下载日志已记录，仅供内部参考

建筑装饰

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 06 月 29 日

风险出清，利润修复，投资有支撑

——房地产链白皮书：建筑篇

看好

相关研究

《传统投资趋缓，新兴领域发力-2026 年中期建筑装饰行业投资策略》 2026/06/04

《收入利润下滑明显，现金流有所改善——建筑装饰 2025/2026Q1 财报综述》 2026/05/07

《投资维稳，布局战略新兴板块-2026 年建筑装饰行业投资策略》 2025/11/17

证券分析师
袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
唐猛 A0230523080003
tangmeng@swsresearch.com
研究支持
唐猛 A0230523080003
tangmeng@swsresearch.com
联系人
唐猛 A0230523080003
tangmeng@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **地产投资流程长、体量大，建筑公司深度参与，风险化解逐步完成。**2025 年全国房地产开发投资完成额 8.28 万亿，占固定资产投资比重 17.1%，细分构成中，建筑工程、安装工程、设备工器具购置和其他费用中的勘察设计均属于建筑总包范畴，占比房地产开发投资完成额 60%左右，建筑公司深度参与服务。房地产投资持续低迷的背景下，企业困境求生，向内压缩杠杆率应对冲击，精简人员把控费用率，向外优化客户及业务结构，拥抱国央企，提升非住宅业务比重。我们认为企业多点布局已显现一定成效，23-25 年样本企业部分经营指标底部回暖，风险化解逐步完成。
- **城市更新挖掘存量市场，支撑投资体量。**《城市更新“十五五”规划》定量给出“十五五”城市更新建设目标，其中三旧改造、城中村改造有望挖掘存量市场，因其涉及多个细分领域，流程繁琐，对承建施工企业提出更高要求，检验检测、装配式建筑也有望得到进一步需求释放。同时，地下城市管网既是《规划》中的重要组成部分，又是“六张网”建设的核心要点之一，多重政策鼓励下地下城市管网建设预计在“十五五”进入发展快车道，支撑市政领域投资体量。
- **地产链周期复盘：08、14 年强政策催化估值，11 年基本面复苏利润兑现。**1）2008-2010 年：基本面 V 型反转，“4 万亿”刺激下市场预期改善，带动板块估值快速提升，企业收入、利润则因业务属性反应滞后，期间房地产、建筑装饰 PE 涨幅分别为 113%、71%，利润涨幅分别为 31%、16%。2）2011-2013 年：地产政策预期温和，基建刺激政策预期升温，带动板块估值提升，同时得益于 08 年“4 万亿”投资的滞后反应，以及城镇化率的快速提升，本轮周期中板块利润同步得以释放，期间房地产、建筑装饰 PE 涨幅分别为 17%、12%，利润涨幅分别为 25%、18%。3）2014-2017 年：地产全面放松限购、棚改货币化启动，基建“一带一路”、PPP 等，房地产及基建政策呵护强，板块估值提升明显，但行业投资数据持续走弱，企业收入、利润未能得以释放，期间房地产、建筑装饰 PE 涨幅分别为 211%、270%，利润涨幅分别为 0%、5%。
- **周期复盘借鉴：本轮政策放松预期强，中长期数据有望改善，短期体现估值提升。**相较于前几轮地产周期，本轮地产周期存在几点不同，1）本轮周期板块β相对以往更不明显，源于多家出险房企的压制；2）本轮周期供给侧出清力度已经超过需求中枢的降幅，市场已处于过度出清状态；3）产业链企业扩表意愿低于以往周期；4）当前无论是房地产行业还是建筑行业均已渡过快速发展阶段进入行业成熟期。综合影响下，本轮周期在基建稳增长政策、地产政策放松预期、国企改革、一带一路等因素共同催化下，中长期企业有望随行业数据改善而获得收入、利润释放以及现金流好转，短期则更多体现为估值修复反弹。
- **投资分析意见：风险出清，利润修复，投资有支撑，维持行业“看好”评级。**我们认为，经历近几年行业出清，企业坏账计提准备相对充分，2023-2025 年部分经营指标已有所回暖，维持行业“看好”评级，专业工程领域关注鸿路钢构、志特新材，设计咨询领域关注深圳瑞捷、华阳国际，施工端关注上海建工、安徽建工。
- **风险提示：经济恢复不及预期，房地产恢复不及预期。**

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

结论和投资分析意见

供给优化，需求修复，曙光已现，维持行业“**看好**”评级。低估值推荐中国化学、中国中铁、中国铁建，关注中国交建、中国中冶，东华科技，国企推荐四川路桥，安徽建工，关注新疆交建，地产底部复苏带动顺周期板块弹性，推荐志特新材、鸿路钢构，关注中岩大地、深圳瑞捷、华阳国际。

原因与逻辑

1）地产下行背景下企业多点布局，风险化解逐步完成。房地产投资持续低迷的背景下，地产链企业面临外部需求收缩和内部成本开支加大的双重风险，企业困境求生，向内压缩杠杆率应对冲击，精简人员把控费用率，向外优化客户及业务结构，拥抱国央企，提升非住宅业务比重。我们认为企业多点布局已显现一定成效，23 年样本企业部分经营指标底部回暖，风险化解逐步完成。

2）城市更新挖掘存量市场，支撑投资体量。《城市更新“十五五”规划》定量给出“十五五”城市更新建设目标，其中三旧改造、城中村改造有望挖掘存量市场，因其涉及多个细分领域，流程繁琐，对承建施工企业提出更高要求，检验检测、装配式建筑也有望得到进一步需求释放。同时，地下城市管网既是《规划》中的重要组成部分，又是“六张网”建设的核心要点之一，多重政策鼓励下地下城市管网建设预计在“十五五”进入发展快车道，支撑市政领域投资体量。

有别于大众的认识

1）市场对地产需求能否切实得到修复存在担心。我们认为当前房地产调控政策持续优化出台，市场预期逐步获得扭转。房地产市场是我国支柱产业之一的地位不会改变，同时其又具备较强的外溢性，影响深远。

2）市场对地产需求恢复过程中建筑企业弹性存在担心。我们认为房地产投资开发流程长、投资体量大，建筑公司深度参与服务。开工端，设计咨询公司提供勘察与规划设计服务。施工端，工程企业提供房建工程建设服务，按建造方式则可细分为传统现浇和装配式建筑施工，其中建筑专业工程公司提供铝模板或 PC 构件（装配式混凝土）、PS 构件（装配式钢结构）竣工端，装修装饰公司提供装修服务，生态园林公司提供小区绿化等配套服务。综上，房地产投资开发行为体量大、流程长，建筑公司深度参与其各个阶段，市场弹性大。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 行业概览：建筑深度参与地产投资开发各环节 6

1.1 房地产开发流程长、投资体量大 6
1.2 地产总量偏弱，样本企业利润有所修复 8
1.3 企业降杠杆+收缩人员规模应对下行冲击 10

2. 城市更新：挖掘存量市场，支撑投资体量 11

2.1 城市更新“十五五”规划出台，高标准推进建设 11
2.2 三旧、城中村改造催生检测评估、装配式建筑需求 12
2.3 地下城市管网改造建设提速，推进“六张网”建设 13

3. 周期复盘：政策催化估值提升，利润反应滞后 14

3.1 2008-2010 年：基本面 V 型反转，装修装饰表现亮眼 15
3.2 2011-2013 年：地产政策温和，基建投资预期升温 17
3.3 2014-2017 年：政策呵护强，投资数据弱 19
3.4 周期复盘总结及后续展望 21

4. 投资分析意见：风险出清，利润修复，投资有支撑 22

5. 风险提示：经济恢复不及预期，房地产恢复不及预期 .. 22

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：房地产开发投资额细分构成 6
图 2：地产开发投资占固定资产投资比重 6
图 3：地产开发投资细分构成（单位：万亿） 6
图 4：房地产开发投资额细分构成 7
图 5：建筑公司深度参与服务地产投资开发各环节 8
图 6：地产链建筑公司观测指标多样，可多层次验证 8
图 7：样本企业营业收入及同比增速 9
图 8：样本企业归母净利润情况（单位：亿元） 9
图 9：两类公司毛利率与净利率变化情况 9
图 10：样本企业期间费用率及其各部分变化情况 10
图 11：样本企业资产减值情况 10
图 12：样本企业-民营企业资产负债率情况 10
图 13：样本企业-国企资产负债率变化 10
图 14：SW 装修装饰Ⅱ公司员工总数（个） 11
图 15：SW 工程咨询服务Ⅱ公司员工总数（个） 11
图 16：房屋检修涵盖多领域，流程繁琐且专项资质要求高 12
图 17：房屋维修、改善、改建方式 13
图 18：“六张网”规划内容 13
图 19：2008-2010 年周期各板块 PE 及利润表现 16
图 20：2008-2010 年周期各板块表现 16
图 21：2011-2013 年周期各板块 PE 及利润表现 18
图 22：2011-2013 年周期复盘 19
图 23：2014-2017 年周期各板块 PE 及利润表现 21
图 24：2014-2017 年周期复盘 21

表 1：十五五”时期城市更新主要指标 12
表 2：市政基础设施提升工程内容 14

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：2008-2010 年周期复盘.....16
表 4：2011-2013 年周期复盘.....18
表 5：2014-2017 年周期复盘.....20
表 6：建筑行业重点公司估值表 23

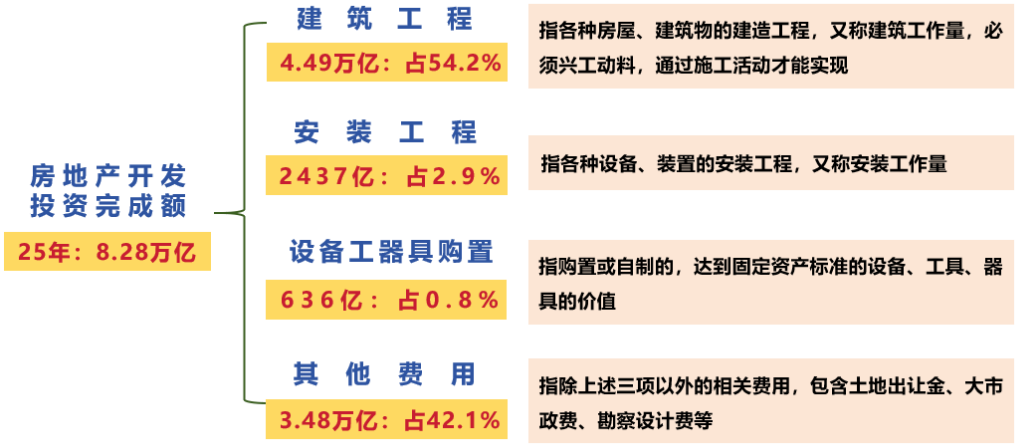
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 行业概览：建筑深度参与地产投资开发各环节

1.1 房地产开发流程长、投资体量大

从国家统计局口径看，房地产开发投资完成额由建筑工程、安装工程、设备工器具购置和其他费用构成。2025 年全国房地产开发投资完成额 8.28 万亿，占固定资产投资比重 17.1%，其中建筑工程 4.49 万亿，占比 54.2%，安装工程 2437 亿，占比 2.9%，设备工器具购置 636 亿，占比 0.8%，其他费用 3.48 万亿，占比 42.1%，涵盖土地出让金、大市政费、勘察设计费等。

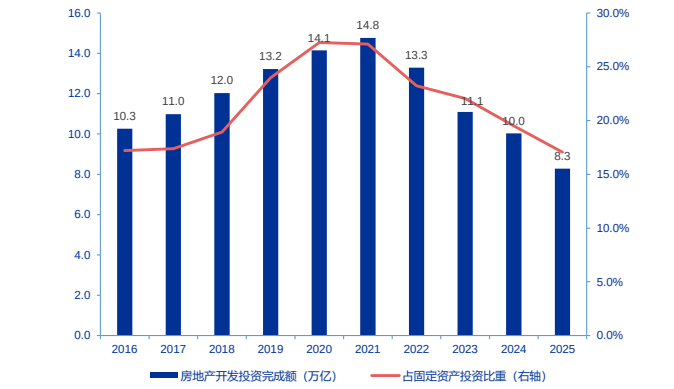
图 1：房地产开发投资额细分构成



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

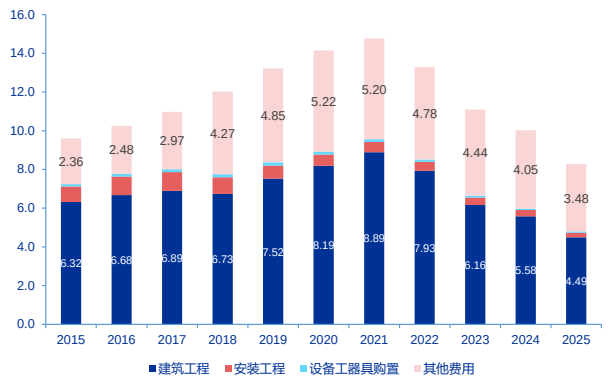
注：当前房建业务多采用总承包模式，除其他费用中的土地出让金相关费用外，建筑工程、安装工程、设备工器具购置、勘察设计等投资往往体现在建筑公司总包合同中

图 2：地产开发投资占固定资产投资比重



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：地产开发投资细分构成（单位：万亿）



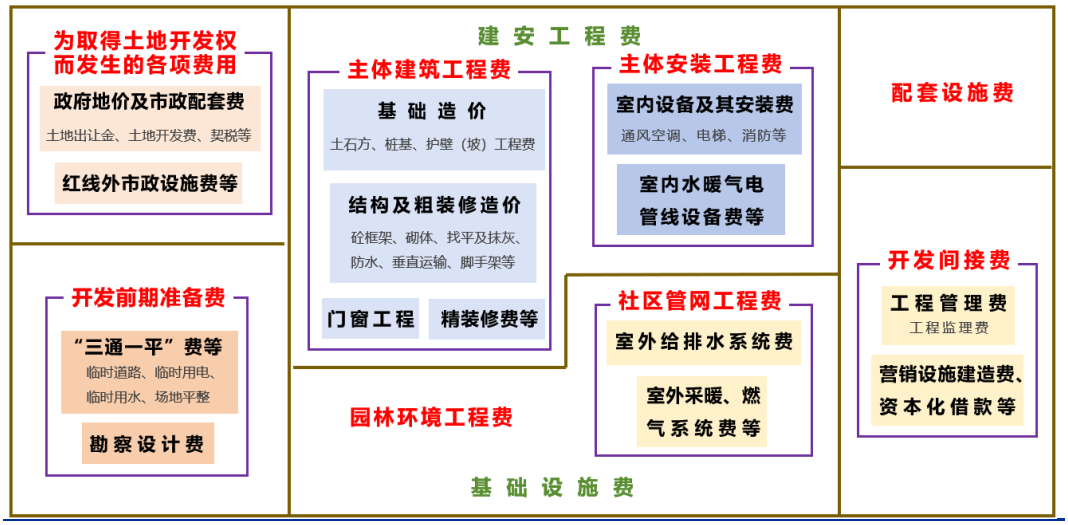
资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

从房地产开发流程看，房地产开发成本可成为 a）取得土地开发权而发生的各项费用；b）前期准备费；c）主体建筑工程费；d）主体安装工程费；e）园林环境工程费；f）社区管网工程费；g）配套设施；h）开发间接费。

其中 a 主要包含土地出让金、红线外市政设施费，土地出让金价格不同区域存在较大差异，b 成本构成为三通一平以及勘察设计费，c 和 d 统称为建安工程费,e 和 f 统称为基础设施费，包含园林绿化、社区管网等费用。

图 4：房地产开发投资额细分构成



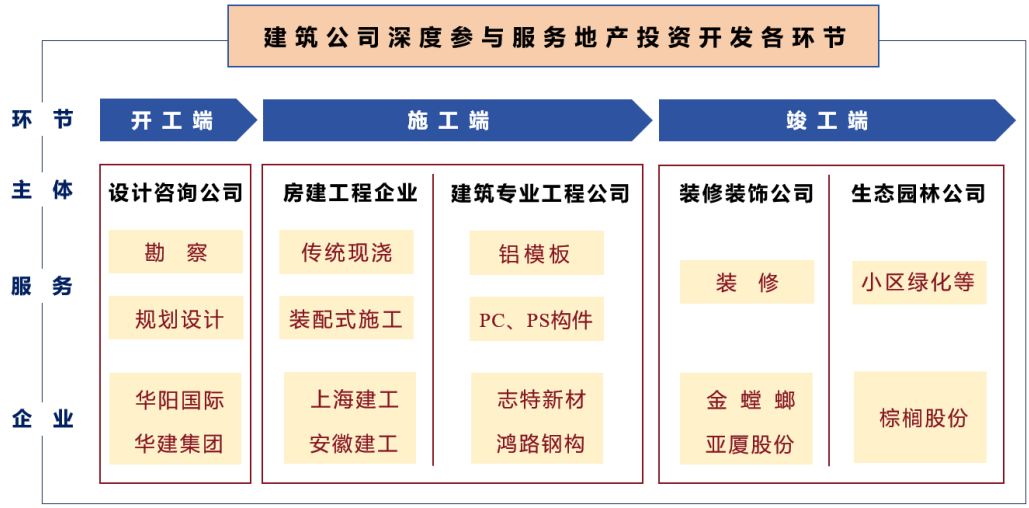
资料来源：住建部，申万宏源研究

注：当前房建业务多采用总承包模式，除其他费用中的土地出让金相关费用外，勘察设计、建安工程、基础设施往往体现在建筑公司总包合同中

建筑公司深度参与服务地产投资开发各环节。开工端，设计咨询公司提供勘察与规划设计服务。施工端，工程企业提供房建工程建设服务，按建造方式则可细分为传统现浇和装配式建筑施工，其中建筑专业工程公司提供铝模板或 PC 构件（装配式混凝土）、PS 构件（装配式钢结构）。竣工端，装修装饰公司提供装修服务，生态园林公司提供小区绿化等配套服务。综上，房地产投资开发行为体量大、流程长，建筑公司深度参与其各个阶段。

下载日志已记录，仅供内部参考

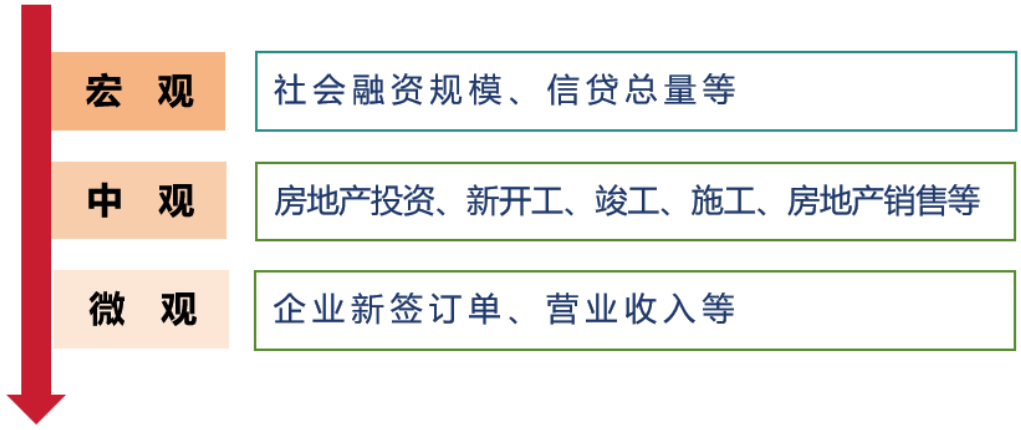
图 5：建筑公司深度参与服务地产投资开发各环节



资料来源：申万宏源研究

地产链建筑公司观测指标多样，可多层次验证。从行业观察指标看，地产链建筑企业依赖融资推动资产负债表扩张，宏观指标重点观测社融、信贷，中观指标更多观测下游房地产需求，涵盖房地产开发投资、房地产销售、房地产新开工、施工、竣工等。微观指标重点观测相关企业新签订单及收入变动。地产链上下游数据完备，可多层次验证产业逻辑。

图 6：地产链建筑公司观测指标多样，可多层次验证



资料来源：申万宏源研究

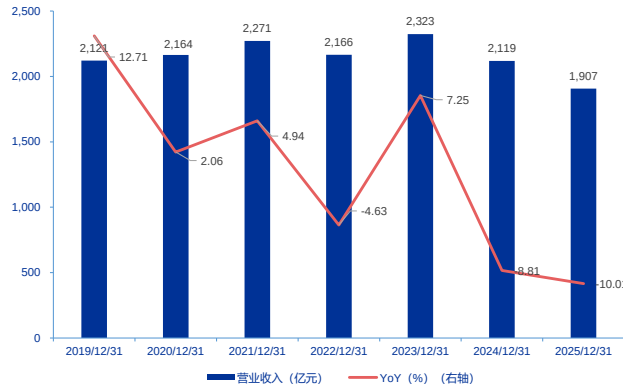
1.2 地产总量偏弱，样本企业利润有所修复

考虑建筑工程企业业务涵盖房建基建，整体财务指标不能有效反应地产行业冲击影响，因此选用地产属性更强的装修装饰和设计咨询行业进行分析，选取 SW 装修装饰Ⅱ及 SW 工程咨询服务Ⅱ合计 65 家公司作为样本，其中装修装饰公司 24 家，工程咨询服务公司 41 家。

下载日志已记录，仅供内部参考

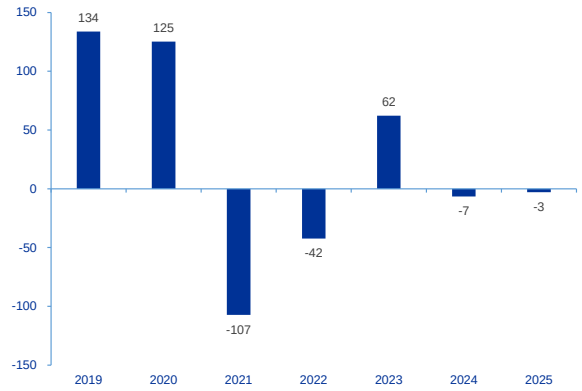
装修装饰、设计咨询收入规模相对稳定，盈利能力随地产行业下行而有较大调整。根据 ifind 数据，样本企业 2022-2025 年营业收入分别为 2166 亿/2323 亿/2119 亿/1907 亿，近三年营收 CAGR 约-4.2%，收入规模有所下滑。利润端，2022-2025 年样本企业归母净利润合计分别为-42 亿/62 亿/-7 亿/-3 亿，24、25 年行业利润承压。

图 7：样本企业营业收入及同比增速



资料来源：ifind，申万宏源研究

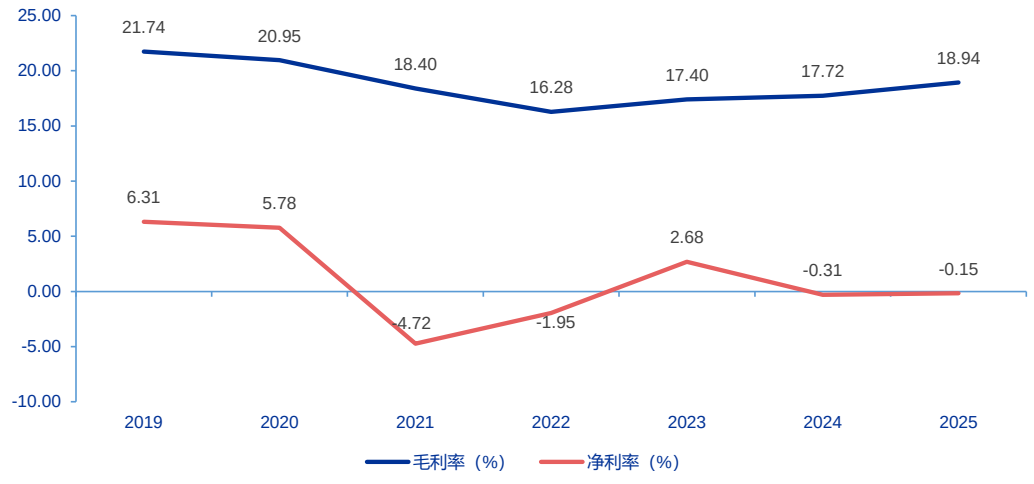
图 8：样本企业归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：ifind，申万宏源研究

2022-2025 年行业毛利率修复，四费率提升，减值计提准备波动大，净利率承压。根据 ifind，经过 2020-2022 年行业深度调整阶段后，2023-2025 行业毛利率略有修复，分别为 17.4%/17.7%/18.9%，四费率提升，分别为 11.6%/12.3%/12.6%，减值计提准备波动较大，2023-2025 年分别为 17.2 亿/30.3 亿/25.4 亿，综合扰动下净利率承压，2023-2025 年分别为 2.68%/-0.31%/-0.15%。我们认为，近几年企业强化成本管控，毛利率有所提升，但受制于费用率增长与减值计提比重影响，行业净利率承压，2024、2025 年行业处于亏损状态。

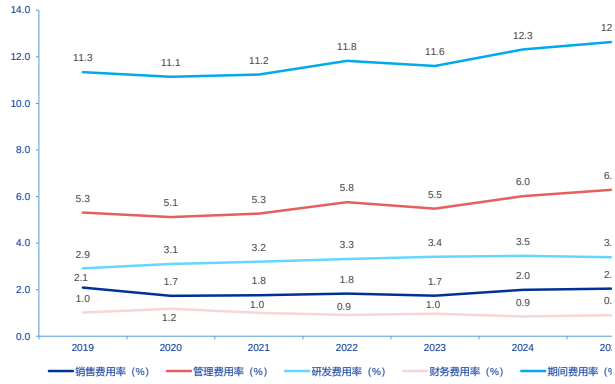
图 9：两类公司毛利率与净利率变化情况



资料来源：ifind，申万宏源研究

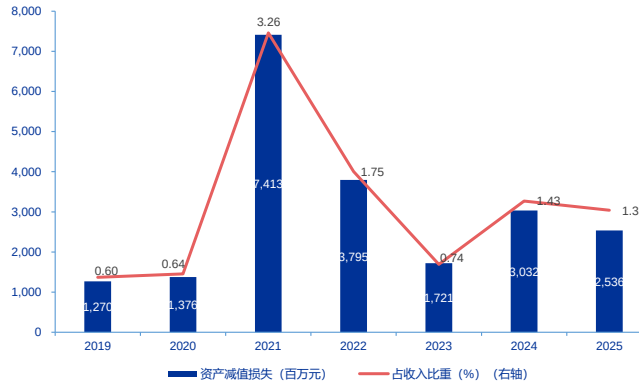
下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：样本企业期间费用率及其各部分变化情况



资料来源：ifind，申万宏源研究

图 11：样本企业资产减值情况

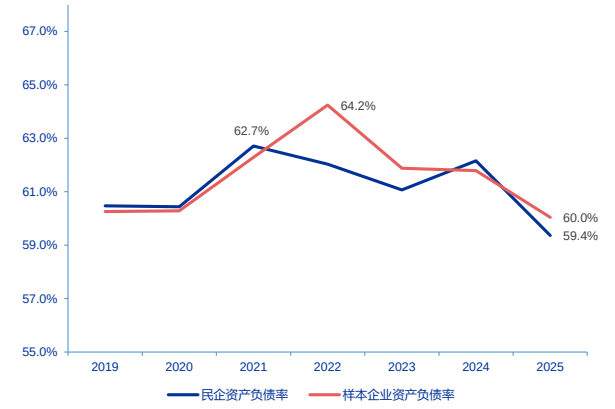


资料来源：ifind，申万宏源研究

1.3 企业降杠杆+收缩人员规模应对下行冲击

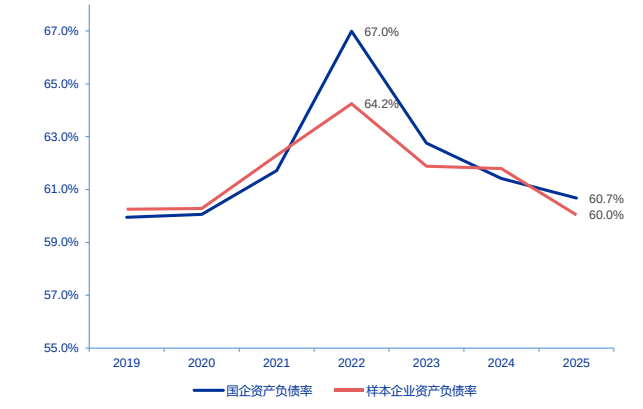
行业风险加剧，企业降低杠杆率应对行业冲击。建筑企业商业模式本质为通过资产负债表扩张带动规模扩张，地产下行背景下，企业通过压缩债务规模以此应对行业冲击，2025 年样本企业总体资产负债率 60.0%，较 2022 年高点累计-4.2pct。分类型看，民营企业资产负债率调整节点更早，2021 年资产负债率到达 62.7%高点后，资产负债率呈现下降趋势，25 年资产负债率 59.4%，较 21 年高点-3.3pct。国企资产负债率 2022 年开始出现明显调整，2025 年国企资产负债率 60.7%，较 22 年-6.3pct。

图 12：样本企业-民营企业资产负债率情况



资料来源：ifind，申万宏源研究

图 13：样本企业-国企资产负债率变化



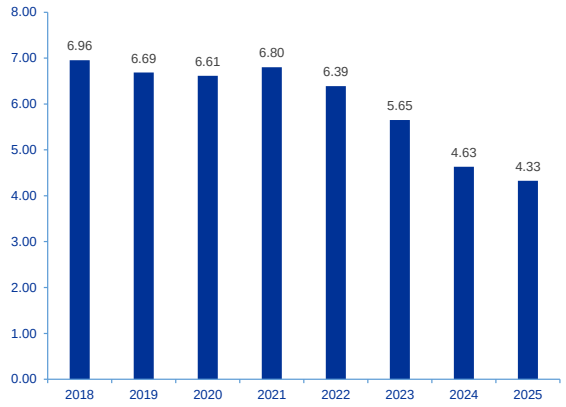
资料来源：ifind，申万宏源研究

样本公司人员编制收缩明显，压降生产经营成本。地产投资的持续低迷使得装修装饰及设计咨询行业需求持续收缩，产业链企业为应对市场冲击，向内优化管控，人员编制收入以此压降生产经营成本。根据 ifind 数据，2025 年 SW 装修装饰Ⅱ公司员工总数 4.33 万

下载日志已记录，仅供内部参考

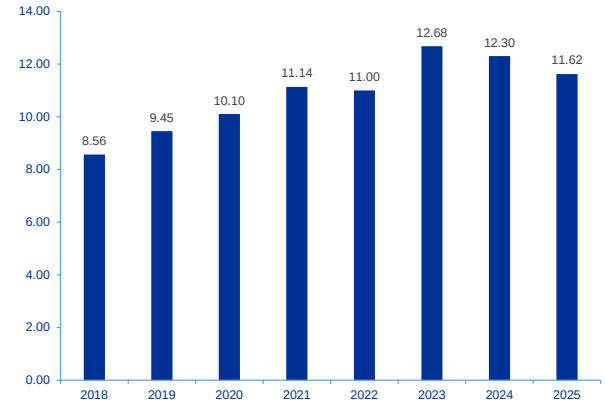
人，较 2021 年 6.80 万人高点下降 36.4%。SW 工程咨询服务Ⅱ依靠非住宅业务支撑，员工总数整体保持稳定，2025 年末员工总数 11.62 万人，较 2023 年 12.68 万人高点下降 8.3%。

图 14：SW 装修装饰Ⅱ公司员工总数（个）



资料来源：ifind，申万宏源研究

图 15：SW 工程咨询服务Ⅱ公司员工总数（个）



资料来源：ifind，申万宏源研究

综上所述，房地产投资持续低迷的背景下，地产链企业面临外部需求收缩和内部成本开支加大的双重风险，企业困境求生，向内压缩杠杆率应对冲击，精简人员把控费用率，向外优化客户及业务结构，拥抱国央企，提升非住宅业务比重。

2. 城市更新：挖掘存量市场，支撑投资体量

2.1 城市更新“十五五”规划出台，高标准推进建设

《城市更新“十五五”规划》（以下简称“《规划》”）定量给出“十五五”城市更新目标，高标准推进建设。2026 年 5 月 28 日国务院印发《城市更新“十五五”规划》，提出到 2030 年，城市更新行动取得重要进展，城市开发建设方式转型初见成效，到 2035 年，城市更新体制机制更加完善，城市结构优化、动能转换、品质提升、绿色转型、文脉赓续、治理增效取得显著成效，创新、宜居、美丽、韧性、文明、智慧的现代化人民城市基本建成。

《规划》涉及 15 个专栏，涵盖“十五五”时期城市更新主要指标专栏、智能建造创新发展工程专栏、“好房子”建设改造工程专栏、城镇老旧小区改造工程专栏、危旧房改造工程专栏、城市更新项目“人工智能+安全”提升工程专栏等。我们认为本次规划定量给出“十五五”城市更新目标，高标准推进城市更新建设。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：十五五”时期城市更新主要指标

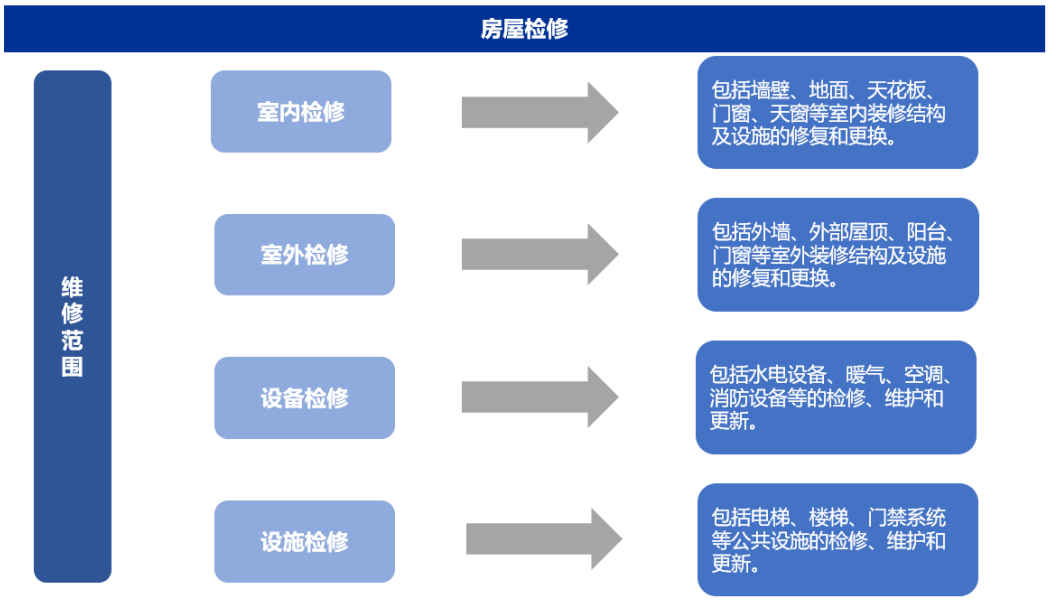
序号	指标	2025 年	2030 年
1	城镇危旧房改造数量（万套 / 间）	〔25〕	〔50〕
2	新开工改造城镇老旧小区数量（万个）	〔24〕	〔11.5〕
3	老旧街区厂区改造提升数量（个）	〔900〕	〔1500〕
4	城中村改造数量（个）	〔4100〕	〔4000〕
5	历史建筑修缮数量（万处）	〔1〕	〔1.5〕
6	新建及改扩建体育场地面积（万公顷）	〔12.7〕	〔12.8〕
7	城市公园绿地改造提升面积（万公顷）	—	〔2〕
8	城市地下管网改造长度（万公里）	〔25〕	〔36.5〕
9	存量应急避难场所改造数量（万个）	—	〔5〕
10	城镇房屋基础信息数字化率（%）	—	≥95

资料来源：国务院，申万宏源研究

2.2 三旧、城中村改造催生检测评估、装配式建筑需求

房屋检修及修缮涉及领域多，流程繁琐，有望催生监测评估、装配式建筑需求。不同于新建建筑，存量建筑房屋检修及修缮实操层面具备较强的不确定性，检修及修缮作业环境复杂，同时牵扯领域较多，同时需根据检修结果出具的修缮方案，对参与企业检测评估实力提出进一步要求。同时，为照顾居民居住便易性，房屋维修、改善、改建需考虑工期及施工方式，有望催生监测评估、装配式需求。

图 16：房屋检修涵盖多领域，流程繁琐且专项资质要求高



资料来源：住建部，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：房屋维修、改善、改建方式

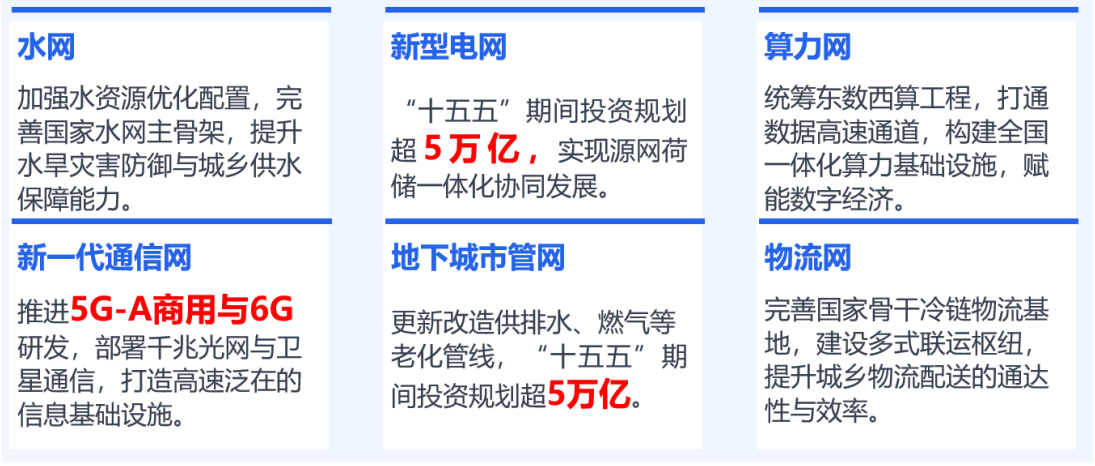


资料来源：住建部，申万宏源研究

2.3 地下城市管网改造建设提速，推进“六张网”建设

“六张网”锚定投资建设方向，地下城市管网改造建设提速。26 年 5 月发改委提出我国将抓紧出台“六张网”相关规划和实施方案，明确各领域投资重点，将目标任务分解到年度，包含水网、新型电网、算力网、新一代通信网、地下城市管网、物流网，相关建设有望在“十五五”期间提速。

图 18：“六张网”规划内容



资料来源：发改委，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

地下城市管网改造建设有望支撑市政投资。根据《规划》，“十五五”期间预计建设改造管网约 77 万公里（燃气 20 万公里、排水 17.5 万公里、供水 17.5 万公里、污水 10 万公里、供热 12 万公里），总投资约 5 万亿，其中地下城市管网改造长度 36.5 万公里，较“十四五”增加 46.0%，支撑“十五五”期间市政相关领域投资。

表 2：市政基础设施提升工程内容

要点归纳	具体内容
城市地下管网建设改造	建设改造管网约 77 万公里（燃气 20 万公里、排水 17.5 万公里、供水 17.5 万公里、污水 10 万公里、供热 12 万公里）。
城市燃气设施安全保障能力提升	提升厂站标准化，建设应急储气调峰体系，加装安全装置，加强全链条智能监管。
城市排水防涝能力提升	建设改造排水设施，新增移动排涝能力 500 万立方米 / 小时。
城市供水安全保障能力提升	升级水厂工艺，改造调压调蓄设施，减少管网漏损，加强节水宣传。
城镇供热 “温暖工程”	更新老化管网、换热站，新增供热能力 5 万兆瓦，新增新能源供热面积 2 亿平方米，推进智慧供热。

资料来源：国务院，申万宏源研究

《规划》定量给出“十五五”城市更新建设目标，其中三旧改造、城中村改造有望挖掘存量市场，因其涉及多个细分领域，流程繁琐，对承建施工企业提出更高要求，检验检测、装配式建筑也有望得到进一步需求释放。同时，地下城市管网既是《规划》中的重要组成部分，又是“六张网”建设的核心要点之一，多重政策鼓励下地下城市管网建设预计在“十五五”进入发展快车道，支撑市政领域投资规模。

3. 周期复盘：政策催化估值提升，利润反应滞后

考虑在过往“土地财政”背景之下，基建投资与地产投资开发情况息息相关，因此本次地产链周期复盘需兼顾产业链和基建两方面影响。

一级行业选取 SW 房地产、SW 装修装饰，二级行业选取 SW 房屋建设Ⅱ、SW 装修装饰Ⅱ、SW 基础建设、SW 专业工程、SW 工程咨询服务Ⅱ进行分析判断，考虑到各板块之间绝对股价层面趋势存在一致性，难以剔除宏观经济的整体影响，因此使用沪深 300 作为全行业指标，观测各行业相对沪深 300 的相对收益来判断每轮周期各个子板块行情启动的先后关系和持续性问题。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 2008-2010 年：基本面 V 型反转，装修装饰表现亮眼

政策面：中央“4 万亿计划”定调放松、政策强刺激。2008 年底随着美国“次贷危机”升级为世界金融危机，“保增长”成为当时宏观调控首要任务，2008 年 11 月中央公布扩大内需促进经济增长十项措施（“四万亿”计划），包括加快“铁公机”建设，取消对商业银行的信贷规模限制，央行将房贷下限扩大为基准七折，此阶段中央放松政策较为积极。

基本面：基建投资领先地产投资出现拐点。“四万亿”计划发布后，2009 年 1-2 月基建投资增速 V 型反转至+46.5%，全年基建投资同比+42.2%，地产投资拐点出现较为靠后，2009 年 6 月地产单月投资增速跳增至+15.0%，2009 年 8 月地产单月投资增速进一步跳增至 31.5%。

板块收益：

1）房地产板块：自 2008 年 11 月见底，2009 年 7 月到达阶段高点，区间涨幅 179%，与沪深 300 相对收益+70.3pct，板块 PE 上涨 113%，利润上涨 31%，沪深 300PE 上涨 133%，板块估值提升更多跟随大盘估值的同步提升。

2）建筑装饰板块：2008 年 11 月见底，2009 年 7 月到达阶段高点，区间涨幅 99%，与沪深 300 相对收益-32.0pct，板块 PE 上涨 71%，利润上涨 16%，沪深 300PE 上涨 154%，板块估值提升更多跟随大盘估值的同步提升且区间表现弱于大盘。

3）装修装饰板块：2008 年 11 月见底，2010 年 11 月到达阶段高点，区间涨幅 868%，与沪深 300 相对收益+775.1pct，板块 PE 上涨 408%，利润上涨 90%，沪深 300PE 上涨 23%，估值提升一方面源于“四万亿”投资刺激，公装行业逐步进入发展快车道，另外一方面地产竣工持续改善，2008 年 12 月至 2010 年 6 月期间，除 09 年 12 月单月竣工增速为负外，其余单月竣工同比增速均为正值，09 年 11 月单月竣工增速达到峰值+49.7%。

4）工程咨询服务板块：2008 年 11 月见底，2009 年 8 月到达阶段高点，区间涨幅 125%，与沪深 300 相对收益-7.3pct，板块 PE 上涨 73%，利润上涨 30%，沪深 300PE 上涨 157%，设计咨询板块表现弱于大盘，主要系期间地产新开工数据并未明显改善，2009 年 1 月至 5 月地产新开工单月增速连续五个月为负，6 月新开工单月转正，同比+12.1%。

综上，本轮周期中从基本面的角度看，基建投资领先地产投资出现拐点，从板块收益的角度看，“四万亿”投放后不能够在短期内形成实物工作量并反应到产业链企业的收入和利润中，因此各板块收益更多来自跟随大盘的同步估值提升而非利润增长，SW 装修装饰Ⅱ板块则受益于公装行业的起步扩容以及地产竣工数据的持续改善，PE 提升明显，且板块利润也得到同步释放。SW 工程咨询服务Ⅱ则受制于地产新开工数据的持续低迷，板块表现弱于大盘。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：2008-2010 年周期复盘

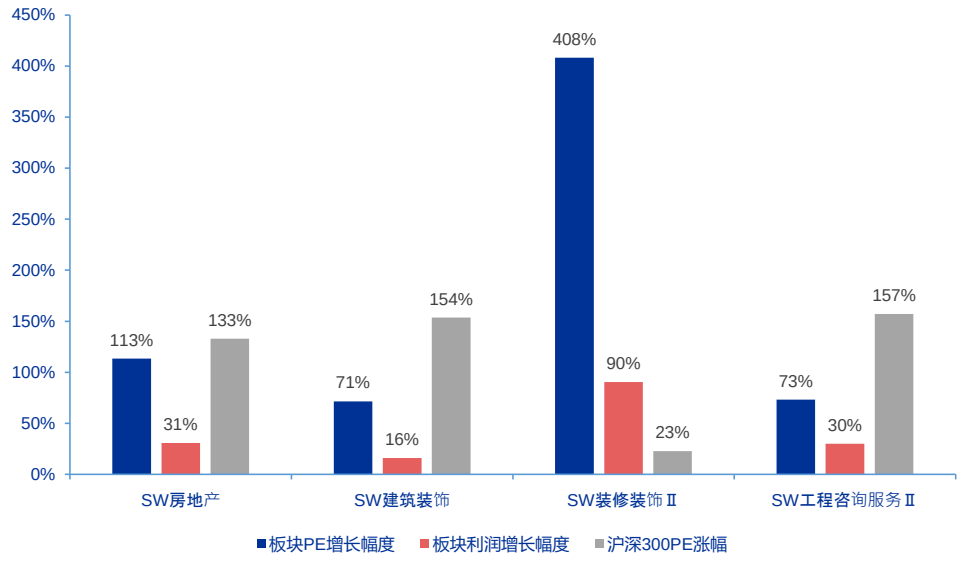
	见底日期	见顶日期	板块涨幅	沪深 300 涨幅	相对收益（pct）	持续月份	跟踪指标	指标走势
SW 房地产	2008-11	2009-07	179%	108%	70.3	9	-	
SW 建筑装饰	2008-11	2009-07	99%	131%	(32.0)	9	-	
SW 装修装饰Ⅱ	2008-11	2010-11	868%	93%	775.1	24	地产竣工	强
SW 工程咨询服务Ⅱ	2008-11	2009-08	125%	133%	(7.3)	9	地产开工	弱

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：1）SW 房屋建设Ⅱ、SW 基础建设、SW 专业工程指数起点为 2011 年，因此 08 年周期不讨论此三个板块细分情况；

2）因 08 年 SW 装修装饰Ⅱ板块公司数量少，单个企业（金螳螂）股价波动对板块影响程度大，因此装修装饰指数区间涨幅大。

图 19：2008-2010 年周期各板块 PE 及利润表现



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 20：2008-2010 年周期各板块表现



资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 2011-2013 年：地产政策温和，基建投资预期升温

政策面：地产政策较为温和，基建刺激政策预期升温。这一轮调控中，基本面走弱相对可控，中央层面并未发布地产强刺激政策，在降准降息方面有所作为，住建部 2011 年 12 月公开表示支持居民的合理购房需求，优先保证首次购房家庭的贷款需求，地方层面均以不同形式放宽购房标准，地产政策较为温和。基建角度，2011 年 12 月中央经济工作会议中，面对经济下行压力提出扩大内需、保增长的目标，基建政策刺激预期升温。

基本面：基建、地产投资均有复苏。2012 年 6 月基建投资单月增速跳增至+18.7%，此后 16 个月内除 12 年 11 月和 13 年 10 月单月增速低于 20%外，其余 14 个月基建单月增速均位于 20%以上。地产投资 2012 年 4 月见底后持续恢复，2012 年 11 月单月投资增速+28.5%，创 14 个月内新高，基建、地产投资同步复苏。

板块收益：

1）房地产板块：自 2012 年 1 月见底，2013 年 5 月到达阶段高点，区间涨幅 46%，与沪深 300 相对收益+30.6pct，板块 PE 上涨 17%，利润上涨 25%，沪深 300PE 上涨 2%，该阶段房地产板块估值、利润双提升。

2）建筑装饰板块：自 2012 年 1 月见底，2013 年 5 月到达阶段高点，区间涨幅 33%，与沪深 300 相对收益+17.7pct，板块 PE 上涨 12%，利润上涨 18%，沪深 300PE 上涨 2%，该阶段建筑装饰板块估值、利润双提升。

3）房屋建设板块：自 2012 年 1 月见底，2013 年 2 月到达阶段高点，区间涨幅 45%，与沪深 300 相对收益+24.6pct，板块 PE 上涨 18%，利润上涨 23%，沪深 300PE 上涨 12%，房屋建设板块估值、利润双提升，该阶段房屋施工面积表现平稳，2012 年 1-2 月房地产施工面积同比+35.5%，2012 年全年增速回落至 13.2%。

4）基础建设板块：自 2012 年 1 月见底，2012 年 5 月到达阶段高点，区间涨幅 22%，与沪深 300 相对收益+5.2pct，板块 PE 上涨 7%，利润上涨 14%，沪深 300PE 上涨 9%，基建板块估值更多随大盘同步提升，该阶段基建投资较弱，2012 年 1-2 月基建（全口径）投资同比-2.4%，3 月转正后增速逐步提升，2012 年 1-5 月基建（全口径）投资同比+4.6%。

5）专业工程板块：自 2012 年 1 月见底，2012 年 3 月到达阶段高点，区间涨幅 20%，与沪深 300 相对收益+2.5pct，板块 PE 上涨 20%，利润持平，沪深 300PE 上涨 11%，该阶段更多体现为估值提升，固定资产投资相对稳定，2012 年 1-3 月固定资产投资同比+20.9%，较 1-2 月下降 0.6pct。

6）装修装饰板块：自 2012 年 1 月见底，2013 年 5 月到达阶段高点，区间涨幅 135%，与沪深 300 相对收益+119.6pct，板块 PE 上涨 35%，利润上涨 74%，沪深 300PE 上涨 2%，该阶段装修装饰板块估值、利润双提升，竣工数据表现强劲，2012 年 1-2 月竣工同比+45.2%，12 年全年竣工同比+7.3%。

下载日志已记录，仅供内部参考

7）工程咨询服务板块：自 2012 年 1 月见底，2012 年 5 月到达阶段高点，区间涨幅 50%，与沪深 300 相对收益+30.6pct，板块 PE 上涨 197%，利润减少 50%，沪深 300PE 上涨 12%，该阶段板块收益更多源于估值提升，房地产新开工下行，2012 年 1-5 月新开工同比-4.3%，全年新开工同比-7.3%。

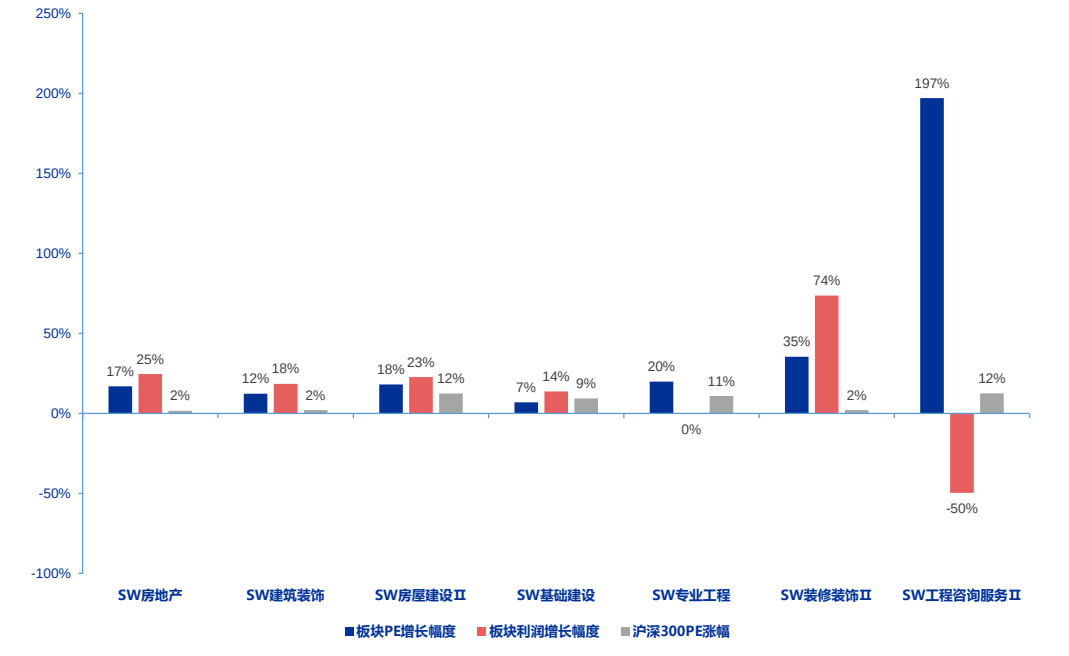
综上，本轮周期中地产政策较为温和，基建政策则表现出较好投资提升预期，基本面角度基建、地产投资均有复苏。板块收益角度，除基础建设板块估值随大盘同步上涨外，其余各板块估值均有明显提升，除专业工程和工程咨询服务外，其余板块利润均有明显提升。装修装饰板块利润提升明显，一方面系房地产竣工数据持续走强，二是公装和精装快速推行，行业扩容加速。本轮周期各板块利润得以释放，我们认为一方面源于 08 年“四万亿”投资带动的滞后效应，另一方面在于城镇化率快速提升，企业处于发展快车道。

表 4：2011-2013 年周期复盘

	见底日期	见顶日期	板块涨幅	沪深 300 涨幅	相对收益（pct）	持续月份	跟踪指标	指标评价
SW 房地产	2012-01	2013-05	46%	15%	30.6	17	-	-
SW 建筑装饰	2012-01	2013-05	33%	15%	17.7	17	-	-
SW 房屋建设Ⅱ	2012-01	2013-02	45%	20%	24.6	13	地产施工	中性
SW 基础建设	2012-01	2012-05	22%	16%	5.2	5	基建投资	弱
SW 专业工程	2012-01	2012-03	20%	17%	2.5	2	固投	中性
SW 装修装饰Ⅱ	2012-01	2013-05	135%	15%	119.6	17	地产竣工	强
SW 工程咨询服务Ⅱ	2012-01	2012-05	50%	19%	30.6	4	地产开工	弱

资料来源：Wind，申万宏源研究

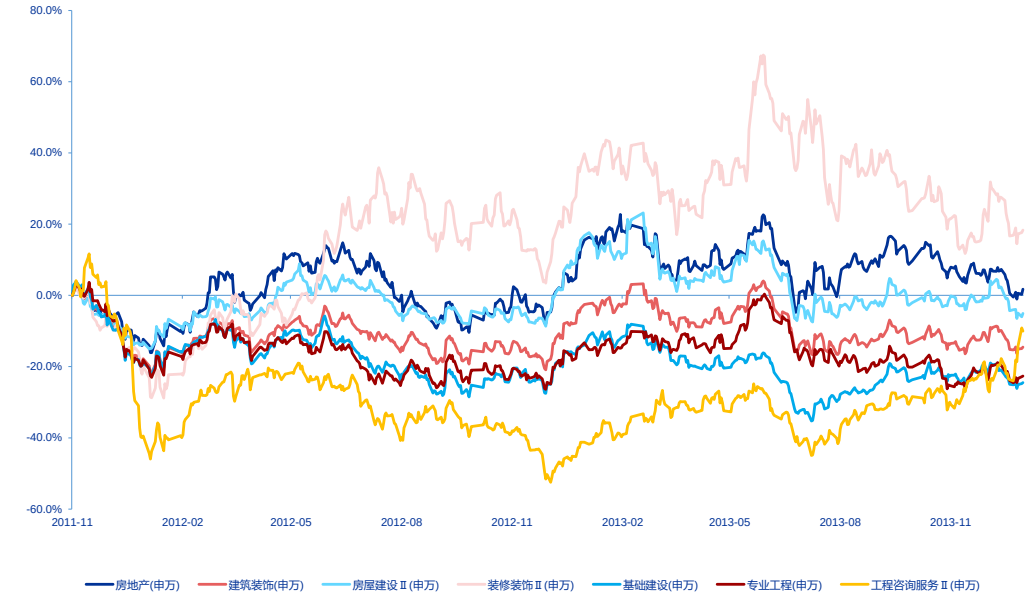
图 21：2011-2013 年周期各板块 PE 及利润表现



资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图 22：2011-2013 年周期复盘



资料来源：Wind，申万宏源研究

3.3 2014-2017 年：政策呵护强，投资数据弱

政策面：房地产全面放松限购，棚改货币化启动，基建领域 PPP 快速推进，政策强刺激。中央层面，2014 年 9 月“9.30 新政”明确首套房贷款最低首付比例为 30%，2015 年 6 月棚改货币化安置启动，基建领域 15 年 3 月发行地方债置换存量债开始，15 年 9 月 PPP 第二批示范项目发布，政策呵护强，PPP 快速推进。

基本面：基建投资增速相对稳定，但整体增速中枢下行，地产投资略有回暖。2015-2017 年基建投资增速分别为 17.3%/15.7%/14.9%。房地产投资 2015 年见底，2016 年逐步改善，2015-2017 年房地产开发投资增速分别为 1.0%/6.9%/7.0%。

板块收益：

1）房地产板块：自 2014 年 6 月见底，2015 年 6 月到达阶段高点，区间涨幅 212%，与沪深 300 相对收益+61.3pct，板块 PE 上涨 211%，利润持平，沪深 300PE 上涨 128%，该阶段房地产板块收益来自于估值提升。

2）建筑装饰板块：自 2014 年 6 月见底，2015 年 6 月到达阶段高点，区间涨幅 289%，与沪深 300 相对收益+143.5pct，板块 PE 上涨 270%，利润上涨 5%，沪深 300PE 上涨 124%，该阶段建筑装饰板块收益来自于估值提升。

3）房屋建设板块：自 2014 年 7 月见底，2015 年 5 月到达阶段高点，区间涨幅 304%，与沪深 300 相对收益+181.5pct，板块 PE 上涨 280%，利润上涨 6%，沪深 300PE 上涨 110%，该阶段房屋建设板块收益来自于估值提升，房屋施工面积增速持续回落，2014 年 1-7 月房地产施工面积同比+11.3%，2014 年全年同比+9.2%，2015 年 1-5 月同比+5.3%。

下载日志已记录，仅供内部参考

4）基础建设板块：自 2014 年 7 月见底，2015 年 6 月到达阶段高点，区间涨幅 372%，与沪深 300 相对收益+228.5pct，板块 PE 上涨 346%，利润上涨 6%，沪深 300PE 上涨 124%，该阶段基础建设板块收益来自于估值提升，基建投资保持平稳，2014 年 1-7 月基建（全口径）投资同比+22.6%，2014 年全年同比+21.0%，2015 年 1-5 月同比+18.7%。

5）专业工程板块：自 2014 年 6 月见底，2015 年 6 月到达阶段高点，区间涨幅 248%，与沪深 300 相对收益+98.0pct，板块 PE 上涨 243%，利润上涨 1%，沪深 300PE 上涨 129%，该阶段专业工程板块收益来自于估值提升，固定资产投资增速持续回落，2014 年 1-6 月固定资产投资同比+17.3%，2014 年全年同比+15.7%，2015 年 1-5 月同比+11.4%。

6）装修装饰板块：自 2014 年 6 月见底，2015 年 6 月到达阶段高点，区间涨幅 218%，与沪深 300 相对收益+67.7pct，板块 PE 上涨 199%，利润上涨 7%，沪深 300PE 上涨 132%，该阶段装修装饰板块收益来自于估值提升，竣工数据持续走弱，2014 年 1-6 月房屋竣工面积同比+8.1%，2014 年全年同比+5.9%，2015 年 1-5 月同比-13.3%。

7）工程咨询服务板块：自 2014 年 7 月见底，2015 年 6 月到达阶段高点，区间涨幅 231%，与沪深 300 相对收益+94.2pct，板块 PE 上涨 245%，利润下降 4%，沪深 300PE 上涨 121%，该阶段工程咨询服务板块收益来自于估值提升，新开工数据低迷，2014 年 1-6 月房屋新开工面积同比-16.4%，2014 年全年同比-10.7%，2015 年 1-6 月同比-15.8%。

综上，本轮周期中房地产和基建政策均处于强刺激阶段，市场预期快速升温，基本面反应则较为缓慢，基建投资增速稳定，地产投资略有回暖。板块收益角度看，各板块收益均来自于估值的快速提升，一方面源于基建领域一带一路、PPP 的快速推进，另外源于地产刺激政策出台实施，各企业利润表现则与行业数据保持一致，整体表现平淡。

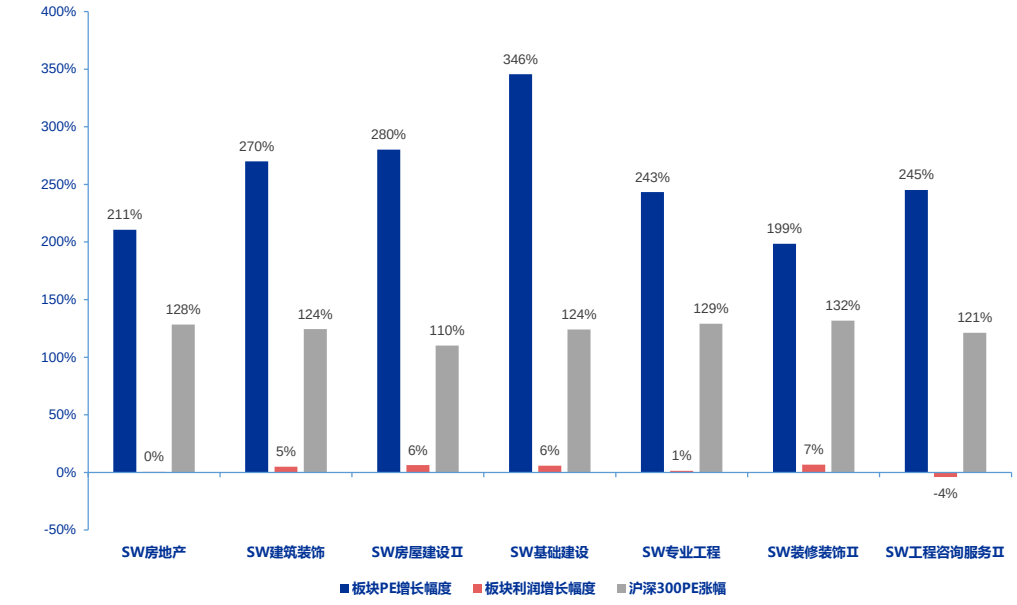
表 5：2014-2017 年周期复盘

	见底日期	见顶日期	板块涨幅	沪深 300 涨幅	相对收益（pct）	持续月份	跟踪指标	指标评价
SW 房地产	2014-06	2015-06	212%	151%	61.3	12	-	-
SW 建筑装饰	2014-06	2015-06	289%	145%	143.5	12	-	-
SW 房屋建设Ⅱ	2014-07	2015-05	304%	123%	181.5	10	地产施工	弱
SW 基础建设	2014-07	2015-06	372%	143%	228.5	11	基建投资	中性
SW 专业工程	2014-06	2015-06	248%	150%	98.0	12	固投	弱
SW 装修装饰Ⅱ	2014-06	2015-06	218%	151%	67.7	12	地产竣工	弱
SW 工程咨询服务Ⅱ	2014-07	2015-06	231%	137%	94.2	11	地产新开工	弱

资料来源：Wind，申万宏源研究

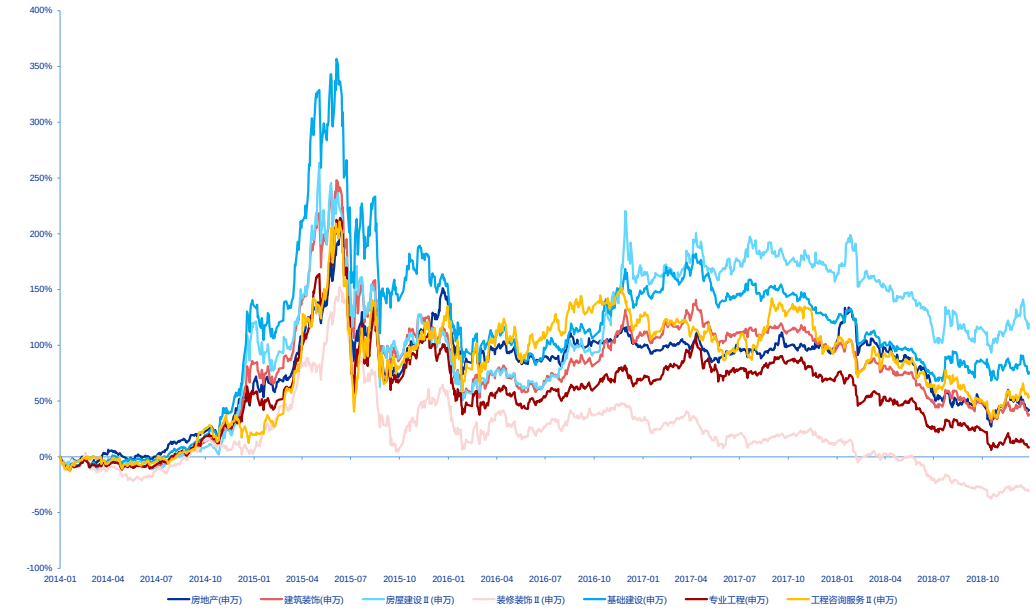
下载日志已记录，仅供内部参考

图 23：2014-2017 年周期各板块 PE 及利润表现



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 24：2014-2017 年周期复盘



资料来源：Wind，申万宏源研究

3.4 周期复盘总结及后续展望

周期复盘总结：回顾此前三轮地产周期，从基本面角度看，基建投资恢复情况往往优于地产投资（投资拐点领先出现、反弹幅度大、增速中枢高于地产增速），但从板块收益看，除 2011-2013 年板块收益来自于 PE 和利润双提升外，其余两轮周期板块收益均来自于 PE 估值提升，且该情况在 2014-2017 年周期中表现更为明显。我们认为主要系建筑公

下载日志已记录，仅供内部参考

司收入和利润确认口径以形象进度法为主，刺激政策出台中短期更多带动企业新签订单的提升，收入、利润确认阶段相对滞后且更为平滑，因此每轮周期中建筑板块更多反应为估值的提升，利润变动不明显。2011-2013 年产业链企业利润得以释放，一方面源于 08 年“四万亿”投资带动的滞后效应，另一方面在于城镇化率快速提升，基建、地产投资均处在发展快车道。一级行业中 SW 房地产板块两次超额收益高于 SW 建筑装饰板块，二级行业中 SW 装修装饰Ⅱ表现一骑绝尘，在三轮地产周期中分别取得了+775.1pct/+119.6pct/+67.7pct 超额收益，一方面装修装饰板块地产属性更强，另一方面该阶段公装、精装快速推进，行业总量扩容。

我们认为相较于前几轮地产周期，本轮地产周期存在几点不同，1）本轮周期板块β相对以往更不明显，源于多家出险房企的压制；2）本轮周期供给侧出清力度已经超过需求中枢的降幅，市场已处于过度出清状态；3）产业链企业扩表意愿低于以往周期；4）当前无论是房地产行业还是建筑行业均已渡过快速发展阶段进入行业成熟期。综合影响下，本轮周期在基建稳增长政策、地产政策放松预期、国企改革、一带一路等因素共同催化下，中长期企业有望随行业数据改善而获得收入、利润释放以及现金流好转，短期则更多体现为估值修复反弹。

4. 投资分析意见：风险出清，利润修复，投资有支撑

我们认为，经历近几年行业出清，企业坏账计提准备相对充分，2023-2025 年部分经营指标已有所回暖，维持行业“**看好**”评级，专业工程领域关注鸿路钢构、志特新材，设计咨询领域关注深圳瑞捷、华阳国际，施工端关注上海建工、安徽建工。

5. 风险提示：经济恢复不及预期，房地产恢复不及预期

1）经济恢复不及预期：经济刺激政策持续出台，但经济恢复效果仍需验证，存在不及预期风险。

2）房地产恢复不及预期：当前房地产调控政策持续放松，但市场需求恢复情况仍需观察，存在不及预期风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 6：建筑行业重点公司估值表

证券简称	证券代码	收盘价（元/股）	EPS（元/股）			市盈率 PE			归母净利润（百万元）			归母净利润增速		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
中国中铁	601390.SH	4.22	0.85	0.92	0.92	4.5	4.6	4.6	22,892	22,547	22,674	-18%	-2%	1%
中国铁建	601186.SH	6.02	1.18	1.32	1.38	4.5	4.6	4.4	18,363	17,940	18,722	-17%	-2%	4%
中国化学	601117.SH	7.52	1.06	1.15	1.25	7.1	6.5	6.0	6,436	7,043	7,655	13%	9%	9%
中国电建	601669.SH	4.78	0.53	0.61	0.64	8.2	7.9	7.4	10,007	10,460	11,074	-17%	5%	6%
中国交建	601800.SH	5.78	0.85	0.97	0.99	6.4	6.0	5.8	14,751	15,658	16,111	-37%	6%	3%
中国中冶	601618.SH	2.47	0.002	0.27	0.29	38.7	9.0	8.6	1,322	5,675	5,946	-80%	329%	5%
中国能建	601868.SH	2.65	0.13	0.15	0.17	20.1	17.1	15.8	5,840	6,850	7,408	-30%	17%	8%
中钢国际	000928.SZ	5.12	0.34	0.44	0.48	15.1	11.7	10.8	485	627	682	-42%	29%	9%
中材国际	600970.SH	7.29	1.09	1.19	1.29	6.7	6.1	5.6	2,862	3,123	3,385	-4%	9%	8%
中工国际	002051.SZ	12.81	0.25	0.27	0.29	50.0	47.4	44.1	314	332	357	-13%	6%	8%
建发合诚	603909.SH	8.68	0.42	0.50	0.57	20.7	17.3	15.3	109	130	148	14%	20%	13%
安徽建工	600502.SH	4.40	0.80	0.97	1.05	5.0	4.5	4.2	1,526	1,661	1,804	13%	9%	9%
上海建工	600170.SH	2.23	0.08	0.14	0.15	16.0	15.8	15.3	1,237	1,258	1,299	-43%	2%	3%
隧道股份	600820.SH	5.27	0.66	0.75	0.79	7.5	7.1	6.7	2,214	2,343	2,491	-22%	6%	6%
四川路桥	600039.SH	7.93	0.84	0.87	0.92	9.5	9.1	8.6	7,297	7,595	7,978	1%	4%	5%
东华科技	002140.SZ	9.27	0.75	0.84	0.96	12.3	11.0	9.7	533	598	679	30%	12%	14%
亚翔集成	603929.SH	260.85	4.18	7.48	10.09	62.4	34.9	25.9	892	1,596	2,153	40%	79%	35%
圣晖集成	603163.SH	135.58	1.55	2.43	3.45	87.7	55.8	39.3	155	243	345	35%	57%	42%
柏诚股份	601133.SH	38.28	0.39	0.75	1.04	98.2	50.8	36.7	205	396	549	-3%	93%	38%
新疆交建	002941.SZ	9.74	0.70	-	-	15.0	-	-	472	-	-	48%	-	-
华阳国际	002949.SZ	9.93	0.51	0.55	0.60	21.5	17.9	16.7	91	109	117	-28%	20%	7%
鸿路钢构	002541.SZ	17.10	0.92	1.19	1.43	18.7	14.3	12.0	631	824	984	-18%	30%	19%
精工钢构	600496.SH	3.18	0.28	0.35	0.40	10.5	9.0	7.9	605	702	804	18%	16%	14%
东南网架	002135.SZ	7.00	0.04	-	-	159.4	-	-	49	-	-	-74%	-	-
志特新材	300986.SZ	17.21	0.43	0.59	0.76	43.3	29.2	22.7	164	243	312	122%	49%	28%

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：企业利润为 Wind 一致预测，选择 2026/6/26 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：
以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；
增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；
中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。
行业的投资评级：
以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。
本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。