

# 建筑装饰

证券研究报告  
2019年01月16日

## 越南调研小结：工业路漫漫，中冶带钢来【天风建筑&钢铁】

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 越南行直观感受：南越北越差异大，基础设施急需改进

此次调研共涉及三个城市：胡志明市、荣市和奇英市。胡志明市在越南南部，人口密度 4097 人每平方公里。走在城里，明显感到比较拥挤。在考察的过程中，让人最形象深刻的就是全城轰鸣的摩托声。胡志明市的公共交通条件与国内二三线城市仍有很大差距，30 公里的路程居然需要开 2 个小时。胡志明市地铁一号线 2012 年开工建设，至今未能完工。

荣市和河静省奇英市与胡志明明显不同。人口密度 212 人每平方公里。由于人口稀疏，道路显得较为宽敞，即使在市内核心区，也没有发生堵车现象。而从荣市开往奇英市的路上，道路两边行人非常少。该地的物价明显比胡志明市便宜很多。

### 调研感悟：从越南钢铁行业发展看，其工业化道路将非常漫长

越南钢铁自给率今年将会快速提升，主要由于台塑河静钢厂和和发钢铁公司项目陆续投产，预计 2019 年粗钢自给率达到 75%。但越南钢厂总体竞争力远弱于国内，产能转移尚不成熟，不利因素在于：(1) 新建钢厂投资高于国内，HPD 投资年产 400 万吨板卷和长材生产线预算投资 23 亿美元，算下来吨钢投资近 4000 元人民币，相同类型钢厂国内吨钢投资 3000 元左右；(2) 环境成本较国内不具明显优势，2016 年 FHS 曾因环境污染问题被罚款 5 亿美元；(3) 产品档次远低于国内；(4) 外商投资重工业易受到歧视待遇。

我们认为，尽管越南拥有红利，经济起步阶段与我国上世纪九十年代类似，但是考虑到其工业基础薄弱、人才培养体系不健全、土地私有化等问题，其工业化道路会更加曲折和漫长。短期可能因为人口红利优势对我国部分低端加工制造业造成一定威胁，但中长期看其很难取代我国中高端制造业。

### 调研感悟：河静项目彰显中冶等大建筑公司优势，尚需要时间积累口碑

台塑越南河静钢铁目前一期产能 700 万吨，是东南亚地区最大的钢铁企业，总投资 127.87 亿美元，是越南目前最大的外国直接投资项目。台塑在越南设立钢厂有如下优势：越南境内无大型高炉、转炉，而粗钢生产能力也不足，致使各轧钢和下游钢铁企业需依赖进口钢料进行加工，公司生产的热轧、线材正好适应市场需求，供不应求；场地设在越南可以享受东盟自由贸易区关税的优惠，预计未来一期后续、二期产能投产后依旧供不应求。台塑将其定位为“东南亚最具竞争力的钢厂”。

中冶能够在河静钢厂投标过程中打败众多竞争者（特别是台系、日系的股东），更是凸显出其技术优势。经过国内基建十余年的快速发展，建筑央企已经积累起如下优势：(1) 技术优势，我国建筑企业施工技术已达到甚至超过国外同行；(2) 经验优势，我国项目人员经验丰富，30 多岁的项目经理可能拥有者国外 60 岁的项目经理一样的阅历；(3) 效率优势；(4) 价格优势。但建筑央企在“走出去”时也难免会遇到一些问题，如部分敌对势力的挑拨离间、对国外制度的不熟悉等。这些都不是短期能够解决的问题，建筑公司只有不断在国外作出成绩、积累口碑，长期自然会克服这些问题。

**风险提示：**调研信息有限，可能无法代表整体情况的风险；全球宏观大幅波动

### 作者

唐笑 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030004  
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517040005  
yuehengyu@tfzq.com

马金龙 联系人  
majinlong@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《【天风建筑&钢铁】新开工调研情况小结：企业意愿增加，环保政策制约，基建开工比房建好》 2018-03-19



## 1. 越南行直观感受：南越北越差异大，基础设施急需改进

天风证券越南投资论坛于上周在越南胡志明市成功举办，天风证券研究所建筑团队和钢铁团队跟随中国中冶的领导调研了越南台塑河静钢厂。此次调研共涉及三个城市：胡志明市、荣市和奇英市。

图 1：调研路线



资料来源：百度地图、天风证券研究所

胡志明市在越南南部，全年只分旱季和雨季。根据越南统计局数据，胡志明市面积 2061.2 平方公里，截至 2017 年人口 844.46 万，人口密度 4097 人每平方公里。走在城里，明显感到比较拥挤。在考察的过程中，让人最形象深刻的就是全城轰鸣的摩托声——摩托车无疑是越南人民出行最主要的交通工具，胡志明市第一郡的每个街道都挤满了熙熙攘攘的摩托，而很多车主同时戴上了口罩。摩托车基本都是日本或韩国产，曾经的中国厂牌基本销声匿迹。

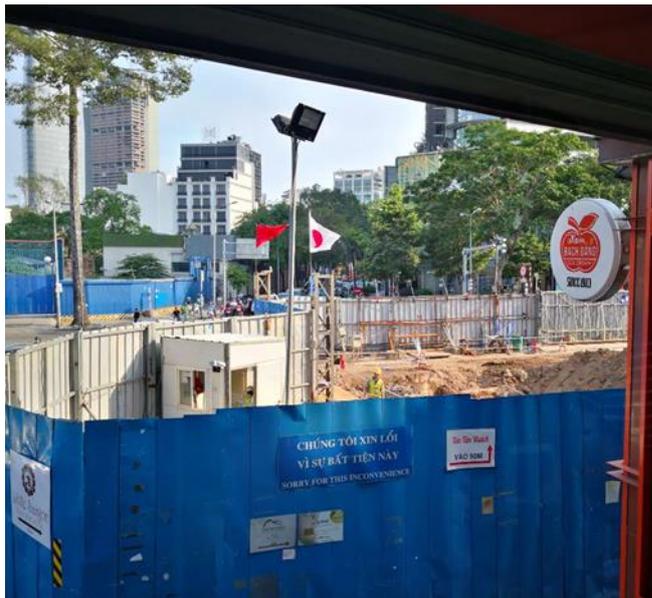
胡志明市的公共交通条件与国内二三线城市仍有很大差距，30 公里的路程居然需要开 2 个小时。胡志明市地铁一号线于 2005 年得到批准，由日本住友集团承建。项目于 2012 年开工建设，原计划于 2017 年完工，但到 2019 年仍然没有完工迹象（见图 3），目前把完工日期推迟到了 2020 年。但就我们观察到的工程进度来看，我们预计可能难以在 2020 年全线完工。由于越南土地是私有的，不能依靠土地财政提供资金，越南也没有完整的地铁施工技术，只能依靠外资。而日本技术造价较高，项目资金到位一直是一个问题。

图 2：摩托车川流不息的胡志明市街道



资料来源：天风证券研究所 拍摄于胡志明市第一郡

图 3：日企给胡志明市修建的地铁

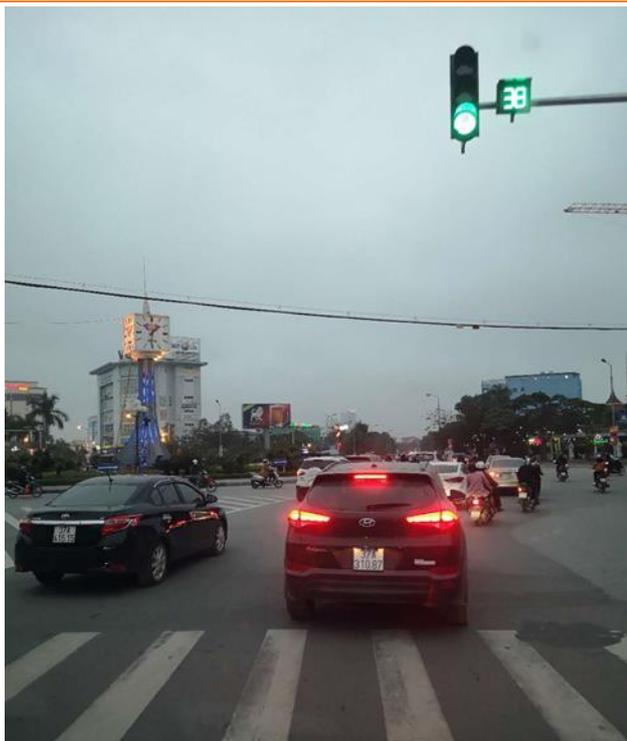


资料来源：天风证券研究所 拍摄于胡志明市第一郡

荣市和河静省奇英市与胡志明明显不同。两个城市都属于北越地区，四季分明，在调研的早上甚至还能看到穿着棉袄骑车的人们。河静省总面积为 5990.7 平方公里，人口 127.22 万人，人口密度 212 人每平方公里。由于人口稀疏，道路显得较为宽敞，即使在市内核心区，也没有发生堵车现象。而从荣市开往奇英市的路上，道路两边行人非常少。

此次调研，能够感觉南越和北越有很大的不同。胡志明市以前叫西贡，是以前越南共和国的首都，曾有“东方巴黎”之称，受法国和资本主义影响较多，晚上中心区依然红灯酒绿；物价和国内相比不算便宜，一碗河粉吃下来要 20 元，如果是 pho2000 的总统河粉要 35 元。而荣市和河静可能由于经济不发达原因，民风显得更加淳朴，道路两旁有很多国旗和共产主义的标语（胡志明市也有，但较少）；晚上没有活动；物价上很便宜，中心区的一碗河粉只需要 8-9 元，肉量充足。

图 4：荣市交通情况较好



资料来源：天风证券研究所 拍摄于荣市市中心

图 5：荣市至河静省奇英市的道路上往往没人



资料来源：天风证券研究所 拍摄于荣市往返奇英市的路上

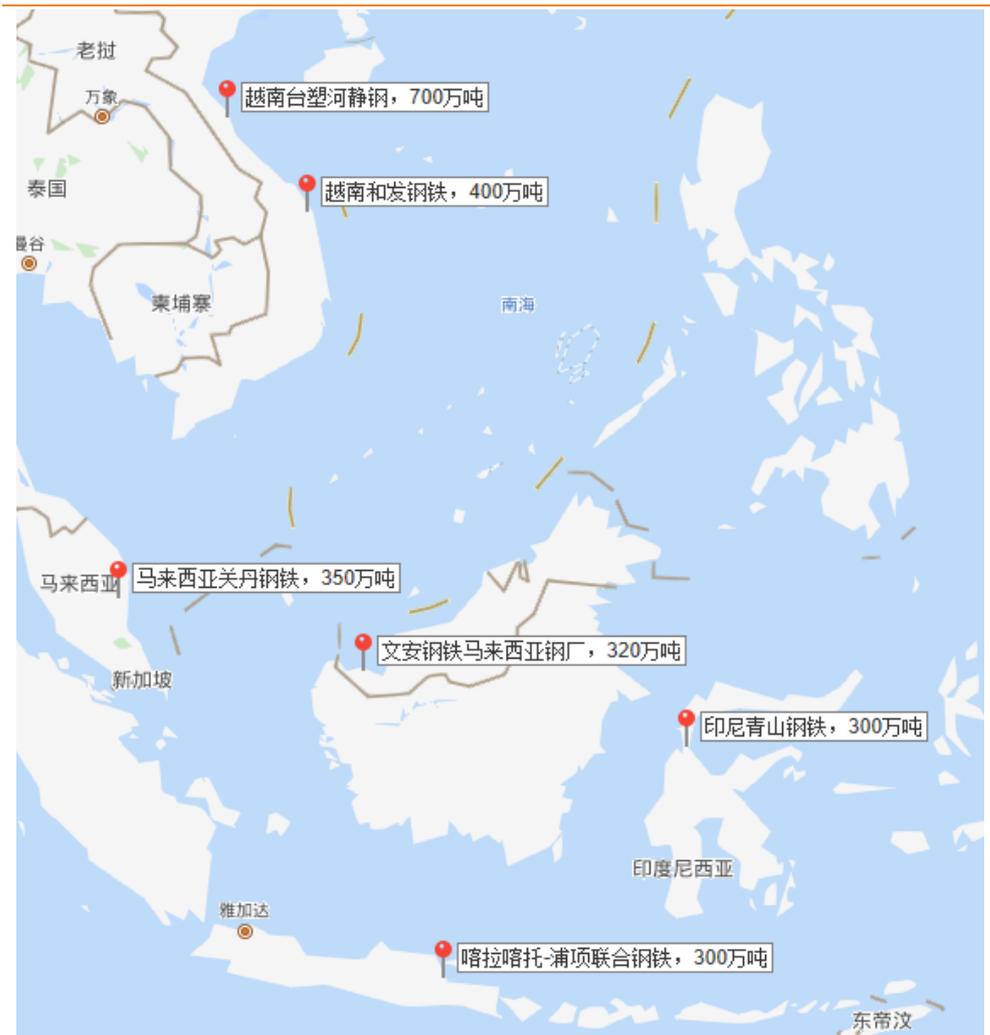
## 2. 调研感悟：从越南钢铁行业发展看，其工业化道路将非常漫长

### 2.1. 越南钢铁自给率今年将会快速提升

上海钢联数据显示，2016 年越南产生生铁 260 万吨，粗钢 781 万吨（电炉钢产量 469 万吨，转炉钢 234 万吨，其他电炉钢 78 万吨）。进口钢材 1918.5 万吨，其中：热轧钢材占比 75%，为主要品种；其次为线材和型钢，占比分别为 8.8%、4.3%。进口主要来源国为中国大陆地区占比 57%，其次为日本、韩国、中国台湾地区，占比分别为 14%、9%、9%。出口总钢材 418.4 万吨，出口品种较为分散，其中，涂镀板卷占比 34%，热轧钢材占比 24%，冷轧钢材占比 20%。出口流向较为分散，其中东南亚钢协国家占比 32%，其次为美国 22%，印尼 13%。目前越南钢材表观消费量 2500 万吨左右。

越南目前具有长流程的钢铁企业三家，粗钢产能 1020 万吨分别为：台塑河静钢（FHS）700 万吨、和发钢铁公司（HPD）170 万吨、老街钢铁厂和太原钢铁厂 150 万吨，2019 年预计长流程粗钢产能达到 1300 万吨左右，主要是 HPD 在实施新建基地项目，建成后粗钢生产能力超过 400 万吨。其余企业为电炉或独立轧钢厂，生产能力不详，受废钢以及成本制约生产不稳定，其中电炉以中频炉生产的“地条钢”为主。预计 2019 年粗钢自给率达到 75% 左右：2019 年长流程产能 1300 万吨+电炉钢产量 469 万吨（2016 年产量预估，近年几年没有大规模新上电炉）+其他电炉产量 78 万吨（2016 年产量预估，近年几年没有大规模新上电炉）=1857 万吨/2500 万吨（表观消费量）。另外，在马来西亚和印尼也有几个年产 300 万吨的钢厂。

图 6：东南亚重要钢厂分布



资料来源：百度地图、天风证券研究所

### 2.2. 越南钢厂总体竞争力远弱于国内，产能转移尚不成熟

**新建钢厂投资高于国内：**由于越南本国没有冶金设计、施工以及设备制造能力，几乎全部需要进口，基础设施配套能力差，总体投资偏高。HPD 投资年产 400 万吨板卷和长材生产线预算投资 23 亿美元，算下来吨钢投资近 4000 元人民币，相同类型钢厂国内吨钢投资 3000 元左右；台塑河静钢一期投资 127.87 亿美元，吨钢投资超过 7000 元，而国内相同类型企业吨钢投资在 5000 元左右。

**原材料成本与国内相近：**目前越南有三个长流程钢铁企业，其中两个主要的 FHS 和 HPD 都布局在沿海（如上图），原材料几乎与国内沿海钢厂同样进口澳大利亚、巴西的铁矿石和煤，但是其国内金融系统不够发达，甚至要现金交易，抵抗风险能力低，而我们国家有多种金融工具对冲。

**人工成本低于国内：**目前国内钢铁企业工人工资大约是越南 3 倍，但需要指出的是人员成本只占钢材成本的 5%左右。

表 1: 台塑河静钢工资架构

学历	平均月薪	年薪
研究生	920~990 万越南盾	11,900~12,800 万越南盾
本科	850~900 万越南盾	11,000~11,700 万越南盾
中专、大专	630~690 万越南盾	8,190~8,970 万越南盾
高中及以下	570 万越南盾	7,400 万越南盾

资料来源：台塑河静钢官网、天风证券研究所 注：公司标注，月薪及年薪均位于同行业平均以上

**环境成本较国内不具明显优势：**越南对环保非常重视，2016 年 FHS 曾因环境污染问题被罚款 5 亿美元。经过我们调研发现，目前越南新建钢厂环保设施几乎与国内相当。

**产品档次远低于国内：**越南钢铁企业主要以满足国内和东盟需求为主，因此产品定位主要是建材和低端加工制造业为主，以外资为主体的中高端产品以进口为主。同时，随着越南钢材自给率的提高，其钢材价格已经基本与国内相当。

**外商投资重工业易受到歧视待遇：**FHS 建设过程中 2014 年 5 月遭受严重的反华暴乱损失，中国中冶发布过公告，事件造成 130 人伤亡，其中重伤 23 人、死亡 4 人，部分厂房被毁，工程搁置。FHS2012 年动工建设，2017 年 1 号高炉才建成投产，历时 6 年；但作为国内企业的 HPD2017 年开工建设，预计 2019 年开始投产，仅 3 年。

综上所述，我们认为，越南投资建设企业成本优势不明显，工业配套能力差，不确定因素多。特别是越南北部地区，与广东、广西同处北部湾，产品竞争力明显低于广东湛江、广西防城港两大钢铁基地。我国钢铁产能向越南转移条件尚不成熟。

### 2.3. 越南工业化道路还有很长的路要走

调研下来，我们对越南钢铁产业整体感受如下：

**工业基础过于薄弱：**工业化无疑是经济高速发展的根基，我国之所以能够实现如此高速增长得益于我们快速的实现工业化发展。越南目前表面上看与我国 2000 年前后工业产业相似，都是以来料加工业为主，赚取低人工成本利润。但实质上我国当时的经济结构与其有本质差别，我们当时已经建立了比较完善的工业体系。

以钢铁工业为例，我们国家从建国以来一直在追求钢铁规模的增长，并把它作为衡量与发达国家工业化差距的核心指标。八十年代之前以铁矿资源分布和战略安全考虑，建设了鞍钢、唐钢、太钢、马钢、酒钢、攀钢、武钢等一批大型钢铁企业，基本做到了品种门类齐全。八十年代后，以满足产业升级换代为目标，开始建设现代化钢铁企业宝钢，九十年代现有其他钢铁企业以宝钢为样板开始大规模改造扩产，正是在这个时期以东莞为代表的外贸加工制造业开始高速增长；2002 年后开始更大规模改造，并且引进了全世界最先进的装备和技术，使得我国一跃成为世界第一产钢大国，我国的加工制造业也是在这个时期由代工转变为自主制造。

图 7: 全国钢铁企业分布图



资料来源：我的钢铁网、天风证券研究所

从我国钢铁工业的发展历程可以看出，我国制造业的每个阶段发展都有整个工业体系的强有利支撑。目前越南的发展阶段类似我国上世纪九十年代，外贸加工制造业高速发展，但是不同的是以钢铁为代表的基础工业配套不足，虽然 2017 年后钢铁工业快速增长，但是基本没有自主核心技术，几乎全部引进，自主水平甚至达不到我国上世纪 80 年代水平，这将严重制约自身工业未来的升级换代。

**尚未建立起完善的人才培养体系：**从人才培养上看，从建国之初我国钢铁工业就建立起来多层次人才培养体系，有国家重点大学、地方重点院校，也有以重点大型钢铁企业为基础建设的专业技校，培养了大批专业人才，到目前为止，也是全球冶金人才培养最为健全的国家。但是越南目前还没建立起成体系的人才培养体系，仅有河内百科大学开设钢铁专业，而且学科尚不健全，学科带头人基本是我国上世纪六十年代为越南培养的。人才将是其包括钢铁行业在内的基础工业发展的重大瓶颈，以 FHS 为例，其技术工人均是建厂后逐步培养的，高级技术人才全部国外引进。

**土地私有化可能会阻碍其大规模工业化发展：**越南目前工业主要以来料加工的轻工业为主，而且规模尚小。如果越南想要高速发展必须要走工业化道路，但随着工业化进程的不断推进，工业体系发展壮大需要大量土地，城市和土地需要重新布局调整，但是越南现在实行的是土地私有化，拆迁难度和成本远高于我国，这可能成为其工业化的大障碍。

综上所述，我们认为，尽管越南拥有人口红利，经济起步阶段与我国上世纪九十年代类似，但是考虑到其工业基础薄弱、人才培养体系不健全、土地私有化等问题，其工业化道路会更加曲折和漫长。短期可能因为人口红利优势对我国部分低端加工制造业造成一定威胁，但中长期看其很难取代我国中高端制造业。

### 3. 调研感悟：河静项目彰显中冶等大建筑公司优势，尚需要时间积累口碑

台塑越南河静钢铁由台塑集团、臺灣中钢、日本 JFE 共同投资，目前一期产能 700 万吨，是东南亚地区最大的钢铁企业，总投资 127.87 亿美元，是越南目前最大的外国直接投资项目。近年来东南亚地区受工业化与城市化的发展致钢铁需求量大幅增加，已成为现今全球钢铁消费成长最快速的区域，因此公司初期销售以东南亚为目标市场。

台塑在越南设立钢厂有如下优势：越南境内无大型高炉、转炉，而粗钢生产能力也不足，致使各轧钢和下游钢铁企业需依赖进口钢料进行加工，公司生产的热轧、线材正好适应市

场需求，供不应求；场地设在越南可以享受东盟自由贸易区关税的优惠，预计未来一期后续、二期产能投产后依旧供不应求。台塑将其定位为“东南亚最具竞争力的钢厂”。

图 8：政府移交土地情况



资料来源：台塑河静钢官网、天风证券研究所

图 9：台塑越南河静钢厂总体设计和规划图



资料来源：中冶赛迪集团、天风证券研究所

台塑河静钢厂 2008 年拿到投资许可证、2012 年开工、2017 年 1 号高炉投产、2018 年 2 号高炉投产。目前在台塑河静钢工作的员工共有 7,638 人，其中越籍员工 6,823 人及外国劳动者 815 人，在物质及精神生活方面均已获得充分的关照。有 13 栋宿舍、2 间员工福利餐厅和各类休闲设施。

表 2：台塑河静钢厂大事记

时间	大事记
2008 年 6 月 12 日	获得了投资证书
2008 年 7 月 6 日	举行奠基仪式
2010 年 10 月 1 日	越南政府完成土地移交
2012 年 12 月 2 日	1# 高炉奠基仪式
2014 年 10 月 14 日	山陽港 5000HP 拖船到港交船典禮
2015 年 4 月 18 日	第一艘煤炭船-THOR MADOC 停靠在 S1 BERTH-SON DUONG 港口
2015 年 9 月 17 日	第一台燃煤发电机组竣工
2015 年 11 月 27 日	1# 焦炉开始生产
2015 年 12 月 25 日	越南首捆热卷由热轧带钢厂生产
2016 年 3 月 1 日	第一艘运钢货船停靠在 A2 泊位装货
2016 年 3 月 30 日	第一个线材线圈由线材和棒材厂生产
2017 年 5 月 29 日	1# 高炉开始调试
2017 年 5 月 30 日	1# 高炉开始生产铁水
2017 年 6 月 1 日	越南生产的第一块板坯由连铸厂生产
2017 年 6 月 9 日	6 连铸系统成功生产
2017 年 8 月 19 日	8 连铸系统成功生产
2017 年 12 月 13 日	自产钢材达到 100 万卷
2017 年 12 月 23 日	热轧带钢厂开始生产电工钢
2018 年 1 月 5 日	3# 焦炉烘炉
2018 年 1 月 15 日	4# 焦炉开始生产
2018 年 1 月 22 日	2# 高炉热风炉开始启动
2018 年 4 月 11 日	2# 石灰窑生产
2018 年 4 月 11 日	3#焦炉开始生产
2018 年 5 月 18 日	2#高炉于 2018 年 5 月 18 日进行热调试
2018 年 5 月 19 日	2#高炉于 2018 年 5 月 19 日下午生产铁水

资料来源：台塑河静钢官网、天风证券研究所

中国中冶在台塑河静钢的建设中扮演了重要角色，中冶赛迪负责整个钢厂的总体规划设计、总体咨询服务，并且负责了 1 号、2 号高炉的总承包工程；中冶南方、十九冶、二十冶、五冶等下属公司均有所参与。中冶能够在投标过程中打败众多竞争者（特别是台系、日系的股东），更是凸显出其技术优势。

表 3：河静钢厂项目中冶内部分工

服务方	项目内容
中冶赛迪	整个钢厂的总体规划设计、总体咨询服务，并承接原料场设计、1 号 2 号高炉总承包、加热炉总承包和煤气柜总承包和生产运营服务等项目，是台塑越南河静钢厂承担项目和合同额最多的工程公司。
中冶南方	炼钢连铸工程设计、炼钢连铸水处理工程 EP、煤气混合加压站 EP、全厂综合管网设计
十九冶	炼铁工程施工、煤气柜工程施工、2 号铸铁机工程施工、炼焦厂干熄焦发电工程施工
二十冶	炼焦工程设计+部分设备成套施工、机修工程施工、热轧、长材工程施工、烧结脱硫脱硝施工
五冶	烧结机工程施工、热轧、长材工程施工、烧结脱硫脱硝施工
中冶焦耐	炼焦工程设计+部分设备成套
中冶京城	热轧工程设计、长材工程设计
中冶长天	烧结工程 EP
宝钢技术	铁路工程施工
宝冶	炼钢连铸系统施工

资料来源：中冶集团官网、天风证券研究所

该工程核心技术完全由我国自主研发或首创，关键技术高效、节能，国产化率达到 90%以上。该项目凸显了我国钢铁工业技术已达到最先进水平，从过去受制于人到如今的反向输出，我国已从钢铁大国迈向钢铁强国。在图 6 的东南亚大型钢厂分布中，多数都由中冶承建，中冶集团已成为冶金建设运营服务“国家队”领跑者。

表 4：台塑河静钢项目的重大意义

概况	要点
总投资额	127.87 亿美元，中冶所获工程额 23 亿美元
项目工期	5 年
人力投入	中冶集团下属 12 家子企业、上万名员工、以及 6000 余名越南员工
钢厂定位	海外首个智能化大型钢铁基地、东南亚最具竞争力的钢厂
项目内容	中冶集团承担了总体规划、到各单元设计建设、核心装备供货、生产运营管理的全产业链服务
标志成果	一期工程完工 2 座 4350 立方米高炉、500 平方米烧结机等，核心技术由中国自主研发或者首创
关键技术	应用自主研发的高炉智能化管理系统，将大数据分析技术和实际生产应用相结合，提供改善建议 应用自主研发的高炉核心关键设备——布料器，打破国外 40 多年技术垄断 应用自主研发的高效节能环保烧结关键技术及装备，整体漏风率 20%以内，远低于 35%的一般水平 应用自主创新的液体密封技术，使烧结厂每年至少节电 1500 万度
对越意义	为当地输出技术和经验，解决 6000 人就业，培养约技术人员 3000 人
对中贡献	项目为中国服务外包行业带动 33.5 亿美元的出口额，其中优质设备材料出口额约 24.5 亿美元

资料来源：央视 CCTV2《国际财经报道》、天风证券研究所

我们认为，中国中冶等建筑企业在海外工程中享有如下优势：（1）**技术优势**，经过国内基建十余年的快速发展，先进技术得以在项目上不断实施，我国建筑企业施工技术已达到甚至超过国外同行；（2）**经验优势**，同样受益于基建的快速发展，我国项目人员经验丰富，30 多岁的项目经理可能拥有者国外 60 岁的项目经理一样的阅历；（3）**效率优势**，我国建筑央企施工进度普遍快于国外企业，这与我国人民的勤劳分不开，台塑河静钢厂虽然受到暴乱影响，但剔除项目暂停的时间，最终项目仍然能按工期完成，与住友胡志明地铁工程明显不同；（4）**价格优势**，同样的材料下，我国建筑公司能够通过项目管理节约成本，为业主节省部分支出。

图 10：中冶赛迪河静钢工程项目部会议室



资料来源：天风证券研究所 拍摄于河静省奇英市

图 11：中冶赛迪河静钢工程项目部外景



资料来源：天风证券研究所 拍摄于河静省奇英市

但建筑央企在“走出去”时也难免会遇到一些问题，如部分敌对势力的挑拨离间、对国外制度的不熟悉等。这些都不是短期能够解决的问题，建筑公司只有不断在国外作出成绩、积累口碑，长期自然会克服这些问题。

图 12：投资者听台塑河静钢领导汇报



资料来源：天风证券研究所 拍摄于河静省奇英市

图 13：调研团队在一号高炉前合影



资料来源：天风证券研究所 拍摄于河静省奇英市

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