

建筑行业专题报告

从运河建设观察中央财政发力基建的路径

优于大市

核心观点

水运投资持续高景气，重大运河工程加速落地。2023年水运固定资产投资额同比+22.0%，内河水运投资额同比+21.3%，均显著高于固定资产投资增速（3.0%）和基建增速（5.9%）。2021年2月国务院提出建设“四纵四横两网”国家高等级航道新格局，新纳入了平陆运河、赣粤运河、湘桂运河、浙赣运河、赣粤运河等超大型运河工程。平陆运河作为西部陆海新通道的重要组成部分，于2022年开工建设，计划总投资727亿元。

运河建设直接经济效益有限，但社会综合效益显著。从平陆运河项目本身出发，项目总投资727亿元，建成后20年内项目总收益为500.92亿元（不折现），无法完全覆盖建设成本，相较已有运输方案，平陆运河的运输成本优势也并不明显。但是，从社会综合效益角度看，运河建设具有重大战略意义。通过运河建设托底基建投资，能够有效提振低收入群体信心，助力稳就业、稳经济；运河建设打通新的出海通道，有利于丰富特殊时期的军需物资运输途径，有效提升国防能力；运河建设将在一定程度上解决工业用地瓶颈及降低运输成本的问题，为更多的东部产业转移企业提供更大的发展空间，引导更多企业落户中西部地区，促进区域协调发展。综合而言，重大运河建设项目具备开工可行性与必要性。

中央财政补贴重大项目，有效推动重大基建项目落地。近年来由于优质项目储备不足，专项债发行节奏逐年滞后，而通过中央财政资金补贴不能收支平衡的基建项目，能够使原本无法实现盈亏平衡的项目成为盈利项目，达到盘活专项债项目库的目的。同时，这类中央财政补贴采用事后补贴形式，前期资金来源仍然是地方政府和产业资本，这种模式能够充分发挥中央财政资金撬动作用，刺激地方政府加大投资力度。财政政策持续加力，超长期特别国债持续加码，预计将继续推动一系列直接经济效益有限但战略意义重大的基建工程项目加速落地。

投资建议：建议重点关注水运、铁路、水电、核电等重大战略工程建设机遇。财政部表态将实施更加积极的财政政策，主要举措包括增加赤字、扩大专项债发行规模和使用范围、继续发行超长期特别国债等。增加中央预算内支出和发行超长期特别国债预计将重点推进“国家重大战略和重点领域安全能力建设”，建议关注水运、铁路、水电、核电等战略意义大、投资规模大的基建领域。**推荐关注中岩大地、中国铁建、中国中铁、中国交建。**

风险提示：

地方政府化债推进不及预期，积极的财政政策发力不及预期，重大工程项目推进不及预期，海外不确定性导致宏观调控政策面临掣肘等风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
003001.SZ	中岩大地	优于大市	42.64	54	0.56	1.15	8.43	8.53
601186.SH	中国铁建	优于大市	9.56	1,207	1.75	1.62	4.10	3.81
601390.SH	中国中铁	优于大市	6.65	1,516	1.36	1.31	3.87	3.63
601800.SH	中国交建	优于大市	10.96	1,510	1.40	1.51	3.88	3.49

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

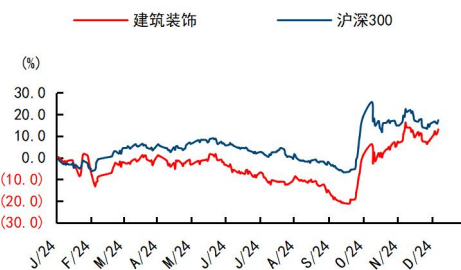
建筑装饰

优于大市 · 维持

证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

证券分析师：朱家琪
021-60375435
zhujiaqi@guosen.com.cn
S0980524010001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《化债政策点评-建筑行业率先受益化债，中央财政撬动增量需求可期》——2024-11-11
- 《建筑行业周观点-积极因素逐步累计，景气度边际好转》——2024-08-26
- 《建筑行业8月投资策略-行业新订单低迷，央企龙头优势增强》——2024-08-15
- 《建筑行业周观点-行业基本面预计全年偏弱，建议关注央企龙头》——2024-08-12
- 《建筑行业周观点-基建年内承压，推荐细分专业赛道龙头》——2024-07-29

内容目录

水运投资高景气可持续吗？	5
政策推进高等级航道建设，水运投资维持高景气	5
平陆运河建设推进顺利，规划中运河项目有望加速落地	7
运河建设：“财务账”难算，“综合账”易平	11
重大运河工程直接经济效益有限，运营风险较高	11
从社会综合效益角度看，运河建设具有重大战略意义	14
启示：中央财政发力，重大战略工程加速落地	15
中央财政发力，集中支持重大战略工程建设	15
铁路工程：新疆货运需求快速增长，五线入藏格局加速构建	16
水电工程：雅鲁藏布江下游水电开发有望启动	19
核电工程：恢复核准，建设提速	21
投资建议	23
结论一、较好的经济回报并非国家重大工程落地实施的必要条件	23
结论二、中央财政补贴重大项目，将有效推动重大基建项目落地	23
结论三、重点关注铁路、水电、核电等重大战略工程建设机遇	23
风险提示	24

图表目录

图 1: 水运投资与增速 (单位: 亿元, %)	5
图 2: 内河水运投资与增速 (单位: 亿元, %)	5
图 3: 通过运河建设发挥水运综合效益发挥的传导机制	6
图 4: 典型超大型运河工程区位图	7
图 5: 平陆运河马道枢纽建设现场	8
图 6: 超大型自航绞吸船天鲸号参与平陆运河建设	8
图 7: 平陆运河项目投资预算结构 (单位: %)	8
图 8: 平陆运河项目建设期投资计划 (单位: 亿元)	8
图 9: 平陆运河规划建设位置示意	9
图 10: 赣粤运河规划建设位置示意	10
图 11: 西南部地区当前主要出海通道格局	11
图 12: 平陆运河项目运营收入结构 (单位: %)	12
图 13: 广西和云南典型钢厂铁矿石进口采用运河和铁路的运输成本估算 (单位: 元/吨)	13
图 14: 川渝地区典型钢厂铁矿石进口走平陆运河和长江通道的运输成本估算 (单位: 元/吨)	13
图 15: 中国城镇化率变化 (单位: %)	13
图 16: 中国钢材产量 (单位: 万吨)	13
图 17: 农民工行业分布占比 (单位: %)	14
图 18: 建筑业从业人员平均工资与全国平均对比 (单位: 元)	14
图 19: 平陆运河沿线乡村振兴建设	14
图 20: 平陆运河沿线桂平新材料产业园加速建设	14
图 21: 平陆运河项目资金来源 (单位: %)	15
图 22: 近年来国债净新增规模 (单位: 亿元)	16
图 23: 长期建设国债发行规模及投资增速 (单位: 亿元, %)	16
图 24: 铁路每年新增运营里程及增速 (单位: 公里, %)	17
图 25: 铁路投资额及增速 (单位: 亿元, %)	17
图 26: 新疆固定资产投资额及增速 (单位: 亿元, %)	17
图 27: 西藏固定自查投资额及增速 (单位: 亿元, %)	17
图 28: 新疆煤炭产量及发运量情况 (单位: 万吨, %)	18
图 29: 新疆铁路里程及单位里程货运量 (单位: 公里, 万吨/公里)	18
图 30: “五线入藏”铁路网规划	18
图 31: 雅鲁藏布江中下游流域示意	19
图 32: 西藏自治区矿产资源开发基地分布图	20
图 33: 核电是电力系统的基荷能源	21
图 34: 各发电设备平均利用小时数 (单位: 小时)	21
图 35: 核电机组核准进度提速 (单位: 座)	22
图 36: 核电基本建设投资及增速 (单位: 亿元, %)	22
图 37: 中国核建新签合同额显著增长 (单位: 亿元, %)	22

图 38: 中国核建核电工程收入快速提升 (单位: 亿元, %)	22
表 1: 天然和渠化河流航道尺度	5
表 2: 水运建设相关政策梳理	5
表 3: 当前已建成、在建和规划论证中的主要运河工程	7
表 4: 2020 年西南部地区经各出海通道出海货运量统计 (单位: 万吨)	12
表 5: 内河项目中央车辆购置税收入补助地方资金标准	15
表 6: 雅鲁藏布江概况	19
表 7: 雅鲁藏布江下游水电开发相关政策表述	20
表 8: 雅鲁藏布江中游干流水电站建设情况	21

水运投资高景气可持续吗？

政策推进高等级航道建设，水运投资维持高景气

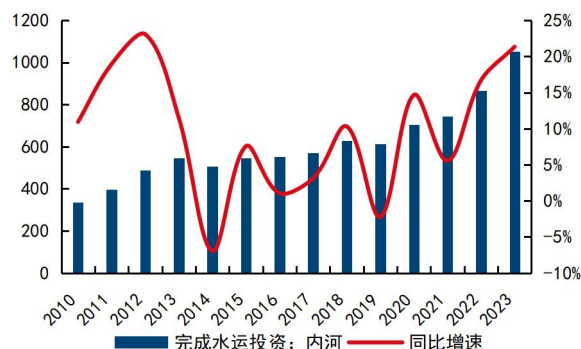
近年来水运投资保持快速增长。2023年水运固定资产投资2425亿元，同比+22.0%，内河水运完成投资1052亿元，同比+21.3%，均显著高于固定资产投资增速（3.0%）和基建增速（5.9%）。2019-2023年水运固定资产投资复合增长率为16.4%，内河完成水运投资复合增长率为14.4%。

图1：水运投资与增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：内河水运投资与增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

政策推进高等级水运航道建设。内河航道可按通航内河船舶吨位划分为7个等级，I级通航能力最强，VII级通航能力最弱。高等级航道是指按照《内河通航标准》划分的I、II、III级航道。这些航道的通航标准和设施要求较高，能够满足大型船舶的通行需求。内河航道货运船舶吨级通常在10000吨以内，海运船舶吨级大多在数万吨，国内沿海运输主流船型为5万吨，主流远洋船舶在20万吨吨级。2024年6月，交通运输部印发《交通运输部关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设的意见》提出加快国家高等级航道规划建设，内河水运聚焦2.5万公里国家高等级航道达标任务。

表1：天然和渠化河流航道尺度

航道等级	通航船舶吨级 (t)	航道水深 (m)	双线航道直线段宽度 (m)
1	3000	3.5-4.0	135-250
2	2000	2.6-3.0	75-190
3	1000	2.0-2.4	60-110
4	500	1.6-1.9	50-90
5	300	1.3-1.6	40-70
6	100	1.0-1.2	30
7	50	0.7-0.9	24

资料来源：交通运输部《内河通航标准（GB50139）》，国信证券经济研究所整理

表2：水运建设相关政策梳理

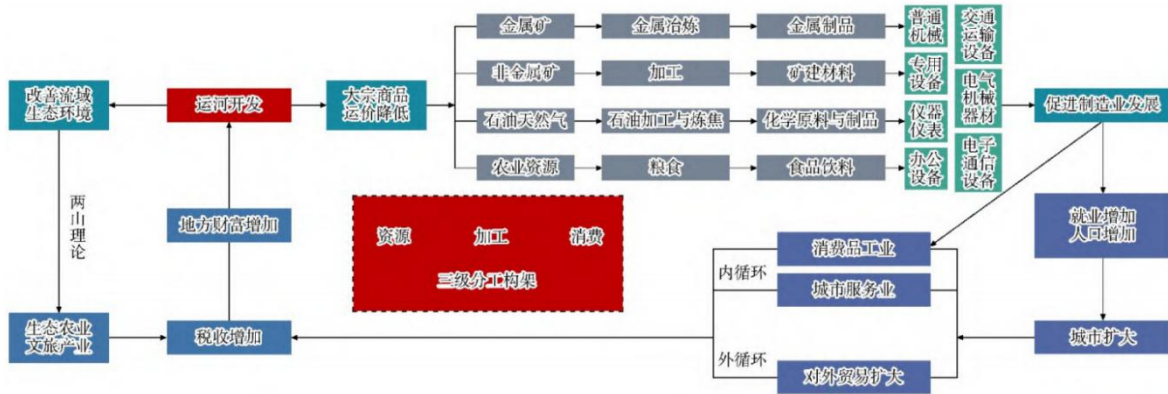
时间	印发单位	文件名称	主要内容
2019年9月	中共中央 国务院	《交通强国建设纲要》	加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专用线等“公转铁”重点项目建设，推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转移。

2021年2月	中共中央 国务院	《国家综合立体交通网规划纲要》	完善铁路、公路、水运、民航、邮政快递等基础设施网络，构建以铁路为主干，以公路为基础，水运、民航比较优势充分发挥的国家综合立体交通网。国家综合立体交通网主骨架实体线网里程29万公里左右，其中国家高等级航道2.5万公里。强化西部地区交通基础设施布局，推进西部陆海新通道建设。
2021年3月	全国人大	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	完善综合运输大通道，加强出疆入藏、中西部地区、沿江沿海沿边战略骨干通道建设，有序推进能力紧张通道升级扩容，加强与周边国家互联互通。推动内河高等级航道扩能升级。
2021年11月	交通运输部	《水运“十四五”发展规划》	到2025年新增及改善内河航道里程5000公里左右，其中新增国家高等级航道2500公里左右。继续推进引江济淮航运工程建设。加快推进西部陆海新通道（平陆）运河工程前期论证及建设。研究推进京杭运河黄河以北段复航和津保航线论证。开展湘桂、赣粤运河前期重点问题研究论证。完善内河集疏运体系。重点加强长三角、粤港澳大湾区等地区内河集疏运航道建设，有效衔接沿海港口与内河航道。打通内河高等级航道关键瓶颈节点，构建集装箱海江（河）联运体系。发展海江（河）联运、干支联运。推广江海直达船型，推动江海直达运输发展。
2021年12月	国务院	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划的通知》	到2025年，内河高等级航道网络建设取得重要进展，内河高等级航道里程由2020年的1.61万公里提升至1.85万公里。研究建设平陆运河，推进广西北部湾国际门户港和洋浦区域国际集装箱枢纽港建设，开展湘桂赣粤运河前期论证。提升内河港口专业化、规模化水平，合理集中布局集装箱、煤炭、铁矿石、商品汽车等专业化码头。加强内河高等级航道扩能升级与畅通攻坚建设，完善长江、珠江、京杭运河和淮河等水系内河高等级航道网络，进一步提升珠三角高等级航道网出海能力，全面加强长三角、珠江—西江高等级航道网未达标建设。推动重要支流航道和库湖区航道、内河旅游航道、便民码头建设。
2024年6月	交通运输部	《关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设的意见》	全面攻坚国家高等级航道，打通内河航运堵点卡点，实施内河水运体系联通工程，内河水运聚焦2.5万公里国家高等级航道达标任务，优化主干线大通道，有序推进长江干线、西江航运干线、京杭运河、淮干流等干线航道扩能升级，构建横贯东西、辐射南北的水运主通道。长江干线，重点提升上游等级、打通中游瓶颈、优化下游通道，加快推进三峡水运新通道前期工作和建设，合理开发利用长江口航道。西江航运干线，重点加快一级航道上延至南宁，稳步推进船闸扩能，优化出海航道通航条件。京杭运河、淮干流，重点推动船闸扩能和航道整治工程。持续推进平陆运河建设，指导深化湘桂、赣粤及浙赣运河前期研究论证。按照“整体谋划、逐条推进”的原则，结合运输发展需求，有力有序推进支流航道未达标建设，提升干支通达度。

资料来源：中国政府网，交通运输部，国信证券经济研究所整理

发展内河水运发展的核心逻辑：降低运输成本，带动区域发展。内河水运运能大、成本低、污染小，是大宗商品的主要运输方式，在综合交通运输体系中具有显著的比较优势。内河航运通过降低大宗商品运输价格，促进制造业发展，带动城镇化建设，降低社会运行成本，改善流域生态，促进以航道为轴线的生态产业带的发展，增加地方财政税收。

图3：通过运河建设发挥水运综合效益发挥的传导机制



资料来源：《平陆运河综合开发模式研究》¹，国信证券经济研究所整理

¹ 杨斌，潘海涛，苏川. 平陆运河综合开发模式研究[J]. 水运工程, 2024, (07): 6-10. DOI:10.16233/j.cnki.issn1002-4972.20240709.002.

平陆运河建设推进顺利，规划中运河项目有望加速落地

2021年2月国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，提出建设“四纵四横两网”国家高等级航道新格局，在新格局规划中，新纳入了平陆运河、赣粤运河、湘桂运河、浙赣运河、赣粤运河等超大型运河工程。当前在这些重大的运河建设项目中，安徽江淮运河已于2023年9月建成，平陆运河于2022年开工，预计2026年建成，其他湘桂运河、浙赣粤运河、荆汉运河处于前期论证阶段。

图4：典型超大型运河工程区位图



资料来源：《新时期超大型运河开发综合效益评价》²，国信证券经济研究所整理

表3：当前已建成、在建和规划论证中的主要运河工程

主推省份	名称	投资额（亿元）	全长（km）	进度
湖北	荆汉运河	784	236	前期论证阶段
安徽	江淮运河	950	355	2023年9月建成试运行
广西	平陆运河	727	135	建设中，预计2026年建成
湖南	湘桂运河	1500	300	前期论证阶段
江西	（浙）赣粤运河	1500（3200）	1988	前期论证阶段

资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

运河建设主要是将已有水系用人工河联通，并疏浚航道使之达到通航要求。运河工程的主要内容包括建设梯级枢纽和河道疏浚两部分。运河工程难度最大的环节

² 刘晓玲, 吴晓磊, 王桃, 等. 新时期超大型运河开发综合效益评价[J]. 水运工程, 2024, (09): 7-13. DOI:10.16233/j.cnki.issn1002-4972.20240903.003.

在于跨越分水岭，分水岭是流域之间分界的山脊或高地，开挖的运河需要垂直穿越分水岭，具体而言其工程难点在于：1) 越岭段航运水资源的供给；2) 越岭段梯级船闸的建设。以平陆运河为例，平陆运河起点西津水库与海平面之间存在 65 米的水位落差，需要修建马道枢纽、企石枢纽、青年枢纽三个梯级航运枢纽，工程需要挖开山体，修建边坡工程，通过船闸工程实现航道水位高低落差切换。

图5: 平陆运河马道枢纽建设现场



资料来源：澎湃新闻，国信证券经济研究所整理

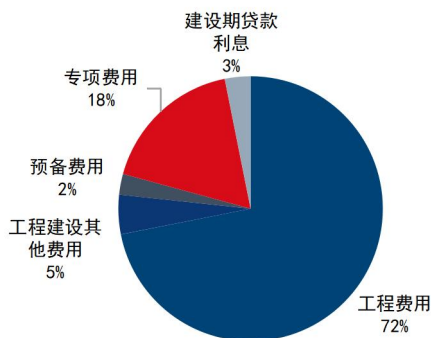
图6: 超大型自航绞吸船天鲸号参与平陆运河建设



资料来源：平陆运河集团，国信证券经济研究所整理

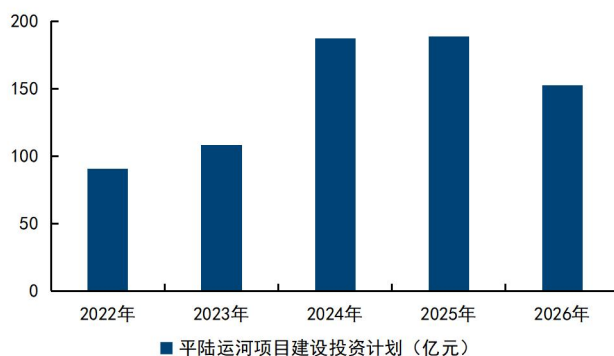
平陆运河拟建设 I 级航道，可通航 5000 吨级船舶。平陆运河开发任务以发展航运为主，兼顾供水、灌溉、防洪、改善水生态环境等功能，项目起于南宁市横州市西津库区平塘江口，经钦州市灵山县陆屋镇沿钦江进入北部湾、接钦州港东航道起点，全长 134.2 km，考虑内河航运发展和江海联运需要，按内河 I 级航道标准建设，可通航 5000 吨级船舶。项目计划总投资 727 亿元，截至 2024 年 8 月，平陆运河建设任务已实现“双过半”，累计完成投资 368 亿元，土石方开挖 2.14 亿立方米，**预计 2026 年年底主体工程能够顺利完成。**

图7: 平陆运河项目投资预算结构（单位：%）



资料来源：平陆运河项目实施方案，国信证券经济研究所整理

图8: 平陆运河项目建设期投资计划（单位：亿元）

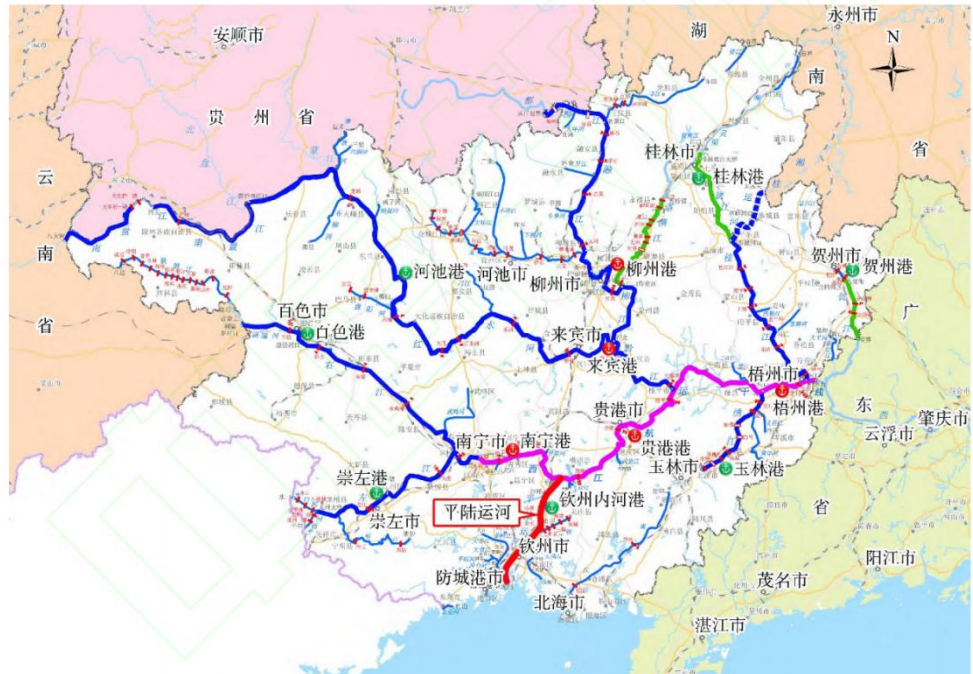


资料来源：平陆运河项目实施方案，国信证券经济研究所整理

平陆运河打通广西“陆海新通道”。广西壮族自治区是西部陆海新通道的陆海交汇门户和陆路干线关键节点，具有沿海、沿江、沿边、与东盟国家陆海相邻的独特优势。平陆运河是西部陆海新通道的重要组成部分，是实现西江黄金水道和北部湾港江海联运的关键性工程，建成后有利于打通广西出海“任督二脉”，西南地区货物经平陆运河出海，较经广东出海缩短内河航程约 560km。平陆运河的修建能够显著释放有色金属、砂石骨料等上游资源优势，降低广西区内具备传统优

势的农产品及加工品、电动车等产品的出口竞争力，同时有利于吸引外向型制造业向运河沿线城市迁移，带动区域经济发展。

图9：平陆运河规划建设位置示意



资料来源：《平陆运河工程建设关键问题研究与思考》³，国信证券经济研究所整理

江西赣粤运河规划建设 II-III 级航道。赣粤运河指连接长江水系与珠江水系的水系沟通工程，是赣江与北江及之间衔接河流的总称，北连长江交汇口湖口，南接珠江三水河口，穿越鄱阳湖，经赣江流域，越分水岭至北江流域，汇入珠江出海，按规划方案测算全长约 1317km，预计总投资约 1500 亿元。其中，湖口至赣州段全长 606km，规划为 II 级航道；南昌至赣州 431 公里，规划为 III 级航道，预计 2020 年实现通航 1000 吨级船舶；赣州至江口段长约 20km，江口至信丰段长约 97km，现状均为 IV 级航道，可通航 50 吨级船舶，远景规划为 III 级航道。

赣粤运河联通长江珠江两大水系，潜在货运需求相对充足。粤赣运河沟通长江、珠江两大水系，辐射东中西部沿线 16 个省、自治区和直辖市，形成的经济带 GDP 总量占全国 57.9%，人口总量的 55.6%。赣粤运河沿线地区支柱产业以冶金、电力、水泥等工业及当地农副产品加工业为主，粤赣运河建成后潜在运量可达 3 亿吨以上，主要货类包括矿建材料、煤炭、钢材、液体散货、粮食等。其中，陆路运输、绕海运输转为内河的转移运量需求为 2 亿吨，产业转移与经济协调发展产生的诱发增量需求为 1 亿吨，总体能为赣粤运河提供相对充足的货源保障。

³ 刘宁. 平陆运河工程建设关键问题研究与思考[J/OL]. 水运工程, 1-11[2024-11-19]. <https://doi.org/10.16233/j.cnki.issn1002-4972.20240618.001>.

图10: 赣粤运河规划建设位置示意



资料来源：《赣粤运河构想的历史、现状与未来》⁴，国信证券经济研究所整理

⁴ 杨明远, 余丹亚, 林超明. 赣粤运河构想的历史、现状与未来[J]. 珠江水运, 2017, (10): 84-85. DOI:10.14125/j.cnki.zjsy.2017.10.037.

运河建设：“财务账”难算，“综合账”易平

重大运河工程直接经济效益有限，运营风险较高

平陆运河建设的直接经济效益主要体现在运输费用节约和产业带动效益。根据平陆运河项目实施方案，平陆运河总投资 727 亿元，建成后西江航运中上游货物经平陆运河出海，比原先经过珠江出海节约航程 560 千米，预计到 2050 年，带来的年运输成本节约效益将达到 52 亿元，运河建设后诱增的运输量收益在 2050 年将达到 8-16 亿元。运河工程在建设期预计带动 GDP 增长累计（不折现）800 亿元，到 2050 年运河运营带来的经济增加值预计累计为 215-340 亿元。

图11：西南部地区当前主要出海通道格局

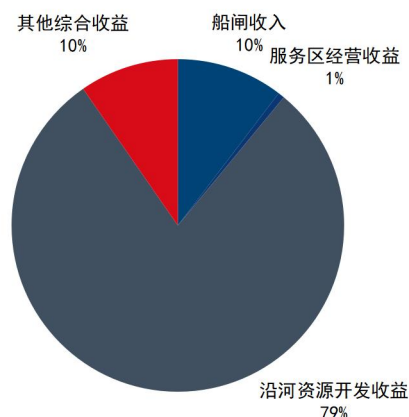


资料来源：《平陆运河建设对西南部地区货运出海格局的影响》⁵，国信证券经济研究所整理

从平陆运河项目本身出发，项目总收益约 500 亿元，无法完全覆盖建设成本。平陆运河收益模式与高速公路运营类似，预计在项目建成运营的 20 年内，可产生船闸收益/服务区经营收益/沿河资源开发收益 57.3/3.4/438.2 亿元，占比分别为 10%/1%/79%，预期总收入为 552.12 亿元（不折现）。维护成本方面，预计每个船闸 0.5 亿元/年，航道 0.2 亿元/年，合计 1.7 亿元/年，增值税按照综合税率 5% 及附加税 12% 计算，合计 51.20 亿元，建成后 20 年内项目总收益为 500.92 亿元（不折现）。

⁵ 刘晓玲, 王桃, 吴晓霖. 平陆运河建设对西南部地区货运出海格局的影响[J]. 水运工程, 2023, (11): 15-22. DOI:10.16233/j.cnki.issn1002-4972.20231106.016.

图12: 平陆运河项目运营收入结构 (单位: %)



资料来源: 平陆运河项目实施方案, 国信证券经济研究所整理

西南地区仅约 10% 的出海货运量绕道珠三角, 运河通航后的运费节约规模预计相对有限。当前西南地区货物出海可以选择走北部湾港、湛江港、珠三角港口群、长三角港口群四种方案。广西的货物以经由北部湾港、湛江港出海为主, 2020 年合计货运量达到 18950 万吨, 占总出海货运量的 83%。云南、贵州绝大部分出海货运选择广西的北部湾港和湛江港, 川渝地区的出海货运主要经由长三角港口群。由于当前西南地区绕道珠三角出海的货运比例并不高, 平陆运河建成通航后, 替代珠三角方案形成的运费节约规模预计相对有限。

表4: 2020 年西南部地区经各出海通道出海货运量统计 (单位: 万吨)

地区	南向出海通道				东南向出海通道		东向出海通道	
	广西北部湾港		广西湛江港		珠三角港口群		长三角港口群	
	出海货运量	主要货类	出海货运量	主要货类	出海货运量	主要货类	出海货运量	主要货类
广西	16900	煤炭、铁矿石、铜锰矿、铝土矿、石油、钢材、粮食、集装箱等	2050	煤炭、铁矿石、原油、钢材等	4000	煤炭、金属矿石、粮食、集装箱、非金属矿石等	-	-
云南	2560	铁矿石、铜精矿、粮食、化肥等	40	化肥、粮食等	少量	集装箱等	-	-
贵州	1080	铁矿石、磷矿石、化肥、硫磺等	320	铁矿石、磷矿石、化肥、硫磺等	少量	集装箱等	300	磷矿石、化肥等
川渝	800	集装箱、铁矿石等	-	-	少量	集装箱等	8100	铁矿石、煤炭、集装箱等

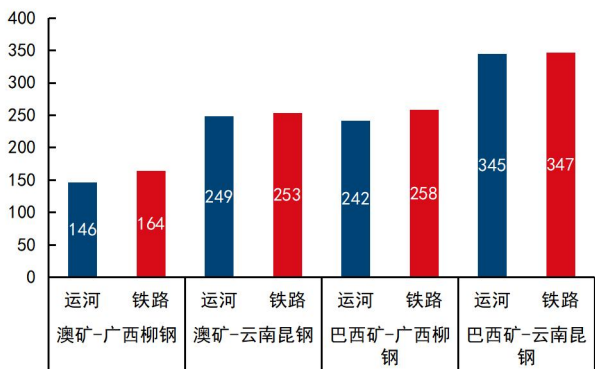
资料来源: 《平陆运河建设对西南部地区货运出海格局的影响》⁶, 国信证券经济研究所整理

铁海联运日趋成熟, 平陆运河运输成本优势并不显著。中科院院士陆大道提出, 当前规划修建运河的地区铁路和公路运输已经比较完备, 已经能够充分满足货运需求。根据测算, 平陆运河通航后, 广西柳钢进口澳洲铁矿石的单位运价将下降约 10%, 进口巴西铁矿石的单位运价将下降约 6%, 而云南昆钢进口铁矿石的运输成本下降不明显。对川渝地区而言, 即使平陆运河建成, 长江航道的运输成本仍

⁶ 刘晓玲, 王桃, 吴晓磊. 平陆运河建设对西南部地区货运出海格局的影响[J]. 水运工程, 2023, (11): 15-22. DOI: 10.16233/j.cnki.issn1002-4972.20231106.016.

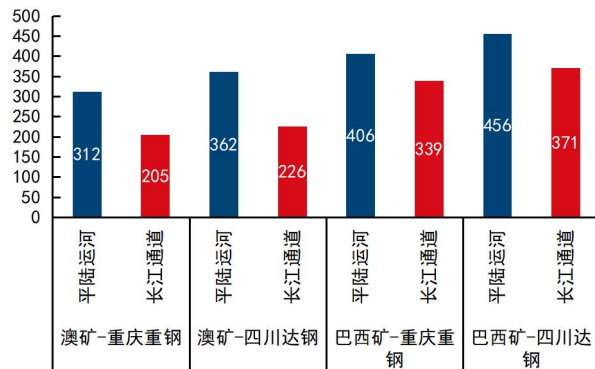
然更低。因此，平陆运河对铁路和成熟航道的替代效应亦相对有限。

图13: 广西和云南典型钢厂铁矿石进口采用运河和铁路的运输成本估算（单位：元/吨）



资料来源：《平陆运河建设对西南部地区货运出海格局的影响》，国信证券经济研究所整理

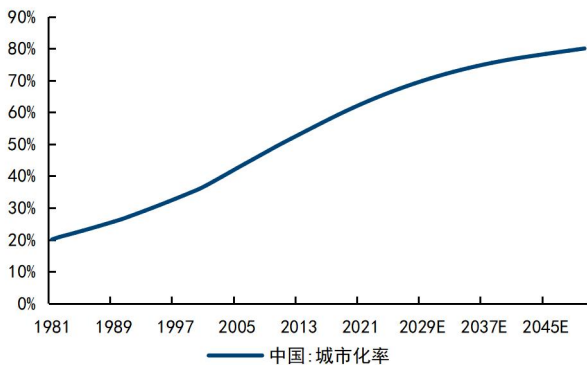
图14: 川渝地区典型钢厂铁矿石进口走平陆运河和长江通道的运输成本估算（单位：元/吨）



资料来源：《平陆运河建设对西南部地区货运出海格局的影响》，国信证券经济研究所整理

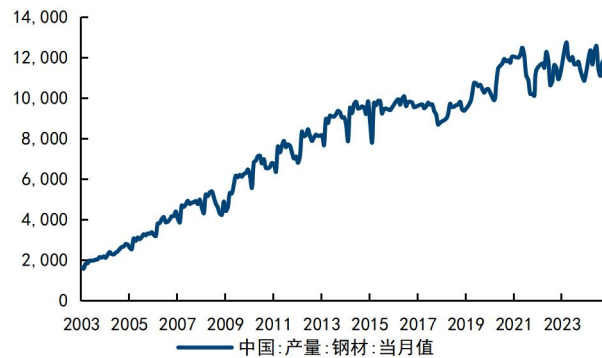
下游需求增量有限，运河建设存在未来货源不足的风险。适合运河运输的主要是大宗散货，具体而言包括煤炭、钢材、砂石、矿石等矿建材料，其对应的下游主要是地产基建行业。而随着中国城镇化率迈入 65% 关口，预计未来城镇化率提升速度趋缓，对应的钢材产量于 2022 年见顶，未来增长空间有限。若缺少足够的增量需求，运河长期运营效益可能面临压力。

图15: 中国城镇化率变化（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图16: 中国钢材产量（单位：万吨）



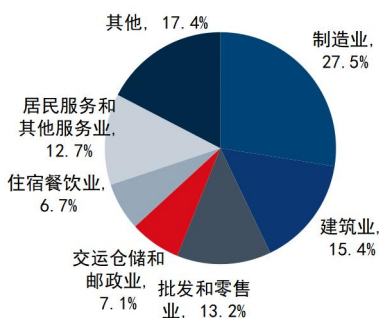
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

赣粤运河预计可产生年度综合收益约 20 亿元，投资回收期超过 60 年。赣粤运河建成开通后，预计到 2050 年运量可达到约 2000 万吨，相比公路运输，预计每年可节约运输成本 14.9 亿-19.8 亿元。2035—2050 年赣粤运河每年新增的产值贡献为 2.1 亿-2.9 亿元，即年度综合收益为 17.0-22.7 亿元，结合 1500 亿元的总投资，粗算投资回收期将长达 66-88 年，项目本身的投资效率或弱于平陆运河项目。

从社会综合效益角度看，运河建设具有重大战略意义

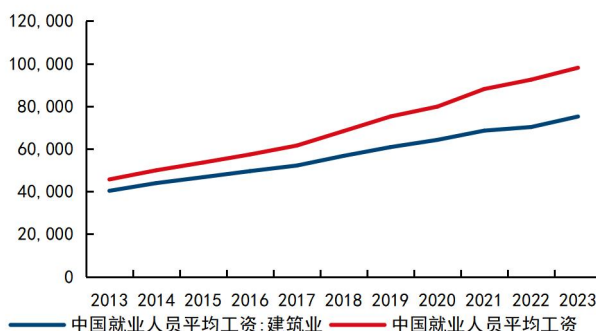
运河建设投资密度大，能够有效创造就业岗位，达到以工代赈的效果。按照 2013—2018 年建筑业投资的就业弹性计算，每完成 1 亿元工程建筑投资，预计可创造就业岗位约 600 个，运河工程单项投资密度大，能够充分带动区域就业，促进共同富裕。建筑业是农民工人数第二大的行业，容纳 4500 万农民工就业，同时建筑业就业人员平均年收入仅 7.5 万元，显著低于全国平均的 9.8 万元。通过运河建设托底基建投资，能够有效提振低收入群体信心，助力稳就业、稳经济。

图17: 农民工行业分布占比（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18: 建筑业从业人员平均工资与全国平均对比（单位：元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

运河建设加快完善国家航运网，满足国家安全和国防战备需要。中国最早诞生的运河即是出于军事目的，运河的建设使得军队能够通过水路进行快速、大量的物资运输，能够在很大程度上提升军事物资供应的效率。运河建设打通新的出海通道，有利于丰富特殊时期的军需物资运输途径，有效提升国防能力。

运河建设帮助沿线地区扶贫脱困，促进区域协调发展。运河建设联通内陆腹地城市，如平陆运河沿线柳州、百色，赣粤运河沿线的粤北、赣南地区，经济发展相对落后。运河开通后，能够盘活沿线贫困地区的农业、林业、旅游业等资源，带动当地多途径创收，助力乡村振兴。通过合理利用运河沿线荒地进行工业厂区、工业园区开发，规划布局重大的工业项目，将在一定程度上解决工业用地瓶颈及降低运输成本的问题，为更多的东部产业转移企业提供更大的发展空间，引导更多企业落户中西部地区，促进区域协调发展。

图19: 平陆运河沿线乡村振兴建设



资料来源：广西住建厅，国信证券经济研究所整理

图20: 平陆运河沿线桂平新材料产业园加速建设



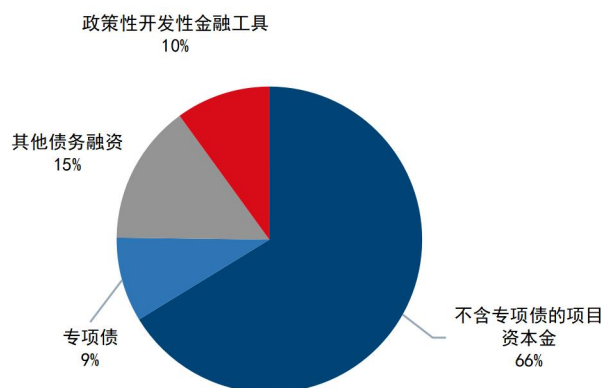
资料来源：广西日报，国信证券经济研究所整理

启示：中央财政发力，重大战略工程加速落地

中央财政发力，集中支持重大战略工程建设

预计平陆运河项目引入社会资本规模达到约 200 亿元。平陆运河计划总投资 727.19 亿元，根据平陆运河项目实施方案，项目资金来源中平陆运河集团自筹资本金（不含专项债）481.91 亿元，占比 66.27%。项目资本金包含三部分：1) **地方财政和城投 200 亿元**：主要来源于广西交通运输厅 80 亿、钦州市开发投资集团 30 亿、南宁交投 30 亿，广西交投 20 亿、广西北部湾投资集团 20 亿、广西北部湾国际港务集团 20 亿。2) **建筑央企跟投约 80 亿元**：相关建设方以产业基金形式投资，参与方包括中国交建、中国中铁、中国铁建、中国能建、中国电建等建筑央企；3) **社会资本约 200 亿元**。

图21：平陆运河项目资金来源（单位：%）



资料来源：平陆运河项目实施方案，国信证券经济研究所整理

中央财政补助大幅拉升投资回报率，撬动大量社会资本。根据财政部、交通运输部《车辆购置税收入补助地方资金管理暂行办法》，西江航运干线航道、国际通航河流航道按照核定投资的 100% 给予补助；其他内河高等级航道和其他重要航道补贴工程费用的 80%–90%。中央财政资金补贴无法收支平衡的重大工程项目，使原本无法盈亏平衡的项目成为优质盈利项目，进而盘活专项债项目库。同时，这类中央财政补贴采用事后补贴形式，前期资金来源仍然是地方政府和产业资本，这种模式能够充分发挥中央财政资金撬动作用，刺激地方政府加大投资力度。

表5：内河项目中央车辆购置税收入补助地方资金标准

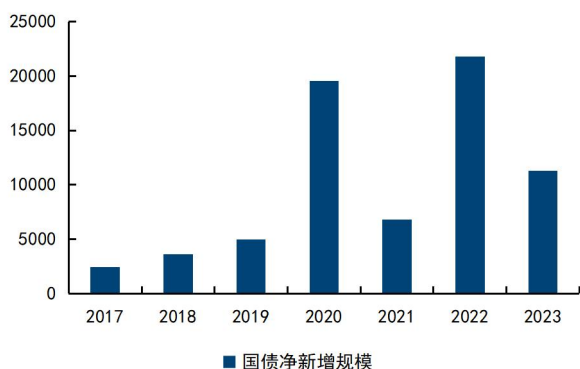
项目类别	东部地区	中部地区	西部地区
西江航运干线线和国境、国际通航河流航道		核定投资的 100%	
内河高等级航道及公共基础设施	工程费用的 80%	工程费用的 85%	工程费用的 90%
符合国家战略方向的内河水运其他航道及公共基础设施	工程费用的 55%	工程费用的 65%	工程费用的 75%

资料来源：财政部，交通运输部，国信证券经济研究所整理

明年将实施更加积极的财政政策。2024年11月，财政部部长蓝佛安表示：“目前我们正在积极谋划下一步的财政政策，加大逆周期调节力度。目前，支持房地产市场健康发展的相关税收政策，已按程序报批，近期即将推出。隐性债务置换工作，马上启动。专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面，财政部正在配合相关部门研究制定政策细则，推动加快落地。”结合明年的经济社会发展目标，将实施更加积极的财政政策，主要包括增加赤字、扩大专项债发行规模和使用范围、继续发行超长期特别国债等。

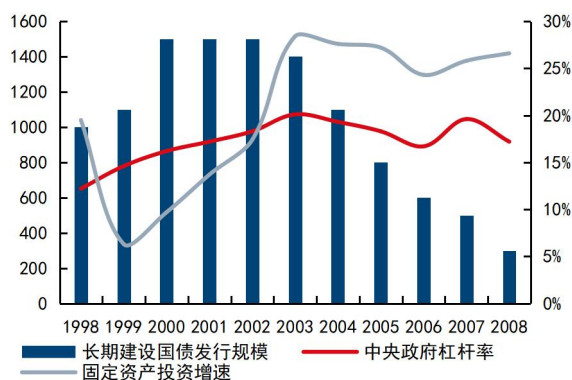
超长期特别国债继续加码，将持续作为中央财政支持基建的核心手段。超长期特别国债不纳入一般公共预算，不计入赤字率，融资成本低，发行期限为10年以上，适合用于投资额大、回报周期长的重大战略项目。回顾历史，1998-2008年中国累计发行1.13万亿元长期建设国债，用于应对亚洲金融危机带来的经济增速下滑、出口回落、物价水平下降问题，1997-1999年中央财政总支出分别同比增长10.4%/100.2%/22.0%，中央政府杠杆率持续提升，带动固定资产投资快速回暖。超长期特别国债有望发挥类似世纪之初长期建设国债的作用，作为中央财政加杠杆的核心工具，驱动全社会投资加速回暖。

图22: 近年来国债净新增规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 财政部, 国信证券经济研究所整理

图23: 长期建设国债发行规模及投资增速 (单位: 亿元, %)

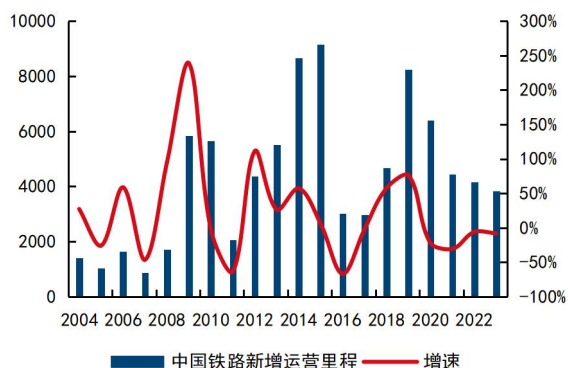


资料来源: 财政部, 国信证券经济研究所整理

铁路工程: 新疆货运需求快速增长, 五线入藏格局加速构建

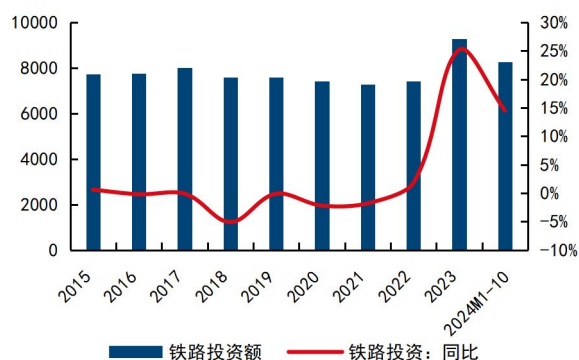
铁路投资重新提速。2015年以来中国铁路建设速度放缓,“十三五”(2016-2020年)规划新增铁路运营里程3万公里,实际完成2.53万公里,“十四五”(2021-2025年)规划新增铁路运营里程下降至1.9万公里,2021-2023年已完成1.24万公里,完成进度65%。根据国家统计局口径,2016-2021年全国铁路投资额连续6年负增长,随后呈现企稳回升趋势,2023年全国铁路投资完成额为9291亿元,同比+25.2%,2024年1-10月,全国铁路投资完成额为8262亿元,同比+14.5%。

图24: 铁路每年新增运营里程及增速 (单位: 公里, %)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图25: 铁路投资额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

新疆和西藏预计将成为铁路建设的重点区域。《“十四五”铁路发展规划》提出, 认真贯彻落实习近平总书记解决我国西部铁路“留白”太大问题的重要指示精神, 加强战略骨干通道, 构建多向入藏通道, 完善新疆对外通道, 加快边境地区铁路建设。新疆和西藏地区有望成为中国未来铁路建设的重点地区, 2023年新疆/西藏分别完成固定资产投资14616/2128亿元, 同比+12%/+35%。

图26: 新疆固定资产投资额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

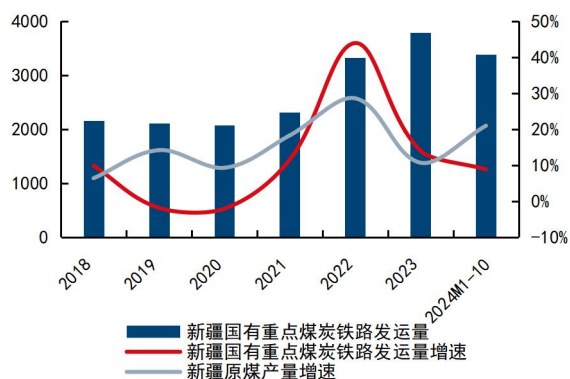
图27: 西藏固定自查投资额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

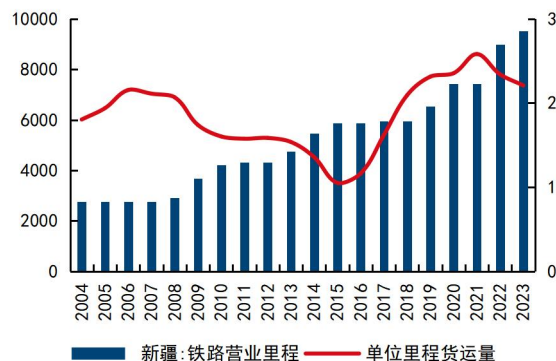
新疆货运需求持续增长, 铁路新线建设有望加快推进。新疆地区自然资源储量丰富, 其中煤炭储量位居全国第二, 当前中部和东部地区煤炭新增产能受限, 新疆煤炭产能有望持续释放, 2024年1-10月新疆原煤产量4.25亿吨, 同比+21%。截至2023年末新疆维吾尔自治区铁路运营里程达1188公里, 铁路网密度为10公里/万平方公里, 仅为江苏的2%。2015-2021年, 新疆铁路营业里程增长27%, 同期年铁路货运量增长211%, 单位里程货运量由1.05万吨/公里上升至2.58万吨/公里。2022-2023年新建线路投运加速, 但单位里程货运量仍处于历史较高区间。

图28: 新疆煤炭产量及发运量情况 (单位: 万吨, %)



资料来源: Wind, 国家统计局, 中国煤炭市场网, 国信证券经济研究所整理

图29: 新疆铁路里程及单位里程货运量 (单位: 公里, 万吨/公里)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

五线入藏通道加速构建。截至2022年底, 西藏自治区铁路总里程为1359公里, 根据西藏自治区中长期铁路网规划, “十四五”规划方案实施后总里程将大幅提升至4104公里, 2035年将达到5198公里。目前规划的进藏铁路线路共有5条: 青藏铁路, 甘藏铁路, 川藏铁路, 滇藏铁路、新藏铁路, 其中川藏铁路和滇藏铁路处于建设阶段, 部分路段已经通车运营; 新疆铁路和甘藏铁路处于规划研究阶段。新藏铁路已纳入“十四五”铁路发展规划, 据新疆日报报道, 新藏铁路的初步测量工作已经完成, 目前正在加紧推进项目剩余前期工作, 项目建设对于填补边疆路网空白、稳边固疆、增强民族团结等具有重要意义。

图30: “五线入藏”铁路网规划



资料来源: 西藏自治区发改委, 国信证券经济研究所整理

水电工程：雅鲁藏布江下游水电开发有望启动

西藏水能资源丰富，雅江下游可兴建大型水电站。根据国家能源局数据，西藏水能资源理论蕴藏量约 210GW，技术可开发量约 170GW，主要集中在金沙江上游、澜沧江上游、怒江上游和雅鲁藏布江下游所在的藏东南地区。雅鲁藏布江作为西藏自治区内最大的河流，水能资源蕴藏量为 113GW，其中干流下游的雅鲁藏布江大峡谷（大拐弯）段落差集中达 2000 米，水能资源储量达 70GW，可兴建大型水电站。

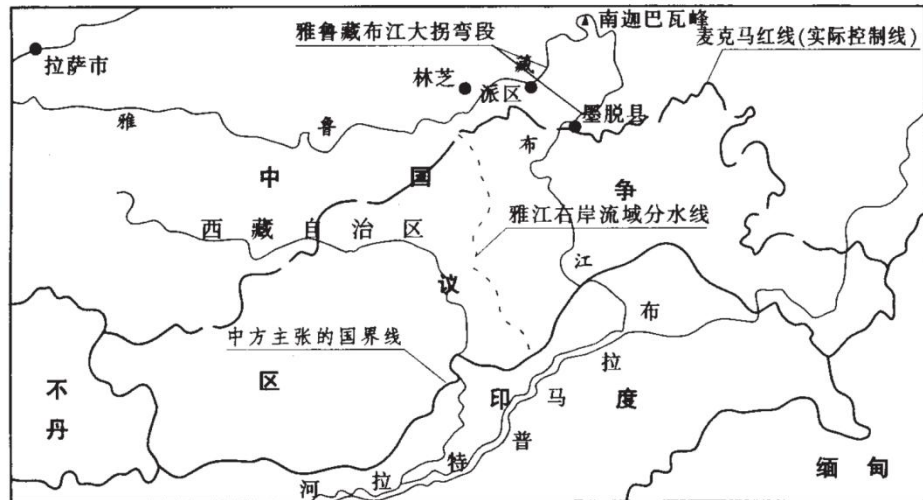
表6: 雅鲁藏布江概况

项目	排名	在中国河流中的排序
长度/km	2057	第 6
流域面积/10 ³ km	240	第 5
流量/(m ³ /s)	4425	第 3
水能/GW	113	第 2
平均海拔/m	4000	第 1

资料来源：《雅鲁藏布江水能开发》⁷，国信证券经济研究所整理

雅江下游靠近中印实际控制线，在中方控制区开发水能资源具有重大战略意义。对雅鲁藏布江是一条国际河流，下游流入印度和孟加拉国，在印度境内的河段被称为布拉马普特拉河。雅鲁藏布江大拐弯段靠近中印边界实际控制线，由于复杂的历史遗留问题，当前中印双方在边界问题上仍然存在较大分歧。根据路透社 2024 年 7 月报导，印度政府计划在投资 10 亿美元在中国藏南地区（印方称“阿鲁纳恰尔邦”）加快推进建设 12 座水电站。在雅鲁藏布江下游加快推进水电站建设是反制印度对争议区渗透的关键举措，争取雅鲁藏布江后续开发的主导权，同时有利于带动边境地区基础设施建设，进而维护边境地区安全稳定。

图31: 雅鲁藏布江中下游流域示意



资料来源：《雅鲁藏布江水资源开发的战略思考》⁸，国信证券经济研究所整理

⁷ 徐大懋, 陈传友, 梁维燕. 雅鲁藏布江水能开发[C]//中国测绘学会. 全面建设小康社会: 中国科技工作者的历史责任——中国科协 2003 年学术年会论文集(上). 中国广东核电集团有限公司; 2003:1.

⁸ 邱志鹏, 张光科. (2006). 雅鲁藏布江水资源开发的战略思考. 水利发展研究, 6(2), 5.

雅江下游水电开发有望带动自治区及周边国家经济发展。西藏地区矿产资源丰富，主要矿产包括铜、金、银、锌等，探矿、冶金需要消耗大量电力，开发水电资源能够加快西藏地区矿产资源开发，带动自治区经济发展。2015年起，西藏电网首次实现“藏电外送”，至2023年底已累计实现水电等清洁能源外送超过139.99亿千瓦时，创造经济效益约37亿元，2024年度预计外送电量20亿千瓦时左右，创造经济效益约6亿元。大湾区用电高峰正是雅江丰水季节，可形成良好的负荷匹配。雅鲁藏布江大拐弯处离严重缺电的东南亚诸国仅数百公里，雅江水电资源开发还能够为周边国家提供廉价的清洁电力，促进西南水电资源开发深度融入“一带一路”倡议框架，实现中国与南亚国家的互利共赢。

图32: 西藏自治区矿产资源开发基地分布图



资料来源: 西藏自治区实物地质资料库, 国信证券经济研究所整理

雅江下游水电开发纳入国家重大工程，政策支持下相关项目有望加速落地。2021年《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中将雅鲁藏布江下游水电开发列为国家重大工程，政策表述为“实施”而非此前的“规划”或“研究”。2024年中共中央、国务院印发《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》提出加快西南水电清洁能源基地建设，标志雅江下游水电开发工程有望进入落地阶段。

表7: 雅鲁藏布江下游水电开发相关政策表述

时间	文件	主要内容
2021年1月	《西藏自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	推动雅鲁藏布江下游、澜沧江上游西藏段、那曲河、玉曲河等流域水电开发，快速推动藏电外送规模化发展，建设国家重要的清洁能源接续基地
2021年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	面向服务国家重大战略，实施川藏铁路、西部陆海新通道、国家水网、雅鲁藏布江下游水电开发、星际探测、北斗产业化等重大工程。
2022年3月	《2022年能源工作指导意见》	有序推进水电核电重大工程建设，推动雅鲁藏布江下游水电开发前期工作
2024年8月	《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》	加快西北风电光伏、西南水电、海上风电、沿海核电等清洁能源基地建设。

资料来源: 西藏自治区发改委, 中国政府网, 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

预计雅下水电站工程总投资额将超1.5万亿元。当前雅鲁藏布江中游已规划和建设了数个水电站，自流向从上至下分别为巴玉、大古、街需、藏木、加查、冷达、仲达、朗镇等8个水电站，规划装机容量约4GW，平均每GW的单位投资额约为250亿元。雅江下游水能蕴藏量显著高于中游，预计装机容量可达到60GW，若按中游

水电工程的平均投资强度测算，总投资额将达到 1.5 万亿元，而下游地质结构更加复杂，建设难度更高，预计投资额将更高。

表8: 雅鲁藏布江中游干流水电站建设情况

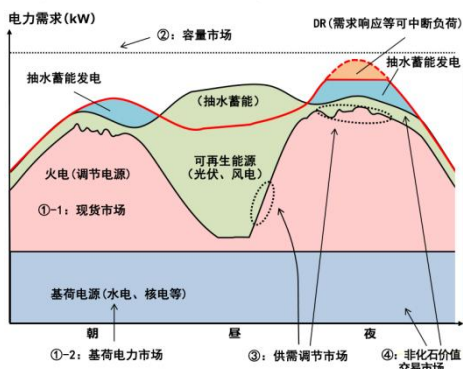
水电站名称	建设状态	装机容量 (GW)	(计划)总投资额 (亿元)	单位投资强度 (亿元/GW)	开发单位
巴玉水电站	2013 年开始可行性研究工作	0.8	584	730	中国华电
大古水电站	2015 年 12 月开工建设, 2022 年全部完工	0.66	120	182	中国华电
街需水电站	2014 年开工建设, 2023 年主体工程完工, 目前在建设中	0.51	75	147	中国华能
藏木水电站	2015 年 10 月全面投产运营	0.51	95	186	中国华能
加查水电站	2015 年开工建设, 2020 年 8 月首台机组并网发电, 目前正常运营中	0.36	78.3	218	中国华能
冷达水电站	2021 年初全面开工建设, 计划 2025 年全面投产发电	0.495	83	168	国家能源集团
仲达水电站	原计划 2023 年 6 月全部投产, 目前暂缓建设	0.32	-	-	国家能源集团
朗镇水电站	2015 年开工建设, 原计划 2022 年投产, 目前在建设中	0.34	75	221	国家能源集团

资料来源: 中国电力招标网、中国西电、华能集团、西藏日报, 国信证券经济研究所整理

核电工程: 恢复核准, 建设提速

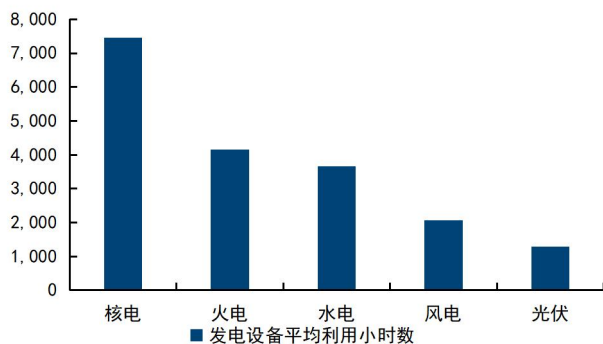
核电: 清洁高效, 出力稳定的基荷能源。核电属于非化石能源, 具有清洁低碳、出力稳定、利用小时数高的特点。根据国际原子能机构 (IAEA), 在核电全生命周期内单位度电碳排放量仅 5.7 克, 低于风电的 13.3 克, 水电的 64.4 克, 光伏的 74.6 克。相较于风电、光伏, 核电能够全天稳定运行, 且基本不受自然环境因素影响, 利用小时数更高, 能够在不增加电网消纳负担的前提下持续产生清洁电力。

图33: 核电是电力系统的基荷能源



资料来源: 中国电力报, 国信证券经济研究所整理

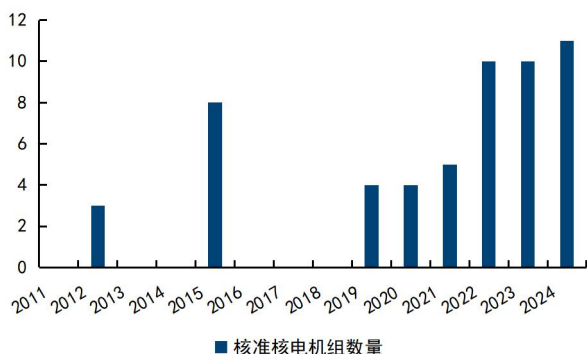
图34: 各发电设备平均利用小时数 (单位: 小时)



资料来源: 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

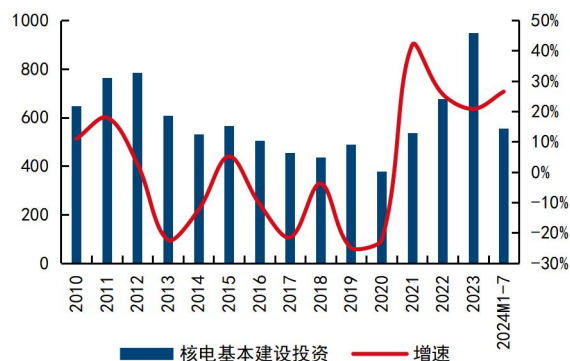
核电机组核准加速, 政策表述转向积极。2011 年日本福岛核事故后, 中国核电机组核准一度陷入停滞, 2011-2018 年间总计仅核准 11 台核电机组。2019 年中国重新放开核电审批, 在接下来 3 年内每年核准 4-5 台机组。随后, 核电机组常态化核准提速, 2022 年和 2023 年各核准 10 台, 2024 年 8 月国务院发布《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》, 提出加快沿海核电等清洁能源基地建设, 积极安全有序发展核电, 并随后决定核准 11 台核电机组。

图35: 核电机组核准进度提速 (单位: 座)



资料来源: 中国核能行业协会, 国信证券经济研究所整理

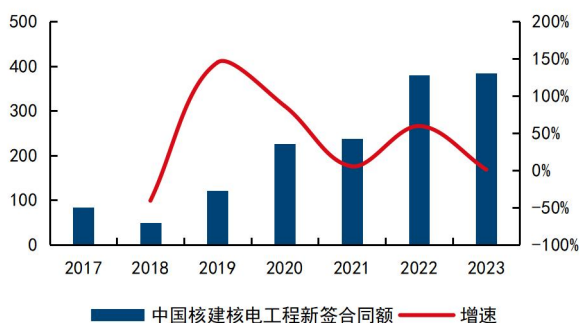
图36: 核电基本建设投资及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

核电建设龙头中国核建相关订单与收入显著增长。2019年核电机组回复核准以来,中国核建核电工程新签合同额由2018年50亿平台快速跃升至2020年230亿平台,2022年再次提升至380亿水平。2024上半年,中国核建实现总新签合同额766.4亿元,同比+17.1%,公司整体新签订单在工民建市场景气度下行的背景下实现较快增长,其中核电工程或提供了较大的订单贡献。2024上半年中国核建实现核电工程收入150.8亿元,同比+28.6%。

图37: 中国核建新签合同额显著增长 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图38: 中国核建核电工程收入快速提升 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

投资建议

结论一、较好的经济回报并非国家重大工程落地实施的必要条件

运河建设产生的直接经济效益相对有限，平陆运河总投资 727 亿元，直接的船闸通行收入和服务区收入未来 20 年收入仅 60 亿元左右，项目 2026-2055 年预期总收入为 552.12 亿元（不折现），低于项目总投入成本。与高速公路、产业园区、污水处理等项目相比，运河的投资效率并不高，但在创造就业岗位、带动贫困地区发展、提升国家安全能力等方面具有较好的社会效益。综合而言，重大运河建设项目具备开工可行性与必要性。

结论二、中央财政补贴重大项目，将有效推动重大基建项目落地

通过梳理运河建设论证和落地的过程，能够窥探中央财政加杠杆支持基础设施建设的逻辑。近年来由于优质项目储备不足，专项债发行节奏逐年滞后，而通过中央财政资金补贴不能收支平衡的基建项目，能够使原本无法实现盈亏平衡的项目成为盈利项目，达到盘活专项债项目库，刺激地方政府加大投资力度的目的。

结论三、重点关注铁路、水电、核电等重大战略工程建设机遇

财政部表态将实施更加积极的财政政策，主要举措包括增加赤字、扩大专项债发行规模和使用范围、继续发行超长期特别国债等。增加中央预算内支出和发行超长期特别国债预计将重点推进“国家重大战略和重点领域安全能力建设”，建议关注水运、铁路、水电、核电等战略意义大、投资规模大的基建领域。**推荐关注中岩大地、中国铁建、中国中铁、中国交建。**

风险提示

地方政府化债推进不及预期，积极的财政政策发力不及预期，重大工程项目推进不及预期，海外不确定性导致宏观调控政策面临掣肘等风险。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032