

## 证券研究报告—动态报告/行业快评

建筑装饰

事件点评

**超配**

(维持评级)

2019年06月11日

## 融资渠道扩张，基建投资再起

 证券分析师：周松  
 联系人：江剑

 021-60875163  
 021-60933161

 zhousong@guosen.com.cn  
 jiangjian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518030001

### 事项：

中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》。

### 国信观点：

#### ■ 融资渠道扩张，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等，项目落地有望加快

一是明确专项债可以用于部分重大项目资本金，有利于地方政府适度加杠杆。专项债+银行贷款模式有望成为铁路、高速公路、城市轨道交通等重大项目的投融资模式。二是鼓励银行、保险金融机构积极提供配套融资支持，鼓励项目单位发行公司信用类债券，有利于项目公司融资。三是进一步明确多渠道筹措项目资本金。

#### ■ 经济下行压力加大，基建托底作用凸显

今年以来制造业增速出现明显下滑，1-4月制造业投资增速创2004年以来新低；房地产投资今年以来维持在高位，后续大概率会回落，基建投资增速仍然在低位，稳增长保就业的压力加大。去年基建投资增速断崖式下跌后，虽然补短板政策相继实施，但是今年的基建投资回升幅度并不大，主要原因是建筑企业在手订单充足，去杠杆等因素导致2018年订单落地低于预期，且今年订单落地仍然较慢，另外一个重要原因也是去年的投资增速呈现出前高后低，在今年经济下行压力逐渐加大的背景下，基建投资托底作用凸显。

#### ■ 重点推荐低估值基建龙头和高增长的设计咨询板块

年初至今建筑板块持续跑输大盘，其中基建滞涨最为显著。龙头公司估值低，业绩确定性强，未来或存在较大的补涨空间。重点推荐中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国交建、中国化学等。

设计咨询处于产业链前端，基建补短板最先受益，板块属于轻资产行业，负债低，现金流好。随着集中度提升龙头将直接受益，业绩维持高增长，当前估值与历史估值中枢还存在较大上涨空间。重点推荐中设集团、苏交科、勘设股份等。

## 评论:

### ■ 融资渠道扩张，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金

明确专项债可以用于部分重大项目资本金，有利于地方政府适度加杠杆。专项债+银行贷款模式有望成为铁路、高速公路、城市轨道交通等重大项目的新的融资模式。对于专项债券支持、符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目，主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目，在评估项目收益偿还专项债券本息后专项收入具备融资条件的，允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金，但不得超过项目收益实际水平过度融资。

鼓励银行、保险金融机构积极提供配套融资支持，鼓励项目单位发行公司信用类债券，有利于项目公司融资。对于实行企业化经营管理的项目，鼓励和引导银行机构以项目贷款等方式支持符合标准的专项债券项目。鼓励保险机构为符合标准的中长期专项债券项目提供融资支持。允许项目单位发行公司信用类债券，支持符合标准的专项债券项目。

多渠道筹措项目资本金。鼓励地方政府通过统筹预算收入、上级转移支付、结转结余资金，以及按规定动用预算稳定调节基金等渠道筹集重大项目资本金。允许各地使用财政建设补助资金、中央预算内投资作为重大项目资本金，鼓励将发行地方政府债券后腾出的财力用于重大项目资本金。

### ■ 经济下行压力再次显现，当前基建投资仍处在低位

受全球经济下行和中美贸易摩擦导致的外需拖累，截至 2019 年 5 月底 PMI 指数为 49.4，年初短暂反弹后再次跌破荣枯线。

**表 1: 中美贸易战的谈判和升级进程**

时间	事件
2018 年 12 月 1 日	阿根廷 G20 峰会，中美元首会晤，停止加征新的关税
2019 年 1 月 7 日	中美代表团经贸磋商开始，并在两个月内进行了四轮磋商
2019 年 2 月 25 日	特朗普表示，美国将延后原定于 3 月 1 日对中国产品加征关税的措施
2019 年 5 月 6 日	特朗普发推，表示将在 5 月 10 日把 2000 亿美元中国输美商品的关税从 10% 提升到 25%
2019 年 5 月 9 日	刘鹤赴美牵头与美方磋商，双方没有达成一致共识，10 日美国对华关税提升
2019 年 5 月 13 日	中国反制，对已实施加征关税的 600 亿美元清单美国商品中的部分提高税率
2019 年 5 月 15 日	特朗普签署行政命令，随后禁止美企与华为的业务往来

资料来源：华尔街见闻，国信证券经济研究所整理

图 1: PMI 指数已跌破荣枯线



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

今年以来, 制造业投资增速从去年底 9.5% 的高点一路下滑至 2.5%, 创下近五年的新低。制造业投资在固定资产投资中的占比超过三分之一, 今年制造业投资的超预期下滑以及外部环境的恶化使得当前中国经济下行压力再次显现。

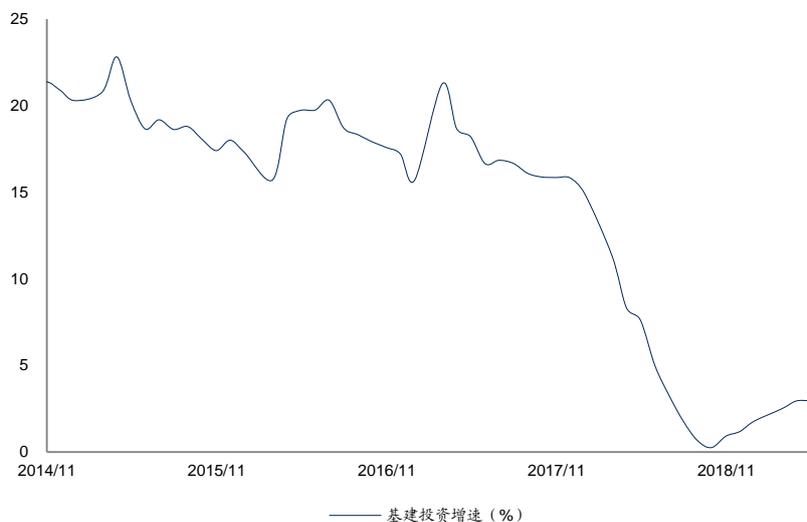
图 2: 制造业投资增速创下近五年新低



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

另一方面, 作为对冲经济下行的重要手段, 今年以来基建投资的反弹幅度却并不大。2019 年 1-4 月, 基建投资 (含电力) 增速为 2.97%, 比去年底仅提升 1.18pct, 远不及预期。纵向对比来看, 当前基建投资增速为近十年的低位, 今年仍然有很大的提升空间。

图 3: 今年基建投资仍处在低位, 未来的提升空间较大

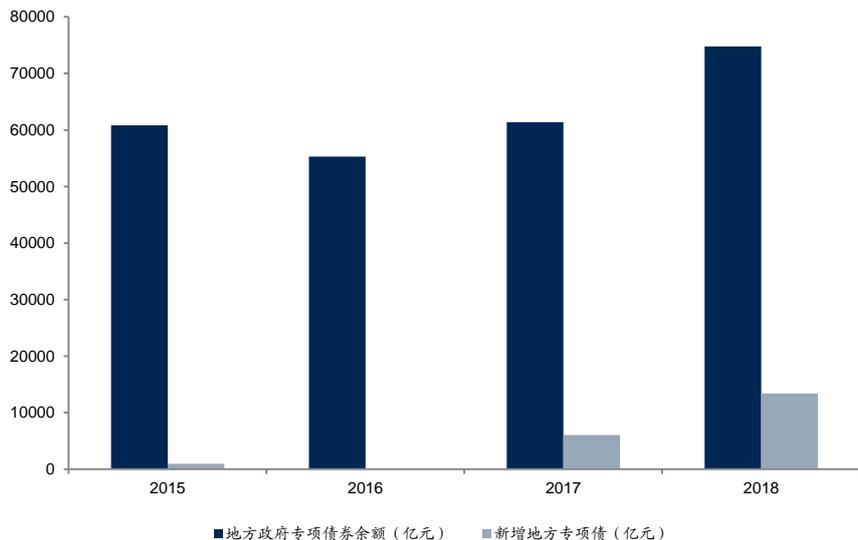


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

■ 地方政府专项债发行规模大幅增加, 杠杆效应+多渠道融资有望撬动基建投资回升

专项债券一般指地方政府为了筹集资金建设某专项具体工程而发行的债券, 是地方政府开展基建的重要资金来源。近年来随着地方政府融资监管趋严, 城投非标融资作为“后门”被堵死, 地方政府债券则被当做“前门”逐渐打开, 其中 2018 年实际发行新增地方政府专项债约 1.34 万亿, 比 2017 年增加了 7000 多亿。

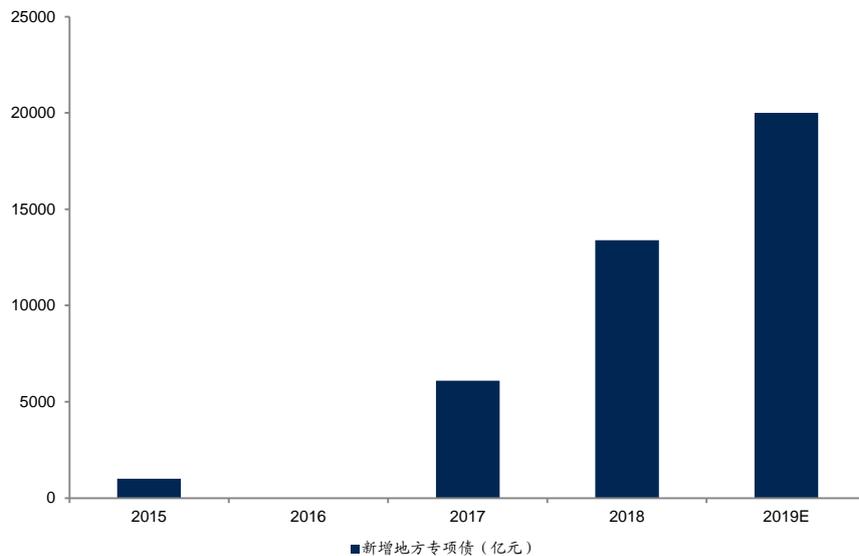
图 4: 近几年地方政府专项债券余额和新增额



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

去年 12 月底, 财政部指出 2019 年将较大幅度地增加地方政府专项债券的发行规模, 其中新增专项债有望达到 2.15 万亿。截至 5 月底, 北京、浙江、广东、江苏等各地政府已累计发行地方债 19376 亿元, 其中新增专项债券 8598 亿元, 占全年限额的 40%。

图 5：2019 年地方政府新增专项债规模将超 2 万亿



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

目前大部分基建项目都是以 PPP 的模式进行的，而 PPP 资本金是指在项目总投资中，由社会资本方认缴的出资额（必须是实缴资本），对项目公司来说是非债务性资金，项目公司法人不承担这部分资金的任何利息和债务。

一般来说 PPP 项目的资本金占总投资的比例不得低于一定的水平，这个比例在政府发标时就已经确定了。根据国务院于 2015 年下发的《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》，规定了不同行业的 PPP 项目中社会资本方需要投入的最低资本金比例。

表 2：不同行业的 PPP 项目最低资本金比例

行业名称	最低资本金比例
钢铁、电解铝	40%
水泥	35%
煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、多晶硅	30%
化肥（钾肥除外）、机场、港口、沿海及内河航运	25%
铁路、公路、城市轨道交通、玉米深加工	20%
保障性住房和普通商品住房	20%
其他房地产	25%
电力等其他	20%
平均	27%

资料来源：《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》，国信证券经济研究所整理

由于 PPP 项目投资额较大，因此资本金的硬性要求对社会资本产生了资金压力，不利于提升社会资本参与 PPP 项目的积极性。根据最新下发的文件指示，地方政府专项债可以作为资本金参与项目投资，这意味着地方政府可以在 PPP 中适度增加杠杆，将极大缓解社会资本的融资压力。此外，文件还鼓励银行、保险金融机构积极提供配套融资支持，鼓励项目单位发行公司信用类债券，进一步明确项目公司可采用多渠道筹措项目资本金，未来专项债+银行贷款+多渠道融资模式有望成为铁路、高速公路、城市轨道交通等重大项目的新融资模式。

我们判断，未来地方政府将在不增加隐形债务的前提下，通过专项债适度提高 PPP 杠杆，地方政府和社会资本参与基建投资的意愿将会显著增强，从而推动基建投资大幅回升，全年有望达到 8%-10% 的增速。

■ 建筑行业滞涨显著，板块估值处于历史低位

年初至今，大盘已累计上涨近 15%，，但建筑板块目前并未走出独立行情，年初至今都没有跑赢大盘。

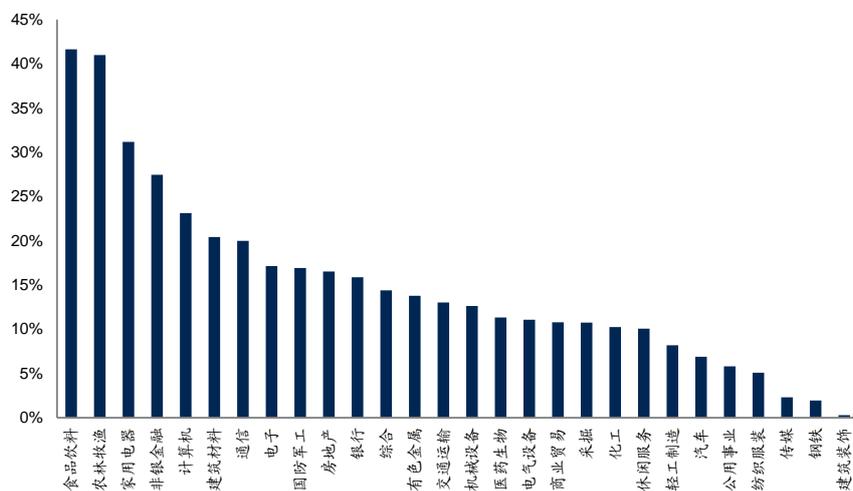
图 6: 今年以来建筑板块仍未跑赢大盘



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

横向对比来看，建筑板块年初至今涨幅仅为 0.26%，在申万 28 个行业中排名倒数第一。

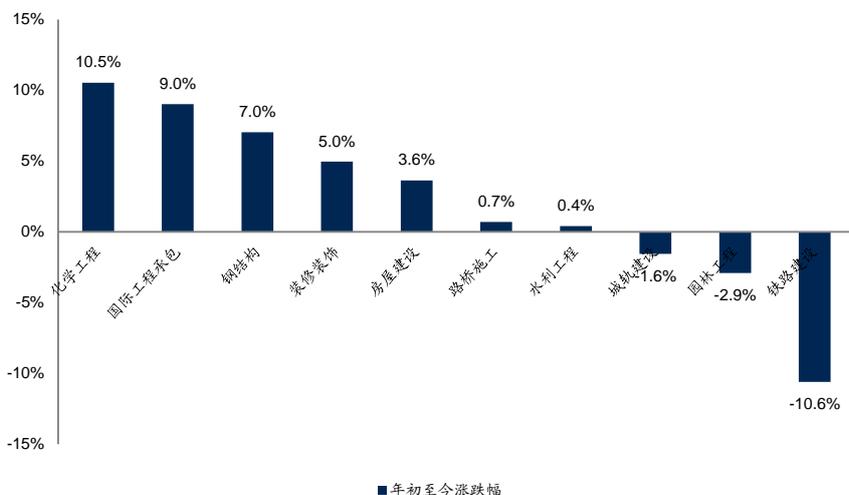
图 7: 建筑行业年初至今涨跌幅在 28 个行业中排名倒数第一



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

建筑各子板块涨跌不一，而铁路建设、城轨建设、水利工程和路桥施工等传统大基建涨幅均靠后，是建筑行业最为滞涨的子板块，未来或存在较大的补涨空间。

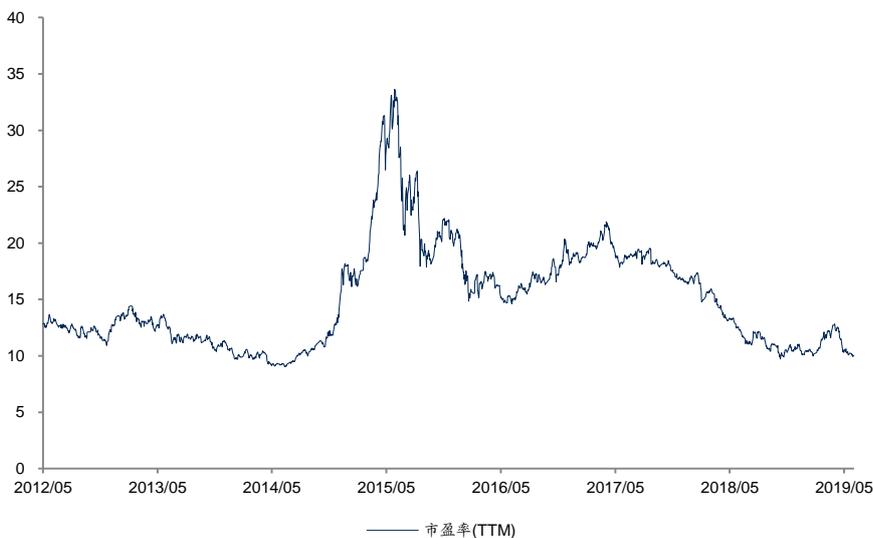
图 8: 基建是建筑行业中滞涨最为显著的子板块



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

纵向来看, 建筑行业当前的市盈率(TTM)仅为 10 倍左右, 处于绝对的历史低位, 距离历史估值中枢还有较大的上涨空间。

图 9: 建筑行业的市盈率估值处在历史低位



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

重点推荐低估值基建龙头和高增长的设计咨询板块

年初至今建筑板块持续跑输大盘, 其中基建滞涨最为显著。龙头公司估值低, 业绩确定性强, 未来或存在较大的补涨空间。重点推荐中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国交建、中国化学等。

设计咨询处于产业链前端, 基建补短板最先受益, 板块属于轻资产行业, 负债低, 现金流好。随着集中度提升龙头将直接受益, 业绩维持高增长, 当前估值与历史估值中枢还存在较大上涨空间。重点推荐中设集团、苏交科、勘设股份等。

**表 3: 重点推荐公司盈利预测及投资评级**

公司 代码	公司 名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS 2019E	PE 2019E	投资评级
601186.SH	中国铁建	9.52	1266.64	1.59	5.99	买入
601390.SH	中国中铁	6.41	1407.61	0.90	7.12	买入
601800.SH	中国交建	10.93	1556.74	1.47	7.44	买入
601668.SH	中国建筑	5.74	2409.72	1.04	5.52	买入
601117.SH	中国化学	6.14	302.89	0.48	12.79	买入
300284.SZ	苏文科	8.67	84.22	0.87	9.97	买入
603018.SH	中设集团	12.32	57.22	1.12	11.00	买入
603458.SH	勘设股份	32.95	41.56	3.64	9.05	买入

资料来源: wind、国信证券经济研究所分析师整理预测

#### ■ 风险提示

应收账款坏账风险, 固定资产投资放缓等。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032