

上修中期基建投资增速预期

——建筑装饰行业专题研究之三

行业动态

◆基建公募 REITs 长远利好行业，是破解基建投融资困境重要抓手：

20年4月30日，证监会、发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，意味着我国公募 REITs 破冰，对于基础设施运营及建设均有重要意义。体现在：1）存量基础设施运营向更专业化方向迈进；2）更重要的是通过权益化融资的方式明显拓宽新增基建投资资金来源；3）资产价格锚明确，提升社会资本参与基础设施投资热情。参考海外经验，REITs 推出与经济周期密不可分。当前我国经济下行压力加剧，但同时地方政府债务限制增量资金来源、社会资本投向基建意愿较低，基建投资面临投融资困境，基建公募 REITs 或是破局的关键抓手。

◆金融周期下行，疫情冲击经济，逆周期调节力度稳步加码：

我国金融周期持续下行，18年以来 GDP 增速持续放缓，1Q20 疫情冲击，外需不确定性加大，内需亦疲弱，“新老基建”是逆周期调节的重要抓手之一。中央层面，可以观察到逆周期调节力度在稳步加码，央行引导利率、准备金率稳步下行，财政部多次下达提前批地方债额度。数据层面亦可作证，包括专项债发行节奏/强度较 19 年继续加快/提升，投向基建比例明显提升、且用作资本金规模提升幅度明显；城投债净融资额持续向好，非标融资负贡献收窄；LPR 利率稳步下行等。

◆对中期基建投资更加乐观，上修 20 年基建投资增速预测：

本次基建公募 REITs 试点文件意味着决策层在逆周期调节力度/节奏在加大/加快。短期信号意义明显，在规则仍不完善的背景下，试点项目承担的角色较重，判断后续基建 REITs 化节奏将逐渐加快，让我们对中期基建投资增速更乐观（如 20-22 年 Cagr 达到两位数水平）。虽然目前《试点》要求较为严格，但已为后续基建项目资本金退出指明了方向，《试点》将提升社会资本参与基建投资的意愿及热情。基于近期变化（包括专项债发行节奏/投向基建比例等超预期、货币政策宽松程度超此前预期、疫情冲击或对政府收入产生负面冲击等），我们对前期关于 20 年基建投资增速预测假设做了一定调整，乐观、中性、悲观情形下，预计 20 年全年广义基建投资增速为 16.5%、12.9%、9.9%（前期预测为 9.4%、6.7%、3.8%），并判断 20-22 年基建投资都有较大概率维持两位数水平。

◆投资建议：基建投资增速上修，REITs 重构建筑板块逻辑：

基建投资增速可以更乐观，源于：1）短期逆周期调节力度稳步加码，2）中期基础设施 REITs 化大幅拓宽新增基建投资资金来源。我国公募 REITs 破冰，或将重构建筑板块逻辑。建议关注：1）报表内运营类资产占总资产比重较高，将直接受益于基建 REITs 推进的中国交建、中国电建；2）受益基建投资预期上修，同时借助基建 REITs，后续扩张可突破资产负债率限制的中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶。

◆风险分析：REITs 税法等制定不及预期，建企 REITs 推进不及预期等

买入（维持）

分析师

孙伟风（执业证书编号：S0930516110003）

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

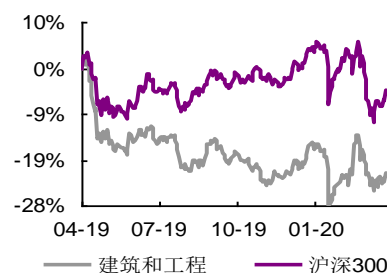
联系人

武慧东

010-58452024

wuhuidong@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

基建公募 REITs 起航，建筑板块迎来重大机遇——建筑装饰行业专题研究

..... 2020-05-01

投资 REITs 吸引力高，作为第四类大类资产有优势——建筑装饰行业专题研究之二

..... 2020-05-02

目 录

1、 基础设施 REITs 试点文件出台，意义重大	3
2、 经济承压，逆周期加码，基建 REITs 破局	5
3、 对中期基建投资更乐观，上修 20 年增速预测	7
4、 投资建议	11
5、 风险分析	12

1、基础设施 REITs 试点文件出台，意义重大

20 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（证监发〔2020〕40 号）。文件明确基础设施 REITs 试点的基本原则、试点项目要求及试点工作安排，标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。

表 1：《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》主要内容

项目	内容
基本原则	<ol style="list-style-type: none"> 1. 符合国家政策，聚焦优质资产。 2. 遵循市场原则，坚持权益导向。 3. 创新规范并举，提升运营能力。 4. 规则先行，稳妥开展试点。（先行法律法规框架下，重点领域以个案方式先行开展基础设施 REITs 试点） 5. 强化机构主体责任，推动归位尽责。 6. 完善相关政策，有效防控风险。
项目要求	<ol style="list-style-type: none"> 1. 聚焦重点区域。优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家经济技术开发区开展试点。 2. 聚焦重点行业。有限支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。 3. 聚焦优质项目。基础设施 REITs 项目应符合条件包括：a. 项目权属清晰，通过竣工验收，PPP 项目收入来源以使用者付费为主，无重大问题和纠纷；b. 具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，有潜力；c. 发起人信用好，运营方运营能力过关。 4. 加强融资用途管理。鼓励回收资金用于新的基础设施和公用事业建设，重点支持补短板项目，形成投资良性循环。
试点工作安排	<ol style="list-style-type: none"> 1. 试点初期，符合条件的证券公司或公募基金管理公司，设立并募集基础设施证券投资基金（公开发售）。购买同一实际控制人所属的管理人设立发行的资产支持证券，完成对标的基础设施收购，开展基础设施 REITs 业务。符合条件的，可申请在交易所上市。 2. 各省发改委做好加强指导，推动盘活存量资产，促进回收资金用于基础设施补短板项目建设。国家发改委将符合条件的项目推荐至证监会，并由证监会、沪深交易所自主决策，遵循市场化原则，履行注册、审查等程序。 3. 中国证监会制定公开募集基础设施证券投资基金相关规则沪深交易所建立基础设施资产支持证券发行审查制度；同时相关机构落实各项监管要求。 4. 证监会、发改委将加强沟通、协作，推动基础设施 REITs 试点工作顺利开展，并探索开展基础设施 REITs 试点的其他可行模式

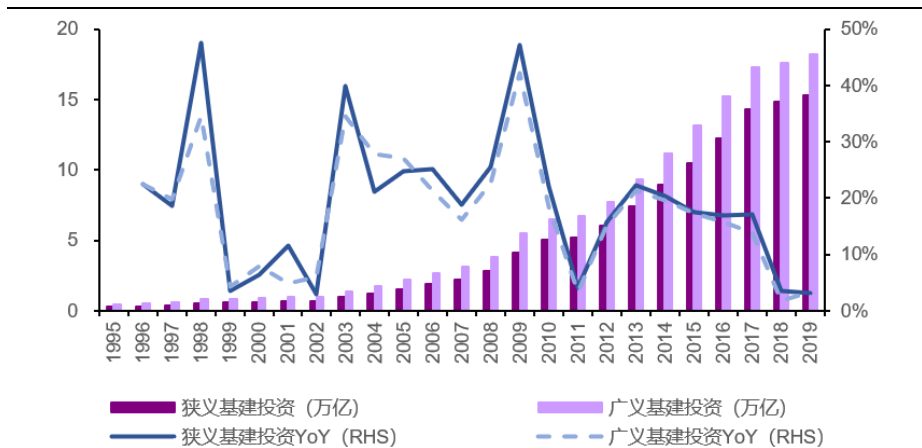
资料来源：证监会，发改委，光大证券研究所

基础设施试点公募 REITs 开启，对基础设施行业持续性发展有重要意义。基建投资受多因素影响，增速阶段性放缓，且经历数十年快速增长后积累了巨大体量的存量基础设施资产。对行业而言，基础设施 REITs 试点文件出台对行业意义非凡，具体体现在几方面：**1) 存量基础设施资产运营往精细化、专业化方向迈进**。优质的存量基础设施资产 REITs 化，通常会引入专业的该类资产运营机构，资产增值将成为首要目的，其运营向精细化、专业化方向迈进；**2) 更为重要的是基建投资资金来源明显拓宽**。通过权益化融资的方式盘活存量基础设施资产，有助于降低宏观/微观部门杠杆率，募集的资金以资本金的形式参与基建投资，可撬动数量可观的增量基建投资资金¹；**3) 提供资产价格锚，提升社会资本参与基础设施投资热情**。该类资产 REITs 化后信息披露透明化程度提升，借助资本市场公开透明的定价机制，有助于形成

¹ 参考 20 年 5 月 1 日外发报告《基建公募 REITs 起航，建筑板块迎来重大机遇》，光大证券建筑建材团队孙伟风、武慧东

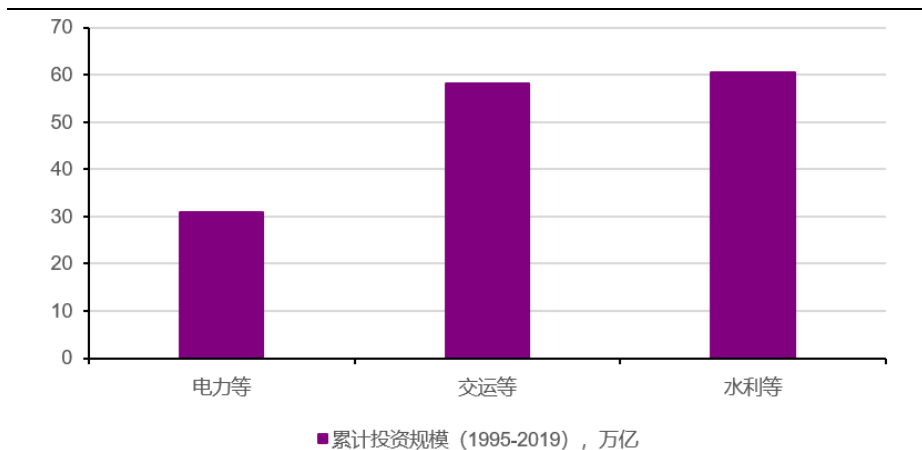
该类资产的价格锚，叠加 REITs 化带来的项目推出路径拓宽，有望提升社会资本参与基础设施投资的热情。

图 1：我国基建投资及增速（1995-2019）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 2：基建累计投资规模（1995-2019）

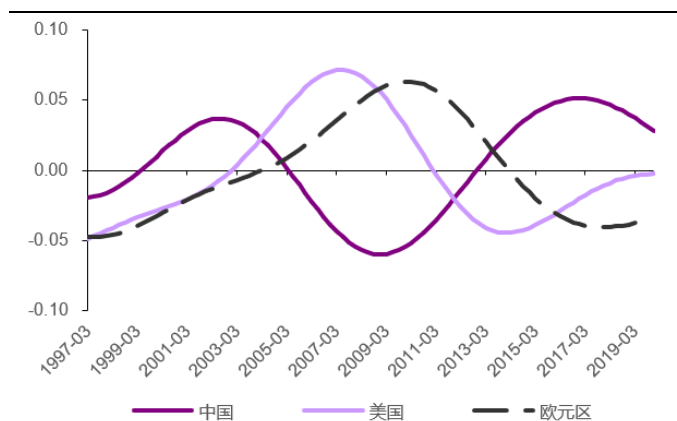


资料来源：国家统计局，光大证券研究所

2、经济承压，逆周期加码，基建 REITs 破局

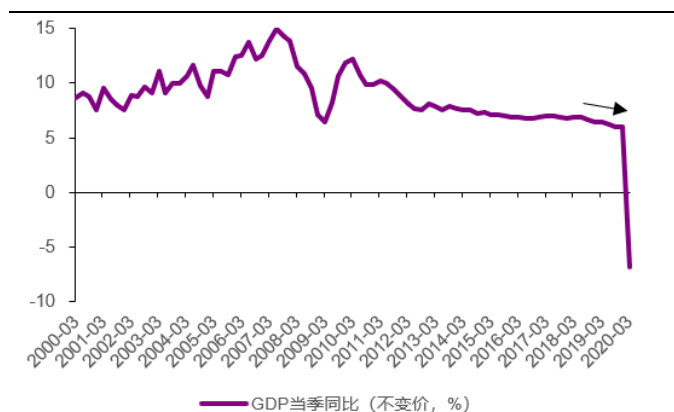
我国金融周期持续下行，18 年以来 GDP 增速持续放缓；2020Q1 受新冠疫情影响，单季度 GDP 实现负增长。现阶段，资本形成总额对于 GDP 的拉动依旧扮演较为重要的作用；短期受疫情影响，消费及出口依然受到限制。“新老基建”将是“六稳”、“六保”的重要抓手之一，逆周期调节政策重要性凸显。中央层面，逆周期调节政策持续加码，央行引导利率、准备金率稳步下行，财政部多次下达提前批地方债额度，逆周期调节力度稳步加码。

图 3：中国、美国、欧元区金融周期



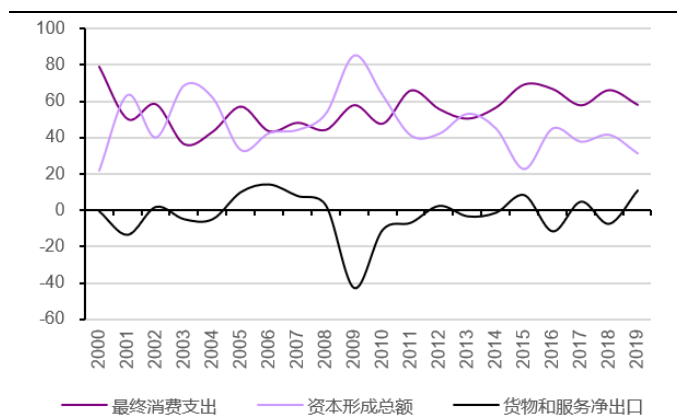
资料来源：BIS，光大证券研究所宏观研究团队

图 4：中国 GDP 不变价当季同比



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

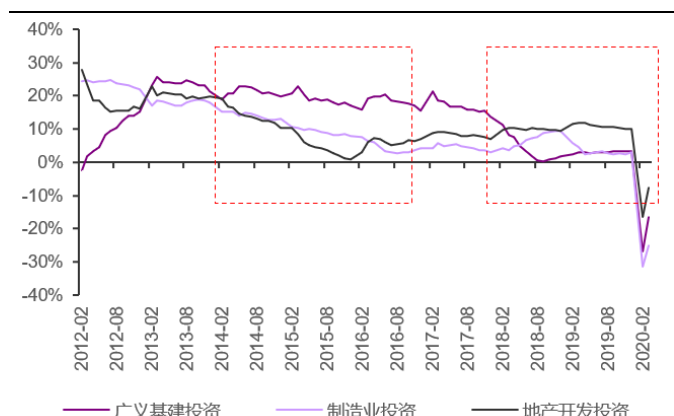
图 5：消费支出、资本形成、进出口对 GDP 增长的贡献



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

注：纵轴单位为%

图 6：广义基建、制造业、地产开发投资累计同比增速



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

表 2：19 年下半年以来，逆周期调节力度稳步加码

时间	会议/文件	主要内容
2019.08.31	金融委员会	要求加大宏观经济逆周期调节力度，下大力气疏通货币政策传导，实施积极财政政策
2019.09.04	国常会	会部署精准施策加大力度做好“六稳”工作，确定加快地方政府专项债券发行使用的措施（包括督促加快专项债发行使用、扩大专项债在基建领域使用范围、限制专项债用于土储及房地产相关项目、鼓励专项债做资本金），带动有效投资支持补短板扩内需
2019.09.16	央行	全面下调金融机构存款准备金率 0.5pct（不含财务公司、金融租赁公司、汽车金融公司），同时对仅在省级行政区域内经营的城商行定向下调存款准备金率 1.0 pct
2019.11.13	国常会	决定 1) 降低部分基础设施项目最低资本金比例；2) 基础设施和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益性、股权类金融工具筹措资本金
2019.11.28	财政部	提前下达 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿，以带动有效投资支持补短板扩内需
2019.12.10	中央经济工作会议	明确提出 20 年是实现全面建成小康社会和完成“十三五”规划目标任务的关键之年，工作总基调为“稳中求进”
2020.01.06	央行	全面降准。下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）
2020.02.08	政治局会议	要求聚焦疫情对经济运行带来的冲击影响，做好“六稳”工作，加大金融支持力度，加大新项目投资开工力度，积极推进在建项目
2020.02.11	财政部	提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8,480 亿，其中一般债务限额 5,580 亿元，专项债务限额 2,900 亿
2020.02.14	中央深化改革委员会第十二次会议	强调基础设施是经济社会发展的重要支撑，要求统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造现代化基础设施体系，肯定了中长期持续发展的必要性
2020.02.21	政治局会议	会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度。同时强调，要发挥好有效投资关键作用，加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度。
2020.02.25	交通部委会	提出要增加有效投资。分类有序推进在建项目尽快复工，全力推进新建项目开工，做到“应复尽复、应开尽开、能开快开”。同时要推进重大工程建设统筹推进各项规划编制工作，推进重点工程项目，积极实施交通强国试点工作，进一步扩大试点范围
2020.03.04	政治局会议	明确要选好投资项目，加强用地、用能、资金等政策配套，加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设；要加大对公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020.03.27	政治局会议	指出要加大宏观政策调节和实施力度，要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施。具体而言：1) 提出要适当提高财政赤字率；2) 要发行特别国债；3) 要增加地方政府专项债券规模，加快地方政府专项债发行和使用；4) 要引导贷款利率下行，保持流动性合理充裕；5) 要加紧做好重坦项目前期准备和建设工作
2020.03.31	国常会	确定要再提前下达一批地方政府专项债额度，带动扩大有效投资，并要求力争二季度发行完毕
2020.04.03	央行	对中小银行定向下调存款准备金率 1pct，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两批实施到位，每次均下调 0.5pct，共释放长期资金约 4,000 亿元；同时决定自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%
2020.04.14	国常会	再次明确要抓紧按程序再提前下达一定规模的地方政府专项债
2020.04.17	政治局会议	指出 20 年 1 季度极不寻常，当前经济发展面临的挑战前所未有；明确提出要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，明确前期提出的特别国债性质为抗疫特别国债；明确提出要降息；明确要加强传统基础设施和新型基础设施投资；同时明确要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位
2020.04.28	财政部	下达第三批提前批专项债额度 1 万亿，并要求争取于 5 月底前发行完毕

资料来源：中国政府网、财政部、新华网等

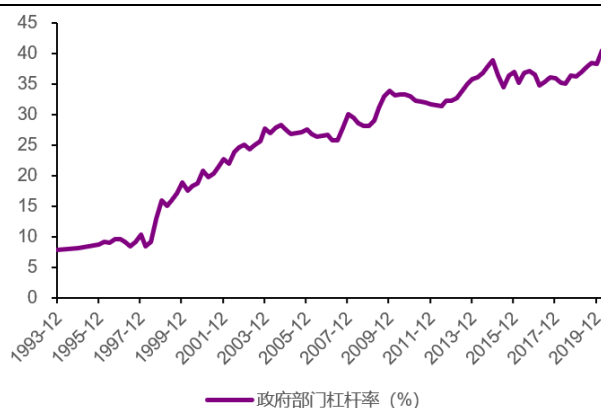
历史上 REITs 推出与经济周期密不可分，本次基建公募 REITs 试点或为我国破局关键抓手。历史上看，美国等各国推出 REITs 都与经济周期密不可分，绝大多数国家在经济衰退期或经济转型、发展动力不足时出台 REITs 相关的法律法规，为摆脱经济衰退、降低银行坏账、引领经济发展提供新动能。纵向来，14-15 年我国亦面临经济下行压力，且地方隐性债务风险逐步暴露、

地方融资平台债务风险累积，同时地产投资亦出现明显下滑。PPP 模式的大力推广阶段性解决了基建投资资金来源的问题，但后期 PPP 监管趋严，且对化解地方隐性债务并未做出明显贡献，社会资本参与基础设施项目热情有所消退，18 年以来基建投资增速逐步下滑至低个位数水平。我们认为本次基建公募 REITs 时点文件出台，或能有效的在当前政策框架下明显拓宽新增基建投资资金来源，或是破局关键抓手。

3、对中期基建投资更乐观，上修 20 年增速预测

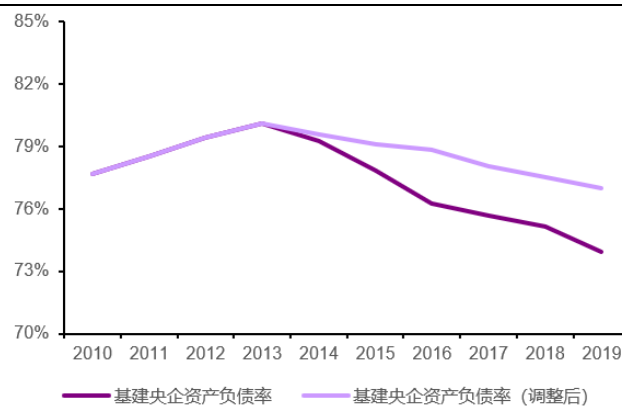
近年基建投资增速由高增下滑至个位数水平源于业主及施工企业两方困境。地方政府受限于收入压力（土地出让收入作为主要收入来源，增速近年明显放缓，且“房住不炒”定位难有放松）、债务约束（杠杆率高企、防范隐性债务保持高压），即在项目业主层面动力、能力不足。另一方面，项目施工中大量的垫资现象及部分项目为投资带动施工模式致业绩扩张需负债扩张先行，但央企为主的工程承包企业 15 年以来背负降杆杆压力，高速扩张意愿、能力亦受限制。业主及施工企业两方陷入困境，因而市场对中长期基建投资增速相对悲观，前期报告²中我们亦提出 20 年基建投资增速或边际改善，但向上幅度有限。

图 7：我国政府部门杠杆率变化



资料来源：国家资产负债表研究中心，光大证券研究所

图 8：八家基建央企整体负债率变化



资料来源：公司公告，光大证券研究所

注 1：统计数据含 8 家基建央企（中国建筑、中国交建、中国中铁、中国铁建、中国中冶、中国电建、中国化学、葛洲坝）；

注 2：统计资产负债率按照各企业总资产规模进行标准化处理；

注 3：调整后资产负债率计算中将永续债、优先股调整至负债口径

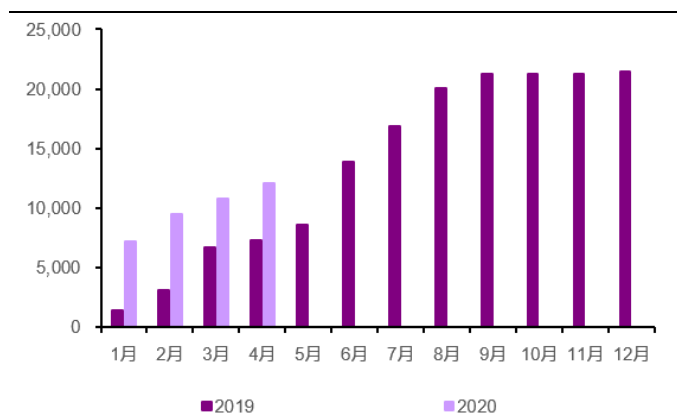
² 参考 2020 年 1 月 13 日外发报告《这个时间，怎么看 20 年基建投资？》，光大证券建筑建材研究团队孙伟风、武慧东

逆周期调节力度加码，基建公募 REITs 破局，让我们对基建投资更乐观。

多指标验证逆周期调节力度稳步提升。如前文所述，金融周期下行，叠加疫情冲击，国家逆周期调节力度持续加码。具体而言，专项债发行节奏/强度较 19 年继续加快/提升，投向基建比例明显提升、且用作资本金规模提升幅度明显；城投债净融资额继续向好，非标融资负贡献收窄；此外 20 年以来 LPR 利率稳步下降、存款准备金率多次下调。

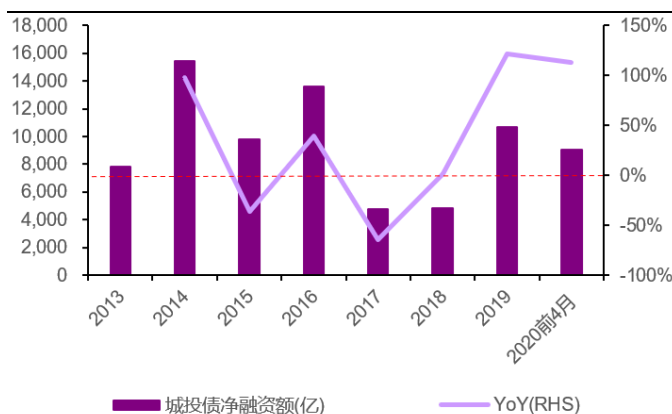
基建公募 REITs 破解当前基建投融资困境，中期基建投资增速可以更乐观。基建公募 REITs 股权融资属性更强，地方政府有望跳出隐性债务限制约束，明显拓宽地方政府融资渠道。简单测算，截止 19 年末，存量基础设施资产规模高达 149.5 万亿³。未来数年若有 3% 的存量基础设施资产通过 REITs 证券化，对应募集资金金额 4.5 万亿。结合文件精神，“鼓励回收资金用于新的基础设施和公用事业投资，以形成投资良性循环”。若地方政府将募集资金全部用于基建再投资，可撬动的新增基建投资额分别为 22.4 万亿（资本金比例假设为 20%）。同时考虑到社会资本参与基础设施投资热情相应提升，我们认为基础设施公募 REITs 的推出，或可对中期基建投资增速更乐观。

图 9：新增专项债发行额（累计，亿元）



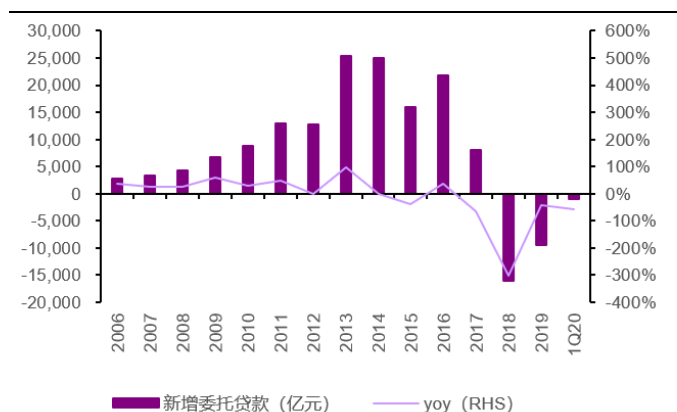
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：城投债净融资额变化



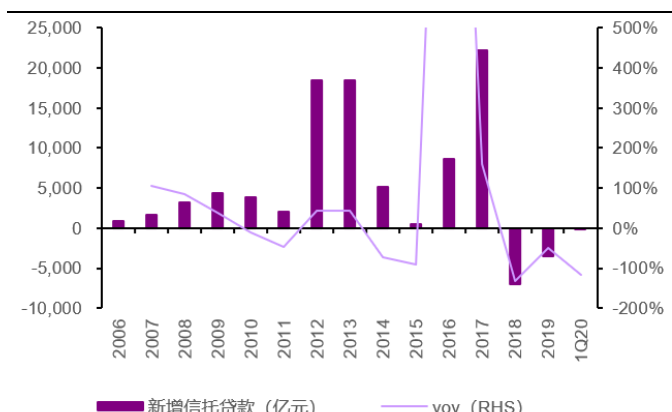
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：新增委托贷款变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

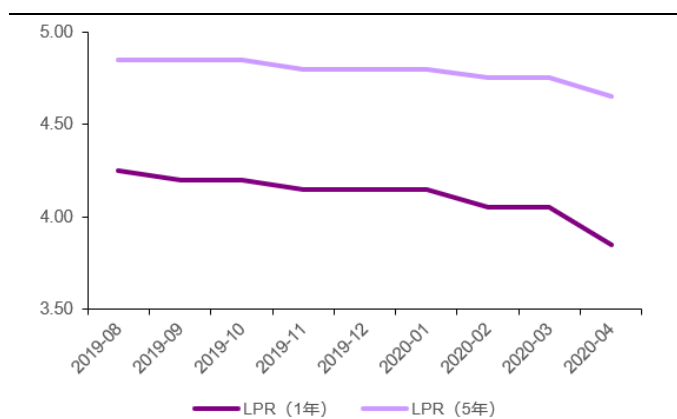
图 12：新增信托贷款变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

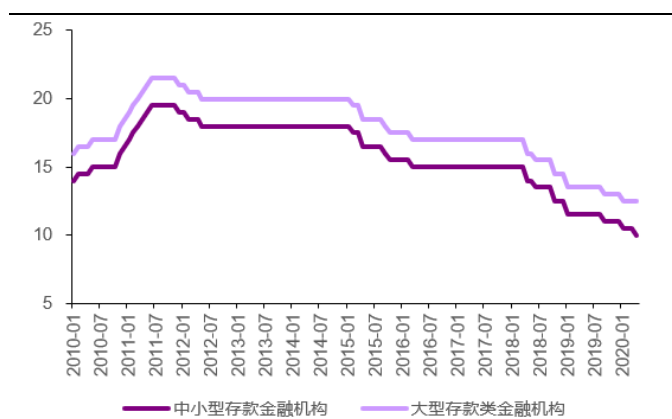
³ 基础设施投资额可视为以成本计量的基础设施存量规模，根据 1995-2019 年基建投资数据可粗略测算存量基础设施资产规模

图 13: LPR 利率变化 (%)



资料来源: 中国人民银行, 光大证券研究所

图 14: 存款准备金率变化 (%)



资料来源: 中国人民银行, 光大证券研究所

图 15: 基础设施 REITs 化可带来的新增基建投资额测算

19年末测算存量基础设施资产 (万亿)	149.5		
资产证券化率	1%	3%	5%
REITs化募集资金 (万亿)	1.5	4.5	7.5
项目资本金比例	20%		
撬动新增基建投资额 (万亿)	7.5	22.4	37.4
vs 19年全年基建投资额 (万亿)	18.2		

资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所测算

上调 20 年基建投资增速预测, 同时对中期基建投资增长前景更乐观。本次基建公募 REITs 试点文件意味着决策层在逆周期调节力度在加大、节奏在加快。我们认为公募基建 REITs 短期信号意义明显, 在规则仍不完善的背景下, 试点项目承担的角色较重, 判断后续基建 REITs 化节奏将逐渐加快, 让我们对中期基建投资增速更乐观 (如未来五年 Cagr 达到两位数水平)。基于近期变化 (包括专项债发行节奏超预期、投向基建比例超此前预期、货币政策宽度超此前预期、疫情冲击或对政府收入产生负面冲击等), 对前期关于 20 年基建投资增速预测假设做了一定调整 (参考表 3), 乐观、中性、悲观情形下, 预计 20 年全年广义基建投资增速为 16.5%、12.9%、9.9% (前期预测为 9.4%、6.7%、3.8%), 并判断未来三年 (20-22 年) 基建投资有较大概率维持两位数水平。

表 3：20 年基建投资预测假设变化

基建投资资金来源	科目	现假设	原假设
国家预算内资金	全国财政收入增速	2%	4%
	狭义赤字率	4.5%	4.0%
	名义 GDP 增速	6.0%	7.8%
	全国公共财政支出用于基建投资占比	11.50%	11.50%
国内贷款	新增人民币贷款增速	10%	7.50%
	新增人民币贷款用于基建投资比例	13.50%	13.50%
政府性基金支出	中央政府性基金收入增速	-2.0%	2.0%
	中央政府性基金收支比	100%	100%
	中央政府性基金投向基建领域占比	40%	40%
	地方政府性基金（剔除土地出让）收入增速	5%	10%
	地方政府性基金（剔除土地出让）投向基建比例	35%	35%
	地方政府土地出让收入增速（乐观/中性/悲观）	4%/ 0%/ -4%	4%/ 0%/ -4%
	土地出让收入安排用于基建相关支出比例	20%	20%
	地方政府性基金收支比	100%	100%
新增地方政府专项债	新增专项债发行额（万亿，乐观/中性/悲观）	3.8/ 3.5/ 3.2	3.3/ 3.0/ 2.7
	专项债投向基建领域占比（乐观/中性/悲观）	35%/ 30%/ 26%	30%/ 28%/ 25%
城投债	净融资额	15,000	11,000
	投向基建领域占比	100%	100%
信托贷款	净融资额	-1,500	-1,500
	投向基建领域占比	10%	10%
委托贷款	净融资额	-3,000	-6,000
	投向基建领域占比	20%	20%
PPP	新增落地 PPP 项目投资额（万亿，乐观/中性/悲观）	2.9/ 2.5/ 2.1	2.9/ 2.5/ 2.1
	项目融资到位率	50%	50%
	项目平均资本金比例	25%	25%
其他自筹资金	占基建投资比例	35%	35%
利用外资	金额（亿）	400	400
其他资金	占基建投资比例	9.4%	9.4%

资料来源：光大证券研究所

表 4：20 年基建投资拆分预测

基建投资来自：(亿元)	2017	2018	2019E	乐观	2020E 中性	悲观
国家预算内资金	24,082	25,142	26,488		27,804	
国内贷款	23,398	21,587	22,785		25,064	
利用外资	460	378	400		400	
自筹资金	87,587	84,928	92,117	109,478	103,518	98,543
全国政府性基金	12,246	15,786	19,334	20,042	19,462	18,881
地方政府专项债	2,160	3,645	5,590	13,300	10,500	8,320
城投债	4,761	4,816	10,669		15,000	
铁道债	1,980	2,277	1,850		1,900	
委托贷款	1,871	-451	-347		-150	
信托贷款	1,554	-3,213	-1,879		-600	
PPP	3,555	4,289	2,750	3,500	3,125	2,750
其他自筹资金	59,460	57,779	54,149	62,342	60,139	58,299
其他资金	14,006	14,026	14,711	17,493	16,875	16,358
广义基建投资（资金来源口径）	149,533	146,061	156,501	186,096	179,518	174,026
广义基建投资缺口（完成额与资金来源口径差值）	23,553	30,179	25,555	26,053	26,030	26,104
广义基建投资（完成额口径）	173,085	176,240	182,057	212,149	205,548	200,130
YoY	13.9%	1.8%	3.3%	16.5%	12.9%	9.9%

资料来源：国家统计局，央行，光大证券研究所预测

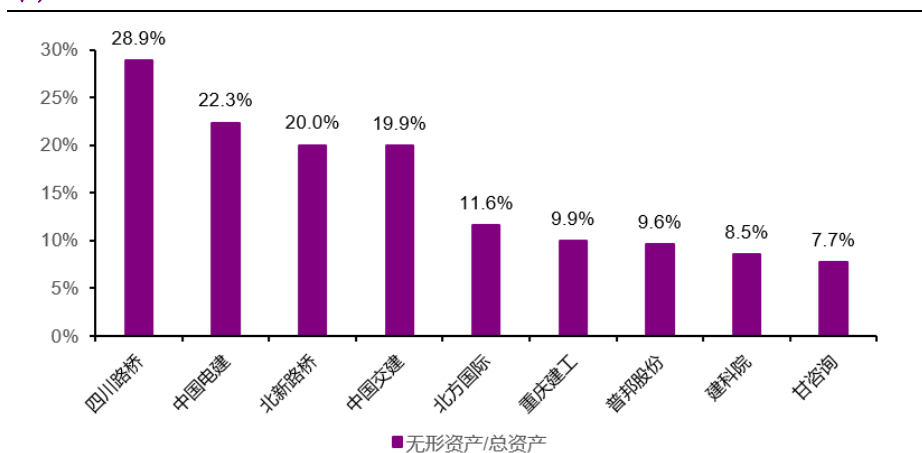
注：对于各项具体的测算公式参考 2020 年 1 月 13 日外发报告《这个时间，怎么看 20 年基建投资？》

4、投资建议

REITs 具备回报率高、收益风险比高及与其他大类资产表现关联度低的特性，资产配置价值非常显著，对一二级市场投资者均有吸引力。同时 REITs 对于商业地产、基建等行业及相关参与企业有重要意义。本次基础设施试点 REITs 文件出台有望加速我国 REITs 市场形成，对拓展基建投资资金来源、改善工程承包企业报表有积极意义。

我们认为对基建投资增速可以更乐观，源于：1) 短期逆周期调节力度稳步加码，2) 中期基础设施 REITs 化大幅拓宽新增基建投资资金来源。我国公募 REITs 破冰，或将重构建筑板块逻辑。建议关注：1) 报表内运营类资产占总资产比重较高，将直接受益于基建 REITs 推进的**中国交建、中国电建**；2) 受益基建投资预期上修，同时借助基建 REITs，后续扩张可突破资产负债率限制的**中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶**。

图 16：建筑装饰（申万）板块中无形资产占总资产比例前十的公司（19 年末）



资料来源：Wind，光大证券研究所

5、风险分析

REITs 相关税收法规制定不及预期。

建筑企业 REITs 推进不及预期。

疫情对经济冲击超预期。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大 厦 A 座 17 楼