

# 建筑装饰

## 建筑行业 2020 年中期投资策略：核心矛盾转向竞争结构，资金回暖加剧强者恒强

年初以来板块表现相对较弱，行业结构性特征愈发明显

今年年初至 6 月 11 日建筑板块共下跌 7.02%，同期上证指数下跌 4.24%、创业板上涨 22.11%，与其他行业相比，建筑板块表现亦处于中下游。行业整体涨跌幅主要受到疫情影响下市场对于政府是否以基建进行“托底”的预期变化所影响。从上半年主要政策脉络来看，主要特征为“中长期改革规划持续，短期快速托底难现”。从两会政府工作报告、央行与财政部相关表述来看，后续基建投入节奏主要以实际就业情况为锚，“大水漫灌”式托底难以重现。

行业流动环境出现边际改善，需要重视政策相机抉择性

从财政预算情况来看，今年财政资金扩张力度仍然有限，但目前整体基建的资金环境呈现边际好转。需要重视中央对于新政策推出的相机抉择性，若国内就业和外需受到超预期冲击，有两大变量值得注意：一是政府负债端是否进一步打开，比如专项债限额提前下发、特别国债加码等等；二是货币政策是否出现超预期宽松趋势。未来政策的相机抉择性或体现在以下几个方面：第一，中央可对于专项债发行节奏和额度进行择机调控；第二，特别国债的使用方式以及潜在扩充；第三，货币政策通过不同形式的积极配合。

行业竞争格局变化为中期发展主线，目前行业估值处于低位

在之前行业“寒冬”期间，部分中小企业逐步退出市场，今年年初疫情或加速行业出清速度，而在目前行业宏观环境迎来边际好转之时，仍然存活大中型建筑企业或能迎来发展机遇，行业集中度大概率持续上升。

我们在之前多份报告中提到：目前行业竞争结构方面，更是有利于行业龙头、细分子行业龙头、区域龙头。其实绝大部分建筑上市公司属于自身行业的第一梯队。“泥沙俱下时，大鱼小鱼都被冲的喘不过气；行至和缓处，大鱼吃小鱼、小鱼吃虾米”。我们已经可以看到多数行业龙头近年来增速呈现高于行业的情况。现在行业最差的时候或已过去，料龙头企业经营情况有望进一步好转，甚至部分公司业绩可能会出现 2020 年三四季度超预期的情况。

### 投资建议

结合行业竞争结构变化以及对于流动性环境好转的敏感程度，推荐以下相关标的：

装配式建筑方面，在政策推动以及行业竞争格局向龙头倾斜的背景下，推荐预制 PC 龙头**远大住工**（H 股），以及**精工钢构**、**鸿路钢构**、**东南网架**等相关钢结构标的；

装修行业方面，随着龙头地产商未来资金情况逐渐好转，行业 B 端家装业务回款有望逐步改善。推荐**金螳螂**、**亚厦股份**、**全筑股份**、**广田集团**等公司。

大基建方面，交通类项目仍是中央支持的重大项目，在“保就业”需求提升下相关项目有望加速建设。推荐**中国铁建**、**中国中铁**、**中国交建**等建筑央企，**苏交科**、**中设集团**等设计子行业龙头。

**风险提示：**我国投资增速恢复进度不达预期，流动性环境超预期收紧，政府债务监管措施显著加码，建设项目回款不达预期

证券研究报告

2020 年 06 月 13 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

唐笑

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517030004  
tangx@tfzq.com

岳恒宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517040005  
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲

分析师

SAC 执业证书编号：S1110519040001  
xiaowenjin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《建筑装饰-行业研究周报:PC 政策仍是重中之重，往细节发展；部分地区政策向 PS 倾斜》 2020-06-07

2 《建筑装饰-行业专题研究:REITs 大潮下的冷思考：有哪些不得不正视的问题？》 2020-06-04

3 《建筑装饰-行业专题研究:各省装配式政策大 PK：PC 和 PS 谁主沉浮？》 2020-06-02

## 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2020-06-11	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
601390.SH	中国中铁	5.13	买入	0.96	0.96	1.06	1.16	5.34	5.34	4.84	4.42
002541.SZ	鸿路钢构	22.53	买入	1.07	1.33	1.65	1.89	21.06	16.94	13.65	11.92
600496.SH	精工钢构	3.26	买入	0.22	0.29	0.36	0.43	14.82	11.24	9.06	7.58
601186.SH	中国铁建	8.56	买入	1.49	1.61	1.77	1.96	5.74	5.32	4.84	4.37
603030.SH	全筑股份	6.00	买入	0.39	0.47	0.56	0.68	15.38	12.77	10.71	8.82
601668.SH	中国建筑	5.01	买入	1.00	1.10	1.21	1.34	5.01	4.55	4.14	3.74
300284.SZ	苏交科	7.35	买入	0.74	0.86	1.07	1.28	9.93	8.55	6.87	5.74
603018.SH	中设集团	10.03	买入	1.12	1.39	1.67	2.03	8.96	7.22	6.01	4.94
600170.SH	上海建工	3.10	买入	0.44	0.48	0.53	0.58	7.05	6.46	5.85	5.34
601800.SH	中国交建	7.65	买入	1.24	1.25	1.40	1.51	6.17	6.12	5.46	5.07

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

1. 年初以来板块表现相对较弱，行业结构性特征愈发明显 .....	5
2. 行业流动环境出现边际改善，需要重视政策相机抉择性 .....	6
2.1. 行业业绩复苏要点在供给端，政策相机抉择性更为重要 .....	6
2.2. 财政扩张或较为有限下，多因素下行业流动性环境依然边际向好 .....	8
2.3. 政策相机抉择下仍有多种工具以备使用 .....	11
3. 行业竞争格局变化为中期发展主线，目前行业估值处于低位 .....	13
3.1. “寒冬” 过后强者恒强趋势或加剧，目前行业估值仍处相对低位 .....	13
3.2. 各细分板块推荐 .....	15
3.2.1. 装配式建筑 .....	15
3.2.2. 装修装饰 .....	18
3.2.3. 央企与设计 .....	19
4. 投资建议 .....	20
5. 风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1：2020 年 1 月 1 日至 6 月 11 日板块行情以及关键新闻汇总 .....	5
图 2：各行业 2020 年 1 月 1 日至 6 月 11 日涨跌幅对比 .....	5
图 3：基建投资增速变化（单位：%） .....	6
图 4：行业央企与非央企新签订单累计额增速变化 .....	6
图 5：基建项目资金来源简图 .....	7
图 6：2018 年我国就业人员大类行业分布图 .....	7
图 7：发改委官网通告批复项目累计投资额（单位：亿） .....	8
图 8：一般公共预算支出和收入增速（单位：%） .....	8
图 9：2020 年一般公共预算情况（单位：亿） .....	8
图 10：近年来全国财政使用结转结余及调入资金情况（单位：亿） .....	9
图 11：调入资金构成简图 .....	9
图 12：近两年专项债净融资情况及各类项目占比（单位：亿） .....	10
图 13：城投债净融资（注：中债口径，单位：亿） .....	10
图 14：金融机构人民币贷款加权平均利率：一般贷款（单位：%） .....	11
图 15：国债利率期限结构变化（单位：%） .....	11
图 16：2020 年专项债与一般债限额情况（单位：万亿） .....	11
图 17：每年新增专项债限额情况及可提前下发量（单位：万亿） .....	11
图 18：近四年公路、水路、铁路相关年投资规划和实际完成数据（单位：亿） .....	12
图 19：“十四五”规划编制重点和规划编制流程 .....	13
图 20：近两年各主要子行业收入增速和建筑业总产值增速对比 .....	14
图 21：2020 年前五月发行专项债分类（按照专项债全称中关键词来划分） .....	14
图 22：建筑装饰行业市盈率历史变化（静态 PE，目前历史分位为 3.79%） .....	15

图 23: 2020 年 5 月 29 日建筑板块估值与其他板块比值历史分位值 (注: 数据选取 2011 年 5 月至 2020 年 5 月底)	15
图 24: 全国装配式建筑新开工建筑面积 (万平方米)	16
图 25: 2019 年新开工装配式建筑按结构形式分类	16
图 26: 北京地区 PC 构件产能 (万立方米)	17
图 27: 北京地区 PC 构件市场指导价 (元)	17
图 28: 钢结构龙头公司营收与其他民营上市建筑公司营收增速对比	17
图 29: 各产量区间内企业的累计产量	18
图 30: 建筑装饰企业数量 (万家)	19
图 31: 建筑央企订单增速与收入增速差别	20
图 32: 央企、设计细分行业营收增速与建筑业总产值增速对比	20
图 33: 2016-2018 年全国工程勘察设计统计数据 (单位: 个)	20
表 1: 近期关于特别国债相关表述	12
表 2: 部分装配式工厂数量及产能安排	16

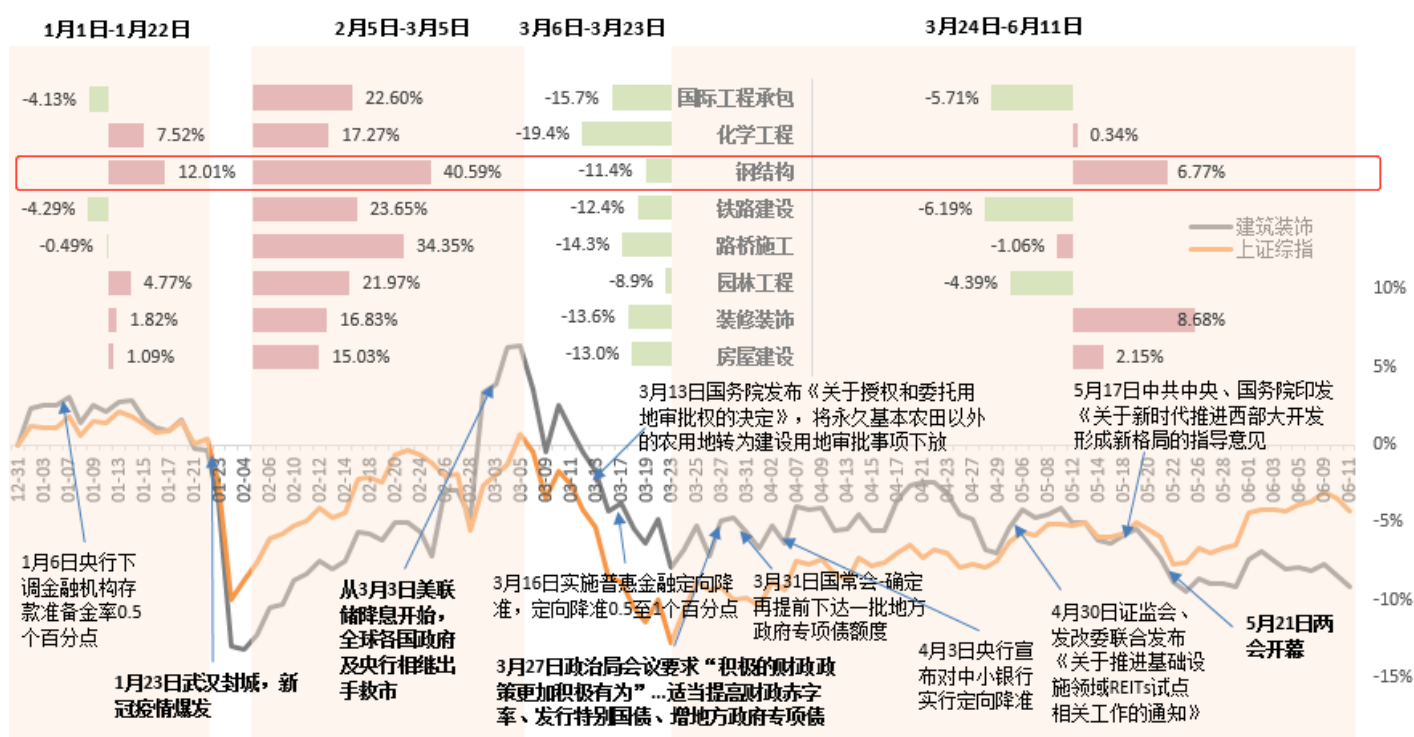
## 1. 年初以来板块表现相对较弱，行业结构性特征愈发明显

今年年初至 6 月 11 日前建筑板块下跌 7.02%，表现低于上证指数（下跌 4.24%）与创业板（上涨 22.11%），与其他行业相比，建筑板块表现亦处于中下游。行业整体涨跌幅主要受到疫情影响下政府是否以基建进行“托底”的市场预期变化所影响。

在疫情相继冲击内需与外需之后，中央展现出“四万亿”时期有所不同的应对策略，这使得市场对于与“旧基建”紧密相关的建筑板块预期有所降低。然而如果详细拆分各行情区间建筑子板块涨跌幅的话，可以看到**钢结构**在各个区间中均有较好表现，此外在 3 月 24 日之后的震荡期内，**装饰装修**板块也有较高涨幅。

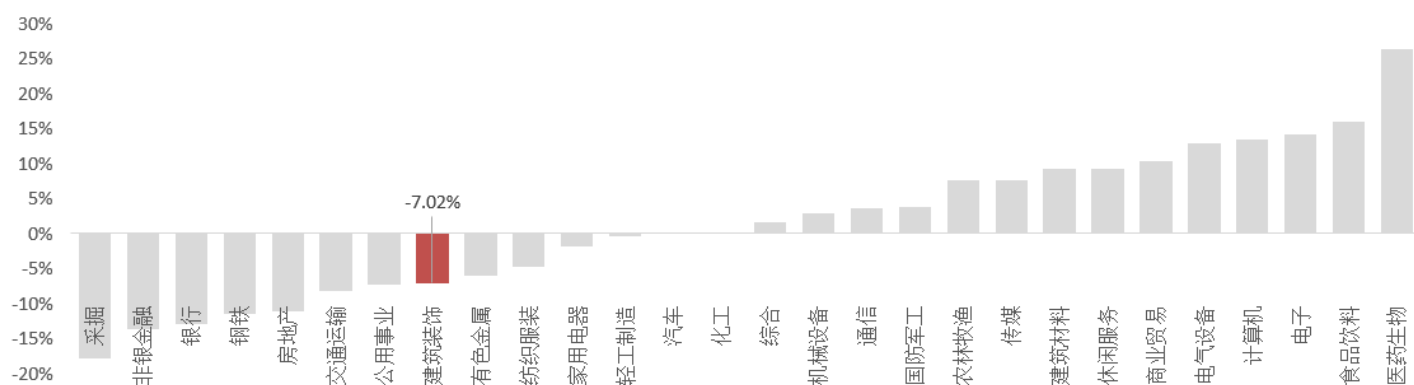
从上半年主要政策脉络来看，主要特征为“中长期改革规划持续，短期快速托底难现”。无论是中央推出西部大开发相关新规划、授权农用地转建筑用地审批权下放或是发布 REITs 改革通知，与行业紧密相关的中长期改革仍在推进；此外从两会政府工作报告、央行与财政部相关表述来看，后续**基建投入**节奏主要以实际就业情况为锚，“大水漫灌”式托底难以重现。

图 1：2020 年 1 月 1 日至 6 月 11 日板块行情以及关键新闻汇总



资料来源：wind、新晚报、央行、发改委、证监会官网，天风证券研究所

图 2：各行业 2020 年 1 月 1 日至 6 月 11 日涨跌幅对比

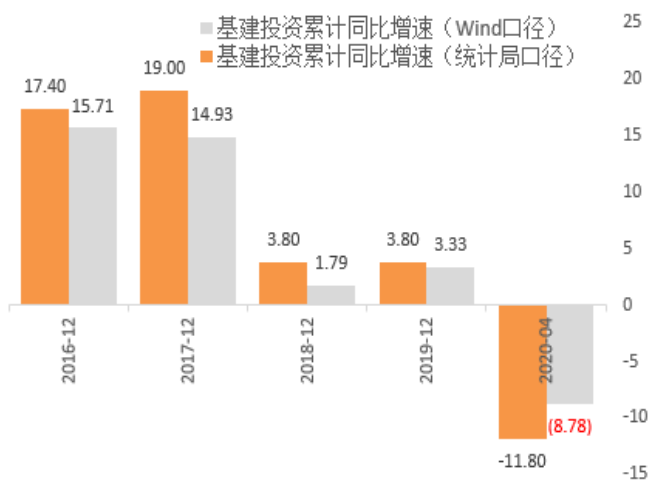


资料来源：wind，天风证券研究所

投资数据方面，基建投资增速逐步恢复，广义口径前4月下滑8.78%，4月基建单月增速2020年首次回正，其中高权重项水利、环境与公共设施管理业单月增速为2.15%，交通运输、仓储和邮政业单月增长3.10%。预计基建投资后续仍会快速增长，但在整体财政资金约束下，全年突破双位数难度仍然较大，除非国内失业率情况或外部环境出现超预期恶化。

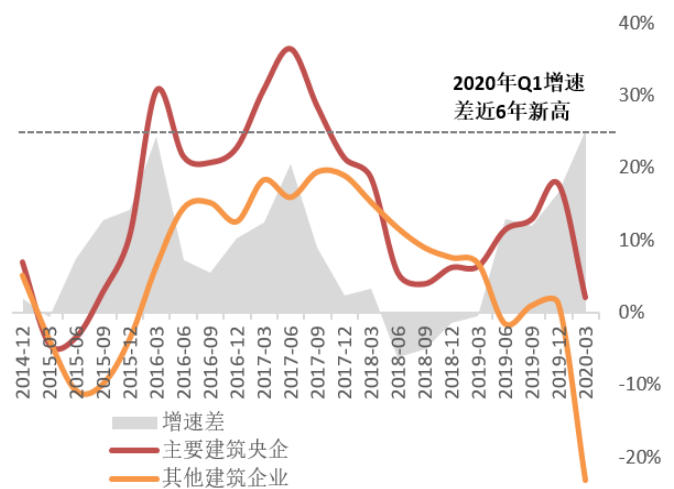
我们认为即使全年基建投资预期难以出现大幅度提升（这一点大概率已反映到板块走势上），但目前行业内的结构性变化应当给予更高的关注。整体来看，以投资增速变化为基准的话，行业景气度下滑最快的时候很可能已经过去，部分企业在2017年后的流动性收缩与政府债务监管趋严的背景下逐步退出市场，而在目前行业宏观环境缓和之时，之前在逆境中存活的企业可能会出现更为明显的边际改善。以行业主要建筑央企与非央企新签订单增速差为例，除了2018年外，2019年以来建筑央企的新签订单增速显著优于非建筑央企，此增速差更是在2020年一季度达到峰值。

图3：基建投资增速变化（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图4：行业中央企与非央企新签订单累计增速变化



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 行业流动环境出现边际改善，需要重视政策相机抉择性

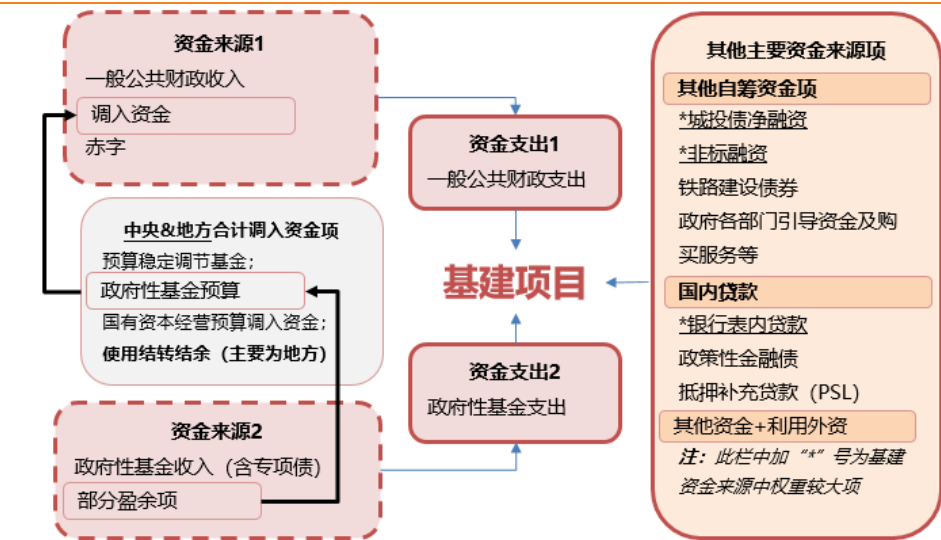
### 2.1. 行业业绩复苏要点在供给端，政策相机抉择性更为重要

我们在之前多份报告中提到，近年来多数建筑企业业绩收缩的主要矛盾主要在回款迟滞、自身施工资金的短缺，即供给端因素，而并不在需求端。短期内支撑投资快速回升的主要驱动点仍在政府付款加快、行业流动性环境改善等供给端因素上。

从基建项目资金来源情况来看，即使政府渠道资金支出对于多数基建项目投资具有一定的撬动作用，尤其是一般公共财政支出，但如果仅盯政府渠道资金支出的增量来判断整体基建投资情况的话，则可能忽略其他高权重资金来源端因素，从而形成误判。我们下文简要讨论目前基建流动性状况。



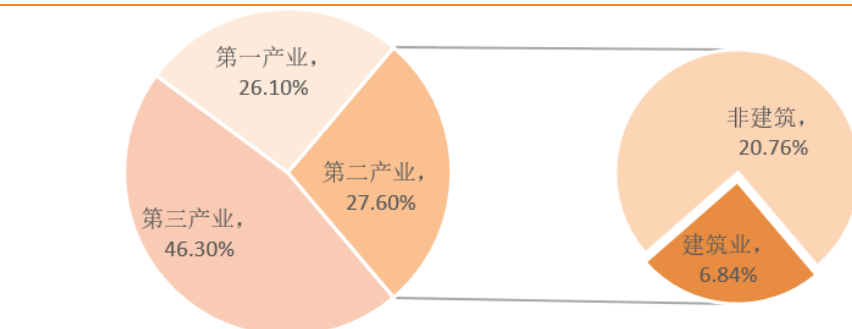
图 5：基建项目资金来源简图



资料来源：天风证券研究所

从两会政府工作报告信息来看，后续政策以“保就业”为锚，而建筑业稳定发展对于就业市场的重要性不能忽视。基于人社部统计，2018 年年底第二产业占总就业人数 28%，而第二产业诸多细分行业中建筑业就业人数超过 5000 万（部分流动性较高的短期工人或并未包含在统计数字内），占比第二产业就业人口 25%，如果考虑进围绕建筑的上下游第二产业（机械、建材等）、第三产业（配套服务业等）从业人员的话，建筑这一传统行业在就业市场的重要性更是不容忽视。若就业超预期下滑，则“托底”型政策可能会相继推出。

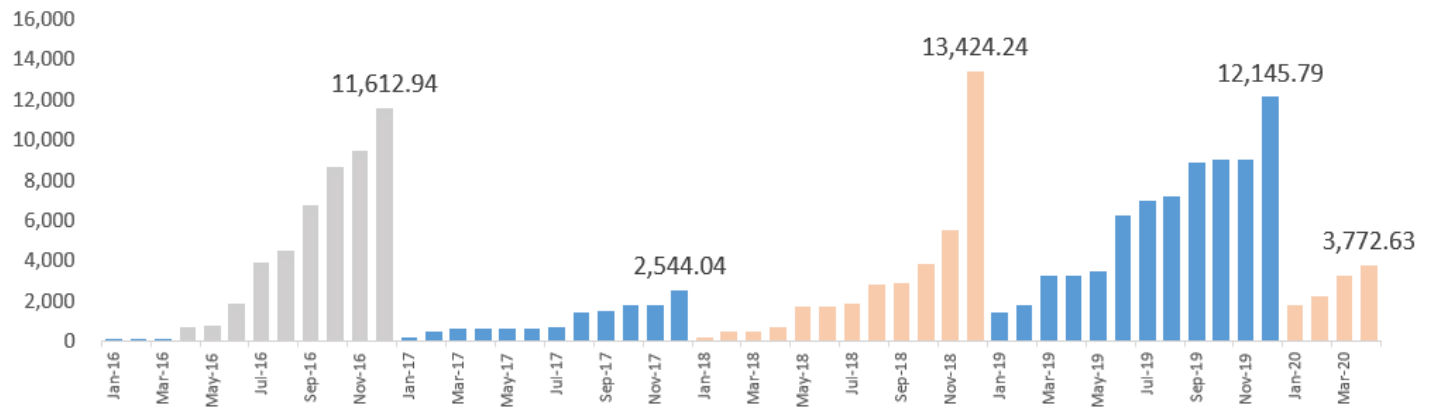
图 6：2018 年我国就业人员大类行业分布图



资料来源：统计局、人社部，天风证券研究所

对于建筑行业而言，所谓“托底预期”主要是分析在不同经济发展场景中政府改善行业供给端（资金情况）、需求端（审批项目情况）的意愿。如果流动性环境或者政府资金投入情况并未改善，即使加大项目审批，对于行业整体而言意义则十分有限。因此，我们认为下半年项目资金情况仍是行业整体业绩是否能出现快速恢复的主要因素。但如果仅关注项目审批数目的话，或易混淆业绩影响短期因素和影响中长期因素的关系。不过从以往历史来看，短期内项目审批数目如果出现快速增长，流动性端往往也会出现一定的调整匹配。基于下图统计数据，目前并没有看到发改委项目审批速度的快速提升。

图 7：发改委官网通告批复项目累计投资额（单位：亿）



资料来源：发改委官网、天风证券研究所；注：此处仅为国家发改委发出公告的批复项目，并不等于其真实审批总量，但有助于观察趋势

整体而言，由于行业业绩短期主要影响因素主要为流动性和政府资金的改善情况，政府在基建相关政策的相机抉择性将愈发重要，如果失业率和外需情况超预期恶化，可能会有多种基建领域流动性支持政策推出，比如专项债额度提前下发、政策性金融债发力或者其他相关措施，从而带动基建投资快速提升。

## 2.2. 财政扩张或较为有限下，多因素下行业流动性环境依然边际向好

此处简要讨论下行业流动性情况，我们认为今年财政端对于基建的投入仍然难以大幅扩充，不宜高估目前赤字率扩张等措施对于财政支出端的支持，主因 2020 年财政预算支出扩张有限，且短期内财政收入难以快速提升。

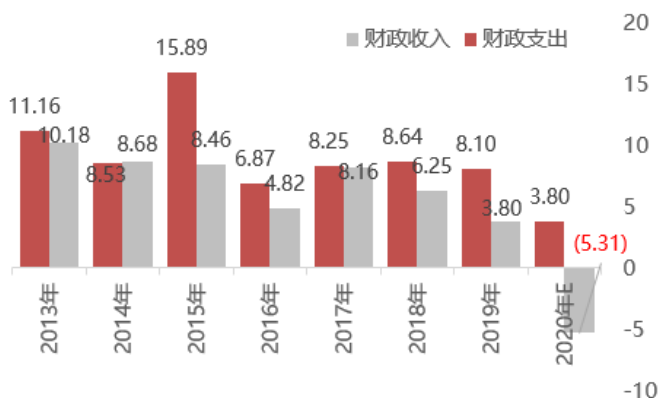
尽管一般公共预算支出（以下简称“财政支出”）仅为各项高权重基建资金来源之一（其余资金来源可参考上文图 5），但由于多数财政资金在项目资金构成中起到资本金的作用，财政资金具有较强的资金撬动作用。

财政支出能力与一般公共预算收入（以下简称“财政收入”）端紧密相连，财政支出端主要由以下三部分构成：财政收入、调入资金（拆分见上文图 5）、预算赤字（国债和地方一般债），前两部分决算额与预算额往往有所出入，而第三部分基本不变。基于目前已有信息下，三项均难以对财政支出端形成显著支撑。

从下图可以看到在扩大赤字和大幅增加调入资金的情况下，2020 年预算财政支出达到 24.79 万亿，并未显著超过 2019 年实际财政支出额 24.01 万亿。

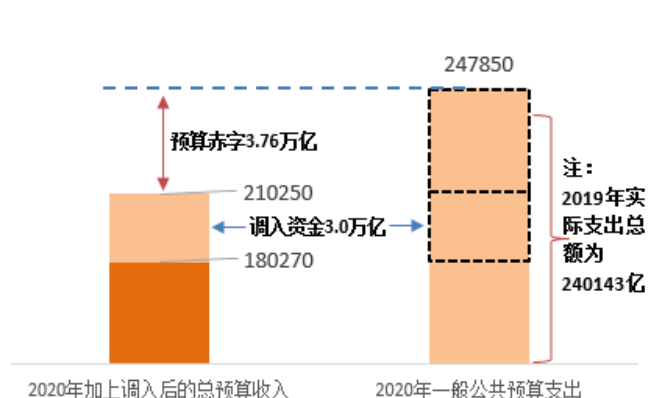
在财政收入方面，近年来财政收入增速通常低于财政支出，这一增速差额在 2017 年以来逐渐扩大。今年疫情影响下，中央或会进一步减税降负举措，全年财政收入难以形成显著支撑。

图 8：一般公共预算支出和收入增速（刻度均位于右轴，单位：%）



资料来源：财政部官网，天风证券研究所

图 9：2020 年一般公共预算情况（单位：亿）



资料来源：财政部官网，天风证券研究所

在调入资金方面，结合图 5 调入资金拆分来看，可以看到 2015 年以来全国财政使用结余



结转及调入资金显著提升，并在 2020 年财政预算中达到又一高峰，根据以往情况来看，最终调入资金额大概率大于预期调入额，这也是上述财政支出三大支撑端中弹性最大的一项。该项资金主要由往年结余资金以及政府预算稳定调节资金（中央与地方层面）构成，推测调入资金来源或为之前几轮地产上行周期中所沉淀的土地出让金中未使用部分。

图 10：近年来全国财政使用结转结余及调入资金情况（单位：亿）



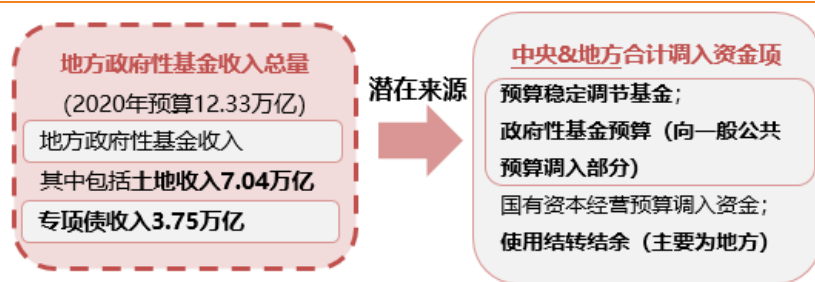
资料来源：财政部官网，天风证券研究所

2019 年年底中央层面预算稳定调节基金年底约为 5272 亿，而 2020 年调入资金中预计从中央预算稳定调节基金中调入 5300 亿，这意味着不仅计划用完使用原有资金，仍要从后续新补充资金中支出一部分。地方预算稳定调节基金以及相关结转结余预计在经历了 6 年的高额使用后，剩余部分或极为有限，亦难以对财政支出形成显著支撑。

然而需要注意的是，调入资金之所以为一般公共预算中弹性最大的一项，主要在于其主要来源之一地方预算稳定调节基金或政府性基金预算大概率由往年地方政府性基金收入减支出后的部分盈余构成，而我国地方政府性基金收入主要由土地使用权出让所得和地方政府专项债募集资金构成。土地使用权出让和地产行业相关，地方政府专项债和中央的发行限额控制相关。

此外，即使不考虑调入资金体量，地方政府性基金本身也可以直接作用于相关基建项目（见图 5）。

图 11：调入资金构成简图

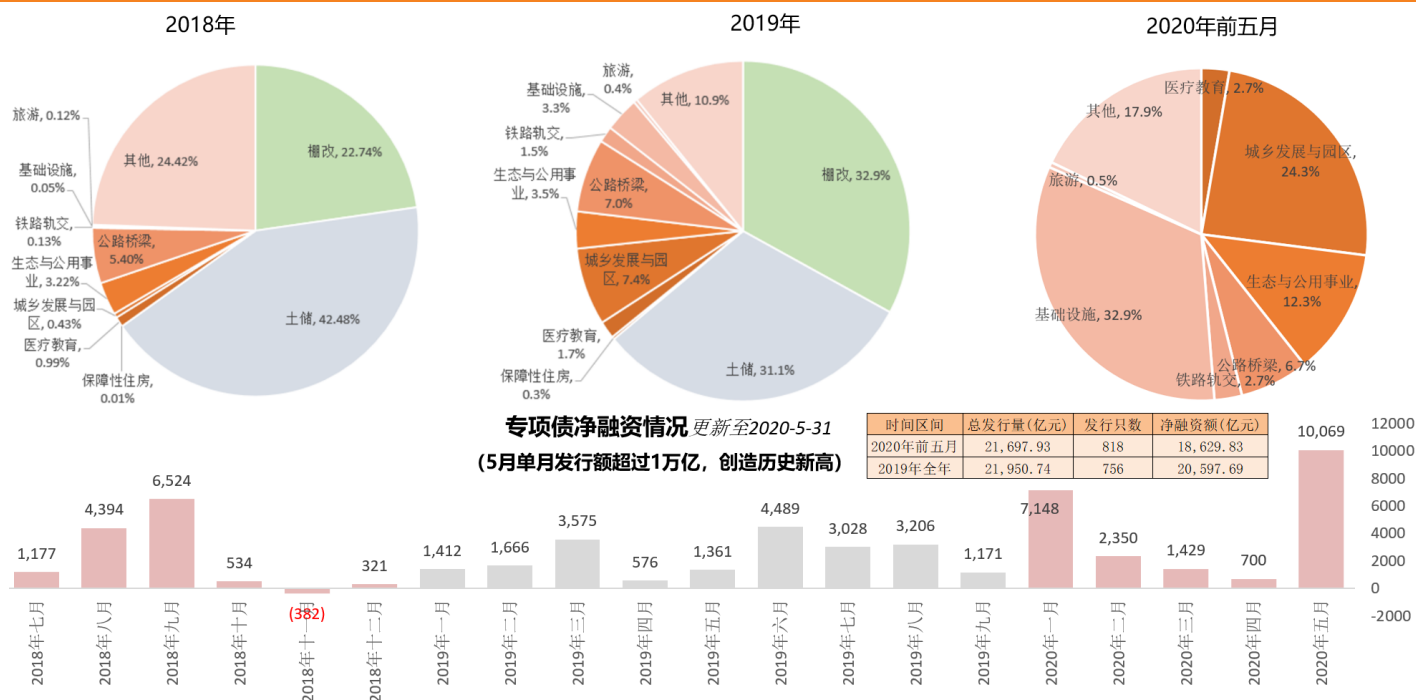


资料来源：财政部官网，天风证券研究所

尽管财政资金支出预算数据难以对基建形成显著支撑，但目前行业所处资金环境的边际好转趋势仍较为明显，这一点在专项债、城投债、资金利率上有所体现。

专项债方面，从下图发行情况来看，2020 年前五月专项债发行额超过 2.17 万亿，接近 2019 年全年发行额，且 5 月单月发行额超过 1 万亿，为新历史单月发行高峰。从占比来看，土储和棚改类专项债债券暂未发行，专项债涉及项目以基建为主。

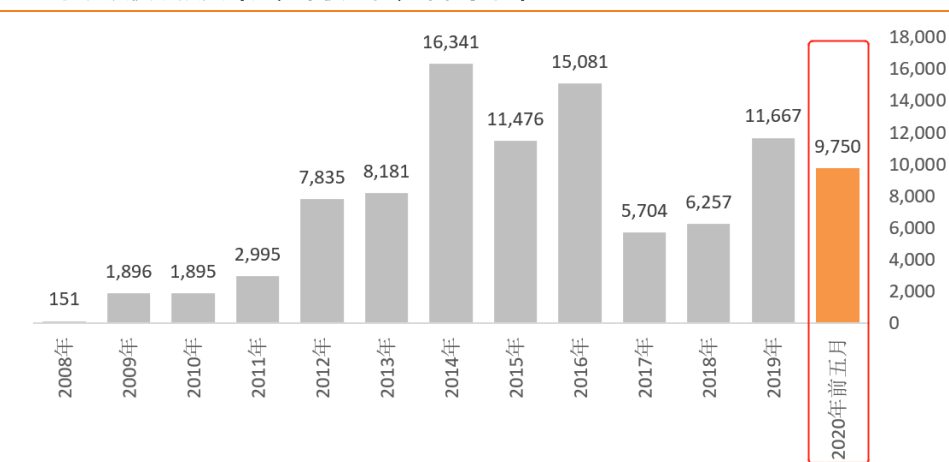
图 12：近两年专项债净融资情况及各类项目占比（单位：亿）



资料来源：wind、天风证券研究所

**城投债方面**, 2020 年前五月城投债净融资接近 1 万亿, 2019 年全年净融资额为 1.17 万亿。基于我国财政制度因素, 多数偏公益类基建类项目由城投平台代建, 这是为何城投平台负债与我国隐性债务情况息息相关。在目前城投债净融资情况延续好转趋势的背景下, 其对基建项目资金来源的改善将有所推动。

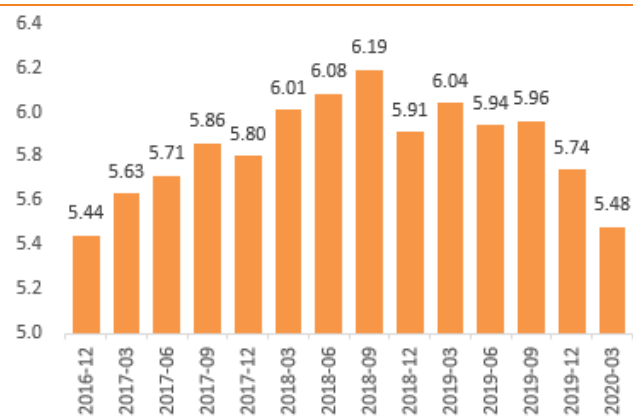
图 13：城投债净融资（注：中债口径，单位：亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

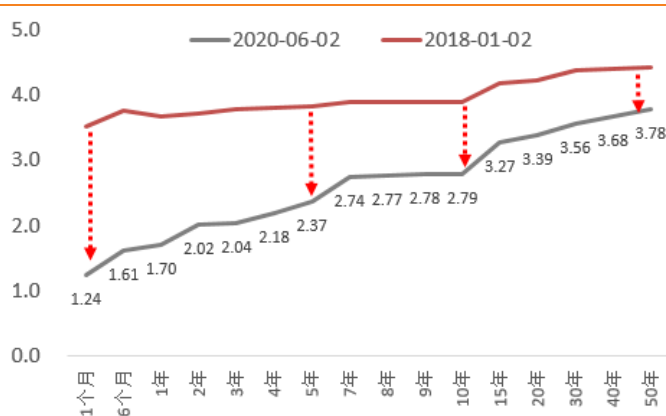
从一般贷款利率和国债利率期限结构来看, 目前信贷和债券市场融资成本较 2018 年年初有所降低, 行业在熬过之前流动性“寒冬”后, 这将使得还没有退出市场的建筑企业得以喘息, 其经营情况有望逐步改善。

图 14：金融机构人民币贷款加权平均利率：一般贷款（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：国债利率期限结构变化（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.3. 政策相机抉择下仍有多种工具以备使用

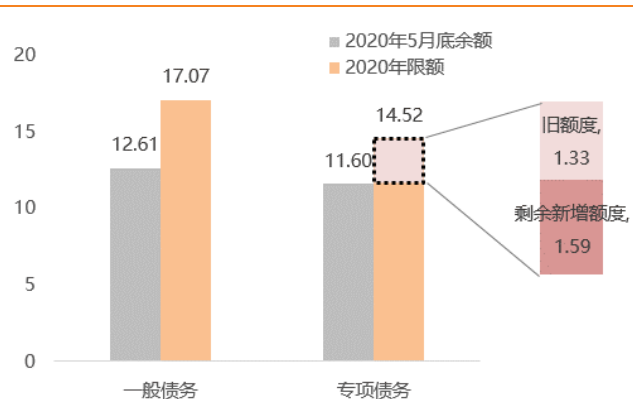
综合讨论，虽然从财政预算情况来看，财政资金扩张力度仍然有限，但目前整体基建的资金环境呈现边际好转。需要重视中央对于新政策推出的相机抉择性，若国内就业和外需受到超预期冲击，有两大变量值得注意：一是政府负债端是否进一步打开，比如专项债限额提前下发、特别国债加码等等；二是货币政策是否出现超预期激进。

结合上述两大变量，我们认为未来政策的相机抉择性可能体现在以下几个方面：

**第一，中央可对于专项债发行节奏和额度进行择机调控。**具体方式包括但不限于新额度提前下发、发行节奏督促、旧额度激活使用等等。在加上今年新增专项债限额与 2019 年末使用递延限额，并减去 2020 年 5 月底专项债余额后，可得到 2020 年 6 月到年底仍有 2.92 亿额度未使用。这里面当年新增剩余额度（共 1.59 万亿）的使用效率会更高些，但仍不排除中央未来在特定情况下督促地方对于以往递延额度的使用。在规划审批加速以及中央对于地方债务显性化（鼓励地方以一般债与专项债形式替代以往不合规债务形式）的推动下，以往部分未使用额度有望得以利用<sup>1</sup>。

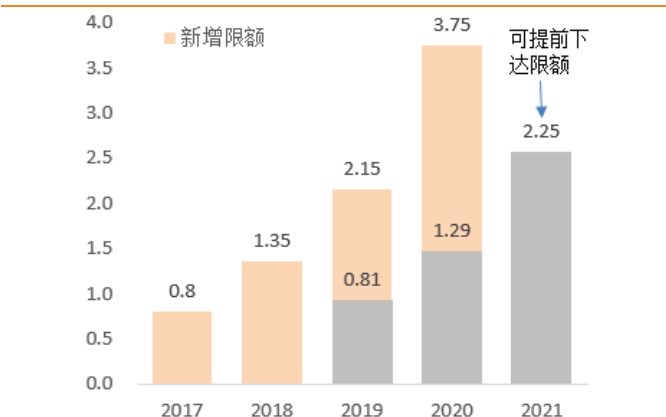
此外，若额度提前用完，或不排除财政政策进一步扩充，比如提前下达下一年度额度。人大常委会 2018 年年底表决通过关于授权国务院提前下达部分新增地方政府债务限额的决定，国务院可在 2019 年以后年度，在当年新增地方政府债务限额的 60% 以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额（授权期限为 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日）。

图 16：2020 年专项债与一般债限额情况（单位：万亿）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：每年新增专项债限额情况及可提前下发量（单位：万亿）



资料来源：财政部官网，天风证券研究所

<sup>1</sup>注：部分旧额度难以使用或由于以下原因：**第一**，多数旧额度为财政实力较强的地区所累积，此类地区发行意愿较低，从而导致额度累积；**第二**，部分地区由于部分初期规划项目落地受阻或出现其他未预期状况，或导致当年部分额度并未使用；此外，若市场不利于专项债的发行，同样会导致额度递延。

**第二，特别国债的使用方式以及潜在扩充。**从近期中央文件对于特别国债各方面的描述，可以看到特别国债在用途、发行方式、使用机制上均有一定的灵活性，这些都可能会通过出台相关规定进一步细化。整体来看，特别国债资金使用与保就业存在较为紧密的联系，并且特别国债有望在政府投资上同样发挥较大作用。我们认为关于特别国债的使用以及未来的潜在扩容规模，中央都可能会在特别经济环境下进行合理调节。

表 1：近期关于特别国债相关表述

年份	信息来源	摘要
2020-4-27	中国财政科学院院长刘尚希论坛发言	预算规模可考虑达到 5 万亿，分次发行，央行扩表，零利率购买。
2020-5-14	财政部部长刘昆在《人民日报》发表文章	通过抗疫特别国债、地方政府专项债券等多种渠道， <u>增加政府投资，发挥政府投资的撬动作用，有效支持补短板、惠民生、促消费、扩内需。</u>
2020-5-22	两会政府工作报告	<u>建立特殊转移支付机制，资金直达市县基层、直接惠企利民，主要用于保就业、保基本民生、保市场主体，包括支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等，强化公共财政属性，决不允许截留挪用。</u>
2020-5-22	财政部《关于 2019 年中央和地方预算执行情况与 2020 年中央和地方预算草案的报告》	积极扩大有效投资。 <u>加强抗疫特别国债与其他财政资金的统筹衔接，增强地方资金使用自主权；</u> <u>抗疫特别国债发行规模为 1 万亿元，发行期限以 10 年期为主，与中央国债统筹发行。抗疫特别国债利息由中央财政全额负担，本金由中央财政偿还 3000 亿元，地方财政偿还 7000 亿元。</u>

资料来源：证券日报、政府工作报告、财政部官网、财新，天风证券研究所

**第三，货币政策方面同样存在一定的相机抉择性。**根据未来就业情况等多个指标变化情况，央行有望通过“更加积极的货币政策”形成合理配合，这里面包括但不限于降准、创新性结构化货币政策、扩大 OMO 等措施。

结合 2020 年 6 月 5 日天风总量团队每周论势观点（《6 月：变与不变》）观点，其中提出：

**“央行所有行动自然服从于中央决策部署，服从于宏观基本面对应的宏观政策目标要求。紧扣两会政府工作报告...对于货币政策的使命担当来讲，就是加大宏观对冲力度，继续降准降息、运用再贷款等结构性政策，引导贷款市场利率下行。时点上，上述政策诉求至少需要延续到 7 月政治局会议...基于整个政策目标诉求：对降低成本、降低贷款利率的诉求，特别是诉求背后对于稳就业、保就业的要求。”**

**第四，各省“十四五”规划中基建投资相关规划或被赋予短期内“保就业”重任，部分中长期规划可能出现前置，**目前虽然交通部对于今年的公路水路投资目标值与去年接近，但近几年每年的实际完成投资情况往往会高于年初计划额，且目前铁路投资规划已经出现一定的调升。根据中国经营报记者不完全统计，近期 2020 年全国铁路投资额在调增后已达到 8150 亿元（目前大概率超出该值），已超过年初的目标规划值 8000 亿。

图 18：近四年公路、水路、铁路相关年投资规划和实际完成数据（单位：亿）

单位：亿	公路水路合计	铁路
2020计划	18000	调增后8150以上
2019计划	18000	8000
2019实际	23032	8029
超额完成百分比	27.96%	0.36%
2018计划	18000	7320
2018实际	22526	8028
超额完成百分比	25.14%	9.67%
2017计划	18000	8000
2017实际	22379	8010
超额完成百分比	24.33%	0.12%
2016计划	-	8000
2016实际	19183	8015
超额完成百分比	-	0.19%

资料来源：交通部官网、铁路局官网、统计局官网、中国经营报、新华财经，天风证券研究所

基于以往流程惯例，目前各地“十四五”规划多数出在前期全面调研与研究阶段，预计最终“十四五”规划将在 2021 年两会后审批通过。如果就业情况出现超预期恶化，未来可能会出现“长期规划、投资前置”的情况，因此未来多数省市“十四五”规划可能会加强对于“新型基建”、“城市圈”等领域的投资计划。

图 19：“十四五”规划编制重点和规划编制流程



资料来源：十四五规划信息网，天风证券研究所

### 3. 行业竞争格局变化为中期发展主线，目前行业估值处于低位

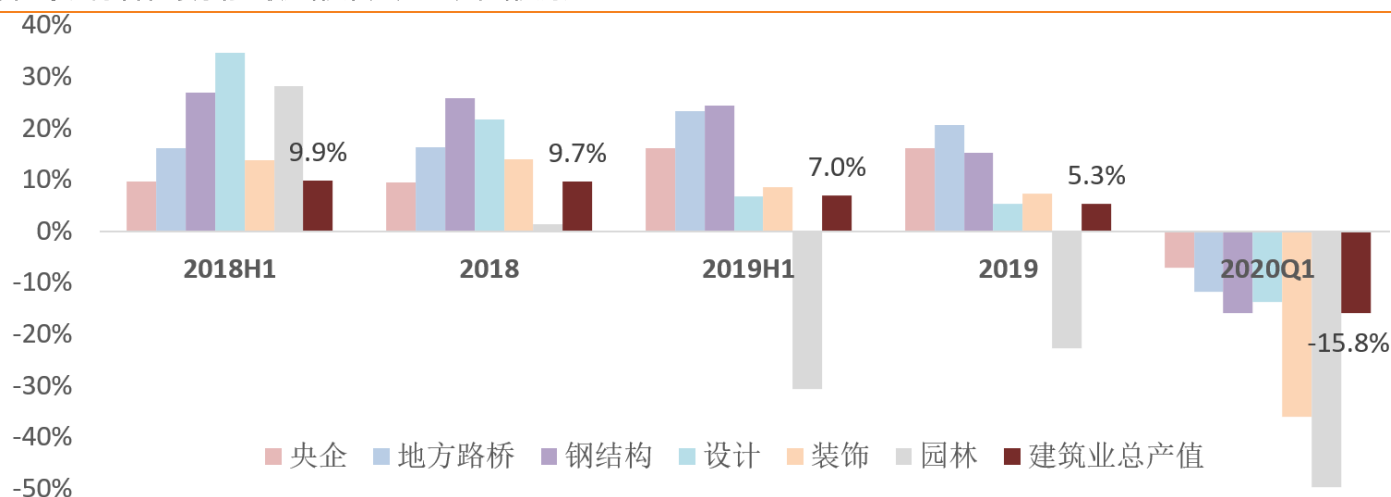
#### 3.1. “寒冬”过后强者恒强趋势或加剧，目前行业估值仍处相对低位

如上文所述，在之前行业“寒冬”期间，部分中小企业可能逐步退出市场，今年年初疫情或加速行业出清速度，而在目前行业宏观环境终于迎来边际好转之时，仍然存活大中型建筑企业或能迎来发展机遇，行业集中度大概率有所上升。

我们在 2020 年 4 月报告《建筑板块投资逻辑有利于估值上涨》(2020-4-6)中提到：目前行业竞争结构方面，更是有利于行业龙头、细分子行业龙头、区域龙头。其实公司绝大部分上市建筑公司属于自身行业的第一梯队。“泥沙俱下时，大鱼小鱼都被冲的喘不过气；行至和缓处，大鱼吃小鱼、小鱼吃虾米”。我们已经可以看到多数行业龙头近年来增速呈现高于行业的情况。从下图仅两年各主要子行业营收增速和行业总产值增速对比来看，除了园林行业自身因素外，其他多数主要细分行业的营收增速都显著优于行业总产值增速。结合上文分析，我们仍认为现在行业最差的时候已经过去，料上述龙头的经营情况有望进一步好转，甚至部分公司业绩可能会出现 2020 年三四季度超预期的情况。



图 20：近两年各主要子行业收入增速和建筑业总产值增速对比



资料来源：wind，天风证券研究所

从 2020 年基建投资类型来看，传统建筑龙头企业的潜在业务市场在短期内较难受到“新基建”发展趋势的影响，两者并不冲突。当“保就业”需求提升时，传统基建仍会为主要发力点之一，上述龙头企业的潜在订单规模在中短期内都很难受到“新基建”影响。

首先，从项目投资规模来看，新基建整体规模短期内仍然难以和传统基建相对比，据财新报道，2019 年，新基建在基建投资中占比约 10%，在整体投资中占比不及 2%。且从创造就业的角度，在目前国内既有就业结构下，传统基建对于就业的带动要显著大于新基建。

其次，从资金来源来看，新基建或主要以社会资金为主，比如今年 4 月阿里巴巴宣布未来三年再投资 2000 亿到新基建相关设施、今年 5 月底腾讯宣布未来五年投资 5000 亿来布局新基建，这是由新基建对于未来应用场景的高度理解能力所决定。从下图前五月发行专项债对应的项目来看，多数项目仍为传统基建项目类型。

图 21：2020 年前五月发行专项债分类（按照专项债全称中关键词来划分）（总发行额-单位：亿人民币）

专项债名称关键词	总发行额	发行只数
其他	8165	279
基础设施	6524	186
城乡发展	1528	34
公路与桥梁	1337	56
水务与供水	1104	86
生态	1022	50
园区	726	31
铁路与轨交	533	23
医院建设	411	41
教育	130	16
乡村振兴	117	9
旅游	99	6
公用事业	2	1
总计	21698	818

2020年1月1日到5月31日所有新发专项债按全称中关键词分类

其他-关键词	个数	金额
无明显前缀	132	4941.47
民生	27	1121.87
社会事业	62	1087.02
旧改	6	23.22
杂项	52	991.43

↓

杂项-关键词	个数	杂项-关键词	个数
交通领域补短板	1	文体设施	1
林业和交通	1	智慧绿色港口	1
交通运输	1	能源	5
机场	1	冷链物流	2
交通建设	4	一带一路经济带	1
停车场	5	产业园	2
大运河文化带	1	储气调峰	1
社会领域	6	公共卫生防疫体系	4
再融资	2	管廊	1
一般债券	2		
京津冀协同发展	2		
高质量发展补短板	4		
供热	1		
卫生健康	1		

比如：xx省政府  
专项债券、xx省  
其他项目收益专  
项债券、xx省市  
政建设专项债券

2020年1月1日到5月31日所有新发专项债按全称中关键词分类

资料来源：wind、中债登，天风证券研究所

除了竞争结构向龙头倾斜、潜在需求空间稳定之外，目前行业估值无论从横向还是纵向来看，都处于较低位置。

从纵向估值对比来看，2020 年 5 月最后一周建筑行业市盈率在长达 20 年里仅位于 3.79% 分位，处于历史显著低位。从横向对比来看，基于数据可得性，此处选取近十年建筑行业与上证综指、中小板、创业板、建材、地产、家居（三级细分行业）、食品饮料估值比价



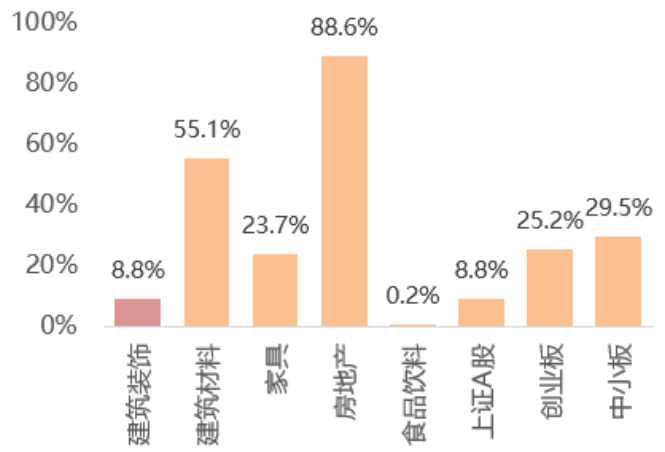
数据，在下图可以看到除了相对房地产估值比价处于历史中高位外，**建筑行业相对各对比对象的估值比价多处于历史中位或者极低位置**。其中相对上证综指、中小板、创业板、家居、食品饮料估值比价在 30%以内，与上证综指比价更是低于 10%历史分位，而相对食品饮料更是处于历史最低估值比价。

图 22：建筑装饰行业市盈率历史变化（静态 PE，目前历史分位为 3.79%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 23：2020 年 5 月 29 日建筑板块估值与其他板块估值历史分位值（注：数据选取 2011 年 5 月至 2020 年 5 月底）



资料来源：wind，天风证券研究所

行业前期估值大幅下滑主要是三个因素：

**第一，长期需求因素。**近年来市场对于我国投资进入下滑通道逐渐达成共识，这是由我国人口结构变化所决定，由此认为行业业绩进入长期收缩期；

**第二，工程交付因素。**2017 年去杠杆与政府债务严监管以来，行业资金端显著收紧，从而减弱行业订单交付能力；

**第三，行业性风险因素。**行业部分上市公司在 2017 年发展速度过快，导致 2018 年之后业绩出现“暴雷”，从而形成一定的板块折价效应。

然而 2020 年以来，对于行业内上市公司而言，以上三个因素都出现了不同程度的变化：

第一，针对行业长期需求收缩因素，市场对于行业内部竞争结构变化有所忽略，多数上市公司作为行业第一梯队公司，在经历了之前行业“寒冬”后，其市场占有率出现不同程度的提升。从而在需求边际好转时，呈现一定的“赢家通吃”效应。钢结构板块估值的率先修复在一定程度上说明了市场逐渐从以前的长期需求视角转向“业绩稳健性”视角。

第二，如上文所述，2020 年年初以来，财政和货币政策进入相对宽松期，中期内行业融资环境有望出现边际向好。

第三，多数公司在经历了前两年的业务收缩和坏账计提后，目前行业风险已显著缓解。

综上，我们认为建筑板块在目前估值位置上已经具备了较好的投资回报比，尤其是各行业龙头企业。

### 3.2. 各细分板块推荐

我们认为目前以下板块基本面可能在下半年呈现出不同程度的相对优势，当然其他细分行业中具有自身发展逻辑的相关标的依然值得关注。

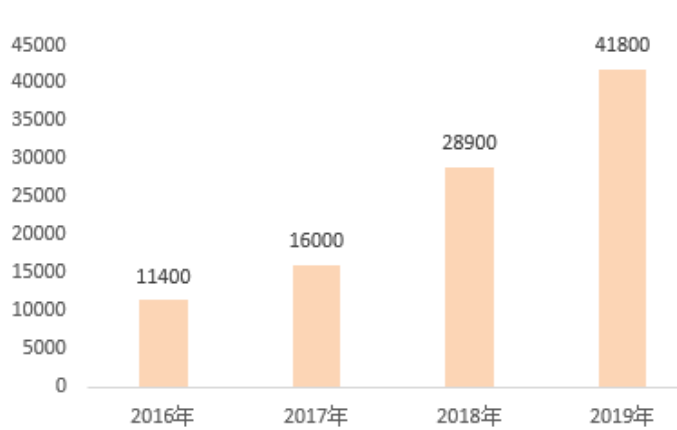
#### 3.2.1. 装配式建筑

装配式建筑行业业绩增速显著优于其他民企，多项配套政策推动装配式建筑发展

据城乡建设部 2019 年装配式发展概况的报告统计，装配式建筑面积 4 年增长率达到 55%。2017 年 1.6 亿平米，增长 40%；2018 年达到 2.89 亿平米，同比增长了 81%；2019 年的开工面积达到 4.2 亿平米，比 2018 年增长了 45%。装配式建筑占新建建筑的比例是 13.4%，

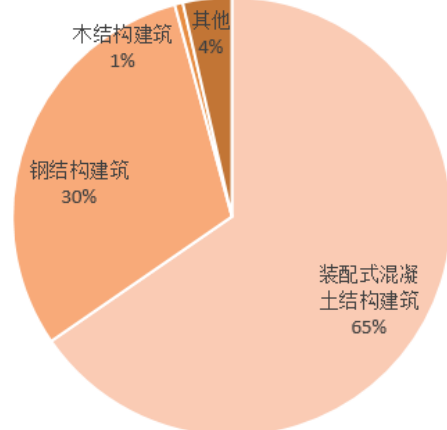
距离前期规划目标仍有一定差距。其中混凝土结构建筑占比最大，达到 65.4%。

图 24：全国装配式建筑新开工建筑面积（万平方米）



资料来源：住建厅，天风证券研究所

图 25：2019 年新开工装配式建筑按结构形式分类



资料来源：住建厅，天风证券研究所

预制混凝土建筑（下文简称“预制 PC”）方面，港股上市公司远大住工的发展对预制 PC 行业发展趋势有一定的启示意义。公司有三点情况值得留意：

1、产能快速扩张，远大住工拥有 15 家全资直营工厂，另外累计签约 86 家联合工厂，2019 年底总产能达到 680 万立方，美好置业 2019 年在湖北荆州、安徽合肥、河南新乡、重庆江津、湖南汨罗新建 5 家 PC 构件工厂，目前已在全国投资建设 13 座 PC 构件工厂，自动化率接近 100%，设计年产能合计可达 390 万立方，最大可实现装配建筑面积 5,200 万 m<sup>2</sup>；筑友智造 2019 年新建焦作、湘潭两座工厂，两座工厂投产当年即获得盈利，筑友正式投产的 PC 工厂由 8 家扩张到 10 家，公司 2019 年总实现产能为 18.51 万方，同比增长 36%。

表 2：部分装配式工厂数量及产能安排

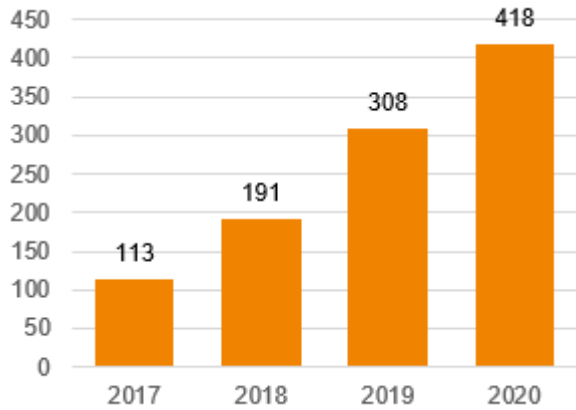
公司名称	工厂数量	年产能
远大住工	拥有 15 家全资直营工厂，86 家联合工厂	2019 年底总产能为 680 万方
美好置业	新建 5 家 PC 构件工厂，目前拥有 13 家 PC 构件厂	2019 年设计产能达 390 万方
筑友智造科技	新建 2 座 PC 构件厂，当年投产实现盈利，目前拥有 10 家 PC 构件厂	2019 年实现产能 18.51 万方，同比增长 36%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2、京津冀地区需求旺盛，PC 构件产能持续攀升，由 2017 年 113 万方跃升到 2020 年 418 万方，扩张了近三倍，虽然京津冀地区 PC 产能快速扩张，但是从京津冀地区公布的市场指导价来看，PC 构件的价格相对比较稳定，甚至稳中有升，说明市场需求仍然比较旺盛，处于供不应求状态；

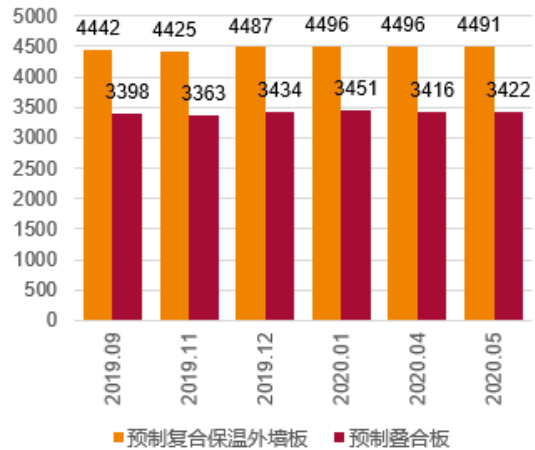
3、行业资本运作加快，这几年远大住工港股融资上市，拟登录 A 股；上海建工拟分拆上市；筑友智造科技股权变更给了河南建业。

图 26：北京地区 PC 构件产能（万立方米）



资料来源：北京市住建委，天风证券研究所

图 27：北京地区 PC 构件市场指导价（元）

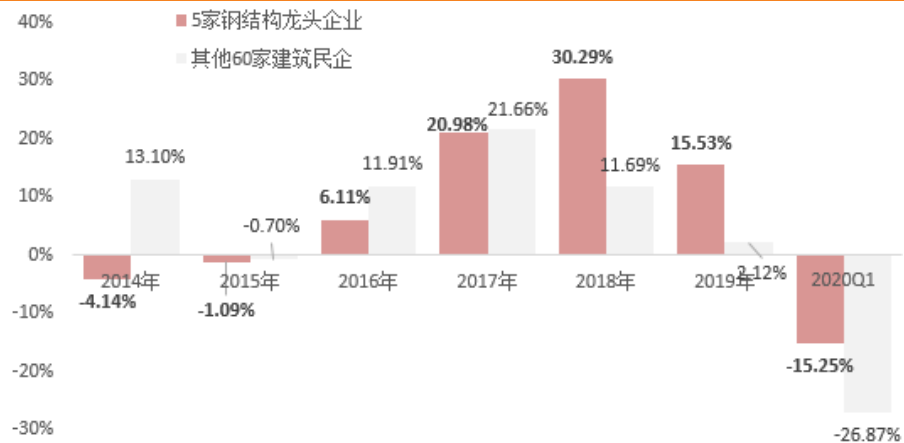


资料来源：筑微网，天风证券研究所

钢结构公司方面，由于 A 股目前主要以钢结构上市公司为主，我们从近几年钢结构龙头企业与其他 A 股上市民营建筑企业对比来看，其营收增速显著优于其他上市建筑民企总营收增速。并且在 2016 年顶层纲领性政策的推动下，可以看到多个地区纷纷出台配套政策对装配式建筑进行推动，装配式建筑细分行业未来潜在市场仍在扩大。部分配套政策提出通过税费优惠、用地支持、财政补贴、容积率奖励等多种方法给予产业发展充分激励。早在 2016 年，南京国土部门发布的 2016 年第 05 号土地出让公告，来自江宁、江北的 10 幅地块将在 7 月 8 日正式公开出让。这 10 幅地块中，有 8 幅将采用“限价”新规。此外，有 6 幅地块的公告备注中首次出现了“装配式建筑”的强制性要求。除了南京市，长春、杭州、湖州、嘉兴、成都、佛山等多省市开始在土地出让合同中明确必须采用装配式建筑。

一些地方政府可能会通过在保障房、人才公寓上采用装配式建筑来提升本地新建住房中装配式建筑的比率，一方面可以满足当地政府的推广要求，另一方面也是由于装配式建筑在保障性住房上的相对优势所决定。

图 28：钢结构龙头企业营收与其他民营上市建筑公司营收增速对比



资料来源：wind，天风证券研究所

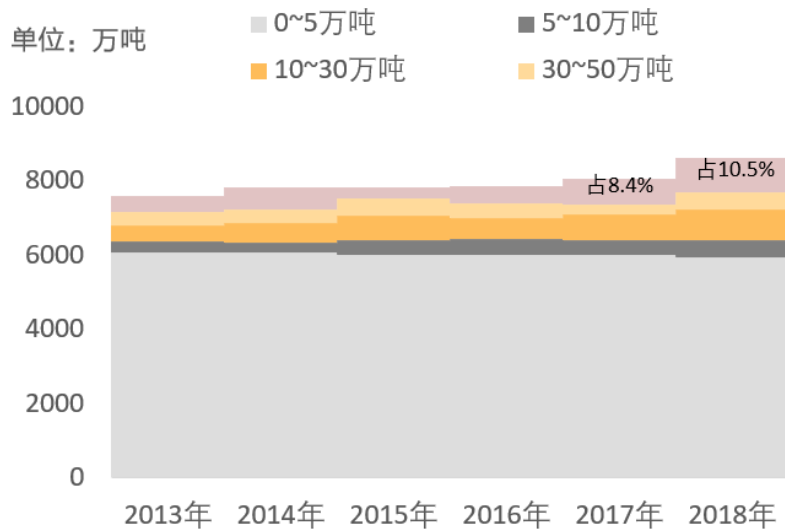
行业竞争以及业务结构因素，“强者恒强”或在该细分领域里同样存在

从钢结构协会数据来看，2018 年完成年产量超过 5 万吨的公司首次突破 60 家，而 2017 年为 54 家。我们利用钢结构协会提供的各产量规模区间的企业数量数据，以各区间中值作为产量区间内每个企业的平均产量，得到各规模阶段内企业的累计产量，如下图 12 所示，50 万吨以上企业产量在行业总产量中的占比由 2017 年的 8.4% 上升到了 10.5%，因此我们预计行业集中度出现了一定提升。

在经历了 2017 年以来建筑行业流动性收缩之后，钢结构作为资产“偏重”的建筑细分子行业，中小企业的生存压力或大于龙头企业，这也是行业集中度提升的另一原因，这一点

从五家钢结构公司近三年营收增速多数高于钢结构行业产值增速也可看出。但目前行业集中度依然较低。此外，2016 年以来各大公司向 EPC 总包方向发展也有利于自身产值的快速提升，未来各家钢结构龙头公司的 EPC 总包订单占比或逐步提升。

图 29：各产量区间内企业的累计产量



资料来源：中国建筑金属结构协会，天风证券研究所

除了行业自身因素外，钢结构下游客户集中度的提升或对行业营收增速有所带动。由于多数钢结构公司的业务主要以承接大型建筑公司的项目分包为主，那么在之前建筑行业低谷期中，大型建筑公司集中度的提升也会对与其长期合作的钢结构龙头公司形成利好。

综上，推荐预制 PC 龙头远大住工（H 股），以及精工钢构、鸿路钢构、东南网架等相关钢结构标的。

### 3.2.2. 装修装饰

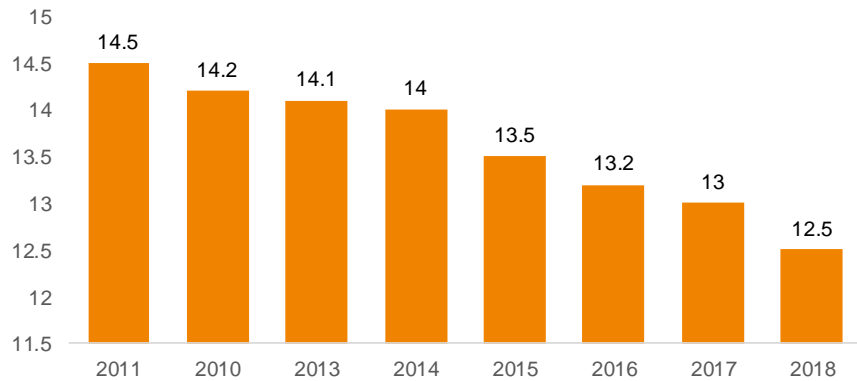
孩子行业市场容量不再增长已是市场共识，不应继续担忧

建筑装饰子行业的景气度指标是我国固定资产投资增速，该景气度指标在较高位置时，资本市场会给予板块较高估值。近年来，二级市场对于我国投资增速、基建增速有较为充分的认识，也给予了投资链条相关行业较低的估值水平，目前的股价和估值水平应该已经反映了以上信息，不应继续担忧行业景气下降带来的估值下降。况且，未来几年的投资增速下降、建筑景气下降斜率大概率会有所缓和，最痛苦的时期应该已经过去。

竞争结构同样有利于行业头部公司开展业务

同时，行业竞争结构正在变得舒适、变得有利于行业头部公司开展业务，建筑装饰市场的企业数量已经从 2011 年的 14.5 万家减少到 2018 年的 12.5 万家。随着行业逐渐进入存量博弈，信贷、订单、人员等资源或越来越向头部公司集中，尤其上市公司的优势或愈加明显。而在上市公司的同一纬度上，排名居前的公司竞争优势或也逐渐强于排名居后的公司。建筑景气下降至此，行业竞争结构已经基本稳定；随着未来几年的下降斜率逐渐缓和，装饰行业头部公司的订单、收入增速有望再次拐头向上。

图 30: 建筑装饰企业数量 (万家)



资料来源: 中国产业信息网、天风证券研究所

### 建筑行业的血液--融资条件正在显著改善

从融资环境来看,近年来的一系列变化或也使得信贷资源向大企业集中,实际上这也是“强者恒强、市场集中度提升”的产业结构变化的一部分。不只建筑行业如此、理论上大部分行业应该都是如此,比如和建筑行业紧密相关的房地产行业。

2019 年末、2020 年初的新冠疫情是一个突然的变化,为应对疫情,我国进一步降息降准,出台多种政策工具增加流动性,料大部分行业都将从中受益。其中,行业头部公司有着更多的融资工具和更好的信用评级,或从中受益最多,这会引一整个链条的变化,比如基建链和地产链上的建筑公司和材料商都可能出现头部公司率先复苏、且越做越大的情况。

对应于装饰子行业,大部分上市公司更多的和地产商开展业务,料也将符合上市规律。其实不论下游是政府、还是企业,预计都将受益于融资条件的改善,且受益幅度和企业规模成正比,这符合经济发展的规律。

### 此时可能就是该子行业经营拐点,估值有望提升

行业景气度的发展越来越有利于头部公司发展,有利于他们承接更多的订单;而整个产业链融资条件的改善提供了血液和润滑,有利于他们更好的调配人财物去完成订单。虽然行业景气不会出现拐点,但对头部公司而言已经是经营环境的显著改善了。

在全国范围,装饰行业公司多达万家;对应万亿的市场容量,目前上市的装饰公司并不算多,市占率也不算高;和非上市公司相比,这些公司的品牌、融资能力、履约能力、吸引社会资源的能力要强大的多。

**建议此时重视装饰行业上市公司的投资机会。**此外,随着龙头地产商未来资金情况逐渐好转,行业 B 端家装业务回款有望逐步改善。具体来说推荐**金螳螂**、**亚厦股份**、**全筑股份**、**广田集团**等公司。

### 3.2.3. 央企与设计

#### 交通类项目仍是中央支持的重大项目,“保就业”需求提升下相关项目有望加速建设

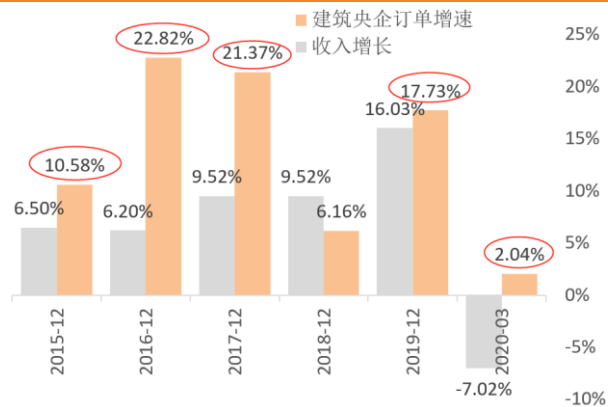
我们在报告《政府工作报告以“保就业”为锚,中央规划项目仍为投资重点》(2020-5-24)中提到“结合财政部预算草案和政府工作报告,对于相关投资界限有以下关键点:**党中央、国务院确定的重点领域、重大战略项目等领域**...西部大开发、京津冀、粤港澳、长三角等关键区域建设仍然为国家重点发展区域...报告提出‘**加强交通、水利等重大工程建设。增加国家铁路建设资本金 1000 亿元**’,有中央资金推动的大型建设项目仍旧为扩内需需要点”。我们认为无论是重点区域建设还是现以公开的部分相关中长期规划,交通类投资始终是重要建设类型之一,不排除在就业超预期承压的情况下部分“十四五”计划相关项目前移,从而形成新增需求。此时处于主要施工端的央企、设计端的设计企业有望出现业绩的超预期增长。



### 央企与设计两子行业业绩增速较为稳健，央企近年来可能存在订单“累库”现象

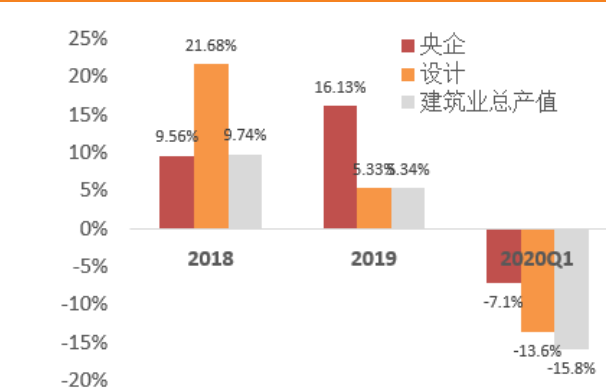
从 2015 年以来，中央通过多项政策逐步推动国有企业、地方政府等部门进入“去杠杆”阶段。可以看到从 2015 年到 2020 年 Q1 中，除了 2018 年外，八大建筑央企订单增速均显著大于同期收入增速，形成了一定的“累库现象”。目前行业融资环境的边际好转，叠加潜在“保就业”需求，建筑央企前期订单有望逐步释放。相对施工端而言，设计行业对于项目建设的恢复有更大的弹性，通常来说，除了 EPC 和 PPP 项目外，传统施工项目一般会先完成设计环节，之后再对施工进行招标。

图 31：建筑央企订单增速与收入增速差别



资料来源：wind，天风证券研究所

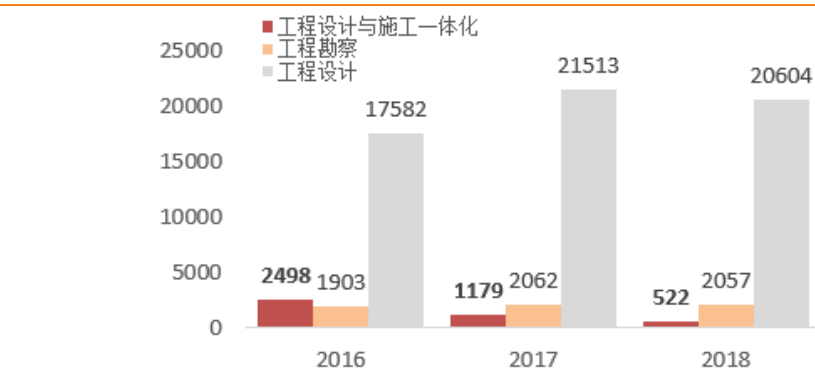
图 32：央企、设计细分行业营收增速与建筑业总产值增速对比



资料来源：wind，天风证券研究所

设计行业大型公司近两年或已出现了集中度的快速提升，基于住建部全国工程勘察设计统计公报（往往在 6 月底后发布，目前 2019 年数据暂未发布），2018 年与 2017 年相比，参与统计的工程设计和工程勘察企业数目有所下滑，但工程设计与施工一体化公司从 2016 年的 2498 家，连续下滑至 2018 年的 522 家。工程设计与施工一体化公司往往体量较大，与上市设计公司契合度较高，尽管只是参与统计数据的大幅下滑，但在住建部统计相关框架下出现参与企业的大幅下滑仍对行业的竞争结构趋势有一定启示。

图 33：2016-2018 年全国工程勘察设计统计数据（单位：个）



资料来源：住建部官网，天风证券研究所

结合对于交通类项目建设的预期加速，以及相关子行业在手订单情况。我们仍然建议关注中国铁建、中国中铁、中国交建等建筑央企，苏交科、中设集团等设计子行业龙头。

## 4. 投资建议

虽然从财政预算情况来看，今年财政资金扩张力度并不大，但目前整体基建的资金环境呈现边际好转。需要重视中央对于新政策推出的相机抉择性，若国内就业和外需受到超预期冲击，有两大变量值得注意：一是政府负债端是否进一步打开，比如专项债限额提前下发、特别国债加码等等；二是货币政策是否出现超预期激进。整体来看，近年来行业景气度下滑趋势有望出现缓解，部分情况下甚至有超预期可能。

相比于宏观环境演变路径，我们更建议关注行业结构性变化，目前行业竞争结构方面，更



是有利于行业龙头、细分子行业龙头、区域龙头。其实上市公司绝大部分建筑公司属于自身行业的第一梯队。建议关注装配式建筑、装修、央企和设计等子行业相关标的在目前估值低位下的投资机会。

## 5. 风险提示

我国投资增速恢复进度不达预期，流动性环境超预期收紧，政府债务监管措施显著加码，建设项目回款不达预期

### 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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com