

证券研究报告—深度报告

建筑工程

建筑行业 2019 年报总结及基建 专题研究

超配

(维持评级)

2020 年 05 月 20 日

一年该行业与沪深 300 走势比较

行业专题



相关研究报告:

《国信证券-建筑行业 2019 年投资策略: 基建复苏, 聚焦龙头》——2018-12-14

《国信证券-建筑行业 2018 年年报及 2019 年一季报点评: 柳暗花明, 业绩触底回升》——2019-05-07

《国信证券-建筑行业 2019 年下半年投资策略: 否极泰来, 不确定环境下拥抱确定性》——2019-06-21

《国信证券-建筑行业 2020 年投资策略: 基建投资触底回升, 行业迎来拐点》——2019-12-06

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

营收提速, 业绩回暖

● 营收提速, 业绩回暖

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。分季度来看, 2019 年 Q1、Q2、Q3 和 Q4 营收分别同比增长 13.3%、17.7%、15.9%和 15.2%, 净利润分别同比增长 11.8%、-3.8%、14.6%和 2.3%, 分季度收入增速维持高增速, 利润增速季节波动较大主要受计提和少数股东权益影响。行业平均毛利率为 11.58%, 净利率为 3.46%, 基本维持稳定。期间费用率为 4.18%, 其中管理费用率 2.72%、销售费用率 0.54%、财务费用率 0.92%, 都有所下降。行业资产负债率为 74.8%, 持续降低。经营性净现金流为 947 亿元, 同比少流入 59 亿元。受疫情影响, 今年 Q1 建筑行业上市公司完成营收 0.99 万亿元, 同比下降 9.2%, 实现归母净利润 227 亿元, 同比下降 30.4%。

● 子板块分化大, 基建房建稳健

建筑行业各子板块中营收增速比较快的是化学工程, 房屋建设和基建, 增速较慢的是园林, 装修装饰和国际工程。化学工程改善明显, 基建业绩提速, 房屋建设整体平稳, 钢结构维持高增长, 国际工程触底回升, 装修装饰业绩下滑, 园林工程继续探底。建筑子行业中资产负债率较高的是房屋建设, 基建和园林, 资产负债率较低是钢结构, 国际工程和装修装饰。

● 基建分化明显, 铁路、公路、轨交等领域增速较快

2019 年基建投资一直低于预期, 全年增速仅为 3.3%, 为近十年的低点, 随着逆周期调控政策加码, 基建有望发挥托底作用, 专项债杠杆效应+多渠道融资有望撬动基建投资回升。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, 专项债新政实施后基建的投资比例有望大幅提升, 预计可带动基建 7%至 8%的增速。铁路、公路、轨交等交通基础设施是专项债资金的重点支持领域, 新政落地将直接受益。

● 重点推荐基建产业链龙头

建议积极关注建筑板块估值修复机会, 重点推荐基建央企和设计咨询龙头。央企估值接近历史底部, 在手订单为历史最高水平, 随着逆周期调控政策落实, 订单有望加快落地, 业绩确定性强。设计上司企业多以区域性龙头为主, 未来有望实现全国布局, 集中度提升。重点推荐: 中国铁建、中国中铁、中设集团、苏交科、勘设股份等。

● 风险提示: 投资不及预期; 项目资金落实不到位; 应收账款坏账等。

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
601186.SH	中国铁建	买入	9.43	123,273	1.62	1.76	5.82	5.36
601390.SH	中国中铁	买入	5.53	129,662	0.98	1.06	5.64	5.22
603018.SH	中设集团	买入	13.02	6,046	1.35	1.65	9.64	7.89
300284.SZ	苏交科	买入	8.10	7,868	0.86	0.99	9.42	8.18
603458.SH	勘设股份	增持	20.15	3,746	2.71	3.14	7.44	6.42

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

行业整体情况：营收提速，业绩回暖	5
营收增速创新高，业绩回暖	5
单季度业绩受计提和少数股东权益影响较大	6
盈利能力平稳，期间费用率下降	7
资产负债率平稳下降	9
运营能力稳健，应收账款坏账风险可控	10
商业模式导致现金流净流入减少，未来有望增加	11
子板块分化大，基建房建稳健	11
子板块业绩分化较大	11
基建业绩提速	14
房屋建设整体平稳	15
装修装饰业绩下滑	16
园林工程继续探底	17
钢结构保持高增长	18
化学工程增速放缓	19
国际工程触底回升	20
逆周期调控有望加码，基建托底	21
基建投资不及预期，投资增速仍在低位	21
专项债杠杆效应+多渠道融资有望撬动基建投资回升	21
交通运输投资增速较快，行业景气度高	22
铁路投资中央主导确定性强，川藏铁路等重大项目有望加快推进	23
轨道交通获批项目有望加速落地，或迎来新一轮刺激	25
公路建设空间巨大，“十三五”交通扶贫公路是重点	27
重点推荐低估值基建产业链	30
央企订单再提速，集中度显著提升	30
设计咨询估值创历史新低	31
风险提示	34
国信证券投资评级	35
分析师承诺	35
风险提示	35
证券投资咨询业务的说明	35

图表目录

图 1: 行业营业收入及增长率	5
图 2: 行业归母净利润及增长率	5
图 3: 行业单季度营收及增长率	6
图 4: 行业单季度归母净利润及增长率	6
图 5: 公司历年毛利率	7
图 6: 公司历年净利率	7
图 7: 行业历年期间费用率	8
图 8: 行业历年研发费用率	8
图 9: 行业历年三项费率	9
图 10: 行业资产负债率	9
图 11: 行业净资产收益率 ROE	10
图 12: 行业应收账款及票据余额及同比增长率	10
图 13: 行业经营性现金流净额	11
图 14: 2019 年建筑子行业营收增速	12
图 15: 2019 年建筑子行业净利润增速	12
图 16: 2019 年建筑子行业毛利率	13
图 17: 2019 年建筑子行业净利率	13
图 18: 2019 年建筑子行业资产负债率	13
图 19: 基建历年营收增速及归母净利润增速	14
图 20: 基建历年毛利率及净利率	14
图 21: 房屋建设历年营收增速及归母净利润增速	15
图 22: 房屋建设历年毛利率及净利率	15
图 23: 装修装饰历年营收增速及归母净利润增速	16
图 24: 装修装饰历年毛利率及净利率	16
图 25: 园林历年营收增速及归母净利润增速	17
图 26: 园林历年毛利率及净利率	17
图 27: 钢结构历年营收增速及归母净利润增速	18
图 28: 钢结构历年毛利率及净利率	18
图 29: 化学工程历年营收增速及归母净利润增速	19
图 30: 化学工程历年毛利率及净利率	19
图 31: 国际工程历年营收增速及归母净利润增速	20
图 32: 国际工程历年毛利率及净利率	20
图 33: 今年基建投资仍处在低位, 未来的提升空间较大	21
图 34: 近几年地方政府新增专项债发行限额	21
图 35: 近几年基建三大分项投资的增长情况	23
图 36: 铁路投资主要由中央政府主导	24
图 37: 近几年铁路投资均不低于 8000 亿	24
图 38: 川藏铁路规划路线图	25
图 39: 我国轨道交通运营路线长度持续保持快速增长	26
图 40: 我国开通轨道交通的城市数量持续增长	26
图 41: 预计 2019-2020 年全国轨道交通总投资将达到 1.2 万亿	27
图 42: 中国的人均公路里程远低于美国等发达国家	28
图 43: 东部省份人均公里里程低于西部, 中部与全国平均值大致持平	28
图 44: 2019 年八大央企订单占有率提升至 32.48%	31
图 45: 设计咨询行业处在建筑行业上游	31
图 46: 全国勘察设计市场近几年保持较快增长, 市场规模巨大	32

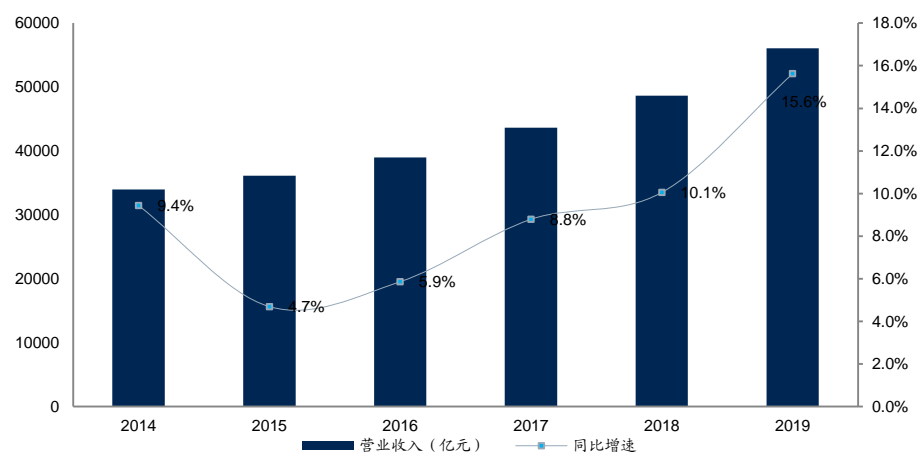
表 1: 不同情景下专项债撬动基建投资的测算	22
表 2: “十三五”期间, 铁路的平均年投资额约为 0.8 万亿	23
表 3: 川藏铁路各路段投资建设情况	25
表 4: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目	26
表 5: 《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》主要目标	27
表 6: “交通扶贫”的主要内容	29
表 7: 2017 年国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权	29
表 8: 八大央企 2019 年新签订单平均增速约为 21%	30
表 9: 截至 2019 年底 5 家央企在手订单创下新高	30
表 10: 勘察设计行业分类	32
表 11: 勘察设计行业加速整合的主要驱动因素	33
表 7: 国信建筑 2020 年投资策略股票组合及主要推荐逻辑	33

行业整体情况：营收提速，业绩回暖

营收增速创新高，业绩回暖

2019 年，建筑行业收入提速，上市企业合计完成营业收入 5.61 万亿元，同比增长 15.6%，增速比 2018 年提升 5.6pct；收入增速创近年来新高。

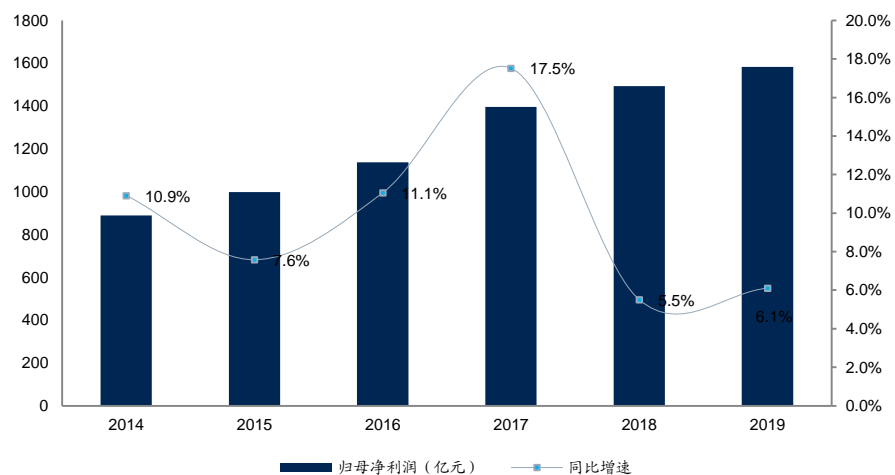
图 1：行业营业收入及增长率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2019 年行业上市公司实现归母净利润实现 1584 亿元，同比增长 6.1%，增速比 2018 年提升 0.6pct，利润增速触底回升，增速有望持续回暖。

图 2：行业归母净利润及增长率

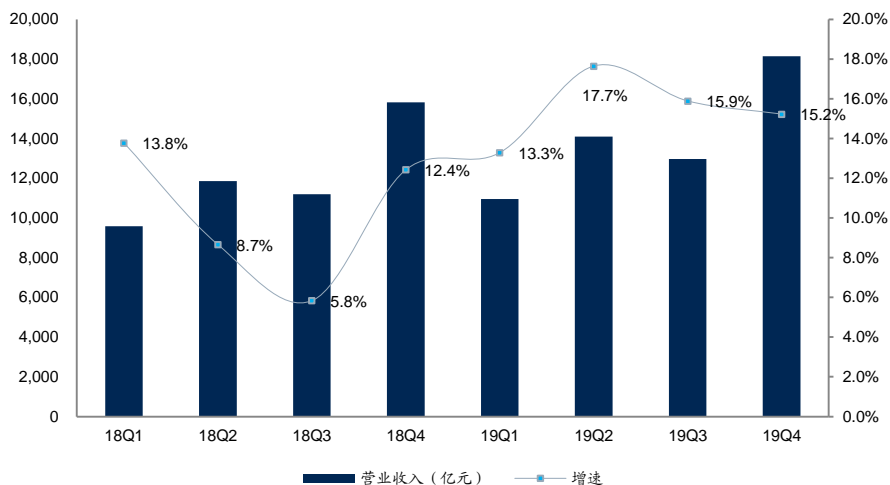


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

单季度业绩受计提和少数股东权益影响较大

分季度来看，建筑行业的经营业绩有着较为明显的季节性特点，一般每年四季度是营收和利润确认的高峰期。2019Q1、Q2、Q3和Q4，建筑企业上市公司分别完成营业收入1.10万亿元、1.41万亿元、1.30万亿元和1.81万亿元，分别同比增长13.3%、17.7%、15.9%和15.2%，收入维持高增长。

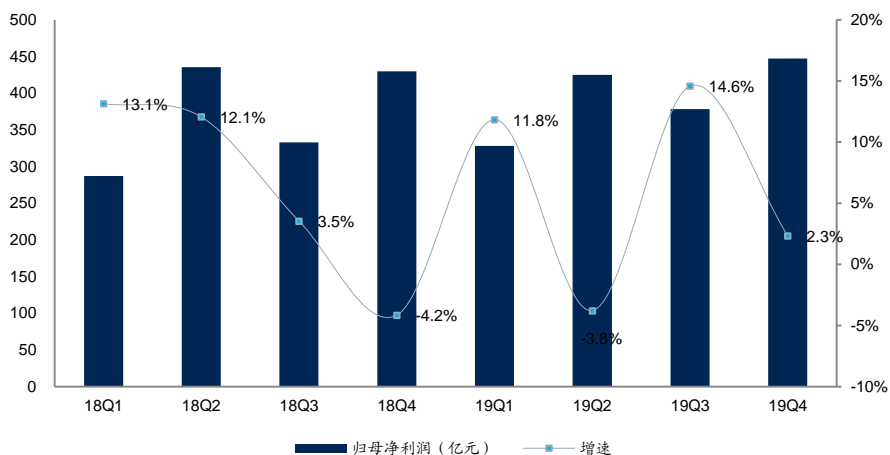
图 3：行业单季度营收及增长率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

分季度来看，建筑企业上市公司 2019Q1、Q2、Q3 和 Q4 分别完成归母净利润 328 亿元、425 亿元、378 亿元、447 亿元，分别同比增长 11.8%、-3.8%、14.6% 和 2.3%，利润增长波动较大主要是由于计提和少数股东权益影响较大。

图 4：行业单季度归母净利润及增长率

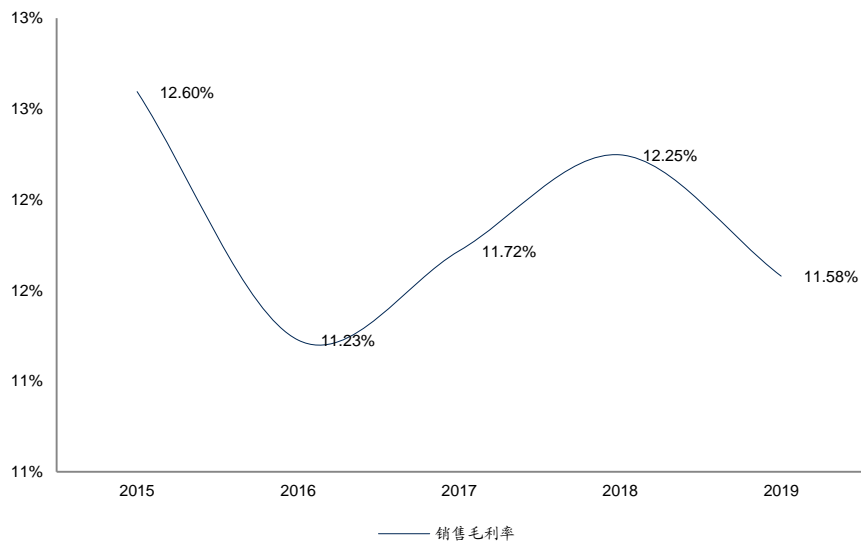


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力平稳，期间费用率下降

行业毛利率有所下降，2019 年前建筑行业综合毛利率为 11.58%，同比下降 0.67pct，总体波动幅度不大，近年毛利率波动较为平稳。

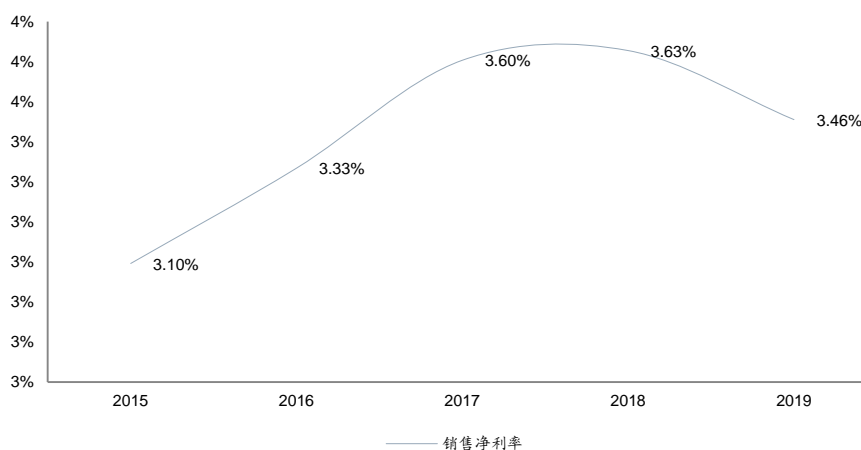
图 5：公司历年毛利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2019 年行业净利率为 3.46%，较 2018 年全年小幅下降 0.17pct。净利率保持相对平稳。行业盈利能力未来在融资环境改善、国企改革等推动下仍有进一步提升的空间。

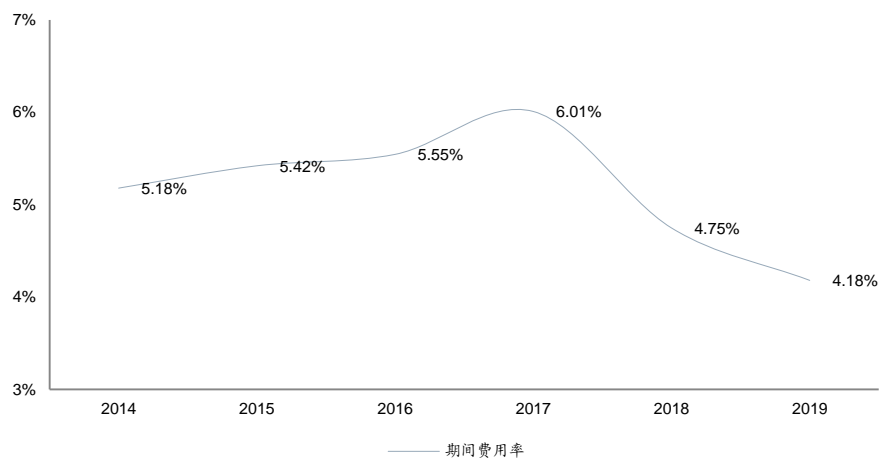
图 6：公司历年净利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

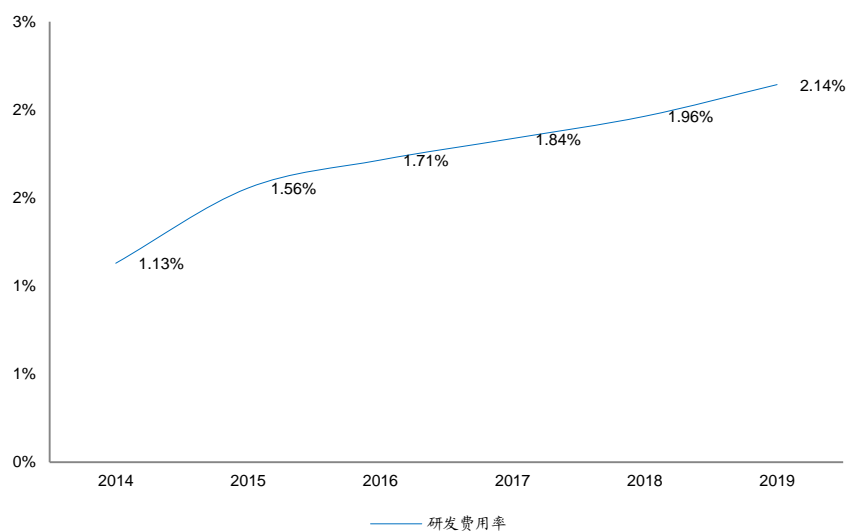
2019 年期间费用率为 4.18%，比 2018 年全年下降了 0.57 个百分点。由于 2018 年后新的会计准则中研发费用不再从管理费用中列支，所以 2018 年期间费用率有一个大幅的下降。建筑行业前几年期间费用率的提升主要来自于研发支出的增长，剔除研发费用后，行业的期间费用率有所下降。

图 7：行业历年期间费用率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

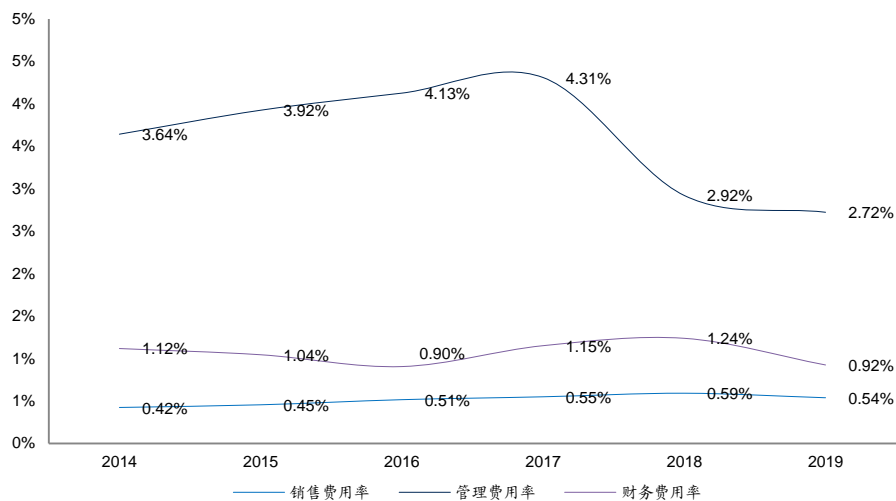
图 8：行业历年研发费用率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

分项来看，2019 年管理费用率、销售费用率、财务费用率都有所下降。管理费用率为 2.72%，同比下降 0.20pct；财务费用率为 0.92%，同比下降 0.32pct；销售费用率为 0.54%，同比下降 0.05pct。

图 9：行业历年三项费率

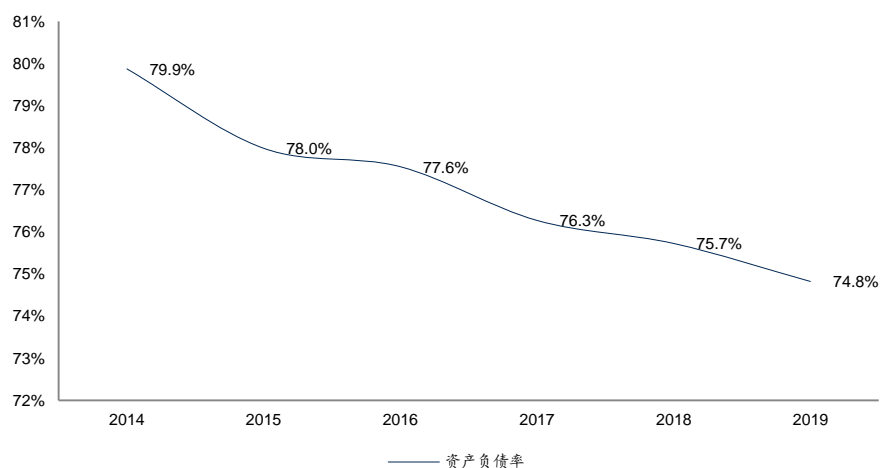


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债率平稳下降

2019 年，行业资产负债率为 74.8%，比 2018 年下降 0.9pct，在国家“防风险、降杠杆”的政策指引下，近几年建筑业的资产负债率持续下降。

图 10：行业资产负债率

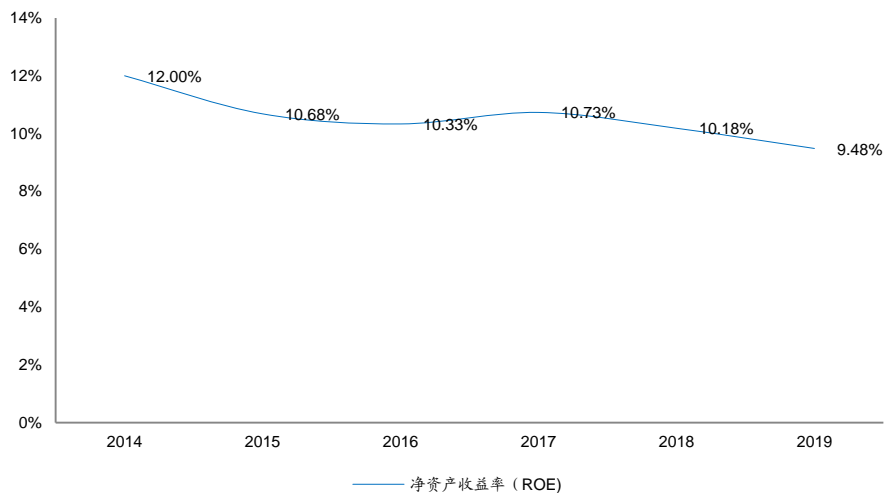


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

运营能力稳健，应收账款坏账风险可控

2019 年行业的净资产收益率为 9.48%，同比下降 0.69pct，行业净资产收益率近年来基本保持平稳。

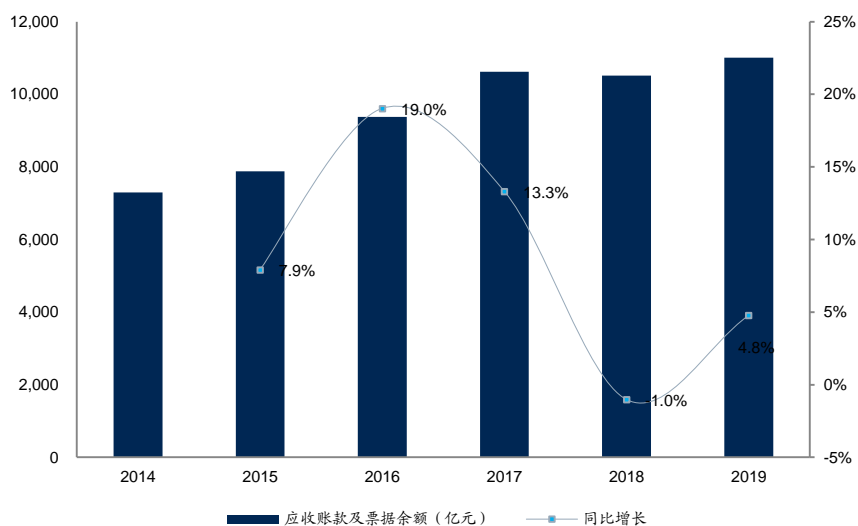
图 11：行业净资产收益率 ROE



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

行业全年应收账款和票据增长幅度较小，同比增长仅为 4.8%，远小于营业收入的增速，应收账款和票据余额为 11013 亿元。在去杠杆政策的推动下，近年行业已经充分计提坏账、增加清收力度，行业整体应收账款坏账风险可控。

图 12：行业应收账款及票据余额及同比增长率

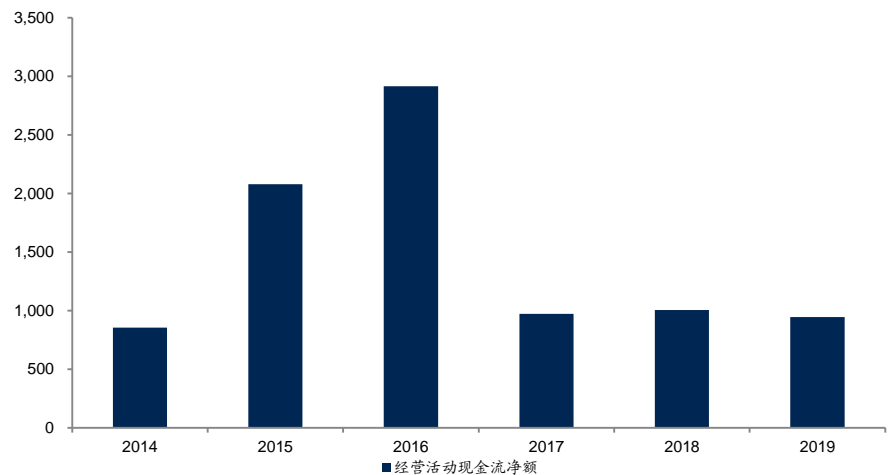


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

商业模式导致现金流净流入减少，未来有望增加

2019 年行业经营性净现金流为 947 亿元，同比少流入 59 亿元。近年融资环境收紧等政策，更加造成了行业的经营性现金流紧张的局面。当前融资环境已经大幅改善，行业现金流流入有望逐年增加。

图 13：行业经营性现金流净额



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

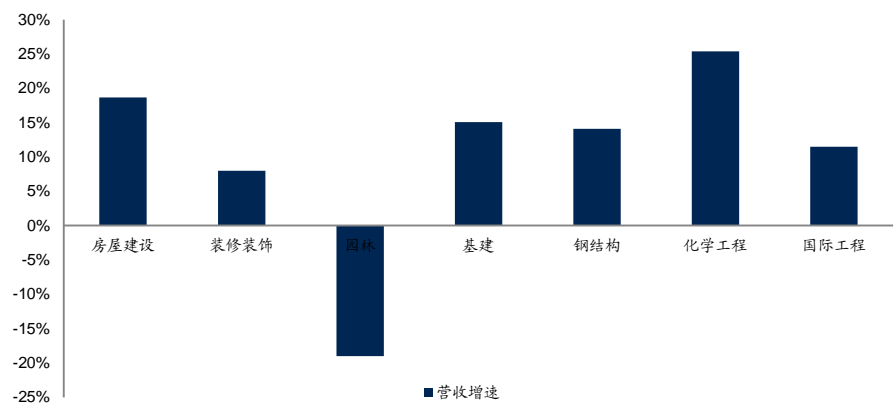
子板块分化大，基建房建稳健

建筑行业子行业众多，主要可分为基建工程、房屋建设、装修装饰、园林工程、化建工程、钢结构、国际工程等子行业。在进行子行业财务指标分析时，我们采用申万行业二级子行业分类。

子板块业绩分化较大

2019 年，建筑板块各子板块中营收增速比较快的行业是化学工程（25.4%）、房屋建设（18.7%）和基建（15.1%），增速出现下滑的行业是园林（-19.0%），增速较慢的行业还有装修装饰（8.0%）和国际工程（11.5%）。

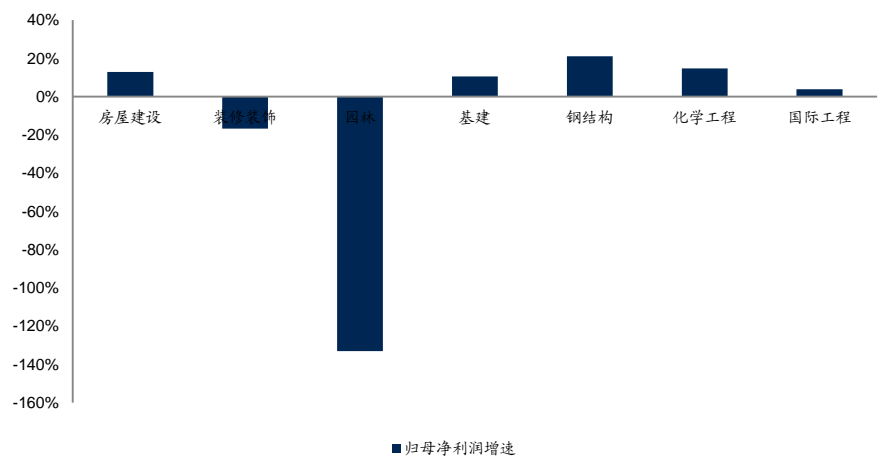
图 14：2019 年建筑子行业营收增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2019 年, 建筑行业各子板块中归母净利润增速比较快的行业是钢结构(21.1%)、化学工程(14.9%)、房屋建设(13.0%)和基建(10.6%), 增速出现下滑的行业是园林(-133.0%)和装修装饰(-16.6%)。

图 15：2019 年建筑子行业净利润增速



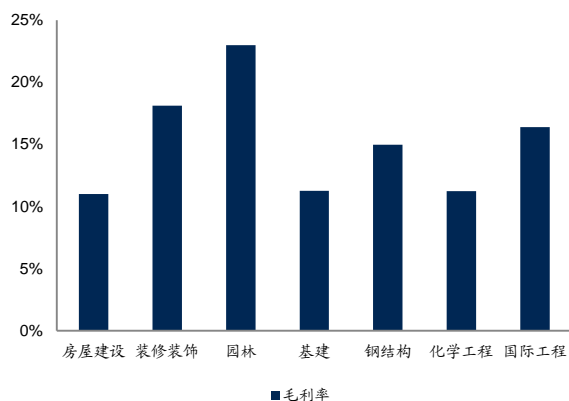
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力：整体平稳，国际工程毛利率改善明显

2019 年，建筑子行业中毛利率较高的是园林（23.0%）、装修装饰（18.1%）和国际工程（16.4%），毛利率较低的是房屋建设（11.0%）、化学工程（11.2%）和基建（11.3%）。

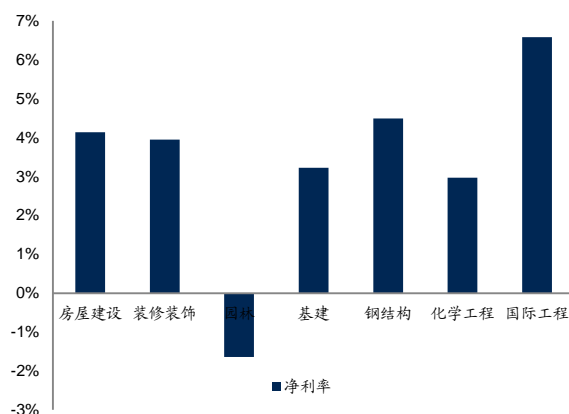
2019 年，建筑子行业中净利率较高的是国际工程（6.6%）、钢结构（4.5%）和房屋建设（4.1%）；净利率出现负值的是园林（-1.6%），主要是园林行业受 PPP 等影响，资金面紧张，融资难导致财务费用率上升。净利率较低的是化学工程（3.0%）和基建（3.2%）。

图 16：2019 年建筑子行业毛利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 17：2019 年建筑子行业净利率

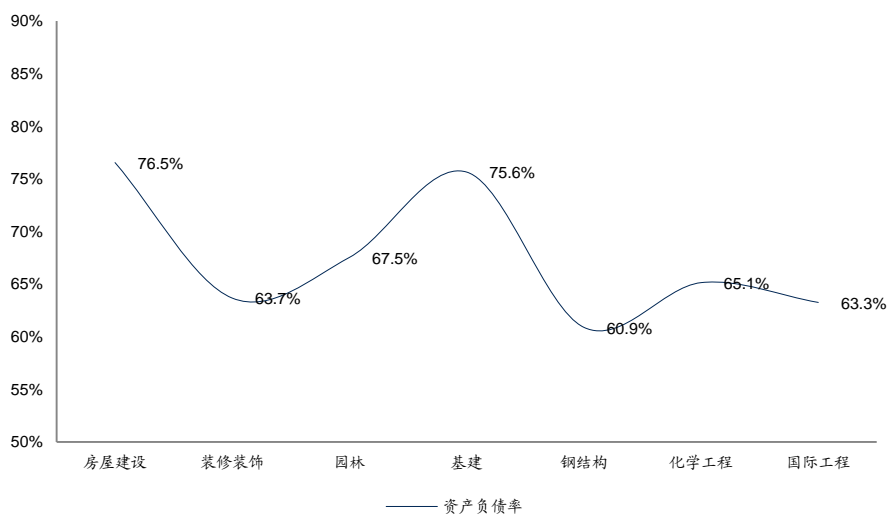


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

负债情况及偿债能力：房建基建负债率居首

2019 年，建筑子行业中资产负债率较高的是房屋建设（76.5%），基建（75.6%）和园林（67.5%）；资产负债率较低是钢结构（60.9%）、国际工程（63.3%）和装修装饰（63.7%）。

图 18：2019 年建筑子行业资产负债率

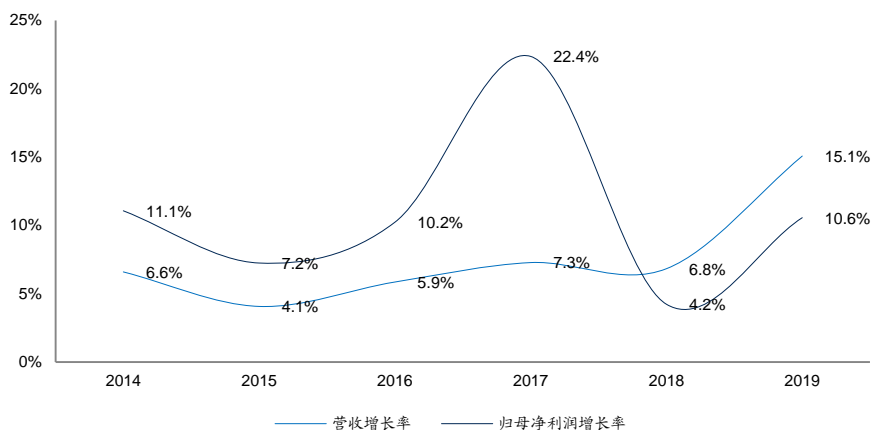


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

基建业绩提速

2019 年，基建营收同比增长 15.1%；增速比 2018 年提高 8.2pct，归母净利润增速为 10.6%，增速比 2018 年提高 6.3pct，虽然今年以来基建投资增长不及预期，但当前逆周期调控政策逐步加码，稳增长背景下基建托底势在必行，存量基建订单有望加速落地，我们判断未来基建工程业绩有望继续提速。

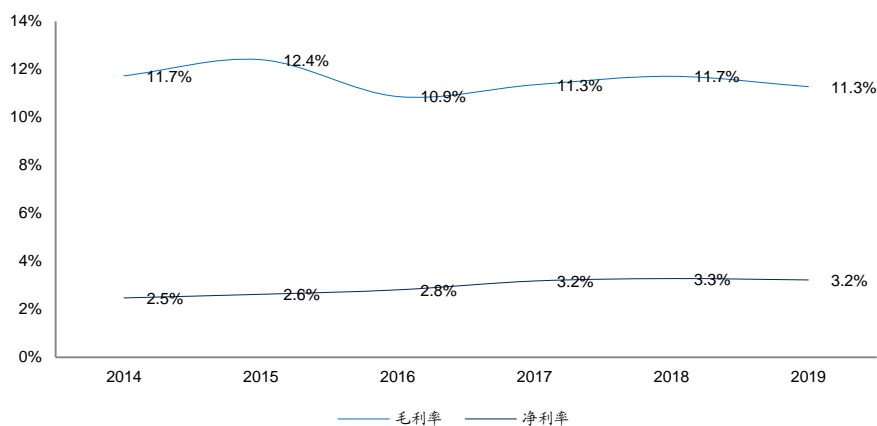
图 19：基建历年营收增速及归母净利润增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2019 年，基建工程行业平均毛利率为 11.3%，比 2018 年降低 0.4pct；平均净利率为 3.2%，与 2018 年持平。毛利率提升主要与基建企业的业务结构的变化，投资收益增加等因素有关。

图 20：基建历年毛利率及净利率

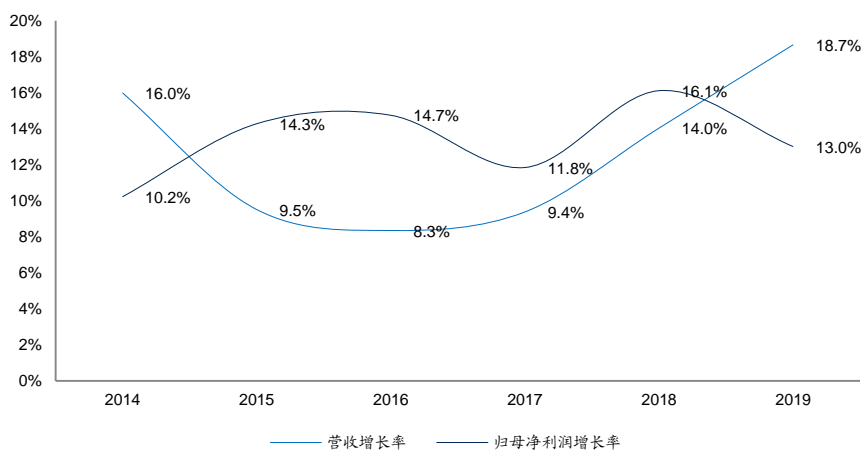


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

房屋建设整体平稳

2019 年，房建营收同比增长 18.7%；增速比 2018 年提高 4.6pct，归母净利润增速为 13.0%，增速比 2018 年降低 3.1pct，房屋建设去年以来收入和利润维持较高增速主要受益于房地产销售景气以及房地产企业加快周转。

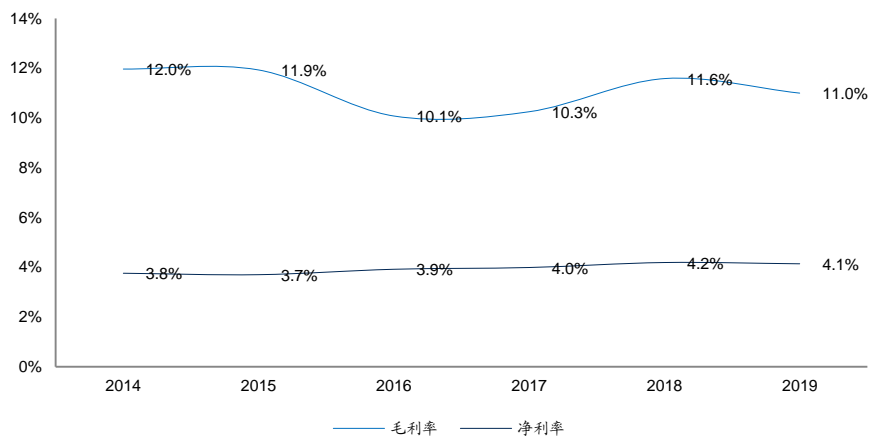
图 21：房屋建设历年营收增速及归母净利润增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2019 年，房屋建设行业平均毛利率为 11.0%，比 2018 年下降 0.6pct；平均净利率为 4.1%，比 2018 年下降 0.1pct。毛利率和净利率基本稳定。

图 22：房屋建设历年毛利率及净利率

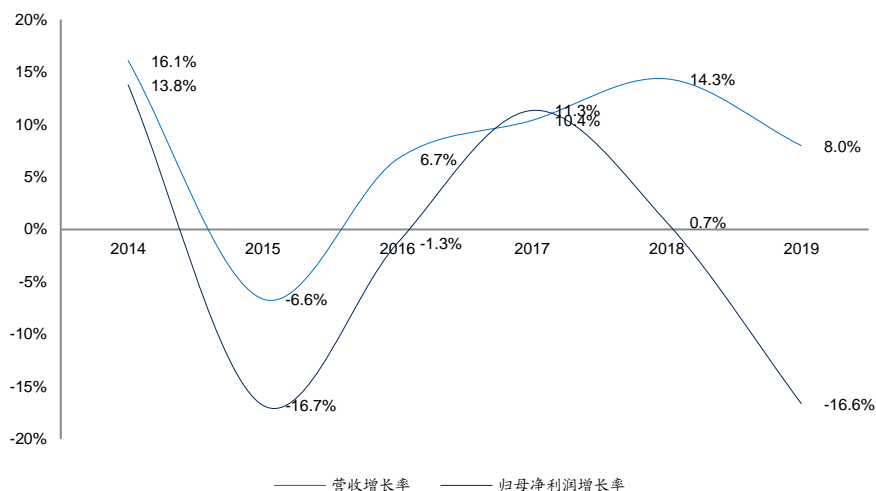


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

装修装饰业绩下滑

2019 年，装修装饰营收同比增长 8.0%；增速比 2018 年下降 6.4pct，归母净利润增速为-16.6%，增速比 2018 年下降 17.3pct，收入和利润增速下降一方面是由于基数较高，另一方面受房地产调控影响，行业竣工面积同比增速放缓。

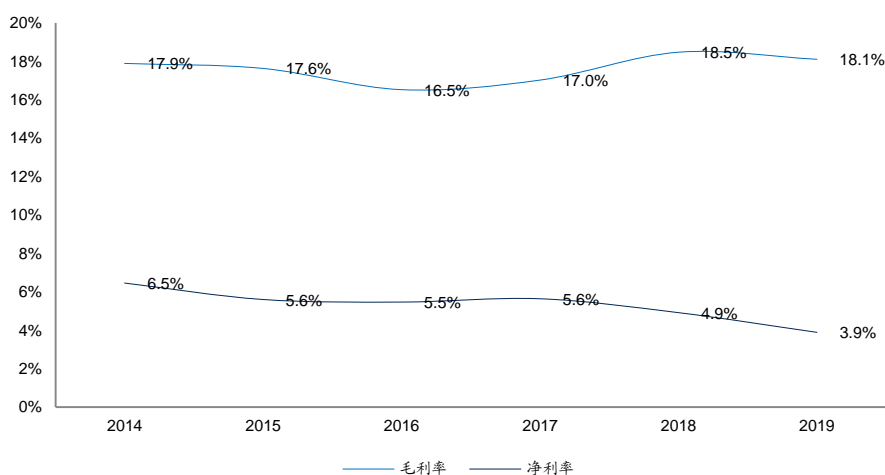
图 23：装修装饰历年营收增速及归母净利润增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2019 年，装修装饰行业平均毛利率为 18.1%，比 2018 年下降 0.4pct；平均净利率为 3.9%，比 2018 年下降 1.0pct。毛利率和净利率基本维持稳定。

图 24：装修装饰历年毛利率及净利率

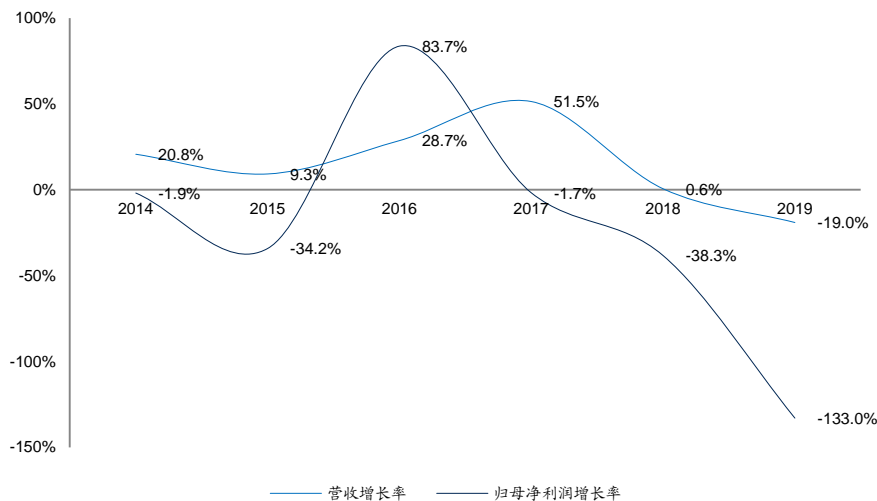


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

园林工程继续探底

2019 年，园林工程营收同比增长-19.0%；增速比 2018 年下降 19.7pct，归母净利润增速为-133.0%，增速比 2018 年下降 94.7pct，净利润持续下滑。园林行业收入和利润大面积下滑主要是由于降杆杠等影响和 PPP 清库，园林公司融资紧张并且大面积计提减值。

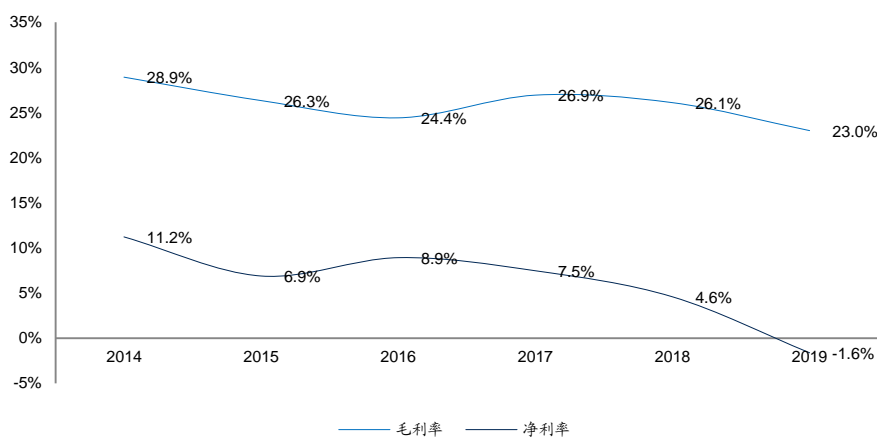
图 25：园林历年营收增速及归母净利润增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2019 年，园林工程行业平均毛利率为 23.0%，比 2018 年下降 3.1pct，毛利率下降，平均净利率为-1.6%，比 2018 年下降 6.2pct。净利率大幅下滑主要是融资环境依然严峻并且出现大量计提。

图 26：园林历年毛利率及净利率

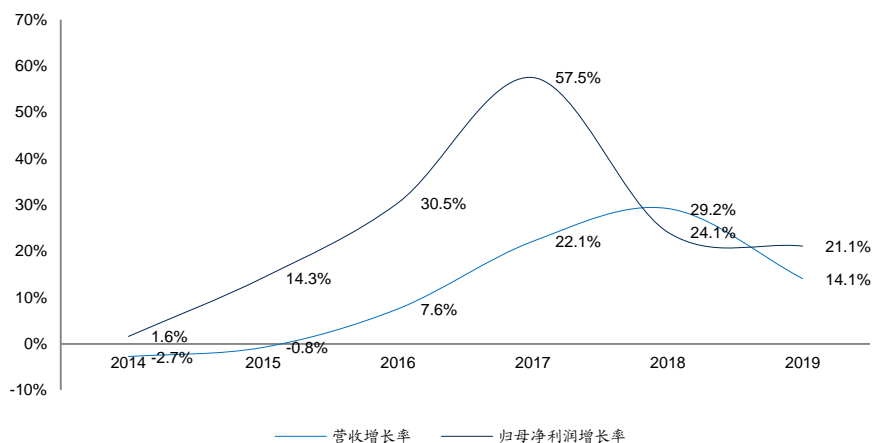


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

钢结构保持高增长

2019 年，钢结构营收同比增长 14.1%；增速比 2018 年下降 15.1pct，归母净利润增速为 21.1%，增速比 2018 年下降 3.0pct，钢结构行业受钢材价格影响较大，收入和利润增速有所放缓。

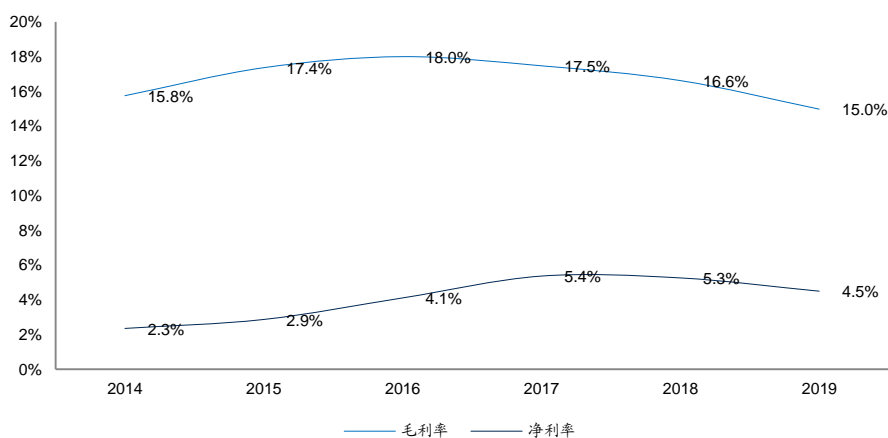
图 27：钢结构历年营收增速及归母净利润增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2019 年，钢结构行业平均毛利率为 15.0%，比 2018 年下降 1.6pct；平均净利率为 4.5%，比 2018 年下降 0.8pct。毛利率和净利率下降主要受钢铁价格影响较大。

图 28：钢结构历年毛利率及净利率

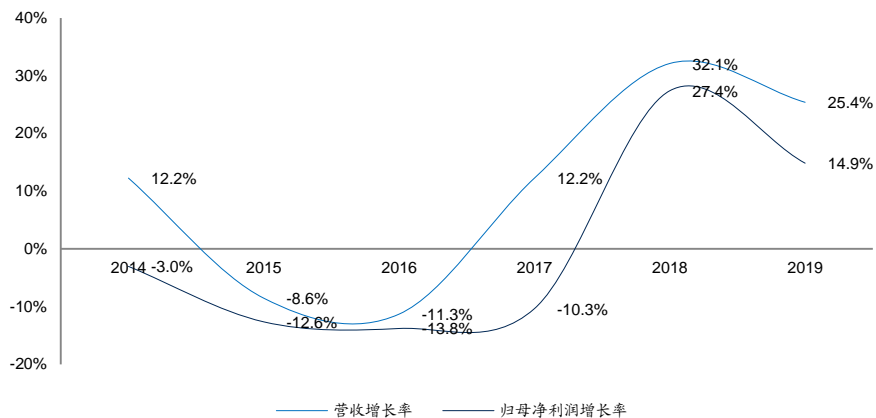


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

化学工程增速放缓

2019 年，化学工程营收同比增长 25.4%；增速比 2018 年下降 6.7pct，归母净利润增速为 14.9%，增速比 2018 年下降 12.6pct，化学工程这两年维持高景气主要是上游化工石化行业盈利增加，固定资产投资增加。

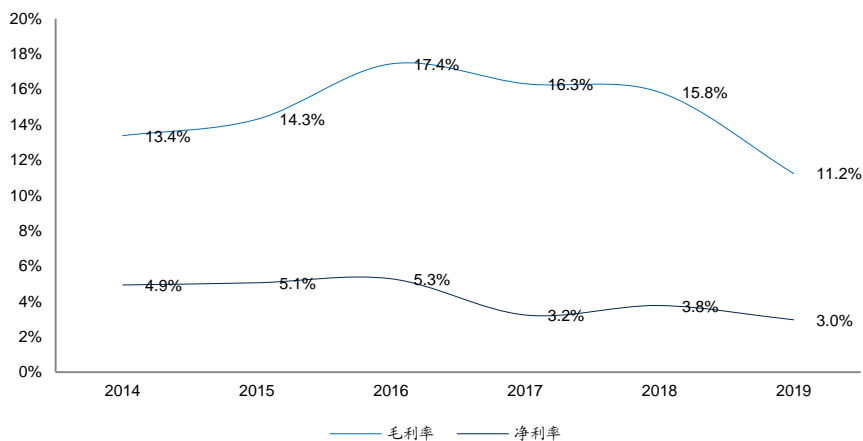
图 29：化学工程历年营收增速及归母净利润增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2019 年，化学工程行业平均毛利率为 11.2%，比 2018 年下降 4.6pct；平均净利率为 3.0%，比 2018 年下降 0.8pct。毛利率和净利率的变化主要是业务结构的变化以及受到计提等影响。

图 30：化学工程历年毛利率及净利率

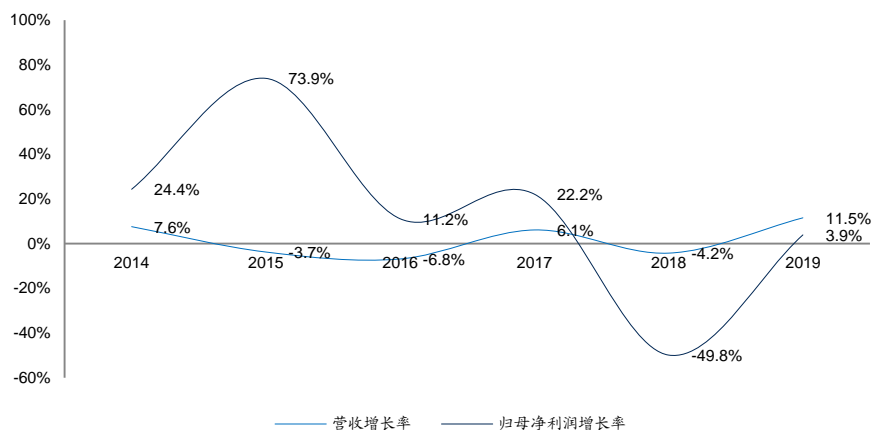


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

国际工程触底回升

2019 年，国际工程营收同比增长 11.5%；增速比 2018 年提高 15.7pct，归母净利润增速为 3.9%，增速比 2018 年提升 53.8%。净利润上升明显。国际工程受国际环境影响较大，今年以来收入有所好转，净利润受益人民币贬值影响，汇兑收益提升，利润有所回升。

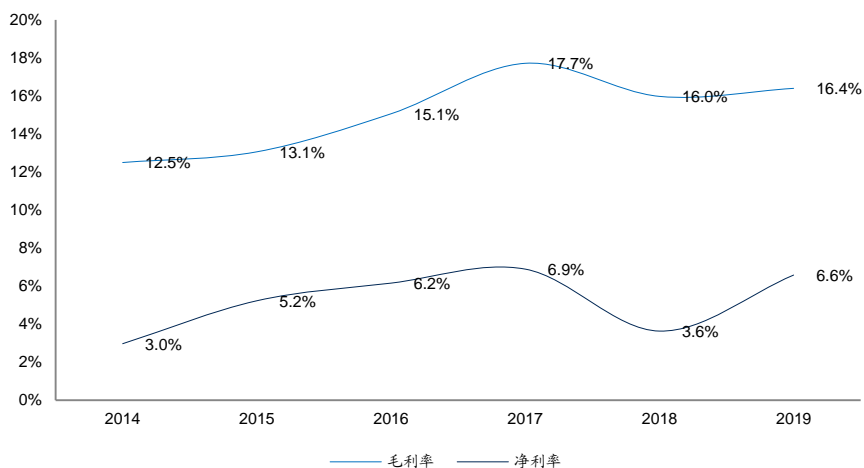
图 31：国际工程历年营收增速及归母净利润增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2019 年，国际工程行业平均毛利率为 16.4%，比 2018 年提高 0.4pct；平均净利率为 6.6%，比 2018 年提高 2.9pct。毛利率基本维持稳定，净利率受益于人民币贬值，汇兑收益增加。

图 32：国际工程历年毛利率及净利率



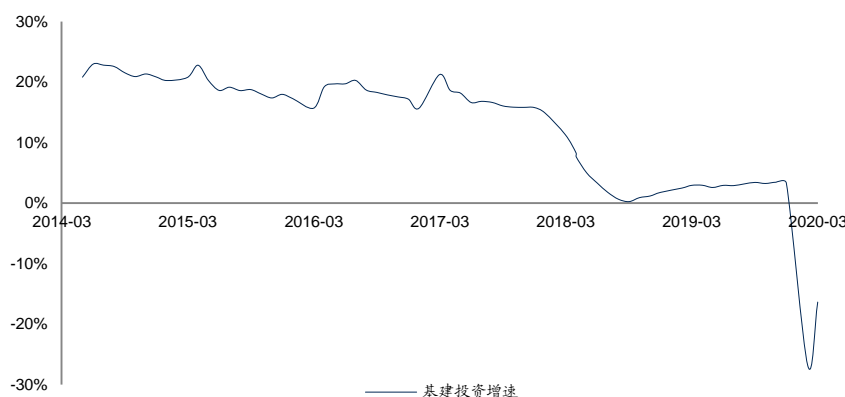
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

逆周期调控有望加码，基建托底

基建投资不及预期，投资增速仍在低位

作为对冲经济下行的重要手段，2019 年基建投资表现低于预期。2019 年 1-12 月，基建投资（全口径）增速仅为 3.3%，同比提升 1.5pct，我们认为基建投资低于预期的主要原因是重大项目的落地和进展较慢所致。纵向对比来看，当前基建投资增速为近十年的低位，随着逆周期调控政策逐步加码，未来基建投资有望发挥托底作用。

图 33：今年基建投资仍处在低位，未来的提升空间较大



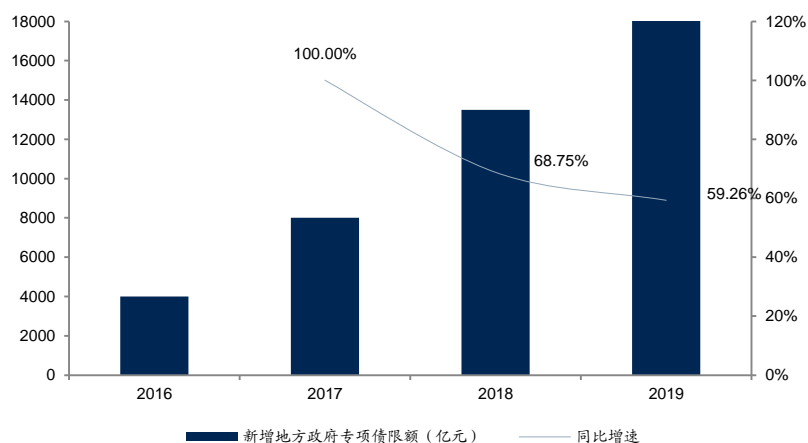
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

专项债杠杆效应+多渠道融资有望撬动基建投资回升

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 34：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

专项债未来可作为资本金且使用范围逐步扩大，有望带动基建投资提速

2019年6月10日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出地方政府专项债可以作为资本金参与项目投资，这意味着地方政府可以在PPP中适度增加杠杆，将极大缓解社会资本的融资压力。此外，文件还鼓励银行、保险金融机构积极提供配套融资支持，鼓励项目单位发行公司信用类债券，进一步明确项目公司可采用多渠道筹措项目资本金，未来专项债+银行贷款+多渠道融资模式有望成为铁路、高速公路、城市轨道等重大项目的新型融资模式。

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4日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今年持平，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 1：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		新增专项债可用于基建 资本金的规模/万亿元	资本金比例	资本金撬动的基建投资占2018年基建投资的 /万亿元 比例	
	比例	资本金的规模/万亿元			比例	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%	

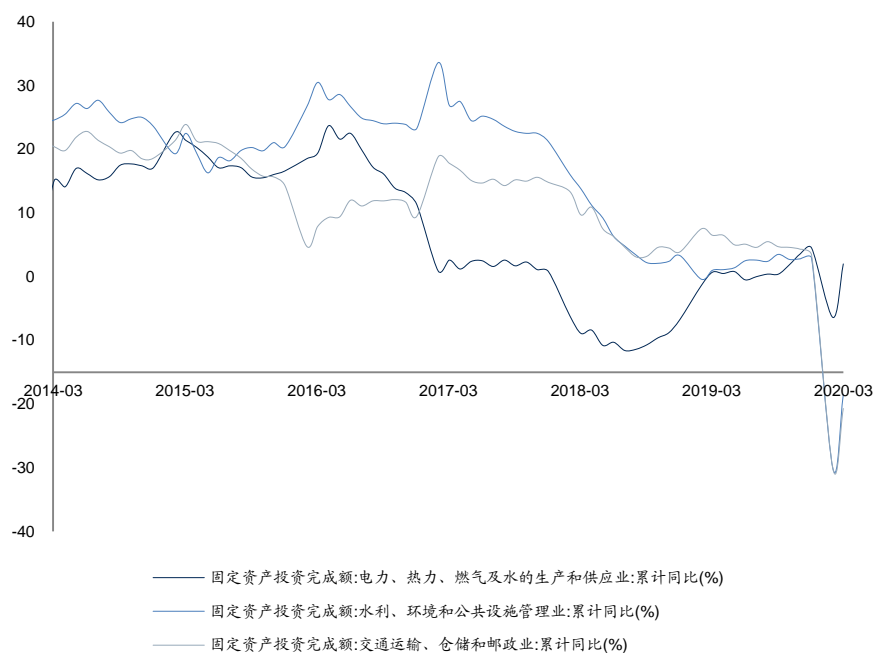
资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

基建分化明显，交通领域增速较快

交通运输投资增速较快，行业景气度高

根据统计局公布的固定资产投资统计口径，基础设施建设由三大行业组成，分别为：①交通运输、仓储和邮政业②水利、环境和公共设施管理业③电力、热力、燃气及水的生产和供应业。2019年1-12月，三大行业投资增速分别为3.4%、2.9%、4.5%。交通运输、仓储和邮政业在基建总投资中占比超过35%，今年以来增长稳定且增速高于基建总投资增速，是基建托底的中流砥柱。

图 35: 近几年基建三大分项投资的增长情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

铁路投资中央主导确定性强, 川藏铁路等重大项目有望加快推进

中国目前拥有超过 12.1 万公里的铁路运营里程, 铁路是我国交通领域的重要基础设施, 近年来随着各地高铁建设规划落地, 铁路投资需求一直不减。根据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》(简称“十三五”交通运输规划), 到 2020 年, 铁路运营里程将达到 15 万公里, “十三五”期间将新增 2.9 万公里, 固定资产投资规模在 3.6-3.9 万亿左右, 年平均投资额在 8000 亿左右。

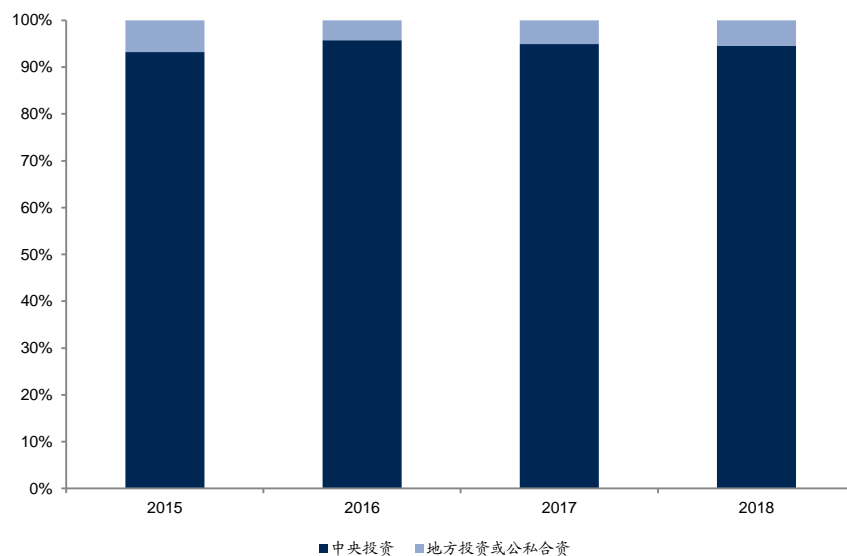
表 2: “十三五”期间, 铁路的平均年投资额约为 0.8 万亿

项目	“十三五”新增里程 (万公里)	造价 (亿元/公里)	固定资产投资规模 (万亿元)	年平均固定资产投资 规模(万亿元)
普通铁路	1.8	0.5-0.6	0.9-1.08	0.18-0.22
高铁	1.1	2.5-2.6	2.75-2.86	0.55-0.57
合计	2.9	---	3.65-3.94	0.73-0.79

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析预测

相比于地方政府投资占比较大的公路项目, 铁路投资主要由中央政府主导, 近几年中央政府投资占全国铁路总投资的 95%左右, 地方政府投资或者公私合资的铁路份额占比很低。铁路投资的资金来源保障高, 确定性较强, 因此每轮基建周期中铁路投资往往扮演着先行者的角色。

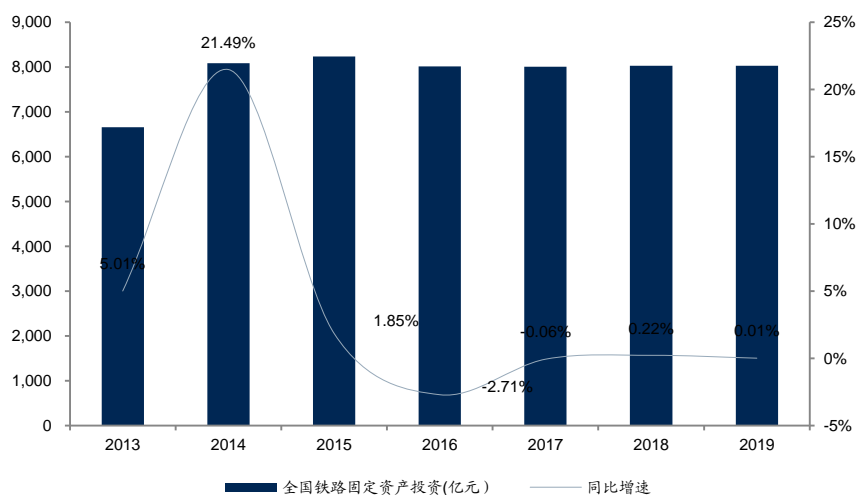
图 36: 铁路投资主要由中央政府主导



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

今年 1 月初中铁总召开工作会议, 提出 2020 年的工作目标: 全面完成国家下达的铁路投资任务, 确保投产新线 4000 公里, 其中高铁 4000 公里。2019 年全国铁路投资达到 8029 亿, 基本和 18 年持平。在 2020 年财政积极的政策下, 中央预算支出的资金依然充足, 我们预计全年铁路投资有望继续超 8000 亿。

图 37: 近几年铁路投资均不低于 8000 亿



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2019 年以来川藏铁路建设将加快推进。目前川藏铁路成都至雅安段已经通车, 拉萨至林芝段正在建设中, 下一步要攻克的是难度最大的雅安至林芝段, 全长大约 1300 公里。

图 38: 川藏铁路规划路线图



资料来源: 交通运输部, 国信证券经济研究所整理

川藏铁路是国家“十三五”规划的重点项目, 总投资将达到 2700 亿元。随着雅安至林芝段的项目建设逐步推进, 中国中铁、中国铁建等基建龙头有望最先受益, 订单业绩增长可期。

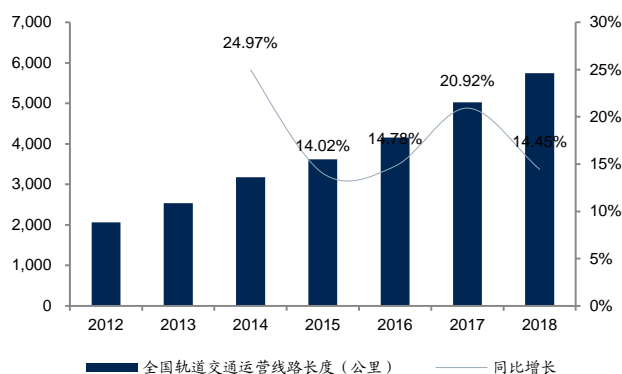
表 3: 川藏铁路各路段投资建设情况

路段	开工时间	线路总长	预计总投资	主要承建单位
成都-雅安	2014 年底	41.184km	约 314 亿	中铁二局、八局 (中国中铁)
				中铁十二局 (中国铁建)
				水电五局 (中国电建)
拉萨-林芝	2014 年底	403.11km	约 366 亿	葛洲坝
				中铁一局、二局、五局、九局、电气化局 (中国中铁)
				中铁十一局、十五局、十七局、十八局、十九局、港航局 (中国铁建)
雅安-林芝	待定	1298.092km	约 2000 亿	待定

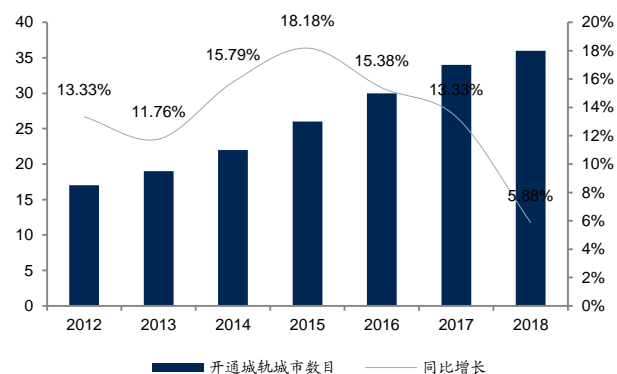
资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

轨道交通获批项目有望加速落地, 或迎来新一轮刺激

近几年, 我国轨道交通一直处在快速发展的过程中。截至 2018 年, 我国运营的轨道交通线路达 5747 公里, 同比增长 14.45%, 近五年的 CAGR 达到 17.75%; 已开通轨道交通的城市达到 36 个, 在建城市 43 个, 在建长度达 6246 公里。2017 年底, 受内蒙古包头地铁项目被叫停以及防范地方系统性债务风险影响, 发改委曾一度暂停了轨道交通建设规划审批工作。直到 2018 年 7 月, 规划审批工作才重新启动。

图 39: 我国轨道交通运营路线长度持续保持快速增长


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 40: 我国开通轨道交通的城市数量持续增长


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

重启轨交审批后, 发改委在一年内先后审议并通过了长春、苏州、南京、杭州、济南、重庆、上海等地的轨道交通建设规划, 项目总投资近万亿元。伴随着轨交项目的批复, 接下来新项目将密集开工, 未来几年获批项目投资将加速落地。

表 4: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目

时间	项目	总投资 (亿元)
2018 年 7 月	长春市第三期城市轨道交通建设规划	787.32
2018 年 8 月	苏州市城市轨道交通第三期建设规划	950.00
2018 年 8 月	成都市城市轨道交通第四期建设规划 (初审通过)	--
2018 年 10 月	南京至句容城际轨道交通工程	209.75
2018 年 11 月	杭州市城市轨道交通第三期建设规划 (增加投资)	577.6
2018 年 11 月	济南市城市轨道交通第一期建设规划 (增加投资)	229
2018 年 12 月	重庆市城市快速轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	455.7
2018 年 12 月	上海市城市轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	2983.48
2018 年 12 月	武汉市城市轨道交通第四期建设规划 (2018-2024 年)	1469.07
2019 年 3 月	郑州市城市轨道交通第三期建设规划 (2019-2024 年)	1138.94
2019 年 6 月	西安市城市轨道交通第三期建设规划 (2018-2024 年)	968.5
2019 年 6 月	成都市城市轨道交通第四期建设规划 (2019-2024 年)	1318.32
2019 年 7 月	洛阳市城市轨道交通 2 号线一期工程	143.94
2019 年 7 月	石家庄市城市轨道交通第二期建设规划 (2020-2025 年) 部分线路	446.36
2020 年 1 月	江苏省徐州市城市轨道交通第二期建设规划 (2019-2024 年)	535.9
2020 年 3 月	安徽省合肥市城市轨道交通第三期建设规划 (2020-2025 年)	798.08

资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

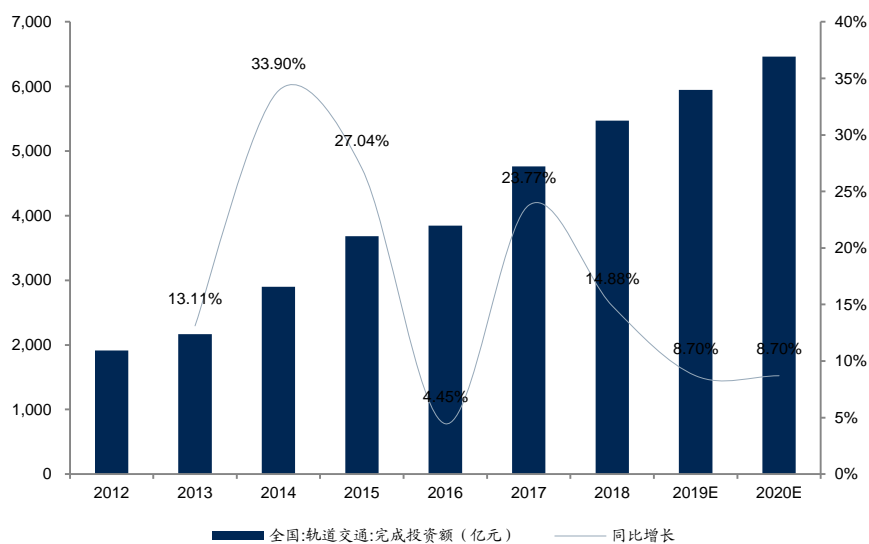
根据国务院印发的《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》, 到 2020 年我国城市轨道交通运营里程要比 2015 年增长近一倍, 并推进城区常住人口 300 万以上的城市轨道交通成网。

表 5:《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》主要目标

行业	主要内容
铁路	新增营业里程 2.9 万公里，高铁增加约 1.1 万公里，高速铁路覆盖 80% 以上的城区人口 100 万以上城市
公路	新建改建高速公路通车里程 26000 公里，基本覆盖 20 万以上人口城市
城市轨道交通	运营里程比 2015 年增长近一倍，推进城区常住人口 300 万以上的城市轨道交通成网。
机场	新增通用机场 200 个，新增民用运输机场 53 个，基本覆盖 20 万以上人口城市
港口	新增沿海港口万吨级及以上泊位超过 300 个，内河高等级航道网基本建成

资料来源：发改委，国信证券经济研究所整理

十三五规划期间，从 2015 年到 2018 年全国轨道交通投资由 3683 亿增长至 5470 亿，年复合增速达到 14%。根据规划，假设到 2020 年全国运营里程达到 7236 公里（即比 2015 年的运营里程 3618 公里翻一番），则 2019-2020 年还应新增里程 1489 公里，按照过去三年平均每公里约 8.3 亿元的投资建设成本，未来两年的总投资额将达到 12358 亿元，折算到每年的投资额分别为 5946 亿、6463 亿，复合增长率达到 8.7%。

图 41：预计 2019-2020 年全国轨道交通总投资将达到 1.2 万亿


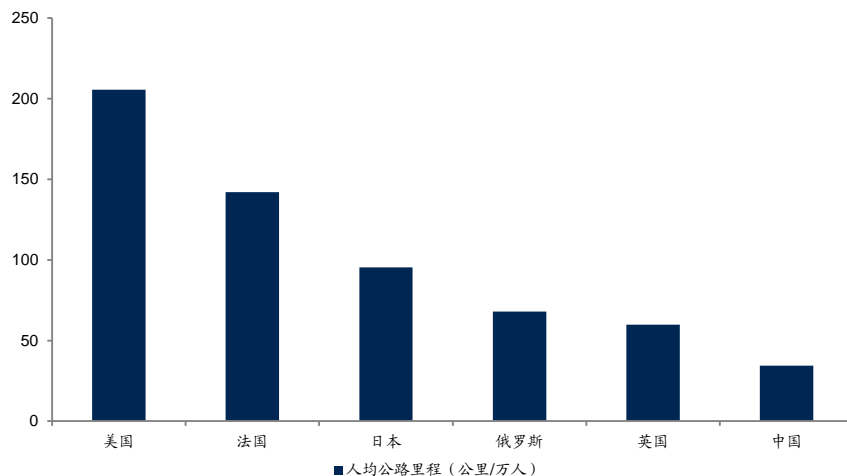
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

公路建设空间巨大，“十三五”交通扶贫公路是重点

中国人均公路里程与发达国家相比差距较大，国内各地区发展不平衡

截至 2018 年底，中国目前已经投入使用的公路总里程大约为 477.35 万公里，在全世界范围内仅次于美国。但另一方面，中国的人均公路里程大约仅有 34.34 公里/万人，而美国的人均公路里程大约为 205.65 公里/万人，与日本、英国等其他发达经济体相比，中国的人均公路里程也存在一定的差距。

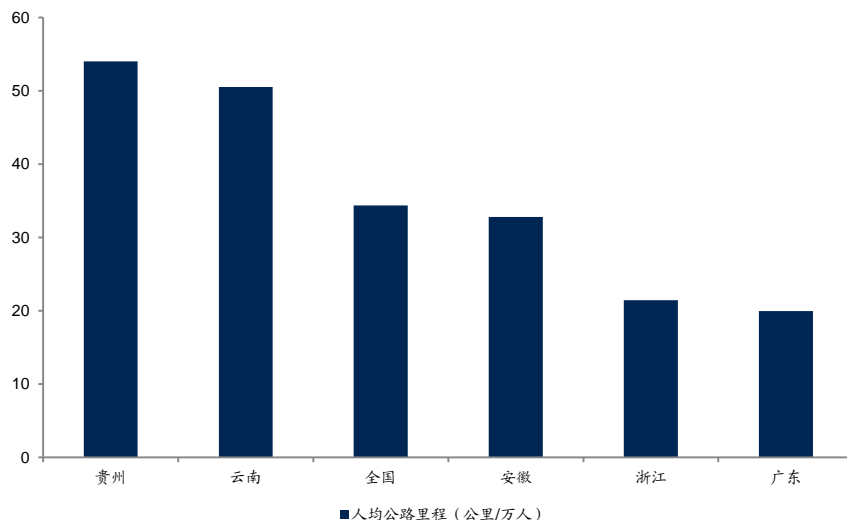
图 42: 中国的人均公路里程远低于美国等发达国家



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从国内各地区的人均公路里程情况来看,可以发现浙江、广东等经济较为发达的东部省份的人均公路里程明显低于西部地区,而安徽等中部省份的人均公路里程则大致与全国平均值持平。因此,尽管西部基础设施水平与东部相比整体存在差距,但实际上东部地区对新建公路的经济性需求往往要大于西部地区。

图 43: 东部省份人均公里里程低于西部,中部与全国平均值大致持平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

总的来说,中国大规模的公路建设也仅仅不到二十年,目前的公路覆盖水平与发达国家相比存在一定的差距,且国内各地区之间发展不平衡,存在结构性与经济性需求的矛盾。未来中国公路建设的空间依然十分广阔。

“十三五”规划聚焦交通扶贫,“公路审批权”下放提升项目批复效率

“交通扶贫”是国家“十三五”期间的重要战略规划,当前已经进入了最后的攻坚期,其中重点任务是对贫困地区交通进行改造和升级,其中有五项是关于

路桥建设规划的内容，为路桥建设创造了广阔空间，也为路桥投资提供了强劲的动力。

表 6: “交通扶贫”的主要内容

六大项	内容
第一项	提级改造 1.6 万公里国家高速公路和 4.6 万公里普通国道
第二项	建设约 23 万公里的通乡镇和建制村硬化路，到 2019 年，提前一年实现全国具备条件的建制村通硬化路这个全面小康社会兜底性指标。建设约 10.8 万公里通村硬化路，解决较大人口规模撤并建制村和“直过民族”地区 20 户以上自然村的通畅问题
第三项	实施 30 万公里农村公路安保工程，加强农村公路上的安全生命防护工程建设和 1.5 万座危桥改造，对通客车村道上不符合安全通客车要求的窄路基路面合理进行加宽改造
第四项	建设约 3.2 万公里资源路、旅游路、产业园区路，进一步强化交通对产业扶贫的基础支撑作用，支持贫困地区特色产业发展
第五项	新增及改善航道里程 2600 公里，新增 80 个码头泊位，继续改善农村水网地区的渡运条件
第六项	持贫困地区改造建设县城老旧客运站 150 个、乡镇客运综合服务站 1100 个，实现具备条件的建制村通客车全覆盖。

资料来源：国务院网站、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2017 年，国家发展改革委把部分投资交通项目审批权下放到省级政府，其中包含了列入国家批准的相关规划中的新建高速公路项目。审批权的下放提升了新建项目的批复效率，特别对地方政府新建高速公路比较有利。此外，财政部 87 号文鼓励土地储备专项债券和收费公路专项债券的试点，收费公路的融资行为获得政策支持。公路建设产业链审批端和融资端均受益。

表 7: 2017 年国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权

领域	审批事项范围
铁路	列入国家批准的相关规划中非跨省的新建（含增建双线）普通铁路项目，铁路总公司投资为主的由铁路总公司自行决定，地方和社会投资为主的由省级政府审批可行性研究报告，均通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
高速公路	列入国家批准的相关规划中的新建高速公路项目，由省级政府审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
独立公（铁）路桥（隧道）	列入国家批准的相关规划中的跨 10 万吨级及以上航道海域、跨大江大河（现状或规划为一级及以上通航段）的独立公（铁）路桥（隧道）项目，由省级政府审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
科研机构	列入国家批准的相关规划中的交通行业直属院校、科研机构等中央本级非经营项目（使用中央预算内投资 5,000 万元及以上项目除外），由行业部门审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。

资料来源：发改委、国信证券经济研究所分析师归纳整理

重点推荐低估值基建产业链

央企订单再提速，集中度显著提升

作为建筑行业的龙头企业，八大央企订单体量大且增长稳健，2019 年整体订单增速加快提升，平均新签订单增速也达到了 21%，近三年平均复合增长率仅为 15%。

表 8：八大央企 2019 年新签订单平均增速约为 21%

企业名称	2019 年新签订单增速	近三年 CAGR
中国建筑	7%	10%
中国中铁	28%	21%
中国铁建	27%	8%
中国交建	8%	10%
中国中冶	18%	6%
中国电建	12%	12%
葛洲坝	13%	6%
中国化学	57%	48%
平均	21%	15%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

从在手订单来看，截至 2019 年底，八大央企中的五家（中国中铁，中国铁建，中国交建，中国电建，葛洲坝）未完成合同总计达到 10 万亿，同比增长 16.82%，订单收入保障比达到 3.69 倍，创下历史新高。当前央企的在手订单充足，但同时也反映了 2018 年以来去杠杆影响下订单的落地放缓，从而业绩转化偏慢。

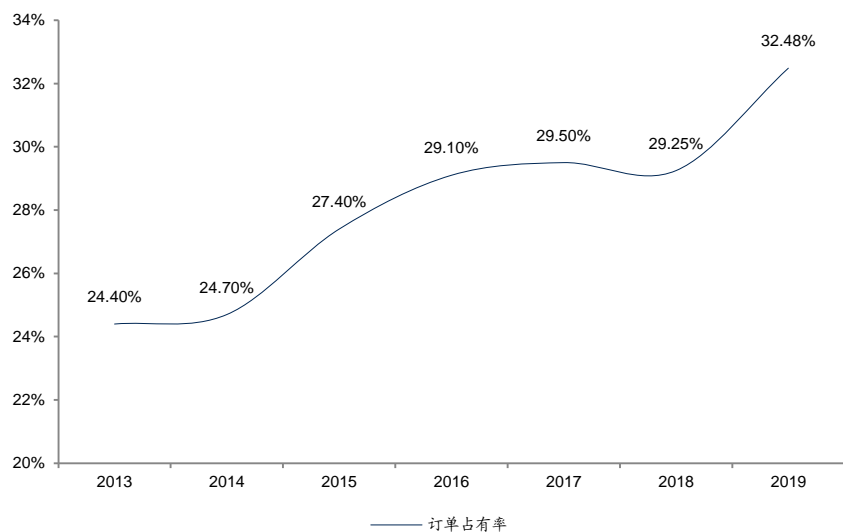
表 9：截至 2019 年底 5 家央企在手订单创下新高

企业名称	2019 年在手订单（亿元）	在手订单同比增速	订单收入保障比
中国中铁	33,612	15.80%	3.96
中国铁建	32,736	20.86%	3.94
中国交建	19,991	18.31%	3.60
中国电建	9,955	8.57%	2.86
葛洲坝	3,138	6.66%	2.85
合计	99,432	16.82%	3.69

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

现阶段建筑行业发展趋于成熟、市场竞争激烈，随着行业整合加速以及落后产能淘汰出清，龙头企业的市场占有率在快速提升。截至 2019 年末，八大央企的新签订单占建筑行业新签订单总额的比例达到 32.48%，比 2018 年提升 3.23pct，再次创下历史新高。

图 44：2019 年八大央企订单占有率提升至 32.48%



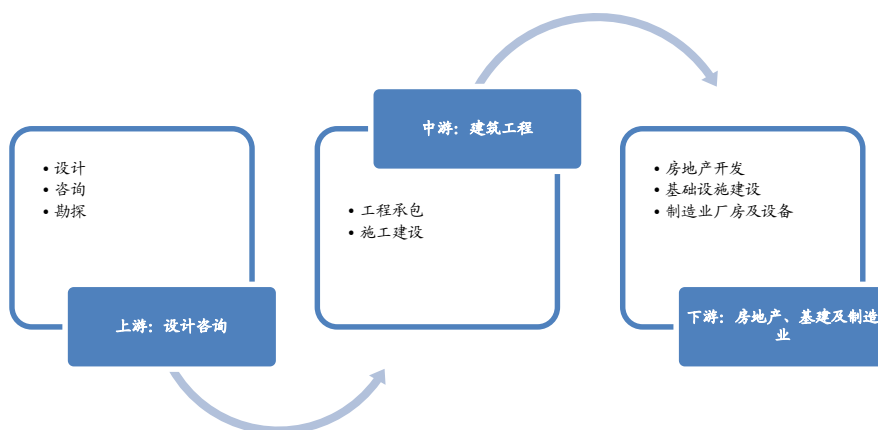
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

设计咨询估值创历史新低

从建筑行业上下游分工来看，设计咨询行业处在行业上游。当有投资建设时，首先会开展勘察、设计及咨询工作，然后按设计图纸等开展施工建设。因此，建筑行业订单的变化，最先会反应到设计咨询行业营收的变化。即当建筑行业订单快速增长的时候，最先受益的将是设计咨询。

苏交科、中设集团等设计龙头有望在建筑行业景气度提升的环境下优先受益，并获得大量订单，继续保持高速增长。

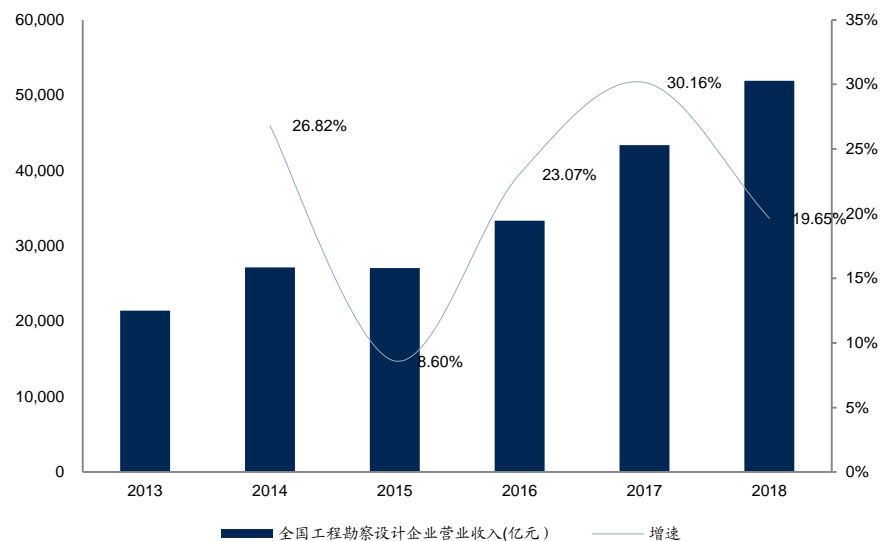
图 45：设计咨询行业处在建筑行业上游



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

根据《2018 年全国工程勘察设计统计公报》，2018 年全国工程勘察设计企业营业收入总计达到 51915.2 亿元，同比增长 19.65%，市场规模巨大。

图 46: 全国勘察设计市场近几年保持较快增长, 市场规模巨大



资料来源: 全国工程勘察设计统计公报, 国信证券经济研究所整理

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。

表 10: 勘察设计行业分类

类型	特点	典型企业及营收规模
部级院	主要是以工程施工为主的大型中央企业及所属工程咨询企业, 具有较强的专业技术水平和丰富的业务经验, 设计力量比较强大, 在全国范围内开展业务	中国交建 (269 亿)、中国中铁 (129 亿)、中国铁建 (145 亿)
省级院	各地省级交通规划设计院、市政设计院等。这些单位主要是为地方交通工程服务, 一般行业覆盖度较宽, 同质性较强, 因此仍存在一定程度的区域化市场特征	苏交科 (70 亿)、中设集团 (42 亿)、勘设股份 (21 亿)、中衡设计 (18 亿)
市级院	市级地方设计院一般规模比较小, 资质范围较窄、等级较低。这些单位业务地域性较强, 通常在固定地域范围内从事相对稳定的业务领域	建科院 (4 亿)、建研院 (4.4 亿)、其他市级研究院 (1 亿左右)

资料来源: 住建部, 国信证券经济研究所整理

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 11：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

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，行业有望迎来中长期机会。建议积极关注建筑板块估值修复机会，重点推荐基建产业链相关标的。

央企估值接近历史底部，在手订单为历史最高水平，随着政策落实，订单有望加快落地，业绩确定性重点推荐低估值央企**中国铁建**、**中国中铁**等。

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**中设集团**、**苏交科**、**勘设股份**等。

表 12：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
601186.SH	中国铁建	1. 业务结构优化，毛利率有所提升 2. 有望受益铁路和城轨获批项目落地 3. 在手订单充沛，受益当前宽信用环境，订单有望加速转化
601390.SH	中国中铁	1. 业绩持续高增长，估值历史低位 2. 债转股降杠杆效果显著，偿债能力持续提升 3. 稳居基建央企龙头，有望受益铁路和城轨获批项目落地 4. 在手订单充沛，受益当前宽信用环境，订单有望加速转化
603018.SH	中设集团	1. 交通工程设计咨询龙头，资质齐全 2. 未来中国交通投资空间依然巨大，公司位于产业链前端优先受益 3. 内生外延深化全国布局，积极拓展环保、地下空间等新业务 4. 管理机制灵活，股权激励保障业绩增长 5. 估值处于历史低位，相比历史估值中枢还有较大的上涨空间
300284.SZ	苏交科	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 3. 当前估值距离历史估值中枢仍有一定的上涨空间
603458.SH	勘设股份	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 4. 市开启新征程，外延有望加速

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