

超配（上调）

## 新一轮国企改革蓄势待发，把握中特估背景下的建筑央企估值重塑机遇

建筑装饰行业深度报告

2023年4月27日

### 投资要点：

分析师：李紫忆

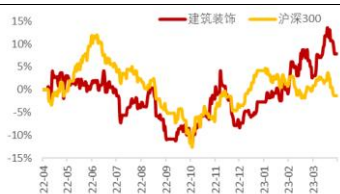
SAC 执业证书编号：

S0340522110001

电话：0769-22177163

邮箱：liziyi@dgzq.com.cn

### 申万建筑装饰指数走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 相关报告

- **建筑央企大面积处于低估状态，有望迎来估值重塑的机遇。**对比民营企业，建筑央企具有资金实力、技术实力优、经营业绩稳健等多方面的优势，利润贡献在行业A股上市公司占比超过95%，但估值却显著低于民企。主要是由于国企承担的社会责任较多，经营管理效率偏低，建筑企业杠杆率高、经营质量偏低等因素，共同制约着估值提升。股价的提升并非只是企业内部的问题，随着新一轮国企改革的开启，在“中国特色估值体系”的推动下，建筑央企有望迎来估值重塑的机遇。
- **在“中国特色估值体系”建设和新一轮国企改革的推动下，建筑央企有望实现高质量发展。**2023年国资委将“两利四率”调整为“一利五率”，并提出“一增一稳四提升”。通过优化考核体系，在实现财务三张报表的紧密耦合下，六项指标相互衔接、有效贯通，不仅强调经营效益的合理增长，还强调发展质量的有效提升。当前新一轮国企改革蓄势待发，相关政策措施将不断出台，建筑央企有望实现更高质量的发展，推动估值的修复。
- **国内基建投资维持高位，一带一路“十周年”海外需求释放。**2023Q1基建投资增速维持高位，狭义/广义基建投资增速维持了8%/10%以上的高位增长。今年提前批专项债券的额度高达2.19万亿元，占比超全年额度的50%，截至4月15日新增专项债累计发行1.44万亿元，占提前批额度的66%，发行节奏较为迅速，为基建投资提供了充足的资金支持，稳增长政策导向下，2023Q2基建投资增速有望维持高位。2023年是共建“一带一路”10周年，预计下半年将举办第三届“一带一路”国际合作高峰论坛。近期多国政府首脑和外交官员密集访华，“一带一路”沿线国家不断释放积极友好信号，中国在各国间的吸引力不断提升，更多国家愿意与中国合作，有望进一步催化海外市场的开拓和扩大。这种趋势的推进，有望为建筑国企带来更多的基础建设、能源建设等领域的订单。
- **投资策略：上调建筑装饰行业“超配”评级。**目前新一轮国企改革蓄势待发，相关政策和措施将不断出台，加速推动国企估值的重塑，建议关注低估值央企中国建筑（601668）、中国交建（601800）、中国电建（601669）、中国中铁（601390）、中国铁建（601186）；受益于区域基建高景气度的安徽建工（600502）、四川路桥（600039）；受益于共建“一带一路”10周年基建项目合作，海外市场加速拓展的中工国际（002051）、中材国际（600970）。
- **风险提示：**下游地产行业波动的风险、汇率风险、基建投资增速不及预期的风险、境外经营风险、国企改革进度不及预期的风险等。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

## 目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1 建筑央企现状：大面积处于低估状态，估值有望迎来重塑          | 4  |
| 1.1 建筑央企经营业绩稳健，大面积处于“破净”低估状态         | 4  |
| 1.2 央企估值偏低的原因                        | 5  |
| 1.3 中国特色估值体系下，建筑央企有望迎来估值重塑           | 6  |
| 2 国企改革对建筑行业的积极意义                     | 6  |
| 2.1 从“两利四率”到“一利五率”，考核指标体系持续优化        | 6  |
| 2.2 股权激励为公司市值的提高注入动力                 | 8  |
| 3 国内基建投资维持高位，一带一路“十周年”海外需求释放         | 8  |
| 3.1 基建投资增速有望维持高位                     | 8  |
| 3.2 一带一路“十周年”主题催化                    | 9  |
| 4 重点企业                               | 9  |
| 4.1 中国建筑：全球最大的投资建设集团，市占率居行业首位        | 9  |
| 4.2 中国交建：国内领先的交通基建企业                 | 11 |
| 4.3 中国电建：全球清洁能源电力建设龙头                | 12 |
| 4.4 中国中铁：全球最大的多功能综合型建设集团之一           | 13 |
| 4.5 中国铁建：全球最具规模实力的综合建设产业集团           | 15 |
| 4.6 安徽建工：安徽省建筑工程承包龙头企业，省内收入占比超 80%   | 16 |
| 4.7 四川路桥：四川省交通基建区域龙头，省内收入占比超 85%     | 17 |
| 4.8 中工国际：具有国际竞争力的工程承包建设公司，境外收入占比 50% | 18 |
| 4.9 中材国际：全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商        | 20 |
| 5 投资策略                               | 21 |
| 6 风险提示                               | 22 |

## 插图目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1：建筑八大央企 PB（截至 2023 年 4 月 25 日） | 4  |
| 图 2：国企、非国企净利润贡献占比（%）              | 5  |
| 图 3：基建投资累计增速（%）                   | 8  |
| 图 4：基建投资当月增速（%）                   | 8  |
| 图 5：基建投资分项累计增速（%）                 | 9  |
| 图 6：基建投资分项当月增速（%）                 | 9  |
| 图 7：中国建筑营收及其同比增速（亿元，%）            | 10 |
| 图 8：中国建筑归母净利润及其同比增速（亿元，%）         | 10 |
| 图 9：中国建筑扣非净利润及其同比增速（亿元，%）         | 10 |
| 图 10：中国建筑毛利率及净利率（%）               | 10 |
| 图 11：中国交建营收及其同比增速（亿元，%）           | 12 |
| 图 12：中国交建归母净利润及其同比增速（亿元，%）        | 12 |
| 图 13：中国交建扣非净利润及其同比增速（亿元，%）        | 12 |
| 图 14：中国交建毛利率及净利率（%）               | 12 |
| 图 15：中国电建营收及其同比增速（亿元，%）           | 13 |
| 图 16：中国电建归母净利润及其同比增速（亿元，%）        | 13 |
| 图 17：中国电建扣非净利润及其同比增速（亿元，%）        | 13 |
| 图 18：中国电建毛利率及净利率（%）               | 13 |
| 图 19：中国中铁营收及其同比增速（亿元，%）           | 14 |
| 图 20：中国中铁归母净利润及其同比增速（亿元，%）        | 14 |

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图 21: 中国中铁扣非净利润及其同比增速 (亿元, %) | 14 |
| 图 22: 中国中铁毛利率及净利率 (%)         | 14 |
| 图 23: 中国铁建营收及其同比增速 (亿元, %)    | 15 |
| 图 24: 中国铁建归母净利润及其同比增速 (亿元, %) | 15 |
| 图 25: 中国铁建扣非净利润及其同比增速 (亿元, %) | 16 |
| 图 26: 中国铁建毛利率及净利率 (%)         | 16 |
| 图 27: 安徽建工营收及其同比增速 (亿元, %)    | 16 |
| 图 28: 安徽建工归母净利润及其同比增速 (亿元, %) | 16 |
| 图 29: 安徽建工扣非净利润及其同比增速 (亿元, %) | 17 |
| 图 30: 安徽建工毛利率及净利率 (%)         | 17 |
| 图 31: 四川路桥营收及其同比增速 (亿元, %)    | 17 |
| 图 32: 四川路桥归母净利润及其同比增速 (亿元, %) | 17 |
| 图 33: 四川路桥扣非净利润及其同比增速 (亿元, %) | 18 |
| 图 34: 四川路桥毛利率及净利率 (%)         | 18 |
| 图 35: 中工国际营收及其同比增速 (亿元, %)    | 19 |
| 图 36: 中工国际归母净利润及其同比增速 (亿元, %) | 19 |
| 图 37: 中工国际扣非净利润及其同比增速 (亿元, %) | 19 |
| 图 38: 中工国际毛利率及净利率 (%)         | 19 |
| 图 39: 中材国际营收及其同比增速 (亿元, %)    | 20 |
| 图 40: 中材国际归母净利润及其同比增速 (亿元, %) | 20 |
| 图 41: 中材国际扣非净利润及其同比增速 (亿元, %) | 21 |
| 图 42: 中材国际毛利率及净利率 (%)         | 21 |

## 表格目录

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 表 1: 2023 年国资委将“两利四率”调整为“一利五率”，并提出“一增一稳四提升” | 7  |
| 表 2: 重点公司盈利预测及投资评级 (截至 2022/4/26)           | 21 |

## 1 建筑央企现状：大面积处于低估状态，估值有望迎来重塑

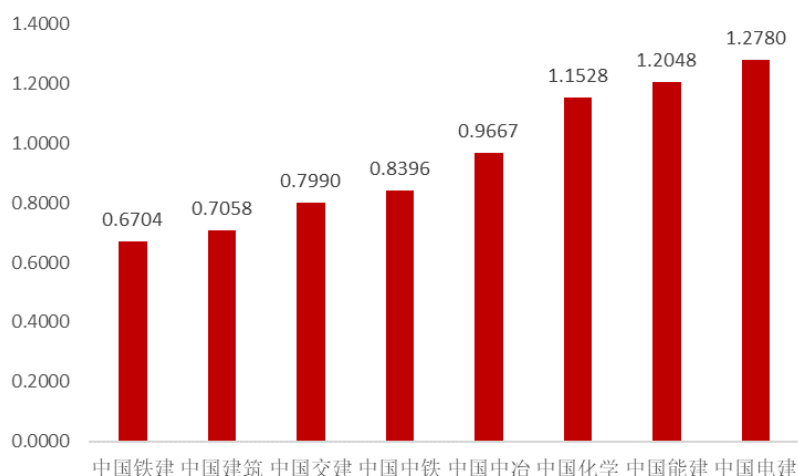
### 1.1 建筑央企经营业绩稳健，大面积处于“破净”低估状态

城镇化建设中坚力量，大力布局“一带一路”海外业务。建筑央企是中国央企中的重要板块之一，承担了很多重要的建设任务，深度参与中央重大工程和重大项目，如“一带一路”战略、京津冀协同发展、长江经济带建设等，为国家重大发展战略的实施做出了重要贡献。近年来，建筑央企在固守基本盘的同时，也积极布局与调整战略，主动扩大海外市场，实现了全球业务布局的快速升级。以中国建筑为例，公司是世界最大的工程承包商，经营涉及国内以及海外一百多个国家和地区，业务范围涉及城市建设的全部领域与项目建设的每个环节，截至 2022 年，中国建筑境外收入 1,079.68 亿元，占营业收入比为 5.25%，同比提升 2.28 个百分点。

央企具有资金优势，承接大型项目能力优于民企。建筑行业资金需求量大，因此资金实力是企业在行业中竞争的重要因素，尤其是在经济下行周期企业的资金优势更为明显。而国有企业资金实力强，资金成本相对较低，在融资渠道、融资规模、融资机制方面也更为多样化和灵活。国家政策鼓励和支持大型基础设施、重大项目建设，使得项目体量逐步增大，近年来业主在招标和投标中越来越倾向于采用 EPC 模式，对承建企业的实力也提出更高的要求。而央企拥有更为专业的技术研发团队，能够在工程设计、施工管理、质量控制等多个方面提供更加完善的服务，使得建筑项目工程质量和施工进度得到有效保障，在项目招投标方面竞争优势显著。

建筑央企经营业绩稳健，处于“破净”低估状态。随着国有企业改革的不断深入，建筑央企的经营业绩持续提升，以建筑八大央企为例，2021 年净利润为 2006.80 亿元，2013 年净利润为 761.92 亿元，2013-2021 年间净利润 CAGR 为 12.87%，业绩增长稳健。但公司的估值水平一直偏低，出现破净的情况，目前建筑八大央企平均市净率约为 0.9，其中，中国铁建、中国中铁、中国交建、中国建筑、中国中冶市净率（PB，MRQ）仍低于 1，仍具备较大的估值修复空间。

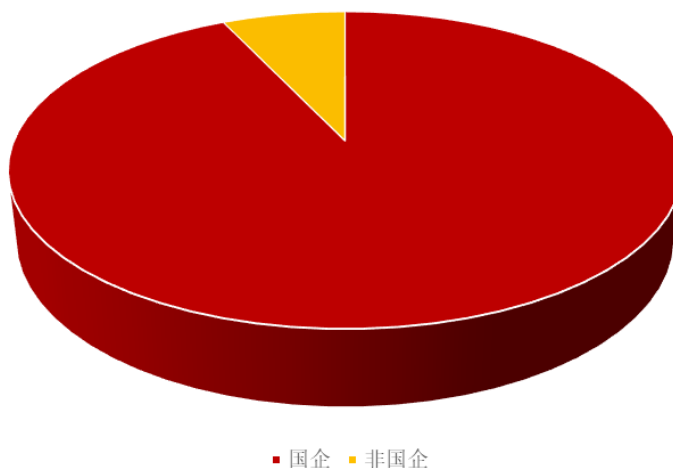
图 1：建筑八大央企 PB（截至 2023 年 4 月 25 日）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

**建筑国企利润贡献占比超 95%，但估值显著低于民企。**截至 2022 年 4 月 14 日，剔除市盈率、市净率为负的公司，SW 建筑装饰共有 119 家公司，其中国企 54 家，民企 65 家。国有企业和民营企业加权平均市盈率分别为 16.96 倍、61.05 倍，加权平均市净率分别为 1.29 倍、2.47 倍，从市盈率和市净率来看，建筑板块国有企业估值显著低于民营企业。2022 年前三季度这 119 家公司净利润为 1903.64 亿元，其中国有企业净利润 1819.05 亿元，占比高达 95.56%，民营企业 84.58 亿元，占比为 4.44%。建筑国企在行业的经济贡献方面占据着不可忽视的地位，但估值却显著低于民企。

图 2：国企、非国企净利润贡献占比（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 1.2 央国企估值偏低的原因

**国企承担较多社会责任，经营管理效率偏低，共同制约估值提升。**作为央国企不仅需要创造商业价值，还具有服务于民生、公用事业的天然属性，需要承担社会责任，如保障就业、发展社会事业等，这些责任对企业估值存在一定制约作用。此外，国有企业组织结构相对庞大，存在决策流程长、激励系统不完善等问题，导致企业在经营管理效率上相对较低，这也是制约央国企估值提升的一个因素。

**建筑行业经营质量普遍偏低导致估值折价。**行业方面来看，建筑行业由于项目投资规模大、回收周期长、垫资施工、债务违约等问题，企业普遍面临资金短缺情况，因此需要引入外部资金，杠杆率普遍较高，经营质量受到影响，导致企业估值存在折价的情况。

### 1.3 中国特色估值体系下，建筑央国企有望迎来估值重塑

中国特色估值体系是中国特色现代资本市场的重要组成部分。2022 年 8 月，证监会主席易会满在《求是》发表文章《努力建设中国特色现代资本市场》，首次提出“中国特色现代资本市场”的概念。2022 年 11 月，证监会主席易会满在 2022 金融街论坛年会上首次提出“探索建立具有中国特色的估值体系”，进一步为建设“中国特色现代资本市场”指明方向。2022 年 12 月上交所制定完成新一轮《中央企业综合服务三年行动计划》，指出要推动央企估值回归合理水平。

2023 年 2 月中国证监会召开的 2023 年系统工作会议指出，要推动提升估值定价科学性有效性，逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。

“中特估”体系下，建筑央国企有望迎来估值重塑。股价的提升对于国企来说并非只是企业内部的问题，地方投资基金、养老金、社保等机构也持有大量国企股权，在股价上涨的情况下可以带来财富效应。国有上市公司的股票在中国资本市场中占据着重要的地位，提高国有企业的估值水平，也会对于国家财政收入的稳定性和增长性有着积极的影响。随着新一轮国企改革的开启，在“中国特色估值体系”的推动下，需要一系列有效的措施和持续不断的努力，推动国企不断优化企业质量，提高企业治理能力和盈利能力，建筑央企、国企有望迎来估值重塑的机遇。

## 2 国企改革对建筑行业的积极意义

### 2.1 从“两利四率”到“一利五率”，考核指标体系持续优化

国企改革三年行动圆满收官，合力推动高质量发展。国企改革三年行动实施以来，中央企业完成了一系列重大重组和专业化整合，通过吸收合并、股权转让、注销等多种方式，将管理层级控制在 5 级以内；持续健全市场化机制，开展中长期激励子企业的覆盖范围和激励人数均创新高；管理人员竞争上岗人数占比已超过 42%。更好地满足企业发展的实际需求，合力推动中央企业高质量发展。

高质量发展指标体系从“两利三率”到“两利四率”。2020 年“两利三率”指标体系首次被提出，其中包括净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率和研发经费投入强度；2021 年国资委加入了全员劳动生产率这一新指标，形成“两利四率”指标体系，反映出对生产率的重视；2022 年国资委提出“两增一控三提高”的总体要求。“两利四率”指标体系可以有效监测企业的盈利能力、利润结构和生产效率等情况，全员劳动生产率是“两利四率”指标体系新增的一项指标，可以更全面、客观反映企业的生产效率，为企业优化内部结构指明方向，对于提高企业效率、强化竞争力、提升市场地位都起到积极的推动作用。

高质量发展指标体系促进央企提质增效。根据国资委披露的数据，2022 年央企利润总额、净利润分别同比增长 5.5%、5%；研发经费投入强度保持稳定，全员劳动生产率同比增长，资产负债率控制在 65%以内，营业收入利润率保持在较好水平。从央企的整体发展情况看，“两利四率”指标体系引导企业在“量”的扩大、“效”的提升和

“质”的改善均取得了显著进展，在稳步提高利润总额、净利润和全员劳动生产率的同时，中央企业也注重降低资产负债率，完成了国常会下达的降杠杆目标任务。

2023 年国资委将“两利四率”调整为“一利五率”，并提出“一增一稳四提升”，其中，“一增”是央企利润总额增速高于全国 GDP 增速；“一稳”则要求资产负债率总体保持稳定在 65%左右；而“四提升”涉及到净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率这四个指标的进一步提升。有助于带来以下积极变化：

(1) 国资委将更加注重央企的资本回报质量，从“两利四率”调整为“一利五率”，用 ROE 替代净利润指标，更能直观反映企业为股东创造价值的能力和资本回报的质量，有利于建筑国企 ROE 持续提升；

(2) 用营业现金比率替代营业收入利润率，表明国资委将更加关注央企的收入质量，有助于强化企业的现金流管理能力和风险控制能力，实现经济效益、现金流等多个方面的平衡发展；

(3) 资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率这三个指标保持不变，资产负债率指标可以有效优化企业的资本结构和风险管理，避免盲目扩张；研发经费投入强度指标能够鼓励企业注重创新、加大研发投入，从而提高技术实力和核心竞争力；全员劳动生产率指标则能够反映企业劳动力要素的投入产出效率，有助于提高企业的生产效率和发挥员工的价值创造能力。

表 1：2023 年国资委将“两利四率”调整为“一利五率”，并提出“一增一稳四提升”

|      | 2022                                                                                                 | 2023                                                                                  |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 指标体系 | 两利四率<br>两增一控三提高                                                                                      | 一利五率<br>一增一稳四提升                                                                       |
| 目标   | 净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率                                                              | 净资产收益率、营业现金比率、利润总额、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率                                             |
| 具体内容 | 两增：增加利润总额和净利润，增速高于 GDP 增速<br>一控：资产负债率控制到 65% 以内<br>三提高：营业收入利润率再提高 0.1 个百分点、全员劳动生产率再提高 5%、研发经费投入进一步提高 | 一增：利润总额增速高于 GDP 增速<br>一稳：资产负债率总体保持稳定<br>四提升：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：iFinD，东莞证券研究所

考核体系的优化可以引导企业提升经营质量，进而提升估值。估值反映了投资者对企业的发展前景、盈利能力、竞争力等多重因素的认可程度，是企业社会影响力、市场影响力以及竞争力的重要体现。通过考核体系的优化，实现了财务三张报表的紧密耦合，六项指标相互衔接、有效贯通，既强调经营效益的合理增长，也强调发展质量的有效提升，实现了规模和速度、质量和效益、发展和安全的有机统一。当前新一轮国企改革蓄势待发，相关政策措施将不断出台，加速推动国企估值体系的重塑和实

施，央企国企估值有望得到有效提升，实现更高质量的发展。

## 2.2 股权激励为公司市值的提高注入动力

股权激励为公司市值的提高注入动力。作为市场化的中长期激励方式，股权激励可以帮助企业充分调动核心骨干人才的积极性，吸引、留住关键人才。完善激励机制，将推动企业管理层和员工专注于盈利质量和市场表现，推动估值水平向上。以中国建筑为例，作为建筑业的龙头企业之一，公司在人才激励方面进行了积极探索，先后于2013年、2016年、2018年和2020年共实施了四期限制性股票激励计划，其中，公司于2020年12月24日公布的第四期股票激励计划，向2765名激励对象授予A股限制性股票91203.6万股，进一步扩大股权激励范围。

## 3 国内基建投资维持高位，一带一路“十周年”海外需求释放

### 3.1 基建投资增速有望维持高位

2023Q1 基建投资增速维持高位，二季度有望持续。2023Q1 全国固定资产投资（不含农户）107,282.00 亿元，同比增长 5.1%，狭义基建投资增速 8.8%，环比 2023 年 1-2 月狭义基建投资增速 9%，下滑 0.2 个百分点；2023Q1 广义基建投资增速为 10.82%，环比 2023 年 1-2 月广义基建投资增速 12.18%，下滑 1.36 个百分点，但狭义/广义基建投资增速仍维持了 8%/10%以上的高位增长。2023 年全年新增专项债额度 3.8 万亿元，较上年增加 1500 亿元，提前批专项债券的额度高达 2.19 万亿元，占比超全年额度的 50%。截至 4 月 15 日新增专项债累计发行 1.44 万亿元，占提前批额度的 66%，发行节奏较为迅速，为基建投资提供了充足的资金支持，稳增长政策导向下，2023Q2 基建投资增速有望维持高位。

图 3：基建投资累计增速（%）



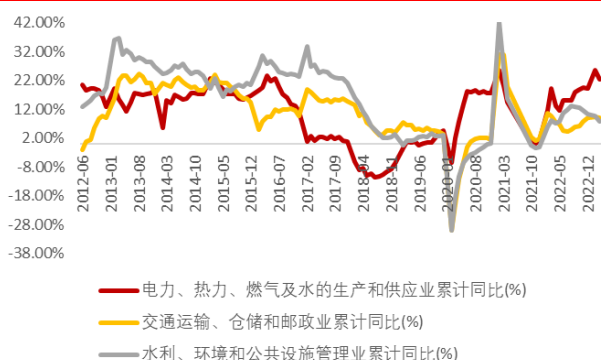
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：基建投资当月增速（%）



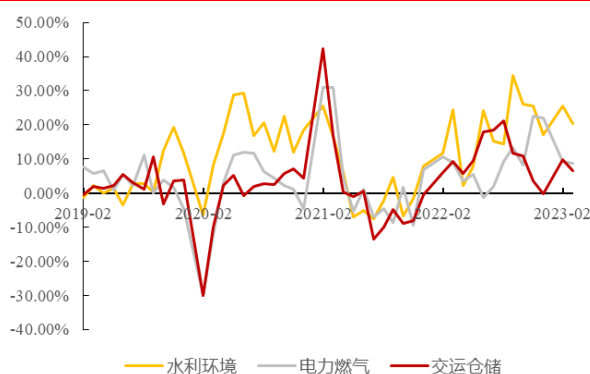
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 5：基建投资分项累计增速（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 6：基建投资分项当月增速（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 3.2 一带一路“十周年”主题催化

近十年来，“一带一路”倡议在世界范围内获得广泛认可和支持，中国与“一带一路”沿线国家和地区的经贸合作持续增长，截至 2022 年，中国与“一带一路”沿线国家和地区货物贸易额从 2013 年的 1.04 万亿美元扩大到 2.07 万亿美元，年均增长 8%；中国对沿线国家和地区进出口占中国外贸整体的比重，从 2013 年的 25% 提升到 2022 年的 32.9%。

2023 年是共建“一带一路”10 周年，预计下半年将举办第三届“一带一路”国际合作高峰论坛。近期中国迎来新一轮外交热潮，多国政府首脑和外交官员密集访华，“一带一路”沿线国家不断释放积极友好信号，说明中国在各国间的吸引力不断提升，更多国家愿意与中国合作，有望进一步催化海外市场的开拓和扩大。这种趋势的推进，有望为建筑国企带来更多的基础建设、能源建设等领域的订单。

## 4 重点企业

### 4.1 中国建筑：全球最大的投资建设集团，市占率居行业首位

中国建筑是全球最大的投资建设集团，市占率、品牌价值、国际信用评级均居行业首位。公司是一家在建筑工程、房地产开发、基础设施建设及投资、勘察设计和海外经营等领域具有全产业链优势的投资建设集团。其在海外的业务覆盖房屋建筑、制造、能源、交通、水利、工业、石化、电信等多个领域，并成功探索实施海外地产开发业务。公司位居 2022 年《财富》世界 500 强榜单第 9 位，位列《财富》中国 500 强榜单第 3 名，继续位居《工程新闻记录》（ENR）“全球最大 250 家工程承包商”榜单首位。国际三大评级机构标普、穆迪、惠誉对中国建筑的评级分别为 A/A2/A，展望维持“稳定”，公司继续保持行业内全球最高信用评级。公司 2022 年新签合同额市场占有率进 9.6%，在全国 14 万余家建筑企业中继续位居首位。

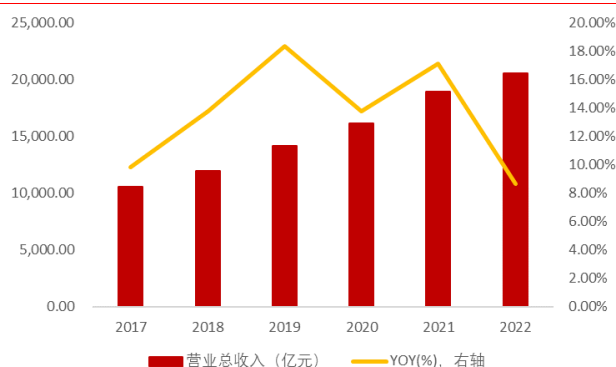
2022 年公司房建业务收入贡献占比最大，新签订单增速为 10.6%。分业务来看，截至 2022 年，房屋建筑工程收入贡献占比 61.6%，基础设施建设与投资收入占比 24.0%，

房地产开发与投资收入占比 13.7%；分地区来看，境内收入占比 94.75%，境外收入占比 5.25%。2022 年新签合同金额 39,031 亿元，同比增长 10.6%，其中房建业务新签合同额 24,728 亿元，同比增长 9.9%；基建业务新签合约额 10,151 亿元，首次突破万亿元，同比增长 20.3%；房地产开发与投资业务实现合约销售额 4,016 亿元，同比下降 4.9%；勘察设计业务新签合同额 136 亿元，同比增长 5.6%；境外业务新签合同额 1,656 亿元，同比增加 1.3%。

**公司业绩十年间增长稳健，盈利规模行业领先。**公司 2013-2022 年营收从 6,810.48 亿元提升至 20550.52 亿元，CAGR 为 13.06%，归母净利润从 203.99 亿元提升至 509.50 亿元，CAGR 达 10.71%，盈利规模行业领先。2022 年营业收入稳定增长。2022 年，公司全力以赴保障稳增长，营业收入首次突破 2 万亿元大关，实现归母净利润 509.5 亿元，盈利规模仍居行业首位，剔除汇兑损益后，同比增长 4.4%。

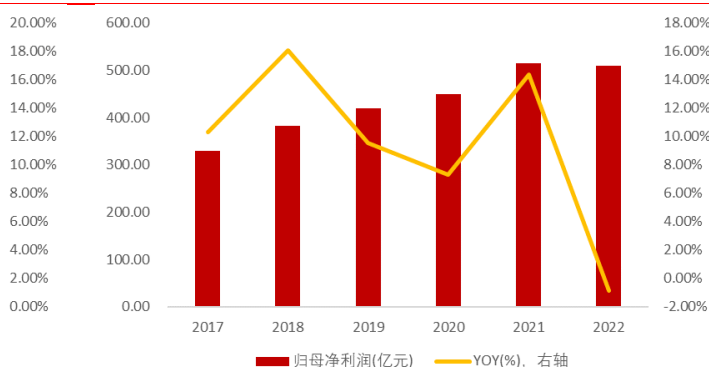
**公司毛利率均维持在 10%以上，处于行业较高水平。**公司上市以来始终保持在 10% 以上的行业较高水平。2022 年分板块看，基建、房建业务毛利率分别达到 10.5%、8.0%，保持近年来高位水平；地产业务积极应对行业变化，向运营和品质要效益，毛利率维持在 19.0%。

图 7：中国建筑营收及其同比增速（亿元，%）



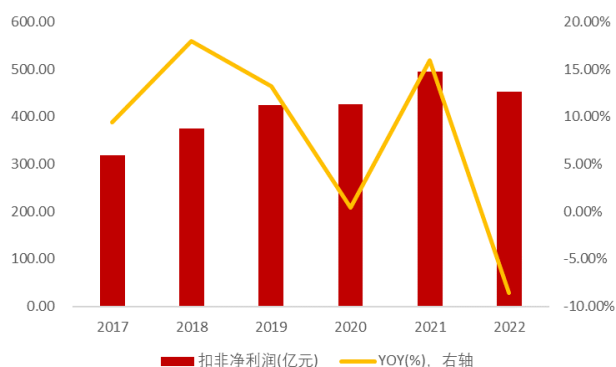
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 8：中国建筑归母净利润及其同比增速（亿元，%）



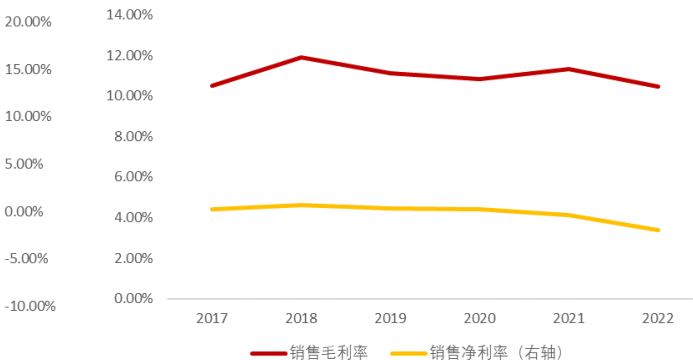
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 9：中国建筑扣非净利润及其同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 10：中国建筑毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

累计分红规模位居同业上市公司首位，制定三年分红规划。公司重视股东回报，现金分红比率稳定在 20%以上，2022 年度公司拟每 10 股派发现金股息 2.527 元，现金分红比例 20.8%，连续五年持续增长。2022 年，公司制定了《中国建筑股份有限公司未来三年（2021-2023 年）分红规划》，按照规划，公司 2021-2023 年每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的可供分配利润的 16%，且最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%。

## 4.2 中国交建：国内领先的交通基建企业

中国交建是国内领先的交通基建企业。公司核心业务包括基础设施建设、基础设施设计和疏浚业务，为客户提供涵盖基建项目各阶段的综合解决方案。业务范围主要包括国内及全球港口、航道、吹填造地、流域治理、道路与桥梁、铁路、水利水电、城市轨道交通、市政基础设施、建筑及环保等相关项目的投资、设计、建设、运营与管理。公司连续 16 年荣膺美国 ENR 全球最大国际承包商亚洲企业第一名，连续 17 年获国务院国资委央企经营业绩考核为“A 级”。

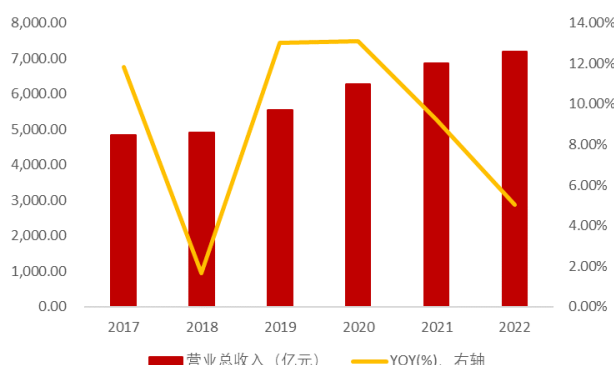
2022 年公司基建业务收入贡献占比超 80%。分业务来看，截至 2022 年，基建建设业务收入贡献占比 88.39%，基建设计业务收入占比 6.73%，疏浚业务收入占比 7.12%；分地区来看，境内收入占比 86.30%，境外收入占比 5.25%。

2022 年公司新签订单增速高达 21.64%，其中海外订单占比约 14%。2022 年新签合同金额 15,422.56 亿元，同比增长 21.64%，完成年度目标的 109%，基建建设业务、基建设计业务、疏浚业务分别为 13,670.70 亿元、548.99 亿元、1,066.54 亿元；境外业务新签合同额 2,167.82 亿元，同比增加 0.37%，约占公司新签合同额的 14%，新签合同额在 3 亿美元以上项目 30 个，总合同额 185.79 亿美元，占全部境外新签合同额的 55%。截至 2022 年，公司共在 139 个国家和地区开展业务。

公司业绩增长较为稳健，毛利率维持在 10%以上。公司 2013-2022 年营收从 3,324.87 亿元提升至 7202.75 亿元，CAGR 为 8.97%，归母净利润从 121.39 亿元提升至 191.04 亿元，CAGR 为 5.17%，近年来毛利率均维持在 10%以上。2022 年公司实现营业收入 7,202.75 亿元，同比增长 5.02%；归母净利润为 191.04 亿元，同比增长 6.16%；毛利率为 11.65%，同比下滑 0.87 个百分点。

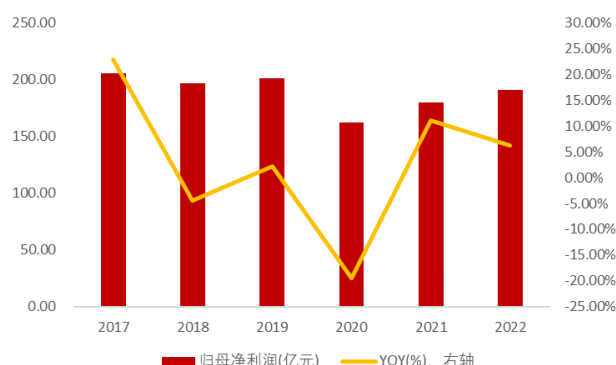
2023 年公司经营主要目标。新签合同额同比增长不低于 9.8%，营业收入同比增长不低于 7%，以“一利五率”为抓手实现“一增两稳三提升”，全力推动公司高质量发展再创新佳绩。

图 11：中国交建营收及其同比增速（亿元，%）



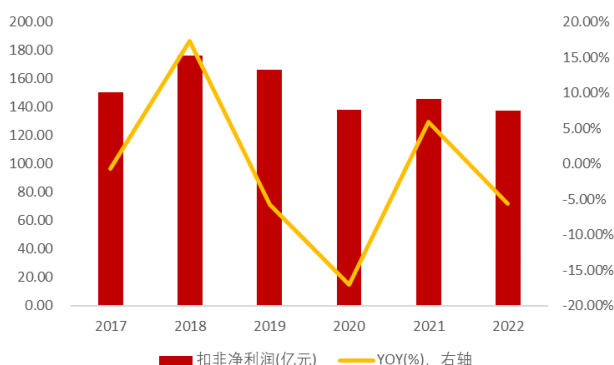
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 12：中国交建归母净利润及其同比增速（亿元，%）



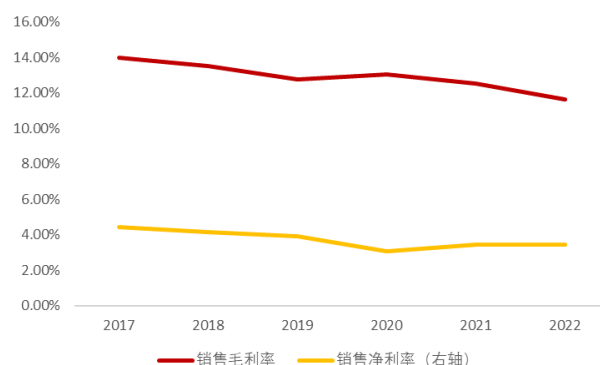
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 13：中国交建扣非净利润及其同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 14：中国交建毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 4.3 中国电建：全球清洁能源电力建设龙头

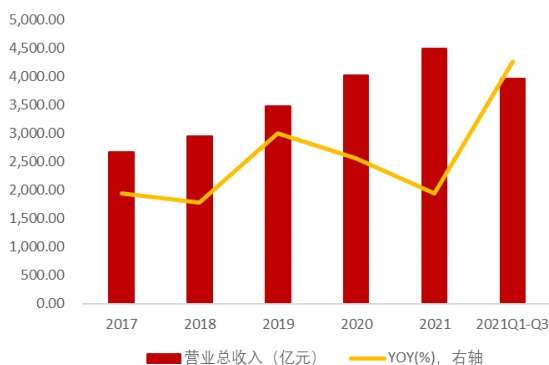
中国电建是清洁能源电力建设龙头，投建营一体化快速发展。公司核心业务包括工程承包与勘测设计业务、电力投资与运营业务。公司拥有完整的水电、火电、风电和太阳能发电工程的勘察设计与施工、运营核心技术体系，水利电力建设一体化能力和业绩位居全球第一，是全球水电、风电建设的领导者，清洁能源行业领军地位日益巩固。“聚焦水能砂城数，集成投建营”是公司重点发展导向，水能砂城数融合发展是公司区别于其他建筑央企的独特优势，公司结构调整和投建营一体化发展加快推进，市场竞争优势进一步增强。

公司 2022 年 1-12 月累计新签同比增加 29.3%。（1）分月度来看，1-12 月分别新签合同金额 655 亿元、557 亿元、1,264 亿元、863 亿元、524 亿元、1,909 亿元、421 亿元、453 亿元、1,085 亿元、1,031 亿元、570 亿元、760 亿元，同比分别增长 3.1%、0.0%、12.7%、121.1%、84.0%、128.7%、-13.7%、25.4%、102.9%、140.5%、-2.3%、-52.0%，12 月单月新签合同订单增速有所回落；（2）分业务来看，12 月新签订单中能源电力 548 亿元占比 72.1%（11 月占比为 64.3%），基础设施 158 亿占比 20.8%，水资源与

环境 30.3 亿占比 4.0%；（3）分地区来看，12 月新签订单境内 327 亿元，同比下降 70.7%，境外 433 亿元，同比下滑 7.7%。

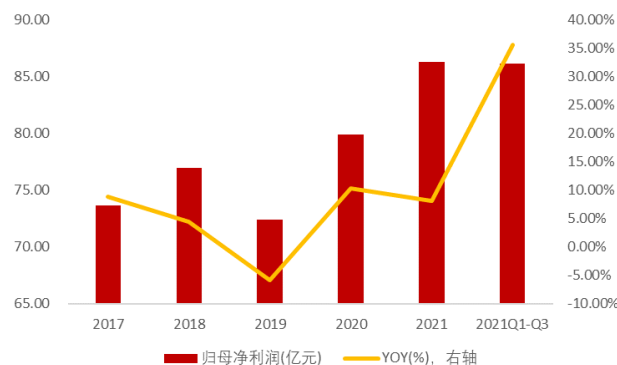
公司营收增速在行业内较高，毛利率维持在 13%以上。公司 2013-2021 年营收从 1,448.37 亿元提升至 4,489.80 亿元，CAGR 高达 15.19%；归母净利润从 45.56 亿元提升至 86.32 亿元，CAGR 达 8.32%；扣非净利润从 45.27 亿元提升至 80.95 亿元，CAGR 达 7.53%。毛利率自 2013 年以来均维持在 13%以上。

图 15：中国电建营收及其同比增速（亿元，%）



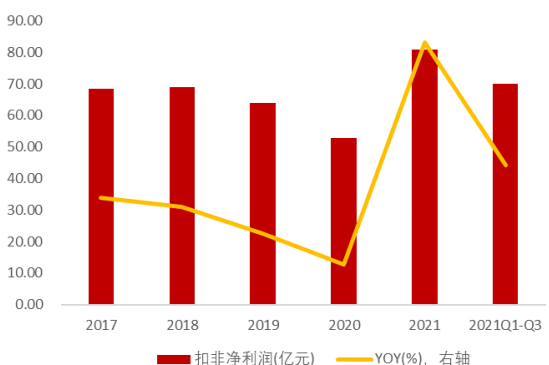
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 16：中国电建归母净利润及其同比增速（亿元，%）



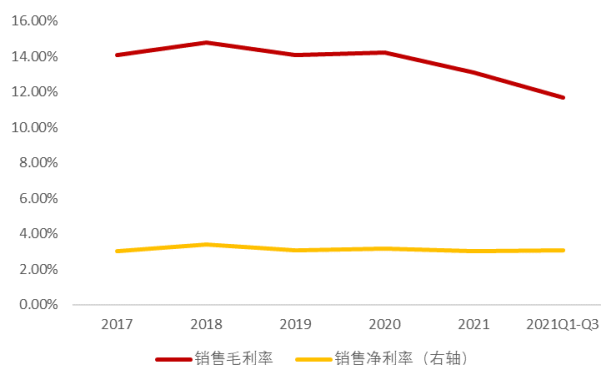
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 17：中国电建扣非净利润及其同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 18：中国电建毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

#### 4.4 中国中铁：全球最大的多功能综合型建设集团之一

中国中铁是全球最大的多功能综合型建设集团之一，能够为客户提供全套工程和工业产品及相关服务。公司核心业务包括基础设施建设、勘察设计与咨询服务、工程设备与零部件制造、房地产开发等，在工程建造、设计咨询、装备制造等领域处于行业领先地位，并延伸产业链条，扩展增值服务，开展了特色地产、金融物贸、资源利用、资产经营和建筑科技创新与应用等相关多元业务。截至 2022 年，公司位列《工程新闻纪录 ENR》最大 250 家全球承包商第 2 位；连续 9 年在国资委经营业绩考核评价中

获得 A 级；连续 9 年获得上海证券交易所信息披露 A 类评价结果。国际三大评级机构穆迪、惠誉、标普对中国中铁的评级为 A3/A-/BBB+，展望维持“稳定”。

公司 2022 全年新签合同额首次破 3 万亿。2022 年公司实现新签合同额 30,323.9 亿元，同比增长 11.1%，再创历史新高。其中，境内业务实现新签合同额 28,486.1 亿元，同比增长 10.5%；境外业务实现新签合同额 1,837.8 亿元，同比增长 21.1%。2022 年公司将水利水电、生态环保、清洁能源等作为“第二曲线”业务，集中发力、做大市场规模、厚植竞争优势，报告期内第二曲线业务实现新签合同额 3,018.92 亿元，同比增长 81.18%。

公司十年间营收复合增速 8.36%，归母净利润复合增速 14.32%。公司 2013-2022 年营收从 5,604.44 亿元提升至 11,543.58 亿元，CAGR 为 8.36%；归母净利润从 93.75 亿元提升至 312.76 亿元，CAGR 达 14.32%；扣非净利润从 80.30 亿元提升至 284.18 亿元，CAGR 达 15.08%。2022 年营业总收入 11,543.58 亿元，同比增长 7.56%；净利润 349.72 亿元，同比增长 14.78%；归母净利润 312.76 亿元，同比增长 13.25%。

图 19：中国中铁营收及其同比增速（亿元，%）

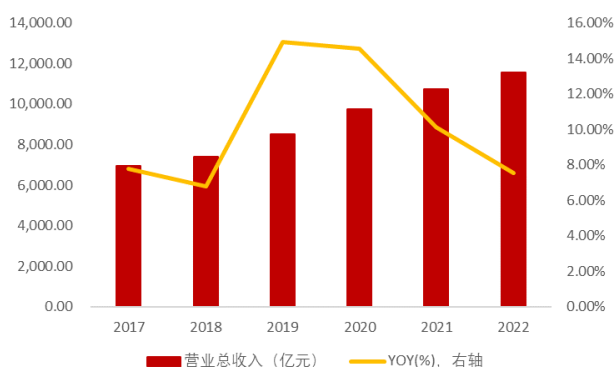
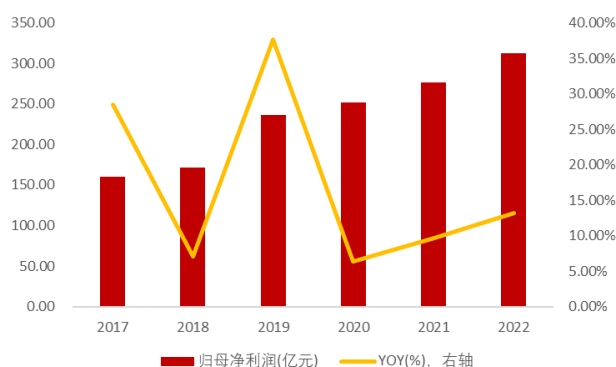


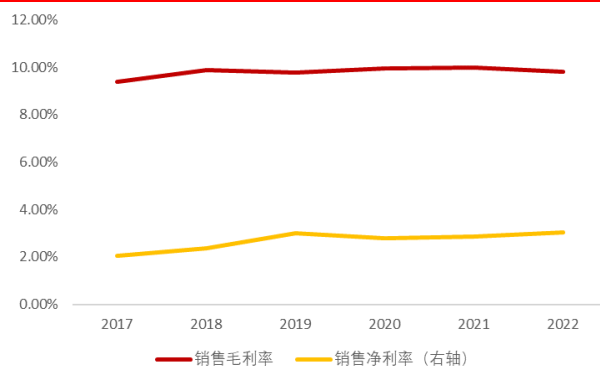
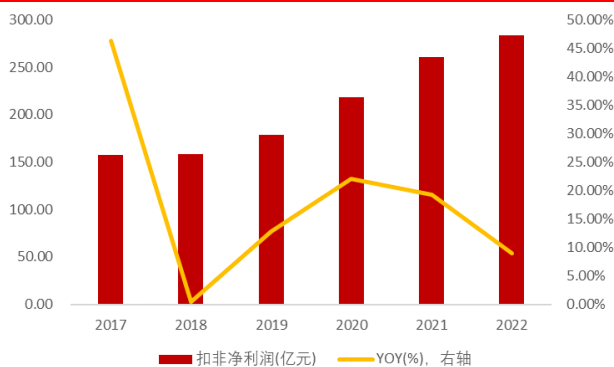
图 20：中国中铁归母净利润及其同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 21：中国中铁扣非净利润及其同比增速（亿元，%）图 22：中国中铁毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

#### 4.5 中国铁建：全球最具规模实力的综合建设产业集团

中国铁建是全球最具规模实力的综合建设产业集团，业务涵盖工程承包、规划设计咨询、投资运营、房地产开发、工业制造、物资物流、绿色环保、产业金融及其他新兴产业。连续入选《财富》杂志“世界 500 强”企业，2022 年排名第 39 位；连续入选“中国企业 500 强”，2022 年排名第 11 位；在美国《工程新闻纪录》(ENR) 杂志公布的“全球 250 家最大承包商”中稳居前 3 位。本集团拥有 A+H 股上市平台、充足的银行授信、建筑企业最高的国际信用评级，经营业务遍及全国 32 个省、自治区、直辖市以及世界 139 个国家和地区。

2022 年公司新签合同总额 32,450.011 亿元，为年度计划的 112.83%，同比增长 15.09%。分地区来看，境内业务新签合同额 29,389.511 亿元，占新签合同总额的 90.57%，同比增长 14.70%；境外业务新签合同额 3,060.500 亿元，占新签合同总额的 9.43%，同比增长 18.95%。

公司十年间营收复合增速 7.19%，归母净利润复合增速 11.08%。公司 2013-2022 年营收从 5,867.90 亿元提升至 10,963.13 亿元，CAGR 为 7.19%；归母净利润从 103.45 亿元提升至 266.42 亿元，CAGR 达 11.08%；扣非净利润从 95.43 亿元提升至 240.89 亿元，CAGR 达 10.84%。2022 年营业总收入 10,963.13 亿元，同比增长 7.48%；归母净利润 266.42 亿元，同比增长 7.90%；扣非净利润 240.89 亿元，同比增长 7.40%。

图 23：中国铁建营收及其同比增速（亿元，%）

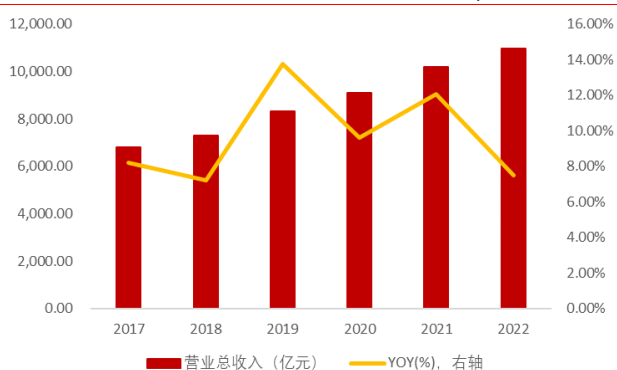
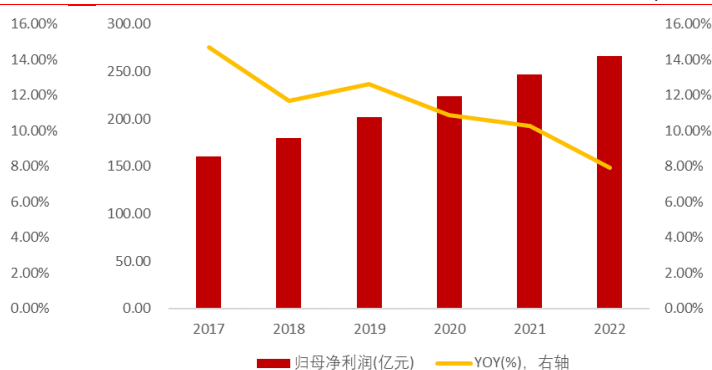


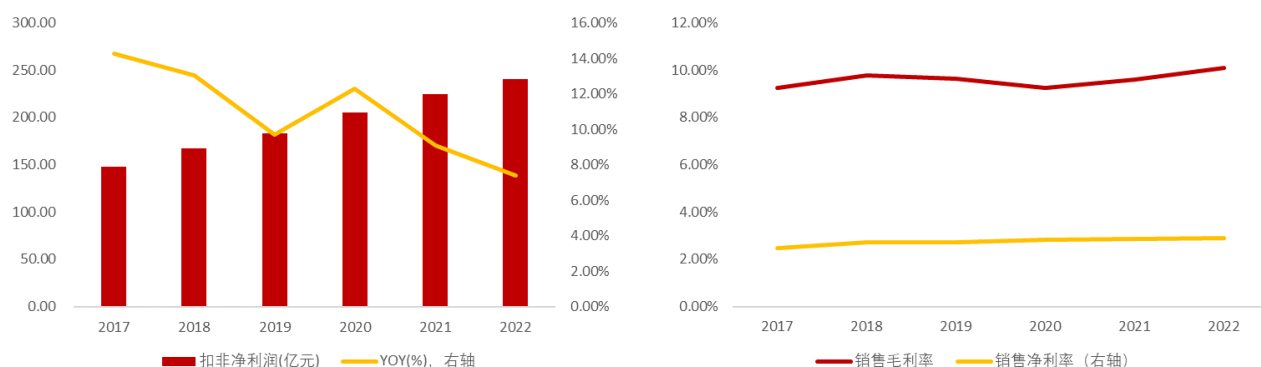
图 24：中国铁建归母净利润及其同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 25：中国铁建扣非净利润及其同比增速（亿元，%） 图 26：中国铁建毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

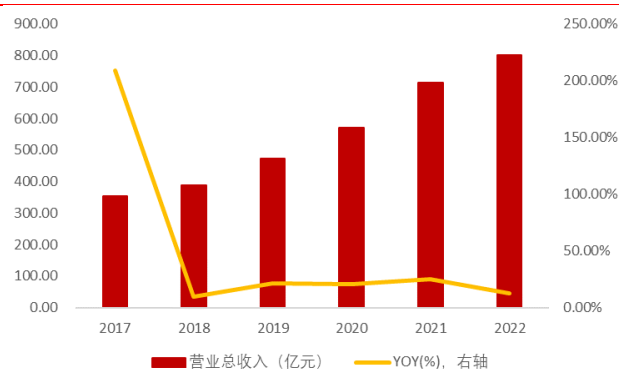
资料来源：Wind，东莞证券研究所

#### 4.6 安徽建工：安徽省建筑工程承包龙头企业，省内收入占比超 80%

安徽建工是安徽省建筑工程承包龙头企业，2022 年省内收入贡献占比超 80%。公司主营业务为基础设施建设与投资、房屋建筑工程、房地产开发经营，此外，公司还拥有装配式建筑、工程技术服务、水力发电等业务。2022 年公司基建工程及投资实现营业收入 366.37 亿元，占比 45.73%；房建工程实现营收 251.65 亿元，占比 31.41%；房地产开发业务实现营收 75.92 亿元，占比 9.48%。分地区看，安徽省内营收 628.22 亿元，占比 80.40%；安徽省外营收 147.96 亿元，占比 18.94%；海外营收 5.17 亿元，占比 0.66%。

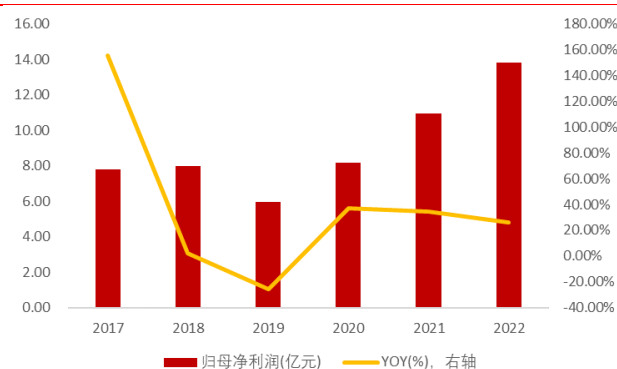
公司十年间营收复合增速 31.50%，归母净利润复合增速 23.74%。公司 2013-2022 年营收从 68.12 亿元提升至 801.20 亿元，CAGR 为 31.50%；归母净利润从 2.03 亿元提升至 13.80 亿元，CAGR 高达 23.74%；扣非净利润从 1.93 亿元提升至 13.21 亿元，CAGR 高达 23.79%。2022 年公司实现营业收入 801.20 亿元，同比增长 12.31%；归母净利润 13.80 亿元，同比增长 25.94%；扣非净利润 13.21 亿元，同比增长 28.11%。

图 27：安徽建工营收及其同比增速（亿元，%）



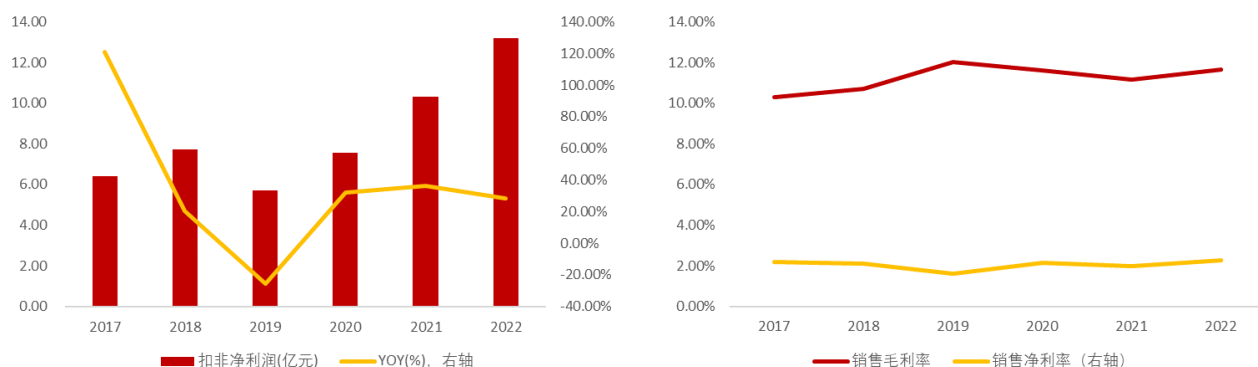
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 28：安徽建工归母净利润及其同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 29：安徽建工扣非净利润及其同比增速（亿元，%） 图 30：安徽建工毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

#### 4.7 四川路桥：四川省交通基建区域龙头，省内收入占比超 85%

四川路桥是四川省交通基建龙头企业。公司主营业务是交通基础设施的设计、投资、建设和运营。公司的主要产品为公路、桥梁、隧道工程。公司蝉联《财富》中国 500 强榜单，位列 161 位，同比上升 25 位，再创历史新高。子公司路桥集团再次入选 ENR 国际承包商 250 强。

公司十年间营收复合增速 20.40%，归母净利润复合增速 40.88%。公司 2013-2022 年营收从 254.27 亿元提升至 1,351.51 亿元，CAGR 为 20.40%；归母净利润从 5.13 亿元提升至 112.13 亿元，CAGR 高达 40.88%；扣非净利润从 5.14 亿元提升至 96.95 亿元，CAGR 高达 38.59%。2022 年公司实现营业收入 1,351.51 亿元，同比增长 31.79%；归母净利润 112.13 亿元，同比增长 67.31%；扣非净利润 96.95 亿元，同比增长 77.13%；销售毛利率 17.05%，同比增长 0.91 个百分点。

图 31：四川路桥营收及其同比增速（亿元，%）

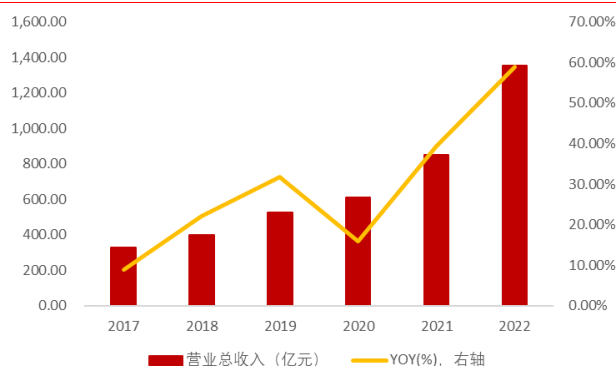
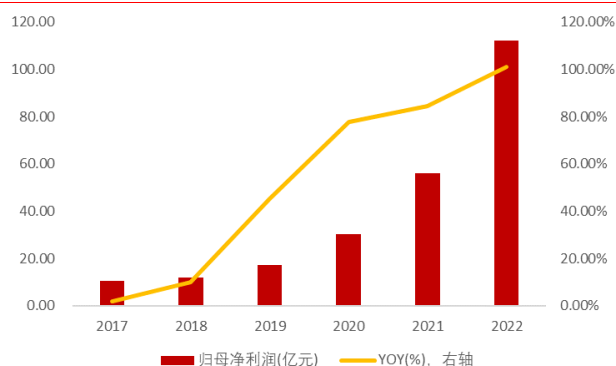


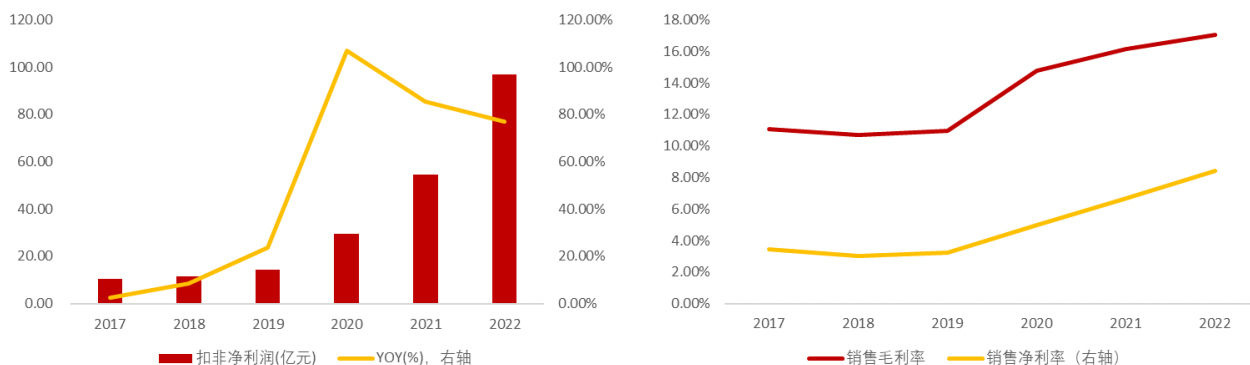
图 32：四川路桥归母净利润及其同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 33：四川路桥扣非净利润及其同比增速（亿元，%） 图 34：四川路桥毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

**政策驱动四川省基建需求提升。**四川省委省政府先后出台了《扎实稳住经济增长若干政策措施》“决战四季度、大干一百天 9 条”《支持高速公路加快建设若干政策》《2022 年交通建设抓项目促投资稳增长若干激励政策》，为基建行业的发展提供了有力支持。《四川省“十四五”综合交通运输发展规划》提出，“十四五”时期，综合交通建设完成投资 1.2 万亿元以上，其中公路水路 7000 亿元、铁路 3000 亿元、民航 250 亿元、轨道交通 2200 亿元。《四川省综合立体交通网规划纲要》提出，到 2035 年，四川省综合立体交通网实体线网总规模 9.5 万公里左右，基本建成全国交通“第四极”，“四向八廊”战略性综合交通走廊，协同重庆共建面向世界的国际性综合交通枢纽集群。这些政策的实施，将进一步促进四川省交通基础设施建设的需求，四川路桥是四川省交通基建区域龙头，省内收入占比超 85%，有望率先受益。

**公司矿业新材料板块加速布局。**矿业方面，截至 2022 年，公司拥有在建及运营矿山 11 座，主要分布于四川省南江县、马边县、会东县及东非厄立特里亚等地。其中，国内 8 座，海外厄立特里亚 3 座；另有黄磷厂 1 座。新材料方面，公司拥有三元正极材料生产企业 1 家，磷酸铁锂生产企业 1 家和电池回收企业 2 家。

#### 4.8 中工国际：具有国际竞争力的工程承包建设公司，境外收入占比 50%

公司的主营业务包括工程承包和成套设备、设计咨询、国内外贸易、机械研发与制造，积极践行“走出去”战略和“一带一路”倡议，积极服务京津冀协同、长三角一体化、粤港澳大湾区、海南自贸港等国家区域发展战略，聚焦设计咨询与工程承包、先进工程技术装备开发与应用、工程投资与运营三大业务板块，为客户提供勘察设计、规划咨询、融资投资、成套设备采购供应、施工与项目管理、运营维护等综合服务，至今在海外建设了百余个交钥匙总承包工程，涉及全球五大洲 70 余个国家和地区。

**公司工程承包和成套设备业务收入贡献占比超 60%，境外收入占比约 50%。**2022 年公司实现营业收入 97.17 亿元，同比增长 12.47%；归母净利润 3.34 亿元，同比增长 18.26%；扣非净利润 2.96 亿元，同比增长 154.20%；销售毛利率 13.89%，同比下滑 1.69 个百分点。分业务来看，截至 2022 年，工程承包和成套设备营收占比 62.13%，设

计咨询营收占比 18.62%，国内外贸易营收占比 10.57%，机械研发与制造营收占比 8.32%。分地区来看，中国境内收入占比 50.41%，境外收入占比 49.59%。

**公司国际国内两个市场均衡发展。**公司 2022 年国际工程承包业务新签合同额 18.04 亿美元；国际工程承包业务生效合同额 16.51 亿美元，同比增长 160%。国内工程承包业务新签合同 25.30 亿元，同比增长 70.26%。国内设计咨询业务新签合同 23.13 亿元。

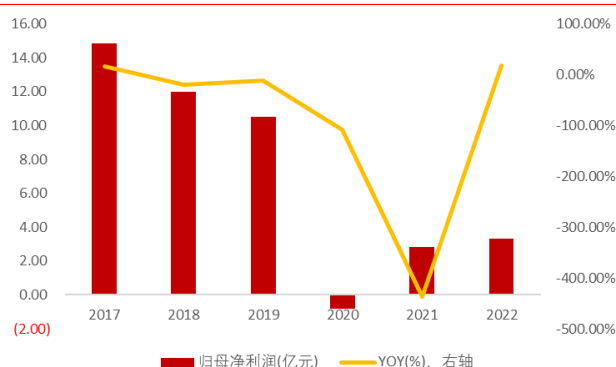
**公司抢抓“一带一路”建设市场机遇，斩获多个高质量大项目。**公司抓住了 RCEP 生效的机遇，积极拓展国际市场，在伊拉克、菲律宾、印度尼西亚、圭亚那等海外市场连续签署多个“一带一路”重点项目和民生类项目，包括伊拉克九区原油中央处理设施项目及天然气中央处理设施项目、圭亚那地区医院项目商务合同、中印尼两国政府间合作框架下的首个民生项目——印尼杰那拉塔大坝建设项目、菲律宾阿布约格 230KV 变电站项目等。2023 年是“一带一路”倡议十周年，公司有望以此为契机，进一步扩大业务范围和规模，推动更多的海外项目的实施。

图 35：中工国际营收及其同比增速（亿元，%）



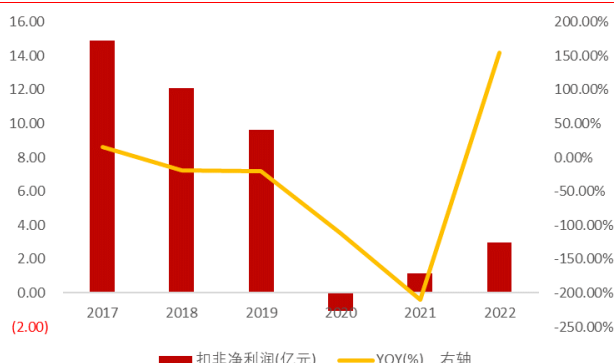
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 36：中工国际归母净利润及其同比增速（亿元，%）



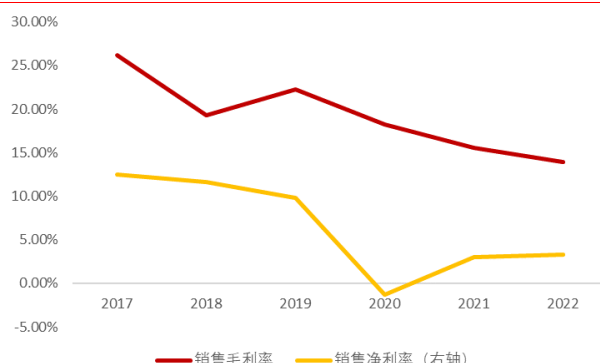
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 37：中工国际扣非净利润及其同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 38：中工国际毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 4.9 中材国际：全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商

中材国际是全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商。也是国际水泥技术装备工程市场少数具有完整产业链的企业之一，提供研发设计、装备制造、土建安装矿山服务、生产运维等一站式系统集成服务。2021 年，公司完成了中国建材集团水泥矿山工程技术服务领域内的资产整合，进一步巩固了水泥工程全球第一的地位。截至 2022 年，公司累计在海外 84 个国家和地区承接了 293 条生产线，水泥技术装备与工程主业全球市场占有率连续 15 年保持世界第一，再次上榜 ENR “全球最大 250 家国际承包商”，位列中国上榜企业第 11 位、全球上榜企业第 44 位，国际排名较 2021 年提高 16 位。

公司工程服务业务收入贡献占比约 60%，境外收入占比超 50%。2022 年公司实现营业收入 388.19 亿元，同比增长 6.25%；归母净利润 21.94 亿元，同比增长 21.06%。分业务来看，公司主营业务包括工程服务、运维服务、装备制造等，截至 2022 年，营业收入分别占比为 59.40%、23.43%、12.19%；分地区来看，境内收入占比 56.86%，境外收入占比 43.14%。2022 年全年新签合同总额 515.14 亿元，逆势增长 0.5%；其中境内合同额 272.84 亿元，同比下降 1%，境外合同额 242.30 亿元，同比增长 2%。公司坚持“全球化、属地化、多元化”发展定位，建立了完善的属地区域型服务网络，在海外拥有 36 个境外属地化机构，约 1800 名外籍雇员，超过 1000 名优秀的海外项目管理人员，一国一策深入推进属地经营，有效夯实国际化发展基础。在“一带一路”十周年背景下，海外业务有望加速拓展。

图 39：中材国际营收及其同比增速（亿元，%）

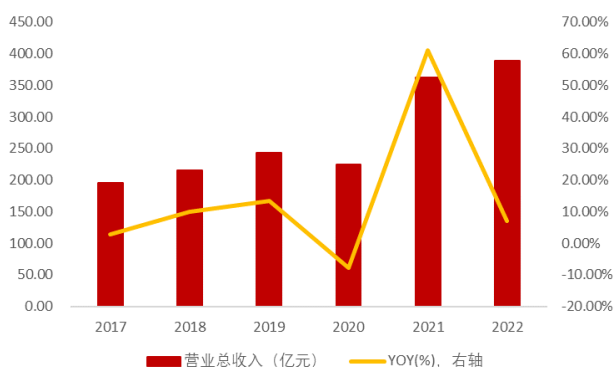
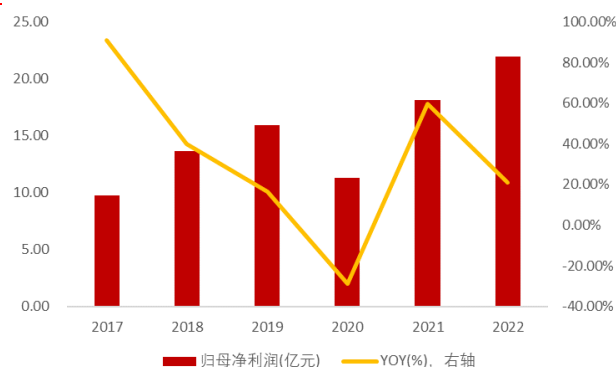


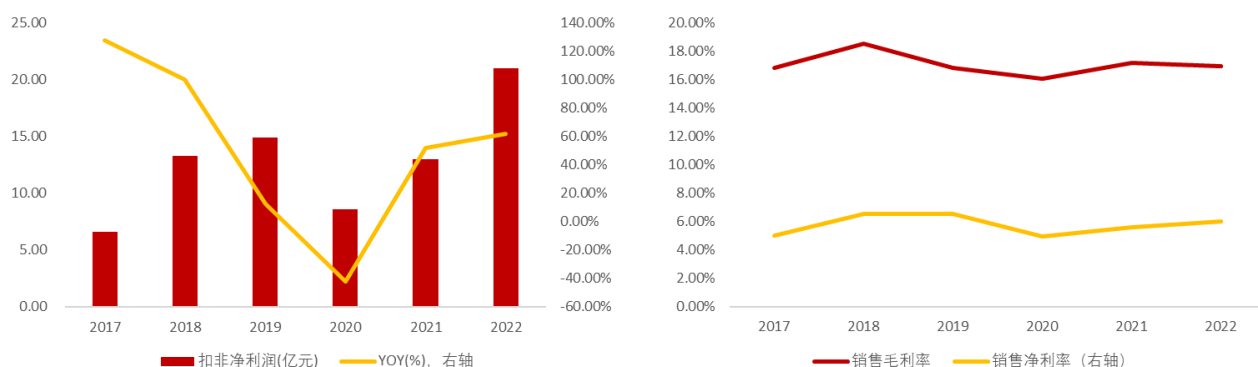
图 40：中材国际归母净利润及其同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 41：中材国际扣非净利润及其同比增速（亿元，%） 图 42：中材国际毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 5 投资策略

上调建筑装饰行业“超配”评级。目前新一轮国企改革蓄势待发，相关政策和措施将不断出台，加速推动国企估值的重塑，建议关注低估值央企中国建筑（601668）、中国交建（601800）、中国电建（601669）、中国中铁（601390）、中国铁建（601186）；受益于区域基建高景气度的安徽建工（600502）、四川路桥（600039）；受益于共建“一带一路”10 周年基建项目合作，海外市场加速拓展的中工国际（002051）、中材国际（600970）。

表 2：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2022/4/26）

| 股票代码   | 股票名称 | 股价(元) | EPS (元) |       |       | PE (倍) |       |       | 评级 | 评级变动 |
|--------|------|-------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|----|------|
|        |      |       | 2022A   | 2023E | 2024E | 2022A  | 2023E | 2024E |    |      |
| 601668 | 中国建筑 | 6.13  | 1.22    | 1.41  | 1.55  | 5.05   | 4.36  | 3.95  | 买入 | 维持   |
| 601800 | 中国交建 | 11.41 | 1.18    | 1.34  | 1.48  | 9.65   | 8.54  | 7.69  | 买入 | 首次   |
| 601669 | 中国电建 | 7.45  | 0.66    | 0.74  | 0.89  | 11.22  | 10.04 | 8.42  | 买入 | 维持   |
| 601390 | 中国中铁 | 8.34  | 1.26    | 1.86  | 1.61  | 6.60   | 4.48  | 5.19  | 买入 | 首次   |
| 601186 | 中国铁建 | 11.00 | 1.96    | 2.20  | 2.44  | 5.61   | 5.01  | 4.50  | 买入 | 首次   |
| 600502 | 安徽建工 | 6.23  | 0.80    | 0.96  | 1.14  | 7.75   | 6.50  | 5.45  | 买入 | 维持   |
| 600039 | 四川路桥 | 15.48 | 1.80    | 2.05  | 2.48  | 8.60   | 7.57  | 6.24  | 增持 | 首次   |
| 002051 | 中工国际 | 12.81 | 0.27    | 0.38  | 0.48  | 47.46  | 33.71 | 26.69 | 增持 | 首次   |
| 600970 | 中材国际 | 13.25 | 0.97    | 1.86  | 1.20  | 13.68  | 7.12  | 11.05 | 增持 | 首次   |

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 6 风险提示

（1）**下游地产行业波动的风险。**自 2022 年以来为了稳定房地产行业发展，监管部门接连释放降低贷款基准利率、支持房地产平稳健康发展的金融 16 条等积极信号，但考虑到房地产政策的传导具有滞后性，短期内房地产销售端仍处于筑底阶段。

（2）**汇率风险。**境外合同多以美元和欧元作为主要结算货币，部分合同涉及当地小币种结算，面临较大的汇率波动风险。

（3）**基建投资增速不及预期的风险。**基建投资增速不及预期将影响实物工作量，对新签订单形成负面影响。

（4）**境外经营风险。**受当地政治、经济、公共安全、文化差异、合同法律、国际舆情、环保要求以及部分国家间贸易摩擦等因素影响，市场开拓及项目履约面临的形势错综复杂。

（5）**国企改革进度不及预期的风险。**国企改革需要政策和制度设计的支持，以便更好、更快地促进国企的发展和提高估值水平，如果改革进程不及预期，可能会影响政策的推进和国企的发展，从而使得影响改革效果。

**东莞证券研究报告评级体系：**

| 公司投资评级 |                                                                      |
|--------|----------------------------------------------------------------------|
| 买入     | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上                                          |
| 增持     | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间                                       |
| 持有     | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间                                           |
| 减持     | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上                                           |
| 无评级    | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内 |
| 行业投资评级 |                                                                      |
| 超配     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上                                        |
| 标配     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间                                        |
| 低配     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上                                        |

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

**证券研究报告风险等级及适当性匹配关系**

|      |                                                                          |
|------|--------------------------------------------------------------------------|
| 低风险  | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告                                                  |
| 中低风险 | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告                                                   |
| 中风险  | 主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告                                             |
| 中高风险 | 创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告 |
| 高风险  | 期货、期权等衍生品方面的研究报告                                                         |

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn