

行业研究 | 行业专题研究 | 建筑材料

Q3 回款改善，资产质量或迎改善机会 ——建筑央企 24Q3 经营表现探讨



| 报告要点

我们选择了整体央企、国际工程企业、地方国企合计 20 家企业作为样本，观察建筑行业整体变化特征。24Q1-3 建筑板块规模增长延续承压、Q3 回款有所改善，我们预计主要系 8、9 月专项债发行提速影响。此外，行业集中度持续提升及海外广阔市场前景应予足够重视。我们认为地方政府化债力度加大或有利于缓解基建项目资金端压力，改善企业回款及资产质量。重视资产质量改善前景及估值优势的建筑央企国企。

| 分析师及联系人



武慧东



吴红艳

SAC: S0590523080005

建筑材料

Q3 回款改善，资产质量或迎改善机会

—建筑央企 24Q3 经营表现探讨

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《建筑材料：24Q3 水泥等有亮点，关注 Q4 供需共振机会》2024.11.04
- 2、《建筑材料：延续低配，加仓优质基建地产链》2024.10.31



扫码查看更多

➤ 建筑央企规模增长延续承压，回款改善

我们选择整体央企/代表地方国企/国际工程企业合计 20 家建筑公司作为样本，2024Q1-3 样本企业新签增长动能减弱，2021 年来收入利润增长中枢持续下移，2024Q1-3 新签/收入/归母净利润增速中位数分别为+3.3%/ -5.0%/ -1.4%；另一方面，2024Q3 现金流压力边际缓解，Q1-3 两金周转继续延长，Q3 末资产负债率延续提升。此外，行业集中度延续稳定略升，样本企业收入及新签份额持续提升，2024Q1-3 收入占比 26% (vs 2023 年 26%)；新签占比 51% (vs 2023 年 50%)。

➤ “一利五率”：国际工程>央企>地方国企

2024Q1-3 “一利五率”指标比较，国际工程>整体央企>地方国企 (>代表优于)；央企利总、回款、负债、ROE 指标均承压。央企方面，2024Q1-3 中国能建 (+10.2%)、中国化学 (+7.0%)、中国交建 (+1.1%) 利润总额增速更快；前三季度 ROE 同比不同程度下降，央企前三为中国建筑/中国化学/中国中铁，分别为 8.7%/6.3%/5.8%，yoy-1.8/-0.3/-1.6pct。营业现金比率延续下降；负债率压力持续提升，央企中仅中国化学、中国核建同比略降；另一方面，研发投入强度及生产效率稳中有升。

➤ 收入利润新签：国际工程增长动能更优

样本企业 2024Q1-3 收入、利润增长均承压，Q3 归母净利润降幅小幅收窄。国际工程及地方国企利润率改善明显，央企整体平稳。2024Q1-3 样本新签增速分化，整体承压，央企增长更稳健。央企中，中国能建/中国化学/中国核建 2024Q1-3 实现收入利润正增长（收入分别 yoy+3.4%/+2.3%/+0.4%，归母净利润分别 yoy+17.3%/+3.1%/+3.1%）。国际工程增长动能更强，利润率明显改善。地方国企收入利润同比均下滑明显，Q2 压力有所缓解。

➤ 回款及负债率：央企营业现金比率降幅明显收窄

样本企业 2024Q1-3 现金流承压，央企营业现金比率降幅较明显收窄，中国核建、中国能建营业现金比率逆势改善。两金周转周期呈拉长态势，地方国企同比放缓幅度最高，央企周转稍弱于国际工程。负债率观察，央企与地方国企资产负债类、有息负债率总体均有一定提升，提升幅度较 24H1 均有所减小，央企提升幅度相对更大，国际工程负债类下降为主且负债结构优化，有息负债率同比降幅较大。

➤ 投资建议：重视资产质量改善前景及估值优势

24Q1-3 建筑板块规模增长延续承压、Q3 回款有所改善，我们预计主要系 8、9 月专项债发行提速影响。此外，行业集中度持续提升及海外广阔市场前景应予足够重视。我们认为地方政府化债力度加大或有利于缓解基建项目资金端压力，改善企业回款及资产质量。建议关注两类标的：1) 估值低、较好分红且更受益化债政策的央企，如中国建筑、中国交建等；2) 积极转型变革及海外市场持续突破的企业如中材国际、中钢国际、中国化学、北方国际等。

风险提示：基建&地产投资偏弱，新能源&化工业务拓展进度偏慢，“一带一路”订单落地不及预期，央企、国企改革提效进度不及预期。

正文目录

1. 整体：规模增长延续承压，回款改善	4
1.1 24Q3 增长延续承压，样本企业份额提升	4
1.2 24Q1-3 经营回款两金周转承压，24Q3 有所改善	6
2. 细分：主要指标边际改善，国际工程增长更优	7
2.1 “一利五率”：国际工程>央企>地方国企	7
2.2 收入利润新签：分化较大，国际工程增长动能更优	8
2.3 现金流：24Q1-3 营收现金比率同比下降，降幅有所收窄	11
2.4 负债率：央企与地方国企均提升，国际工程下降	12
2.5 两金周转：周期均拉长，地方国企压力更大	13
3. 投资建议：重视资产质量改善前景及估值优势	14
4. 风险提示	18

图表目录

图表 1：样本建筑企业新签及增速	5
图表 2：样本建筑企业单季度新签及增速	5
图表 3：样本建筑企业营业总收入及增速	5
图表 4：样本建筑企业归母净利及增速	5
图表 5：样本建筑企业单季度营业总收入及增速	5
图表 6：样本建筑企业单季度归母净利及增速	5
图表 7：样本建筑企业经营活动现金流情况	6
图表 8：样本建筑企业投资活动现金流情况	6
图表 9：样本建筑企业近年资产负债率变化	7
图表 10：样本建筑企业近年两金周转周期变化	7
图表 11：样本建筑企业“一利五率”	8
图表 12：样本建筑企业 2024Q1-3 及 2024Q3 收入及净利增长情况	9
图表 13：样本建筑企业 2024Q1-3 及 2024Q3 单季度利润率	10
图表 14：样本建筑企业累计新签订单及增速	11
图表 15：样本建筑企业 2024Q1-3 现金流情况	12
图表 16：样本建筑企业 2024Q3 末负债率情况	13
图表 17：样本建筑企业 2024Q1-3 两金周转情况	14
图表 18：样本建筑企业盈利预测与估值	15
图表 19：样本建筑企业 2024H1 分红比例、股息率	16
图表 20：申万建筑行业 2014 年以来 PE_TTM 变化	16
图表 21：申万建筑行业 2014 年以来 PB_LF 变化	16
图表 22：样本建筑企业 2014 年以来 PE_TTM 均值变化	17
图表 23：样本建筑企业 2014 年以来 PB_LF 均值变化	17

1. 整体：规模增长延续承压，回款改善

我们选取整体上市的建筑央企及主要国际工程、代表地方国企，包括中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国能建、中国化学、中国中冶、中国核建、中材国际、北方国际、中钢国际、中工国际、山东路桥、四川路桥、安徽建工、陕建股份、重庆建工、隧道股份、上海建工作为样本建筑企业(后文简称“样本企业”)，通过分析样本企业 2024 年三季报情况，观察行业动态变化。

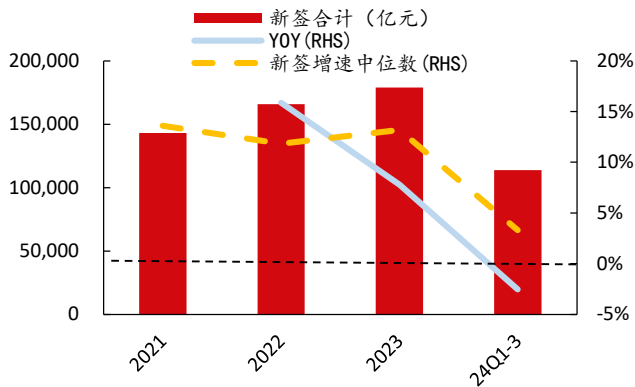
1.1 24Q3 增长延续承压，样本企业份额提升

样本建筑企业 24Q1-3 增长压力边际加大，2024Q1-3 新签、收入、归母净利增速中位数分别为 3.3%、-5.0%、-1.4%，行业集中度则延续提升。

样本企业 2024Q1-3 新签合同 11.4 万亿元，yoy-2.5%，样本企业新签增速中位数为 3.3%。2024Q1-2024Q3 样本建筑企业单季度新签增速分别为+6.2%/-6.5%/-8.2%，增速中位数分别为+2.4%/-7.1%/+2.9%。总体看近年样本建筑企业新签增幅呈持续放缓态势，增速中枢持续下移，2024Q3 新签同比降幅有所扩大。样本企业新签占建筑业新签比例近年持续提升，2023 年及 2024Q1-3 占比分别为 50%/51% (vs 2021 年/2022 年分别为 42%/45%)。

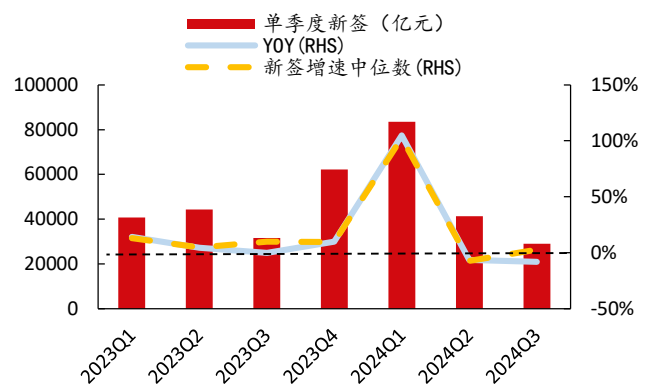
样本企业 2024Q1-3 收入合计 5.7 万亿元，yoy-4.7%，增速中位数-5.0%；归母净利 1,335 亿元，yoy-10.4%，增速中位数-1.4%。样本企业 2024Q1-2024Q3 单季度整体收入增速分别为+1.6%/-7.2%/-8.2%，中位数分别为+0.4%/-6.0%/-8.8%；整体归母净利增速分别为-1.8%/-16.1%/-12.8%，中位数分别为+1.6%/-10.7%/-1.7%。样本企业收入占建筑业总产值比例整体持续提升，2023 年及 2024Q1-3 分别为 26%/26%(vs2021 年/2022 年分别为 24%/25%)。样本企业收入和利润增速自 2022 年以来持续放缓，2023 年及 2024Q1-3 增长动能总体偏弱，且近期转为下降，我们认为原因或为项目资金到位情况不理想及地产等需求景气度欠佳的传导影响等。

图表1：样本建筑企业新签及增速



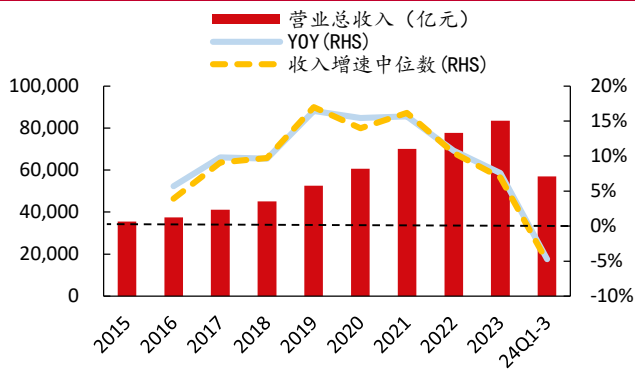
注：陕建股份21年缺增速数据；
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：样本建筑企业单季度新签及增速



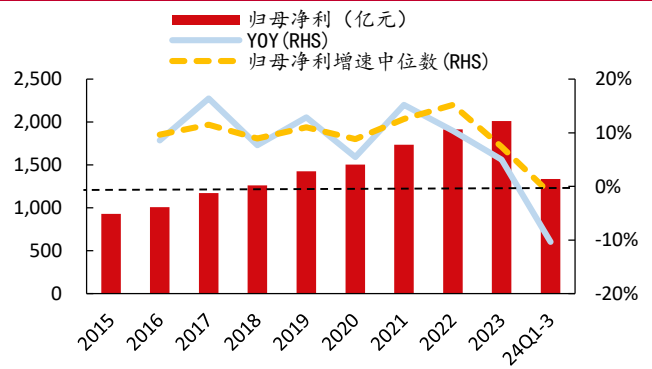
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3：样本建筑企业营业总收入及增速



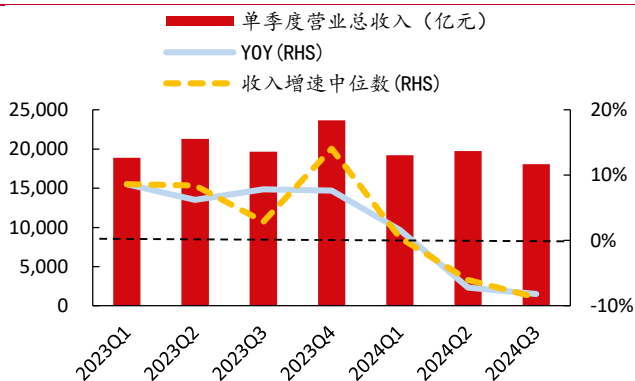
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：样本建筑企业归母净利润及增速



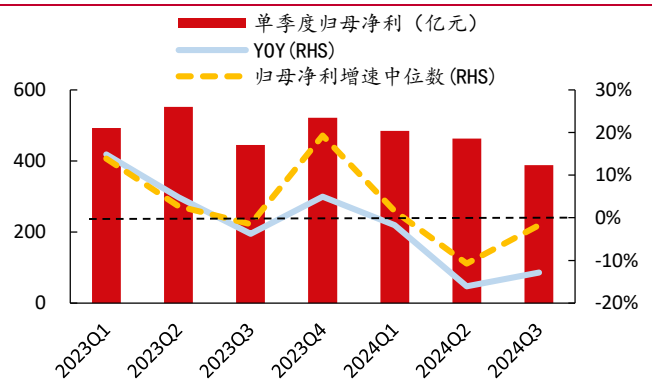
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：样本建筑企业单季度营业总收入及增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：样本建筑企业单季度归母净利润及增速

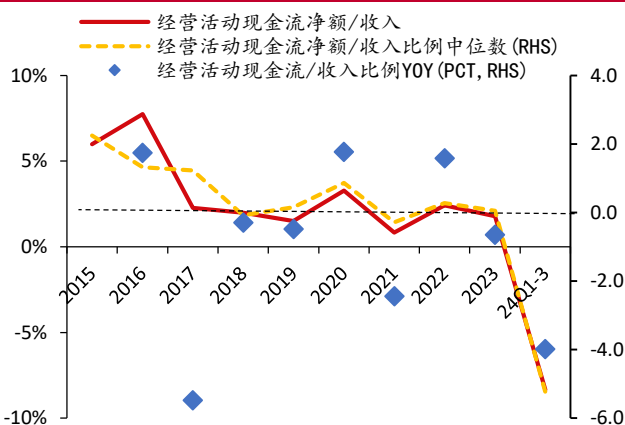


资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 24Q1-3 经营回款两金周转承压，24Q3 有所改善

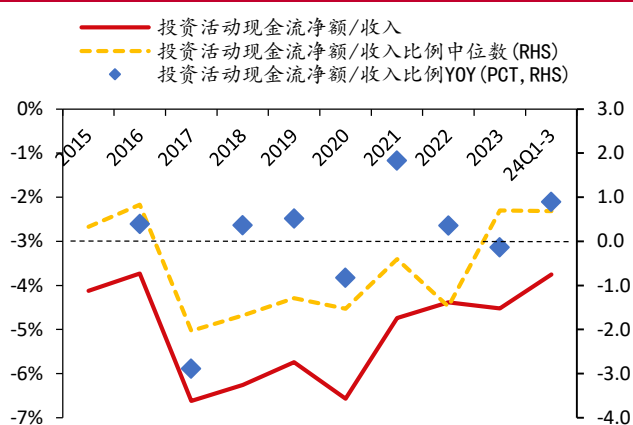
现金流 24Q3 有一定改善，样本建筑企业 2024Q3 经营活动、投资活动现金流净流出规模同比均有所收窄。样本企业 2023 年及 2024Q1-3 营业现金比率（经营活动现金流净额/收入）比例分别为 1.8%/-8.3%，分别 yoy-0.6/-4.0pct；投资活动现金流净额/收入比例分别为-4.5%/-3.8%，分别 yoy-0.1/+0.9pct。2024Q1-3 整体经营活动现金流同比多流出 2,147 亿元至净流出 4,758 亿元，整体投资活动现金流同比少流出 639 亿元至净流出 2,141 亿元。样本企业 2024Q1-3 经营活动现金流净流出同比延续增加，但单 24Q3 有所改善（单 24Q3 经营活动现金流同比多流入 144 亿元），结合收入增长压力，我们预计样本企业对经营回款表现更加重视；投资活动现金流净流出规模近年持续收窄，反映对其更严格的资产负债表表现管理及更审慎的投资决策。

图表7：样本建筑企业经营活动现金流情况



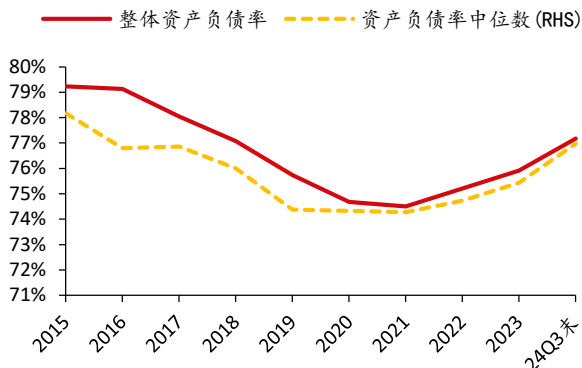
注：现金流及收入口径为样本建筑企业加总；
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：样本建筑企业投资活动现金流情况

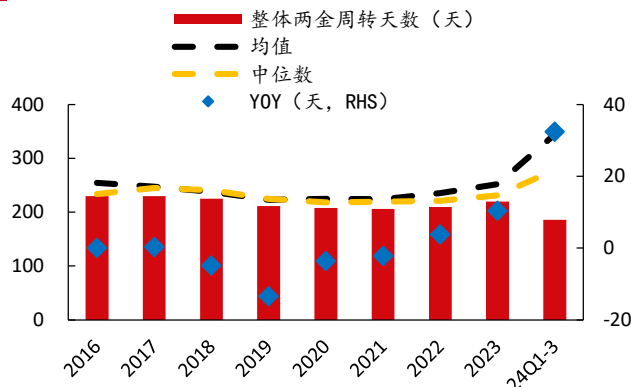


注：现金流及收入口径为样本建筑企业加总；
资料来源：Wind，国联证券研究所

样本建筑企业 24Q3 末资产负债率同比延续提升，24Q1-3 两金周转同比继续延长。样本建筑企业 2023 年末及 2024Q3 末资产负债率分别为 75.9%、77.2%，分别 yoy+0.7、+0.9pct；资产负债率中位数分别为 75.4%/77.0%，yoy+0.7/+0.7pct。整体上资产负债率在 2020 年到达阶段底部位置后近年呈持续小幅提升态势，2024 年以来上升较多。2023 年及 2024Q1-3 两金（应收账款+存货+合同资产）周转天数分别为 220、186 天，分别 yoy+10、+32 天，2022 年以来周转速度呈小幅放缓态势。

图表9：样本建筑企业近年资产负债率变化


注：资产负债率=样本企业总负债/样本企业总资产；
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：样本建筑企业近年两金周转周期变化


注：两金为应收账款、存货+合同资产；指标为加总口径计算；
资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 细分：主要指标边际改善，国际工程增长更优

2.1 “一利五率”：国际工程>央企>地方国企

一利五率比较：国际工程>央企>地方国企；2024Q1-3 央企关键指标均承压。2023年国资委进一步优化中央企业经营指标体系为“一利五率”¹，相较此前的“两利四率”，增加ROE、营业现金比率作为考核指标。建筑央企2024Q1-3“一利五率”指标整体承压。具体来看，利润总额增速前三为中国能建(+10.2%)、中国化学(+7.0%)、中国交建(+1.1%)。ROE同比不同程度下降，前三季度ROE前三为中国建筑、中国化学、中国中铁，分别为8.7%、6.3%、5.8%，yoy分别-1.8、-0.3、-1.6pct。营业现金比率下降为主、且总体降幅偏大，仅中国核建、中国能建小幅提升。资产负债率同比提升为主，央企中仅中国化学、中国核建同比小幅下降（分别yoy-1.0/-1.0pct至70.0%/81.2%）。研发经费投入强度稳中有升，中国核建、中国能建、中国铁建提升幅度靠前。全员劳动生产率整体提升，中国建筑、中国中铁、中国能建同比提升幅度靠前。国际工程企业利润总额增长动能相对有优势，ROE整体平稳、资产负债率有所压降、研发投入强度小幅提升，主要指标优于整体建筑央企。地方国企“一利五率”主要指标表现则逊于央企。

¹ 2023年中央企业“一利五率”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。

图表11：样本建筑企业“一利五率”

公司简称	利润总额		ROE		营业现金比率		资产负债率		研发经费投入强度		全员劳动生产率	
	2024Q1-3	yoy	2024Q1-3	yoy	2024Q1-3	yoy	2024Q1-3	yoy	2024Q1-3	yoy	2023	yoy
建筑央企												
中国建筑	650	-8.1%	8.7%	-1.8	-4.7%	-3.8	76.2%	1.4	1.5%	0.2	592	10.1%
中国中铁	272	-15.0%	5.8%	-1.6	-8.7%	-4.9	77.0%	2.8	2.0%	-0.1	422	8.7%
中国铁建	238	-14.2%	4.9%	-1.4	-11.7%	-6.4	76.8%	1.2	2.0%	0.2	425	4.6%
中国交建	256	1.1%	5.2%	-0.4	-14.4%	-5.3	75.2%	0.0	3.2%	0.1	524	10.7%
中国电建	141	-5.2%	5.3%	-0.6	-11.0%	-2.5	79.0%	1.1	3.3%	0.1	369	5.7%
中国能建	85	10.2%	3.2%	0.2	-4.2%	0.9	77.6%	0.9	2.8%	0.4	347	8.7%
中国化学	50	7.0%	6.3%	-0.3	-4.2%	-1.6	70.0%	-1.0	3.0%	0.1	367	8.2%
中国中冶	89	-29.7%	4.4%	-1.1	-7.5%	-2.6	74.7%	0.2	2.9%	0.0	638	6.0%
中国核建	23	-3.9%	4.6%	-0.4	-17.3%	3.0	81.2%	-1.0	2.7%	0.4	243	5.1%
国际工程												
中材国际	25	1.4%	10.2%	-0.9	-0.8%	-0.8	61.0%	-1.8	3.6%	0.4	301	7.0%
北方国际	9	-1.7%	8.4%	0.1	-3.2%	-1.5	59.0%	1.1	0.4%	0.0	1,105	58.2%
中钢国际	9	22.4%	7.8%	0.6	-31.6%	-26.0	67.0%	-8.9	1.7%	0.2	1,438	47.8%
中工国际	5	-10.9%	2.8%	-0.3	-19.6%	-10.8	50.7%	0.7	4.3%	0.5	288	28.2%
地方国企												
山东路桥	21	-8.9%	6.2%	-1.4	-14.1%	-6.2	77.3%	-0.9	2.4%	0.0	244	5.3%
四川路桥	59	-36.8%	10.5%	-6.9	-7.8%	-0.4	79.5%	1.2	2.0%	-0.6	632	23.4%
安徽建工	17	-12.3%	6.9%	-1.5	-9.7%	-9.9	85.9%	0.7	2.4%	0.3	501	13.0%
陕建股份	40	-5.0%	10.1%	-2.3	-8.3%	-2.2	88.1%	-1.3	1.3%	0.7	529	17.6%
重庆建工	0	-103.4%	-0.6%	-2.8	-6.0%	-3.7	89.9%	0.8	0.5%	0.2	318	15.5%
隧道股份	21	1.9%	4.7%	-0.7	5.6%	4.8	77.0%	-0.7	4.4%	0.5	413	17.3%
上海建工	23	9.4%	3.0%	-0.1	-10.0%	-7.5	85.8%	0.4	3.3%	0.0	594	5.7%
均值	-	-	5.9%	-1.2	-9.5%	-4.4	75.4%	-0.2	2.5%	0.1	515	9.7%
中位数	33	-5.1%	5.6%	-0.8	-8.5%	-3.2	77.0%	0.5	2.5%	0.1	423	6.8%

注：利润总额单位为亿元；全员劳动生产率指标为人均创收，单位为万元；ROE、营业现金比率、资产负债率、研发经费投入强度 yoy 单位均为 pct；资产负债率为 2024H1 末数据；

资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 收入利润新签：分化较大，国际工程增长动能更优

收入利润规模增长动能国际工程>央企>地方国企，地方国企表现分化较大。分板块观察样本企业的收入利润增长情况，主要有几个特点：（1）建筑整体央企收入、利润增长均承压，中国能建、中国化学、中国核建 2024Q1-3 实现收入利润正增长（三企业 2024Q1-3 收入 yoy 分别+3.4%、+2.3%、+0.4%，归母净利 yoy 分别为+17.3%、+3.1%、+3.1%），中国中冶因地产存货及应收减值计提力度继续加大致利润负增较多；中国中铁、中国铁建利润延续较大幅度下滑。中国核建利润增速较快，主要受益于核电工程景气度上行，核电业务收入高增长、毛利率明显改善。中国能建收入与归母净利润增长主要系新能源业务收入较快增长、盈利能力稳步提升。中国化学毛利率持续提升，业绩环比明显改善。（2）国际工程企业增长动能更强。其中，中钢国际 2024Q1-3 归母净利 yoy+30.4%，预计海外业务毛利率提升较多；北方国际归母净利 yoy+9.7%，盈利能力明显改善，预计一体化项目贡献较好；中材国际在国内水泥行业盈利低迷的背景下增长有韧性。（3）地方国企收入降幅总体大于央企，利润增幅有所分化，上海建工、山东路桥、隧道股份实现归母净利正增长。

图表12：样本建筑企业 2024Q1-3 及 2024Q3 收入及净利增长情况

公司简称	收入				归母净利				扣非归母净利				
	2024Q1-3	yoy	2024Q3	yoy	2024Q1-3	yoy	2024Q3	yoy	2024Q1-3	yoy	2024Q3	yoy	
建筑央企	中国建筑	16,265	-2.7%	4,819	-13.6%	397.0	-9.0%	102.5	-30.2%	370.2	-9.8%	100.7	-31.1%
	中国中铁	8,203	-7.3%	2,758	-6.1%	205.7	-14.3%	62.9	-19.1%	190.1	-15.9%	59.2	-19.7%
	中国铁建	7,581	-6.0%	2,420	-8.8%	157.0	-19.2%	37.9	-34.3%	147.8	-19.8%	36.2	-34.5%
	中国交建	5,366	-2.3%	1,792	-1.7%	162.7	-0.6%	48.8	-0.6%	135.2	-11.5%	29.0	-32.9%
	中国电建	4,263	1.2%	1,410	0.9%	88.1	-7.2%	24.7	-9.0%	79.2	-14.4%	16.8	-36.5%
	中国能建	2,951	3.4%	1,009	8.2%	36.0	17.3%	8.2	97.9%	28.5	-1.4%	5.2	-3.4%
	中国化学	1,347	2.3%	437	8.4%	38.4	3.1%	10.0	28.6%	38.8	4.7%	8.3	9.4%
	中国中冶	4,126	-11.7%	1,138	-14.4%	68.3	-16.5%	26.8	177.5%	56.2	-29.3%	24.0	148.4%
	中国核建	789	0.4%	243	1.2%	14.6	3.1%	5.0	-3.5%	15.2	10.6%	4.9	-6.0%
国际工程	中材国际	317	0.7%	108	-1.1%	20.6	2.9%	6.6	4.2%	20.5	2.2%	6.5	-5.1%
	北方国际	141	-3.5%	37	-12.3%	7.6	9.7%	2.2	15.9%	7.4	5.2%	2.2	5.1%
	中钢国际	126	-26.6%	35	-45.4%	6.4	30.4%	2.2	48.7%	5.8	32.6%	2.1	42.7%
	中工国际	86	0.4%	31	-8.8%	3.2	-7.3%	0.5	-33.3%	2.3	-49.4%	0.4	-63.5%
地方国企	山东路桥	427	-6.3%	142	-1.2%	14.6	3.5%	4.4	52.5%	13.1	2.8%	4.0	49.2%
	四川路桥	719	-19.7%	261	13.2%	47.7	-38.4%	15.8	-24.9%	47.0	-39.1%	15.5	-26.8%
	安徽建工	540	-10.0%	205	-8.7%	9.6	-9.6%	3.5	-14.4%	8.6	-21.9%	2.9	-25.7%
	陕建股份	1,018	-18.1%	348	-13.3%	29.7	-2.2%	13.9	55.6%	26.6	-8.7%	13.0	47.7%
	重庆建工	201	-37.7%	45	-60.3%	-0.5	-128.1%	-0.3	-150.9%	-1.5	-180.1%	-0.6	-185.3%
	隧道股份	429	-8.6%	149	-23.2%	15.0	0.4%	7.1	-0.1%	13.0	-8.5%	6.2	-11.1%
	上海建工	2,140	-4.0%	680	-13.5%	13.5	4.3%	5.2	-2.7%	7.9	0.2%	0.9	-45.7%
	均值	-	-7.8%	-	-10.0%	-	-8.9%	-	7.9%	-	-17.6%	-	-11.2%
	中位数	-	-5.0%	-	-8.8%	-	-1.4%	-	-1.7%	-	-9.3%	-	-15.4%

注：金额单位均为亿元；

资料来源：Wind，国联证券研究所

利润率：国际工程及地方国企改善较好，央企相对平稳，地方国企表现分化较大。 2024Q1-3 年样本建筑企业毛利率与归母净利率中位数分别为 11.5%/2.7%，分别 yoy+0.2/0.0pct，2024Q3 毛利率与归母净利率中位数分别为 11.2%/2.3%，分别 yoy-0.2/+0.1pct。建筑整体央企利润率相对平稳，其中中国化学利润率同比改善较多，2024Q1-3 及单 2024Q3 毛利率 yoy 分别+0.9、+0.5pct 至 9.1%、8.4%，归母净利率 yoy 分别+0.0、+0.4pct 至 2.9%、2.3%。国际工程企业利润率提升幅度较大，2024Q1-3 及单 2024Q3 毛利率、归母净利率均同比改善，其中中钢国际利润率改善幅度最大（2024Q1-3/2024Q3 毛利率、净利率分别为 12.4%/14.8%、5.1%/6.2%，yoy 分别+3.8/+6.5pct、+2.2/+4.0pct）。24Q1-3 地方国企整体利润率小幅提升，24Q1-3 地方国企样本毛利率、净利率中位数分别为 11.6%/2.9%，分别 yoy+0.2/0.1pct，另一方面地方国企改善幅度有较大分化。

图表13：样本建筑企业 2024Q1-3 及 2024Q3 单季度利润率

公司简称	毛利率				归母净利率				
	2024Q1-3	yoy	2024Q3	yoy	2024Q1-3	yoy	2024Q3	yoy	
建筑央企	中国建筑	8.8%	-0.1	7.4%	-0.3	2.4%	-0.2	2.1%	-0.5
	中国中铁	8.8%	-0.3	8.7%	-0.9	2.5%	-0.2	2.3%	-0.4
	中国铁建	9.2%	0.0	9.2%	-0.5	2.1%	-0.3	1.6%	-0.6
	中国交建	11.5%	0.3	11.3%	-1.0	3.0%	0.1	2.7%	0.1
	中国电建	12.4%	0.1	12.7%	-0.2	2.1%	-0.2	1.8%	-0.2
	中国能建	11.5%	0.6	10.3%	-0.7	1.2%	0.1	0.8%	0.4
	中国化学	9.1%	0.9	8.4%	0.5	2.9%	0.0	2.3%	0.4
	中国中冶	9.0%	-0.2	9.0%	-0.1	1.7%	-0.1	2.4%	1.6
	中国核建	10.2%	0.0	11.0%	-0.5	1.8%	0.0	2.1%	-0.1
国际工程	中材国际	18.9%	0.2	17.8%	-1.3	6.5%	0.1	6.1%	0.3
	北方国际	11.7%	1.6	16.2%	4.1	5.4%	0.6	5.9%	1.4
	中钢国际	12.4%	3.8	14.8%	6.5	5.1%	2.2	6.2%	4.0
	中工国际	17.2%	0.1	17.4%	1.0	3.8%	-0.3	1.7%	-0.6
地方国企	山东路桥	12.3%	0.2	12.6%	0.7	3.4%	0.3	3.1%	1.1
	四川路桥	15.8%	-1.3	15.5%	-4.3	6.6%	-2.0	6.0%	-3.1
	安徽建工	12.2%	0.6	11.4%	-0.3	1.8%	0.0	1.7%	-0.1
	陕建股份	10.7%	1.5	11.5%	2.0	2.9%	0.5	4.0%	1.8
	重庆建工	6.8%	1.5	9.4%	4.3	-0.3%	-0.8	-0.7%	-1.3
	隧道股份	11.6%	-0.2	5.4%	-6.6	3.5%	0.3	4.8%	1.7
	上海建工	8.2%	0.0	9.4%	1.1	0.6%	0.1	0.8%	0.1
	均值	11.4%	0.5	11.5%	0.2	3.0%	0.0	2.9%	0.3
中位数	11.5%	0.2	11.2%	-0.2	2.7%	0.0	2.3%	0.1	

注：yoy 单位均为 pct；

资料来源：Wind，国联证券研究所

新签：2024Q3 增速中位数重回正增，样本企业延续分化。2024Q1-3 样本企业新签增速中位数 3.3%，样本建筑央企/国际工程/地方国企新签增速中位数分别为 5.0%/2.7%/2.2%。2024Q1-3 建筑整体央企中新签增速前五企业分别为中国核建 (+11.2%)、中国交建 (+9.3%)、中国建筑 (+7.9%)、中国电建 (+5.4%)、中国能建 (+5.0%)；国际工程企业中，中工国际新签订单增速领先，yoy+16.3%；建筑地方国企样本企业新签同比增速超 10% 有两家企业，分别为山东路桥 (+11.8%)、重庆建工 (11.1%)，部分企业下降较多。2024Q1/Q2/Q3 样本建筑企业单季度新签订单增速中位数分别为 2.4%/-7.1%/+2.9%，单季度新签中位数重回正增长，企业间表现分化较大。

图表14：样本建筑企业累计新签订单及增速

公司简称	新签合同额(亿元)					YoY					
	2024Q1-3	2024H1	2023	2022	2021	2024Q1-3	2024H1	2023	2022	2021	
建筑央企	中国建筑	29,874	22,882	38,727	35,015	31,074	7.9%	13.7%	10.6%	12.7%	12.2%
	中国中铁	15,279	10,785	31,006	30,324	27,293	-15.2%	-15.3%	2.2%	11.1%	4.7%
	中国铁建	14,734	11,006	32,939	32,450	28,197	-17.5%	-19.0%	1.5%	15.1%	10.4%
	中国交建	12,805	9,609	17,532	15,423	12,679	9.3%	8.4%	14.0%	21.6%	18.9%
	中国电建	8,611	6,489	11,428	10,092	7,803	5.4%	7.5%	13.2%	29.3%	15.9%
	中国能建	9,889	7,386	12,837	10,491	8,726	5.0%	14.3%	22.4%	20.2%	51.0%
	中国化学	2,841	2,036	3,268	2,969	2,698	0.1%	10.0%	10.0%	10.1%	7.4%
	中国中冶	8,917	6,778	14,248	13,456	12,048	-9.1%	-6.1%	5.9%	11.7%	30.9%
	中国核建	1,067	766	1,509	1,390	n/a	11.2%	17.1%	8.5%	12.0%	n/a
国际工程	中材国际	528	371	616	515	510	1.1%	-8.6%	18.0%	0.5%	18.0%
	北方国际	8	7.3	26	21	7	-61.2%	-64.2%	27.1%	190.0%	-60.4%
	中钢国际	151	97	193	184	277	4.4%	3.5%	4.7%	-33.5%	-3.8%
	中工国际	159	114	220	195	199	16.3%	13.1%	13.1%	-2.3%	-1.0%
地方国企	山东路桥	747	468	1,127	921	868	11.8%	-11.8%	22.3%	6.2%	84.1%
	四川路桥	776	591	1,685	1,403	1,002	-18.8%	-20.0%	20.1%	40.1%	153.4%
	安徽建工	1,038	723	1,511	1,327	759	2.2%	-3.4%	13.8%	74.9%	21.0%
	陕建股份	2,398	1,738	3,964	3,941	3,143	-6.2%	-13.5%	0.6%	25.4%	n/a
	重庆建工	401	300	563	290	632	11.1%	3.8%	94.4%	-54.2%	1.2%
	隧道股份	657	461	954	836	777	9.5%	9.1%	14.1%	7.6%	12.8%
	上海建工	2,778	2,066	4,318	4,517	4,425	-9.2%	0.6%	-4.4%	2.1%	14.4%
	均值	-	-	-	-	-	-2.1%	-3.0%	15.6%	20.0%	21.7%
	中位数	-	-	-	-	-	3.3%	2.0%	13.2%	11.8%	13.6%

注：北方国际新签订单单位为亿美元，其余均为亿元；
资料来源：Wind，国联证券研究所

2.3 现金流：24Q1-3 营收现金比率同比下降，降幅有所收窄

样本企业营收现金比率同比下降较多，其中中国核建、中国能建营业现金比率**逆势改善**。整体建筑央企 2024Q1-3 营业现金比率总体下降较多，降幅相较 2024H1 有较明显收窄（央企样本 24H1/24Q1-3 营收现金比率均值分别 yoy-5.4/-2.6pct，24H1/24Q1-3 营收现金比率中位数分别 yoy-7.7/-3.5pct），其中中国核建、中国能建同比改善明显（24Q1-3 营业现金比率分别 yoy+3.0/+0.9pct 至-17.3%/-4.2%）；国际工程及地方国企营业现金比率同比下降为主，地方国企降幅亦收窄，幅度略低于央企（地方国企样本 24H1/24Q1-3 营收现金比率均值分别 yoy-7.7/-3.6pct，24H1/24Q1-3 营收现金比率中位数分别 yoy-7.2/-5.7pct）。

图表15：样本建筑企业 2024Q1-3 现金流情况

公司简称	营业现金比率		投资活动现金流净额/收入		
	2024Q1-3	yoy	2024Q1-3	yoy	
建筑央企	中国建筑	-4.7%	-3.8	-0.8%	0.4
	中国中铁	-8.7%	-4.9	-4.5%	1.3
	中国铁建	-11.7%	-6.4	-4.8%	0.1
	中国交建	-14.4%	-5.3	-4.1%	5.1
	中国电建	-11.0%	-2.5	-9.9%	4.9
	中国能建	-4.2%	0.9	-13.5%	-5.4
	中国化学	-4.2%	-1.6	-0.9%	1.5
	中国中冶	-7.5%	-2.6	-0.7%	0.0
	中国核建	-17.3%	3.0	-1.0%	0.0
	国际工程	中材国际	-0.8%	-0.8	-2.7%
北方国际		-3.2%	-1.5	-3.7%	-0.4
中钢国际		-31.6%	-26.0	0.0%	-7.8
中工国际		-19.6%	-10.8	-0.7%	0.3
地方国企	山东路桥	-14.1%	-6.2	-4.9%	10.5
	四川路桥	-7.8%	-0.4	-7.2%	-0.3
	安徽建工	-9.7%	-9.9	-8.1%	3.8
	陕建股份	-8.3%	-2.2	-1.1%	0.3
	重庆建工	-6.0%	-3.7	-1.5%	-0.7
	隧道股份	5.6%	4.8	1.7%	5.3
	上海建工	-10.0%	-7.5	-2.0%	-0.1
	均值	-9.5%	-4.4	-3.5%	0.5
中位数	-8.5%	-3.2	-2.3%	0.1	

注：yoy 单位均为 pct；营业现金比率=经营活动现金流净额/收入；
 资料来源：Wind，国联证券研究所

2.4 负债率：央企与地方国企均提升，国际工程下降

建筑整体央企与地方国企资产负债率有提升压力，但负债率提升压力较 24H1 末有所减小，国际工程带息负债比率同比下降。建筑整体央企与地方国企 2024Q3 末资产负债率、有息负债率总体均有一定提升，央企提升幅度相对更大，一定程度反应净现金流压力。国际工程资产负债率下降为主，同时有息负债率同比降幅较大。24Q3 末央企/国际工程企业/地方国企资产负债率中位数分别为 76.8%/60.0%/85.8%，分别 yoy+1.7/-0.3/+0.6pct，负债率同比提升幅度较 24H1 末有所减小。

图表16：样本建筑企业2024Q3末负债率情况

	公司简称	资产负债率		有息负债比率	
		2024Q1-3	yoy	2024Q1-3	yoy
建筑央企	中国建筑	76.2%	1.4	27.0%	-0.1
	中国中铁	77.0%	2.8	24.7%	-1.0
	中国铁建	76.8%	1.2	28.1%	6.6
	中国交建	75.2%	0.0	34.2%	-0.3
	中国电建	79.0%	1.1	40.3%	1.7
	中国能建	77.6%	0.9	33.3%	1.9
	中国化学	70.0%	-1.0	6.3%	-2.0
	中国中冶	74.7%	0.2	13.1%	-0.7
	中国核建	81.2%	-1.0	35.5%	-0.2
国际工程	中材国际	61.0%	-1.8	11.2%	-0.2
	北方国际	59.0%	1.1	25.8%	-3.5
	中钢国际	67.0%	-8.9	3.8%	-2.1
	中工国际	50.7%	0.7	6.4%	-1.7
地方国企	山东路桥	77.3%	-0.9	23.3%	0.4
	四川路桥	79.5%	1.2	34.7%	3.7
	安徽建工	85.9%	0.7	37.0%	0.9
	陕建股份	88.1%	-1.3	12.6%	1.4
	重庆建工	89.9%	0.8	22.3%	0.8
	隧道股份	77.0%	-0.7	22.0%	-2.2
	上海建工	85.8%	0.4	24.2%	0.1
	均值	75.4%	-0.2	23.3%	0.2
中位数	77.0%	0.5	24.5%	-0.1	

注：yoy 单位均为 pct；资产负债率及有息负债比率均为期末数据；
资料来源：Wind，国联证券研究所

2.5 两金周转：周期均拉长，地方国企压力更大

两金周转均有所放缓，国际工程表现优于央企，地方国企周转天数大幅增加。2024Q1-3 样本建筑企业两金周转天数同比增加较多，含合同资产的存货周转天数增加贡献了更多增量。具体看，地方国企周转天数同比大幅增加，建筑整体央企、国际工程周转天数同比亦有明显拉长。24Q1-3 建筑央企/国际工程/地方国企两金周转天数中位数分别为 258/193/462 天，分别 yoy+58/+48/+102 天。

图表17：样本建筑企业 2024Q1-3 两金周转情况

公司简称	两金周转天数 (天)		应收账款周转天数 (天)		存货周转天数 (天)		
	2024Q1-3	yoy	2024Q1-3	yoy	2024Q1-3	yoy	
建筑央企	中国建筑	275	47	51	14	223	33
	中国中铁	256	77	67	23	189	54
	中国铁建	305	36	64	12	241	24
	中国交建	228	28	63	8	165	20
	中国电建	194	17	78	2	116	15
	中国能建	283	28	80	1	203	27
	中国化学	186	23	62	7	124	16
	中国中冶	258	63	99	37	159	27
	中国核建	430	52	151	6	280	46
国际工程	中材国际	206	38	92	15	114	24
	北方国际	127	32	74	6	53	25
	中钢国际	180	57	108	46	72	12
	中工国际	323	12	171	11	151	1
地方国企	山东路桥	539	150	102	32	437	119
	四川路桥	452	141	79	22	373	118
	安徽建工	462	102	242	78	219	24
	陕建股份	722	194	442	112	279	82
	重庆建工	818	332	279	122	539	210
	隧道股份	425	83	134	11	290	72
	上海建工	224	0	80	8	144	-8
	均值	344	76	126	29	219	47
	中位数	279	49	86	13	196	26

注：存货周转天数计算中同时考虑合同资产；

资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 投资建议：重视资产质量改善前景及估值优势

建筑板块及样本建筑企业估值整体处于近 10 年底部区域，部分企业进行上市以来首次中期分红，其中四川路桥、安徽建工、中国建筑、中国铁建当前股息率超 4%。建筑央企估值整体处于历史底部位置附近，除中国核建、中国能建外，建筑整体央企 PB(LF) 均明显低于 1.0 倍；除中国交建、中国电建、中国能建外，建筑整体央企 PB_1f 近 10 年分位均在 20% 内，估值相对较低。样本地方国企除四川路桥外，PB_1f 估值及分位均在近 10 年较低位置。国资委于 2024 年 1 月 24 日国务院新闻办公室举行的发布会上表示“着力提高央企控股上市公司质量，强化投资者回报”，部分建筑企业积极响应并实施首次中期分红。建筑整体央企中，中国交建、中国能建 24H1 中期分红比例为 20.0%、18.7% (vs 2023 年全年分别为 20.0%、13.6%)；地方国企中隧道股份、陕建股份、四川路桥、山东路桥 24H1 中期分红比例分别为 40.0%、11.9%、10.1%、3.0% (vs 23 年全年分别为 35.3%、14.3%、50.0%、12.2%)。按 2023 年分红计算股息率，样本企业排名前五位为四川路桥、安徽建工、中国建筑、中国铁建、中钢国际，股息率分别为 6.7%、5.2%、4.4%、4.0%、3.8%。

图表18：样本建筑企业盈利预测与估值

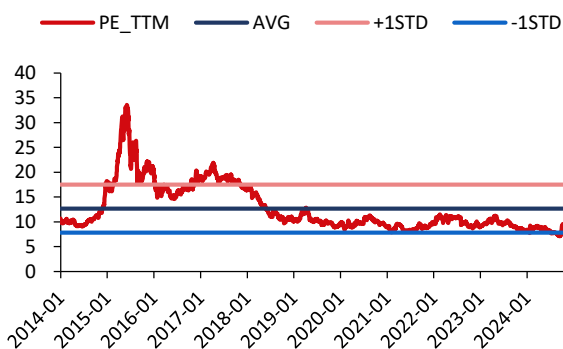
	公司简称	归母净利润		归母净利润yoy		估值				
		2023A	2024E	2023A	2024E	PE(24E)	PE_TTM	PE分位	PB_LF	PB分位
建筑央企	中国建筑	543	531	6.5%	2.1%	4.9	5.4	51.5%	0.6	11.5%
	中国中铁	335	313	7.1%	6.6%	4.9	5.7	37.0%	0.6	10.7%
	中国铁建	261	237	-2.2%	9.2%	5.1	6.0	45.1%	0.5	19.5%
	中国交建	238	247	23.6%	3.8%	6.4	8.2	49.5%	0.7	42.9%
	中国电建	130	137	13.6%	5.5%	7.3	8.3	27.8%	0.8	27.0%
	中国能建	80	88	2.1%	9.7%	10.3	12.6	32.4%	1.0	38.9%
	中国化学	54	58	0.2%	7.0%	8.7	9.5	29.4%	0.9	15.4%
	中国中冶	87	76	-15.6%	12.2%	8.8	10.2	51.1%	0.7	18.1%
	中国核建	21	24	16.1%	4.2%	11.6	13.5	28.2%	1.4	16.0%
国际工程	中材国际	29	33	14.7%	1.6%	8.9	10.1	31.4%	1.5	34.2%
	北方国际	9	10	44.3%	8.6%	11.3	12.1	37.3%	1.3	31.6%
	中钢国际	8	9	20.6%	6.0%	11.5	11.3	12.3%	1.3	27.1%
	中工国际	4	4	7.8%	6.1%	28.7	33.3	86.2%	1.0	32.8%
地方国企	山东路桥	23	24	-15.1%	4.6%	4.3	4.6	14.6%	0.8	9.6%
	四川路桥	90	88	-19.7%	1.9%	7.6	11.7	59.2%	1.6	62.6%
	安徽建工	16	16	12.6%	0.1%	5.6	6.2	11.7%	0.9	11.4%
	陕建股份	40	n/a	10.4%	n/a	n/a	4.8	19.3%	0.8	9.4%
	重庆建工	0	n/a	-75.2%	n/a	n/a	-38.1	n/a	1.0	41.7%
	隧道股份	29	31	2.9%	5.4%	7.1	7.6	29.0%	0.8	33.3%
	上海建工	16	17	14.9%	9.6%	14.2	15.4	72.0%	0.8	11.9%
	均值	-	-	-	-	9.3	7.9	38.2%	0.9	25.3%
中位数	35	45	7.8%	31.3%	8.2	8.9	32.4%	0.8	23.2%	

注：盈利预测为wind一致预期，数据截止2024/11/06；金额单位均为亿元；估值分位值对应区间为2014/01/01至2024/11/06；资料来源：wind，国联证券研究所

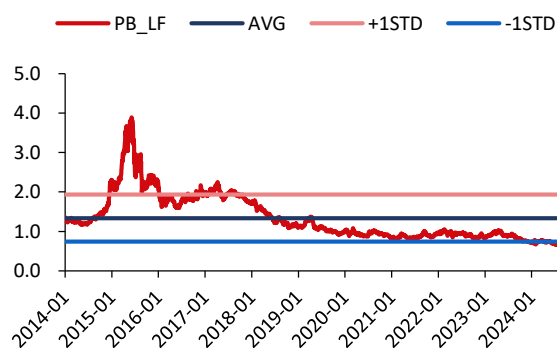
图表19：样本建筑企业 2024H1 分红比例、股息率

公司简称	市值 (亿元)	现金分红总额 (亿元)		分红比例			股息率 2023
		2024H1	2023	2024H1	2023	24H1较23FY(pct)	
建筑央企							
中国建筑	2,588	-	113.0	-	20.8%	-	4.4%
中国中铁	1,539	-	52.0	-	15.5%	-	3.4%
中国铁建	1,201	-	47.5	-	18.2%	-	4.0%
中国交建	1,592	22.8	47.6	20.0%	20.0%	0.0	3.0%
中国电建	999	-	23.5	-	18.1%	-	2.4%
中国能建	904	5.2	10.8	18.7%	13.6%	5.2	1.2%
中国化学	507	-	10.9	-	20.0%	-	2.1%
中国中冶	669	-	14.9	-	17.2%	-	2.2%
中国核建	274	-	2.6	-	12.7%	-	1.0%
国际工程							
中材国际	290	-	10.6	-	36.2%	-	3.6%
北方国际	113	-	0.9	-	10.0%	-	0.8%
中钢国际	102	-	3.8	-	50.1%	-	3.8%
中工国际	110	-	1.5	-	42.9%	-	1.4%
地方国企							
山东路桥	104	0.3	2.8	3.0%	12.2%	-9.2	2.7%
四川路桥	675	3.2	45.0	10.1%	50.0%	-39.9	6.7%
安徽建工	86	-	4.5	-	28.7%	-	5.2%
陕建股份	182	1.9	5.7	11.9%	14.3%	-2.4	3.1%
重庆建工	73	-	0.2	-	50.6%	-	0.3%
隧道股份	221	3.1	7.2	40.0%	35.3%	4.7	3.3%
上海建工	242	-	5.3	-	34.2%	-	2.2%
均值	-	-	-	17.3%	26.0%	-6.9	2.8%
中位数	-	-	-	15.3%	20.0%	-1.2	2.8%

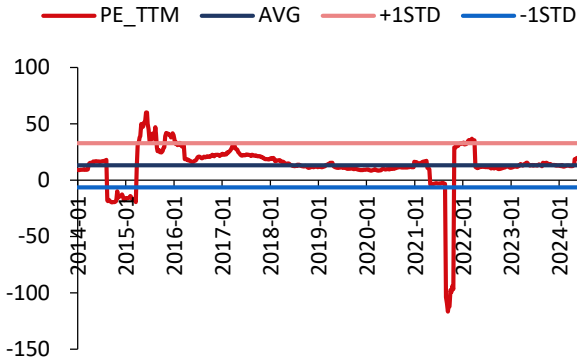
注：盈利预测为wind一致预期，数据截止2024/11/05；
资料来源：wind，国联证券研究所

图表20：申万建筑行业 2014 年以来 PE_TTM 变化


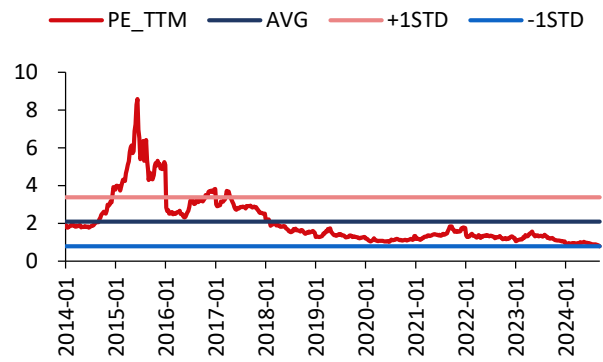
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表21：申万建筑行业 2014 年以来 PB_LF 变化


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表22：样本建筑企业 2014 年以来 PE_TTM 均值变化


注：PE_TTM 均值为算数平均，因部分企业上市时间晚于 14 年初，其上市 30 个交易日之后纳入该数值计算，后文同；
 资料来源：Wind，国联证券研究所

图表23：样本建筑企业 2014 年以来 PB_LF 均值变化


资料来源：Wind，国联证券研究所

近期化债等政策或对建筑企业资产质量改善有重要积极意义。建筑样本企业主要指标显示行业 2024Q1-3 规模增长延续承压，但 Q3 回款情况有所改善，我们预计主要受 8、9 月地方政府专项债发行提速影响。2024 年 8、9 月地方政府专项债发行提速，M8/M9 单月新增地方政府专项债发行规模 8,051/10,329 亿元，2024M1-9 累计新增专项债 3.6 万亿，占全年限额（3.9 万亿）约 93%（vs 24M1-7 发行进度 46%）。2024 年 11 月 8 日，全国人大常委会办公室举行新闻发布会，财政部介绍，从 2024 年开始连续五年从新增地方政府专项债中安排 8,000 亿元专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元，再加上此次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。同时也明确，2029 年及以后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。2028 年之前，地方需要消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅下降至 2.3 万亿元，化债压力大大减轻。我们认为随着化债力度加大、政策落地效果逐步显现，基建项目资金端压力或持续缓解，建筑企业回款短期或明显好转；同时若基建项目付款持续规范/约束，建筑企业两金周转/净现金流表现等或有持续改善机会，有望驱动建筑企业资产质量短期出现拐点、同时形成长期改善趋势。

结合公司基本面情况及估值，我们建议关注两类标的：1) 企业估值低（尤其是大幅破净）、有较好分红保护、且预计受益政策资产质量有机会较多改善的企业，基础设施工程为核心业务的建筑央企是其中代表，如中国建筑、中国交建等；2) 企业积极转型变革、拥抱产业趋势变化、围绕海外蓝海市场持续有突破的国际工程企业和专业工程企业如中材国际、中钢国际、中国化学、北方国际等。

4. 风险提示

基建&地产投资偏弱：建筑企业业务下游主要为基建、地产，若行业投资持续偏弱，或影响公司项目进度及收入确认进度。

新能源&化工业务拓展进度偏慢：建筑企业在传统基建地产业务外拓展新能源、化工业务打造新的增长点，若新业务拓展进度偏慢，或影响公司增长前景判断。

“一带一路”订单落地不及预期：建筑企业出海业务受益于“一带一路”推进，若相关订单落地不及预期，或影响公司增长判断。

央企、国企改革提效进度不及预期：国企改革助力建筑企业提质增效，若实施力度偏弱，或影响公司增长前景判断。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6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，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼