

广联达（002410）

证券研究报告

2023 年 03 月 07 日

ROE 成为建筑业国企考核指标，数字新成本有望进一步加速

国资委将实施新一轮国企改革深化提升行动，ROE 成为考核指标，效益效率成为核心要求

2023 年开始央企的考核指标从“两利四率”更新为“一利五率”，指标上也更加关注于央企的盈利含金量和现金流安全，综合考察企业的竞争力和经营能力，未来效益效率将继续深化成为国有企业的核心指标。2023 年 3 月 3 日，国务院国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署，会议继续突出效益效率，聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，强调有针对性地抓好提质增效稳增长，切实提高资产回报水平。

建筑业企业中央国企占比高但 ROE 持续向下，急需数字化提高盈利能力

特级资质施工企业在建筑业总产值中占比接近 40%，且特级资质企业中超过一半是央国企，“中”字头施工企业与省级施工国企是中国施工企业中的主力军，但 2017 年以来整个建筑业企业盈利能力与盈利质量持续下滑，ROE 从 2017 年的 10.7%下降至 2021 年的 8.1%，净利率从 2017 年的 5.7%下降至 2021 年的 3%，接近腰斩。房企也同样盈利能力下滑严重，百强房企的 ROE 从 2019 年的 12.6%下滑至 2021 年的 8.1%，上市央国企房地产企业的 ROE 同期从 18.6%下滑至 10.9%。在行业增速放缓，盈利能力持续向下的背景下，利用数字化打造内功成为央国企建筑企业的重要举措之一。

数字新成本平台和智慧物料等降本增效型产品有助于提高施工企业与房企的经营效率，长期受益于国企改革

降本增效与精细化运营需求在建筑业增速放缓后愈发强烈，随着国企改革的推进，效率效益的要求将长期助力数字新成本、智慧物料模块等产品的渗透，广联达有望持续受益。

2022 年新推出的数字新成本平台可以帮助施工企业与房企精细化成本管理，数据中心建立标准，集中管理成本数据，辅助高效成本决策，实时管理项目成本状况，同时作业中心可标准化作业流程，满足管理层需求，同时岗位及人员提效降低失误率。施工业务中物料管理等降本增效模块自 2021 年以来发展迅速，该模块可以帮助施工项目降低材料成本减少物料损耗，节省材料成本约 3%。

投资建议：考虑到 2022 年第四季度疫情对业绩的影响、数字新成本平台的拓展，我们调整 22-24 年盈利预测，收入为 65.87/81.62/98.65 亿（前值为 69.12/82.94/97.87 亿），归母净利润为 9.63/13.65/17.69 亿（前值为 10.86/13.93/17.33 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：下游新开工不及预期、数字新成本推广速度不及预期、数字新成本续费率不及预期

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,004.64	5,619.38	6,586.83	8,162.40	9,864.74
增长率(%)	13.10	40.32	17.22	23.92	20.86
EBITDA(百万元)	1,536.27	2,133.41	1,187.96	1,678.02	2,110.02
归属母公司净利润(百万元)	330.39	660.97	962.81	1,364.64	1,769.36
增长率(%)	40.55	100.06	45.67	41.73	29.66
EPS(元/股)	0.28	0.55	0.81	1.15	1.49
市盈率(P/E)	217.98	108.96	74.80	52.78	40.70
市净率(P/B)	11.25	12.44	10.99	10.27	9.56
市销率(P/S)	17.98	12.82	10.93	8.82	7.30
EV/EBITDA	56.96	33.34	55.42	38.79	30.19

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/软件开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	60.45 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,191.39
流通 A 股股本(百万股)	991.49
A 股总市值(百万元)	72,019.34
流通 A 股市值(百万元)	59,935.32
每股净资产(元)	4.88
资产负债率(%)	39.56
一年内最高/最低(元)	68.50/40.91

作者

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

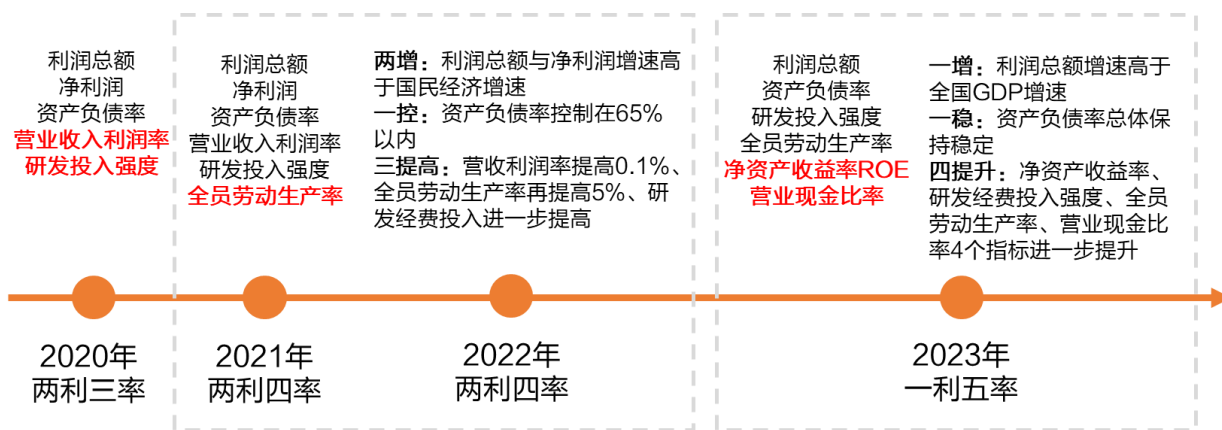
- 《广联达-季报点评:营收实现高速增长，经营效率逐步提升》 2022-10-28
- 《广联达-半年报点评:面对上半年多重压力，业绩实现高增》 2022-08-23
- 《广联达-季报点评:一季度营收增速略超预期，数字基建方案齐全》 2022-04-26

1. 新一轮国企改革背景下，效率效益成为核心目标之一

1.1. 国资委新提出“一利五率”考核指标，目标“一增一稳四提升”

2020 年开始，央企绩效考核指标每年都会发生变化，考核逐步细化，对盈利质量重视程度日趋增强。2020 年国资委对央企的考核指标为“两利三率”，2021 年新增全员劳动生产率，变成两利四率，2022 年增加了具体的考核指标，目标更加细化。2023 年 1 月，国资委在央企负责人会议上提出了“一利五率”的新指标体系，新增了净资产收益率 ROE 和营业现金比率，剔除了净利润和营业收入利润率，同时目标设定为“一增一稳四提升”。“一增”指的是央企利润总额增速高于全国 GDP 增速，“一稳”指央企资产负债率总体保持稳定，“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标的进一步提升。相比两利四率，新的考核指标体系更关注央企的盈利含金量和现金流安全，综合考察企业的竞争力和经营能力。

图 1：中央企业考核指标体系逐步精细化，对盈利质量的重视程度不断增强

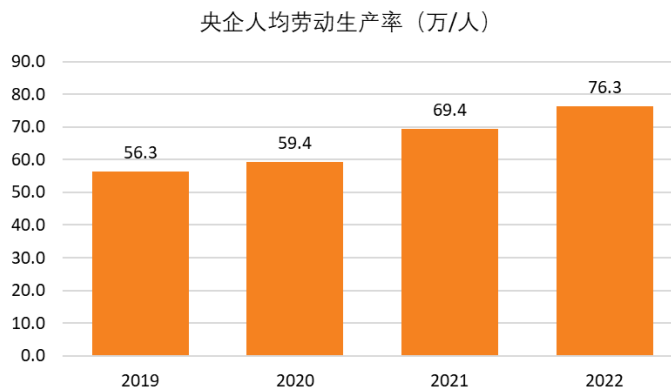


资料来源：国资委，中国政府网，天风证券研究所

1.2. 国资委再提提质增效与价值创造，强调精益运营与精益管理

ROE 成为国企考核新指标，精益管理与精细化运营再加速。3 月 3 日，国资委召开了“国有企业对标世界一流企业价值创造行动启动会议”，会上强调要突出效益效率，加快转变发展方式，聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，有针对性地抓好提质增效稳增长，切实提高资产回报水平；同时会议要求把价值创造融入到企业管理运营诸环节，以对标促达标、以达标促创标，增强集团化管控、集约化运作能力，加强成本管控、管理创新能力，进一步强化精益运营和精益管理。

图 2：央企人均劳动生产率在 2019-2022 年不断提高



资料来源：国资委，国务院，天风证券研究所

过去 4 年，央企劳动生产率不断提高，我们认为数字化作为提升人效的重要举措有望持续受益。央企人均劳动生产率指的企业产出减去投资资金后的人均值，国资委公布的数据，人均劳动生产率从 2019 年的 56.3 万/人提升至 2022 年的 76.3 万/人。我们认为，这一指标的人效提升的背后是企业不断的降本增效，而数字化系统作为降本增效的重要举措有望持续受益。

2. 建筑业企业 ROE 持续下行，央国企对精细化运营需求迫切

2.1. 央国企施工企业在建筑业中举重若轻，但盈利能力持续下行

特级资质施工企业在建筑业中产值接近 4 成，是建筑业企业的主力军。根据 2021 年江苏省住建厅、统计局发布的《江苏省 2021 年度建筑业发展报告》，以江苏省为代表的，在 2021 年约 4.16 万亿的建筑业总产值中，由特级资质企业完成的比重约 36%，接近 4 成。

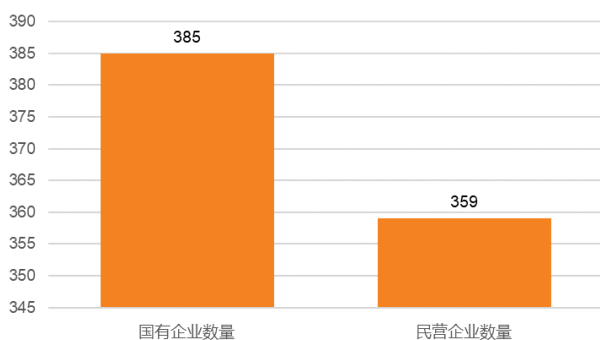
表 1：特级资质企业产值在建筑业企业中占比接近 40%

等级	2021 年产值（亿元）	同比增幅（%）	占总产值比重（%）
特级资质企业	14995.0	8.5	36.0
一级资质企业	17347.6	8.8	41.7
二级资质企业	6207.5	3.1	14.9
三级资质企业	3091.9	4.6	7.4

资料来源：江苏省住建厅、江苏省统计局《江苏省 2021 年度建筑业发展报告》，天风证券研究所

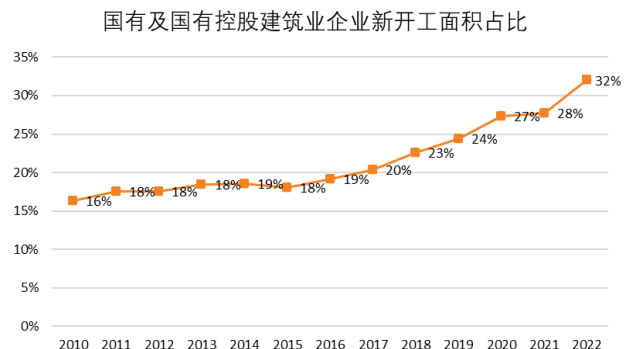
央国企在特级资质施工企业中占比过半，国企占全行业新开工面积比例达到 1/3，比例不断加强。根据建设通的数据，截止 2021 年 12 月 22 日，全国共 744 家企业拥有特级资质，其中国有企业有 385 家，民营企业有 359 家，国企占比约 52%，此外从名单中可看出，中建、中交、中铁、中国铁建、中国电建旗下的公司，以及省级国企施工企业包括北京建工、上海建工等在资质水平上也更胜一筹。从新开工面积看，国有/国有控股建筑业企业（统称为央国企建筑业企业）的新开工面积占全国的比重不断增加，到 2022 年达到 32%，这一比例在 2015 年仅 18%，国企在建筑业中的地位不断加强。

图 3：特级资质企业中国有企业与民营企业数量（个）



资料来源：建设通微信公众号，天风证券研究所

图 4：国有建筑业企业在行业内地位不断提升

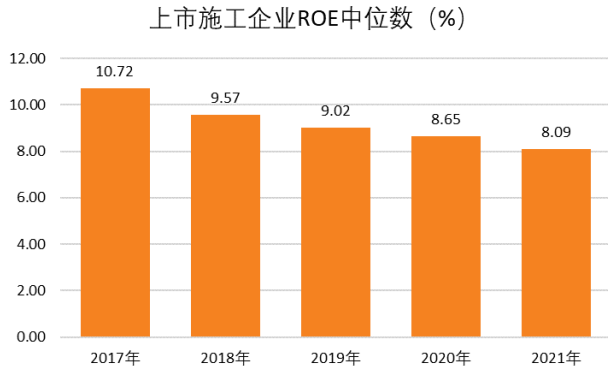


资料来源：wind,天风证券研究所

过去几年随着建筑业增速见顶，房地产企业利润下滑等因素，施工企业盈利能力逐步下滑。选取根据中信行业分类中的建筑施工企业 94 家，从其 ROE 与净利率中位数看，盈利能力在 2017 年以后持续下降，ROE 从 2017 年的 10.72% 下降至 2021 年的 8.09%，而净利率中位数从 2017 年的 5.7% 下降至 2021 年的 2.98%。

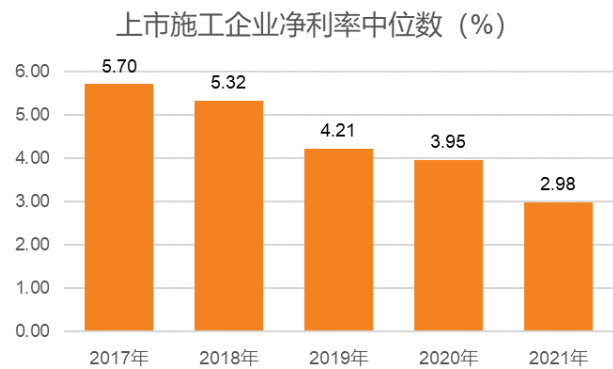
新一轮国企改革要求提高 ROE 水平，相应也对盈利能力，周转效率等提出了要求。而在行业增速下滑的背景下，只有修炼内功，提升数字化水平才能逐步提高盈利质量，完成提升国有资产质量的目标。

图 5：上市施工企业在 2017 年以后 ROE 持续下滑



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：上市施工企业净利率在 2017 年后持续下行



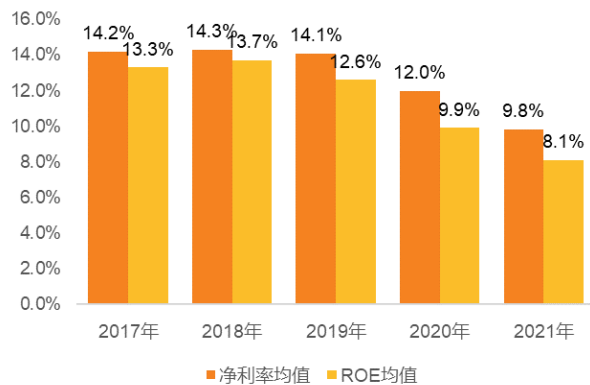
资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 房地产企业盈利能力持续下行，国企房地产公司急需数字化良药

房地产企业的利润率持续下滑，“增收不增利”现象日趋严重。根据中指发布的《2022 中国房地产百强企业研究报告》，百强企业营业收入均值为 498.6 亿元，同比增长 19.3%，净利润率均值和净资产收益率在 2021 年分别下降 2.2 个百分点和 1.8 个百分点，分别下降到 9.8%和 8.1%。

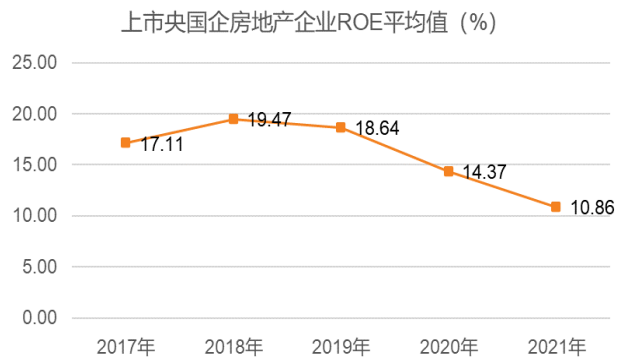
国企房地产企业盈利能力同样下滑严重。选取保利发展、建发股份、招商蛇口、中交地产、华润置地、金地集团、华侨城 A 和信达地产这 8 家央国企上市房地产企业从 2017-2021 年的净资产收益率取平均值可发现从 2019 年以后，净资产收益率几乎腰斩，从 2019 年的 18.6%下滑至 2021 年的 10.9%。

图 7：2017-2021 年百强房企净利率与 ROE 均值



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 8：上市央国企房地产企业 ROE 平均值在 2019 年后持续走低



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 数字新成本、智慧物料等模块有望持续受益于国企改革，广联达长期受益

要提高建筑业企业的盈利水平，就必须提高对旗下项目的精细化管理程度。项目全流程成本管理首推广联达数字新成本平台，施工项目管理过程中则首推降本增效型智慧工地模块，如智慧物料解决方案。

3.1. 数字新成本助力央国企建筑企业精细化成本管理

数字新成本是广联达在 2022 年 3 月份新推出的建筑企业成本管理解决方案，以成本数据积累与闭环应用打通为核心，赋能企业实现数据资产化、作业高效化、决策智能化。产品模块包数据中心、作业中心、授权中心与云应用中心，根据客户分为施工方版与建设方版。根据广联达数字造价公众号文章《直面 2023，开启下一个里程碑》，2022 年数字新成本平

台携手 9 万余家建筑企业，突破了超 3000 个实际建筑项目应用，落地了 400 多家实践标杆应用企业，整体存储项目 6 万多个。

对于施工方，数字新成本解决方案可以帮助管理层在成本管理上更加数据驱动与精细化，通过建立数据标准激活数据资产、统一作业平台提升组织效能、辅助高效决策，实时管理经营情况。同时，数字新成本助力岗位级人员的成本作业更加高效精确有据可依，在其帮助下作业效率大幅提高，作业失误率大幅下降。

图 9：数字新成本助力施工企业精细化成本管理，让成本作业高效准确



资料来源：广联达官网，天风证券研究所

对于房企等建设方，数字新成本有如下几点好处

- 1) 搭建科学合理的成本指标体系。数字新成本可以帮助企业快速建立成本数据标准体系，规范作业格式；降低数据积累负担；科学调用数据标准，提高成本管理效率。
- 2) 通过数据驱动提高成本作业效率。通过灵活调用库内成本指标数据，快速完成方案比对、清单编制、报价分析等作业。
- 3) 参考优秀做法，让项目成本策划更优。内置关键科目的成本控制要点；项目关键科目指标通过自检排除设计方案风险；通过对比参考内外部数据，补齐企业短板。
- 4) 数据赋能建设企业成本管控。系统通过一键项目评估、动态分析历史数据等工作为企业建立基准成本和限额指标。

图 10：数字新成本帮助建设方企业精细化成本管理



资料来源：广联达官网，天风证券研究所

2022 年业绩预告中提到向企业成本管理领域拓展的数字新成本业务实现快速增长，根据广联达公众号的案例，中铁一局建安公司、黑龙江省四建、中建七局、中铁城建三公司、中

铁八局、山西六建、中建二局三公司等都是数字新成本的客户。我们预计在央企新一轮改革的催化下，头部施工企业与建设方企业采购数字新成本的动能或将愈发强烈。

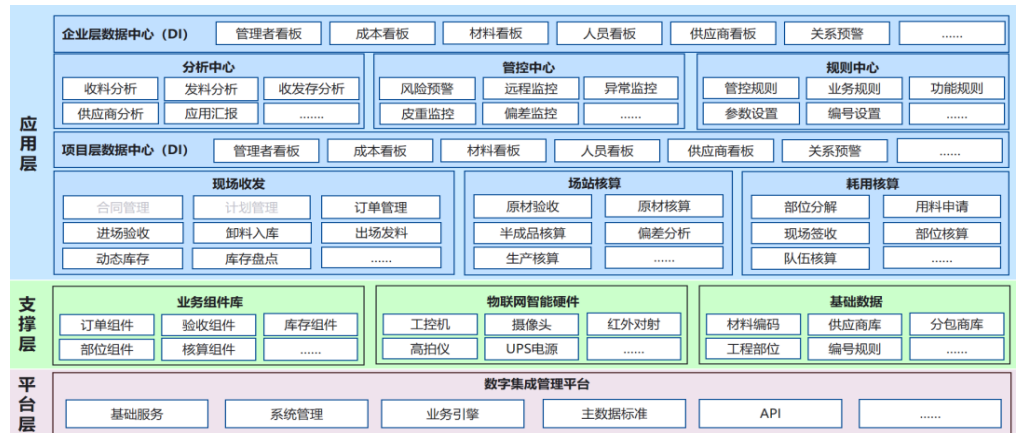
3.2. 降本增效型智慧工地产品助力施工现场降低物料损耗降本增效

近年来广联达的降本增效型模块需求旺盛，智慧物料在 2021 年与 2022 年上半年都取得了较快发展速度。

3.2.1. 智慧物料解决方案帮助项目减少物料损耗降低

广联达物料管理系统包含现场收发、场站核算、耗用核算等核心功能，通过硬件监测施工现场物料从采购到进场到搅拌的全流程，物资人员和项目经理可以实时分析和发现漏洞，最终有效降低工程物资损耗。系统还可以与 ERP、项目管理、OA 和财务等系统打通对接。2021 年，项目级产品智慧物料实现快速突破，覆盖上百家企业 7000 多个项目的物资管理；2022 年上半年项目级产品中物料管理依旧贡献较多。

图 11：广联达智慧物料解决方案架构图



资料来源：广联达数字基建公众号，天风证券研究所

智慧物料解决方案能够有效降低施工现场的物料损耗。根据广联达数字基建公众号，到 2022 年 6 月底，广联达智慧物料解决方案已服务全国 900+家企业，上线项目数量达到 7000+，辅助 2.9 万+物资人员作业，助力企业管理供应商 67 万+，为企业节约材料成本近 3%。广联达智慧物料整体解决方案致力于实现业务数字化、数字业务化，进而让工程物资成本节约达到 5%，其中主要包含：计划环节节约 1%，采购环节节约 0.5%，验收环节节约 1%，加工环节节约 1%，实耗环节节约 1.5%。

工程成本中 60%-70%为材料费，仅节省 1%都能为施工企业带来较多利润。随着建筑业增速放缓与国企改革推进，房企与施工企业对施工现场的精细化管理需求有望不断强化，持续看好智慧物料等模块的快速突破。

投资建议：公司已经公布 2022 年业绩预告，2022 年第四季度疫情对施工业务产生了一定影响。未来考虑到数字新成本平台的拓展和施工业务持续回暖，我们调整 22-24 年盈利预测，收入为 65.87/81.62/98.65 亿（前值为 69.12/82.94/97.87 亿），归母净利润为 9.63/13.65/17.69 亿（前值为 10.86/13.93/17.33 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：

- （1）下游新开工不及预期
- （2）数字新成本续费率不及预期
- （3）数字新成本推广速度不及预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,796.95	4,049.52	5,218.57	6,005.78	7,446.47
应收票据及应收账款	428.76	524.07	700.00	969.71	1,313.03
预付账款	46.21	36.32	0.00	0.00	0.00
存货	26.33	70.89	32.05	86.92	59.61
其他	113.79	410.65	227.42	277.79	266.22
流动资产合计	5,412.04	5,091.46	6,178.04	7,340.20	9,085.34
长期股权投资	255.46	325.81	396.15	466.49	536.83
固定资产	810.23	823.94	1,073.77	1,378.81	1,236.08
在建工程	183.76	395.55	347.77	0.00	0.00
无形资产	677.33	1,003.64	1,180.72	1,114.81	1,045.90
其他	2,200.72	2,397.14	2,353.65	2,277.91	2,203.74
非流动资产合计	4,127.50	4,946.07	5,352.06	5,238.02	5,022.55
资产总计	9,547.10	10,067.63	11,530.10	12,578.22	14,107.89
短期借款	3.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	95.02	267.97	206.70	341.87	333.78
其他	1,115.27	1,242.16	4,102.93	4,521.35	5,488.27
流动负债合计	1,213.29	1,510.13	4,309.63	4,863.22	5,822.05
长期借款	0.07	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	130.94	157.80	157.80	157.80	157.80
非流动负债合计	131.01	157.80	157.80	157.80	157.80
负债合计	2,989.29	3,794.88	4,467.43	5,021.02	5,979.85
少数股东权益	155.57	485.01	511.40	548.81	597.32
股本	1,185.71	1,189.32	1,191.22	1,191.22	1,191.22
资本公积	3,134.65	3,173.71	2,868.64	2,868.64	2,868.64
留存收益	1,957.27	2,431.91	2,811.46	3,349.41	4,046.91
其他	124.61	(1,007.21)	(320.06)	(400.89)	(576.05)
股东权益合计	6,557.81	6,272.74	7,062.67	7,557.20	8,128.04
负债和股东权益总计	9,547.10	10,067.63	11,530.10	12,578.22	14,107.89

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	381.37	718.68	962.81	1,364.64	1,769.36
折旧摊销	134.07	157.79	220.86	268.64	271.64
财务费用	25.80	17.95	(106.48)	(112.24)	(134.52)
投资损失	(10.21)	16.23	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	1,139.79	322.94	819.69	184.03	658.22
其它	205.31	367.75	66.96	94.90	123.04
经营活动现金流	1,876.13	1,601.35	1,963.85	1,799.97	2,687.74
资本支出	679.30	734.03	600.00	160.00	60.00
长期投资	22.70	70.34	70.34	70.34	70.34
其他	(1,398.51)	(2,345.76)	(1,302.59)	(390.34)	(190.34)
投资活动现金流	(696.50)	(1,541.38)	(632.25)	(160.00)	(60.00)
债权融资	(1,068.21)	79.07	77.30	112.24	134.52
股权融资	2,589.37	(1,441.94)	(239.85)	(965.01)	(1,321.57)
其他	(164.12)	543.38	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	1,357.03	(819.50)	(162.55)	(852.76)	(1,187.05)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,536.66	(759.53)	1,169.05	787.21	1,440.70

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,004.64	5,619.38	6,586.83	8,162.40	9,864.74
营业成本	454.50	892.63	1,191.47	1,376.94	1,695.92
营业税金及附加	37.90	45.59	74.67	92.53	111.82
销售费用	1,255.52	1,586.83	1,702.82	2,017.19	2,219.15
管理费用	879.19	1,098.96	1,207.76	1,515.41	1,885.20
研发费用	1,082.69	1,333.49	1,443.03	1,750.95	2,114.28
财务费用	(17.42)	(53.04)	(106.48)	(112.24)	(134.52)
资产/信用减值损失	(21.19)	(26.71)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.21	(16.23)	0.00	0.00	0.00
其他	(90.96)	(0.55)	0.00	0.00	0.00
营业利润	414.21	758.41	1,073.57	1,521.63	1,972.90
营业外收入	2.30	0.93	0.00	0.00	0.00
营业外支出	6.11	10.09	0.00	0.00	0.00
利润总额	410.40	749.25	1,073.57	1,521.63	1,972.90
所得税	29.04	30.57	43.80	62.08	80.49
净利润	381.37	718.68	1,029.77	1,459.54	1,892.40
少数股东损益	50.98	57.71	66.96	94.90	123.04
归属于母公司净利润	330.39	660.97	962.81	1,364.64	1,769.36
每股收益（元）	0.28	0.55	0.81	1.15	1.49

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	13.10%	40.32%	17.22%	23.92%	20.86%
营业利润	42.65%	83.10%	41.56%	41.73%	29.66%
归属于母公司净利润	40.55%	100.06%	45.67%	41.73%	29.66%
获利能力					
毛利率	88.65%	84.12%	81.91%	83.13%	82.81%
净利率	8.25%	11.76%	14.62%	16.72%	17.94%
ROE	5.16%	11.42%	14.70%	19.47%	23.50%
ROIC	30.26%	125.61%	113.63%	354.66%	1878.00%
偿债能力					
资产负债率	31.31%	37.69%	38.75%	39.92%	42.39%
净负债率	-73.10%	-64.09%	-73.89%	-79.47%	-91.61%
流动比率	1.90	1.41	1.43	1.51	1.56
速动比率	1.89	1.39	1.43	1.49	1.55
营运能力					
应收账款周转率	8.09	11.80	10.76	9.78	8.64
存货周转率	168.05	115.60	127.97	137.22	134.64
总资产周转率	0.51	0.57	0.61	0.68	0.74
每股指标（元）					
每股收益	0.28	0.55	0.81	1.15	1.49
每股经营现金流	1.57	1.34	1.65	1.51	2.26
每股净资产	5.37	4.86	5.50	5.88	6.32
估值比率					
市盈率	217.98	108.96	74.80	52.78	40.70
市净率	11.25	12.44	10.99	10.27	9.56
EV/EBITDA	56.96	33.34	55.42	38.79	30.19
EV/EBIT	62.13	35.91	68.08	46.19	34.65

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com