

建银国际研究报告摘要

日期： 2019年6月11日
投资评级： **Outperform**（跑赢大市）
目标价： 7.62港元

基建行业

政府专项债券促进经济增长的空间更大

- 地方政府专项债券被视为合法的基建项目股权融资来源
- 随着经济增长势头减弱，政府将提供政策支持

随着经济增长势头减弱，政府将出台定向宽松政策。中共中央办公厅、国务院办公厅联合印发《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》。通知的亮点包括(1)允许地方政府专项债券作为符合条件的基建项目的资本金，以及(2)鼓励金融机构为此类项目提供配套融资。这项政策是政府在近期经济增长势头减弱、贸易纠纷升级的背景下，为提振低于预期的基础设施投资增速而做出的努力。我们认为这项政策短期内利好大型基建公司。

交通及公用事业行业可能获得更多支持。作为国家战略一部分的项目（如大湾区规划、长江经济带）或可作为未来类似项目样板的项目，将允许使用地方政府专项债券作为资本金。为保证债券的到期兑付，项目的回报状况必须足够好。我们认为符合条件的项目将集中在交通及公用事业行业，因为这两个行业未来或有充足的收入来源。

迄今刺激步伐可控。由于地方政府税收收入（同比增长5%）及土地溢价收入（同比下降5%）一直较低迷，资金较缺乏，因此年初至今固定资产投资同比增长4%，比预期慢。通过将专项债券作为若干项目合法的股权融资来源，中央政府在一定程度上缓解了资金短缺问题，同时阻止了地方政府创造更多隐性债务。通知规定，所有地方债券发行将在今年9月前完成。债券发行量于4月出现萎缩，但于5月再创新高。如果将剩余5770亿元人民币（2019年配额2.15万亿元人民币）作为资本金，则可以提振最多约2万亿元人民币的基建投资。

在短期内利好基建公司；长期问题仍存。鉴于固定资产投资增长疲软及现金流问题，年初至今大型基建公司平均回调7%。尽管长期问题仍存，我们仍认为行业6倍远期市盈率的估值较低，且由于定向宽松政策可能提振市场预期，估值可能会增加。如果出现以下情况，政府可能提供更多政策支持：(1)经济增长依然疲软或(2)贸易谈判破裂。在此环境下，我们看好估值较低及利润率相对较高的基建公司。在行业中，我们首选中国中铁、中国交建及中国铁建，在我们的评级系统中，我们给予这三家公司“跑赢大市”评级。