

基建股会在 2022 年一季度跑赢大盘吗？

2021 年 12 月 27 日

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

- **2022 年稳增长靠什么？**从年底各部委和地方落实中央经济会议的举措来看，稳投资无疑是短期内稳增长的主要抓手，这其中尤以基建投资的尽早尽快发力最为迫切，仅 12 月中旬以来出台这方面的文件便创下历史之最（表 1）。那么，在如此迫切的要求下，基建股能在 2022 年一季度迎来强势表现吗？
- **我们复盘了历史上基建股相对于大盘的走势。**如图 1 所示，基建股持续跑赢大盘的时期在历史上并不多见，仅有的三个时期分别为 2008 年 4 月-2008 年 11 月、2014 年 8 月-2015 年 9 月、2016 年 5 月-2017 年 4 月。表 1 呈现了这三个时期基建股和大盘走势的具体特征，可以看出第一轮时期 A 股恰逢熊市，基建股能跑赢大盘得益于其跌幅较小；而后两个时期基建股均是在 A 股上涨过程中跑赢大盘，因此在复盘上更具参考意义。
- **基建股在 A 股上涨时期跑赢大盘并不靠盈利提升，而在于估值修复。**如图 2-图 3 所示，在 2014 年 8 月-2015 年 9 月、2016 年 5 月-2017 年 4 月这两段时期，基建股相对于大盘的盈利并未出现明显的提升，相反在后一段时期的盈利是回落的；但这两段时期内，基建股相对大盘的市盈率均出现了更快的提升，一跃超过的大盘的平均市盈率，即完全靠估值修复实现其超额收益。
- 是什么因素促使了基建在上述两段时期的估值修复呢？
- **一是基建投资发力对冲房地产投资下行。**这正是基建股在 2014 年 8 月-2015 年 9 月跑赢大盘的背景。如图 4-图 5 所示，2014 年下半年开始房地产投资步入一轮快速下行轨道，同期受益于以铁路基建为代表的传统基建的发力，基建投资的累计同比增速一直继续保持在 20%附近，从而取代房地产，成为 2014-2015 年稳增长的主要抓手。因此，传统基建在经济下行时期的景气向上促成了基建股的估值修复。
- **二是中央重大基建投资项目核准审批的加速。**如图 6 所示，在上述两段基建股跑赢大盘时期，国家发改委审批核准的固定资产投资项目金额均大幅提升。由于这些项目属于中央政府本级支出的项目，而中央的重大项目不会出现钱等项目情况，因此一旦审批核准加速对于基建投资的发力具有明确的信号意义。
- **三是影子银行的信贷扩张。**如图 7 所示，基建股在 2016 年 5 月-2017 年 4 月跑赢大盘恰逢影子银行融资量的一轮快速回升，并通过公私合作模式（PPP）维持了基建投资的高速增长，尤其是 2016-2017 年 PPP 迎来高速发展期，PPP 项目落地率呈逐月增加趋势（图 8），总投资额在一年多的时间内翻了一倍。
- **基于上述复盘，我们认为基建股在 2022 年一季度的表现是值得期待的。**正如上文所述，近期各部委和地方的密集部署下，2022 年一季度基建投资的发力有望在一定程度上对冲地产的下行；同时，国家发改委最新审批核准的固定资产投资项目金额在 11 月也显著回升。唯一的不确定在影子银行的融资量能否回升，然而从最新的动向来看，一些地方政府正在重新鼓励私营部门参与 PPP 基础设施项目（比如海南省 12 月 22 日印发的《关于加快推进政府和社会资本合作模式高质量发展的通知》）。因此在这些利好下，当前 PE 相对大盘处于历史地位的基建股有望在 2022 年一季度迎来估值修复。
- **风险提示：**疫情扩散超预期，政策对冲经济下行力度不及预期

- 1、《宏观周报 20211223：2022 年美股面临的两大风险》2021-12-23
- 2、《宏观月报 20211221：中国农村消费潜力几何？》2021-12-22
- 3、《宏观周报 20211220：LPR 之后，MLF 降息还有多远？》2021-12-20
- 4、《宏观周报 20211219：如果 2022 年 GDP 增速 5.5%，人民币是升是贬？》2021-12-19
- 5、《宏观月报 20211215：美联储 12 月议息会议：taper 加速后的加息信号》2021-12-15

表 1: 中央经济工作会议后各部委和地方出台的稳投资的举措

时间	部门机构	场合	主要内容
12月11日	发改委	全国发展和改革工作会议	扎实推进“十四五”规划 102 项重大工程项目建设，适度超前开展基础设施投资，发挥政府投资引导作用，鼓励和引导民间资本参与 <u>交通、物流、生态环境、社会事业等补短板项目建设。</u>
12月13日	发改委	《关于同意深圳市开展基础设施高质量发展试点的复函》	全面提高基础设施供给能力、质量和效率， <u>打造系统完备、高效实用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系</u> ，尽快形成可复制可推广经验，发挥先行示范作用。
12月14日	发改委、工信部	《关于振作工业经济运行 推动工业高质量发展的实施方案的通知》	加快“十四五”规划重大工程、区域重大战略规划及年度工作安排明确的重大项目实施， <u>推进具备条件的重大项目抓紧上马，能开工的项目尽快开工建设，在建项目加快建设进度，争取早日竣工投产。</u>
12月14日	四川省政府、重庆市政府	推动成渝地区双城经济圈建设 重庆四川党政联席会议第四次次会议	共建成渝地区双城经济圈 2022 年拟推进重点任务共 10 个方面 46 项， <u>拟推进重大项目 160 个、总投资约 2 万亿。</u>
12月20日	国务院办公厅	《关于新形势下进一步加强督查激励的通知》	对年度固定资产投资保持稳定增长，中央预算内投资项目开工、投资完成等情况好的省（自治区、直辖市）， <u>在中央预算内投资既有专项中统筹安排部分投资，用于奖励支持其符合条件的项目。</u>
12月22日	发改委	《关于进一步推进投资项目审批制度改革的若干意见》	不断提升投资项目在线审批监管平台创新应用水平，规范有序深化投资项目审批制度改革，为充分激发社会投资活力和动力， <u>继续发挥投资对稳定经济增长的关键作用提供有力支撑。</u>

数据来源：发改委网站，工信部网站，中国政府网，四川省政府网站，重庆市政府网站，东吴证券研究所

表 2: 历史上基建股跑赢大盘时期的具体表现

时期	持续时间	基建股表现	大盘表现	基建股超额收益
2008 年 4 月-2008 年 11 月	8 个月	-33%	-50%	17%
2014 年 8 月-2015 年 9 月	14 个月	90%	40%	50%
2016 年 5 月-2017 年 4 月	12 个月	31%	12%	19%

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 1: 如果 2022 年中美 GDP 增速 5.5% vs. 5.2%，美国对全球经济增长拉动将超过中国



注: 阴影部分为基建股跑赢大盘时期, 截至 2021/11/30
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 2: 基建股能跑赢大盘并不靠盈利提升



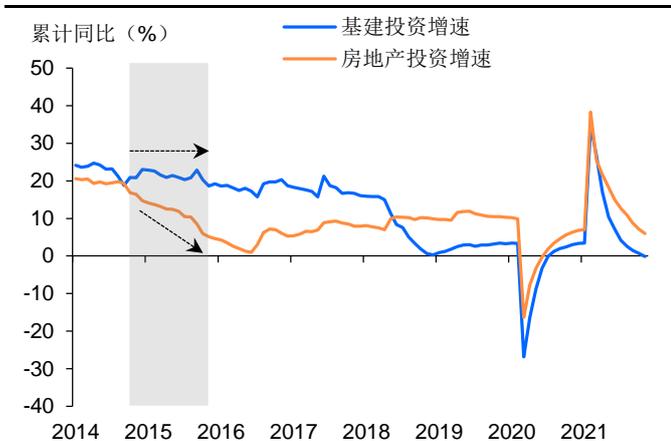
注: 阴影部分为基建股跑赢大盘时期, 截至 2021/11/30
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 3: 基建股跑赢大盘在于估值扩张



注: 阴影部分为基建股跑赢大盘时期, 截至 2021/11/30
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 4: 2014 年下半年房地产投资不如下行周期



注: 截至 2021/11/30
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 5: 同期基建投资与房地产投资在增速上拉开差距



注: 截至 2021/11/30
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 6：两次基建股跑赢大盘时期发改委固定资产投资项目审批均大幅回升



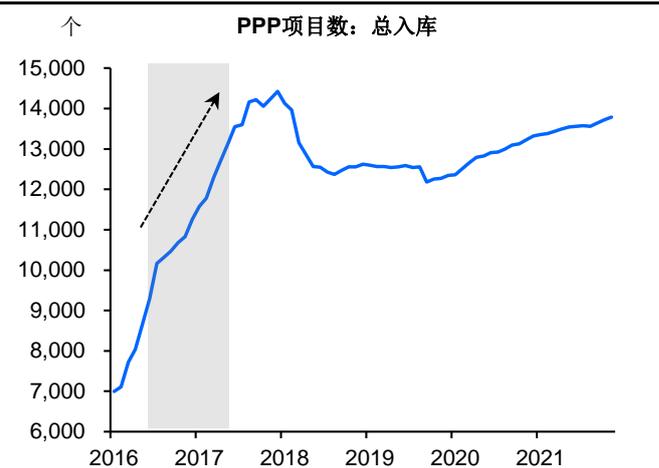
备注：阴影部分为基建股跑赢大盘时期，截至 2021/11/30
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 7：2016-2017 年影子银行融资金量持续回升



注：阴影部分为基建股跑赢大盘时期，截至 2021/11/30
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 8：2016-2017 年 PPP 项目入库数持续上升



注：阴影部分为基建股跑赢大盘时期，截至 2021/11/30
数据来源：Wind，东吴证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35186



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>