



专项债发行使用提速，基建与旧改受益明显

行业评级：增 持

报告日期：2020-07-31

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

相关报告

1.《建材行业 2020 年中期投资策略：周期与消费共振，把握确定性机会》2020-06-18

事件：

7 月 29 日，财政部发布《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》（下称“《通知》”），进一步明确和强调了今年专项债有关事宜。

主要观点：

《通知》主要强调加快专项债发行使用以及优化投向

关于今年专项债的后续工作，《通知》共提出了八点要求，涉及发行节奏、债券期限、资金投向、资金使用进度等。我们认为最值得关注的有两个方面：

1) **发行节奏和使用进度方面**，明确了本年度专项债力争在 10 月底前发行完毕。对比 2019 年的 9 月底前完成全年新增债券发行任务，今年的时间节点推迟了一个月，应是与抗疫特别国债的发行节奏相配合。

从发行规模看，今年国家共拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，1-6 月已共发行专项债 2.27 万亿元，占比 60.5%。则根据安排，7-10 月将共发行专项债规模为 1.48 万亿元。

另外，《通知》还强调加快新增专项债券资金的使用进度。同样参照 2019 年，10 月底新增专项债券资金基本全部拨付到项目，则今年在 11 月底前应可做到资金到位。预计今年四季度将有部分基建新增项目开工，对需求形成拉动。

2) **资金投向方面**，《通知》再次指出了**交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施七大重点领域**，以及**“两新一重”、公共卫生设施建设两大积极支持的领域**。

另外，《通知》提到地方政府有调整专项债用途的一定自主权，若发生用途调整，则**“两新一重”、城镇老旧小区改造、公共卫生设施建设**将是优先安排的领域，同时，坚持不安排土地储备项目、不安排产业项目、不安排房地产相关项目。

基建加码明确，2020 年专项债撬动基建投资规模将大幅提升

今年专项债从投向占比来看变化较大，进一步支持基建、限制地产。从 2020 年 1-6 月已发行专项债的投向来看，基建领域占比超过 60%，相对于 2019 年专项债 25% 的基建领域投向占比提升明显。我们认为 2020 年专项债撬动基建投资规模将大幅增加，主要受三个因素驱动：新增专项债额度增加（从 2.15 万亿元增加至 3.75 万亿元）、专项债可用作项目资本金范围扩大、专项债投向基建项目比例大幅提高。据此测算，我们认为**2020 年专项债撬动的基建投资规模相比 2019 年将提升 4-6 万亿元**。

旧改接棒棚改，2020年是全面推行元年

老旧小区改造是今年专项债新增的四大支持领域（应急医疗救治设施、公共卫生设施、城市供热供气等市政设施、城镇老旧小区改造）之一。在5月份两会发布的政府工作报告中，国家进一步明确了新开工改造城镇老旧小区3.9万个的目标。我们认为今年以来旧改领域释放的信号表明，2020年将是旧改全面起步，正式接力棚改的元年。

在政策支持力度加强和各级政府全面推动下，今年旧改领域需求将全面打开，资金端也会得到全面改善。我们认为，从相关建材需求来看，主要受益的有4大板块：水泥、防水材料、建筑涂料、管材。我们测算此轮旧改可拉动的**防水材料需求近3000亿元、管材需求超过2000亿元、水泥需求超过4000亿元**。此需求空间只考虑了基本的旧改工程，如果纳入全部旧改项目，则需求拉动力度会更大。

投资建议

1) 基建角度，水泥和减水剂是优先受益板块。我们认为水泥有三个投资思路，一是基建弹性大的品种；二是全年角度来看，重点关注与2020年基建投资计划大幅提升的地区相关的品种；三是从中长期来看，在水泥板块仍保持较高景气度的背景下，建议关注区域集中度高、价格弹性大的品种。受益标的包括**海螺水泥、冀东水泥、塔牌集团、天山股份、金圆股份、祁连山、宁夏建材**。另外，继续推荐基建业务占比高的减水剂龙头**苏博特**。

2) 旧改角度，建议关注防水、建筑涂料和管材的行业龙头，受益标的包括**东方雨虹、科顺股份、三棵树、伟星新材、永高股份**。

风险提示

下游需求不及预期；政策实施力度不及预期；外部环境不确定性加剧。

正文目录

| | |
|------------------------------|---|
| 1. 2020 年专项债发行情况 | 5 |
| 2. 2020 年专项债撬动基建投资规模测算 | 5 |
| 3. 老旧小区改造拉动的建材需求空间测算 | 6 |
| 4. 投资建议 | 7 |
| 5. 风险提示 | 7 |

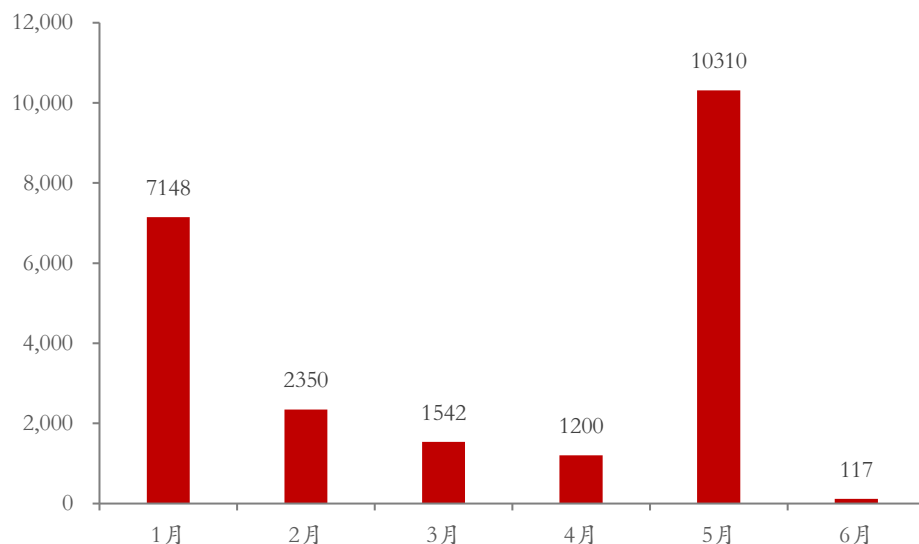
图表目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 图表 1 2020 年 1-6 月专项债发行规模 (亿元) | 5 |
| 图表 2 2020 年 1-6 月专项债投向占比..... | 5 |
| 图表 3 2019 年专项债投向占比..... | 5 |
| 图表 4 2020 年专项债创造的基建增量需求测算..... | 6 |
| 图表 5 老旧小区改造对相关建材的需求拉动测算..... | 7 |

1. 2020 年专项债发行情况

2020 年 1-6 月，全国发行地方政府债券 3.49 万亿元。其中专项债券 2.27 万亿元。从上半年的债券发行节奏来看，今年的地方债发行高峰在 5 月，较去年提前了一个月，且今年的地方债发行峰值较去年增加了超过 4000 亿元。

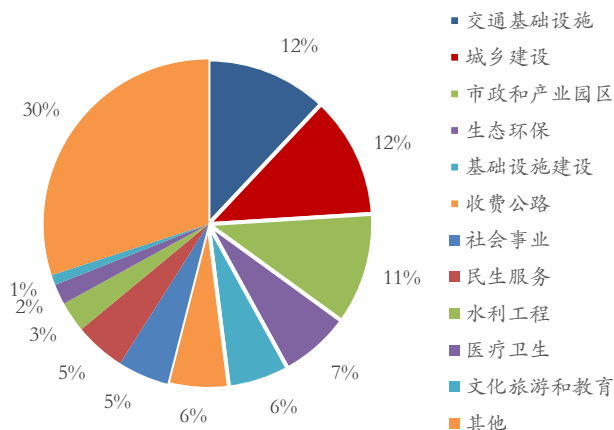
图表 1 2020 年 1-6 月专项债发行规模 (亿元)



资料来源：中国债券信息网，华安证券研究所

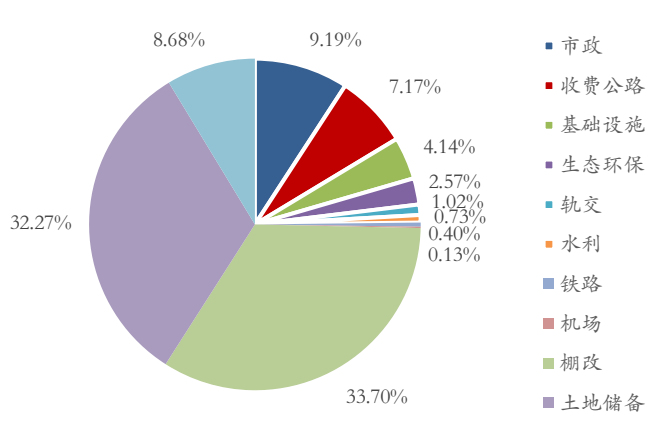
从投向占比来看，即使不纳入文旅和社会事业，2020 年 1-6 月已发行专项债投向基建领域的占比也超过 60%，相对于 2019 年专项债 25% 的基建领域投向占比提升明显。

图表 2 2020 年 1-6 月专项债投向占比



资料来源：中国债券信息网，华安证券研究所

图表 3 2019 年专项债投向占比



资料来源：中国债券信息网，华安证券研究所

2. 2020 年专项债撬动基建投资规模测算

根据我们的测算，2020 年随着新增专项债额度增加、专项债可用作项目资本金范围扩大、专项债投向基建项目比例大幅提高，专项债撬动的基建投资规模相比 2019 年将大幅提升 4-6 万亿元。

测算假设如下：

- 1) 根据已公布数据，为方便测算，2019年专项债投向基建比例为25%，且项目资金来源中专项债占比按50%计算；
- 2) 根据2020年已发专项债的情况来看，投向基建的比例按55%计算；
- 3) 2019年9月国常会明确专项债可用作项目资本金范围扩大为10个领域项目；且专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例从20%提升至25%。以此为根据，在乐观、中性、谨慎情形下，我们预计专项债用作资本金的项目占比在全部基建项目中占比为50%、45%、40%。

图表4 2020年专项债创造的基建增量需求测算

| 2019年 | | | |
|-----------------|--------------|----------------|--------------|
| 新增专项债 额度(亿元) | 投向基建 项目占比 | 资金来源中 专项债占比 | 对应基建投资规模(亿元) |
| 21500 | 25% | 50% | 10750 |

| 2020年 | | | | | | | | |
|-----------------|--------------|----------------|-----------------|----------------------|----------------|----------------|----------------------|--------------------|
| 新增专项债 额度(亿元) | 投向基建 项目占比 | 资金来源中 专项债占比 | 用作普通资金 的项目占比 | 对应基建 投资规模 (亿元) | 用作资本金 的项目占比 | 资金来源中 资本金占比 | 对应基建 投资规模 (亿元) | 总计对应基建投 资规模(亿元) |
| 37500 | 55% | 50% | 50% | 20625 | 50% | 20% | 51562.5 | 72187.5 |
| | | | 55% | 22687.5 | 45% | 25% | 37125 | 59812.5 |
| | | | 60% | 24750 | 40% | 30% | 27500 | 52250 |

资料来源：wind，中债网，华安证券研究所

3. 老旧小区改造拉动的建材需求空间测算

在政策支持力度加强和各级政府全面推动下，今年旧改领域需求将全面打开，资金端也会得到全面改善。我们认为，从相关建材需求来看，主要受益的有4大板块：水泥、防水材料、建筑涂料、管材。结合北京市发布的《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》(2017)，我们测算此轮旧改可拉动的**防水材料需求近3000亿元、管材需求超过2000亿元、水泥需求超过4000亿元**。此需求空间只考虑了基本的旧改工程，如果纳入全部旧改项目，则需求拉动力度会更大。

我们测算的关键假设如下：

1. 旧改总面积按国家公布的40亿平米待改造面积计算；
2. 多层住宅占比为80%，高层住宅/高层塔式住宅占比为20%；
3. 只考虑基本必做的改造项目，采暖、加装电梯等非全覆盖的改造项目暂不纳入测算；
4. 工程耗材中每方混凝土按300公斤水泥进行折算；
5. 装饰类建筑涂料未纳入测算，但我们认为其在住户后续的翻新中仍有巨大的需求空间。

图表 5 老旧小区改造对相关建材的需求拉动测算

| 改造项目 | 相关材料 | 每平方米消耗量 | 单价 | 对应需求 |
|--------------------|------------|---------------------|---------------------|---------|
| 多层住宅抗震加固工程 | 防水涂料 | 0.745kg | 5 元/kg | 119 亿元 |
| | 水泥 | 166.08kg | 0.5 元/kg | 2657 亿元 |
| 多层住宅节能改造工程 | 防水涂料 (含砂浆) | 0.757kg | 5 元/kg | 121 亿元 |
| | 防水卷材 | 1.013m ² | 20 元/m ² | 871 亿元 |
| 多层住宅平改坡工程 | 防水涂料 | 0.554kg | 5 元/kg | 89 亿元 |
| | 水泥 | 20.7kg | 0.5 元/kg | 331 亿元 |
| 多层住宅屋面板更换工程 | 防水卷材 | 2.715m ² | 20 元/m ² | 1738 亿元 |
| | 水泥 | 69kg | 0.5 元/kg | 1104 亿元 |
| 高层住宅节能改造工程 | 防水卷材 | 0.044m ² | 20 元/m ² | 28 亿元 |
| | 防水涂料 | 0.718kg | 5 元/kg | 29 亿元 |
| 多层住宅给排水系统改造工程 | 塑料管材 | 0.64m | 10 元/m | 205 亿元 |
| 高层住宅给排水系统改造工程 | 塑料管材 | 0.263m | 10 元/m | 21 亿元 |
| 小区热力外线更换工程 | 塑料管材 | 2.31m | 10 元/m | 924 亿元 |
| 小区污水外线更换工程 | 塑料管材 | 1.025m | 10 元/m | 410 亿元 |
| 小区污水、雨水合槽外线更换工程 | 塑料管材 | 1.906m | 10 元/m | 762 亿元 |
| 总计需求空间 (亿元) | | | | |
| 防水卷材 | | | | 2637 |
| 防水涂料 | | | | 358 |
| 塑料管材 | | | | 2322 |
| 水泥 | | | | 4092 |

资料来源:《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》(2017),华安证券研究所

4. 投资建议

1) 基建角度,水泥和减水剂是优先受益板块。我们认为水泥有三个投资思路,一是基建弹性大的品种;二是全年角度来看,重点关注与 2020 年基建投资计划大幅提升的地区相关的品种;三是从中长期来看,在水泥板块仍保持较高景气度的背景下,建议关注区域集中度高、价格弹性大的品种。受益标的包括**海螺水泥**、**冀东水泥**、**塔牌集团**、**天山股份**、**金圆股份**、**祁连山**、**宁夏建材**。另外,继续推荐基建业务占比高的减水剂龙头**苏博特**。

2) 旧改角度,建议关注防水、建筑涂料和管材的行业龙头,受益标的包括**东方雨虹**、**科顺股份**、**三棵树**、**伟星新材**、**永高股份**。

5. 风险提示

下游需求不及预期;政策实施力度不及预期;外部环境不确定性加剧。

分析师与研究助理简介

石林, CFA, 马里兰大学金融学硕士, 四年投资研究经验。2020 年加入华安证券, 任建筑建材行业分析师。

重要声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

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。市场基准指数为沪深 300 指数。