

建筑工程行业深度报告

六维详解 PPP：“清库”提质后的政企优选攻略

- **【Policies】** 经过“清库”工作的筛选，在库 PPP 项目质量得到了提升。自财金 92 号文出台以来，识别库“严进”现象持续至今，使得 PPP 管理库的在库项目的存量与增量项目的质量均得到了保证。随着清库进入尾声，各项配套政策与官方合规引导相继登场，目前是银行介入 PPP 市场的较佳时机。
- **【Project】** 近 85% 的 PPP 项目落地于基建行业，而以 PPP 模式开展的基建项目占全基建市场超 10%，行业特征要求项目参与方具备较强的融资能力、运营能力与政府话语权。截至 2019 年 7 月，我国基建类 PPP 项目累计金额已高达 14.92 万亿元，占比全 PPP 市场已高达 85%；有近 85% 的 PPP 项目周期长达 10~30 年；而政府在全 PPP 市场中的支付责任占比或已高达 72.1~78.4%。
- **【Public】** 综合考虑各省的存量 PPP 累计金额与综合财力表现，我们认为较适合参与 PPP 项目建设的省份有广东、江苏、浙江省；次优的省份有山东、四川、河北、河南省；较不适合参与新增 PPP 项目的省份有新疆、云南、贵州省等。四大直辖市中上海与北京的一般公共预算支出额度较充足，同时 PPP 市场累计存量规模不大，新增 PPP 项目带来的政府新增支付压力较小，相对比较适合新增 PPP 项目。
- **【Private】** 综合考虑企业规模、融资能力、与地方政府的话语权等因素，大型央企与地方国企龙头是银行介入 PPP 市场的最佳入口；而相比传统的建筑承包商，更具有专业优势的专业投资公司也应该被重点关注。如需通过地方政府平台公司介入当地的 PPP 市场，则需要充分评估当地政府的综合财力、财政信誉及过往施政风格等因素。推荐优先考虑综合财力较强地区的政府平台公司，如就江苏、浙江、广东省等。
- **【Partnership】** 风险提示 1：PPP 合同是 PPP 项目实施过程中最重要的法律文件之一。银行在评估 PPP 项目时，也应着重检查其相关合同文件的合理、有效性，有效规避合同风险。
- **【Preparation】** 风险提示 2：物有所值评价结果影响项目能否顺利入库，可研分析的真实有效性影响项目后期的实际盈利水平；在评估可行性缺口补助类项目时，要事先评估好政府与使用者付费的比例，充分了解使用者付费部分的营收构成与预测逻辑，避免后期出现运营收入大幅不及预期的现象。

雷霆

行业研究员

行业与区域研究所

☎：0755-82954616

✉：

leit@cmbchina.com

相关研究报告

《环保行业月度报告——PPP 专题：两大论坛定调未来 PPP 主旋律》

2018. 12. 06

《环保行业之 PPP 篇——因事而异，寻求最大风险收益率》

2018. 10. 16

目录

1. 【Policies】“清库”全面提升 PPP 在库项目质量.....	3
1.1 “清库”后识别库呈严进宽出表现，项目质量得到提高.....	3
1.2 配套政策从监管向引导倾斜，保障未来 PPP 市场有序发展.....	5
1.3 评估 PPP 项目时，应有效规避的 28 类违规表现.....	7
2. 【Project】PPP 市场特征要求项目参与方具备较强的融资能力、运营能力与政府话语权.....	9
2.1 基建类 PPP 项目规模已达 14.92 万亿元.....	10
2.2 我国 PPP 项目运营周期多长达 15~25 年.....	11
2.3 我国 PPP 市场中政府支付责任占比或将高达 75%.....	12
3. 【Public】建议优先布局江苏、浙江、广东等地区，适当考虑山东、四川、河北、河南等地区.....	13
3.1 三条红线衡量地方政府的财承能力.....	14
3.2 建议优先布局华东、广东及四川地区的 PPP 市场，谨慎介入云南、贵州、新疆等地区项目.....	15
4. 【Private】优先考虑头部央企/国企，谨慎评估平台公司，适当规避民营企业.....	17
4.1 民企玩家乏力，央企/国企已是 PPP 市场主导核心.....	18
4.2 专业投资机构加速进场，资金管理与融资能力优势多.....	19
4.3 谨慎选择地方政府平台类公司的 PPP 项目.....	20
5. 【Partnership】风险提示 1：评估 PPP 项目时须重点评估 PPP 合同的有效性与合规性.....	21
5.1 PPP 项目合同设计中需要关注四大事项.....	21
5.2 政府与社会资本在参与 PPP 合作中所要注意的其他事项.....	23
6. 【Preparation】风险提示 2：评估 PPP 项目时须关注物有所值评价结果与可研性分析报告.....	23
6.1 评估物有所值评价（VFM）时须关注的三大要点.....	24
6.2 评估可研分析结果时须关注使用者付费部分.....	24

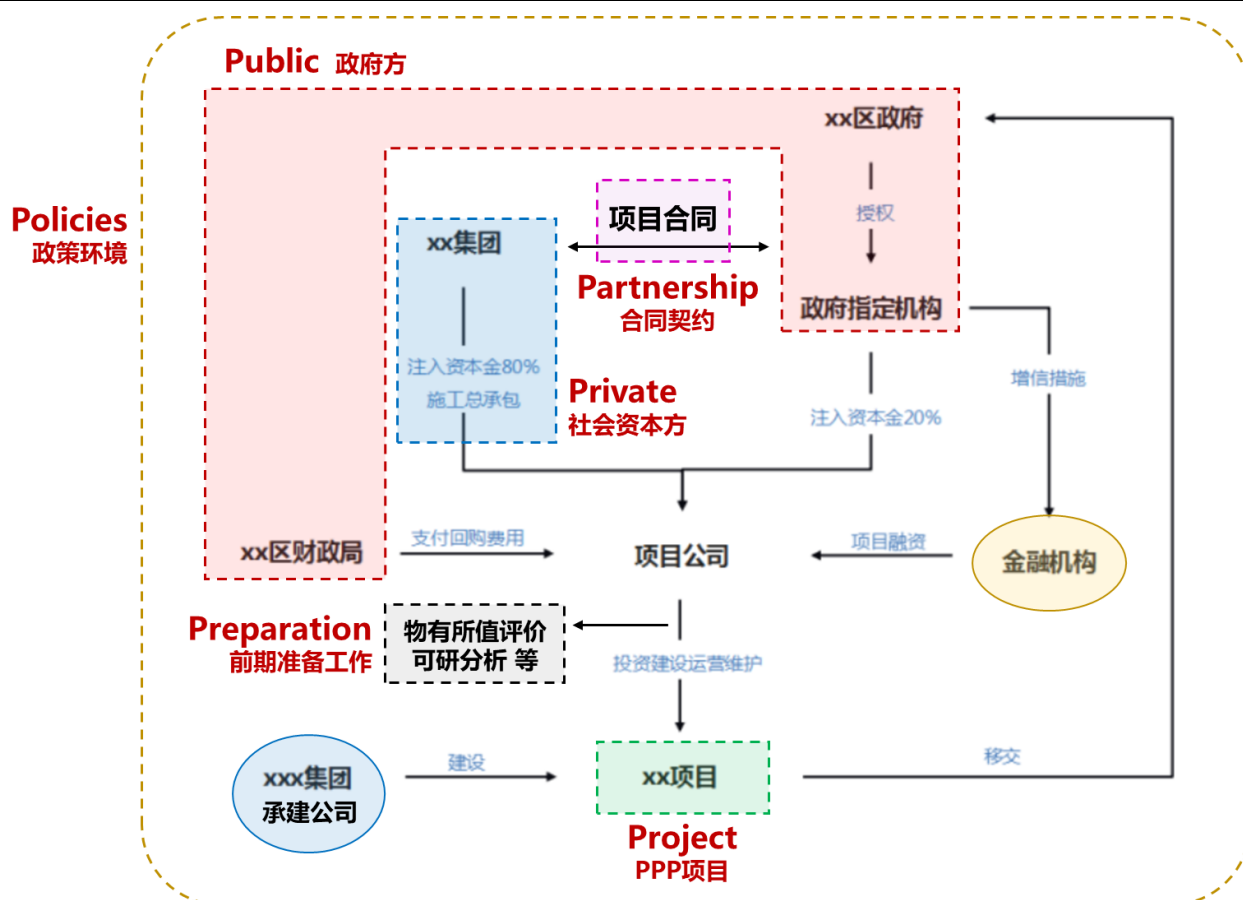
图目录

图 1：六维详解 PPP 逻辑示意图.....	1
图 2：“清库”过后，管理库在库项目规模增速放缓，但始终保持正向增长.....	4
图 3：PPP 识别库项目数量与投资规模	5
图 4：PPP 管理库项目数量与投资规模	5
图 5：2018 年 PPP 领域主要政策变动及事件回顾	5
图 6：2019 年 PPP 市场回暖趋势已经显现.....	7
图 7：PPP 项目不得入库或者退库的 28 种情形	7
图 8：基建类 PPP 项目数量占比总体 77%	10
图 9：基建类 PPP 项目金额占比总体 85%	10
图 10：交通与片区开发类项目规模最大，市政类项目机会最多	11
图 11：BOT 为 PPP 项目开展的最主要模式.....	12
图 12：我国 PPP 项目周期多为 10~30 年	12
图 13：使用者付费项目金额占比总体 9%（亿元）	13
图 14：使用者付费项目数量占比总体 9%（个）	13
图 15：政府支出责任的三条警示线	14
图 16：2018 年底全国累计 PPP 项目成交额情况.....	16
图 17：2018 年底全国累计 PPP 项目成交数量情况.....	16
图 18：2018 年各省一般性公共预算支出情况	16
图 19：2018 年底各省一般性公共预算收入情况.....	16
图 20：2018 年各省受中央政府补助情况	16
图 21：2018 年底各省政府性基金收入情况	16
图 22：预算支出较高省份的综合财力对比.....	17
图 23：央企&国企投资金额占比 75%（亿元）	19
图 24：央企&国企参与者数量占比 54%（亿元）	19
图 25：投资机构参与 PPP 项目额度占比 27%.....	20
图 26：截至 7 月底已经有 1714 家 PPP 投资机构	20
图 27：拟定 PPP 合同时需要注意的四大要点.....	22
图 28：PPP 项目中可行性缺口补助的计算公式	25

PPP（Public—Private—Partnership）模式，即公共政府部门与民营企业合作模式，是指为了提供某种公共产品或服务，政府与私人组织之间形成一种伙伴式合作关系。我国的 PPP 模式起步较晚，2014 年 9 月 23 日，财政部第一次在《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》中给出了我国 PPP 模式的准确定义，我国 PPP 模式的发展自此展开。

从 PPP 项目的本质出发，合理、合规的 PPP 项目虽然无法实现参与者一夜暴富的美梦，但仍然存在许多优良的投资机会；银行看待 PPP 项目时，既要保持审慎的态度，也不能一味地采用“一刀切”式的风险管理方式回避。本文将从 6 个 P 的角度，即分别从：**Policies（政策环境）、Project（PPP 项目）、Public（政府方）、Private（社会资本方）、Partnership（合同契约）与 Preparation（前期准备工作）**等方面逐一论证，寻找银行参与 PPP 市场的最佳切入点。

图 1：六维详解 PPP 逻辑示意图



资料来源：招商银行研究院

通过上述六个维度的分析，可以得出以下结论：

- 1) **从政策影响角度来看**，PPP“清库”高峰时期已过，目前已经从严监管时期进入了规范化引导时期，偏向政策支持型市场；随市场环境回暖，未来或将有更多优质的 PPP 项目陆续登场，“清库”之后是银行介入 PPP 市场的一个比较好的时机。在评估 PPP 项目时应着重判断项目是否存在可能遭“清库”的违规表现，
- 2) **从 PPP 项目特征角度来看**，我国 PPP 市场的主要战场位于基建行业，基建行业项目占 PPP 全市场近 85%，而以 PPP 模式开展的基建项目占全基建市场超 10%。受此特征影响，我国 PPP 项目普遍存在资金需求量大、运营周期长、政府支付比例高等问题。银行在评估 PPP 项目各参与方是需要着重评估其资金实力、运营专业性以及社会参与方的政府话语权等。
- 3) **从地方政府方角度来看**，综合考虑各省级区划的综合财力与存量 PPP 市场规模，我们认为市场环境较优的省份有江苏、浙江与广东省，次优的省份有山东、四川、河南与河北省，不建议介入的省份有新疆、贵州与云南省等；此外在实际操作中还需要考虑地方政府的施政风格、过往财政信誉等非量化指标。
- 4) **从社会资本方角度来看**，我们推荐选取规模较大，融资能力较强，并且具有一定专业运营能力的央企/地方国企龙头进行合作，除传统建筑总承包企业外，还可以考虑与 PPP 专业投资机构进行合作。对于地方政府平台参与的 PPP 项目，我们认为短期内出现违约的概率较低，不过随着市场经济环境的转暖，不排除未来出现政府平台公司违约的现象，建议优先考虑综合财力表现优良的地区的地方政府平台公司。暂时不建议介入民企参与的 PPP 项目。
- 5) **从其他项目风险角度来看**，为有效规避合同风险、合规风险与经营风险，银行在评估 PPP 项目时还应关注相关合同的合规性与有效性、物有所值评价的结果、以及项目使用者付费部分的可研分析报告的真实有效性。

1. 【Policies】“清库”全面提升 PPP 在库项目质量

2017 年我国 PPP 市场出现了非理性过热，既增加了政府的隐性债务风险，也增加了银行的不良资产风险。为了尽快消除风险因素，我国迅速出台了财金 92 号文，“清库”工作迅速展开。同期出台的“资管新规”等文件也使市场信用环境进一步收缩，这些政策环境的变化使 PPP 市场从炙手可热变成了谈虎色变。

随着清库工作进入尾声，PPP 市场的各类违规现象已经大幅减少，而自财金 92 号文出台以来，识别库“严进”现象持续至今，使得 PPP 管理库的在库项目的存量与增量项目的质量均得到了保证。PPP 市场是我国重要的政府与民间资本合作的方式之一，特别是在基建领域的意义非常重大，随着配套政策的健全与官方的合规引导，未来将会出现越来越多优质的市场机会。

1.1 “清库”后识别库呈严进宽出表现，项目质量得到提高

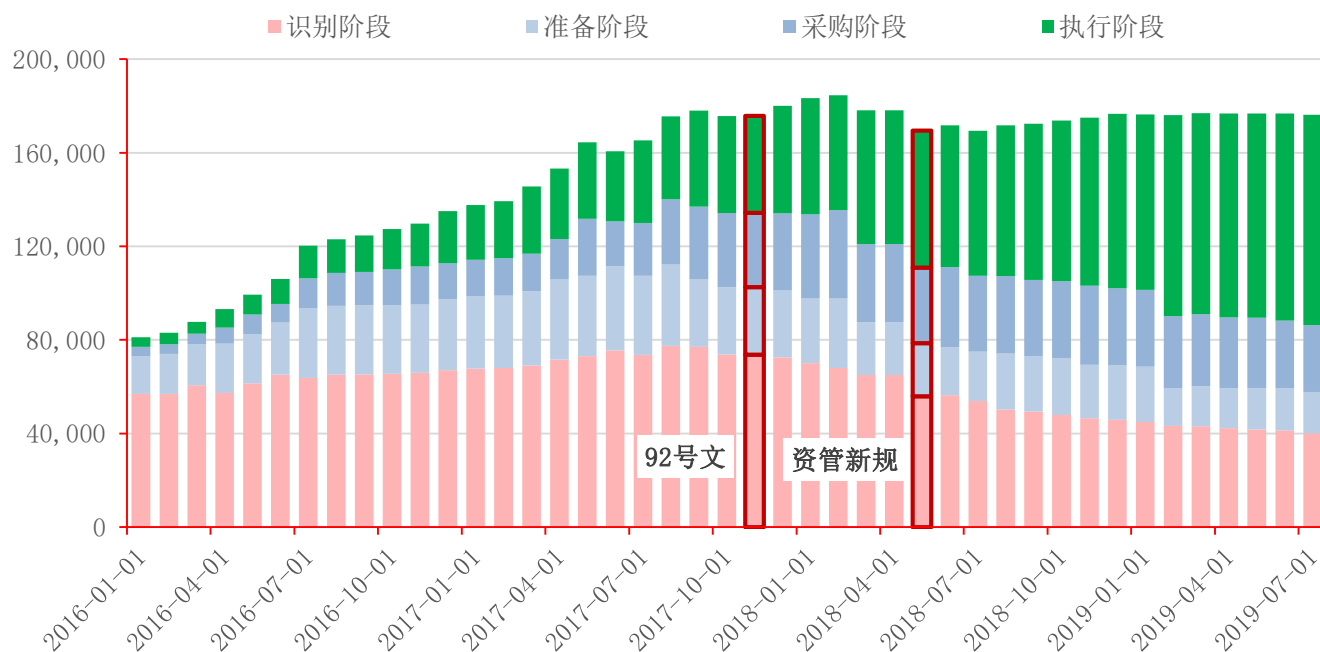
PPP 项目按全生命周期分为识别、准备、采购、和执行和移交等阶段，其中项目管理库是指准备、采购、执行和移交阶段项目，已完成物有所值评价和财政承受能力论证的审核。项目储备清单，即识别库，是地方政府部门有意愿采用 PPP 模式的备选项目，但尚未完成物有所值评价和财政承受能力论证的审核。只有纳入项目管理库才能称之为“入库”。《财政部财金[2015]166 号》中明确提出，未入库的项目，不能列入各地的 PPP 项目目录，不能通过财政预算安排支出；换句话说，入库即意味着项目得到了政府财政支出的背书，对于社会资本方参与者来说意义重大。

此前由于缺乏有效的统一管理，在市场过热时期 PPP 项目管理库的盲目扩张使库内项目得质量与合规性均无法得到保障，增加了企业参与风险的同时也增加了政府的负债压力。为了进一步规范 PPP 市场，2017 年财政部印发了《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》，即 92 号文。自此，PPP 市场的“清库”工作拉开了帷幕。

根据此前财政部公布的 PPP 项目库集中清理情况：各地累计清理退库项目 1695 个、涉及投资额 1.8 万亿元；上报整改项目 2005 个、涉及投资额 3.1 万亿元。其中，一些已签约甚至已开工的项目、以及财政部评选的示范项目也出

现在“清库”列表之内。随着“清库”工作进入尾声，剩余的在库项目质量明显提升。

图 2：“清库”过后，管理库在库项目规模增速放缓，但始终保持正向增长

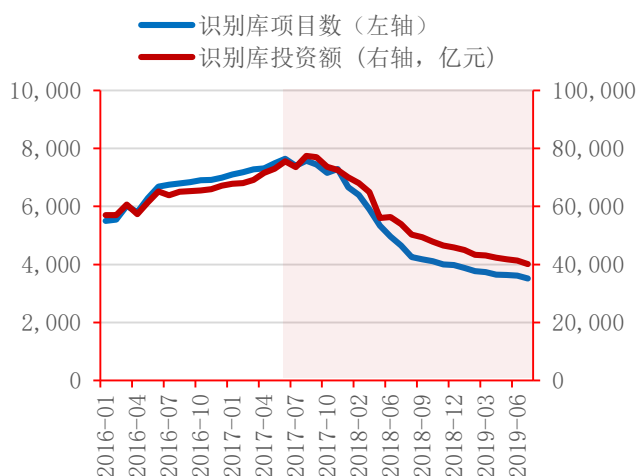


资料来源：Wind，招商银行研究院

从 PPP 管理库整体规模来看，自 92 号文发布仅在 2018 年 2 月~5 月期间内经历了短暂的负增长，在库数量下降 336 个，投资规模下降约 3064.59 亿元；随后又开始缓慢增长。而 PPP 识别库的在库数量与投资规模则一直持续减少至今，截止目前同比 2017 年 6 月水平减少了 4126 个项目，投资规模降低了 3.54 万亿元。

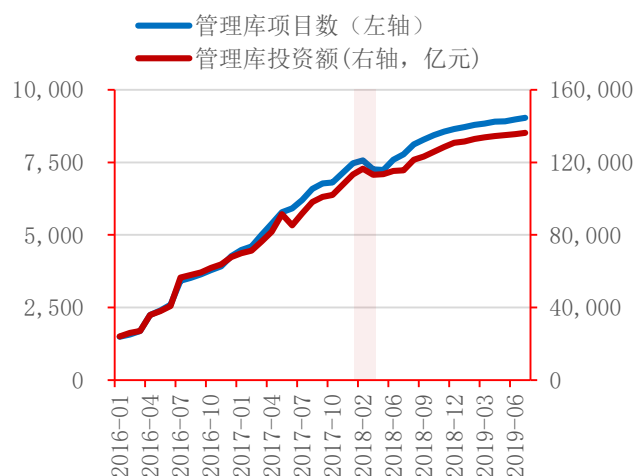
分阶段来看，2018 年下半年 PPP 项目的表现大致为：管理库规模平稳增长，而识别库规模持续收缩，管理库增长规模略大于识别库的收缩规模，两者之和稳中小升。由于 PPP 识别库是 PPP 管理库的前置储备，可以判断近期管理库的新增入库项目在识别库中的论证周期明显较此前有所延长，因而在项目质量与合规性方面也更具有保障。

图 3：PPP 识别库项目数量与投资规模



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 4：PPP 管理库项目数量与投资规模



资料来源：Wind，招商银行研究院

进入 2019 年，PPP 管理库规模继续保持稳中上扬的态势，而识别库的收缩也开始趋缓，可以判断“清库”工作对两者的负向影响基本已被消化，当下无论是在库存量项目还是新入库增量项目的质量都得到了保障。我们认为，“清库”后是银行介入 PPP 市场的一个比较好的时机。

1.2 配套政策从监管向引导倾斜，保障未来 PPP 市场有序发展

PPP 是我国基建类项目开展的重要模式之一，任何“一刀切”式的管理都明显不利于这一模式的正常发展。如果把 PPP 市场的非理性过热比喻为一场病患，那么“清库”则是一局无麻醉的肿瘤切除术；对整个 PPP 市场而言，这种痛苦只是暂时的，不可能也没必要一直持续。在将“毒瘤”项目彻底切除掉之后更加必要的后期的“药物治疗”，即“清库”后配套的一系列方向引导政策。

图 5：2018 年 PPP 领域主要政策变动及事件回顾

事件	意义
《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》	基础设施补短板项目成为 PPP 重点支持领域；
《国务院 2018 年立法工作计划》	PPP 条例纳入立法计划；
“PPP 蓝宝书”、“PPP 红宝书”相继出版	为 PPP 项目的交易结构设计、社会资本选择、投资回报模式、风险分配机制、绩效考核机制、合同管理体系等内容提供了参考依据；

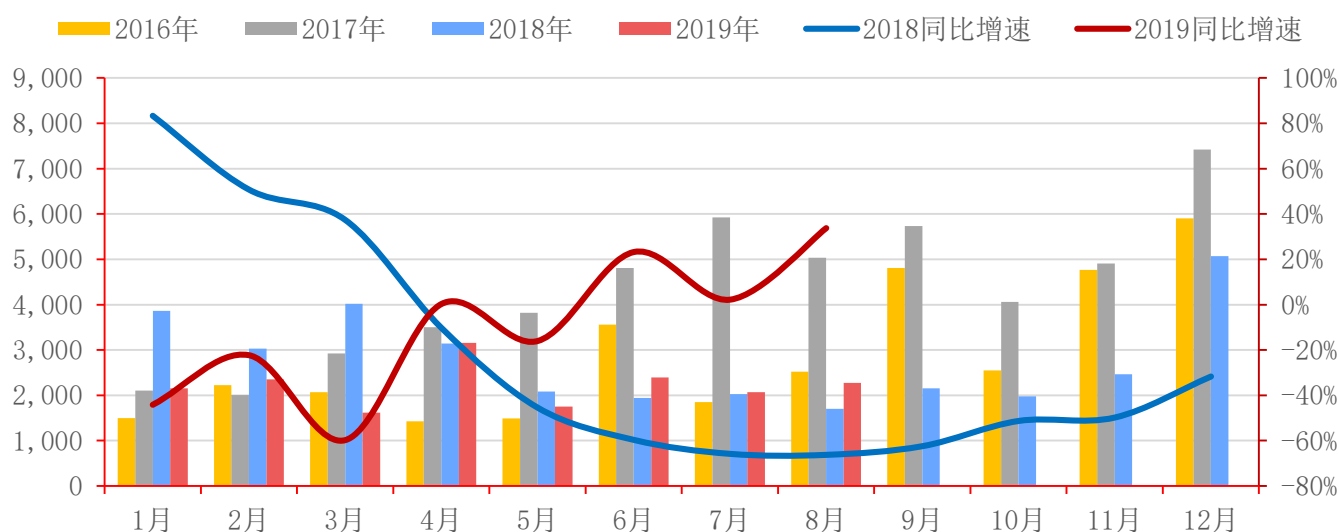
发改委、财政部双双完成 PPP 项目库核查、清理工作	各地累计清理 退库项目 1695 个 、涉及 投资额 1.8 万亿元 ；上报 整改项目 2005 个 、涉及 投资额 3.1 万亿元 ；
第三届中国 PPP 论坛在京举办	财政部 PPP 中心主任焦小平对未来 PPP 发展提出了 5 点建议，也强调了 政府与民间资本的协同合作关系 ，建议政府 加大政策支持力度 ；
第四届中国 PPP 融资论坛在沪举行	国家发展和改革委员会投资司副司长韩志峰针对一个合理的 PPP 合作模式提出了 9 项建议，强调 PPP 需要 有效的管理条例 ， 合理的回报机制 ，以及 严格契约精神 ；
PPP 信用体系建设工作正式启动	国家发改委将会同有关方面加快建立 PPP 信用体系；
世界银行支持中国 PPP 项目	根据经国务院批准同意的《国家发展改革委 财政部关于我国利用国际金融组织贷款 2017-2019 年备选项目规划》， 世界银行拟安排贷款 4.5 亿美元 ，选择重点基础设施领域不同行业、不同类型具有代表性的 PPP 项目；
民企 PPP 项目融资陷入困境	东方园林爆“发债门”事件 ，引爆民企 PPP 融资担忧，华夏幸福、铁汉生态、碧水源等一众 PPP 上市民企均出现不同程度现金流紧张；
首支 PPP 项目专项债券成功发行	广州珠江实业集团有限公司成功发行 10.2 亿元 PPP 项目专项债券 。

资料来源：公开资料整理，招商银行研究院

回顾 2018 年的 PPP 市场，伴随着“清库”工作的开展，各类指导性意见与指导性书籍也相继出版，两大 PPP 论坛先后召开，专项债也将部分 PPP 项目纳入其可选项范围之中。这些都是“清库”配合这场手术的良药。

进入 2019 年，政府工作重心已经从“去杠杆”转向了“六个稳”，为有效刺激基建投资，相关部委也相继出台了一系列利好基建行业与 PPP 市场的新规，包括此前提出的符合条件的专项债券可以用作项目资本金、《政府投资条例》在 PPP 领域的适用性、提前下达部分 2020 年新增地方政府债务限额等。受相关正向政策引导，2019 年 PPP 市场回暖趋势已经显现：月度成交规模保持稳定、增速稳步上升，而项目总落地率水平也稳定在了 65% 的历史最高水平。

图 6：2019 年 PPP 市场回暖趋势已经显现（左轴单位：亿元）



资料来源：明树数据，招商银行研究院

我们判断，未来 PPP 的市场规模会在一个日趋规范化、法制化、合理化的政策环境下继续稳步增长，而未来政策的导向也将向着规范管理与大力支持并行的方向前进。受此影响，未来管理库规模或将继续呈稳步增长趋势，而识别库规模也或将很快迎来止跌回升的拐点。

1.3 评估 PPP 项目时，应有效规避的 28 类违规表现

根据北大法律信息网归纳，可将我国 PPP 项目的“清库”目标特征归纳为如下 7 个大类，28 个子类。从清库标准我们可以总结出以下几点：评估政府方风险时主要关注其财承能力与是否存在违规担保；评估社会资本方风险时主要关注其公司形式与资本金的情况；针对具体项目则要关注其运营内容及物有所值评价情况。

图 7：PPP 项目不得入库或者退库的 28 种情形

序号	基本类型	表现情形	法律后果
1	不适宜采用 PPP 模式实施的情况	不属于公共服务领域，政府不负有提供义务的项目，如 商业地产开发、招商引资项目 等，采用 PPP 模式的；	不得入库或者退库
2		因涉及 国家安全或重大公共利益 等，不适宜由社会资本承担的，采用 PPP 模式的；	不得入库或者退库

3		仅涉及工程建设，无运营内容的项目，采用 PPP 模式的；	不得入库或者退库
4		其他不适宜采用 PPP 模式实施的情形；	不得入库或者退库
5	前期准备工作不到位	新建、改扩建项目未按规定履行相关立项审批手续；	不得入库或者退库
6		涉及国有资产权益转移的存量项目未按规定履行相关国有资产审批、评估手续；	不得入库或者退库
7		未通过物有所值评价或者已开展物有所值评价，但评价方法和程序不符合规定；	不得入库或者退库
8		未通过财政承受能力论证，或者已开展财政承受能力论证，但评价方法和程序不符合规定；	不得入库或者退库
9	未建立按效付费机制	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；	不得入库或者退库
10		政府付费或可行性缺口补助在项目合作期内未连续、平滑支付，导致某一时期内财政支出压力激增；	不得入库或者退库
11		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；	不得入库
12	不宜继续采用 PPP 模式实施	入库之日起一年内无任何实质性进展的；	退库
13		尚未进入采购阶段但所属本级政府当前及以后年度财政承受能力已超过 10% 上限；	退库
14		项目发起人或实施机构已书面确认不再采用 PPP 模式实施；	退库
15	不符合规范运作要求	未按规定转型的融资平台公司作为社会资本方；	退库
16		采用建设-移交（BT）方式实施；	退库
17		采购文件中设置歧视性条款，影响社会资本平等参与；	退库
18		未按合同约定落实项目债权融资；	退库
19		违反相关法律和政策规定，未按时足额缴纳项目资本金；	退库
20		以债务性资金充当资本金；	退库
21		由第三方代持社会资本方股份；	退库

22	违法违规 举债担保	由政府或政府指定机构 回购社会资本投资本金 或 兜底本金损失 ；	退库
23		政府向社会资本 承诺固定收益回报 ；	退库
24		政府及其部门为项目债务提供 任何形式担保 ；	退库
25		其他违法违规举债担保行为；	退库
26	未按规定 进行信息公开	违反国家有关法律法规，所公开信息与党的路线方针政策不一致或涉及国家秘密、商业秘密、个人隐私和知识产权，可能危及国家安全、公共安全、经济安全和社会稳定或损害公民、法人或其他组织合法权益；	退库
27		未准确完整填写项目信息，入库之日起 一年内未更新 任何信息；	退库
28		未及时充分披露 项目实施方案、物有所值评价、财政承受能力论证、政府采购等关键信息。	退库

资料来源：北大法律信息网，招商银行研究院

2. 【Project】PPP 市场特征要求项目参与方具备较强的融资能力、运营能力与政府话语权

我国 PPP 市场的主战场在基础设施建设领域。2019 年 7 月我国基建类 PPP 项目累计金额已高达 14.92 万亿元，占比全 PPP 市场已高达 85%。而根据市场公开数据，早在 2017 年，以 PPP 模式开展的基建项目占全市场比重就已超过了 13.6%。可以说，我国的 PPP 市场是与基建行业市场紧密相连的。

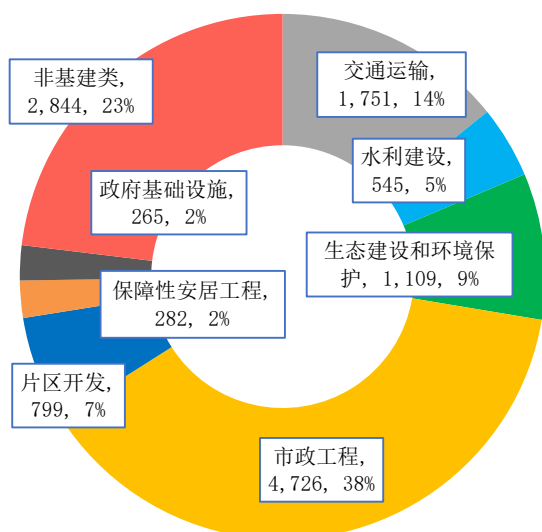
据统计，我国有近 85% 的 PPP 项目周期长达 11 年以上，超过 30% 的项目周期长达 21 年以上。较长的运营周期是我国 PPP 项目的第二大特点，这也为参与 PPP 项目建设的社会资本方提出了更高的要求：除具备基础设施建设能力外，还必须具备专业的运营能力。

截至 2019 年 7 月，我国 PPP 项目采用政府付费模式的占比约 28%，可行性缺口补助模式的占比约 63%，而单一采用使用者付费模式的 PPP 项目仅占比 9%。从市场情况了解，多数可行性缺口补助类 PPP 项目中，政府所承担的补助比例高达 70~80%，甚至更高；换言之，整个 PPP 市场中政府的支付责任或将高达 10~11 万亿元，占比或将高达 72.1~78.4%。

2.1 基建类 PPP 项目规模已达 14.92 万亿元

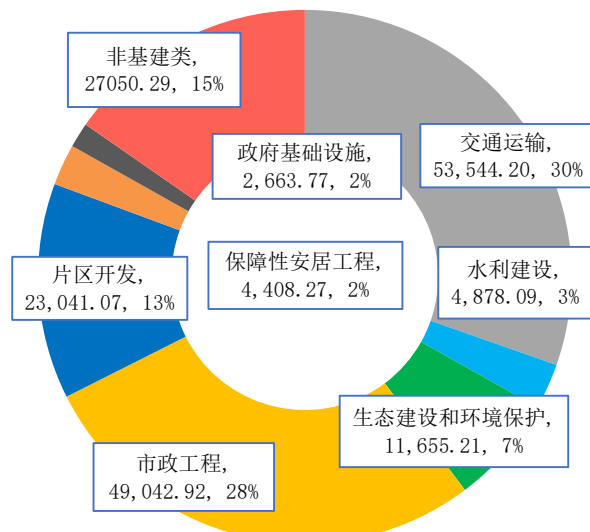
根据万德咨询政府与社会资本合作库数据统计，截至 2019 年 7 月，我国全部 PPP 在库项目（含识别库）共有 12543 个，金额共约 17.63 万亿元；其中以基础设施建设为主体内容的项目共计 9699 个，占比总数 77%，金额共约 14.92 万亿元，占比总量高达 85%。

图 8：基建类 PPP 项目数量占比总体 77%



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 9：基建类 PPP 项目金额占比总体 85%

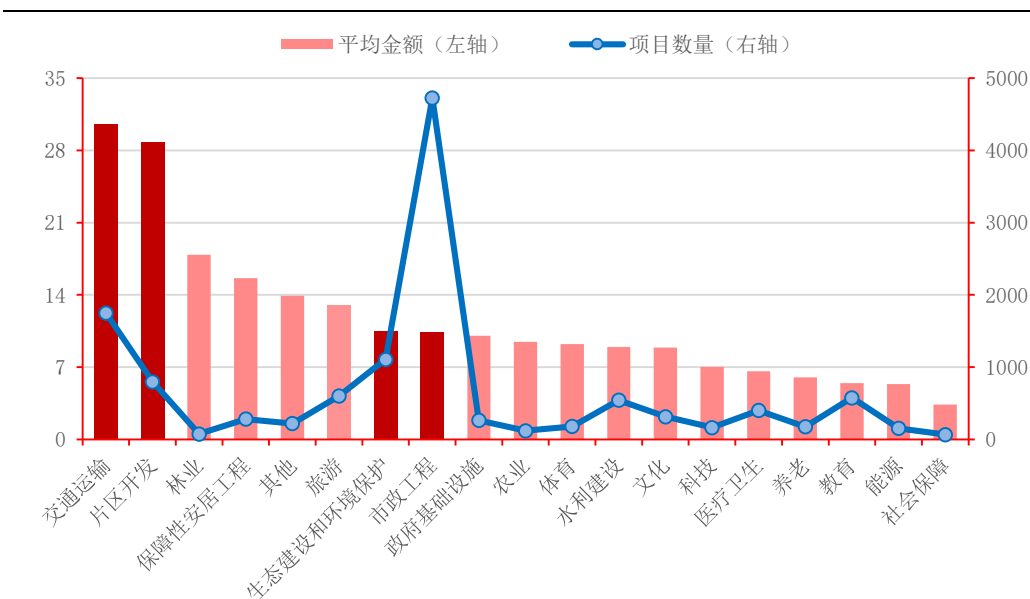


资料来源：Wind，招商银行研究院

分行业来看，基建类项目为 PPP 模式的绝对主战场。截至 2019 年 9 月，我国在库 PPP 项目中，基建类项目数量占比总体约为 77%，金额占比总体约为 85%。从细分领域来看，交通运输、市政工程、片区开发与生态环保四大类项目在整体金额中占比较高；其中，交通运输与片区开发类项目的单体项目金额最高，分别约为 30.58 亿元与 28.84 亿元；而市政工程类项目的机会数量最多，截至 2019 年 7 月份，总量以 4726 个，占比 PPP 总体高达 38%。

仅从行业分布角度考虑，综合衡量项目规模与业务机会，**交通运输类、市政工程类、片区开发类以及生态建设与环境保护类**均可视作银行较适宜参与的长期资产项目。

图 10：交通与片区开发类项目规模最大，市政类项目机会最多



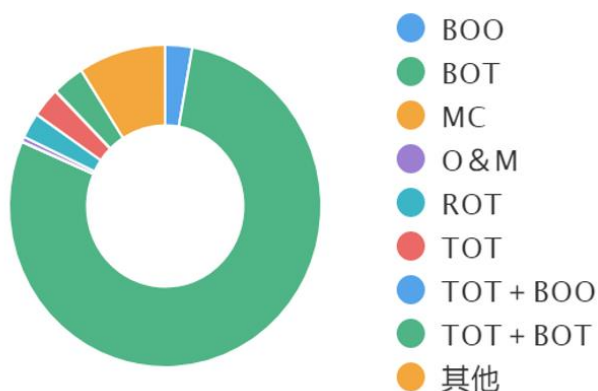
资料来源：Wind，招商银行研究院

2.2 我国 PPP 项目运营周期多长达 15~25 年

92 号文明确指出，仅涉及工程建设而无运营内容的项目，或采用建设-移交（BT）方式实施的项目，均不可进入 PPP 项目管理库；由此可见，合理有效的运营是 PPP 项目合规的核心重点。而基建类项目通常具有较长的运营周期，这也就对参与基建类 PPP 项目建设的民营资本方提出了运营方面的要求。

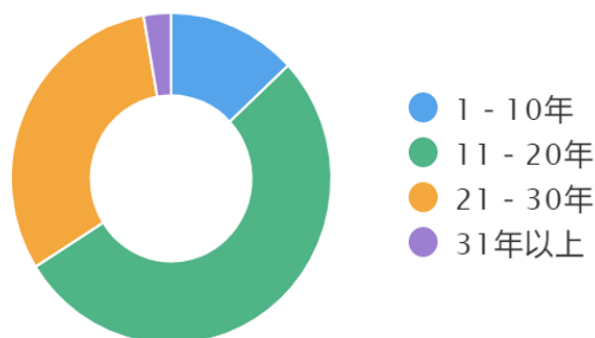
根据统计，有超过 50% 的 PPP 项目周期为 11~20 年，另有超过三分之一的 PPP 项目周期为 20~30 年。若考虑基建类项目的建设周期为 3~5 年，那么多数 PPP 项目将具有长达 15~25 年的运营周期。可见，运营期内的项目经营与成本控制将直接关系到最终的盈利水平，银行在考虑介入 PPP 项目时，需要重点评估社会资本方在项目行业方面的运营能力。

图 11: BOT 为 PPP 项目开展的最主要模式



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 12: 我国 PPP 项目周期多为 10~30 年



资料来源: Wind, 招商银行研究院

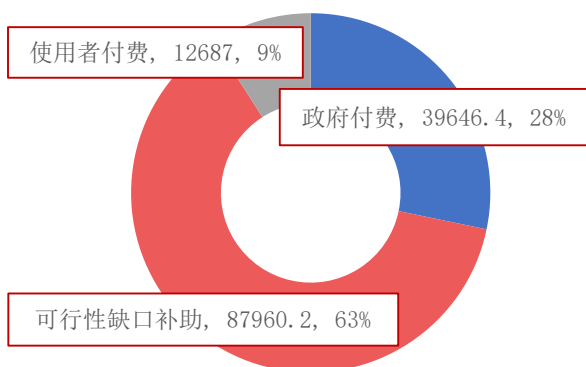
2.3 我国 PPP 市场中政府支付责任占比或将高达 75%

PPP 模式最早起源于上世纪 90 年代的英国，主要用来解决无法采用使用者付费的公共品项目的融资问题，私人资本退出通常依靠政府购买来实现。

截至 2019 年 7 月，我国 PPP 项目采用使用者付费模式的 PPP 项目无论是从金额还是从数量上均占比总体市场 9%。回溯至 2017 年尾，彼时的使用者付费项目的数量占比仍有 18.5%，而金额占比也有 14.7%。纯粹的使用者付费的 PPP 项目占比正在快速降低，而政府在 PPP 项目退出机制中所承担的支付责任正逐年加重。

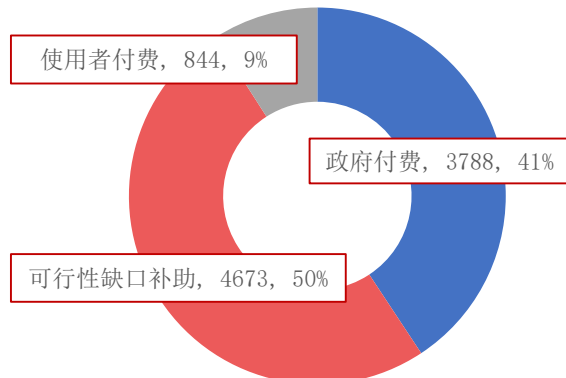
单纯考虑金额的话，目前可行性缺口补助项目占比约为 63%，通过市场调研发现多数可行性缺口补助项目中的政府补助责任高达 70%~80%，则对应当前整个 PPP 市场中的政府承担的支出责任约为 10~11 万亿元，占比总量约 72.1~78.4%。可见，目前我国 PPP 项目退出形式中，政府承担了主要的支付责任。

图 13：使用者付费项目金额占比总体 9%（亿元）



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 14：使用者付费项目数量占比总体 9%（个）



资料来源：Wind，招商银行研究院

此外考虑到政府付费部分通常周期较长，银行在评估可行性缺口补助型 PPP 项目时还需要重点关注政府补助部分是否与项目产出绩效建立起互相挂钩的付费机制，政府补助部分的支出是否为平滑、连续的支出行为，以确保项目运营期内现金流的可持续性。

3. 【Public】建议优先布局江苏、浙江、广东等地区，适当考虑山东、四川、河北、河南等地区

政府是 PPP 市场的主要“买单者”；那么银行在评估 PPP 项目是否值得介入时，最重要的一环即是衡量地方政府是否具备充足的“买单能力”，即评估地方政府是否具备增加 PPP 项目的财承能力。

目前，我国各级政府预算由一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险资金预算构成。其中最直接衡量政府财承能力的，就是一般公共预算支出。近年来，我国开始加大了政府性基金预算与一般公共预算的统筹力度，将政府性基金预算中的相关项目收支转列一般公共预算，并将政府性基金项目中结转较多的资金调入一般公共预算；同时自 2010 年起，国有资本经营预算逐步加大调入一般公共预算力度；因此在衡量政府财承能力的时候，除了考虑一般性公共预算收入水平，还应适当考虑地方政府性基金预算收入及国有资本经营预算收入的水平。

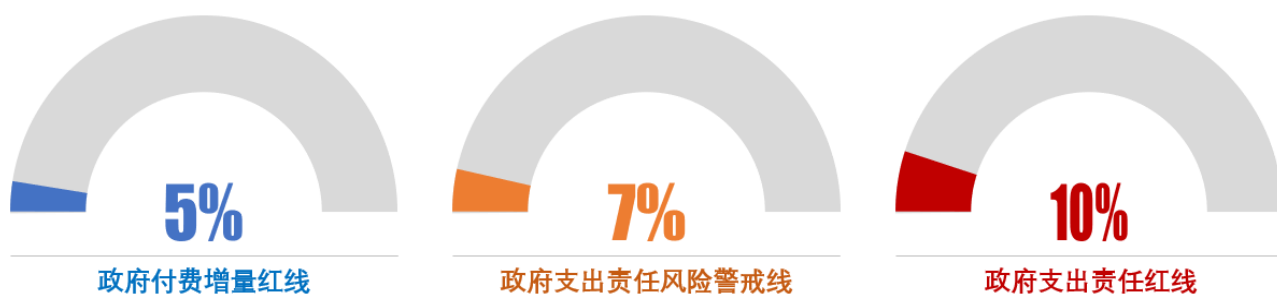
综合考虑各省的存量 PPP 项目的累计规模与综合财力表现，我们认为较适合参与 PPP 项目建设的省份有广东、江苏、浙江省；次优的省份有山东、四川、河北、河南省；较不适合参与新增 PPP 项目的省份有新疆、云南、贵州省等地区。

3.1 三条红线衡量地方政府的财承能力

为控制地方政府的隐性负债规模，2015 年财政部印发《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》，每一年度全部 PPP 项目需要从预算中安排的支出责任，占一般公共预算支出比例应当不超过 10%，也就是众所周知的一般性公共预算支出红线。这一条红线是政府上新 PPP 项目时需要遵从的绝对红线，当政府存量 PPP 项目的支付责任已经接近或超过这一红线，原则上不允许该地方政府增加任何支付形式的 PPP 项目。

随着“清库”工作进入尾声，2019 年 3 月 7 日财政部又发布了 PPP 最新政策《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》，即 10 号文，进一步细化了 PPP 管理库的入库指标。

图 15：政府支出责任的三条警示线



资料来源：财政部，招商银行研究院

10 号文中，财政部要求地方政府建立 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，即预警红线。另外对于财政支出责任占比超过 5% 的地区，财政部要求其不得新上政府付费项目，也就是政府付费项目的增量红线。

10 号文新增的两条警示红线是在一般性公共预算支出红线的基础上细化新增的两条警示指标，对于部分预算支出额度较低的地方政府而言，10 号文进一步限制了其上马新 PPP 项目的类型与额度，但相应的也为存量项目的政府的支付能力提供了保障。

此处需要注意的是，如有少数地方为规避上述限制条件，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%，经过这些操作的项目仍然将不被视为可行性缺口补助项目，同样受到 5% 政府付费增量红线的限制。银行在评估可行性缺口补助类 PPP 项目时，也应对项目的政府付费与使用者付费比例及收入来源做充分调研，确认在运营周期内的各项收款有稳定保障的方可考虑介入。

3.2 建议优先布局华东、广东及四川地区的 PPP 市场，谨慎介入云南、贵州、新疆等地区项目

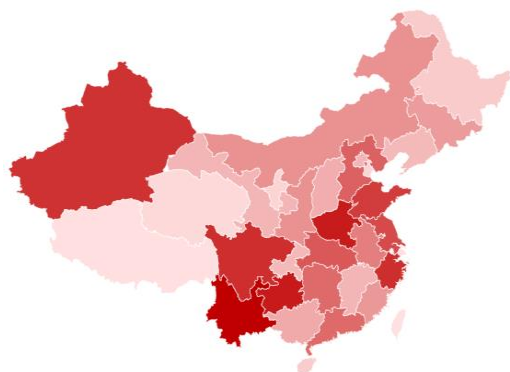
据明树数据统计，截至 2019 年 9 月我国各省级区域累计成交 PPP 项目的金额及数量如下图所示。累计成交金额较高的省份有云贵川三省，山东、浙江、江苏、河南等中东部地区，以及新疆维吾尔自治区。而从项目数量来看，山东、河南、新疆及四川的表现遥遥领先全国。

而从 2018 年各省一般公共预算支出情况来看，广东省以绝对优势领先全国，其他预算充足的省份有山东、河南、江苏、四川等。充足的预算支出额度为这些省份新增 PPP 项目提供了足够的财承能力的支持。

而进一步分析预算支出较高各省财力构成，广东、江苏、浙江与山东省的预算收入水平较高，说明这些省份的税收水平较高，财政水平相对健康；而四川、河南与河北省的预算支出中有较高比例依赖于中央政府补助，财政独立性相对较弱。此外，江苏与浙江省的政府性基金收入也领先全国，也能说明这些省份地方政府的财政实力相对较强。

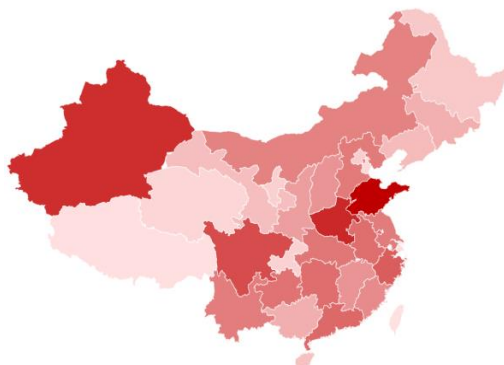
此外，四大直辖市中上海与北京的一般公共预算支出规模分别位列全国第 8 与第 11，而两地的 PPP 市场规模很小，也属于比较适合新增 PPP 项目的地区；重庆与天津的一般公共预算支出额度相对较少，但两者累计成交 PPP 市场规模也不大，如需介入当地市场，需要根据项目情况做进一步具体分析。

图 16：2018 年底全国累计 PPP 项目成交额情况



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 17：2018 年底全国累计 PPP 项目成交数量情况



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 18：2018 年各省一般性公共预算支出情况



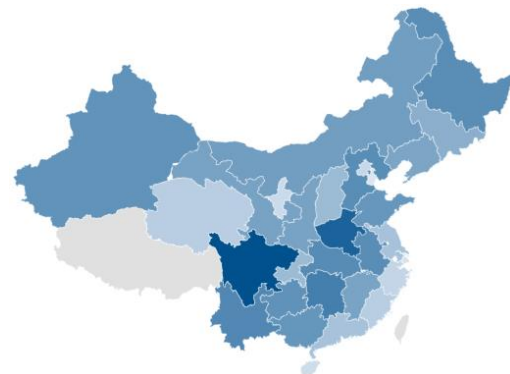
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 19：2018 年底各省一般性公共预算收入情况



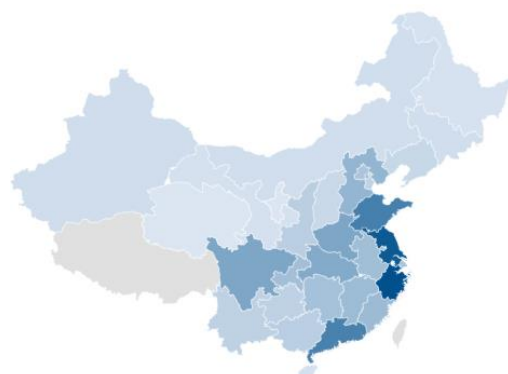
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 20：2018 年各省受中央政府补助情况



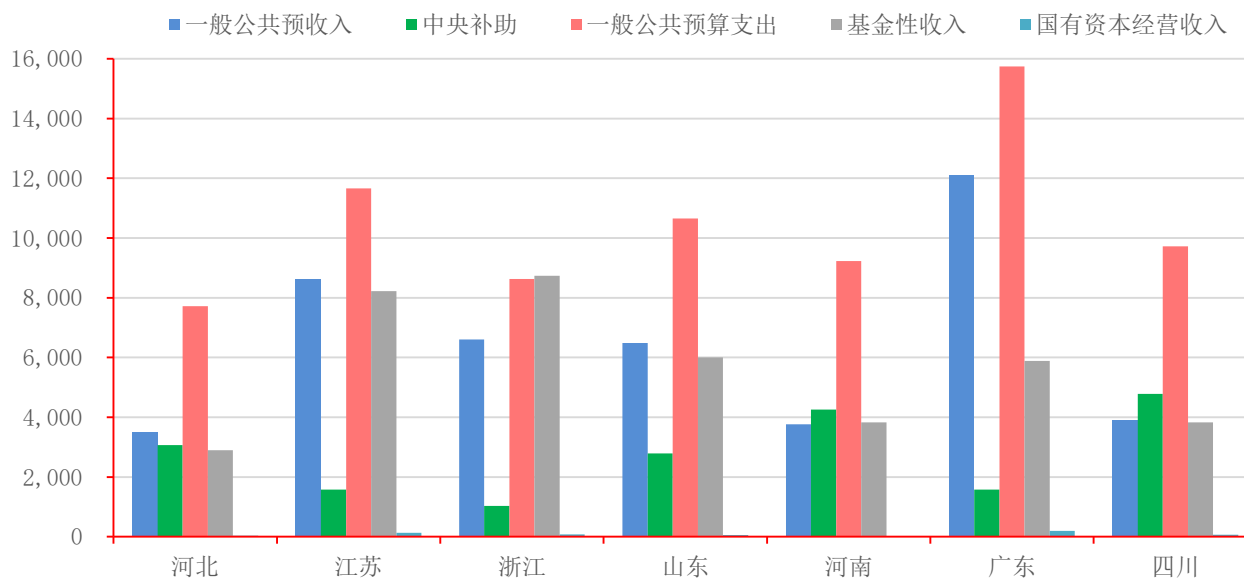
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 21：2018 年底各省政府性基金收入情况



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 22：预算支出较高省份的综合财力对比



资料来源：Wind，招商银行研究院

综上，从地方政府财承能力角度出发，我们认为最适合开展 PPP 项目的地区有广东、江苏、浙江等，较适合的地区有山东、四川、河北、河南等，需要谨慎规避的地区有贵州、云南、新疆等地区。在具体评估工作中，除地方财力外，各地方政府的施政特点、过往信誉表现等较难量化的指标也应该及时考虑，最终的评估的结论应当建立在各项因素均已被充分论证的基础上。

4. 【Private】优先考虑头部央企/国企，谨慎评估平台公司，适当规避民营企业

综合考虑企业规模、融资能力、与地方政府的话语权等因素，我们认为大型央企与地方国企龙头是银行介入 PPP 市场的最佳入口，而相比传统的建筑承包商，更具有专业优势的专业投资公司也应该被重点关注。

在具体项目的风险评估中，央企/国企能否为 PPP 项目公司提供担保是需要被考虑的重点要素。由于长运营周期是 PPP 项目不可回避的三大要素之一；因此，银行在评估社会资本方时，还要重点关注其在后期运营阶段是否具备专业的运营能力。

在市场经济环境欠佳的背景下，为防止市场信用环境进一步收紧，地方政府通常不会容忍旗下的平台公司出现违约行为，对经营不善的平台公司的运营进行行政干预的可能性也较高。但随着市场环境的转暖，平台公司违约对整体市场环境的负向边际影响也会降低，政府对平台公司经营进行行政干预的动力也会随之减弱，那么经营不善的平台公司就有可能会出现破产违约的现象。由于政府平台公司的违约会在一定程度上抹黑当地政府的政绩表现，一般认为地方政府平台公司的违约可能性不高，但是当银行需要通过平台公司介入当地的 PPP 市场时，仍然需要充分考量当地政府的综合财力、财政信誉及过往施政风格等因素。推荐优先考虑综合财力较强的区域，如江苏、浙江、广东省等。

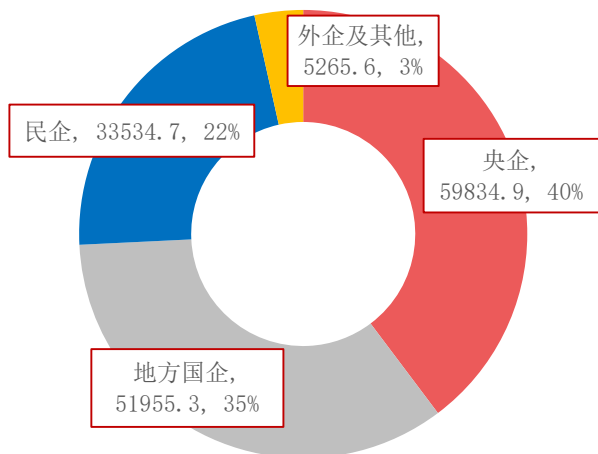
4.1 民企玩家乏力，央企/国企已是 PPP 市场主导核心

央企与地方国企仍然是目前我国 PPP 市场的最主要玩家，民企参与者数量虽多，但所参与项目的平均金额仅为央企项目的 1/4。截至 2019 年 7 月，PPP 市场中的央企数量约占比 21%，完成了全市场 40% 的投资规模；地方国企占比约 33%，投资额占比全市场为 35%；而民营企业数量占比高达 42%，却仅仅完成了全市场 22% 的投资额度。央企、地方国企与民企所参与的项目平均金额分别为 28.67 亿元、15.41 亿元与 7.76 亿元；也就是说，央企、地方国企与民企所参与的 PPP 项目，单项平均金额比约为 4:2:1。

尽管民营企业参与的 PPP 项目规模小于央企与国企，但在实际项目参与过程中仍显得十分乏力；此前东方园林爆发的“发债门”事件，充分暴露了民营企业参与 PPP 项目建设的弱势。相比央企/国企，民营企业的规模通常较小，即便是东方园林这类民营 PPP 企业的龙头相比许多基建行业的央企与地方国企也是渺小的。同时受信用评级影响，民营企业通常会拥有比央企/国企更高的融资成本。这两项条件都极不利于参与 PPP 这类规模大、周期长、对流动性要求较高的项目。

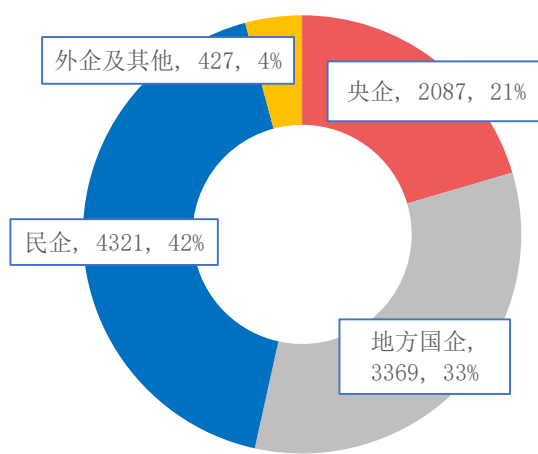
这也就解释了民营企业对使用者付费类 PPP 项目的偏爱：出于对流动性的担忧，相比央企/国企，民营企业更惧怕政府的拖延支付行为。与民企不同，央企/国企天然拥有更强的政府话语权与更低的融资成本，同时这些行业巨人也可以依靠其规模优势，对冲掉单一项目的对企业的不利影响。在项目回款周期可控的前提下，相比使用者付费项目，政府付费占主体的项目可以降低由于前期可研分析误差导致的后期经营不确定性。

图 23：央企&国企投资金额占比 75%（亿元）



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 24：央企&国企参与者数量占比 54%（亿元）



资料来源：Wind，招商银行研究院

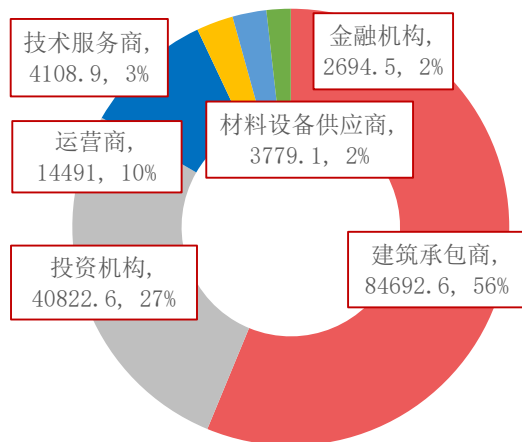
4.2 专业投资机构加速进场，资金管理与融资能力优势多

从行业角度来看，建筑承包商仍是 PPP 市场的主要垫资人。由前文可知，PPP 项目的主要内容为基础设施建设，运营模式主要为 BOT 形式，那么就不难理解建筑承包商在 PPP 项目参与中的主体地位了。

同时值得注意的是，2019 年，投资机构和 PPP 参与者中的占比出现了显著上升。据我们此前的定期报告统计，2018 年 10 月我国 PPP 市场投资人的构成中，投资机构仅有 988 家，所投额度为 17385.4 亿元，占比仅为 14%。时至 2019 年 7 月，PPP 市场中的投资机构数量上涨至 1714 家，投资额上涨至 40822.6 亿元。在短短 10 个月时间内，数量上涨高达 74.48%，投资额上涨高达 134.81%，在全市场中，专业投资机构的占比也达到了 27%；相比之下建筑承包商的数量反而下降了近 5%，投资额也下降了 1%，占比则从此前的 70%大幅下降为当前的 56%。

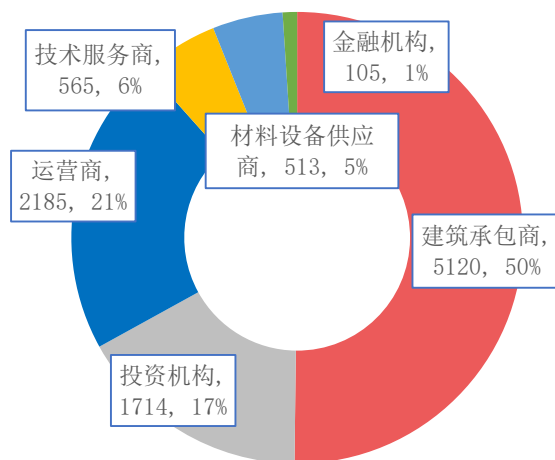
参与 PPP 建设的投资机构有一部分为大型基建类企业内生出的子公司，如最早一批参与国内 PPP 项目建设的中建国际投资（中国）有限公司，其母公司是归属于中国建筑股份有限公司旗下的中国建筑国际集团（HK.3311）。相比中建旗下的传统工程局，这类专业投资子公司具有更多资金管理方面的优势，如更低的融资成本、更多元化的融资渠道（包括外资渠道）、以及更加高效的自有资金管理能力。

图 25：投资机构参与 PPP 项目额度占比 27%



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 26：截至 7 月底已经有 1714 家 PPP 投资机构



资料来源：Wind，招商银行研究院

综上所述，大型央企与头部地方国企无疑是银行介入 PPP 市场的最佳入口，而相比传统的建筑承包商，更具有专业优势的专业投资公司也应该被重点关注。在具体项目的风险评估中，**央企/国企能否为 PPP 项目公司提供担保**是需要被考虑的重点要素。

前文中提到的，长运营周期是 PPP 项目不可回避的三大要素之一；因此，银行在评估社会资本方时，还要重点关注其在后期运营阶段**是否具备专业的运营能力**。

4.3 谨慎选择地方政府平台类公司的 PPP 项目

在 PPP 市场的过热期，很多地方政府平台类公司也投身加入当地 PPP 项目建设的大潮中。相比多数民企、甚至部分国企而言，这些平台公司倚靠着当地政府，通常会拥有更多政策倾斜与规模优势。

随着 PPP 市场的规范化管理，各类针对地方政府隐形债务的管理政策也开始趋严，政府对平台公司的隐性担保已不再被允许，而过去已经做出的隐性担保在未来也未必能够兑现。

我们认为，虽然隐性担保已成过去式，但在市场经济环境较为低落的时期，为了避免进一步引发信用收紧，各地方政府都不愿成为第一个“刺破”平台公司风险的试错人，在这种环境下，短期内地方政府平台公司出现违约或破产的概率仍然较低；但目前打破“刚兑”已成必然趋势，随着市场经济环境的回暖，

政府对经营不善的平台公司的行政干预也会减弱，不排除未来会出现少数平台公司破产或违约的可能性。

由于地方政府是平台公司的直系家长，那么平台公司区域选择上的逻辑就应与地方政府财力水平的衡量相一致。根据前文的分析，我们认为地方政府平台公司违约风险低的区域有江苏、浙江、广东等省份；风险较低，但仍需要纳入更多条件进行考量的区域有山东、四川、河南、河北等省份。在此处需要指出的是，以省级区划作为单位进行的分析具有一定的模糊性，在实际操作中需要结合当地政府的过往综合财力表现、财政信誉记录、以及施政风格等各项因素综合评判。

5. 【Partnership】风险提示 1：评估 PPP 项目时须重点评估 PPP 合同的有效性与合规性

PPP 合同是 PPP 项目中政府方和社会资本方实施项目的根本依据，是 PPP 项目实施过程中最重要的法律文件之一，也是 PPP 合同体系的核心与基础。在市场过热时期，一些项目公司急于上马 PPP 项目，合同拟定的不合理、不规范之处很多，为后期留下了众多隐患。银行在评估 PPP 项目时，也应着重检查其相关合同文件的合理、有效性，规避合同风险。

5.1 PPP 项目合同设计中需要关注四大事项

根据财政部 PPP 中心披露、新华网汇总，PPP 项目合同条款设计中所要注意的事项有以下四类：

- 1) 前期安排：**PPP 项目合同的四大基本要素（合作范围、运作模式、交易结构、回报机制）均以项目前期文件作为基础。因此，PPP 项目合同的内容要与前期文件相匹配，同时要将前期文件的相关安排在合同中予以相应体现，并细化为具体条款明确双方的权利义务关系，如风险分配方案、回报机制等。在设计条款时，各方要充分考虑项目实际情况，以确保条款的合理性及可操作性。此项工作的前提是前期文件的文本质量过硬，其中不存在违法、违规等问题。

- 2) **紧扣目标**：PPP 项目合同内容具体体现为政府方与社会资本方的一致意见，因此在设计 PPP 项目合同及相应条款时，应在充分理解双方各自目标及意图的基础上进行。
- 3) **有粗有细**：从“不完全契约理论”来看，PPP 项目合同无法约定得十分明确，但是如果合同约定过粗，实质内容约定不完整、不清晰、不具有执行性，也不利于项目推进。因此在拟定 PPP 合同时需要注意以下四点：
- A. 在起草合同的过程中，应明确双方的核心诉求，针对合同中的**核心条款、关键条款、可变条款及后续细化条款**，在谈判过程中充分沟通并进行相应处理；
 - B. 对和核心条款、关键条款，需要尽量约定明确；
 - C. 对于可变条款，需要根据实际情况预留调整的接口；
 - D. 对于合同签订后需要再细化的条款，应当明确细化的原则、方向、时间及未能达成一致情况下的处理方式。

图 27：拟定 PPP 合同时需要注意的四大要点



资料来源：财政部 PPP 中心，新华网，招商银行研究院

此外，在订立合同时，各方还可以结合项目的复杂性及合作期限等实际情况，综合效率及成本因素，考虑设置再谈判机制，并明确其原则及相关事项。

- 4) **权责分配**：为确保合同顺利履行，各方应对合同各方的权利义务予以明确约定；同时，应设置相应的违约责任追求及惩罚机制。PPP 项目能否顺利实施，从本质上看，并不是合同条款“设计”出来的，而是取决于**交易结构是否清晰与回报机制是否合理**。从这一角度来看，合理设置交易结构及回报机制，各方在此基础上充分沟通并合理设置合同条款，才是防范 PPP 项目风险的关键所在。

5.2 政府与社会资本在参与 PPP 合作中所要注意的其他事项

地方政府在 PPP 项目合作中应当保持客观与公平，避免做出任何带有刚性兑付意味的承诺，如由政府或政府指定机构回购社会资本投资本金或兜底本金损失、政府向社会资本承诺固定收益回报、政府及其部门为项目债务提供任何形式担保等；同时在采购文件中不得设置任何歧视性条款，影响社会资本平等参与。

社会资本方在参与 PPP 项目建设运营过程中必须做到透明公开，按时更新完善项目的实时信息，及时充分披露项目实施方案、物有所值评价、财政承受能力论证、政府采购等关键信息。同时，所披露信息不得出现与党的路线方针政策不一致或涉及国家秘密、商业秘密、个人隐私和知识产权的内容，以及其他任何可能危及国家安全、公共安全、经济安全和社会稳定或损害公民、法人或其他组织合法权益的内容。

6. 【Preparation】风险提示 2：评估 PPP 项目时须关注物有所值评价结果与可研性分析报告

PPP 的前期准备工作对之后项目入库乃至整个运营周期都至关重要。PPP 前期准备工作中，对入库影响最大的因素之一即是**物有所值评价**，该评价结果将直接影响项目能否顺利入库。

此外，针对营收包含使用者付费的 PPP 项目，前期的**可研分析**的真实有效性也直接影响到项目后期的盈利水平；特别是在评估可行性缺口补助类项目时，要事先评估好政府与使用者付费的比例，充分了解使用者付费部分的营收构成与预测逻辑，避免后期出现运营收入大幅不及预期的现象。

6.1 评估物有所值评价（VFM）时须关注的三大要点

PPP 项目在入库之前需要经过反复论证，其中最重要的论证之一即是“物有所值评价”（Value For Money, VFM）。根据我国财政部文件《政府和社会资本合作项目物有所值评价指引（试行）》（财金〔2015〕167 号），物有所值评价是判断是否采用 PPP 模式代替政府传统采购模式实施基础设施及公共服务项目的一种评估方法。该理论的最终目的是评价政府部门能否从项目产品或服务中获得最大收益，促进资源最大化利用，可以更好地提升基础设施项目建设运营的效率和效果；而不是选择最低报价的产品或服务。

PPP 项目在进行物有所值评价时需要关注以下三点：

- 1) **物有所值评价应权衡好政府部门与私人资本的权益关系。**PPP 模式合作应当是一种平等主体间的合作关系，但这种合作关系又与一般意义上的平等主体间的关系不完全一致。在物有所值评价中需要权衡好政府部门与私人资本的合理权益、维护好基本的公平正义。
- 2) **物有所值评价应具有可操作性。**物有所值评价制度安排应充分考虑其可操作性，需要设计并权衡好定性分析与定量分析之间的关系。定性分析具有模糊性，难以衡量具体的结果；而定量分析中的量化指标如果制定过高可能阻碍 PPP 模式的可持续发展，过低又可能无法发挥作用。因此应做好充分的调研，倾听来自各方的意见建议，审慎地设计出切实可行的系列量化指标。
- 3) **物有所值评价应有明确的申诉程序。**物有所值评价过程中会涉及私人资本所有人、公共部门以及其他利益相关人的权益。如果有利益相关人对评价结论不满意，应赋予其申诉的渠道，就申诉人资格、申诉程序的启动、具体程序等做出明确规定。

6.2 评估可研分析结果时须关注使用者付费部分

财金 10 号文制定了政府付费项目增量红线，即政府支付责任达到一般公共预算支出 5% 的地区，不得新上政府付费类 PPP 项目；同时为避免出现将政府付费类项目包装成可行性缺口补助项目的现象，还规定了可行性缺口补助类项目中使用者付费比例须大于 10%，否则将不予入库。

但是在实际情况中，许多地方为了顺利将可行性缺口补助类 PPP 项目落地，在针对使用者付费部分的可研分析中，存在营收预测逻辑不合理现象。这类项目一旦建成投入运营，通常无法达到此前预期的盈利目标，从而引发项目公司的违约风险。

我们认为，银行在评估 PPP 项目的可研分析报告时，需要做到以下几点：

- 1) 评估运营成本的部分，需要全面考虑运营成本的构成要素；由于 PPP 项目的运营周期通常较长，因此还要结合宏观趋势，将未来各项要素的成本变动风险考虑其中；
- 2) 评估运营收入的部分，对于营收构成要素较多的项目（如片区开发项目内的商业租赁收入、停车场收入、综合管廊管理收入、物业服务收入、广告收入等），需要详细梳理每项收入的付费群体构成、付费群体规模、以及预收费金额的定价逻辑等。该过程需保持客观、严谨的态度，确保预期的营收数据合理、有效。
- 3) 以可行性缺口补助模式运营的 PPP 项目，需要根据官方提供的公式预先计算出其政府所承担的运营补贴支出责任，结合该政府的财承能力，综合判断项目的实际运营可行性。根据财金[2015]21 号文第十六条，可行性缺口补助的计算公式如下：

图 28：PPP 项目中可行性缺口补助的计算公式

$$\begin{aligned}
 & \text{第N年可行性缺口补助绩效付费} \\
 &= \text{可用性绩效付费} + \text{运维绩效付费} - \text{使用者付费（运营收入）} \\
 &= \text{当年可用性付费} \times 70\% + \text{当年可用性付费} \times 30\% \times K + \text{当年运营维护成本} \times (1 + \text{合理利润率}) \times K - \text{运营收入} \\
 &= \left[\frac{\text{全部建设成本} \times (1 + \text{年度折现率})^N}{\text{运营补贴周期（年）} \times 0.7} + \frac{\text{全部建设成本} \times (1 + \text{年度折现率})^N}{\text{运营补贴周期（年）} \times 0.3 \times K} \right] + \text{当年运营维护成本} \times (1 + \text{合理利润率}) \times K - \text{运营收入}
 \end{aligned}$$

资料来源：财政部，招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇