

证券研究报告—动态报告

建筑工程

建筑工程 2020 年 6 月投资策略

超配

(维持评级)

2020 年 06 月 04 日

一年该行业与沪深 300 走势比较

行业投资策略



相关研究报告:

《国信证券-建筑行业 2020 年 3 月投资策略: 政策强化, 估值吸引力突出》——2020-03-05

《国信证券-建筑行业 2020 年 4 月投资策略: 不确定性中寻找确定性》——2020-04-10

《国信证券-建筑行业 2020 年 5 月投资策略: 基础设施 REITs 试点, 推荐基建产业链》——2020-05-14

《国信证券-建筑行业 2019 年年报总结及基建专题研究: 营收提速, 业绩回暖》——2020-05-21

证券分析师: 周松

电话: 021-60875163

E-MAIL: zhousong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码:

S0980518030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

基本面稳健, 滞涨显著

● 政策加码, 基建复苏明显

《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》, 开启了国内基础设施 REITs 试点工作。在当前经济面临较大压力下, 有望成为盘活存量资产的有效政策工具, 可缓解地方财政压力, 增加基建资金来源, 打开基建发展新空间。专项债及多渠道融资也有望提振基建投资触底回升, 以往专项债主要用于土地储备和棚改, 投向基建的只有 20% 左右, 专项债新规实施后可用作资本金, 投向基建的比例也将大幅提高。此外, 项目资本金比例下调、可发权益金融工具筹集资本金等措施也将提振基建投资。今年 1-4 月, 基建投资增速为-8.8%, 较 1-3 月份的-16.4%, 降幅已经明显收窄, 复苏明显, 未来有望发挥经济托底作用。

● 基本面稳健, 滞涨显著

2019 年建筑行业上市公司合计完成营收 5.61 万亿元, 同比增长 15.6%, 增速创近年来新高; 实现归母净利润 1584 亿元, 同比增长 6.1%, 利润增速触底回升, 有望持续提升。行业平均毛利率为 11.6%, 净利率为 3.5%, 基本维持稳定。行业资产负债率持续降低至 74.8%。建筑行业股价经过了两年多的调整, 当前行业市盈率 9.8 倍, 市净率 0.9 倍, 不论是绝对估值还是相对估值都到了历史低位, 下半年随着十四五等长期规划逐步落实, 行业有望迎来中长期机会。

● 5 月行业跑输指数, 推荐组合跑输指数

2020 年 5 月建筑行业下跌 3.72%, 沪深 300 指数下跌 1.16%, 行业指数跑输沪深 300 指数 2.56pct。5 月我们外发投资策略报告推荐的组合实现负收益 8.61%, 跑输行业指数 4.88pct。

● 重点推荐设计咨询和装饰龙头

设计咨询处于产业链前端, 行业负债率低, 现金流好; 设计业参与主体众多, 行业分散, 整合将是大势所趋, 龙头市占率提升的逻辑仍在逐步兑现, 业绩有望维持高增长。重点推荐苏文科、勘设股份等。

政府推广成品住宅, 利好建筑装饰市场扩容。《建筑业“十三五”规划》中更是明确了 2020 年新开工全装修成品住宅面积要达到 30% 的目标, 许多省市相继出台了鼓励成品住宅建设的政策, 提出成品住宅发展目标。成品住宅和全装修将是未来发展驱动力, 装饰龙头业绩稳健, 确定性强, 估值提升空间较大, 重点推荐金螳螂。

● 风险提示: 投资不及预期; 应收账款坏账, 项目资金不到位等。

重点推荐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	
					2020E	2021E	2020E	2021E
300284.SZ	苏文科	买入	7.58	7,363	0.86	0.99	8.81	7.66
603458.SH	勘设股份	增持	20.38	3,788	2.71	3.14	7.52	6.49
002081.SZ	金螳螂	买入	8.02	21,529	1.01	1.16	7.94	6.91

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

内容目录

行情复盘：行业跑输指数	4
股指涨跌不一，行业跑输指数.....	4
A/H 股溢价有所缩小.....	7
投资组合收益跑输指数.....	8
基建投资或前低后高	9
投资不及预期.....	9
基建有望托底.....	12
政策加码，仍待强化.....	13
推荐设计咨询和装饰龙头	15
设计咨询龙头受益于集中度提升.....	15
政府推广成品住宅，装饰龙头确定性强.....	15
重点推荐.....	15
风险提示	16
国信证券投资评级	17
分析师承诺	17
风险提示	17
证券投资咨询业务的说明	17

图表目录

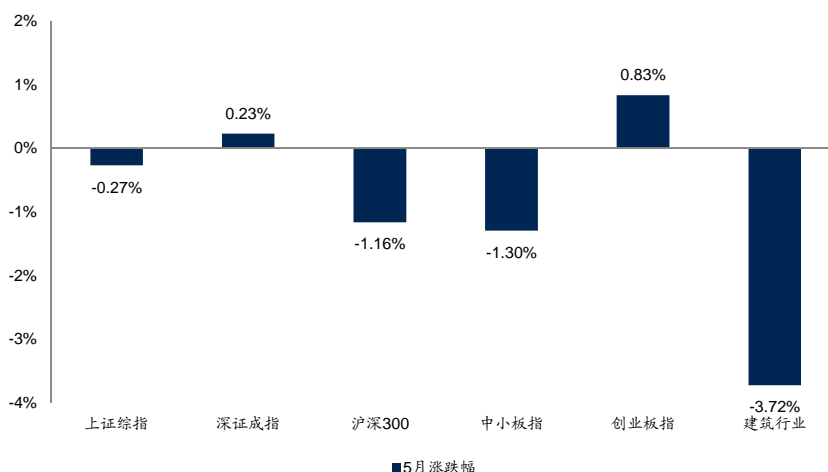
图 1: 5 月建筑行业下跌 3.72%.....	4
图 2: 年初至今建筑行业下跌 6.93%，走势弱于大盘	4
图 3: 行业预期将不能实现独立或波段行情	5
图 4: 建筑行业年初至今涨跌幅在 28 个行业中排名倒数第 10	5
图 5: 行业 5 月涨跌幅在 28 个行业中排名倒数第 4	6
图 6: 建筑板块各子行业年初至今涨跌幅排名	6
图 7: 建筑板块各子行业 5 月涨跌幅排名	7
图 8: 固定资产投资表现低迷	9
图 9: 基建投资仍处在低位，未来的提升空间较大	10
图 10: 制造业投资增速创下近五年新低	10
图 11: PMI 指数	11
图 12: 房地产开发投资增速或继续高位回落	11
图 13: 房地产销售数据依然低迷	12
图 14: 近十年的基建投资（左轴）和 GDP（右轴）增速	12
图 15: 近几年地方政府新增专项债发行限额	14
 表 1: 主要建筑企业 A/H 股溢价情况	7
表 2: 国信建筑 5 月份投资组合涨跌幅情况	8
表 3: 不同行业项目最低资本金比例	13
表 4: 不同情景下专项债撬动基建投资的测算	14
表 5: 勘察设计行业加速整合的主要驱动因素	15
表 6: 国信建筑 2020 年投资策略股票组合及主要推荐逻辑	16

行情复盘：行业跑输指数

股指涨跌不一，行业跑输指数

5 月份, A 股主要股指涨跌不一, 其中上证综指跌 0.27%, 沪深 300 指数跌 1.16%, 创业板指涨 0.83%, 深证成指涨 0.23%。建筑行业（申万建筑装饰，下同）下跌 3.72%，跑输沪深 300 指数 2.56pct。

图 1：5 月建筑行业下跌 3.72%

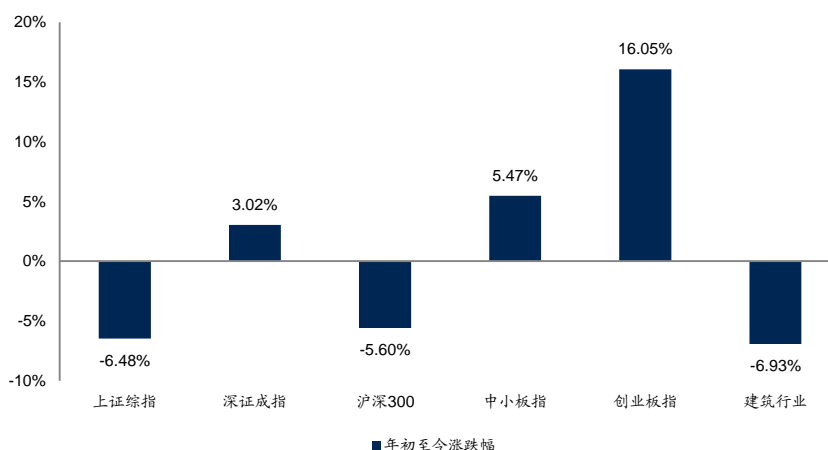


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

年初至今行业跑输指数

年初至今上证综指下跌 6.48%，沪深 300 指数下跌 5.60%，深证成指上涨 3.02%，创业板指上涨 16.05%。建筑行业下跌 6.93%，跑输沪深 300 指数 1.33pct。

图 2：年初至今建筑行业下跌 6.93%，走势弱于大盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2020 年至今，沪深 300 累计下跌近 5.60%，建筑板块累计下跌 6.93%。建筑板块在 5 月开始呈现跑输指数趋势，没有走出独立或波段行情。

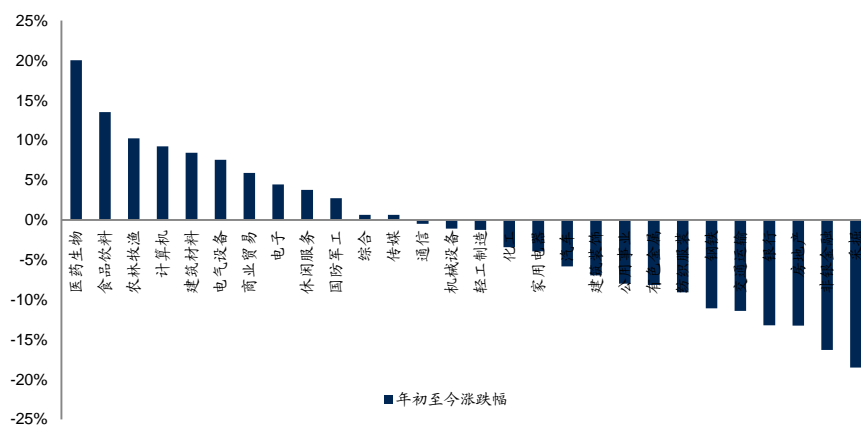
图 3：行业预期将不能实现独立或波段行情



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2020 年初至今，行业中涨幅较大的是医药生物(20.02%)、食品饮料(13.52%)、农林牧渔(10.24%)、计算机(9.23%)和建筑材料(8.42%)。建筑行业下跌 6.93%，28 个行业中排名倒数第 10。

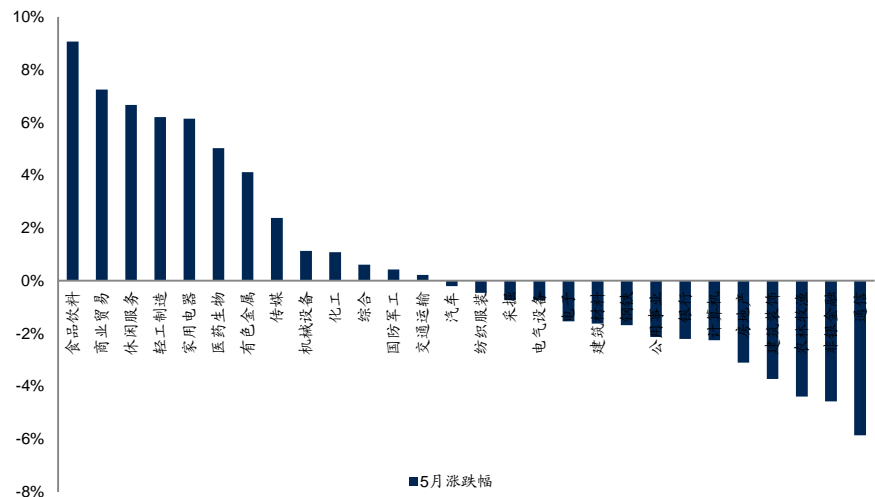
图 4：建筑行业年初至今涨跌幅在 28 个行业中排名倒数第 10



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

5月，A股行业中涨幅较大的是食品饮料（9.07%）、商业贸易（7.25%）、休闲服务（6.66%）、轻工制造（6.21%）和家用电器（6.14%）。跌幅较大的是通信（5.85%）。建筑行业下跌3.72%，在28个行业中排倒数第4。

图 5：行业 5 月涨跌幅在 28 个行业中排名倒数第 4

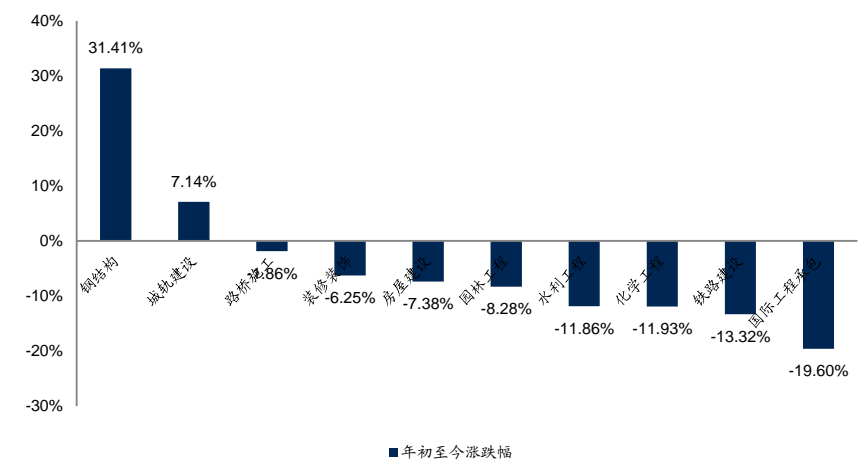


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

建筑子板块涨跌不一

2020 年年初至今，建筑行业子板块有涨有跌，其中涨幅较大的子行业是钢结构（31.41%）和城轨建设（7.14%）。跌幅较大的子行业是国际工程承包（-19.60%）和铁路建设（-13.32%）。

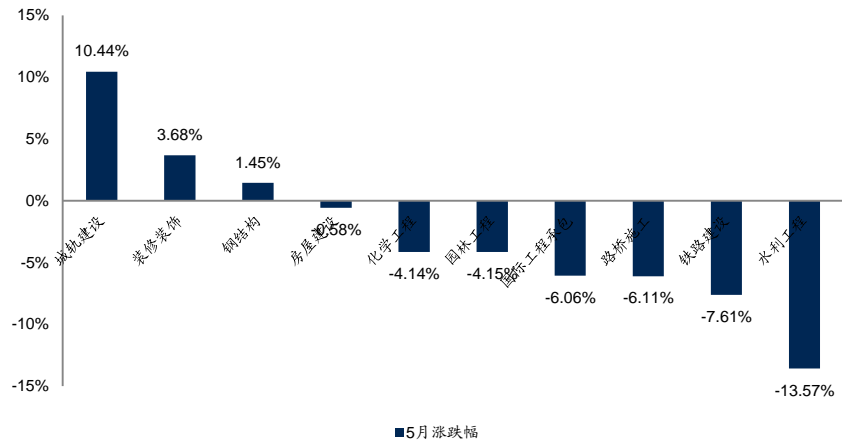
图 6：建筑板块各子行业年初至今涨跌幅排名



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

5月,建筑子板块中涨幅较大的三个子行业分别是城轨建设(10.44%)、装修装饰(3.68%)和钢结构(1.45%),跌幅较大的三个子行业分别是水利工程(-13.57%)、铁路建设(-7.61%)和路桥施工(-6.11%)。

图 7: 建筑板块各子行业 5 月涨跌幅排名



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

A/H 股溢价有所缩小

5月,A股和H股同时上市的四家建筑企业溢价有所缩小,平均溢价率为65.47%。其中中国中铁溢价率为36.66%,中国铁建溢价率为33.25%,中国中冶溢价率为122.58%,中国交建溢价率为69.41%。

表 1: 主要建筑企业 A/H 股溢价情况

个股组合	A 股股价	H 股股价	溢价率
中国中铁	5.32	4.23	36.66%
中国铁建	8.78	7.16	33.25%
中国中冶	2.54	1.24	122.58%
中国交建	7.78	4.99	69.41%
平均值	6.11	4.41	65.47%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资组合收益跑输指数

2020 年 5 月我们外发的投资策略报告，推荐的投资组合实现收益-8.61%，跑输行业指数 4.88pct，跑输沪深 300 指数 7.45pct。

表 2: 国信建筑 5 月份投资组合涨跌幅情况

个股组合	涨跌幅
中国铁建	-11.55%
中国中铁	-10.41%
中设集团	-9.76%
勘设股份	-2.75%
组合收益	-8.61%
沪深 300	-1.16%
申万建筑	-3.72%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

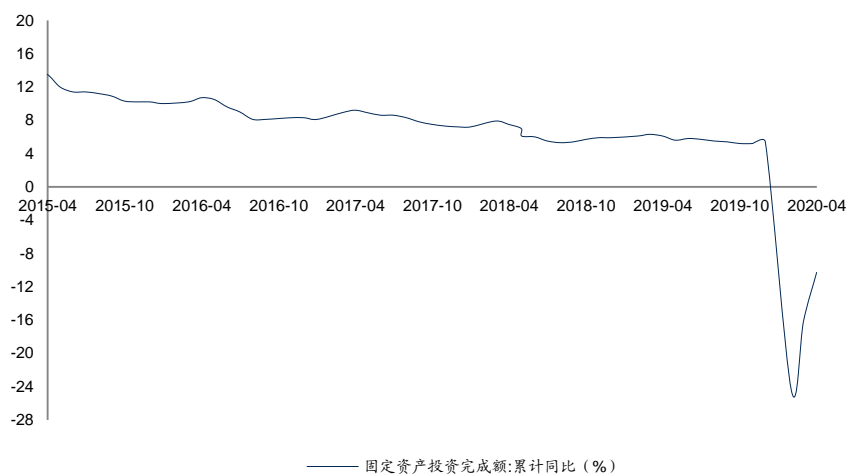
基建投资或前低后高

投资不及预期

受疫情影响，2020 年年初固定资产投资额大幅下跌，1-4 月固定资产投资下滑 10.3%，较 1-3 月份的-16.1%，同比降幅逐步收窄。伴随一系列国家刺激经济的相关政策出台，预期固定资产投资增速将逐渐回归正常。

2019 年固定资产投资增速为 5.4%，比 2018 年下滑 0.5 个百分点。固定资产投资增速为有统计以来新低。当前中国经济仍然存在诸多不确定性，固定资产投资对经济稳增长的作用至关重要，全球经济下行，稳增长预期强烈。

图 8：固定资产投资表现低迷



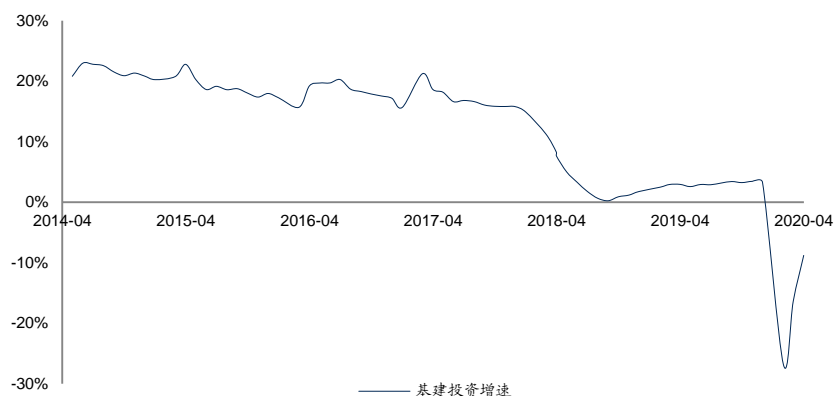
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

基建投资快速恢复

作为对冲经济下行的重要手段，2019 年以来基建投资表现低于预期。1-12 月基建投资（全口径）增速仅为 3.3%，比去年底提升 1.5pct。

受疫情影响，2020 年 1-4 月，基建投资增速为-8.8%，1-3 月份同比增速为-16.4%，降幅收窄明显。随着逆周期调控政策逐步落实，未来基建投资有望发挥托底作用。

图 9: 基建投资仍处在低位, 未来的提升空间较大



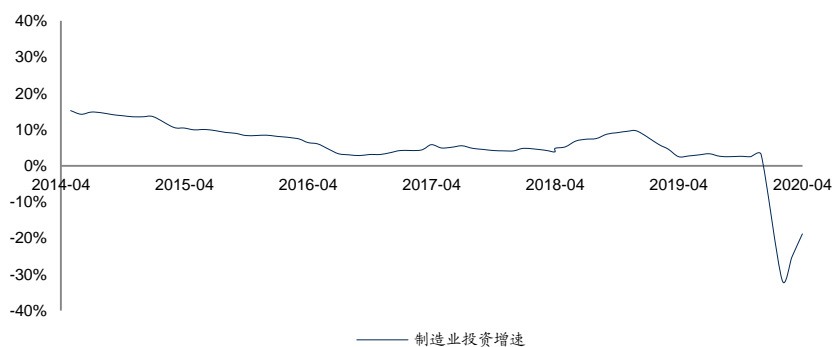
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

制造业投资增速恢复较慢

2019 年制造业投资增速仅为 3.1%，制造业投资增速出现了断崖式下跌，制造业投资增速从去年底 9.5% 的高点一路下滑至 3.1%，增速创新低。制造业投资在固定资产投资中的占比超过三分之一，制造业投资的超预期下滑以及外部环境的恶化使得当前中国经济压力加大。

受疫情影响, 2020 年 1-4 月, 制造业投资增速为 -18.8%, 1-3 月增速为 -25.2%, 降幅收窄。

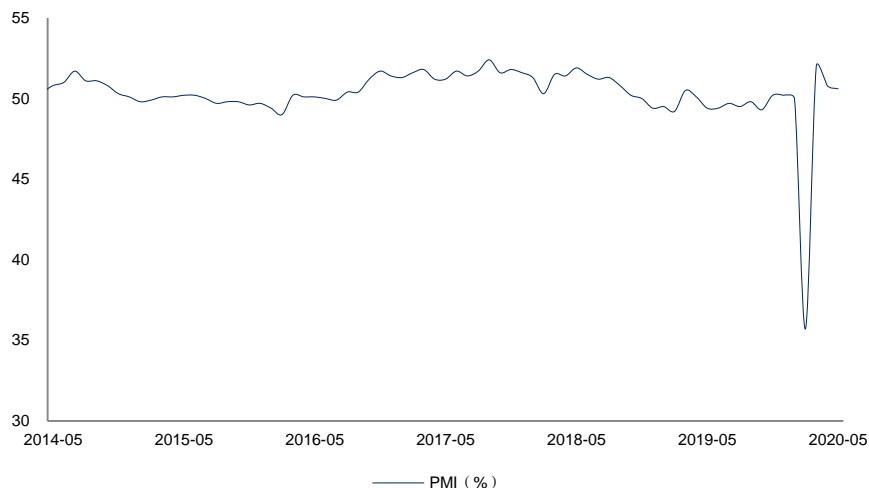
图 10: 制造业投资增速创下近五年新低



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2020 年 5 月 PMI 指数为 50.60%，制造业 PMI 已回升至正常水平，并保持在枯荣线之上。

图 11: PMI 指数



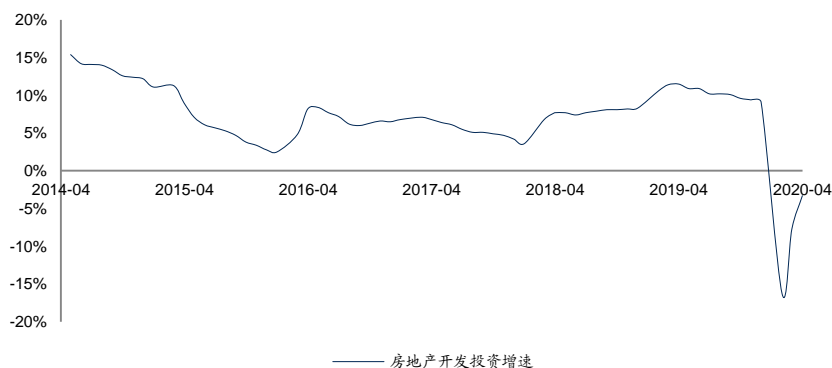
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

房地产投资不确定性大

2019 年房地产开发投资增速为 9.9%，环比下降 0.3pct，连续 7 个月环比下降。房地产韧性十足，截至 12 月累计投资增速依然是过去 5 年的最高水平，不过后续随着房地产销售的下滑以及库存土地的消耗，房地产投资增速大概率会高位回落。

今年疫情严重影响房地产行业景气程度。2020 年 1-4 月，房地产开发投资降幅收窄较快，同比下降仅为-3.3%，1-3 月份为-7.7%。

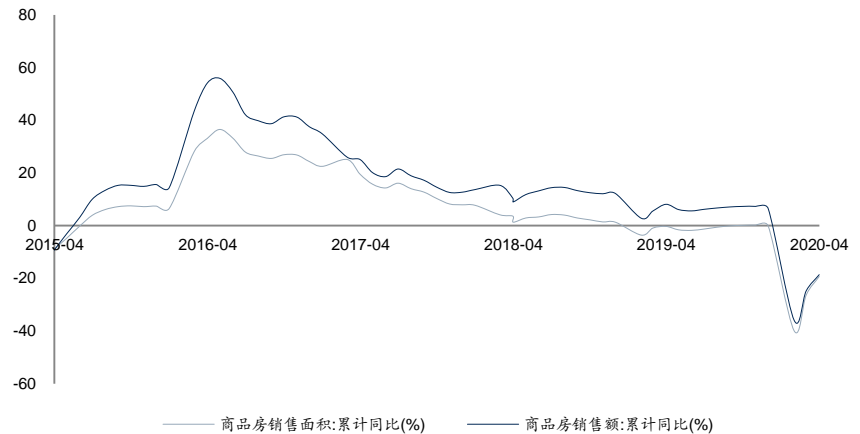
图 12: 房地产开发投资增速或继续高位回落



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2020年1-4月,商品房销售面积和销售额累计同比增速分别为-19.3%和-18.6%,房地产销售市场同样表现出受疫情冲击影响较大。国内疫情逐步解除,房地产销售市场也迎来回暖。

图 13: 房地产销售数据依然低迷

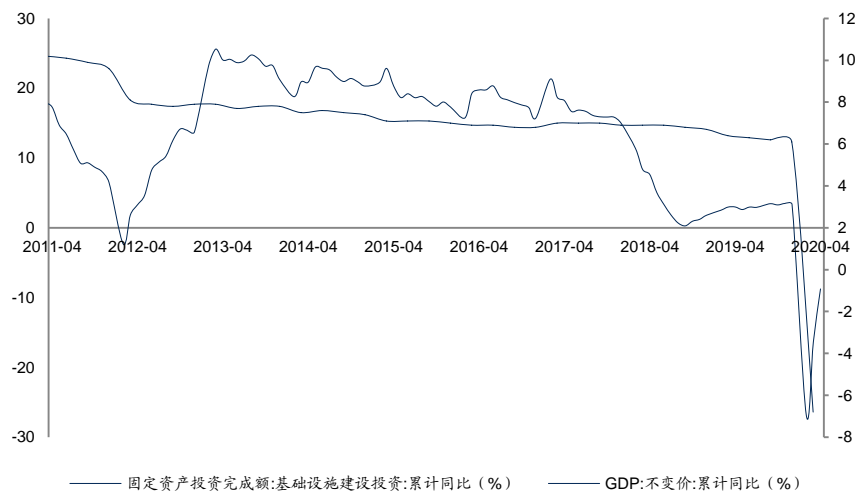


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基建有望托底

基建投资是中国经济稳增长的重要手段,从历史数据来看,基建投资对经济的拉动作用较为显著,尤其是 2008-2009 年以及 2011-2012 年经济下行期间对 GDP 的企稳乃至反弹起到了决定性的作用。当前中国经济正面临着外部贸易冲突、内需疲软、房地产调控趋严等压力,基建投资的刺激效果虽已不如十年前那般强劲,但对于经济的托底作用却依然十分关键。

图 14: 近十年的基建投资(左轴)和 GDP(右轴)增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

政策加码，仍待强化

REITs 试点盘活存量资产

4月30日，证监会、发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》，开启了国内基础设施领域公募 REITs 试点工作。试点聚焦重点区域、重点行业、优质项目，坚持良性投资循环、权益型结构、公开发行业，强化专业运营机构培育及投资风险管理，在当前国内外经济存在较大不确定压力下，基础设施 REITs 成为盘活存量资产的有效政策工具，可有效缓解地方财政压力，增加基建资金来源、打开基建发展空间。

资本金比例下调

11月27日，国务院印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》。进一步强调坚持和完善投资项目资本金制度的必要性，加强项目资本金核算管理为重点进行制度完善。下调了部分项目最低资本金比例，港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由 25% 下调为 20%。同时，对其他补短板领域的基础设施项目，在达到合理收益水平和较强偿债能力的前提下，允许对项目最低资本金比例按照不超过 5 个百分点的幅度下浮。

我国项目资本金制度从 1996 年开始建立，目前国基建投资资本比例均在 20% 以上，其中机场、港口、沿海及内河航运、邮政业为 25%，而铁路、公路、轨道交通、电力、水利环境和公共基础设施资本金比例已经为 20%。2019 年政府工作报告中明确提出要适当降低基础设施等项目资本金比例。

表 3：不同行业项目最低资本金比例

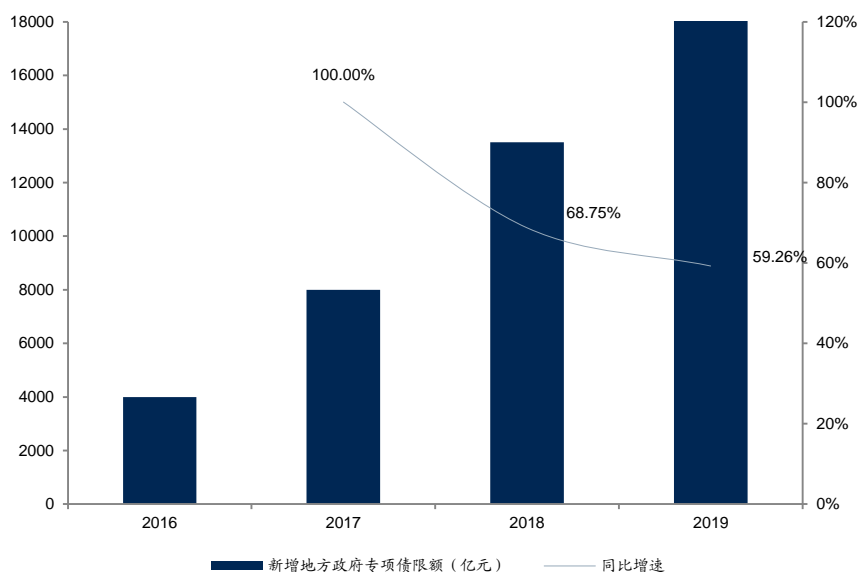
行业名称	最低资本金比例
钢铁、电解铝	40%
水泥	35%
煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、多晶硅	30%
化肥（钾肥除外）、机场、港口、沿海及内河航运	25%
铁路、公路、城市轨道交通、玉米深加工	20%
保障性住房和普通商品住房	20%
其他房地产	25%
电力等其他	20%
平均	27%

资料来源：《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》，国信证券经济研究所整理

专项债发行规模大幅增加

专项债券一般指地方政府为了筹集资金建设某专项具体工程而发行的债券，是地方政府开展基建的重要资金来源。近年来随着地方政府融资监管趋严，城投非标融资作为“后门”被堵死，地方政府债券则被当做“前门”逐渐打开，其中 2019 年新增专项债限额规模达到 2.15 万亿，同比大幅增长 59.26%。

图 15: 近几年地方政府新增专项债发行限额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

专项债可用作资本金，基建占比提高

以往专项债主要投向土地储备和棚改，用于基建的占比只有 20%左右。2019 年 9 月国常会上提出将专项债的使用范围进一步扩大，其中铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施以及水电气热等市政和产业园区基础设施为重点支持领域，并明确不得用于土地储备和房地产相关领域以及可完全商业化运作的产业项目。假设明年新增专项债限额与 2019 年持平，即 2.15 万亿，如果其中投向基建的专项债占比提高至 80%且其中 20%可用作资本金，新规预计可带动明年基建投资 7%至 8%的增速。

表 4: 不同情景下专项债撬动基建投资的测算

	新增专项债用于基建的比例		资本金比例	资本金撬动的基建投资占 2018 年基建投资的比例	
	新增专项债可用于基建的比例	资本金的规模/万亿元		/万亿元	比例
乐观	80%	0.344	25%	1.376	7.64%
中性	50%	0.215	25%	0.86	4.78%
悲观	20%	0.086	25%	0.34	1.91%

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

推荐设计咨询和装饰龙头

设计咨询龙头受益于集中度提升

全国共有 23183 个工程勘察设计企业，平均营收只有 2.24 亿元。事实上，整个勘察设计行业大致可以分为“部级院”、“省级院”和“市级院”三种规模的企业，但规模都有限，整个行业呈现出主体多、集中度低、全国较为分散等特点。

近几年来，伴随着国家城市化进程的放缓，建筑行业的竞争日益激烈，龙头设计企业的优势日益明显，中小型设计企业的发展空间逐步缩小，行业整合大势所趋。龙头企业现金流充沛，品牌影响力较大，有望在未来市场整合中通过外延式并购取得快速增长。

表 5：勘察设计行业加速整合的主要驱动因素

类型	具体内容
政策驱动	事业单位分类改革、政企脱钩改革、国有企业混合所有制改革
市场倒逼	市场下滑导致的抱团发展和借力发展需求
行业洗牌	行业内企业的同质化程度高，导致行业长期处于饱和、无序竞争状态

资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

政府推广成品住宅，装饰龙头确定性强

国务院办公厅联合八部委就曾提出要“加强对住宅装修的管理，积极推广一次性装修或菜单式装修模式，避免二次装修造成的破坏结构、浪费和扰民等现象”；自 2015 年开始，许多省市相继出台了鼓励成品住宅建设的政策，提出成品住宅发展目标。而住宅城乡建设部 2017 年 4 月印发的《建筑业“十三五”规划》中更是直接指出 2020 年新开工全装修成品住宅面积要达到 30% 的目标。

近年来各级地方政府和部门密集出台的全装修住宅政策、标准规范，将有力推动成品住宅比例迅速提升，未来全装修市场将进一步扩大。装饰龙头业绩确定性强。

重点推荐

今年是十三五规划的最后一年，也将是十四五的开端，下半年随着十四五等长期规划逐步落实，设计咨询行业龙头有望迎来中长期机会。设计咨询处于产业链前端，板块负债低，现金流好，设计行业分散，整合大势所趋，龙头市占率提升的逻辑仍在逐步兑现，业绩有望维持高增长，**重点推荐苏文科、勘设股份等。**

装饰龙头业绩稳健，估值较低。装饰板块的龙头企业主要是金螳螂近几年业绩表现稳健，订单充沛。成品住宅和全装修将是未来发展驱动力，利好建筑装饰市场扩容，装饰龙头成长性强，估值提升空间较大，**重点推荐金螳螂。**

表 6: 国信建筑 2020 年投资策略股票组合及主要推荐逻辑

股票代码	公司名称	投资逻辑
300284.SZ	苏文科	1. 设计行业首家上市实力雄厚，主营业务维持高景气
		2. 环保检测业务市场潜力大，公司积极拓展成效好
		2. 剥离美国子公司后，海外经营风险进一步降低
603458.SH	勘设股份	3. 当前估值距离历史估值中枢仍有一定的上涨空间
		1. 贵州勘察设计龙头，技术优势明显
		2. 西南地区基建空间广阔，公路投资有望持续景气
		3. 订单充沛业绩有保障，业务开拓潜力大
002081.SZ	金螳螂	4. 市开启新征程，外延有望加速
		1. 装饰龙头，管理优势明显
		2. 公装业务高增长，家装业务潜力大
		3. 营收提速，订单充沛业绩有保障

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

风险提示

投资不及预期

固定资产投资是影响宏观经济和建筑业需求的重要因素，直接关系到相关产业链上所有企业的发展，以基和房建建施工为主营业务的，对基建和房地产投资的变化较为敏感。从市场整体来看，2019 年以来基建投资增速回升幅度不大，补短板政策落地不及预期，未来依然存在不确定性。政策方面，地方政府债务被严格控制，大型基建项目进度有可能被推迟甚至无法落地，房地产调控政策依然偏紧，从而造成公司的业绩不及预期。

应收账款坏账风险

建筑行业是典型的资金驱动型行业，垫资施工的经营模式使得建筑企业的应收账款和长期应收款占用资金比例较大。随着公司工程承包业务规模逐年增长，未来应收款项可能继续保持增长，相应的坏账损失风险增加，给公司的利润增长和现金流造成了一定的压力。

经营风险

虽然专项债新规以及新的融资渠道可以缓解当前资本金到位不足造成的项目进度不及预期，但是政策的执行仍然需要一定时间，项目落地慢等风险依然存在。近些年公司响应“一带一路”政策的号召逐步向国际市场拓展，部分公司海外业务占比逐年提升，已成为公司的重要业务板块。与国内经营不同，海外市场有其特有的经营风险。首先，“一带一路”沿线国家大多数为经济较为落后的发展中国家，政治局势的变动可能会导致项目的延误甚至停工。其次，海外工程项目以外币结算，汇率大幅变动产生汇兑损益，影响公司的当期财务费用。最后，目前许多企业的对外经济行为需要政策的扶持，如果政策的落地达不到预期效果，相关企业的业绩将会受到影响。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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 楼

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