

# 建筑行业快评

## 若新藏铁路开工，影响几何？

优于大市

### ◆ 行业研究 · 行业快评

### ◆ 建筑装饰

### ◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：任鹤 010-88005315 renhe@guosen.com.cn 执证编码：S0980520040006  
 证券分析师：朱家琪 021-60375435 zhujiqi@guosen.com.cn 执证编码：S0980524010001

### 事项：

工商注册信息显示，新藏铁路有限公司已于近日正式成立。公司法定代表人为马殷军，注册资本高达 950 亿元人民币。股权结构方面，该公司由中国国家铁路集团有限公司全资控股，经营范围含建设工程施工、建设工程监理、铁路运输设备制造、公共铁路运输等。

**国信建筑观点：**1) **新疆、西藏是未来铁路建设的重点地区：**《“十四五”铁路发展规划》提出，认真贯彻落实总书记解决我国西部铁路“留白”太大问题的重要指示精神，加强战略骨干通道，构建多向入藏通道，完善新疆对外通道，加快边境地区铁路建设。新疆与西藏铁路建设空间充足，战略意义重大，近两年固定资产投资快速增长，有望成为未来铁路建设的重点地区。2) **新藏铁路工程难点在于冻土路段和生态环境保护，预计全线总投资为 3000-4000 亿元：**新藏铁路桥隧比低于川藏铁路，但沿线环境恶劣、地质结构复杂，测算新藏铁路总投资规模预计在 3000 亿至 4000 亿元区间，估算工期 7-8 年；3) **若新藏铁路开工，将有效拉动水泥、钢铁、工程装备、减水剂需求：**如果新藏铁路开工，将显著拉动水泥、钢铁、工程装备需求，测算拉动水泥需求约 2100 万吨，钢轨需求 266 万吨，结构钢需求 62 万吨，年均拉动隧道掘进装备价值量约 127 亿元。预计新增新藏铁路全面开工后，桥隧桩基、混凝土基床等冻土区关键结构将大规模应用高性能混凝土，减水剂有望成为核心受益方向。

**投资建议：**在工业产能过剩与有效需求不足的双重约束下，增量投资既要避免在已“充分内卷”的领域新增无效供给，又要通过需求扩张激活闲置资源，而基建投资兼具乘数效应与公益属性，扩大基建投资就成为了实现“反内卷”与“再通胀”的核心路径。新藏铁路加速推进，反映了积极的财政政策预计将继续加大力度重点支持民生基建与“两重”领域。若新藏铁路开工，建议关注确定性受益的工程承包商**中国中铁、中国铁建**；基础工程龙头**中岩大地**。

**风险提示：**地方政府化债推进不及预期，积极的财政政策发力不及预期，重大工程项目推进不及预期。

### 重点公司盈利预测及投资评级

表1：重点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（亿元） | EPS   |       | PE    |       |
|-----------|------|------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |      |        |         | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E |
| 601390.SH | 中国中铁 | 优于大市 | 8.21   | 1052    | 1.63  | 1.66  | 5.04  | 4.95  |
| 601186.SH | 中国铁建 | 优于大市 | 5.73   | 1332    | 1.11  | 1.18  | 5.16  | 4.86  |
| 003001.SZ | 中岩大地 | 优于大市 | 29.42  | 52      | 1.2   | 2.83  | 24.52 | 10.40 |

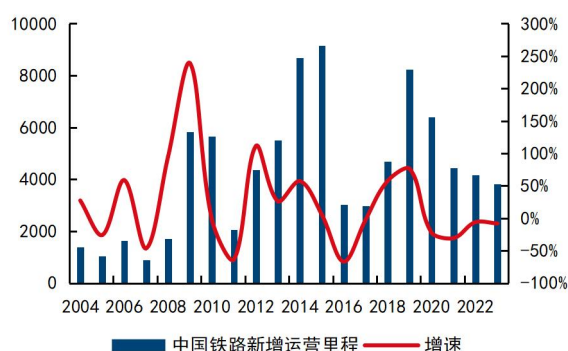
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 评论：

### ◆ 西部铁路建设需求持续释放，五线入藏格局加速构建

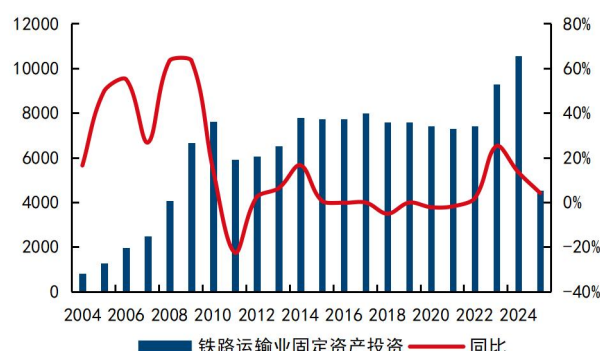
**铁路建设投资重新提速。**2015年以来中国铁路建设速度放缓，“十三五”（2016-2020年）规划新增铁路运营里程3万公里，实际完成2.53万公里，“十四五”（2021-2025年）规划新增铁路运营里程下降至1.9万公里，2021-2023年已完成1.24万公里，完成进度65%。根据国家统计局口径，2016-2021年全国铁路投资额连续6年负增长，随后铁路投资显著回升，2023年/2024年全国铁路运输业固定资产投资分别同比+20.5%/+18.5%。根据国家铁路局公布，今年上半年全国铁路投资3559亿元，同比增长5.5%，累计投产新线301公里。

图1：铁路每年新增运营里程及增速（单位：公里，%）



资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

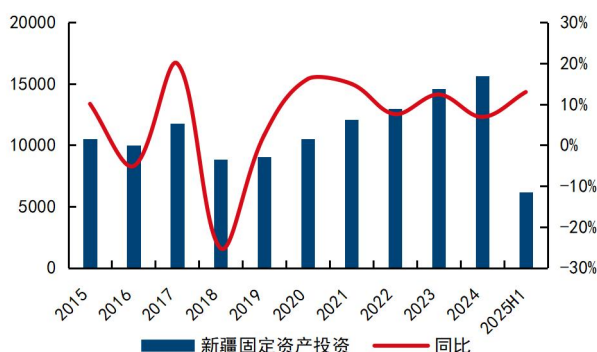
图2：国家统计局口径铁路投资额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

**新疆和西藏预计将成为铁路建设的重点区域。**《“十四五”铁路发展规划》提出，认真贯彻落实总书记解决我国西部铁路“留白”太大问题的重要指示精神，加强战略骨干通道，构建多向入藏通道，完善新疆对外通道，加快边境地区铁路建设。新疆和西藏地区有望成为中国未来铁路建设的重点地区，2025上半年新疆/西藏完成固定资产投资额分别同比+13%/+25%。

图3：新疆固定资产投资额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图4：西藏固定资产投资额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

**五线入藏通道加速构建。**截至2022年底，西藏自治区铁路总里程为1359公里，根据西藏自治区中长期铁路网规划，“十四五”规划方案实施后总里程将大幅提升至4104公里，2035年将达到5198公里。目前规划的进藏铁路线路共有5条：青藏铁路，甘藏铁路，川藏铁路，滇藏铁路、新藏铁路，其中川藏铁路和滇藏铁路处于建设阶段，部分路段已经通车运营；新藏铁路和甘藏铁路处于规划研究阶段。新藏铁路已纳入“十四五”铁路发展规划，据新疆日报报道，新藏铁路的初步测量工作已经完成，目前正在加紧推进项目剩余前期工作，项目建设对于填补边疆路网空白、稳边固疆、增强民族团结等具有重要意义。

资料来源：西藏自治区发改委，国信证券经济研究所整理

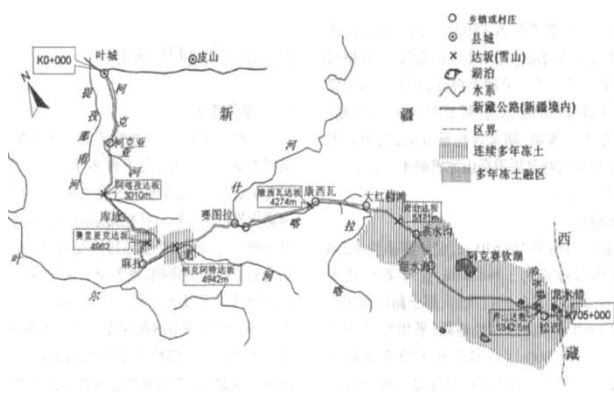
新藏铁路作为连接新疆和西藏的重要交通动脉，北起喀和铁路和田地区皮山站，向南穿越昆仑山脉后与G219国道相伴而行，经新疆和田地区和西藏阿里地区、日喀则市接入拉日铁路日喀则西站，与规划中的狮泉河至日喀则的铁路相接，最终抵拉萨站，途经3地市13县区。2025年4月，新藏铁路和田至省界段（新疆段）已经启动了勘察和土石方工程的招标工作，预计在年内将会正式开工，该段全长462.592公里，新疆段设有35座车站，桥隧比高达61.53%，包含17座总长176.768公里的隧道和86座总长108.324公里的桥梁，西藏段预计在“十五五”初期开工。

资料来源：《新藏铁路走向方案研究》<sup>1</sup>，国信证券经济研究所整理

<sup>1</sup> 吕新强. 新藏铁路走向方案研究[J]. 物流工程与管理, 2023, 45 (07): 115-119.

**新藏铁路桥沿线地质环境复杂，配套设施投资要求高。**新藏铁路纵贯青藏高原西南缘，依次穿越昆仑山脉、喀喇昆仑山脉、冈底斯山脉和喜马拉雅山脉四大山系，全线平均海拔超过 4500 米，最高海拔达 5378 米。工程需克服包括十余处海拔 5000 米以上的冰达坂、数十条季节性冰河，以及连续逾千公里的高寒荒漠、多年冻土区和永久积雪带等极端地形。沿线地质环境异常复杂，集中了滑坡、崩塌、泥石流、风沙、地震、高地温、雪害、冻土等九大地质灾害。在穿越玛旁雍错国家级自然保护区段，还存在间歇性高温地热喷泉等特殊地质现象，这些因素都给工程设计施工带来了巨大挑战，相应工程总造价也会更高。

图7：新藏公路新疆段沿线多年冻土分布略图



资料来源：《新藏公路新疆段多年冻土特征及其灾害初探》<sup>2</sup>，国信证券经济研究所整理

图8：线路途径日喀则地区间歇地热喷泉



资料来源：《新藏铁路主要工程地质问题研究》<sup>3</sup>，国信证券经济研究所整理

**线路途径生态脆弱区，生态环保成本高昂。**新藏铁路沿线穿越珠穆朗玛峰国家级自然保护区、羌塘国家级自然保护区等 40 余处生态敏感区，其中约 80% 的线路位于生态极度脆弱和重度脆弱区域。为减少生态扰动，工程将被迫采用高造价的桥隧工程替代传统路基。同时，合规成本大幅增加，项目必须履行自然保护地整合优化程序，开展野生动物迁徙通道专项研究等。敏感区内禁止设置取弃土场和施工营地，导致物料运输距离延长，严苛的施工限制也会进一步推升造价。

图9：新藏铁路与神山圣湖段生态敏感区位置关系



资料来源：《新藏铁路生态敏感区段选线及保护对策研究》<sup>4</sup>，国信证券经济研究所整理

图10：新藏铁路避让羌塘自然保护区的替代方案示意



资料来源：《新藏铁路生态敏感区段选线及保护对策研究》，国信证券经济研究所整理

**估算新藏铁路总投资大约 3000-4000 亿元，与川藏铁路规模相当。**相较于川藏铁路，新藏铁路在工程特征上呈现显著差异：其规划线路全长 1980 公里，超出川藏铁路约 380 公里；估算全线桥隧比 61.5%，低于川

<sup>2</sup> 马东涛, 张金山, 王蒙, 等. 新藏公路新疆段多年冻土特征及其灾害初探[J]. 山地学报, 2004, (05): 554-561.

<sup>3</sup> 王朋. 新藏铁路主要工程地质问题研究[J]. 铁道标准设计, 2020, 64 (04).

<sup>4</sup> 王冠柏, 杨忠平, 周立波. 新藏铁路生态敏感区段选线及保护对策研究[J]. 铁道标准设计, 2024, 68 (02): 24-31.

藏铁路的 87.2%。在核心工程难度层面，川藏铁路主要需要面对横断山脉复杂地形及高烈度地震带，而新藏铁路在工程技术层面则聚焦于攻克高原冻土技术难题与生态保护刚性约束。投资层面，川藏铁路总投资 3627.5 亿元对应单公里投资 2.36 亿元，鉴于新藏铁路桥隧比低于川藏铁路，其单位里程投资密度应略低于川藏铁路。若按单公里 1.5-2 亿元投资强度估算，新藏铁路总投资规模预计在 3000 亿至 4000 亿元区间，估算工期 7-8 年。

表2: 五条进藏铁路工程指标对比

| 指标维度 | 青藏铁路         | 川藏铁路                        | 新藏铁路                         | 滇藏铁路                                           | 甘藏铁路                |
|------|--------------|-----------------------------|------------------------------|------------------------------------------------|---------------------|
| 开工时间 | 2001 年       | 2014 年成雅段、拉林段开工，2020 年雅林段开工 | 预计 2025 年新疆段开工               | 2007 年昆明-大理段开工，核心区拉萨-林芝与川藏铁路共线，波密-香格里拉处于前期规划阶段 | -                   |
| 线路长度 | 1956km       | 1534km                      | 1980km                       | 1960km                                         | 2211km              |
| 最高海拔 | 5072m（唐古拉山口） | 4400m（理塘段）                  | 5347m（界山达坂）                  | 4300m（白马雪山）                                    | 4500m（玛曲段）          |
| 平均海拔 | 4000m        | 3500m                       | 4500m                        | 3200m                                          | 3800m               |
| 桥隧比  | 2.8%         | 87.2%                       | 61.5%                        | 43.0%                                          | 20.6%               |
| 预估投资 | 262.1 亿元     | 3627.5 亿元                   | 3000-4000 亿元                 | 约 3000 亿元                                      | 约 3000 亿元           |
| 实际投资 | 330.9 亿元     | -                           | -                            | -                                              | -                   |
| 技术难点 | 主要为高原冻土      | 崩塌、滑坡、高地震区、地热、岩爆等           | 高海拔、高原冻土、滑坡、风沙雪崩、地热、岩爆、生态保护等 | 高地震区，泥石流、雪崩、崩塌与滑坡，高地温、高地应力、活动断层等               | 崩塌、滑坡、泥石流、地热、岩爆、雪害等 |

资料来源：《中国进藏铁路为何首选青藏线》<sup>5</sup>，《第一条进藏铁路为何选择青藏》<sup>6</sup>，北京交通大学川藏铁路研究院，国信证券经济研究所整理（注：部分线路仍处于方案比选阶段，部分工程指标数据后续可能会有变化）

#### ◆ 若新藏铁路开工，将有效拉动水泥、钢铁、工程装备、减水剂需求

桥隧投资或占土建投资的 70%以上。铁路工程总投资包括固定资产投资和投产运营初期配套投资，固定资产投资中我们核心关注静态投资，分为建筑安装工程、设备与工器具购置、其他费、基本预备费四项。其中土建工程投资额预计在 60-70%，设备采购安装预计在 20-30%。从土建工程投资结构看，桥隧投资密度较高，假设桥隧里程中桥梁占比 40%，隧道占比 60%，桥隧单公里造价为 2000 万元，则桥隧工程投资占土建投资的 70%以上。

图11: 铁路工程总投资构成示意图

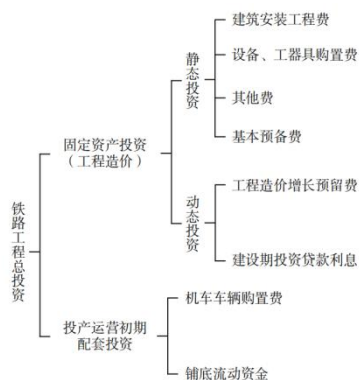
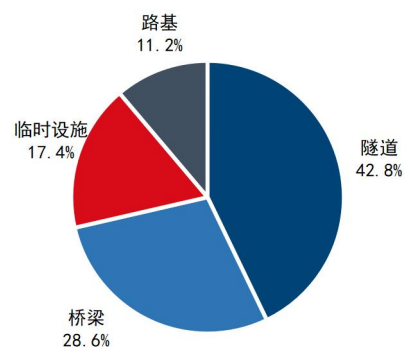


图12: 估算新藏铁路建设成本结构（单位：%）



<sup>5</sup> 梁娟, 陈畅鸣. 中国进藏铁路为何首选青藏线[N]. 新华每日电讯, 2001-05-14 (006).

<sup>6</sup> 第一条进藏铁路为何选择青藏?[J]. 中国远洋航务, 2006, (07): 30.

资料来源：《铁路工程造价的影响因素及控制措施分析》<sup>7</sup>，国信证券经济研究所整理

资料来源：《HD 铁路客运专线项目建设成本管理研究》<sup>8</sup>，国信证券经济研究所整理

**测算新藏铁路对水泥需求总量约 2100 万吨。**假设非冻土区路基混凝土用量为 1.8 万立方米/公里，冻土段因强化基床及保温层混凝土用量为 3.5 万立方米/公里，桥隧工程混凝土总用量建设为 1600 万立方米，站房及轨枕补足 620 万立方米。水泥配比方面，假设冻土区 C30 混凝土需 380kg/立方米，非冻土区仅 300kg/立方米。整体水泥总折算量约为 2100 万吨。

**测算新藏铁路建设将拉动钢轨需求 266 万吨，结构钢需求 62 万吨。**假设全线采用 1980 公里双线设计，采用 60kg/m 重轨，考虑到冻土区防爬轨附加及运输损耗，共计需要 266 万吨钢轨；桥隧结构钢部分，按照 61.5% 的桥隧比计算，桥梁里程 377km，结构钢用量为 450 吨/km，隧道里程 566，结构钢用量为 800 吨/km，合计用钢 62 万吨。

**测算新藏铁路建设将拉动隧道掘进装备年需求 127 亿元。**根据我们的假设，新藏铁路全线共有 113.7 公里隧道工程，对隧道掘进装备需求有显著拉动作用。因为特殊的地质环境，几乎所有的 TBM（隧道掘进机）和盾构机都需要定制化生产，以应对冻岩低温脆性、高地温、岩爆等施工难点。假设高原冻土区年有效施工期 5 个月，按双线隧道同步掘进，月进尺 120 米计算，需要每年投入 19 台 TBM 及 25 台盾构机。假设 6 米级 TBM 单价约 3.8 亿元（含冻土改装），8 米级盾构约 1.5 亿元，对应装备采购额约 112 亿元，备件耗材年消耗达 15 亿元。

图13: 应用于高原高寒铁路的大直径 TBM “雪域先锋号”



资料来源：中工网，国信证券经济研究所整理

图14: 川藏铁路金沙江特大桥效果图



资料来源：北京交大川藏铁路研究院，国信证券经济研究所整理

**新藏铁路受冻土影响大，减水剂可能是核心受益方向。**新藏铁路建设面临严峻的冻土挑战，新疆段 191.6 公里线路穿越高原片状连续多年冻土区，冻胀融沉灾害频发。甜水海、界山达坂等路段因多冰—富冰冻土特性导致路基融沉、路面翻浆，而冻胀破坏和涎流冰进一步加剧工程风险。减水剂作为高寒混凝土的核心添加剂，通过降低水胶比和优化孔隙结构显著提升冻土区混凝土耐久性。新藏铁路全面开工后，桥隧桩基、混凝土基床等冻土区关键结构将大规模应用高性能混凝土，有望带动减水剂需求大幅增长。假设采用聚羧酸高效减水剂，冻土区域掺量为 2.5%，非冻土区域为 1.2%，对应总需求量约为 22 万吨。

<sup>7</sup> 谢黎灿. 铁路工程造价的影响因素及控制措施分析[J]. 工程技术研究, 2025, 10(08).

<sup>8</sup> 秦桦. HD 铁路客运专线项目建设成本管理研究[D]. 西南交通大学, 2012.

表3: 新藏铁路相关产业链上市公司梳理

| 类型         | 证券简称 | 说明                                                                                                                                 |
|------------|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 工程承包商      | 中国中铁 | 参与新疆段关键桥隧工程,如昆仑山隧道等特大型项目,拥有127项高原隧道施工专利,在冻土、高寒环境施工经验丰富,曾主导青藏铁路扩能改造工程。参与川藏铁路建设,掌握高海拔缺氧环境下的施工技术,如抗冻混凝土浇筑和生态保护工艺。                     |
|            | 中国铁建 | 旗下铁一院在新疆市场份额高,主导西藏段日喀则至佩枯错段建设。在高原铁路、高速铁路、高速公路、桥梁、隧道和城市轨道交通工程设计及建设领域确立了行业领导地位。                                                      |
| 工程检测、勘察、咨询 | 联检科技 | 公司2023年为川藏铁路部分标段提供了检测、勘察服务及材料供应。                                                                                                   |
| 本地工程服务商    | 新疆交建 | 公司对南北疆地区特殊的地质、气候条件,如高寒、高温、风沙大、沙漠土软基、施工期短、环保要求高等难题,拥有丰富的施工经验,并掌握了相关施工工艺与技术,在类似地质条件和技术应用领域具备显著的比较优势。                                 |
|            | 北新路桥 | 经过多年在疆内、疆外以及国外从事路桥施工、房屋建筑施工、基础设施建设的积累,公司拥有大量经验丰富的技术人员和施工队伍,能够组织完成不同种类的施工项目,针对各种不同施工环境采用与之相适应的施工工艺和管理措施,有效增强了公司承揽工程项目的核心竞争力。        |
| 隧道装备       | 中铁工业 | 公司是专业从事隧道掘进机研发制造和综合服务的科技创新型企业,截至2024年12月末,公司隧道掘进机产销量连续八年世界第一。公司还是我国最早、全球最大的道岔制造企业。                                                 |
|            | 铁建重工 | 公司是全球领先的地下工程装备和轨道交通装备大规模定制化企业,公司钻爆法隧道装备快速发展,技术水平与市场占有率处于国内行业领先地位。                                                                  |
| 钢铁         | 八一钢铁 | 公司作为西北地区重要的大型钢铁企业、新疆唯一的钢铁上市公司,是新疆产业链最长、产能水平最高、产品品种最全、规模最大的钢铁企业,市场话语权大幅提升,区域市场的行业地位更加稳固。                                            |
|            | 酒钢宏兴 | 公司致力于打造西北地区优质建材和精品板材生产基地,拥有嘉峪关本部和兰州榆钢公司两大钢铁生产基地。公司助力完成青藏铁路、川藏铁路、兰新高铁等多项国家重点建设工程。                                                   |
| 水泥         | 西藏天路 | 作为西藏自治区战略支撑型企业,在平均海拔4000米以上、极端气候频发的“世界屋脊”,拥有复杂地质(冻土、高寒、缺氧等)环境下从事多项基建项目。                                                            |
|            | 青松建化 | 公司是新疆发展历程最久的水泥制造企业之一,经过多年发展,公司已经成为疆内油井水泥、道路水泥、大坝水泥等特种水泥的主要供应企业。                                                                    |
| 减水剂        | 苏博特  | 公司是国内混凝土外加剂行业的龙头企业,公司产品成功应用于港珠澳大桥、川藏铁路、太湖隧道等国内外水利、能源、交通、市政等领域的重大工程。                                                                |
|            | 垒知集团 | 全资子公司科之杰新材料集团是中国外加剂新材料龙头企业,是混凝土外加剂产品生产与应用技术集成方案提供商,拥有聚羧酸合成、萘系合成、脂肪族合成、氨基合成等多种外加剂合成生产线,国内合成总产能截至本报告期末已达148.9万吨,可提供100余种混凝土外加剂及相关产品。 |

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

#### ◆ 投资建议:

在工业产能过剩与有效需求不足的双重约束下,增量投资既要避免在已“充分内卷”的领域新增无效供给,又要通过需求扩张激活闲置资源,而基建投资兼具乘数效应与公益属性,扩大基建投资就成为了实现“反内卷”与“再通胀”的核心路径。新藏铁路加速推进,反映了积极的财政政策预计将加大力度重点支持民生基建与“两重”领域。若新藏铁路开工,建议确定性受益的央企工程承包商**中国中铁**、**中国铁建**;关注基础工程龙头**中岩大地**。

#### ◆ 风险提示:

地方政府化债推进不及预期,积极的财政政策发力不及预期,重大工程项目推进不及预期。

#### 相关研究报告:

《建筑行业 2025 年中期投资策略-资产质量改善有望与需求回暖共振,看好建筑板块下半年表现》——2025-08-01  
《俄乌战后重建专题报告-俄乌有望走向和谈,关注战后重建机遇》——2025-02-14  
《建筑行业 2025 年度投资策略-迈向缩量时代,迎接估值回升》——2024-12-31  
《建筑行业专题报告-从运河建设观察中央财政发力基建的路径》——2024-12-09  
《化债政策点评-建筑行业率先受益化债,中央财政撬动增量需求可期》——2024-11-11

## 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 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点     |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 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 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 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

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