

专项债资本金领域或全面放开，基建权益端政策变化值得重视

——建筑装饰行业关于 2019 年 11 月 13 日国常会的点评

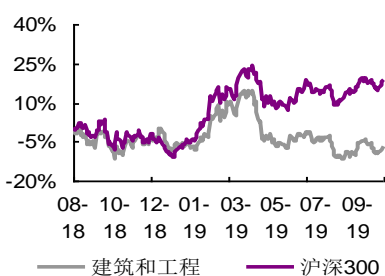
行业简报

买入（维持）

分析师

孙伟风（执业证书编号：S0930516110003）
021-52523822
sunwf@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

建企存货及应收账款研究，探寻资产减值形成原理及坏账准备属性——建筑装饰行业专题研究

..... 2019-10-22
印发《交通强国建设纲要》，支撑基建中长期需求——关于《交通强国建设纲要》点评

..... 2019-09-20
8月基建投资增速明显回升，“逆周期调节”有望发力——关于2019年1-8月投资数据点评

..... 2019-09-16

事件：

2019年11月13日，国常会会议决定：1) 降低部分基础设施项目最低资本金比例；2) 基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益性、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%。3) “名股实债”不得作为项目资本金。

点评：

◆降低资本金比例影响有限

降低资本金比例更多体现的是决策层对于基建的呵护态度，但实际影响较为有限。我们在2019年年度策略报告中做过相关测算与统计：1) 基建资金来源中来自国内贷款的比例约为15%，且占比持续走低；2) 根据国家发改委2015年下调后的资本金比例，轨交、铁路、公路等约为20%，港口等约为25%。然而，统计发改委所批复的铁路、公路项目，其实际资本金比例平均约为50%，远高于所设定的最低资本金比例。此次，会议提及“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”；然而基建类项目回报率偏低，部分项目回款严重依赖地方财政，导致信贷支持力度不够、实际资本金比例居高不下。因此，我们判断降低资本金比例的信号意义大于实际意义。

◆专项债资本金领域或全面放开，重点关注基建投资权益端资金来源变化，

我们认为基建项目权益端资金来源的放开是此次会议的亮点，值得重点关注：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%。2) 地方政府可统筹使用财政资金筹集项目资本金。

前期监管层对于基建权益端的穿透式审查，以及资管新规等诸多约束，致基建投资实际杠杆率大幅降低。历史上，即便杠杆乘数低（资本金比例50%），但可以通过权益端“名股实债”的方式提高项目的实际杠杆乘数，使名义上2x-3x的杠杆乘数扩充至10x甚至更高，这也是过往基建投资弹性的来源。

此次文件，依旧限制“名股实债”，但首次提出“发行权益型、股权类金融工具”，我们认为此类工具有一定指向性，基建类Reits可能其中一个选项（参见我们前期报告《PPP资产证券化提速，Reits还会远吗？》）。基建资本金环节发行权益型工具，可大大降低地方政府即期的出资压力，但也要注意，若项目吸引力不强，此类工具资金募集将有一定难度。

“地方政府可统筹使用财政资金筹集项目资本金”。需要注意，专项债属于广义财政资金，据此我们理解为专项债用于资本金的基建领域或将全面放开，并且此次会议对于财政资金没有设定上限比例。专项债若全面用于资本金，将大幅提高基建的杠杆乘数，使基建投资弹性提高。后续我们将重点关注2020年新增专项债规模及结构。

◆ **基建投资杠杆系数或将回升，维持“买入”评级**

降低资本金比例显示决策层对基建呵护之态度。基建投资权益端资金来源变化或将带动项目杠杆系数回升。重点关注 Reits 等权益类出表工具推进。“地方政府可统筹使用财政资金筹集项目资本金”，意味着专项债用于基建项目资本金的领域有可能会全面放开，**且没有比例限制**。重点关注 2020 年新增专项债额度以及结构变化。若投资杠杆系数回升，基建投资或有较大弹性。

2019 年三季报已显示建筑行业集中度快速提升，龙头企业直接受益。短期少数股东损益对央企国企有负面影响，但随着各家企业临近“去杠杆目标”，后续影响将减弱。建议关注中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国交建、中国化学、中国电建、中国中冶。自下而上建议关注中材国际、上海建工。

◆ **风险提示：**

基建投资不及预期，相关政策推进不及预期

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼