

俄乌和平进程加速，基建板块迎发展良机

——建筑装饰行业周报（20251124-20251130）

投资要点：

➤ 本周观点：

11月下旬以来，围绕俄乌局势的外交动作持续升温，多方正尝试探索重启谈判的可能性。

11月19日，美国广播公司援引白宫官员称，美国总统特朗普已批准一项旨在推动结束冲突的“28点新计划”，意在为和谈重新创造条件。随后，普京在21日的表态中指出，美方提出的这一方案“可能成为和平解决乌克兰问题的基础”，为外界关注谈判前景增添了一定积极信号。紧接着，23日美、乌、欧盟及英法代表在瑞士日内瓦举行磋商，就相关计划展开讨论，并将原方案从28点压缩至19点。随着沟通推进，美国多家媒体在25日公布，乌克兰方面已原则同意美方提出的和平协议。26日，俄方也释放出进一步沟通意愿——塔斯社报道，美国中东问题特使预计下周访莫，与俄方官员就乌克兰问题会面。月底时，乌总统泽连斯基确认，新任谈判代表团团长乌梅罗夫已启程前往美国，将就下一阶段磋商展开沟通。

若俄乌停战兑现，基建及国际工程龙头有望凭借先发优势深度参与战后重建。根据联合国及多机构联合发布的RDNA3报告，乌克兰未来十年重建需求高达4,862亿美元，预计将形成跨周期、跨区域的建设大市场。战后重建或将持续释放基础设施、住房建筑、能源设施等高强度需求，与我国建筑央企在铁路、公路、电力、市政、工业工程等领域形成的成熟EPC模式高度契合。中企在海外工程执行效率、成本控制及全产业链配套方面具备显著优势，且中国长期为乌克兰最大贸易伙伴之一，合作基础良好。若和平方案落地，已在当地具有业务布局的中国企业有望深度参与重建，海外业务增长动力有望强化。建议重点关注在中东欧、独联体及乌克兰周边持续深耕、具备执行与融资能力优势的国际工程龙头（估值及股息率数据均截至2025/11/28），包括中钢国际（25PE 12x，股息率约5%）、北方国际（25PE 17x）、中工国际（25PE 40x）、中材国际（25PE 8x，股息率约5%）及中国中铁（25PE 5x，股息率约5%）等。

➤ 市场回顾：

1) 行业：本周上证指数上涨1.40%、深证成指上涨3.56%、创业板指上涨4.54%；同期申万建筑装饰指数上涨2.81%，其中子板块除房屋建设外，其余板块悉数上涨，园林工程、工程咨询及其他专业工程涨幅居前，分别为+9.71%、+5.83%、+4.68%。

2) 个股：本周申万建筑共有138只股票上涨，涨幅前五的分别为：国晟科技(+57.69%)、招标股份(+24.71%)、圣晖集成(+24.57%)、汇通集团(+20.00%)、中达安(+17.19%)。

➤ 基建数据跟踪：

1) 专项债：本周专项债发行量为2,738.34亿元，截至2025年11月30日，累计发行量75,050.10亿元，同比+11.99%。

2) 城投债：本周城投债发行量为550.46亿元，净融资额-57.80亿元，截至2025年11月30日累计净融资额-5,454.81亿元。

➤ 风险提示：经济恢复不及预期，基建/地产投资增速不及预期，政策落地不及预期。

内容目录

1. 本周观点	4
2. 行业要闻	5
3. 公司动态简评	6
3.1. 订单类	6
3.2. 其他类	6
4. 一周市场回顾	9
4.1. 板块跟踪	9
4.2. 大宗交易	9
4.3. 基建数据跟踪	10
4.4. 资金面跟踪	10
5. 风险提示	11

图表目录

图表 1: 俄乌谈判时间轴	4
图表 2: 建筑公司乌克兰重大订单梳理	5
图表 3: 公司订单类公告梳理	6
图表 4: 公司其他类公告梳理	7
图表 5: 申万建筑三级子行业本周涨跌幅（总市值加权平均）	9
图表 6: 申万建筑板块本周涨跌幅前五	9
图表 7: 大宗交易	10
图表 8: 专项债周发行量与累计发行量	10
图表 9: 城投债周发行量与净融资额	10
图表 10: 美元兑人民币即期汇率	11
图表 11: 十年期国债到期收益率与一个月 SHIBOR	11

1. 本周观点

11月下旬以来，围绕俄乌局势的外交动作持续升温，多方正尝试探索重启谈判的可能性。11月19日，美国广播公司援引白宫官员称，美国总统特朗普已批准一项旨在推动结束冲突的“28点新计划”，意在为和谈重新创造条件。随后，普京在21日的表态中指出，美方提出的这一方案“可能成为和平解决乌克兰问题的基础”，为外界关注谈判前景增添了一定积极信号。紧接着，23日美、乌、欧盟及英法代表在瑞士日内瓦举行磋商，就相关计划展开讨论，并将原方案从28点压缩至19点。随着沟通推进，美国多家媒体在25日公布，乌克兰方面已原则同意美方提出的和平协议。26日，俄方也释放出进一步沟通意愿——塔斯社报道，美国中东问题特使预计下周访莫，与俄方官员就乌克兰问题会面。月底时，乌总统泽连斯基确认，新任谈判代表团团长乌梅罗夫已启程前往美国，将就下一阶段磋商展开沟通。

图表1：俄乌谈判时间轴



资料来源：新华网，华源证券研究所

若俄乌停战兑现，基建及国际工程龙头有望凭借先发优势深度参与战后重建。根据联合国及多机构联合发布的 RDNA3 报告，乌克兰未来十年重建需求高达 4,862 亿美元，预计将形成跨周期、跨区域的建设大市场。战后重建或将持续释放基础设施、住房建筑、能源设施等高强度需求，与我国建筑央企在铁路、公路、电力、市政、工业工程等领域形成的成熟 EPC 模式高度契合。中企在海外工程执行效率、成本控制及全产业链配套方面具备显著优势，且中国长期为乌克兰最大贸易伙伴之一，合作基础良好。若和平方案落地，已在当地具有业务布局的中国企业有望深度参与重建，海外业务增长动力有望强化。建议重点关注在中东欧、独联体及乌克兰周边持续深耕、具备执行与融资能力优势的国际工程龙头（估值及股息率数据均截至 2025/11/28），包括**中钢国际**（25PE 12x，股息率约 5%）、**北方国际**（25PE 17x）、**中工国际**（25PE 40x）、**中材国际**（25PE 8x，股息率约 5%）及**中国中铁**（25PE 5x，股息率约 5%）等。

图表 2：建筑公司乌克兰重大订单梳理

公司	时间	项目	合同金额	项目工期
中国电建	2021.12	乌克兰尼古拉耶夫南部风电项目 BOP 与在岸项目	7.86 亿元	
	2021.04	乌克兰尼克斯克和曼古斯区 800MW 风电项目	67.16 亿元	32 个月
	2020.07	乌克兰扎波罗热风电项目 (402 兆瓦) 联营体协议	23.45 亿元	
	2018.09	乌克兰锡瓦什湖风电项目	21.13 亿元	16 个月
	2017.11	M06 日托米尔绕城公路项目	4230 万欧元	24 个月
中国能建	2021.09	乌克兰卡洛吉斯特 100 兆瓦光伏项目 EPC 项目	1 亿美元	
	2020.03	乌克兰 Karsa 垃圾电站项目 EPC 合同	2.38 亿美元	36 个月
	2019.03	乌克兰 Cindriga 1000 TPD 垃圾电站项目 EPC 项目		36 个月
中国化学	2020.12	乌克兰 600 万吨/年煤制汽油和二甲醚综合 体 EPC 项目	257 亿元	32 个月
中国中铁	2017.05	乌克兰基辅地铁 4 号线 乌克兰保障房建设及供应项目		
	2020.10	乌克兰生物质发电厂建设项目	6510 万欧元	18 个月
中工国际	2012.04	合作范围包括新能源发电项目、粮食港口建设项目、 禽畜饲养场项目以及建立拖拉机组装厂和农机设备销 售和租赁等项目	41.29 亿美元	
中钢国际	2020.09	500 万吨/年带式焙烧机球团 EPC 总承包项目		
中材国际	2008.09	MYKOLAIV 日产 5000 吨熟料水泥生产线项目总承包 项目	1.67 亿欧元	36 个月
苏交科	2023.06	乌克兰首都基辅的第一期医院重建设设计项目		

资料来源：各公司公告，中国水电十六局微信公众号等，华源证券研究所

注：除中国化学与苏交科为项目中标时间，其余均为合同签署时间。

2. 行业要闻

- **湖南“十四五”交通运输建设成效显著，公路、水路、铁路等重点指标持续增长。**11月25日，湖南省人民政府新闻办公室举行湖南“十四五”答卷系列主题新闻发布会，介绍“十四五”期间全省交通运输事业发展成就。五年来，全省累计完成公路水路投资 5386 亿元，同比“十三五”时期增长 54%；公路总里程将达 27 万公里，其中高速公路 8642 公里、位居全国第 9；航道通航总里程达 1.2 万公里、居全国第 3；铁路营业里程达到 6079 公里、全国第 10，其中高铁里程 2501 公里、居全国第 5。
- **北京发布“十五五”规划建议，持续推进住有所居，加快构建房地产发展新模式。**11月26日，《中共北京市委关于制定北京市国民经济和社会发展第十四个五年规划的建议》正式发布，明确将持续推进住有所居，加快构建房地产发展新模式。《建议》提出完善“市场+保障”住房供应体系，健全租购并举制度，优先向轨道交通站点周边供应建设用地，推动站城融合。北京将优化保障性住房供给，盘活存量资源，重点保障城镇工薪群体和困难家庭基本住房需求；同时扩大租赁住房有效供给，培育市场化专业机构，规范租赁市场发展，并探索“一张床、一间房”模式，改善城市运行服务人员居住条件。此外，北京计划增加改善性住房供应，建设安全舒适绿色智慧的“好房子”，实施房屋品质提升和物业服务升级行动，建立房屋全生命周期安全管理制度。
- **国家发展改革委就“两重”建设资金安排及基础设施 REITs 扩围作出最新说明。**11月27日，国家发展改革委政策研究室副主任李超在新闻发布会上表示，去年和今年分别安

排 7000 亿元、8000 亿元超长期特别国债，支持 1465 个、1459 个“两重”领域“硬投资”项目建设，并同步推进规划编制、政策制定和体制机制创新，落实一系列“软建设”举措。李超同时介绍，国家发展改革委正积极推动基础设施 REITs 扩围至城市更新设施、酒店、体育场馆、商业办公设施等更多行业领域，并将继续与证监会加强协同，优化申报推荐程序、完善项目申报要求，在防风险、保质量前提下支持更多符合条件的项目发行上市，更好服务实体经济发展。

- **重庆出台要素市场化配置综合改革试点方案，加快资本市场发展与资产证券化推进。**11月 28 日，重庆市人民政府印发《重庆市要素市场化配置综合改革试点行动方案》，明确提出加快发展资本市场，深化企业上市“千里马”行动，开展“认股权+”业务模式创新，推动上市公司并购重组和再融资。方案强调强化投资和融资相结合的资本市场功能，以市场化方式有序推进资产证券化，并提出优化基础设施 REITs 项目全链条服务，通过信用承诺、容缺受理、后置核验等方式开辟绿色通道。

3. 公司动态简评

3.1. 订单类

图表 3：公司订单类公告梳理

证券代码	证券简称	公告内容
600846.SH	同济科技	发布关于全资子公司项目中标的公告。 公司全资子公司中标西安河山锦绣府项目施工一标段项目，中标价格约 8.66 亿元，中标工期为 1340 日历天。
603163.SH	圣晖集成	发布关于已中标重大项目签订合同的进展公告。 近日，越南圣晖与健鼎越南（周德）电子有限公司签署了《越南 TVC 新建厂房及配套设施公设系统工程》实施合同，签约合同总金额折合人民币约 2.8 亿元。
600502.SH	安徽建工	发布关于项目中标的公告。 近日，公司及所属子公司参与的联合体中标潘集区全区环境整治及生态修复项目 EPC 总承包和东部新城绿色集成电路产业园及基础设施建设项目建设 EPC 总承包，其中公司份额合计约 12.95 亿元。
601668.SH	中国建筑	发布重大项目公告。 近期，公司获得 3 个重大项目，合计金额为 106.7 亿元，占 2024 年度经审计营业收入的 0.5%。
601068.SH	中铝国际	发布关于青铜峡电解槽“以大代小”升级改造项目中标的公告。 公司控股子公司沈阳院参与的联合体中标青铜峡电解槽“以大代小”升级改造项目，合同总价约 29.09 亿元。
000498.SZ	山东路桥	发布关于参与潍邹高速昌乐联络线工程投标的关联交易公告。 公司子公司拟采取施工与投资相结合的投标方案参与潍坊至邹城高速公路昌乐联络线工程施工投标，项目合同预估金额约 15.25 亿元。公司参与子公司对应承诺投资额最高不超过 2.18 亿元，并按照不低于中标价的 1/7 的比例【或联合体中标价的 1/7 × (单位在《联合体协议书》约定的内部分工所占总工程量比例) 】与招标人共同出资设立项目公司。 发布关于参与潍坊至沂源高速施工一标段投标的关联交易公告。 公司子公司拟采取施工与投资相结合的投标方案参与潍坊至邹城高速公路潍坊至沂源段工程施工一标段投标，项目合同预估金额 47.31 亿元。公司参与子公司对应承诺投资额最高不超过 6.76 亿元，并按照不低于中标价的 1/7 的比例【或联合体中标价的 1/7 × (单位在《联合体协议书》约定的内部分工所占总工程量比例) 】与招标人共同出资设立项目公司。

资料来源：各公司公告，华源证券研究所

3.2. 其他类

图表 4：公司其他类公告梳理

证券代码	证券简称	公告内容

605303.SH	园林股份	<p>发布关于控股股东上层股权结构变动的提示性公告。公司控股股东的上层股权结构发生变动，张炎良与杭州璟辉商务咨询合伙企业（有限合伙）签署《股权转让协议》，拟将其持有的园融集团 10.35% 股权（对应出资额 602.1630 万元）转让给璟辉咨询。事项完成后，公司控股股东仍为园融集团，实际控制人仍为吴光洪先生，控制权稳定不变，对公司业务结构及正常经营不产生影响。</p>
603778.SH	国晟科技	<p>发布关于收购铜陵市孚悦科技有限公司 100% 股权的公告。公司以 24,060 万元现金收购铜陵正豪科技有限公司（持股 99%）与林琴（持股 1%）合计持有的铜陵市孚悦科技有限公司 100% 股权，交易完成后孚悦科技将成为公司全资子公司并纳入合并报表。孚悦科技主营高精密新型锂电池结构件，客户包括多氟多、比克电池、凯德新能源等。交易设置三年业绩承诺（2026 - 2028 年扣非净利润分别不低于 2,000 万元、3,000 万元、4,000 万元），未达成则由交易对方按差额现金补偿并承担连带责任；超额完成部分的 49% 可作为激励奖励管理层。</p>
601800.SH	中国交建	<p>发布关于调整 2025 年度预分红方案自愿性公告。公司拟向全体股东每股派发现金红利不低于 0.11756 元（含税），合计拟派发现金红利约为 19.14 亿元，约占 2025 年上半年归属于母公司股东净利润的 20%。</p>
600820.SH	隧道股份	<p>发布关于下属企业参股投资上海市杨浦区地块项目暨关联交易公告。公司全资子公司建元资管与关联方城建置业联合竞得上海市杨浦区 N090501 单元 A3a-03、A3a-04、A1-04-1 三幅地块，土地成交总价 43 亿元，项目总投资 82.8 亿元。双方拟按出资比例设立项目公司开发该地块，其中建元资管出资 8.52 亿元持股 40%，城建置业出资 12.78 亿元持股 60%。因双方同受城建集团控制，此次投资构成关联交易。</p>
600853.SH	龙建股份	<p>发布关于基础设施公募 REITs 申报发行工作的进展公告。公司基础设施公募 REITs 项目“东方红隧道股份智能运维高速封闭式基础设施证券投资基金”已由东方证券资管于 2025 年 11 月 25 日向中国证监会和上海证券交易所正式递交注册及上市申请材料，并获两部门受理，标志着公司自 2023 年 7 月 15 日启动的 REITs 申报发行工作取得阶段性进展。</p>
002989.SZ	中天精装	<p>发布关于黑龙江省富锦市滨江大街及沿江景观带工程 PPP 项目增加项目资本金公告。为保障富锦市 PPP 项目建设资金需求，公司与龙安集团及政府方锦程公司将按原股比 30%：30%：40% 同步追加资本金共计 2,003 万元，其中龙建股份出资 600.90 万元。新增资本金仅用于补充项目建设所需，不涉及项目公司注册资本调整，资本金总额由 9,980.12 万元增至 11,983.12 万元，股权结构保持不变，无需办理工商变更。</p>
600248.SH	陕建股份	<p>发布关于参投合伙企业的投资事项进展公告。公司通过间接参股主体芯玑半导体，与长江云河、上海世禹共同设立湖北长江世禹芯玑半导体有限公司（三方出资分别为 19,980 万元、19,980 万元、20,040 万元，持股比例 33.30%、33.30%、33.40%，注册资本 6 亿元）。长江半导体已于 2025 年 11 月 24 日完成设立登记，业务范围覆盖 IC 设计制造、封测装备、物联网与 AI 基础软件研发等。</p>
300668.SZ	杰恩设计	<p>发布关于出售资产暨关联交易的完成公告。公司向控股股东陕建控股出售应收账款的关联交易已于 2025 年 11 月 28 日全部办理完毕。该交易于 2025 年 8 月经董事会及临时股东大会审议通过，标的为账面原值 764,242.31 万元、账面净值 609,251.75 万元的应收账款，交易对价依据评估值确定为 728,521.03 万元。陕建控股已完成全部对价支付，其中 694,293 万元通过承接公司及子公司应付款项方式支付（已取得全部债权人同意），剩余 34,228.03 万元现金部分已于 11 月 26 日支付。</p>
920019.BJ	铜冠矿建	<p>发布关于收到资产包转让款的进展公告。公司此前已通过董事会及临时股东大会审议，同意向持股 5% 以上股东姜峰出售全资子公司杰恩建筑 100% 股权，并将设计业务相关资产与负债整体转让给由其控制的杰恩建筑，资产包转让净额为 19,844.32 万元，按照五期支付、每期 20% 的方式分两年完成。公司已于 2025 年 11 月 18 日完成杰恩建筑股权交割，并于 11 月 28 日收到第一期转让款 3,968.86 万元（占总对价 20%），款项已全部到账。目前设计业务相关资产的过户手续正在办理中，后续款项将按合同约定的 6 个月、12 个月、18 个月及 24 个月节点陆续支付。</p>
001267.SZ	汇绿生态	<p>发布购买资产的公告。公司以 1350 万元现金收购安徽天明爆破工程有限公司 100% 股权，交易不构成重大资产重组或关联交易。天明爆破业务涵盖爆破工程设计施工、建构筑物拆除、隧道与矿山爆破等。此次收购将爆破这一矿山开发核心环节纳入公司体系，有助于完善矿山开发一体化服务链条、强化协同效应与市场竞争力。交易符合公司长期战略布局，将推动业务结构进一步优化。</p>
		<p>发布关于重要合同的进展公告。公司子公司铜冠矿建（赞比亚）有限公司收到中色非矿《关于谦比希铜矿东南矿体复产计划初步安排的函》，显示公司承担的副井第一阶段修复治理工作已顺利完成，复产前安全培训与全面安全检查均已落实，部分作业面具备开工条件。此前 7 月 24 日，因安全监管要求，东南矿体曾被通知暂时停产。</p>
		<p>发布发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿）。公司</p>

拟通过发行股份及支付现金方式收购武汉钧恒科技 49% 股权，并同步募集不超过 8.45 亿元配套资金，交易总对价 11.27 亿元。钧恒科技主营光模块、AOC、光引擎等光通信器件，与公司现有业务高度协同，交易完成后其将成为公司全资子公司，进一步强化在光通信领域的一体化布局。此次对价以现金 2.82 亿元、股份 8.45 亿元（发行价 7.89 元/股，对应 1.07 亿股）支付。募集配套资金拟用于支付现金对价、建设年产 300 万只光通信器件生产基地（重点扩充 400G/800G 产能并前瞻布局 1.6T）及中介费用。

003013.SZ 地铁设计

发布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿）。公司拟以发行股份方式向控股股东广州地铁集团收购工程咨询公司 100% 股权，交易作价 5.111 亿元，并同步向不超过 35 名特定对象募集不超过 1.27775 亿元配套资金，用于补充流动资金及偿还债务；此次交易构成关联交易但不构成重大资产重组，亦不导致控制权变更。发行价为 11.67 元/股，拟发行 43,796,058 股，占交易后总股本 9.69%。广州地铁集团承诺标的公司 2025 - 2027 年净利润分别不低于 3,527.77 万元、3,803.46 万元、4,061.02 万元，并按《业绩承诺补偿协议》承担补偿义务。

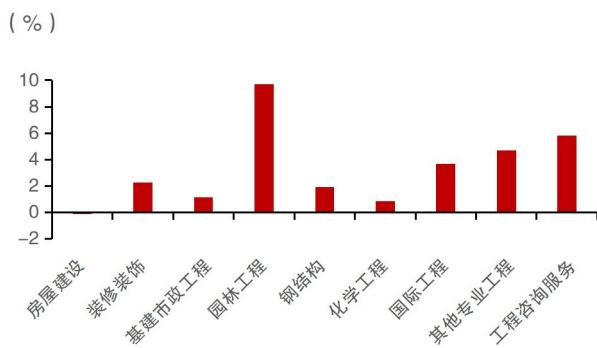
资料来源：各公司公告，华源证券研究所

4. 一周市场回顾

4.1. 板块跟踪

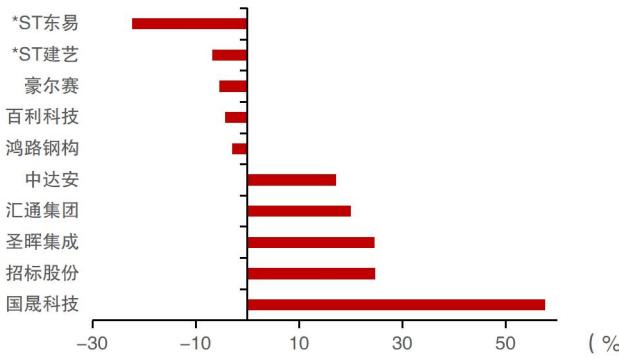
本周上证指数上涨 1.40%、深证成指上涨 3.56%、创业板指上涨 4.54%；同期申万建筑装饰指数上涨 2.81%，其中子板块除房屋建设外，其余板块悉数上涨，园林工程、工程咨询及其他专业工程涨幅居前，分别为 +9.71%、+5.83%、+4.68%。个股方面，本周申万建筑共有 138 只股票上涨，涨幅前五的分别为：国晟科技(+57.69%)、招标股份(+24.71%)、圣晖集成(+24.57%)、汇通集团(+20.00%)、中达安(+17.19%)，跌幅前五的分别为：*ST 东易(-22.36%)、*ST 建艺(-6.78%)、豪尔赛(-5.43%)、百利科技 (-4.27%)、鸿路钢构(-2.99%)。

图表 5：申万建筑三级子行业本周涨跌幅（总市值加权平均）



资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表 6：申万建筑板块本周涨跌幅前五



资料来源：Wind, 华源证券研究所

4.2. 大宗交易

本周共 4 家公司发生大宗交易。深桑达 A 总成交额为 13709.23 万元，交建股份总成交额为 1545.35 万元，郑中设计总成交额为 998.78 万元，名雕股份总成交额为 993.82 万元。

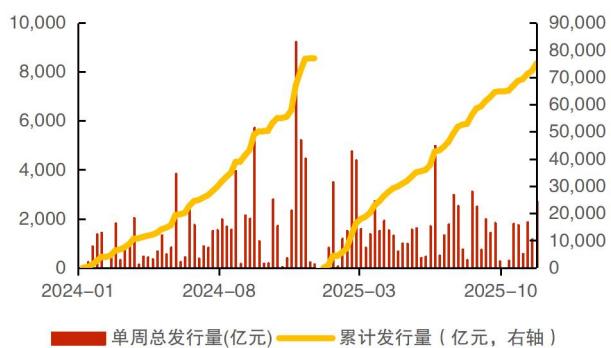
图表 7：大宗交易

序号	名称	日期	相对当日收盘价折价率(%)	成交量(万股)	成交额(万元)
1	交建股份	2025/11/28	-18.01	155.00	1545.35
2	深桑达 A	2025/11/27	-1.99	21.92	420.43
3	深桑达 A	2025/11/27	-1.99	92.52	1774.53
4	深桑达 A	2025/11/27	-1.99	85.56	1641.04
5	郑中设计	2025/11/27	0.00	59.70	998.78
6	深桑达 A	2025/11/25	-1.99	28.28	557.62
7	深桑达 A	2025/11/25	-1.99	119.35	2353.60
8	深桑达 A	2025/11/25	-1.99	110.37	2176.54
9	名雕股份	2025/11/25	-1.38	26.00	464.62
10	深桑达 A	2025/11/24	-2.01	21.92	416.26
11	深桑达 A	2025/11/24	-2.01	109.52	2079.78
12	深桑达 A	2025/11/24	-2.01	120.56	2289.43
13	名雕股份	2025/11/24	-1.40	30.00	529.20

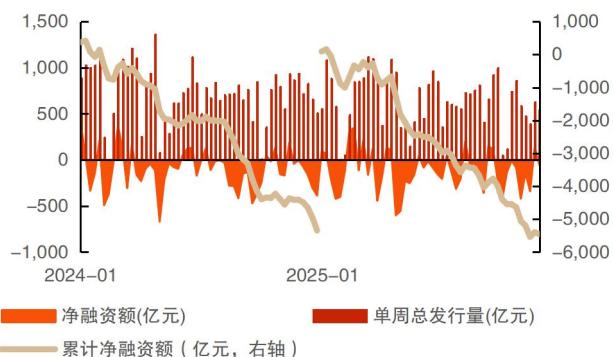
资料来源：Wind, 华源证券研究所

4.3. 基建数据跟踪

- 专项债：**本周专项债发行量为 2,738.34 亿元，截至 2025 年 11 月 30 日，累计发行量 75,050.10 亿元，同比+11.99%。
- 城投债：**本周城投债发行量为 550.46 亿元，净融资额-57.80 亿元，截至 2025 年 11 月 30 日累计净融资额-5,454.81 亿元。

图表 8：专项债周发行量与累计发行量


资料来源：Wind, 华源证券研究所

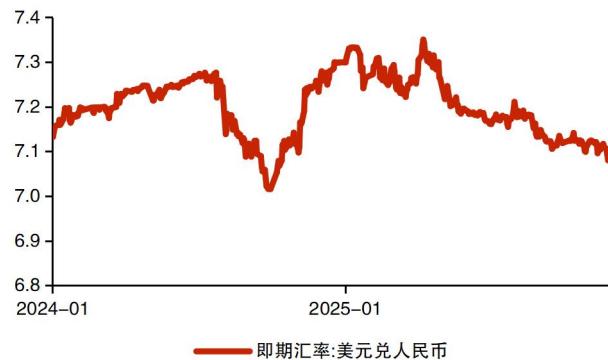
图表 9：城投债周发行量与净融资额


资料来源：Wind, 华源证券研究所

4.4. 资金面跟踪

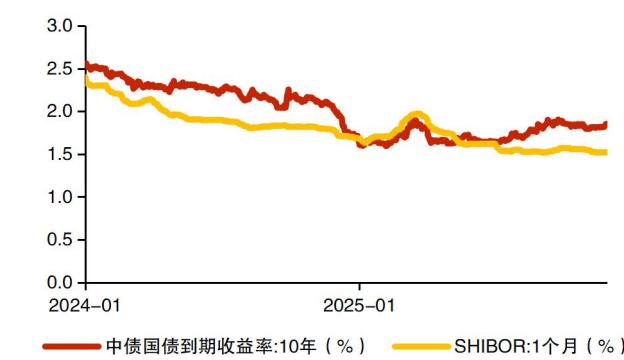
从宏观情况看，本周美元兑人民币即期汇率为 7.0794，较上周收盘价下滑 3.09bp。十年期国债到期收益率为 1.8412%，较上周上涨 2.46bp。一个月 SHIBOR 为 1.5200%，较上周上涨 0.10bp。

图表 10：美元兑人民币即期汇率



资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表 11：十年期国债到期收益率与一个月 SHIBOR



资料来源：Wind, 华源证券研究所

5. 风险提示

经济恢复不及预期：在宏观调控政策的背景下，经济有望逐步回升，但复苏进程存在不确定性。如果经济恢复不及预期，可能抑制市场需求，影响行业增长和整体业绩表现。

基建/地产投资增速不及预期：尽管“稳增长”政策预期将推动基建投资，但具体项目落地和资金到位速度存在不确定性。若基建投资超预期下行，则宏观经济压力或进一步提升。

政策落地不及预期：行业发展依赖政策支持，若政策的出台或执行力度低于预期，可能延缓行业增长，影响相关的市场预期和项目落地进度。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存 在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。