

行业研究/动态点评

2019年11月14日

行业评级:

建筑 增持 (维持)

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

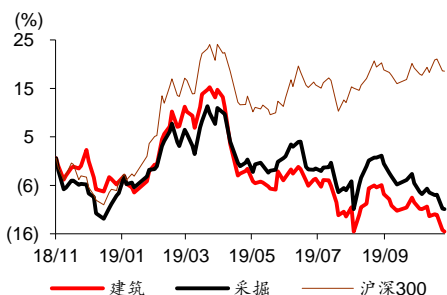
王涛 执业证书编号: S0570519040004
研究员 021-28972059
wangtao@htsc.com

王雯 021-38476718
联系人 wangwen@htsc.com

相关研究

- 1 《建筑: 行业周报 (第四十五周)》2019.11
- 2 《建筑: 行业周报 (第四十四周)》2019.11
- 3 《建筑: 收入持续高增长, Q4 基本面有望继续回暖》2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

基建资本金比例下降,融资改善有望延续

国常会要求降低基建资本金出资比例,推荐低估值央企及基建设计龙头

11月13日国常会决定降低部分基建最低资本金出资比例,将港口、沿海及航运资本金比例由25%降至20%,对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等基建,在回报机制明确,收益可靠风险可控前提下,资本金比例可下调不超过5%,同时拓宽了资本金筹集的来源,明确可通过股权融资筹措资本金。但目前基建融资“开前门,堵后门”趋势仍较为明显,城投融资合规监管未来可能趋严。我们认为基建融资总体改善趋势较为明确,继续看好Q4以及明年年初的基建增速上行,推荐低估值央企(中建、铁建)及明年基本面预期差较大的设计龙头(中设集团、苏交科)。

基建降资本金比例节约的出资额乐观情况下可超5000亿元

18年内河沿海/公路/铁路/生态环保/市政投资0.12/2.13/0.8/0.55/7万亿元,上述与建筑密切相关的基础设施投资总额10.6万亿元,占18年狭义基建投资的73%。若上述投资资本金出资比例全部可降5%,我们测算按18年投资额可节约0.53万亿元资本金,按照平均3倍杠杆,则可额外撬动超1.5万亿元的基建投资。但市政类项目预计满足回报机制明确等要求的比例较低,若假设除内河沿海外,其他投资中的20%资本金可降5%,则总计可节约0.1万亿元资本金。我们认为该政策体现了决策层对基建投资的积极支持,但具体推动力度尚需细化政策明确。

资本金多元化出资来源或尚需较为完善的配套机制

国常会明确基建可通过股权类融资筹措资本金,额度不超过资本金50%,地方政府可统筹使用财政资金筹集资本金,但严控借贷资金、不合规股东借款,明股实债充当资本金,筹集资本金不得增加政府隐性负债,不得违反国有企业资产负债率要求。我们认为通过权益融资获取资本金,类似于资本金层面的政企合作,参与方可能涵盖信托、保险或建筑公司等资金,但由于对政府隐性负债的严格控制以及基建项目较长的存续期,未来社会资金退出方式有待明确。会议同时指出不得拖欠工程款,与政府投资条例相呼应,建筑板块前三季收款同比改善,我们预计未来趋势有望延续。

城投财务核查中长期有望降低优质平台的融资成本

近日财政部江苏监管局下发关于核实部分地方融资平台公司发行信用类债券及信托产品情况的通知,主要针对平台间的现金往来应收账款交易。我们认为此类核查可能影响资质较差平台公司融资,但我们预计无真实交易应收账款在城投应收账款中的占比较小,基于此类应收账款所做融资多数也属于短期行为,因此对融资总量的影响也有限。融资成本角度,此次核查的内容或是城投债务中风险较大的部分,该部分风险得到释放后,有望降低城投融资市场整体风险,应收账款质量较高的城投公司未来融资成本有望降低,而目前正在较快推进的城投债务置换也有望明显降低平台融资成本。

风险提示:降资本金比例政策执行不及预期;平台融资收紧超预期。

基建资本金相关政策梳理

图表1：固定资产投资资本金出资比例规定历史变化

1996年设立（1996.8.23）

背景	深化投资体制改革，建立投资风险约束机制，有效地控制投资规模，提高投资效益，促进国民经济持续、快速、健康发展。
调整比例	(1) 交通运输、煤炭项目，资本金比例为35%及以上；(2) 钢铁、邮电、化肥项目，资本金比例为25%及以上；(3) 电力、机电、建材、化工、石油加工、有色、轻工、纺织、商贸及其他行业的项目，资本金比例为20%及以上。
资金来源	(1) 货币出资：1>各级人民政府的财政预算内资金、国家批准的各种专项建设基金、“拨改贷”和经营性基本建设基金回收的本息、土地批租收入、国有企业产权转让收入、地方人民政府按国家有关规定收取的各种规费及其它预算外资金；2>国家授权的投资机构及企业法人的所有者权益(包括资本金、资本公积金、盈余公积金和未分配利润、股票上市收益资金等)、企业折旧资金以及投资者按照国家规定从资金市场上筹措的资金；3>社会个人合法所有的资金；4>其他法定资金。 (2) 实物、工业产权、非专利技术、土地使用权作价出资：1>必须合理评估；2>以工业产权、非专利技术作价出资的比例不得超过投资项目资本金总额的20%，国家对采用高新技术成果有特别规定的除外。

2004年部分上调（2004.4.26）

背景	加强宏观调控，调整和优化经济结构，促进上述行业（钢铁、电解铝、水泥、房地产）的健康发展。
调整比例	(1) 钢铁项目资本金比例由25%及以上提高到40%及以上；(2) 水泥、电解铝、房地产开发项目(不含经济适用房项目)资本金比例由20%及以上提高到35%及以上。

2009年部分下调（2009.5.25）

背景	应对国际金融危机，扩大国内需求，有保有压，促进结构调整，有效防范金融风险，保持国民经济平稳较快增长。
调整比例	(1) 钢铁、电解铝项目，最低资本金比例为40%；(2) 水泥项目，最低资本金比例为35%；(3) 煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、玉米深加工、机场、港口、沿海及内河航运项目，最低资本金比例为30%；(4) 铁路、公路、城市轨道交通、化肥(钾肥除外)项目，最低资本金比例为25%；(5) 保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为30%；(6) 其他项目的最低资本金比例为20%。
资金来源	金融机构在提供信贷支持和服务时，要坚持独立审贷，切实防范金融风险。要根据借款主体和项目实际情况，参照国家规定的资本金比例要求，对资本金的真实性、投资收益和贷款风险进行全面审查和评估，自主决定是否发放贷款以及具体的贷款数量和比例。

2015年部分下调（2015.9.9）

背景	进一步解决当前重大民生和公共领域投资项目融资难、融资贵问题，增加公共产品和公共服务供给，补短板、增后劲，扩大有效投资需求，促进投资结构调整，保持经济平稳健康发展。
调整比例	(1) 城市和交通基础设施项目：城市轨道交通项目由25%调整为20%，港口、沿海及内河航运、机场项目由30%调整为25%，铁路、公路项目由25%调整为20%。(2) 房地产开发项目：保障性住房和普通商品住房项目维持20%不变，其他项目由30%调整为25%。(3) 产能过剩行业项目：钢铁、电解铝项目维持40%不变，水泥项目维持35%不变，煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、多晶硅项目维持30%不变。(4) 其他工业项目：玉米深加工项目由30%调整为20%，化肥(钾肥除外)项目维持25%不变。(5) 电力等其他项目维持20%不变；(6) 城市地下综合管廊、城市停车场项目，以及经国务院批准的核电站等重大建设项目，可以在规定最低资本金比例基础上适当降低。
资金来源	金融机构在提供信贷支持和服务时，要坚持独立审贷，切实防范金融风险。要根据借款主体和项目实际情况，按照国家规定的资本金制度要求，对资本金的真实性、投资收益和贷款风险进行全面审查和评估，坚持风险可控、商业可持续原则，自主决定是否发放贷款以及具体的贷款数量和比例。对于产能严重过剩行业，金融机构要严格执行《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》(国发〔2013〕41号)有关规定。

2019年部分下调（2019.11.13）

背景	完善固定资产投资项目资本金制度，做到有保有控、区别对待，促进有效投资和加强风险防范有机结合。
调整比例	降低部分基础设施项目最低资本金比例：(1) 将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；(2) 对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点。
资金来源	(1) 基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金，但不得超过项目资本金总额的50%。地方政府可统筹使用财政资金筹集项目资本金。(2) 严格规范管理，强化风险防范。项目借贷资金和不合规的股东借款、“名股实债”等不得作为项目资本金，筹措资本金不得违规增加地方政府隐性债务，不得违反国有企业资产负债率相关要求，不得拖欠工程款。

资料来源：《关于固定资产投资项目试行资本金制度的通知》，《关于调整部分行业固定资产投资项目资本金比例的通知》，《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》，《关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》等，华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com