

箭在弦上，深挖新老基建的板块机会

—— 宏观与行业联合专题研究

宏观深度

◆ 要点：

新基建代表新方向，传统基建则是短期稳增长主力。估算新基建规模在 1 万亿以内，占整体基建规模约 5%，但新基建作为传统基建的延伸和升级，有助于推动经济格局（城市群）和经济结构（数字经济）优化，要关注其“质”而不是“量”，2020 年广义基建的增速或在 6-10%。

通信行业：政府投资有望加大，关注网络可视化、北斗等领域。建议重点关注信息基建中的政府投资板块：1) 网络可视化：疫情加速大众行为向网络迁移，网络态势重要度提升，关注：中新赛克、恒为科技、美亚柏科；2) 北斗：全球组网完成在即，应用加速落地预期提升，关注：华测导航、海格通信等。

机械行业：逆周期调节加码背景下，看好工程机械和铁路设备行业。1) 受益于基建投资增加，上游行业加速复工、追赶进度，工程机械原本在一季度的需求被大量推迟并叠加至二季度，销售数据面临同比由降转升的拐点；2) 作为城际高速铁路及城市轨道交通领域的直接下游，随着行业政策及投资的提振，铁路设备行业需求有望进一步提升。

建筑建材行业：逆周期调节加码，需求侧无虞。1) 新基建推出后，城轨为亮点，将带动相关链条需求；2) 建筑央企的市占率持续提升，ROE 有望边际改善；3) 钢结构：钢结构装配式在公共建筑领域渗透率仍可提升，钢结构装配式住宅的推广打开中长期成长空间；4) 水泥：近几年行业景气逐年提高，且行业集中度和供求边际的持续稳定提升，叠加基建回暖，2 季度需求端预计呈快速增长特征。

环保行业：三大“攻坚战”收官之年叠加疫情催化，环保投资维持高增长。今年既是污染防治攻坚战的收官之年，也是“水十条”的终考之年。2016-2019 年环保投资复合增速达 35.8%，疫情更是加大社会对环卫领域的关注。预计今年环保投资增速仍将保持 35-40% 的高速增长，其中水污染、固废和大气污染防治仍是环保投资的主要发力领域。

风险提示：海外疫情影响恶化，疫情反复导致“赶工”不及预期，财政赤字和专项债规模低于市场预期，融资滞后等。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)

021-52523808

zhangwenlang@ebcn.com

刘凯(执业证书编号：S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebcn.com

孙伟风(执业证书编号：S0930516110003)

021-52523822

sunwf@ebcn.com

王锐(执业证书编号：S0930517050004)

wangrui3@ebcn.com

殷中枢(执业证书编号：S0930518040004)

010-58452063

yinzs@ebcn.com

石崎良(执业证书编号：S0930518070005)

021-52523856

shiqil@ebcn.com

陈佳宁(执业证书编号：S0930512120001)

021-52523851

chenjianing@ebcn.com

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)

021-52523805

dengqiaofeng@ebcn.com

联系人

武慧东

wuhuidong@ebcn.com

郝骞

021-52523827

haoqian@ebcn.com

目录

1、 新基建重“质”，老基建提“量”	3
2、 通信：政府引导，提高行业景气度	6
2.1、 5G 基建：理性看待运营商资本开支变化	6
2.2、 数据中心：疫情催化 IDC 短期需求上升	7
2.3、 特高压线缆：周期性明显，存在涨价预期	8
2.4、 信息基建：网络可视化、北斗等板块	9
3、 机械行业：工程机械与铁路设备受益基建加码	12
3.1、 工程机械行业：直接受益于基建加码	12
3.2、 铁路设备行业：轨交“新基建”带动景气度提升	13
4、 建筑建材：关注轨交、建筑现代化等产业机会	16
4.1、 关注轨交产业链	16
4.2、 建筑央企：龙头效应显现，ROE 有望改善	16
4.3、 建筑业现代化：长期亮点，看好钢结构	18
4.4、 水泥行业：内需，基建受益；进可攻，退可守	20
5、 环保：2020 年治理大年	21
6、 风险提示	23

1、新基建重“质”，老基建提“量”

疫情对中国经济的冲击主要在于供应端，宏观政策以“纾困”为主。但是需求也受到影响，尤其在外需面临较大下行压力的背景下，适当的需求管理不可或缺，而传统基建和新基建则是需求管理的重要抓手。那么，新老基建到底力度多大？资金从何而来？给相关行业带来哪些机会？

新基建代表新的增长点，但短期内传统基建仍为稳增长的主力。今年以“新能源汽车充电桩、城际高铁和城际轨交、特高压、5G、大数据中心、人工智能、工业互联网”为代表的新基建概念成为市场追逐的热点，其中**5G基建、特高压、城际高铁成为新基建领域增长规模大、确定性较强的领域**。而随着**5G基建加快，其商业应用（大数据、人工智能、工业互联网等）也将迎来发展的有利时机**。新基建主要依赖社会主体投资，部分如人工智能、工业互联网多属于制造业相关投资，根据我们的估算，**新基建概念落在统计局统计的基建领域规模预计在1万亿元以内，占整体基建投资比例5%左右**。我们认为新基建的信号作用比较强，有利于加快经济转型升级和一定程度带动新兴领域投资，“质”重于“量”。从规模来看，今年基建投资主力仍是传统基建。

对今年整体基建增速的预判可结合两个角度综合判断。一是行业角度，基建增速大概多高？二是资金角度，项目融资情况如何？

行结合2019年基建子行业的投资增速以及发展空间和行业政策，做一定线性外推，我们认为轨交、市政和公园景区、特高压在内的电网投资、5G等或较2019年有改善空间，广义基建增速大致在6-10%之间。

表1：2020年广义基建合意增速在6-10%之间（单位：%）

增速	铁路运输	道路运输	水运	空运	管运	邮政	水利	生态环保	公共设施管理	电力热力	燃气	水	电信广播卫星	互联网
2013	6.3	18.5	3.5	14.3	76.9	34.9	21.3	31.1	27.8	14.5	37.4	28.1	8.2	58.5
2014	16.6	20.3	12.6	9.2	-14.0	38.4	26.5	26.0	23.1	19.4	1.9	16.8	25.6	79.7
2015	0.6	16.7	-3.4	28.6	-5.2	90.2	21.0	24.4	20.2	15.7	4.0	30.7	18.4	95.4
2016	-0.2	15.1	-8.0	20.6	-12.2	-8.1	20.4	39.9	22.9	11.7	-8.4	20.5	8.3	24.8
2017	-0.1	23.1	-11.9	8.5	32.5	23.0	16.4	23.9	21.8	-1.9	5.0	11.6	-5.2	22.0
2018	-0.2	8.2	-9.6	4.8	-4.4	20.0	-4.9	43.0	2.5	-12.3	6.4	15.3	-10.8	20.0
2019	-0.1	9.0	-22.5	-17.8	-3.4	15.0	1.4	37.2	0.3	-0.2	18.1	16.9	9.0	-6.0
2020E	0.0	10.0-15.0	-15.0	-10.0	0	20.0	3.0-5.0	35-40	2.0-6.0	0-2.0	20.0	16.0	11.0-13.0	5.0
2020 分项拉动	0.00	2.6-4.0	-0.18	-0.10	0.00	0.04	0.16-0.27	1.6-1.7	0.8-2.4	0-0.2	0.31	0.65	0.15-0.17	0.03

资料来源：Wind，固定资产投资统计年鉴，光大证券研究所估算

从资金角度看，铁路、收费公路、轨交、空运、电力热力燃气、电信和互联网等行业具有使用者付费属性，筹资难度不大，而其他偏公益性行业（占比6成以上）则更多需要财政和准财政支持。

➤ 公共财政减收增支压力大（估算2019年公共财政对基建相关支出规模约3万亿）：

■ 今年前2月财政收入增速降幅为9.9%，其中税收降幅为11.2%，而考虑到增值税、所得税等税种（占税收比例6成）为次月缴纳以

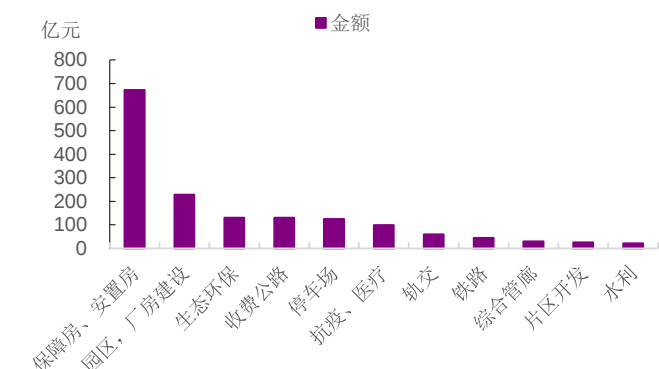
及叠加增值税减税翘尾效应，预计 1 季度税收增速落至-15%左右。而 2-4 季度税收增速即便随名义 GDP 增速改善而反弹，考虑到今年小规模减税政策，预计今年税收增速仍在负区间。而即使非税收入增速保持 10% 的增长（2019 年增速为 20%，主要靠特定国有金融机构和央企上缴利润拉动），公共财政预算收入增速大概率在 0 以下。

- 考虑其他账户调入情况，2019 年公共财政收支差额达 4.85 万亿，在考虑其他账户调入 0.85 万亿、一般赤字 2.76 万亿情况下，财政通过其他方式挖潜 1.24 万亿。乐观预计今年调入和挖潜规模在 1.5 万亿。
 - 但公共财政刚性支出项目多，同比增速恐怕难以低于 2019 年的 8.1%，这意味着支出规模接近 26 万亿元。
 - 综合考虑公共财政收支两方面，收支缺口可能接近 6 万亿，仅靠 3% 的赤字率难以弥补（估计 2020 年名义 GDP 约 100 万亿，3% 赤字率对应赤字规模 3 万亿），**基建需待更高赤字率，准财政甚至特别国债支持。**
- 政府性基金收入增速放缓趋势，但总体影响不大
- 目前部分地方政府房地产政策有边际放松，从历史上看，占政府性基金收入 8 成以上的土地出让收入，仅有 10% 左右用于基建，80% 左右用于征地拆迁和补偿被征地农民。因此政府性基金收入增速放缓并不会直接明显减少对基建的支持，但还是会通过调入公共预算账户规模变动而间接影响。
- 专项债有望解决部分资金缺口
- 今年前 2 月发行的专项债中，大致有 6-7 成投向为基建领域（近 3 成投向民生领域），但地方政府用专项债用于资本金的占比仅约 10%，杠杆作用发挥并不显著。2019 年发行的 2.15 万亿专项债中用于基建比例不足 3 成（规模约 6000 亿），今年若增发专项债规模超过 3 万亿且用于基建比例高于 5 成，并适度扩大专项债用于资本金比例¹，则有望解决部分资金缺口。
- 准财政对今年基建反弹力度举足轻重
- 城投公司是基建的重要参与者，但其整体现金流并未显著改善（截至今年 2 月底机关团体存款增速仅有边际好转）。而从其发行债券情况看，自去年 10 月至今年 3 月底，城投公司合计发行 1.6 万亿债券，但有 1.3 万亿为再融资性质，其余 3000 亿的募投项目中棚改占比较高。城投后续融资改善情况有待观察。
 - 政策性银行已有发力，今年 1 季度政策性银行发债净融资额较往年提升，尤其是 3 月发行较多。从年初以来部分省市发改委披露的信息看，均与政策性银行联合开展了“补短板、稳投资”等专项贷款，

¹根据今年 4 月 3 日国务院新闻发布会，“今年明确政府的专项债不用于土地收储和与房地产相关的项目...对今年新增专项债券，适当提高用于符合条件的重大项目资本金的比例”。

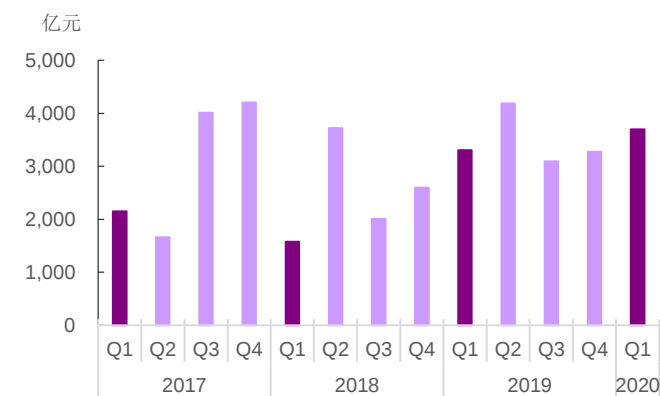
且部分领域适用于 PSL 贷款用途（资金成本较低），预计政策性银行信贷在基建领域发挥更大作用。

图 1：城投债券募投项目分布



资料来源：Wind，光大证券研究所统计，注，时间段为 2019 年 10 月初至 2020 年 3 月底

图 2：1 季度政策性银行债券净融资额较往年提升



资料来源：Wind

表 2：部分省市发改委披露联合政策性银行推出“补短板、稳增长”贷款情况

省份/地市	日期	具体事项
山东青岛	2.21	国开行青岛分行设立专项流动资金贷款，支持受疫情影响的重要国计民生领域企业、外贸企业及“走出去”企业缓解资金压力，保障重大工程和重点项目流动性需求。同时，充分发挥开发性金融中长期贷款优势，支持全市重大基础设施和社会民生项目、战略新兴产业及制造业、“一带一路”等项目建设。
浙江省	2.26	国开行浙江省分行设立补短板稳投资应急专项，具体内容包括：提供不低于 500 亿元的融资总量，用于保障 2020 年 6 月底前开工和续建的重大基础设施、重点领域补短板项目，并优先向疫情重灾区项目倾斜。
河南省	2.29	省发改委、国开行河南省分行联合印发通知，设立融资总量不低于 500 亿元的 2020 年河南省开发性金融支持补短板“982”工程专项，大力支持今年 6 月底前开工和续建的补短板重大项目建设，着力扩大有效投资。
湖北	3.13	省发改委宣布，已联合国开行和农发行的湖北省分行，设立融资总额 2000 亿元(国开行、农发行各 1000 亿元)的补短板稳投资支持复工复产融资专项资金。资金将全力保障 2020 年底前湖北省内可开工的重大基础设施、重点领域补短板项目，优先投向重大基础设施、长江大保护、社会公共服务、产业新旧动能转换等领域，并向纳入疫情防控重点保障企业名单的企业、疫情催生的新技术、新业态企业倾斜。
河北	3.19	今年初，省发展改革委和国开行河北分行共同发起设立了“促复产稳投资补短板”融资专项，总规模为 500 亿。
新疆	3.28	区发改委、财政厅、地方金融监管局、农发行新疆分行等 6 家银行机构联合印发通知，设立融资总额 3000 亿元的促投资稳增长专项贷款，重点支持疫情防控、脱贫攻坚、乡村振兴、经济社会发展、社会稳定等国家和自治区重点项目，支持续建复工项目及上半年新开工项目。其中农发行新疆分行设立 600 亿补短板稳投资专项贷款。
黑龙江哈尔滨	3.30	国开行黑龙江分行专门安排总量 300 亿元的规模，专项用于支持哈尔滨市稳投资补短板，强化开发性金融对市省百大项目、市重点产业项目及基础设施和补短板项目建设的资金支持，确保有效投资平稳增长。
湖南	4.1	省发改委会同国开行湖南分行建立总量 500 亿元的“稳投资补短板强动能”的融资专项，保障省重大基础设施、重点领域补短板等项目建设，大力支持乡村振兴、高端制造业、企业复工复产等。其中国开行湖南分行对纳入融资专项支持的项目，符合生态环保、地下管廊、科技创新及研发、清洁能源、集成电路和配套产业等领域符合 PSL 运用标准的，给予低成本资金支持；对其他项目，给予国开行政策允许内最优融资利率支持。

资料来源：各地方政府网站，光大证券研究所整理

对市场而言，从政府引导鼓励投资的方向出发，自上而下选行业/股将成为重要方向。以下为我们重点介绍的行业领域，具体包括通信、工程机械、建筑建材和环保等，新基建主要体现在通信板块。

2、通信：政府引导，提高行业景气度

科技端的基础设施建设的“新基建”，包括 5G 基建、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网等七大“新基建”板块，这其中 5G 是信息基建的重要基础。

2.1、5G 基建：理性看待运营商资本开支变化

三大运营商资本开支计划均已出炉，2020 年资本开支总计划 3348 亿元，同比增长 12%；其中 5G 投资达 1803 亿元，同比增长 338%。

表 3：近年三大运营商资本开支（亿元）

	移动	电信	联通	总计	YOY
2015	1,091	1,956	1,339	4386	16%
2016	968	1,873	721	3562	-19%
2017	887	1,775	421	3083	-13%
2018	749	1,671	449	2869	-7%
2019	776	1659	564	2999	5%
2020E	850	1798	700	3348	12%

资料来源：运营商公告，光大证券研究所整理

2020 年三大运营商 5G 投资计划增长 338%，除了 5G 建设加速外，4G 投资下降较多也为 5G 提供了开支空间。5G 投资计划包括 5G 无线侧、SA（独立组网有线侧）、基础设施、IT 配套等等。

表 4：三大运营商 5G 投资计划（无线+SA 等）（亿元）

运营商	2018	2019	2020E
移动	0	240	1000
电信	0	92	453
联通	0	79	350
总计	0	441	1803
YOY			338%

资料来源：运营商公告，光大证券研究所整理

对于通信产业链的影响，由于 5G 和 4G 产业链高度重叠，4G 投资的下降会部分抵消 5G 投资提高影响，因此我们拆分有线无线侧方面投资，可以更好地反映行业投资增速情况。

◆无线侧：整体投资增速 23%

表 5：三大运营商无线侧投资（亿元）

运营商	2018	2019	2020E
移动	685	820	883
电信	296	350	528
联通	189	229	339
总计	1169	1469	1810
YOY		26%	23%

资料来源：运营商公告，光大证券研究所整理

从三大运营商无线侧投资计划可见，2020 年无线侧总投资 1810 亿元，同比增长 23%，增速较 2019 年略有下降，主要由于 2018 年无线侧投资基数较低，且 2019 年 5G 小规模建设为非独立组网（5G 基站部署在 4G 承载网上），资本开支里有线侧为无线侧开支作出较大让步。

◆有线侧：各家口径不同，中移动传输网投资反转

由于三家在有线侧方面统计口径不同，无法确切地计算出传输网总投资规模。

表 6：有线侧及其他投资情况（亿元）

		2018	2019	2020E	YOY	
移动	传输网	555	450	519	-19%	15%
	业务支撑网	257	239	275	-7%	15%
	土建及动力	145	132	96	-9%	-27%
	其他	28	18	25	-37%	39%
联通	固网宽带及数据	90	85	98	-6%	16%
	基础设施、传输网及其他	171	180	203	6%	12%
电信	宽带&网络	244	192	112	-22%	-41%
	信息&应用服务	87	109	124	25%	14%
	IT 支持	32	32	25	-1%	-22%
	基础和其他	90	94	61	4%	-35%

资料来源：运营商公告，光大证券研究所整理

中移动在运营商中资本开支占比较高（超过 50%），如果仅从其一家看，2020 年中移动传输网投资 519 亿元，同比增长 15%，较 19 年的-19%增速反转，主要是由于 2020 年计划推进独立组网。从目前三家 5G 承载网方案来看，移动的 SPN 投资规模较大，或更能满足 5G 不同业务等级的要求。

◆投资建议

运营商资本开支自 2019 年开始进入上升轨道，2019H2~2020 预计为产业链部分公司的业绩兑现高峰期。其中无线侧部分公司在近期有所回调，但估值仍然略高；有线侧部分公司近期上涨较快，估值处于中枢偏上。

◆风险提示：

市场预期过高的风险，产业链在 2020 年底大幅降价的风险，5G 普及受疫情影响的风险。

2.2、数据中心：疫情催化 IDC 短期需求上升

◆云服务持续扩容，数据中心 IDC 受益显著

疫情期间，在线办公需求陡升，1 月 29 日~2 月 6 日腾讯云紧急扩容超过 10 万台云主机，投入的计算资源超过 100 万核。此外手游、在线娱乐等需求增加，云服务需求持续增长。

云服务厂商扩容压力不断增加，带动了 IDC、服务器等底层资源需求上升。同时 3 月 4 日中共中央政治局常务会议强调“注重调动民间投资积极性”，第三方 IDC 服务提供商发展迎新契机。

◆投资建议

建议关注 IDC 相关公司：科华恒盛、光环新网、宝信软件、数据港、万国数据、世纪互联等。

◆风险提示：产业链降价幅度超出预期风险、贸易摩擦风险。

2.3、特高压线缆：周期性明显，存在涨价预期

近期特高压板块市场关注度提升，年初以来国家电网陆续出台多个文件，大力支持特高压项目建设。

◆特高压建设推进，特高压电缆、光电复合缆等有望受益

特高压具有产业链长、投资强度大等特点（带动上游电源投资，自身变电站、交流线路设备采购，下游的用户侧、配网以及储能等），今年国家电网一再提高年度特高压计划投资规模，想必有稳增长的考虑。目前国家电网已研究编制《2020 年特高压和跨省 500 千伏及以上交直流项目前期工作计划》，明确将加速南阳-荆门-长沙工程等 5 交 5 直特高压工程年内核准以及前期预可研工作。但从其年度计划来看，很多项目尚待国家发改委核准，需要密切跟踪其项目开工进度。

根据国家电网最新报道，国家电网初步安排年年度电网投资 4500 亿元以上（2017 年数据显示，国家电网投资占整体电网投资 80%以上，预计 2020 年整体电网投资在 5500 亿左右，较 2019 年增长近 10%），全年公司特高压建设项目明确投资规模 1811 亿（并可带动社会投资 3600 亿）。在特高压、配电网、泛在电力物联网等建设带动下，全国电网投资较快速增长，作为特高压建设的重点环节之一特高压电缆、光电复合缆等有望受益。

图 3：2019 年电网投资增速仍为负增长

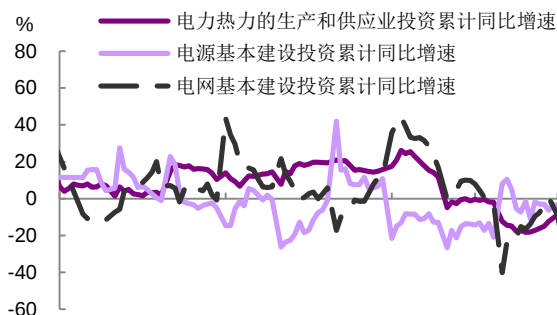


图 4：国家电网 5 交 5 直特高压电网项目前期工作计划

特高压交流工程	计划安排	特高压直流工程	计划安排
南阳-荆门-长沙工程	3月获得核准批复	白鹤滩-江苏工程	6月获得核准批复
南昌-长沙工程	6月获得核准批复	白鹤滩-浙江工程	12月获得核准批复
武汉-荆门工程	9月获得核准批复	金上水电外送工程	/
驻马店-武汉工程	10月获得核准批复	陇东-山东工程	/
武汉-南昌工程	12月获得核准批复	哈密-重庆工程	/

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_6010

