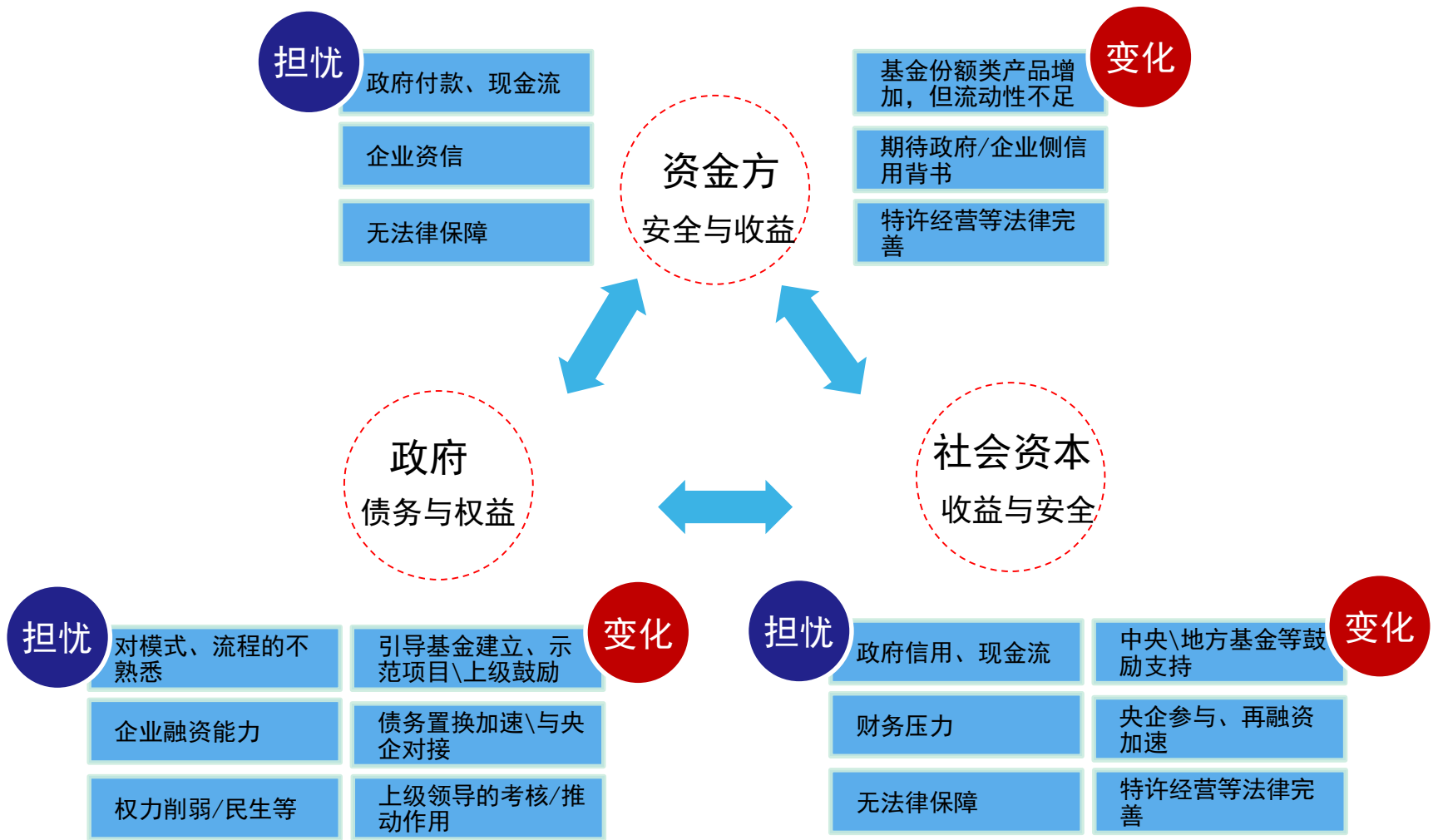


# PPP专题

## 需求释放、落地加速

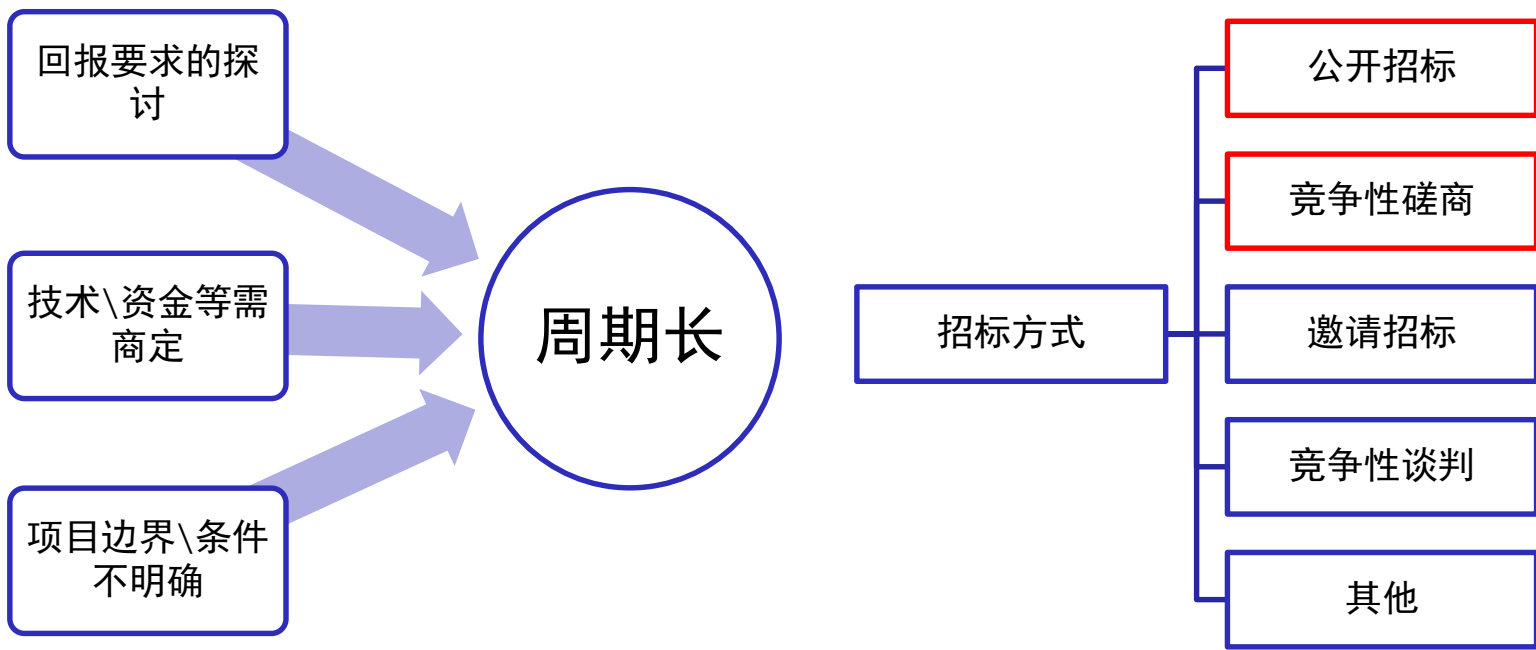
广发环保郭鹏  
2016年05月

# PPP模式下三方博弈



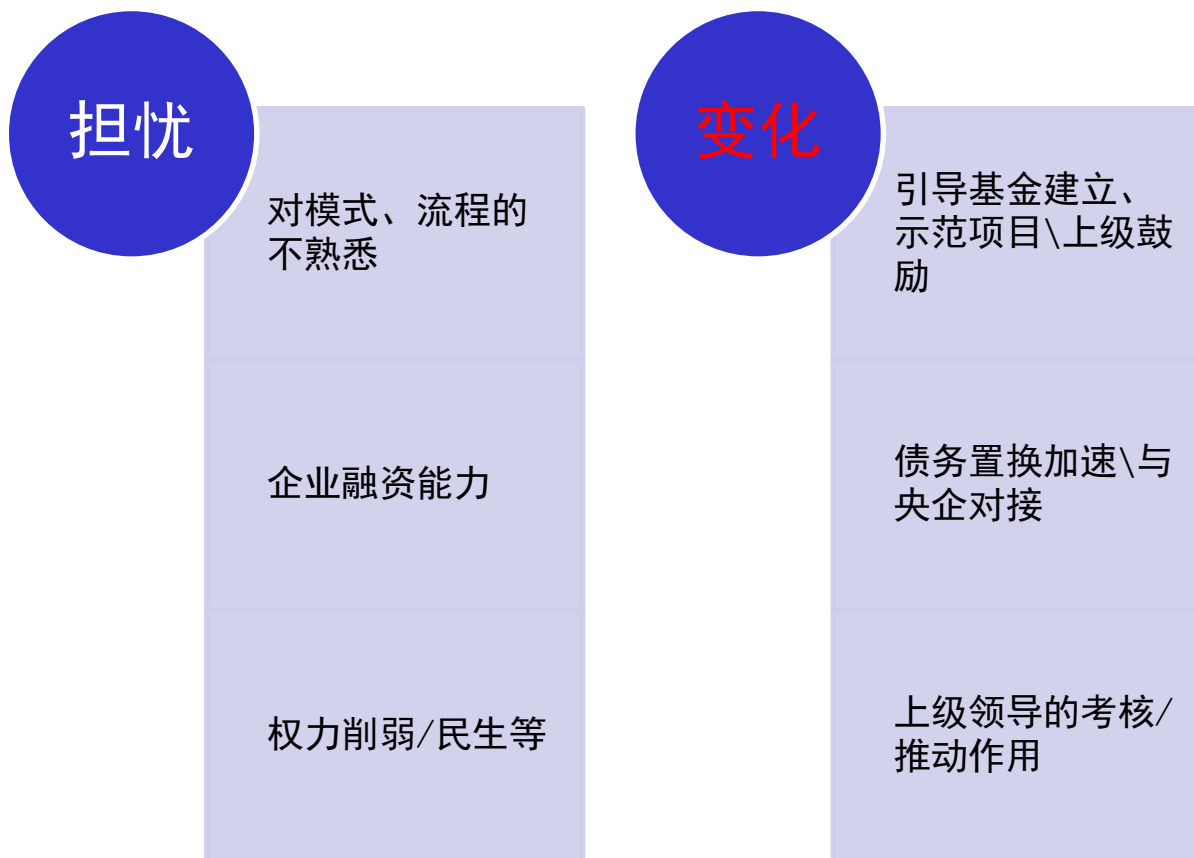
# PPP模式下前期周期较长

招标——前期接触期长、中标方多具备总包资质（自行建造、生产）



## PPP模式下三方博弈的调研结论

- 政府——部分省市相关部门等

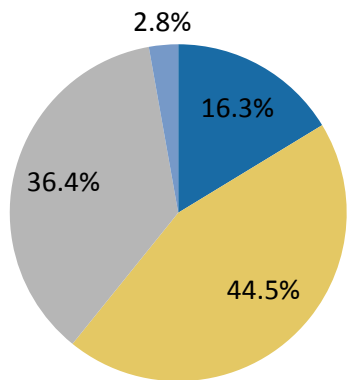


# 1.1 政府侧：地方债务与稳增长的双重压力

“从信用融资到项目融资，融资主体的变化”  
“项目本身和投资融资主体的隔离”——中国财政

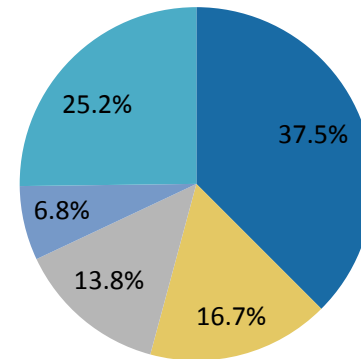
地方债务以市级、县级为主

■ 省级 ■ 市级 ■ 县级 ■ 乡级



市政建设、土地收储、交通运输占比高

■ 市政建设 ■ 土地收储 ■ 交通运输 ■ 保障房 ■ 其他



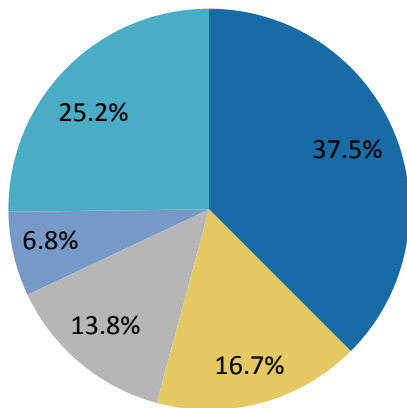
## 1. 1 PPP项目库与地方债各行业类别大体相似

“减少财政压力、管理负担”

“明确各级政府的事权和支出责任、推动中长期预算平衡” ——中国财政

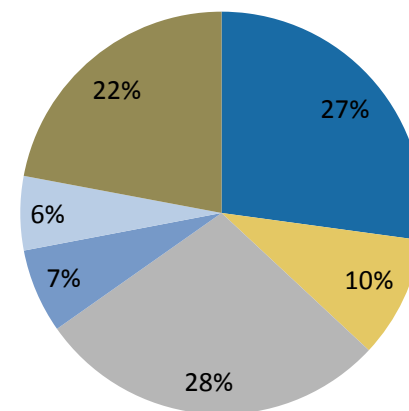
地方债务中各行业投资占比

■ 市政建设 ■ 土地收储 ■ 交通运输 ■ 保障房 ■ 其他



PPP项目库中各行业投资占比

■ 市政工程 ■ 片区开发 ■ 交通运输  
■ 保障房 ■ 生态环保 ■ 其他



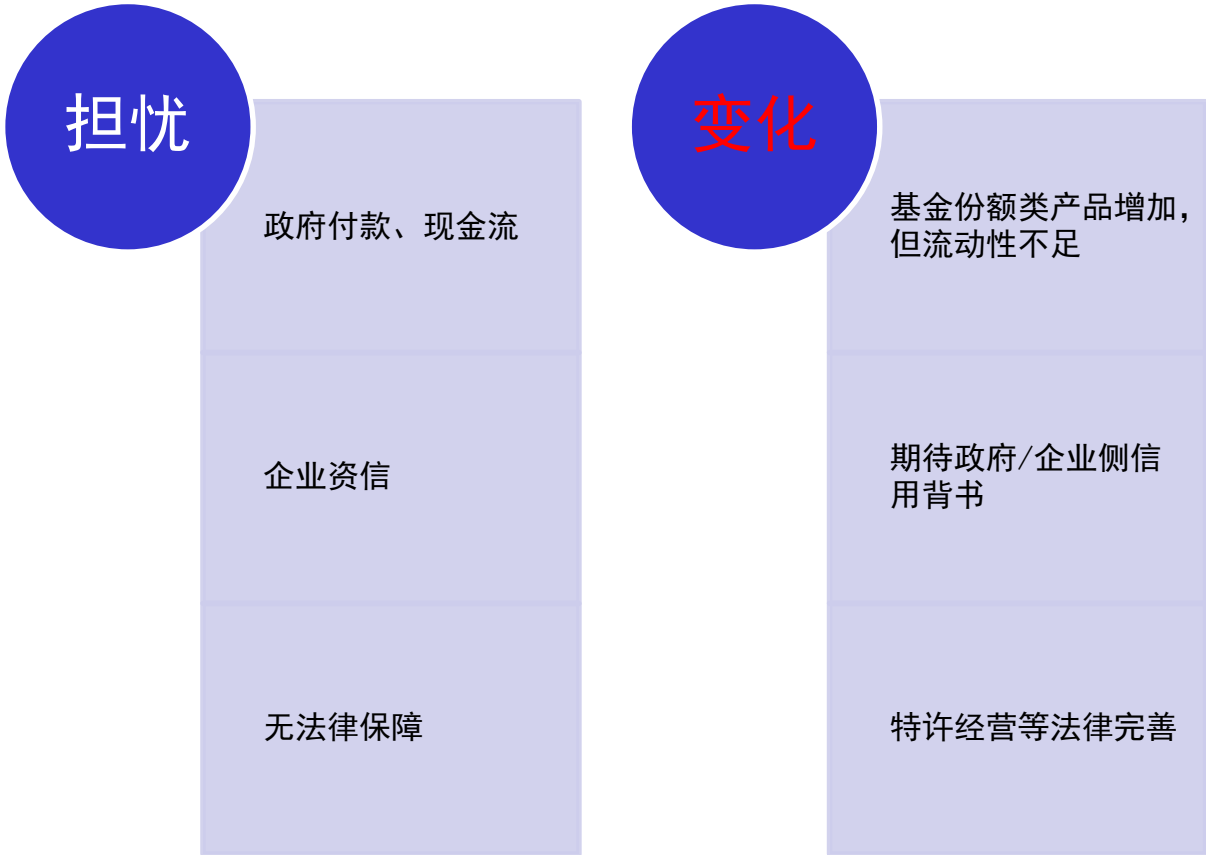
## 1.1 相关政策频出，PPP模式逐渐成为主流

核心文件、基础性文件、配套支持政策、项目推进政策、具体领域政策全方位推动PPP

	发文日期	发文单位	文件名
核心文件	2014.9.23	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
	2014.11.29	财政部	关于印发政府和社会资本合作模式操作指南（试行）的通知
	2014.12.2	发改委	关于开展政府和社会资本合作的指导意见
	2015.4.25	发改委、财政部等	基础设施和公用事业特许经营管理办法
	2015.5.19	国务院办公厅	关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见的通知
基础性文件	2014.8.31	全国人大常委会	中华人民共和国预算法（2014年修正）
	2014.8.31	全国人大常委会	中华人民共和国政府采购法（2014修正）
	2014.9.26	国务院	关于加强地方政府性债务管理的意见
	2014.9.26	国务院	关于深化预算管理制度改革的决定
配套支持	2014.12.30	财政部	关于规范政府和社会资本合作合同管理工作的通知
	2014.12.31	财政部	关于印发《政府和社会资本合作项目政府采购管理办法》的通知
	2014.12.31	财政部	关于印发《政府采购竞争性磋商采购方式管理暂行办法》的通知
	2015.3.10	发改委、开发银行	关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知
	2015.4.7	财政部	关于印发《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》的通知
项目推进	2014.5.18	发改委	关于发布首批基础设施等领域鼓励社会投资项目的通知
	2014.11.30	财政部	关于政府和社会资本合作示范项目实施有关问题的通知
	2015.6.25	财政部	关于进一步做好政府和社会资本合作项目示范工作的通知
具体领域	2015.2.13	财政部、住建部	关于市政公用领域开展政府和社会资本合作项目推介工作的通知
	2015.3.17	发改委、财政部、水利部	关于鼓励和引导社会资本参与 <b>重大水利工程</b> 建设运营的实施意见
	2015.4.9	财政部、环保部	关于推进 <b>水污染防治</b> 领域政府和社会资本合作的实施意见
	2015.4.20	财政部、交通部	关于在 <b>收费公路</b> 领域推广运用政府和社会资本合作模式的实施意见
	2015.4.21	财政部、国土部等	关于运用政府和社会资本合作模式推进 <b>公共租赁住房</b> 投资建设和运营管理的通知
	2015.5.19	发改委、财政部、水利部	关于开展社会资本参与 <b>重大水利工程</b> 建设运营第一批试点工作的通知

## PPP模式下三方博弈的调研结论

- 资金方——固收部、银行自营、国开行、PPP中心等

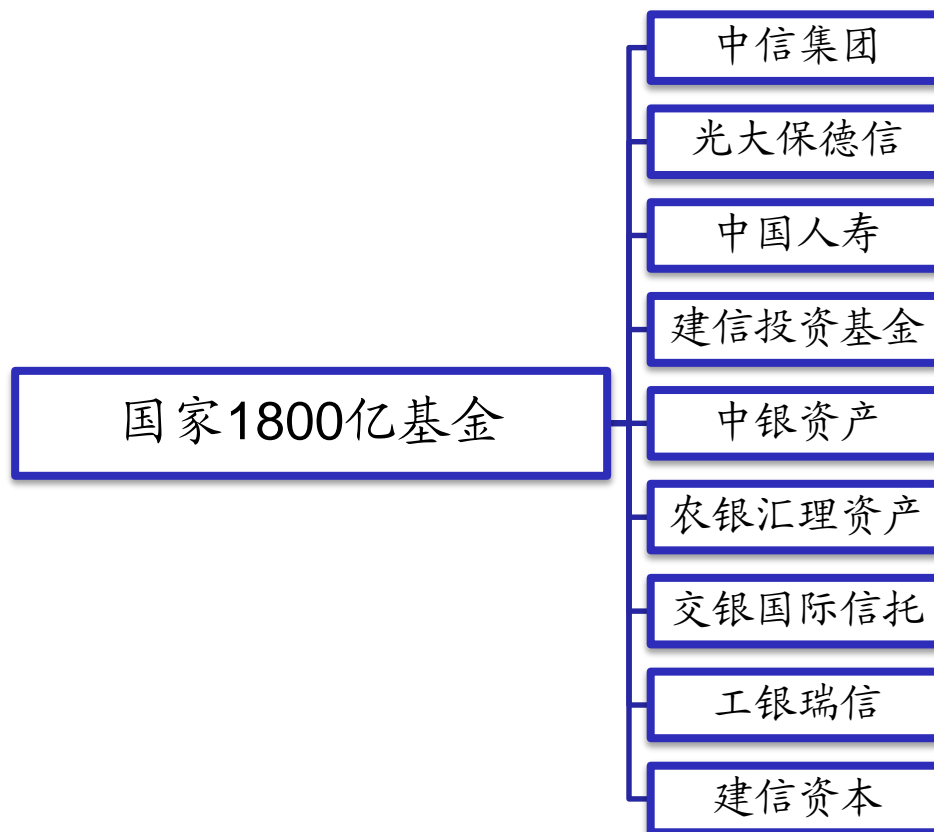




## 1.2 PPP引导基金出台，中央+地方模式

中央1800亿+地方7000亿PPP基金；

国开行、农发行等专项基金；



## 1. 2PPP引导基金出台，中央+地方模式

中央1800亿+地方7000亿PPP基金；

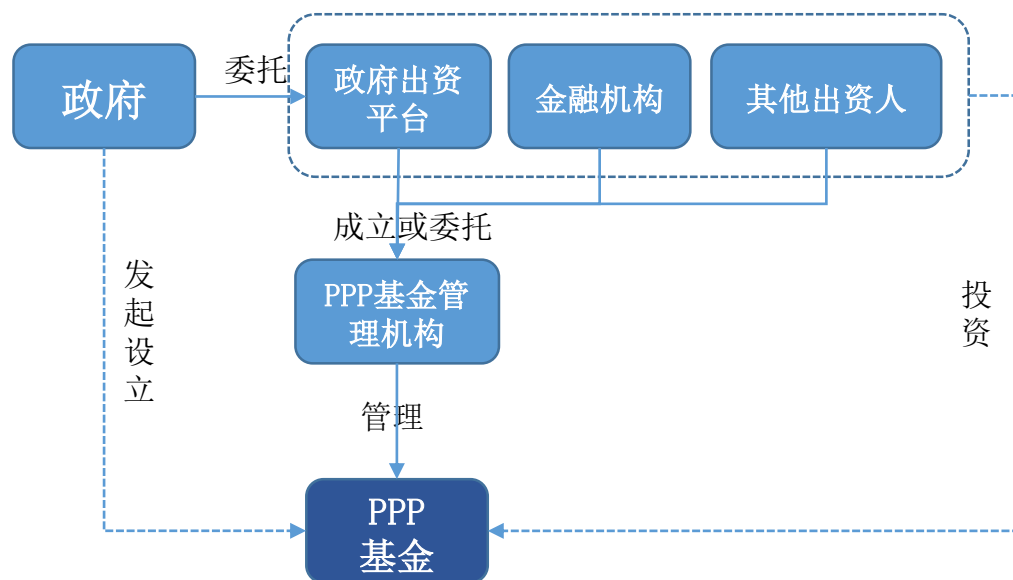
国开行、农发行等专项基金；

各地及财政部出台的PPP引导基金规划规模

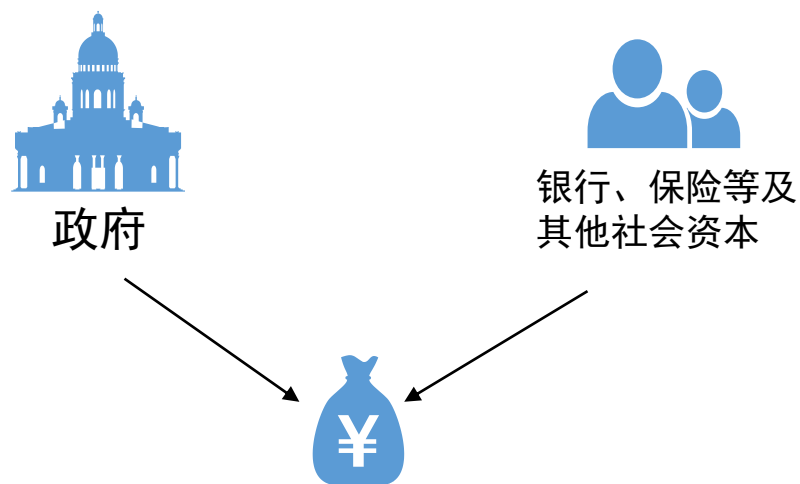
省份	时间	规模(亿元)	省份	时间	规模(亿元)
河南	2015/7/3	1000	江苏	2015/12/15	20
山东	2015/8/13	800	山西	2015/12/2	210
江苏	2015/8/20	100	河北	2016/1/7	100
安徽	2015/8/23	350-400	安徽	2016/1/21	500
安徽桐城	2015/9/16	9	河南	2016/1/25	50
财政部	2015/9/30	1800	河北	2016/2/18	100
四川省	2015/10/9	100	山西	2016/3/2	128
山东青岛	2015/10/15	300	宁夏	2016/3/3	0.5
新疆	2015/10/20	1000	广东	2016/3/25	100
浙江	2015/10/28	100	四川	2016/3/30	1000
贵州	2015/11/16	200	新疆乌鲁木齐	2016/3/29	30
北京	2015/11/26	150	山东烟台	2016/4/21	40

## 1.2 PPP基金模式举例

### 1、只设立母基金，不设立子基金



PPP基金由政府发起，政府委托政府出资平台与银行、保险等金融机构以及其他出资人共同出资。



劣后级出资人：政府；  
优先级出资人：金融机构、社会资本。

## 1. 2PPP引导基金出台，中央+地方模式

中央1800亿+地方7000亿PPP基金；

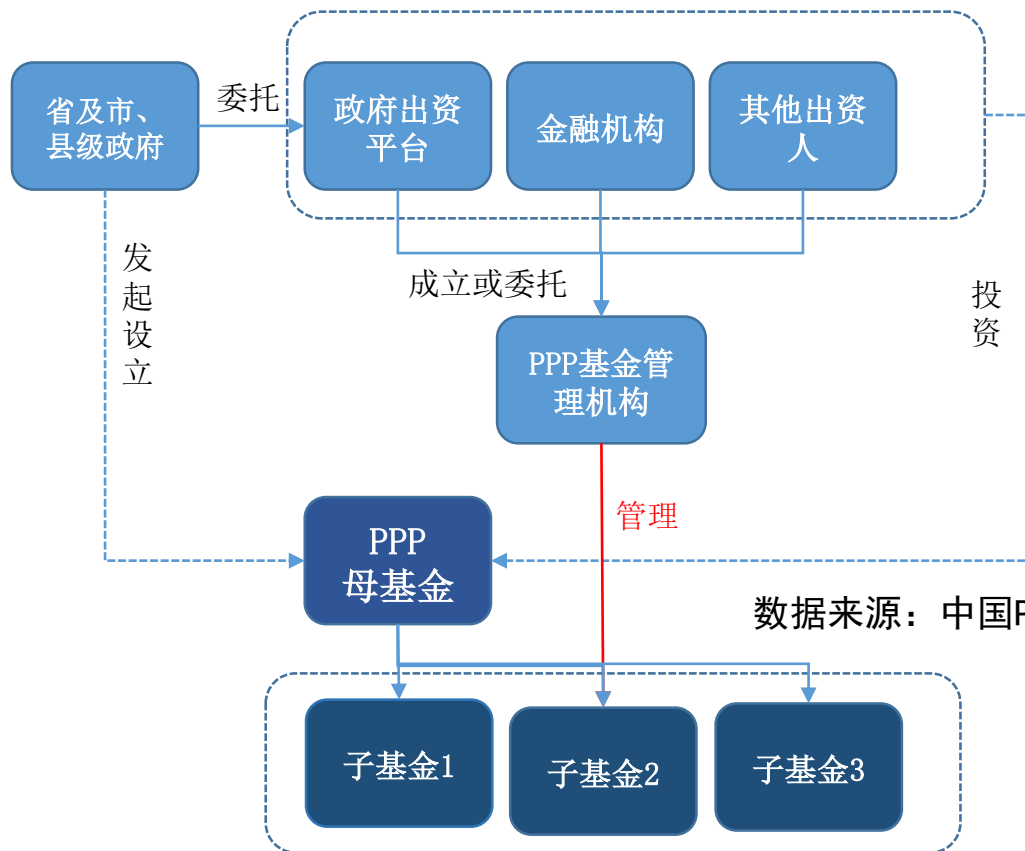
国开行、农发行等专项基金；

各地及财政部出台的PPP引导基金规划规模

省份	时间	规模(亿元)	省份	时间	规模(亿元)
河南	2015/7/3	1000	江苏	2015/12/15	20
山东	2015/8/13	800	山西	2015/12/2	210
江苏	2015/8/20	100	河北	2016/1/7	100
安徽	2015/8/23	350-400	安徽	2016/1/21	500
安徽桐城	2015/9/16	9	河南	2016/1/25	50
财政部	2015/9/30	1800	河北	2016/2/18	100
四川省	2015/10/9	100	山西	2016/3/2	128
山东青岛	2015/10/15	300	宁夏	2016/3/3	0.5
新疆	2015/10/20	1000	广东	2016/3/25	100
浙江	2015/10/28	100	四川	2016/3/30	1000
贵州	2015/11/16	200	新疆乌鲁木齐	2016/3/29	30
北京	2015/11/26	150	山东烟台	2016/4/21	40

## 1.2 PPP基金模式举例

### 3、既设PPP母基金，也设立PPP子基金，子基金出资全部出自母基金



PPP母基金的总规模等于各子基金规模的总和。政府对每个子基金分别委托基金管理机构。

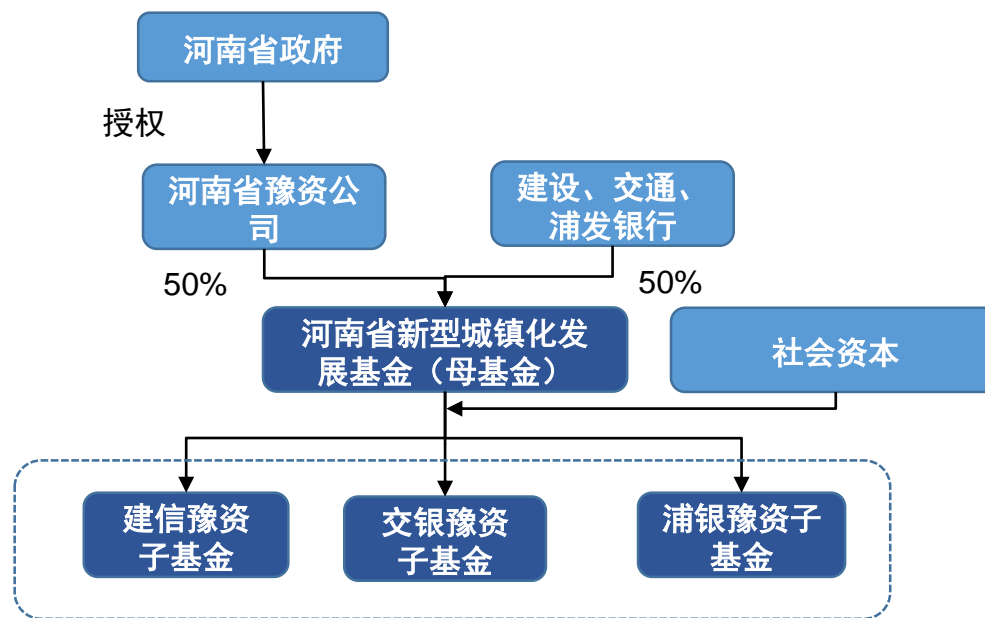
**案例：江苏省PPP融资支持基金**，母基金规模100亿，每20亿设立一个子基金，共设立五个子基金，并分别选择五家基金管理机构。

数据来源：中国PPP门户网，《浅析PPP引导基金运作模式》

## 1. 2PPP基金模式举例

### 1、政府与金融机构共同出资模式

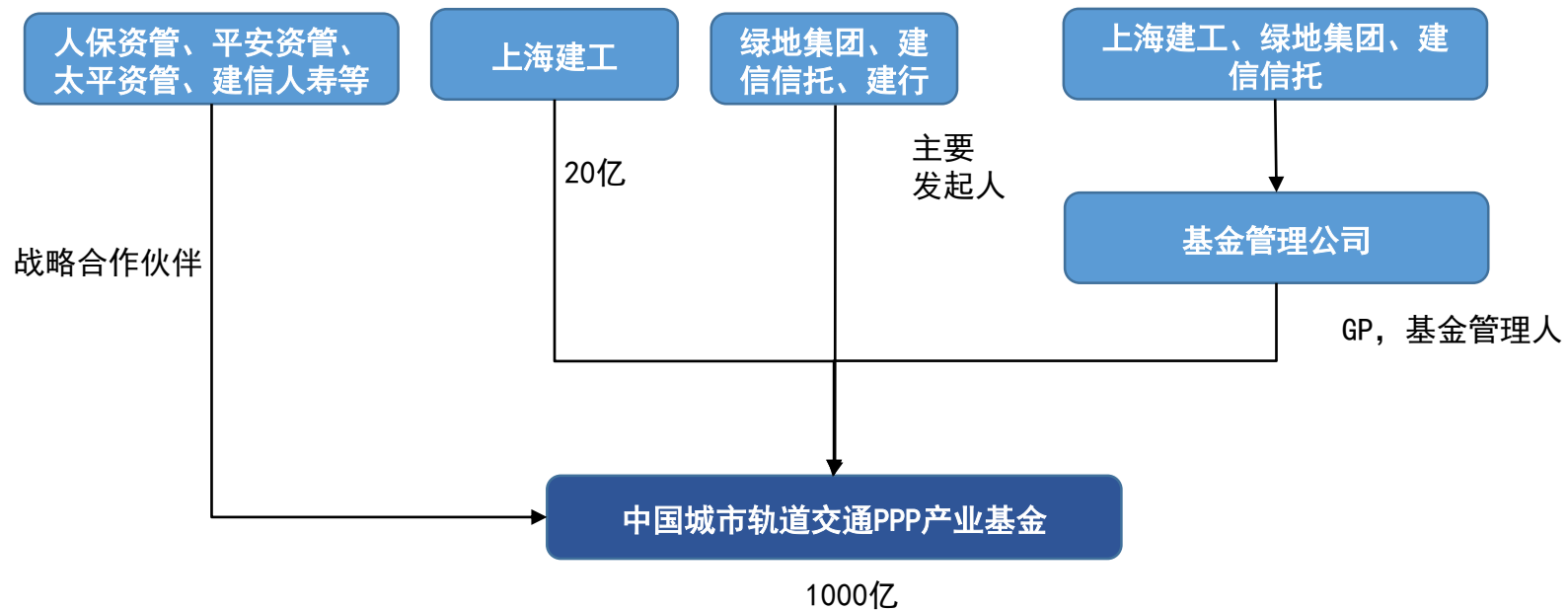
政府和金融机构共同出资模式以投资基础设施建设项目或社会事业服务以实现提高社会服务质量、改善民生，如河南省新型城镇化发展基金，三个子基金，总规模将达到3000亿元。



## 1. 2PPP基金模式举例

### 2、国有企业与金融机构共同出资模式

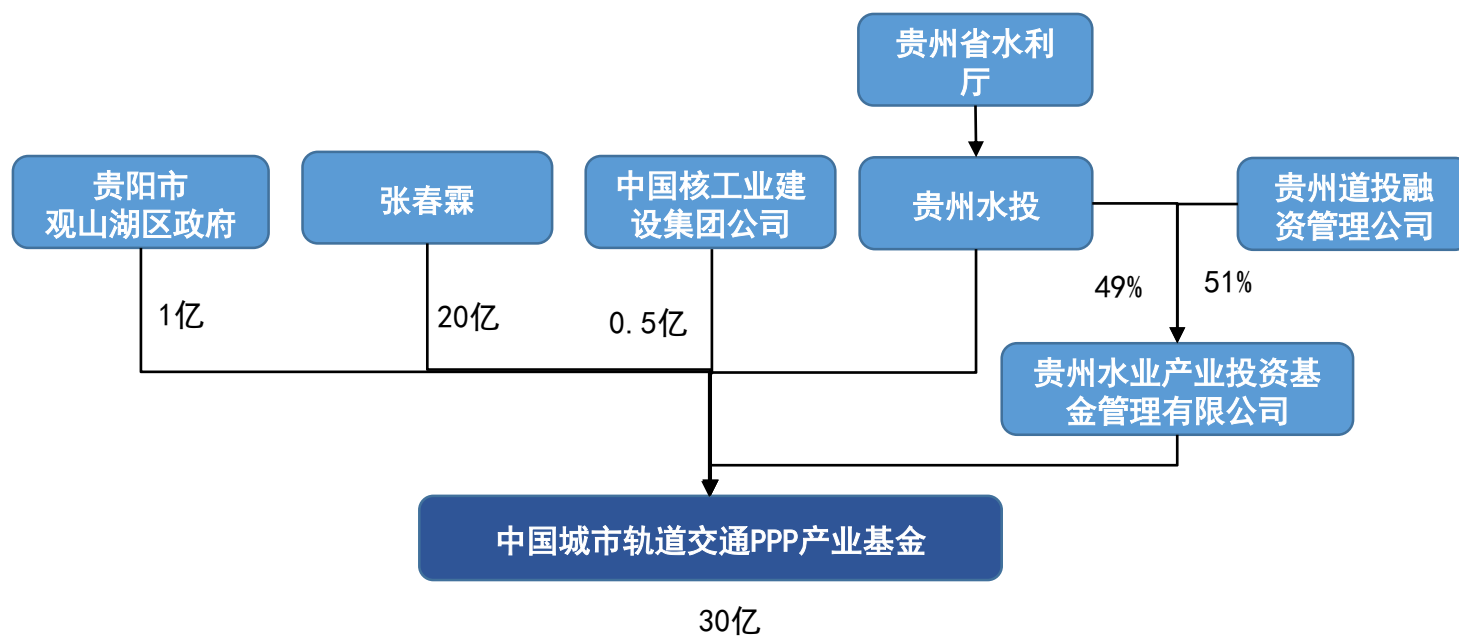
国有企业与金融机构共同出资的模式更加依赖于发起人自身的项目优势、专业优势以提高基础设施或公共事业建设质量并形成协同效应提高项目收益，例如中国城市轨道交通PPP产业基金，总规模为人民币1000亿元。



## 1. 2PPP基金模式举例

### 3、政府与企业共同出资模式

政府与企业共同出资模式政府与企业共同出资设立基础设施PPP产业基金以满足基础设施PPP项目的需要，并以实现产业政策为投资原则，肩负一定的政策目标，如贵州省水业投资基金，总规模30亿元





## 1. 2PPP基金投资、回报及退出

01

### 基金投资模式

#### PPP基金投资三种模式

- 投资入股PPP项目公司
- 给项目公司提供债权融资
- 投贷结合

02

### 基金回报机制

#### PPP基金回报机制

- 实行股权投资的项目，按股权的比例享有收益。
- 实行债权投入或以固定回报注入资本金方式的项目，按约定的固定回报率获取收益。

03

### 基金退出机制

#### PPP基金退出机制

- 基金存续期限届满，若尚有项目未实现退出，可考虑由基金出资人表决是否延长存续期，如未能通过，基金应到期立即解散，基金尚未完成退出的PPP项目公司股权由出资人直接持有，债权可通过提前设计使其不超过PPP基金存续期。
- PPP基金存续期限届满，其股权投资部分由政府或社会资本回购，债权部分同样可使其不超过PPP基金存续期。

## 2.1 8.78万亿PPP项目库纯政府付费项目投资额占比不足22%

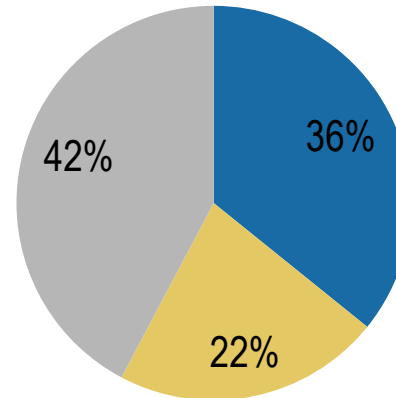
- 截止2016年03月末，全国PPP综合信息平台项目库入库项目7721个（+724个），总投资87802.47亿元（+8%），
- 其中纯政府付费项目投资占比不足22%。
- 从投资额来看，主要PPP项目行业中轨道交通、污水处理、高速公路、园区开发等

行业统计数量排名前三行业

省份名	PPP项目个数	投资需求/亿元
市政工程	2704	23846
交通运输	889	24846
片区开发	477	8589
合计占比	53%	65%
项目额/投资总额	7721	87802

政府付费项目投资额占仅22%（2016年3月）

■ 可行性缺口补助 ■ 政府付费 ■ 使用者付费



## 2.2 项目落地加速，特别是示范项目

整体而言，有9%左右的项目进入采购执行阶段。

2016年1月到3月：

- 进入采购项目的PPP数量增长10%，投资额增长13%；
- 进入执行阶段的PPP项目数量增长26%，投资额增长24%

全部项目按实施情况分类对比					
项目所处阶段	识别	准备	采购	执行	移交
1月项目个数	5504	943	252	293	5
占项目总数比值	79%	13%	4%	4%	0.1%
1月项目投资额	57492	15636	4001	4147	47
占投资总额比值	71%	19%	5%	5%	0%
3月项目个数	6024	1051	277	369	0
占项目总数比值	78%	14%	4%	5%	0%
3月项目投资额	60639	17514	4511	5138	0
占投资总额比值	69%	20%	5%	6%	0%

注：移交项目减少是因为有5个在1月份已入库，但误录为了移交阶段项目。

## 2.2 项目落地加速，特别是示范项目

财政部示范项目速览：共232个，总投资8034.99亿元

PPP项目全生命周期包括识别、准备、采购、执行和移交五个阶段

项目所处阶段	纳入执行库	已执行	落地率
项目个数	115	73	<b>35%</b>
占示范项目总数	50%	31%	

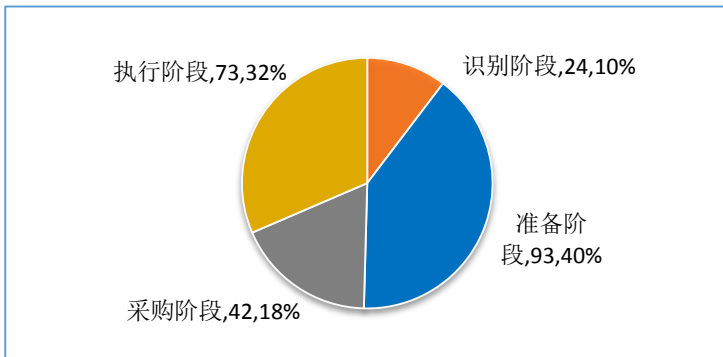
注：纳入执行库的项目包括：采购、执行和移交

截止2016年3月，财政部示范项目共232个，总投资8034.99亿元。  
3月末示范项目落地率为35.1% (+2.5%)。  
注：落地率=执行阶段项目数/准备、采购、执行3个阶段项目数总和

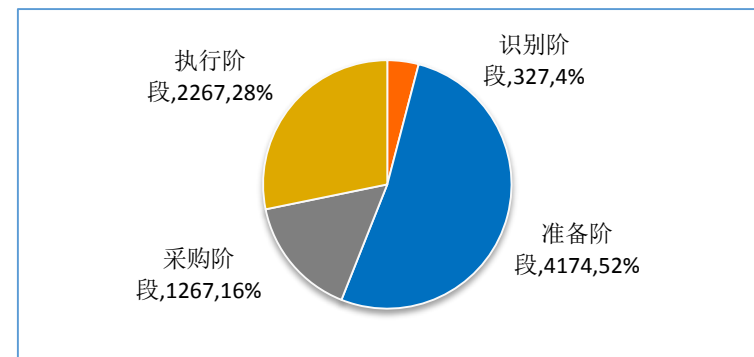


- 1、识别阶段24个 (-5个)；
- 2、准备阶段93个 (-5个)；
- 3、采购阶段42个 (+5个)；
- 4、执行阶段73个 (+9个)；
- 5、移交阶段无。

按实施阶段统计的中央财政示范项目

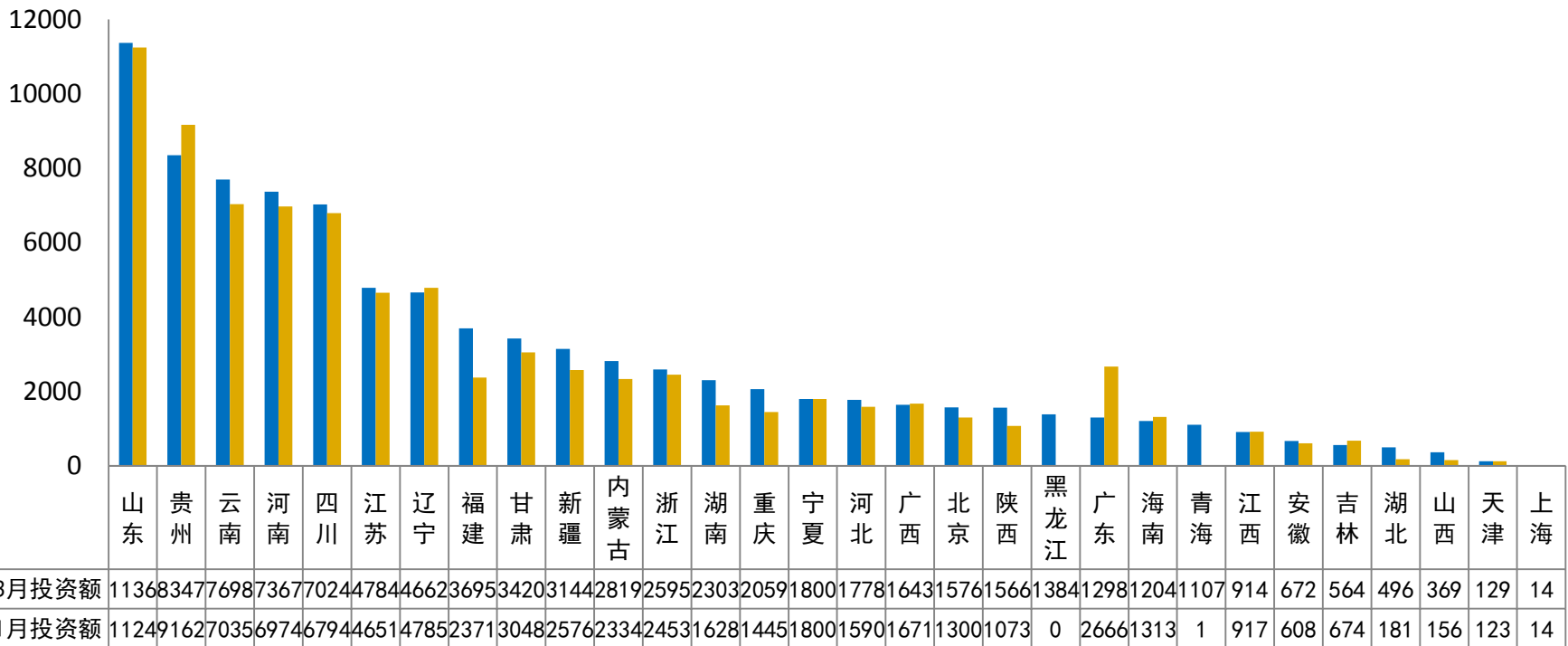


按实施阶段统计的中央财政示范项目投资需求（亿元）



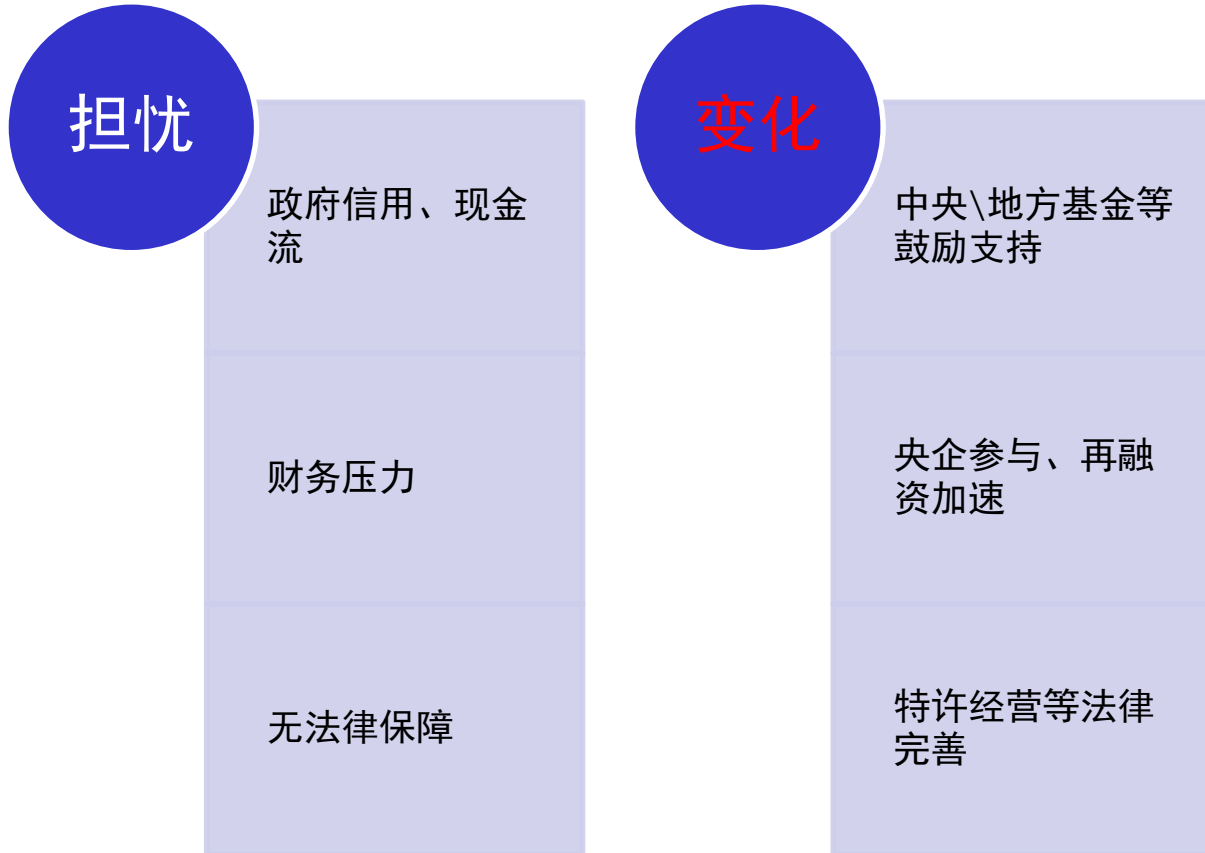
## 2.3 新增需求仍在不断增长

- 按入库项目投资排序，山东（含青岛）、贵州、云南、河南、四川、江苏位居前
- 与1月相比，新增项目投资额较大的为黑龙江、福建（含厦门）、湖南、重庆、新疆5个省市

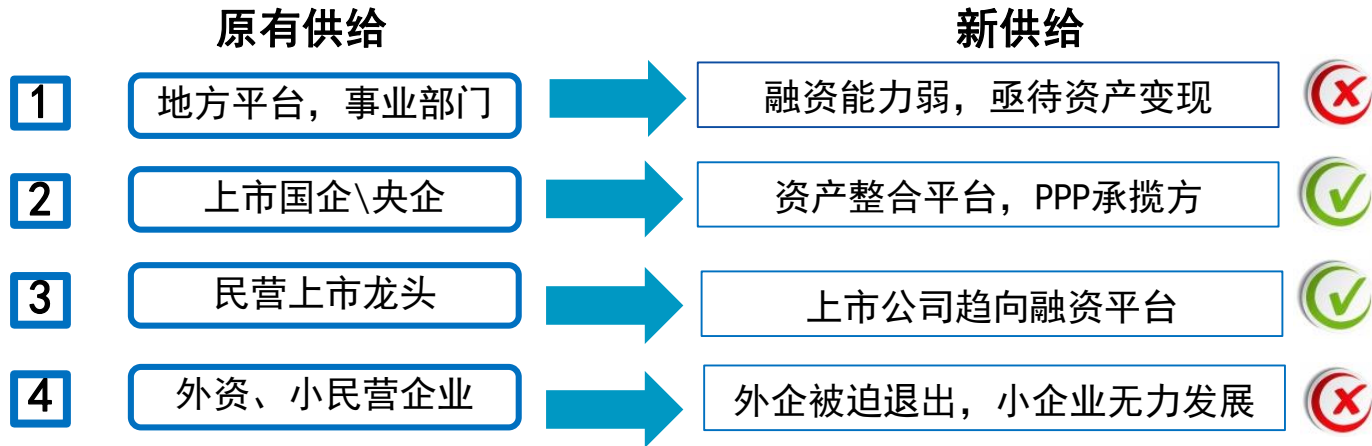


## PPP模式下三方博弈的调研结论

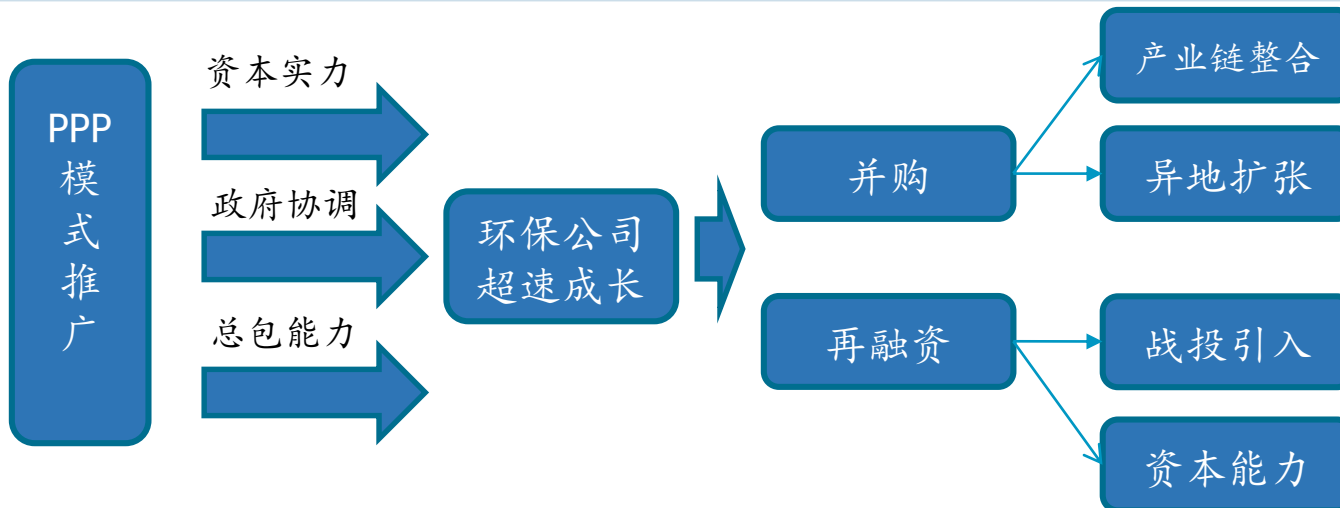
- 社会资本——上市公司、非上市公司、咨询机构等



### 3.1 更多需求通过PPP释放给上市公司



背景包括利率下行、价格上调、市场估值等



### 3. 1 更多需求通过PPP释放给上市公司

#### 1 政策完善

具体操作指南和  
实施要求、**特许经营权立法**等文件持续、密集出台

**财政部累计8389亿示范项目、发改委累计4.28万亿项目库**推出，定向扶持加码

#### 2 资金扶持

国家**PPP引导基金**落地，规模在1800亿，各地政府发起地区性基金，规模已超1800亿

**专项债**等金融扶持有望持续推出、保险、信贷等长线资金有望进入

PPP模式推广

第三方治理推广

框架订单

探索模式

加速落地

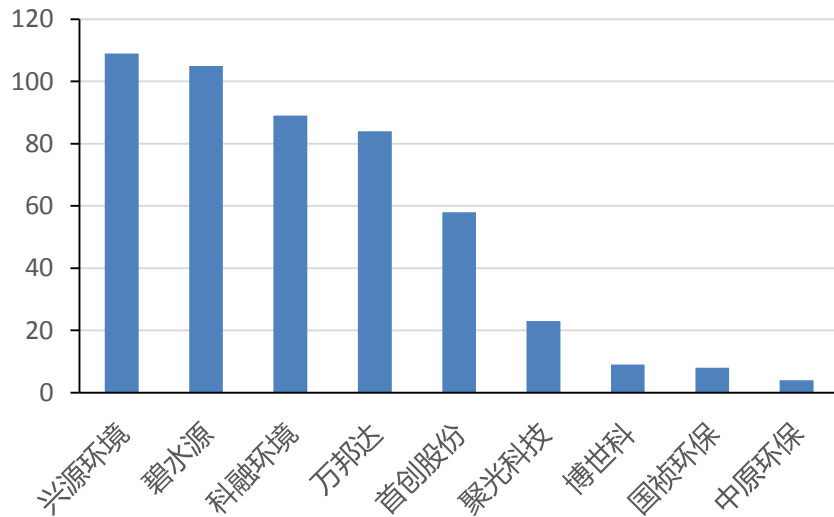
全面铺开





### 3. 2环保类上市公司PPP订单大幅增长

上市公司PPP订单 (亿元)



PPP订单金额数倍于15年收入

公司	市值 (亿元)	PPP订单金额 (亿元)	15年收入(亿元)
兴源环境	166	109	8.84
碧水源	513	105	52.14
科融环境	54	89	9.99
万邦达	159	84	19.71
首创股份	200	58	70.61
聚光科技	116	23	18.33
博世科	46	9	5.01
国祯环保	66	8	10.46
中原环保	40	4	5.18

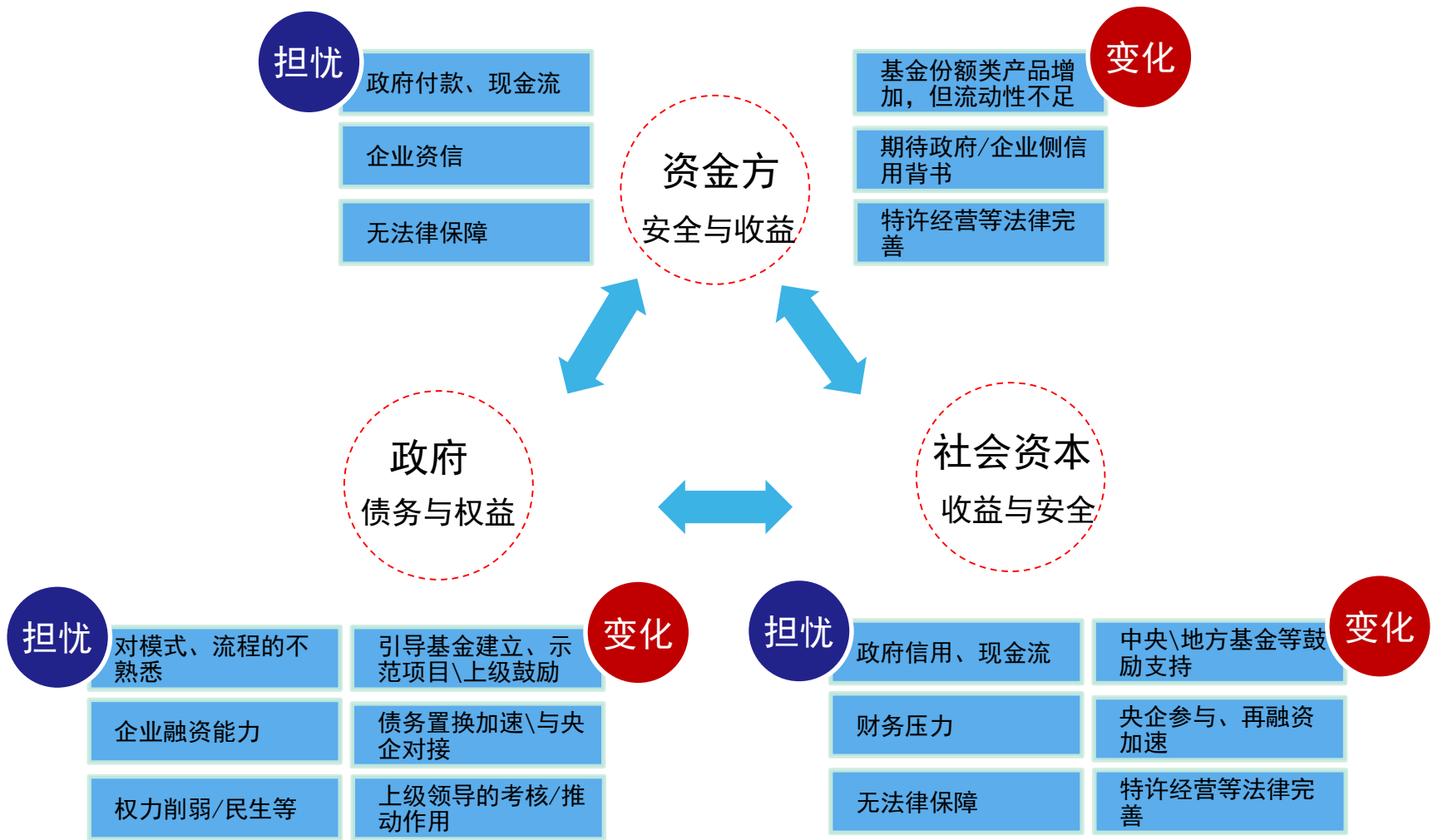
### 3.2 建筑类上市公司PPP订单大幅增长，特别是央企

建筑类公司2015年年报、2016年1季度亦反映出PPP订单大幅增长

2016年03月以来央企参与的PPP项目一览

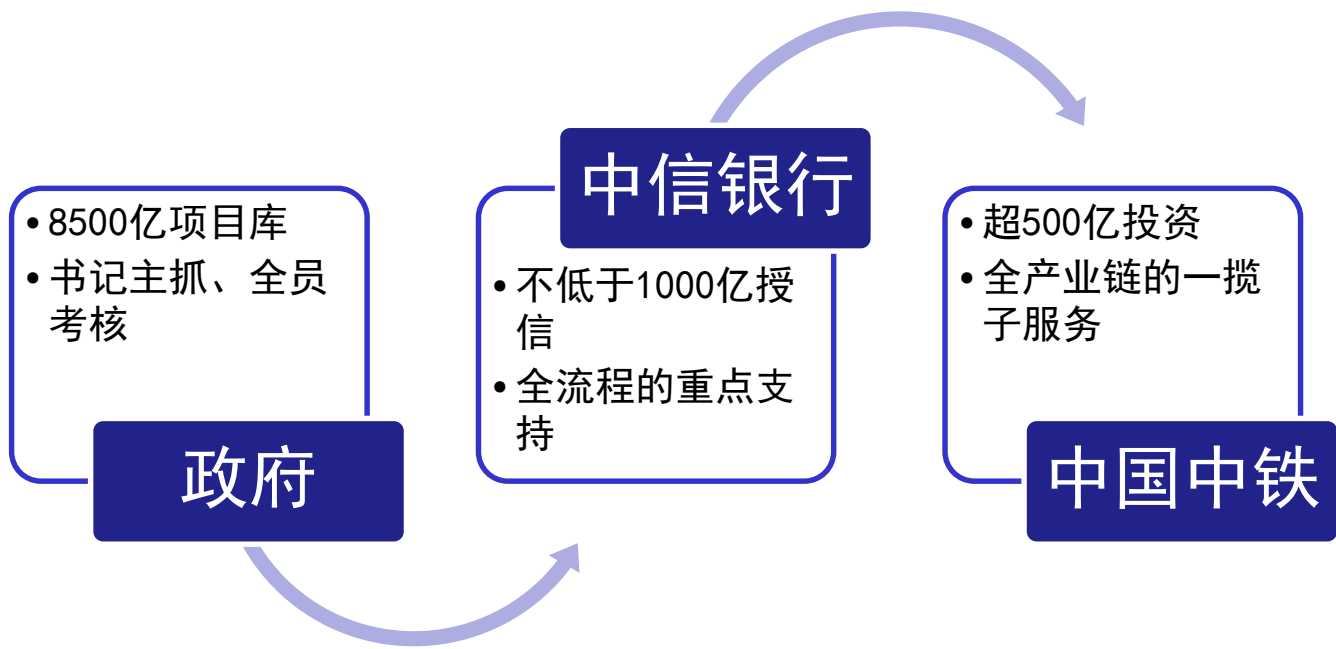
央企名称	时间	地区	项目名称	金额 (亿元)
中冶建工集团	2016/3/15	山东	莱城工业生态主题公园建设PPP项目	
中国交通建设集团	2016/3/16	全国各地	共有160余个投资项目，80%以上的投资项目采用政府与企业合作的PPP模式。	总额约7500亿元
中国建筑工程总公司	2016/3/30	重庆	重庆龙洲湾隧道	37
中铁大桥、中交、中铁、中国三冶、中国二十二冶联合体	2016/3/31	吉林	四平市地下综合管廊PPP项目	66.2
岳阳林纸 (有央企平台)	2016/4/7	浙江	PPP项目协议 (市政基础设施、生态环境工程等)	120
中国建筑	2016/4/8	深圳	深汕合作区小漠国际物流港配套PPP项目	41.45
中交上海航道局	2016/4/14	福建	南安市海峡科技生态城A片区 (PPP) 项目	23
中冶长天、中国一冶联合体	2016/4/20	湖南	长沙黄桥大道PPP项目	
中冶建工集团	2016/4/21	宁夏	宁夏银川市地下综合管廊及配套基础设施PPP项目	
中国二冶集团	2016/4/24	内蒙古	包头老北梁棚户区综合管廊工程PPP项目	
中冶联合体	2016/4/26	湖北	武汉阳逻经济开发区“阳逻之心” PPP项目	

# PPP模式下三方博弈



## 3.2 PPP模式下三方博弈的河北模式

河北模式：政府+银行+央企的主导模式



### 3.3 PPP融资推动公司扩张性成长

采用PPP项目再融资的典型案列

上市公司	PPP项目	投资规模（亿元）	再融资规模（亿元）
万邦达	乌兰察布市PPP项目	56.09	30.96
国祯环保	合肥清溪、怀远县、乌海市等多个项目	8	5
维尔利	金坛市供水及管网改造	20	12
博世科	泗洪县、花垣县PPP项目	4.97	5.5
科融环境	聊城市PPP项目	72	增发终止

国有水务平台资产注入、再融资，迎接PPP项目

上市公司	资产注入	募投项目	投资规模（亿元）	再融资规模（亿元）
中原环保	注入多个污水处理资产	航空港第二污水处理厂PPP项目等	2.3	12.7
洪城水业	注入燃气公司、二次供水、公用新能源公司	牛行水厂扩建等	5.8	5.8
武汉控股	自来水公司、工程公司、汉水科技、阳逻公司、长供公司等	水厂扩建改建及管网建设	23.8	23.6

### 3.3 PPP融资推动公司扩张性成长——已完成融资额近300亿

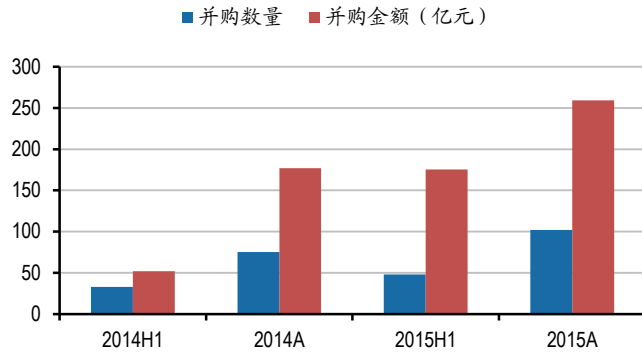
证券简称	方案	融资额 (亿元)	进度
洪城水业	配套融资	5.77	2016年4月6日完成
国祯环保	非公开发行2500万股	5	2016年4月6日完成
万邦达	非公开发行1.3亿股	23.7	2016年4月20日完成
兴源环境	非公开发行2070万股	6.63	2016年4月19日完成
长青集团	非公开发行1176万股	2.09	2016年3月30日完成
盾安环境	非公开发行7378.47万股	8.37	2016年3月22日完成
百川能源	募集配套资金	8.74	2016年3月17日完成
盛运环保	非公开发行2.6亿股	21.66	2016年1月8日完成
迪森股份	非公开发行股4102万股	7.5	2016年1月7日完成
湘潭电化	非公开发行	6.2	2016年1月19日完成
天翔环境	非公开发行不超过3771万股	10	2016年1月15日完成
三聚环保	非公开发行不超过1.16亿股	20	2015年9月22日完成
天壕节能	配套融资	2.5	2015年8月28日完成
碧水源	非公开发行1.48亿股	62.31	2015年8月13日完成
永清环保	非公开发行1274万股	3.27	2015年8月12日完成
富春环保	非公开发行6468万股	4.78	2015年7月7日完成
凯迪电力	非公开发行股份1.4亿股募集配套融资	19.5	2015年7月31日完成
三维丝	非公开发行414万股配套融资	0.63	2015年7月16日完成
菲达环保	非公开发行不超过1.41亿股	12	2015年4月14日完成
钱江水利	非公开发行6766.58万股	7.45	2015年3月4日完成
瀚蓝环境	非公开发行4946.71万股	7.44	2015年2月9日完成
先河环保	非公开发行1429万股	0.88	2015年2月14日完成
首创股份	非公开发行2.1亿股	20.55	2015年1月27日完成
兴源环境	非公开发行47万股	0.2	2015年1月27日完成
环能科技	非公开发行购买资产并募集配套资金	2.08	2015年12月3日完成
津膜科技	非公开发行1503万股	3.99	2015年12月11日完成
格林美	非公开发行2.54亿股	24.17	2015年11月18日完成
合计		273	

### 3. 3PPP融资推动公司扩张性成长——未完成融资额达320亿

证券简称	方案	融资额 (亿元)	进度	增发价格 (前复权)	当前股价	距安全垫空间
三维丝	配套融资	5.55	证监会核准	17.77	15.90	-10.52%
聚光科技	非公开发行不超过5000万股	14.08	董事会通过	28.16	25.60	-9.09%
凯迪生态	非公开发行不超过6亿股	49.48	证监会核准	9.30	8.78	-5.59%
瀚蓝环境	非公开发行不超过0.78亿股	9.3	向证监会申请终止	11.95	12.41	3.85%
国中水务	非公开发行不超过2.6亿股	12.5	临时股东大会通过	4.80	5.10	6.25%
东江环保	非公开发行5786万股	23.03	证监会中止审查	15.88	17.73	11.65%
启迪桑德	非公开发行不超过34246万股	95	董事会通过	27.74	31.50	13.55%
渤海股份	非公开发行不超过5691万股	8.96	证监会受理	15.75	19.62	24.57%
秦岭水泥	非公开发行不超过1.96亿股	13	证监会受理	6.63	8.30	25.19%
武汉控股	非公开发行不超过4.82亿股	24	证监会受理	8.73	10.94	25.32%
中原环保	募集配套资金10637.8万股	11.43	证监会核准	10.74	14.98	39.48%
天华院	非公开发行不超过0.75亿股	7	证监会受理	9.35	13.86	48.24%
环能科技	配套融资	1.74	董事会预案		33.14	
巴安水务	非公开发行不超过9600万股	12	证监会核准		14.80	
维尔利	非公开发行6000万股	12	2016年4月15日证监会批复		20.45	
博世科	非公开发行不超过2500万股	5.5	证监会受理		35.93	
天壕环境	非公开发行不超过5000万股	9	股东大会审议通过		18.81	
科融环境	非公开发行不超过10000万股	7	董事会预案		7.51	
合计		321				

### 3.3 并购打造综合平台，提升PPP接单能力

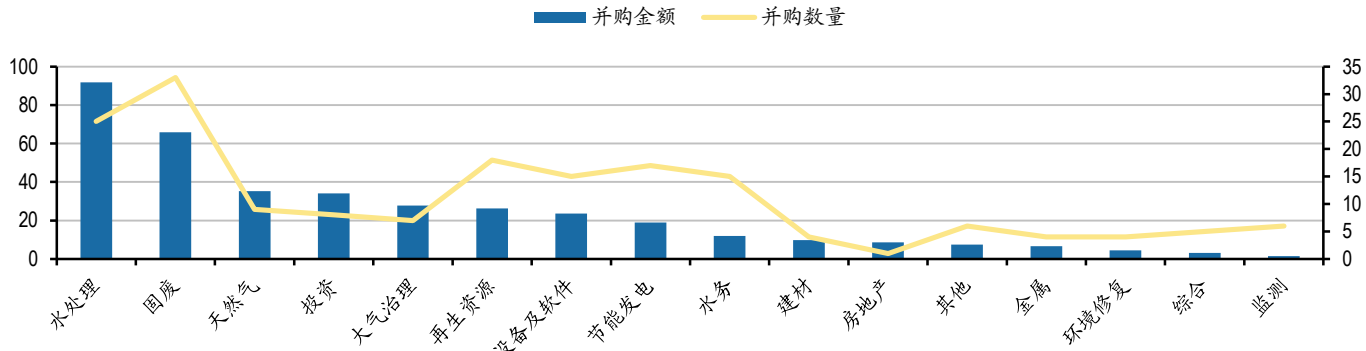
行业并购规模快速增长，超过250亿元



纷纷设立并购基金，规模超过500亿

公司	并购基金规模 (亿元)	公司	并购基金规模 (亿元)
碧水源、环能科技、首创股份	10.00	四川环能、江南水务	50.00
博世科	50.00	盛运环保	106.00
渤海股份	5.00	万邦达	20.00
城投控股	20.05	先河环保	5.00
东江环保	60.00	兴源环境	32.00
菲达环保	10.00	永清环保	15.00
高能环境	11.00	中山公用	20.00
格林美	10.00	南方汇通	10.00
环能科技	10.00	美晨科技	33.50

并购标的集中于水处理、固废、大气 (亿元)



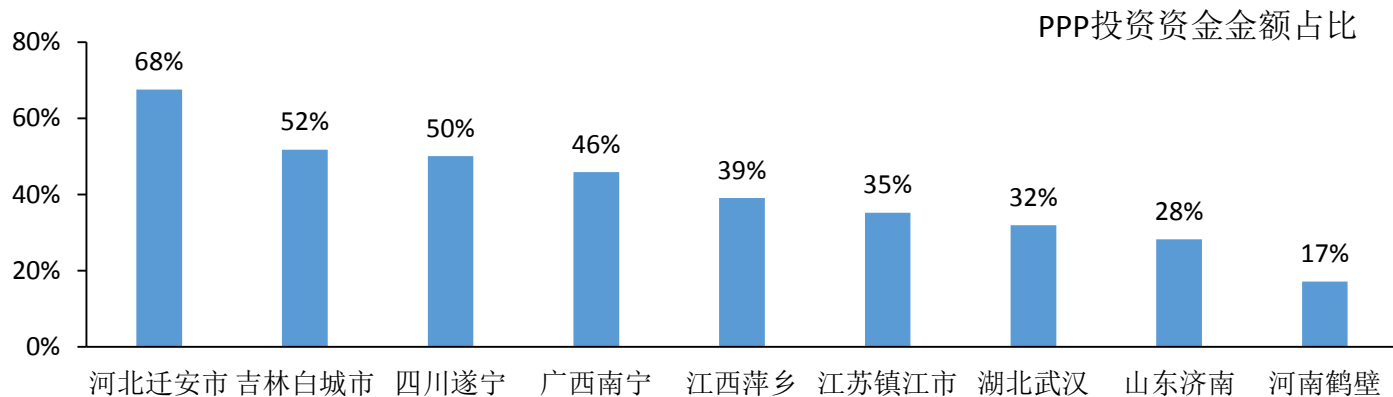
2014年下半年以来，环保行业并购明显提速，2015年并购102起，总金额259.1亿元，同比增长47%。同时，环保上市公司设立的并购产业基金规模超过500亿元。为何要并购？打造综合型环保平台，提升PPP接单能力。



### 3.4 新增需求：海绵城市、综合管廊等首选PPP模式

时隔37年，中央城市工作会议举行，“城市工作”再次上升到中央层面进行专门研究部署，预示着我国城市工作将迎来新一轮投资建设。会议特别指出城市工作要把创造优良人居环境作为中心目标，**海绵城市、地下管廊和流域治理是未来城市工作的重点任务。**

第一批海绵城市试点城市中PPP投资金额占比（统计截止2015年底）



数据来源：公开资料，住建部，广发证券研究中心

《国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见》表明：**应积极推广政府和社会资本合作（PPP）、特许经营等模式**，吸引社会资本广泛参与海绵城市建设，不同城市占比差异较大由10%-70%不等。

### 3.4新增需求：海绵城市、综合管廊等首选PPP模式

海绵城市、综合管廊等作为稳增长的重要一环，受到国家的高度重视和大力支持。4月27日，16年中央财政支持海绵城市、综合管廊第二批试点城市公布。



14城市入选中央财政支持海绵城市建设试点

首批16城：迁安、白城、镇江、嘉兴、池州、厦门、萍乡、济南、鹤壁、武汉、常德、南宁、重庆、遂宁、贵安新区、西咸新区

第二批14城：北京市、天津市、大连市、上海市、宁波市、福州市、青岛市、珠海市、深圳市、三亚市、玉溪市、庆阳市、西宁市、固原市

海绵城市



15城市入选中央财政支持地下综合管廊建设试点

首批10城：包头、沈阳、哈尔滨、苏州、厦门、十堰、长沙、海口、六盘水、白银。

第二批15城：石家庄市、四平市、杭州市、合肥市、平潭综合试验区、景德镇市、威海市、青岛市、郑州市、广州市、南宁市、成都市、保山市、海东市、银川市

综合管廊

在政府政策推动下，第一批、第二批海绵城市已经达到30个城市，综合管廊城市达到25个，管理、推进力度正在不断加大，也将带动对PPP项目的需求。

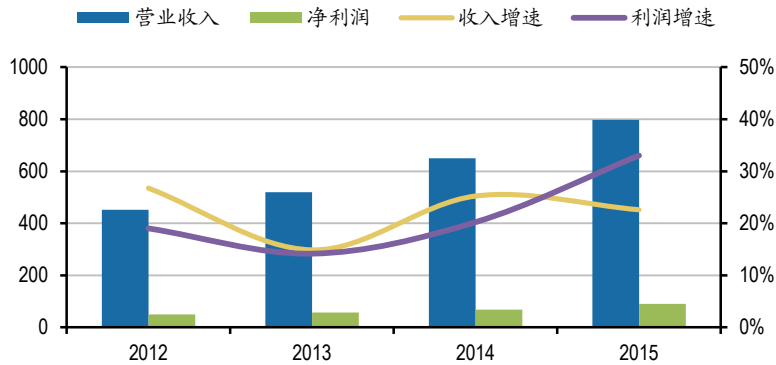
### 3.4 新增需求：海绵城市、综合管廊等首选PPP模式

在对海绵城市和综合治理近期出台的相关政策和评价体系中，发现有多处国家鼓励采用PPP模式建设海绵城市、地下管廊等项目的规定。不断提升的海绵城市、综合治理等需求正在加速PPP项目需求的释放。

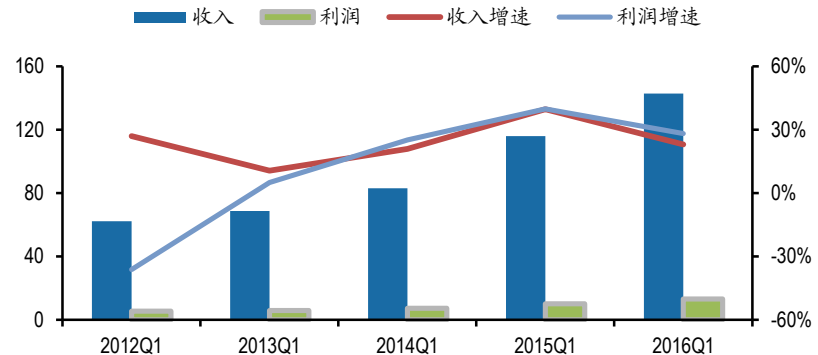
时间	机构	政策文件	核心要点
2014.12	财政部	《关于开展中央财政支持海绵城市建设试点工作的通知》	中央财政给予海绵城市建设试点专项资金补助，一定三年。其中，直辖市6亿元/年，省会城市5亿元/年，其他城市4亿元/年。 <b>对采取PPP模式达到一定比例的，另外再奖励补助基数的10%。</b>
2014.12	财政部	《关于开展中央财政政策支持地下综合管廊试点工作的通知》	中央财政对地下综合管廊试点城市给予专项资金补助，一定三年，具体补助数额按城市规模分档确定，直辖市每年5亿元，省会城市每年4亿元，其他城市每年3亿元。 <b>对采用PPP模式达到一定比例的，将按上述补助基数奖励10%。</b>
2015.03	财政部 住建部	《城市管网专项资金绩效评价暂行办法》	将绩效评价结果应量化为综合评分，依此拨付资金。《办法》同时鼓励PPP模式， <b>PPP模式占试点工作总投资额70%以上的10分，30%以下的不得分</b>

## 4. 环保行业15年业绩增速处于一级行业前列，强者恒强格局

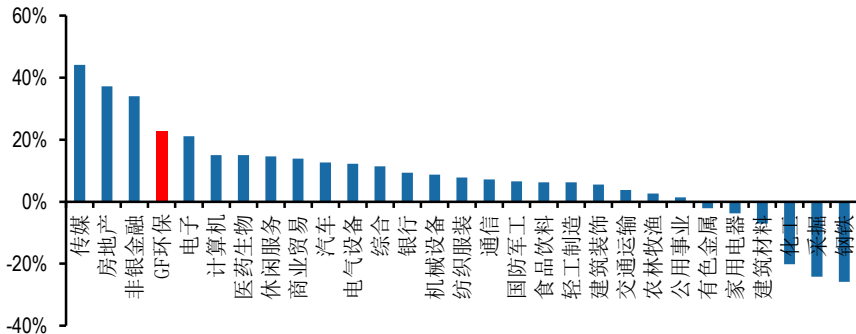
### 环保板块15年业绩增长三成（亿元）



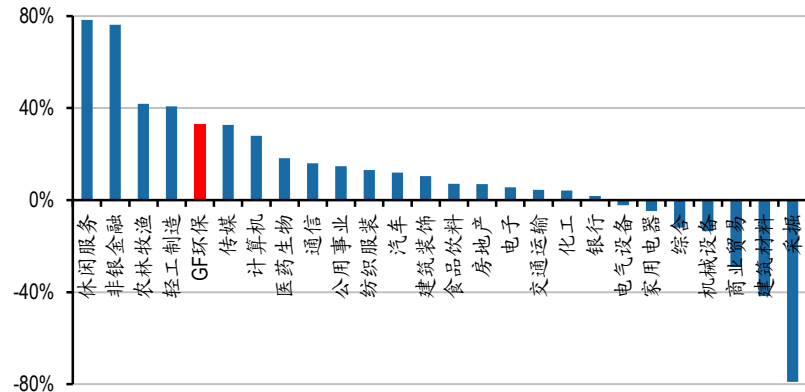
### 环保板块一季度利润增长28%（亿元）



### 环保15年收入增速居全行业前四



### 环保15年业绩增速全行业排名第六

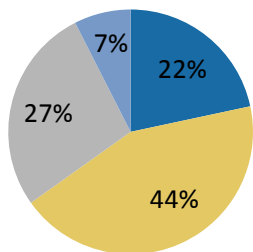


注：表中剔除有色（532%）、国防军工（-169%）、钢铁（-793%）

## 4. 15年业绩增速处于一级行业前列，强者恒强格局

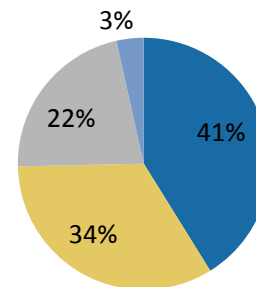
2015年250亿市值公司收入占比22%

■ 250亿以上 ■ 100-250亿 ■ 50-100亿 ■ 50亿以下



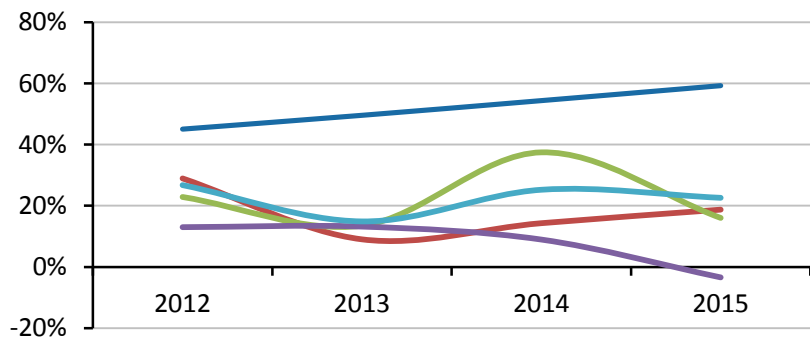
2015年250亿市值公司利润占比41%

■ 250亿以上 ■ 100-250亿 ■ 50-100亿 ■ 50亿以下



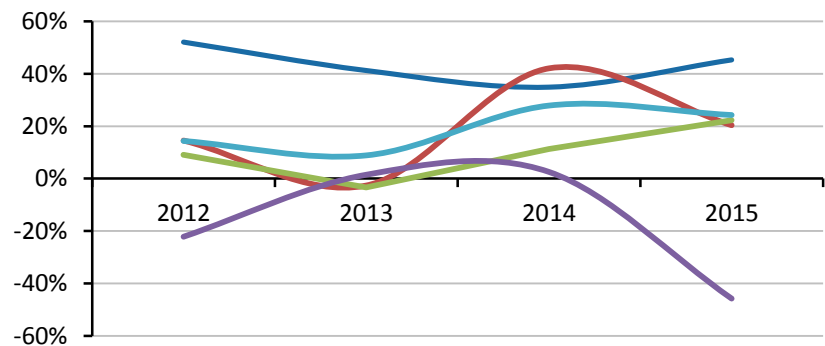
环保板块收入增速（按照市值分类）

— 250亿以上 — 100-250亿 — 50-100亿 — 50亿以下 — 整体



环保板块扣非利润增速（按照市值分类）

— 250亿以上 — 100-250亿 — 50-100亿 — 50亿以下 — 整体



## 4. 高成长值得期待，关注“PPP高弹性组合和稳健型组合”

在PPP大潮中，我们建议关注PPP高弹性组合和稳健型组合：

- ◆ **PPP高弹性标的**：**兴源环境**（在手PPP订单超过100亿，项目稳步推进中，相较于15年收入8.8亿元，业绩弹性较大，目前公司再融资完成询价）、**高能环境**（15年收入10亿元，15年新增30亿订单，推出股权激励，业绩弹性较大）、**博世科**（15年收入5亿元，15年末在手订单11.3亿元，近期又获2亿土壤修复大单和4亿PPP订单，大股东参与订单+股权激励，目前再融资方案已受理）等。
- ◆ **PPP稳健型标的**：**碧水源**（15年收入52亿，15年新签订单177亿，引入国开、完成62亿大额融资，未来高增长可持续）、**维尔利**（15年新增订单15亿元，外加金坛20亿PPP项目，垃圾焚烧业务、餐厨项目有望进一步拓展，4月15日增发获证监会核准，增发在即）、**中金环境**（收购金山环保、中咨华宇转型环境综合治理服务商，增强PPP拿单能力，第二期员工持股计划规模442万股，均价22.18元，目前折价）等

重点关注环保公司估值一览表

名称	市值（亿元）	收盘价（元）	EPS			PE		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
兴源环境	165.69	40.02	1.18	1.63	2.03	33.92	24.55	19.71
高能环境	92.48	57.23	0.97	1.47	2.23	59.00	38.93	25.66
博世科	45.73	35.93	0.46	0.64	0.88	78.11	56.14	40.83
碧水源	513.36	40.76	1.62	2.40	3.38	25.16	16.98	12.06
维尔利	71.19	20.45	0.60	0.84	1.08	34.08	24.35	18.94
中金环境	140.60	21.1	0.74	0.98	1.27	28.51	21.53	16.61

## 风险提示

- PPP落地低于预期
- 行业竞争加剧，PPP项目盈利下滑

附：发改委和财政部出台《通知》的对比

《发改委关于切实做好《基础设施和公用事业特许经营管理办法》贯彻实施工作的通知》

VS 《财政部关于进一步做好政府和社会资本合作项目示范工作的通知》

法律部分

	财政部通知	发改委通知
相同	都属于国务院下属部门发布的规范性文件	
不同	发布主体为财政部	发布主体为发改委
简评	强调法律位阶是因为当两个规范性文件发生冲突时应以哪个为准，目前来看还未解决	

试用范围

	财政部通知	发改委通知
相同	均用列举的方式要求PPP项目要涉及到能源、交通运输、水利、环境保护等公用事业领域。	
不同	强调的是所有的PPP项目当中的示范项目，包括医疗、卫生、能源交通等公共服务领域，也包括旅游开发等其他领域	仅涉及基础设施和公共事业领域，包括市政工程、社会事业、交通运输、水利、环境保护等。
简评	都强调能源、交通运输等公用事业领域，足以可见其重要性，而从发改委的通知来看，基础设施和公用事业领域是PPP项目的大头	

目的差异

	财政部通知	发改委通知
相同	充分发挥政府的力量，切实做好PPP项目的贯彻落实工作	
不同	提出优先支持融资平台公司存量项目转型为PPP项目，是为了在保证PPP项目质量的同时化解地方债务压力。	为贯彻落实基础设施和公用事业特许经营，推广和宣传PPP特许经营
简评	这又是一次因为主体的不同导致的目的不同	



附：发改委和财政部出台《通知》的对比

项目论证

	财政部通知	发改委通知
相同	均强调项目要做好可行性论证分析	
不同	规定了不符合可行性论证等PPP模式特征的后果——督促实施单位整改或不再作为示范项目推广	强调的是特许经营PPP模式可行性评估，为规定可行性论证不合规的后果，只强调完善政策，推动制度落实
简评	项目的可行性论证是PPP项目能否成为PPP项目的关键，涉及到对“物有所值”的分析、财政承受能力分析等等。原PPP特许协议因为不进行可行性论证，到最后反而成为了政府的负担。财政部的通知强调后果是将可行性论证落到了实处。发改委的特许经营可行性评估要加强指导，落实稳定投资	

监督主体

	财政部通知	发改委通知
相同	都强调切实履行监督管理职责，并会组织对PPP项目实施情况进行监督检查	
不同	监督管理和督导的主体是各级财政部门	监督管理和督导的主体是各级发改委
简评	PPP合同不同于一般的民事合同，因为涉及公共利益，所以政府的监督角色要扮演好。但是因为通知颁布主体不同，所以监督管理的主体有所区别。这其实也是目前我国PPP发展的困境之一，即财政部和发改委均有权颁布PPP规范文件，如若发生冲突以谁为准？	

操作方式

	财政部通知	发改委通知
相同	均提出了PPP的具体运营方式，如转让-运营-移交（TOT）、改建-运营-移交（ROT）方式	
不同	有地方各级财政部门进行筛选征集，并优先处理存量项目转型为PPP项目	由各级发展部门进行广泛筛选。要求清理和《办法》规定不一致的项目。简化审批核准的流程
简评	因为《通知》的发布主题不同，所以落实到具体操作方式上出现了差异。财政部当年大力推广PPP模式就是为了解决地方的存量债务。所以操作时会优先考虑存量项目的转型；而发改委重视项目的审批和程序的规范，所有操作时要强调规范	

财政部通知：[http://jrs.mof.gov.cn/ppp/zcfbppp/201506/t20150626\\_1261980.html](http://jrs.mof.gov.cn/ppp/zcfbppp/201506/t20150626_1261980.html)

发改委通知：[http://tzs.ndrc.gov.cn/zttp/PPPxmk/zcfg/201503/t20150317\\_798602.html](http://tzs.ndrc.gov.cn/zttp/PPPxmk/zcfg/201503/t20150317_798602.html)