



基建投资：专项债影响几何？

投资要点

- **政策持续加码专项债，关注 2020 年核心变量：**专项债是基建投资的重要引擎。基建投资的资金来源主要包括自筹资金、国家预算内资金、国内贷款、外资以及其他，其中自筹资金占比近 60%；专项债作为自筹资金的主要组成部分之一，在基建投资中发挥着重要驱动作用。本篇报告中我们首先研究了 2020 年在政策的持续加码下，专项债出现的三个核心变化：1) 总额度预计大幅提升、2) 发行节奏明显加速、3) 投向基建占比上行；而后对 2020 年专项债撬动的基建投资增量进行了定量测算。
- **第三批专项债额度正式下达，全年规模有望突破 3.5 万亿元。**2020 年 4 月，第三批 1 万亿元地方政府专项债额度正式下达至部分省市。此前财政部在 2019 年底和 2020 年初已提前下达了两批专项债额度，规模分别达 1 万亿元、2900 亿元，至今提前下达的三批专项债额度合计达 2.29 万亿元，已经超过 2019 年全年新增专项债规模（2.15 万亿元）。预计专项债总额度扩张+下达进度提速作为主旋律将贯穿全年，2020 全年专项债额度有望突破 3.5 万亿元。
- **发行节奏显著提速，2020Q1 新增专项债发行规模同比+63%。**根据 Wind 数据，2020Q1 全国共计发行专项债 1.10 万亿元，同比+54%；其中新增专项债发行规模共计 1.08 万亿元，同比+63%。整体上发行进度和资金使用进度进一步提前，2020Q1 新增专项债发行规模占提前下达额度的 84%，预计剩余份额也将在近期内完成。此外财政部鼓励地方争取在 5 月底前将第三批新增专项债发行完毕，确保早发行、早使用、早见效，尽快形成对经济的拉动作用。
- **土储、棚改专项债受限，基建投资提升具备确定性。**2019 年 9 月 4 日召开的国务院常务会议中强调，提前下达的 2020 年专项债额度将重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施等；明确专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域。预计 2020 年仍将保持专项债募集资金不用于土储、棚改的总基调，基建投资占比提升具备确定性。根据我们统计，2020Q1 发行的新增专项债中，投向基建的资金比例约 78%，显著高于 2019 年比例（34%）。
- **逆周期调控持续发力，专项债带动下基建投资增速有望超 10%。**我们基于专项债用于基建项目资本金的不同比例作为多种情景假设，测算出 2020 年专项债撬动的基建投资总规模约 2.70-2.94 万亿元；相比于 2019 年该规模增量达 1.79-2.04 万亿元，该增量占 2019 年总基建投资规模的 9.6%-10.9%。
- **投资建议。**随着国内专项债额度扩容节奏有望超预期落地，政策层面持续加码基建投资，充分释放工程机械下游市场空间；行业层面随着需求端持续饱满，业内头部企业带头共同打造健康生态环境，我们预计行业将延续高增态势。在行业景气度持续提升背景下，我们首推国内工程机械龙头三一重工（600031）、核心液压元件龙头恒立液压（601100）；此外建议关注徐工机械（000425）、中联重科（000157）。
- **风险提示：**政策力度不及预期，基建投资不及预期。

西南证券研究发展中心

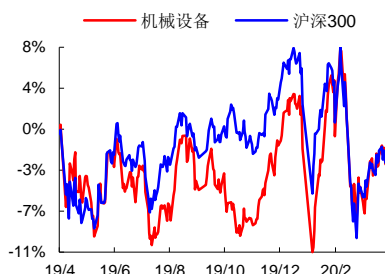
分析师：倪正洋

执业证号：S1250520030001

电话：021-58352138

邮箱：nzy@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	347
行业总市值(亿元)	20,774.40
流通市值(亿元)	20,080.97
行业市盈率 TTM	27.16
沪深 300 市盈率 TTM	11.7

相关研究

1. 机械行业周报（4.20-4.26）：专项债拟再加码，逆周期政策助力基建投资（2020-04-26）
2. 机械行业周报（4.13-4.19）：基建投资快速修复，经济重启首推工程机械（2020-04-19）
3. 油服行业：OPEC+历史性减产协议正式达成，三桶油资本支出动态调减压力有望减轻（2020-04-13）
4. 工程机械涨价点评：需求火热+供应链短缺，工程机械主要产品纷纷提价（2020-04-12）
5. 机械行业周报（4.6-4.12）：一季报整体偏弱，持续推荐工程机械与油服龙头（2020-04-12）
6. 挖机 3 月数据点评：国内疫情逐步受控，挖机销售向好（2020-04-09）

目 录

1 2020 年什么是专项债的核心变量？	1
1.1 什么是专项债？	1
1.2 专项债包含哪些类型？	1
1.3 专项债是如何发行的？	2
1.4 专项债发行规模有多大？	3
1.5 专项债中有多少流入基建投资？	4
1.6 2020 年专项债有何变量？	4
2 专项债可以为基建投资带来多少增量？	6
2.1 基建的资金来源是什么？	6
2.2 政策面持续加码，基建提速确定性强	8
2.3 专项债扩容+基建渗透率提升，双重利好带动万亿元级提升空间	8
3 投资建议	10
4 风险提示	10

图 目 录

图 1：2019 年地方政府专项债发行情况（亿元）	3
图 2：2019 年地方政府一般债发行情况（亿元）	4
图 3：2019 年专项债资金流向中，基建、棚改、土储三足鼎立	4
图 4：2020 年专项债发行进度明显提速（亿元，2020 年 4 月值未画出）	5
图 5：2019 年专项债资金流向中，基建、棚改、土储三足鼎立	6
图 6：自筹资金在基建投资中占比最大	6
图 7：收费公路建设投资资金结构稳定	7
图 8：基建投资同比增速触底	8

表 目 录

表 1：地方政府专项债与一般债主要区别	1
表 2：地方政府专项债与一般债主要区别	5
表 3：专项债撬动基建投资规模增量测算	9
表 4：重点关注公司盈利预测与评级	10

1 2020 年什么是专项债的核心变量？

1.1 什么是专项债？

财政部于 2015 年公布的《地方政府专项债券发行管理暂行办法》中首次给予了专项债明确定义：省、自治区、直辖市政府(含经省级政府批准自办债券发行的计划单列市政府)为有一定收益的公益性项目发行的、约定一定期限内以公益性项目对应的政府性基金或专项收入还本付息的政府债券。相比于地方政府的一般债券主要为了缓解资金紧张或解决临时经费不足而发行，专项债是指为筹集资金建设某专项具体工程（该工程具备一定的收益属性）而发行的债券。偿还资金来源方面同样有所差别，一般债主要由地区财政收入作为担保；专项债主要由项目所对应的政府性基金或项目专项收入作为担保。

表 1：地方政府专项债与一般债主要区别

	地方政府一般债	地方政府专项债
募集资金用途	缓解资金紧张或解决临时经费不足； 无收益的公益性项目	具备一定收益性的公益性项目
偿还资金来源	公共预算收入	项目对应的政府性基金或专项收入
安全性	很高	高

数据来源：西南证券整理

1.2 专项债包含哪些类型？

按专项债募集资金用途可将专项债分类为新增债、置换债、再融资债。

- 新增债券：**新增专项债券所募集的资金主要用于具体工程的建设，由于市场重点关注专项债发行为基建等项目建设带来的增量资金，因此新增专项债的重要性不言而喻，本文中我们所讨论的专项债主要指新增专项债。目前财政部所提前下达的专项债额度也主要指新增专项债额度，不包括下文所述的置换债券、再融资债券（此二者主要用于借新还旧）。2019 年国内共发行新增专项债 2.15 万亿元，占专项债总发行量的 80%以上。
- 置换债券：**2015 年实施的新预算法中规定地方政府只能以发行债券的方式融资，根据《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）规定，纳入预算管理的地方政府存量债务可以发行一定规模的地方政府债券置换。即置换债的发行主要为了置换新预算法实施之前地方政府通过银行贷款等非债券方式举借的存量债务，旨在优化地方政府的存量债务结构，使隐性债务显性化。根据 2015 年 12 月财政部印发的《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》，地方政府将通过三年左右的过渡期，由省级财政部门在限额内安排发行地方政府债券置换，即 2018 年底前基本完成非债券方式存量债务的置换工作。
- 再融资债券：**2018 年财政部预算司公布的《2018 年 4 月地方政府债券发行和债务余额情况》首次披露再融资债券分类。再融资债券是指省、自治区、直辖市政府（含经省级政府批准自办债券发行的计划单列市政府）为偿还到期地方政府债券而发行的地方政府债券，即“借新还旧”债券。再融资债券和置换债券的用途均是“以新还旧”，但两者“还旧”的范畴有所差异。置换债主要针对非政府债券形式的存量

地方政府债务（以银行存款为主）；再融资债券针对以政府债券形式存在的地方政府债务。由于目前置换债已步入收尾阶段，预计未来地方政府发行的债券将以新增债券、再融资债券两种类型为主。

其中，按专项债募集资金投入的项目类型分类，又可将新增专项债划分为土地储备专项债、棚改专项债、基建类专项债等：

- **土地储备专项债：**土地储备主要包括三个环节：取得土地、前期开发、储备。土地储备专项债是指地方政府为土地储备发行，偿还方式为项目对应的土地出让收入。2015 年以前，地方土地储备资金的来源以银行贷款为主；2015 年起实施的新预算法规定，地方政府应当通过发行地方政府债券方式举借债务，除此以外不得以其他方式举债；2017 年财政部与国土资源部联合印发的《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》中首次明确土地储备专项债。
- **棚改专项债：**棚户区改造主要包括三个环节，棚户区征收拆迁、居民补偿安置以及相应的腾空土地开发利用等。棚改专项债于 2018 年财政部与住房城乡建设部联合印发的《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》中首次明确，主要是指地方政府为推进棚户区改造发行的专项债品种，偿债资金来源主要有土地出让收入、专项收入。棚改专项债遵循地方政府自愿原则。
- **基建类专项债：**基建类专项债主要指为支持国家基建类项目而发行的专项债品种，例如地方政府为推动铁路、公路、供电、供气等项目而发行的专项债券均属于专项债。2017 年 7 月财政部与交通运输部联合印发的《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》中首次明确的收费公路专项债，即属于基建类专项债的范畴。

1.3 专项债是如何发行的？

专项债的发行可分为以下三个阶段：

（1）**上报阶段：**根据 43 号文，地方政府债务规模实行限额管理，地方政府举债不得突破批准的限额。地方政府一般债务和专项债务规模纳入限额管理，由国务院确定并报全国人大或其常委会批准，分地区限额由财政部在全国人大或其常委会批准的地方政府债务规模内根据各地区债务风险、财力状况等因素测算并报国务院批准。时间线方面，专项债发行的前一年，由市县级财政部门会同行业主管部门上报下一年的专项债务额度需求，由省级财政部门汇总上报财政部，经国务院报全国人大批准全年专项债务限额，即一般于发行当年 3 月下达专项债全国总额度；

（2）**下发阶段：**财政部在全国人大批准的限额内根据债务风险、财力状况等因素提出分地区专项债务总限额及当年新增专项债务限额方案，报国务院批准后下发至省级财政部门；省级财政部门在财政部下发的本地区专项债务限额内，提出省本级及所辖各市县当年专项债务限额方案，报省级人大批准后下达市县级财政部门；

（3）**发行阶段：**市县级财政部门根据省级财政部门下达的专项债限额，聘请中介机构进行预算方案的调整与制定、申报材料的编写，上报省级财政部门进行审核。其中申报材料通常包括信息披露文件、项目收益与融资资金平衡方案、财务评价报告、法律意见书、信用评级报告等主要文件。报财政部审核通过后，向国库司申请组织发行，通过债券市场完成发

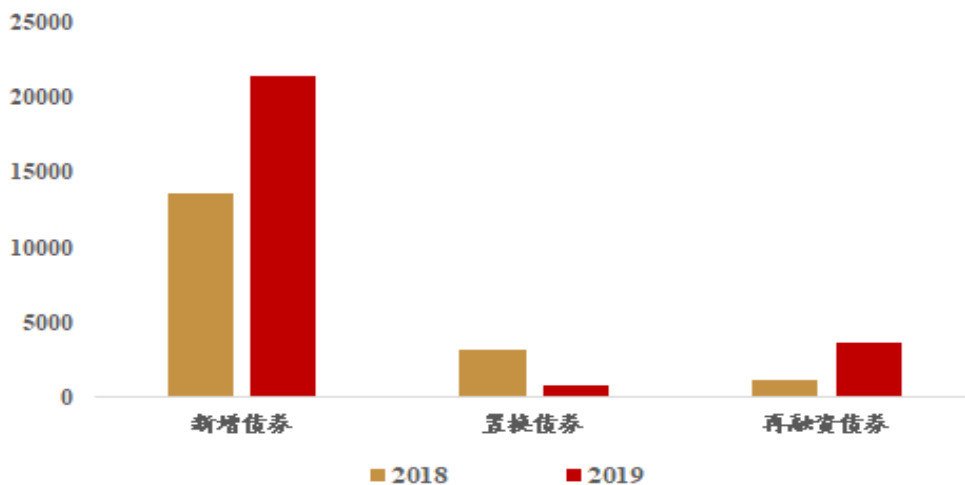
行后由省级财政部门转贷给市县。时间线方面，地方政府专项债经最终审批通过一般需至当年5月份，即发行一般集中于下半年。

(4) 近年政策面推动专项债发行进度提速：针对地方政府专项债发行通常集中于下半年，导致地方政府债券发行使用进度偏慢，出现上半年无债可用、下半年集中发债的情况，2018年12月29日第十三届全国人大常委会第七次会议决定，授权国务院在2019年以后年度，在当年新增地方政府债务限额的60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）。该授权期限为2019年1月1日至2022年12月31日。即在每年3月全国人民代表大会批准当年地方政府债务限额之前，国务院可提前下达部分新增一般债、专项债额度，利于地方政府债券发行工作的提前启动，加快地方政府债券发行使用进度。

1.4 专项债发行规模有多大？

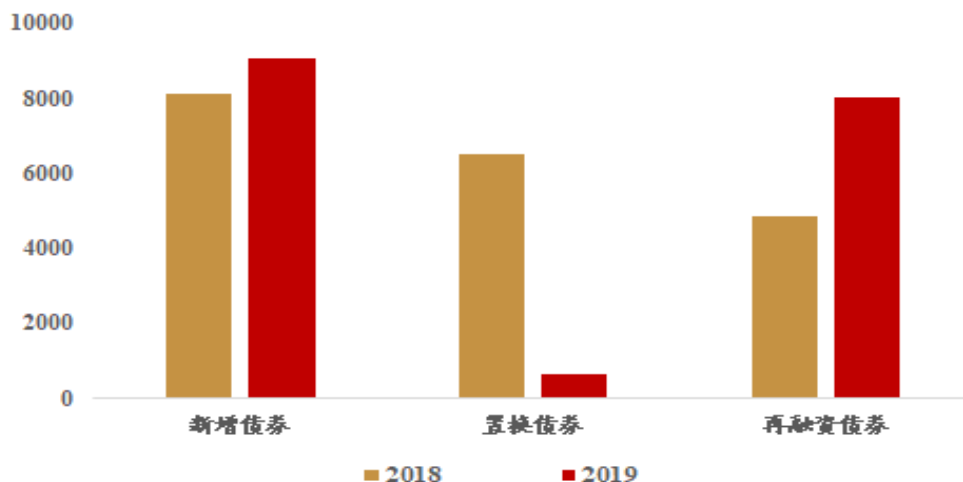
2019年新增专项债规模2.15万亿元，同比+57.6%。2019年专项债共发行2.59万亿元，同比+33.3%，细分来看，新增债2.15万亿元，同比+57.6%；再融资债0.37万亿元，同比+202.4%；置换债0.08万亿元，同比-75.0%。对比来看，2019年一般债共发行1.77万亿元，同比-20.2%，分结构来看，其中新增债0.91万亿元，同比+12.2%；再融资债0.80万亿元，同比+65.1%；置换债0.06万亿元，同比-90.4%。

图1：2019年地方政府专项债发行情况（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：2019 年地方政府一般债发行情况（亿元）

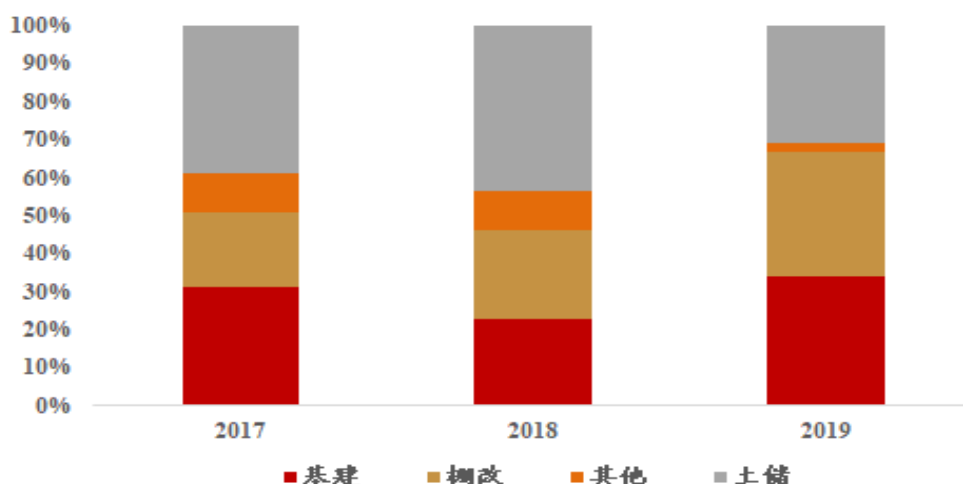


数据来源：Wind，西南证券整理

1.5 专项债中有多少流入基建投资？

土储+棚改+基建三足鼎立，预计 2020 年基建比重显著提升。根据我们的统计，2019 年新增专项债资金流向中，投向土储的资金占比约 31%（同比-13pp），投向棚改的资金占比约 33%（同比+9pp），投向基建的资金占比约 34%（同比+11pp）。可以看出 2019 年投向基建、土储、棚改的专项债资金规模基本相当；2019 年 9 月 4 日召开的国务院常务会议中强调，提前下达的 2020 年专项债项目不得包含土储、棚改项目，预计 2020 年投向基建的专项债资金比重将显著提升。

图 3：2019 年专项债资金流向中，基建、棚改、土储三足鼎立



数据来源：Wind，西南证券整理

1.6 2020 年专项债有何变量？

2020 年，我们主要关注专项债领域三个核心变化：1) 全年总额度预计大幅提升；2) 发行节奏提速；3) 投向基建占比提升。

第三批专项债额度正式下达，全年规模有望突破 3.5 万亿元。2020 年 4 月 27 日，第三批 1 万亿元地方政府专项债额度正式下达至部分省市。此前财政部在 2019 年底和 2020 年初已提前下达了两批专项债额度，规模分别达 1 万亿元、2900 亿元，至今提前下达的三批 2020 年专项债额度合计已达 2.29 万亿元，已经超过 2019 年全年新增专项债规模（2.15 万亿元）。预计专项债总额度扩张叠加下达进度提速作为主旋律将贯穿全年，2020 全年专项债额度有望突破 3.5 万亿元。

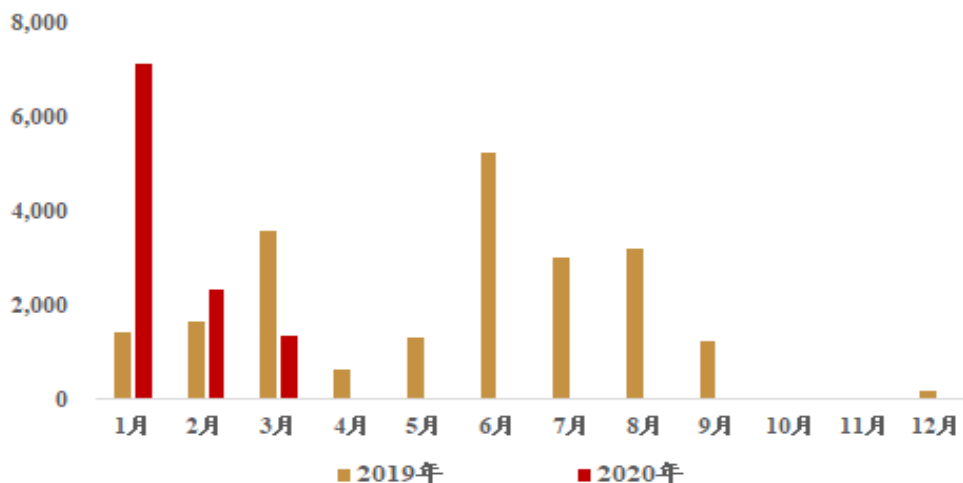
表 2：地方政府专项债与一般债主要区别

时间	下达专项债额度
2019.11.27	1 万亿元
2020.02.11	2900 亿元
2020.04.27	1 万亿元
合计	2.29 万亿元

数据来源：财政部，西南证券整理

发行节奏显著提速，2020Q1 新增专项债发行规模同比+63%。根据 Wind 数据，2020 年 Q1 全国共计发行专项债 1.10 万亿元，同比+54%；其中新增专项债发行规模共计 1.08 万亿元，同比+63%。发行规模占额度比例方面，2020 年 Q1 新增专项债发行规模占前两批提前下达额度的 84%。此外财政部鼓励地方争取在今年 5 月底前将第三批新增专项债发行完毕，确保早发行、早使用、早见效，尽快形成对经济的拉动作用。

图 4：2020 年专项债发行进度明显提速（亿元，2020 年 4 月值未画出）

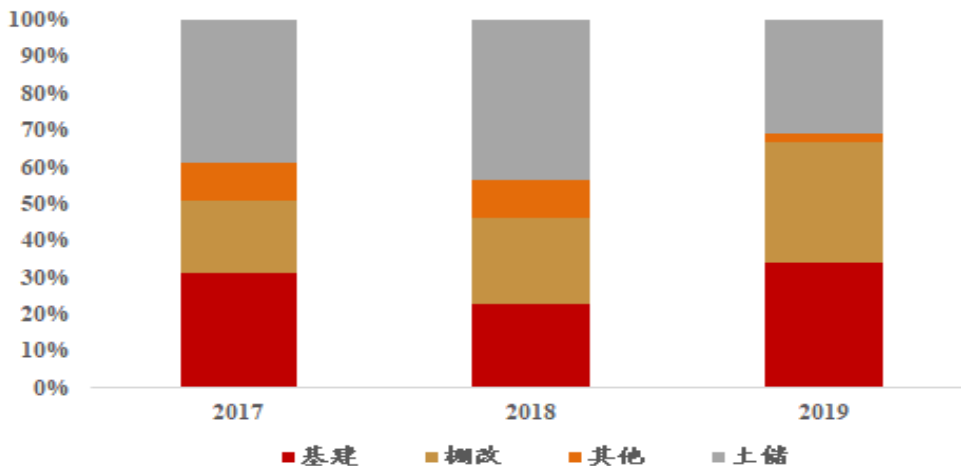


数据来源：Wind，西南证券整理

土储、棚改专项债受限，基建投资提升具备确定性。2019 年 9 月 4 日召开的国务院常务会议中强调，提前下达的 2020 年专项债额度将重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施等；明确专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。预计 2020 年专项债募集资金仍将保持不用于土储、棚改的总基调，将重点投入基建领域，有效带动基建投资提升。根据我们的统计，2020Q1 发行的新增

专项债中，投向基建的资金比例约 78%，显著高于 2019 全年的 34%；其他方向的资金占比约 22%，无土储或棚改项目。

图 5：2019 年专项债资金流向中，基建、棚改、土储三足鼎立



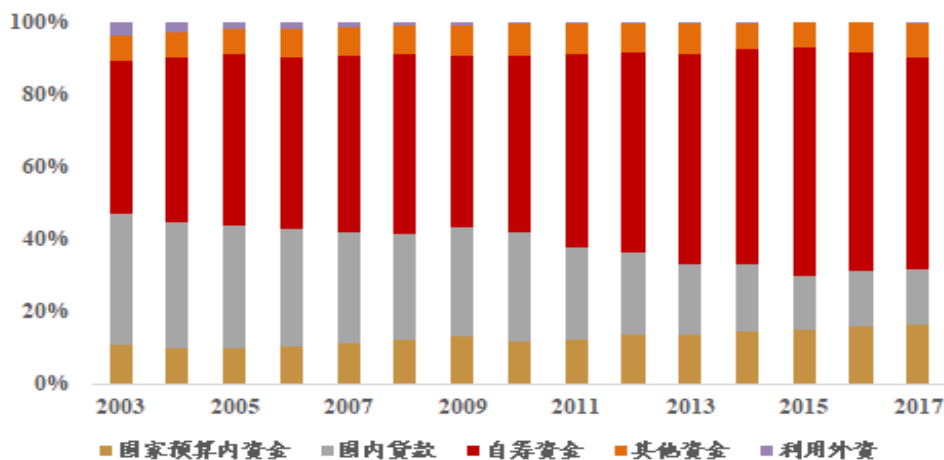
数据来源：Wind，西南证券整理

2 专项债可以为基建投资带来多少增量？

2.1 基建的资金来源是什么？

自筹资金为主，国家预算内资金与国内贷款为辅。基建投资的资金来源主要包括自筹资金、国家预算内资金、国内贷款、外资以及其他。其中自筹资金主要来自政府性基金收入（土地出让收入为主）、地方政府专项债、PPP、城投债以及非标等；国家预算内资金主要指中央及地方一般公共预算支出。分结构来看，基建投资来自于自筹资金的比例最高，其次为国家预算内资金、贷款等。我们以 2017 年数据为例，2017 年基建投资中自筹资金占比 58.6%，国家预算内资金占比 16.1%，国内贷款占比 15.6%，外资占比 0.3%，其他资金占比 9.4%。

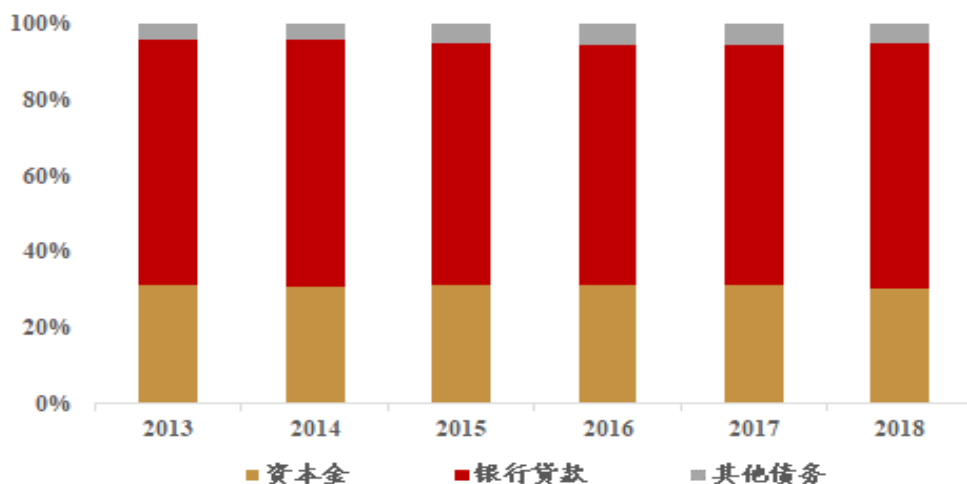
图 6：自筹资金在基建投资中占比最大



数据来源：Wind，西南证券整理

按照资金性质分类，基建投资资金来源可分为资本金和配套资金两类。我国项目资本金制度可追溯至 1996 年国务院发布的《关于固定资产投资项目试行资本金制度的通知》，明确项目资本金是指在建设项目总投资中，由投资者认缴的出资额，对于建设项目来说是非债务性资金，项目法人不承担这部分资金的任何利息和债务；项目总投资中，除资本金外即配套资金，主要包括银行贷款、其他债务等。我们以我国收费公路建设为例，根据交通部数据，2018 年我国收费公路累计建设投资总额为 8.9 万亿元，其中资本金总计 2.7 万亿元，占比 30.4%；银行贷款总计 5.7 万亿元，占比 64.4%；其他债务总计 0.5 万亿元，占比 5.1%。

图 7：收费公路建设投资资金结构稳定



数据来源：Wind，西南证券整理

部分基建项目资本金比例下调，撬动效应预计更为凸显。2019 年 11 月，国务院印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，《通知》中明确适当调整基础设施项目最低资本金比例：港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由 25% 调整为 20%；机场项目最低资本金比例维持 25% 不变，其他基础设施项目维持 20% 不变。其中，公路（含政府收费公路）、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下，可以适当降低项目最低资本金比例，但下调不得超过 5 个百分点。项目资本金比例的下调有助于降低基础设施短板领域投资门槛，加大有效投资力度，提升中长期供给能力。

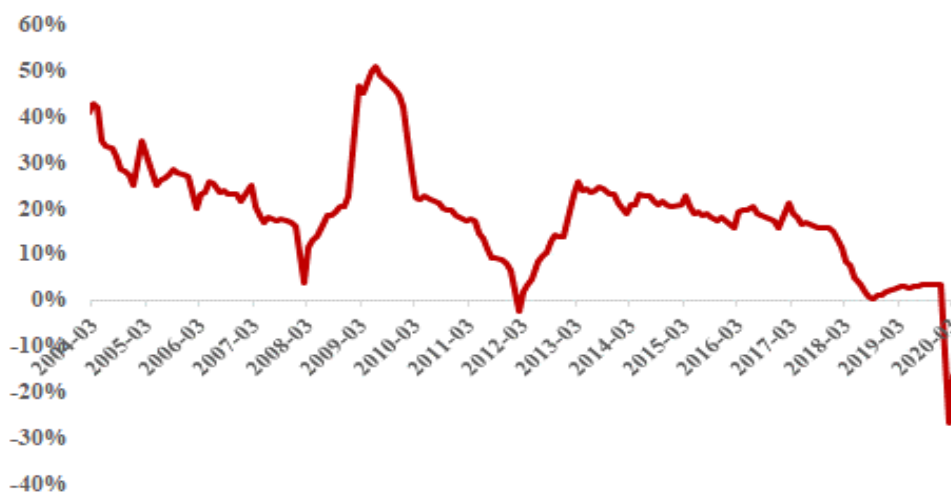
解除债务性资金不可用作资本金限制，专项债应用范畴拓宽。根据 2019 年 6 月国务院办公厅印发的《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。对于专项债券支持、符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目，主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目，在评估项目收益偿还专项债券本息后专项收入具备融资条件的，允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金。专项债可用作资本金突破了传统债务性资金不可用作资本金的限制，拓宽了以往专项债只能做配套资金的用途范围。

2020 年专项债用作资本金比例有望再度提升。2020 年 4 月 3 日的国务院联防联控机制新闻发布会上，财政部副部长许宏才表示 2020 年允许地方适当提高专项债作为重大项目资本金的比例，即在 2019 年规定的 20% 基础上适当提高，旨在加大社会资本投入，提高专项资金发挥作用。

2.2 政策面持续加码，基建提速确定性强

政策层面，逆周期调控进一步发力，基建持续加码：受国外疫情持续发酵影响，出口端需求受抑。为缓解经济下行压力，基建作为逆周期调控重要政策工具，预计将进一步发力。根据国家统计局数据，2020 年 Q1 基建投资同比-16.4%，相较于前两月同比-26.9%大幅收窄，呈初步恢复趋势；4 月 17 日的政治局会议中强调，要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基建和新基建投资。我们预计在国内逆周期调控力度持续加码背景下，基建投资有望迎来快速反弹。

图 8：基建投资同比增速触底



数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 专项债扩容+基建渗透率提升，双重利好带动万亿元级提升空间

下面我们对 2020 年专项债对基建投资提升空间进行定量测算。我们假设：

- 我们首先对 2019 年国内基建投资绝对值进行估算，由于 2017 年后国家统计局不再公布基建固定资产投资绝对值数据，我们以同比增速口径估算 2019 年国内基建投资额约 18.6 万亿元。
- 2019 年专项债贡献基建投资，根据 wind 统计，2019 年专项债合计发行量达 2.6 万亿元，其中我们假设 35%投入基建领域，则 0.9 万亿元。由于 2019 年下半年首次提出专项债可用于资本金，我们假设 2019 年专项债用于资本金部分较少，基本都用作配套项目资金。
- **2020 年专项债发行规模有望达 3.5 万亿元：**2020 年专项债总规模方面，根据 Wind 债券分类，2019 年我国专项债共发行 2.6 万亿元，同比+33%；2020 年 Q1 地方政府共发行专项债 1.1 万亿元，同比+54%。我们假设 2020 年全年专项债保持 Q1 高速增长趋势，则全年发行专项债规模有望达 3.5 万亿元；

- **基建类专项债规模有望达 2.45 万亿元：**分用途来看，由于目前所提前下达的专项债额度不可用于土储、棚改，我们预计 2020 年投向基建领域的专项债额度将大幅提升，占比有望达 70%，即 2.45 万亿元；
- **专项债用于资本金部分比例上下限假设分别为 20%、10%：**根据 2020 年 4 月 3 日国务院新闻发布会，专项债用于资本金的比重可以由 20% 的基础适当提高，因为我们假设乐观情况下该比例可达 20%；中性、悲观情况下分别为 15%、10%。则乐观、中性、悲观情况下专项债用于资本金部分规模分别为 0.49、0.37、0.25 万亿元；剩余专项债金额当做配套资金；
- **专项债资本金占总资本金比例假设为 50%。**

根据以上测算，2020 年仅由专项债带动的基建投资规模约 2.70-2.94 万亿元；相比于 2019 年规模增加 1.79-2.04 万亿元，该增量占 2019 年总基建投资规模的 9.6%-10.9%。

表 3：专项债撬动基建投资规模增量测算

专项债总规模（亿元）	专项债投向基建比例	基建类专项债规模（亿元）
35000	70%	24500
专项债用于资本金比例		
乐观	中性	悲观
20%	15%	10%
专项债资本金规模（亿元）		
乐观	中性	悲观
4900	3675	2450
项目总资本金规模（亿元）		
乐观	中观	悲观
9800	7350	4900
配套资金规模（亿元）		
乐观	中性	悲观
19600	20825	22050
专项债带动总基建投资规模（亿元）		
29400	28175	26950
2019 年专项债拉动基建投资规模（亿元）		
	9011	
2020 年相比 2019 年增量（亿元）		
乐观	中性	悲观
20388	19163	17938
2019 基建投资总量（亿元）		
	186,489.67	
增量占比		
乐观	中性	悲观
10.9%	10.3%	9.6%

数据来源：wind，西南证券

3 投资建议

随着国内专项债额度扩容节奏有望超预期落地，政策层面持续加码基建投资，充分释放工程机械下游市场空间；行业层面随着需求端持续饱满，业内头部企业带头共同打造健康生态环境，我们预计行业将延续高增态势。在行业景气度持续提升背景下，我们首推国内工程机械龙头三一重工（600031）、核心液压元件龙头恒立液压（601100）；此外建议关注徐工机械（000425）、中联重科（000157）。

表 4：重点关注公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	投资评级	归母净利润（亿元）			PE（倍）		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
600031.SH	三一重工	1657.58	买入	112.07	136.90	152.32	15	12	11
601100.SH	恒立液压	612.11	持有	12.96	15.77	18.38	47	39	33
000425.SZ	徐工机械	434.77	持有	36.21	44.23	50.75	12	10	9
000157.SZ	中联重科	503.89	持有	43.71	53.94	59.11	12	9	9

数据来源：Wind，西南证券

4 风险提示

政策力度不及预期，基建投资不及预期。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn