

2018.09.17

评级: **增持**

上次评级: 增持

基于经济周期探析财政政策对业绩及股价传导脉络

——复盘规律系列 9

| | | | |
|---|-----------------------|--------------------------|----------------------|
|  | 韩其成 (分析师) | 陈笑 (分析师) | 徐慧强 (分析师) |
|  | 021-38676162 | 021-38677906 | 0755-23976032 |
|  | hanqicheng8@gtjas.com | chenxiao015813@gtjas.com | xuhuiqiang@gtjas.com |
| 证书编号 | S0880516030004 | S0880518020002 | S0880518060002 |

细分行业评级

| | |
|---------|----|
| 土木工程建筑业 | 增持 |
| 装修装饰业 | 增持 |
| 其他建筑业 | 增持 |
| 建筑园林 | 增持 |

本报告导读:

复盘历史, 自上而下宏观数据好转加自下而上新签订单及融资改善是建筑反弹标志; 当前财政基建宽松确立, 未来行情将步入新签订单与业绩好转的基本面催化阶段。

摘要:

2008-09 年: GDP 增速连续 7 季度下滑, 四万亿叠加财政货币政策转向宽松助推建筑大涨 99%。 1)2008 H2 连续 5 次降息 3 次降准+11 月推出四万亿且定调“积极的财政政策、适度宽松的货币政策”, 财政基建宽松开启; 2)社融增速从 17%反弹至 99%; 3)基建增速从 19%反弹至 56%, 中西部反弹快, 铁路从 50%到 172%反弹最强; 4)建筑行业基本面滞后好转, 净利增速从-10%到 80%, 轨交/水利板块等受益四万亿偏好反弹最强; 5)建筑大涨 99%, 基建公司普遍大涨如安徽水利 354%/西藏天路 330%。

2012 年: GDP 增速连续 7 季度下滑, 财政基建转向宽松助推建筑涨 33%。 1)2011 年底定调稳增长及扩大内需, 2011 年 12 月-2012 年 5 月 2 次降息 3 次降准开启宽松; 2)社融增速从-8%反弹至 23%, 建筑信用利差从 230bp 降至 88bp; 3)基建增速从-2%反弹至 24%, 中西部反弹快, 铁路(-44%到 8%)/水利(12%到 45%)反弹较强; 4)建筑净利增速从-7%到 33%, 房建/轨交板块等反弹较强; 5)宽松力度及基建政策不及 2008 年叠加地方债清理故建筑涨 33%, 基建/装饰公司涨幅较好如四川路桥 159%/中国化学 151%。

2016 年: GDP 增速连续 5 季度下滑, 宽松力度加大叠加 PPP 模式助推建筑大涨 54%。 1)2014 年 11 月-2015 年 6 次降息 5 次降准+货币政策中性偏宽松+PPP 模式加速推广开启宽松; 2)社融增速从-6%反弹至 16%, 建筑信用利差从 192bp 降至 70bp; 3)基建增速平稳但西部从 1%到 17%反弹快, 生态环保从 24%到 40%反弹较强; 4)建筑净利增速较平稳但园林板块从-20%大幅反弹至 82%; 5)宽松周期叠加 PPP 主题等推动建筑大涨 54%, PPP 领域公司涨幅较好如龙元建设 164%/中国建筑 141%。

当前财政基建宽松确立, 自上而下宏观自下而上基本面改善将催化行情。 1)消费大幅下跌/出口贸易承压/地产调控依旧严格/基建增速下滑(16.1%到 4.2%)等因素导致经济下行压力增大, 且当前社融增速/M2 增速等均位于历史较低位; 2)2018 年已实施三次定向降准+定调“财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用、保持流动性合理充裕、基建补短板”, 财政基建宽松已确立; 3)展望未来, 随后续细节政策落实执行, 自上而下宏观层面社融等数据将改善、基建增速将回升, 自下而上建筑新签订单及信贷融资亦将好转, 未来建筑行情将步入基本面催化阶段。

推荐铁路建筑央企/基建设计/地方路桥国企/民营 PPP 生态环境四主线。

1)铁路建筑央企推荐中国铁建/中国中铁/中国交建/中国化学/中国建筑; 2)基建设计推荐苏文科/中设集团, 受益设计总院/设研院/勘设股份等; 3)地方路桥国企推荐山东路桥, 受益四川路桥等; 4)民营 PPP 生态环境推荐龙元建设/文科园林, 受益岭南股份/东珠景观等。

风险提示: 货币信用持续紧缩, 基建/地产下滑, PPP 落地低于预期等

相关报告

建筑工程业:《资金来源视角详解基建投资趋势: Q4 预期加速》

2018.09.11

建筑工程业:《基建央企调研综述: Q4 基建投资与新签订单预期好转》

2018.09.08

建筑工程业:《立足商业模式解构货币信用周期利润率波动机理》

2018.09.06

建筑工程业:《信用制约净利增长, 设计基建最佳受益积极财政》

2018.09.03

建筑工程业:《基于竞争优势通过收入前瞻及潜力预测建立行情和选股体系》

2018.08.28

目录

| | |
|---|----|
| 1. 2008-09 年: GDP 增速连续 7 季度下滑, 四万亿叠加财政货币政策转向宽松助推建筑大涨 99%..... | 3 |
| 1.1. 宏观经济: GDP 增速连续 7 季度下滑, 失业率升至 4.3%..... | 3 |
| 1.2. 政策: 财政货币政策明显转向宽松, 中央财政引领+地方配套推进四万亿..... | 3 |
| 1.3. 效果: 基建增速从 19%大幅反弹至 56%, 中西部反弹快, 铁路投资从 50%到 172%反弹最强 | 6 |
| 1.4. 基本面: 净利增速从-10%大幅反弹至 80%, 轨交水利反弹最强 | 8 |
| 1.5. 股价表现: 建筑指数大涨 99%, 基建公司表现优..... | 11 |
| 2. 2012 年: GDP 增速连续 7 季度下滑, 财政基建转向宽松助推建筑涨 33% | 13 |
| 2.1. 宏观经济: GDP 增速连续 7 季度下滑, 工业增加值增速大幅滑落至 2.8% | 13 |
| 2.2. 政策: 稳增长及扩大内需定调转向宽松, 地方财政主导加强基础设施建设..... | 14 |
| 2.3. 效果: 基建增速从-2%反弹至 24%, 中西部反弹快, 铁路水利投资反弹较强..... | 16 |
| 2.4. 基本面: 净利增速从-7%大幅反弹至 33% | 18 |
| 2.5. 股价表现: 建筑指数涨幅 33%, 基建/装饰公司表现优..... | 21 |
| 3. 2016 年: GDP 增速连续 5 季度下滑, 宽松力度加大叠加 PPP 模式助推建筑大涨 54% | 23 |
| 3.1. 宏观经济: GDP 增速连续 5 季度下滑, 工业增加值增速大幅滑落至 3.6% | 23 |
| 3.2. 政策: 2015-16 年持续偏宽松, PPP 模式加速推广助推宽松力度进一步加大..... | 23 |
| 3.3. 效果: 西部基建增速从 1%到 17%反弹明显, 生态环保投资从 24%到 40%反弹最强 | 26 |
| 3.4. 基本面: 园林净利增速从-20%大幅反弹至 82% | 27 |
| 3.5. 股价表现: 建筑指数大涨 54%, 园林 PPP 公司表现优 | 30 |
| 4. 投资策略: 铁路建筑央企/基建设计/地方路桥国企/民营 PPP 生态环境四主线..... | 32 |
| 4.1. 对比历史, 当前经济下滑压力大推动财政基建宽松重启 | 32 |
| 4.2. 选股逻辑与推荐组合: 基建补短板是主要方向, 铁路建筑央企/基建设计/地方路桥国企/民营 PPP 生态环境四主线 | 33 |
| 5. 风险提示 | 35 |

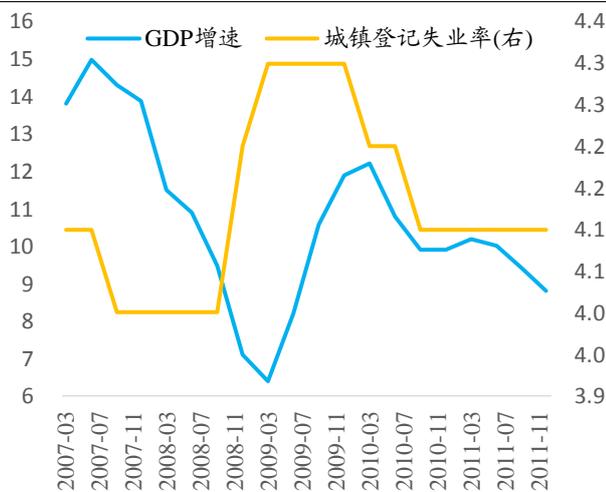
1. 2008-09 年：GDP 增速连续 7 季度下滑，四万亿叠

加财政货币政策转向宽松助推建筑大涨 99%

1.1. 宏观经济：GDP 增速连续 7 季度下滑，失业率升至 4.3%
从宏观经济层面看，由于受到金融危机冲击，2007Q2 起 GDP 增速连续 7 个季度下滑，工业增加值增速、CPI 均下滑明显，失业率亦升至高点：

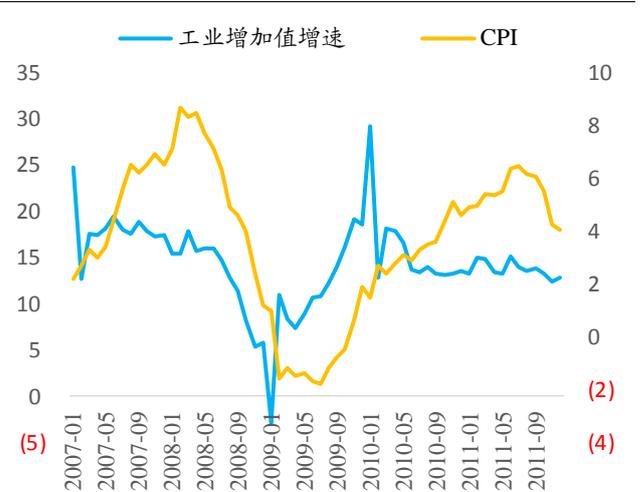
- 受到美国金融危机冲击，国内 GDP 增速自 2007Q2 高点 15% 起连续 7 个季度下滑，最低点为 2009Q1 的 6.4%；从宽松周期起点看，由于 2008 年 11 月四万亿正式出台叠加财政货币政策转向宽松，因此将 2008Q4 视为新一轮宽松开启点，在此之前 GDP 增速连续 6 个季度下滑；宽松周期开启后，GDP 增速亦明显提振，从 6.4% 反弹至 12.2% 但滞后 1 个季度后开始反弹；
- 工业增加值增速自 2008 年 3 月的 17.8% 下滑至 2009 年 1 月的 -2.9%；CPI 自 2008 年 2 月 8.7% 下滑至 2009 年 2 月 -1.6%；工业增加值增速与 CPI 反弹基本亦是滞后于政策转向宽松 1 个季度；
- 失业率往往滞后于 GDP 增速、工业增加值增速、CPI 等指标：城镇登记失业率 2008Q4-2009Q4 从 4% 上升到 4.3% (2007Q3-2008Q3 失业率为 4%)，自 2010Q3 起失业率逐步降至 4.2% 再至 4.1%。

图 1：2007Q2-2009Q3 GDP 增速不断下滑



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 2：2007-09 年初工业增加值增速不断下滑



数据来源：wind，国泰君安证券研究

1.2. 政策：财政货币政策明显转向宽松，中央财政引领+地方配套推进四万亿

为防止 GDP 增速过快下滑，国内推出四万亿投资计划并且定调一积极一宽松。1)2008 年 11 月 4 日正式推出以铁公基建、灾后重建等为主的四万亿投资计划；2)经济工作首要任务由 2008 年初的“防通胀、防过热”转为“保增长，促内需”，财政货币政策由“稳健的财政政策和从紧的货币政策”先微调为 7 月的“稳健的财政政策和灵活审慎的货币政策”再到 11 月的“积极的财政政策和适度宽松的货币政策”且 2009 年继续沿用；3)2008H2 连续 5 次降息 3 次降准。

表 1：2008H2 起财政货币政策实际性转向宽松

| 时间 | 政策 |
|----|----|
|----|----|

| | |
|-------------|--|
| 2008年7月 | 财政及货币政策表述由“稳健的财政政策和从紧的货币政策”微调为“稳健的财政政策和灵活审慎的货币政策”。 |
| 2008年9-12月 | 5次降息，分别为9.15(仅下调贷款基准利率)、10.9、10.30、11.27、12.23，后四次存贷款基准利率均下调；降息后一年期存款基准利率由4.14%下调到2.25%，一年期贷款基准利率由7.47%下调到5.31%；直到2010年10月才开始加息。 |
| 2008年10-12月 | 3次降准，分别为10.15、12.5、12.25，9.25是仅中小机构降准而大机构加准；降准后大机构由17.5%下调到15.5%，中小机构由17%下调到13.5%；直到2010年1月大机构才开始加准 |
| 2008年10月31日 | 中国人民银行决定不再对商业银行信贷规划加以硬约束。 |
| 2008年11月4日 | 国务院正式推出四万亿投资计划，主要包括：铁路、公路和机场等重大基础设施建设；地震灾区灾后重建；农村基础设施建设；建设保障性安居工程；加强生态环境建设等。 |
| 2008年11月 | 财政及货币政策表述由“稳健的财政政策和灵活审慎的货币政策”调整为“积极的财政政策和适度宽松的货币政策”且2009年继续沿用。 |
| 2008年11月 | 国常会提出重点建设一批客运专线、煤运通道项目和西部干线铁路。 |
| 2008年11月27日 | 据铁道部，按照铁路建设计划，2008年预计完成建设投资超过3000亿元，2009年计划完成投资6000亿元的基本建设投资，2010年计划完成基本投资6000亿元以上。 |
| 2008年底 | 中国人民银行提出以高于GDP增长与物价上涨之和约3至4pct的增长幅度作为2009年货币供应总量目标，2009年提出的全年新增贷款目标为5万亿元以上。 |
| 2009年 | 实施结构性减税措施；增加国债发行规模。 |
| 2009年 | 中央提出要把保持经济平稳较快发展作为经济工作的首要任务。 |

数据来源：wind，高铁网，新浪财经，财经网等，国泰君安证券研究

表 2: 四万亿投向方向以基建等为主

| 投向 | 住房保障 | 农村建设 | 节能减排 | 基础设施 | 社会事业 | 调整结构 | 灾后重建 | 总额 |
|----|--------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 金额 | 4000 亿 | 3700 亿 | 2100 亿 | 15000 亿 | 1500 亿 | 3700 亿 | 10000 亿 | 40000 亿 |

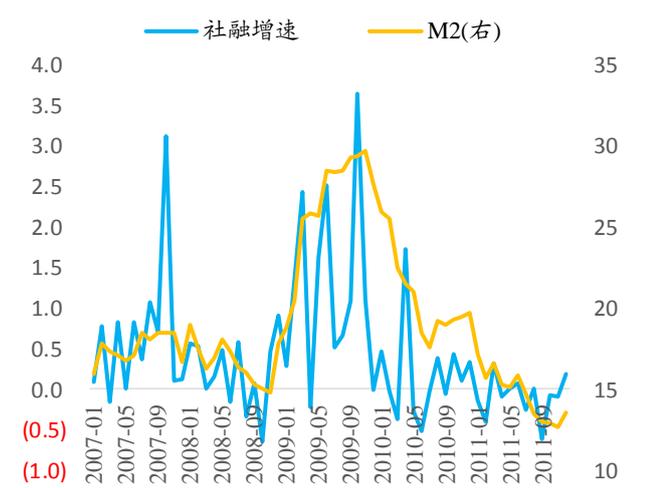
数据来源：财经网，国泰君安证券研究

财政货币政策实际性转向宽松助推社融增速、M2 增速等数据好转。

- **社融增速**: 2008年起波动下滑，单月增速从1月的57%下滑至10月的-65%、累计增速下滑至10月的9%；随着央行降息降准、财政货币政策表述等实际性转向宽松，单月增速最高反弹至2009年10月的365%，累计增速在2008年年底反弹至17%、2009年6月反弹至118%并于H2基本保持在100%以上增速；
- **M2 增速**: 2008年起不断下滑，从1月的18.9%下滑至11月的14.8%；宽松周期开启后，M2 增速最高反弹至2009年11月的29.7%，累计增速在2008年年底反弹至18%，且2009年3月-2010年12月均维持在25%以上增速；
- **10年期国债利率**: 自2007年起不断上升，从2007年初的3%上升至2007年11月的4.6%，其后基本保持在4-4.6%直至2008年8月；随宽松周期开启，10年期国债利率不断下滑，最低下降至2009年1月的2.7%，且2009年-2010H1基本维持在2.7-3.5%之间低位运行。

图 3: 2008 年底宽松开启后社融/M2 增速大幅反弹

图 4: 2008H2 宽松开启后国债利率不断降低



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

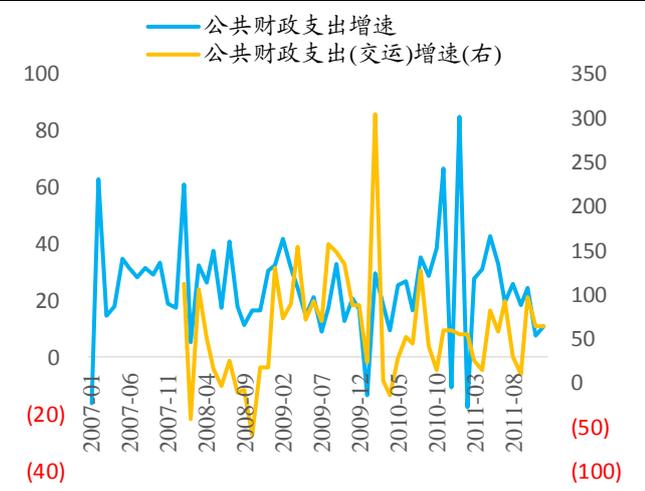


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

本次基建建设的资金来源主要来自于中央财政的引领带动:

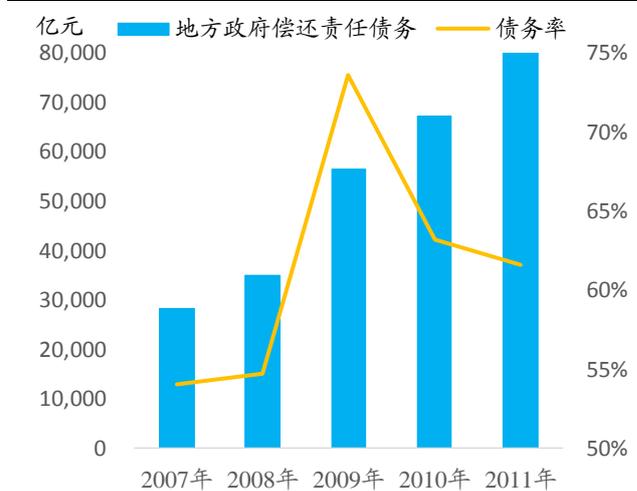
- 从资金来源看: ①国家发改委于2009年5月披露四万亿资金来源结构, 其中中央政府增加公共投资约1.18万亿(此外财政部代地方发行地方政府债券2000亿), 由1.18万亿带动地方及社会投资; 四万亿中其余部分主要来自地方财政预算、政策性贷款、银行贷款、民间投资等; ②从基建资金来源看, 国家预算资金占比亦有一定提升(从2007年11.3%到2009年13%);
- 从公共财政支出角度看, 单月增速从2008年11月的16.5%大幅提升至2009年2月的42%, 其中交运支出从2008年11月的17.3%大幅提升至2009年4月的154.4%并在2009H2保持70%以上增速, 反映出公共财政在向交通基建领域倾斜;
- 从地方政府债务率及负债率看: ①债务率(采用地方政府有偿还责任的债务规模余额/公共预算财力)2008年仅54.7%, 2009年大幅提升至73.7%, 2010-11年有所下滑; ②负债率(采用地方政府有偿还责任的债务规模余额/GDP)2008年仅10.9%, 2009年大幅提升至16.2%, 2010-11年则相对平稳; 无论是债务率还是负债率2009年均大幅增长, 反映大量基建项目落地推进给地方财政带来一定压力。

图 5: 公共财政支出增速 2009 年明显回升



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 6: 地方政府债务率 2009 年明显提升



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 3:四万亿资金来源结构以中央投资资金等为主

| 资金 | 占比 | 具体来源 |
|--------|---------------|---|
| 中央投资资金 | 1.18 万亿 29.5% | 主要来源于中央预算内投资、中央政府性基金、中央财政其他公共投资、中央财政灾后恢复重建基金等； |
| 其他方面 | 2.82 万亿 70.5% | 主要来源于地方财政预算、中央代发地方政府债券、政策性贷款、企业（公司）债券和中期票据、银行贷款及民间投资等； 财政部代地方发行地方政府债券 2000 亿元。 |

数据来源：财经网，国泰君安证券研究

表 4: 2009 年基建资金来源以自筹、国内贷款为主

| | 国家预算内资金 | 国内贷款 | 利用外资 | 自筹资金 | 其他资金 |
|------|---------|-------|------|-------|------|
| 2007 | 11.3% | 30.6% | 1.4% | 48.7% | 8.0% |
| 2008 | 12.2% | 29.2% | 1.1% | 49.6% | 7.8% |
| 2009 | 13.0% | 30.2% | 0.7% | 47.5% | 8.5% |
| 2010 | 11.6% | 30.1% | 0.6% | 49.1% | 8.6% |
| 2011 | 12.2% | 25.5% | 0.7% | 53.3% | 8.3% |

数据来源：wind，国泰君安证券研究

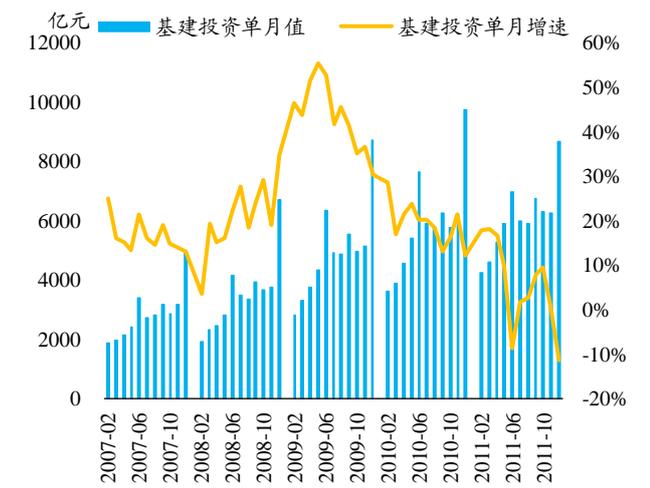
1.3. 效果: 基建增速从 19%大幅反弹至 56%，中西部反弹快，铁路投资从 50%到 172%反弹最强

降息降准叠加四万亿投资，宽松周期开启后基建增速从 19%大幅反弹至 56%，其中中西部地区反弹较高。

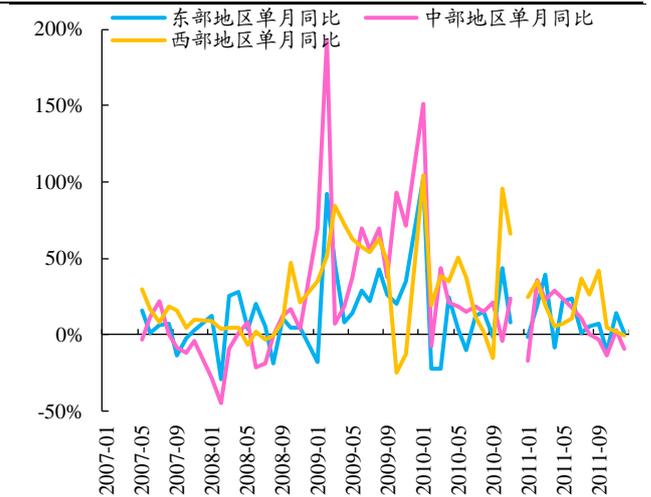
- 基建投资增速：基建单月增速从 2007 年初的 25.1%下滑至 2008 年初的 3.6%，2008 年有所反弹；四万亿推出后从 2008 年 11 月的 19.1%大幅反弹至 2009 年 5 月的 55.5%，且 2009H2 维持 30%以上增速；从基建累计增速看，从 2008 年 11 月的 20.3%大幅反弹至 2009 年 6 月的 50.8%，2009 年全年为 42.2%大幅超过 2008 年全年的 22.7%；
- 分区域看基建投资增速，中西部地区反弹较快且 2009 年继续维持高位，主要因中西部基建投资基数较低、基建水平滞后于东部且有震后重建等因素：东部从 2008 年的 11 月的 4.6%反弹至 2009 年 5 月的 14.3%且 2009H2 基本维持 20%以上增速，中部从 3.3%反弹至 37.7%且 2009H2 基本维持 40%以上增速，西部从 21.3%反弹至 62.9%且 2009 年 6-9 月基本维持 50%以上增速(10-11 月有所下滑)。

图 7: 基建投资增速 2008 年快速上升

图 8: 2008-09 年中部地区基建增速反弹最快



数据来源: wind, 国泰君安证券研究



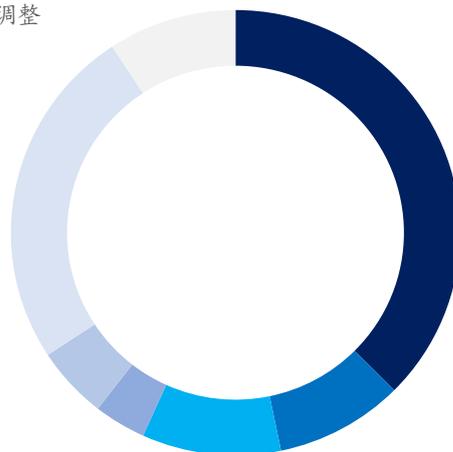
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

四万亿主要强调铁路、公路和机场等重大基础设施建设,因此铁路、水利投资增速反弹最为显著,铁路反弹最快且维持高位,从50%大幅反弹至172%且2009H2基本超过50%,水利从11%反弹至70%:

- 铁路投资增速: 从2008年11月的50%大幅反弹至2009年5月的172%(5-7月均超120%),且2009H2基本维持在50%以上;
- 水利投资增速: 从2008年11月的11%大幅反弹至2009年5月的70%(2-5月均超70%),且2009H2基本维持在30%以上;
- 道路投资增速: 从2008年11月的7%大幅反弹至2009年6月的56%(3-6月均超50%),且2009H2基本维持在30%以上;
- 生态环保投资增速: 从2008年11月的16%大幅反弹至2009年5月的45%(3-6月均超40%),且2009H2基本维持在40%以上。

图9: 四万亿中重大基础设施建设和城市电网改造投资占比最高

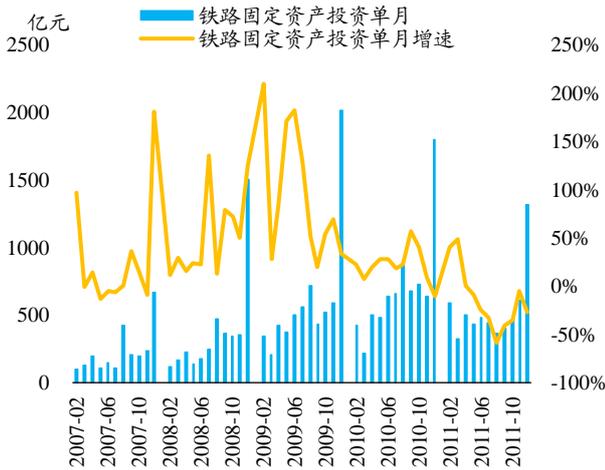
- 重大基建和城市电网
- 农村水电路气房
- 保障性住房
- 医疗/教育/文化
- 节能减排/生态
- 灾后重建
- 自主创新/结构调整



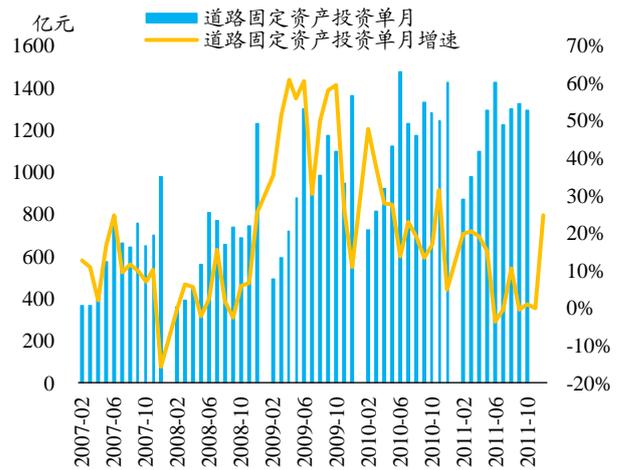
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图10: 铁路投资增速2008年快速上升

图11: 公路投资增速2008年快速上升

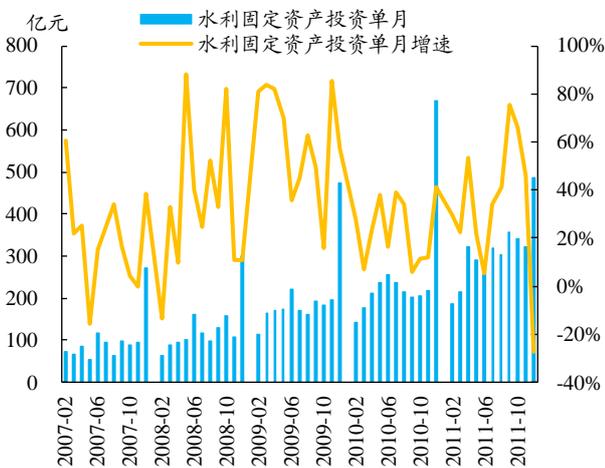


数据来源：wind，国泰君安证券研究



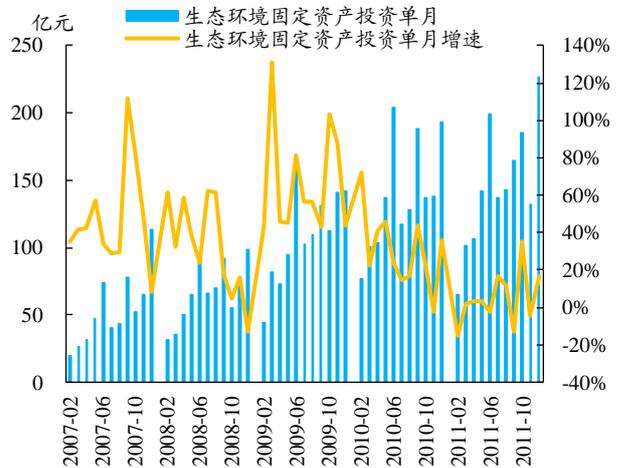
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 12: 水利投资增速 2008 年快速上升



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 13: 生态环境投资增速 2008 年快速上升



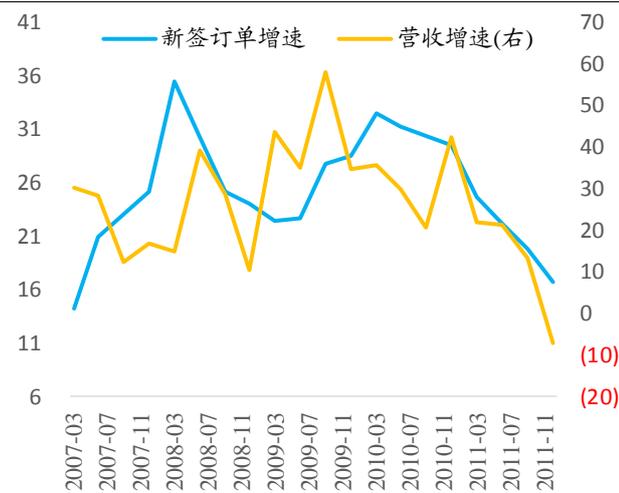
数据来源：wind，国泰君安证券研究

1.4. 基本面：净利增速从-10%大幅反弹至 80%，轨交水利反弹最强

财政基建宽松开启后，建筑行业新签订单、营收、净利增速明显反弹：

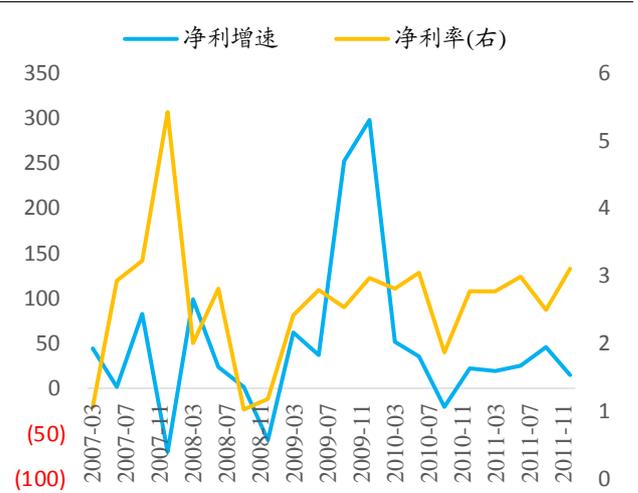
- 新签订单增速：财政基建宽松向订单层面转化有一定的时滞，因需要具体配套政策、细节政策等的落地执行，因此新签订单增速 2008 年各季度是趋势向上，反弹是从 2009Q1 的 22% 至 2010Q1 的 32%，且 2010 年全年基本维持在 30% 以上；
- 营收增速：营收增速反弹快于新签订单增速，我们认为主要因在施工订单的推进效率提升以及在银行的信贷融资获改善，后期随大量新签订单落地进一步推动营收高增长；营收增速从 2008Q4 的 10% 大幅反弹至 2009Q3 的 58%，且 2009Q4-2010Q3 基本维持在 30% 以上；从年度数据看，2008-11 年为 24/34/32/10%，2009-10 年明显反弹；
- 净利增速：净利增速从 2008Q4 的 -58% 大幅反弹至 2009Q4 的 299%，且 2010H1 继续维持在 30% 以上；从年度数据看，2008-11 年为 -10/80/21/24%，2009 年明显大幅反弹；
- 净利率：净利率从 2008Q3-Q4 的 1%/1.2% 大幅提升至 2009Q4 的 3%，且 2010H1 继续维持在 2.8% 以上；从年度数据看，2008-11 年为 2.25/2.82/2.62/2.90%，2009 年明显大幅提升。

图 14: 建筑 2009 年新签订单、营收增速反弹



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 15: 建筑 2009 年净利增速、净利率提升



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

从建筑各细分板块看, 财政基建宽松开启后, 基建等板块的营收、净利增速有明显反弹:

- 基建板块: 从年度数据看, 营收增速从 2008 年的 25% 到 2009 年的 43%、净利增速从 -4% 到 89% 反弹显著, 主要因基建板块各公司直接受益于四万亿; 其中轨交、水利板块基本面改善最为显著, 轨交板块净利增速从 -21% 到 170%, 水利板块从 -14% 到 72%;
- 除基建板块外, 房建板块基本面反弹亦明显, 从年度数据看, 净利增速从 -28% 到 70%, 亦是受到地产投资拉动的影响; 此外, 化学工程从 1% 到 54%、装饰从 19% 到 49% 亦明显反弹; 部分板块因上市公司数量较少不具有可比性;
- 此外, 从季度数据看, 基建板块 2008Q4-2009Q4 净利增速明显反弹且保持高增长。

表 5: 建筑细分板块 2009 年净利增速以基建、房建等板块反弹最为明显

| | 2008 | | | | 2009 | | | | 2010 | | | | 2011 | | | |
|---------|------|------|-------|-----|------|-----|-------|-----|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
| 建筑 | 99 | 23 | 1 | -58 | 61 | 36 | 252 | 299 | 52 | 36 | -21 | 22 | 19 | 25 | 45 | 14 |
| 1、工业工程 | -8 | 87 | 173 | 72 | 57 | 95 | 76 | 91 | 70 | 42 | 48 | 41 | 28 | 44 | 20 | 16 |
| -国际工程 | -9 | 202 | 2,427 | 205 | 47 | 135 | 70 | 214 | 95 | 57 | 76 | 29 | 29 | 24 | -6 | 7 |
| -钢结构 | -14 | 14 | -1 | 74 | 28 | 88 | 59 | 27 | 46 | 0 | 33 | 34 | 73 | 38 | 48 | -42 |
| -化学工程 | -6 | 259 | 1,751 | 20 | 270 | 61 | 208 | -2 | 19 | 40 | 24 | 72 | 8 | 57 | 34 | 45 |
| -TMT 工程 | -21 | -29 | -25 | -44 | -33 | -16 | 212 | 36 | 21 | 60 | -1 | 113 | 140 | 92 | 31 | -26 |
| 2、基建 | 135 | 18 | -33 | 381 | 50 | 60 | 535 | 271 | 55 | 15 | -44 | 10 | 9 | 25 | 57 | 11 |
| -水利 | 10 | 158 | -43 | 194 | 32 | 71 | 63 | 75 | 25 | 11 | 6 | 18 | 33 | 43 | 7 | 4 |
| -路桥 | -305 | -137 | -103 | 138 | -185 | 412 | 1,307 | 201 | 135 | 246 | 4 | 44 | -5 | 92 | 36 | -14 |
| -轨交 | 195 | 17 | 75 | 82 | 55 | 54 | 724 | 328 | 56 | 9 | -72 | -10 | 10 | -22 | 150 | 37 |
| 3、装饰 | 60 | 10 | 26 | 19 | -4 | 31 | 90 | 50 | 88 | 69 | 36 | 63 | 58 | 40 | 41 | 46 |
| 4、设计 | 255 | 244 | 5 | -32 | -96 | -87 | -108 | 482 | 2361 | -77 | 382 | -68 | -80 | 119 | 7 | 4 |
| 5、房建 | 28 | 4 | 14 | -90 | 113 | -4 | 105 | 833 | 43 | 58 | 4 | 45 | 36 | 16 | 38 | 14 |
| 6、园林 | - | - | - | - | - | - | 26 | 92 | 111 | 136 | 176 | 66 | 40 | 98 | 72 | 67 |

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 6: 建筑细分板块 2009 年净利率以基建、房建等板块反弹最为明显

| | 2008 | | | | 2009 | | | | 2010 | | | | 2011 | | | |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
| 建筑 | 2.0 | 2.8 | 1.0 | 1.2 | 2.4 | 2.8 | 2.5 | 3.0 | 2.8 | 3.0 | 1.9 | 2.8 | 2.8 | 3.0 | 2.5 | 3.1 |
| 1、设计 | 31.9 | 36.1 | 24.6 | 19.8 | 0.0 | 5.3 | -7.0 | 20.3 | 13.1 | -1.2 | 7.4 | 7.5 | 6.8 | 11.5 | 9.6 | 7.6 |
| 2、园林 | | | 19.3 | 10.3 | 7.4 | 14.2 | 12.7 | 15.4 | 11.6 | 15.3 | 14.2 | 12.3 | 9.6 | 16.9 | 13.6 | 12.8 |
| 3、装饰 | 3.2 | 2.6 | 3.9 | 4.5 | 3.4 | 4.4 | 6.0 | 5.7 | 4.7 | 5.1 | 5.3 | 5.9 | 4.7 | 5.8 | 5.5 | 6.3 |
| 4、工业工程 | 2.9 | 3.5 | 3.7 | 3.2 | 4.1 | 5.4 | 4.4 | 4.5 | 4.8 | 5.5 | 5.2 | 6.2 | 5.3 | 6.5 | 5.0 | 6.0 |
| -化学工程 | -8.5 | 9.5 | 4.8 | 7.6 | 2.6 | 5.7 | 4.8 | 5.1 | 4.8 | 5.2 | 4.9 | 6.9 | 4.9 | 6.1 | 5.0 | 7.5 |
| -钢结构 | 2.0 | 2.4 | 2.2 | 2.8 | 1.9 | 5.4 | 3.7 | 4.0 | 3.0 | 4.9 | 4.0 | 4.6 | 3.9 | 5.3 | 5.3 | 2.7 |
| -国际工程 | 3.6 | 3.4 | 4.7 | 2.5 | 5.2 | 5.0 | 4.1 | 4.0 | 5.6 | 5.9 | 6.0 | 5.7 | 6.9 | 6.9 | 4.8 | 5.1 |
| -TMT 工程 | 3.7 | 5.9 | 2.9 | 1.9 | 8.1 | 12.0 | 13.5 | 12.7 | 6.7 | 14.0 | 10.5 | 9.1 | 8.0 | 14.1 | 7.2 | 8.6 |
| 5、房建 | 1.6 | 3.7 | 1.3 | 1.3 | 3.0 | 3.2 | 3.0 | 3.1 | 3.0 | 3.8 | 2.5 | 3.3 | 3.2 | 3.1 | 2.9 | 2.7 |
| 6、基建 | 2.1 | 2.2 | 0.6 | 0.9 | 1.9 | 2.3 | 2.2 | 2.7 | 2.5 | 2.4 | 1.2 | 2.2 | 2.3 | 2.5 | 1.9 | 2.9 |
| -路桥 | -1.0 | -1.1 | 0.6 | 4.8 | -1.5 | 3.1 | 2.9 | 4.0 | 3.5 | 3.2 | 2.1 | 5.1 | 2.7 | 5.0 | 3.2 | 4.3 |
| -水利 | 5.0 | 3.8 | 3.7 | 3.9 | 4.5 | 5.4 | 4.2 | 5.6 | 3.5 | 3.9 | 4.0 | 2.9 | 3.8 | 4.2 | 3.5 | 3.0 |
| -轨交 | 2.0 | 2.2 | 0.5 | 0.7 | 1.8 | 2.1 | 1.9 | 2.2 | 2.1 | 1.8 | 0.5 | 1.4 | 1.9 | 1.2 | 1.1 | 2.4 |

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

从部分建筑龙头公司看, 财政基建宽松开启后新签订单增速、净利增速等基本面数据明显好转:

- **新签订单增速:** 较多基建板块公司 2008-09 年取得高增长, 如中国铁建 2008-09 年为 47/42%, 中国中铁为 72/40%; 一般地方国企等公司新签订单增速提升滞后于央企, 主要因财政基建宽松开启后资金往往先投向大体量或国家级大动脉的铁路、公路等项目(拉动 GDP 见效更快)而这一块的市场往往为央企垄断, 其后才是地方级的项目;
- **净利增速:** 净利增速提升较快的主要是基建板块公司, 如中国中铁 2008-09 年为 -65/518%、中国铁建为 16/81%, 龙元建设 -37/51%, 安徽水利为 3/276%。

表 7: 基建板块较多公司 2009 年新签订单增速明显提升

| 新签订单及增速 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------|------|------|------|------|------|
| 中国铁建(亿元) | 2870 | 4231 | 6013 | 7472 | 6812 |
| 增速 | - | 47% | 42% | 24% | -9% |
| 中国中铁(亿元) | 2485 | 4285 | 6018 | 7355 | 5708 |
| 增速 | - | 72% | 40% | 22% | -22% |
| 葛洲坝(亿元) | - | 304 | 422 | 556 | 725 |
| 增速 | - | - | 39% | 32% | 30% |
| 隧道股份(亿元) | 125 | 132 | 139 | 164 | 171 |
| 增速 | - | 5% | 18% | 4% | 5% |
| 安徽水利(亿元) | - | 13 | 31 | 40 | 69 |
| 增速 | - | - | 138% | 29% | 73% |
| 精工钢构(亿元) | 39 | 56 | 49 | 65 | 80 |
| 增速 | - | 44% | -13% | 33% | 23% |

| | | | | | |
|----------|----|-----|------|-----|----|
| 四川路桥(亿元) | 15 | 20 | 49 | 59 | 63 |
| 增速 | - | 33% | 145% | 20% | 7% |

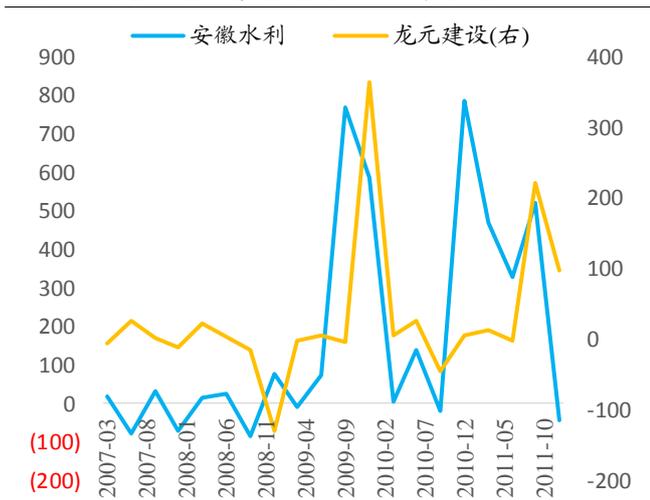
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 8: 基建板块众多公司 2009 年净利增速明显提升

| 公司 | 2008 | | | | 2009 | | | | 2010 | | | | 2011 | | | |
|------|------|-----|-----|------|------|-----|-----|-------|------|-----|------|------|------|-------|--------|------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
| 西藏天路 | -72 | 3 | -36 | -101 | 16 | 521 | 813 | 6,009 | -453 | 36 | -45 | 76 | 134 | 21 | 56 | -169 |
| 中国中铁 | 150 | 16 | - | - | 87 | 51 | 426 | 917 | 68 | -22 | 17 | 6 | 1 | -47 | -49 | 55 |
| 安徽水利 | 15 | 24 | -84 | 77 | -11 | 75 | 770 | 588 | 4 | 139 | -21 | 788 | 470 | 330 | 521 | -44 |
| 四川路桥 | 13 | -93 | -43 | 12 | 6 | 320 | -13 | 302 | 44 | -17 | 195 | 376 | 370 | 2,248 | 162 | -12 |
| 中材国际 | 2 | 70 | 145 | -25 | 65 | 155 | 134 | 208 | 148 | 74 | 61 | 107 | 20 | 15 | -2 | 2 |
| 龙建股份 | 43 | -24 | -85 | 40 | 10 | 4 | 689 | -26 | 6 | 13 | 42 | -16 | 26 | -9 | -23 | 41 |
| 东南网架 | -19 | -37 | -29 | -527 | 12 | -11 | -6 | 187 | 55 | 92 | 75 | 91 | 27 | 70 | 17 | -26 |
| 龙元建设 | 22 | 3 | -16 | -129 | -1 | 6 | -3 | 364 | 6 | 26 | -46 | 5 | 14 | -2 | 222 | 97 |
| 腾达建设 | 29 | -46 | -6 | -328 | -29 | -43 | 28 | 136 | -15 | 64 | -65 | -146 | -18 | 15 | -66 | 343 |
| 宝鹰股份 | 39 | -44 | -39 | -8 | -83 | 59 | 362 | 16 | 219 | 0 | -95 | -168 | -409 | -262 | -2,651 | -61 |
| 中国铁建 | 306 | - | - | - | 34 | 56 | 69 | 132 | 47 | 56 | -194 | -24 | 23 | -3 | 199 | 29 |
| 浦东建设 | -47 | 23 | 10 | 122 | -43 | 150 | -22 | 129 | -69 | 665 | -105 | -120 | -539 | -10 | -2,372 | 347 |
| 葛洲坝 | 14 | 201 | -43 | 256 | 36 | 82 | 62 | 71 | 26 | 9 | 7 | -14 | 28 | 25 | 42 | -33 |
| 精工钢构 | -12 | 21 | 14 | 57 | 42 | 108 | 98 | 6 | 28 | -6 | 65 | 9 | 103 | 42 | 62 | -55 |
| 上海建工 | 14 | -17 | 44 | -23 | -10 | -9 | 42 | 81 | 68 | 24 | 37 | 1 | -10 | 13 | 18 | 83 |
| 中工国际 | -24 | 178 | -36 | 540 | -7 | -4 | 59 | 197 | 19 | 37 | 110 | -29 | 27 | 33 | 25 | 27 |
| 粤水电 | -23 | 42 | -23 | 1 | 4 | 5 | 28 | 10 | 15 | 6 | 0 | 5 | 3 | 0 | -52 | -47 |

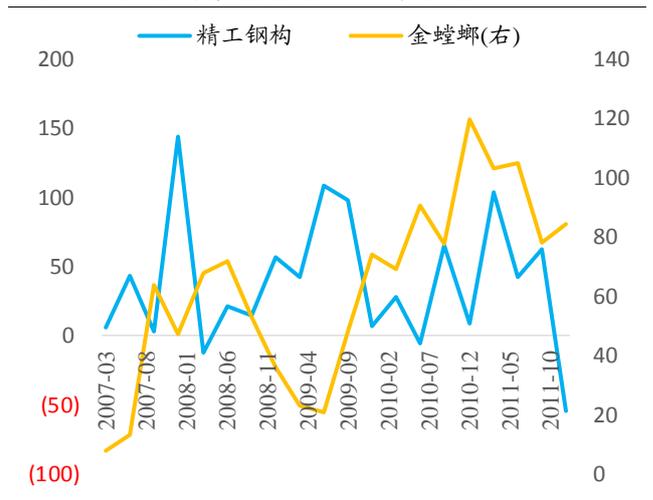
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 16: 龙元建设净利增速 2009 年暴增



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 17: 金螳螂净利增速 2010 年暴增



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

1.5. 股价表现: 建筑指数大涨 99%, 基建公司表现优

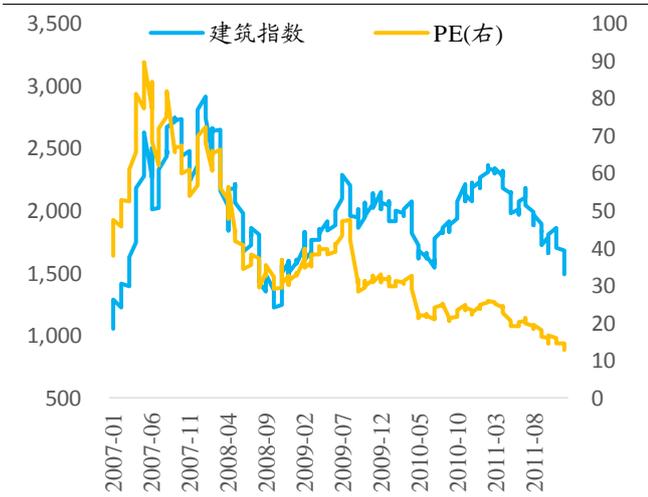
财政基建宽松推动建筑指数大涨约 99%。

- 经济周期内财政政策向股价传导机制: 1)经济下滑压力增大需要基建托底, 从而提升市场对于建筑公司尤其是基建公司的成长预期; 2)财政基建宽松助推市场对建筑公司成长逻辑的改善以及未来业绩增长预

期的提升，因此首先修复建筑公司估值，其次宽松周期内由于信贷环境好转将压低建筑公司财务费用、且新签订单落地加快未来营收增长有保障，进而修复 EPS，估值 EPS 双重修复推动建筑股价上涨；

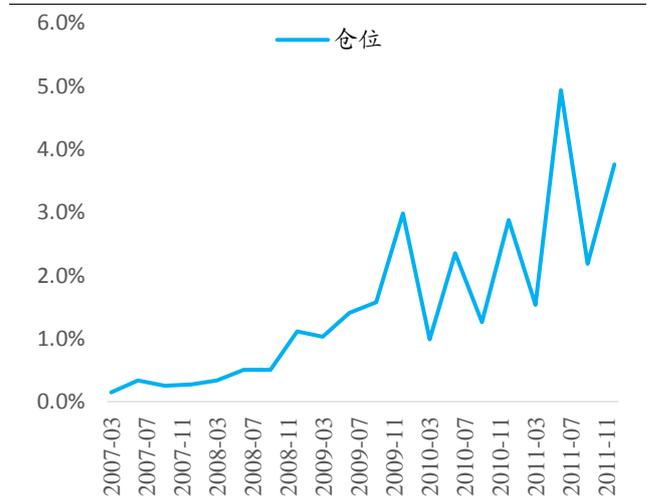
- 上涨幅度：建筑指数(SW 建筑指数)从 2008 年 11 月 4 日 1194 点上涨至 2009 年 7 月 28 日 2373 点，涨幅约 99%，上涨时长约 8 个半月，之后调整半年到 2010 年初再度上涨；
- 行情节奏：四万亿出台后建筑指数先在两周内暴涨约 34%，这一轮主要是政策主题的快速拉动；后以横盘震荡及小幅回调为主约 2 个月，主要因自上而下宏观数据、细节政策以及自下而上建筑公司基本面需验证；到 2009 年初社融增速等宏观数据明显好转、建筑公司基本面开始好转之后后才开始加速上涨；
- PE 估值：PE 估值从 2008 年 11 月的 29 倍提升到 2009 年 7 月的 47 倍；从节奏上看，四万亿出台后从 29 倍迅速提升到 37 倍，后下降至 30 倍(2008 年底)，2009 年初后继续提升；
- 基金持仓：从 2008Q4 的 1.02% 提升至 2009Q4 的 2.97%。

图 18: 建筑指数 2008 年 11 月-2009 年 7 月大涨



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 19: 2008Q4-2009Q4 建筑仓位不断上升

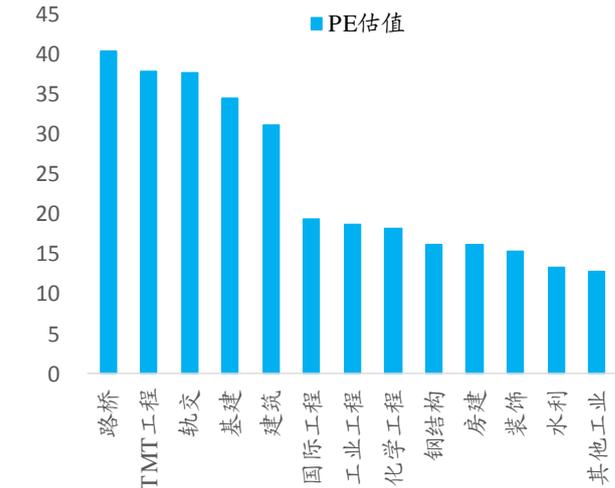
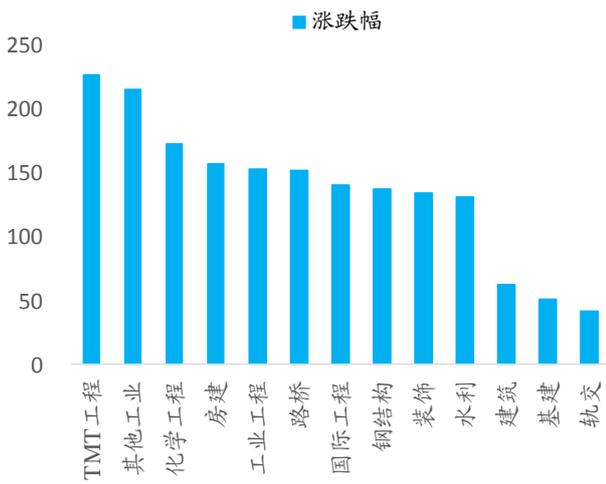


数据来源：wind，国泰君安证券研究

建筑细分板块表现：基建、房建等板块涨幅较高：涨幅居前(2008 年 11 月-2009 年 7 月)的细分板块主要为 TMT 工程 227%、化学工程 173%、房建 158%、路桥 152%、国际工程 141%、钢结构 137%、水利 131%，基本为基建、地产产业链相关板块。这些板块是直接受益于财政基建宽松的板块、业绩增长预期确定性及提升性相对较强。

图 20: TMT、化学、房建、路桥等板块涨幅较高

图 21: 上涨起点水利、装饰、房建等板块 PE 较低



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

备注: 园林板块、设计板块 2008 年末有上市公司, 因此此处不列出; 轨交涨幅较低主要受两铁拖累。

个股行情: 基建公司普遍涨幅较高:

- 涨幅前 10(2008 年 11 月-2009 年 7 月)为安徽水利 354%、西藏天路 330%、北方国际 317%、中工国际 240%、宏润建设 217%、精工钢构 212%、中国海诚 206%、龙元建设 195%、浦东建设 181%、东南网架 172%; 其中基建公司 5 家、国际工程公司 2 家、钢结构公司 2 家;
- 备注: 金螳螂在 2009-10 年涨幅较高, 因为后期进入到四万亿相关项目的公装建设阶段;
- 涨幅较高的公司主要为地方路桥公司、工业工程公司, 且业绩超预期、估值较低;
- 该阶段上市的建筑公司不多, 但是大部分公司涨幅均超过 100%, 两铁涨幅相对较低(或许与其刚刚上市有关, 且中国中铁 2008Q3-Q4 净利发生亏损)。

2. 2012 年: GDP 增速连续 7 季度下滑, 财政基建转向宽松助推建筑涨 33%

向宽松助推建筑涨 33%

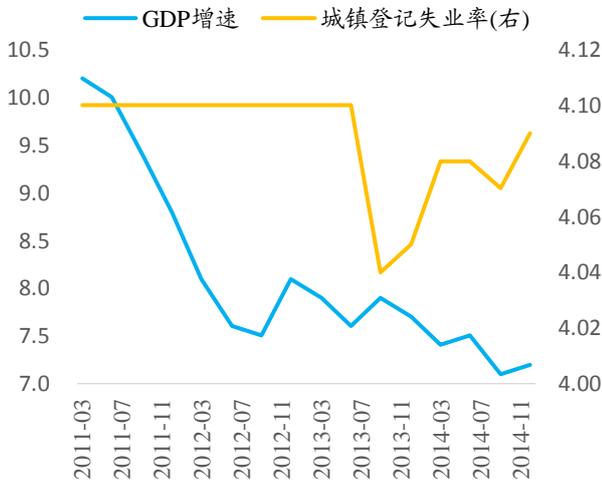
2.1. 宏观经济: GDP 增速连续 7 季度下滑, 工业增加值增速大幅滑落至 2.8%

从宏观经济层面看, 由于受到欧债危机冲击, 全球经济低迷、国内经济下行压力增大, 2011Q1 起国内 GDP 增速连续 7 个季度下滑, 工业增加值增速、CPI 均下滑明显, 就业率亦升至高点:

- 受到欧债危机冲击, 国内 GDP 增速自 2011Q1 高点 10.2%起连续 6 个季度下滑, 最低点为 2012Q3 的 7.5%; 从宽松周期起点看, 由于 2011 年底-2012 年初政策开始转向, 因此将 2012Q1 视为新一轮宽松开启点, 宽松周期开启后, GDP 增速从 7.5%反弹至 8.1%但滞后 3 个季度后开始反弹;
- 工业增加值增速自 2011 年 2 月的 14.9%下滑至 2012 年 1 月的 2.8%, 2 月大幅反弹至 21.3%后再度下行, 4 月起基本保持稳定; CPI 自 2011 年 7 月 6.45%下滑至 2012 年 7 月 1.8%, 后明显反弹; 工业增加值增速与 CPI 反弹滞后于政策转向宽松;

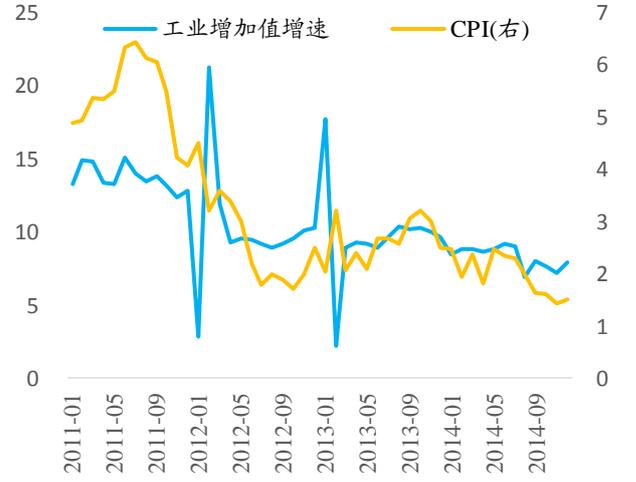
● 失业率往往滞后于 GDP 增速、工业增加值增速、CPI 等指标：城镇登记失业率 2011Q1-2013Q2 维持 4.1%，2013Q3 有明显下滑，后逐步回升。

图 22: 2011Q1-2012Q3GDP 增速不断下滑



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 23: 2011 年工业增加值增速、CPI 下滑较多



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2.2. 政策: 稳增长及扩大内需定调转向宽松, 地方财政主导加强基础设施建设

为防止经济下行过快, 国内经济发展的重心由 2011 年的防通胀转向稳增长, 且货币财政政策转向宽松。1)2011 年底的中央经济会议给 2012 年的经济政策基调定位虽仍延续了 2011 年的“积极的财政政策和稳健的货币政策”, 但重心已由防通胀转向稳增长; 2)2011 年 12 月 28 日的国务院工作会议重点提“扩大内需”, 货币政策实际性转向宽松; 3)2011 年 12 月-2012 年 5 月连续 2 次降息 3 次降准。

表 9: 2011 年底起财政货币政策实际性转向宽松

| 时间 | 政策 |
|------------------------|--|
| 2011 年 12 月 | 政治局会议和中央经济工作会议提出要扩大国内需求, 同时定调 2012 年政策主线为“稳定增长、调整结构、管理通胀”, 财政及货币政策表述虽然仍是“积极的财政政策和稳健的货币政策”, 但重心已由此前的防通胀正式转向稳增长。 |
| 2011 年 12 月 28 日 | 国务院工作会议重点提“扩大内需”、“保持投资稳定增长的同时, 把重点放在优化投资结构上”。 |
| 2011 年 12 月-2012 年 5 月 | 3 次降准, 分别为 2011.12.5、2012.2.14、2012.5.8; 降准后大机构由 21.5% 下调到 20%, 中小机构由 18% 下调到 16.5%; 后直到 2015 年 2 月再度降息。 |
| 2012 年 2 月 20 日 | 国务院正式批复同意国家发展改革委组织编制的《西部大开发“十二五”规划》。 |
| 2012 年 6-7 月 | 2 次降息, 分别为 6.8、7.6, 降息后一年期存款基准利率由 3.25% 下调到 3%, 一年期贷款基准利率由 6.56% 下调到 6%; 后直到 2014 年 11 月再度降息。 |
| 2012 年 7 月 | 政治局会议强调“把稳增长放在更重要位置”。 |
| 2012 年 8 月 27 日 | 国务院发布《国务院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 | APEC 峰会强调基建财政资金支持。 |
| 2013 年 2 月 | 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暂行办法》, 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 8 月 | 国家发改委将 2013 年铁路固定资产投资额度从年初计划的 6500 亿元上调至 6900 亿元; 同时确认 2013 年铁路新开工项目由 37 个调整为 47 个、2014 年和 2015 年铁路固定资产投资将不低于 1.4 万亿元的两个 |

2013年9-10月

2013年11月

计划。至此“十二五”期间铁路投资计划从2.8万亿元增加为3.3万亿元。

提出“丝绸之路经济带”、“21世纪海上丝绸之路”，一带一路概念形成。

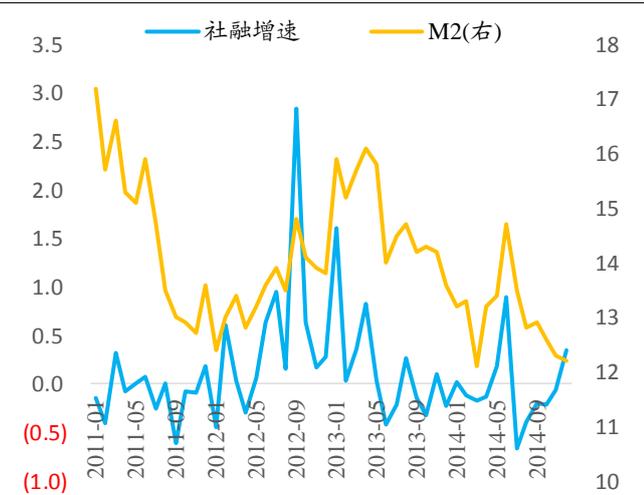
三中全会提出允许社会资本通过特许经营参与城市运营。

数据来源：wind，高铁网，新浪财经，财经网等，国泰君安证券研究

财政货币政策实际性转向宽松助推社融增速、M2增速等数据好转。

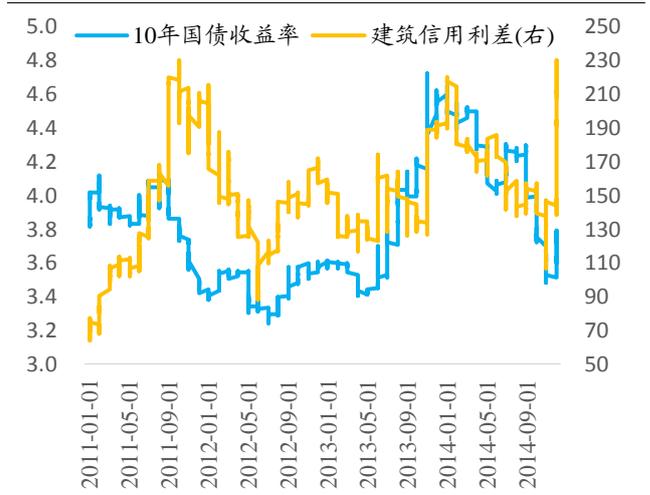
- 社融增速：2011年为波动下滑，2012年宽松开启后社融单月增速从1月的-44%最高反弹至9月的285%，社融累计增速在2012年年底反弹至23%(2011年全年为-8%)且2013H1继续保持高增长；
- M2增速：2011年为波动下滑，2012年宽松开启后M2增速从1月的12.4%最高反弹至2013年4月的16.1%，累计增速在2008年年底反弹至14%，且2013H1继续维持在24%以上；
- 10年期国债利率：2011年基本保持在3.8-4.1%之间；2011年底开始下降，2012年宽松开启后大幅下降，最低为2012年7月的3.2%，后有所回升但保持相对较低水平；
- 建筑信用利差：2011年从年初的64bp大幅提升至10月的230bp，2011年底开始下降，2012年宽松开启后大幅下降，最低为2012年6月的88bp，后有所回升但保持相对较低水平。

图 24：2012 年宽松开启后社融/M2 增速大幅反弹



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 25：2012 年宽松开启后国债利率不断降低



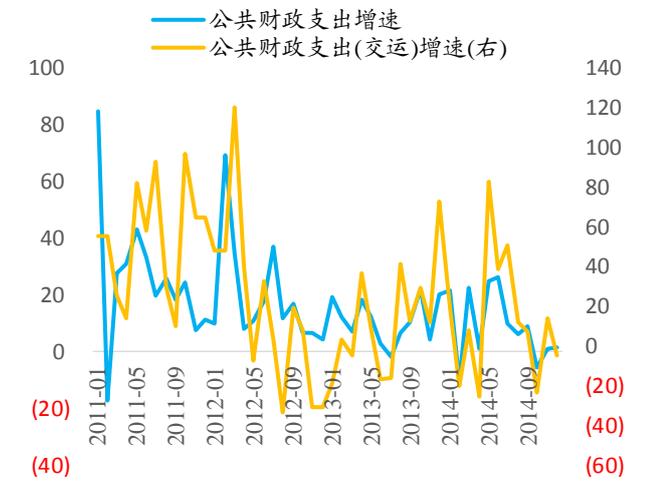
数据来源：wind，国泰君安证券研究

本次基建建设的资金来源主要来自于地方财政主导推进：

- 从资金来源看：本轮财政基建宽松周期内，自筹资金与国家预算内资金占比均有明显增长；由于本轮宽松未有大规模刺激政策，因此主要由地方财政主导及推进基建建设；
- 从公共财政支出角度看，2012年财政支出增速有所下滑主要因经济增长放缓、企业利润增幅低、物价涨幅回落(特别是工业生产者出厂价格下降)以及结构性减税力度较大等因素导致财政收入增速大幅回落；但从交运公共财政支出看，2012H2增速有一定回升体现财政在交通基建领域的支持；
- 从地方政府债务率及负债率看：①债务率从2011年的61.6%大幅提升至2014年的86.8%，3年间提升25.2pct，对应2007-10年亦是3年但仅提升9.1pct；②负债率从2011年的16.4%大幅提升至2014年的23.9%，3年间提升7.5pct，对应2007-10年亦是3年但仅提升5.8pct；考虑到2008

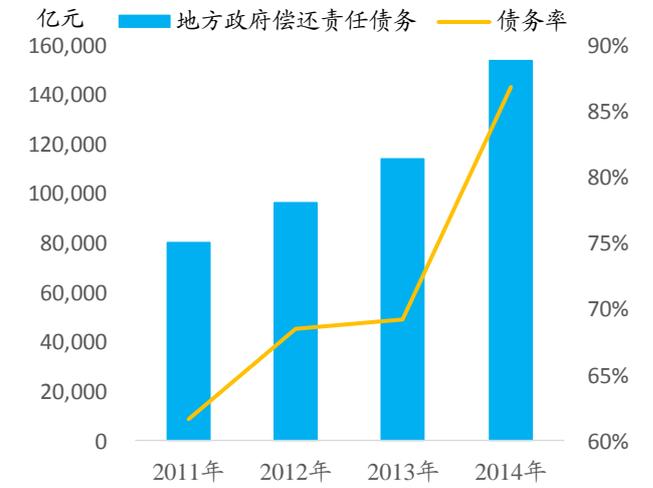
年有四万亿投资，本轮财政基建宽松使得地方政府债务规模、债务率及债务率大幅增长，亦反映主要以地方政府投资为主。

图 26: 公共财政支出增速 2012 年保持稳定增长



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 27: 地方政府负债率 2012-14 年明显提升



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 10: 2012 年基建资金来源以自筹、国内贷款为主

| | 国家预算内资金 | 国内贷款 | 利用外资 | 自筹资金 | 其他资金 |
|------|---------|-------|------|-------|------|
| 2011 | 12.2% | 25.5% | 0.7% | 53.3% | 8.3% |
| 2012 | 13.5% | 22.6% | 0.4% | 55.4% | 8.0% |
| 2013 | 13.4% | 19.6% | 0.5% | 58.3% | 8.1% |
| 2014 | 14.7% | 18.4% | 0.4% | 59.5% | 7.1% |

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2.3. 效果: 基建增速从-2%反弹至 24%，中西部反弹快，铁路水利投资反弹较强

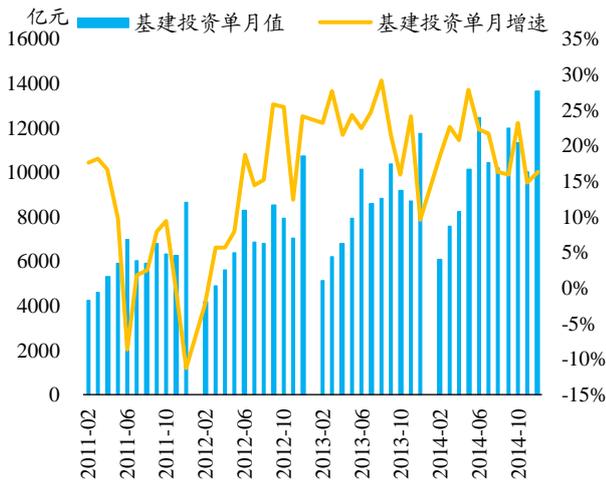
2012 年宽松周期开启后基建增速从-2%大幅反弹至 24%，其中中西部地区反弹较高。

- 基建投资增速: 基建单月增速从 2012 年初的-2.4%大幅反弹至 2012 年 12 月的 24.2%，且 2013 年前三季度继续维持 20%以上增速；从基建累计增速看，2012 年全年为 15.3%、2013 年全年为 21.3%，均大幅超过 2011 年全年的 3.3%；

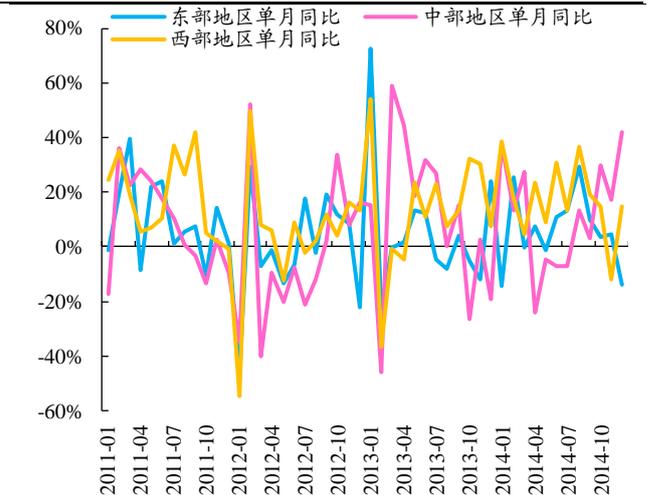
- 分区域看基建投资增速，中西部地区反弹较快且 2013 年继续维持高位，主要因西部大开发及中部崛起战略要求，且相对于东部地区而言中西部存在较高的建设需求：东部从 2012 年初的-47.5%反弹至 11 月的 8.5%，中部从-35%反弹至年末的 16.1%，西部从-54.8%反弹至 13.5%。

图 28: 基建投资增速 2012 年快速上升

图 29: 2012 年中西部地区基建增速反弹最快



数据来源：wind，国泰君安证券研究

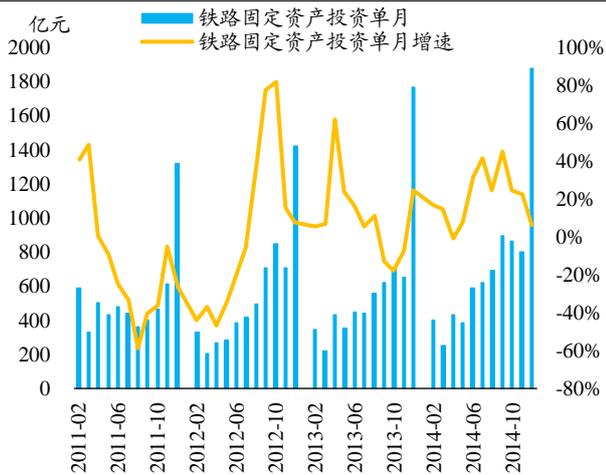


数据来源：wind，国泰君安证券研究

受益于西部大开发、中部崛起等战略的深入推进，叠加十二五规划推动，铁路、水利投资增速反弹最为显著：

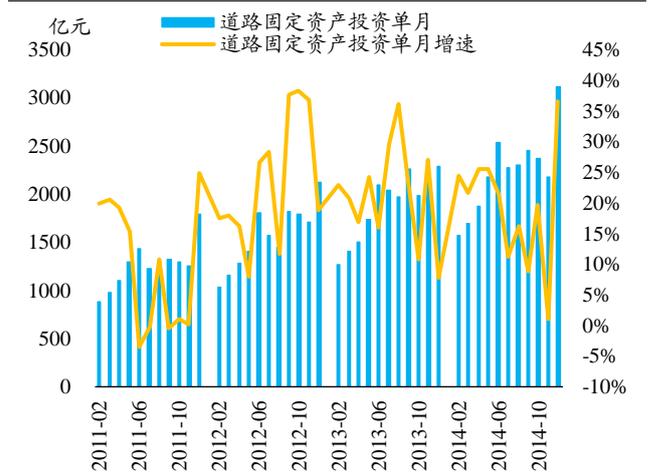
- 铁路投资增速：从2012年初的-44%大幅反弹至年末的8%(9-10月均超70%)，虽有所波动但2013H1继续维持较高增长；
- 水利投资增速：从2012年初的12%大幅反弹至年末的45%，且2013年基本继续维持20%以上增速；
- 道路投资增速：从2012年初的18%反弹至年末的19%且2012H2-2013年基本维持20%以上增速，相对于铁路、道路投资更为稳定；
- 生态环保投资增速：2012年增速相对较弱，从2012年初的-5%震荡下滑至年末的-43%，该阶段生态环保投资逊色于其他基建领域；2013年生态环保投资增速大幅提升，基本维持在25%以上增速。

图 30：铁路投资增速 2012 年快速上升



数据来源：wind，国泰君安证券研究

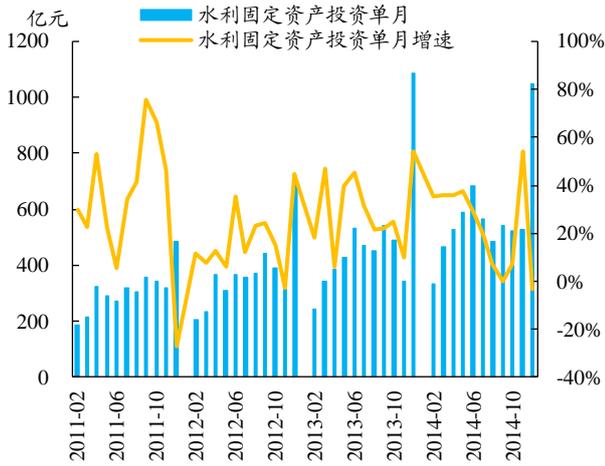
图 31：公路投资增速 2012 年快速上升



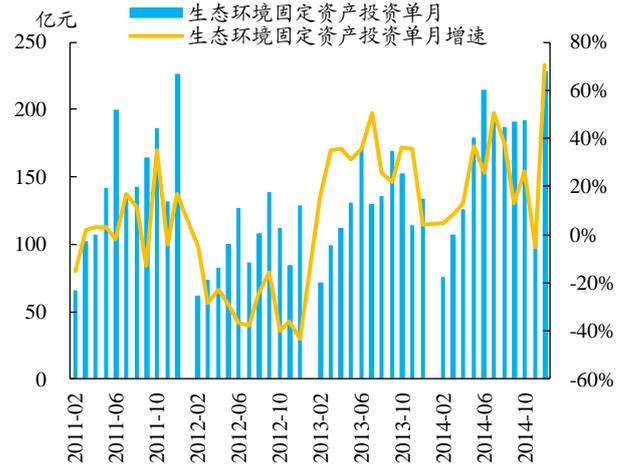
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 32：水利投资增速 2012 年快速上升

图 33：生态环境投资增速 2013 年快速上升



数据来源：wind，国泰君安证券研究



数据来源：wind，国泰君安证券研究

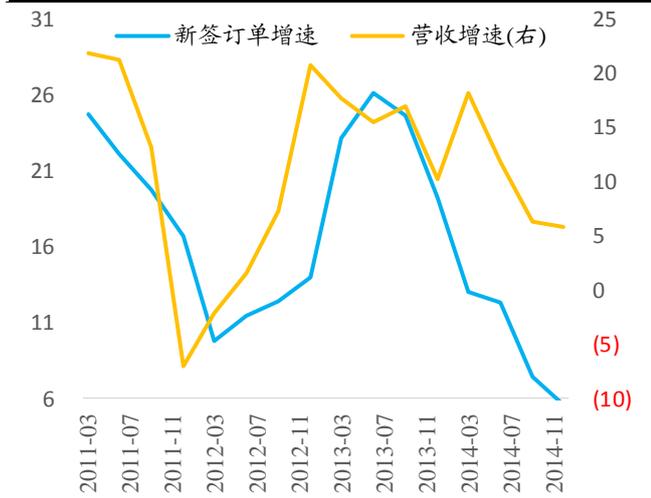
2.4. 基本面：净利增速从-7%大幅反弹至 33%

财政基建宽松开启后，建筑行业新签订单、营收、净利增速明显反弹，但滞后于政策转向：

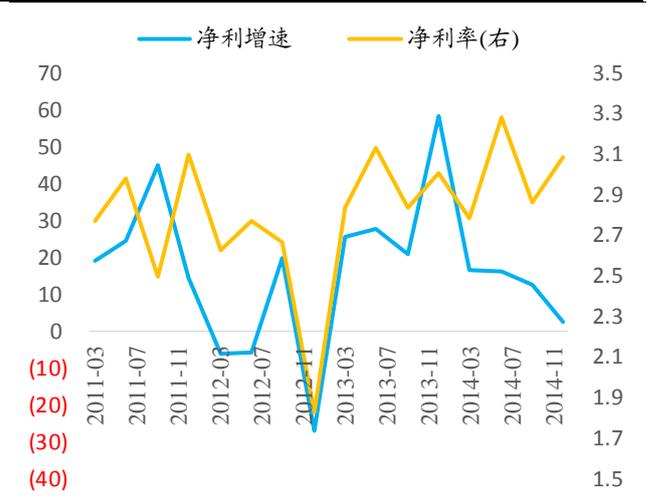
- 新签订单增速：财政基建宽松向订单层面转化有一定的时滞，因需要具体配套政策、细节政策等的落地执行，因此新签订单增速 2012Q1 仍延续下滑趋势(9.8%环比下滑 6.9pct)，但从 Q2 开始呈加速提升态势，从 Q2 的 11.4%提升至 2013Q2 的 26.1%；
- 营收增速：营收增速反弹快于新签订单增速，我们认为主要因在施工订单的推进效率提升以及在银行的信贷融资获改善，后期随大量新签订单落地进一步推动营收高增长；营收增速从 2012Q1 环比已有好转、H2 明显加速，2012 年单季度从 Q1 的-2.2%反弹至 Q4 的 20.8%、2013 年单季度看虽较 2012Q4 略下滑但仍维持较高增长；从年度数据看，2011-14 年为 10/8/15/10%，2013 年明显大幅反弹；
- 净利增速：净利增速 2012H1 环比明显下滑但 Q2 较 Q1 下滑幅度收窄且 H2 仍有波动，反映 2011 年的紧缩对于建筑整体盈利有较显著的影响且滞后效应比营收增速更为明显，值得注意的是本轮宽松传导至净利层面的滞后较 2009 年更为显著或因宽松及基建刺激力度稍弱；2013 年明显大幅反弹，单季度看从 2012Q1 的-6.4%反弹至 2013Q4 的 58.2%；从年度数据看，2011-14 年为 24/-7/33/10%，2013 年明显大幅反弹；
- 净利率：净利率从 2012Q1 的 2.6%提升至 2013Q4 的 3%；从年度数据看，2011-14 年为 2.9/2.5/3.0/3.1%，2013 年明显大幅提升。

图 34：建筑 2012 年新签订单、营收增速反弹

图 35：建筑 2013 年净利增速、净利率提升



数据来源: wind, 国泰君安证券研究



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

从建筑各细分板块看, 财政基建宽松开启后, 房建、钢结构、设计、基建等板块的营收、净利增速有明显反弹:

- 从年度数据看, 房建、钢结构、设计、基建等板块基本面明显反弹, 其中房建净利增速从2012年的-43%到2013年的126%, 主要因受益于调控边际放宽等因素所导致的房地产复苏以及板块内部分公司业务结构调整; 钢结构板块从-33%到37%; 设计板块从-4%到29%;
- 基建板块: 从年度数据看, 营收增速从2012年的6%到2013年的16%、净利增速从7%到13%反弹较显著, 其中轨交板块净利增速从9%到22%反弹最快; 此外, 从季度数据看, 基建板块2012Q1-2013Q1 净利增速明显反弹(从-20%到29%)且保持较高增速。

表 11: 建筑细分板块 2013 年净利增速以房建、钢结构、设计、基建等板块反弹最为明显

| | 2011 | | | | 2012 | | | | 2013 | | | | 2014 | | | |
|---------|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|------|------|----|-----|--------|------|-----|-----|-----|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
| 建筑 | 19 | 25 | 45 | 14 | -6 | -6 | 20 | -27 | 25 | 28 | 21 | 58 | 16 | 16 | 12 | 3 |
| 1、装饰 | 58 | 40 | 41 | 46 | 56 | 48 | 57 | 43 | 41 | 34 | 34 | 16 | 43 | 12 | 10 | 2 |
| 2、园林 | 40 | 98 | 72 | 67 | -48 | 48 | 24 | 55 | 30 | 23 | 5 | 34 | -90 | 34 | -22 | -5 |
| 3、基建 | 9 | 25 | 57 | 11 | -20 | -1 | 20 | 22 | 29 | 23 | 26 | -8 | 13 | 6 | 18 | 11 |
| -轨交 | 10 | -22 | 150 | 37 | -36 | 17 | 52 | 11 | 45 | 43 | 33 | -2 | 23 | 1 | 7 | 13 |
| -水利 | 33 | 43 | 7 | 4 | 3 | 8 | 8 | 15 | 9 | 5 | 14 | 3 | 13 | 10 | 17 | 20 |
| -路桥 | -5 | 92 | 36 | -14 | -4 | -17 | -7 | 41 | 20 | 11 | 22 | -18 | -4 | 10 | 36 | 3 |
| 4、房建 | 36 | 16 | 38 | 14 | 9 | -25 | 12 | -131 | 24 | 47 | 18 | 538 | 21 | 35 | 8 | -9 |
| 5、工业工程 | 28 | 44 | 20 | 16 | 7 | 5 | 31 | -34 | 13 | 5 | 2 | -30 | 11 | 12 | 7 | 2 |
| -化学工程 | 8 | 57 | 34 | 45 | 25 | 55 | 57 | -1 | 47 | 3 | 17 | -14 | 11 | 15 | -11 | -19 |
| -TMT 工程 | 140 | 92 | 31 | -26 | 10 | -32 | 37 | 79 | 13 | 60 | 79 | -1 | 17 | 57 | 10 | 27 |
| -钢结构 | 73 | 38 | 48 | -42 | -4 | -31 | -47 | -131 | -16 | 0 | 0 | 457 | 0 | 11 | 51 | -41 |
| -国际工程 | 29 | 24 | -6 | 7 | -8 | -38 | 36 | -96 | -21 | -7 | -39 | -1,457 | 4 | -26 | 34 | 84 |
| 6、设计 | -80 | 119 | 7 | 4 | 44 | -62 | -15 | -10 | -41 | 88 | 20 | 97 | 31 | 3 | 24 | 17 |

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 12: 建筑细分板块 2013 年净利率以房建、设计等板块提升最为明显

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|------|------|------|------|
|--|------|------|------|------|

| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
|--------|-----|------|------|------|------|------|------|------|-----|------|------|------|------|------|------|------|
| 建筑 | 2.8 | 3.0 | 2.5 | 3.1 | 2.6 | 2.8 | 2.7 | 1.8 | 2.8 | 3.1 | 2.8 | 3.0 | 2.8 | 3.3 | 2.9 | 3.1 |
| 1、装饰 | 4.7 | 5.8 | 5.5 | 6.3 | 5.6 | 6.7 | 6.1 | 6.5 | 5.2 | 6.9 | 6.5 | 6.9 | 6.0 | 6.6 | 6.2 | 6.7 |
| 2、园林 | 9.6 | 16.9 | 13.6 | 12.8 | 4.5 | 17.6 | 12.4 | 16.3 | 5.1 | 16.2 | 11.9 | 15.5 | 0.5 | 15.9 | 7.7 | 13.7 |
| 3、基建 | 2.3 | 2.5 | 1.9 | 2.9 | 2.1 | 2.6 | 2.1 | 2.8 | 2.3 | 2.6 | 2.3 | 2.4 | 2.2 | 2.6 | 2.6 | 2.6 |
| -轨交 | 2.7 | 5.0 | 3.2 | 4.3 | 2.7 | 4.6 | 2.6 | 4.9 | 3.3 | 4.3 | 3.2 | 3.6 | 2.8 | 4.2 | 4.0 | 3.4 |
| -水利 | 1.9 | 1.2 | 1.1 | 2.4 | 1.5 | 1.7 | 1.7 | 2.1 | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 2.0 | 2.1 |
| -路桥 | 3.8 | 4.2 | 3.5 | 3.0 | 3.3 | 4.1 | 3.0 | 3.4 | 3.2 | 3.9 | 3.0 | 3.7 | 3.2 | 3.4 | 3.3 | 3.6 |
| 4、房建 | 3.2 | 3.1 | 2.9 | 2.7 | 2.9 | 2.2 | 2.9 | -0.9 | 3.2 | 3.3 | 3.0 | 3.6 | 3.2 | 3.7 | 2.6 | 3.6 |
| 5、工业工程 | 5.3 | 6.5 | 5.0 | 6.0 | 4.7 | 5.9 | 5.3 | 4.1 | 4.0 | 4.8 | 4.8 | 2.5 | 4.0 | 4.7 | 4.8 | 2.1 |
| -化学工程 | 4.9 | 6.1 | 5.0 | 7.5 | 4.6 | 7.5 | 5.4 | 6.8 | 5.2 | 6.6 | 5.6 | 5.7 | 5.0 | 6.5 | 4.8 | 3.9 |
| -TMT工程 | 8.0 | 14.1 | 7.2 | 8.6 | 8.0 | 7.4 | 7.6 | 11.9 | 6.8 | 9.8 | 11.9 | 12.7 | 7.6 | 13.3 | 12.1 | 11.7 |
| -钢结构 | 3.9 | 5.3 | 5.3 | 2.7 | 3.9 | 4.1 | 3.1 | -0.6 | 3.1 | 3.2 | 2.4 | 2.2 | 2.8 | 3.6 | 3.5 | 1.5 |
| -国际工程 | 6.9 | 6.9 | 4.8 | 5.1 | 4.9 | 4.1 | 6.0 | 0.7 | 4.5 | 4.4 | 5.2 | -2.8 | 4.3 | 2.4 | 6.0 | -1.5 |
| 6、设计 | 6.8 | 11.5 | 9.6 | 7.6 | 12.3 | 6.0 | 11.4 | 10.2 | 8.4 | 12.2 | 13.3 | 11.8 | 11.3 | 12.3 | 9.8 | 13.6 |

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

从部分建筑龙头公司看, 财政基建宽松开启后新签订单增速、净利增速等基本面数据明显好转:

- 新签订单增速: 较多基建板块公司 2012-13 年明显反弹, 如中国铁建 2011-13 年为 -9/16/8%, 中国中铁为 -22/28/27%; 由于本轮宽松主要由地方财政主导及推进, 因此部分综合实力雄厚的地方国企等公司新签订单增速获得大幅度提升甚至超过基建央企, 如四川路桥为 7/27/46%, 隧道股份为 5/71/21%;
- 净利增速: 净利增速提升较快的主要是基建、房建板块公司, 如中国中冶 2012/13 年为 264/143%、西藏天路为 -197/112%, 粤水电 -20/56%, 中国中铁为 10/27%。

表 13: 基建板块较多公司 2012-13 年新签订单增速明显提升

| 新签订单及增速 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------|------|------|------|------|
| 中国铁建(亿元) | 6812 | 7893 | 8535 | 8277 |
| 增速 | -9% | 16% | 8% | -3% |
| 中国中铁(亿元) | 5708 | 7310 | 9297 | 9346 |
| 增速 | -22% | 28% | 27% | 1% |
| 中国交建(亿元) | 4578 | 5149 | 5433 | 6084 |
| 增速 | 11% | 12% | 6% | 12% |
| 中国建筑(亿元) | 1207 | 1520 | 2323 | 2478 |
| 增速 | 22% | 26% | 53% | 7% |
| 中国电建(亿元) | 1278 | 1719 | 2102 | 2380 |
| 增速 | 2% | 35% | 22% | 13% |
| 葛洲坝(亿元) | 725 | 1012 | 1191 | 1376 |
| 增速 | 30% | 40% | 18% | 16% |
| 隧道股份(亿元) | 171 | 293 | 354 | 305 |
| 增速 | 5% | 71% | 21% | -14% |
| 安徽水利(亿元) | 69 | 76 | 91 | 123 |
| 增速 | 73% | 10% | 20% | 35% |

| | | | | |
|----------|----|------|-----|------|
| 四川路桥(亿元) | 63 | 234 | 342 | 107 |
| 增速 | 7% | 271% | 46% | -69% |

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

注: 部分公司新签订单取基建类订单金额

表 14: 基建板块众多公司 2013 年净利增速明显提升

| 公司 | 2011 | | | | 2012 | | | | 2013 | | | | 2014 | | | |
|------|------|-----|-----|------|------|------|-----|--------|--------|-----|-----|-----|------|-----|-----|-------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
| 腾达建设 | -18 | 15 | -66 | 343 | 1 | -11 | 185 | -180 | 623 | 795 | 47 | 180 | -86 | -84 | -34 | -226 |
| 中国中冶 | 3 | -27 | -18 | -29 | -28 | -236 | 34 | -564 | 21 | 142 | -25 | 111 | 7 | 59 | 7 | 70 |
| 杭萧钢构 | 4 | -26 | 172 | -92 | -81 | -91 | -95 | -3,744 | -41 | 261 | 207 | 126 | 139 | 225 | 416 | -73 |
| 西藏天路 | 134 | 21 | 56 | -169 | -37 | -13 | 34 | -413 | -1,216 | 31 | -65 | 70 | -87 | -44 | 231 | 137 |
| 粤水电 | 3 | 0 | -52 | -47 | -30 | -29 | -7 | 10 | 20 | 4 | 6 | 197 | 12 | 38 | 112 | -25 |
| 龙建股份 | 26 | -9 | -23 | 41 | -3 | -11 | -11 | -135 | 27 | -27 | -15 | 102 | -13 | 0 | -19 | 5,910 |
| 宏润建设 | -8 | -46 | -72 | -73 | -16 | -42 | -18 | 63 | 14 | 29 | 66 | 35 | 21 | 26 | 29 | -3 |
| 精工钢构 | 103 | 42 | 62 | -55 | 9 | -47 | -46 | 65 | -19 | 18 | 3 | 51 | 7 | 13 | 68 | -28 |
| 鸿路钢构 | 155 | 37 | 8 | 20 | 1 | 4 | -7 | -61 | 12 | -4 | -1 | 10 | 2 | 1 | 1 | -79 |
| 棕榈股份 | 43 | 72 | 104 | 44 | -71 | 23 | 5 | 17 | -79 | 25 | 6 | 68 | 16 | 13 | 14 | 1 |
| 中国中铁 | 1 | -47 | -49 | 55 | -45 | 86 | 68 | -1 | 62 | 36 | 47 | 0 | 22 | 12 | 8 | 6 |
| 延长化建 | 48 | 32 | 55 | -5 | 7 | -1 | 62 | -26 | 62 | 23 | 47 | -38 | 32 | 20 | -18 | 16 |
| 中国建筑 | 59 | 33 | 60 | 47 | 16 | 7 | 10 | 28 | 45 | 11 | 32 | 38 | 30 | 38 | 10 | -19 |
| 中国铁建 | 23 | -3 | 199 | 29 | -29 | 2 | 41 | 23 | 34 | 54 | 22 | -6 | 23 | -5 | 6 | 19 |
| 隧道股份 | -18 | -17 | -11 | 11 | 1 | -24 | 51 | 22 | 45 | 11 | 9 | 3 | 32 | -12 | 9 | 17 |
| 广田集团 | 74 | 24 | 9 | 36 | -19 | 17 | 46 | 79 | 43 | 43 | 36 | 35 | 21 | -4 | -4 | 5 |
| 葛洲坝 | 28 | 25 | 42 | -33 | 1 | -4 | -5 | 17 | 4 | -7 | 10 | 0 | 15 | 86 | 12 | 77 |

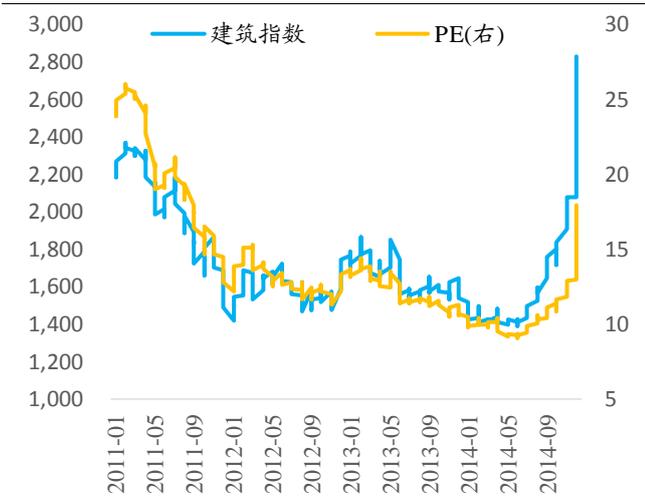
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2.5. 股价表现: 建筑指数涨幅 33%, 基建/装饰公司表现优 财政基建宽松推动建筑指数 2012-2013 年 5 月取得约 33% 的较高涨幅, 若只看 2012 年全年, 建筑指数最高涨幅为 25%:

- 经济周期内财政政策向股价传导机制: 传导机制与 2009 年相似, 但由于宽松力度及基建刺激力度相对较弱, 因此估值修复亦相对较弱, 主要是 EPS 修复所带来的行情;
- 上涨幅度: 建筑指数(SW 建筑指数)从 2012 年 1 月 6 日 1414 点上涨至 2013 年 5 月 29 日 1881 点, 涨幅约 33%, 上涨时长约 16 个月, 之后调整约 1 年到 2014 年 5 月再度上涨; 整体看本轮宽松周期内涨幅不及 2009 年, 主要因宽松力度及基建刺激力度弱于 2009 年;
- 行情节奏: 2011 年 12 月 5 日第一次降准建筑指数未有反应而是继续下跌约 14% 约 1 个月, 主要因自上而下宏观数据、细节政策以及自下而上建筑公司基本面还未得到验证; 后中央经济工作会议、国务院工作会议接连召开奠定宽松基调, 叠加 2012 年年初宏观数据好转使得宽松具备实际数据支撑后, 建筑指数开始上涨;
- PE 估值: PE 估值从 2012 年 1 月的 12 倍提升到 3 月的 15 倍, 后逐步下降, 到 2013 年 5 月为 13 倍; 本轮宽松周期内建筑估值并未明显提升, 主要与宽松力度较弱(财政货币政策表态为一积极一稳健, 且本轮宽松向基本面传导时滞较 2009 年明显拉长);

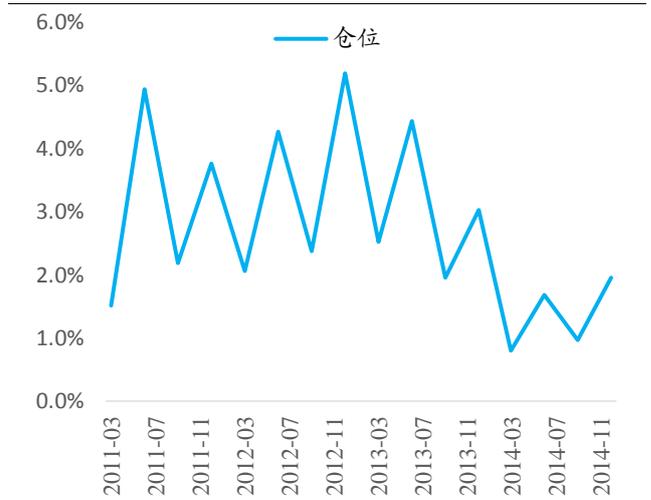
- 基金持仓：从2012Q1的2.05%提升至2012Q4的5.18%。

图 36: 建筑指数 2012 年-2013 年 5 月涨幅较高



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 37: 2012 年建筑仓位有明显提升



数据来源：wind，国泰君安证券研究

建筑细分板块表现：基建、装饰等板块涨幅较高：涨幅居前(2012年)的细分板块为装饰 67%、轨交 37%、设计 32%、化学工程 31%，基本为基建产业链相关板块。这些板块是直接受益于财政基建宽松的板块、业绩增长预期确定性及提升性相对较强，且在上涨起点估值相对较低。

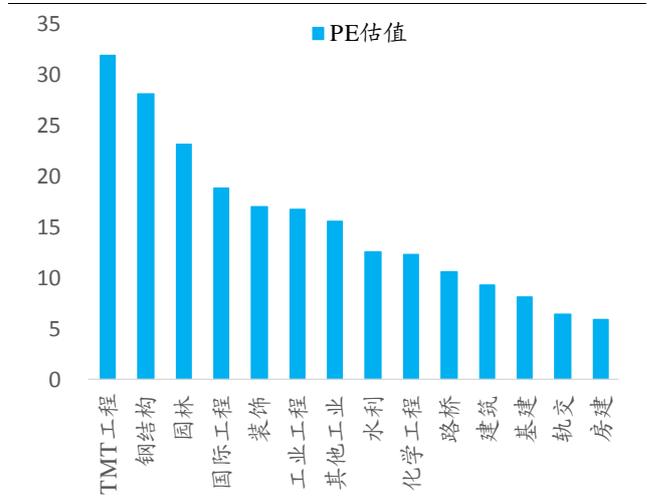
图 38: 装饰、轨交、设计等板块 2012 年涨幅较高



数据来源：wind，国泰君安证券研究

备注：设计板块 2012 年仅有两家上市公司，因此估值有所偏颇，此处不列出

图 39: 2012 年上涨起点房建、轨交 PE 最低



数据来源：wind，国泰君安证券研究

个股行情：基建、装饰板块中基本面数据较好的公司涨幅较高：

- 涨幅前 10(2012-2013 年 5 月区间)为达实智能 242%、洪涛股份 211%、东方园林 210%、亚厦股份 180%、铁汉生态 160%、四川路桥 159%、江河集团 153%(次新)、中国化学 151%、金螳螂 149%、中化岩土 148%；其中装饰公司 4 家、基建类(产业链)公司 3 家、园林公司 2 家；如果考虑 2012 年全年涨幅前 10，亦是基建、装饰公司涨幅较高；

- 备注：1)装饰公司涨幅较高一方面因公装公司受益于基建建设、另一方面因家装公司受益于房地产复苏，因此基本面数据较好；2)较多园林、装饰类新股次涨幅较高；

- 涨幅较高的公司主要为基建、装饰板块当中实力较强且业绩超预期、估值较低的公司；
- 由于 2010 年前后大量建筑公司上市，因此本轮宽松周期内建筑公司涨幅分化较为明显，大约 1/3 的公司涨幅超 100%，但也有部分公司因业绩低于预期等原因涨幅相对较低。

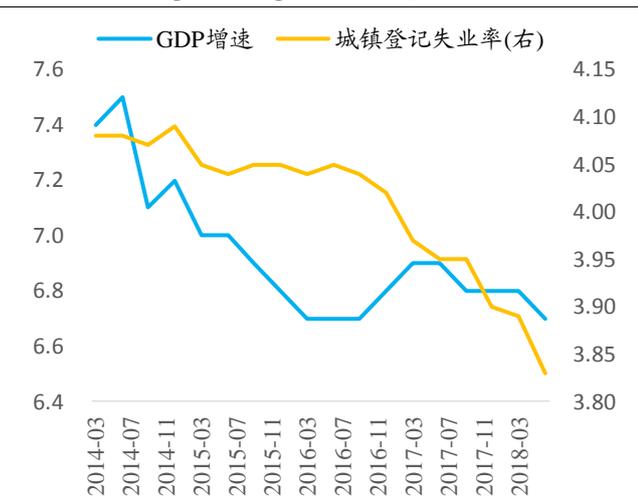
3. 2016 年：GDP 增速连续 5 季度下滑，宽松力度加大叠加 PPP 模式助推建筑大涨 54%

3.1. 宏观经济：GDP 增速连续 5 季度下滑，工业增加值增速大幅滑落至 3.6%

从宏观经济层面看，由于受到 2014H2 财政开支收缩以及结构转型等影响，国内经济下行压力增大，2014Q4 起国内 GDP 增速连续 5 个季度下滑，工业增加值增速、CPI 均在 2014 年明显下滑：

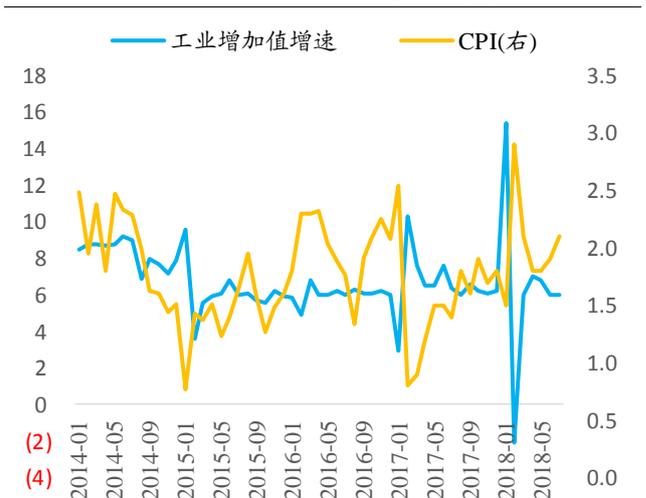
- 国内 GDP 增速自 2014Q4 阶段高点 7.2% 起连续 5 个季度下滑，最低点为 2016Q1-Q3 的 6.7%；2014 年 11 月起至 2015 年连续 6 次降息 5 次降准，甚至在 2015 年 10 月出现单月同时降息、降准、定向降准，虽然 2015 年宽松力度明显加大，但由于 2014 年清理地方债叠加结构转型等因素制约 GDP 增长，因此直到 PPP 模式加速推广之后 GDP 增速才开始企稳(2016Q2-Q3)，后从 6.7% 反弹至 2017Q1-Q2 的 6.9%；
- 工业增加值增速自 2014 年 6 月的 9.2% 下滑至 2015 年 2 月的 3.6%，后逐步提升至 2016 年 3 月的 6.8% 并基本保持稳定；CPI 2014 年 6 月的 2.3% 下滑至 2015 年 1 月的 0.8%，后逐步提升至 2016 年 4 月的 2.3% 并基本保持稳定；
- 失业率自 2014Q4 起不断下滑，从 4.09% 下滑至 2016Q4 的 4.02%。

图 40：2014Q4-2016Q1GDP 增速不断下滑



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 41：2014 年工业增加值增速下滑较多



数据来源：wind，国泰君安证券研究

3.2. 政策：2015-16 年持续偏宽松，PPP 模式加速推广助推宽松力度进一步加大

由于国内宏观经济未见明显起色，同时面临股市大幅动荡、人民币贬值等压力，2015-16 年宽松力度加大。1)2014 年底的中央经济会议再度提出“努力保持经济稳定增长”；2)2015 年虽继续施行“积极的财政政策

和稳定的货币政策”，但货币政策实际性中性偏宽松，并实行多次降息降准史无前例(2014年11月起至2015年连续6次降息5次降准);3)2016年年初央行首次提出“稳健略偏宽松”的货币政策字眼，实际是继续延续了2015年偏宽松的政策，叠加加杠杆的PPP模式大力推广使得宽松力度有所加大。

表 15: 2014H2 起财政货币政策开始转向宽松

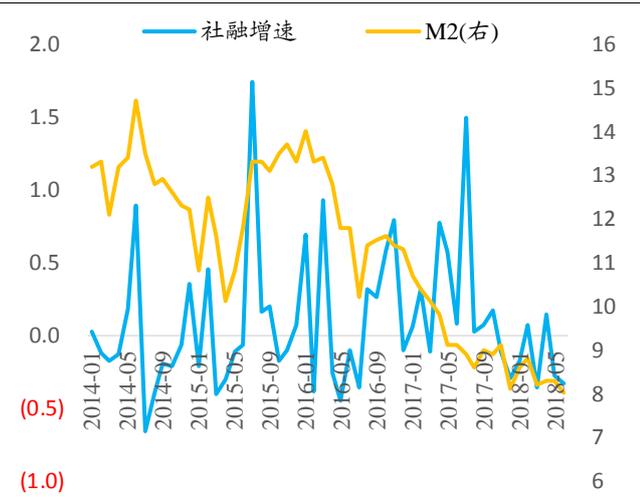
| 时间 | 政策 |
|------------------|--|
| 2014年4-6月 | 两次定向降准，分别为4.22、6.9，县域农村商业银行等“三农”和小微企业贷款占比高的银行获0.5-2个百分点降准不等。 |
| 2014年9月 | 财政部发布《财政部关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》，指出政府通过PPP项目可以拓宽城镇化建设融资渠道，形成多元化、可持续的资金投入机制，有利于整合社会资源，促进经济结构调整和转型升级。 |
| 2014年11月 | 财政部发布《政府和社会资本合作模式操作指南（试行）》 |
| 2014年11月22日 | 金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%；金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.1倍调整为1.2倍，其他各档次贷款和存款基准利率相应调整。 |
| 2014年12月 | 发改委发布《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》，鼓励和引导社会投资，增强公共产品供给能力，促进调结构、补短板、惠民生。 |
| 2014年12月 | 中央经济工作会议将“一带一路”列为国家三大战略之一。 |
| 2015年2月-2016年3月 | 六次降准（包含一次定向降准），分别为2.4、4.20、6.28、8.26、10.24、3.1，降准后大机构由20%下调至16.5%，中小机构由16.5%下调至13%，后直至2018年1月再度定向降准。 |
| 2015年3月-2015年10月 | 五次降息，分别为3.1、5.11、6.28、8.26、10.24，降息后一年期存款基准利率由2.75%下调到1.50%，一年期贷款基准利率由5.6%下调到4.35%。 |
| 2015年3月 | 发改委、国开行发布《关于推进开发性金融支持政府和社会资本有关工作的通知》，进一步完善配套政策，破除行业垄断，积极营造良好合作环境； 审议通过《关于加快推进生态文明建设的意见》。 |
| 2015年3月 | 《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》发布，“一带一路”顶层规划设计完成。 |
| 2015年4月 | 财政部等六部委发布《基础设施和公用事业特许经营管理办法》 |
| 2015年5月 | 财政部、发改委及央行发布《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》 |
| 2015年9月 | 审议通过《生态文明体制改革总体方案》；抵押补充贷款（PSL），存款准备金制度改革。 |
| 2015年12月 | 亚洲基础设施投资银行正式成立 |
| 2016年8月 | 交通运输部印发《“十三五”交通扶贫规划》，明确了“十三五”期交通扶贫脱贫攻坚八大任务。 |

数据来源：政府各部委官网，国泰君安证券研究

财政货币政策实际性转向宽松助推社融增速、M2增速等数据好转。

- 社融增速：2014年波动较大且明显下滑，2015年波动亦较大但逐步反弹，2016年明显提升；2014-16年社融累计增速为-5/-6/16%；
- M2增速：从2014年4月的14.7%下滑至2015年6月的10.1%，后明显反弹，最高反弹至2016年1月的14%，后有所滑落；2014-16年M2累计增速为12.2/13.3/11.3%；
- 10年期国债利率：2014年起逐步下滑，最低为2016年8月的2.6%，后有所回升但保持相对较低水平；
- 建筑信用利差：2015年5月年后明显下降，从192bp最低下降至2016年10月的70bp，后有所回升但保持相对较低水平。

图 42: 2015H2 起社融/M2 增速明显提升



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 43: 2015-16 年国债利率、信用利差不断降低

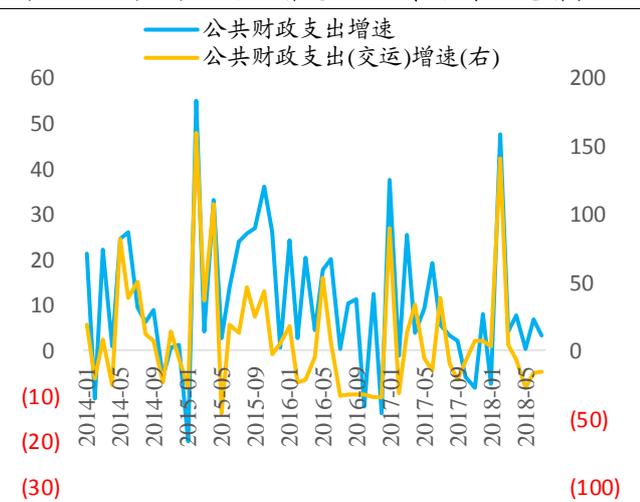


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

本次基建建设的资金以 PPP 模式推动但实际仍以地方财政、社会资本等为主, 加重了地方涨幅隐形债务负担:

- 从资金来源看: 本轮财政基建宽松与 2008 年、2012 年有较大不同, 主要是以加速推广的 PPP 模式推动宽松力度加大, 但实际仍以地方财政、社会资本等为主; 从资金来源占比看, 自筹资金及国家预算资金占比均有增长;
- 从公共财政支出角度看, 2015 年财政支出增速有较大幅度提升主要因 2014 年受地方债清理影响财政支出明显放缓, 2014-16 年公共财政支出增速为 8.2/15.8/6.4%, 公共财政支出(交运)增速为 10.9/17.7/-16.2%, 2016 年放缓亦有受到 PPP 模式加速推广的影响;
- 从地方政府债务率及负债率看, 虽然 2014-17 年债务率从 86.8% 下降至 77.5%、负债率从 23.9% 下降至 19.9%, 但是未考虑隐形债务问题, 粗略估算若加上隐形债务则 2017 年底实际地方债规模将更高。

图 44: 公共财政支出增速 2016 年保持稳定增长



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 45: 地方政府负债率 2015-17 年稳步下降



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 16: 2016 年基建资金来源以自筹、国家预算资金为主

| | 国家预算内资金 | 国内贷款 | 利用外资 | 自筹资金 | 其他资金 |
|------|---------|-------|------|-------|------|
| 2014 | 14.7% | 18.4% | 0.4% | 59.5% | 7.1% |

| | | | | | |
|------|-------|-------|------|-------|------|
| 2015 | 15.1% | 15.0% | 0.2% | 62.9% | 6.9% |
| 2016 | 15.9% | 15.5% | 0.2% | 60.0% | 8.4% |

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

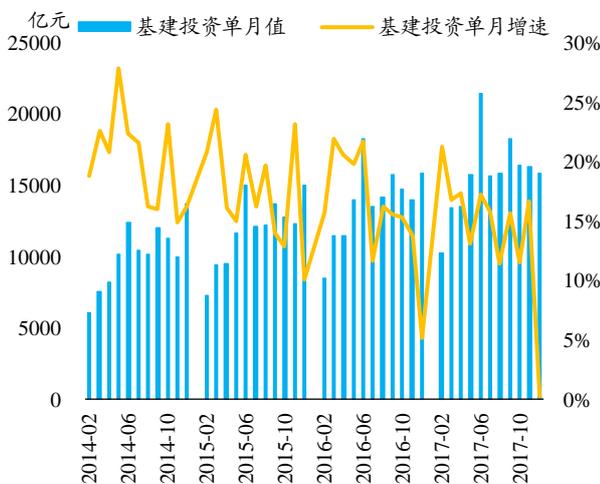
3.3. 效果: 西部基建增速从1%到17%反弹明显, 生态环保投资从24%到40%反弹最强

2014年清查地方债使得基建增速没有在本轮宽松周期明显反弹。2014年10月财政部下发文件, 要求地方对政府性债务进行清理甄别, 历时三个月后将地方债规模定格为15.4万亿元(2014年末), 因纳入预算是为显性债务。这意味着中央对此前融资平台举借的债务认账, 也意味着未纳入的债务财政不再兜底。由于受到清查地方债的影响叠加2014-15年为十二五规模末期, 因此在本轮宽松周期内基建增速并未明显反弹

2014-16年基建增速整体保持稳定, 西部地区反弹较高。

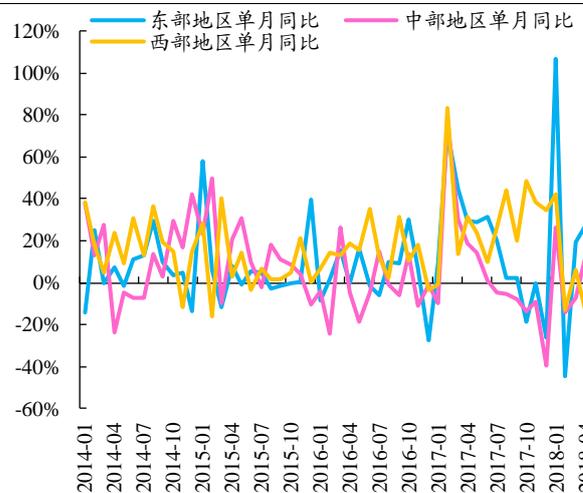
- 基建投资增速: 基建增速2014-16年整体保持稳定, 但受到清查地方债及十二五末期等因素影响, 2015年有所下滑, 但2016年保持稳定; 从广义基建增速看, 2014-16年为19.8/17/15.8%, 狭义基建增速为21.5/17.2/17.4%;
- 分区域看基建投资增速, 东部2014-16年为5.4/6.3/2.6%, 中部为3.4/9/-1.9%, 西部为1/17/15.6%, 西部地区反弹最为明显。

图 46: 基建投资增速 2014-16 年整体保持稳定



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 47: 2016 年中西部地区基建增速反弹最快

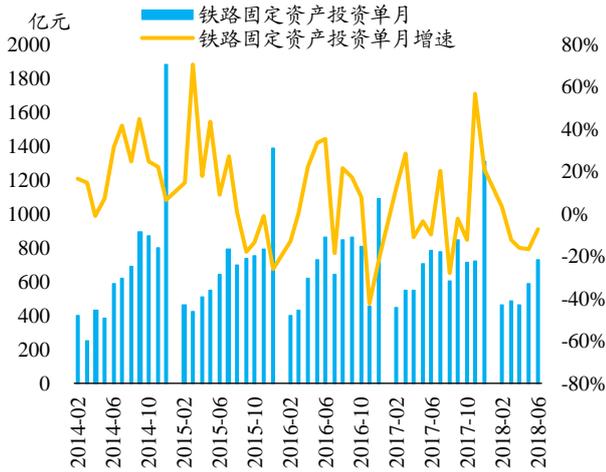


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

受益于生态文明建设、美丽中国战略及PPP模式推动, 生态环保投资增速反弹最为显著: 2014-16年铁路投资增速为29.4/11.2/-29.7%, 水利投资增速为23.6/20.4/23.3%, 道路投资增速为20.3/16.7/15.1%, 生态环保投资增速为26.6/24.4/39.9%。

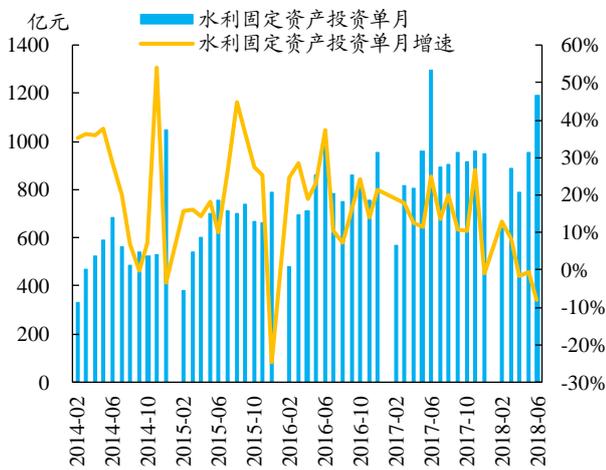
图 48: 铁路投资增速 2015-16 年有所下滑

图 49: 公路投资增速 2015-16 年有所下滑



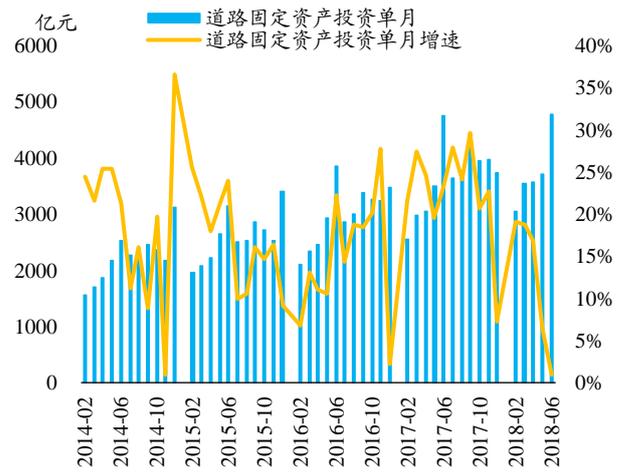
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 50: 水利投资增速 2015-16 年基本保持稳定



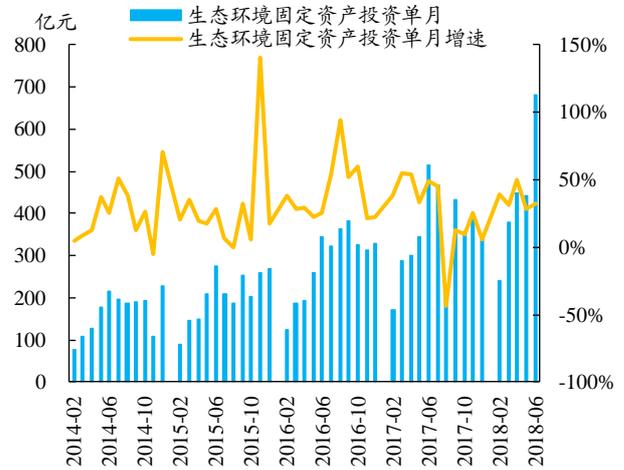
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 52: 建筑 2016 年新签订单、营收增速反弹



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 51: 生态环境投资增速 2016 年明显上升



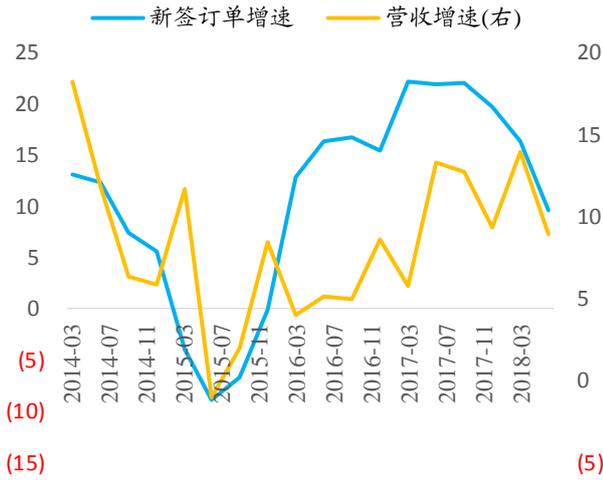
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 53: 建筑 2016 年净利增速有较明显反弹

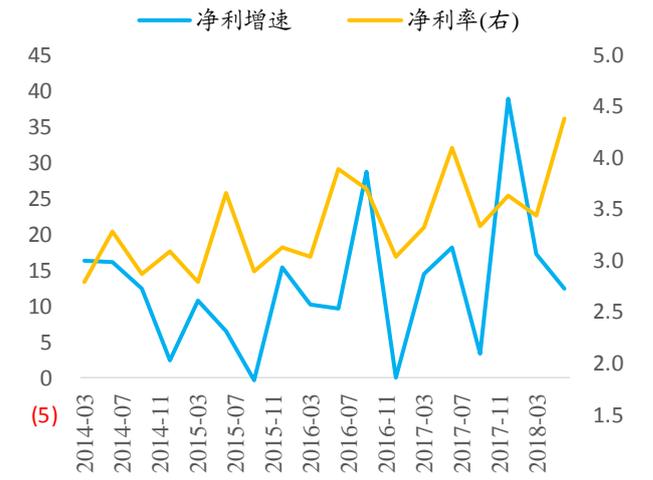
3.4. 基本面：园林净利增速从-20%大幅反弹至 82%

受益于宽松及 PPP 模式加速推动，建筑行业新签订单、营收、净利增速明显反弹，但滞后于政策转向：

- 新签订单增速：财政基建宽松向订单层面转化有一定的时滞，因需要具体配套政策、细节政策等的落地执行，因此新签订单增速 2015 年全年仍延续下滑趋势只是下滑速度逐季度放缓，从 2014Q1 的 13.1% 下滑至 2015Q2 的 -8.9% (Q3/Q4 为 -6.8/-0.2)，但 2016Q1 起明显提速，单季度为 12.9/16.4/16.7/15.4；
- 营收增速：从 2015Q2 的 -1.1% 大幅反弹至 2016Q4 的 8.6%；从年度数据看，2014-16 年为 9.7/5/6%，2016 年有小幅反弹；
- 净利增速：从 2015Q3 的 -0.4% 大幅反弹至 2016Q3 的 28.8%；从年度数据看，2014-16 年为 10.4/8.2/11.5%，2016 年明显反弹；
- 净利率：从 2015Q1 的 2.8% 大幅反弹至 2016Q2 的 3.9%；从年度数据看，2014-16 年为 3.1/3.2/3.4%，稳步提升；值得注意的是，本轮宽松周期内净利率提升除有财政基建宽松因素外亦受到高利润率的 PPP 业务占比提升的影响。



数据来源: wind, 国泰君安证券研究



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

从建筑各细分板块看, 财政基建宽松开启后, 园林、TMT 工程、钢结构、水利等板块的营收、净利增速有明显反弹:

- 从年度数据看, 园林、TMT 工程、钢结构、水利等板块基本面明显反弹, 其中园林板块净利增速从 2015 年的-20%到 2016 年的 82%, 直接受益于生态环保投资增速提升及 PPP 模式推广; TMT 工程板块从-23%到 61%; 钢结构板块从-12%到 42%; 水利板块从-12%到 28%;
- 基建板块: 从年度数据看, 营收增速从 2015 年的 5%到 2016 年的 6%、净利增速从 7%到 11%反弹力度稍弱于园林等板块, 主要因板块内部高权重的基建央企等公司体量规模较大、净利增速提升幅度较小, 且铁路、公路增速并未明显反弹。

表 17: 建筑细分板块 2016 年净利增速以园林、TMT 工程、钢结构、水利等板块反弹最为明显

| | 2014 | | 2015 | | | | 2016 | | | | 2017 | | | | 2018 | |
|---------|------|-----|-------|--------|-----|-----|-------|-------|----|-----|------|----|----|-----|------|-----|
| | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 |
| 建筑 | 7 | 0 | 15 | 10 | 10 | 29 | 0 | 14 | 18 | 3 | 39 | 17 | 13 | 3 | 11 | 7 |
| 1、装饰 | 1 | -18 | -50 | -7 | -16 | 7 | 9 | 2 | 12 | 18 | 62 | 24 | 24 | 2 | 5 | 1 |
| 2、园林 | -19 | -19 | -42 | -1,270 | 29 | 157 | 196 | 1,084 | 45 | 81 | 54 | 69 | 19 | -5 | -325 | -19 |
| 3、基建 | 7 | -1 | 14 | 12 | 8 | 22 | 5 | 19 | 19 | 2 | 41 | 15 | 17 | 11 | 9 | 7 |
| -轨交 | 8 | 3 | 23 | 11 | 12 | 20 | -7 | 13 | 34 | 4 | 28 | 20 | 25 | 13 | 11 | 8 |
| -水利 | 1 | 6 | -51 | 9 | 5 | 23 | 115 | 8 | 17 | 4 | 47 | 11 | 11 | 20 | 6 | 1 |
| -路桥 | 10 | -9 | 37 | 17 | 6 | 23 | 1 | 40 | 1 | -1 | 56 | 11 | 7 | 3 | 7 | 10 |
| 4、房建 | 19 | 9 | 20 | 14 | 14 | 49 | -17 | 10 | 14 | -8 | 38 | 15 | 1 | -9 | 19 | 19 |
| 5、工业工程 | -23 | -15 | 106 | -4 | -1 | 0 | -17 | 1 | 25 | 15 | 8 | 29 | 20 | 2 | -10 | -23 |
| -化学工程 | -41 | -6 | 35 | -26 | -28 | -15 | -58 | -16 | 16 | -21 | -35 | 35 | 24 | -19 | -17 | -41 |
| -TMT 工程 | -83 | -32 | 21 | 28 | 268 | 56 | 40 | -22 | 72 | 35 | 19 | 38 | 13 | 27 | -6 | -83 |
| -钢结构 | -1 | 28 | -87 | 11 | 77 | -24 | 1,492 | 65 | 13 | 45 | 53 | 19 | 31 | -41 | 8 | -1 |
| -国际工程 | 50 | -13 | 3,847 | 21 | 13 | 28 | 6 | 19 | 31 | 28 | -4 | 25 | 14 | 84 | -9 | 50 |
| 6、设计 | 7 | 34 | 2 | 28 | 61 | 9 | 34 | 33 | 1 | 52 | 31 | 26 | 49 | 17 | 21 | 7 |

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 18: 建筑细分板块 2016 年净利率以园林、设计等板块提升最为明显

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|------|------|------|------|------|
|--|------|------|------|------|------|

| | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 |
|--------|------|------|------|------|-----|------|------|------|------|------|-----|------|------|------|-----|------|
| 建筑 | 2.9 | 3.1 | 2.8 | 3.7 | 2.9 | 3.1 | 3.0 | 3.9 | 3.7 | 3.0 | 3.3 | 4.1 | 3.3 | 3.6 | 3.4 | 4.4 |
| 1、装饰 | 6.2 | 6.7 | 5.8 | 6.9 | 5.4 | 4.4 | 5.6 | 5.9 | 5.7 | 4.0 | 5.4 | 5.7 | 5.8 | 5.8 | 5.6 | 6.2 |
| 2、园林 | 7.7 | 13.7 | -0.1 | 13.3 | 5.8 | 7.0 | -0.3 | 16.0 | 10.6 | 14.0 | 4.3 | 13.7 | 11.2 | 13.9 | 4.4 | 13.3 |
| 3、基建 | 2.6 | 2.6 | 2.2 | 3.0 | 2.6 | 2.8 | 2.5 | 3.2 | 2.9 | 2.8 | 2.9 | 3.2 | 2.8 | 3.2 | 3.0 | 3.8 |
| -轨交 | 2.0 | 2.1 | 1.9 | 2.0 | 2.1 | 2.5 | 2.1 | 2.3 | 2.3 | 2.2 | 2.4 | 2.7 | 2.3 | 2.1 | 2.6 | 3.3 |
| -水利 | 3.3 | 3.6 | 3.2 | 4.5 | 3.6 | 1.6 | 3.6 | 4.0 | 3.4 | 3.2 | 3.7 | 3.4 | 3.4 | 3.9 | 3.9 | 4.4 |
| -路桥 | 4.0 | 3.4 | 2.5 | 4.4 | 3.4 | 4.3 | 2.7 | 4.7 | 3.9 | 4.2 | 3.8 | 4.5 | 3.6 | 5.1 | 3.5 | 4.7 |
| 4、房建 | 2.6 | 3.6 | 3.3 | 4.2 | 2.8 | 3.2 | 3.5 | 4.3 | 4.5 | 2.6 | 3.6 | 4.6 | 3.2 | 3.6 | 3.6 | 4.3 |
| 5、工业工程 | 4.8 | 2.1 | 3.4 | 4.2 | 5.0 | 4.8 | 4.0 | 4.7 | 5.4 | 4.1 | 4.0 | 5.2 | 5.4 | 3.5 | 4.2 | 5.2 |
| -化学工程 | 4.8 | 3.9 | 3.6 | 4.9 | 5.9 | 5.6 | 3.8 | 3.9 | 5.9 | 2.7 | 4.1 | 4.4 | 4.3 | 1.0 | 3.6 | 4.3 |
| -TMT工程 | 12.1 | 11.7 | 6.6 | 3.5 | 8.3 | 11.5 | 7.5 | 7.2 | 11.5 | 7.4 | 4.9 | 7.3 | 9.8 | 9.1 | 5.2 | 6.0 |
| -钢结构 | 3.5 | 1.5 | 3.0 | 3.7 | 4.5 | 0.4 | 3.4 | 7.1 | 4.4 | 2.7 | 4.7 | 6.4 | 4.4 | 3.8 | 4.3 | 6.2 |
| -国际工程 | 6.0 | -1.5 | 4.5 | 5.1 | 5.7 | 5.8 | 5.4 | 7.2 | 7.1 | 6.4 | 5.8 | 7.7 | 8.5 | 5.6 | 7.1 | 9.8 |
| 6、设计 | 9.8 | 13.6 | 10.3 | 13.2 | 9.0 | 10.4 | 8.9 | 13.9 | 11.6 | 10.7 | 9.9 | 11.5 | 12.4 | 11.2 | 9.9 | 12.3 |

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

从部分建筑龙头公司看, 财政基建宽松开启后新签订单增速、净利增速等基本面数据明显好转:

- 新签订单增速: 较多基建板块公司 2016 年明显反弹, 如中国铁建 2014-16 年为 -3/15/28%, 中国中铁为 1/2/29%; 由于本轮宽松主要是由 PPP 模式推动, 因此部分综合实力雄厚的园林公司新签订单增速获得大幅度提升;
- 净利增速: 净利增速提升较快的主要是园林 PPP 公司, 如团队介绍 -219/394%, 棕榈股份 2015/16 年为 -149/157%、东方园林为 -7/115%, 蒙草生态 -5/113%。

表 19: 基建板块较多公司 2016 年新签订单增速明显提升

| 新签订单及增速 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------|------|------|-------|-------|
| 中国铁建(亿元) | 8277 | 9488 | 12191 | 15083 |
| 增速 | -3% | 15% | 28% | 24% |
| 中国中铁(亿元) | 9346 | 9570 | 12350 | 15568 |
| 增速 | 1% | 2% | 29% | 26% |
| 中国交建(亿元) | 6084 | 6503 | 7308 | 9000 |
| 增速 | 12% | 7% | 12% | 23% |
| 中国建筑(亿元) | 2478 | 3140 | 5748 | 7369 |
| 增速 | 7% | 27% | 83% | 28% |
| 中国电建(亿元) | 2380 | 3278 | 3610 | 4068 |
| 增速 | 13% | 38% | 10% | 13% |
| 葛洲坝(亿元) | 1376 | 1816 | 2136 | 2260 |
| 增速 | 16% | 32% | 18% | 6% |
| 隧道股份(亿元) | 305 | 344 | 467 | 653 |
| 增速 | -14% | 13% | 36% | 40% |
| 安徽水利(亿元) | 123 | 131 | 138 | 688 |
| 增速 | 35% | 7% | 5% | 399% |
| 四川路桥(亿元) | 107 | 199 | 199 | 475 |

增速 -69% 86% 0% 139%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

注: 部分公司新签订单取基建类订单金额

表 20: 园林、基建板块众多公司 2016 年净利增速明显提升

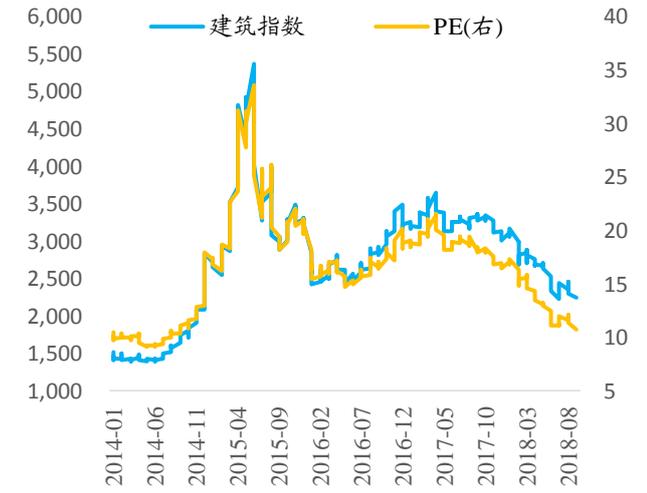
| 公司 | 2014 | | 2015 | | | | 2016 | | | | 2017 | | | | 2018 | |
|------|------|------|--------|-----|------|--------|------|-----|-----|-------|-------|-----|-----|-----|--------|-----|
| | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 |
| 腾达建设 | -34 | -226 | -65 | -22 | -22 | -1,149 | -82 | 350 | 206 | 152 | 6,510 | 13 | 237 | -78 | -487 | 19 |
| 棕榈股份 | 14 | 1 | -2,106 | 7 | -206 | -233 | -112 | -21 | 136 | 114 | 31 | 6 | 195 | 246 | 110 | -26 |
| 杭萧钢构 | 416 | -73 | 233 | -11 | 220 | -62 | 239 | 958 | -13 | 4,492 | 229 | 29 | 127 | 56 | 7 | -6 |
| 东方园林 | -70 | -39 | -7 | -45 | 91 | 44 | 16 | 54 | 109 | 129 | 47 | 38 | 81 | 68 | 128 | 30 |
| 蒙草生态 | 47 | 26 | 21 | 1 | -3 | -55 | -176 | 66 | 216 | 956 | 157 | 170 | 173 | 27 | 48 | -55 |
| 中衡设计 | -11 | -12 | 29 | -5 | -38 | -64 | 32 | 36 | 65 | 292 | 10 | 16 | 100 | 5 | 15 | -1 |
| 广田集团 | -4 | 5 | -14 | -23 | -20 | -91 | -34 | 22 | 45 | 423 | 24 | 35 | 25 | 151 | 28 | 31 |
| 东易日盛 | 13 | 9 | -30 | -28 | -287 | 37 | 6 | -4 | 369 | 27 | 5 | 5 | 76 | 11 | -6 | 43 |
| 东南网架 | -33 | 147 | -6 | -19 | -59 | -316 | 7 | -22 | -12 | 176 | 70 | 113 | 235 | 126 | 65 | 99 |
| 龙元建设 | 37 | 3 | -21 | 43 | -18 | -37 | 84 | 12 | 25 | 169 | 73 | 83 | 80 | 68 | 81 | 58 |
| 围海股份 | -5 | -8 | -49 | -49 | -78 | -14 | -47 | 24 | 213 | 50 | -133 | 149 | 174 | 132 | 3,058 | 156 |
| 中国电建 | 20 | 9 | 12 | -3 | 3 | -87 | 3 | 7 | 14 | 409 | 5 | 9 | 4 | 18 | 12 | 6 |
| 铁汉生态 | -13 | 7 | 48 | 25 | 15 | 26 | -44 | 47 | 111 | 75 | 7 | 50 | 71 | 27 | -1,668 | 67 |
| 达实智能 | 58 | 32 | 41 | 36 | 27 | 45 | 88 | 76 | 68 | 92 | 23 | 36 | 16 | -2 | -11 | -4 |
| 延长化建 | -18 | 16 | -22 | -42 | -57 | -17 | -36 | -15 | 16 | 62 | -23 | 33 | -19 | 26 | 46 | -10 |
| 北方国际 | 485 | -59 | 7 | 90 | -57 | 155 | 45 | 107 | 15 | 53 | 43 | 20 | 116 | -36 | 0 | 112 |
| 中设集团 | 133 | -14 | -8 | -12 | -5 | 7 | 16 | 31 | 60 | 30 | 19 | 40 | 85 | 37 | 21 | 51 |

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

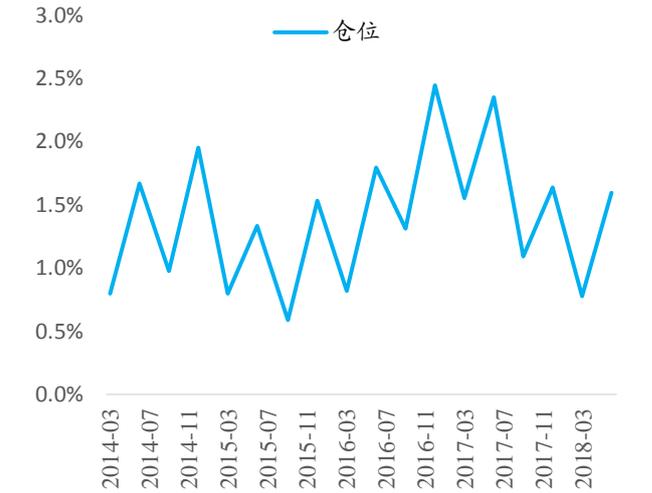
- 3.5. 股价表现: 建筑指数大涨 54%, 园林 PPP 公司表现优**
宽松周期叠加 PPP 主题推动建筑指数 2016 年取得约 54% 的较高涨幅:
- 经济周期内财政政策向股价传导机制: 传导机制与 2009 年年相似, 不同之处在于本轮宽松因 PPP 模式变革投融资方式使得市场对于 PPP 领域公司未来成长预期及逻辑明显提升, 叠加部分公司亦具有一带一路催化, 因此相关公司的 PE 及 EPS 迎来双重修复、涨幅较高;
 - 上涨幅度: 由于受到 2015 年大牛市影响, 建筑指数(SW 建筑指数)在 2015 年 6 月-2016 年初基本为单边下跌; 建筑指数从 2016 年 1 月 28 日 2329 点上涨至 2016 年 11 月 29 日 3581 点, 涨幅约 53%, 上涨时长约 10 个月;
 - PE 估值: 2015H1 大牛市之后 PE 估值从 33 倍一路下滑至 2016 年 5 月的 15 倍, 后逐步提升到 12 月的 20 倍;
 - 基金持仓: 从 2015Q3 的 0.58% 提升至 2016Q4 的 2.44%。

图 54: 建筑指数 2016 年涨幅较高

图 55: 2016 年建筑仓位有明显提升



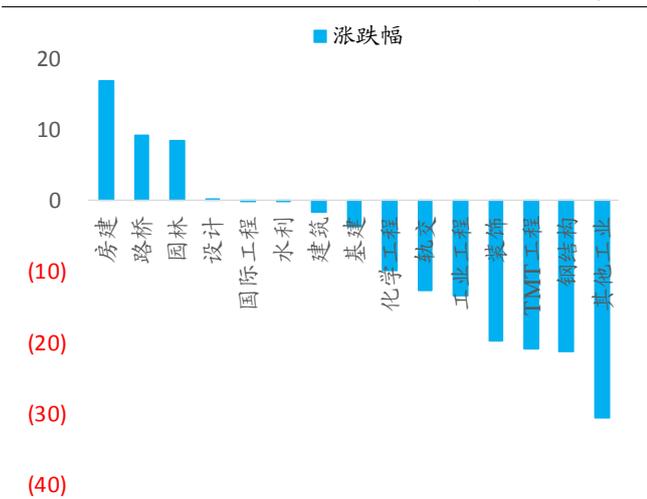
数据来源: wind, 国泰君安证券研究



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

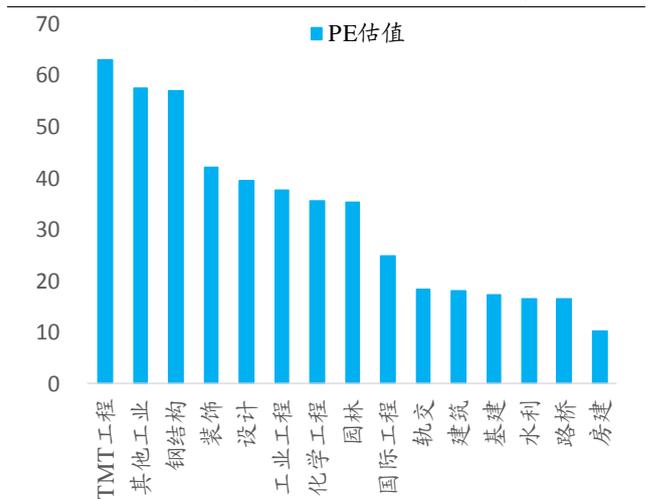
建筑细分板块表现: 房建、路桥、园林等板块涨幅较高: 涨幅居前(2016年)的细分板块为房建 17%、路桥 9%、园林 9%。这些板块是直接受益于宽松及 PPP 模式的板块、业绩增长预期确定性及提升性相对较强,且在上涨起点估值较低。

图 56: 房建、路桥、园林板块 2016 年涨幅较高



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 57: 2016 年上涨起点房建、路桥 PE 最低



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

个股行情: 园林 PPP 板块中基本面数据较好的公司涨幅较高:

- 剔除新股次新后, 涨幅前 10 为瑞和股份 232%、东方园林 173%、龙元建设 164%、美晨生态 148%、棕榈股份 147%、中国建筑 141%、宁波建工 133%、铁汉生态 126%、美晨生态 122%、达实智能 117%; 其中园林公司 5 家、基建类(产业链)公司 5 家, 若按照 PPP 分类, PPP 公司 7 家、非 PPP 公司 3 家
- 涨幅较高的公司主要为园林 PPP 领域当中实力较强且业绩超预期、估值较低的公司;
- 由于 2016 年前后大量建筑公司上市, 因此本轮宽松周期内建筑公司涨幅分化较为明显, 大约 1/3 的公司涨幅超 100%, 其中新股次新涨幅普遍在 200% 以上, 但也有部分公司因业绩低于预期等原因涨幅相对较低。

4. 投资策略：铁路建筑央企/基建设计/地方路桥国企/

民营 PPP 生态环境四主线

4.1. 对比历史，当前经济下滑压力大推动财政基建宽松重启

当前经济下行压力增大，社融/M2 等宏观指标仍在历史较低位徘徊：

- 宏观经济：GDP 增速自 2017Q1 的 6.9% 下滑至 2018Q2 的 6.7%，当前由于消费大幅下滑、中美贸易战导致外贸出口承压、地产调控依旧严格、基建增速下滑等因素导致经济下行压力增大；
- 工业增加值增速：2018 年以来不断下滑，从年初的 15.4% 下滑至 8 月的 6.1%，处于历史较低位；
- 社融增速：2017 年 11 月以来社融增速不断下滑，目前基本处于历史底部；但 2018 年 7-8 月社融增速已在改善，8 月社融规模 1.52 万亿元人民币(预期 13000 亿元/前值 10415 亿元)好于此此前预期；
- M2 增速：2017 年以来 M2 增速不断下滑，目前基本处于历史底部(最低为 2018 年 6 月的 8%)，8 月 M2 增速 8.2%(预期 8.6%/前值 8.5%)略逊于预期；
- 信用利差：建筑信用利差 2018 年不断提升，最高达到 7 月初的历史高点 245bp，但目前已在不断改善，9 月已下滑至 181bp；
- 国债利率：10 年期国债利率 2018 年缓慢下降(宽货币紧信用，企业实际融资成本高企)，目前从年初的 4.0% 下滑至 3.7%；
- 基建增速：2018 年 1-8 月基建增速(不含电力/热力/燃气及水生产供应业)增速 4.2%，单月增速连续 6 个月下滑；
- 建筑持仓：2018Q2 建筑板块基金持仓比例为 0.52% 为近五年新低，环比-0.22pct/同比-1.87pct；
- 建筑 PE 估值：2018 年建筑 PE 估值从 16.7 倍跌至 10.6 倍为历史较低位，而 2638 点时建筑 PE 估值为 15.5 倍。

2018 年 7 月中下旬信用边际宽松开启：1)2018 年已实施三次定向降准(分别是 1 月 25 日/4 月 25 日/7 月 5 日)；2)7 月中下旬国常会、银保监会、央行不断释放边际宽松信号，7 月底中央政治局会议定调“坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，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”、“基建补短板”等，后续细节政策亦是不断落地；3)整体看信用紧已在边际改善，如 7-8 月社融增速下滑幅度在收窄、M2 增速有一定改善等。

表 21：对照历史，当前经济下滑压力大助推财政基建宽松开启

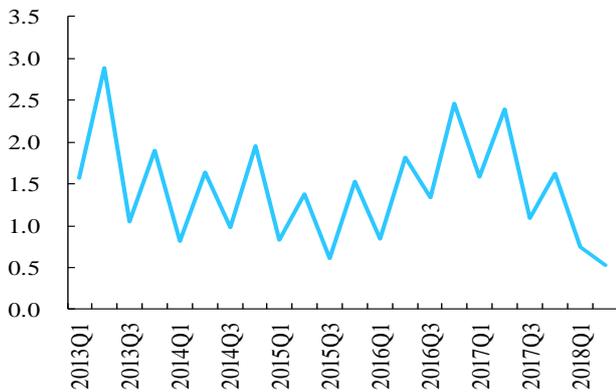
| | 2007-08 年 | 2010-11 年 | 2014-15 年 | 2018 年 |
|----------------|------------------------|------------------------------------|---------------------------------|-------------------|
| GDP 增速 | 连续 7 季度下滑，从 15% 到 6.4% | 连续 7 季度下滑，从 10.2% 到 7.5% | 连续 5 季度下滑，从 7.2% 到 6.7% | 从 6.9% 到 6.7% |
| 失业率 | 4% 到 4.3% | 维持 4.1% | 4.09% 到 4.02% | 3.89% 到 3.83% |
| 工业增加值增速 | 17.8% 到 2.9% | 14.9% 到 2.8% | 9.2% 到 3.6% | 15.4% 到 6.1% |
| CPI | 8.7% 到 -1.6% | 6.45% 到 1.8% | 2.3% 到 0.8% | 从 1.5% 到 2.3% |
| 政策 | 四万亿；积极的财政政策和适度宽松的货币政策 | 提出“稳增长”、扩大内需”等 | “稳健略偏宽松”的货币政策；推广 PPP 模式 | “保持流动性合理充裕”；基建补短板 |
| 降息降准 | 2008H25 次降息 3 次降准 | 2011 年 12 月-2012 年 5 月 2 次降息 3 次降准 | 2014 年 11 月至 2015 年 6 次降息 5 次降准 | 2018 年 3 次定向降准 |

| | | | | |
|-----------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 社融增速 | 57%到 9% | 1%到-8% | -5%到-6% | -17%到-13% |
| M2 增速 | 18.9%到 14.8% | 19.7%到 13.6% | 14.7%到 10.1% | 8.6%到 8.2% |
| 10 年期国债利率 | 3%到 4.6% | 3.8-4.1% | 4.6%到 3.0% | 4%到 3.6% |
| 建筑信用利差 | - | 64bp 到 230bp | 200bp 上下波动 | 151bp 到 181bp |
| 资金来源 | 中央财政主导、带动 | 地方财政主导 | 地方财政、社会资本 | - |
| 基建增速 | 25.1%到 3.6% | 18.5%到 6.5% | 20.3%到 17.3% | 16.1%到 4.2% |
| 建筑新签订单 | 35.5%到 22.4% | 32.5%到 16.7% | 13.1%到-8.9% | 16.4%到 9.6% |
| 建筑营收增速 | 39%到 10.3% | 42.4%到-7% | 18.2%到-1.1% | 14%到 8.9% |
| 建筑净利增速 | 99%到-58% | 52%到-21% | 16.4%到-0.4% | 17.2%到 12.5% |
| 建筑持仓 | 0.14%到 1.1% | 4.44%到 0.79% | 1.95%到 0.58% | 0.52% |
| PE 估值 | 82 倍到 29 倍 | 33 倍到 12 倍 | 33 倍到 19 倍 | 17 倍到 11 倍 |

数据来源：wind，国泰君安证券研究

注：各项指标下滑幅度周期并不完全局限于当年情况，而是按照在宽松周期开启之前或者开启之后(部分指标有明显的时滞)所下滑的幅度；部分指标为月度指标，部分为季度或年度指标。

图 58：2018Q2 建筑仓位 0.52%创近 5 年以来新低



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 59：2018 年基建投资增速持续快速下滑



数据来源：wind，国泰君安证券研究

对照历史，未来行情将逐步进入新签订单与业绩好转的基本面催化阶段。

1)目前正处于宽松政策执行落地阶段：①在发改委要求地方债加快发行后，8月29日安徽发行53.6亿政府专项债；8月28日广西发行263亿元专项债；天津披露将发行约65亿元专项债；②国常会强调突出重点补短板后，8月30日江西召开加大基础设施领域补短板推进重大项目建设工作会、广东、青海、江苏分别发布补短板相关项目计划；2)展望未来，随着后续相关细节政策的落实执行，自上而下宏观层面的社融等数据将进一步改善、基建增速将回升，自下而上建筑新签订单及在建项目的信贷融资亦将改善，将助推建筑基本面预期改善以及建筑指数反弹。

4.2. 选股逻辑与推荐组合：基建补短板是主要方向，铁路建筑央企/基建设计/地方路桥国企/民营 PPP 生态环境四主线

中央/地方齐发力，基建补短板是目前主要选股方向。1)8月27日发改委表示未来将加大补短板投资力度，并分赴北京、上海、浙江、河南、湖北、江西等地开展基础设施投融资实地调研。2)西部地区开发领导小组会议强调突出重点补短板，抓紧推进一批西部急需、符合国家规划的重大工程建设，交建基建有望迎来快速增长；3)积极财政政策导向

下各地方政府积极跟进有望形成全面开花格局，比如 8 月 30 日江西省发改委召开全省加大基础设施领域补短板推进重大项目建设工作会、广东提出 1.3 万亿基建补短板计划、青海发布 8535 亿的重点投资项目、江苏省提出超 3600 亿的补短板项目计划等，后续预计更多省市加快推进促基建反转。

基于国际对比/发展规划/政策发力视角，基建补短板看好铁路/城轨/西部公路/生态环保。

● **国际对比视角：我国铁路/公路/环保等领域基建发展水平较发达国家仍有差距。** 1)我国铁路保有量在密度和人均里程上不仅低于美国、德国等发展中国家，亦不及印度、阿根廷等发展中国家；2)区域上我国西部公路密度与人均里程远低于发达国家仍有空间；3)生态环保投资占 GDP 比重低于欧美发达国家，被确立为 2020 年三大攻坚战。

● **发展规划视角：目前基建建设水平较十三五目标仍有缺口。** 1)铁路：我国十三五末铁路目标通车 15 万公里，高铁 3 万公里，2017 年末通车 12.7/2.5 万公里，仍有 2.3/0.5 万公里缺口；至 2030 年铁路目标通车 20 万公里，存较大空间；2)轨交：国务院发布 52 号文提高地铁建设申报标准后，仍有 29 个城市能申报地铁新线路。3)公路：国家十三五末公路目标通车 500 万公里，高速公路 15 万公里，2017 年末 477/13.7 万公里，有 23/1.3 万公里缺口。4)生态环保：根据我们的测算，2018-2020 年黑臭水体/跨行政区域流域治理市场规模望达 1553 亿/7678 亿，危废市场规模约 7300 亿，农村环保市场空间约 2600 亿，需求依然旺盛。

● **政策发力视角：铁路投资规划上修，轨交审批恢复，路桥/民营 PPP 受益资金面宽松。** 1)8 月 30 日发改委表示十三五”期间要重点推进十大高速铁路通道建设；铁总人士表示上调年内铁路投资规划至 8000 亿；国务院西部地区开发领导小组会议强提出加快开工建设川藏铁路、渝昆铁路等大通道。2)轨交：在发改委恢复轨交审批后，苏州/长春两市第三期轨交项目接连获批，总投资分别达 950 亿、787 亿。3)财政部表示加快地方政府专项债发行和使用，9 月底完成新增专项债发行比例原则上不低于 80%，剩余额度主要在 10 月份发行等，地方政府资金情况边际改善，受资金面影响较大的西部路桥、民营 PPP 领域将受益。

表 22：我国铁路/城轨/公路/生态环保等领域发展水平仍远低于海外

| 领域 | 比较指标 | 我国情况 | 海外情况 |
|------|--------------|-----------------------|-------------------------------|
| 铁路 | 密度(公里/万平方公里) | 132 | 美国 246、德国 1203、阿根廷 135、印度 215 |
| | 人均占有量(公里/万人) | 0.9 | 美国 6.9、德国 5.1、阿根廷 8.3、印度 0.5 |
| 城轨 | 密度(公里/平方公里) | 0.06(满足 52 号文申报标准的城市) | 伦敦 0.25、莫斯科 0.14、纽约 0.48 |
| | 人均占有量(公里/万人) | 0.19(满足 52 号文申报标准的城市) | 伦敦 0.47、莫斯科 0.33、纽约 0.20 |
| 公路 | 密度(公里/百平方公里) | 50(其中西部 27) | 美国 71 |
| | 人均占有量(公里/万人) | 34(其中西部 21) | 美国 211 |
| 生态环保 | 环保投资占 GDP 比重 | 约 1.5% | 欧盟 2.2% |

数据来源：产业信息网，国泰君安证券研究

推荐铁路建筑央企/基建设计/地方路桥国企/民营 PPP 生态环境四主线。

1)铁路建筑央企推荐中国铁建/中国中铁/中国交建/中国化学/中国建筑等；2)基建设计（建筑细分行业中负债率和现金流相对较好）推荐苏交科/中设集团，受益设计总院/设研院/勘设股份等；3)地方路桥国企推荐山东

路桥，受益四川路桥等；4)民营 PPP 生态环境推荐龙元建设/文科园林，受益岭南股份/东珠景观等。

表 23: 部分重点公司盈利预测表

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 (0914) | 本周 涨幅 | EPS | | | PE | | | PB | 市值 | 评级 |
|-----------|------|---------------|----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|------|----|
| | | | | 2017 | 2018E | 2019E | 2017 | 2018E | 2019E | | | |
| 002775.SZ | 文科园林 | 7.03 | -0.71 | 0.76 | 1.11 | 1.7 | 9.25 | 6.33 | 4.14 | 1.5 | 36 | 增持 |
| 300284.SZ | 苏文科 | 8.77 | -6.10 | 0.57 | 0.71 | 0.89 | 15.39 | 12.35 | 9.85 | 1.9 | 71 | 增持 |
| 603018.SH | 中设集团 | 15.27 | -8.29 | 0.94 | 1.27 | 1.65 | 16.24 | 12.02 | 9.25 | 2.1 | 48 | 增持 |
| 600491.SH | 龙元建设 | 6.58 | -3.52 | 0.4 | 0.63 | 0.87 | 16.45 | 10.44 | 7.56 | 1.1 | 101 | 增持 |
| 601668.SH | 中国建筑 | 5.17 | 0.19 | 0.78 | 0.89 | 0.99 | 6.63 | 5.81 | 5.22 | 1.0 | 2171 | 增持 |
| 000498.SZ | 山东路桥 | 4 | -6.32 | 0.52 | 0.66 | 0.81 | 7.69 | 6.06 | 4.94 | 1.1 | 45 | 增持 |
| 600502.SH | 安徽水利 | 3.75 | -5.30 | 0.45 | 0.55 | 0.66 | 8.33 | 6.82 | 5.68 | 0.8 | 65 | 增持 |
| 601800.SH | 中国交建 | 11.57 | -1.36 | 1.27 | 1.43 | 1.6 | 9.11 | 8.09 | 7.23 | 1.1 | 1871 | 增持 |
| 601186.SH | 中国铁建 | 10.08 | 1.10 | 1.18 | 1.38 | 1.38 | 8.54 | 7.30 | 7.30 | 0.9 | 1369 | 增持 |
| 601390.SH | 中国中铁 | 7.22 | 0.56 | 0.7 | 0.81 | 0.93 | 10.31 | 8.91 | 7.76 | 1.0 | 1649 | 增持 |
| 601117.SH | 中国化学 | 6.63 | 3.27 | 0.32 | 0.48 | 0.56 | 20.72 | 13.81 | 11.84 | 1.1 | 327 | 增持 |

数据来源：公司公告，wind，国泰君安证券研究

5. 风险提示

货币信用持续紧缩。货币信用环境只紧不松将影响建筑订单的落地推进，从而对建筑公司的收入确认、业绩释放带来较大压力。

基建/地产下滑。基建增速下滑将影响基建公司、园林公司相关业务开展；房地产调控将对房地产投资、房屋新开工等带来一定压力，或将影响房建公司、装饰公司相关业务的开展。

PPP 落地低于预期。在去杠杆的环境下，当前 PPP 模式正逐步规范化、有序化，质量重视程度正在提升，且 PPP 订单自立项到最终落地需要的时间较多，PPP 订单入库的流程较长且 PPP 合同涉及的风险点较多，由此将可能导致 PPP 订单落地不及预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|------|--------------------------|
| 1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% |
| | 减持 | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上 |
| 2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

国泰君安证券研究所

| | 上海 | 深圳 | 北京 |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址 | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编 | 200120 | 518026 | 100140 |
| 电话 | (021) 38676666 | (0755) 23976888 | (010) 59312799 |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com | | |