

建筑装饰

证券研究报告

2024年10月12日

水运投资建设正当时，建筑建材迎新机遇

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
wangtaoa@tfzq.com

王雯

分析师

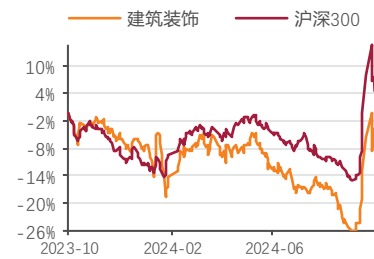
SAC 执业证书编号: S1110521120005
wangwena@tfzq.com

林晓龙

分析师

SAC 执业证书编号: S1110523050002
linxiaolong@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《建筑装饰-行业研究周报:全面看好投资链, 重点关注弹性品种》 2024-09-29
- 《建筑装饰-行业专题研究:电力电网基建专题研究:保供和消纳主线下哪些电力工程公司受益》 2024-09-26
- 《建筑装饰-行业研究周报:货币宽松预期升温, 水运/铁路投资助力稳增长》 2024-09-22

水运投资增速亮眼, 国家水网设计全面布局

投资端看, 今年以来我国水利投资增速显著, 前八个月水利管理业固投同比+33%达1万亿元, 占基建固投比重较23年底提升1.7pct达7.0%。今年1-7月细分水路建设投资同比+8.8%达1202亿元, 亦有显著增长。**资金来源看**, 水利投资由财政资金、地方政府专项债、社会资本等共同出资, 23年财政资金支持比重达55%。今年资金筹措端亦现乐观因素, 前7个月国开行发放水运基础设施贷款96.16亿元, 提出以“十四五”规划102项重大工程等为抓手, 重点支持沿海、内河港口码头建设, 内河高等级航道建设等领域发展。此外, 9月我国首单水利基础设施REITs正式获批, 未来水利投资资金渠道有望拓宽。**经济效益看**, 宏观角度水利工程的GDP乘数在1.0-1.3附近水平, 能通过带动上游材料等产业链投资和带动就业对提振经济产生扩大效应; 微观角度水路具有高运力、低成本优势, 水运货物周转量约为铁路的4倍、公路的2倍, 水运运输成本仅为铁路的50-60%、公路的12-15%。**建设空间看**, 我国水运建设空间十分广阔, 23年物流运输成本占GDP比重达14.4%, 较发达国家7%~10%附近水平仍有差距, 我国物流成本优化路径遇到一定瓶颈。24年1-7月水路建设累计投资占公铁水总计投资的比重仅6.1%, 而公路/铁路分别占73.2%/20.8%, 资金面看水路建设空间仍相对充裕。我们认为水运投资有望成为拉动经济增长的新引擎, 未来建设或存加速预期。

运河项目储备丰裕, 各省共织国家水网

21年初中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》, 提出构建国家综合立体交通网, 水运包括国家航道网和全国主要港口, 到2035年“**四纵四横两网**”国家高等级航道达2.5万公里左右。今年6月交通运输部印发《关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设意见》, 强调要持续推进平陆运河建设, 指导深化湘桂、赣粤及浙赣运河前期研究论证等, 当前重点运河建设正稳步推进: 1) **平陆运河**: 贯通西部陆海新通道, 极具战略意义已于22年8月底开工, 计划2026年底主体建成, 全长134.2公里, 计划投资727亿元, 主要由广西方面出资; 2) **浙赣粤运河**: 规模最大, 全长约1988公里, 超越京杭运河, 计划投资3200亿元。**江西方面提出力争十四五时期开工建设, 预计或将于2030年前后完工**; 3) **湘桂运河**: 位于湖南和广西, 全长300公里, 计划投资1500亿元。今年8月广西、湖南宣布湘桂运河已进入酝酿阶段, 预计“十四五”期间亦有望开工; 4) **湖北荆汉运河**: 位于武汉至宜昌航道, 将长江截弯取直, 全长236公里, 预计投资784亿元, 今年6月交通运输部与湖北签订交通强国战略合作协议, 湖北省一号水利工程-荆汉运河规划前期论证工作或将启动; 5) **柬埔寨德崇富南运河**: 由我国参与承建, 已于24年8月开工, 预计28年建成, 投资额17亿美元。

运河建设产业链覆盖广, 建筑建材标的均有受益

建筑板块来看, 1) **建筑施工**: 首推**中国交建**, 公司承建平陆运河和柬埔寨运河, 是全球最大疏浚企业。推荐承建平陆运河部分项目的**中国电建**、**中国能建**; 2) **岩土工程**: 推荐**上海港湾**(布局东南亚等海外市场, 有望签署柬埔寨运河订单)、建议关注**中岩大地**(承担平陆运河岩土工程项目); 3) **建筑设计**: 建议关注**华设集团**(公司累计参与100多项河道综合整治项目)。

建材板块来看, 1) **水泥**: 首推**万年青**, 公司系江西水泥头部企业, 浙赣粤运河开工后有望为公司贡献年均7%需求弹性, 建议关注**华润建材科技**。2) **减水剂**: 推荐**苏博特**(与化工组联合覆盖), 公司系减水剂龙头, 参与平陆运河建设, 后续关注浙赣粤工程采购进展。3) **民爆**: 建议关注**易普力**(民爆头部企业, 中国能建旗下子公司, 华中/华南业务占20%/9%)、**国泰集团**(江西民爆企业, 省内业务占52%, 有望受益浙赣粤运河建设)、**广东宏大**。

风险提示: 运河施工进度不及预期、水利水运资金落实弱于预期、运河项目延期风险、建筑建材企业竞争加剧、文中测算具有一定主观等。

重点标的

股票代码	股票名称	收盘价 2024-10-11	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601800.SH	中国交建	10.50	买入	1.39	1.55	1.71	1.91	7.55	6.77	6.14	5.5
601669.SH	中国电建	5.54	买入	0.75	0.86	0.98	1.14	7.39	6.44	5.65	4.86
601868.SH	中国能建	2.31	买入	0.19	0.21	0.23	0.25	12.16	11	10.04	9.24
605598.SH	上海港湾	18.53	买入	0.71	0.87	1.09	1.4	26.1	21.3	17	13.24
603018.SH	华设集团	7.51	买入	1.02	0.73	0.8	0.88	7.36	10.29	9.39	8.53
000789.SZ	万年青	5.04	增持	0.29	0.4	0.47	0.52	17.38	12.6	10.72	9.69
01313.HK	华润建材科技	1.93	买入	0.09	0.12	0.18	0.22	21.44	16.08	10.72	8.77
603916.SH	苏博特	7.69	买入	0.37	0.34	0.43	0.52	20.78	22.62	17.88	14.79
003001.SZ	中岩大地	23.16	买入	0.94	1.11	1.31	1.51	24.64	20.86	17.68	15.34
002683.SZ	广东宏大	23.48	买入	0.15	0.59	1.14	1.85	156.53	39.80	20.60	12.69
603977.SH	国泰集团	11.05	买入	0.49	0.57	0.67	0.84	22.55	19.39	16.49	13.15

资料来源：Wind、天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

注：数据截至 2024/10/11，华润建材科技股价单位为港元/股；除中岩大地、国泰集团、广东宏大 EPS 来源于 Wind 一致预测外，其余公司 EPS 均来源于天风建材团队

内容目录

1. 水运投资增速亮眼，国家水网设计全部布局	5
1.1. 水利投资如火如荼，有望成为经济增长新引擎	5
1.1.1. 水利水运迎投资热，高运力低成本优势显著	5
1.1.2. 财政资金主导支持，资金筹措现积极态势	7
1.1.3. 水利水运政策频出，五年内或仍有较好建设预期	8
1.2. 国家水网顶层设计出炉，“四纵四横两网”稳步推进	11
2. 运河项目储备丰裕，各省共织国家水网	13
2.1. 江淮运河先行通航，航运里程有效缩短	13
2.2. 在建项目稳步推进，规划项目空间可期	14
2.2.1. 平陆运河：贯通西部陆海新通道，预计 26 年底主体建成	14
2.2.2. 浙赣粤运河：规划里程超越京杭运河，力争十四五时期开工	16
2.2.3. 湘桂运河：湖南广西协力推进，已进入酝酿阶段	17
2.2.4. 荆汉运河：武汉段长江截弯取直，前期论证工作或启动	18
2.2.5. 柬埔寨运河：中企出海合作建设，预计 28 年建成通航	19
3. 运河建设产业链覆盖广，建筑建材均有受益	20
3.1. 运河建设产业链覆盖广，施工工程繁杂	20
3.2. 建筑板块：工程施工订单释放，中国交建领军地位显著	21
3.3. 建材板块：水泥与减水剂有望受益，万年青与苏博特具地理和技术优势	22
4. 风险提示	24

图表目录

图 1：我国水利管理业固投及同比增速	5
图 2：我国广义基建固投及同比增速	5
图 3：公路、铁路、水路建设投资及同比增速	5
图 4：公路、铁路、水运建设固定资产投资占比	6
图 5：公路、铁路、水运运输成本对比	6
图 6：公路、铁路、水运货运量对比	6
图 7：公路、铁路、水运周转量对比	6
图 8：2008-2022 年水利建设投资及 GDP 乘数	6
图 9：2023 年我国落实水利建设投资的资金来源	7
图 10：2023 年我国完成水利建设投资主要流向领域及占比	7
图 11：2019-2023 年我国水利项目发行专项债规模以及占全年实际发行量比重	8
图 12：近二十年我国水利管理业固定资产投资完成额占广义基建投资完成额比重	8
图 13：我国水利建设发展历程	9
图 14：我国“两横一纵两网”布局方案图	11
图 15：中国水系及主要河流图	11
图 16：“四纵四横两网”规划内容	11

图 17: 重点运河项目图示	13
图 18: 江淮运河建设出资结构	14
图 19: 江淮运河图示	14
图 20: 江淮运河开通前后航程/水运距离变化 (单位: km)	14
图 21: 平陆运河全程示意图	15
图 22: 平陆运河地理位置图	15
图 23: 平陆运河先导建设工程施工No2 标段	15
图 24: 浙赣粤运河图示	16
图 25: 湘桂运河图示	17
图 26: 荆汉运河图示	18
图 27: 柬埔寨运河图示	19
图 28: 运河工程建设产业链	20
表 1: 我国历次水利发展五年规划主要目标	9
表 2: 水运建设相关政策	10
表 3: 重点运河项目建设情况	13
表 4: 平陆运河集团股东持股比及出资情况	15
表 5: 中国交建中标的平陆运河航道工程	21
表 6: 运河建设拉动区域水泥需求弹性测算	22
表 7: 运河建设拉动水泥公司需求弹性测算	23
表 8: 运河建设拉动减水剂需求弹性测算	23
表 9: 重点公司盈利预测	24

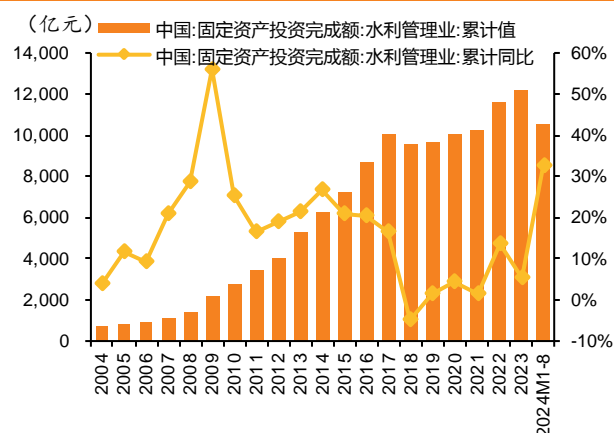
1. 水运投资增速亮眼，国家水网设计全部布局

1.1. 水利投资如火如荼，有望成为经济增长新引擎

1.1.1. 水利水运迎投资热，高运力低成本优势显著

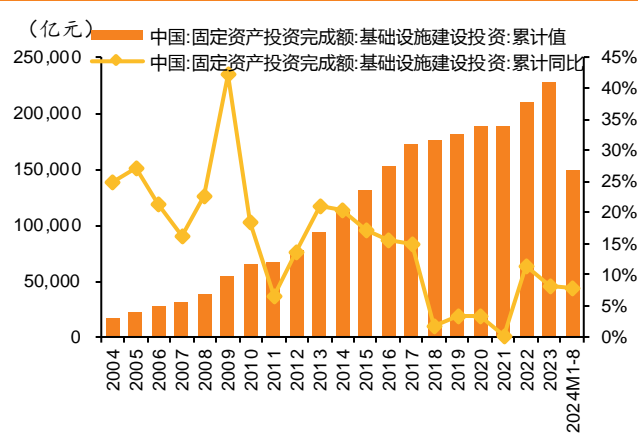
今年以来水利投资增速十分亮眼，1-8月累计同比增长超30%。从我国水利管理业年度固定资产投资完成额来看，19-23年我国水利投资和基建投资增速差异不大，平均增速均在5%附近，截至23年水利管理业固投同比+5.2%达1.2万亿元。而今年来看，1-8月水利管理业固投同比大幅增长32.6%达1.05万亿元，基建投资完成额同比仅增7.9%，较水利投资增速低24.7pct。从细分水路建设投资来看，23年累计投资增速始终处于20~30%之间，领先于公路、铁路建设增速，24年1-7月累计同比+8.8%达1202亿元，亦保持较好增长。

图 1：我国水利管理业固投及同比增速



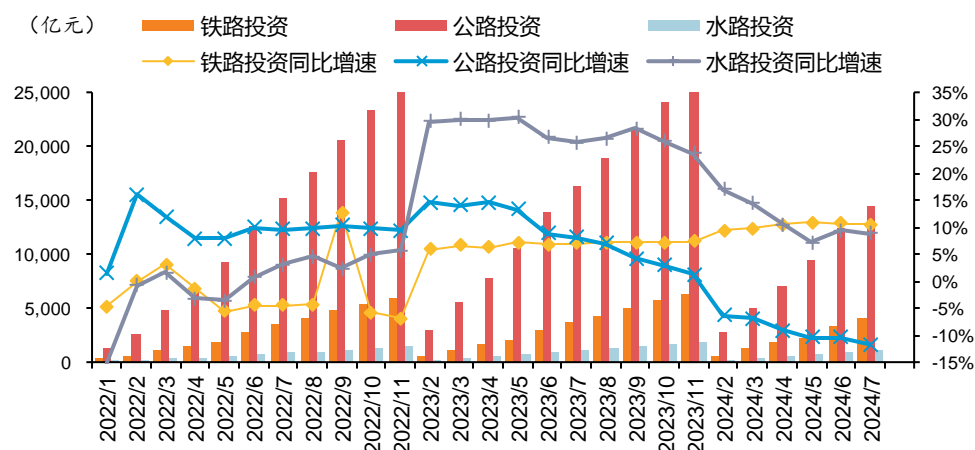
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：我国广义基建固投及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

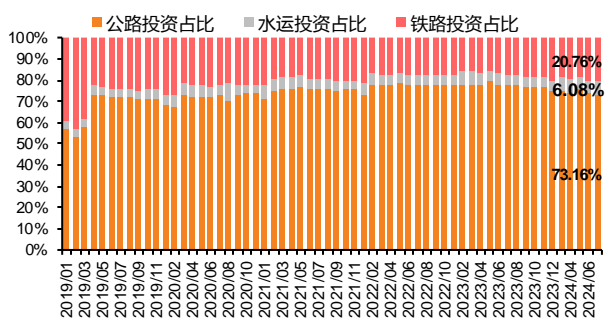
图 3：公路、铁路、水路建设投资及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

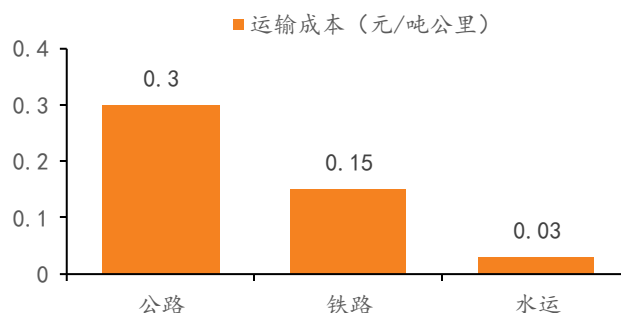
社会物流成本存优化诉求，水路建设投资空间充裕。截止 2024 年 1-7 月，水路建设累计投资占公铁水总计投资的比重仅 6.1%，而公路/铁路分别占 73.2%/20.8%，资金面看水路建设空间仍十分充裕。从水运优势来看，我们认为驱动水运投资增长的动力主要在于其具备高运力、低成本的特点，一方面水运的货物周转量约为铁路的 4 倍，公路的 2 倍，运载能力优势显著。另一方面水运运输成本仅为铁路的 50-60%，公路的 12-15%，以运输煤炭、矿石等大宗货物为例，公路/铁路的运输成本约为 0.3/0.15 元/吨公里，而长江河道水运成本仅有 0.03 元/吨公里。而当前我国社会物流成本有待优化，二十年前物流成本占 GDP 比重高达 21.4%，后经过十几年公路、铁路、航运等交通网络建设，2020 年物流成本占 GDP 比重已降至 14.7%，但到 2023 年的三年间只降低 0.3pct 达 14.4%，相较于发达国家的实际物流成本占 GDP 比重仅在 7%~10% 附近，我国物流成本优化路径或遇到一定瓶颈。

图 4：公路、铁路、水运建设固定资产投资占比



资料来源：交通运输部、天风证券研究所

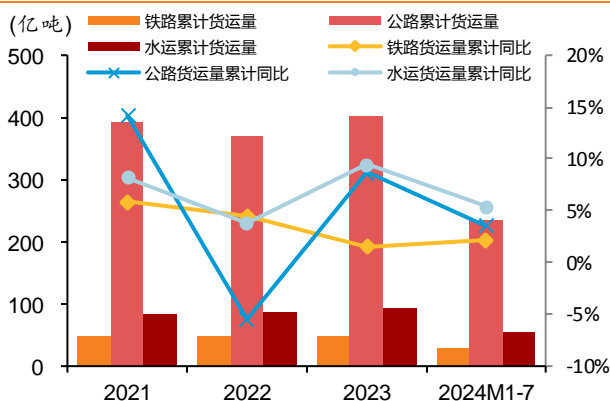
图 5：公路、铁路、水运运输成本对比



资料来源：星海情报局公众号、天风证券研究所

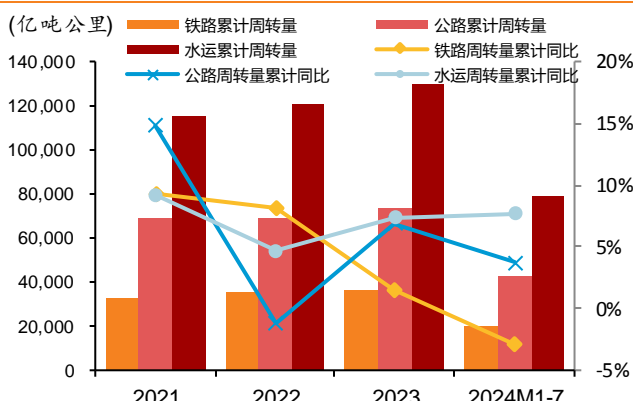
注：以煤炭、矿石一类的散货为例

图 6：公路、铁路、水运货运量对比



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

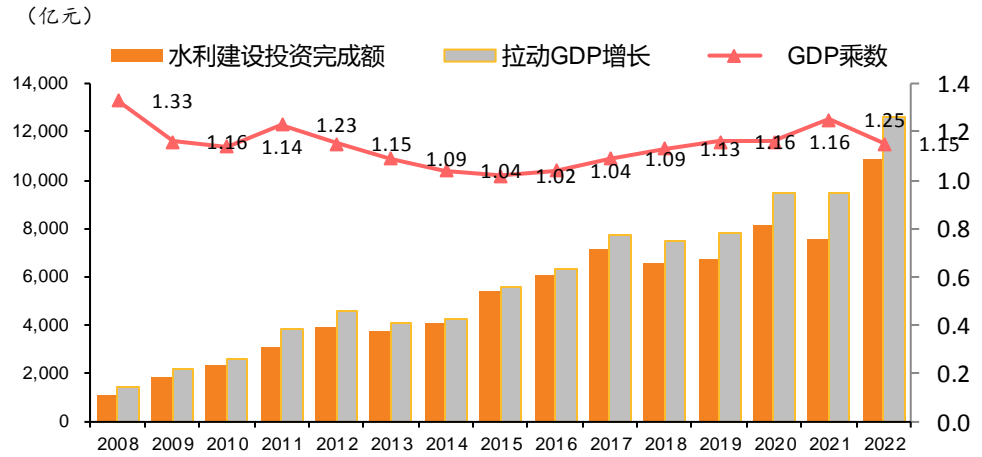
图 7：公路、铁路、水运周转量对比



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

宏观经济效益看，水利建设投资的 GDP 乘数在 1.0~1.3 附近。据《水利建设投资对经济增长影响效应研究》(作者：崔晨甲，李淼)，2008-2022 年间水利工程的 GDP 乘数约在 1.0~1.3 附近，水利建设通过带动上下游产业链投资，和带动就业以促进消费等方式，实现逆周期调节工具的投资扩大效应。

图 8：2008-2022 年水利建设投资及 GDP 乘数

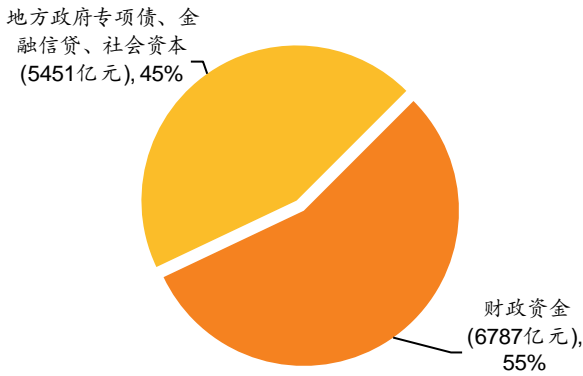


资料来源:《水利建设投资对经济增长影响效应研究》(作者:崔晨甲,李淼)、天风证券研究所

1.1.2. 财政资金主导支持，资金筹措积极态势

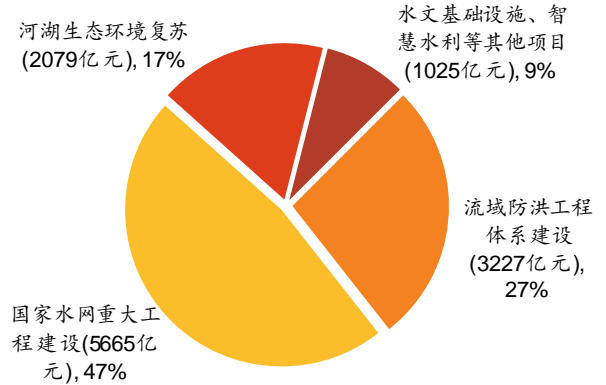
水利建设投资中财政资金支持 55%，近一半资金流向国家水网建设领域。一般而言，水利建设投资资金主要来源于财政资金、地方政府专项债券、金融信贷、社会资本等渠道，23 年我国落实水利建设投资资金 12238 亿元，其中财政资金支持 55%，其余由专项债、金融信贷等渠道支持。水利资金用途来看，23 年我国完成水利建设投资资金中国家水网重大工程建设使用 5665 亿元，占比达 47%，另外流域防洪/河湖生态环境复苏/水文和智慧水利建设等分别占 27%/17%/9%。

图 9：2023 年我国落实水利建设投资的资金来源



资料来源:水利部发展研究中心公众号、天风证券研究所

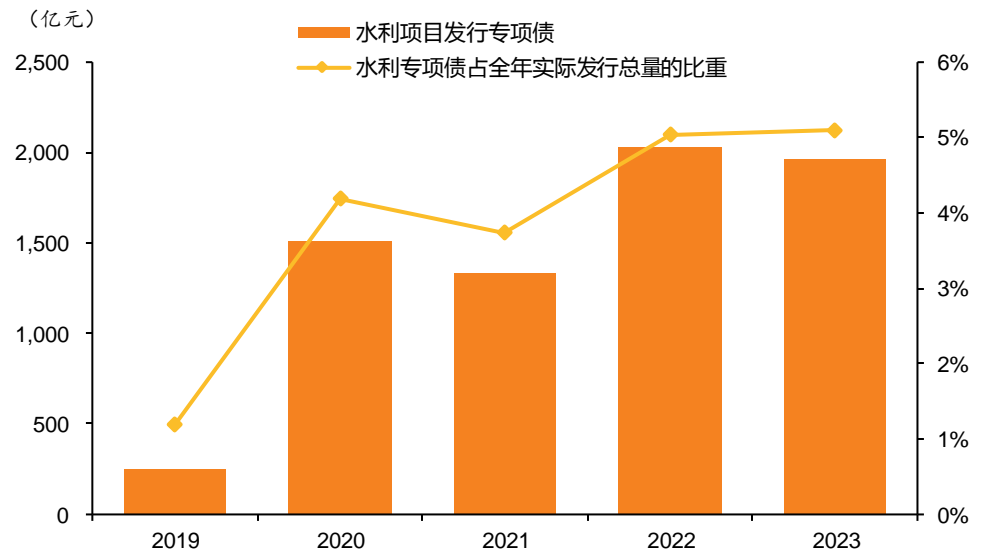
图 10：2023 年我国完成水利建设投资主要流向领域及占比



资料来源:水利部发展研究中心公众号、天风证券研究所

23 年水利专项债占发行总量比例持续攀升至 5%，今年资金筹措端再现乐观因素。专项债角度来看，近三年我国水利专项债占全年实际发行总量的比例持续攀升，23 年发行 1969 亿元，占比达 5.1%，其中引调水工程细分利用专项债券 194.8 亿元，占水利专项债的 9.9%。今年资金筹措端亦现乐观因素，前 7 个月国开行发放水运基础设施贷款 96.16 亿元，提出以“十四五”规划 102 项重大工程等为抓手，重点支持沿海、内河港口码头建设，内河高等级航道建设等领域发展。此外，9 月我国首单水利基础设施 REITs(银华绍兴原水水利项目)正式获批，我们认为未来水利投资资金渠道有望拓宽。

图 11：2019-2023 年我国水利项目发行专项债规模以及占全年实际发行量比重

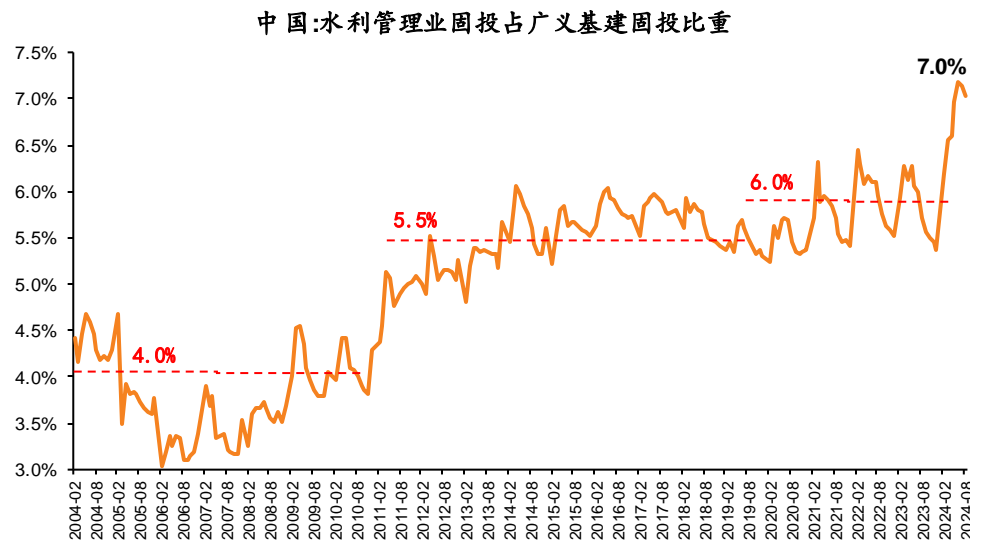


资料来源：水利部发展研究中心公众号与官网、天风证券研究所

1.1.3. 水利水运政策频出，五年内或仍有较好建设预期

水利占基建固投比重提升至 7.0%，五年内仍有较好建设预期。我们通过观测水利管理业占广义基建固定资产投资完成额的比重来划分我国水利建设投资阶段，可以发现 2000s-2010s 期间水利管理业投资占比中枢值在 4.0%附近，2010s-2020s 提升至 5.5%附近，新时代水利建设重要性开始凸显，2020 年后中枢值再提升至 6.0%附近。进入 2024 年，水利投资占比增势十分显著，截止 2024 年 8 月高达 7.0%，较 23 年底提升 1.7pct。长周期来看，我国水利部发展研究中心将 1949-2050 年百年水利征程划分为五个时期，当前处第四时期，未来五年内或仍有较强的建设预期。

图 12：近二十年我国水利管理业固定资产投资完成额占广义基建投资完成额比重



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 13：我国水利建设发展历程



资料来源：水利部发展研究中心、王亚华等《中国水利之路：回顾与展望（1949-2050）》、天风证券研究所

新时代以来我国水利政策频出，水利高质量发展稳扎稳打。2011年初，《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》最早发布，提出把水利作为国家基础设施建设的优先领域地位，力争通过5年到10年从根本上扭转水利建设明显滞后的局面，同时提出加大公共财政对水利的投入，力争其后10年全社会水利年平均投入比2010年高出一倍，自此水利建设进入新发展阶段，2011年至2025年的三个五年规划亦逐步对水利建设发展提出更高要求。

表 1：我国历次水利发展五年规划主要目标

	十二五（2011年-2015年）	十三五（2016年-2020年）	十四五（2021年-2025年）
防洪减灾	基本建成大江大河综合防洪减灾体系： 基本完成重点中小河流重要河段治理，全面完成水库除险加固任务，重点低洼地区排涝标准达到5年一遇以上等。	健全防汛抗旱指挥调度体系： 大江大河重点防洪保护区达到流域规划确定的防洪标准，中小河流重要河段防洪标准达到10~20年一遇，主要低洼易涝地区排涝标准达到5~10年一遇等。	大江大河干流3级以上堤防基本达标， 中小河流治理河段达到规划的防洪标准，全国5级及以上堤防达标率由现状的73%提高到77%。流域控制性枢纽有序建设，新增防洪库容40亿立方米等。
水资源保障（城乡供水+农村供水）	新增年供水能力400亿立方米。全面解决约3亿农村居民饮水安全，农村集中式供水受益人口比例提高到 80%左右 ，新增农田有效灌溉面积4000万亩。	新增供水能力270亿立方米。推动城镇供水设施向农村延伸，农村自来水普及率达到 80%以上 ，新增农田有效灌溉面积3000万亩。	水资源配置工程体系更加完善，新增水利工程供水能力290亿立方米。地级及以上城市应急备用水源基本建立，农村自来水普及率达到 88% 。
节约用水	全国用水总量力争控制在 6350 亿立方米以内，单位工业增加值用水量比2010年下降 30%以上 。	全国年供用水总量控制在 6700 亿立方米以内，万元工业增加值用水量较2015年降低 20% 。	全国用水总量控制在 6400 亿立方米以内，万元工业增加值用水量均较2020年下降 16%左右 。
水生态环境	新增水土流失综合治理面积25万	新增水土流失综合治理面积27万	江河湖库水源涵养与保护能力明显提

保护	平方公里,生态环境脆弱地区及重点河湖的生态环境用水状况得到 初步改善 等。	平方公里,全国重要江河湖泊功能区 水质达标率达到 80%以上 ,河湖生态环境水量基本保障。	升,重点河湖基本生态流量 达标率达到 90%以上 ,全国水土保持率提高到 73%等。
水利改革与管理	初步建成 有利于水利科学发展的制度体系。	基本建立 用水权初始分配制度,基本形成水利工程良性运行机制。	2035 年 建成 与基本实现社会主义现代化国家相适应的水安全保障 体系 。

资料来源:中国政府网、交通运输部官网、天风证券研究所

19 年以来水运相关政策频出,今年 6 月交通运输部强调推进三大运河建设。21 年初中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》,提出构建国家综合立体交通网,水运包括国家航道网和全国主要港口,到 2035 年“四纵四横两网”国家高等级航道达 2.5 万公里左右。今年 6 月交通运输部印发《关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设建设的意见》,强调要持续推进平陆运河建设,指导深化湘桂、赣粤及浙赣运河前期研究论证等,当前三大运河建设正稳步推进。

表 2: 水运建设相关政策

政策日期	政策名称	印发部门	政策内容及目标
2011/1/29	《关于加快水利改革发展的决定》	中共中央、国务院	提出把水利作为国家基础设施建设的优先领域地位,力争通过 5 年到 10 年从根本上扭转水利建设明显滞后的局面,同时提出加大公共财政对水利的投入,力争其后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍
2019/9/19	《交通强国建设纲要》	中共中央、国务院	打造绿色高效的现代物流系统,推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转移,推动铁水、公铁、公水、空陆等联运发展。
2020/5/29	《内河航运发展纲要》	交通运输部	任务:建设干支衔接江海联通的内河航道体系、打造集约高效功能协同的现代化港口、构建经济高效衔接融合的航运服务体系等。 目标:到 2035 年,基本建成现代化内河航运体系,内河千吨级航道达到 2.5 万公里,内河货物周转量占全社会比重达到 9%。到 2050 年,全面建成高效畅通的东西向和南北向跨区域水运大通道。
2021/2/24	《国家综合立体交通网规划纲要》	中共中央、国务院	构建国家综合立体交通网,水运包括国家航道网和全国主要港口,到 2035 年“四纵四横两网”国家高等级航道达 2.5 万公里左右,国境国际通航河流主要包括黑龙江、额尔古纳河、鸭绿江、图们江、瑞丽江、澜沧江、红河等,全国主要港口合计 63 个,其中沿海主要港口 27 个、内河主要港口 36 个。
2021/3/13	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	中共中央、国务院	加强水利基础设施建设,推动重大引调水(南水北调东中线后续工程建设等)、供水灌溉(新疆库尔干、黑龙江关门嘴子、贵州观音、湖南犬木塘、浙江开化、广西长塘等大型水库建设等)、防洪减灾(雄安新区防洪工程、长江中下游崩岸治理和重要蓄滞洪区等)方面多项国家水网骨干工程。
2022/1/29	《水运“十四五”发展规划》	交通运输部	预计到 2025 年,新增及改善内河航道里程约 5000 公里,新增国家高等级航道约 2500 公里,水路货运量和港口货物吞吐量分别达到 85 亿吨和 164 亿吨,集装箱铁水联运量年均增长 15%。
2023/3/29	《加快建设交通强国五年行动计划(2023—2027 年)》	交通运输部、国家铁路局、中国民用航空局、国家邮政局、中国国家铁路集团有限公司联合印发	到 2027 年,“四个一流”建设成效显著,现代化综合交通运输体系建设取得重大进展,“全国 123 出行交通圈”和“全球 123 快货物流圈”加速构建。
2023/5/25	《国家水网建设规划》	中共中央、国务院	立足流域整体和水资源空间均衡,结合江河湖泊水系特点和水利基

纲要》

基础设施布局，统筹存量和增量，加强国家骨干网、省市县水网之间的衔接，推进互联互通、联调联供、协同防控，逐步形成国家水网“一张网”。

2024/6/6 《关于新时代加强沿海和
内河港口航道规划建设
的意见》 交通运输部

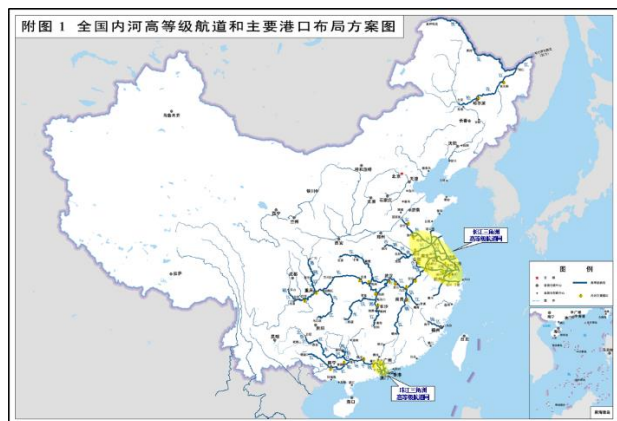
- 1、推进多层次的国家港口枢纽体系建设：加快打造世界级港口群、持续提升国际枢纽港发展能级等。
- 2、加快国家高等级航道规划建设：**充分发挥干线航道主通道作用，包括持续推进平陆运河建设，指导深化湘桂、赣粤及浙赣运河前期研究论证等。**
- 3、推动一体化高质量发展：集约高效利用港口岸线、加快发展多式联运等。

资料来源：中国政府网、交通运输部、北京周报等，天风证券研究所

1.2. 国家水网顶层设计出炉，“四纵四横两网”稳步推进

当前呈“两横一纵两网”内河高等级航道布局，未来向“四纵四横两网”布局迈进。由于我国地势西高东低，自然水系多为东西流向，而南北走向则需打通运河来实现全局水网布局。当前我国水网呈“两横一纵两网”布局：“两横”指长江干线，西江航运干线，“一纵”指京杭大运河，“两网”指长三角和珠三角两个高等级航道网。而未来将建成“四纵四横两网”布局，新增“两横”即淮河干线及主要支流、黑龙江及主要支流，新增“三纵”即江淮干线、浙赣粤和汉湘桂跨流域水运通道。

图 14：我国“两横一纵两网”布局方案图



资料来源：交通运输部、天风证券研究所

图 15：中国水系及主要河流图



资料来源：自然资源部、天风证券研究所

图 16：“四纵四横两网”规划内容



2. 运河项目储备丰裕，各省共织国家水网

我们梳理重点运河项目主要包括江淮运河、平陆运河、荆汉运河、湘桂运河、浙赣粤运河，以及柬埔寨的德崇富南运河。其中 a) 江淮运河已建成通航，b) 平陆运河、柬埔寨运河分别于 22 年/24 年开工，预计分别于 26 年/28 年建成。c) 荆汉运河、湘桂运河、浙赣粤运河项目正处前期论证阶段，其中浙赣粤运河规模最大，规划里程数甚至超越京杭大运河。

表 3：重点运河项目建设情况

运河项目	里程 (公里)	投资额 (亿元)	所在地区	建设进度
江淮运河	355	950	安徽	已通航
平陆运河	134	727	广西	22 年 8 月开工，预计 26 年建成
柬埔寨运河	180	17 亿美元	柬埔寨	24 年 8 月开工，预计 28 年建成
荆汉运河	236	784	湖北	待开工
湘桂运河	300	1500	湖南、广西	待开工
浙赣粤运河	1988	3200	江西、广东、浙江	待开工
47 个内河水运项目	——	1416	河南	待开工

资料来源：安徽省人民政府、中国新闻周刊、交通运输部等，天风证券研究所

图 17：重点运河项目图示



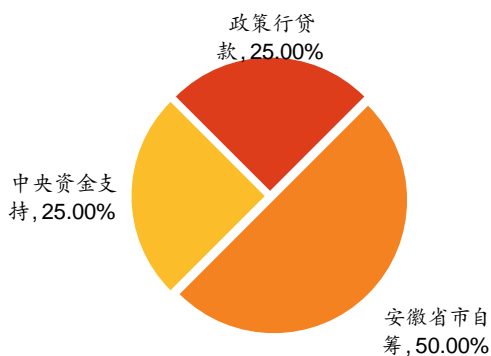
资料来源：英思数字工程公众号、天风证券研究所

2.1. 江淮运河先行通航，航运里程有效缩短

安徽江淮运河是运河建设先行者，已于去年试通航，投资额约 950 亿元，其中中央出资 200 多亿元，安徽省市共同筹资 400 多亿元，其他 200 多亿元来自政策性银行贷款。运河全长 355 公里，是引江济淮工程重要组成部分，可通航 2000 吨级船舶。江淮运河成功联

通淮河、巢湖、长江，形成一条连接南北的黄金水道，使淮河中上游地区与长江中上游地区的水运不必再绕道京杭运河，缩短了 200-600 公里航程。江淮运河通航后，每年可节约腹地大宗货物运费 60 多亿，降低沿线工业企业物流成本 5%至 10%。

图 18：江淮运河建设出资结构



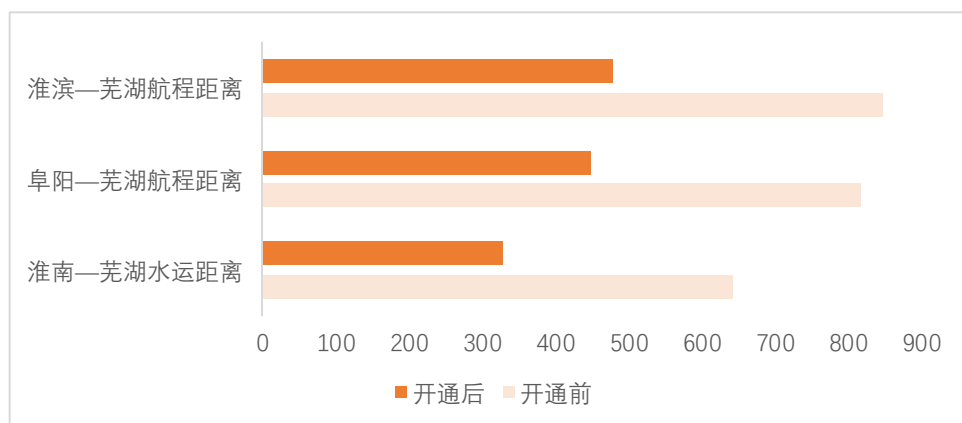
资料来源：武汉房佳荟公众号、财政部官网，天风证券研究所

图 19：江淮运河图示



资料来源：智谷趋势公众号，天风证券研究所

图 20：江淮运河开通前后航程/水运距离变化（单位：km）



资料来源：扬州大学中国大运河研究院官网、安徽国资公众号、天风证券研究所

2.2. 在建项目稳步推进，规划项目空间可期

2.2.1. 平陆运河：贯通西部陆海新通道，预计 26 年底主体建成

平陆运河贯通西部陆海新通道，极具战略意义。广西平陆运河是新中国成立以来第一条江海联通的运河工程，**全长 134 公里，已于 22 年 8 月开工，预计 26 年底主体建成。平陆运河计划投资 727 亿元，主要由广西方面出资建设**，由区里与南宁、钦州等地共同出资，同时获得国家政策性开发性金融工具（基金）72.73 亿元。广西作为西部地区唯一沿海省份，其水路建设具备重要意义。由于省内多山、地形崎岖，经行广西的西江没有向南流入北部湾，而是向东注入珠江口，平陆运河规划据此而生。运河建成后广西的货物不必绕道珠三角出海，而是直接通过平陆运河从北部湾出海，至少能节约 560 公里的航程和 7 天左右的时间。运河建成后亦可为西南地区的货物出海提供便捷通道，极具经济价值和战略意义。

表 4：平陆运河集团股东持股比及出资情况

发起人	持股比例	认缴出资 (亿元)	实缴出资 (亿元)
广西壮族自治区交通运输厅 疑似实控人	40.00%	80	20.0
南宁交通投资集团有限公司	15.00%	30	0.3
钦州市开发投资集团有限公司	15.00%	30	1.0
广西北部湾国际港务集团有限公司	10.00%	20	9.0
广西北部湾投资集团有限公司	10.00%	20	9.0
广西交通投资集团有限公司	10.00%	20	9.0
合计		200	48

资料来源：Wind、天风证券研究所

图 21：平陆运河全程示意图



资料来源：城市进化论公众号，天风证券研究所

图 22：平陆运河地理位置图



资料来源：城市进化论公众号，天风证券研究所

目前平陆运河开工建设两年实现任务“双过半”。根据中国疏浚协会公众号，截至 24 年 9 月，平陆运河项目西部陆海新通道骨干工程平陆运河开工建设两年来，项目累计完成投资 386.3 亿元，开挖土石方约 2.2 亿立方米，顺利实现“双过半”。经过两年建设，平陆运河全线最大的裁弯取直航道已成型，三座梯级枢纽均已进入混凝土浇筑高峰期，沿线 6 所回建及新建小学全部顺利通过竣工验收，16 座保通桥已全部建成，钦州水上服务区进入主体结构施工阶段。

图 23：平陆运河先导建设工程施工№2 标段



资料来源：中交四航局公众号，天风证券研究所

2.2.2. 浙赣粤运河：规划里程超越京杭运河，力争十四五时期开工

浙赣粤运河规模最大，全长约 1988 公里，超越京杭运河，其中浙江/江西/广东境内分别有 350/1168/470 公里，由浙赣运河与粤赣运河两部分组成，两条河流在鄱阳湖交汇，项目总投资达 3200 亿元。运河建成后，长江沿岸城市去往珠三角地区的货船可实现直达，不必通过上海、浙江等东南沿海地区绕行，至少能够节约 1200 公里的航程。浙赣粤运河或对江西经济助益显著，60%河段位于江西，运河建成后将实现南连大湾区直至出海，北接长三角，一路贯通京津冀的水路布局。届时江西可实现以低廉的成本运输其资源储量丰厚的有色、稀有、稀土和铀矿产等大宗货物，有望凭借发达的水运和资源，发展上下游工业，实现经济崛起。

早在 21 年 2 月印发的《国家综合立体交通网规划纲要》中，浙赣粤、汉湘桂等跨流域水运通道已被列入国家综合立体交通网主骨架布局，今年 6 月交通运输部印发《关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设的意见》，再次强调要指导深化浙赣粤、湘桂运河前期研究论证等。而 21 年末江西方面印发《江西省“十四五”综合交通运输体系发展规划》提出加快浙赣粤运河前期工作，**力争“十四五”开工建设。据赣州政府官方网站回复提问渠道，赣粤大运河枢纽诸多前期工程都已开工，预计将于 2030 年前后完工。**

图 24：浙赣粤运河图示



资料来源：智谷趋势公众号、天风证券研究所

2.2.3. 湘桂运河：湖南广西协力推进，已进入酝酿阶段

湘桂运河位于湖南和广西，全长约 300 公里，总投资达 1500 亿。运河建成后，向北可以与长江连通，向南可以借道珠江，直抵珠三角，甚至还可以通过平陆运河进入北部湾，或将成为长江中上游地区从南部出海最便捷的航运大通道。

湘桂运河同浙赣粤运河规划类似，在 21 年《国家综合立体交通网络规划纲要》和 24 年 6 月《关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设的意见》中两次被提及，要推进/指导深化前期研究论证。地方政府对运河建设推进意愿更强，今年 8 月广西、湖南宣布湘桂运河已进入酝酿阶段，我们预计湘桂运河在“十四五”期间亦有望开工。

图 25：湘桂运河图示



资料来源：智谷趋势公众号、天风证券研究所

2.2.4. 荆汉运河：武汉段长江截弯取直，前期论证工作或启动

湖北荆汉运河位于武汉至宜昌航道，全长 236 公里，预计投资 784 亿元。近些年我国持续对长江航道大力改造，目前上海到武汉段、宜昌到重庆段均能长年通航万吨级轮船。而受长江河道水情影响，武汉至宜昌段仅能通行 5000 吨级轮船，枯水期只有 3000 吨，截弯取直的荆汉运河规划据此而生。运河建成后，万吨级货轮将能常年通行于武汉和宜昌之间，经初步估算，航程将缩短 260 公里，减少 14 小时航行时间，每年可以为长江航运节约 300 亿的货运成本，极大提升长江航运效率，长江中游梗阻问题同时将得到解决。

早在 2015 年，便有专家团队提出荆汉运河工程规划，至今项目已谋划近十年之久，却迟迟未正式纳入国家规划。23 年 9 月湖北省发改委印发“湖北省推进荆汉运河工程规划前期工作方案”，清晰地规划了人工运河的路线。今年全国两会湖北团代表联名提交了 5 件重点建议，包括加快推进荆汉运河工程前期工作。今年 6 月，交通运输部与湖北签订交通强国战略合作协议，湖北省的一号水利工程-荆汉运河规划前期论证工作或启动。

图 26：荆汉运河图示



资料来源：城市进化论公众号，天风证券研究所

2.2.5. 柬埔寨运河：中企出海合作建设，预计 28 年建成通航

海外方面，柬埔寨德崇富南运河已于 8 月 5 日如期开工。运河设计建设长度为 180 公里，总投资 121 亿元（17 亿美元），预计 2028 年建成通航。该项目位于柬埔寨干丹省南部湄公河源头，为中柬合建，柬埔寨国营企业和本地企业主导项目建设，中资企业参与第二段的投资及建设。德崇富南运河先后经过干丹、茶郊、贡布和白马 4 个重要省份，覆盖人口 160 万。该运河包括 3 个运河交通导航站和 11 座跨河桥梁，其双向航道足以让载重吨位达 3000 吨的船只同时通过，确保了运力和较低的运输成本。运河建成后将连接金边港和白马省海港，串联其最大的深水海港西哈努克港，打通湄公河与柬埔寨海岸线的航运系统，投入使用后预计将使运输成本降低约 16%。

图 27：柬埔寨运河图示



资料来源：现代物流报公众号，高棉时报，天风证券研究所

3. 运河建设产业链覆盖广，建筑建材均有受益

3.1. 运河建设产业链覆盖广，施工工程繁杂

具体到修建运河的步骤来看，主要包括以下几个环节：

- 规划与设计阶段：**运河建设前期需要对项目做充分研判，包括明确运河修建的目的、功能定位、通行船只类型及规模等，同时进行地质、水文、气象等方面的勘察工作，以了解工程的环境条件和地质状况等，若研判可行后，将对运河建设开展方案**勘察**设计，包括运河的线路选择、渠道的深度和宽度、闸门的设置、水位调节系统等。
- 前期准备阶段：**项目方案敲定后，需进行**征地拆迁**、材料和设备采购等前期准备工作，涉及材料包括**炸药雷管等爆破材料，水泥、砂石、骨料、减水剂等施工材料**，闸门、螺纹钢等金属件，以及挖掘机等机械设备。
- 施工建设阶段：**施工建设阶段流程繁杂，主要包括**开挖河道、修建堤防、建设水利设施**（包括建设船闸、减水闸、束水坝/拦沙闸等水利设施，以控制水位升降、分洪排沙等）、**河道整治**，以及质量控制与监督等环节。其中，河道整治指对河道进行疏浚、护岸、清淤等工作，保持河道的畅通和稳定。
- 竣工验收阶段：**施工完成后，相关部门进行工程验收，检查工程质量是否符合要求。
- 后期维护与管理：**后期维护管理主要包括清理淤泥、检修水利设施、修剪沿岸植被等，以及加强水质监测和保护工作，防止污染物进入运河等。

图 28：运河工程建设产业链



资料来源：前瞻产业研究院、中研网、紫竹宝典公众号等，天风证券研究所

3.2. 建筑板块：工程施工订单释放，中国交建领军地位显著

建设运河涉及的建筑业务主要包括工程施工、岩土地基工程、勘察设计等。

1) 工程施工

- **中国交建：**公司作为全球规模最大的疏浚企业，有望充分受益于运河建设提速。2023年3月中国交建公告约199亿**平陆运河项目**，交建作为平陆运河工程重要建设主力军，包括勘察设计、先导工程在内中标合同金额累计超过215亿元，**约占平陆运河总投资727亿的30%**，夯实了中国交建交通基础设施业务的领军地位。此外，柬埔寨德崇富南运河部分投资由中国交建子公司中国路桥出资，充分彰显了交建在疏浚领域的技术实力以及海外投资业务的多元化发展。

表 5：中国交建中标的平陆运河航道工程

项目名称	中标单位	项目金额 (亿元)
平陆运河跨线桥梁工程施工 NO.QL7 标段	中交路桥建设有限公司	6.79
平陆运河枢纽工程施工 NO.SN3 标段	中交第二航务工程局有限公司	52.78
平陆运河枢纽工程施工 NO.SN5 标段	中交第一航务工程局有限公司	41.46
平陆运河枢纽工程施工 NO.SN12 标段	中交第四航务工程局有限公司	30.28
平陆运河航道工程施工 NO.HD1 标段	中交广州航道局有限公司	17.36
平陆运河枢纽工程施工 NO.HD15 标段	中交天津航道局有限公司	18.27
平陆运河枢纽工程施工 NO.HD8 标段	中交上海航道局有限公司	17.61
平陆运河枢纽工程施工 NO.HD9 标段	中交第三航务工程局有限公司	14.66

资料来源：中国交建公司公告，天风证券研究所

- **中国电建：**公司业务涵盖工程承包与勘测设计、电力投资与运营及其他业务等，24年1-8月能源电力/水资源与环境业务新签合同额分别达4516/1030亿元，同比+20%/-7%。**公司亦承建平陆运河部分项目，子公司已中标平陆运河 NO.HD2 标段，中标金额 16.29 亿元。**
- **中国能建：**公司作为能源电力和基础设施建设领域的主力军和排头兵，先后承建了三峡工程、南水北调、西气东输、西电东送、三代核电等一系列关系国计民生的重大工程。**子公司葛洲坝路桥公司承建钦州市灵山县平陆运河第4标段，线路长 11.88km。**

2) 岩土地基工程

- **上海港湾：**公司主营业务为地基处理、桩基工程等，主要布局东南亚、中东等海外市场，24H1公司境外业务收入占总营收的91%。公司积极关注全球基建发展趋势，紧抓发展机遇。近期柬埔寨王国国务秘书 DUONG DARA 等领导访问公司，**向公司详细介绍了柬埔寨德崇扶南运河及周边需围海造地新建配套港口等项目，并诚邀公司于今年10月份前往柬埔寨进行实地考察，我们预计公司有望参与柬埔寨德崇扶南运河建设。**
- **中岩大地：**公司主营业务为岩土工程，坚持以核心技术+核心材料为国家战略服务的发展方向，积极拓展核电、水利水电、港口、跨江跨海桥隧及风电光伏等关键领域，**承担了多项重大岩土工程项目，包括国家会议中心二期、平陆运河、雄**

安新区城际铁路雄安新区、粤港澳大湾区横琴澳门通关口岸等国家重点工程。

3) 勘察设计

- **华设集团**：公司主营业务为勘察设计，水运领域稳定保持行业龙头地位，承担了多项国省重大工程项目设计。24年上半年公司承接江苏盐宝线航道整治工程宝应段勘察设计、苏南运河镇江段航道疏浚工程勘察设计、广东省北江航道上延工程勘察设计等，**勘察设计平陆运河工程，并积极参与赣粤运河可行性研究。**

3.3. 建材板块：水泥与减水剂有望受益，万年青与苏博特具地理和技术优势

建设运河涉及的建材业务主要包括水泥、减水剂、工业炸药等。

1) 水泥

水泥来看，我们首先测算重点运河项目预计可为当地水泥带来的需求空间，根据平陆运河134公里里程，需浇筑1290万立方米混凝土，按每立方混凝土需300kg水泥计算，我们得到**每公里运河需用2.9万吨水泥**，则平陆/荆汉/湘桂/浙赣粤运河全建设周期内预计分别需用387/682/866/5741万吨水泥，假设荆汉运河、湘桂运河、浙江赣粤运河建设周期均为5年，则对应年均水泥需求量分别约为91/136/173/1148万吨。分地区来看，平陆运河和荆汉运河全长分别位于广西和湖北，湘桂运河和浙赣粤运河则有跨省布局，我们据其里程布局拆分测算对各省的需求贡献增量，发现**浙赣粤运河预计将为江西地区水泥需求带来8%需求空间**，而其余地区增量空间仅在1%附近。

表 6：运河建设拉动区域水泥需求弹性测算

运河项目	投资额 (亿元)	区域	里程 (公里)	混凝土用量 (万 m³)	对应水泥用量 (万吨)	建设周期 (年)	拉动水泥需求 (万吨/年)	23 年区域水泥产量 (万吨)	对应区域弹性
平陆运河	727	广西	134	1290	387	4.25	91	9999	0.9%
荆汉运河	784	湖北	236	2272	682	5	136	9893	1.4%
湘桂运河	1500		300	2888	866	5	173		
		湖南	212	2041	612		122	8286	1.5%
		广西	88	847	254		51	9999	0.5%
浙赣粤运河	3200		1988	19138	5741	5	1148		
		江西	1168	11244	3373		675	8341	8.1%
		广东	470	4525	1357		271	14322	1.9%
		浙江	350	3369	1011		202	12711	1.6%

资料来源：中国新闻网、中国政府网、南方都市报等，天风证券研究所

水泥企业层面来看，我们根据各企业的区域市占率进行测算，发现浙赣粤运河预计可为万年青水泥需求带来较高弹性，而其他弹性空间均较小。

- **万年青**：公司是江西国资委旗下水泥企业，在江西省占率达22%，公司11条水泥产线均位于江西地区，拥有熟料产能1,375万吨/年、水泥产能2,600万吨/年，产品畅

销江西赣东、赣南、赣北大部分地区，并向周边省份辐射。公司有望充分受益浙赣粤运河建设，我们测算开工后有望为公司贡献年均 7%需求弹性。

- **华润建材科技：**公司是两广水泥龙头，从区域看三大运河均有望有业绩拉动，但贡献空间仅约 1%，短期看弹性较小。长期来看，在珠江-西江水系不断完善治理背景下，公司有望受益于沿西江的密集厂址布局，在未来借水运形成的区域大市场中，具备更强的区位优势，有望进一步拓展市场份额。

表 7：运河建设拉动水泥公司需求弹性测算

公司	运河项目	区域	市占率	拉动公司销量 (万吨/年)	23 年销量 (万吨)	对应公司弹性
万年青	浙赣粤运河	江西	22%	148	2,137	6.9%
华润建材科技	浙赣粤运河	广东	19%	52	6673	0.8%
	平陆运河	广西	26%	24		0.4%
	湘桂运河	广西	26%	13		0.2%
	合计			88		1.3%
海螺水泥	浙赣粤运河	广东	22%	60	29300	0.2%
	湘桂运河	湖南	30%	0		0.1%
	合计			60		0.3%
天山股份	浙赣粤运河	江西	20%	135	23553	0.6%
	浙赣粤运河	浙江	55%	111		0.5%
	湘桂运河	湖南	25%	31		0.1%
	合计			277		1.2%
华新水泥	荆汉运河	湖北	35%	48	6190	0.8%

资料来源：卓创资讯、各公司公告、天风证券研究所

注：各公司市占率以产能口径统计，数据截至 2024/7/31

2) 减水剂

- **苏博特：**公司是外加剂领域的龙头企业，依托领先行业的技术优势，积极参与水运工程项目建设，产品和技术先后应用在平陆运河、江淮运河、引江补汉、滇中引水等工程项目中，有望继续参与其他运河建设。以每立方米混凝土需要 9.5kg 减水剂计，我们测算平陆/荆汉/湘桂/浙赣粤运河预计年均分别新增 0.3/0.4/0.5/3.6 万吨减水剂需求量，而苏博特 23 年减水剂销量为 102 万吨，若浙赣粤运河开工建设且全部采购公司产品，预计将为公司带来约 5%的需求增量，考虑到实际采购量未必均来自苏博特，预计实际弹性或低于 5%，后续关注浙赣粤运河开工及采购进度。

表 8：运河建设拉动减水剂需求弹性测算

运河项目	测算全周期减水剂用量 (万吨)	测算年均减水剂用量 (万吨/年)
平陆运河	1.2	0.3
荆汉运河	2.2	0.4
湘桂运河	2.7	0.5
浙赣粤运河	18.2	3.6

资料来源：中国新闻网、天风证券研究所

3) 工业炸药

- **易普力：**公司是民爆头部企业，中国能建旗下子公司，民爆产品包括工业炸药、工业雷管、工业导爆管及工业导爆索等，产品应用于矿山开采、基础设施建设及其他工程爆破服务。公司华中/华南业务占比 20%/9%，工业炸药年产能 52.15 万吨，24H1 公司工业炸药和雷管收入占比达 25%。
- **国泰集团：**公司是江西民爆企业，省内业务占比达 52%，具有 17.4 万吨工业炸药生产许可能力，后续有望受益于浙赣粤运河建设。公司近三年毛利率保持在 35% 附近，显著高于同行水平。
- **广东宏大：**公司是民爆头部企业，产能遍布广东、辽宁、黑龙江等地，工业炸药产能 53.3 万吨，居全国前三，24H1 公司民爆器材销售占比为 18%。

表 9：重点公司盈利预测

代码	名称	收盘价 (元/股)	EPS(元/股)				PE(元/股)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601800.SH	中国交建	10.5	1.39	1.55	1.71	1.91	7.55	6.77	6.14	5.5
601669.SH	中国电建	5.54	0.75	0.86	0.98	1.14	7.39	6.44	5.65	4.86
601868.SH	中国能建	2.31	0.19	0.21	0.23	0.25	12.16	11	10.04	9.24
605598.SH	上海港湾	18.53	0.71	0.87	1.09	1.4	26.1	21.3	17	13.24
603018.SH	华设集团	7.51	1.02	0.73	0.8	0.88	7.36	10.29	9.39	8.53
000789.SZ	万年青	5.04	0.29	0.4	0.47	0.52	17.38	12.6	10.72	9.69
01313.HK	华润建材科技	1.93	0.09	0.12	0.18	0.22	21.44	16.08	10.72	8.77
603916.SH	苏博特	7.69	0.37	0.34	0.43	0.52	20.78	22.62	17.88	14.79
002683.SZ	广东宏大	23.16	0.94	1.11	1.31	1.51	24.64	20.86	17.68	15.34
003001.SZ	中岩大地	23.48	0.15	0.59	1.14	1.85	156.53	39.80	20.60	12.69
603977.SH	国泰集团	11.05	0.49	0.57	0.67	0.84	22.55	19.39	16.49	13.15

资料来源：Wind、天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

注：数据截至 2024/10/11，华润建材科技股价单位为港元/股；除中岩大地、国泰集团、广东宏大 EPS 来源于 Wind 一致预测外，其余公司 EPS 均来源于天风建材团队

4. 风险提示

运河施工进度不及预期：运河项目复杂且受多重因素影响，如土地征用、审批流程和技术挑战等，任何环节的延迟均可能导致开工进度低于预期。

水利水运资金落实弱于预期：水利及基建投资依赖政策支持和资金保障。如果财政政策不如预期，或市场融资环境收紧，项目投资规模可能缩减，导致工程进展缓慢，影响项目经济效益和区域发展的实现。

运河项目延期风险：大型基础设施项目通常伴随着较高的风险，包括项目延期、成本超支和技术挑战，这些都可能对企业的财务状况和声誉造成负面影响。

建筑建材企业竞争加剧：若未来运河建设热潮超预期，可能引发建筑建材企业竞争加剧，建筑施工合同订单价格和水泥等建材产品价格可能具有一定下行风险，影响企业利润弹性。

文中测算具有一定主观性。

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