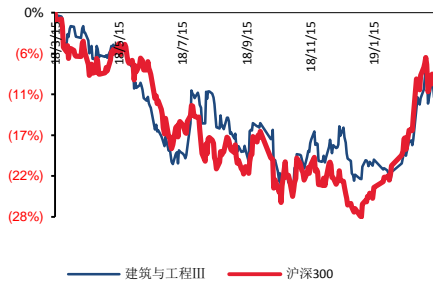


工业 资本货物

建筑行业周报：PPP 迎来最强监管，短期承压无碍基建复苏

■ 走势对比



■ 子行业评级

■ 推荐公司及评级

相关研究报告：

《华润水泥年报点评：华南格局维持良好，汇率拖累业绩低于预期》
--2019/03/12

《建筑行业周报：政府工作报告定调稳基建，区域分化预计延续》
--2019/03/10

《太平洋交运周度数据综述（2019.03.03-2019.03.09）》
--2019/03/09

证券分析师：闫广

电话：0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090001

报告摘要

10号文进一步加强PPP监管，但同时提出拓展PPP资金来源。3月8日，财政部出台《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（10号文），进一步收紧PPP监管，具体包括1）强调实质重于形式；2）财政支出责任占比超过5%地区，不得新上政府付费项目，3）打捆包装项目内容无实质关联、使用者付费比例低于10%的不予入库，4）付费机制与考核完全挂钩，不得变向锁定政府支出责任，5）继续强调10%红线，超过10%地区新项目不得入库6）新签项目不得以政府性基金、国有资本经营预算安排运营补贴。但与此同时，10号文要求相同条件下优先支持民企，并提出通过引入保险资金、扩大PPP基金投资规模等方式拓展资金来源；

PPP短期预计承压，中长期落地率预计稳步提升。截止2019年1月，付费机制为可行性缺口补助的PPP项目（其中部分为打捆、包装的政府付费项目）占入库项目投资额的62%，而随着10号文提升对实质性政府付费项目的监管，我们预计PPP投资额短期会因为部分项目的清库而承压，但就中长期而言，我们认为项目质量的提高有助于落地率的提升，从而使得PPP更好的支撑基建投资；

基建复苏态势仍然确定，投资增速短期内可能小幅承压。考虑到：1）2019年以来地方政府融资有所宽松；2）财政支出、专项债中投向基建的比例参考前两轮基建扩张周期仍有提升空间；3）根据我们的测算模型，PPP并非增量投资主要来源，我们预计基建投资复苏的态势仍然确定，但增速短期内可能因PPP监管趋紧而小幅承压。我们预计2019年基建投资同比增长8%左右，如果政府愿意进一步提升财政中基建投资占比或进一步扩大赤字率，则基建投资增速仍有充足的上升空间；

投资策略：基建板块推荐轨交施工龙头隧道股份（600820.SH）、铁路龙头及轨交施工领先企业中国中铁（601390.SH）。房建板块推荐市场份额稳定提升，估值有修复预期的建筑行业龙头中国建筑（601668.SH）。同时建议关注长三角一体化及粤港澳大湾区建设核心受益标的苏交科、中设集团、上海建工、龙元建设、粤水电等。

目录

主要公司估值及股价表现	4
重点公司、行业新闻	5
项目跟踪	8
重点数据图表	8

图表目录

图表 1: 建筑公司估值表	4
图表 2: 建筑公司股价表现	4
图表 3: 10 号文与此前政策关于 PPP 监管的规定对比	5
图表 4: 10 号文与此前政策关于项目资金拓展政策的对比	6
图表 5: PPP 项目投资按照付费机制的划分	6
图表 6: PPP 各阶段项目投资额	6
图表 7: 城投债净融资额	7
图表 8: 地方政府专项债券融资规模	7
图表 9: 地方政府专项债限额	7
图表 10: 2018 新增专项债用途划分	7
图表 11: 公共财政支出及交通运输支出占比	8
图表 12: 上市公司公告签约项目	8
图表 13: 官方建筑业 PMI	9
图表 14: 基建投资累计同比增速	9
图表 15: 六大央企新签订单合计累计同比增速	9
图表 16: 房地产新开工及竣工累计同比增速	9
图表 17: 分省固定资产投资累计同比增速 (截止 2018 年 12 月)	10

主要公司估值及股价表现

图表 1: 建筑公司估值表

股票名称	代码	市值 亿元人民币	PE		PB		ROE(%)		
			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	
建筑									
中国建筑*	601668.SH	2,569	6.4	5.7	0.9	0.8	14.5	14.2	
中国中铁*	601390.SH	1,665	7.7	6.8	0.8	0.8	10.9	11.2	
隧道股份*	600820.SH	232	10.2	9.5	1.0	1.0	10.2	10.2	
中国铁建	601186.SH	1,524	7.0	6.3	0.8	0.8	12.2	12.2	
中国中冶	601618.SH	748	10.2	9.3	0.8	0.7	7.3	7.4	
中国电建	601669.SH	884	9.8	8.8	1.0	0.9	9.8	10.0	
上海建工	600170.SH	337	10.7	9.5	1.2	1.1	11.1	12.0	
龙元建设	600491.SH	132	10.8	8.5	1.3	1.1	11.9	13.1	
苏交科	300284.SZ	103	14.0	11.5	2.1	1.8	14.8	15.7	
山东路桥	000498.SZ	68	9.2	7.8	1.2	1.1	13.5	14.0	
金螳螂	002081.SZ	289	11.2	9.5	1.9	1.6	16.8	17.0	
东方园林	002310.SZ	220	9.0	8.6	1.4	1.2	15.4	14.2	
精工钢构	600496.SH	60	17.2	12.2	1.2	1.1	6.8	8.9	
中国化学	601117.SH	303	10.7	8.7	0.9	0.9	8.7	9.9	

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 2: 建筑公司股价表现

股票名称	代码	市值 亿元人民币	绝对表现 (%)					1年内相对表现 (%)	
			1日	1周	1月	3月	1年	年初至今	相对大盘
建筑									
中国建筑*	601668.SH	2,569	0.8	1.5	(1.3)	(0.8)	(31.2)	7.4	(22.7)
中国中铁*	601390.SH	1,665	0.1	0.7	5.0	(1.2)	(3.1)	4.3	5.5
隧道股份*	600820.SH	232	2.5	1.1	5.1	23.0	(3.7)	17.9	4.9
中国铁建	601186.SH	1,524	1.4	1.4	6.1	(5.2)	8.5	3.2	17.1
中国中冶	601618.SH	748	0.6	3.1	18.0	13.9	(11.5)	16.1	(2.9)
中国电建	601669.SH	884	1.8	3.2	11.2	16.8	(18.6)	18.9	(10.0)
上海建工	600170.SH	337	3.0	1.9	15.9	25.1	(1.0)	25.1	7.5
龙元建设	600491.SH	132	6.0	18.2	30.3	9.8	(15.7)	27.6	(7.1)
苏交科	300284.SZ	103	2.9	5.7	16.6	15.8	(19.9)	22.6	(11.3)
山东路桥	000498.SZ	68	3.6	7.4	11.7	7.0	(5.6)	20.4	3.0
金螳螂	002081.SZ	289	2.5	3.6	17.3	20.6	(17.9)	33.2	(9.4)
东方园林	002310.SZ	220	0.2	1.6	19.4	0.2	(59.0)	17.8	(50.4)
精工钢构	600496.SH	60	2.2	5.1	15.8	17.4	(9.1)	26.4	(0.5)
中国化学	601117.SH	303	1.7	2.2	7.3	6.8	(14.0)	14.7	(5.4)

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

重点公司、行业新闻

3月8日,财政部出台《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》(财金【2019】10号,下简称10号文)。

点评:总体而言,10号文萝卜和大棒并举,既多次重申防控地方债务风险,也提出多种解决方案拓展PPP融资渠道。

强化地方政府PPP支出及隐性债务监管:10号文明确表示PPP项目财政支出超5%不允许新上政府付费项目,超10%严禁新项目入库,使用者付费比例低于10%禁止入库(但出于民生考虑,垃圾处理、污水处理等具备良好现金流但表现为政府支付项目不受此影响)。同时10号文继续强调绩效挂钩的付费机制、并强调杜绝政府兜底、名股实债等情况,防止地方政府增加隐性负债。

图表3:10号文与此前政策关于PPP监管的规定对比

10号文	此前政策
1) 强调实质重于形式; 2) 财政支出责任占比超过5%地区,不得新上政府付费项目, 3) 打捆包装项目内容无实质关联、使用者付费比例低于10%的不予入库, 4) 付费机制与考核完全挂钩,不得变向锁定政府支出责任, 5) 继续强调10%红线,超过10%地区新项目不得入库 6) 新签项目不得以政府性基金、国有资本经营预算安排运营补贴	1) 可行性缺口补助项目需要建立产出绩效挂钩相关机制,挂钩部分不得低于30%, 2) 不宜继续采用PPP模式的项目(例如1年内无进展,财政超红线)实施清库, 3) 政府付费及可行性缺口补助项目支付需连续平滑,不得导致某一段时间支出压力过大

资料来源:财政部,太平洋证券研究院

但同时也提出多种方案拓展PPP融资渠道:10号文明确鼓励民资及外资参与,具体包括加大对民企外企的支持力度,引导保险资金进入,以及中国PPP基金加大项目投资力度,并同时鼓励通过多种方式盘活存量资产,丰富社会资本进入和退出。

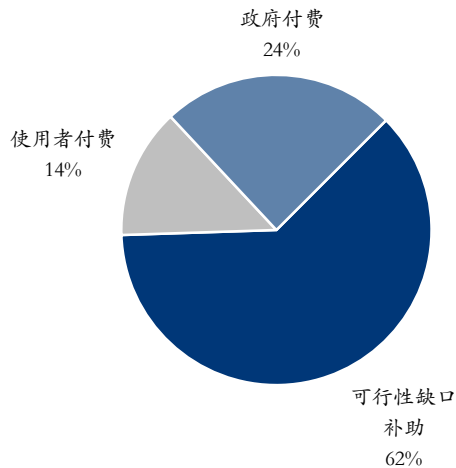
图表 4: 10 号文与此前政策关于项目资金拓展政策的对比

	10 号文	此前政策
对民企态度	强调向民企推送优质项目，并明确提出在同等条件下对民营企业参与项目给予优先支持	泛泛强调不得排斥、歧视民企
拓展资金来源	明确提出引导保险资金进入，同时 PPP 基金加大股权投资力度	发挥各类金融机构优势，发展及丰富金融产品

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

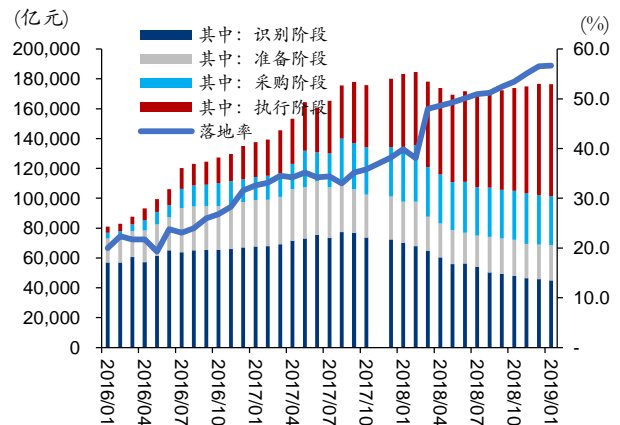
短期内或将给 PPP 带来一定清库压力，长期内有助于落地率的提高：此前为规避纯政府付费项目限制，不少政府将新上政府付费项目打捆包装为少量使用者付费项目，而此后该类项目中内容无实质关联、使用者付费比例低于 10% 的项目将不再入库。根据我们统计，截止 2019 年 1 月，可行性缺口补助项目（其中部分为捆绑项目）占入库项目投资额的 62%，因此我们认为短期内 10 号文的执行将带来一定清库压力，但考虑到政府工作报告提及降低资本金及 10 号文提及的多种。就中长期而言，我们认为项目质量的提高有助于提高 PPP 项目的落地率，从而进一步支撑基建投资。

图表 5: PPP 项目投资按照付费机制的划分



资料来源: 财政部, Wind, 太平洋证券研究院

图表 6: PPP 各阶段项目投资额

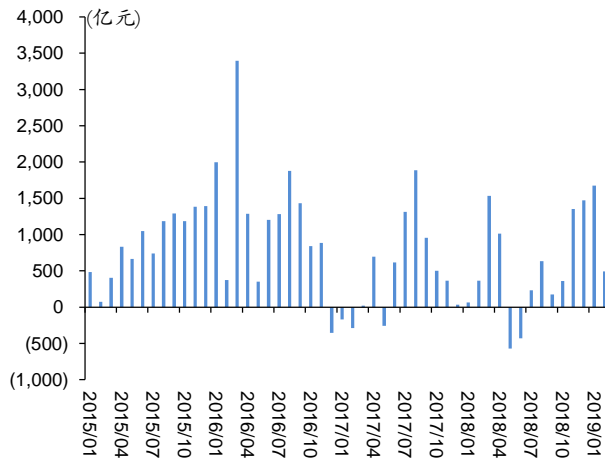


资料来源: 财政部, Wind, 太平洋证券研究院

流动性宽松情况下仍然看好基建复苏，但短期内增速可能因 PPP 监管趋紧小幅承压：今年以来地方政府融资限制有所放宽，城投债净融资额明显回升。2019 年 1-2 月，城投债净融资额 2167.6 亿元，同比增长 317%；前两月地方政府专项债券发行额 3947 亿元，超过 2018 年前 4 个月总和。在流动性宽松、融资情况好转情况下，基建补短板初见成效，前两月铁路/道路投资分别同比增长 22%/13%。同时，考虑到：1) 专项债券发行额增加，2) 财政支出及专项债用于基建的比例可能像前两轮基建扩张周期时一样

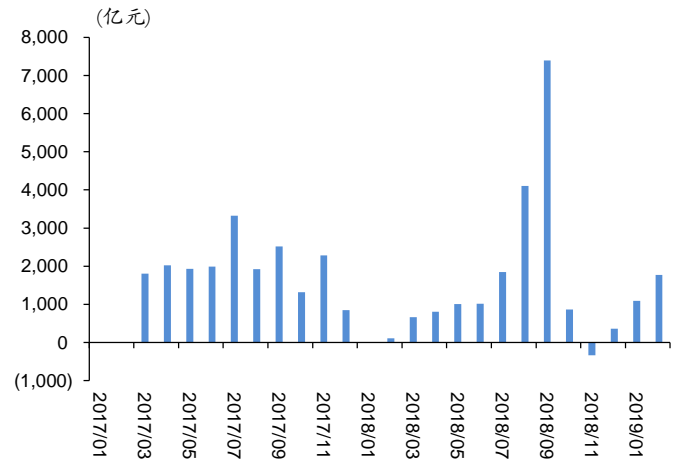
有所提升，3) 根据我们模型测算，PPP 不是基建投资增量资金的主要来源，我们认为 PPP10 号文的发布不会影响基建复苏的态势，但短期内可能使得投资增速被小幅承压。我们预计 2019 年基建投资（不含电力）同比增长 8% 左右。

图表 7: 城投债净融资额



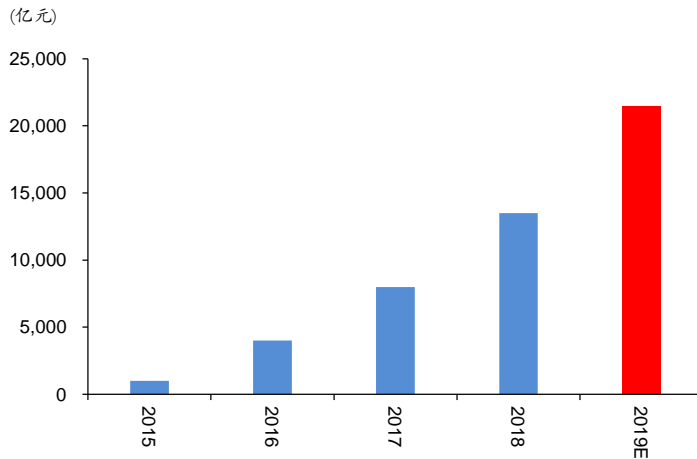
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 8: 地方政府专项债券融资规模



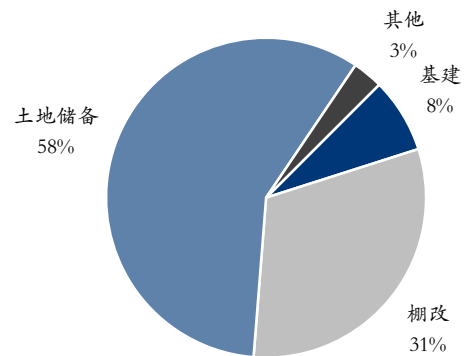
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 9: 地方政府专项债限额



资料来源: 政府工作报告, 太平洋证券研究院

图表 10: 2018 新增专项债用途划分



资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图表 11: 公共财政支出及交通运输支出占比

公共财政支出预计增加投资 (亿元)	3,043
专项债投资增量 (亿元)	1,070
PPP 带来投资增量 (亿元)	605
预算内投资安排增量 (亿元)	400
预计增加总投资 (亿元)	5,118
2018 年测算交通运输及邮政仓储业固定资产投资 (亿元)	63,572
狭义基建投资增速 (%)	8.1%

资料来源: 政府工作报告, 太平洋证券研究院

项目跟踪

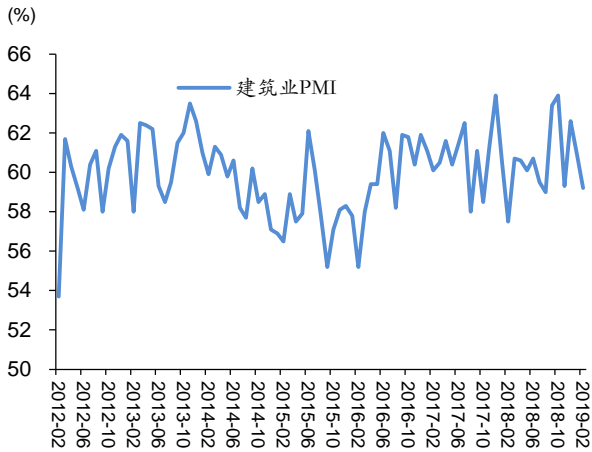
图表 12: 上市公司公告签约项目

公司	项目	项目类型	投资额 (亿元)
农尚环境	西安汉陂湖水系生态文化修复工程	EPC	1.8
高新发展	丹景乡社区工程 (一期)	EPC	6.8
岭南股份	廉州镇水环境整治二期工程项目	EPC	4.4
龙建股份	印度比哈尔邦巴特那市 R 区到迪哥哈一期四/六车道	EPC	2.8
龙建股份	鹤大高速佳木斯过境段	PPP	21.1
诚邦股份	松阳县火车站站前大道站前广场及其配套工程	PPP	7.4
东珠生态	河池市宜州区环城道路及景观提升建设工程	EPC	4.1
东珠生态	十条道路新建、改建项目	EPC	9.0
美尚生态	机场大道两侧景观带项目	EPC	1.3
绿茵生态	滨海新区“双城之间”绿色森林屏障项目	EPC	1.3

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

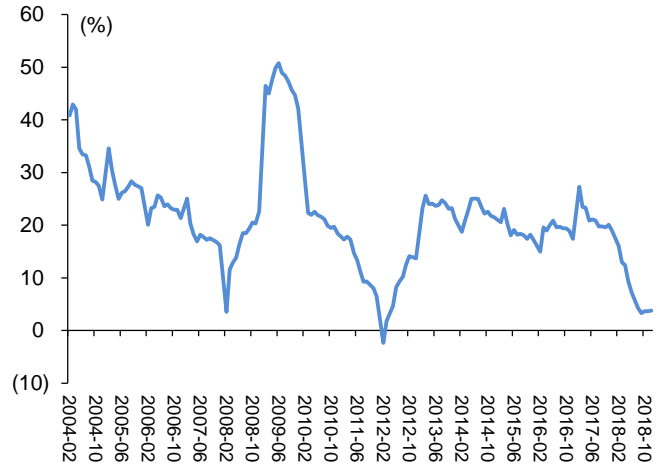
重点数据图表

图表 13: 官方建筑业 PMI



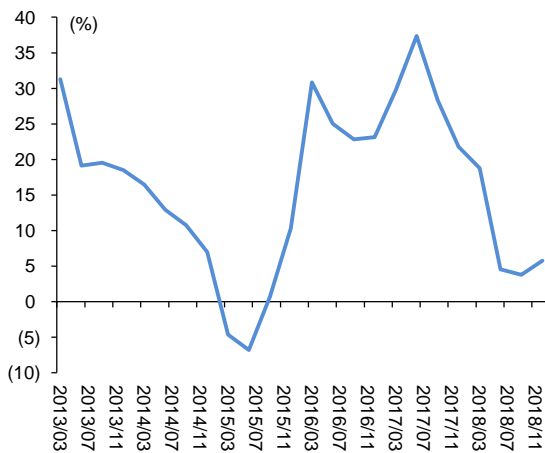
资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图表 14: 基建投资累计同比增速



资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图表 15: 六大央企新签订单合计累计同比增速



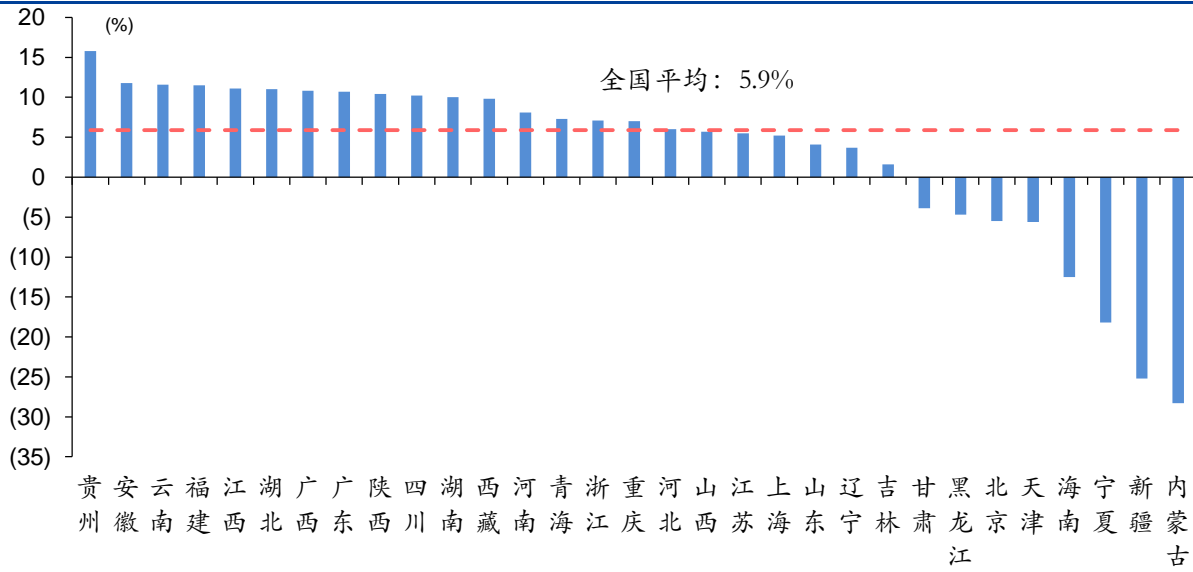
资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 16: 房地产新开工及竣工累计同比增速



资料来源: 统计局, wind, 太平洋证券研究院

图表 17: 分省固定资产投资累计同比增速 (截止 2018 年 12 月)



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyongyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com

华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。