

建筑装饰

基建投资结构性强势仍在，后期反弹有望持续

证券研究报告

2019年04月17日

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

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

流动性改善与施工进度推进支撑地产与基建投资走强

近期国家统计局公告固定资产投资数据，显示 2019 年 Q1 我国固定资产投资累计增速为 6.3%，较前两个月提升 0.2 个百分点，较去年全年提升 0.4 个百分点。其中房地产开发投资起到了较为显著的支撑作用，同期房地产开发投资增速为 11.8%，较去年全年提升 2.3 个百分点，除了土地购置面积外，与地产相关各项主要指标均有所好转；基建投资保持回升态势，同期广义基建增速为 2.95%，较去年全年提升 1.16 个百分点，在地方债务监管维持高压的背景下，各地区基建的结构性变化值得关注；此外，我国制造业投资增速有所承压，同期增长 4.6%，较去年全年下滑 4.9 个百分点。

从数据整体结构来看，有以下几点值得关注：

第一，地产施工推进为整体投资趋势上行的主要因素。在前期销售与开工面积处于高位的背景下，融资环境边际宽松叠加销售回暖提升了地产商加速施工进程的动力，从而使的地产投资中建筑工程分项迎来显著好转。

第二，在地方债务监管高压下，基建投资相关资金对于项目的合规性与地方财政承受能力要求显著提升，这是基建投资年初以来反弹幅度较弱的原因之一。

财政对于适度加强基建投资的意愿仍然延续

从基建分项增速可以看到，在历史上往往由地方政府主导投资的公共设施管理业所在分项增速下滑明显，2017、2018 与 2019 年 Q1 增速分别为 21.2%、3.3%、1.0%；而与轨道交通、公路、高铁等相关的交通运输所在分项则在 2018 年 Q3 后迎来了逐步提升，2019 年 Q1 增速为 6.5%。

结合近期财政数据来看，我们依然坚持前期的判断：第一，稳定国内有效需求或是短期投资节奏变化的主要影响因素，我国将继续在“稳投资”与“地方政府债务风险管理”之间找平衡。第二，财政实力较强的部分地区，在基建补短板政策延续的背景下有望更加受益，“大水漫灌”式刺激不复存在。

投资建议

整体来看，在基建投资仍然维持相对强势，且流动性边际改善的情况下，我们认为基建产业链相关细分行业龙头标的的业绩具有较好保障。年初以来涨跌幅排行榜中，建筑板块位于倒数第二。在部分行业标的业绩有望回升的背景下，行业仍然具有较好的风险收益比。

我们认为目前建筑板块可以沿着两条线寻找标的：第一，与铁路、公路、城轨等产业链相关龙头施工央企，比如中国铁建、中国中铁等，以及产业链上游设计标的苏交科、中设集团等等。此外部分区域建设龙头，上海建工、腾达建设、隧道股份等仍有望受益于区域基建的增强。第二，在 2019 年 Q1 房地产相关各项数据好转的情况下，房建施工的推进或具有较好持续性，从而使装饰装修、室内设计等后地产周期的相关细分行业收益。推荐持续关注东易日盛、金螳螂、全筑股份、杰恩设计等相关标的。

风险提示：我国固定资产投资加速下滑，流动性环境超预期收紧

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《建筑装饰-行业专题研究:PPP 新政发布或再规范调整,落地转化将继续攀升-PPP 政策点评暨第十三期季报分析》 2019-03-29
- 2 《建筑装饰-行业点评:东部沿海和西南地区交通投资强度大,利好相关设计、路桥公司》 2019-03-25
- 3 《建筑装饰-行业专题研究:税改对建筑企业影响偏中性,产业链议价能力是关键》 2019-03-07

1. 流动性改善与施工进度推进支撑地产与基建投资走强

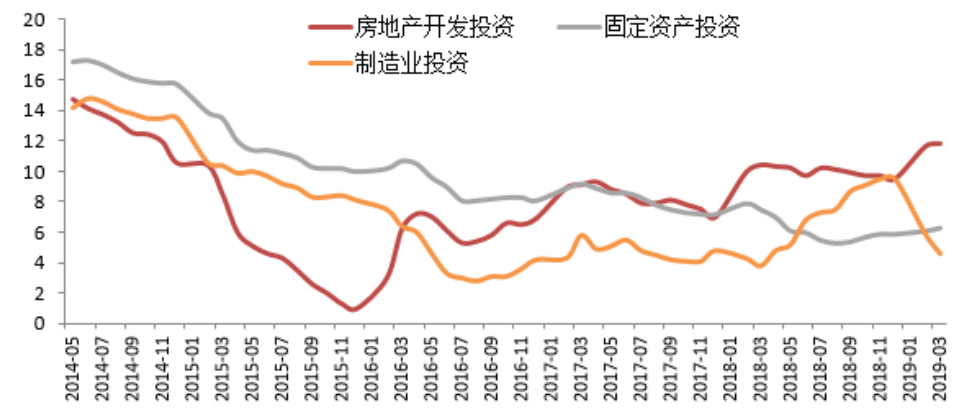
近期国家统计局公告固定资产投资数据，显示 2019 年 Q1 我国固定资产投资累计增速为 6.3%，较前两个月提升 0.2 个百分点，较去年全年提升 0.4 个百分点。其中房地产开发投资起到了较为显著的支撑作用，同期房地产开发投资增速为 11.8%，较去年全年提升 2.3 个百分点，除了土地购置面积外，与地产相关各项主要指标均有所好转；基建投资保持回升态势，同期广义基建增速为 2.95%，较去年全年提升 1.16 个百分点，在地方债务监管维持高压的背景下，各地区基建的结构性特征值得关注；此外，我国制造业投资增速有所承压，同期增长 4.6%，较去年全年下滑 4.9 个百分点。

从数据整体结构来看，有以下几点值得关注：

第一，地产施工推进为整体投资趋势上行的主要因素。在前期销售与开工面积处于高位的背景下，融资环境边际宽松叠加销售回暖提升了地产商加速施工进程的动力，从而使的地产投资中建筑工程分项迎来显著好转，而这一项增长的背后是实实在在的工程建设推进。

第二，在地方债务监管高压下，基建投资相关资金对于项目的合规性与地方财政承受能力要求显著提升，这是基建投资反弹幅度较弱的原因之一。从基建投资分项中的结构差异，以及财政相关支出的快速投入仍然可以看到通过合规基建建设适度“托底”的意愿。

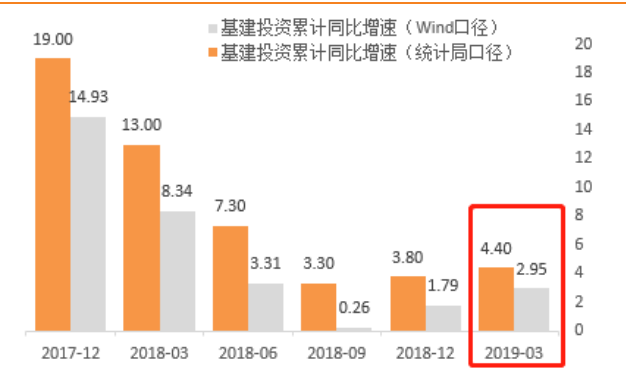
图 1：我国固定资产投资情况（单位：%；注：基建投资在图 2 单列）



资料来源：Wind，天风证券研究所

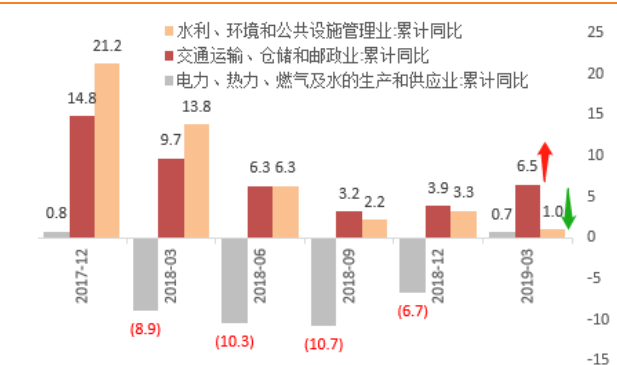
从基建分项增速可以看到，在历史上往往由政府主导投资的**公共设施管理业**所在的分项增速下滑明显，2017、2018 与 2019 年 Q1 增速分别为 21.2%、3.3%、1.0%；而与轨道交通、公路、高铁等相关的**交通运输**所在分项则在 2018 年 Q3 后迎来了逐步提升，2019 年 Q1 增速为 6.5%。

图 2：我国基建投资情况（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：我国基建投资各分项情况（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为无论是房建或是基建端的投资改善都离不开流动性环境的回暖。在中央“加大逆周期调节”以及“金融对实体经济的支持力度进一步增强”的号召下，基建资金来源中各大主要分项或在不同程度上获得更大的支持。下列融资数据中需要注意一下两点：

第一，三月社融增速提升主要来自于新增贷款的强势、地方政府专项债的提前发行、以及非标融资萎缩程度的缓解。从企业中长期、短期贷款的大幅提升可以看到公司端信贷环境或已出现观点，而去年一季度后信贷环境的收紧是建筑工程相关企业项目建设难以推动的重要原因。

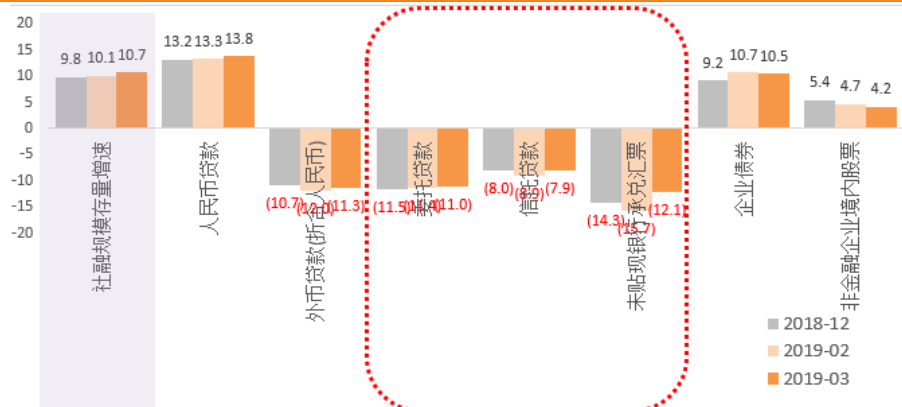
第二，地方政府专项债从去年8月起开始加速发行（2019年Q1净融资超过6600亿），这对基建资金来源整体形成一定支撑，但需要注意的是地方政府专项债前三月的发行结构中土地储备与棚户区改造各占59%与32%，土储部分或与化解地方政府隐性债务有所关联，叠加资金到位与投入的时滞因素，从而造成短时间内实际投入基建的地方专项债募集资金低于预期。

图4：宏观流动性数据情况（单位：亿）

	2019-03	2019-02	2018-03	2018-02	3月环比变化	3月同比变化
新增人民币贷款	16900	8858	11200	8393	8042	5700
企业	10659	8341	5653	7447	2318	5006
中长期	6573	5127	4615	6585	1446	1958
票据	978	1695	(119)	(775)	(717)	1097
短期	3101	1480	829	1408	1621	2272
非票据融资汇总	9681	6646	5772	8222	3035	3909
住户	8908	(706)	5733	2751	9614	3175
中长期	4605	2226	3770	3220	2379	835
短期	4294	(2932)	2032	(469)	7226	2262
非银行金融企业	(2714)	1221	(208)	(1795)	(3935)	(2506)
社融						
人民币贷款	27335	5977	14469	11528	21358	12866
直接融资	19584	7641	11424	10200	11944	8160
非金融企业债券	2692	216	2848	735	2476	(156)
股权融资	122	115	404	379	7	(282)
地方债净融资						
其他						
表外	823	(3648)	(2529)	16	4472	3353
委托贷款	(1070)	(508)	(1850)	(750)	(562)	780
信托贷款	528	(37)	(357)	660	565	885
未贴现银承	1365	(3103)	(323)	106	4468	1688
社融增速	10.7%	10.1%				
M2增速	8.6%	8.0%				
M1增速	4.6%	2.0%				

资料来源：Wind，天风证券研究所

图5：社融各分项增速中关于非标的三大分项增速并未持续恶化（单位：%）

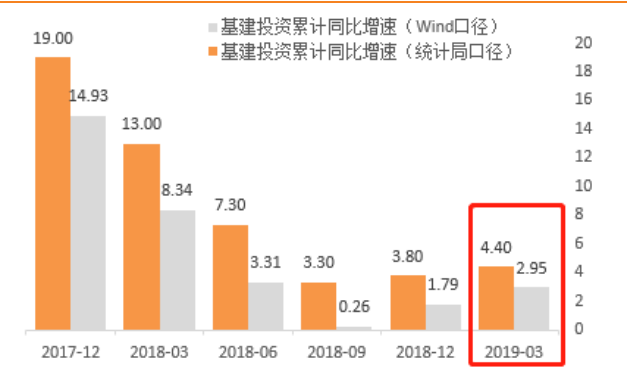


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 财政对于适度加强基建投资的意愿仍然延续

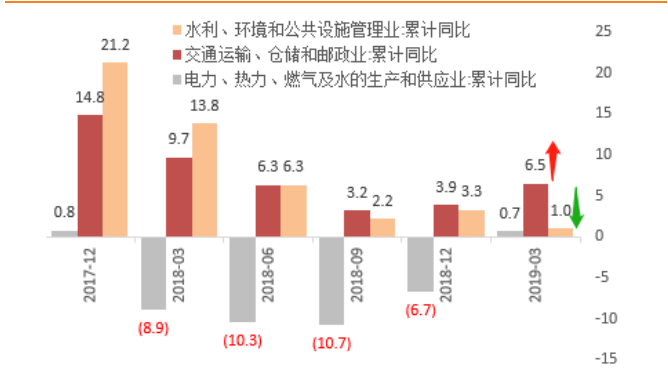
从近期的基建分项数据和财政数据来看，我们依然坚持前期的判断：第一，稳定国内有效需求或是短期投资节奏变化的主要影响因素，我国将继续在“稳投资”与“地方政府债务风险管理”之间找平衡。第二，财政实力较强的部分地区，在基建补短板政策延续的背景下有望更加受益，“大水漫灌”式刺激不复存在。

图 6：我国基建投资情况（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：我国基建投资各分项情况（单位：%）

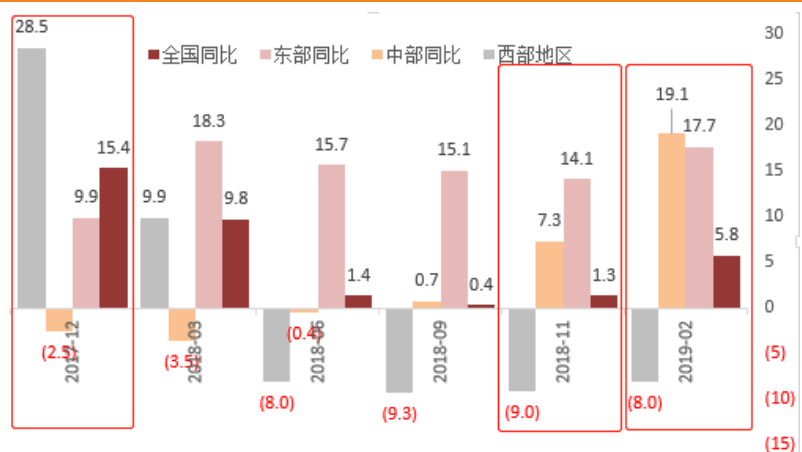


资料来源：Wind，天风证券研究所

从历史上的基建建设加速时期来看，交通类投资往往是特殊阶段里加宽基建投资增速的重要切入点。从交通固定资产投资的结构变化上，可以间接了解到在地方债务延续严监管下，我国在基建投资方面的趋势变化。

从下图中可以看到，在地方财力相对吃紧的西部地区，即使在 2018 年政府工作报告提出“中西部地区倾斜”的情况下，其交通投资增速仍从 2017 年 28.51%，下降到 2018 年 1-11 月的负 9.01%；东部地区和中部地区的投资增速都出现了显著提升。这一趋势在 2019 年前两月的投资增速变化中依然延续。因此，我们认为基建补短板的政策目前依然具有延续性，而基建投资的发力点或主要在与国家重要区域建设相关且当地财政实力较强的地区。

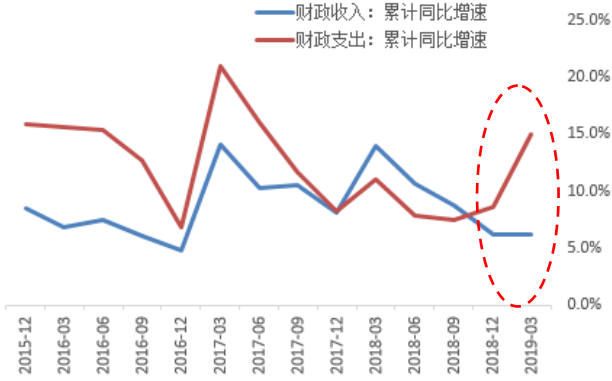
图 8：我国交通投资增速情况（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

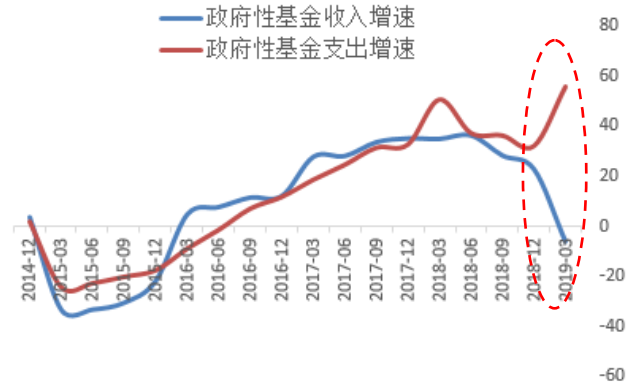
除了基建分项数据体现出表现变化，2019 年 Q1 我国财政支出或对基建投资建设形成了显著支持，这与我们之前报告里对于基建投资各分项强弱的判断具有一致性。可以看到下图 2019 年 Q1 一般公共预算支出与政府性基金支出的增速均显著大于同期相对应的收入增速。

图 9：Q1 我国一般公共预算支出增速显著高于收入（单位：%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10：Q1 我国政府基建性支出增速显著高于收入（单位：%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们认为 2019 年 Q1 财政支出增速的大幅提升或源于中央“稳经济”的意愿仍在，在未来 Q2 宏观数据确认经济触底回升之前，政府相关支出或仍维持高位。通过观察近十六年每年 Q1 财政支出增速与收入增速的差额，我们可以看到增速差超过 2019 年 Q1 的仅有 2009、2012 和 2016 年的 Q1，而当年 Q1 前一年的 GDP 增速均出现了显著下滑（2008、2011、2016 年 GDP 分别下滑 4.5、1.1、0.4 个百分点）。因此我们认为 Q1 财政支出增速的提升源于对于经济托底的意愿。

图 11：近十六年财政支出与收入的增速差（单位：%）

时间	财政收入增速	财政支出增速	增速差	前一年 GDP 增速 (%)
2019-03	6.15%	14.97%	8.81%	2018 6.60
2018-03	13.93%	11.06%	-2.87%	2017 6.80
2017-03	14.06%	20.97%	6.90%	2016 6.70
2016-03	6.84%	15.67%	8.84%	2015 6.90
2015-03	3.94%	7.83%	3.89%	2014 7.30
2014-03	9.34%	12.56%	3.22%	2013 7.80
2013-03	6.86%	12.10%	5.24%	2012 7.90
2012-03	14.74%	33.59%	18.85%	2011 9.50
2011-03	33.11%	25.99%	-7.12%	2010 10.60
2010-03	34.05%	11.86%	-22.19%	2009 9.40
2009-03	-8.32%	34.76%	43.08%	2008 9.70
2008-03	35.54%	30.43%	-5.11%	2007 14.20
2007-03	26.71%	15.85%	-10.86%	2006 12.70
2006-03	19.49%	20.78%	1.29%	2005 11.40
2005-03	12.08%	15.71%	3.63%	2004 10.10
2004-03	33.41%	15.66%	-17.75%	2003 10.00
2003-03	36.70%	10.85%	-25.85%	2002 9.10

资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 投资建议

整体来看，在基建投资仍然维持相对强势，且流动性边际改善的情况下，我们认为基建产业链相关细分行业龙头标的的业绩具有较好保障。通过下图可以看到目前建筑装饰板块估值远低于近十年均值，贴近于近十年最近估值，并且年初以来涨跌幅排行榜中，建筑板块位于倒数第二。在部分行业标的业绩有望回升的背景下，行业仍然具有较好的风险收益比。

从综上所述对于投资数据的分析，我们认为目前建筑板块可以沿着两条线寻找标的：

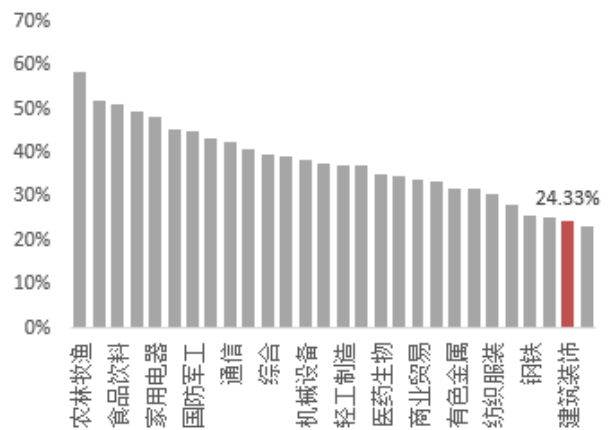
第一，与铁路、公路、城轨等产业链相关龙头施工央企，比如中国铁建、中国中铁等，以及产业链上游设计标的苏交科、中设集团等等。此外部分区域建设龙头，上海建工、腾达建设、隧道股份等仍有望受益于区域基建的增强。

图 12：近十年建筑装饰行业估值变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

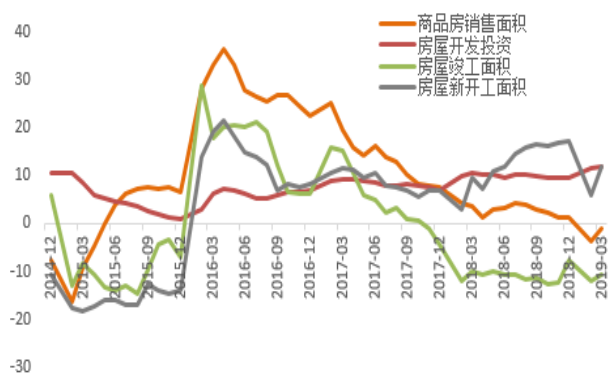
图 13：截止到 2019 年 4 月 17 日，建筑装饰行业年初以来涨幅位居各行业倒数第二



资料来源：Wind，天风证券研究所

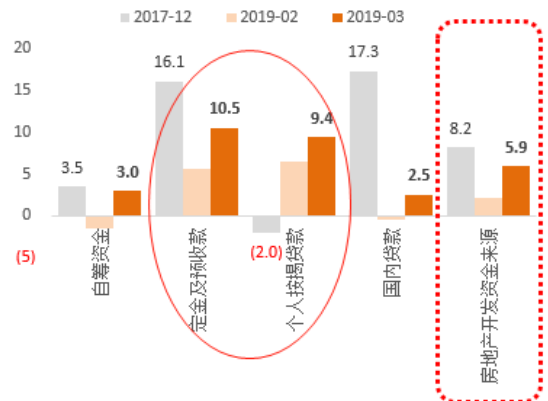
第二，在 2019 年 Q1 房地产相关各项数据好转的情况下，房建施工的推进或具有较好持续性，从而或使装饰装修、室内设计等后地产周期的相关细分行业收益。推荐持续关注东易日盛、金螳螂、全筑股份、杰思设计等相关标的。

图 14：房地产相关各项数据增速变化（单位：%）



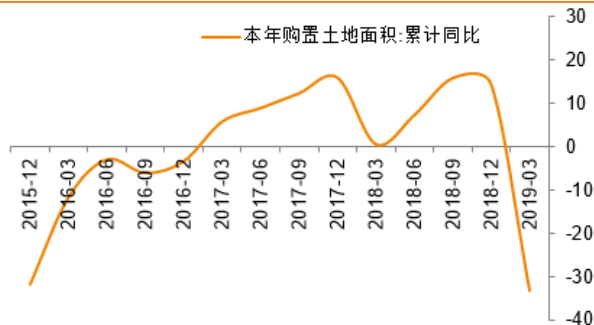
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：房地产开发资金来源各项增速变化（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：我国土地购置面积累计增速（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：房地产开发投资各主要分项变化（单位：%）

增速	2017-12	2018-12	2019-02
建筑工程	3.10	-2.30	9.40
安装工程	1.88	-10.47	-18.81
设备工器具购置	6.10	-1.68	30.40
其他	19.56	44.07	26.29
土地购置费	23.40	57.00	34.50
房地产开发投资	9.90	11.60	11.80

资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 风险提示

我国固定资产投资加速下滑，流动性环境超预期收紧

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