

建筑装饰

财政政策更加积极，继续看好基建投资产业链

财政政策更加积极，基建改善有望持续兑现

12月12日召开的中央经济工作会议，为明年财政政策定调，重点要求实施更加积极的财政政策，合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围，提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施，货币政策方面，要求适时降准降息，保持流动性充裕。总体看，预计明年赤字率会在3.5%至4%的区间，将会释放超5万亿元空间，25年财政松绑或给基建发力提供较好支撑，我们继续强调基建改善+破净价值提升的投资主线，以及此前证监会对破净股松绑，叠加化债资金对于建筑企业报表改善，我们持续看好建筑企业中长期的基本面及估值回归。

财政政策更加积极，持续用力推动房地产市场止跌回稳

根据官方公开数据，2024年财政赤字率按3%安排，超长期特别国债发行规模为1万亿元，新增专项债额度为3.9万亿元。关于财政政策，会议提出要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债，增加地方政府专项债券发行使用，优化财政支出结构，兜牢基层“三保”底线。这也是十八大以来首次提出“提高财政赤字率”，具体数据待两会公布。关于地产，本次会议提及持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作，推动构建房地产发展新模式。较此前政治局会议表述更加积极，预计专项债收储和收购保障房有望在明年扮演更加重要角色。

行情回顾

根据总市值加权平均统计，本周（1209-1213）建筑指数下跌1.25%，沪深300板块下跌0.55%，其中建筑设计、建筑装饰、园林工程涨幅居前，分别录得2.38%、0.69%、0.51%的正收益。本周涨幅居前的标的有：天域生态（+39.58%）、华阳国际（+30.93%）、奥雅股份（+21.22%）、中岩大地（+20.94%）、城地香江（+19.03%）。

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、城市综合管廊等领域或有望保持较高增长，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。

证券研究报告

2024年12月15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:专项债审批权限下放利好基建加速，智慧城市建设带动新质生产力发展》 2024-12-08
- 《建筑装饰-行业深度研究:煤化工投资放量在即，把握工程+设备上行机遇》 2024-12-05
- 《建筑装饰-行业研究周报:聚焦“一带一路”，继续沿央国企估值修复+成长叠加顺周期主线布局》 2024-12-01

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元) 2024-12-13	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600039.SH	四川路桥	7.40	买入	1.03	0.86	0.95	1.05	7.18	8.60	7.79	7.05
601117.SH	中国化学	8.06	买入	0.89	0.93	1.02	1.11	9.06	8.67	7.90	7.26
601800.SH	中国交建	10.56	买入	1.39	1.55	1.71	1.91	7.60	6.81	6.18	5.53
002541.SZ	鸿路钢构	19.74	买入	1.71	1.27	1.47	1.71	11.54	15.54	13.43	11.54
601668.SH	中国建筑	5.95	买入	1.30	1.25	1.30	1.35	4.58	4.76	4.58	4.41
600502.SH	安徽建工	4.97	买入	0.91	0.92	1.00	1.08	5.46	5.40	4.97	4.60
600248.SH	陕建股份	4.56	买入	1.05	1.04	1.18	1.36	4.34	4.38	3.86	3.35
002469.SZ	三维化学	8.73	买入	0.43	0.39	0.43	0.49	20.30	22.38	20.30	17.82
601390.SH	中国中铁	6.42	买入	1.35	1.26	1.29	1.31	4.76	5.10	4.98	4.90
600970.SH	中材国际	10.23	买入	1.10	1.22	1.36	1.51	9.30	8.39	7.52	6.77
601868.SH	中国能建	2.36	买入	0.19	0.21	0.23	0.25	12.42	11.24	10.26	9.44
601669.SH	中国电建	5.48	买入	0.75	0.75	0.84	0.96	7.31	7.31	6.52	5.71
605598.SH	上海港湾	20.34	买入	0.71	0.87	1.09	1.40	28.65	23.38	18.66	14.53
601186.SH	中国铁建	9.17	买入	1.92	1.61	1.62	1.63	4.78	5.70	5.66	5.63
002061.SZ	浙江交科	4.29	买入	0.52	0.60	0.70	0.81	8.25	7.15	6.13	5.30
300977.SZ	深圳瑞捷	20.45	增持	0.27	0.27	0.37	0.54	75.74	75.74	55.27	37.87
002949.SZ	华阳国际	20.53	买入	0.82	0.79	0.92	1.07	25.04	25.99	22.32	19.19
605167.SH	利柏特	10.20	买入	0.42	0.54	0.69	0.85	24.29	18.89	14.78	12.00
000928.SZ	中钢国际	6.81	买入	0.53	0.61	0.70	0.80	12.85	11.16	9.73	8.51
000498.SZ	山东路桥	6.31	买入	1.47	1.53	1.69	1.89	4.29	4.12	3.73	3.34
603357.SH	设计总院	9.81	买入	0.87	0.91	1.04	1.17	11.28	10.78	9.43	8.38
603018.SH	华设集团	9.18	买入	1.02	0.73	0.80	0.88	9.00	12.58	11.48	10.43
603163.SH	圣晖集成	26.11	买入	1.39	1.00	1.16	1.33	18.78	26.11	22.51	19.63

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：浙江交科系与化工组联合覆盖。

内容目录

1. 本周专题：财政政策更加积极，继续看好基建投资产业链.....	4
2. 行情回顾.....	5
3. 投资建议.....	6
4. 风险提示.....	7

图表目录

图 1：中央经济工作会议表述对比（2024VS2023）.....	5
图 2：中信建筑三级子行业本周（1209-1213）涨跌幅（总市值加权平均）.....	6
图 3：建筑个股涨幅居前.....	6
图 4：代表性央企&国企涨跌幅.....	6

1. 本周专题：财政政策更加积极，继续看好基建投资产业链

年底重磅会议连续落地，自此前中共中央政治局 12 月 9 日召开会议后，中央经济工作会议 12 月 11 日至 12 日在北京举行，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平出席会议并发表重要讲话。

12 月 12 日召开的中央经济工作会议，为明年财政政策定调，重点要求实施更加积极的财政政策，合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围，提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施，货币政策方面，要求适时降准降息，保持流动性充裕。总体看，预计明年赤字率会在 3.5%至 4%的区间，将会释放超 5 万亿元空间，25 年财政松绑或给基建发力提供较好支撑，我们继续强调基建改善+破净价值提升的投资主线，以及此前证监会对破净股松绑，叠加化债资金对于建筑企业报表改善，我们持续看好建筑企业中长期的基本面及估值回归。由于中央经济工作会议将对第二年整体经济工作作出部署，会议确定的工作方向也基本是第二年各部委的工作重点，我们认为基本可以根据本次会议以及后续各部委学习情况对 2025 年政策作出初步预判。

整体坚持稳中求进。会议强调，坚持稳中求进总基调，贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，除此以外还提出更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，与此前 12 月 9 日政治局表述一致。不同的是，本次会议新增了“高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础”的表述。货币宽松再度加码。会议指出，要实施适度宽松的货币政策，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长，同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。这也是十八大以来首次中央经济工作会议提出“适度宽松”。探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定。预计明年仍有较大降准降息购债空间。

财政政策更加积极。根据官方公开数据（全过程咨询网公众号），2024 年财政赤字率按 3% 安排，超长期特别国债发行规模为 1 万亿元，新增专项债额度为 3.9 万亿元。关于财政政策，会议提出要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债，增加地方政府专项债券发行使用，优化财政支出结构，兜牢基层“三保”底线。这也是十八大以来首次提出“提高财政赤字率”，具体数据待两会公布。

持续用力推动房地产市场止跌回稳。关于地产，本次会议提及持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作，推动构建房地产发展新模式。较此前政治局会议表述更加积极，预计专项债收储和收购保障房有望在明年扮演更加重要角色。

图 1：中央经济工作会议表述对比（2024VS2023）

	2024年12月12日	2023年12月12日
经济形势回顾	以习近平同志为核心的党中央团结带领全党全国各族人民沉着应变、综合施策，经济运行总体平稳，稳中有进，高质量发展扎实推进，经济社会发展主要目标任务即将顺利完成。新质生产力稳步发展，改革开放持续深化，重点领域风险化解有序有效，民生保障扎实有力，中国式现代化迈出新的发展步伐。	以习近平同志为核心的党中央团结带领全党全国各族人民，顶住外部压力、克服内部困难，全面深化改革开放，加大宏观调控力度，着力扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险，我国经济回升向好，高质量发展扎实推进。
现阶段判断	当前外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，主要是国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多。同时也要看到，我国发展基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。我们要正视困难、坚定信心，努力把各方面积极因素转化为发展实绩。	进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。
明年指导思想	做好明年经济工作，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大精神、二十届二中全会和三中全会，坚持稳中求进，贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展。	加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，全面深化改革开放，推动高水平科技自立自强，加大宏观调控力度，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，统筹新型城镇化和乡村全面振兴，统筹高质量发展和高水平安全，切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。
宏观政策基调	坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业深度融合，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。	坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进展，不断巩固稳中向好的基础。要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施稳健的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。要增强宏观政策取向一致性，加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力。加强经济宣传和舆论引导，唱响中国经济光明论。
房地产政策	持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力，合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度。	积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。
货币政策	要实施适度宽松的货币政策，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长，同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能，引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度。促进社会综合融资成本稳中有降。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
财政政策	更加积极的财政政策，提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债，增加地方政府专项债券发行使用，优化财政支出结构，兜牢基层三保底线。	积极的财政政策要适度加力、提质增效。要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果。优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。严控转移支付资金监管，严肃财经纪律。
消费民生	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。加大扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。	要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。推动消费从疫后恢复转向持续扩大，培育壮大新型消费，大力发展数字消费、绿色消费、健康消费，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费。增加城乡居民收入，扩大中等收入群体规模，优化消费环境。要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新。
行政执行	坚持干字当头，增强信心、迎难而上、奋发有为，确保党中央各项决策部署落到实处。要强化正向激励，激发干事创业的内生动力。切实为基层松绑减负，让想干事、会干事的干部能干事、干成事。坚持求真务实，坚决反对热衷于对上表现对下不负责，不考虑实效的形式主义、官僚主义。	要雷厉风行抓落实，统筹把握好时度效。要求真务实抓落实，坚决纠正形式主义、官僚主义。要敢作善为抓落实，坚持正确用人导向，充分发挥各级领导干部的积极性主动性创造性。
改革开放	扩大高水平对外开放。稳外贸、稳外资，有序扩大自主开放和单边开放。稳步扩大制度性开放，积极发展服务贸易、绿色贸易、数字贸易。深化外商投资，促进体制机制改革。稳步推进服务业开放，推动高质量共建一带一路走深走实。完善海外综合服务体系。	要谋划进一步全面深化改革重大举措，为高质量发展、加快中国式现代化建设持续注入强大动力；要谋划新一轮财税体制改革，落实金融体制改革；扩大高水平对外开放。要加快培育外贸新动能，巩固外贸外资基本盘，拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口。
民生	加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感。实施重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业就业支持计划，促进重点群体就业。加强灵活就业和新就业形态劳动者权益保障。落实好产业、就业等帮扶政策，确保不发生规模性返贫致贫，保障困难群众基本生活。要做好岁末年初民生保障和安全稳定各项工作，深入排查化解各类矛盾纠纷和风险隐患，确保社会大局稳定。	切实保障和改善民生。要竭尽全力而为、量力而行，兜住、兜准、兜牢民生底线。更加突出就业优先导向，确保重点群体就业稳定。织密扎牢社会保障网，健全分层分类的社会救助体系。加快完善生育支持政策体系，发展银发经济，推动人口高质量发展。要做好岁末年初重要民生商品保供稳价，保障农民工工资按时足额发放，关心困难群众生产生活，深入落实安全生产责任制，守护好人民群众生命财产安全和身体健康。
明年重点工作	一是大力提振消费，提高投资效益，全方位扩大国内需求；二是以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系；三是发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效；四是扩大高水平对外开放。稳外贸、稳外资，有序扩大自主开放和单边开放；五是有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线，持续用力推动房地产市场止跌回稳加力；六是统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展；七是加大区域战略实施力度，增强区域发展活力；八是协同推进降碳减污、扩绿增长，加紧经济社会发展，全面绿色转型，推动“三北”工程标志性战役取得重要成果；九是加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感、幸福感、安全感。	一是以科技创新引领现代化产业体系建设；二是着力扩大国内需求。要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环；三是深化重点领域改革；四是扩大高水平对外开放；五是持续有效防范化解重点领域风险；六是坚持不懈抓好“三农”工作；七是推动城乡融合、区域协调发展；八是深入推进生态文明建设和绿色低碳发展；九是切实保障和改善民生。
工作要求	要大力提升抓落实的效能，充分调动基层积极性、主动性、创造性，更好凝聚推动高质量发展的合力。要打好政策组合拳，加强财政、货币、就业、产业、区域、贸易、环保、监管等政策和改革开放举措的协调配合，完善部门间有效沟通协商反馈机制，把经济政策和非经济性政策统一纳入宏观政策取向一致性评估，提高政策整体效能。	利用一切有利条件，看准了就抓紧干，能多干就多干一些，努力以自身工作的确定性应对外部环境的不确定性。要全面贯彻明年经济工作的总体要求，注意把握和处理好速度与质量、宏观数据与微观感受、发展经济与改善民生、发展与安全的关系。不断巩固和增强经济回升向好态势。要坚决把明年经济工作的政策取向，在政策实施上强化协同联动、放大组合效应，在政策储备上打好提前量、留出冗余度，在政策效果评价上注重有效性、增强获得感，着力提升宏观政策支持高质量发展的效果。

资料来源：新华网，新浪财经，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（1209-1213）建筑指数下跌 1.25%，沪深 300 板块下跌 0.55%，其中建筑设计、建筑装修、园林工程涨幅居前，分别录得 2.38%、0.69%、0.51%的正收益。本周涨幅居前的标的有：天域生态（+39.58%）、华阳国际（+30.93%）、奥雅股份（+21.22%）、中岩大地（+20.94%）、城地香江（+19.03%）。

47%，24Q1 继续提升至 60%。建筑央企 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