

建筑装饰

社融大增，有多少流向基建？

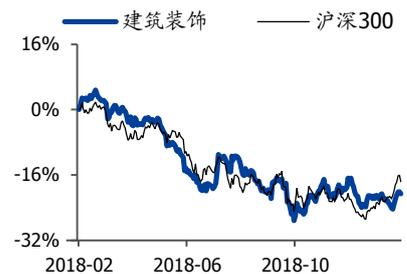
社融大增有多少流向基建？周五央行公布1月社融4.64万亿（同增1.56万亿）总量大超预期，市场一大疑问是这些增量社融有多少流向基建领域？从社融结构上看，与基建领域相关的科目主要有对非金融性公司中长期贷款、企业债券融资、地方政府专项债、委托贷款和信托贷款。我们逐项分析一下：**1) 企业债券融资** 1月同比多增3768亿元，它是统计各非金融行业的企业发债额，这其中应该有相当一部分是城投发债（也分布于各个行业中）。根据Wind对各行业债券发行金额的统计，1月与基建相关的建筑装饰、公共事业、交运三个行业同比多发债券994亿元，此外，统计中有“综合”这一行业发债同比多增730亿，由于“综合”行业的投向不明确，可能包括了相当部分城投基建，那么，我们大致认为社融中企业债券融资这一项的同比新增额中约有1000-1700亿流向基建。与此对应的是，根据Wind城投债的专项统计，1月城投债同比多发行2015亿，偿还旧债同比增加518亿，净发行额同比增加1498亿。结合两组数据，我们可以认为1月企业债券融资增量中有近一半流向基建，量级在1500-2000亿元左右。**2) 对非金融性公司中长期贷款** 1月同比大幅增长9668亿，这部分贷款既有可能流入基建（融资平台、项目贷款，或建筑企业），也有可能流入房地产或制造业。由于没有更细分的行业统计，我们假设对公贷款的流向与债券融资的行业结构是一致的，则有约新增4800亿流向基建。**3) 地方政府专项债** 1月发行1088亿元，去年同期没有发行量，因此是净增量资金。但专项债有明确的投向，我们统计2018年投向基建/土地储备/棚改的金额分别占32%/45%/23%，2019年1月投向基建/土地储备/棚改的金额分别占22%/54%/22%。2019年1月发行的专项债中约340亿投向基建。**4) 委托贷款和信托贷款**与影子银行有关，也是以往基建资金的重要来源之一，1月两项合计同比基本持平，因此影响不大。但需注意的是，委托贷款和信托贷款从环比趋势上看已有改善迹象，后续趋势值得关注。综合来看，我们预计1月社融同比增加1.56万亿中有大约6600-7100亿元可能流向基建，渠道包括：融资平台的债券及贷款（预计是主要增量来源）+基建相关行业（建筑、公用事业、交运等）的企业债券及贷款+各类项目（包括PPP）的配套贷款+专项债（地方政府体内负债）。根据我们以上的分析，1月社融增量中有接近一半可能流向基建领域。这印证了我们此前对基建形势的判断，预计在货币宽松及基建发力背景下，基建资金来源将逐步充实，基建投资增速有望逐步提升。我们虽然也对1月社融大增的情况是否能持续持怀疑态度，但在2、3月数据出来之前，短期的策略应该更加积极一些。

政策支持建筑民企融资与经营改善，优质民营PPP龙头有望脱颖而出。本周中办、国办印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，强调金融机构要积极支持民企融资纾困，着力化解流动性风险，抓紧建立商业银行基层分支机构对于民企“敢贷、愿贷、能贷”长效机制，建立健全尽职免责机制，提高不良贷款考核容忍度，并着重要求政府机构及国企加快清理拖欠民营企业账款，建筑民企有望显著受益。而根据Wind统计，建筑行业发行信用债月度发行量及净融资额自2018年四季度显著上升，同时建筑公司AA+及AA评级债券信用利差自2018年8月至今有所收窄，建筑信用融资环境边际持续改善。叠加近期住建部外发《支持民营建筑企业发展通知》，要求全面清理限制民营建筑企业的行政审批、市场准入及施工许可等，优化民企招标投标竞争环境，推行银行保函替代保证金，民营建筑企业经营环境亦有望改善。可关注前期因民企信用收缩下跌较大、基本面扎实的民企龙头修复机会。

Q4装饰订单增速整体有所回落，金螳螂订单逐季加速表现优异。根据装饰公司四季度经营简报数据，2018全年共新签订单合计1213亿元，同比增长21%，较Q1-3增速回落11.9个pct；Q4单季新签订单286亿元（不含全筑股份），同比下滑9.8%。其中装饰龙头金螳螂表现优异，全年新签订单392亿元，同比增长24%，较前三季度提升1.7个pct，Q1-4公司单季新签订单分别同比增长+15.9%/+21.2%/+28.5%/+28.6%，增速逐季加速趋势

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 杨涛

执业证书编号：S0680518010002

邮箱：yangtao1@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

相关研究

- 1、《建筑装饰：地方债发行全面提速，央企订单逐步回升》2019-02-09
- 2、《建筑装饰：2019年1月报：基建投资稳步上行，融资环境趋于改善》2019-02-01
- 3、《建筑装饰：基本面趋势向上，预期校正后更具性价比》2019-01-27



清晰。亚厦股份全工业化装配式装修订单增长突出，Q4 单季新签该类订单 1.6 亿元，已中标未签约订单达 10.6 亿元，装配式装修业务拓展取得显著成果。

投资策略：1 月社融同比大增 1.56 万亿，有投资者认为这可能是新一轮“大放水刺激基建”的开始。我们本次周观点中通过详解社融科目，发现 1 月新增社融中有约 1/2 的资金可能流向基建领域，这也有望促后续基建投资进一步加快。虽然我们也认为对此仍需客观看待，“大放水”可能言之尚早，需等 2、3 月社融数据出来后再做判断。但就短期投资策略而言，却是应该“宁可信其有”，持更加积极态度。当前货币宽松及基建补短板政策驱动建筑业基本面上行趋势已明确，建筑板块前期涨幅落后、性价比不断凸显。重点推荐：1) 低估值建筑央企中国建筑（19 年 PE6.1X）、中国铁建（19 年 PE6.6X）；2) 具有成长性的设计龙头苏交科（19 年 PE13X）、中设集团（19 年 PE11X）；3) 受益民企融资有望改善的优质 PPP 龙头龙元建设（预计 19 年业绩增长 30%，19 年 PE9X）；4) 受益于房地产新开工持续加速的装饰龙头金螳螂（订单逐季加速趋势清晰，19 年 PE10X），关注亚厦股份（装配式装修业务拓展成果显著，Q4 签约及中标该类订单合计 12.2 亿元）。

风险提示：政策变化或执行力度不及预期风险，信用风险，项目执行风险，应收账款风险，海外经营风险等。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601668	中国建筑	买入	0.78	0.90	0.99	1.08	7.7	6.7	6.1	5.6
601186	中国铁建	买入	1.18	1.40	1.58	1.85	8.8	7.4	6.6	5.6
300284	苏交科	买入	0.57	0.69	0.83	0.99	18.6	15.3	12.7	10.7
603018	中设集团	买入	0.95	1.23	1.54	1.84	18.5	14.3	11.4	9.5
002081	金螳螂	买入	0.72	0.79	0.91	1.02	13.0	11.9	10.3	9.2
600491	龙元建设	买入	0.48	0.60	0.89	1.16	14.1	11.3	7.6	5.8

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com