

建筑装饰

证券研究报告

2024年10月20日

基建投资改善明显，关注化债弹性标的

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

资金落地支撑基建提速，铁路、能源、水利保持高景气

24年1-9月狭义基建/广义基建同比+4.1%/+9.3%，9月单月狭义基建/广义基建同比+2.2%/+17.5%，增速环比+1/+11.3pct，基建投资快速增长，铁路、能源、水利呈现高景气。9月专项债发行规模再创年内新高，各地共发行新增专项债10279.17亿元，资金加快落地有望给基建投资托底。基建细分板块中，1-9月铁路运输投资同比+17.1%，9月单月同比+23.9%（增速环比+15.9pct）；1-9月水利环境公共设施投资同比+2.8%，9月单月同比+12.7%（增速环比+8.1pct）；其中水利投资同比+37.1%，9月单月同比+70.4%（增速环比+3.5pct），结构性特征表现明显。

化债规模空间值得期待，关注化债弹性标的

国新办举行的财政部专场新闻发布会上提到这项即将实施的政策，是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施，而2023达到2.2万亿元的化债额度，据此推算本轮置换债的规模将超2.2万亿元。对比2015年地方债务置换考虑，如果按照目前隐债余额的四分之三进行置换，则对应置换债规模需要约7.5万亿-15万亿。从上市公司报表角度，大力度化债举措下政府类应收账款有望加速收回、改善资产及现金流质量，坏账计提有望冲回、增厚当期利润等。我们统计了A股主要建筑公司2023年（应收账款+应收票据+长期应收款）/净资产，从比例来看，民企（园林工程、设计咨询类）、地方建设龙头、部分央企等占比明显较高。若增加地方政府举债空间，可供形成政府投资和实物工作量的资金同比显著增加，加速基建实物量的落地，改善建筑企业报表质量。从化债资金支付顺序上，我们认为央企及地方国企或先于民营企业，化债资金通过央企国企（利润上缴及分红）有望大比例回流财政。

行情回顾

根据总市值加权平均统计，本周（1014-1018）建筑指数上涨4.30%，沪深300板块上涨0.83%，子板块悉数上涨，其中建筑设计、园林工程和房建板块涨幅居前，分别录得11.85%、6.52%、6.48%的正收益。本周涨幅居前的标的有：成都路桥（+61.51%）、重庆建工（+61.33%）、百甲科技（+59.27%）、苏交科（+46.49%）、城地香江（+46.28%）。

投资建议

我们预计24年广义/狭义基建增速分别为7.88%/5.27%，结构性和区域性特征明显，真实需求主导的水利投资、铁路和航空等重大交通领域建设、城市综合管廊的确定性相对较高，经济发达区域基建仍保持高增长，重视三条主线投资机会，1) 主线一：供需格局优化，央国企蓝筹高质量发展；2) 主线二：围绕新质生产力方向，布局细分高景气赛道；3) 主线三：聚焦海外高景气区域，重点关注高质量出海国际工程板块。

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。

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《建筑装饰-行业点评:专项债发行再迎高峰，基建投资快速扩容》 2024-10-19
- 《建筑装饰-行业专题研究:大力度化债举措即将出台，哪些建筑建材公司有望受益？》 2024-10-18
- 《建筑装饰-行业研究周报:政策信号积极，继续全面看好投资链改善》 2024-10-14

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元) 2024-10-18	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600039.SH	四川路桥	8.40	买入	1.03	1.03	1.11	1.22	8.16	8.16	7.57	6.89
601668.SH	中国建筑	6.28	买入	1.30	1.39	1.48	1.57	4.83	4.52	4.24	4.00
601390.SH	中国中铁	6.57	买入	1.35	1.43	1.50	1.57	4.87	4.59	4.38	4.18
601117.SH	中国化学	8.17	买入	0.89	0.98	1.10	1.23	9.18	8.34	7.43	6.64
600970.SH	中材国际	10.61	买入	1.10	1.22	1.36	1.51	9.65	8.70	7.80	7.03
601800.SH	中国交建	10.11	买入	1.39	1.55	1.71	1.91	7.27	6.52	5.91	5.29
601868.SH	中国能建	2.34	买入	0.19	0.21	0.23	0.25	12.32	11.14	10.17	9.36
601669.SH	中国电建	5.51	买入	0.75	0.86	0.98	1.14	7.35	6.41	5.62	4.83
002541.SZ	鸿路钢构	14.68	买入	1.71	1.32	1.52	1.76	8.58	11.12	9.66	8.34
605598.SH	上海港湾	18.94	买入	0.71	0.87	1.09	1.40	26.68	21.77	17.38	13.53
601186.SH	中国铁建	9.21	买入	1.92	2.01	2.10	2.19	4.80	4.58	4.39	4.21
002061.SZ	浙江交科	4.07	买入	0.52	0.60	0.70	0.81	7.83	6.78	5.81	5.02
600502.SH	安徽建工	4.89	买入	0.91	0.99	1.09	1.19	5.37	4.94	4.49	4.11
300977.SZ	深圳瑞捷	19.39	增持	0.27	0.27	0.37	0.54	71.81	71.81	52.41	35.91
002949.SZ	华阳国际	13.98	买入	0.82	0.99	1.19	1.38	17.05	14.12	11.75	10.13
605167.SH	利柏特	8.78	买入	0.42	0.54	0.69	0.85	20.90	16.26	12.72	10.33
000928.SZ	中钢国际	6.42	买入	0.53	0.61	0.70	0.80	12.11	10.52	9.17	8.03
000498.SZ	山东路桥	5.92	买入	1.47	1.55	1.68	1.83	4.03	3.82	3.52	3.23
603357.SH	设计总院	9.08	买入	0.87	0.91	1.04	1.17	10.44	9.98	8.73	7.76
603018.SH	华设集团	8.15	买入	1.02	0.73	0.80	0.88	7.99	11.16	10.19	9.26
002469.SZ	三维化学	5.27	买入	0.43	0.49	0.56	0.65	12.26	10.76	9.41	8.11
603163.SH	圣晖集成	24.40	买入	1.39	1.27	1.53	1.85	17.55	19.21	15.95	13.19

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

注: 浙江交科系与化工组联合覆盖。

内容目录

1. 本周专题：基建投资改善明显，关注化债弹性标的	4
2. 行情回顾	6
3. 投资建议	7
4. 风险提示	8

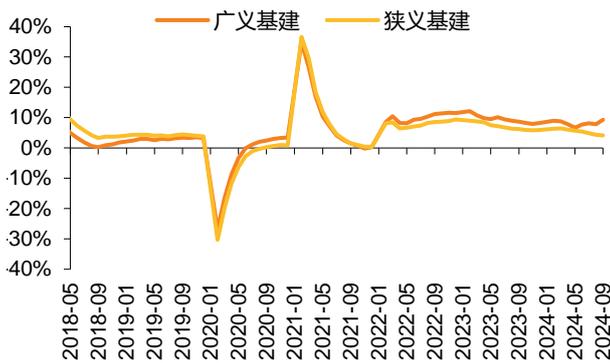
图表目录

图 1：广义基建/狭义基建投资累计同比增速	4
图 2：制造业和房地产投资累计同比增速	4
图 3：基建细分行业投资累计同比增速	4
图 4：房地产新开工面积累计同比增速	4
图 5：房地产竣工面积累计同比增速	5
图 6：房地产销售面积累计同比增速	5
图 7：中信建筑三级子行业本周（1014-1018）涨跌幅（总市值加权平均）	6
图 8：建筑个股涨幅居前	6
图 9：代表性央企&国企涨跌幅	6

1. 本周专题：基建投资改善明显，关注化债弹性标的

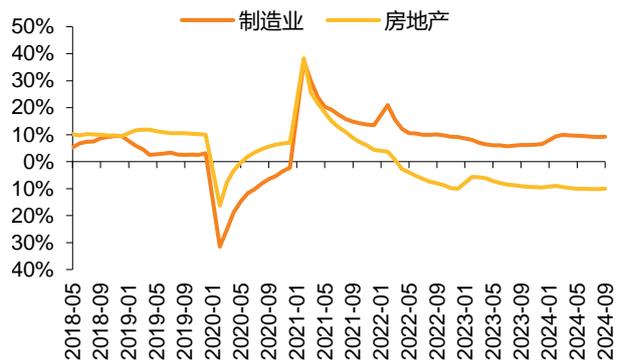
专项债提速支撑基建高景气。24年1-9月地产开发投资/狭义基建/广义基建/制造业同比分别-10.1%/+4.1%/+9.3%/+9.2%，9月单月地产开发投资/狭义基建/广义基建/制造业同比分别-9.4%/+2.2%/+17.5%/+9.7%（增速环比-0.9/+1/+11.3/+1.8pct）。基建投资快速增长，铁路、能源、水利呈现高景气。9月专项债发行规模再创年内新高，各地共发行新增专项债10279.17亿元，资金加快落地有望给基建投资托底。在财政刺激预期升温背景下，我们判断四季度基建投资有望持续提速，且结构性和区域性特征或愈发明显，重点关注水利、电网工程等景气细分赛道。

图 1：广义基建/狭义基建投资累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

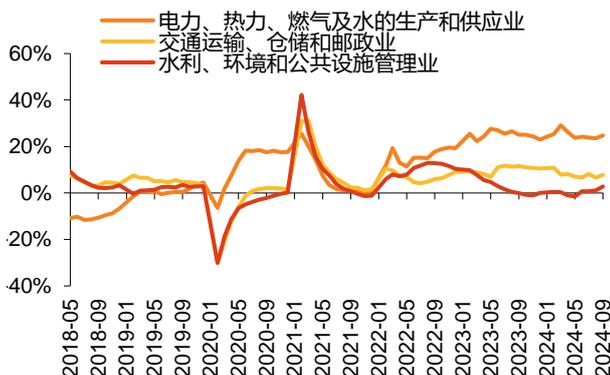
图 2：制造业和房地产投资累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

地产销售数据降幅收窄，铁路、能源、水利投资高景气。地产按传导顺序看，1-9月地产销售面积同比-17.1%，9月单月同比-10.8%（增速环比+1.8pct）；1-9月新开工面积同比-22.2%，9月单月同比-20%（增速环比-2.8pct）；1-9月施工面积同比-12.2%，9月单月同比-29.4%（增速环比-20.5pct）；1-9月竣工面积同比-24.4%，9月单月同比-31.3%（增速环比+5.3pct）；9月地产销售降幅收窄，关注后续政府收储及商品房去库进度。基建细分板块中，1-9月交通仓储邮政投资同比+7.7%，9月单月同比+13.7%（增速环比+16.1pct）；其中铁路运输投资同比+17.1%，9月单月同比+23.9%（增速环比+15.9pct）；道路运输投资同比-2.4%，9月单月同比+0.1%（增速环比+7.7pct）；1-9月水电燃热投资同比+24.8%，9月单月同比+31.8%（增速环比+9.9pct）；1-9月水利环境公共设施投资同比+2.8%，9月单月同比+12.7%（增速环比+8.1pct）；其中水利投资同比+37.1%，9月单月同比+70.4%（增速环比+3.5pct）；公共设施管理投资同比-3.5%，9月单月同比+3.9%（增速环比+8.6pct）。

图 3：基建细分行业投资累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：房地产新开工面积累计同比增速



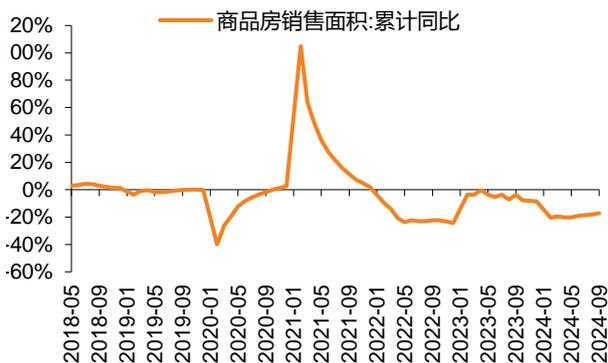
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：房地产竣工面积累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：房地产销售面积累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

近期财政新闻发布会财政部部长公布了化债、特别国债补充银行资本、运用专项债等工具支持房地产以及加大重点群体保障力度四项已经进入决策程序的政策，同时强调中央财政仍有较大的举债和赤字提升空间，考虑到财政支出是后续基建改善的关键，我们认为本次发布的财政政策有望对投资链产生明显积极效果，对基建的提振效果尤为值得关注：

1) 提出中央财政仍有较大空间：会议指出，“逆周期调节绝不仅仅止于四点，还有其他政策工具正在进行研究，中央财政还有较大的赤字提升空间”，参考发达经济体，2020 年疫情阶段美国联邦政府赤字率曾达到 15.2%，2023 年债务率高达 128%，而日本 2020 年中央政府赤字率也曾至 7.9%，2023 年债务率超 200%，相比而言，美日均呈现地方债务率低，中央债务率高，而我国狭义财政赤字率仅为 3%，2023 年末中央政府债务率仅 24%，在地方债务得以稳定的前提下，通过中央政府短期加杠杆并进一步提升赤字的可能性仍较大。此次财长明确中央加杠杆的空间，我们判断后续若实施落地，有望为投资链带来较多增量资金，对于有效需求主导的基建投资起到良好的带动作用。

2) 通过较大规模增加地方政府债务额度方式化债：财政部部长指出，“拟一次性增加较大规模债务限额，置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险，相关政策待履行相关法定程序后再向社会做详尽说明，这项政策是近年来出台的支持化债力度最大措施”，自从化债以来，通过专项债和一般债进行化债占用了较多地方政府用于发展的资金，23 年财政部安排 2.2 万亿元地方政府债务额度用于化债，占到 23 年新增债务限额的 48.7%，24 年安排 1.2 万亿元债务限额支持地方化解存量隐性债务和消化政府拖欠企业账款，占比 26%，23 年末隐债相比 18 年末摸底数减少 50%。同时，对债务率的考核也较大程度影响了地方政府的投资意愿。我们认为若增加地方政府举债空间，化债对正常发展的资金挤出将得到有效缓解。

3) 专项债使用进一步有效化：会议指出当前至年末仍有 2.3 万亿元可供使用的专项债资金，如果加上特别国债，可供形成政府投资和实物工作量的资金同比显著增加，财政部将加快地方政府落实投资，后续将进一步扩大专项债用作资本金的领域，并打通项目储备与建设实施的有限衔接，加快形成实物工作量。我们认为后续若地方政府积极性得到有效调动，专项债及特别国债在 Q4 有望对基建形成有效带动。进入四季度以来，多个省份重大项目开工有提速迹象，10 月 8 日四川省举行 2024 年第四季度重大项目现场推进活动，共推进项目 1823 个，总投资 7855 亿元，其中基础设施项目共 601 个，总投资 3645 亿元，占比 46.4%，其他经济强省山东、江苏、安徽等省份亦在此前工作会议上对基建项目的推进态度上已有明显转变，我们判断后续相关上市公司订单也有望呈现较好恢复。

4) 针对地产提出专门化措施：本次会议强调，叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳，提出考虑允许专项债重新用于土储（包括回收存量土地），支持专项债用于收购存量房，以及优化税收政策。我们认为，上述政策有望改善地产供需端预期和地产链公司的财务状况，对保障性住房的支撑也有望拉动一

部分实物工作量，若地产投资逐步修复，对地方财政及基建也是利好。

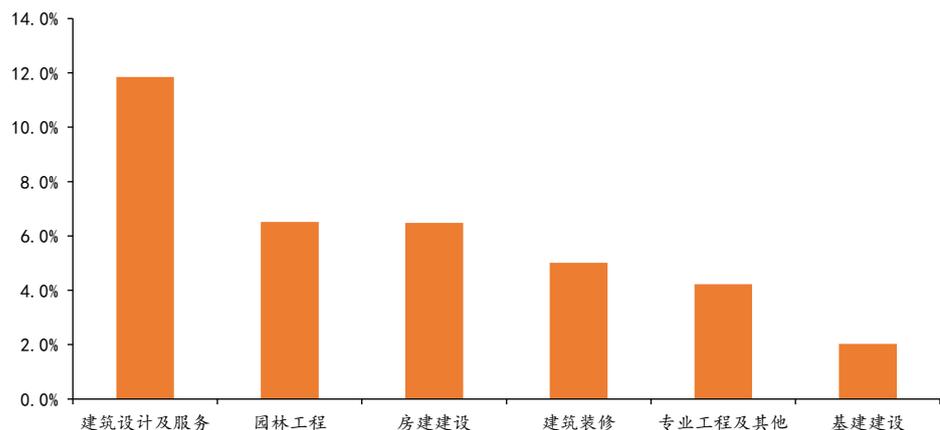
近年来支持化债力度最大的一项措施即将出台，规模空间值得期待。 财政部会议进一步指出：“为了缓解地方政府的化债压力，除每年继续在新增专项债限额中专门安排一定规模的债券用于支持化解存量政府投资项目债务外，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险。”与 2015 年债务置换类似，一次性增加地方政府的债务限额，用地方表内债务置换表外隐性债务，减轻地方政府的偿债压力。从化债中腾挪出更多的地方财力和精力，来支持稳增长和“三保”工作。此次化债规模有多大？国新办举行的财政部专场新闻发布会上提到这项即将实施的政策，是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施，而 2023 达到 2.2 万亿元的化债额度，据此推算本轮置换债的规模将超 2.2 万亿元。根据天风固收孙彬彬团队 2024 年 10 月 15 日在发布的报告《逃不开的债务周期》中认为对比 2015 年地方债务置换考虑，如果按照目前隐债余额的四分之三进行置换，则对应置换债规模需要约 7.5 万亿-15 万亿。

园林民企和地方龙头弹性大，支付顺序或为央企优先。 从上市公司报表角度，大力度化债举措下政府类应收账款有望加速收回、改善资产及现金流质量，坏账计提有望冲回、增厚当期利润等。我们统计了 A 股主要建筑公司 2023 年(应收账款+应收票据+长期应收款)/净资产，从比例来看，民企(园林工程、设计咨询类)、地方建设龙头、部分央企等占比明显较高。若增加地方政府举债空间，可供形成政府投资和实物工作量的资金同比显著增加，加速基建实物量的落地，改善建筑企业报表质量。从化债资金支付顺序上，我们认为央企及地方国企或先于民营企业，化债资金通过央企国企(利润上缴及分红)有望大比例回流财政。

2. 行情回顾

根据总市值加权平均统计，本周(1014-1018)建筑指数上涨 4.30%，沪深 300 板块上涨 0.83%，子板块悉数上涨，其中建筑设计、园林工程和房建板块涨幅居前，分别录得 11.85%、6.52%、6.48%的正收益。本周涨幅居前的标的有：成都路桥(+61.51%)、重庆建工(+61.33%)、百甲科技(+59.27%)、苏交科(+46.49%)、城地香江(+46.28%)。

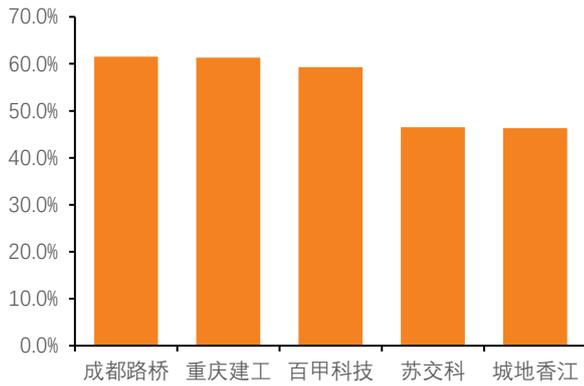
图 7：中信建筑三级子行业本周(1014-1018)涨跌幅(总市值加权平均)



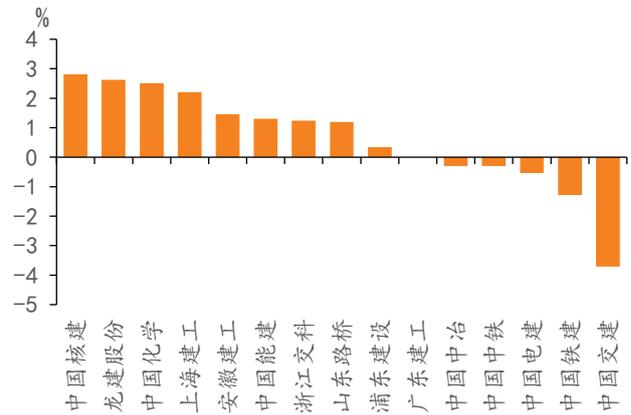
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：建筑个股涨幅居前

图 9：代表性央企&国企涨跌幅



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 投资建议

基建展望：财政有望加码，支撑下半年基建景气延续

我们预计 24 年广义/狭义基建增速分别为 7.88%/5.27%，结构性和区域性特征明显，真实需求主导的水利投资、铁路和航空等重大交通领域建设、城市综合管廊的确定性较高，经济发达区域基建仍保持高增长，重视四川、浙江、安徽、江苏等区域性机会。5 月首批特别国债已开启审批，“常态化”发行预计年内有望对基建投资形成有力支撑，截止 7 月中旬，新增专项债发行额度为 15736.53 亿元，按照全年的发行额度进度来算约为 40%左右，整体进度明显慢于 22 和 23 年，7-9 月新增专项债或将迎来发行高峰期，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，财政支持力度进一步加大，资金供给角度我们预计 2024 年广义基建投资实际到位资金或同比增长 8.71%，资金到位缺口有所收窄。

主线一：供需格局优化，央国企蓝筹高质量发展

24 年是国企改革深化提升行动的关键之年、攻坚之年，相关政策持续细化。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，八大建筑央企营业收入份额从 19 年 19% 提升至 23 年的 23%，24Q1 继续提升至 31%。新签订单市场份额从 19 年 35% 提升至 23 年的 47%，24Q1 继续提升至 60%。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。未来在新国九条等的政策引导下，央国企将加大市值管理，重视投资者回报，实现高质量发展，我们认为当前已经回调至较低估值的央国企值得重点关注，推荐四川路桥、中国电建、中国化学、中国建筑。

主线二：围绕新质生产力方向，布局细分高景气赛道

重点关注四个高景气方向：1) 低空经济：政策驱动，基础设施贯穿产业链始终，我们测算到 24-30 年通用机场对应设计+施工年均市场空间有望达 1379 亿元，其中设计环节年均大约为 69-138 亿元；2) 洁净室：充分受益于半导体、显示面板需求高景气，资本开支提速，国产替代逻辑演绎，行业龙头具备较好的业绩弹性；3) 设备更新：重点关注钢铁、陶瓷等传统周期制造业的资本开支节奏，以及城市更新、建筑节能改造需求；4) 智能机器人：钢结构切割焊接加速渗透，降本增效前景可期，中长期看好行业智能化改造带动吨净利提升及产能扩张，推荐鸿路钢构、华设集团、柏诚股份。

主线三：聚焦海外高景气区域，重点关注高质量出海国际工程板块

24 年 M1-5 中国新签对外工程承包合同额为 873 亿美元，同比+21.7%，对外承包工程累计

完成额为 587.9 亿美元，同比+8.8%。全球基建行业 2023 年的实际年增长率为 2.5%，高于 2022 年的 0.9%，与发达市场 0.6%的年同比增长率相比，新兴市场的年同比增长率将达到 4.6%，重点关注东南亚、中东及非洲地区基建景气度，高质量出海是建筑企业适应当前国际经济形势的重要战略，同时也是企业提升国际竞争力、加强国际合作的关键途径。海外项目整体回款较好，毛利率水平偏高，2023 年国际工程板块境外毛利率同比提升 1.54pct，高于境内业务毛利率，常规海外 EPC 项目预付款比例为合同额 10%-15%，2023 年国际工程板块海外业务占比均值提升 5pct，垫资杠杆下滑 1.3pct，建筑企业出海或有望带动自身现金流的改善。同时合作海外优质业主有助于提升海外知名度，技术实力和商业模式巩固核心竞争力。推荐中材国际、北方国际、中钢国际、上海港湾和利柏特，建议关注中工国际。

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