

# 预判开年投资增速边际改善，布局基建板块相对收益机会

## ——建筑装饰行业跟踪研究

行业动态

### ◆预计 19 年 1-2 月基建增速边际改善趋势不变

结合行业数据交叉验证，预判基建投资改善趋势将延续，且存在超预期可能。

**融资端：**1) 1 月社融中与固投相关指标边际改善。2) 地方债（含城投债）1-2 月净融资同比大幅增长。18 年 1-2 月，广义/狭义基建投资规模约为 11,463 亿/9,654 亿，与之对比 19 年 1 月社融与基建相关融资较同期增加 3,179 亿；19 年 1-2 月地方政府债、城投债分别较 18 年同期增加净融资 6,764 亿/1,609 亿。

**行业数据端：**1) 18 年同期高基数背景下，19 年 1 月公路投资增速 7.5%；2) 高销量背景下，1 月挖掘机利用小时数较好。

### ◆基建类企业或有相对收益

我们在 19 年年度策略报告《夜空中最亮的星》中强调“宏观层面，展望 2019 年，我国对外贸易存在一定不确定性，消费、地产、制造业增速放缓，而基建是为数不多增速边际确定性向上的领域。以建筑装饰（申万）相对沪深 300 观察，建筑装饰板块在基建投资边际发生实质性改善之前及期间会有较好的相对收益。”

目前来看，外需冲击已经逐步兑现。基建投资属逆周期调节的重要手段，根据前述判断 19 年 1-2 月基建投资增速将延续改善趋势，因而基建板块将有相对收益空间。

### ◆预判开年投资增速边际改善，布局基建板块相对收益机会

预判 19 年开年基建投资边际改善趋势延续，且存在超预期可能。外需冲击逐步兑现，基建逆周期调节重要性显现，对全年基建投资判断保持乐观。现阶段基建板块 PE/PB 估值仍处在 5 年期历史底部区间，仍有抬升空间。维持基建板块“买入”评级。

标的方向上，建议重点关注受益于自贸新区扩容、长三角区域一体化的上海本土建筑公司**上海建工**、**隧道股份**、**浦东建设**，其于 19 年 3 月 8 日收盘 PB 静态估值（扣除永续债）分别为 1.39x、1.16x、1.06x。此外建议关注受益于基建投资复苏的央企建筑标的，**中国建筑**、**中国铁建**、**中国交建**、**中国中铁**、**中国中冶**、**中国电建**等。

### ◆风险分析：

19 年 2 月及全年投资数据增速大幅放缓、19 年 2 月及全年社融增速大幅放缓

## 买入（维持）

### 分析师

孙伟风（执业证书编号：S0930516110003）  
021-52523822  
[sunwf@ebsecn.com](mailto:sunwf@ebsecn.com)

### 联系人

武慧东  
010-58452063  
[wuhuidong@ebsecn.com](mailto:wuhuidong@ebsecn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

社融趋势向好有利于建筑板块估值修复，民企估值弹性或更大——关于 2019 年 1 月社融数据点评

.....2019-02-16

好雨知时节——建筑装饰行业跟踪报告

.....2019-01-06

夜空中最亮的星——建筑装饰行业 2019 年投资策略

.....2018-12-27

## 1、基建资金到位情况好于往年

考虑到 18 年 1-2 月，广义/狭义基建投资规模约为 11,463 亿/9,654 亿，而 1 月社融与基建相关融资较同期增长 3,179 亿；19 年 1-2 月，地方政府债、城投债新增净融资较 18 年同期分别增加 6,764 亿/1,609 亿。基建融资及时到位、超额到位，预示开年投资增速改善趋势延续，且存在超预期可能。

### 1.1、1 月社融呈积极信号

2019 年 1 月新增社融规模达 4.64 万亿，同增 51%，新增社融超预期。其中非标融资下滑减弱：新增信托 345 亿元，为 18 年 2 月以来首次正增长；新增委托贷款-699 亿，去年同期为-713 亿。新增表内融资改善显著：新增非金融企业中长期贷款 1.4 万亿（同比+700 亿元）。与基建投资相关的非标、非金融企业中长期贷款有边际改善趋势。

表 1：2013-2019 年 1 月份与基建相关社融新增情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
新增委托贷款 (亿元)	2,061	3,971	832	2,175	3,136	-714	-699
新增信托贷款 (亿元)	2,108	1,059	52	552	3,175	3,175	345
企业债券融资 (亿元)	2,249	375	1,868	5,083	-510	-510	4,990
非金融企业中长期贷款 (亿元)	3,098	5,042	6,121	10,600	15,200	13,300	14,000
新增与基建相关的社融规模 (亿元)	9,760	10,901	9,399	19,879	22,226	15,750	18,929
较上年同期增长	4,994	1,141	-1,502	10,480	2,347	-6,476	3,179

资料来源：Wind

融资是基建投资重要的先行指标。历史上看，基建投资增速与新增社融存较为明显的正相关性，考虑到自 18Q4 以来基建投资增速已触底回升，19Q1 社融超预期的背景下基建提速机率较高。

图 1：新增社融累计同比增速与广义/狭义基建累计同比增速比较



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

## 1.2、1-2 月地方债净融资较 18 年同期增加 8,372 亿元

地方债务（地方政府债+城投债）净融资额 2019 年 1-2 月累计实现 9,039 亿元，较 18 年同期净增加 8,372 亿元。

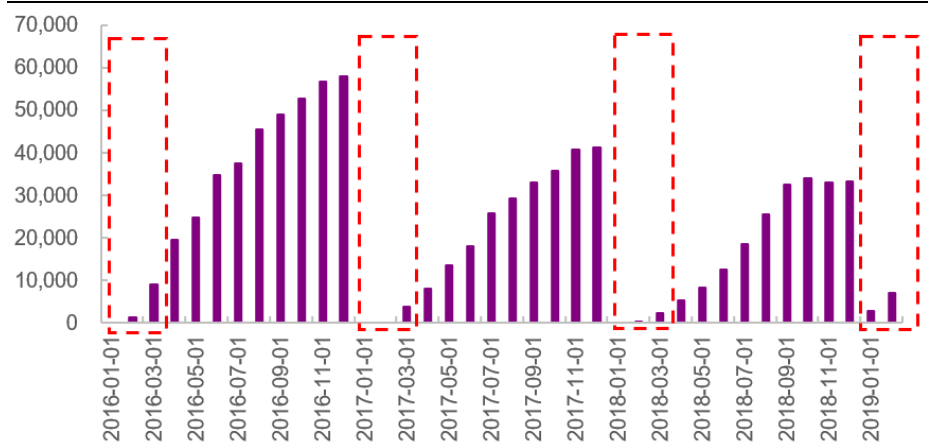
地方政府债券贡献主要增长（占比约 77%），2019 年 1-2 月累计实现 7,003 亿元，较 18 年同期净增加 6,764 亿元。城投债净融资改善较为显著，2019 年 1-2 月城投债实现融资净额 2,037 亿元，较 18 年同期增加 1,609 亿元。

表 2：2013-2019 年 1-2 月地方债融资净额情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
地方政府债融资净额（亿元）	0	0	0	1,407	0	239	7,003
城投债融资净额（亿元）	1,438	1,615	557	2,371	-463	428	2,037
地方债合计融资净额（亿元）	1,438	1,615	557	3,778	-463	667	9,039

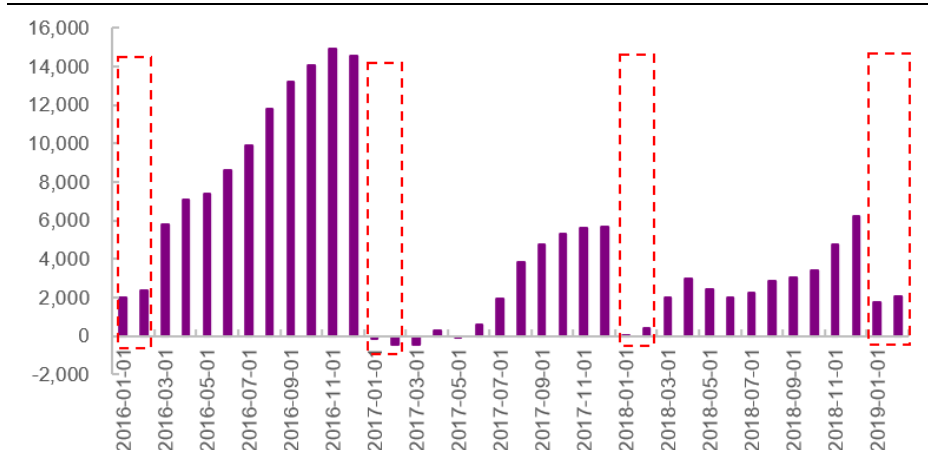
资料来源：Wind

图 2：2019 年 2 月地方政府债累计融资净额较 18 年同期大幅增加（亿元）



资料来源：Wind

图 3：2019 年 2 月城投债累计融资净额较 18 年大幅增加（亿元）

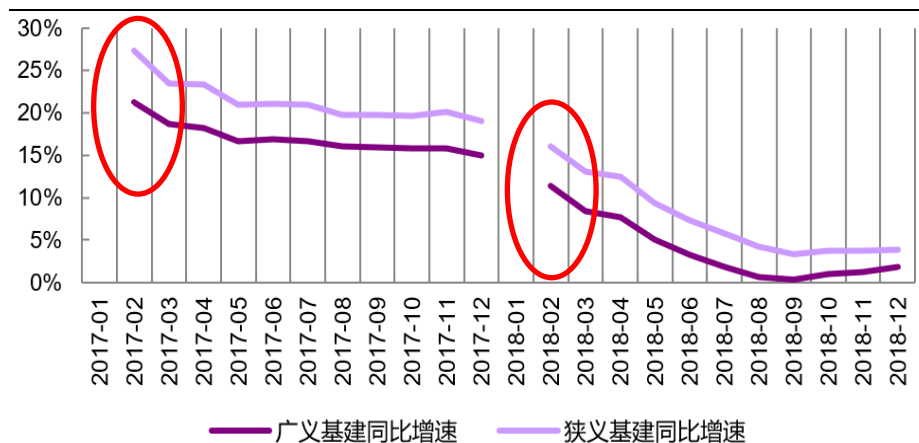


资料来源：Wind

## 2、行业数据支撑开年基建投资乐观判断

在进行行业数据比较时，我们必须注意到如下事实 1) 18 年 1-2 月基建投资增速处于高位，换言之 18 年 1-2 月基建投资基数较高；2) 在以 1 月数据推论全年时，需要注意春节因素的扰动。

图 4：18 年 1-2 月基建投资基数较高



资料来源：Wind

表 3：16-19 年正月时间

	2016	2017	2018	2019
正月初一	2 月 8 号	1 月 28 号	2 月 16 号	2 月 5 号
正月十五	2 月 22 号	2 月 11 号	3 月 2 号	2 月 19 号

资料来源：光大证券研究所

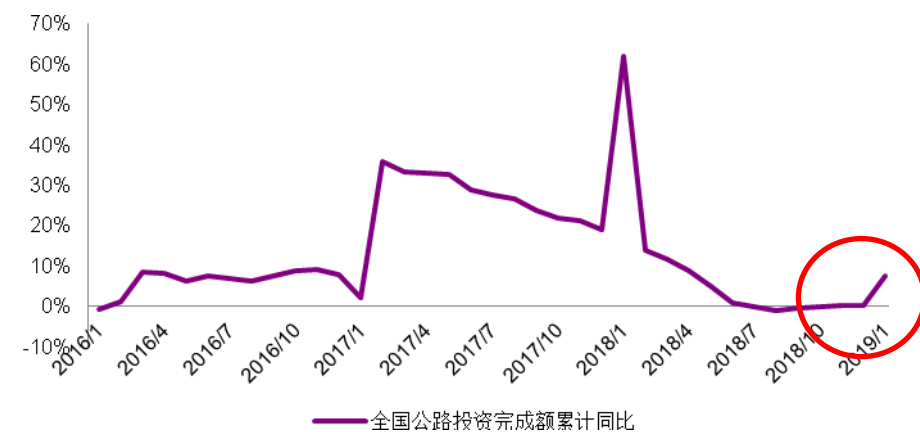
## 2.1、公路投资数据预示开年增速较好

目前交通部仅公布了 19 年 1 月的公路投资数据，我们考虑到春节因素的扰动来推断实际投资趋势情况。

如表 3 所示，17 年春节较早，在 1 月下旬至 2 月上旬；18 年春节较晚，在 2 月中下旬；19 年春节则在 2 月初。

一季度月度数据受春节扰动较大，考虑到 17/18 年的春节时间点，17 年 1 月份有春节停工影响而 18 年 1 月份几乎没有影响，18 年 1 月公路投资完成额同比增速 62% 有春节扰动。19 年春节在 2 月初，也可以理解为 1 月停工影响较小，19 年 1 月全国公路投资完成投资额 1202 亿，同比增长 7.5%，这是在同期高基数下实现的。考虑 18 年全年累计公路投资额接近 0 增长，19 年公路投资已有良好开端。

图 5：2019 年 1 月公路投资在高基数下实现增长



资料来源：Wind

表 4：2016-2019 年公路投资完成额及增速

	2016		2017		2018		2019	
	完成额 (亿元)	累计同比	完成额 (亿元)	累计同比	完成额 (亿元)	累计同比	完成额 (亿元)	累计同比
1 月	675.0	-0.9%	690.3	2.3%	1,118.4	62.0%	1,202.7	7.5%
1-2 月累计	1177.3	1.2%	1600.7	36.0%	1,822.2	13.8%		
1-12 月累计	17,787.4	7.7%	21,162.5	19.0%		0.2%		

资料来源：Wind，交通部，光大证券研究所

注：2018 年全年数据未公布，累计同比采用 1-11 月数据

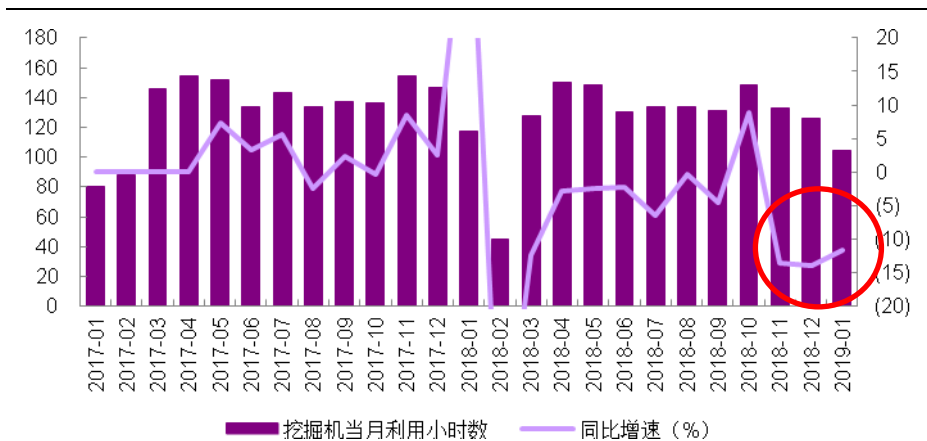
2016 年春节周期与 19 年类似，两者数据比较有较大参考价值。19 年 1 月公路投资完成额 1202 亿元，较 16 年同期增长 78%。与之相对，16-18 年，公路投资总增长约为 20%。从这个角度来看，1 月公路投资数据是个良好开端，预示开年投资情况较好。

当然，单 1 月投资数据无法衡量全年投资情况，但考虑到项目施工有一定延续性，且 18 年约为 0 增长，推断 19 年开年公路投资增速将有边际改善。

## 2.2、高销量下，1月挖掘机利用小时数降幅边际改善

此外，目前行业数据中公布1月情况的还有挖掘机当月利用小时数。2019年1月，挖掘机利用104小时，较18年1月同比减少12%，但好于17年同期数据，且增速有边际改善趋势。

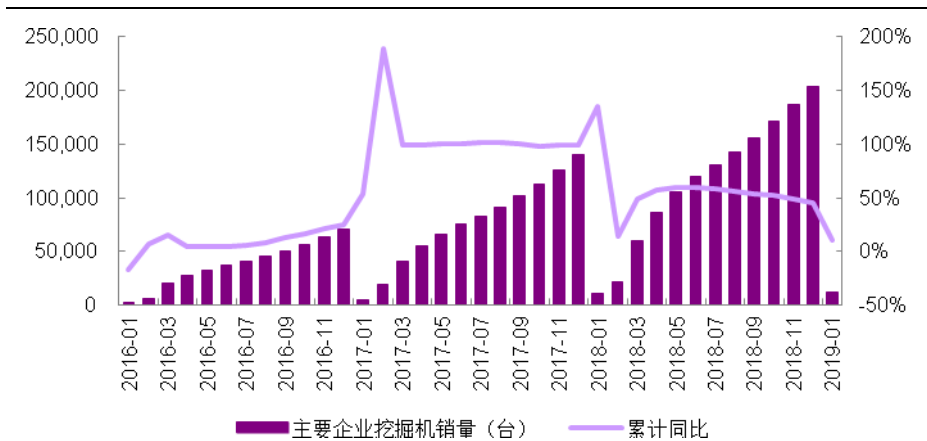
图6：挖掘机利用小时数（小时/月）



资料来源：Wind

16-18年，挖掘机销量累计同比维持较高增长，据此推测近年挖掘机保有量持续增长，再结合1月份挖掘机利用小时数，推断开年开工情况较好。

图7：挖掘机销量累计同比



资料来源：Wind

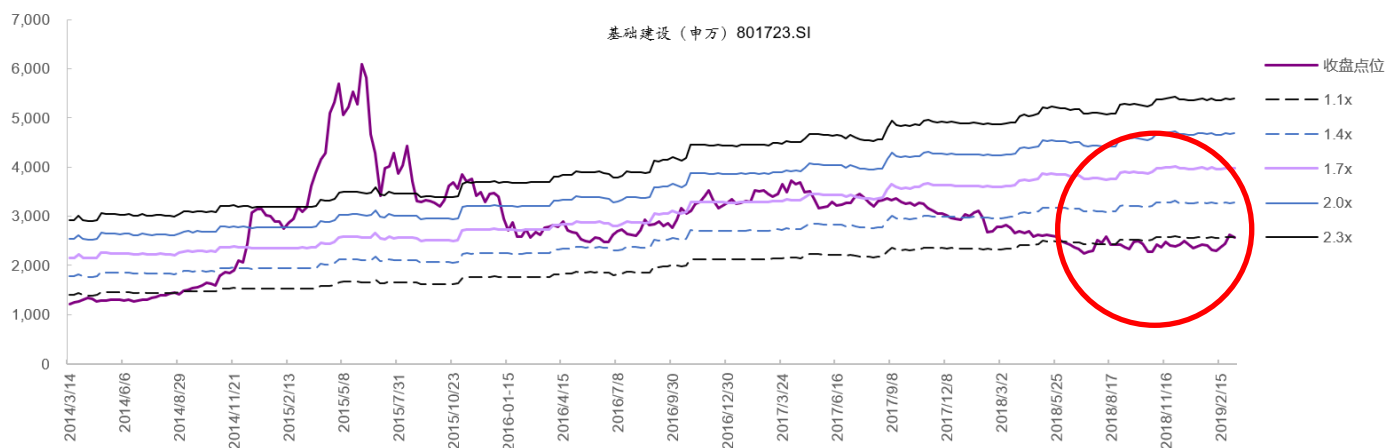
### 3、基建板块估值仍在历史底部区间

现阶段基建板块估值无论 PE/PB 均处在历史较低水平。考虑到基建投资边际改善趋势有望延续，企业融资问题得到缓解，基建板块估值修复有相对确定性。

我们在 19 年年度策略报告《夜空中最亮的星》中已提及“宏观层面，展望 2019 年，我国对外贸易存在一定不确定性，消费、地产、制造业增速放缓，而基建是为数不多增速边际确定性向上的领域。以建筑装饰（申万）相对沪深 300 观察，建筑装饰板块在基建投资边际发生实质性改善之前及期间会有较好的相对收益。”

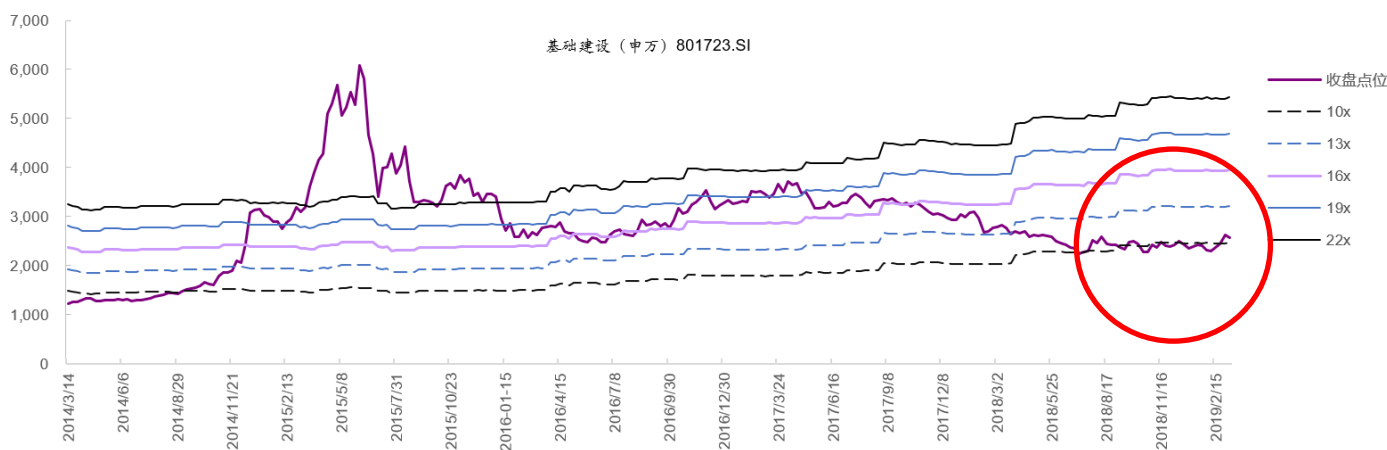
外需冲击已经逐步兑现。基建投资属逆周期调节的重要手段，根据前述判断 19 年 1-2 月基建投资增速将延续改善趋势，数据催化将使基建板块迎来相对收益机会。

图 8：申万基础设施指数走势及对应 PB（近 5 年）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2018 年 3 月 8 日

图 9：申万基础设施指数走势及对应 PE\_TTM（近 5 年）

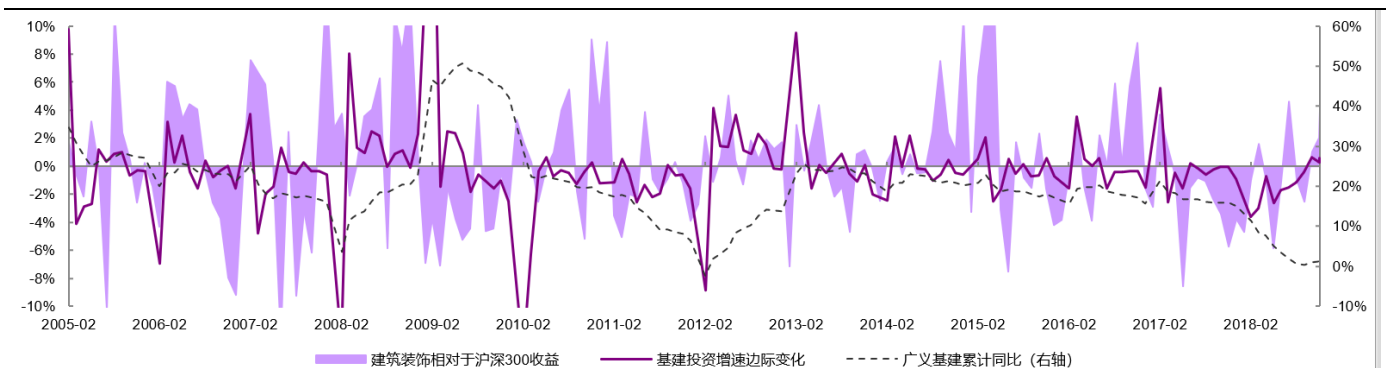


资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2018 年 3 月 8 日

## 4、建议布局基建板块相对收益机会

我们在 19 年年度策略报告《夜空中最亮的星》中强调“宏观层面，展望 2019 年，我国对外贸易存在一定不确定性，消费、地产、制造业增速放缓，而基建是为数不多增速边际确定性向上的领域。以建筑装饰（申万）相对沪深 300 观察，建筑装饰板块在基建投资边际发生实质性改善之前及期间会有较好的相对收益。”

图 10：建筑装饰板块相对与沪深 300 收益 VS 基建投资增速边际变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截止 2018 年 12 月

预判 19 年开年基建投资边际改善趋势延续，且存在超预期可能。外需冲击逐步兑现（观点引自宏观团队报告《信用宽紧待观察，期待财政更宽——2019 年 2 月 PMI 数据点评》），基建逆周期调节重要性显现，对全年基建投资判断保持乐观。现阶段基建板块 PE/PB 估值仍处在 5 年期历史底部区间，仍有抬升空间。维持基建板块“买入”评级。

标的的方向上，建议重点关注受益于自贸新区扩容、长三角区域一体化的上海本土建筑公司上海建工、隧道股份、浦东建设，其于 19 年 3 月 8 日 PB 静态估值（扣除永续债）分别为 1.39、1.16、1.06。此外建议关注受益于基建投资复苏的央企建筑标的，中国建筑、中国铁建、中国交建、中国中铁、中国中冶、中国电建等。

## 5、风险分析

19 年 2 月及全年投资数据增速大幅放缓。

19 年 2 月及全年社融增速大幅放缓。



## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。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会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 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。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市南京西路 1266 号恒隆广场一期 49 楼 邮编 200040

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
中青雯		021-22169527	15921857444	shenqw@ebscn.com
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
私募业务部	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com
	黄小芳	021-52523715	15221694319	huangxf@ebscn.com