

政治局会议定调基建回暖，PPP龙头迎配置良机

——建筑行业 事件点评

2018年8月1日

看好/维持

建筑

事件点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031

事件：

7月31日中央政治局会议明确下半年要保持经济社会大局稳定，深入推进供给侧结构性改革，打好“三大攻坚战”，加快建设现代化经济体系，推动高质量发展，任务艰巨繁重。要坚持稳中求进工作总基调，保持经济运行在合理区间，加强统筹协调，形成政策合力，精准施策，扎实细致工作。

会议要求：

- ◆ 下半年要保持经济社会大局稳定，深入推进供给侧结构性改革，打好“三大攻坚战”，要做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。
- ◆ 保持经济平稳健康发展，坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，提高政策的前瞻性、灵活性、有效性。财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用。要把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕。把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度，增强创新力、发展新动能，打通去产能的制度梗阻，降低企业成本。要实施好乡村振兴战略。推动共建“一带一路”向纵深发展。
- ◆ 把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合起来，坚定做好去杠杆工作，把握好力度和节奏，协调好各项政策出台时机。要通过机制创新，提高金融服务实体经济的能力和意愿。
- ◆ 加大基础设施领域补短板的力度，实施好乡村振兴战略；推动共建“一带一路”向纵深发展
- ◆ 下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制

观点：

1. “积极财政”+“稳健货币”+“补短板”：下半年基建投资将显著回升

(1) 目前我国基础设施人均资本存量仍只有发达国家的20%至30%，西部省份和贫困地区交通、通信、水利等重大基础设施仍很薄弱，铁路、公路路网密度仅相当于全国平均水平的一半，即所谓“短板”。政治局会议提到财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用，货币保持流动性合理充裕，为后续政策宽松、一揽子基建投资创造环境。7.26 总理视察川藏铁路并发表重要讲话要扩大有效投资、加快中西部基建、缩小与东部发展差距，政治局会议则是一锤定音确定了下半年基建投资将显著回升。

(2) 2018年初以来基建投资由于去杠杆深化、供给侧改革持续和施工进度超前三大因素持续下滑，6月已显著跌落至3.3%，其中

- ◆ 铁路：2016-2017 投资额分别为 7,748 亿和 8,006 亿，已完成“十三五”目标的 45%，2018 年迄今投资增速回落，2/3/4/5/6 月同比增速分别为 3.4%/ -5.1%/ -8.9%/ -11.4%/ -10.3%；
- ◆ 公路：2016-2017 投资额同比增速达 13/19%，西部投资增速 29/31% 尤为迅猛。两年全国已累计完成“十

“十三五”规划投资额总量的50%，2018以来公路投资整体持续显著回落，前6个月累计同比增速分别为62%/13.8%/11.7%/8.7%/4.9%/1%，西部主要公路建设省份增速均不同程度下滑；

- ◆ 城市轨交：2016-2017两年共计新增轨交运营里程1415公里，完成“十三五”目标的47%，另外2017.11包头地铁项目被叫停、国务院办公厅2018.7发布52号文提高城市修建地铁门槛等事件，都对地铁行业发展造成一定负面影响，预计2018投资回落；
- ◆ 电力：受供给侧改革影响当前仍处于“提高现有产能有效率”阶段，在投资比重较重的火电、水电领域多个核准重大项目延滞开工，2016年迄今投资增速下台阶常态化，2018.2/3/4/5/6月同比增速分别为-12.4%/14.5%/-14.7%/-17.7%/-17.3%；

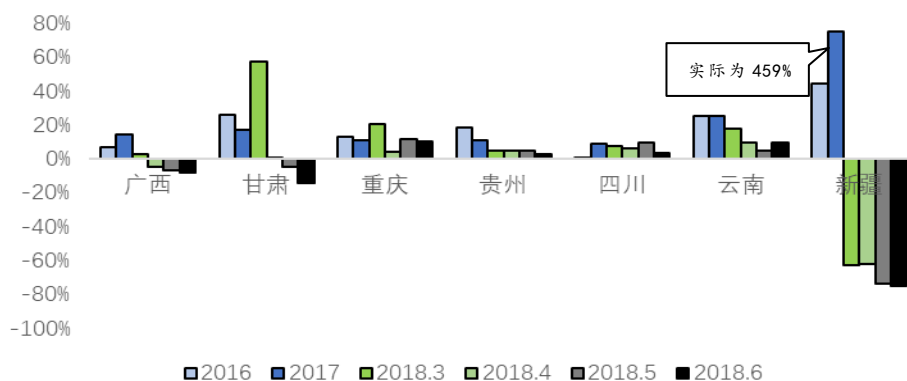
(3) 当前中美贸易战导致外需承压，在调控下进一步加大房地产投资已不太现实，参照以往经济下行局面下政府做法经验，作为经济压舱石之一的基建，下半年将有望受益货币财政边际宽松政策推动投资修复，再度扛起拉动经济增长的重任。预计2018全年基建投资同比增速为9.3%，不含电力投资增速为13%。

表1 2016-2018.6公路投资累计完成额及同比增速变化

年份	东部	中部	西部	合计	完成十三五目标比例
2016 投资/亿	5,181	4,197	8,409	17,787	23%
2016 增速/%	4.3	-2.9	16.4	7.7	
2017 投资/亿	6,063	4,066	11,033	21,162	50%
2017 增速/%	14.4	-3.3	30.2	17.7	
2018.1 投资/亿	442	150	527	1,118	/
2018.1 增速/%	115	30.1	42.4	62	
2018.2 投资/亿	600	335	887	1822	/
2018.2 增速/%	20.2	5.1	13.3	13.8	
2018.3 投资/亿	1,147	654	1,613	3,413	/
2018.3 增速/%	21.1	0.4	10.7	11.7	
2018.4 投资/亿	1,749	961	3,491	5,025	/
2018.4 增速/%	21.9	4.4	2.1	8.7	
2018.5 投资/亿	2,396	1,305	3,107	6,808	/
2018.5 增速/%	19	2.6	-3.1	4.9	
2018.6 投资/亿	3,225	1,717	4,123	9,069	
2018.6 增速/%	16.1	-0.2	-7.9	1	

资料来源：交通运输部、东兴证券研究所

图 1 2016-2018.6 西部主要省份公路累计投资同比增速变化



资料来源：交通运输部、东兴证券研究所

表 2 2015-2017 轨道交通运营里程及投资一览

年份	总投资 /亿	总投资同比 增速	轨交运营 里程/km	新增里程 /km	地铁运营 里程/km	新增里程 /km	完成规划目标 比例
2015	3,683	27%	3,618	445	2,658	297	/
2016	3,847	4.5%	4,153	535	3,169	511	18%
2017	4,762	23.8%	5,033	880	3,884	715	47%

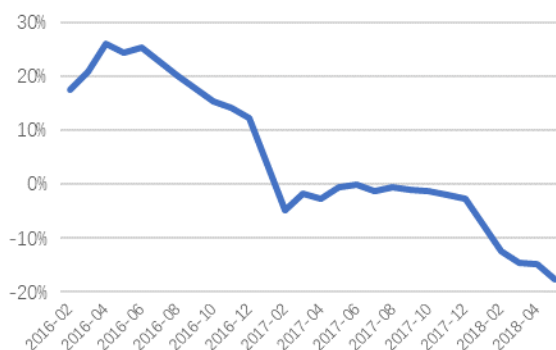
资料来源：中国城市轨道交通协会、东兴证券研究所

图 2 2016-2018.6 铁路累计投资增速变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 3 2016-2018.6 电力、热力生产供应业累计投资增速变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 3 2015-2018.6 基建投资累计同比增速及 2018 全年预测

年份	2015	2016	2017	2018.2	2018.3	2018.4	2018.5	2018.6	2018E
基建投资/亿	131,265	152,012	173,085	11,492	25,942	40,177	55,790	76,972	189,234
基建投资增速	17%	15.8%	13.9%	11.6%	9.2%	7.8%	5.1%	3.3%	9.3%
不含电力/亿	104,645	122,276	143,291	9,846	22,103	34,097	47,201	64,919	161,865
不含电力增速	17.2%	16.8%	17.2%	15%	12.9%	11.1%	8.4	6.3%	13%
1.交通运输、仓储和邮政	13.9%	9.5%	14.1%	13.7%	11.7%	10.7%	7.2%	6.3%	9.3%
铁路	-0.9%	0.2%	3.3%	3.4%	-5.1%	-8.9%	-11.4%	-10.3%	-3%
道路	16.5%	15.1%	22.4%	19.1%	18.9%	18.2%	14.8%	10.9%	14.5%

水路	-1.6%	-8%	-12.8%	-17.9%	-21.8%	-5.8%	-10%	-10.9%	-10%
航空	28.3%	20.6%	7.9%	58.3%	47.2%	24.7%	31.1%	20.9%	30%
管道	-6.8%	-12.2%	32.4%	-3.4%	-30.8%	-28.5%	-28%	-34.1%	-20%
仓储	28.3%	5.5%	-1.8%	-6.8%	-6.7%	-8%	-9.6%	-8.5%	-7%
2.水利、环境和公共设施管理	20.3%	23.3%	19.6%	16.1%	13.9%	11.5%	9.2%	6.3%	15.9%
水利	15.3%	20.4%	14.8%	12.9%	10.1%	5.8%	3.9%	0.4%	9%
生态环保	24.9%	39.9%	21.5%	39.3%	34.2%	40.5%	36.7%	35.4%	45%
公共设施管理	20.9%	23%	20.2%	15.6%	13.4%	10.8%	8.6%	5.8%	15%
3.电力、热力、燃气及水生产供应	16.2%	11.7%	0.2%	-5.2%	-8.2%	-7.6%	-9.8%	-10.3%	-8.1%
电力、热力	15%	12.2%	-2.6%	-12.4%	-14.5%	-14.7%	-17.7%	-17.3%	-15%
燃气	4%	-8.4%	4.4%	-9%	-0.2%	10%	12.5%	10.2%	5%
供水	31.3%	20.5%	11%	24%	14.8%	16%	15.8%	17.6%	14%

资料来源：Wind、住建部、生态环境部、东兴证券研究所

2. PPP 将受益边际宽松稳健增长，推进中西部基建能量进一步释放

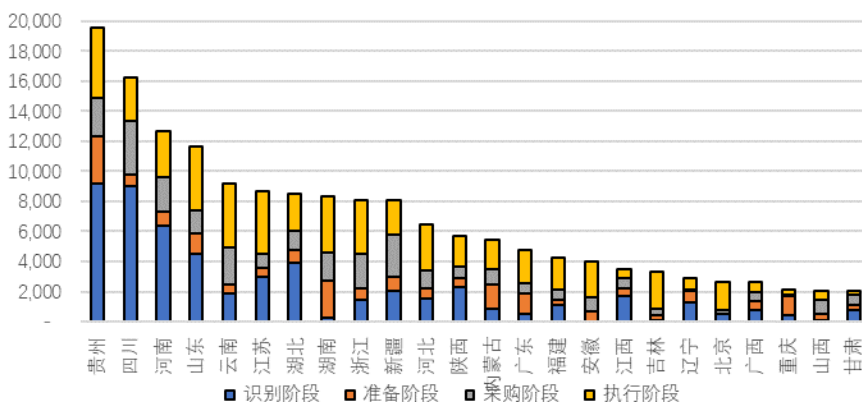
PPP 是革新建筑投资结构、满足政府企业银行各方诉求、推动基建的利器，主要作用于中西部基建。当前 PPP 步入稳健腾飞期，伴随政策利好将推进中西部基建能量进一步释放。

(1) 中西部项目储备显著多于东部，是 PPP 主要发力区域：西部省份相对财力薄弱，更需要 PPP 模式撬动基建。中西部入库项目投资额合计 9.47 万亿，占比约 66% 远高于东部，在入库项目投资额超 2000 亿的 24 个省份中有 15 个分布在中西部区域，投资额前三位分别为贵州的 1.96 万亿，四川的 1.62 万亿，和河南的 1.26 万亿；

以确定性较强的收费公路、综合管廊 PPP 项目为例：

- ◆ **收费公路：**中西部项目数 153 个、占比 89%，投资额 1.43 万亿、占比 86%，是 PPP 收费公路项目主要分布区域。云南、贵州、新疆、四川四省入管理库金额均超 1000 亿，四省共计落地 1.13 万亿，占中西部所有落地高速公路项目金额 79%，是 PPP 公路主要发力区域。云南入库 4333 亿，落地 2967 亿，是该省 2017 公路总投资 1581 亿的 1.88 倍；贵州入库 3903 亿，落地 2923 亿，是该省 2017 公路总投资 1625 亿的 1.8 倍。**PPP 投资将是两省路网建设的主要支撑。**从全部公路项目来看，当前入库 4.06 万亿，估测 85% 分布在中西部，估算 2018-2020 区域内公路投资合计 4.17 万亿，则 PPP 项目占未来三年中西部公路投资比例高达 83%，未来将是推进中西部公路系统完善的主要力量；
- ◆ **管廊：**入管理库管廊项目共计 238 个，总投资额 5316 亿，按 6500 万/公里标准造价估算，对应超 8000 公里工程量，储备充足。管廊入库总额超 150 亿的 11 个省份中中西部占据 8 个，纯增量空间构成区域行业有力增长点。

图 1 2018.6 入库项目投资额 2000 亿以上省份/亿



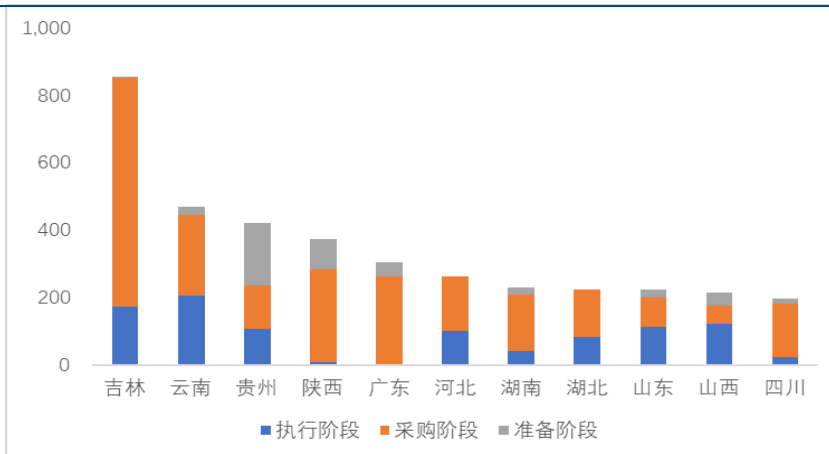
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 5 2018.6 中西部各省入库高速公路项目情况



资料来源：Wind、财政部、东兴证券研究所

图 6 2018.6 入库 150 亿以上省份各阶段项目投资额统计/亿



资料来源：Wind、财政部、东兴证券研究所

(2) PPP 将稳健增长，推进中西部基建能量进一步释放。

- ◆ 当前 PPP 市场政策利空基本出清、政府财承担显著缓解，主要不确定性在于企业资金面压力。资金面压力源于紧缩环境和市场对 PPP 尚存疑虑，部分项目进展良好的企业基本面并不存在问题。我们认为定向宽松政策将持续落地解围优质 PPP 企业资金面压力，7.23 央行 MLF 操作和国常会已释放积极政策信号刺激短期反弹、7.31 政治局会议精神明确了积极财政稳健货币以补中西部基建短板，而 PPP 条例有望于下半年出台，届时将打消市场“是不是还要清库、打压 PPP 合作项目协议的履行会不会受政府换届等因素影响？”等顾虑，切实保障社会资本合法权益、稳定市场情绪、提振民间投资，确立市场长期反转。所以我们判断 PPP 市场当前处于稳健腾飞期的起点。
- ◆ 今年以来各区 PPP 项目落地率水平均显著提升，西部/中部/东部落地率分别从上年底增加了 14/11/16 个百分点至 34%/35%/52%，其中东部 PPP 项目落地率持续高于中西部，主因是东部政府财政承受能力和企业实力整体强于中西部挑战。当前中西部 PPP 市场处于高储备、低落地阶段。政治局会议为下半年中西部基建回暖定调，PPP 受益边际宽松将持续推进中西部基建市场能量释放。未来建筑企业将更多布局中西部基建市场，随区域市场水涨船更高。

3. 投资建议

从历史复盘来看，重大积极财政和宽松货币政带动板块涨势持续时间均在 9 个月以上：

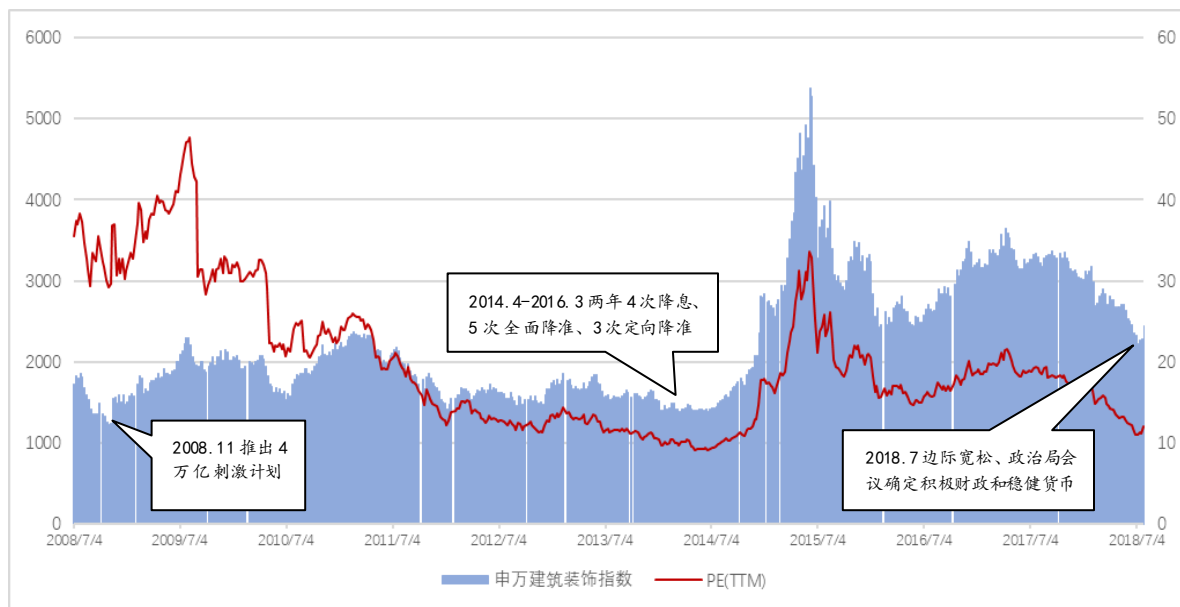
- ◆ 积极财政：2008.11 推出四万亿刺激计划，板块指数 2008.11-2019.7 涨幅 85%，历时 9 个月；
- ◆ 宽松货币：2014.4-2015.6 不到一年内 4 次降息、2 次全面降准、3 次定向降准，板块指数 2014.4-2015.6 涨幅 267%，历时 11 个月；

当前：积极财政意在扩大内需和调整结构，并非大水漫漫式刺激计划，货币政策保持为稳健下的定向宽松并非全面宽松，判断对板块影响的强度、时间均低于 08 年四万亿刺激计划和 14 年连续降息降准，判断刺激建筑板块反弹时间在 3 个月左右。

后续：我们坚持此前建筑行业深度报告《“三纵三横”解析行业未有之变局》中的观点，建筑工业化、PPP、“一带一路”革新建筑行业推动转型升级，行业基本面长期向好、集中度持续提升、龙头保持业绩增长和业务结构优化。积极财政下基建投资有望修复，相关领域建筑企业业绩受益前期订单高企释放、当前订单增速回暖，将持续保持业绩增长。我们判断 PPP 条例有望于下半年出台，届时将确立市场长期反转。建议积极配置三个层级的 PPP 龙头。

- ◆ 川藏基建 PPP 龙头：四川路桥、西藏天路
- ◆ 中西部区域基建 PPP 龙头：北新路桥、勘设股份
- ◆ 全国 PPP 及咨询服务龙头：中国建筑、中国铁建、葛洲坝、龙元建设、苏交科

图 7 2008-2018.7 建筑装饰板块行情复盘



资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 4 重点公司估值

简称	EPS/元			PE			PB	评级
	17A	18E	19E	17A	18E	19E		
杭萧钢构	0.56	0.61	0.74	9.2	8.4	6.9	3.3	推荐
金螳螂	0.73	0.87	1.02	14.7	12.3	10.5	2.4	推荐
龙元建设	0.48	0.66	0.95	16.2	11.8	8.2	1.3	推荐
中国建筑	1.1	0.75	0.92	5.2	7.7	6.2	1.1	推荐
中国交建	1.27	1.39	1.53	10.3	9.4	8.6	1.3	推荐
中国中冶	0.29	0.31	0.35	26.7	24.8	21.8	0.87	推荐
中国铁建	1.18	1.37	1.58	8.4	7.3	6.3	0.88	推荐
葛洲坝	1.02	1.17	1.38	7.6	6.6	5.6	0.89	推荐
四川路桥	0.29	0.39	0.47	13.2	9.9	8.2	1.1	推荐
勘设股份	2.65	3.51	4.43	17.6	13.3	10.5	3	推荐
西藏天路	0.38	0.69	0.85	21.6	11.9	9.7	2.7	推荐
岭南股份	1.17	0.99	1.42	9.3	11	7.7	3	推荐
中国化学	0.32	0.54	0.6	21.8	12.9	11.5	1.2	推荐
中铁工业	0.6	0.75	0.88	17.4	13.9	11.8	1.6	推荐

资料来源：Wind、东兴证券研究所

结论：

2018 年初以来基建投资由于去杠杆深化、供给侧改革持续和施工进度超前三大因素持续下滑，同时紧缩环境和市场疑虑对企业资金面加压成 PPP 市场主要不确定性所在。继 7.23 边际宽松政策释放积极信号，7.26

总理视察讲话指明积极财政方向后，7.31 政治局会议提到财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用、货币保持流动性合理充裕、加大基础设施领域补短板力度，为下半年中西部基建回暖定调。PPP 是推进中西部基建市场完善的重要力量，我们判断 PPP 市场当前处于稳健腾飞期的起点，边际宽松刺激短期反弹，长期反转虽未至却不远矣，将稳健增长、持续推进中西部基建市场能量释放。建议配置三个层级的相关 PPP 龙头：川藏区域的四川路桥、西藏天路，中西部区域的北新路桥、勘设股份，以及全国 PPP 及咨询服务龙头，包括中国建筑、中国铁建、葛洲坝、龙元建设、苏文科等。

4. 风险提示

基建投资大幅下行、PPP 项目执行低于预期

分析师简介

郑闽钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。