

PPP 板块 2018 年回顾及 2019 年展望—— 估值业绩双杀，2019 年政策、融资望改善

推荐 (维持)

2019 年 02 月 17 日

相关报告

《2019 周专题之七：建筑行业 2018 年经营情况点评：央企、国企签单向上拐点确立，民企降幅收窄》2019-01-31

《兴证建筑每周观点：上周基建龙头有所回调，继续坚定看好》2018-01-28

《2019 周专题之六：四季度公募机构大幅加持建筑股，央企结构调整 ETF 对大建筑股显著超配》2018-01-27

分析师：

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

高远

gaoyuanyjs@xyzq.com.cn

S0190518070005

团队成员：

孟杰、黄杨、高远、蔡琨

投资要点

- **财政部 PPP 项目落地与去年持平，全口径中标金额下滑 50%**。截至 2018 年末，财政部 PPP 管理库项目金额累计达 13.2 万亿元，较 17 年末的 10.8 万亿增长 2.4 万亿。从落地看，2018 年新增落地项目约 2.6 万亿，基本与 2017 年的 2.5 万亿元持平，但明树数据统计的包括未入库项目的全口径总中标金额下滑约 50%。央企、地方国企、民企 PPP 签单都出现下滑，而央企受国资委 192 号文影响，业务收缩更明显。
- **分项目类型来看，管理库中城镇综合开发、生态项目占比提升；分地区看，除云贵等传统 PPP 大省，落地较多的主要是东部省份，如江苏、浙江等。**
- **2018 年 PPP 板块行情：估值与业绩双杀**。2018 年，PPP 指数全年收跌超 36.99%，落后于大盘表现，也落后于建筑行业的整体表现。全年板块跌幅达 40.65%，估值压制是板块行情向下的主要原因，而 2018 年二季度以来，地方政府降杠杆下对投资项目的延缓施工，叠加资金问题浮现，部分公司收入增速开始放缓，板块呈现估值与业绩的双杀。
- **2018 年，PPP 板块估值端的最大影响因素由政策转向融资**。2018 年，PPP 行业的规范政策出台较少，影响板块行情的主要是宏观融资及项目推进因素。从年初的银行对 PPP 停贷传闻，到地方政府因防范隐性债务风险的压力而对部分投资项目停工的事件，PPP 项目未来推进的风险，引起了投资人的担忧，而宏观经济承压，以及部分民企债券违约事件，使得民企融资的市场环境极度恶化。总体来看，2018 年 PPP 板块，尤其是民营企业的问题，都归结到融资无法及时到位、项目推进迟缓。
- **2019 年 PPP 板块展望：政策、融资将边际放松**。从融资来看，2018 年 10 月以来，多位领导人关于民企融资困境发表重要讲话，而在一系列配套政策逐步向上市公司落实、央行自去年 10 月两度降准之后，2019 年板块的融资环境确定性边际改善；从行业政策看，PPP 大规模清库已结束，合规 PPP 项目未来支出责任不会被认定为地方政府隐性负债，板块的政策性风险消除；从地方政府推动 PPP 项目的意愿和能力来看，在减税、土地出让收入或下滑的情况下，PPP 仍是地方政府推基建重要手段，而全国大部分省市距 10% 财政红线仍有空间。目前压制 PPP 板块的原因，对国企来说，主要是去杠杆政策，对民企来说，主要是融资。在央企去杠杆取得阶段性成效，民企融资渠道被逐步疏通的情况下，合规 PPP 项目仍是地方基建需要倚赖的手段。2019 年可关注行业法规政策的出台及民企融资的变化。
- **风险提示：PPP 政策变动风险、项目融资不到位、利率上行、工程推进不达预期**

目 录

1、2018 年 PPP 概况.....	- 3 -
1.1、财政部 PPP 项目落地与去年持平，全口径中标金额下滑 50%.....	- 3 -
1.2、分项目类型来看：管理库中城镇综合开发、生态项目占比提升.....	- 5 -
1.3、分地区看：除云贵外，东部地区项目落地占比较大.....	- 7 -
1.4、PPP 市场份额：央企、国企、民企都大幅下滑，央企收缩最明显.....	- 8 -
1.5、公司业绩层面：PPP 民企 2018Q3 业绩下滑明显，估值与业绩双杀.....	- 9 -
2、2018 年 PPP 板块行情回顾——估值与业绩双杀.....	- 10 -
3、地方政府、国企去杠杆&民企融资趋紧=PPP 板块下跌.....	- 11 -
4、2019 年 PPP 板块展望：政策、融资将边际放松.....	- 14 -
4.1、宏观融资环境：政策密集出台，缓解民企融资难问题.....	- 14 -
4.2、PPP 行业政策：大规模清库基本结束，合规 PPP 支出非政府负债.....	- 16 -
4.3、地方政府“稳杠杆”要求下，基建“补短板”需 PPP 配合.....	- 17 -
5、风险提示.....	- 18 -
图 1、PPP 项目管理库总规模（万亿元）.....	- 3 -
图 2、PPP 每月新增管理库入库规模（万亿元）.....	- 3 -
图 3、PPP 项目落地总规模（万亿元）.....	- 4 -
图 4、PPP 每月新增落地规模（万亿元）.....	- 4 -
图 5、全国 PPP 项目落地金额（亿元）统计.....	- 4 -
图 6、财政部及明树 PPP 项目落地金额（亿元，左轴）及项目数（个，右轴）.....	- 4 -
图 7、2018 年 PPP 指数与沪深 300 及建筑指数对比.....	- 10 -
图 8、PPP 指数估值.....	- 10 -
图 9、2018 年 PPP 板块重大事件与 PPP 指数走势对应图.....	- 12 -
图 10、2018 年下半年已成交 PPP 项目回报率有所抬升.....	- 13 -
图 11、2018 年 8 月后，月度清库金额回归正常.....	- 16 -
图 12、城镇基建投资资金来源占比变化.....	- 17 -
图 13、2018 年 8 月后，月度清库金额回归正常.....	- 18 -
表 1、PPP 项目管理库各行业金额占比.....	- 5 -
表 2、落地项目行业数量占比.....	- 5 -
表 3、落地项目行业金额占比.....	- 6 -
表 4、各地管理库及落地 PPP 项目金额占比.....	- 7 -
表 5、全国 PPP 项目中标分所有制情况.....	- 8 -
表 6、园林公司近年营业收入增速.....	- 9 -
表 7、园林公司近年归母净利润增速及 2018 年业绩预告.....	- 9 -
表 8、园林板块 2018 年全年及各季度涨跌幅、相对沪深 300 超额收益情况.....	- 10 -

报告正文

1、2018 年 PPP 概况

1.1、财政部 PPP 项目落地与去年持平，全口径中标金额下滑 50%

根据我们每月跟踪的财政部 PPP 中心数据，2018 年财政部 PPP 项目库在库项目 12625 个，总投资额 17.8 万亿，较 17 年末的 18.16 万亿减少 3600 亿元，主要是清库的影响，尤其是储备项目减少 2.8 万亿元。截至 2018 年末，财政部 PPP 项目管理库在库项目 8654 个，累计金额达 13.2 万亿元，较 17 年末的 10.8 万亿增长 2.4 万亿，管理库项目受清库影响较小。

从落地端看，2018 年新增落地项目约 2.6 万亿，基本与 2017 年的 2.5 万亿元持平。落地率（执行、移交阶段项目数/管理库项目总量）上看，2018 年管理库项目落地率持续由 2017 年末的 38.2% 提升到 2018 年末的 54.2%，7 月份累计落地率首次超过 50%，说明在 PPP 集中清库之后，管理库项目落地更有保障。

另外，明树数据显示，2018 年全国 PPP 项目总中标金额下滑 50%。2018 年，明树数据统计的包括入财政部 PPP 项目库项目及未入库项目全口径总中标金额达 3.1 万亿，较 2017 年近 6 万亿的中标金额下滑约 50%，但 12 月单月中标出现大幅回升（从过往看，12 月也是 PPP 项目中标的大月）。

清库之后，入库将成为项目落地的前提条件。从财政部 PPP 项目中标情况（如有招投标信息，以项目中标为准；如无招投标信息，以进入执行阶段为准），与明树数据全口径 PPP 项目中标情况对比看，2018 年两者差额缩小，说明未入财政部项目库的项目落地较少。随着政策规范，入库将是未来 PPP 项目落地的先决条件。

图 1、PPP 项目管理库总规模（万亿元）

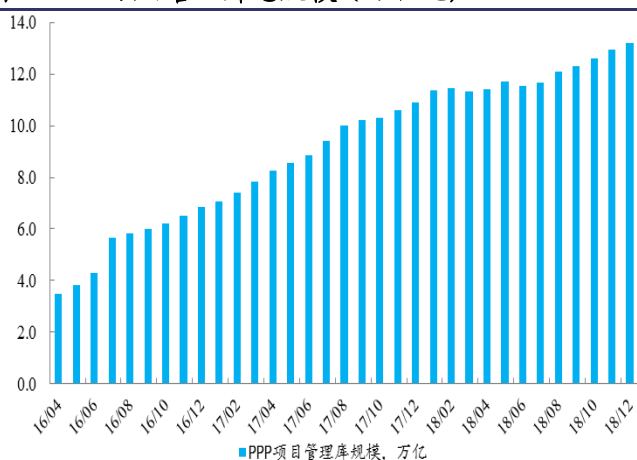
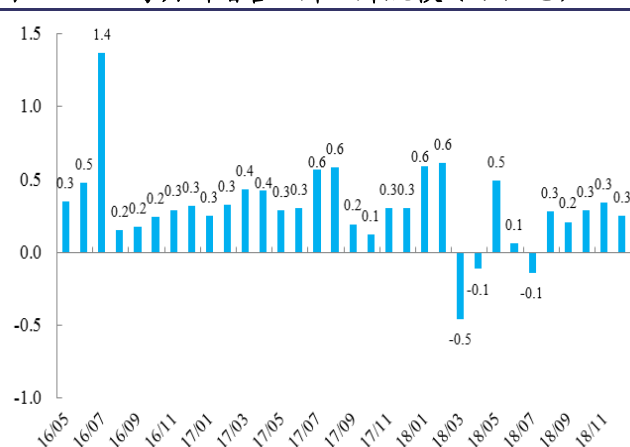


图 2、PPP 每月新增管理库入库规模（万亿元）



数据来源：财政部 PPP 中心，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：财政部 PPP 中心，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、PPP 项目落地总规模 (万亿元)

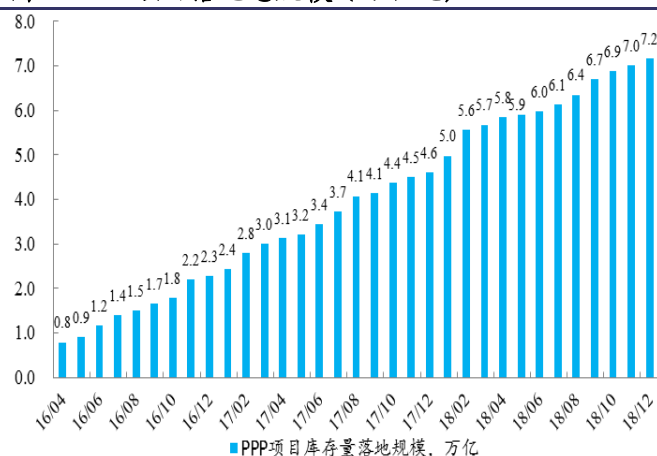
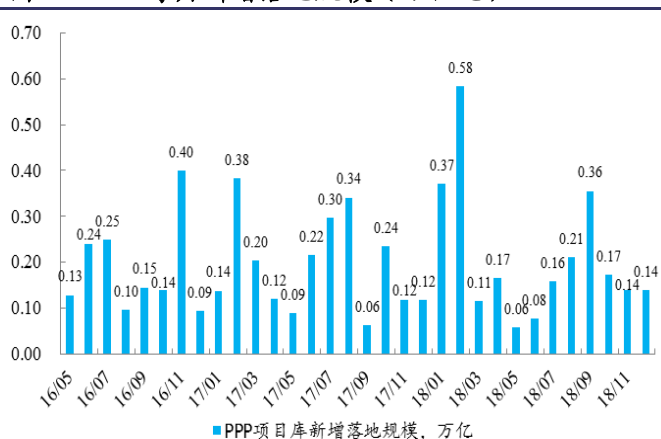


图 4、PPP 每月新增落地规模 (万亿元)



数据来源：财政部 PPP 中心，兴业证券经济与金融研究院整理

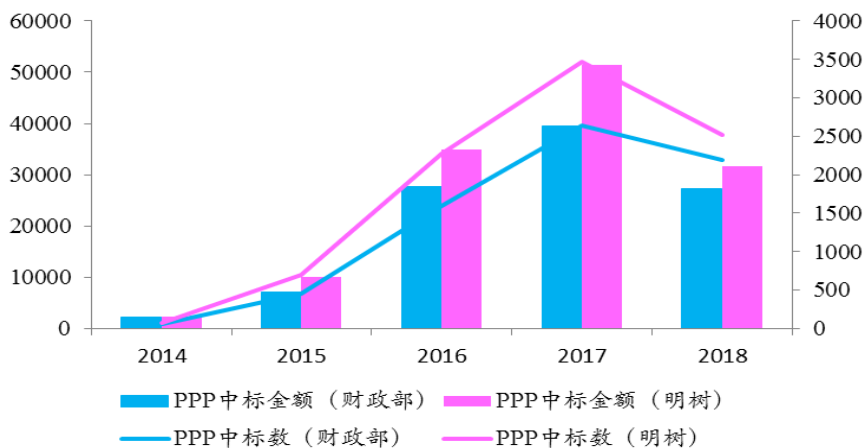
数据来源：财政部 PPP 中心，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、全国 PPP 项目落地金额 (亿元) 统计



资料来源：明树数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、财政部及明树 PPP 项目落地金额 (亿元, 左轴) 及项目数 (个, 右轴)



资料来源：财政部 PPP 中心、明树数据，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、分项目类型来看：管理库中城镇综合开发、生态项目占比提升

从管理库项目的行业占比来看，截至 2018 年末，市政工程、交运工程金额占比最大，分别达 30.1%和 29.2%，较 2017 年高点有所下滑。就各行业占比变动情况看，2018 年占比增长较多的为城镇综合开发、生态建设及环保类项目，分别提升 3.4 个百分点和 0.4 个百分点；而市政、保障安居工程分别下滑 1.3 个百分点和 0.7 个百分点，占比下降较多。

表 1、PPP 项目管理库各行业金额占比

一级行业	2017 年末 至 18 年 12 月变动	2016 年 12 月	2017 年 3 月	2017 年 6 月	2017 年 9 月	2017 年 12 月	2018 年 3 月	2018 年 6 月	2018 年 9 月	2018 年 12 月
交通运输	-0.3%	31.0%	30.8%	30.5%	29.8%	29.5%	29.3%	28.9%	28.4%	29.2%
体育	-0.2%	0.9%	1.0%	0.9%	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
保障安居工程	-0.7%	3.5%	3.4%	3.0%	3.2%	3.0%	3.0%	2.7%	2.1%	2.3%
其他	0.4%	1.1%	1.3%	1.5%	1.6%	1.5%	1.6%	1.7%	1.6%	1.9%
养老	-0.3%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%
农业	-0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%
医疗卫生	0.0%	1.7%	1.6%	1.7%	1.6%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
城镇综合开发	3.4%	10.6%	10.4%	10.4%	10.7%	10.5%	12.5%	12.5%	13.8%	13.8%
市政工程	-1.3%	33.4%	32.5%	32.4%	31.7%	31.4%	30.4%	31.3%	30.4%	30.1%
政府基础设施	0.0%	1.1%	1.2%	1.4%	1.3%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%
教育	0.1%	1.4%	1.3%	1.4%	1.5%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
文化	-0.1%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
旅游	-0.3%	2.9%	3.7%	3.8%	4.1%	4.0%	4.1%	4.1%	3.8%	3.7%
林业	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
水利建设	-0.5%	2.4%	2.5%	2.5%	2.6%	2.8%	2.4%	2.3%	2.7%	2.3%
生态建设和环保	0.4%	4.9%	5.3%	5.7%	5.9%	6.5%	6.6%	6.8%	7.4%	6.9%
社会保障	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
科技	-0.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%
能源	-0.3%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%

数据来源：财政部 PPP 中心，兴业证券经济与金融研究院整理

从落地项目的行业分布看，生态环保类项目在落地项目中的数量和金额占比都明显高于其入库项目中的占比，表明生态环保类项目的落地更有保障。截至 2018 年末，落地 PPP 项目中，无论从金额还是数量占比来看，交通和市政仍是占比最大的两个行业。交通、城镇综合开发项目金额占比大于其数量占比，说明其单个项目体量较大，而市政、生态环保等项目金额占比小于其数量占比较多，说明其落地项目的单个体量稍小。

表 2、落地项目行业数量占比

	市政	交通运输	生态环保	城镇综合开发	教育	水利建设	医疗卫生	旅游	政府基础设施
项目数	1902	694	460	293	210	201	140	139	127
占比	40.50%	13.80%	9.80%	6.20%	8.20%	4.30%	3.00%	3.00%	2.70%

数据来源：财政部 PPP 中心，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、落地项目行业金额占比

	市政工程	交通运输	城镇综合开发	生态环保	保障性安居工程	旅游	其他	水利建设
金额	24217	18538	10054	5286	2014	1875	1823	1613
占比	33.60%	25.70%	14.00%	7.30%	2.80%	2.60%	2.50%	2.20%

数据来源：财政部 PPP 中心，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、分地区看：除云贵外，东部地区项目落地占比较大

从管理库项目清单看，云南、贵州、浙江、四川、山东在库项目最多，受清库影响，内蒙古、新疆、河南、湖南和山东项目金额占比回落较多。

从项目落地看，云南、贵州、江苏、浙江、山东是 PPP 落地大省。充足的在库项目、良好的地方政府财政实力是推动 PPP 项目落地的重要保障。

从项目执行情况看（管理库占比与落地项目占比的差值），江苏、吉林、北京、陕西等省市项目推进较快，而四川、山西、河南等地项目推进相对较慢。

表 4、各地管理库及落地 PPP 项目金额占比

地区	管理库			落地项目			管理库占比与落地项目占比之差
	2016 年 12 月	2017 年 12 月	2018 年 12 月	2016 年 12 月	2017 年 12 月	2018 年 12 月	
上海	0.1%	0.1%		0.0%	0.0%		
中央本级	0.2%	0.2%		0.0%	0.0%		
云南	9.9%	7.2%	8.5%	6.4%	8.9%	8.1%	0.4%
内蒙古	4.4%	5.0%	2.1%	2.3%	3.3%	2.4%	-0.3%
北京	2.9%	1.9%	1.4%	7.6%	3.9%	2.3%	-0.9%
吉林	1.8%	2.6%	2.3%	1.9%	4.4%	3.2%	-0.9%
四川	4.5%	6.0%	6.4%	4.4%	4.4%	5.2%	1.2%
天津	0.0%	0.2%	0.7%	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%
宁夏	0.5%	0.6%	0.4%	0.2%	0.5%	0.6%	-0.2%
安徽	3.0%	2.5%	3.8%	3.0%	4.3%	4.1%	-0.3%
山东	8.0%	6.4%	6.4%	9.0%	8.5%	6.8%	-0.4%
山西	0.8%	1.4%	2.1%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%
广东	1.8%	2.8%	4.8%	3.4%	3.7%	5.5%	-0.7%
广西	0.1%	0.2%	1.9%	2.2%	0.9%	1.3%	0.6%
新疆	3.0%	6.0%	4.4%	5.9%	5.0%	3.8%	0.6%
江苏	4.4%	5.0%	6.1%	5.7%	5.7%	7.5%	-1.4%
江西	0.8%	1.1%	2.0%	0.4%	1.1%	1.8%	0.2%
河北	5.3%	4.1%	4.1%	9.2%	5.7%	4.8%	-0.7%
河南	7.7%	7.7%	6.2%	5.5%	6.0%	5.2%	1%
浙江	5.4%	5.8%	7.4%	4.7%	6.3%	7.1%	0.3%
海南	1.8%	1.2%	0.7%	1.2%	1.2%	0.9%	-0.2%
湖北	3.1%	3.7%	4.7%	1.6%	3.3%	4.5%	0.2%
湖南	6.4%	7.6%	4.6%	4.7%	3.9%	4.3%	0.3%
甘肃	2.8%	1.9%	1.7%	0.7%	0.4%	0.9%	0.8%
福建	2.4%	2.9%	2.8%	3.1%	4.1%	3.7%	-0.9%
西藏	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.1%
贵州	7.3%	7.8%	8.4%	11.6%	6.5%	7.5%	0.9%
辽宁	3.3%	1.8%	1.5%	1.1%	1.1%	1.3%	0.2%
重庆	2.4%	1.7%	0.6%	1.0%	0.8%	0.5%	0.1%
陕西	2.4%	2.6%	2.9%	1.0%	3.5%	3.7%	-0.8%
青海	0.4%	0.3%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.3%
黑龙江	1.7%	1.1%	0.9%	1.0%	1.7%	1.4%	-0.5%

数据来源：财政部 PPP 中心，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、PPP 市场份额：央企、国企、民企都大幅下滑，央企收缩最明显

按照央企、地方国企、民企的分类来看，受行业规范影响，三种所有制企业 2018 年 PPP 项目中标都下滑较多，其中央企由于国资委 192 号文的要求，PPP 业务收缩最为明显。从明树数据从各地招标投标网站获取的全国 PPP 项目数据（包括非入库项目）来看，2018 年新增 PPP 中标项目中，央企、国企、民企金额占比分别为 35%、35%和 30%，分别较 2017 年增长-10 个百分点、3 个百分点和 7 个百分点，虽然从绝对值上看，央企、国企、民企中标金额都出现下滑，分别下滑 47.91%、-27.80%和-11.61%，但建筑央企受到 2017 年四季度国资委 192 号文的影响，PPP 业务收缩最为明显。

表 5、全国 PPP 项目中标分所有制情况

	2016	2017	YOY	2018	YOY
央企金额（亿元）	17230	21171	22.87%	11028	-47.91%
国企金额（亿元）	6869	15254	122.07%	11013	-27.80%
民企金额（亿元）	8170	10706	31.04%	9463	-11.61%
央企项目数（个）	610	849	39.18%	455	-46.41%
国企项目数（个）	497	978	96.78%	837	-14.42%
民企项目数（个）	1039	1435	38.11%	1205	-16.03%

数据来源：明树数据，兴业证券经济与金融研究院整理

1.5、公司业绩层面：PPP 民企 2018Q3 业绩下滑明显，估值与业绩双杀

2018 年二季度，地方政府降杠杆下对投资项目的延缓施工，叠加资金问题浮现，部分公司收入增速开始放缓。但民企融资问题大规模反应在业绩端，还是从三季度开始，行业内除岭南股份、龙元建设业绩增速仍平稳外，其他主要公司三季度单季增速都大幅放缓或下滑。可以说，2018 年建筑 PPP 公司的大跌，是估值与业绩的双杀。

表 6、园林公司近年营业收入增速

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017	2018Q1	2018Q2	2018Q3
东方园林	63.39%	73.36%	74.37%	85.56%	77.79%	106.65%	4.47%	-12.74%
铁汉生态	92.11%	93.11%	94.78%	62.43%	79.04%	69.80%	79.27%	-29.31%
美晨生态	38.58%	51.92%	54.21%	8.15%	31.81%	21.11%	19.03%	-18.71%
东珠生态	95.91%	-16.00%	47.15%	26.40%	24.99%	51.92%	67.51%	1.71%
棕榈股份	24.04%	55.69%	17.53%	37.01%	34.49%	21.99%	6.89%	-4.08%
蒙草生态	160.89%	153.47%	135.92%	-1.03%	95.03%	58.89%	-41.48%	-57.31%
岭南股份	28.37%	75.43%	51.19%	140.90%	86.11%	88.68%	122.28%	146.12%
龙元建设	-2.88%	35.52%	32.66%	29.76%	22.52%	36.11%	16.30%	10.28%

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、园林公司近年归母净利润增速及 2018 年业绩预告

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018 全年预计
东方园林	47.35%	38.20%	81.47%	68.46%	68.13%	127.81%	30.17%	-22.07%	下降：25%—0%
铁汉生态	7.21%	50.36%	71.18%	27.45%	45.02%	-1667.80%	67.27%	-110.90%	下降：50%—65%
美晨生态	81.49%	42.59%	49.57%	18.88%	36.46%	66.70%	13.34%	-40.56%	下降：9.92% - 39.62%
东珠生态	208.22%	-23.06%	37.33%	56.74%	31.09%	65.02%	87.43%	-16.60%	
棕榈股份	31.34%	5.71%	194.69%	245.64%	151.83%	109.64%	-25.98%	-196.36%	
蒙草生态	157.05%	169.86%	172.99%	27.32%	148.73%	48.38%	-55.19%	-57.77%	下降：65%-80%
岭南股份	68.12%	103.99%	49.63%	132.87%	95.27%	83.49%	96.07%	77.61%	
龙元建设	73.49%	82.71%	80.03%	67.63%	74.07%	80.91%	57.63%	23.67%	增长 50.04%至 59.93%

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、2018 年 PPP 板块行情回顾——估值与业绩双杀

2018 年，以年初为基准，建筑行业指数（申万）下跌 29.27%，同期沪深 300 指数下跌 25.31%，而 PPP 指数全年收跌超 36.99%，落后于大盘表现，也落后于建筑行业的整体表现。从动态估值的角度，PPP 指数估值从年初的 20 倍下滑至 2018 年末的 11.87 倍，跌幅 40.65%，估值压制是板块行情向下的主要原因。

图 7、2018 年 PPP 指数与沪深 300 及建筑指数对比

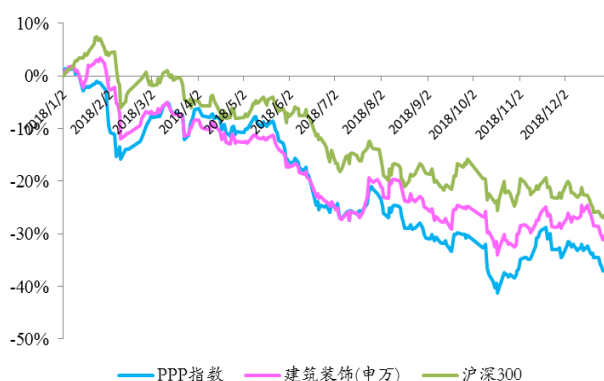
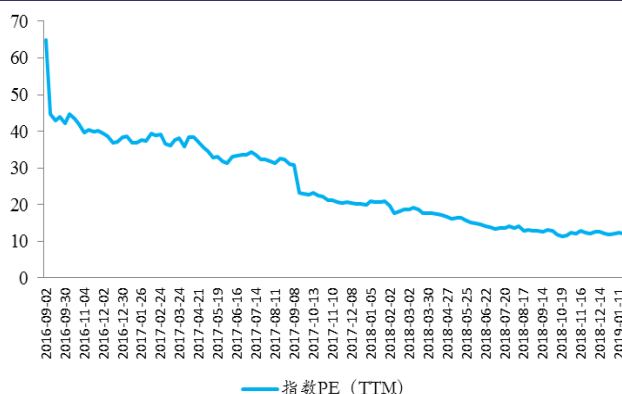


图 8、PPP 指数估值



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

以建筑行业受 PPP 整体环境影响最大的园林板块为例。2018 年全年，园林板块下跌 51.88%，相对沪深 300 的超额收益为-26.57%，大幅跑输大盘指数。其中二季度单季下跌 24.08%，超额收益为-24.08%，且连续三个季度超额收益为负。

表 8、园林板块 2018 年全年及各季度涨跌幅、相对沪深 300 超额收益情况

	2018 全年	超额收益	2018Q1	超额收益	2018Q2	超额收益	2018Q3	超额收益	2018Q4	超额收益
园林板块	-51.88%	-26.57%	-3.60%	1.02%	-24.08%	-14.41%	-16.01%	-16.91%	-18.71%	-10.19%

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从个股表现来看，园林板块主要个股 2018 年全年基本是负收益。一季度，在岭南股份年报业绩翻倍、92 号文规定清库期限即将来临的背景下，园林板块一度出现上扬，岭南股份一季度涨幅达 24.02%，位居建筑行业所有个股的第二。但二季度，大规模清库仍在进行，在市场资金趋紧、东方园林发债事件影响下，板块整体下跌，其中，之前增长较快的个股如蒙草生态、东方园林，或由于项目合规性风险，或由于短期偿债风险和项目后续推进风险，出现下跌，跌幅普遍在 30% 以上。三季度后，虽然在基建补短板部署下，建筑行业基建相关板块反弹，但在严控地方政府隐性负债的预期下，园林板块行情仍较疲软。

由之前分析，2018 年二季度暴露的民企融资问题，对 PPP 板块各公司业绩影响在三季度逐步体现，而估值端率先反应了市场对 PPP 项目合规性、后续项目推进、上市公司偿债风险的担忧。2018 年 PPP 板块的下跌，是业绩和估值的双杀，其中估值是更先反应的因素。

3、地方政府、国企去杠杆&民企融资趋紧=PPP 板块下跌

2018 年，PPP 板块估值端的最大影响因素由政策转向融资。2017 年是 PPP 板块规范的元年，财政部 92 号文、国资委 192 号文、财政部 50 号文和 87 号文等密集出台，政策是压制板块估值的最大因素。而 2018 年全年来看，政策出台较少，但突发事件，尤其是与资金相关的事件对板块估值杀伤力巨大。

我们对 2018 年板块重大事件进行了梳理：

- (1) 2018 年开年，市场传言出于对 PPP 项目合规性风险的考量，部分银行对 PPP 项目停贷，板块随之大跌；
- (2) 2018 年春节后，随着 3 月 31 日财政部原定清库截止日期的临近，以及部分上市公司发布业绩预告，仍维持较高增速，园林板块行情回暖。2 月，岭南股份发布公告，预计 2017 年度净利润同比增长 99.55%，同时公司对 2018 年的经营计划进行了预告，预计 2018 年业绩将同比增长接近 100%，公司股价上涨，带动板块股价整体回升；
- (3) 4 月初，网传新疆、湖南等地叫停政府投资类项目，此后多家上市公司也公告在这些地方的 PPP 项目暂时停工，同时 3 月 31 日的原定清库截止日期到来之后，大规模清库仍在进行，PPP 板块政策层面的压制仍未解除，板块又遭遇大跌；
- (4) 2018 年 5 月 21 日，园林工程板块的龙头公司东方园林公告，公司计划募集 10 亿资金的公司债，实际发行 5000 万元，发行利率为 7%。龙头企业发债遭遇困境，凸显了银行风险偏好降低、民企融资难的问题，公司股价随之大跌，并带动板块其他公司，如铁汉生态、岭南股份、蒙草生态等大跌；
- (5) 7 月末，面对宏观经济下行压力和中美贸易摩擦升级，基建托底经济预期回升，相关政策密集发布，板块行业反弹，但 8 月初，网传《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》下发，财政部刘昆部长在月初、月末两次讲话或文章，增加了市场关于 PPP 项目可能被认定为地方政府隐性负债的担忧。同时，《PPP 条例（征求意见稿）》下发，提出“原则上不再开展完全政府付费类 PPP 项目”，板块再度下跌；
- (6) 10 月下旬，面对民企融资困境，习近平总书记、李克强总理等领导人多次发表讲话，要求改善民企融资环境。10 月 21 日，刘鹤副总理主持金融稳定发展委员会会议，提出做好进一步改善企业金融环境和防范化解金融风险有关工作，当日，央行等多部委就配套出台了缓解民企融资难的相关政策。11 月，习近平总书记参加民企座谈会时，明确表示要支持民营经济发展，要解决民企融资难及大股东质押比例高的问题。民企融资环境向好，以园林行业龙头东方园林为例，公司先后与金融机构、投资者签订《银企合作协议》、《市场化债转股战略合作协议》、《民营企业债券融资支持工具意向合作协议》，解决公司短期资金问题，同时实际控制人签订《股权转让框架协议》，解决股权质押问题。东方园林的融资改善，标志着整个 PPP 园林民企融资将逐步回暖，

- 板块出现反弹；
- (7) 多家 PPP 板块公司三季度业绩出现下滑甚至亏损,这一波反弹并未持续很久,11 月后板块又开始下跌；
- (8) 2018 年 11 月 9 日,财政部发布《政府会计准则第 8 号——负债》,根据新的会计准则,合规的 PPP 项目,由于运营期绩效考核的存在,政府不承担未来刚性支出义务,其支出不构成地方政府债务；
- (9) 2018 年 11 月 22 日-23 日,第四届 PPP 融资论坛在上海召开,财政部 PPP 小组组长焦小平发表演讲表示,PPP 大规模清库基本结束,未来政策法规将逐步完善,并可能在近期推出以中央投资为主的一批生态环保类示范项目。

从全年的政策变动看,在去杠杆和防范地方政府隐性债务风险的背景下,民企融资环境在年中快速恶化。但进入四季度,政策层面已出现对民企融资和合规 PPP 项目的改善,市场在等待 PPP 的下一步信号。

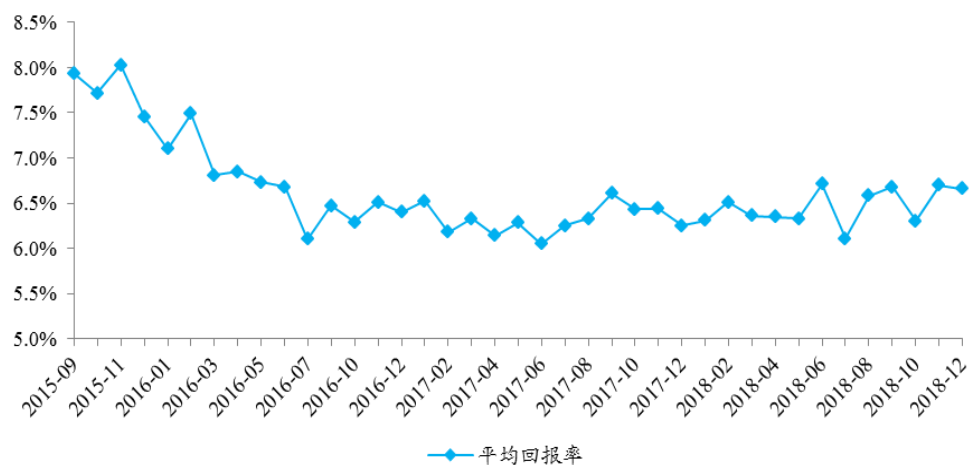
图 9、2018 年 PPP 板块重大事件与 PPP 指数走势对应图



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院

同时,资金成本的提升带动了 PPP 项目平均回报率的提升。根据明树数据对已成交 PPP 项目回报率的统计,2018 年下半年 PPP 项目的回报率呈抬升趋势。

图 10、2018 年下半年已成交 PPP 项目回报率有所抬升



资料来源：明树数据，兴业证券经济与金融研究院整理

4、2019 年 PPP 板块展望：政策、融资将边际放松

4.1、宏观融资环境：政策密集出台，缓解民企融资难问题

2018 年年中以来，民企融资难的问题就逐渐得到中央关注。2018 年 7 月 18 日，央行窗口指导银行，将向一级交易商额外提供中期借贷便利(MLF)资金，用于支持贷款投放和信用债投资，对 AA+及以上评级按 1:1 比例给予 MLF，AA+以下评级按 1:2 给予 MLF 资金，要求必须为产业类，金融债不符合。然而金融机构处于风险偏好的考量，增配民企债意愿较低。

面对民企融资不畅的问题，中央进一步出台政策。10 月 17 日，证监会出手搭救优质民企，建议股权质押债权人暂不采取强制平仓或司法冻结；10 月 20 日，习近平总书记给民营企业企业家回信，表态坚定支持民企发展，刘鹤副总理也表示，不支持民企发展行为必须坚决予以纠正；10 月 22 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署根据督查发现和企业关切的问题，进一步推动优化营商环境政策落实，决定设立民营企业债券融资支持工具，以市场化方式帮助缓解企业融资难。

11 月 1 日，习近平总书记在民营企业座谈会上发表重要讲话，提出要正确认识当前民营经济发展遇到的困难和问题，发挥民营银行、小额贷款公司、风险投资、股权和债券等融资渠道作用。对有股权质押平仓风险的民营企业，有关方面和地方要抓紧研究采取特殊措施，帮助企业渡过难关，避免发生企业所有权转移等问题。

11 月 2 日，中国人民银行营业管理部发布 20 条措施，通过设立 70 亿元的再贴现额度、增设再贴现窗口、引导设立民企债券融资支持工具等，进一步引导金融机构支持北京民营和小微企业发展。

11 月 8 日，银保监会主席郭树清接受《金融时报》采访时表示，要设定相应的政策目标，让民营企业从金融机构获得充足的资金支持。提出“一二五”的愿望，在新增公司类贷款中，大型银行对民营企业贷款不低于 1/3，中小型银行不低于 2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于 50%。

11 月 9 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，要求加大金融支持缓解民营企业特别是小微企业融资难融资贵；决定开展专项行动，解决拖欠民营企业账款问题；部署有效发挥政府性融资担保作用支持小微企业和“三农”发展。

12 月 19 日晚，中国人民银行决定创设定向中期借贷便利 (Targeted Medium-term Lending Facility, TMLF)，根据金融机构对小微企业、民营企业贷款增长情况，向其提供长期稳定资金来源。

2019年2月14日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，要实施差别化货币信贷支持政策，合理调整商业银行宏观审慎评估参数，增加再贷款和再贴现额度，加快建设与民营中小微企业需求相匹配的金融服务体系；抓紧建立“敢贷、愿贷、能贷”长效机制，商业银行要推动基层分支机构下沉工作重心，尽快完善内部绩效考核机制，制定民营企业服务年度目标，加大正向激励力度；积极支持符合条件的民营企业扩大直接融资。

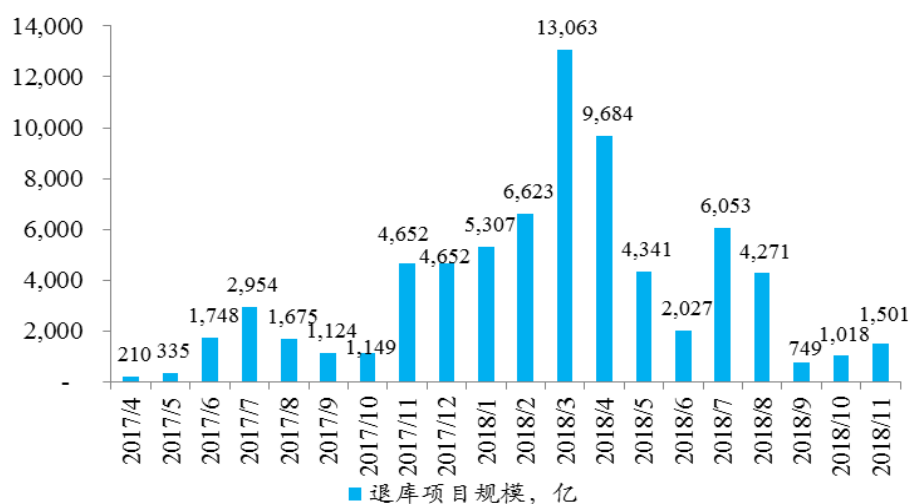
这些融资政策，也逐渐向上市公司落实。以行业龙头东方园林为例，由于5月其发债事件受到市场广泛关注，东方园林成为了PPP园林企业，甚至是民企板块的融资风向杆。8月以来，东方园林分别与兴业银行、广发银行、华夏银行等签订了《银企合作协议》，保证经营性贷款不断流。8月23日，东方园林与农银金融资产投资有限公司签署了《市场化债转股战略合作协议》，后者拟出资不超过人民币30亿元持有东方园林全资子公司东方园林集团环保有限公司不超过49%的股权，首期增资款10亿元已于11月初到位，公司四季度偿债资金得到保证。11月1日，东方园林实际控制人何巧女女士、唐凯先生与北京市盈润汇民基金管理中心（有限合伙）签订了《股权转让框架协议》后者拟受让占东方园林总股本不超过5%的股份，成为东方园林的战略股，并为东方园林的健康稳定发展提供支持。11月2日，中债信用增进投资股份有限公司、中国民生银行股份有限公司、北京中关村科技融资担保有限公司、北京东方园林环境股份有限公司四方签署了《民营企业债券融资支持工具意向合作协议》，东方园林成为首批获得民营企业债券融资支持工具的民营企业之一。东方园林的融资改善，标志着整个PPP园林民企融资将逐步回暖。

我们认为，2018年10月以来，民企融资政策出台力度之大、规格之高，都足以表明中央改善民企融资困境的决心，而且，这是一次各部门配套的、有具体落实方案的行动。在央行2018年10月和2019年1月两度宣布降准后，市场民企债务融资的信用利差已呈下降趋势。2018年，或是近年来民企融资最困难的一年，而2019年，建筑行业整体融资将确定性地边际改善。

4.2、PPP 行业政策：大规模清库基本结束，合规 PPP 支出非政府负债

根据我们每个月跟踪的财政部 PPP 项目库数据，8 月后，大规模清库基本结束。2018 年 11 月的第四届 PPP 融资论坛上，财政部 PPP 小组组长焦小平表示，大规模 PPP 清库已经结束。根据我们跟踪的数据，9 月-11 月，月度清库规模回归 2017 年 11 月前的正常水平。也就是说，目前仍在库的 PPP 项目，合规性比较有保障。

图 11、2018 年 8 月后，月度清库金额回归正常



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

同时，2018 年 11 月 9 日，财政部发布《政府会计准则第 8 号——负债》，其中规定：地方政府负债“是指政府会计主体过去的经济业务或者事项形成的，预期会导致经济资源流出政府会计主体的现时义务。”只有同时满足以下条件时，才能被确认为负债：（一）履行该义务很可能导致含有服务潜力或者经济利益的经济资源流出政府会计主体；（二）该义务的金额能够可靠地计量。

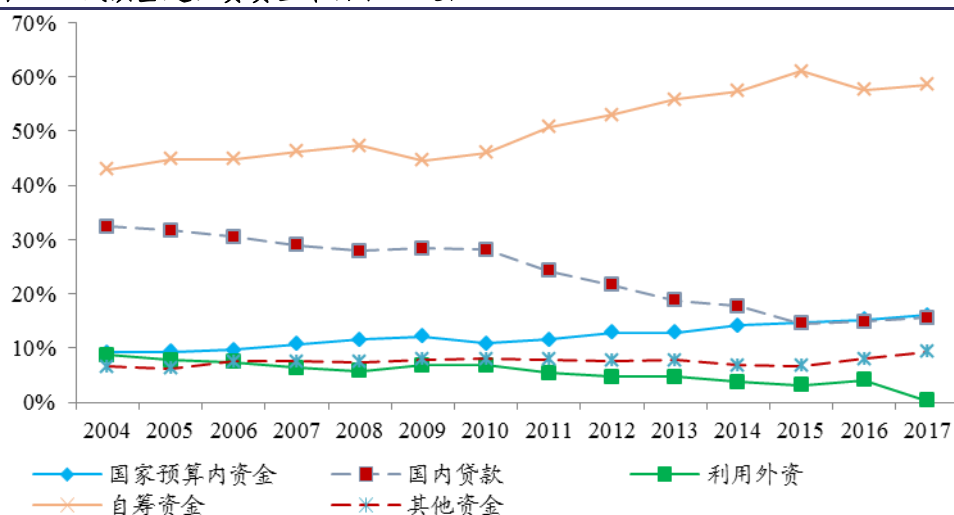
由于合规 PPP 项目的支付，是基于社会资本未来提供公共服务的绩效评价结果，不能够约定回报，因而未来支出责任金额并不能够可靠地计量，签订合同时并不存在可靠金额的支付义务，因无法“可靠计量”，也无法构成“现时义务”，不构成政府债务，更不可能构成地方政府隐性负债。我们认为未来地方政府对 PPP 项目的支付，符合第三十四条的定义，不应确认为负债，但须按照《政府会计准则第 8 号》第三十六条规定对该类义务进行披露。

4.3、地方政府“稳杠杆”要求下，基建“补短板”需 PPP 配合

国务院办公厅《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》提出“规范有序推进 PPP 项目”。2018 年 11 月初，国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》指出，将加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度、合理保障融资平台公司正常融资需求、充分调动民间投资积极性、规范有序推进 PPP 项目等。我们认为，2019 年，合规 PPP 项目仍是基建“补短板”的重要保障。

从基建投资的资金来源看，国家预算资金和国内贷款的比例基本维持在 15%，而自筹作为最大的资金来源，占比约 60%。但 2019 年，由于减税的影响，以税收收入为主的一般财政收入面临压力，而在房地产调控政策仍未有松动迹象的情况下，2019 年地方政府土地出让收入也有下滑压力，在自筹资金中占较大比例的政府性基金支出承压。如果要保持基建“补短板”的强度，除了市场预期的专项债发行加速外，调动民间资本、加快合规 PPP 项目建设，也将是不多的选择之一。

图 12、城镇基建投资资金来源占比变化



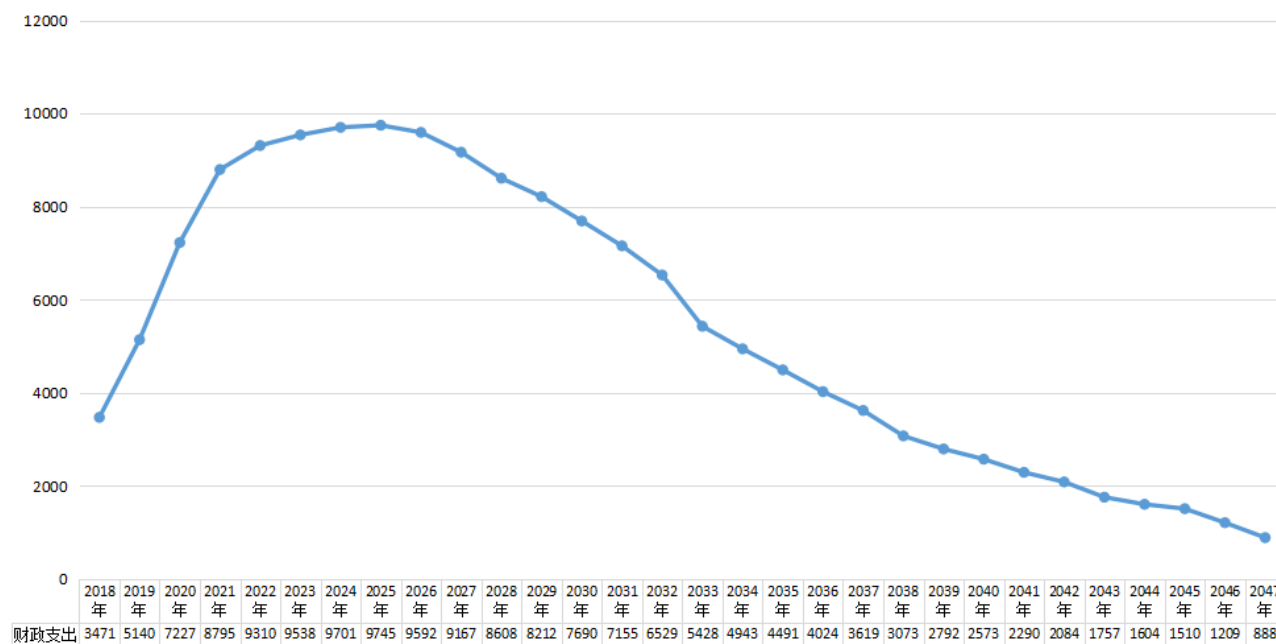
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

全国大部分地市距 10% 财政红线仍有空间。截至 2018 年 12 月数据，全国 2508 个有 PPP 项目入库的财政本级（含省本级、地市本级、区县本级）中，2503 个本级的各年度 PPP 最大一般公共预算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 1787 个的各年度财承占比都低于 7% 预警线，处于安全区间；有 5 个本级的财承占比在近期个别年份超 10%。总体看，PPP 项目潜在财政风险得到有效监测和防控。

PPP 管理库全部项目未来 30 年（2018 年至 2047 年）的财政支出责任共计 16.2 万亿元，包括一般公共预算支出责任 12.8 万亿元、政府性基金支出责任 3.4 万亿元。其中，已落地项目财政支出责任 9.0 万亿元，包括一般公共预算支出责任 6.8 万亿

元、政府性基金支出责任 2.2 万亿元。根据财政部测算，从时间分布看，全部项目支出责任高峰在 2025 年，为 9745 亿元，包括一般公共预算支出责任 7523 亿元、政府性基金支出责任 2222 亿元。相对各级政府财政收入以及 10% 的财政红线而言，PPP 项目发展仍有一定空间。

图 13、2018 年 8 月后，月度清库金额回归正常



资料来源：财政部 PPP 中心季报，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为，在 PPP 大规模清库结束后，在库 PPP 项目的合规性风险较小。目前压制 PPP 板块公司估值和业绩的原因，对国企来说，主要是去杠杆政策，对民企来说，主要是融资。在央企去杠杆取得阶段性成效，民企融资渠道被逐步疏通的情况下，合规 PPP 项目仍是地方基建需要倚赖的手段。2019 年，可进一步关注行业政策、法规的出台及民企融资的变化。

5、风险提示

PPP 政策变动风险、项目融资不到位、利率上行、工程推进不达预期

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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。

特别声明

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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn