

建筑材料

证券研究报告
2021年09月21日

恒大事件对建筑建材企业影响几何？

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

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《建筑材料-行业研究周报:玻纤行业周观点更新》 2021-09-21
- 2 《建筑材料-行业研究周报:水泥限产继续发酵, 板块有望维持高景气》 2021-09-12
- 3 《建筑材料-行业研究周报:玻纤行业周观点更新》 2021-09-12

行情回顾

上周(0913-0917)建材(中信)指数跌5.29%, 沪深300跌3.14%, 玻纤及工业建材取得正收益, 其余子板块均下跌, 地产相关品种跌幅较大。我们认为当前处于相对上游、与地产相关度低及处于涨价周期是玻纤表现较好的原因, 而耐材等工业建材品种也受益于下游高景气度。个股中, 中材科技、四方达、万年青、北京利尔、鲁阳节能涨幅较大。

恒大影响梳理: 对利润表和现金流存在当期影响, 预计龙头消化能力较强

本周我们对建筑建材公司对恒大的营收和应收款项敞口进行梳理, 可得出如下结论: 1) 敞口主要集中于消费建材和建筑公司中, 消费建材品种敞口相对较小, 应收余额最大的在5亿左右, 装饰公司由于收入体量更大, 恒大应收敞口相应更大, 主要公司均超过20亿。营收端, 即使停止恒大业务, 对消费建材品种收入增幅影响很有限, 但对装饰公司影响较大。2) 若恒大风险发生, 对快速增长的消费建材而言, 可能加剧现金流紧张程度, 当前部分消费建材品种通过借贷应对冲击的空间相对有限。3) 我们判断由于股价下跌, 引发大股东股权质押风险的概率当前仍然较小。

考虑到恒大较为集中的采购模式, 我们认为恒大通过经销商传递到建材企业的直接压力并不大, 但若工程经销商整体现金流出现问题, 也可能间接对建材企业造成现金流压力。另一方面, 龙头消费建材企业目前在收入和应收端对恒大的敞口并不大, 即使产生极端风险, 在短期内也较大概率能够消化, 中长期看, 龙头企业降低大B的渠道变革已然开始, 在结构调整后, 龙头消费建材品种的渠道价值或进一步提升。

短期继续推荐水泥、玻纤、玻璃顺周期品种, 中长期布局消费建材龙头

1) 顺周期品种当前处于需求旺季, 供给侧逻辑影响股价弹性: 水泥受能耗限制, 供给收缩产生价格高弹性; 玻纤需求端受风电、海外等下游带动, 供给侧增量有限, 供需平衡带动产品价格上涨, 龙头业绩有望超预期; 玻璃供给刚性较强, 需求短期受到下游资金影响, 厂家持续多周累库, 但竣工向好的趋势持续性有望较好。2) 消费建材短期内或仍受地产景气度、资金链, 以及大宗商品价格持续上行带来的成本压力影响, 但中长期看, 龙公司已经开启渠道变革, 规模效应有望使得行业集中度持续提升, 消费建材仍然是建材板块中长期优选赛道, 估值低点值得布局。

投资建议

水泥推荐上峰水泥、华新水泥、海螺水泥; 玻纤推荐中国巨石、中材科技等; 玻璃推荐旗滨集团、信义玻璃、金晶科技、福莱特等; 消费建材中长期推荐亚士创能、东方雨虹、北新建材、三棵树、科顺股份、蒙娜丽莎等。

风险提示: 基建、地产需求回落超预期, 对水泥、玻璃价格涨价趋势造成影响; 旧改和新型城镇化推进力度不及预期。

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2021-09-17	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601636.SH	旗滨集团	19.89	买入	0.68	2.06	2.11	2.40	29.25	9.66	9.43	8.29
603378.SH	亚士创能	24.64	买入	1.06	1.51	2.18	2.88	23.25	16.32	11.30	8.56
000786.SZ	北新建材	32.50	买入	1.69	2.24	2.69	3.16	19.23	14.51	12.08	10.28
300737.SZ	科顺股份	15.72	买入	0.78	1.00	1.31	1.68	20.15	15.72	12.00	9.36
002918.SZ	蒙娜丽莎	22.56	买入	1.38	1.80	2.40	3.06	16.35	12.53	9.40	7.37
002271.SZ	东方雨虹	40.87	买入	1.34	1.71	2.17	2.73	30.50	23.90	18.83	14.97
002614.SZ	奥佳华	14.16	买入	0.71	1.03	1.43	1.79	19.94	13.75	9.90	7.91
601865.SH	福莱特	47.20	增持	0.76	0.98	1.56	1.99	62.11	48.16	30.26	23.72
600552.SH	凯盛科技	10.20	买入	0.16	0.25	0.43	0.73	63.75	40.80	23.72	13.97

资料来源：Wind，天风证券研究所

内容目录

核心观点	4
行情回顾	4
建筑建材公司受恒大事件影响几何?	4
建材重点子行业近期跟踪	7
短期继续推荐水泥、玻纤、玻璃顺周期品种，中长期可布局消费建材龙头	8
风险提示	8

图表目录

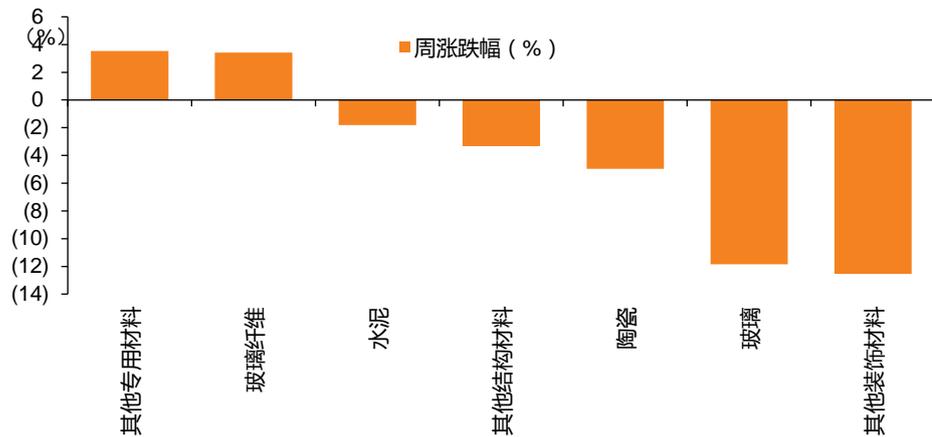
图 1：中信建材三级子行业上周（0913-0917）涨跌幅	4
表 1：部分建筑建材公司在公告中披露的恒大相关应收款项情况	4
表 2：部分建筑建材公司 20 年第一大和前 5 大客户的营收及其占比	5
表 3：部分建筑建材公司 21 年中报应收款项情况	5
表 4：部分建筑建材公司资产负债情况表	6
表 5：部分建筑建材公司大股东质押情况	7

核心观点

行情回顾

上周（0913-0917）建材（中信）指数跌 5.29%，沪深 300 跌 3.14%，玻纤及工业建材取得正收益，其余子板块均下跌，地产相关品种跌幅较大。我们认为当前处于相对上游、与地产相关度低及处于涨价周期是玻纤表现较好的原因，而耐材等工业建材品种也受益于下游高景气度。个股中，中材科技（25.34%）、四方达（23.39%）、万年青（16.49%）、北京利尔（14.29%）、鲁阳节能（10.73%）涨幅较大。

图 1：中信建材三级子行业上周（0913-0917）涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

建筑建材公司受恒大事件影响几何？

当前已有部分建筑建材公司披露了与恒大相关的应收款项情况，装饰公司受影响强于建材公司。目前主动披露与恒大相关业务数据的公司主要集中于消费建材和装饰公司板块，我们认为从产业链角度出发，建筑建材企业中与地产产业链相关性较高的主要包括房建总包、装饰分包、消费建材（涂料、瓷砖、管道等）等。从已经披露具体数据的情况来看，由于装饰建筑公司的单体合同额明显大于建材类公司，因此主要装饰施工公司来自于恒大的应收款项余额也明显大于建材公司。定性分析，若恒大真实发生债务风险，在不考虑次生影响情况下，建筑装饰公司受到的影响或更大。

表 1：部分建筑建材公司在公告中披露的恒大相关应收款项情况

公司名称	恒大应收款项情况
三棵树	截至 2021 年 8 月 31 日，应收票据 3.34 亿+应收账款 2.28 亿
永高股份	截至 2021 年 8 月 25 日，应收账款余额 4.78 亿元，其中应收商业承兑汇票金额 4.51 亿元，已经逾期未兑付承兑汇票金额 1.95 亿元。
垒知集团	截至 2021 年 7 月 31 日，商业承兑汇票逾期未兑付金额为 3317.42 万元
金螳螂	截至 2021 年 6 月 30 日，剩余应收商业承兑汇票余额为 410,909 万元
广田集团	截至 2021 年 6 月 30 日，应收商业承兑汇票余额为 27.15 亿元
全筑股份	截至 2021 年 6 月 30 日，应收款项为 25.25 亿元，扣除对恒大的应付账款后，实际需应对的应收款项为 15.07 亿元，2021 年 7 月 1 日至 8 月 31 日期间预计新增到期的恒大应收票据为 2.60 亿元
宝鹰股份	截至 2021 年 6 月 30 日，公司应收票据逾期金额共计 1.42 亿元，主要为应收恒大的票据

资料来源：公司公告，天风证券研究所

恒大若出现实质性风险，对相关公司利润表影响或主要体现为收入增长压力与减值压力增大。由于并非所有公司均披露与恒大相关的收入规模，我们研究各公司第一大客户和前 5 大客户的收入占比情况（注，我们认为下表所列的各公司 2020 年的第一大客户并非都是

恒大)。可以看出，20FY 建材公司第一大客户收入占比均较小，所列公司中占比最高的为凯伦股份，在 10%左右，而其他公司均小于 10%，我们认为即使在 2021 年，各个公司完全停止与恒大的业务往来，对于营收仍处于快速扩张期的消费建材品种而言，恒大对收入体量和收入的影响均较为有限。但对于部分装饰公司而言，20FY 其第一大客户收入占比较高，若停止与该客户的合作，在装饰公司普遍收入增长速度较慢的前提下，可能会对整体公司营收造成较大影响。

表 2：部分建筑建材公司 20 年第一大和前 5 大客户的营收及其占比

	20FY 第一大客户营收		20FY 前五大客户营收	
	绝对额 (万元)	占比	绝对额 (万元)	占比
科顺股份	24894.56	3.99%	87417.42	14.02%
垒知集团	15839.67	4.09%	33319.14	8.61%
亚厦股份	45420.58	4.21%	117063.59	10.85%
三棵树	38910.47	4.75%	78990.60	9.64%
亚士创能	18321.50	5.22%	36677.21	10.45%
东方雨虹	115880.08	5.33%	381718.78	17.57%
永高股份	39314.42	5.59%	99421.84	14.13%
蒙娜丽莎	36428.29	7.49%	142483.50	29.29%
凯伦股份	20204.67	10.06%	67824.44	33.78%
华阳国际	39182.60	20.69%	79443.92	41.94%
金螳螂	683550.45	21.88%	876914.21	28.07%
宝鹰股份	245946.76	41.30%	314159.89	52.75%
广田集团	550077.35	44.92%	651361.02	53.19%
苏博特	未披露	未披露	45318.50	12.41%
全筑股份	未披露	未披露	298506.32	55.03%
中国建筑	未披露	未披露	1718000.00	1.10%

资料来源：Wind，天风证券研究所

减值对利润的影响是另一个可能对利润表造成的影响，但其属非经常性影响。对于已经单独披露来自恒大应收款项的情况而言，如果恒大发生实质性风险，三棵树和永高股份即使在 21 年全额计提全部恒大的应收款项，其亏损预计也较为可控，但对于装饰公司而言，由于潜在需计提的数额明显大于 20 年的归母净利润，若全额计提，则可能产生大幅亏损的情况。但总体而言，我们认为减值属于非经常性损失，对公司利润表的影响也是一次性的，其总体影响有限。

表 3：部分建筑建材公司 21 年中报应收款项情况

	21H1 未应收款第一大客户		21H1 未应收款前五大		21H1 未应收票据 (亿元)	第一大应收+全部票据 (亿元)	恒大应收+票据 (亿元)	20 年归母净利润 (亿元)
	绝对额 (亿元)	占比	绝对额 (亿元)	占比				
三棵树	0.72	2.06%	2.26	6.43%	5.63	6.35	5.62	5.02
亚士创能	0.71	3.04%	2.52	10.79%	6.10	6.81		3.16
东方雨虹	7.91	7.30%	29.04	26.61%	15.88	23.79		33.89
科顺股份	3.34	8.10%	9.11	22.08%	6.27	9.61		8.90
凯伦股份	1.90	13.93%	4.53	33.32%	6.99	8.89		2.79
永高股份	2.13	16.04%	5.64	42.34%	4.12	6.25	4.78	7.70
垒知集团	0.52	1.70%	2.07	6.76%	5.71	6.23		3.72
蒙娜丽莎	1.18	8.52%	3.20	23.19%	3.36	4.54		5.66

金螳螂	6.10	3.79%	12.05	7.49%	67.99	74.09	41.09	23.74
广田集团	1.58	2.16%	6.74	9.24%	32.12	33.70	27.15	-7.84
全筑股份	11.58	47.95%	15.49	64.17%	15.91	27.49	17.67	1.33
宝鹰股份	1.16	3.13%	4.13	11.20%	16.34	17.50		1.11
亚厦股份	2.83	5.12%	6.02	10.87%	7.09	9.92		3.17
华阳国际	0.23	3.77%	0.88	14.22%	1.00	1.23		1.73

资料来源: Wind, 天风证券研究所

若涉及恒大款项不能收回, 其对上游企业造成的资金链压力值得关注。假设恒大发生实质性风险, 上游企业将无法回收其相关款项, 但仍需向原材料及劳务供应商支付相关资金, 因此会对资金链造成额外影响, 进而影响到建筑建材企业规模扩张甚至信用安全。

以三棵树为例, 其 8 月末恒大应收款项余额 5.62 亿元, 假设相应的支付义务为应收项的 90%, 则为 5.06 亿元, 如果假设恒大应收款项全部无法收回, 但需要在今年支付对应的应付义务, 则需要额外准备 5 亿元左右的现金。21H1 末公司在手现金 7.78 亿元, 是 2021 年 Wind 一致预期收入一半的 12.4% (粗略假设下半年业务占全年一半, 但其实这样计算低估了下半年收入的占比), 由于公司的快速扩张, 在手现金对收入的覆盖比例处于可比公司中的较低水平。如果以增加短期借款的方式满足额外 5 亿元的资金需求, 可以看到公司 21H1 末短期借款占总资产的比重达到 12.75%, 高于装饰建材板块平均值 (7.47%), 且增加 5 亿元短期借款可能使公司的资产负债率上升至 80% 以上, 偏高的负债率可能对公司后续扩张计划造成影响, 增加公司股权融资的迫切性。若以金螳螂为例, 虽然其支付义务可能明显高于三棵树, 但由于其更低的短期借款占比, 更高的现金占比, 及更多的在手现金, 以及较慢的规模扩张速度, 金螳螂所面临的资金压力或小于三棵树。

以上我们在进行计算时所用到的假设较为严苛, 实际涉及恒大的应收款项为不一定完全无法回收, 而相应的支付义务也未必需要在 21 年全部履行。但客观而言, 通过上述分析可以得知, 恒大事件对企业现金流量表的影响, 可能更深远的影响建筑建材公司的持续增长能力, 在手现金相对较多, 债务扩张仍有空间的企业受影响或相对较小。

表 4: 部分建筑建材公司资产负债情况表

	第一大应收+ 全部票据 (亿元)	恒大应收+票 据 (亿元)	21H1 末 在手现金 (亿元)	21H1 末短 期借款 (亿元)	21H1 末 总资产 (亿元)	短期借 款负债 率	资产负 债率 (%)	21 年预计 收入 (亿元)	现金/预 计收入 的一半
三棵树	6.35	5.62	7.78	14.54	113.99	12.75%	76.14	125.15	12.44%
亚士创能	6.81		6.02	8.76	67.86	12.91%	70.10	58.09	20.71%
东方雨虹	23.79		48.19	5.70	359.32	1.59%	34.11	291.77	33.03%
科顺股份	9.61		11.44	11.33	95.51	11.86%	49.70	83.25	27.49%
凯伦股份	8.89		16.45	9.91	57.08	17.37%	49.73	30.13	109.18%
永高股份	6.25	4.78	14.69	1.21	81.85	1.48%	42.17	85.16	34.51%
垒知集团	6.23		4.63	2.24	58.38	3.84%	42.51	49.68	18.64%
蒙娜丽莎	4.54		18.38	3.61	99.13	3.64%	59.55	66.27	55.47%
金螳螂	74.09	41.09	81.60	23.48	434.59	5.40%	59.77	351.79	46.39%
广田集团	33.70	27.15	25.88	18.62	224.16	8.31%	71.30	123.08	42.05%
全筑股份	27.49	17.67	11.02	7.00	104.49	6.69%	76.86	71.90	30.65%
宝鹰股份	17.50		19.59	27.46	127.49	21.54%	66.48	0.00	-
亚厦股份	9.92		23.21	15.41	221.74	6.95%	60.97	125.07	37.11%
华阳国际	1.23		4.13	0.24	28.12	0.86%	48.90	25.64	32.21%
建筑装饰				211.93	2228.65	9.51%	63.67		
装饰建材				130.82	1751.55	7.47%	40.89		

资料来源: Wind, 天风证券研究所

因股价下跌所产生的大股东股权质押风险相对可控。若恒大事件持续发酵，对建筑建材企业股价造成持续影响，则可能使大股东质押股份出现补仓或平仓风险，但我们认为除非发生极端情况，目前建筑建材相关公司所面临的质押风险相对较低：1) 目前主要公司大股东的质押比例仍然较低，超过 50% 的公司较少；2) 对大部分公司而言，当前股价已低于质押日价格的股份数量占比相对也较低。

表 5：部分建筑建材公司大股东质押情况

		大股东质押比例 (%)	质押日价格高于当前价格数量 (万股)
603737.SH	三棵树	15.00	1300
603378.SH	亚士创能	0.00	0
002271.SZ	东方雨虹	36.73	5612.42
300737.SZ	科顺股份	43.29	0
300715.SZ	凯伦股份	69.10	850
002641.SZ	永高股份	1.29	600
002398.SZ	垒知集团	40.40	8390
603916.SH	苏博特	0.00	0
002918.SZ	蒙娜丽莎	0.00	0
002081.SZ	金螳螂	0.00	0
002482.SZ	广田集团	28.78	17568
603030.SH	全筑股份	49.57	8287
002047.SZ	宝鹰股份	0.00	0
002375.SZ	亚厦股份	25.91	2478
002949.SZ	华阳国际	57.25	2871.7

资料来源：Wind，天风证券研究所

总体而言，我们认为若恒大信用风险实质性发生，其产业链上游的建筑建材类公司基本面可能受到一定的影响，直接影响具体可能表现为：1) 大幅减值使得当期利润明显下降；2) 因恒大事件产生的资金流压力，可能对此前扩张较快的消费建材企业的扩张速度产生较大影响。考虑到恒大较为集中的采购模式，我们认为恒大通过经销商传递到建材企业的直接压力并不大，但若工程经销商整体现金流出现问题，也可能间接对建材企业造成现金流压力。另一方面，从上述数据可以看出，龙头消费建材企业目前在收入和应收端对恒大的敞口并不大，即使产生极端风险，在短期内也较大概率能够消化，中长期看，龙头企业降低 B 的渠道变革已然开始，在结构调整后，龙头消费建材品种的渠道价值或进一步提升。

建材重点子行业近期跟踪

玻璃：1) 光伏玻璃：上周主流大单价格，2mm 镀膜光伏玻璃价格 20-21 元/平方米，3.2mm 镀膜 26 元/平方米，环比基本持平。上周国内光伏玻璃市场整体产销良好，部分价格稳中小幅上扬，组件厂开工尚可，需求端支撑明显。上周库存天数 12.74 天，环比降 2.79%，上周在产产线 234 条，日熔量 41860 吨，环比增 2.45%，预计下周新产能继续补入，供应呈现连续增加态势。2) 浮法玻璃：上周国内浮法玻璃均价 3142.50 元/吨，环比降 0.29%，周内浮法玻璃市场需求表现平平，下游加工厂订单一般，大单数量偏少，当前终端资金压力较大，短期需求端或难有明显改观。上周浮法玻璃日熔量 173925 吨，环比降 1000 吨/天，周内保窑 1 条，改产 2 条，暂无点火线，生产企业库存 2619 万重量箱，环比增 154 万重量箱。(数据来源：卓创资讯)

水泥：上周全国水泥价格大幅攀升，环比涨幅 11%，除了华北地区没有上涨外，其与区域水泥价格均有上调，幅度 30-150 元/吨不等。9 月中旬，广西、江苏、云南和贵州等地，限电程度有所加重，导致市场供应严重短缺，以及煤炭价格成本不断上升，企业生产成本

增加，促使全国大多数地区水泥价格出现大幅上涨。分地区看，华北地区价格继续推涨，东北价格稳中有升，华东、中南地区水泥价格继续暴涨，部分区域单周累计涨幅达到120-150元/吨，西南地区价格亦继续上涨，西北小幅推涨。（数据来源：数字水泥网）

玻纤：1) 上周国内无碱池窑粗纱市场交投良好，多数池窑厂价格基本涨后趋稳，个别小场价格再次小幅上调，中下游需求良好，多数产品货源偏紧俏，2400tex 缠绕直接纱主流6000-6100元/吨，环比涨0.83%，近期部分产线陆续点火，加之前期大厂产线预计近期投产，总供应量或有增加，整体价格涨后暂稳；2) 电子纱市场今日报价暂稳，各厂出货变动不大，但价格调涨动力有限，当前各厂自用量仍较大，然下游市场成本端压力加大下，短期电子纱价格暂无较大调涨预期，G75主流报价17000元/吨左右，电子布8.7-8.8元/米，老客户成交价存小谈空间，预计短期价格仍将高位维稳。

短期继续推荐水泥、玻纤、玻璃顺周期品种，中长期可布局消费建材龙头

短期继续推荐低涨幅、低估值和短期景气度高的顺周期品种，中长期继续推荐消费建材龙头：1) 顺周期品种当前处于需求旺季，供给侧逻辑影响股价弹性：水泥受能耗限制，供给收缩产生价格高弹性，推荐**上峰水泥、华新水泥、海螺水泥**；玻纤需求端受风电、海外等下游带动，供给侧增量有限，供需紧平衡带动产品价格上涨，龙头业绩有望超预期，推荐**中国巨石、长海股份（与化工联合覆盖）、中材科技、宏和科技等**；玻璃供给刚性较强，需求短期受到下游资金影响，厂家持续多周累库，但竣工向好的趋势持续性有望较好，推荐**滨集团、信义玻璃、金晶科技、福莱特（与电新联合覆盖）等**。2) 消费建材短期内或仍受地产景气度、资金链，以及大宗商品价格持续上行带来的成本压力影响，但中长期看，龙公司已经开启渠道变革，规模效应有望使得行业集中度持续提升，消费建材仍然是建材板块中长期优选赛道，基于中长期视角，推荐**亚士创能、东方雨虹、北新建材、三棵树、科顺股份、蒙娜丽莎等**。

风险提示

基建、地产需求回落超预期，对水泥、玻璃价格涨价趋势造成影响：水泥、玻璃价格的变动主要受地产和基建需求影响，进而与宏观经济环境、资金到位情况等因素相关，当前水泥及玻璃价格变动体现了较好的景气度，但若后续因天气、疫情、政策等原因导致基建、地产开复工持续性不及预期，可能导致水泥和玻璃价格上涨持续性不及预期。

旧改和新型城镇化推进力度不及预期：旧改和新型城镇化中的县域经济是国家中长期规划中的重要内容，但老旧小区改造和县城基建对财政以来程度较高，后续地方财政、中央补贴对快速增长的需求的匹配程度，可能成为其增长持续性的重要考量。若财政对旧改和县城发展的支持力度不及预期，则旧改和县域经济的发展均可能不及预期。

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