

建筑装饰

产能扩张支撑订单营收高增长，经营现金流持续净流入——钢结构三季度财报汇总分析

行业产能扩张，助力订单高增长续航

从订单情况整体来看，杭萧钢构、富煌钢构和精工钢构分别较去年同期订单金额增加 10.39%、26.82%和 72.16%。精工钢构主要系 EPC 模式业务带动起了订单高速增长，绍兴及河北两地的生产基地将为未来订单高速增长提供产能支撑。地方政府持续推动钢结构人才公寓、保障房建设是订单增加主要原因。未来，虽制造业宏观环境稍有冷却，基建投资回暖带来的资金有望继续带动钢结构订单高增。

行业营收增速仍处高位，毛利率有所下滑

2019 年三季度行业整体营收增速为 23.5%，较去年同期增速下滑 3.7 个百分点，但较 2019 年中回升了 0.08 个百分点，目前仍保持较高增速。基于公司在手订单情况与目前融资环境的产能好转，行业营收在第四季度中大概率维持稳健增长状态。毛利率方面，2019 年 Q3 行业整体毛利率为 14.7%，较前值下降 0.9 个百分点。主要系高毛利率专利授权减少和新投产产能初期毛利率低所致。随着钢材价格四季度中枢持续缓慢下移，我们认为行业整体毛利率下半年有望有所回升。

期间费用率小幅下降，归母净利润增速受毛利率下降、政府补助减少下滑

2019 年 Q3 行业整体期间费用率为 8.9%，较前值小幅下滑约 0.7 个百分点。其中财务费用率提升 0.03 个百分点，管理费用率下滑 0.15 个百分点，销售费用率下降 0.1 个百分点，研发费用率下滑 0.3 个百分点。主要系行业营收高增长带来的规模效应。

从各公司归母净利润增速变化，除了森特股份外，其余五家公司均出现增速下滑，其中精工钢构、鸿路钢构、杭萧钢构下滑较为明显，一方面由于部分公司去年业绩基数较高，另一方面也由于政府补助本期计入损益较少。

行业经营现金流优于其他细分子行业，资产负债率小幅提升

2019 年 Q3 行业收现比为 1.014，同比下降 3 个百分点，主要系本期行业整体回款质量有所下降；付现比为 0.999，同比下降 0.4 个百分点，行业整体经营活动现金流为流入 17.19 亿，较去年同期多流入 0.15 亿，基本稳定。

2019 年 Q3 行业资产负债率为 61.13%，较 H1 下降了 0.75 个百分点，较年初上升了 0.55 个百分点。行业整体资产负债率变化斜率并不陡峭，仍处于上行趋势，导致此趋势的主要原因主要是新建产能的持续重资产投入。

投资建议

通过分析 2019 年 Q3 业绩情况，可以看到钢结构行业整体营收增速目前仍处于较高位置。在毛利率下滑、政府补助收入结转降低等因素影响下，行业归母净利润率有所下滑，归母净利润增速显著低于营收增速。本期经营现金流回款质量系政策缘由有所改善，资产负债率小幅上升，资产流转速度较往期也有所改善。

我们认为在加强回款的行业趋势下，钢结构行业目前整体业绩的增速有较为充足的支撑，由于前期在手订单仍然充裕，后期业绩释放也有一定支撑。从中长期来看，装配式建筑与工程总承包模式仍然受到政策大力支持，但需求端的快速提升期仍需进一步等待。基于以上分析，我们对于钢结构行业的走势仍持有乐观态度，未来业绩或将持续上行，维持钢结构行业的“强于大市”评级。

风险提示：固定资产投资增速下滑，装配式建筑推广速度低于预期，政策落地滞后性

证券研究报告

2019 年 11 月 08 日

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

分析师

SAC 执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《建筑装饰-行业专题研究：业绩增速下滑，现金流情况有所好转——钢结构行业上半年财报汇总分析》
2019-09-09
- 2 《建筑装饰-行业专题研究：多因素助力行业持续高景气-2018 年及 2019Q1 钢结构行业财报汇总分析》
2019-05-09



内容目录

1. 行业产能扩张，助力订单高速增长续航.....	4
2. 行业营收增速仍处高位，新建产能致毛利率有所下滑	5
3. 期间费用率有所改善，政府补贴结转下降致归母净利润下滑.....	7
4. 行业经营现金流好转，资产负债率小幅提升	10
4.1 经营活动现金流好转，主要系政府清欠民营企业账款所致.....	10
4.2 行业资产负债率缓慢提升，应收账款周转率有所下滑	12
5. 投资建议.....	13
6. 风险提示.....	13

图表目录

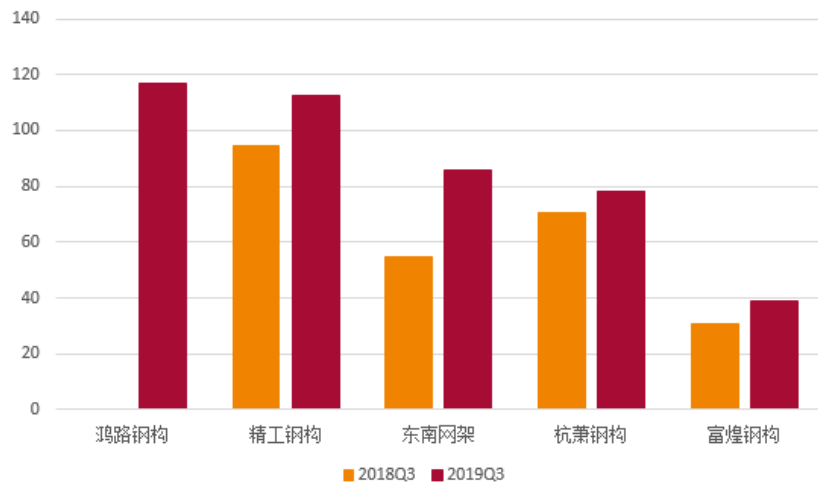
图 1：累计行业订单金额对比（单位：亿）	4
图 3：营收增速	5
图 4：营收增速对比	5
图 5：毛利率变化.....	6
图 6：同行业毛利率对比.....	6
图 7：行业单项费用率对比	7
图 8：行业管理费用率	7
图 9：行业研发费用率	7
图 10：行业财务费用率.....	8
图 11：行业销售费用率.....	8
图 12：归母净利润增速对比.....	8
图 13：行业归母净利润总计及增速变化	9
图 14：行业收现比与付现比对比	10
图 15：鸿路钢构收现比与付现比	10
图 16：富煌钢构收现比与付现比	10
图 17：杭萧钢构收现比与付现比	10
图 18：精工钢构收现比与付现比	10
图 19：森特股份收现比与付现比	11
图 20：东南网架收现比与付现比	11
图 21：经营现金流净额（单位：百万）	11
图 22：资产负债率	12
表 1：行业累计订单统计对比（单位：亿）	4
表 2：单季度行业订单同比详情.....	4
表 3：公司专利授权情况.....	4
表 4：公司战略合作协议统计对比	5
表 5：行业内营收增速对比	6

表 6: 行业期间费用率对比	7
表 7: 同口径资产减值损失	8
表 8: 行业归母净利润增速	9
表 9: 行业经营活动现金流情况对比	11
表 10: 行业资产负债率对比	12
表 11: 应收账款周转率	12
表 12: 存货周转率	13

1. 行业产能扩张，助力订单高速增长续航

出于第三季度相关数据可得性以及公司业绩结构相似性等因素，我们选取 4 家钢结构行业公司的数据进行订单汇总，作为钢结构行业订单数据指标。

图 1：累计行业订单金额对比（单位：亿）



资料来源：wind，天风证券研究所

从订单情况整体来看，杭萧钢构、富煌钢构和精工钢构分别较去年同期订单金额同比增加 10.39%、26.82%和 72.16%。精工钢构主要系 EPC 模式业务带动起了订单高速增长，绍兴及河北两地的生产基地将为未来订单高速增长提供产能支撑。

表 1：行业累计订单统计对比（单位：亿）

累计汇总表	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	同比增速
精工钢构	94.40	122.70	50.28	89.56	112.24	72.16%
富煌钢构	30.61	50.83	4.61	30.53	38.82	26.82%
杭萧钢构	70.57	89.96	19.55	55.31	77.90	10.39%
东南网架	54.55	81.80	42.02	74.55	85.56	-17.51%
鸿路钢构	-	118.00	34.65	69.60	116.96	-

资料来源：wind，天风证券研究所

从各公司订单单季度同比详情来看，和富煌钢构、东南网架和杭萧钢构分别较上期同比上升了 23.18%、16.26%和 7.78%，2019Q3 单季度订单依旧保持良好增速。而精工钢构本季度订单增速较前期同比下降了 20.95%。

表 2：单季度行业订单同比详情

公司名称	2019Q3	2018Q3	同比增速
鸿路钢构	47.36	-	-
富煌钢构	8.29	6.73	23.18%
东南网架	11.01	9.47	16.26%
杭萧钢构	22.59	20.96	7.78%
精工钢构	22.68	28.69	-20.95%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 3：公司专利授权情况（个）

公司名称	2019 年 Q3 至今专利授权	2018 年专利授权	2017 年专利授权	2016 年专利授权	合计
精工钢构	2	3	2	0	6

富煌钢构	0	0	1	0	1
东南网架	0	27	0	3	30
杭萧钢构	4	27	36	29	94
鸿路钢构	4	13	8	6	29
森特股份	0	1	0	0	29

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。2019Q3 季度专利授权较少，杭萧钢构、鸿路钢构均有 4 项专利授权。从 2018 年全年来看，5 家公司专利授权较同期相比有所增加，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。随专利授权业务增长，业内企业竞争压力加大，未来专利授权业务定价或将降低。

表 4：公司战略合作协议统计对比

公司名称	2019 至今	2018	2017	2016	合计
鸿路钢构	3	4	8	6	21
杭萧钢构	4	23	36	29	92
精工钢构	2	3	3	0	8
东南网架	0	3	0	3	6

资料来源：公司公告，天风证券研究所

通过统计四家公司公告中的新签战略合作协议数目变化，我们可以看到，今年内杭萧钢构的战略合作协议签署数量有明显的下降，2019Q3 同比去年 2018 年时期杭萧钢构新签战略合作总计金额下降了 80.08%，数目同比下降了 16 个。

宏观来看，2019Q3 季度内，制造业投资累计同比增速有所下降，9 月增速环比 8 月下降 0.1 个百分点；基建投资增速稍有回升，2019 年 9 月基建投资增速（统计局口径）为 3.44%，较 8 月上升了 0.25 个百分点。地方政府持续推动钢结构人才公寓、保障房建设是订单增加主要原因。未来，虽制造业宏观环境稍有冷却，基建投资回暖带来的资金有望继续带动钢结构订单高增。

2. 行业营收增速仍处高位，新建产能致毛利率有所下滑

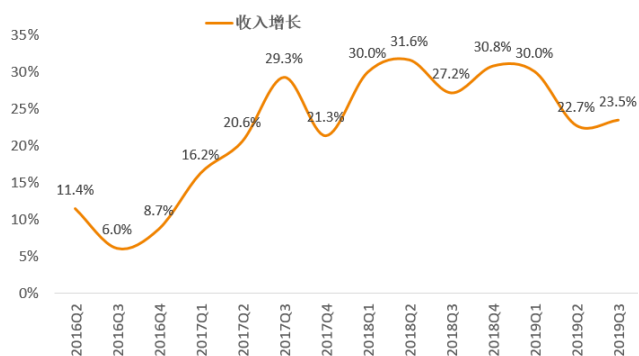
出于数据可得性以及公司业绩结构相似性等因素，我们选取 6 家钢结构行业公司的财务数据进行汇总，作为钢结构行业数据指标。

2019 年三季度行业整体营收增速为 23.5%，较去年同期增速下滑 3.7 个百分点，但较 2019 年中相比保持稳定，目前仍保持较高增速。主要系前期订单逐渐释放所致。

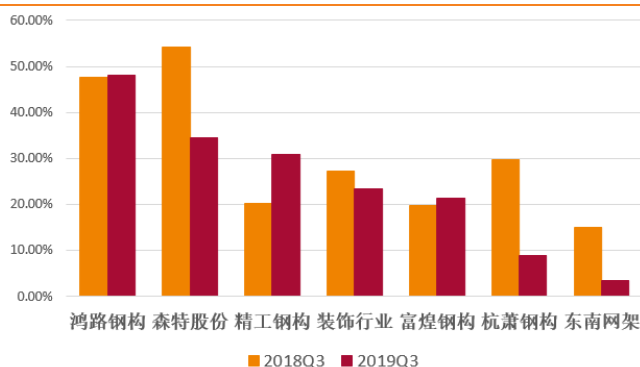
基于公司在手订单情况与目前融资环境的产能好转，行业营收在第四季度中预计维持稳健增长状态。部分行业龙头公司的营收增速与自身产能扩张具有显著联系，比如鸿路钢构 2016 年起在全国范围内合理布局生产基地，2019 年中产能已实现 210 万吨，公司预计 2019 年将实现产能 300 万吨，产能的逐步释放支撑了未来营收继续保持高增长。

图 2：营收增速

图 3：营收增速对比



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

从各个公司来看, 森特股份、杭萧钢构与东南网架营收增速的同比下滑拖累了行业整体营收增速。2019年Q3中, 三家公司营收增速分别为34.4%、8.9%和3.5%, 对应同比下滑19.8、20.8与11.5个百分点。其余三家公司中精工钢构继续保持营收高增长, 较去年同期上升了10.7个百分点, 主要系一季度EPC订单释放助力, 鸿路钢构和富煌钢构则继续保持去年同期增速。

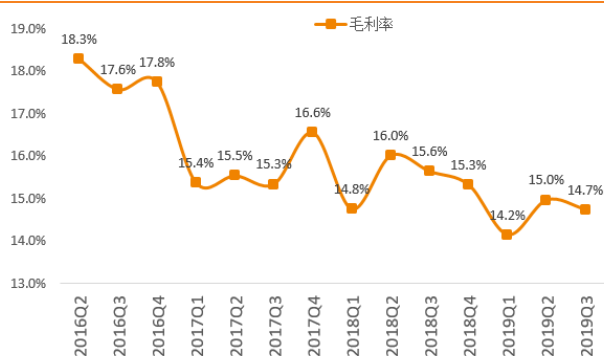
表 5: 行业内营收增速对比

公司名称	2018Q3	2019Q2	2019Q3	同比差额
鸿路钢构	47.6%	52.9%	48.0%	0.4%
森特股份	54.2%	42.5%	34.4%	-19.8%
精工钢构	20.2%	19.9%	30.9%	10.7%
钢结构	27.2%	22.7%	23.5%	-3.7%
富煌钢构	19.8%	29.3%	21.5%	1.7%
杭萧钢构	29.7%	8.5%	8.9%	-20.8%
东南网架	15.0%	2.5%	3.5%	-11.5%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

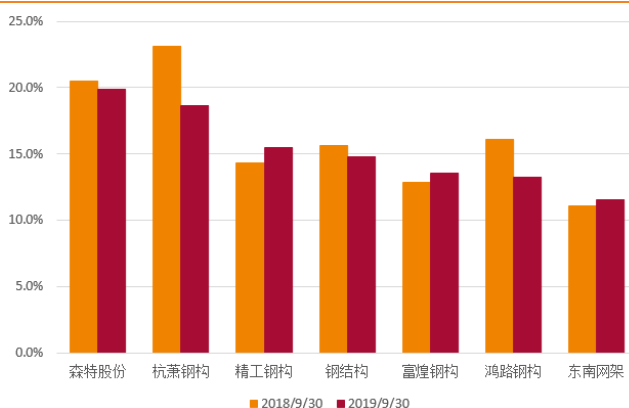
毛利率方面, 2019年Q3行业整体毛利率为14.7%, 较前值下降0.9个百分点。行业毛利率主要受杭萧钢构、鸿路钢构毛利率显著下行拖累, 鸿路钢构毛利率下行主要系新增产能低毛利率所致, 后期逐步稳定后, 毛利率有望回归; 杭萧钢构主因毛利率较高的战略合作模式合同数目2019Q3较往期同比显著下降, 从而带动自身毛利率下滑。而精工钢构、富煌钢构和东南网架毛利率小幅上行的原因主要系2019年8月钢价去年同期大幅下跌, 致营业成本有所降低所致。随着钢材价格四季度中枢缓慢下移, 我们认为行业整体毛利率下半年有望有所回升。

图 4: 毛利率变化



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5: 同行业毛利率对比

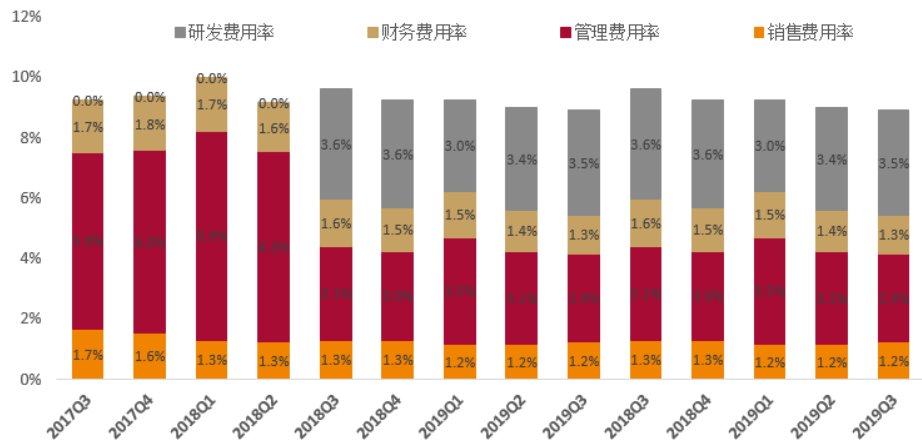


资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 期间费用率有所改善，政府补贴结转下降致归母净利润下滑

2019年Q3行业整体期间费用率为8.9%，较前值小幅下滑约0.7个百分点。其中财务费用率提升0.03个百分点，管理费用率下滑0.15个百分点，销售费用率下降0.1个百分点，研发费用率下滑0.3个百分点。主要系行业营收高增长的规模效益致费用率有所下降。

图6：行业单项费用率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

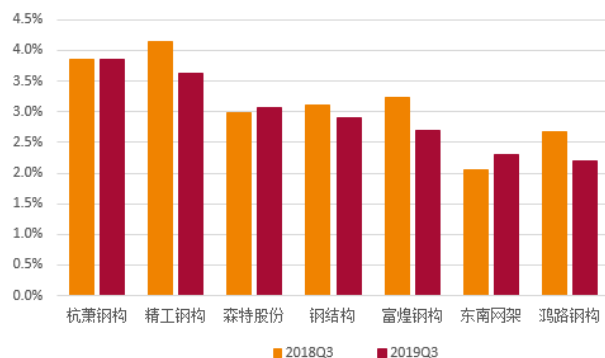
具体来看，下滑幅度较大的是鸿路钢构，较去年同期下滑2.07个百分点，幅度较大，主因公司产能快速扩张推动销售增长，期间费用率各项受公司规模效应显现均同比稳步下降。剩余公司中，精工钢构、森特股份、东南网架分别下降1.07、0.49和0.63个百分点，也是主要系营收较往期增长较快所致。富煌钢构研发费用率较去年同期上浮了1.3个百分点，主要系原计入管理费用的研发费用后因会计政策变更单列所致。

表6：行业期间费用率对比

期间费用率	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	同比差额
精工钢构	11.72%	10.28%	11.15%	10.97%	10.65%	-1.07%
富煌钢构	9.68%	10.54%	10.95%	10.37%	10.42%	0.75%
杭萧钢构	9.19%	8.84%	11.31%	10.68%	10.03%	0.84%
森特股份	9.94%	9.54%	12.45%	9.58%	9.45%	-0.49%
钢结构	9.61%	9.26%	9.26%	9.01%	8.93%	-0.68%
东南网架	8.37%	7.63%	7.74%	7.82%	7.75%	-0.63%
鸿路钢构	9.00%	9.59%	5.93%	6.44%	6.93%	-2.07%

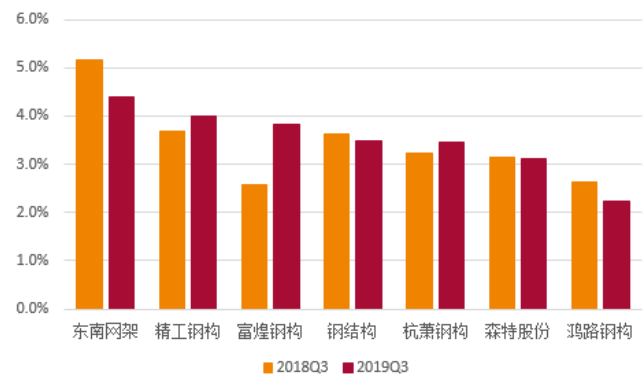
资料来源：wind、天风证券研究所

图7：行业管理费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

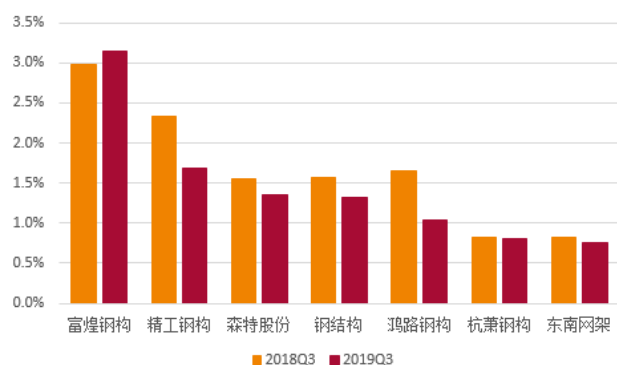
图8：行业研发费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

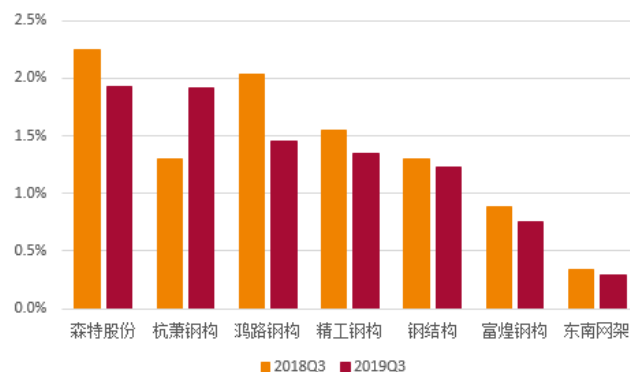
从财务费用来看，富煌钢构因其有息负债占资产总计 21.95%，远高于同行业其他公司故财务费用率远高于同行业其他企业。精工钢构系本期偿还了长期借款故财务费用率有所下降，而鸿路钢构则是因为营收高速增长致财务费用占比下降。行业销售费用率普遍有所下降，而杭萧钢构则是因为本期新业务（2018 年公司投资万郡绿建科技股份有限公司，意在打造建筑生态链上下游供需方企业的服务平台）销售人员增加所致。

图 9：行业财务费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：行业销售费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

2019 年 Q3 中，资产减值损失加回信用减值损失形成同口径来看，有四家公司同口径资产减值损失占收入比有所上升。而变化较大的是鸿路钢构下降 0.66 个百分点，主因收入规模快速扩张所致；森特股份增加 0.61 个百分点，主因会计政策中的金融工具减值准备由已发生损失法变更为预期损失法，公司需要多计提减值损失。

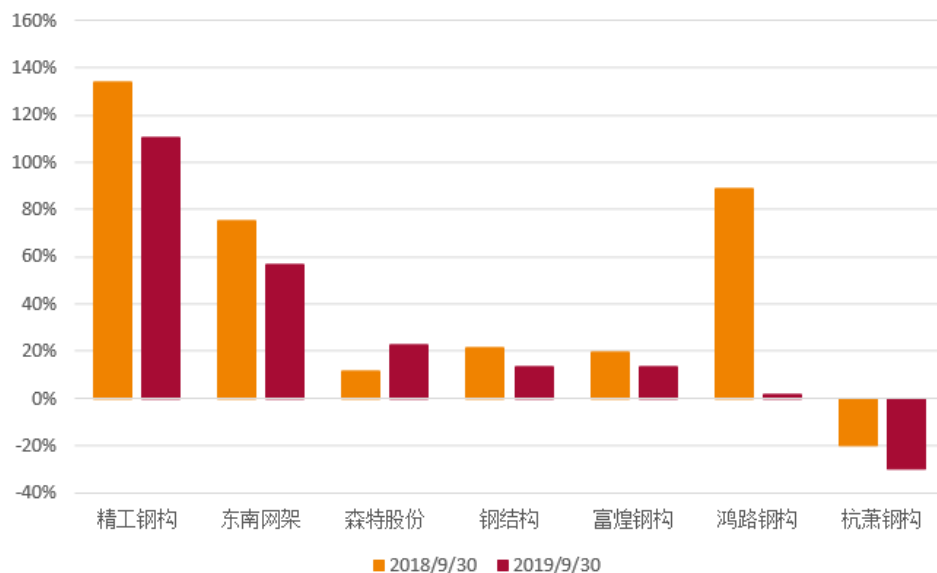
表 7：同口径资产减值损失

资产减值损失/收入	2018Q3	2019Q3	差值
鸿路钢构	1.99%	1.33%	-0.66%
杭萧钢构	0.58%	0.82%	0.24%
精工钢构	0.51%	0.76%	0.26%
森特股份	0.09%	0.70%	0.61%
东南网架	0.08%	0.25%	0.18%
富煌钢构	0.25%	0.10%	-0.15%

资料来源：wind，天风证券研究所

从净利润方面来看，自 2018 年年末未达到 4.33% 低值后整体有所小幅上升，2019 年 Q3 为 4.66%，较 2018 年同期下降 0.41 个百分点，除了毛利率下降的影响外，还有本期鸿路钢构等政府补助结转减少所致。

图 11：归母净利润增速对比



资料来源：wind，天风证券研究所

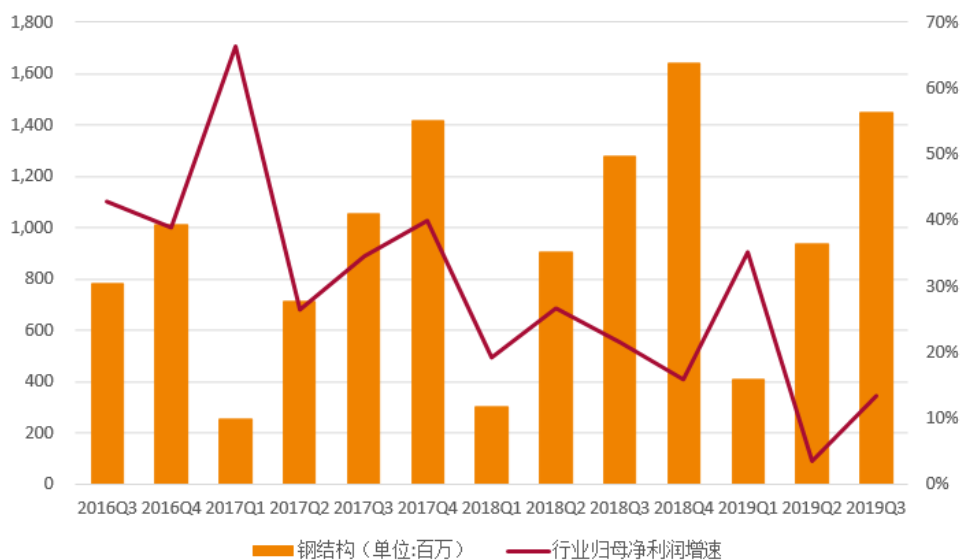
从各公司归母净利润增速变化，除了森特股份外，其余五家公司均出现增速下滑，其中精工钢构、鸿路钢构、杭萧钢构下滑较为明显，一方面由于部分公司去年业绩基数较高，另一方面也由于部分公司在前期主力业务条线上战略性收缩导致。此外也有其他因素影响，比如鸿路钢构本期政府结转收入大幅减少。

表 8：行业归母净利润增速

归母净利润增速	2018Q3	2019Q3	差值
精工钢构	134.03%	110.21%	-23.83%
东南网架	75.36%	56.85%	-18.51%
森特股份	11.66%	22.84%	11.17%
钢结构	21.41%	13.31%	-8.10%
富煌钢构	19.84%	13.27%	-6.57%
鸿路钢构	88.85%	1.58%	-87.27%
杭萧钢构	-19.93%	-29.53%	-9.61%

资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：行业归母净利润总计及增速变化



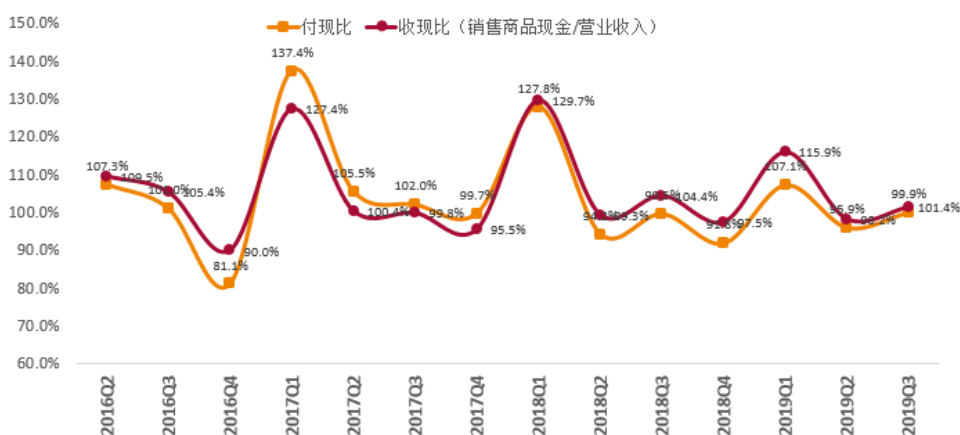
资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 行业经营现金流好转，资产负债率小幅提升

4.1 经营活动现金流好转，主要系政府清欠民营企业账款所致

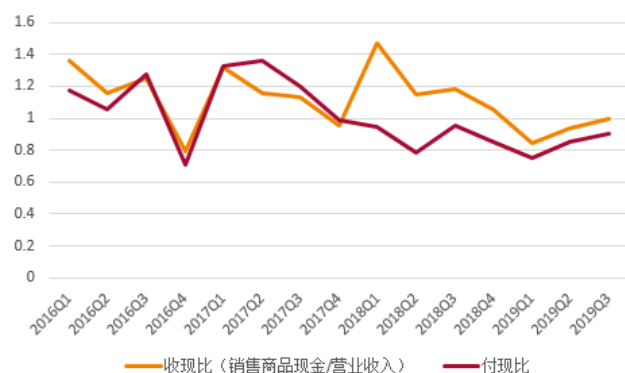
2019 年 Q3 行业收现比为 1.014，同比下降 3 个百分点，主要系本期行业整体回款质量有所下降；付现比为 0.999，同比下降 0.4 个百分点，行业整体经营活动现金流为 17.19 亿，较去年同期多流入 0.15 亿，基本稳定。其中东南网架、精工钢构在业绩增速放慢后，回款显著增加；鸿路钢构由于本期加大采购原材料所致净流出 0.61 亿元。整体而言，行业整体现金流情况较建筑行业其他细分子行业持续改善，主要原因或为钢结构行业项目回款特征以及偏房建筑施工属性与其他主要针对政府客户的细分行业有所不同。

图 13：行业收现比与付现比对比



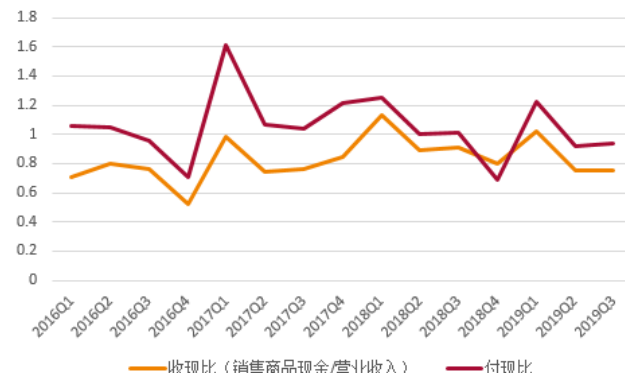
资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：鸿路钢构收现比与付现比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：富煌钢构收现比与付现比

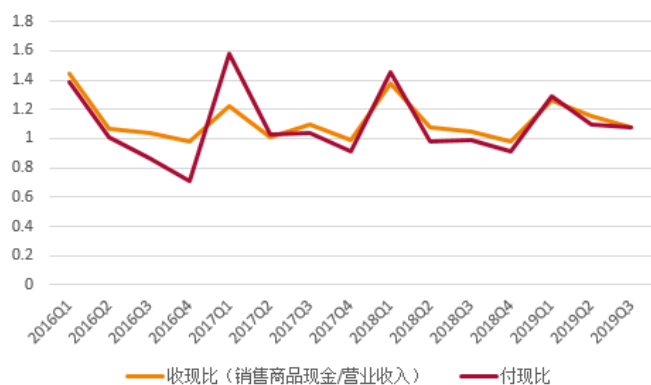


资料来源：wind，天风证券研究所

鸿路钢构在 2018 年 Q1 至 Q3 期间内收付现比波动较大，主要系公司增加了存货储备，公司的存货水平 2018 年 Q3 较 2017 年年末增加了 24.75%。

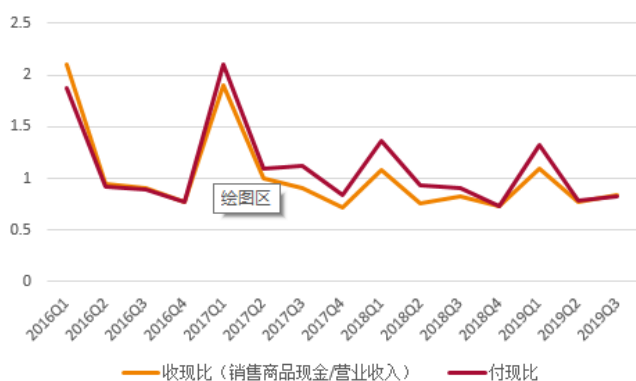
图 16：杭萧钢构收现比与付现比

图 17：精工钢构收现比与付现比

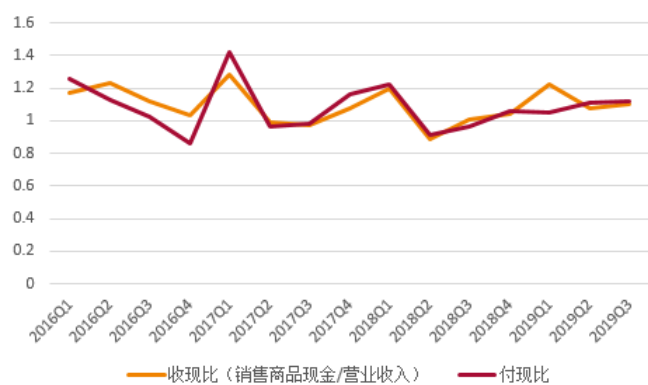


资料来源: wind, 天风证券研究所

图 18: 森特股份收现比与付现比

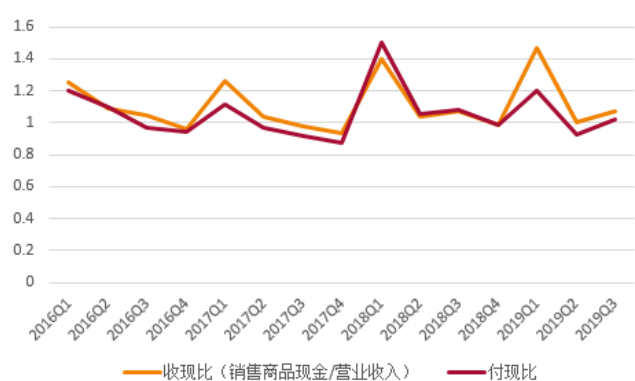


资料来源: wind, 天风证券研究所



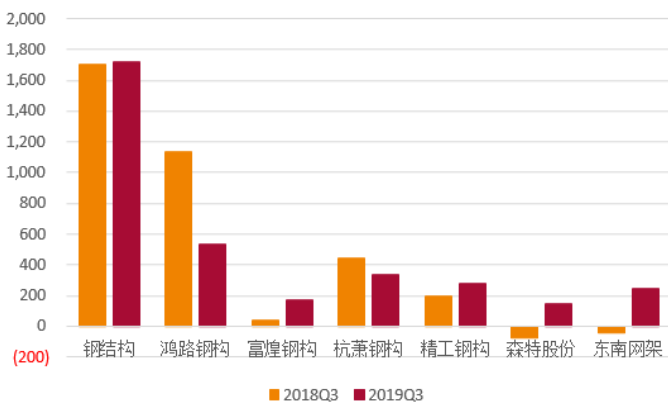
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 19: 东南网架收现比与付现比



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 20: 经营现金流净额 (单位: 百万)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 9: 行业经营活动现金流情况对比

经营活动产生现金流	2018Q3	2018	2019Q1	2019Q2	2019Q3	同期差额
钢结构	1703.69	2316.64	802.10	1299.20	1719.00	15.31
鸿路钢构	1138.03	1577.88	151.47	423.23	530.66	(607.37)
杭萧钢构	443.42	651.92	12.03	373.46	337.97	(105.46)
精工钢构	199.65	(234.26)	281.05	15.31	276.09	76.44
东南网架	(43.82)	(38.70)	408.34	301.20	248.18	292.01
富煌钢构	39.18	328.57	31.47	137.59	174.92	135.74
森特股份	(72.77)	31.23	(82.27)	48.41	151.18	223.95

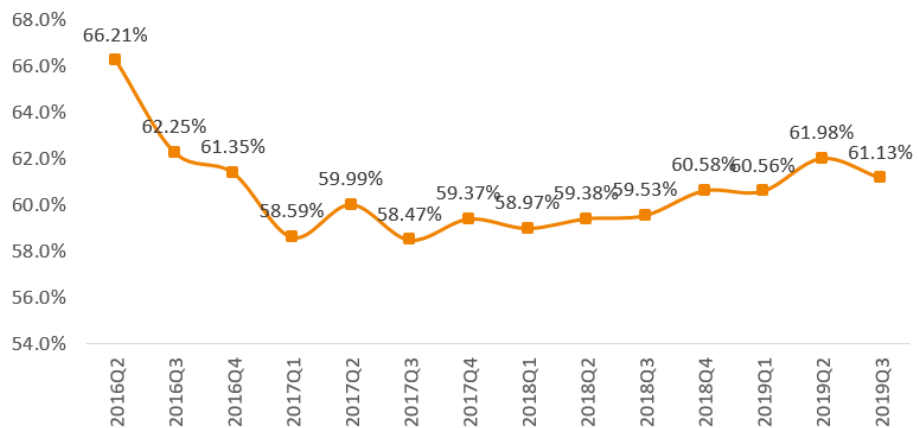
资料来源：Wind，天风证券研究所

总结来看，行业现金流整体有所好转，但是这种好转主要是由于今年内政府和央企清欠民营欠款致应收回款力度加大所致，暂时能保持一段时间。随着政府清欠民营企业账款政策继续落地，未来行业现金流或有持续改善。

4.2 行业资产负债率缓慢提升，应收账款周转率有所下滑

在 2019 年 Q3 行业资产负债率为 61.13%，较 H1 下降了 0.75 个百分点，较年初上升了 0.55 个百分点。行业整体资产负债率变化斜率并不陡峭，仍处于上行趋势。导致此趋势的主要原因主要是新建产能的持续重资产投入。

图 21：资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

分公司来看，本期鸿路钢构和杭萧钢构的资产负债率较年初分别上升了 3.33 和 1.82 个百分点，主要系本期应付类科目有所上升所致。资产负债率下降较为明显的是森特股份，较年初下降了 3.26 个百分点，主要系本期偿还有息负债所致。

表 10：行业资产负债率对比

资产负债率	2018	2019Q3	差额
鸿路钢构	57.6%	60.9%	3.33%
杭萧钢构	57.1%	58.9%	1.82%
钢结构	60.6%	61.1%	0.55%
富煌钢构	69.8%	70.0%	0.14%
精工钢构	63.2%	63.1%	-0.10%
东南网架	60.8%	60.1%	-0.75%
森特股份	48.5%	45.2%	-3.26%

资料来源：wind，天风证券研究所

从资产周转效率来看，行业应收账款周转率有所好转，比如鸿路钢构、杭萧钢构、精工钢构等公司该值有所提升；存货周转率与去年同期比相对稳定。本期周转率的回升主要系钢结构多为民营企业，且今年年初起，中央便开始强调清欠地方政府和国企对民营企业欠款力度，各地并出台了相应的措施来确保政策落实，而钢结构行业作为建筑业的偏上游企业，对此受益颇多。

表 11：应收账款周转率

公司名称	2018Q3	2019Q3	差值
鸿路钢构	3.60	4.67	1.07
精工钢构	3.12	4.39	1.28

杭萧钢构	3.57	3.50	-0.07
东南网架	2.28	2.43	0.15
森特股份	2.41	1.82	-0.59
富煌钢构	0.68	1.59	0.91

资料来源: wind, 天风证券研究所

表 12: 存货周转率

公司名称	2018Q3	2019Q3	差值
鸿路钢构	1.25	1.65	0.40
东南网架	1.69	1.55	-0.14
森特股份	1.09	1.54	0.45
杭萧钢构	0.98	1.17	0.19
富煌钢构	1.36	1.16	-0.21
精工钢构	1.07	1.15	0.08

资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 投资建议

通过分析 2019 年 Q3 业绩情况, 可以看到钢结构行业整体营收增速目前仍处于较高位置。在毛利率下滑、政府补助收入结转降低等因素影响下, 行业归母净利润率有所下滑, 归母净利润增速显著低于营收增速。本期经营现金流回款质量系政策缘由有所改善, 资产负债率小幅上升, 资产流转速度较往期也有所改善。

我们认为在加强回款的行业趋势下, 钢结构行业目前整体业绩的增速有较为充足的支撑, 由于前期在手订单仍然充裕, 后期业绩释放也有一定支撑。从中长期来看, 装配式建筑与工程总承包模式仍然受到政策大力支持, 但需求端的快速提升期仍需进一步等待。基于以上分析, 我们对于钢结构行业的走势仍持有乐观态度, 未来业绩或将继续上行, 维持钢结构行业的“强于大市”评级。

6. 风险提示

固定资产投资增速下滑加速, 装配式建筑推广速度低于预期, 政策落地时滞性

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