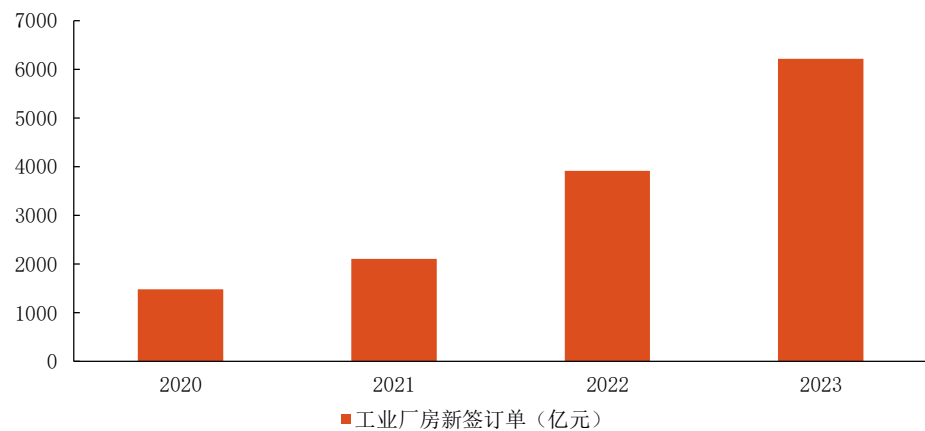
资料来源：Choice宏观数据库，东方财富证券研究所



资料来源：Choice宏观数据库，东方财富证券研究所

工业厂房业务保持增长，进一步打开房建业务空间。除传统房建业务外，公司近年来大力拓展工业厂房业务。根据公司披露的重大项目公告，近年来公司中标京东方、隆基绿能等多个不同行业头部企业工业厂房订单，而根据公司2023年年报披露，2023年公司签订工业厂房建设订单6218亿元，同比+58.9%。如果整体经济复苏，我们判断工业企业利润情况也将有所好转，产能建设的资本支出也有望提升，利好公司工业厂房业务同时，进一步打开公司整体房建业务市场空间。

图表 23：公司新签工业厂房订单



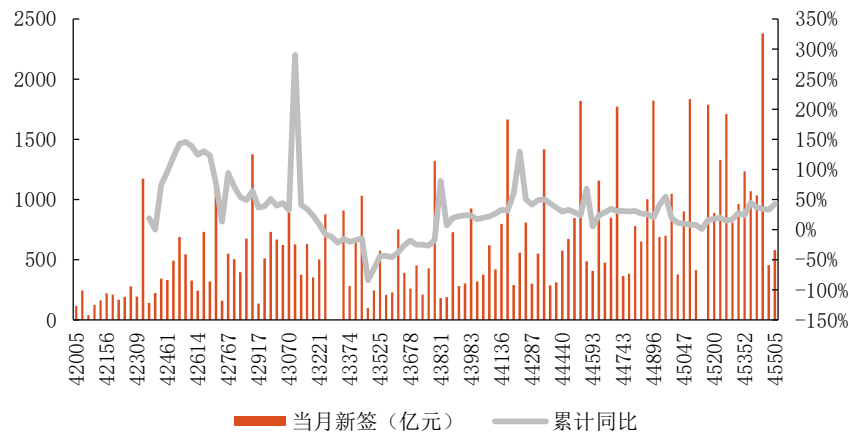
资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

3.2. 基建业务：聚焦重点市场，水利领域拓展迅速

聚焦核心市场及重大战略项目，新签订单保持稳定增长。公司充分发挥全产业链布局优势，主动服务和融入国家重大战略，对接京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区、黄河流域等战略区域发展规划，积极服务现代产业发展，2023年在上述区域新签合同额占比达86.2%、完成投资额占比为92.3%。在重点攻坚战略下，公司基建订单逆势保持稳定增长，2023年基建新签订单11685亿元，同比+15.1%。我们认为随着国家进一步宽松财政政策，公司将受益于基建需求

恢复。

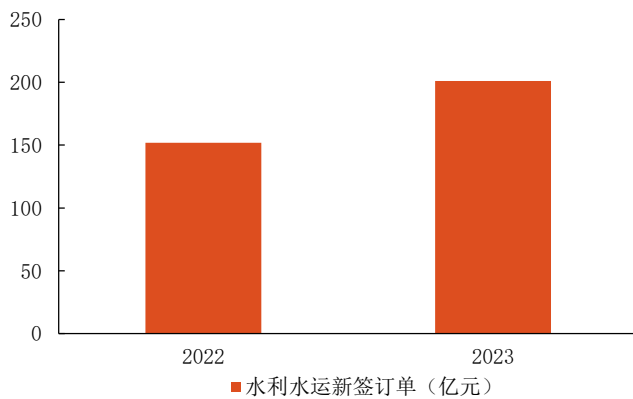
图表 24：公司新签基础设施建设订单



资料来源：公司经营数据公告，Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

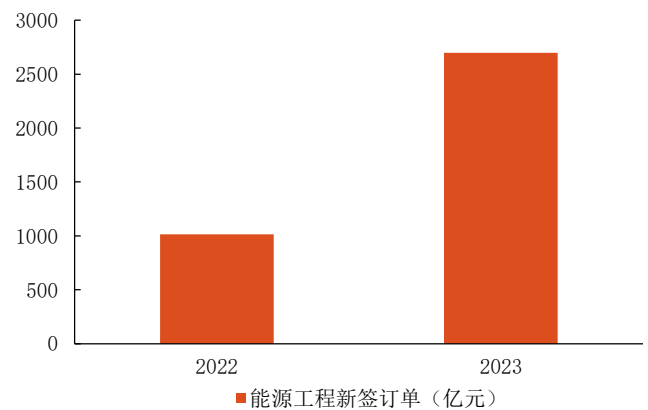
水利水运订单有望保持较高增速。近年来，公司水利新签订单保持较高增速，2023 年，能源工程、水务及环保、水利水运等领域取得新突破，新签合同额合计占比提升至 37.3%，交付大型项目滇中引水，而其中水利水运领域，新签合同额 501 亿元，同比增长 229.6%。

图表 25：公司水利水运新签订单



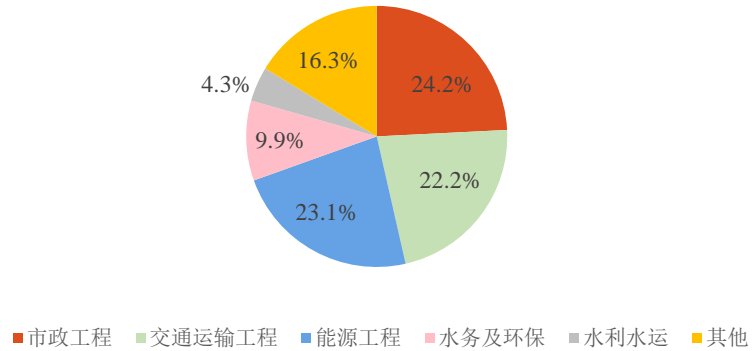
资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 26：公司能源工程新签订单



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 27：公司新签基础设施建设订单分类（2023）



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

近年来，我国对于水资源配置的重视程度提高。2023年国务院印发《国家水网建设规划纲要》，对水网建设提出了明确的目标和清晰的规划，“要求到2025年，建设一批国家水网骨干工程，国家骨干网建设加快推进”；“到2035年，基本形成国家水网总体格局，国家水网主骨架和大动脉逐步建成”。各省相继出台水网规划，截至2023年底，全国31省的省级水网建设规划已经完成，云南、江西、福建水网建设总投资额超过万亿，其中，我们总结水网投资主要包括4大方向：防洪减灾（约占40%）、水资源配置（引调水工程等，约占40%）、水生态修复（约占20%）、水利数字化（智慧水利等）。此外，2023年四季度，中央财政增发万亿国债，资金主要投向水利领域，从项目规划和资金两个维度判断，我们认为未来水利投资仍将保持较高增速。**公司作为相关领域头部建设企业，有望重点受益。**

图表 28：水利管理投资增速

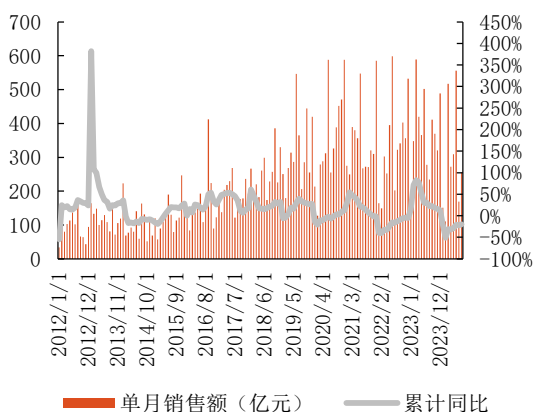


资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

3.3. 房地产开发业务：新增土储集中于一二线城市，央企背景优势有望带动市占率提升

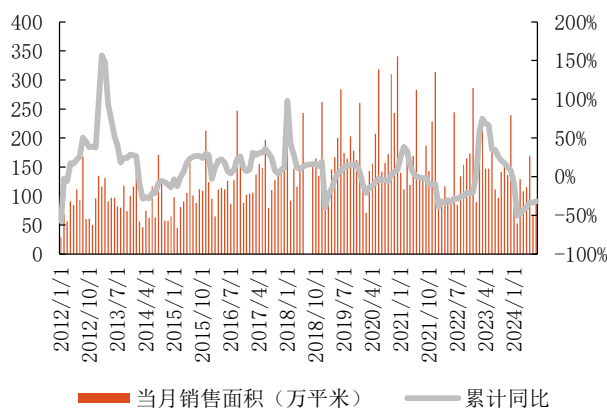
2023 年销售额逆势提升。公司旗下地产开发业务主要有中海地产和中建地产两个品牌。2021 年以前，公司整体销售额与头部企业存在一定差距，但近年来，随着部分前头部房企流动性出现一定风险，公司凭借央企资金优势，保持了良好的开发强度，提高库存去化速度，2023 年，在房地产整体销售额下滑 6.5% 的背景下，公司实现合约销售额 4514 亿元，同比+12.4%。而根据克而瑞数据，2024 年 1-9 月，中海地产实现销售金额 1988 亿元，规模上已排名全国第二。

图表 29：公司销售额及同比增速



资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

图表 30：公司销售面积及同比增速



资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

图表 31：2024 年 1-9 月房企销售额排名

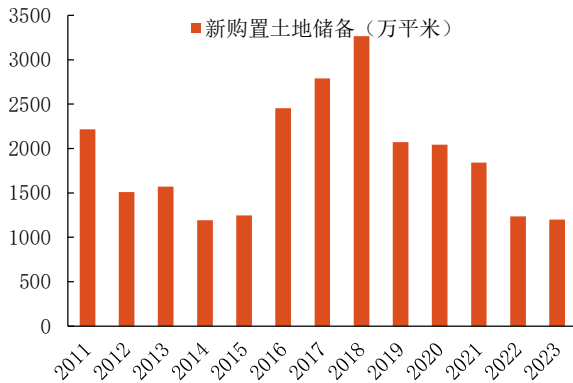
排名	企业名称	销售额（亿元）
1	保利发展	2421.0
2	中海地产	1988.0
3	绿城中国	1871.9
4	万科	1804.9
5	华润置地	1723.0
6	招商蛇口	1451.4
7	建发房产	852.6
8	滨江集团	801.3
9	越秀地产	783.0
10	龙湖集团	731.6

资料来源：克而瑞研究，东方财富证券研究所

新增土储主要位于一二线城市，恢复确定性高。根据公司 2023 年年报披露，公司全年新购置土地 102 宗，期末土地储备 8,523 万平方米，新增土地储备 1,310 万平方米，总购地金额 2,127.1 亿元。本年新增土地储备超九成位于

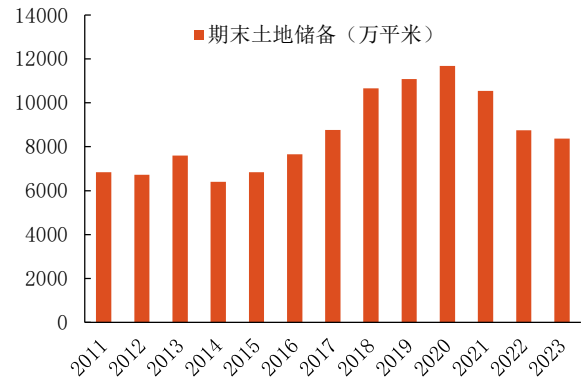
一、二线城市，其中位于北京市、上海市、广州市等一线城市、直辖市及省会城市的新增土地储备占比超 83%，土地储备结构进一步优化。由于公司新增土储主要位于一二线城市，我们认为公司地产开发业务受益于宽松政策的确定性较高。

图表 32：公司新购置土地储备



资料来源：Choice宏观数据库，东方财富证券研究所

图表 33：公司期末土地储备

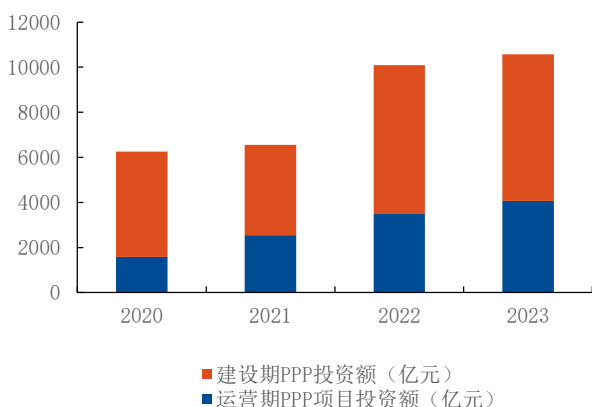


资料来源：Choice宏观数据库，东方财富证券研究所

3.4. 现金流改善+国企改革预期释放，估值修复空间充足

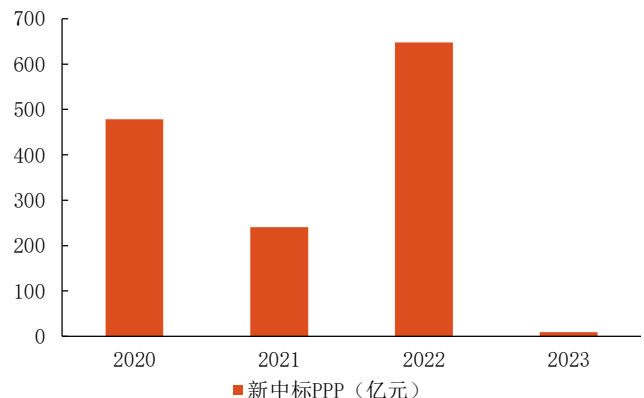
PPP 项目投资减少，且逐渐进入运营周期，现金流有望改善。2016-2020 年，公司为发展基建业务板块，签订了较多 PPP 项目，带动了公司基建业务板块的迅速发展，但由于 PPP 项目建设周期较长，因此建设周期的投资也给公司现金流带来了一定压力。而根据公司 2023 年年报披露，2023 年公司新中标 PPP 项目仅 1 个，权益投资额 8.9 亿元，并且公司开始推进现金流摸排工作，以现金流为主线，对 PPP 项目全周期进行统筹管理，同时深入开展回款调研，全面梳理运营期 PPP 项目的回款实现情况，切实保障投资收益的实现，截止到 2023 年，公司 PPP 项目已回款 951.7 亿元，公司 PPP 项目进入运营期 291 个，权益投资额约 4,069 亿元，占比提升至 62.6%。未来随着更多 PPP 项目进入运营周期，同时叠加财政政策宽松后，地方政府财政状况预计有所改善，公司整体现金流预计将有所好转。

图表 34：公司进入运营周期的 PPP 项目逐渐增多



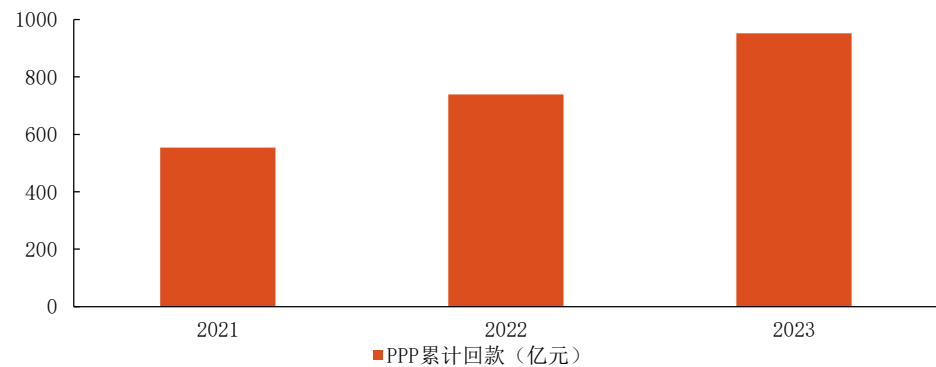
资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 35：公司 2023 年新投资 PPP 减少



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 36：PPP 累计回款



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

央国企改革持续深化，更多转型预期有望释放，进一步助力估值修复。7月18日，二十届三中全会审议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》“决定”强调，将深化国资国企改革纳入全面深化改革战略全局，明确了国有经济在新征程上的改革方向、推进节奏和重点领域。此外，近日重庆国资委表示，重庆市国资委将迭代升级国企“止损治亏”、“瘦身健体”、资产盘活、风险防范化解等改革目标和举措，并将深入推进国有经济布局优化和结构调整，大力推动国有资本向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域集中，向关系国计民生的公共服务、应急能力、公益性领域等集中，向前瞻性战略性新兴产业集中，促进国企增强核心功能、提高核心竞争力。我们认为，相较于此前的表述，近期国家级地方政府相关表态，更加强了央国企改革要适应时代需求，同时各央国企要协同调整完成调结构、补强产业链短板（特别是卡脖子行业）、提升效率。在此指导思想下，未来国央企预计将释放更多改革、转型预期，利于估值修复，判断公司有望重点受益。

4. 盈利预测及评级

4.1. 盈利预测

小幅调整盈利预测。我们的盈利预测基于如下假设：

房建业务：房建业务 24H1 增速 1.7%，预计随着下半年房地产宽松政策的颁布该业务增速有望提升，同时公司该业务经历转型升级，从住宅开发向工业厂房、文体设施等领域转移，未来有望实现稳健增长（约 5%）。目前地产需求有望修复，同时公司该业务承接较多新订单，订单周期为 4-5 年，新签合同额增速达到 5.7%，预计未来两年有望实现稳健增长。预计毛利率总体保持稳定。

地产开发投资：24H1 公司房地产开发业务-8.7%，下半年颁布较多房地产宽松政策，预计全年地产增速有望略高于 24H1 增速。考虑到销售结转周期，保守预计公司 2025-2026 年地产开发业务降速趋缓，毛利率总体保持稳定。

基础设施建设：24H1 公司基础设施建设收入增速为 11.7%，预计全年增速与 24H1 保持一致。近年来基建投资增速保持稳健增长，基建作为稳增长手段，投资增速有望保持稳健，出于谨慎性原则预测公司基础设施建设增速逐步放缓，但整体维持近几年来增长趋势。

图表 37：公司盈利预测重点假设

	2023	2024E	2025E	2026E
房屋建设业务	13837.4	14252.6	14822.7	15563.8
yoy	9.4%	3.0%	4.0%	5.0%
占比	61.5%	60.9%	60.4%	60.1%
毛利率	7.3%	7.0%	7.0%	7.0%
房地产开发与投资(行业)	3,088.1	2,933.7	2,787.0	2,703.4
yoy	9.5%	-5.0%	-5.0%	-3.0%
占比	13.7%	12.5%	11.4%	10.4%
毛利率	18.2%	19.5%	19.5%	19.5%
基础设施建设	5,565.6	6,233.5	6,919.2	7,611.1
yoy	12.8%	12.0%	11.0%	10.0%
占比	24.7%	26.6%	28.2%	29.4%
毛利率	9.8%	10.5%	10.5%	10.5%

资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

基于上述假设，我们预计 2024-2026 年，公司归母净利润 554.8/590.6/615.3 亿元，同比+2.23%/+6.46%/+4.17%，对应目前市值 4.77/4.48/4.30x PE。

4.2. 估值分析

截止到 2024 年 10 月 11 日，公司估值为 4.6x PE (TTM) 和 0.60x PB，均处于 2014 年以来的低位。

图表 38：公司 PE(TTM) 估值



图表 39：公司 PB 估值

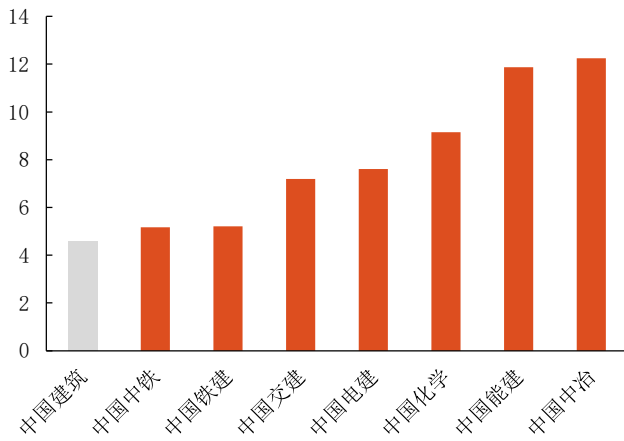


资料来源：Choice股票数据，东方财富证券研究所

资料来源：Choice股票数据，东方财富证券研究所

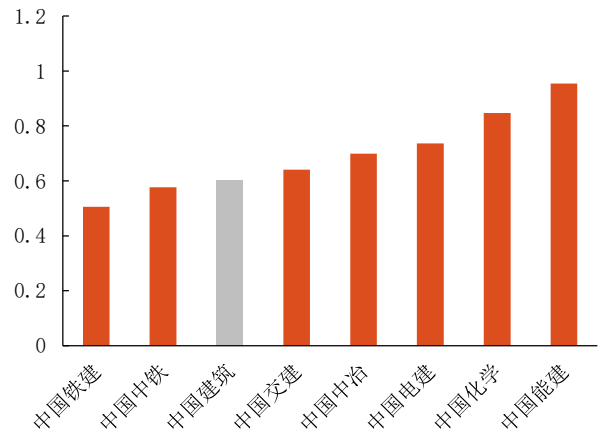
与其他建筑央企对比来看，公司 PE、PB 估值均处于八大建筑央企中的偏低位置。

图表 40：八大央企 PE 估值对比



资料来源：Choice股票数据，东方财富证券研究所

图表 41：八大央企 PB 估值对比



资料来源：Choice股票数据，东方财富证券研究所

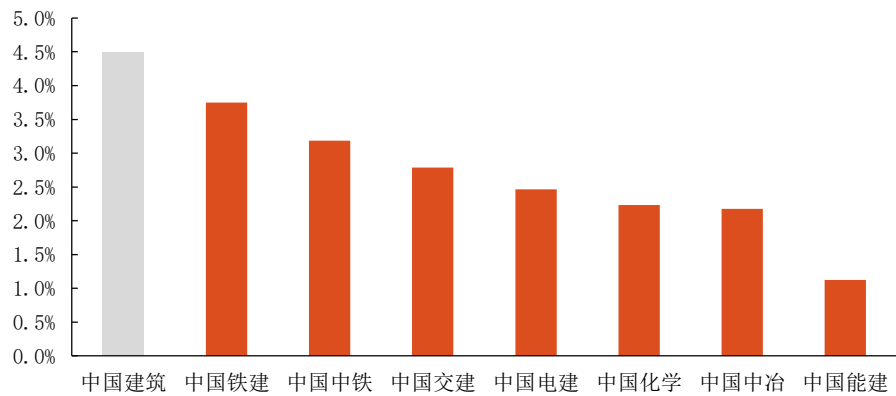
从分红率及股息率角度而言，2020 年起公司分红率保持 20% 以上，在八大建筑央企中处于靠前位置，目前公司股息率（TTM）为 4.5%，在八大建筑央企中最高。

图表 42：八大建筑央企分红率

	2019	2020	2021	2022	2023	近五年平均
中国建筑	18.5%	20.0%	20.4%	20.8%	20.8%	20.1%
中国中冶	22.6%	19.8%	19.3%	16.7%	17.2%	19.1%
中国能建			14.4%	13.5%	13.6%	13.8%
中国电建	8.3%	17.6%	17.5%	18.1%	18.1%	15.9%
中国交建	18.7%	18.0%	18.3%	18.4%	20.0%	18.7%
中国铁建	14.1%	13.9%	13.5%	14.3%	18.2%	14.8%
中国中铁	17.5%	17.6%	17.6%	15.8%	15.5%	16.8%
中国化学	30.1%	30.1%	19.3%	20.0%	20.0%	23.9%

资料来源：Choice 股票数据，东方财富证券研究所

图表 43：八大建筑央企股息率对比（TTM）



资料来源：Choice 股票数据，东方财富证券研究所

图表 44：八大建筑央企估值对比

证券代码	证券名称	EPS 预测 (元)			PE 估值			评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601668.SH	中国建筑	1.31	1.33	1.42	4.85	4.77	4.48	增持
601618.SH	中国中冶	0.33	0.37	0.40	10.21	9.00	8.45	未评级
601868.SH	中国能建	0.18	0.21	0.23	13.06	11.19	10.03	未评级
601669.SH	中国电建	0.68	0.81	0.90	8.25	6.91	6.22	增持
601800.SH	中国交建	1.39	1.56	1.68	7.71	6.88	6.38	未评级
601186.SH	中国铁建	1.73	1.87	1.95	5.55	5.15	4.92	未评级
601390.SH	中国中铁	1.29	1.32	1.37	5.19	5.09	4.90	未评级
601117.SH	中国化学	0.89	0.96	1.08	9.21	8.50	7.62	未评级

资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

备注：中国建筑、中国电建为我们的预测利润，其余公司为 Choice 一致预期，市值为 2024 年 10 月 14 日收盘价对应市值

4.3. 投资建议

我们认为公司作为建筑龙头企业，在近年来需求有一定压力背景下，通过聚焦核心市场、拓展细分板块的方式，实现市占率提升及业绩整体稳定增长，同时维持在建筑央企中较高的分红率，体现了对于投资者回报的重视。目前公司估值在央企建筑企业中处于相对较低水平，我们认为主要因素是公司地产敞口占比较其余建筑央企更大，而此前地产需求预期较为平淡，压制了公司业绩预期及估值。在地产新政逐渐出台后，我们认为地产预期将逐渐改善，利于公司估值修复，同时也可能提振公司整体业绩。此外，如果国企改革进一步催化，公司估值仍有进一步修复空间。维持“增持”评级。

5. 风险提示

地产需求不及预期。我们的假设是地产新政后，开工、竣工、销售端均有所修复。如果地产恢复不及我们预期，则：1) 公司房建业务结转可能不及预期，2) 地方财政受到影响，基建结转不及预期，3) 公司房地产开发业务收入及毛利率不及预期，4) 公司减值可能大于我们预期。此外，如果地产不及预期，公司估值也可能受到影响。

基建需求不及预期。我们的假设是财政政策宽松后，基建实物工作量将逐渐恢复。如果基建实物工作量低于预期，则公司基建板块业绩及估值均可能受到影响。

回款不及预期。我们的假设是地产和财政政策宽松后，公司应收账款压力减小，同时由于更多 PPP 项目进入运营周期，公司资本支出压力减小，现金流得到改善。如果公司回款不及预期，则公司整体估值可能受到影响。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	20489.63	22083.82	23631.87	25681.95
货币资金	3587.91	5251.17	6164.39	7497.49
应收及预付	2890.90	2991.36	3134.91	3306.40
存货	7963.43	8719.61	9067.68	9469.46
其他流动资产	6047.39	5121.68	5264.90	5408.59
非流动资产	8543.60	8819.83	8826.75	8853.87
长期股权投资	1139.84	1159.84	1179.84	1199.84
固定资产	527.22	529.50	529.70	548.29
在建工程	40.87	33.10	27.28	23.02
无形资产	327.30	347.30	367.30	387.30
其他长期资产	6508.37	6750.09	6722.64	6695.42
资产总计	29033.23	30903.64	32458.63	34535.82
流动负债	15904.33	16885.90	17654.38	18714.23
短期借款	1243.52	1443.52	1543.52	1797.51
应付及预收	7015.71	6963.92	7402.16	7871.30
其他流动负债	7645.10	8478.46	8708.69	9045.42
非流动负债	5818.20	6052.63	6152.63	6449.77
长期借款	4581.12	4781.12	4881.12	5178.26
应付债券	923.73	923.73	923.73	923.73
其他非流动负债	313.34	347.78	347.78	347.78
负债合计	21722.52	22938.53	23807.01	25164.00
实收资本	419.20	416.20	416.20	416.20
资本公积	120.50	112.17	112.17	112.17
留存收益	3680.00	4120.42	4587.01	5075.23
归属母公司股东权益	4276.10	4706.12	5172.71	5660.93
少数股东权益	3034.60	3258.99	3478.91	3710.89
负债和股东权益	29033.23	30903.64	32458.63	34535.82

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22655.29	23419.72	24528.83	25878.27
营业成本	20427.24	21295.89	22323.70	23565.94
税金及附加	143.12	128.81	134.91	129.39
销售费用	76.28	70.26	73.59	72.46
管理费用	344.02	363.01	380.20	383.00
研发费用	460.74	468.39	490.58	569.32
财务费用	185.77	120.20	103.50	100.19
资产减值损失	-57.06	-46.94	-51.19	-51.73
公允价值变动收益	-0.09	0.00	0.00	0.00
投资净收益	40.36	54.87	49.06	52.83
资产处置收益	2.29	14.05	12.26	12.94
其他收益	13.66	16.39	15.06	20.70
营业利润	931.32	923.53	960.93	1005.85
营业外收入	11.66	0.00	0.00	0.00
营业外支出	13.03	6.89	7.36	9.09
利润总额	929.95	916.64	953.57	996.75
所得税	194.56	137.50	143.03	149.51
净利润	735.40	779.15	810.53	847.24
少数股东损益	192.76	224.39	219.91	231.98
归属母公司净利润	542.64	554.76	590.62	615.26
EBITDA	1251.46	1087.84	1116.59	1157.83

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	110.30	1879.35	1037.05	1138.00
净利润	735.40	779.15	810.53	847.24
折旧摊销	144.44	50.99	59.52	60.89
营运资金变动	-1030.79	814.99	-99.13	-44.70
其它	261.25	234.22	266.12	274.57
投资活动现金流	-265.02	-330.11	-17.54	-36.33
资本支出	-315.03	-43.83	-46.59	-69.16
投资变动	-48.27	-20.00	-20.00	-20.00
其他	98.29	-266.27	49.06	52.83
筹资活动现金流	304.50	111.86	-106.30	229.27
银行借款	1053.40	400.00	200.00	551.13
债券融资	-114.24	0.00	0.00	0.00
股权融资	401.82	-11.64	0.00	0.00
其他	-1036.47	-276.51	-306.30	-321.86
现金净增加额	161.31	1663.26	913.21	1333.11
期初现金余额	3130.00	3291.31	4954.57	5867.79
期末现金余额	3291.31	4954.57	5867.79	7200.89

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	10.24%	3.37%	4.74%	5.50%
营业利润增长	7.38%	-0.84%	4.05%	4.67%
归属母公司净利润增长	6.50%	2.23%	6.46%	4.17%
获利能力 (%)				
毛利率	9.83%	9.07%	8.99%	8.94%
净利率	3.25%	3.33%	3.30%	3.27%
ROE	12.69%	11.79%	11.42%	10.87%
ROIC	5.69%	5.37%	5.19%	5.02%
偿债能力				
资产负债率 (%)	74.82%	74.23%	73.35%	72.86%
净负债比率	61.35%	40.24%	28.81%	18.25%
流动比率	1.29	1.31	1.34	1.37
速动比率	0.44	0.51	0.55	0.60
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.78	0.77	0.77
应收账款周转率	9.68	9.35	9.72	9.56
存货周转率	2.61	2.55	2.51	2.54
每股指标 (元)				
每股收益	1.31	1.33	1.42	1.48
每股经营现金流	0.26	4.52	2.49	2.73
每股净资产	10.20	11.31	12.43	13.60
估值比率				
P/E	3.67	4.77	4.48	4.30
P/B	0.47	0.56	0.51	0.47
EV/EBITDA	5.20	5.38	4.60	3.76

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。