

行业研究/动态点评

2019年02月15日

行业评级:

建筑 增持 (维持)
建材 中性 (维持)

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

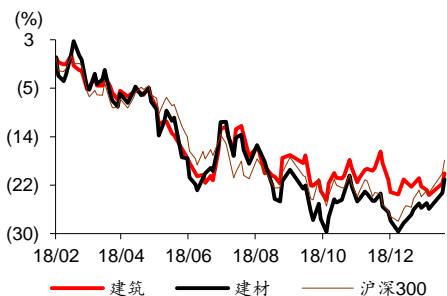
王涛 021-28972059
联系人 wangtao@htsc.com

李振兴 010-56793969
联系人 li.zhenxing@htsc.com

相关研究

- 1 《建材: 核心矛盾在需求, 竣工改善首推玻璃》2019.02
- 2 《建材: 行业周报 (第六周)》2019.02
- 3 《建筑: 行业周报 (第六周)》2019.02

一年内行业走势图



资料来源: Wind

东南财政强省交通固投或仍超预期

2019年各地固投及交通基建投资规划点评

地方两会结束, 2019年各地固投及交通基建投资增速或继续分化

各省均已发布19年政府工作报告, 我们梳理各省GDP、固投及交通基建投资规划数据, 认为: 1) 19年地方通过投资进行大规模刺激的可能性较低, 全国固投增速回升幅度超预期的可能性小但存在结构性机会; 2) 华东、华南和西南地区固投增速目标位列各省前列, 鲁桂浙豫苏交通基建投资规划增速快, 经济发达区域的固投增速目标较高, 一定程度反映出资金仍制约各地基建投资; 3) 基建托底有望部分对冲地产下行对水泥需求的影响, 19年水泥价格崩塌可能性低。当前建筑推荐设计龙头(苏交科、设计总院)及区域工程龙头(上海建工、四川路桥), 水泥推荐海螺水泥, 塔牌集团。

19年固定资产投资或继续保持较明显区域分化

19年有14个省份GDP增速目标为区间值, 23个地区的目标值低于18年目标值, 仅湖北和海南上调GDP增速目标。18年22个公布固投目标增速的省份中仅6个完成任务, 19年17个公布目标的省份中仅天津上调增速, 华东、华南、西南各省的固投增速目标排名靠前。我们认为对于大部分省份而言, 主动下调GDP和固投目标增速可能预示着经济下行压力仍然较大, 但为保持经济高增长而通过投资进行大规模刺激的可能性较小。但即使全国范围内的固投计划增速无超预期上升, 区域之间固定资产投资增速的分化仍可能较为明显, 固定资产投资存在区域性机会。

财政强省交通基建投资规划仍超预期

据各省交通运输工作会议, 19年交通基建投资规划区域分化仍十分明显, 山东、广西规划投资较18年规划同比增速均超35%, 浙豫苏也都接近20%, 但中西部的黔陕赣湘投资规划较18年有一定下滑, 经济、财政实力较强的省份交通基建投资规划增速较高, 我们认为一定程度上反映出, 资金仍有可能是制约2019年各地基建投资完成情况的重要因素, 而在全国整体交通基建投资可能仍然维持温和增长的情况下, 华东、华南等地的交通投资高增速目标有望助区域内基建设计、工程、建材龙头基本面持续超预期, 后期区域及设计龙头从股价催化及业绩兑现能力角度可能受到市场青睐。

2019年水泥价格仍具稳定性, 推荐海螺水泥、塔牌集团

我们并不认为交通计划投资额的同比提升意味着将明显提振水泥需求, 但一定程度上能起到对冲地产下行周期的作用。2019年水泥价格中枢或会下移, 但在大企业协同保价、错峰限产政策执行下也是具有一定稳定性的, 出现价格急剧崩塌的可能性不大。我们推荐龙头海螺水泥, 2019年其PB有望向2x均值回归; 同时推荐塔牌集团, 粤东区域格局好, 水泥价格维持高位; 公司2018年分红有望达到60%以上, 对应当前股息率9%, 充满吸引力。同时塔牌集团也有望受益于粤港澳大湾区主题建设。

风险提示: 地方投资规划无法完成; 基建投资资金来源改善不及预期。

19年固定资产投资或继续保持较明显区域分化

地方两会基本召开完毕，多地 2019 年的 GDP 增速目标低于 2018 年，我们认为 2019 年地方政府对经济进行强刺激的可能性较小。截至 2 月 14 日，各省两会已召开完毕，我们对各地两会公布的 2019 年 GDP 及固定资产投资增长目标进行了统计，其中 14 个省份的 GDP 目标增速为区间值，23 个地区 2019 年的 GDP 目标增速低于 2018 年目标（或目标增速区间上限不高于 2018 年目标），河北、四川、云南、西藏和甘肃增长目标与 2018 年持平，仅湖北和海南两省，其 2019 年 GDP 目标增速区间下限与 2018 年目标增速持平，即增速目标有所提升。从区域上看，华东的福建、江西及除川渝外的西南各省的 GDP 增速目标在全国排名前列。

我们认为对于大部分省份而言，主动下调 GDP 目标增速一方面可能预示着经济下行压力仍然较大，另一方面可能表明地方对 GDP 保持高增速的诉求有所下降，为保持经济高速增长而通过投资进行大规模刺激的可能性较小。

图表1：各省 2018/2019 年 GDP 同比增速目标及 2018 年实际增速

省份	18 年 GDP 目标	18 年实际完成情况	19 年目标	
华北	北京市	6.5	6.6	6-6.5
	天津市	5	3.6	4.5
	河北省	6.5	6.6	6.5
	山西省	6.5	6.7	6.3 左右
	内蒙古自治区	6.5	5.3	6
东北	辽宁省	6.5	5.7	与全国增速同步
	吉林省	6	4.5	5-6
	黑龙江省	6	5	5 以上
华东	上海市	6.5	6.6	6-6.5
	江苏省	7	6.7	6.5 以上
	浙江省	7 左右	7.1	6.5
	安徽省	8 以上	8.02	7.5-8
	福建省	8.5	8.3	8-8.5
	江西省	8.5	8.7	8-8.5
	山东省	7	6.4	6.5 左右
华中华南	河南省	7.5	7.6	7-7.5
	湖北省	7.5	7.8	7.5-8
	湖南省	8	7.8	7.5-8
	广东省	7	6.8	6-6.5
	广西壮族自治区	7-7.5	6.8	7 左右
	海南省	7	5.8	7-7.5
西南	重庆市	8.5	6	6
	四川省	7.5	8	7.5 左右
	贵州省	10	9.1	9 左右
	云南省	8.5	8.9	8.5 左右
	西藏自治区	10	10	10 左右
西北	陕西省	8	8.3	7.5-8
	甘肃省	6	6.3	6
	青海省	7	7.2	6.5-7
	宁夏回族自治区	7.5	7	6.5-7
	新疆维吾尔自治区	7	6	5.5 左右

资料来源：各省 2019 年政府工作报告，华泰证券研究所

17 个公布固定资产投资计划投资增速的省份中，仅天津 2019 年的计划增速高于 2018 年计划增速。2018 年初共有 22 个省公布了当年的固投计划增速，但在去杠杆和防风险大的政策环境下，仅 6 省最终完成了年初目标，华北、西北、西南等政府财政实力相对较弱地区的省份目标完成情况较差。目前共有 17 个省在政府工作报告中发布 2019 年固投计划增速，从区域上看，华南、华东、华北、西南地区省份披露固投计划增速的比例较高。17 个省份中，仅天津 19 年的固投计划增速高于 18 年计划增速（其 18 年计划增速 6%，但实际完成值仅-5.6%），河北、海南、四川三省 19 年的固投计划增速与 18 年持平，其余省份

的计划增速则有不同程度下滑。从区域上看，华东（皖闽赣）、华南（粤桂琼）、西南（云贵川）各省的固投增速目标位列各省前列，可以看到，华东和西南固投增速目标较高的省份，其GDP增速目标同样较高。我们认为从固投计划增速角度来看，即使全国范围内的2019年的计划增速并无超预期上升，但区域之间固定资产投资增速的分化可能较为明显，固定资产投资存在区域性机会。

图表2：各省2018/2019年固定资产投资同比增速目标及2018年实际增速

省份	2018年固投增速计划值	2018年固投增速实际值	2019年固投增速计划值
华北	北京市	-5.50%	
	天津市	6%	8%以上
	河北省	6%左右	6%
	山西省	9%	5.70%
	内蒙古自治区		-28.30%
东北	辽宁省	10%	3.70%
	吉林省		1.60%
	黑龙江省		-4.70%
华东	上海市		5.20%
	江苏省	6.5%左右	5.50%
	浙江省		7.10%
	安徽省	10.50%	11.80%
	福建省	13%	11.50%
	江西省	11%	11.10%
	山东省		4.10%
	河南省	8.0%左右	8.10%
华中华南	湖北省		11%
	湖南省	11.50%	10%
	广东省	10%	10.70%
	广西壮族自治区	12%	10.80%
	海南省	10%	-12.50%
	重庆市	9%	7.00%
西南	四川省	10%	10.20%
	贵州省	17%左右	15.80%
	云南省	16%	11.60%
	西藏自治区	18%左右	9.80%
	陕西省	10%	10.40%
西北	甘肃省	7%	-3.90%
	青海省		7.30%
	宁夏回族自治区	7%以上	-18.20%
	新疆维吾尔自治区	15%左右	-25.20%

资料来源：各省2018/2019年政府工作报告，华泰证券研究所

各省交通类基建投资2019规划相比2018规划的同比增速分化更加明显，资金仍有可能是2019年各省基建投资的主要制约因素。截至目前有22个省份公布了2019年交通类基建投资的规划值，尽管各省之间在披露口径上略有差异，但同一省份在不同年份间披露的口径一致，因此数据仍然具备可比性。根据19个2018/2019均公布投资规划的省份数据看，各省在交通基建投资规划同比增速上的差异性高于GDP和固定资产投资增速。在基数较高的省份中，山东省19年交通投资规划较18年增长69.5%，广西19年交通投资规划增长37.5%，浙江、河南、江苏也都接近20%，而贵州、陕西、江西、湖南等地的交通类基建投资规划较2018年均有一定下滑。整体数据体现了比较明显的两极分化，经济、财政实力较强的省份交通基建投资规划增速较高，我们认为一定程度上反映出，资金仍有可能是制约2019年各地基建投资完成情况的重要因素。

图3: 各省 18/19 年交通基建投资规划情况

省份	19 预计总投资 (亿元)	18 实际总投资 (亿元)	18 年预计总投资 (亿元)	19 规划相比 18	
				规划同比增速 (%)	口径
浙江省	2600 力争 3000	2712	2150	21	交通建设投资
四川省	1400 力争 1500	1590	1300	7.7	公路、水路
江苏省	1370	1197.4	1160	18.1	交通建设投资
广东省	1200	1580	1200	0.00	交通运输建设投资
贵州省	1200	1700	1650	-27.27	公路、水路
广西省	1100	942	800	37.50	交通固定资产投资
河南省	566	476	472	19.92	交通基础设施投资
湖北省	900 力争 1000	1068	850	5.88	公路、水路
福建省	850 力争 900	907	850	0.00	公路、水路
安徽省	700	935	700	0.00	交通建设投资
陕西省	650	696	700	-7.14	交通投资
江西省	560	628	600	-6.67	交通基础设施投资
西藏自治区	548	652	680	-19.41	公路
湖南省	500	647	750	-33.33	交通固定资产投资
吉林省	284.1	259.4	269	5.61	交通基础设施投资
海南省	200	180	180	11.11	公路、水路
天津市	104.3	79.6	58.5	78.29	交通运输建设项目
河北省	900 以上	891.6	850	5.88	交通运输系统投资
山西省			380 (公路)		
内蒙古自治区	400	554	700	-42.86	公路、水路
辽宁省	100	141	130	-23.08	公路、水路
黑龙江省			180		
山东省	1600 以上	1600 以上	944	69.49	
重庆市	850	908.6	905	-6.08	交通投资
云南省		2196.13	1400		
甘肃省			900		
青海省			456		
宁夏回族自治区			178		
新疆维吾尔自治区	526				交通固定资产投资

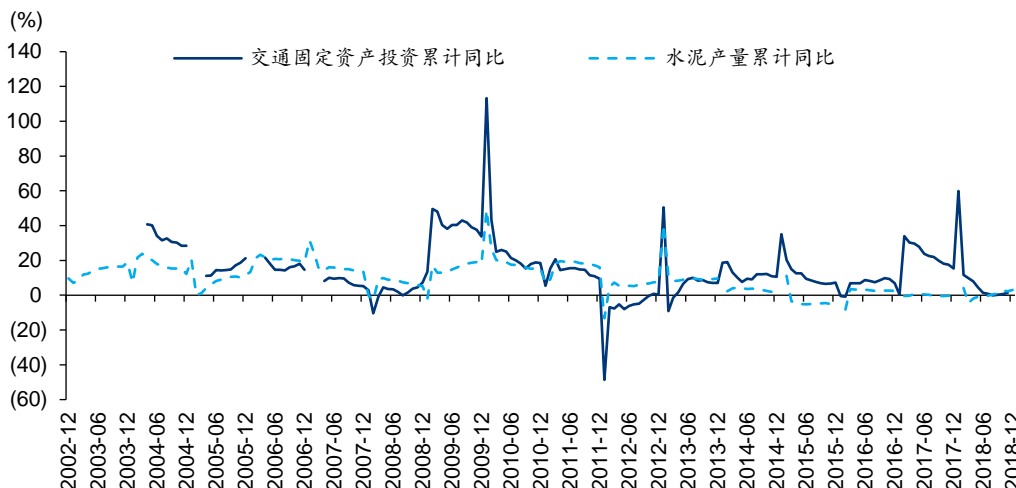
资料来源: 各省 2018/2019 年交通运输工作会议, 华泰证券研究所

我们认为经济下行压力仍大情况下基建补短板或仍是全年的投资主线, 后期地方龙头在催化剂和业绩兑现层面的优势或逐步凸显。近期建筑板块整体行情表现偏弱, 我们认为或仍与前期基建融资额度及投资规划可能不及市场预期相关, 且当前市场判断中央层面短期内出台超预期基建推进政策的可能性正逐渐减小。我们认为在经济下行压力仍然较大的情况下, 基建稳增长仍然有望是全年的主线, 根据 Wind 统计, 1 月全国提前发行 4179.66 亿元地方债, 是 18 年前两月发行额的 12.8 倍, 新增债中一般债 2276 亿元, 专项债 1142 亿元, 我们判断基建资金大概率随之改善。但经历了前期的主题行情, 未来市场偏好可能倾向于具有额外政策及投资规划催化、业绩兑现能力 (估值消化能力) 较强的标的, 地方基建龙头的投资价值或逐步体现, 推荐四川路桥和上海建工, 同时, 设计龙头也有望受益长三角一体化战略加速, 推荐苏交科、设计总院。

交通基建规划南强北弱, 推荐海螺水泥、旗滨集团

尽管年初市场普遍看空 2019 年水泥需求 (主要原因在于从 18Q4 起地产销售面积增速明显承压, 且 2018 年地产新开工面积基数较高, 2019 年地产新开工面积增速大概率弱于 2018 年), 但我们认为在宏观政策逆周期调节、基建补短板的政策之下, 或能对水泥需求形成一定支撑。以基建投资中的交通固定资产投资增速来看, 与表征水泥需求的水泥产量增速之间具备较强相关性, 但波动幅度要大于水泥需求增速。本文暂以交通基建为例, 探讨 2019 年各区域水泥需求变化。

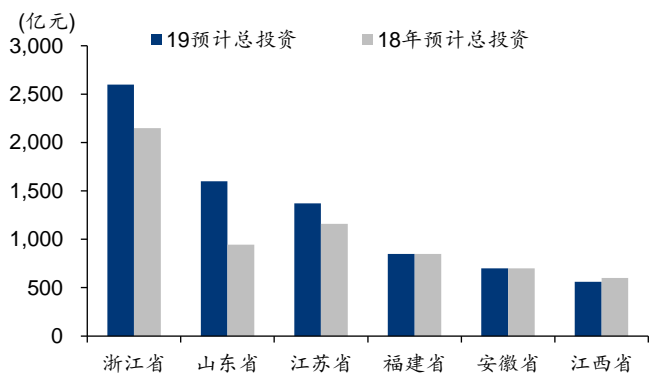
图表4： 2002-2018年交通固定资产投资及水泥产量累计同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

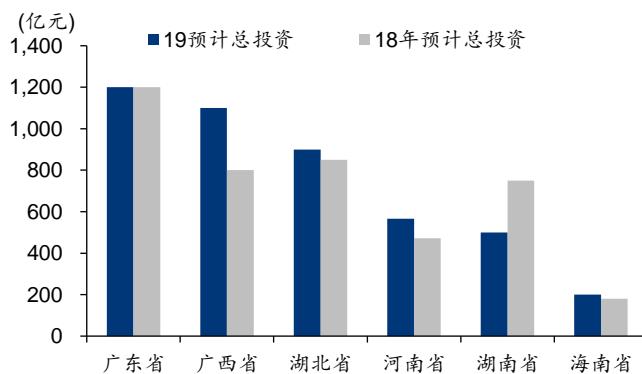
2019年交通基建投资额南强北弱、分化明显。正如前文所述，华东、华南及西南地区部分省固投增速目标位于前列。从2019年交通基建投资额来看，区域仍有较明显分化：华东浙、鲁、苏三省2019年交通基建计划投资额较2018年有明显提升，闽、皖、赣三省与2018年持平；华南两广地区2019年计划投资额同样持平或增长，需求或有较好表现。而西南地区除四川外，其余三省计划投资额均调低目标，加之云、贵地区对于水泥企业新增产能管控不强、竞争混乱，水泥价格或出现同比大幅下滑。北方地区除津、冀地区计划投资额有明显提升、吉林大致持平外，其余各省同样出现下滑。

图表5： 2018、2019年华东部分省份交通基建预计投资额



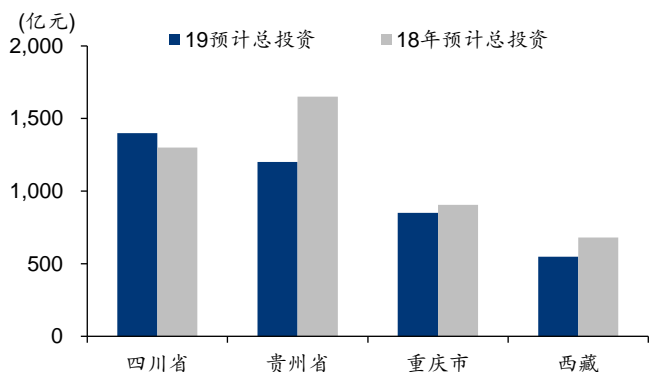
资料来源：各省2018/2019年交通运输工作会议，华泰证券研究所

图表6： 2018、2019年中南部分省份交通基建预计投资额



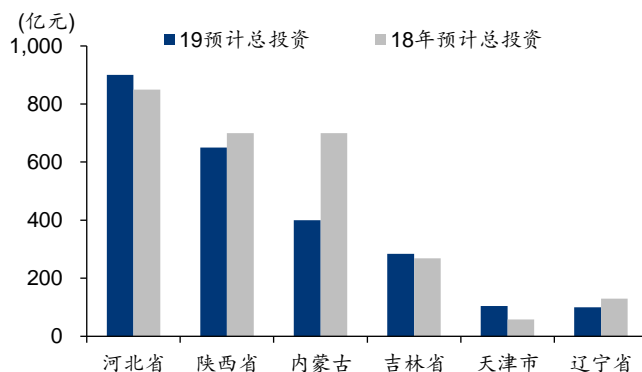
资料来源：各省2018/2019年交通运输工作会议，华泰证券研究所

图表7： 2018、2019年西南部分省份交通基建预计投资额



资料来源：各省2018/2019年交通运输工作会议，华泰证券研究所

图表8： 2018、2019年北方部分省份交通基建预计投资额



资料来源：各省2018/2019年交通运输工作会议，华泰证券研究所

我们并不认为交通计划投资额的同比提升意味着将明显提振水泥需求，但一定程度上能起到对冲地产下行周期的作用。2019 年水泥价格中枢或会下移，但在大企业协同保价、错峰限产政策执行下也是具有一定稳定性的，出现价格急剧崩塌的可能性不大。我们推荐龙头海螺水泥，2019 年其 PB 有望向 2x 均值回归（见《建材方法论专题报告三：PB-ROE 模型下建材龙头的长期投资价值》）；同时推荐塔牌集团，粤东区域格局好，水泥价格维持高位；公司 2018 年分红有望达到 60% 以上，对应当前股息率 9%，充满吸引力。同时塔牌集团也有望受益于粤港澳大湾区主题建设。

风险提示

- 1) **地方投资规划无法完成：**固定资产投资受宏观经济形势、资金、政策等多方面因素影响，2018 年即有部分地区未完成年初制定投资目标，因此地方无法 19 年投资规划仍是区域投资面临的潜在风险；
- 2) **基建投资资金来源改善不及预期：**当前地方债发行已明显提速，但全年地方债发行额度尚未公布，且银行贷款端对基建的资金支持仍未见明显改善，若基建投资资金来源未来改善进度和幅度不及预期，则可能会对区域投资产生不利影响。

免责声明

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

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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

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

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

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

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

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

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

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

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

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

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

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

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com