

兴业“建”谈系列报告之四： PPP 模式：解读新型城镇化的融资之路

中性 (维持)

2015 年 01 月 24 日

重点公司

重点公司	14E	15E	评级
中国铁建	0.95	1.12	增持
中国中铁	0.52	0.59	增持
中国建筑	0.88	1.05	增持
广田股份	1.13	1.41	增持
亚厦股份	1.21	1.53	增持
苏交科	0.50	0.61	增持

相关报告

《兴业建筑每周观点 (2015.1.2-2015.1.9)》
2015-01-12

《兴业“建”谈系列报告之二：
最赚钱的建筑工程企业—法国
万喜》2015-01-12

《IPO 预披露新股投资系列报
告之二十一—奇信股份—建筑
工程行业周报
(2014.12.15-2014.12.21)》
2014-12-22

分析师：

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

021-38565544

研究助理：

房大磊

fangdalei@xyzq.com.cn

021-20370678

投资要点

- **PPP 模式简介：**Private-Public Partnership，即公共部门与私人企业在基础设施及公共服务领域以某个项目为基础而形成的合作模式，通常是政府与私人部门组成特殊目的机构，引入社会资本，全过程合作进行项目开发和运营，强调共同设计开发和承担风险。该模式于 20 世纪 90 年代从英国兴起，目前已在全球范围内被广泛接受和应用。
- **未来基建融资大势所趋，政策频出助力 PPP 加速推广：**1) **PPP 是未来国内基建融资大势所趋。**PPP 模式在国内银行贷款、BT 等多种融资手段受到严格限制、政府转变职能、全面深化改革的时代背景下，契合了政府吸引社会资本，进行融资手段创新和转型的要求，是未来国内基建融资大势所趋。2) **政府力推加速 PPP 模式推广：**国家发改委与财政部相继发布了指导意见与操作指南，分别从政策层面和实际操作上对 PPP 推广予以指导。多部委连续发布相关政策强调政府和社会资本合作模式的重要意义，显示政府力推的信心和执行力，有望加快 PPP 模式的推广之路。3) **PPP 有望进入快速发展阶段：**2013 年中国 PPP 项目的累计总投资为 1278 亿美元，而同为发展中国的巴西累计投资额达到了 4382 亿美元，我国和同类型新兴市场相比仍有较大的差距。操作指南和指导意见的出台解决了相关问题和障碍，未来将会有大量 PPP 项目出现，PPP 模式将进入快速增长阶段。
- **PPP 模式对建筑公司影响积极：**PPP 模式下，通过引入社会资本参与项目建设和运营，作为承包方的建筑公司其自身垫资和融资的压力降得到缓解，资产负债表和现金流量表有望改善；作为项目参与方的建筑公司，全过程参与项目建设和运营，政府补贴和公共项目运营提供的稳定现金流，将使企业收益获得更多保障，企业盈利能力的稳定性和可持续性也有望加强。
- **国内建筑行业上市公司纷纷试水 PPP 模式：**在 A 股上市的公司中，涉及 PPP 项目的公司有：基建领域的中国建筑（沈抚新城 PPP 项目）、中国铁建（重庆部分高速公路、铁路 PPP 项目）、中国交建（福建龙海市南溪湾片区城市综合体开发 PPP 项目）、龙元建设（成立目标规模为 100 亿的产业基金投资 PPP 项目）、园林工程领域的普邦园林（淮安市白马湖森林公园项目 PPP 项目）、东方园林（宜兴环科园环科新城生态项目）、铁汉生态（湖南长沙现代农业成果展示区 PPP 项目）、水利方面的围海股份（天台县苍山产业集聚区一期开发 PPP 项目）。
- **关注建筑上市公司投资机会：**随着政策推广力度的加大以及具体 PPP 项目操作规范的不完善，未来国内 PPP 项目有望进入快速成长期，建筑公司将多方面受益于 PPP 模式的推广和发展。建议关注历史上参与过以及近期中标 PPP 项目的上市公司标的，其具有的运作 PPP 项目的经验和能力，有望持续受益于 PPP 项目空间的扩张。从受益程度来看，由政府主导推广的 PPP 项目有望进一步打开基建领域新的市场空间，在基建领域综合实力领先的建筑央企受益程度最高。
- **风险提示：**政府信用风险、政策和改革推进力度放缓。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

目 录

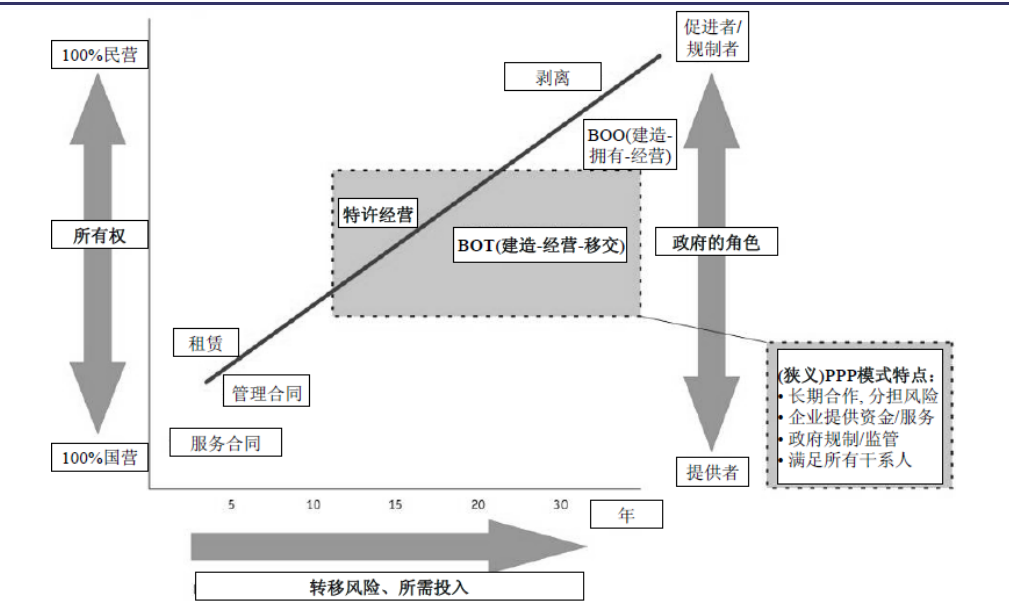
1、PPP 模式简介.....	- 3 -
1.1 PPP 模式简介.....	- 3 -
1.2 PPP 模式具体案例：北京地铁 4 号线.....	- 4 -
1.3 PPP 模式 VS BT 模式.....	- 5 -
2、PPP：未来基建融资大势所趋，政策频出助力加速推广.....	- 6 -
2.1 PPP 模式是未来基建融资大势所趋.....	- 6 -
2.2 政策频出力推 PPP 模式.....	- 7 -
2.3 PPP 模式推广带来融资机制变革.....	- 8 -
2.4 政策出台解决问题和障碍，打开 PPP 模式发展空间.....	- 10 -
3、PPP 模式的尝鲜者，建筑企业纷纷试水 PPP 项目.....	- 13 -
4、PPP 模式展望：影响积极，关注建筑公司投资机会.....	- 17 -
4.1 PPP 模式推广：影响积极，多方共赢.....	- 17 -
4.2 关注国内 PPP 项目推广重点领域.....	- 19 -
4.3 关注建筑行业投资机会和策略.....	- 21 -
图 1、广义/狭义 PPP 的框架与要素.....	- 3 -
图 2、国内 PPP 项目第一单：北京地铁 4 号线 PPP 项目.....	- 4 -
图 3、BT 融资模式.....	- 5 -
图 4、PPP 模式基本结构.....	- 5 -
图 5、PPP 模式的趋势和企业化发展路径.....	- 6 -
图 6、地方债务资金来源分类.....	- 7 -
图 7、地方债务主要投向.....	- 7 -
图 8、地方政府债务余额期限结构.....	- 9 -
图 9、政策出台解决 PPP 模式发展存在的问题和障碍.....	- 11 -
图 10、中国和主要新兴市场 PPP 项目累计投资额（亿美元）.....	- 11 -
图 11、普邦园林淮安白马湖 PPP 项目介绍.....	- 14 -
图 12、东方园林宜兴 PPP 项目介绍.....	- 15 -
图 13、铁汉生态长沙 PPP 项目介绍.....	- 16 -
图 14、英国 1987-2009 年 PPP 项目投资分布.....	- 19 -
图 15、发展中国家 PPP 项目的领域分布.....	- 19 -
表 1、广义 PPP 模式的分类.....	- 3 -
表 2、狭义的 PPP 与 BT、BOT 等模式比较.....	- 4 -
表 3、PPP 模式和 BT 模式的区别.....	- 6 -
表 4、近期推出的关于政府和社会资本合作政策.....	- 8 -
表 5、我国 PPP 模式发展阶段.....	- 10 -
表 6、我国 PPP 模式发展缓慢的原因.....	- 10 -
表 7、部分地区 PPP 项目推广和进展.....	- 12 -
表 8、建筑行业上市公司参与 PPP 项目.....	- 13 -
表 9、收购款的支付时间和内容.....	- 14 -
表 10、PPP 模式的优势（政府和企业层面）.....	- 18 -
表 11、PPP 模式推广对建筑公司的影响.....	- 18 -
表 12、项目盈利角度 PPP 适用项目分类.....	- 20 -
表 13、PPP 模式重点推广领域.....	- 20 -
表 14、财政部示点 30 个 PPP 项目领域分布.....	- 20 -

1、PPP 模式简介

1.1 PPP 模式简介

PPP (Private-Public Partnership) 即公共部门与私人企业在基础设施及公共服务领域以某个项目为基础而形成的合作模式。通常模式是由社会资本承担设计、建设、运营、维护基础设施的大部分工作，并通过“使用者付费”及必要的“政府付费”获得合理投资回报；政府部门负责基础设施及公共服务价格和质量监管，以保证公共利益最大化。PPP 模式于 20 世纪 90 年代从英国兴起，目前已在全球范围内被广泛接受和应用。**PPP 模式有广义和狭义之分：**

图 1、广义/狭义 PPP 的框架与要素



资料来源：王守清教授相关文献、兴业证券研究所

广义的 PPP 泛指公共部门和私人部门为提供公共产品和服务而建立的各种合作关系，可分为外包、特许经营和私有化三大类。其可以理解为一系列项目融资模式的总称，包含 BOT、TOT、DBFO 等多种模式。

表 1、广义 PPP 模式的分类

分类	内容	具体模式
外包类	政府投资，私人部门承包整个项目中的一项或几项职能，并通过政府付费实现收益	模块式外包
		整体式外包
特许经营	政府特许私人部门运营公共基础设施，期间私人部门拥有项目所有权和经营权在特许经营期满后私人部门将项目所有权再交还与政府	TOT
		BOT
		其他模式
私有化类	政府通过出售方式将公共产品给予私人部门	完全私有化 (PUO/BOO)
		部分私有化 (股权转让)

资料来源：兴业证券研究所整理

创股份占比为 49%，京投占比为 2%。作为特许经营公司的京港地铁，投资 46 亿元建设项目 B 部分（占项目总投资的 30%），并作为 B 部分项目建成的运营管理主体。

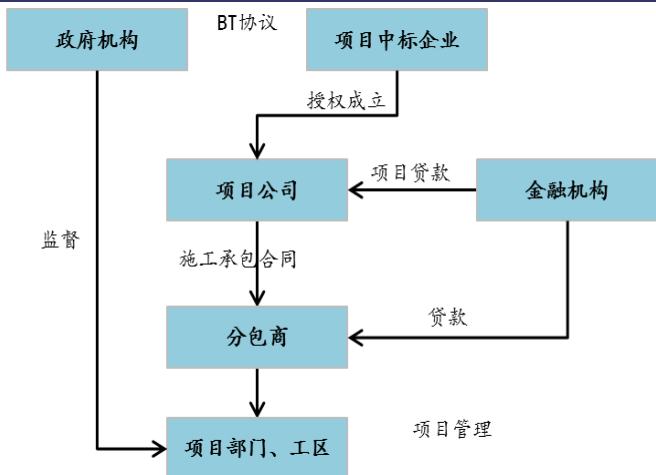
- ✓ **特许经营 30 年后无偿移交：**项目建成后，京港地铁租赁使用项目 A 部分资产，负责该地铁线路的运营管理，并拥有北京地铁四号线 30 年的特许经营权。特许经营期结束后，京港地铁将 B 部分项目设施完好、无偿地移交给北京市政府，将 A 部分项目设施归还给 4 号线公司。

1.3 PPP 模式 VS BT 模式

PPP 模式的基本结构是，政府通过政府采购的形式与特殊目标公司签订特许合同（特殊目标公司一般是由中标的建筑公司、服务经营公司或对项目进行投资的第三方组成的股份有限公司），由特殊目标公司负责筹资、建设及经营。政府通常与提供贷款的金融机构达成一个直接协议，这个协议不是对项目进行担保，而是向借贷机构承诺将按与特殊目标公司签订的合同支付有关费用。这个协议使特殊目标公司能比较顺利地获得金融机构的贷款。由于协议内容的不同，PPP 的实施形式也有很多。较为普遍的情况是，私人承包商承担设计建设的风险以及延期风险，但是政府承诺的收益足以弥补工程的竞价成本和运营成本。

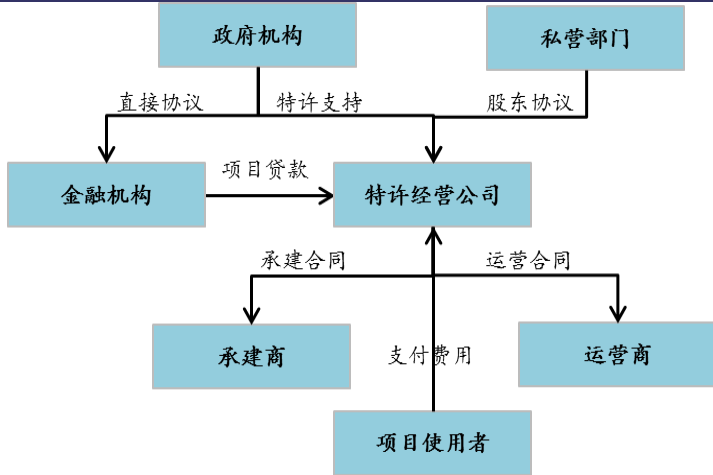
而所谓 **BT (Build—Transfer)** 即建设—移交，是指政府通过特许协议引入国外资金或社会资金进行专属于政府的基础设施建设，在基础设施建设完工后，该项目设施的有关权利按协议由政府赎回。BT 模式是一种“交钥匙工程”，社会投资人投资、建设，建设完成以后“交钥匙”，政府再回购，回购时考虑投资人的合理收益。

图 3、BT 融资模式



数据来源：Wind，兴业证券研究所

图 4、PPP 模式基本结构



数据来源：Wind，兴业证券研究所

与现阶段的 BT 模式相比，PPP 模式在合作关系、民营企业进入时间、支付方式、政府参与程度、风险分担、融资渠道和成本等多方面存在差别。

表 3、PPP 模式和 BT 模式的区别

	BT 模式	PPP 模式
合作关系	政府授权，垂直关系	政府、企业共同参与设立项目
资金来源	由项目方垫资	政府、私人部门共同出资
支付方式	政府付费	运营收入和政府补贴
政府参与程度	基本不参与	始终参与
私人企业参与节点	招标阶段	论证阶段
风险分担程度	企业分担风险较大	政府和企业双方共同承担
融资成本	较高	较低
获取资金难易程度	较难	较易

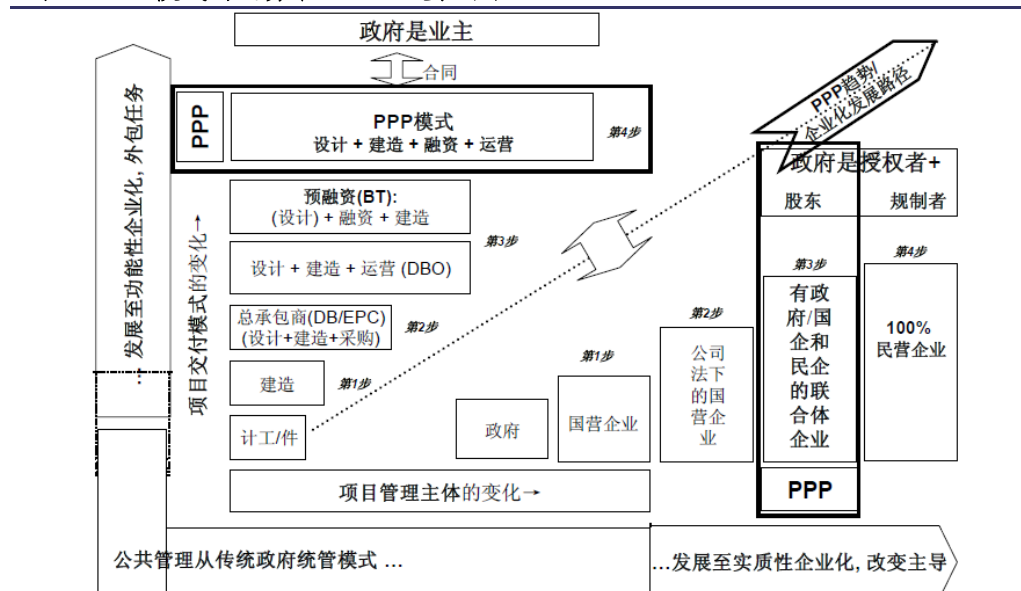
资料来源：兴业证券研究所整理

2、PPP：未来基建融资大势所趋，政策频出助力加速推广

2.1 PPP 模式是未来基建融资大势所趋

从融资模式和控制主体的变化来看，政府提供基础设施主要有两条发展路径，分别为功能性和实质性的路径。功能性的路径主要反映项目支付模式的变化：“政府出钱，企业施工→工程总承包（DB/EPC）→预融资（BT）→PPP 模式（狭义）”，实质性的路径主要反映的是项目控制主体的变化（企业化）：“政府控制→央企国企负责→私企参与→政府和私人企业联合参与”，目前我国已经发展到第二和第三步了，私企可以参与，同时国企按照法人企业经营项目，但仍具有一定的垄断性。

图 5、PPP 模式的趋势和企业化发展路径



资料来源：王守清教授相关文献、兴业证券研究所

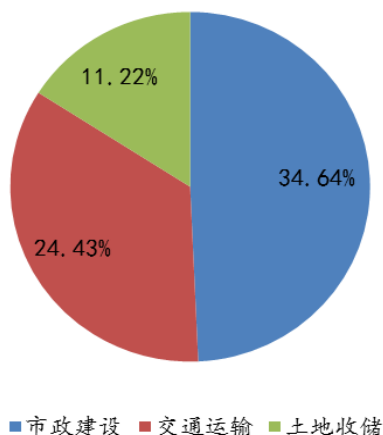
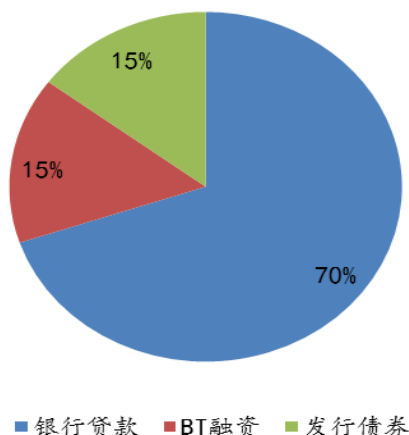
当前我国基建融资以债务、BT 模式为主导

不同的国家在不同的经济发展阶段是有不同的基建融资主要模式，我国央企、国企等大企业业务模式已经实现了工程总承包(DB/EPC)，现阶段主要采用的是 BT 模式。在政府主导基建投资的大环境下，为获取更多城建资金，地方政府多采取

银行贷款、BT、债券融资等手段，城投贷款模式、BT 模式成为了基建融资的主导。现阶段，BT 模式是仅次于政府平台贷款的第二大融资模式，大于地方政府债券融资。其实质是地方政府在面对基建投资增加的压力下，通过社会资本的短期、有限参与（承包企业的垫资），缓冲财政资金压力，完成基础设施的建设和回购。

图 6、地方债务资金来源分类

图 7、地方债务主要投向



数据来源：审计署，兴业证券研究所

数据来源：审计署，兴业证券研究所

PPP 模式是未来基建融资大势所趋

从国际经验和长远发展来看，随着经济发展、法律法规的不断健全，权责分配、收入产出、监督监管、风险控制等方面不断完善，基建项目支付模式和管理主体将发生变化，BT 项目将会逐渐过渡到更长期的 PPP 模式，即基建项目的建设将从政府出资，企业施工模式转变为企业出资，企业施工，政府回购的 PPP 模式。对于我国来说，在银行贷款、BT 等多种融资手段受到严格限制，同时政府转变职能、全面深化改革的时代背景下，吸引社会资本，进行融资手段创新和转型是必由之路。PPP 模式在多方面契合了这一转变的要求，是未来国内基建融资大势所趋。

2.2 政策频出力推 PPP 模式

政府力推拉开了 PPP 模式序幕。近期，国家发改委与财政部相继发布了指导意见与操作指南，分别从政策层面和实际操作上对 PPP 推广予以指导。多部委连续发布相关政策强调政府和社会资本合作模式的重要意义，有望加快 PPP 模式的推广之路。政府力推的信心和执行力，将在基础设施领域掀起 PPP 模式的热潮。

表 4、近期推出的关于政府和社会资本合作政策

日期	出台机构	政策	政策重点内容
9月23日	财政部	《财政部关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》	1.要充分认识推广运用政府和会资本合作模式的重要意义； 2.要积极稳妥地做好项目示范工作； 3.要做好制度设计和政策安排，明确适用于政府和社会资本合作模式的项目类型、采购程序、融资管理、项目监管、绩效评价等事宜；
10月2日	国务院	《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》	要推广使用政府与社会资本合作模式，鼓励社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。
10月23日	财政部	《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》	1.地方各级政府要结合清理甄别工作，认真甄别筛选融资平台公司存量项目，对适宜开展政府与社会资本合作（PPP）模式的项目，要大力推广 PPP 模式 2.通过 PPP 模式转化为企业债务的，不纳入政府债务 3.在建项目要优先通过 PPP 模式推进，确需政府举债建设的，要客观核算后续融资需求。
12月4日	发改委	《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》	1.从项目适用范围、部门联审机制、合作伙伴选择、规范价格管理、开展绩效评价、做好示范推进等方面，对开展政府和社会资本合作（PPP）提出具体要求。 2.各地通过授予特许经营权、政府补贴或购买服务等措施，灵活运用 BOT、BOO、BOOT 等多种模式，切实提高项目运作效率。 3.各地要认真做好 PPP 项目的统筹规划，及时建立 PPP 项目库，按月汇总，积极推动 PPP 项目顺利实施。
12月4日	财政部	《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》	确定天津新能源汽车公共充电设施网络等 30 个 PPP 示范项目，其中，新建项目 8 个，地方融资平台公司存量项目 22 个。 鼓励和引导地方融资平台公司存量项目，以 TOT（转让-运营-移交）等方式转型为 PPP 项目
12月4日	财政部	《政府和社会资本合作模式操作指南（试行）》	为保证政府和社会资本合作项目质量，规范项目识别、准备、采购、执行、移交各环节操作流程

资料来源：兴业证券研究所整理

2.3 PPP 模式推广带来融资机制变革

● 创新城镇化基建融资

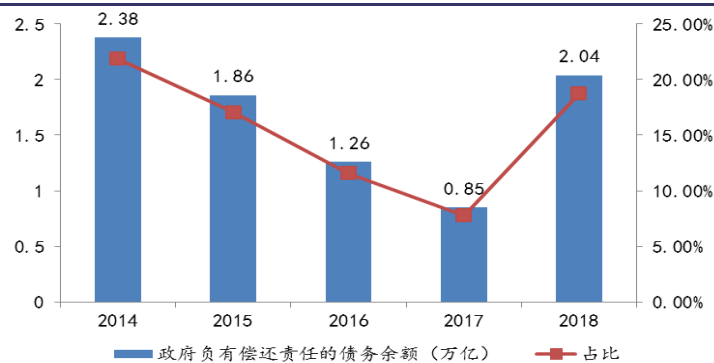
根据财政部的测算，目前中国城镇化率为 53.6%，预计 2020 年将达到 60%，由此带来的投资需求或将达 42 万亿元；而在土地财政难以为继，融资平台融资取

能将被剥离的趋势下，城镇化建设的需求将形成巨大资金缺口。而随着《预算法》的修订以及《关于加强地方政府性债务管理的意见》的出台，在预算管理和债务约束的情况下，积极引入 PPP 模式，鼓励和吸引社会资本以合资、独资、特许经营、承包等方式参与基建投资，将在引入资金的同时，有望形成更有效率、可持续的资金管理机制。

● 处理地方存量债务风险

近几年由于地方政府财政的支出压力较大，大量的地方政府投资依赖于政府融资平台的举债完成，地方债压力增加明显。审计署的数据显示，截至 2013 年 6 月底，地方政府负有直接偿还责任的债务为 10.88 万亿元，负有担保责任的债务 2.66 万亿元，可能承担一定救助责任的债务 4.34 万亿元。今年以来存量债务风险的化解一直是本届政府的工作重点。近期频出的政策表明了政府引入 PPP 模式处理地方存量债务的意图更加明显。10 月底，财政部发布的《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》中要地方各级政府甄别筛选融资平台公司存量项目，对适宜开展政府与社会资本合作（PPP）模式的项目，要大力推广 PPP 模式，减轻政府公共财政举债压力。**未来 PPP 模式有望成为地方政府债务清理的重要转型方向。**

图 8、地方政府债务余额期限结构



数据来源：审计署，兴业证券研究所

● 为中国企业走出去铺路

与国内的投融资模式类似，传统的“走出去”融资模式也面临着转型的问题。其中，在“融资难”方面，在传统模式下，外方借款人一般是项目发起人，国内银行会要求外国政府提供主权担保，但现在这方面的障碍越来越大。在破解中国企业走出去融资难的问题上，PPP 模式有望发挥重要作用。在中国高铁等企业走向海外的过程中，政府和企业共同成立 SPV(特殊目的机构)，将东道国政府和企业捆绑为“利益共同体”，一起负责项目管理。通过签订双方长期合同，东道国政府帮助企业化解政治、法律等风险，确保互利共赢，大幅减少政策变更风险。

2.4 政策出台解决问题和障碍，打开 PPP 模式发展空间

● 我国 PPP 模式发展相对缓慢

我国广义 PPP 模式最早可追溯到 1984 年,以深圳沙角 B 电厂的 BOT 项目模式开始引入到基建领域。此后 PPP 模式在我国的发展主要经历了五个阶段。狭义 PPP 模式开始于 2004 年的北京地铁四号线项目,此后得到不断推广,但“四万亿”刺激政策推出使债务融资成为地方政府基建融资的优先选择,PPP 模式需求受到冲击。到近几年地方债务风险逐渐暴露,PPP 模式开始受到地方政府重视,应用领域也开始逐渐扩大。

表 5、我国 PPP 模式发展阶段

阶段	代表项目	相关说明
1984-1993: 摸索阶段	深圳沙角 B 电厂 BOT 项目、广州白天鹅饭店、北京国际饭店	主要是由 BOT 的形式出现
1994-2002: 试点阶段	广西来宾 B 电厂项目、成都第六水厂项目、北京第十水厂、北京西红门经济适用房项目、北京肖家河污水处理厂项目	由国家计委推动
2003-2008: 推广阶段	合肥王小郢污水 TOT 项目、兰州自来水股权转让项目、北京地铁四号线项目、北京亦庄燃气 BOT 项目、淮南新城项目、北京房山长阳新城项目	由住建部推动,北京地铁四号线项目是第一个 PPP 项目(狭义);项目数量增长较快,但出现失败项目
2009-2012: 反复阶段	大连垃圾处理 PPP 项目 (项目较多但没有公开招标)	“四万亿”刺激政策推出,债务融资、BT 融资占主导,PPP 模式推广受到冲击
2013--今: 普及阶段	在地铁、桥梁、机场、电厂、水厂、污水与垃圾处理等基建领域均有所涵盖	发改委、财政部、住建部等多部委同时推动

资料来源:兴业证券研究所整理

总结来看,我国 PPP 模式没有得到迅速发展的主要原因表现在公私合作方式不明确、配套制度的缺失(政策、法律法规、行业标准、示范案例等)以及政府融资模式的变化等方面。

表 6、我国 PPP 模式发展缓慢的原因

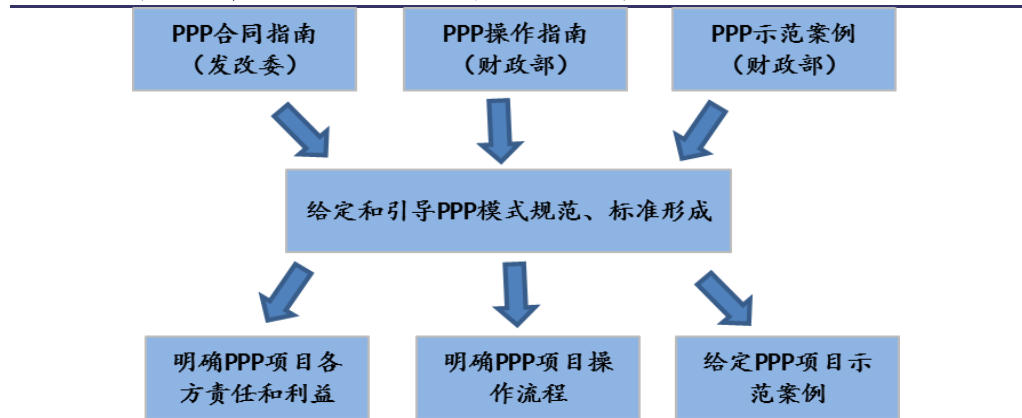
分类	原因
公私合作方式	政府部门相抵强势,私人部门相关权利无法得到有力保障、双方责任和利益不清楚 审批、决策周期长 政府信用风险:不履行或拒绝履行合约
配套制度方面	没有相关法律法规出台、配套政策不完善、行业标准缺失使项目风险的不确定性较大 法律法规发生变更
融资环境方面	“债务融资+BT 融资+土地财政”主导

资料来源:乔霞、柯永建和王守清(2009);兴业证券研究所整理

● 政策出台指导和解决问题，打开 PPP 模式发展空间

财政部、发改委连续发出“PPP 合同指南”、“PPP 操作指南”、“PPP 示范案例”等文件和政策，从实际操作方面明确了 PPP 模式的基本操作流程、规范和法律地位、利益保障等问题，PPP 项目有望大面积铺开。未来在政府的有力推动下，更多的政策指导和支持以及相关法律法规等行业标准将会出台和形成，企业与政府机构合作开发更多的项目的意愿将得到加强，将会有大量 PPP 项目出现，PPP 模式进入快速增长阶段。

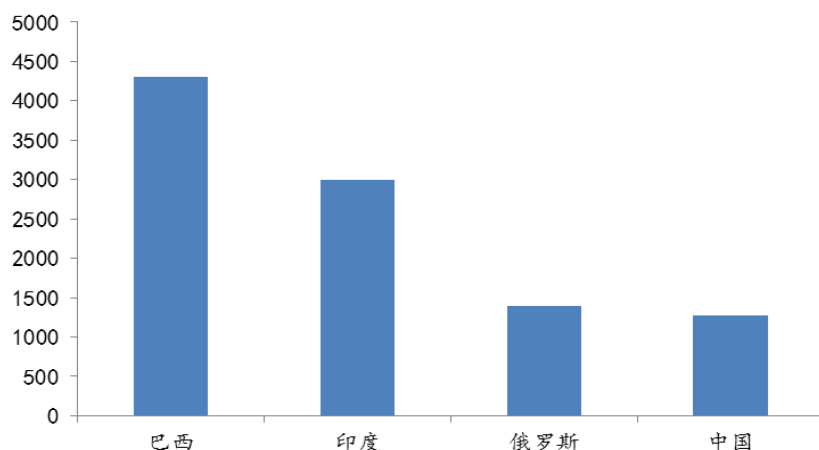
图 9、政策出台解决 PPP 模式发展存在的问题和障碍



数据来源：兴业证券研究所

2013 年中国 PPP 项目的累计总投资为 1278 亿美元，而同为发展中国的巴西累计投资额达到了 4382 亿美元，我国和同类型新兴市场相比仍有较大的差距。另外，考虑到地方政府巨大的融资需求以及 PPP 模式对于地方融资平台的替代效应，其未来发展空间巨大。

图 10、中国和主要新兴市场 PPP 项目累计投资额（亿美元）



数据来源：Wind，兴业证券研究所

今年 8 月份以来，重庆、江苏、安徽、福建、青海等地先后发布了首批 PPP 试点项目计划，各省计划投资额都在千亿左右级别。据不完全统计，国家层面和地方政府今年以来推出的 PPP 项目已达近 8000 亿元。目前首批 PPP 项目开始进入项

目准备及采购等实施阶段，随着明年地方政府基建项目计划的制定，PPP 项目将大量涌现。

表 7、部分地区 PPP 项目推广和进展

地区	PPP 项目推广情况
重庆	2014 年 8 月 7 日，宣布与多家企业签订 PPP 模式的项目协议，涉及路桥建设、垃圾焚烧电厂、水厂等多个市政项目，投资超过 1000 亿元。
安徽	9 月 29 日，公布了全省第一批 42 个城市基础设施类 PPP 项目，项目总投资 709 亿元，涉及供水、污水、垃圾、城市交通和生态环境这五类。城市交通设施是主要投资领域，共有 12 个项目。
江苏	8 月 27 日，首批政府和社会资本合作(PPP)试点项目培训暨推介会甄选了 15 个拟运用 PPP 模式的的城市基础设施项目进行试点，总投资额约 875 亿元。涉及交通基础设施、供水安全保障、污水处理设施建设、生活垃圾无害化处理以及完善公共服务设施配套五大领域。
福建	9 月 16 日，福建省发改委公布首批 122 个 ppp 试点项目，涉及生态环保、水利工程、健康养老、交通工程、保障性安居工程、城乡建设、文化产业、旅游产业等多个方面，项目投资额共计 2247 亿元。
青海	推介 80 个 PPP 项目，总投资达 1025 亿元；

数据来源：兴业证券研究所整理

3、PPP 模式的尝鲜者，建筑企业纷纷试水 PPP 项目

随着政策推广力度的加大以及具体 PPP 项目操作规范的不断完善，国内建筑工程上市公司纷纷试水 PPP 模式，包括基建领域的中国建筑、中国铁建、中国交建、中国中铁、龙元建设，园林工程领域的普邦园林、东方园林、铁汉生态，水利方面的围海股份，均开始尝试 PPP 模式。

表 8、建筑行业上市公司参与 PPP 项目

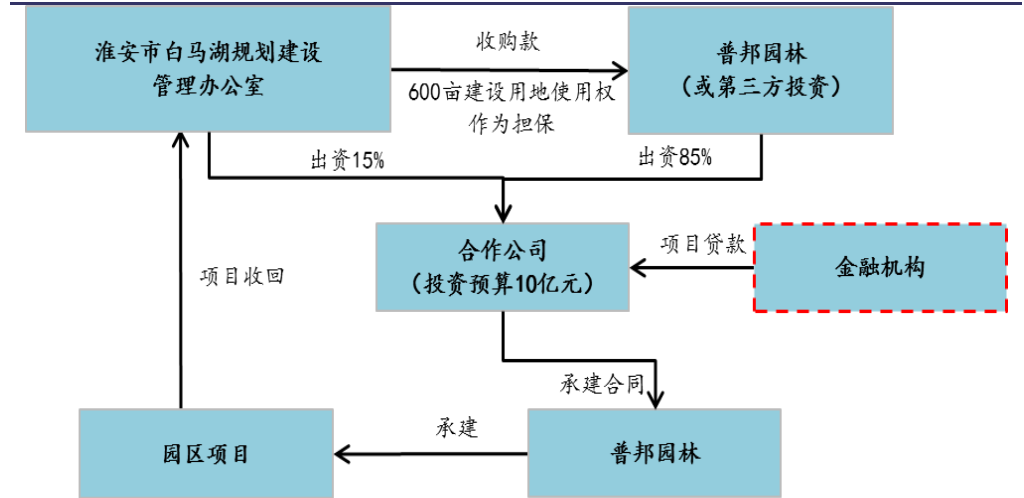
公司	项目	签订时间	项目金额	合作方
中国建筑	沈抚新城 PPP 项目	2014 年 6 月	35.88 亿元	中建一局、沈抚新城管委会、五矿信托
中国铁建	重庆部分高速公路、铁路 PPP 项目	2014 年 8 月	--	重庆市政府
中国交建	福建龙海市南溪湾片区城市综合体开发	2013 年 9 月	460 亿元	中交投资、龙海市政府
中国中铁	汕头东海岸新城项目	2012 年 11 月	200 亿元	中交投资、汕头市政府
中国中铁	南京地铁一号线南延线 PPP 项目	2007 年 4 月	17.8 亿元	中铁电气化局集团、南京市政府
普邦园林	淮安市白马湖森林公园项目 PPP	2014 年 6 月	10 亿元	白马湖规划建设管理办公室
东方园林	宜兴环科园环科新城生态项目	2014 年 12 月	20-50 亿元	宜兴环保科技工业园管委会
铁汉生态	湖南(长沙)现代农业成果展示区项目	2014 年 12 月	10 亿元	长沙县瑞农现代农业投资开发有限公司
围海股份	天台县苍山产业集聚区一期开发 PPP 项目	2014 年 12 月	4.71 亿元	天台县东部产业集聚区开发建设公司

资料来源：兴业证券研究所整理

● 普邦园林

公司是园林行业内首个推出 PPP 模式的公司。公司在 2014 年 5 月中标的淮安白马湖森林公园项目中首先引入 PPP 模式，项目投资概算约 10 亿元，占公司 2013 年年度营业收入的 41.8%。该项目中，淮安市白马湖规划建设管理办公室出资整体投资的 15%，普邦园林成立的合作公司将出资 85%。项目结束后股权将直接被回购，投资建成的公园最终将归白马湖规划建设管理办公室所有，白马湖规划建设管理办公室向普邦园林支付收购款，白马湖森林公园景区的收入将作为支付收购款的来源之一。

图 11、普邦园林淮安白马湖 PPP 项目介绍



数据来源：兴业证券研究所

普邦园林作为施工方，按施工进度获得建安工程进度款。工程分期验收，每一期交付后，业主分三期向合作公司支付工程收购款，包括“合作公司支付的建安费用+投资回报+建设期利息+回购期利息”。

表 9、收购款的支付时间和内容

	支付时间	支付内容
分期工程首期	分期工程完工或施工方应建设单位书面通知交付分期工程之日（以先到时间为准，下同）起的一个月内	合作公司累计投入分期工程的建安费的 35% + 当期收购期利息
分期工程二期	分期工程验收合格或交付分期工程之日届满一年的次日起 15 个工作日内	合作公司累计投入分期工程的建安费的 30% + 当期收购期利息
分期工程三期	分期工程验收合格或交付分期工程之日届满两年的次日起 15 个工作日内	合作公司累计投入分期工程的建安费的 35% + 当期收购期利息

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

公司引入 PPP 模式将有助于减轻自身垫资压力，同时减少项目风险。

- ✓ **杠杆提升：**通过引入政府（业主）和第三方机构直接参与项目投资，将有助于减轻公司自身垫资压力。此次项目建安费用由业主出资 15%，普邦园林及第三方投资组成的合作公司出资 85%。
- ✓ **收购回款多重保障：**淮安市白马湖规划建设管理办公室（业主）以公园景区收入作为支付收购款来源之一，且以 600 亩合法建设用地使用权向普邦园林提供担保，在获取建设用地前由淮安市水利资产经营有限公司（淮安市政府直属企业）为项目分期工程收购款支付提供连带责任保证。

在政府放开社会资本投资市政园林的趋势下，园林类公益项目有望成为 PPP 模式发展的重点领域，公司有望首先受益，未来在市政园林领域的扩张有望加快。

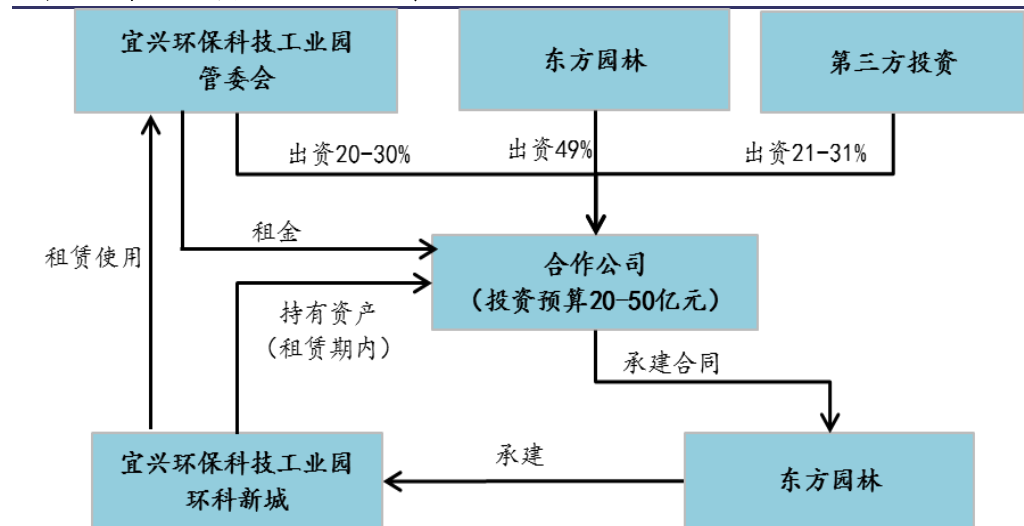
● 东方园林

公司作为传统景观园林行业的龙头，正积极进行业务转型，主动“二次创业”进入生态环保领域。同时，公司也积极利用 PPP 模式不断开拓市场空间。公司于近

期获得首个 PPP 项目，拟于宜兴环保科技工业园管委会共同投资开发“宜兴环保科技工业园环科新城”项目，项目总投资额约为 20-50 亿元，建设工期约 5 年。

此次项目将采用 PPP 模式之中的 BLT 模式（建设-租赁-移交），即东方园林及东方园林引入的第三方公司与中国宜兴环保科技工业园管委会下属国有投资公司共同出资成立合资公司（东方园林相对控股）；合资公司按单项工程分批建设、分批租赁给甲方使用，租赁期内资产由合资公司持有，宜兴环保科技工业园管委会负责进行管理、运营并支付租赁费。租赁期满，项目将移交给工业园管委会。**BLT 模式（建设-租赁-移交）下，引入政府和第三方投资，将有效改善公司现金流状况；同时分批建设、分批租赁下项目稳定的运营收费，也将进一步保障公司资金回收安全。**

图 12、东方园林宜兴 PPP 项目介绍



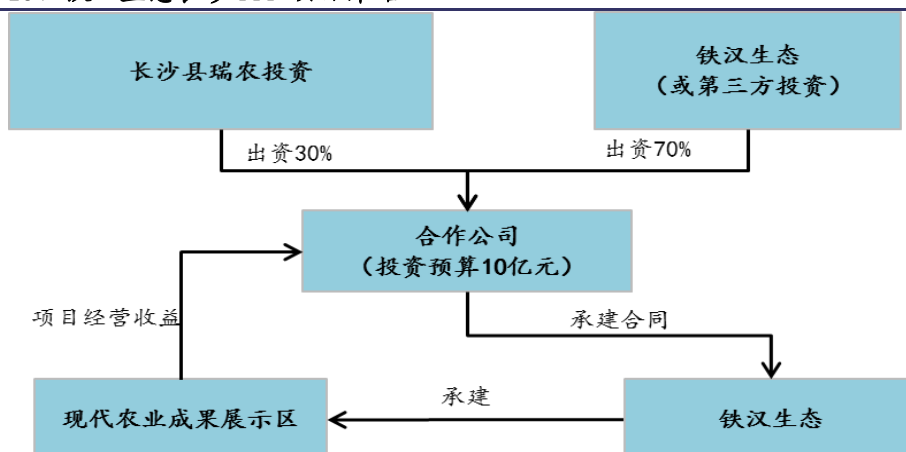
数据来源：兴业证券研究所

未来有望推出更多 PPP 项目：公司此前出资 9800 万元，采用 PPP 模式与吉林城建共同投资成立“吉林东园投资”，开展城市基础设施工程、园林绿化工程等业务。吉林城建是吉林市政府直属的从事城市建设经营的国有法人实体，双方合作成立投资公司，未来有望在松花江流域水生态综合治理及城市基础设施领域形成全方位合作。该模式合作经验，也有望复制到其他地区，助力公司加快市场开拓。

● 铁汉生态

2014 年 12 月，公司拟与长沙县瑞农现代农业投资开发有限公司合作开发“湖南（长沙）现代农业成果展示区”项目，是公司 PPP 模式的首次尝试。该项目规划总面积 2797 亩，总投资 10 亿元，其中一期 5 亿元。项目拟采用公私合作 PPP 模式，由合作双共同出资设立项目公司，其中长沙瑞农投资持有项目公司股份不低于 30%，铁汉生态（或与第三方投资机构）持有项目公司的股份不高于 70%。项目合作期限不超过 30 年。

图 13、铁汉生态长沙 PPP 项目介绍



数据来源：兴业证券研究所

该项目是长沙县于 2014 年 12 月推出的 21 个 PPP 示范项目之一，定位为“湖南特色-现代农业综合体”，将会建设农耕文化会馆、设施农业栽培展示园、国际农科产品展示交易中心、立体农场推广与会务中心等。随着施工建设的完成，部分会馆和交易中心可阶段性投入使用，有望带来资金的回流。而双方合作成立的项目公司，有望通过对区域内经营性设施的经营、商铺物业的租售、园区物业管理以及区域土地开发等方式获得投资收益。

● 龙元建设

公司是长三角建筑市场最大的上市民营施工企业，近期动作频频，积极试水 PPP 模式。

- ✓ **定增 16 亿元，看好 PPP 业务发展：**公司于 2014 年 12 月非公开发行 3.65 亿股募资 16 亿元，除 5 亿元用于偿还公司借款外，其余资金全部用于补充主业拓展和 PPP 项目的资金需求。此次定增，实际控制人赖振元家族合计认购 3 亿股，增发完成后赖振元家族合计持股比例由 44.23% 提高至 51%，实际控制人认购显示了公司对于未来开拓主业和 PPP 项目业务的强烈信心。
- ✓ **成立产业资金，开拓 PPP 业务市场：**公司于 2014 年 12 月投资成立了全资子公司龙元明城投资管理（注册资本 3 亿元），负责包括 PPP 项目在内的基础设施投资项目。该投资管理公司将通过设立产业投资基金的方式募集社会资本用于投资 PPP 项目，管理产业资金规模目标为 100 亿元。公司通过在产业基金中担任发起人或管理人，对接各种社会资本筹集资金，利用杠杆效应撬动大量项目投资。未来随着投资管理公司管理资金规模的不断增加，公司 PPP 项目的承接力度有望加大。

公司看好 PPP 业务发展前景，未来随着募集资金到位和产业投资运作，公司 PPP 项目的承接和落地有望加快。

- 围海股份

近年来公司在已有传统的 EPC、BT 等模式基础上，积极在水利、城市基建、土地整理开发等领域内尝试和推行 PPP 模式，公司积极参与的浙江省“五水共治”及土地一级开发项目也开始取得效果。目前，公司已与浙江省台州市、浙江省象保合作区、山东省威海市南海新区等地政府签订了 PPP 项目合作框架协议，重点领域包括流域治理、生态治理和基础设施建设。2014 年 12 月 19 日，公司公告中标“天台县苍山产业集聚区一期开发 PPP 项目(一标)”，中标金额约 4.7 亿元，占公司 2013 年营业收入的 25.7%。该项目是公司首个业主 PPP 项目，项目的中标落地使公司前期尝试得到验证，后续参与 PPP 项目值得期待。

4、PPP 模式展望：影响积极，关注建筑公司投资机会

4.1 PPP 模式推广：影响积极，多方共赢

PPP 模式相比以往的 BT、BOT，更强调公私部门全过程合作，利益共享，风险共担。通过引入市场竞争和激励约束机制，发挥双方优势，提高公共产品或服务的质量和供给效率，达到多方共赢的效果。PPP 模式的推广，将对政府和私人企业参与基础设施建设产生较大的影响，未来有望成为公共基础设施建设领域里主流的商业模式。

- 从政府层面来看：

- ✓ **创新融资途径，缓解资金压力：**PPP 模式鼓励更多的社会资本进入基建项目中，为政府基础设施建设提供新的融资途径，可以有效解决部分资金问题，减轻地方还债压力；
- ✓ **控制项目建设和运营，保证项目质量：**政府部门与民营企业以特许权协议进行全程合作，双方共同对项目运行的整个周期负责，可以将民营企业的管理方法与技术引入项目中来，有效地实现对项目建设与运行的控制，降低投资风险，保证项目建设和服务质量。

- 从企业层面来看：

- ✓ **风险共担，收益率有保障：**PPP 模式建立的风险共担机制，在项目建成运营后，政府可以给予私人投资者相应的政策扶持作为补偿，如税收优惠、贷款担保、给予民营企业沿线土地优先开发权等，一定程度上保证民营资本“有利可图”且盈利相对稳定，企业进入的积极性将会提高。
- ✓ **项目需求增加，业务领域将有所扩大：**PPP 模式作为新的融资手段在加大推广后有望在较大程度上缓解地方债务对基建投资需求的约束，项目需求将增加；同时 PPP 模式通过特许经营权的授予，其所应用的业务领域，可从传统的基建、城市公共事业及公共交通领域逐步扩展到电力、医院医疗、文化、旅游等基础设施领域，企业的业务发展有望大幅扩大。

表 10、PPP 模式的优势（政府和企业层面）

主体	BT 模式	PPP 模式	优势
政府	项目外包	全程合作	(1) 减少项目准备、招标、谈判、签署合同以及涉及政府许可、审批等诸多环节， 降低操作难度和融资成本 (2) 有效地实现对项目建设与运行的控制 ，降低项目建设投资风险， 保障项目质量
	企业债务纳入政府债务	转化为企业债务不纳入政府债务	更多的民营资本参与到项目中，增加项目资本金数量，降低资产负债率，节省政府的投资
企业	招标阶段进入，只参与建设	参与确认、设计和可行性研究等前期工作	(1) 更好识别和评估项目风险 (2) 有效地实现对项目建设与运行的控制，保障项目质量
	风险较大	风险共担	投资收益率有保障 ：政策支持和政府补贴，解决运营项目短期盈利差问题，使企业“有钱可赚、有利可图”，且盈利相对稳定
	业务领域较窄	业务领域扩大	(1) 业务领域扩大 ：进入石油、电力、铁路、电信、资源开发等特许经营领域 (2) 项目需求增加 ，投资效率提高

资料来源：兴业证券研究所整理

● 对建筑公司的影响：

作为资金驱动型的建筑公司，将首先受益于 PPP 模式的推广。PPP 模式下，通过引入社会资本参与项目建设和运营，作为承包方的建筑公司其自身垫资和融资的压力降得到缓解，资产负债表和现金流量表有望改善；作为项目参与方的建筑公司，全过程参与项目建设和运营，政府补贴和公共项目运营提供的稳定现金流，将使企业收益获得更多保障，企业盈利能力的稳定性和可持续性也有望加强。

表 11、PPP 模式推广对建筑公司的影响

参与方式	PPP 模式下的变化	影响
承包项目	对象：政府→公私合作部门	第三方资本参与，自身融资和垫资压力得到缓解，资产负债表与现金流量表改善 议价能力将有所改善，回款进度和保障提高
合作参与	规定项目收益率为政府预算的 8% - 10%	政府补贴和公共项目运营的稳定现金流，保障收益，盈利能力稳定性增加
	全过程参与	共享项目价值链收益，利润来源有望增加，盈利持续性增强

资料来源：兴业证券研究所整理

4.2 关注国内 PPP 项目推广重点领域

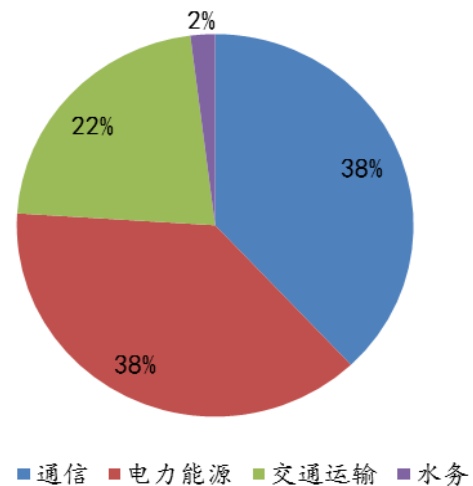
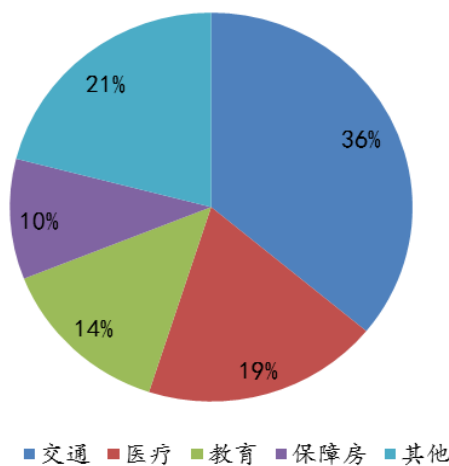
● PPP 适用领域的国际经验

发达国家：PPP 从基建领域向公共服务领域延伸。在 PPP 市场较为成熟的欧盟国家，PPP 适用领域涉及一般公共服务、公共秩序、交通运输、燃料和能源、环境、卫生、娱乐和文化、教育等。作为全球 PPP 项目规模最大、涉及领域最广的国家，英国 PPP 模式的推广路径呈现出从基建领域向公共服务领域延伸的特点。从上世纪 90 年代开始，英国在具有收益性质的基础设施建设等领域应用 PPP 模式，包括公路、铁路、机场、港口等，此后逐步推广到包括卫生（医院）、公共安全（监狱）、教育（学校）等公共服务领域。1987 年-2009 年，英国一共批准 PPP 项目 730 个，运营金额达 540 亿英镑，主要集中在交通、医疗和教育领域，从项目投资分布上看，交通占 36%、医疗占 19%、教育占 14%、保障房占 10%。

发展中国家：PPP 仍集中在基建领域。从发展中国家 PPP 项目的应用领域来看，仍主要集中在基础设施领域，包括收费公路、轻轨系统、地铁、铁路、桥梁、隧道、机场设施、电厂、电信设施、学校建筑、污水处理和垃圾处理等方面。其中，电信、电力能源、交通运输及水务领域是投资金额分布主要的领域。

图 14、英国 1987-2009 年 PPP 项目投资分布

图 15、发展中国家 PPP 项目的领域分布



数据来源：PWF，兴业证券研究所

数据来源：世界银行，兴业证券研究所

● 市场化经营项目或为未来国内 PPP 推广重点

根据财政部的发文，采用 PPP 的项目，应具有价格调整机制相对灵活、市场化程度相对较高、投资规模相对较大、需求长期稳定等特点。我们认为，结合我国政府当前的政策思路来看，PPP 项目推广首先或主要以轨道交通、污水垃圾处理、供水供电等投资需求大、定价机制相对透明、有稳定现金流、适合市场化经营的项目为主。

表 12、项目盈利角度 PPP 适用项目分类

分类	领域	付费主体	PPP 方式
经营性项目	燃气、供电、供水、供热、路桥	消费者付费	BOT、BOOT
准经营性项目	城市轨道交通、污水及垃圾处理	消费者付费、政府补贴	BOT、BOO
非经营性项目	医疗、教育、健康养老、生态保护	政府付费	BOO、O&M

资料来源：国务院、财政部、兴业证券研究所整理

国务院近期发布的《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》中重点提到了生态环保、农业水利、市政设施、交通、能源设施、信息和民用空间设施、社会事业等七个重点领域。财政部发布的 30 个政府和社会资本合作模式（PPP）示范项目则重点推介了供水、供暖、污水处理、垃圾处理、环境综合整治、交通、新能源汽车、地下综合管廊、教育、医疗、体育等多个领域。从项目所在的行业来看，主要集中在污水处理、轨道交通、供水、供暖等以“使用者付费”为特征的经营性项目。这类项目收益相对较高且较为稳定，有利于吸引社会资本参与。

表 13、PPP 模式重点推广领域

重点领域	细分领域	方案
生态环保	环境监测、污水处理、垃圾治理、生态建设	政府购买服务、委托治理和运营
市政设施	城镇供水供热燃气、城市综合管廊、公园配套服务、公共交通、停车设施	特许经营、投资补助、政府购买服务
交通	铁路、公路、城市轨道交通、航运港口、机场基础设施	开放经营权/所有权，以铁路土地开发收益提供回报
农业水利	农田水利、水资源开发利用与保护、水土保持设施	特许经营、政府补助
能源设施	电站（水电、风光电、生物质能、核电）、电网、油气管网	特许经营、政府补助、政府购买服务
信息和民用空间设施	电信、民用空间设施	民间主体参与、政府采购
社会事业	教育、医疗、养老、文化设施建设、体育健身	特许经营、公建民营、民办公助

资料来源：国务院网站、兴业证券研究所整理

表 14、财政部示点 30 个 PPP 项目领域分布

领域	项目数量	占比
污水处理	9	30.0%
轨道交通	8	26.7%
市政	7	23.3%
生态环保	3	10.0%
社会事业	2	6.7%
能源设施	1	3.3%
合计	30	100%

资料来源：国务院网站、兴业证券研究所整理

4.3 关注建筑行业投资机会和策略

随着政策推广力度的加大以及具体 PPP 项目操作规范的不完善，未来国内 PPP 项目有望进入快速成长期，建筑公司将多方面受益于 PPP 模式的推广和发展。建议关注历史上参与过以及近期中标 PPP 项目的上市公司标的，其具有的运作 PPP 项目的经验和能力，有望持续受益于 PPP 项目空间的扩张。在 A 股上市的公司中，涉及 PPP 项目的公司包括：基建领域的中国建筑、中国铁建、中国交建、中国中铁、龙元建设；园林工程的普邦园林、东方园林、铁汉生态；水利方面的围海股份。

从受益程度来看，由政府主导推广的 PPP 项目有望进一步打开基建领域新的市场空间，在基建领域综合实力领先的建筑央企受益程度最高。从目前世界领先的建设公司的经验来看，法国万喜集团和德国豪赫蒂夫，都在传统建筑业务的基础上，平行拓展了特许经营业务。万喜（Vinci）的特许经营业务以不足 15% 的营收贡献了超过 60% 的利润，对利润贡献巨大。二者通过“建设+特许经营”的商业模式，实现在经济周期、财务管理和运营等方面良好的互补性。

目前我国国内大型建筑企业拥有工程项目承包、施工建造等方面的专业优势，且涉及较多的基建项目，如路桥、轨道交通等均适合采取特许经营的模式。在政策支持 and 市场环境不断完善的背景下，国内建筑工程企业有望通过积极尝试 PPP 项目，开发国内特许经营市场，通过扩展特许经营业务，在现金流和风险分配等方面优化业务组合，实现在盈利能力和抗风险能力上的提升。

【注：关于万喜和豪赫蒂夫的详细分析，请参见我们兴业“建”谈系列报告】
《兴业“建”谈系列报告之一：致力于海外扩张的建筑企业航母—豪赫蒂夫》
《兴业“建”谈系列报告之二：最赚钱的建筑工程企业—法国万喜》

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。