

建筑装饰

建筑业 PMI 景气回落，三季度或迎专项债发行高峰

水利投资景气延续，三季度专项债有望加速

6月26日，水利部开展全面加强水利基础设施建设调度会商，督促重点项目前期工作进度，全面推进增发国债水利项目建设，1-5月水利投资同比+18.5%，5月单月同比+24.3%，随着南方地区逐渐进入梅雨季节，华南部分地区出现洪涝灾害，我们认为后续水利建设实物工作量有望加快形成，水利投资景气延续。1-6月新增政府专项债14935亿元，占全年新增专项债限额（3.9亿元）的38.3%，其中，6月新增专项债3327亿元，截至目前，新增专项债发行进度尚未过半，这意味着三季度专项债发行将在现有基础上再提速。从各地已公布的三季度专项债发行计划看，7-9月新增专项债或将迎来发行高峰期，截至6月28日，28个省份公布了发行计划，新增专项债计划发行16051.3亿元，财政支持力度将进一步加大，增量政策工具有望出台。

政策持续催化，低空经济基础设施建设释放弹性

6月21日，安徽合肥市政府办公室印发《合肥市支持低空经济发展若干政策》，围绕低空经济企业及机构引培、关键技术研发及转化、开通商业化常态化飞行航线、打造“无人机+”示范场景、支持基础设施建设、支持系统平台建设、营造低空经济发展生态等方面提出支持政策。其中，对新引进的低空经济新型研发机构，给予每年最高2000万元、累计不超过1亿元的经费支持。当前低空经济的发展模式或与新能源汽车的早期阶段较为类似，未来或通过大范围补贴来打开使用场景，同时空域的逐步放开也有望逐步促进商业模式优化。非管制空域划分为低空经济eVTOL试点运行及商业化落地奠定基础，低空空域的逐步放开也有望显著调动地方政府发展低空经济的积极性，围绕低空经济而展开的基础设施建设需求有望保持较高景气。

行情回顾

根据总市值加权平均统计，本周(0701-0705)建筑(中信)指数下跌1.06%，沪深300板块下跌0.15%，子板块中园林工程、建筑装修、房建建设涨幅居前，分别录得5.00%、2.08%、0.39%的正收益。本周涨幅居前的标的有：东易日盛(+47.73%)、节能铁汉(+24.56%)、岭南股份(+23.33%)、美晨生态(+14.15%)、棕榈股份(+12.14%)。

投资建议

我们认为，24年顺周期改善、高股息央国企和专业工程景气延续仍是三条重要的主线：1)顺周期板块，重点推荐城中村及保障房受益标的华阳国际、深圳瑞捷等；2)低估值高股息央国企蓝筹推荐中国中铁、中国建筑、中国铁建、安徽建工、设计总院、中材国际、北方国际；3)专业工程建议关注高景气赛道龙头标的，推荐鸿路钢构、上海港湾、华铁应急(与非银组联合覆盖)、圣晖集成、利柏特、三维化学。

风险提示：基建&地产投资超预期下行；央企、国企改革提效进度不及预期；城中村改造落地不及预期。

证券研究报告
2024年07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

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

王雯

分析师

SAC执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《建筑装饰-行业研究周报:三季度迎专项债发行高峰，看好低空经济释放弹性》2024-06-30
- 《建筑装饰-行业研究周报:水利投资提速明显，看好低空经济释放弹性》2024-06-23
- 《建筑装饰-行业点评:1-5月基建投资延续托底，地产政策持续发力》2024-06-18

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元) 2024-07-05	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A/E	2024E	2025E	2026E	2023A/E	2024E	2025E	2026E
600039.SH	四川路桥	7.79	买入	1.03	1.09	1.22	1.35	7.56	7.15	6.39	5.77
601668.SH	中国建筑	5.36	买入	1.30	1.39	1.48	1.57	4.12	3.86	3.62	3.41
600970.SH	中材国际	11.73	买入	1.10	1.24	1.44	1.66	10.66	9.46	8.15	7.07
601117.SH	中国化学	7.82	买入	0.89	0.99	1.12	1.25	8.79	7.90	6.98	6.26
002541.SZ	鸿路钢构	15.59	买入	1.71	1.90	2.18	2.52	9.12	8.21	7.15	6.19
601390.SH	中国中铁	6.39	买入	1.35	1.43	1.51	1.59	4.73	4.47	4.23	4.02
601186.SH	中国铁建	8.47	买入	1.92	2.06	2.21	2.35	4.41	4.11	3.83	3.60
002061.SZ	浙江交科	3.65	买入	0.52	0.60	0.70	0.81	7.02	6.08	5.21	4.51
605598.SH	上海港湾	21.60	买入	0.71	0.87	1.09	1.40	30.42	24.83	19.82	15.43
600502.SH	安徽建工	4.29	买入	0.91	1.05	1.22	1.39	4.71	4.09	3.52	3.09
300977.SZ	深圳瑞捷	17.06	买入	0.27	0.46	0.85	1.18	63.19	37.09	20.07	14.46
002949.SZ	华阳国际	9.18	买入	0.82	0.99	1.19	1.38	11.20	9.27	7.71	6.65
603300.SH	华铁应急	5.21	买入	0.41	0.53	0.69	0.89	12.71	9.83	7.55	5.85
300982.SZ	苏文电能	17.49	买入	0.38	0.83	1.03	1.28	46.03	21.07	16.98	13.66
605167.SH	利柏特	7.42	买入	0.42	0.54	0.69	0.85	17.67	13.74	10.75	8.73
000928.SZ	中钢国际	5.46	买入	0.53	0.61	0.70	0.80	10.30	8.95	7.80	6.83
000498.SZ	山东路桥	5.12	买入	1.47	1.55	1.68	1.83	3.48	3.30	3.05	2.80
601868.SH	中国能建	2.11	买入	0.19	0.21	0.23	0.26	11.11	10.05	9.17	8.12
601669.SH	中国电建	5.58	买入	0.75	0.86	0.98	1.14	7.44	6.49	5.69	4.89
603357.SH	设计总院	8.62	买入	0.87	1.00	1.14	1.28	9.91	8.62	7.56	6.73
603018.SH	华设集团	8.56	买入	1.02	1.10	1.19	1.26	8.39	7.78	7.19	6.79
002469.SZ	三维化学	5.72	买入	0.43	0.49	0.56	0.65	13.30	11.67	10.21	8.80
603163.SH	圣晖集成	25.14	买入	1.39	1.65	1.99	2.42	18.09	15.24	12.63	10.39
301129.SZ	瑞纳智能	20.57	买入	1.93	2.58	3.51		10.66	7.97	5.86	

资料来源: Wind, 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS, EPS 均为团队预计值。

注: 苏文电能系与环保公用组联合覆盖, 华铁应急系与非银组联合覆盖, 瑞纳智能系与机械组联合覆盖。

内容目录

1. 本周专题：建筑业 PMI 景气回落，三季度或迎专项债发行高峰.....	4
2. 行情回顾.....	7
3. 投资建议.....	7
4. 风险提示.....	8

图表目录

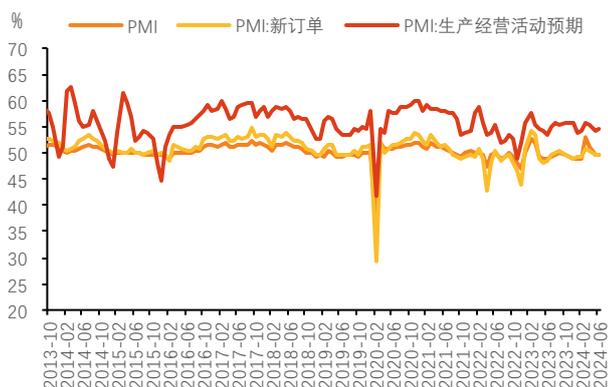
图 1：制造业 PMI 数据.....	4
图 2：建筑业 PMI 数据.....	4
图 3：中信建筑三级子行业本周（0701-0705）涨跌幅（总市值加权平均）.....	7
图 4：建筑个股涨幅居前.....	7
图 5：代表性央企&国企涨跌幅.....	7
表 1：近期部分省份低空经济政策梳理.....	4
表 2：太仓市民用无人机试飞基地建设和服务项目招标内容及金额.....	5
表 3：房建产业链公司应收账款受益梳理.....	6

1. 本周专题：建筑业 PMI 景气回落，三季度或迎专项债发行高峰

水利投资景气延续，三季度专项债有望加速。6月26日，水利部开展全面加强水利基础设施建设调度会商，督促重点项目前期工作进度，全面推进增发国债水利项目建设，1-5月水利投资同比+18.5%，5月单月同比+24.3%，华南部分地区出现洪涝灾害，我们认为后续水利建设实物工作量有望加快形成，水利投资景气延续。根据我们统计，1-6月新增政府专项债14935亿元，同比减少8073亿元，占全年新增专项债限额（3.9亿元）的38.3%，6月新增专项债3327亿元，环比减少1057亿元，从不同省份的数据来看，仅广东、山东、浙江和安徽四个省份发行专项债额度超过1000亿，进度明显慢于去年。从各地已公布的三季度专项债发行计划看，7-9月新增专项债或将迎来发行高峰期，截至6月底，28个省份公布了发行计划，新增专项债计划发行16051.3亿元，专家表示，近期各地加快部署地方债发行工作，预计三季度将迎来地方债发行高峰，地方债发行规模或在3万亿元左右，较去年同期增加约3000亿元，财政支持力度将进一步加大，增量政策工具有望出台。

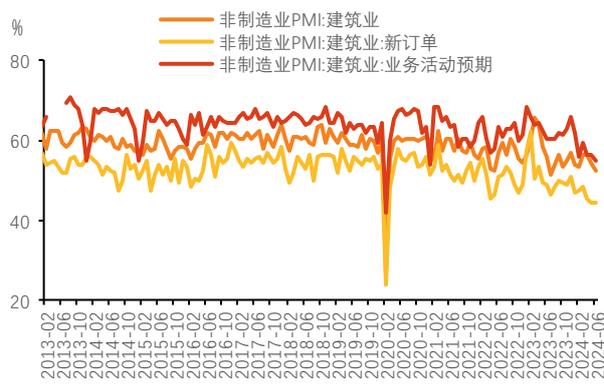
6月建筑业 PMI 景气度环比有所回落。据国家统计局数据，6月制造业 PMI 49.5%，环比回落 0.1pct，23 年同期为 49.0%，PMI 指数在 3-4 月重回 50%荣枯线之上后再次连续跌落，PMI 新订单指数环比持平为 49.5%，PMI 采购量指数环比回落 1.2pct 至 48.1%，企业经营活动预期提升 0.1pct 至 54.4%，整体来看 6 月制造业 PMI 整体有所回落。6 月建筑业 PMI 指数为 52.3%，环比回落 2.1pct，建筑业 PMI 景气度有所回落，6 月建筑业新订单/业务活动预期 PMI 指数为 44.1%/54.7%，环比分别持平、回落 1.60pct，受到高温雨季的影响，建筑业整体景气度有所回落。

图 1：制造业 PMI 数据



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 2：建筑业 PMI 数据



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

低空经济仍具潜力，各地政策持续发力，关注基础设施建设及空域管理。近期低空经济热度仍然不减，5月22日，中国民用机场协会在第五届中国机场发展大会上发布《电动垂直起降航空器（eVTOL）起降场技术要求》团体标准。这是我国首部针对 eVTOL 起降场的技术规范。除此之外，广东、浙江、四川先后发布了低空产业规划，对低空制造、低空服务等进行规划布局。中国民航局有关负责人表示，未来将配合相关部门做好空域分类和低空空域管理改革试点，增加低空可飞空域，加强低空飞行活动服务保障体系建设。6月21日，安徽合肥市政府办公室印发《合肥市支持低空经济发展若干政策》，围绕低空经济企业及机构引培、关键技术研发及转化、开通商业化常态化飞行航线、打造“无人机+”示范场景、扩大公共治理服务场景、支持基础设施建设、支持系统平台建设、标准规范编制、营造低空经济发展生态等方面提出支持政策。其中，对新引进的低空经济新型研发机构，给予每年最高 2000 万元、累计不超过 1 亿元的经费支持。从产业链的角度来看，我们认为当前低空经济的发展模式或与新能源汽车的早期阶段较为类似，未来或通过大范围补贴来打开使用场景，同时空域的逐步放开也有望逐步促进商业模式优化。

表 1：近期部分省份低空经济政策梳理

省份	日期	政策名称	内容
----	----	------	----

四川	2024.5.22	《关于促进低空经济发展的指导意见》	充分发挥研发、制造、空域、应用场景等优势，抢抓窗口期，在新赛道上加速冲刺，探索形成一批创新性引领性强的经验做法，加快研究出台配套政策措施，推动低空经济尽早“飞起来”，加快形成新质生产力。
广东	2024.5.21	《广东省推动低空经济高质量发展行动方案（2024-2026年）》	到2026年，低空经济规模超过3000亿元，基本形成广州、深圳、珠海三核联动、多点支撑、成片发展的低空经济产业格局，培育一批龙头企业和专精特新企业。
北京	2024.5.15	《北京市促进低空经济产业高质量发展行动方案（2024-2027年）（征求意见稿）》	力争通过3年时间，使低空经济相关企业数量突破5000家，带动全市经济增长超1000亿元。
南京	2024.5.13	《南京市促进低空经济高质量发展的实施意见（2024-2026）》	进一步完善低空经济配套基础设施，逐步完善全市低空飞行地面基础设施和低空数字智联网；未来三年，将建成240个以上低空航空器起降场（点）及配套的信息化基础设施。
浙江	2024.5.08	《关于支持高水平建设民航强省 打造低空经济发展高地要素保障若干政策措施（征求意见稿）》	加快推进民航基础设施建设，打造“公铁水空”多式联运枢纽；支持通用航空建设和运营，对列入全省通用机场布局规划和全省综合交通建设年度投资计划的新建通用机场项目实行分档补助，补助标准分别为3000万元、2400万元和2000万元；完善低空新型基础设施建设，符合条件的民航及低空经济领域新型基础设施，通过中央预算内投资、地方政府专项债券、超长期特别国债等政策资金予以支持。
安徽	2024.4.01	《关于加快培育发展低空经济实施方案（2024-2027年）及若干措施》	到2025年，建设10个左右通用机场和150个左右临时起降场地、起降点，部分区域低空智联基础设施网初步形成，低空经济规模力争达到600亿元，规模以上企业达到180家左右。到2027年，建设20个左右通用机场和500个左右临时起降场地、起降点，低空经济规模力争达到800亿元。

资料来源：四川省人民政府网，芜湖市发改委官网等，天风证券研究所

中长期来看，低空空域的逐步放开有望带动空域管理的市场逐步扩容。我们在2024年5月10日外发的报告《低空经济系列一：怎么看基础设施的市场空间？》中强调，非管制空域划分为低空经济eVTOL试点运行及商业化落地奠定基础，低空空域的逐步放开也有望显著调动地方政府发展低空经济的积极性，围绕低空经济而展开的基础设施建设需求有望保持较高景气。除此之外，我们认为随着政策推动，未来各地低空空域的放开及试点仍有望持续推进，低空空域的开放面积也有望逐步扩大，针对低空空域的管理服务需求也将逐步提升。

民用无人驾驶航空实验基地催生空域管理需求。2020年，根据《民用无人驾驶航空试验基地（试验区）建设工作指引》要求，民航局批准首批共13个民用无人驾驶航空试验基地（试验区），2022年8月25日，民航局为第二批4个民用无人驾驶航空试验区、3个民用无人驾驶试验基地授牌。截至24年3月末，已累计批准建立民用无人驾驶航空17个试验区和3个试验基地，进一步催生了空域管理的需求。根据南京市民用无人驾驶航空试验区服务管理平台及核心区低空智联网服务网上公开招标公告，项目招标价格为4500万元。

从空域管理的投资体量来看：以苏州太仓为例，太仓市无人机试飞基地位于城厢镇金仓湖公园景区，空域真高300米（含）以下，面积约21平方公里，内设太仓市无人机飞行服务中心、垂直起降类无人机起降区、固定翼无人机起降跑道等，可满足多旋翼、固定翼及其他机型无人机的试飞、训练和演示等活动的需求。其民用无人机试飞基地建设和服务项目招标金额为2650万元，2024年3月26日，华设集团以2635万元价格中标该项目，工期为60天。如果按照21平方公里的管理面积对应2635万元投资额来算，每平方公里的投资强度大约为125万元。

表 2：太仓市民用无人机试飞基地建设和服务项目招标内容及金额

项目类型	金额（万元）
低空 5G 智联网能力建设设备	630

低空 5G 智联网能力建设服务	450
低空服务管理平台	950
配套设施建设	350
总体方案研究及其他服务	270
合计	2650

资料来源：苏州市公共资源交易平台官网，天风证券研究所

地产政策或仍有望持续优化，实物量转化有望触底回升。6月12日，中国人民银行召开保障性住房再贷款工作推进会，调研推广前期租赁住房贷款支持计划试点经验，部署保障性住房再贷款推进工作，6月14日，惠州市房地产融资协调机制工作专班印发《惠州市房地产融资协调机制工作专班推送房地产融资协调机制项目名单的通知》，10个项目被列入第三批房地产融资协调机制“白名单”，地产政策或将仍在跟进，融资端的发力表明后续地产政策或仍有继续加码的空间。6月7日，国务院总理李强主持召开国常会，中央对稳楼市仍传达出积极信号，其中重点提及，“着力推动已出台政策措施落地见效，继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施。对于存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进”，表明后续地产政策或仍有继续加码的空间。

表 3：房建产业链公司应收账款受益梳理

产业链	证券简称	23 年应收票据及应收账款(亿元)	23 年应收票据及应收账款/流动资产	21-23 年信用减值总额(亿元)	21-23 年信用减值总额占营收比例	21-23 年现金满足投资比率
前端设计	中衡设计	8.06	39%	-3.40	-42%	155%
	建研设计	3.87	34%	-0.65	-17%	56%
	汉嘉设计	4.49	25%	-0.71	-16%	111%
	华建集团	31.14	25%	-4.68	-15%	108%
	华阳国际	4.49	23%	-2.24	-50%	126%
	郑中设计	4.17	21%	-2.23	-53%	257%
	尤安设计	4.43	21%	-3.02	-68%	22%
	筑博设计	1.41	9%	-0.78	-55%	47%
中端施工	陕建股份	1685.91	56%	-149.64	-9%	-15%
	安徽建工	482.40	42%	-44.36	-9%	-14%
	广东建工	356.01	37%	-6.42	-2%	35%
	建发合诚	8.34	32%	-1.28	-15%	573%
	重庆建工	210.03	31%	-14.80	-7%	222%
	浙江建投	261.88	28%	-32.59	-12%	60%
	中国中冶	1356.21	28%	-133.11	-10%	186%
	上海建工	648.48	23%	-44.72	-7%	285%
	宁波建工	46.18	21%	-1.71	-4%	47%
	龙元建设	52.55	16%	-10.68	-20%	-8%
	中国中铁	1587.29	16%	-130.40	-8%	36%
	中国铁建	1590.38	15%	-196.45	-12%	28%
	浦东建设	27.52	13%	-0.87	-3%	273%
	中国建筑	2603.12	13%	-263.99	-10%	9%
	腾达建设	3.51	4%	-0.05	-2%	-307%
	后端装修	建艺集团	38.10	53%	-14.73	-39%
*ST 洪涛		25.35	49%	-13.06	-52%	-38%
金螳螂		142.44	44%	-64.41	-45%	86%
德才股份		45.11	44%	-4.08	-9%	30%
ST 中装		24.41	38%	-2.18	-9%	-64%

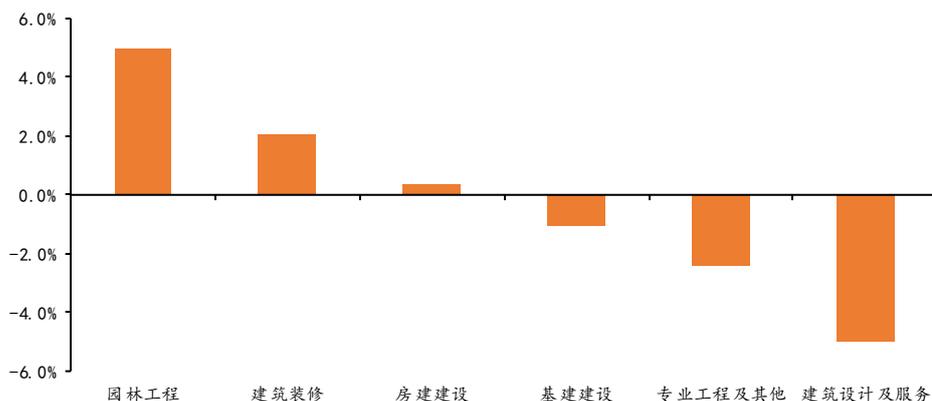
瑞和股份	8.92	28%	-8.30	-93%	8%
宝鹰股份	19.36	27%	-35.93	-186%	-46%
东易日盛	2.78	25%	-1.27	-46%	-87%
亚厦股份	42.32	22%	-8.44	-20%	39%
ST 全筑	4.36	22%	-13.61	-312%	-24%
维业股份	25.67	20%	-2.62	-10%	99%
*ST 广田	1.17	12%	-73.71	-6312%	703%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 行情回顾

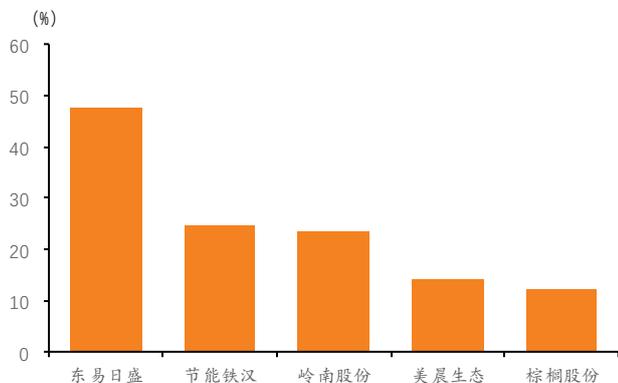
根据总市值加权平均统计, 本周(0701-0705)建筑(中信)指数下跌 1.06%, 沪深 300 板块下跌 0.15%, 子板块中园林工程、建筑装饰、房建建设涨幅居前, 分别录得 5.00%、2.08%、0.39%的正收益。本周涨幅居前的标的有: 东易日盛(+47.73%)、节能铁汉(+24.56%)、岭南股份(+23.33%)、美晨生态(+14.15%)、棕榈股份(+12.14%)。

图 3: 中信建筑三级子行业本周(0701-0705)涨跌幅(总市值加权平均)



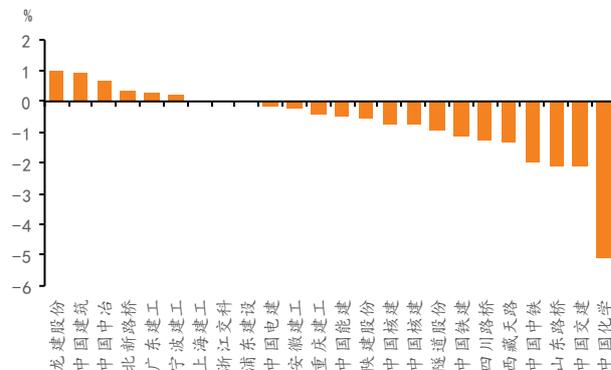
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 建筑个股涨幅居前



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5: 代表性央企&国企涨跌幅



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 投资建议

结合当前经济压力仍存，我们预计今年顺周期有望改善，今年“三大工程”和水利等基建投资有望成为稳增长的重要发力点，短期经济工作会议仍有望带来政策催化，今年基本面改善可期。从资金的角度来看，中央加杠杆有望持续强化，万亿特别国债和专项债额度提前下达支撑今年 Q1 基建景气度回升，结构性和区域性特征明显，水利投资、城中村改造、保障房建设、重大交通领域建设的景气度较高。我们认为，24 年顺周期改善、高股息央国企和专业工程景气延续仍是三条重要的主线：1) 顺周期板块，重点推荐城中村及保障房受益标的华阳国际、深圳瑞捷等；2) 低估值高股息央国企蓝筹推荐中国中铁、中国建筑、中国铁建、安徽建工、设计总院、中材国际、北方国际；3) 专业工程建议关注高景气赛道龙头标的，推荐鸿路钢构、上海港湾、华铁应急（与非银组联合覆盖）、圣晖集成、利柏特、三维化学。

主线一：静待顺周期改善，基建和地产投资保持韧性

需求端来看，24 年基建增速或回归平稳，重视基建结构性和区域性机会，我们预计 24 年广义/狭义基建增速分别为 8.70%/6.75%，真实需求主导的水利投资、城中村改造、保障房建设、重大交通领域景气度较高。供给端，专项债有望继续发力，或将提前下达 2024 年度部分新增地方债额度，新增专项债提前批额度或将在 2.28 万亿元左右。万亿特别国债发行促使中央财政赤字率或进一步提高，财政资金或继续发力。地产端，城中村及保障房有望为地产中长期发展形成有力支撑，我们测算 21 个/35 个超大特大城市城中村改造面积达 9.6/12.3 亿平，预计 21 个城市城中村改造年均拉动地产开发投资约 9199 亿，对地产新开工/竣工的弹性分别为 12.6%/7.6%。

主线二：国企改革纵深推进，高股息及 ROE 向上趋势明显

23 年上半年战术性政策上已明确国改新思路，下半年战略性政策持续细化工作部署。龙头市占率提升趋势显著，23 年以来建筑央企份额提升较快，建筑央企（含中国核建）营业收入份额从 19 年 19% 提升至 23 年的 23%，新签订单市场份额从 19 年 35% 提升至 23 年的 47%，验证了建筑央企扎实的内生增长动能以及融资和管理优势。建筑央国企 ROE 提升思路清晰，内生途径在于提升盈利能力和周转能力，外延途径在于围绕“链主”身份进行产业上下游整合。此前建筑央国企密集发布增持计划，板块回调后低估值建筑央企估值已处于较低水平。

主线三：关注下游高景气专业工程以及传统行业改造及出海

专业工程四大细分赛道值得重点关注：1) 重资产的建筑租赁板块在顺周期下弹性较大，头部市占率集中度提升；2) 半导体洁净室工程，受益于国内半导体资本开支提速，国产替代逻辑带来需求旺盛，洁净室工程行业技术壁垒高，行业渗透率及头部企业集中度有望提升；3) 化工炼化工程板块主要受益于化工行业景气度回暖以及海外龙头产能转移，同时煤化工迎来投资高峰期；4) 钢结构板块短期在经济复苏背景下收入和利润弹性有望进一步凸显，中长期看好行业智能化改造带动吨净利提升及产能扩张，此外积极关注建筑企业出海对于传统业务利润的带动作用。

4. 风险提示

基建&地产投资超预期下行：我们预计万亿国债以及基建相关利好政策的密集出台推动今年上半年基建形成实物工作量，有望带动 24 年基建景气度维持高位，若基建投资超预期下行，则宏观经济压力或进一步提升。

央企、国企改革提效进度不及预期：我们认为建筑央企、国企积极进行变革，通过横向拓展业务范围，纵向整合产业链下游，大股东增持改善上市公司经营效率，成本管理等措施，理顺业务发展脉络，改革激发内在增长活力，预计 2024 年地方国企仍有望体现高业绩弹性，后续激励、分红政策等有望成为估值提升催化剂，但若央企、国企改革提效进度不及预期，则对公司的利润和分红造成一定影响。

城中村改造进度不及预期：若出现社会资本积极性不足、政府财政压力加大等情况，城中村改造将面临较大的资金缺口，导致改造进展缓慢、效果不及预期。

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com