

2016年09月19日

环保及公用事业

行业深度分析

证券研究报告

PPP 系列报告之行业近况深度解析

■发改委推介 PPP 第三批项目库出炉，PPP 未来值得期待：近日，国家发展改革委向社会公开推介传统基础设施 PPP 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。发改委前两批的推介项目，签约率较高。第一批签约率 57%，第二批发起时间较短，签约率在 17%。

■自上而下，经济低迷，PPP 成“良药”：今年上半年全国固定资产投资总额 258360 亿元，增速较 1-5 月回落 0.6 个百分点。固定资产投资急需刺激，而 PPP 能带动投资的复苏。自 76 号文以来，国家自上而下力推 PPP，目前 PPP 落地加速趋势十分明确，同时 PPP 选取也很规范化，进入执行阶段（落地项目）的项目数达 619 个，相较 5 月底增长 33.69%；落地金额约 1.06 万亿，较五月底增长 25%。贵州、山东、云南、河南、四川投资需求位居前五名，分别为 1.32/1.14/0.78/0.75/0.70 万亿元，合计 4.69 万亿元，占总投资需求的 47.42%。市政工程（包含管廊）、交通运输、片区开发、旅游、保障性安居工程项目数分别位居前五，分别为 3008/1044/517/490/465 个，合计 5524 个，占项目总数的 63.68%。

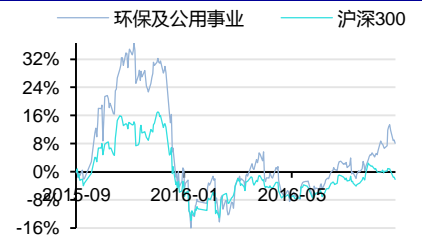
■自下而上，PPP 带来以下行业变革：1、财务方面，考虑的长期回报。2、订单增多。我们经过统计，上市公司超过 10 亿的大订单显著增加。3、项目打包，回报率变化。回报率不同的项目打包发出，企业进行项目挑选的难度较之前有所增加，但是也受益于项目整体体量的增加，所承接的项目金额显著增大；3、对企业综合治理能力要求提高。打包推出的模式使得越来越多的企业开始提供一揽子的解决方案，对企业的综合治理能力和技术平台性提出更高的要求。4、全项目生命周期公司更有核心竞争力。同时，整合能力强（外延并购引入技术）、资金成本低（上市公司融资渠道多）、资源丰富（引入国企作战略投资者）的企业有望突出重围，企业将向国企化、综合化、平台化发展。

■PPP 投资策略：变革中寻找机遇。首先继续看好我们前期推荐的水务板块，公司现金流稳定、资产优质，在低利率及水资源化背景下，望迎来资产的价值重估。且国企改革政策不断，后续员工激励、资产证券化均值的期待，推荐【洪城水业】【江南水务】【武汉控股】关注【兴蓉环境】。其次龙头白马也将凭借平台化、综合化的优势获取大量订单，继续推荐 MBR 龙头【碧水源】、监测龙头【聚光科技】、背靠美的集团的【盈峰环境】。最后一些技术特点鲜明、资源优势同样明显的小企业同样值得期待，重点推荐磁分离先驱【环能科技】、唯一央企园林公司【岳阳林纸】、云南省环保平台【云投生态】、产业链齐全的【博世科】。

■风险提示：PPP 项目执行力度低于预期

投资评级 领先大市-A
维持评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	1.51	3.11	-3.11
绝对收益	-2.24	7.23	-3.49

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoll@essence.com.cn
021-35082107

杨心成

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516080003
yangxc@essence.com.cn
0755-82551402

周喆

报告联系人

相关报告

业绩分化明显，寻求确定性标的
2016-09-05

大风起兮云飞扬，国企改革兮促成长
2016-08-01

国企化、综合化、平台化
2016-07-01

监测先行，防控治理
2016-06-01

业绩为王——从环保股走势论其投资价值
2016-05-03

内容目录

1. 发改委推介第三批 PPP 项目出炉, PPP 未来值得期待	4
1.1. PPP 推介第三批项目库出炉, 项目布局七大领域.....	4
1.2. PPP 推介第一批、第二批签约率较高.....	5
1.2.1. 第一批项目签约情况.....	5
1.2.2. 第二批项目签约情况.....	7
2. 自上而下, 经济低迷, PPP 成“良药”	8
2.1. 经济总投资增速放缓, PPP 成“良药”.....	8
2.2. PPP 项目更适合偿还地方债务.....	9
2.3. 国家政策出台多次鼓励 PPP, G20 提出中美承诺做 PPP.....	10
2.4. PPP 落地加速趋势明确, 迎来落地高峰.....	12
3. 自下而上, PPP 带来行业变革	14
3.1. 上市公司订单增加.....	14
3.2. PPP 对行业的改变.....	16
3.3. PPP 推动环保企业国企化、平台化、综合化发展.....	17
4. PPP 投资策略: 变革中寻找机遇	19
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 项目个数行业分布.....	4
图 2: 投资规模行业分布 (亿元).....	4
图 3: 投资体量分布.....	4
图 4: 分区域项目个数占比.....	5
图 5: 分区域投资规模占比.....	5
图 6: 推介项目较多的省 (区、市).....	5
图 7: 第一批 PPP 项目分行业签约个数.....	6
图 8: 第一批 PPP 项目分规模签约个数.....	6
图 9: 第一批 PPP 项目分地区签约个数.....	7
图 10: 第二批 PPP 项目分行业签约个数.....	7
图 11: 第二批 PPP 项目分规模签约个数.....	8
图 12: 第二批 PPP 项目分地区签约个数.....	8
图 13: 固定资产投资月度同比累计增速.....	9
图 14: 两大领域固定资产投资累计完成额增速 (%).....	9
图 15: PPP 项目的本质.....	10
图 16: PPP 移交需经过五个阶段.....	12
图 17: 入库项目个数.....	12
图 18: 入库项目总投资额.....	12
图 19: 进入执行阶段项目数.....	13
图 20: 执行阶段项目投资额.....	13
图 21: 按地区分类 (项目个数).....	13
图 22: 按项目地区分布 (投资金额).....	13
图 23: 按行业类型分类.....	14
图 24: 按项目规模分类.....	14
图 25: 水处理公司订单金额 (亿元).....	15

图 26: 固废处理公司订单金额 (亿元)	15
图 27: 水务公司订单金额 (亿元)	15
图 28: 大气治理、监测、供热等公司订单金额 (亿元)	15
图 29: 维尔利历史订单金额 (万元)	16
图 30: 水处理难度增大.....	17
图 31: 国有背景企业订单金额 (亿元)	18
图 32: 民营环保上市公司订单金额 (亿元)	18
表 1: 政府负有偿还责任的债务.....	9
表 2: 地方政府性债务.....	9
表 3: PPP 相关鼓励政策.....	10
表 4: 部分环保公司 PPP 订单.....	16
表 5: 环保行业的外延并购.....	17
表 6: 环保民营企业与国企合作.....	18
表 7: 部分环保公司融资事项.....	19

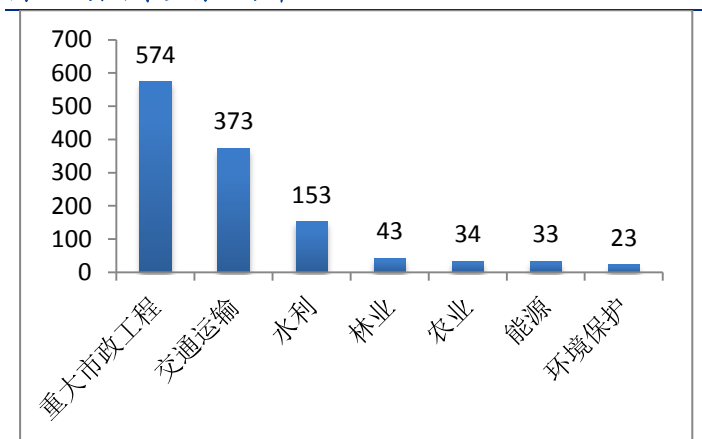
1. 发改委推介第三批 PPP 项目出炉，PPP 未来值得期待

1.1. PPP 推介第三批项目库出炉，项目布局七大领域

近日，国家发展改革委向社会公开推介传统基础设施 PPP 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。

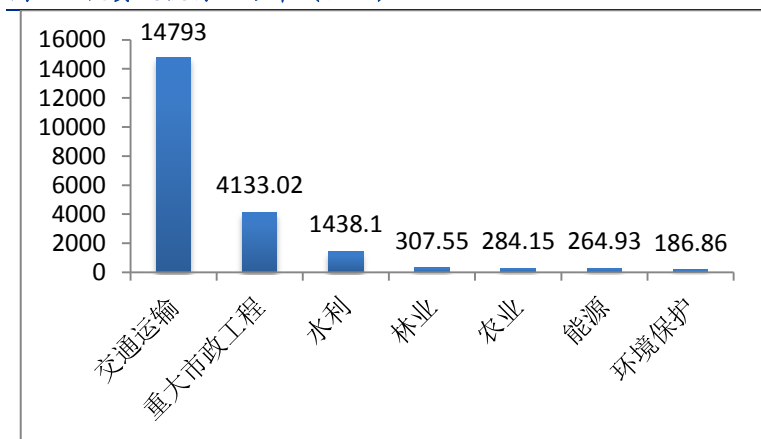
从行业分布看，1233 个项目共涉及能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业和重大市政工程等七个领域。其中，重大市政工程项目 574 个，占 46.55%；交通运输项目 373 个，占 30.25%；水利项目 153 个，占 12.41%；林业项目 43 个，占 3.49%；农业项目 34 个，占 2.76%；能源项目 33 个，占 2.68%；环境保护项目 23 个，占 1.87%。从行业投资规模看，交通运输项目投资 14793 亿元，占 69.07%；重大市政工程项目投资 4133.02 亿元，占 19.30%；水利项目投资 1438.1 亿元，占 6.71%；环境保护项目投资 307.55 亿元，占 1.44%；林业项目投资 284.15 亿元，占 1.33%；农业项目投资 264.93 亿元，占 1.24%；能源项目投资 196.86 亿元，占 0.92%。

图 1：项目个数行业分布



资料来源：发改委，安信证券研究中心

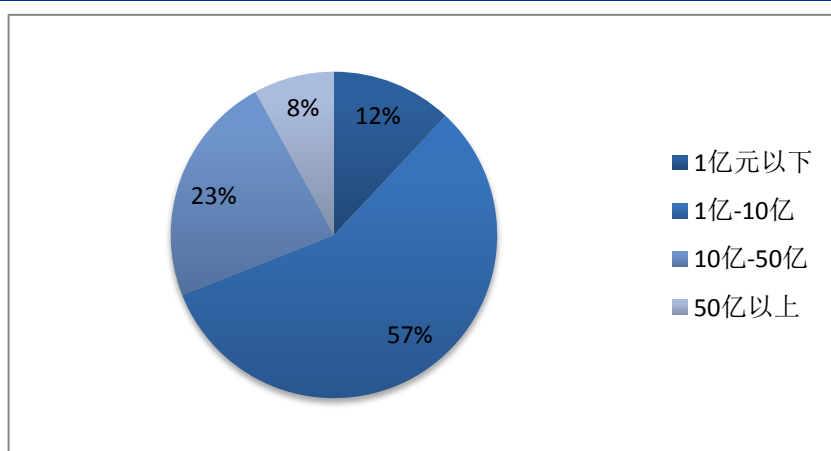
图 2：投资规模行业分布（亿元）



资料来源：发改委，安信证券研究中心

从投资体量看，1233 个项目中，1 亿元以下项目 141 个，占 11.44%；1-10 亿元项目 706 个，占 57.26%；10-50 亿元项目 287 个，占 23.28%；50 亿元以上项目 99 个，占 8.03%。

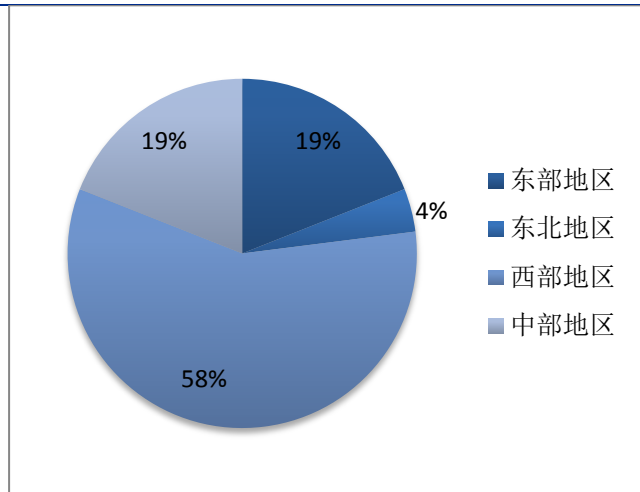
图 3：投资体量分布



资料来源：发改委，安信证券研究中心

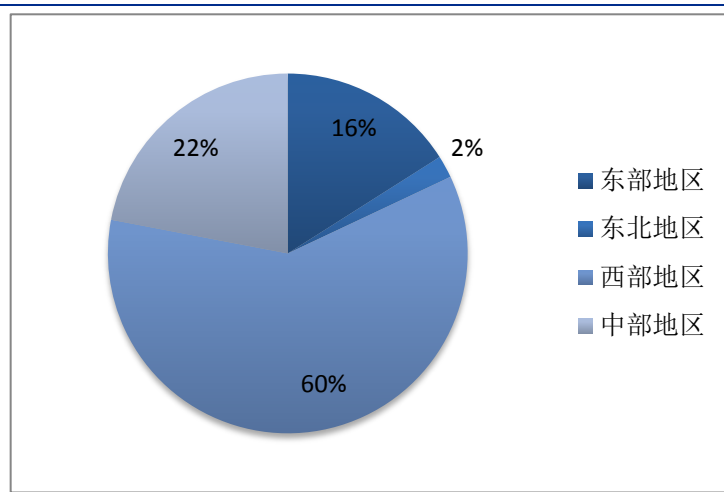
从区域分布看，1233 个项目中，东部地区项目 198 个，总投资 4058 亿元；中部地区项目 265 个，总投资 4196 亿元；西部地区项目 741 个，总投资 12343 亿元；东北地区项目 29 个，总投资 821 亿元。

图 4：分区域项目个数占比



资料来源：发改委，安信证券研究中心

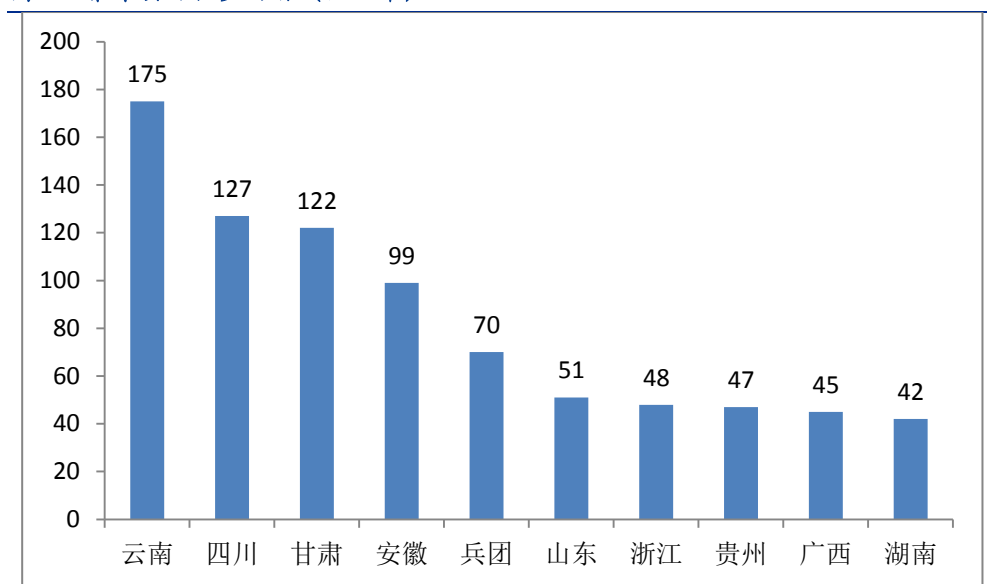
图 5：分区域投资规模占比



资料来源：发改委，安信证券研究中心

从地区分布看，云南、四川、甘肃、安徽、兵团、山东、浙江、贵州、广西、湖南推介项目较多，分别为 175、127、122 个、99 个、70 个、51 个、48 个、47 个、45 个、42 个。

图 6：推介项目较多的省（区、市）



资料来源：发改委，安信证券研究中心

1.2. PPP 推介第一批、第二批签约率较高

2015 年 5 月，国家发展改革委建立了首个国家部委层面 PPP 项目库，第一批向社会公开推介了 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，两批公开推介的 PPP 项目中，已有 619 个项目签约，总投资 10019.1 亿元。

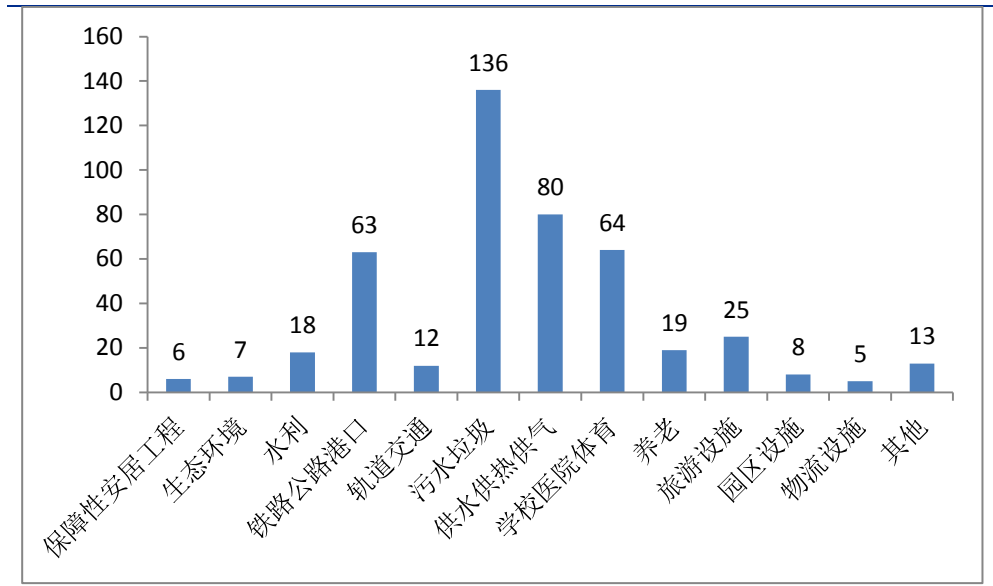
1.2.1. 第一批项目签约情况

第一批 1043 个 PPP 项目中，因多种因素变化而不再采用 PPP 模式的项目为 254 个，占原推介项目数量的比例为 24.4%，其余 789 个项目中已签约 456 个、总投资 8151.7 亿元，占比分别为 57.8%、56.6%。由此可见，第一批推介的 PPP 项目质量较高，在各地政府积极推动下，项目签约率较高。

从行业分布看，签约项目主要集中在市政、交通等基础设施领域以及学校、医院、体育等公共服务领域。456 个项目中，污水、垃圾处理项目 136 个，占 29.8%；供水、供热、燃气等项目 80 个，占 17.5%；铁路、公路、港口等项目 63 个，占 13.8%；学校、医院、体育

等项目 64 个，占 14%。

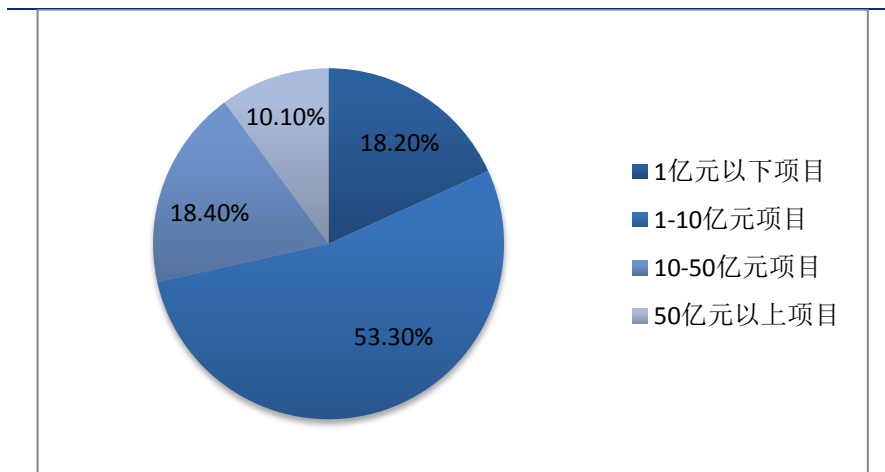
图 7：第一批 PPP 项目分行业签约个数



资料来源：发改委，安信证券研究中心

从投资规模看，1 亿元以下的项目 83 个，占签约项目的比例为 18.2%；1—10 亿元项目 243 个，占 53.3%；10—50 亿元项目 84 个，占 18.4%；50 亿元及以上项目 46 个，占 10.1%。

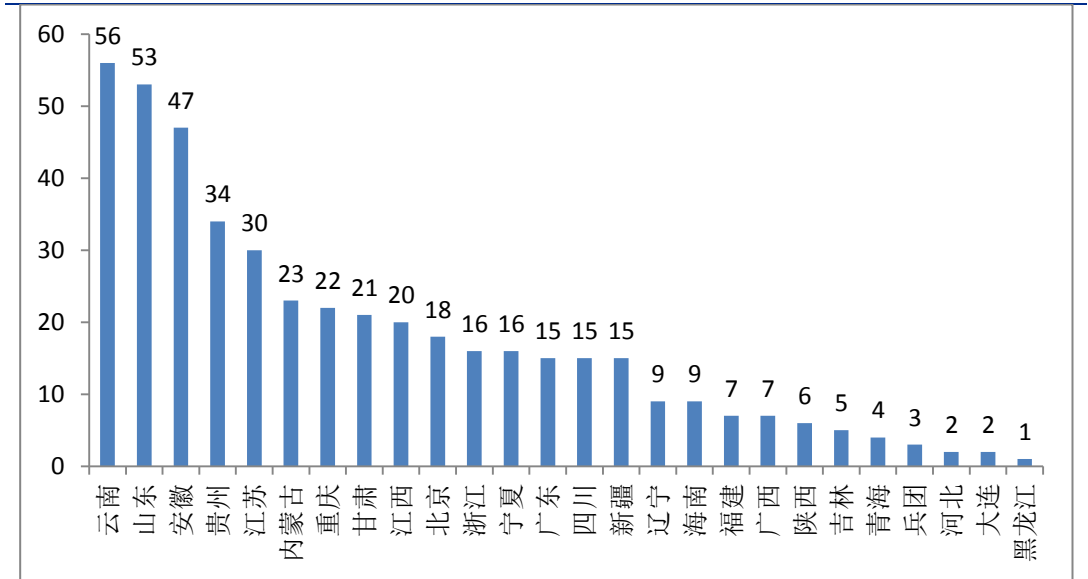
图 8：第一批 PPP 项目分规模签约个数



资料来源：发改委，安信证券研究中心

从地区分布看，云南、山东、安徽、贵州、江苏、内蒙古、重庆、甘肃、江西签约项目较多，分别为 56、53、47、34、30、23、22、21、20 个。

图 9：第一批 PPP 项目分地区签约个数



资料来源：发改委，安信证券研究中心

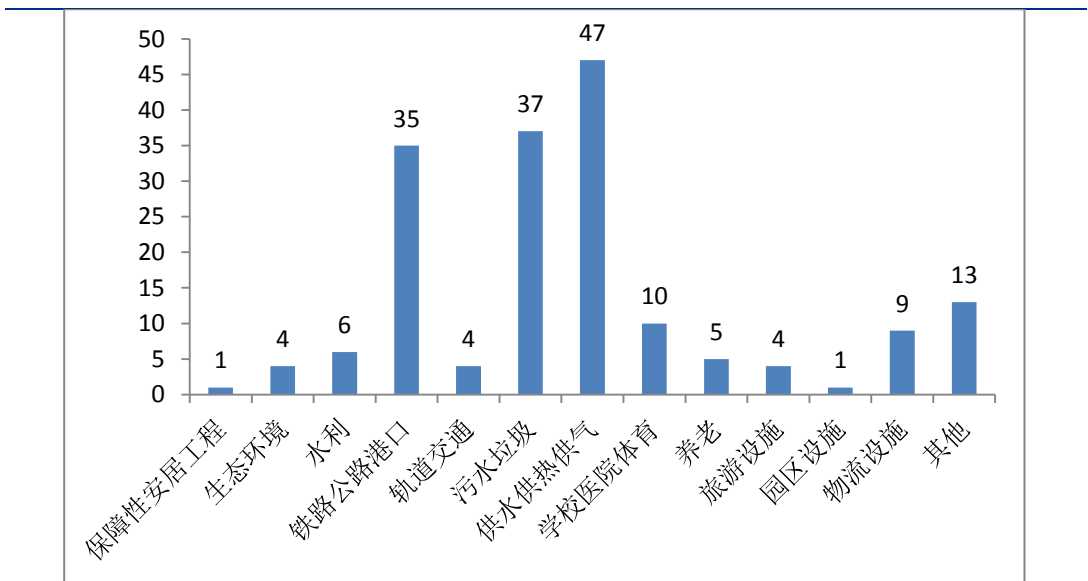
1.2.2. 第二批项目签约情况

第二批 PPP 项目中，除部分不再采用 PPP 模式的项目外，其余项目已签约 163 个、总投资 1867.4 亿元，占比分别为 16.8%、12.2%。该批项目公开推介时间较短，从发起、谈判到签约需要一定时间，此外一些条件更为成熟的 PPP 项目已在第一批中推介，因此目前的签约率稍低。

从行业分布看，签约项目主要集中在市政、交通等基础设施领域。163 个项目中，供水、供热、燃气等项目 47 个，占 28.8%；污水、垃圾处理项目 37 个，占 22.7%；铁路、公路、港口等项目 35 个，占 21.5%。

值得关注的是，第二批签约项目中，学校、医院、体育等项目仅有 10 个，比第一批减少了 54 个；占比为 6.1%，比第一批下降 7.9 个百分点。这可能与地方财政收入有限，导致政府付费为主的 PPP 项目减少有关。

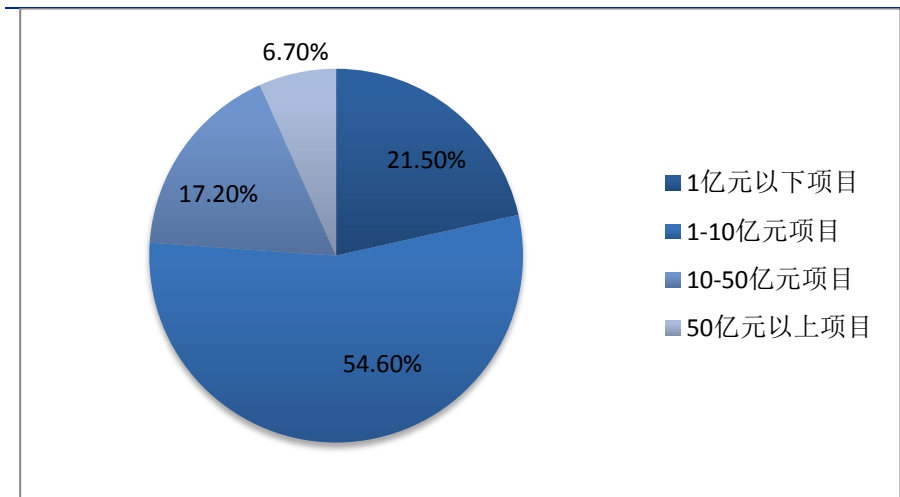
图 10：第二批 PPP 项目分行业签约个数



资料来源：发改委，安信证券研究中心

从投资规模看，1 亿元以下的项目 35 个，占签约项目的比例为 21.5%；1—10 亿元项目 89 个，占 54.6%；10—50 亿元项目 28 个，占 17.2%；50 亿元及以上项目 11 个，占 6.7%。与第一批相比，投资规模大的项目占比有所降低，10 亿元以上项目占比从 28.5% 下降到 23.9%。

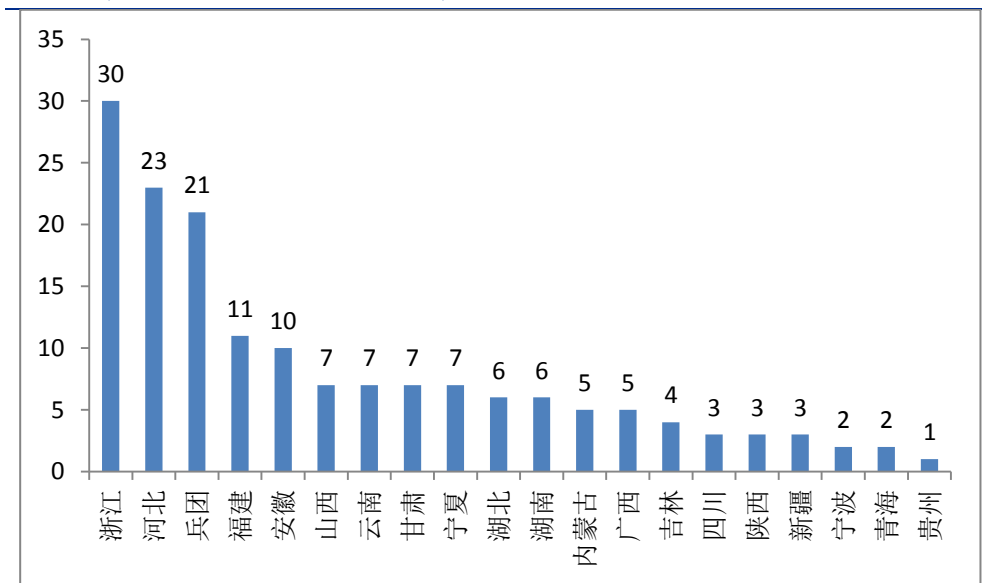
图 11：第二批 PPP 项目分规模签约个数



资料来源：发改委，安信证券研究中心

从地区分布看，浙江、河北、新疆生产建设兵团、福建、安徽签约项目较多，分别为 30、23、21、11、10 个。第一批签约项目较多的云南、山东、安徽、贵州等地区，第二批签约项目数量明显减少。第一批签约项目较少的浙江、河北、新疆生产建设兵团等地区、单位，第二批签约项目明显增加。

图 12：第二批 PPP 项目分地区签约个数



资料来源：发改委，安信证券研究中心

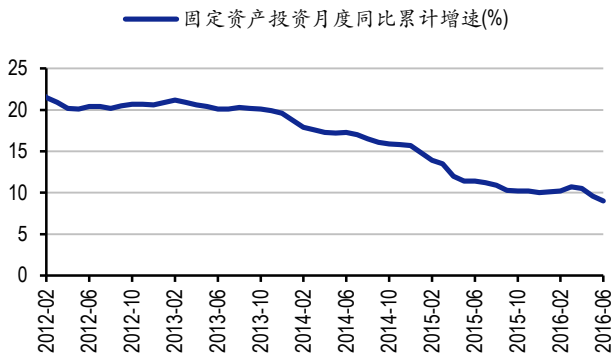
发改委推介项目签约率较高，9 月底即将公布财政部第三批示范项目数据以及更加细分的政策支持，我们很看好未来 PPP 的落地。

2. 自上而下，经济低迷，PPP 成“良药”

2.1. 经济总投资增速放缓，PPP 成“良药”

上半年总投资增速放缓，固定资产投资急需刺激：今年上半年全国固定资产投资总额 258360 亿元，同比增长 9.0%，增速较 1-5 月回落 0.6 个百分点。1-6 月制造业投资总额同比增长 3.3%，增速较 1-5 月回落 1.3 个百分点。其中 2 季度制造业投资同比 1.8%，较 1 季度大幅走低 4.6 个百分点。6 月当月，制造业投资同比-0.3%，为过去十多年的首次月度负增长。制造业加速下滑略超出预期。相较而言仅基建投资维持在 20% 的相对高增速。

图 13: 固定资产投资月度同比累计增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 14: 两大领域固定资产投资累计完成额增速 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

财政政策拉动多, 未来仍需提速: 投资最易受政策引导, 未来经济发展稳增长还是要靠投资带动。今年 5 月推出《交通基建规划三年 (2016-2018) 重大工程》, 未来会有 4.7 万亿基建投资, 特地提到了针对 PPP 项目的大规模应用。PPP 项目能带动投资的复苏。

2.2. PPP 项目更适合偿还地方债务

76 号文的发布极大限制地方融资平台的融资作用, 截至 2013 年 6 月底地方政府性债务余额已高达近 18 万亿元, 其中偿还责任债务约 10.9 万亿元。虽然总体可控, 但部分地区已经出现偿债风险, 用 PPP 模式化解地方政府债务是一条有效途径。上述项目中, 公益性项目应由政府继续承担债务, 逐年偿还, 而非公益性项目可通过市场转让或直接出售办法收回资金偿还债务, 完全市场化运作, 其中准公益性项目比重大, 占 83.6%, 更适合于采用 PPP 模式来化解债务。

表 1: 政府负有偿还责任的债务

时间	政府负有偿还责任的债务 (亿元)
2012 年 12 月	190659
2013 年 6 月	206989

资料来源: wind, 安信证券研究中心

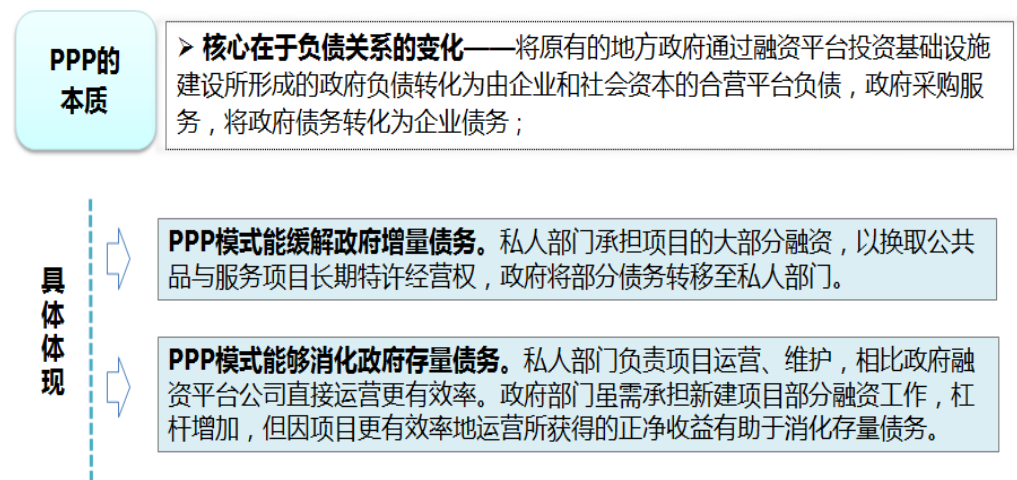
表 2: 地方政府性债务

时间	地方政府性债务余额 (亿元)
2010 年 12 月	107175
2013 年 6 月	178909

资料来源: wind, 安信证券研究中心

PPP 不是影子银行。PPP 不是新增的投资基建市场, 而是原有地方投融资模式的转变, 从而化解改变负债关系、并提高资金效率! PPP 是一种公共管理改革的思想, 政府由直接提供公共设施、公共服务的模式转变成合作者和监管者! PPP 的核心是原有的地方政府通过融资平台投资基础设施建设所形成的政府负债转化为由企业和社会资本的合营平台负债, 政府采购服务, 将政府债务转化为企业债务。对于环保行业而言, 过去大量非市场化的、掌握在政府手中的项目将逐渐转移到民营企业手中, 实现资产证券化, 并结合民营企业的高效率运作, 实现资源效率的高效化。

图 15: PPP 项目的本质



资料来源：安信证券研究中心

43 号文推动 PPP，隐形债务显性化：PPP 项目早在 2008 年就初见端倪，近两年热度开始升温。根据财政部 PPP 中心上面显示的最新数据，截至 6 月末总投资 10.6 万亿，截至 7 月末总金额超过了 12 万亿，造成这个数据庞大的重要原因便是 43 号文的发布。由于地方隐形债务的不断扩张，2013 年中央审计各地方债，诞生了 43 号文，43 号文配套的模式便是 PPP。这轮 PPP 始于预算改革，预算改革做政府债务的规范，处于地方政府债务问题的考虑，地方上不再允许融资平台借债、发债，只能通过省级人民政府发债。目前量的债务用省级人民政府发的债务偿还、替换的话需要至少五六年的时间，到期之后按照目前的情况地方财力能够偿还的可能性较小，所以大面积推广 PPP 模式，通过公私合营吸引社会资本的模式来促进地方的基建投资。PPP 的核心是原有的地方政府通过融资平台投资基础设施建设所形成的政府负债转化为由企业和社会资本的合营平台负债，政府采购服务，将政府债务转化为企业债务。

PPP 模式为投融资体系供给侧改革重要方面，必将持续大力推广。

PPP 的另一重要目的是激发社会资本活力，它是“让市场在资源配置中起决定性作用”所希望达到的效果。地方政府在主导基建和市政投资的过程中，限于自身能力或是受寻租影响，投资效率极低。在由社会资本推动、地方政府监督的 PPP 项目中，投资效率将明显提高。不仅如此，社会资本还具有政府官员难以企及的创造力，能够发现政府无法发现的投资机会，只要政府给予社会资本足够的投资开放空间，就能很大程度的激发社会资本无穷的活力。

PPP 模式推广建立了中央政府对地方政府投融资活动新的管理体系。

财政部与发改委主导推进 ppp 一举完成化解地方债务风险、加强中央控制等多重目的。值得指出的是，推广 PPP 是由中央政府提出并大力推进，限制了地方政府通过融资平台来融资的渠道，控制了地方政府隐性负债的增长；通过清理地方债务，和明确地方政府发债需在上级政府备案，明确了地方债务的边界；通过设立财政部 PPP 项目库，来监督地方政府对 PPP 项目的财政支付责任。这样，中央政府通过以 43 号文为核心的系列措施，完成了对地方政府财政及投融资活动的新监控和管理体系的建立。

2.3. 国家政策出台多次鼓励 PPP，G20 提出中美承诺做 PPP

PPP 发展迅速：从 2014 年 76 号文发布之后，国务院、财政部、发改委多部门均发布各项政策鼓励 PPP 模式的发展。

表 3: PPP 相关鼓励政策

发布时间	发文单位	文件名称	文件亮点
2014 年 9 月 23 日	财政部	《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》(简称 76 号文)	
2014 年 10 月 2 日	国务院	《关于加强地方政府性债务管理的意见》	首次提出可以由平台公司举债，投向供水供

2014年11月26日	国务院	《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》	气、垃圾处理等可以吸引社会资本参与的准经营性项目的债务，可将债务和资产打包，由地方政府或平台公司作为主体进行PPP社会化运作，引入社会资本，化解债务风险提出了进一步放开市场准入、创新投资运营机制、推进投资主体多元化、完善价格形成机制等方面的创新措施
2014年11月30日	财政部	《财政部关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》	鼓励存量项目以TOT等方式转型为PPP项目，提示各级财政部门要切实承担责任，与相关行业部门建立高效、顺畅的工作协调机制，形成工作合力，为项目实施质量提供有力保障。
2014年12月4日	财政部	《政府和社会资本合作模式操作指南（试行）》	设计项目识别、项目准备、项目采购、项目执行、项目移交五个方面的实物操作
2014年12月4日	国家发改委	《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》、《政府和社会资本合作项目通用合同指南（2014版）》	要求各地发改委2015年一月起按月报送PPP项目，建立发改委的PPP项目库
2014年12月30日	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年12月31日	财政部	《政府和社会资本合作项目政府采购管理办法》	
2014年3月10日	国家发改委、国开行	《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年3月17日	国家发改委、财政部、水利部	《关于鼓励和引导社会资本参与重大水利工程建设运营的实施意见》	
2015年4月7日	财政部	《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》	
2015年4月14日	财政部	《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》	
2015年4月21日	国务院	《基础设施和公用事业特许经营管理办法》	引入民资，一方面拓宽公用事业资金来源，另一方面，也有利于打破现有垄断局面，提高公用事业建设效率和服务意识，运用市场化思维来运营
2015年4月27日	财政部、环保部	《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作的实施意见》	
2015年5月19日	财政部、发改委、人民银行	《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》	
2015年5月25日	发改委	公开发布政府和社会资本合作（PPP）推介项目	一次性推出1043个项目，总投资1.97万亿
2015年8月3日	国务院	国务院办公厅关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见	鼓励由企业投资建设和运营管理地下综合管廊。创新投融资模式，推广运用政府和社会资本合作（PPP）模式，通过特许经营、投资补贴、贷款贴息等形式，鼓励社会资本组建项目公司参与城市地下综合管廊建设和运营管理，优化合同管理，确保项目合理稳定回报。
2015年9月25日	财政部	关于公布第二批政府和社会资本合作示范项目的通知	推出206个项目，总投资6589亿元
2015年10月11日	国务院	国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见	坚持政府引导、社会参与。发挥市场配置资源的决定性作用和政府的调控引导作用，加大政策支持力度，营造良好发展环境。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。
2016年4月27日	财政部	2016年中央财政支持海绵城市建设试点城市名单公示	新增14个城市进入第二批试点名单
2016年5月30日	财政部	关于进一步共同做好政府和社会资本合作（PPP）有关工作的通知	进一步规范PPP项目回报机制
2016年6月12日	财政部	关于组织开展第三批政府和社会资本合作示范项目申报筛选工作的通知	财政部会同行业部委联合启动第三批PPP示范项目申报筛选工作

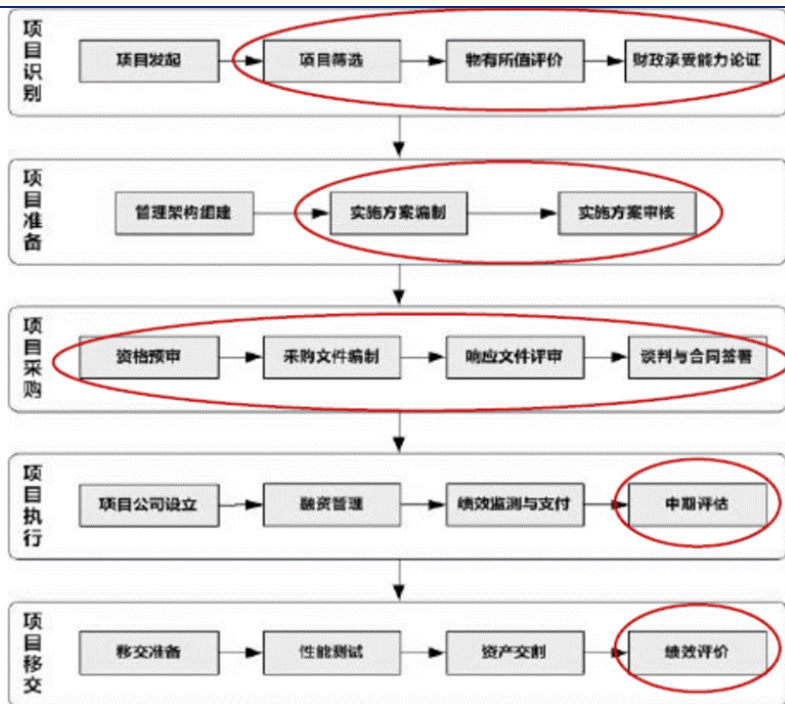
资料来源：政府网站、安信证券研究中心

2016年9月3日，习近平主席与奥巴马总统在G20峰会上围绕中美关系以及共同关心的重大国际地区和全球性问题进行了深入、坦诚和建设性交流，达成了一系列重要共识。其中就包含很重要的一条：**政府和社会资本合作（PPP）**：中美双方承诺向各自的地方政府宣

推广政府和社会资本合作（PPP）模式的最佳实践，并进一步加强在公共服务设施投资和运营领域的交流与信息共享。

为了推进这些政策实行，PPP 的选取规范化：从环节来看现在的 PPP 项目按照文件要求分成 5 个阶段 19 个步骤，从识别到准备到采购到执行到移交。识别级是指一个项目最前期的阶段需要做筛选，物有所值的评价报告和财政承受能力的论证报告，识别阶段的两个报告是强制性的，倘若没有无法进行下一步。除非是向公众收费，否则如果需要财政支付，则必须要先有这两个报告才可以启动。规范的 PPP 项目经历严格的程序和审批，在项目的回报和安全性上具有一定的保障。

图 16：PPP 移交需经过五个阶段

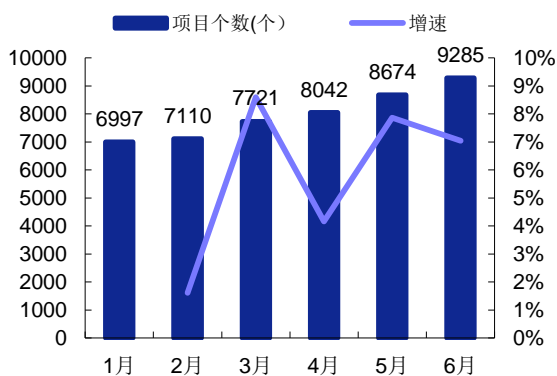


资料来源：财政部，安信证券研究中心

2.4. PPP 落地加速趋势明确，迎来落地高峰

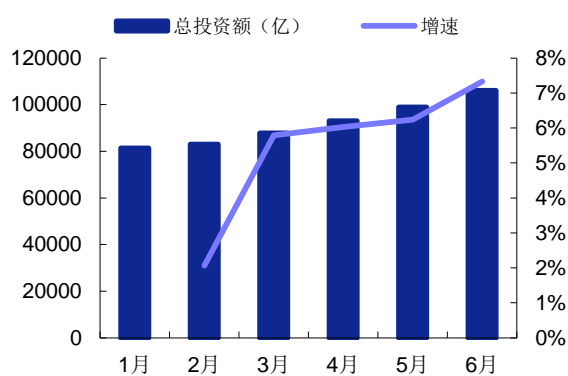
PPP 迎来春暖花开日，总量规模庞大。根据财政部 PPP 项目信息库数据，截止至 6 月 30 日，财政部 PPP 项目库入库项目数为 9285 个，较 5 月底增加 641 个，增长 7.4%；投资总额 10.6 万亿元，较 5 月底增加 7100 亿元，增长 7%。同时各地方政府仍有大量项目在申报过程中。

图 17：入库项目个数



资料来源：财政部，安信证券研究中心

图 18：入库项目总投资额

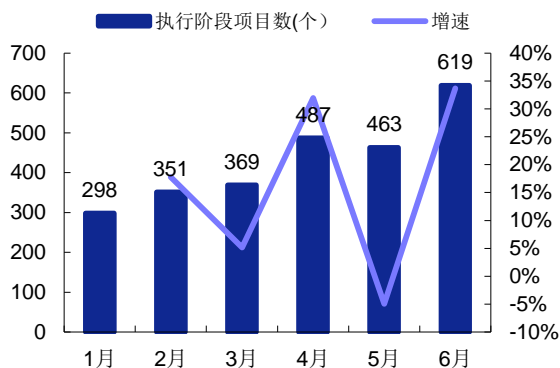


资料来源：财政部，安信证券研究中心

PPP 落地加速趋势明确，今年预计将是落地大年。PPP 落地加速趋势明确，迎来落地大年。根据项目库数据分析，截止至 6 月 30 日，进入执行库（包括执行、移交、采购）项

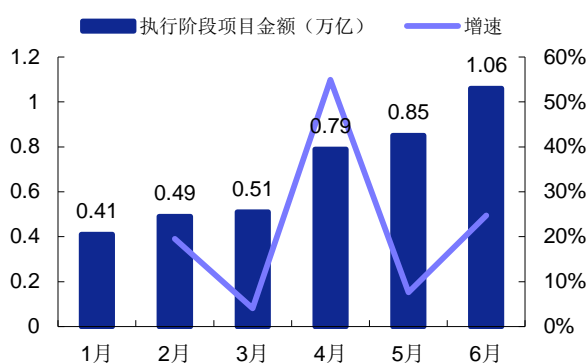
目数占入库总数比例为 12%，较 1 月底增加 4.1 个 pct。进入执行阶段（落地项目）的项目数达 619 个，相较 5 月底增长 33.69%，增加数量为 156 个；落地金额约 1.06 万亿，较五月底增长 25%。PPP 落地加速趋势十分明确，今年迎来落地大年，预计全年落地项目投资总额将达到 2 万亿元。预计 2016-2018 年落地项目将达到 2/3/4 万亿。

图 19：进入执行阶段项目数



资料来源：财政部，安信证券研究中心

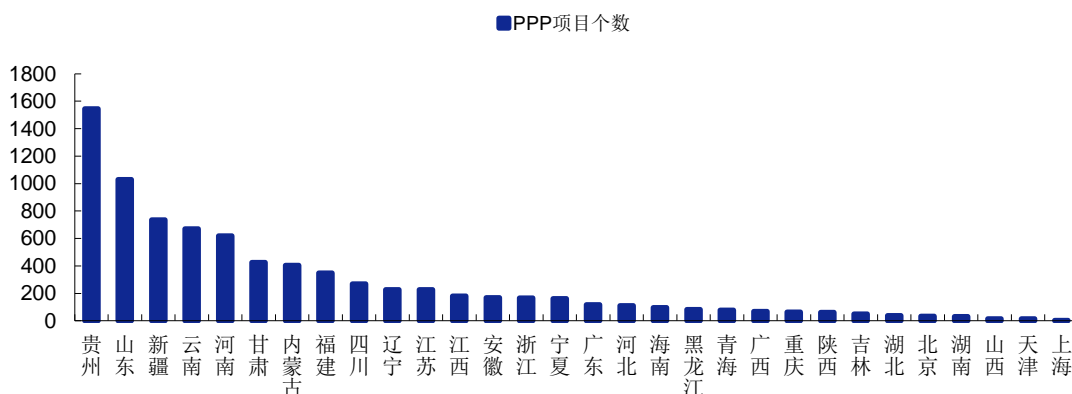
图 20：执行阶段项目投资额



资料来源：财政部，安信证券研究中心

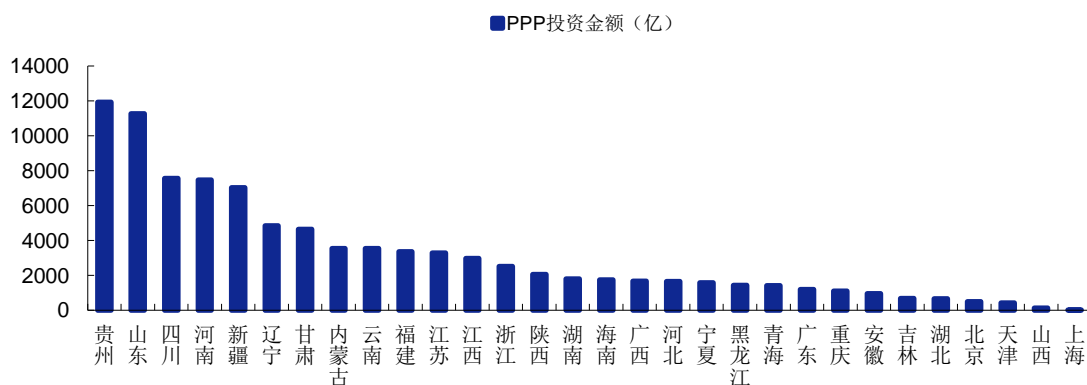
项目按地区划分。贵州、山东、新疆、四川、内蒙古项目数位居前五，分别 1641/1046/739/736/635 个，共 4797 个，占总项目数的 55.30%。贵州、山东、云南、河南、四川投资需求位居前五名，分别为 1.32/1.14/0.78/0.75/0.70 万亿元，合计 4.69 万亿元，占总投资需求的 47.42%。

图 21：按地区分类（项目个数）



资料来源：财政部 PPP 综合信息平台项目库，安信证券研究中心

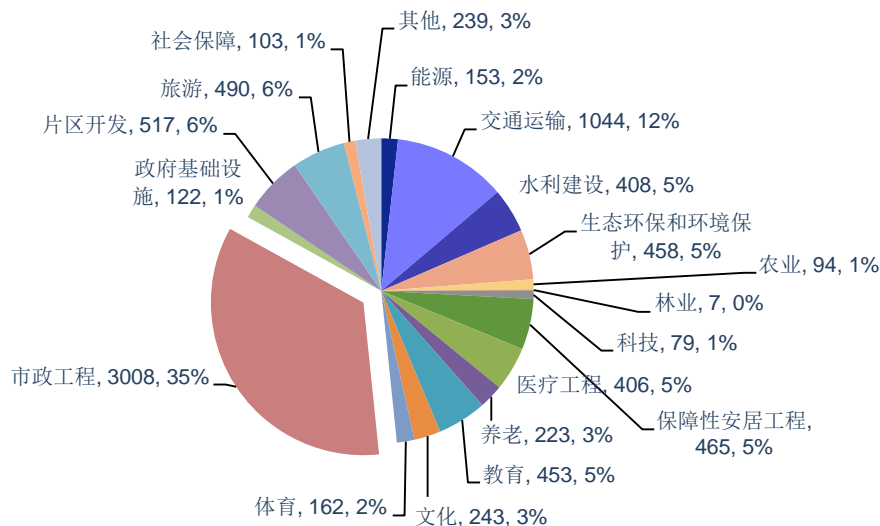
图 22：按项目地区分布（投资金额）



资料来源：财政部 PPP 综合信息平台项目库，安信证券研究中心

项目按行业划分。市政工程（包含管廊）、交通运输、片区开发、旅游、保障性安居工程项目数分别位居前五，分别为 3008/1044/517/490/465 个，合计 5524 个，占项目总数的 63.68%。可以看出除传统领域外，PPP 重点方向包括了医疗、生态环保、教育等民生方向。

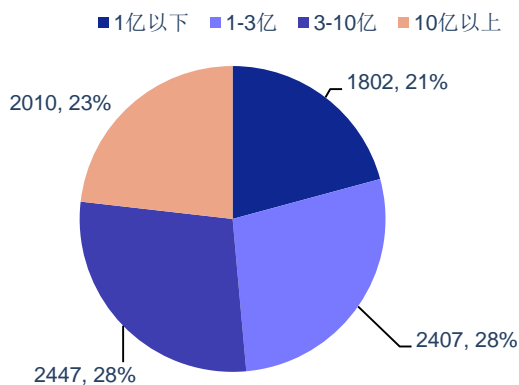
图 23：按行业类型分类



资料来源：财政部 PPP 综合信息平台项目库，安信证券研究中心

项目按规模划分。1 亿以下、1-3 亿、3-10 亿、10 亿以上项目分别为 1802/2407/2447/2010 个，占比分别为 20.77%、27.75%、28.21%、23.17%。其中 0-3 亿项目数前三分别是市政工程、教育及交通运输，分别为 1846/282/275 个，占总数的 57.11%；3 亿元以上项目数前三分别是市政工程、交通运输、园区开发，分别为 1112/706/365 个，占总数的 51.24%。

图 24：按项目规模分类



资料来源：财政部 PPP 综合信息平台项目库，安信证券研究中心

3. 自下而上，PPP 带来行业变革

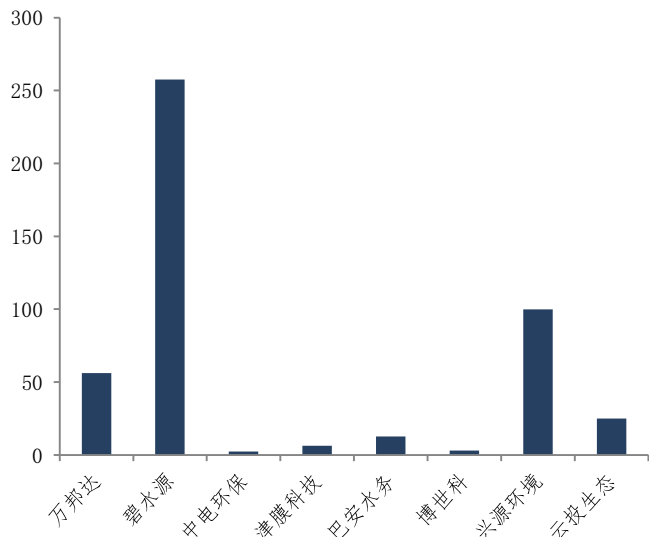
3.1. 上市公司订单增加

PPP 项目 2016 年望加速落实：当前我国的 PPP 在立法等层面仍未做到规范化，但经历一年左右的前期规划、摸索后，加上顶层设计文件的出台和制度的完善，2016 年或是 ppp 项目加速落实的一年。前段时间，财政部与国内 10 家大型金融机构、投资机构，共同发起设立政企合作投资基金，总规模 1800 亿元，带来万亿级以上投资，我们认为此基金的设立

将对 PPP 市场带来深远影响，不但能降低 PPP 项目融资成本，还能规范 PPP 项目运作，后续项目将加速释放。

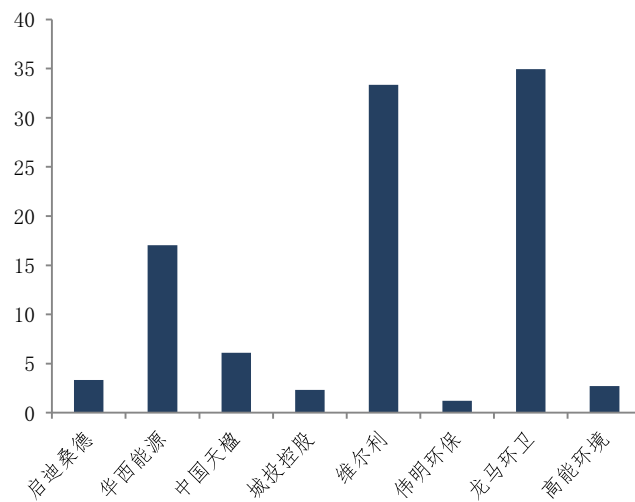
我们对环保板块细分板块 PPP 订单做出梳理统计（由于之前水处理、固废处理、水务公司有 BOT 类的相关经验，PPP 项目更好落地，所以订单足，金额高，相对来说大气、供热和监测板块 PPP 订单少），从上市公司层面就不难发现订单迅速增多，侧面体现 PPP 项目加速落实的观点。

图 25：水处理公司订单金额（亿元）



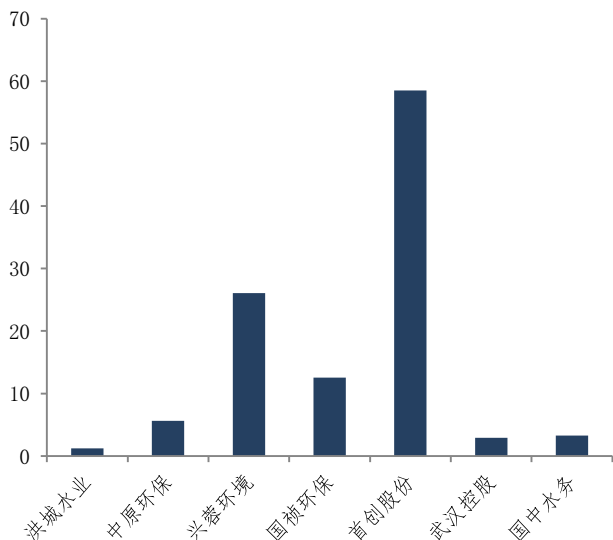
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 26：固废处理公司订单金额（亿元）



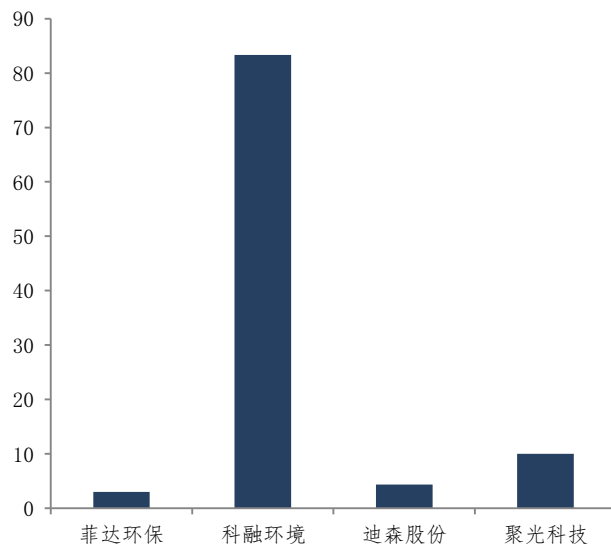
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 27：水务公司订单金额（亿元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

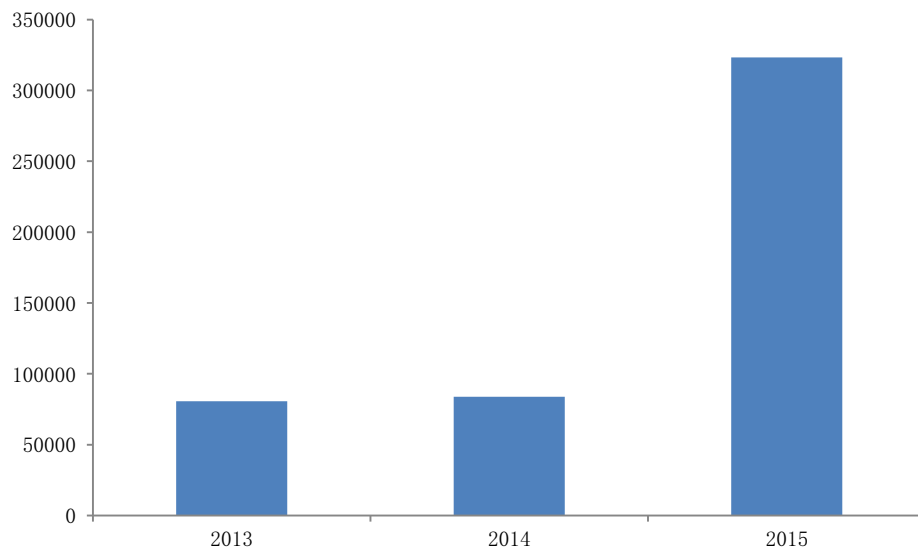
图 28：大气治理、监测、供热等公司订单金额（亿元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

- ✓ 以维尔利为例，公司通过积极布局形成环保全产业链，能很好对接各地区环保项目，在 PPP 项目大力发展的背景下，公司 2015 年全年项目中标金额（30 亿以上）较以往有明显增加（2013、2014 年中标项目均 8 亿元左右）。

图 29: 维尔利历史订单金额 (万元)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

3.2. PPP 对行业的改变

PPP 不是一场财务游戏。从会计准则上, 虽然通过 SPV 公司发包工程项目给上市公司, 可以使上市公司当期利润做大, 但投资现金流必然会恶化, PPP 考虑的是项目的全生命周期, 是长期的运营回报。规范的 PPP 方式有三个重要的关键词: 长期、经营和公共, 三者缺一不可。长期是指约定合同期限不能低于十年, 规范运作回收期必须十年以上。目前也存在一些低于 10 年的项目, 但是建议合同期限不要低于十年。企业目前想尽可能短时间收回成本, 比如五年, 这是由于银行贷款只能给 5 年。在这种情况下则考验的是甲乙双方议价的能力。但是原则上至少保证合同运营 10 年, 运营合同签 10 年, 投资回报可以进行适当变通, 比如 5 年回收, 政府出于减少财政压力的考虑鼓励企业进行 10 年以上的运营。合作范围要包括经营和运营成分, 投资和建设通常项目回款速度有保障, 一些没有经营项目通常会把养护包进去, 而有经营则把经营性工作包进来。例如水处理有经营性, 市政没有经营, 绿化没有经营, 则把维护和养护工作纳入进去。

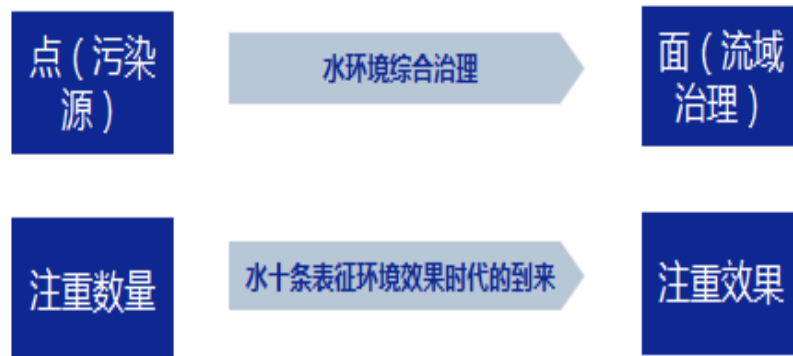
订单大而难: PPP 模式的出现将使行业未来的订单体量向大型化和难度化转变, 上市公司中碧水源、兴源环境、维尔利、科融环境等环保公司均承接十亿级别、甚至百亿级别的 PPP 订单。此外, 订单将从原来点源式的订单向区域性订单发展, 治理难度将增大, 对企业的技术层面要求更高。我们认为 PPP 对环保项目的 ROE、环保公司的资金技术都会有很大影响。

表 4: 部分环保公司 PPP 订单

时间	公司	项目	金额 (万元)
2015-9-22	维尔利	金坛市供水及管网改造 PPP	199213
2015-1-22	万邦达	芜湖环保基础设施项目 PPP	276283
2015-3-16	万邦达	乌兰察布人民政府 PPP 合作建设项目	560900
2015-5-18	碧水源	温州五水共治项目	5000000
2015-7-11	碧水源	新疆奇台县战略框架协议 PPP	311374
2015-12-6	碧水源	昆仑环保集团有限公司 PPP 项目	266375
2015-7-21	兴源环境	莱芜雪野湖流域治理 PPP 框架协议	280000
2015-8-31	兴源环境	安徽省灵璧县水环境综合治理 PPP 框架协议	120000
2015-9-17	兴源环境	福建省诏安县 PPP 框架协议	250000
2016-3-2	碧水源	安徽阜南水务 PPP 项目合作	206100
2016-3-1	巴安水务	泰安市徂汶景区汶河湿地生态保护与综合利用 PPP 项目	128000

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 30: 水处理难度增大



资料来源: 安信证券研究中心

- ✓ ROE 下降: 本质上来讲项目回报率出现了一定程度的下降, 主要原因在于回报率不同的项目打包发出, 企业进行项目挑选的难度较之前有所增加, 但是也受益于项目整体体量的增加, 所承接的项目金额显著增大;
- ✓ 资本要求高: PPP 的推出可以通过架构的搭建来增加杠杆率, 但是相比于之前, 对于资本的要求也是在增大的, 更加有利于具备低成本融资能力的企业, 建议重点关注国有企业;
- ✓ 技术难度大: 打包推出的模式使得越来越多的企业开始提供一揽子的解决方案, 对于企业的综合治理能力和技术平台性提出更高的要求。

PPP 加速行业洗牌: 我们认为随着模式变化、监管加严、要求提升等的变化, 环保行业小而乱的局面将逐渐改变, 并购重组增加, 行业洗牌加剧。

3.3. PPP 推动环保企业国企化、平台化、综合化发展

PPP 对于承接公司的资金、技术、项目资源要求较之前提高不少, 我们认为 1、技术方面, 整合能力强, 能不断通过并购补齐产业链, 形成最终解决方案企业优势突出; 2、资金方面, 上市公司及大型国有企业融资渠道丰富, 资金成本较一般公司低很多; 3、项目资源方面, 地方国企或央企更具优势, 能很好对接各地区项目。

- ✓ 平台化: PPP 项目需要企业提供全套的解决方案, 技术基础雄厚、整合能力强的企业才更易获取相关项目。近两年, 我国环保产业并购不断, 大量的并购基金、创投介入环保行业进行产业上的整合, 兴源环境、环能科技等上市公司通过并购方式补齐产业链, 打造平台型环保公司。

表 5: 环保行业的外延并购

时间	收购方	被收购标的	进度
2015-3-26	众合科技	海拓环境 100% 股权	已完成
2015-4-22	渤海股份	嘉诚环保 55% 股权	股东会通过
2015-8-28	聚光科技	三峡环保 60% 股权	已完成
2015-8-12	聚光科技	安谱试验 55.58% 股权	已完成
2015-11-6	盈峰环境	宇星科技 100% 股权	已完成
2015-10-21	理工环科	博微新技术 100% 股权、尚洋环科 100% 股权	已完成
2015-8-31	国祯环保	麦王环境 72.31% 股权	已完成
2016-1-22	碧水源	久安建设 49.85% 股权	已完成
2015-11-4	南方泵业	金山环保 100% 股权	已完成
2016-1-1	兴源环境	中艺生态 100% 股权	获审核
2015-11-3	环能科技	江苏华大 100% 股权	已完成

2015-11-7	巴安水务	奥地利 KWI Corporate Verwaltungs GmbH 公司 100% 股权	在审核
2015-11-14	东江环保	江联环保 60% 股权	已完成
2015-11-25	东江环保	如东大恒 100% 股权、南通惠天然 100% 股权	已完成
2016-1-15	天翔环境	美国圣骑士 100% 股权	已完成
2016-4-25	众合科技	苏州科环 100% 股权	股东会通过
2016-5-17	清新环境	万方博通 100%、博惠通 100% 股权	董事会预案
2016-6-17	迪森股份	世纪新能源 51% 股权	预案

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

✓ **国企化：国企&央企的资源更为丰富，这也是为什么近两年有越来越多的环保上市公司通过定增引入国企为战略投资者，通过民营国企化的混合经营方式来获取更多项目资源。**

表 6：环保民营公司与国企合作

公司名称	与国有企业合作方式	详细情况
碧水源	非公开发行股票	国开金融有限责任公司的全资控股子公司国开创新资本投资有限责任公司通过“齐鲁碧辰 2 号定增集合资产管理计划”和“新华基金-民生银行-碧水源定增 1 号资产管理计划”认购北京碧水源科技股份有限公司非公开发行股份 1.29 亿股。
东江环保	股权转让	公司控股股东张维仰先生拟将其持有的公司 6068 万股股份（占公司股本总额的 6.98%）协议转让给广晟公司。
启迪桑德	股权转让	桑德集团同意将其持有的部分桑德环境股份转让给清华控股及其相关一致行动人，具体安排为：清华控股受让桑德集团持有的桑德环境 5077 万股股份（占桑德环境股本总额的 6%）；启迪科服受让桑德集团持有的桑德环境 1.69 亿股股份（占桑德环境股本总额的 20%）；清控资产受让桑德集团持有的桑德环境 2539 万股股份（占桑德环境股本总额的 3%）；金信华创受让桑德集团持有的桑德环境 677 万股股份（占桑德环境股本总额的 0.8%）。
华西能源	合资组建 PPP 项目公司	自贡市城市建设投资开发有限公司出资 5,000 万元、占项目公司 10% 的股权；华西能源出资 44,500 万元，占项目公司 89% 的股权；四川星星建设集团有限公司出资 500 万元、占项目公司 1% 的股权。
盛运环保	共同设立并购基金	与国开金泰资本投资有限责任公司签署战略合作框架协议。共同设立并购基金，并购基金的规模为人民币 50 亿元，共分 2 期。首期并购基金规模为 20 亿元人民币，由全体合伙人按届时签订的合伙协议的约定金额和时间缴纳。
中国天楹	共同设立并购基金	与中节能华禹基金管理有限公司拟共同发起设立并购基金暨关联交易并签署框架协议，并购基金规模不超过人民币 50 亿元（根据实际投资时的资金需求确定）。中国天楹作为有限合伙人拟认缴的出资额为人民币 8.5 亿元，作为劣后级资金，享有劣后级资金收益分成；华禹基金作为普通合伙人拟认缴的出资额为人民币 1000 万元，作为劣后级资金。

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 31：国有背景企业订单金额（亿元）

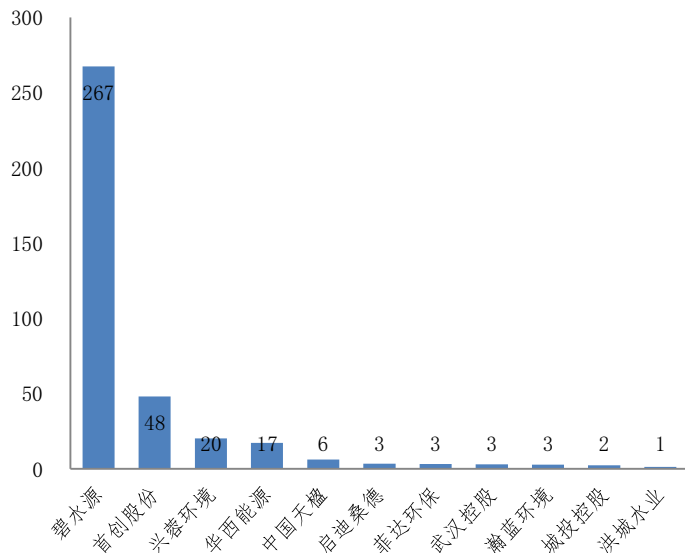
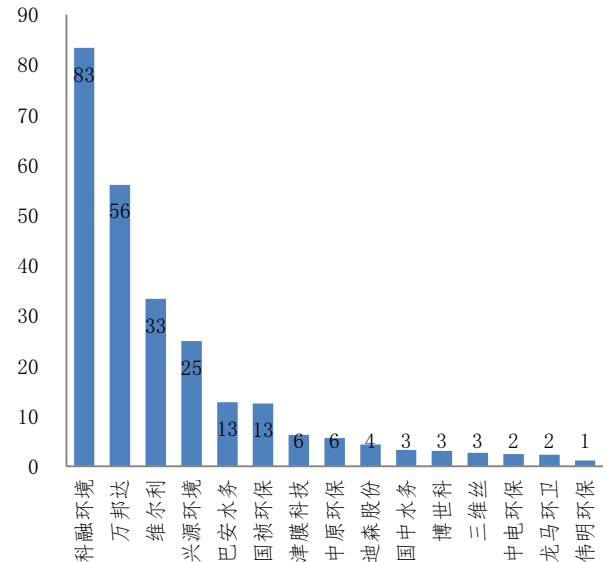


图 32：民营环保上市公司订单金额（亿元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

- ✓ **综合化**：除去技术、资源的要求，PPP 项目的大型化考验环保公司的融资能力，而国有企业及上市公司凭借融资渠道丰富，融资成本更加低的优势，可以承接更多项目。

表 7：部分环保公司融资事项

时间	公司	进度	定增金额 (亿元)
2015-8-12	永清环保	发行结束	3
2015-8-13	碧水源	发行结束	62
2016-1-6	迪森股份	发行结束	7
2016-1-13	博世科	预案	6
2016-3-22	长青集团	发行结束	2
2016-4-17	长青集团	预案	6
2016-5-18	维尔利	发行结束	11

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

我们认为，公司角度来讲，具备全生命周期或者具备整合资源的公司应当将来具有核心的竞争力。PPP 涉及到投资、运营，前面涉及到设计、咨询，后端还有金融支持，同时还有材料设备，施工建设、技术服务等。目前的按效付费，整个 PPP 启动阶段两个报告，物有所值评价以及财政的论证，其中有一个核心点叫做全生命周期的成本最低。政府在考量项目的时候所有的设计都围绕这点，全生命周期成本最低，而不是考察的投资人建设能力、运营能力、技术能力。政府需要项目全生命周期政府成本最低。如果企业仅仅具备施工能力或者运营技术，但不能降低这个项目全生命周期总成本，则缺乏竞争力。同时如果仅仅技术好、融资成本非常高也很难得到政府的青睐。一些企业融资成本很低但不会运营这样也缺乏竞争力。未来在产业链上降低全生命周期成本的企业要具有核心竞争力，体现在除了投资运营之外还有前面的设计、后端的支持、中间的设备、施工和技术。企业至少具备这样资源整合的能力，所以我们认为具备这种全生命周期成本最低的公司可以在未来的 PPP 投资当中有更好的竞争力。同时，我们认为整合能力强（外延并购引入技术）、资金成本低（上市公司融资渠道多）、资源丰富（引入国企作战略投资者）的企业有望突出重围，企业将向国企化、综合化、平台化发展。

4. PPP 投资策略：变革中寻找机遇

首先继续看好我们前期推荐的水务板块，公司现金流稳定、资产优质，在低利率及水资源化背景下，望迎来资产的价值重估。此外，地方平台的融资受限情况下，各地方水务上市公司更有资源与机遇去对接各地区 PPP 项目，盈利、估值望迎来双击，且国企改革政策不断，后续员工激励、资产证券化均值的期待，推荐【洪城水业】【江南水务】【武汉控股】关注【兴蓉环境】。

【洪城水业】省内资源丰富，业务拓展期待 PPP 订单：洪城水业作为南昌市政府唯一环保上市平台，江西省资源丰富，有望依托良好的投融资能力与产业整合能力，开拓省内 PPP 市场。去年以来，江西省内的 PPP 项目推介会共推出三批 PPP 示范项目，总投资 2315 亿元，其中涉及生态环保项目投资 463 元，相比洪城水业 2015 年收入 16 亿元，空间巨大。

人事变动&国企改革望造就高成长：上市公司的实际控制人市政公用控股集团、水业集团和洪城水业的管理层均有较大变化，而新的管理团队年轻、思路灵活，将为上市公司带来新的活力，我们看好洪城水业的发展前景，未来外延并购、资产注入、项目开拓等都值得期待。此外，洪城水业相比同行，估值优势明显，且市值最小，后面弹性空间较大。

【江南水务】国企改革促成长：公司作为地方国企，在去年 6 月份和 9 月份相继出台高管持股计划和股权激励计划，不仅显示出管理团队对于公司未来发展的信心，也使我们对公司国企改革的后续发展充满期待。公司目前盈利状况良好，且现金流充裕（目前在手现金 18.5 亿元，且无任何有息贷款），在水十条+PPP 的刺激下，未来工程类业务的外延扩张值得期待。

我们认为公司积极布局环保业务，现金流充裕，后续外延发展值得期待。此外，受益

于工程业务的逐步放量，主营业务业绩有望大幅提升，公司作为地方水务企业，员工激励到位，在国企改革的大潮下，有望不断成长。

【武汉控股】公司污水处理、自来水生产设计能力分别为 181 万吨/日、130 万吨/日，是武汉污水处理业务的主要经营者和汉口地区主要自来水生产者。武汉国资委为实际控制人。公司拟以 8.85 元/股发行股份方式收购控股股东水务集团水务相关资产 42.67 亿元，收购解决上市公司与控股股东的同业竞争问题。2016 年 3 月，武汉市出具《市人民政府关于授予市自来水有限公司供水特许经营权的通知》，决定授予自来水公司供水特许经营权。公司水价有望得到提升，促进公司业绩增长。公司 PPP 项目库中湖北相关水环境综合治理项目计划投资金额较大。公司作为地方水务平台，有望受益于 PPP 项目落地。

其次龙头白马也将凭借平台化、综合化的优势获取大量订单，继续推荐 MBR 龙头**【碧水源】**、监测龙头**【聚光科技】**、背靠美的集团的**【盈峰环境】**。

【碧水源】PPP&MBR 扬帆起航：截止 6 月 30 日，PPP 入库规模已达 10.6 万亿元，落地率持续加速，加上水十条落实的深入，MBR 渗透率也有望逐渐增加，公司作为 PPP&MBR 龙头，受益最为明显，根据中报数据，上半年新签工程类和运营类订单分别为 26.5/66.3 亿元，保障未来业绩的增长。

【聚光科技】持续新增监测指标：Vocs 和重金属等新增监测指标带来持续需求；**智慧环保：**通过互联网和大数据，在进行数据分析的同时可以进行模拟预测环境发展趋势，即使说短期内数据不能完全公开化，该模式也可以在政府的跨部门合作中提供服务，是目前智慧城市的重要组成部分之一；**打造监测+治理双途径：**2015 年扣非后净利润超过 3 亿元，整体订单增速超过 50%，从未来发展来看，将打造监测+治理双途径发展，目前已经积极整合治理资产，延伸产业链，基本面突出，估值优势明显。

【盈峰环境】公司背靠美的集团，2015 年收购宇星科技全面转型环保产业，当前形成监测+水处理+垃圾焚烧的环保产业链，依靠集团丰富资源，未来 PPP 订单、外延收购均值得期待。根据对赌利润，宇星科技 2017 年 2.1 亿元、水处理 4300 万元，加上原有风机主业预计 9500 万元、绿色东方预计 2500 万元，加上工程利润预计 1 亿元，总计 2017 年利润 5 亿元，当前市值加增发为 116 亿元，预计 17 年 PE23X，估值优势较为明显，重点推荐！

最后一些技术特点鲜明、资源优势同样明显的小企业同样值得期待，它们也有望依靠自己在某些地方的独特优势突出重围获取项目，且股价前期滞涨，重点推荐磁分离先驱**【环能科技】**、唯一央企园林公司**【岳阳林纸】**、云南省环保平台**【云投生态】**、产业链齐全的**【博世科】**。

【环能科技】与资本共振，转型水环境服务平台：公司上市以来资本运作不断，去年 6 月定增并购江苏华大 100% 股权，拓展污泥处理产业链；今年 3 月定增并购四通环境 65% 股权，介入水处理工程及污水厂运营领域，同时还收购四川省道源环境工程设计咨询 100% 股权，补齐工程设计及咨询业务，目前已形成咨询+设计+设备+工程的水处理全产业链，能很好对接市政 PPP 等大项目，市场空间倍增。此外，公司还积极与资源方（PE、北京水务、华赛、江南水务等）合作设立基金方式，形成资本与产业的共振，后续外延发展值得期待。

【岳阳林纸】园林业务乘 PPP 之风有望高速增长。PPP 模式对政府的约束和财政能力评估更为严格，合同履约和项目回款有保障，确定性提高园林公司参与积极性，项目落地加速。凯胜园林凭借业内稀缺的央企背景在融资便利性、资金成本、拿单能力、其他央企合作等方面均有优势，规模有望迅速扩张。公司今年签订宁波海洋科技城 120 亿框架协议，落地性强，后续完成收购及募资到位后有望快速落地，保障未来业绩持续快速增长。**员工持股彰显信心：**员工持股覆盖 223 人，其中董监高 12 人，大股东及凯胜股东均参与，将深度绑定公司利益，对员工和凯胜股东均有激励效果，也表明了对公司长期发展的信心。

【云投生态】公司目前市值仅 46.2 亿元。作为云投集团唯一环保上市平台，未来依托股东优势和云南省丰富的湖泊治理需求和旅游资源，公司在原有生态园林业务基础上，将积极拓展环境监测、流域治理、海绵城市等环境治理业务。通过将环境业务与生态旅游开发相结合，打造云南省综合生态服务平台。同时未来有望依托云投集团的背景获得西南地区相关

的环保项目，公司 2015 年签订了 25 亿 PPP 合作框架性协议，今年在陆续中标新 PPP 的项目，我们看好它的市值弹性以及股东背景。公司刚刚进行一轮定增，把员工持股等进行新一轮的锁定。

【博世科】公司积极布局，提前抢占 PPP 市场。公司的 PPP 目前已有订单总额约为 10 亿元，项目分布在江苏、云南、湖南、湖北，公司有很强的拿单能力。2016 年 1 月公司发布非公开发行预案，定增募资 5.5 亿将为连续中标的 PPP 市政业务提供充足资金保障。**高管认购，对未来发展充满信心。**核准 6 个月内发行不超过 2500 万股，募资总额不超过 5.5 亿元，其中 3.9 亿元用于 PPP 项目，补流 1.6 亿元。公司高管通过广博投资承诺以询价结果认购不低于本次发行股数总数的 20%。**公司在土壤修复和环评两项业务上发力。**土壤修复方面，公司成功中标南化搬迁地块土壤修复项目（2 亿元），顺利切入土壤修复领域。随着“土十条”的影响，未来空间巨大；环评方面，公司以 3024 万元受让广西环科院环评业务及无形资产获取环评甲级资质，进行新的布局，进一步发展扩张打下基础。

5. 风险提示

PPP 项目执行力度低于预期。