

PPP 条例有望年底出台， 未来入库项目不会大幅波动

行业动态信息

本周（2018.11.19-2018.11.23）建筑装饰申万指数下跌 3.77%，跑输上证综指 0.05 个百分点，在 A 股 28 个行业中位居第 6 位。

本周，第四届 PPP 融资论坛在上海举行，会议就 PPP 现状、清退库情况、融资、立法等多方面进行讨论。截至 2018 年 10 月末，近 5 年来全国已有 4302 个项目签约落地，带动投资 6.6 万亿。从去年专项整顿工作开始到今年 10 月份，累计清库 2428 个项目，涉及投资额 2.9 万亿，整顿完善 2005 个项目，涉及投资额 3.1 万亿元。

清退库方面，财政部 PPP 中心主任焦小平明确表态，“不会再出现入库项目大幅波动的现象。凡是依法合规的，政府有约定的，社会资本按照绩效达到绩效结果的，政府一定要付费。”目前清库的数量和投资额均出现明显减弱的迹象。我们认为当下时点仍需理性看待 PPP 回暖趋势，相比于 2016、2017 年的爆发式增长，未来每个月两三千亿成交量或将是 PPP 项目的正常状态，这也有利于 PPP 项目的长期健康地发展。

立法层面，财政部条法司副司长周劲松表示力争在年底前出台 PPP 条例。财政部也将于近期下发文件，（1）依法合规的、10% 限额以内的 PPP 支出责任不是隐性债务。（2）将根据现在的情况制定正负方面清单（3）明确优先支持领域。（4）明确 10% 的红线绝对不能破。

民营企业支持上，地方政府要拿出更多的优质项目向社会资本推出，特别是向民营企业推荐优质的项目。民营企业平等享受 PPP 的国家财政政策，提高 PPP 基金投资民营企业参与项目的比例。

自国务院 101 号文鼓励地方依法合规采用 PPP 方式后，PPP 模式得到中央层面的肯定与支持，政策逐渐明朗，资金或将是制约 PPP 发展的最重要因素，我们认为未来产业基金、保险资金及金融创新工具等将为 PPP 带来增量资金。

风险分析：基建及地产投资增速不达预期；PPP 项目落地率不达预期；相关货币与财政政策落实不达预期。

建筑装饰

维持

增持

纪振鹏

jizhenpeng@csc.com.cn

021-68821630

执业证书编号：S1440518100006

研究助理 杨欣达

yangxinda@csc.com.cn

18321706993

发布日期：2018 年 11 月 26 日

市场表现



相关研究报告

目录

一、每周观点: PPP 条例有望年底出台, 未来入库项目不会大幅波动.....	2
二、行情回顾.....	6
三、风险分析.....	8

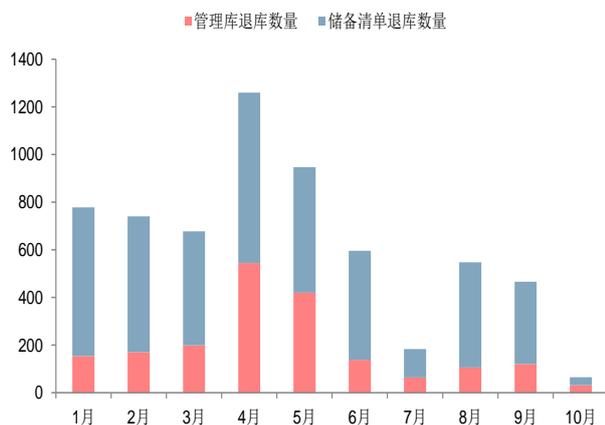
图表目录

图表 1: 管理库及储备清单退库数量.....	2
图表 2: 管理库及储备清单退库总投资 (亿元).....	2
图表 3: 央企和民企 PPP 项目市占率.....	3
图表 4: 上市民企和非上市 PPP 项目市占率.....	3
图表 5: 成交土地面积、溢价率及土地使用权出让收入下滑.....	3
图表 6: 100 大中城市土地流拍率上升.....	3
图表 7: 截止 2018 年 9 月 PPP 项目投资额按合作期限占比.....	4
图表 8: 农业银行、建设银行、中国银行、交通银行各期限净头寸占比.....	4
图表 9: 股指涨跌幅.....	6
图表 10: 各行业涨跌幅.....	6
图表 11: 建筑主要板块涨跌幅.....	7

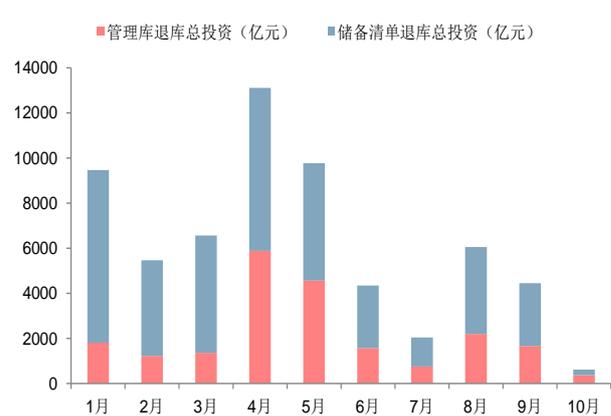
一、每周观点: PPP 条例有望年底出台, 未来入库项目不会大幅波动

本周, 第四届 PPP 融资论坛在上海举行, 会议就 PPP 现状、清退库情况、融资、立法等多方面进行讨论。截至 2018 年 10 月末, 近 5 年来, 全国已有 4302 个项目签约落地, 带动投资 6.6 万亿。目前在全国 2461 个以实施 PPP 项目的地区, 仅有 6 个地区的财政支出责任占比超过红线。在 2018—2014 年间, 各省区录入项目管理库的最高年度财政支出责任占比不超过 5.1%, PPP 整体风险控制和安全区间内。从去年专项整顿工作开始到今年 10 月份, 累计清库 2428 个项目, 涉及投资额 2.9 万亿, 整顿完善 2005 个项目, 涉及投资额 3.1 万亿元。

清退库方面, 财政部 PPP 中心主任焦小平明确表态, “不会再出现入库项目大幅波动的现象。凡是依法合规的, 政府有约定的, 社会资本按照绩效达到绩效结果的, 政府一定要付费。” 目前清库的数量和投资额均出现明显减弱的迹象。我们认为当下时点仍需理性看待 PPP 回暖趋势, 相比于 2016、2017 年的爆发式增长, 未来每个月两三千亿成交量或将是 PPP 项目的正常状态, 这也有利于 PPP 项目的长期健康地发展。

图表1: 管理库及储备清单退库数量


资料来源: 大岳咨询, 中信建投证券研究发展部

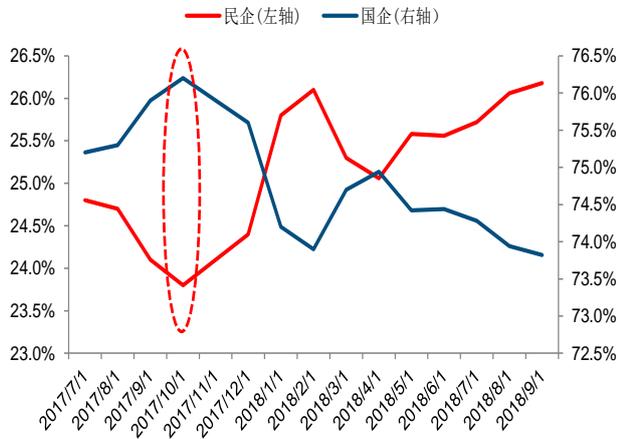
图表2: 管理库及储备清单退库总投资 (亿元)


资料来源: 大岳咨询, 中信建投证券研究发展部

立法层面, 财政部条法司副司长周劲松表示力争在年底前出台 PPP 条例。财政部也将于近期下发文件, (1) 依法合规的、10% 限额以内的 PPP 支出责任不是隐性债务。(2) 将根据现在的情况制定正负方面清单 (3) 明确优先支持领域。(4) 明确 10% 的红线绝对不能破。

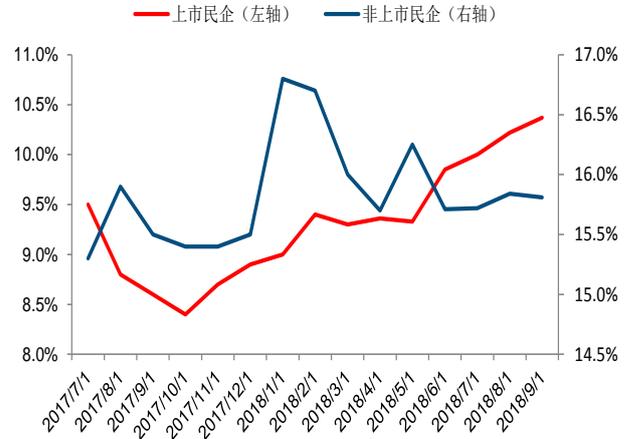
民营企业方面, 截至 10 月底 7029 家参与 PPP 项目的社会资本中, 民营、港澳台和外资企业数占比 48%, 在污水、垃圾处理领域, 民营、港澳台和外资企业参与投资占比达到 82%。2017 年 11 月财政部 192 号文对国企 PPP 项目的净投资额提出限制后, 民企市占率呈上升趋势。焦小平表态地方政府要拿出更多的优质项目向社会资本推出, 特别是向民营企业推荐优质的项目力度。民营企业平等享受 PPP 的国家财政政策, 提高 PPP 基金投资民营企业参与项目的比例。

图表3： 央企和民企 PPP 项目市占率



资料来源：明树数据，中信建投证券研究发展部

图表4： 上市民企和非上市 PPP 项目市占率



资料来源：明树数据，中信建投证券研究发展部

对于市场上较为关心的资本金及融资问题，交通银行首席经济学家连平认为，“PPP 项目的最重要主体来源为地方政府和商业银行。地方政府的债务压力不小，最近这些年来卖地的收入相对没有过去好，所以持续增长的空间是相对有限的。”自 2016 年年底的中央经济工作会议首次提出“房住不炒”的总基调，房地产市场调控政策愈加趋严，涉及到房企融资、购房者信贷等配套措施陆续出台，叠加今年以来“去杠杆”导致房企融资端收紧，拿地意愿有所减弱。17 年以来土地流拍率明显上升，到 18 年三季度 100 个大中城市土地流拍率上升至 7.2%。2018 年 10 月土地成交面积累计同比增速 4.7%，自年初以来下降近 25 个百分点。成交价格上，土地溢价率也明显下降，为近 6 年以来的最低水平。成交面积和溢价率的共同走弱导致土地使用权出让收入自高位开始下行。我们判断随着明年房地产调控政策仍将维持稳定，下行趋势或将延续。

图表5： 成交土地面积、溢价率及土地使用权出让收入下滑



资料来源：财政部，Wind。中信建投证券研究发展部

图表6： 100 大中城市土地流拍率上升

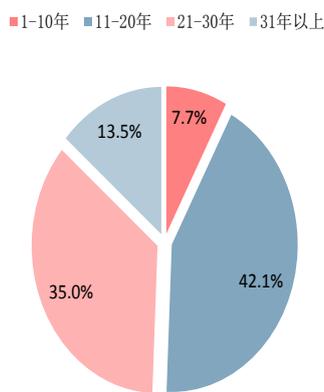


资料来源：中指，中信建投证券研究发展部

连平认为，商业银行的融资以短期为主，通常不会超过 7 年，对于银行来说也不存在持续大幅度地将短期的资金应用运用到长期的项目上去。中信银行机构客户部副总经理张春中则认为相比于银行 200 多万亿的金融资产，PPP 融资额每年 1-2 万亿元的规模远不构成长期资产的约束，项目贷款期限结构约束影响不大。我们统

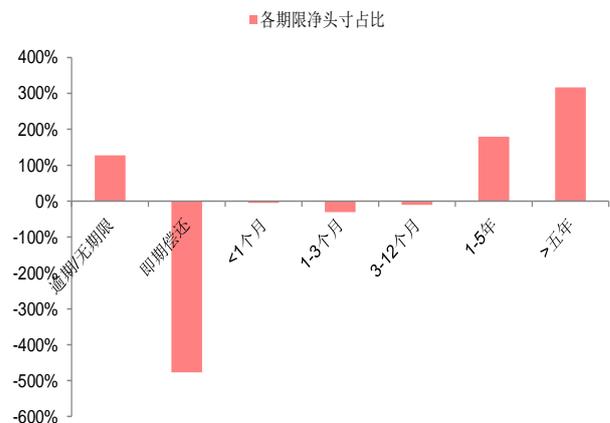
计了 18 年上半年除工商银行外其他四大行的净头寸占比（工商银行因统计口径不同未列入），银行资产端如存款等主要以即期偿还为主，而负债端主要以贷款为主，期限大多在五年以上。PPP 项目投资主要以 11-30 年期限为主，今年 9 月引发的《关于规范推进政府与社会资本合作（PPP）工作的实施意见（征求意见稿）》提出规范的 PPP 项目合作期限原则上在 10 年以上。我们认为，未来 10 年以下项目占比将进一步降低。虽然 PPP 融资额占银行资产比例不大，但是期限远高于资金来源的偿还期限，这将加剧银行的流动性风险，违背了“三大攻坚战”中防范化解重大风险的目标。因此我们认为银行表内资金在未来对 PPP 的融资增量空间有限。

图表7：截止 2018 年 9 月 PPP 项目投资额按合作期限占比



资料来源：中指，中信建投证券研究发展部

图表8：农业银行、建设银行、中国银行、交通银行各期限净头寸占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

股权融资中资本金跟不上业务的增长速度，银行表内资金投长期股权不合规，而期限超长的资金需求很难用资管计划处理。产业基金、保险资金及资产证券化或为未来的增量资金，此外还有创新金融工具。上交所副总经理刘绍统表示目前相关的金融监管部门正在研究基础设施 REITs 相关的制度和推进方式，拥有 PPP 所有权的一方可以通过转移基础设施及其它的收益权来开展基础设施的 REITs 业务。但我们认为这些潜在增量资金目前均有其局限性。

保险资金门槛很高。保险不同于商业银行，没有大量的分布在全国的分支行机构，银行客户经理可以持续跟进项目，所以导致保险资金对项目安全性的要求提高。

资产证券化对发行时间、规模均有限制，期限较长也降低投资者积极性。1、资产证券化仅适用于进入运营期的项目。根据财金〔2017〕55 号文规定，项目公司作为发起人的，应当已落实融资方案，前期融资实际到账。项目公司项目应当成功运营 2 年以上。《PPP 项目资产支持证券挂牌条件确认指南》中规定 PPP 项目公司控股股东以项目公司股权作为基础资产发行资产支持证券的规模不得超过其持有股权带来的现金流现值 50%。

2、PPP 项目的周期长，经营期大部分在 10-30 年，原则上不能低于 10 年。资产证券化产品获得收益的时期延长，流动性降低，投资者参与 PPP 资产证券化的积极性下降，无法正常满足 PPP 项目社会资本方运营期的融资需求。目前我国处于存续期的 PPP 资产证券化项目 101.9 亿，规模还很小。我们认为，对于负有运营责任的社会资本方不能因退出而规避其运营责任，而财务投资者退出应更为灵活，只有方便其退出才会增加财务投资者参与 PPP 的积极性。

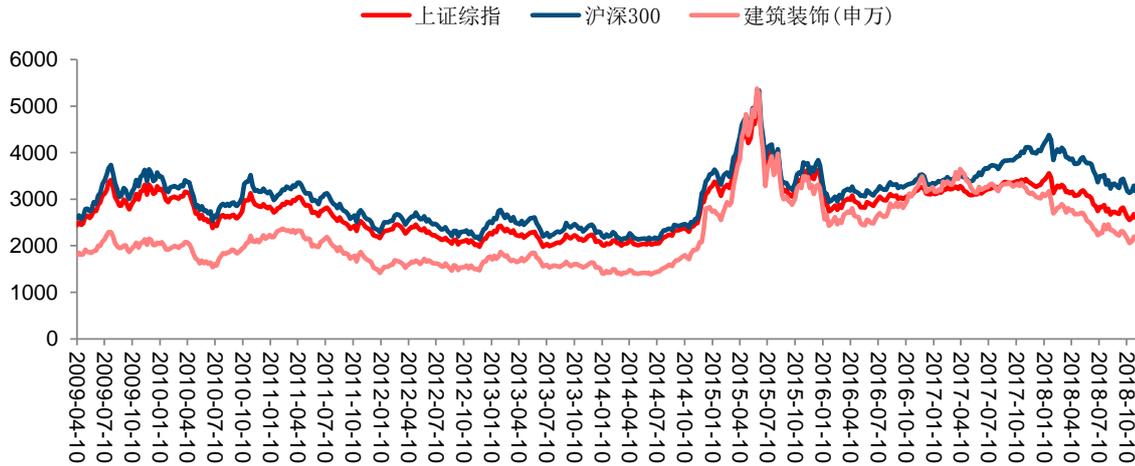
自国务院 101 号文鼓励地方依法合规采用 PPP 方式后，PPP 模式得到中央层面的肯定与支持，PPP 条例也

有望年底出台，政策层面逐渐明朗，资金或将是制约 PPP 发展的最重要因素，未来产业基金、保险资金及金融创新工具等将为 PPP 带来潜在增量资金。当下时点，我们推荐央企**中国中冶**，优质地方国企**四川路桥**、**山东路桥**，同时还关注钢结构板块在装配式建筑快速发展、钢价上涨对企业利润影响逐步下降，以及技术授权加盟业务模式逐步成熟带来市占率快速提升等多重因素叠加下，业绩正在加速回暖，有望迎来业绩拐点。重点关注标的是**精工钢构**，以及受益于 PPP 政策和融资改善的民营 PPP 龙头**龙元建设**。

二、行情回顾

本周上证综指收 2579.48 点，下跌 3.72%；深证成指收 7636.70 点，下跌 5.28%；沪深 300 收 3143.48 点，下跌 3.51%；创业板指收 1308.74 点，下跌 6.74%；中小板指收 5043.90 点，下跌 5.64%；

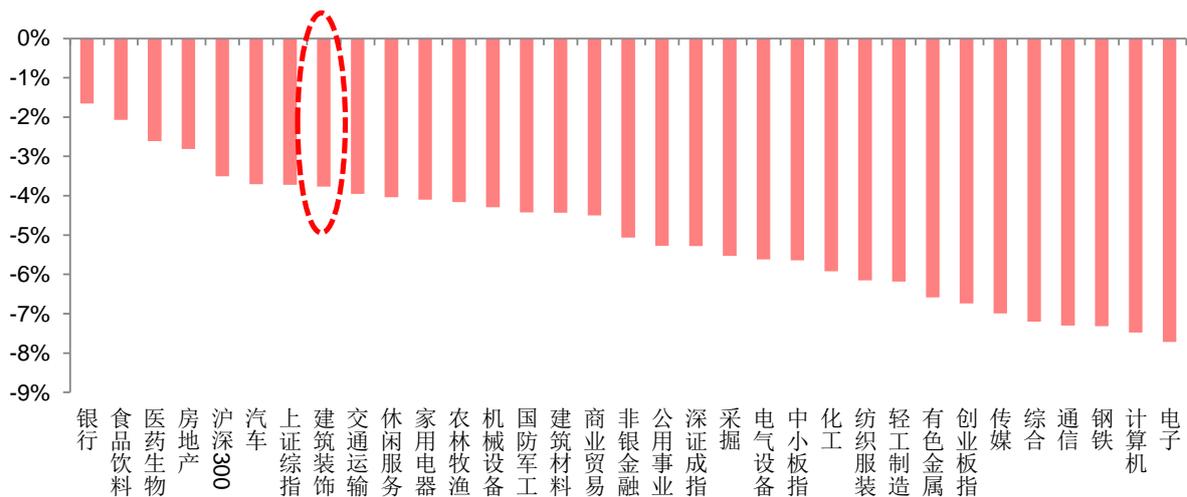
图表9： 股指涨跌幅



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

申万建筑装饰指数上周下跌 3.77%，排名第 6 位，涨幅较小的三大行业分别是银行（-1.66%）、食品饮料（-2.07%）、医药生物（-2.61%），跌幅较大的三大行业分别是电子（-7.71%）、计算机（-7.48%）、钢铁（-7.31%）。

图表10： 各行业涨跌幅



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

主要个股收益前三名分别为全筑股份（+13.56%）、设计总院（+0.24%）、中设集团（-1.39%）；收益靠后的三家公司分别是风语筑（-10.74%）、浦东建设（-9.52%）、勘设股份（-7.53%）。

图表11： 建筑主要板块涨跌幅

行业	代码	简称	EPS			PE			最新收盘价 (元)	一周涨跌 幅(%)
			2016	2017	2018	2016	2017	2018		
房屋建筑	601668	中国建筑	1.06	1.03	0.82	8.36	8.76	6.62	5.43	-1.45
	600170	上海建工	0.29	0.26	0.28	16.05	14.17	10.81	3.03	-3.19
	600491	龙元建设	0.20	0.40	0.52	56.51	23.44	14.31	7.48	-5.91
装修装饰	603030	全筑股份	0.47	0.22	0.45	63.97	37.03	13.93	6.28	13.56
	002081	金螳螂	0.62	0.66	0.78	15.87	23.05	10.75	8.40	-6.98
	002830	名雕股份	0.71	0.40	0.35	89.11	58.44	47.36	16.81	-6.46
	002482	广田集团	0.21	0.32	0.47	45.11	25.26	10.53	4.97	-4.24
	603466	风语筑	0.00	1.03	0.65	0.00	52.47	21.22	13.88	-10.74
	300506	名家汇	0.22	0.56	0.90	215.82	39.50	17.17	15.41	-7.17
园林工程	300197	铁汉生态	0.28	0.46	0.29	45.69	26.64	18.49	5.37	0.00
建筑设计	603018	中设集团	0.91	1.25	1.15	37.79	22.83	14.82	16.99	-1.39
	300284	苏文科	0.63	0.76	0.65	32.83	21.36	15.75	10.22	-2.01
	603017	中衡设计	0.33	0.54	0.57	65.74	30.65	16.51	9.41	-6.18
	300500	启迪设计	1.00	0.55	0.66	91.15	67.13	31.47	20.83	-4.01
	600629	华建集团	0.57	0.58	0.74	36.63	26.63	15.91	11.80	-1.99
	603357	设计总院	0.00	0.64	1.43	0.00	34.10	14.70	21.04	0.24
	300675	建科院	0.00	0.39	0.23	0.00	72.91	92.65	21.73	-1.50
	603458	勘设股份	0.00	2.40	2.37	0.00	31.46	13.29	31.45	-7.53
城轨建设	002883	中设股份	0.00	0.94	0.63	0.00	50.75	32.80	20.62	-4.09
	002062	宏润建设	0.20	0.23	0.28	33.77	22.58	14.54	4.09	-1.68
路桥施工	600820	隧道股份	0.51	0.56	0.61	21.70	14.91	9.61	5.90	-5.45
	600284	浦东建设	0.54	0.50	0.38	24.20	18.43	13.76	5.23	-9.52
	600039	四川路桥	0.38	0.25	0.33	12.36	16.25	10.27	3.36	-6.41
水利工程	000498	山东路桥	0.37	0.53	0.46	21.16	12.62	10.68	4.92	-7.34
	601669	中国电建	0.41	0.46	0.51	17.73	15.55	9.32	4.71	-2.48
铁路建设	601186	中国铁建	1.01	1.13	1.34	11.89	9.82	8.05	10.78	-3.14
化学工程	600248	延长化建	0.18	0.20	0.24	40.38	27.43	17.94	4.26	-5.75
	601117	中国化学	0.49	0.33	0.38	13.91	20.55	14.61	5.60	-3.45
其他专业工程	601618	中国中冶	0.26	0.27	0.30	17.79	18.02	10.23	3.10	-4.02

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

三、风险分析

基建及地产投资增速不达预期；

PPP 项目落地率不达预期；

相关货币与财政政策落实不达预期。

分析师介绍

纪振鹏：西安交通大学学士，同济大学硕士，2018 年加入中信建投证券研究发展部。

研究助理 杨欣达 18321706993 yangxinda@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859