

建筑装饰

项目总体稳中有升，发展更趋理性，融资额下降——第 13 期 PPP 季报点评

管理库项目总体稳中有升，PPP 发展更趋理性

管理库项目数总体上呈现稳中有升的态势。准备阶段和采购阶段的数量及比重呈下降趋势，执行阶段的数量和比重不断上升。储备库项目持续减少导致新入库项目增速乏力或是 PPP 项目准备与采购阶段占比持续下滑的主要原因，目前管理库中尚无移交项目。净增项目数与净增投资额回归正增长态势，与同期相比增速均由负转正。我国区域发展不平衡、设施更新换代成为常态，未来仍存在大量的基建需求。随着资金面最为紧张的阶段逐渐过去，基建开始持续发力，我们预期 PPP 仍将作为政府与企业大型基建项目合作的重要工具之一。

2019 年一季度示范项目落地率 92.6%，远超全部项目水平。第四批次的示范项目落地率已超过八成，我们判断未来仍将有新的 PPP 项目进入示范项目批次。使用者付费项目数持续走低，政府付费项目在无论是项目数量还是投资额的比重方面都有所回落，可行性缺口补助由于兼具社会资本与政府力量，在融资层面上更具吸引力。但值得考虑的是，由于可行性缺口补助 PPP 项目具有高度的隐蔽性，一些地方政府可能采取一定的包装手段，将政府付费项目“打造”成可行性缺口补助项目。10 号文新规对此进行了严格的限制。

市政工程以绝对优势蝉联榜首，绿色环保项目稳健推进

从行业分布来看，市政工程依然是 PPP 项目的主力军。2019 年一季度管理库新增项目数前三位是市政工程、交通运输、生态建设和环境保护，累计投资额前三位是交通运输、市政工程、城镇综合开发。

签约项目中，虽然民营企业参与规模已接近四成，但国企仍是参与 PPP 的主体。对于民营企业来说，受限于自身资金能力，参与 PPP 项目对银行融资依赖较大。在中央反复多次强调“去杠杆，控风险”的政策基调下，各大银行信贷持续收紧，民企现金流承压，对 PPP 的承接也愈发谨慎。民企集中进入的领域还非常有限，主要是城镇综合开发、交通运输、市政工程以及生态建设和环境保护。

各地区 PPP 项目稳健发展，西部地区表现不凡

各经济区域差异不大，在 PPP 项目发展方面比较均衡。长江经济带与京津冀地区 PPP 项目的发展比较平稳。东部地区经济较为发达，因此对于基础设施的新设与更新都有较大需求，PPP 数量始终较多。西部地区由于过去经济发展缓慢，因此在 PPP 推出后存在大量的项目需求，项目数量与投资额都比较大。但是目前国家对于上马大型 PPP 项目仍持谨慎态度。2019 年一季度我们随机抽取财政库 200 个处于执行阶段的项目作为样本，其中有 33 个项目披露了相关数据，占比 16.5%。就披露的 33 个项目而言，资金需求共计 480.36 亿元，通过融资机构解决了 163.77 亿元，占比 34.09%。可以看到，虽然已解决金额占比较 2018 年三季度提升了 1.38 个百分点，但无论是资金需求还是已融资金额，2019 年一季度的数据相较于 2018 年三季度都有大幅下降。

投资建议

PPP 项目清理成为常态化工作，后续发展更加趋于理性；民企参与度维持稳健水平，行业选择集中与多元的特征并存；项目总体落地率持续提升，示范项目在开工率和落地率方面远超行业水平；在融资方面，融资满足度占比有所提升，但融资数额减少较为明显；随着后续整体经济步入结构性宽松的阶段，基建持续发力，我们预计下半年财政支出将有所加速、且融资环境边际有所改善，前期推进较慢的 PPP 项目有望加快。因此，我们维持对行业的“强于大市”评级。

风险提示：PPP 政策风险，PPP 项目进度不及预期

证券研究报告

2019 年 05 月 17 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

唐笑

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲

分析师

SAC 执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《落地率继续攀升，投资主体多元化程度将提高——PPP 第 12 期季报分析》
2018-12-282 《落地率持续提升，项目融资进度有进展——PPP 第 11 期季报分析》
2018-08-053 《PPP 的整顿、约束、清库对基建、建筑的景气影响可能有限》
2018-04-04

内容目录

1. 管理库项目总体稳中有升，PPP 发展更趋理性.....	4
1.1. 管理库项目总体稳中有升，执行阶段比重上升不断推进	4
1.2. 一季度净增项目数和投资数同比上升，PPP 规范发展继续加强	5
1.3. 落地项目数量平稳增长，示范项目超九成落地高于行业水平	6
1.4. 使用者付费占比继续降低，可行性缺口补助成首选	7
2. 市政工程以绝对优势蝉联榜首，绿色环保项目稳健推进.....	8
2.1. 行业分布集中度高，环保项目受关注	8
2.2. 民营企业数量实现行业全覆盖，国企仍为主力	9
3. 各地区 PPP 项目稳健发展，西部地区表现不凡.....	11
3.1. 四大经济区域发展总体齐平，西部地区积极推进	11
3.2. 长江经济带发展保持平稳	12
3.3. 京津冀地区 PPP 项目稳健发展，河北表现突出	13
3.4. PPP 项目执行阶段获得的已融资金占比提升	14
4. 投资建议.....	16
5. 风险提示.....	16

图表目录

图 1：管理库各阶段项目数月度变化（个）	4
图 2：管理库各阶段项目比所占比月度变化（%）	4
图 3：2017Q3-2019Q1 项目储备库内项目数量（个）及投资额（万亿）	4
图 4：管理库每月净增项目数（个）	5
图 5：管理库每月净增投资额（亿元）	5
图 6：2018Q1、2018、2019Q1 累计清退项目数量	6
图 7：管理库项目与示范项目累计落地数（个）	6
图 8：管理库项目与示范项目落地率（%）	6
图 9：各季度累计不同付费机制项目数量（个）	7
图 10：各季度累计不同付费机制投资额（亿元）	7
图 11：2018Q4、2019Q1 累计项目数量及其占比（占比小于 1% 的项目已合并为其他） ..	8
图 12：2018Q4、2019Q1 累计投资额（亿元）及其占比（占比小于 1% 的项目已合并为其他）	8
图 13：落地项目中民营企业数量及其占比	9
图 14：落地示范项目中民营企业数量及其占比	9
图 15：2018Q1 含民营和外资的落地示范项目领域分布	10
图 16：2019Q1 含民营和外资的落地示范项目领域分布	10
图 17：2017Q1-2019Q1 绿色低碳项目总量及已落地绿色低碳项目数量与占比	10
图 18：2017Q1-2019Q1 绿色低碳项目投资额（万亿元）及同比增速	11
图 19：2018Q4 长江经济带城市项目数及投资额（亿元）	12

图 20: 2019Q1 长江经济带城市项目数及投资额 (亿元)	12
图 21: 2018Q4 长江经济带城市落地项目数及投资额 (亿元)	12
图 22: 2019Q1 长江经济带城市落地项目数及投资额 (亿元)	12
图 23: 2018Q4 京津冀项目数及投资额 (亿元)	13
图 24: 2019Q1 京津冀项目数及投资额 (亿元)	13
图 25: 2018Q4 京津冀落地项目数及投资额 (亿元)	13
图 26: 2019Q1 京津冀落地项目数及投资额 (亿元)	13
表 1: 四批次示范项目执行情况	6
表 2: 四大经济区域累计项目个数	11
表 3: 四大经济区域累计投资额 (亿元)	12
表 4: 抽样的 200 个执行阶段项目有 33 个披露了融资情况(万元)	14

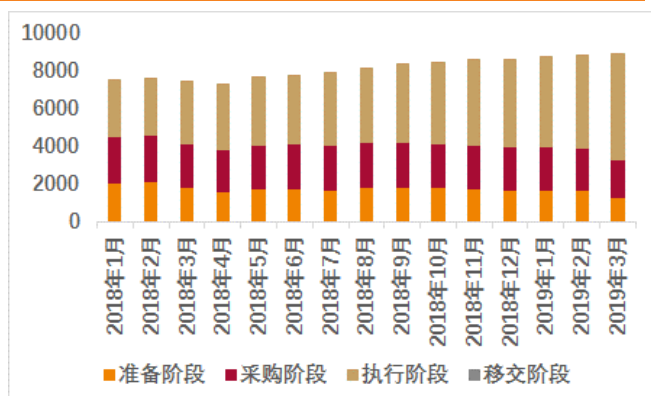
1. 管理库项目总体稳中有升，PPP 发展更趋理性

1.1. 管理库项目总体稳中有升，执行阶段比重上升不断推进

从 2018 年一季度到 2019 年一季度管理库项目数量来看，项目总数总体上呈现平稳增长、略有提升的态势。截至 2019 年一季度末，管理库已累计项目 8843 个，较上年同期增长 19.18%，环比净增项目 189 个；投资额达 13.4 万亿元，较去年同期绝对额扩张 1.9 万亿元，环比增加 2250 亿。

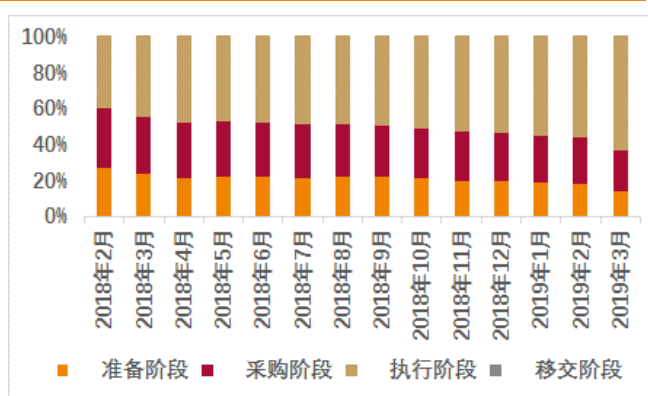
从各阶段的组成及其占项目总数的比重中可以很明显地看到，准备阶段和采购阶段的数量及比重呈下降趋势，执行阶段的数量和比重不断上升，从 2018 年 3 月末的 44.81% 上升至 2019 年 3 月末的 62.66%，同时环比上季度末增加了 8.99 个百分点。

图 1：管理库各阶段项目数月度变化（个）



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

图 2：管理库各阶段项目比所占比重月度变化（%）



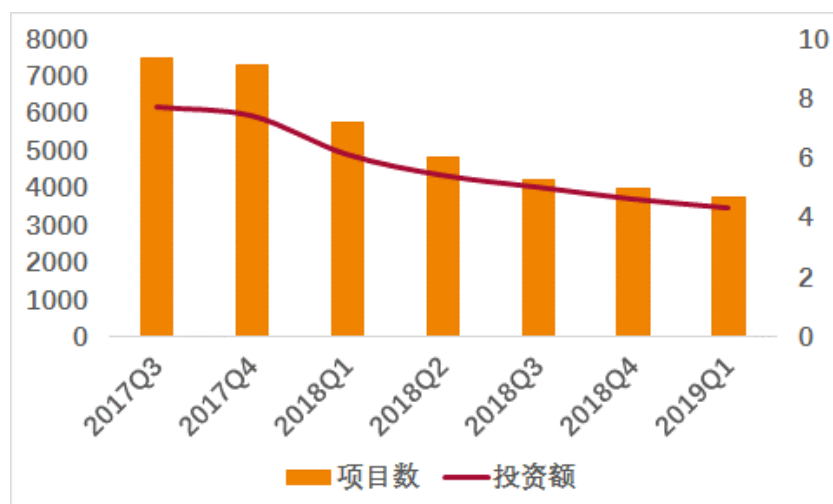
资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

注：自 2017 年 9 月起，财政部全国 PPP 综合信息平台项目库内构建储备库和管理库。储备库是指识别阶段项目，是地方政府部门有意愿采用 PPP 模式的备选项目，但尚未完成物有所值评价和财政承受能力论证的审核。

截至 2019 年一季度末，储备库项目数量 3734 个，与上年同期减少 34.73%，环比上季度末减少 237 个；储备库投资额与上年同期下降 29.5%，环比上季度末减少 3000 亿元。储备库项目持续减少导致新入库项目增速乏力或是 PPP 项目准备与采购阶段占比持续下滑的主要原因。

我国 PPP 项目起步较晚，大约从 2014 年以来进入推广期。加上 PPP 项目大多涉及金额大，建设周期与运营周期长，目前一般在 10-30 年之间（建设期+运营期），因此目前管理库中尚无移交项目。

图 3：2017Q3-2019Q1 项目储备库内项目数量（个）及投资额（万亿）



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

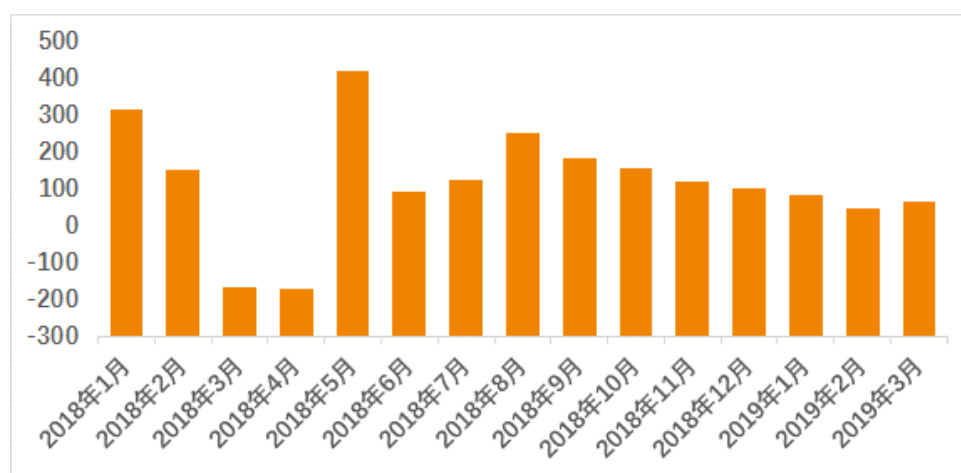
1.2. 一季度净增项目数和投资数同比上升，PPP 规范发展继续加强

2017 年 11 月 16 日《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金〔2017〕92 号）发布后，至 2018 年 3 月末，综合信息平台已累计清退管理库项目 1160 个，累计清减投资额 1.2 万亿元。

由于上述政策影响，2018 年一季度管理库净增项目数与净增投资额均为负数。随着 2019 年一季度 PPP 项目的清退工作逐渐进入扫尾阶段，本季度净增项目 189 个，投资额 2250 亿元，净增项目数与净增投资额回归正增长态势，与同期相比增速均由负转正。

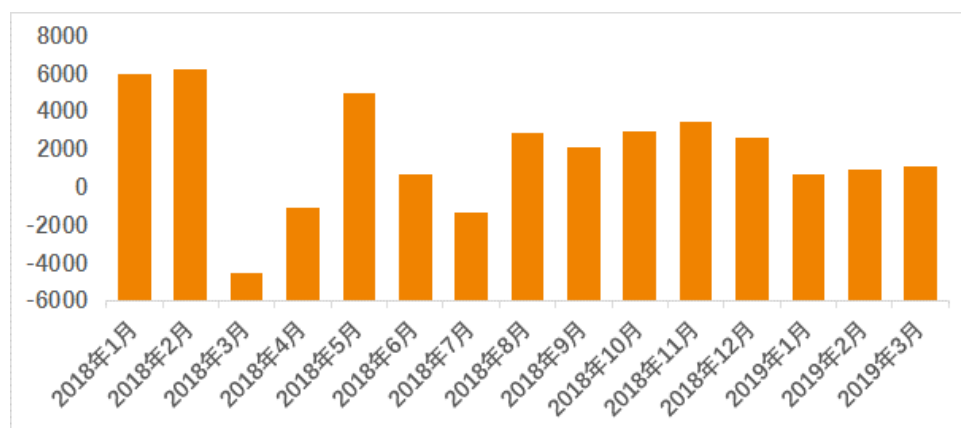
我国区域发展不平衡、设施更新换代成为常态，未来仍存在大量的基建需求。随着资金面最为紧张的阶段逐渐过去，基建开始持续发力以及 PPP 项目清理的结束，我们预期 PPP 仍将作为政府与企业大型基建项目合作的重要工具之一。但考虑到贸易战等因素扭转了对经济复苏的乐观预期，基建托底经济的意愿仍将持续，我们预计后续 PPP 项目的发展仍将稳步推进。此外，可以看到 PPP 项目每月净增项目数与同期对应投资额较过去都有一定程度的下降，或表现出 PPP 项目运作更加趋于理性的一面。

图 4：管理库每月净增项目数（个）



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

图 5：管理库每月净增投资额（亿元）



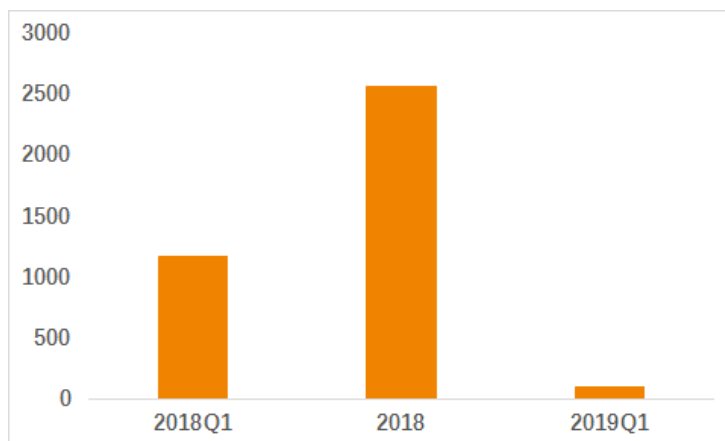
资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

PPP 项目既要规范、也要发展。2019 年 3 月，财政部发布《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），进一步明确了对新上政府付费项目的审慎要求，即财政支出责任占比超过 5% 的地区，不得新上政府付费项目。《实施意见》印发之日起，财政部门将不再受理财政支出责任占比超过 5% 地区新的政府付费项目入库申请。

未来 PPP 项目的运作将更加重视质量，在审查入库项目时也将更为严格，确保只有合格项目才能审批入库。

2019 年一季度各地进一步加强入库审核和规范管理，持续清理不合规项目，共清退项目 93 个、涉及投资额 1344 亿元。可以看到，今年一季度的项目清退数量较 2018 年一季度同期的 1160 个大幅减少。随着对新增政府付费项目入库审核的加强、管理库内剩余不规范 PPP 项目的减少，后续 PPP 项目清退工作或将步入常态化。

图 6：2018Q1、2018、2019Q1 累计清退项目数量（个）

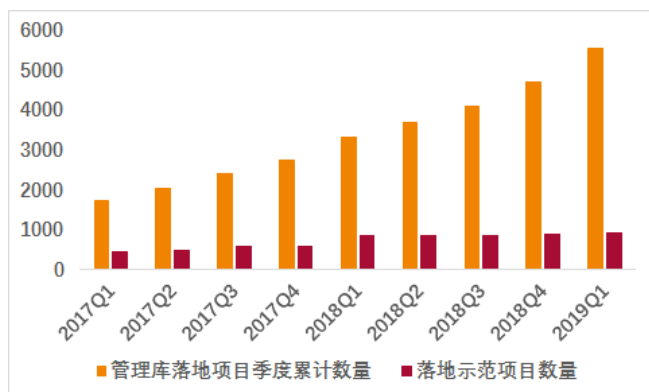


资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

1.3. 落地项目数量平稳增长，示范项目超九成落地高于行业水平

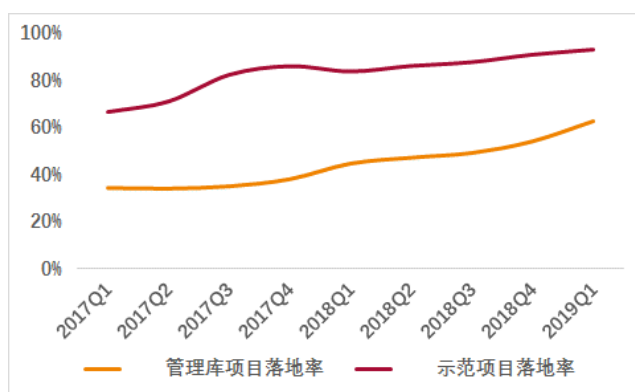
2019 年一季度，管理库内落地项目累计 5541 个（由于 2018 年一季度 PPP 管理库项目进行集中清退，因此 2019 年一季度较上年同期净增项目数大幅增加 2217 个）、投资额 8.4 万亿元；落地率 62.7%，环比上季度上升 8.5 个百分点，同比 2018 年一季度上升 17.9 个百分点。虽然落地项目增速较去年同期下降了 25.5 个百分点至 66.7%，但总体上仍保持着较为稳定的增长。2019 年一季度管理库内已落地的示范项目数量保持平稳增长的态势，已累计 914 个、投资额 2 万亿元；落地率 92.6%，远高于全部项目水平，充分发挥出示范项目的领先带头作用。

图 7：管理库项目与示范项目累计落地数（个）



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

图 8：管理库项目与示范项目落地率（%）



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

注：示范项目退库情况根据最新季报显示，与往期季报数据不完全一致。

从往期季报的数据可以发现，财政部 PPP 中心对于示范项目的把控较为严格，每一批次的示范项目都有过多次项目清退调整的情况。目前来看，示范项目在开工率和落地率方面都表现了突出的带头模范作用。目前，第四批次的示范项目落地率已超过八成，根据过去的时间线索，我们判断未来仍将有新的 PPP 项目进入示范项目批次。

表 1：四批次示范项目执行情况

批次	成立时间	数量	落地率	完成时间	退库情况	投资额 (亿元)
第一批	2014 年 11 月	20	100%	2016 年末	最初 20 个, 调出 10 个	687
第二批	2015 年 9 月	158	100%	2017 年 3 月末	最初 206 个, 调出 48 个	4672
第三批	2016 年 9 月	425	100%	2018 年 6 月末	最初 425 个, 调出 91 个	9654
第四批	2018 年 2 月	384	81%	2019 年 3 月末	最初 396 个, 调出 12 个	7565

资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所

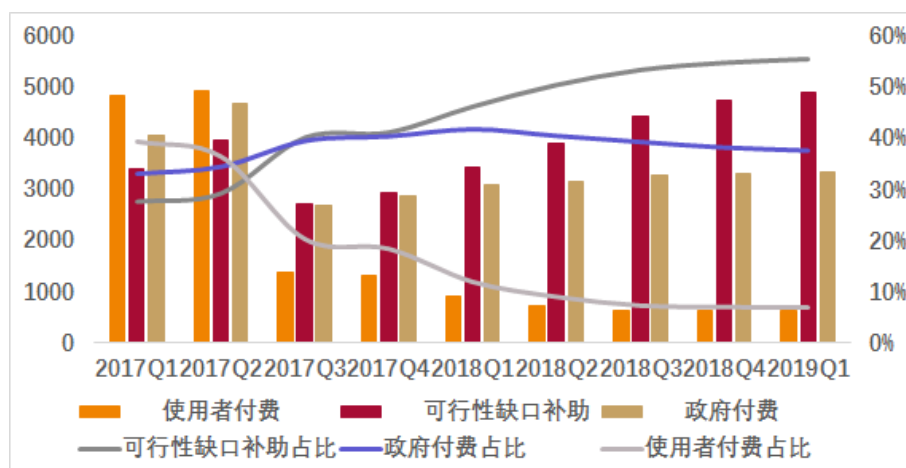
1.4. 使用者付费占比继续降低, 可行性缺口补助成首选

2019 年 3 月 7 日, 财政部发布《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), 10 号文指出 PPP 模式存在超出自身财力、固化政府支出责任、泛化运用范围等问题, 同时明确规定: 财政支出责任占比超过 5% 的地区, 不得新上政府付费项目, 同时建立 PPP 项目支出责任预警机制, 对财政支出责任占比超过 7% 的地区进行风险提示, 对超过 10% 的地区严禁新项目入库。

从数据中不难发现, 使用者付费类项目数量持续走低, 原因或许在于: (1) 政府给的资本金回报率及债权融资成本太低, 社会资本不合算; (2) 特许经营期长达 10 到 30 年, 采用银行贷款等传统融资方式难以满足长期资金需求。政府付费类项目在无论是项目数量还是投资额的比重方面都有所回落, 或受 10 号文新规监管加强的影响。可行性缺口补助由于兼具社会资本与政府力量, 在融资层面上更具吸引力, 因此在三种类型的回报机制中属于热门选手, 其项目数占比自 2018 年一季度的 46.1% 上升至 2019 年一季度的 55.3%, 2019 年一季度投资额占比较去年同期上升 5.6 个百分点至 64.9%。

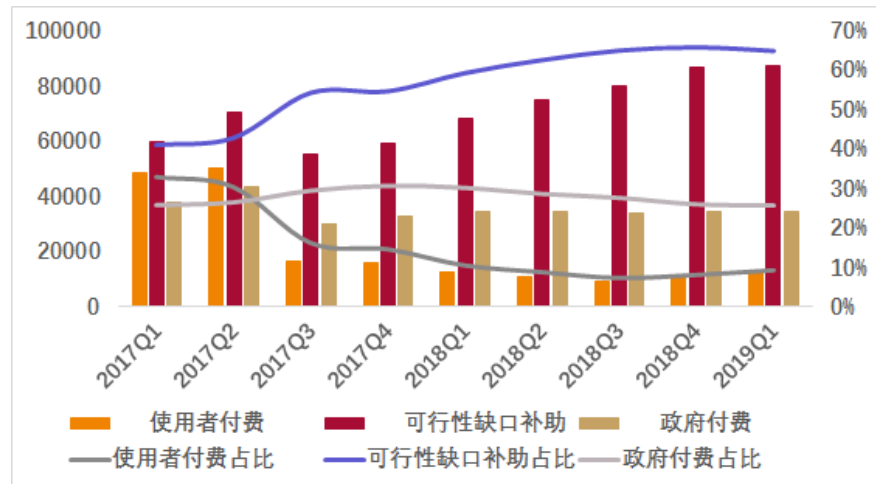
但值得重视的是, 由于可行性缺口补助类 PPP 项目具有高度的隐蔽性, 一些地区政府可能采取一定的包装手段, 将政府付费项目“打造”成可行性缺口补助项目, 或者增加少量使用者付费内容, 从而规避财政支出责任限制的要求。从实践情况看, 由于政府付费项目的全部回报均来源于政府方, 一些参与方为规避投资风险, 通过承诺固定回报、约定回购安排、弱化绩效约束等方式, 固化政府支出责任, 由政府实际兜底项目风险, 将社会资本的股权投资行为变成政府还本付息的举债融资行为。这种地方政府假借 PPP 名义举债融资的行为极易增加地方政府隐性债务, 从而增大经济风险。10 号文明确指出, 对于规避财政支出责任限制条件, 将新上政府付费项目打捆、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。该项政策对于 PPP 项目的审查更为严格, 对于政府的“包装”行为将起到有效的遏制作用。

图 9: 各季度累计不同付费机制项目数量 (个)



资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所

图 10: 各季度累计不同付费机制投资额 (亿元)



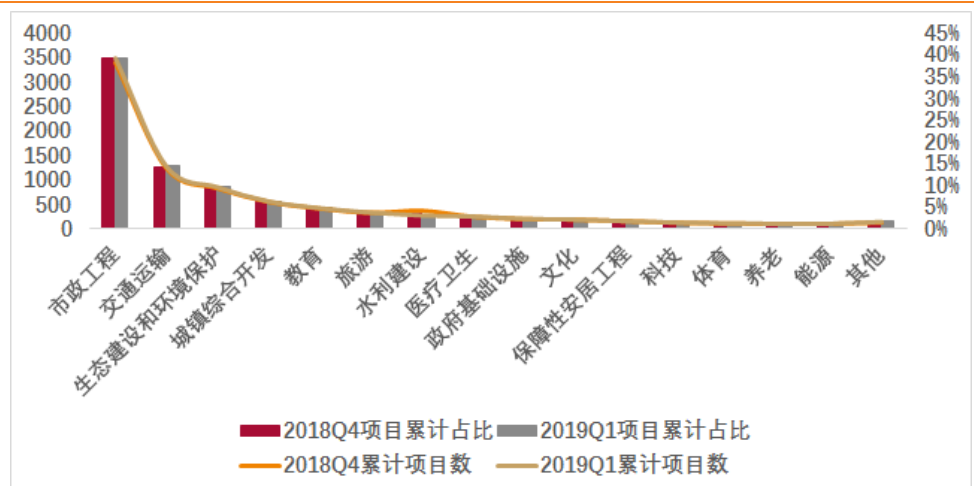
资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

2. 市政工程以绝对优势蝉联榜首，绿色环保项目稳健推进

2.1. 行业分布集中度高，环保项目受关注

从行业分布来看，市政工程依然是 PPP 项目的主力军。从项目数来看，2019 年一季度管理库新增项目数前三位是市政工程、交通运输、生态建设和环境保护，分别为 93 个、33 个、22 个。虽然总体排名没有变动，细化到增加数量则产生较大变化。对比同期数据，市政工程、交通运输、生态建设和环境保护项目新增项目数分别同比减少 23 个、65 个、32 个。投资额方面，2019 年一季度环比新增投资额前三位是交通运输、城镇综合开发、市政工程，分别为 1658 亿元、430 亿元、387 亿元；累计投资额前三位是交通运输、市政工程、城镇综合开发，分别为 4.01、4、1.9 万亿元。

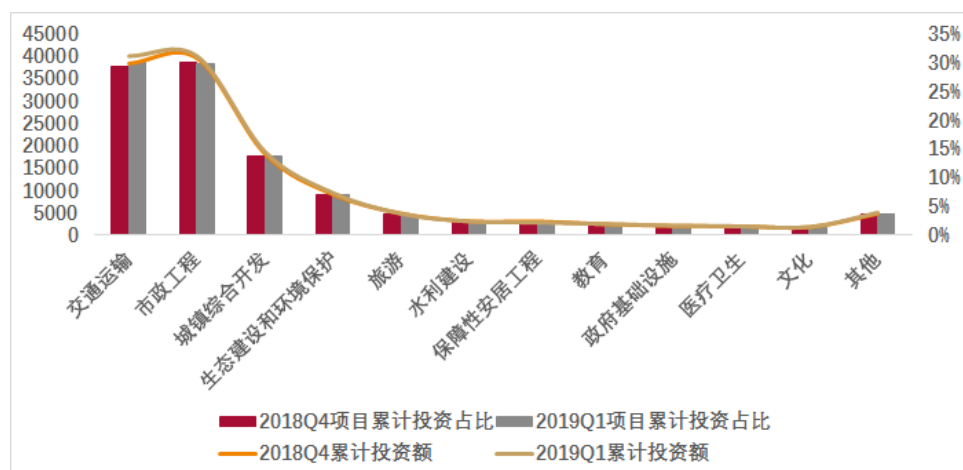
图 11：2018Q4、2019Q1 累计项目数量及其占比（占比小于 1% 的项目已合并为其他）



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

市政工程、社会保障、林业、交通运输的占比有所提升，生态建设和环境保护项目环比持平。对比 2018 年四季度末和 2019 年一季度各行业占比，2019 年一季度市政工程、社会保障、林业、交通运输占比增加，分别较上年同期增加了 0.19、0.07、0.06、0.05 个百分点，分别上升至 39.29%、0.37%、0.46%、14.35%。生态建设和环境保护项目虽然环比持平，但同比增加 1.55 个百分点，处于上升趋势。这是因为环保生态建设类项目是目前政策重心，国家制定的各项环保法律法规在不断地落实、完善，同时国家也组织了环保检查、督查来确保具体措施的执行。

图 12：2018Q4、2019Q1 累计投资额（亿元）及其占比（占比小于 1% 的项目已合并为其他）



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

2.2. 民营企业数量实现行业全覆盖，国企仍为主力

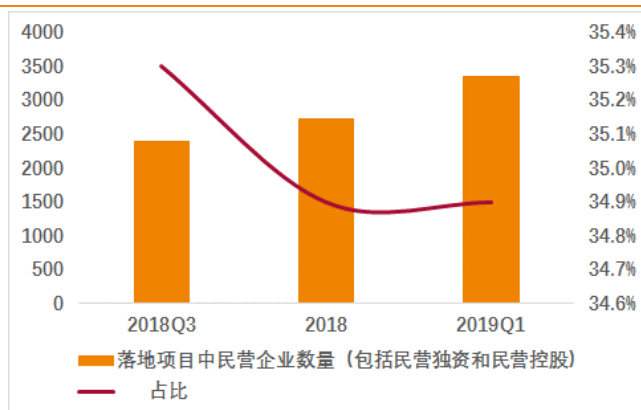
注：由于 2018 年三季报之前财政部 PPP 中心未披露落地项目中民营企业具体情况，因此落地项目中民营企业数量及其占比情况的比较自 2018 年三季度数据始。

签约项目中，民营企业占比从 2018 年一季度的 39.1% 上升到 2019 年一季度的 39.7%，但环比下降 0.1 个百分点。截至 2019 年一季度末，914 个落地示范项目中包括 461 个单独社会资本项目和 453 个联合体项目，联合体占比上升 1.29 个百分点至 49.56%。签约社会资本共 1519 家，包括民营 648 家、港澳台 45 家、外商 18 家、国有 880 家，另有类型不易辨别的其他 42 家。目前来看，虽然民营企业参与规模已接近四成，但是国企仍是参与 PPP 项目的主体。

2017 年 11 月，发改委发布《鼓励民间资本参与 PPP 项目的指导意见》（下文统称《指导意见》），《指导意见》提出，重点向民营企业推介以使用者付费为主的特许经营类项目，审慎推介完全依靠政府付费的 PPP 项目，以降低地方政府支出压力，防范地方债务风险。

对照国资委 192 号文“PPP 净投资额不得超过合并净资产 50%”的红线，对于民营企业来说，受限于自身资金能力，参与 PPP 项目对银行融资依赖较大。在中央反复多次强调“去杠杆，控风险”的政策基调下，各大银行信贷持续收紧，民企现金流承压，对 PPP 项目的承接也愈发谨慎。此外，《指导意见》中鼓励民营企业参与的使用者付费类项目的数量也在不断下滑。上述两点或许是民营企业在 PPP 项目中占比始终不高的原因，民间资本是否能够迎来真正的 PPP 大潮仍要结合未来发展趋势仔细判别。

图 13：落地项目中民营企业数量（个）及其占比（%）



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

图 14：落地示范项目中民营企业数量（个）及其占比（%）



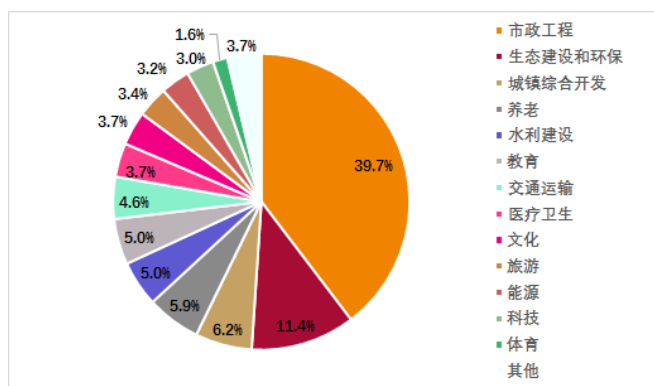
资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

注：由于部分项目占比极小，因此将占比小于 1% 的项目归并入其他项目中。

民营企业进入 PPP 领域以来，自 2017 年初参与的行业领域 15 个，到 2018 年初新增政

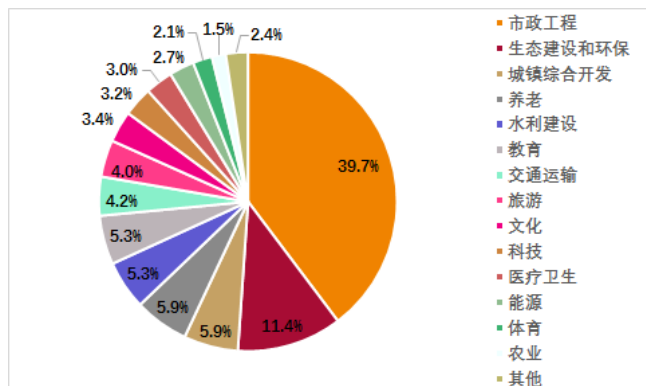
府基础设施和保障性安居工程两个领域，完成领域全覆盖，实现了参与行业多样化。但同时也要看到的是，民营企业集中进入的领域还非常有限，主要集中在城镇综合开发、交通运输、市政工程以及生态建设和环境保护四大领域，从各季度数据来看，四大领域总计占比均超五成，主因项目本身基数较大。

图 15：2018Q1 含民营和外资的落地示范项目领域分布



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

图 16：2019Q1 含民营和外资的落地示范项目领域分布

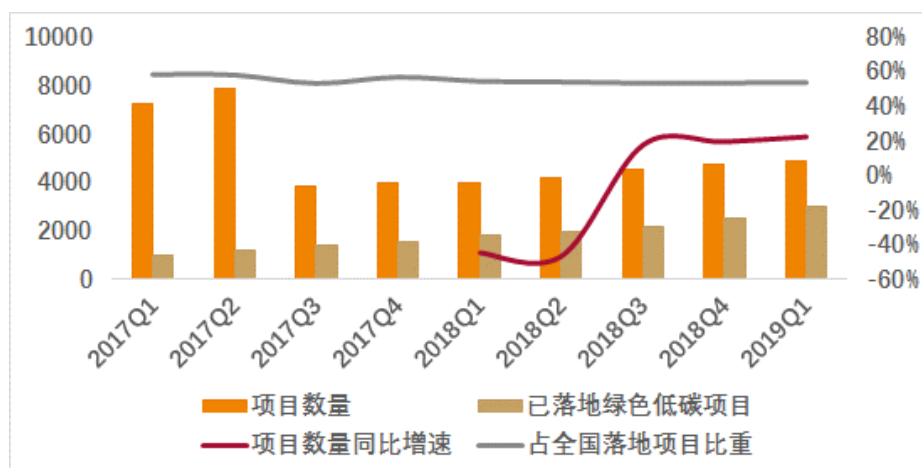


资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

公共交通、供排水、生态建设和环境保护、水利建设、可再生能源、教育、科技、文化、养老、医疗、林业、旅游等多个领域 PPP 项目都具有支持污染防治和推动经济结构绿色低碳化的作用。

按该口径，管理库一季度污染防治与绿色低碳项目环比净增项目 143 个、投资额 964 亿元；管理库累计污染防治与绿色低碳项目 4909 个、投资额 4.8 万亿元，分别占管理库的 55.5%、35.8%；其中落地项目 2993 个、投资额 2.9 万亿元，分别占管理库落地项目的 54.0%和 33.8%。

图 17：2017Q1-2019Q1 绿色低碳项目总量及已落地绿色低碳项目数量（个）与占比（%）



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

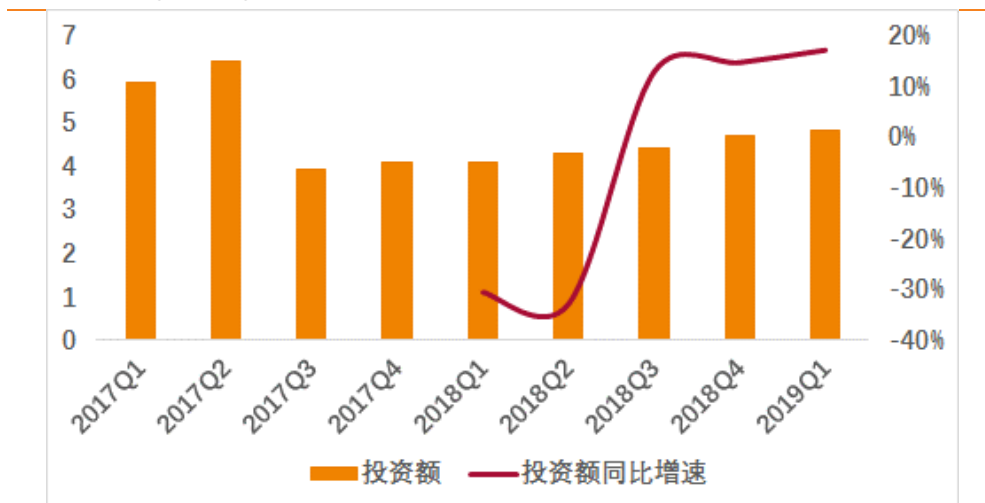
由于 2018 年 3 月、4 月集中清理 PPP 项目，因此表现在 2018 年一季度和二季度上，绿色生态项目在总数上同比下滑显著，但落地项目同比增速依然表现良好。2019 年一季度的数据显示，污染防治与绿色低碳项目持续推进的力度较大，已落地绿色低碳项目数量稳步增加。我们预期该类项目后续仍将保持不错的发展，原因在于：

第一，污染防治与绿色低碳项目具有充分的政策背景支持。（1）2018 年 3 月组建了生态环境部，直接推动了一批环保类项目的落地。除此之外，生态环境部审批通过大量的环境建设项目，推动相关项目的落地实施。（2）2018 年 6 月，《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护 坚决打好污染防治攻坚战的意见》确定，到 2020 年生态环境质量总体改善，主要污染物排放总量大幅减少，环境风险得到有效管控。（3）2018 年 9 月，《关于生态环

境领域进一步深化“放管服”改革，推动经济高质量发展的指导意见》发布，将进一步深化环保督察，推动环保督察纵深、常态化发展。

第二，符合人们的需求，顺应未来发展趋势。2018 年由生态环境部等五部门联合发布的《公民生态环境行为规范（试行）》出台。随着对公民环保教育的深入，污染防治和绿色低碳的概念将会更加深入人心，这一类的项目也将更加受到公民和企业的关注与支持。

图 18：2017Q1-2019Q1 绿色低碳项目投资额（万亿元）及同比增速



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

3. 各地区 PPP 项目稳健发展，西部地区表现不凡

3.1. 四大经济区域发展总体齐平，西部地区积极推进

自 2018 年第三季度始，财政部 PPP 中心统计地区 PPP 项目发展时，将全国划分为东、中、西、东北四大经济区域。东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南等 10 个省市；中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南等 6 个省；西部地区包括重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆（新疆兵团）、内蒙古、广西等 12 个省市自治区；东北地区包括辽宁、吉林、黑龙江 3 省。通过将全国涉及 PPP 项目的 31 个省市自治区划分为东、中、西、东北四部分，便于结合各地经济发展水平，从总体上分析各区域 PPP 项目发展情况。

表 2：四大经济区域累计项目个数（个）

经济区域	2018Q1	2019Q1
东部地区	2206	2979
中部地区	2336	2623
西部地区	2316	2472
东北地区	277	403

资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

以此口径，截至 2019 年一季度，东部地区取代中部地区，成为开展 PPP 项目最多的地区，为 2979 个，中部地区紧随其后，为 2623 个，西部地区 2472 个，东北地区由于省市数量少，因此数量不多，为 403 个；西部地区 PPP 投资额继续领跑，为 45915 亿元，超越东部地区的 45240 亿元位列第一。在落地项目的数量方面，西部地区以超过东部地区 1 个项目的微弱优势获得领先，为 312 个。

《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》中规定，新签约项目不得从政府性基金预算和国有资本经营预算安排 PPP 项目运营补贴支出，原因之一就是防止部分地区通过政府性基金预算和国有资本经营预算大量安排 PPP 项目支出，由此我们认为，目前国家对于上马大型 PPP 项目仍持谨慎态度。

可以看到，总体来说，创除东北地区由于城市数量少而导致的项目数量与投资额较小之外，其他三大地区在项目数量、投资额方面确有差异，但差异并不十分大，各经济区域在 PPP 项目发展方面比较平均。由于东部地区经济较为发达，因此对于基础设施的新设与更新都有着较大的需求，PPP 项目的数量始终保持较高的数量。西部地区由于过去经济发展缓慢，缺乏足够的基础设施，因此在 PPP 项目推出后存在大量的项目需求，项目数量与投资额都比较大。

表 3：四大经济区域累计投资额（亿元）

经济区域	2018Q1	2019Q1
东部地区	35197	45240
中部地区	29470	31230
西部地区	38980	45915
东北地区	6049	6293

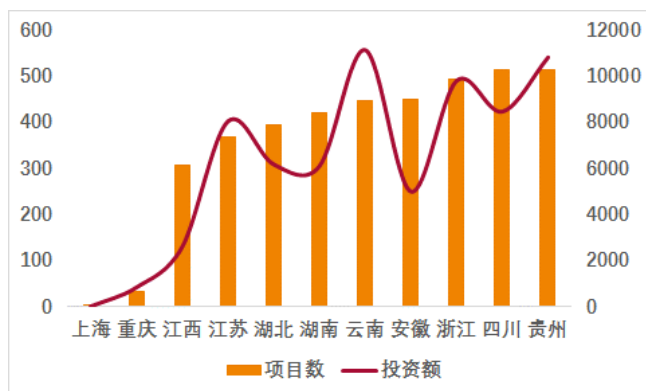
资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

3.2. 长江经济带发展保持平稳

自 2018 年第三季度始，财政部 PPP 中心统计地区 PPP 项目发展时，将长江经济带单独列示。长江经济带覆盖上海、江苏、浙江、安徽、江西、湖北、湖南、重庆、四川、云南、贵州等 11 个省市。

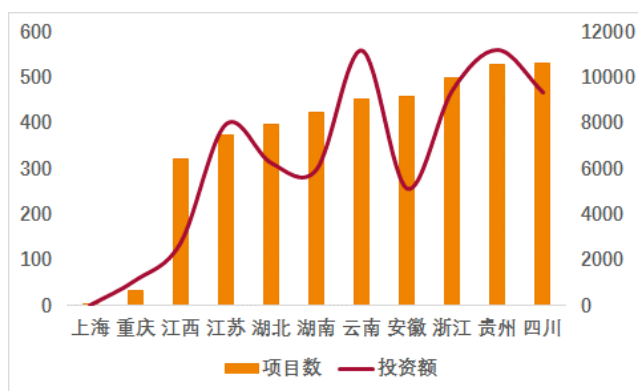
截至 2018 年四季度末，管理库累计长江经济带项目总数 3933 个、投资额 6.9 万亿元，分别占管理库的 45.4% 和 52.4%。截至 2019 年一季度末，管理库累计长江经济带项目总数 4015 个、投资额 7 万亿元，环比上季度末净增项目 82 个、投资额 1439 亿元。项目数前三位是四川 530 个、贵州 527 个、浙江 497 个；投资额前三位是贵州 11212 亿元、云南 11187 亿元、浙江 9442 亿元。从管理库项目数量来看，保持前三的城市保持稳定，分别为贵州、四川、浙江，只在排名方面进行变换；从投资额来看也是如此，分别为云南、贵州、浙江。

图 19：2018Q4 长江经济带城市项目数及投资额（亿元）



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所；注：主坐标轴为项目数量，次坐标轴为投资额

图 20：2019Q1 长江经济带城市项目数及投资额（亿元）



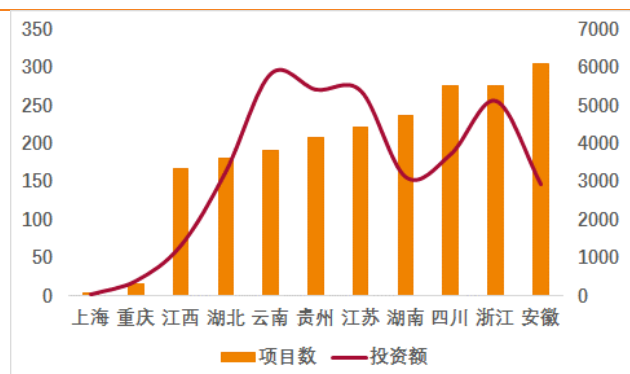
资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所；注：主坐标轴为项目数量，次坐标轴为投资额

截至 2018 年四季度末，管理库累计长江经济带落地项目 2079 个、投资额 3.7 万亿元，分别占管理库落地项目的 44.3% 和 50.7%。截至 2019 年一季度末，管理库累计长江经济带落地项目总数 2433 个、投资额 4.3 万亿元，分别占管理库的 43.9% 和 51.3%。落地项目数前三位是浙江 359 个、安徽 331 个、四川 302 个；落地项目投资额前三位是浙江 7097 亿元、云南 6659 亿元、贵州 6516 亿元。

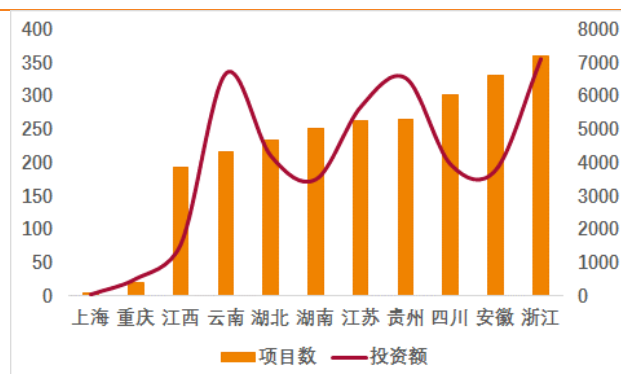
从落地项目数量来看，保持前三的城市保持稳定，分别为安徽、四川、浙江，只在排名方面进行变换；从投资额来看也是如此，云南、贵州依旧保持投资额方面的领先优势，浙江代替江苏成为投资额第三位的城市。

图 21：2018Q4 长江经济带城市落地项目数及投资额（亿元）

图 22：2019Q1 长江经济带城市落地项目数及投资额（亿元）



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所；注：主坐标轴为项目数量，次坐标轴为投资额



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所；注：主坐标轴为项目数量，次坐标轴为投资额

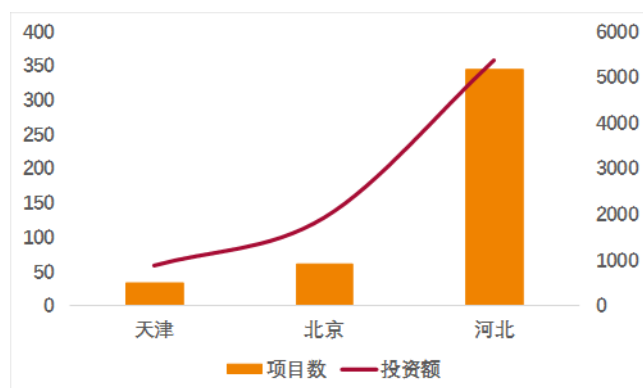
3.3. 京津冀地区 PPP 项目稳健发展，河北表现突出

自 2018 年第三季度始，财政部 PPP 中心统计地区 PPP 项目发展时，将京津冀地区情况单独列示。

截止 2018 年四季度末，管理库累计京津冀地区项目 435 个、投资额 8134 亿元，分别占管理库的 5.0%和 6.2%；其中落地项目 248 个、投资额 5349 亿元，分别占管理库落地项目的 5.3%和 7.4%；截至 2019 年一季度末，管理库累计京津冀地区项目总数 451 个、投资额 8835 亿元，分别占管理库的 5.1%和 6.6%，环比上季度末净增项目 16 个、投资额 701 亿元；其中落地项目总数 304 个、投资额 6499 亿元，分别占管理库落地项目的 5.5%和 7.7%。

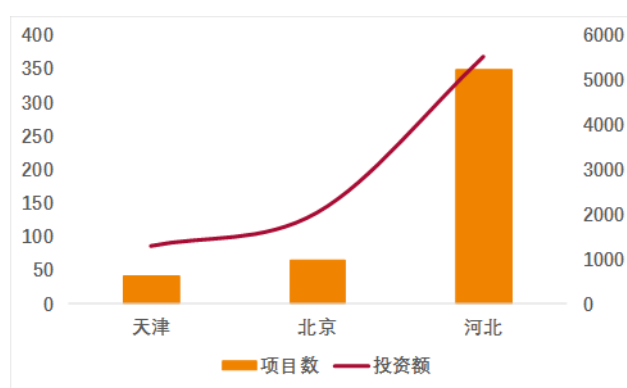
可以看到，京津冀地区 PPP 项目的发展总体来说比较平稳。由于地域面积的原因，北京和天津的 PPP 数量和投资额并不是很大，相反河北由于地域广阔，对于基建的需求更大，因此在 PPP 项目的承接数量和投资额上都大幅高于北京和天津。

图 23：2018Q4 京津冀项目数及投资额 (亿元)



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所；注：主坐标轴为项目数量，次坐标轴为投资额

图 24：2019Q1 京津冀项目数及投资额 (亿元)



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所；注：主坐标轴为项目数量，次坐标轴为投资额

图 25：2018Q4 京津冀落地项目数及投资额 (亿元)

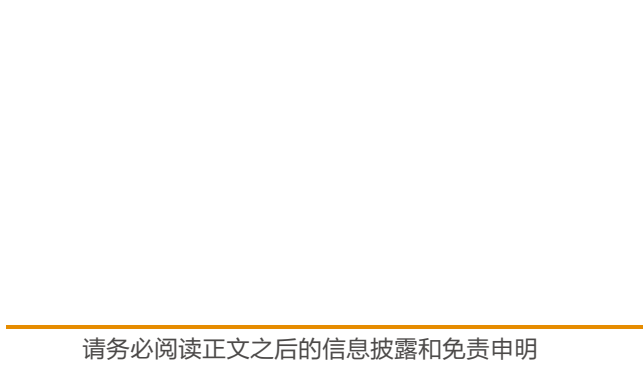
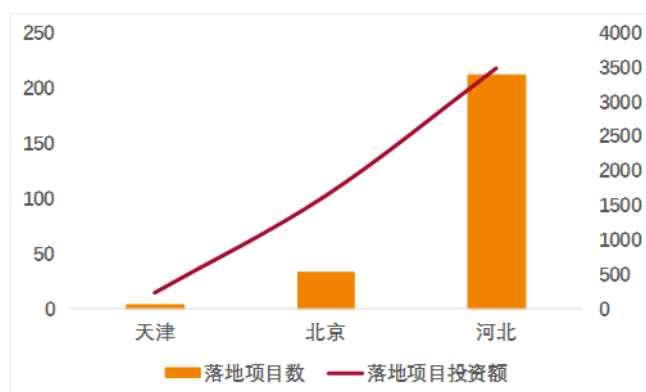
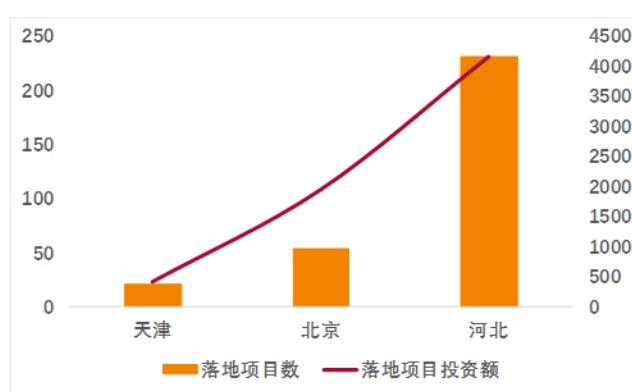


图 26：2019Q1 京津冀落地项目数及投资额 (亿元)





资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所；注：主坐标轴为项目数量，次坐标轴为投资额



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所；注：主坐标轴为项目数量，次坐标轴为投资额

3.4. PPP 项目执行阶段获得的已融资金占比提升

PPP 由于项目特点，往往工期长，耗资大，因此融资难的问题一直是困扰 PPP 项目顺利推进的重要因素。每年的 4 月 30 日财政部 PPP 数据库会要求执行阶段项目更新项目融资情况，2019 年一季度我们随机抽取财政库 200 个处于执行阶段的项目作为样本，统计其融资情况。200 个项目中有 33 个项目披露了相关数据，占比 16.5%，较 2018 年三季度我们统计的 13% 有比较明显的提升。

就披露的 33 个项目而言，资金需求共计 480.36 亿元，通过融资机构解决了 163.77 亿元，占比 34.09%。可以看到，虽然已解决金额占比较 2018 年三季度提升了 1.38 个百分点，但无论是资金需求还是已融资金额，2019 年一季度的数据相较 2018 年三季度都有大幅下降（2018 年三季度资金需求 1421.83 亿元，通过融资机构解决了 465.07 亿元，占比 32.71%），这或许与样本结构有关，也有可能 2018 年整体融资环境不佳有关（融资情况一般在对应事项确定或完成后次年的 4 月 30 日前予以公开）；其中通过银行贷款的有 19 个，较 2018 年三季度的 14 个有所增加；其中商业性银行 14 个，政策性银行 5 个。

表 4：抽样的 200 个执行阶段项目有 33 个披露了融资情况(万元)

项目名称	融资机构	发起时间	投资需求 (万元)	融资金额 (万元)
安徽省宣城市郎溪县污水处理厂及配套管网建设项目	安徽国祯环保节能科技股份有限公司	2016/2/26	40000	13300
山东省济宁市汶上县中都怡养苑医养结合项目	山东汶上农村商业银行股份有限公司	2016/7/11	63000	2100
萍乡市湘东区农村基础设施提升工程项目	萍乡市城市建设投资发展公司	2018/11/27	94054	75000
吉林省公主岭市大岭汽车物流产业园区市政道路 PPP 项目	中国工商银行股份有限公司九台支行 上海浦东发展银行长春分行	2017/8/18	63900 44700	63977
柯坪县污水处理厂工程	浩蓝环保股份有限公司	2016/4/13	2798	1200
云南省昆明市安宁市南环一级公路 PPP 项目	安宁南环公路建设有限责任公司	2017/3/28	59857	47000
新民市污水处理厂二期工程	联合环境水务（新民）有限公司	2016/2/29	16417	7300
河北省石家庄市鹿泉区牛山村至石井村道路改建工程	中国农业银行股份有限公司石家庄鹿泉支行	2017 年 5 月 31 日	41195	14804.74
新沂市污水处理厂 PPP 改扩建项目	光大水务运营（新沂）有限公司	2016/2/29	29567	15400
黑龙江省伊春市国道嘉荫至临江公路汤旺河至伊春段改扩建工程	国家开发银行黑龙江省分行	2017/7/26	228142	110000

淮安市主城区控源截污工程项目	中国农业银行淮安分行	2016/2/29	183623	112000
山东省枣庄高新区新建道路工程	中国工商银行	2016年2月29日	32000	25000
四川省凉山州西昌市凉山州创业创新孵化园及成凉园区市政道路建设项目	中国建设银行股份有限公司凉山分行	2016/7/11	121594	81980
四川省泸州市合江县基础设施建设项目	中国农业银行股份有限公司西安高新技术产业开发区支行	2016/2/29	206200	35500
温宿县 2017 年农村公路建设项目	中国农业发展银行温宿县支行	2018/1/26	82318	5000
内蒙古自治区通辽市科左后旗甘旗卡镇东区污水处理工程建设项目	北京天河嘉业环境工程有限公司	2016/2/29	17000	9000
惠州市四环路南段（仲恺大道-惠南大道）道路工程	中建共赢五号（惠州）基础设施投资中心（有限合伙）	2016/8/19	195400	30452.6
云南省红河州泸西县中医医院迁建及扩建 PPP 项目	云南泸西博康中医医院管理有限公司	2016/2/29	28827	20000
云南省香格里拉至丽江国家高速公路政府和社会资本合作项目	国家开发银行	2016/2/29	1944145	400000
	中国银行股份有限公司昆明市盘龙支行			150000
洪泽县食品科技产业园污水处理项目	长顺建设集团有限公司	2016年8月19日	9788	7830
湖北省蕲春县河西工业园污水处理厂 PPP 项目	国家开发银行股份有限公司云南分公司	2016/2/29	440067	59100
吉林省梅河口市体育馆特许经营项目	国家开发银行吉林分行	2016/5/12	11780	6600
长沙国际会展中心项目	国家开发银行股份有限公司湖南省分行	2016/2/29	578154	156000
	工商银行德雅路支行			30000
河北省辛集市南水北调中线配套工程辛集城区水厂及配水管网（PPP）项目	辛集市建投水务有限责任公司	2016/7/11	39988	13000
赣州市龙南县农村基础设施提升项目	建行延安分行	2016/8/19	101329	80000
新疆伊犁州巩留县阿克加孜克水库工程 PPP 项目	中港（巩留）阿克加孜克水库灌区项目管理有限公司	2016年5月12日	21089	9800
吉林省吉林市温德河湿地水生态综合治理	吉林盛东环境工程开发有限公司	2016/2/29	32861	5029.19
内蒙古赤峰市新区夜景照明改造升级项目	中信银行股份有限公司赤峰分行	2016/2/29	10000	14407
宁夏吴忠市水环境综合治理	交通银行宁夏分行	2016/2/29	20800	18500
杭州市七格污水处理厂一二期提标改造工程	工商银行浙江省分行	2016/2/29	43000	18400
合计			4803593	1637680.53

资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

4. 投资建议

PPP 项目清理成为常态化工作，后续发展更加趋于理性；民企参与度维持稳健水平，行业选择集中与多元的特征并存；项目总体落地率持续提升，示范项目在开工率和落地率方面远超行业水平；在融资方面，融资满足度占比有所提升，但融资数额减少较为明显；随着后续整体经济步入结构性宽松的阶段，基建持续发力，我们预计下半年财政支出将有所加速、且融资环境边际有所改善，前期推进较慢的 PPP 项目有望加快。因此，我们维持对行业的“强于大市”评级。

5. 风险提示

PPP 政策风险，PPP 项目进度不及预期

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com