

# 建筑装饰

证券研究报告

2019年01月22日

## 若 19 年中央以基建托底经济，增量资金从何而来？--固定投资那些事儿之四：

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

唐笑

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517030004  
tangx@tfzq.com

岳恒宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517040005  
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲

联系人

xiaowenjin@tfzq.com

### 中央若以基建托底经济，关注基建资金来源的“两强一未知”

2019 年预计基建资金来源中有三个值得关注的潜在增长点，此处称为“两强一未知”。“两强”指代政府性基金（专项债部分）和一般公共预算支出，根据我们预测，两项合计增量占 2018 年预估基建资金来源总额约 8.75%，也就是说，如果其他基建资金来源在保持综合平衡，即增量为 0 的情况下，“两强”合计增量有望带动基建资金来源增速 8%以上。

### 政府性基建专项债部分或构成 2019 年基建资金来源主要增量

新增专项债限额方面，2015-2018 年每年新增限额分别为 0.1/0.4/0.8/1.35 万亿。在 2018 年年底的中央经济工作会议中，发言稿中有“要强化逆周期调节”、“较大幅度增加地方政府专项债券规模”等表述，“较大幅度”四字首次被提及，因此市场多数预估 2019 年专项债新增额度限额在 2 万亿以上，即至少超过 2018 年新增额度限额 0.65 万亿。

2018 年 11 月底，非政府债券形式债务仅余 0.26 万亿，且一般债同样可以用来置换非政府债务，我们认为 2019 年新增专项债较往年相比将主要以增量资金为主。同时，由于专项债在近年才被鼓励发行，过往专项债资金利用结构可能参考有限，因此若中央决定以基建来托底经济，则新增专项债对应资金的使用上或将显著偏向基建相关分项。

### 一般公共预算支出同样可对 2019 年基建资金来源形成显著支持

2018 年前 11 月我国土地购置面积以及土地出让金收入累计同比增速较 2017 年有所下滑，但依然处于高位，预计统筹调整补充中央公共预算收入的资金量仍会增加。与此同时 2018 年前 11 月一般公共预算支出与收入的增速较为接近，表示并未超支，因此预测 2018 年年底中央预算稳定调节基金余额增幅或与 2017 年接近，即 3000 亿元以上，则 2018 年年底中央预算稳定调节基金余额大概率在 7000 亿元以上，叠加另一个“钱包”地方政府结转结余资金及稳定调节基金，两项合计额不容忽视，在中央有意愿的情况下，或可用来使用对冲“减税效应”以及定向用于部分基建项目。

### 基建资金走向更“严谨”，与中央规划相关领域更易受益

中央对于地方隐性债务“显性化”的推动方向十分确定，因此在专项债和一般公共预算支出的发力下，项目合规性以及收益性的要求将进一步提升（比如专项债募集资金具有专款专用、不能作为资本金的特征，而且对相关项目未来收入融资的自平衡性有更高的要求）。

故铁路、公路、城轨产业链等符合中央十三五期间以及中长期规划的基建项目更易成为增长点。如果进行细分领域或区域选股的话，需要及时关注相关分项基建增速的趋势，以及融资条件的边际变化。

### 投资建议

我们认为基建产业链在 2019 年大概率处于相对强势的位置，基建资金来源中专项债募集资金与一般公共预算支出资金或成为较强的支撑分项，而国内贷款部分大概率复苏，但复苏强度并不确定。基于基建资金来源的分析，我们认为铁路、公路、城轨等产业链有望具有较好的投资机会，我们重申近期观点：2018 年 7 月以来政策的变化、风险偏好的变化，有望逐渐反映到企业经营层面和估值水平。具体的投资建议方面，推荐以中国铁建、中国中铁、中国交建葛洲坝等为代表的建筑央企，以隧道股份、四川路桥、山东路桥等为代表的地方国企，以及以名家汇、华体科技（新型基建-智慧路灯）、设研院、苏交科、中设集团、勘设股份等为代表的民营基建链条标的。

**风险提示：**基建投资增速持续下行，地方政府债务监督力度超预期，基建资金来源部分分项出现超预期变化

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《建筑装饰-行业研究简报:越南调研小结:工业路漫漫,中冶带钢来【天风建筑&钢铁】》 2019-01-16
- 2 《建筑装饰-行业点评:隧道股份、上海建工等沪企将显著受益于此轮发改委项目密集批复》 2019-01-04
- 3 《建筑装饰-行业研究简报:落地率继续攀升,投资主体多元化程度将提高—PPP 第 12 期季报分析》 2018-12-28



## 内容目录

1. 基建补短板与严控债务并行，基建投资下滑中仍有结构变化.....	3
2. 需求端或已不是基建增速提升的充要条件，各项基建资金来源分析重要性逐渐提升...	3
3. 中央若以基建托底经济，关注基建资金来源的“两强一未知” .....	4
3.1. 政府性基建专项债部分或构成 2019 年基建资金来源主要增量.....	5
3.2. 一般公共预算支出同样可对 2019 年基建资金来源形成显著支持 .....	6
3.3. 基建资金来源中国内贷款部分大概率复苏，但复苏幅度受多因素影响 .....	8
4. 基建资金走向更“严谨”，与中央规划相关领域更易受益.....	9
5. 投资建议.....	11
6. 风险提示.....	11

## 图表目录

图 1：交通固定资产投资数据各区域占比 .....	3
图 2：交通固定资产投资数据（单位：%） .....	3
图 3：基建投资增速以及各主要资金来源增速变动情况.....	4
图 4：基建部分分项投资增速与基建整体增速变动情况.....	5
图 5：每年新增地方债发行额（单位：亿） .....	5
图 6：2018 年 11 月底地方政府债务余额与年底限额（单位：万亿） .....	5
图 7：专项债可能为 2019 年基建资金来源中最大的新增资金来源 .....	6
图 8：一般公共预算收入增速变化趋势往往与名义 GDP 相近 .....	7
图 9：2017 年 8 月一般公共预算支出各分项占比.....	7
图 10：基建部分分项投资增速与基建整体增速变动情况 .....	7
图 11：土地出让金以及相关支出同比增速情况（单位：%） .....	7
图 12：土地购置面积累计同比增速（单位：%） .....	7
图 10：2018 年，流动性传导链条中，商业银行对于基建相关企业的贷款意愿较差 .....	8
图 14：2018 年 9 月 18 日发改委“加大基础设施等领域补短板力度，稳定有效投资”有关工作情况并回答记者提问实录中部分信息截取 .....	9
图 15：基建部分分项投资增速与基建整体增速变动情况 .....	9
图 16：2018 年 9 月 18 日发改委“基建补短板”会议上关于交通基建补短板的表述.....	9
图 17：发改委工改审批项目金额与滞后一年基建增速（单位：亿） .....	10
图 18：近三年发改委公告审批项目累计金额（单位：亿） .....	10
表 1：关于 2019 年一般公共预算的预估明细（单位：亿） .....	6
表 2：基建投资预期较强的背景下，基建产业链并未表现出较强的“春季”躁动效应 .....	10

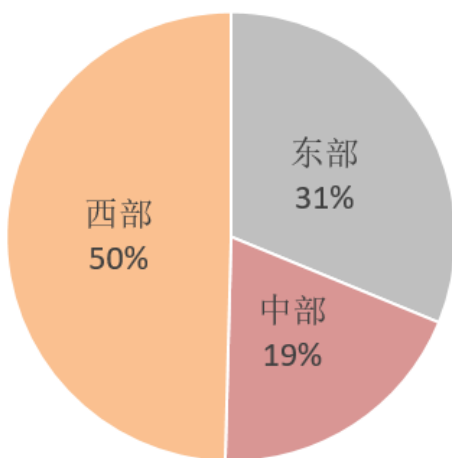
近期国家发改委密集批复大型基建项目、2019 年地方政府新增债务限额可提前下达等政策逐渐抬升市场对于 2019 年基建投资增速提升的预期,上述政策延续了 2018 年 7 月国常会关于加强“基建补短板”、“加快地方政府专项债发行”等基建托底经济的政策方向。但由于 2018 年 7 月底中发 27 号文对于隐性债务管控与处置的进一步规定,使得此次基建投资增速的预期反弹背景与 2009 年、2013 年显著不同。本文我们试图讨论若中央希望通过基建来托底经济情况下,基建托底的强度如何? 以及哪些基建细分领域更易受益?

## 1. 基建补短板与严控债务并行, 基建投资下滑中仍有结构变化

2018 年下半年,为降低经济失速、就业压力提升、以及银行惜贷所带来的负面影响,“基建补短板”相关政策逐步推出,此次我们认为基建预期托底与近 10 年里先前两次基建高峰的主要不同点为地方政府角色的弱化,即从之前的“中央+地方”双轮驱动,转变为以“中央”为主的单轮驱动,这并不意味着资金投入增量以中央为主,而是意味着中央相关规划的优先,需要持续兼顾地方隐性债务的管控,我们认为这将显著压缩部分地区在基建投入上的自主性。

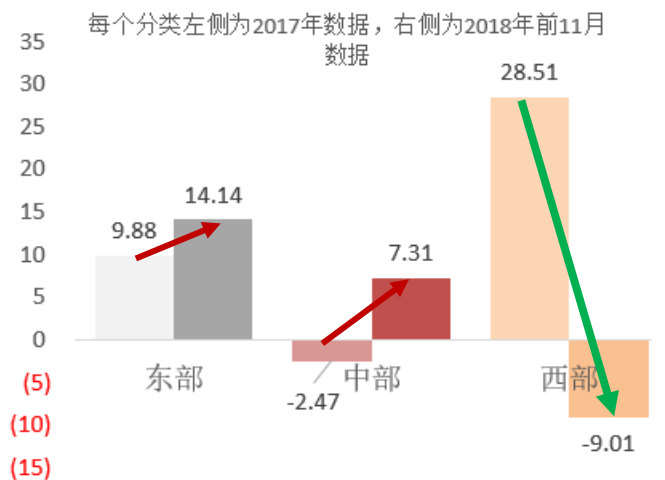
2018 年交通固定资产投资增速的变化在一定程度上反映了上述变化。首先,在地方财力相对吃紧的西部地区,其交通投资增速从 2017 年全年的 28.51%,下降到 2018 年 1-11 月的负 9.01%;其次,东部地区和中部地区的投资增速都出现了显著提升。这或许表明“基建补短板”趋势确实存在,但在地方隐性债务管控趋严的 2018 年,西部地区基建投资或有所放缓,而东部、中部地区则有所增强。

图 1: 交通固定资产投资数据各区域占比



资料来源: Wind,天风证券研究所

图 2: 交通固定资产投资数据(单位: %)



资料来源: Wind,天风证券研究所

我们认为中央从来没有反对地方政府的基建投资,只是通过多种手段规范、约束地方政府的隐性债务的增长,提倡“量入为出”、反对“寅吃卯粮”式的“大干快上”。而对于一些本地财政状况较好、且有实际需求的相关地方建设项目,中央政府仍然持鼓励态度,这符合“基建补短板”的基本方针。

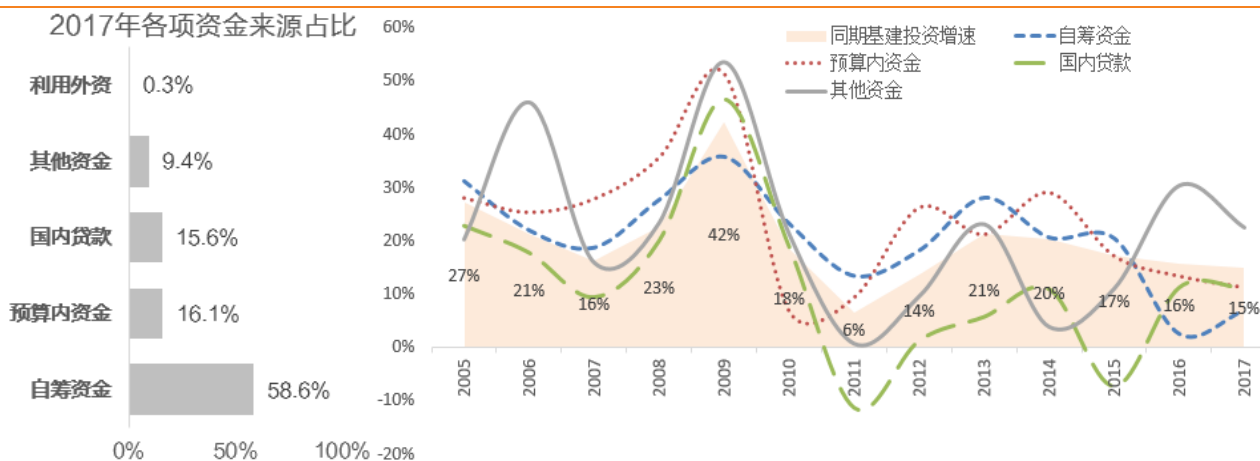
## 2. 需求端或已不是基建增速提升的充要条件, 各项基建资金来源分析重要性逐渐提升

投入意愿、以及相关的规划安排,前者需要对内外环境多项因素进行分析考量。基于我国特殊的行业状况,在过去的大多数时间区间里,只要基建的需求端较为明朗,那么全行业公司往往都会有不用程度的受益,规划到订单、订单到收入的转化相对流畅。而随着行业内部分知名公司融资出现问题、以及地方投融资监管加强中旧问题逐渐浮现,规划到订单、订单到收入的转化效率在分析基建投资增速的框架中将具有越来越大的权重。“兵马未动,粮草先行”,在转化效率的分析中,基建资金各项来源的分析或成为其中关键。

通过简要分析 2009 以及 2013 年两次基建高增期各主要资金来源的变化，可以看到：

第一，2009 年“四万亿时期”，除了自筹资金增速略低于基建增速外（或由于基数原因），其他各主要分项增速均高于同期基建投资增速，这与当时中央和地方在基建上同时发力，以及各项资金来源较为充裕有关。这时可以看到基建下各个细分领域均快速增长，地方基建规划的灵活性也较高。

图 3：基建投资增速以及各主要资金来源增速变动情况



资料来源：Wind,天风证券研究所

第二，2013 年基建增速再次重返“20%+”，此时基建各项资金来源增速出现结构性变化，**国内银行贷款增速显著低于同期各分项增速以及基建整体增速。**

这主要有两个原因造成，其一，自筹资金的城投债、非标融资、政府性基金相关支出等来源快速增长对国内贷款形成一定的挤出效应；其二，2011-2012 年或是我国经济发展的重要拐点，人口抚养比拐头向上、GDP 增速在 2012 年从 2002 年起首度跌破 9%，落至 7.9%。在经济呈现“硬着陆”风险后，商业银行对于回报率较低且周期较长的基建项目逐渐降低兴趣。此时，**预算内资金、以及自筹资金的走向，则更大程度上决定了基建各个细分领域的订单转化效率。**

因此，我们认为**在政府具有使用基建托底经济的意愿下，通过分析基建资金来源各分项中哪些分项资金来源增长可能性较高，则可以简要判断出中期内哪些基建细分领域具有较大的增长潜力。**

### 3. 中央若以基建托底经济，关注基建资金来源的“两强一未知”

基于上文分析，我们认为在中央决定以基建托底经济的情况下，需要对基建资金来源各个分项进行进一步分析。下图中为基建各个分项的简要分类，图中标浅绿色的为与政府有一定关联的相关分项，结合 2017 年各主要分项占比，我们认为 2018 年里权重在 10%左右的分项有**政府性基金（约 20%）、一般公共预算支出（约 15%）、国内贷款以及非标融资。**



图 4：基建部分分项投资增速与基建整体增速变动情况

类别	2017年占比	分项
自筹资金	58.57%	政府性基金（除专项债外其他部分）
		政府性基金（专项债部分）
		城投债净融资
		PPP中社会资本
		非标融资（有可能和贷款重合）
		铁路建设债券（政府支持机构债）
		发改委专项债、专项建设债券
		政府各部门引导基金及购买服务 其他基建投向的产业债
预算内资金	16.10%	一般公共预算支出（包含地方一般债） 国债
国内贷款	15.65%	国内贷款 政策性金融债 抵押补充贷款（PSL）
其他资金	9.37%	
利用外资	0.31%	

资料来源：Wind,天风证券研究所

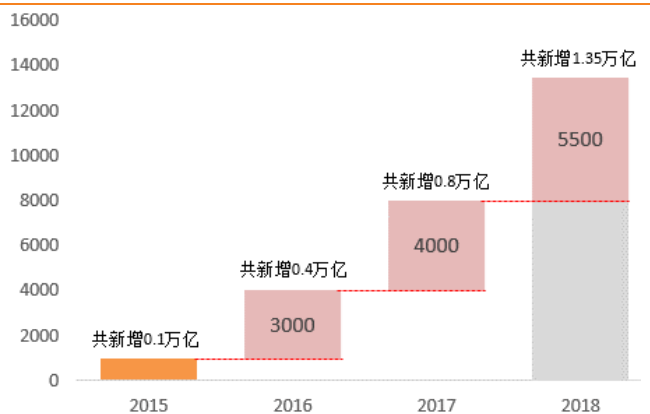
2019 年预计基建资金来源中有三个值得关注的潜在增长点，此处称为“两强一未知”。“两强”指代政府性基金（专项债部分）和一般公共预算支出，根据我们预测，两项合计增量占 2018 年预估基建资金来源总额约 8.75%，也就是说，如果其他基建资金来源在保持综合平衡，即增量为 0 的情况下，“两强”合计增量有望带动基建资金来源增速 8%以上。

### 3.1. 政府性基建专项债部分或构成 2019 年基建资金来源主要增量

首先，政府性基金方面，我们分专项债部分以及非专项债部分（以土地出让金为主）两部分来分析，能够形成主要增量的为政府性基金专项债部分。此处增量主要来源于两处，第一，新增专项债限额；第二，部分旧专项债限额的使用，前者要显著大于后者。

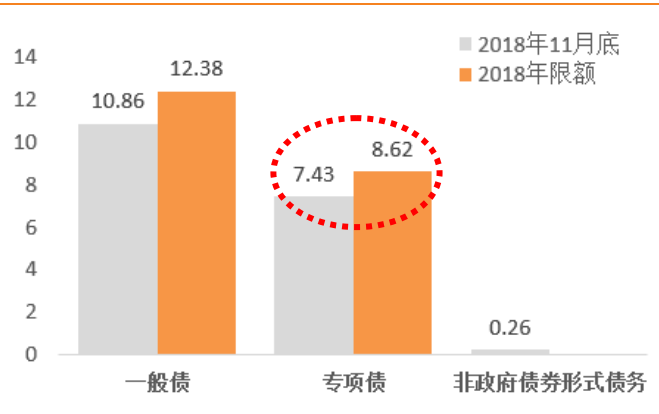
新增专项债限额方面，从下图中看到，2015-2018 年每年新增限额分别为 0.1/0.4/0.8/1.35 万亿，2016-2018 年新增限额的增长幅度分别为 3000、4000、5500 亿。在 2018 年年底的中央经济工作会议中，发言稿中有“要强化逆周期调节”、“较大幅度增加地方政府专项债券规模”等表述，“较大幅度”四字首次被提及，因此市场多数预估 2019 年专项债新增额度限额在 2 万亿以上，即至少超过 2018 年新增额度限额 0.65 万亿（2 万亿-1.35 万亿）。

图 5：每年新增地方债发行额（单位：亿）



资料来源：财政部官网，天风证券研究所

图 6：2018 年 11 月底地方政府债务余额与年底限额（单位：万亿）



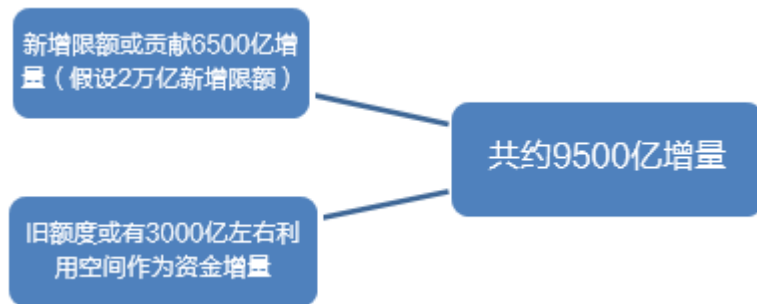
资料来源：财政部官网，天风证券研究所

除了新增限额外，仍然有以往并未使用的旧额度递延至 2019 年，从上图可以看到，2018

年 11 月底仍未使用的专项债额度为 1.19 万亿（2018 年限额 8.62 万亿减去 2018 年 11 月专项债余额 7.43 万亿，当年未使用额度可以递延至下一年使用），在规划审批加速以及中央对于地方债务显性化（鼓励地方以一般债与专项债形式替代以往不合规债务形式）的推动下，以往部分未使用额度有望得以利用<sup>1</sup>，我们假设约 30% 的旧额度可以利用（假设 2018 年年底有 1 万亿额度递延），则对应 3000 亿的增量资金。

此外，过去几年里，地方债中置换债、再融资债的占比不容忽视，而这两部分难以带来增量资金，但 2018 年 11 月底，非政府债券形式债务仅余 0.26 万亿，且一般债同样可以用来置换非政府债务，我们认为 2019 年新增专项债较往年相比将主要以增量资金为主。同时，由于专项债在近年才被鼓励发行，过往专项债资金利用结构可能参考有限，因此若中央决定以基建来托底经济，则新增专项债对应资金的使用上或将显著偏向基建相关分项。

图 7：专项债可能为 2019 年基建资金来源中最大的新增资金来源



资料来源：天风证券研究所

### 3.2. 一般公共预算支出同样可对 2019 年基建资金来源形成显著支持

其次，一般公共预算支出方面，在基建托底的情况下，预测可有 3700 亿以上的增量。此处假设赤字率设为 3%、基建相关分项占一般公共预算支出占比提升 1-2 个百分点。具体预测如下表：

表中预测有三点需要注意：

第一，表格以“一般公共预算支出=一般公共预算收入+赤字额”为预测基础，其中一般公共预算收入增速趋势往往与名义 GDP 增速接近（见下图），但稍低于与后者，此处我们以 2019 年预测不变价 GDP 增速（参考 wind 一致性预期）作为一般公共预算收入预测增速。

第二，在一般公共预算支出之中有交通运输、农林水事务、城乡社区事务三项与基建相关，但三项分类下的二级细分子项又有不少与基建无关，进一步拆分后，我们得出 2015-2017 年一般公共预算支出中与基建相关支出大约占同期一般公共预算支出的 10% 左右。我们假设在中央决定基建托底经济的情况下，将该比例提升到 11%。

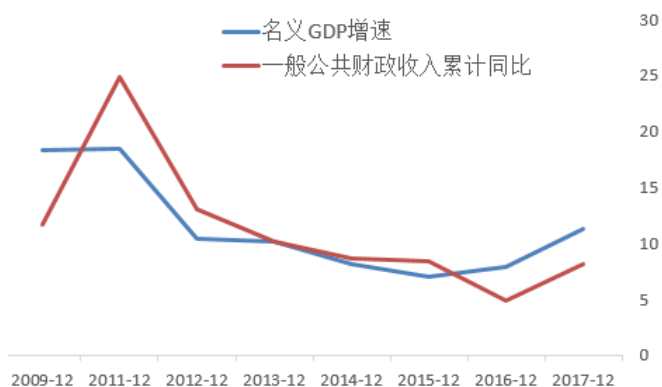
表 1：关于 2019 年一般公共预算的预估明细（单位：亿）

年份	名义 GDP 增速	一般公共预算收入 同比增速	一般公共预算收入	实际财政赤字额	一般公共预算支出 (e=c+d)	一般公共预算支出 同比增速	基建相关分项 占一般公共预算支出	基建资金来源之一般公共预算支出	相关同比增速
2015	7%	8%	152217	16200	168417	16%	10%	16842	21.63%
2016	8%	5%	159552	21800	181352	7%	9%	16322	-3.09%
2017	11%	8%	172567	23800	196367	8%	9%	17673	8.28%
2018E	9%	6.54%	183853	23800	207653	6%	10%	20765	17.50%
2019E	8.70%	6.30%	195436	26972.4	222408	7%	11%	24465	17.82%
								预测可增加量	3700

资料来源：Wind, 天风证券研究所

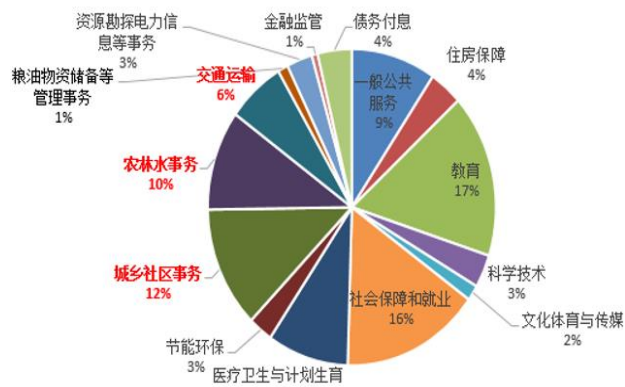
<sup>1</sup> 注：大部分旧额度难以使用。或由于两大原因：第一，多数旧额度为财政实力较强的地区所累积，这些地区较少发行地方债来支持建设，从而导致额度累积；第二，部分地区由于部分初期规划项目落地受阻或出现其他未预期状况，难以短期内找到合适的项目来通过专项债融资，最终导致当年部分专项债额度并未使用；此外，若市场不利于专项债的发行，同样会导致额度递延。

图 8：一般公共预算收入增速变化趋势往往与名义 GDP 相近



资料来源：Wind,天风证券研究所

图 9：2017 年 8 月一般公共预算支出各分项占比



资料来源：Wind,天风证券研究所

注：选取 8 月是因为 8 月份各分项数据较全

第三，往年累计的中央预算稳定调节基金、以及地方政府结转结余资金有望成为对冲财政收入由于减税效应产生的下滑量。

基于中央“四本预算”的统筹使用，在政府性基金收入显著提升的情况下（比如土地出让金显著超过预期），部分政府性基金盈余可能会调入一般公共预算收入，最后或会调入中央预算稳定调节基金，理论上可以在必要时通过合规渠道使用。

而中央预算稳定调节基金大概率在 7000 亿以上。具体推导如下：首先复盘 2017 年中央预算稳定调节基金余额增长情况，2017 年预算中中央预算稳定调节基金余额为 1328 亿，而决算中实际余额为 4666 亿，我们认为主要系政府性基金中土地出让金收入显著超过预期。

图 10：基建部分分项投资增速与基建整体增速变动情况

政府性基金预算数据截取	2017年预算	2017年决算	差额
国有土地使用权出让收入	38569	52059	13490
国有土地使用权出让收入相关支出	46469	51780	5311
超收与超支之差			8179

一般公共预算数据截取	2017年预算	2017年决算
收入总计	156468	156666
地方财政使用结转结余及从地方预算稳定调节基金、政府性基金预算、国有资本经营预算调入资金		8506
调整后实际收入总计		165171

中央预算稳定调节基金余额	1328.06	4666
--------------	---------	------

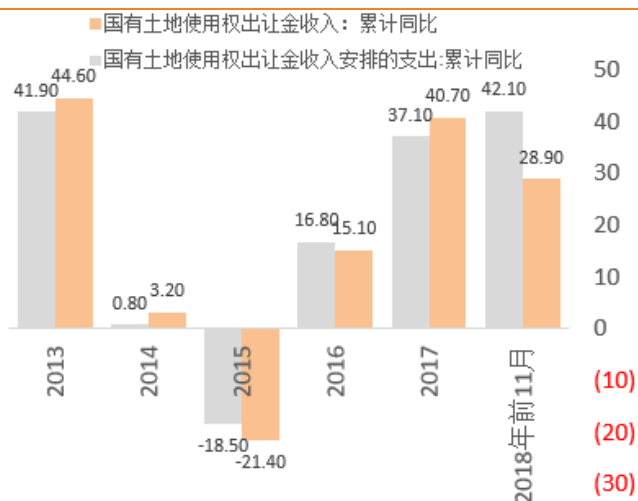
资料来源：财政部官网，天风证券研究所

注：虽然中央鼓励“四本预算”统筹使用，但大概率还是以政府性基金盈余为主。主因国有资本经营预算收入仅 2000-3000 亿级别，盈余或百亿级别；社保预算往往盈余较为吃紧。

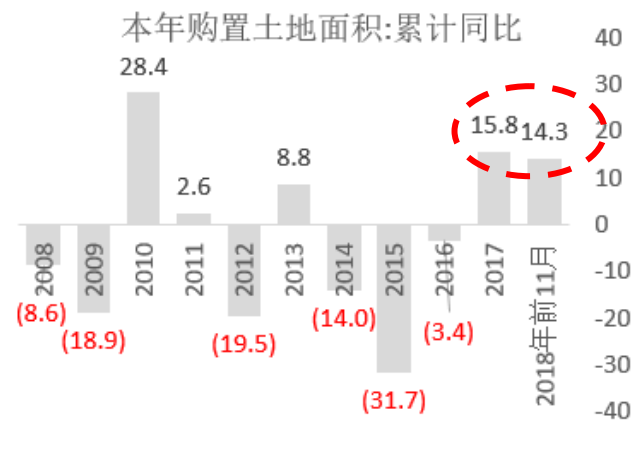
2018 年前 11 月我国土地购置面积以及土地出让金收入累计同比增速较 2017 年有所下滑，但依然处于高位，预计统筹调整补充中央公共预算收入的资金量仍会增加。与此同时 2018 年前 11 月一般公共预算支出与收入的增速较为接近，表示并未超支，因此预测 2018 年年底中央预算稳定调节基金余额增幅或与 2017 年接近，即 3000 亿以上，则 2018 年年底中央预算稳定调节基金余额大概率在 7000 亿以上，叠加另一个“钱包”地方政府结转结余资金及稳定调节基金，两项合计在中央有意愿的情况下，或可用来使用对冲“减税效应”。

图 11：土地出让金以及相关支出同比增速情况（单位：%）

图 12：土地购置面积累计同比增速（单位：%）



资料来源: Wind,天风证券研究所



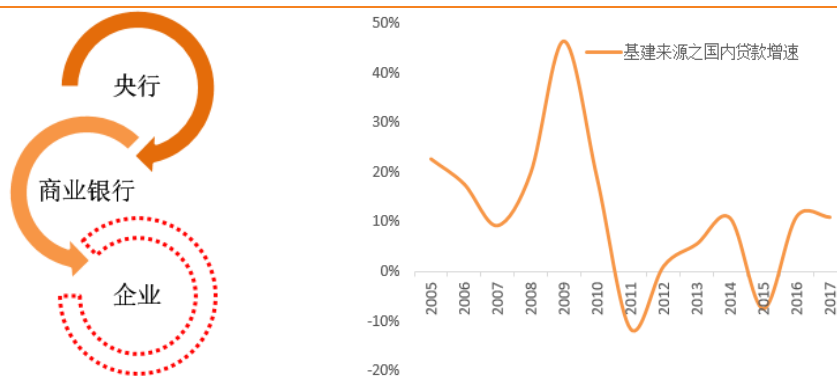
资料来源: Wind,天风证券研究所

### 3.3. 基建资金来源中国内贷款部分大概率复苏，但复苏幅度受多因素影响

除了“两强”之外，“一未知”是指国内贷款部分。这部分较难预测，主因在央行向银行间市场注入流动性的背景下，难以保证商业银行会将流动性传导至基建企业。在MPA考核下，叠加银行一级核心资本处于较为吃紧，2018年商业银行对基建企业贷款意愿显著降低，部分前期拓展较为激进的企业在年中出现了债务兑付风险。

若商业银行如果对于政策变化的顾虑增加、则对基建企业贷款风险补偿要求会有所提升。但从2018年7月起中央对于基建补短板的支持方向逐渐明朗，预计基建资金来源中国内贷款部分在2019年会有所恢复，但恢复程度如何，仍然未知，需要结合未来内外环境变化做进一步推断。

图 13: 2018 年，流动性传导链条中，商业银行对于基建相关企业的贷款意愿较差



资料来源: Wind,天风证券研究所

除了上述对于“两强一未知”的分析外，我们对其他各分项变化均进行了分析，由于：部分其他分项对资金增量的权重相对较低，比如PPP中社会资本、政府购买服务等；部分分项大概率出现下滑态势，比如政府性基金中土地出让收入相关用于基建的支出、非标融资、城投债融资等等，但“两强”对其形成了较好的对冲作用。

由于各分项情况不同，此处暂不一一讨论，在考虑各分项综合影响后，我们得出2019年基建资金来源总和约8.32%的增长预期。

在分析出基建资金来源各分项中强项部分后，需要根据较强基建资金来源分项来推导较为受益的基建细分板块，正如上文提到，此次“单轮”驱动的基建反弹周期中，难以出现整体基建的大幅提升，此时对于基建细分板块的分析预测则具有更大的意义。



#### 4. 基建资金走向更“严谨”，与中央规划相关领域更易受益

上文中提到中央对于地方隐性债务“显性化”的推动方向十分确定，因此在专项债和一般公共预算支出的发力下，项目合规性的重要性进一步提升（比如专项债募集资金具有专款专用、不能作为资本金的特征，而且对相关项目未来收入融资的自平衡性有更高的要求）。

故铁路、公路、城轨产业链等符合中央十三五期间以及中长期规划的基建项目更易成为增长点。如果进行细分领域或区域选股的话，需要及时关注相关分项基建增速的趋势，以及融资条件的边际变化。

从2018年9月18日发改委“基建补短板”会议后的问答实录上来看，与中央规划相关的基建细分领域将会是中央预算资金以及相关带动的其他资金的主要投入方向，此外在2013年的第二波基建高峰中，铁路以及道路投资（包括城轨）增速与其他主要基建细分领域相比处于劣势，尤其是铁路，因此上述领域或许是下一步基建托底经济情况下的主要投资方向。

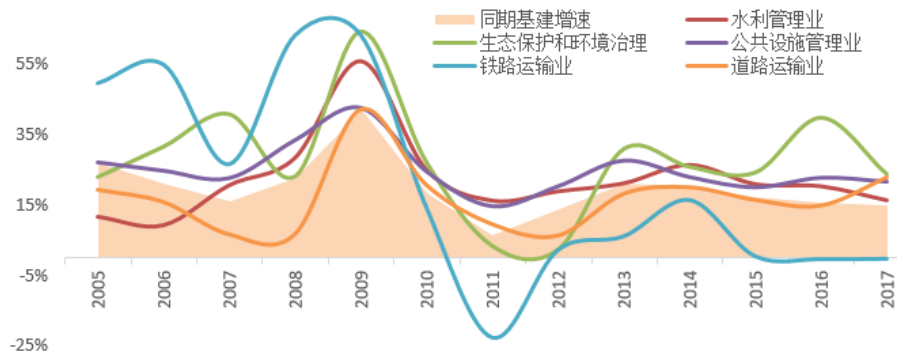
图 14：2018 年 9 月 18 日发改委“加大基础设施等领域补短板力度，稳定有效投资”有关工作情况并回答记者提问实录中部分信息截取

##### 做好稳投资工作(方式)

1. 聚焦稳定有效投资的重点领域稳投资要稳有效投资(聚焦党的十九大明确的重点建设任务, 聚焦已纳入建设规划的重大工程, 聚焦早晚都要干的短板项目)
2. 坚持尽力而为, 量力而行, 地方政府建设投资应当量力而行
3. 突出重点、分类施策(对政府投资, 要切实加强规范管理;对民间投资, 凡是市场能做的, 政府要创造条件引导民间资本进入)

资料来源：发改委官网，天风证券研究所

图 15：基建部分分项投资增速与基建整体增速变动情况



资料来源：Wind,天风证券研究所

图 16：2018 年 9 月 18 日发改委“基建补短板”会议上关于交通基建补短板的表述

加快推进“十三五”规划内项目、特别是中西部地区重大项目前期工作，力争加快建设、早日发挥效益。（加快前期工作进度）

确保在建项目顺利实施，加快推进一批打通“最后一公里”的项目（加大资金筹措力度。通过规范的PPP方式运作，鼓励民间资本积极参与交通基础设施建设。推进铁路项目股份制和混合所有制改革，按照市场化、法制化原则推进债转股。）

力争再新开工一批重大项目，保持交通基础设施建设、投资持续稳定，增强发展后劲。（充实重大项目储备）

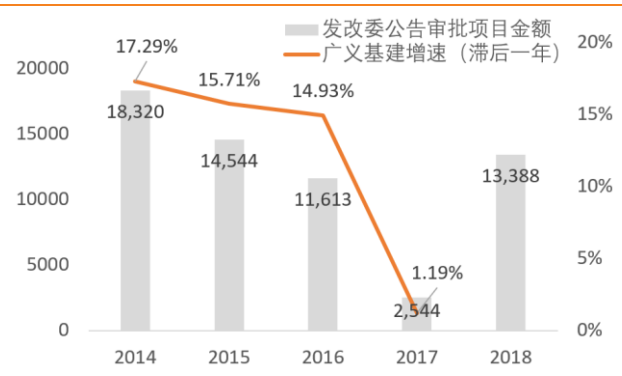
资料来源：人民网，天风证券研究所

除了基建来源强项决定的基建方向之外，也要注意此次中央对于经济发展底线思维的相关表述。在 2018 年 12 月底的中央经济工作会议上，中央在重大工作部署中的第七大任务中提出“要把稳就业摆在突出位置”，同时会议总述里也提出“要强化逆周期调节”、“积极的财政政策要加力增效”、“保持经济运行在合理区间”等底线性相关表述。**我们认为中央是否选择以基建托底经济是一个相机抉择的过程**，目前政策方向逐步倾向于用基建投资来对冲其他经济领域的预期下滑。当然也不排除若 2019 年上半年内外环境发生超预期变化，基建投资的紧迫性下降的情况发生。

至少从 2018 年 7 月以来的政策信息来看，基建产业链的相对强势正在愈发显著。近期的两个重要体现是，人大常委会决定：授权国务院提前下达 2019 年地方政府部分新增债务限额、国家发改委密集批复大型基建项目。

其中国家发改委公告批复金额总和与滞后一期广义基建增速或有一定的关联，基建项目的批复与落地往往有一定的时滞，我们看到下图中，2017 年发改委公告批复项目合计仅 2544 亿，而 2018 年基建增速出现了大幅下滑。当然，发改委公告批复项目合计金额要远远小于同期基建投资完成额，而且用公告合计额与累计同比相比较在量纲上可比性也较弱，**但需要注意的是，发改委公告批复项目金额所具备的信号意义要远远大于其量化意义。如果发改委批复项目频率提升，金额加大，则会给承包方、融资方等基建产业链关联体带来较为积极的信号。**

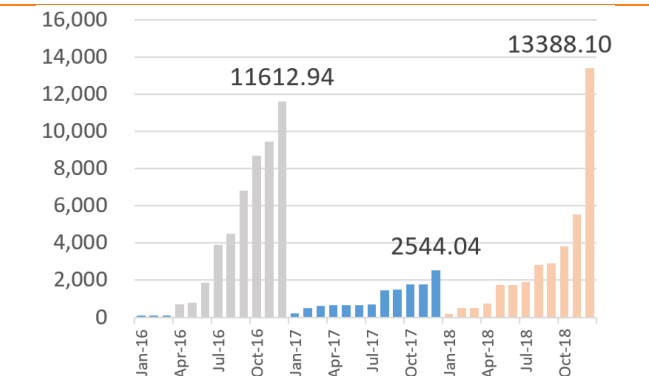
图 17：发改委工改审批项目金额与滞后一年基建增速（单位：亿）



资料来源：发改委官网，天风证券研究所

注：2018 年全年广义基建增速假设与 2018 年前 11 月相同

图 18：近三年发改委公告审批项目累计金额（单位：亿）



资料来源：发改委官网，天风证券研究所

在以往 2009、2013 以及 2017 年的行业板块“春季躁动”效应的简要对比中，在基建投资预期较强的背景下，建筑板块并未表现出较强的“春季躁动”效应，**相对涨幅较高的时段往往是前一年的最后两个月份，仅 2009 年春季以及前一年的两个月具有出较好的收益率。**但在 2009 年与 2017 年的春季里，在 28 个行业板块中，建筑行业具有较好的相对收益。

表 2：基建投资预期较强的背景下，基建产业链并未表现出较强的“春季”躁动效应

建筑板块在 28 个行业中涨跌幅排行	2009 年	2013 年	2017 年
前一年 11 月 1 日到 12 月 31 日	6	1	2
当年 1 月 1 日-3 月 15 日	7	26	11

建筑板块板块涨跌幅	2009 年	2013 年	2017 年
前一年 11 月 1 日到 12 月 31 日	28.84%	19.81%	7.09%
当年 1 月 1 日-3 月 15 日	34.47%	-6.85%	5.23%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 投资建议

结合上述简要分析，我们认为基建产业链在 2019 年大概率处于相对强势的位置，基建资金来源中专项债募集资金与一般公共预算支出资金或成为较强的支撑分项，而国内贷款部分大概率复苏，但复苏强度并不确定，若中央决定以基建来托底经济的情况下，2019 年基建增速或实现 8% 以上的增长。

此外基于基建资金来源的分析，我们认为铁路、公路、城轨等产业链有望具有较好的投资机会，我们重申近期观点：2018 年 7 月以来政策的变化、风险偏好的变化，有望逐渐反映到企业经营层面和估值水平。具体的投资建议方面，推荐以中国交建、中国中铁、铁建、葛洲坝等为代表的建筑央企，以四川路桥、山东路桥、隧道股份等为代表的地方国企，以及以名家汇、华体科技（新型基建-智慧路灯）、设研院、苏交科、中设集团、勘设股份等为代表的民营基建链条标的。

## 6. 风险提示

基建投资增速持续下行，地方政府债务监管力度超预期，基建资金来源部分分项出现超预期变化

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com