



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 否极泰来不改初衷，坚定推荐PPP 民企龙头

——建筑行业事件点评

2018年9月17日

看好/维持

建筑

事件点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031

事件：

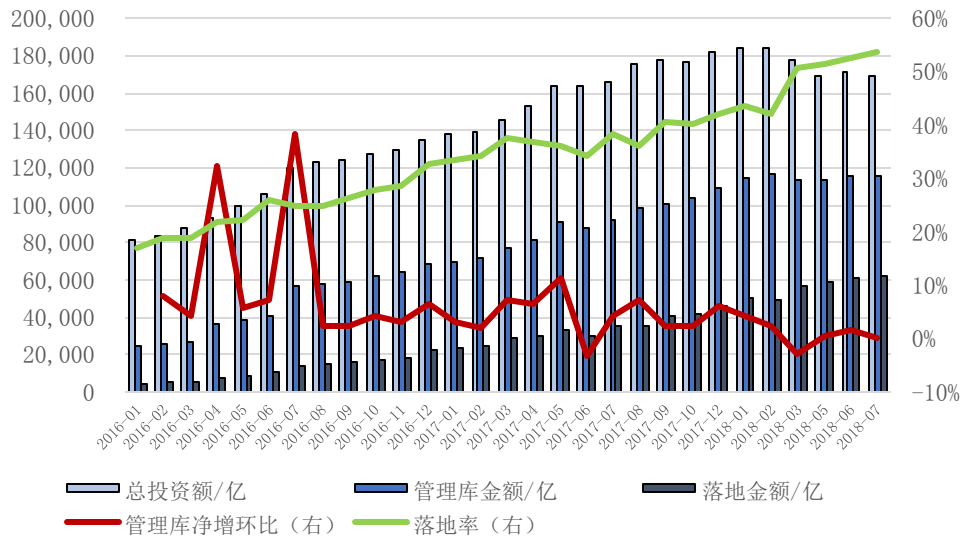
- ◆ 近日财政部向各省财政部门发出了《关于规范推进政府与社会资本合作（PPP）工作的实施意见（征求意见稿）》，内容包括：提出规范的 PPP 项目形成中长期财政支出事项不属于地方政府隐性债务，原则上不再开展完全政府付费项目，要求各地加快项目落地，界定规范项目定义、列举不规范操作行为和相应处理措施，提出对市场鼓励引导方向；
- ◆ 国务院于 2017.7.21 公开《基础设施和公共服务领域政府和社会资本合作条例（征求意见稿）》，在 2018.3 再次将条例列入国务院 2018 年立法工作计划，由国务院法制办、国家发展改革委和财政部起草。2018.8.14 国务院办公厅印发《全国深化“放管服”改革转变政府职能电视电话会议重点任务分工方案的通知》，明确提出 2018 年底前制定出台条例（司法部、发展改革委、财政部负责）；
- ◆ 近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，加强国有企业资产负债约束是打好防范化解重大风险攻坚战的重要举措。要通过建立和完善国有企业资产负债约束机制，强化监督管理，促使高负债国有企业资产负债率尽快回归合理水平，推动国有企业平均资产负债率到 2020 年年末比 2017 年年末降低 2 个百分点左右，之后国有企业资产负债率基本保持在同行业同规模企业的平均水平；
- ◆ 近日财政部介绍截至 2018 年 7 月底，全国 PPP 综合信息平台项目库累计入库项目 7867 个、投资额 11.8 万亿，其中已签约落地项目 3812 个，投资额 6.1 万亿，已开工项目 1762 个、投资额 2.5 万亿。

观点：

## 1. 当前 PPP 市场位于稳健增长长期起点，征求意见稿出台符合预期，反映政策支持导向

PPP 模式是革新项目投资结构、一举满足多方诉求的基建利器，是工程模式的市场化升级，真正做到市场配置资源促使政府职能归位。PPP 市场经历 2013-2016 快速生长期和 2016-2018.5 规范管制期后，当前清库告一段落、政策利空基本出清、入库退库达到阶段性动态平衡，市场结构得到充分优化，项目落地率持续攀升，银行放款情况较清库期显著改善，我们判断当前市场位于稳健增长长期起点、前期规范管制有利于 PPP 市场长期稳健发展；

图 1:2016-2018.7 入库、管理库投资额及净增环比、落地投资额及落地率变化



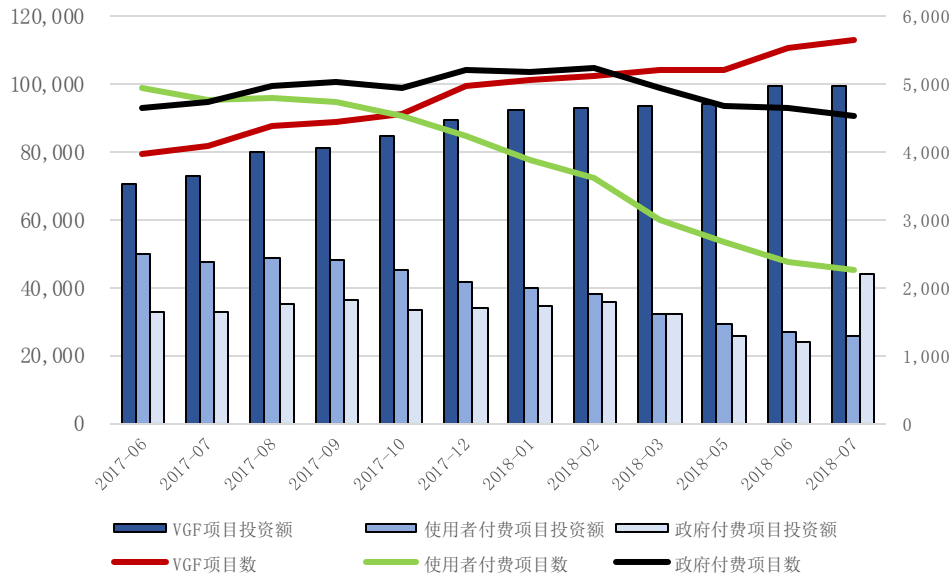
资料来源：Wind、东兴证券研究所

征求意见稿整体利好 PPP 市场发展，反映政策支持导向，符合我们预期。

- ◆ 从四个角度界定了规范项目的定义，引导市场积极参与合规项目：项目性质需属于公共服务领域、合作期限不低于一定要求；项目流程上应履行物有所值评价、财政承受能力论证及公开竞争性采购程序，且占政府一般公共预算支出比例不超过 10%；项目融资和风险方面，主要由社会资本负责项目投资建设运营并承担相应风险；签约主体方面，政府方签的主体应为县级以上人民政府或其他授权的机关或事业单位，信息公开透明、接受社会监督；
- ◆ 列举了 7 类不规范操作行为，相应处理措施包括依法对相关单位及个人予以严肃问责和限期整改或清退出库，提振社会资本参与项目信心；
- ◆ 提出规范的 PPP 项目形成中长期财政支出事项不属于地方政府隐性债务。当前大部分落地 PPP 项目均已纳入当地政府人大预算，该项条款明确了 PPP 支出将在财政预算中安排列支，进一步保障项目回款；
- ◆ 要求各地 PPP 加快落地，利于项目推进。上半年 PPP 项目执行不及预期造成 PPP 企业业绩显著分化，主要原因包括部分区域政府流程延滞、银行暂缓甚至搁置放款，预计下半年将有显著反弹。征求意见稿提出对已经开工建设的项目，要督促各方严格履约，保障融资到位，推动项目按期完工，尽早见效。对已签的尚未开工的项目，要督促各方加快设立项目公司，落实融资安排，办理相关手续，推动尽早开工建设。

原则上不再开展完全政府付费项目，符合我们对未来 VGF 将成主要模式的预期。按回报机制不同、政府承担责任依次递增可将 PPP 项目分为使用者付费、可行性缺口补助 (VGF)、政府付费三类，我们看好“可行性缺口补助 (VGF)”是未来主推方向，政府付费不足够彰显 PPP 运营价值，而部分使用者付费项目将限于项目实际可实现收益限制退化为 VGF 项目；

图 2:过去一年三类模式在库项目数量及投资总额变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

## 2. PPP项目加快落地将支撑基建投资回暖

2018.1-8 基建投资增速进一步下滑，我们判断将于 Q3 筑底、Q4 反弹，征求意见稿出台将加速 PPP 项目落地，有力支撑基建投资回暖。7 月政治局会议定调边际宽松、积极财政和补短板后，8 月以来政治局会议精神陆续得以贯彻、基建投资回暖走势明显：发改委审批投资项目速度显著加快、城轨审批由暂停向加速度转换、财政部发文要求专项债发行加速、国务院将在铁路民航油气电信等领域再推重大项目、西部开发部署会议召开并提出加快开工建设川藏铁路、渝昆铁路等大通道，并推进电力、水利、环保、油气、信息等一系列领域建设；

## 3. PPP 条例大概率将于年底重磅出台，有望确立市场长期反转

PPP 条例旨在保障各种所有制形式的社会资本方依法平等参与政府和社会资本合作项目。从征求意见稿来看，我们总结 PPP 条例两大导向，一是落实简政放权、放管结合、优化服务的要求；二是强调守信践诺、严格履行合作项目协议，特别是严格约束政府行为，着力消除社会资本方特别是民营资本的后顾之忧，具体内容包括：合作项目协议的履行，不受行政区划调整、政府换届、政府有关部门机构或者职能调整以及负责人变更的影响。对合作项目协议中约定的财政支出事项，应当足额纳入年度预算，按照规定程序批准后，及时支付资金。PPP 协议看做为民事合同，如果出现争端，可以提起仲裁；

我们判断条例将于年底出台，届时将会是 PPP 领域最高级别指导文件，将打消市场“是不是还要清库、打压 PPP？合作项目协议的履行会不会受政府换届等因素影响？”等主要顾虑，切实保障社会资本合法权益，同时稳定市场情绪、提振民间投资，助力 PPP 市场稳健长足发展。

## 4. 国企市场份额过大或致市场配置方向扭曲。当前政策倾向紧央企、松民企，民企市场份额或迎显著提升

- ◆ **国企市场份额过大或致市场配置方向扭曲**：当前国企凭借规模实力和优良政府及信贷资源攫取了主要的 PPP 市场份额，对民企形成“挤出效应”，偏离市场理性方向。根据明树数据，截至 2018.8.6 PPP 累计成交金额 11.52 万亿，其中国企/民企分别承接 8.56 万亿/2.96 万亿，比例为 **76%:24%**，国企单个 PPP 项目平均成交金额 20.3 远高于民企的 8 亿；
- ◆ **当前政策倾向紧央企、松民企**。发改委 2059 号文鼓励支持民营企业参与 PPP 模式项目，国资发财管〔2017〕192 号文为**央企参与 PPP 划两道红线**：(1) 对 PPP 项目净投资原则上不得超过上一年度集团合并净资产的 50%；(2) 资产负债率高于 85% 或近 2 年连续亏损的子公司不得单独投资 PPP；颁布《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作（PPP）项目的指导意见》（发改投资〔2017〕2059 号）鼓励民营企业运用 PPP 模式盘活存量资产，加大民间资本 PPP 项目融资支持力度；《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》进一步明确**国企央企去杠杆指标，资管新规叫停明股实债可能显著影响央企拿单**；

我们基于一系列假设条件粗略尝试静态估算，判断未来民企市场份额将有显著提升。

- ◆ 2018 一季度末七大央企净资产总额约 1.2 万亿，假设未来七大央企 PPP 权益投资支出占当前净资产比例达到 40-45% 的“近饱和状态”；
- ◆ 后续监管趋严，加强穿透核查、杜绝明股实债。假设 2018 年前后央企占项目资本金出资比例从 30% 提升到 60%，项目资本金比例维持 20%，相应的央企项目杠杆率大致从 16.7 倍降到 8.3 倍；
- ◆ 七大央企截至 2017 年底累计中标 3.95 万亿项目，假设截至 2017 年底落地率为 50%；
- ◆ 根据明树数据，截至 2018.8.6 七大央企累计中标 4 万亿项目（以牵头项目为统计口径），占非民企中标项目总额比重达 46.8%。假设未来七大央企因 192 号文所提高压红线以及降低资产负债率指标任务等原因，在国企中份额降至 45%；
- ◆ 后清库阶段入库与退库速度动态平衡，PPP 市场体量保持现有在库规模约 17 万亿且全部落地；
- ◆ 当前 PPP 库所有项目合作期限按投资额加权平均计算约为 20 年；据此假设权益投资平均回收周期保持 20 年；

基于以上假设估算未来国企市场份额在 66-72% 区间，相应的民企 PPP 市场份额将为 28-34%，较当前约 24% 有显著提高空间。据此我们判断市场将出现下列动向以扶持民企参与 PPP 市场：

- ◆ 出台政策在项目推介、示范评选、融资支持等方面进一步支持民企，提高参与度；
- ◆ 继 2059 号文鼓励民企后，PPP 产业基金将加大对对民企投资倾斜力度；
- ◆ 地方将鼓励民企投资，例如，河南已出台政策鼓励通过股权转让等多种方式将政府持有股权转让于民企

## 5. 投资建议

看好具有先发优势、项目充沛、业务稳健的 PPP 民企龙头受益政策扶持和市场增长，项目加快释放施工收入和投资收益，未来承担更多市场份额责任。重点推荐龙元建设、东方园林。

## 结论：

我们认为当前 PPP 市场位于稳健增长长期起点，征求意见稿出台符合预期，引导市场积极参与合规项目、提振社会资本参与项目信心、进一步保障项目回款、利于项目推进，反映了政策支持导向。PPP 项目加快落

地将支撑基建投资回暖。PPP 条例大概率将于年底重磅出台，有望确立市场长期反转。国企市场份额过大或致市场配置方向扭曲，当前政策倾向紧央企、松民企，民企市场份额或迎显著提升。看好具有先发优势、项目充沛、业务稳健的 PPP 民企龙头受益政策扶持和市场增长，项目加快释放施工收入和投资收益，未来承担更多市场份额责任。重点推荐龙元建设、东方园林。

#### 风险提示

基建投资回调不及预期、PPP 项目执行低于预期

## 分析师简介

### 郑闽钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。