

建筑装饰

证券研究报告
2025年03月09日

25年财政政策加码有望带来多少基建增量资金？

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

任嘉禹 分析师
SAC 执业证书编号: S1110524070001
renjiayu@tfzq.com

核心观点

从 24Q4 以来的资金项目储备和两会宏观指标看，我们预计 25 年基建的支撑仍将处于较好水平，建议重点关注基建产业链实物工作量的转化节奏，以及区域性高景气省份的投资机会，代表性的如四川路桥等。此外，我们认为基建、地产的实物量转暖有望带动顺周期行情，钢结构和化工工程龙头值得关注。业务转型方面，建议继续关注与算力、洁净室等相关品种的投资机会。

财政加码带来的基建资金增量有望支撑 25 年基建投资增长 5% 以上

- 1) 财政赤字带来增量 3000 亿：**25 年一般公共预算支出规模同比增加 1.2 万亿，若我们假设其中有 25% 用于基建类项目的支出，则 25 年由财政赤字所带来的基建资金增量大约在 3000 亿左右。
- 2) 专项债带来增量 4750 亿：**专项债中用于基建类项目的比例在一半左右，25 年新增地方专项债限额较 24 年增加了 5000 亿，若按照 50% 的比例估算，对应基建资金增量为 2500 亿，假设其中有 30%（即 750 亿）可用于项目资本金，按照 1:3 的杠杆率可撬动约 2250 亿的资金，合计带来的基建资金增量为 4750 亿。
- 3) 城投债净融资额收窄亦有望带来可观资金增量：**我们判断化债资金有望对城投的支出能力形成较好改善，一方面，每年 2.8 万亿化债专项债（4.4 万亿年度新增专项债限额中的 0.8 万亿及 2 万亿化债专项债）有望使城投在偿还自身有息负债（银行借款）和经营负债（应收账款）的过程中更少的使用自身现金，从而增强在手资金投向新项目的能力；另一方面，2024 年城投债净融资额为 -0.5 万亿，若后续净融资压力同比持平或缓解，也将对城投支出能力形成积极影响。25 年 1 月、2 月单月城投债净融资额分别为 -658.82、560.12 亿元，2 月已实现转正，若化债和城投融资环境的改善推动 25 年城投债净融资额降幅收窄，亦有望带来可观的基建资金增量。

综上，如果假设 25 年土地出让支出下滑 5%，对应资金减量为 1400 亿，在其他融资条件不变的情况下，我们判断 25 年仅财政政策加码带来的基建资金增量在覆盖土地出让金下滑的同时，还能带来 6350 亿的资金增量。按照我们测算的 24 年广义基建投资 14.8 万亿元左右的规模，如果叠加城投债净融资额进一步收窄所带来的增量资金，我们预计 25 年财政加码所带来的增量资金有望推动广义基建投资增长超过 5% 以上。

行情回顾

本周（0303-0307）建筑指数上涨 0.37%，沪深 300 板块上涨 0.10%，子板块中专业工程和建筑设计涨幅居前，分别录得 3.22%、2.67% 的正收益。本周涨幅居前的标的有：海南华铁（+28.4%）、正和生态（+23.6%）、赛为智能（+18.9%）、园林股份（+18.3%）、华维设计（+18.2%）。

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；海外地缘政治风险及政策风险，建筑公司转型不及预期。

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《建筑装饰-行业研究周报:建议关注顺周期基建及国际工程板块》2025-03-02
- 《建筑装饰-行业专题研究:基础算力设施需求高景气，关注建筑板块转型机遇》2025-02-24
- 《建筑装饰-行业研究周报:算力 Capex 叠加 AI 应用带动基础算力设施需求高景气，关注建筑板块转型机遇》2025-02-23

重点标的推荐

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价(元) 2025-03-07 | 投资 评级 | EPS(元) | | | | P/E | | | |
|-----------|------|----------------------|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 600039.SH | 四川路桥 | 7.42 | 买入 | 1.03 | 0.90 | 0.98 | 1.06 | 7.20 | 8.24 | 7.57 | 7.00 |
| 601117.SH | 中国化学 | 7.17 | 买入 | 0.89 | 0.93 | 1.02 | 1.11 | 8.06 | 7.71 | 7.03 | 6.46 |
| 601800.SH | 中国交建 | 9.41 | 买入 | 1.39 | 1.55 | 1.71 | 1.91 | 6.77 | 6.07 | 5.50 | 4.93 |
| 002541.SZ | 鸿路钢构 | 20.09 | 买入 | 1.71 | 1.27 | 1.47 | 1.71 | 11.75 | 15.82 | 13.67 | 11.75 |
| 601668.SH | 中国建筑 | 5.41 | 买入 | 1.30 | 1.25 | 1.30 | 1.35 | 4.16 | 4.33 | 4.16 | 4.01 |
| 600502.SH | 安徽建工 | 4.47 | 买入 | 0.91 | 0.92 | 1.00 | 1.08 | 4.91 | 4.86 | 4.47 | 4.14 |
| 600248.SH | 陕建股份 | 4.19 | 买入 | 1.05 | 1.04 | 1.18 | 1.36 | 3.99 | 4.03 | 3.55 | 3.08 |
| 002469.SZ | 三维化学 | 7.84 | 买入 | 0.43 | 0.39 | 0.43 | 0.49 | 18.23 | 20.10 | 18.23 | 16.00 |
| 601390.SH | 中国中铁 | 5.82 | 买入 | 1.35 | 1.26 | 1.29 | 1.31 | 4.31 | 4.62 | 4.51 | 4.44 |
| 600970.SH | 中材国际 | 9.71 | 买入 | 1.10 | 1.22 | 1.36 | 1.51 | 8.83 | 7.96 | 7.14 | 6.43 |
| 601868.SH | 中国能建 | 2.31 | 买入 | 0.19 | 0.21 | 0.23 | 0.25 | 12.16 | 11.00 | 10.04 | 9.24 |
| 601669.SH | 中国电建 | 4.85 | 买入 | 0.75 | 0.75 | 0.84 | 0.96 | 6.47 | 6.47 | 5.77 | 5.05 |
| 605598.SH | 上海港湾 | 21.53 | 买入 | 0.71 | 0.87 | 1.09 | 1.40 | 30.32 | 24.75 | 19.75 | 15.38 |
| 601186.SH | 中国铁建 | 8.29 | 买入 | 1.92 | 1.61 | 1.62 | 1.63 | 4.32 | 5.15 | 5.12 | 5.09 |
| 002061.SZ | 浙江交科 | 3.88 | 买入 | 0.52 | 0.57 | 0.63 | 0.69 | 7.46 | 6.81 | 6.16 | 5.62 |
| 300977.SZ | 深圳瑞捷 | 19.24 | 增持 | 0.27 | 0.27 | 0.37 | 0.54 | 71.26 | 71.26 | 52.00 | 35.63 |
| 002949.SZ | 华阳国际 | 17.92 | 买入 | 0.82 | 0.79 | 0.92 | 1.07 | 21.85 | 22.68 | 19.48 | 16.75 |
| 605167.SH | 利柏特 | 9.44 | 买入 | 0.42 | 0.54 | 0.69 | 0.85 | 22.48 | 17.48 | 13.68 | 11.11 |
| 000928.SZ | 中钢国际 | 6.86 | 买入 | 0.53 | 0.61 | 0.70 | 0.80 | 12.94 | 11.25 | 9.80 | 8.58 |
| 000498.SZ | 山东路桥 | 5.77 | 买入 | 1.47 | 1.53 | 1.69 | 1.89 | 3.93 | 3.77 | 3.41 | 3.05 |
| 603357.SH | 设计总院 | 9.38 | 买入 | 0.87 | 0.91 | 1.04 | 1.17 | 10.78 | 10.31 | 9.02 | 8.02 |
| 603018.SH | 华设集团 | 8.62 | 买入 | 1.02 | 0.73 | 0.80 | 0.88 | 8.45 | 11.81 | 10.78 | 9.80 |
| 603163.SH | 圣晖集成 | 26.10 | 买入 | 1.39 | 1.00 | 1.16 | 1.33 | 18.78 | 26.10 | 22.50 | 19.62 |

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. 本周观点：25 年财政政策加码有望带来多少基建增量资金？ | 4 |
| 2. 本周行情回顾..... | 7 |
| 3. 投资建议..... | 8 |
| 4. 风险提示..... | 9 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1：2010-2025 年我国财政赤字及赤字率预期目标..... | 4 |
| 图 2：2016-2025 年我国地方专项债额度预期目标 | 4 |
| 图 3：过往各类资金来源占基建资金总来源比重变化 | 4 |
| 图 4：2023 年各类资金来源占基建资金总来源比重 | 4 |
| 图 5：我国一般公共预算支出中基建类支出的占比（累计值） | 5 |
| 图 6：2011 年以来我国城投债发行规模及净融资额 | 6 |
| 图 7：中信建筑三级子行业本周（0210-0214）涨跌幅（总市值加权平均） | 7 |
| 图 8：建筑个股涨幅居前..... | 7 |
| 图 9：代表性央企&国企涨跌幅..... | 7 |
| 表 1：24 年 1-9 月新增专项债用途统计 | 5 |
| 表 2：政府性基金支出中用于基建部分的测算..... | 5 |

1. 本周观点：25 年财政政策加码有望带来多少基建增量资金？

两会财政表述更加积极，财政赤字、专项债、特别国债等多管齐下，带来的财政资金增量有望对基建投资形成积极影响。25 年政府工作报告强调继续实施积极的财政政策，统筹安排收入、债券等各类财政资金，确保财政政策持续用力、更加给力。2025 年 GDP 增速保持在 5% 左右（同比持平），赤字率提高至 4%（同比+1pct），赤字规模 5.66 万亿（同比+1.6 万亿）。一般公共预算支出规模 29.7 万亿（同比+1.2 万亿）。发行超长期特别国债 1.3 万亿（同比+0.3 万亿），地方政府专项债额度 4.4 万亿（同比+0.5 万亿），重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。拟发行特别国债 5000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本。今年合计新增政府债务总规模 11.86 万亿元、比上年增长 2.9 万亿元，财政支出强度明显加大。

图 1：2010-2025 年我国财政赤字及赤字率预期目标



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2016-2025 年我国地方专项债额度预期目标

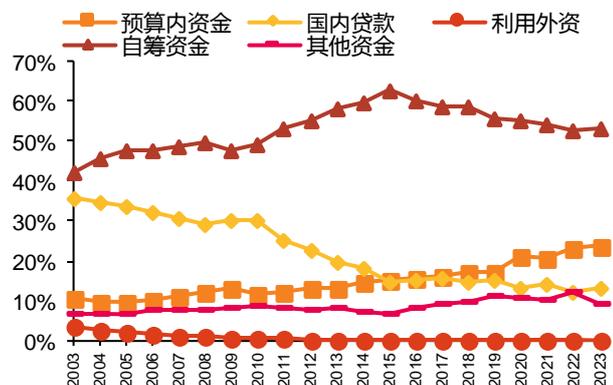


资料来源：Wind，天风证券研究所

首先需要明确的是，政府主导的基建投资资金来源主要分为预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金 5 个大类。其中我们重点关注预算内资金、国内贷款和自筹资金，2023 年上述三者合计占基建投资资金来源 90.78%，对基建投资的资金面具有重大影响。

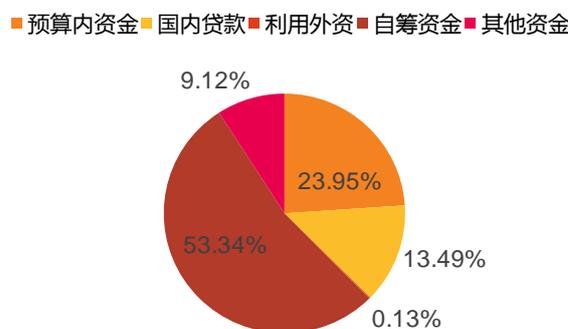
- 1) 预算内资金：**指财政一般公共预算内投向基建的部分，与支出分项中农林水、交通运输和城乡社区事务相关性较高；
- 2) 国内贷款：**基建中使用到国内贷款的部分主要是项目贷，不包括工程企业为项目短期垫资投入的借贷资金，我们认为其与整体信贷环境、城投公司资本金充裕情况有关。
- 3) 自筹资金：**主要由政府性基金支出、城投债、PPP、非标等构成，其中政府性基金支出主要由土地出让金安排的支出和由专项债安排的支出两部分组成，主要需跟踪土地出让金收入情况及专项债用于基建的比例。

图 3：过往各类资金来源占基建资金总来源比重变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

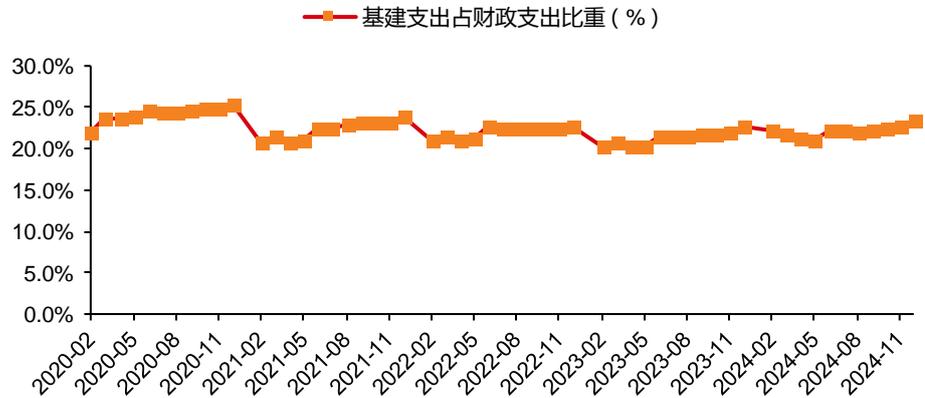
图 4：2023 年各类资金来源占基建资金总来源比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

- 1) **公共预算支出带来的基建资金增量在 3000 亿左右。**公共财政基建类支出包括农林水事务、交通运输、节能环保和城乡社区事务，从过去数据来看，2020-2024 年我国基建类支出占一般公共预算支出的比重大约在 25%左右。按照政府工作报告，25 年一般公共预算支出规模同比增加 1.2 万亿，若我们假设其中有 25%用于基建类项目的支出，则 25 年由财政赤字所带来的基建资金增量大约在 3000 亿左右。

图 5：我国一般公共预算支出中基建类支出的占比（累计值）



资料来源：Wind，天风证券研究所

- 2) **专项债带来的资金增量在 4750 亿左右。**根据我们此前的统计，24 年 1-9 月发行新增专项债券 3.6 万亿元，其中用于基建类项目（交通基础设施、市政及产业园区基础设施、旧城及棚户区改造）的比例大约在一半左右。25 年新增地方政府专项债限额 5000 亿，若按照 50%的比例估算，对应的基建资金增量在 2500 亿左右。24 年 12 月国务院办公厅《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》提出，各省专项债总规模当中可用作项目资本金的比例上限由 25%提高至 30%，即 2500 亿当中至多有 30%（即 750 亿）可用于项目资本金，按照 1: 3 的杠杆率来算，可撬动约 2250 亿的资金，以上由专项债合计带来的基建资金增量为 4750 亿。

表 1：24 年 1-9 月新增专项债用途统计

| 专项债用途 | 新增规模（亿元） | 占比（%） |
|-------------|----------|--------|
| 交通基础设施 | 7948 | 22.1% |
| 市政和产业园区基础设施 | 6757 | 18.8% |
| 旧城及棚户区改造 | 2370 | 6.6% |
| 民生服务 | 1780 | 4.9% |
| 生态环保 | 799 | 2.2% |
| 农林水利 | 608 | 1.7% |
| 冷链物流设施 | 174 | 0.5% |
| 其他 | 15558 | 43.2% |
| 新增专项债合计 | 35993 | 100.0% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

- 3) **假设 25 年土地出让支出延续下滑 5%，则对应的基建资金减量在 1400 亿左右。**24 年国有土地使用权出让收入相关支出 50812 亿元，比上年下降 8.6%，参考历史数据，假设土地出让金支出中有 55%用于征地和拆迁补偿，则对应到基建层面的资金用量在 2.8 万亿左右。如果假设 25 年该项支出延续下滑 5%，即对应的资金缩量为 1400 亿。

表 2：政府性基金支出中用于基建部分的测算

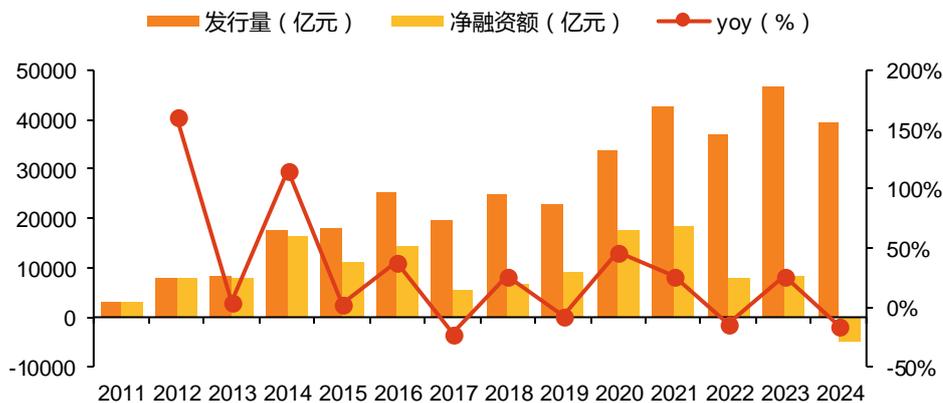
| 单位：亿元 | 其他政府性基金 | 土地出让金支出 | 征地拆迁费用 | 土地出让支出中用于基建部分 | yoy |
|-------|----------|-----------|-----------|---------------|-----|
| 2010 | 3,320.82 | 26,622.12 | 10,664.07 | 19,278.87 | |
| 2011 | 4,299.41 | 31,052.26 | 15,048.47 | 20,303.20 | 5% |

| | | | | | |
|------|----------|-----------|-----------|-----------|------|
| 2012 | 4,442.23 | 26,663.87 | 14,349.67 | 16,756.43 | -17% |
| 2013 | 5,562.07 | 38,265.60 | 21,769.90 | 22,057.77 | 32% |
| 2014 | 5,522.48 | 38,700.72 | 21,138.75 | 23,084.45 | 5% |
| 2015 | 5,335.13 | 33,727.78 | 17,935.82 | 21,127.09 | -8% |
| 2016 | 4,542.12 | 36,722.08 | 20,197.14 | 21,067.06 | 0% |
| 2017 | 4,470.07 | 50,609.83 | 28,341.50 | 26,738.40 | 27% |
| 2018 | 4,782.44 | 68,167.34 | 37,492.04 | 35,457.74 | 33% |
| 2019 | 4,598.21 | 74,366.08 | 40,901.34 | 38,062.95 | 7% |
| 2020 | 4,616.91 | 76,503.00 | 42,076.65 | 39,043.26 | 3% |
| 2021 | 4,665.85 | 77,540.00 | 42,647.00 | 39,558.85 | 1% |
| 2022 | 5,182.23 | 63,736.00 | 35,054.80 | 33,863.43 | -14% |
| 2023 | 4,821.66 | 55,407.00 | 30,473.85 | 29,754.81 | -12% |
| 2024 | 5,378.91 | 50,812.00 | 27,946.60 | 28,244.31 | -5% |

资料来源：Wind，财政部，天风证券研究所

4) 我们判断化债资金有望对城投的支出能力形成较好的改善，城投债净融资额收窄亦有望带来可观资金增量：2024年城投债发行规模为39496.8亿元，净融资额为-5096亿元，自2011年以来首次转负，在严控新增融资政策下募集资金用途受限，城投债借新还旧比例进一步抬升，24年广义、狭义借新还旧比例分别为97.50%、92.81%。一方面，每年2.8万亿化债专项债（4.4万亿年度新增专项债限额中的0.8万亿及2万亿化债专项债）有望使城投在偿还自身有息负债（银行借款）和经营负债（应收账款）的过程中更少的使用自身现金，从而增强在手资金投向新项目的能力；另一方面，2024年城投债净融资额为-0.5万亿，若后续净融资压力同比持平或缓解，也将对城投支出能力形成积极影响。25年1月、2月单月城投债净融资额分别为-658.82、560.12亿元，2月已实现转正，若化债和城投融资环境的改善推动25年城投债净融资额降幅收窄，亦有望带来可观的基建资金增量。

图 6：2011 年以来我国城投债发行规模及净融资额



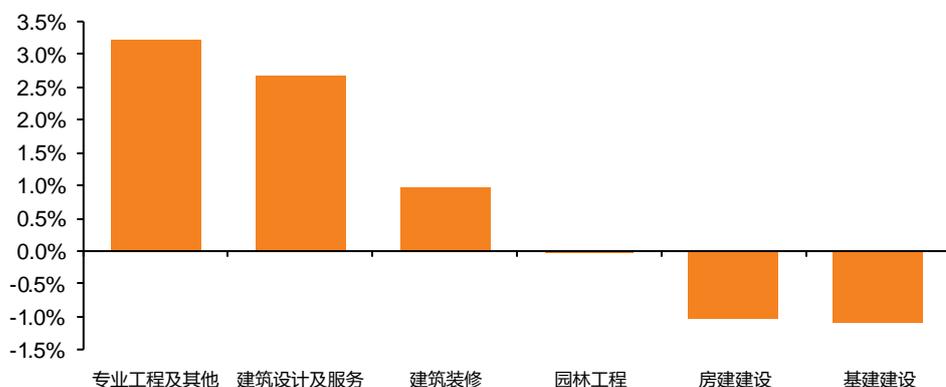
资料来源：Wind，天风证券研究所

综上所述，如果假设25年土地出让支出下滑5%，对应资金减量为1400亿，在其他融资条件不变的情况下，我们判断25年仅财政政策加码带来的基建资金增量在覆盖土地出让金下滑的同时，还能带来6350亿的资金增量。按照我们测算的24年广义基建投资14.8万亿元左右的规模（详细测算逻辑请参考2024年11月8日外发的报告《财政发力背景下，后续基建投资的空间如何展望？》），如果叠加城投债净融资额进一步收窄所带来的增量资金，我们预计25年财政加码所带来的增量资金有望推动广义基建投资增长超过5%以上。

2. 本周行情回顾

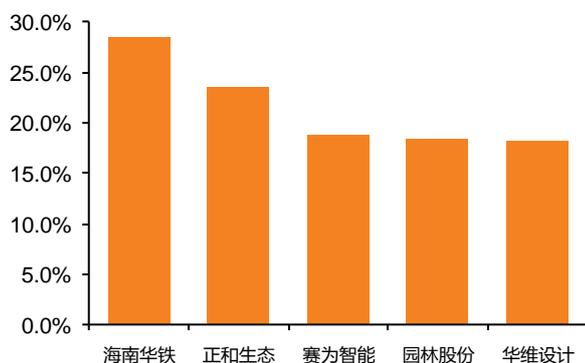
根据总市值加权平均统计，本周（0303-0307）建筑指数上涨 0.37%，沪深 300 板块上涨 0.10%，子板块中专业工程和建筑设计涨幅居前，分别录得 3.22%、2.67%的正收益。本周涨幅居前的标的有：海南华铁（+28.4%）、正和生态（+23.6%）、赛为智能（+18.9%）、园林股份（+18.3%）、华维设计（+18.2%）。

图 7：中信建筑三级子行业本周（0210-0214）涨跌幅（总市值加权平均）



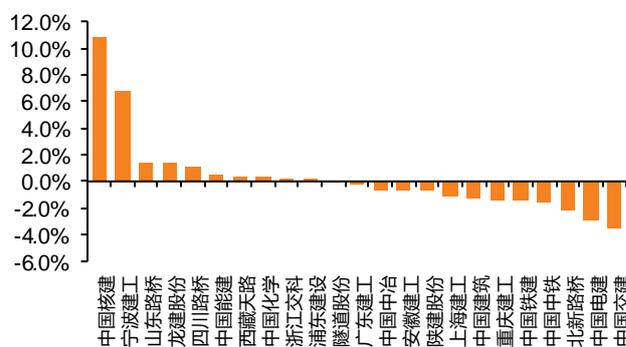
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：建筑个股涨幅居前



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：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

1) 关注基建实物工作量的转化节奏

自上而下来看，政府主导下的基建投资仍然是完成经济增长目标的必然要求，随着两会后积极财政政策基调的确定，在专项债+财政赤字加持下，我们认为 25 年基建资金层面有望迎来较好改善，应重点关注基建产业链实物工作量的转化节奏。从项目类型来看，我们认为基建的结构性和区域性特征明显，重点关注水利、铁路和航空等重大交通领域建设，以及项目资金、真实需求高景气的四川、浙江、安徽、江苏等区域性机会。重点推荐区域高景气的弹性地方国企**四川路桥**、**浙江交科**、**安徽建工**、**山东路桥**、**陕建股份**等，建筑央企**中国交建**、**中国中铁**、**中国建筑**、**中国铁建**等，建议关注长账龄应收账款占比相对较高的**新疆交建**、**北新路桥**、**龙建股份**、**浙江建投**等。

2) 关注顺周期专业工程的潜在高弹性

一方面，我们判断顺周期板块有望在 25 年迎来触底反弹，钢结构切割焊接加速渗透，降本增效前景可期，中长期看好钢结构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**。另一方面，新疆煤化工项目持续推进，按照我们此前的统计，全国煤化工项目潜在投资规模或可超万亿，我们判断随着重点煤化工项目招投标工作的不断推进，相关上市公司在订单和收入层面有望迎来改善。其中重点关注工程总承包、后端硫磺回收装置、以及前端的粉煤气化装置的需求扩容，重点推荐硫磺回收装置技术实力突出的**三维化学**、在煤化工工程领域综合优势凸显的**东华科技**、**中国化学**，以及粉煤气化炉市占率领先的**航天工程**（与机械联合覆盖）。

3) 关注低空经济、出海、小市值转型等主题性投资机会

低空经济：我们认为设计院有望深度参与低空经济基础设施建设产业链。其中，具备资质优势、区位优势、项目经验的大型设计院有望受益。建议重点关注老牌基建设计检测企业，推荐**苏交科**、**华设集团**、**设计总院**，建议关注**深城交**、**中衡设计**等。我们预计在补贴加持下，通用机场盈利能力有望随着低空飞行器的增加、航线开辟等而逐步改善，建议关注机场投资建设运营企业中**化岩土**。

出海：2 月 12 日特朗普与俄罗斯总统普京通话并宣布同意恢复和谈，2 月 14 日慕尼黑会议召开，乌克兰和平计划将成为会议讨论的主要问题之一，我们认为国际形势的缓和有望给建筑企业出海带来机会，建议关注战后重建所带来的行情催化，推荐**中钢国际**、**北方国际**、**中材国际**、**上海港湾**和**利柏特**，建议关注**中工国际**。

转型：近期市场对于 AI 的关注度较高，Deepseek 驱动下，科技类行情持续演绎，我们认为应积极关注中小市值公司的并购重组转型动作，如成立华阳数字文化全资子公司开展电视剧制作的建筑设计+AI 标的**华阳国际**等。

4. 风险提示

基建&地产投资超预期下行：我们预计化债政策以及基建相关利好政策的密集出台推动明年上半年基建形成实物工作量，有望带动 25 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，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。

海外地缘政治风险及政策风险：当前海外政治局势仍存在不确定性，可能会对建筑公司出海节奏带来不利影响。

建筑公司转型不及预期：目前部分中小市值建筑公司正在积极谋求业务转型，但收并购本身亦存在较多不确定性，可能会因为转型失败从而进一步损害报表。

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 |