

建筑装饰

 证券研究报告
 2019年03月29日

PPP 新政发布或再规范调整，落地转化将继续攀升 -PPP 政策点评暨第十三期季报分析

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	联系人
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》 2018-12-30
- 2 《落地率持续提升，项目融资进度有进展-PPP 第 11 期季报分析》 2018-08-07
- 3 《增速下降，提升质量、防范风险、鼓励各方参与将是未来重点-PPP 项目库第 9 期季报分析》 2018-02-05

PPP 新政出台，多方面规范项目开展

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。

目前，全国约45%以上行政区PPP项目财政支出责任占比超过5%，一部分地区已超7%，根据“有进有出，动态管理”的原则，加之2019年财政收入增速可能有所放缓的严峻形势，已入库项目尤其是处于采购阶段尚未动工的项目难免会因为行政区资金链问题而受到影响。部分地铁和园区开发项目财政资金来自于非一般公共预算，对于政府财政支出形成隐性负担，其资金来源或会受新政影响。

国家虽然一直在提倡鼓励民资、外资参与，但是从2018年第四季度来看，民营企业参与度反而有所下降，之前政策吸引力可能不足，若10号文中所提及举措能够落实到位，将有效拉动民资、外资进入PPP项目，但出现成效可能需要一定时间。

目前入库项目中，大多数项目绩效考核未达到100%挂钩，尚有调整提升空间，多数项目可能需要规范绩效考核相关方法与指标。当前部分可行性缺口补助项目由于经营收入低或缺少使用者付费条件，大部分资金来自于政府补贴，存在包装为政府付费项目的嫌疑，可能受到新政限制。

入库项目趋于理性，执行阶段项目持续增加

2018年各地继续对PPP项目进一步加强入库审核，并持续清理不合规项目。截至2018年12月末，管理库共有8654个项目，比2017年末净增1517个，同比增速有所下降。总体趋势是新项目入库趋于平稳，更加理性，由重数量和速度向重质量转变。准备阶段项目减少，执行阶段项目数持续增加，库内项目向执行阶段的转化稳定。付费机制上，2018年使用者付费项目有所减少，可行性缺口补助占比增加，新文件影响下，未来使用者付费机制比重或将加大。

落地率持续上升，示范项目继续领跑

2018年管理库项目落地率持续提升，同比上升16个百分点，达54.2%。开工项目同比净增1078个，开工率达47.7%，落地项目依然是市政工程、交通运输、生态建设和环境保护以及城镇综合开发有所领先。2018年超九成示范项目已落地，示范项目带头效应显著，但2018年总体项目落地率与示范项目之间差距有所减小。

投资建议

PPP新文件出台，对于PPP项目运作的“财政支出责任占比、绩效考核挂钩比例”等多个方面提出了更为严格的限制条件，目前部分入库项目可能不合规，进度或会受到影响。但2018年总体入库项目趋于平稳，更加理性，规范调整之下，或将加快PPP模式由重数量和速度向重质量转变；同时执行阶段项目数平稳增加，转化率较为可观；项目总体落地率持续提升，已落地项目开工率走高，示范项目带头作用依然显著。加之PPP模式契合现阶段我国新型城镇化发展和供给侧结构性改革需要，或危中有机，仍将是公共服务供给问题的重要推动力。因此，我们维持行业的“强于大市”评级。

风险提示：PPP政策风险，PPP项目融资情况不及预期，固定资产投资增速快速下滑

内容目录

1. PPP 新政出台，多方面规范项目开展.....	4
1.1. 设立高压财政红线，进一步严格入库条件.....	4
1.2. 行业分布集中度高，地铁和园区开发项目或受较大影响.....	4
1.3. 鼓励民资、外资参与，着力减轻政府财政压力.....	6
1.4. 加强项目绩效考核，规范项目产出运营.....	6
1.5. 聚焦重点领域，优先支持收益性项目.....	7
1.6. 地区分布延续以往趋势，严禁政府付费项目包装.....	8
2. 入库项目趋于理性，执行阶段项目持续增加.....	9
2.1. 新入库项目趋于平稳，重数量向重质量转变.....	9
2.2. 准备阶段项目减少，执行阶段持续增加.....	11
2.3. 使用者付费项目减少，可行性缺口补助占比增加.....	12
3. 落地率持续上升，示范项目继续领跑.....	13
3.1. 总体落地率持续提升，已落地项目开工率走高.....	13
3.2. 示范项目数微幅增长，落地率再攀新高.....	14
3.3. 落地率上海第一，开工率安徽居首.....	15
4. 投资建议.....	16
5. 风险提示.....	16

图表目录

图 1：管理库分行业项目投资项目个数占比.....	5
图 2：管理库分行业项目投资额（万亿元）及占比.....	5
图 3：财政预算分类示意图.....	5
图 4：2018 年第三季度社会资本所有制结构.....	6
图 5：2018 年第四季度社会资本所有制结构.....	6
图 6：消费领域基本公共服务项目数（个）.....	8
图 7：消费领域基本公共服务项目投资额（万亿元）.....	8
图 8：三季度与四季度各地区管理库项目数（个）.....	8
图 9：三季度与四季度分地区管理库项目投资额（万亿元）.....	9
图 10：储备清单项目个数（个）及环比增速.....	10
图 11：储备清单项目投资额（万亿元）及环比增速.....	10
图 12：管理库项目个数（个）及环比增速.....	10
图 13：管理库项目投资额（万亿元）及环比增速.....	10
图 14：管理库和储备清单项目数（个）及环比增速.....	11
图 15：管理库和储备清单项目投资额（万亿元）及环比增速.....	11
图 16：管理库分阶段项目数（个）及增长率.....	11
图 17：管理库项目分阶段投资额（万亿元）.....	11
图 18：管理库项目分阶段投资额占比.....	11

图 19: 管理库各回报机制项目数 (个) 及其占比	12
图 20: 管理库各回报机制项目投资额 (万亿元) 及其占比	12
图 21: 管理库各回报机制 2018 年落地项目数变化及累计 (个)	13
图 22: 管理库各回报机制 2018 落地项目投资额变化及累计 (万亿)	13
图 23: 管理库项目落地率	13
图 24: 已落地项目开工率	13
图 25: 累计落地项目数行业分布 (个)	13
图 26: 累计落地项目投资额行业分布 (万亿元)	13
图 27: 示范项目分阶段数目 (个)	14
图 28: 示范项目分批数目 (个)	14
图 29: 示范项目落地数 (个)	14
图 30: 示范项目落地率及项目总体落地率	14
图 31: 管理库各地累计落地率	15
图 32: 管理库各地落地率同比变化情况	15
图 33: 2018 年末各地累计已开工项目数 (个)	16
图 34: 2018 年末各地 PPP 项目开工率	16
表 1: 抽样公司项目财政支出占一般公共预算比例情况	4
表 2: 受土地财政影响项目财政资金状况	6
表 3: PPP 项目绩效评价相关文件	6
表 4: 抽样公司项目政府付费部分与绩效考核挂钩情况	7
表 5: 抽样公司项目包装的主要形式和例子	9

PPP 新政出台，多方面规范项目开展

2018 年以来，财政部、发改委等部门多次下发文件从不同方面鼓励与规范 PPP 项目发展，引导社会资本参与基础设施和公共服务项目。2019 年 3 月 7 日，财政部再次发布《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 号文肯定了 PPP 模式引入社会力量参与公共服务供给、提升供给质量的效率的积极作用，同时指出 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，进而提出“规范运行、严格监管、公开透明、诚信履约”的原则，并提出了规范 PPP 模式的具体要求，扎实推进 PPP 发展。

设立高压财政红线，进一步严格入库条件

10 号文中明确指出：财政支出责任占比超过 5% 的地区，不得新上政府付费项目，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。

10 号文印发之日起，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。据统计，目前全国 2519 个已实施 PPP 项目的行政区（包括省、市、县三级）中，已有 1144 个行政区（约占 45.41%）的 PPP 项目财政支出责任占比超过 5%。这一要求进一步严格了入库条件，提高了政府付费项目的门槛，预计新上政府付费项目会更加谨慎，对于使用者付费比重较低的项目，未来入库会更加严格。

经抽样调查 12 家公司 342 个 PPP 项目发现，大部分公司所承接的项目，40% 以上所在行政区财政支出占一般公共预算比例已超出 5%，26% 所在行政区财政支出占一般公共预算已超 7%，极少数项目所在行政区财政支出占一般公共预算比例已超出 10% 红线。虽然 10 号文没有明确点出如何处理超出财政支出红线的已入库项目，但根据其“有进有出，动态管理”的原则，加之 2019 年财政收入增速可能有所放缓的严峻形势，各地财政收入情况可能没有之前预测得乐观，因此已入库项目尤其是处于采购阶段尚未动工的项目难免会因为行政区资金链问题而受到影响。

表 1：抽样公司项目财政支出占一般公共预算比例情况

抽样公司	重大合同中 入库项目数 (个)	项目所在地 PPP 支出		项目所在地 PPP 支出		项目所在地 PPP 支出	
		占一般公共预算 5% 以上项目数 (个)	占比	占一般公共预算 7% 以 上项目数 (个)	占比	占一般公共预算 10% 以上项目数 (个)	占比
上海建工	4	2	50%	2	50%	0	0%
中国中铁	14	6	43%	6	43%	0	0%
龙元建设	56	30	54%	21	38%	0	0%
中国建筑	71	35	49%	20	28%	0	0%
铁汉生态	32	18	56%	9	28%	0	0%
岭南园林	18	8	44%	5	28%	0	0%
中国铁建	21	6	29%	5	24%	1	5%
东方园林	75	34	45%	15	20%	0	0%
中国交建	18	3	17%	3	17%	1	6%
葛洲坝	21	5	24%	3	14%	0	0%
四川路桥	10	1	10%	1	10%	0	0%
山东路桥	2	0	0%	0	0%	0	0%
合计	342	148	43%	90	26%	2	1%

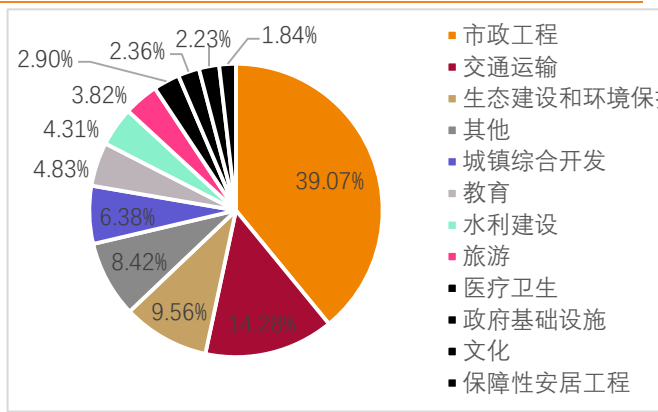
资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

行业分布集中度高，地铁和园区开发项目或受较大影响

管理库项目共涉及能源、交通运输、水利建设、生态建设和环境保护、市政工程、城镇综合开发、农业、林业、科技、保障性安居工程、旅游、医疗卫生、养老、教育、文化、体育、社会保障、政府基础设施等 19 个一级行业。但其行业集中度较高，项目数及投资额

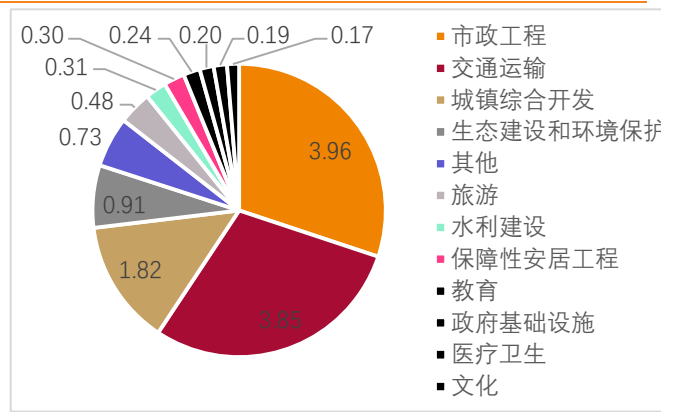
主要集中在市政工程、交通运输、生态建设和环境保护三个行业。

图 1：管理库分行业项目投资项目个数占比



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

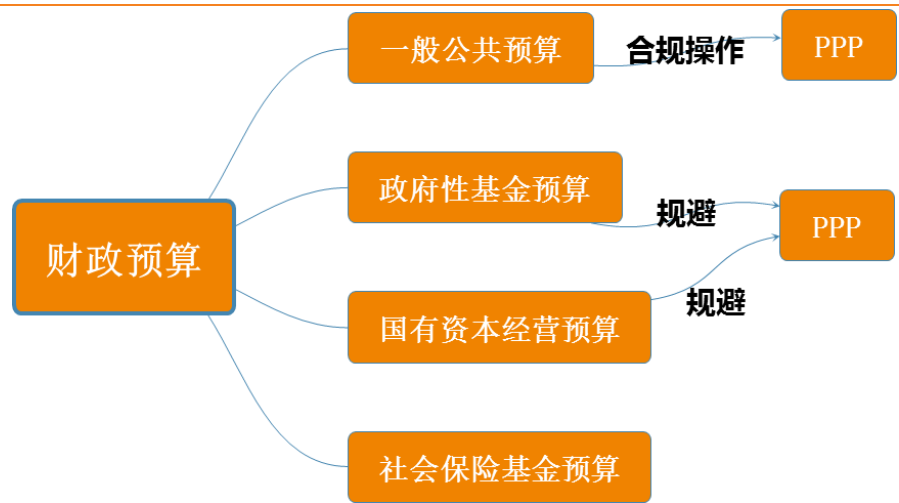
图 2：管理库分行业项目投资额（万亿元）及占比



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

为规避财政预算红线，此前部分项目的政府付费部分操作游走在政策边缘，不将其列示在一般公共预算之内，而是选择走政府性基金预算等其它财政资金来源。由于政府性基金预算等其它财政资金来源与一般公共预算属于财政预算的同级不同规划口径，因此这部分财政支出不会使得项目财政支出占一般公共预算的比例超出规定标准，却隐性增加了政府的财政负担。因而此次 10 号文强调，新签约项目不得从政府性基金预算、国有资本经营预算安排 PPP 项目运营补贴支出，必须走一般公共预算。

图 3：财政预算分类示意图



资料来源：财政部官网，天风证券研究所

经抽样 12 家公司重大合同中的 342 个入库项目中，轨道交通、园区开发等受土地财政影响的项目有 86 个，占 25%，其资金来源中走一般公共预算以外财政预算的占 27%，涉及到的资金来源种类有土地储备专项基金、政府性基金预算、土地出让收益、国家专项债券以及其他专项资金与补助。10 号文虽强调新入库项目不得走一般公共预算以外的其他财政资金，但对于已入库的准备或采购阶段项目，其他财政资金来源或许也会有所收敛，或将致使项目负责方寻求使用者付费或重新规划项目实施方案。

同时，此类项目的财政支出占一般公共预算的比例也对于财政资金形成了一定的压力，其财政支出最高占比超过 5% 的项目达 18%，其中占比超过 7% 的项目占 6%，考虑到接近 30% 的项目资金来自于一般公共预算以外的财政预算，政府实际承担压力应该更高，且大多数占比最高年份出现在 2019-2021 年，因此近几年部分项目实施进度或受影响甚至可能清退出库。

表 2：受土地财政影响项目财政资金状况

财政资金来源	项目数 (个)	项目数占样本 总数比例	财政支出占一般公 共预算比例	项目数 (个)	项目数占样本 总数比例
一般公共预算	11	13%	最高超出 5%	10	12%
其他财政资金来源	23	27%	最高超出 7%	5	6%
未公示	52	60%	低于 5%	71	83%

资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

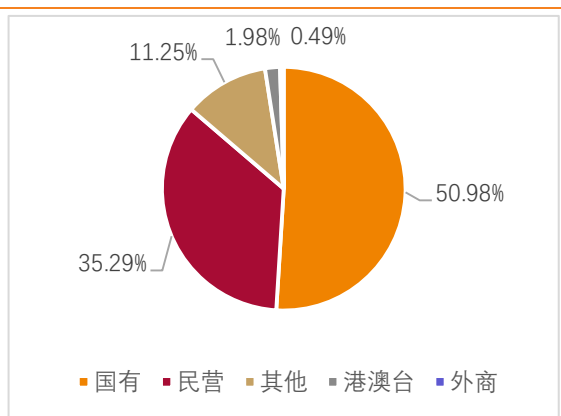
鼓励民资、外资参与，着力减轻政府财政压力

从 2018 年三、四季度的数据来看，参与 PPP 项目的社会资本依然是国有资本占据主要位置，占比在 50%以上，第四季度稍有增长，其次是民营资本，所占比例在 35%左右，外商与港澳台资本所占比例极低。

国家虽然一直在提倡鼓励民资、外资参与，但是从 2018 年第四季度来看，民营企业参与度反而有所下降，之前政策吸引力可能不足，因此此次 10 号文再次提出“加大对民营企业、外资企业参与 PPP 项目的支持力度，向民营企业推介政府信用良好、项目收益稳定的优质项目，并在同等条件下对民营企业参与项目给予优先支持。中央财政公共服务领域相关专项转移支付资金优先支持符合条件的民营企业参与的 PPP 项目。”同时指出要完善中国 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，以引导中国 PPP 基金加大支持力度。

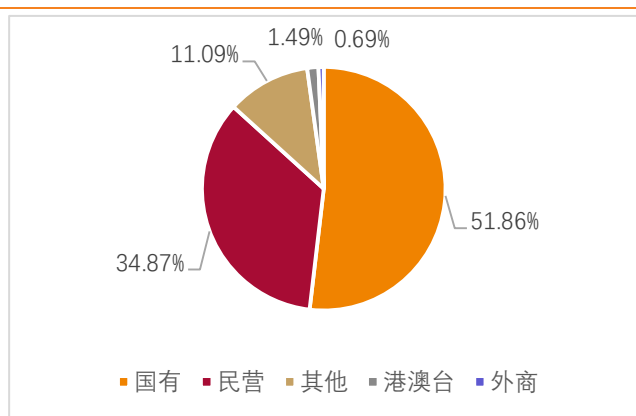
民资、外资进入 PPP 项目能够减轻政府债务负担，但由于自有资金受限、融资难等因素，大部分民资、外资无法参与 PPP 项目，若 10 号文中所提及举措能够落实到位，将有效拉动民资、外资进入 PPP 项目，但出现成效可能需要一定时间。

图 4：2018 年第三季度社会资本所有制结构



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

图 5：2018 年第四季度社会资本所有制结构



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

加强项目绩效考核，规范项目产出运营

绩效考核长期以来是 PPP 项目的规范点，自 PPP 模式启动之后，各部门不断出台文件强化绩效考核的地位。继 2017 年财政部《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》提出“项目建设成本不参与绩效考核，或实际与绩效考核结果挂钩部分占比不足 30%，固化政府支出责任的 PPP 项目不得入库”之后，此次 10 号文再次指出“建立完全与项目产出绩效相挂钩的付费机制。”

表 3：PPP 项目绩效评价相关文件

单位	时间	文件	相关内容
财政部	2014.9.23	《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》	稳步开展项目绩效评价，对项目的绩效目标实现程度、运营管理、资金使用、公共服务质量、公众满意度等进行绩效评价。
财政部	2014.11.29	《关于印发政府和社会资本合作模式操作指南(试行)的通知》	项目移交完成后，财政部门应组织有关部门对项目产出、成本效益、监管成效、可持续性、PPP 模式应用等进行绩效评价，并按相关规定公开评价结果。

财政部	2016.9.24	《关于印发政府和社会资本合作项目财政管理暂行办法的通知》	各级财政部门应当在 PPP 项目全生命周期内，按照事先约定的绩效目标，对项目产出、实际效果、成本收益、可持续性等方面进行绩效评价，依据绩效评价结果合理安排财政预算资金。
发改委	2016.10.24	《关于印发传统基础设施领域实施政府和社会资本合作项目工作导则的通知》	项目实施机构应会同行业主管部门，根据 PPP 项目合同约定，定期对项目运营服务进行绩效评价，绩效评价结果应作为项目公司或社会资本方取得项目回报的依据。
财政部	2017.11.1	《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》	通过政府付费或可行性缺口补助方式获得回报，但未建立与项目产出绩效相挂钩的付费机制的 PPP 项目不得入库；项目建设成本不参与绩效考核，或实际与绩效考核结果挂钩部分占比不足 30%，固化政府支出责任的 PPP 项目不得入库。
财政部	2019.3.7	《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》	建立完全与项目产出绩效相挂钩的付费机制，不得通过降低考核标准等方式，提前锁定、固化政府支出责任。

资料来源：财政部、发改委官网，天风证券研究所

项目产出绩效相挂钩的程度由部分上升至完全，绩效考核要求强化下，以往社会资本方在运营期以补充协议形式降低考核标准或以变更打分方式、绩效挂钩比来规避运营风险的方法或将失效。在抽样的 12 家公司的 342 个入库项目中，约 12% 的项目目前合同中写明绩效考核与项目产出 100% 挂钩，33% 表明绩效考核与项目产出 30% 挂钩，尚有 44% 的项目未在合同中公示绩效考核指标，其余 23% 左右项目对绩效考核进行了建设期与运营期的划分，且二者至多一个阶段挂钩比例在 30% 以上，或也不符合新文件要求。

表 4：抽样公司项目政府付费部分与绩效考核挂钩情况

抽样公司	重大合同中		100% 挂钩		30% 以上挂钩项目		未明确公示挂		其他不规	
	入库项目数	项目数	占比	数(含 100%)(个)	占比	钩比例项目数	占比	范项目数	占比	
	(个)	(个)				(个)		(个)		
上海建工	4	2	50%	3	75%	1	25%	0	0%	
中国中铁	14	2	14%	4	29%	7	50%	3	21%	
龙元建设	56	11	20%	25	45%	25	45%	6	11%	
中国建筑	71	3	4%	24	34%	38	54%	9	13%	
铁汉生态	32	1	3%	3	9%	8	25%	21	66%	
岭南园林	18	7	39%	11	61%	6	33%	1	6%	
中国铁建	21	0	0%	1	5%	4	19%	16	76%	
东方园林	75	9	12%	33	44%	41	55%	1	1%	
中国交建	18	0	0%	2	11%	15	83%	1	6%	
葛洲坝	21	2	10%	3	14%	5	24%	13	62%	
四川路桥	10	3	30%	4	40%	0	0%	6	60%	
山东路桥	2	1	50%	1	50%	0	0%	1	50%	
合计	342	41	12%	114	33%	150	44%	78	23%	

资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

10 号文要求下，PPP 项目的绩效考核可能会更加完善与规范，未公示绩效考核挂钩比例的项目或要明确规范绩效考核情况，之前 PPP 项目普遍存在的仅将部分成本与绩效考核挂钩的考核方式，或将无法继续实施。完全挂钩付费机制也更加强调后期运营属性，对传统的施工企业提出了挑战。

聚焦重点领域，优先支持收益性项目

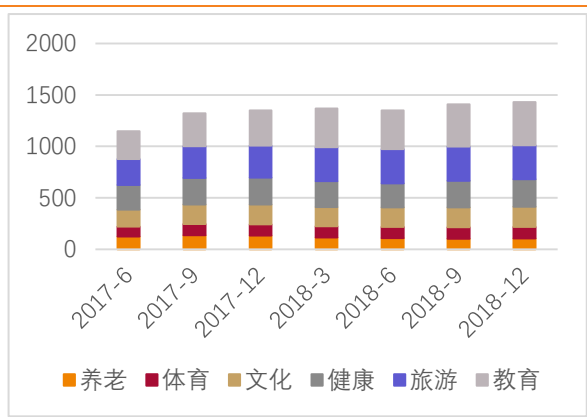
《意见》中指出：聚焦重点领域。优先支持基础设施补短板以及健康、养老、文化、体育、旅游等基本公共服务均等化领域有一定收益的公益性项目。这一款项旨在尽可能拓展项目的经营性空间，发挥社会资本的项目运营管理经验，减轻政府债务负担，实现 PPP 项目的物有所值。

文化和旅游部、财政部《关于在文化领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》中也提出“鼓励社会需求稳定、具有可经营性、能够实现按效付费、公共属性较强的文化项目采用 PPP 模式；丰富金融支持手段。”

文化、旅游、体育、健康、养老以及教育 6 个领域属于消费领域基本公共服务项目，2018 年末管理库累计消费领域基本公共服务项目 1430 个、投资额 1.3 万亿元，分别占管理库的 16.5%和 9.7%，项目数前三位是教育 418 个、旅游 331 个、健康 268 个，投资额前三位是旅游 4820 亿元、教育 2407 亿元、健康 2021 亿元。

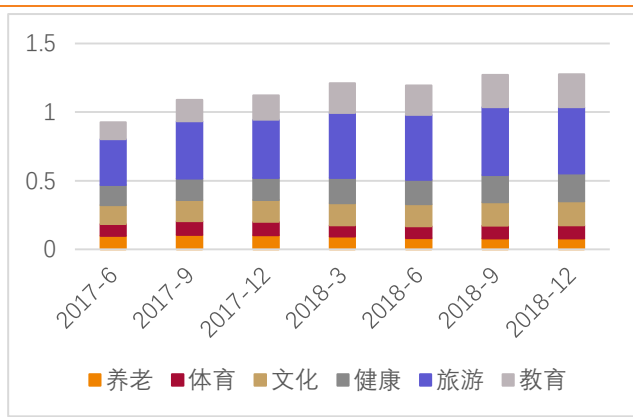
可以看出，目前消费领域基本公共服务项目在管理库中所占份额不大，所获投资额也并不多，在相关政策的支持下，未来金融支持手段可能会更加多样化，消费领域公共服务项目数及投资额可能会有所增长。

图 6：消费领域基本公共服务项目数（个）



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

图 7：消费领域基本公共服务项目投资额（万亿元）



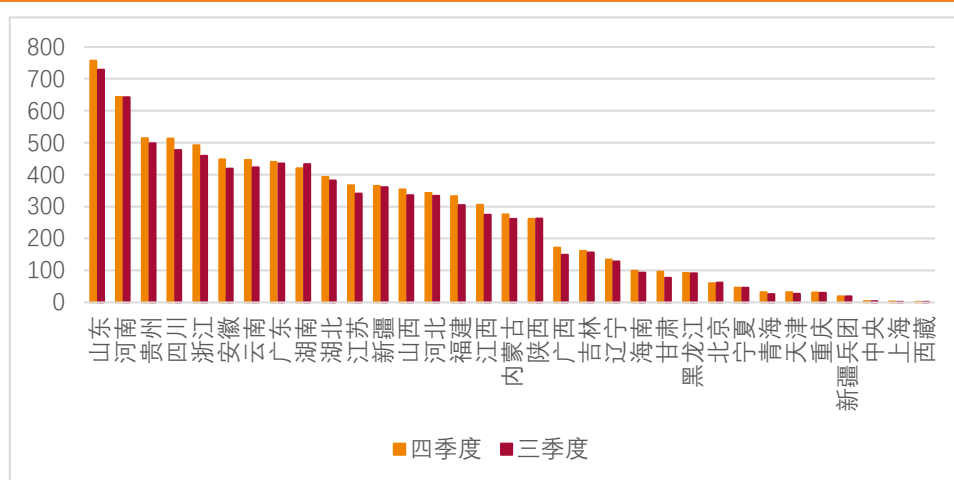
资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

地区分布延续以往趋势，严禁政府付费项目包装

地区方面，同比净增项目数前三位是广东、山西、安徽，分别为 246 个、193 个、189 个；同比净增投资额前三位是浙江、云南、广东，分别为 3783 亿元、3304 亿元和 3260 亿元。

管理库累计项目数前三位是山东（含青岛）、河南、贵州，分别为 757 个、643 个、514 个；合计占入库项目总数的 22%；累计投资额前三位是云南、贵州、浙江，分别为 11138 亿元、10083 亿元、9725 亿元，合计占入库项目总投资额的 24%。

图 8：三季度与四季度各地区管理库项目数（个）

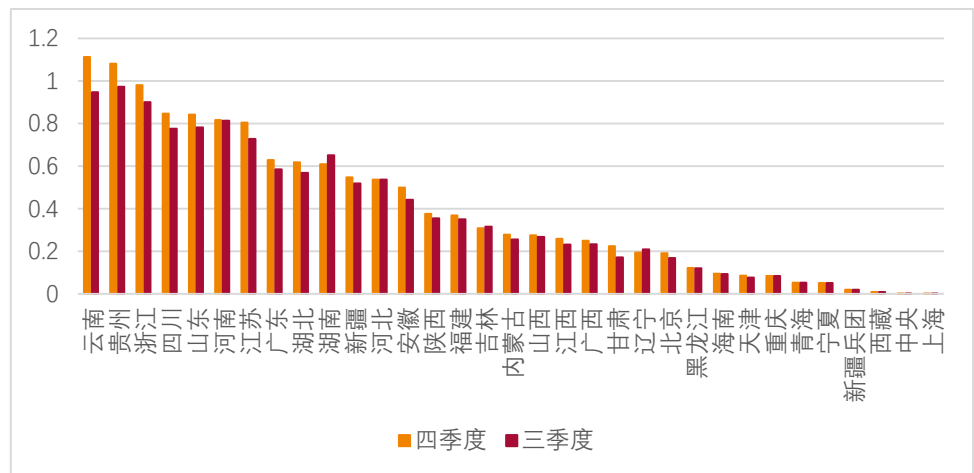


资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

随着储备清单项目不断向管理库转化以及新入库项目的发布，大部分地区管理库项目数处于增长状态，少数地区有所减少或者不变或是由于已入库项目不符合 92 号文等文件规范

而导致清理出库项目多于入库项目或处于动态平衡状态。

图 9：三季度与四季度分地区管理库项目投资额（万亿元）



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

10 号文中提及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。在抽样的公司承接项目中，根据使用者付费部分低于 10%的标准，部分可行性缺口补助项目存在包装情况，其中大部分项目使用者付费部分的经营收入不足以弥补项目支出，财政补贴对项目形成主要支撑，政府付费部分占比大都在 90%以上，实质上是政府付费项目。

表 5：抽样公司项目包装的主要形式和例子

主要形式	例子
运营收入低	沈阳市快速路网 PPP 项目投资总额 111.2 亿，使用者付费仅来源于 2000 个广告牌及 500 个停车位，运营维护期政府可行性缺口补助累计支出的现值近 149 亿。
	江西赣州南康区特色小镇及周边基础设施项目总投资 39 亿，使用者付费主要是物业、门票收入，每年经营收入仅 1300-6400 万元，财政支出责任达 67.4 亿，折现后政府支出责任和项目总投资相差无几。
	山东日照绿化建设项目总投资 9 亿元，使用者付费主要来自于场地租赁、广告费、停车费等，预计项目年经营性收入约 407 万元，合作期限内预计可经营性项目总收入为 5698 万元，政府累计支出 14.31 亿元。
缺少使用者付费条件	鹿城区西片国省道公路 PPP 项目直接在财政承受能力报告中说明由于项目缺少使用者付费条件，因此该项目主要采用政府付费模式。
	华蓥市生态修复工程（海绵城市）PPP 项目合同中直接注明使用者付费由地方财政拨款。

资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

10 号文虽只规定了新上项目不得出现此类包装现象，但对于包装成可行性缺口补助的入库项目而言，其财政补贴或许会受到一定限制，从而促使项目更加注重与开发使用者付费部分的经营收入以维持项目建设与运营。

10 号文中同时强调，要强化项目的跟踪监测。加强对项目全生命周期的跟踪指导和监督检查，建立健全政策落实和项目实施督查机制。加大信息公开力度，主动接受审计监督和社会监督，推动项目规范有序实施。

入库项目趋于理性，执行阶段项目持续增加

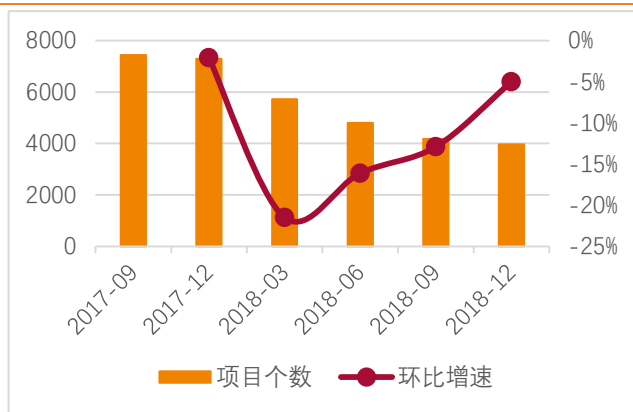
新入库项目趋于平稳，重数量向重质量转变

2018 年各地继续按照《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》以及《关于进一步规范全国 PPP 综合信息平台项目信息管理工作的通知》精神，对

PPP 项目进一步加强入库审核，并持续清理不合规项目。

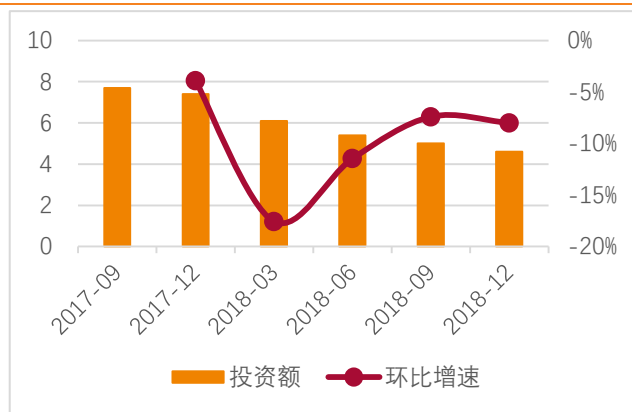
截至 2018 年末，随着储备清单部分项目进入管理库，项目数比 2017 年末净减 3316 个，相比 2018 年第三季度减少 210 个，分别同比、环比减少 45.51%、5.02%，储备清单项目累计 3971 个，投资额 4.6 万亿元。2018 年下半年以来，储备清单降速逐渐趋于平缓。

图 10：储备清单项目个数（个）及环比增速



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

图 11：储备清单项目投资额（万亿元）及环比增速

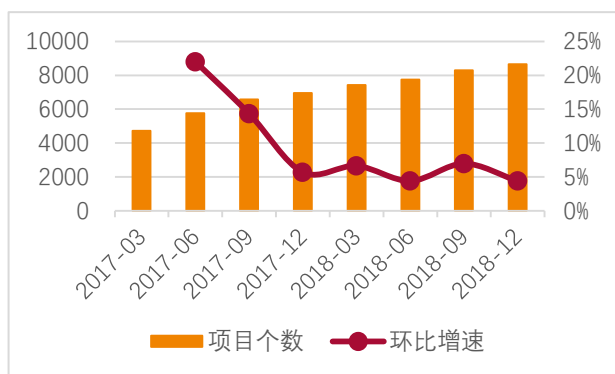


资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

截至 2018 年 12 月末，管理库 8654 个项目均已完成物有所值评价和财政承受能力论证的审核，覆盖 31 个省（自治区、直辖市）及新疆兵团和 19 个行业领域。管理库项目比 2017 年末净增 1517 个、比 2018 年三季度净增 365 个，分别同比、环比增加 18.3%、4.4%，净增投资额 2.4 万亿元；累计 8654 个、投资额 13.2 万亿元。

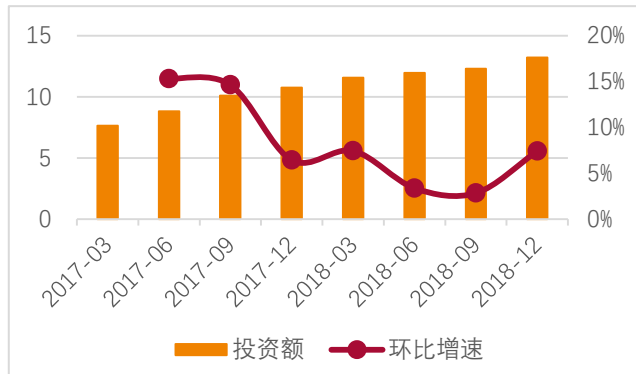
2018 年管理库共清退项目 2557 个、涉及投资额 3 万亿元；新入管理库发布项目 4074 个、投资额 5.8 万亿元。相比储备清单项目，管理库项目数目与投资额依然以微弱的增幅维持上涨。

图 12：管理库项目个数（个）及环比增速



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

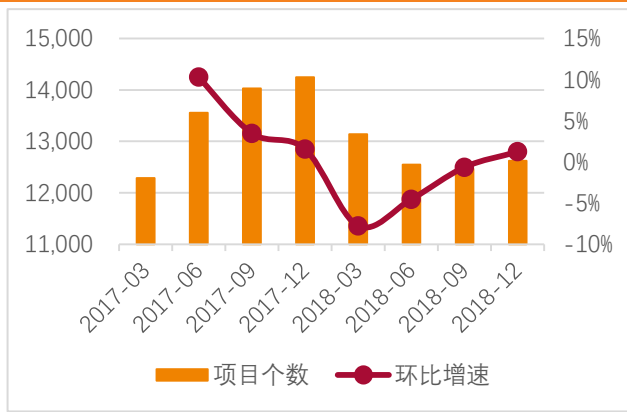
图 13：管理库项目投资额（万亿元）及环比增速



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

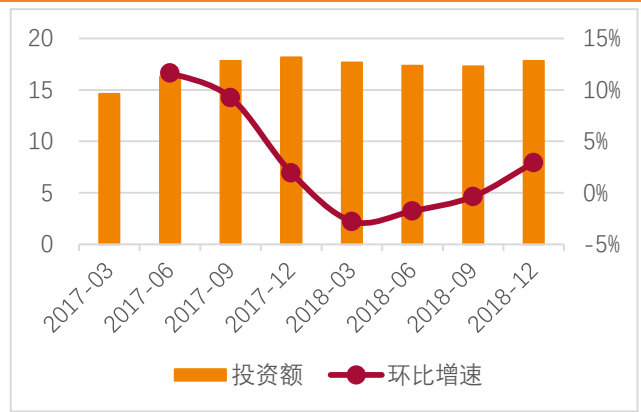
2018 年末，PPP 项目库总数共 12625 个，相比 2017 年末减少 1799 个，同比减少 12.47%，但相较于 2018 年第三季度有微幅增长。总体趋势是新项目入库趋于平稳，更加理性，由重数量和速度向重质量转变。

图 14: 管理库和储备清单项目数 (个) 及环比增速



资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所

图 15: 管理库和储备清单项目投资额 (万亿元) 及环比增速



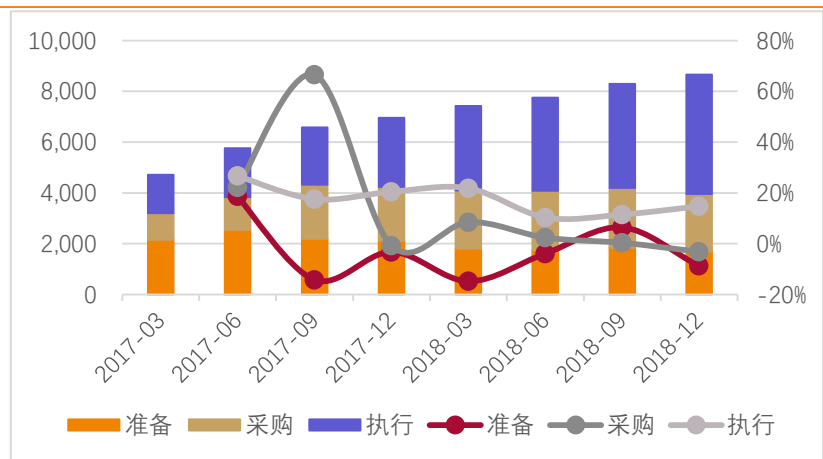
资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所

准备阶段项目减少, 执行阶段持续增加

截至 2018 年 12 月, 管理库准备、采购、执行阶段项目数分别为 1682 个、2281 个、4691 个, 相比第三季度环比增长率分别为 -8.79%、-3.18%、14.72%, 目前无移交阶段项目。

受 PPP 项目相关规范政策的影响, 除去 2018 年第三季度准备阶段项目数环比有所增长之外, 2017 年 9 月以来准备阶段项目增长率一直是负数, 准备阶段项目数基本处于减少状态; 而执行阶段项目环比增长率近两年内一直维持在 10% 以上, 处于平稳增长态势, 库内项目向执行阶段的转化保持稳定。

图 16: 管理库分阶段项目数 (个) 及增长率



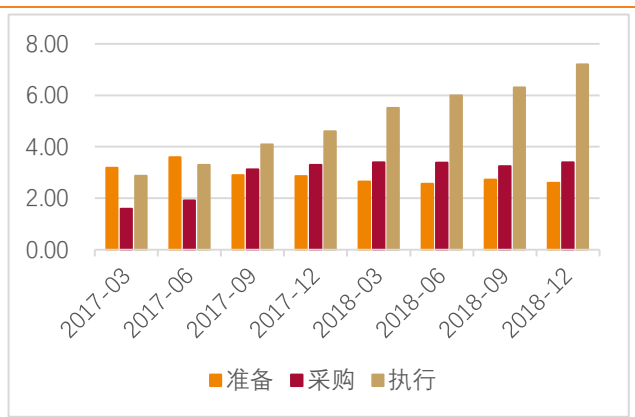
资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所

管理库中准备、采购、执行三阶段投资额分别为 2.6 万亿元、3.4 万亿元、7.2 万亿元, 在总投资额中占比分别为 19.7%、25.75%、54.55%, 投资额的增长趋势与项目数趋同, 准备阶段投资额与所占比例处于下降态势, 执行阶段投资额与占比处于增长状态。

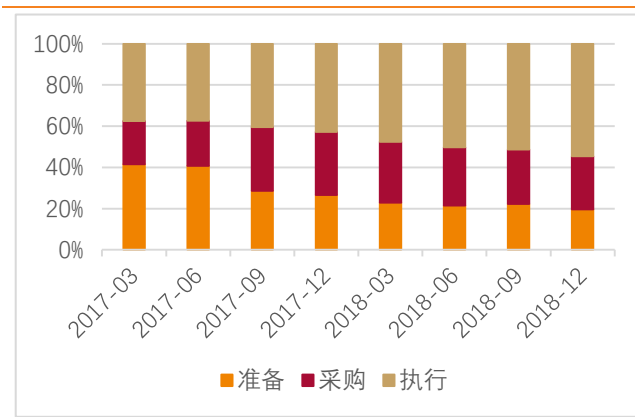
管理库至今尚无移交阶段项目, 虽然项目落地率逐年攀高, 但至今只有 50% 左右项目落地, 且落地项目开工率尚不足 50%, 考虑到项目的合作年限普遍较长, 少则 10 年, 长达 30 年, 因此项目向移交阶段的转化可能尚需时日。

图 17: 管理库项目分阶段投资额 (万亿元)

图 18: 管理库项目分阶段投资额占比



资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所



资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所

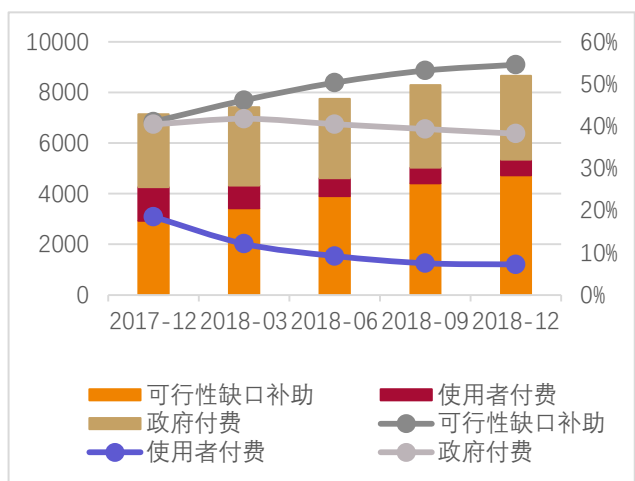
使用者付费项目减少, 可行性缺口补助占比增加

由于 2018 年项目退库、在库项目调整和新入库项目投资额较大, 全年使用者付费类项目净减 697 个、投资额 5068 亿元, 可行性缺口补助类项目净增 1791 个、投资额 27755 亿元, 政府付费类项目净增 423 个、投资额 1428 亿元。管理库累计使用者付费类项目 626 个、投资额 1.1 万亿元, 可行性缺口补助类项目 4721 个、投资额 8.7 万亿元, 政府付费类项目 3307 个、投资额 3.4 万亿元。

调整之后, 使用者付费出库项目数量最多, 或是由于部分使用者付费项目商业属性太强或回报机制设置不合理, 或政府在收益保障上的支持力度小, 不被政企双方所接受, 因而项目长期无实质性进展而被清理出库。

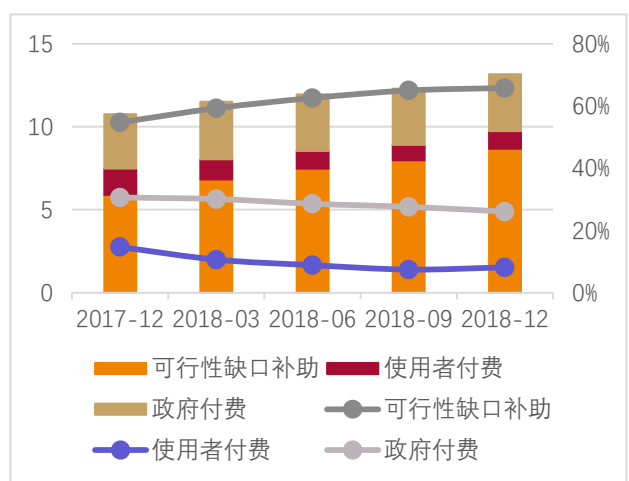
从近一年来的数据看, 政府付费项目处于缓慢减少状态, 2018 年末相较于 2017 年末减少 2.2 个百分点, 在新政策的引导下, 虽然没有直接叫停政府付费项目, 但预计除“污水、垃圾处理等依照收支两条线管理、表现为政府付费形式的 PPP 项目外”未来政府付费项目将很难再见到, 使用者付费机制比重将加大。

图 19: 管理库各回报机制项目数 (个) 及其占比



资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所

图 20: 管理库各回报机制项目投资额 (万亿元) 及其占比

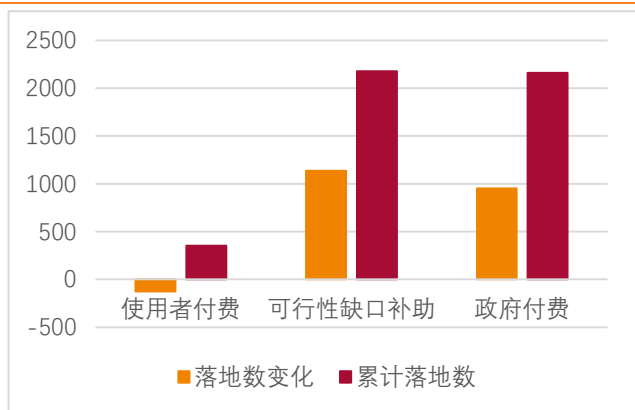


资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所

对落地项目进行统计, 2018 年使用者付费类落地项目减少 127 个、投资额 334 亿元, 可行性缺口补助类、政府付费类落地项目分别净增 1137 个、952 个, 对应投资额分别是 17205 亿元、9085 亿元。

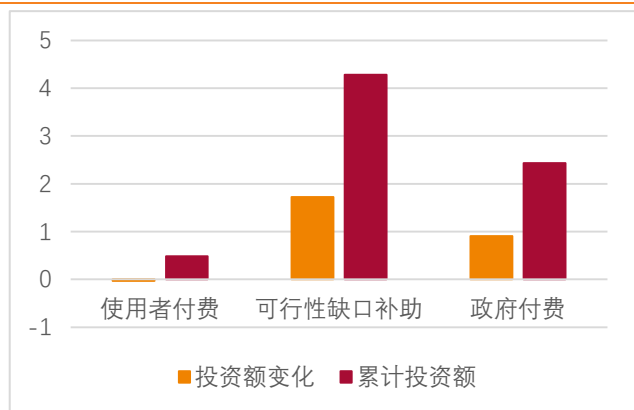
管理库累计使用者付费类落地项目 352 个, 投资额 4833 亿元; 累计可行性缺口补助类落地项目 2179 个, 投资额 42827 亿元; 累计政府付费类落地项目 2160 个, 投资额 24345 亿元。

图 21: 管理库各回报机制 2018 年落地项目数变化及累计 (个)



资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所

图 22: 管理库各回报机制 2018 落地项目投资额变化及累计 (万亿)



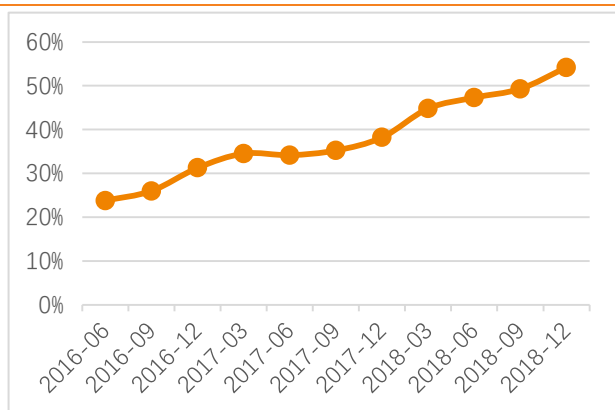
资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所

落地率持续上升, 示范项目继续领跑

总体落地率持续提升, 已落地项目开工率走高

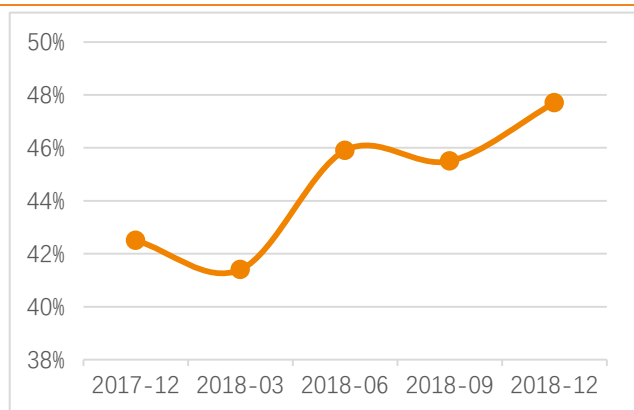
项目落地率, 指执行和移交两个阶段项目数之和所占管理库项目数的比例。2018 年管理库净增落地项目个数和金额均超过当年净入库项目。截至 2018 年 12 月末, 管理库落地项目同比净增 1962 个、投资额 2.6 万亿元, 累计落地项目数 4691 个、投资额 7.2 万亿元, 落地率同比上升 16 个百分点, 达到 54.2%, 覆盖除西藏以外的 30 个省 (自治区、直辖市) 及新疆兵团和 19 个行业, 落地率处于持续攀升状态。开工项目同比净增 1078 个, 累计 2237 个、投资额 3.2 万亿元, 开工率 47.7%, 相比 2018 年第一季度上升 5.2 个百分点。

图 23: 管理库项目落地率



资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所

图 24: 已落地项目开工率

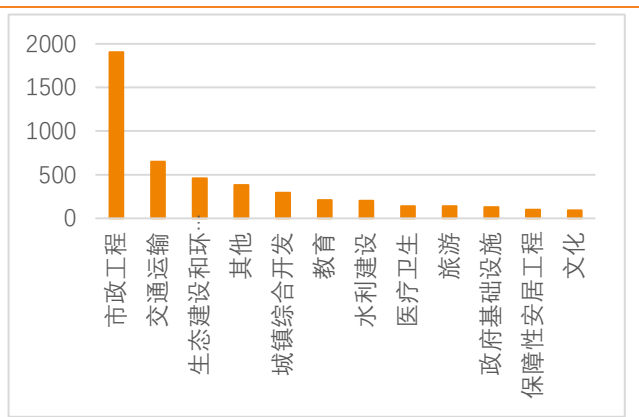


资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所

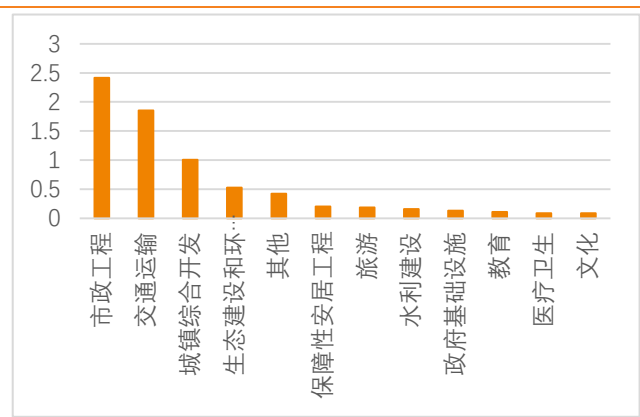
管理库累计落地项目数前三位是市政工程、交通运输、生态建设和环境保护, 分别是 1902 个、649 个和 460 个, 合计占落地项目总数的 64.1%。累计落地项目投资额前三位为市政工程、交通运输、城镇综合开发, 分别为 2.4 万亿元、1.9 万亿元和 1 万亿元, 合计占落地项目总投资额的 73.3%。

图 25: 累计落地项目数行业分布 (个)

图 26: 累计落地项目投资额行业分布 (万亿元)



资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所



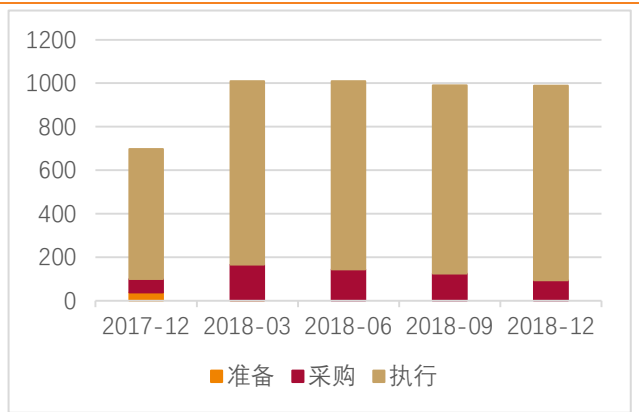
资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所

示范项目数微幅增长, 落地率再攀新高

截至 2018 年 12 月末, 四批示范项目共计 989 个, 投资额 2.2 万亿元。其中, 2014 年第一批示范项目 20 个 (最初为 30 个, 陆续调出 10 个), 总投资额 560 亿元; 2015 年第二批示范项目 158 个 (最初为 206 个, 陆续调出 48 个), 总投资额 4549 亿元; 2016 年第三批示范项目 425 个 (最初为 516 个, 陆续调出 91 个), 总投资额 9234 亿元; 第四批示范项目 386 个 (2018 年 2 月颁布, 最初为 396 个, 陆续调出 10 个), 总投资额 7286 亿元。陆续调出的示范项目表明已入库其他项目如果有违规操作也极有可能会会有惩罚措施或被清理出库。

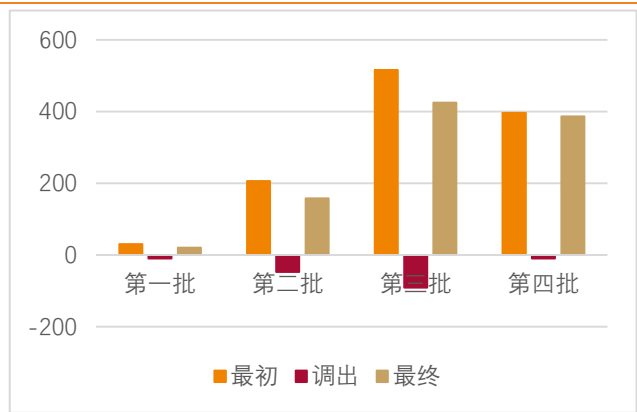
为“打造样本, 树立标杆”, 形成可复制、可推广的经验模式, 2014 年财政部开始推出示范项目。首批示范项目于 2015 年 4 月 2 日发布, 第二批示范项目于 2015 年 9 月 25 日发布, 第三批示范项目于 2016 年 10 月 12 日发布, 第四批示范项目于 2018 年 2 月 5 日发布。按照以往财政部的示范项目推出频率, 预计今年 9、10 月份或会推出下一批示范项目。

图 27: 示范项目分阶段数目 (个)



资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所

图 28: 示范项目分批数目 (个)

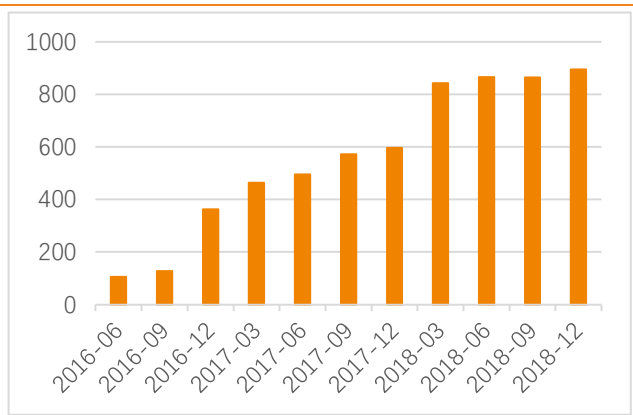


资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所

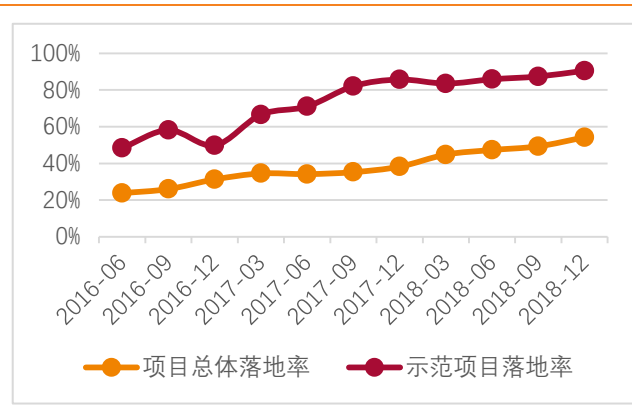
落地示范项目共 895 个, 投资额 2 万亿元, 覆盖 19 个行业。落地示范项目同比净增 298 个、投资额 4778 亿元, 超九成示范项目已落地, 同比上升 4.8 个百分点, 示范项目落地率再攀新高。总体看来, 示范项目落地率一直高于总体项目落地率, 带头效应依然显著, 但 18 年以来, 总体项目落地率增势明显, 与示范项目落地率之间的差距有所减小。

图 29: 示范项目落地数 (个)

图 30: 示范项目落地率及项目总体落地率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

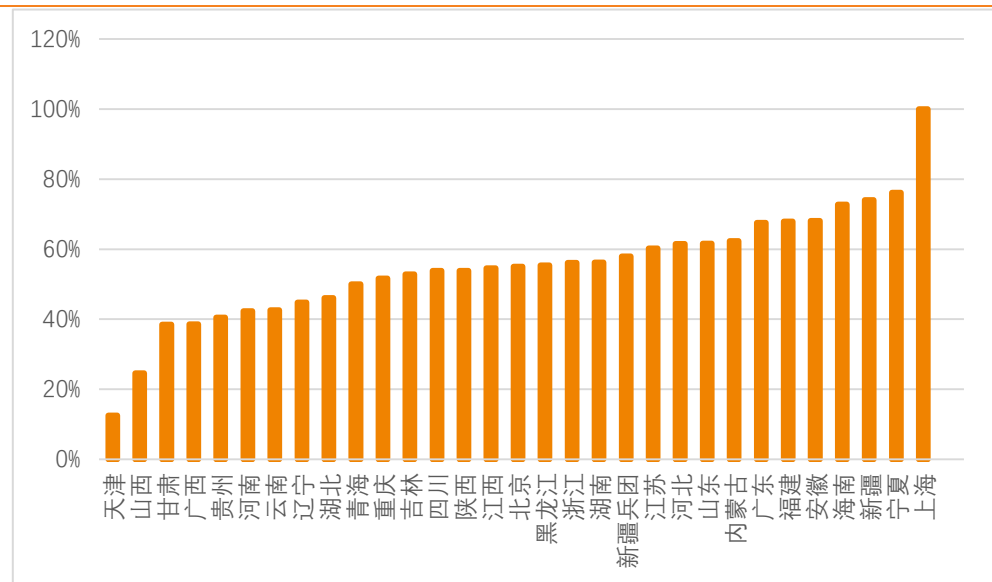


资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所

落地率上海第一，开工率安徽居首

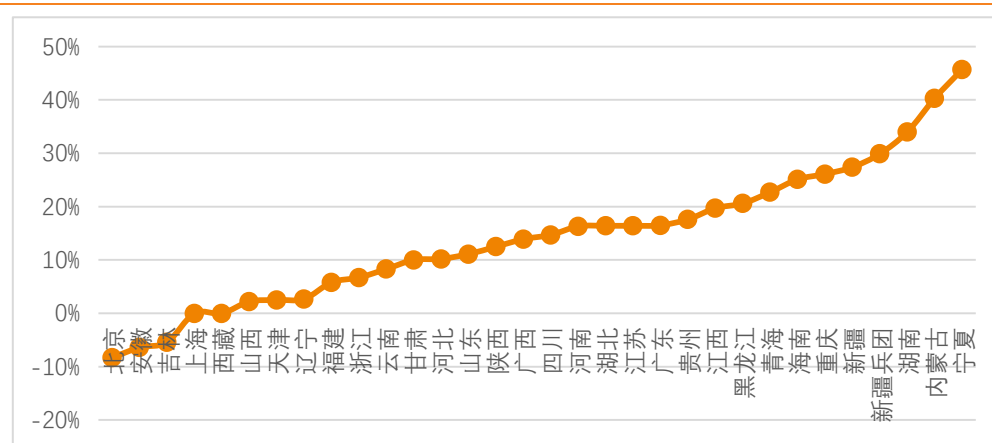
项目累计落地率，上海 3 个项目全部落地 3 个，落地率 100.0%，居全国第一；宁夏 46 个项目中落地 35 个，落地率 76.1%，居第二；新疆 365 个项目中落地 270 个，落地率 74%，居第三。相比 2017 年年末落地率，宁夏、内蒙古与湖南同比增长最多，分别为 45.7%、40.3%、34%，北京，安徽，吉林同比有所下降。

图 31: 管理库各地累计落地率



资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所

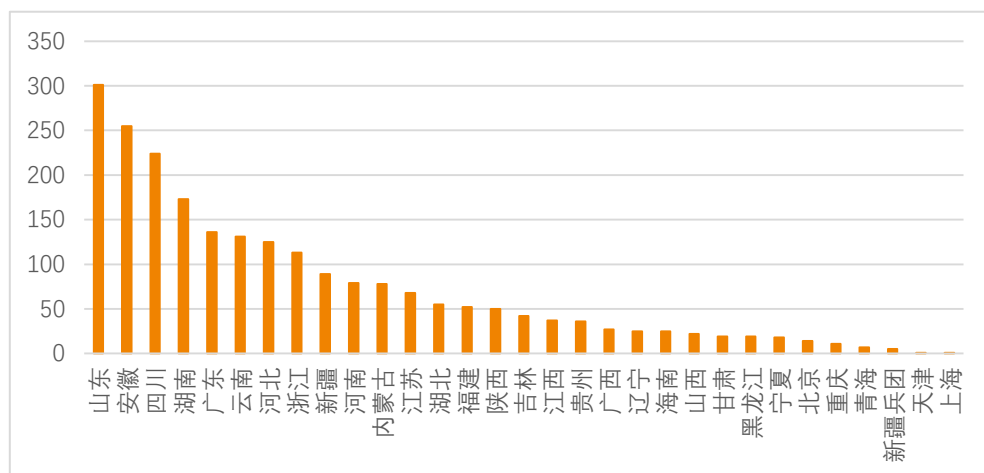
图 32: 管理库各地落地率同比变化情况



资料来源: 财政部 PPP 中心, 天风证券研究所

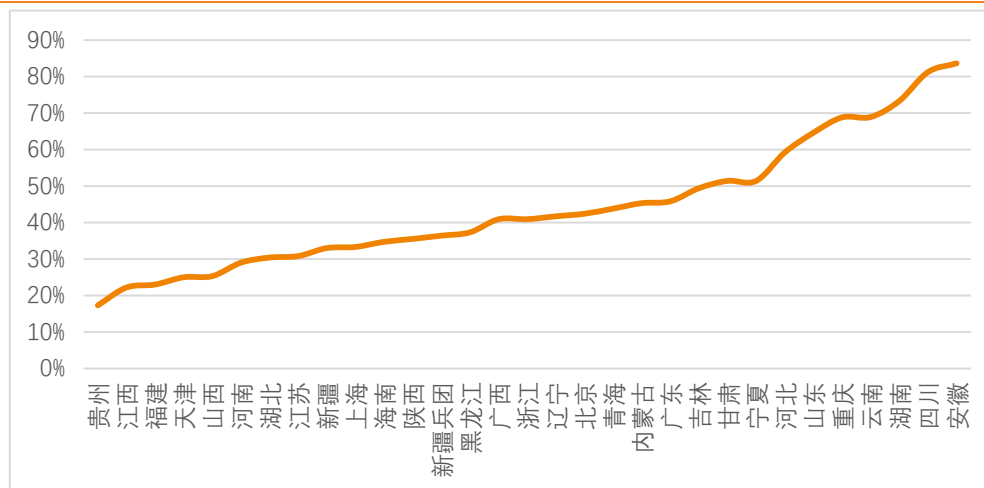
安徽 305 个落地项目中开工 255 个，开工率 83.6%，居全国第一；四川 276 个落地项目中开工 224 个，开工率 81.2%，居第二；湖南 236 个落地项目中开工 173 个，开工率 73.3%，居第三，贵州开工率 17.3% 为全国最低。

图 33：2018 年末各地累计已开工项目数（个）



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

图 34：2018 年末各地 PPP 项目开工率



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

投资建议

PPP 新文件出台，对于 PPP 项目运作的“财政支出责任占比、绩效考核挂钩比例”等多个方面提出了更为严格的限制条件，目前部分入库项目可能不合规范，进度或会受到影响。但 2018 年总体入库项目趋于平稳，更加理性，规范调整之下，或将加快 PPP 模式由重数量和速度向重质量转变；同时执行阶段项目数平稳增加，转化率较为可观；项目总体落地率持续提升，已落地项目开工率走高，示范项目带头作用依然显著。加之 PPP 模式契合现阶段我国新型城镇化发展和供给侧结构性改革需要，或危中有机，仍将是公共服务供给问题的重要推动力。因此，我们维持行业的“强大于市”评级。

风险提示

PPP 政策风险，PPP 项目融资情况不及预期，固定资产投资增速快速下滑

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