

2018年8月16日

財富管理-投資策略

## 行業研究

### 建築工程：從發改委批復項目信息再看資金來源

發改委對項目的審批信息披露了重大項目的資金來源，我們本篇報告統計分析2016年以來發改委批復項目，對資金來源做更進一步的分析：

近年發改委批復項目概況：2018H1批復投資額下降，鐵路和河段治理項目居多。2018H1發改委共審批、核准固定資產投資項目102個（其中審批79個，核准23個），總投資2603億元，較2017H1（4638億元）、2016H1（4616億元）均明顯下降，我們認為可能是受地方政府降杠杆的影響。今年7月23號國務院常務會議提出的“積極財政政策要更加積極”；7月31日中央政治局會議提出“把補短板作為當前深化供給側結構性改革的重點任務，加大基礎設施領域補短板的力度”，受益於政策回暖，我們認為下半年投資項目批復有望提速。從項目類型來看，今年以來發改委批復項目以鐵路、河段治理居多；2017年以公路、民用機場居多；2016年以鐵路、公路居多。

自下而上看資金來源：地方財政和信貸是關鍵，中西部中央出資占比較高。鐵路：資本金占比較高，一般在50%以上。通常由當地政府（財政出資、省級鐵路專項建設基金等）、中國鐵路總公司（自籌）共同籌資建設。資本金以外的資金使用國內銀行貸款。值得注意的是，國家鐵路投資的資本金中，並非大部分都是中央財政資金，地方資金占比也很高。比如新建的包頭至銀川鐵路，銀川至惠農段可行性研究報告中，項目總投資約128.7億元，資本金90億元，其中鐵總出資48億元，占比53%；剩下的42億元由寧夏自治區安排財政資金等出資，也就是地方出資占比47%。公路：資本金占比相對較低，大部分在50%以下，其中國家公路類項目大部分都是國家安排中央專項建設基金作為資本金注入用於主線工程，中央資金占比較高；剩下的由地方政府安排財政性資金注入。民用機場：中央出資的占比較高（中央預算內投資、民航局安排民航發展基金），一般在50%-60%之間，剩餘由當地政府（財政資金、省級基本建設投資專項資金）出資。河道整治項目大多由中央預算內資金和交通運輸部的建設專項資金共同出資。

對基建投資判斷的啟示。基建政策寬鬆已成趨勢，資金到位逐步改善，基建增速回升是大概率事件，然而“回升幅度是多大？”和“哪些領域率先受益”是我們最為關心的兩個問題。通過前文的統計總結，我們認為：1) 基建增速如要大幅回升，地方政府加杠杆或難避免，小幅回升是大概率事件。上半年國內貸款下降和非標融資驟降使得基建資金到位放緩，我們預計下半年地方政府專項債發行加速，貨幣政策傳導機制更為順暢，信貸融資改善，並且非標監管尺度放寬，這方面融資有望有所企穩，這些措施有望實質性改善基建的到位資金狀況，從而帶動基建投資增速小幅回升。然而，我們統計2016年以來批復項目可以看到，大部分資金來自於地方政府，而地方政府出資超過50%的，項目貸款成為政府負債，因此基建增速的大幅提升的情況下，地方政府加杠杆或難避免。2) 從領域上看，鐵路、國家公路、水利或率先受益，從區域上看，中西部更為受益。近段時間以來，中央

一般公共財政預算支出加速，而地方增速在下降，源於兩者不同的財政狀況，中央支出占比較高的有望率先受益。從領域上看，鐵路、國家公路、水利或率先受益；從區域上看，中西部是重點。基於以上邏輯，建議關注基建短板領域的充分受益者中國鐵建、中國交建、蘇交科、中國建築、四川路橋。

風險提示。政策波動風險、貨幣政策傳導機制依然不暢。

## 免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，僱員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價

值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。