

# 建筑行业 7 月暨中期投资策略

## 下半年建筑板块的四个关键问题

**超配**

### 核心观点

**如何看待基建增速阶段性下滑？**基建投资回落加剧了市场对基建全年景气度的担忧，上半年财政资金和金融机构信贷对基建的支持力度持续加大，政府部门支持“基建稳增长”意愿强烈，而在项目可行性论证和审批环节矛盾更为激烈。在稳经济压力持续，财政跨期调节必要性增强的环境下，我们认为可以期待政府资金支持力度的持续加大和项目审批条件的适度宽松。因此，我们对全年基建投资在高基数下实现 7% 以上增长持乐观态度，建议重视此预期差带来的投资机会。

**如何看待建筑央企基本面回暖？**随着工程项目大型化综合化趋势显现，建筑央企市占率快速提升，有望继续保持稳定增长。国企改革引入 ROE 和营业现金比率考核，建筑央企盈利能力和现金流未来改善潜力大。部分建筑央企缩减投资力度后经营指标明显改善，也有部分建筑央企逆势保持投资强度，有望受益于利率下行和长期投资环境转暖。重点推荐经营稳健、盈利能力和现金流改善明显的中国中铁、中国铁建、中国中冶、中国化学，逆势保持投资力度，静待经济转暖的中国建筑、中国交建。

**如何看待“一带一路”投资机会？**秋季拟召开“一带一路”第三届峰会，预计会加强中国与各国在基础设施建设领域的合作，通过高层对接的方式，自上而下推进落地一些投资额大、惠及范围广、具有重大战略意义工程项目，帮助国际工程公司进一步打开海外市场，塑造中国工程品牌。一季度海外订单相对平淡，下半年将进入海外项目集中签约阶段，随着部分重大海外项目落地，国际工程订单有望实现集中爆发。重点推荐“一带一路”龙头中国交建，国际工程公司中钢国际、中材国际、北方国际。

**如何看待“AI+建筑”应用前景？**AIGC 打开“建筑+AI”更广阔的想象空间，AI 短期看能够赋能建筑设计，快速生成建筑方案和简单结构设计，长期将推动建筑全过程自动化和智能化，驱动建筑过程向预制和模块化集成转变，我们认为应重点关注具备以下三种特点的工程设计企业：1) 数据资源储备丰富，积极参与 AI 模型或应用开发的工程设计企业；2) 定位高端原创设计，难以被 AI 取代的工程设计企业；3) 管理体系完善，能快速调整业务流程，积极拥抱 AI 的设计企业。重点推荐：华建集团、华设集团、华阳国际。

**投资建议：**我们看好下半年基建投资景气度回升，建议坚定“中特估”建筑央企投资主线，推荐中国中铁、中国铁建、中国中冶、中国化学、中国建筑、中国交建，坚定把握秋季的“一带一路”行情，推荐中钢国际、中材国际、北方国际，深入挖掘能够实际受益于 AIGC 的标的，推荐华建集团、华设集团、华阳国际，同时建议关注细分赛道的阿尔法机会，推荐建科院，建议关注上海建科。

**风险提示：**宏观经济下行风险；政策落地不及预期的风险；国企改革推进不及预期的风险；重大项目审批进度不及预期的风险；“一带一路”项目签约不及预期的风险；海外政局动荡的风险；AI 与建筑结合不及预期的风险。

### 行业研究 · 行业投资策略

#### 建筑装饰

#### 超配 · 维持评级

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

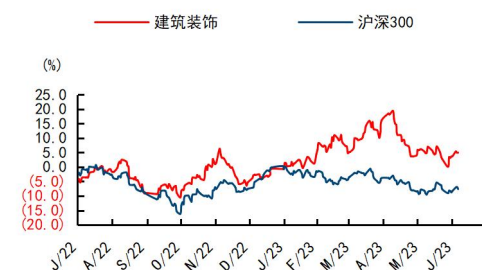
S0980520040006

联系人：朱家琪

021-60375435

zhujiaqi@guosen.com.cn

#### 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

- 《建筑行业周观点-基建“缺项目”或为主要矛盾，可以期待更积极的逆周期调节政策》——2023-07-03
- 《建筑行业周观点-5月基建投资下滑，开工进度有所回暖》——2023-06-19
- 《统计局1-5月基建数据点评-基建投资增速阶段性回落，开工投资环比改善》——2023-06-15
- 《建筑行业周观点-如何看待基建投资增速阶段性下滑？》——2023-06-13
- 《建筑行业 2023 年 6 月投资策略-重视“中特估”建筑央企回调后的配置机会》——2023-06-06

## 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 (亿元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
601390.SH	中国中铁	买入	7.71	1784	1.43	1.59	5.39	4.85
601186.SH	中国铁建	买入	10.21	1284	1.77	1.97	5.77	5.18
601618.SH	中国中冶	买入	4.05	774	0.52	0.60	7.79	6.75
601117.SH	中国化学	买入	8.36	511	1.15	1.26	7.27	6.63
601668.SH	中国建筑	买入	5.75	2411	1.35	1.46	4.26	3.94
601800.SH	中国交建	买入	11.23	1508	1.35	1.54	8.32	7.29
000928.SZ	中钢国际	未评级	10.28	133	0.61	0.70	16.91	14.59
600970.SH	中材国际	未评级	12.82	339	1.05	1.25	12.19	10.27
000065.SZ	北方国际	未评级	15.83	159	0.84	0.95	18.96	16.71
600629.SH	华建集团	未评级	6.85	66	0.54	0.83	12.59	8.25
603018.SH	华设集团	买入	8.87	61	1.15	1.27	7.74	6.96
002949.SZ	华阳国际	未评级	13.75	27	0.85	1.03	16.10	13.31
300675.SZ	建科院	买入	15.74	23	0.53	0.69	29.70	22.81
603153.SH	上海建科	未评级	17.79	73	-	-	-	-

资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

注：未评级标的盈利预测采用 iFinD 一致预期

## 内容目录

上半年行情复盘：多主题驱动下跑赢大盘 .....	6
关键问题一：如何看待基建增速阶段性下滑？ .....	7
回顾：固投和基建增速下滑，新开工更加前置，交通基建高增长 .....	7
展望：“缺项目”或为主要矛盾，可以期待更积极的政策支持 .....	8
关键问题二：如何看待建筑央企基本面回暖？ .....	11
项目大型化驱动建筑央企市占率持续提升 .....	11
国企改革引入 ROE 和营业现金比率考核，央企经营指标改善可期 .....	12
关键问题三：如何看待“一带一路”投资机会？ .....	16
国际工程复苏，下半年订单有望集中释放 .....	16
相关标的：中国交建、中钢国际 .....	17
关键问题四：如何看待“AI+建筑”应用前景？ .....	19
“AI+建筑”有望推动建筑全过程智能化革命 .....	19
相关标的：华建集团、华设集团、华阳国际 .....	22
投资建议：准确把握四大问题，坚定信心 .....	25
免责声明 .....	26

## 图表目录

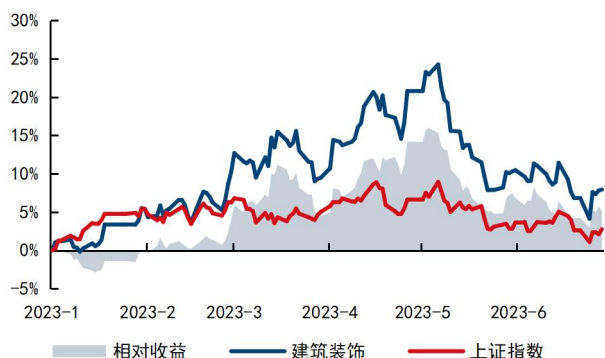
图 1: 2023 上半年 SW 建筑装饰指数走势 (单位: %)	6
图 2: 2022 年至 2023 上半年 SW 建筑装饰指数走势 (单位: %)	6
图 3: 2023 上半年 SW 建筑装饰二级行业涨跌幅 (单位: %)	6
图 4: 2023 上半年 SW 建筑装饰三级行业涨跌幅 (单位: %)	6
图 5: 固定资产投资完成额累计值及同比增速	7
图 6: 固定资产投资完成额构成 (单位: %)	7
图 7: 广义/狭义基建投资增速 (单位: %)	7
图 8: 分领域基建投资增速 (单位: %)	7
图 9: 2023 年与 2022 年月度广义基建增速对比 (单位: %)	8
图 10: 2022-2023 年项目开工单月投资额 (单位: 亿元)	8
图 11: 交通运输、仓储、邮政业投资增速 (单位: %)	8
图 12: 交通运输、仓储、邮政业细分领域对增速拉动 (单位: %)	8
图 13: 2022-2023 新增专项债发行进度对比 (单位: 亿元)	9
图 14: 2022-2023 年项目开工投资额累计同比 (单位: %)	9
图 15: 2021 年底各国政府部门杠杆率 (单位: %)	9
图 16: 国家预算内资金支撑力度明显增强 (单位: %)	10
图 17: 基建新增中长期贷款及基建中长期贷款余额占比变化 (单位: 亿元, %)	10
图 18: 建筑央企新签合同集中度变化 (单位: %)	12
图 19: 建筑央企增加值 (毛利) 集中度变化 (单位: 亿元, %)	12
图 20: 中字头建筑央企净利率变化 (单位: %)	13
图 21: 中字头建筑央企资产负债率变化 (单位: %)	13
图 22: 中字头建筑央企 ROE 变化 (单位: %)	13
图 23: 部分建筑央企 2021-2022 年 ROE 变动 (单位: %)	13
图 24: 中国建筑存货和经营性占款变化 (单位: 亿元, %)	14
图 25: 中国交建存货和经营性占款变化 (单位: 亿元, %)	14
图 26: 中国中铁存货和经营性占款变化 (单位: 亿元, %)	14
图 27: 中国铁建存货和经营性占款变化 (单位: 亿元, %)	14
图 28: 中国铁建应收账款账龄结构变化 (单位: 亿元)	14
图 29: 中国铁建合同资产净增加 (单位: 亿元)	14
图 30: 中国中铁应收账款账龄结构变化 (单位: 亿元)	15
图 31: 中国中铁合同资产净增加 (单位: 亿元)	15
图 32: 建筑央企房地产存货净增加 (单位: 亿元)	15
图 33: 建筑央企基建投资业务形成的资产变化 (单位: 亿元)	15
图 34: 对外承包工程新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	16
图 35: 对外承包工程完成营业额及增速 (单位: %)	16
图 36: 部分建企 2023Q1 海外新签及增速 (单位: 亿元, %)	17
图 37: 部分建企历年一季度海外订单对比 (单位: 亿元)	17

图 38: 中国交建海外新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	17
图 39: 中国交建子公司 John Holland 参建堪培拉城市轻轨	17
图 40: 中钢国际海外营收变化 (单位: 亿元, %)	18
图 41: 中钢国际海外新签合同额变化 (单位: 亿元, %)	18
图 42: 中国 MGI 行业数字化指数中建筑行业数字化水平最低	19
图 43: AutoCAD 操作界面	20
图 44: Revit (BIM 建模软件) 操作界面	20
图 45: 基于卷积神经网络识别未穿戴保护设备的工人	20
图 46: 智慧高速交通监控系统	20
图 47: AI 自动生成文章	21
图 48: AI 生成图片	21
图 49: AI 自动排布并绘制楼梯间结构图	21
图 50: 基于对抗生成网络的剪力墙结构生成式设计方法	21
图 51: AI 建筑实景改造	22
图 52: AI 意象生成为建筑设计师提供灵感	22
图 53: Hyper 自动生成 BIM 模型	22
图 54: Swapp 自动生成建筑结构详图	22
图 55: 华建集团归母净利及增速 (单位: 亿元, %)	23
图 56: 华建数创成立以来经营数据变化 (单位: 万元)	23
图 57: 华设集团 EICAD 国产化数字设计软件	23
图 58: 华设集团 AIRoad 应用案例	23
图 59: 华阳国际业务收入结构变化 (单位: 亿元)	24
图 60: 华阳国际归母净利润及增速 (单位: 万元, %)	24
表 1: 部分专项债项目拟投资额和拟建设内容列示	11
表 2: 国资委经营考核指标变化	12

## 上半年行情复盘：多主题驱动下跑赢大盘

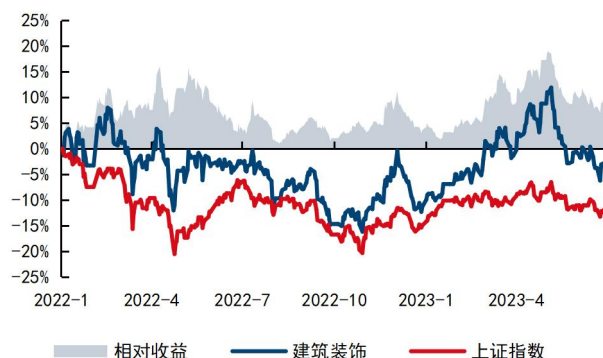
“中特估”和“一带一路”驱动建筑板块跑赢大盘。上半年（1月1日至6月30日），申万建筑装饰指数下跌上涨9.62%，同时期上证指数上涨3.65%，建筑装饰指数跑赢大盘5.97%，在31个一级行业中收益排名第7。2023年初开始，受“中特估”和“一带一路”行情带动，建筑板块超额收益明显，最多时跑赢大盘15.5%，仅次于计算机和通信行业，5月后建筑央企明显回调，超额收益有所收窄。

图1：2023上半年SW建筑装饰指数走势（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

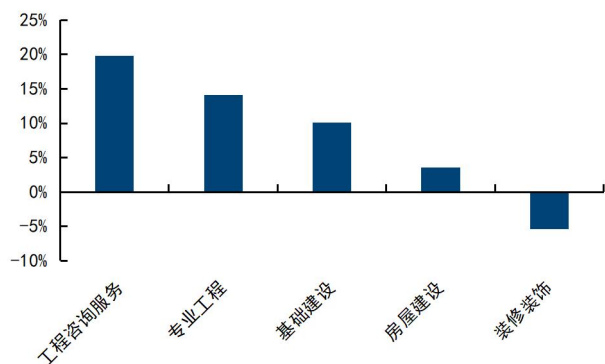
图2：2022年至2023上半年SW建筑装饰指数走势（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

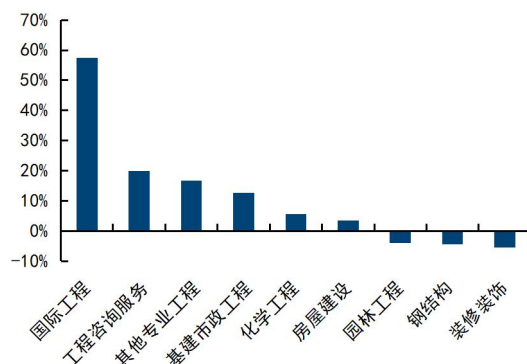
“AI+建筑”和“一带一路”主题带动下，上半年工程咨询服务和国际工程表现较好。上半年国际工程板块上涨57.48%，工程咨询服务上涨19.83%，其他专业工程上涨16.64%，基建市政工程上涨12.69%。地产链板块如房屋建设、园林工程、装修装饰受行业景气度影响表现较弱，装修装饰下跌5.42%，园林工程下跌3.99%，房屋建设上涨3.55%（受第一大成分股中国建筑同期上涨10.87%拉动）。

图3：2023上半年SW建筑装饰二级行业涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图4：2023上半年SW建筑装饰三级行业涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

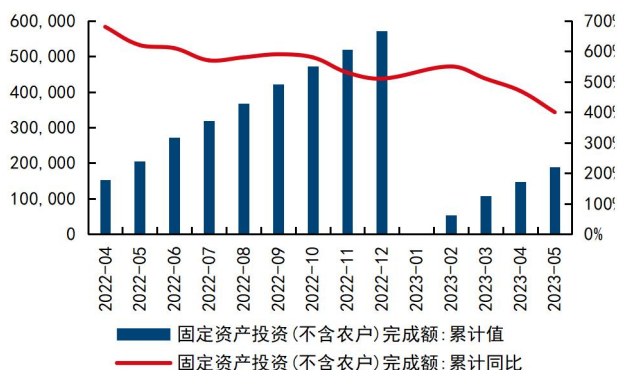


## 关键问题一：如何看待基建增速阶段性下滑？

回顾：固投和基建增速下滑，新开工更加前置，交通基建高增长

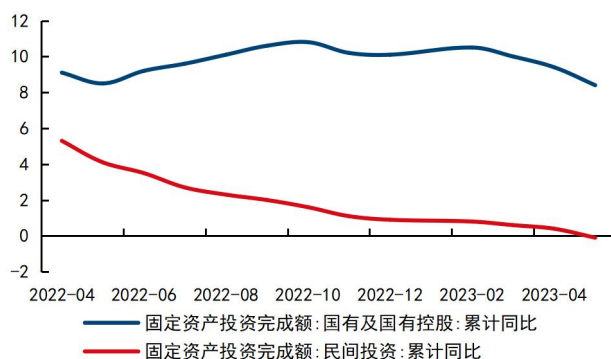
固定资产投资增长 4.0%，年初至今增速持续收窄。2023 年 1-5 月，全国固定资产投资（不含农户）完成额 18.9 万亿元，同比增长 4.0%，增速收窄 0.7pct。从投资主体看，国有控股投资增速加快收窄，1-5 月同比增长 8.4%，增速收窄 1.0pct，民间投资 1-5 月同比下降 0.1%，增速由正转负，反映社会资本投资信心相对不足。

图5：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

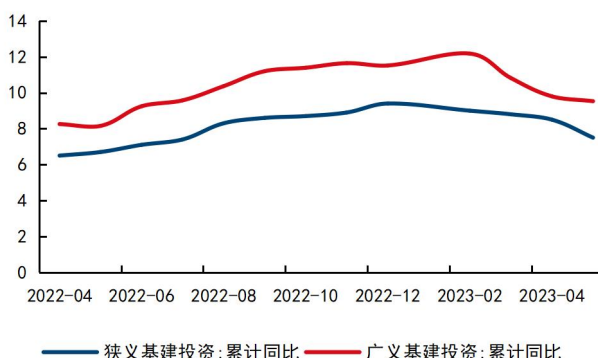
图6：固定资产投资完成额构成（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

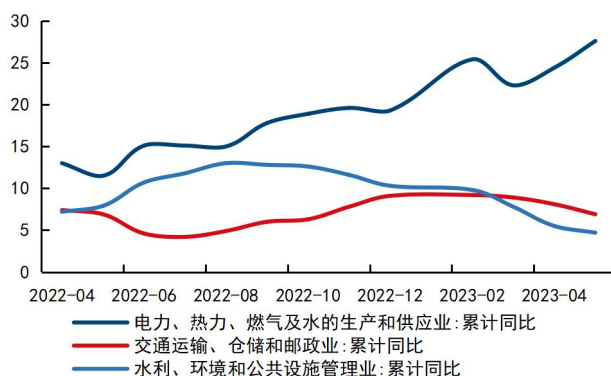
基建投资增速连续三个月下滑。2023 年 1-5 月广义基建投资同比增长 9.53%，增幅收窄 0.27pct，狭义基建即基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 7.5%，增幅收窄 1.0pct。从基建细分领域看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比增长 27.6%，增幅扩大 3.2pct，交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 6.9%，增幅收窄 1.2pct，水利、环境和公共设施管理业投资同比增长 4.7%，增幅收窄 0.8pct。虽然基建投资保持较快增长速度，但增速已连续三个月下滑，加剧了市场对基建全年景气度的担忧。

图7：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8：分领域基建投资增速（单位：%）

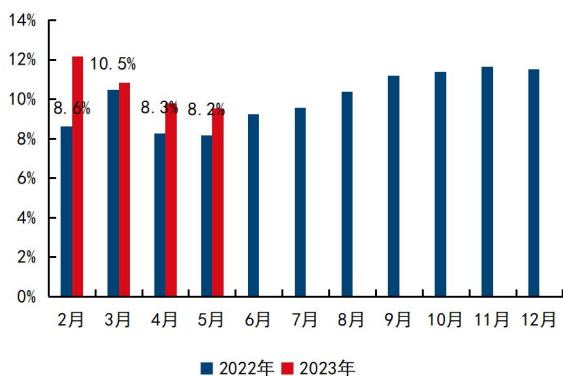


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

开工节奏前置可能是导致基建增速回落的主要原因。对比 2022 年，2-5 月广义基建投资累计同比增速分别为 8.6%/10.5%/8.3%/8.2%，4 月基建投资大幅下滑 2.2

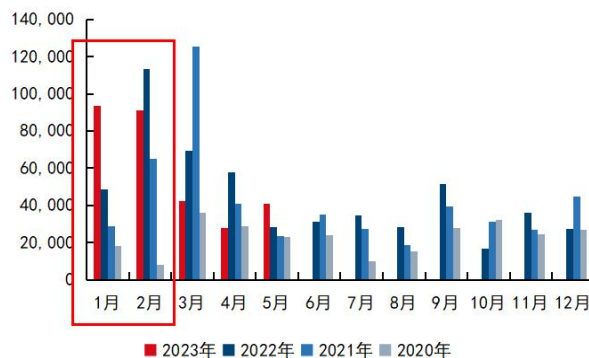
个百分点，5月下滑0.1个百分点，而后增速持续修复，全年实现11.5%的增长。2022年以来专项债成为驱动基建投资增长的重要动力，专项债发行推动基建项目开工早于传统开工旺季（3、4月），这样更多实物工作量（投资完成额）便能结转至年内，导致一季度基建增速较高而4、5月出现回落的现象。5月新开工项目投资额在上年较高基数的基础上单月同比增长44.4%，新开工进度有所回暖，可以期待后续新开工节奏加快。

图9：2023年与2022年月度广义基建增速对比（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

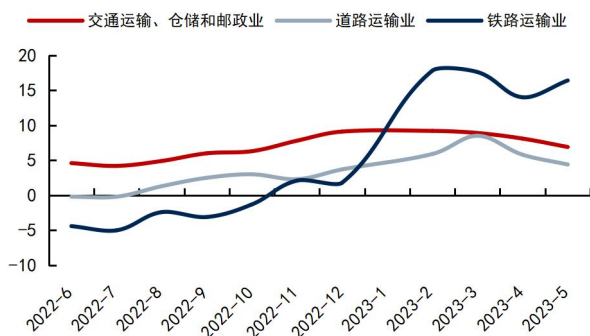
图10：2022-2023年项目开工单月投资额（单位：亿元）



资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

**交通基建投资高增长，道路和铁路由拖累项转变为拉动项。**2023年1-5月，交通运输、仓储、邮政业投资完成2.52万亿元，同比增长6.9%。其中道路运输业投资完成1.65万亿元，同比增长4.4%，铁路运输业完成投资2500亿元，同比增长16.4%。1-5月道路和铁路对交运仓储邮政投资的贡献率分别为43%和22%，由去年同期的拖累项转变为主要拉动项。由于交通基建单项投资额大，审批流程长，去年上半年专项债集中发行推动下通过较多交通基建项目，其产生的实物工作量将更多落实至今年。

图11：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12：交通运输、仓储、邮政业细分领域对增速拉动（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

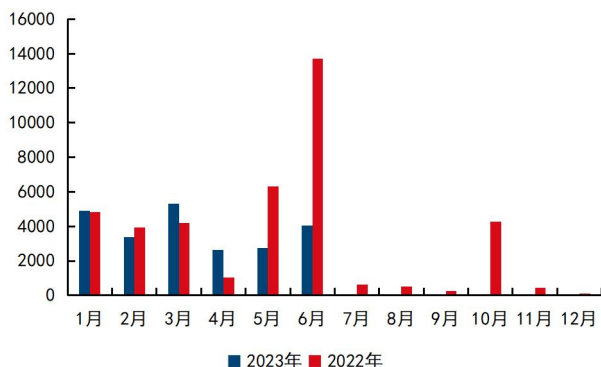
**展望：“缺项目”或为主要矛盾，可以期待更积极的政策支持**

基建投资表面“缺资金”实际“缺项目”或为主要矛盾。基建资金端看，1-5月固定资产投资资金来源同比+2.5%，明显低于基建增速，上半年专项债净新增2.3



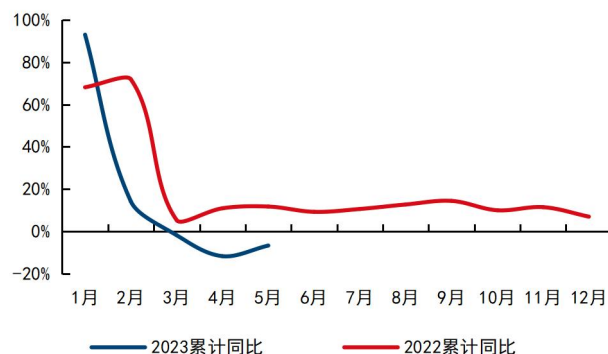
万亿元，同比-32.5%。基建项目端看，1-5月，全国开工项目投资额29.7万亿元，同比-6.6%。新增专项债发行偏慢可能源于新项目落地进度不及预期，6月公布的《国务院关于2022年度中央预算执行和其他财政收支的审计报告》中指出，2022年存在虚报项目收入、低估成本将项目“包装”成收益与融资规模平衡的情况，涉及专项债规模198.21亿元，违规挪用157.98亿元，虚报专项债使用进度涉及60.27亿元。今年专项债项目谋划和审批可能仍面临挑战，整体“缺项目”压力较大，导致了名义上的“基建资金支持不足”。

图13：2022-2023 新增专项债发行进度对比（单位：亿元）



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

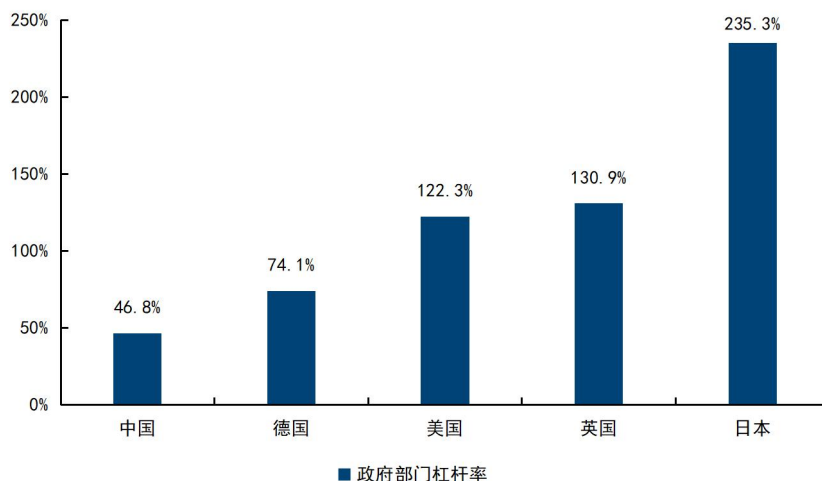
图14：2022-2023 年项目开工投资额累计同比（单位：%）



资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

政府部门仍有充足加杠杆空间，财政支出有望继续加力。在当前经济下行压力较大，消费和出口承压的背景下，需要财政强调跨期平衡，推动减税降费和基建投资，用政府加杠杆换取企业和居民部门稳杠杆。2021年中国政府部门杠杆率仅为46.8%（根据国际清算银行估算，考虑隐性债务的中国政府部门杠杆率为77.5%），较世界主要经济体的平均水平仍有充足的加杠杆空间。

图15：2021 年底各国政府部门杠杆率（单位：%）

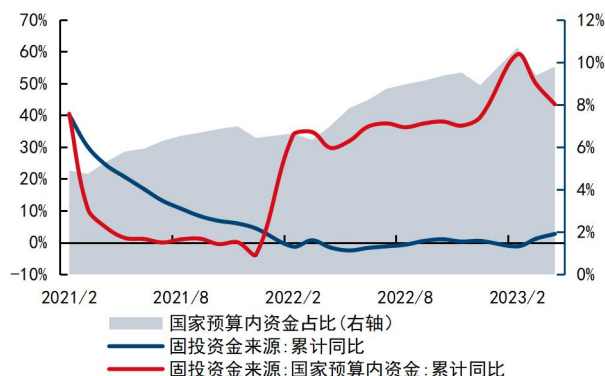


资料来源：国家资产负债表研究中心，国际清算银行，国信证券经济研究所整理

积极财政政策定调，预算内资金和信贷投放均有发力。2022年12月，中央经济工作会议提出积极的财政政策要加力提效，保持必要的财政支出强度，持续形成实物工作量和投资拉动力，确保政府投资力度不减。1-4月，固投资金来源中，

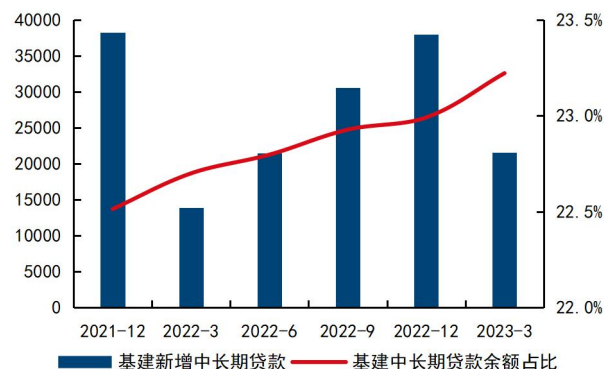
国家预算内资金+43%（固投中国国家预算内超7成投向基建）。2023年Q1，新增基建中长期贷款2.16万亿元，同比增长55%，基建中长期贷款余额占比较上年同期提升0.5pct。可以看出积极的财政政策下，政府投资拉动基建确实取得了一定成效，财政资金和金融机构信贷的支持力度持续加大，政府部门支持“基建稳增长”意愿强烈。

图16：国家预算内资金支撑力度明显增强（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图17：基建新增中长期贷款及基建中长期贷款余额占比变化（单位：亿元，%）



资料来源：iFind，中国人民银行，国信证券经济研究所整理

**对基建相关政策可以期待什么？**扩大内需战略从短期来看对投资拉动有较强的路径依赖，同时基建投资仍然是逆周期调节的重要工具，积极的财政政策继续加力具有充分的必要性。而当前中国通胀压力较小，政府债务率低于其他世界主要经济体，政府部门拥有充足的加杠杆空间，财政发力具有充分的可行性。除了新增特别国债以外，可以期待基建项目审批标准调整，将综合社会效益更多纳入项目收益性的考量，降低对项目本身盈亏平衡的要求，充分体现基建投资“适度超前”的指引。

## 关键问题二：如何看待建筑央企基本面向暖？

### 项目大型化驱动建筑央企市占率持续提升

**工程项目大型化、综合化趋势显现。**由于申报专项债要求建设项目盈利自平衡，地方通常采用“肥瘦搭配”的方式，将项目打包的形式向上申报，例如“产业园+市政道路+水资源工程”、“生态治理+科创基地+物流仓储”等等。类似的“项目群”更能同时兼顾到公益性和收益性，在项目申报中更容易贴合国家发展战略的要求，因此更容易通过审批和申请到配套专项债额度。**新建的项目整体合同额不断增大，项目中包括的建设内容也越来越综合。**

表1：部分专项债项目拟投资额和拟建设内容列示

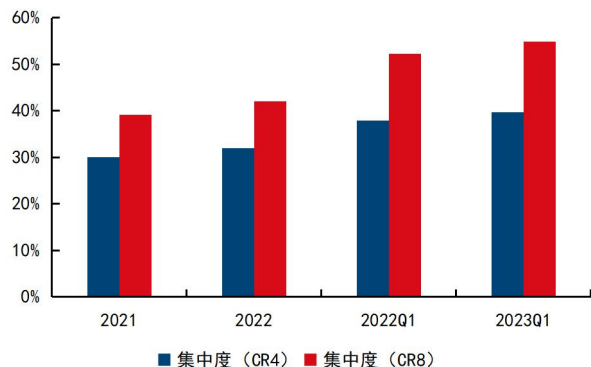
项目名称	项目总投资额 (亿元)	专项债融资额 (亿元)	拟建设内容
宁波绿色石化产城融合生态综合开发项目	111.86	80.00	包括生态环境综合整治5个子项目以及园区基础设施建设13个子项目。
京平公转铁(京津冀)综合物流枢纽产业园项目	69.76	7.70	物流仓储园区、电商产业园、既有铁路线路改造、道路工程、污水处理厂、管线工程。
海宁高新区钱塘新城提质升级项目	33.02	26.00	河道综合整治、道路工程，产业园区用房及相关配套基础设施。
瑞安经济开发区基础配套综合提升二期工程项目	14.13	4.85	工业观光廊道、道路工程、水系整治景观项目、幼儿园、垃圾中转站、消防站、文体项目、停车位、广告牌及相关配套设施。
呼伦贝尔经济技术开发区海东项目区东区标准化厂房建设工程	2.84	1.00	标准厂房、研发中心、道路、绿化、停车、围墙等附属设施、市政设施，包括道路、供水管网、污水管网、雨水管网、供热管线、电力、通讯、消防设施。

资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

**大型建筑央企优势凸显。**根据《国务院关于2022年度中央预算执行和其他财政收支的审计报告》，2022年有6个地区将新城新区产业规划、城市运营等职能，与具体项目“整体打包”交由社会资本方实施，因远超社会资本方能力，大多半途而废。项目的大型化和综合化必然对建筑企业提出更高的服务要求，更加复杂的项目更考验总包单位的综合能力，建企龙头拥有更匹配新需求的工程服务能力和更强的成本控制能力，在新模式下竞争力优势将更加凸显。

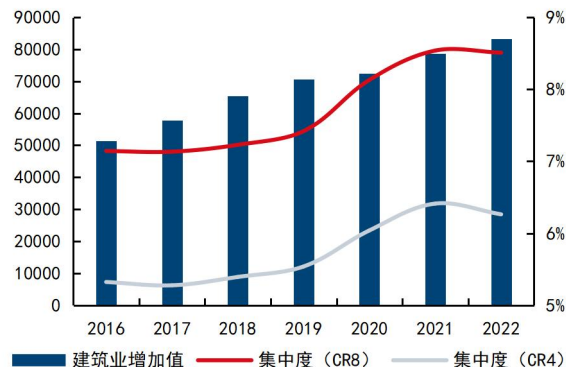
**建筑央企市占率有望持续提升。**2022年建筑业新签合同额36.65万亿元，八大建筑央企新签合同额15.42万亿元，前四大建筑央企（中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建）新签合同额11.72万亿元，集中度CR8/CR4为42.1%/32.0%，较上年提升3.0/2.0pct。用建筑业增加值近似代替建筑业毛利润，则2022年建筑业CR8/CR4为8.5%/6.3%，相比上年略有下降，毛利集中度提升滞后于新订单，预计将重回上升趋势。

图18: 建筑央企新签合同集中度变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图19: 建筑央企增加值(毛利)集中度变化 (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

## 国企改革引入 ROE 和营业现金比率考核, 央企经营指标改善可期

2023 年 1 月, 国务院国资委提出了“一利五率”考核指标的概念, 从考核净利率改成考核 ROE, 从考核营业收入利润率改为考核营业现金比率。增强了对资产运用效率和现金流的考核。

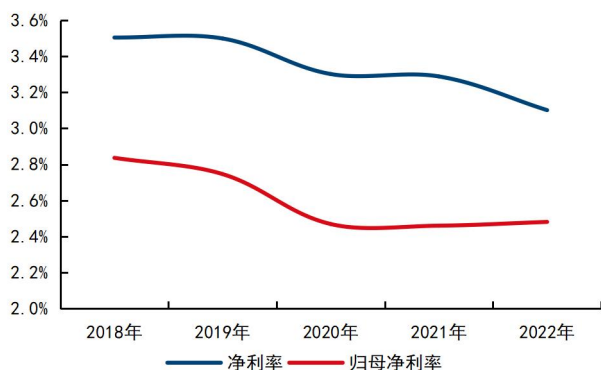
表2: 国资委经营考核指标变化

时间	内容
2019 年	国资委提出“两利一率”考核指标, 即净利润、利润总额、资产负债率。
2020 年	增加营业收入利润率和研发经费投入强度两个指标, 形成“两利三率”指标体系, 引导中央企业关注经营效率, 加大科技创新投入力度。
2021 年	增加全员劳动生产率指标, 完善为“两利四率”, 引导中央企业改善劳动力配置效率, 提高人力资本水平。
2022 年	要求利润总额和净利润增速要高于国民经济增速, 资产负债率要控制在 65%以内, 营业收入利润率要再提高 0.1 个百分点、全员劳动生产率再提高 5%、研发经费投入要进一步提高。
2023 年	优化为“一利五率”, 用净资产收益率替换净利润指标、营业现金比率替换营业收入利润率, 目标为“一增一稳四提升”, “一增”即确保利润总额增速高于全国 GDP 增速, 力争取得更好业绩; “一稳”即资产负债率总体保持稳定; “四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。

资料来源: 国务院国有资产监督管理委员会, 国信证券经济研究所整理

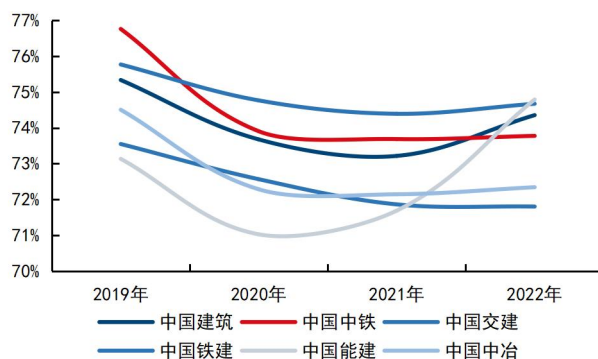
引入利润率和资产负债率考核后, 建筑央企指标完成情况良好。国资委提出“两利一率”考核指标后, 中字头建筑央企归母净利率实现企稳, 2022 年实现归母净利率 2.48%, 与 2020 年水平相当。建筑央企资产负债率压降成效显著, 2022 年均压降至 75%以下。

图20：中字头建筑央企净利率变化（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

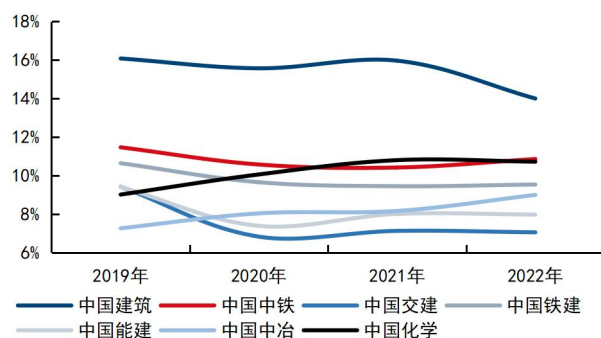
图21：中字头建筑央企资产负债率变化（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

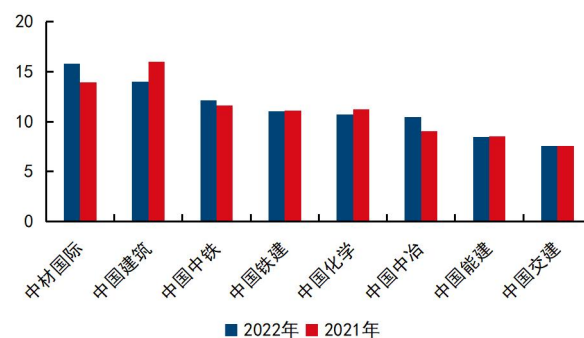
**建筑央企 ROE 企稳，未来修复潜力充足。**由于整体行业利润率呈下滑趋势，工程回款的周转速度放缓，建筑央企的资产收益率在过去几年间整体承压。受地产业务盈利能力大幅下滑的影响，中国建筑 2022 年 ROE 为 14.0%，较上年下降 2.0pct。而 2022 年基建为主的建筑央企受益于净利率企稳和现汇结算比例提升，ROE 逐步企稳，中国中铁 ROE 上升 0.5pct，中国中冶 ROE 上升 1.4pct，中国铁建、中国交建 ROE 水平与上年基本相当。

图22：中字头建筑央企 ROE 变化（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图23：部分建筑央企 2021-2022 年 ROE 变动（单位：%）

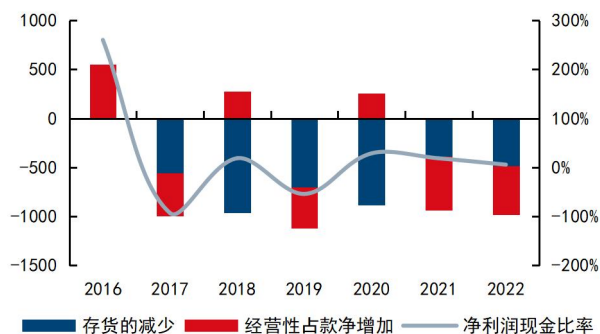


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**缩减地产存货和减少垫资助力建筑央企现金流改善。**建筑央企新增土储会产生较大规模的现金流出，2022 年中国中铁、中国铁建均大幅缩减了拿地力度，地产相关存货（房地产开发成本和房地产开发产品）较上年少增 61/259 亿元。工程业务部分，建筑央企经营性（被）占款（经营性应收账款和合同资产净增加）情况有所改善，中国建筑/中国交建/中国中铁被外部占款分别减少 54/142/219 亿元，中国铁建经营性占款由负转正，由-176 亿元提升至+150 亿元。**建筑央企缩减地产拿地规模和加强应收账款回收和对下游占款，净利润现金比率得到明显提升。**

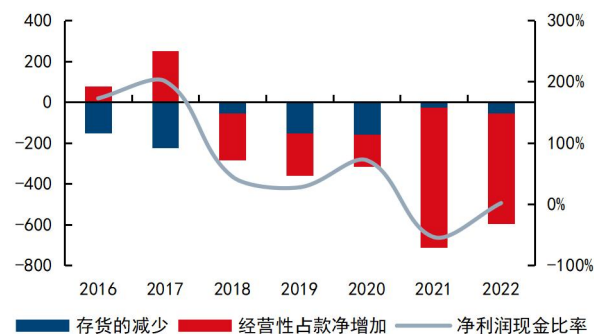


图24: 中国建筑存货和经营性占款变化 (单位: 亿元, %)



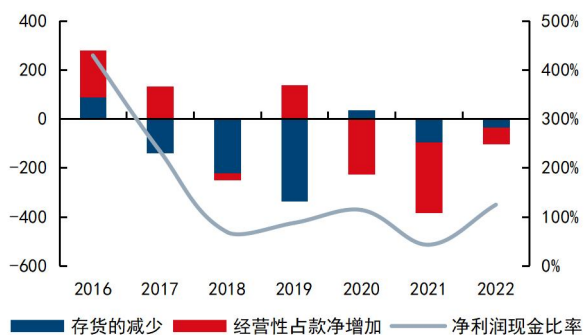
资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图25: 中国交建存货和经营性占款变化 (单位: 亿元, %)



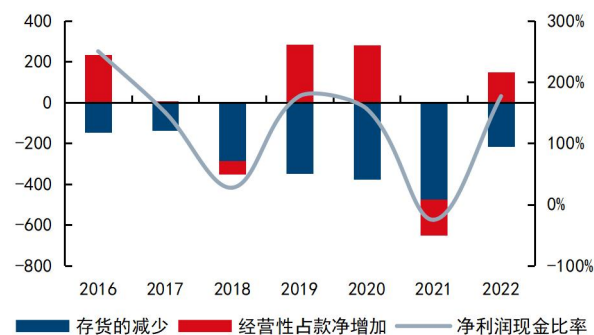
资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图26: 中国中铁存货和经营性占款变化 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

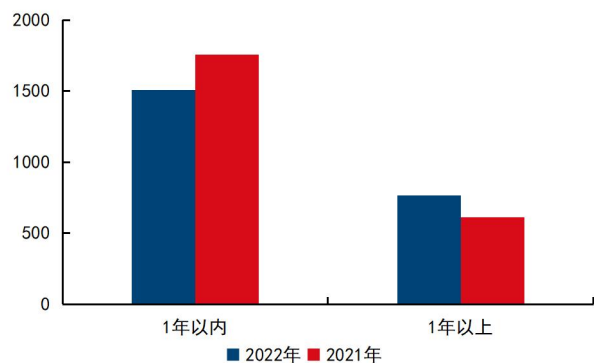
图27: 中国铁建存货和经营性占款变化 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

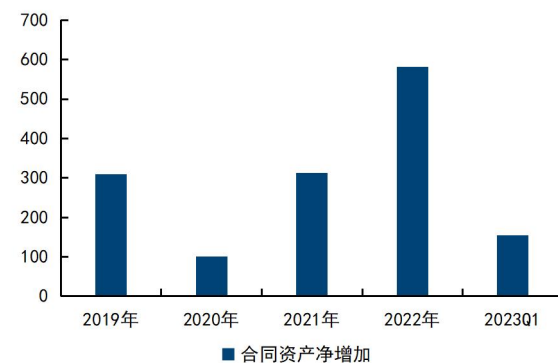
**账龄结构并未明显优化, 现金流改善持续性仍需验证。** 尽管2022年建筑央企现金流普遍有所改善, 但应收账款账龄结构并未明显优化, 实际周转速度改善并不明显。中国铁建/中国中铁2022年1年以内的应收账款分别减少了248/41亿元, 1年以上应收账款分别增加了155/47亿元, 合同资产净增加581/206亿元, 反映基建投资力度缩减并没有立刻体现为收款周期的缩短, 现金流改善可能更多来源于应收账款保理等资产证券化手段带来的回款, 改善的持续性仍需验证。

图28: 中国铁建应收账款账龄结构变化 (单位: 亿元)



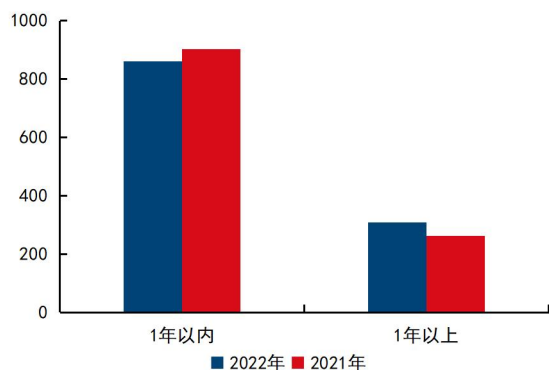
资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图29: 中国铁建合同资产净增加 (单位: 亿元)



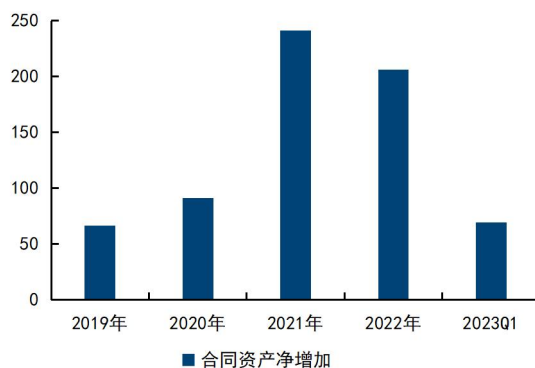
资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图30：中国中铁应收账款账龄结构变化（单位：亿元）



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

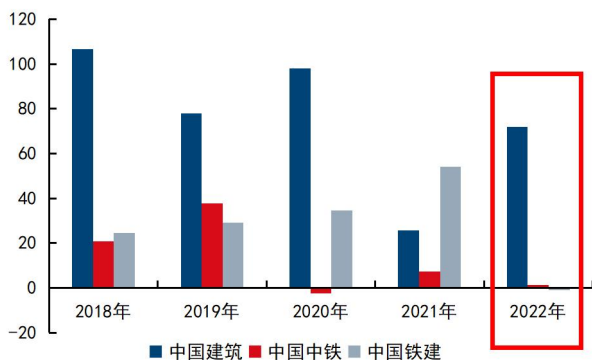
图31：中国中铁合同资产净增加（单位：亿元）



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

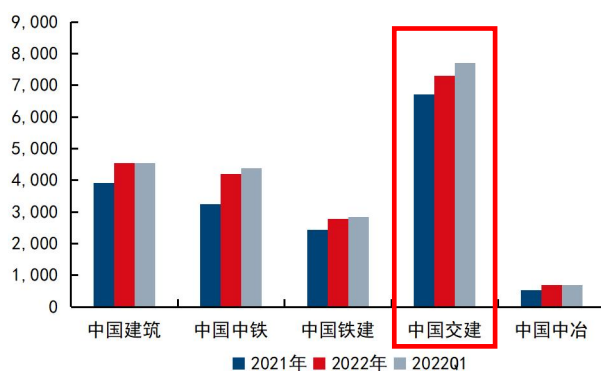
**部分建筑央企逆势保持投资强度，将有望受益于长期投资环境转暖。**中国建筑在土地市场较冷的环境下保持逆势拿地 and 开发强度，2022 年地产存货增加 72 亿元，较上年提升 177%。2022 年中国交建基建投资形成的资产（长期应收款、其他非流动资产、无形资产之和）较上年净增加 586 亿元，2023Q1 净增加 406 亿元，保持加速投资的态势，只是把投资重心由特许经营转移至项目周期更短的城市综合开发，城市综合开发 2022 年完成投资额 408.8 亿元，同比增长 2 倍，回收资金 825.8 亿元，同比增长 23 倍。随着房地产市场的弱复苏和地方财政问题的逐步缓解，这部分逆势投入的建筑央企将有望充分受益。

图32：建筑央企房地产存货净增加（单位：亿元）



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

图33：建筑央企基建投资业务形成的资产变化（单位：亿元）



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

## 关键问题三：如何看待“一带一路”投资机会？

### 国际工程复苏，下半年订单有望集中释放

国际工程市场规模约 6900 亿美元，大约为国内市场的 1/6。根据麦肯锡预测，2022 年全球建筑业产值将达到 13.5 万亿美元，但是由于建筑业在全球范围内都是高度本土化的行业，向国际承包商开放的市场空间并不大。ENR 国际承包商 250 家上榜企业 2021 年的国际营业总额为 3979 亿美元，其中上榜中国企业国际营业额为 1129 亿美元，再根据商务部中国对外承包营业额 1950 亿美元的数据，估算国际工程市场规模大约为 6900 亿美元，其中中国工程企业的市场份额约占 28%。

多因素影响下，近年国际工程经营环境严峻。2022 年，我国对外承包工程新签合同额 2531 亿美元，同比-2.1%，完成营业额 1550 亿美元，与上年持平。近三年来，受地缘政治波动、全球新冠疫情等多重因素影响，国际工程经营环境总体严峻，对外承包工程开展困难重重，2020-2022 三年对外承包新签合同额和营业收入几乎零增长，2022 新签/营收分别为 2019 年的 97%和 90%。

图 34：对外承包工程新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，商务部，国信证券经济研究所整理

图 35：对外承包工程完成营业额及增速（单位：%）

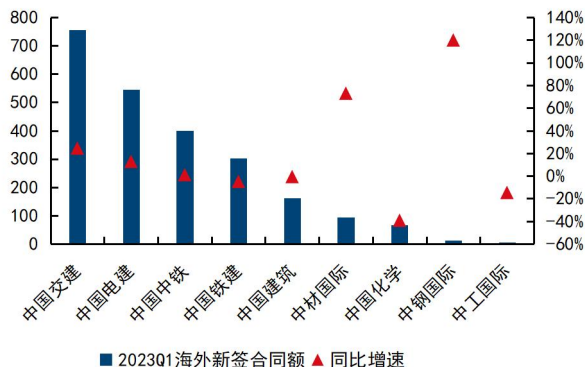


资料来源：iFinD，商务部，国信证券经济研究所整理

**秋季拟召开“一带一路”第三届峰会。**2022 年 11 月，领导人表示今年一带一路十周年之际，会考虑举办第三届一带一路国际合作高峰论坛，2023 年 3 月，外交部长秦刚在记者会上又确认今年会召开第三次峰会。“一带一路”峰会的召开，预计会加强中国与各国在基础设施建设领域的合作，通过高层对接的方式，自上而下推进落地一些投资额大、惠及范围广、具有重大战略意义工程项目，帮助国际工程公司进一步打开海外市场，塑造中国工程品牌。

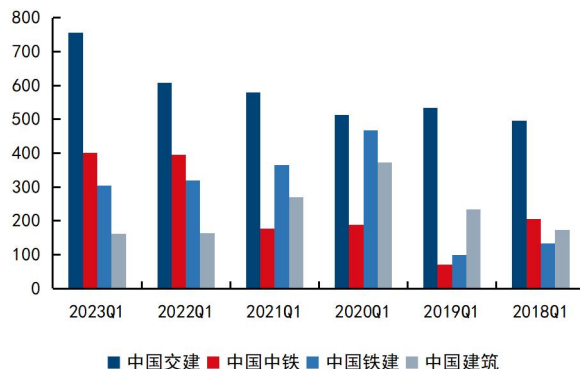
**一季度海外订单相对平淡，下半年订单有望集中释放。**根据过往建筑企业海外签约数据，国际工程签约节奏主要集中在下半年，因此一季度海外订单签约相对平淡，大部分建筑央企海外订单增速提升幅度不大，中国交建/中国中铁/中国铁建/中国电建/中国建筑 Q1 海外订单增速分别为+24.5%/+1.1%/-4.8%/+12.9%/-0.6%。中材国际和中钢国际 Q1 新签海外订单 94/13 亿元，同比增长 73%/120%，但由于订单规模较小，暂时不能验证海外订单的高增长趋势。下半年将进入海外项目集中签约阶段，随着部分重大海外项目落地，国际工程订单有望实现集中爆发。

图36: 部分建企 2023Q1 海外新签及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图37: 部分建企历年一季度海外订单对比 (单位: 亿元)

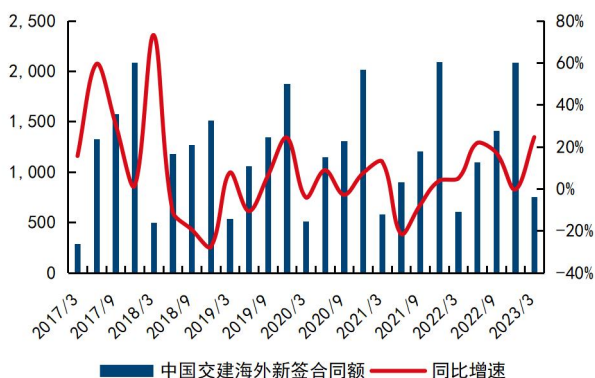


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

## 相关标的：中国交建、中钢国际

**中国交建：海外品牌力强大，重大海外项目参与度高，有望率先回暖。**中国交建前身是中国最早一批对外援建单位，拥有两大海外品牌中国路桥（CRBC）和中国港湾（CHEC），是中国建筑企业“走出去”的排头兵。中国交建深耕属地化经营，截止2020年底，常驻境外员工约9.59万人，其中外籍员工占比约70%。公司积极开展海外并购，先后收购了澳大利亚工程公司John Holland和巴西工程公司Concremat，并通过海外子公司渗透当地市场，成为第一家在澳大利亚承接大型交通基础设施PPP项目的中资企业，在南美成功承接了港口、能源领域的大型基建项目。随着第三届“一带一路”峰会召开，中国交建有望率先受益于海外重大订单的集中签约落地，海外业务有望实现回暖。2023Q1公司新签海外合同额756.5亿元，同比增长24.5%，规模和增速均为央企最高，2022年海外订单/营收/毛利占比分别为13.5%/13.7%/11.8%。

图38: 中国交建海外新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图39: 中国交建子公司 John Holland 参建堪培拉城市轻轨

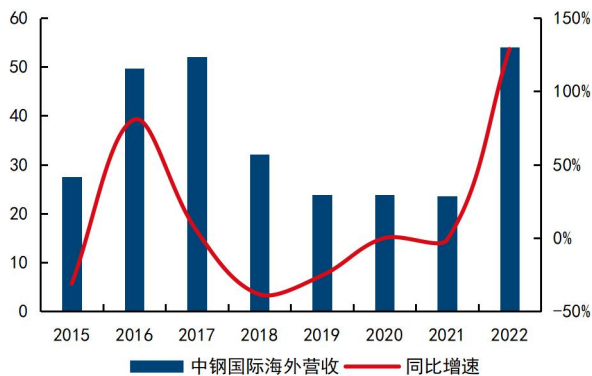


资料来源: John Holland 官网, 国信证券经济研究所整理

**中钢国际：并入中国宝武，有望借船出海开拓海外项目。**2023年6月公司控股股东中钢集团整体划入中国宝武，未来有望整合宝武旗下宝钢工程以解决同业竞争。2022年，中国钢产量1.3亿吨，营收规模1.2万亿元，在《财富》世界500强排行榜位列44位，位居全球钢铁企业首位，中国宝武加速推进国际化战略，将

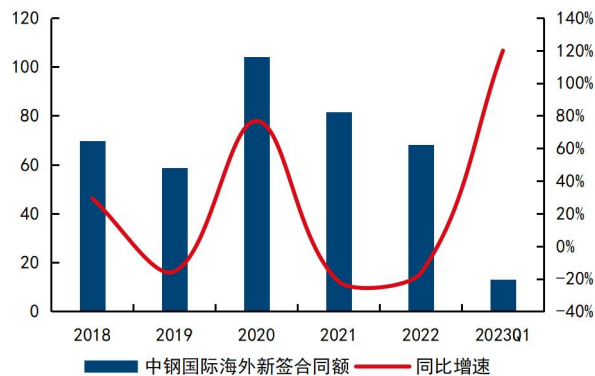
为公司带来巨大的潜在市场空间。2023Q1 中钢国际海外新签合同额 13 亿元，同比增长 120%，2022 年中钢国际海外营收 54 亿元，同比增长 129%，2022 年海外订单/营收/毛利占比分别为 32.0%/28.8%/20.4%。

图 40：中钢国际海外营收变化（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 41：中钢国际海外新签合同额变化（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



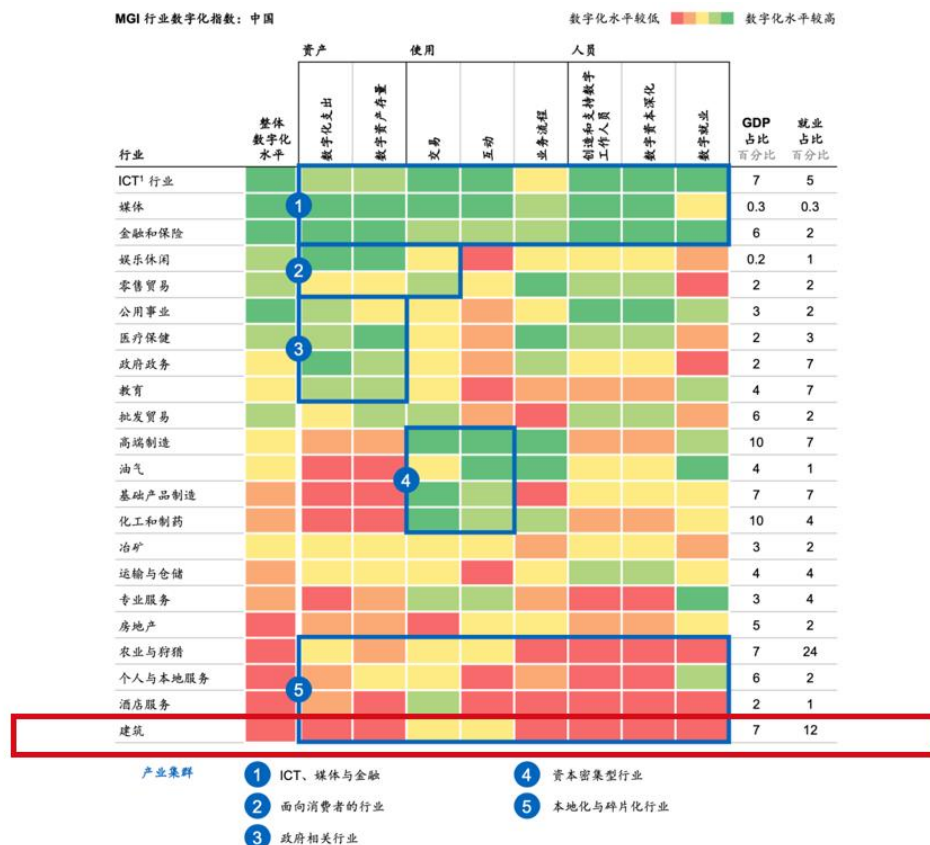
## 关键问题四：如何看待“AI+建筑”应用前景？

### “AI+建筑”有望推动建筑全过程智能化革命

**建筑行业数字化水平较低，转型阻碍多。**麦肯锡全球研究院（MGI）“中国行业数字化指数”中，建筑行业数字化水平最低，建筑行业推进数字化转型意义重大。建筑工程项目定制化程度高，实施周期长，作业环境复杂，工序标准难统一，且高度依赖经验和人力，与数字技术结合难度较高，数字化推进阻碍重重。

**建筑行业数字化探索仍处于初步阶段。**从工程建设项目的前期项目策划到设计施工再到建筑的运营维护，均已有了较多的数字化实践，例如BIM（建筑信息模型）正向设计、数字孪生、智慧工地等。但由于成本较高和实际适用场景有限，目前在行业整体层面实现大规模商业化应用较少。

图42：中国 MGI 行业数字化指数中建筑行业数字化水平最低



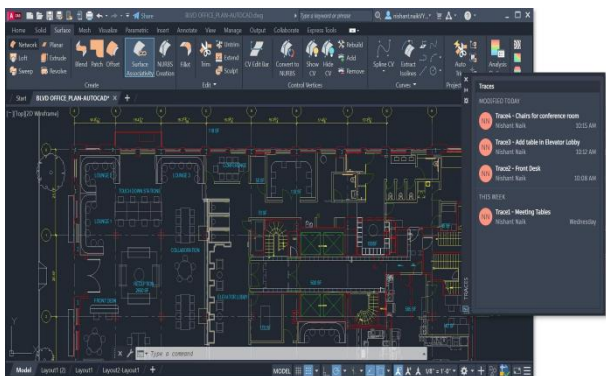
资料来源：麦肯锡，国信证券经济研究所整理

**CAD 的广泛应用推动了建筑业的第一次数字化浪潮。**CAD（Computer Aided Design 计算机辅助设计），即利用计算机及其图形设备帮助设计人员进行设计工作，至上世纪八十年代，即在建筑设计领域广泛应用。1992 年住建部牵头开展“甩图板”运动，运动，“绘图板+笔”的设计模式正式被数字化图纸广泛取代。建筑设计师在绘图软件中绘制设计图纸时，实际上输入不只是“图线”和标注，同时也是以特定形式表示的“函数”和“参数”，并以数字化形式储存于计算机中。

**BIM 技术将建筑设计参数拓展到更高维度。**建筑信息模型（Building Information

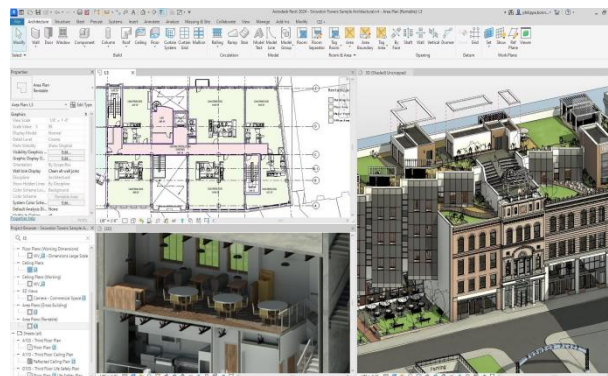
Modeling, BIM) 是产品全生命周期管理思维在建筑领域的应用方式, 通过“一模到底”的方式, 整合建筑全生命周期各个环节(设计、施工、运维、使用)的参与者, 重塑建筑业生产方式。BIM 中不仅包括建筑几何特征(面积、形状、尺寸)和物理特性(材料、力学性质)等, 还记录了工艺、能耗等功能信息。

图43: AutoCAD 操作界面



资料来源: Autodesk 官网, 国信证券经济研究所整理

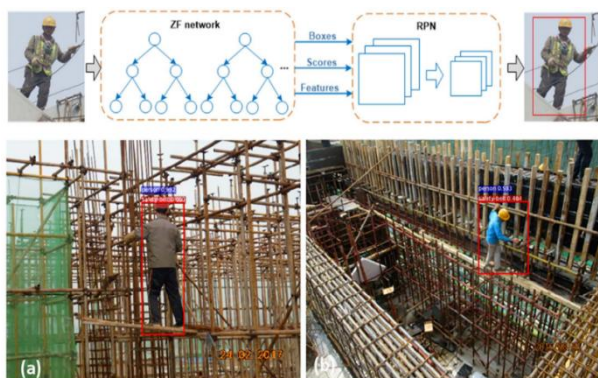
图44: Revit (BIM 建模软件) 操作界面



资料来源: Autodesk 官网, 国信证券经济研究所整理

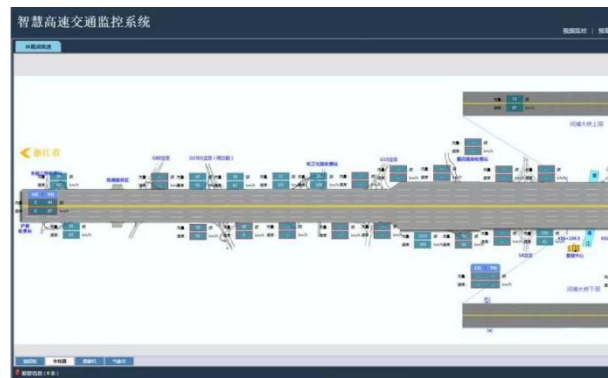
**决策式 AI 相对成熟, 已经广泛应用于建筑领域。**决策式 AI 学习数据中的条件概率分布, 即一个样本归属于特定类别的概率, 再对新的场景进行判断、分析和预测。从技术路径来看, 决策式 AI 的主要工作是对已有数据“打标签”, 对不同类别的数据做区分, 当接收到新数据输入时, 能够运用之前的“经验”快速判别并给出决策建议。决策式 AI 技术目前已经相对成熟, 在建筑领域已经有广泛应用(如智慧城市、智慧工地、AI 审图等)。

图45: 基于卷积神经网络识别未穿戴保护设备的工人



资料来源: DigitalFUTURES, 国信证券经济研究所整理

图46: 智慧高速交通监控系统

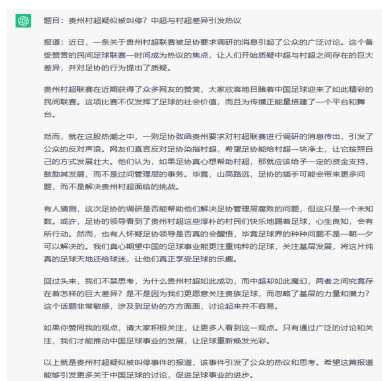


资料来源: 上海市政总院, 国信证券经济研究所整理

**生成式 AI 火爆, 为“建筑+AI”的应用场景打开更加广阔的想象空间。**生成式人工智能 (Artificial Intelligence Generated Content, AIGC) 擅长对已有的数据进行总结归纳, 并在此基础上使用深度学习技术创作模仿式、缝合式的内容。区别于决策式 AI 以匹配新数据和已有数据的运行模式, 生成式 AI 能够自动生成此前不存在的内容。2022 年 11 月, OpenAI 基于 AIGC 技术开发的人工智能对话聊天机器人 ChatGPT 推出, 2023 年 3 月, OpenAI 推出 GPT-4。GPT-4 是多模态大模型, 即支持图像和文本输入以及文本输出, 拥有强大的识图能力, 文字输入限制提升到了 2.5 万字。目前, AIGC 在文本、图片、音频、视频、代码等领域已经得

到了广泛的应用。

图47: AI 自动生成文章



资料来源：ChatGPT，国信证券经济研究所整理

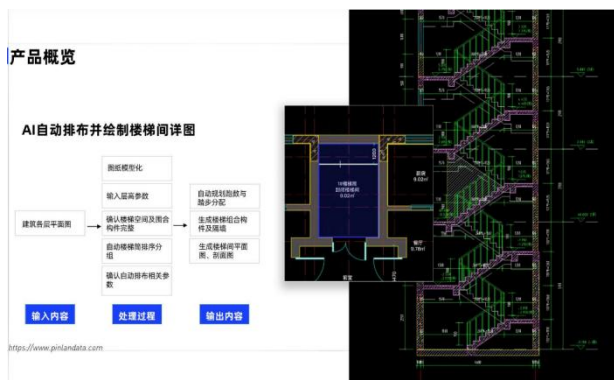
图48: AI 生成图片



资料来源：Stable Diffusion 官网，国信证券经济研究所整理

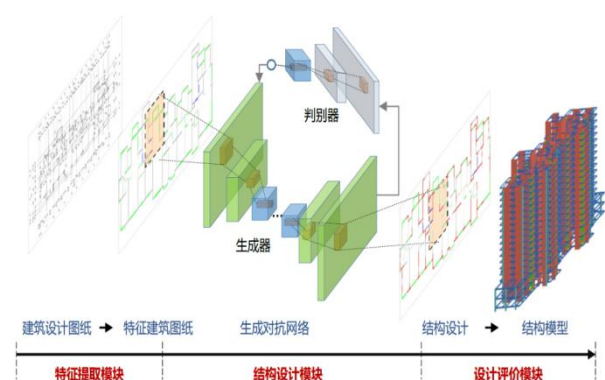
**基于生成式 AI，可以实现自动生成简单建筑结构设计。基于 AI 技术的生成能力（尤其是图片生成能力），目前已经可以在建筑设计部分阶段替代人工完成重复性劳动（例如室内布局、楼梯间、剪力墙设计）。楼梯间设计是结构设计的最基础环节之一，通过 AI 赋能，可以自动规划合理的排布跑数和踏步高数，避免重复性的手工计算，大幅提升设计师工作效率。运用对抗生成网络（GAN）进行建筑结构设计，可以基本达到结构方案设计的规范要求，有效提升结构设计效率。**

图49: AI 自动排布并绘制楼梯间结构图



资料来源：品览科技，国信证券经济研究所整理

图50: 基于对抗生成网络的剪力墙结构生成式设计方法



资料来源：《Automated structural design of shear wall residential buildings using generative adversarial networks》，国信证券经济研究所整理

**AI 赋能建筑方案设计，节约方案沟通时间，为建筑师提供灵感。借助 Midjourney、Stable Diffusion 等 AI 图片生成工具，建筑设计师能够基于关键词生成建筑概念图和基于设计线稿快速生成渲染图，可以在短时间内为客户提供大量的备选方案，大幅缩短前期方案沟通时间，提升客户体验，也可以为建筑师提供设计灵感。**

<sup>1</sup> Lu X., Liao W., Huang Y., et al. Automated Structural Design of Shear Wall Residential Buildings Using GAN-Based Machine Learning Algorithm[J]. 2020. DOI:10.21203/rs.3.rs-84863/v1.



图51: AI 建筑实景改造



资料来源：小库科技，国信证券经济研究所整理

图52: AI 意象生成为建筑设计师提供灵感



资料来源：小库科技，国信证券经济研究所整理

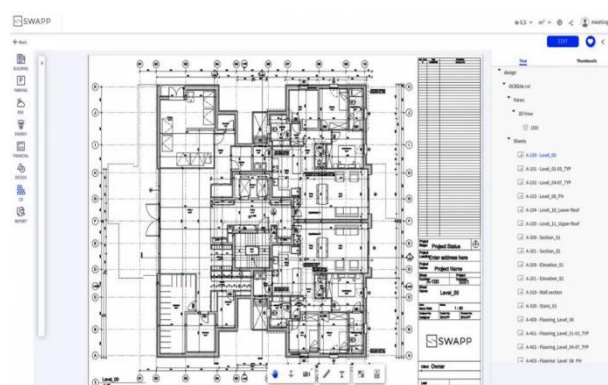
**“AI+BIM”或成为未来数字化建筑的最终解决方案。**Hypar 是一款基于云计算的建筑设计软件，它可以基于自然语言的关键词及关键参数输入，快速生成符合设计逻辑的 BIM 模型，并且能够实现建筑 3D 模型、结构模型、预制材料图纸的自由切换。Swapp 是一款云端自动化建筑设计应用，能够基于简单的建筑空间布局生成包含所有详图的整体 Revit 模型，无需任何指示门或窗的位置。生成式人工智能技术的快速迭代使自动生成设计方案成为可能，也将大大加快建筑行业标准化、数字化进程，推动建筑向预制和模块化集成建筑（MiC）转变。

图53: Hypar 自动生成 BIM 模型



资料来源：Hypar 官网，国信证券经济研究所整理

图54: Swapp 自动生成建筑结构详图



资料来源：Swapp 官网，国信证券经济研究所整理

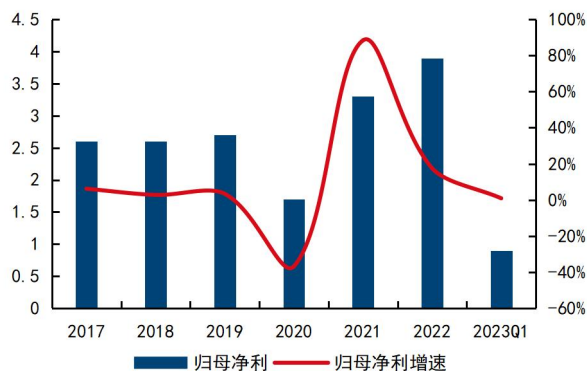
**相关标的：华建集团、华设集团、华阳国际**

**AI 赋能下，优选受益标的。**虽然未来 AI 应用可以覆盖整个建筑行业，尤其是建筑设计行业，但是单纯的应用 AI 提升人效并不能产生附加值。由于行业已经处于充分竞争状态，成本下降必然导致设计收费下降，盈利水平并不会长期提升。但 AI 赋能下，部分企业存在价值重估机会，我们认为应重点关注具备以下三种特点的工程设计企业：1) 数据资源储备丰富，积极参与 AI 模型或应用开发的工程设计企业； 2) 定位高端原创设计，难以被 AI 取代的工程设计企业；3) 管理体系完善，能快速调整业务流程，积极拥抱 AI 的设计企业。

**华建集团：高端原创性设计龙头，成立子公司推进数字化产品开发。**华建集团高端原创性设计的品牌优势突出，公司作品遍布全国各地及 100 多个国家和地区，

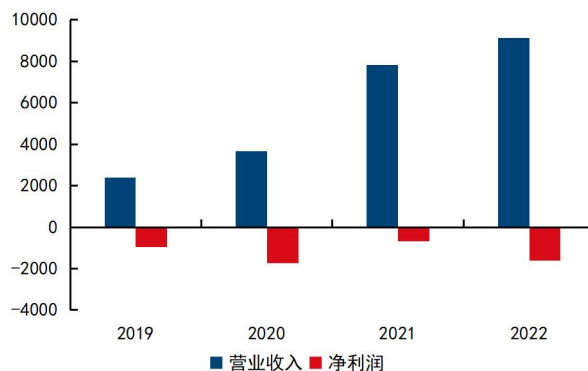
长期深耕超高层建筑、医疗康养建筑、机场交通建筑等专业领域，建成大量地标性建筑。子公司华建数创研发自主可控的 Arctron ArcOS 系列产品已迭代至 2.0 版本，以 ArcOS+“6+1”基线产品+外部应用场景产品集成的形式，落地标杆项目；以软件产品提供商的身份，赋能合作伙伴。2022 年华建数创实现营业收入 9134 亿元，营收占比 1.1%，成立以来 3 年营收复合增长率为 56%。

图 55：华建集团归母净利及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

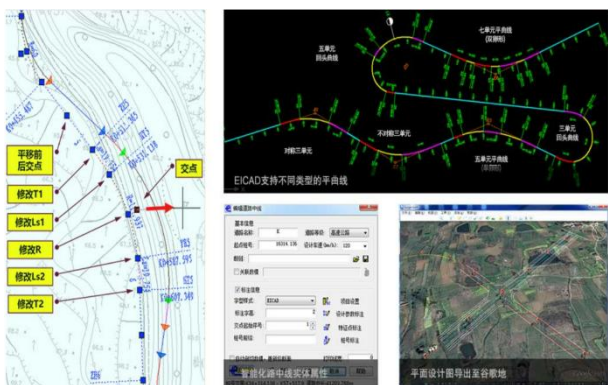
图 56：华建数创成立以来经营数据变化（单位：万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

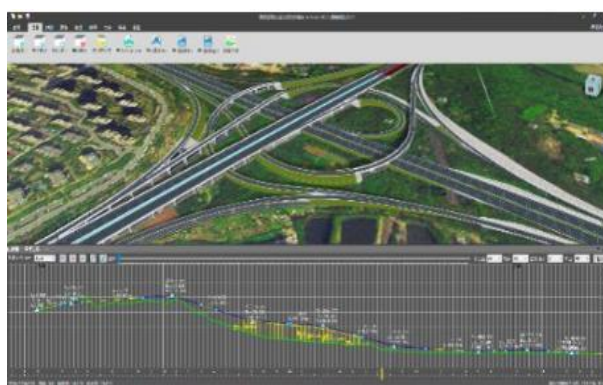
**华设集团：布局基础软件研发，AIRoad 应用前景广阔。**公司致力于研发一套自主可控的“国产化”、“高性能”、“轻量化”CAD/BIM 工业基础软件，形成支撑数字化的核心技术和能力。2022 年，公司基于人工智能技术研发了 AIRoad 建快速方案设计系统，是一款基于人工智能技术的交通市政方案设计软件，基于 AIGC 模型进行训练，初步能够提升方案设计效率 7~8 倍，提升整体工作的综合效率 20~30%。2022 年公司数字智慧业务实现营收 3.65 亿元，占总营收比重约 6.4%，其中数字设计、数字建造、智慧交通设计及软件产品销售实现营业收入 2.43 亿元，同比增长 38.8%。

图 57：华设集团 EICAD 国产化数字设计软件



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 58：华设集团 AIRoad 应用案例



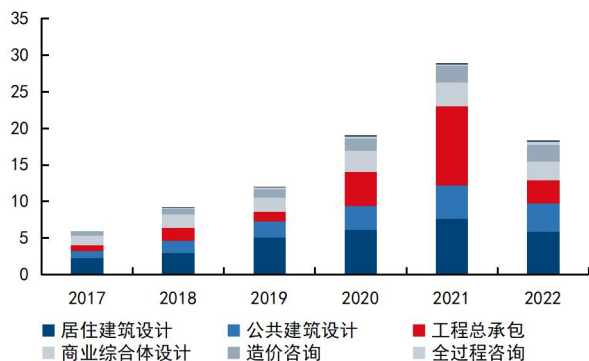
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**华阳国际：装配式和 BIM 设计龙头，积极探索 AI 应用。**华阳国际是一家以设计和研发为龙头，以装配式建筑和 BIM 为核心技术的设计科技企业。公司 2008 年启动 BIM 专项研究，坚定推进 BIM 正向设计，积极探索和深化人工智能在设计领域的应用，公司当前正在推进“居住建筑智能化设计平台研发与建设”研发项目，针对不同类型、不同规模主体建筑及细部进行定型化模块设计，目标把流水线上



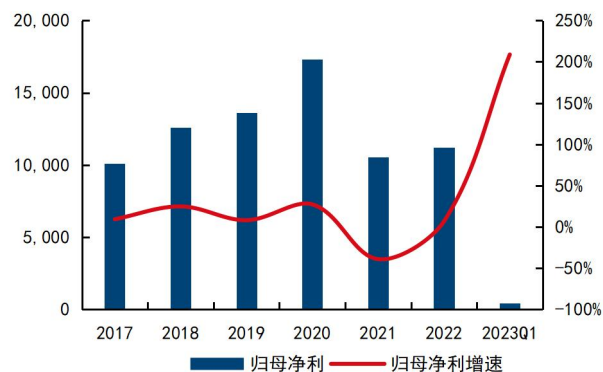
数据管理交给人工智能，而数据价值判断主动权回归设计人员。

图59：华阳国际业务收入结构变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图60：华阳国际归母净利润及增速（单位：万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 投资建议：准确把握四大问题，坚定信心

**看好下半年基建投资景气度回升。**基建投资回落加剧了市场对基建全年景气度的担忧，上半年财政资金和金融机构信贷对基建的支持力度持续加大，政府部门支持“基建稳增长”意愿强烈，而在项目可行性论证和审批环节矛盾更为激烈，在稳经济压力持续，财政跨期调节必要性增强的环境下，我们认为可以期待政府资金支持力度的持续加大和项目审批条件的适度宽松。**因此，我们对全年基建投资在高基数下实现 7% 以上增长持乐观态度，建议重视此预期差带来的投资机会。**

**坚定“中特估”建筑央企投资主线。**随着工程项目大型化综合化趋势显现，建筑央企市占率快速提升，有望继续保持稳定增长。国企改革引入 ROE 和营业现金比率考核，建筑央企盈利能力和现金流未来改善潜力大。部分建筑央企缩减投资力度后经营指标明显改善，也有部分建筑央企逆势保持投资强度，有望受益于利率下行和长期投资环境转暖。重点推荐经营稳健、盈利能力和现金流改善明显的**中国中铁、中国铁建、中国中冶、中国化学**，逆势保持投资力度，静待经济转暖的**中国建筑、中国交建**。

**把握秋季“一带一路”行情。**秋季拟召开“一带一路”第三届峰会，预计会加强中国与各国在基础设施建设领域的合作，通过高层对接的方式，自上而下推进落地一些投资额大、惠及范围广、具有重大战略意义工程项目，帮助国际工程公司进一步打开海外市场，塑造中国工程品牌。一季度海外订单相对平淡，下半年将进入海外项目集中签约阶段，随着部分重大海外项目落地，国际工程订单有望实现集中爆发。重点推荐“一带一路”龙头**中国交建**，国际工程公司**中钢国际、中材国际、北方国际**。

**挖掘“AI+建筑”投资价值。**AIGC 打开“建筑+AI”更广阔的想象空间，AI 短期看能够赋能建筑设计，快速生成建筑方案和简单结构设计，长期将推动建筑全过程自动化和智能化，驱动建筑过程向预制和模块化集成转变，我们认为应重点关注具备以下三种特点的工程设计企业：1) 数据资源储备丰富，积极参与 AI 模型或应用开发的工程设计企业；2) 定位高端原创设计，难以被 AI 取代的工程设计企业；3) 管理体系完善，能快速调整业务流程，积极拥抱 AI 的设计企业。重点推荐：**华建集团、华设集团、华阳国际**。

**关注细分赛道阿尔法机会。**重点推荐布局绿色建筑全产业链，深耕雄安市场的**建科院**，推荐关注深耕建筑存量市场的建筑检测和城市更新标的**上海建科**。

## 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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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