

建筑装饰

 证券研究报告
 2019年11月21日

基建类专项债究竟对接了什么项目？

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

唐笑

分析师

 SAC 执业证书编号: S1110517030004
 tangx@tfzq.com

岳恒宇

分析师

 SAC 执业证书编号: S1110517040005
 yuehengyu@tfzq.com

肖文劲

分析师

 SAC 执业证书编号: S1110519040001
 xiaowenjin@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《建筑装饰-行业专题研究:无锡高架坍塌事件冷思考:独柱墩存安全隐患,桥梁抗倾覆加固带来业务增量》2019-11-17
- 《建筑装饰-行业研究周报:行业估值影响因素有望解除,配置时机或已到来》2019-11-17
- 《建筑装饰-行业点评:项目资本金下调,逆周期政策持续加码》2019-11-14

基建类专项债占比显著提升,新专项债额度暂未提前发行

从专项债类型来看,2019年一季度到三季度(前三季度本年新增额度已全部发完)泛基建类型专项债单季度发行金额占比逐季显著提升,前三季度分别为27.5%、30.3%、47.8%。从2018-2019年各省新发专项债金额来看,新发专项债主要集中在沿海以及部分中部省份。此外,今年新增额度在2019年9月底发完后,截止到2019年11月19日,并未有2020年的新额度提前发出。

我们从274个泛基建类债券(2019年11月19日前共发行754只,多数为土储和棚改)中,在不同细分领域各随机抽取该类债券发行数目的10%,并确保各细分领域抽样中覆盖每一个涉及省市,以求刻画基建类专项债背后的项目“画像”。

样本项目基本均处于已开工状态,相关项目资金撬动仍然有限

项目状态方面,在59个样本专项债中,基于披露材料,基本所有项目处于已开工状态。此外,相关项目资本金与专项债总计支持金额占比往往较高,专项债的资金撬动作用可能极为有限。多数项目资本金或自筹资金占比高于40%,同时多数项目的投资额资金来源中,专项债的总计支持金额也占比在40%以上,甚至有10个项目70%以上的后续资金都需要专项债支持。

多数项目未来收入或存在地产依赖

在可统计偿债资金来源的57个项目中,有29个项目其未来偿还专项债券本息的主要来源与土地出让所得或相关物业出租有较强联系,这其中19个项目的预计还款资金来源完全来自于土地出让所得。随着未来多数基建项目与专项债紧密相连,地方政府债务与地产之间在部分领域的高关联性在短期内或仍难打破。

在专项债的披露中,可以看到在未来项目回款不达预期时,通常会安排相关后备措施来保障之前债券本息的偿还。以下几种保障方式被多次提及:

第一,发行土储债帮助土地顺利出让,从而变向填补之前专项债到期本息;

第二,通过专项债滚动发行来周转偿还;

第三,通过对前期债务提出化解方案,同样有望减轻未来还款压力,从而保障专项债本息还款的优先顺位。

风险提示:抽取样本出现较大偏差,相关披露信息与实际操作情况严重不符



内容目录

1. 基建类专项债占比显著提升，新专项债额度暂未提前发行	3
2. 相关项目资金撬动仍然有限，多数项目或存在地产依赖	5
2.1. 专项债对接项目多数已开工，项目资金撬动作用可能极为有限	5
2.2. 多数项目未来收入或存在地产依赖	8
2.3. 未来各种后备回款计划保障专项债本息偿付	10
3. 在密集申报过程中，政府需加强对于项目的质量控制	12
4. 风险提示	13

图表目录

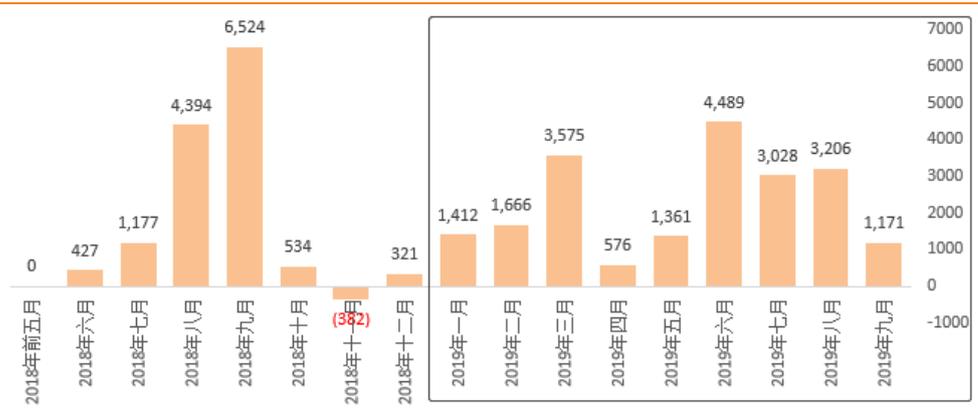
图 1: 2019 年 9 月底至 11 月 18 日期间，仍未有新专项债提前发出	3
图 2: 专项债简要发行流程	3
图 3: 2018 年与 2019 年各省新发专项债总额对比（单位：亿）	4
图 4: “泛基建类”相关专项债发行总额单季度占比逐季显著提升（注：单季度不同类别专项债发行总额占比）	4
图 5: “其他”类专项债债券涉及领域	4
图 6: 样本项目资本金或自有资金占比分布	6
图 7: 专项债总支持金额占比分布	6
图 8: 基建资金来源各大分项（注：占比数据为 17 年数据，目前 18 年数据预计在今年 12 月公布）	6
图 9: 2019 年河南省（省本级）收费公路专项债券（一期）信用评级	6
图 10: 2019 年云南省政府收费公路专项债券(一期)信息披露文件截图	7
图 11: 2019 年天津市政府城际铁路专项债券（一期）信用评级报告截图	9
图 12: 2019 年河南省洛阳市城市轨道交通 1 号线专项债券披露信息截图	9
图 13: 2019 年陕西省(西安市)轨道交通专项债券(一期)与 2019 年厦门市轨道交通项目专项债券(一期)披露信息截图	9
图 14: 2019 年河北省基础设施专项债券（一期）信息披露文件截图	10
图 15: 2019 年第一批天津市宁河区生态保护项目基本情况截图	10
图 16: 昭通市政府收费公路专项债券（一期）项目实施方案截图	11
图 17: 2019 年宁夏回族自治区政府收费公路专项债券(二期)披露资料截图	11
图 18: 财政收入与财政支出累计同比增速情况（单位：%）	12
图 19: 一般债与专项债年内发行额与余额变化（单位：亿）	13
图 20: 一般债与专项债剩余额度（单位：亿）	13
表 1: 抽样情况	5
表 2: 《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》各类项目融资渠道	5
表 3: 抽样项目列表（单位：亿）	7
表 4: 随机抽取 6 个地区公路项目通行费预测情况	12

1. 基建类专项债占比显著提升，新专项债额度暂未提前发行

临近 2019 年年底，市场对于专项债的关注有所升温，在近年来众多基建融资渠道有所受阻之后，专项债是少有的存在扩张预期的基建资金来源，本文拟基于 2019 年已发行基建类专项债的抽样样本进行简要探讨，尝试对此类专项债所对应项目的特征进行一定了解。

从专项债发行情况来看，今年新增额度在 2019 年 9 月底发完后，**截止到 2019 年 11 月 19 日，并未有 2020 年的新额度提前发出**。我们在之前报告提到过，即使专项债新增额度不属于政府预算赤字的一部分，但却属于每年 3 月“两会”期间人大通过的当年预算草案中政府性基金预算部分，“来年额度提至当年来用”或仍存在一定的政策阻力。如果该行为发生，则可被视为较为“突破常规”逆周期调节手段。

图 1：2019 年 9 月底至 11 月 18 日期间，仍未有新专项债提前发出



资料来源：天风证券研究所，wind

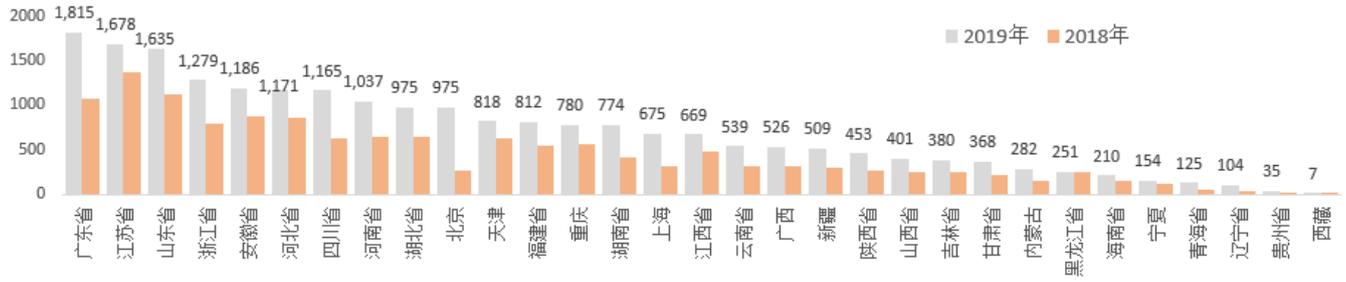
图 2：专项债简要发行流程



资料来源：天风证券研究所，财政部官网

从 2018-2019 年各省新发专项债金额来看，**新发专项债主要集中在沿海以及部分中部省份**。此外，广东，以及以往发行量较小的上海和北京在 2019 年显著提升，从其新发专项债类型来看，主要为土储与棚改债券，发行时间集中在 3 月和 6 月底；广东新发金额的快速提升主因深圳地区与“粤港澳大湾区”类型专项债发行量提升。

图 3：2018 年与 2019 年各省新发专项债总额对比（单位：亿）

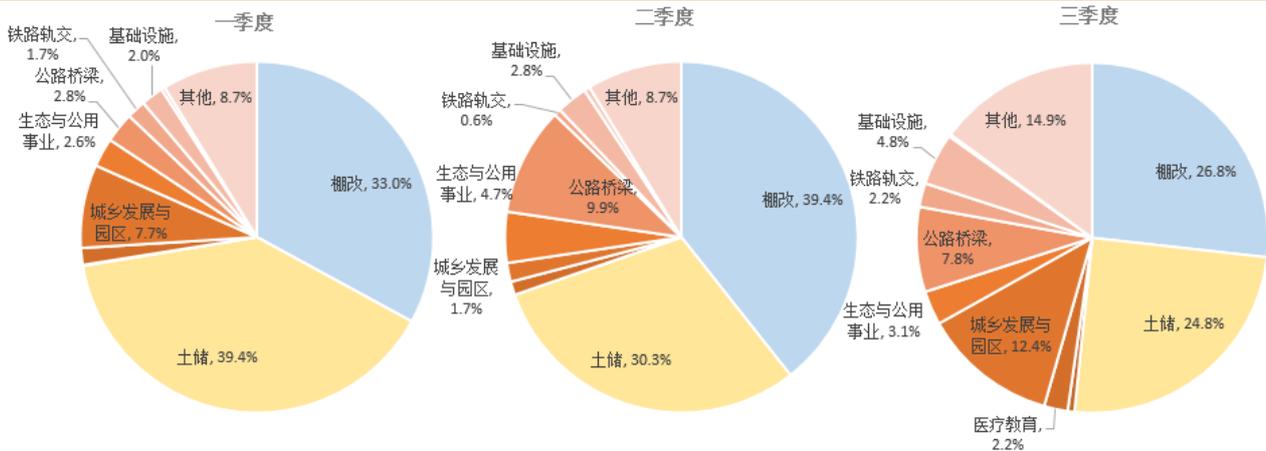


资料来源：天风证券研究所，wind

从专项债类型来看，2019 年一季度到三季度（前三季度新增额度已全部发完），泛基建类型专项债单季度新发金额占比逐季显著提升，前三季度分别为 27.5%、30.3%、47.8%。此处我们将下图类别中的“铁路轨交”、“基础设施”、“公路桥梁”、“生态与公用事业”、“城乡发展与园区”、“其他”等橙色部分归为泛基建类专项债。

“其他”类主要指从普通专项债券，命名往往为“xxx 政府专项债券”（多用于公益性资本支出，募投项目较广）和发行量较小的其他非标准化项目收益专项债券类别。经过对样本观察，前者往往单个债券包含多个不同类别基建项目，比如 2019 年重庆市政府专项债券（十三期）主要包括不同区域的河道综合治理、垃圾处理场、城区配套设施建设、道路建设等等。后者如图 4 项目类型汇总所示，包括绿色市政、社区改造等多数仍与基建相关的项目。

图 4：“泛基建类”相关专项债发行总额单季度占比逐季显著提升（注：单季度不同类别专项债发行总额占比）



资料来源：天风证券研究所，wind；注：每季度低于 1% 的部分项目或与基建相关度相对较低的项目，如保障性住房、旅游、医疗教育等未在图中标出

图 5：“其他”类专项债债券涉及领域

粤港澳大湾区科创平台	市政发展
智慧绿色港口	人才综合体
政府示范镇	经济示范区配套
旧城区改造	供热设施
国家会展中心周边配套设施	航空科创城
地下综合管廊	航运中心核心功能区
锦江绿道	国家陶瓷文化传承创新试验区
二期防洪工程	绿色市政
灾后重建	社会事业发展
城中村整体搬迁	沿海经济带产业发展
机场	产业集群
一带一路经济带	民生保障
社区改造	绿色交通
桥梁隧道	重点功能区配套设施
旧村改造	停车场综合体

资料来源：天风证券研究所，中国债券信息网

我们从 274 个泛基建类债券(2019 年 11 月 19 日前共发行 754 只,多数为土储和棚改)中,在不同细分领域各随机抽该类别债券发行数目的 10%(由于“其他类”专项债特征不明显,此处仅取样两只),并确保各细分领域抽样中覆盖每一个涉及省市,比如某领域的 10%仅为 2 个样本,但该领域有 6 个省市发过债,则取 6 个样本。下表为主要样本情况。基于所抽取样本债券所对应的单个项目进行简要研究,以求刻画基建类专项债背后的项目“画像”。

表 1: 抽样情况

	项目数目(个)	涉及投资额(亿)	涉及省市(个)
样本	59	1470	28
总体	274	5020	31
覆盖率	21.53%	29.29%	90.32%

资料来源:天风证券研究所,中国债券信息网

2. 相关项目资金撬动仍然有限,多数项目或存在地产依赖

2.1. 专项债对接项目多数已开工,项目资金撬动作用可能极为有限

各地专项债往往会披露三个重要材料,分别是项目情况介绍、项目收入与融资资金平衡测算评价报告和评级报告,基于样本专项债的上述披露材料,可了解到相关项目的主要特征。

项目状态方面,在 59 个样本专项债中,基于披露材料,基本所有项目处于已开工状态。在样本专项债对应的 68 个项目中(其中 2 个专项债统计其覆盖的 12 个项目,由于存在结合披露的情况,此处均放入样本),6 个已完工(募集资金主要用于支付工程尾款),58 个已开工,4 个未披露。

资本金与专项债总支持金额占比往往较高,专项债的资金撬动作用可能极为有限。在 6 月 10 日中央办公厅、国务院办公厅印发的《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》(以下简称“《通知》”)中提到“收益兼有政府性基金收入和其他经营性专项收入,且偿还专项债券本息后仍有剩余专项收入的重大项目”可根据剩余专项收入情况向金融机构市场化融资。但目前下图中第三类重大项目可能仍然较少,难以撬动过多银行贷款。

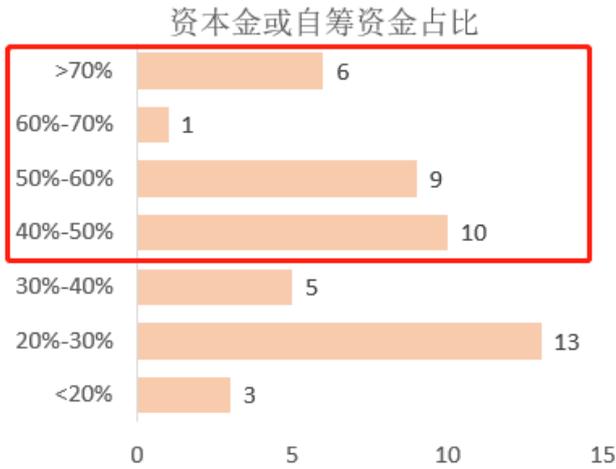
表 2:《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》各类项目融资渠道

重大项目收益性	融资渠道
没有收益	通过统筹财政预算资金和地方政府一般债券予以支持
有一定收益且收益全部属于政府性基金收入	由地方政府发行专项债券融资
收益兼有政府性基金收入和其他经营性专项收入(以下简称专项收入,包括交通票款收入等),且偿还专项债券本息后仍有剩余专项收入	可以由有关企业法人项目单位(以下简称项目单位)根据剩余专项收入情况向金融机构市场化融资

资料来源:天风证券研究所、国务院办公厅

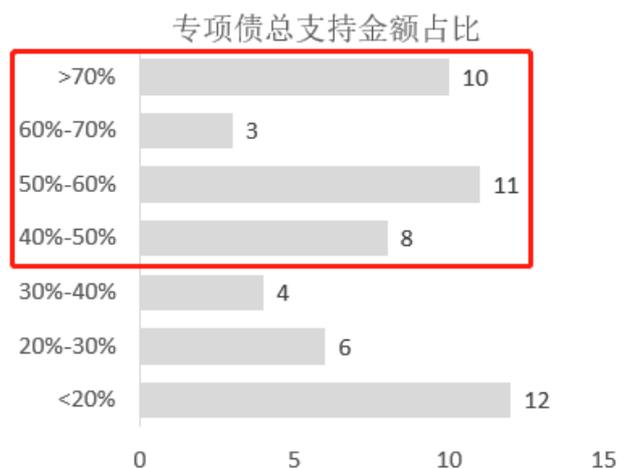
基于项目所披露资本金或自筹资金占比以及专项债总支持金额占比来看,多数项目的投资资金严重依赖于专项债与资本金,比如下图 6 与 7 关于样本的统计中,多数项目资本金或自筹资金占比高于 40%,同时多数项目的投资额资金来源中,专项债的总支持金额也占比在 40%以上,甚至有 10 个项目 70%以上后续资金都拟以专项债支持。(注:图 8 为基建项目资金来源的常规构成部分)

图 6：样本项目资本金或自有资金占比分布



资料来源：天风证券研究所，中国债券信息网

图 7：专项债总支持金额占比分布



资料来源：天风证券研究所，中国债券信息网

图 8：基建资金来源各大分项（注：占比数据为 17 年数据，目前 18 年数据预计在今年 12 月公布）

类别	2017年占比	分项
自筹资金	58.57%	政府性基金（除专项债外其他部分）
		政府性基金（专项债部分）
		城投债净融资
		PPP中社会资本
		非标融资（有可能和贷款重合）
		铁路建设债券（政府支持机构债）
		发改委专项债、专项建设债券
预算内资金	16.10%	政府各部门引导基金及购买服务
		其他基建投向的产业债
国内贷款	15.65%	一般公共财政支出（包含地方一般债）
		国债
其他资金	9.37%	国内贷款
		政策性金融债
利用外资	0.31%	抵押补充贷款（PSL）

资料来源：天风证券研究所，wind

以下文两截图为例，我们在样本中可以看到多数项目的资金来源安排中存在着高资本金比例与高专项债依赖的情况。

关于高资本金占比，或为两个因素造成，首先是近年来的审批因素，省级和中央发改委出于地方债务防风险的考虑，在项目审批的过程中倾向于通过资本金比例较高（项目资金缓冲较为充足）的项目，其次是由于银行对于基建项目贷款意愿有所下滑，各地被动提升上报项目资本金比例。整体来看，专项债对应项目本身盈利性较为有限，也可能是资本金以及专项债占比较高的主要原因，此外中央与地方的博弈因素或亦为目前上报项目盈利性有限的影响因素之一。

图 9：2019 年河南省（省本级）收费公路专项债券（一期）信用评级

资金用途及来源方面，2019 年河南省（省本级）收费公路专项债券（一期）募集资金全部由省本级留用，专项用于滎池至浙川高速公路西峡至浙川段、栾川至卢氏高速公路、滎池至浙川高速公路滎池至洛宁段、濮阳至卫辉高速公路滑县至卫辉段 4 个省本级政府收费公路项目，设计通车里程 227.41 公里，计划投资额 334.32 亿元，拟全部使用政府收费公路专项债券资金，其中本期拟募集资金 50 亿元，其余 284.32 亿元于以后年度申请。

资料来源：天风证券研究所，中国债券信息网

图 10：2019 年云南省政府收费公路专项债券(一期)信息披露文件截图

项目资金筹措总额 1,899,761 万元，其中筹集资本金共计 909,761 万元，约占调整后概算总投资的 48% 发行地方政府收费公路专项债券 990,000 万元，占调整后概算总投资的 52% 资金筹措及平衡如下表所示：

资料来源：天风证券研究所，中国债券信息网；注：项目资本金中国国家安排中央专项建设基金（车购税）60.96 亿，财政筹资金 30.0161 亿

表 3：抽样项目列表（单位：亿）

项目名称	投资金额	专项债本期支持金额	专项债总支持金额	占比	资本金或自有资金占比
自治区本级国道 577 线墩麻扎至旱田特克斯段项目与和伊犁州 G578 线墩麻扎-尼勒克公路项目	52.5	7.0	23.5	44.7%	55.3%
中山市中心组团黑臭（未达标）水体整治提升工程	202.2	8.4	备注 1	未披露	未披露
郑州综合交通枢纽东部核心区地下空间综合利用工程项目	47.4	4.7	14.0	29.6%	70.4%
延庆至崇礼高速公路河北段	228.3	30.0	70.0	30.7%	34.0%
西流湖郑州高新区段生态修复工程	43.9	4.8	10.0	22.8%	77.2%
吴圩机场至隆安高速公路	52.4	10.0	41.9	79.9%	20.1%
天津市宁河区七里海湿地生态保护修复十大工程	241.3	10.0	90.0	37.3%	未披露
天津市滨海新区轨道交通 B1 号线项目	293.8	8.0	70.0	23.8%	40.0%
深圳市轨道交通 14 号线项目	390.0	30.0	200.0	51.3%	48.7%
汕头市南山湾产业园基础设施及连接主干道（一期）工程	64.2	1.0	2.0	3.1%	未披露
泉州湾河口湿地整治	5.2	2.5	2.5	48.3%	51.7%
庆阳市西峰城区北区集中供热工程项目	2.9	0.2	未披露	未披露	未披露
宁乡至韶山项目	47.4	23.5	41.5	87.6%	12.4%
南门外新建停车场项目	2.1	0.6	1.2	56.1%	未披露
南充市清泉坝生态环境综合治理项目	14.2	1.5	6.0	42.1%	57.9%
纳入政府性基金预算管理，用于淳安县千岛湖生态环境保护治理项目	13.1	10.0	10.0	76.2%	23.8%
洛阳市城市轨道交通 1 号线工程	180.3	13.0	50.0	27.7%	20.0%
栾川至卢氏高速公路	153.6	23.0	153.6	100.0%	备注 2
鲁南高铁（曲荷段）配套基础设施建设项目	69.0	27.0	50.0	72.5%	27.5%
柳州市柳东新区东城汽车后市场产业服务园区配套工程项目	8.7	0.5	0.5	5.8%	21.7%
灵武市再生资源循环经济示范区整治项目	10.4	3.0	3.0	28.8%	42.3%
溧阳至宁德高速公路江苏段新建工程	33.2	4.0	11.0	33.1%	60.5%
丽江市生态环境保护与治理项目（共 5 个）	13.3	9.9	9.9	74.1%	25.9%
4 处巨鹿县基础设施建设项目	10.1	1.6	1.6	15.6%	备注 3
景泰至中川机场公路	79.3	11.7	51.5	65.0%	35.0%
京哈高速吉林省长春至拉林河段改扩建工程	92.4	11.0	58.9	63.7%	未披露
京藏高速石嘴山（蒙宁界）至中宁段改扩建项目	221.4	13.0	19.5	8.8%	25.8%
津石高速公路（海滨大道-荣乌高速）	76.2	11.0	38.1	50.0%	50.0%
济南市凤凰路北延（凤凰路跨黄河公路大桥）	35.7	5.0	26.5	74.2%	25.8%
吉林（中国—新加坡）食品区创新创业产业孵化基地建设项	5.5	2.0	4.0	72.7%	27.3%
国家会展中心周报配套设施建设	67.2	5.0	37.4	55.6%	

国家高速公路网 G7611 都匀至香格里拉高速公路	190.0	52.0	99.0	52.1%	47.9%
广安市岳池（九龙）至华蓥（阳和）干线公路工程	6.4	0.5	3.8	59.6%	40.4%
涪源县易地扶贫搬迁项目	16.1	6.6	2.1	13.0%	59.1%
福州软件园晋安分园	33.0	1.0	1.0	3.0%	97.0%
福建省福州绕城公路东南段	138.0	13.5	20.8	15.1%	40.0%
地铁十四号线	94.7	10.0	51.8	54.7%	40.0%
德州至上饶高速公司赣皖界至婺源段新建工程	70.4	20.0	50.0	71.0%	29.0%
渤海综合治理生态保护项目	65.1	14.0	14.0	21.5%	79.9%
北京至唐山城际铁路（天津段）建设项目	98.4	8.0	49.0	49.8%	50.2%
保定高新区四个产业园区	105.8	5.0	5.0	4.7%	52.5%
安康至岚皋（陕渝界）高速公路	141.7	36.0	99.5	70.2%	29.8%
G25 长深高速赖清至富阳段扩容杭州段及 G25 富阳至 G60 诸暨高速联络线项目	258.4	30.0	109.9	42.5%	45.0%
G213 策克至磨憨公路乐都至化隆段	68.9	8.0	38.1	55.3%	44.7%
4 号线一期工程	300.1	20.0	26.0	8.7%	25.0%
3 号线工程	286.2	35.0	134.0	46.8%	40.0%
347 国道荆门东桥至子陵段改扩建工程（钟祥段）	18.9	5.0	11.1	58.4%	41.6%
318 国道池州殷汇段至南陵界一级公路改建工程项目	25.3	12.2	未披露	48.3%	51.7%
16 号线（汉南线）项目	166.0	28.1	80.0	48.2%	51.8%
11 个城市的 29 个医疗卫生项目建设支出	54.4	13.5	40.9	75.1%	42.5%
8 处公路项目	332.9	18.5	18.5	5.6%	20.6%
胶州市李哥庄镇新型城镇化建设项目	33.4	12.5	12.5	37.4%	56.8%
二广高速公路集宁至阿荣旗联络线大板至查白音他拉段高速公路	80.3	2.0	52.2	65.0%	35.0%
新建集宁至大同至原平铁路（内蒙古段）	111.3	11.4	61.4	55.2%	70.4%
西环线三亚至岭头段公交文化旅游化改造项目	91.9	15.0	15.0	16.3%	20.0%
哈尔滨至肇源高速公路工程	76.0	15.2	15.2	20.0%	80.0%
机场二通道	158.1	10.0	82.0	51.9%	21.8%
跳蹬河综合整治（二期）项目	13.0	1.5	7.5	57.8%	42.2%

资料来源：天风证券研究所，中国债券信息网

2.2. 多数项目未来收入或存在地产依赖

在可统计偿债资金来源的 57 个项目中，有 29 个项目其未来偿还专项债券本息的主要来源与土地出让所得或相关物业出租有较强联系，这其中 19 个项目的预计还款资金来源完全来自于土地出让所得。其余 28 个项目收入来源包括通行费收入、相关路衍收入、以及园区、医疗等各类专项经营收入等等。此处需要注意的是，本次样本选取中多数债券为项目收益专项债券（往往要求项目收益与融资自求平衡），对于覆盖面较广且多以公益项目为主的普通专项债则抽样较少，未来我们会在另一篇文章中继续讨论普通类专项债覆盖项目情况。

在抽取的样本中，除直接披露项目收入依赖于地产相关收入之外，构成部分项目未来收入重要部分的铁路建设、轨道交通发展等各类专项资金的主要资金来源也与地产存在较大联系。比如下图中的天津城际铁路项目与洛阳地铁项目的相关披露。

图 11：2019 年天津市政府城际铁路专项债券（一期）信用评级报告截图

财务评价报告》，北京至唐山城际铁路总投资 449 亿元，其中：天津段总投资为 984,067 万元，计划发行天津市政府债券市本级城际铁路专项债券 490,000 万元，其余资金由财政统筹或项目实施单位自筹解决。该项目收益包括铁路建设专项资金，根据天津市铁路建设专项资金筹集使用管理办法（津政办发[2015]33号）规定：铁路建设专项资金按照全市以招标、拍卖、挂牌方式出让商业、旅游、娱乐、商品住宅等经营性建设用地使用权的出让面积每平方米 200 元筹集，专项用于在建铁路项目资金来源。该项目的现金流预测参考项目实施单位 2014~2018 年近五年收到天津市财政局已拨付的铁路建设专项资金及相关历史数据等估算。项目实施单位 2014~2018 年合计收到天津市财政局已拨付的铁路建设专项资金 514,579.44 万元，每年平均 102,915.89 万元，参考历史数据，为保守估计，预测未来每年铁路建设专项资金平均流入 102,000.00 万元，同时考虑铁路

资料来源：天风证券研究所，中国债券信息网

图 12：2019 年河南省洛阳市城市轨道交通 1 号线专项债券披露信息截图

5.1.2 轨道交通发展专项资金

为了加快推进地铁建设，建立可持续性的轨道交通项目建设资金筹集、使用、管理机制，2018 年洛阳市政府下发了《关于洛阳市轨道交通发展专项资金管理暂行办法的通知》（洛政办〔2018〕24 号）。根据规定：市财政将该项资金专项用于轨道项目建设期的资本金、偿还本息及运营期补贴等。运作方式如下：

1. 财政分级负担。自 2018 年起，每年按照上年财政一般

公共预算收入总额的一定比例，专项用于轨道建设，其中：市本级 6%、区级 3%（含涧西区、西工区、老城区、洛龙区、瀍河区、高新区等）、县（市）级 1%（含偃师市、孟津县、新安县、吉利区），区、县级应承担部分由市财政通过预算统一结算；

2. 国有土地使用权出让收入，每年按收入总额计提 10%；

3. 城市基础设施配套费收入，每年按收入总额计提 5%。

以上专项资金按一定比例用于 1 号线工程，其中 2022 年为 65%、2023 年为 60%、2024 年及以后为 55%，以下为

资料来源：天风证券研究所，中国债券信息网

此外，在样本中的城轨相关项目中，可以看到多数项目披露文件中均阐述了地铁等轨道交通项目沿线土地开发的重要性，比如“地铁+物业”运作模式被多次提及，这与轨道交通运营收入的低盈利性与项目本身的福利属性相关。

图 13：2019 年陕西省(西安市)轨道交通专项债券(一期)与 2019 年厦门市轨道交通项目专项债券(一期)披露信息截图

实践证明，快速轨道交通项目对沿线土地开发的带动作用非常巨大。西安市采用“地铁+物业”运作模式，地铁车站由单一地铁运营的交通功能向多功能发展。地铁物业上盖的开发既可以节约城市土地资源，又可形成独特城市风景线。地铁枢纽本身便利的交通、完善的服务设施及良好的环境能够吸引大量人群在此办公、居住，为周边地块带来人气与商机。西安地铁工程开发与上盖建筑的商业开发相结合，利用轨道交通站周围地块进行住宅、商业、娱乐、办公等多种设施的开发，形成综合功能区，以增加地铁运营后的收入，同时推动片区发展，形成良性循环，为城市发展带来较大的经济效益。

根据《厦门经济特区轨道交通条例》，厦门市人民政府将轨道交通用地划拨给轨道交通经营单位，其中涉及综合开发项目的，由轨道交通经营单位作为前期业主，建设形成轨道交通综合开发用地，并交由市人民政府收储。轨道交通综合开发用地由厦门市人民政府重新核准规划条件后，采取招标、拍卖、挂牌等方式出让土地使用权，经厦门市人民政府批准，可以按照规定采用作价出资、协议出让等方式给轨道交通经营单位实施综合开发。项目实施方厦门轨道交通集团有限公司为厦门市轨道交通经营单位。

资料来源：天风证券研究所，中国债券信息网；

整体来看，基于样本专项债对应项目的研究，多数基建类型项目未来的还款来源仍对地产相关资源形成较大依赖，这或许也是全国地产调控“以‘一城一策’为主，不搞盲目打压”的主要原因之一，随着未来多数基建项目与专项债紧密相连，地方政府债务与地产之间在

部分领域的高关联性在短期内可能仍然难以打破。

2.3. 未来各种后备回款计划保障专项债本息偿付

在专项债的披露中，可以看到在未来项目回款不达预期时（比如土地难以出让、通行费显著低于预期等等），通常会安排相关后备措施来保障之前债券本息的偿还。以下几种保障方式被多次提及：

第一，发行土储债助推土地顺利出让，从而变向填补之前专项债到期本息。比如 2019 年河北省基础设施专项债券（一期）信息披露中提到，若项目相关土地未能按计划出让的话，可以考虑在限额内发行土储专项债协助周转。此处或可以理解为政府发行土储债，在拿到资金后，从项目实施方手中收储土地，从而帮助前期项目相关专项债的本息偿还。

这或许也能解释为什么在 2017 年以来地产调控较以往显著提升的背景下，为何土储专项债的占比持续处于高位。这里需要提一下，在国务院总理李克强 9 月 4 日主持召开国务院常务会议中提过“专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目”，此处主要特指 2019 年 3 月前提前发放的专项债。我们认为中期内土储项目相关专项债占比仍然难以下降，但明年一季度前专项债占比会在政策推动下大概率向基建倾斜。

图 14：2019 年河北省基础设施专项债券（一期）信息披露文件截图

地，确保按时还本付息。若土地未能按照出让计划或土地出让暂时难以实现、不能偿还到期债券本金时，可考虑在专项债券限额内以及满足覆盖倍数的情况下发行土地储备专项债券周转偿还，或者由政府财政资金追加资本金来满足债券存续期间的还付息责任。

资料来源：天风证券研究所，中国债券信息网

第二，通过专项债滚动发行来周转偿还。比如在 2019 年天津市生态保护专项债券（八期）的相关披露文件中提到，“必要时天津市政府可发行新一期地方政府专项债券用于偿还债券本金”。此外，在昭通市政府收费公路专项债券项目实施方案中，也可以明确看到相关项目已经提前安排 2023 年以及 2029 年的新发专项债募集资金与通行费一起并列作为未来专项债本息还款来源。

图 15：2019 年第一批天津市宁河区生态保护项目基本情况截图

（二）必要时天津市政府可发行新一期地方政府专项债券用于偿还债券本金。若七里海湿地生态保护修复项目的收益无法按照预期实现，不能偿还到期债券本金时，天津市政府将按照财政部相关政策规定在专项债券债务限额内发行专项债券周转偿还，确保债券本金偿付。

资料来源：天风证券研究所，中国债券信息网

图 16：昭通市政府收费公路专项债券（一期）项目实施方案截图

年份	期初专项债券余额	本息专项债券发行	利息支出	本期还款	其中还本	其中付息	期末专项债券余额
2018	-	470,000	-	-	-	-	470,000
2019	470,000	520,000	17,813	17,813	-	17,813	990,000
2020	990,000	-	42,253	42,253	-	42,253	990,000
2021	990,000	-	42,253	42,253	-	42,253	990,000
2022	990,000	-	42,253	42,253	-	42,253	990,000
2023	990,000	470,000	53,533	527,000	470,000	53,533	990,000
2024	990,000	-	47,000	47,000	-	47,000	990,000
2025	990,000	-	47,000	47,000	-	47,000	990,000
2026	990,000	-	47,000	47,000	-	47,000	990,000
2027	990,000	-	47,000	47,000	-	47,000	990,000
2028	990,000	-	47,000	47,000	-	47,000	990,000
2029	990,000	400,000	47,000	507,000	520,000	47,000	870,000
2030	870,000	-	40,560	40,560	-	40,560	870,000

资料来源：天风证券研究所，中国债券信息网

第三，通过对前期债务提出化解方案，同样有望减轻未来还款压力，从而保障专项债本息还款的优先顺位。比如在下图中，宁夏交投同数十家金融机构通过协商，将部分前期债务还款期限延迟，使得相关专项债的本息还款到期日提前于前期存量债务。

作为预计在中期内都将对政府投资都将产生较大影响的重要文件—《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》(中发〔2018〕27号)，其发布之后，2019年年初多数地区推出隐性债务化解方案。我们认为在6种常见化解方案中，借新还旧以及展期可能是短期可行性较高的方式，但在控制不当情况下仍有累积风险的可能，其他五种（安排财政资金偿还、出让政府股权及经营性国有资产权益偿还、利用项目结转资金和经营收入偿还、合规转化为企业经营性债务、采用破产重整或清算）的普适性可能弱于债务展期。

图 17：2019 年宁夏回族自治区政府收费公路专项债券(二期)披露资料截图

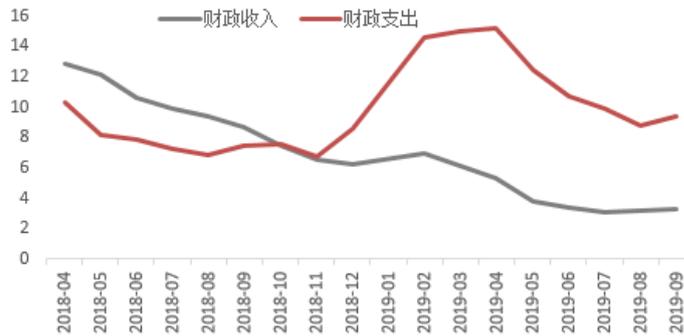
(2)根据宁夏回族自治区人民政府专题会议纪要(2019年4月1日第15期)，会议同意“自治区高速公路债务风险防范化解主要措施，宁夏交投会同国家开发银行宁夏分行等10家银行，根据会议讨论意见进一步修改完善后形成可行性方案，积极稳妥抓好落实”。根据交投提供的债务化解方案，对存量债务暂时难以偿还的，由宁夏交投与金融机构协商一致，除国家专项基金、国际金融机构（世界银行和亚洲开发银行）贷款、地方政府债券无法延期外，对其余债务采取优化结构、适当延期的方式按期偿还本息。由国家开发银行宁夏分行牵头，其他债权银行共同组成银团，将高速公路存量债务和拟增加的续建项目债务整体优化调整，在维持原贷款合同约定的利率不变的前提下，还款期限原则上都按25年统一安排。本次测算其他融资性贷款除国开基金外按照债券存续期10年内只归还借款利息，不归还本金计算。

资料来源：天风证券研究所，中国债券信息网

除了上述方法外，多数相关专项债披露文件也提出可“**通过调减投资计划、处置可变现资产、调整预算支出结构等方式筹集资金偿还债务**”。

综上，我们认为若中央对于政府整体杠杆率控制有所放松，政府在基建项目的支出仍有较高的弹性，在专项债的滚动发行可以作为主要还款资金来源的背景下，政府对基建项目投资的主要瓶颈在于自身杠杆率的调控。在目前财政收入与支出增速缺口依然显著以及地方债务调控的背景下，通过政府自身杠杆率大幅提升来托底基建的情况更加难以发生。

图 18: 财政收入与财政支出累计同比增速情况 (单位: %)



资料来源: 天风证券研究所, wind

3. 在密集申报过程中, 政府需加强对于项目的质量控制

通过对于统计样本的分析, 可以看到 2019 年基建类专项债所对应项目可能存在以下特征:

- 第一, **专项债相关项目的资金撬动作用极为有限。**“收益兼有政府性基金收入和其他经营性专项收入,且偿还专项债券本息后仍有剩余专项收入”重大项目相对较少, 多数项目可能无法采用“专项债+银行贷款”的模式进行融资建设。
- 第二, **未来还款来源对地产相关收入有较大依赖。**除了上文讨论的对地产相关收入有较大依赖的项目外, 部分经营收入相对较高的项目主要集中在公路、垃圾焚烧处理、供水等相关项目上, 其中以公路项目居多, 可能主要是由于公路项目相关专项债的发行相对成熟有所关联。但目前多数公路项目在通行费未来增速预测上可能参差不齐, 过于激进的预估将提升未来收入不达预期的风险。

表 4: 随机抽取 6 个地区公路项目通行费预测情况

项目	项目预测期内通行费年复合增速	起始年收入 (单位: 亿)	终止年收入 (单位: 亿)	预期年限
吉林某项目	15.00%	5.1349	15.7130	9
河南某项目	15.93%	8.0737	41.0540	12
云南某项目	10.64%	5.7061	38.9560	20
浙江某项目	5.85%	20.3963	45.1850	15
河北某项目	5.38%	19.3158	30.9479	10
湖北某项目	4.91%	1.0932	1.6825	10

资料来源: 天风证券研究所、中国债券信息网

- 第三, **如项目未来还款出现风险, 财政或仍具有一定弹性来提供后备还款措施。**

综上所述, 基于抽样研究的情况, 多数项目出现上述前两项特征的主要内在原因可能源于多数项目本身收益性仍有待提升, 不过此处并不排除由抽样结果所带来的研究结果偏差。

我们认为若目前多数项目质量较低, 或出于以下因素。

首先, 在中央督促各地项目申报的情况下, 在密集申报的过程中, 各地对项目质量的控制可能出现下滑。根据 10 月份财新报道, 山东、甘肃等多个地市发改委网站公开信息显示, 8 月底国家发改委下发关于组织申报地方政府专项债券项目的紧急通知。于是部分项目可能通过“策划包装”的方式来进行发债。

其次, 中央和地方的博弈因素可能依然存在。在项目的选择上, 地方政府具有主导作用, 而中央职能部门主要以监督为主, 那么在中央督促针对年内剩余额度来上报项目时, 部分地区可能会倾向将收益相对较差的项目提前上报, 从而保留收益性较好的项目用作对未来

新发额度配额的争取。

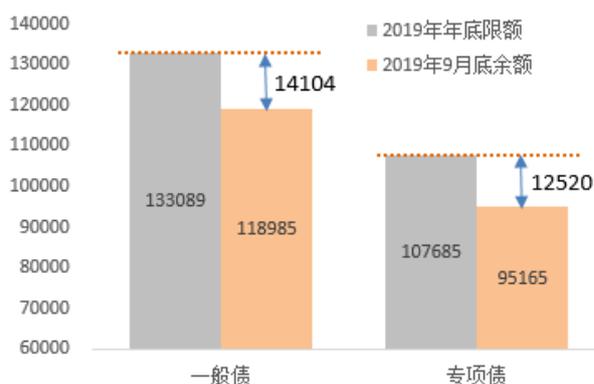
综上，从短期来看，在融资环境好转和 2019 年年底后续逆周期调节政策的预期推出下，2019 年四季度基建增速难以出现下滑，仍大概率回到缓慢抬升通道。且在 2020 年 3 月前专项债提前到位，以及基建类占比预期显著提升的背景下，我们认为此次基建投资的回升通道至少持续到 2020 年一季度。此外，从下图中可以看到，除了新发专项债额度之外，2019 年年底专项债余额递延至 2020 年的旧额度仍大概率在一万亿以上，旧额度的部分利用或仍然为地方政府的可行选项之一。

图 19：一般债与专项债年内发行额与余额变化（单位：亿）

单位：亿	累计发行额		余额	
	一般债务	专项债务	一般债务	专项债务
2019-09	16676	25146	118985	95165
2019-08	16110	23516	119622	94517
2019-07	14478	19454	119674	90979
2019-06	12858	15514	118397	87080
2019-05	9680	9696	116710	82243
2019-04	8216	8117	115742	81052
2019-03	6895	7172	115559	80635
2019-02	4560	3261	114273	77147
2019-01	2635	1545	112574	75467
2018-12	22192	19460	109939	73923
2018-11	21913	19101	108616	74287

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：一般债与专项债剩余额度（单位：亿）



资料来源：财政部，天风证券研究所

4. 风险提示

抽取样本出现较大偏差，相关披露信息与实际操作情况严重不符

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com