



# 2019年建筑行业投资策略 弱势过渡与曲折回归

2019/03/11

邢立力

S0740518100001

15601997077

xingll@r.qlzq.com.cn

中泰证券研究所  
专业 | 领先 | 深度 | 诚信

## ➤ 新一轮稳增长周期开启，中美贸易摩擦导致政策提前，但尚未到位

2008年以来，中国宏观经济存在规则的3-4年小周期，其触发机制均为内需、外需叠加冲击带来的政策转向，且地产、基建是主导变量，其深层次的原因是稳增长的政策落脚点主要在城镇化这一层面；由于中美贸易摩擦的影响，本轮宏观政策的转向提前，但三四线地产与外需冲击尚未显现，政策还有空间

## ➤ 基建第二过渡周期开启，2019年将迎来上升阶段，本轮周期的基本特征是供给侧改革进程中的折返，是弱周期

决定本轮基建周期过渡属性的逻辑有两个层面，一方面取决于2008年以来三轮周期的内在联系，即从需求端周期过渡至供给侧周期；另一方面源于基建体系自身的制约，一方面政府资金端收入与负债对冲，负债端尚未看到充足动能。另一方面国企、央企降杠杆限制了微观产能，基建体系效率降低

## ➤ 房地产周期曲折回归，一二线销售对冲三四线，建安投资反弹，可对标2010-2011年

本轮地产周期曲折回归主要逻辑在于其自身的结构稳定性、低库存与周期尾部的宽松货币环境；房地产建安投资反弹的动力来自于稳定资金环境下的交付压力，周期下行背景下修复是阶段性的

## ➤ 国家重大战略强化区域优势，更看好长三角一体化

长三角一体化人口规模、区域面积、经济体量均超越京津冀、粤港澳，定位服务业+制造业中心，国家战略，想象空间较大

## ➤ 建筑行业订单、收入弱反弹，盈利能力保持强势

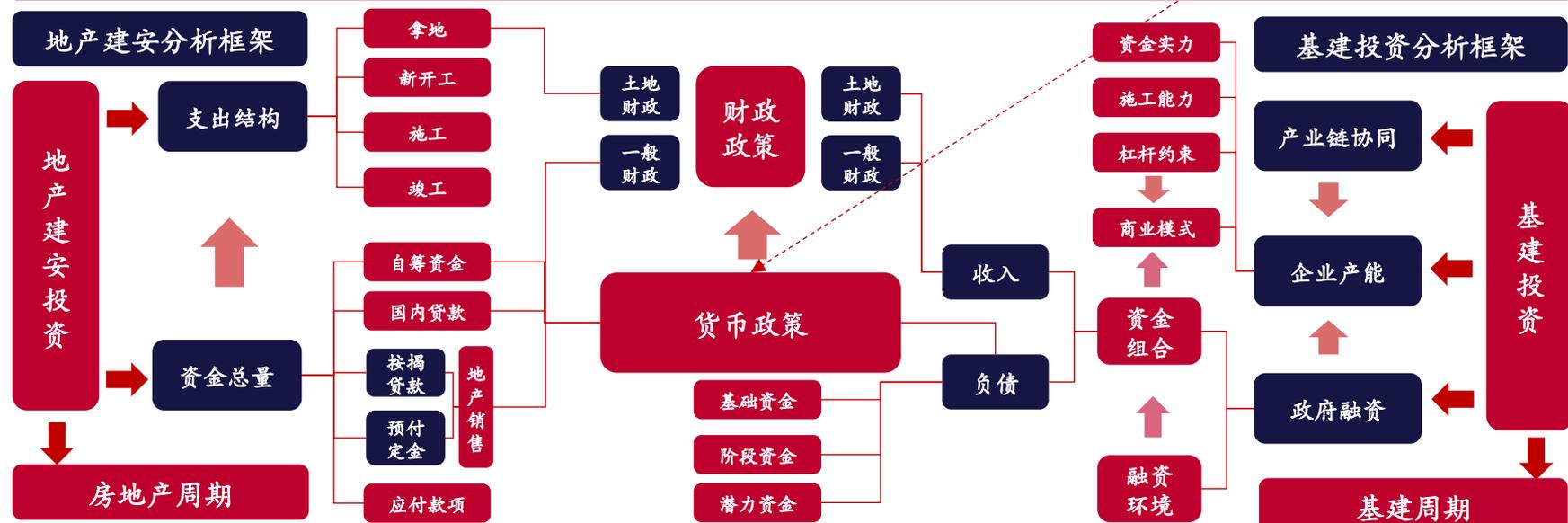
## ➤ 基建股短看主题催化（一带一路、长三角一体化等），全年核心逻辑在于超预期因素的出现；全年看好布局一二线的房建龙头

基建蓝筹组合：中国中铁、中国铁建；区域基建：中设集团、隧道股份、浦东建设、安徽水利；房建组合：上海建工、中国建筑

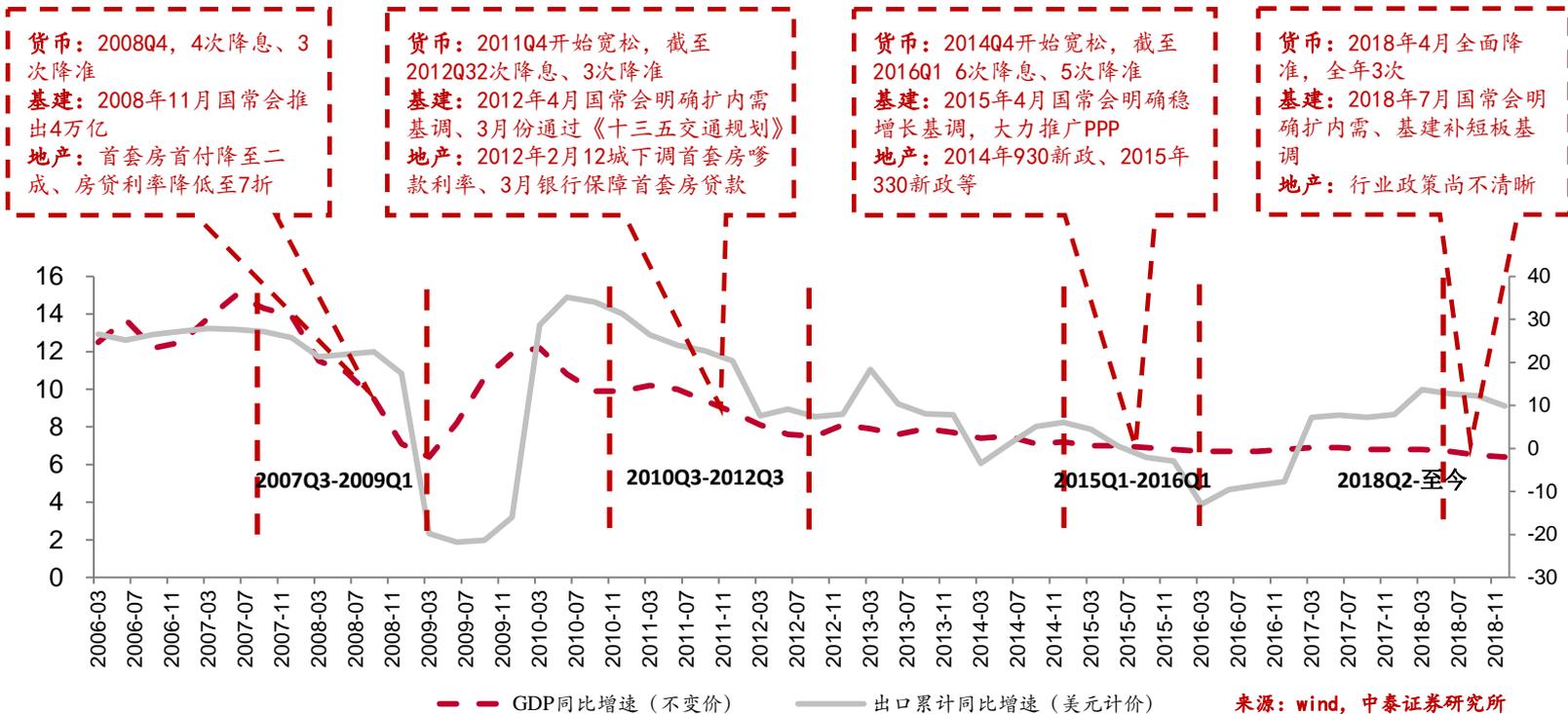
# 目 录

- 一、房建、基建的宏观框架
- 二、基建投资的第二过渡周期
- 三、房地产建安投资的修复逻辑
- 四、长三角一体化
- 五、行业分析
- 六、投资逻辑与标的推荐

# 一、基建、房建的宏观框架



## 1.1 内需外需叠加冲击与稳增长政策特点



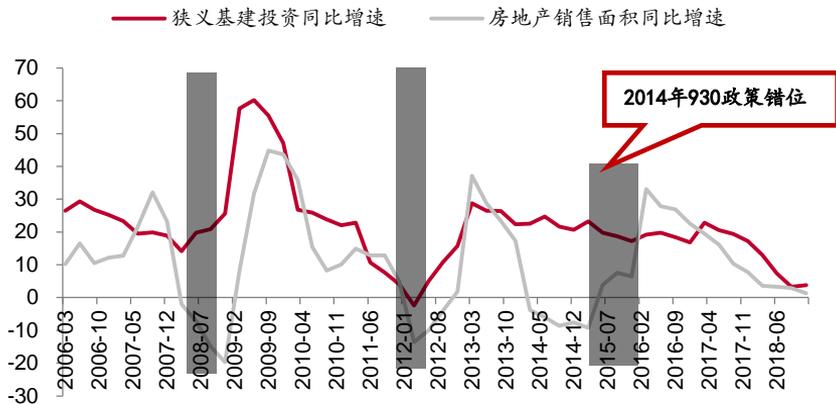
## 1.2 内需、外需冲击的数据体现

		2007Q3-2009Q1	2009Q2-2010Q1	2010Q2-2012Q3	2012Q4-2013Q3	2013Q4-2016Q1	2016Q2-2017Q2	2017Q3-2018Q4
GDP增速	波段划分	下降阶段	上升阶段	下降阶段	上升阶段	下降阶段	上升阶段	下降阶段
		7个季度	4个季度	10个季度	4个季度	10个季度	5个季度	6个季度
	波动幅度	-8.6	5.8	-4.7	0.6	-1.4	0.2	-0.5
		2007Q2-2009Q2	2009Q3-2010Q2	2010Q3-2012Q3	2012Q4-2014Q4	2015Q1-2016Q1	2016Q2-2018Q1	2018Q2-2018Q4
出口增速	波段划分	下降阶段	上升阶段	下降阶段	震荡阶段	下降阶段	上升阶段	下降阶段
		9个季度	4个季度	9个季度	9个季度	5个季度	8个季度	3个季度
	波动幅度	-49.7	56.9	-27.7	—	-19.1	26.7	-3.82
		2007Q3-2009Q1	2009Q3-2010Q1	2010Q3-2012Q3	2012Q4-2013Q3	2015Q1-2016Q1	2016Q2-2017Q2	2018Q2-2018Q4
GDP与出口重叠部分		下降阶段	上升阶段	下降阶段	—	下降阶段	上升阶段	下降阶段
		7个季度	3个季度	9个季度	—	5个季度	5个季度	3个季度
出口增速		-47.5	50.5	-27.7	—	-19.1	20.8	-19.1
固投增速	基建	+37.7 (-5.8: +43.5)	-33.4 (单边下行)	-15.1 (-28.3: +13.1)	—	-1.4 (-3.4: +2.0)	+1.3 (震荡上行)	-9.2 (-9.5: +0.3)
	地产	-20.5 (震荡下行)	+17.1 (单边上行)	-11.9 (+7.4: -19.3)	—	+0.1 (-6.1: +6.2)	-0.4 (震荡下行)	-2.5 (-4.2: +1.7)
	制造业	-8.3 (震荡下行)	-3.5 (单边下行)	-1.4 (+7.5: -8.9)	—	-7.1 (单边下行)	-0.9 (-3.3: 2.4)	+5.7 (单边上行)
社零增速		-0.9 (+6.1: -7)	+2.9 (单边上行)	-4.1 (震荡下行)	—	-1.7 (震荡下行)	+0.1 (震荡上行)	-1.7 (单边下行)

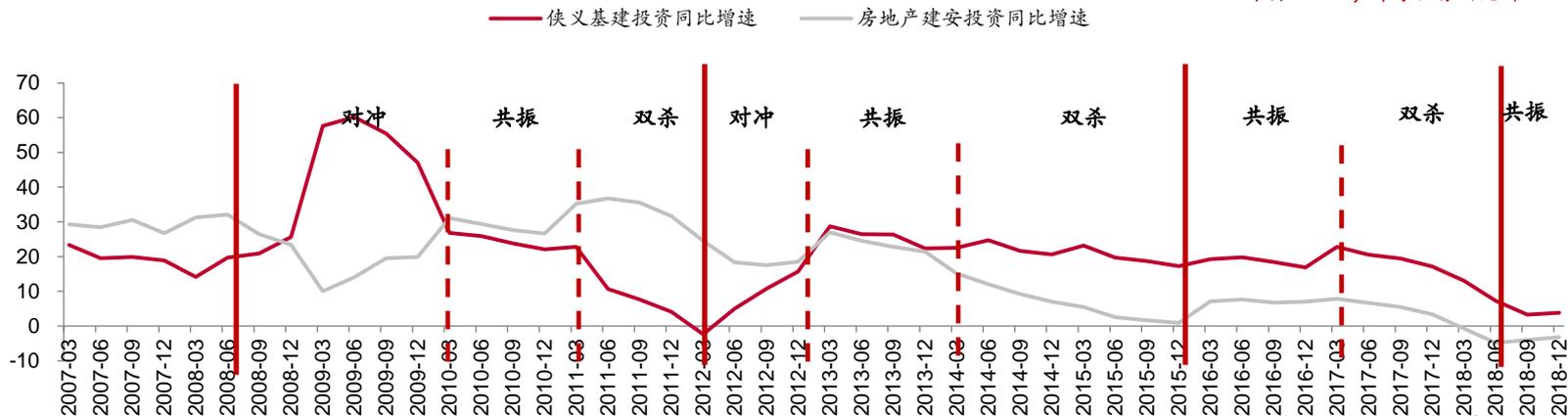
来源: wind, 中泰证券研究所

### 地产周期与基建周期的三重联系：

- 房地产与基建均为资金密集型行业，受货币政策驱动，并体现为房地产销售与基建投资波动的协同
- 房地产通过提升财政收入为基建输送大量资金，体现为房地产与基建行业政策上的配合
- 房地产建安投资与基建投资在一轮周期遵循标准的对冲、共振、双杀三段式



来源：wind，中泰证券研究所



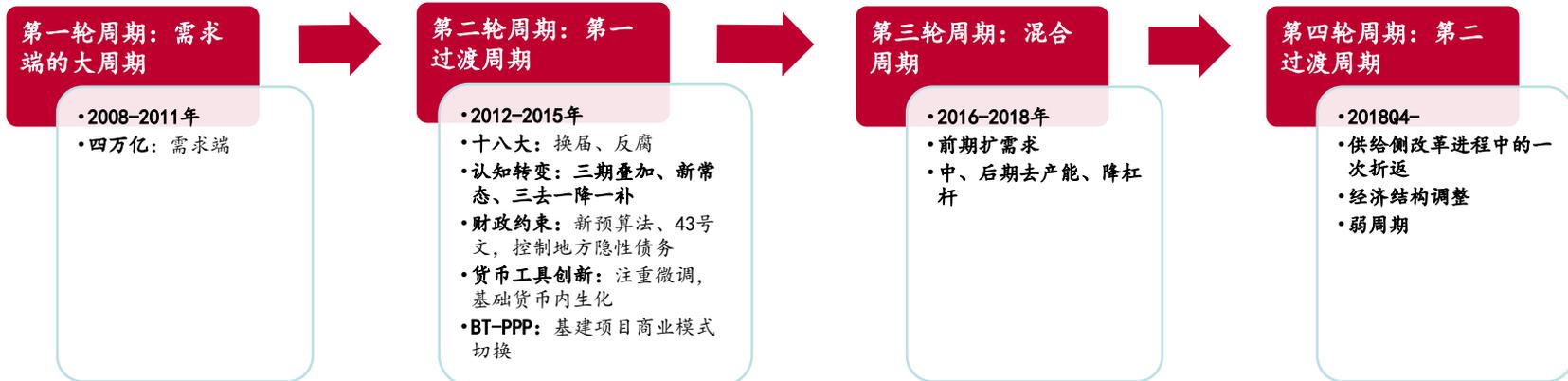
来源：wind，中泰证券研究所

# 目 录

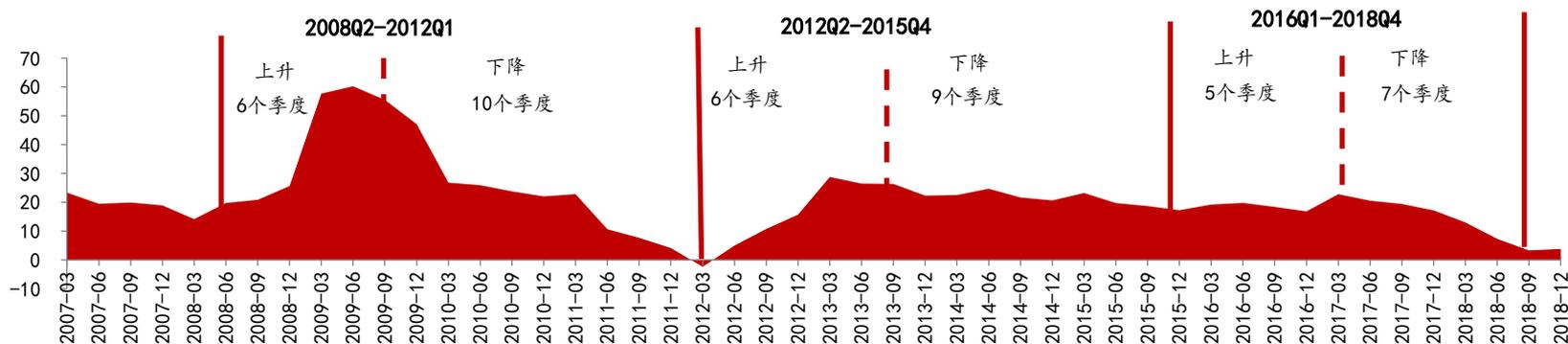
- 一、房建、基建的分析框架
- 二、基建投资的第二过渡周期
- 三、房地产建安投资的修复逻辑
- 四、长三角一体化
- 五、行业分析
- 六、投资逻辑与标的推荐

## 二、基建投资的第二过渡周期

### 2.1 基建周期划分与基本性质



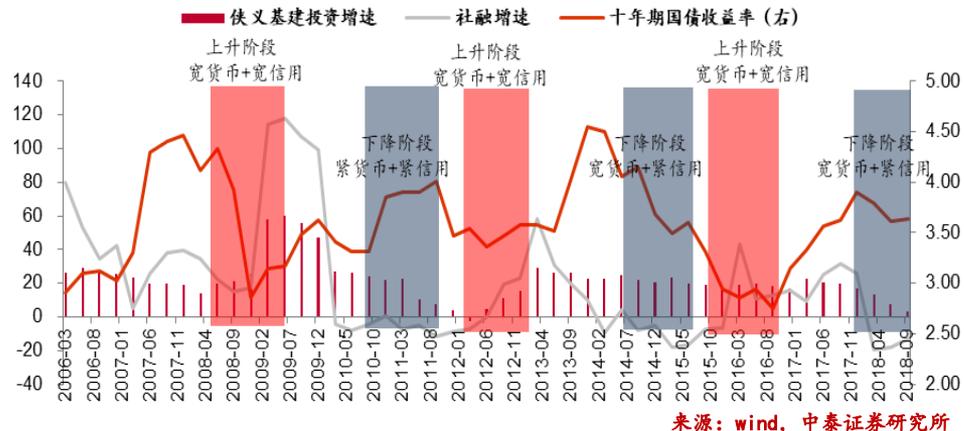
■ 基建（狭义）周期划分



## 2.2 政府融资：收入、负债对冲，X资金尚不清晰

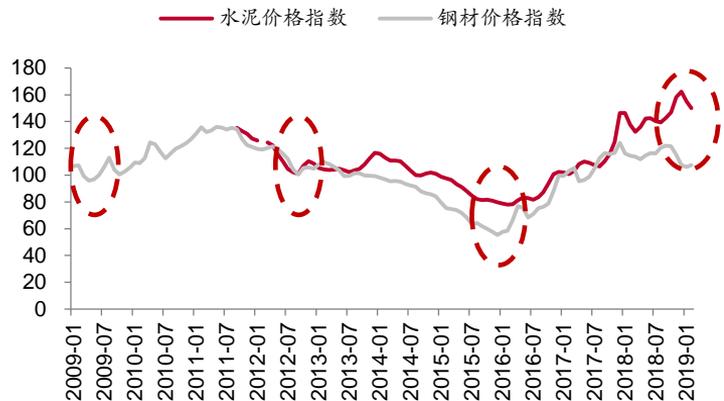
本轮基建周期政府融资端的问题有三方面：

- 收入端与负债端形成对冲，而非合力，主要原因在于房地产周期与基建周期分离
- 负债端并未大幅放开，隐形债务限制仍然较为严格，地方政府融资爆发力大幅降低
- X资金尚不清楚，中央层面、政策银行尚未发力

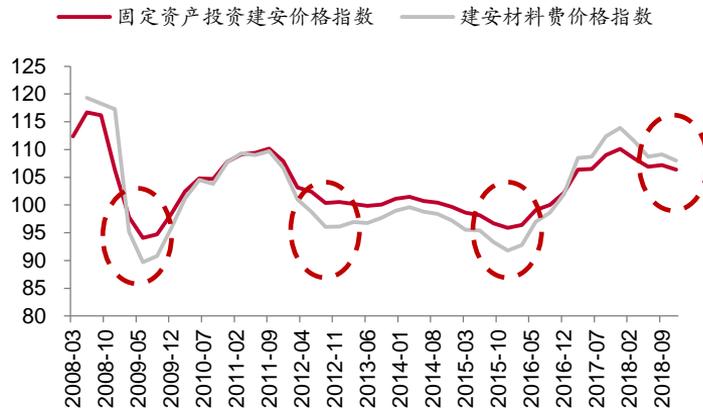


基建资金组合岩演变		第一轮周期：2008-2011年	第二轮周期：2012-2015年	第三轮周期：2016-2018年
收入端	基础资金	预算内资金★★★	预算内资金★★★	预算内资金★★★★
		政府性基金★★★★	政府性基金★★★★	政府性基金★★★★
		国内贷款★★★	国内贷款★	国内贷款★★
负债端	阶段资金	城投债★	城投债★★★★	城投债★★
			BT★★★★	
			非标★★★★	非标★
				专项建设债★★★★
	潜力资金	地方政府一般债★	地方政府一般债★	地方政府一般债★★
			普通专项债★★	
		PPP★	PPP★★	
基建商业模式	传统承包模式	BT模式	PPP模式	

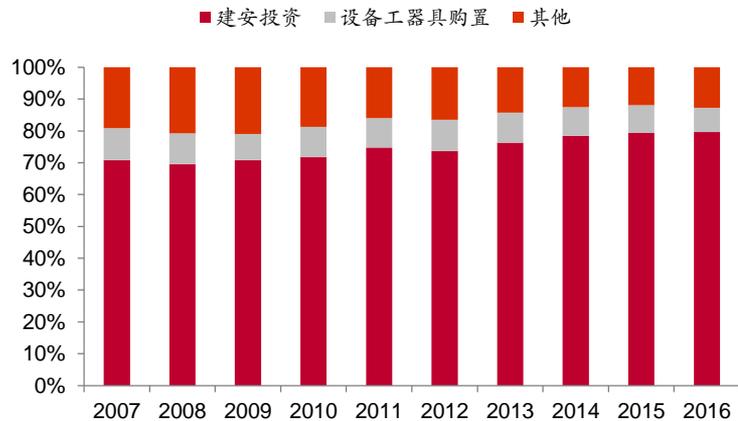
## 2.3 产业链协同：最“贵”之基建



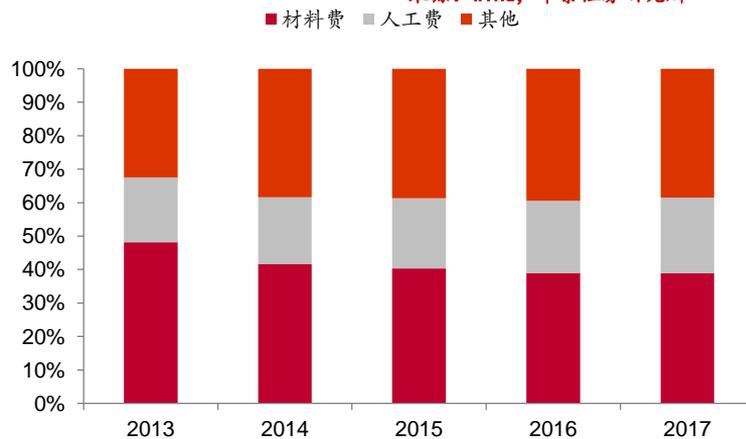
来源：wind，中泰证券研究所



来源：wind，中泰证券研究所

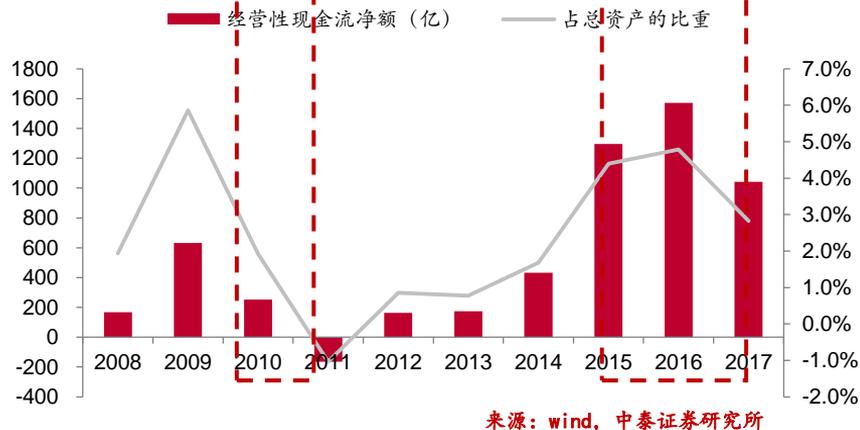
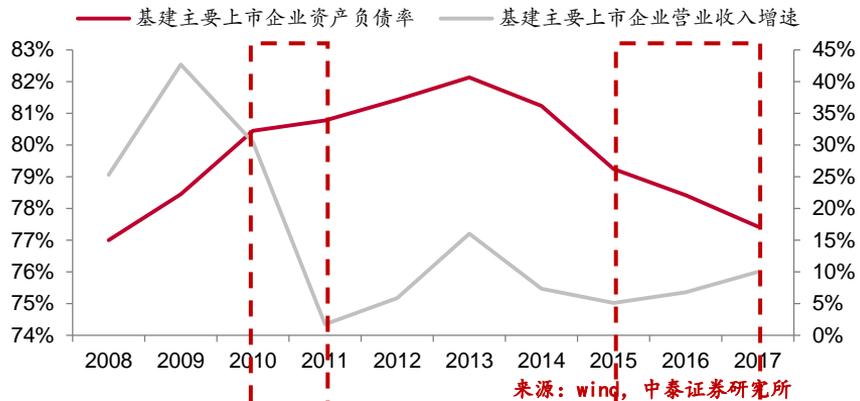


来源：wind，中泰证券研究所



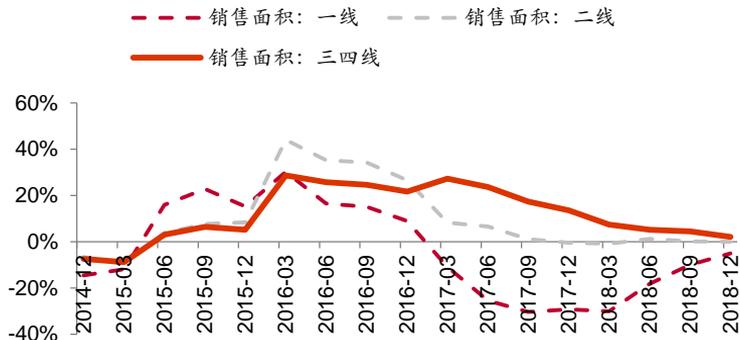
来源：wind，中泰证券研究所

## 2.3 企业产能：杠杆约束，效率损失

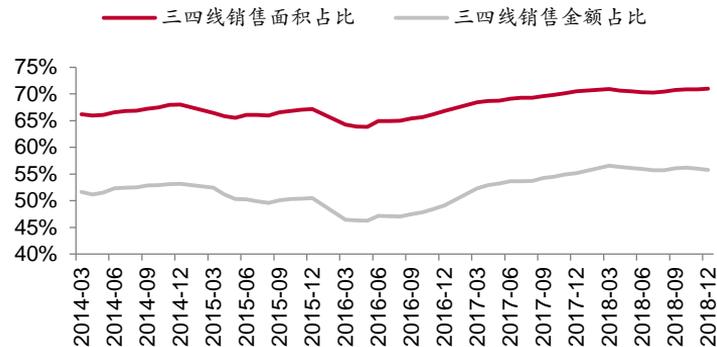


## 2.4 基建超预期的可能性分析

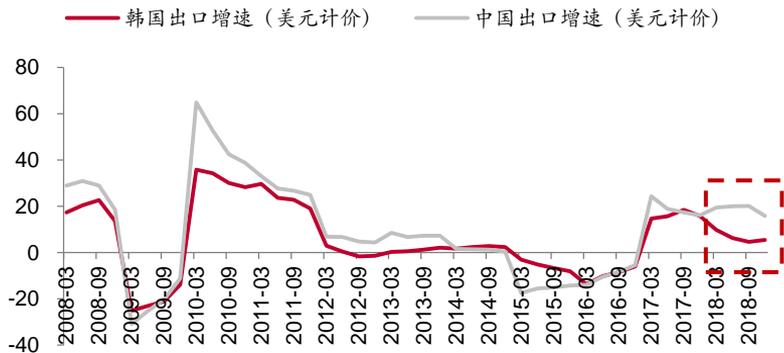
- 中美贸易摩擦导致本轮稳增长政策提前，这是基建政策可能继续加码的核心原因
- 基建周期与地产周期分裂，三四线地产的下滑压力与外需冲击的逐渐显现是基建政策加码的主要动力，并可能表现为资金面X因素的显现与微观产能限制的放开



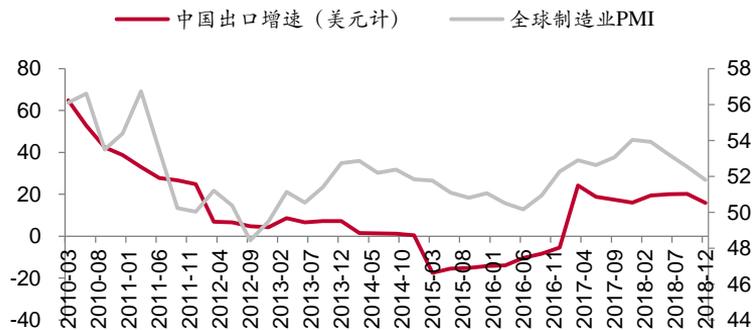
来源：wind，中泰证券研究所



来源：wind，中泰证券研究所



来源：wind，中泰证券研究所



来源：wind，中泰证券研究所

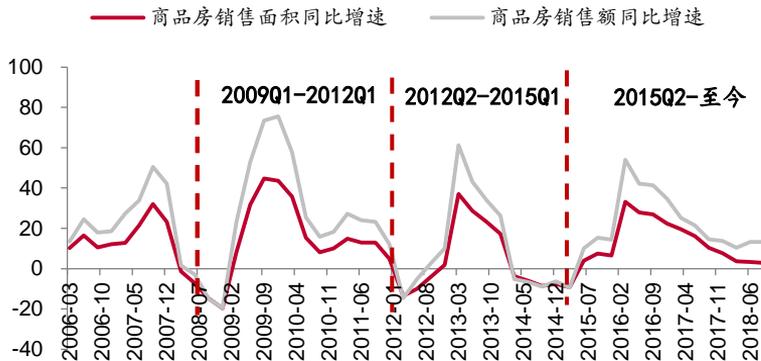
# 目 录

- 一、房建、基建的分析框架
- 二、基建投资的第二过渡周期
- 三、房地产建安投资的修复逻辑
- 四、长三角一体化
- 五、行业分析
- 六、投资逻辑与标的推荐

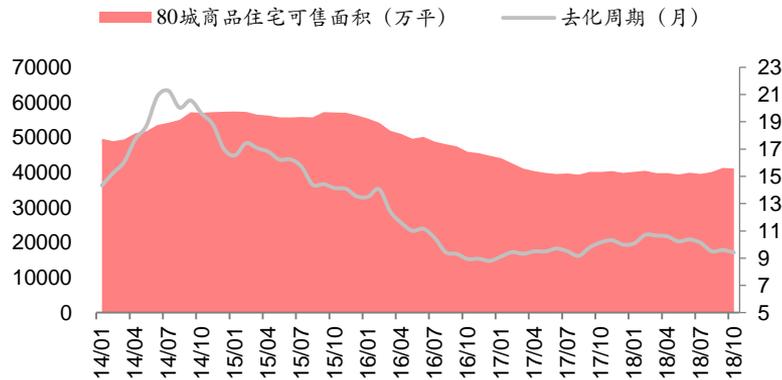
## 三、房地产建安投资修复逻辑

### 3.1 房地产周期曲折回归与建安修复的基本性质

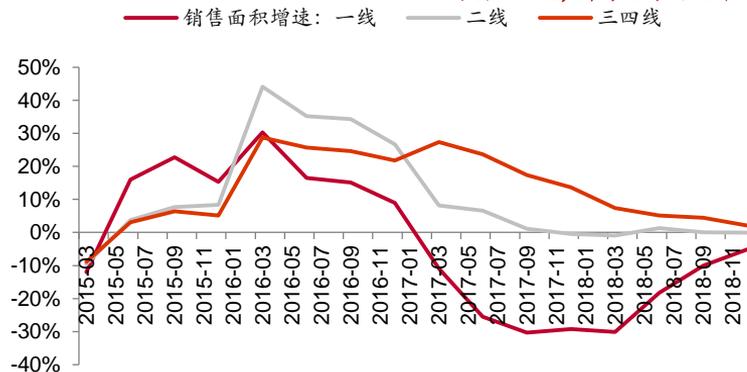
- 本轮地产周期已经进入尾部，其自身的结构稳定性、宽松的货币环境、较低的库存有望拉平地产周期的出清节奏
- 在地产下行周期中房地产建安投资修复是阶段性，且在周期区域分化的背景下，建安修复带有结构特色
- 建安投资修复的本质是在稳定资金来源背景下的资金支出结构的调整



来源：wind，中泰证券研究所

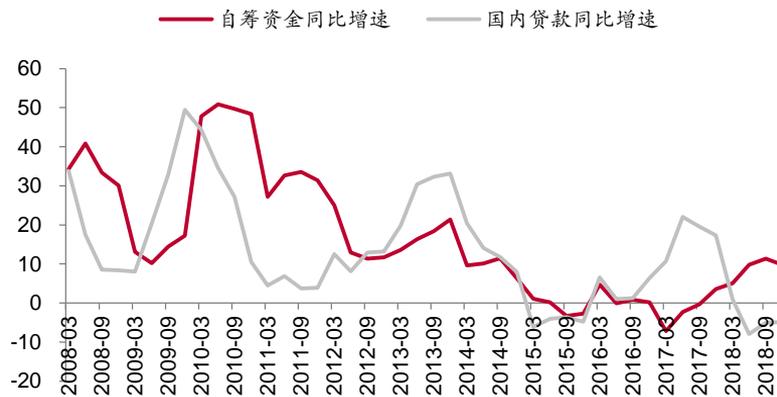
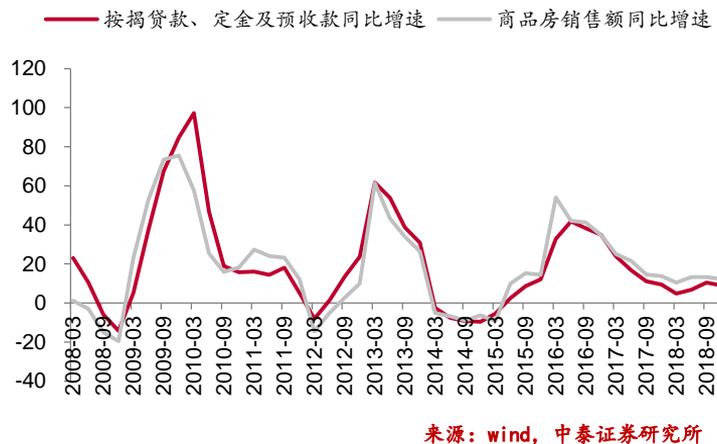
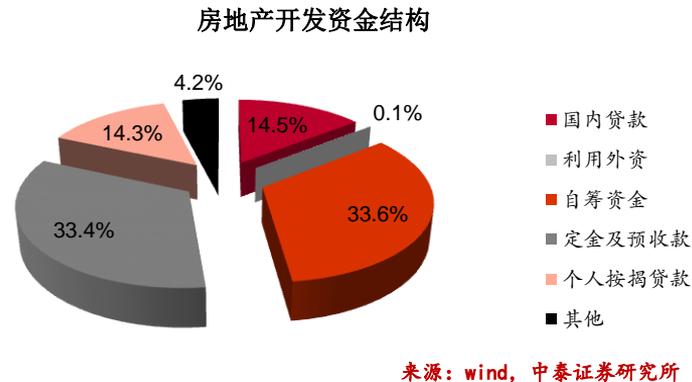


来源：wind，中泰证券研究所

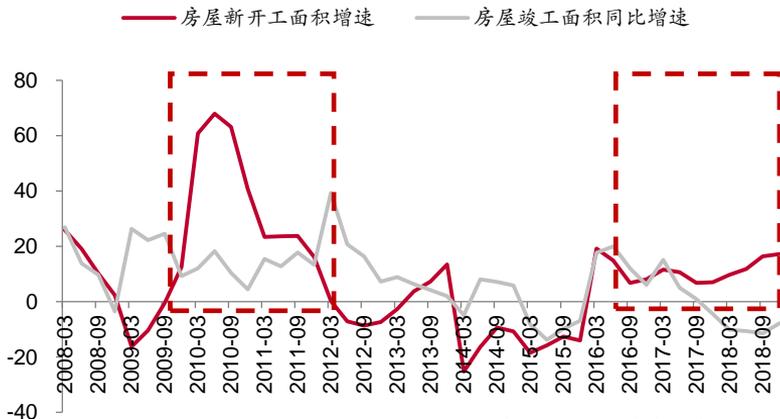


来源：wind，中泰证券研究所

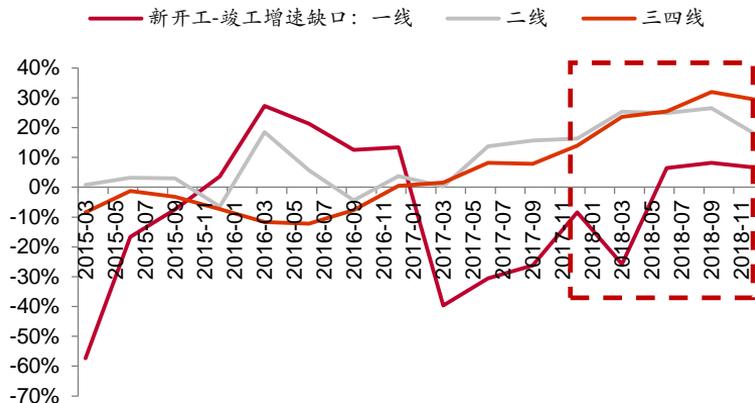
## 3.2 房地产开发到位资金有望保持平稳



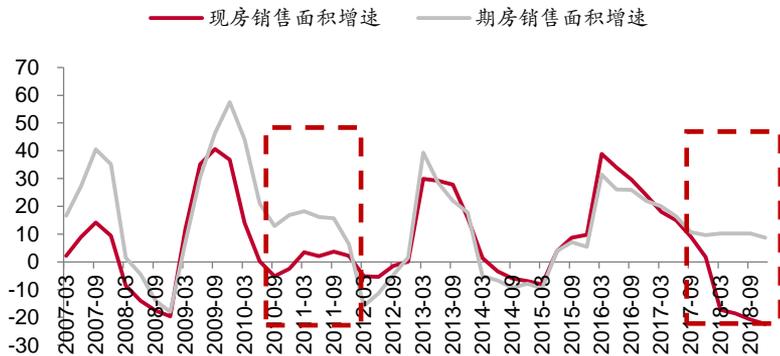
### 3.3 建安修复的资金传导机制



来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

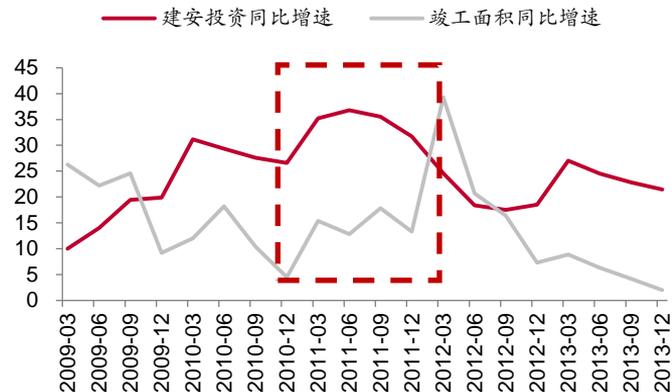


来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

	2010年	2011年	2018年	2019年预测
货币政策	1月开始降准，全年6次降准、2次加息	3次加息、6次升准、1次降准	上半年宏观降杠杆、3次降准	尚有空间
国债利率	大幅上升	持续上升，一度破4，四季度回落	大幅下滑	—
社融增速	大幅下滑	持续回落	大幅下滑	逐渐改善
地产政策	新国十条	国八条	长效机制、因城施策	边际改善
房地产开发到位资金	增速26.2%，降低20个百分点	增速17.5%，降低9个百分点	增速6.4%，降低1.8个百分点	保持平稳
销售面积	增速10.6%，降低33个百分点	增速4.4%，降低6个百分点	增速1.33%，降低6个百分点	个位数负增长
现房	增速2.5%，下滑39个百分点	增速2.2%，上升5个百分点	增速-22.4%，下滑24个百分点	—
期房	增速16.9%，下滑41个百分点	增速6.4%，下滑11个百分点	增速8.7%，下滑1个百分点	—
百城土地成交金额	增速56.9%，下滑90个百分点	增速-7.2%，下滑64个百分点	增速1.7%，下滑34个百分点	成交继续萎缩
新开工面积	增速40.7%，上升28个百分点	增速16.2%，下滑25个百分点	增速17.2%，上升10个百分点	增速回落
建安投资	增速26.6%，上升7个百分点	增速31.87%，上升5个百分点	增速-3.18%，下滑7个百分点	修复反弹
竣工面积	增速8.4%，下降0.9个百分点	增速17.6%，上升9个百分点	增速-7.8%，下滑3个百分点	修复反弹



来源: wind, 中泰证券研究所



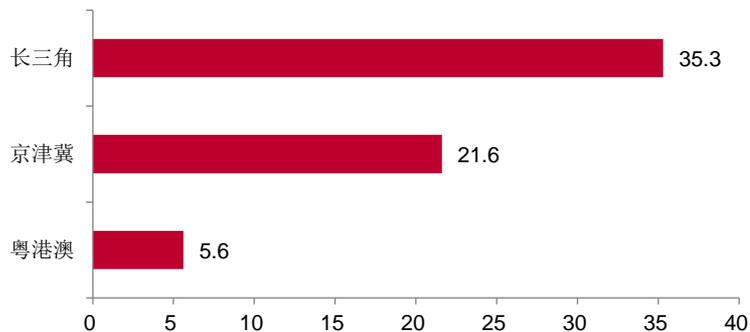
来源: wind, 中泰证券研究所

# 目 录

- 一、房建、基建的分析框架
- 二、基建投资的第二过渡周期
- 三、房地产建安投资的修复逻辑
- 四、长三角一体化
- 五、行业分析
- 六、投资逻辑与标的推荐

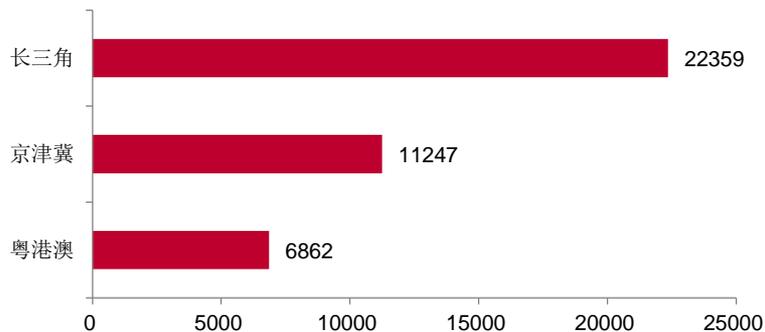
### 三、长三角一体化

■ 各区域地理面积 (万平方公里)



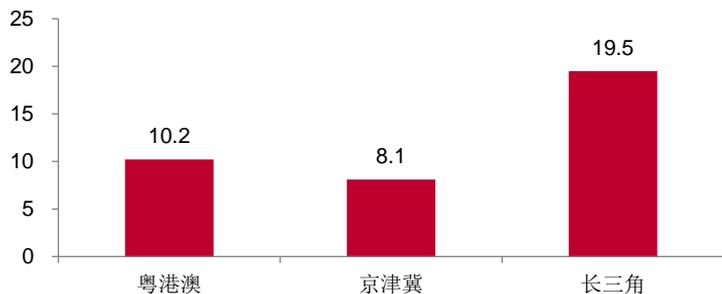
来源: wind, 中泰证券研究所

■ 各区域人口数量 (万)



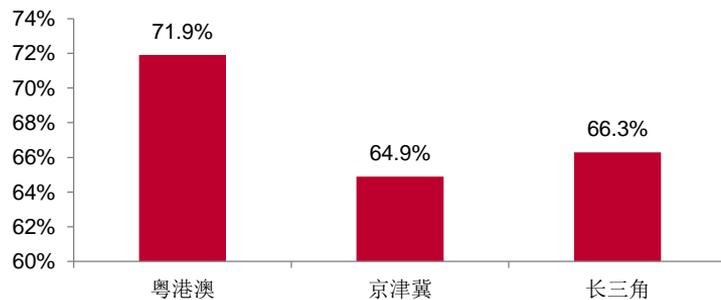
来源: wind, 中泰证券研究所

■ 各区域GDP规模 (万亿)



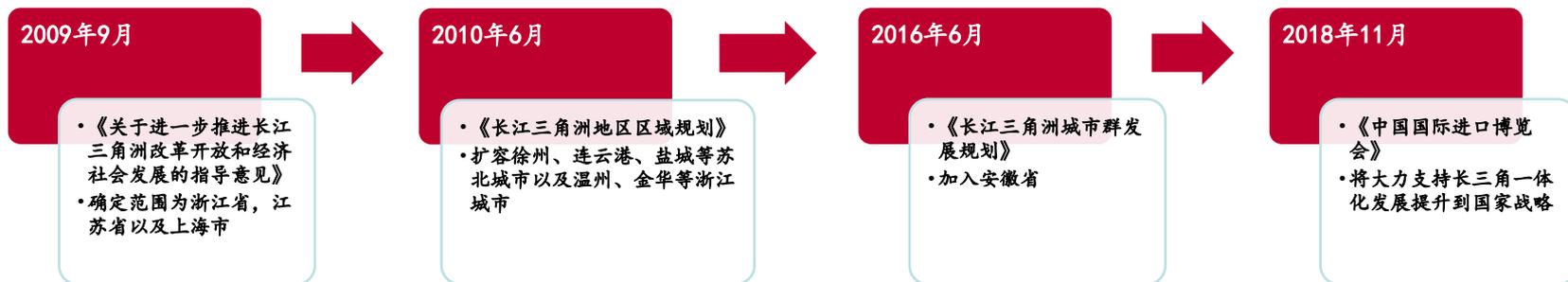
来源: wind, 中泰证券研究所

■ 城镇化率



来源: wind, 中泰证券研究所

### 三、长三角一体化



长三角部分基建规划	地区	单位	年份	
			2015	2020E
铁路运营里程	浙江	公里	2500	4000
	江苏	公里	2755	4000
	上海	公里	—	—
	安徽	公里	—	—
城轨运营里程	浙江	公里	130	380
	江苏	公里	300	800
	上海	公里	617	800
	安徽	公里	—	—
高速公路运营里程	浙江	公里	3917	4800
	江苏	公里	4539	5000
	上海	公里	825	900
	安徽	公里	4246	5200

来源：wind, 中泰证券研究所

# 目 录

- 一、房建、基建的分析框架
- 二、基建投资的第二过渡周期
- 三、房地产建安投资的修复逻辑
- 四、长三角一体化
- 五、行业分析**
- 六、投资逻辑与标的推荐

## 四、行业分析：弱势订单

建筑行业新签订单同比增速



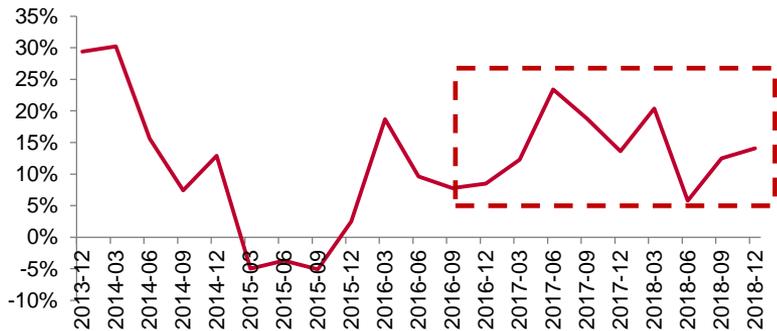
来源: wind, 中泰证券研究所

建筑央企新签订单同比增速



来源: wind, 中泰证券研究所

中国建筑房建订单同比增速



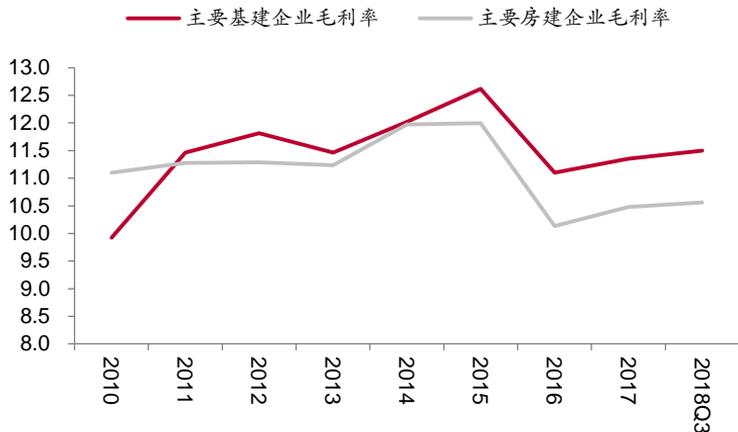
来源: wind, 中泰证券研究所

对外承包新签合同同比增速

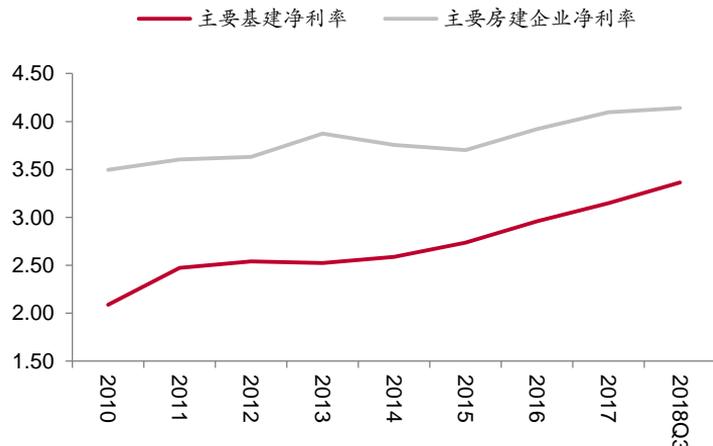


来源: wind, 中泰证券研究所

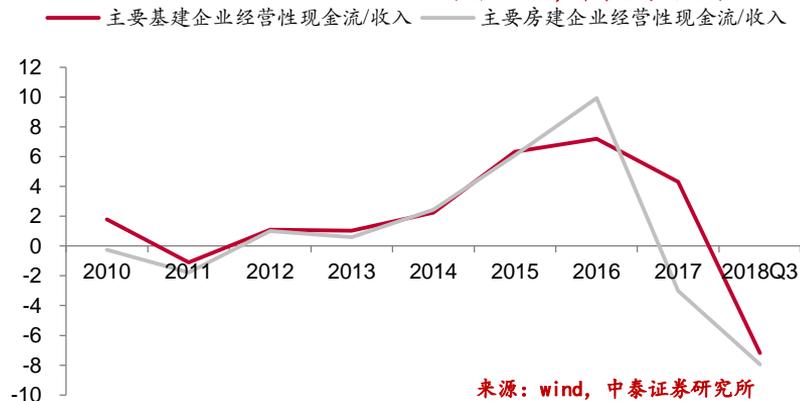
## 四、行业分析：强势盈利



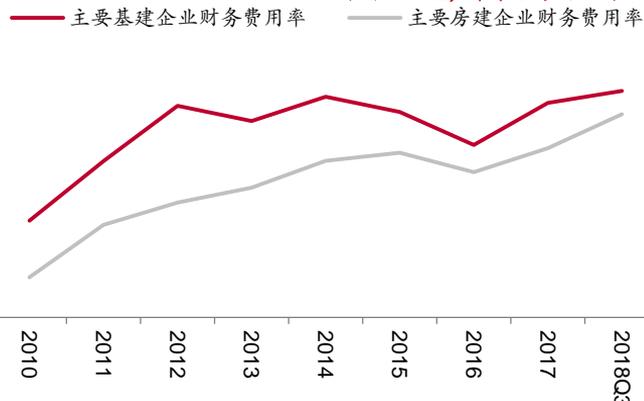
来源：wind，中泰证券研究所



来源：wind，中泰证券研究所



来源：wind，中泰证券研究所



来源：wind，中泰证券研究所

# 目 录

- 一、房建、基建的分析框架
- 二、基建投资的第二过渡周期
- 三、房地产建安投资的修复逻辑
- 四、长三角一体化
- 五、行业分析
- 六、投资逻辑与标的推荐

### ➤ 基建

从周期角度来看，基建股已经经历了政策反转、估值修复的第一阶段，目前处于政策与基本面兑现的阶段；全年来看，地产/外需冲击带来的政策超预期是主要逻辑；短期依赖主题催化，比如长三角一体化、一带一路、国企改革等；

### 推荐标的

蓝筹组合：中国中铁、中国铁建；

长三角一体化组合：中设集团、隧道股份、安徽水利、浦东建设

### ➤ 房建

从周期角度来看，一线、二线地产周期向上对冲较为确定，房建订单与建安投资修复确定性更高；从行业自身竞争格局来看，中国建筑在全国房建市场一家独大，上海建工背靠长三角，区域优势显著。

### 推荐标的

#### ■ 上海建工

1、受益基建上升周期、房建投资修复以及一二线销售回暖；2、订单储备充足，2019年迎来结转高峰，员工持股2020年3月解禁，动力强劲；3、长三角一体化有望带来可观项目增量与主题催化

#### ■ 中国建筑

1、受益一二线地产周期向上，子公司中海业绩拐点向上，加杠杆空间较大；2、基建周期向上，房建市场垄断优势显著，施工订单平稳；3、资产端与收入端共振，业绩中枢重回15%；4、2019-2020年为解禁大年，2020年是降杠杆截至年，路径选择值得博弈

### ➤ 政策风险

建筑行业与政策密切相关，基建政策在执行层面可能出现低预期的情况，房地产政策边际改善也有可能出现反复，从而增加行业基本面的不确定性

### ➤ 核心假设风险

本文分析过程隐含的一个假设是经济波动是阶梯式的，从而随着经济下行压力的加大政策不断加码，最终会出现宏观经济的阶段性企稳，该假设也存在一定风险

## 重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

# 谢 谢！

邢立力

S0740518100001

15601997077

xingll@r.qlzq.com.cn