

## 夜空中最亮的星

## ——建筑装饰行业 2019 年投资策略

行业年度报告

◆**2018 年建筑板块回顾**：18 年主要建筑装饰企业收入及利润平稳增长，新签订单增速边际下滑。正如我们前期所判断：1) 受制于融资，基建板块 18 年上半年估值下行。18 年 7 月信用边际改善，板块估值修复，信用成为主导建筑板块估值走势的核心因素；2) 化工工程至 18 年 Q3 仍有较强相对收益，新签订单跟随石化化工景气而呈现快速增长。然而 18Q3 随着油价预期之外走弱，板块估值亦下行；3) 国际工程板块盈利能力提升，Q3 受益于汇兑收益，但预期之外的中美贸易摩擦叠加新签订单下滑，致估值下行。

◆**基建增速边际改善有确定性**：我国基建投资尚处于“补短板”阶段，需求侧仍有较大空间。历史上基建投资周期与社融增速波动成显著正相关。截至 18 年 11 月，广义/狭义基建增速为 1.2%/3.7%，主要受到城投融资、非标回表等因素的负面影响。化解地方政府隐性债务风险与基建补短板并不矛盾。我们预计 19 年基建投资将更多以表内资金推进：财政将进一步发力（中央财政扩张、地方专项债扩容），城投债及非标融资边际企稳，信用环境改善信贷亦将有正面贡献。预计 19 年广义/狭义基建投资增速有个位数回升，若财政、信用超预期改善，不排除狭义基建投资增速可回升至 10% 以上。这一情景下，建筑板块估值有进一步提升空间。

◆**维持建筑装饰板块“买入”评级**：基建投资是 19 年为数不多预期增速边际向上的方向，是为“夜空中最亮的星”。历史上看，建筑装饰板块在基建增速改善之前及期间均有较强相对收益。央企及地方国企虽有负债率限制，但仍可通过债转股、永续债、资产证券化等方式化解。央企及地方国企 PB 多在 1 倍附近，属历史底部区间，蕴含较大向上弹性。

◆**标的选择及聚焦**：19 年建筑装饰板块可以分为估值提升及利润释放两大方向。**估值提升**：铁路投资及部分区域公路投资景气度最优，推荐山东路桥、中国铁建；其他央企及地方国企业绩增长均较为稳定，均将受益于估值提升，推荐中国建筑，关注隧道股份、上海建工、中国中冶。设计板块较高增速有确定性，前端受益于基建项目储备，推荐苏交科，关注中设集团。19 年海外新签预期好转，国际工程亦将有弹性，推荐中材国际。**利润释放**：化工工程受益于 16 年以来高质量订单的快速增长，19 年预计将进入利润释放阶段，推荐中国化学，关注延长化建。

◆**风险分析**：基建增速不及预期，业主方及建筑企业融资不及预期，原材料大幅上涨，海外订单签约不及预期，化工工程利润增长不及预期。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
000498	山东路桥	5.06	0.51	0.46	0.62	10	11	8	买入
300284	苏交科	10.37	0.57	0.70	0.87	17	12	9	买入
601186	中国铁建	10.87	1.18	1.40	1.66	9	8	7	买入
601668	中国建筑	5.7	0.78	0.85	0.97	7	7	6	买入
600970	中材国际	5.47	0.56	0.78	1.01	10	7	5	买入
601117	中国化学	5.36	0.32	0.43	0.59	17	12	9	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

## 买入（维持）

## 分析师

孙伟风（执业证书编号：S0930516110003）

021-52523822

[sunwf@ebscn.com](mailto:sunwf@ebscn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

对基建可以更乐观——建筑装饰行业关于 2018 年 7 月 31 日政治局会议影响点评

..... 2018-08-01

信用及财政边际有改善，短期估值驱动更为显著——2018 年 7 月 23 日国务院常务会议影响点评

..... 2018-07-24

## 投资聚焦

### 研究背景

18 年基建投资增速超预期下滑。随着近期财政政策、信用政策的边际改善，随着国家再度明确“加大基础设施等领域补短板力度”，19 年基建投资增速有望边际改善。

### 我们区别于市场的观点

我们认为基建投资更多受融资端主导，而非需求侧。历史上看，基建投资受新增社融增速影响较大。从拆分中国铁路总公司、城投企业融资结构以推断后续基建投资中增量资金来源为财政（中央财政、地方专项债）及信贷，后续可以持续跟踪这两项指标的变化以推断全年基建投资增速大致区间。

我们总结了建筑装饰板块历史上超额收益的阶段，发现其在基建投资增速边际改善之前及期间均有较为显著的相对收益。结合我们对 19 年基建投资的判断，我们判断在 19 年上半年整个建筑装饰板块均会有较强表现。

在投资主线上，我们将 19 年投资机会划分为估值提升及利润释放两大方向。主要由于传统基建企业（央企及地方国企）业绩波动不大，其投资收益和估值有较为直接关系。同时，部分建筑装饰企业现阶段估值（18 年动态 PE 或者 PB）已有安全边际，可关注业绩释放所带来的投资机会。

### 投资观点

19 年建筑装饰板块可以分为估值提升及利润释放两大方向。

**估值提升：**铁路投资受益于中央财政扩张，融资压力不大；高速公路项目有较为明显的回款来源，部分区域投资增速较快。投资景气度较好，订单及收入的预期改善，推荐山东路桥、中国铁建；其他央企及地方国企业绩增长均较为稳定，均将受益于估值提升，推荐中国建筑，关注隧道股份、上海建工、中国中冶。设计板块较高增速有确定性，前端受益于基建项目储备，推荐苏交科，关注中设集团。19 年海外新签预期好转，国际工程亦将有弹性，推荐中材国际。

**利润释放：**化工工程受益于 16 年以来高质量订单的快速增长，19 年将进入利润释放阶段，现阶段 PB 估值处于历史底部。推荐中国化学，关注延长化建。

### 风险提示

基建增速不及预期，业主方及建筑企业融资不及预期，原材料大幅上涨，海外订单签约不及预期，化工工程利润增长不及预期。

# 目 录

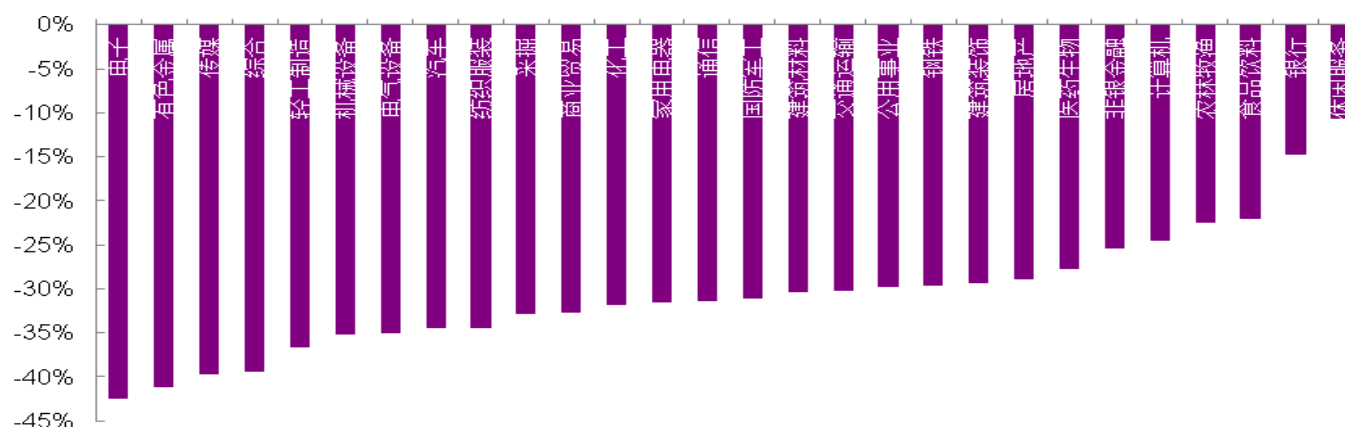
1、 2018 年建筑装饰板块回顾 .....	4
1.1、 物极必反—2018 年观点回顾及复盘 .....	4
1.2、 行业增长稳定，订单增速有所下滑 .....	6
1.3、 基建企稳，地产高位，国际走弱，制造业改善 .....	7
1.4、 政策梳理与解读：“去杠杆”与“稳基建” .....	10
2、 需求无虞，融资为核 .....	12
2.1、 基建长期需求无虞 .....	12
2.2、 基建投资与融资周期成明显正相关 .....	13
3、 融资破局，信贷为重点指标 .....	16
3.1、 见微知著，以城投看基建融资 .....	16
3.2、 见微知著，以铁总看基建融资 .....	18
3.3、 基建融资展望：非标及债券企稳，信贷期待突破 .....	22
4、 投资建议：夜空中最亮的星 .....	26
4.1、 基建、国际工程预期改善，化学工程利润有望释放 .....	26
4.2、 基建链条：趋势已启，估值提升 .....	28
4.3、 国际工程：风起于青萍之末，期待预期的反转 .....	29
4.4、 化工工程：估值底部 V.S 业绩弹性 .....	30
5、 重点公司推荐 .....	32
5.1、 山东路桥—区域投资景气，利润率有望回升 .....	32
5.2、 苏交科—设计龙头、增长稳定 .....	32
5.3、 中国铁建—看好铁路及轨交投资、行业龙头受益 .....	33
5.4、 中国建筑—行业龙头，订单边际改善 .....	34
5.5、 中材国际—估值底部，订单预期改善 .....	35
5.6、 中国化学—订单高增长，业绩传导将至 .....	35
6、 风险提示 .....	37

## 1、2018 年建筑装饰板块回顾

### 1.1、物极必反—2018 年观点回顾及复盘

18 年年度策略报告中所提出的，建筑板块投资收益整体受估值影响较大。18 年度策略报告以及年中策略报告中，我们较为看好专业工程方向：化学工程（下游高景气，订单高增长，估值底部）；国际工程（汇兑受益，盈利能力提升）。对基建板块整体观点较为谨慎，主要由于“去杠杆”所带来的融资约束所致。

图 1：各主要行业（申万）年度投资收益

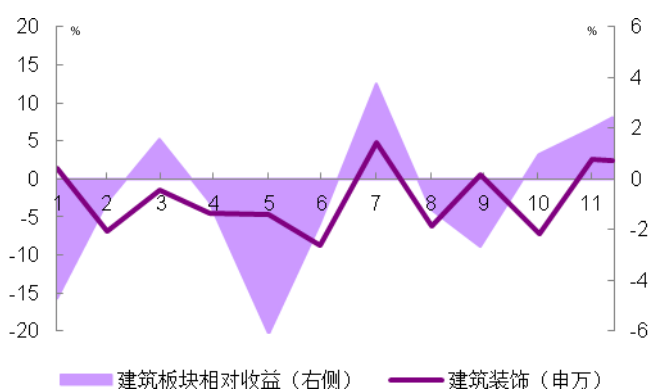


资料来源：wind

注：截至 2018 年 12 月 28 日收盘价

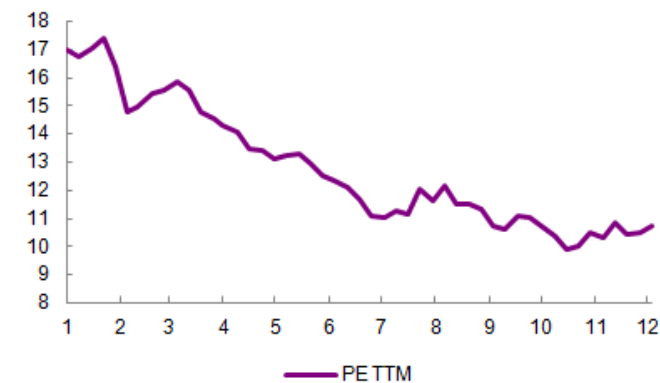
正如 18 年年度策略报告判断，估值压制导致建筑板块整体走势偏弱。然而预期之外的政策变化，使得 18 年下半年建筑板块有一定超预期表现。

图 2：18 年建筑装饰（申万）与相对沪深 300 收益



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：18 年建筑装饰（申万）PE ttm 倍数走势



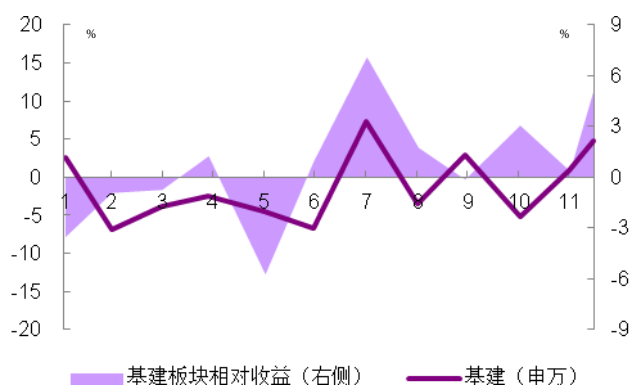
资料来源：Wind，光大证券研究所

我们在 18 年年度策略报告提及“利率抬升、去杠杆及 PPP 规范化依旧将是未来一到两个季度的主线。经济增速较好的背景下，基建投资难有超预期表现。”

18年下半年策略报告，我们提出“基建、PPP筑底，融资预期边际改善”，“从融资角度切入，建筑央企及所在地基建投资增长较快的优秀地方国企开始显现出优良的配置价值。”

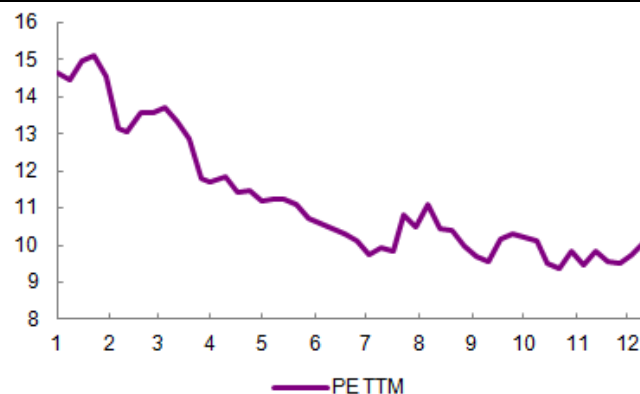
18年基建板块走势以18年7月为分水岭，此前由于去杠杆带来的信用紧缩，基建板块明显跑输沪深300；18年7月以来随着货币及信用政策的边际改善，基建板块迎来估值修复行情。

图4：18年基建（申万）与相对沪深300收益



资料来源：Wind，光大证券研究所

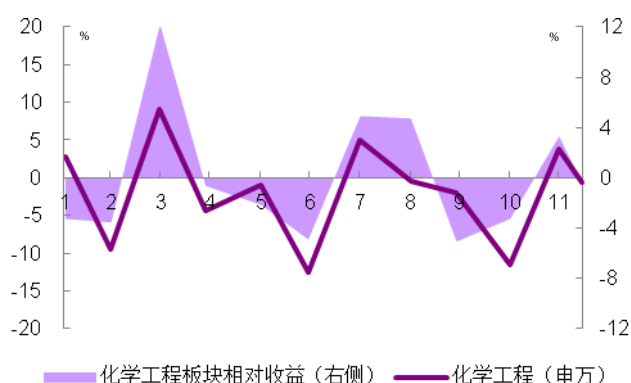
图5：18年基建（申万）PE ttm 倍数走势



资料来源：Wind，光大证券研究所

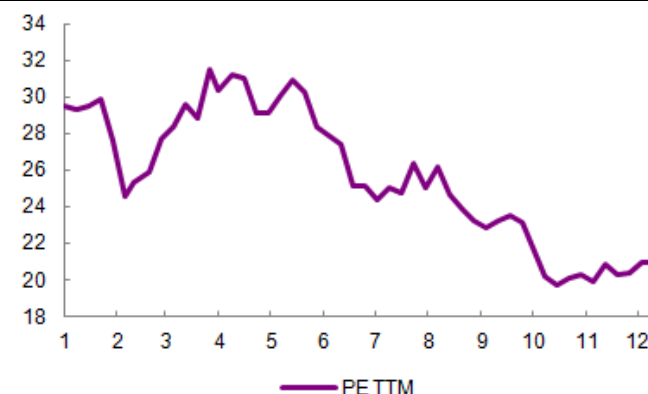
化工工程是我们18年最为看好的主线。18年上半年受益于油价的持续攀升，板块估值持续提升。与此同时，企业新签订单及收入均实现的较快增长。不过18年下半年由于企业业绩兑现不及预期以及原油价格的大幅回落，估值开始下行。

图6：18年化工工程（申万）与相对沪深300收益



资料来源：Wind，光大证券研究所

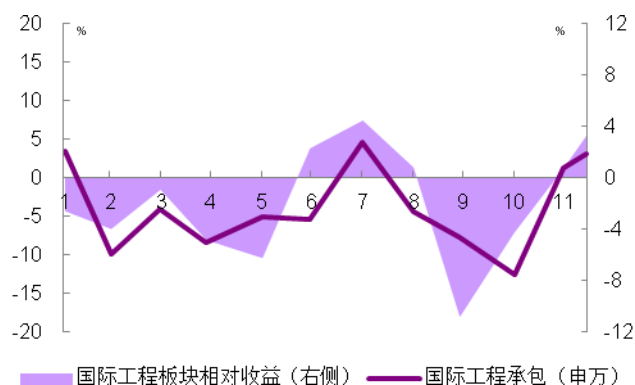
图7：18年化工工程（申万）PE ttm 倍数走势



资料来源：Wind，光大证券研究所

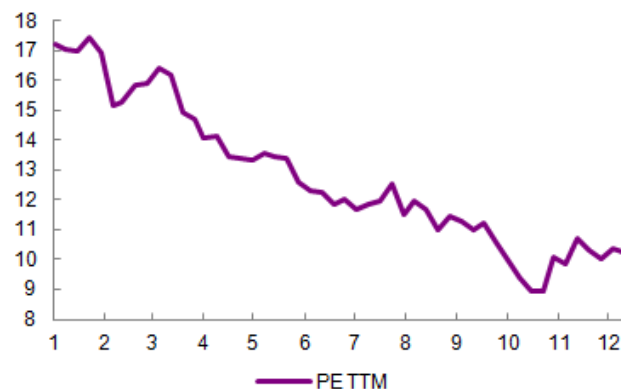
国际工程是我们 18 年度策略中相对看好的细分领域，推荐逻辑在于国际工程企业盈利能力提升，17 年企业汇兑损失拖累利润，但 18 年将有汇兑收益增厚利润。不过，由于 18 年预期之外的中美贸易摩擦以及对外新签订单大幅下滑，板块估值中枢持续走低。

图 8：18 年国际工程（申万）与相对沪深 300 收益



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：18 年国际工程（申万）PE ttm 倍数走势

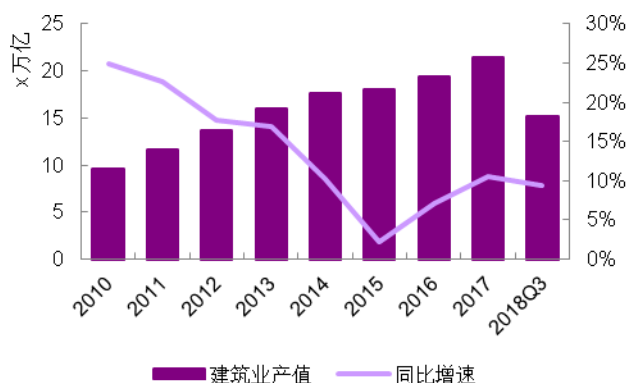


资料来源：Wind，光大证券研究所

## 1.2、行业增长稳定，订单增速有所下滑

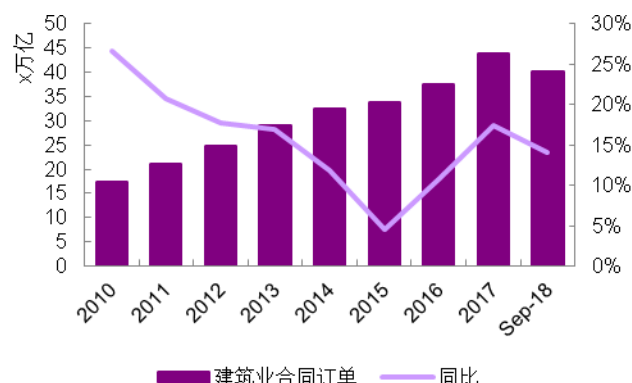
截至 18 年 9 月，我国建筑行业产值同比增速约 9.4%，订单金额同比增速 14.1%。产值及订单同比增速边际均有下滑，但整体依旧维持在较高水平。

图 10：我国建筑行业收入同比变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：我国建筑行业订单同比增速

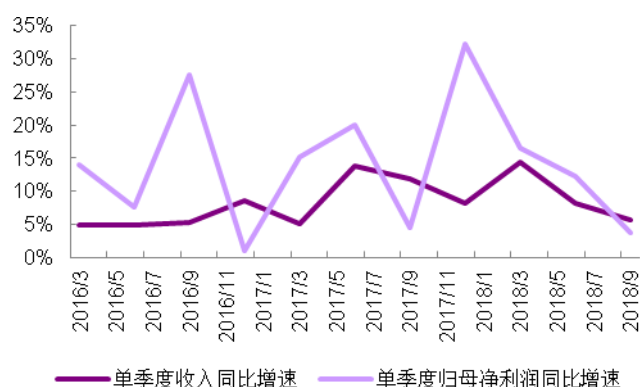


资料来源：Wind，光大证券研究所

聚焦到上市公司层面，建筑装饰行业（申万）18 年前三季度产值增速约为 9%，略低于建筑行业营收增速。上市建筑装饰企业 16 年以来资产负债率小幅降低。

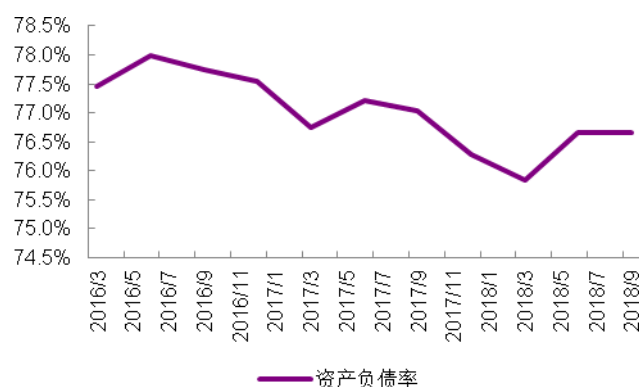


图 12: 建筑装饰企业(申万) 平均单季度增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 13: 建筑装饰企业(申万) 平均资产负债率



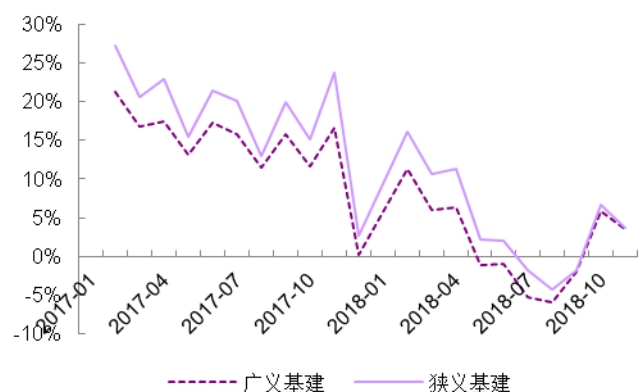
资料来源: Wind, 光大证券研究所

### 1.3、基建企稳，地产高位，国际走弱，制造业改善

由于 PPP 清库以及融资环境趋紧，导致 18 年前三季度基建投资增速边际向下。截至 2018 年 11 月，广义/狭义基建投资累计同比增速约为 1.2%/3.7%。不过，随着 18 年 7 月政策预期的改善，PPP 清库完成以及项目融资逐步到位，基建投资边际增速改善较为显著。

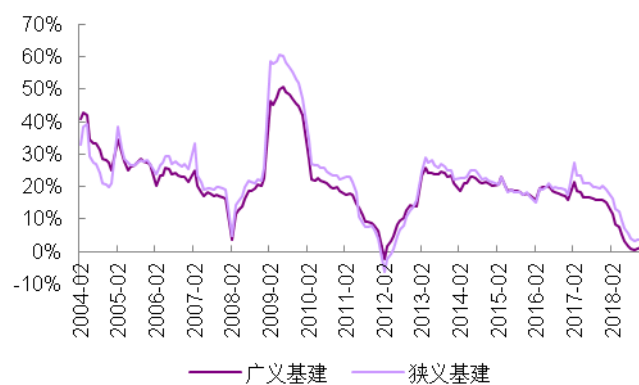
18 年 11 月，广义/狭义基建投资单月增速分别为 3.5%/3.7%。其中，基建投资三大方向电力等、交运等、公用等单 11 月投资增速分别为-1.2%、3.7%、4.9%。

图 14: 基建投资单月同比增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 光大证券研究所

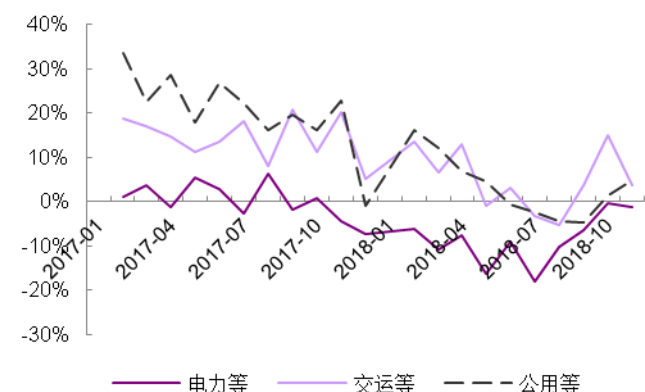
图 15: 基建投资累计同比增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 光大证券研究所

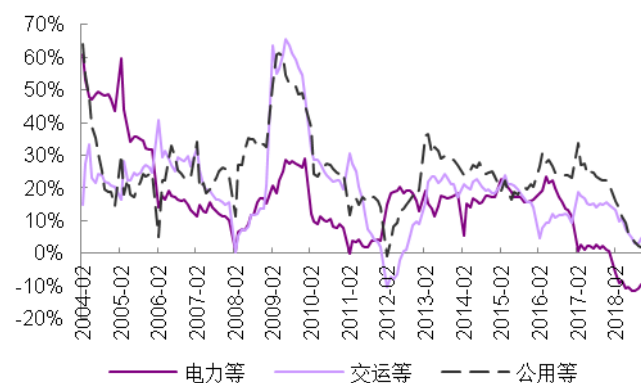
截至 2018 年 11 月，基建投资三大方向中，电力、交运及公用方向投资累计同比增速约为-8.8%、4.5%、2.4%。单 11 月，电力、交运及公用方向同比增速约-1.2%、3.7%、4.9%，单月同比增速边际均改善。

图 16: 三大基建投资方向单月同比增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 光大证券研究所

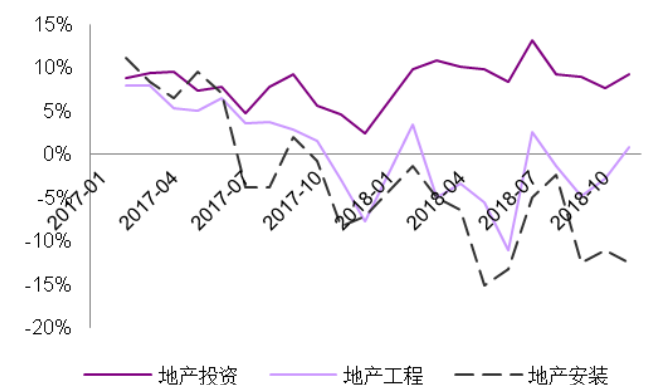
图 17: 三大基建投资方向累计同比增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 光大证券研究所

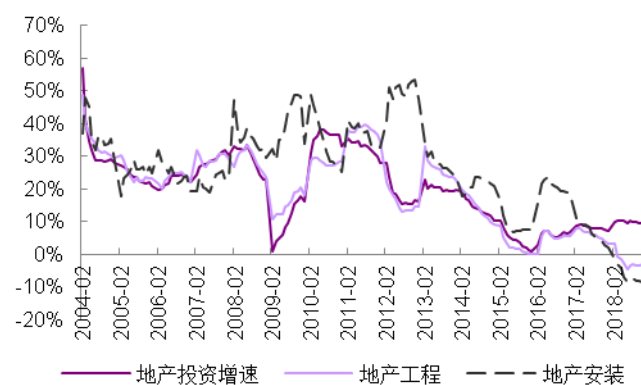
18 年 1-11 月, 地产投资累计同比增速约为 9.7%, 维持较高增速但边际下滑; 地产工程投资、安装投资累计同比增速约为 -3.0%/-8.7%, 表明地产施工、地产竣工均同比下滑。

图 18: 地产及地产工程及安装单月同比增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 光大证券研究所

图 19: 地产及地产工程及安装累计同比增速

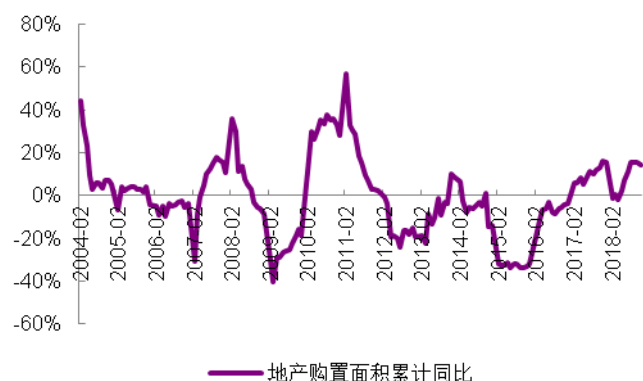


资料来源: 国家统计局, Wind, 光大证券研究所

地产投资较高增速主要由于土地购置面积的增加。截至 2018 年 11 月, 地产行业年内购置土地面积约 2.5 万平米, 同增 14.3%; 待开发面积约 4.6 万平米, 同增 33.4%。

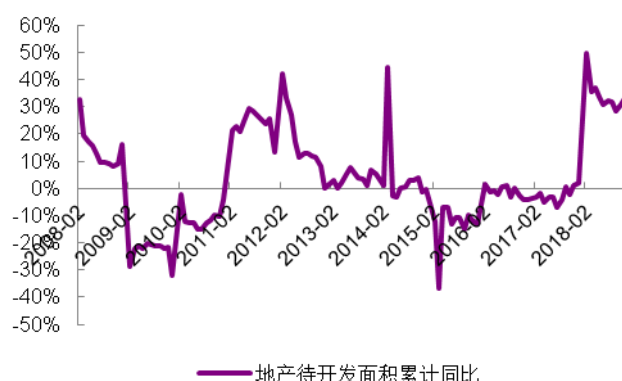


图 20: 地产购置面积累计同比增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 光大证券研究所

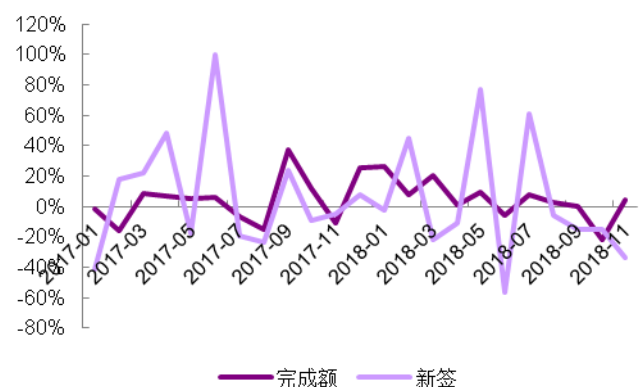
图 21: 地产待开发面积累计同比增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 光大证券研究所

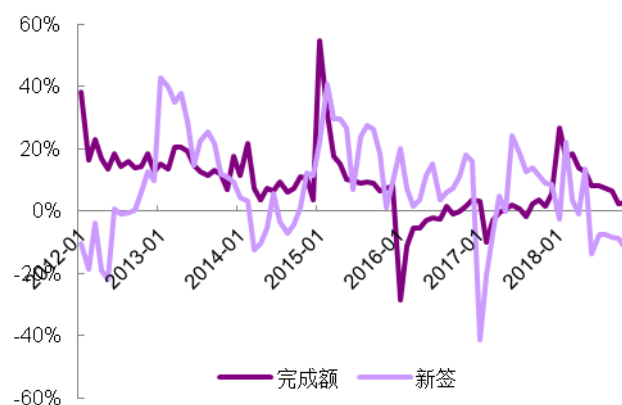
截至 2018 年 11 月, 我国对外承包工程完成额约 1380 亿美元, 同增 2.7%;  
对外承包工程新签合同额年内累计约 1853 亿美元, 同减 11.7%。

图 22: 对外承包完成额及新签单月同比增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 光大证券研究所

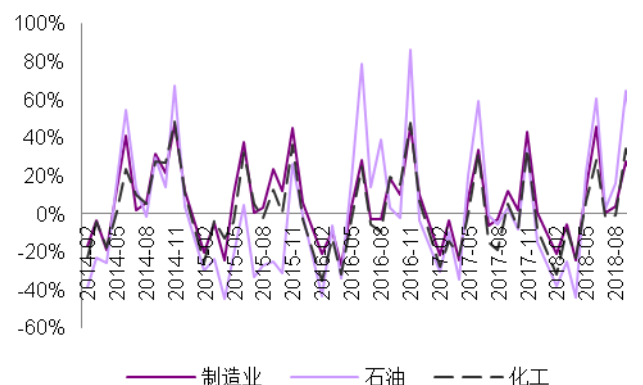
图 23: 对外承包完成额及新签累计同比增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 光大证券研究所

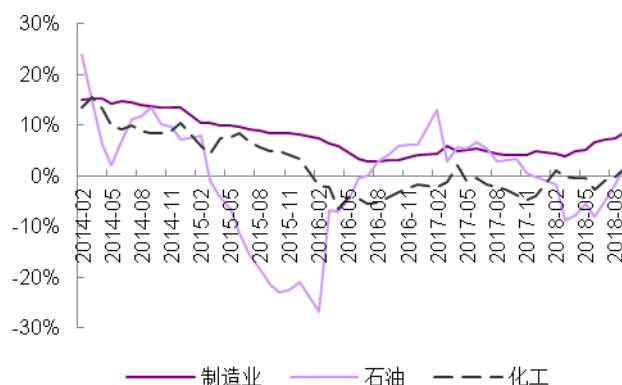
制造业固定资产投资维持高位, 18Q3 增速边际向上。石油、化工投资增速  
9/10 月大幅改善。

图 24: 制造业、石油及化工单月同比增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 光大证券研究所

图 25: 制造业、石油及化工累计同比增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 光大证券研究所

## 1.4、政策梳理与解读：“去杠杆”与“稳基建”

如果说自 17Q2 建筑板块的估值下调源于“去杠杆”带来的业主端（政府、城投）、项目端、工程端的融资压力，那么 18 年 7 月以来的建筑板块估值修复则是来源于政策回暖所带来的融资预期改善。

表 1：近期“去杠杆”重要政策一览

时间	发布机构	主要内容
2017/11	央行等五部委	资管新规征求意见稿发布，对银行理财资金投资非标资产进行了严格限制，禁止资金池操作、采取资产穿透原则等
2017/11	财政部	92 号文：PPP 项目严格入库标准，集中清理已入库项目。
2018/3	财政部	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》： 国有金融企业 <b>除购买地方政府债券外</b> ，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款。 <b>国有金融企业应加强“穿透式”资本金审查。</b>
2018/8	国家审计署	全面开展地方政府隐性债务审计
2018/8	中央办公厅、国务院	《地方政府隐性债务问责办法》、《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》 各债务部门根据部门实际和债务结构，采取出让政府股权以及经营性资产、其他项目结转资金、经营收入、盘活存量资金、处置政府闲置资产等多种方式化解隐性债务，隐性债务不可能再进行债券置换，化解方案不得再作争取财政资金和债券置换的计划安排。
2017/11	国资委	192 号文：加强中央企业 PPP 业务风险管控，控制规模投资不允许超过上年净资产的 50%，资产负债率高于 85%或近 2 年连续亏损的子企业不得单独投资 PPP 项目。
2018/1	国资委	至 2020 年，央企平均资产负债率要降 2 个百分点。
2018/9	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，将负债率考核从央企扩展至地方国企。
2018/12	中央经济工作会议	“要坚持结构性去杠杆的基本思路”，“稳妥处理地方债务风险，做到坚定、可控、有序、适度”

资料来源：光大证券研究所整理

“去杠杆”政策基本可以涵盖三个范围：1) 业主方层面（地方政府、城投）控制隐性负债；2) 项目层面，PPP 项目资本金实现穿透，避免地方政府新增隐性负债；3) 建筑企业层面，控制央企 PPP 投资规模，控制国企负债率。

从文件发布顺序及节奏来看，控制地方政府隐性债务的思路一以贯之，并未有放松迹象；对建筑国有企业杠杆率有向严趋势。

表 2：近期“稳基建”政策一览

时间	部门	主要内容
2018/1	央行	普惠金融领域贷款余额或增量达到一定标准的商业银行进行 0.5%-1% 不等的定向降准
2018/4	央行	下调人民币存款准备金率 1 个百分点；
2018/6	央行	下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点；
2018/6	央行	适当扩大 MLF 担保品范围
2018/7	央行	央行对具有一级交易商资质的银行进行窗口指导，本月可对一级交易商额外给予 MLF 资金，用于支持贷款投放和信用债投资
2018/10	央行	下调人民币存款准备金率 1 个百分点；
2018/3	财政部	PPP 项目集中清库结束
2018/8	财政部	关于做好地方政府专项债券发行工作的意见。地方专项债发行提速。
2018/10	国务院	101 号文：加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度。合理保障融资平台公司正常融资需求。
2018/11	财政部	2019 年部分转移支付提前下达，总计 1.7 万亿
2018/11	财政部	《政府会计准则第 8 号——负债》：PPP 不纳入隐性负债

2018/12	发改委	支持优质企业直接融资，进一步增强企业服务实体经济能力，加大基础设施领域补短板力度
2018/12	央行	决定创设 TMLF，根据金融机构对小微企业、民营企业贷款增长情况，向其提供长期稳定资金来源
2018/12	中央经济工作会议	“较大幅度增加地方债政府专项债额度”，“稳健的货币增持要松紧适度”
2018/7	国常会	“积极的财政政策要更积极”。保持经济运行在合理区间，推进建设和储备一批重大项目。加快今年 1.35 万亿地方政府专项债券发行和使用。“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台合理融资需求”。
2018/7	中央政治局会议	财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大左右，加大基础设施领域补短板的力度，要实施好乡村振兴战略。
2018/10	国务院	全面启动川藏铁路规划建设
2018/10	国务院	101 号文：聚焦关键领域和薄弱环节，保持基础设施领域补短板力度
2018/12	中央经济工作会议	“加大基础设施等领域补短板力度”，“加大城际交通、物流、市政基础设施等投资力度，补齐农村基础设施和公共服务设施建设短板，加强自然灾害防治能力建设”

资料来源：光大证券研究所整理

“稳基建”在货币、信用、财政三个方向上均有改善：1) 货币层面，央行年内四次降准；2) 信用层面，扩大 MLF 担保品范围、保障融资平台合理融资需求、支持企业发债；3) 财政层面，专项债发行提速、PPP 不纳入隐形负债、推进和储备一批重大基建项目、加大基建补短板力度。

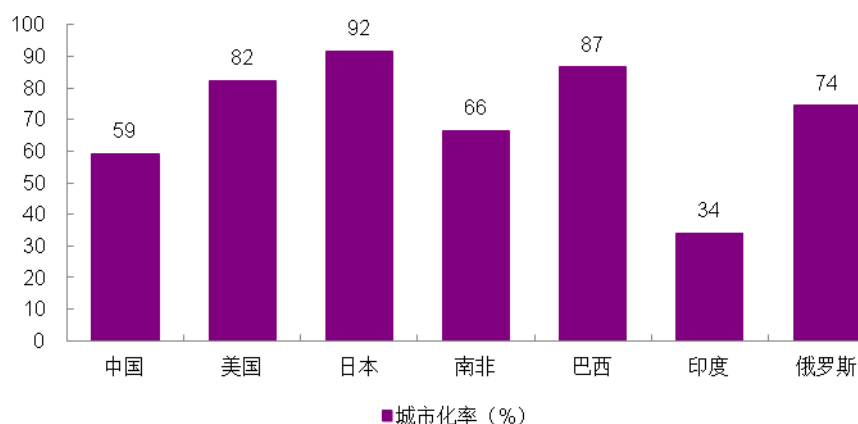
总的来看，“稳基建”稳的是需求，“去杠杆”去的债务风险尤其是表外债务风险、隐形债务（不论是对地方政府亦或是对企业），两者并不矛盾。可以推断，后续基建投资资金将以表内合规的形式展开。信贷、债券将扮演重要角色。

## 2、需求无虞，融资为核

### 2.1、基建长期需求无虞

长期来看，我国基建投资仍有空间。我国城市化率仍然低于美国及日本。“金砖国家”中，我国城市化率仅高于印度。

图 26：2018 年主要国家城市化率比较



资料来源：Wind，联合国

从基建资本存量角度分析，不论铁路、航空、公路或管道从密度到人均数值均低于发达国家水平。因此，我们判断基建投资仍有空间，而需求侧并不是近期基建投资波动的主因。

表 3：我国与发达国家基础设施存量比较

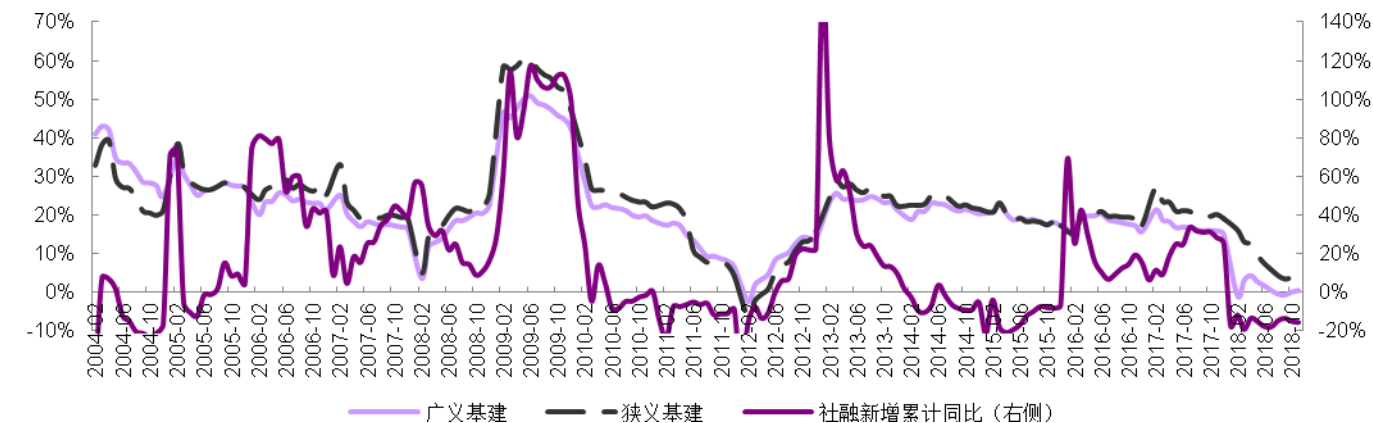
		我国过去三年 平均增速	中国	G7 国家	达到发达国家目前水平需 要继续发展的时间（年）
人均基建资本存量		8.21%			20-30 年赶上美国
铁路	铁路里程密度（公里/万平方公里）	6.25%	116.93	493.47	24
	人均铁路里程（公里/万人）	6.25%	0.82	5.30	31
航空	机场密度（个/万平方公里）	3.98%	0.21	9.51	97
	人均 ASK	9.38%	1135.49	7533.57	21
公路	公路里程密度（公里/万平方公里）	2.82%	4778.88	15566.45	42
	人均公路里程（公里/万人）	2.82%	33.50	138.85	51
管道	管道里程密度（公里/万平方公里）	8.26%	110.52	544.24	20
	人均管道长度（公里/万人）	8.26%	0.77	8.63	30

资料来源：CEIC, CIA, WEF, WIND, World Bank, 住建部，光大证券研究所

## 2.2、基建投资与融资周期成明显正相关

基建投资累计增速与新增社融同比成显著正相关，主要由于基建投资每年投入资金的主要来源是债务性资金（各类公募债、商业银行贷款、非标），因此货币政策及信用政策是影响基建投资的关键。

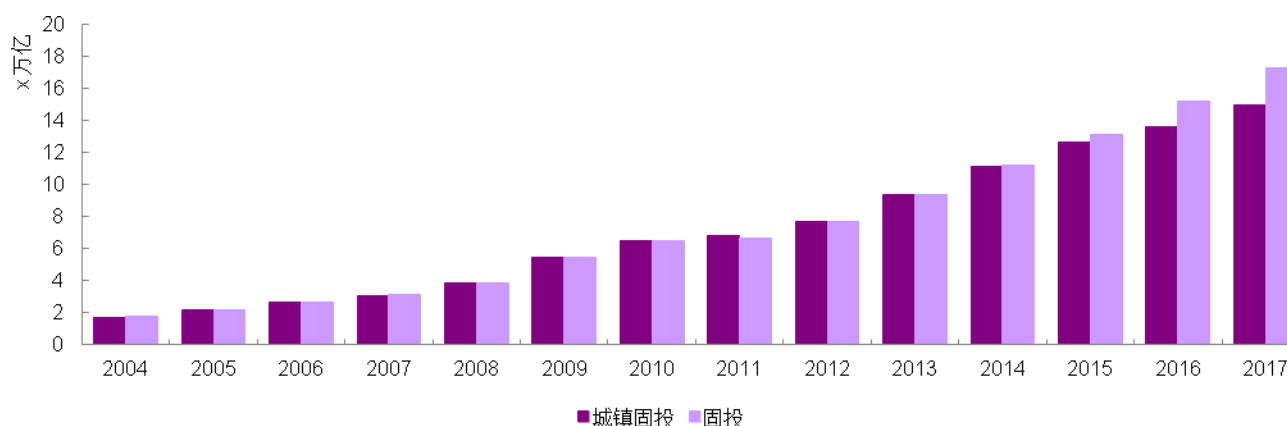
图 27：新增社融累计同比增速与广义/狭义基建累计同比增速比较



资料来源：中国人民银行，统计局，wind，光大证券研究所

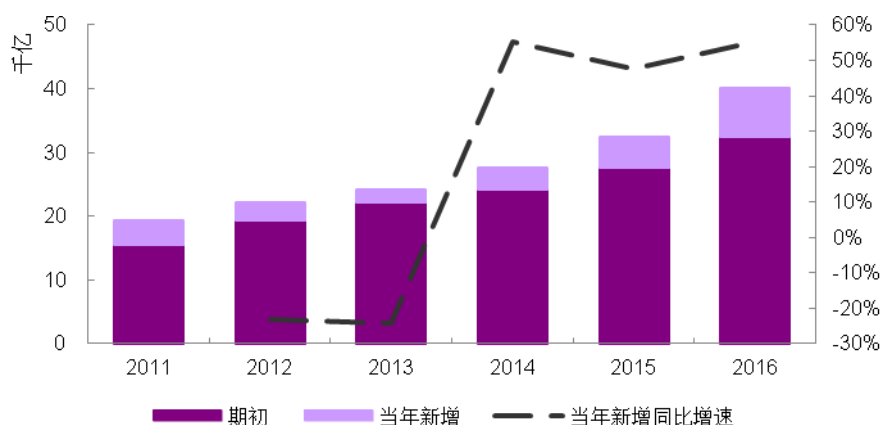
统计局每年公布上一年度城镇固定资产投资资金来源，加总广义基建三大细分方向数据，可推算广义基建资金来源结构。值得注意的是，2017年广义基建投资按城镇固定资产投资资金来源口径与固定资产投资完成额口径约有17%左右缺口。此部分差额大概率由农村地区基建投资所导致，也从侧面说明15年以来农村地区基建投资持续加速。

图 28：广义基建投资分别按城镇固定资产投资资金来源口径与固定资产投资额口径



资料来源：国家统计局，wind，光大证券研究所

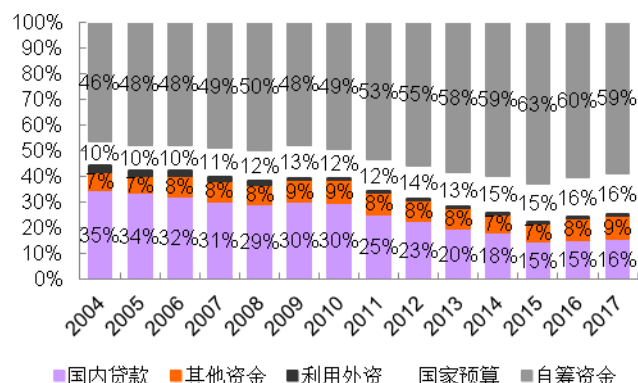
图 29：金融机构农村基础设施建设贷款



资料来源：中国人民银行，Wind，光大证券研究所

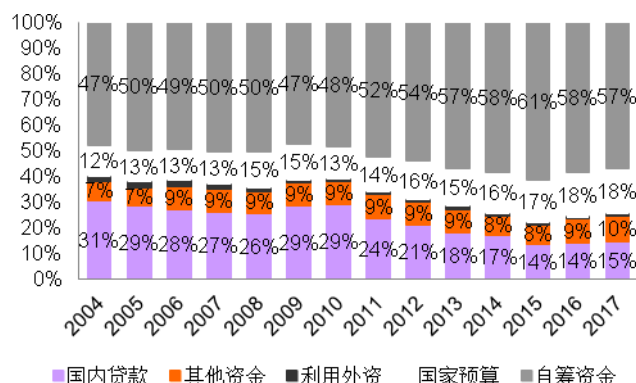
测算城镇固定资产投资中基建方向资金来源：17 年狭义基建投资中自筹资金占比达 57%，国家预算资金占比 18%，其他资金占比 10%，国内贷款占比 15%。值得注意的是，基建资金来源中来自于国内贷款的比例持续降低，从 2004 年占比 31%降低至 2017 年占比约为 15%。

图 30：广义基建投资资金来源



资料来源：国家统计局，wind，光大证券研究所

图 31：狭义基建投资资金来源

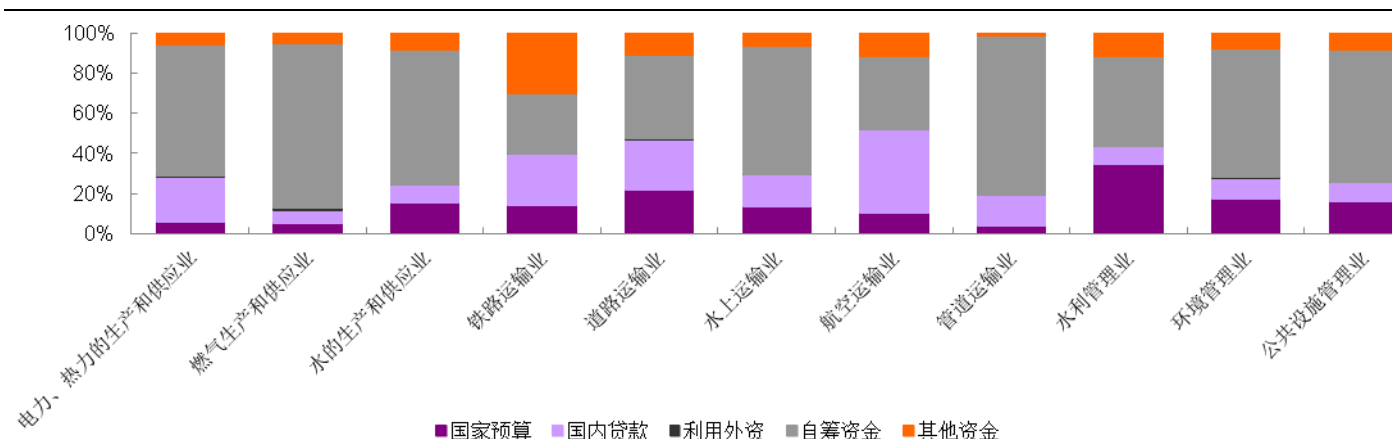


资料来源：国家统计局，wind，光大证券研究所

基建投资的各项细分中，国内贷款占资金来源比重均低于 50%。细分行业中，航空业资金来源中贷款比例较高，但也仅为 40%。



图 32：主要基建细分行业投资资金来源分解（2017 年）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

若假设固定资产资金来源中，除国内贷款部分之外均为资本金，则 17 年狭义基建投资资本金比例高达 85%，分行业资本金比例最低亦近 60%（2017 年航空运输业国内贷款占比为 41%）。

参考发改委发布的基建项目最低资本金比例，主要基建领域资本金占比最低标准在 20%-25%。现阶段基建投资过高的资本金占比可能来源于两个方面：1) 自筹资金中，有相当一部分为企业贷款，且为短贷长投；2) 商业银行贷款意愿不足，项目贷款规模受限。

表 4：基建项目固定资产投资项目最低资本金比例

	最低标准
城市轨道交通	20%
港口、沿海及内河航运、机场	25%
铁路、公路	20%
电力及其他	20%
城市地下综合管廊、城市停车场，以及经国务院批准的核电站等重大建设项目	可以在规定资本金比例基础上适当降低

资料来源：国家发改委，2015 年

**国家预算资金：**国家预算包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社保基金预算。各类预算中用于固定资产投资的资金全部作为国家预算资金填报，其中一般公共预算中用于固定资产投资的部分包括基建投资、车购税、灾后恢复重建基金和其他财政投资。各级政府债券也应归入国家预算资金。

**国内贷款：**指项目投资单位向银行及非银行金融机构借入用于固定资产投资的各种国内借款。包括银行利用自有资金及吸收存款发放的贷款，上级主管部门拨入的国内贷款、国家专项贷款（包括煤代油贷款、劳改煤矿专项贷款等），地方财政专项资金安排的贷款、国内储备贷款、周转贷款等。

**自筹资金：**指固定资产投资单位在报告期收到的，由各企、事业单位筹集用于固定资产投资的资金，包括各类企事业单位的自有资金和从其他单位筹集的用于固定资产投资的资金，但不包括各类财政性资金、从各类金融机构借入资金和国外资金。

**其他资金：**指在报告期收到的除以上各种资金之外的用于固定资产投资的资金，包括社会集资、个人资金、无偿捐赠的资金及其他单位拨入的资金等。

**利用外资：**指报告期收到的境外（包括外国及港澳台地区）资金（包括设备、材料、技术在内）。

### 3、融资破局，信贷为重点指标

#### 3.1、见微知著，以城投看基建融资

从目前基础设施投融资主体来看，大致可以分为两类：

- **一是完全由企业负责投融资的基础设施项目，主要的投资主体包括国有企业、城投企业**，其中包括的项目有：电力生产和供应、水运、航空、物流、仓储，以及部分铁路、高速公路、供气、供水、供热等收益较好、市场化程度很高的项目。
- **二是需要由政府参与投资的基础设施项目**，包括部分铁路、高速公路、供热、供气、供水、水利、生态治理和环境保护等准经营性项目（有一定收益、但收益不足弥补项目投资和运营支出），以及公共设施管理和市政道路等公益性项目（基本上无收益项目）。

上述两类基建投融资期资金主要来源有以下三方面：

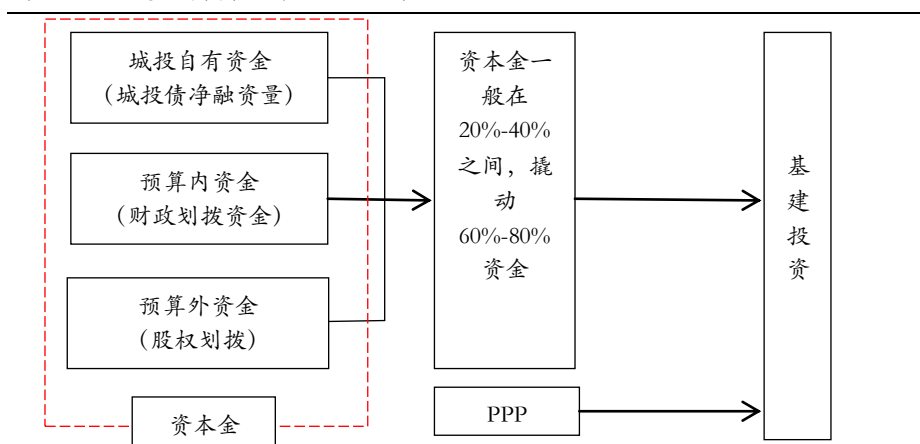
- **一是城投企业资金**。城投自身的资金包括两部分，一部分是自有资金（含存量货币资金），第二部分是增量资金，在增量资金中主要为城投企业通过发债和贷款获得的负债资金，其中发债资金是直接融资，发债的**净融资金**直接可以作为增量资本金应用于基建投资，贷款资金主要来源于国开行等政策性银行和商业银行，但主要作为配套资金。
- **二是财政预算内资金**。财政预算内资金来源于三部分。
  - 首先是一般公共预算的预算内资金，此部分资金主要来源于税收，主要用于交通运输、农林水事务和节能环保三类支出。
  - 其次是政府性基金，此部分资金主要来源于土地出让收入（一般国有土地出让金占政府性基金的80%左右），政府性基金“以收定支”，其支出主要用于土地整理等基础设施建设。
  - 再次是政府发债资金，其中一般公共预算赤字通过发行国债（中央赤字）和一般债（地方政府赤字）筹集资金，政府性基金赤字发行专项债筹集资金，用于有收益的资本性支出。
- **三是以政策性银行为主的“准财政”**。准财政资金一般是通过国开行发债募集资金的形式转贷给城投企业等基础建设类企业，其中有一些是国开行通过“名股实债”转接给城投企业的债务，可以作为资本金，如2015年至2017年初国开行通过专项建设基金的形势转接给城投企业的债务是可以作为资本金撬动资金。
- **四是PPP资金**。通过PPP模式引入社会资本投资基建，资金主要来源于国有企业和私营企业，投资的项目相对广泛，一般而言主要投资于有收益类的项目或政府付费的项目。

以上资金按照资金来源不同，部分资金可用于**资本金撬动资金**，有些可作为**被撬动的资金（图33）**。其中，城投企业自有资金（包括政府划转资金和国有企业、民营企业、国开行等入股资金）和城投债净融资金可以作为资本金；

**政府性基金流程：**即有城投等土地整理企业先通过自有资金撬动部分资金整理土地，达到可出让标准后，交由政府土地储备中心等相关部门进行出让，获得土地出让金后上缴财政，然后由财政划转至土地整理企业，土地整理企业再偿还土地整理过程中的负债资金。

在预算内资金中，一般公共预算资金、国债和地方债资金用于基建类支出的资金一般可以作为资本金，由政府划拨至城投企业或部分建筑事业单位。而政府性基金一般是以“支——收——转——还”的形式运作，一般不作为基建投资的资本金；而国开行发行的政策性金融债净融资量如果以股权形式注资可作为基建资本金，否则将以被撬动资金的形式存在；PPP资金作为基建补充形式而存在。

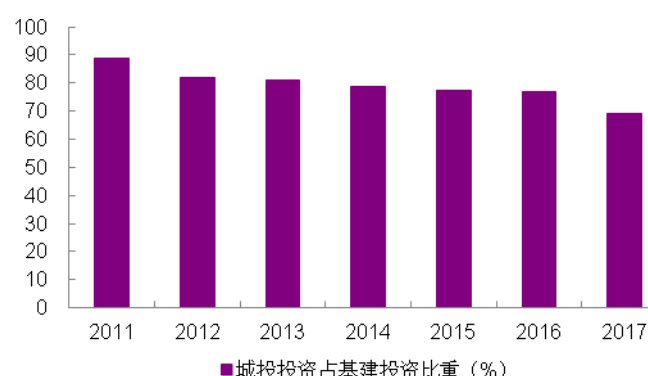
图 33：基建投资资金来源流程图



资料来源：光大证券研究所

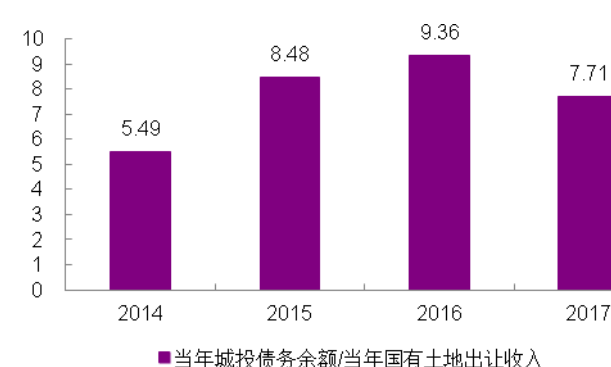
根据光大证券宏观团队测算，2017 年城投投资占基建投资比重高达 70%。因此城投企业融资变化将显著影响后续基建投资的增速。城投企业资金来源可简单分为自有资金、财政拨款（政府回购及土地出让金）以及债务性融资（贷款、公募债及非标）。考虑 2017 年城投企业债务余额为当年土地出让金的 7.71 倍，换言之政府回购及土地出让金仍不足以覆盖城投债务偿还，因而其所新增的基建投资或来源于债务性融资。

图 34：城投投资占基建投资比重



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 35：当年城投债务余额/当年国有土地出让收入



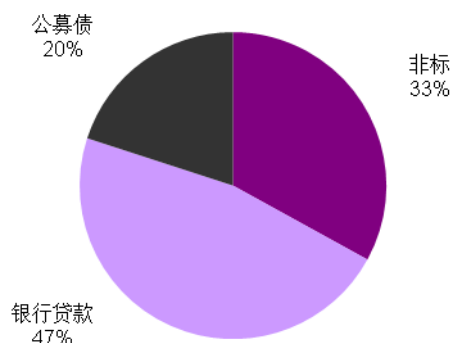
资料来源：Wind，光大证券研究所测算

注：城投债务偿还主要依赖于政府回购资金和土地出让金

2017 年城投债务性资金来源可以分为公募债、非标以及银行贷款。其中公募债为城投债，非标包含融资租赁、委托贷款、信托贷款、私募债以及明股实债。

2017 年，银行贷款占城投债务资金比例为 47%。目前在银行等金融机构仍体现为对城投企业的风险偏好较低：对于新增贷款而言，避免由于给公益性项目贷款增加地方政府隐性债务；对于借新还旧而言，银行对于城投企业采取有条件续贷。

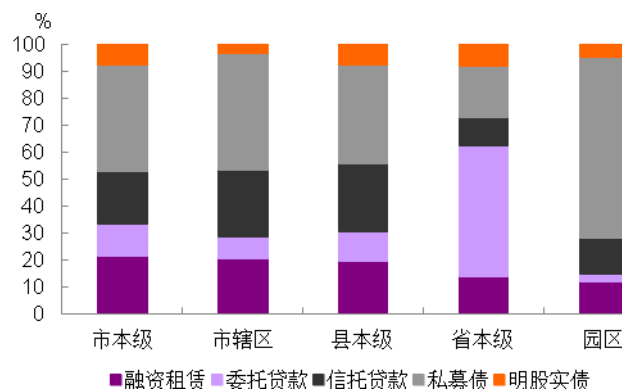
图 36：城投债务资金来源（2017 年）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

注：公募债指城投债，非标包含融资租赁、委托贷款、信托贷款、私募债以及明股实债

图 37：各层级城投公司非标融资结构（2017 年）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2017 年，非标占城投债务资金来源比重约 33%。非标在监管方面主要受到的约束主要体现在：限制非标资金投向，限制非标融资增加地方政府隐性债务；减少嵌套层数，明确底层标的，限制非标融资；强化投资基金出资管理，防止明股实债。

### 3.2、见微知著，以铁总看基建融资

我们统计了国家发改委 2012 年至今所批复的铁路项目共计 80 项，以此推算铁路项目资金筹资金来源。

表 5：部分项目发改委批复一览（2012-2018 年）

批复时间	项目名称	铁路类型	远景运输能力	投资概算 (亿元)	资本金比例	资金安排明细
2018/10/8	新建上海经苏州至湖州 (含既有沪昆线松江段改线工程)	区际铁路 高铁，双线	单向 5000 万人/年	367.95	56%	既有沪昆线松江段改线工程(含货运设施搬迁至石湖荡站)投资约 34.9 亿元，由上海市财政出资。其余投资 333.05 亿元，资本金计 169.85 亿元，铁路总公司出资 51.1 亿元，使用自有资金解决；上海市出资 65.85 亿元(含征地拆迁费用 55.65 亿元)，由上海市财政安排；江苏省出资 31.4 亿元(含征地拆迁费用 17.7 亿元)，由江苏省、苏州市吴江区财政安排；浙江省出资 21.5 亿元(含征地拆迁费用 11.5 亿元)，由浙江省、湖州市财政安排。征地拆迁费用依照国家及地方政府有关规定，经出资各方认可后计入项目地方股份。出资各方对沪杭客专公司增资扩股，相应调整股比。资本金以外的资金使用国内银行贷款。

2018-05-04	粤东地区城际铁路	城际铁路		1002	50%	资本金由广东基础设施投资基金（含铁路发展基金）等出资建设，并按市场化原则积极吸引社会资本参与投资。 <b>资本金以外的资金通过商业银行贷款等解决。</b>
2017-08-08	上海至南通铁路太仓至四团段	客货兼顾 I 级，双线	客车 120 对/日，货运量 2000 万吨	368.2	72%	1. 宝山段采用吴淞口隧道方案增加投资和徐行至太仓南上、下行联络线及太仓南至陆家浜联络线投资共计 28.7 亿元，分别由上海市和江苏省承担，其中上海市出资 18.0 亿元，江苏省出资 10.7 亿元，据实计入项目地方股份，并分别负责境内段征地拆迁工作。 2. 项目其余投资 339.5 亿元，资本金比例为 70%，计 237.7 亿元。上海市、江苏省分别承担境内段部分工程投资以及各自征地拆迁工作和费用，上海市出资 115.3 亿元（含征地拆迁费用约 110.4 亿元），江苏省出资 3.6 亿元（含征地拆迁费用约 1.2 亿元）。征地拆迁费用依照国家及地方政府有关规定，经出资各方认可后计入项目地方股份。其余资本金 118.8 亿元由中国铁路总公司负责筹措，使用自有资金解决。出资各方对沪宁城际铁路公司进行增资扩股，相应调整股比。 <b>资本金以外的资金使用国内银行贷款。</b>
2016-12-01	杭州经绍兴至台州铁路	主要沿线城际客流，兼顾部分跨线客流 高铁，双线	单向 4000 万人/年	448.9	30%	资本金占总投资的 30%，计 134.7 亿元。项目按照创新投融资方式，培育多元投资主体、市场化运作的原则，由浙江省按 PPP 模式运作，积极吸引民营企业等共同筹资建设。资本金以外的资金使用国内银行贷款。
2015-12-28	北京至霸州铁路	区际铁路 高铁，双线	5000 万人/年	274.3	50%	资本金占总投资的 50%，其中北京市承担境内段征地拆迁费用约 48.8 亿元，河北省出资 41.65 亿元（含境内段征地拆迁费用和部分工程费用），并负责各自境内段征地拆迁工作，征地拆迁费用依照国家及地方政府有关规定，经股东各方认可后分别计入项目省方股份；其余 46.7 亿元由中国铁路总公司利用铁路发展基金出资。 <b>资本金以外的资金使用国内银行贷款。</b>
2014-08-25	川藏铁路拉萨至林芝段	客货兼顾 I 级，单线	货运 1000 万吨/年，客车 15 对/日	366 (不含相关市政配套和护路联防工程投资)	100%	项目采用全额资本金，其中安排中央预算内投资 156.86 亿元，车辆购置税 117.64 亿元；中国铁路总公司使用铁路建设基金安排 91.5 亿元。西藏自治区负责征地拆迁工作，资金包干使用。
2013-08-27	连云港至镇江铁路	客运专线		399.6		由中国铁路总公司和江苏省共同出资建设，具体资本金比例及资金筹措方案在可行性研究阶段确定。
2012-10-31	福州至平潭	客货兼顾 I 级，双线	客运 5000 万人，货运 1500 万吨	257.3	50%	跨海坛海峡公铁两用大桥公路分摊投资部分 63.3 亿元由福州长平高速公路有限责任公司筹资建设并负责运营维护管理。铁路工程投资 194 亿元，项目资本金安排 97 亿元（占 50%），其中安排中央预算内投资 15 亿元，铁道部承担 39.3 亿元，使用铁路建设基金和铁道部自筹资金，福建省承担 42.7 亿元，自筹解决， <b>资本金以外的资金利用国内银行贷款。</b>

资料来源：国家发改委，光大证券研究所整理

剔除 10 条资金安排未明确的项目，70 条铁路项目总投资约 2.3 万亿元，其中项目资本金约 1.2 万亿元，占比达 53%。在有明确资本金安排来源的项目中：地方出资约 5880 亿元、铁总出资约 5030 亿元、中央预算约 790 亿元、车辆购置税 189 亿元。



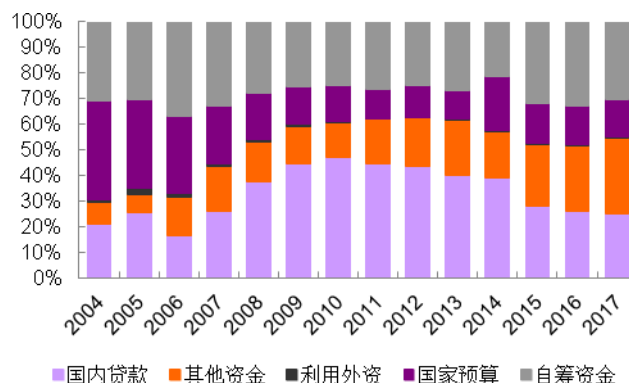
表 6：发改委批复 70 条铁路项目资金来源（2012-2018 年）

资金来源	金额（亿元）	占总投资比重
银行贷款	22889	47%
资本金	12074	53%
地方出资	5879	26%
铁总出资	5030	22%
中央预算	789	3%
车辆购置	189	1%
未明确	187	1%

资料来源：国家发改委，光大证券研究所测算

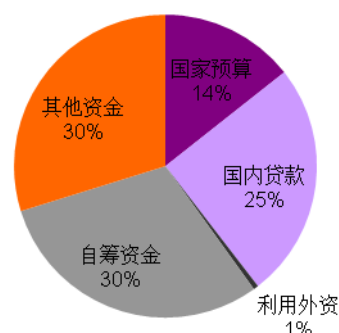
中国铁路总公司是铁路建设投资的主体，以铁路投资资金来源拆解对比铁总资金运用情况，可推断后续铁路投资能力，也为基建投资资金来源分析所借鉴。

图 38：铁路运输行业投资资金来源



资料来源：国家统计局，wind，光大证券研究所

图 39：2017 年铁路投资资金来源占比



资料来源：国家统计局，wind，光大证券研究所

根据中国铁路总公司数据，2017 年国家铁路（国家铁路、地方铁路及合资铁路）累计完成投资额 7605 亿元；根据国家统计局公布的数据，2017 年铁路运输行业完成固定资产投资金额约 8006 亿元；根据统计局公布的城镇固定资产投资资金来源数据，2017 年铁路运输行业资金来源共 6831 亿元。

我们认为国家铁路投资数据和铁路运输行业固定资产投资金额为统计口径的差异，可能来源于项目结算与投资之间的差异（建筑商的新增存货、新增应收账款）；前文已分析城镇固定资产投资资金来源与固定资产投资额本有缺口。我们假设铁总口径公布的国家铁路投资资金来源结构与城镇固投资资金来源结构一致，可以推算出铁总各类资金金额。

表 7：2017 年铁总口径铁路投资资金来源测算

	城镇投资资金来源	占比	铁总口径资金来源
单位	亿元	%	亿元
国家预算	981	14.4%	1092
自筹资金	2059	30.1%	2292



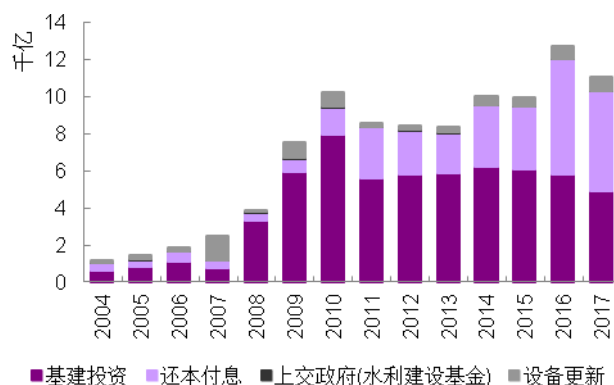
国内贷款	1720.4	25.2%	1915
利用外资	36	0.5%	40
其他	2036	29.8%	2266
合计	6831		7605

资料来源：国家统计局，中国铁路总公司，光大证券研究所

2017 年中国铁路总公司资金运用共 1.1 万亿元，其中资本开支总计约 5692 亿元（含基建投资 4916 亿元、设备更新），占比约为 51%；还本付息支出约 5405 亿元，占比约 49%。

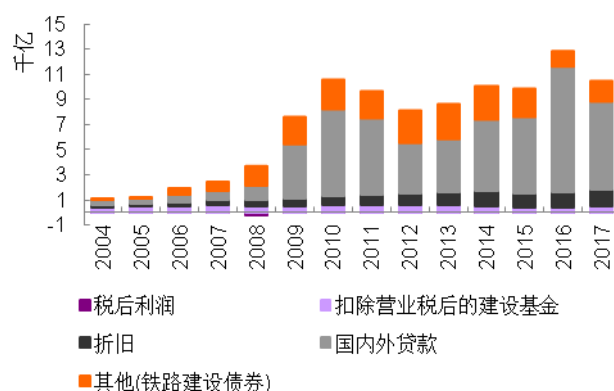
2017 年中国铁路总公司资金来源总计 1.05 万亿元，其中经营性贡献（利润+折旧）约 1378 亿元，占比 13%；铁路建设基金 498 亿元，占比约 5%；贷款 6794 亿元，占比约 66%；铁路债券约 1661 亿元，占比约 16%。

图 40：铁总资金运用



资料来源：中国铁路总公司

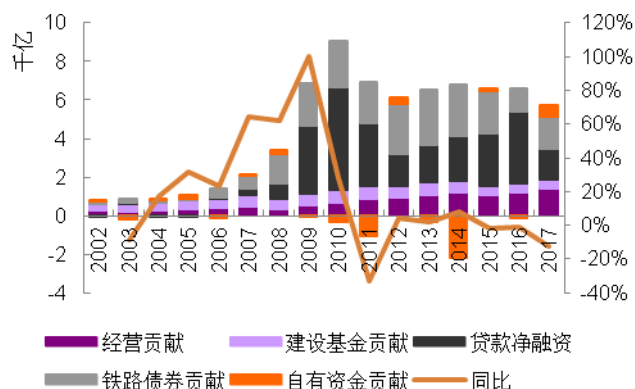
图 41：铁总资金来源



资料来源：中国铁路总公司

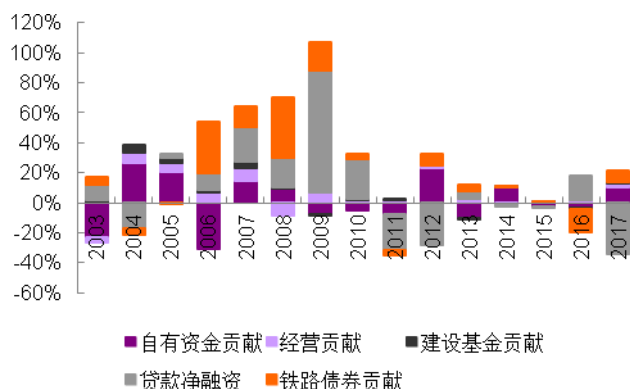
中国铁路总公司虽然贷款融资规模较大，但每年的还本付息的压力亦较大。17 年铁总贷款实际净融资规模约 1569 亿元，占铁总资本开支比例约 27%。图 43 显示铁总各项资金来源对于其资本开支增速的贡献，显示贷款净融资规模的波动是影响铁总投资增速的主因。

图 42：铁总资本开支金额及同比增速



资料来源：中国铁路总公司，光大证券研究所

图 43：各项资金对铁总资本开支当年增速的拉动



资料来源：中国铁路总公司，光大证券研究所

17 年，铁总资本开支 5692 亿元，占国家铁路投资完成额比重约 75%（项目贷款假设由铁总并表）。地方出资、中央预算、车辆购置税以及未明确资金用途占国家铁路投资完成额比例约 35%。这一出资比例大致符合表 6 所列各主要参与方的资金比例。

铁总贷款净融资 1569 亿元，仅占国家铁路投资完成额比重约 21%，与图 39 国家统计局公布的资金来源占比接近（或有误差影响），但远低于表 6 所提及的银行贷款比例 47%。

中国铁路总公司是铁路投资的主力，对铁总资金来源穿透之后发现其贷款主要为“借新还旧”，净贷款融资大致符合铁路运输行业固定资产投资中贷款来源的比例。参考铁路项目中发改委批复所设定的项目资金中贷款比例约 47% 的比例，可以推断商业银行对基建项目的贷款意愿不足，导致基建项目自筹比例过高。若铁路项目落实资本金批复之比例，则投资增速有提高空间。

### 3.3、基建融资展望：非标及债券企稳，信贷期待突破

从静态角度来看，我们认为基建项目最终的还款资金来源只有：1）财政（公共财政，政府性基金），2）项目经营利润。不过，由于基建类项目整体回报率较低，因而财政实则是基建项目还款资金的主力。

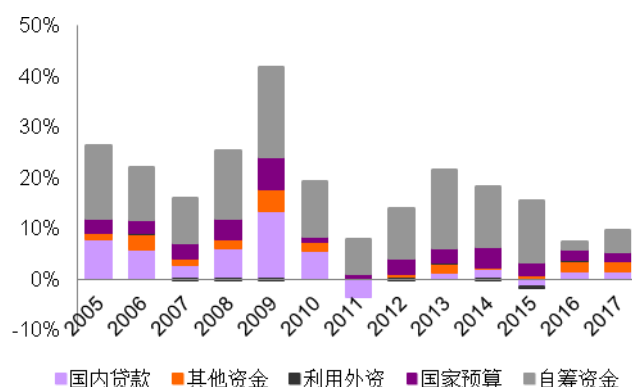
表 8：基建投资各环节资金来源分析

	业主方	项目	下游
参与方/模式	政府 城投 社会资本	代建 EPC PPP	建筑企业 材料供应商
出资范围	资本金	债务性融资为主	应收账款 存货
资金来源	财政 企业留存利润 债务性融资 权益性融资	贷款 非标 债券	债务性融资 权益性融资 企业留存利润 应付账款等
资金偿还	财政付款 项目经营收益分红	项目经营收益 财政付款	业主方回款 项目公司回款

资料来源：光大证券研究所

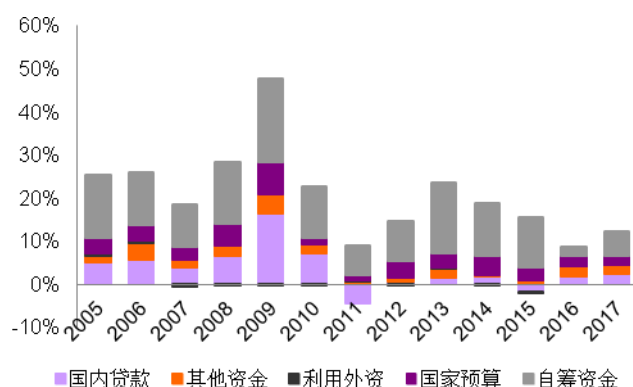
2009-2011 年基建投资增速的主要变量为银行贷款，而 2012 年之后随着银行贷款对基建投资增速拉动的降低，自筹资金成为影响基建增速的主要变量。

图 44：各类资金来源对广义基建投资增速的拉动



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 45：各类资金来源对狭义基建投资增速的拉动



资料来源：Wind，光大证券研究所

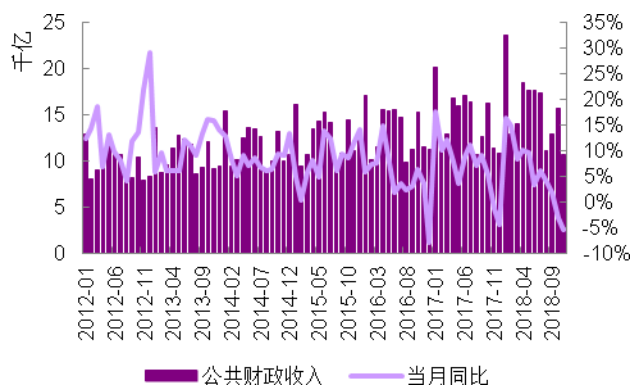
**国家预算资金趋势向下，专项债为关键变量：**若严格按照国家统计局定义，公共财政收入以及政府性基金收入属于国家预算资金。此部分资金除承担即期基建投资支出外，更主要是基建投资的长期还款来源。短期财政及政府基金收入变化并未观察到与基建投资有显著正相关。不过，财政及政府基金收入的增加可以降低即期基建投资资金中“借新还旧”的压力。

#### 国家预算资金趋势向下：

“减税”及经济增速放缓的背景下，判断 19 年公共财政收入增速放缓。

“地产限购”以及 18 年地产商“补库存”，判断 19 年国有土地出让收入增速放缓。

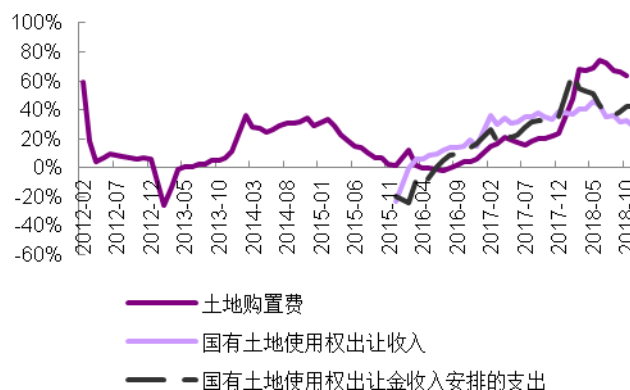
图 46：公共财政收入及当月同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：地方政府一般债务纳入一般公共预算核算，专项债务纳入政府性基金预算。

图 47：土地购置费及国有土地出让收入累计同比

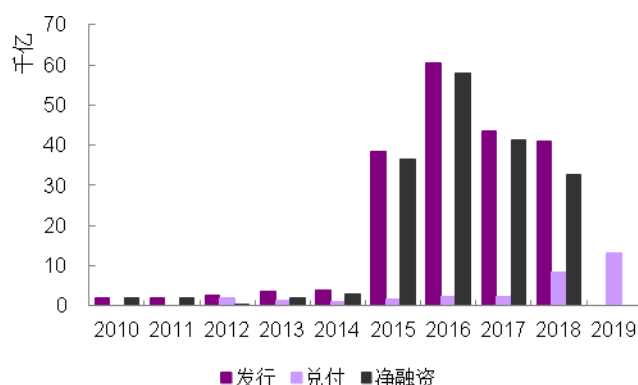


资料来源：Wind，光大证券研究所

#### 专项债为关键变量：

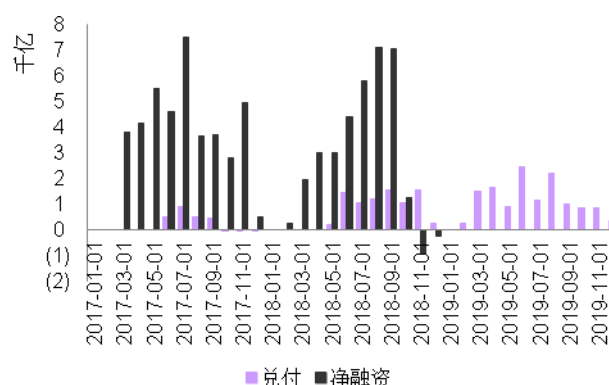
18 年地方政府债到期 8278 亿，同比增加 260%；净融资规模 3.3 万亿元，同比减少 21%。19 年地方政府债到期规模约 1.3 万亿元，同比增加 59%。19 年地方政府债兑付规模大幅增长，期待专项债额度提升以对冲债务兑付压力。2018 年 12 月 21 日的中央经济工作会议中明提出“较大幅度增加地方政府专项债券规模”。专项债将是国家预算（基建投资口径）的关键变量。

图 48：地方政府债融资及到期情况（年度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

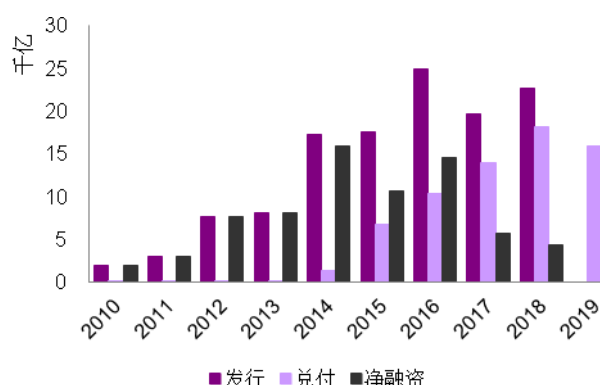
图 49：地方政府债融资及到期情况（月度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

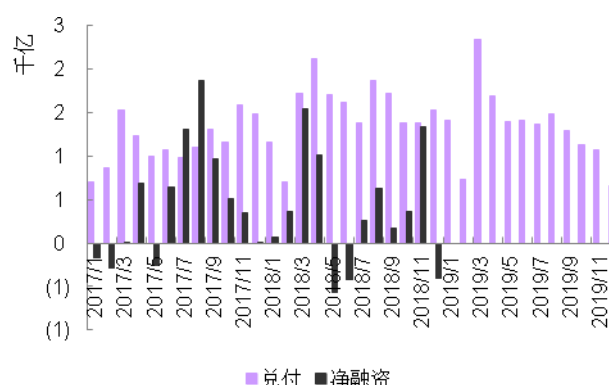
**城投债期待边际改善：**18 年城投债兑付 1.8 万亿，同比增长 30%；净融资 5650 亿元，同比减少 22%。19 年城投债兑付 1.6 万亿，同比减少 12%。随着城投融资政策的边际放松以及 19 年城投债即期兑付压力的减弱，19 年城投债融资有望边际改善。

图 50：城投债融资及到期情况（年度）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 51：城投债融资及到期情况（月度）

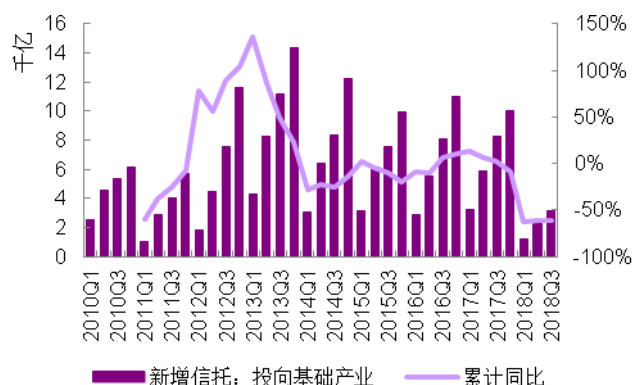


资料来源：Wind，光大证券研究所

**非标融资进一步恶化的几率不大。**以信托为例，18 年前三季度新增信托投向基建为 3153 亿，同比减少 62%；投向基建的资金信托余额为 2.9 万亿元，同比减少 11%。但随着政策的边际放松，非标融资进一步恶化的几率较小。

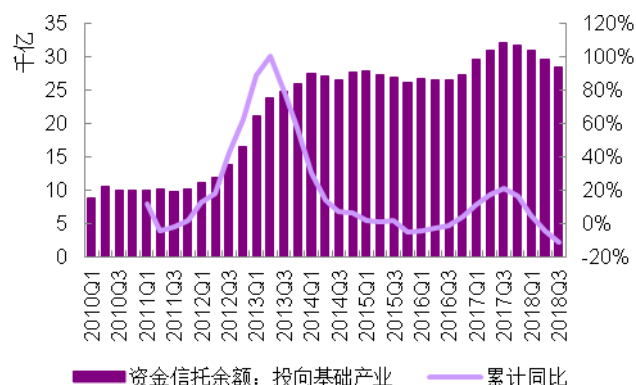
近期非标融资政策安排有所放松。“资管新规落地通知”允许商业银行在二级市场发行资本补充债补充资本金，承接非标，非标转标的技术性约束或逐步降低。且 2018 年 8 月下发的《关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》“支持信托公司开展符合监管要求、资金投向实体经济的事务管理类信托业务”，表明部分银信通道放开。

图 52：新增信托：基础产业投向金额年内大幅下滑



资料来源：中国信托业协会，wind，光大证券研究所

图 53：资金信托余额：投向基础产业年内显著下滑

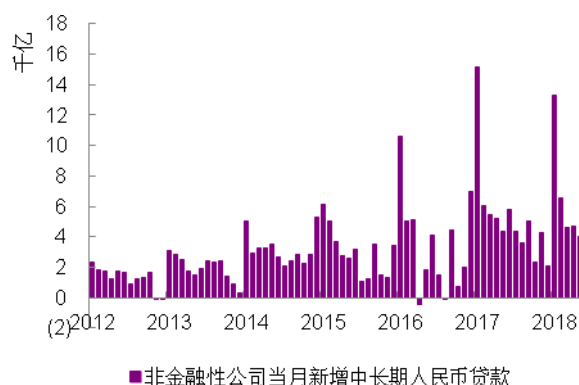


资料来源：中国信托业协会，wind，光大证券研究所

**重点观察信贷指标变化。**整体来看，财政及政府性基金支出的突破点在于提高中央赤字或专项债额度（有一部分为债务置换以及棚改替代 PSL），城投债边际有改善、非标融资进一步恶化几率不大但亦两者较难贡献增量。现阶段基建资金来源占比中信贷贡献较低，后续基建投资增速的改善幅度将取决于信贷释放。

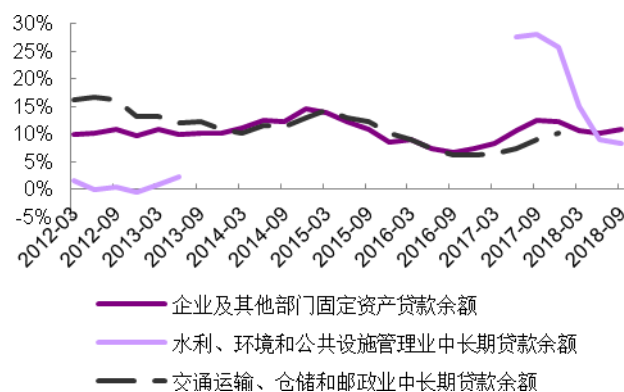
截至 2018 年 11 月，非金融性公司新增中长期贷款约 5.4 万亿元，同比减少 15%。18 年前三季度，企业及其他部门固定资产贷款余额累计同比增速 11%，与 17 年持平；水利、环境和公共设施管理业中长期贷款余额累计同比增速 8.4%，较 17 年减少 20 个百分点。

图 54：当月非金融性公司新增中长期贷款



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 55：贷款余额同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

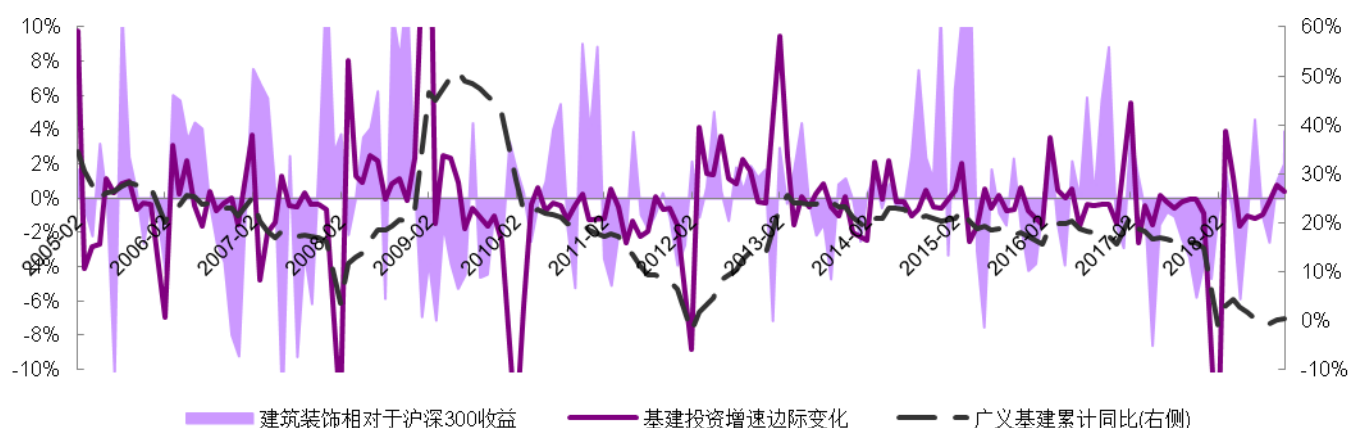
## 4、投资建议：夜空中最亮的星

### 4.1、基建、国际工程预期改善，化学工程利润有望释放

**投资增速预期边际回升：**基建投资需求端无虞，主要约束在于融资端。从资金拆分角度来看，信贷（信用边际改善）、财政（国债、地方专项债额度提升）的增长叠加城投债与非标企稳，基本能够保证 19 年基建投资增速边际回升，增速假设需依赖对融资情况的跟踪。

宏观层面，展望 2019 年，我国对外贸易存在一定不确定性，消费、地产、制造业增速放缓，而基建是为数不多增速边际确定性向上的领域。以建筑装饰（申万）相对沪深 300 观察，建筑装饰板块在基建投资边际发生实质性改善之前及之间会有较好的相对收益。

图 56：建筑装饰板块相对与沪深 300 收益 VS 基建投资增速边际变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

### 建筑板块细分方向展望

#### 基建链条有确定性投资机会：

建筑板块投资收益率受估值影响远大于业绩影响，因而基建链条中景气向好的领域或者区域，其所对应的企业估值具有较强弹性。诚然，央企及地方国企受到负债率限制，但亦可通过债转股、永续债、增发等方式予以解决。

参见《短期侧重估值抬升的细分领域，国际工程及专业工程确定性更高——建筑与工程 2018 年投资策略》

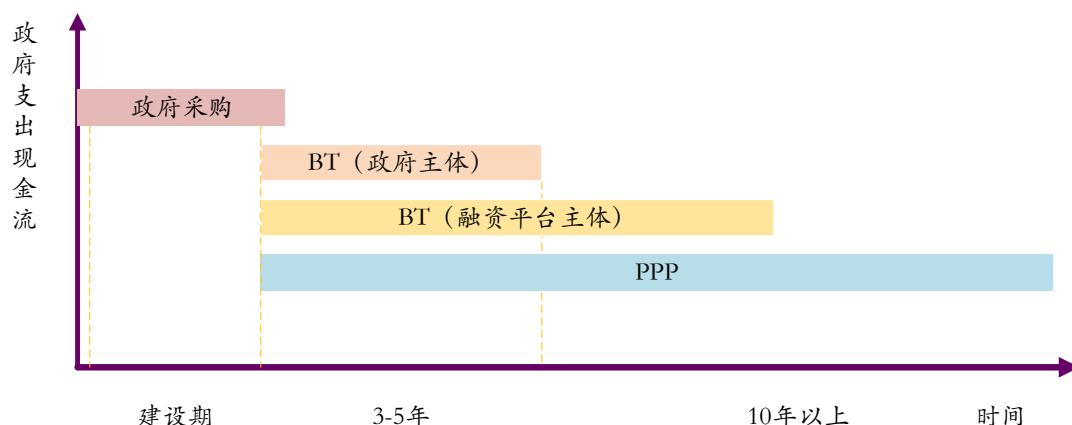
从融资增量的确定性来看，中央财政主导的或者东部地区的投资依然有较大空间，对应领域或区域的公司估值存在进一步提升的可能。设计及检测类公司由于位于链条前端，业务布局从省内向省外扩散，隐含长期增长率高于传统建筑企业，现阶段估值亦有修复空间。

**PPP 板块（园林）期待回报率提升及信贷环境改善。基建投资离不开地方支持，即便铁路项目中地方政府出资仍占 26%，更有部分城际铁路由地方全权**



**负责融资建设。**现阶段，地方债务风险并未完全释放。我们判断由地方主导基建项目中，以合规 PPP 方式展开的规模以及占比将持续提高，主要由于 PPP 模式对地方政府的支付现金流压力较小。具体到建筑企业，更为核心的是 30%绩效考核之后 1) 项目的回报率是否具有吸引力；2) 商业银行项目贷款支持能否覆盖资本金外融资。对于民营企业，其融资的持续性及稳定性也需要重点关注。此外，也需要注意，地方专项债额度的提升对 PPP 会有一定替代性（专项债较 PPP 融资成本更低）。

图 57：基建投资在不同模式下政府支出现金流比较



资料来源：光大证券研究所

#### 国际工程物极必反：

国际工程现阶段估值已处于历史底部区间，原因在于 1) 中美贸易摩擦所带来的对外投资的不确定性；2) 我国对外工程承包订单以及企业海外订单的同比下滑。

现阶段国际工程或存在“物极必反”的行情：1) 对外工程承包订单增速波动有基数效应干扰。18 年较低的基数，是 19 年订单增长修复的基础。2) 由于 18 年以来美元的强势，导致业主方融资落地有一定拖延。历史上看，美元指数与对外工程新签订单呈一定负相关。若后续美元指数不再强势，则订单签约或有加快。若 19Q1 订单增速出现边际改善再叠加 19 年 4 月份“一带一路”峰会召开，现处于估值底部的国际工程板块有望迎来估值的修复。

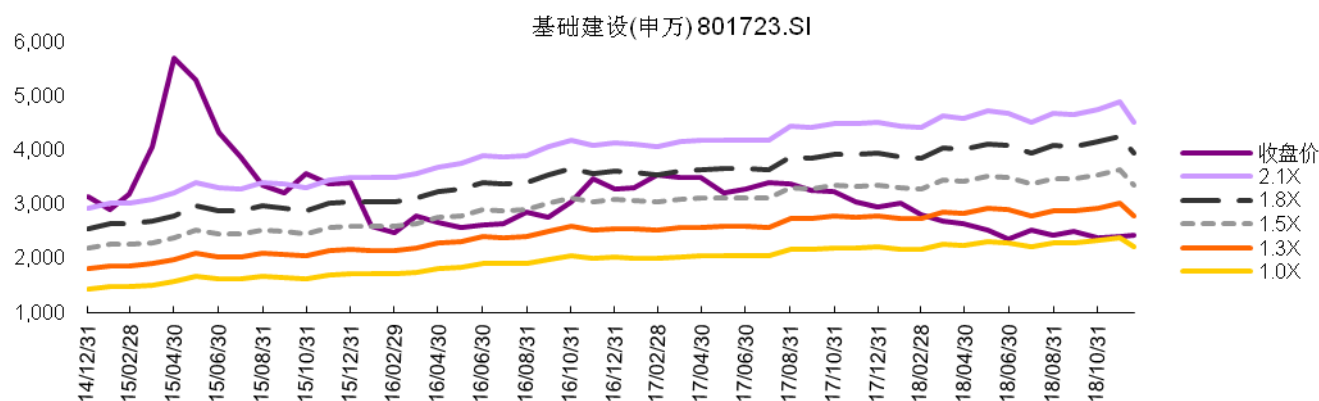
#### 化学工程利润释放：

油价悲观预期，导致化学工程板块估值持续走低。以 PB 估值衡量，板块已有安全边际。我们认为 19 年化学工程投资收益将源于其业绩释放的弹性。以中国化学为例，其新签订单已连续三年增长，18 年订单及收入均呈现快速增长。但其 18 年利润增长低于年初预期，主要由于前期（15-16 年）低油价时期的低利润率订单进入结算周期，导致毛利率快速下滑。随着在执行订单利润率的逐步修复，叠加充沛的在手订单所带来的收入增长，判断 19 年其利润将有较大弹性。

## 4.2、基建链条：趋势已启，估值提升

经济增速边际放缓，基建补短板预期逐步升温。货币政策、信用政策边际改善，基建链条投资、融资均有望改善。基建板块企业 PB 估值有一定安全边际，随着融资环境的改善，其应收账款减值压力有一定缓解。虽然对于央企、地方国企有负债率考核，但也可以通过债转股、永续债等方式化解。

图 58：基础设施（申万）PB 走势

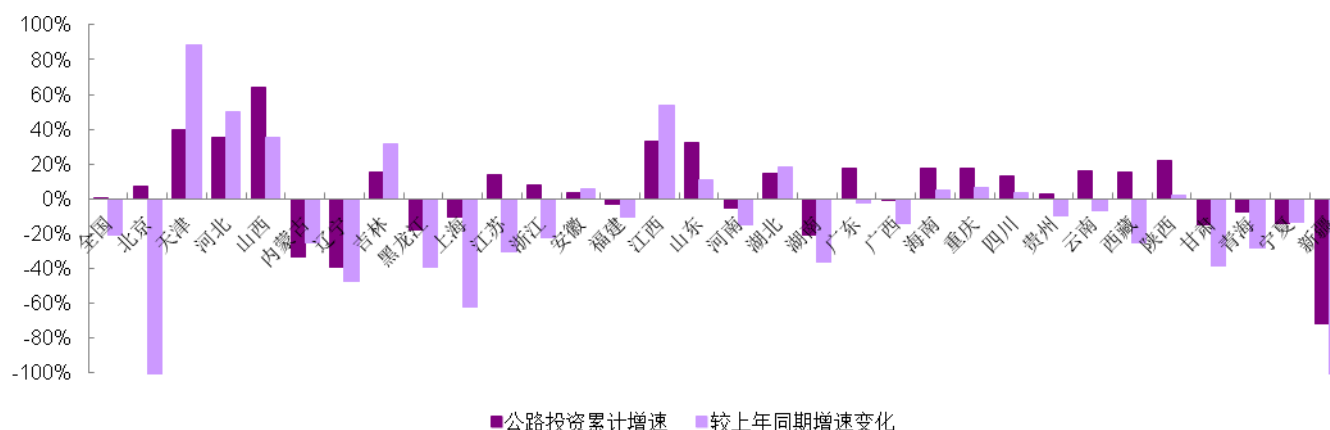


资料来源：Wind

基建板块中，看好明确受益于财政扩张的铁路投资方向。中国铁路总公司作为铁路投资的主体，其信用等级较高，其发行的铁道债属于政府支持债券。铁路投资还有中央预算、车辆购置税及地方政府支持，在各个主要基建投资方向中，铁路项目融资压力相对最轻。2018 年 10 月，国家批复全面启动川藏铁路规划建设，各区域的城际铁路规划亦逐步批复，判断 19 年铁路投资增长确定性较高。推荐**中国铁建**。

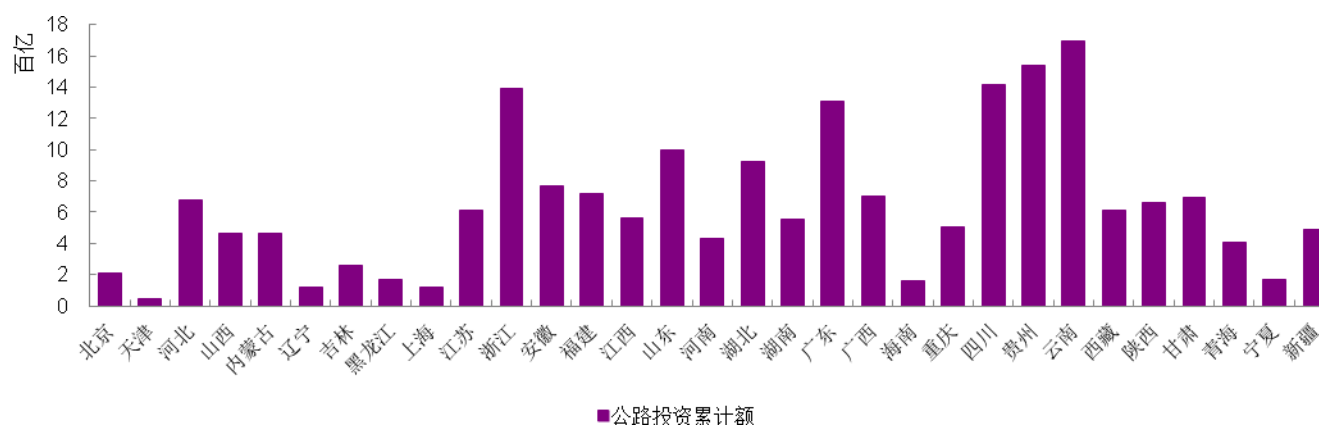
此外，看好公路建设板块中区域建设投资较为景气的方向。截至 2018 年 11 月，公路建设投资完成额 1.99 万亿元，同增 0.2%；但部分区域建设仍旧维持较高增速，如山东地区累计同比增速 32%，四川地区累计同比增速 4%，增速均高于 17 年同期水平。由于项目施工有连贯性，预计 19 年部分区域投资景气有望维持。推荐**山东路桥**，因其在手订单充沛，估值有安全边际。

图 59：截止 2018 年 11 月，各省公路投资累计增速及与上年同期比较



资料来源：交通部，Wind，光大证券研究所

图 60：公路建设投资累计完成额



资料来源：交通部，Wind，光大证券研究所

由于基建投资增速预期改善，看好板块整体估值修复。央企建筑及部分优秀的地方国企估值整体在 1 倍 PB 左右，有安全边际。推荐**中国建筑**，关注**上海建工**、**隧道股份**、**中国中冶**。

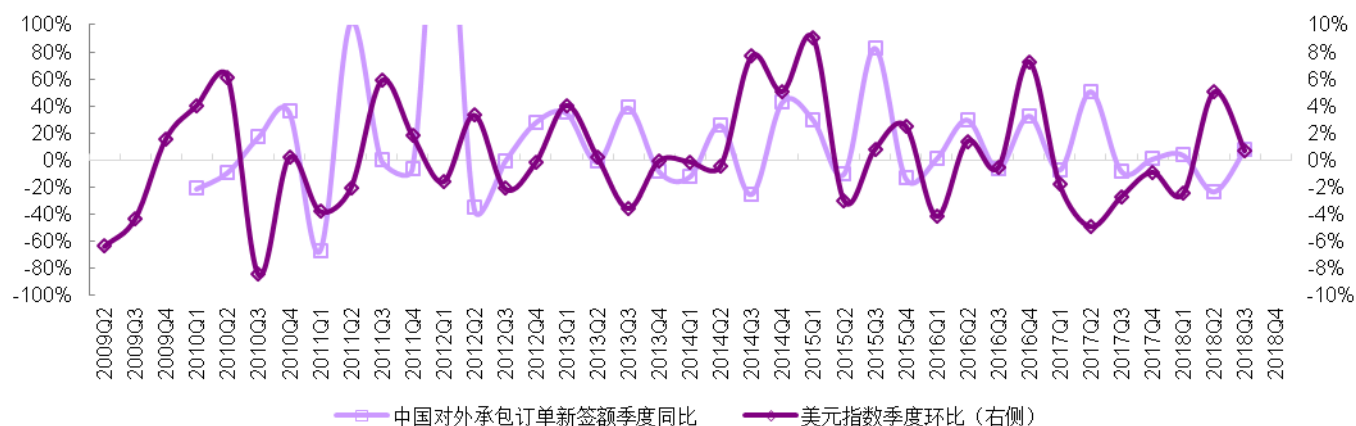
设计及检测板块隐含增速较高，看好其未来将从省内向省外渗透及扩张。随着国家加大基建项目储备力度，规划及设计订单有望率先反应。推荐**苏交科**，可关注**中设集团**、**设计总院**、**国检集团**。

### 4.3、国际工程：风起于青萍之末，期待预期的反转

截至 2018 年 11 月，中国对外工程承包新签合同额 1853 亿美元，同比减少 12%。国际工程新签订单增速波动受三个维度因素影响 1) 基数效应；2) 美元融资环境；3) 中国对外投资情况。国外业主方在投资决策过程中需要解决其项目贷款融资问题，因而美元融资环境将显著影响订单签约。

我们选取美元指数作为美元融资环境的参考指标，以环比走势反映当期美元融资边际变化趋势。可以发现，美元指数走势与对外工程订单呈现一定反向关系。随着美联储加息动能的减弱，后续业主方融资或有边际改善，带动 19 年新签订单在 18 年较低基数上实现边际改善。

图 61：中国对外承包新签订单额季度同比与美元指数季度环比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

我们判断 19 年主要国际工程公司新签订单将有明显好转，主要由于：1) 18 年较低的基数；2) 海外业主方融资改善；3) “一带一路”峰会效应带来的订单集中签约。

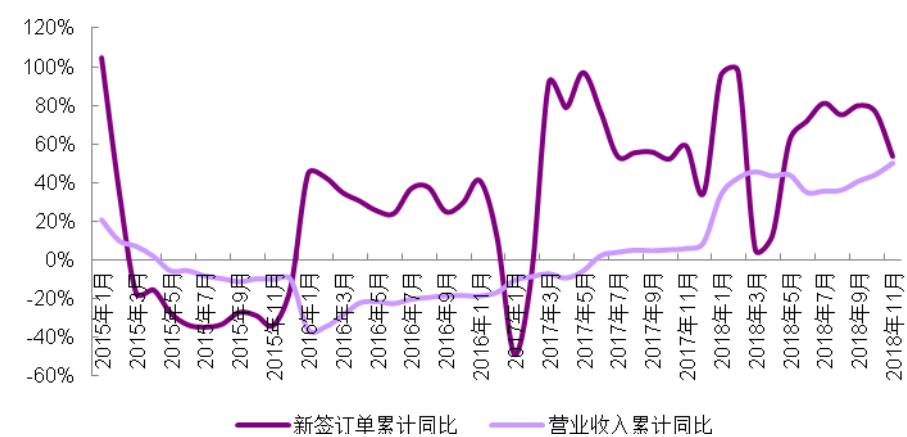
现阶段国际工程板块处在估值底部，随着新签订单的修复以及“一带一路”峰会的召开，估值有望跟随预期改善而修复。推荐中材国际。

#### 4.4、化工工程：估值底部 V.S 业绩弹性

化工工程自 16 年起订单增速已同比转正，18 年新签订单及收入均实现快速增长。由于工程施工周期较长，前期低利润率项目于 18 年陆续进入完工结算阶段，导致主要化工企业毛利率不同程度下滑，进而导致利润增速不及预期。

现阶段化学工程板块估值反映了油价下滑背景下市场对于 19 年新签订单增速的悲观预期。我们认为现阶段化学工程板块估值已有安全边际。其收入高速增长叠加 19 年项目结算结构改善所带来的毛利率提升，其归母净利润将有一定弹性。推荐中国化学，关注延长化建。

图 62：中国化学新签订单及营业收入累计同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 5、重点公司推荐

### 5.1、山东路桥—区域投资景气，利润率有望回升

山东路桥在山东地区路桥建设领域有优势。背靠山东高速集团，成长有保障。

2018 年前三季度，公司实现营业收入 103 亿元，同增 32%；实现归母净利润 3.5 元，同减 15%。由于原材料价格上涨以及部分工程结算延迟，导致毛利率阶段性下滑。随着公司 18 年年中启动与业主方议价程序，其毛利率有望复苏。18 年单三季度，公司实现营业收入 47 亿，同增 32%；归母净利润 2.2 亿元，同增 42%。公司综合毛利率较 18 年上半年已有边际改善。

18Q3 公司新签订单 89 亿，目前已签约未完工订单约 225 亿，此外已中标未签约项目 53 亿，订单充沛保障公司后续业绩成长。公司近期公告子公司债转股计划、永续债发行计划，后续负债率有望降低，为成长打开空间。山东地区基建投资空间较大。“十三五”期间，山东预计将改扩建高速公路 800 公里，新建超过 2200 公里。此外，高铁、城轨投资已启动，打开公司业务成长空间。山东地区景气度向好，公司背靠高速集团优势，将显著受益。

山东地区路桥建设景气度较高，区域高铁建设已启动。公司有股东优势，在手订单充沛，同时也已切入高铁建设领域。公司所采用的施工入股一体化模式不受 PPP 政策影响，同时公司较低的综合融资成本，确保了项目未来投资收益可观。3Q18 业绩验证前期对于利润率将逐步修复的判断，维持公司 18-20 年 EPS 为 0.46、0.62、0.74 元。考虑到 19 年山东路桥进入业绩释放阶段，上调目标价至 6.2 元，对应 2019 年动态市盈率 10x。短期成本上涨扰动不改变中长期成长轨迹，维持“买入”评级。

**风险提示：**山东地区公路投资不及预期，原材料大幅上涨

#### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8,148	12,385	15,817	19,684	23,466
营业收入增长率	9.83%	52.00%	27.71%	24.44%	19.22%
净利润（百万元）	430	576	511	693	834
净利润增长率	13.98%	34.06%	-11.27%	35.48%	20.50%
EPS（元）	0.38	0.51	0.46	0.62	0.74
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.39%	14.35%	11.47%	13.58%	14.23%
P/E	13	10	11	8	7
P/B	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

### 5.2、苏交科—设计龙头、增长稳定

苏交科在基建设计领域尤其是公路设计有显著优势。立足江苏省，业务逐步辐射全国。

2018 年前三季度，公司实现营业收入 47 亿元，同增 16%；实现归母净利润 3.7 亿元，同增 20%。单三季度，公司实现营业收入 17 亿元，同增 6%；实现归母净利润 1.8 亿元，同增 20%。业绩增长符合预期。



TA 为苏交科于 2016 年收购的美国环境检测公司。

EP 为苏交科于 2016 年收购的西班牙工程咨询公司。

工程咨询行业集中度较低，苏交科作为行业龙头，市占率有望持续提升。EP 经营逐步改善，未来国内、国外业务协同值得期待。TA 出售，缓解公司即期压力，但长期来看环保检测仍是公司发展方向。事业伙伴落地护航长期持续增长。维持盈利预测，2018-2020 年归母净利润分别为 5.68、7.01 及 8.83 亿元，EPS 分别为 0.70、0.87 及 1.09 元。

苏交科历史估值中枢 24x，现阶段对应 18/19 年估值仅为 15x/12x，处在历史估值底部区间。近期信用及财政边际逐步改善，建筑板块估值有望持续修复。维持“买入”评级并维持目标价 12.6 元。

**风险提示：**基建投资不及预期，外延并购带来的商誉风险

#### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,201	6,519	7,953	9,727	11,974
营业收入增长率	63.95%	55.17%	22.00%	22.30%	23.10%
净利润（百万元）	379	464	568	702	883
净利润增长率	22.08%	22.32%	22.53%	23.47%	25.83%
EPS（元）	0.47	0.57	0.70	0.87	1.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.56%	12.50%	13.58%	14.69%	15.99%
P/E	22	18	15	12	10
P/B	2.8	2.3	2.0	1.8	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

### 5.3、中国铁建—看好铁路及轨交投资、行业龙头受益

中国铁建在基建建设，尤其是铁路、轨交等领域有显著优势。

2018 年前三季度，公司实现营业收入 4899 亿元，同增 6%；归母净利润 126 亿元，同增 20%。2018 年单三季度，公司实现营业收入 1809 亿元，同增 6%；归母净利润 46 亿元，同增 16%。

2018 年 1-9 月，公司新签订单 8916 亿元，同增 5.3%。其中境内订单新签 8151 亿元，同增 2.8%；境外订单新签 764 亿元，同增 42%。基建“补短板”明确，铁路及轨交投资预期均有望边际改善。公司作为行业龙头，有望率先受益。2019 年，铁总工作会议提及 18 年全国铁路投资完成额 8028 亿元（年中上调至 8000 亿元）。本次工作会议虽然未给出明确投资目标，但提及“保持强度规模”，并表示川藏铁路有望于 2019 年三季度具备开工建设条件。我们判断 19 年铁路投资规模或不小于 18 年。

中国铁建行业龙头地位稳固，订单快速增长，经营规模持续扩大，业绩增长稳健；“一带一路”大海外战略和联合出海助推公司海外业务稳定发展。综合毛利率稳步改善，至 18 年前三季度公司归母净利润同比增长 20%，好于我们此前预期。上调 18-19 年 EPS 至 1.40 元、1.66 元（原预测 1.31 元、1.47 元），新增 2020 年盈利预测 1.87 元。近 10 年中国铁建 PE 估值中枢为 11x。18 年基建投资增速下滑致建筑板块估值整体下修，下调目标价至 13 元，对应 2019 年动态市盈率 7.8x。中国铁建受益于基建“补短板”，铁路及轨交投资均有望边际改善。维持“买入”评级。

**风险提示：**铁路及轨交投资不及预期，原材料大幅上涨

#### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	629,327	680,981	743,340	827,191	917,332
营业收入增长率	4.79%	8.21%	9.16%	11.28%	10.90%
净利润（百万元）	14,000	16,057	18,997	22,503	25,340
净利润增长率	10.71%	14.70%	18.31%	18.45%	12.61%
EPS（元）	1.03	1.18	1.40	1.66	1.87
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.67%	10.75%	11.47%	12.17%	12.27%
P/E	11	9	8	7	6
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年12月28日

## 5.4、中国建筑—行业龙头，订单边际改善

中国建筑为中国房建龙头，业务范围涵盖房建、地产、基建等各个方向。

2018年前三季度，中国建筑实现营业收入8405亿元，同增9%；实现归母净利润273亿元，同增6%。单三季度，公司实现营业收入2516亿元，同增2%；归母净利润82亿元，同增5%。

18Q4公司斥资37亿元，在二级市场回购近6亿股，彰显公司对未来发展的信心。2018年1-11月，公司新签订单约2.1万亿元，同增6.3%。其中房建新签1.5万亿，同增18%；基建新签5250亿元，同减17%；设计新签116亿元，同增12%。随着国家明确“基建补短板”以及房屋施工面积的边际改善，公司订单增速边际改善较为显著。

公司作为世界级行业龙头，基本面持续向好，新订单增长稳健，市占率稳步提升，估值低安全边际高。由于地产业务增速有所下滑，现阶段融资依旧偏紧，维持2018-2020年的盈利预测，预计公司未来三年EPS0.85、0.97及1.09元。公司增长稳健，近三年PE中枢为8x。18Q4以来中国建筑订单已有边际改善，基建投资预期边际好转亦带动估值修复。上调目标价至6.9元，对应19年动态市盈率7.1x。维持“买入”评级。

**风险提示：**地产销售大幅下滑，基建投资不及预期

#### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	959,765	1,054,107	1,154,247	1,262,746	1,381,444
营业收入增长率	8.99%	9.83%	9.50%	9.40%	9.40%
净利润（百万元）	29,870	32,942	35,675	40,547	45,873
净利润增长率	14.61%	10.28%	8.30%	13.66%	13.14%
EPS（元）	0.71	0.78	0.85	0.97	1.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.68%	15.34%	14.62%	14.57%	14.47%
P/E	8	7	7	6	5
P/B	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年12月28日

## 5.5、中材国际—估值底部，订单预期改善

中材国际为中建材旗下国际工程业务平台。公司在全球范围内水泥厂建设具有领先优势。

2018 年前三季度，公司实现营业收入 142 亿元，同增 7%；归母净利润 10 亿元，同增 41%。单三季度，公司实现营业收入 41 亿元，同减 8%；归母净利润 3.6 亿元，同增 33%。公司毛利率逐步提升，前三季度公司毛利率 18.4%，较 17 年同期提高约 1pct。

18 年 1-9 月，公司累计新签订单 177 亿元，同比减少 33%。其中境内订单 48 亿元，同增 44%；境外订单 130 亿，同减 44%。海外订单减少导致公司新签订单总额同比下滑，但由于海外订单有周期性，伴随美元融资环境的改善及“一带一路”峰会带来的订单阶段性落地，判断 19 年公司海外新签或同比改善。

公司盈利能力持续提升，汇兑对利润影响削弱（年套保额度 40 亿人民币）。两材合并的协同效应提供长期发展良机。现阶段公司利润率仍有较大提升空间，维持 18-20 盈利预测 EPS0.78、1.01、1.03 元。中材国际近 10 年 PE 估值中枢为 18x。现阶段端估值反映公司 18 年前三季度海外订单大幅下滑的悲观预期，下调目标价至 6.7 元，对应 19 年动态市盈率 6.7x。现阶段估值属历史底部，19 年海外新签订单有望边际改善，维持“买入”评级。

**风险提示：**海外订单不及预期，商誉减值风险

### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	19,007	19,554	22,177	24,408	26,382
营业收入增长率	-15.88%	2.88%	13.42%	10.06%	8.09%
净利润（百万元）	511	977	1,363	1,749	1,790
净利润增长率	-23.02%	91.04%	39.55%	28.30%	2.35%
EPS（元）	0.29	0.56	0.78	1.01	1.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.46%	12.92%	15.57%	17.33%	15.76%
P/E	19	10	7	5	5
P/B	1.4	1.3	1.1	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

## 5.6、中国化学—订单高增长，业绩传导将至

中国化学为我国化学工程建设龙头，其在石化化工工程、煤化工等领域建设行业领先。现阶段，公司夯实化工工程主业，并逐步向基建建设领域拓展。

2018 年前三季度，中国化学实现营业收入 536 亿元，同增 40%；归母净利润 16.3 亿元，同增 26%。单三季度，公司营业收入 196 亿元，同增 46%；归母净利润 5.4 亿元，同增 22%。由于低油价时期订单逐步进入项目竣工结算阶段，毛利率阶段性下滑。单三季度，公司综合毛利率 9.2%，环比减少近 2pcts。

截至 18 年 11 月，公司累计新签订单 1300 亿元，同比增长 54%；其中境内订单 815 亿元，同增 53%；境外订单 485 亿元，同增 54%。下游石化炼化

投资需求持续向好、化工企业园区搬迁逐步推进、基建等多元业务逐步开花结果。公司负债率较低、经营性现金流较好，受央企负债率约束的压力不大。

公司订单充沛，保障未来增长。营收高增速，业绩传导将至。下游石化投资高景气，煤化工投资逐步启动，保障成长空间。非化工业务、海外项目订单快速增长，成长天花板打开。基于下游需求复苏、在手订单充沛及收入增长逐步兑现，但考虑到由于低油价时期订单进入项目结算阶段，毛利率有一定下滑。下调公司 18-20 年 EPS 至 0.43、0.59、0.70 元（原预测为 0.52、0.63、0.75 元）。短期油价虽有波动，但在手订单充沛为其增长提供保护。中国化学近 10 年 PE 估值中枢为 15x。考虑到近期油价回调已阶段性影响公司估值，下调目标价至 6.4 元，对应 19 年动态市盈率 10.8x。现阶段估值已反应悲观预期，期待业绩逐步释放。维持“买入”评级。

**风险提示：**PTA 减值风险，订单落地不及预期

#### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	53,076	58,571	83,436	106,330	131,545
营业收入增长率	-16.46%	10.35%	42.45%	27.44%	23.71%
净利润（百万元）	1,770	1,557	2,116	2,932	3,429
净利润增长率	-37.70%	-12.04%	35.87%	38.58%	16.95%
EPS（元）	0.36	0.32	0.43	0.59	0.70
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.44%	5.49%	7.06%	9.08%	9.85%
P/E	15	17	12	9	8
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

## 6、风险提示

**基建投资增速不及预期：**我们判断基建投资边际改善，但若信用边际没有显著改善，则基建投资增速仍有下滑的可能。

**业主方融资不及预期（城投、地方政府）：**地方政府的隐性债务问题仍被中央政府重点监控。若以城投、地方政府为代表的业主方融资出现问题（债务置换、借新还旧、在建工程融资），则建筑企业项目结算将有拖延，其应收账款账期或延长，这将带来减值甚至坏账的风险。

**建筑企业融资进度不及预期：**建筑央企、国企面临负债率考核约束，若其无法通过债转股、永续债、增发等形式解决其负债率问题，则后续订单承接或扩张会存在一定压力。虽然政策上对民营企业融资已有支持，但现实情况下若融资进度不及预期将影响其业绩。

**原材料超预期上涨：**建筑企业为中游企业。18 年国内混凝土、钢材等原材料上涨已经影响了企业的利润。18 年下半年主要建筑企业已启动调价机制，但若 19 年原材料仍超预期上涨，则建筑企业利润仍将受到负面影响。

**海外订单签约不及预期：**海外订单签约有不确定性。虽然从历史规律及外部环境上判断 19 年建筑企业海外订单或有修复，但不排除同比依旧下滑的可能。若海外订单签约不及预期，则国际工程板块估值仍将受到压制。

**化学工程利润不及预期：**由于 18 年的订单高基数以及原油价格回落，19 年化学工程订单同比下滑几率较大。由于其估值处在较低水平，已充分反映市场对其订单较为悲观的预期。但若其业绩释放不及预期，则估值或进一步承压。

## 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券 代码	公司 名称	收盘价 (元)	目标价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
				17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	本次	变动
000498	山东路桥	5.06	6.2	0.51	0.46	0.62	10	11	8	1.4	1.3	1.1	买入	维持
300284	苏交科	10.37	12.6	0.57	0.70	0.87	17	12	9	2.3	2.0	1.8	买入	维持
601186	中国铁建	10.87	13	1.18	1.40	1.66	9	8	7	1.0	0.9	0.8	买入	维持
601668	中国建筑	5.7	6.9	0.78	0.85	0.97	7	7	6	1.1	1.0	0.9	买入	维持
600970	中材国际	5.47	6.7	0.56	0.78	1.01	10	7	5	1.3	1.1	0.9	买入	维持
601117	中国化学	5.36	6.4	0.32	0.43	0.59	17	12	9	0.9	0.9	0.8	买入	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 12 月 28 日



## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com
北京	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebsecn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com
	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
国际业务	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com
	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com
私募业务部	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebsecn.com