

# 安徽建工 (600502.SH)

业绩稳步增长，中长期回款压力仍在

增持

## 核心观点

**2023 年营收+13.9%，归母净利+12.6%。**2023 年公司实现营业收入 912.44 亿元，同比+13.9%，实现归母净利润 15.53 亿元，同比+12.6%；实现扣非归母净利润 14.22 亿元，同比+7.7%，扣非业绩增速相对较低，原因主要系本期录入了较多已计提资产减值的冲销部分。

**建筑订单和收入保持稳步增长，省内份额快速提升。**2023 年公司新签合同额 1510.7 亿元，同比+13.8%，其中基建/房建新签合同 981.75/528.95 亿元，同比+18.3%/6.3%。2023 年公司建筑施工业务实现 716.4 亿元，同比+15.9%，收入占比 78.5%，施工业务毛利率 9.7%较上年的 8.6%提升 1.1pct。受房地产和地方政府投资下行影响，安徽省建筑业新签合同和产值明显降速，分别增长+3.4%/+6.5%，而公司作为省内龙头，新签和收入韧性较强，市占率持续提升，2023 年以新签合同和产值描述的省内份额分别为 10.4%/5.7%，分别较上年提升 1.0/0.4pct。

**PPP 项目集中进入运营期，融资合同模式收入显著回升。**2023 年末公司在手 PPP 项目长期应收款 362.8 亿元，较上年末增加 34.7 亿元；在手建设期的 PPP 资产 95.8 亿元，较上年末增加 7.7 亿元。公司 PPP 项目自 2022 年起集中进入运营期，PPP 项目后续有望带来稳定的现金流，2023 年公司建筑业务中融资合同模式实现收入 88 亿元，同比+72.5%。

**房地产业务盈利能力下滑，地产销售企稳。**2023 年公司房地产业务实现收入 71.5 亿元，同比-5.8%。受制于行业景气度承压，公司房地产业务毛利率持续下降，2023 年毛利率仅为 8.0%，较 2022 年下降 5.5pct。2023 年公司实现房地产销售金额/销售面积 55.0 亿元/62.6 万平方米，分别同比+19.9%和 +14.9%。

**经营性现金流回正，投资现金流出较多。**2023 年公司经营性现金流入 869.6 亿元，同比+9.4%，经营性现金流出 832.9 亿元，同比+3.8%，最终经营性现金流净额 36.7 亿元，实现 2017 年以来首次回正。2023 年公司投资活动产生现金净流出 46.3 亿元，较上年多流出 18.2 亿元，主要系公司承接 BOT 项目，支付高速投资项目支出增加所致。

**投资建议：下调盈利预测，下调至“增持”评级。**公司长期深耕安徽地区，省内资源优势强大，集采平台不断优化，工程毛利率稳步提升。公司在手 PPP 资产集中进入运营期，预期将持续产生现金流入，流动性压力有望边际缓解。预测公司 2024/2025 年 EPS 为 0.92/0.96 元，对应 PE5.2/4.9X。考虑到公司主营业务回款周期拉长，现金流压力增大，下调盈利预测，下调至“增持”评级。

**风险提示：**宏观经济形势变化的风险；政策变化的风险；资产质量下降的风险；减值增加挤压利润的风险；现金流压力增大的风险。

## 公司研究·财报点评

### 建筑装饰·房屋建设 II

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：朱家琪

021-60375435

zhujiaqi@guosen.com.cn

S0980524010001

联系人：卢思宇

0755-81981872

lusiyu1@guosen.com.cn

### 基础数据

|             |               |
|-------------|---------------|
| 投资评级        | 增持(下调)        |
| 合理估值        |               |
| 收盘价         | 4.74 元        |
| 总市值/流通市值    | 8136/8136 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 6.72/4.06 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 124.92 百万元    |

### 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

- 《安徽建工 (600502.SH) - 扣非业绩+23.8%，经营性现金流大幅改善》——2023-09-14
- 《安徽建工 (600502.SH) - 归母净利高增 26%，持续成长动力充足》——2023-03-31
- 《安徽建工 (600502.SH) - 新签订单高增 82.8%，装配式建筑业稳健发力》——2022-08-28

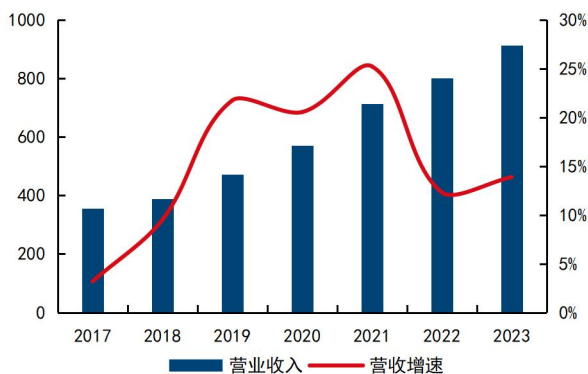
| 盈利预测和财务指标   | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E   | 2026E   |
|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 80,120 | 91,244 | 97,503 | 102,378 | 106,473 |
| (+/-%)      | 12.3%  | 13.9%  | 6.9%   | 5.0%    | 4.0%    |
| 净利润(百万元)    | 1380   | 1553   | 1573   | 1649    | 1658    |
| (+/-%)      | 25.9%  | 12.6%  | 1.2%   | 4.9%    | 0.5%    |
| 每股收益(元)     | 0.80   | 0.91   | 0.92   | 0.96    | 0.97    |
| EBIT Margin | 6.7%   | 7.4%   | 7.8%   | 7.9%    | 7.9%    |
| 净资产收益率(ROE) | 10.6%  | 12.5%  | 11.6%  | 11.2%   | 10.4%   |
| 市盈率(PE)     | 5.9    | 5.2    | 5.2    | 4.9     | 4.9     |
| EV/EBITDA   | 23.4   | 21.6   | 20.5   | 20.1    | 19.8    |
| 市净率(PB)     | 0.62   | 0.65   | 0.60   | 0.55    | 0.51    |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

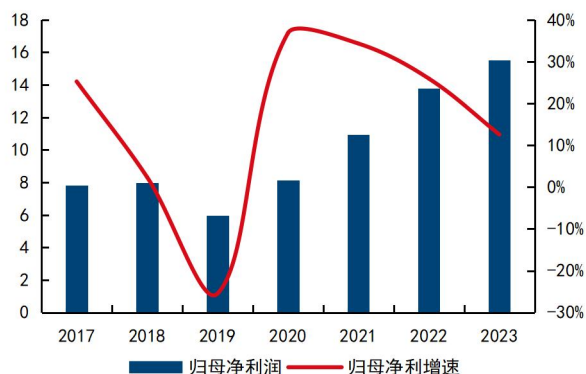
**2023 年营收+13.9%，归母净利+12.6%。**2023 年公司实现营业收入 912.44 亿元，同比+13.9%，实现归母净利润 15.53 亿元，同比+12.6%；实现扣非归母净利润 14.22 亿元，同比+7.7%，扣非业绩增速相对较低，原因主要系本期录入了较多已计提资产减值的冲销部分。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

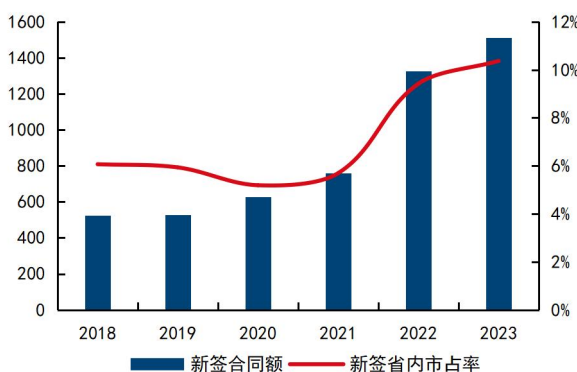
图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**建筑订单和收入保持稳步增长，省内份额快速提升。**2023 年公司新签合同额 1510.7 亿元，同比+13.8%，其中基建/房建新签合同 981.75/528.95 亿元，同比+18.3%/6.3%。2023 年公司建筑施工业务实现 716.4 亿元，同比+15.9%，收入占比 78.5%，施工业务毛利率 9.7%较上年的 8.6%提升 1.1pct。受房地产和地方政府投资下行影响，安徽省建筑业新签合同和产值明显降速，分别增长+3.4%/+6.5%，而公司作为省内龙头，新签和收入韧性较强，市占率持续提升，2023 年以新签合同和产值描述的省内份额分别为 10.4%/5.7%，分别较上年提升 1.0/0.4pct。

图3: 公司新签合同额及省内市占率 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

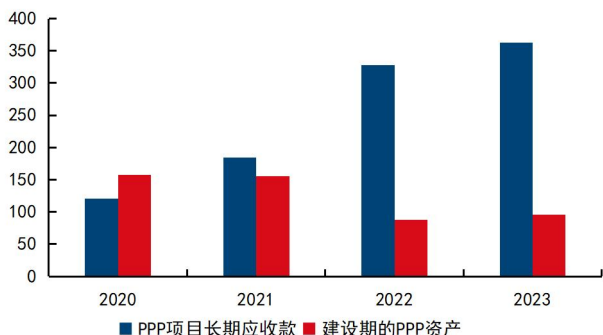
图4: 公司施工业务收入及省内市占率 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

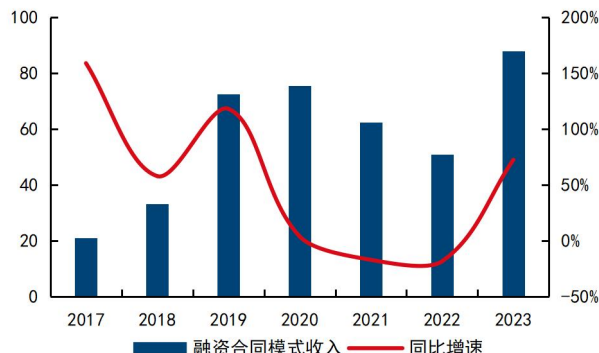
**PPP 项目集中进入运营期，融资合同模式收入显著回升。**2023 年末公司在手 PPP 项目长期应收款 362.8 亿元，较上年末增加 34.7 亿元；在手建设期的 PPP 资产 95.8 亿元，较上年末增加 7.7 亿元。公司 PPP 项目自 2022 年起集中进入运营期，PPP 项目后续有望带来稳定的现金流，2023 年公司建筑业务中融资合同模式实现收入 88 亿元，同比+72.5%。

图5: 公司建设和运营期的 PPP 项目资产规模 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

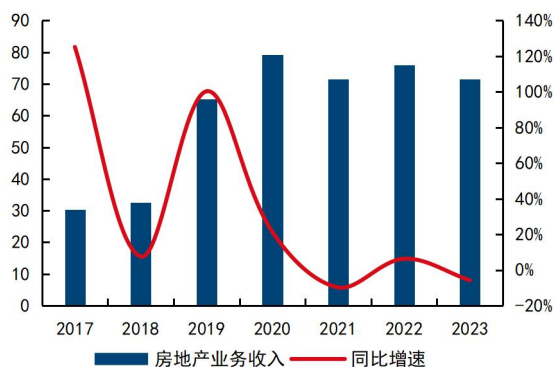
图6: 公司融资合同模式收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

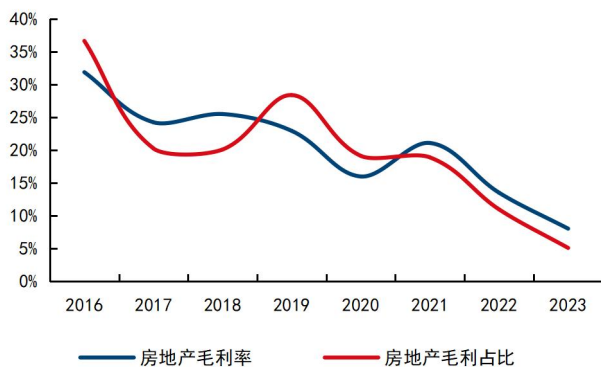
**房地产业务盈利能力下滑, 地产销售企稳。**2023 年公司房地产业务实现收入 71.5 亿元, 同比-5.8%。受制于行业景气度承压, 公司地产业务毛利率持续下降, 2023 年毛利率仅为 8.0%, 较 2022 年下降 5.5pct。2023 年公司实现房地产销售金额/销售面积 55.0 亿元/62.6 万平方米, 分别同比+19.9%和+14.9%。

图7: 公司房地产业务收入及增速 (单位: 亿元, %)



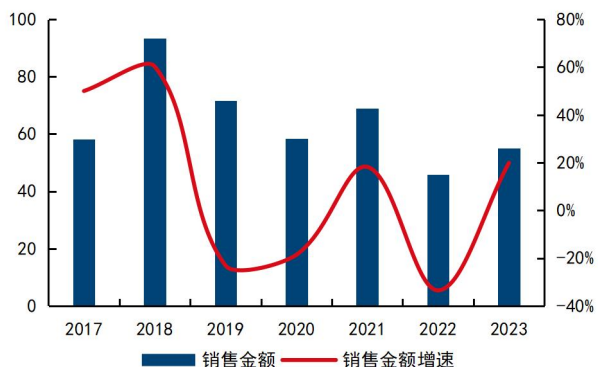
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司房地产业务毛利率及毛利占比变化 (单位: %)



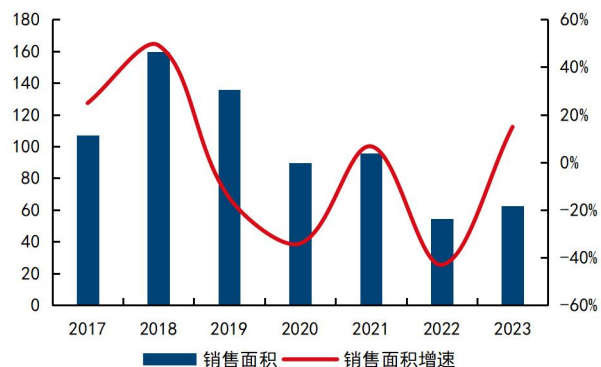
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司房地产销售金额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

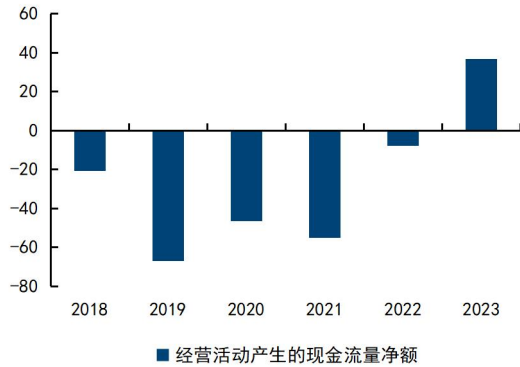
图10: 公司新增土地储备及期末土储规模 (单位: 亩)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

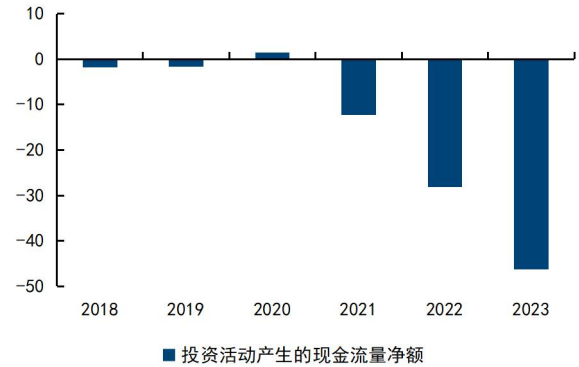
**经营性现金流回正，投资现金流出较多。**2023 年公司经营性现金流入 869.6 亿元，同比+9.4%，经营性现金流出 832.9 亿元，同比+3.8%，最终经营性现金流净额 36.7 亿元，实现 2017 年以来首次回正。2023 年公司投资活动产生现金净流出 46.3 亿元，较上年多流出 18.2 亿元，主要系公司承接 BOT 项目，支付高速投资项目支出增加所致。

图11: 公司经营性现金流净额变化 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司投资性现金流净额变化 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**投资建议: 下调盈利预测, 下调至“增持”评级。**公司长期深耕安徽地区, 省内资源优势强大, 集采平台不断优化, 工程毛利率稳步提升。公司在手 PPP 资产集中进入运营期, 预期将持续产生现金流入, 流动性压力有望边际缓解。预测公司 2024/2025 年 EPS 为 0.92/0.96 元, 对应 PE5.2/4.9X。考虑到公司主营业务回款周期拉长, 现金流压力增大, 下调盈利预测, 下调至“增持”评级。

表1: 可比公司估值

| 公司简称 | 收盘价         | 市值 (亿元)   | EPS         |             | PE         |            |
|------|-------------|-----------|-------------|-------------|------------|------------|
|      |             |           | 2024E       | 2025E       | 2024E      | 2025E      |
| 陕建股份 | 3.89        | 147       | 1.34        | 1.66        | 2.9        | 2.3        |
| 四川路桥 | 7.40        | 645       | 1.55        | 1.77        | 4.8        | 4.2        |
| 上海建工 | 2.33        | 207       | 0.32        | 0.36        | 7.4        | 6.5        |
| 安徽建工 | <b>4.74</b> | <b>81</b> | <b>0.92</b> | <b>0.96</b> | <b>5.2</b> | <b>4.9</b> |

资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

## 风险提示

### 宏观经济形势变化的风险

建筑市场需求受国家宏观经济、全社会固定资产投资及相关政策影响，公司存在由于宏观经济波动及相关政策变化而导致房建和基建投资规模受到影响的风险；房建及基建项目工期较长、行业客户支付能力存在受宏观经济波动影响的风险，公司存在所承建项目推迟开工或停建、在建项目款项支付进度受影响的风险。

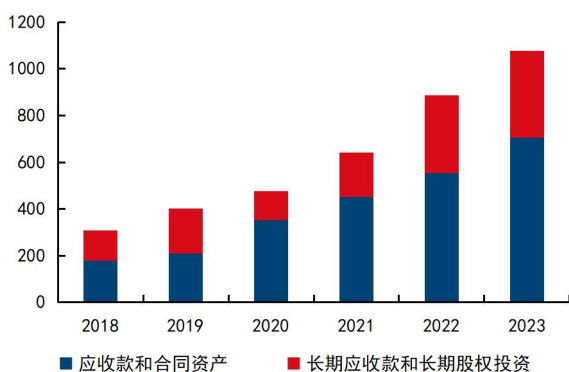
### 政策变化的风险

公司建筑施工业务在很大程度上受益于国家相关政策引导和政府投资。国办发〔2023〕35号文要求：地方政府融资平台只能借新还旧且不包含新利息，不能新增融资；国办发〔2023〕47号文要求：12个重点省（区市）的各级政府原则上不得在特定领域新建政府投资项目，涉及领域包括交通、社会事业、市政、产业园区、新型基础设施建设、棚户区改造等。如果未来国家的相关政策发生变化，公司能承接的项目投资可能缩减，项目利润率和回款进度均可能受到影响。

### 资产质量下降的风险

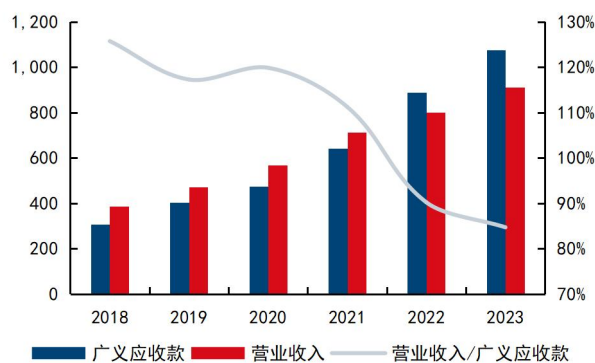
公司近两年应收款规模上升较快，2023年在手广义应收款（包括应收票据及应收账款、合同资产、长期应收款、长期股权投资）规模达到1077亿元，同比+21.3%，增速明显高于收入和利润增速。2023年公司营业收入和广义应收款的比值下降至84.7%，处于行业较低水平，反映应收款周转速度较慢。因此，公司未来可能面临工程回款周期持续拉长，应收账款账龄结构恶化，资产质量下降的风险。

图13: 公司广义应收款规模增长较快（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14: 公司营业收入与广义应收款的比值持续下滑（单位：亿元，%）

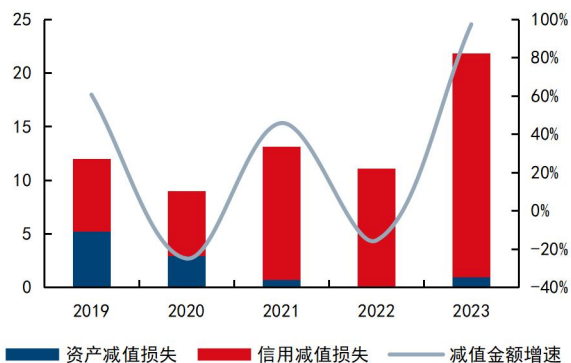


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 减值增加挤压利润的风险

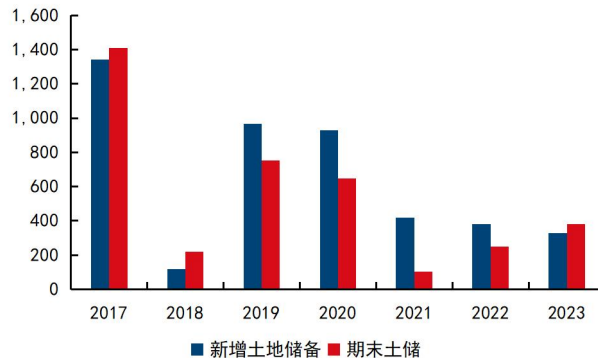
2023年公司资产和信用减值损失合计21.9亿元，同比+97.4%，减值损失与广义应收款的增加值的比值为11.6%，较上年增加7.1pct，减值损失占营收的比例为2.4%，较上年增加1.0pct。公司2023年在手广义应收款增速明显高于收入和利润增速，2023年末在手土地储备380亩，较上年增加129亩，若下游客户支付能力下降，房价持续下行，可能导致信用和资产减值压力进一步加大，进而对公司盈利能力造成挤压。

图15: 公司减值规模及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司历年新增土地储备及期末土储 (单位: 亩)

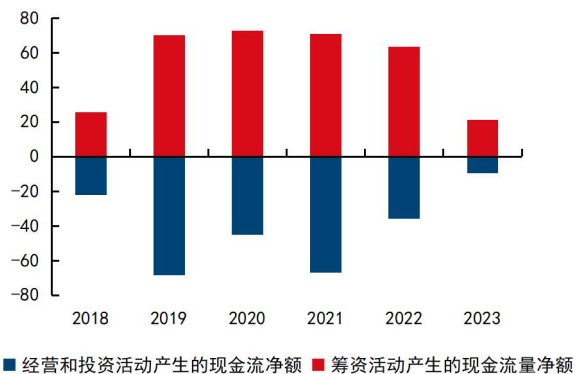


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 现金流压力增大的风险

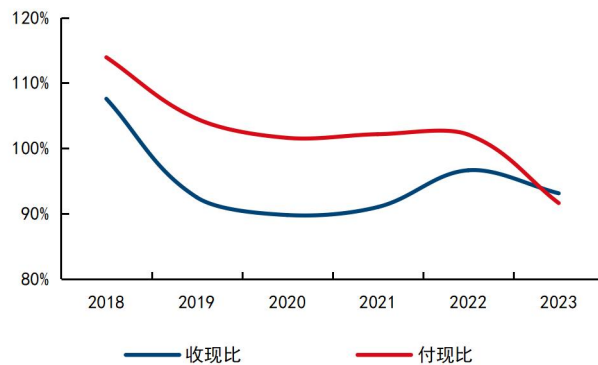
公司近年来流动性持续依赖融资, 2023 年收现比 93.1%, 较上年下降 3.5pct, 并未出现明显改善, 经营性现金流回正主要源于付现比的大幅下降 (由 102.1%下降至 91.6%), 考虑到公司主业中涉及较高的劳务分包成本, 其支出相对刚性且付款周期较为严格, 未来存在付现比回升而收现比未见好转, 现金流出压力增大的风险。

图17: 公司流动性对筹资活动依赖度较高 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 经营性现金流回正主要来源于付现比的下降 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

# 财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |               |               |               |               |               | 利润表 (百万元)          |               |             |               |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|---------------|-------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2022          | 2023          | 2024E         | 2025E         | 2026E         |                    | 2022          | 2023        | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
| 现金及现金等价物         | 14863         | 16025         | 16575         | 16989         | 17329         | 营业收入               | 80120         | 91244       | 97503         | 102378        | 106473        |
| 应收款项             | 39846         | 52825         | 60105         | 65915         | 71468         | 营业成本               | 70772         | 79897       | 85085         | 89237         | 92700         |
| 存货净额             | 17892         | 15810         | 16279         | 17042         | 17669         | 营业税金及附加            | 314           | 277         | 390           | 410           | 426           |
| 其他流动资产           | 23926         | 27870         | 30226         | 31737         | 33007         | 销售费用               | 200           | 241         | 322           | 338           | 351           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>98948</b>  | <b>115353</b> | <b>126008</b> | <b>134507</b> | <b>142297</b> | 管理费用               | 1991          | 2236        | 2367          | 2484          | 2582          |
| 固定资产             | 4647          | 4963          | 5134          | 5224          | 5238          | 研发费用               | 1474          | 1839        | 1755          | 1843          | 1993          |
| 无形资产及其他          | 628           | 671           | 645           | 619           | 593           | 财务费用               | 1971          | 2093        | 2493          | 2724          | 2961          |
| 投资性房地产           | 44297         | 49036         | 52400         | 55020         | 57221         | 投资收益               | (44)          | 84          | 80            | 84            | 87            |
| 长期股权投资           | 542           | 1061          | 1261          | 1461          | 1661          | 资产减值及公允价值变动        | (1081)        | (2126)      | (2509)        | (2635)        | (2740)        |
| <b>资产总计</b>      | <b>149062</b> | <b>171084</b> | <b>185448</b> | <b>196831</b> | <b>207009</b> | 其他收入               | (1474)        | (1839)      | (1755)        | (1843)        | (1993)        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 17105         | 19981         | 27779         | 34040         | 40013         | 营业利润               | 2272          | 2619        | 2662          | 2792          | 2807          |
| 应付款项             | 46552         | 57432         | 60465         | 62083         | 63104         | 营业外净收支             | 31            | 11          | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动负债           | 25830         | 30352         | 31867         | 33364         | 34594         | <b>利润总额</b>        | <b>2303</b>   | <b>2630</b> | <b>2662</b>   | <b>2792</b>   | <b>2807</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>89488</b>  | <b>107764</b> | <b>120112</b> | <b>129486</b> | <b>137712</b> | 所得税费用              | 471           | 572         | 579           | 608           | 611           |
| 长期借款及应付债券        | 35288         | 37587         | 37944         | 38265         | 38553         | 少数股东损益             | 452           | 504         | 510           | 535           | 538           |
| 其他长期负债           | 1304          | 1700          | 2056          | 2377          | 2666          | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>1380</b>   | <b>1553</b> | <b>1573</b>   | <b>1649</b>   | <b>1658</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>36592</b>  | <b>39287</b>  | <b>40000</b>  | <b>40642</b>  | <b>41219</b>  | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2022</b>   | <b>2023</b> | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b>  | <b>2026E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>126080</b> | <b>147051</b> | <b>160112</b> | <b>170127</b> | <b>178931</b> | 净利润                | 1380          | 1553        | 1573          | 1649          | 1658          |
| 少数股东权益           | 9927          | 11565         | 11768         | 11980         | 12195         | 资产减值准备             | (60)          | 89          | (4)           | (11)          | (5)           |
| 股东权益             | 13055         | 12468         | 13569         | 14723         | 15884         | 折旧摊销               | 356           | 420         | 618           | 810           | 1021          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>149062</b> | <b>171084</b> | <b>185448</b> | <b>196831</b> | <b>207009</b> | 公允价值变动损失           | 1081          | 2126        | 2509          | 2635          | 2740          |
|                  |               |               |               |               |               | 财务费用               | 1971          | 2093        | 2493          | 2724          | 2961          |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2022</b>   | <b>2023</b>   | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b>  | <b>2026E</b>  | 营运资本变动             | (9075)        | (3695)      | (8567)        | (7281)        | (7115)        |
| 每股收益             | 0.80          | 0.91          | 0.92          | 0.96          | 0.97          | 其它                 | 372           | 270         | 207           | 224           | 219           |
| 每股红利             | 0.25          | 0.26          | 0.27          | 0.29          | 0.29          | <b>经营活动现金流</b>     | <b>(5946)</b> | <b>764</b>  | <b>(3665)</b> | <b>(1974)</b> | <b>(1482)</b> |
| 每股净资产            | 7.61          | 7.26          | 7.90          | 8.58          | 9.25          | 资本开支               | 0             | 1316        | (3269)        | (3498)        | (3743)        |
| ROIC             | 4.1%          | 4.9%          | 4.9%          | 4.6%          | 4.4%          | 其它投资现金流            | 621           | (401)       | 0             | 0             | 0             |
| ROE              | 10.6%         | 12.5%         | 11.6%         | 11.2%         | 10.4%         | <b>投资活动现金流</b>     | <b>607</b>    | <b>396</b>  | <b>(3469)</b> | <b>(3698)</b> | <b>(3943)</b> |
| 毛利率              | 11.7%         | 12.4%         | 12.7%         | 12.8%         | 12.9%         | 权益性融资              | 5             | 3350        | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 6.7%          | 7.4%          | 7.8%          | 7.9%          | 7.9%          | 负债净变化              | 5731          | 899         | 356           | 321           | 289           |
| EBITDA Margin    | 7.1%          | 7.9%          | 8.4%          | 8.7%          | 8.9%          | 支付股利、利息            | (429)         | (446)       | (472)         | (495)         | (497)         |
| 收入增长             | 12.3%         | 13.9%         | 6.9%          | 5.0%          | 4.0%          | 其它融资现金流            | (2907)        | (4254)      | 7799          | 6260          | 5974          |
| 净利润增长率           | 25.9%         | 12.6%         | 1.2%          | 4.9%          | 0.5%          | <b>融资活动现金流</b>     | <b>7700</b>   | <b>2</b>    | <b>7684</b>   | <b>6086</b>   | <b>5765</b>   |
| 资产负债率            | 91.2%         | 92.7%         | 92.7%         | 92.5%         | 92.3%         | <b>现金净变动</b>       | <b>2361</b>   | <b>1163</b> | <b>550</b>    | <b>414</b>    | <b>340</b>    |
| 股息率              | 5.3%          | 5.5%          | 5.8%          | 6.1%          | 6.1%          | 货币资金的期初余额          | 12502         | 14863       | 16025         | 16575         | 16989         |
| P/E              | 5.9           | 5.2           | 5.2           | 4.9           | 4.9           | 货币资金的期末余额          | 14863         | 16025       | 16575         | 16989         | 17329         |
| P/B              | 0.6           | 0.7           | 0.6           | 0.6           | 0.5           | 企业自由现金流            | (4447)        | 3325        | (5285)        | (3657)        | (3249)        |
| EV/EBITDA        | 23.4          | 21.6          | 20.5          | 20.1          | 19.8          | 权益自由现金流            | (1624)        | (29)        | 920           | 793           | 697           |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



## 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

| 投资评级标准  | 类别         | 级别 | 说明                     |
|---|------------|----|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上     |
|   |            | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
|   |            | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间    |
|   |            | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上     |
|   | 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上   |
|   |            | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间  |
|   |            | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数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提及的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