

行业评级：

建筑 增持（维持）

鲍荣富 执业证书编号：S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

黄骥 执业证书编号：S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

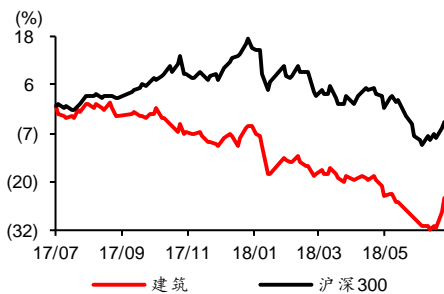
方晏荷 执业证书编号：S0570517080007
研究员 021-28972059
fangyanhe@htsc.com

王涛 021-28972059
联系人 wangtao@htsc.com

相关研究

- 1《四川路桥(600039,买入): 交通扶贫发力, 西南基建龙头腾飞》2018.07
- 2《中设集团(603018,买入): 大单或助收入超预期, 估值优势明显》2018.07
- 3《建筑: 信用改善政策助力, 积极看多基建板块》2018.07

一年内行业走势图



资料来源：Wind

从历史三次基建宽松看当前机会

当前时点我们如何看建筑之十四

基建宽松条件具备，首选高成长设计和低PB品种

通过回顾 2008/2012/2016 年三次基建宽松，我们认为应理性看待，每次宽松都致力于结构性调整，为经济转型升级赢得时间。当前 GDP 增长压力开始显现，宽货币和积极财政符合基建宽松必备条件。历史上三次基建宽松，建筑指数均上涨 30% 以上，持续周期 9 个月以上，结合量化周期模型，我们当前继续保持相对乐观，建议关注高成长设计（苏交科）和低 PB 基建品种（中国铁建、四川路桥、葛洲坝）等。

空间换时间，为高质量发展赢得时间是关键

三轮基建宽松都尝试转变经济增长方式，为转型升级赢得时间。2008 年表现为中央财政主导，结束后催生了消费升级大牛市；2012 年地方和企业投资主导，结束后催生了新经济大潮；2016 年为投融资体制方式的变革，目前仍在规范推进过程中。2018Q2 的 GDP 同比增速下移至 6.7%，我们认为下半年通过基建宽松赢得高质量增长转型的可能性仍较大，重点关注农村交通、环保、中西部基础设施领域机会。

宽松周期催化估值修复，建筑指数上涨 30% 以上

三轮基建宽松均发生在 GDP 增速连续六个季度下滑，即经济衰退后半段。基建宽松的途径，往往表现为财政和货币政策的互相配合，其中积极的财政政策和宽货币环境必不可少。基建宽松之后，往往表现为基建投资和建筑企业订单的跃升，但基建投资增速中枢下移。三轮宽松周期内，建筑指数均在 9 个月内上涨 30% 以上，业绩高成长的地方国企和国际工程（2008）、装饰（2009）、园林（2016）以及低 PB 路桥标的均具有较好的机会。

经济信用条件兼备，26 个月和 93 个月量化周期显示触底

根据我们在《盈虚有时，三重维度复盘建筑轮动》中构建的“经济-信用”双周期复盘模型，当前经济周期临近衰退阶段，紧信用周期临近一年尾声，信用预期改善有望加快宽货币向宽信用转化。我们此前发现建筑指数存在显著的 26 月、49 月、93 月三个运行周期，只有当三周期均处于上行期时，板块呈现牛市行情，其他时间处于震荡。当前处于 26 月周期和 93 月周期底部区间，基建/房建/工建有依次在今年 7 月/10 月/19 年 1 月触底回升，若建筑指数在今年 Q3 触底企稳，我们认为 Q4 可以继续乐观一些。

政策主线逐渐清晰，信贷非标仍存空间

自今年 4 月末政治局会议要求持续扩大内需以来，加快预算执行/国务院大督查/发改委调研基建投资情况等政策连续演变，基建宽松的主线越来越明晰。基建需求层面，上半年铁路、水利、市政等领域投资不及预期，公路、环保投资仍然较快，农村基建、环保、交通下半年有望继续加快。基建融资供给层面，贷款回升预计仍是主要趋势，国开行近两年基建贷款 4% 增速低于股份制银行，资管新规落地有助于非标企稳增加基建融资来源。

风险提示：基建宽松不及预期，市场系统性风险，历史统计规律失效等。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
300284.SZ	苏交科	9.53	买入	0.57	0.74	0.92	1.11	16.72	12.88	10.36	8.59
601186.SH	中国铁建	9.90	买入	1.18	1.41	1.58	1.75	8.39	7.02	6.27	5.66
600039.SH	四川路桥	3.84	买入	0.29	0.38	0.47	0.55	13.24	10.11	8.17	6.98
600068.SH	葛洲坝	7.73	买入	0.89	1.02	1.23	1.44	8.69	7.58	6.28	5.37

资料来源：华泰证券研究所

正文目录

稳增长调结构驱动历史三次基建宽松.....	4
2008：内忧外患.....	4
财政货币双重发力，基建投资增速升至 40%	4
铁路订单大幅增长，基建央企集中上市.....	6
2012：变革重生.....	8
地方主导推动，基建投资回升至 20%	8
基建订单增长分化，公装企业表现突出.....	10
2016：扬帆起航.....	12
PPP 被寄予厚望，基建投资维持 15%增速.....	12
基建集中度大幅提升，去杠杆孕育新生.....	14
小结：基建宽松慢即是快，高成长低 PB 共舞.....	16
2018：基建宽松主线渐趋明显.....	18
三重维度再看当前基建机会.....	18
政策信用改善，基建投资有望企稳.....	20
政策信号趋于明显，扶贫与环保是重点.....	20
非标融资有待企稳，信贷创造仍是关键.....	21
投资建议：首选高成长设计与低 PB 基建	23
风险提示.....	24

图表目录

图表 1： 2007-2010 年基建投资同比增速.....	4
图表 2： 2007-2010 年 GDP 当季同比增速	4
图表 3： 2007-2010 年经济景气指数、CPI 与工业增加值同比增速	4
图表 4： 2007 年-2009 年有关基建的政策及观点表态	5
图表 5： 2007-2010 年无风险利率走势.....	5
图表 6： 2007-2010 年社融、M2 同比增速.....	5
图表 7： 2007-2010 年基建投资同比增速.....	6
图表 8： 2007-2010 年主要建筑企业累计新签订单及同比增速.....	6
图表 9： 2007-2010 年两铁累计新签铁路订单同比增速.....	6
图表 10： 2007-2010 年建筑与沪深 300 定基指数对比.....	7
图表 11： 2008.11-2009.07 建筑涨幅前十个股	7
图表 12： 2007-2010 年不同经济周期建筑相对沪深 300 月均涨跌幅.....	8
图表 13： 2007-2010 年不同信用周期建筑相对沪深 300 月均涨跌幅.....	8
图表 14： 2011-2014 年 GDP 当季同比增速.....	8
图表 15： 2011-2014 年经济景气指数、CPI 与工业增加值同比增速.....	8
图表 16： 2011 年-2013 年有关基建的政策及观点表态.....	9
图表 17： 2011-2014 年无风险利率	9

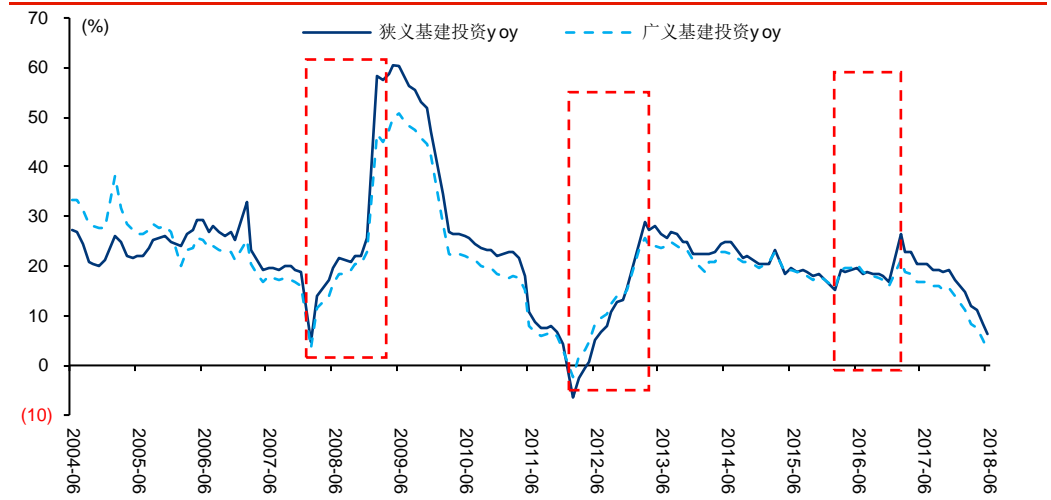
图表 18:	2011-2014 年社融、M2 增速.....	9
图表 19:	2011-2014 年基建投资同比增速.....	10
图表 20:	2011-2014 年主要建筑企业累计新签订单及同比增速.....	10
图表 21:	2012-2013 年建筑与沪深 300 定基指数对比.....	11
图表 22:	2012 年全年建筑涨幅前十个股.....	11
图表 23:	2011-2014 年不同经济周期建筑相对沪深 300 月均涨跌幅 (%).....	12
图表 24:	2011-2014 年不同信用周期建筑相对沪深 300 月均涨跌幅.....	12
图表 25:	2014-2018 年 GDP 当季同比增速.....	12
图表 26:	2014-2018 年经济景气指数、CPI 与工业增加值同比增速.....	12
图表 27:	2014 年-2016 年有关基建的政策及观点表态.....	13
图表 28:	2014-2018 年无风险利率.....	14
图表 29:	2014-2018 年社融、M2 增速.....	14
图表 30:	2014-2018 年基建投资同比增速.....	14
图表 31:	2015-2018 年主要建筑企业累计新签订单及同比增速.....	15
图表 32:	2016-2017 年建筑与沪深 300 定基指数对比.....	15
图表 33:	2016.06-2017.04 建筑涨幅前十个股.....	16
图表 34:	2014-2018 年不同经济周期建筑相对沪深 300 月均涨跌幅.....	16
图表 35:	2014-2018 年不同信用周期建筑相对沪深 300 月均涨跌幅.....	16
图表 36:	2008 年以来三次基建宽松特征比较.....	17
图表 37:	2004 年以来投资周期与库存周期波动.....	18
图表 38:	工业库存周期与工业品价格走势.....	18
图表 39:	信用利差与 M2 同比增速.....	19
图表 40:	建筑指数序列不同周期频谱.....	19
图表 41:	建筑指数同比序列以及拟合曲线.....	19
图表 42:	1995 年以来建筑 PE 相对沪深 300PE.....	20
图表 43:	2018 年以来建筑相对沪深 300PE 比和 PB 比.....	20
图表 44:	2018 年有关基建的政策及政治表态.....	20
图表 45:	2018 年上半年 GDP 与固定资产投资增速比较.....	21
图表 46:	社融中不同类型融资规模当月变动.....	22
图表 47:	基建国内贷款与银行层面基建贷款同比增速.....	22
图表 48:	不同情景下基建投资增速及影响.....	23
图表 49:	2014 年 6 月 30 日建筑二级板块 PB-ROE.....	23
图表 50:	2018 年 6 月 30 日建筑二级板块 PB-ROE.....	23

稳增长调结构驱动历史三次基建宽松

7月23日，国常会部署更好发挥财政金融政策作用，支持扩内需调结构促进实体经济发展。但市场对有效投资存在一定分歧，就扩大基建领域有效投资而言，市场主要围绕基建投资的必要性、可行性及市场影响展开讨论。我们在本文通过回顾2004年以来的三次基建宽松，对当前情境提供参考。

2004年以来，我们能够观察到三次比较明显的基建宽松，分别是2008年、2012年和2016年，表现为基建投资增速的快速拉升。我们将从基建投资、财税政策、经济周期、信用周期等方面进行综合比较。

图表1: 2007-2010年基建投资同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2008: 内忧外患

财政货币双重发力，基建投资增速升至40%

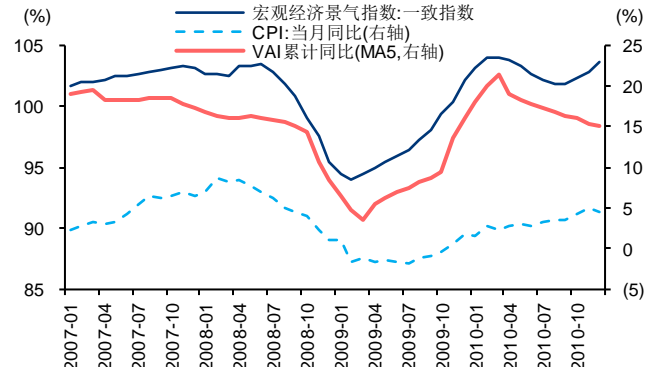
从经济周期角度来看，经济增速连续6个季度同比下降。受全球金融危机和国内地震等地质灾害的影响，截至2008Q4，国内GDP当季同比增速已连续6个季度下滑，从2007Q2的15%下降到2008Q4的7.1%。自2008年5月起，宏观经济Wind一致景气指数、CPI当月同比、工业增加值(VAI)累计同比增速一直延续下降趋势，国内经济进入衰退期。在此背景下，国家2008年11月推出“四万亿投资计划”，直到2009年3月，宏观经济指数和工业增加值累计同比增速才重拾上升势头，国内经济周期进入复苏期。

图表2: 2007-2010年GDP当季同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 2007-2010年经济景气指数、CPI与工业增加值同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

表现在政策层面，2008年9月后国际经济形势急转直下，国内宏观调控的着力点转到防止经济增速过快下滑，政府实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并出台了一系列的投资计划。该轮政策主要以加大铁路建设为主，其他包括完善财税制度、降准降息、加大生态环境和灾后重建投资等。而在2009年政府工作报告中，“扩内需、保增长”成为宏观调控最重要的目标，并继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。

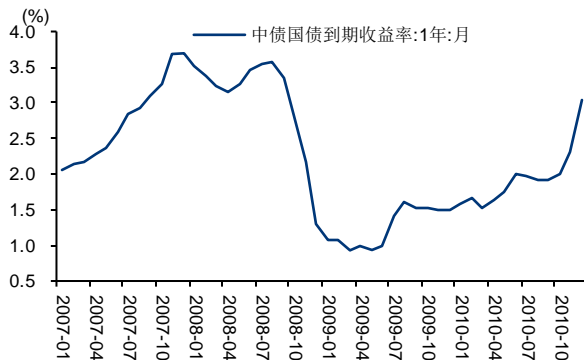
图表4：2007年-2009年有关基建的政策及观点表态

时间	机构	事件
2008年10月-12月	央行	分四次下调存贷款基准利率，共下调1.89%，央行再贷款和再贴现率均同时下调。
2008年11月	国务院	国务院常务会议确定了进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施。明确表示未来基础设施、生态环境建设和灾后重建等建设将进一步加快，预计到2010年底相关措施涉及投资额约4万亿元。
2008年11月	铁道部	铁道部表示，2008年将争取超额完成500亿元人民币基本建设投资，2009年计划完成投资6000亿元，是2008年投资规模的两倍。
2008年12月	央行	金融机构准备金率下调0.5%，以刺激经济增长。
2009年3月	国务院	要求继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。
2009年12月	财政部	财政部副部长表示中央投资已完成44%，政府搞基建扩大内需最有效。

资料来源：政府各部门官网，华泰证券研究所

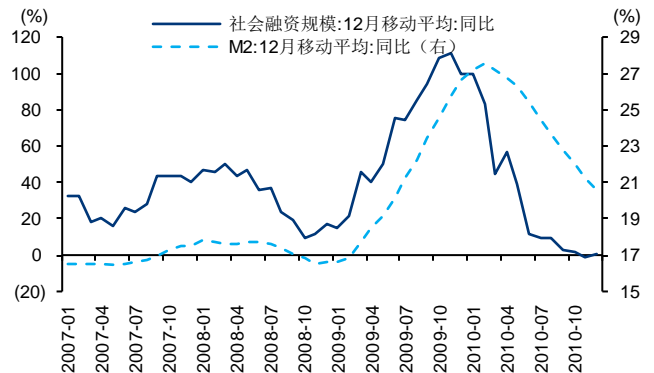
从信用周期来看，宽货币向宽信用的传导不足一个季度。2008年9月至12月，每月降准降息各一次，无风险利率（以一年期国债到期收益率表征）快速下滑，从2008年8月的3.56%一直下降到2009年1月的1.07%，宽货币特征明显。且2009年1月至6月，无风险利率在1%附近低位震荡。连续的降准降息政策，使得社融增速和M2增速分别于2008年10月、2008年12月企稳回升，并在2009年年初进入宽货币宽信用阶段。

图表5：2007-2010年无风险利率走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

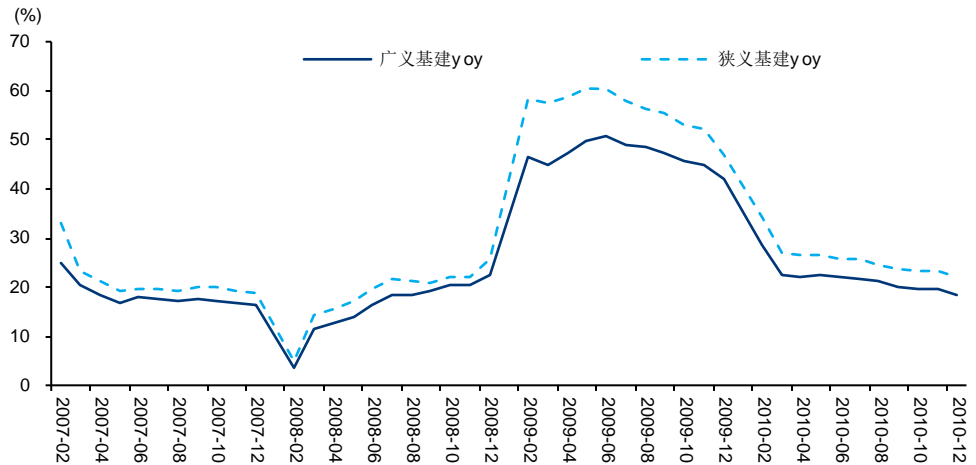
图表6：2007-2010年社融、M2同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

财政政策和货币政策的双重发力，2009年广义基建投资同比增速被迅速拉回至40%以上。从基建投资增速来看，2007年广义基建投资同比增长18.91%，而2008年1-5月同比增速降至13.84%，基建投资呈现下滑态势。但受益于前述提出的“四万亿投资计划”和财政货币政策发力，2008年广义基建投资最终同比增长22.67%，次年2月同比增长更是达到了46.49%，且2009年全年增速一直维持在高位，最终实现同比增速42.16%。其中，狭义基建投资增速较广义基建增速更快，也反映了该轮投资计划主要是投向铁路交通和水利生态等传统领域。

图表7: 2007-2010年基建投资同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

铁路订单大幅增长, 基建央企集中上市

建筑企业订单高增长延续至 2010 年, 建筑央企集中 IPO。在该轮刺激计划中, 建筑央企受益较大, 2009 年新签订单增速普遍维持在 40% 以上, 2010 年仍实现 20% 以上增长。截至 2007 年 12 月以前, 仅有央企葛洲坝及隧道股份、上海建工、浦东建设、四川路桥、安徽水利等地方建筑国企在 A 股上市, 但在本次基建宽松周期前后, 建筑央企开始集中 IPO, 其中中国中铁 2007 年 12 月, 中国铁建 2008 年 3 月, 中国建筑 2009 年 7 月, 中国中冶 2009 年 9 月, 中国化学 2010 年 1 月。

图表8: 2007-2010年主要建筑企业累计新签订单及同比增速

	2007 累计 (亿元)	YoY (%)	2008 累计 (亿元)	YoY (%)	2009 累计 (亿元)	YoY (%)	2010 累计 (亿元)	YoY (%)
中国建筑	-	-	3146	-	4593	46%	8015	75%
中国中冶	-	-	1723	-	1850	7%	2850	30%
中国中铁	2485	26%	4285	72%	6018	41%	7355	22%
中国铁建	2870	35%	4231	47%	6013	42%	7472	24%
中国电建	-	-	-	-	-	-	1253	-
中国交建	-	-	-	-	-	-	4124	-
葛洲坝	-	-	304	-	421	38%	556	32%
中国化学	-	-	191	-	419	-6%	513	22%
四川路桥	15	-	20	33%	49	145%	59	22%
隧道股份	125	44%	132	6%	139	6%	164	17%
上海建工	413	42%	449	9%	531	18%	758	42%
龙元建设	110	19%	201	82%	126	-37%	228	81%

注: 龙元建设 2009 年增速下滑, 主要是 2008 年沈阳龙之梦项目单体金额高达 100 亿元, 2008 年新签订单同比增长 82.37%。

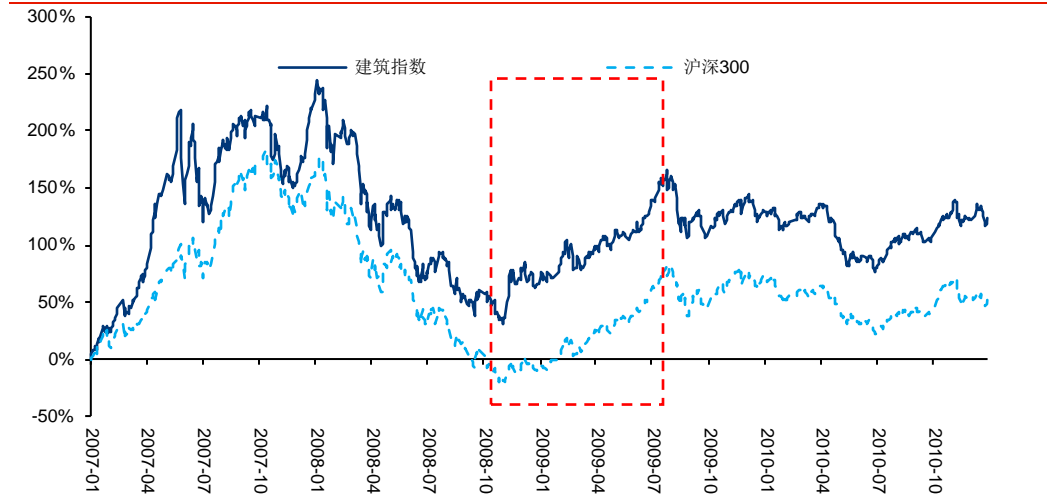
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表9: 2007-2010年两铁累计新签铁路订单同比增速

	2007 累计 (亿元)	YoY (%)	2008 累计 (亿元)	YoY (%)	2009 累计 (亿元)	YoY (%)	2010 累计 (亿元)	YoY (%)
中国铁建	-	-	2541	-	3051	20%	4337	42%
中国中铁	921	-	2303	150%	3109	35%	4069	31%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

反映在二级权益市场上, 建筑指数在 2008 年 11 月基建宽松计划推出之后开始大幅上涨。自 2008 年 11 月 4 日最低点至 2009 年 7 月 28 日, 建筑指数上涨 105%。尽管区间涨幅低于同期沪深 300 的 131%, 但在 2008 年 11 月至 2009 年 3 月, 建筑指数表现更好, 总体跑赢了沪深 300。

图表 10: 2007-2010 年建筑与沪深 300 定基指数对比

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

其中 2008 年 11 月至 2009 年 7 月期间, 建筑前十领涨个股主要是国际工程和地方基建国企, 主要特征表现为 2008-09 年业绩超预期增长和低 PB。我们定义 2008 年 11 月至 2009 年 7 月为此轮基建刺激的市场反应阶段。其中, 安徽水利等地方国企及北方国际等国际工程企业股票涨幅位居板块前十。此外, 金螳螂、四川路桥、葛洲坝等也分别上涨 132.50%、120.00%、119.82%, 涨幅紧随前十个股之后。而中国中铁、中国铁建在 2008 年 11 月初经历快速拉升后, 在其后的半年间涨幅并不大, 2008 年 11 月至次年 3 月分别上涨 20.62%、11.24%, 但在 2009 年 6 月之后受半年报超预期影响, 两个月内上涨 20% 以上, 并带动板块指数上攻, 2009 年中国中铁和中国铁建中报业绩分别上涨 61%、46%。

图表 11: 2008.11-2009.07 建筑涨幅前十个股

证券代码	公司简称	上市日期	区间涨跌幅(%)	09 业绩 yoy (%)	09 业绩预测 yoy (%)	启动点 PE (ttm)	启动点 PB (ttm)
600502.SH	安徽水利	2003-04-15	341.23	275.86	30.52	29.97	1.12
000065.SZ	北方国际	1998-06-05	326.65	56.90	25.03	-38.03	2.74
600496.SH	精工钢构	2002-06-05	231.33	53.34	34.68	10.32	1.36
002051.SZ	中工国际	2006-06-19	228.65	45.93	24.10	12.69	1.53
002062.SZ	宏润建设	2006-08-16	224.42	24.96	16.57	8.55	1.59
002116.SZ	中国海诚	2007-02-15	215.50	9.08	34.89	13.14	1.78
600491.SH	龙元建设	2004-05-24	196.51	51.14	21.71	8.22	1.06
600284.SH	浦东建设	2004-03-16	160.68	43.03		22.59	0.99
002135.SZ	东南网架	2007-05-30	156.70	48.09	30.81	23.68	0.96
600853.SH	龙建股份	1994-04-04	150.22	105.19		124.22	1.68

注: 表中业绩为归母净利润, 业绩预测为行情启动点 wind 一致业绩预期, 后同。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

参考我们在《盈虚有时, 三重维度复盘建筑轮动》中的分析框架, 我们从经济周期和信用周期角度进行阶段观察。自 2007 年 1 月至 2007 年 12 月的扩张、2008 年 1 月至 2008 年 4 月的滞涨和 2008 年 5 月至 2009 年 2 月的衰退期, 建筑板块均取得了超额收益, 分别为 0.56%/0.76%/1.97%, 月均绝对收益分别为 14.03%/-5.70%/-2.62%。反而是在 2009 年 3 月至 6 月的复苏期, 建筑板块相对沪深 300 跌幅为 5.51%, 绝对收益 6.48%, 我们认为主要是由于滞涨期和衰退期较沪深 300 下跌较少, 复苏期力度不及大盘所致。从二级板块来看, 衰退期时, 装饰板块获得了 3.13% 的相对沪深 300 收益, 领涨建筑二级板块, 专业工程和基础建设也有较好表现。进入复苏期后, 房屋建设和专业工程有较好表现, 分别获得 2.36%/1.11% 的超额收益。

建筑一级行业在 2008 年的紧信用区间, 绝对月均收益 -5.74%, 相对收益 7.94%, 建筑行业在宽货币紧信用阶段表现较好, 主要是基建宽松往往发生在该阶段, 建筑板块预期将受

益。经过连续的降准降息刺激后，2008年12月进入宽信用区间，在宽信用时期，建筑板块获得5.97%的绝对收益以及-8.51%的超额收益。

图表12： 2007-2010年不同经济周期建筑相对沪深300月均涨跌幅

	扩张 2007.1~ 2007.12	滞涨 2008.1~ 2008.4	衰退 2008.5~ 2009.2	复苏 2009.3~ 2009.6	扩张 2009.7~ 2010.2	滞涨 2010.3~ 2010.12
建筑一级行业	0.56	0.76	1.97	-5.51	-0.59	1.41
房屋建设	0.44	2.80	1.31	2.36	-3.31	-1.35
装修装饰	-1.56	0.01	3.13	-8.69	8.81	17.89
基础建设	8.09	-0.22	2.51	-6.04	0.40	0.03
专业工程	-2.28	-0.29	2.54	1.11	0.37	4.27
园林工程					2.53	22.70

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： 2007-2010年不同信用周期建筑相对沪深300月均涨跌幅

	紧货币宽信用 2007.1~2008.2	紧货币紧信用 2008.2~2008.9	宽货币紧信用 2008.9~2008.12	宽货币宽信用 2008.12~2009.7	紧货币宽信用 2009.7~2009.12	紧货币紧信用 2009.12~2010.7	紧货币宽信用 2010.7~2010.12
建筑一级行业	1.58	1.21	6.73	-7.32	-1.19	0.88	2.76
房屋建设	4.93	-0.08	2.67	0.88	-4.49	-0.11	-2.79
装修装饰	-0.82	0.54	10.55	-5.21	7.93	9.60	17.02
基础建设	6.60	1.44	8.77	-8.64	-0.22	1.14	0.03
专业工程	-0.19	0.58	2.52	4.27	0.48	1.91	6.47
园林工程					-0.64	21.91	14.16

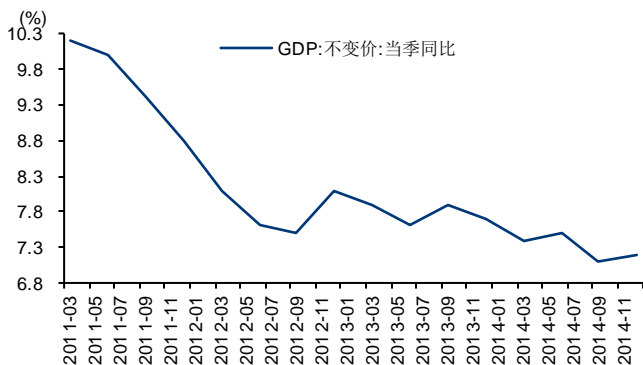
资料来源：Wind，华泰证券研究所

2012：变革重生

地方主导推动，基建投资回升至20%

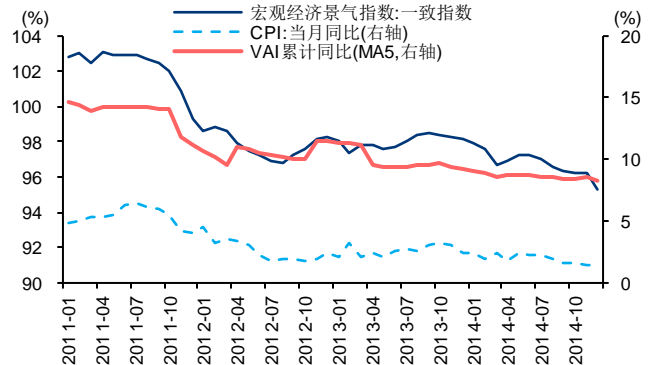
从经济周期角度看，截至2012Q2，GDP当季同比增速再次连续6个季度下滑，从2011Q1的10%下降到2012Q2的7.6%。自2011年7月起，宏观经济Wind一致景气指数、CPI当月同比、工业增加值（VAI）累计同比增速，一直延续下降趋势，经济数据表现疲软，衰退期自2011年下半年开始一直延续到2012年上半年。在2012年3月召开的全国两会期间，政府工作报告提出2012年国内GDP目标增速7.5%，这是当时近八年来首次低于8%。但在当时基建投资增速快速下滑的压力下，积极的财政政策仍然发挥工具作用，并在当年两次降准两次降息的货币政策驱动下，2012年8月宏观经济指数和工业增加值累计同比重拾上升势头，经济周期进入复苏期。

图表14： 2011-2014年GDP当季同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15： 2011-2014年经济景气指数、CPI与工业增加值同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

表现在政策端，虽然中央政府一再表示不会重复 2008 年大规模的投资计划，但 2012 年 7 月之后，各地方政府还是密集出台了多种经济投资计划。表现为继续加大对基建项目财政性资金支持，包括贷款、减税等，同时为了加快推进经济发展方式转变和经济结构调整，以及深化财税金融体制改革，2013 年之后，“一带一路”开始萌芽，国家部委开始尝试推进 PPP 模式在基建领域的应用。同时，2011 年积极的财政政策和稳健的货币政策继续在 2012 年得到实施。

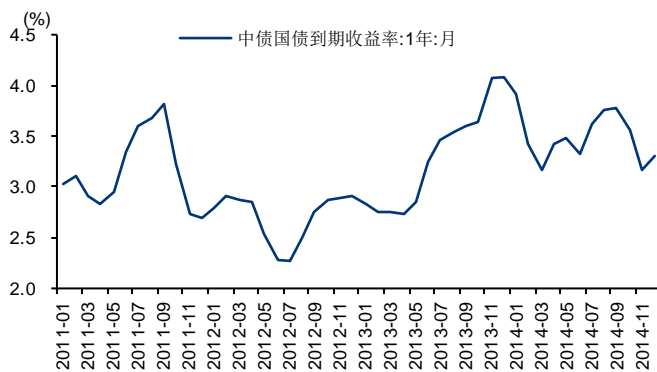
图表 16: 2011 年-2013 年有关基建的政策及观点表态

时间	机构	事件
2011 年 3 月	财政部	财政部部长表示 2011 年中央基建投资将主要用于保障房。
2011 年 11 月	央行	金融机构准备金率下调 0.5%。
2012 年 2 月、5 月	央行	金融机构准备金率共下调 1%。
2012 年 6 月-7 月	央行	分两次下调存贷款基准利率，存款基准利率共下调 0.5%，贷款基准利率共下调 0.56%。
2012 年 7 月	国务院	国常会讨论通过了《关于大力实施促进中部地区崛起战略的若干意见》。
2012 年 9 月	国家总书记	在 APEC 峰会上表示要加大对基础设施建设的财政性资金支持。
2012 年 10 月	财政部	2012 年前 9 月中央基建投资下达预算 3905 亿元，下一步积极的财政政策还将继续发力。
2012 年 10 月	财政部	表示在继续实施已有减税政策的同时，将加快下达基建投资预算。
2013 年 2 月	财政部	下达 2013 年车辆购置税交通专项资金预算指标 1200 亿元，用于支持地方交通基础设施建设，保障国道干线路网建设改造和农村公路建设顺利进行。
2013 年 2 月	财政部	印发新修订的《国家级经济技术开发区、国家级边境经济合作区等基础设施项目贷款中央财政贴息资金管理办法》，将以银行贷款和中长期债券资金（包括地方政府债券、企业债、公司债、中期票据）等中央财政贴息资金支持国家级开发区的基础设施项目。
2013 年 9 月	国家总书记	提出“丝绸之路经济带”。
2013 年 10 月	国家总书记	提出“21 世纪海上丝绸之路”。
2013 年 11 月	中央委员会	提出“允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营”。

资料来源：政府各部委官网，华泰证券研究所

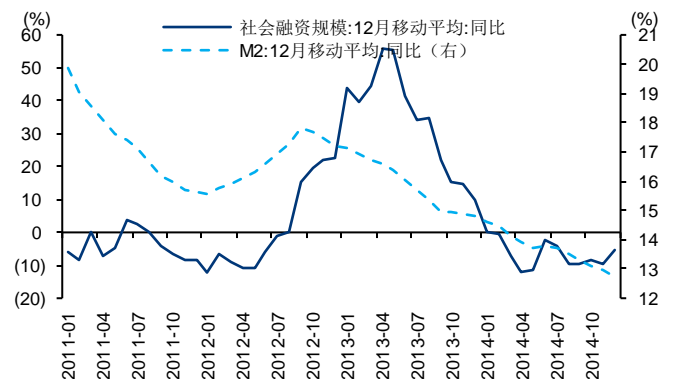
此轮宽货币向宽信用的传导周期开始延长，大致经历了半年时间。从信用约束来看，2011Q4 为应对基建投资增速的快速下滑，央行已开始通过降准等举措来促进经济结构性稳增长，但并未如 2008 年那次在一个季度内快速向宽信用传导，M2 和社融等数据仍维持缓慢下行态势。2012 年 2 月和 5 月再次经过两轮降准后，M2 同比增速才开始于 2012 年 7 月呈现企稳回升，并在 2013 年 4 月达到 16.10% 的高点。

图表 17: 2011-2014 年无风险利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 18: 2011-2014 年社融、M2 增速



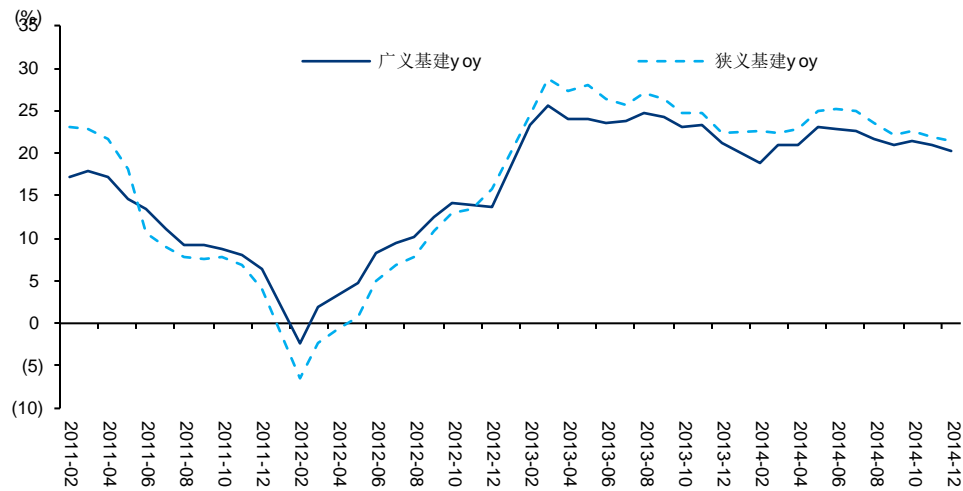
资料来源：Wind，华泰证券研究所

2012 年广义基建投资增速回升至 14%，2013-14 年重回 20% 以上，但基建刺激的局限开始显现，PPP 和海外市场逐渐被重视。2011 年广义基建投资同比增长 6.48%，2012 年 1-4 月同比增长 3.27%，基建投资呈现快速下滑。2012 年 2 月 24 日和 5 月 18 日起下调存准金率各 0.5 个百分点，6 月 8 日再次下调存贷款基准利率。而且自国家高层在 2012

年4月明确表态要“保持适度的投资规模，尽快启动一批事关全局、带动作用强的重大项目”之后，国家发改委加快重大项目审批，2012年全年广义基建投资最终实现13.70%的同比增速，并在2013年和2014年再度推升至21.21%、20.29%。

但随着国内基建存量盘子的扩大，基建投资进一步增长的局限开始体现。在空间换时间的战略指引下，政府开始积极引导国内企业关注“一带一路”海外市场和致力于推动财税金融体制改革的PPP项目。

图表 19: 2011-2014 年基建投资同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

基建订单增长分化，家装企业表现突出

建筑企业订单增长分化，增速中枢进一步下移。在该轮刺激计划中，建筑央企分化较大，其中中国中冶、中国化学等下游行业产能受制约的新签订单并未出现大幅增长，仍主要是基建企业订单增速呈现较快增长。此外，中国建筑、龙元建设等房建公司受益于保障房建设，新签订单也快速增长。此轮基建宽松周期中，除中国交建于2012年3月在A股IPO之外，新上市的主要是园林、装饰等高速成长的民营子行业。

图表 20: 2011-2014 年主要建筑企业累计新签订单及同比增速

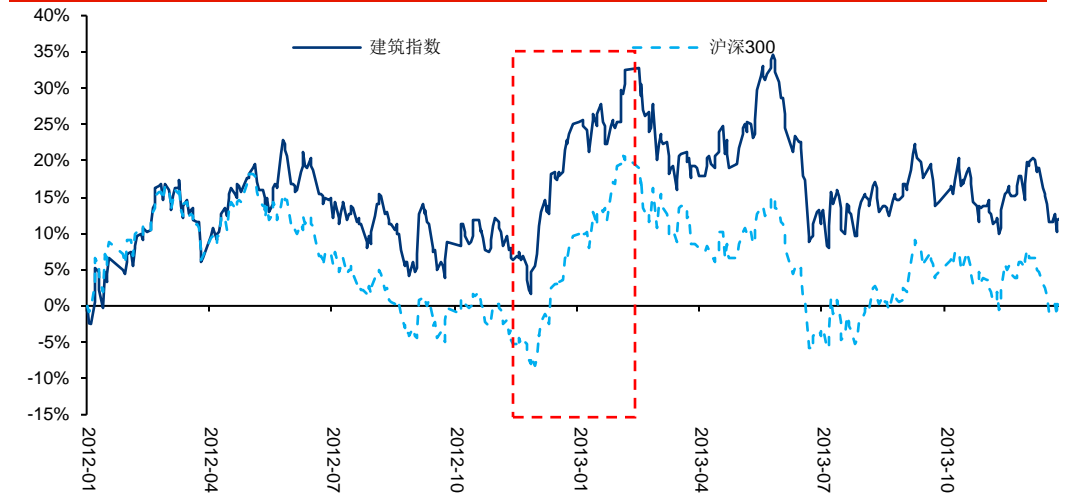
	2011 累计 (亿元)	YoY (%)	2012 累计 (亿元)	YoY (%)	2013 累计 (亿元)	YoY (%)	2014 累计 (亿元)	YoY (%)
中国建筑	8514	15%	9357	10%	12725	36%	14117	11%
中国中冶	2867	1%	2655	-7%	2553	-4%	3298	29%
中国中铁	5708	-22%	7310	28%	9297	27%	9346	1%
中国铁建	6812	-9%	7893	16%	8535	8%	8277	-3%
中国电建	1278	2%	1719	34%	2102	22%	2380	13%
中国交建	4578	11%	5149	12%	5433	6%	6084	12%
葛洲坝	725	30%	1012	40%	1191	18%	1376	16%
中国化学	1023	99%	979	-4%	820	-16%	729	-11%
四川路桥	63	7%	234	274%	342	46%	107	-69%
隧道股份	171	4%	293	71%	356	21%	305	-14%
中铁工业	517	-	700	35%	751	7%	764	2%
上海建工	978	29%	1055	8%	1186	12%	1349	14%
龙元建设	160	-30%	205	28%	263	28%	295	12%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

回顾2012年的基建刺激政策，我们发现政策在推出和执行中已开始呈现有保有压的态势。2012年3月，银监会开始推进地方全口径融资平台贷款清理，为防止和化解上一轮基建宽松导致的地方政府隐性负债问题（BT），此次基建宽松总体保持偏谨慎态势，但在财政货币政策和多个“十二五”规划的驱动下，发改委和地方政府加快项目审批，仍然有效推

升了建筑指数。2012年初建筑指数触底缓慢回升,并在Q4大幅拉升,全年指数上涨25%,跑赢沪深300 15pct。2013年上半年建筑指数继续高位运行,总体仍好于市场。

图表 21: 2012-2013 年建筑与沪深 300 定基指数对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

剔除当年新上市的个股后,2012年建筑前十领涨个股主要是装饰和路桥施工板块,其中装饰板块业绩普遍呈现较高增长,我们预计与当时地产投资高增长有关。根据国家统计局数据,2011年房地产投资同比增长27.90%,房屋竣工面积同比增长13.30%;2012年房地产投资同比增长16.20%,房屋竣工面积同比增长7.30%。“四万亿”投资新建的保障房、高铁及办公楼等推动了装饰企业的兴起。而在传统基建领域,类似2008年基建宽松周期中的表现,低PB的路桥标的在2012年仍然表现突出,其中四川路桥、中国铁建分别实现91.12%、58.18%的涨幅。而专业工程领域的中国化学尽管新签订单增速下滑,但受益于煤化工市场崛起,全年归母净利润同比增长34.48%,个股实现45.98%的涨幅,仅次于洪涛股份55.47%的涨幅。

图表 22: 2012 年全年建筑涨幅前十个股

证券代码	公司简称	上市日期	区间涨跌幅(%)	12 业绩 yoy (%)	12 业绩预测 yoy (%)	启动点 PE (ttm)	启动点 PB (ttm)
002421.SZ	达实智能	2010-06-03	101.06	73.04	58.34	43.04	2.91
600039.SH	四川路桥	2003-03-25	91.12	7.08		11.49	1.87
002081.SZ	金螳螂	2006-11-20	87.95	51.67	50.37	30.63	6.49
002375.SZ	亚厦股份	2010-03-23	82.45	41.32	56.77	24.18	3.47
600170.SH	上海建工	1998-06-23	77.00	17.65	8.97	9.44	1.03
002542.SZ	中化岩土	2011-01-28	58.86	26.92	41.47	31.70	2.19
601186.SH	中国铁建	2008-03-10	58.18	9.87	9.26	6.48	0.76
601886.SH	江河集团	2011-08-18	57.92	40.62	53.20	23.16	1.96
002116.SZ	中国海诚	2007-02-15	57.14	33.10	43.17	22.61	3.66
002325.SZ	洪涛股份	2009-12-22	55.47	50.24	53.47	33.44	3.60

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

与2008Q4类似,本轮2012Q2出台的基建宽松也出现在经济衰退后半段,推动的经济复苏和扩张周期同样延续了一年。在基建投资下滑的滞涨和衰退期,建筑板块月均绝对收益分别为-0.53%、-2.16%,相对沪深300月均超额收益分别为-0.12%、-0.36%,整体表现较差。而2012年7月后,在中部崛起若干意见和各地方出台投资计划之后,基建和专业工程快速上涨,驱动建筑板块在复苏期跑赢沪深300。

而在货币信用周期上,经过降准降息的刺激后,2012年7月开始进入宽信用区间,在宽信用时期,建筑板块获得2.05%的绝对收益以及0.89%的超额收益。

图表 23: 2011-2014 年不同经济周期建筑相对沪深 300 月均涨跌幅 (%)

	滞涨 2011.1~2011.6	衰退 2011.7~2012.7	复苏 2012.8~2012.10	扩张 2012.11~2013.9	衰退 2013.10~2014.12
建筑一级行业	-0.12	-0.36	1.40	-0.41	2.26
房屋建设	3.08	0.08	0.56	-0.15	4.35
装修装饰	-3.64	3.62	0.68	-0.41	-3.16
基础建设	-0.05	-1.23	1.76	-0.76	5.75
专业工程	0.90	-1.04	2.51	-0.39	0.33
园林工程	-5.85	2.84	0.18	0.91	-3.00

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 24: 2011-2014 年不同信用周期建筑相对沪深 300 月均涨跌幅

	紧货币紧信用 2011.1~2011.11	宽货币紧信用 2011.11~2012.7	紧货币宽信用 2012.7~2013.5	紧货币紧信用 2013.5~2014.4	宽货币宽信用 2014.4~2014.7	宽货币紧信用 2014.7~2014.12
建筑一级行业	-0.40	-0.18	0.89	-0.61	0.27	6.76
房屋建设	0.55	1.24	0.79	-0.23	-1.35	13.74
装修装饰	-0.95	5.18	1.89	-2.08	0.93	-7.82
基础建设	-0.89	-1.21	-0.45	0.40	0.40	14.76
专业工程	0.16	-1.62	2.04	-1.07	1.09	0.82
园林工程	-0.82	0.79	3.83	-1.65	0.53	-7.94

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2016: 扬帆起航

PPP 被寄予厚望, 基建投资维持 15% 增速

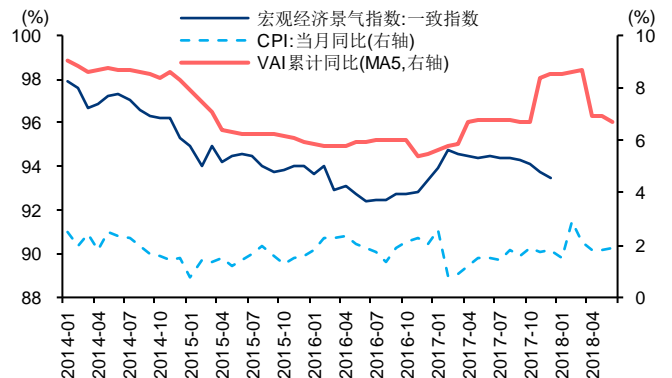
从经济周期角度看, 截至 2016Q2, 国内 GDP 增速已连续 6 个季度下滑, 从 2014Q4 的 7.2% 下降到 2016Q2 的 6.7%, 且 2016Q3 仍然维持 6.7% 的增速。自 2014 年 1 月起, 宏观经济 Wind 一致景气指数、CPI 当月同比、工业增加值 (VAI) 累计同比总体一直处于下降趋势, 经济处于衰退期。在此背景下, 自 2015 年 2 月起, 经过多次降准降息, 并有多项“十三五”规划披露出台, 2016 年 3 月国家发改委印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》。通过这些举措, 2016 年 Q2 宏观经济指数和工业增加值累计同比才重拾上升势头, 经济周期逐渐进入复苏期。

图表 25: 2014-2018 年 GDP 当季同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 26: 2014-2018 年经济景气指数、CPI 与工业增加值同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

与 2008 年通过中央财政主导的铁路投资、2012 年地方财政主导的公路投资不同, 2016 年的基建宽松主要是通过投融资方式的变革来实现, 涵盖的基建领域众多。2013 年下半年在地方政府融资平台债务风险进一步显现的背景下, 财政部和发改委在政策层面加大对 PPP 项目的支持力度, 包括发布指导意见、明确政府职能、确定示范项目、与金融机构加强沟通合作、加强国际合作等。PPP 诞生之初就被赋予了“激发市场活力、转变政府职能、优化公共服务”等诸多方面的历史使命。而 2017 年 11 月 1 日, 财政部副部长、PPP 工

作领导小组组长史耀斌在出席第三届中国 PPP 融资论坛并致辞时表示，“经过四年努力，PPP 改革取得了预期成果。”

截至 2018 年 3 月末，全国 PPP 综合信息平台项目管理库累计入库项目总数 7420 个、投资额 11.5 万亿元；其中累计落地项目总数 3324 个、投资额 5.5 万亿元，落地率 44.8%；累计已开工项目总数 1375 个，开工率 41.4%。

图表 27：2014 年-2016 年有关基建的政策及观点表态

时间	机构	事件
2014 年 9 月	财政部	发布《财政部关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》（76 号文），首次正式提出“政府和社会资本合作”的标准说法，首次专门就 PPP 模式发布框架性指导意见。
2014 年 10 月	财政部	发布“43 号文”，明确提出剥离城投公司的政府融资职能，提出“推广使用政府与社会资本合作模式”。
2014 年 11 月	财政部	颁布了《政府和社会资本合作模式操作指南（试行）》
2014 年 12 月	发改委	颁布了《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》
2015 年 1 月	全国人大常委会	预算法新规开始执行，切断了隶属于政府的融资平台公司特别是城投公司依靠土地和政府及财政信用融资的渠道，进一步强化了 43 号文件促进 PPP 模式参与基础设施和公共服务运营的精神，进一步为 PPP 推波助澜。
2015 年 3 月	央行	金融机构准备金率分四次共下调 2.5%，以刺激经济增长
2015 年 3 月	-8 央行	分四次下调存贷款基准利率，共下调 1%，以刺激经济增长
2015 年 3 月	发改委、外交部和商务部联合	共同发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》
2015 年 3 月	发改委联合国开行	发布《关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知》，要求加强与开发银行等金融机构的沟通合作，及时共享 PPP 信息
2015 年 4 月	财政部	印发《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》，要求财政部门在识别和测算 PPP 项目全生命周期过程的财政支出责任后，采用定量和定性分析方法进行财政承受能力评估。
2015 年 4 月	财政部、发改委、住建部等六部委联合	发布《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，明确界定了特许经营的定义、适用范围、合作形式和期限，重点强调了财政预算制度对于特许经营活动的约束、项目前期融资方案的制定和创新融资渠道，并规定绩效评价强化对项目运营的监管。
2015 年 5 月	财政部、发改委、央行三部门联合	发布《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见》，并由国务院转发，《意见》放开了融资平台参与地方政府 PPP 项目的限制，规定融资平台公司满足一定条件时，可作为社会资本参与当地政府和政府和社会资本合作项目，通过与政府签订合同方式，明确责权利关系。
2015 年 5 月	发改委	在其门户网站上开辟 PPP 项目库专栏，公布首批推介项目，共计 1043 个，总投资 1.97 万亿元
2015 年 7 月	金砖国家新开发银行	金砖国家新开发银行成立有助于缓解新兴市场和发展中国家的基础设施融资瓶颈，促进可持续发展
2015 年 12 月	财政部	发布《关于实施政府和社会资本合作项目以奖代补政策的通知》，出台示范项目以奖代补政策，规范 PPP 项目运作，提高财政资金使用效率。
2015 年 12 月	亚洲基础设施投资银行	亚洲基础设施投资银行正式成立
2016 年 3 月	财政部	首只国家级 PPP 引导基金——中国政府和社会资本合作融资支持基金创立大会暨第一次股东大会成功在京召开，将强化杠杆和导向作用，吸引社会资本基金参与 PPP 项目
2016 年 3 月	发改委	发改委交通运输部印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，要求加大对交通重大工程建设的资金保障，加快推进投融资体制改革

资料来源：政府各部委官网，华泰证券研究所

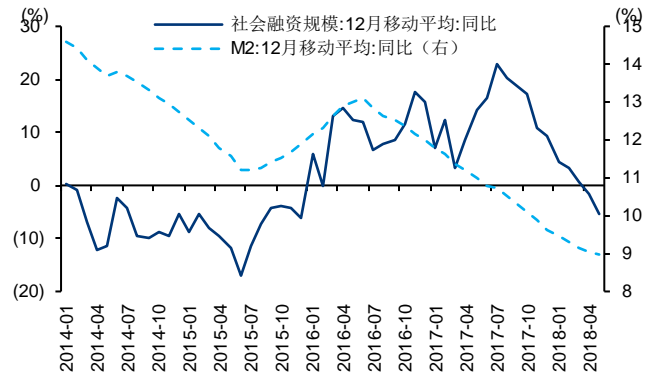
表现在信用周期上，自 2014 年 7 月进入到宽货币时期，2015 年 2 月至 2016 年 2 月，共降准 6 次、降息 5 次，一年期无风险利率快速下降到 2015 年 6 月的最低点 1.77%，此后直到 2016 年年底，利率在 2%-2.5% 区间低位震荡。而由于 2015 年 6 月开始的股灾，使得这一系列的降准降息政策，直到 2016 年 Q2 初，才通过 PPP、棚改等信用创造真正进入宽信用时期。

图表28: 2014-2018年无风险利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

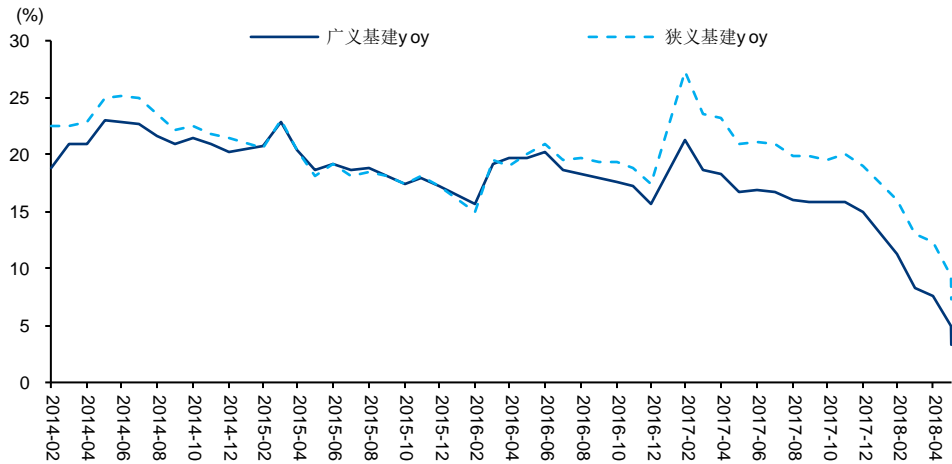
图表29: 2014-2018年社融、M2增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

从基建投资增速来看, 2014年广义基建投资同比增长20.29%, 狭义基建同比增长21.50%。2015年广义和狭义基建分别同比增长17.29%/17.20%, 基建投资同比增速有所下滑, 但由于2015年房地产投资增速仅有1%大大低于预期, 增大了经济增长压力。受益于2016年3月提出重大交通基础设施规划和PPP的全面推广, 2016年、2017年广义基建投资分别同比增长15.71%、14.93%, 狭义基建增速分别高达17.40%、19.00%。

图表30: 2014-2018年基建投资同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

基建集中度大幅提升, 去杠杆孕育新生

随着地产投资增速中枢在“十二五”期间出现下移, 房建产业链企业面临一定的增长压力。相对应的, 建筑企业开始借助PPP的机遇, 集中转向基建市场, 而PPP项目的大规模、带融资、政府业主等特征又必然导致订单向上市公司等建筑龙头企业集中。建筑央企和地方国企凭借着天然的融资、业主优势, 在基建市场的集中度大幅提升, 2016年和2017年龙头建筑央企新签订单连续两年实现20%左右的增幅。

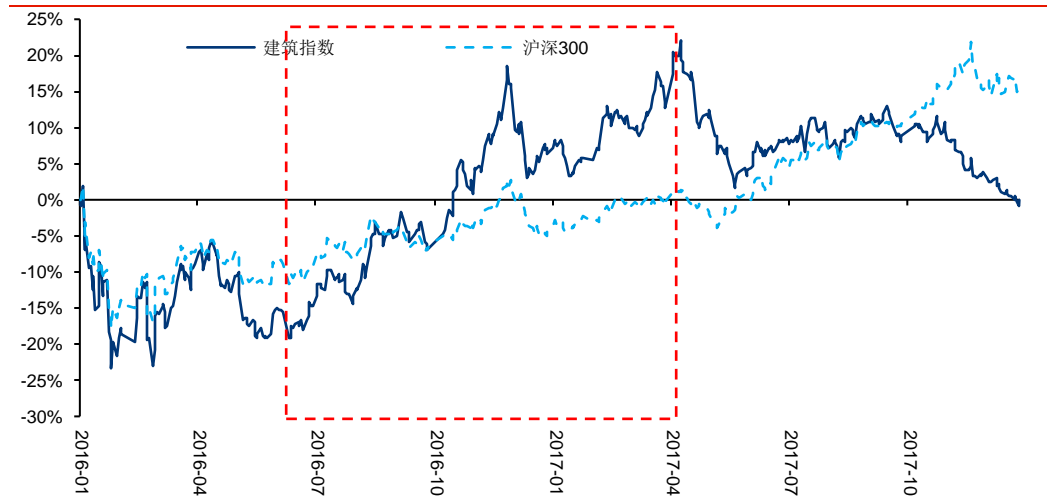
但经过2016年的快速扩张后, 2017年192号文开始要求央企PPP净投资必须控制在净资产50%以内, 2018年23号文开始从国有金融机构和地方政府的角度规范PPP运行, 建筑央企和地方国企18H1新签订单增速呈现显著放缓。

图表 31: 2015-2018 年主要建筑企业累计新签订单及同比增速

	2015 累计 (亿元)	YoY (%)	2016 累计 (亿元)	YoY (%)	2017 累计 (亿元)	YoY (%)	18H1 累计 (亿元)	YoY (%)
中国建筑	15129	7%	18611	23%	22216	19%	12140	2%
中国中冶	4016	22%	5024	25%	6028	20%	3171	6%
中国中铁	9570	2%	12350	29%	15569	26%	6347	13%
中国铁建	9488	15%	12191	28%	15083	24%	6090	10%
中国电建	3278	38%	3610	10%	4068	13%	2164	-5%
中国交建	6503	7%	7308	12%	9000	23%		
葛洲坝	1816	32%	2136	18%	2260	6%	1199	-5%
中国化学	630	-14%	705	12%	951	35%	801	72%
四川路桥	198	85%	199	0%	475	139%	430	106%
隧道股份	344	13%	487	42%	653	34%	245	5%
上海建工	1351	0%	2150	59%	2581	20%	1435	4%
龙元建设	245	-17%	378	54%	495	31%	185	9%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我们定义 2016 年 6 月至 2017 年 4 月 11 日板块高点为此轮基建刺激的市场反应阶段。期间，建筑指数上涨 44.85%，远远超过沪深 300 的同期涨幅 11.29%，并按照“业绩弹性-估值-商业模式”的顺序在板块内部轮动。通过此轮基建宽松，建筑股均实现了可观的超额收益。但在随后的 PPP 规范和信用紧缩周期内，建筑股发生了较大幅度调整。

图表 32: 2016-2017 年建筑与沪深 300 定基指数对比

资料来源：Wind，华泰证券研究所

剔除该期间新上市的个股后，2016 年 6 月至 2017 年 4 月高点，建筑涨幅前十的个股主要是园林及国际工程。其中园林板块受益于 PPP，业绩呈现高速增长，蒙草生态、美晨生态、东方园林等民企园林龙头 2016 年归母净利润翻番，对应的区间涨幅也实现翻番。国际工程及大建筑板块受“一带一路”催化和 PPP 订单集中度提升，涨幅靠前。此轮低 PB 个股仍然得到市场青睐，尽管中国化学、中国建筑、中国铁建等个股在 2016 年 6 月初启动点的 PB (LF) 并未低于 1，但仍是建筑板块 PB 最低的三只个股，也因此在此后的基建宽松周期内分别上涨 69.35%、97.32%、42.57%。

图表 33: 2016.06-2017.04 建筑涨幅前十个股

证券代码	公司简称	上市日期	区间涨跌幅(%)	16 业绩 yoy (%)	16 业绩预测 yoy (%)	启动点 PE (ttm)	启动点 PB (ttm)
300355.SZ	蒙草生态	2012-09-27	138.05	113.13	33.56	58.00	3.26
600068.SH	葛洲坝	1997-05-26	125.14	26.55	25.01	9.67	1.32
300237.SZ	美晨生态	2011-06-29	115.43	113.59	59.52	31.93	3.29
002310.SZ	东方园林	2009-11-27	111.22	115.23	67.71	37.83	3.76
000928.SZ	中钢国际	1999-03-12	105.01	8.65	35.16	15.87	2.60
000065.SZ	北方国际	1998-06-05	104.74	53.54	44.86	34.45	3.99
601668.SH	中国建筑	2009-07-29	97.32	14.61	12.83	6.09	1.02
002542.SZ	中化岩土	2011-01-28	83.91	9.46	54.78	58.69	5.19
600477.SH	杭萧钢构	2003-11-10	77.97	272.38	115.94	51.94	4.44
600970.SH	中材国际	2005-04-12	76.21	-23.02	25.64	16.66	1.77

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

在与经济周期和信用周期的匹配上, 2014年1月至2016年2月的衰退期间, 建筑板块月均绝对收益为2.03%, 相对沪深300月均超额收益为1.13%, 表现较好, 我们认为主要是该期间基建投资增速总体仍然较高。而2016年3月进入基建投资驱动的复苏期内, 建筑板块绝对收益2.27%, 低于沪深300月均0.13pct。

图表 34: 2014-2018 年不同经济周期建筑相对沪深 300 月均涨跌幅

	衰退	复苏	扩张	滞涨
	2014.1~2016.2	2016.3~2016.6	2016.7~2017.3	2017.4~2018.6
建筑一级行业	1.13	-0.13	2.62	-2.24
房屋建设	1.31	-1.13	6.16	-1.50
装修装饰	-0.46	0.86	-0.51	-2.69
基础建设	2.35	-0.95	2.71	-2.31
专业工程	0.56	0.49	1.49	-2.28
园林工程	-0.61	3.44	1.24	-2.42

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

建筑一级行业在2014-2016年的紧信用区间, 绝对月均收益6.24%, 相对收益1.72%。在2016年6月至2017年10月的宽信用时期, 建筑板块获得3.69%的绝对收益以及0.59%的超额收益。

图表 35: 2014-2018 年不同信用周期建筑相对沪深 300 月均涨跌幅

	紧货币宽信用	紧货币紧信用	宽货币紧信用	宽货币宽信用	紧货币宽信用	紧货币紧信用	宽货币紧信用
	2014.1~2014.4	2014.4~2014.7	2014.7~2016.6	2016.6~2017.1	2017.1~2017.10	2017.10~2018.2	2018.2~2018.6
建筑一级行业	-0.37	0.27	1.45	2.25	-1.66	-3.48	-1.16
房屋建设	0.70	-1.35	1.37	7.29	-1.51	-1.50	-1.13
装修装饰	-2.29	0.93	0.06	-1.34	-2.22	-4.03	-1.65
基础建设	0.76	0.40	2.25	2.55	-2.26	-3.50	-0.83
专业工程	-0.41	1.09	0.78	0.28	-1.01	-4.12	-0.83
园林工程	-4.00	0.53	1.08	-0.34	0.41	-4.83	-2.07

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

小结: 基建宽松慢即是快, 高成长低 PB 共舞

总结 2008 年以来的三次基建宽松, 我们认为基建宽松往往发生在内外部宏观环境均存在压力时, 但具体刺激方式并不完全相同, 2008 年的基建宽松表现为中央财政主导, 结束后催生了消费升级大牛市; 2012 年为地方和企业投资主导, 结束后催生了新经济大潮; 2016 年为投融资体制方式的变革, 目前仍处于规范推进中。三次基建宽松都致力于使国内经济增长方式跳出传统的发展方式, 为转型升级赢得了时间。我们认为基建宽松并非洪水猛兽, 只要运用得当, 仍然是驱动经济高质量发展的重要支撑力量。

具体来看, 我们认为: (1) 发生的条件主要是和经济增长挂钩, 当观察到 GDP 增速连续六个季度下滑时, 基建投资作为经济增长的重要方式之一, 往往成为重要的政策工具, 即

衰退阶段容易发生基建宽松；(2) 基建宽松的措施，表现为财政和货币政策的互相配合，其中积极的财政政策和宽货币环境必不可少；(3) 基建宽松之后，往往表现为基建投资和建筑企业订单的跃升，但基建投资增速中枢有所下移；(4) 二级市场上，建筑指数在宽松周期均具有 30% 以上涨幅，持续周期在 9 个月以上。个股层面，业绩高成长和低 PB 个股均具有较好的机会。

图表 36: 2008 年以来三次基建宽松特征比较

	2008 年	2012 年	2016 年
1、建筑指数上升期间	2008.11-2009.07	2012.01-2013.02	2016.06-2017.04
2、指数涨跌幅（相对沪深 300）	105%（-26%）	33%（14%）	45%（34%）
3、宏观情境描述	GDP 增速连续六个季度下滑 积极的财政政策 适度宽松的货币政策，	GDP 连续六个季度下滑 积极的财政政策 稳健的货币政策，	GDP 连续六个季度下滑 积极的财政政策要加大力度 稳健的货币政策灵活适度
4、所处经济周期描述	衰退-复苏	衰退-复苏-扩张	复苏-扩张
5、所处信用周期描述	宽货币紧信用-宽货币宽信用-紧货币宽信用	宽货币紧信用-紧货币宽信用	宽货币紧信用-宽货币宽信用-紧货币宽信用
6、广义基建投资增速描述	2008 年 23% 2009 年 42%	2012 年 14% 2013 年 21%	2016 年 15% 2017 年 14%
7、建筑企业订单增速	高增速延续三年	高增速延续两年	高增速延续两年
8、领涨股特征	国际工程（高成长） 地方国企（低 PB）	装饰（高成长） 路桥国企（低 PB）	园林（高成长） 大建筑（低 PB）

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2018：基建宽松主线渐趋明显

三重维度再看当前基建机会

毫无疑问，我们认为近期基建股的大幅上涨是对政策转向的反馈，但市场投资者对当前政策的转向仍存在相当大的不确定和不信任。我们路演沟通中得到的反馈，更多时候可能是一种规范性问题，而非实证性，即政策到底应该如何，而现实问题是如果发生了这种政策的变化，作为市场投资者应如何应对。

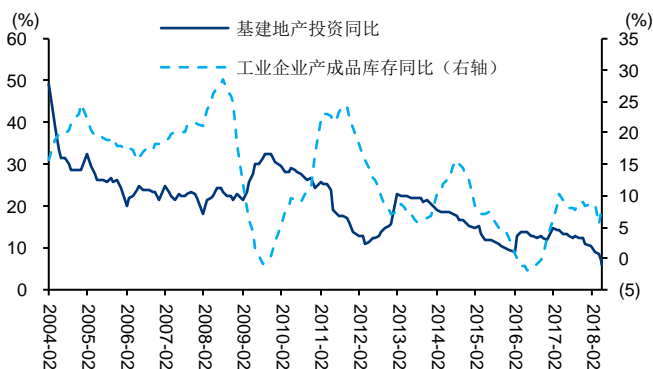
我们总体结论是，下半年围绕基建投资的修复，市场有望在摇摆不定中逐渐确认基建估值修复行情的延续性。根据我们在再谈建筑研究方法论之六《盈虚有时，三重维度复盘建筑轮动》中的分析，我们总结认为：（1）下半年经济或由滞涨期进入衰退期，紧信用周期逐渐进入尾声，建筑板块相对收益将逐渐转好，基建有望在7月率先触底；（2）季度历史复盘显示，若Q3建筑板块逐渐企稳回升，Q4可以继续乐观一些。

具体来看，经济周期角度上，自2017Q1以来，不变价GDP当季度同比增速分别为6.9%、6.9%、6.8%、6.8%、6.8%、6.7%，呈现缓慢下行态势，尽管中间有多个走平阶段，但总体已有六个季度。且根据国家发改委在促进就业有关工作情况专题新闻发布会上的披露，2018年6月全国城镇调查失业率为4.8%，全国城镇调查失业率要控制在5.5%以内的目标需要GDP增速保持在6.5%左右，稳增长调结构仍然不可或缺。

由于宏观经济Wind景气一致指数不再公布，我们通过工业增加值累计同比及CPI当月同比数据判断经济当前所处阶段。2018年6月CPI同比增长1.90%，较5月的增速1.80%有所回升，1-6月工业增加值累计同比6.70%，较1-5月的增速6.90%有所回落，因此总体仍较大概率处于滞涨（收缩期）和衰退（萧条期）临界阶段。

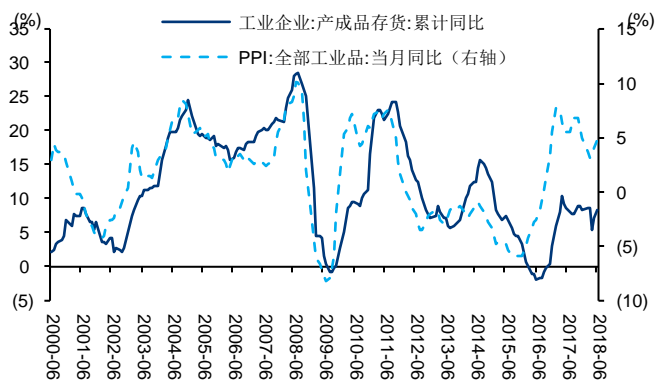
从库存周期与投资周期来看，2009年以来工业库存周期主要受基建和房地产投资周期的推动，一般滞后投资周期1-2年。而从2017年以来，基建和地产投资增速开始持续下滑，至2018年初跌破两位数增速，2018年上半年二者合计同比增长5.90%，为2004年以来最低，且2016年以来工业产成品存货受价格因素影响大，我们预计随着投资周期的后移和价格回落，主动去库存或将进一步增大经济增长压力。

图表 37：2004 年以来投资周期与库存周期波动



资料来源：Wind，华泰证券研究所

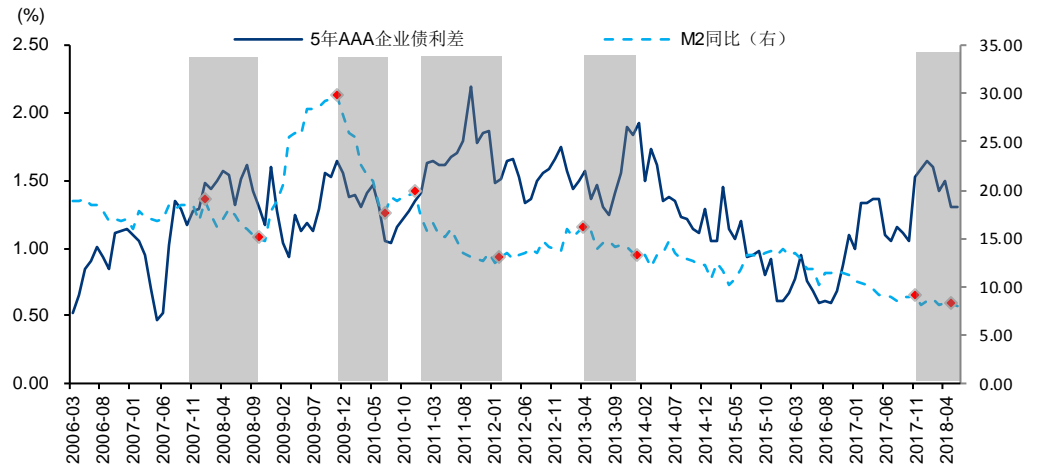
图表 38：工业库存周期与工业品价格走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

而在信用周期上，我们参考历史统计情况，预计此次紧信用周期或维持一年，2018Q4有望迎来好转。当前市场的分歧也在于对宽货币向宽信用转换能否成功存在一定怀疑，而通过基建、房地产等渠道释放信用还是通过其他产业渠道释放，也面临一定的争论。近期央行鼓励商业银行购买产业债和信用债等有望加快宽信用周期的到来。事实上，我们在前文的总结发现，每一次基建宽松实际上是信用在基建领域的派生过程。

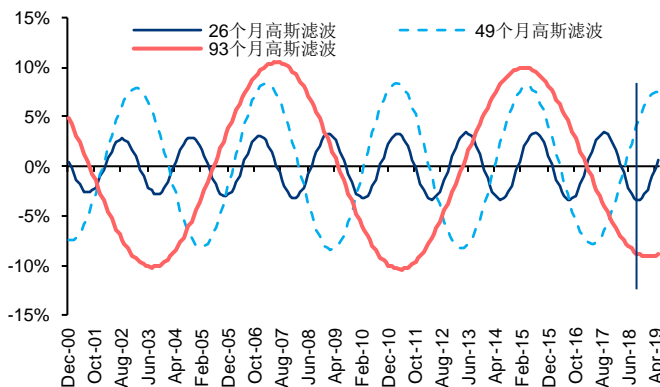
图表 39: 信用利差与 M2 同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

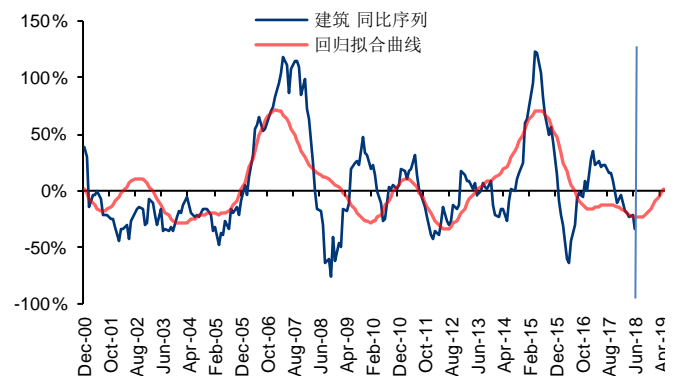
从不同的周期长度来看,当前处于 26 月周期和 93 月周期的底部区间, 49 月周期的上行期, 仍处于板块震荡阶段, 利率和信用的边际改善容易引发估值修复行情。量化周期角度看, 我们发现 A 股建筑指数存在最显著的三个驱动周期分别为 26 个月、49 个月和 93 个月, 与华泰金工团队发现的 A 股共同周期 21 个月、44 个月和 100 个月基本接近。类似 2006 年和 2014 年, 只有当三周期均处于上行期时, 板块呈现牛市行情, 其他时间处于震荡。具体来看, 当前处于 26 月周期中 2017 年 9 月顶部以来的第 11 个月, 93 月周期中 2015 年 3 月顶部以来的第 41 个月, 二者均十分接近半数, 即底部区间。我们认为基建/房建/工建有望依次在今年 7 月/10 月/19 年 1 月触底回升, 若建筑指数在今年 Q3 触底企稳, 我们预计 Q4 可以继续乐观一些。

图表 40: 建筑指数序列不同周期频谱



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 41: 建筑指数同比序列以及拟合曲线



资料来源: Wind、华泰证券研究所

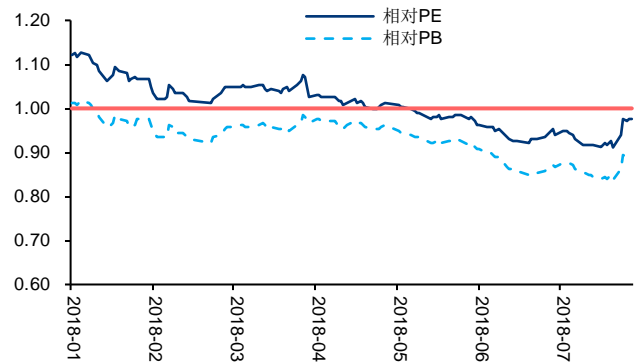
基于如上经济周期/信用周期/量化周期三重维度分析的结论, 我们认为建筑板块尤其是基建板块有望率先触底回升。反应在市场估值上, 我们“神奇的 1”指标再次发挥作用。自我们在 7 月 1 日外发再谈建筑研究方法论之六《盈虚有时, 三重维度复盘建筑轮动》以来, 建筑指数触底回升, 截至 7 月 27 日收盘, 本月建筑板块指数上涨 6.04%, 苏交科、四川路桥分别上涨 20%、19%。建筑相对沪深 300 的 PE 比值自今年 5 月跌破 1 倍后, 近期企稳并快速拉回至接近 1, 截至 2018 年 7 月 27 日收盘, 建筑相对沪深 300 的 PE 比值为 0.97, 建材相对比值为 0.89。我们相对看好下半年基建投资回升, 因此预计相对沪深 300 的比值有望保持回升态势。

图表42: 1995年以来建筑PE相对沪深300PE



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表43: 2018年以来建筑相对沪深300PE比和PB比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

政策信用改善, 基建投资有望企稳

政策信号趋于明显, 扶贫与环保是重点

政策连续演变, 基建宽松的信号越来越明晰。自今年4月末政治局会议以来, 扩大内需包括有效投资的主线越来越明确。根据国家发改委在促进就业有关工作情况专题新闻发布会上的披露, 全国城镇调查失业率要控制在5.5%以内的目标, 需要GDP增速保持在6.5%左右。在贸易战等宏观背景下, 我们认为GDP增长压力逐渐加大, 而防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战仍是重点任务, 因此下半年我们认为通过基建宽松赢得高质量增长转型的可能性仍大, 重点关注农村交通、环保、中西部基础设施领域机会。

图表44: 2018年有关基建的政策及政治表态

时间	机构	事件
2018年1月	央行	对普惠金融领域贷款余额或增量达到一定标准的商业银行降准0.5%-1%, 释放流动性约4500亿元。
2018年4月	中共中央政治局	政治局会议首提“持续扩大内需”, 强调货币政策要“注重引导预期”。
2018年4月	央行	对大型金融机构降准1%, 定向降准置换9000亿元MLF, 同时释放增量资金约4000亿元。
2018年6月	央行	扩大MLF担保品范围至AA级债券; 指出“人民银行始终高度重视外部冲击的影响, 将前瞻性地做好相关政策储备”
2018年7月	国家发改委、证监会等六部门	发布《关于做好市场化债转股意向企业信息填报展示相关工作的通知》, 鼓励发展前景良好但遇到暂时困难的优质企业通过报送平台发布意向信息
2018年7月	央行	对国有大型商业银行、股份制商业银行、邮储、城商行等定向降准0.5个百分点, 用于支持市场化“债转股”和小微企业融资, 释放流动性约7000亿元。
2018年7月	国务院	国常会要求积极财政政策要更加积极, 稳健的货币政策要松紧适度
2018年7月	央行	开展5020亿元一年期中期借贷便利(MLF)操作, 利率3.30%与上次持平, 对冲到期1700亿元, 净投放3300亿元

资料来源: 政府各部门官网, 华泰证券研究所

当前市场对基建宽松的担忧主要在于基建加杠杆与宏观去杠杆的矛盾。在市场逐渐习惯了“去杠杆”的预期之后, 对于基建等加杠杆政策仍然存在诸多疑虑。但根据中国社会科学院数据, 2017年政府部门杠杆率比2016年低0.4个百分点, 连续3年回落, 今年一季度进一步回落0.7个百分点。其中中央政府2017年杠杆率上升0.3pct至16.4%, 地方政府杠杆率下降0.7pct至19.9%。我们认为当前已进入“稳杠杆”阶段, 此前“去杠杆”背景下部分区域在基建等固定资产投资上是不及预期的, 近期发改委投资司调研北京、上海、浙江基础设施投融资情况, 新疆等地部分停工项目复工, 政策层面显现一定的向好态势, 因此我们认为下半年基建投资有望企稳回升。

图表45: 2018年上半年GDP与固定资产投资增速比较

	GDP 增速			固定资产投资增速		
	18H1 实际增速	18 年目标增速	17 年实际增速	18H1 实际增速	18 年目标增速	17 年实际增速
北京	6.8	6.5	6.7	-9.6		5.3
天津	3.4	5.0	3.6	-17.3	6.0	0.5
河北	6.5	6.5	6.7	5.2	6.0	5.3
山西	6.8	6.5	7.0	-19.5	9.0	6.3
内蒙古	4.9	6.5	4.0	-38.4		-7.2
辽宁	5.6	6.5	4.2	12.1	10.0	0.1
吉林		6.0	5.3	-1.5		1.4
黑龙江		6.0	6.4	0.3		6.2
上海	6.9	6.5	6.9	6.0		7.2
江苏	7.0	7.0	7.2	5.3	6.5	7.5
浙江	7.6	7.0	7.8	5.7		8.6
安徽	8.3	8.0	8.5	11.8	10.5	11.0
福建	8.2	8.5	8.1	13.4	13.0	13.9
江西	9.0	8.5	8.9	11.7	11.0	12.3
山东	6.6	7.0	7.4	6.1		7.3
河南	7.8	7.5	7.8	9.3	8.0	10.4
湖北	7.8	7.5	7.8	10.5		11.0
湖南	7.8	8.0	8.0	10.3	11.5	13.1
广东	7.1	7.0	7.5	10.1	10.0	13.5
广西	6.2	7-7.5	7.3	11.5	12.0	12.8
海南	5.8	7.0	7.0	-4.8	10.0	10.1
重庆	6.5	8.5	9.3	5.5	9.0	9.5
四川	8.2	7.5	8.1	11.0	10.0	10.6
贵州	10.0	10.0	10.2	17.4	17.0	20.1
云南		8.5	9.5	11.0	16.0	18.0
西藏		10.0	10.0	14.1	18.0	23.8
陕西	8.6	8.0	8.0	12.9	10.0	14.6
甘肃	5.0	6.0	3.6	-9.0	7.0	-40.3
青海	5.9	7.0	7.3	-2.6	7.0	10.5
宁夏	7.7	7.5	7.8	-18.4	7.0	3.0
新疆		7.0	7.6	-48.9	15.0	20.0

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

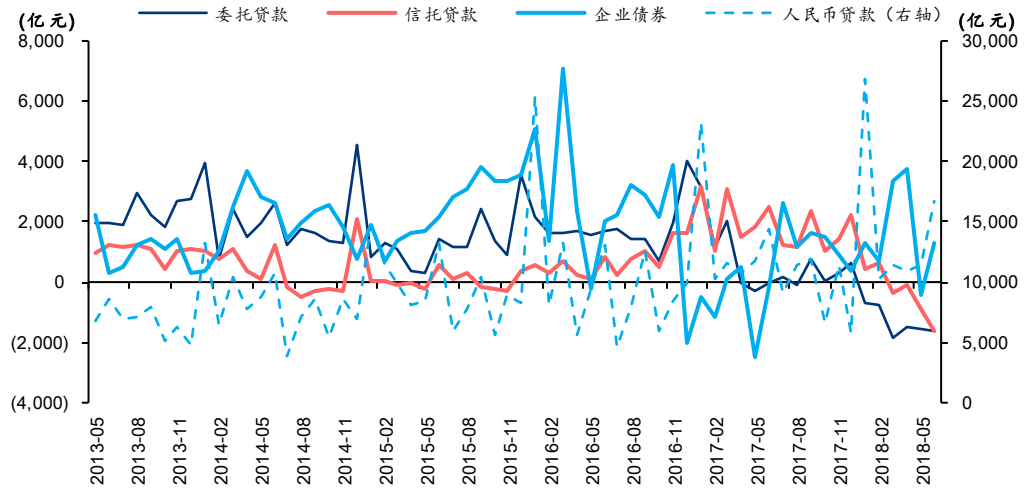
非标融资有待企稳, 信贷创造仍是关键

资金供给角度看, 基建融资来源中贷款回升和债券发行仍是主趋势, 非标融资预期企稳有望增加基建融资来源。今年年初我们在再谈建筑研究方法论之五《拨开迷雾, 再看基建房建工建空间》中深入分析了基建融资来源的各种途径, 认为国内贷款和预算内资金将是主要增长部分, 占比六成的自筹资金增长需要观察非标融资企稳。

Wind 数据显示, 今年 1-6 月社融同比增长 9.8%, 前值 10.3%, M2 同比增长 8.0%, 前值 8.3%, 紧信用对基建投资的制约仍然突出。其中 6 月社融新增对实体经济人民币贷款 1.67 万亿元, 上半年累计增加 8.76 万亿元, 同比增长 6.7%, 高于 1-5 月的 4.8%; 企业债券当月净增加 1300 亿元, 扭转了 5 月减少的态势。但非标融资仍呈现大幅减少, 6 月当月委托贷款减少 1642 亿元, 今年以来持续减少; 信托贷款减少 1623 亿元, 较 5 月 904 亿元减少额增加 719 亿元, 较 5 月减少规模继续增加。尽管今年 1-6 月全国一般公共预算支出同比增长 7.8%, 但当前制约基建投资的广义信贷指标双双出现回落。

而资管新规细则的出台尽管仍然强调打破刚兑、消除嵌套等原则, 金融去杠杆方向未变, 但在过渡期内非标投资、执行节奏与力度上有所放宽, 我们预计上半年非标融资急剧下滑的趋势有望在下半年得到缓解。

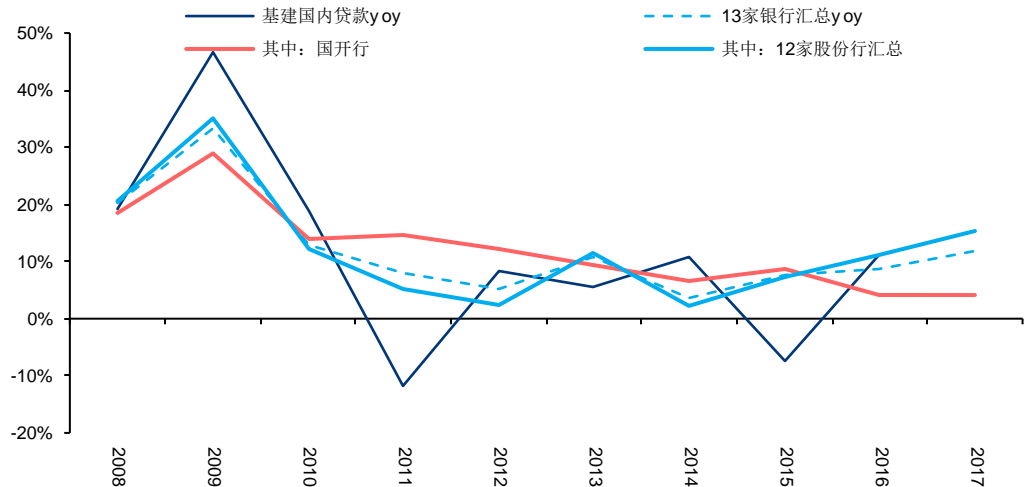
图表46: 社融中不同类型融资规模当月变动



资料来源: Wind、华泰证券研究所

此外,在贷款层面,我们统计了2008-2017年广义基础设施融资中来源于国内贷款部分的同比增速,以及国开行、五大国有商业银行和七家已上市股份制银行投向基础设施领域的贷款增速。我们发现2008/2012年两轮基建宽松周期,几乎所有银行的基建贷款增速都快速上行,但在2016年的这一轮基建宽松周期,国开行基建贷款增速并不高,维持在4%左右增速,我们预计若基建再宽松,国开行信贷创造或仍有一定的空间。

图表47: 基建国内贷款与银行层面基建贷款同比增速



注: 12家股份行除工农中建交五大国有商业银行外,还包括招商、浦发、兴业、中信、民生、光大、平安等七家股份行。

资料来源: Wind、华泰证券研究所

我们估算2018年上半年广义基建投资同比增长3.31%,狭义基建投资同比增长7.30%,根据我们在《拨开迷雾,再看基建房建工建筑空间》和2018年中期策略报告《内需看化建/家装,基建待融资改善》中的估计,从资金来源角度,2018年乐观/中性/悲观情景下基建固定资产投资分别为19.80/19.19/18.54万亿元,分别同比增长13.33%/9.83%/6.14%。从需求角度看,我们预计2018年传统重点基建领域(交通运输、水利、电源)合计投资为4.86万亿元,同比增长10.01%,广义基建投资预计19.42万亿元,同比增长12.20%。目前Wind一致预期显示,2018年固定资产投资预期同比增长5.8%,M2同比增长8.4%,而2018年上半年固定资产投资同比增长6%,M2同比增长8%。若2018年广义基建投资占固定资产投资比重上升1.5pct至29%,那么广义基建投资同比增速有望达到11.59%。

因此,我们参考历史三次基建宽松情况,设定2018年全年广义基建投资同比增速在0-5%为悲观情境,即基建宽松并未有实质性体现,这种情境下基建板块估值修复行情较难延续;

基建增速在 6-10%，我们预期对基建投资估值修复行情将有强力支撑，继续看好本轮基建行情；若广义基建投资增速在内外部压力下继续上升至 11%（含）以上，我们预期基建板块将持续超市场预期。考虑到基建融资来源的不确定性和近期政策层面的改善，我们当前认为 2018 年全年发生中性情景的概率较高，继续看好基建板块。

图表 48：不同情景下基建投资增速及影响

	乐观情景	中性情景	悲观情景
广义基建投资增速	11%以上	6%-10%	5%以下
预计发生概率	20%	60%	20%
情景说明	GDP 和就业压力继续加大 非标融资回升 基建信用大幅改善	GDP 和就业压力一般 非标融资企稳 基建信用改善	GDP 和就业持续乐观 非标融资继续大幅收紧 基建信用紧缩
龙头企业基本面	18 年订单增长 15%以上	18 年订单增长 5-15%	18 年订单增长 5%以下
基建指数预测	最低点 50%以上涨幅	30%左右	震荡走低

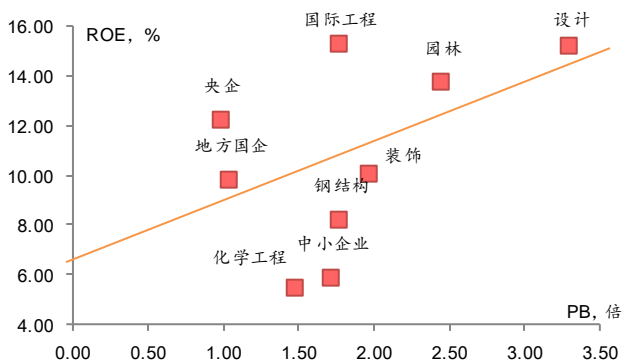
资料来源：华泰证券研究所

投资建议：首选高成长设计与低 PB 基建

基建宽松信号持续显现，继续保持相对乐观，推荐高成长设计（苏文科）和低 PB 路桥（四川路桥、中国铁建、葛洲坝），中长期继续关注中国化学与金螳螂。我们总体认为尽管“去杠杆”的大方向未变，但近期监管力度及信用环境呈现边际放松，内外需均承压背景下，基建托底宽松预期继续提升。而截至 2018 年 6 月末，我们根据 wind 统计的公募基金重仓建筑仓位比例仅为 0.79%，环比下降 0.47pct，低配比例 2.84%。参考历史三次基建宽松复盘，重点推荐低 PB 的基建品种、业绩弹性大的设计龙头。若信用环境超预期改善，可适当关注环保属性强和业绩有望高成长的园林细分品种。

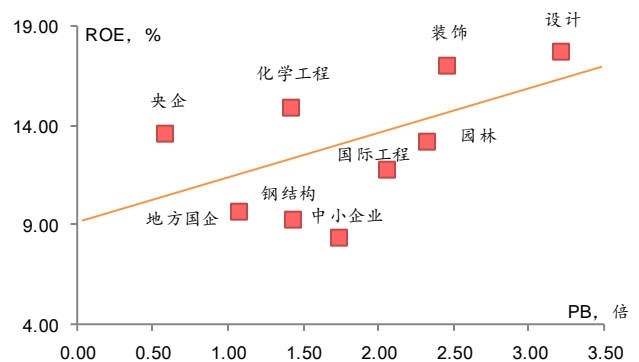
2018 年以来，建筑相对沪深 300 的 PE 比值再次跌破 1 倍，距离最近一次跌破 1 倍的 2014 年已过去四年，2014 年相对估值跌破 1 之后，尽管未出现大幅的基建宽松，但在沪港通、一带一路、国企改革、流动性宽松等诸多因素共同作用下催生了 2014 年 Q4 的历史性大行情。与 2014 年 6 月相比，今年 6 月末建筑二级板块 ROE 水平有所不同，央企、化学工程、装饰和设计板块 ROE 总体较高，当前时点除关注苏文科等高成长设计板块外，还可以重点关注 PB 低于 1 的建筑央企中国铁建、葛洲坝以及地方国企四川路桥，以及较高 ROE 的装饰（金螳螂）、化学工程（中国化学）等。

图表 49：2014 年 6 月 30 日建筑二级板块 PB-ROE



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 50：2018 年 6 月 30 日建筑二级板块 PB-ROE



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

地方政府去杠杆和中央基建投资低增长，导致基建宽松不及预期：目前市场预期2018年地方政府去杠杆和央企去杠杆仍将继续进行，若地方政府去杠杆导致基建项目推进力度放缓，或中央政府投资基建动力不足，将使得本轮基建宽松不及预期。

市场系统性风险：本文的经济周期、货币信用周期等都依赖于一定的指标条件，应用本文的结论时应当注意适用条件和范围。我们在本文提出的相关量化结论主要基于历史数据模型，如若发生系统冲击比如较大的市场系统性危机时，可能导致相关结论并不准确。

历史统计规律失效：本文的逻辑推演和数据验证以历史数据为统计基础，但金融市场的表现是复杂高维的，而且新的政策环境和宏观变量可能导致未来发展并不会只是简单的历史重复，因此历史发生的结论并不必然意味着未来也将如此，即历史统计规律也可能失效。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com