

建筑装饰

财金10号文点评：明确细节促发展，鼓励民企强信心

事项：财政部近日发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10号）。

本次发文的主要意义：**明晰细节，促进发展，支持民企，强化信心。**本次《意见》发文的背景是在2017年11月财金92号文对规范发展PPP提出几项全新要求、以及2018年中央下发27号文严控地方政府隐性债务的基础上，在过去一年多实践中，由于PPP参与各方对相关监管要求存在分歧（包括：哪些PPP属于或不属于地方隐性债务？政府付费类PPP项目到底可不可以做？等），使得PPP推进缓慢、各地执行标准不一。在当前时点发文明晰这些监管要求，有助于各方统一认识，促进当前PPP项目加快发展。此外，10号文还提出了实际措施支持民企参与，改善融资，强化社会各界参与合规PPP项目的信心。

意见通过正负面清单明确合规PPP标准。合规PPP项目要求：1) 公益项目，合作10年以上，完成“两评”；2) 风险分担；3) 按绩效付费；4) 资本金出资合规；5) 政府方签约主体合规；6) 纳入PPP项目库，信息披露合规。同时指出了不得出现的5个违规情况：1) 政府承诺兜底；2) 融资平台做社会资本。只做建设不运营；3) 未按法定程序筛选社会资本，未做“两评”，规避10%财承红线。4) 债务资金充当资本金；5) 信息披露违规。以上正负面清单明确了PPP的合规界限，稳定了政府、社会资本、金融机构的政策预期，各方可在清晰的框架下做高质量的合规项目。

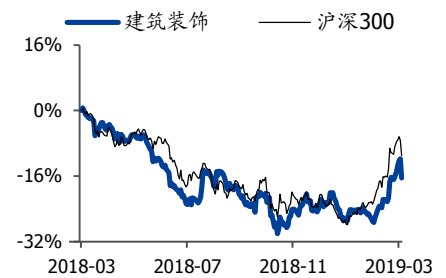
意见进一步厘清了PPP与地方隐性债务的关系。针对过去一段时间各界对PPP项目所形成的政府支出责任到底属不属于地方政府隐性债务的疑问，该文从正反两方面加以厘清。一方面，该文明确指出了被认定为或涉及地方隐性债务的情况，包括：存在政府方或政府出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益的；通过签订阴阳合同，或由政府方或政府出资代表为项目融资提供任何形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险的；社会资本方实际只承担项目建设、不承担项目运营责任，或政府支出是想与项目产出绩效脱钩的。可以看出，这些被认定为地方隐性债务的情形的核心标准是地方政府在PPP项目中支出责任未与项目绩效挂钩，或为PPP项目提供融资担保。另一方面，该文明确指出，符合条件的PPP项目形成的政府支出事项，以公众享受符合约定条件的公共服务为支付依据，是政府为公众享受公共服务提供运营服务形成的经常性支出（即不是地方隐性债务），各地要依法依规将规范的PPP项目财政支出纳入预算管理，重诺守约。

意见进一步明确了政府付费类项目的实施条件。针对过去一段时间市场人士对政府付费类项目是否还能开展的疑问，意见明确了政府付费类项目的事实条件。该文提出，财政支出责任占比超过5%的地区，不得新上政府付费项目（意即未超过5%的地区仍可新上政府付费类项目。我们认为5%这一比例较为适中，一方面，与此前10%限额内不区分项目类型相比，5%的比例名义上限制了政府付费类项目的总量，但与过去一段时间内部分市场人士呼吁完全禁止政府付费类项目相比，又为政府付费类项目开展给出了适当的财政空间）；将项目打捆、包装为少量使用者付费项目，项目内容无实质关联、使用者付费比例低于10%的，不予入库（该条要求也为实践中常遇到通过将大额政府付费项目与小额使用者付费项目打包捆绑来规避政府付费项目的实施限制的情况给出了明确的比例要求）。

大力支持民资、外资参与，考核PPP基金加大支持力度，鼓励盘活存量资

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

相关研究

- 1、《建筑装饰：基建新开工态势良好，关注PPP、一带一路预期再提升机会》2019-03-03
- 2、《建筑装饰：三省设计龙头与城投调研总结：基建趋势向上，设计龙头成长性优异》2019-02-24
- 3、《建筑装饰：社融大增，有多少流向基建？》2019-02-17



产。该文指出要加大对民营企业、外资企业参与 PPP 项目的支持力度，同等条件下对民营企业给予优先支持。研究完善中国 PPP 基金绩效考核办法，将投资民营企业参与项目作为重要考核指标，引导中国 PPP 基金加大支持力度。引导保险资金、中国 PPP 基金加大项目股权投资力度，拓宽项目资本来源。鼓励通过股权转让、资产交易、资产证券化等方式，盘活项目存量资产，丰富社会资本进入和退出渠道。

尚需进一步明确的问题。关于禁止“债务资金充当资本金”还需后续文件进一步阐释明确。我们的理解是，该要求主要针对的是过往实践中在 PPP 项目资本金部分，大量投资人通过夹层资金、明股实债等方式进一步放大项目杠杆，使得项目风险过大、投资人通过建设利润覆盖投资本金后违约动机增加，因此 2017 年财金 92 号文及国资委 192 号文均提出了相关要求，目的就是要求投资人要在现有资本金比例要求下出实资本金、做真股权投资。针对市场对投资人（例如建筑园林环保类的上市公司）是否可以负债的疑问，我们的理解是，当然可以负债，如果投资 PPP 项目不允许投资人负债，那就几乎没有企业可以投资 PPP 项目了。针对该条的官方理解，还有待后续文件加以明确。

投资建议：财金 10 号文进一步明确了中央推动 PPP 发展的态度，给出了清晰的合规 PPP 标准，解答了项目操作中的一些模糊问题，给予民企进一步的支持鼓励，有利于促进当前 PPP 加快发展。结合当前信用趋于扩张、资金成本下降的环境下，预计今年 PPP 行业将逐步迎来复苏。但从行业个股基本面看，我们认为今年将持续分化，部分前期陷入债务困境的企业仍需 1-2 年通过股权融资或业务动态收缩回笼资金来降低负债率、修复资产负债表，这些公司的盈利规模目前具有不确定性，未来市值将随盈利规模的逐步明确而重新定价；而前期资金充足、业务合规稳健的公司有望在行业复苏期内实现快速成长，首推**龙元建设**（19 年业绩预计增长 32%，对应 19 年 PE9X）。

风险提示：政策变化或执行力度不及预期风险，信用风险，项目执行风险，应收账款风险等。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600491	龙元建设	买入	0.48	0.62	0.81	1.06	15.22	11.79	9.02	6.90

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com