

# 建筑装饰

证券研究报告  
2021年05月10日

## 20年现金流大幅改善，21Q1基本面加速改善

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

王涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

熊可为

联系人

xiongkewei@tfzq.com

### 20年板块业绩提升显著，21Q1基本面加速恢复

20年CS建筑板块营收同比+14.44%，增速较19年略有下降1.55pct，归母净利润同比+9.20%，增速较19年提升4.25pct，20年板块业绩增速与营收增速剪刀差为-5.23pct，较19年提升5.8pct，我们预计与板块内建筑公司少数股东损益的增速变缓有关。净利率和负债率双降使得板块20年年化ROE（摊薄）同比降0.26pct，回款的改善带动周转率继续向好。21Q1营收/归母净利润增速达54.5%/71.2%，相较于19Q1营收/归母净利润同比43.4%/26.9%，基本面呈现加速恢复态势，装配式和地方国企体现了较好的收入和利润弹性，预计板块内公司基本面有望延续回暖趋势。

### 20年费用控制能力提升，现金流大幅改善

20年板块毛利率同比降0.28pct，净利率同比降0.08pct，板块盈利能力仍有所承压，20年板块销售/管理/研发/财务费用率同比变化-0.06/-0.26/+0.32/-0.04pct，资产（含信用）减值损失占收入比重下降0.01pct，板块费用控制能力增强且对利润的侵蚀影响减弱。20年板块CFO净流入同比多流入1233亿元，CFO净额达近四年历史新高，板块现金流明显改善，20年板块投资活动现金净流出4276亿元，较19年多流出1074亿元，我们认为或仍然与投资类项目加速落地相关，20年板块负债率同比降0.94pct，央企降杠杆/民企加杠杆的趋势延续。

### 子板块之间继续分化，龙头公司具有更强的抗周期性

20年化工工程/中小建企/大基建/钢结构收入增速超10%，中小建企、钢结构和化工工程归母净利润同比增速为53.3%、50.9%和45.4%，排名前三，行业景气度较高。20年设计咨询板块盈利能力下降，但龙头华阳国际、华设集团20年归母净利润增速达27.2%/12.5%，扣非归母净利润增速41.1%/21.3%，此外央企、地方基建国企龙头业绩稳定性也较好，我们认为龙头公司抗周期性的优势更加凸显。20年设计咨询/大基建/国际工程/中小建企的CFO净额在收入中占比指标同比有所好转，（CFO净额-投资支付现金）/营收指标来看，大基建板块首次实现了指标回正，表明PPP板块经营活动回收的现金流逐步可抵消资本金大幅投入带来的资金流出。20年除钢结构外其余子板块长期有息负债占比稳中有升，负债结构有所优化。

### Q1基本面加速好转，继续看好央企蓝筹、地方国企&装配式龙头价值属性

21Q1建筑板块营收/归母净利润增速达56.8%/73.6%，相较于19Q1营收/归母净利润同比43.4%/26.9%，基本面呈现加速恢复态势，体现的趋势包括：1）基建央企收入和利润同比20Q1均实现大幅增长，相较19Q1部分央企也实现较高增长，央企龙头市占率进一步提升；2）地方国企基本面向上弹性显著，体现区域基建高景气和改革提效的作用；3）装配式板块基本面继续保持强劲，我们预计21年全年趋势有望延续，继续看好央企蓝筹、地产基建国企和装配式龙头的价值属性。

**风险提示：**疫情持续时间超预期；基建投资增速回暖不及预期；建筑企业净利率提升不及预期。

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《建筑装饰-行业研究周报:Q1基本面加速好转，地方基建&装配式龙头价值属性凸显》 2021-05-05
- 2 《建筑装饰-行业研究周报:Q1建筑配置比例回升，地方基建&装配式龙头业绩有望超预期》 2021-04-25
- 3 《建筑装饰-行业研究周报:3月宏观两维度验证基建景气度快速回升》 2021-04-18

## 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2021-05-07	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601117.SH	中国化学	6.66	买入	0.74	0.88	1.06	1.25	9.00	7.57	6.28	5.33
601800.SH	中国交建	6.86	买入	1.00	1.19	1.35	1.50	6.86	5.76	5.08	4.57
601668.SH	中国建筑	4.99	买入	1.07	1.24	1.41	1.60	4.66	4.02	3.54	3.12
601390.SH	中国中铁	5.49	买入	1.03	1.14	1.28	1.44	5.33	4.82	4.29	3.81
601186.SH	中国铁建	7.78	买入	1.65	1.93	2.24	2.58	4.72	4.03	3.47	3.02
002081.SZ	金螳螂	9.25	买入	0.88	1.03	1.18	1.36	10.51	8.98	7.84	6.80
603018.SH	华设集团	11.01	买入	1.05	1.26	1.52	1.74	10.49	8.74	7.24	6.33
300284.SZ	苏交科	5.49	增持	0.40	0.55	0.64	0.76	13.73	9.98	8.58	7.22
002541.SZ	鸿路钢构	52.50	买入	1.53	2.22	2.85	3.57	34.31	23.65	18.42	14.71
002949.SZ	华阳国际	18.05	买入	0.88	1.18	1.59	2.06	20.51	15.30	11.35	8.76
600496.SH	精工钢构	4.38	买入	0.32	0.41	0.51	0.62	13.69	10.68	8.59	7.06

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

1. 行业概述：业绩提升显著，经营现金流净额大幅增加 .....	5
1.1. 20 年业绩提升显著，21Q1 收入和利润加速好转 .....	5
1.2. 盈利能力、杠杆共降致 ROE 下降，周转率有所改善 .....	6
1.3. 费用控制能力增强，经营性现金流大幅改善 .....	8
2. 细分板块：钢结构/化工工程景气度高，板块分化加剧 .....	10
2.1. 业绩增长：钢结构/化工工程归母净利润增速超 50% .....	10
2.2. 盈利能力：钢结构/中小建企净利率明显改善 .....	11
2.3. 管理能力：钢结构/化工工程费用控制能力增强，园林财务费用率仍高 .....	12
2.4. 债务结构：中长期带息债务占比提升仍是负债结构优化的关键 .....	15
3. 21Q1 基本面加速回暖，继续看好央企蓝筹、地方国企&装配式龙头价值属性 .....	16
4. 投资建议 .....	19
5. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1：2016-2020 年建筑行业整体营收及同比增长率 .....	5
图 2：2016-2020 年建筑行业整体归母净利润及同比增长率 .....	5
图 3：2016-2020 年 CS 建筑扣除中建、中铁、铁建及中交后的收入、业绩同比增速 .....	5
图 4：2016Q1-2021Q1 建筑行业单季度收入同比增速 .....	6
图 5：2016Q1-2021Q1 建筑行业单季度业绩同比增速 .....	6
图 6：2016-2020 年建筑行业摊薄 ROE 走势 .....	6
图 7：2016-2020 年建筑行业毛利率和净利率 .....	6
图 8：2016-2020 年建筑行业三项营运指标 .....	7
图 9：2016-2020 年建筑板块四项财务数据的同比增速 .....	7
图 10：2016-2020 年建筑行业资产负债率 .....	8
图 11：2016-2020 年大基建板块与其余板块整体资产负债率 .....	8
图 12：2016-2020 年建筑行业三项费用率变化（管理费用率加回研发费用） .....	8
图 13：2016-2020 年建筑行业资产减值损失占收入比重 .....	9
图 14：2016-2020 年建筑行业现金流量净额变动趋势 .....	9
图 15：2016-2020 年建筑行业收现比与付现比 .....	10
图 16：2020 年建筑行业各子板块营收及归母净利增速 .....	10
图 17：2020 年建筑子板块营收/业绩增速与 2019 年的差 .....	10
图 18：2019、2020 年设计咨询各子板块营收增速 .....	11
图 19：2019、2020 年设计咨询各子板块归母净利增速 .....	11
图 20：2019、2020 年建筑行业各子板块毛利率 .....	11
图 21：2019、2020 年建筑行业各子板块净利率 .....	11
图 22：2020 年相对 2019 年建筑子板块净利率变化量与毛利率变化量的差（PCT） .....	12
图 23：2019、2020 年建筑行业各子板块期间费用率 .....	12
图 24：2019、2020 年建筑行业资产减值损失占收入比重 .....	12

图 25: 2019、2020 年建筑行业各子板块管理费用率.....	13
图 26: 2019、2020 年建筑行业各子板块销售费用率.....	13
图 27: 2019、2020 年建筑行业各子板块财务费用率.....	13
图 28: 2019、2020 年建筑子板块应收账款及应收票据周转率.....	13
图 29: 2019、2020 年建筑行业各子板块总资产周转率.....	13
图 30: 2019、2020 年建筑行业各子板块资产负债率.....	14
图 31: 2019、2020 年建筑行业各子板块流动比率.....	14
图 32: 2019、2020 年建筑行业各子板块经营净现金/营业收入.....	14
图 33: 2019、2020 年建筑行业各子板块投资净现金/营业收入.....	14
图 34: 主要 PPP 子板块 (CFO 净额-投资支付现金) 在收入中的比重.....	15
图 35: 2016-2020 年各子板块带息债务占负债总和的比例.....	16
图 36: 四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化.....	16
图 37: 另外四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化.....	16
图 38: 建筑单季度营收及同比增速.....	17
图 39: 建筑子板块单季度营收同比增速 (1).....	17
图 40: 建筑子板块单季度营收同比增速 (2).....	17
图 41: 建筑单季度业绩及同比增速.....	18
图 42: 建筑板块不同情形下业绩同比增速.....	18
图 43: 建筑子板块单季度业绩同比增速 (1).....	18
图 44: 建筑子板块单季度业绩同比增速 (2).....	18
图 45: 建筑板块单季度毛利率与净利率.....	18
图 46: 历年 Q1 末建筑板块资产负债率.....	18
表 1: 2020 年建筑板块关键财务数据同比增速情况.....	7
表 2: 大基建板块收入和利润同比 20Q1/19Q1 的增速.....	19

## 1. 行业概述：业绩提升显著，经营现金流净额大幅增加

### 1.1. 20 年业绩提升显著，21Q1 收入和利润加速好转

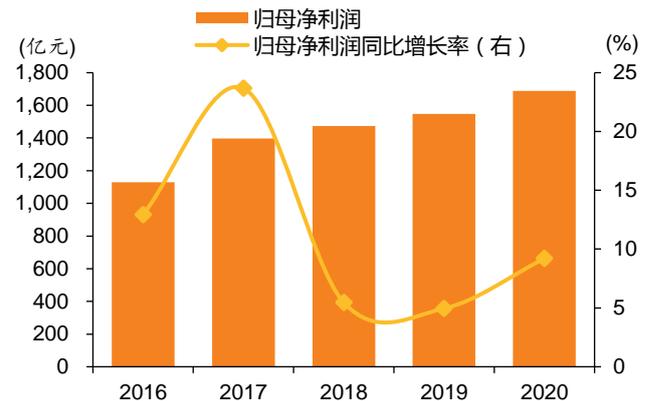
**营收增速有所回落，归母净利润加速提升。**2020 年中信 (CS) 建筑板块实现营收 64496.55 亿元，同比增速 14.44%，实现归母净利润 (以下简称“业绩”) 1688.95 亿元，同比增速 9.20%，营收增速较 19 年下降 1.55pct，业绩增速较 19 年上升 4.25pct，20 年下半年随着疫情影响逐步减弱，全年收入在 19 年高基数基础上略有回落，而业绩呈现加速提升态势。20 年板块业绩增速与营收增速剪刀差为 -5.23pct，较 19 年提升 5.8pct，表明行业的整体盈利能力有所改善，我们预计与板块内建筑公司少数股东损益的增速变缓有关，20 年建筑板块少数股东损益增速由 19 年的 32.57% 回落至 23.99%。

图 1：2016-2020 年建筑行业整体营收及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

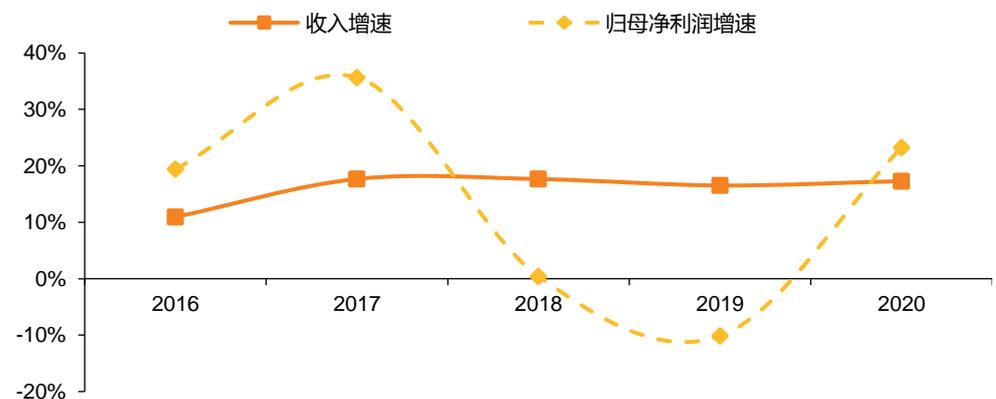
图 2：2016-2020 年建筑行业整体归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

**在扣除中建、中铁、铁建和中交四大央企后，建筑板块的营收、业绩增速更高。**2020 年建筑板块收入规模最大的四家公司分别为中国建筑、中国中铁、中国铁建和中国交建（四家公司收入均在 6200 亿元以上），合计收入及归母净利润总额占整个中信建筑板块的 63.9% 和 64.4%，若扣除上述四家公司，2020 年建筑板块收入与业绩同比增速分别为 17.3% 和 23.3%，相比剔除前营收增速、业绩增速分别提升 2.9pct、14.1pct，表明除四大基建央企外其他建筑公司 20 年收入、业绩提升较为明显。从变化幅度看，剔除四大央企后板块剩余部分的营收增速与 19 年相比上升 0.76pct（行业整体降幅 1.55pct），业绩增速较 19 年提升 33.43%（行业整体增幅 4.25pct），除四大建筑央企外的其他建筑公司展现出较强的盈利能力，而四大建筑央企中交建受到疫情期高速公路免费及车流恢复缓慢致运营类项目亏损面扩大（20FY 净亏损 44 亿 vs 19FY 净亏损 26 亿）对归母净利润增速提升形成拖累。

图 3：2016-2020 年 CS 建筑扣除中建、中铁、铁建及中交后的收入、业绩同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

单季度来看，20Q1-4 建筑板块的业绩增速逐季改善，21Q1 剔除低基数影响仍保持较高增长。20Q1-4 建筑板块收入同比增速分别为-8.6%/17.7%/23.1%/20.1%，20Q3/Q4 单季度收入同比增速保持在 20%以上，维持高位增长；20Q1-4 建筑板块业绩同比增速分别为-26.9%/8.8%/17.7%/30.0%，业绩同比增速呈现出逐季改善的趋势。21Q1 建筑板块营收/归母净利润增速达 56.8%/73.6%，剔除低基数影响，相较于 19Q1 营收/归母净利润同比 43.4%/26.9%，基本面呈现加速恢复态势。

图 4：2016Q1-2021Q1 建筑行业单季度收入同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2016Q1-2021Q1 建筑行业单季度业绩同比增速

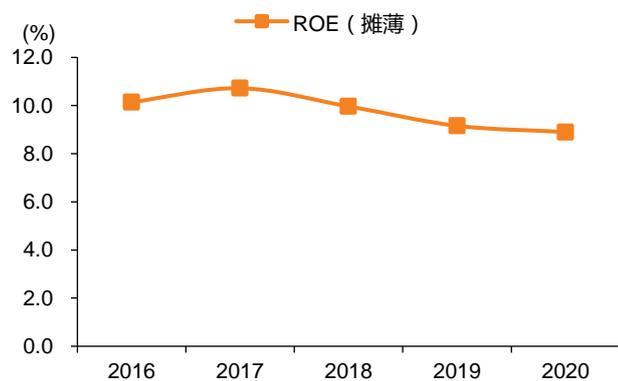


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 盈利能力、杠杆共降致 ROE 下降，周转率有所改善

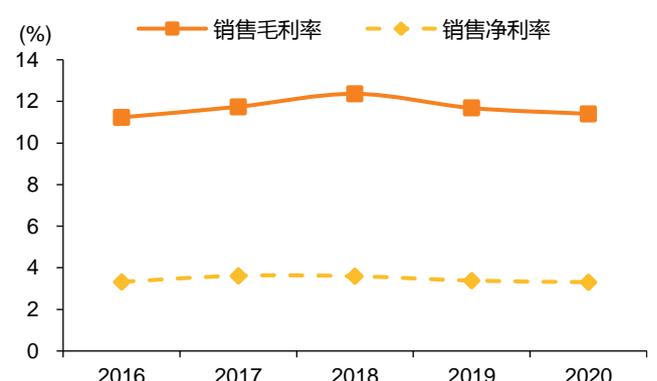
20 年板块毛利率、净利率略有下滑，ROE 同比下降。2020 年 CS 建筑板块整体毛利率 11.4%，同比下降 0.28pct，整体净利率 3.31%，同比略降 0.08pct，板块盈利能力仍略有下降。我们认为 20 年影响板块毛利率的因素包括：1) 新会计政策影响下，运输相关的费用由费用项转为成本项；2) 钢材等原材料叠加人工成本持续上涨；3) 部分龙头公司业务结构有所变化，低毛利率的房建等施工业务占比有所提升，而受房地产行业调控影响，部分涉房央企的房地产开发业务毛利率亦下滑较多。20 年板块整体摊薄 ROE 8.90%，同比下降 0.26pct，除净利率的下降对 ROE 产生不利影响外，板块负债率下行也对 ROE 的提升也形成拖累。展望 21 年，我们认为随着龙头建筑企业降杠杆进入尾声及《政府投资条例》出台推动传统建筑行业的商业模式的逐步改善，建筑公司 ROE 有望进入上行阶段。

图 6：2016-2020 年建筑行业摊薄 ROE 走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2016-2020 年建筑行业毛利率和净利率

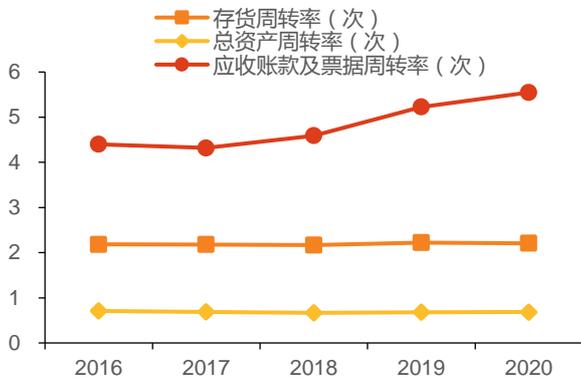


资料来源：Wind，天风证券研究所

20 年板块应收账款周转指标向好，营运能力有所改善。18 年开始部分央企按最新会计准则，将原包含在存货科目中的“已完工未结算存货”重分类计入“合同资产”项下，因此我们将合同资产加回至存货处理，考虑到应收票据占建筑企业应收项目比重持续提升，我们在计算应收账款周转率时也加回收票据。20 年建筑行业应收账款及票据周转指标持续向好，总资产周转率保持平稳，存货周转率有所降低，其中总资产周转率 0.68 次，同比略

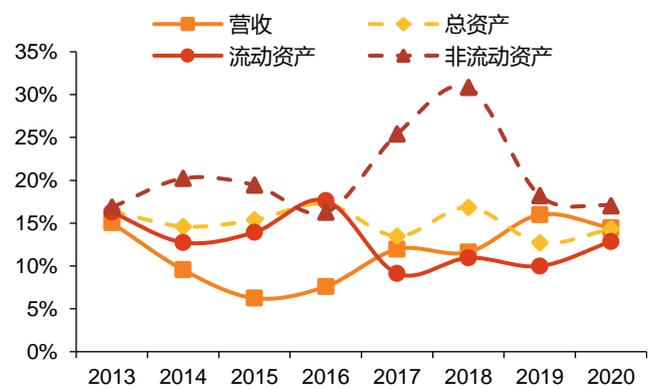
有提升 0.004 次, 应收账款及票据周转率 5.55 次, 同比提升 0.32 次, 存货周转率 2.21 次, 较 19 年略降 0.01 次。实际上总资产周转率的变化取决于营收和资产增速的关系, 20 年建筑板块总资产同比增长 14.31%, 与营收增速基本一致, 因此总资产周转率总体变化不大。从资产增长的因素看, 20 年板块流动资产的增速快速提升, 非流动资产的增速持续下行, 总资产增速与流动资产增速的相关性有所提升。

图 8: 2016-2020 年建筑行业三项营运指标



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 2016-2020 年建筑板块四项财务数据的同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

具体到 2020 年, 板块资产项目中应收账款及票据同比增速 (9.87%) 慢于营收同比增速 (14.29%), 而存货 (加回合同资产) 的增速 (15.38%) 快于营业成本增速 (13.58%), 因此导致 20 年板块应收账款及应收票据周转率提升而存货周转率下降。而非流动资产关键项目中, 长期股权投资增速较高, 可能也与板块内公司投资性项目落地及结转有关。我们认为流动资产和非流动资产增速的此消彼长一定程度反映了建筑公司在手投资类订单 (过去是 BT/BOT, 当前更多是 PPP) 的收入结转周期。

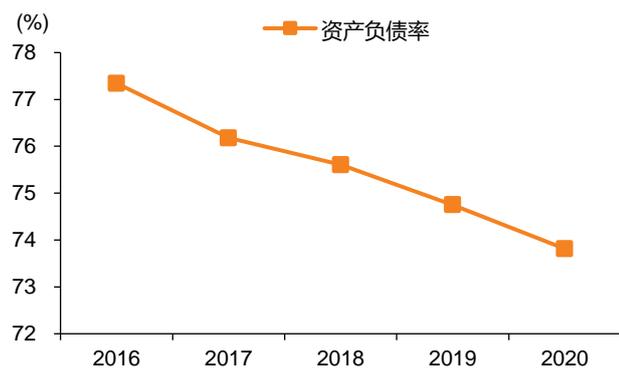
表 1: 2020 年建筑板块关键财务数据同比增速情况

营收增速	资产总计	流动资产	非流动资产
14.29%	14.21%	12.63%	17.18%
		应收账款及票据	长期股权
		9.87%	28.97%
		预付款项	固定资产
		1.90%	5.20%
		其他应收	在建工程
		7.13%	-4.42%
		存货 (含合同资产)	长期应收
		15.38%	4.80%
		应收+长期应收	
		7.81%	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

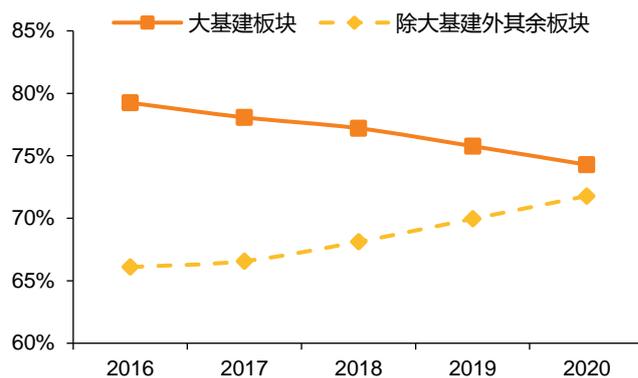
2020 年建筑板块资产负债率延续下降趋势, 央企国企去杠杆效果较好, 民企被动加杠杆在负债率上仍有所体现。建筑板块 20 年整体资产负债率 73.81%, 同比降 0.94pct, 延续了自 2016 年以来的下降趋势。同时我们注意到, 板块资产负债率下降的主要动力来自于大基建板块 (包含中建、交建、铁建、中铁、电建、核建、中冶、葛洲坝、隧道股份和上海建工, 10 家公司 20 年末总资产占整个建筑板块 81.09%), 而在剔除这 10 家公司后, 建筑板块 20 年资产负债率 71.78%, 同比上升 1.83pct, 央企、国企降杠杆符合 20 年整体宏观环境, 我们判断 20 年地方政府资金状况总体仍较为紧张, 对非重点项目的资金支持仍较为紧缺, 央企在手项目的高质量及其较强的议价能力使其逐步具备了资金周转方面更大的优势。

图 10：2016-2020 年建筑行业资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2016-2020 年大基建板块与其余板块整体资产负债率

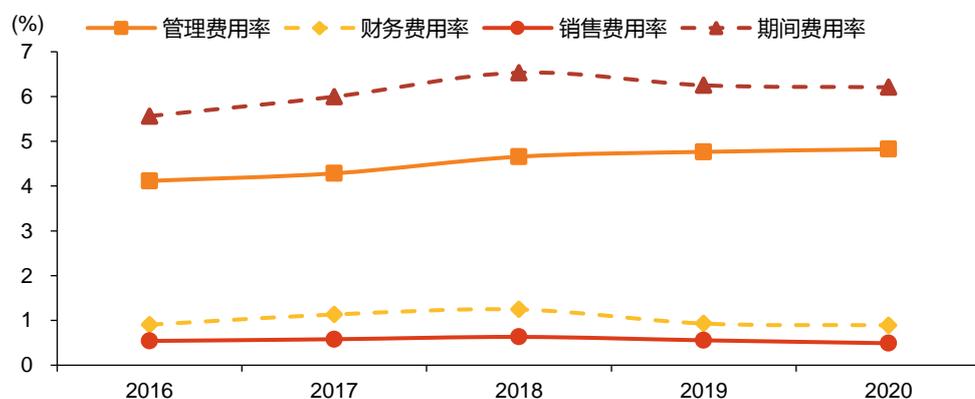


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3. 费用控制能力增强，经营性现金流大幅改善

20 年可比口径下期间费用率下降，研发费用增长较快。由于 18 年起部分企业将管理费用和研发费用分开列示，为保证可比，我们在计算建筑板块管理费用时将研发费用加回处理。可比口径下 20 年 CS 建筑板块管理（含研发）费用率 4.82%，同比增加 0.06pct，其中 20 年 CS 建筑板块研发费用率 2.36%，同比提升 0.32pct，从龙头公司的情况来看，我们认为 20 年研发费用率上升的主因在于研发费用增长较快，在研发费用税前加计扣除政策及企业自身经营考虑下，建筑企业普遍加强研发投入，不考虑研发费用的情况下，20 年建筑板块管理费用率下降 0.26pct；20 年板块财务费用率 0.89%，同比下降 0.04pct，销售费用率 0.49%，同比下降 0.06pct，费用率下行彰显企业自身经营效率提升，费用控制能力增强。

图 12：2016-2020 年建筑行业三项费用率变化（管理费用率加回研发费用）



资料来源：Wind，天风证券研究所

20 年板块资产减值损失占收入比重有所下降。从 2018 年起原先统一的资产减值损失划分为资产减值损失和信用减值损失两个科目，因此为保证数据可比，我们将 2020 年的资产减值损失和信用减值损失（以下仍统称资产减值损失）相加与往年数据进行比较。20 年建筑板块资产减值损失 527.40 亿元，同比增加 13.05%，占收入比重 0.82%，同比下降 0.01pct。从上述分析中我们可知 20 年建筑板块期间费用率及资产减值损失占收入的比重均有所下降，综合影响下 20 年行业净利率下降幅度明显少于毛利率下降幅度。

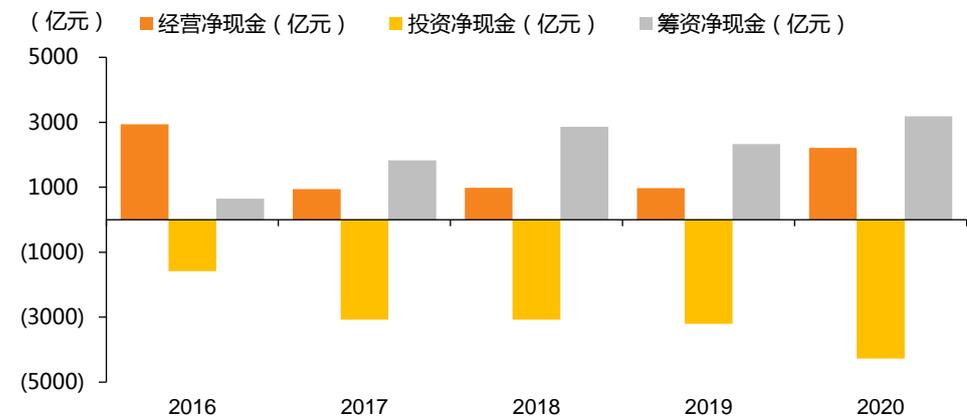
图 13：2016-2020 年建筑行业资产减值损失占收入比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

**20 年经营性现金净流入额达近四年历史新高，板块现金流明显改善。**2020 年建筑板块经营性现金净流入 2211 亿元，全年 CFO 净额较 2019 年同期多流入 1233 亿元，我们认为主要原因如下：1) 20 年以来建筑企业普遍加强了过往应收款的催收工作；2) 中央陆续出台改善民企融资及经营环境的政策，融资改善下项目施工进度加快，施工进度加快推动项目回款。2020 年板块投资活动现金净流出 4276 亿元，较 2019 年同比增加 33.5%，我们认为或仍然与投资类项目加速落地相关。2020 年建筑板块筹资性现金流入 3182 亿元，同比增长 36.5%，板块在 2020 年体现出较强的融资需求，我们预计与 20 年股权和债权融资环境改善，行业内进行定增、优先股、可转债等融资活动的公司增加有关。

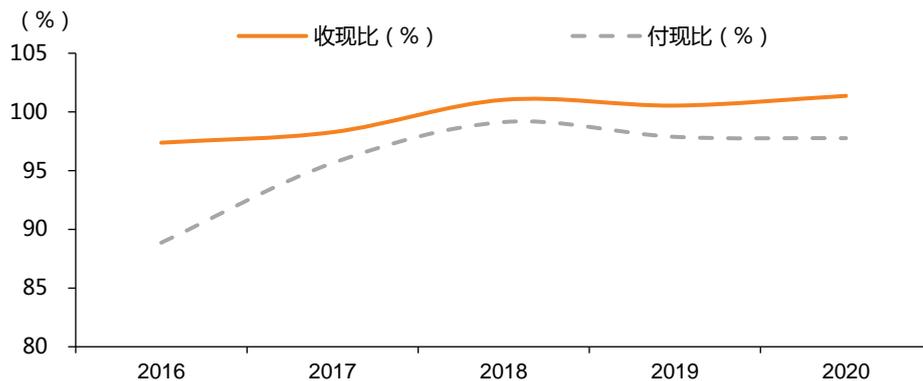
图 14：2016-2020 年建筑行业现金流量净额变动趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

**2020 年建筑板块收现比上升，付现比有所下降。**2020 年建筑板块收现比 101%，同比上升 0.83pct，付现比 97.76%，同比下降 0.11pct，收现比上升而付现比下降是建筑板块现金流改善的主要原因。2016 年以来建筑板块收现比持续提升，且连续三年超过 100%，我们预计与建筑企业加强回款工作有关，《政府投资条例》出台后，后续建筑企业回款或有望继续呈现改善态势；付现比下降或与涉房建筑企业拿地减少相关，同时融资环境边际宽松下，来自上游分包、分供的付款压力或也存在边际减弱。

图 15：2016-2020 年建筑行业收现比与付现比



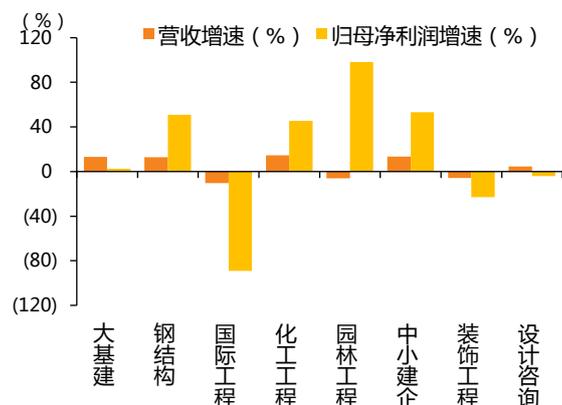
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 细分板块：钢结构/化工工程景气度高，板块分化加剧

### 2.1. 业绩增长：钢结构/化工工程归母净利润增速超 50%

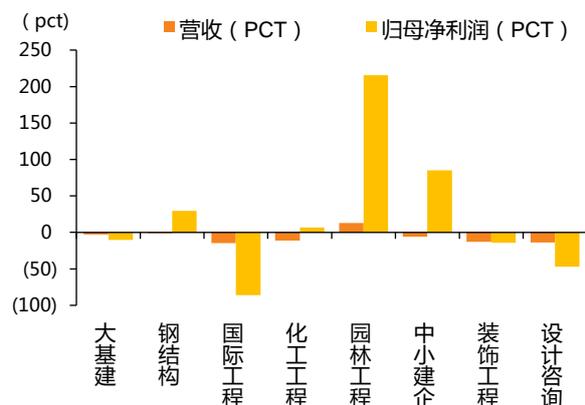
2020 年建筑子板块中钢结构、化工工程和中小建企归母净利润同比正增长。剔除园林板块负基数影响（19 年园林板块归母净利润-7.16 亿元，20 年板块归母净利润-0.13 亿元），2020 年归母净利润同比增速前三名的子板块分别为中小建企、钢结构和化工工程，同比增速分别为 53.3%、50.9%和 45.4%。归母净利润同比增速排名后三位的是国际工程、装饰工程和设计咨询，同比增速分别为-89.1%、-22.9%、-4.1%。从同比增速改善角度看，中小建企、钢结构和化工工程归母净利润同比增速较 2019 年有所提升，分别提升 85.1/29.6/6.7pct，钢结构行业景气度再一次得到验证（鸿路/精工钢构 20 年业绩增速 42.92%/60.69%），而中小建企中地方基建国企亦展现出较强的盈利能力（山东路桥 20 年业绩增速 123.07%）。2020 年建筑子板块中化工工程、中小建企、大基建、钢结构取得了收入的同比正增长，收入增速分别为 14.4%/13.5%/13.2%/12.8%，8 个主要子板块中，除园林工程收入增速较 2019 年上升 12.8pct 外，其余 7 个子板块收入同比增速均受到疫情影响有所下降，而归母净利润同比增速下降的有 4 个，我们预计园林板块在经历了 18H2 以来的资金链危机后，其财务质量回归到正常水平尚需一定时间。

图 16：2020 年建筑行业各子板块营收及归母净利润增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2020 年建筑子板块营收/业绩增速与 2019 年的差

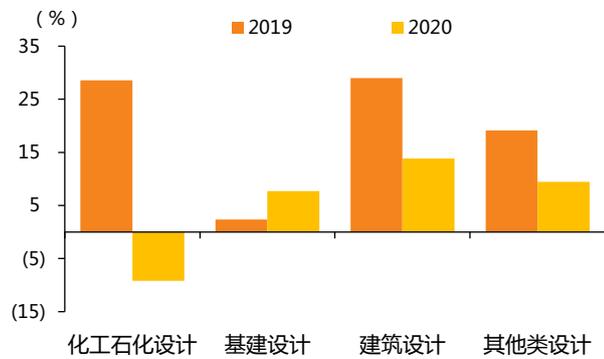


资料来源：Wind，天风证券研究所

设计咨询子板块中行业龙头与其他公司的分化持续增大。总体来看，设计咨询板块 2020 年收入同比增速 4.5%，增速同比下降 13.7pct，归母净利同比增速-4.1%，增速同比下降 47.3pct，板块业绩承压明显。分子板块看，2020 年化工石化设计收入同比增速-9.2%，归母净利润同比增速-324.8%，化工石化设计板块归母净利增速大幅下滑，我们认为主要系 2020 年该子板块中，天沃科技等公司大幅计提资产（含信用）减值损失所致。2020 年建筑设计收入同比增速 13.9%，归母净利润同比增速-27.7%，板块盈利能力较 19 年有所下降，

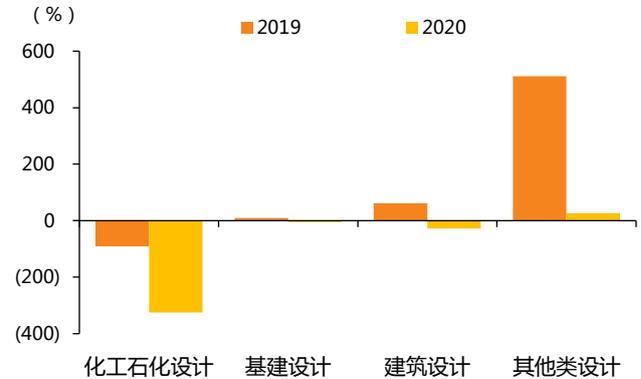
而其中龙头公司华阳国际 20FY 归母净利润同比增速达 27.2%，扣非归母净利润增速 41.1%。基建设计板块 2020 营收同比增速 7.7%，归母净利润同比增速为-5.2%，我们认为行业固有的 5 年周期对板块的整体表现仍有较大的影响，但板块中的龙头公司华设集团 20FY 归母净利增速 12.5%，扣非归母净利润增速 21.3%，在基建设计行业景气度下降周期中均保持较高水平，龙头公司在逆周期能力上的优势更加明显。

图 18：2019、2020 年设计咨询各子板块营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2019、2020 年设计咨询各子板块归母净利增速

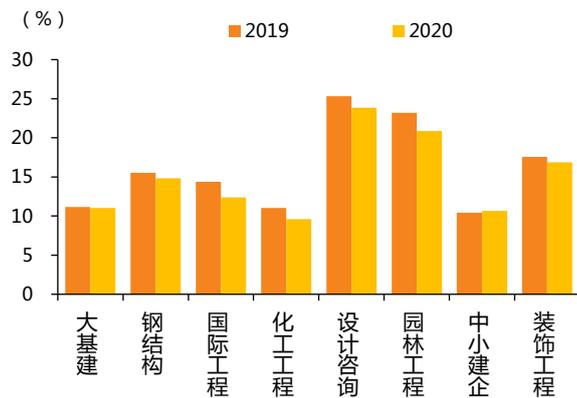


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 盈利能力：钢结构/中小建企净利率明显改善

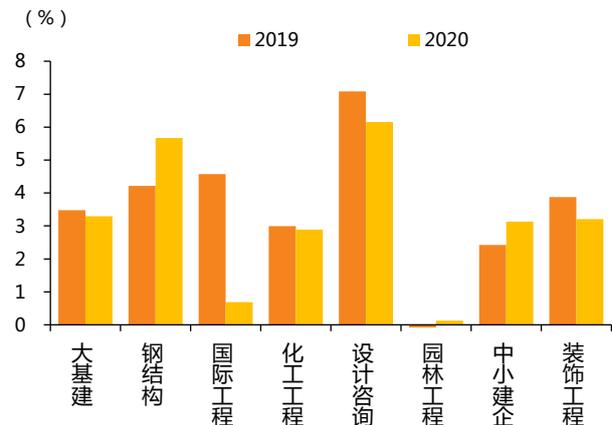
**2020 年钢结构、中小建企净利率提升明显。**2020 年建筑行业子板块除中小建企板块毛利率同比略有上升，其他板块毛利率均同比下降，预计与运费相关的会计政策调整有关，设计咨询和园林工程仍然是毛利率最高的子板块，但园林板块毛利率下降 2.32pct，下降幅度大于其他 7 个子板块。净利率方面，2020 年钢结构、园林工程、中小建企同比分别提升 1.45/1.07/0.71pct，国际工程、设计咨询、装饰工程净利率下降 3.88/0.93/0.67pct。净利率变化量与毛利率变化量的差体现为费用率（含减值损失）的变化，2020 年建筑子板块中国际工程、大基建板块费用率（含减值损失）同比上升，上升幅度分别达 1.87/0.08pct，费用率的提升对利润的侵蚀较为明显，其余板块费用率（含减值损失）均同比下降，表明行业利润受费用率的影响逐步减弱。

图 20：2019、2020 年建筑行业各子板块毛利率



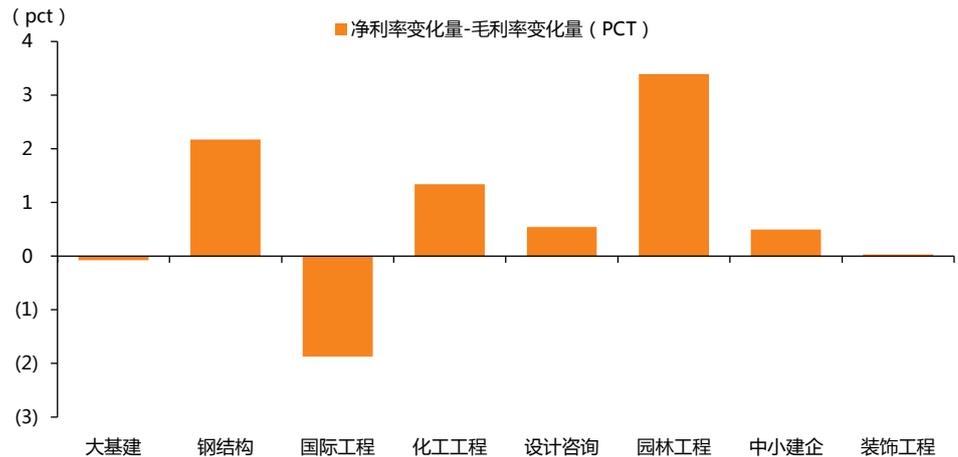
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2019、2020 年建筑行业各子板块净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：2020 年相对 2019 年建筑子板块净利率变化量与毛利率变化量的差 (PCT)

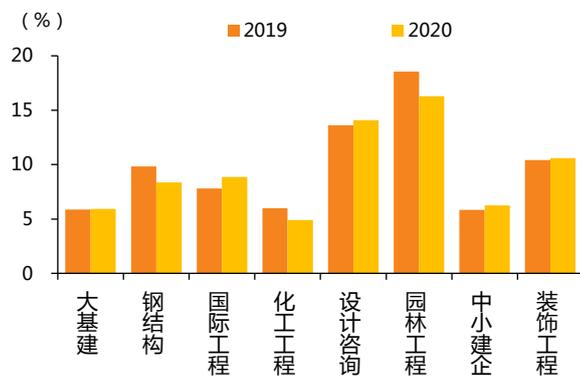


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.3. 管理能力：钢结构/化工工程费用控制能力增强，园林财务费用率仍高

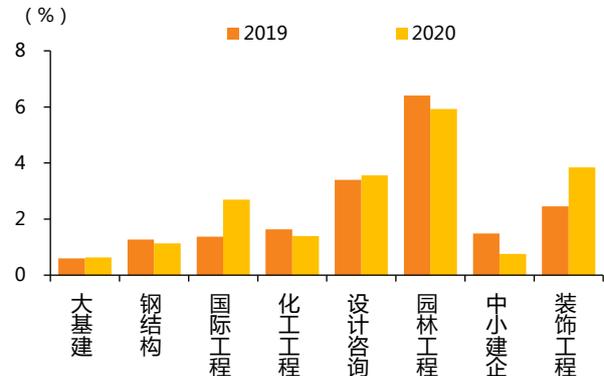
2020 年园林工程、钢结构、化工工程板块外费用控制能力增强，中小建企、园林工程、化工工程、钢结构四个板块资产减值损失占收入比重同比下降。与上文一样，为使口径可比，我们在计算管理费用率时加回研发费用，同时将期间费用率和资产减值损失占收入比重统一考虑为主要费用率。2020 年仅园林工程、钢结构、化工工程板块期间费用率同比下降，其余板块期间费用率均上升，国际工程板块期间费用率上升最为显著，同比提升 1.1pct，我们认为主要与收入规模收缩但费用有一定刚性有关。2020 年中小建企、园林工程、化工工程、钢结构四个板块资产（含信用）减值损失占收入比重同比下降，国际工程和装饰工程板块资产减值损失占比提升较为明显。

图 23：2019、2020 年建筑行业各子板块期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：2019、2020 年建筑行业资产减值损失占收入比重



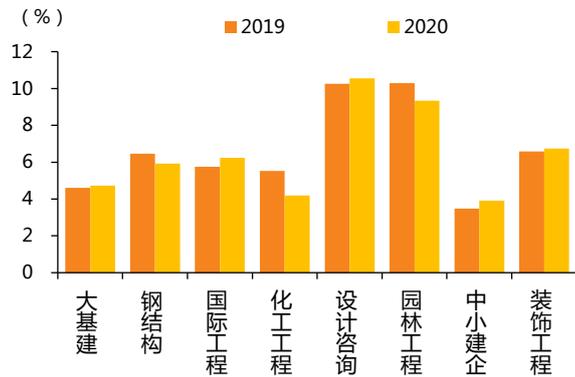
资料来源：Wind，天风证券研究所

2020 年大基建、国际工程、设计咨询、中小建企和装饰工程板块管理（含研发）费用率上升，建筑行业各子板块销售费用率均同比下降。2020 年大基建、中小建企期间费用率提升主要驱动因素为管理费用率的增加，化工工程期间费用率下降主要受管理费用率降低驱动，国际工程的管理（含研发）费用率提升 0.50pct，我们判断主要与收入规模收缩但费用有一定刚性有关，而中小建企管理费用率提升主要与研发费用增加有关，2020 年中小建企板块研发费用率提升 0.55pct。2020 年建筑行业各子板块均呈现销售费用率下降的趋势，其中钢结构与园林工程下降幅度较多，下降幅度分别达 0.87/0.55pct。

2020 年除大基建、装饰工程、园林工程外其余板块财务费用率均有上升，园林工程的财务费用率仍较高。2020 年园林板块财务费用率 5.13%，同比下降 0.76pct，但仍维持在较高水平，我们判断与财务费用的支出刚性有一定关系，化工工程/国际工程财务费用率上升幅度较大，同比提升 0.79/0.46pct，大基建、装饰工程财务费用率同比下降，我们判断与大

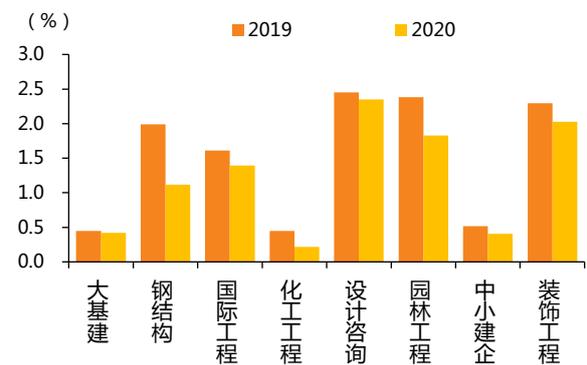
基建板财务费用控制能力增强有关。

图 25：2019、2020 年建筑行业各子板块管理费用率



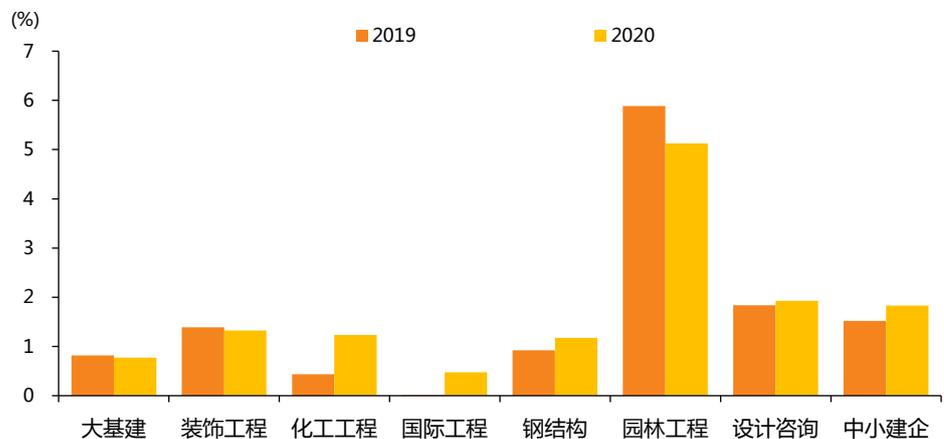
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：2019、2020 年建筑行业各子板块销售费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

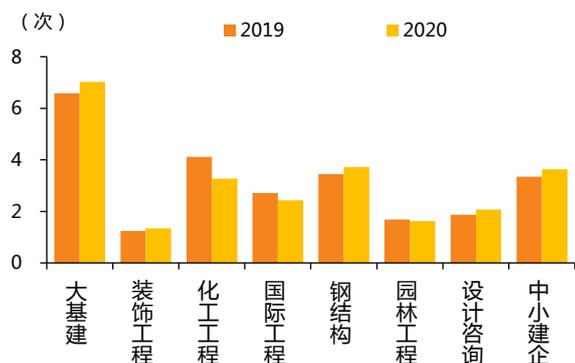
图 27：2019、2020 年建筑行业各子板块财务费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

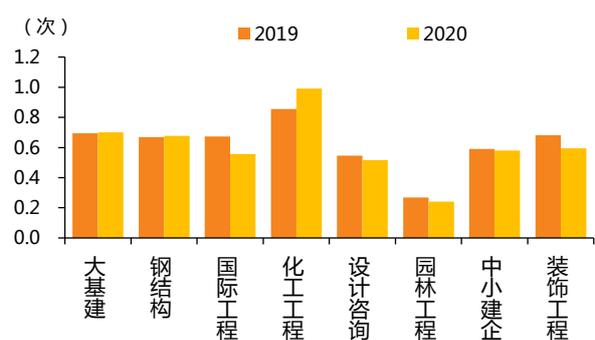
除化工工程、大基建、钢结构外，其余各子板块总资产周转率同比下降，大基建、装饰工程、钢结构、设计咨询、中小建企板块应收账款周转率有所上升。同前文口径一致，我们把应收票据和应收账款一起作为应收款周转率的指标计算，2020 年大基建、装饰工程、钢结构、设计咨询、中小建企板块的应收转周转率同比有所提升，我们判断与疫情影响逐步减弱后建筑施工项目计量进度恢复以及建筑企业普遍加强回款有关。总资产周转率方面，2020 年除化工工程、大基建、钢结构外，其余板块总资产周转率均出现不同程度的下降，或与板块收入增速下降有关，其中国际工程、装饰工程板块总资产周转率降幅较大。

图 28：2019、2020 年建筑子板块应收账款及应收票据周转率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：2019、2020 年建筑行业各子板块总资产周转率

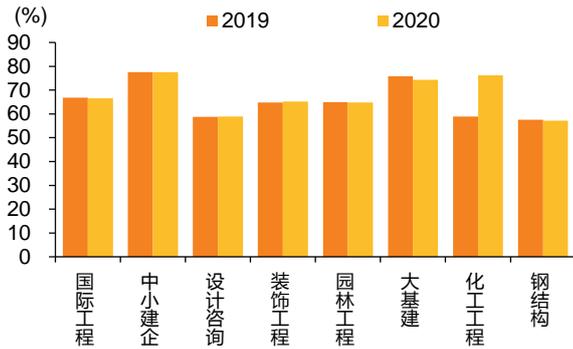


资料来源：Wind，天风证券研究所

20 年大基建资产负债率下降、化工工程资产负债率提升、钢结构流动比例提升、化工工

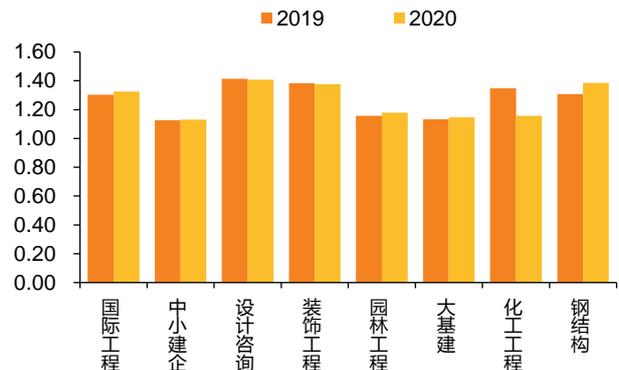
程流动比例下降较为显著，其余子板块波动较为平稳。相比于 19 年，20 年资产负债率上升的子板块有 4 个，分别是中小建企、设计咨询、装饰工程、化工工程板块。其中，化工工程板块 20 年资产负债率为 76.23% 同比大幅上升 17.3pct，大基建板块 20 年负债率为 74.29%，同比明显下降 1.48pct，我们认为，化工工程板块资产负债率上升主要是流动负债上升导致，大基建央企和国企由于国企去杠杆的推进取得成效，负债率维持下降态势，我们预计 21 年后大基建板块的资产负债率有望维持稳定。20 年化工工程流动比率下降较为明显，从 19 年的 1.35 下降至 1.16，而钢结构流动比例从 19 年 1.31 提升至 20 年 1.39，其余板块波动较为平稳。

图 30：2019、2020 年建筑行业各子板块资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 31：2019、2020 年建筑行业各子板块流动比率

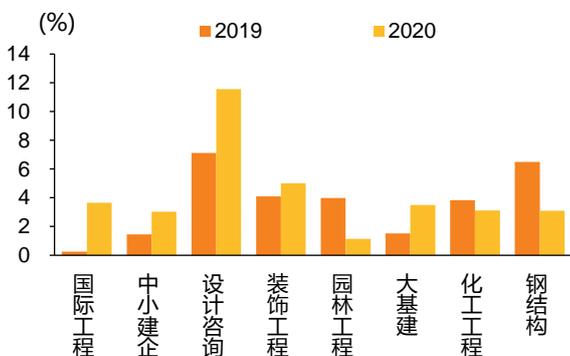


资料来源：wind，天风证券研究所

现金管理方面，20 年所有子板块均实现 CFO 净流入，国际工程、大基建板块 CFI 净支出占营业收入比重下降。除园林工程、化工工程、钢结构 CFO 净流入占收入比例有所下降外其余子板块均实现了比例的提升，其中设计咨询、国际工程和大基建板块同比分别提升 4.44/3.40/1.97pct。园林 CFO 净流入同比减少可能是因为 20 年园林公司 PPP 项目通过外部融资获得项目回款的能力较 19 年有所下降，化工工程板块 CFO 净流入同比减少也可能体现了制造业企业端资金链的趋紧，钢结构板块 CFO 净流入同比减少预计与钢材价格大幅上涨，企业自身提前加强原材料采购有关。

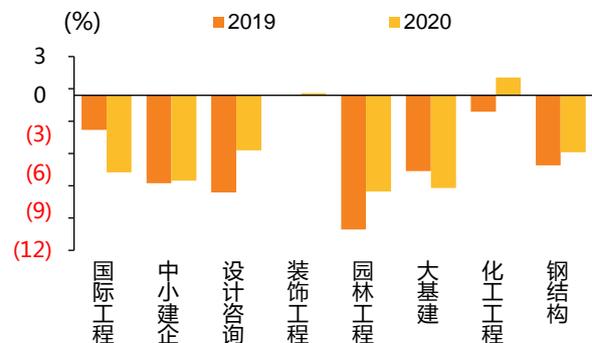
投资性现金流方面，国际工程、大基建 CFI 净支出占收入的比重上升较为明显，分别上升 3.29/1.31pct，设计咨询、园林、化工同比明显下降，分别下降了 3.25/2.92/2.64pct，其中化工工程板块由负转正，其余板块同比均略微下降。我们认为 20 年国际工程比重上升主要与收回投资收到的现金较 19 年减少有关，而化工工程资产负债率上升使得企业投入能力可能受到比较大的制约。

图 32：2019、2020 年建筑行业各子板块经营净现金/营业收入



资料来源：wind，天风证券研究所

图 33：2019、2020 年建筑行业各子板块投资净现金/营业收入



资料来源：wind，天风证券研究所

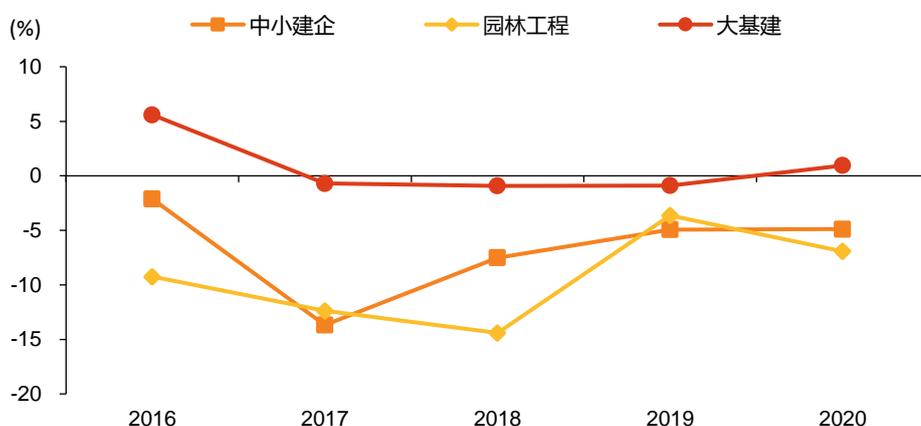
除了大基建板块目前主要 PPP 板块经营活动回收的现金流或仍不足以抵消资本金大幅投入带来的资金流出。由于 PPP 项目工程回款计入经营现金流，而项目资本金投入主要在“投资支付现金”科目中体现，因此我们对主要 PPP 子板块（大基建、园林、中小建企）的现

现金流进行分析，以  $(\text{CFO 净额} - \text{投资支付现金}) / \text{营收}$ （下文简称指标）的方法，来大致判断 PPP 项目对板块现金流的影响，结论为：

1) 20 年三个相关板块除了大基建板块，其余两个板块 CFO 净额与投资支付现金的差额均为负，体现了当前两个板块的 PPP 项目的回款尚不足以抵消项目落地带来的资本金投资支出。三个子板块中，大基建指标延续了 18 年以来持续改善的趋势，20 年该指标由负转正，体现出建筑央企在 PPP 项目上规模与质量并重的经营思路，当前的 PPP 项目的回款已能够逐步抵消项目落地带来的资本金投资支出，而园林工程指标在 20 年明显下降，中小建企指标则略有改善。

2) 园林板块指标明显下降的原因在于其 CFO 回款情况表现不佳，20 年园林板块 CFO 净流入 5.85 亿元，而 19 年为净流入 21.95 亿元，同时园林板块的投资支付的现金占收入比例由 19 年的 7.63% 上升至 20 年的 8.05%；中小建企指标有所回升，虽然投资支付现金及比例增加，但是 CFO 净流入有所上升；大基建板块的改善主要是 CFO 净流入占收入的比重的提升幅度明显快于投资支付现金占收入的比重，因此表现为指标数值的提升，但大基建板块除 PPP 项目影响现金流之外，地产业务也会对现金流产生影响。

图 34：主要 PPP 子板块（CFO 净额-投资支付现金）在收入中的比重

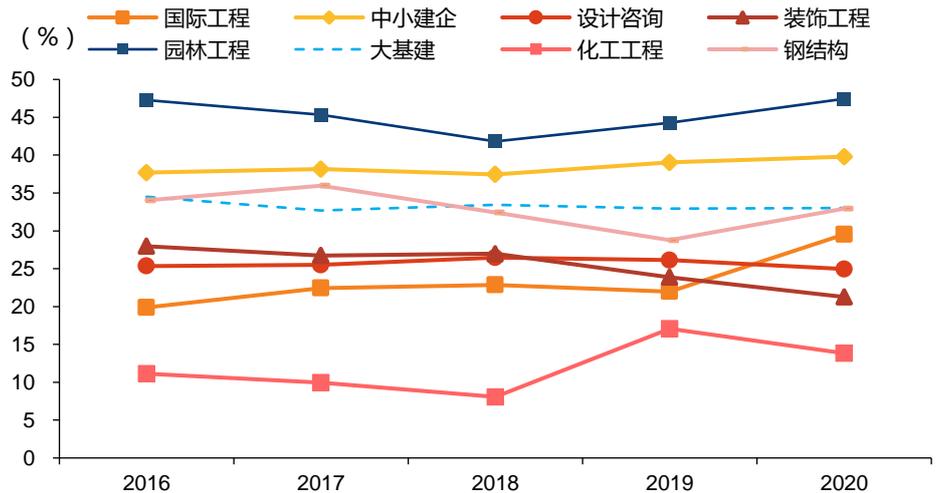


资料来源：wind，天风证券研究所

#### 2.4. 债务结构：中长期带息债务占比提升仍是负债结构优化的关键

20 年带息债务占总负债比例，装饰工程、化工工程趋于下降，国际工程、园林工程、钢结构趋于上升，其余子板块保持平稳。2016-2020 年各子板块带息债务占总负债的比例排名相对平稳，园林工程、大基建、中小建企、钢结构排名靠前，带息债务占总负债的比例均在 30% 以上，国际工程和化工工程处于较低水平。从带息负债占总负债的比例变动来看，除设计咨询、装饰工程和化工工程板块占比同比下降 1.17/2.61/3.24pct，其余板块带息负债占比均有所提升，装饰工程板、化工工程块带息负债占比下降，我们认为与板块的经营性负债增速较高有关。

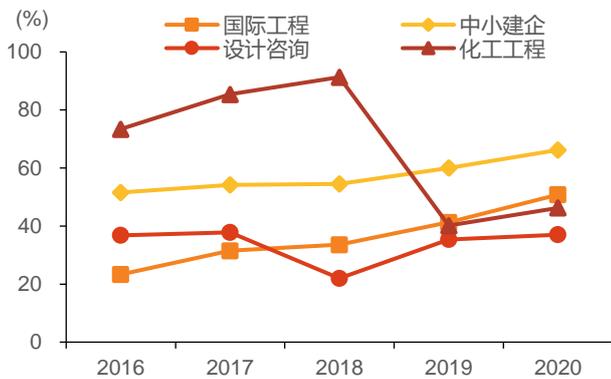
图 35：2016-2020 年各子板块带息债务占负债总和的比例



资料来源：wind，天风证券研究所

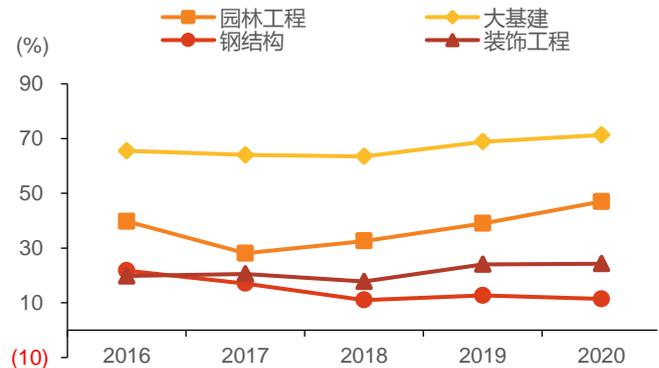
基建企业未来长期有息负债占总带息债务占比的提升可以看做负债结构改善的标志。我们以长期借款和应付债券之和作为长期有息负债，可以看到，20 年末国际工程、中小建企、大基建长期有息负债占比超过 50%，其余板块低于 50%。我们认为对于 PPP 项目收入占比较低的子板块，如钢结构、装饰、设计、国际工程，其有息负债大多只用于短期的经营性垫款，所以长期有息负债占比较低。对于国内基建业务为主导的公司来说，由于其投资类项目回款周期长，更高的长期有息负债比例可以帮助其避免频繁面对短期偿付压力，因此大基建和中小建企长期有息负债占比均超过 50%，进入 20 年园林板块融资环境虽有所改善，国资背景入股利好板块的债务环境，20 年园林板块的长期有息负债占比同比提升 7.97pct，但相较于大基建和中小建企板块来说，仍然处于较低水平，未来其偿付压力能否实质性减轻，仍需关注其通过中长期负债置换短期负债的进程。

图 36：四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化



资料来源：wind，天风证券研究所

图 37：另外四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化



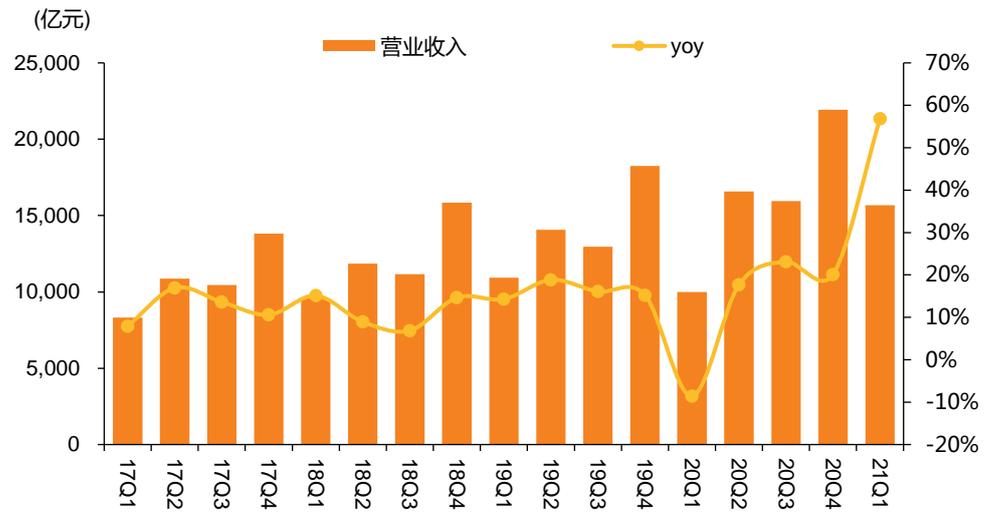
资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 21Q1 基本面加速回暖，继续看好央企蓝筹、地方国企&装配式龙头价值属性

21Q1 建筑板块收入端增速维持较高水平。21Q1 建筑板块营收 15681 亿元，同比增长 56.84%，同比 19Q1 营收增长 43.40%，达至近 5 年来最高水平，随着疫情对复工复产的影响逐步减弱，建筑板块收入加速恢复。展望 21 年全年，我们认为在经济恢复基础尚不牢固、结构尚不均衡的情况下，宏观环境及流动性有望保持相对宽松，但结合近期政治局会议内容，定调经济恢复取得明显成效，未强调“六稳”，但须辩证看待 Q1 经济数据，我们认为其反映出今年剩余时间内通过加大投资进行逆周期调节的需求或有所降低。3 月基建/地产投资

均展现出很高的景气度，我们认为后续单月的基建/地产投资增速或有所回落，关注其中结构性机会。

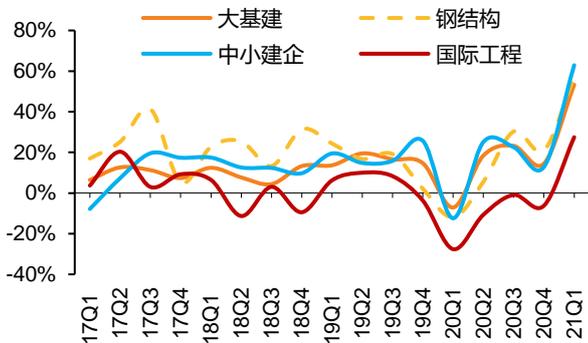
图 38：建筑单季度营收及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

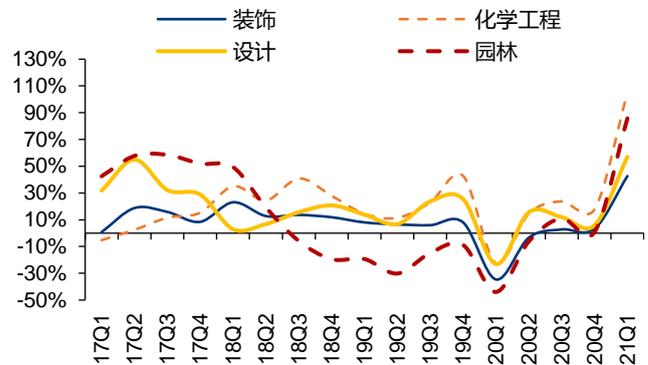
21Q1 各子板块均取得较高增速。子板块 21Q1 营收增速均大幅增加，化学工程同比增速位居各子板块首位，达 104.8%，园林工程（85.8%）、中小建企（62.9%）、钢结构（57.2%）、设计咨询（57.0%）、大基建（53.3%）营收同比增速均在 50%以上，大基建、钢结构及中小建企维持较高景气度，碳中和背景下园林板块基本面有望获得改善。

图 39：建筑子板块单季度营收同比增速（1）



资料来源：wind，天风证券研究所

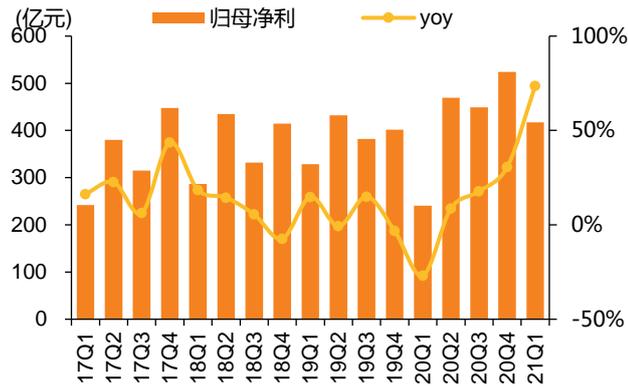
图 40：建筑子板块单季度营收同比增速（2）



资料来源：wind，天风证券研究所

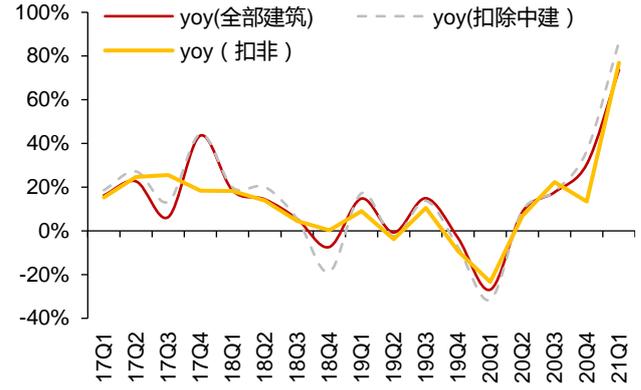
建筑行业 21Q1 业绩增速较高，受益于 20Q1 的低基数，各子板块同比增速均大幅改善。21Q1 建筑板块实现归母净利润 417.32 亿元，同比增长 73.64%，业绩增速亦达至近五年最高值，呈现出逐季改善的趋势，21Q1 归母净利润同比 19Q1 增长 26.93%，板块的盈利能力逐步走出疫情影响，实现明显的向上弹性。剔除权重股中国建筑后，建筑板块 21Q1 业绩同比增长 86.61%，同比 19Q1 增长 27.88%，亦具有明显的改善。

图 41: 建筑单季度业绩及同比增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

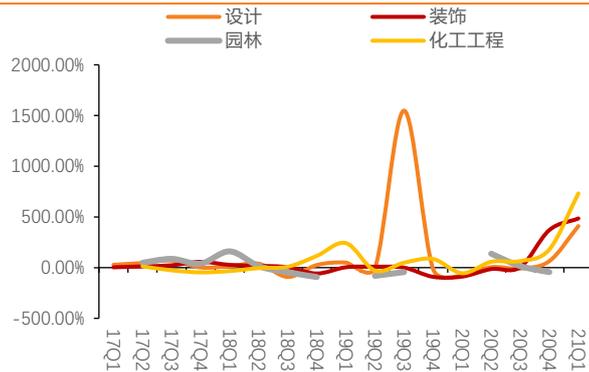
图 42: 建筑板块不同情形下业绩同比增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

总体来看, 21Q1 板块业绩收入高出收入增速 16.8pct, 若以 19Q1 为基数, 21Q1 的业绩增速低于收入增速 16.47pct, 体现出板块的主营业务的利润水平尚未恢复至 19 年同期水平。21Q1 除园林板块在收入同比取得较大增长的背景下业绩增长仍为负值外, 其余子板块均实现业绩的大幅正增长, 其中化工工程/中小建企/大基建业绩增速分别为 731.65%、240.34%、和 56.80%。

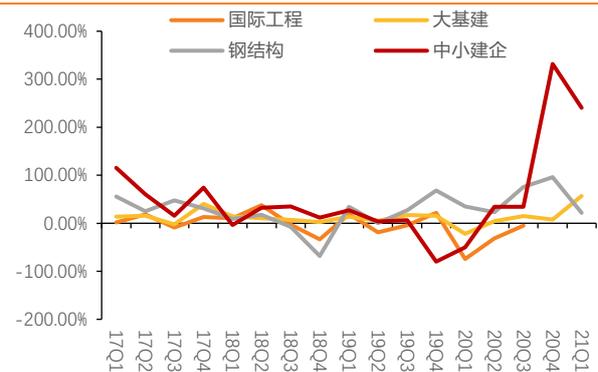
图 43: 建筑子板块单季度业绩同比增速 (1)



注: 园林板块数据缺失部分为扭亏为盈或由盈转亏

资料来源: wind, 天风证券研究所

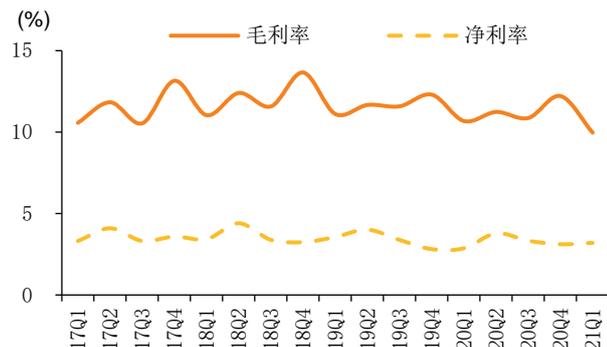
图 44: 建筑子板块单季度业绩同比增速 (2)



资料来源: wind, 天风证券研究所

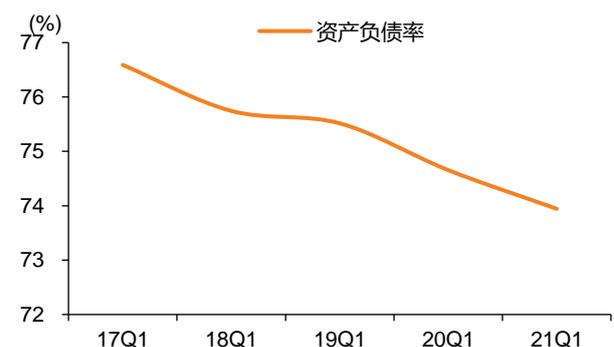
**21Q1 板块净利率同比有所提升, 但尚未恢复至 19Q1 水平。**21Q1 建筑板块毛利率 9.97%, 同比下降 0.7pct, 板块净利率 3.20%, 同比提升 0.33pct。21Q1 建筑板块摊薄 ROE 较 20Q1 提升 0.7pct, 其提升来源主要为净利率的提升和总资产周转率的提升, 资产负债率同比有一定下降, 21Q1 建筑板块摊薄 ROE 较 19Q1 同比下降-0.03pct, 从结构上看, 板块资产负债率持续下降, 总资产周转率有所改善, 净利率尚未回到 19Q1 的水平。

图 45: 建筑板块单季度毛利率与净利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 46: 历年 Q1 末建筑板块资产负债率



资料来源: wind, 天风证券研究所

综上所述，我们认为 21Q1 建筑板块基本面加速回暖，体现的趋势包括央企龙头市占率加速提升、地方基建央企提质增效显著以及装配式板块基本面保持强劲：1) 基建央企收入和利润同比 20Q1 均实现大幅增长，相较 19Q1 部分央企也实现较高增长，中国中铁、中国电建、中国铁建、中国建筑、中国中冶等建筑央企 21Q1 归母净利润增速相较于 19Q1 均增长 20%以上，体现央企龙头市占率进一步提升；2) 地方国企基本面向上弹性显著，体现区域基建高景气和改革提效的作用；3) 装配式板块基本面继续保持强劲，鸿路钢构 21Q1 收入/归母净利润同比+138.7%/+338.7%。

表 2：大基建板块收入和利润同比 20Q1/19Q1 的增速

	同比 20Q1 收入增速	同比 19Q1 收入增速	同比 20Q1 归母净利润增速	同比 19Q1 归母净利润增速
中国交建	59%	49%	85%	10%
中国中铁	51%	48%	81%	69%
山东路桥	64%	40%	69%	53%
上海建工	56%	34%	13%	-89%
四川路桥	146%	107%	326%	243%
葛洲坝	45%	0%	69%	-1%
中国电建	55%	44%	43%	23%
中国铁建	61%	49%	69%	29%
隧道股份	51%	39%	27%	-21%
中国建筑	53%	36%	45%	24%
中国核建	72%	54%	155%	76%
中国中冶	30%	50%	13%	21%

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 4. 投资建议

当前市场环境下，财务报表及订单两维度验证低估值板块兼具向上的基本面，而装配式建筑优秀的成长性进一步得到数据验证，BIPV 短期有望对部分相关个股形成强催化。短期低估值蓝筹推荐基建（地方国企、基建设计、央企蓝筹）/房建等价值品种，中长期角度继续推荐高景气装配式建筑产业链（钢结构、设计、构件等），关注 BIPV、碳中和等绿色建筑产业链。

1) 低估值央企蓝筹前期受指数剔除、及市场对基建悲观预期等因素影响，估值已接近历史低位，且同沪深 300 的估值差距进一步拉大，关注估值回升机会，我们预计基建央企基本面修复有望延续，而地方国企有望展现较高的收入和利润弹性，推荐中国化学、中国交建、中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国建筑国际等，关注中国中冶、交建和铁建对应的 H 股以及山东路桥；21 年作为十四五开局年，基建设计有望迎来周期向上阶段，推荐华设集团、苏交科；

2) 地产产业链短期受融资环境收紧及部分房企资金链风险事件影响，板块市场情绪承压，但中长期看，房建产业链龙头估值当前均处于较低水平，后续有望表现出较强的价值属性，推荐金螳螂等；

3) 装配式建筑渗透率快速提升带动产业持续高景气，同时对装配化率要求的提高有望带动钢结构、装配式内装等产业实现快速增长，推荐钢结构制造龙头鸿路钢构，装配式设计龙头华阳国际，钢结构 EPC 龙头精工钢构，关注 BIPV 相关标的森特股份、瑞和股份和维业股份，碳中和背景下，园林板块基本面有望逐步改善，建议关注东方园林、东珠生态和蒙草生态。

## 5. 风险提示

**疫情持续时间超预期：**当前我们对全年及 Q1 基建等投资数据的测算基于疫情能够在短期内得到控制，出现拐点，建筑工地普遍能够在 2 月末复工并恢复到正常工作效率的假设，若疫情持续时间超预期，则固定资产投资可能低于我们预期；

**基建投资增速回暖不及预期：**尽管关于基建稳增长的政策面利好在不断推进，且由中央逐步落实至地方，但基建投资仍受天气，政策传导进度、资金到位程度等多因素影响，投资增速回暖可能不及预期。

**建筑企业净利率提升不及预期：**建筑企业目前处于由增量施工业务逐渐转向存量运营业务的过渡阶段，预计未来盈利能力有所提升。但在转换初期，投入成本较高可能影响盈利提升，且原材料和人工成本上行影响短期盈利，若长期非流动资产占比提升而在盈利端体现不明显，将可能同时影响净利率和周转率的提升，进而限制 ROE 和估值的回升。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com