

建筑装饰

证券研究报告

2019年02月18日

18 全年订单汇总分析：基建相关企业订单边际转好，房建相关边际回落

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

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

肖文劲

联系人

xiaowenjin@tfzq.com

装饰行业：新签订单增速开始下行，行业内马太效应凸显

2018 年地产信用链条偏紧，装饰行业受负外部性波及，尤其下半年以来部分公司订单增速发生不同程度的下滑，全年累计订单量也因此受累。公装市场增长承压，住宅板块贡献显著（主要为精装修），多家公司增速亮眼；“强者愈强”式的马太效应凸显，同业内公司差距加速扩大，龙头企业凭优势减轻周期性因素影响。行业层面在手订单较同期有所提高，推动业绩转化。

建筑央企：四季度订单增速边际好转，基建补短板助力央企增长

由于上半年去杠杆、PPP 收紧、资管新规等政策落地推行，且下半年稳增长政策落地尚存时滞，央企全年订单增速普遍呈下滑态势，但四季度已现边际好转。由于国内订单增速系处低位，央企积极开拓海外市场，海外订单增速好转。19 年受益于基建补短板，基建业务有望发力拉动订单高增。此外，地方两会中，多省份提出加快交通、能源、水利基础设施建设，可持续关注 19 年地方政策对央企构成的实质性利好，预计未来订单增速会维持边际向上。

土木工程：路桥对外工程钢结构已现边际好转，园林有望走出低谷

(1) **地方路桥公司** 2018 年新签订单增速放缓，但第四季度新签订单量现边际好转。部分公司基建领域业务呈现不同程度萎缩，下半年基建补短板落地促业务回暖；西南地区投资景气，长三角、珠三角地区企业受益城轨建设发展；整体来看行业内边际改善趋势明显，在政策利好的背景下未来有望持续稳健发展。

(2) 国际形势错综复杂，**对外工程公司** 2018 年海外新签业务量普遍下挫，第四季度形势略有好转；发力国内市场以降低海外订单下行及订单落地困难带来的风险，部分公司新签订单额增长较快，国内业务有望成为订单业绩新的增长点。

(3) **园林公司** 受流动性收紧及地方债务监管趋严的影响，签单速度有所放缓，部分企业新签订单与去年同期相比大幅下降。随着中央对于民企融资问题的持续关注和缓释民营企业信用风险措施的逐步推出，融资环境持续改善；多家公司相继引入战略投资缓解信贷压力，未来业绩有望走出低谷。

(4) 受去产能深入推进，下游房地产行业景气度下行因素影响，**钢结构**行业订单增速明显低于同期，第四季度较三季度呈现一定好转。19 年基建补短板及加大制造业投入落实推进望助力空间钢结构业务回暖。

投资建议

18 年全行业基建相关业务订单增速整体出现下滑，但四季度基建链条建筑央企和地方路桥已现边际好转，19 年受益基建补短板东风，相关企业有望收获较好相对收益，订单量因势提升。房建相关业务受地产调控影响增速回落，装饰、钢结构等偏房建相关业务订单增速开始向下。综合来看，19 年减税降费财政密集出台将对建筑行业产生实质利好，宽松基调的货币政策将配合财政缓解行业资金面压力。目前行业内订单保障系数仍在高位，有望推动业绩转化，建筑行业集中度提升、强者恒强仍是主旋律，我们维持“强于大市”评级。

风险提示：固定资产投资增速快速下滑，订单执行进度不及预期

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《行业上半年订单汇总分析：基建新签增速普遍下滑，政策转向下订单增速有望回升》 2018-08-21
- 2 《行业一季度订单汇总分析：订单持续向龙头聚集，去年订单高增长陆续向今年收入转化》 2018-05-13
- 3 《建筑行业 17 年订单汇总分析：集中趋势持续，大项目、联合体增加较多》 2018-02-25
- 4 《政策红利助力新签订单快速增长，整体在手订单充足有保障——建筑装饰行业三季度订单汇总分析》 2017-11-07



内容目录

1. 装饰行业 2018 订单总结：新签订单增速开始下行，行业内马太效应凸显.....	4
2. 建筑央企 2018 订单总结：四季度订单增速边际好转，基建补短板助力央企增长	7
3. 土木工程行业订单总结：路桥对外工程与钢结构已现边际好转，园林有望走出低谷 ...	9
3.1. 路桥公司 2018 订单：多家企业新签订单现边际回暖，收入保障系数基本持平 ...	9
3.1.1. 深交所地方路桥公司订单情况	10
3.1.2. 上交所地方路桥公司订单情况	11
3.2. 对外工程 2018 订单：国内业务贡献突出，海外形势略有好转	13
3.3. 园林公司 2018 订单：签单速度放缓，战略投资有望促业绩修复	14
3.4. 钢结构公司 2018 订单：新签订单增速不及同期，四季度边际改善	16
4. 投资建议	18
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：装饰行业全行业 2018 累计新签合同额（亿元）及增长率	4
图 2：装饰行业公司 2018 累计新签合同额（亿元）及增长率	5
图 3：装饰行业公司 2018Q4 单季新签合同额（亿元）及增长率	6
图 4：装饰行业公司 2018 和 2017 订单收入保障系数	6
图 5：2018 与 2017 各期全行业累计已签约未完工订单对比	7
图 6：2018 与 2017 各期全行业订单收入保障系数对比	7
图 7：建筑央企 2018 和 2017 年累计新签订单增速	8
图 8：建筑央企 2018Q4 和 2018Q3 新签订单增速	8
图 9：建筑央企 2018 和 2017 年新签订单收入比	8
图 10：建筑央企 2018 和 2017 累计海外订单增速	9
图 11：建筑央企 2018 和 2017 累计国内订单增速	9
图 12：深交所路桥公司订单情况（亿元）	10
图 13：深交所路桥公司 2018Q4/Q3 单季新签订单增速	11
图 14：上交所路桥公司订单情况	11
图 15：上交所路桥公司 2018Q4/Q3 累计新签订单（亿元）	12
图 16：上交所路桥公司 2018Q4/Q3 单季新签订单增速	12
图 17：对外工程行业公司 18Q4 累计新签订单额情况（亿元）	13
图 18：对外工程行业公司 18Q4 新签订单+已中标未签订单情况（亿元）	13
图 19：园林公司 2018 年 Q4/Q3 累计新签订单增速	15
图 20：园林公司 2018 年新签订单情况（亿元）	15
图 21：园林公司 18 与 17 年订单保障系数对比	15
图 22：钢结构公司订单情况（亿元）	17
图 23：钢结构公司新签订单收入比	17
表 1：装饰行业公司 2018 年度订单总体概览（亿元）	4

表 2: 建筑央企 2018 年订单总体情况概览 (亿元)	7
表 3: 深交所路桥公司 18 年总体订单情况概览 (亿元)	10
表 4: 上交所地方路桥公司 18 年订单总体情况一览 (亿元)	11
表 5: 对外工程行业公司 18 年订单总体情况一览 (亿元)	13
表 6: 园林公司 2018 订单情况总体一览 (亿元)	14
表 7: 蒙草生态、棕榈股份、东方园林 2017/2018 新签订单情况.....	16
表 8: 钢结构行业公司 2018 订单情况一览 (亿元)	16
表 9: 2018 钢结构公司专利授权情况 (个)	17

1. 装饰行业 2018 订单总结：新签订单增速开始下行，行业内马太效应凸显

深交所发布装饰行业信息披露指引已两年有余，通过研究目前已有的同口径可比数据，能发现一些绝对量以及数据对比上的亮点。经统计，装饰行业公司 2018 年及第四季度订单总结情况如下：

表 1：装饰行业公司 2018 年度订单总体概览（亿元）

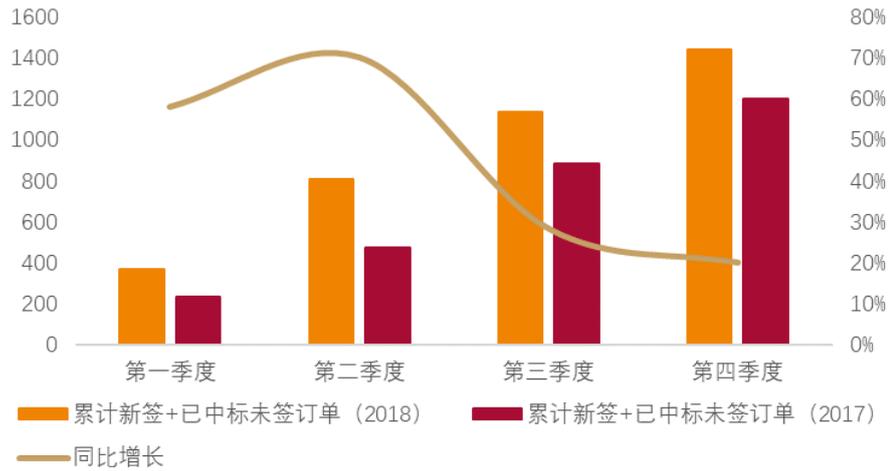
公司名称	2018 累计新签订单+已中标未签订单	2018 累计新签订单+已中标未签订单增长率	2018Q4 单季新签订单+已中标未签订单	2018Q4 单季新签订单+已中标未签订单增长率	2018 累计已签约未完工订单金额	2017 累计已签约未完工订单金额	2018 累计已签约未完工订单增长率	2018 订单收入保障系数	2017 订单收入保障系数
金螳螂	435.57	24.77%	150.63	30.04%	572.04	473.13	20.91%	2.72	2.41
广田集团	218.87	47.47%	53.27	-10.89%	229.86	270.32	-14.97%	1.83	2.67
亚厦股份	152.20	26.32%	65.79	28.82%	196.26	177.95	10.29%	2.16	1.99
宝鹰股份	117.49	30.98%	16.87	-54.98%	165.17	135.77	21.66%	2.31	1.99
全筑股份	113.11	36.61%	26.47	-9.26%	109.90	76.36	43.92%	2.38	2.29
中装建设	67.27	27.46%	19.23	-8.21%	104.78	47.76	119.39	3.30	1.77
奇信股份	58.30	-0.81%	16.56	0.98%	61.72	68.71	-10.17%	1.58	2.09
瑞和股份	50.02	1.86%	14.91	-13.52%	45.82	51.42	-10.89%	1.52	2.11
洪涛股份	47.70	-18.64%	17.33	-27.82%	63.18	54.75	15.40%	1.90	1.90
东易日盛	42.63	5.13%	8.45	-16.85%	35.93	28.41	26.48%	0.99	0.95
亚泰国际	35.48	9.30%	12.81	31.11%	41.52	35.73	16.20%	2.27	2.15
建艺集团	33.99	1.33%	7.40	-27.93%	31.52	27.59	14.26%	1.29	1.30
维业股份	25.64	-19.00%	5.67	-56.40%	24.81	24.71	0.41%	1.27	1.55
弘高创意	21.42	-42.69%	9.63	-40.12%	29.55	49.49	-40.29%	1.67	1.36
美芝股份	15.56	137.53%	4.47	45.46%	9.23	8.74	5.66%	0.98	0.92
名雕股份	6.13	-11.34%	1.78	-2.73%	9.25	9.01	2.66%	1.24	1.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

为平滑全年新签订单波动影响，故选用全年新签约+中标未签约的合计数作为新签订单的情况。根据各公司公告，柯利达、江河集团和中装建设暂未披露相关订单数据，其他公司均公布了完整的年度数据。

从累计订单情况来看，2018 年全行业累计新签+已中标未签订单金额 1441.37 亿元，共 11 家公司订单量同比上年度增加，5 家公司同比减少，年度订单量过百亿的公司由 2017 年的 3 家增至 5 家。各季度行业层面累计新签合同较同期均有不同幅度提升，去年上半年装饰行业企业订单承揽乐观，全行业累计新签订单同比增速在二季度达到最高，下半年由于地产行业调控严格，信用链条偏紧，装饰公司受此影响较大，因此三季度以来订单增速普遍发生下滑，四季度未见改善，截止四季度全行业累计订单增速下滑至 20.23%。

图 1：装饰行业全行业 2018 累计新签合同额（亿元）及增长率

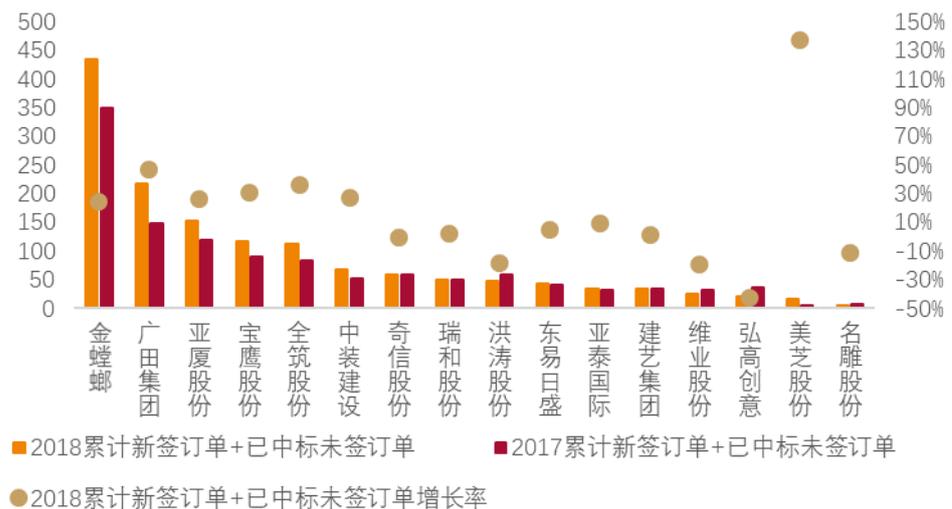


资料来源：公司公告，天风证券研究所

分公司来看，金螳螂 2018 年以 435.57 亿新签订单独领群英，同增 24.77%。公司公装业务贡献订单占比 54.47%，较同期有所回落，住宅业务（含 2B 端全装修业务）则呈现结构性优化，订单贡献占比从同期的 31.64% 提升至 40.23%，业务放量明显。住宅业务中全装修板块贡献突出，预计全装修市场渗透率仍存上升空间；家装业务品牌优势日益显著，公司 2018 年底线下直营店达 170 余家。在装饰行业集中度渐升的背景下，市场资源或将进一步向规范性好、品牌力强的龙头企业靠拢，金螳螂有望借助高效的业务模式减轻周期性因素影响。

广田集团 2018 年新签订单量达 218.87 亿元，同比增长 47.47%，订单量与增速均位于行业第二。主要受益于住宅全装修订单承揽，公司新签住宅全装修订单全年增长 74.35%，订单贡献比从 2017 年的 52.89% 提升至 62.57%。亚厦股份、宝鹰股份、全筑股份分别以 152.20、117.49、113.11 亿元的订单量分列第三、四、五位，订单同比增速也均处于行业前端。唯一特例是美芝股份，公司作为上市新贵，表现出较强增长潜力，2018 年订单量 15.56 亿元，以 137.53% 的同比增速高居榜首，公装、住宅精装修新签订单量均增长喜人。

图 2：装饰行业公司 2018 累计新签合同额（亿元）及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

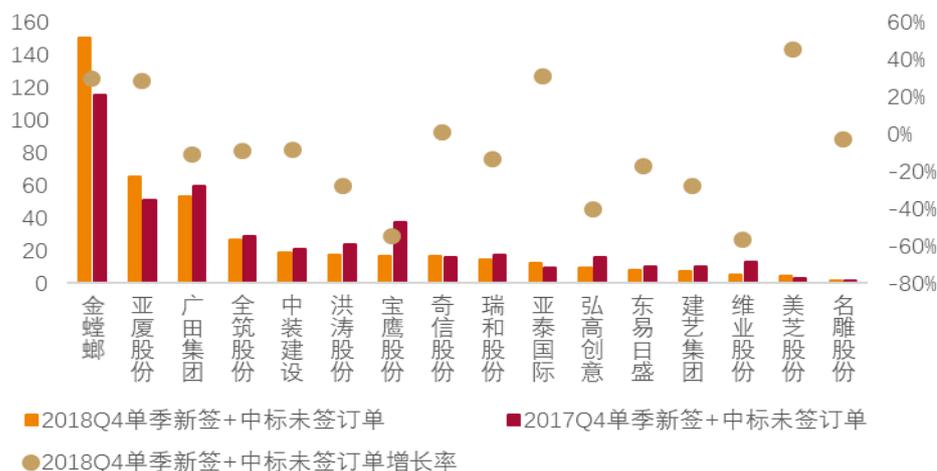
就单季度新增订单而言，四季度全行业新签+已中标未签订单 431.27 亿元，同比下降 1.11%，5 家公司四季度订单量同比增加，11 家公司同比减少，订单承揽略显边际恶化。其中，金螳螂以 150.63 亿单季订单量遥遥领先。住宅业务（包含 2B 端的全装修业务）单季新签 48.52 亿元增速 42.66%，仍表现出稳健的结构性增长，但较前三季度增速有所回落；公装业务增速为 17.67%，增速与前三季度相比呈现升势。

美芝股份受益于公装与住宅业务共同发力，单季新签 4.47 亿元，同比增长 45.46%，其中公

装与住宅精装修业务增速分别达 128.92%和 142.10%。宝鹰股份和维业股份同比增速下降超过 50%，其中宝鹰股份系由公装业务占比较大但订单下滑严重所致，但住宅精装修业务增速达 83.77%，维业股份四季度公装及住宅精装修订单均大幅下滑，边际状况恶化。

受到地产行业形势影响，我们预计短期内公建装饰市场回暖尚需耐心。2018 年部分装饰企业住宅业务订单增长乐观，但若 2019 年地产调控持续推进，则住宅全装修、精装修订单承揽亦将受负面影响，装饰行业订单边际改善仍需观望。

图 3：装饰行业公司 2018Q4 单季新签合同额（亿元）及增长率

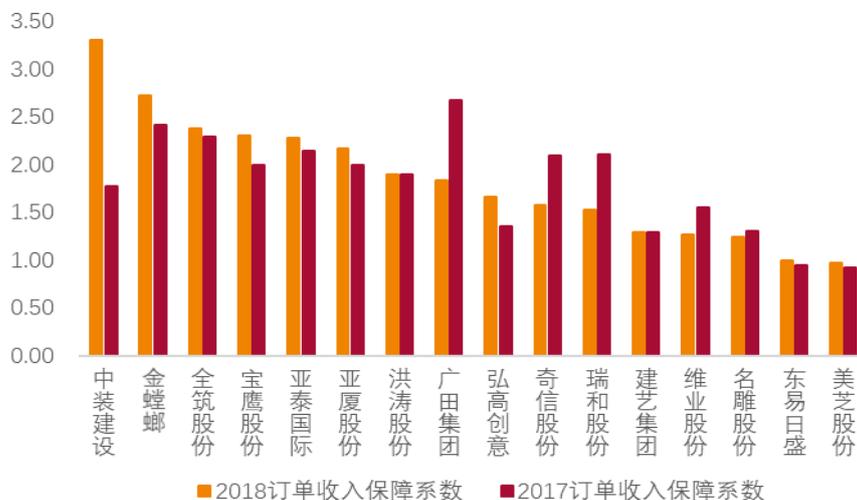


资料来源：公司公告，天风证券研究所

在列的 15 家公司除东易日盛和美芝股份外，其余订单保障系数均大于 1，行业整体较同期略有提升，9 家公司保障系数有所提高。其中，中装建设订单收入保障系数达 3.30，较同期提升 1.77，位列第一，公司上半年公装与住宅业务推进迅速，四季度在手订单累计同增 119.39%，推高保障系数。金螳螂排名第二，在手订单充裕有望推动业绩充分转化。

全筑股份保障系数 2.38，排名第三，在手订单增速 43.92%为行业之最，定制精装业务已成为全装修业务的有益补充；宝鹰股份排名第四，得益于住宅业务增速亮眼，且上半年公装承揽喜人；东易日盛和美芝股份保障系数分别为 0.99 和 0.98，分列后两位，但均较去年小幅提升。此外，名雕股份与东易日盛均主营家装板块，订单转换周期较短是业务属性，故保障系数偏低。

图 4：装饰行业公司 2018 和 2017 订单收入保障系数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们将装饰行业各公司 2017Q1 至 2018Q4 共 8 个季度的累计订单数据和订单保障系数进

行汇总计算，得到行业层面各季度的累计已签约未完工订单规模和行业层面的订单收入保障系数。可以发现，18年各季度在手订单规模均较17年同期有不同幅度提升，说明行业层面在手订单情况较17年整体有所进步，此外，18年各季度订单收入保障倍数较17年同期也均有小幅提升，行业层面的业绩转化有望得维持。

图 5：2018 与 2017 各期全行业累计已签约未完工订单对比

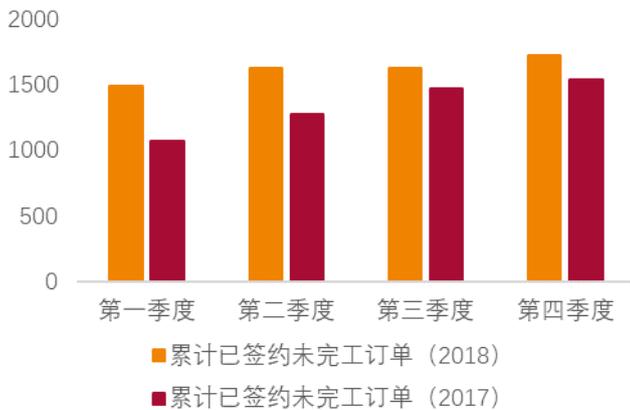
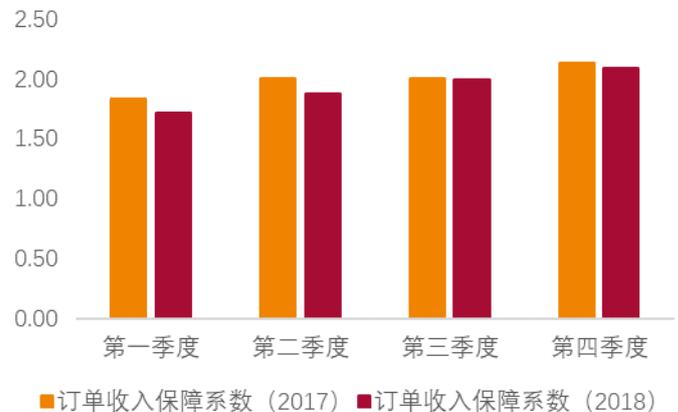


图 6：2018 与 2017 各期全行业订单收入保障系数对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

整体来看，可以发现：（1）装饰行业受地产行业调控影响，下半年部分公司订单增速下滑，四季度未见边际好转，全年累计订单量也受此影响，预计 19 年装饰板块订单边际回暖尚需耐心；（2）工装市场增长承压，各公司工装订单承揽普遍呈现收缩态势，住宅业务增长贡献显著，全装修表现亮眼；（3）从订单数据看，装饰行业逐步呈现“强者愈强”式的马太效应，订单量占优的公司同样以高增速领跑，同业内公司差距加速扩大；（4）各季度全行业订单收入保障系数均较同期小幅提升，行业层面的业绩转化有望得到持续推动。

2. 建筑央企 2018 订单总结：四季度订单增速边际好转，基建补短板助力央企增长

截至目前，除中国交建外 7 家建筑央企均已发布第四季度经营业绩，列示如下。

表 2：建筑央企 2018 年订单总体情况概览（亿元）

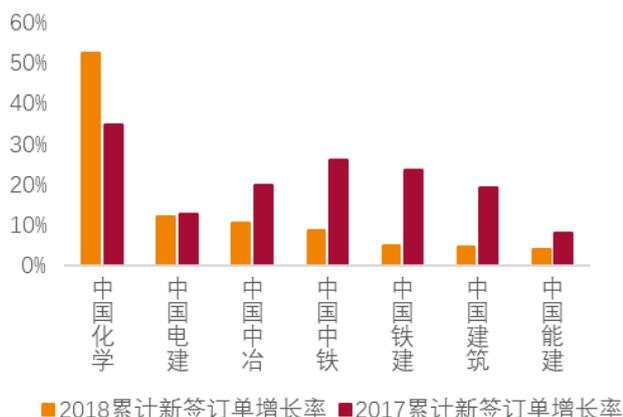
公司名称	2018 累计新签订单	2018 累计新签订单增长率	2017 累计新签订单增长率	2018Q4 单季新签订单	2018Q4 单季新签订单增长率	2018Q3 单季新签订单增长率	2018 累计新签订单 / 2017 营收	2017 累计新签订单 / 2016 营收
中国建筑	23233.00	4.58%	19.36%	6594.00	6.65%	10.32%	2.20	2.31
中国中铁	16921.60	8.69%	26.06%	7408.60	12.45%	-5.85%	2.44	2.42
中国铁建	15844.72	5.05%	23.72%	6928.16	4.69%	-4.14%	2.33	2.40
中国中冶	6657.10	10.44%	19.98%	2158.40	10.59%	21.16%	2.73	2.75
中国能建	4619.46	4.10%	7.99%	1415.74	40.95%	-32.02%	1.97	2.00
中国电建	4558.14	12.05%	12.68%	819.40	66.78%	32.67%	1.71	1.70
中国化学	1450.10	52.52%	34.87%	373.30	5.73%	108.66%	2.48	1.79

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从全年累计数据来看，由于上半年去杠杆、PPP 收紧、资管新规等政策落地推行，且下半年稳增长政策落地尚存时滞，央企全年累计订单增速仍普遍呈下滑态势。除中国化学外，其他央企全年累计新签订单增速较 2017 年同期均有不同幅度下降。其中，中国铁建降幅最大，较同期增速减 18.67 个百分点，主因公司工程承包订单增速不振，截至三季度工程承包订单量同增 2.92%，远低于 2017 年同期 24.70% 的增速，到四季度工程承包订单增速为 4.58%，较三季度有所回暖。

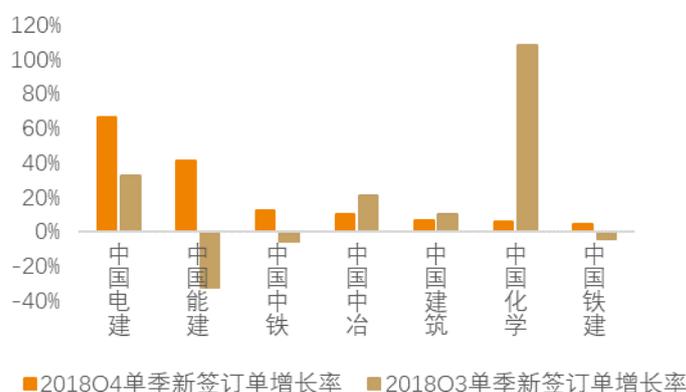
中国中铁增速降幅次之，主因公司截止三季度基建订单增速降至 1.64% 低位，其中铁路、公路订单均增速为负，但第四季度或受益于基建补短板，基建订单均有所好转。中国建筑增速降 14.79 个百分点，位列第三，系由基建订单负增长所累，公司自 6 月基建订单累计增速转负以来，尚未能有效扭转局面，10 月基建累加增速-20.15%，跌至谷底。中国化学增速较同期增 17.65 个百分点，工程承包及总承包、施工承包及总承包增速分别为 57.84% 和 46.54%。

图 7：建筑央企 2018 和 2017 年累计新签订单增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：建筑央企 2018Q4 和 2018Q3 新签订单增速

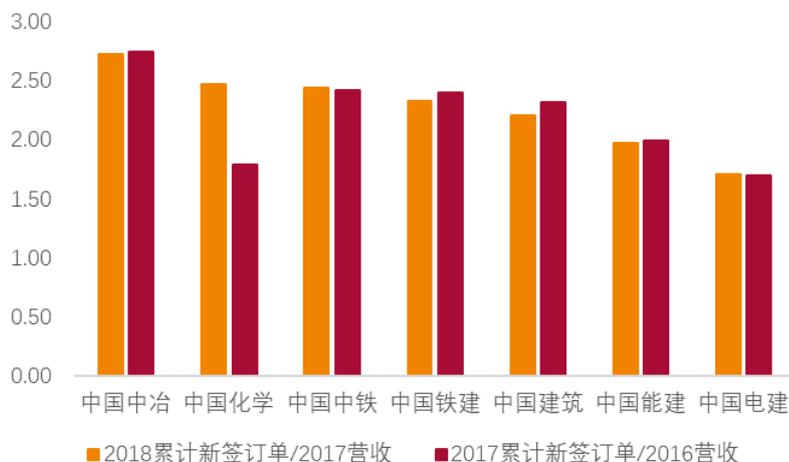


资料来源：公司公告，天风证券研究所

从公布的单季数据看，中国能建、中国电建、中国铁建、中国中铁四季度单季订单增速较三季度有所好转，中国电建、中国建筑、中国中冶四季度订单增速较去年同期更高。其中，中国能建主因四季度单季非电力合同增速高达 73.42%，较三季度的-63.14%实现大幅好转。主因公司积极推进非电力业务发展，子公司葛洲坝连中丽水机场 EPC、印尼金融塔 EPC、安丘市棚户区改造等非电力大单。

中国电建单季订单增速 66.78%，是单季增速最快的央企。公司单季海外订单增长 108.39%，构成主要驱动力，仅 12 月新签印尼泰普水电站项目等 7 个海外项目总金额已逾 150 亿。此外，公司 17 年四季度订单下滑，基数较小，因此单季同比增速迅猛。中国铁建、中国中铁受基建投资增速上行影响，也在四季度迎来边际改善。

图 9：建筑央企 2018 和 2017 年新签订单收入比



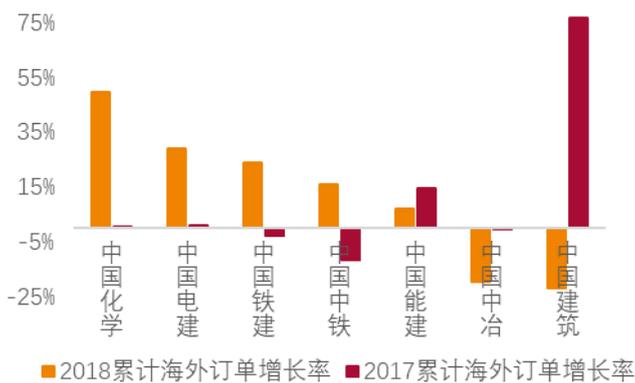
资料来源：公司公告，天风证券研究所

比较建筑央企新签订单收入比，中国中冶等 5 家央企订单收入比超过 2。中国中冶 2018 年订单收入比为 2.73，蝉联第一。中国中冶四季度新签订单额 2158.4 亿，同增 10.59%，占 2017 年营收的 88.46%，新签订单占比回升至全年最高位，有效保障在手订单规模。

中国化学新签订单收入比为 2.48，位列第二，较 2017 年大幅提升 0.68。公司新签订单呈现结构性均衡发展，工程承包及总承包订单、施工承包及总承包订单全年累计增长均超 45%。其中三季度公司新签煤化工和搬迁技改大单，工程承包及总承包订单单季高增 346.28%，构成订单增长主力；四季度工程订单下滑，施工承包及总承包订单单季增长 48.94%，成为维持订单稳健的主因。

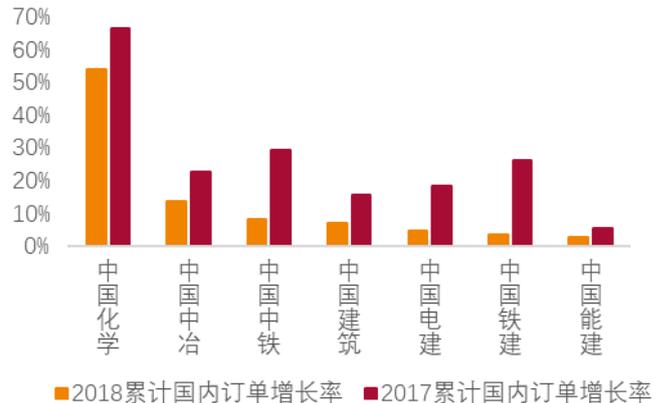
中国中铁以 2.44 的新签订单收入比位居第三，较同期微升 0.02。公司基建业务订单增速在三季度达到 1.64% 的低谷后反弹，截止四季度基建同比增速回暖至 5.85%，其中市政业务订单全年维持了较为稳健的增长，铁路订单增速由负转正至 4.78%，公路订单的降幅得以缓解。这一趋势与 2018 年 9 月以来基建投资增速回升的趋势相契合。

图 10：建筑央企 2018 和 2017 累计海外订单增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：建筑央企 2018 和 2017 累计国内订单增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

海外订单方面，2018 年，在列的 7 家央企中有 5 家海外订单同比增长，4 家央企累计增速大幅高于去年同期。中国化学累计新签海外订单 503.72 亿元，贡献了全部订单量的 34.74%，同比增长 49.54% 拔得头筹，主要得益于公司在刚果、印尼等地拿下大单，其中公司签署刚果金基础设施 EPC 项目和固体废弃物发电项目，项目金额 194 亿，占海外订单的 38.51%，去年同期海外订单增速仅为 0.28%。中国电建、中国铁建、中国中铁面临前三季度国内基建订单增长乏力的局面，也均积极外延开拓，全年累计海外订单承揽成绩亮眼。

在列央企**国内累计订单增速**均为正，但增速普遍维持在 10% 的低位之下，仅中国化学异军突起，国内订单同比增速达 54.15%。在列 7 家央企国内订单增速均不及 2017 年同期。

整体来看，建筑央企 2018 全年订单增长承压，但在四季度已现边际好转。我们观察到基建板块的能建、电建、铁建和中铁第四季度单季新签订单均有明显回暖迹象，预计交建同样如此。随着地方两会进入尾声，多省份提出加快交通、能源、水利基础设施建设，持续关注 19 年地方政策对央企构成的实质性利好。**考虑到政策的时滞效应，我们预计未来订单量会维持边际改善。**根据部分央企 1 月经营数据，中国化学新签合同 262.1 亿元，同增 245.50%，中国中冶新签 500.2 亿，较同期小幅上升，经营情况与我们的结论相契合。

3. 土木工程行业订单总结：路桥对外工程与钢结构已现边际好转，园林有望走出低谷

根据深交所 2017 年 5 月 19 日发布的《行业信息披露指引第 7 号——上市公司从事土木工程建筑业务》中有关规定，所有在深交所上市的土木工程行业公司需在季度结束后一个月内披露经营情况，涉及新签订单、在手订单等数据。根据上交所《上市公司行业信息披露指引第十号-建筑》中有关规定披露经营情况，涉及新签订单、在手订单等数据。因土木工程行业涵盖子行业较多，我们按地方路桥、对外工程、钢结构、园林四个子行业分别统计其 2018 年订单情况。

3.1. 路桥公司 2018 订单：多家企业新签订单现边际回暖，收入保障系数基

本持平

由于深交所与上交所信息披露指引要求不同，在深交所和上交所上市的地方路桥公司公布的经营数据口径不同，故分别列示。

3.1.1. 深交所地方路桥公司订单情况

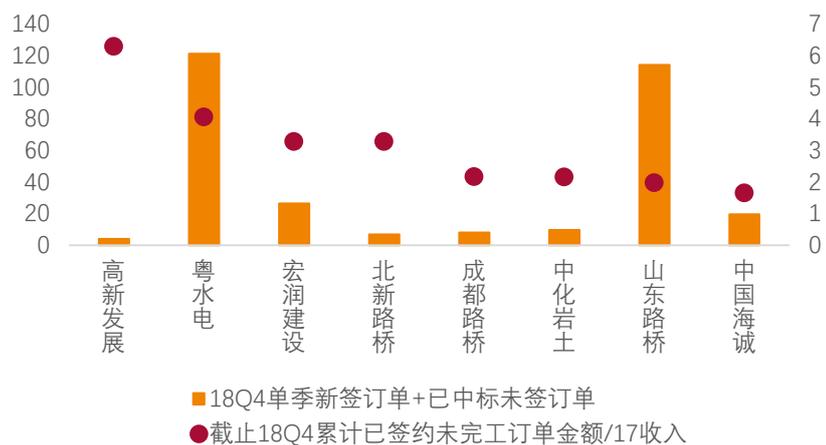
表 3：深交所路桥公司 18 年总体订单情况概览（亿元）

公司名称	18Q4 单季新 签订单+已中 标未签订单	18Q4 单季新 签订单同比增 速	18Q3 单季新 签订单同比增 速	截至 18Q4 累 计已签约未完 工订单金额	截至 17Q4 累 计已签约未完 工订单金额	截止 18Q4 累 计已签约未完 工订单金额 /17 收入	截止 17Q4 累 计已签约未完 工订单金额 /16 收入
高新发展	4.06	250.00%	59.79%	36.02	11.29	6.29	1.22
粤水电	121.05	99.01%	18.21%	268.47	238	4.05	3.76
宏润建设	26.44	-67.73%	31.08%	266.34	250.65	3.28	2.85
北新路桥	6.81	-24.16%	12.00%	321.16	136.18	3.28	2.09
成都路桥	8	156.41%	-	43.02	35.29	2.17	1.71
中化岩土	9.67	-47.56%	25.07%	60.08	52.91	2.15	2.29
山东路桥	114.03	233.21%	-69.00%	244.18	253.55	1.97	3.11
中国海诚	19.62	55.09%	-42.91%	69.4	67.95	1.65	1.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

在所选取的 8 个深交所上市地方路桥公司中，高新发展的订单收入保障系数最高，为 6.29。公司全年新签订单 26.50 亿元，截至 2018 年年底已签约未完工订单金额达 36.02 亿元，较 2017 年增长 219.03%，为其高保障系数做出了较大贡献。公司第二、三季度承接多项成都天府国际空港新城施工总承包项目，深入参与成都高新区建设，新签订单金额占全年 88%，贡献显著。目前公司在手订单充足，新签订单稳定增长，在高新区建设加速推进的背景下，公司有望持续收益高新区发展红利，继续发挥拿单优势。

图 12：深交所路桥公司订单情况（亿元）



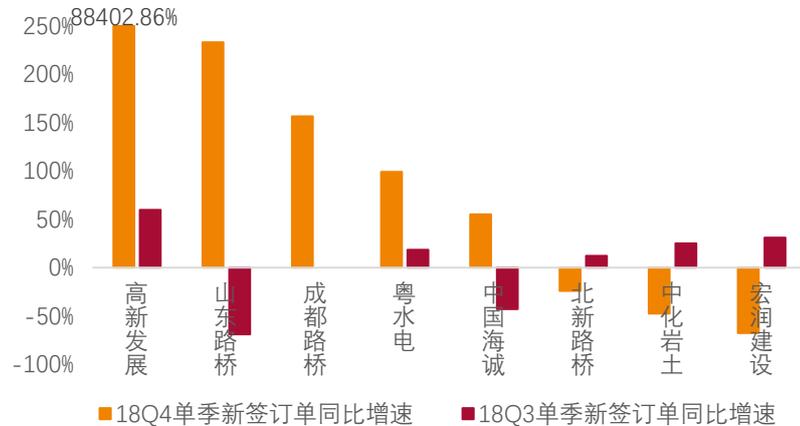
资料来源：公司公告，天风证券研究所

粤水电以 4.05 的订单保障系数位居第二。公司第四季度新签订单额为 52.81 亿，较上年同期增长 99.01%；累计已签约未完工订单 268.47 亿，同比增长 24.14%，工程储蓄量一直处在高位。公司工程施工与新能源齐头并进，夯实工程建设主业，积极开展 PPP 业务，推动 PPP 项目稳步增长，成为粤水电订单保障系数的重要支撑点。公司在手订单中，阿勒泰光伏发电项目（55 亿）、阿勒泰市风电项目（4.4 亿）、青河县光伏发电项目（15 亿）、湖南沅江市风电项目（33 亿）已停滞多年，扣除上述项目后公司实际在手订单保障系数为 2.43。

宏润建设以 3.28 的订单保障系数位居第三。2018 年第四季度公司新签合同 26.08 亿元，

同比减少 67.73%，主要是由于 PPP 项目签订情况不及去年同期，扣除 PPP 项目带来的差异，单季施工项目同比增长 13.74%。公司积极开发房建项目，第四季度房建项目增长显著，单季房建项目新签合同 11.45 亿元，占比 43.9%。

图 13：深交所路桥公司 2018Q4/Q3 单季新签订单增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从所选取的 9 家深交所路桥公司 2018 年 Q4 与 Q3 的单季新签订单的表现来看，多家企业四季度新签订单增速较上一季度显著提升。2018 年下半年以来融资环境改善进一步释放流动性，基建补短板带动投资回暖，推动相关项目落地持续加速。整体来看行业在第四季度迎来边际改善。

3.1.2. 上交所地方路桥公司订单情况

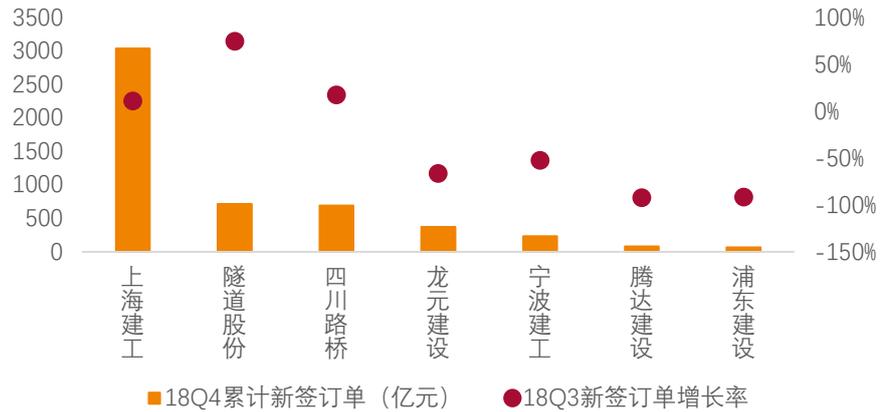
表 4：上交所地方路桥公司 18 年订单总体情况一览（亿元）

公司名称	18 年累计新签订单（亿元）	18 年增长率	17 年增长率	18Q4 新签订单增长率	18Q3 新签订单增长率	18 年累计新签订单/17 年营收
上海建工	3037.12	17.68%	20.06%	17.68%	10.34%	2.14
隧道股份	714.07	-10.92%	27.96%	-31.88%	74.31%	2.27
四川路桥	691.02	45.63%	86.73%	45.60%	17.05%	2.11
龙元建设	371.51	-25.00%	31.20%	-7.06%	-66.82%	2.08
宁波建工	232.58	10.20%	20.81%	-56.81%	-52.85%	1.58
腾达建设	82.04	8.91%	74.45%	-12.33%	-92.62%	2.29
浦东建设	65.23	4.78%	17.43%	-45.44%	-91.94%	2.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

总体来看 2018 年上交所上市地方路桥公司新签订单的增长率较去年的下降幅度较大，主要是由于 PPP 项目的减少。四川路桥受益于西部地区基建投资，大力拓展省内业务，维持了较高的 PPP 接单量，故增长率仍维持在较高的水平。

图 14：上交所路桥公司订单情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

在选取的几个上交所路桥公司中,上海建工体量突出,2018 年累计新签订单 3037.12 亿元,同增 17.68%,目前已完成公司确定的 2018 年度新签合同目标总额的 128.15%。公司的强项建筑施工业务同比增长 23.33%;设计咨询业务增长较快,同比增长 32.70%;建筑相关工业业务合同同比增长 19.76%。基础设施投资业务累计新签合同 87.03 亿,同比下降 44.39%,主要是由于国家严控地方政府新增债务,而公司基建业务交易对手方主要是项目所在地的地方政府或平台类企业,故 BT/PPP 资金回笼情况不太理想,导致公司基金投资业务下降。

隧道股份新签订单量 714.07 亿元,位于第二,与上年相比下降 10.92%。从业务大类来看,第四季度施工业务新签订单 193.66 亿元,与去年同期的 309.13 亿元相比有较大下降,施工业务全年合计订单下降 11.96%;设计业务发展较快,中标合同量与去年相比增长 49.78%。此外,公司全年中标投资项目 125.08 亿元,同比减少 16.08%,与基建投资整体下滑有关。

四川路桥累计新签合同额 691.02 亿,位列第三,较上年增长 45.63%,增速位列第一。公司全年新签订单增速与上年相比有所放缓,但仍然保持着高速增长态势。随着基建补短板政策持续推进,公司充分受益于西部地区基础建设投资,在 PPP 市场大环境欠佳的情况下大力拓展省内业务,取得快速发展。2018 年累计中标 PPP 项目数量 11 个,项目金额达 149.63 亿,同比增长 203.2%,占当年累计新签合同额的 21.65%。

图 15: 上交所路桥公司 2018Q4/Q3 累计新签订单 (亿元)

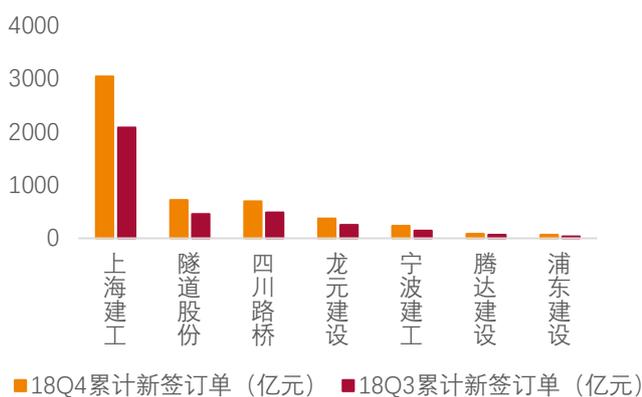
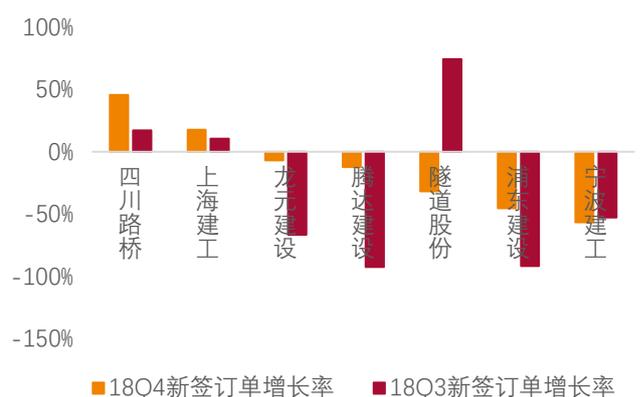


图 16: 上交所路桥公司 2018Q4/Q3 单季新签订单增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

从 2018 年第三季度与第四季度新签订单增速的表现来看,隧道股份的新签订单增速有明显回落,与去年同期基数较高有关。上海建工、四川路桥保持稳健增长的趋势,四季度新签增速较上一季度有所提升。龙元建设与浦东建设受益基建领域回暖态势,新签订单增速较上一季度显著好转。腾达建设施工工程业务在四季度发展较快,推动新签订单增速回升。整体来看上交所地方路桥公司四季度边际改善的趋势明显,在基建稳增长逐步发力、货币环境持续宽松的背景下,未来有望持续稳健发展。

整体来看地方路桥公司的订单情况呈现出以下特点：

1. 2018 年基建投资整体下滑，部分路桥公司在基建领域的业务呈现不同程度萎缩。宏润建设 PPP 项目合同量不及上年；上海建工、隧道股份在基建投资领域业务开展不甚理想，同比呈现下滑状态，拉低全年新签订单额增速。

2. 西南地区基建投资景气，长三角、珠三角地区企业受益城轨建设，发展空间广阔。西部大开发和脱贫政策带来充足的基建需求，四川省基建投资持续景气，四川路桥的 PPP 项目均快速发展。长三角与珠三角地区经济发达，城市轨道交通建设较快，给区域内龙头企业带来众多发展机遇。

3. 行业内边际改善趋势明显。从第三季度与第四季度新签订单的增速表现来看，除部分公司受去年同期新签订单基数较大影响增速回落，多数公司四季度新签订单增速较上一季度有所提升，整体来看行业迎来边际改善，在基建稳增长与货币环境宽松的背景下未来有望持续稳健发展。

3.2. 对外工程 2018 订单：国内业务贡献突出，海外形势略有好转

对外工程行业公司在手订单保障系数普遍较高，与海外业务工期普遍工期较长、生效周期长有关。其中神州长城第四季度未获新单，北方国际新签订单额不及上年同期，除此之外中工国际、中钢国际与中材国际的新签订单额与上年相比均有大幅增长。

表 5：对外工程行业公司 18 年订单总体情况一览（亿元）

公司名称	18Q4 单季新签订单+已中标未签订单	18Q4 单季新签订单+已中标未签订单增长率	截至 18Q4 累计新签订单额	截至 18Q4 累计新签订单额增长率	截至 18Q4 累计已签约未完工订单金额	18 已签约未完工订单金额/17 营收	17 已签约未完工订单金额/16 营收
中材国际	132.56	43.00%	309.86	-13.60%	443.80	2.27	2.31
中工国际	103.18	248.34%	153.38	-7.75%	620.48	5.69	7.05
中钢国际	101.81	155.87%	261.75	167.64%	543.18	6.91	4.90
北方国际	39.68	-71.54%	69.09	-74.85%	1060.21	10.90	10.59
神州长城	0	-100%	209.11	22.04%	551.06	8.48	8.06

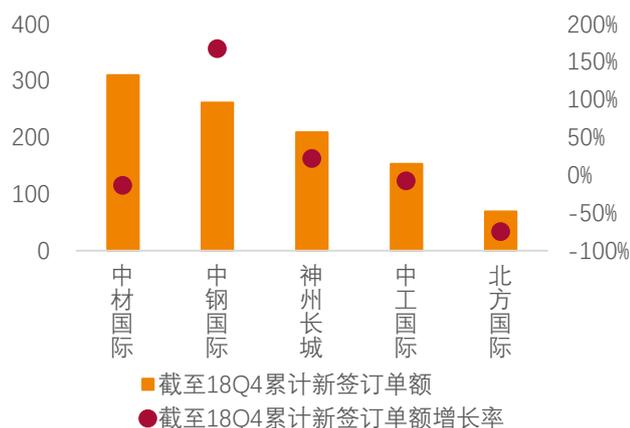
资料来源：公司公告，天风证券研究所

中材国际第四季度新签订单额为 132.56 亿元，位列第一，与去年相比增长 43%。公司主业工程建设在四季度取得快速发展，节能环保领域表现亮眼，同比均有高增，为四季度订单增长做出较大贡献。2018 年全年公司新签订单额 309.86 亿元，同比下降 14%，主要由于前三季度新签订单情况不太理想。分地区来看，公司 2018 年境外新签订单金额同比下滑 24.41%，而国内新签订单情况良好，同比增加 33.92%。尽管前三季度公司新签订单额持续下滑，但四季度快速回升，未来有望持续好转。

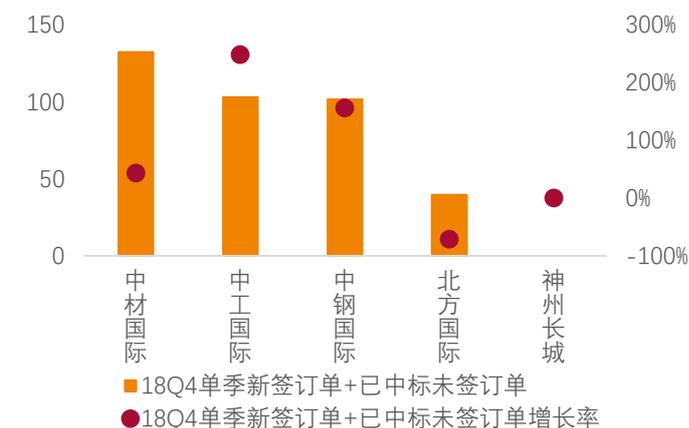
中工国际第四季度新签订单金额排名第二，为 103.18 亿元，同比增加 248.34%。公司第四季度在海外拿下多项订单，其中阿塞拜疆钢铁生产综合体建设项目（11.7 亿美元）占去年营收的 74.5%，推动新签订单额高速增长。但公司 2018 年订单保障系数较上年同期下降了 1.47，主要原因是 2017 年海外新签基数较高且 2018 年前三季度订单增速下降。从全年累计新签订单层面来看，海外业务同减 8.20%，国内业务同减 26.59%，人民币贬值一定程度弥补了订单额下滑带来的影响，全年同减 7.75%。

图 17：对外工程行业公司 18Q4 累计新签订单额情况（亿元）

图 18：对外工程行业公司 18Q4 新签订单+已中标未签订单情况（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

中钢国际第四季度新签订单额为 101.81 亿元，位居第三，较 17 年同期增加了 155.87%，推高订单保障系数至 6.91。分地区来看，2018 年以来公司国内新签订单单体规模较大，订单额大幅增加，致使订单结构发生改变，国内新签订单 192.08 亿，贡献全年新签订单额的 73.39%；境外新签工程项目上半年新签订单仅为 2.03 亿，下半年形势好转，新签订单 67.63 亿，同比增长 45.10%，全年新签订单额增速达到 167.64%。

北方国际以 39.68 亿元的新签订单量排在第四。尽管第四季度新签订单额环比增长显著，但与去年同期相比下降了 71.54%，主要由于 17 年第四季度签订的伊朗格什姆天然气转聚丙烯化工厂 EPCF 项目(101.31 亿)扩大了订单基数。公司 2018 年订单保障系数为 10.69，排名第一。在手订单体量大但仍有 22 个订单尚未生效，公司在第四季度并未实质性推进订单生效进度。剔除未生效及停滞项目订单后，订单保障倍数为 4.52。受国际形势影响，全年新签订单较上年同期大幅下降，同减 74.85%。

神州长城第四季度没有新签订单，全年累计新签合同额为 209.11 亿元，同比增长 22.04%，其中重庆迎龙湖乡村振兴示范园区项目贡献较大，以 100 亿的订单额占新签合同总量的 47.82%。此外，部分在执行项目进展缓慢，如科威特国防部军事学院项目分包工程(约 21 亿元)，因流动资金缺乏现已停工。

总体来看，国际形势错综复杂，对外工程公司 2018 年海外新签业务量普遍下挫，部分公司(中工国际、中钢国际)第四季度拿到境外大单，扭转了前三季度以来境外订单增速下降的趋势。各公司为降低海外业务带来的风险，开始大力开拓国内市场，其中中材国际、中钢国际国内新签订单额增长较快，一定程度上弥补了境外发展受挫带来的增速下滑，国内业务有望成为订单业绩新的增长点。

3.3. 园林公司 2018 订单：签单速度放缓，战略投资有望促业绩修复

园林公司中铁汉生态尚未公布第四季度经营数据，从所选取的 9 家公司已公布数据的表现来看，行业内公司累计新签订单额普遍下滑。受融资环境收紧与地方债务趋严的影响，行业经营现金流恶化、财务费用率有所承压。

在园林行业选取的公司中，棕榈股份以 94.52 亿元的新签订单累计额与 3.7 的订单保障系数位列第一。公司第四季度新签订单额中工程施工业务同比下降 9.84%，设计业务同比下滑 42.76%，在手订单与上年基本持平。公司上半年新签订单额增速较快，下半年则呈下滑趋势，主因是公司融资进展受制于外部金融环境。此外，公司为顺利偿付当期集中到期的大额债务，对各项已开工传统建设项目和已投资生态城镇项目的资金安排进行了较大的调整。公司累计新签订单同比下滑 22.35%，较前三季度有所好转。

表 6：园林公司 2018 订单情况总体一览(亿元)

公司名称	18Q4 累计新签订单	18Q3 累计新签订单	18Q4 累计新签订单增长率	18Q3 累计新签订单增长率	截至 18Q4 累计已签未完工订单	18 已签约未完工订单金/17 营收	17 已签约未完工订单金/16 营收

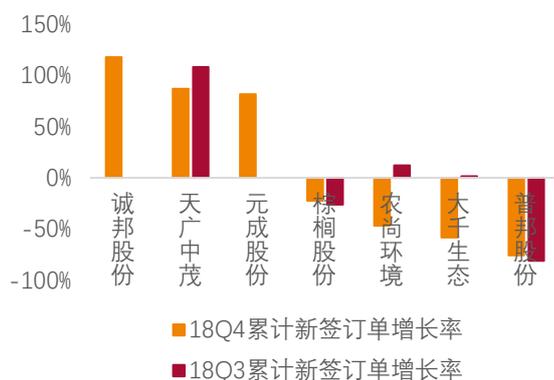
棕榈股份	94.52	67.12	-22.35%	-26.07%	194.53	3.70	4.99
文科园林	56.07	13.15	-	-	68.01	2.65	3.19
元成股份	31.04	28.51	81.41%	-	31.04	3.69	3.13
天广中茂	25.98	8.8	86.77%	108.01%	56.21	1.60	1.25
诚邦股份	24.00	9.59	117.55%	-	24.17	3.25	1.76
普邦股份	22.52	16.27	-75.63%	-80.80%	83.69	2.34	2.38
美晨生态	21.58	7.5	-	-	80.62	2.07	1.90
大千生态	9.24	7.53	-58.19%	1.62%	9.24	1.36	3.70
农尚环境	5.21	3.74	-46.61%	12.08%	3.49	0.82	0.70

资料来源：公司公告、wind、天风证券研究所

文科园林累计新签订单排名第二，为 56.07 亿元。第四季度公司新签订单中，工程类项目与去年同期相比下降了 19.51%，设计订单同比增加了 141.94%。2018 年，公司根据宏观经济情况，对资金回收期长的项目进行了严格的控制，重点开拓资金进度支持较好的项目。截止 2018 年底公司累计已签约未完工订单 68.01 亿元，在手订单充足，且公司新签订单多为 EPC 项目，有利于加快项目落地。

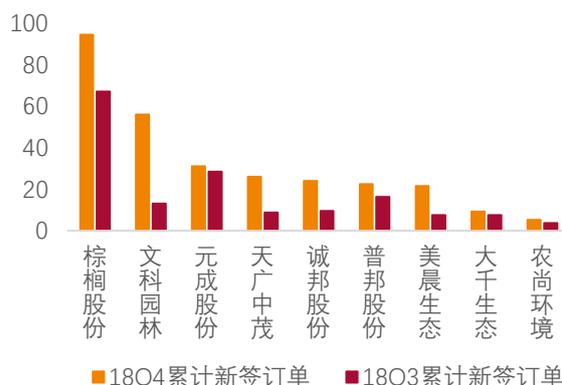
元成股份新签订单额排名第三，为 31.04 亿元，新签的 95 项合同均在执行中。公司在 2018 年公司围绕着生态景观、绿色环保和休闲旅游不断地拓宽了业务范围，使公司的业务呈现持续增长的发展态势。全年新签合同呈快速增长的趋势，在手订单保障系数为 3.69，仅次于棕榈股份。

图 19：园林公司 2018 年 Q4/Q3 累计新签订单增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：园林公司 2018 年新签订单情况（亿元）

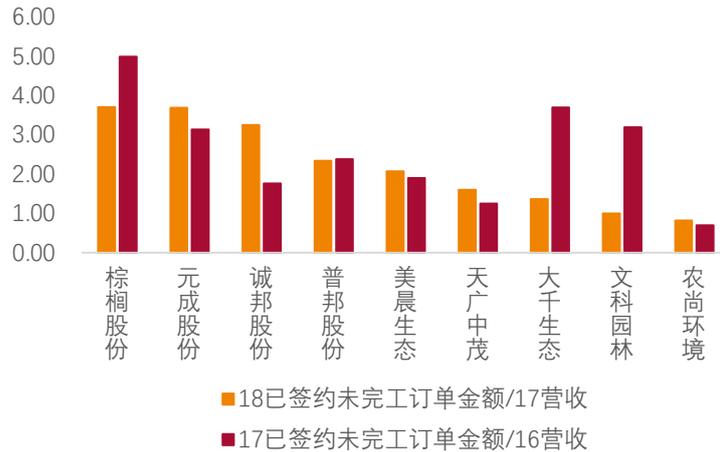


资料来源：公司公告，天风证券研究所

天广中茂新签订单额为 25.98 亿元，与上年同期相比增长 86.77%，排名第四。在手订单 56.21 亿元，订单保障系数为 1.60 排在倒数第二。2017 年度以来公司将大部分公司债和银行贷款投入中长期的园林工程项目，加上报告期内部分银行抽贷、断贷，以及工程项目回款晚于预期等因素影响，导致公司短期运营资金紧张，从而对公司的经营战略部署及部分建设项目施工进度造成影响。根据第四季度公布经营数据，未开工的重大合同额为 25.28 亿，剔除后的保障系数仅为 0.89。

诚邦股份新签订单额同比增长了 117.55%，推高订单保障系数至 3.25。公司积极发展 PPP、EPC 业务模式，承接多项 PPP 项目，通过积极与国企、大型 PPP 投资运营公司进行战略合作，提升公司在 PPP 项目上的品牌形象和影响力，扩大相应的市场份额。

图 21：园林公司 18 与 17 年订单保障系数对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 7：蒙草生态、棕榈股份、东方园林 2017/2018 新签订单情况

	2017 年新签订单数 (个)	2017 年新签订单额 (亿元)	2018 年新签订单数 (个)	2018 年新签订单额 (亿元)
蒙草生态(H1)	76	91.43	42	13.91
棕榈股份	616 (除 Q1)	121.73 (除 Q1)	869	94.52
东方园林	50	715.71	43	434.19

资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：蒙草生态统计口径为 2018H1，棕榈股份 2017 年数据未包含 Q1

总体来看，园林公司受流动性收紧及地方债务监管趋严的影响，签单速度放缓，部分企业新签订单与去年同期相比大幅下降。在融资环境比较严峻的形势下，行业中体量较大的公司首当其冲，而体量较小的公司入市较晚、资金较充足，所受冲击较小。从已披露的数据来看，蒙草生态和棕榈股份的单体规模及订单量均有萎缩，东方园林下半年新签 PPP 项目大幅缩减。

随着近期中央对于民企融资问题的持续关注和缓释民营企业信用风险措施的逐步推出，融资环境持续改善，未来合规项目持续推进，行业有望走出低谷。2018 年下半年起，美晨生态、天广中茂、东方园林等多家公司以股权转让的方式引入战略投资，对于缓解信贷压力、增强资金流动性大有裨益，未来公司估值及业绩修复可以预期。

3.4. 钢结构公司 2018 订单：新签订单增速不及同期，四季度边际改善

2018 年，在列钢结构公司累计新签订单增速均明显低于 2017 年同期，但截至第四季度累计增速较三季度呈现一定好转。根据公开的资料显示，精工钢构截至四季度订单增速较三季度有所改善，增速回升至 19.79%，东南网架增速从 -26.24% 升至 -7.00%，但富煌钢构累计增速回落至 1.12% 低位。钢结构板块增速不振主要系由去产能深入推进，环保限产压力较大等因素所致。

表 8：钢结构行业公司 2018 订单情况一览 (亿元)

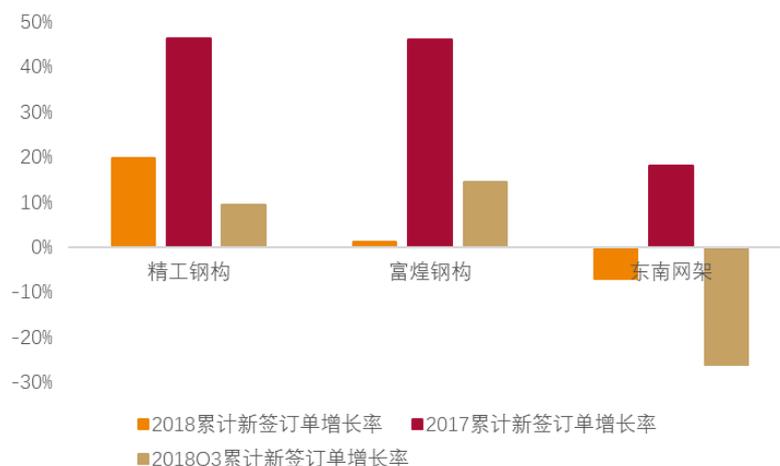
公司名称	2018 累计新签订单	2018 累计新签订单增长率	2017 累计新签订单增长率	2018Q3 累计新签订单增长率	2018 已中标未签约订单	2017 已中标未签约订单	2018 新签+中标未签 /17 营收	2017 新签+中标未签 /16 营收
精工钢构	122.70	19.79%	46.25%	9.44%	0.00	0	1.88	1.69
富煌钢构	50.84	1.12%	46.13%	14.56%	3.30	4.20	1.92	2.29
东南网架	81.79	-7.00%	18.15%	-26.24%	25.78	0	1.38	1.53

资料来源：公司公告，天风证券研究所

精工钢构全年新签订单 122.70 亿元，规模与增速均居于在列公司首位，新签订单收入比为

1.88, 较 17 年提高 0.19。订单增长主要来自装配式建筑和公共建筑板块, 分别较去年同期增长了 10.39 亿元和 7.38 亿元, 同比增速达 169.44%和 41.90%。公司三季度单季增速转负, 四季度钢结构业务订单同增 63.21%, 非钢结构业务订单同增 129.37%, 齐力推动了全年订单的中速增长和订单收入比的提高。

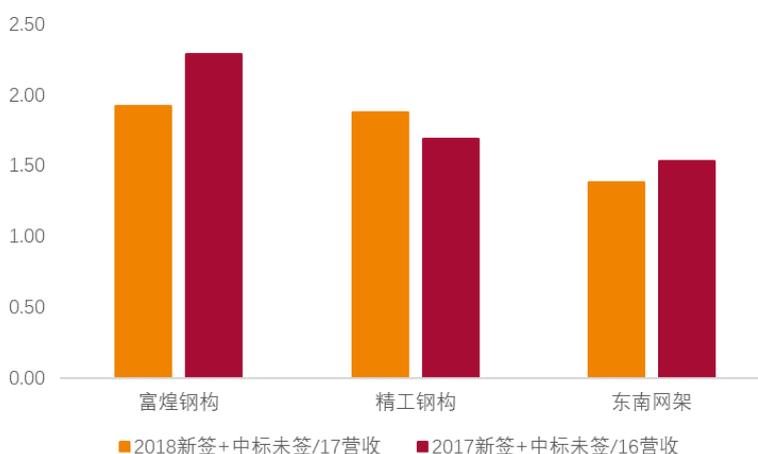
图 22: 钢结构公司订单情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

富煌钢构的订单收入比为 1.92, 为在列公司最高, 较同期下降 0.37。公司具备领先的装配式建筑产业技术体系, 是承揽装配式建筑大单的主要竞争优势, 二季度订单收获颇丰, 单季新签 19.16 亿, 增幅达 79.07%, 下半年跟随行业整体波动, 单季订单量呈现下滑态势。

图 23: 钢结构公司新签订单收入比



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

东南网架 2018 各季累计新签订单增长率均为负, 订单增长不振致使订单收入比下滑至 1.38, 处于行业低位。钢结构业务中新签规模和中标未签规模均较同期下滑, 非钢业务中, POY 产品销量较同期稳健增长, 实现营收 26.52 亿元, 同比上升 23.74%; FDY 产品销量和营业收入均同比小幅下降; 切片产品实现营收降幅达 46.71%, 主因同期基数较大。精工钢构和东南网架在 18 年上半年开始积极承接 EPC 总承包项目, 实现由专业分包商到总承包商转型, 新业务模式发展致公司未来业务体量有望提升。

表 9: 2018 钢结构公司专利授权情况 (个)

公司名称	2018 年专利授权	2017 年专利授权	2016 年专利授权	合计
精工钢构	3	2	0	5
富煌钢构	0	1	0	1
东南网架	3	0	3	6

杭萧钢构	23	36	29	88
鸿路钢构	4	8	6	18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

通过发布的合作协议公告，我们可以看到五家钢结构企业专利授权情况。杭萧钢构专利授权数量在历年均为同业之最，三年共计 88 个。鸿路钢构三年共授权 18 个，位列第二，其余三家数量较少。值得注意的是，同 2017 年相比，2018 年 3 家公司专利授权同比减少，其中杭萧钢构签订合作协议 23 个，同比减少 13 个，主因专利授权业务竞争日趋激烈等。

整体来看，我们认为 2018 年钢结构行业中空间钢结构和重钢结构业务分别受到我国基建和房建投资增速整体下行的影响，景气度较同期有所下滑，但制造业投资增速持续上行背景下，轻钢结构业务放量或是钢结构企业订单增长的主要贡献力。预计 2019 年制造业投资稳步回升将继续形成行业利好，而基建补短板落实推进也望助力空间钢结构业务回暖向阳。此外，钢结构行业由专业分包向总承包转型带来的 EPC 业务增量同样值得关注。

4. 投资建议

18 年全行业基建相关业务订单增速整体出现下滑，但四季度基建链条建筑央企和地方路桥已现边际好转，19 年受益基建补短板东风，相关企业有望收获较好相对收益，订单量因势提升。房建相关业务受地产调控影响增速回落，装饰、钢结构等偏房建相关业务订单增速开始向下。综合来看，19 年减税降费等财政政策密集出台将对建筑行业产生实质利好，宽松基调的货币政策将配合财政缓解行业资金面压力。目前行业内订单保障系数仍在高位，有望推动业绩转化，建筑行业集中度提升、强者恒强仍是主旋律，我们维持“强于大市”评级。

5. 风险提示

固定资产投资增速快速下滑，订单执行进度不及预期

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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