中央经济工作会议点评：新一轮宏观小周期进入政策反转期

建筑装饰　　证券研究报告/行业点评报告　　2021 年 12 月 12 日

评级：增持（ 维持 ）

分析师：邢立力

执业证书编号：S0740518100001

电话：021-20315138

Email：xingll@r.qlzq.com.cn

分析师：曾明

执业证书编号：S0740518070008

电话：021-20315138

Email：zengming@r.qlzq.com.cn

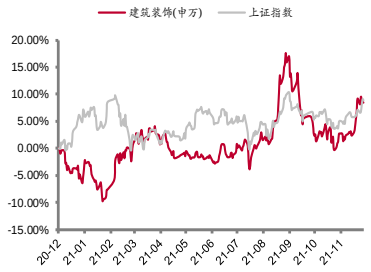
联系人：韩冰

Email：hanbing@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	158
行业总市值(百万元)	1786047
行业流通市值(百万元)	702134

行业-市场走势对比



相关报告

1《中泰建筑疫情深度系列一：疫情对宏观小周期的扰动》20200210

重点公司基本状况

简称	股价(元)	EPS 2019	EPS 2020	EPS 2021E	EPS 2022E	PE 2019	PE 2020	PE 2021E	PE 2022E	PB(MRQ)
中国交建	7.83	1.00	1.27	1.45	1.65	7.83	6.17	5.40	4.75	0.57
中国中铁	5.62	1.03	1.14	1.28	1.43	5.46	4.93	4.39	3.93	0.62
华设集团	8.52	1.05	1.00	1.18	1.39	8.11	8.52	7.22	6.13	1.60
中国化学	11.89	0.74	0.71	0.94	1.17	16.0	16.75	12.65	10.16	1.56
中国中冶	4.06	0.38	0.46	0.54	0.62	10.6	8.83	7.52	6.55	1.03
中国电建	7.44	0.52	0.59	0.68	0.78	14.3	12.61	10.94	9.54	1.17
中钢国际	9.05	0.48	0.54	0.64	0.75	18.8	16.76	14.14	12.07	1.94
中国建筑	4.86	1.07	1.21	1.34	1.47	4.54	4.02	3.63	3.31	0.64
中国海外发展	19.52	4.88	5.15	5.63	6.34	4.00	3.79	3.47	3.08	0.54

备注：股价取自 12 月 10 日收盘价（中国海外发展为港币），EPS 来自 wind 一致预期

投资要点

- **事件：2021 年中央经济工作会议召开，会议指出我国经济目前面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，定调明年经济稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并明确提出适度超前开展基础设施投资。**

- **新一轮宏观小周期进入政策反转期：**中央经济工作会议基本明确了 2022 年逆周期、跨周期调控的宏观政策环境。从宏观小周期的分析框架出发，本次会议的政策定调具有显著的周期属性。我们在深度报告《疫情对宏观小周期的扰动》报告中提出，2019 年是新一轮宏观小周期的磨底阶段，新冠疫情的爆发处于新旧周期转换的阶段，2021 年是周期上行阶段，从总量角度来看，目前已经进入下行阶段，政策转向的性质从宏观小周期的角度来看类似于 2012 年、2015 年，政策博弈进入持续兑现周期。

- **政策博弈周期拉长且复杂化：**本轮政策反转周期可能持续时间较长且层次相对复杂。首先，由于新冠疫情防控措施的不同，中国出口持续强势，导致周期下行阶段内需、外需的高点时差较长，但由于地产冲击短期难以扭转，2022 年出现内需、外需共振下行的可能性较大，这是过去几轮宏观小周期进入下行阶段的共同特征，到时可能带来政策的再次调整契机；其次，明年十二大的召开可能为政策的落地执行带来一定的不确定性；最后，双碳政策背景下，传统稳增长手段的实施存在掣肘，加之目前地方财政偏紧，需要新的资金安排。总而言之，政策博弈的周期可能较长，层次相对复杂，而本质是稳增长的迫切性。

- **基建投资进入预热阶段：**不同于 2020 年经济上行周期基建投资的持续低预期，当下宏观经济进入下行周期，基建投资的反弹存在更多的政策空间，中央经济工作会议提出适度超前开展基础设施投资奠定了基调。从过往周期中基建投资的融资安排来看，创新资金往往发挥重要作用，比如专项建设债等，本轮基建由于土地出让金短期掣肘较为明显，新类型的资金或将是基建投资反弹的决定性因素。从目前基建投资周期所处的阶段来看，新签订单、投资规模短期仍处于下行状态，而政策逐渐进入预热期，静待订单反弹与融资组合的出台。

- **把握周期切换期的估值溢价：**2008 年四万亿刺激之后，建筑行业需求增长中枢不断下行，宏观小周期成为投资的重要依据。从历史经验角度来看，政策反转、周期转换过程建筑蓝筹往往表现出显著的估值弹性，本轮周期转换过程中政策博弈可能持续较长时间，建议积极把握低估值蓝筹的估值反弹行情，建筑关注四条主线：1、传统低估值基建龙头中国交建、中国中铁、华设集团等；2、受益新基建以及大制造升级的中国化学、中国中冶、中国电建等；3、国企改革以及海外工程复苏的中钢国际；4、在房地产行业格局重构过程中凸显优势的中国建筑、中海地产等。

- **风险提示事件：政策执行低预期、基建投资不及预期等**

图表 1：中央经济工作会议要点对比（2017-2021）

	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年
形势判断	我国经济发展面临**需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力**。世纪疫情冲击下，百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻和不确定。	疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，**我国经济恢复基础尚不牢固**。明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。	我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，**结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大**。世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，世界大变局加速演变的特征更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多。	经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，**经济面临下行压力**。我国经济运行主要矛盾仍然是供给侧结构性的。	中国特色社会主义进入了新时代，我国经济发展也进入了新时代，基本特征就是**我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段**。
宏观	**宏观政策要稳健有效**。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策和货币政策要协调联动，**跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合**。实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。要继续做好“六稳”、“六保”工作特别是保就业保民生保市场主体，围绕保持经济运行在合理区间，加强和改善宏观调控，**加大宏观政策跨周期调节力度，提高宏观调控的前瞻性针对性**。	宏观政策要保持**连续性、稳定性、可持续性**。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，**政策操作上要更加精准有效，不急转弯**，把握好政策时度效。要促进经济运行保持在合理区间，继续做好“六稳”“六保”工作，合理把握宏观调控节奏和力度，精准有效实施宏观政策。	坚持稳中求进工作总基调，**创新和完善宏观调控**，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，健全经济政策协调机制，保持经济运行在合理区间。**扎实推进供给侧结构性改革**，促进新动能持续快速成长，**加快制造业优化升级，继续抓好“三去一降一补”**，深化简政放权、放管结合、优化服务改革。	宏观政策要**强化逆周期调节**，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，**适时预调微调，稳定总需求**。	坚持稳中求进工作总基调，**创新和完善宏观调控**，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，健全经济政策协调机制，保持经济运行在合理区间。**扎实推进供给侧结构性改革**，促进新动能持续快速成长，**加快制造业优化升级，继续抓好“三去一降一补”**，深化简政放权、放管结合、优化服务改革。
财政	积极的财政政策要**提升效能**，更加注重精准、可持续。**要保证财政支出强度，加快支出进度**。实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度，**适度超前开展基础设施投资**。党政机关要坚持过紧日子。严肃财经纪律。**坚决遏制新增地方政府隐性债务**。	积极的财政政策要**提质增效，更可持续，保持适度支出强度**，增强国家重大战略任务财力保障，在**促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配**上主动作为，**抓实化解地方政府隐性债务风险工作**，党政机关要坚持过紧日子。	积极的财政政策要**大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出**，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。	积极的财政政策要**加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模**。	积极的财政政策取向不变，**调整优化财政支出结构，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出，切实加强地方政府债务管理**。
货币	**稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕**。引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。	稳健的货币政策要**灵活精准、合理适度**，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，**保持宏观杠杆率基本稳定**，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	稳健的货币政策要**灵活适度，保持流动性合理充裕**，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。	稳健的货币政策要**松紧适度**，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，**提高直接融资比重**，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。	稳健的货币政策要**保持中性，管住货币供给总闸门**，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进多层次资本市场健康发展，更好为实体经济服务，守住不发生系统性金融风险的底线。
地产	要坚持**房子是用来住的、不是用来炒的**定位，加强预期引导，探索新的发展模式，**坚持租购并举**，加快发展长租房市场，**推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求**，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。	要坚持**房子是用来住的、不是用来炒的**定位，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。**要高度重视保障性租赁住房建设**，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场。**土地供应要向租赁住房建设倾斜**，单列租赁住房用地计划，探索利用集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房，国有和民营企业都要发挥功能作用。要降低租赁住房税费负担，整顿租赁市场秩序，规范市场行为，对租金水平进行合理调控。	加大城市困难群众住房保障工作，**加强城市更新和存量住房改造提升**，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。要坚持**房子是用来住的、不是用来炒的**定位，**全面落实因城施策**，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。	构建房地产市场健康发展长效机制，坚持**房子是用来住的、不是用来炒的**定位，**因城施策、分类指导**，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。	加快**建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度**。要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，**保持房地产市场调控政策连续性和稳定性**，分清中央和地方事权，实行差别化调控。
基建	**适度超前开展基础设施投资**	更加**注重民生基础设施补短板**，推动新型城镇化和区域协调发展；大力发展数字经济，**加大新型基础设施投资力度**	**引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域**。着眼国家长远发展，**加强战略性、网络型基础设施建设**，推进川藏铁路等重大项目建设，稳步推进通信网络建设，加快自然灾害防治重大工程实施，加强市政管网、城市停车场、冷链物流等建设，加快农村公路、信息、水利等设施建设。	**加大基础设施等领域补短板力度**。加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设，加大城际交通、物流、市政基础设施等投资力度，补齐农村基础设施和公共服务设施建设短板，加强自然灾害防治能力建设。	实施区域协调发展战略。要实现基本公共服务均等化，**基础设施通达程度比较均衡**，人民生活水平大体相当。

来源：中国政府网、新华网，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

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。