

建筑装饰

证券研究报告
2019年08月16日

落地率继续攀升，入库项目持续严监管——PPP 项第 15 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

管理库项目数、投资额持续提升，PPP 发展更趋理性

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

从 2018 年二季度到 2019 年二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。从各阶段的组成及其占项目总数的比重来看，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。19 年二季度环比净增项目 193 个，净增投资额 2194 亿元，净增项目数与净增投资额保持正增长态势。随着一季度 PPP 项目的清退工作进入扫尾阶段，二季度清退数量仅较一季度小幅增加 116 个。随着管理库内剩余不规范 PPP 项目不断减少和对新增政府付费项目入库审核的加强，后续 PPP 项目清退工作或保持常态化。

行业走势图

截至 6 月末，累计落地示范项目 912 个、投资额 2.0 万亿元，落地率 92.9%，环比上升 0.3 个百分点。示范项目落地率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。



资料来源：贝格数据

使用者付费类项目数量持续走低。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。

相关报告

市政工程仍是主力，民营企业占比小幅攀升

从行业分布来看，市政工程和交通运输仍然是 PPP 项目的主力军。8 月初我们随机抽取财政库市政工程和交通运输各 100 个项目从回报机制角度进行分析，发现两者的回款方式多为可行性缺口补助。在落地示范项目中，民营企业占比从 2018 年二季度的 39.4% 上升到 2019 年二季度的 39.7%，同比上升 0.3 个百分点。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。

- 1 《项目总体稳中有升，发展更趋理性，融资额下降——第 14 期 PPP 季报点评》2019-05-17
- 2 《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》2019-03-29
- 3 《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》2018-12-28

各地 PPP 项目稳健发展，落地率稳定提升

管理库累计项目总数前三位是山东、河南、四川，分别为 764 个、680 个、545 个。除海南、湖南、福建三省，其余地区管理库项目数量普遍恢复增长。其中，湖南省自 18 年以来，管理库项目数持续下降，已经由 2018 年一季度的 563 个项目下降到现在的 400 个项目。海南省管理库项目数也呈现出下降趋势。累计投资额贵州居首，落地率上海第一，开工率安徽居首。政策支持 TOT 模式盘活基础设施存量资产。

投资建议

当前越来越多的存量项目进入建设运营阶段，PPP 项目清理或将成为常态化工作，后续 PPP 的发展将更加趋于理性；民企参与度维持稳健水平；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；发改委要求 PPP 项目严格执行《政府投资条例》，政府付费项目入库或更趋严格，但库中项目将降持续提质增效，PPP 仍为基建合规的落地通道；TOT 拓宽 PPP 实施方式；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，规范的 PPP 项目将会受到银行信贷资金青睐，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，固定资产投资增速快速下滑

内容目录

1. 管理库项目数、投资额持续提升，PPP 发展更趋理性	4
1.1. 上半年管理库项目总体稳中有升，执行阶段比重不断增加	4
1.2. 二季度净增项目数和投资额环比上升，PPP 清退进入常态化	5
1.3. 落地率持续提升，示范项目带头作用明显	6
1.4. 使用者付费占比继续降低，可行性缺口补助占比不断升高	7
2. 市政工程仍是主力，民营企业占比小幅攀升	9
2.1. 市政工程累计项目数第一，交通运输领跑投资额	9
2.2. 市政工程和交通运输项目回款方式多为可行性缺口补助	10
2.3. 民营企业占比小幅增加，集中进入领域有限	11
3. 各地 PPP 项目稳健发展，落地率稳定提升	12
3.1. 山东累计项目总数最多，累计投资额贵州居首	12
3.2. 落地率上海第一，开工率安徽居首	13
3.3. 政策支持 TOT 模式盘活基础设施存量资产	14
投资建议	16
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重月度变化 (%)	4
图 3: 2017Q3-2019Q2 项目储备库内项目数量 (个) 及投资额 (万亿)	4
图 4: 管理库项目投资额月度变化 (万亿元)	4
图 5: 管理库每月净增项目数 (个)	5
图 6: 管理库每月净增投资额 (亿元)	5
图 7: 2018Q1-2019Q2 清退项目数量 (个)	6
图 8: 管理库项目与示范项目累计落地数 (个)	7
图 9: 管理库项目与示范项目落地率 (%)	7
图 10: 各季度累计不同付费机制项目数量 (个)	8
图 11: 各季度累计不同付费机制投资额 (亿元)	8
图 12: 二季度末管理库分行业项目数占比 (占比小于 1% 的项目已合并为其他)	9
图 13: 二季度末管理库分行业项目投资额 (万亿) (占比小于 1% 的项目已合并为其他)	9
图 14: 上半年管理库净增项目数行业分布 (个)	9
图 15: 上半年管理库净增投资额行业分布 (亿元)	9
图 16: 抽样 100 个市政工程项目按回报机制统计项目数 (个)	10
图 17: 抽样 100 个市政工程项目按回报机制统计投资额 (万亿)	10
图 18: 抽样 100 个交通运输项目按回报机制统计项目数 (个)	10
图 19: 抽样 100 个交通运输项目按回报机制统计投资额 (万亿)	10
图 20: 落地项目中民营企业数量 (个) 及其占比 (%)	11

图 21: 落地示范项目中民营企业数量 (个) 及其占比 (%)	11
图 22: 民资背景落地示范项目数行业分布 (个)	12
图 23: 民资背景落地示范项目投资额行业分布 (亿元)	12
图 24: 12 月末与 6 月末管理库项目数地域分布对比情况 (个)	12
图 25: 12 月末与 6 月末管理库项目投资额地域分布对比情况 (亿元)	13
图 26: 截止 6 月末落地项目数、落地率地区分布情况 (个)	13
图 27: 此截至 6 月末各地开工项目数 (个) 及占落地项目数比例 (%)	13
图 28: 截至 6 月末各地开工项目投资额 (亿元)	14
图 29: 截至 6 月末 TOT 项目数地域分布情况 (个)	15
图 30: 截至 6 月末 TOT 项目投资额地域分布情况 (亿元)	15
图 31: TOT 项目行业分布 (个)	15
图 32: TOT 项目投资额行业分布 (亿元)	15
表 1: 四批次示范项目执行情况	7
表 2: TOT 相关政策文件	16

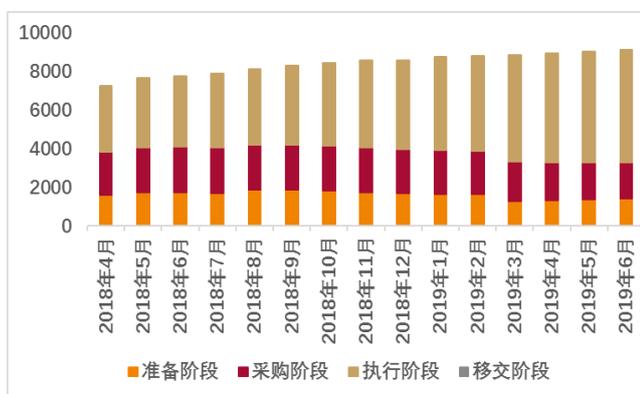
1. 管理库项目数、投资额持续提升，PPP 发展更趋理性

1.1. 上半年管理库项目总体稳中有升，执行阶段比重不断增加

从 2018 年二季度到 2019 年二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 年二季度末，管理库已累计项目 9036 个，较上年同期增长 16.60%，环比净增项目 193 个。净增投资额 2194 亿元，累计投资额达 13.6 万亿元，较去年同期绝对额扩张 1.65 万亿元，环比增加 2250 亿。上半年，管理库净增项目 382 个、投资额 4714 亿元；上半年净增项目数比去年同期减少 230 个，同比下降 37.6%，项目净增投资额比去年同期减少 7108 亿元，同比下降 60.1%。

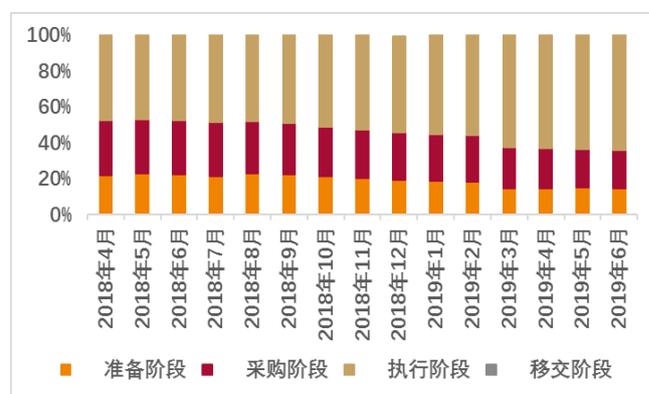
从各阶段的组成及其占项目总数的比重中可以看到，准备阶段和采购阶段的数量及比重呈下降趋势，执行阶段的数量和比重不断上升，从 2018 年 6 月末的 47.34% 上升至 2019 年 6 月末的 64.31%，同时环比上季度末增加了 1.65 个百分点。

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 年二季度末，储备库项目数量 3517 个，与上年同期减少 26.73%，环比上季度末减少 217 个；储备库投资额与上年同期下降 25.9%，环比上季度末减少 3000 亿元。储备库内的项目数量和投资额自 17Q3 以来保持下降态势，但是储备库项目的缩减并没有影响管理库项目的上升态势。随着项目的不断入库，未来可储备的项目将会继续缩减。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。随着储备库项目的缩减，加之政府付费项目入库审查趋严，预计管理库规模将在 2020 年后出现下降。

图 3：2017Q3-2019Q2 项目储备库内项目数量（个）及投资额（万亿）

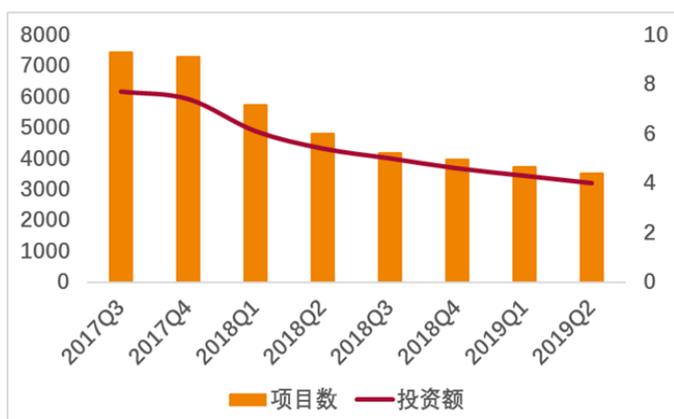
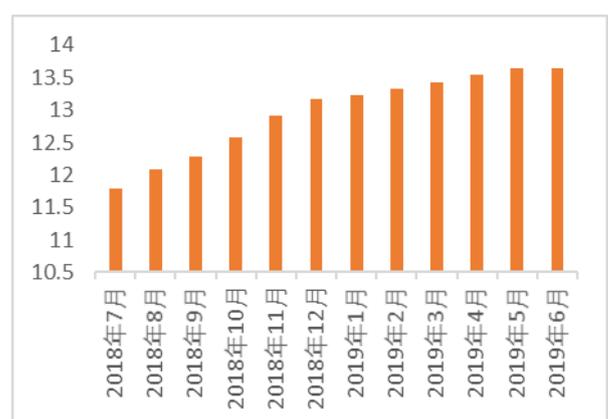


图 4：管理库项目投资额月度变化（万亿元）



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

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。

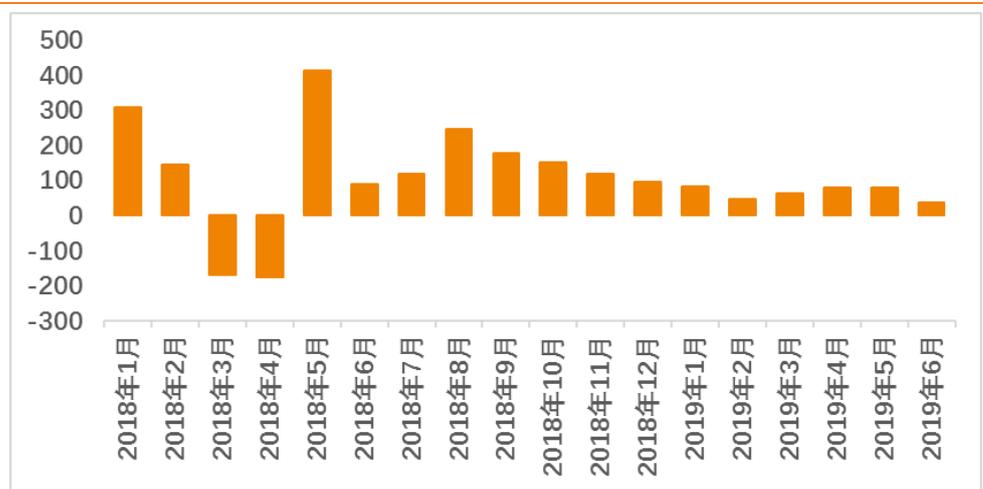
1.2. 二季度净增项目数和投资额环比上升, PPP 清退进入常态化

2019 年 7 月 1 日为《政府投资条例》实施首日,同日,发改委发布依法依规加强 PPP 项目投资和建设管理的通知,要求全面、深入开展 PPP 项目可行性论证和审查,未依法依规履行审批、核准、备案及可行性论证和审查程序的 PPP 项目,为不规范项目,不得开工建设;并指出公开招标应作为遴选社会资本的主要方式,不得排斥、限制民间资本参与 PPP 项目。在资本金制度上,要求各行业固定资产投资项目的资本金必须满足国务院规定的最低比例要求,防止过度举债融资等问题。我们认为,该通知旨在继续强调严防地方债务风险,政府付费项目的入库或更趋严格。但库中项目将持续提质增效,PPP 仍为基建的合规落地通道之一。

本次 PPP 规范文件对项目的可行性论证和审查提出严格要求,有助于提升入库项目质量整体水平,从地方政府财政承受力和社会资本参与方式两方面来说,均将减少出现严重问题的风险,执行效率或将提升。此外,本次规范文件严格限定项目资本金最低比例,结合 6 月 10 日发布的《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》,指出“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”,尽管目前资本金来源明显放宽,PPP 项目资本金最低的严格要求不减。

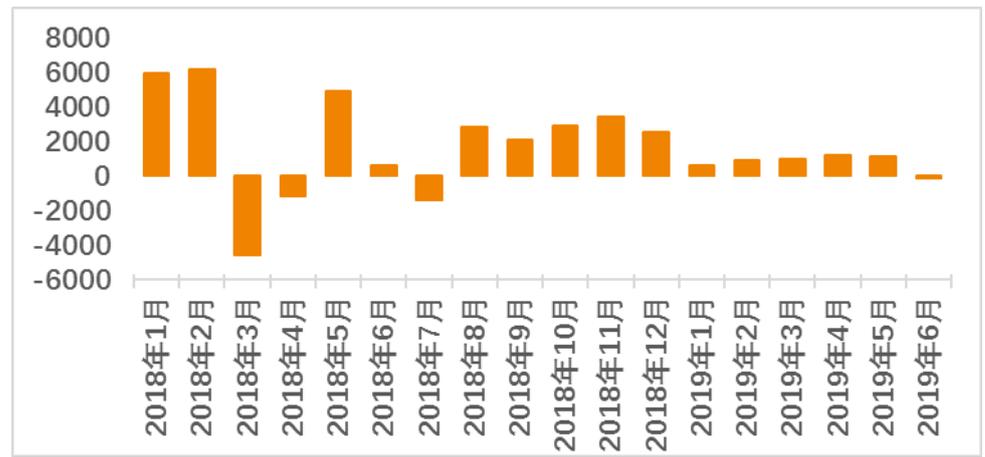
我们认为 PPP 将持续规范发展,合规 PPP 项目在逐步规范后仍有望作为我国基础设施建设投融资体制的持续发展方向,未来加大优质 PPP 项目供给或将成为地方政府、社会资本和金融机构三方的主要选择方向,PPP 或将迎来新的发展机遇。

图 5: 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 6: 管理库每月净增投资额(亿元)



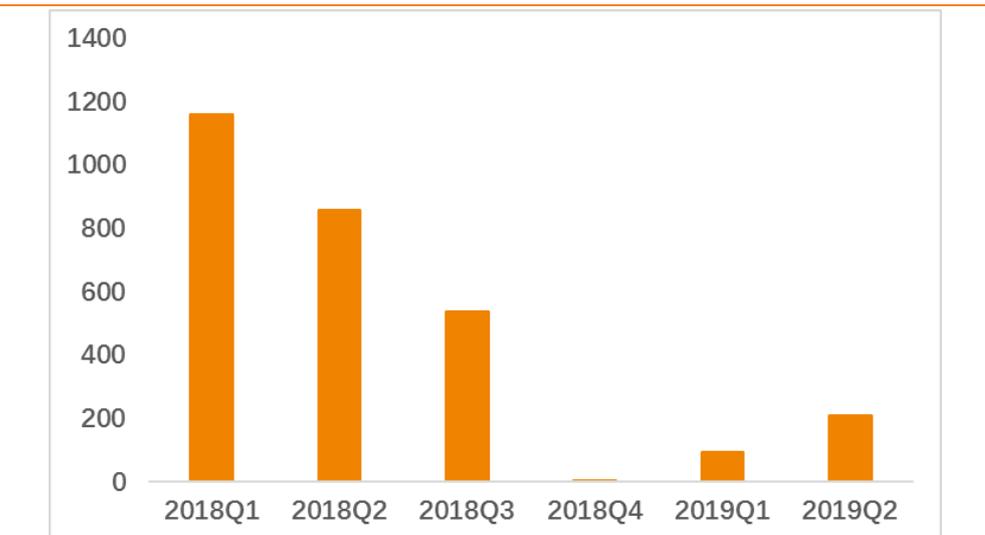
资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

自 2017 年到 2018 年上半年开始，PPP 整顿政策来袭，PPP 开始逐步走向规范化、制度化和透明化，今年 3 月 4 日发布的政府工作报告和 3 月 8 号发布的 10 号文强调了鼓励民资和外资参与基建补短板项目。4 月份下发的财政部 40 号文要求 6 月底前完成入库 PPP 项目纳入政府性债务监测平台情况梳理核实工作，对于增加地方政府隐性债务的 PPP 项目，将从 PPP 项目库中清退出库。

自 3 月初 PPP10 号文发布后，各地进一步加强入库审核和规范管理，持续主动清理不合规项目，截止目前，综合信息平台已累计清退管理库项目 2859 个。由于 PPP 项目的清理，18 年 3 月、4 月、7 月和 19 年 6 月，净增投资额为负增长；18 年 3 月和 4 月，净增项目数为负增长。可以看到 PPP 项目每月净增项目数与同期对应投资额自 2019 年一季度以来，基本维持在一个稳定的正增长水平，表现出 PPP 项目运作趋于理性的一面。19 年二季度环比净增项目 193 个，净增投资额 2194 亿元，净增项目数与净增投资额保持正增长态势。

2019 年二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 209 个、涉及投资额 2313 亿元。可以看到，今年二季度的项目清退数量较 2018 年二季度同期的 856 个大幅减少 647 个，19 年上半年清退项目数量较 18 年同期的 2016 个大幅减少 1714 个，随着一季度 PPP 项目的清退工作进入扫尾阶段，二季度清退数量仅较一季度小幅增加 116 个。随着管理库内剩余不规范 PPP 项目不断减少和对新增政府付费项目入库审核的加强，后续 PPP 项目清退工作或保持常态化。

图 7：2018Q1-2019Q2 清退项目数量（个）



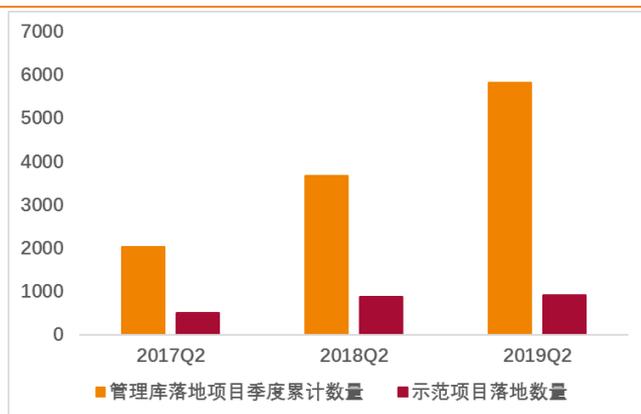
资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

1.3. 落地率持续提升，示范项目带头作用明显

2019 年二季度，管理库内落地项目累计 5811 个，环比一季度增加 270 个，投资额 8.8 万

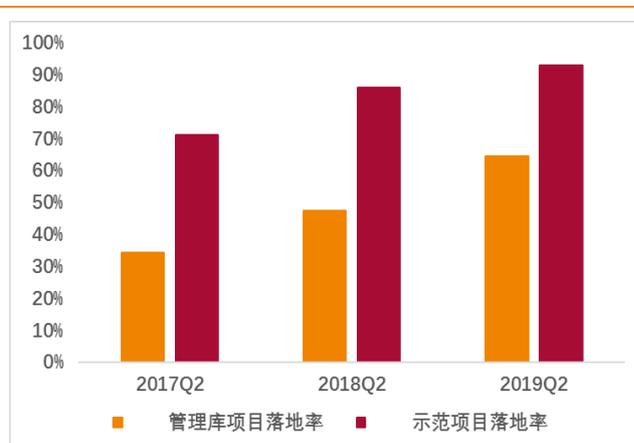
亿元，落地率 64.3%，环比上季度上升 1.6 个百分点，同比 2018 年二季度上升 17 个百分点。管理库落地项目增速为 58.4%，虽然落地项目增速较去年同期下降了 23.1 个百分点，但落地项目总体上仍保持着较为稳定的增长。二季度环比净减落地示范项目 2 个、投资额净减 40 亿元，原因是项目按“有进有出”原则退出示范。今年以来，净增落地示范项目 17 个、投资额 294 亿元。截至 6 月末，累计落地示范项目 912 个、投资额 2.0 万亿元，落地率 92.9%，环比上升 0.3 个百分点。示范项目落地率远高于全部项目水平，充分发挥出示范项目的领先带头作用。

图 8：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 9：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，第四批示范项目中落地项目 312 个，落地率 81.7%。根据过去的时间线索，我们判断第五批示范项目将在明年公布。

表 1：四批次示范项目执行情况

批次	成立时间	落地数量	落地率	完成时间	退库情况	投资额(亿元)
第一批	2014 年 11 月	19	100%	2016 年末	最初 30 个，调出 11 个	563
第二批	2015 年 9 月	157	100%	2017 年 3 月末	最初 206 个，调出 49 个	4593
第三批	2016 年 9 月	424	100%	2018 年 6 月末	最初 616 个，调出 92 个	9187
第四批	2018 年 2 月	312	81.7%	2019 年 3 月末	最初 396 个，调出 14 个	6009

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，可行性缺口补助占比不断升高

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。全国 PPP 综合信息平台已启用 PPP 项目财政支出责任监测预警系统，动态监测 PPP 项目财政支出责任和财政承受能力情况，着力防范财政风险。

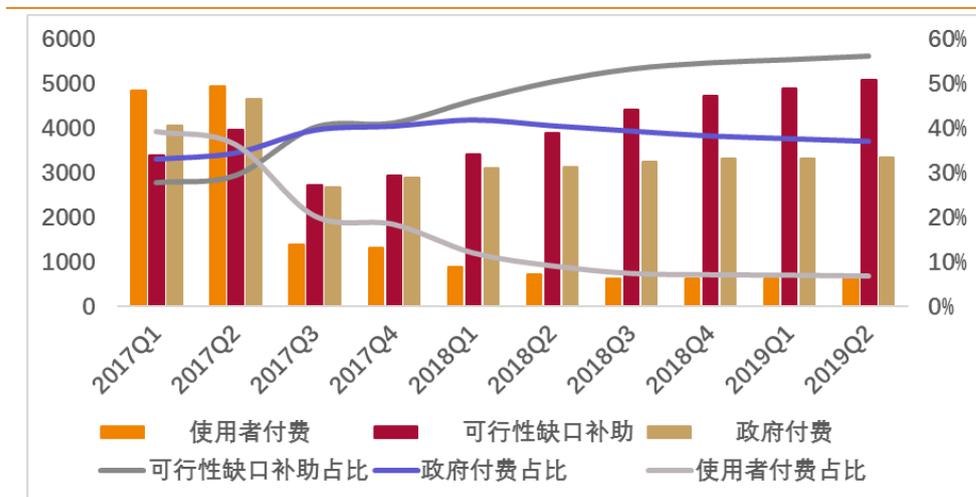
截至 2019 年 7 月 14 日，监测预警系统数据显示，全国 2570 个有 PPP 项目入库的行政区中，2517 个行政区（占 97.9%）的各年度 PPP 项目从一般公共预算安排的财政支出责任占一般公共预算的比例保持在 10% 以下，符合财政承受能力要求。其中 1379 个行政区低于 5%，有 53 个行政区（占 2.1%）的财承占比在今后一些年份超 10%，主要由于减税降费、纳入一般公共预算的政府债额度下降等，不少行政区 2018 年一般公共预算支出决算数比 2017 年小，使得平台内更新后的未来年度一般公共预算支出预测数相应变小，PPP 财政支

出责任占比相应上升。总体看，PPP 项目潜在财政风险得到有效监测和防控。但是在去杠杆的环境下，今后可能有更多的区域出现风险。

上半年，使用者付费类项目净减 4 个、投资额净增 1650 亿元；可行性缺口补助类项目净增 351 个、投资额净增 3661 亿元；政府付费类项目净增 35 个、投资额净减 597 亿元。使用者付费类、政府付费类的项目数与投资额净增净减均存在反向变化现象，原因是管理库内存量项目结构调整导致投资额变化。

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 年第二季度的 50.3% 上升至 2019 年第二季度的 56.1%，2019 年二季度投资额占比较去年同期上升 3.6 个百分点至 66.2%。

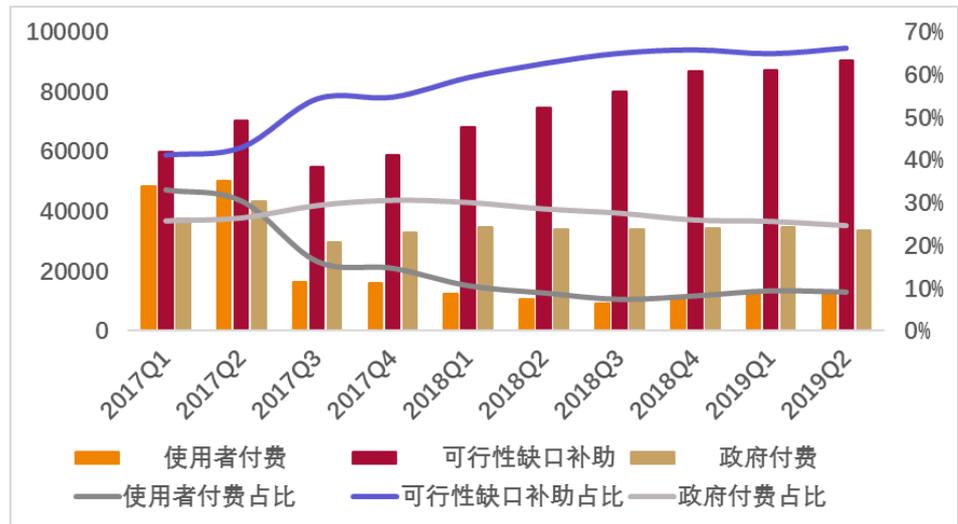
图 10：各季度累计不同付费机制项目数量（个）



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

但值得重视的是，可行性缺口补助类 PPP 项目具有高度的隐蔽性，一些地方政府可能将政府付费项目“打造”成可行性缺口补助项目，从而规避财政支出责任限制的要求。从实践情况看，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。该项政策对于政府的“包装”行为将起到有效的遏制作用。

图 11：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. 市政工程仍是主力，民营企业占比小幅攀升

2.1. 市政工程累计项目数第一，交通运输领跑投资额

从行业分布来看，市政工程依然是 PPP 项目的主力军。管理库累计项目数前五位的是市政工程、交通运输、生态建设和环境保护、其他、城镇综合开发，分别是 3598 个、1278 个、880 个、632 个、571 个。管理库累计项目投资额前五位是交通运输、市政工程、城镇综合开发、生态建设和环境保护、旅游，分别是 4.1 万亿元、4.0 万亿元、1.9 万亿元、0.9 万亿元、0.5 万亿元。

图 12: 二季度末管理库分行业项目数占比 (占比小于1%的项目已合并为其他)

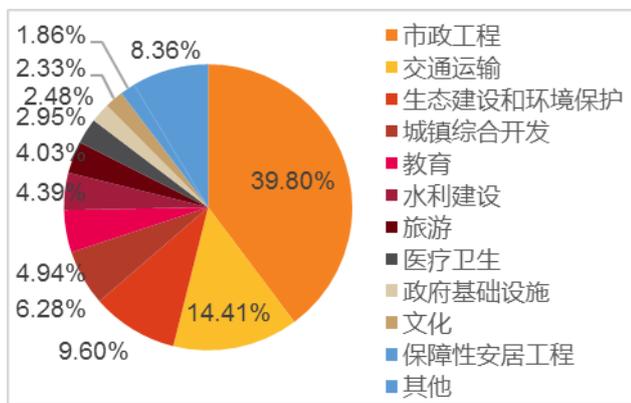
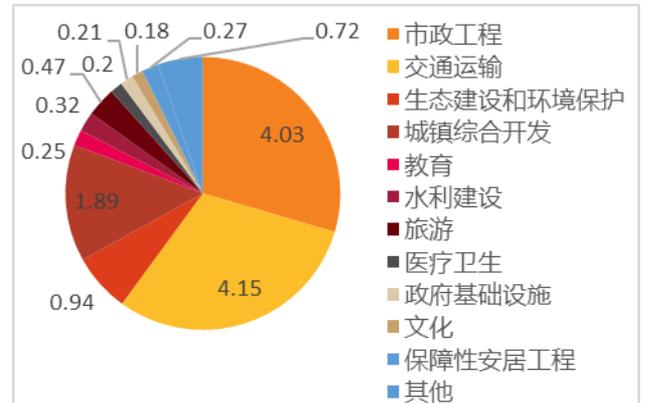


图 13: 二季度末管理库分行业项目投资额 (万亿) (占比小于1%的项目已合并为其他)



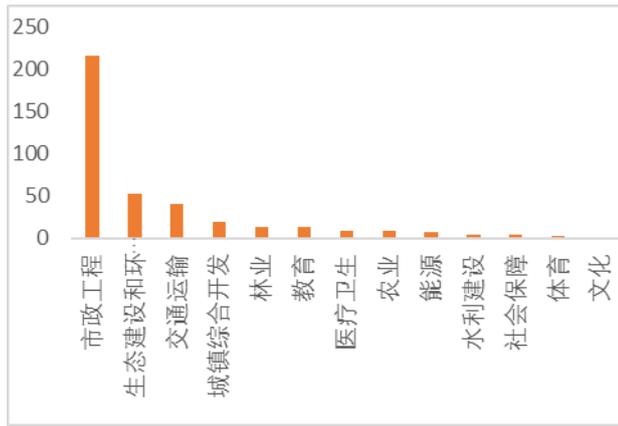
资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

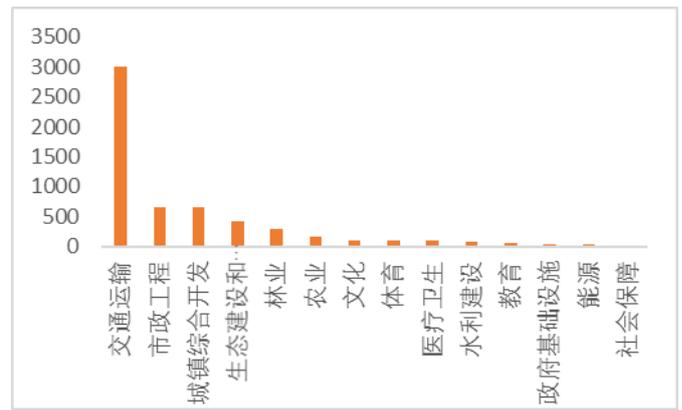
上半年管理库新增项目数前五位是市政工程、生态建设和环境保护、交通运输、城镇综合开发、林业，分别是 217 个、53 个、41 个、19 个、14 个。上半年，管理库净增项目投资额前五位是交通运输、市政工程、城镇综合开发、生态建设和环境保护、林业，分别是 2996 亿元、648 亿元、646 亿元、409 亿元、282 亿元。可以看出，市政工程和交通运输仍然是 PPP 的增长主力军，投资结构有所改善，质量不断提升。

图 14: 上半年管理库新增项目数行业分布 (个)

图 15: 上半年管理库新增投资额行业分布 (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

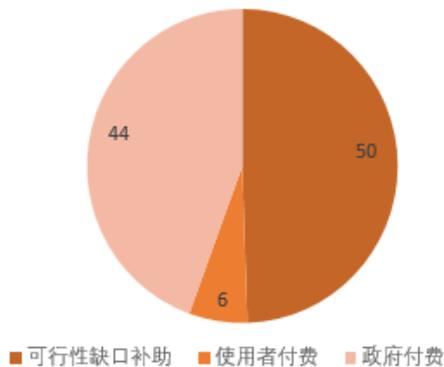
2.2. 市政工程和交通运输项目回款方式多为可行性缺口补助

各季度，市政工程和交通运输项目无论是在数量上还是在投资额上都领跑各行业，是 PPP 增长的主力军。2019 年二季度，我们随机抽取财政库市政工程和交通运输各 100 个项目作为样本，统计其三种回报机制项目的数量和投资额占比。

市政工程的 100 个抽样项目中，可行性缺口补助项目有 50 个，数量最多。政府付费项目有 44 个，居第二。使用者付费个数最少，仅有 6 个。100 个市政工程抽样项目中，可行性缺口补助项目投资额占总投资额的 64%，政府付费项目投资额占总投资额的 31%，使用者付费项目投资额仅占总投资额的 2%。可以看出，市政工程项目多为可行性缺口补助回款方式。

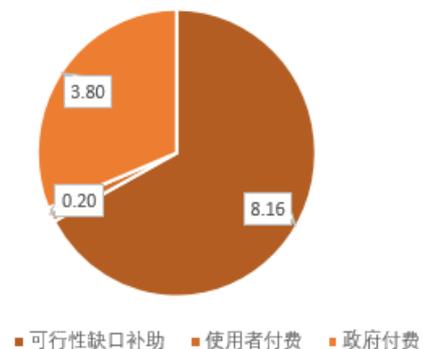
图 16：抽样 100 个市政工程项目按回报机制统计项目数（个）

图 17：抽样 100 个市政工程项目按回报机制统计投资额（万亿）



■ 可行性缺口补助 ■ 使用者付费 ■ 政府付费

资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所



■ 可行性缺口补助 ■ 使用者付费 ■ 政府付费

资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

交通运输抽样的 100 个项目中，政府付费项目有 49 个，数量最多。其次是可行性缺口补助项目有 40 个，居第二。使用者付费项目数量最少，仅有 11 个。100 个交通运输抽样项目中，可行性缺口补助项目投资额占总投资额的 53%，使用者付费项目投资额占总投资额的 25%，政府付费项目投资额占总投资额的 22%。可以看出，在交通运输行业分布上，使用者付费项目数量和投资额均高于行业平均水平，因为在交通运输领域采用使用者付费的项目多为公路项目，而公路项目收费来源清晰。

图 18：抽样 100 个交通运输项目按回报机制统计项目数（个）

图 19：抽样 100 个交通运输项目按回报机制统计投资额（万亿）



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

2.3. 民营企业占比小幅增加, 集中进入领域有限

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。

落地示范项目中, 民营企业占比为 39.7%, 同比上升 0.3 个百分点, 环比持平。截至 2019 年二季度末, 912 个落地示范项目中包括 457 个独自社会资本项目和 455 个联合体项目。签约社会资本共 1634 家, 包括民营 647 家、港澳台 45 家、外商 18 家、国有 882 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。民营企业参与 PPP 项目对银行融资依赖较大, 加之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 20: 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 21: 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

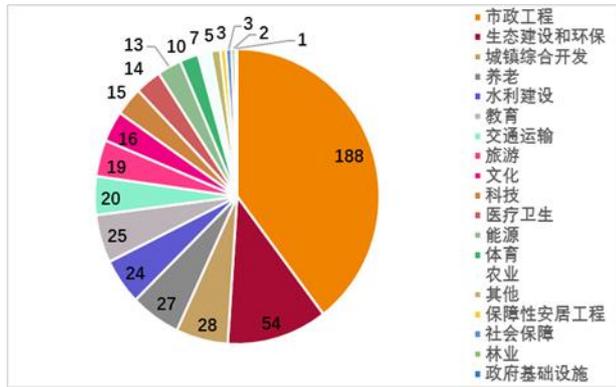
注: 由于部分项目占比极小, 因此将占比小于 1% 的项目归并入其他项目中。

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。

截止 2019 年 6 月末, 落地示范项目中的民资背景项目数为 473 个、投资额为 7925 亿元, 分别占落地项目的 51.9% 和 38.9%。民企参与的行业领域 19 个。民资背景项目数前三位的是市政工程、生态建设和环境保护、养老, 分别为 188 个、54 个、27 个; 民资背景项目

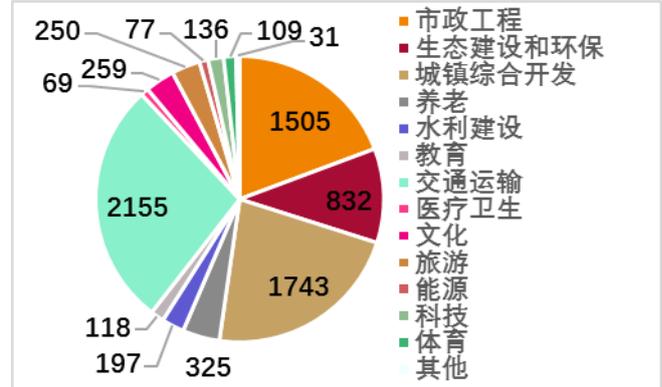
投资额前三位的是交通运输、城镇综合开发、市政工程，分别为 2155 亿元、1743 亿元、1505 亿元。

图 22：民资背景落地示范项目数行业分布（个）



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

图 23：民资背景落地示范项目投资额行业分布（亿元）



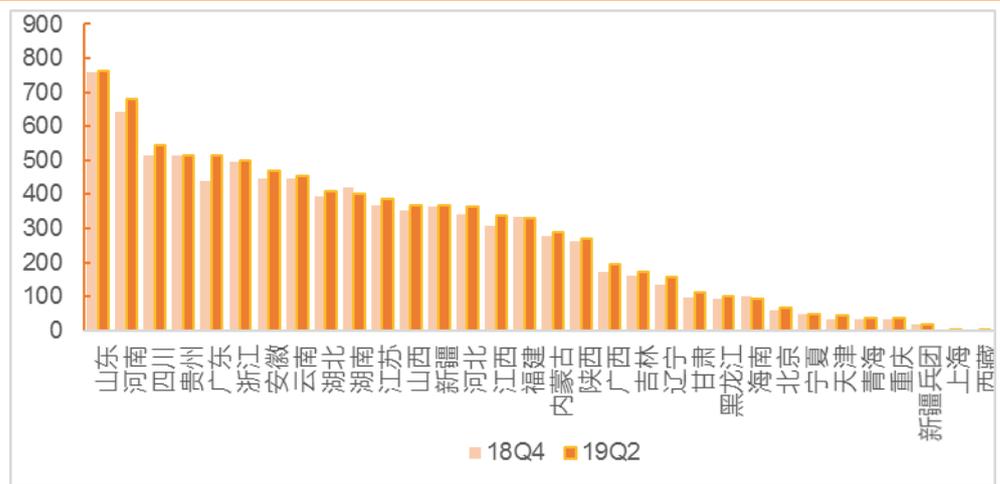
资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

3. 各地 PPP 项目稳健发展，落地率稳定提升

3.1. 山东累计项目总数最多，累计投资额贵州居首

管理库累计项目总数前三位是山东、河南、四川，分别为 764 个、680 个、545 个。上半年，各地新增项目数前三位是广东、河南、四川，分别为 73 个、37 个、32 个。除海南、湖南、福建三省，其余地区管理库项目数量普遍恢复增长。其中，湖南省自 18 年以来，管理库项目数持续下降，已经由 2018 年一季度的 563 个项目下降到现在的 400 个项目。海南省管理库项目数也呈现出下降趋势，已经由 18 年一季度的 122 个项目下降到现在的 94 个项目。年按各地落地示范项目数统计，山东（含青岛）已有 76 个示范项目签约进入执行阶段，居全国第一；其后河南 74 个、云南 73 个、河北 58 个、安徽 55 个、湖北 52 个。其余各省均不足 50 个。累计已开工示范项目数前三位的是山东、云南、安徽，分别为 66 个、54 个、52 个，占其各自落地示范项目数的比例分别为 86.8%、74.0%、94.5%。

图 24：12 月末与 6 月末管理库项目数地域分布对比情况（个）

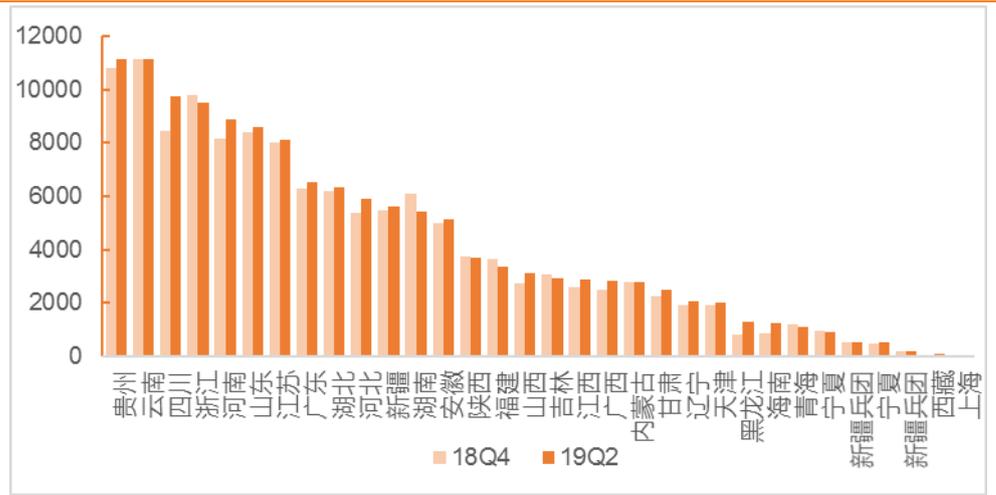


资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

累计投资额前五位是贵州、云南、四川、浙江、河南，分别是 1.1 万亿元、1.1 万亿元、1.0 万亿元、0.9 万亿元、0.9 万亿元。上半年，管理库净增投资额前五位是四川、河南、河北、重庆、天津，分别是 1283 亿元、739 亿元、558 亿元、474 亿元、391 亿元。按各地落地示范项目投资额统计，前五位是云南、河北、北京、浙江、河南，分别为 2819 亿元、2095 亿元、1578 亿元、1372 亿元、1219 亿元。累计已开工示范项目投资额前三位的是云南、北京、山东，分别为 1935 亿元、1286 亿元、1029 亿元。可以看出，云南省的示范项目投

资额和已开工示范项目投资额均领跑全国。

图 25：12 月末与 6 月末管理库项目投资额地域分布对比情况（亿元）



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

3.2. 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；北京落地 60 个项目，落地率 90.9%，居第二；海南落地 84 个项目，落地率 89.4%，居第三。累计落地项目投资额前五位是浙江、贵州、云南、江苏、河南，分别是 7386 亿元、7108 亿元、7008 亿元、5788 亿元、5691 亿元。累计落地率前三的地区与一季度相同，只是顺序略有变化。累计落地成交额前三的地区与一季度相同，浙江累计落地成交额已经连续两季度居全国第一。

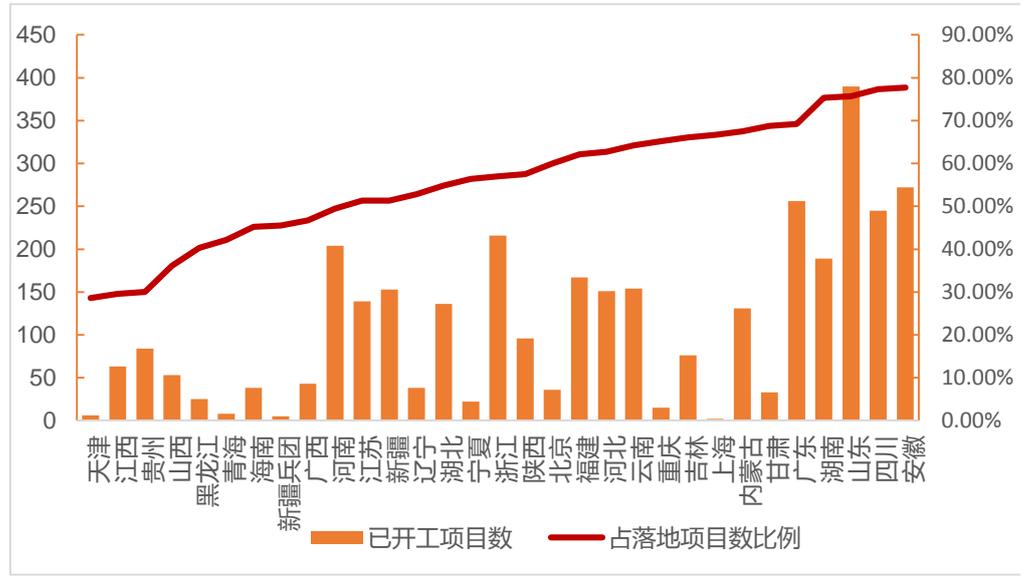
图 26：截止 6 月末落地项目数、落地率地区分布情况（个）



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

安徽 350 个落地项目中开工 272 个，开工率 77.70%，居全国第一；四川 317 个落地项目中开工 245 个，开工率 77.30%，居第二；山东 515 个落地项目中开工 390 个，开工率 75.70%，居第三，天津开工率 28.60%为全国最低。上半年，净增开工项目数前五位是河南、广东、福建、浙江和山东，分别是 125 个、120 个、115 个、103 个、89 个。

图 27：此截至 6 月末各地开工项目数（个）及占落地项目数比例（%）

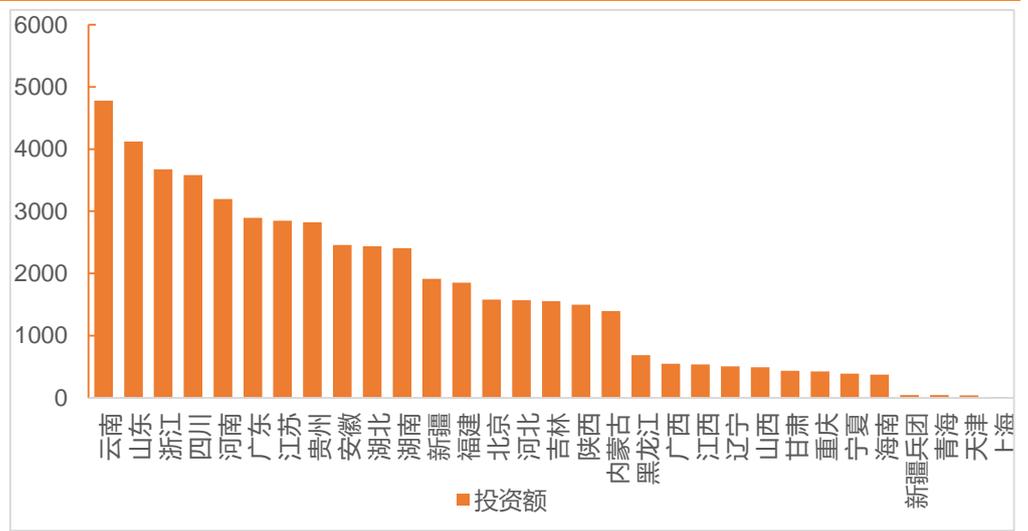


资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

累计开工项目投资额前五位是云南、山东（含青岛）、浙江、四川、河南，分别是 4779 亿元、4119 亿元、3675 亿元、3584 亿元、3197 亿元。

二季度，净增开工项目投资额前五位是云南、四川、湖北、山东（含青岛）、河南，分别是 562 亿元、338 亿元、271 亿元、238 亿元、112 亿元。二季度，云南省的累计开工项目投资额和净增开工项目投资额均居全国首位，云南已经连续两季度领跑累计开工项目投资额。经过了前两年 PPP 发展的高峰期以及去年的集中清退，当前越来越多的存量项目进入建设运营阶段，多地开工率上升。

图 28: 截至 6 月末各地开工项目投资额 (亿元)



资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

3.3. 政策支持 TOT 模式盘活基础设施存量资产

TOT, Transfer-Operate-Transfer (转让-运营-移交), TOT 方式是国际上较为流行的一种项目融资方式, 通常是指政府部门或国有企业将建设好的项目的一定期限的产权或经营权, 有偿转让给投资人, 由其进行运营管理; 投资人在约定的期限内通过经营收回全部投资并得到合理的回报, 双方合约期满之后, 投资人再将该项目交还政府部门或原企业的一种融资方式。TOT 模式的运用一般是为了 BOT 模式的顺利进行, 通常情况下, 政府会将 TOT 和 BOT 两个项目打包, 一起运作。

按采用转让-运营-移交 (TOT) 方式的项目, 对各地区和行业采用 PPP 模式盘活存量公共资产情况进行统计。截至 6 月末, 管理库 TOT 项目累计 227 个, 可盘活 2035 亿元, 其中,

合作等多种方式，将项目的资产所有权、股权、经营权、收费权等转让给社会资本。”

表 2：TOT 相关政策文件

单位	时间	文件	相关内容
国务院	2014 年	《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》	政府可采用委托经营或转让—经营—转让（TOT）等方式，将已经建成的市政基础设施项目转交给社会资本运营管理。
国务院	2015	《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见》	积极运用转让—运营—移交（TOT）、改建—运营—移交（ROT）等方式，将融资平台公司存量公共服务项目转型为政府和社会资本合作项目，引入社会资本参与改造和运营，在征得债权人同意的前提下，将政府性债务转换为非政府性债务，减轻地方政府的债务压力，腾出资金用于重点民生项目建设。
财政部	2015	《关于市政公用领域开展政府和社会资本合作项目推介工作的通知》	为缓解地方债务风险，当前重点推进符合条件的存量项目按 PPP 模式改造。
发改委	2017	《国家发展改革委关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》	对拟采取 PPP 模式的存量基础设施项目，根据项目特点和具体情况，可通过转让-运营-移交（TOT）、改建-运营-移交（ROT）、转让-拥有-运营（TOO）、委托运营、股权合作等多种方式，将项目的资产所有权、股权、经营权、收费权等转让给社会资本。

资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

投资建议

当前越来越多的存量项目进入建设运营阶段，PPP 项目清理或将成为常态化工作，后续 PPP 的发展将更加趋于理性；民企参与度维持稳健水平；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；发改委要求 PPP 项目严格执行《政府投资条例》，政府付费项目入库或更趋严格，但库中项目将降持续提质增效，PPP 仍为基建合规的落地通道；TOT 拓宽 PPP 实施方式；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，规范的 PPP 项目将会受到银行信贷资金青睐，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，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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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