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 09 月 07 日

收入、利润跌幅扩大，现金流改善

——建筑装饰 2026H1 财报综述

看好

相关研究

-

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：

- **2026H1 建筑行业收入、利润承压，26Q2 降幅扩大。**2026H1 建筑行业主要上市公司实现营业收入 3.41 万亿，同比-9.1%，归母净利润 675 亿，同比-23.2%，2026Q1/Q2 单季营业收入 1.73 万亿/1.69 万亿，分别同比-6.2%/-11.8%，归母净利润 382 亿/293 亿，分别同比-14.2%/-32.4%。2026H1 行业收入、利润承压，26Q2 降幅进一步扩大，背后主要系地方债务压力，叠加企业严控项目质量，主动收缩低效业务规模。
- **2026H1 行业毛利率提升，净利率下滑。**2026H1 行业累计毛利率 10.2%，较去年同期+0.3pct，净利率 1.98%，较去年同期-0.36pct。分季度看，26Q1/Q2 单季毛利率 9.0%/11.5%，分别同比-0.1pct/+0.8pct，单季归母净利率 2.21%/1.74%，分别同比-0.21pct/-0.53pct。我们认为建筑行业通常采用成本加成法计算收入，毛利率总体保持稳定，但受费用率、减值等因素影响，行业利润率呈现较大压力。
- **2026H1 经营性现金流有所改善。**2026H1 行业经营性现金流净额-4016 亿，同比少流出 747 亿。26Q1/Q2 收现比分别为 105%/93%，分别同比变动+2.04pct/+6.26pct，付现比分别为 127%/89%，分别同比变动+4.66pct/-1.77pct。我们认为，受益地方政府化债政策，以及企业强化现金流把控，2026H1 行业经营性现金流同比有所改善，但仍需关注后续化债及财政资金到位情况。
- **2026H1 行业 ROE 同比-0.66pct。**分板块看，2026H1 除装饰幕墙、国际工程 ROE 有所改善外，其余板块 ROE 均有不同程度下滑，其中生态园林、基建民企 ROE 下滑幅度最大，同比分别-15.24pct/-2.66pct，基建央企、基建国企 ROE 呈现小幅下滑，分别同比-0.69pct/-0.49pct。我们认为随着行业投资强度减弱，企业周转率下降，同时费用、减值增加影响盈利能力，综合影响下行业 ROE 承压。
- **投资分析意见：收入、利润跌幅扩大，现金流改善，维持行业“看好”评级。**我们认为，2026 年二季度投资压力逐步显现，企业同时注重自身报表修复，展望未来，以中央为主的“两重”项目、硬科技制造领域有望发力，地产现房政策给予装配式建筑发展机遇，带动细分领域专业工程投资机会，装配式建筑关注中国建筑国际，钢结构关注鸿路钢构、精工钢构，煤化工关注中国化学、东华科技，洁净室关注圣晖集成、亚翔集成、柏诚股份，新型电网关注中国能建、中国电建。同时，低估值央国企估值有望修复，关注中国中铁、四川路桥。
- **风险提示：经济恢复不及预期，基建投资不及预期，上市公司订单低于预期。**

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

2026H1 建筑行业收入、利润承压，26Q2 降幅扩大。2026H1 建筑行业主要上市公司实现营业收入 3.41 万亿，同比-9.1%，归母净利润 675 亿，同比-23.2%，2026Q1/Q2 单季营业收入 1.73 万亿/1.69 万亿，分别同比-6.2%/-11.8%，归母净利润 382 亿/293 亿，分别同比-14.2%/-32.4%。2026H1 行业收入、利润承压，26Q2 降幅进一步扩大，背后主要系地方债务压力，叠加企业严控项目质量，主动收缩低效业务规模。

2026H1 经营性现金流有所改善。2026H1 行业经营性现金流净额-4016 亿，同比少流出 747 亿。26Q1/Q2 收现比分别为 105%/93%，分别同比变动+2.04pct/+6.26pct，付现比分别为 127%/89%，分别同比变动+4.66pct/-1.77pct。我们认为，受益地方政府化债政策，以及企业强化现金流把控，2026H1 行业经营性现金流同比有所改善，但仍需关注后续化债及财政资金到位情况。

原因与逻辑

2026 年上半年建筑板块收入、利润规模呈现较大压力，26Q2 部分指标较 26Q1 进一步走弱，背后原因一方面源于地方地方债务压力依然较大，导致项目资金到位率不足，另一方面源于建筑企业在行业投资承压环境下，主动收缩自身业务规模，抢抓项目质量，提高拿单标准，放弃低效项目，多重因素共同导致行业层面投资呈现压力。展望未来，随着专项债发行进度预期加快，叠加中央“两重”项目以及“六张网”等事项推进，三四季度投资有望获得一定支撑，企业端经营压力获得一定缓解。

有别于大众的认识

（1）市场认为建筑公司增长不具备持续性，我们认为：1）国资委对央企考核由规模增长转向质量提升，无论中央还是地方对于所属企业发展质量和持续性的重视程度产生明显变化；2）众多企业已主动寻求第二增长曲线，产业链上下游延伸、运营类资产占比增加，延长公司经营久期；3）“一带一路”出海大势所趋，近些年国内经营承压，企业海外不断取得新进展，打开行业天花板。

（2）市场对后续建筑市场投资缺乏信心。我们认为我国建筑市场已迈入存量时代，存在较大房屋更新改造、设备改造等投资建设需求，同时“六张网”给出了“十五五”投资具体方向，未来投资有潜力、有空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1．建筑行业上市公司整体财务情况回顾..... 5

2．ROE：分析影响因子，发现未来趋势 7

2.1 行业 ROE 下降，基建央企同步减弱 7
2.2 2026H1 建筑企业毛利率有所提升 8
2.3 2026H1 建筑企业期间费用率提升 8
2.4 2026H1 建筑企业投资净收益减少 9
2.5 2026H1 行业扣非净利率有所下降 10
2.6 项目推进节奏放缓，行业总资产周转率有所下降..... 11
2.7 2026H1 行业权益乘数同比上升..... 11

3．成长性分析：行业规模有所放缓 12

3.1 收入增速：26Q2 行业收入降幅扩大..... 12
3.2 扣非净利润增速：26Q2 利润降幅扩大 13

4．现金流：2026H1 现金流改善 13

4.1 2026H1 行业经营性现金流改善..... 13
4.2 2026H1 行业整体收现比提升 14
4.3 2026H1 行业整体付现比提升 15

5．央企新签订单市占率持续提升..... 15

6．总结及投资分析意见..... 16



下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：建筑行业单季营收及增速 5
图 2：建筑行业单季归母净利润及增速 5
图 3：行业（单季度）毛利率 5
图 4：行业（单季度）净利率 5
图 5：建筑行业（单季度）经营性现金净额（亿元） 6
图 6：建筑行业（单季度）收现比 6
图 7：建筑行业（单季度）付现比 6

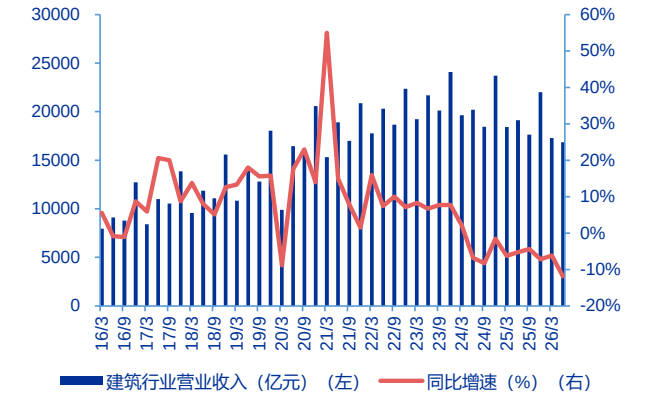
表 1：建筑行业 ROE（加权）情况（单位：%） 7
表 2：建筑行业扣非 ROE 情况（单位：%） 7
表 3：建筑行业上市公司整体毛利率（累计值）情况（单位：%） 8
表 4：建筑行业期间费用率情况（累计）（单位：%） 9
表 5：建筑行业投资净收益（单季）（单位：亿元） 9
表 6：建筑行业营业利润率情况（单位：%） 10
表 7：建筑行业扣非利润率情况（单位：%） 10
表 8：建筑行业总资产周转率情况（单位：次） 11
表 9：建筑行业权益乘数情况 12
表 10：建筑行业（单季度）收入增速（%） 12
表 11：行业（单季度）扣非净利润增速（%） 13
表 12：行业经营性现金流净额情况（累计）（单位：亿元） 14
表 13：行业收现比情况（%） 14
表 14：行业付现比情况（%） 15
表 15：大型建筑央企新签订单行业占比加速提升（单位：亿元） 15
表 16：建筑行业重点公司估值表 16

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 建筑行业上市公司整体财务情况回顾

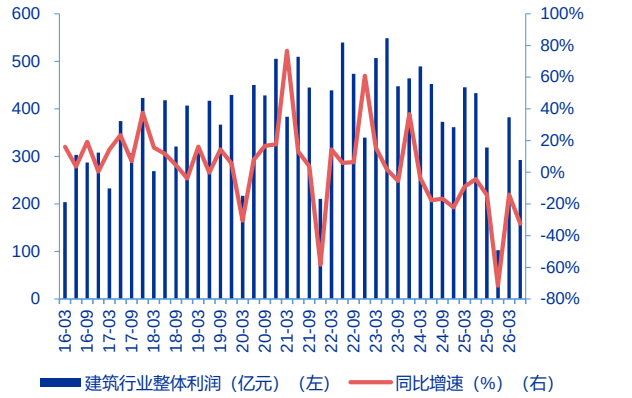
2026H1 建筑行业收入、利润承压，26Q2 降幅扩大。2026H1 建筑行业主要上市公司实现营业收入 3.41 万亿，同比-9.1%，归母净利润 675 亿，同比-23.2%，2026Q1/Q2 单季营业收入 1.73 万亿/1.69 万亿，分别同比-6.2%/-11.8%，归母净利润 382 亿/293 亿，分别同比-14.2%/-32.4%。2026H1 行业收入、利润承压，26Q2 降幅进一步扩大，背后主要系地方债务压力，叠加企业严控项目质量，主动收缩低效业务规模。

图 1：建筑行业单季营收及增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

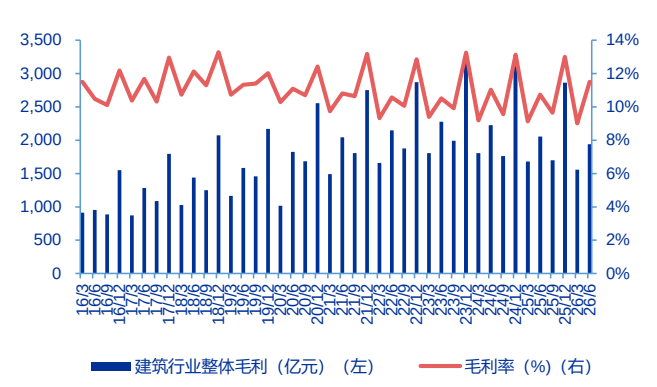
图 2：建筑行业单季归母净利润及增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

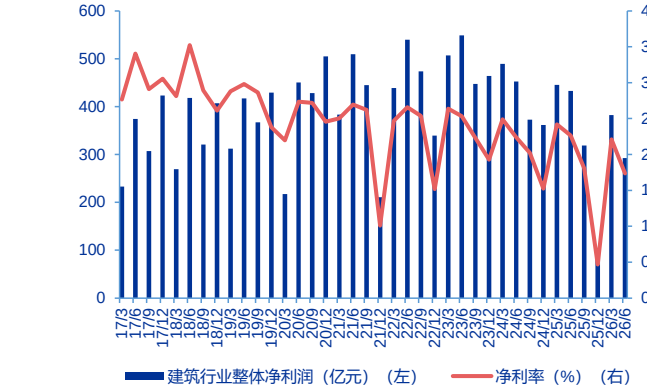
2026H1 行业毛利率提升，净利率下滑。2026H1 行业累计毛利率 10.2%，较去年同期+0.3pct，净利率 1.98%，较去年同期-0.36pct。分季度看，26Q1/Q2 单季毛利率 9.0%/11.5%，分别同比-0.1pct/+0.8pct，单季归母净利率 2.21%/1.74%，分别同比-0.21pct/-0.53pct。我们认为建筑行业通常采用成本加成法计算收入，毛利率总体保持稳定，但受费用率、减值等因素影响，行业利润率呈现较大压力。

图 3：行业（单季度）毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：行业（单季度）净利率

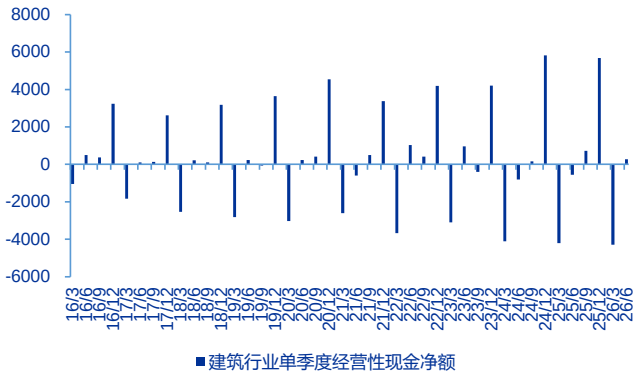


资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

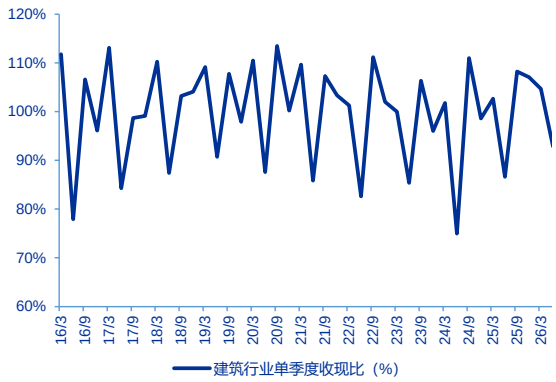
2026H1 经营性现金流有所改善。2026H1 行业经营性现金流净额-4016 亿，同比少流出 747 亿，分季度看，26Q1/Q2 建筑企业单季经营性现金流净额同比变动-78 亿/+825 亿。26Q1/Q2 收现比分别为 105%/93%，分别同比变动+2.04pct/+6.26pct，付现比分别为 127%/89%，分别同比变动+4.66pct/-1.77pct。我们认为，受益地方政府化债政策，以及企业强化现金流把控，2026H1 行业经营性现金流同比有所改善，但仍需关注后续化债及财政资金到位情况。

图 5：建筑行业（单季度）经营性现金净额（亿元）



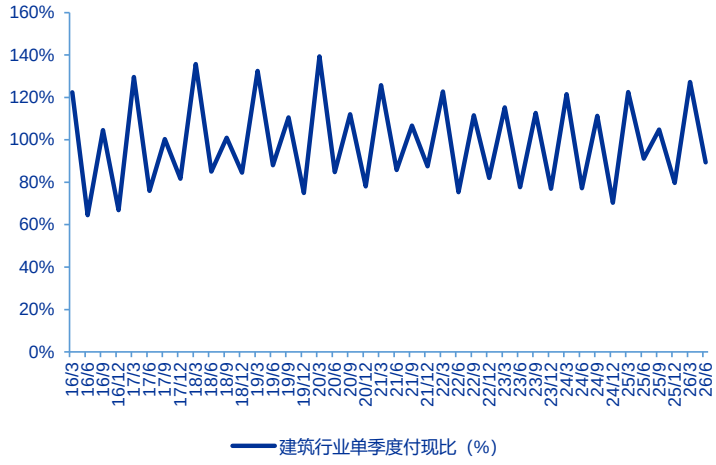
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：建筑行业（单季度）收现比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：建筑行业（单季度）付现比



资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

2．ROE：分析影响因子，发现未来趋势

2.1 行业 ROE 下降，基建央企同步减弱

2026H1 行业 ROE 同比-0.66pct。分板块看，2026H1 除装饰幕墙、国际工程 ROE 有所改善外，其余板块 ROE 均有不同程度下滑，其中生态园林、基建民企 ROE 下滑幅度最大，同比分别-15.24pct/-2.66pct，基建央企、基建国企 ROE 呈现小幅下滑，分别同比-0.69pct/-0.49pct。我们认为随着行业投资强度减弱，企业周转率下降，同时费用、减值增加影响盈利能力，综合影响下行业 ROE 承压。

表 1：建筑行业 ROE（加权）情况（单位：%）

	24/6	24/9	24/12	25/3	25/6	25/9	25/12	26/3	26/6	26H1 同比变化
装饰幕墙	0.01	(0.86)	(6.78)	0.63	0.40	(0.10)	(10.09)	0.73	1.46	1.06
家装	(97.63)	(193.29)	17915.15	5.42	13.09	11.71	11.67	(0.80)	(0.28)	(13.37)
生态园林	(8.98)	(16.64)	(47.53)	(2.55)	(6.49)	(10.60)	(47.58)	(4.74)	(21.73)	(15.24)
国际工程	4.94	6.85	9.24	2.01	3.61	5.31	7.07	1.90	4.12	0.51
钢结构	2.99	4.51	4.83	1.11	2.46	3.83	1.66	0.85	1.63	(0.83)
基建央企	2.92	4.01	5.20	1.32	2.55	3.36	3.81	1.07	1.86	(0.69)
基建国企	2.94	4.61	6.76	1.02	2.37	3.94	5.42	0.86	1.88	(0.49)
基建民企	0.22	0.34	(2.21)	1.27	1.01	0.69	(6.13)	0.48	(1.65)	(2.66)
设计咨询	3.50	4.68	7.29	0.78	2.59	3.36	4.65	0.59	1.58	(1.00)
专业工程	4.47	6.32	9.10	2.12	4.47	6.37	9.55	2.19	4.35	(0.12)
建筑行业总体	2.83	3.91	4.91	1.29	2.51	3.39	3.65	1.06	1.86	(0.66)

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：家装板块由于仅有 2 家上市公司，不纳入子行业讨论范围，因小数点保留部分数值存在尾数差异，下同

表 2：建筑行业扣非 ROE 情况（单位：%）

	24/6	24/9	24/12	25/3	25/6	25/9	25/12	26/3	26/6	26H1 同比变化
装饰幕墙	(0.41)	(1.42)	(8.08)	0.50	0.12	(0.70)	(5.22)	0.69	1.10	0.97
家装	(55.61)	(75.45)	(6977.39)	96.28	10.30	12.41	(32.29)	(2.05)	(1.26)	(11.55)
生态园林	(9.24)	(15.87)	(51.46)	(2.62)	(7.16)	(11.51)	(52.16)	(4.03)	(22.22)	(15.06)
国际工程	4.74	6.34	8.41	1.80	3.24	4.80	6.59	1.86	4.14	0.90
钢结构	2.26	3.37	3.21	0.95	1.97	2.90	0.41	0.85	1.25	(0.72)
基建央企	2.71	3.63	4.66	1.28	2.27	3.03	3.09	1.03	1.63	(0.64)
基建国企	2.70	3.98	5.38	1.00	2.09	3.37	4.70	0.85	1.68	(0.40)
基建民企	0.02	0.23	(2.48)	0.57	0.16	(0.38)	(8.27)	(0.03)	(2.52)	(2.68)
设计咨询	3.33	4.16	6.60	0.66	2.34	2.91	4.11	0.53	1.37	(0.97)
专业工程	4.71	6.33	8.84	2.09	4.36	5.99	8.95	2.17	4.32	(0.04)
建筑行业总体	2.63	3.52	4.26	1.24	2.23	3.01	2.95	1.02	1.63	(0.60)

下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：家装板块由于仅有 2 家上市公司，不纳入子行业讨论范围，因小数点保留部分数值存在尾数差异，下同

2.2 2026H1 建筑企业毛利率有所提升

2026H1 行业毛利率同比+0.29pct。分板块看，2026H1 装饰幕墙、国际工程毛利率提升幅度最大，分别同比+1.40pct/+3.65pct，基建央企、基建国企毛利率分别同比+0.22pct/+0.66pct，钢结构毛利率同比+0.86pct。我们认为，建筑企业业务更多采用成本加成法，原材料价格波动对公司毛利率影响有限，同时近几年企业强化成本管控力度，低效项目逐步减少，项目整体毛利率有所提升。

表 3：建筑行业上市公司整体毛利率（累计值）情况（单位：%）

	24/6	24/9	24/12	25/3	25/6	25/9	25/12	26/3	26/6	26H1 同比变化
装饰幕墙	11.7	11.5	11.5	12.6	12.7	12.6	12.7	13.1	14.1	1.40
家装	29.5	31.5	29.0	34.3	34.9	35.0	34.4	33.9	30.9	(3.98)
生态园林	3.3	2.1	(6.0)	6.3	6.7	6.2	1.5	10.6	(2.1)	(8.77)
国际工程	16.7	16.9	17.9	16.4	16.2	16.8	17.5	19.9	19.9	3.65
钢结构	11.7	11.9	12.3	10.2	10.8	11.7	11.1	11.0	11.7	0.86
基建央企	9.9	9.7	10.7	8.8	9.7	9.5	10.4	8.6	9.9	0.22
基建国企	10.4	10.6	11.0	10.6	10.8	11.4	12.4	10.3	11.5	0.66
基建民企	12.5	12.9	12.4	11.8	13.2	12.9	9.9	10.6	10.2	(3.02)
设计咨询	27.7	28.2	29.4	22.5	28.5	27.4	28.7	20.3	25.6	(2.88)
专业工程	10.0	9.8	10.9	9.9	10.3	10.2	11.6	10.3	10.9	0.66
建筑行业总体	10.1	9.9	10.9	9.1	9.9	9.8	10.7	9.0	10.2	0.29

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：家装板块由于仅有 2 家上市公司，不纳入子行业讨论范围，因小数点保留部分数值存在尾数差异，下同

2.3 2026H1 建筑企业期间费用率提升

2026H1 行业期间费用率同比+0.48pct。分板块看，2026H1 除装饰幕墙期间费用率同比下降外，其余板块均有不同程度提升，其中生态园林、国际工程、基建民企期间费用率提升幅度最大，分别同比+5.49pct/+2.10pct/+1.56pct，基建央企、基建国企期间费用率分别同比+0.45pct/+0.41pct，钢结构、专业工程分别同比+0.95pct/+0.17pct。我们认为 2026H1 随着行业投资强度减弱导致企业收入承压，企业部分费用偏刚性，导致期间费用率提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 4：建筑行业期间费用率情况（累计）（单位：%）

	24/6	24/9	24/12	25/3	25/6	25/9	25/12	26/3	26/6	26H1 同比变化
装饰幕墙	9.2	9.5	9.9	11.3	10.4	10.6	9.9	10.8	10.1	(0.28)
家装	55.2	53.7	53.1	40.7	39.2	37.6	33.7	44.3	35.5	(3.79)
生态园林	39.9	38.7	37.7	37.0	32.2	32.9	36.7	46.4	37.6	5.49
国际工程	8.3	9.1	9.0	8.2	8.4	9.1	9.7	10.9	10.5	2.10
钢结构	8.6	8.7	8.9	8.2	7.9	8.5	9.6	9.2	8.9	0.95
基建央企	5.2	5.5	6.0	4.9	5.2	5.4	7.7	5.2	5.7	0.45
基建国企	7.0	7.4	7.3	7.9	7.5	8.0	7.4	7.9	8.0	0.41
基建民企	10.5	10.8	10.9	10.4	11.6	12.0	12.2	11.3	13.1	1.56
设计咨询	14.8	15.5	14.1	17.8	15.9	15.9	13.5	16.9	16.0	0.07
专业工程	5.2	5.5	5.9	5.4	5.5	5.8	6.7	5.6	5.7	0.17
建筑行业总体	5.6	5.9	6.3	5.4	5.6	5.9	7.8	5.6	6.1	0.48

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：家装板块由于仅有 2 家上市公司，不纳入子行业讨论范围，因小数点保留部分数值存在尾数差异，下同

2.4 2026H1 建筑企业投资净收益减少

2026H1 行业投资净收益较去年同期减少 20.49 亿。分板块看，2026H1 基建国企、设计咨询投资净收益同比增加，分别+0.82 亿/+0.06 亿，其余板块均有不同程度下降，其中基建央企 2026H1 投资净收益较去年同期减少 19.19 亿。我们认为，建筑企业经营方向已逐步从规模增长转向“现金为王”，无效、低效资产处置进程预计持续推进，业务更加专业化。

表 5：建筑行业投资净收益（单季）（单位：亿元）

	24/6	24/9	24/12	25/3	25/6	25/9	25/12	26/3	26/6	26H1 同比变化
装饰幕墙	0.1	0.2	(0.2)	0.2	(0.1)	0.1	(20.3)	(0.1)	(0.2)	(0.08)
家装	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.9	(0.0)	0.3	0.33
生态园林	0.3	(3.3)	16.1	0.3	1.0	(0.3)	4.7	0.3	0.8	(0.26)
国际工程	1.7	1.0	0.7	0.5	1.6	0.4	0.7	1.2	1.2	(0.38)
钢结构	0.0	(0.2)	0.1	(0.1)	0.2	(0.1)	(0.4)	0.1	(0.2)	(0.45)
基建央企	3.6	19.1	(51.9)	11.4	23.1	(9.5)	218.3	33.5	4.0	(19.19)
基建国企	(0.5)	17.0	12.3	(0.3)	3.5	4.1	2.7	4.2	4.3	0.82
基建民企	1.1	0.6	0.9	0.7	1.9	1.2	3.7	1.0	1.3	(0.66)
设计咨询	0.3	1.0	0.4	0.1	0.4	0.7	0.4	0.0	0.5	0.06
专业工程	0.2	0.9	0.6	0.1	0.7	0.4	(0.5)	0.3	0.0	(0.67)
建筑行业总体	6.9	36.4	(20.9)	12.9	32.4	(3.0)	213.1	40.5	11.9	(20.49)

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：家装板块由于仅有 2 家上市公司，不纳入子行业讨论范围，因小数点保留部分数值存在尾数差异，下同

下载日志已记录，仅供内部参考

2.5 2026H1 行业扣非净利率有所下降

2026H1 行业扣非净利率同比-0.35pct。分板块看，2026H1 装饰幕墙、国际工程、专业工程扣非净利率改善，分别同比+1.20pct/+1.89pct/+0.24pct，生态园林、基建民企、设计咨询扣非净利率下滑幅度最大，分别同比-33.37pct/-5.02pct/-2.61pct，基建央企、基建国企、钢结构扣非净利率分别同比-0.36pct/-0.09pct/-0.66pct。我们认为，受行业投资下行压力，业主回款减弱，企业成本、减值压力增大，综合影响下建筑板块整体扣非净利率有所下降。

表 6：建筑行业营业利润率情况（单位：%）

	24/6	24/9	24/12	25/3	25/6	25/9	25/12	26/3	26/6	26H1 同比变化
装饰幕墙	1.0	0.4	(2.3)	2.4	1.1	0.5	(4.7)	3.0	2.6	1.54
家装	(26.0)	(22.3)	(32.5)	(5.2)	(4.5)	(3.4)	12.6	(8.2)	0.8	5.27
生态园林	(41.7)	(44.9)	(86.3)	(31.8)	(30.5)	(32.3)	(68.9)	(38.9)	(60.8)	(30.34)
国际工程	8.0	7.5	7.4	8.0	7.4	7.2	6.8	9.4	9.0	1.61
钢结构	3.9	3.9	3.0	3.3	3.3	3.7	1.3	3.1	3.0	(0.38)
基建央企	3.8	3.5	3.4	3.6	3.7	3.3	2.9	3.3	3.3	(0.35)
基建国企	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1	3.4	3.4	2.8	3.1	(0.03)
基建民企	1.4	1.4	(1.1)	6.4	2.7	1.5	(3.9)	3.3	(2.1)	(4.77)
设计咨询	10.5	9.9	9.6	7.2	9.7	8.4	7.5	5.6	6.7	(3.01)
专业工程	4.7	4.4	4.6	4.6	4.9	4.8	5.2	5.0	5.2	0.29
建筑行业总体	3.7	3.5	3.2	3.6	3.6	3.3	2.9	3.4	3.3	(0.32)

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：家装板块由于仅有 2 家上市公司，不纳入子行业讨论范围，因小数点保留部分数值存在尾数差异，下同

表 7：建筑行业扣非利润率情况（单位：%）

	24/6	24/9	24/12	25/3	25/6	25/9	25/12	26/3	26/6	26H1 同比变化
装饰幕墙	(0.4)	(0.9)	(3.7)	1.3	0.1	(0.5)	(2.8)	1.9	1.3	1.20
家装	(28.8)	(25.0)	(45.8)	(5.1)	(5.3)	(4.2)	(15.6)	(6.0)	(3.4)	1.90
生态园林	(41.0)	(42.8)	(86.9)	(29.9)	(29.7)	(30.7)	(82.0)	(37.5)	(63.1)	(33.37)
国际工程	6.1	5.7	5.4	5.6	5.0	5.1	4.7	7.0	6.9	1.89
钢结构	2.5	2.6	1.8	2.3	2.2	2.3	0.2	2.3	1.5	(0.66)
基建央企	2.2	2.1	1.9	2.3	2.0	1.9	1.4	2.1	1.7	(0.36)
基建国企	1.9	1.9	1.7	2.1	1.9	2.1	2.0	1.8	1.8	(0.09)
基建民企	0.0	0.3	(1.9)	2.2	0.3	(0.5)	(6.6)	(0.1)	(4.7)	(5.02)
设计咨询	8.4	7.6	7.3	5.0	7.6	6.3	5.5	4.2	5.0	(2.61)
专业工程	3.7	3.4	3.5	3.6	3.7	3.5	3.8	4.0	4.0	0.24
建筑行业总体	2.2	2.0	1.8	2.3	2.1	1.9	1.4	2.1	1.7	(0.35)

下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：家装板块由于仅有 2 家上市公司，不纳入子行业讨论范围，因小数点保留部分数值存在尾数差异，下同

2.6 项目推进节奏放缓，行业总资产周转率有所下降

2026H1 行业总资产周转率同比-0.04。2026H1 所有细分板块总资产周转率均有下降，其中基建央企、基建国企、国际工程分别同比-0.04/-0.02/-0.02。我们认为行业总资产周转率下滑主要系板块投资强度减弱，企业收入承压，资产端短期却难以压降，未来随着 REITs、ABS 等工具使用，以及地方政府化债工作推进，企业清理冗余资产，行业总资产周转率有望企稳。

表 8：建筑行业总资产周转率情况（单位：次）

	24/6	24/9	24/12	25/3	25/6	25/9	25/12	26/3	26/6	26H1 同比变化
装饰幕墙	0.28	0.41	0.57	0.11	0.25	0.36	0.52	0.11	0.24	(0.01)
家装	0.29	0.40	0.53	0.10	0.21	0.33	0.40	0.07	0.18	(0.03)
生态园林	0.05	0.08	0.14	0.02	0.06	0.08	0.12	0.02	0.04	(0.01)
国际工程	0.33	0.48	0.67	0.14	0.28	0.42	0.61	0.12	0.26	(0.02)
钢结构	0.33	0.48	0.66	0.15	0.32	0.45	0.62	0.14	0.29	(0.03)
基建央企	0.30	0.43	0.60	0.13	0.25	0.37	0.51	0.11	0.21	(0.04)
基建国企	0.25	0.37	0.54	0.08	0.19	0.29	0.42	0.08	0.17	(0.02)
基建民企	0.16	0.23	0.33	0.07	0.13	0.20	0.31	0.07	0.13	(0.01)
设计咨询	0.17	0.25	0.40	0.06	0.14	0.22	0.35	0.06	0.13	(0.01)
专业工程	0.40	0.60	0.82	0.18	0.38	0.56	0.78	0.18	0.36	(0.02)
建筑行业总体	0.29	0.42	0.59	0.12	0.25	0.36	0.50	0.11	0.21	(0.04)

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：家装板块由于仅有 2 家上市公司，不纳入子行业讨论范围，因小数点保留部分数值存在尾数差异，下同

2.7 2026H1 行业权益乘数同比上升

2026H1 建筑行业整体权益乘数同比上升 0.20。分板块看，2026H1 装饰幕墙、国际工程、基建国企、设计咨询、专业工程权益乘数同比有所下降，分别-0.34/-0.01/-0.52/-0.10/-0.07，生态园林、钢结构、基建央企、基建民企权益乘数提升，分别+4.14/+0.04/+0.29/+0.38。我们认为，近几年国资委对央企资产负债率考核要求有所放松，叠加行业投资承压，央企扩充债务规模应对现金流压力，推动行业整体权益乘数提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 9：建筑行业权益乘数情况

	24/6	24/9	24/12	25/3	25/6	25/9	25/12	26/3	26/6	26H1 同比变化
装饰幕墙	4.05	4.09	4.08	3.93	4.02	3.99	3.89	3.61	3.68	(0.34)
家装	9.00	9.02	24.02	(6.65)	(6.22)	(6.21)	6.20	2.24	2.21	8.43
生态园林	6.22	6.42	5.40	5.03	5.18	5.29	6.12	8.44	9.32	4.14
国际工程	2.46	2.44	2.46	2.41	2.42	2.42	2.41	2.38	2.41	(0.01)
钢结构	2.81	2.82	2.82	2.82	2.85	2.87	2.88	2.85	2.89	0.04
基建央企	6.19	6.20	6.22	6.46	6.54	6.54	6.62	6.78	6.84	0.29
基建国企	7.23	7.20	7.22	6.86	6.92	6.81	6.84	6.38	6.40	(0.52)
基建民企	4.09	4.09	4.15	4.07	4.10	4.13	4.29	4.40	4.48	0.38
设计咨询	2.35	2.29	2.31	2.20	2.21	2.20	2.19	2.11	2.11	(0.10)
专业工程	3.43	3.44	3.44	3.36	3.38	3.40	3.38	3.31	3.31	(0.07)
建筑行业总体	5.91	5.92	5.93	6.09	6.17	6.16	6.22	6.32	6.37	0.20

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：家装板块由于仅有 2 家上市公司，不纳入子行业讨论范围，因小数点保留部分数值存在尾数差异，下同

3．成长性分析：行业规模有所放缓

3.1 收入增速：26Q2 行业收入降幅扩大

从行业整体看：2026Q1/Q2 单季收入分别同比-6.2%/-11.8%，行业收入降幅扩大。分子行业看，基建央企 26Q1/Q2 降幅持续扩大，分别同比-7.0%/-12.3%，主要系行业投资节奏放缓，同时公司强化项目管控，放缓或暂停低效项目，基建国企 26Q2 收入增速转负，26Q1/Q2 收入分别同比+4.0%/-13.7%。国际工程 2026Q2 单季收入增速改善，26Q1/Q2 收入分别同比-12.3%/+6.5%。

表 10：建筑行业（单季度）收入增速（%）

	24/9	24/12	25/3	25/6	25/9	25/12	26/3	26/6
装饰幕墙	(17.6)	(17.1)	(19.7)	(17.8)	(18.7)	(11.8)	(8.3)	(10.7)
家装	(57.4)	(64.7)	(50.1)	(43.2)	(12.8)	6.8	(19.3)	22.3
生态园林	(24.1)	168.1	(30.8)	(9.4)	(27.1)	(26.4)	(12.7)	(17.1)
国际工程	(15.6)	(15.3)	(11.2)	(9.9)	(6.8)	4.6	(12.3)	6.5
钢结构	(12.4)	(6.9)	8.1	(2.6)	(9.1)	(5.7)	(9.1)	(12.0)
基建央企	(7.7)	(2.6)	(4.3)	(4.7)	(3.4)	(6.3)	(7.0)	(12.3)
基建国企	(14.4)	10.8	(25.7)	(10.0)	(13.4)	(18.5)	4.0	(13.7)
基建民企	(14.8)	(5.2)	(22.3)	(10.7)	(2.3)	1.7	(2.9)	(8.8)
设计咨询	(15.4)	(21.5)	(20.2)	(11.3)	(1.2)	(15.0)	(2.1)	(13.4)
专业工程	8.4	8.6	(1.0)	(0.0)	2.9	5.6	2.4	(0.7)
建筑行业总体	(8.3)	(1.6)	(6.2)	(5.2)	(4.4)	(7.2)	(6.2)	(11.8)

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：家装板块由于仅有 2 家上市公司，不纳入子行业讨论范围，因小数点保留部分数值存在尾数差异，下同

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 扣非净利润增速：26Q2 利润降幅扩大

26Q1/Q2 单季行业扣非净利润增速-14.0%/-37.0%。细分板块看，装饰幕墙、国际工程 26Q2 扣非净利润同比涨幅较 26Q1 扩大，分别同比+206.1%/+65.7%，其余板块增速收窄或跌幅扩大，其中基建央企 26Q1/Q2 扣非净利润同比增速分别为-15.9%/-38.2%，基建国企 26Q1/Q2 扣非净利润同比增速分别为-7.5%/-13.7%。我们认为行业下行的背景下，项目推进节奏均有放缓，同时费用及减值压力提升，企业利润承压。

表 11：行业（单季度）扣非净利润增速（%）

	24/9	24/12	25/3	25/6	25/9	25/12	26/3	26/6
装饰幕墙	(290.6)	33.8	(2.2)	59.7	22.3	33.6	36.9	206.1
家装	(38.9)	(4431.1)	87.6	91.4	86.9	65.0	5.2	54.7
生态园林	(12.6)	(21.6)	42.6	44.2	48.0	19.3	(9.3)	(126.9)
国际工程	(35.6)	19.5	(20.7)	(33.5)	1.0	(8.9)	8.9	65.7
钢结构	(18.5)	(127.7)	3.9	(20.8)	(15.6)	(1386.9)	(9.9)	(63.4)
基建央企	(24.4)	(15.8)	(10.2)	(12.7)	(16.4)	(92.0)	(15.9)	(38.2)
基建国企	(19.8)	(10.9)	(20.2)	(17.6)	5.2	9.6	(7.5)	(13.7)
基建民企	99.7	18.0	(12.0)	34.5	(344.2)	(171.3)	(104.4)	(437.8)
设计咨询	(34.1)	(34.2)	(26.0)	(22.6)	(33.6)	(47.9)	(17.6)	(48.7)
专业工程	19.4	21.3	18.1	(12.4)	7.7	27.7	12.0	3.0
建筑行业总体	(25.1)	(20.5)	(9.3)	(11.8)	(11.8)	(105.3)	(14.0)	(37.0)

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：家装板块由于仅有 2 家上市公司，不纳入子行业讨论范围，因小数点保留部分数值存在尾数差异，下同

4. 现金流：2026H1 现金流改善

4.1 2026H1 行业经营性现金流改善

2026H1 建筑行业上市公司经营性现金流净额同比少流出 747 亿。2026H1 地方政府化债政策推动，以及企业自身强化现金流管理，建筑企业经营性现金流有所改善，同比少流出 747 亿，其中基建央企少流出 582 亿，带动行业整体现金流改善。我们认为 2026 年下半年专项债发行节奏有望加快，建筑企业现金回款有望延续好转态势。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 12：行业经营性现金流净额情况（累计）（单位：亿元）

	24/6	24/9	24/12	25/3	25/6	25/9	25/12	26/3	26/6	26H1 同比变化
装饰幕墙	(33)	(27)	25	(45)	(37)	(36)	11	(30)	(23)	14.05
家装	(1)	(1)	(1)	(0)	0	0	0	(0)	(0)	(0.52)
生态园林	(2)	(4)	22	(14)	(9)	(6)	5	(8)	(9)	(0.09)
国际工程	(25)	(66)	41	(40)	(29)	2	65	(15)	(7)	22.75
钢结构	(5)	3	19	(0)	(12)	(11)	14	13	20	32.24
基建央企	(4,364)	(4,182)	650	(3,520)	(4,193)	(3,689)	1,252	(3,836)	(3,611)	581.87
基建国企	(401)	(383)	171	(383)	(334)	(210)	216	(347)	(337)	(3.17)
基建民企	(19)	(20)	13	(25)	(19)	(22)	21	(18)	(19)	0.68
设计咨询	(33)	(34)	8	(26)	(32)	(24)	18	(18)	(29)	2.78
专业工程	(35)	(39)	119	(153)	(98)	(45)	38	(24)	(2)	96.21
建筑行业总体	(4,917)	(4,750)	1,067	(4,206)	(4,762)	(4,039)	1,640	(4,284)	(4,016)	746.79

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：家装板块由于仅有 2 家上市公司，不纳入子行业讨论范围，因小数点保留部分数值存在尾数差异，下同

4.2 2026H1 行业整体收现比提升

收现比来看，2026H1 建筑行业整体收现比同比+4.37pct。细分行业中，生态园林、基建国企、专业工程 2026H1 收现比同比有所下降，分别-5.38pct/-3.45pct/-2.21pct，基建央企收现比同比+5.09pct。我们认为建筑企业日益注重项目质量，抢抓项目回款，推动板块收现比提升。

表 13：行业收现比情况（%）

	24/6	24/9	24/12	25/3	25/6	25/9	25/12	26/3	26/6	26H1 同比变化
装饰幕墙	103.4	104.2	102.6	129.5	103.5	106.0	103.7	136.5	108.4	4.93
家装	96.8	97.4	95.4	117.5	119.3	114.6	104.6	108.6	103.4	(15.93)
生态园林	130.0	129.9	130.5	164.1	126.7	129.0	130.9	175.1	121.3	(5.38)
国际工程	87.4	83.4	89.0	77.6	88.0	95.1	94.2	97.6	96.4	8.36
钢结构	94.9	97.1	94.7	112.7	98.2	101.4	101.0	124.8	104.8	6.65
基建央企	86.0	95.0	96.8	98.2	92.8	98.1	101.3	100.7	97.9	5.09
基建国企	105.3	99.3	91.6	165.2	110.5	105.4	99.4	146.6	107.0	(3.45)
基建民企	106.4	107.0	110.7	138.7	115.8	111.9	109.0	156.6	123.8	8.07
设计咨询	94.8	97.3	93.4	131.3	94.8	99.3	101.8	137.4	106.0	11.23
专业工程	91.0	92.5	92.5	93.7	98.4	101.5	102.8	100.4	96.2	(2.21)
建筑行业总体	88.2	95.4	96.3	102.6	94.5	98.9	101.2	104.7	98.8	4.37

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：家装板块由于仅有 2 家上市公司，不纳入子行业讨论范围，因小数点保留部分数值存在尾数差异，下同

下载日志已记录，仅供内部参考

4.3 2026H1 行业整体付现比提升

付现比来看，2026H1 建筑行业整体付现比同比+2.10pct。细分行业中，2026H1 生态园林、钢结构、基建国企、专业工程付现比同比下降，分别-13.15pct/-6.09pct/-2.97pct/-4.97pct，基建央企、基建民企、国际工程付现比同比提升，分别+2.79pct/+6.53pct/+3.61pct。我们认为，国资委强调央企履行社会责任，加大中小微企业清欠力度，上下游付款节奏均有提速，建筑央企付现比同比提升。

表 14：行业付现比情况（%）

	24/6	24/9	24/12	25/3	25/6	25/9	25/12	26/3	26/6	26H1 同比变化
装饰幕墙	106.6	104.3	95.9	151.3	108.1	108.1	98.4	152.2	111.6	3.50
家装	77.0	86.8	81.6	100.1	100.1	100.5	100.1	114.8	91.1	(8.99)
生态园林	115.1	109.6	83.9	196.6	125.0	119.2	104.0	198.6	111.8	(13.15)
国际工程	97.4	97.9	89.1	100.1	97.5	97.3	90.6	110.4	101.1	3.61
钢结构	94.4	94.8	89.8	112.1	101.1	104.2	94.4	111.4	95.0	(6.09)
基建央企	97.8	103.2	94.9	117.3	105.7	106.1	99.3	124.0	108.5	2.79
基建国企	117.2	106.7	87.5	201.4	122.7	110.4	95.3	178.3	119.7	(2.97)
基建民企	116.2	118.8	103.6	157.2	121.5	120.1	98.9	169.5	128.0	6.53
设计咨询	83.7	84.2	66.1	121.3	83.6	81.9	69.4	112.2	86.9	3.29
专业工程	92.4	94.3	86.2	114.1	101.1	99.5	98.1	103.4	96.2	(4.97)
建筑行业总体	99.3	103.1	93.9	122.6	106.7	106.1	98.8	127.2	108.8	2.10

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：家装板块由于仅有 2 家上市公司，不纳入子行业讨论范围，因小数点保留部分数值存在尾数差异，下同

5．央企新签订单市占率持续提升

建筑行业迈入存量时代后大型建筑央企优势逐步体现，持续受益行业集中度提升。根据新签订单情况，大型建筑央企市占率稳步提升，2025 年建筑央企新签订单占建筑行业新签订单比重 52%，较 2024 年+3pct。

表 15：大型建筑央企新签订单行业占比加速提升（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
中国中铁	21,649	26,057	27,293	30,324	31,006	27,152	27,509	10,057
中国铁建	20,069	25,543	28,197	32,450	32,939	30,370	30,765	8,782
中国电建	5,118	6,733	7,803	10,092	11,428	12,707	13,333	6,199
中国交建	9,627	10,668	12,679	15,423	17,532	18,812	18,837	9,029
中国中冶	7,876	10,197	12,048	13,436	14,248	12,483	10,185	4,136
中国化学	2,272	2,512	2,698	2,969	3,268	3,669	4,037	2,095
中国能建	2,520	2,712	8,726	10,491	12,837	14,089	14,494	5,132

下载日志已记录，仅供内部参考

建筑行业新签订单（亿元）	289,235	325,174	344,558	366,481	356,040	337,501	315,327	119,771
大型建筑央企新签占比	**34%**	**36%**	**39%**	**42%**	**47%**	**49%**	**52%**	**59%**

资料来源：Wind，申万宏源研究

6．总结及投资分析意见

总结：2026 年上半年建筑板块收入、利润规模呈现较大压力，26Q2 部分指标较 26Q1 进一步走弱，背后原因一方面源于地方债务压力，导致项目资金到位率不足，另一方面源于建筑企业在行业投资承压环境下，主动收缩自身业务规模，抢抓项目质量，提高拿单标准，放弃低效项目，多重因素共同导致行业层面投资呈现压力。展望未来，随着专项债发行进度预期加快，叠加中央“两重”项目以及“六张网”等事项推进，三四季度投资有望获得一定支撑，企业端经营压力获得一定缓解。

投资分析意见：维持行业“看好”评级。我们认为，2026 年二季度投资压力逐步显现，企业同时注重自身报表修复，展望未来，以中央为主的“两重”项目、硬科技制造领域有望发力，地产现房政策给予装配式建筑发展机遇，带动细分领域专业工程投资机会，装配式建筑关注中国建筑国际，钢结构关注鸿路钢构、精工钢构，煤化工关注中国化学、东华科技，洁净室关注圣晖集成、亚翔集成、柏诚股份，新型电网关注中国能建、中国电建。同时，低估值央国企估值有望修复，关注中国中铁、四川路桥。

风险提示：

1）**经济恢复不及预期：**逆周期调节背景下，经济有望企稳回升，但仍存在不确定性，需要持续关注。

2）**基建投资不及预期：**稳增长背景下稳基建是首要方式，但制约投资有效落地的因素尚未完全消除，基建投资存在不及预期风险。

3）**上市公司订单低于预期：**成本上行挤压企业盈利能力空间和市场需求，关注行业重点公司后续新签订单情况。

表 16：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	4.39	0.85	0.88	0.88	4.7	5.0	5.0	22,892	21,519	21,661	-18%	-6%	1%
中国铁建	601186.SH	6.11	1.18	1.29	1.35	4.5	4.7	4.5	18,363	17,525	18,286	-17%	-5%	4%
中国化学	601117.SH	7.42	1.06	1.15	1.24	7.0	6.5	6.0	6,436	7,000	7,592	13%	9%	8%
中国电建	601669.SH	4.63	0.53	0.60	0.63	8.0	7.8	7.3	10,007	10,272	10,921	-17%	3%	6%
中国交建	601800.SH	5.97	0.85	0.96	0.98	6.6	6.2	6.1	14,751	15,498	15,921	-37%	5%	3%
中国中冶	601618.SH	2.55	0.002	0.27	0.28	39.9	9.6	9.1	1,322	5,489	5,782	-80%	315%	5%

下载日志已记录，仅供内部参考

中国能建	601868.SH	2.48	0.13	0.14	0.15	18.8	17.3	16.1	5,840	6,336	6,795	-30%	8%	7%
中钢国际	000928.SZ	5.43	0.34	0.44	0.48	16.1	12.4	11.4	485	627	682	-42%	29%	9%
中材国际	600970.SH	7.80	1.09	1.10	1.20	7.1	7.1	6.5	2,862	2,876	3,143	-4%	0%	9%
中工国际	002051.SZ	8.54	0.25	0.25	0.27	33.3	34.0	31.1	314	308	337	-13%	-2%	9%
建发合诚	603909.SH	9.84	0.42	0.49	0.55	23.5	20.1	17.7	109	128	145	14%	17%	13%
安徽建工	600502.SH	4.46	0.80	0.96	1.04	5.0	4.6	4.3	1,526	1,647	1,779	13%	8%	8%
上海建工	600170.SH	2.28	0.08	0.14	0.15	16.4	16.1	15.6	1,237	1,258	1,299	-43%	2%	3%
隧道股份	600820.SH	5.45	0.66	0.70	0.74	7.7	7.7	7.3	2,214	2,216	2,334	-22%	0%	5%
四川路桥	600039.SH	9.16	0.84	0.89	0.95	10.9	10.2	9.6	7,297	7,771	8,282	1%	7%	7%
东华科技	002140.SZ	9.19	0.75	0.84	0.96	12.2	10.9	9.6	533	598	679	30%	12%	14%
亚翔集成	603929.SH	150.26	4.18	7.07	10.71	35.9	21.2	14.0	892	1,509	2,286	40%	69%	51%
圣晖集成	603163.SH	76.20	1.55	2.16	3.19	49.3	35.3	23.9	155	216	319	35%	40%	48%
柏诚股份	601133.SH	23.28	0.39	0.72	0.95	59.7	32.5	24.4	205	377	501	-3%	84%	33%
新疆交建	002941.SZ	10.98	0.70	-	-	17.0	-	-	472	-	-	48%	-	-
华阳国际	002949.SZ	14.07	0.51	0.55	0.59	30.5	25.8	23.6	91	107	117	-28%	18%	9%
鸿路钢构	002541.SZ	20.65	0.92	1.28	1.54	23.0	16.2	13.4	631	898	1,085	-18%	42%	21%
中国建筑国际	3311.HK	8.57	1.64	1.74	1.80	5.3	4.9	4.8	8,588	9,197	9,512	0%	7%	3%
精工钢构	600496.SH	3.34	0.28	0.35	0.40	11.0	9.5	8.3	605	699	799	18%	16%	14%
东南网架	002135.SZ	6.23	0.04	-	-	141.9	-	-	49	-	-	-74%	-	-
志特新材	300986.SZ	12.04	0.43	0.42	0.54	42.4	28.5	22.2	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 2026/9/4 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。