

# 建筑装饰

证券研究报告  
2019年12月25日

## 行业三季度订单汇总分析：订单向各子行业龙头集中的趋势已非常明显

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 装饰行业 19Q3 订单：新签订单同比下降，行业集中度提升

作者

整体来看，因 18 年房地产调控政策持续发力，年初地产竣工数据较差，装饰行业作为后周期业务受到较大冲击，中小装饰公司回款问题较为严重，对新订单的签订有更多考虑，累计新签订单同比呈下降趋势。从业务分项来看，工装、设计、住宅出现不同幅度的下降，其中住宅装修最为明显。大公司对于行业周期性因素具有更多的防护能力，新签订单较为稳定，以金螳螂、亚厦股份和全筑股份为代表的龙头公司依然保持同比增长，行业集中度提升。

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

### 建筑央企 19Q3 订单：政策利好，国内外新签订单同比加速增长

行业走势图

受益于基建补短板力度的不断加强以及逆周期调节助力，建筑央企三季度国内新签订单得到较快发展，同比增长较为显著，中国交建、中国中铁受益性最强；随着专项债可用资本金政策，交通强国战略的稳步推进，预计订单数据保持稳定增长。海外订单方面，随着一带一路政策的不断深化，10 月份国常会提出构建高标准自贸区网络、“一带一路”自贸区网络，海外订单增长保持活力。



资料来源：贝格数据

### 土木工程行业订单情况：马太效应持续，收入保障系数有所降低

相关报告

(1) 路桥行业两极分化较为明显，受地区影响较为突出。高新发展、浙江交科受益于成都高新区、长江三角洲战略的深入推进，股东优势下助力企业 2019Q3 累计新签订单增长明显，而北新路桥受制于新疆投资的不稳定性，订单数据较差。然而，融资环境改善有望进一步释放流动性，基建补短板带动投资回暖，或推动相关项目落地持续加速，地区发展对公司接单能力存在影响，粤水电、山东路桥业务有望增长。

- 《建筑装饰-行业投资策略:择股+择时详细解析 ETF 换购新规后周期股的“套利”机会》 2019-12-09
- 《建筑装饰-行业研究周报:部分建筑公司估值开始反弹》 2019-12-08
- 《建筑装饰-行业研究周报:建筑蓝筹的估值优势或逐渐得到市场认可》 2019-12-01

(2) 总体来看，对外工程行业 2019Q3 新签订单情况较去年同期有所好转，订单保障系数保持高位，受益于一带一路推进，海外订单部分仍有提升空间，国际环境改善，境外工程项目将有所上升。

(3) 受 PPP 监管与地方债务趋严的影响，且多数园林公司仍在消化在手订单，2019Q3 园林行业累计新签订单额仍呈下滑态势。但部分公司已开始谋求新战略，突破困境：以东方园林、棕榈股份、铁汉生态和乾景园林为代表的多家公司以股权转让的方式引入战略投资或转让控制权，在缓解信贷压力、增强资金流动性初显成效，未来接单能力有望增强

(4) 钢结构行业 EPC 总承包转型已初具成效，装配式建筑的发展推动 Q3 累计新签订单的同比增长，鸿路钢构增速最快，东南网架、精工钢构次之。随着 EPC 业务的不断发展，钢结构公司毛利率提升，加之政府补助发力，公司业绩稳步提高。除此之外，东南网架、精工钢构的制造业客户需求也增加，未来可持续发展能力较强。

### 投资建议

根据我们分析，各子行业增速下行过程中订单的龙头集中度趋势非常明显，大公司增长效率明显好于小公司。随着 2018 年房地产调控政策延续，地产资金链直接影响装饰行业，整体持续陷入低迷期，但龙头企业承接周期性风险能力较强。园林行业订单持续低迷，企业家们通过各种方式度过危机，PPP 接单近乎停滞。受益于基建补短板力度的加强，以建筑央企为中心的产业链条得到发展，路桥公司受地区性因素影响呈现两极分化态势。随着一带一路政策的不断推进，基建补短板力度持续提升，建筑装饰行业存在较大的发展空间，2020 年专项债的提前下达，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：固定资产投资增速下滑，订单执行进度不及预期

## 图表目录

图 1: 装饰行业公司 2019Q3、2018Q3 累计新签订单额 (亿元) 及增长率 .....	3
图 2: 装饰行业规模十家公司 2019Q3 同比增长率 .....	4
图 3: 装饰行业 2019Q1、2109Q2、2019Q3 分业务累计新签订单同比增长率 .....	4
图 4: 装饰行业公司 2019Q3、2018Q3 订单收入保障系数 .....	5
图 5: 2019Q3、2018Q3 国内订单统计 (亿元) .....	6
图 6: 2019Q3、2018Q3 境外订单统计 (亿元) .....	6
图 7: 建筑央企 2019Q3、2018Q3 订单收入保障系数 .....	6
图 8: 深交所路桥公司 2019Q3、2018Q3 新签订单额 (亿元) 及增长率 .....	8
图 9: 深交所路桥公司 2019Q3、2018Q3 订单收入保障系数 .....	9
图 10: 上交所路桥公司 2019Q3、2018Q3 新签订单额 (亿元) 及增长率 .....	10
图 11: 大公司&小公司 2018Q1-2019Q3 均值图 .....	11
图 12: 大公司均值效率对比图 .....	12
图 13: 小公司均值效率对比图 .....	12
图 14: 对外工程公司 19Q3 新签订单+已中标未签订单情况 (亿元) .....	12
图 15: 对外工程公司 2019Q3、2018Q3 订单收入保障系数 .....	13
图 16: 园林公司 2019H1、2018H1 新签订单额 (亿元) 及增长率 .....	14
图 17: 园林公司 2019Q3、2018Q3 订单收入保障系数 .....	14
图 18: 钢结构公司 2019Q3、2018Q3 新签订单额 (亿元) 及增长率 .....	16
图 19: 钢结构公司 2019Q3、2018Q3 订单收入保障系数 .....	16
表 1: 装饰行业公司 2019Q3 订单总体概览 (亿元) .....	3
表 2: 建筑央企 2019Q3 订单总体情况概览 (亿元) .....	6
表 3: 深交所地方路桥公司 2019Q3 订单总体情况概览 (亿元) .....	8
表 4: 上交所地方路桥公司 2019Q3 累计订单总体情况概览 (亿元) .....	9
表 5: 大公司&小公司 2018Q1 至 2019Q3 同比增长率均值标准差一览表 .....	10
表 6: 对外工程公司 2019Q3 订单总体情况概览 (亿元) .....	12
表 7: 园林公司 2019 年前三季度订单总体情况一览 (亿元) .....	13
表 8: 钢结构行业公司 2019Q3 订单总体情况概览 (亿元) .....	15
表 9: 2019Q3 钢结构公司专利授权情况 (个) .....	16

## 1. 装饰行业 19Q3 订单：新签订单同比下降，行业集中度提升

根据深交所行业信息披露指引第 6 号，我们统计了同口径可比数据进行研究，采用累计新签订单统计数据。根据各公司公告，装饰行业公司 19 年第三季度订单情况如下：

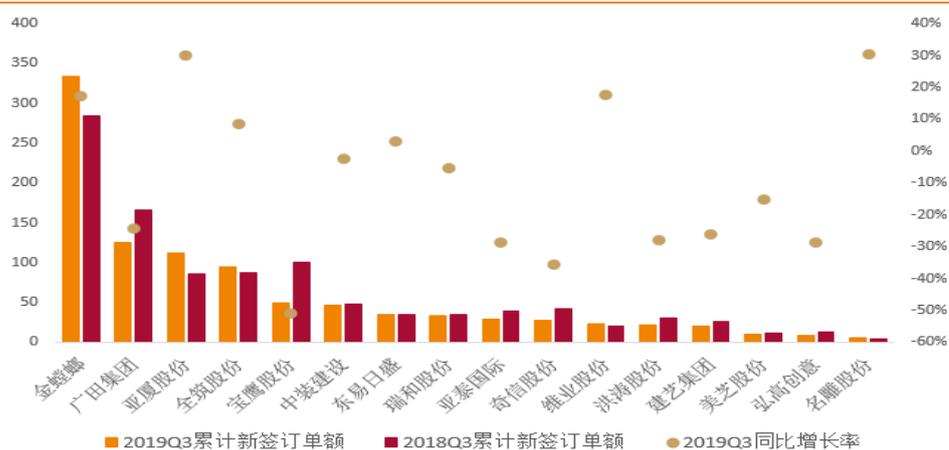
表 1：装饰行业公司 2019Q3 订单总体概览（亿元）

公司名称	2019Q3 累计新签订单	2018Q3 累计新签订单	2019Q3 累计新签订单同比增长率	截至 2019Q3 累计已签约未完工订单金额	2019Q3 订单保障系数	2018Q3 订单保障系数
金螳螂	334.24	284.94	17.30%	645.47	2.57	2.41
亚厦股份	112.47	86.41	30.16%	231.89	2.52	2.20
广田集团	125.37	165.6	-24.29%	219.50	1.52	1.73
全筑股份	94.07	86.64	8.58%	129.80	1.99	2.41
中装建设	46.81	48.04	-2.56%	81.36	1.96	2.29
宝鹰股份	49.54	100.62	-50.77%	181.94	2.65	2.24
瑞和股份	33.2	35.12	-5.47%	62.82	1.74	1.45
奇信股份	26.81	41.73	-35.75%	68.34	1.37	1.82
东易日盛	35.27	34.18	3.19%	38.48	0.92	1.11
亚泰国际	28.21	39.48	-28.55%	47.04	2.04	2.20
维业股份	23.52	19.97	17.78%	28.30	1.18	1.31
洪涛股份	21.93	30.37	-27.79%	58.20	1.48	1.68
建艺集团	19.6	26.59	-26.29%	28.53	0.96	1.31
美芝股份	9.4	11.09	-15.24%	13.51	1.41	0.87
弘高创意	8.72	12.22	-28.64%	29.00	2.01	1.81
名雕股份	5.67	4.35	30.34%	11.13	1.46	1.28
合计	974.83	1027.35	-5.11%	1875.31	2.00	2.05

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2019Q3 行业累计新签订单同比下降 5.11%，相比 Q2 累计增速环比上升 0.19 个百分点，行业形势依旧处于低迷期。同比来看，共 6 家公司同比增加。名雕股份和亚厦股份累计新签订单增速领跑行业，增速达到 30.34%、30.16%。维业股份、金螳螂也保持较快增长，增速超过 15%；龙头企业具有规模优势对周期性低迷存在一定的抵减。而其余 10 家公司都出现不同程度的下降，建艺集团、洪涛股份、亚泰国际、弘高创意和奇信股份下降幅度超 25 个百分点，宝鹰股份以同比下降 50.77% 垫底行业，主要系于去年基数过大所致。自 18 年地产信用链条偏紧，再加之年初地产数据的下行，地产公司对装饰公司等供应商付款时间变慢，因此，部分装饰公司在业务承接和现金流上有一定的取舍，因此行业公司三季度增速普遍发生下滑，装饰行业作为后周期业务受到很大影响。

图 1：装饰行业公司 2019Q3、2018Q3 累计新签订单额（亿元）及增长率

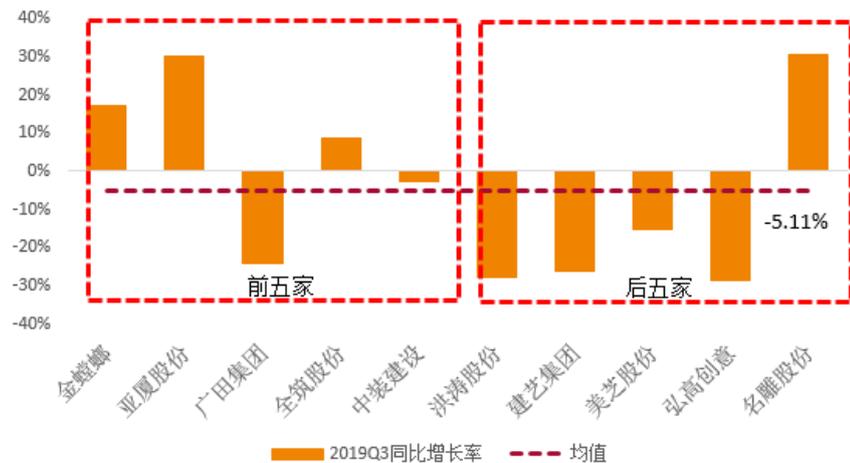


资料来源：公司公告、天风证券研究所

将订单金额与增速结合起来分析个股，图 2 统计装饰行业中按规模排序的前后五家公司的 Q3 增长率。在累计新签订单额排前五的公司中，仅有广田集团增速下降 24.29 个百分点，高于行业均值。而其他四家龙头公司都高于行业水平。

而规模较小的企业稳定性较差，增速差异化较高，总体上呈下降趋势，仅有名雕股份订单增速大于行业平均值，但也主要系于去年同期增速较差所致。由此可见，行业颓势表现造成订单集中度提升，向龙头企业靠拢，在地产板块资金链条收紧和毛利率下降的前提下，小规模企业订单水平表现普遍较差，由于资产规模受限，对新签订单的回报率及质量性要求更高，考虑更加慎重。而龙头公司具有资金优势，筹融资能力较强，同时保有更多客户价值，能够应对行业周期性因素，保持稳定增长。

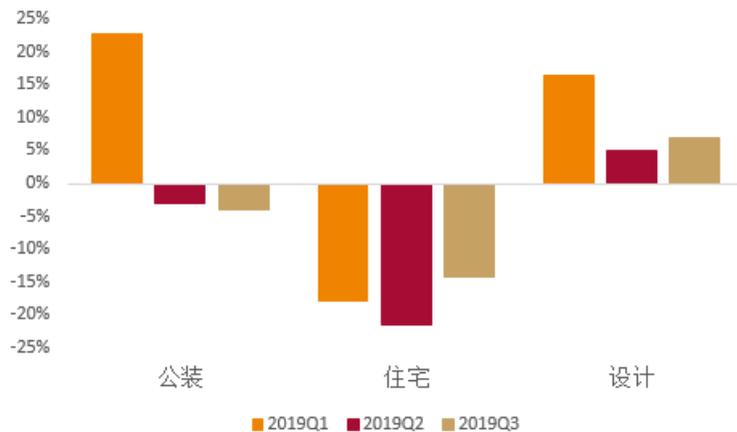
图 2：装饰行业规模十家公司 2019Q3 同比增长率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

从业务分项来看，总体情况上，占据订单总额“半壁江山”的公装业务在一季度经历回暖后再二三季度开始出现下降；住宅建筑下降趋势十分明显，累计订单额连续三个季度分别同比下降 17.93%、21.44%和 14.21%，占据整体订单总额近 2/5，成为整个装饰行业低迷的主要原因之一；设计业务体量较小，连续三季度均实现小幅上升。

图 3：装饰行业 2019Q1、2109Q2、2019Q3 分业务累计新签订单同比增长率



资料来源：wind、天风证券研究所

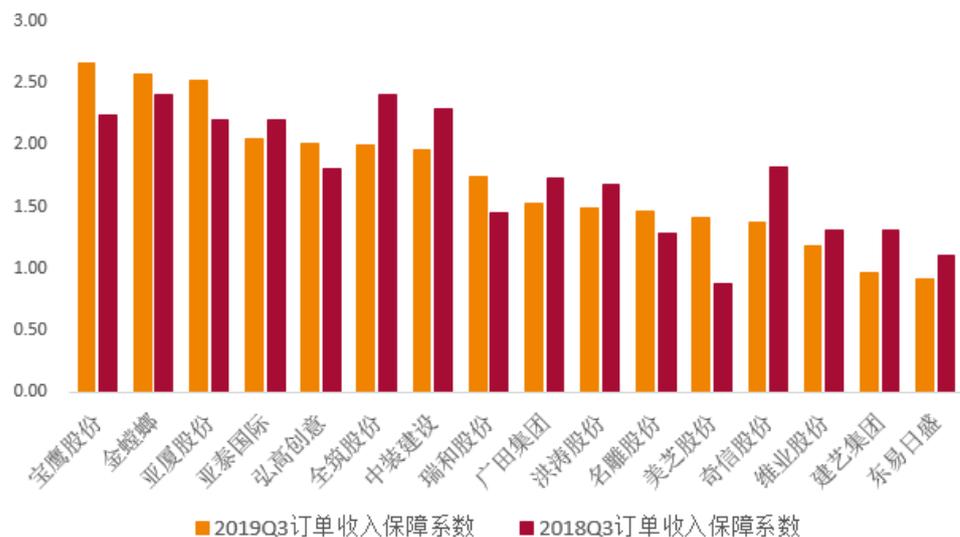
从个股来看，行业龙头公司金螳螂以 334 亿元的累计新签订单量远超其他公司，较 18 年同期稳健增长 17.30%；其中公装、住宅和设计都实现了超过 15% 的同比增长，EPC 业务的普及和大量公共空间类和中高端酒店类业务的承接保障了其公装老大的地位；而住宅装修虽然受整体行业因素影响增速有所放缓，但保持同比增长，并推出金螳螂·家、定制精装和品宅三个子品牌，随着定制业务发展，公司有望实现新的增长；设计业务稳步发展，实

现同比增长。

作为龙头公司之一的广田集团新签订单同比下降 24.29%来自于住宅业务订单减少，同比下降 35.88%，房地产市场调控影响较大，资金端承压，公司致力于订单结算回款，促进在手项目快速变现，提升周转率，并实现应收票据同比下降 27.37%，公司加速回款在手项目，谋划技术革新和转型升级，随着深圳示范区建设，粤港澳大湾区战略推进，长远来看具有增长潜力。

值得注意的是，在进行装饰数据统计时，全筑装修公司业务分项中的“全装修施工”新签订单占据近 75%，在三季度公装装修、定制精装、设计传统业务累计订单同比下降的情况下，其全装修施工同比增长 33.08%，助力其三季度累计新签订单同比实现上升。然而在行业形势下滑的背景下，进入 2019 年，公司经营活动现金流连续三个季度呈现负值，2019Q3 同比下降 86.66%，公司承接新签大量新签订单的同时不可避免会遇到资金流问题，预期 Q4 增速大概率会走低。

图 4：装饰行业公司 2019Q3、2018Q3 订单收入保障系数



资料来源：公司公告、天风证券研究所

从收入保障系数的同比来看，仅有 7 家公司保障系数实现好转，而在其中的 2 家公司（宝鹰股份、弘高创意）18 年营收同比为负增长，系数值提高并不能体现业绩增长的潜力。余下的 5 家公司中，美芝股份、名雕股份作为行业规模较小的公司在 Q3 保障系数方面表现较好，分别提升 0.54、0.18，在 Q1、Q2 方面，保障系数也在上升，在新签订单变现不亮眼的情况下，订单保障系数 19 年三季度持续为正，主要系于在手订单工期较长所致。金螳螂、亚厦股份分别提升 0.16、0.32，未来经营情况依旧充满活力。

总的来说，受制于下游客户流动性困难，装饰行业应收票据金额 2018 年以来显著上升，现金回款力度的下降，显著影响了行业公司承接新项目的预期和动力，对于项目的考核性更高；随着行业背景下行压力加剧，装饰行业的核心业务作为房地产的下游企业，受制于地产板块数据的影响，随着 18 年地产信用链收紧，房地产成为重点调控对象。基于行业背景的压力下，装饰行业三季度的新签订单及其保障系数表现并不亮眼，预期未来还存在着很大的挑战。

## 2. 建筑央企 19Q3 订单：政策利好，国内外新签订单同比加速增长

继续受益于基建补短板政策优势，建筑央企作为基建的领头羊，19Q3 新签订单实现较快增长。总体来看，19Q3 建筑央企累计新签订单总量 5.37 万亿，同比增长 12.79%，同比二季度累计增速上升 2.49 个百分点。所有公司均实现了同比正增长。其中中国铁建、中国中冶、中国中铁 19Q3 增长率均超过 15%，主要系于公司承接大量基建订单。中国电建表现

较差，但依然实现 3.23%的同比增长率。从增速角度来看，2019Q3 增速除中国能建、中国化学相比去年同期增速有所下降，其余 5 家公司皆呈增长态势，中国中铁同比增加 8.61 个百分点，中国铁建同比增加 18.42 个百分点。

表 2：建筑央企 2019Q3 订单总体情况概览（亿元）

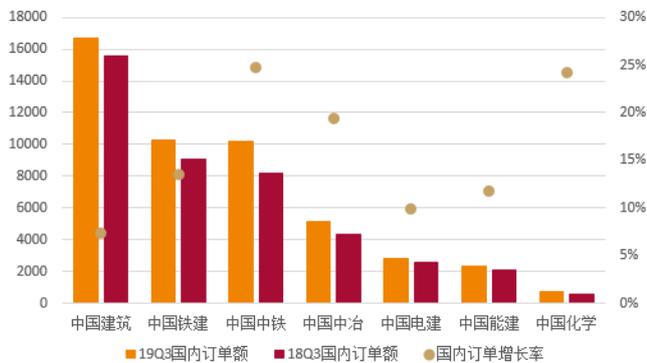
公司名称	19Q3 新签合同额	18Q3 新签合同额	19Q3 增长率	18Q3 增长率	19Q3 订单保障系数	18Q3 订单保障系数
中国建筑	17688.3	16639.6	6.30%	3.78%	1.47	1.58
中国铁建	11152.3	8916.6	25.07%	5.33%	1.53	1.31
中国中铁	10896.8	9513.7	14.55%	5.94%	1.48	1.38
中国中冶	5347.3	4498.7	18.86%	10.40%	1.85	1.84
中国电建	3859.4	3738.7	3.23%	4.52%	1.31	1.40
中国能建	3579.5	3203.7	11.73%	-6.69%	1.60	1.37
中国化学	1149.3	1076.8	6.73%	80.16%	1.41	1.84
总计	53652.32	47586.53	12.79%	14.78%	1.51	1.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从个股来看，中国铁建 19Q3 累计新签国内订单同比增长率达 25%，维持高速增长。前三季度单季工程承包（铁路、公路和其他）同比增长 6.30%、23.14%、30.30%。国内宏观环境利好，基建补短板力度的持续加强，交通强国战略稳步推进，城市化进程带动公路、铁路里程的需要，中国铁建独特优势助力其未来订单的稳定增长。

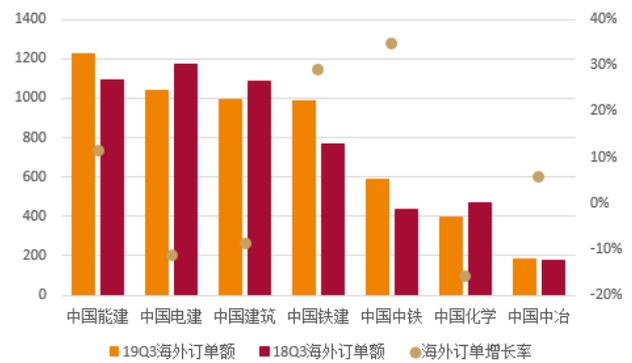
中国化学、中国中冶 19Q3 累计新签国内订单同比增长均超过 15%。中国建筑新签国内订单量同比增加 7%，排在最后，未能实现大幅增长，主要系于其基础建设业务进行调整所致。建筑央企接单能力持续加强，预计未来新签订单有望保持高速增长。

图 5：2019Q3、2018Q3 国内订单统计（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：2019Q3、2018Q3 境外订单统计（亿元）

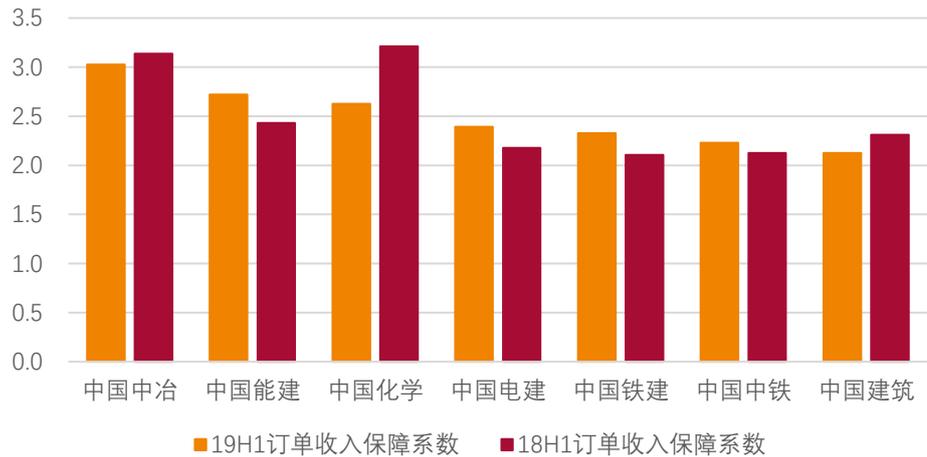


资料来源：公司公告，天风证券研究所

海外订单方面，随着“一带一路”政策的深入发展，建筑央企海外接单量继续保持增长。19Q3 建筑央企新签海外订单合计 5412 亿元，同比增长 5%。中国铁建、中国中铁增速超过 25%，实现高速发展。受制于国际环境的复杂化，中国建筑、中国电建海外订单较同期相比下降 10 个百分点左右。而中国化学因去年基数过大，同比下降 16%，下降幅度最大。

订单收入保障系数方面，采用 19Q3 新签订单总额除以上年营收所得。在列央企 19Q3 订单收入保障系数均大于 1.3，其中中国中冶、中国能建、中国铁建订单收入保障系数超过 1.5，总体来看对公司未来收入具有较好支撑。中国建筑、中国电建、中国化学因 19Q3 新签订单增幅小于 2018 营收增幅，订单收入保障系数有所下降。中国能建、中国铁建和中国中铁订单收入保障系数均实现了上升。

图 7：建筑央企 2019Q3、2018Q3 订单收入保障系数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

综上所述，在固定资产投资规模增速放缓的背景下，规模工程业务订单行业集中度提升，大建筑央企具备着竞争优势，第三季度的全面发展仅是开始，在订单增长方面未来有望稳步推进，原因如下：

第一，从宏观环境上来看，上半年基建投资增速疲弱，后续经济体稳需求的必要性或逐渐增加。随着央行逆周期调节和 2020 年度专项债的提前下放，10 月份国常会提出构建高标准自贸区网络、“一带一路”自贸区网络，海外订单有望获得新一步发展；同时随着基建补短板力度持续加强，固定资产投资规模增速有望提高。

第二，从基建投资分项中的结构差异，以及财政相关支出的快速投入仍然可以看到通过合规基建建设适度托底经济的意愿，基建补短板的政策目前看来依然具有可持续性。作为基建建设的主力军，建筑央企有望承担大部分基建补短板任务，并从中受益。

第三，为加大逆周期调节力度，实现经济稳定增长，固定资产投资作为行业体量较大的组成部分，通过央企承接订单提升集中度，盘活行业整体情况，带动上下游企业共同发展。同时地方专项债允许作为资本金使用，将显著增加专项债募集资金对于银行贷款的撬动能力，从而保障合规在建重大项目的资金需求，促进符合条件的新重大项目推出。

### 3. 土木工程行业订单情况：马太效应持续，收入保障系数有所降低

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、园林、钢结构四个子行业分别统计其 2019Q3 订单情况。

#### 3.1. 路桥公司 19Q3 订单：新签订单两极分化，长三角地区国资企业优势凸显

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

为平滑新签订单数据波动，我们采用累计新签订单进行统计。19Q3 深交所地方路桥三季度累计新签订单 606.56 亿，同比增长 0.39%，从增长率角度来看，整体趋势较好，9 家公司中有 6 家公司实现增长，成都路桥以 1058%的增长率居于首位，主要系于去年基数较小所致，高新发展、浙江交科分别以 160%、126%的增速居于第 2、3 位；北新路桥同比下降

92%，下降幅度最大，主要系公司于18年签署《广元至平武高速公路项目施工总承包合同》，合同金额达107.68亿，基数较大所致。

表3：深交所地方路桥公司2019Q3订单总体情况概览（亿元）

公司名称	19Q3 累计新签订单	18Q3 累计新签订单	19Q3 累计新签订单	截至19Q3 累计已签约未完工订单	19Q3 订单收入保障系数	18Q3 订单收入保障系数
成都路桥	27.79	2.40	1058%	55.10	2.02	2.15
高新发展	60.92	23.40	160%	91.60	9.61	5.76
浙江交科	96.31	42.60	126%	527.31	2.00	2.05
中化岩土	48.19	36.25	33%	79.41	2.23	2.33
粤水电	159.29	121.33	31%	345.84	4.16	4.14
中国海诚	45.36	38.90	17%	66.07	1.26	1.44
山东路桥	78.99	89.36	-12%	299.84	2.03	1.82
宏润建设	77.83	105.93	-27%	272.6	2.76	3.49
北新路桥	11.88	144.02	-92%	267.14	2.61	3.63
合计	606.56	604.19	0.39%	2004.91	2.44	2.63

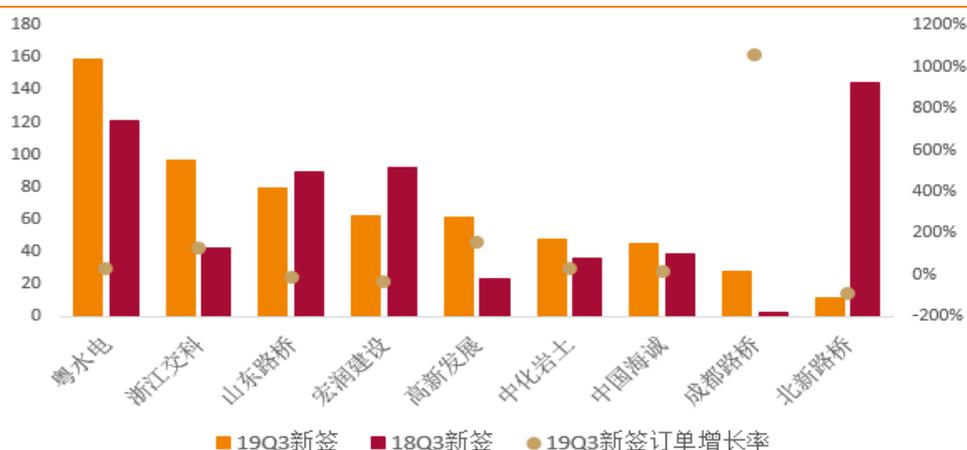
资料来源：公司公告，天风证券研究所

从个股分析来看，高新发展以160%的增速居于第二位。高新发展三季度签下17个新项目，新签订单额13.10亿元，为其高增速做出了较大贡献。公司继续受益于成都高新区政策优势，积极参与成都天府国际空港新城施工项目，例如成都高新南区（新川片区）租赁住房建设项目勘察-设计-施工总承包等工程。同时三季度成都高新区推出中日产业园、蜂巢互联项目，提供未来持续发展能力。

浙江交科以126%的增速居于第三位，前三季度累计新签达96.31亿元。随着长江三角洲区域一体化战略的深入发展，浙江省内“大湾区建设”、“大花园建设”、“大通道建设”和“大都市区建设”等“四大建设”全面纳入长三角一体化国家战略，公司作为浙江省内地方国企具有股东优势。落实至具体订单项目上，公司三季度中标三项重大合同，对标大额公路EPC项目——例如江南大道EPC项目、G60沪昆高速公路03、04、05标段等，政策环境利好和股东优势下有望继续保持高速增长。

在负增长的公司名单中，北新路桥、宏润建设仍处于低位，而北新路桥整个19年度都处于最低位，主要系于新疆地区投资较东部地区存在不稳定性，随着基建板块复苏，新疆地区发展有望得到进一步开发。宏润建设作为路桥公司中为数不多的民营企业，在19年Q3订单中表现较差，同样在整个19年的订单情况都不理想，主要系于公司18年度投入地产项目资金较多，地产板块数据的下行致资金回收承压，公司首要任务是稳定资本结构，减免财务风险，在承接新签订单的步伐有所放缓。

图8：深交所路桥公司2019Q3、2018Q3新签订单额（亿元）及增长率

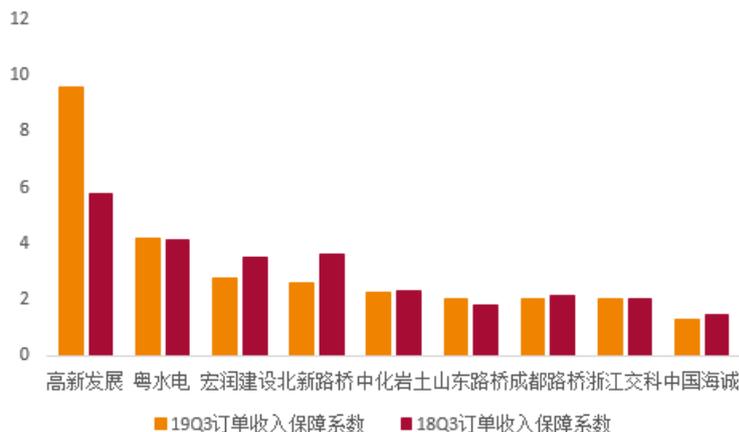


资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们采用在手订单除以上年营收计算订单收入保障系数，9 家公司订单收入保障系数均大于 1。但是仅高新发展、山东路桥和粤水电保障系数得到提升。北新路桥、宏润建设下降幅度较大，分别达到 1.02、0.73，预期公司经营业绩短期内存在着桎梏。

浙江交科新签订单数据的亮眼并没有延续在保障系数中，主要系于 18 年营收规模的增速较快。高新发展在手订单充足，2019Q3 订单收入保障系数为 9.61，位列第一，较去年同期实现大幅增长。其中，公司于本年第三季度新签订单尚未完工金额 91.60 亿，预计将会贡献更多收入和利润。

图 9：深交所路桥公司 2019Q3、2018Q3 订单收入保障系数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

结合新签订单和订单保障系数综合来看，深交所路桥公司上半年订单数据较为低迷，未能大量增加第三季度的在手订单额，保障系数较去年 Q3 没有得到提升。但是在第三季度的新签订单额上，整体上呈现出两级分化趋势而且受地域影响较大，高新发展 and 浙江交科乘着“基建复苏”的东风快速发展，四川高新技术区和长江三角洲发展空间依然很大；粤水电、山东路桥和成都路桥订单数据有望获得好转；但宏润建设、北新路桥还需持续关注进一步情况。

### 3.1.2. 上交所地方路桥公司订单情况

总体来看上交所地方路桥公司 2019 年累计新签订单额较去年同期下降 1.27%，四家公司实现正增长，除浦东建设外增长率普遍不高，而另外四家公司下降的幅度较大。就普遍共性上来讲，依然体现出行业龙头稳定增长，如上海建工、隧道股份。而规模较小的公司呈现不稳定态势，如腾达建设、龙元建设等。而订单保障系数也呈现普遍下降趋势，下降的最主要原因是 PPP 项目减少。

表 4：上交所地方路桥公司 2019Q3 累计订单总体情况概览（亿元）

公司名称	19Q3 新签订单	18Q3 新签订单	19Q3 新签订单增长率	19Q3 订单收入保障系数	18Q3 订单收入保障系数
上海建工	2444.7	2078.0	18%	1.43	1.46
重庆建工	524.5	523.1	0%	0.80	1.16
隧道股份	393.4	387.8	1%	1.06	1.23
安徽水利	355.8	379.4	-6%	0.92	1.07
四川路桥	197.1	484.1	-59%	0.49	1.48
龙元建设	115.0	249.1	-54%	0.57	1.39
浦东建设	66.2	31.3	112%	1.80	0.96
腾达建设	27.6	66.2	-58%	1.43	1.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

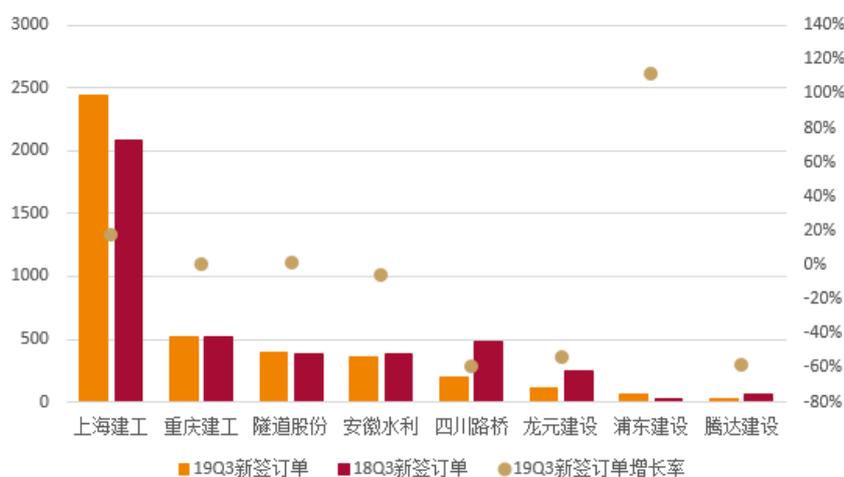
在 8 所上交所地方路桥公司中，上海建工体量最大，2019 年第三季度新签订单 2445 亿，增长率为 18%，较去年同期新签订单增速有所提升。公司的强项建筑施工业务同比增长

18%，同时设计咨询业务同比增长 53%，主要系于高端商务楼设计业务增加所致；建筑相关工业业务合同同比增长 34%。公司作为长江三角洲龙头企业，受益于上海自贸区实验区的建设，未来发展机遇较大。

从增速上看，浦东建设三季度累计新签订单 66 亿元，增速最快达 112%，主要系于公司隶属浦东新区政府，受益于长江三角洲区域化发展优势，公司发展速度较快，公司继续推动“一体两翼”战略布局，积极拓展业务，内外优势的双重动力迎合基建发展黄金期，未来发展能力较好。

四川路桥 2019Q3 新签合同额 484 亿元，同比下降 59%。公司订单增速回落主要是受 2018 年中标 297 亿元导致高基数影响，大项目导致订单季度波动属正常现象。随着基建补短板的推进，公司占据区位与业务领域优势，未来有望受益中西部交通基础设施补短板。

图 10：上交所路桥公司 2019Q3、2018Q3 新签订单额（亿元）及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

综上所述，路桥公司的订单情况就前三季度整体而言表现并不好，PPP 项目监管趋严使得接单量逐渐下降，新签订单增速放缓，订单保障系数走低。但是对行业龙头公司冲击较小，值得注意的是，浦东建设的表现比较突出，但考虑到 18 年 Q3 为 -25%，抵减之后，依然呈现向上趋势，伴随长江三角洲区域一体化、上海自贸区建设发展，浦东建设有望进一步分羹。

通过对 2018Q1 到 2019Q3 同比增长率数据的统计，我们对装饰、央企和路桥行业的数据进行了两个样本的对比分析：大公司和中小公司的同比增长率均值和稳定性的量化分析，具体采用行业规模的大公司归集为“大公司”，行业规模后较小的公司（如洪涛股份、建艺集团、美芝股份、龙元建设等）归集为“小公司”，具体数据如下：

表 5：大公司&小公司 2018Q1 至 2019Q3 同比增长率均值标准差一览表

大公司列表	2019Q3 同比增长率	2019Q2 同比增长率	2019Q1 同比增长率	2018Q4 同比增长率	2018Q3 同比增长率	2018Q2 同比增长率	2018Q1 同比增长率	均值	标准差	均值/标准差
金螳螂	17.30%	25.35%	30.43%	23.85%	22.15%	18.72%	15.92%	21.96%	0.05	4.31
亚厦股份	30.16%	42.66%	119.41%	8.38%	24.47%	26.48%	57.77%	44.19%	0.37	1.21
广田集团	-24.29%	-40.51%	-24.67%	47.39%	86.82%	146.54%	87.25%	39.79%	0.71	0.56
全筑股份	8.58%	5.04%	16.09%	38.89%	61.55%	126.15%	68.70%	46.43%	0.43	1.07
中国建筑	6.30%	3.10%	9.00%	4.60%	3.80%	1.60%	24.30%	7.53%	0.08	0.97
中国铁建	25.07%	18.01%	6.27%	5.05%	5.33%	10.39%	6.98%	11.01%	0.08	1.43
中国中铁	14.50%	10.50%	0.30%	8.70%	5.90%	13.00%	21.30%	10.60%	0.07	1.59
中国中冶	18.80%	20.30%	5.30%	10.40%	10.40%	6.40%	37.00%	15.51%	0.11	1.40

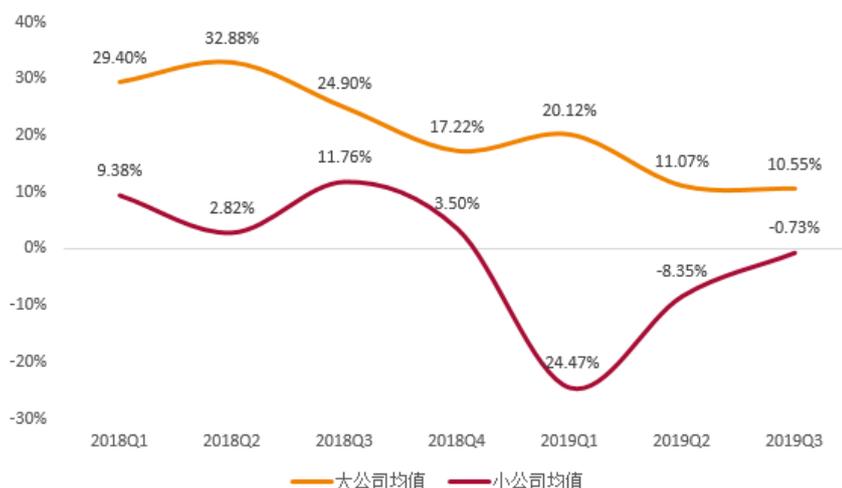
中国电建	3.23%	15.80%	16.15%	12.05%	4.52%	-4.99%	3.74%	7.21%	0.08	0.93
中国能建	11.73%	7.12%	-4.76%	4.10%	-6.69%	2.59%	4.29%	2.63%	0.06	0.41
中国化学	6.73%	11.55%	48.00%	52.52%	80.16%	72.05%	5.32%	39.48%	0.32	1.25
上海建工	17.65%	19.86%	30.82%	17.68%	10.00%	3.64%	13.42%	16.15%	0.09	1.90
隧道股份	1.45%	5.10%	9.20%	-9.74%	15.26%	4.84%	36.24%	8.91%	0.14	0.62
均值	10.55%	11.07%	20.12%	17.22%	24.90%	32.88%	29.40%	20.88%	0.20	1.36

小公司列表	2019Q3 同比增长率	2019Q2 同比增长率	2019Q1 同比增长率	2018Q4 同比增长率	2018Q3 同比增长率	2018Q2 同比增长率	2018Q1 同比增长率	均值	标准差	均值/标准差
洪涛股份	-27.79%	-18.94%	32.80%	-20.18%	-12.25%	-0.74%	-31.82%	-11.27%	0.22	-0.51
建艺集团	-26.29%	-44.73%	-29.86%	6.22%	14.27%	39.88%	51.21%	1.53%	0.37	0.04
美芝股份	-15.24%	44.05%	-100.00%	126.91%	135.46%	38.44%	81.30%	44.42%	0.83	0.54
弘高创意	-28.64%	-14.01%	-47.15%	-43.97%	-42.60%	-47.37%	-46.65%	-38.63%	0.13	-3.05
名雕股份	30.34%	19.08%	-7.00%	-11.42%	-14.37%	-17.25%	-9.91%	-1.50%	0.18	-0.08
龙元建设	-53.82%	-61.19%	-41.52%	-24.99%	28.59%	8.78%	10.31%	-19.12%	0.35	-0.54
安徽水利	-6.23%	-12.39%	-36.23%	-9.30%	10.74%	6.70%	0.28%	-6.63%	0.16	-0.43
浦东建设	112%	52%	-2%	5%	-26%	-6%	20%	22.30%	0.46	0.48
北新路桥	-91.75%	-96.41%	-99.22%	/	/	/	/	-95.79%	0.04	-25.40
浙江交科	126.08%	79.65%	109.48%	/	/	/	/	105.07%	0.24	4.47
宏润建设	-26.53%	-39.30%	-48.92%	/	/	/	/	-38.25%	0.11	-3.40
均值	-0.73%	-8.35%	-24.47%	3.50%	11.76%	2.82%	9.38%	-3.44%	0.28	-2.54

资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：北新路桥、浙江交科和宏润建设未披露 2017 年 Q1 的单季订单额

图 11：大公司&amp;小公司 2018Q1-2019Q3 均值图

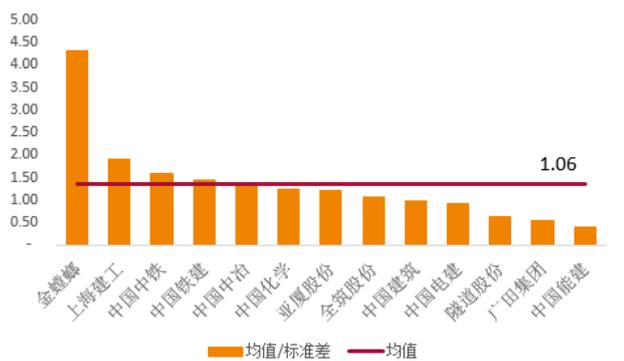


资料来源：公司公告、天风证券研究所

由上图所示，在统计报告期内大公司同比增长率显著高于小企业，2019Q3 二者差值最小为 11%；2019Q1 差值最大为 45%。随着固定资产增速逐渐放缓的大背景下，“小公司”订单增速率先受到冲击，而大公司具有资金、规模、信用评级和客户等诸多优势，在承接新签订单方面能够保持稳定增长，远超小公司的订单增速，保持相对稳定性，应对行业周期性因素的能力也更强。

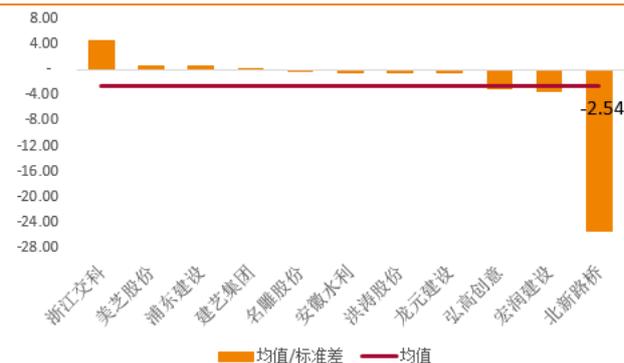
我们对大&小公司同比增长率效率分析采用（均值/标准差）指标进行量化分析，意即表示每一标准差所对应的均值水平，剔除均值大小差异，将均值与标准差联系起来，反应大&小公司增长率均值的效率性，值越大说明实现的效率越高。

图 12：大公司均值效率对比图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 13：小公司均值效率对比图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

整体上来看，大公司均值为 1.06，小公司仅仅 -2.54，均值差异能够看出大公司同比增长率相较于小公司来说更具效率性，增长率的“性价比”更高；从个体来看呈现出“越强越高”规律，金螳螂在装饰行业的龙头地位以 4.31 位居第一，保持高速增长的同时具有稳定性，充分展现出大公司应对周期性因素的稳定能力，上海建工在路桥公司中具有同等地位优势。央企公司较为平稳。而“小公司”中仅有四家公司为正，浙江交科统计期内表现良好，稳定高速增长。而其他小公司没有亮眼表现，北新路桥以 -25.4 垫底，主要系于其 2019 年订单持续高速下降所致。

总的来说，在统计报告期内（2018Q1-2019Q3）建筑装饰行业处于低迷期，宏观环境的不利好，在订单数据呈现总体下降趋势，但是通过对大&小公司样本分析，能够看出行业马太效应显著。大公司不仅可以保持同比增长率的稳定增长，显著强于小公司，同时又能保持稳定性，使其高速的增长率更具质量性。行业寒冬期，龙头公司粉墨登场态势愈演愈烈，预期未来短期内不会发生改变。

### 3.2. 对外工程 19Q3 订单：一带一路峰会促进海外签单，收入保障系数升高

在已公布在手订单的 3 家对外工程公司(北方国际未披露)2019Q3 新签订单统计列示如下：

表 6：对外工程公司 2019Q3 订单总体情况概览（亿元）

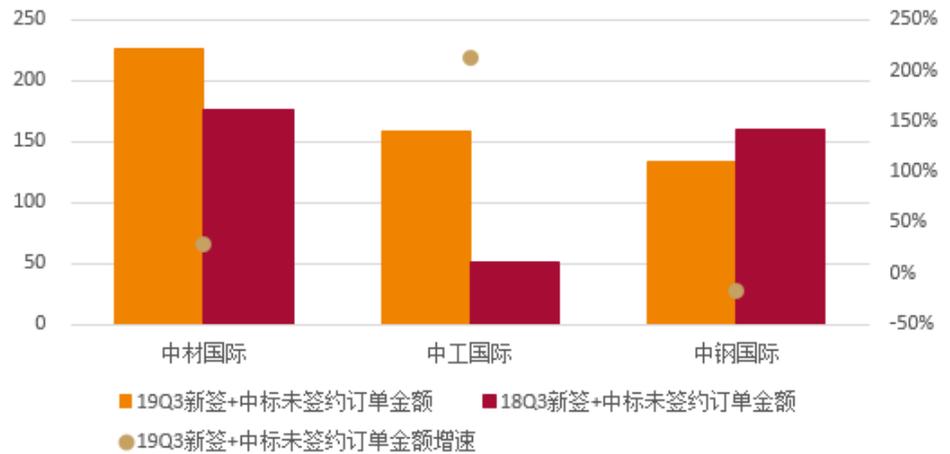
公司名称	19Q3 新签+ 中标未签约订 单金额	18Q3 新签+中 标未签约订 单金额	19Q3 新签+中 标未签约订 单金额增速	19Q3 已签约 未完工订单 金额	19Q3 订单保障系 数	18Q3 订单保障 系数
中材国际	225	176	28%	439.51	2.04	2.22
中工国际	158	51	212%	610.89	6.02	5.39
中钢国际	133	160	-17%	640.4	7.65	6.91

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：北方国际、中工国际订单额以 2019Q3 汇率均值兑换人民币数额（1 美元 = 6.9949 人民币）

总体来看，对外工程行业 2019Q3 新签订单情况较去年同期有所好转。中工国际表现较好，第三季度新签订单额为 158 亿元，较 18 年同期增加 212%。其中三季度新签国内订单为 50.75 亿元，同比增加 681.97%，主要系于公司并购中元加大了对国内市场的开拓。境外新签订单额 107.3 亿元，同比增加 142.18%。截止报告期末，公司未完工合同额较 2018 年同期增长 4%，在手订单释放有望助力未来经营业绩发展，同时还应关注国际环境的变化。

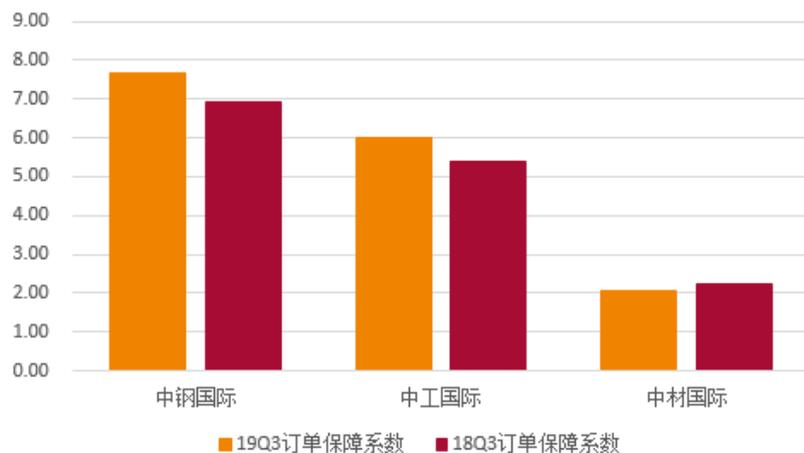
图 14：对外工程公司 19Q3 新签订单+已中标未签订单情况（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从新签订单增速角度看，中工国际及中材国际增速较高，中材国际国内订单额为 76.37 亿，同比增长 61%，水泥行业景气拉动工程业务订单。随着一带一路政策的不断推进，海外订单新签额有望持续增加。

图 15：对外工程公司 2019Q3、2018Q3 订单收入保障系数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

订单收入保障系数方面，采用截至 2019Q3 剔除已签订未执行的在手订单除以上年营业收入计得，由于海外业务普遍工期较长，生效时间较长，除中材国际，中钢国际和中工国际订单收入保障系数较去年同期相比均有提升。中材国际国外新签订单同比下降，虽在国内积极谋求新的增长点，但是在手订单量依旧较少。

12 月 22 日“一带一路”国际合作高峰论坛咨询委员会在北京举行第二次会议，与会各方普遍支持全力推进全方位互联互通，建设高质量、可持续的基础设施，中国与一带一路沿线国家将的基建方面合作力度预计将持续加大，中国对外工程企业有望收益，“一带一路”沿线国家订单承接额有望增加。

### 3.3. 园林 19Q3 订单：订单收入保障系数下滑，PPP 项目发展陷入停滞

从所选取的 10 家公司已公布数据的表现来看，受 PPP 监管与地方债务趋严的影响，且多数公司仍在消化在手订单，2019Q3 园林行业新签订单额呈下滑态势。整体来看，园林行业 2019Q3 累计新签订单同比下降 38%，其中 2019Q2 同比下降 27.41%，2019Q1 同比下降 57.37%，大部分公司仍处于消化在手订单阶段。

表 7：园林公司 2019 年前三季度订单总体情况一览（亿元）

公司名称	19Q3 新签	18Q3 新签订单	19Q3 累计新签	截至 19Q3 累计已签	19Q3 订单收入保障	18Q3 订单
------	---------	-----------	-----------	--------------	-------------	---------

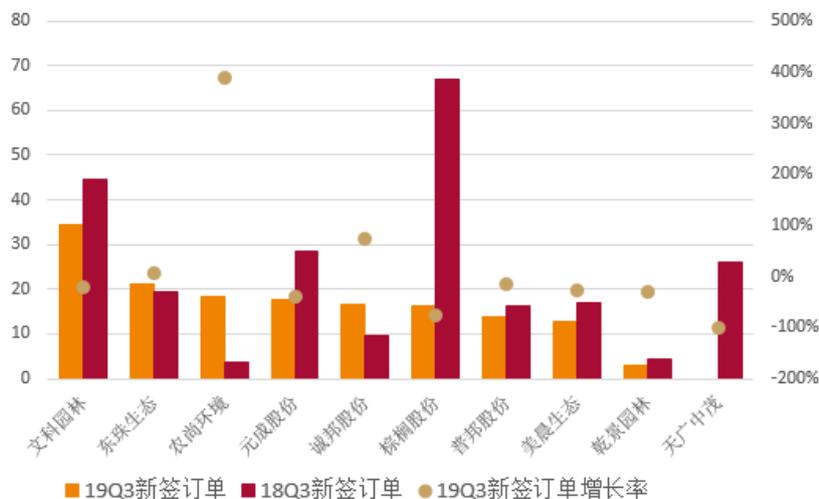
	订单	订单增长率	未完工订单	系数	保障系数
诚邦股份	16.72	9.59	74%	/	2.17
农尚环境	16.72	11.97	40%	19.06	3.63
东珠生态	21.05	19.52	8%	/	1.32
普邦股份	13.78	16.27	-15%	91.77	0.36
文科园林	34.51	44.55	-23%	67.95	1.21
美晨生态	12.69	17.09	-26%	80.45	0.36
乾景园林	3.02	4.31	-30%	/	0.86
元成股份	17.54	28.51	-38%	/	1.41
棕榈股份	16.14	67.12	-76%	174.43	0.30
天广中茂	0	25.98	-100%	59.8	0.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从个股来看，实现正向增长的仅有三家公司。城邦股份以增长率 74%居于首位，主要系于公司 4 月份签订价值 6.47 亿元超大额合同《松阳县火车站站前大道站前广场及其配套工程 PPP 项目合同》，加之公司去年订单数据较差所致，预期公司未来订单增速走低；农尚环境在 19 年上半年与中建三局签订的分包合同金额超 10 亿元成为支持其订单增速的主要原因。

由于 2018 年融资环境较差，且园林公司在手订单较多，2019Q3 新签订单额仍处于下行通道。棕榈股份较去年同期下滑较多，天广中茂 2019Q3 仍然没有新签订单。但部分公司在手订单有所消化，新签订单同比增速较快，农尚环境、城邦股份新签订单增速超过 70%，东珠生态新签订单同比增速也达 8%。

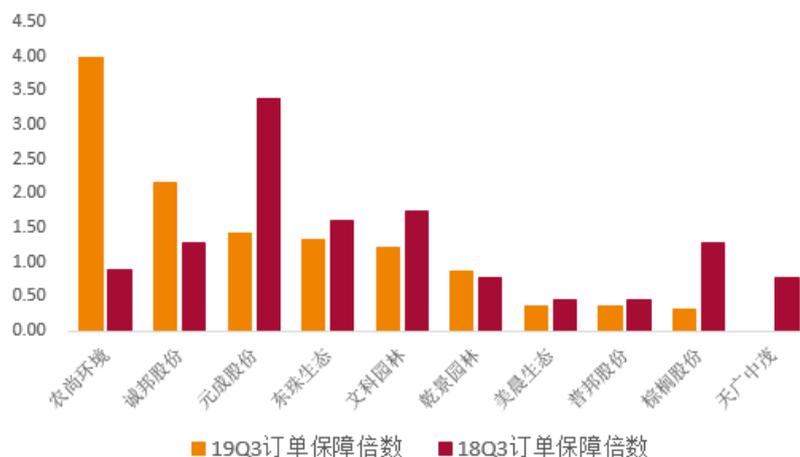
图 16：园林公司 2019H1、2018H1 新签订单额（亿元）及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

订单收入保障系数方面，因多家公司未公布在手订单量，采用 19Q3 新签订单除以上年同期营业收入计得。总体来看，除农尚环境、城邦股份、乾景园林三家公司订单收入保障系数有所增长外，因新签订单量下滑，园林公司订单收入保障系数同比所有降低。其中元成股份下降幅度近 2.0；棕榈股份下降幅度近 1.0，但从在手订单来看，棕榈股份截至 2019Q3 在手订单 174.43 亿，对未来收入仍具有较好的支撑作用。

图 17：园林公司 2019Q3、2018Q3 订单收入保障系数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，东方园林、铁汉生态、棕榈股份和乾景园林等多家公司以股权转让的方式引入战略投资或转让控制权，在缓解信贷压力、增强资金流动性初显成效，未来接单能力有望增强。

### 3.4. 钢结构 19Q3 订单：装配式建筑发展致新签订单同比增加，发展能力持续增强

除杭萧钢构暂未披露经营数据，19Q3 钢结构公司新签订单 355.46 亿，同比大幅增长 41.02%。已披露的 4 家公司均实现了同比正增长。

表 8：钢结构行业公司 2019Q3 订单总体情况概览（亿元）

公司名称	19Q3 累计新签订单	18Q3 累计新签订单	19Q3 新签增长率	19Q3 订单保障系数	18Q3 订单保障系数
精工钢构	112.24	94.4	18.90%	1.30	1.44
东南网架	85.57	54.54	56.89%	0.98	0.70
鸿路钢构	116.96	68.79	70.02%	1.49	1.37
富煌钢构	40.69	34.34	18.49%	1.61	1.22

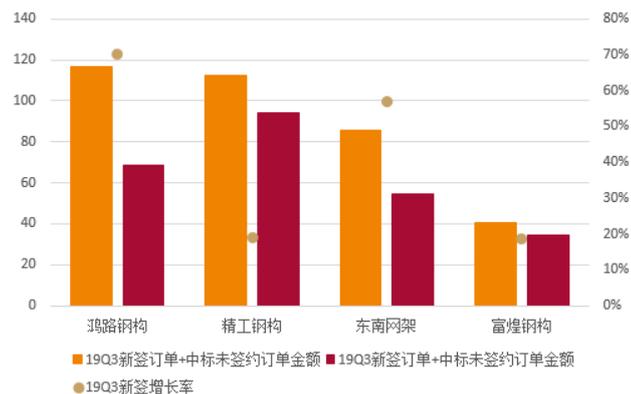
资料来源：公司公告，天风证券研究所

鸿路钢构同比增幅最大，为 65.41%，主要系于新签材料订单达 47.65 亿元，随着国家“大力发展装配式建筑”政策的深入，公司作为业内龙头在技术方面具有优势，积极推动钢结构装配式建筑，9 月签订《绿色装配式建筑产业园钢结构（桥梁钢、焊管）生产项目》、《绿色装配式建筑产业园钢结构（重钢）生产项目》等协议，为公司装配式建筑业务的发展提供重要保障。

东南网架紧随其次，同比也达到了 56.89% 增幅，得益于公司积极推动 EPC 总承包业务，增加了公司体量。随着城镇化的进一步发展，基建板块的发展带动原材料钢产品的需求，此外公司坐标浙江，处于长江三角洲区域一体化的关键组成部分，拥有较大的战略优势；新能源、医疗卫生等新型领域的发展带动 POY 市场的扩大，我国化纤的需求潜力将不断释放，为行业供给侧整体提质增效和发展优质产能提供了新的契机。

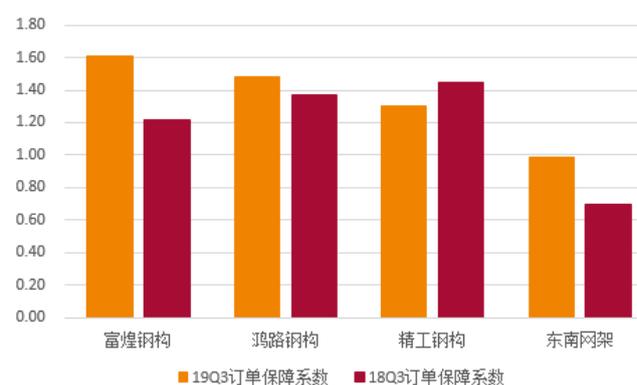
精工钢构累计新签订单金额 112.24 亿元，同比增长 18.9%。其中工业建筑、公共建筑、商业建筑、装配式建筑业务承接额分别为 54.49 亿元、36.96 亿元、15.15 亿元、4.87 亿。公司发积极展装配式建筑产业采取“直营 EPC 工程总承包”和“成套技术加盟合作”两种模式同步推广。并在 19Q3 公司 EPC 业务市场开拓取得较大突破，承接大额订单占比 76%。战略布局上公司积极拓展环保、新能源、物流等新型行业高端用户，未来可持续发展能力显著增强。

图 18：钢结构公司 2019Q3、2018Q3 新签订单额（亿元）及增长率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 19：钢结构公司 2019Q3、2018Q3 订单收入保障系数



资料来源：公司公告、天风证券研究所

采用 19Q3 新签订单除以上年营收计算订单收入保障系数。总体来看，除精工钢构外，其他三家公司 19Q3 订单收入保障系数均有所增长。精工钢构订单收入保障系数的降低主要系其 18 年营收大幅增长 56% 所致。富煌钢构保障系数提升最多，达 0.39，主要系于去年应收负增长所致。得益于向 EPC 总承包转型，东南网架 2019Q3 订单收入保障系数大幅提升 0.28，新签订单能够为公司未来业绩提升提供较好的支撑。受益于积极推广装配式建筑，精工钢构、富煌钢构订单收入保障系数总体平稳上升，保持在 1.40 左右。

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情况。2019Q3 专利授权较少，东南网架 2019Q3 没有专利授权，杭萧钢构钢结构住宅体系专利授权数大幅减少，或因专利授权业务竞争日趋激烈，公司拿单能力弱导致。但精工钢构，富煌钢构，鸿路钢构积极推广装配式建筑，2019Q3 签署多个框架协议，专利授权数保持平稳增加。

表 9：2019Q3 钢结构公司专利授权情况（个）

公司名称	2019Q3 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	7
富煌钢构	1	0	1	0	2
东南网架	0	2	0	3	5
杭萧钢构	4	23	36	29	91
鸿路钢构	4	4	8	6	21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

总体来看，钢结构 Q3 累计新签订单实现同比增加，报告期内发展情况较好，增速较快。外部因素装配式建筑的发展带动新签订单市场的扩大，而钢结构公司内部大力发展 EPC 业务已初具规模，毛利率水平提升，加之政府补助的持续发力，钢结构公司业绩增长较为良好，但是在长期来看，地产业主能否普及成为左右其能否扩大发展空间的关键因素之一。

## 投资建议

总体来看，各子行业增速下行过程中订单的龙头集中度趋势非常明显，大公司增长效率明显好于小公司。随着 2018 年房地产调控政策延续，地产资金链直接影响装饰行业，整体持续陷入低迷期，但龙头企业承接周期性风险能力较强。园林行业订单持续低迷，企业家们通过各种方式度过危机，PPP 接单近乎停滞。受益于基建补短板力度的加强，以建筑央企为中心的产业链条得到发展，路桥公司受地区性因素影响呈现两极分化态势。随着一带一路政策的不断推进，基建补短板力度持续提升，建筑装饰行业存在较大的发展空间，2020 年专项债的提前下达，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 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