



行业评级：增持

报告日期：2017-05-26



#### 相关研究

上交所首批 PPP+ABS 化项目落地  
2017 年 3 月 10 日

PPP 资产证券化 打通投融资链条  
2016 年 12 月 27 日

#### 金融环保组

联系人：杨易  
0551-65161592  
ivanyiyang@163.com

## 迎接 PPP 项目落地潮，看好水环境综合治理

### 主要观点：

#### □ PPP 火热的背后：投融资模式变革

PPP 的火热是政府加快财政体制改革的体现。旧有的以土地财政为核心的融资模式激化了地方财务风险，国家层面力推 PPP，不仅是一次微观层面的“操作方式升级”，更是一次宏观层面的“体制机制变革”。今年以来，随着房地产调控政策不断升温 and 治理效果逐渐显现，房地产投资增速或将回落，PPP 模式成为 2017 年稳增长的重要力量。

**PPP 证券化进入加速通道，激活 PPP 投融资链条。**2016 年 12 月末，国家发改委和中国证监会联合发文，推动 PPP 项目资产证券化。证监会系统下绿色通道于 2017 年 2 月中旬正式落地，发改委紧随其后收到报送的 41 个首批拟进行证券化融资 PPP 项目。至 3 月，共有首批 4 单“PPP+ABS”在落地，标志着 PPP 资产证券化项目即将进入集中落地期。

#### □ 财政部项目库：由项目爆发到项目落地

**项目数与投资额大幅增长，落地率稳步提升。**截至 2017 年 3 月末，全国入库项目 12287 个，总投资额 14.6 万亿元，项目数和投资额较去年年末分别增长 9.12%、7.93%，落地率为 34.5%，较去年末提高了 2.9 个百分点。其中，在财政部示范项目里，第一、二批示范项目实现了 100% 落地；第三批的落地率为 54.6%。

#### □ 发改委：统筹传统基础设施领域

**职能分工显现，建立全国传统基础设施领域 PPP 项目库。**2015 年 5 月，国家发改委建立首个部委层面项目库成立。今年 2 月，发改委组织对已有的 PPP 项目库进行了完善，建立了全国传统基础设施领域 PPP 项目库。目前，传统基础设施领域 PPP 项目库共入库 15966 个项目，总投资 15.9 万亿元。发改委侧重于推广 PPP 项目，先后展开了四次公开推介，合计推介了 2276 个项目，总投资额超 6 万亿元。

#### □ 投资策略

**PPP 是环保产业当前最大投资主题。**看好雄安新区催化下的水环境治理板块，维持行业“增持”评级。雄安新区，千年大计，未来建设是一个推倒重来的计划，立足点极高。其水环境治理将会基于整个流域管理的大尺度的生态框架，因此对于整体解决方案和治理技术要求会更高，这将推动更多创新环保技术实现产业化，相关的技术型公司受益也将更加突出。在标的选择上把握两条主线：1) 建议关注在受到 PPP 政策倾斜明显、市场化程度相对较高、高景气度的细分领域中寻求投资标的；2) 建议关注战略规划明确、业务横向纵向扩张、拥有丰富 PPP 项目建设及运营经验、拿单能力强的大型上市企业。推荐东方园林（海绵城市）、碧水源（膜技术）、国祯环保（污水处理）。

#### □ 风险提示

PPP 政策变化风险；PPP 政策推动与落实不及预期；PPP 项目落地不及预期。

# 目 录

<b>1 PPP 火热的背后：投融资模式变革</b>	<b>- 5 -</b>
1.1 新型项目融资与实施模式	- 5 -
1.2 投融资模式：向 PPP 模式转变	- 6 -
1.3 经济下行：PPP 成为稳增长的重要力量	- 7 -
1.4 PPP 资产证券化：打通投融资链条	- 8 -
1.5 未来着力点：财政红线外移、一带一路推动	- 10 -
<b>2 财政部项目库：项目落地成为工作重点</b>	<b>- 11 -</b>
2.1 项目数与投资额稳固增长，落地率稳步提升	- 11 -
2.2 项目区域集中度下降，行业集中度基本稳定	- 13 -
2.3 绿色低碳成为发展新理念	- 15 -
<b>3 财政部示范项目：标杆作用凸显</b>	<b>- 16 -</b>
3.1 推动示范项目落地，体现政府力推 PPP 之决心	- 16 -
3.2 区域范围和行业领域不断扩大，环保占有一席之地	- 18 -
3.3 民营资本参与度与国企相比仍有差距	- 19 -
<b>4 发改委项目库：统筹传统基础设施领域</b>	<b>- 20 -</b>
4.1 完善国家首个部委层面项目库	- 20 -
4.2 项目库：云贵领跑全国，市政、交通占主导	- 21 -
4.3 四次公开推介，总投资额超 6 万亿元	- 22 -
<b>5 投资策略</b>	<b>- 23 -</b>
5.1 雄安催化水环境治理，把握 PPP 发展两条主线	- 23 -
5.2 个股推荐（东方园林、碧水源、国祯环保）	- 24 -
5.2.1 东方园林：业绩大增，PPP 助推公司高成长	- 24 -
5.2.2 碧水源：业绩大增，PPP 助推公司高成长	- 24 -
5.2.3 国祯环保：业绩大增，工业废水&小城镇治理发展抢眼	- 25 -
<b>6 风险提示</b>	<b>- 26 -</b>

## 图表目录

图表 1 PPP 模式的特征 .....	5-
图表 2 PPP 运作模式 .....	5-
图表 3 全国财政收支情况 .....	6-
图表 4 地方财政收支情况 .....	6-
图表 5 2016 年全国入库 PPP 项目数 .....	6-
图表 6 GDP 及同比增速 .....	7-
图表 7 基础设施建设投资完成额及同比增速 .....	7-
图表 8 PPP 模式成为 2017 年稳增长的重要力量 .....	7-
图表 9 PPP 资产证券化的意义 .....	8-
图表 10 PPP 项目资产证券化三种类型收益权资产 .....	8-
图表 11 PPP 资产证券化 PPP 证券化进入加速通道 .....	9-
图表 12 PPP 模式未来两个着力点：财政红线外移+一带一路推动 .....	10-
图表 13 财政部项目库入库 PPP 项目数及增速 .....	11-
图表 14 财政部项目库入库 PPP 投资额及增速 .....	11-
图表 15 财政部项目库入库落地 PPP 项目数及投资额 .....	12-
图表 16 财政部项目库入库 PPP 项目落地率 .....	12-
图表 17 财政部项目库入库 PPP 项目数（分阶段） .....	12-
图表 18 财政部项目库入库 PPP 项目投资额（分阶段） .....	12-
图表 19 2016 年 12 月与 2017 年 3 月入库项目地域分布情况 .....	13-
图表 20 财政部项目库入库项目区域集中度（项目数） .....	14-
图表 21 财政部项目库入库项目区域集中度（投资额） .....	14-
图表 22 财政部项目库入库落地项目（项目数） .....	14-
图表 23 财政部项目库入库落地项目（投资额） .....	14-
图表 24 财政部项目库落地项目行业集中度（项目数） .....	14-
图表 25 财政部项目库落地项目行业集中度（投资额） .....	14-
图表 26 绿色低碳项目数各阶段分布 .....	15-
图表 27 绿色低碳投资额各阶段分布 .....	15-
图表 28 落地绿色低碳项目数各阶段分布 .....	15-
图表 29 落地绿色低碳投资额各阶段分布 .....	15-
图表 30 三批财政部示范 PPP 项目数量对比 .....	16-
图表 31 三批财政部示范 PPP 项目投资额对比 .....	16-
图表 32 三批财政部示范 PPP 项目落地时长及落地周期统计 .....	17-
图表 33 三批财政部示范 PPP 项目各阶段数量对比 .....	17-
图表 34 三批财政部示范 PPP 项目各阶段投资额对比 .....	17-
图表 35 第一批示范项目落地数量 .....	17-
图表 36 第二批示范项目落地数量 .....	17-
图表 37 第三批示范项目落地数量 .....	17-
图表 38 三批示范项目覆盖省份和领域分布 .....	18-
图表 39 三批落地示范项目行业分布 .....	18-
图表 40 三批示范落地项目覆盖省份分布 .....	19-
图表 41 三批示范落地项目覆盖领域分布 .....	19-
图表 42 716 家社会资本类型分布 .....	19-

图表 43 2 财政部示范项目行业领域分布.....	- 19 -
图表 44 财政部、发改委 PPP 项目库比较.....	- 20 -
图表 45 发改委传统基础设施领域推广 PPP 模式七大重点领域.....	- 20 -
图表 46 发改委 PPP 项目库数目区域分布.....	- 21 -
图表 47 发改委 PPP 项目库投资额区域分布.....	- 21 -
图表 48 发改委 PPP 项目库数目行业领域分布.....	- 21 -
图表 49 发改委 PPP 项目库投资额行业领域分布.....	- 21 -
图表 50 发改委 PPP 项目库环保领域项目数分布.....	- 22 -
图表 51 发改委 PPP 项目库环保领域投资额分布.....	- 22 -
图表 52 发改委推介 PPP 项目一览表.....	- 22 -
图表 53 PPP 标的和非 PPP 标的过去一年涨跌幅排名.....	- 23 -
图表 54 不同市值水平标的的营收同比增长对比.....	- 23 -

## 1 PPP 火热的背后：投融资模式变革

### 1.1 新型项目融资与实施模式

PPP 是 Public-Private Partnership 的缩写，在我国被译为“政府与社会资本合作”。这里的社会资本不一定是私营机构，在我国 PPP 模式的合格投资者中，包含国有企业、民营企业、外商投资企业、混合所有制企业或者其他投资、经营主体，因此将与政府的合作方翻译为社会资本。PPP 定义在国内外有很多不同的版本，究其本质在于明确了公共部门和私人部门之间的伙伴关系，强调全生命周期理念，在长达 20-30 年的合作关系中，政府与社会资本需要“利益共享、风险共担”。

图表 1 PPP 模式的特征

伙伴关系	利益共享	风险分担
<ul style="list-style-type: none"> <li>项目目标一致</li> <li>以最少的资源，实现最多的产品或服务</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>不以利润最大化为目的</li> <li>私营部门分享相对平和、稳定的投资回报</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>公共部门承担伴生风险等</li> <li>私营部门承担管理职责等</li> </ul>

资料来源：《财政研究》、华安证券研究所

从我国官方文件中涉及到的 PPP 运作方式来看，发改委主要推广的有 O&M、BOT、BOOT、BOO 等；而财政部主要推广的有 O&M、MC、BOT、BOOT、ROT、TOT、BOO 等，财政部出于缓解存量项目资金压力的目的增加了 ROT 和 TOT 等方式。BOT 模式是我国最常见、最成熟的 PPP 类型。但随着 BOT 的不断发展，有演化成传统的 BOT 模式和基于 PPP 的 BOT 模式。二者最大的区别在于基于 PPP 模式的 BOT 模式强调政府的非营利性资金的主流参与<sup>1</sup>。

图表 2 PPP 运作模式

运作公式	模式简介
TOT	即移交—经营—移交，政府部门将存量资产所有权有偿转让给社会资本或项目公司，并由其负责运营、维护和用户服务，合同期满后资产及其所有权等移交给政府的项目运作方式。
ROT	即改扩建-运营-移交，政府在 TOT 模式的基础上，增加改扩建内容的项目运作方式。
BOT	即建设-运营-移交，由社会资本或项目公司承担新建项目设计、融资、建造、运营、维护和用户服务职责，合同期满后项目资产及相关权利等移交给政府的项目运作方式。
BOO	即建设-拥有-运营，由 BOT 演化而来，二者区别主要是 BOO 方式下社会资本或项目公司拥有项目所有权，但必须在合同中注明保证公益性的约束条款，一般不涉及项目期满移交。
O&M	即委托运营，指政府保留存量公共资产的所有权，而仅将公共资产的运营维护职责委托给社会资本或项目公司，并向社会资本或项目公司支付委托运营费用。社会资本或项目公司不负责用户服务的运作方式。
MC	即管理合同，政府保留存量公共资产的所有权，将公共资产的运营、维护及用户服务职责授权给社会资本或项目公司的项目运作方式，政府向社会资本或项目公司支付相应管理费用。

资料来源：PPP 知乎、公开资料、华安证券研究所

<sup>1</sup>资料来源：《国内 PPP 发展历程及未来展望》黄靖雯、刘小平

## 1.2 投融资模式：向 PPP 模式转变

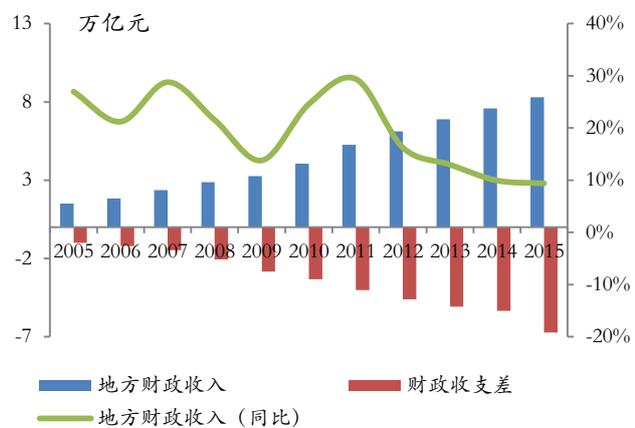
财政收入增速回落，政府主导的投融资模式将不可持续。改革开放之初，政府自身作为融资主体，国家重点建设和基础设施投资由各地计委实施。20 世纪 90 年代初期，为集中更多财力进行建设投资，国务院进行了分税制改革，这为大规模基础设施建设提供了强大的支撑，极大的推动了我国经济长期的高速增长。近年来，财政收入增速回落，2015 年我国公共财政收入同比增长 8.4%，增速比 2013、2014 年分别回落 0.72 个和 0.16 个百分点。初步测算，我国城镇化率由 2013 年的 53.7% 提高到 2020 年的 60% 左右，城镇化建设投资需求达 42 万亿元左右，仅依靠国家财政投入显然难以满足。

图表 3 全国财政收支情况



资料来源：wind、华安证券研究所

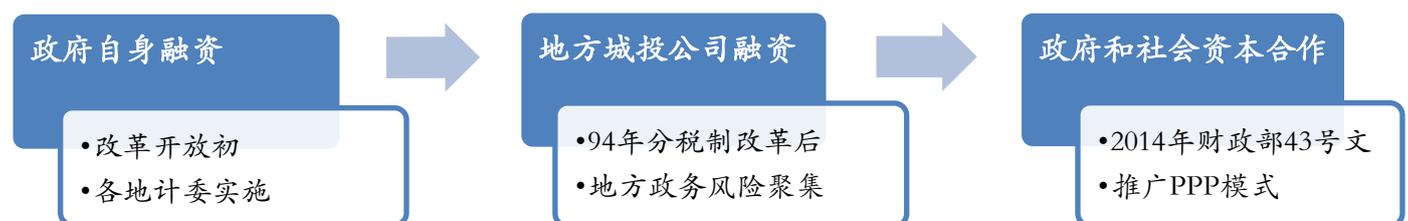
图表 4 地方财政收支情况



资料来源：wind、华安证券研究所

PPP 的火热是政府加快财政体制改革的体现。在城镇化大力推进，地方政府基础设施建设仍需大量资金，旧有的以土地财政为核心的融资模式遭遇瓶颈，债务风险逐渐集聚和暴露。中央政府通过以 43 号文为核心的系列措施，限制了地方政府通过融资平台来融资的渠道。在国家层面上推广 PPP 模式。新预算法于 2015 年 1 月开始执行，这切断隶属于政府的融资平台公司依靠土地和政府及财政信用融资的渠道，进一步强化了 43 号文，促进 PPP 模式参与基础设施和公共服务运营。PPP 的推动不仅是一次微观层面的“操作方式升级”，更是一次宏观层面的“体制机制变革”。PPP 模式已经被提升到国家治理现代化、市场发挥决定性作用、快速转变政府职能、建立现代财政制度和推进城镇化健康发展等机制变革的高度。

图表 5 2016 年全国入库 PPP 项目数

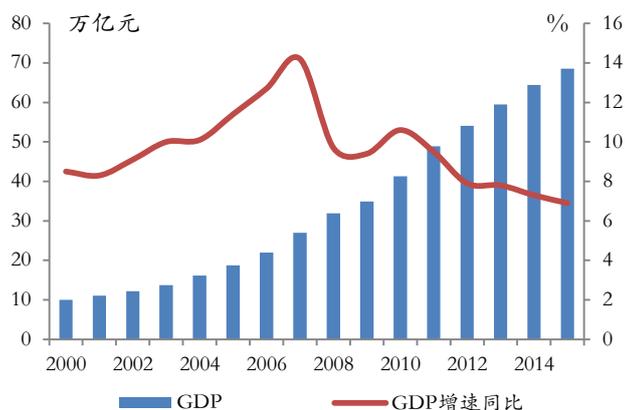


资料来源：华安证券研究所

### 1.3 经济下行：PPP 成为稳增长的重要力量

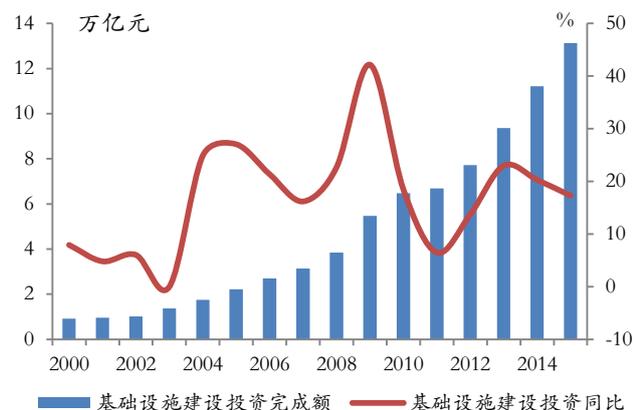
经济稳中求进，财政积极有效，基建托底不易。人民日报 2016 年上半年连续刊文专访权威人士，明确表示我国未来经济呈“L”型走势，且为一个长期阶段。在去年 12 月中旬召开的中央经济工作会议和 17 年央行年会中提出，要继续实施积极的财政政策，稳健的货币政策的针对性和有效性进一步增强。今年两会把“稳中求进”作为工作的总基调，将适度扩大总需求。17 年财政赤字率仍为 3%，中央+地方财政赤字共计 2.38 万亿、新增 2000 亿，较 16 年增幅有所下降。减税和赤字增速收窄使得今年对基建的支撑力度较去年相比将进一步所减少。

图表 6 GDP 及同比增速



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 7 基础设施建设投资完成额及同比增速



资料来源：wind、华安证券研究所

**PPP 模式成为 2017 年稳增长的重要力量。**2015 年 5 月，国务院推出《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》，部署推广 PPP 模式，对冲经济下行风险。同年 9 月，财政部推出《财政支持稳增长的政策措施》，认定 PPP 模式是“稳增长”的重要措施。今年以来，随着房地产调控政策不断升温 and 治理效果逐渐显现，房地产投资增速或将回落，稳增长的主要手段恐怕仍将落到基建投资上。增加财政杠杆用于基建投资的方式会增加政府负债率，PPP 模式是推动政府融资市场化、降低政府债务负担的有效手，预计在 17 年中 PPP 撬动财政将成为带动基建投资的重要力量。PPP 项目具有周期长、现金流稳定、抗通胀、对冲宏观经济下滑等特征，使得 PPP 的项目越来越受到资本市场的青睐。

图表 8 PPP 模式成为 2017 年稳增长的重要力量

#### 宏观：经济稳中求进，财政积极有效，基建托底不易

地产调控政策升温 and 治理效果逐渐显现

财政政策积极有效

#### 中观：促地方债务缓解，稳增长重要力量

财政部 43 号文、新预算法

《财政支持稳增长的政策措施》

#### 微观：PPP 项目成为热点投资标的

周期长

现金流稳定

抗通胀

对冲经济下滑

资料来源：华安证券研究所

## 1.4 PPP 资产证券化：打通投融资链条

PPP 模式与资产证券化产品有着天然的结合。PPP 项目存在明显的投资回收期长、资本流动性不足等问题，由此 PPP 项目与模式与期限分割、信用分层和流动性多样的可上市交易的资产证券化产品有着天然的结合需求。PPP 模式有三个支点：短期依靠政府补贴，长期依靠运营效率提高，资本运作贯穿始终。从资本运作的角度来看，资产证券化可以作为实现 PPP 项目建设期首轮融资后再融资和推出的重要金融工具。PPP 项目的资产证券化，未来有望成为基建和公共领域的经典投融资模式。这对于盘活存量 PPP 项目资产，吸引更多、更广阔的社会资本参与提供公共服务，提升项目可持续性具有较强的意义。<sup>2</sup>

图表 9 PPP 资产证券化的意义

### 盘活存量 PPP 项目资产

- PPP 项目往往投资数额巨大，且投资回收期较长，流动性较差，通过以项目经营权、收益权为基础进行资产证券化上市交易和流通，有助于增强资金流动性，有效降低原始权益人的债务杠杆。

### 解决 PPP 融资难题

- 通过 PPP 项目资产证券化，丰富了社会资本的退出机制，减少了社会资本参与 PPP 项目的后顾之忧，从而有助于提高投资人的持续投资能力，进而吸引更多社会资本参与。

### 提升项目运营可持续性

- 资产证券化以实现破产隔离为特点，通过将 PPP 项目证券化实现资产在会计上出表，在发行人和投资人之间构筑起稳定的防火墙，为投资者获取稳定的现金流提供了保障，也有助于确保项目运营的可持续性。

资料来源：政府采购信息网、华安证券研究所

**收益权资产是 PPP 项目资产证券化的主要模式。**PPP 项目资产证券化与一般类型基础资产的证券化在基本原理和操作流程方面基本相同，主要区别在于基础资产的特点不同，以及资产证券化在项目产业链中的定位有所不同，具有政策约束性强、基础资产广、保障力度大的特征。PPP 项目资产证券化的基础资产类型有收益权资产、债券资产、股权资产。其中收益权资产是 PPP 项目资产证券化最主要的基础资产类型，包括使用者付费模式、政府付费模式、可行性缺口模式。

图表 10 PPP 项目资产证券化三种类型收益权资产

收费模式	适用的 PPP 项目	基础资产类型
使用者付费模式	通常用于可经营系数高、财务效益良好、直接向最终用户提供服务的基础设施项目，如市政供水、城市管道燃气、高速公路等	收费收益权
政府付费模式	通常用于不直接向最终用户提供服务的设施项目，如市政污水处理、垃圾焚烧发电、水源净化、或者市政道路等不具备直接收费权的基础设施项目	财政付款
可行性缺口模式	政府对运营商实施补贴，通常用于可经营系数较低、财务效益欠佳、直接向最终用户提供服务但收费无法覆盖投资和运营成本及合理回报的基础设施项目，如医院、学校、文化体育场馆、保障房、市政公用项目等。	收费收益权和财政补贴

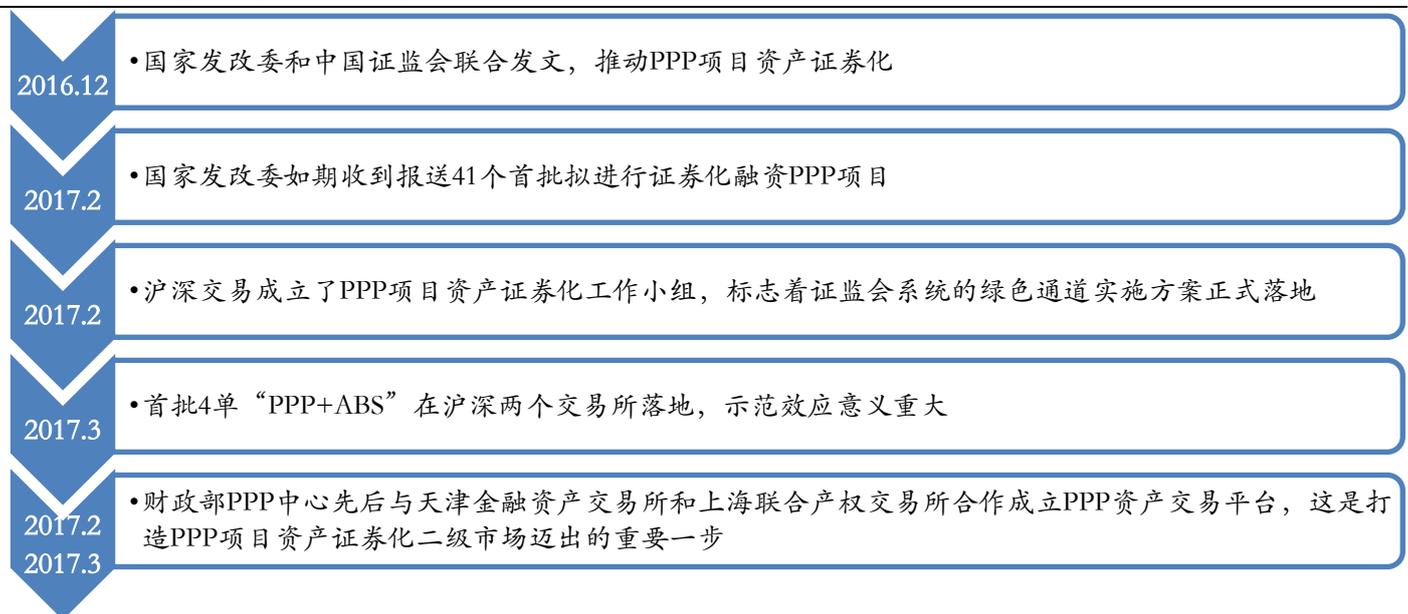
资料来源：《PPP 与资产证券化》、华安证券研究所

<sup>2</sup> 资料来源：《PPP 与资产证券化》

**PPP 证券化进入加速通道。**2016 年 12 月末，国家发改委和中国证监会联合发文，推动 PPP 项目资产证券化，标志着我国 PPP 项目资产证券化大幕拉开。2017 年 2 月底，发改委如期收到报送 41 个首批拟进行证券化融资 PPP 项目，其中污水处理项目 21 单，占比超过一半。证监会系统下绿色通道也于 2017 年 2 月 17 日正式落地，沪深交易成立了 PPP 项目资产证券化工作小组，这标志着证监会系统的绿色通道实施方案正式落地。可见国家在推动 PPP 资产证券化进入加速通道。

**市场上真正意义上的首单“PPP+ABS”正式落地。**此前“新水源 PPP 资产支持专项计划”在机构间私募产品报价与服务系统成功发行，但与发改委 2698 号文中规定的需在沪深交易所开展资产证券化融资要求尚有差距。2017 年 3 月有 4 单“PPP+ABS”在沪深两个交易所落地，符合国家发改委要求，首批项目的正式落地标志着 PPP 资产证券化项目即将进入集中落地期，示范效应意义重大。与此同时，财政部也与人民银行正在酝酿 PPP 项目资产证券化的相关支持政策并拟在银行间市场发行，PPP 资产证券化成为行业关注的焦点。

图表 11 PPP 资产证券化 PPP 证券化进入加速通道



资料来源：华安证券研究所

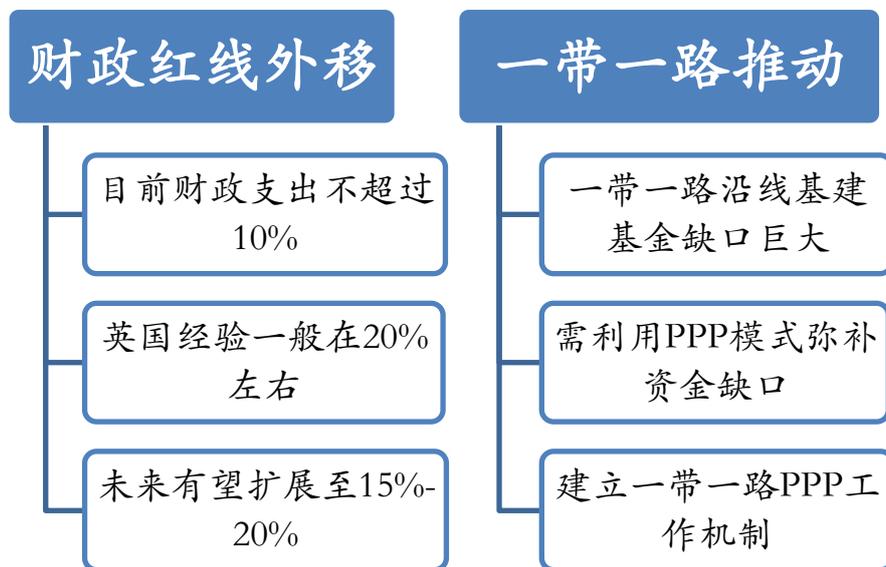
**缓解“融资难”和“退出难”，未来深度 PPP 二级市场可期。**首批 PPP 项目资产证券化落地，打通了融资-落地-退出投融资链条，吸引更多的社会资本进入公共事业领域，助推环保类 PPP 项目的加速落地。2017 年 2 月 28 日和 3 月 1 日，财政部 PPP 中心先后与天津金融资产交易所和上海联合产权交易所合作成立 PPP 资产交易平台，这是打造 PPP 项目资产证券化二级市场迈出的重要一步，预计 PPP 有关打造资产证券化二级市场和发展适宜长期资金投资的资产证券化工具或将成为未来政策焦点，从而进一步彻底激活 PPP 投融资链条。

## 1.5 未来着力点：财政红线外移、一带一路推动

**财政预算红线仍有外移空间。**现行制度规定，年度PPP项目从财政预算中安排的支出责任占一般公共预算支出的比例不超过10%。这体现了国家层面对PPP的审慎态度，确保政府切实履行合同义务，有效防范和控制财政风险。参考国际经验，英国是世界上PPP模式发展成熟的国家，处于“功能良好并且成熟”的第三阶段PPP市场<sup>3</sup>。其PPP预算在本世纪初期占到公共投资额的1/3，但一般在20%以上，最低是15%。但目前中国PPP模式的广泛应用仅有三年时间，历史数据还不足以支撑PPP最优财政支出规模，未来将PPP的财政预算红线扩展至15%-20%应该是合理的。

**PPP模式有望与“一带一路”良好融合。**“一带一路”是近年我国顶层国家战略，中国对外开放区域结构的开创性转变，仅用时三年就完成了从概念提出到具体实施举措的一系列流程。根据亚洲开发银行预测，未来10年，仅亚洲基础设施投资就需要8.22万亿美元，“一带一路”沿线基础设施建设资金缺口巨大。国家主席习近平在近期“一带一路”国际合作高峰论坛上表示，中国将向丝路基金新增资金1000亿元人民币，通过人民币海外基金、国开行、进出口银行等渠道提供约6800亿元人民币的资金，加大对“一带一路”建设资金支持。但仅靠公共资本是不够的，还需要调动社会资本的积极性，利用PPP模式弥补融资缺口。发改委近期会同13部门建立“一带一路”PPP工作机制，与沿线国家在基础设施等领域加强合作，积极推广PPP模式，鼓励和帮助中国企业走出去，推动相关基础设施项目尽快落地。

图表 12 PPP 模式未来两个着力点：财政红线外移+一带一路推动



资料来源：华安证券研究所

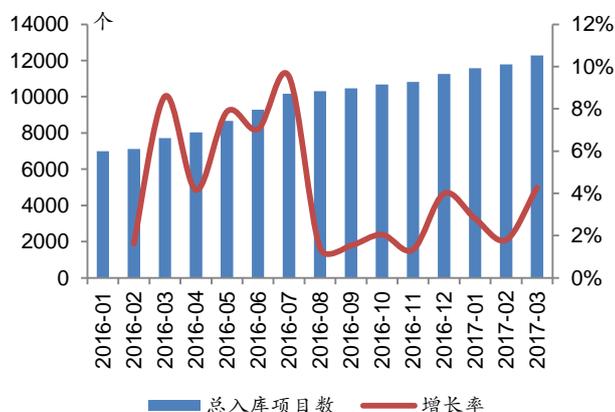
<sup>3</sup>资料来源：《Managing the Implication of Public Private Partnerships》，Deloitte.

## 2 财政部项目库：项目落地成为工作重点

### 2.1 项目数与投资额稳固增长，落地率稳步提升

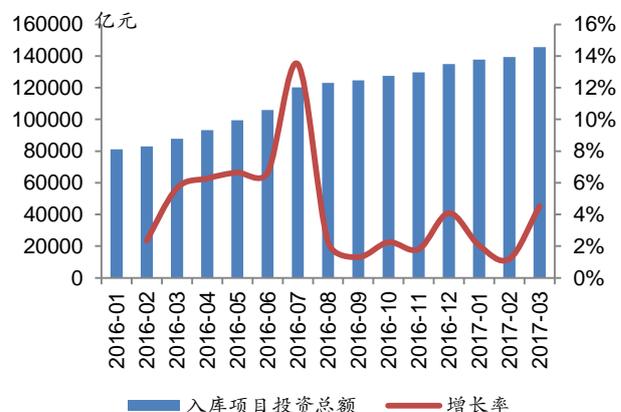
**PPP 入库项目数与投资额稳固增长。**截至 2017 年 3 月末，全国入库项目 12287 个，总投资额 14.6 万亿元。项目数和投资额较去年年末相比，净增项目 1027 个、投资额 1.06 万亿元，增长率分别为 9.12%、7.93%；比去年同期相比，净增项目 4566 个、投资额 5.78 万亿元，增长率分别为 59.14%、66.13%。整体来看，项目数与投资额自 2016 年以来实现稳固增长；分阶段来看，2016 年上半年呈持续快速上升态势，下半年至今增速有所放缓，这表明了 PPP 项目入库的高峰期已过，2017 年将迎来稳定发展期。

图表 13 财政部项目库入库 PPP 项目数及增速



资料来源：wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

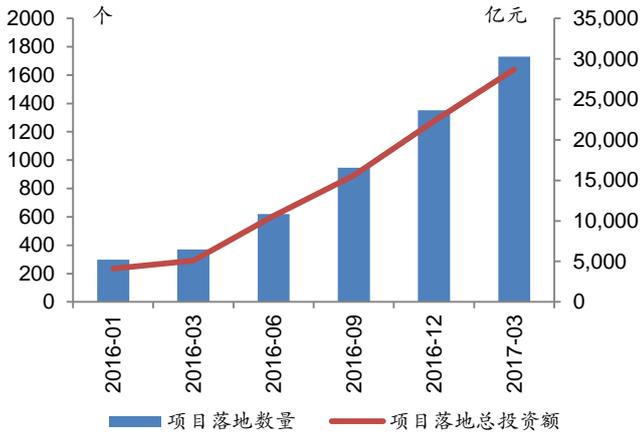
图表 14 财政部项目库入库 PPP 投资额及增速



资料来源：wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

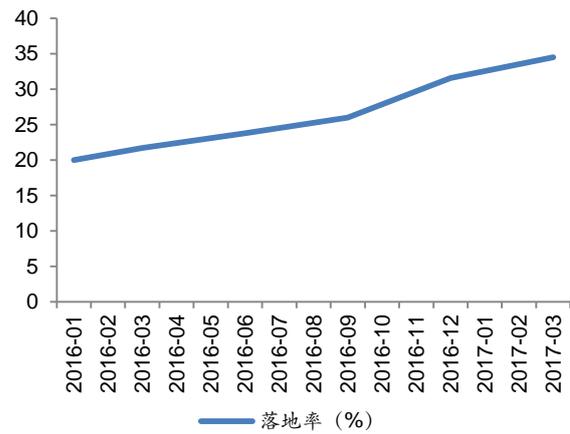
**项目落地数量与投资额快速增长，落地率稳步提升。**项目落地率是指处于执行和移交两个阶段项目数之和与准备、采购、执行、移交 4 个阶段项目数总和的比值。按此口径统计，截至 2017 年 3 月末，签约落地的项目为 1729 个，总投资额为 2.8 万亿元，净增项目 378 个、投资额 6700 亿元，增长率分别为 27.98%、45.95%；比去年同期相比，净增项目 1360 个、投资额 2.36 万亿元，增长率分别为 368%、462%。整体来看，落地项目无论从项目数还是投资额来看，均实现爆发式的增长。从落地率来看，截至 2017 年 3 月末，全国入库项目落地率为 34.5%，与去年末落地率 31.6%相比，提高了 2.9 个百分点；与去年同期落地率 21.7%相比，提高了 12.8 个百分点；从每月的情况来看，落地率呈稳步提升态势。

图表 15 财政部项目库入库落地 PPP 项目数及投资额



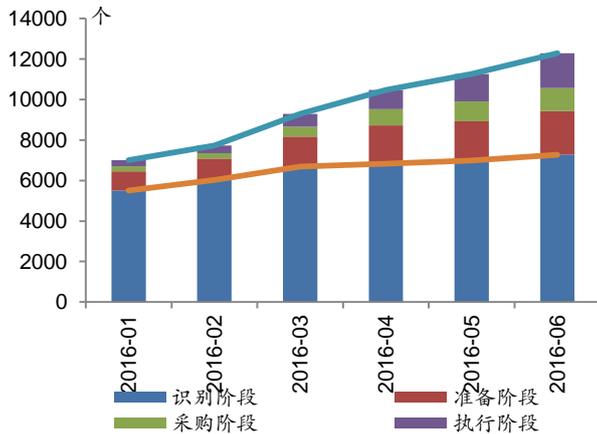
资料来源: wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

图表 16 财政部项目库入库 PPP 项目落地率



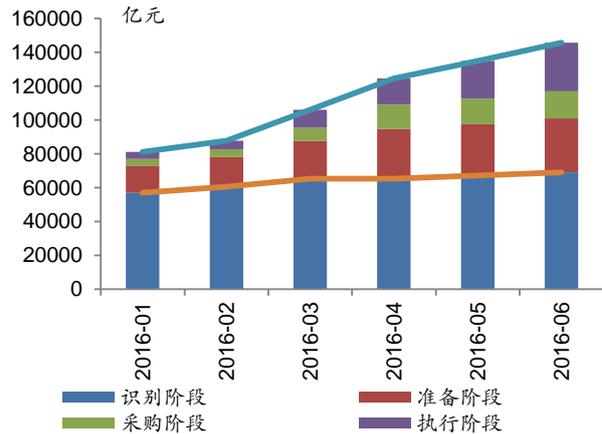
资料来源: wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

图表 17 财政部项目库入库 PPP 项目数 (分阶段)



资料来源: wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

图表 18 财政部项目库入库 PPP 项目投资额 (分阶段)



资料来源: wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

## 2.2 项目区域集中度下降，行业集中度基本稳定

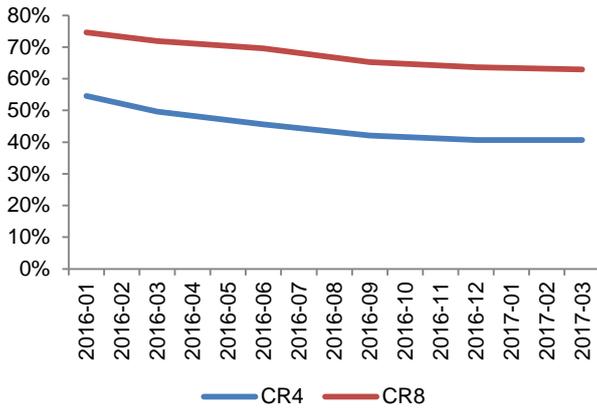
从入库的项目数和投资额来看，贵州以 1805 个 PPP 项目，总投资额 1.8 万亿，列位全国第一。排在后面是山东（含青岛），入库项目数为 1132 个，总投资为 1.2 万亿元。原先排位相对滞后省份，以青海和湖北为代表，在 2016 年中发展迅猛。以青海为例，项目数由 1 个成长为 72 个，投资额由 1 亿元增长为 1126 亿元，黑龙江实现了零的突破。从区域分布来看，PPP 项目不再集中在某几个省份，CR<sub>4</sub>/CR<sub>8</sub> 不断下降，发展更加均衡。从行业度分布来看，市政工程和交通运输占据主导地位，CR<sub>4</sub>/CR<sub>8</sub> 基本保持稳定状态，行业集中度较高。

图表 19 2016 年 12 月与 2017 年 3 月入库项目地域分布情况

入库项目数				总投资额			
省份	2016 年 12 月	2017 年 3 月	增长率	省份	2016 年 12 月	2017 年 3 月	增长率
贵州	1788	1805	0.95%	贵州	16034	16195	1.0%
山东	1087	1132	4.14%	山东	12229	12468	2.0%
新疆	852	1050	23.24%	云南	10302	11037	7.1%
四川	848	873	2.95%	河南	9538	10253	7.5%
内蒙古	828	1005	21.38%	四川	9180	9465	3.1%
河南	795	879	10.57%	内蒙古	7096	8450	19.1%
辽宁	487	499	2.46%	江苏	6798	7310	7.5%
甘肃	470	483	2.77%	河北	6788	6931	2.1%
河北	450	481	6.89%	甘肃	5732	5793	1.1%
云南	417	435	4.32%	辽宁	5619	5748	2.3%
江苏	346	381	10.12%	浙江	5432	5697	4.9%
浙江	317	329	3.79%	湖南	5109	7189	40.7%
湖南	316	466	47.47%	新疆	4393	6536	48.8%
陕西	316	348	10.13%	福建	3983	3443	-13.6%
江西	311	358	15.11%	陕西	3310	3790	14.5%
福建	280	245	-12.50%	湖北	2391	2528	5.7%
广西	183	206	12.57%	北京	2317	2220	-4.2%
安徽	180	198	10.00%	重庆	2141	2216	3.5%
海南	155	161	3.87%	广西	2137	2465	15.3%
黑龙江	144	145	0.69%	安徽	2118	2277	7.5%
湖北	132	142	7.58%	黑龙江	2023	1890	-6.6%
广东	118	129	9.32%	广东	1902	2342	23.1%
北京	98	87	-11.22%	江西	1806	2075	14.9%
青海	72	108	50.00%	宁夏	1736	2073	19.4%
宁夏	72	105	45.83%	海南	1653	1670	1.0%
重庆	66	70	6.06%	吉林	1309	1388	6.0%
吉林	61	69	13.11%	青海	1126	1202	6.7%
山西	41	62	51.22%	山西	551	632	14.7%
天津	17	22	29.41%	天津	150	303	102.0%
上海	1	1	0.00%	上海	14	14	0.0%

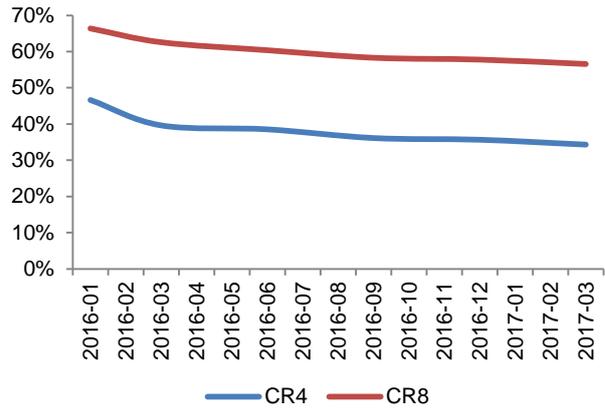
资料来源：wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

图表 20 财政部项目库入库项目区域集中度 (项目数)



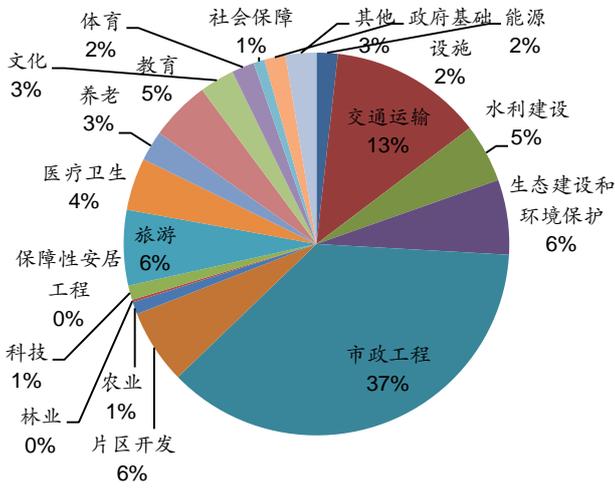
资料来源: wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

图表 21 财政部项目库入库项目区域集中度 (投资额)



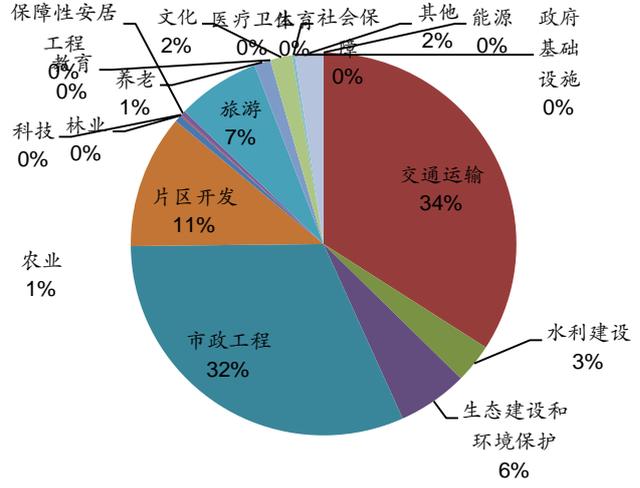
资料来源: wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

图表 22 财政部项目库入库落地项目 (项目数)



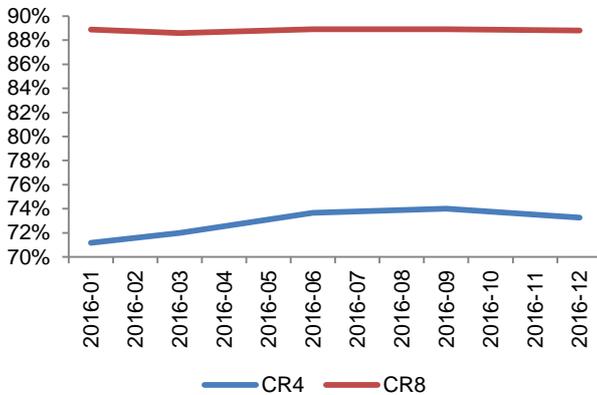
资料来源: wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

图表 23 财政部项目库入库落地项目 (投资额)



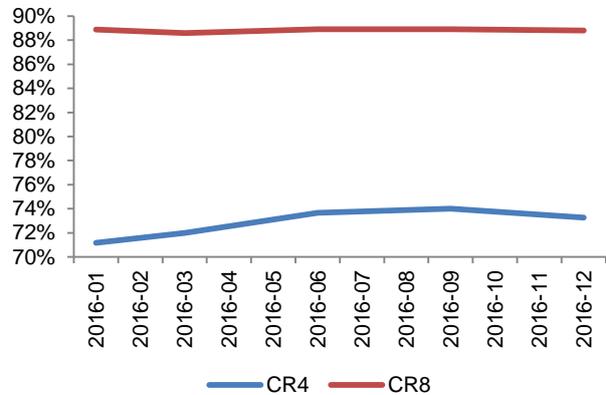
资料来源: wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

图表 24 财政部项目库落地项目行业集中度 (项目数)



资料来源: wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

图表 25 财政部项目库落地项目行业集中度 (投资额)

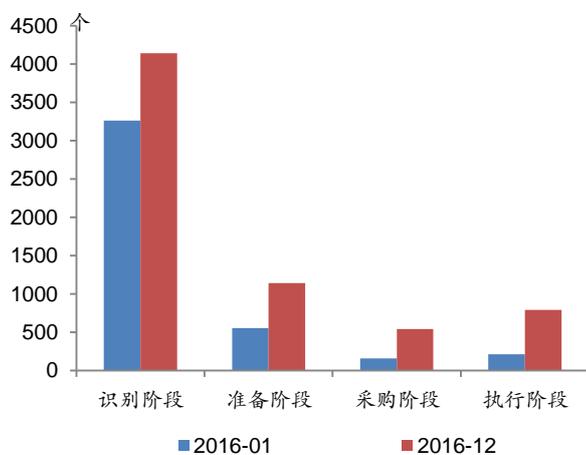


资料来源: wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

## 2.3 绿色低碳成为发展新理念

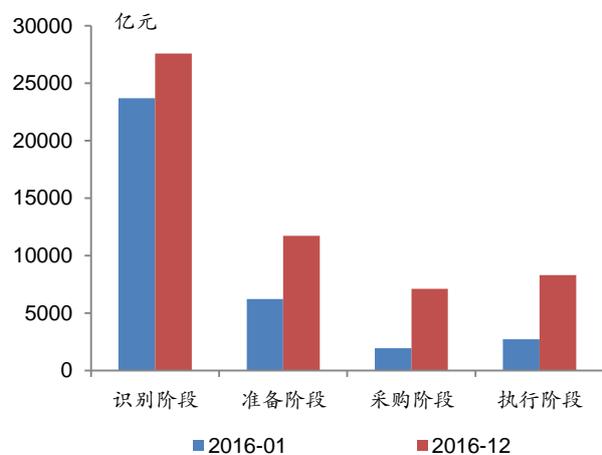
按财政部的统计口径，公共交通、供排水、生态建设和环境保护、水利建设、可再生能源、教育、科技、文化、养老、医疗、林业、旅游等多个领域 PPP 项目，都具有推动经济结构绿色低碳化的作用。截至 2017 年 3 月末，全国入库项目中绿色低碳项目共有 7220 个，总投资额 5.9 万亿元，分别占全国入库项目的 58.8% 和 40.7%，较去年年末分别增加 0.1 和 0.2 个百分点。其中，已签约落地项目 619 个，投资额 1.1 万亿元，较去年年末，新增落地项目 220 个，新增投资额 3626 亿元。截至 2017 年 3 月末，签约落地的绿色低碳项目 1012 个、投资额 1.19 万亿元，相较于去年年末，净增落地 220 个、3626 亿元，维持稳步提升态势。

图表 26 绿色低碳项目数各阶段分布



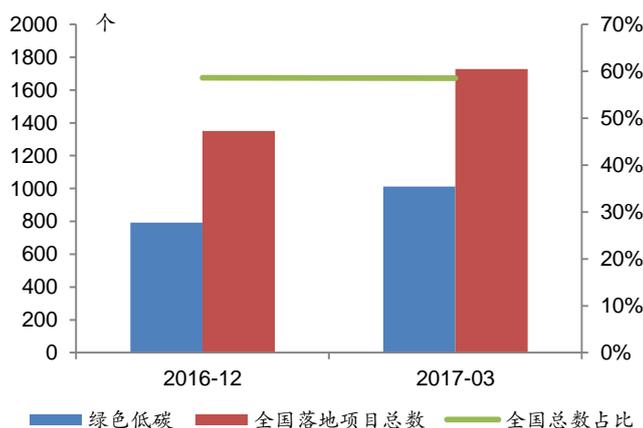
资料来源：wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

图表 27 绿色低碳投资额各阶段分布



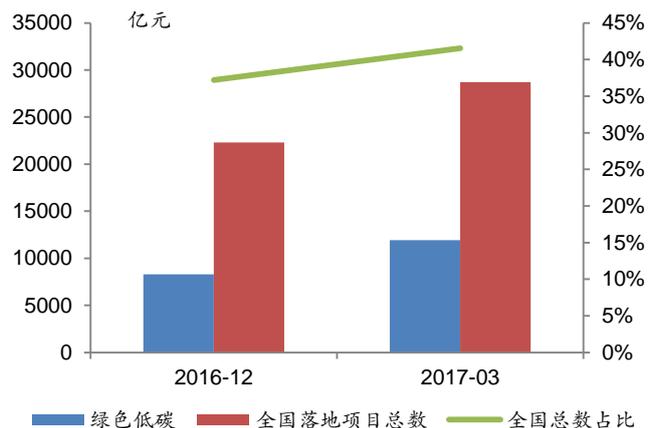
资料来源：wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

图表 28 落地绿色低碳项目数各阶段分布



资料来源：wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

图表 29 落地绿色低碳投资额各阶段分布



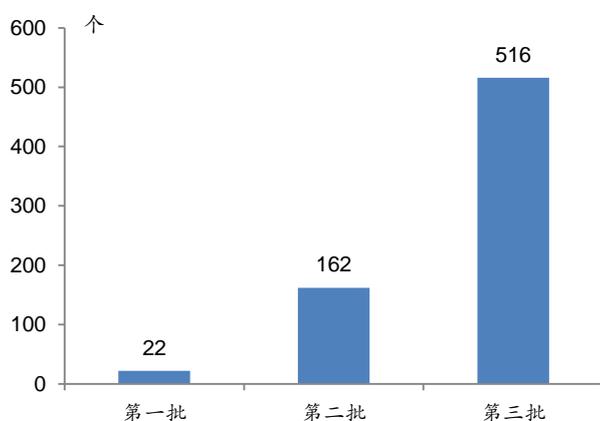
资料来源：wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

### 3 财政部示范项目：标杆作用凸显

#### 3.1 推动示范项目落地，体现政府力推 PPP 之决心

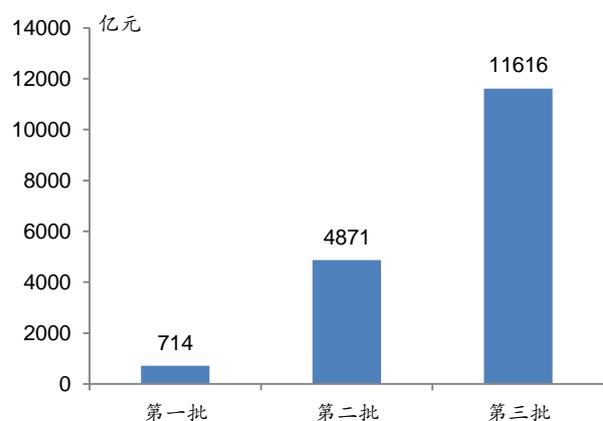
财政部三批 PPP 示范近两万亿元规模。财政部于 2014 年、2015 年、2016 年分别发布了三批 PPP 示范项目，截至 2017 年 3 月末，三批示范项目合计 700 个，总资额 1.7 万亿元（逾期未完成采购的 43 个第二批示范项目调出示范项目名单）。其中，第三批示范项目是由财政部会同其他 19 个部委联合审议并发布，无论从项目数和投资额，都超过前两批之和，体现了 PPP 模式得到广泛认可，和对示范项目标杆作用的肯定。

图表 30 三批财政部示范 PPP 项目数量对比



资料来源：财政部 PPP 中心、华安证券研究所<sup>4</sup>

图表 31 三批财政部示范 PPP 项目投资额对比



资料来源：财政部 PPP 中心、华安证券研究所

**明确完成采购时间，落地周期不断缩短，推动项目落地。**颁布第三批示范项目时，一大亮点是明确列示了各批示范项目落地的截止日期。与以往不同的是，第三批示范项目落地周期被压缩到不到一年的时间内完成采购，体现了政府力推示范项目落地的决心。从 2016 年 3 月末的数据来看，示范项目中，已落地项目 464 个，总投资额 1.19 万亿元，比去年末增加 101 个项目，1739 亿元，提高了 16.8 个百分点。总体来看，处于识别阶段大幅减少，执行阶段大幅提升。分别来看，第一、二批示范项目实现了 100% 落地；第三批的落地率为 54.6%，比去年末提高了 11.7 个百分点。从各批次国家示范项目平均落地周期比较，第一、二、三批分别为 15 个月、15.6 个月、11.0 个月，第三批比前两批少 4 个月。随着 PPP 工作的推进，相关各方能力提高和经验增长，落地周期呈缩短趋势，落地速度加快，落地效率提高。

<sup>4</sup> 财政部 2014 年第一批 PPP 示范项目最初为 30 个，已陆续调出 8 个。

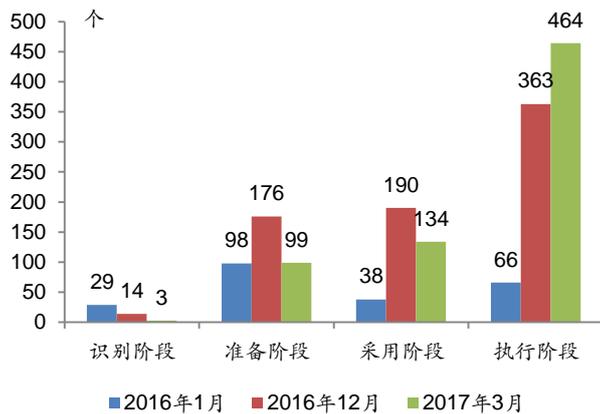
财政部 2015 年第二批 PPP 示范项目最初为 206 个，已陆续调出 44 个。

图表 32 第三批财政部示范 PPP 项目落地时长及落地周期统计

	公布日期	完成采购时间	预计落地时长	平均落地周期 (月)
第一批示范项目	2014-11-30	2016 年年底前完成采购	约 2 年	15.0
第二批示范项目	2015-09-25	2017 年 3 月完成采购	约 1 年半	15.6
第三批示范项目	2016-10-13	原则上 2017 年 9 月前完成采购	不足 1 年	11.0

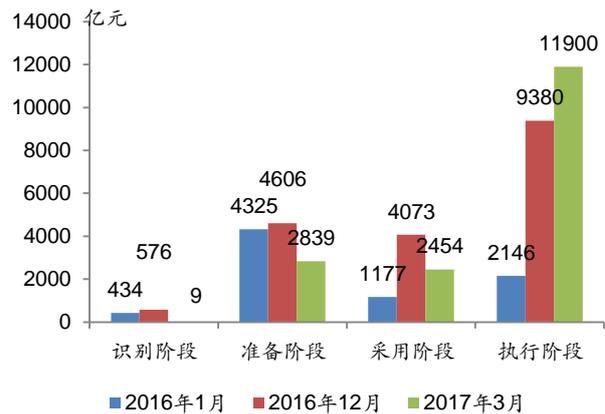
资料来源：财政部 PPP 中心、华安证券研究所

图表 33 第三批财政部示范 PPP 项目各阶段数量对比



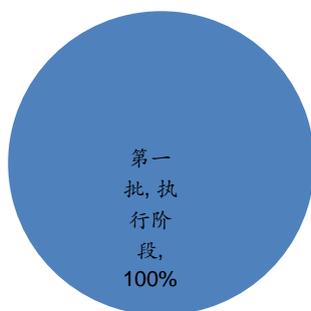
资料来源：财政部、华安证券研究所

图表 34 第三批财政部示范 PPP 项目各阶段投资额对比



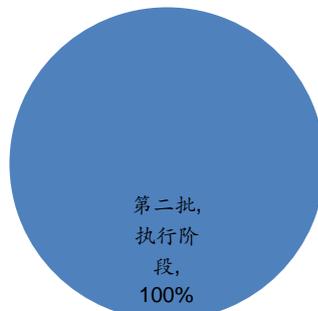
资料来源：财政部、华安证券研究所

图表 35 第一批示范项目落地数量



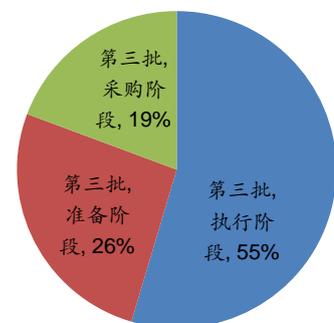
资料来源：财政部、华安证券研究所

图表 36 第二批示范项目落地数量



资料来源：财政部、华安证券研究所

图表 37 第三批示范项目落地数量



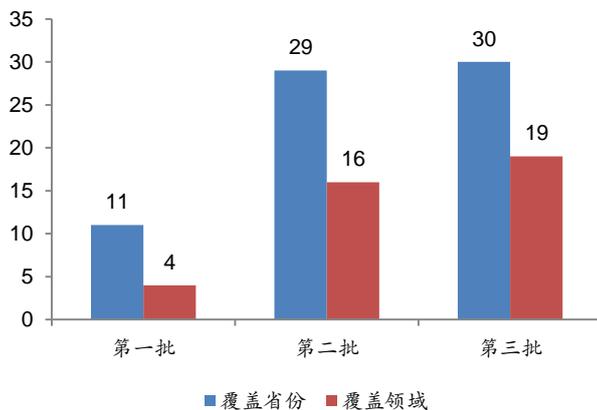
资料来源：财政部、华安证券研究所

### 3.2 区域范围和行业领域不断扩大，环保占有一席之地

**示范区域和行业领域不断扩大。**从示范区域来看，根据 2016 年年末数据，第一批示范项目覆盖 11 个省份，第二批扩容至 28 个和 30 个省份。从入库项目数和落地项目数来看，根据 2017 年 3 月末的数据，河南有 58 个国家示范项目，其中有 52 个项目签约进入执行阶段，两者均居全国首位。超过 20 个落地示范项目的省份共有 8 个，合计占有落地示范项目总数的 52.2%。**从行业领域来看**，根据 2016 年年末数据，在财政部划分的 19 个一级行业中，第一批仅占 4 个领域，第二批和第三批扩容至 16 个和 18 个。从落地的示范项目来看，根据 2017 年 3 月末的数据，在 464 个落地示范项目中，市政工程类 216 个，占比最高，约占到 46.6%，自 2016 年 5 月以来稳居首位；交通运输类次之，有 45 个，占 9.6%；生态建设和环境保护类居第三位，有 39 个，占 8.4%。

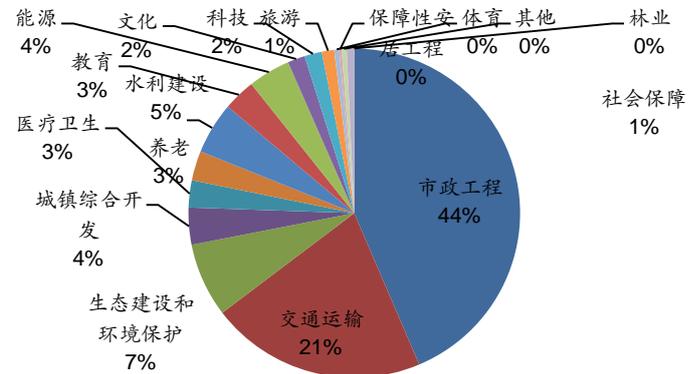
**环保项目占有一席之地。**环保类项目 3 个一级行业和 10 个二级行业，在三次 PPP 示范项目中均有较高占比。以第三次示范项目为例，环保类项目占总项目数的 42%，占投资总额的 22%。数量较多的子行业集中在污水处理，综合治理，管网、垃圾处理等；投资额较多的子行业为管网、综合处理、海绵城市、污水处理等。与第二批 PPP 示范项目相比，新增了海绵城市子行业，污水处理、管网、垃圾处理的项目数和投资总额增加较大。

图表 38 三批示范项目覆盖省份和领域分布<sup>5</sup>



资料来源：财政部 PPP 中心、华安证券研究所

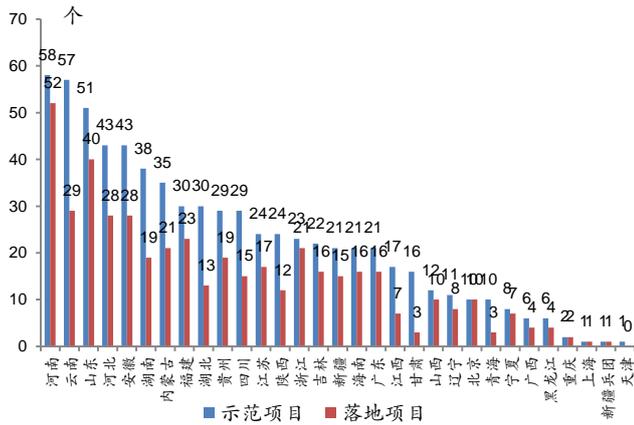
图表 39 三批落地示范项目行业分布



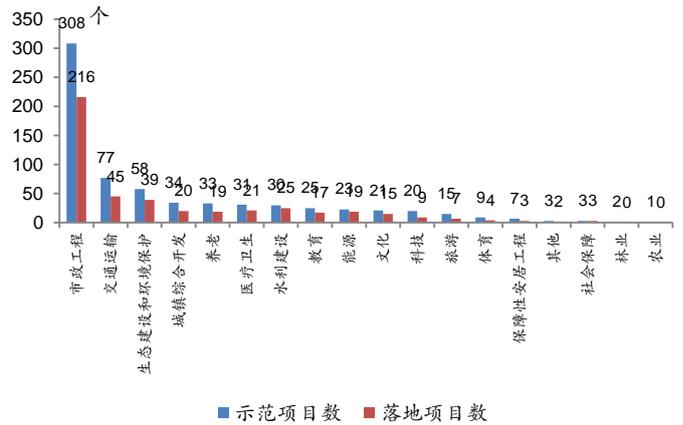
资料来源：财政部 PPP 中心、华安证券研究所

<sup>5</sup>平均落地周期的数据为 2016 年 12 月 31 日。

图表 40 三批示范落地项目覆盖省份分布



图表 41 三批示范落地项目覆盖领域分布



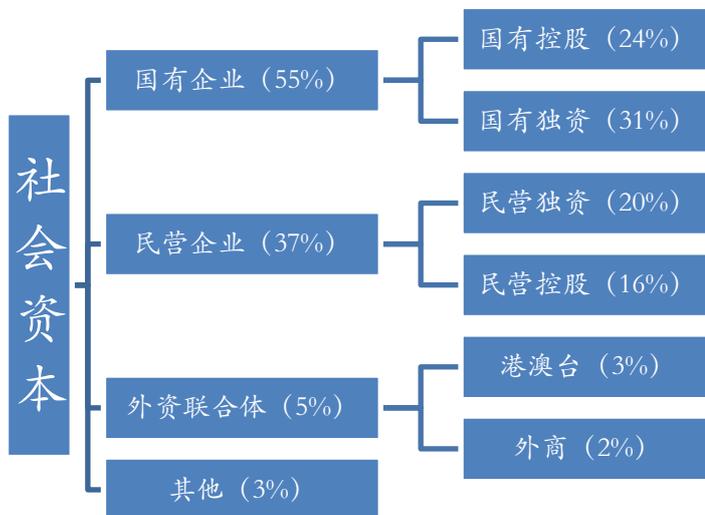
资料来源：财政部 PPP 中心、华安证券研究所

资料来源：财政部 PPP 中心、华安证券研究所

### 3.3 民营资本参与度与国企相比仍有差距

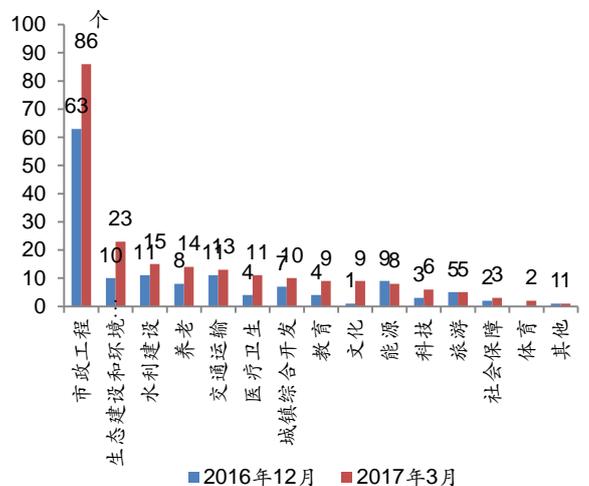
民企参与度略有波动，参与行业领域增多。在财政部发布的关于推进 PPP 的通知中，着重强调了不得以不合理的采购条件对潜在合作方实行差别待遇或歧视性待遇。截至 2017 年 3 月末，有 246 个单家社会资本项目和 194 个联合体项目参与了 455 个落地示范项目的签约，合计 716 家社会资本信息已入 PPP 项目库。其中，民营企业（含民营独资和民营控股）262 家，占比 36.6%，比去年末相比低了 2.3 个百分点，与去年 6 月末相比几乎持平。有民营和含民营及外资的联合体参与的项目数合计 215 个，占落地项目总数的 47.3%，比去年末低 2.7 个百分点但比去年 6 月末相比，高了 9.7 个百分点。总体来说民企的参与度略有波动，但与国企相比，仍有较大差距。民企覆盖的行业扩大到 15 个，较去年新增体育行业；其中，位居前三的领域是市政工程、生态建设和环境保护、水利建设，分别为 86、23、15 个，生态建设和环境保护类项目总数排名由去年第四位上升两位至行业第二。

图表 42 716 家社会资本类型分布



资料来源：财政部 PPP 中心、华安证券研究所

图表 43 财政部示范项目行业领域分布



资料来源：财政部 PPP 中心、华安证券研究所

## 4 发改委项目库：统筹传统基础设施领域

### 4.1 完善国家首个部委层面项目库

**首个国家部委级 PPP 项目库。**2014 年 12 月，发改委发文要求各省区市发改委建立 PPP 项目库，并从 2015 年 1 月起每月向国家发改委报送项目库月度表现情况。2015 年 4 月，发改委发布《国家发展改革委关于进一步做好政府和社会资本合作项目推介工作的通知》，明确将建立全国 PPP 项目库。2015 年 5 月，发改委门户网站开辟 PPP 项目库专栏，公开发布 PPP 推介项目，首个部委层面项目库成立。发改委鼓励各类社会资本通过特许经营、政府购买服务、股权合作等多种方式参与建设及运营。

图表 44 财政部、发改委 PPP 项目库比较

	财政部	发改委
信息内容	信息公开及信息时效性	侧重于项目推介
是否入库效果	不入库的项目原则上不得列入财政预算	按月报送，但未报送的后果并未明确
项目库功能	建立政府、社会对 PPP 项目的监督机制	主要起到推介功能，增强政企交流

资料来源：靳林明《财政部、发改委 PPP 项目库比较》、华安证券研究所

**明确职能分工，建立全国传统基础设施领域 PPP 项目库。**2016 年 7 月，国务院元常务会议明确了财政部和发改委在 PPP 领域的职能分工，即财政部牵头公共服务领域，发改委侧重基础设施领域。2016 年 8 月底，发改委公布《关于切实做好传统基础设施领域政府和社会资本合作有关工作的通知》，负责 PPP 模式在能源、交通运输、环境保护、水利、林业、农业和市政工程等七大传统基础设施领域的重点推广。今年 2 月，发改委组织对已有的 PPP 项目库进行了完善，建立了全国传统基础设施领域 PPP 项目库。目前，传统基础设施领域 PPP 项目库共入库 15966 个项目，项目总投资 15.9 万亿元。

图表 45 发改委传统基础设施领域推广 PPP 模式七大重点领域

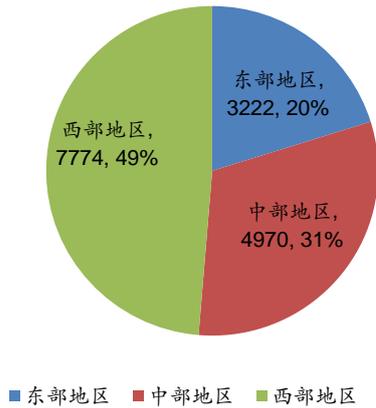
推广领域	覆盖范围
能源领域	电力及新能源、石油和天然气、煤炭类
交通运输领域	铁路运输、道路运输、水上运输、航空运输、综合类
水利领域	引调水工程、水生态治理工程、供水工程、江河湖泊治理工程、灌区工程、农业节水工程、水土保持等项目。
环境保护领域	水污染治理、大气污染治理、固体废物治理、危险废物治理、放射性废物治理、土壤污染治理，湖泊、森林、海洋等生态建设、修复及保护项目。
农业领域	三农基础设施建设项目、现代渔港、农业废弃物资源化利用、示范园区、国家级农产品批发市场等项目。旅游农业、休闲农业基础设施建设等项目。
林业领域	京津风沙源治理、岩溶地区石漠化治理、重点防护林体系建设、国家储备林、湿地保护与修复工程、林木种质资源保护、森林公园等项目。
重大市政工程领域	城市供水、供热、供气、污水垃圾处理、地下综合管廊、园区基础设施、道路桥梁以及公共停车场等项目。

资料来源：PPP 项目库、华安证券研究所

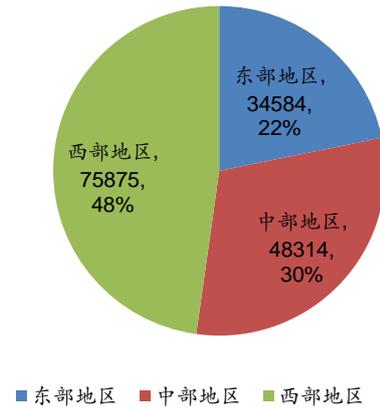
## 4.2 项目库：云贵领跑全国，市政、交通占主导

**项目库地域分布：西部占比近半，云贵领跑全国。**从地域分布来看，东部地区项目 3222 个、总投资 34584 亿元；中部地区项目 4970 个、总投资 48314 亿元；西部地区项目 7774 个、总投资 75857 亿元；西部地区无论从项目数还是投资额来看都占据全国总量的将近一半。从省份分布来看，贵州省、云南省入库项目数和投资额居全国前二位，分别为 1376 个、1202 个，1.97 万亿元、1.37 万亿元。

图表 46 发改委 PPP 项目库数目区域分布



图表 47 发改委 PPP 项目库投资额区域分布

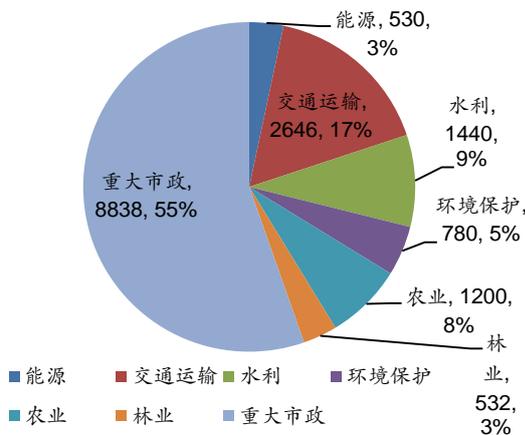


资料来源：发改委 PPP 专栏、华安证券研究所

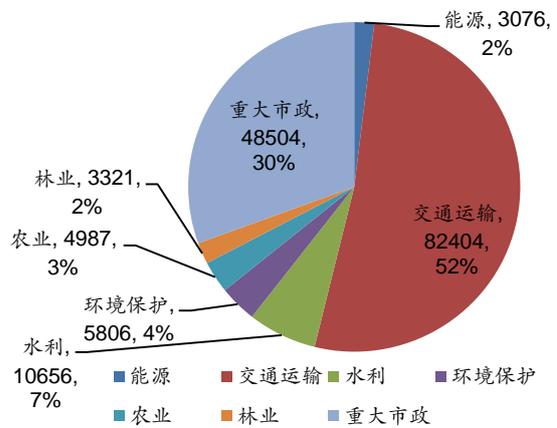
资料来源：发改委 PPP 专栏、华安证券研究所

**项目库行业分布：市政工程和交通运输分别占据主导地位，环保约占 5%。**从入库项目数来看，重大市政工程领域项目 8838 个，占比超过一半，紧随其后的是交通运输 2646 个，占比 17%。从投资额来看，交通运输 8.2 万亿元，占比超过一半，重大市政占比约 30%。在环境保护领域，在总库占比不高，主要以水污染治理和生态建设、修复及保护项目为主。

图表 48 发改委 PPP 项目库数目行业领域分布



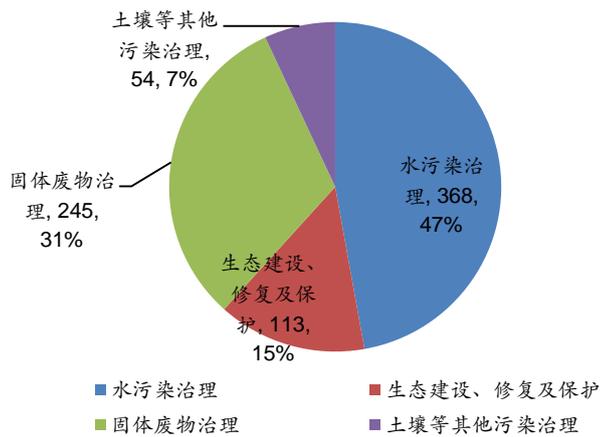
图表 49 发改委 PPP 项目库投资额行业领域分布



资料来源：发改委 PPP 专栏、华安证券研究所

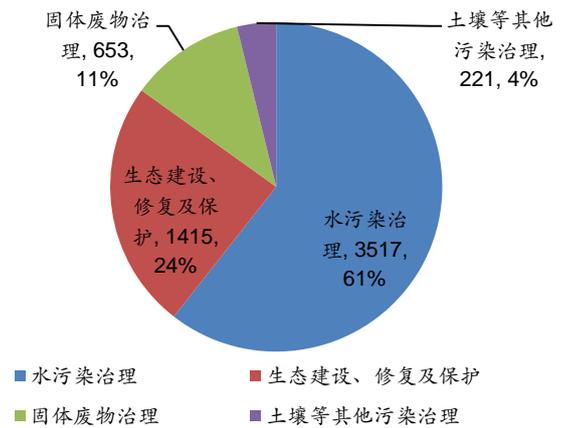
资料来源：发改委 PPP 专栏、华安证券研究所

图表 50 发改委 PPP 项目库环保领域项目数分布



资料来源：发改委 PPP 专栏、华安证券研究所

图表 51 发改委 PPP 项目库环保领域投资额分布



资料来源：发改委 PPP 专栏、华安证券研究所

### 4.3 四次公开推介，总投资额超 6 万亿元

国家发改委作为 PPP 模式的一大主导方，侧重于推广 PPP 项目。在 2015 年 5 月，发改委建立了首个国家部委层面 PPP 项目库，先后推出两批推介 PPP 项目：第一批 1043 个项目，总投资 1.97 万亿元，第二批公开推介了 1488 个项目，总投资 2.26 万亿元。截至 2016 年 7 月底，两次公开推荐的 PPP 项目中，已有 619 个项目签约，总投资约 1 万亿元。2016 年 9 月，进行了向社会公开推介传统基础设施 PPP 项目，规模最大。合计共推介了项目 1233 个，总投资约 2.14 万亿元，涉及能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业和重大市政工程等七个领域。该批项目是从地方上报的 2053 个传统基础设施项目中筛选出来的，条件相对成熟，符合产业政策和发展规划，且有明确的融资需求。

图表 52 发改委推介 PPP 项目一览表

批次	推介时间	项目数量 (个)	总投资 (万亿)	投资领域
第一批推介 PPP 项目	2015.5	1043	1.97	水利、交通、市政设施、公共服务、生态环境等
发改委与工商联推介的 PPP 项目	2015.10	287	0.94	水利、交通、市政设施、生态环境、能源、公共服务、基础设施等
第二批推介 PPP 项目	2015.12	1488	2.26	农业、水利、交通设施、市政设施、公共服务、生态环境等
第一批向社会资本推介传统基础设施领域 PPP 项目	2016.9	1233	2.14	能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业以及重大市政工程
<b>合计</b>		<b>2276</b>	<b>6.37</b>	

资料来源：国家发改委 PPP 专栏、华安证券研究所

## 5 投资策略

### 5.1 雄安催化水环境治理，把握 PPP 发展两条主线

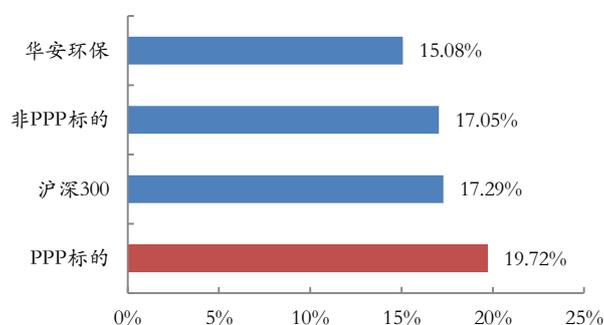
PPP 是环保产业当前最大投资主题，看好雄安新区催化下的水环境治理板块。我国水资源短缺、水质污染严重，用水需求的持续增长使水资源供给面临严重供需矛盾。因此，在未来较长时间内，水环境综合治理行业将保持刚性需要属性。雄安新区，千年大计，未来建设是一个推倒重来的计划，立足点极高。其水环境治理将会基于整个流域管理的大尺度的生态框架，因此对于整体解决方案和治理技术要求会更高，这将推动更多创新环保技术实现产业化，相关的技术型公司受益也将更加突出。

PPP 不是概念主题炒作，需有业绩成长催化。环保部联合国家发改委在培育环保产业的指导意见中指出要培育 50 家以上产值过百亿的环保企业，财政部还要求各地新建污水处理项目要“强制”应用 PPP 模式，并鼓励其他公共服务领域运用 PPP 模式。我们认为水环境综合治理领域将最有可能产生百亿级上市公司。其原因一是其在环保市场化进程中，发展较早，相对市场化程度比较高，在未来环保产业市场化空前逐渐打开的过程中将得到飞速的发展；二是在 PPP 领域应用中，其技术需求相对统一，用户相对单一，便于推广和应用。在标的的选择上把握两条主线。

1) PPP 标的与非 PPP 标的差异明显，建议关注在受到 PPP 政策倾斜明显、市场化程度相对较高、高景气度子版块中的寻求投资标的。我们在对比 PPP 和非 PPP 标的市场表现时发现，PPP 对环保公司市场表现已经显现，预计未来这一趋势将持续将强。

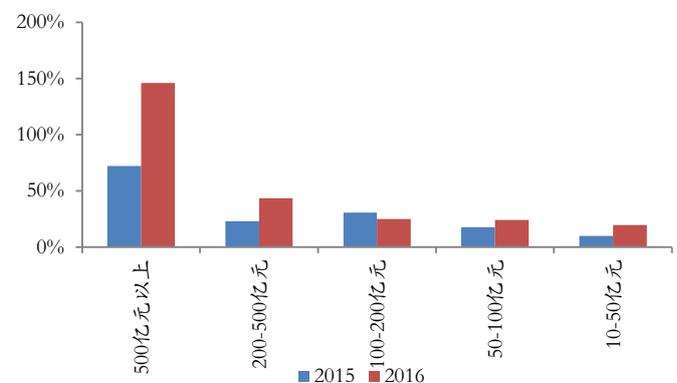
2) 二八分化显现，出现强者恒强局面，建议关注战略规划明确、业务横向纵向扩张、拥有丰富 PPP 项目建设及运营经验、拿单能力强的大型上市企业。我们在对比不同市值水平上市公司营收同比增长时发现，大型环保公司规模效应明显且在加强，环保类 PPP 项目订单投资额普遍较大，这对企业融资能力、拿单能力、项目建设与运营能力提出了较高要求，预计未来环保公司大型化、平台化的趋势将更为明显。

图表 53 PPP 标的和非 PPP 标的过去一年涨跌幅排名



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 54 不同市值水平标的的营收同比增长对比



资料来源：wind、华安证券研究所

## 5.2 个股推荐：东方园林、碧水源、国祯环保

### 5.2.1 东方园林：业绩大增，PPP 助推公司高成长

**业绩倍增，毛利平稳，经营现金流大幅改善。**从业绩上来看，公司实现营业收入同比上升 59.16%，实现归属于上市公司股东净利润同比上升 115.23%，略低于业绩快报。公司业绩大幅增长的主要原因是 2015 年和部分 2016 年中标的项目在报告期内逐步释放利润。从毛利率来看，公司综合毛利率为 32.83%，同比 2015 年 32.36% 微升 0.47 个百分点。在业绩大增和营改增对毛利率的不利影响下，公司毛利率实现了稳中微升，体现了公司 PPP 项目较好的盈利能力和成本控制能力。从现金流来看，公司 2015 年的经营性现金流净额自上市以来首次转正，今年的净额为 15.68 亿元，同比增加 326.36%，保持了 2015 年以来现金流情况持续好转的趋势，健康的现金流为 PPP 业务加速扩张提供了强有力的后盾。

**PPP 在手订单重组，外延布局特色小镇。**从 PPP 订单总投资额上看，公司中标项目总投资额 416.40 亿元，同比增长 6.01%，其中中标的 PPP 项目总投资额为 380.10 亿元，占到公司整体项目订单的九成以上，同比增长 9.91%。公司充足的在手订单为后续的增长提供了保障。从 PPP 订单的种类来看，公司在水系治理拿单能力特别出众，项目总投资额占比约 90% 左右。公司同时也积极拓展到特色小镇领域，这与现有的生态修复业务有较强的协同性和融合性，公司将其纳入了未来扩展重点。

**15 亿元二期员工持股计划，深度绑定核心骨干。**从规模来看，公司拟推行第二期员工持股计划规模为 15 亿元，而第一期的规模为 3 亿元，持股计划规模扩大了 5 倍。从参与主体来看，第一期参与的主体为董监高以及部分核心员工总计不超过 30 人，其中 45% 是公司高管持股，此次持股计划的参与主体全部为公司及下属子公司的在职员工 110 人，且无董监高参与，员工持股人数和范围的增加将吸引和保留优秀业务骨干，进一步提高公司竞争力。

**盈利预测与估值。**我们认为公司在手 PPP 项目充足，外加上雄安新区、PPP 资产证券化、特色小镇等因素催化，业绩保持高增长可期。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.59 元、0.87 元、1.24 元，对应的 PE 分别为 31 倍、21 倍、15 倍，给予“买入”评级。

### 5.2.2 碧水源：业绩大增，PPP 助推公司高成长

**公司业绩维持高增长，综合毛利率有所下降。**从业绩来看，此前业绩快报公布的 16 年营收与净利润增速分别为 91.35% 和 37.45%，较年报数据略有下调，其主要原因是个别项目进度滞后影响了公司总体净利润提升幅度，公司整体业绩水平仍旧保持了上市以来高增长态势。从三费来看，财务费用和管理费用同比大幅增长，但整体费用率下降了 1.66 个百分点至 7.20%，延续从 14 年以来的持续下降趋势。从分业务来看，公司积极拓展和承接 PPP 项目，致使工程业务比重大幅增加。其中市政工程业务实现收入 41.62 亿元，同比大增 244%，占公司总营收比重猛增 23.62 个百分点至 46.81%。从毛利率来看，公司整理毛利率水平下

降了 9.81 个百分点至 31.39%，其主要原因是公司是承接 PPP 项目不断推进，以及 PPP 项目的不断综合化的结果。公司承接的 PPP 项目里，工程类业务占比逐渐增多且毛利水平较低，从而影响了公司整体毛利率水平的下降。值得注意的是，公司核心膜产品的毛利率稳定保持在 60% 以上，公司在膜技术领域核心地位非常稳固。

**公司发展向第三阶段迈进，在手 PPP 项目为公司保驾护航。** 公司已完成第二阶段发展目标，向第三阶段目标迈进，成为具有国际竞争实力的水处理与污水资源化整体解决方案提供商、大规模膜产品生产商及水务运营商。公司 16 年新签订单 153 个总投资额 336 亿元，较 15 年相比几近翻倍。其中 EPC 项目 105 个投资额 138.9 亿，占比超过七成；BOT 项目 45 个投资额 195.6 亿；BT 项目 2 个金额 11.7 亿。截至 2016 年底的未结算在手订单还有 261.2 亿元，其中 EPC 项目 69.1 亿；BOT 项目 192.1 亿；进入 2017 年以来，公司新增 PPP 项目约 65 亿元。公司在手订单保持快速增长，对业绩助推提供了强有力的保障。

**雄安新区带动华北潜在水环境治理需求，公司有望受益。** 公司以膜技术起家，是环保行业以技术创新为主要驱动力的稀缺标的。公司的自主创新的“MBR+DF”技术，可以实现污水转化成地表水 II 类或 III 类，实现水的高品质资源化，公司目前是国内唯一拥有该技术并完成大规模工程应用的环保企业。公司 16 年研发投入超过 2 亿元，同比增长 31.55%，维持高速增长态势。雄安新区的设立，有望以治理华北之肾“白洋淀”为基础，带动整个华北解决水污染、水资源短缺、饮水不安全等问题。公司利用自身技术，未来有望参与到新区建设中，这或将成为公司又一潜在的增长引擎。

#### 盈利预测与估值

公司是环保行业以技术创新为主要驱动力的稀缺标的，外加国家 PPP 的持续性推动和雄安新区建设的长期主题性投资机会催化，公司未来持续性发展可期。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.66 元、0.83 元、1.10 元，对应的 PE 分别为 30 倍、24 倍、18 倍，给予“买入”评级。

### 5.2.3 国祯环保：业绩大增，工业废水&小城镇治理发展抢眼

**并表麦王、挪威公司，业绩大增，毛利率稳中有进。** 业绩来看，公司 2016 年营收同比增长 39.8%，归母净利润同比增长 69.46%，扣费后净利润大增 88.12%，业绩抢眼。主要原因是公司存量运营厂贡献收入（营收 6.71 亿元），以及完成了麦王环境（营收 3.66 亿元）、挪威 Biovac 公司（营收 1.01 亿元）并表所致。分业务来看，城市水环境治理服务收入 9.03 亿元，占总营收 61.71%，占据主导地位，公司已运营 95 座污水处理厂，处理规模 377 万吨/日，新增 75 万吨/日；工业废水治理和小城镇环境治理分别实现营收 3.87 亿元、1.71 亿元，分别同比增长 305.37%、196.19%，两者营收占总营收近四成，收发展十分迅猛。毛利率来看，综合毛利率同比增长 4.01 个百分点至 32.89%，保持了上市以来稳步增长的态势，公司在规模逐步扩大的同时，盈利能力在逐渐加强。

### 业务扩展工业废水和小城镇治理，在手订单充足保障业绩增长。

公司在夯实传统水环境治理领域的同时，积极开拓工业废水治理以及小城镇环境治理领域。工业废水治理：报告期内完成对麦王环境的并表，取得了，麦王环境取得了 TPCO Rolling Mill No.2 Package 项目等项目，此外，麦王环境与泸天化环保联手共同开拓西南区域的环保市场。小城镇环境治理：报告期内完成对挪威 Biovac 公司并表，大大提升了公司小城镇污水处理业务能力，报告期内公司对新疆小区生活污水处理采用挪威 Biovac 技术的项目完成安装调试，成功使挪威技术国产化，同时也取得了利辛县整县推进美丽乡村建设等小城镇项目。

工程类与特许经营类订单充沛。报告期内，工程新增订单 55 个，总投资 8.9 亿元，期末尚有在手订单 55 个，总投资 12.3 亿元。新增环保特许经营项目 13 个，总投资 10.5 亿元，其中四季度新增 7 个订单，占到全年的一半以上，目前 13 个项目全部已签订合同。处在运营期的项目 97 个，贡献收入 6.7 亿元，其中四季度共有 33 个项目投入运营。

**盈利预测与估值。**公司致力于打造一流的、有国际竞争力的水环境综合利用服务商。公司立足传统市政污水处理领域，外延扩展工业废水、小城镇污水处理领域，三大业务板块协同发展，充足的订单保障了公司业绩增长的可持续性。此外，公司在 2016 年完成了管理层变更和对 121 名激励对象授予 1,375 万份股票期权。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.63 元、0.72 元、0.94 元，对应的 PE 分别为 34 倍、30 倍、23 倍，维持“增持”评级。

## 6 风险提示

PPP 政策变化风险；PPP 政策推动与落实不及预期；PPP 项目落地不及预期。