

建筑装饰

证券研究报告

2021年08月15日

“建筑+”重估系列一：如何理解中国电建的重估价值？

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

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

王雯 联系人
wangwena@tfzq.com

本周专题：中国电建——建筑+新能源估值重塑

维度一：电力运营迈入收获期，清洁能源&储能领域迎来发展新机遇

截止 20 年底，中国电建累计控股投运发电装机规模超 16GW，其中风光水电占比超 80%；20 年该业务收入同增 11%至 189 亿，15-20 年收入 CAGR 超 20%。资产结构优化，盈利能力稳步提升，20 年该业务利润总额/收入大幅提升 3.1pct 至 13.2%，利润总额占公司整体比例达 15.4%。21 年公司投资计划为 1737.2 亿元，同比+97.9%，此外公司印发的新能源投资业务指导意见明确“十四五”期间新增控股投产风光装机容量目标 30-48.5GW，中值对应 25 年末公司累计控股投运风光装机规模达 46.1GW，20-25 年 CAGR 高达 47%。“十四五”电力投资与运营业务发展或提速。此外，国内抽水蓄能市场，公司规划设计占比约 90%，承担建设项目占比约 80%，有望充分享受储能市场腾飞机遇。

维度二：估值重塑，给予 21 年目标市值 1045 亿，目标市值涨幅达 28%

采用分部估值法，水电及风光系能源规划设计建设等产业链一体化优势地位明显，且抽水蓄能等储能领域公司龙头地位明显，下游需求较优，认可给予 21 年 9x 目标 PE，对应目标市值 595 亿(预计 21 年该业务归母净利润 66 亿)；电力投资及运营业务清洁能源占比高，预计“十四五”公司投资保持强度，清洁能源占比及新能源占比进一步提升可期，认可给予 21 年 18x 目标 PE，对应目标市值 450 亿(我们预计电力投资及运营 21-23 年归母净利润 25/29/34 亿)。综合我们给予公司 21 年目标市值 1045 亿，目标市值涨幅达 28.2%。

重点数据回顾：信贷规模低于预期，监管趋严与实体需求走弱并存

7 月新增社融 1.06 万亿元，同比少增 6328 亿元，相较 19 年同期少增 2272 亿元，低于市场预期。结构上来看，7 月社融口径新增人民币贷款 8391 亿元，同比少增 1830 亿元，相较 19 年同期多增 305 亿元。从央行数据来看，非金融企业短期贷款同比多减 1156 亿元，非金融企业中长期贷款同比少增 1031 亿元，同比增速-17%，我们预计一方面有城投、地产严监管政策影响，另一方面实体融资需求乏力也较为明显。7 月委托贷款同比少减 1 亿元，信托贷款同比多减 204 亿元；7 月政府债券净融资额 1820 亿元，同比少增 3639 亿元，截止 8 月 15 日，我们统计政府专项债券合计新增额度为 1.1 万亿，距全年 3.65 万亿的发行目标仍有 2.55 万亿额度待发行，预计 8-9 月专项债审批或加快，可能发行相对集中并撬动贷款，对社融形成一定支撑。

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，继续推荐基建(地方国企、央企蓝筹)/房建价值品种，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 及储能、建筑减隔震等绿色建筑产业链。

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:看好 H2 基建景气复苏，建议积极布局“建筑+”多领域投资机会》 2021-08-08
- 2 《建筑装饰-行业研究周报:工商业储能迎拐点，利好电力 EPCO 需求及 BIPV 推广》 2021-08-01
- 3 《建筑装饰-行业点评:分时电价机制完善，提振电网 EPCO 及 BIPV 需求》 2021-07-30

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2021/08/13	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000498.SZ	山东路桥	6.04	买入	0.86	1.29	1.64	2.08	7.02	4.68	3.68	2.90
300982.SZ	苏文电能	78.33	买入	1.69	2.25	2.95	3.84	3.57	2.68	2.05	1.57
603098.SH	森特股份	46.46	增持	0.34	0.53	0.77	1.18	136.65	87.66	60.34	39.37
002541.SZ	鸿路钢构	56.32	买入	1.52	2.21	2.85	3.56	37.05	25.48	19.76	15.82
002135.SZ	东南网架	7.83	买入	0.26	0.58	0.7	0.87	178.69	80.10	66.37	53.40
601117.SH	中国化学	11.09	买入	0.74	0.88	1.06	1.25	14.99	12.60	10.46	8.87
601669.SH	中国电建	5.33	买入	0.52	0.59	0.69	0.78	21.33	18.80	16.07	14.22
002949.SZ	华阳国际	16.78	买入	0.88	1.18	1.59	2.06	19.07	14.22	10.55	8.15
601800.SH	中国交建	6.66	买入	1.00	1.19	1.35	1.5	6.66	5.60	4.93	4.44
601668.SH	中国建筑	4.63	买入	1.07	1.24	1.41	1.6	4.33	3.73	3.28	2.89
601390.SH	中国中铁	5.26	买入	1.03	1.14	1.28	1.44	5.11	4.61	4.11	3.65
601186.SH	中国铁建	7.21	买入	1.65	1.93	2.24	2.58	4.37	3.61	3.11	2.70
002081.SZ	金螳螂	6.97	买入	0.88	1.03	1.18	1.36	7.92	6.77	5.91	5.13

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1.本周专题：“建筑+”价值重估系列一：如何理解中国电建的重估价值？	4
2.本周回顾	8
3.风险提示	10

图表目录

图 1：中国电建业务简要图示	4
图 2：公司电力运营业务累计投运控股装机容量	5
图 3：公司持有电力运营资产结构近年变化	5
图 4：公司近年电力投资与运营业务收入情况	5
图 5：公司近年电力投资与运营业务利润总额及变化	5
图 6：公司近年电力投资与运营业务利润率情况	6
图 7：公司近年电力投资与运营业务资产负债率变化	6
图 8：公司近年电力投资与运营业务减值损失情况	6
图 9：公司电力投资与运营业务收入占比及利润总额占比变化	6
图 10：公司近年完成投资额情况及占年度投资计划比例	6
图 11：公司参与规划设计建设的抽水蓄能代表项目	7
图 12：中信建筑三级子行业上周（0809-0813）涨跌幅	8
图 13：建筑个股涨幅前五	9
图 14：代表性央企&国企涨跌幅	9
图 15：新增人民币贷款当月值	10
图 16：中长期企业贷款当月值	10
表 1：电力投资与运营业务分部盈利预测	8
表 2：可比公司估值情况	8

1.本周专题：“建筑+”价值重估系列一：如何理解中国电建的重估价值？

我们认为当前时点整体建筑板块关注度高，已逐步穿过至暗时刻，而年初以来我们精准择时低估值、BIPV 板块投资机会，外发多篇行业重磅深度报告并组织多次专家论坛交流。考虑到低估值建筑蓝筹短期基本面持续向好，中长期有望受益于集中度提升、商业模式改善及自身效率改善，BIPV、装配式、储能等绿色产业链长坡厚雪，中长期高成长可期，持续看好“建筑+”多领域的投资机会。此外传统建筑央企自身旗下优质资产众多，与新能源等领域相关的运营资产价值有望重估。

水风光等清洁能源领域优势显著，电力投资与运营业务是工程业务产业链重要延伸。目前中国电建承担了国内大中型水电站 65%以上的建设任务、80%以上的规划设计任务、占有全球 50%以上大中型水利水电建设市场份额，在能源电力领域（尤其是清洁能源）具有规划先行（承担我国 65%以上风力发电和太阳能发电工程的规划设计任务）和产业链一体化优势。近年来公司持续推进电力投资与运营业务发展，其中风电、太阳能光伏发电、水电等清洁能源为发展核心，持续推进运营电力结构调整，截止 20 年底，公司控股并网装机容量超 16GW，其中清洁能源占比超 80%。

图 1：中国电建业务简要图示



资料来源：公司公告、公司官网、天风证券研究所

我们认为当前市场对于中国电建的关注点主要集中于：

- 1) 清洁能源运营质量及十四五阶段发展情况如何？
- 2) 抽水蓄能的业务实力及后续发展潜力如何？
- 3) 新能源类发电资产的重估价值还有多少空间？

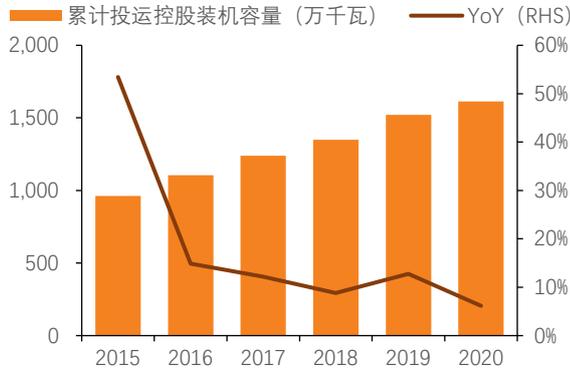
作为我们“建筑+”价值重估系列专题报告的第一篇，我们认为中国电建新能源领域资产众多，且作为全球水电建设排头兵，产业链一体化能力及业绩等方面有明显优势，新能源类资产有望迎来价值重估，我们采用分部估值法，测算 21 年公司合计目标市值 1,045 亿，目标市值涨幅达 28%，针对市场的热点我们的解答如下：

- 1) 电力运营业务逐步迈入收获期，“十四五”期间布局清洁能源运营力度明显提升

电力投资与运营业务稳步推进，清洁能源占比突破 80%。根据公司年报，截止 20 年末公司控股并网装机容量 16.13GW，同比+6.2%，连续六年保持持续扩张态势；其中公司累计控股并网太阳能光伏发电装机 1.29GW，同比+7.8%；风电装机 5.28GW，同比+6.1%；水电

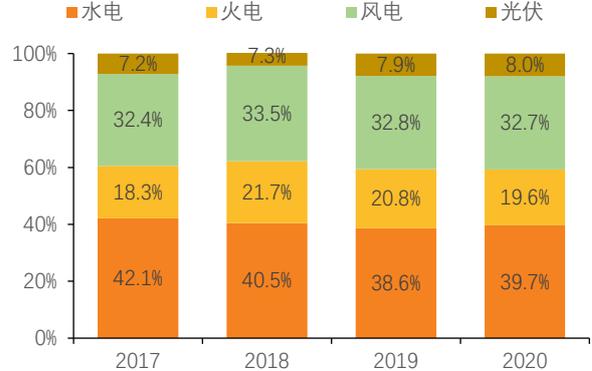
装机 6.40GW，同比+9.2%；火电装机 3.16GW，YoY 0.0%；累计并网清洁能源（水电、风电和光伏）装机规模占比近年总体呈上升趋势，20 年底该比例为 80.4%，同比+1.2pct。20 年末公司电力运营业务资产总额达 1516 亿，占公司全部总资产比例达 17.1%。

图 2：公司电力运营业务累计投运控股装机容量



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：公司持有电力运营资产结构近年变化



资料来源：公司公告、天风证券研究所

盈利能力稳步改善，逐步进入收获期。随着公司主导投资的电力资产运营项目陆续进入运营阶段，公司电力投资与运营业务收入总体延续较快增长，20 年该业务收入 189 亿，YoY +11.2%。同时随着现金流逐步反哺，资产负债表结构逐步优化（15-20 年公司电力投资与运营业务资产负债率趋势性下降，20 年较 15 年大幅下降 16.6pct 至 67.1%），电力投资与运营业务盈利弹性逐步显现。20 年在计提大额减值的背景下（20 年该业务减值损失超 15 亿，vs 19 年为 3.4 亿，20 年减值损失大头为达维电站、下尔呷电站、新平嘎洒江一级水电站合计三座在建水电站新增计提减值准备合计约 9.6 亿，我们预计该类减值不具备持续性），公司该业务利润总额仍实现 YoY +45.5% 至 25 亿，利润总额/收入大幅提升 3.1pct 至 13.2%。同时我们注意到现阶段公司运营与投资业务效益已明显好于工程主业，20 年电力投资与运营业务收入、利润总额占公司整体比例分别为 4.7%、15.4%。

图 4：公司近年电力投资与运营业务收入情况



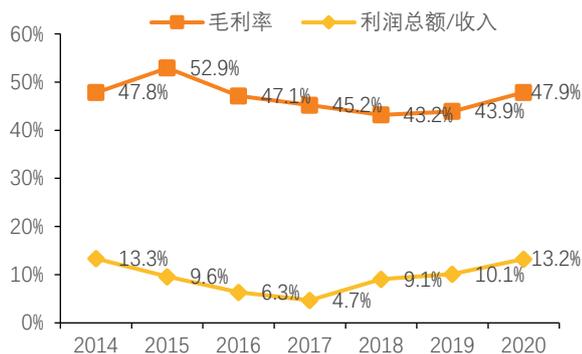
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司近年电力投资与运营业务利润总额及变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司近年电力投资与运营业务利润率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：公司近年电力投资与运营业务资产负债率变化



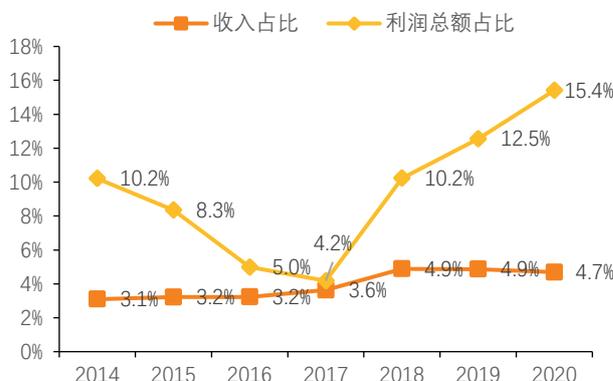
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：公司近年电力投资与运营业务减值损失情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司电力投资与运营业务收入占比及利润总额占比变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

“十四五”投资清洁能源电力资产力度或提升，20-25 年累计控股风光电并网规模 CAGR 或达 47%。据太阳能发电网等报道，21H1 中国电建引发《中国电力建设集团（股份）有限公司新能源投资业务指导意见》，总体目标要求公司境内外新增控股投产风光电装机容量 30GW，在对下属 28 家下属企业的任务拆解中合计新增规模达 48.5GW。公司于 20 年底累计控股并网风电、光伏发电规模合计 6.6GW，取指导意见两个新增目标中值 39.25GW，我们预计公司在“十四五”末累计控股并网风电、光伏发电规模或达到 46.1GW，对应 20-25 年 CAGR 为 47.4%。另一方面，我们注意到公司 21 年投资计划为 1737.2 亿元，同比+97.9%，较 17 年以来稳定于 1100 亿元上下的投资额有较大幅度提升，或从另一个角度佐证公司在“十四五”期间布局清洁能源（尤其是风电、光电）运营力度或有明显提升。

图 10：公司近年完成投资额情况及占年度投资计划比例



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2) 抽水蓄能规划设计及建设国内占绝对优势地位，享受储能市场腾飞机遇

据国际水电协会数据，19 年底，全球抽水蓄能总装机容量接近 160GW（其中中国占全球比例 19%），占全球储能容量超 94%，占电网级储能 96%以上，是现阶段储能领域主要形式。中国电建依托公司在水电领域全球龙头地位，主要抽水蓄能电站均有电建参与身影。国内抽水蓄能市场，公司规划设计方面参与份额占比约 90%，承担建设项目份额占比约 80%。20 年公司中标内蒙芝瑞抽水蓄能电站（22 亿）、河北易县抽水蓄能电站（19 亿）。此外，其他领域储能项目公司亦有参与，如 21 年 2 月中标的河北省张北巨人能源有限公司基于百兆瓦先进压缩空气储能综合能源应用示范项目 EPC 承包工程（17 亿）、19 年 3 月中标的新疆（风光柴储）荣和配电网项目（5 亿）。

在“双碳”背景下，能源利用效率提升有迫切需求，储能受政策鼓励力度稳步加大。21 年 7 月发改委价格司下发《国家发改委干预进一步完善分时电价机制的通知》，明确完善分时电价机制及强化其后续执行力度，同时明确鼓励工商业用户通过配置储能、开展综合能源利用等方式降低高峰时段用电负荷、增加低估用电量，通过改变用电时段来降低用电成本。储能市场加速发展或迎重要机遇期，公司前期丰富的储能项目参与业绩，或明显受益后续储能建设发展提速。

图 11：公司参与规划设计建设的抽水蓄能代表项目



注：更多公司参与的抽水蓄能电站项目参考首次覆盖中近年新签合同梳理；

资料来源：公司官网，天风证券研究所

3) 我们测算 21 年新能源类资产合计市值 450 亿，公司合计目标市值 1045 亿，距离当前市值仍有 28%左右的涨幅空间

盈利预测：我们预计公司 21-23 年收入分别为 4513/5236/5885 亿元，同比增速分别为 12.3%/16.0%/12.4%，预计 21-23 年归母净利润分别为 91/106/119 亿元，同比增速分别为 13.8%/16.1%/12.6%。主要业务来看，我们预计工程承包与勘察设计业务 21-23 年归母净利润分别为 53/69/81 亿元，同比增速分别为 2.4%/29.8%/16.6%；预计电力投资与运营业务 21-23 年归母净利润分别为 25/29/34 亿元，同比增速分别为 102.9%/16.7%/16.5%。

我们采用分部估值法，工程承包及其他业务（21-23 年该业务归母净利润预计分别为 66/77/85 亿元）可比公司选取专业建设领域有领先地位建筑央企，包括中国中冶（钢铁产线建设龙头）、中国化学（化学工程龙头）、葛洲坝（国内水利工程龙头之一）、中国交建（道路/桥梁建设龙头）、中国核建（核能工程龙头），可比公司 21 年 PE 均值及中位数分别为 8.9x、8.5x，考虑公司在水电及风光新能源规划-建设等一体化优势地位、“双碳”背景下政策推进能源结构调整较为坚决，下游需求或较其他领域更优，我们认可给予该部分业务 21 年目标 PE 9x，对应 21 年目标市值 595 亿。

电力投资与运营业务选取三峡能源（风光新能源投资及运营）、川投能源（水电投资及运营）及国投电力（水、火电投资及运营），可比公司 21 年 PE 均值及中位数分别为 20.0x、14.1x，考虑到公司现阶段电力资产结构中清洁能源占比超 80%，且后续预计“十四五”期间运营资产投资保持强度，其中清洁能源因重视度提升及契合政策趋势，或增速更优，清洁能源占比及新能源占比进一步提升可以期待，我们认可给予该部分业务 21 年目标 PE 18x，对应 21 年目标市值 450 亿元。综合两部分估值情况，21 年公司合计目标市值 1045 亿，距离当前 815 亿元市值仍有 28.2%的涨幅空间。

表 1: 电力投资与运营业务分部盈利预测

电力投资与运营业务	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入 (亿元)	144	170	189	211	237	265
YoY	48.5%	17.7%	11.2%	12.0%	12.0%	12.0%
营业成本 (亿元)	82	95	98	106	118	132
毛利率	43.2%	43.9%	47.9%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利润 (亿元)	62	74	90	106	118	132
减值损失 (亿元)	2	3	16	4	5	5
减值损失/收入	1.4%	2.0%	8.4%	2.0%	2.0%	2.0%
除减值外各项费用等 (亿元)	47	54	49	51	54	58
除减值外各项费用等/收入	32.7%	31.7%	26.2%	24.0%	23.0%	22.0%
利润总额 (亿元)	13	17	25	51	59	69
有效所得税税率	22.2%	22.5%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%
净利润 (亿元)	10	13	20	40	46	54
归母净利润 (亿元)	8	9	12	25	29	34
YoY		15.4%	35.5%	102.9%	16.7%	16.5%
归母净利率	5.5%	5.4%	6.5%	11.8%	12.3%	12.8%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 2: 可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			P/E		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
601618.SH	中国中冶	711	3.69	0.38	0.44	0.50	9.7	8.5	7.4
601117.SH	中国化学	470	9.53	0.74	0.92	1.17	12.8	10.3	8.1
600068.SH	葛洲坝	445	9.67	0.93	1.29	1.49	10.4	7.5	6.5
601800.SH	中国交建	928	6.70	1.00	1.20	1.33	6.7	5.6	5.0
601611.SH	中国核建	192	7.23	0.51	0.57	0.64	14.1	12.6	11.3
	平均值						10.7	8.9	7.7
	中位数						10.4	8.5	7.4
600905.SH	三峡能源	1,697	5.94	0.13	0.17	0.24	47.0	35.2	24.4
600674.SH	川投能源	482	10.95	0.72	0.78	0.90	15.3	14.1	12.2
600886.SH	国投电力	613	8.80	0.79	0.82	0.94	11.1	10.7	9.3
	平均值						24.5	20.0	15.3
	中位数						15.3	14.1	12.2
601669.SH	中国电建	849	5.55	0.52	0.59	0.67	10.6	9.4	8.3

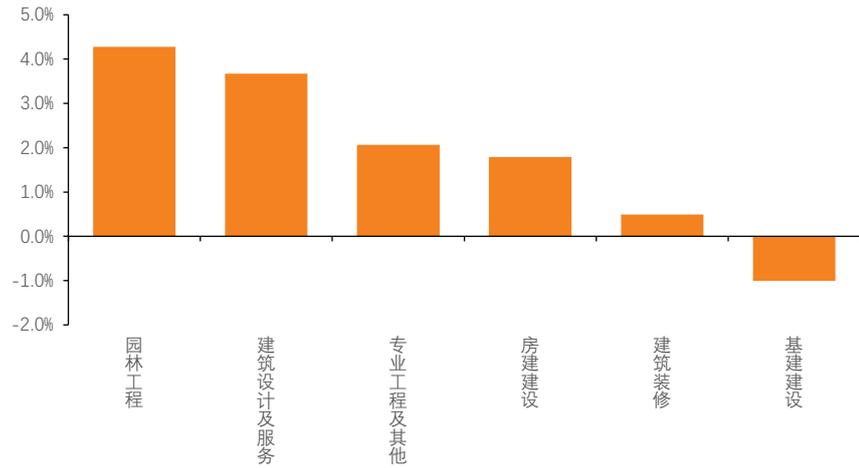
注: 股价时间 2021/08/06; 除中国电建外, 其他业绩预测源自 Wind 一致预期;

资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

2. 本周回顾

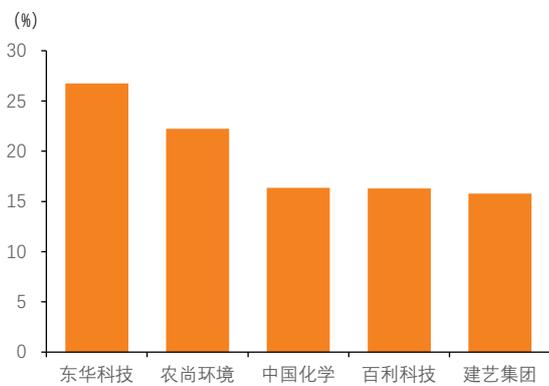
上周建筑 (中信) 指数上涨 0.83%, 沪深 300 指数上涨 0.94%, 三级子板块除基建建设板块下跌外, 其余子板块悉数上涨。个股中, 东华科技 (26.75%)、农尚环境 (22.24%)、中国化学 (16.37%)、百利科技 (16.30%)、建艺集团 (15.77%) 涨幅居前, 当前市场热点仍集中于“建筑+实业”、“建筑+新能源”等产业链相关标的。

图 12: 中信建筑三级子行业上周 (0809-0813) 涨跌幅



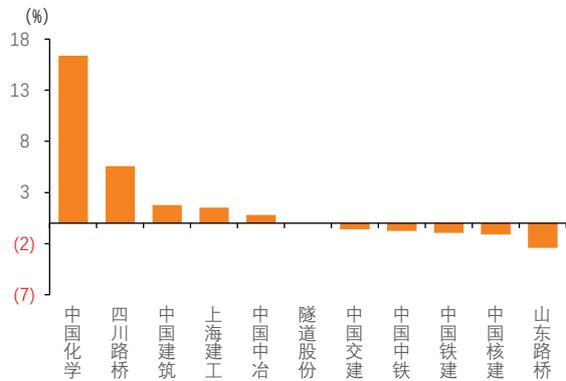
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 13: 建筑个股涨幅前五



资料来源: Wind、天风证券研究所

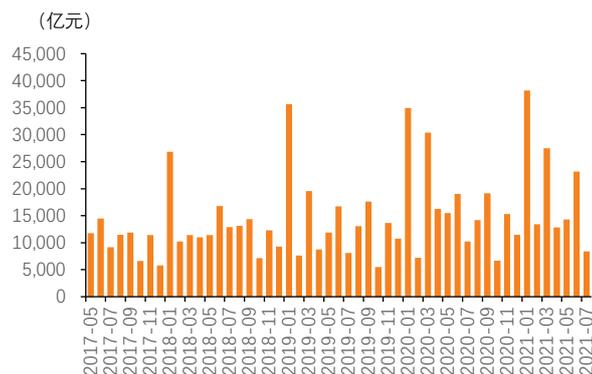
图 14: 代表性央企&国企涨跌幅



资料来源: Wind、天风证券研究所

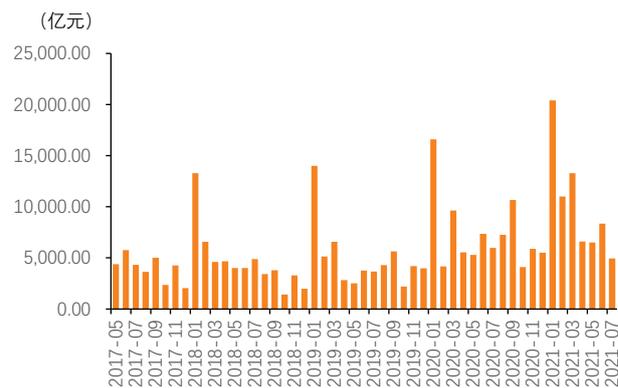
信贷规模低于预期，监管趋严与实体需求走弱并存。7月新增社融1.06万亿元，同比少增6328亿元，相较19年同期少增2272亿元，低于市场预期。结构上来看，7月社融口径新增人民币贷款8391亿元，同比少增1830亿元，相较19年同期多增305亿元。从央行数据来看，非金融企业短期贷款同比多减1156亿元，非金融企业中长期贷款同比少增1031亿元，同比增速-17%，我们预计一方面有城投、地产严监管政策影响，另一方面实体融资需求乏力也较为明显。7月委托贷款同比少减1亿元，信托贷款同比多减204亿元；7月政府债券净融资额1820亿元，同比少增3639亿元，截止8月15日，我们统计政府专项债券合计新增额度为1.35万亿，距全年3.65万亿的发行目标仍有2.30万亿额度待发行，我们预计8-9月专项债审批或加快，可能发行相对集中并撬动贷款，对社融形成一定支撑。

图 15：新增人民币贷款当月值



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 16：中长期企业贷款当月值



资料来源：Wind、天风证券研究所

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、央企蓝筹）/房建等中报有望超预期的价值品种，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、建筑减隔震等绿色建筑产业链。

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，我们预计基建央企基本面有望延续向好趋势，而地方国企有望展现较高的收入和利润弹性，推荐山东路桥、中国化学、中国电建、中国交建、中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国建筑国际等，关注交建和铁建对应的 H 股以及中国中冶；

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；推荐 BIPV 及储能相关标的苏文电能、森特股份、东南网架，建议关注瑞和股份、维业股份和嘉寓股份；建筑减隔震靴子落地，建议关注震安科技、天铁股份。

3.风险提示

疫情持续时间超预期：当前我们对全年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