

投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《基建宽松政策逐步落地，板块内开始分化》2018.08.12

《谈政策受益逻辑顺序》2018.08.05

《阶段性政策宽松趋势明显，但并非“全面放松”》2018.07.29

分析师:杜市伟

Tel:(0755)82945368

Email:dsw11227@htsec.com

证书:S0850516080010

分析师:李富华

Tel:(021)23154134

Email:lfh12225@htsec.com

证书:S0850518050001

基建系列报告一：详解资金来源及研究框架探讨

投资要点：

- 基建是政府把控性最强的投资领域，也是“稳增长”之利器，同时又是影响建筑板块业绩和估值的重要因素之一，我们本篇报告通过详细拆解基建资金来源，来探讨基建投资增速波动的内在逻辑，并以此为基础来探讨基建研究框架。
- **基建增速快速下行，并非项目需求短缺，而是资金到位放缓所致。**2018H1 固投增速创近年来新低，其中基建投资同增 7.3%，环比回落 2.1 个 pp，是投资下行的主要因素。然而这并非项目需求短缺造成，与国外发达国家相比 20%以上城镇化率的差距、区域发展不平衡、城市更新改造等依然存在着大量的基建需求，基建项目的资金到位放缓是主要原因。基建资金来源于预算内资金、国内贷款、自筹资金、其他资金及利用外资，其中 2016 年自筹资金（占 60%）、预算内资金（占 16%）和国内贷款（占 16%）合计占比达 92%，是基建资金的主要来源。2018H1 国内贷款、地方政府专项债、非标中的信托贷款和委托贷款分别同比下降 5.30%、67.05%、62.52%和 233.73%，是资金放缓的主要原因。
- **资金来源拆解分析，预计下半年基建投资回暖。**从国家预算内资金看，主要指一般公共预算支出中用于基建的部分以及财政预算内的政府一般债券，上半年中央财政支出提速，但地方下降；从国内贷款看，受资管新规和信用紧缩影响，下滑明显；从自筹资金角度看，包括政府基金性支出（主要是国有土地使用权转让支出剔除相关拆迁补偿后的支出）、财政外债券（专项债、铁道债、城投债）、非标融资、PPP 融资和其他，其中非标融资和专项债下滑明显；利用外资和其他资金占比不高，范围较广。随着财政政策更为积极、信贷环境改善，PPP 项目清库取得阶段性成果，我们预计下半年基建投资有望回暖，全年增速预计达到 9%。
- **上下游数据与基建关系：看似“背离”，实则“并不矛盾”。**2018 年上半年基建投资增速下滑，但全社会用电增速保持较高水平，水泥产量降幅也在收窄，挖掘机销量继续大增，造成这种差异的原因在于：1）口径差异，基建投资不含农户，而水泥、挖掘机等是全社会口径，包含农村投资，随着扶贫工作的持续推进，农村投资预计增长较快；2）工业需求、房地产投资仍不错，叠加挖掘机等设备更新需求，这也会造成上下游数据差异。
- **央企订单与基建增速双双放缓：内在逻辑不同。**2018H1 大部分央企新签订单增速下滑，中国建筑、中国电建、中国交建、中国中铁新签订单增速分别为 1.60%、-4.99%、1.68%、13%，相比 2018Q1 增速下滑明显，与基建投资增速几乎同步，但前者主要原因是受到 PPP 规范和央企去杠杆影响，而后者主要是在施工项目的资金到位放缓所致。
- **基建政策预期持续改善，基建有望再扛稳增长重任。**从央行窗口指导信用债投资，到 7 月 23 日国务院常务会议，再到 7 月 31 日中央政治局工作会议，阶段性的政策宽松趋势明显。中美贸易摩擦不断，国内消费略显疲态，我们认为刺激基建稳定经济增长大概率成为阶段性的政策方向，基建有望再度成为“稳增长”的主要工具。但我们认为政策并非“全面宽松”，未来大概率是重点区域和重点领域的政策发力。从政策受益顺序上看，在建重大项目资金需求、已经纳入计划中但仍未落地的项目资金需求有望率先得到改善的，有利于重大项目工程的主要承接者—建筑央企；其次非标监管尺度放宽，信贷环境改善，融资平台资金状况也有望率先受益；从区域上看，中央财政拨款占比相对较高的中西部基建有望率先受益，基于上述逻辑，我们建议关注铁路建设龙头中国铁建、中国中铁；基建施工龙头中国交建和设计龙头苏交科；以及西部基建四川路桥。
- **风险提示。**政策预期波动风险、政策落地不及预期风险等。

目 录

1. 前言	6
2. 基建投资增速快速下滑拖累固投，资金是主要原因	6
3. 详解基建投资的资金来源：自筹资金是重要变量	9
3.1 国家预算内资金：中央财政支出提速，地方下降，下半年发债有望加速	9
3.2 国内贷款：受资管新规及信用紧缩影响有所下滑，下半年有望改善	11
3.3 自筹资金：分化严重，非标融资影响较大	12
3.3.1 上半年政府性基金收入和支出高增长，下半年预计有所放缓	13
3.3.2 财政外债券：上半年债券累计发行额有所增加，但全年不容乐观	15
3.3.3 非标融资：资管新规下信托和委托贷款明显下降，全年预计继续萎缩	17
3.3.4 PPP 融资：下半年 PPP 落地投资预计有所好转	18
3.3.5 其他自筹资金预计保持一定增长	19
3.4 利用外资和其他资金：预计保持一定幅度增长	19
4. 上下游数据与基建关系：看似“背离”，实则“并不矛盾”	20
4.1 工业需求回暖，社会用电量增速回升	20
4.2 扶贫政策推进，农村地区投资较大，水泥产量增速回升	21
4.3 自然更新需求叠加环保淘汰需求，挖掘机销量继续大幅增长	22
5. 央企订单增速放缓和基建：内在逻辑并不同	23
6. 投资建议：政策预期持续改善，基建再抗稳增长重任	24
7. 风险提示	24

图目录

图 1	本篇报告逻辑图	6
图 2	2017 年制造业、基建、房地产投资合计占固投约 80%.....	7
图 3	2018H1 固投累计增长 6.00%，增速继续回落 0.10 个 pp	7
图 4	1-6 月份制造业投资增长 6.8%，增速提升 1.6 个 pp	7
图 5	1-6 月份房地产开发投资增长 9.7%，增速降 0.5 个 pp	7
图 6	1-6 月份基础设施建设投资（不包含电力等）增长 7.3%，回落 2.10 个 pp	7
图 7	口径还原后，2018 年 1-6 月基建投资同比增长 3.31%，增速持续下降 1.71 个 pp	8
图 8	我国城镇化率持续提升，2017 年达 58.52%	8
图 9	我国与发达国家 80%以上的城镇化率仍有不小差距	8
图 10	2015 年开始基建投资完成额和资金来源额偏差扩大	9
图 11	2015 年开始农村基建投资新增贷款明显增加	9
图 12	自筹资金占比最大，且提升较多	9
图 13	2016 年自筹资金占比达 60%，国内贷款占比 16%.....	9
图 14	基建国家预算资金和一般公共预算支出增速趋势较一致.....	10
图 15	基建国家预算资金占一般公共预算支出比例稳定 13%	10
图 16	一般公共预算收入和支出增速差值仍较大	10
图 17	上半年中央财政支出增速提升，地方财政支出增速回落.....	11
图 18	上半年地方财政收入和支出增速均有所回落.....	11
图 19	2018H1 地方政府债发行同比减少，净融资额明显下降	11
图 20	发行的地方政府债主要用于置换债券.....	11
图 21	2013 年开始用于基建投资的国内贷款占固投国内贷款比例稳定在 31%-32%左右	12
图 22	2018 年一季度固投国内贷款累计同比下降 5.30%	12
图 23	2018 年一季度新增人民币贷款增长 15.17%，增速提升	12
图 24	政府性基金支出基本和收入持平，支出占收入比重在 95%以上.....	13
图 25	2018H1 全国政府性基金收入同比增长 36%.....	13
图 26	2018H1 全国政府性基金支出同比增长 37.28%.....	13
图 27	政府性基金支出占全国政府性基金支出比重约为 93%-95%.....	14
图 28	中央政府性基金支出中基建支出占比约为 40%-55%.....	14

图 29	2015 年征地拆迁补偿、补助、前期开发支出占地方政府性基金支出比例为 68%	14
图 30	2017 年地方政府性基金收入占比达 94%	14
图 31	近两年地方土地出让收入占地方基金性收入比重近 90%	14
图 32	2018 年上半年土地使用权出让收入大幅增长, 增速达 39.57%	15
图 33	2018 年上半年新增专项债 432 亿元, 较 17 年同期 1311 亿元明显减少	15
图 34	18H1 发改委专项建设债发行 201.80 亿元, 有所增加, 但 5-6 月份发行明显下降	16
图 35	铁道债发行稳定, 我们预计 2018 年全年发行 2750 亿元	16
图 36	2018 年 6 月份城投债发行有所下降, 净融资额大幅减少	17
图 37	2018 年一季度, 信托贷款投向基础产业占比为 14.40%	17
图 38	信托资金投向基础产业中 90% 左右投向基建领域	17
图 39	2018Q1 新增信托投向基础产业的贷款额明显减少, 大幅下降 62.51%	18
图 40	2018 年上半年新增委托贷款持续为负, 基建委托贷款预计明显减少	18
图 41	18 年 2 月份 PPP 项目成交额增速下降, 4 月份起负增长	19
图 42	2018 年上半年 PPP 项目成交额同比下降 8.21%	19
图 43	18 年上半年全社会用电量增 9.43%, 增速略降 0.32 个 pp	20
图 44	2018 年 6 月第三产业及居民用电贡献率提升	20
图 45	2018 年上半年制造业固投累计增速回升	21
图 46	2018 年 6 月 PMI 指数回落, 但仍保持较高水平	21
图 47	2018 年上半年房屋新开工面积累计增速回升	21
图 48	2018 年房地产 6 月单月开发投资保持较高水平	21
图 49	2018 年上半年全国水泥累计产量同比下降 0.6%, 降幅较 1-5 月份有所收窄	22
图 50	水泥耗量在房建、基建、农村领域各占 1/3	22
图 51	2018 年 3 月开始西南地区水泥累计产量增速呈上升趋势	22
图 52	2018 年上半年, 挖掘机销量继续大幅增长 60.02%, 增速略降 0.16 个 pp	22
图 53	2-6 月小松挖掘机国内平均作业小时数分别下降 48.92%、12.45%、2.72%、2.50%、2.39%	23
图 54	2018 年上半年中国建筑累计新签订单增速不断下滑	23
图 55	2018 年上半年中国电建累计新签订单增速不断下滑	23
图 56	2018 年上半年中国化学累计新签订单增速提升	24
图 57	建筑行业订单增速出现下滑	24

表目录

表 1 PPP 项目成交额及实际落地投资额测算	19
表 2 基建投资分项资金统计	20

1. 前言

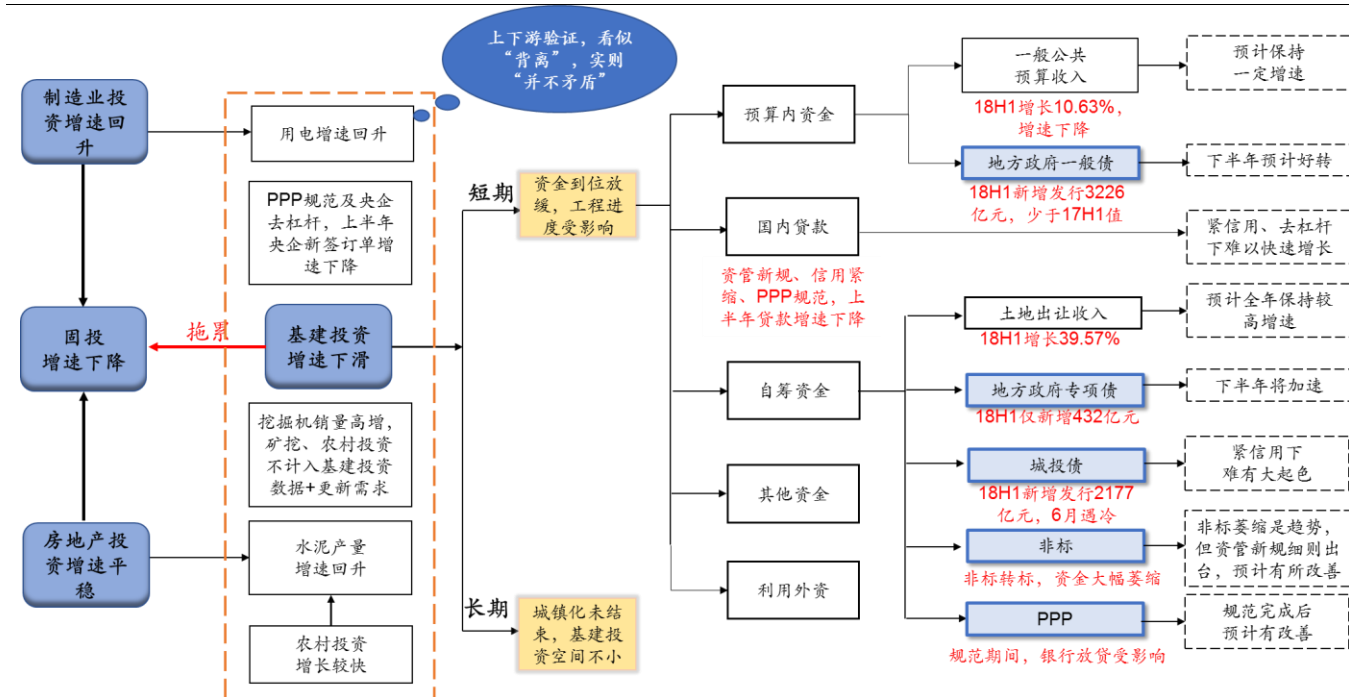
近年来我国固定资产投资增速持续放缓，1-6 月份增速创出新低，其中制造业投资增速回升，房地产投资增速平稳并保持较高水平，但基建投资增速明显下滑，是拖累整体固投增速的主要原因。同时基建投资又是影响建筑板块业绩和估值的重要因素之一，因此我们通过拆解资金来源的方式，来探讨基建投资增速下滑的内在逻辑，并以此为基础来讨论基建研究框架。

当前基建投资增速快速下滑并非需求短缺，而是工程进度放缓所致，而资金约束又是主要原因。从长期需求空间角度看，2017 年我国城镇化率水平达 58%，离发达国家 80% 的城镇化率仍有一定的差距，基建需求依然较大。但之所以基建增速快速下滑，主要是资金到位放缓。从资金来源的角度看主要受地方政府发债减少、非标转标，PPP 规范等影响。

上下游数据印证基建的结构性变化。电力、水泥、挖掘机等表现回暖，市场认为和基建投资数据有所背离，产生自相矛盾，而其实是因为统计口径以及涵盖内容等原因，数据之间看似“背离”，内在却并不“矛盾”，并能印证投资的结构变化。2018 年 5、6 月建筑央企新签订单增速出现下滑，主要原因是 PPP 规范及央企降杠杆，PPP 订单受到一定影响，随着 PPP 规范取得阶段性成果，订单增速预计有所回升。

政策是影响基建投资的重要因素。随着资管新规配套细则落地、稳投资政策落地，我们认为下半年地方政府一般债发行预计有所加快，在信用紧缩的背景下，城投债发行预计仍较为紧张；非标萎缩是趋势，但监管尺度放松，非标融资有望出现边际改善；而在 PPP 规范取得阶段成果后，PPP 资金预计能有所改善。

图1 本篇报告逻辑图



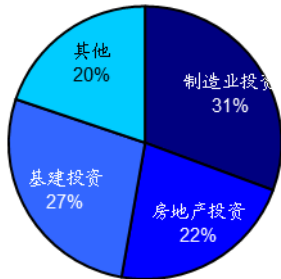
资料来源：海通证券研究所

2. 基建投资增速快速下滑拖累固投，资金是主要原因

基础设施建设投资、制造业投资、房地产投资是固定资产投资的主要构成，2017 年这三个领域占固投比重分别为 27.40%、30.65%和 22.12%。2018 年固定资产投资增

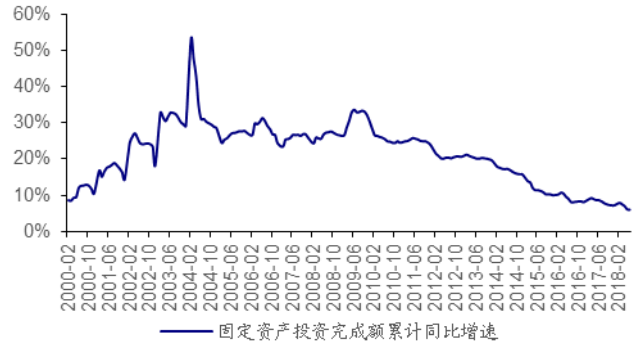
速继续下行，上半年实现固定资产投资 29.73 万亿元，同比增长 6.00%，累计增速继续创出新低，较 1-5 月增速回落 0.10 个 pp。从三大构成来看，固定资产投资回落主要是基础设施投资增速下滑所致。2018 年 1-6 月份，制造业投资增长 6.8%，比 1-5 月份加快 1.6 个 pp；房地产投资增长 9.7%，比 1-5 月份小幅回落 0.5 个 pp；基础设施建设投资（不包含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长 7.3%，回落 2.1 个 pp。

图2 2017 年制造业、基建、房地产投资合计占固投约 80%



资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 2018H1 固投累计增长 6.00%，增速继续回落 0.10 个 pp



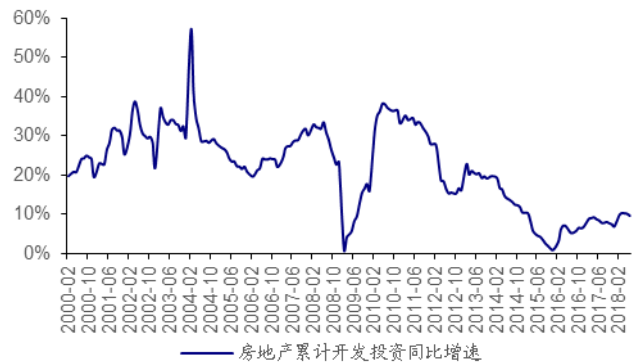
资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 1-6 月份制造业投资增长 6.8%，增速提升 1.6 个 pp



资料来源：Wind，海通证券研究所

图5 1-6 月份房地产开发投资增长 9.7%，增速降 0.5 个 pp



资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 1-6 月份基础设施建设投资（不包含电力等）增长 7.3%，回落 2.10 个 pp



资料来源：Wind，海通证券研究所

口径还原后，2018 年 1-6 月基础设施建设投资同比增长 3.31%，增速持续下降 1.71 个 pp。统计局每月公布的基础设施建设投资主要包括电力、热力、燃气及水生产和供应

业，交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业投资，但是由于统计局没有公布 2018 年 1-6 月基础设施建设投资的分项构成的绝对值，仅给出相应的同比增速，因此，我们根据去年同期的数据及今年的同比增速估算出绝对量（由于会有季节调整，最后的实际数值和估算的可能会有一定的偏差），从而计算出和 2018 年前统一口径的基础设施建设投资同比增速，2018 年 1-6 月基础设施建设投资同比增长 3.31%，较 1-5 月份增速下降 1.71 个 pp。通过分项可以看出，1-6 月电力、热力、燃气及水生产和供应业投资下降 10.30%，降幅收窄；交通运输、仓储和邮政业投资增长 6.30%，增速继续下降 1.20 个 pp；水利、环境和公共设施管理业投资增长 6.30%，增速继续下降 2.9 个 pp。

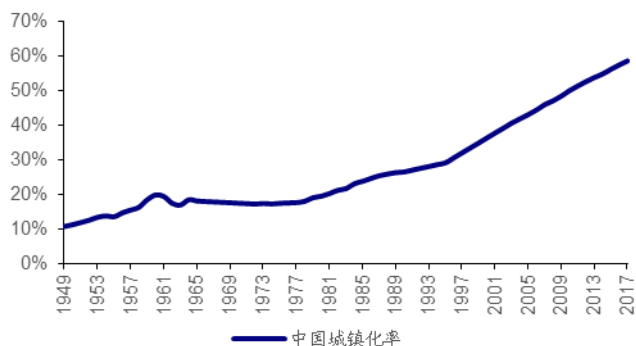
图7 口径还原后，2018 年 1-6 月基建投资同比增长 3.31%，增速持续下降 1.71 个 pp



资料来源：Wind，海通证券研究所

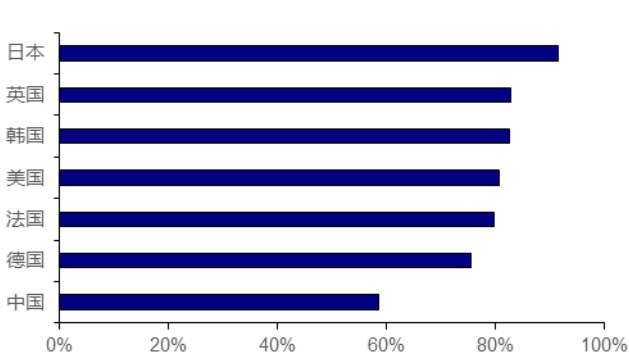
短期基建下滑并非需求短缺，而是资金到位放缓影响了工程进度。长期来看，基建投资仍大有可为，2017 年我国城镇化率为 58.52%，和发达国家 80%以上的城镇化率水平仍有一定的差距。

图8 我国城镇化率持续提升，2017 年达 58.52%



资料来源：Wind，海通证券研究所

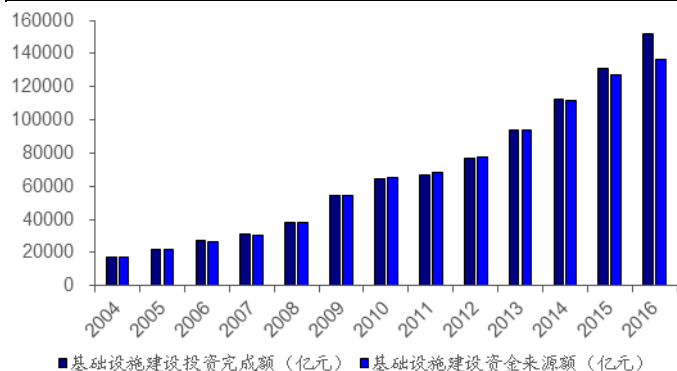
图9 我国与发达国家 80%以上的城镇化率仍有不小差距



资料来源：Wind，海通证券研究所

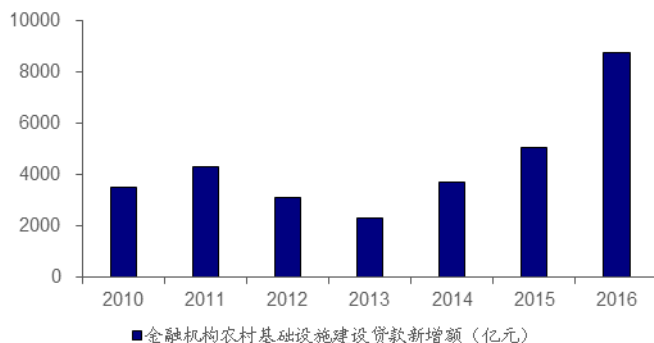
短期来看，工程进度受到影响，基建投资增速下滑，主要是受到资金到位放缓影响，我们从资金来源的角度对基建投资完成情况进行分析。不过由于统计口径的原因，基建投资口径是城镇，不包含农村，基建投资完成额是城镇固定资产投资加上农村企业事业组织的项目投资，所以两者会有一定的偏差，2004-2014 年，两者很接近，偏差在 1000 亿以内，2015 年开始，偏差开始扩大，2015 年偏差为 4411 亿元，2016 年偏差扩大至 1.57 万亿元，偏差率 10%左右，我们认为主要是因为新农村建设加快，扶贫力度加大，农村建设投资增加（由于没法获取农村基础设施建设投资额，但从相关的农村基础设施建设支出可以获得一定的验证，农村基础设施贷款新增额在 2015、2016 年增加较快）。虽然两者具有一定偏差，但通过基建资金来源分析依然具有很强的参考性和指导意义。

图10 2015 年开始基建投资完成额和资金来源额偏差扩大



资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 2015 年开始农村基建投资新增贷款明显增加

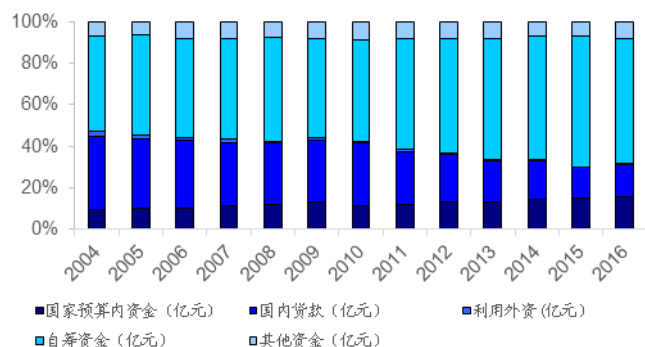


资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 详解基建投资的资金来源：自筹资金是重要变量

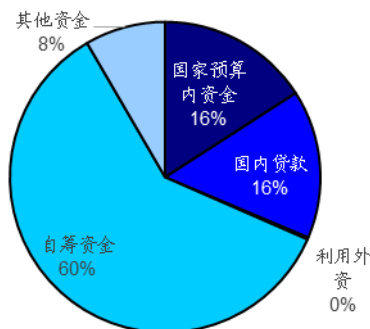
基建资金来源主要包括国家预算内资金、国内贷款、自筹资金、利用外资、其它资金等，其中国家预算内资金占比稳定提升，由2004年10%提升到2016年的16%，国内贷款占比由2004年的35%下降至2016年的16%，自筹资金占比提升较多，由2004年的46%提升至2016年60%，占比最大，利用外资比例较小，其他资金占比保持稳定，保持在7%-8%左右。

图12 自筹资金占比最大，且提升较多



资料来源：Wind，海通证券研究所

图13 2016 年自筹资金占比达 60%，国内贷款占比 16%

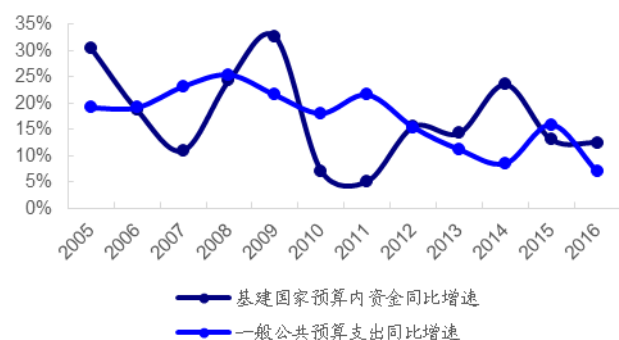


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.1 国家预算内资金：中央财政支出提速，地方下降，下半年发债有望加速

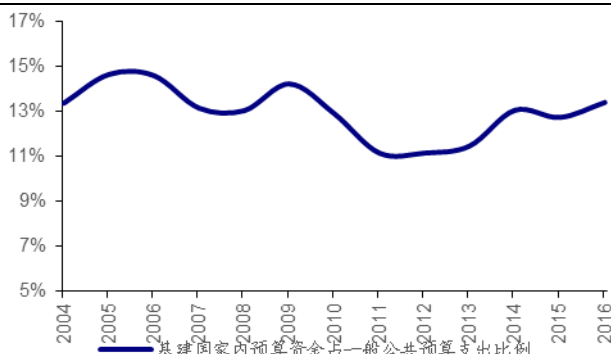
国家预算内资金主要包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社保基金预算，我们把政府性基金预算放在自筹资金里分析，国有资本经营预算支出主要指国家以所有者身份对国有资本实行存量调整和增量分配而发生的各项收支预算，与基建投资相关支出较少，社保基金预算支出主要用于社保相关领域，和基建领域相关性较小，所以我们主要分析一般公共预算支出中用于基建的部分。

图14 基建国家预算资金和一般公共预算支出增速趋势较一致



资料来源：Wind，海通证券研究所

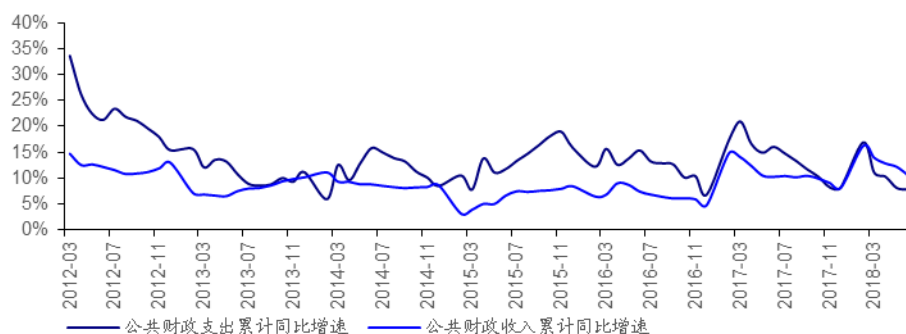
图15 基建国家预算资金占一般公共预算支出比例稳定 13%



资料来源：Wind，海通证券研究所

2018年一般公共预算支出累计增速不断下降，1-6月累计增速为7.84%，较1-5月份增速下降0.30个pp，一般公共预算收入增速虽有下滑，但幅度明显小于支出下降幅度，而且和历史同期比较，收入增速绝对值也处于高位水平，一般预算收-支增速差值仍较大。

图16 一般公共预算收入和支出增速差值仍较大

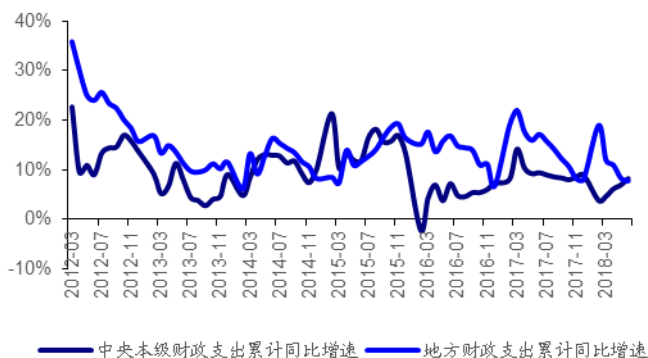


资料来源：Wind，海通证券研究所

一般公共预算支出增速下降，从支出方向上看，中央本级支出增速在不断提升，地方支出增速在不断下降，主要原因在于地方政府一般债发行额明显减少，净融资额明显减少。1-6月份地方财政支出增速在下降，我们认为主要原因在于地方政府债发行额较去年同期明显减少，而且发债主要用于置换债券，新增债券额很小，2018年1-6月份累计发行地方政府债1.41万亿元，其中一般债券10436亿元，专项债券3673亿元，按用途分，置换债券10780亿元，新增债券3329亿元；而2017年1-6月份累计发行地方政府债1.86万亿元，新增债券5506亿元。我们认为地方政府债发行额减少与资本市场有关，接连的债务违约爆发使得资本市场对于债券相对谨慎，且对主体要求变得苛刻，利率成本较高也会影响债券的发行。此外，发行的政府债券大量用于置换或再融资债券，新增债券很少。

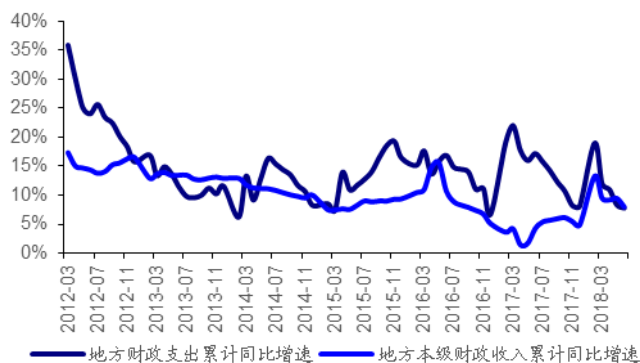
我们预计下半年地方政府发债将加快，2018年地方政府新增债务限额2.18万亿元，较2017年1.63万亿元增长33.74%，其中一般债限额仍为8300亿元，专项债限额由8000亿元增长到1.35万亿元。2018年上半年新增地方政府债3329亿元，低于2017年上半年的5506亿元，其中2018年上半年新增一般债3226亿元，新增专项债432亿元。随着5月出台《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》，地方政府发债明显加快，6月新增债券3487亿元，而2017年6月新增3490亿元，几乎持平，我们预计下半年该趋势有望保持。

图17 上半年中央财政支出增速提升，地方财政支出增速回落



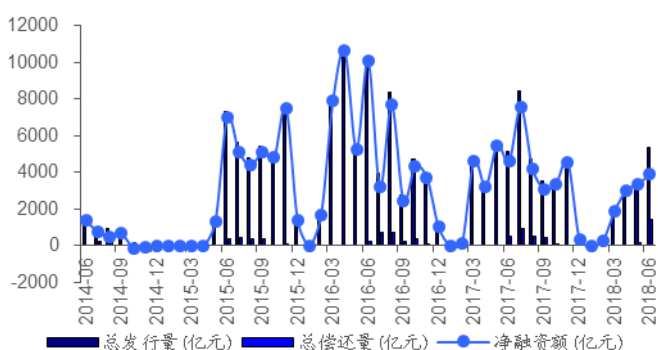
资料来源：Wind，海通证券研究所

图18 上半年地方财政收入和支出增速均有所回落



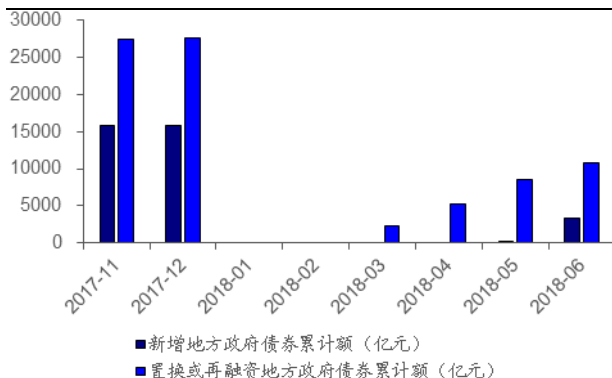
资料来源：Wind，海通证券研究所

图19 2018H1 地方政府债发行同比减少，净融资额明显下降



资料来源：Wind，海通证券研究所

图20 发行的地方政府债主要用于置换债券



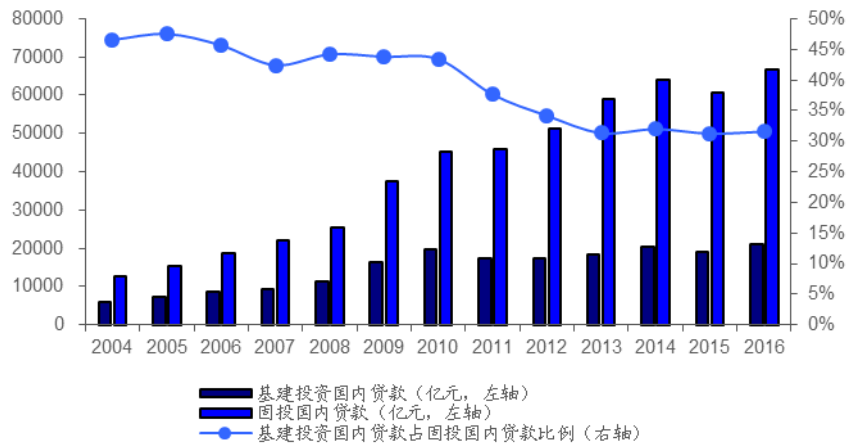
资料来源：Wind，海通证券研究所

考虑到国常会及政治局会议提出，财政政策要积极，我们预计地方政府一般债发行将提速，下半年一般公共预算支出预计也将提速，上半年支出增速为7.84%，全年我们预计能达到10%的增速。我们假设2018年一般公共预算收入全年增速10%（上半年为10.63%），18年国债（17年1.47万亿元）和地方政府一般债（17年8300亿元）新增额和17年相同，再加上结转结余及调入资金（17年为1万亿元），18年全年支出增速可达10%。

3.2 国内贷款：受资管新规及信用紧缩影响有所下滑，下半年有望改善

国内贷款主要指固定资产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。用于基建投资的国内贷款和固投国内贷款息息相关，2013年开始占比稳定在31%-32%左右。

图21 2013 年开始用于基建投资的国内贷款占固投国内贷款比例稳定在 31%-32%左右



资料来源：Wind，海通证券研究所

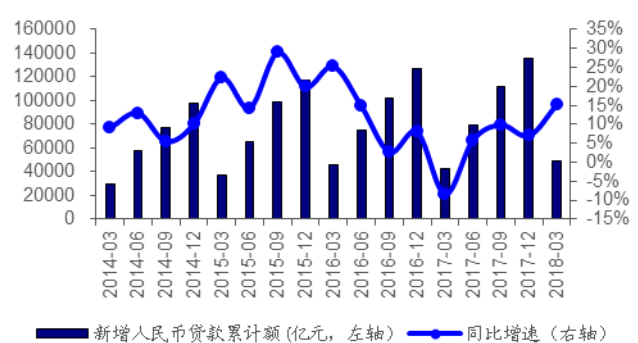
18Q1 固投贷款下降，基建贷款增速预计也有所下滑。2018 年一季度固投国内贷款累计同比下降 5.30%，我们认为主要由于 PPP 规范、地方政府债务控制、资管新规及信用紧缩下，银行处于谨慎状态，放贷放缓，基建投资国内贷款预计也出现明显下滑。而同期新增人民币贷款增长 15.17%，增速继续提升，我们认为偏差主要原因在于随着银行表外资金回归表内，表内需求增加，此外，新增人民币贷款中居民房贷需求依然旺盛。我们认为 PPP 项目规范已有阶段性成果，项目大面积清理预计将告一段落，但会保持动态调整，基建贷款增速预计有所回升；长期来看，去杠杆仍在继续，M2 增速预计不会有明显提升，贷款增速难以再保持以前高增速。

图22 2018 年一季度固投国内贷款累计同比下降 5.30%



资料来源：Wind，海通证券研究所

图23 2018 年一季度新增人民币贷款增长 15.17%，增速提升



资料来源：Wind，海通证券研究所

7月23日召开的国常会提出，稳健的货币政策要松紧适度，疏通货币信贷政策传导机制，引导金融机构将降准资金用于支持小微企业、市场化债转股。7月31日召开的政治局会议提出，把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕。8月3日召开的金融委第二次会议提出，把好货币总闸门的前提下，要在信贷考核和内部激励上下更大功夫，增强金融机构服务实体经济特别是小微企业的内在动力。货币政策有所转向，稳健的货币政策要松紧适度，我们认为下半年信贷将有所改善，预计全年固投国内贷款增速为-3%。

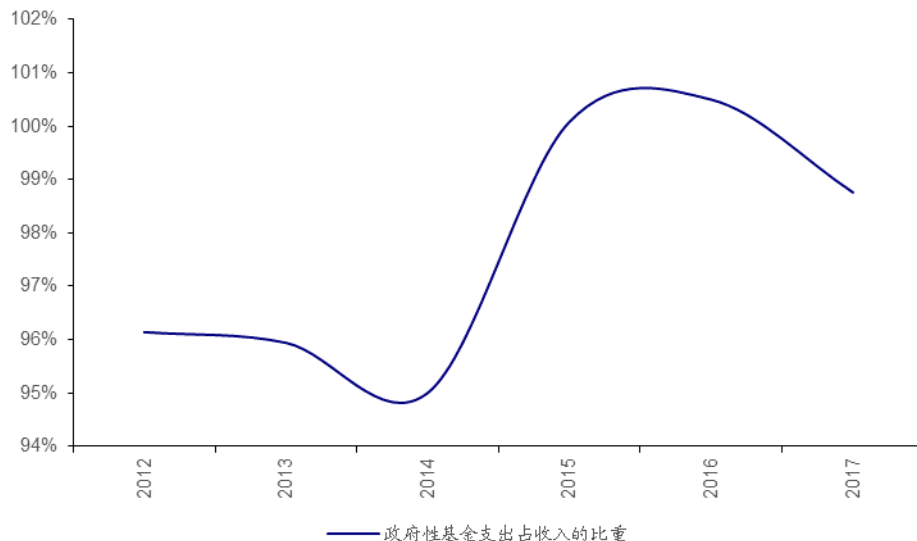
3.3 自筹资金：分化严重，非标融资影响较大

统计局将自筹资金定义为由各企、事业单位筹集用于基建投资的资金，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基建投资的资金，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。具体分项来看，主要包括政府性基金收入、债券类（专项建设债+城投债+铁道债等）、非标类（信托+委托贷款等）、PPP、其他筹集资金和自有资金等。

3.3.1 上半年政府性基金收入和支出高增长，下半年预计有所放缓

政府性基金支出和政府性基金收入基本持平，2012-2017 年，政府性基金支出占收入比重保持在 95%-101%，基本是以收定支。2018 上半年，全国政府性基金收入为 31237 亿元，同比增长 36%，全国政府性基金支出为 28130 亿元，同比增长 37.28%。

图24 政府性基金支出基本和收入持平，支出占收入比重在 95%以上



资料来源：Wind，海通证券研究所

图25 2018H1 全国政府性基金收入同比增长 36%



资料来源：Wind，海通证券研究所

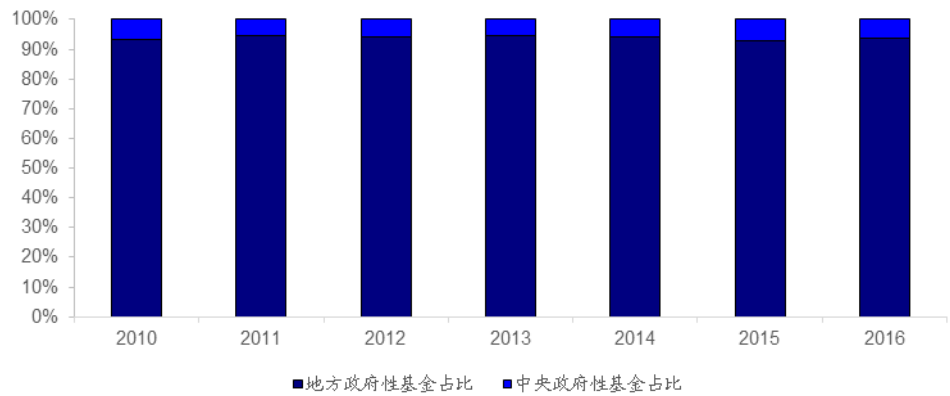
图26 2018H1 全国政府性基金支出同比增长 37.28%



资料来源：Wind，海通证券研究所

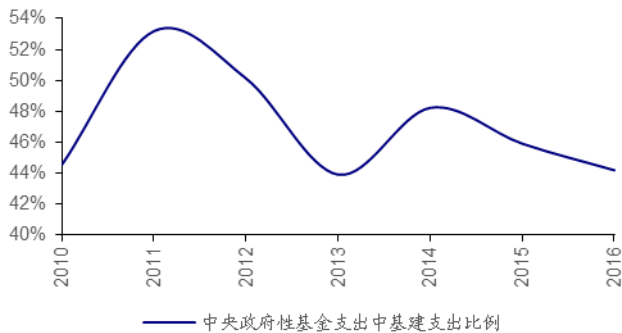
我们测算政府性基金支出中用于基建投资的比例，中央政府性基金支出占全国政府性基金支出比例为 5%-7%，比例较小，其中用于基建投资的比例约在 40%-55%，地方政府性基金支出占全国政府性基金支出比例约为 93%-95%，占比较大，其中除用于征地拆迁补偿、补助被征地农民、土地出让前期开发等，剩余的大部分用于基建支出，2015 年征地拆迁补偿、补助被征地农民、土地出让前期开发支出占地方政府性基金支出比例为 68%，基建支出的比例约在 30%左右。因此，我们粗略估算全国政府性基金支出中用于基建支出的比例约为 30%。

图27 政府性基金支出占全国政府性基金支出比重约为 93%-95%



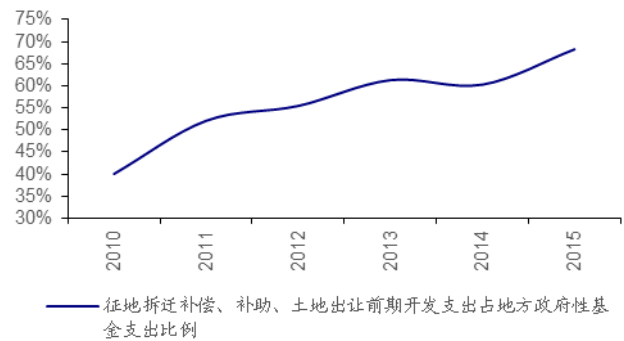
资料来源：Wind，海通证券研究所

图28 中央政府性基金支出中基建支出占比约为 40%-55%



资料来源：Wind，海通证券研究所

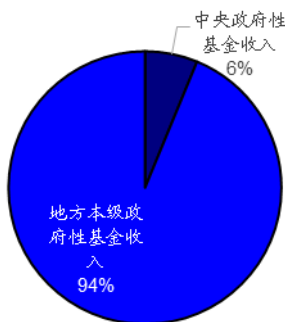
图29 2015 年征地拆迁补偿、补助、前期开发支出占地方政府性基金支出比例为 68%



资料来源：Wind，海通证券研究所

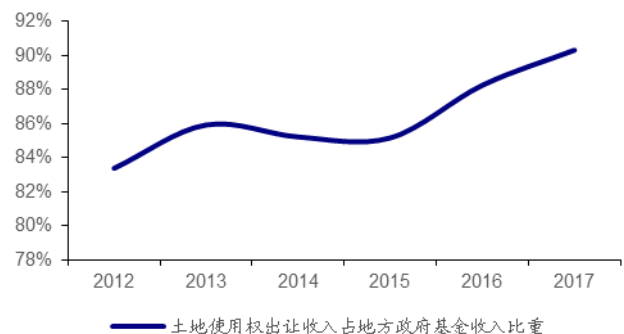
政府性基金以收定支，我们从收入角度看，政府性基金收入中地方政府基金收入贡献绝大部分，2017 年贡献占比达 94%，而地方政府土地使用权出让收入贡献了大部分地方政府基金收入，所以土地使用权出让收入贡献了大部分的全国政府性基金收入，2017 年贡献比例达 84.70%。

图30 2017 年地方政府性基金收入占比达 94%



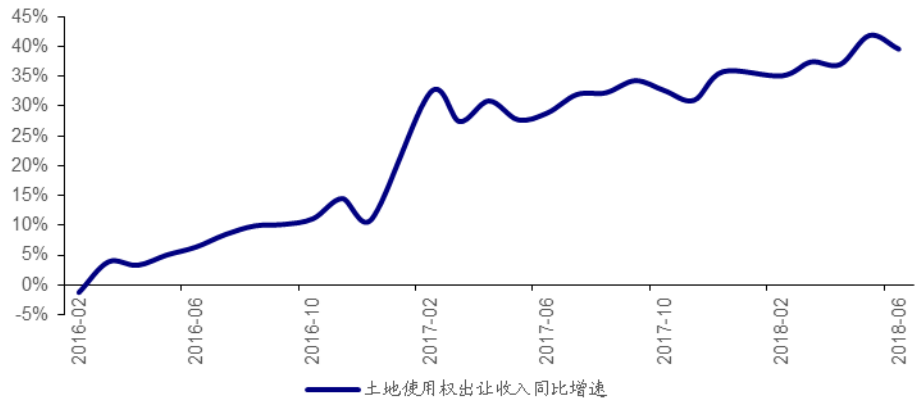
资料来源：Wind，海通证券研究所

图31 近两年地方土地出让收入占地方基金性收入比重近 90%



资料来源：Wind，海通证券研究所

2018 年上半年地方土地使用权出让收入达 26941 亿元，同比增长 39.57%，考虑到 PSL 退出对三四线城市房地产市场造成一定影响，我们认为下半年土地出让收入增速将会下降，政府性基金收入和支出增速相应保持较高水平，2018 年上半年政府性基金支出增速为 37.28%，我们预计全年增速将达 25%。

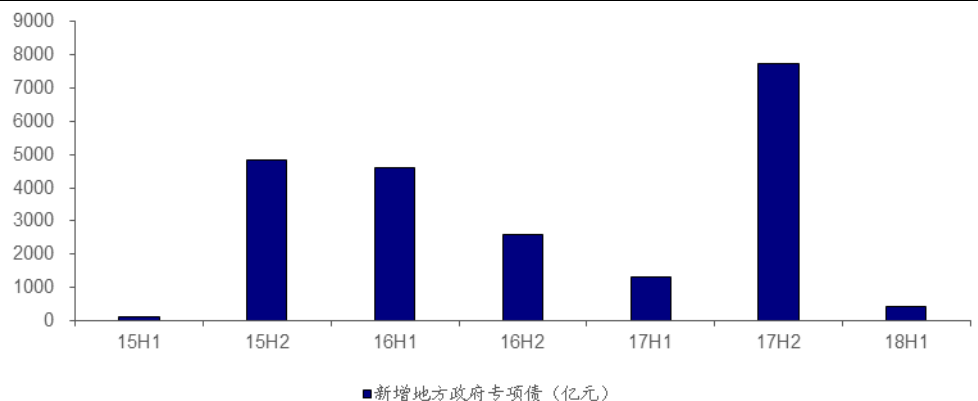
图32 2018 上半年土地使用权出让收入大幅增长，增速达 39.57%


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.3.2 财政外债券：上半年债券累计发行额有所增加，但全年不容乐观

自筹资金中的债券主要是财政外债券，主要包括地方政府专项债、发改委专项建设债、城投债、铁道债等。

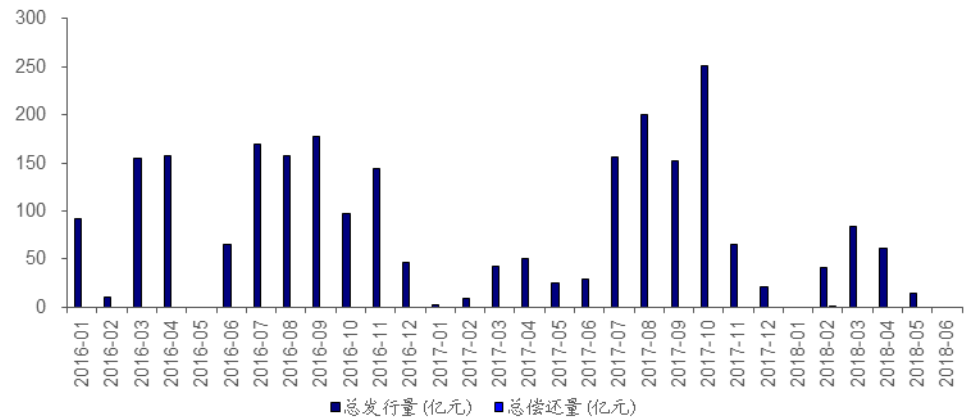
1、地方政府专项债：2017 年上半年累计发行 7488 亿元，其中新增债券 1311 亿元，2018 年上半年累计发行 3821 亿元，其中新增债券 432 亿元，发行额和新增额较 2017 年同期均有所下降。2018 年新增专项债发行额度为 13500 亿元，较去年增加 5500 亿元，7 月 23 日召开的国常会上，提出加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，我们预计下半年地方政府专项债发行将加快。

图33 2018 年上半年新增专项债 432 亿元，较 17 年同期 1311 亿元明显减少


资料来源：Wind，海通证券研究所

2、发改委专项建设债：2018 年上半年发改委专项建设债累计发行 201.80 亿元，全年规模预计相比去年有所下降。发改委专项债仍是企业专项债品种，举债主体为平台公司或企业，2018 年上半年累计发行 201.80 亿元，2017 年上半年累计发行 159.90 亿元，发行有所增加，不过由于接连爆发企业债券违约，资金愈加谨慎，发行利率上升，债券发行难度较大，2018 年 6 月发行额仅为 0 亿元，2018 年发债规模预计将有所下降，我们预计全年发债规模为 1000 亿元（2017 年发债 1007 亿元）。

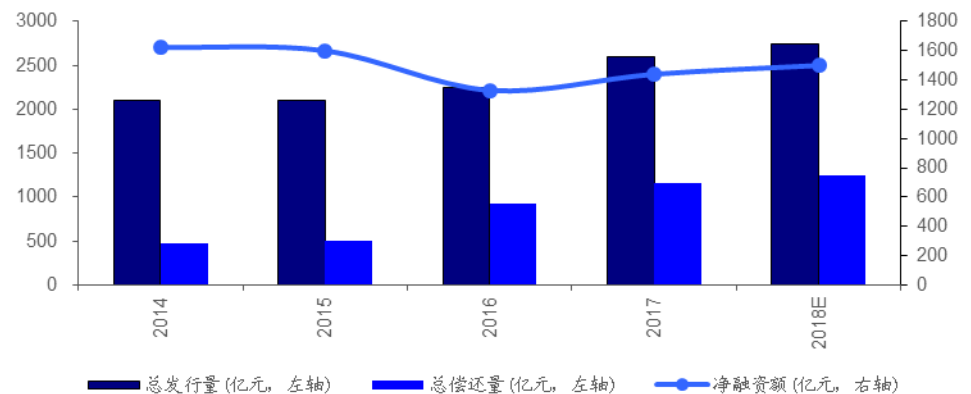
图34 18H1 发改委专项建设债发行 201.80 亿元，有所增加，但 5-6 月份发行明显下降



资料来源：Wind，海通证券研究所

3、铁道债：2018 年上半年发行 1800 亿元，全年预计发行 2750 亿元。铁道债全称为中国铁路建设债券，由中国铁路总公司（原铁道部）发行，筹集资金主要用途为铁路建设项目及机车车辆购置。铁道债券发行较为稳定，每年净融资额也较为接近，2014 年到 2017 年，年净融资额约在 1300-1700 亿元之间，2018 年上半年累计发行 1800 亿元，较 2017 年同期增加 400 亿元，但考虑到下半年偿还额增加，假设全年净融资额和 2017 年相差不多，以 1500 亿元的净融资额推算（2018 年偿还额为 1250 亿元），我们预计 2018 年全年发行铁道债券为 2750 亿元（2017 年发行额为 2600 亿元）。

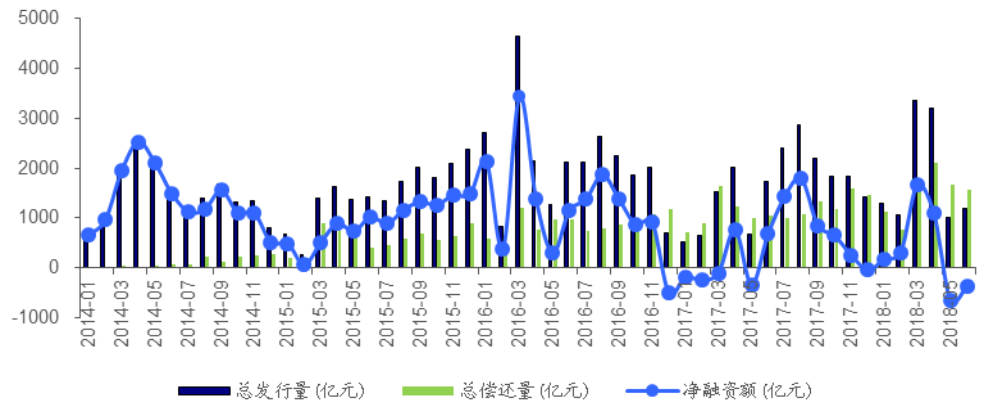
图35 铁道债发行稳定，我们预计 2018 年全年发行 2750 亿元



资料来源：Wind，海通证券研究所

4、城投债：2018 年 6 月份城投发债遇冷，净融资额大幅下降，全年净融资不容乐观。城投债，又称“准市政债”，是地方投融资平台作为发行主体，公开发行企业债和中期票据，其主业多为地方基础设施建设或公益性项目。2018 年上半年城投债发行 11133 亿元，偿还量 8917 亿元，净融资额为 2216 亿元，2017 年上半年发行 7118.47 亿元，偿还 6545.61 亿元，净融资额为 572.86 亿元，但是我们发现 2018 年 6 月份城投债发行明显下滑，我们认为主要因为 5 月份以来债务违约频频发生，资本市场对于城投平台信用资质要求更高，导致城投债发行困难，考虑到城投债到期偿还情况，2018 年 5-6 月份城投债净融资额下降明显，下半年还有 7200 多亿元城投债到期，城投平台资金紧张，净融资不容乐观，我们预计 2018 年全年城投债新增额为 3000 亿元。

图36 2018年6月份城投债发行有所下降，净融资额大幅减少



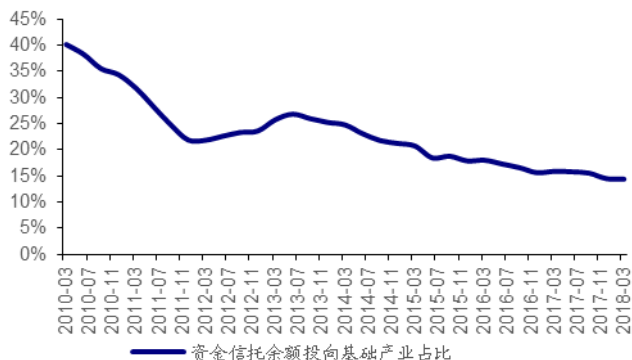
资料来源：Wind，海通证券研究所

3.3.3 非标融资：资管新规下信托和委托贷款明显下降，全年预计继续萎缩

非标类主要包括信托贷款和委托贷款等：

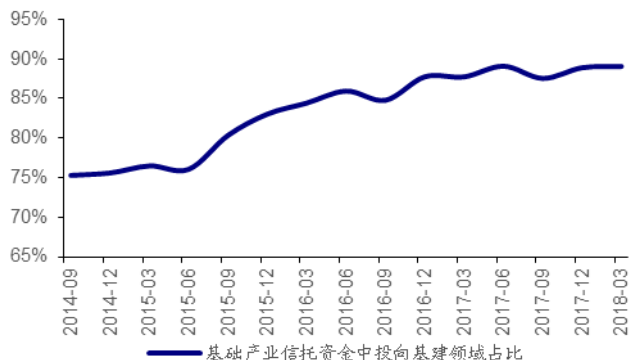
1、信托贷款：信托资金投向基础产业中大部分投向基建领域。信托贷款投向主要包括基础产业、房地产、证券市场、金融机构、工商企业和其他，其中2018年一季度，投向基础产业占比为14.40%。基础产业指为社会生产和居民提供公共服务的物质工程设施，是用于保证国家或地区社会经济活动正常进行的公共服务系统，包括基础工业和基础设施两部分，其中大部分是投向基础设施，2018年一季度占比达89.04%。

图37 2018年一季度，信托贷款投向基础产业占比为14.40%



资料来源：Wind，海通证券研究所

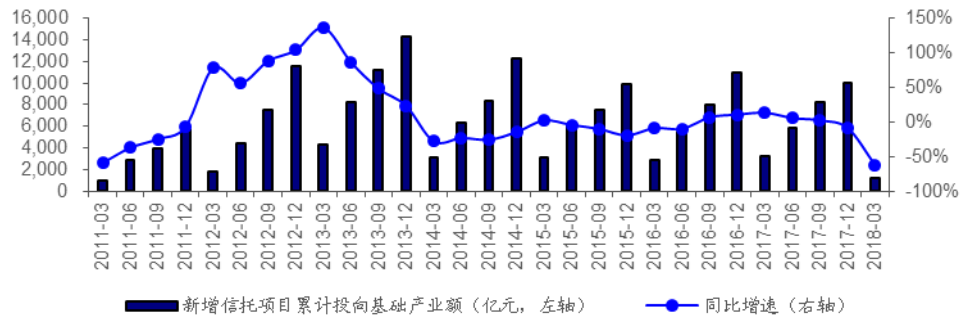
图38 信托资金投向基础产业中90%左右投向基建领域



资料来源：Wind，海通证券研究所

受非标监管政策及去通道影响，新增信托贷款额明显下降，其中投向基础产业的贷款额也明显减少，2018年一季度投向基础产业新增信托项目额为1229.33亿元，同比大幅下降62.51%。随着监管趋严，新增信托贷款将会继续受到限制，基建领域信托贷款也将受到明显影响。我们预计2018年全年新增信托贷款额同比下降62%。

图39 2018Q1 新增信托投向基础产业的贷款额明显减少，大幅下降 62.51%

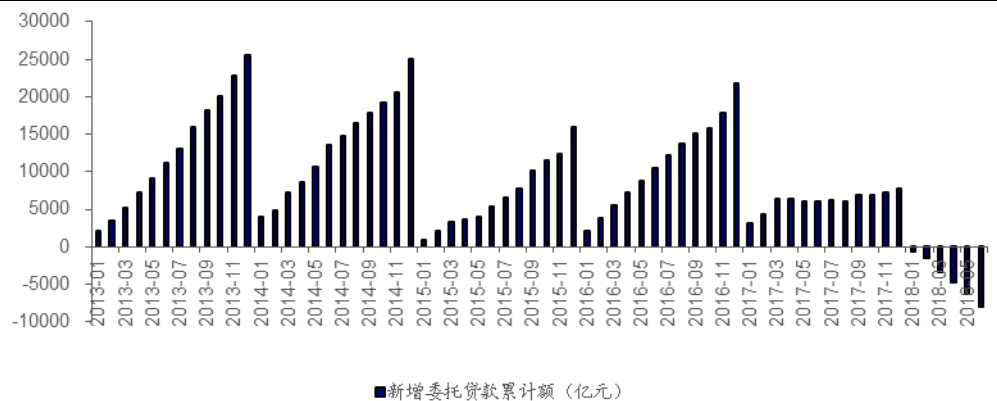


资料来源：Wind，海通证券研究所

2、委托贷款：委托贷款是指信托机构按委托人指定要求所发放的贷款。这种贷款的资金来源是特约信托存款，贷款的对象、数量和用途均由委托人决定，信托机构只负责办理贷款的审查发放、监督使用、到期收回和计收利息等事项，不负盈亏责任。

2018 年上半年新增委托贷款持续为负，基建委托贷款预计明显减少。2018 年 1 月 5 日，银监会印发了《商业银行委托贷款管理办法》，对商业银行开展委托贷款业务相关事项进行了明确且具有针对性的规定，委托贷款也受到明显约束，2018 年 1-6 月份单月新增委托贷款持续为负，2018 年上半年，新增委托贷款累计为-8008 亿元，相比 2017 年同期 5988 亿元下降明显，参考中国工商银行城市金融研究所的《基建投资增速放缓背景下的商业银行信贷策略》的假设，委托贷款投向基建的比重为 20%左右，因此我们测算，2018 年上半年，投入基建领域的委托贷款资金较 2017 年同期减少接近 3000 亿元。虽然资管新规细则出台，银行公募理财可以投非标，一定程度上可以减缓非标下降的速度，但在监管新规下，非标转标是趋势，新增委托贷款额将继续减少，我们预计 2018 年全年新增委托贷款额为-15000 亿元。

图40 2018 年上半年新增委托贷款持续为负，基建委托贷款预计明显减少



资料来源：Wind，海通证券研究所

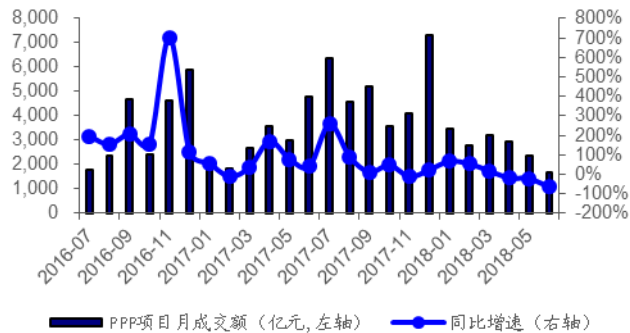
3.3.4 PPP 融资：下半年 PPP 落地投资预计有所好转

2017 年财政部相继出台了 50 号文、87 号文、92 号文等 PPP 规范政策，财政部 PPP 项目库进行清理，地方 PPP 项目整顿等一系列事件发生，PPP 项目告别了粗放发展，步入了“规范发展”的时代，由“量”向“质”转变。我们通过明树数据发现，2018 年 2 月份开始，单月 PPP 项目成交额增速下降，4 月份开始实现负增长，6 月份月成交额仅为 1681.1 亿元，同比大幅下降 64.75%，2018 上半年，累计成交 PPP 项目额 16437.4 亿元，同比下降 8.21%。

我们假设项目按 3 年工期（项目正常进度是 3:5:2）计算，但由于 2017 年受 PPP 项目清理影响，2017 年当年项目进度预计为 20%，2017 年项目在 2018 年的进度预计为 40%，2018 年当年项目进度预计为 10%，我们预计 2017、2018 年 PPP 项目实际落

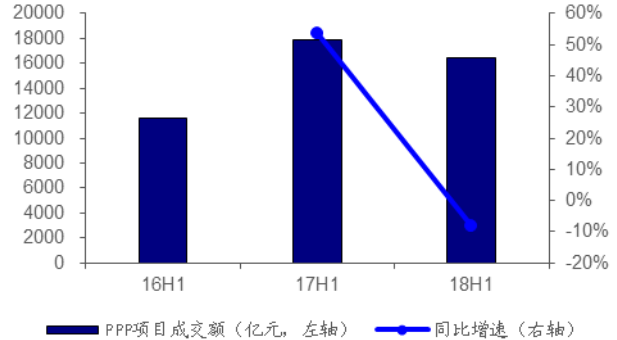
地投资额分别为 26485 和 30941 亿元，其中投向基建的比例约为 80%，所以基建项目落地额分别为 21188 和 24753 亿元。我们认为，随着 PPP 项目清理取得阶段性成果，银行放贷预计会有所好转，PPP 项目落地资金到位将有所改善，但由于中央严控地方政府债务水平，严守“10%财政红线”，PPP 未来发展速度预计将放缓。

图41 18年2月份PPP项目成交额增速下降，4月份起负增长



资料来源：明树数据，海通证券研究所

图42 2018年上半年PPP项目成交额同比下降8.21%



资料来源：Wind，海通证券研究所。注：截至2018年6月21日

表1 PPP项目成交额及实际落地投资额测算

	PPP项目成交额（亿元）	PPP项目落地投资额（亿元）	基建PPP项目落地投资额（亿元）
2016	33359		
2017	49029	26485	21188
2018E	46578	30941	24753

资料来源：明树数据，海通证券研究所。注：2018H1PPP项目成交额下降8.21%，下半年预计能有所回升，我们预计2018年全年增速为-5%，基建项目占比80%。2015年PPP项目成交极少，影响很小，且未有公开数据，故未考虑在内

3.3.5 其他自筹资金预计保持一定增长

自筹资金中，除上述那些外，还包括其他方面资金，但由于来源广泛且较难统计，我们归类为其他自筹资金。2017H1为10800亿元，2018H1为11538亿元。我们假设2018年其他自筹资金保持与整体基建同样9%的增速，总额为30276亿元。

3.4 利用外资和其他资金：预计保持一定幅度增长

其他资金来源广泛且科目繁杂难以统计，占整体资金比例约为8%，2017年其他资金为13060亿元，我们假设2018年其他资金较2017年增长约9%，2018年其他资金为14235亿元。利用外资历年规模在200-300亿元左右，我们假设2017年为200亿元，2018年增长9%，规模为218亿元。

综上，通过资金来源角度，我们测算2018年基建投资（城镇口径）较2017年增长4.26%，由于统计局公布的基建投资（城镇+农村非农户）和基建投资（城镇口径）有一定的偏差，2016年约为10%，2017年我们假设仍为10%，2018年考虑到乡村振兴，扶贫政策大力推行，农村投资预计将快速增长，偏差值将扩大，我们假设为15%，所以2018年基建投资（城镇+农村非农户）较2017年增长9%。

表 2 基建投资分项资金统计

分项	17H1	18H1	同比增速	2017	2018E	同比增速
预算内资金	13453	14507	7.84%	26433	29076	10.00%
国内贷款	11110	10522	-5.30%	22727	22045	-3.00%
政府性基金支出	6147	8439	37.28%	18210	22763	25.00%
地方政府专项债	1311	432	-67.05%	8000	13500	68.75%
城投债	580	2177	275.56%	5549	3000	-45.94%
发改委专项债	160	202	26.20%	1007	1000	-0.70%
自筹资金	1400	1800	28.57%	2600	2750	5.77%
铁道债	5260	1972	-62.52%	9046	3437	-62.00%
信托贷款	1198	-1602	-233.73%	1554	-3000	-293.05%
PPP	10594	12377	16.82%	21188	24753	16.82%
其他自筹资金	10800	11538	6.83%	27776	30276	9.00%
其他资金	5622	5654	0.56%	13060	14235	9.00%
利用外资	100	101	0.56%	200	218	9.00%
基建投资(城镇口径)	67735	68117	0.56%	157350	164054	4.26%
基建投资(城镇+农村非农户口径)	74509	76972	3.31%	173085	188662	9.00%

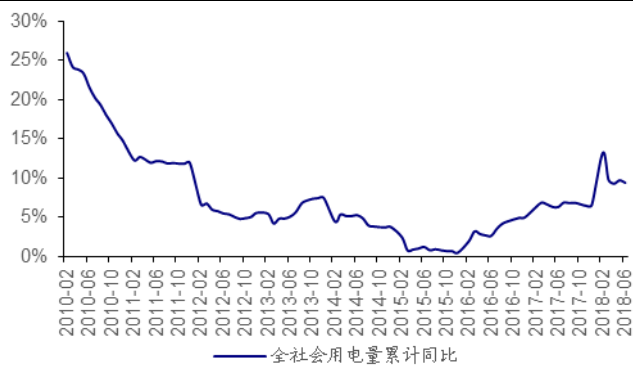
资料来源：国家统计局，财政部等，海通证券研究所。注：金额单位为亿元

4. 上下游数据与基建关系：看似“背离”，实则“并不矛盾”

4.1 工业需求回暖，社会用电量增速回升

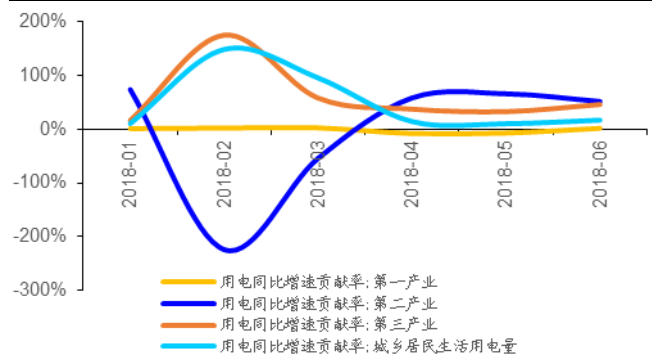
2018 年上半年全社会用电量同比增长 9.43%，较 1-5 月份增速略降 0.32 个 pp。从结构上来看，6 月第一、第二、第三产业、城乡居民用电分别增长 9.43%、6.64%、13.23% 和 9.38%，第二产业贡献率为 51.12%、第三产业贡献率为 45.50%，城乡居民用电贡献率为 16.61%，第一产业贡献率为 1.33%。第二产业贡献率较高主要归因于工业需求回升，PMI 保持较高水平，制造业投资增速也有所回升；另外房地产开发投资保持较高增速，新开工面积增速提升。

图43 18 上半年全社会用电量增 9.43%，增速略降 0.32 个 pp



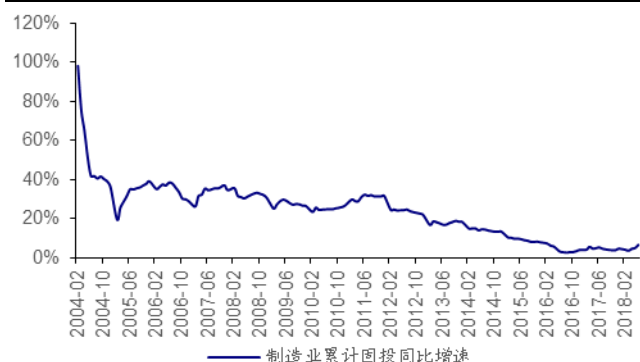
资料来源：Wind，海通证券研究所

图44 2018 年 6 月第三产业及居民用电贡献率提升



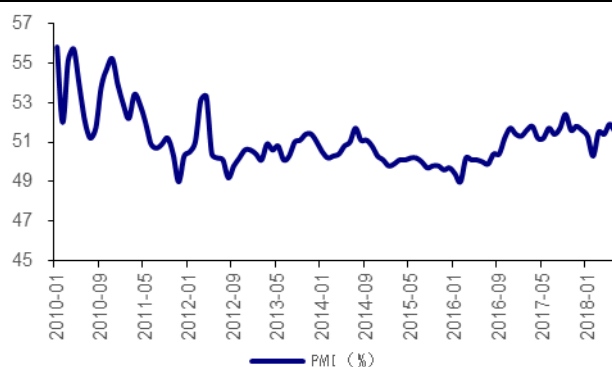
资料来源：Wind，海通证券研究所

图45 2018 年上半年制造业固投累计增速回升



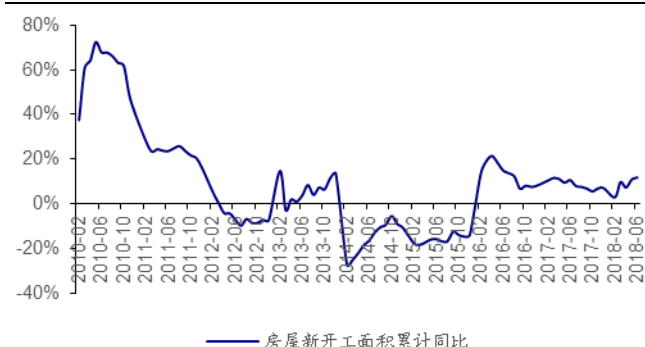
资料来源：Wind，海通证券研究所

图46 2018 年 6 月 PMI 指数回落，但仍保持较高水平



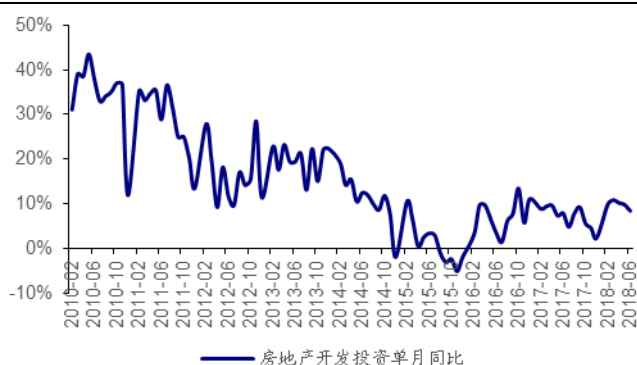
资料来源：Wind，海通证券研究所

图47 2018 年上半年房屋新开工面积累计增速回升



资料来源：Wind，海通证券研究所

图48 2018 年房地产 6 月单月开发投资保持较高水平



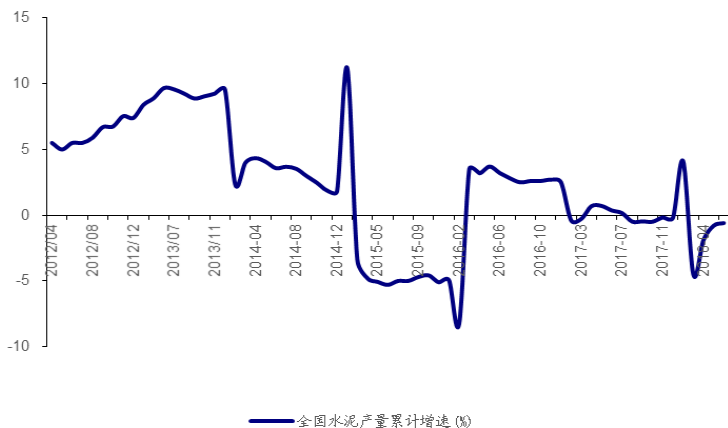
资料来源：Wind，海通证券研究所

上半年用电量增速保持较高水平，相比之下基建投资累计增速有所下降，我们认为偏差的原因在于：1）工业需求有所回升，工业制造业投资回暖；2）房地产投资保持较高水平，房地产新开工面积增速有所提升；3）城乡居民用电有所提升，而这不反映在基建投资领域。

4.2 扶贫政策推进，农村地区投资较大，水泥产量增速回升

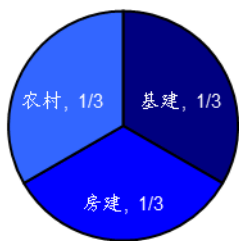
2018 年上半年全国水泥累计产量同比下降 0.6%，降幅较 1-5 月份有所收窄。虽然基建投资表现不佳，增速不断下降，但是水泥产量增速有所回升，我们认为主要在于：1）基建投资没有包含农村地区农户投资，2016 年农村农户投资达 9965 亿元，投资较为可观，而大约有 1/3 的水泥用于农村，随着扶贫政策不断推进，2018 年农村投资预计保持较高增速，我们发现扶贫重点地区—西南区域 3 月开始水泥产量增速呈上升趋势；2）大约 1/3 的水泥用于房建，虽然基建投资数据不佳，但是房地产投资保持高水平，新开工面积增速提升，促使水泥产量增速回升。

图49 2018 年上半年全国水泥累计产量同比下降 0.6%，降幅较 1-5 月份有所收窄



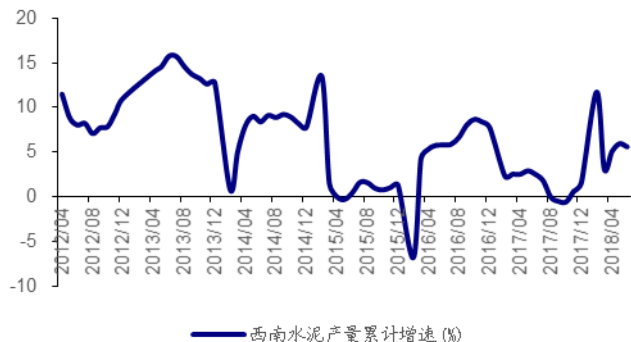
资料来源：Wind，海通证券研究所

图50 水泥耗量在房建、基建、农村领域各占 1/3 左右



资料来源：海通证券研究所

图51 2018 年 3 月开始西南地区水泥累计产量增速呈上升趋势

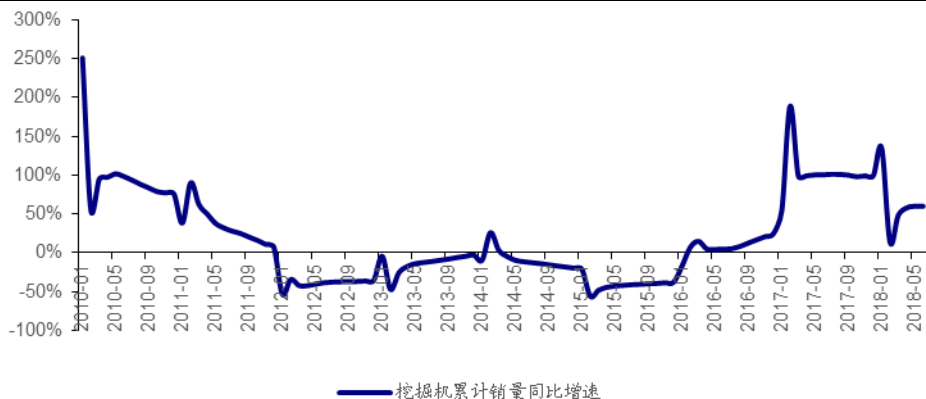


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.3 自然更新需求叠加环保淘汰需求，挖掘机销量继续大幅增长

2018 年挖掘机销售延续高增长，上半年累计销量同比增长 60.02%，增速较 1-5 月份略降 0.16 个 pp，我们认为挖掘机销量的高增长主要是源于设备更新需求，通常挖掘机的使用寿命在 8-10 年，上一轮销售高峰期在 2011 年左右，叠加环保标准趋严，部分设备提前淘汰，导致更新需求强烈，所以我们看到虽然固投增速下行，但是挖掘机销量增速仍保持高水平。

图52 2018 年上半年，挖掘机销量继续大幅增长 60.02%，增速略降 0.16 个 pp

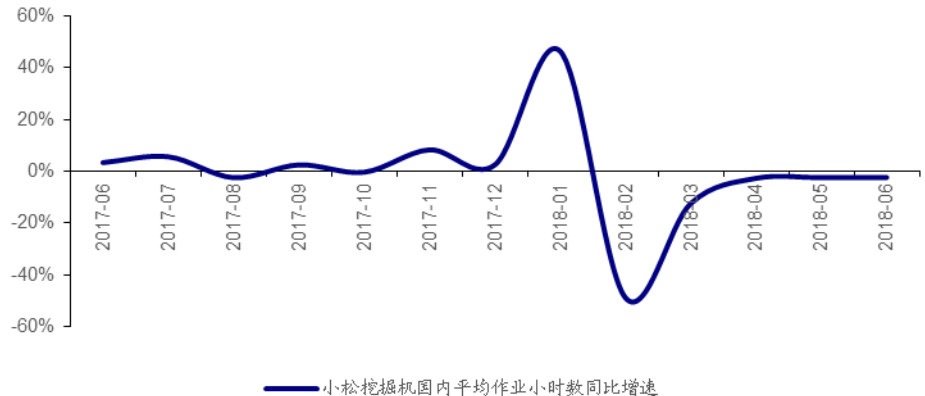


资料来源：Wind，海通证券研究所

我们通过挖掘机作业小时数来判断真实的施工需求，当施工需求增加时，设备作业

小时数会提升，当施工需求下降时，设备作业小时数会下降。2018 年 2、3、4、5、6 月小松挖掘机国内平均作业小时数分别同比下降 48.92%、12.45%、2.72%、2.50%、2.39%，作业小时数明显下降，真实的施工需求不乐观，设备销量大增更多是更新需求。

图53 2-6 月小松挖掘机国内平均作业小时数分别下降 48.92%、12.45%、2.72%、2.50%、2.39%



资料来源：小松官网，海通证券研究所

5. 央企订单增速放缓和基建：内在逻辑并不同

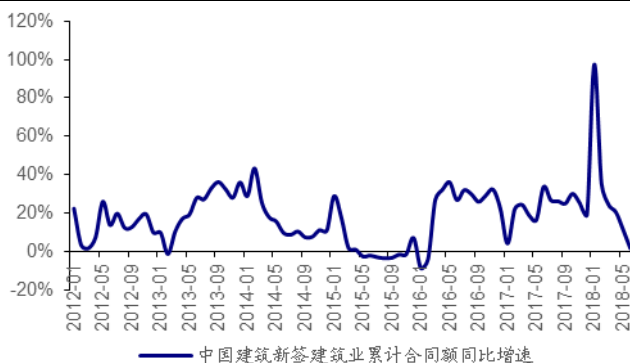
建筑央企作为国内基建投资主要工程承包商，其订单作为基建的前瞻指标，具有重要的参考价值，但随着近年来订单结构的变化，尤其是 2015 年以来 PPP 订单占比的提升，订单业绩转化率出现明显下滑。

2018 年以来大部分建筑央企订单出现下滑。2018 年上半年，中国建筑新签订单同比增长 1.60%，增速较 1-5 月份下降 9.80 个 pp，其中房建订单增速下降 17.6 个 pp，基建订单增速下降 72.6 个 pp；中国电建新签订单同比下降 4.99%，增速下降 1.69 个 pp，其中国内新签订单下降 10.42%，增速下降 3.67 个 pp；中国化学新签订单增长 72.05%，增速较前 5 月提升 9.83 个 pp，主要因为油价回升及环保限产，化工企业盈利改善，化工投资回暖，化工订单增加，叠加上半年新签刚果金 194 亿元单个项目，导致新签订单增长较快。

从整个建筑行业看，根据统计局数据显示，2017Q3 建筑订单增速见顶，达到 22%，2018Q2 同比增速下滑至 9.64%。

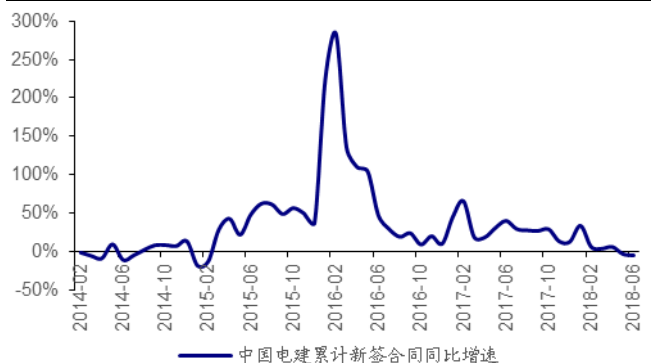
然而建筑行业的订单下滑，尤其是 2018 年 5、6 月建筑央企订单增速同比下滑明显，其主要原因是受到了 PPP 规范化政策和央企去杠杆的影响，与基建投资快速下滑受到资金影响的直接逻辑并不相同。

图54 2018 年上半年中国建筑累计新签订单增速不断下滑



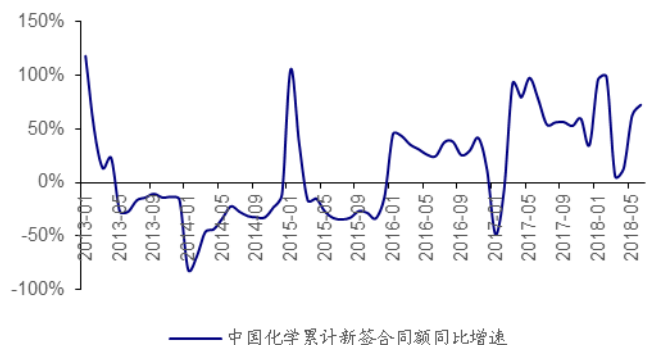
资料来源：Wind，海通证券研究所

图55 2018 年上半年中国电建累计新签订单增速不断下滑



资料来源：Wind，海通证券研究所

图56 2018 年上半年中国化学累计新签订单增速提升



资料来源：Wind，海通证券研究所

图57 建筑行业订单增速出现下滑



资料来源：Wind，海通证券研究所

6. 投资建议：政策预期持续改善，基建再抗稳增长重任

7 月开始央行窗口指导信用债投资，有望解冻低等级信用债流动性；一行两会发布资管新规配套细则，在非标投资、节奏、计价方式等方面的监管尺度有所放宽，有望缓解今年以来非标融资骤降、实体再融资压力增大等压力。到 7 月 23 日国务院常务会议、7 月 31 日中央政治局工作会议，再到 2018 年铁路投资额从计划的 7320 亿元重返 8000 亿元，阶段性的政策宽松趋势明显。中美贸易摩擦不断，社会消费品零售总额同比增速持续下行，我们认为刺激基建稳定经济增长大概率成为阶段性的政策方向，因此外部环境约束下，未来基建有望再度成为“稳增长”的主要工具，**政策刺激下，下半年基建增速有望企稳回升。**

并非“全面放松”，从政策受益顺序逻辑角度选股。在资金、防风险去杠杆大原则约束，我们认为政策较难走向“全面放松”，未来基建大概率是重点区域和重点领域的政策发力。从政策受益顺序上看，在建重大项目资金需求、已经纳入计划中但仍未落地的项目资金需求有望率先得到改善的，有利于重大项目工程的主要承接者——建筑央企；其次非标监管尺度放宽，信贷环境改善，融资平台资金状况也有望率先受益，地方国企有望受益；从区域上看，中央财政拨款占比相对较高的中西部基建是政策确定性相对较高的区域，基于上述逻辑，**我们建议关注铁路建设龙头中国铁建（业绩增速快、受益铁路提速）、中国中铁（受益铁路提速）；基建施工龙头中国交建和设计龙头苏交科；以及西部基建的地方国企四川路桥（订单增长快，估值相对较低）。**

7. 风险提示

政策预期波动风险。政策是影响基建的重要因素，近期政策宽松趋势比较明显，市场预期也发生了积极变化，基建股也出现了明显的上涨。但去杠杆大背景下，政策宽松大概率是尺度问题，政府部门的政策态度将会对市场预期发生重要影响，也易使得市场预期发生过于乐观或过于悲观波动，这有可能会影响股价表现。

政策落地不及预期风险。货币传导机制不畅问题由来已久，地方政府去杠杆约束下，当前政策宽松的实质效果如何有待观察。如果政策落地效果不佳，基建基本面不一定会出现市场预期的企稳回升，那么逻辑证伪后会有股价回调风险。

信息披露

分析师声明

杜市伟 建筑工程行业
李富华 建筑工程行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 美尚生态,中国铁建,中设集团,浙江交科,中材国际,北方国际,葛洲坝,中国建筑,龙元建设,隧道股份,棕榈股份,中国中铁,岭南股份,铁汉生态,文科园林,中钢国际,中国电建,中国交建,中工国际,苏交科,金螳螂,广田集团,东易日盛,山东路桥,中国化学,东南网架,东方园林,安徽水利,奇信股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，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，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
联系人
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
薛 涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桂(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦(021)23154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 ftf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com
联系人
史 岳 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李殊醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李 骥(021)23154513 lj11875@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
联系人
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 联系人
 谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 尹 岑(021)232154119 yl11569@htsec.com
 石 坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com
 联系人
 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 联系人
 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 鲁 立(021)23154138 ll11383@htsec.com
 联系人
 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 张 戈(01050949962 zy12258@htsec.com
 联系人
 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 联系人
 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
 联系人
 李 丹(021)23154401 ld11766@htsec.com
 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com

纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 联系人
 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
 刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com
 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 联系人
 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
 周 丹 zd12213@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 联系人
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
 刘 璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 张欣劼 z xj12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lf112225@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
 唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

军工行业

蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
 张恒恒 zh x10170@htsec.com
 联系人
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 解巍巍 xww12276@htsec.com
 联系人
 林加力(021)23214395 ljl12245@htsec.com
 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 联系人
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com
 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com

造纸轻工行业

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
 曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 宗 亮 zl11886@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 ji wj@htsec.com
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 吴 尹 wy11291@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜 飞 df12021@htsec.com
 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 李 婕 lj12330@htsec.com
 何 嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com