

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

《基建系列报告二:从发改委批复项目信息再看资金来源》2018.08.15

《基建宽松政策逐步落地,板块内开始分化》2018.08.12

《基建系列报告一:详解资金来源及研究框架探讨》2018.08.14

分析师:杜市伟

Tel:(0755)82945368

Email:dsw11227@htsec.com

证书:S0850516080010

分析师:张欣劼

Tel:18515295560

Email:zxj12156@htsec.com

证书:S0850518020001

海外专题之一:海外需求总量和顶尖公司经验及启示

投资要点:

- 本文目的:** 投资增速持续下行,然而投资增速底在哪里?而国内建筑企业长期又该如何应对?我们尝试研究总结海外经验,包括海外需求总量经验以及海外优秀建筑公司应对策略,以探讨国内建筑行业以及建筑企业的长期发展方向问题。
- 海外需求经验:** 投资并非持续萎缩,而是小幅增长且呈现周期波动。从美国、日本、德国、西班牙的发展经验来看,人口结构拐点出现后投资增速将进入平台期,增速降为0,甚至为负增长,之后最高增速不超过10%,并且跟随政策影响以及产能周期呈现周期性波动。我国2010年左右抚养比开始上升,叠加“四万亿元”刺激影响,投资增速进入下行通道,但长期需求总量不用过度悲观,其需求动力主要来自于:1)我国城镇化仍有不小的提升空间,与发达国家有20%左右差距;2)区域发展不均衡,中西部基础设施、农村基础设施水平有待提高;3)更新改造、改扩建需求为投资总量提供支撑。
- 海外公司经验:** 投资需求萎缩,收入端易受影响,但利润端大多实现提升。从全球顶尖建筑公司来看,在投资下行时,收入规模直接受影响,增速大概率下降,大部分都是通过海外拓展走出困境。但是利润率不一定将随着投资下行,更多取决于企业的业务结构。其中西班牙ACS拓展海外对冲国内经济下行,多元化、特许经营提高利润率;法国万喜通过特许经营业务力争做“世界上最赚钱的建筑工程承包商”;德国豪赫蒂夫通过积极海外布局,成为全球化极高的建筑承包商,国际业务占比达96%;而日本国内前五大建筑集团,以守为攻,提高本国市场占有率巩固龙头地位,不同公司策略不同,但大多在国内需求低迷的情况下,实现了营业利润的持续提升。
- 海外经验对我国建筑企业的启示。**1)较高的储蓄率以及依然有不小空间的城镇化率,长期来看国内投资需求进入平台期后,更多有望呈现周期需求波动,对长期需求预期不能过于悲观。我们认为,当前经济转型期,国内投资需求不太可能出现断崖式下滑的现象,目前我国建筑企业业绩情况也应该不会出现硬着陆。随着政策宽松落地,短期需求预期向好,更为建筑企业转型升级提供充足时间。因此我们认为就3年期长度看,营业收入依然有望保持相对较快增长。2)业务多元化布局、海外拓展是应对国内需求的主要方向。我国建筑企业正在围绕主业展开相关多元业务,建筑央企最为典型,就工程承包业务来说,大多从相对专业的公司走向综合类工程承包商;PPP和BOT业务模式推动下,各公司的运营业务占比也在提升。国际化角度看,目前我国大建筑央企的海外收入整体占比不高,占比最高的中国化学2017年海外收入占总收入的比例也没到30%,我们认为随着“一带一路”战略的不断深入推进,我国建筑企业的海外业务占比仍有较高提升空间。3)拓展高附加值的运营业务,我们认为,随着PPP/BOT项目占比增加,我国建筑企业利润率提升值得期待。与国外企业不同,我国大型建筑公司为国有企业,更有实力和能力去从事具有高利润率的投资运营项目,盈利能力的提升空间要远大于国内企业的内部改革来得大;营业利润率的不断上行将是大概率事件。因此长期看,我们认为,通过多元化和国际化对冲国内需求波动;通过业务结构优化提升利润率水平、改善现金流情况,优势建筑企业的基本面和估值都没必要长期悲观。我们看好整个建筑行业的未来发展前景。
- 风险提示。** 经验可参照性不佳、政策波动风险。

目 录

1. 海外需求经验：长期投资并非持续萎缩，而是小幅增长且呈现周期波动	6
1.1 投资高峰过后增速可能不增长甚至下降，但总量增长依然是主节奏	6
1.2 进入平台期后，投资更多跟随政策以及周期波动	8
1.3 国内投资长期需求总量不用过度悲观	9
2. 海外公司经验：全球顶尖建筑公司如何应对本国投资下行？	11
2.1 投资下行直接影响企业收入规模，利润率更多取决于业务结构	11
2.2 西班牙 ACS：拓展海外对冲国内需求萎缩，多元化改善盈利能力	14
2.3 法国万喜：做大特许经营，打造“世界上最赚钱的建筑工程承包商”	17
2.4 德国豪赫蒂夫：全球化极高的建筑承包商	19
2.5 日本领先建筑公司：以守为攻，受益于高度发达而又保守的国内市场	21
3. 海外经验启示：长期需求莫太悲观，国际化和业务结构优化是长期看点	22
4. 总结	23
5. 风险提示	24

图目录

图 1	美国抚养比在 1984 年开始上升	6
图 2	美国投资增速最低降至-13.92%，之后最高恢复到 7.84%.....	6
图 3	日本抚养比在 1991 年开始上升	7
图 4	日本投资增速最低降至-12.28%，之后最高恢复到 5.78%.....	7
图 5	德国抚养比在 1987 年开始上升	7
图 6	德国投资增速最低降至-9.48%，之后最高恢复到 9.25%.....	7
图 7	西班牙抚养比在 2005 年开始上升	7
图 8	西班牙投资增速最低降至-16.87%，之后最高恢复到 6%	7
图 9	美国分行业投资增速	8
图 10	日本分行业投资增速	8
图 11	德国分行业投资增速	9
图 12	西班牙分行业投资增速	9
图 13	中国人口红利拐点出现在 2010 年	10
图 14	中国储蓄率与投资增速进入下行通道.....	10
图 15	各国城镇人口占总人口的比例	10
图 16	2016 年我国各省的城镇化率	11
图 17	西班牙 ACS 收入增速与本国投资增速.....	11
图 18	法国 2007 年左右达到人口红利拐点.....	12
图 19	万喜收入增速与本国投资增速	12
图 20	2014-2017 年 ACS 营业利润规模依然保持增长.....	12
图 21	西班牙 ACS 营业利润率情况	13
图 22	ACS 分业务营业利润率	13
图 23	万喜营业利润规模依然保持增长.....	13
图 24	万喜营业利润结构：2014-2017 年特许经营占比超过 7 成.....	13
图 25	万喜营业利润率情况（%）	14
图 26	ACS 国际业务收入占比	14
图 27	ACS 历年外汇收益（百万欧元）	15
图 28	ACS 杠杆比率.....	15
图 29	ACS 特许经营业务情况	16
图 30	万喜特许经营业务营业收入与营业利润占比.....	18

图 31	万喜特许经营业务营业利润率 (%)	18
图 32	万喜特许经营业务中细分行业营业利润率 (%)	19
图 33	万喜特许经营细分业务占总收入的比例	19
图 34	万喜国际业务收入以及其同比增速	19
图 35	万喜法国本国收入占比以及海外收入占比	19
图 36	德国豪赫蒂夫历史沿革	19
图 37	豪赫蒂夫海外收入占比维持在 80%以上	20
图 38	豪赫蒂夫净利率 (%)	20
图 39	大林组、大成、鹿岛在日本国内收入占比在 75%以上	21
图 40	大林组、大成的新业务占总收入、营业利润的比例	21
图 41	日本顶尖建筑公司收入增速与国内投资增速趋势基本一致	21
图 42	日本顶尖建筑公司营业利润率变化基本一致	22
图 43	建筑央企在手订单充足	22
图 44	建筑央企海外订单以及海外收入占比	23
图 45	各公司营业利润率 (%)	23

表目录

表 1	ACS 重大并购事项梳理	15
表 2	ACS 高速公路特许经营项目（百万欧元）	16
表 3	万喜部分重大并购事项及其影响	17
表 4	豪赫蒂夫部分重大并购事项	20

城镇化步入后半段，国内经济动能转换不断深入，投资增速持续下行是大概率事件，然而投资增速底在哪里？而国内建筑企业在这样的需求环境下，长期角度又该如何发展？这是我们一直思考的问题，也是市场存在较大疑问之处。本文我们尝试借鉴海外经验，包括海外需求总量经验以及海外优秀建筑公司应对策略，再考虑国内建筑企业的实际情况，来探讨国内建筑行业以及建筑企业的长期发展方向。

1. 海外需求经验：长期投资并非持续萎缩，而是小幅增长且呈现周期波动

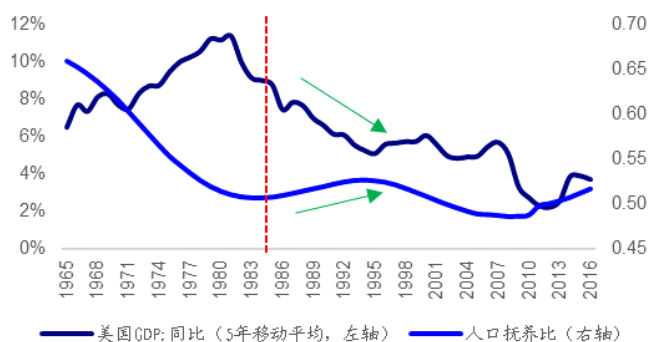
城镇化水平（包括城镇化率和城镇化质量等）、经济结构、人口结构、政策等都是影响投资的重要因素，并且均难作为决定因素，市场用来判断未来投资趋势的指标不同，但其结论大略一致，本文选择人口结构作为指标，主要因为“人口结构”指标相对稳定可靠，并且选取何指标并非我们本文讨论重点，我们重点在于海外需求趋势经验。

一般来说，整个社会的人口结构影响着总消费和总储蓄。在人口红利阶段，消费占总收入的比例下降，储蓄率上升；储蓄率转化为投资，增加了当期投资需求，而当期投资将增加未来的资本存量，从而提高经济潜在增长率，反之亦然。我们以抚养比（注¹）上升为指标来大概判断人口结构拐点（人口红利消失）出现的时间。从海外经验来看，人口红利消失能预见投资增速进入下行通道，同时伴随着经济增速下行，尤其在抚养比开始上升的前几年。但是进入平台期后，投资总量不会出现持续下降，投资增速长期中枢在0%以上，并且跟随政策与产业结构变化而形成周期波动，美国、日本、德国、西班牙等都是如此。

1.1 投资高峰过后增速可能不增长甚至下降，但总量增长依然是主节奏

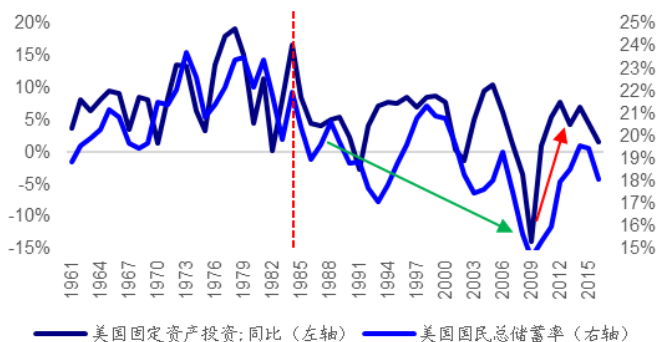
美国抚养比在1984年左右开始上升，经济增速中枢开始下移，投资增速在人口结构拐点出现后的第7年降为负值，由1984年的16.7%降至1991年的-2.62%，之后投资增速最高没有超过11%。美国的投资增速在2009年金融危机时期最低降至-13.92%。但是，投资增速并没有持续大幅下降，2010-2016年美国投资增速恢复到1-8%之间波动。

图1 美国抚养比在1984年开始上升



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 美国投资增速最低降至-13.92%，之后最高恢复到7.84%

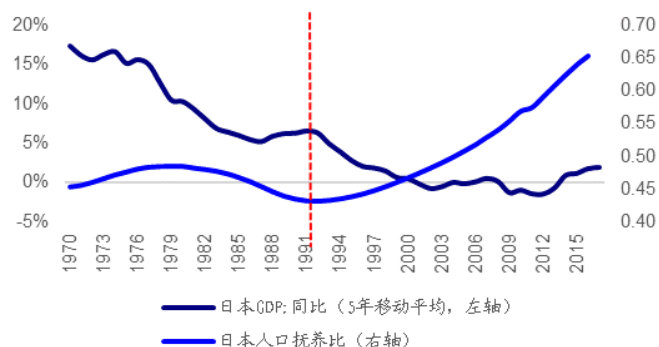


资料来源：Wind，海通证券研究所

日本抚养比1991年左右开始上升，叠加泡沫经济破灭的影响，次年投资增速就降为负值（-1.51%），之后储蓄率逐年下降，投资增速一直维持低位，最高没有超过6%。日本的投资增速在2009年金融危机时期最低降至-12.28%。同样，日本的投资增速并没有长期大幅下降，2011-2017年日本投资增速在0-6%之间波动。

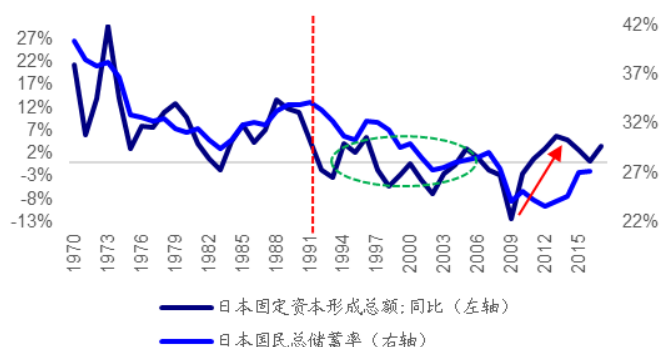
1 抚养比计算公式=（65岁及以上人口+0-14岁人口）/15-64岁人口

图3 日本抚养比在 1991 年开始上升



资料来源：Wind，海通证券研究所

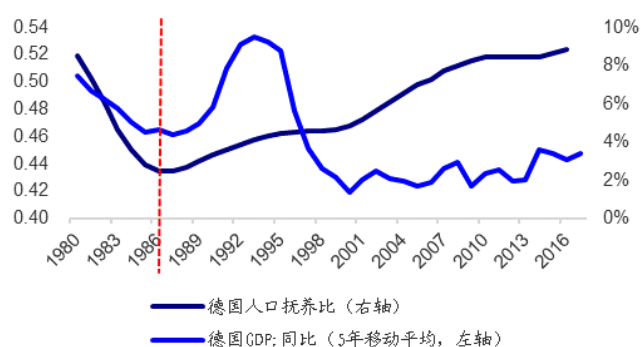
图4 日本投资增速最低降至-12.28%，之后最高恢复到 5.78%



资料来源：Wind，海通证券研究所

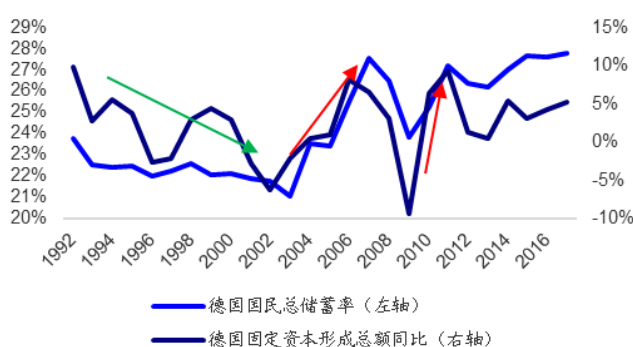
德国抚养比在 1987 年开始上升，但由于两德合并影响，经济增速在 1993 年才开始下降。在人口红利拐点出现后的第 9 年（1996 年），德国投资增速降为 0%，2009 年最低降至-9.48%，但之后 2013-2017 年恢复到 0-6% 之间波动。

图5 德国抚养比在 1987 年开始上升



资料来源：Wind，海通证券研究所

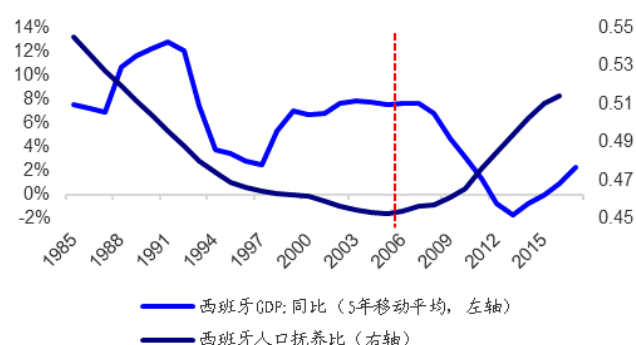
图6 德国投资增速最低降至-9.48%，之后最高恢复到 9.25%



资料来源：Wind，海通证券研究所

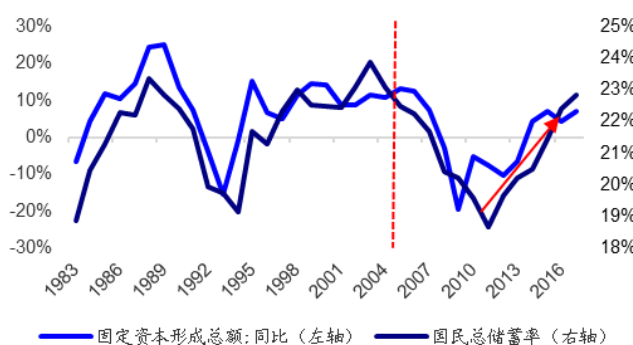
西班牙抚养比在 2005 年左右开始上行，加上金融危机影响，之后 GDP 增速立即下降，2008 年投资增速也迅速降为-2.83%，之后最高没有超过 7%。2013 年开始，受益于全球经济复苏（尤其欧元区），出口好转带动西班牙经济改善。自 2014 年开始，西班牙的投资增速维持在 3% 以上，没有出现长期持续下滑。

图7 西班牙抚养比在 2005 年开始上升



资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 西班牙投资增速最低降至-16.87%，之后最高恢复到 6%



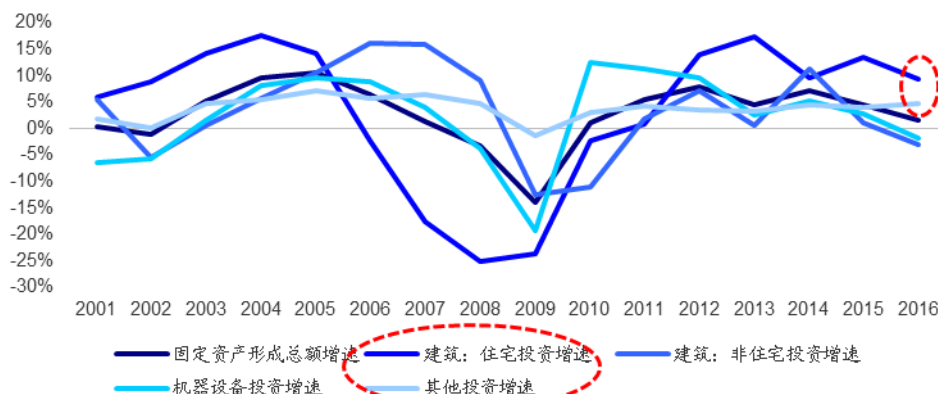
资料来源：Wind，海通证券研究所

1.2 进入平台期后，投资更多跟随政策以及周期波动

投资作为经济拉动的三驾马车之一，通过政策刺激来实现稳增长是全球各国常用手段之一，除此外经济周期的波动带来产能波动，也是投资进入平台期后的产生周期波动的主要影响因素。

美国：为了应对 2008 年的经济危机，美国政府出台了扩张性财政刺激，通过减税等多种方式刺激经济。受政策推动，美国投资增速由 2009 年的-13.92%恢复至 2012 年的 7.84%，尤其住宅类投资触底回升。2012 年开始住宅类投资增速明显高于其他行业。目前住宅类投资与其他类（知识产权产品等）成为拉动美国固定资产投资的主要力量，可见投资结构跟随产业结构变化而变化。

图9 美国分行业投资增速



资料来源：OECD 数据库，海通证券研究所

注：行业分类如下（下同）

建筑：住宅投资是指完全或基本作为居住使用的房屋或房屋的制定部分。

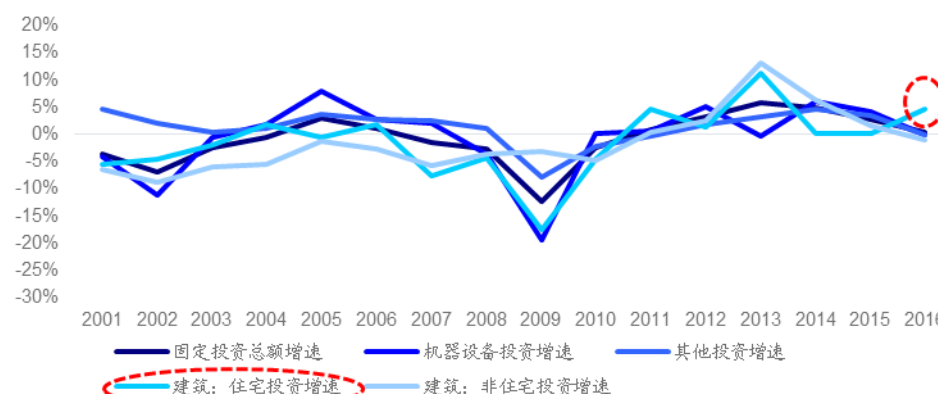
建筑：非住宅投资包括仓库和工业用房、商业用房、用于公共娱乐的房屋、旅馆；公路、道路、铁路、隧道和地铁、港口、大坝、长途管道、通讯和电力线等；土地改良包括土地清理等。

机器和设备投资包含机器和设备（包括交通设备，用于信息/通讯和电信 ICT 的机器）和武器系统。

其他投资包括培育性生物资源和知识产权产品（包括研究和开发的成果、计算机软件和数据库等）。

日本：自 2008 年起多次出台大规模经济刺激方案，比如降低利率至接近零的水平；投资基础设施，制定产业结构转型等政策。2013 年日本投资增速恢复到 5.78%，其中住宅和非住宅的建筑类投资都增长得很快，可见投资增速受政策影响较大。目前住宅类投资是拉动日本固定资产投资的主要力量。

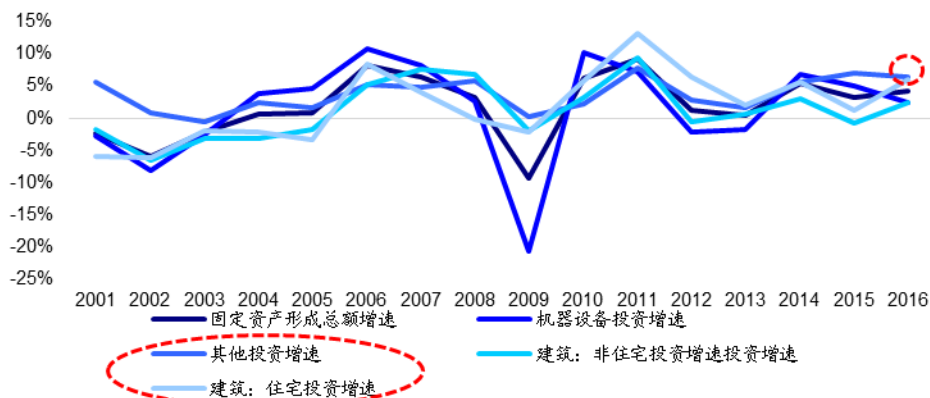
图10 日本分行业投资增速



资料来源：OECD 数据库，海通证券研究所

德国：为了应对老龄化以及全球化所带来的问题，德国在 2003 年提出一揽子改革方案，宣布“2010 议程”，比如提供低息贷款促进地方政府投资基建，降低税率来刺激内需等。受益有效的结构性改革，德国经济很快从国际金融危机中恢复，**2010 年至 2017 年，德国平均投资增速维持在 4% 左右，其中住宅类以及其他类（知识产权产品等）投资贡献最大。**

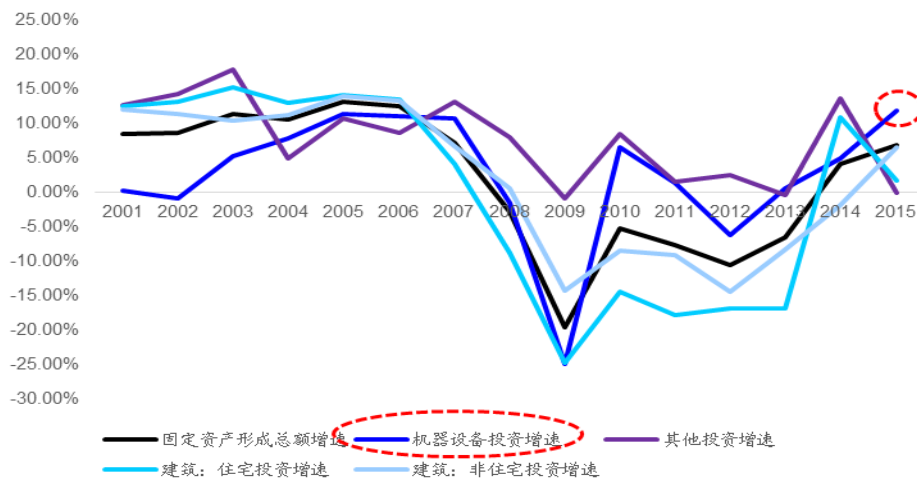
图11 德国分行业投资增速



资料来源：OECD 数据库，海通证券研究所

西班牙：2012 年开始西班牙通过一系列的改革促进经济的复苏。同时伴随欧元区经济逐渐复苏，西班牙债务危机解除，**2015 年西班牙投资增速恢复到 6.97%，目前西班牙投资增速主要靠机器设备投资拉动。**

图12 西班牙分行业投资增速

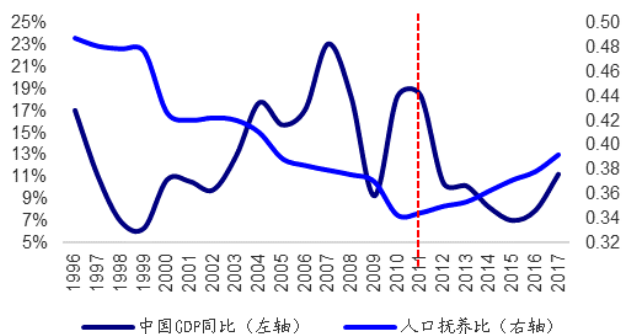


资料来源：OECD 数据库，海通证券研究所

1.3 国内投资长期需求总量不用过度悲观

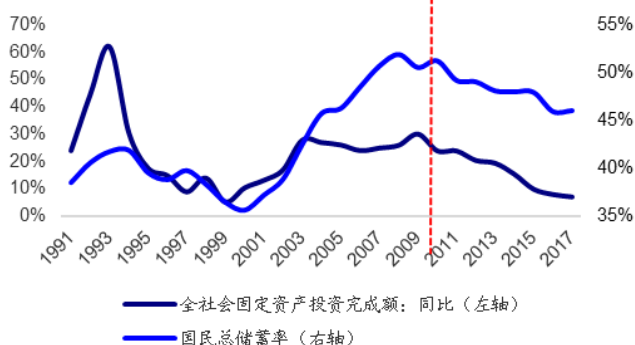
尽管近年来我国固定资产投资增速持续下行，市场对长期投资需求也较为悲观，然而我们认为长期需求总量不用过度悲观。我国抚养比在 2010 年开始上升，之后储蓄率下降，投资增速下降也反映了这一情况。根据海外经验，各国在拐点出现后投资增速下行，甚至负增长，但长期投资增速中枢仍在 0% 以上，从投资需求的来源上看，主要由以下因素推动：

图13 中国人口红利拐点出现在 2010 年



资料来源：Wind，海通证券研究所

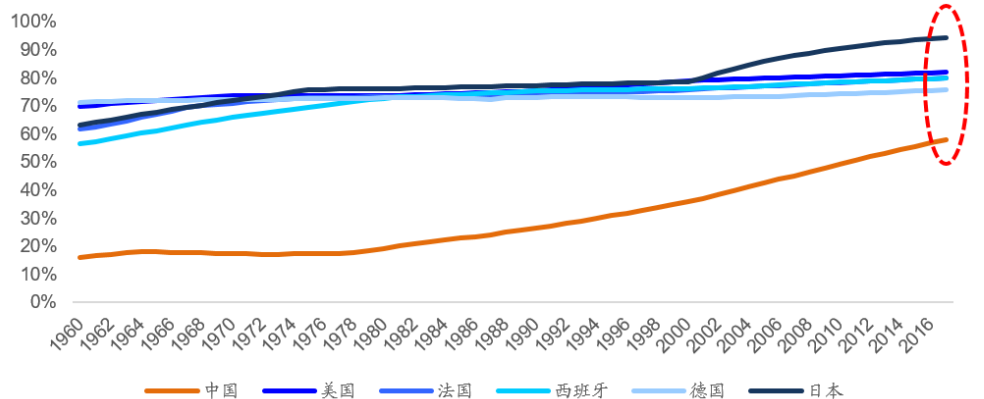
图14 中国储蓄率与投资增速进入下行通道



资料来源：Wind，海通证券研究所

高储蓄率为投资提供资金支持，城镇化进程远未结束。我国与海外其他国家很大不同是，别国的储蓄率普遍在 20% 左右，而 2017 年我国国民总储蓄率达 46%。同时，我们认为，我国城镇化率未来仍然有提升空间，城镇化率的不断加速提升能部分降低人口红利消失所带来的影响。但值得注意的是，美国、日本等其他发达国家的城镇化均在人口红利拐点出现之前已完成，但我国出现在城镇化完成之前，这或是我国城镇化的特殊挑战。

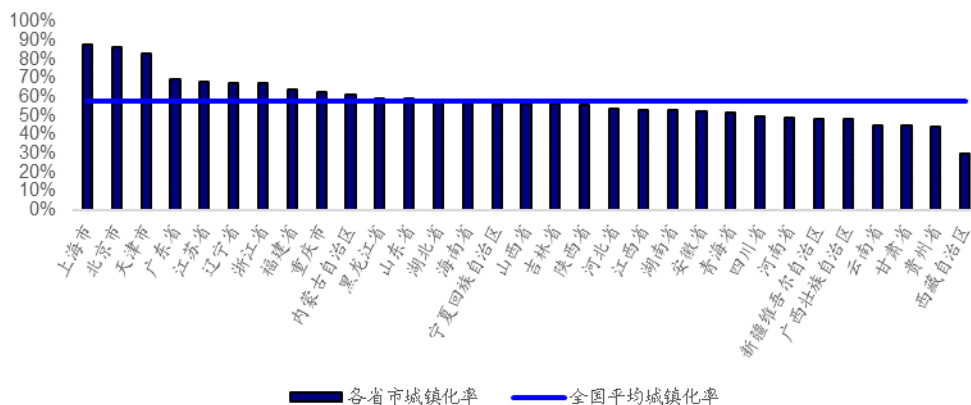
图15 各国城镇人口占总人口的比例



资料来源：世界银行，海通证券研究所

区域结构发展不均衡、更新改造需求为我国投资总量提供支撑。我国经历数十年的大规模建设，但是区域发展差距较大，中西部基建水平相对落后，长期建设需求仍在。截至 2016 年末，我国常住人口平均城镇化率为 57.4%，全国有 18 个省份低于平均水平，其中 15 个来自于中西部地区。此外，固定资产的更新改造、改扩建需求同样为我国投资总量提供支撑。

图16 2016 年我国各省的城镇化率



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

2. 海外公司经验：全球顶尖建筑公司如何应对本国投资下行？

在本国人口红利消失后，作为脱颖而出的全球顶尖建筑公司如何应对国内的需求变化？这是我们接下来总结研究的重点，我们分别选取 ACS、法国万喜、德国豪赫蒂夫、日本大林组、鹿岛建设等公司作为研究对象，总结分析其经验，为国内建筑企业提供借鉴。

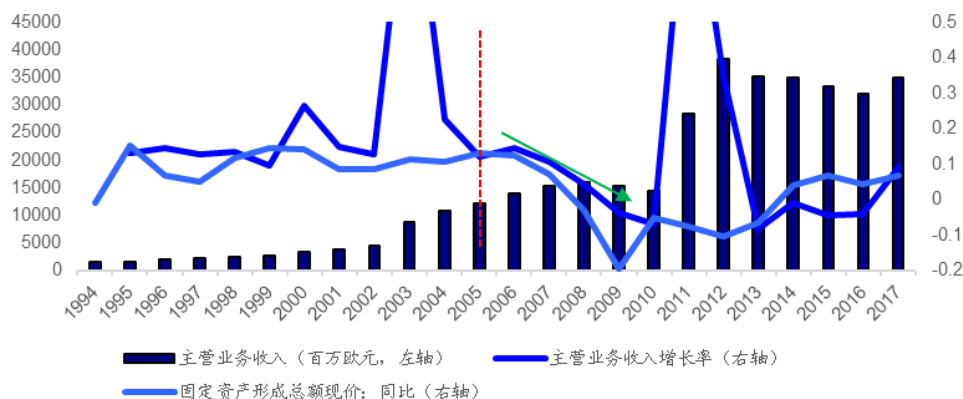
2.1 投资下行直接影响企业收入规模，利润率更多取决于业务结构

投资需求增速下行，势必影响工程承包企业的收入情况，然而优秀企业居安思危，积极寻求转型升级之路，业务结构不断优化，利润率多数呈现提升态势。

（1）、营收端受投资影响明显，海外拓展是摆脱困境的主要方式

西班牙 ACS 建筑公司（Actividades de Construcciones y Servicios）是西班牙最大的建筑集团，常年在 ENR 全球最大 250 家国际承包商排名中名列第一。2005 年人口结构拐点出现后，西班牙 2006-2008 年的投资增速分别为 12.53%、7.20%、-2.83%，ACS 这三年的收入增速分别为 14.49%、10.64%、4.33%，可见影响较大。这一趋势持续了 5 年，直到 2011 年 ACS 通过海外并购才缓解收入下滑的困境。

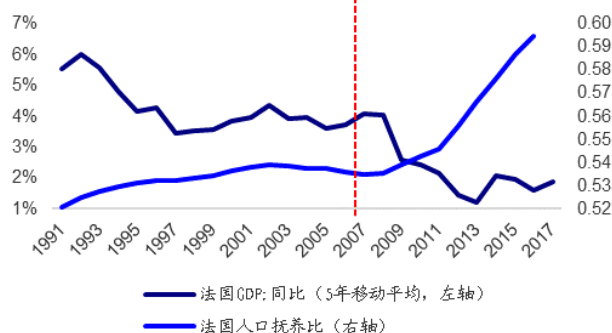
图17 西班牙 ACS 收入增速与本国投资增速



资料来源：彭博，Wind，海通证券研究所

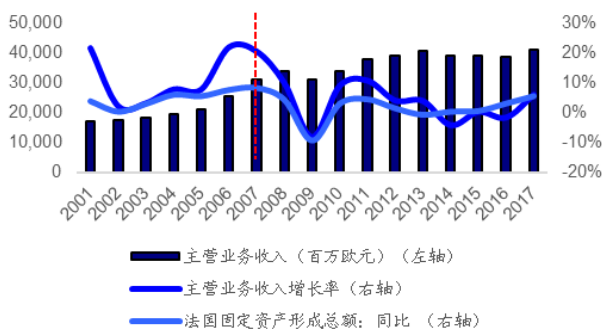
法国万喜在 2017 年 ENR 全球最大 250 家国际承包商排名中排名第四,且一度成为世界上最大的特许经营和建筑服务一体化的承包商。法国抚养比在 2007 年开始拐头上升,叠加金融危机影响,法国 2007-2009 年的投资增速分别为 8.47%、4.46%、-9.10%,万喜这三年的收入增速分别为 20.44%、9.90%、-8.11%,影响明显。受制于国内市场低迷,万喜通过并购加快国际扩张,特别是在新兴国家,2010 年收购才使得万喜收入增长了 9%。

图18 法国 2007 年左右达到人口红利拐点



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 万喜收入增速与本国投资增速

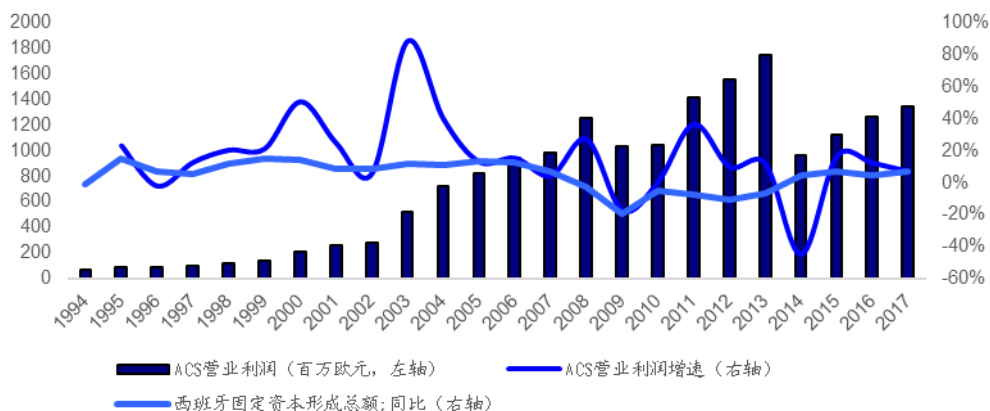


资料来源: 彭博, Wind, 海通证券研究所

（2）、利润端不一定下行，业务结构优化可以提升利润率

我们首先看西班牙 ACS 的情况。随着西班牙投资增速 2006 年开始下行,但 ACS 的营业利润在 2013 年反而创历史新高,这主要得益于 ACS 有效的多元化业务拓展。

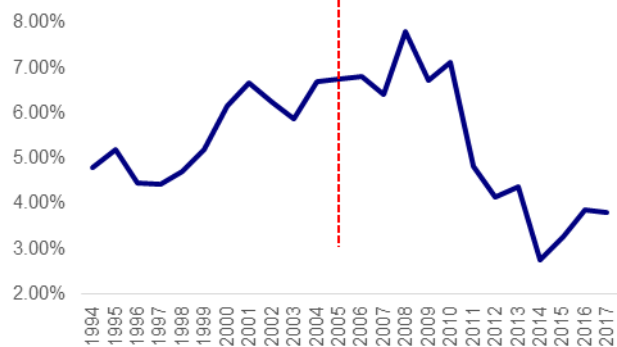
图20 2014-2017 年 ACS 营业利润规模依然保持增长



资料来源: 彭博, Wind, 海通证券研究所

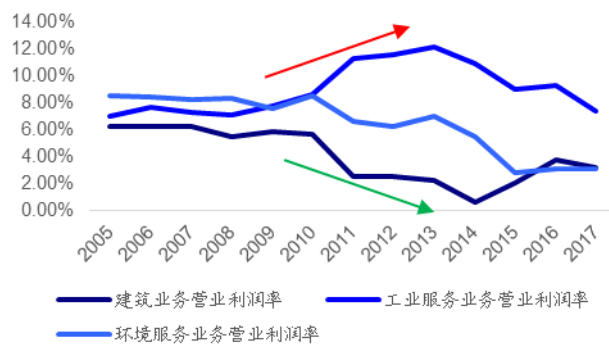
由下图可见, ACS 建筑业务的营业利润率受投资下行影响较大,但利润率相对较高的工业服务业务(能源、电网建设等)起到一定对冲作用。

图21 西班牙 ACS 营业利润率情况



资料来源：彭博，海通证券研究所

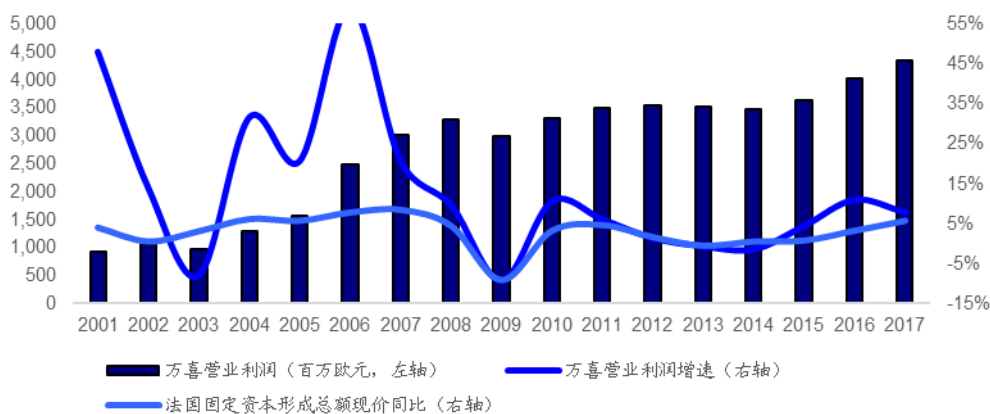
图22 ACS 分业务营业利润率



资料来源：彭博，海通证券研究所

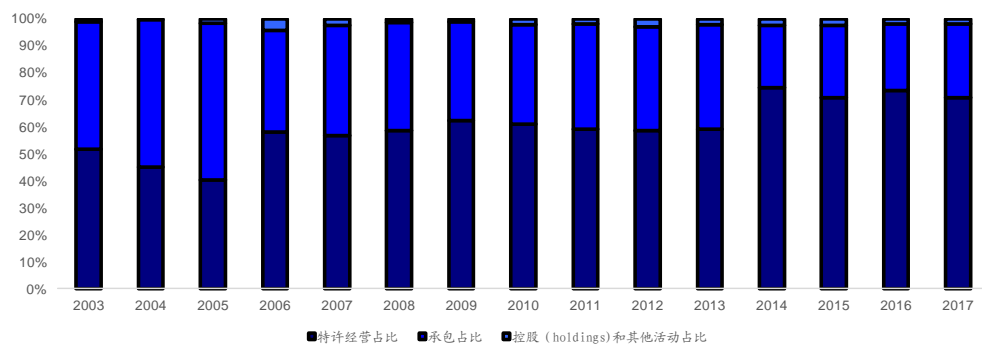
法国万喜：万喜的营业利润规模呈现不断增长的态势，盈利水平也稳步提升，万喜的盈利水平稳步上升，即便是在金融危机时期营业利润率也未受到影响，这主要得益于公司特许经营业务的迅速成长，具体我们将在后文具体说明。

图23 万喜营业利润规模依然保持增长



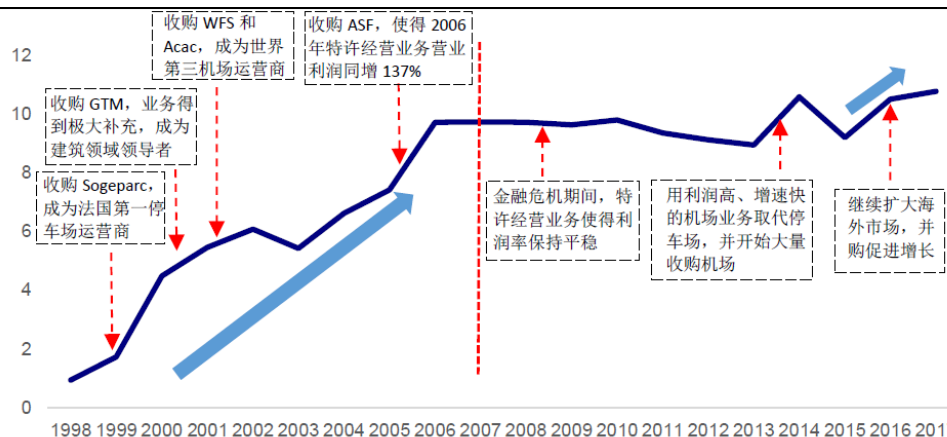
资料来源：彭博，Wind，海通证券研究所

图24 万喜营业利润结构：2014-2017 年特许经营占比超过 7 成



资料来源：彭博，海通证券研究所

图25 万喜营业利润率情况 (%)



资料来源: 彭博, 万喜年报 (1999-2017), 海通证券研究所

下文我们将具体介绍西班牙 ACS、法国万喜、日本国内前五大建筑集团的发展路径, 为我国建筑企业提供借鉴。

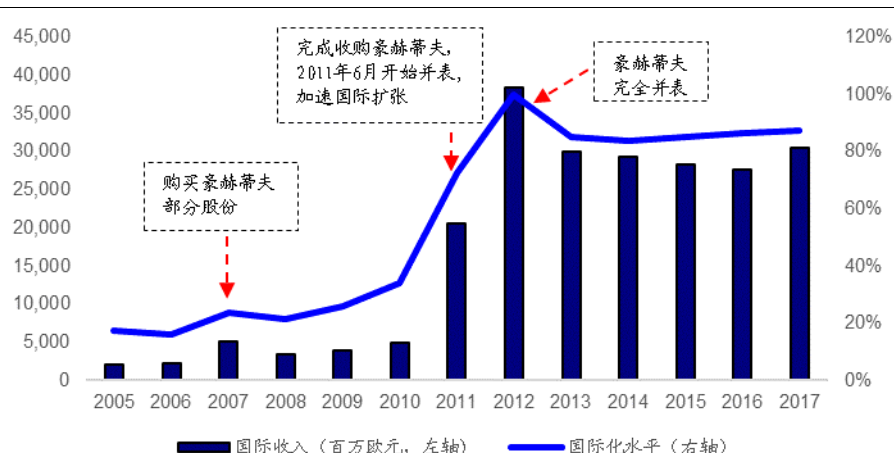
2.2 西班牙 ACS: 拓展海外对冲国内需求萎缩, 多元化改善盈利能力

(1) 加速海外并购对冲国内低迷的投资需求

1997 年至 2007 年是西班牙经济发展的黄金十年, 房地产市场繁荣, 国内投资环境较好。这样景气度较高的需求环境下, 2007 年以前 ACS 的并购标的主要是西班牙国内的公司。比如, 2002 年 ACS 与 Dragados(西班牙一家以建筑业务为主业的大型集团, 收入略高于 ACS)战略合并, 巩固了公司在传统建筑业上的垄断地位。

而金融危机爆发之后, 西班牙国内经济低迷, 为了摆脱国内投资惨淡的困境, ACS 积极走出国门, 开始加速海外并购。其最重要的一项并购是从 2007 年开始战略收购了豪赫蒂夫(全球化水平极高的公司), 完全并表之后 ACS 国际业务收入占比达到 80%以上。

图26 ACS 国际业务收入占比



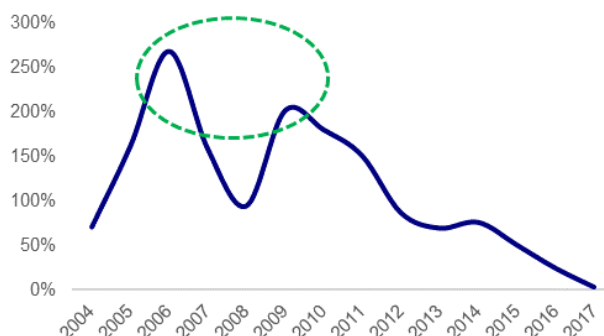
资料来源: 彭博, ACS 年报 (2007、2011、2012), 海通证券研究所

值得注意的是, 国际扩张是一把双刃剑, 海外市场波动也给公司业绩带来不确定性, 比如汇率影响。同时, 在频繁的投资活动之下, ACS 积累了大量的债务。2009 年以后, ACS 通过资产重组、出售非战略资产等方式来降低负债。

图27 ACS 历年外汇收益（百万欧元）



资料来源：彭博，海通证券研究所

图28 ACS 杠杆比率²


资料来源：ACS 年报（2004-2017），海通证券研究所

（2）立足主业，多元化并购改善业务结构

在发展初期，ACS 的目标是成为西班牙国内基础设施领域的领先者，1997 年之前 ACS 立足建筑主业，收购标的以建筑公司为主。在 2000 年之后，ACS 主业较为稳定后，开始加速多元化业务拓展，切入能源、电网建设、电新、广播电视等新领域，带动利润率提升。

表 1 ACS 重大并购事项梳理

时间	事件	标的公司名称	标的公司业务类型	地域	影响
1986	收购	OCISA	建筑	西班牙	1992 年 OCISA 与公司合并成为 OCP 公司，成为西班牙最主要的建筑公司之一
1988	收购	SEMI	工业服务（电线维护和安装）	西班牙	开启多元化业务
1989	收购	Cobra	工业服务（电力和通信支持服务）	西班牙	进入电力和通信服务领域，提升多元化
1996	收购	AUXINI	建筑	西班牙	1997 年，公司与 Auxini 和 Gines Navarro, Cobra 合并成为 ACS 公司
1997	收购	GINES Navarro	建筑（土木工程）	西班牙	加速多元化业务拓展，收购了西班牙第二大电力公司 Unión Fenosa 。并且，通过对 Dragados 控股，巩固了其在西班牙建筑行业的垄断地位，成为欧洲建筑市场中最重要公司之一。
1999	收购	Continental Auto	运输	西班牙	
1999	收购	Onyx	环保服务	西班牙	
2000	收购	Imes	工业服务（公共电力服务，维修，控制服务）	西班牙	
2000	收购	Vertresa	环保服务（垃圾处理）	西班牙	
2000	收购	Xfera	手机运营（西班牙仅有的四家拥有 3G 手机牌照的运营商之一）	西班牙	
2003	收购	Urbaser	环境服务	西班牙	
2003	收购	Clece	环境服务	西班牙	
2003	收购	Dragados Group	建筑，工业服务，环境，特许经营	西班牙	
2003	增持股份	Abertis	基础设施管理	西班牙	
2005	购买股份	Unión Fenosa	能源	西班牙	进一步增强基础设施领域领先地位，加速国际扩张
2006	购买股份	Iberdrola	能源	西班牙	
2007	购买股份	Hochtief	基础设施（全球领先的建筑服务商）	德国	
2008	出售股份	Unión Fenosa	能源	西班牙	
2008	增持股份	Iberdrola	能源	西班牙	
2009	出售股份	Unión Fenosa	能源	西班牙	
2011	收购	Hochtief	基础设施（全球领先的建筑服务商）	德国	
2013	增持股份	Leighton	建筑	澳大利亚	
2016	出售	Urbaser	环境服务	西班牙	
2016	收购	Sedgman	矿物加工	澳大利亚	

² 杠杆比率=净负债/所有者权益

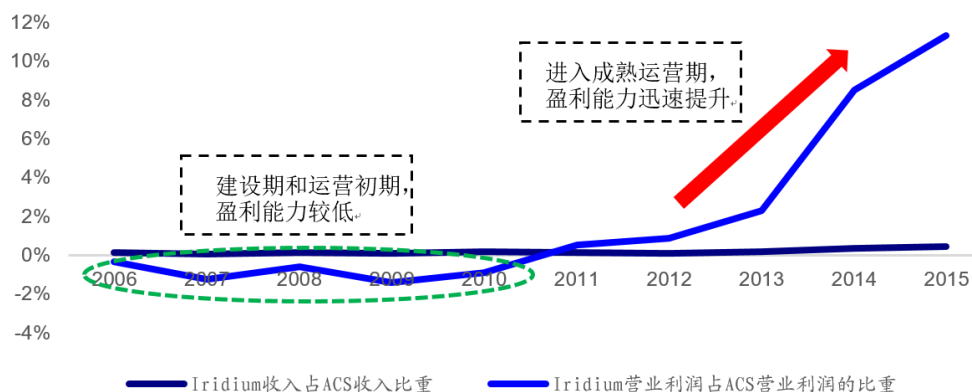
2016	收购	UGL	工业服务	澳大利亚	
2017	收购要约	Abertis	基础设施管理	西班牙	

资料来源：ACS 年报（2004-2017），海通证券研究所

（3）特许经营业务提高盈利能力

Iridium 是 ACS 旗下主要从事特许经营业务的子公司，管理交通基础设施和公共设施的特许经营和公私合作合同。尽管特许经营业务收入占 ACS 总收入的比重很小，2015 年仅 0.45%，但却贡献了 11.3% 的营业利润。

图29 ACS 特许经营业务情况



资料来源：彭博，ACS 年报（2006-2015），海通证券研究所

截至 2017 年，Iridium 累计获得 61 个总里程数超过 6350 千米的高速公路项目，以及多个铁路、地铁、桥梁、机场项目。从付费机制来看，大部分项目依靠影子收费、可用性付费（也就是主要依靠政府付费），少数项目是实际收费（也就是使用者付费），这一点与我国基建 PPP 项目的付费机制相似。

表 2 ACS 高速公路特许经营项目（百万欧元）

项目公司	股份占比	国家	项目类型	合同期	目前阶段	付费机制	总投资	ACS 计划投资
Autovía de la Mancha	75%	西班牙	设计-建造-融资-运营-维护-保护	2003-2033	运营	影子收费	128	21
Reus-Alcover Concesionaria de la Generalitat de Catalunya	100%	西班牙	建造-维修-运营	2005-2038	运营	影子收费	69	16
Concesionaria Santiago Brion S.A.	70%	西班牙	建造-运营	2005-2035	运营	影子收费	118	14
Autovía de los Pinares	63%	西班牙	建造-运营	2006-2041	运营	影子收费	95	17
Autovía Medinaceli-Calatayud sociedad concesionaria del Estado, S.A.	100%	西班牙	维护-运营	2007-2026	运营	影子收费	183	24
Autovía del Pirineo, S.A.	100%	西班牙	设计-建造-融资-运营-维护	2009-2039	运营	影子收费	226	81
EixDiagonalConcesionària de la Generalitat de Catalunya	100%	西班牙	融资-设计-建造-运营-维护	2009-2042	运营	影子收费	405	154
Nouvelle Autoroute30, S.E.N.C	13%	加拿大	设计-建造-融资-运营-维护	2008-2042	运营	实际收费	1,286	19
Capital City Link	25%	加拿大	设计-建造-融资-运营-维护	2012-2046	运营	可用性付费	1018	12
FTG Fraser Transportation Group	13%	加拿大	建造-融资-运营-维护	2010-2033	运营	可用性付费	518	3
Signature on the Saint-Lawrence Group General Partnership	25%	加拿大	设计-建造-融资-运营-维护	2015-2049	建造	可用性付费	1,615	0
CRG Waterford - southlink	33%	爱尔兰	设计-建造-融资-运营-维护	2006-2036	运营	实际收费	321	22

CRG Portlaoise-midlink	33%	爱尔兰	设计-建造-融资-运营-维护	2007-2037	运营	实际收费	328	23
N25 New Ross Ltd.	50%	爱尔兰	设计-建造-融资-运营-维护	2015-2043	建造	可用性付费	169	0
Gorey to Enniscorthy M11 PPP Ltd.	50%	爱尔兰	设计-建造-融资-运营-维护	2015-2044	建造	可用性付费	253	0
SPER-Sociedad Portuguesa de Construcción y Explotación Rodoviaria	50%	葡萄牙	建造-运营-维护	2009-2039	运营	实际收费	540	15
Road Management Services (A13), PLC	25%	英国	设计-建造-运营-维修	2000-2030	运营	影子收费	269	7
Blueridge Transportation Group, LLC	22%	美国	设计-建造-融资-运营-维护	2016-2068	建造	实际收费	826	0
Portsmouth Gateway Group Holdco, L.L.C	40%	美国	设计-建造-融资-运营-维护	2015-2053	建造	可用性付费	464	0
I595 Express	50%	美国	设计-建造-融资-运营-维护	2009-2044	运营	可用性付费	1,339	87

资料来源：ACS 年报（2017），Iridium 公司官网，海通证券研究所

2.3 法国万喜：做大特许经营，打造“世界上最赚钱的建筑工程承包商”

（1）、打通产业链，通过收购做大做强特许经营业务。

2000 年，万喜开始推出提高盈利能力的计划，加大努力重新定位高附加值业务，不再满足于毛利较低的施工环节。2006-2009 年万喜的战略目标之一是每年新签总投资额超 10 亿欧元的 PPP 项目和特许权合同。2017 年万喜的营业利润率达 10.77%，并且还在持续提升中。万喜营业利润率从原来施工业务 4.5%（2000 年）提高到 9%（2006 年）花了 6 年的时间（见图 25）。

万喜主要通过收购的方式做大做强特许经营业务，直接收购成熟的项目，这也得益于欧洲成熟的 PPP 模式。所以与 ACS 不同，万喜没有长时间的建设/运营初期的亏损期。

表 3 万喜部分重大并购事项及其影响

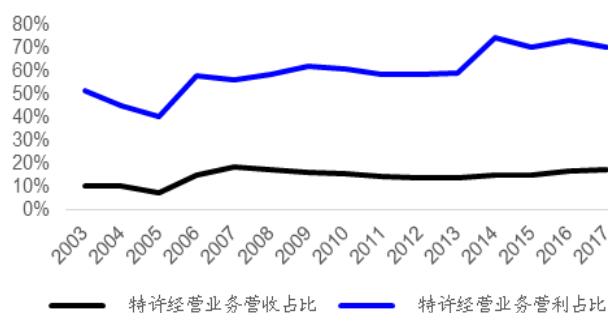
年份	被并购公司	领域	地区	影响
2000	GTM	收费公路、停车场、机场、桥梁等公共设施的特许经营，建设施工	法国	1.停车场业务与 GTM 的合并后，成为在法国和世界各地管理 72.5 万个停车位的欧洲领导者。2.特许经营业务取得极大发展。3.万喜的道路子公司和 GTM 的 Jean Lefebvre 合并，成为欧洲最大的道路工程公司。4.成为建设施工及相关服务的世界领导者
2001	WFS	机场服务集团	美国	成为世界第三大机场运营商
2002	Turbigo-Saint Denis, Mail Gaillardon 和 SPS	停车场	法国	将停车场业务扩展到法国的五个新城市
2005	TE Beach	道路建设	英国	成为伦敦道路建设和维护的主要参与者
2006	ASF	高速公路特许经营	法国	使万喜成为世界领先的高速公路特许经营权私营运营商
2007	LAZ Parking 的 50% 股权	停车场	美国	成为美国停车场市场的主要参与者
2007	Sol é tanche（142 家公司）	基础和土壤技术	法国	被收购公司的高国际化水平为万喜提供了地理互补性
2008	Ideal Parking, Master Park	停车场	加拿大	增加了 7.4 万个车位，并将万喜地理覆盖范围扩展到之前没有任何业务的加拿大西部地区。
2009	KML	停车场	英国	使万喜停车场在英国停车场运营市场排名第五
2012	Carmacks 集团 6 家公司	高速公路建设和维护	加拿大	成为该领域加拿大阿尔伯塔省的主要参与者
2013	ANA	机场	葡萄牙	2014 年作为收购 ANA 后的第一年，万喜机场的收入从 13 年的 3.15 亿欧元增加到 14 年的 7.17 亿欧元，翻两番以上
2013	Moving 的 50% 股权	停车场	巴西	在拉丁美洲最大的停车市场巴西占据一席之地
2014	Imtech 集团的 ICT	信息和通信技术	荷兰	该交易将万喜能源公司在电信领域的业务量提高至 16 亿欧元，即其合并收入的 15% 以上。
2015	HEB Construction	土木、道路、海洋和港口工程	新西兰	成为新西兰基础设施市场的主要参与者
2016	Aeropuertos Dominicanos Siglo XXI, SA (AERODOM)	多米尼亚共和国六个机场	多米尼加共和国	带来 2017 年 510 万客流量
2016	A é roports de Lyon (ADL)60%	法国里昂的两个机场	法国	带来 2017 年 1030 万客流量，增长 7.7%

	的股权			
2016	Pex	公路特许经营和收费标 签分销	秘鲁	在秘鲁建立了业务。这笔交易在 2016 年底签署 18 亿欧元，是 VINCI 在欧洲以外进行的最大投资。
2017	Lojas Francas	机场	葡萄牙	
2017	THG Baugesellschaft mbH	铁路工程	德国	加强在德国的地位
2017	Saldus Celnieks	道路工程，集料和沥青 生产开采	拉脱维亚	进入拉脱维亚市场
2017	Seymour Whyte	土木工程	澳大利亚	进入澳大利亚市场，加强了建设施工在大洋洲的业务
2017	Benedetti-Guelpa	与山地和环境相关的建 设施工	法国	加强了法国阿尔卑斯地区的业务
2018	两个日本关西机场 40%的股权	机场	日本	大力推进机场业务
2018	北爱尔兰贝尔法斯特国际机场 100%股权	机场	北爱尔兰	
2018	瑞典斯卡夫斯塔机场 90.1%的 股份	机场	瑞典	
2018	奥兰多 - 桑福德国际机场的 100%股权	机场	美国	

资料来源：万喜年报（1996-2017），海通证券研究所

经过几十年的发展，万喜成为法国第一的高速公路运营商。即使在经济低迷时期，万喜的特许经营业务比如路费收入仍然增加。**2017 年万喜的特许经营业务占收入仅有 17.3%，但占营业利润的比例达到 70.6%。**

图30 万喜特许经营业务营业收入与营业利润占比



资料来源：彭博，海通证券研究所

图31 万喜特许经营业务营业利润率 (%)

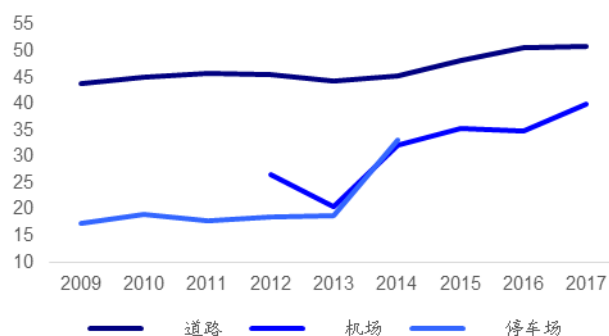


资料来源：彭博，海通证券研究所

(2)、不盲目追求多元化，旨在将高盈利业务做到极致。

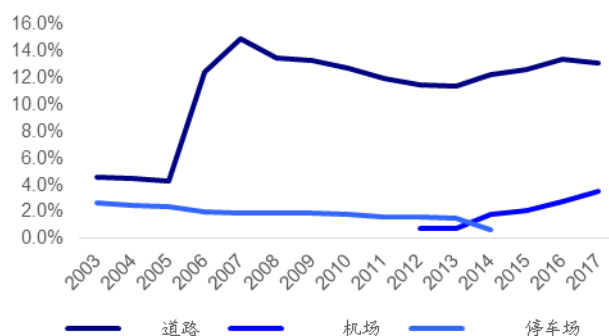
目前万喜的特许经营业务主要由道路（主要是高速公路）与机场业务构成，由下图可以看出，两个子业务毛利率均呈现稳步上升趋势。之前万喜的停车场业务（特许经营）与机场业务体量相当，但万喜认为机场业务的增长潜力更快，利润率更高，在 2014 年将较低利润率的停车场业务剥离。可见万喜并没有不盲目追求多元化，公司目标是将高盈利业务做到极致。

图32 万喜特许经营业务中细分行业营业利润率(%)



资料来源：彭博，海通证券研究所

图33 万喜特许经营细分业务占总收入的比例

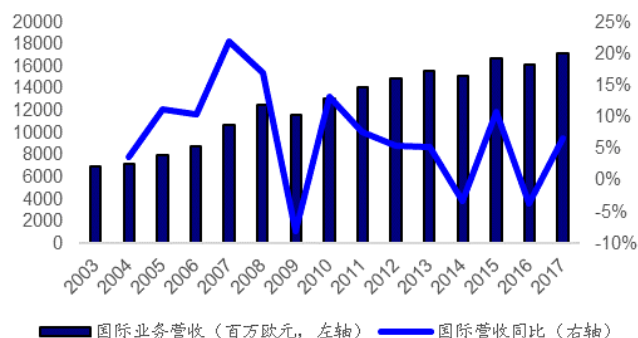


资料来源：彭博，海通证券研究所

(3)、立足本国市场，有针对性、有选择的国际化。

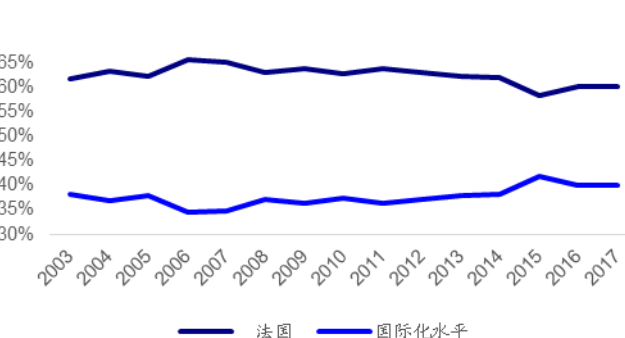
万喜早在1990年在英国、德国和中欧就有并购动作，国际化战略使万喜的工程承包业务快速增长。尤其2009年万喜认识到企业日益国际化有助于缓解不同市场的经济危机影响，此后万喜持续加快海外扩张。然而万喜的收购战略针对性较强，不盲目扩张，法国本国收入占比一直维持在60%左右。

图34 万喜国际业务收入以及其同比增速



资料来源：彭博，海通证券研究所

图35 万喜法国本国收入占比以及海外收入占比

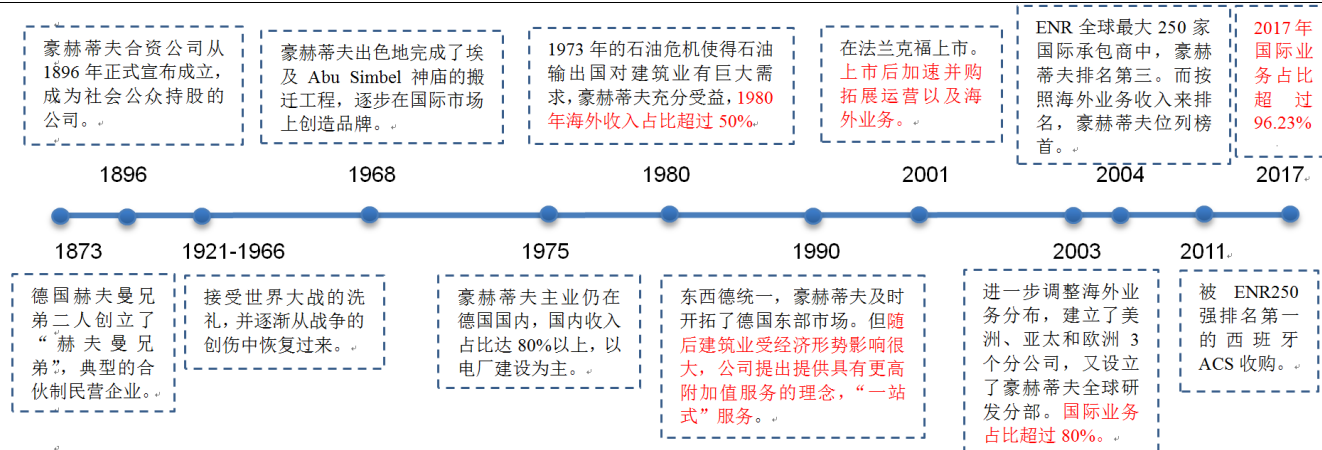


资料来源：彭博，海通证券研究所

2.4 德国豪赫蒂夫：全球化极高的建筑承包商

豪赫蒂夫公司 (Hochtief) 是德国最大的建筑承包商，在2017年ENR全球最大250家国际承包商排名中位列第二。豪赫蒂夫的国际化程度非常高，2017年其国际业务占比达到96.23%，这与其历史原因以及海外并购有关。

图36 德国豪赫蒂夫历史沿革



资料来源：豪赫蒂夫年报（2001-2017），百度百科，海通证券研究所

相比于 ACS 与万喜，豪赫蒂夫的并购战略较为保守，大型并购不多，重点在于并购后的内部整合以及切入高盈利的运营业务。

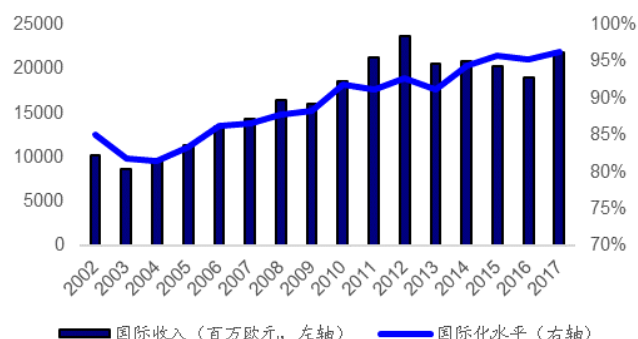
表 4 豪赫蒂夫部分重大并购事项

年份	重大并购公司	服务范围	地区	影响
1983	Leighton 公司	建筑承包	澳大利亚	Leighton 公司是澳大利亚龙头建筑承包商，标准着公司正式进入亚太地区
1999	Turner 公司	建筑工程	美国	进军美洲市场，迅速提升国际化水平
2002	悉尼机场 5% 股权；汉堡机场增持 13%，达到 49%	机场	澳大利亚、德国	主要投资于机场管理业务，显著扩大了公司机场的市场份额
2003	汤普金斯建筑公司	建筑工程	美国	标的公司华盛顿特区第三大建筑公司，推动华盛顿市场
2004	Siemens Gebäude-management und Services GmbH & Co.	设施管理	德国	使公司成为欧洲综合设施管理服务的主要供应商之一，此次收购为 HOCHTIEF 在设施管理领域开辟了新的产品细分市场
2004	Tirana 机场股权	机场	阿尔巴尼亚	进一步扩大机场业务
2005	Henry Walker Eltin Group Ltd 采矿运营部	采矿	澳大利亚	这巩固了公司作为合同采矿服务领先供应商的地位
2006	Flatiron 建筑公司	基础设施	美国	Flatiron 是美国交通相关建设领域的领导者，为北美市场打下基础
2007	Devine limited	住宅建筑、项目开发	澳大利亚	澳大利亚的领先开发商，铺平了澳大利亚住宅建筑领域的道路
2007	aurelis Real Estate 公司	项目开发	德国	进一步巩固了其作为德国顶级项目开发商之一的地位
2007	布达佩斯机场	机场	匈牙利	中欧第二大国际机场，此次与 Tirana 机场的收购使能够巩固在高增长的中欧和东欧市场的地位
2007	CE Marshall/Sons Earthmoving	采矿设备	澳大利亚	进一步扩大了在亚太地区的矿山特许经营业务
2010	E.E.Cruz	重型建筑	美国	进一步扩大了其在美国基础设施项目市场上的地位，该公司专门从事纽约大都会地区的大型建筑项目
2011	Clarks Builders	基础设施	加拿大	Clark Builders 专门在加拿大西部和北部建设管理，商业和教育建筑以及体育设施；此次收购能够更好地从加拿大建筑业的发展中受益
2011	Leighton Engineering	海上工程	马来西亚	支持 Leighton 集团在海上石油和天然气业务的所有活动中提供工程服务。
2016	Sedgman(增持至 100%)	矿业服务	澳大利亚	全球矿物加工专家，掌握了 CIMIC 在矿业服务业务中的地位
2017	Abertis Infraestructuras, S.A.	收费公路	西班牙	世界最大的收费公路运营商，在欧洲，美洲和亚洲经营各种收费公路和电讯业务，将受益于日益增长的全球基础设施投资和 PPP

资料来源：豪赫蒂夫年报（2001-2017），海通证券研究所

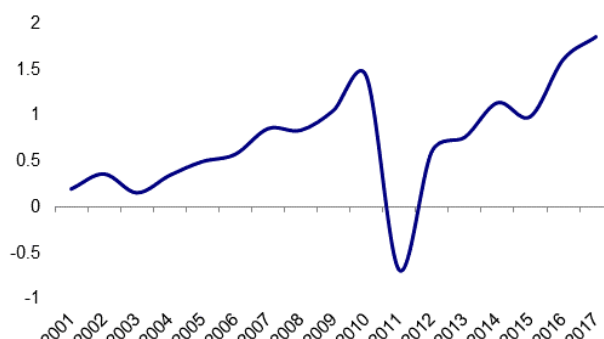
极高的全球化使得公司顺利度过经济危机，比如即便是在 2008 年金融危机时期，豪赫蒂夫净利率仍在提升，主要得益于并购后的有效整合以及其欧洲公司实施重组。但同时也给公司带来了不确定性，比如 2011 年公司利润率大幅下降主要是因为旗下公司（Leighton 公司）承建的布里斯班机场和墨尔本海水淡化项目出现工程施工进度拖后等问题，大量计提减值。

图 37 豪赫蒂夫海外收入占比维持在 80% 以上



资料来源：彭博，海通证券研究所

图 38 豪赫蒂夫净利率 (%)

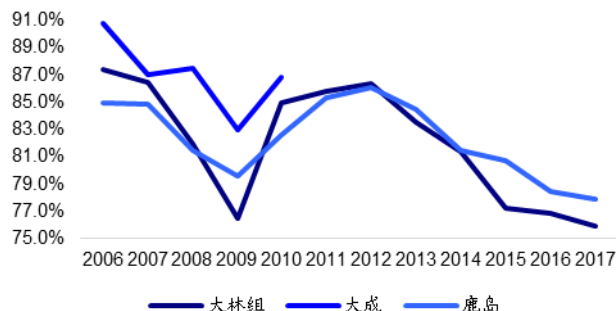


资料来源：彭博，海通证券研究所

2.5 日本领先建筑公司：以守为攻，受益于高度发达而又保守的国内市场

日本五大综合建筑商包括大成建设（2017 年 ENR 排名第 135）、鹿岛建设（第 40）、清水建设（第 74）、竹中工务店（第 75）及大林组（第 30）。日本人口红利拐点出现在 1991 年，加上泡沫经济破灭，之后日本国内建筑市场容量急剧萎缩。然而，日本建筑公司在走出海外、以及新业务转型方面都较为保守。大林组、大成、鹿岛近年国内收入占比没有低于 75%。同时，各家公司都以建筑为主业，除了房地产开发，新业务涉及不多。

图39 大林组、大成、鹿岛在日本国内收入占比在 75%以上



资料来源：彭博，海通证券研究所 注：大成建设 2010 年之后数据缺失

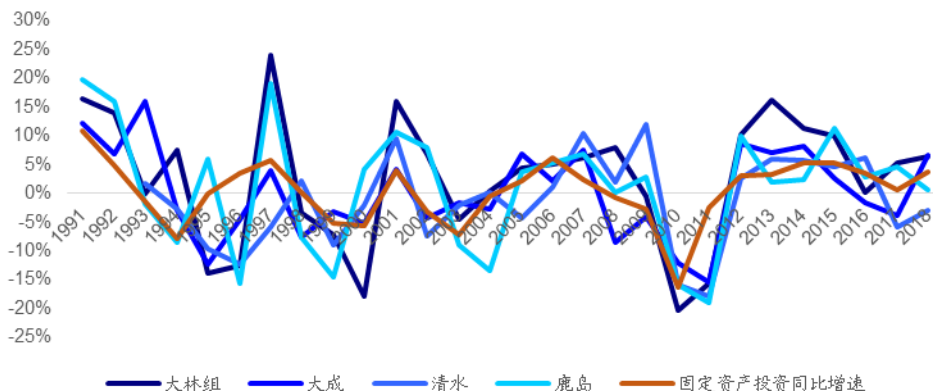
图40 大林组、大成的新业务³占总收入、营业利润的比例



资料来源：彭博，海通证券研究所

由此，日本国内领先建筑公司的收入增速与国内投资增速的趋势基本一致。

图41 日本顶尖建筑公司收入增速与国内投资增速趋势基本一致

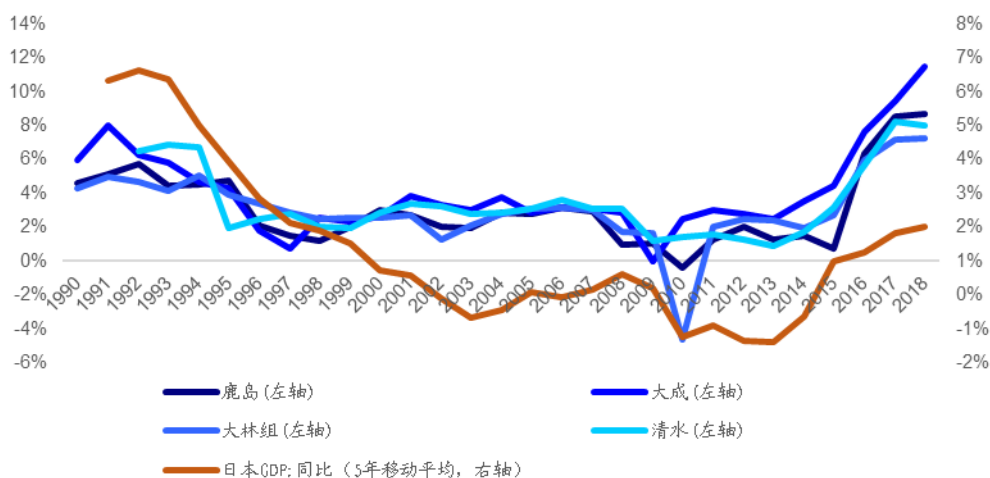


资料来源：彭博，Wind，海通证券研究所

³新业务指除了建筑和房地产开发以外的业务。

同样，日本领先建筑公司的营业利润率变化基本一致，与日本本国的经济发展趋势高度相关。

图42 日本顶尖建筑公司营业利润率变化基本一致

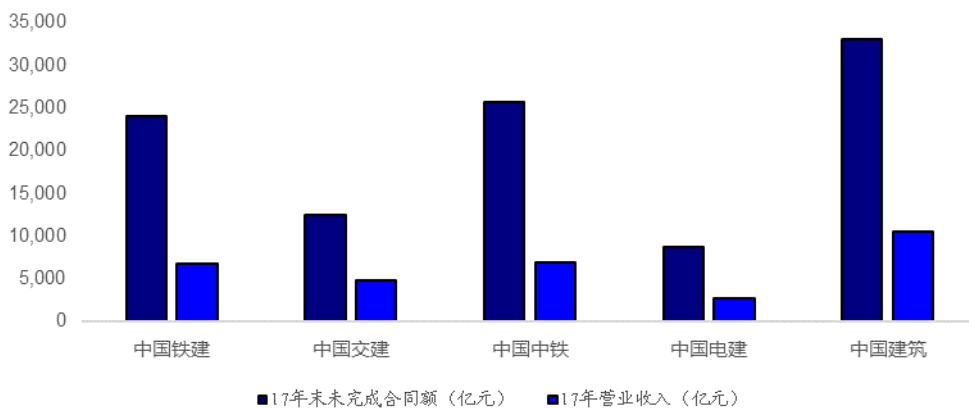


资料来源：彭博，Wind，海通证券研究所

3. 海外经验启示：长期需求莫太悲观，国际化和业务结构优化是长期看点

借鉴海外经验，人口结构拐点出现后投资增速降为0%甚至为负是必然趋势，之后最高不会超过10%。进入平台期后，长期投资需求并不会持续下降，而是跟随政策影响和产业结构变化而波动。我们认为，得益于较高的储蓄率以及依然有不小空间的城镇化率，我国建筑企业在经济下行时的业绩表现应该要好于国际建筑公司。就3年期长度看，我国主要建筑央企在手订单充足，营业收入依然有望保持增长的确定性较高，

图43 建筑央企在手订单充足



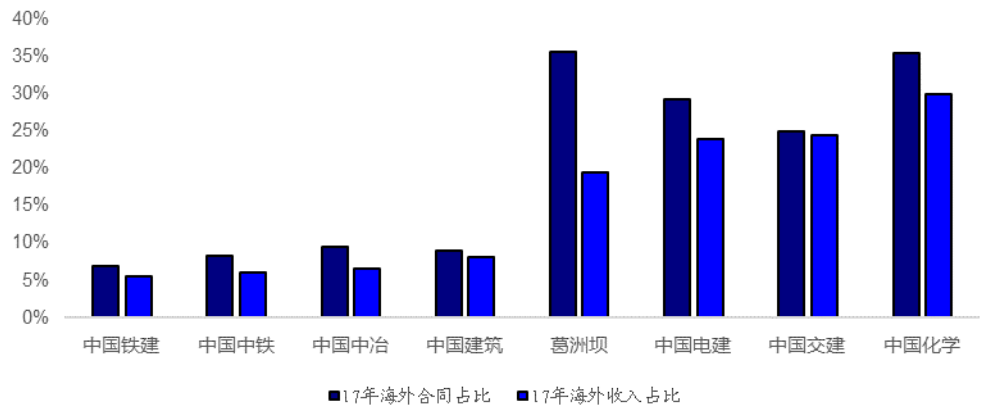
资料来源：各公司经营数据公告，海通证券研究所 注：其他建筑央企没有披露在手订单情况

业务多元化布局、海外拓展是应对国内需求下滑的主要方向。

1) 业务结构来看，我国建筑企业正在围绕主业展开相关多元业务，建筑央企最为典型，就工程承包业务来说，大多从相对专业的公司走向综合类工程承包商，比如原来以房建业务为主的中国建筑，近年来基建占比逐步提升，2017年基建新签订单占比已经达到33%，营业收入占比已经占到22%；以水利水电工程为主要优势的中国电建也在大力开拓城市轨道交通业务。在PPP和BOT业务模式推动下，我们预计各公司的运营业务占比也在提升。

2) 从海外建筑公司来看, 国际化、业务多元化是对冲国内市场容量萎缩的主要出路。目前我国大建筑央企的海外收入整体占比不高, 占比最高的中国化学 2017 年海外收入占总收入的比例也没到 30%, 我们认为随着“一带一路”战略的不断深入推进, 我国建筑企业的海外业务占比仍有较高提升空间, 有利于对冲国内需求低迷的影响。

图44 建筑央企海外订单以及海外收入占比

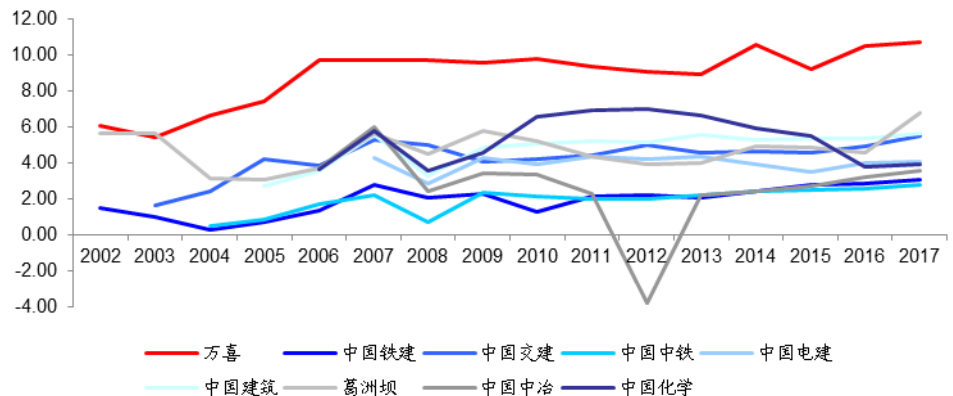


资料来源: 公司经营数据公告, 海通证券研究所 注: 其他建筑央企没有披露在手订单情况

拓展高附加值的运营业务, 随着 PPP/BOT 项目占比增加, 我国建筑企业利润率提升值得期待。

建筑企业盈利水平的提升还能通过开发存量市场, 向建筑产业两端发展来完成, 比如通过特许经营业务从施工做到投资和运营。以特许经营业务闻名的万喜近几年的营业利润率有 10.77%, 并且还在持续提升中。万喜营业利润率从原来施工业务 4.5% (2000 年) 提高到 9% (2006 年) 花了 6 年的时间。我们认为, 随着国内建筑公司 PPP/BOT 项目占比增加, 营业利润率的提升值得期待。

图45 各公司营业利润率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 总结

我们认为, 长期来看国内投资需求进入平台期后, 更多有望呈现周期需求波动, 对长期需求预期不能过于悲观。我们认为, 当前经济转型期, 国内投资需求不太可能出现断崖式下滑的现象, 目前建筑央企的在手订单来较为充足, 我国建筑企业业绩情况也应该不会出现硬着陆。随着政策宽松落地, 短期需求预期向好, 更为建筑企业转型升级提供充足时间。与国外企业不同, 我国大型建筑公司为国有企业, 更有实力和能力去从事具有高利润率的投资运营项目, 盈利能力的提升空间要远比国外企业的内部改革来得

大；营业利润率的不断上行将是大概率事件。因此长期看，我们认为，通过多元化和国际化对冲国内需求波动；通过业务结构优化提升利润率水平、改善现金流情况，优势建筑企业的基本面和估值都没必要长期悲观。基于以上逻辑，我们看好整个建筑行业的未来发展前景，建议关注中国建筑、中国铁建、中国交建等大型建筑央企；四川路桥、隧道股份等地方国企；苏交科、金螳螂等民营龙头。

5. 风险提示

1)、经验可参照性不佳。企业自身资源优势不同，适合其发展路径也不同，海外经验对国内企业有所启示，但难照搬。

2)、政策波动影响。我国目前阶段投资对经济作用相对较大，经济转型期投资政策波动相对较大，比如 PPP 政策、信用政策等，这对行业短期也会产生不小影响。

信息披露

分析师声明

杜市伟 建筑工程行业
张欣劼 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 lj11087@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 zzz9770@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
张 璇(021)23219411 zx12361@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

衣楦永(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