

# 建筑装饰

证券研究报告  
2019年07月19日

## 行业半年度投资策略：政策托底概率提升，基建链条布局正当时

**投资评级**  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

回顾行业 2019 上半年：跑输指数、机构配置低、政策符合预期

**作者**

**展望：基建投资增速仍然疲弱，但结构性特征仍然值得关注**

**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

2019 年以来流动性的边际宽松以及去年底审批项目加速对基建投资增速产生的提振作用有所减弱，上半年基建投资增速略低于市场预期。即使基建投资增速的反弹力度较弱，但却呈现出之前并未出现的结构性特征。在地方债务监管高压下，基建投资相关资金对于项目的合规性与地方财政承受能力要求显著提升，从而造成目前基建投资“西部弱、东部中部强”以及“公共设施弱、交通投资强”的结构性特征，其所涉及的细分领域仍然值得关注。

若经济出现超预期下行，中央可能启用其他政策工具来对冲经济下滑的风险。我们认为调整项目资本金比率以及发行特别国债可能是较为合适的政策对冲工具。

**行业走势图**



资料来源：贝格数据

**行业亮点之长三角一体化：撬动基建 3 万亿投资，各省基建计划向其倾斜**

长三角一体化上升为国家战略，对其自身发展和完善国家改革开放战略的总体布局具有重大意义。根据我们统计和测算，所有规划以及框架协议中涉及的基础设施项目投资金额合计超过 29980 亿元，其中交通基础设施（包括水利和供水系统）投资金额合计 21329 亿元，占总投资金额的 71%。按照上述测算 2016-2020 年交通基础设施投资金额分别为 1939 亿元、2483 亿元、3826 亿元、4128 亿元、5145 亿元，在当年“三省一市”交通基础设施投资总金额中占比从 49% 逐渐上升到 82%。这意味着重点项目在三省一市的占比越来越大，说明交通基础设施建设向长三角一体化战略倾斜，政策影响明显。后续可期待顶层设计文件进一步出台，注目毗邻地带。

**相关报告**

- 1 《建筑装饰-行业专题研究:再谈项目回款-建筑民企 2018 年年报问询函汇总分析》 2019-07-05
- 2 《建筑装饰-行业点评:地方专项债的“一般化”，合规重大项目有望加强发力》 2019-06-11
- 3 《建筑装饰-行业专题研究:从《筑梦情缘》看中国近代建筑发展【天风建筑端午特辑】》 2019-06-10

**行业亮点之国企改革和国资战略入股：需重视当下大趋势**

政策对于国企的影响主要可以归结于两个方面：一方面，为企业注入内在发展动力，提高企业经营效率，实现净利率及周转率提高；另一方面，降低企业的财务风险和负担，实现资产负债率降低。我们预计：

(1) 基于中国建筑有多个上市平台，未来在子公司层面具有较大的改革空间；第四期股权激励计划将如期进行。

(2) 未来中国铁建仍会以借助内地和香港资本市场进行市场化运作的方式深化改革；发行可转债、进行市场化债转股的可行性有所提高。

(3) 中国中铁尝试多类型资本运作模式，预期未来仍会以依靠资本市场进行改革作为主要途径，拓展改革深度与范围；增加资产证券化规模。

(4) 中交集团未来将仍以“一台六柱”战略作为改革主要逻辑线。中国交建作为核心“一柱”，未来将聚焦主营业务，剥离非主业资产；实施股权激励的可行性提高。另外，行业国资战略入股现象快速增加，建议关注小市值民营建筑公司的投资机会。

**投资建议**

上半年行业情况基本与我们之前预期相符；下半年来看，下一步刺激、放松基建的概率和力度预计有所增加，部分政策工具如调整项目资本金比率、发行特别国债存在使用的可能。对于主题而言，长三角一体化、国企改革和国资战略入股将成为持续的热点。综上，维持行业的“强于大市”评级。投资标的上推荐关注基建工程建设央企中国铁建、中国中铁、中国交建等大建筑央企，以及长三角一体化区域建设龙头，比如上海建工、隧道股份等等；此外设计链条相关标的依然值得关注，比如中设集团、苏交科等等。此同时部分小而美个股可能会走出独立行情，如乾景园林、高新发展、腾达建设、亚翔集成、华体科技等。

**风险提示：**我国固定资产投资增速加速下行，前期政策落地不及预期，流动性环境超预期收紧，公司项目回款低于预期

## 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-07-16	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601668.SH	中国建筑	5.96	买入	0.91	1.02	1.12	1.24	6.55	5.84	5.32	4.81
601390.SH	中国中铁	6.49	买入	0.75	0.92	0.96	1.03	8.65	7.05	6.76	6.30
601186.SH	中国铁建	9.82	买入	1.32	1.54	1.67	1.80	7.44	6.38	5.88	5.46
601800.SH	中国交建	11.09	买入	1.22	1.40	1.54	1.69	9.09	7.92	7.20	6.56
300284.SZ	苏交科	9.30	买入	0.77	0.93	1.14	1.41	12.08	10.00	8.16	6.60
603018.SH	中设集团	12.56	买入	1.30	1.70	2.19		9.66	7.39	5.74	
600170.SH	上海建工	3.90	买入	0.31	0.37	0.42	0.49	12.58	10.54	9.29	7.96
600820.SH	隧道股份	6.26	买入	0.63	0.69	0.77	0.86	9.94	9.07	8.13	7.28
603778.SH	乾景园林	4.76	增持	-0.01	0.20	0.24	0.30	-476.00	23.80	19.83	15.87
000628.SZ	高新发展	10.11	买入	0.18	0.34	0.62	0.99	56.17	29.74	16.31	10.21
603679.SH	华体科技	41.98	买入	0.70	1.59	2.40	3.23	59.97	26.40	17.49	13.00
603929.SH	亚翔集成	16.62	买入	0.76	0.87	1.10	1.42	21.87	19.10	15.11	11.70

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

1. 回顾 2019 上半年：跑输指数、机构配置低、政策符合预期.....	6
1.1. 上半年行业大幅跑输指数，机构关注度快速降低 .....	6
1.2. 政策力度符合之前预期，投资分项增速下半年有望回到预期 .....	7
2. 展望：基建补短板力度有望逐渐加强，龙头估值优势将会显现 .....	7
2.1. 基建投资增速仍然疲弱，但结构性特征仍然值得关注 .....	7
2.2. 基建放松政策再现，“中央可控”下未来基建补短板弹药仍然可观 .....	10
2.3. 若经济出现超预期下行，哪些政策工具可能被启用？ .....	12
2.4. 目前多数建筑行业龙头标的的估值优势已经逐步显现 .....	14
3. 行业亮点之长三角一体化：撬动基建 3 万亿投资，各省基建计划向其倾斜.....	16
3.1. 跻身国家顶级战略，做好发展排头兵 .....	16
3.2. 定量测算：基础设施一体化将撬动长三角一体化 3 万亿投资 .....	18
3.2.1. 基础设施一体化建设势如破竹 .....	18
3.2.2. 撬动长三角基础设施建设 3 万亿新增长 .....	20
3.3. 后续展望：翘首顶层设计，注目毗邻地带 .....	22
4. 行业亮点之国企改革和国资战略入股：需重视当下大趋势 .....	23
4.1. 国改政策不断放权，国企运营趋于市场化 .....	23
4.1.1. 中国建筑：股权激励注入内在发展动力，子公司齐力投入改革 .....	24
4.1.2. 中国铁建：境内外资本市场共同发力，多渠道深化改革 .....	25
4.1.3. 中国中铁：走在国改前列，多方式优化企业结构 .....	26
4.1.4. 中国交建：“一台六柱”战略推进专业化分拆，提升核心实力 .....	27
4.2. 量化测算下，建筑央企降杠杆有望达到预期 .....	29
4.3. 行业国资战略入股现象快速增加，建议关注小市值民营建筑公司的投资机会 .....	30
5. 投资建议 .....	31
6. 风险提示 .....	31

## 图表目录

图 1：建筑行业上半年走势显著跑输沪深 300 指数 .....	6
图 2：基金 2019Q1 相比 2018Q4 对二级行业重仓持股总量百分比变动情况 .....	6
图 3：我国投资数据增速情况（单位：%） .....	8
图 4：基建投资数据情况（单位：%） .....	8
图 5：我国进出口金额累计同比增速-人民币（单位：%） .....	8
图 6：房地产各主要数据累计同比增速情况 .....	8
图 7：基建分项增速情况（%） .....	9
图 8：我国基建部分二级分项增速情况 .....	9
图 9：交通投资分项情况（单位：%） .....	10
图 10：宏观流动性数据情况（单位：亿） .....	10
图 11：2019 年 6 月前半月净融资额较低 .....	11

图 12: 专项债通知发布后, 6 月后半月专项债净融资显著提升 .....	11
图 13: 近两年关于隐性债务处置的部分重要会议与文件 .....	11
图 14: 一般公共财政收入 (单位: %) .....	12
图 15: 一般公共财政收入 .....	12
图 16: 专项债与一般债仍有可观的未使用额度 (单位: 万亿) .....	13
图 17: 专项建设基金的运行概括 .....	13
图 18: 基础设施建设板块整体表现主要受到估值变动的影响 .....	15
图 19: 中国建筑年度涨跌幅变化 .....	15
图 20: 中国铁建年度涨跌幅变化 .....	15
图 21: 苏交科年度涨跌幅变化 .....	15
图 22: 金螳螂年度涨跌幅变化 .....	15
图 23: 标的估值 (PE-TTM) 除以同期对应指数估值 (注: 标绿数值为低于 2019 年 7 月 16 日数值) .....	16
图 24: 三省一市人口、面积、GDP 占比 .....	17
图 25: 三省一市 1992-2018 年 GDP 占比 .....	17
图 26: 长三角城市群范围图 .....	17
图 27: 省际断头路 .....	20
图 28: 2016-2020 年交通基础设施投资金额 .....	21
图 29: 长三角生态绿色一体化发展示范区 .....	22
图 30: “一台六柱” 战略 .....	28
图 31: 国资战略入股的公司资产负债率普遍较高 .....	31
图 32: 小市值的公司在转让股权时存在明显的相对收益和绝对收益 .....	31
表 1: 年度策略报告所做预测和实际情况 .....	7
表 2: 历年的资本金比例调节情况 .....	14
表 3: 重要的国家战略 .....	16
表 4: 长三角一体化发展的重要时点 .....	18
表 5: 交通基础设施重点工程 .....	18
表 6: 能源基础设施重点工程 .....	19
表 7: 水利和供水系统重点工程 .....	19
表 8: 《长三角地区打通省际断头路合作框架协议》 .....	20
表 9: 国家发改委审批的“三省一市”项目 .....	20
表 10: 三省一市 2016-2020 年交通基础设施投资同比增速 .....	20
表 11: 基础设施重点工程投资估算 .....	21
表 12: “三省一市” 部门或会议 .....	22
表 13: 《长三角一体化发展 2019 年电力行动计划》中涉及的能源基础设施工程 .....	23
表 14: “四个新高地” 建设项目 .....	23
表 15: 国企改革重要政策 .....	23
表 16: 中国建筑主要改革措施 .....	24
表 17: 中国建筑未来可能的资本运作方向 .....	25
表 18: 中国铁建主要改革措施 .....	25

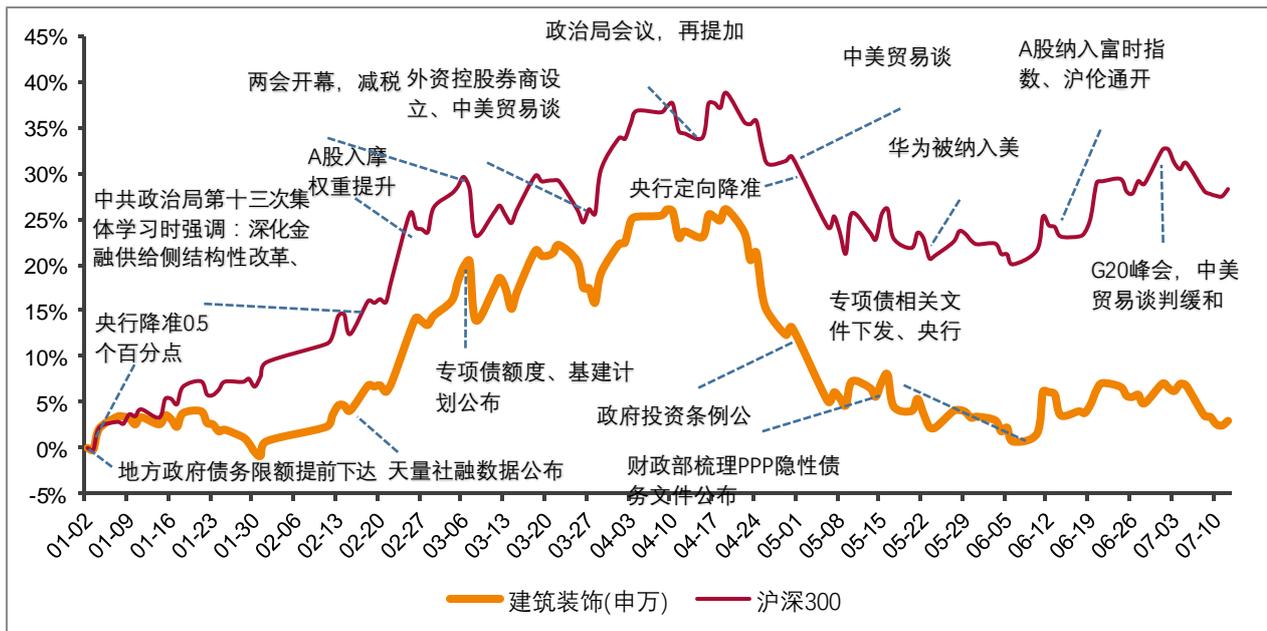
表 19: 中国铁建未来可能的资本运作方向 .....	26
表 20: 中国中铁主要改革措施 .....	26
表 21: 中国中铁未来可能的资本运作方向 .....	27
表 22: 中国交建主要改革措施 .....	28
表 23: 中交集团未来可能的资本运作方向 .....	29
表 24: 简化预测降杠杆效果概况 .....	29
表 25: 建筑行业国资战略入股情况梳理 .....	30

## 1. 回顾 2019 上半年：跑输指数、机构配置低、政策符合预期

### 1.1. 上半年行业大幅跑输指数，机构关注度快速降低

申万建筑装饰指数年初至今涨幅 3.35%，排在 28 个行业中倒数第二，大幅跑输沪深 300 指数。究其原因，主要有（1）年初开始货币放松、贸易战持续缓和使得弹性较大的 TMT、农业等板块获得追捧，而在去年底基金普遍做防御性配置的建筑板块有所减仓；（2）基建数据复苏较弱、部分清理隐性债务的文件持续加重了大家对于基建复苏的疑虑；（3）上半年追逐良好现金流、“现金为王”的投资趋势愈演愈烈，而建筑板块公司多数与良好现金流无缘。

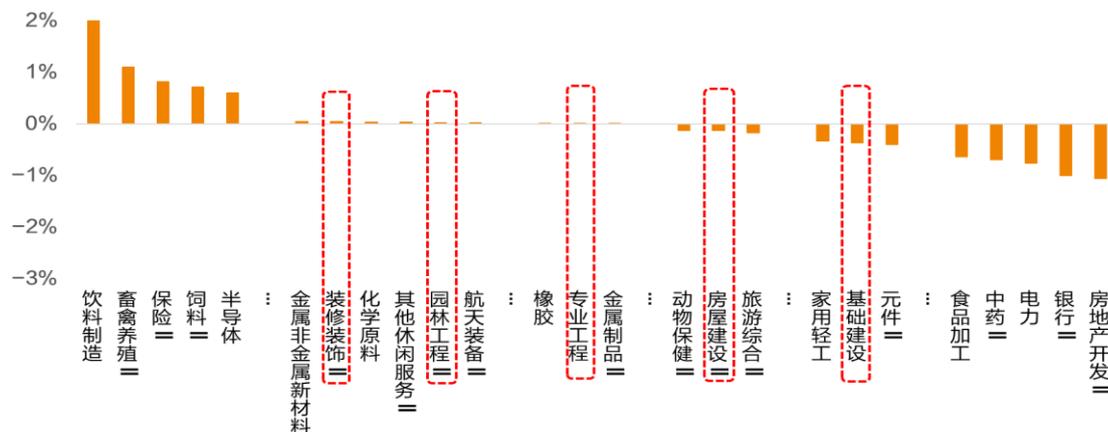
图 1：建筑行业上半年走势显著跑输沪深 300 指数



资料来源：wind、天风证券研究所

从今年上半年主要的宏观、行业资讯来看，决定行业指数涨跌的主要是宏观层面的资讯，与行业相关的资讯主要围绕着中央政府约束地方政府投资行为，解决地方政府财政资金问题展开。今年上半年除了二月份投资者对基建资金来源、六月初对专项债文件下发对基建影响关注过以外，整体上半年机构投资者对建筑行业关注度很低，与去年下半年的关注度有着鲜明的对比。

图 2：基金 2019Q1 相比 2018Q4 对二级行业重仓持股总量百分比变动情况



资料来源：wind，天风证券研究所 注：计算的是 2019Q1 和 2018Q4 基金的重仓持股的变动百分比

从机构的持仓变化能看到一定的端倪，基本上处于微增或下降的态势。2019Q1 装饰、园

林、专业工程小幅增仓，房建、基建减仓。其中，装饰、园林、专业工程增仓比例分别为 0.05、0.02、0.005 个百分点，在 102 个二级行业中排名分别为第 26、29、37 位，房建和基建减仓比例分别为 0.13、0.36 个百分点，位于 102 个二级行业中减仓排名的第 24、第 36 位。由于二季度数据目前未出，我们预计二季度持仓比例可能继续下降。

## 1.2. 政策力度符合之前预期，投资分项增速下半年有望回到预期

我们在去年 12 月 13 日发布过《建筑行业年度策略：基建链条可能是明年受益最为确定的板块》，在其中对于投资的各个部分以及政策和行情可能会出现的变化进行了展望和预测。从今年上半年的实际表现情况来看，固定资产投资的各个分项存在与预期不一致的情况，我们认为这主要是由于政策传递的时滞以及民间投资存在一定韧性所致，在今年下半年投资各部分有望回到预期水平。政策层面我们做的相关预测基本兑现或符合预期。

表 1：年度策略报告所做预测和实际情况

2019 年年度策略所做预测	实际与预期相比	今年上半年实际情况
基建温和复苏，聚焦补短板，中央带动的铁路、城轨、农村基建、公路将是重点	略低于预期	虽然上半年基建增速的确由去年 10 月低点 0.26% 回升至 2.95%，但幅度比我们预想的要弱一些。中央主导的铁路、农村基建投资增速较快，但东部城轨招标较慢、西部公路投资强度偏弱。
先导指标以及政策预示地产投资增速可能快速下降	低于预期	中央政策上对地产总的政策基调没有改变，甚至部分地区因地产快速回暖而被约谈，但地产投资仍从去年底增速 8.3% 回升至目前 10.9%，体现出一种强大的韧性。
大宗商品价格下降，原材料相关制造业投资增速将降速	略超预期	原油、有色金属大部分价格在低位，铁矿石价格有所上升。不仅是原材料相关制造业，制造业整体投资增速都较去年下滑较多。
多种与就业相关的减税降费政策有望在明年密集出台	符合预期	增值税由三档变为两档、扩大进项税抵扣范围、下调社保费率、小微企业进一步减免税费，都是今年上半年发布的重要政策。
“堵偏门、开正门”规范政府投资，基建资金来源料有所好转	符合预期	上半年加大了防范隐性债务力度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，并且加大逆周期调节力度，财政结转结余资金开始陆续投资基建资金中。
降准、变相降息的货币政策将缓解行业资金面压力	符合预期	2019 年初即进行降准，在 5 月初进行了定向降准；外国纷纷开始降息，但我国尚未有降息政策，但央行为锦州银行等中小银行发行同存提供信用增信解决流动性问题、目前隔夜拆借利率已降至较低水平。
需重视明年外资带来的增量资金对行业估值产生的正面影响	符合预期	年初沪深港通资金流入产生了一波行情，纳入 MSCI 指数的中字头央企和外资持股比例较多的金螳螂、亚翔集成、苏交科涨势普遍较好。

资料来源：天风证券研究所

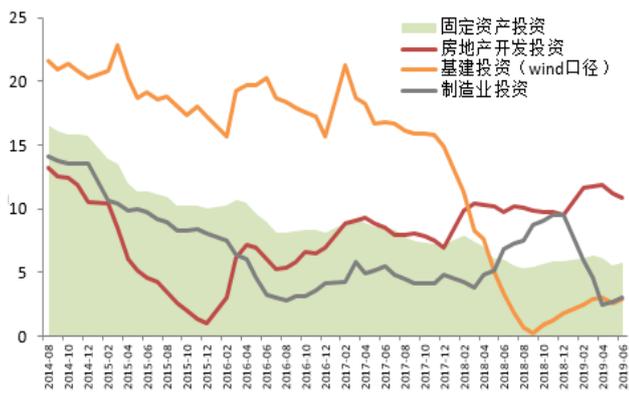
## 2. 展望：基建补短板力度有望逐渐加强，龙头估值优势将会显现

### 2.1. 基建投资增速仍然疲弱，但结构性特征仍然值得关注

近期国家统计局公告各项宏观数据，经济体整体运行情况与 2018 年上半年有相似之处，我们认为基建投资可能仍然为目前阶段稳增长的主要工具。

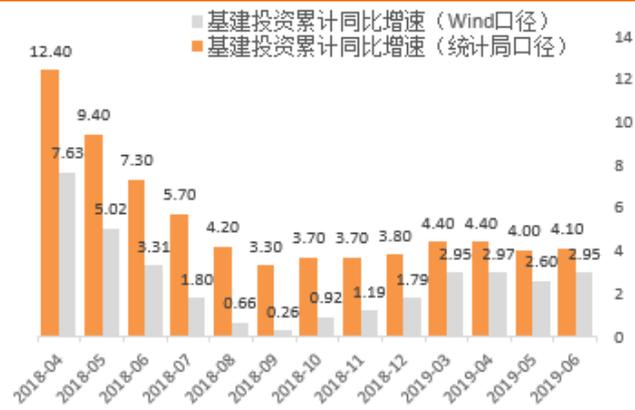
投资数据方面，2019 年上半年我国固定资产投资增速跌破 2018 年全年增速，为 5.8%，较 2018 年去年下降 0.1 个百分点，较前五月回升 0.2 个百分点。其中房地产投资增速在 5 月出现年内首次下滑，上半年为 10.90%，但仍高于 2018 年全年的 9.5%；制造业投资从连续两个月上升 0.5 个百分点至 3.0%，但整体较去年的 9.5% 仍然较弱；基建投资（广义）增速在前六月数据有所回升，为 2.95%。2019 年以来流动性的边际宽松以及去年年底审批项目加速对基建投资增速产生的提振作用正在减弱，前六月基建投资增速略低于市场预期。

图 3：我国投资数据增速情况（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

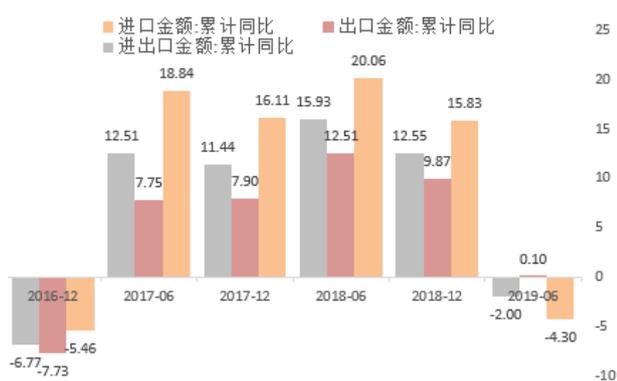
图 4：基建投资数据情况（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

前期支撑整体投资增速的地产投资相关数据呈现走弱态势。其中商品房销售面积增速由前四月的复苏转为连续两月下滑，上半年为-1.8%，竣工面积与新开工面积累计同比增速同样转弱，在目前房地产政策难言松动的背景下，后续地产投资恐难以形成更大支撑。在年初制造业投资弱势，房地产与基建投资开始转弱的情况下，我国上半年进出口情况较 2018 年亦出现一定程度的下滑。因此我们认为后续经济体稳需求的必要性或逐渐增加，近期专项债相关文件的出台或正出于中央稳需求的考虑。

图 5：我国进出口金额累计同比增速-人民币（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：房地产各主要数据累计同比增速情况

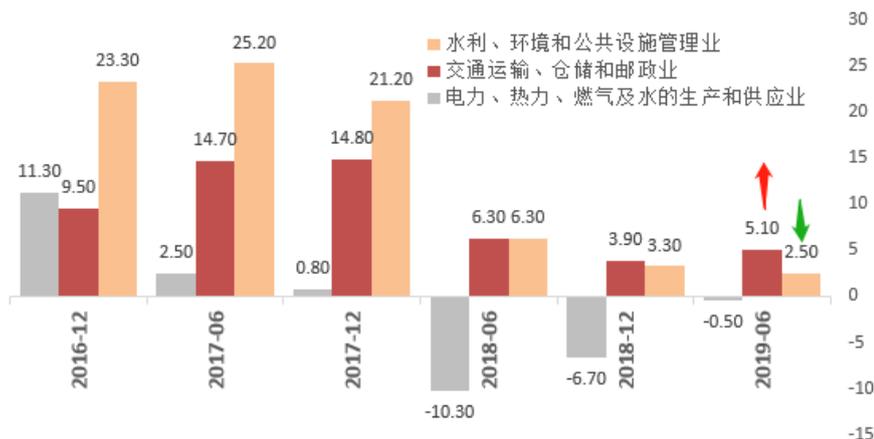


资料来源：Wind，天风证券研究所

即使基建投资增速的反弹力度较弱，但却呈现出之前并未出现的结构性特征。在地方债务监管高压下，基建投资相关资金对于项目的合规性与地方财政承受能力要求显著提升，从而造成目前基建投资“西部弱、东部中部强”以及“公共设施弱、交通投资强”的结构性特征。

“公共设施弱、交通投资强”。从基建分项增速可以看到，在历史上往往由地方政府主导投资的公共设施管理业所在的分项增速下滑明显，2017 全年、2018 全年与 2019 年 1-6 月增速分别为 21.2%、3.3%、1.4%，其中公共设施管理业前六月投资增速为近十四年以来首次低于同期广义基建投资增速，为负 0.3%（较前五个月好转 0.5 个百分点）；而与轨道交通、公路、高铁等相关的交通运输所在分项则在 2018 年 Q3 后迎来了逐步提升，2019 年上半年增速为 5.1%，其中铁路投资增速达到近年来新高，为 14.10%。

图 7：基建分项增速情况（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：我国基建部分二级分项增速情况

指标名称	公共设施管理业	铁路运输业	道路运输业	广义基建增速
2019年前6月	-0.30	14.10	8.10	2.95
2019年前5月	-0.80	15.10	6.20	2.60
2019年前4月	-0.40	12.30	7.00	2.97
2018年	2.50	-5.10	8.20	1.79
2017年	21.80	-0.10	23.10	14.93
2016年	22.90	-0.20	15.10	15.71
2015年	20.20	0.60	16.70	17.29
2014年	23.10	16.60	20.30	20.29
2013年	27.79	6.30	18.47	21.21
2012年	20.47	2.39	6.58	13.70
2011年	14.80	22.50	9.80	6.48
2010年	24.70	14.40	20.90	18.47
2009年	42.80	63.50	42.40	42.16
2008年	33.60	63.40	7.00	22.67
2007年	22.80	26.80	6.90	16.19
2006年	24.90	55.10	16.10	21.36
2005年	27.30	49.80	19.60	27.05
2004年	18.10	16.50	22.30	24.86

资料来源：Wind，天风证券研究所

此外，基建投资或也存在“西部弱、东部中部强”的特征，此处我们从交通投资进行粗略预测。从历史上的基建建设加速时期来看，交通类投资往往是特殊阶段里加宽基建投资增速的重要切入点。从交通固定资产投资的结构变化上，可以间接了解到在地方债务延续严监管下，我国在基建投资方面上的趋势变化。

从下图中可以看到，在地方财力相对吃紧的西部地区，即使在 2018 年政府工作报告提出“中西部地区倾斜”的情况下，其交通投资增速仍从 2017 年 28.51%，下降到 2018 年的负 8.53%；东部地区和中部地区的投资增速都出现了显著提升。这一趋势在 2019 年前六月的投资增速变化中依然延续，其中西部数据在 5 月有所上行，低基数为主要原因之一。

图 9：交通投资分项情况（单位：%）

累计同比	全国	东部	中部	西部
2019-05	3.08	2.87	9.70	0.33
2019-04	2.35	5.85	10.28	-4.08
2019-03	2.24	6.19	17.93	-7.49
2019-02	5.81	17.67	19.14	-8.03
2019-01	9.21	10.33	60.32	-6.96
2018-12	2.83	17.72	7.95	-8.53
2017-12	15.37	9.88	-2.47	28.51
2016-12	6.84	2.57	-1.88	15.63
2015-12	7.28	6.31	9.04	7.04
2014-12	10.55	5.39	8.80	16.41
2013-12	7.03	2.49	5.61	12.60
2012-12	0.33	-1.24	-2.08	3.73
2011-12	9.47	7.34	4.61	15.76

资料来源：Wind，天风证券研究所

上述基建投资增速出现的两大结构性特征，主要由于中发 27 号文后隐性债务监管趋严导致地方政府中期内难以发力基建所造成，而中央对于基建项目投资的管控和资金导向正在逐步增强，我国将继续在“稳投资”与“地方政府债务风险管理”之间找平衡。

我们之前曾经提出，财政实力较强的部分地区，在基建补短板政策延续的背景下有望更加受益，“大水漫灌”式刺激不复存在。目前宏观环境的变化以及基建复苏力度的减弱都加大了中央稳需求的必要性，近期中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》（下文简称“通知”）对后续基建稳需求提供“弹药”。

## 2.2. 基建放松政策再现，“中央可控”下未来基建补短板弹药仍然可观

关于《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，我们认为这是一个“中央可控”下的“适度放松”政策。

首先，目前经济体需求端的弱势为“适度放松”政策的宏观背景，即使我国 2019 年一季度流动性数据体现出较好的复苏局面，但通过下表来看，2019 年上半年企业中长期贷款累计值依然呈现负增长状态，这或说明银行对于企业中长期贷款意愿并未显著提升。

图 10：宏观流动性数据情况（单位：亿）

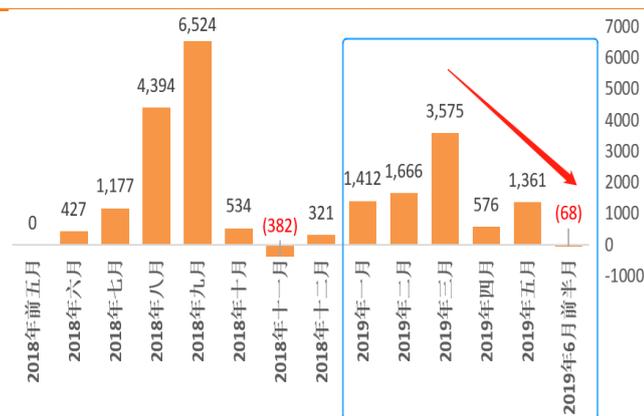
	2019-06	2019-05	2019-04	上半年累计值变
<b>新增人民币贷款</b>	16600	11800	10200	6365
<b>企业</b>	<b>9105</b>	<b>5224</b>	<b>3471</b>	<b>10900</b>
<b>中长期</b>	<b>3753</b>	2524	2823	(2400)
票据	961	1132	1874	7930
短期	4408	1209	(1417)	5969
<b>非票据融资汇总</b>	<b>8144</b>	<b>4092</b>	<b>1597</b>	<b>2970</b>
<b>住户</b>	<b>7617</b>	<b>6625</b>	<b>5258</b>	<b>1600</b>
<b>中长期</b>	4858	4677	4165	2500
<b>短期</b>	2667	1948	1093	(1000)
<b>非银行金融企业</b>	<b>(161)</b>	<b>58</b>	<b>1417</b>	<b>(5899)</b>
<b>社融</b>	21992	13787	12733	30112
<b>人民币贷款</b>	16737	11855	8733	12727
<b>直接融资</b>				
非金融企业债券	1217	389	3407	3276
股权融资	153	259	262	(1288)
地方债净融资	3200			3200
其他				
<b>表外</b>	<b>(2124)</b>	<b>(1451)</b>	<b>(1425)</b>	<b>7649</b>
委托贷款	(827)	(631)	(1197)	3310
信托贷款	15	(52)	129	2011
未贴现银承	(1312)	(768)	(357)	2327
<b>社融增速</b>	10.9%	10.6%	10.4%	
<b>M2增速</b>	8.5%	8.5%	8.5%	
<b>M1增速</b>	4.4%	3.4%	2.9%	

资料来源：Wind，天风证券研究所

从专项债净融资额上来看，2019 年一季度净融资额接近 7000 亿，到二季度 6 月中旬前发行节奏有所放缓，但在 6 月上旬通知发布后，6 月下半月净融资额显著拉升。此次通知提出“加大逆周期调节力度，更好发挥地方政府专项债券的重要作用…”，并且“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”（作为债务性资金，在以往专项债资金难以作为项目资本金进行使用），这将显著增加专项债募集资金对于银行贷款的“撬动”能力，从而保障合规在建重大项目的资金需求、以及促进符合条件的新重大项目的推出。

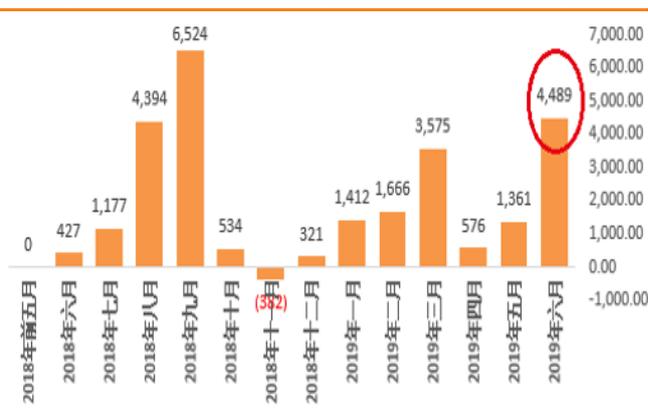
基于天风固收组在文章《专项债是个百宝箱？》（2019 年 6 月 11 日）的测算，在仅剔除土储和棚改项目时，下半年专项债可用于项目资本金规模在 836.97-2510.93 亿之间。基建多数项目资本金比例在 20%-50% 不等，若通知落地较为顺利，则专项债对于贷款的“撬动”力将对基建投资基于一定的支撑。此外，基于以往的基建相关政策落地效果，我们认为该文件的政策边际转向意义或大于其量化意义。

图 11：2019 年 6 月前半月净融资额较低（单位：亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2019 年 6 月后半月专项债净融资显著提升（单位：亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

其次，此次通知也体现出未来基建补短板中的“中央可控”特征，这将体现在中央在资金端和规划端对项目的主导作用。

在新上项目上，通知对“符合条件重大项目”多次提及，对于“重大项目”的定义，通知中主要指“纳入‘十三五’规划符合条件的重大项目建设”以及“国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目”。在重大项目融资上，通知鼓励金融机构对“十三五”规划内且按规定权限完成审批或核准的项目以及发展改革部门牵头提出的额补短板重大项目给予合理融资支持，并且鼓励项目相关方通过多渠道筹集重大项目资本金，包括一般公共预算资金以及对于其他财政存量资金的盘活。

图 13：近两年关于隐性债务处置的部分重要会议与文件

- 2017年7月全国金融工作会议针对地方政府投融资问题提出“**严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任**”
- 2018年7月《**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**》（中发【2018】27号文）及《**地方政府隐性债务问责办法**》
- 2019年5月《**关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知**》
- 2019年6月监管部门已下发**防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见**。但由于文件涉密，并未对外公布

资料来源：财政部官网、发改委官网、经济网，天风证券研究所

此外，通知并未放松对于隐性债务严监管，但给合规重大项目提供了良好的指引。由于 2018 年稳增长与隐性债务严监管并存，中央针对前期违规举债的问责对于地方政府起到了较好的警示作用，然而部分地区可能会对问责范围和力度形成误读，或导致相关地方政府在真正合规重大项目的推进上有了不必要的担忧，从而使相关项目推进缓慢。但此次通知明确

指出“支持重大项目市场化融资”以及“合理保障必要在建项目后续融资”，而且提出对于存在存量隐性债务的必要在建项目，依然允许防风险前提下的合理融资需求，明确划清政策界限，有望显著减少之前部分地方因担心被问责而在重大合规项目上的“观望”心态。

综上，我们认为专项债作为未来基建重要增量资金之一，其使用规范与节奏均会受到中央的合理调控；在项目审批端，中央同样对重大项目的审批和认定进行详细规范，从而确保未来基建补短板具有充足的“弹药”以及精准方向，“大水漫灌”的情况将难以出现。

预计下半年基建增速将逐步抬升，这其中有专项债资金发力的因素，也有去年下半年低基数的因素。另外需要关注在宏观经济超预期下行情况下，部分政策工具重新进行合理使用的可能性。

### 2.3. 若经济出现超预期下行，哪些政策工具可能被启用？

若经济出现超预期下行，中央可能启用其他政策工具来降低经济硬着陆的风险，比如调整预算、增加地方政府专项债额度、发行特别国债、专项建设基金、调整项目资本金比率等等。上述方式在审批程序、覆盖领域、以及对目前政策方针的潜在影响程度上都有所不同。我们认为，若下半年经济出现超预期变化，调整项目资本金比率以及发行特别国债可能是较为合适的政策对冲工具。对于各个选项的简要分析如下：

#### 调整预算：

1998/1999/2000/2008 年都曾出现过年中调整中央预算的情况，前三次是在当年 8 月底的人大常委会上提出，2008 年的调整是在 6 月底的人大常委会上提出。年中预算调整多数是在特定时刻对经济进行一定程度的支撑。在投资增速下行、经济增长目标达成压力较大时，调整预算（包括提升赤字率）有可能被启用，但从目前情况来看，可能性较低：

一是由于在上半年制造业投资有所回升以及房地产投资依然强势情况下，只要贸易战因素不出现超预期变化，我国经济增长目标大概率可以完成，调整预算的必要性有所降低。并且年中调整预算需要人大审批，到实际效果也有一定的时滞；

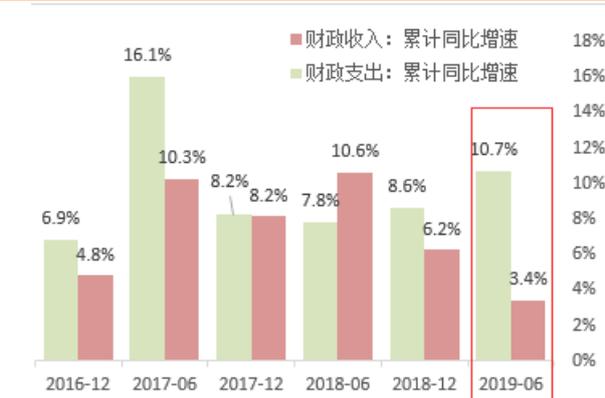
二是由于在减税降费背景下，我国一般公共预算收入增速显著低于同期支出增速，且 2015 年以来每年实际赤字率均高于同期预期值，收入吃紧因素叠加前期“透支”因素，或使一般公共预算支出的扩张弹性或有所减弱，临时大幅提升赤字率的概率并不是很高。

图 14：一般公共预算收入（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：一般公共预算收入



资料来源：财政部，天风证券研究所

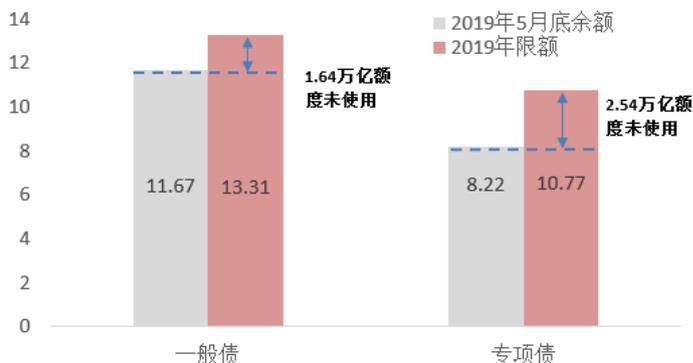
#### 专项债额度调整：

专项债和一般债是目前政府显性加杠杆的主要途径。以往并没有年中提升专项债额度的先例，并且额度提升需要经过全国人大的审批，程序较慢，我们认为概率较低。但由于目前专项债余额显著小于 2019 年限额，这其中从 2018 年递延而来的旧专项债额度有望在一定条件下被督促使用。

加上新增限额与 2018 年末使用递延限额后，减去 2019 年 5 月底专项债余额，可得到仍

有 2.54 亿额度未使用。这里面当年新增额度（共 2.15 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>。

图 16：专项债与一般债仍有可观的未使用额度（单位：万亿）



资料来源：财政部，天风证券研究所

### 专项建设基金：

专项建设基金是国家发改委在 2015 年 8 月推出的建设支持工具，主要是通过国开行与农发行向邮储银行等商业银行发债募资，中央承担 90% 贴息，所得资金具有成本低与期限长的特征，并依托国开发展基金与农发重点建设基金进行开展业务。该政策工具的优点是不必经过财政预算渠道，从而无需人大审批，投放节奏较快。

根据财新网数据，专项建设基金在 2015 年年末规模达到 8000 亿元，2016 年上半年即达到 1.8 万亿元，且可以通过投入资本金的方式参与项目建设，该基金对 2015-2017 年投资的影响不容小视，2017 年该基金被中央适时叫停。

我们认为在中央财政难以大量贴息以及地方政府隐性债务问责的加剧下，专项建设基金即使被推出，实际效果也会远低于 2015-2017 年，我们认为目前财政环境下该政策工具重启的概率并不高。

图 17：专项建设基金的运行概括



资料来源：财新网、天风证券研究所

### 发行特别国债：

<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。

在过去二十年里,我国分别在 1998 年到 2000 年、2007 年发行过特别国债,其中 1998-2000 年发行长期建设国债以及用于补充四大行资本金的特别国债;2007 年特别国债用于组建中投公司。特别国债的用途较为广阔,在地方政府端、居民端、以及企业端杠杆率提升难度较大的情况下,中央政府端有望在特定条件下通过提升自身杠杆水平来稳需求。

**我们认为该政策工具在经济情况出现超预期变化时,有望被启用。**需要注意的是,发行特别国债同样需要全国人大审批,其实际落地仍需要时间。

#### 项目资本金比例调整:

2019 年三月国务院总理李克强所作政府工作报告中提到“适当降低基础设施等项目资本金比例”,在过去二十年里项目资本金比率调整出现过三次,具体信息如下表所示。**我们认为该政策在特定经济环境下有望被启用。**从发改委近期两年公告审批城轨以及高铁类型项目的资本金比例情况上可以看到,部分高铁以及地铁等重大项目的资本金比例仍有下降空间。此外需要注意的是,即使该政策被启用,其实际落地效果依然有赖于银行对于企业中长期贷款的意愿,从 2019 年上半年来看,企业中长期贷款依然低于 2018 年同期。

表 2: 历年的资本金比例调节情况

年份	文件名称	摘要
2004	国务院关于调整部分行业固定资产投资项目资本金比例的通知(国发[2004]13号)	对有关钢铁、电解铝、水泥、房地产开发行业建设项目资本金比例进行调整:(1)钢铁项目资本金比例由 25%及以上提高到 40%及以上;(2)水泥、电解铝、房地产开发项目(不含经济适用房项目)资本金比例由 20%及以上提高到 35%及以上。
2009	国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知(国发[2009]27号)	铁路、公路、城市轨道交通、化肥(钾肥除外)项目,最低资本金比例为 25%;经国务院批准,对个别情况特殊的国家重大建设项目,可以适当降低最低资本金比例要求。
2015	国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知(国发[2015]51号)	城市轨道交通项目由 25%调整为 20%,港口、沿海及内河航运、机场项目由 30%调整为 25%,铁路、公路项目由 25%调整为 20%;城市地下综合管廊、城市停车场项目,以及经国务院批准的核电站等重大建设项目,可以在规定最低资本金比例基础上适当降低。

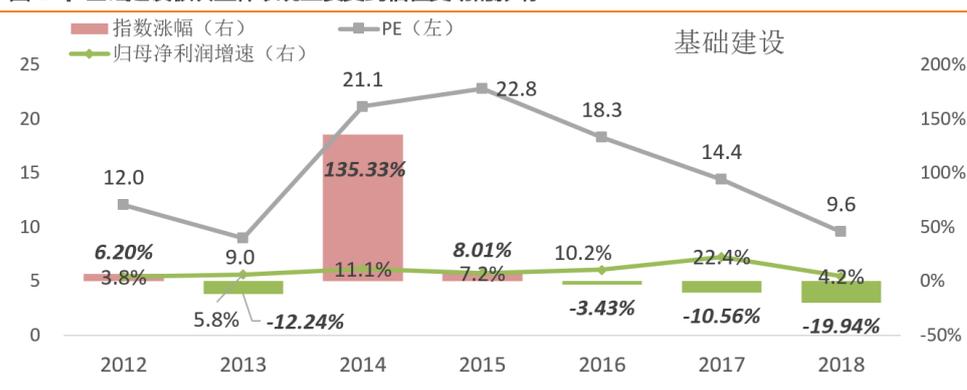
资料来源:国务院官网,天风证券研究所

## 2.4. 目前多数建筑行业龙头标的的估值优势已经逐步显现

结合上文中在政策影响下的基建结构性特征,我们认为与中央中长期规划相关度较高的铁路、城轨、公路产业链以及部分重点区域(比如长三角、粤港澳、京津冀等)相关项目建设或成为后续基建补短板的主要发力方向。目前各个主要建筑行业龙头标的的估值多数处于较低位置,我们认为在未来一段时间,不论经济体、还是资本市场,预计和 2018 年下半年有一定的相似性,基建有望成为对冲部分总需求下坠的政策利器,部分脉冲性的相关支持政策或许可以期盼。

通过研究大基建板块(此处选取申万二级行业分类基建建设板块做相关数据处理)近七年估值、涨跌幅以及归母净利润增速的变动情况,细分板块整体表现主要受到估值变动的影 响,与板块当年业绩增速变化的关联度并不显著。从下图中可以看到,基建板块估值在 2014-2015 年快速提升后,之后逐步下行至 10 倍以下,年涨跌幅与估值变化趋势较为一致,但与业绩增速变化相关度并不高,比如 2017 年即使板块业绩达到近年来高值 22.4%,但板块整体依然下跌超过 10%。

图 18：基础设施建设板块整体表现主要受到估值变动的影响



资料来源：Wind，天风证券研究所

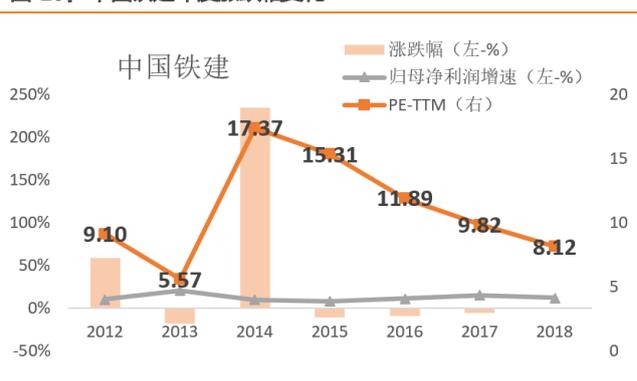
在下图中可以看到，估值变动在建筑行业主要龙头标的涨跌幅中同样起到主要作用。基建产业链施工端中国铁建与设计端苏交科在 2015 年后均进入估值下滑通道，或受业务性质以及业绩弹性因素的影响，苏交科估值多在同期中国铁建的两倍以上。两公司业绩增速均较为稳健，其中苏交科在 2012 年后持续维持 20% 以上的高业绩增速。此外，房建龙头标的中国建筑与民企装修龙头金螳螂的行情变动亦与估值具有高的相关度，我们认为随着行业集中度逐步提升，龙头标的业绩的稳健性将会被市场逐渐认可，其估值也有望摆脱近 5 年的下滑趋势。

图 19：中国建筑年度涨跌幅变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：中国铁建年度涨跌幅变化



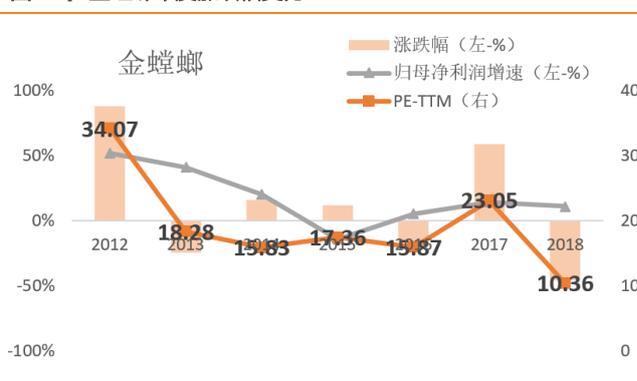
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：苏交科年度涨跌幅变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：金螳螂年度涨跌幅变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

从相对估值角度来看，建筑板块各大主要龙头标的目前与大盘指数的估值比均处于近年来低位。下图中，我们用同期公司估值与上证指数或深证指数估值相除，用以简要估值对比。可以看到，目前下列各标的估值比均处于较低位置，中国建筑仅 2015 年该比值略高于近期值、中国交建目前比值仅高于 2013 年（相对上证、深证）、中国中铁高于 2013 年（上证）、金螳螂该比值并非近年来最低，但仍处于较低位置。若以该指标粗略代表各大龙头

标的相对大盘的估值情况，我们认为目前多数建筑行业龙头标的的估值优势已经逐步显现。

图 23：标的估值（PE-TTM）除以同期对应指数估值（注：标绿数值为低于 2019 年 7 月 16 日数值）

相对上证指数	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019/7/16
中国建筑	0.68	0.53	0.64	0.47	0.53	0.56	0.63	0.50
中国交建	0.70	0.52	1.14	0.93	0.92	0.77	0.76	0.69
中国铁建	0.78	0.58	1.22	0.93	0.75	0.63	0.74	0.56
中国中铁	0.75	0.63	1.37	1.35	0.95	0.86	0.80	0.64
苏交科	1.54	2.94	1.72	2.49	2.08	1.37	1.45	1.09
金螳螂	2.90	1.89	1.11	1.05	1.01	1.47	0.94	0.99
上海建工	1.00	1.08	1.48	1.37	1.02	0.91	0.98	0.75

相对深证指数	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019/7/16
中国建筑	0.48	0.36	0.49	0.21	0.27	0.32	0.43	0.28
中国交建	0.49	0.36	0.86	0.41	0.48	0.44	0.51	0.38
中国铁建	0.55	0.40	0.92	0.41	0.39	0.36	0.50	0.31
中国中铁	0.53	0.44	1.03	0.60	0.49	0.49	0.54	0.36
苏交科	1.09	2.03	1.30	1.10	1.08	0.77	0.98	0.61
金螳螂	2.05	1.30	0.84	0.47	0.52	0.84	0.63	0.55
上海建工	0.70	0.74	1.12	0.61	0.53	0.51	0.66	0.42

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 行业亮点之长三角一体化：撬动基建 3 万亿投资，各省基建计划向其倾斜

#### 3.1. 跻身国家顶级战略，做好发展排头兵

借进博会的大舞台，长三角一体化正式跻身国家顶级战略，与一带一路、京津冀协同发展、长江经济带、粤港澳大湾区四大战略并驾齐驱。国家战略是战略体系的顶层设计，是国家层面对地区发展的支撑和协调。之前，国家实施西部大开发、东北振兴、京津冀协同发展、粤港澳大湾区等国家战略，而经济最为活跃的长三角却没有区域性的国家战略。因此，长三角一体化上升为国家战略，对其自身发展和完善国家改革开放战略的总体布局具有重大意义。

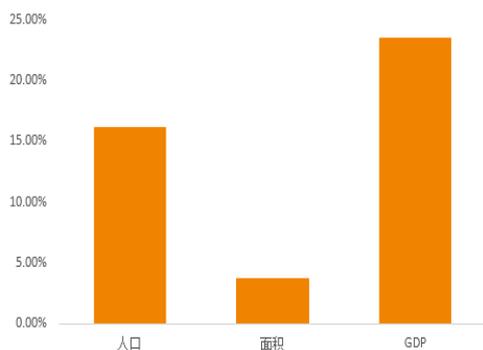
表 3：重要的国家战略

时间	战略	内容
2017	粤港澳大湾区	2017 年政府工作报告指出，“推动内地与港澳深化合作，研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划，发挥港澳独特优势，提升在国家经济发展和对外开放中的地位与功能”。
2014	京津冀协同发展	2014 年 2 月 26 日举行的京津冀协同发展工作座谈会上，习近平总书记明确提出，“实现京津冀协同发展，是一个重大国家战略，要加快走出一条科学持续的协同发展路子来。”
2003	东北振兴	《中共中央国务院关于实施东北地区等老工业基地振兴战略的若干意见》首次将东北振兴问题上升到国家战略的高度，东北地区工业的再制造以及经济的再发展受到了国家政策的大力支持。
2000	西部大开发	2000 年 1 月，国务院西部地区开发领导小组召开西部地区开发会议，研究加快西部地区发展的基本思路和战略任务，对实施西部大开发战略的重点工作进行全面部署，西部大开发战略实施全面展开。

资料来源：中国青年网，证券导刊，经济研究，中国网，天风证券研究所

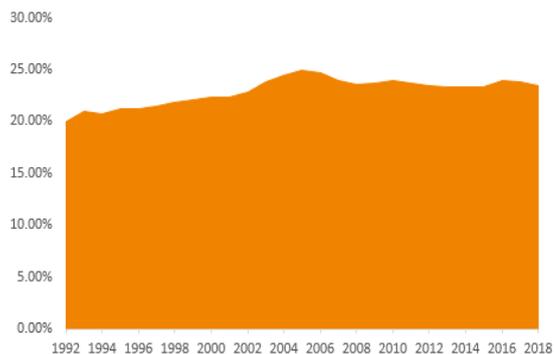
西部大开发和东北振兴战略的实施是为了缩小地区之间的发展差距，实现区域经济协调发展。作为中国最重要的经济中心，长三角、粤港澳大湾区、京津冀三大城市群肩负着引领国内高水平城市群建设、打造世界级城市群的双重任务。与京津冀、粤港澳大湾区相比，长三角有其自身的特点，一是长三角地区经济最为活跃；二是长三角地区处于中国两条最重要的经济带（沿海经济带、长江经济带）交汇之处；三是长三角早就被国际誉为第六大世界级城市群。

图 24：三省一市人口、面积、GDP 占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：三省一市 1992-2018 年 GDP 占比

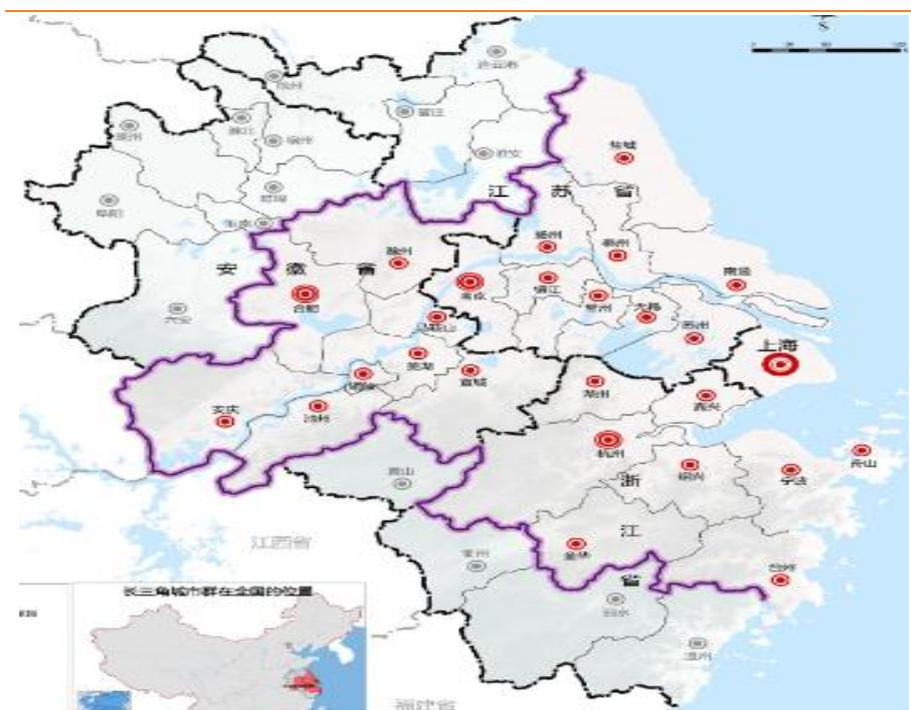


资料来源：Wind，天风证券研究所

2018 年数据显示，三省一市行政区域土地面积合计 35.27 万平方公里，仅占国土面积的 3.67%；三省一市常住人口 2.25 亿人，占全国总人口的 16.15%；而三省一市 GDP 总额 21.15 万亿元，占全国 GDP 总额的 23.49%。1992-2018 年，三省一市 GDP 在全国 GDP 中占比在整体基本稳定在 20%-24%，整体呈上升趋势。长三角是我国经济发展最活跃、开放程度最高、创新能力最强的区域之一，在全国经济中具有举足轻重的地位。长三角一体化发展具有极大的区域带动和示范作用。

长三角的优势地位和巨大潜力无可匹敌。随着政策的逐渐加码，上海的开放门户、江苏的制造业基础、浙江的新经济、安徽的人口红利，将产生剧烈的化学反应，马太效应将更加显著。

图 26：长三角城市群范围图



资料来源：《长江三角洲城市群发展规划》，天风证券研究所

长三角的一体化始于 1982 年，至今已走过了 37 年的历程。这段期间里，“长三角一体化”概念上一变再变，空间上一扩再扩。2016 年 6 月，国家发改委发布《长江三角洲城市群发展规划》(2016-2020)，将长三角地区扩容到“三省一市”，形成长三角城市群 3 省 1 市 26 城市版。2018 年 11 月，长三角一体化战略正式上升为国家战略，长三角地区发展规划按下快捷键。近期，《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》即将出台，长三角一体化战略将正式进入全面提速阶段。

表 4：长三角一体化发展的重要时点

时间	内容
2019 年	中共中央政治局会议审议了《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》。目前，长三角三省一市正在抓紧制定贯彻落实《规划纲要》的实施方案，对《规划纲要》明确的目标任务，将进一步细化指标，分解责任，同步发布工作方案，并以项目化、清单化组织实施。
2018 年	《长三角地区一体化发展三年行动计划（2018-2020 年）》正式下发；计划明确，到 2020 年，长三角地区要基本形成世界级城市群框架。同年，长三角一体化战略正式上升为国家战略。
2016 年	国家发改委发布《长江三角洲城市群发展规划》（2016-2020），将长三角地区扩容到“三省一市”：上海市、江苏省、浙江省和安徽省。该规划对其战略定位和发展目标、空间格局、创新网络、产业链融合、基础设施网络、环境共治、开放平台、人才集聚、要素市场一体化、公共服务一体化、成本共担利益共享机制、组织实施等均进行了规划。
2010 年	国务院发布《长江三角洲地区区域规划》（2009-2015），对长三角地区的战略定位、发展目标、城乡统筹、产业发展与布局、自主创新、基础设施建设、资源利用和环保、公共服务、自主创新、开放合作等均作出了具体规划。
2003 年	16 个城市市长在南京签署《以承办“世博会”为契机，加快长江三角洲城市联动发展的意见》，首次提出了“长三角人”的新概念。长三角城市群的建设从经济、交通等逐渐拓展到旅游、文化等领域，为长三角一直雄踞我国城市群综合排名之首奠定了坚实基础。
1992 年	长三角 15 个城市的协作办主任联席会议制度在自发倡议下成立，长三角一体化进程重新开始。

资料来源：上海情报服务平台，上观新闻，华尔街见闻，第一财经，天风证券研究所

### 3.2. 定量测算：基础设施一体化将撬动长三角一体化 3 万亿投资

基础设施互联互通，是区域一体化发展的重要基础。随着长三角一体化战略的稳步推进，长三角基础设施建设迎来黄金时期，大批基础设施规划接踵而至。

#### 3.2.1. 基础设施一体化建设势如破竹

《长江三角洲城市群发展规划》绘制长三角基础设施建设蓝图。《长江三角洲城市群发展规划》提到要统筹推进三省一市基础设施建设，提升基础设施互联互通和服务水平，并规划了包括交通、能源、水利和供水系统在内的大批基础设施重点工程。

长三角交通基础一体化建设将完善城际综合交通网络，提升综合交通枢纽辐射能力，加快打造都市圈交通网，畅通对外综合运输通道，提升运输服务能力与水平。依托国家综合运输大通道，构筑以上海为核心，南京、杭州、合肥为副中心，以高速铁路、城际铁路、高速公路和长江黄金水道为主通道的多层次综合交通网络。

表 5：交通基础设施重点工程

项目	内容
铁路	建设杭州-黄山、商丘-合肥-杭州、连云港-镇江、徐州-盐城、杭州-温州、上海-南通、舟山-宁波-金华、金华-台州、合肥-安庆-九江等铁路，推进宁启铁路南通-启东段、新长铁路盐城-海安段扩能改造等。规划建设上海-南通-南京-合肥-南通-苏州-嘉兴-南京-句容、南京-扬州、无锡-江阴-靖江、无锡-宜兴、苏州-无锡硕放机场、合肥-新桥国际机场-六安、南京-滁州、巢湖-马鞍山等铁路（含城际）
公路	建设 G15W2 昆山-吴江、G3W 安徽段、G15W3 甬台温高速复线三门湾、台州湾、乐清湾大桥、G92N 杭绍段等国家高速公路，实施 G25 浙江段、G40 安徽段和江都-广陵段、G5011 芜合高速公路、G4212 合安高速公路、G42 沪蓉高速南京-苏皖界段、G2 新沂-江都段、G4211 南京-马鞍山段等国家高速公路改扩建
水路	推进长江干线、京杭运河、锡澄运河、湖西航道、连申线、杨林塘、苏申内港线、苏申外港线、通扬线、芜申线、丹金溧漕河、锡溧漕河常州段、杭平申线、钱塘江、湖嘉申线、长湖申线、杭申线、杭甬运河、乍嘉苏线、大芦线、淮河干流及淮河出海通道、合裕线等航道整治，推进引江济淮通航工程建设
枢纽站场	铁路枢纽。建设上海东站、合肥南站、安庆西站、芜湖站、蚌埠南站、黄山北站等客运枢纽，宁波梅山集装箱综合场站、合肥北站、阜阳北站等货运枢纽，改建义乌站，建设南京 铁路南站、盐城站、南通西站、扬州东站等综合客运枢纽 港口枢纽。建设洋山深水港区集装箱码头，推进宁波—舟山港煤炭、集装箱和矿石专用码头建设，推进苏州港太仓港区集装箱四期、崑崙港马迹山矿石中转码头三期、马鞍山港郑蒲港区二期、芜湖港三山港区中外运码头二期、铜陵港江北煤炭储配中心、池州港牛头山港区公用码头二期，安庆港中心港区皖河农场作业区、合肥港派河港区中派综合码头工程建设

机场枢纽。改扩建上海浦东、上海虹桥、杭州萧山、合肥新桥、宁波栎社机场，新建芜湖、滁州机场，实施嘉兴机场军民合用改扩建工程

资料来源：《长江三角洲城市群发展规划》，天风证券研究所

2017年5月，国家发改委和国家能源局联合发布的《中长期油气管网规划》，其中提到我国油气管网设施各自独立，互联互通需进一步加强。长三角能源基础设施一体化建设将改善上述情况，并提高能源保障水平。

表 6：能源基础设施重点工程

项目	内容
能源生产项目	<b>天然气。</b> 推进舟山、上海（扩建、二期）、宁波（二期）等液化天然气（LNG）接收站项目
	<b>核电。</b> 在苏北沿海、浙江沿海等地区布局核电，推进三门核电二期、三期和象山核电一期项目建设
	<b>可再生能源。</b> 在苏北沿海地区、上海的浅近海、浙江陆上及浅近海布局风电；在上海、江苏、浙江、安徽布局屋顶光伏发电，建设安吉长龙、宁海、缙云、绩溪、宁国等抽水蓄能电站
能源通道建设	<b>炼油。</b> 在优化整合现有产业布局和能力的基础上，适时建设江苏连云港、上海漕泾、浙江宁波、浙江舟山石化产业基地，研究大榭、镇海、连云港、漕泾等石化炼油能力扩建
	<b>电力输送通道。</b> 建设准东—皖南±1100千伏特高压直流、淮南—南京—上海特高压交流等线路；加强长三角主干网架，皖电东送、浙江沿海东电西送、江苏北电南送电力输送通道建设
	<b>输油管道及储备设施。</b> 推进日照（连云港）—仪征、舟山—上海原油管道项目及连云港、仪征等大型原油储油设施建设，推动怀宁原油储备库项目开工建设等
	<b>天然气管道及储备设施。</b> 建设中石油中俄东线江苏段（含过江通道、中石化青宁线及滨海 LNG 外输管线）；在芜湖开展内河 LNG 接收站试点工作等
	<b>煤炭储备基地。</b> 推进长三角大型煤炭储备基地建设，重点建设宁波—舟山、镇江、靖江、芜湖煤炭物流园区，完善区域煤炭储备中转体系

资料来源：《长江三角洲城市群发展规划》，天风证券研究所

长三角水利和供水系统一体化建设将提升水资源保障能力，完善防洪防潮减灾综合体系，强化水资源安全保障。

表 7：水利和供水系统重点工程

项目	内容
水利	长江中下游河势控制和河道整治工程、长江流域蓄滞洪区建设工程、淮河下游河道整治工程、引江济淮工程、太湖流域水环境综合治理骨干引排工程、南水北调东线一期工程（配套工程）、长江口综合整治开发工程，滁河、青弋江、水阳江、皖河等主要支流治理工程，安徽沿江圩区、江苏通南地区、上海三岛地区、浙江杭嘉湖地区及其他沿江沿海平原区等重点涝区治理工程
供水系统	台州朱溪水库工程、舟山大陆引水三期工程、下浒山水库工程、牛岭水库工程江巷水库工程

资料来源：《长江三角洲城市群发展规划》，天风证券研究所

消灭“断头”，搭建沟通桥梁。2018年6月，沪苏浙皖交通运输部门联合签订《长三角地区打通省际断头路合作框架协议》，共同加快推进区域交通一体化进程，按照“规划明确、需求对接、就近接入、先易后难”的原则，第一批推进17个重点项目。

图 27：省际断头路



资料来源：《长江三角洲城市群发展规划》，新华网，中国江苏网，安徽日报，天风证券研究所

表 8：《长三角地区打通省际断头路合作框架协议》

地区	项目
沪苏项目	盈淀路-锦淀公路 S609、复兴路-曙光路、外青松公路-外青松公路、胜利路-沿沪大道、东航路-康力大道、城北路-岳鹿路
苏皖项目	溧阳-宁德(江苏段)、高淳-宣城高速公路江苏段
苏浙项目	常熟-嘉善高速公路、宜兴-长兴高速公路、苏州-台州高速公路
沪浙项目	朱吕公路-善新公路、叶新公路(朱枫公路-浙江省界)、兴豪路(善新公路-亭枫公路)
浙皖项目	千岛湖-黄山高速公路、临金高速公路临安至建德段、申嘉湖高速公路西延

资料来源：新华网，中国江苏网，安徽日报，天风证券研究所

长三角一体化迈进国家战略，城轨大踏步前进。在长三角区域一体化发展上升为国家战略后，交通基础设施一体化建设按下“快捷键”，发改委密集批复“三省一市”城市轨道交通项目。

表 9：国家发改委审批的“三省一市”项目

时间	项目	里程(公里)	投资金额(亿元)
2018-12-26	江苏省沿江城市群城际铁路建设规划近期(2019-2025年)	1063	2317
2018-12-11	上海市城市轨道交通第三期建设规划(2018-2023年)	286	2983
2018-11-26	杭州市城市轨道交通第三期建设规划(2017-2022年)(调整之后)	265	1986

资料来源：国家发改委，天风证券研究所

### 3.2.2. 撬动长三角基础设施建设 3 万亿新增长

从三省一市统计局以及交通运输厅获知三省一市 2016-2019 年交通基础设施投资金额以及同比增速(上海 2019 年计划数据未公布)。上海在 2016-2018 年交通基础设施投资同比增速波动较大，预计 2019-2020 年同比增速稳定在中低水平。江苏和安徽在 2016-2019 年交通基础设施同比增速波动较大，预计 2020 年将回归中低速增长。浙江前期交通基础设施投资基数大、同比增速高，到 2019 年转为负增长，预计 2020 年同比增速为低位。最后预测结果如下表红色字体部分所示：

表 10：三省一市 2016-2020 年交通基础设施投资同比增速(投资额单位：亿)

省份	2016	同比增速	2017	同比增速	2018	同比增速	2019E	同比增速	2020E	同比增速
上海	884	16.40%	904	2.20%	1015	12.30%	1137	12%	1216	7%
江苏	942	0.21%	1103	16.90%	1197	8.60%	1370	14%	1507	10%
浙江	1316	31.30%	1581	20.18%	2712	71.52%	2600	-4%	2808	8%
安徽	842	8.90%	840	-0.18%	935	11.20%	700	-25%	770	10%

合计 3983 4428 11% 5859 32% 5807 -1% 6301 9%

资料来源：上海市统计局，江苏省交通运输厅，浙江省交通运输厅，安徽省交通运输厅，天风证券研究所

表 11：基础设施重点工程投资估算

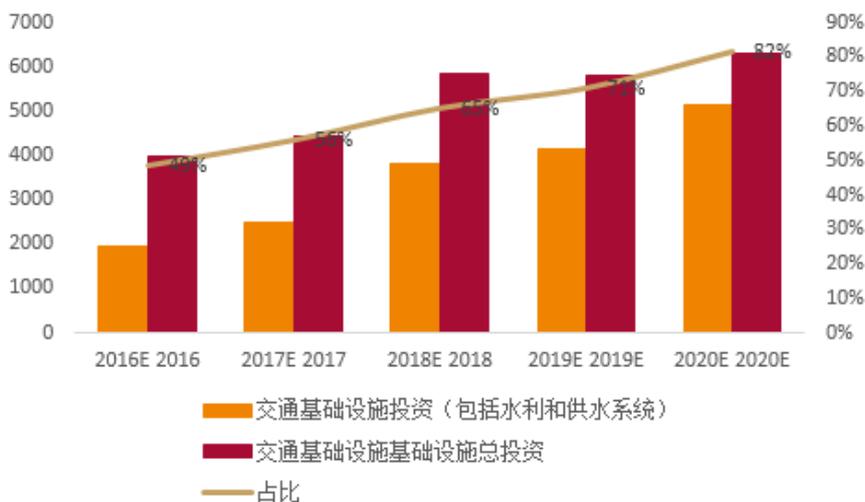
假设	规划	类别	项目	内容
假设 1：将三省一市 2017-2020 年交通基础设施投资同比增速作为规划中项目对应年份的投资同比增速	《长江三角洲城市群发展规划》	交通	铁路	项目里程超过 4187 公里，投资金额超过 7124 亿元
			公路	项目里程超过 1361 公里，投资金额超过 1800 亿元
			水路	项目里程超过 1553 公里，投资金额超过 1375 亿元
			枢纽站场	投资金额超过 1493 亿元
		能源	能源生产项目	投资金额超过 7487 亿元
			能源通道建设	投资金额超过 1164 亿元
		水利和供水系统	水利	投资金额超过 1681 亿元
	供水系统	投资金额超过 100 亿元		
假设 2：规划以及框架协议投资金额均在各自规划期内均匀分布	《长三角地区打通省际断头路合作框架协议》 国家发改委审批的“三省一市”项目	交通		项目里程超过 259 公里，投资金额超过 470 亿元
		交通		项目里程超过 1614 公里，投资金额 7286 亿元
合计				投资金额超过 29980 亿元

资料来源：《长江三角洲城市群发展规划》，新华网，中国江苏网，安徽日报，国家发改委，天风证券研究所

根据可获得的公开资料（不完全）统计，《长江三角洲城市群发展规划》中交通基础设施以及水利和供水系统重点工程投资金额超 13573 亿元。按照假设 1 进行投资测算，2016-2020 的投资金额分别为 1939 亿元、2152 亿元、2841 亿元、2812 亿元、3829 亿元。

根据可获得的公开资料（不完全）统计，《长三角地区打通省际断头路合作框架协议》中的 17 条省际断头路里程超过 259 公里，投资金额超过 470 亿元。国家发改委审批的“三省一市”项目投资金额超过 7286 亿元。按照假设 2 进行投资测算，2017 年、2024-2025 年投资金额为 331 亿元，2018 年投资金额为 985 亿元，2019-2020 年投资金额为 1316 亿元，2021-2022 年投资金额为 1159 亿元，2023 年投资金额为 828 亿元。

图 28：2016-2020 年交通基础设施投资金额（单位：亿）



资料来源：《长江三角洲城市群发展规划》，国家发改委，新华网，天风证券研究所

上述所有规划以及框架协议中涉及的基础设施项目投资金额合计超过 29980 亿元（重合部分少），其中交通基础设施（包括水利和供水系统）投资金额合计 21329 亿元，占总投

资金额的 71%。按照上述测算 2016-2020 年交通基础设施（包括水利和供水系统）投资金额分别为 1939 亿元、2483 亿元、3826 亿元、4128 亿元、5145 亿元，在当年“三省一市”交通基础设施投资总金额中占比从 49% 逐渐上升到 82%。这意味着重点项目在三省一市的占比越来越大，说明交通基础设施建设向长三角一体化战略倾斜，政策影响明显。未来随着相关政策陆续出台，长三角区域的基础设施投资体量和增速将更为可观。

### 3.3. 后续展望：翘首顶层设计，注目毗邻地带

《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》（下称《规划纲要》）即将出台，长三角一体化发展国家战略即将进入全面实施阶段。今年，三省一市多次在重要场合提及落实《规划纲要》的问题，内容都涉及到基础设施互联互通问题，预计基础设施建设将进入全面提速阶段。

表 12：“三省一市”部门或会议

时间	部门或会议	内容
2019-06-21	浙江省推进长三角一体化发展大会	为贯彻落实好《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，浙江发布《推进长三角区域一体化行动方案》。紧扣“一体化”和“高质量”两个关键，浙江的行动方案围绕数字经济、基础设施、文化旅游等领域，启动了近 200 个重大项目，投资 1 万多亿。
2019-06-06	上海市委常委	会议指出，要积极主动推动《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》落地实施，加快推进长三角生态绿色一体化发展示范区和上海自贸试验区新片区建设。围绕城乡区域协调发展、协同创新产业体系建设、基础设施互联互通、生态环境共保联治等，不断深化重点领域合作。
2019-05-22	长三角地区主要领导座谈会	一市三省要按照《规划纲要》的要求，认清优势，各扬所长，聚力推进空间布局一体化、科技创新一体化、产业发展一体化、市场开放一体化、生态环保一体化、基础设施和公共服务一体化，增强长三角地区创新能力和竞争能力，提高经济集聚度、区域连接性和政策协同效率，为全国高质量发展，为我国积极参与全球合作竞争作出更大贡献。
2019-01-08	安徽省发改委	安徽将全面贯彻实施长三角一体化发展国家战略，深度参与长江三角洲区域一体化发展规划纲要编制，争取我省一批重大项目(工程)、重大政策、重大改革举措、重大事项纳入规划纲要。我省将推动“一圈两带三区”协同发展，打造安徽高质量发展的动力系统。组织修编合肥都市圈一体化发展规划，全面打造美丽长江(安徽)经济带，实施淮河生态经济带发展规划，加大对皖北地区基础设施和公共服务建设的支持，加快推进皖江示范区产业转型升级，深入推进皖南国际文化旅游示范区建设。推动大别山革命老区振兴发展，继续促进资源型城市转型。

资料来源：央视网，证券时报网，新华日报，中安在线，天风证券研究所

《规划纲要》中的一个重要内容就是长三角生态绿色一体化发展示范区。在长三角一体化推进中，位于沪苏浙三省市交界（上海市青浦区、江苏省苏州市吴江区、浙江省嘉兴市嘉善县）的长三角生态绿色一体化发展示范区是重要突破口，也是深化长三角一体化发展的重要载体。

图 29：长三角生态绿色一体化发展示范区



资料来源：浙江新闻，天风证券研究所

5月30日,《长三角一体化发展2019年电力行动计划》正式发布。该计划提到有关长三角生态绿色一体化发展示范区的电力基础设施建设问题,这标志着长三角一体化示范区将率先在能源基础设施一体化上正式发力。

表 13:《长三角一体化发展 2019 年电力行动计划》中涉及的能源基础设施工程

项目
加快实施两区一县交界区域跨省 10 千伏联络工程,, 提升交接区域电力供应保障能力
研究共享 220 千伏电源点的 110 千伏变电站跨省成链, 形成高可靠的双侧电源链式接线, 完善电网网架结构

资料来源:上观新闻,天风证券研究所

6月26日,青浦区举行“聚焦长三角一体化 推动更高质量发展—2019 青浦区重大项目启航”活动,积极推动长三角生态绿色一体化发展示范区总体方案落实落地。本次活动着力聚焦“四个新高地”建设,共涉及 128 个项目,投资总额达到 1458 亿元。

表 14:“四个新高地”建设项目

建设内容	项目	投资金额
改革开放新高地	华徐路、蟠文路、蟠龙古镇、联美百老汇、安踏总部等一批配套保障区域内的政府投资和社会投资项目	8 个项目, 投资额 295 亿元
生态价值新高地	蓝色珠链、元荡、新谊河水环境综合整治、青松生态廊道等重点项目	19 个项目, 投资额 168 亿元
创新经济新高地	华为研发中心、哈工大智能产业园、启迪科技园、华测导航、精测半导体等国内一批知名企业项目,也包括德国 Brose(博泽)、Blum(百隆),英国 IMI,美国 Cook Medical(库克)等一批外资先进制造业项目	26 个项目, 投资额 356 亿元
人居品质新高地	崧泽高架西延伸等区省对接及骨干路网项目,兰生复旦学校、红房子医院、智慧城市等城市功能项目,以及一大批人才公寓、住房保障、美丽街区、美丽家园、美丽乡村以及乡村振兴的项目	75 个项目, 投资额 639 亿元

资料来源:中国证券网,天风证券研究所

综上,我们认为,基础设施互联互通依然是长三角一体化建设的先导条件。随着政策持续加码,更多红利将释放。在“长三角一体化”主题的催化作用下,长三角地区基建将获得重大发展。

## 4. 行业亮点之国企改革和国资战略入股: 需重视当下大趋势

### 4.1. 国改政策不断放权, 国企运营趋于市场化

自 2015 年《关于深化国有企业改革的指导意见》颁布以来,国企改革“1+N”政策体系逐步完善,为国有企业改革发展创造良好政策环境。国有企业分类界定、改革完善国有资产管理体制、发展混合所有制经济、强化监督防止国有资产流失及深化党对国有企业的领导等方面出台指导性文件;企业治理结构、激励体制、资产负债约束等重点问题出台专项文件;国有资本投资运营、企业兼并重组、董事会职权等重点领域部署实施“十项改革试点”。

国企改革是解决内部动力问题,政策的授权放权赋予国有企业更大自主权,国有资本的资源配置效率得以提高。梳理近年来的国改政策,政策对于国企的影响主要可以归结于两个方面:一方面,通过鼓励企业推行股权激励、员工持股、资产证券化、资源整合及重组为企业注入内在发展动力,提高企业经营效率,实现净利率及周转率提高;另一方面,通过鼓励企业有效使用各种权益性财务工具,依托资本市场发行优先股、永续债、增发及实施债转股、非主营业务剥离,降低企业的财务风险和负担,实现资产负债率降低。

表 15: 国企改革重要政策

时间	政策文件	主要内容
2013.11.12	《关于全面深化改革若干重大问题的决定》	提出全面深化改革总目标,鼓励发展混合所有制经济、鼓励建立职业经理人制度

2013.11.12	《国务院关于开展优先股试点的指导意见》	开展优先股试点
2015.09.13	《关于深化国有企业改革的指导意见》	国企改革纲领性文件；支持国有企业多渠道融资、调整国有股权比例
2015.09.23	《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	鼓励国企子公司混改，通过整体上市、并购重组等方式积极引入各类投资者
2015.10.25	《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》	提出通过划拨国有股权、国有资本经营预算注资组建国有资本投资、运营公司
2016.07.17	《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》	鼓励央企通过培育注资、业务重组、吸收合并等方式，利用普通股、优先股、定向发行可转债等工具，实现专业化整合；支持央企间进行资产重组、股权合作、资产置换、无偿划转
2016.08.18	《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》	支持科技型企业采取增资扩股、出资新设方式开展员工持股试点
2016.10.10	《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》	积极开展以企业应收账款、租赁债权、不动产财产或财产权益为基础资产的资产证券化业务
2016.10.10	《关于市场化银行债权转股的指导意见》	鼓励企业开展市场化债转股，降低杠杆率、优化股权结构
2017.04.13	《2017年深化经济体制改革重点工作的意见》	推进资产证券化，支持市场化法治化债转股，发展多层次资本市场，加大股权融资力度
2018.07.30	《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》	鼓励组建国有资本投资、运营公司，国有资本所有权与企业经营权分离，实行市场化运作；主要通过无偿划转或市场化方式重组整合相关国有资本
2018.08.08	《2018年降低企业杠杆率工作要点》	鼓励通过市场化法治化兼并重组、市场化债转股、盘活存量资产、依法破产、发展股权融资，积极稳妥降低企业杠杆率
2018.08.17	《国企改革“双百行动”工作方案》	要求入选“双百企业”作为改革典范，在混改、市场化、激励机制等方面实现突破
2018.09.13	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	鼓励通过出让股份、增资扩股、合资合作引入民营资本；通过股债结合、投贷联动开展融资
2018.10.19	《关于扩大国有科技型企业股权和分红激励暂行办法实施范围等有关事项的通知》	将国有科技型中小企业、国有控股未上市科技子企业纳入激励实施范围
2019.06.03	《关于印发〈国务院国资委授权放权清单（2019年版）〉的通知》	制定授权放权清单，赋予企业更多自主权

资料来源：Wind、中国政府网、天风证券研究所

#### 4.1.1. 中国建筑：股权激励注入内在发展动力，子公司齐力投入改革

作为建筑领域的一家由中央直管的骨干国有企业，中国建筑成为**建筑行业首家实施股权激励计划的大型国企**，自2013年起三期激励计划累计授出限制性股票11.7亿股，控股子公司、下属科技型子企业也有序展开股权激励，从管理层激励角度提高运营效率。此外，公司通过**发行优先股、美元债、永续债及资产证券化**等方式优化公司债务结构，杠杆率稳步下降，2018年末公司资产负债率降到76.94%。

中国建筑作为建筑领域龙头企业之一，主要通过**下属工程局及上市子公司进行资本运作**，优化企业股权结构、债务结构，**通过股权激励为企业发展注入内在动力**，提高经营效率，做大做强其基建、房建及房地产等主营业务板块，同时不断开拓新业务。

表 16：中国建筑主要改革措施

时间	改革措施	政策/改革事件依据
2013年至今	中长期股权激励计划：前三期股权激励计划累计授出限制性股票11.7亿股，占公司总股本的2.78%	关于规范国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题的通知
2015.03.07	非公开发行优先股150亿元	关于开展优先股试点的指导意见
2015.11.20	境外发行5亿美元债券	关于全面深化改革若干重大问题的决定
2016.07.14	子公司中国海外发展收购中信子公司部分股本及股东贷款	关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见
2016-2018	下属工程局以应收账款为基础进行资产证券化，发行ABS共17次、ABN共2次，累计发行245亿元	国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见、2018年降低企业杠杆率工作要点
2017.11.21	港股子公司中建国际发行5.5亿美元担保票据	关于深化国有企业改革的指导意见
2017.12.27	子公司西部建设非公开发行股票20亿元	关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见
2018.05	香港上市公司中海地产作为职业经理人制度改革试点	关于分类推进人才评价机制改革的指导意见
2018.06.29	香港上市子公司中国海外发展实施股票期权激励计划，售出股份1.07亿股	关于印发国有控股上市公司（境外）实施股权激励试办法

2018.08	子公司中建一局二公司、中建水务环保入选“双百企业”	国资委开展国企改革“双百行动”
2018.11	子公司中建方程、中建钢构发行永续期债券；中建国际发行美元优先担保证券	国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见
2019	3家科技型子企业参加股权和分红激励改革试点	扩大国有科技型企业股权和分红激励办法范围

资料来源：Wind、中国政府网、天风证券研究所

基于中国建筑有多个上市平台，未来在子公司层面具有较大的改革空间。子公司中建科技作为装配式建筑领域领先企业，未来有望于科创板上市；下属科技型子公司、“双百企业”子公司引入战略投资者、开展股权激励与员工持股工作均具有较高可行性。我们预计公司第四期股权激励计划将如期进行，未来也将继续进行资产证券化、发行永续债促进杠杆率下降，此外，公司可能尝试增资扩股、发行可转债等方式优化资本结构。

表 17：中国建筑未来可能的资本运作方向

资本运作方向	可行性分析
子公司科创板上市	①中建科技作为建筑工业化领域领先企业，装配式建筑研发水平先进，有望于科创板上市 ②中建科技科创板上市存在的困难 i. 组织结构：涉及装配式建筑的子企业很多，未来上市过程中将面临资源整合困难 ii. 科创板第二批上市时间不确定
发行可转换债券	①发行可转债融资成本较低，目前中建集团持股比例 56.29%，股权稀释压力不大 ②公司目前 PB 在 1 附近，发行可转换债券存在国有资产流失风险
增资扩股	① 总公司层面：中建集团持股比例 56.29%，股权稀释不太会丧失绝对控制权，增资扩股具有可行性 ②子公司层面：除已上市子公司以外，中建拥有多家全资子公司，可通过增资扩股方式为子公司引入战略投资者，优化股权结构
发行永续债	①存在降杠杆需求：2019 年一季度资产负债率 77.05%，与国资委要求 2020 年 75% 水平仍有差距 ②永续债发行成本低，子公司中建方程、中建钢构、中建国际已有涉及发行
PPP 出表降杠杆	近三年公司 PPP 出表相关合营、联营企业分别为 16、31、37 个，规模逐渐增加
资产证券化	2016-2018 年，各工程局及子公司以应收账款为基础资产发行 ABS 共 17 次，发行 ABN2 次，累计发行 245 亿元，未来可尝试其他经营性资产进行证券化，盘活资产降低杠杆率
股权激励	1 公司近五年 ROE 保持 15% 以上，18 年公司归母净利润同比增长 16.1%，预期可达股权激励授予条件 ② 参考前几期情况，预计第四期股权激励将于 2020-2021 年间开展，激励对象不少于 2500 名，授予规模约占总股本 1.5%
子公司引入战略投资者	全资子公司中建水务环保获国家高新技术企业认定，并入选国资委“双百企业”，目前在推进改革行动；全资子公司中建科技是建筑科技产业的领先企业，引入战略投资者具有可行性
子公司开展员工持股	①建筑领域首家股权激励国企，有望于子公司层面开展员工持股 ②新业务板块（海绵城市、水环境综合治理、建筑垃圾资源化利用、建筑行业互联网+、新型建材、智慧运营等）、勘察设计板块子公司员工以科技研发人才为主，开展员工持股可行性较高

资料来源：Wind、天风证券研究所

#### 4.1.2. 中国铁建：境内外资本市场共同发力，多渠道深化改革

中国铁建依托境内外资本市场共同发力，在香港联交所进行多次资本运作，充分发挥市场资源配置功能，改善调整企业结构。2015 年，子公司中国铁建高新装备于香港联交所上市；2016 年，公司于香港联交所发行 2 次可换股债券；子公司中国铁建重工亦有港股上市意向。此外，公司通过非公开发行股票、开展资产证券化、发行永续债等方式积极有效降低杠杆率，提升国有资本运营效率和回报水平。

表 18：中国铁建主要改革措施

时间	改革措施	政策/改革事件依据
2015.07.09	中铁建总公司增持公司股份 115 万股，增持后持股比例 55.73%。	证监会、财政部、国资委鼓励增持、回购
2015.07.10	非公开发行 A 股股票 12.42 亿股，募集资金 98.23 亿元	关于全面深化改革若干重大问题的决定
2015.12.17	子公司铁建装备（01876.HK）于香港联交所主板上市交易	关于全面深化改革若干重大问题的决定

2016.01.18	发行 5 亿美元零息可换股债券	关于国有企业发展混合所有制经济的意见
2016.06.24	分期发行总额 150 亿元的可续期公司债券“16 铁建 Y1”	关于深化国有企业改革的指导意见
2016.07	“三供一业”剥离	关于加快剥离国有企业办社会职能和解决历史遗留问题工作方案
2016.12.7	发行人民币 34.50 亿元以美元结算之 1.5% 票息可换股债券	关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见
2016-2018	以应收账款为基础进行资产证券化，规模达 10.5 亿元；子公司进行资产证券化，发行 5 期 ABS、ABN，累计规模约 85 亿元	国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见、2018 年降低企业杠杆率工作要点
2018.06.12	全资子公司中国铁建重工集团有限公司拟于港股上市	关于国有企业发展混合所有制经济的意见
2018.07.24	国有股份无偿划转	关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见
2018.08.17	中铁二十三局、中铁第四、第五勘察设计院入选“双百企业”	国资委开展国企改革“双百行动”
2019.04.17	子公司认购北京城市副中心投资基金份额	国家“京津冀协同发展”战略

资料来源：Wind、天风证券研究所

未来中国铁建仍会以借助资本市场进行市场化运作的方式深化改革。公司有意向发行可转债，2017 年末相关方案已受国资委审批，但由于涉房公司股权融资受到约束，未受证监会批准，未来随着简政放权，我们认为中国铁建发行可转债、进行市场化债转股的可行性有所提高。公司下属多家子公司符合港股上市要求，未来有望于香港联交所上市；科技型子公司中铁建网络科技在科创板上市具有一定可行性。目前，公司积极探索建筑工业化、新材料、新能源、水资源水生态水环境治理、垃圾处理等新业务领域，参考中铁的做法，公司未来可能作为战略投资者参股、控股此类领域优质企业，实现国有资本的保值增值。

表 19：中国铁建未来可能的资本运作方向

资本运作方向	可行性分析
资产证券化	根据 2018 年报，公司账面应收账款及应收票据余额为 1091.6 亿元，近年三年全资运营高速公路 6 条，未来有望成为证券化基础资产；子公司中国铁建房地产集团有限公司可发行 REIT 盘活资产
子公司港股/科创板上 市	子公司中国铁建房地产、中铁重工均符合港股上市基本要求 ②子公司中铁建网络科技未来（3-4 年后）有望实现科创板上市
作为战略投资者参股、 控股其他非国企	公司积极探索建筑工业化、新材料、新能源、水资源水生态水环境治理、垃圾处理等新业务领域，目前尚未成立相关公司，市场上存在很多此类业务的良好投资标的公司
子公司股权激励、员工 持股	子公司铁建装备、铁建重工属国家重点高新技术企业，入选“双百企业”3 家子公司积极开展改革，开展股权激励、员工持股可行性高
子公司引入战略投资者	①研发创新型子公司铁建装备、铁建重工、中铁建网络科技有限公司可引入战略投资者促进技术创新 ②入选“双百企业”3 家子公司可引入战略投资者助力改革
市场化债转股	公司目前 PB 为 0.89，控股股东持股比例为 51.13%，进行普通股性债转股存在股权稀释及国有资产流失风险，未来可以优先股方式开展债转股，但可行时间具有不确定性
发行可转换债券	①2017 年末国资委同意公司发行不超过 100 亿元 A 股可转换公司债券的总体方案，未受证监会批准 ②暂未发行原因在于涉房公司的股权融资受到约束，随着简政放权，未来发行可行性提高

资料来源：Wind、天风证券研究所

#### 4.1.3. 中国中铁：走在国改前列，多方式优化企业结构

中国中铁的改革着力于优化企业结构，通过定向增发、股权转让、收购兼并及资产置换等多种方式，调整国有股权比例、进行资源整合。公司积极发挥资本市场效力，2018 年 6 月，公司发行总额为 59.57 亿元资产支持票据，盘活存量资产，稳妥有效降低企业资产负债率；引进九家投资机构为下属四家工程局共增资 115.97 亿元，用于偿还银行贷款和其他负债，实现市场化债转股；2018 年，全资子公司于新三板成功上市；2019 年，收购装配式建筑领域优质企业恒通科技，拓展业务范围。

表 20：中国中铁主要改革措施

时间	改革措施	政策/改革事件依据
2015.07.10	定向增发 15.44 亿股 A 股股票，募集资金 120 亿元	关于全面深化改革若干重大问题的决定

2015.12.31	子公司中铁马来西亚公司收购海外公司股权,收购价款为 26.39 亿马币 (约折合人民币 39.95 亿元)	参与“一带一路”沿线国家基础设施建设和产业投资
2016.06.22	“三供一业”剥离	关于国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作指导意见
2016.12.04	公司以所持中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工、中铁工程装备 4 家子公司 100% 股权置换中铁二局全部资产负债	关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见
2016.12.30	子公司中铁资源向中铁工转让部分持有股权,转让后中铁工持股比例为 54.39%	关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见
2017.07.25	发行 5 年期 5 亿美元担保票据	关于深化国有企业改革的指导意见
2018.06.15	市场化债转股: 9 家机构为中铁二局、中铁三局、中铁五局和中铁八局共增资 115.97 亿元, 偿还部分负债	关于发挥政府出资产业投资基金引导作用推进市场化银行债权转股权相关工作的通知
2018.06.19	发行 2018 年度第一期资产支持票据, 发行总额为 59.57 亿元	2017 年深化经济体制改革重点工作的意见
2018.07.25	国有股份无偿划转	国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见
2018.08.17	子公司中铁九局、中铁二院和中铁国际入选“双百企业”	国资委开展国企改革“双百行动”
2018.10.09	全资子公司中铁高铁电气装备股份有限公司于新三板上市	关于国有企业发展混合所有制经济的意见
2018.11.05	发行永续债, 累计发行 110 亿元	2018 年降低企业杠杆率工作要点
2019.05.25	收购恒通科技	为重点民营企业纾困

资料来源: Wind、天风证券研究所

中国中铁尝试多类型资本运作模式, 预期未来仍会以依靠资本市场进行改革作为主要途径, 拓展改革深度与范围, 有望于子公司层面开展股权激励计划和员工持股工作, 入选“双百企业”的子公司可引入“双百基金”作为战略投资者, 上市子公司中铁工业也是良好的资本运作平台。此外, 公司有意向增加资产证券化规模, 证券化基础资产逐渐多元化也将成为改革方向之一。

表 21: 中国中铁未来可能的资本运作方向

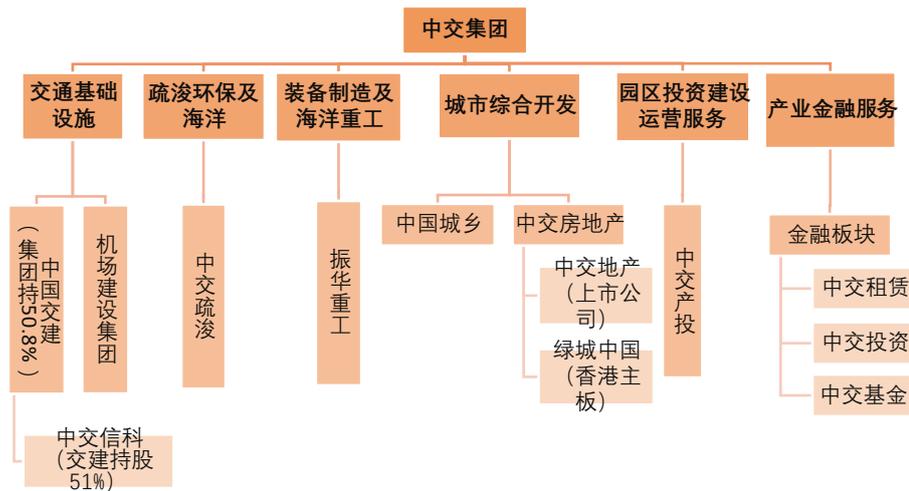
资本运作方向	可行性分析
资产证券化	2017 年首批 PPP 项目资本证券化产品发行; 公司大量 PPP 项目将于 2021 年正式运营, 未来可尝试 PPP 项目资产证券化; 2018 年董事会审议通过关于开展不超过 300 亿元额度的资产证券化业务的议案
子公司引入战略投资者	3 家入选“双百企业” 子公司可引入“双百基金”作为战略投资者实现股权多元化
股权激励和员工持股	①科技型子公司恒通科技管理层平均年龄 48 岁, 实施股权激励计划可行性较高 ②入选“双百企业” 子公司有望开展股权激励和员工持股计划
出售子公司股权	①52 家子公司中持股比例为 100% 的有 34 家, 持股比例为 70% 以上的有 43 家 ②通过出售子公司股权可引入非国有资本推进混改, 筹措资金亦可用于偿还债务降低杠杆
发行优先股	据 2018 年报, 公司杠杆率为 76.55%, 仍有降杠杆需求, 发行优先股可降低杠杆, 但发行成本较高
中铁工业资本运作	科技型上市公司中铁工业可进行定向增发、发行可转债、资产证券化等募资方式实现高质量发展

资料来源: Wind、天风证券研究所

#### 4.1.4. 中国交建：“一台六柱”战略推进专业化分拆，提升核心竞争力

2016 年 7 月, 中交集团成为国有资本投资试点企业, 随之形成“一台六柱”总体改革框架, 即以管资本为主, 将公司打造成为基础设施领域的投资控股集团; 以中国交建为核心, 通过资本运作和股权投资, 进行六大支柱产业布局。通过股份转让推进专业化整合成为中交集团的改革主线, 中国交建作为六大支柱产业的核心“一柱”, 在改革中进一步明确和精干公司主营业务, 着力推进专业化剥离重组, 提高核心竞争力。

图 30：“一台六柱”战略



资料来源：Wind、天风证券研究所

为实现“一台六柱”战略，中国交建持续出售非主业资产、精简规模，将所持振华重工、中交疏浚股份转让于中交集团，将一航局四公司、机场院股份转让于机场建设集团，将联合置业股份转让于中交地产。公司创新性开展以高速公路作为基础资产的资产证券化，盘活存量资产，降低带息负债约 138.5 亿元，通过中交集团发行可交债、子公司认购永续债、子公司引入战略投资者、增资扩股等方式不断优化企业结构。

表 22：中国交建主要改革措施

时间	改革措施	政策/改革事件依据
2015.04.21	收购澳大利亚工程公司股权	助力“一带一路”发展战略
2015.10.31	以优先股募集资金 93.34 亿元对二级子公司增资	关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见
2015.12.11	对子公司中交资管进行增资扩股	关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见
2016.11.30	依托中交路桥基金盘活 4 条高速公路资产，实现资产证券化，降低带息负债约 138.5 亿元	关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见
2016.07.01	交建集团成为国有资本投资公司试点	开展国有资本投资、运营公司试点工作
2017.07.19	公司及境外子公司向中交集团转让上海振华重工部分股份	关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见
2017.11.15	中交集团发行可交债 160 亿元	关于深化国有企业改革的指导意见
2018.05.18	国有股份无偿划转	关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见
2018.08.01	子公司中交疏浚、中交房地产、中交信科入选“双百企业”	国资委开展国企改革“双百行动”
2018.08.29	组建中国交通信息科技（集团）有限公司	关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见
2018.12.12	子公司北京联合置业有限公司全部股份转让于中交地产	关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见
2018.12.21	中交国际认购绿城中国 5 亿美元私募高级永续债券	关于加强国有企业资产负债约束的指导意见
2019.03.30	无偿划转“三供一业”资产	关于国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作的指导意见
2019.06.04	向机场建设集团转让所持一航局四公司、机场院股权	关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见
2019.06.19	子公司中交疏浚股份转让及增资、引入战略投资者	关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见、改革国有资本授权经营体制方案

资料来源：Wind、天风证券研究所

中交集团未来将仍以“一台六柱”战略作为改革主要逻辑线。中国交建作为核心“一柱”，未来将聚焦主营业务，剥离非主业资产，我们预计中国交建将会把所持中交投资、中交城投、财务公司等金融板块企业的股权转让于中交集团。随着规模精简、核心竞争力提升，中国交建更趋近于央企集团下的二级央企，这意味着实施股权激励的可行性也随之提高。

此外，集团未来有望通过发行可转债、开展资产证券化、定向增发等方式优化资本结构，稳步降低杠杆率。

表 23：中交集团未来可能的资本运作方向

资本运作方向	可行性分析
上市平台定向增发	①子公司中交地产为地产板块唯一上市平台，PB 为 1.835，资产负债率为 89.56%，具有定增空间，但 2016 年以来，61 起地产企业定增预案仅有 14 起通过审批，定增获批具有不确定性 ②子公司振华重工为 A、B 股上市公司，PB 为 1.352，资产负债率为 75.55%，具有定增可行性
股权激励	①中国交建作为二级国企，公司持续出售非主营资产、减小规模，实施股权激励可行性提高 ②控股子公司振华重工、中交地产为上市平台，管理层平均年龄约 50 岁，可推行股权激励
发行可转债	交建公司 PB 高于 1，发行可转债具有可行性； ②公司曾于 2017 年向证监会申请发行不超过 200 亿元可转债，但受限于地产业务股权融资约束，申请未受批准；随着地产板块的剥离，可转债获批的可能性增大
转让子公司公司股份	为实现“一台六柱”战略，聚焦主营业务，增强集团产业金融业务竞争力，交建公司未来可能将所持中交投资、中交城投、财务公司等金融板块企业股权转让给中交集团
中交疏浚上市	中交疏浚在引入战略投资者后有望对公司治理和经营产生有益帮助，之前在港交所上市未成功，未来不排除继续在港交所甚至科创板上市的可能
中交产投进行资本运作	①作为“一台六柱”战略中的“一柱”，中交产投中央企业产业金融发展的示范者 ②未来集团可能会为中交产投引入战略投资者、增资扩股，甚至上市
中交投资进行资本运作	作为“一台六柱”中金融板块的重要平台，未来可引入战略投资者、增资扩股
资产证券化	①中交集团目前资产负债率为 77%，存在降杠杆需求 ②公司曾进行应收账款、高速公路资产证券化，预计将继续进行资产证券化、盘活存量资产

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 4.2. 量化测算下，建筑央企降杠杆有望达到预期

自 2016 年发布《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》以来，建筑行业各大国企积极使用各种债务融资工具，降杠杆工作已有成效，但与国资委所提出的 2020 年杠杆率降低至 75% 水平仍有差距。

假设中国建筑、中国交建、中国铁建与中国中铁 4 家企业均在现有资产负债余额基础上进行资产证券化（并以所筹资金 20% 偿还负债）、债转股、发行永续债、优先股及子公司上市等资本运作，我们进行简化的数据预测分析，得到杠杆率变化将如下表所示。

表 24：简化预测降杠杆效果概况（单位：亿）

	中国建筑		中国交建		
	总资产	总负债	总资产	总负债	
2019 年一季报	19,309	14,877	2018 年年报	13,659	10,530
1. 中建科技 IPO20% 股份	10		1. 资产证券化 4 条公路	-138.5	-138.5
2. 资产证券化 150 亿元	-30	-30	2. 发行 100 亿可转换债券	100	
3. 债转股 100 亿		-100	3. 中交疏浚引入战略投资	136.34	
4. 发行 100 亿永续债	100		4. 中交产投 IPO25% 股份	15	
合计	19,389	14,747	合计	13,772	10,392
初始资产负债率	77.05%		初始资产负债率	77.09%	
资本运作后资产负债率	76.06%		资本运作后资产负债率	75.46%	
	中国铁建		中国中铁		
	总资产	总负债	总资产	总负债	
2019 年一季报	9,405	7,304	2019 年一季报	9,701	7,425
1. 中铁重工 IPO25% 股份	67.47		1. 资产证券化 100 亿	-20	-20
2. 资产证券化 100 亿	-20	-20	2. 转让中铁国际股权	-6.25	-6.25
3. 债转股 100 亿		-100	3. 发行 100 亿优先股	100	
4. 发行 100 亿元可转换债	100		4. 恒通科技并表	27.95	13.16

5.可转债转股		-39.5	5.恒通科技并表付出现金		-7.82
合计	9,553	7,144	合计	9,781	7,406
初始资产负债率	77.66%		初始资产负债率	76.55%	
资本运作后资产负债率	74.79%		资本运作后资产负债率	75.72%	

资料来源: Wind、天风证券研究所

注: 此表仅为简化数据预测分析, 不代表真实数据

依托资本市场进行**多渠道资本运作, 国企降杠杆有望达到预期**。通过上表的简化数据分析, 4 家国有企业均能有效降低杠杆率, 接近 75% 目标杠杆率水平。除了资本运作以外, 各企业推行的公司治理、激励制度等配套改革措施有利于提高企业运营效率, 实现**净利率、周转率等盈利能力提升, 促进权益端增加**, 参考 2018 年末进行过多资本运作的中国建筑与中国铁建产的资产负债率变化情况, 我们预计此类方式大约**每年可降低企业杠杆率 0.8 个百分点左右**, 最终于 2020 年达到降杠杆预期目标的可能性较大。

### 4.3. 行业国资战略入股现象快速增加, 建议关注小市值民营建筑公司的投资机会

从 2018 年下半年开始, 随着去杠杆持续推进, 部分民营企业融资方面出现了一定的问题, 特别是建筑行业部分民企由于受到发债事件的影响股债双杀, 现金流告急。在这样的背景下, 开始陆续有部分企业向国企或者国资平台转让部分股权, 引入战略投资者, 以获得银行融资上的支持。建筑行业这一年期间已有 13 家公司转让了部分股权, 甚至部分公司实控人已发生变化, 已成为了国资的上市平台。

表 25: 建筑行业国资战略入股情况梳理

公司名称	签署协议日期	公告日期	受让方	金额 (亿)	比例	成交价 (元/股)	公告日相对收益率	公告一周后相对收益率	公告一周前相对收益率	实控人是否变化	转让后受让方持股比例
东方园林危废全资子公司	18/8/23	18/8/23	农银金融资产投资有限公司	30	35.71%	-	-12.46%	-23.72%	-21.29%	否	35.71%
美晨生态	18/9/5	18/9/6	潍坊市城投	9.01	10.00%	6.201	0.34%	1.61%	1.89%	否	10.00%
东方园林	18/11/1	18/11/2	北京市盈润汇民基金管理有限公司 (朝阳国资委下属)	-	5.00%	-	6.46%	8.16%	-0.32%	否	5.00%
华铁科技	18/12/6	18/12/7	杭州市金融投资集团	不超过 2.184	7%-7.5%	-	-1.62%	-3.90%	3.13%	否	7%-7.5%
铁汉生态	18/12/20	18/12/21	深投控、深圳投控共赢股权投资基金	4.41	9.86%	3.76	-8.82%	-23.19%	-42.65%	否	9.86%
达实智能	18/12/27	18/12/28	深圳投控资本有限公司管理投资基金	3.62	5.00%	3.81	-5.30%	-5.05%	6.03%	否	5.00%
中化岩土	19/1/2	19/1/3	成都兴城投资集团	8.15	19.29%	4.35346	-3.11%	-4.39%	4.30%	是	29.19%
蒙草生态	19/1/18	19/1/18	内蒙古金融资产管理	-	5.59%	3.645	-1.33%	-3.00%	-3.20%	否	5.59%
全筑股份全资子公司上海全筑装饰	19/1/25	19/1/25	上海国盛海通股权投资基金合伙企业	1.13	18.50%	-	-1.35%	-5.27%	3.92%	否	18.50%
棕榈股份	19/2/11	19/2/13	豫资保障房	7.67	13.10%	3.94	-1.01%	2.64%	-2.51%	是	13.10%
美尚生态	19/2/28	19/3/13	1.国联新美投资(无锡市国联发展参股) 2.	6.2	7.78%	11.70	-1.55%	-3.85%	2.65%	否	1、3.89%; 2、3.89%

文旅一期（无锡文旅集团参股）

ST 围海	19/5/23	19/5/24	宁波交通投资控股	-	29.80%	6	-2.15%	-19.35%	3.53%	是	29.80%
恒通科技	19/5/24	19/5/27	中国中铁	7.82	26.51%	12.00	8.79%	2.69%	10.95%	是	26.51%
名家汇	19/6/24	19/6/26	中国新兴集团	6.66	11.38%	16.98	-1.40%	-7.80%	-0.37%	否	11.38%

资料来源：公司公告、天风证券研究所 注：相对收益率指相对沪深 300 的收益率，东方园林和铁汉生态跌幅较大主要是停牌太久，市场变化较大

进行股权转让的公司有明显的特点，就是资产负债率较高，需要进行大量的债务性融资，这其中又以园林行业居多，有 6 家公司转让了股权。国资战略入股的现象目前还有一定的争论，市场对这些公司的股价表现不一，相对沪深 300 的收益率有涨有跌，但有一个明显的特点是，小市值的公司（50 亿市值以下）股权转让公告后一周存在比较明显的相对收益和绝对收益。因此建议密切关注行业中可能进行股权转让的小市值公司。

图 31：国资战略入股的公司资产负债率普遍较高



资料来源：wind、天风证券研究所

图 32：小市值的公司在转让股权时存在明显的相对收益和绝对收益（单位：%）



资料来源：wind、天风证券研究所

## 5. 投资建议

上半年行业情况基本与我们之前预期相符；下半年来看，下一步刺激、放松基建的概率和力度预计有所增加，部分政策工具如发行特别国债、降低项目资本金比率等存在使用的可能。对于主题而言，长三角一体化、国企改革和国资战略入股将成为持续的热点。综上，维持行业的“强于大市”评级。投资标的上推荐关注基建工程建设央企中国铁建、中国中铁、中国交建等大建筑央企，以及长三角一体化区域建设龙头，比如上海建工、隧道股份等等；此外设计链条相关标的依然值得关注，比如中设集团、苏交科等等。此同时部分小而美个股可能会走出独立行情，如乾景园林、高新发展、腾达建设、亚翔集成、华体科技等。

## 6. 风险提示

我国固定资产投资增速加速下行，前期政策落地不及预期，流动性环境超预期收紧，公司项目回款低于预期

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