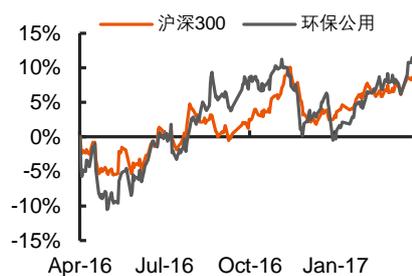


环保行业深度报告

PPP落地放量，建议配置环保、建筑、交运龙头及山东PPP受益标的

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*环保公用*雄安行情现分化,强烈看好环保白马股》 2017-04-17
 《行业周报*环保公用*雄安新区设立,引爆巨量环保投资需求》 2017-04-10
 《行业周报*环保公用*雄安新区横空出世,推荐先河环保》 2017-04-05
 《行业周报*环保公用*各省乡镇污水处理规划发布,打响乡镇污水处理攻坚战》 2017-03-26
 《行业周报*环保公用*天翔首签循环产业园协议,公司投资价值进一步凸显》 2017-03-19

证券分析师

余兵 投资咨询资格编号
 S1060511010004
 021-38636729
 YUBING006@PINGAN.COM.CN

研究助理

庞文亮 一般从业资格编号
 S1060116090012
 010-53827011
 PANGWENLIANG732@PINGAN.COM.CN

邱正 一般从业资格编号
 S1060116050045
 QIUZHENG320@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ 国家示范项目落地规模迅速提升，河南、山东、云南落地数排前三：

- 截至 2017 年 2 月底，国家示范项目落地金额 1.17 万亿，落地率为 62.50%，相比 16 年 12 月末提高 13.64%。如果将采购阶段（即将落地）同样考虑在内，17 年 2 月末国家示范项目的拟落地率为 82.66%，较 16 年 12 月末增长 8.23%。
- 2 月末示范项目按金额分落地率 63%。其中，第一、二、三批示范的落地率分别为 100%、78.5%、54.7%。第二、三批试点项目落地率相比 2016 年 12 月分别增长 13.3%、12.2%。
- 河南和福建两省近两月国家示范项目落地数显著增加，分别新增落地项目数 21 个、10 个。截至 2017 年 2 月末，河南已有 52 个示范项目签约落地，居全国第一，其次为山东 40 个、云南 29 个。

■ 全国入库项目规模增速放缓，落地规模大幅提升：

- 截至 2017 年 2 月末，财政部 PPP 项目数达 11773 个，总投资额为 13.91 万亿元，其中国家示范项目总投资额为 1.85 万亿元，占比 13.30%；省、市两级示范项目总投资额为 1.49 万亿元，占比 10.71%；其他项目为 10.57 万亿元，占比 75.99%。
- 2 月末入库项目中处于识别阶段项目数 6982 个，投资额 6.49 万亿；准备阶段项目数 2009 个，投资额 2.84 万亿；采购阶段项目数 1054 个，投资额 1.52 万亿；执行阶段项目数 1727 个，投资额 3.06 万亿。按项目分，2017 年 2 月末全国入库项目的实际落地率为 14.67%，考虑采购阶段的拟落地率为 23.6%。按金额分，2 月末全国入库项目落地率 20.4%，考虑采购阶段落地率 31.3%。
- 山东落地规模一枝独秀：**2 月末全国签约落地项目 1728 个，相比 1 月、16 年 12 月分别增加 135、377 个，分别增长 7.81%、21.82%。山东省 2017 年前 2 月落地项目金额 1591.3 亿，占全国落地项目 26.1%。

■ 经济数据侧面印证 PPP 落地速度加快：

- 绝大部分 PPP 项目合作期限均在 10 年以上。从项目数量来看，11-20 年、20 年以上项目数量分别为 4795、4111 个，占比 40.7%、34.9%。从金额来看，11-20 年、20 年以上项目数量分别为 4.7、7 万亿，占比 33.9%、50.4%。我们推断，处于执行阶段的项目其项目公司贷款周期或同样以中长期贷款为主。
- 2017 年前两月，PPP 落地金额增加了 6100 亿元。1 季度全国人民币贷款增加 4.22 万亿元，同比少增 3856 亿元。其中非金融企业中长期贷款 1-3 月分别增加 15200、6018、5482 亿元。PPP 落地金额与 17 年 1-2 月新增中长期贷款规模比值为 22.8%。

- 由于 PPP 项目中贷款比例通常高于 50%、项目资本金中亦有一部分来源于信托等融资渠道，再加上项目由项目公司设立到银行融资存在一定的滞后性，我们认为，中长期贷款规模增长一定程度上可以验证 PPP 落地速度加快的事实。
- **政府推进 PPP 动力足，财政承受能力空间仍巨大：**
 - 根据平安宏观策略组测算，2017 年各省汇总的目标投资增速为 12.4%，高于 16 年的目标增速 11.5%。总体看，17 年地方投资热情趋涨是较为确定的，考虑到 16 年 32 个省市自治区中有 22 个发生了党政一把手的更替，地方政府的执行力度也有望加强。
 - 地方政府财政承受能力足以支持 PPP 落地规模翻番式增长。2017 年地方公共财政支出预算数为 16.5 万亿元，那么全国汇总的地方政府 PPP 财政承受能力上限应不超过 1.65 万亿。目前财政部 PPP 库中落地项目投资金额为 2.6 万亿元，其中由地方政府承担部分约占 5%，仅为 0.13 万亿元，可负担 PPP 项目投资规模仍然巨大。
- **预测 17 年 PPP 落地规模 2.5-2.8 亿：**我们通过两种方法推算，2017 年财政部 PPP 落地项目规模有望达到 2.5-2.8 万亿左右，全年 PPP 入库规模有望达到 16.5-16.8 亿，整体落地率达到 30%左右。如果以 4 年的建设周期计算，平均每年建设投资约 0.62-0.72 万亿，PPP 投资对 15.2 万亿基建投资的拉动效应将达到 3.9-4.5%。
- **综合对行业、省份订单、上市公司的分析，我们认为年内投资机遇的来源主要有：**
 - 目前 PPP 入库项目增速已经放缓，一旦第四批国家示范项目入库金额与数量大超市场预期，并带动其他入库项目继续放量增长，订单预期有望带动 PPP 板块再度上行；
 - 年内 PPP 项目加速落地是大概率事件，区别更在于落地的规模有多大，以及上市公司业绩是否高增长，是否可持续。因此，上市公司新接 PPP 订单总规模仍然是衡量公司业绩持续性的重要因素。
 - 此外，山东省大量项目落地将使山东省布局较多的公司业绩高增速确定性更强，建议关注季报、中报披露前确定性的投资机会。
 - 综上，我们认为山东路桥、山东高速、东方园林、北新路桥、启迪桑德、新疆城建可能最为受益，建议关注碧水源、华控赛格、聚光科技、高能环境、中金环境、美晨科技、普邦股份、岭南园林。
- **风险提示：**PPP 落地不及预期。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			
		2017-04-18	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
高能环境	603588.SH	32.78	0.47	1.08	1.59	2.09	69.32	30.35	20.61	15.71
山东路桥	000498.SZ	8.23	0.38	0.52	0.67	0.85	21.45	15.91	12.33	9.64
山东高速	600350.SH	6.56	0.64	0.71	0.71	0.71	10.22	9.19	9.29	9.29
东方园林	002310.SZ	18.75	0.48	0.72	1.03	1.40	38.75	25.92	18.24	13.43
北新路桥	002307.SZ	16.92	0.07	0.00	0.00	0.00	234.86	-	-	-
启迪桑德	000826.SZ	37.43	1.40	1.84	2.39	0.00	26.81	20.30	15.69	-
新疆城建	600545.SH	13.40	-0.34	0.00	0.00	0.00	-39.72	-	-	-
碧水源	300070.SZ	20.68	0.59	0.83	1.12	1.49	35.11	25.02	18.48	13.89
华控赛格	000068.SZ	8.16	0.01	0.26	0.34	0.46	823.49	31.48	23.99	17.70
美晨科技	300237.SZ	18.43	0.55	0.85	1.19	0.00	33.27	21.77	15.48	-
普邦股份	002663.SZ	6.10	0.06	0.00	0.00	0.00	99.26	-	-	-
岭南园林	002717.SZ	24.96	0.63	0.97	1.34	1.87	39.63	25.67	18.60	13.33

资料来源: Wind, 平安证券研究所; 收盘价、市值采用2017年4月18日收盘数据; 16年EPS, 启迪桑德采用一致预期平均值, 其他公司采用公司年报或业绩快报数据

正文目录

一、PPP 项目基本情况分析	7
1.1 国家示范项目情况分析	7
1.2 全国入库项目情况分析	11
1.3 17 年 PPP 将迎落地高峰，规模可达 2.5-2.8 亿，同比增幅巨大	17
二、政府推进 PPP 动力强，经济数据印证 PPP 落地加快	21
2.1 17 年地方政府投资热情趋涨，规划执行力度有望加强	21
2.2 地方政府 PPP 财政承受能力尚有较大空间	22
2.3 经济数据侧面揭示 PPP 投资落地速度迅速加快	23
2.4 “抓落地”与“强规范”并进，挤出风险提升质量	27
2.5 PPP 立法：权威顶层设计有望 17 年出台	28
三、投资建议：超配落地项目多，业绩确定性强的白马股	29
3.1 水环境治理、固废、交运三领域项目落地率存在较大提升空间	29
3.2 山东省巨量 PPP 订单落地，关注本地受益股	31
3.3 PPP 入库项目增速放缓，关注上市公司业绩确定性	35
3.4 投资建议	38
四、风险提示	38

图表目录

图表 1	国家示范项目所处阶段项目数（个）	7
图表 2	国家示范项目所处阶段投资额（亿元）	7
图表 3	2 月末第二批国家示范项目所处阶段一览	8
图表 4	2 月末第三批国家示范项目所处阶段一览	8
图表 5	12 月末第二批国家示范项目所处阶段一览	8
图表 6	12 月末第三批国家示范项目所处阶段一览	8
图表 7	考虑采购阶段，三批国家示范项目累计落地率已超 60%	9
图表 8	不同运作机制国家示范 PPP 项目落地率情况	9
图表 9	山东、云南、河南近两月有大量国家示范 PPP 项目落地	10
图表 10	2 月末示范项目落地数量按行业分情况一览	10
图表 11	2 月末各行业落地项目数量及实际落地率	11
图表 12	17 年 2 月底全国 PPP 项目按示范情况分布一览	11
图表 13	全国 PPP 新增入库项目数量缓慢增加	12
图表 14	全国 PPP 入库项目落地金额迅速增加	12
图表 15	按数量分，2 月末全国入库项目所处阶段一览	13
图表 16	按金额分，2 月末全国入库项目所处阶段一览	13
图表 17	按数量分，12 月末全国入库项目所处阶段一览	13
图表 18	按金额分，12 月末全国入库项目所处阶段一览	13
图表 19	全国入库项目按运作方式分类落地情况一览	14
图表 20	2017 年 2 月各省入库项目投资额（亿元）	14
图表 21	2017 年 2 月各省项目平均投资金额一览	15
图表 22	2 月末各省新增落地项目数量以及新增落地规模情况一览	15
图表 23	2 月末各行业项目数量占比	16
图表 24	2 月末各行业项目金额占比	16
图表 25	三种回报机制项目数量占比一览	16
图表 26	三种回报机制项目金额占比一览（亿元）	16
图表 27	各月份绿色低碳项目数情况对比	17
图表 28	各月份绿色低碳项目金额情况对比（亿元）	17
图表 29	历年发起 PPP 项目规模，15.07-16.06 为 PPP 项目发起高峰期	18
图表 30	国家示范 PPP 项目发起时间越早，落地率越高	18
图表 31	省级示范项目落地率远低于国家示范项目	19
图表 32	247 个国家示范项目平均落地周期 12.8 个月	20
图表 33	三批国家示范项目平均落地周期	20

图表 34	按示范等级不同估算，2017 年 PPP 项目落地金额有望达 2.8 万亿	20
图表 35	按发起年份估算，2017 年 PPP 项目落地规模有望达 2.5 万亿	21
图表 36	典型 PPP 协议模式	21
图表 37	历年各省汇总计划投资增速	22
图表 38	2013-2016 样本各省计划投资完成额	22
图表 39	当前 PPP 落地项目占地方政府预算支出比例较小，财政承受空间仍然巨大	23
图表 40	按合作期限分，PPP 入库项目按数量占比情况一览	24
图表 41	按合作期限分，PPP 入库项目按金额占比情况一览	24
图表 42	月度社会融资情况与同比增速一览	25
图表 43	PPP 落地规模占中长期贷款比重迅速增加	25
图表 44	新增落地规模占新增中长期贷款比重稳步提升	25
图表 45	金融机构新增人民币贷款规模稳步提升	26
图表 46	近一年金融机构新增中长期贷款占新增社会贷款、新增中长期贷款比重迅速增加 ..	26
图表 47	金融机构中长期贷款占社会贷款总额比重不断增加	27
图表 48	17 年两会及博鳌期间重要人士对 PPP 政策的表态	27
图表 49	财政部和发改委在 PPP 适用规章制度方面的分歧	29
图表 50	15H1-16H1 分行业发起项目数量及落地情况	30
图表 51	15H1-16H1 发起项目落地率较低的行业一览	31
图表 52	全国各省份不同阶段 PPP 项目投资规模一览（亿元）	31
图表 53	山东省 PPP 入库项目按行业分情况一览（规模：亿元）	32
图表 54	部分上市公司在山东省的 PPP 订单一览（截至 2017-2-28）	33
图表 55	各公司山东省 PPP 订单占其 2016 年收入比重一览	34
图表 56	中国中铁、中国交建等国企入库规模较大	35
图表 57	企业 PPP 订单多为市政工程与交通运输行业	36
图表 58	代表企业 PPP 项目整体落地情况较好	36
图表 59	上市公司 PPP 订单按数量分所处阶段一览	37
图表 60	上市公司 PPP 订单按金额分所处阶段一览（亿）	37
图表 61	上市公司在手 PPP 订单与落地情况一览表	37
图表 62	受益上市公司估值情况一览	38

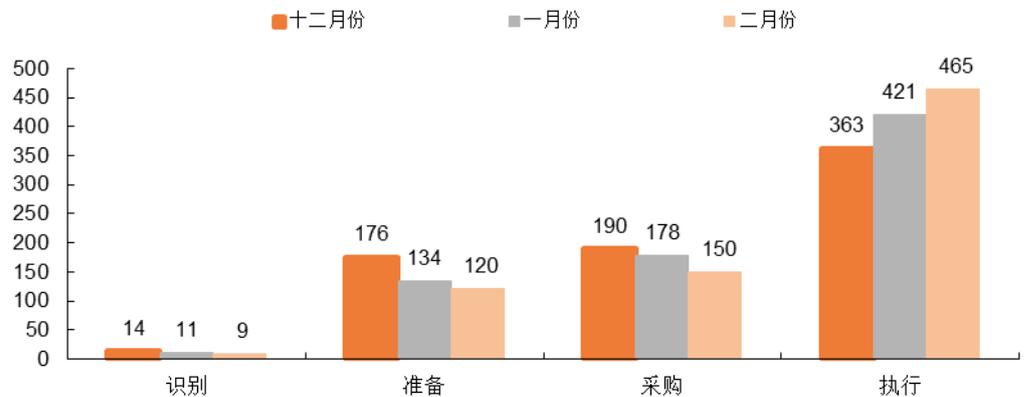
一、PPP 项目基本情况分析

1.1 国家示范项目情况分析

示范项目落地率呈稳步提升趋势。截至 2017 年 2 月末，国家示范项目 744 个，和 2016 年年末持平，投资额 1.86 万亿元（16 年末财政部披露项目是 743 个，其中已剔除即将调出 2 个，数据库中第一批示范项目有一个项目仍未剔除。部分项目投资金额与 2016 年底有差异主要由于项目落地时实际投资规模与前期规划金额有差异）。

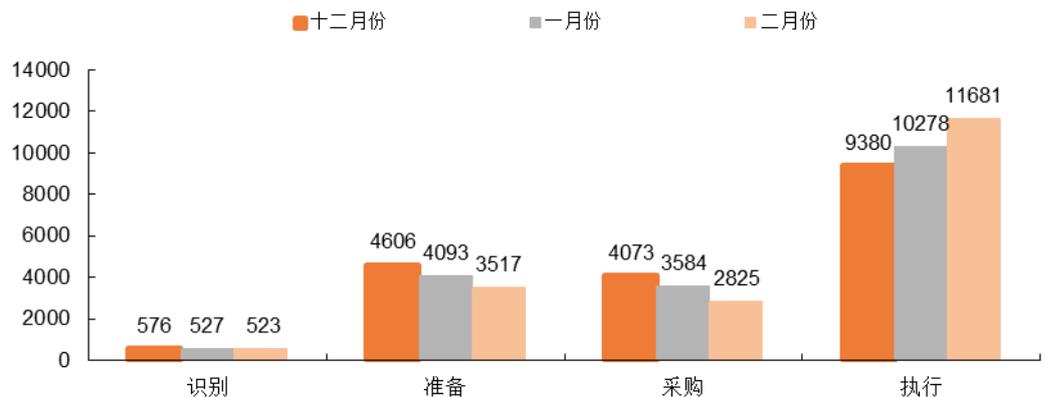
总体来看，2017 年以来，相比识别、准备和采购前三阶段而言，执行阶段的项目数及投资额均有显著提升。2017 年 2 月末国家示范项目落地金额 1.17 万亿，落地率为 62.50%，相比 16 年 12 月末提高 13.64%。如果将采购阶段（即将落地）同样考虑在内，则 17 年 2 月末国家示范项目的拟落地率为 82.66%，较 16 年 12 月末增长 8.23%。

图表1 国家示范项目所处阶段项目数（个）



资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

图表2 国家示范项目所处阶段投资额（亿元）



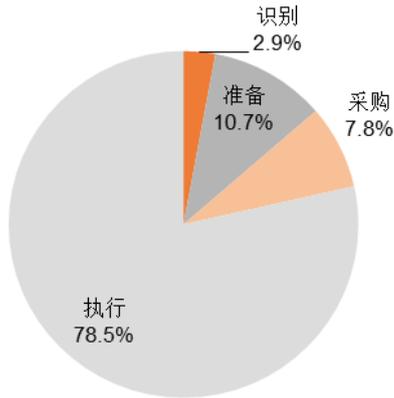
资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

国家示范项目落地率保持快速增长。按数量分，2 月末示范项目按金额落地率 63%。其中，第一、

二、三批示范的落地率分别为 100%、78.5%、54.7%。第二、三批试点项目落地率相比 2016 年 12 月分别增长 19.5%、11.7%。

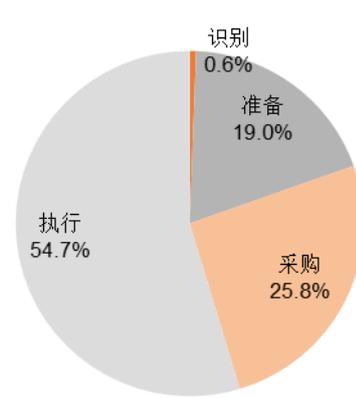
落地率稳步提升，考虑采购阶段后的拟落地率比实际落地率高出 20 个百分点。2016 年 12 月末、2017 年 1 月末、2017 年 2 月末国家示范项目按数量分实际落地率分别为 48.86%、56.59%、62.50%，呈稳步提升趋势。若考虑处于采购阶段的 PPP 项目，2017 年 2 月末的拟落地率为 82.66%，国家示范项目拟落地率也达到 62.5%，较 2016 年 12 月增加近 16%。

图表3 2月末第二批国家示范项目所处阶段一览



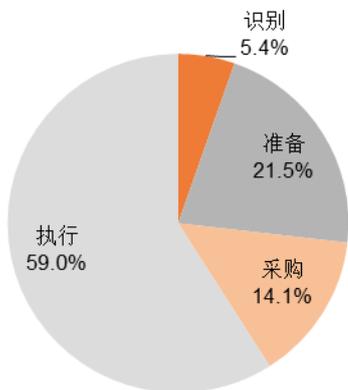
资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

图表4 2月末第三批国家示范项目所处阶段一览



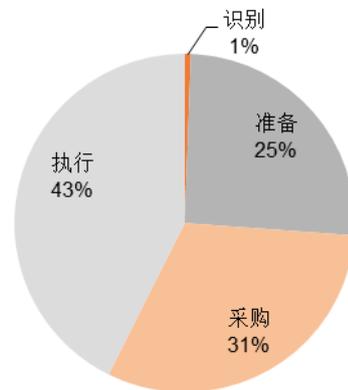
资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

图表5 12月末第二批国家示范项目所处阶段一览



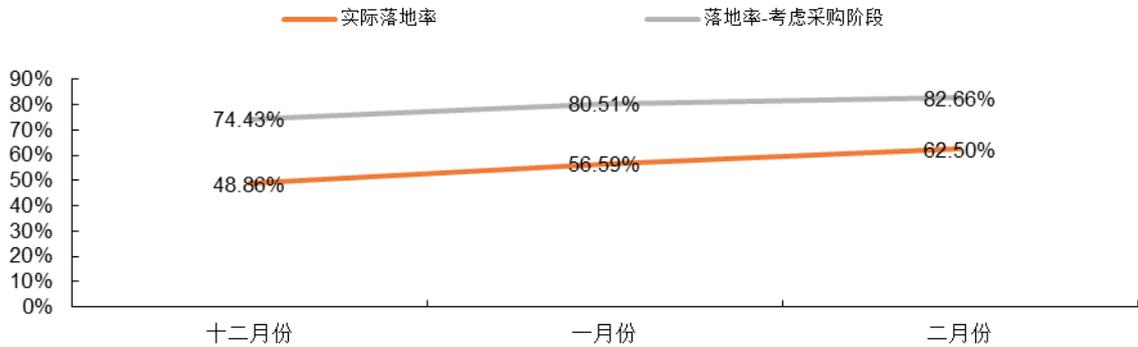
资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

图表6 12月末第三批国家示范项目所处阶段一览



资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

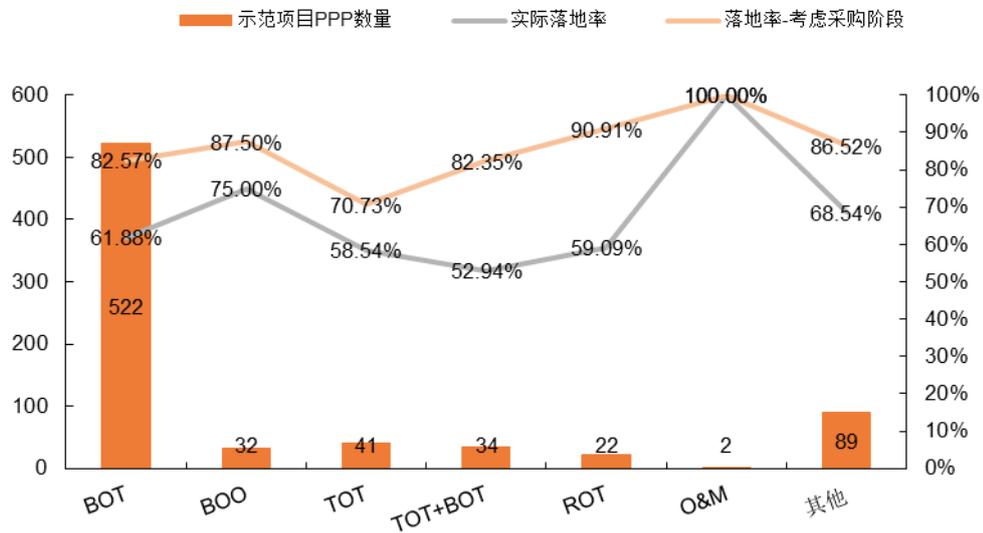
图表7 考虑采购阶段，三批国家示范项目累计落地率已超 60%



资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

BOT 类型项目数量最多，考虑采购阶段落地率超 80%。以 BOT 方式运作的国家示范 PPP 项目共 522 个，占比 70.35%，在各类运作机制中一枝独秀。另外，BOO、TOT、TOT+BOT、ROT 和其他这五类运作方式也得到一定应用，实际落地率分别为 75.00%、58.54%、52.94%、59.09%和 68.54%。

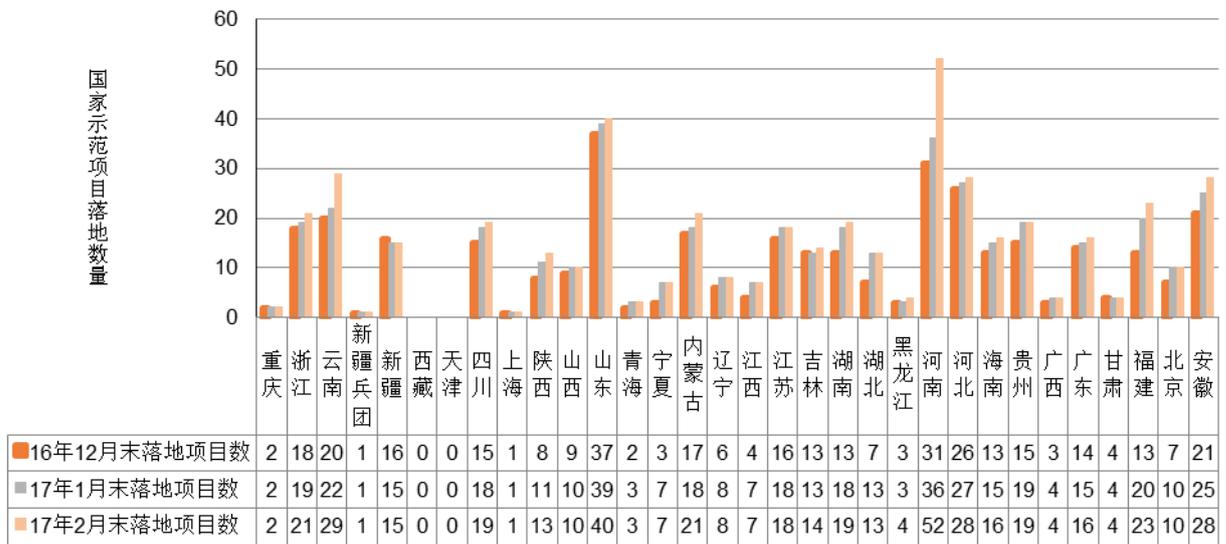
图表8 不同运作机制国家示范 PPP 项目落地率情况



资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

省份方面，河南、福建、云南落地项目数剧增。各省市从 16 年 12 月末至 17 年 2 月末示范项目落地数显著增加，其中尤以河南和福建两省表现最为亮眼，分别新增落地项目数 21 个、10 个。2017 年 2 月末，河南已有 52 个示范项目签约落地，居全国第一，其后为山东 40 个、云南 29 个。

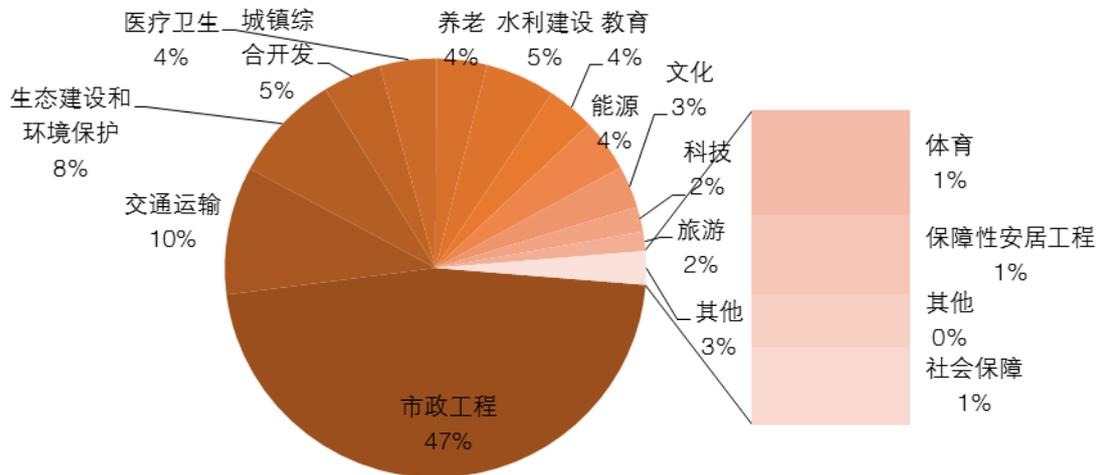
图表9 山东、云南、河南近两月有大量国家示范 PPP 项目落地



资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

市政工程、交通、生态环保行业项目落地数量排名前三。落地示范项目中,市政工程项目有 217 个,占 47%;交通运输项目有 46 个,占 10%;生态建设及环境保护项目有 39 个,占 8%;水利建设项目 25 个,占 5%;城镇综合开发项目有 21 个,占 5%;其余项目共 117 个(每个行业不超过 20 个项目),占 26%。

图表10 2 月末示范项目落地数量按行业分情况一览

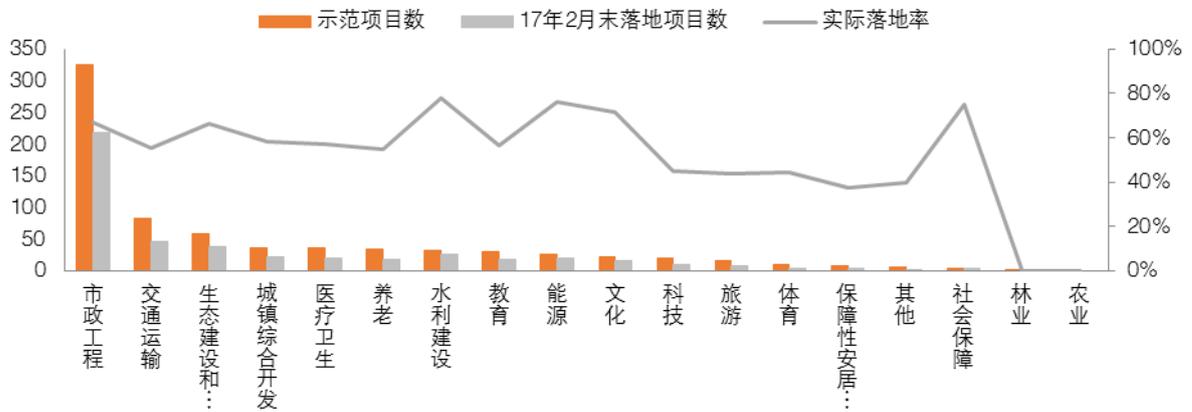


资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

市政工程行业项目总量最多,水利、能源、社保三行业落地率最高。项目库共包括能源、交通运输、水利建设、生态建设和环境保护、市政工程、城镇综合开发、农业、林业、科技、保障性安居工程、旅游、医疗卫生、养老、教育、文化、体育、社会保障、政府基础设施和其他 19 个一级行业。其

中，水利建设、能源、社会保障 3 个行业的项目实际落地率居前三名，分别为 78.13%、76.00%和 75.00%。

图表11 2月末各行业落地项目数量及实际落地率



资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

1.2 全国入库项目情况分析

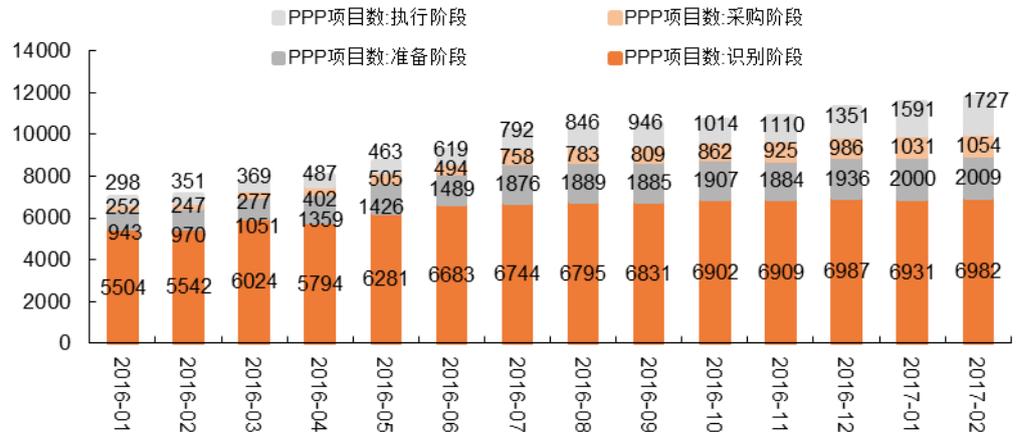
截至 2017 年 2 月末，财政部 PPP 项目数达 11773 个，总投资额为 13.91 万亿元，其中国家示范项目总投资额为 1.85 万亿元，占比 13.30%；省、市两级示范项目总投资额为 1.49 万亿元，占比 10.71%；其他项目为 10.57 万亿元，占比 75.99%。

图表12 17年2月底全国PPP项目按示范情况分布一览

	项目数量(个)	项目金额(亿元)	金额占比
国家示范	744	18545.97	13.33%
省级示范	638	9349.34	6.72%
市级示范	716	5519.23	3.97%
其它	9675	105667.19	75.97%
总计	11773	139081.74	100.00%

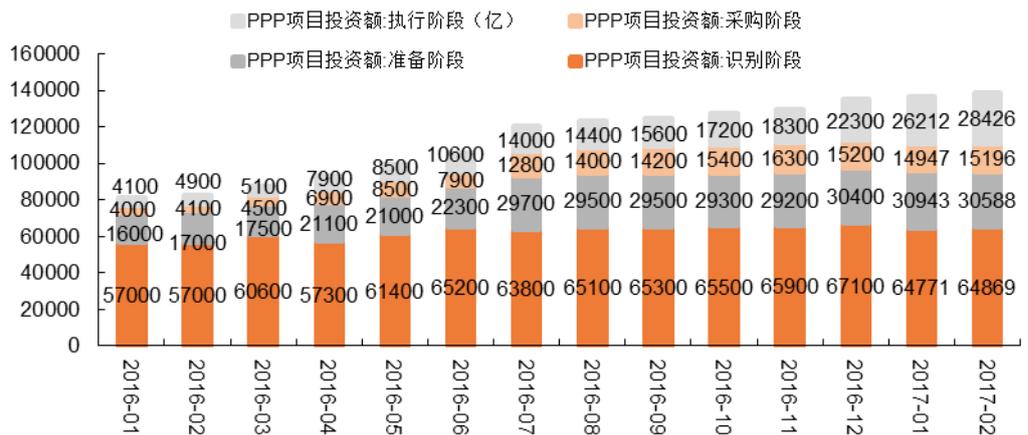
资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

图表13 全国 PPP 新增入库项目数量缓慢增加



资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

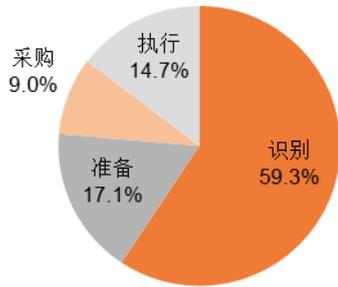
图表14 全国 PPP 入库项目落地金额迅速增加



资料来源:财政部 PPP 中心, Wind, 平安证券研究所

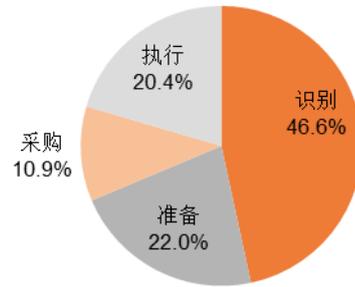
全国入库项目落地阶段数量与金额占比差异较大,可能由于当前落地项目中国家示范项目平均金额偏大所致。2月末入库项目中处于识别阶段项目数 6982 个,投资额 6.49 万亿;准备阶段项目数 2009 个,投资额 2.84 万亿;采购阶段项目数 1054 个,投资额 1.52 万亿;执行阶段项目数 1727 个,投资额 3.06 万亿。按数量分,2017 年 2 月末全国入库项目的实际落地率为 14.67%,考虑采购阶段的拟落地率为 23.6%。按金额分,2 月末全国入库项目落地率 20.4%,考虑采购阶段落地率 31.3%。

图表15 按数量分，2月末全国入库项目所处阶段一览



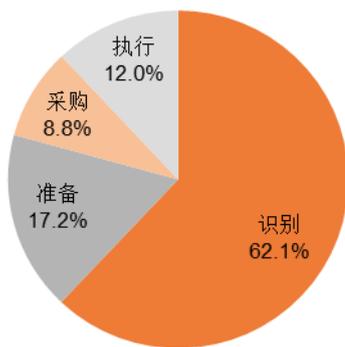
资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

图表16 按金额分，2月末全国入库项目所处阶段一览



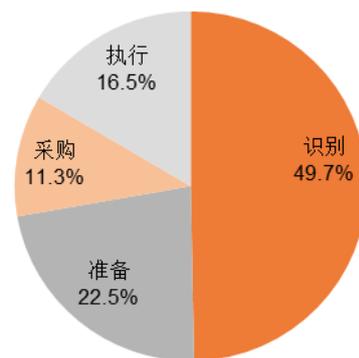
资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

图表17 按数量分，12月末全国入库项目所处阶段一览



资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

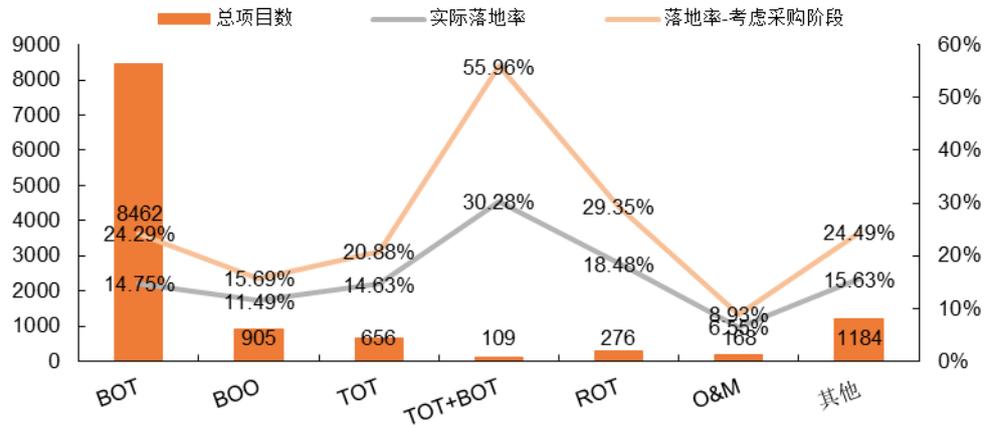
图表18 按金额分，12月末全国入库项目所处阶段一览



资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

BOT 项目数量最多，其他类运作方式项目落地率较高是亮点。以 BOT 方式运作的全国入库 PPP 项目共 8462 个，占比 71.8%。类 BOT 运作模式，包括 BOT、TOT、BOO 类项目落地率均在 10-15% 之间。其他类运作方式的项目落地率达到 15.63%，考虑采购阶段落地率达 24.49%。由于其他类项目占比较小，回报模式不如“OT”类项目清晰，其较高的落地率显示社会资本对这一类项目同样非常看好，未来无论是新增项目规模还是落地率均潜力巨大。

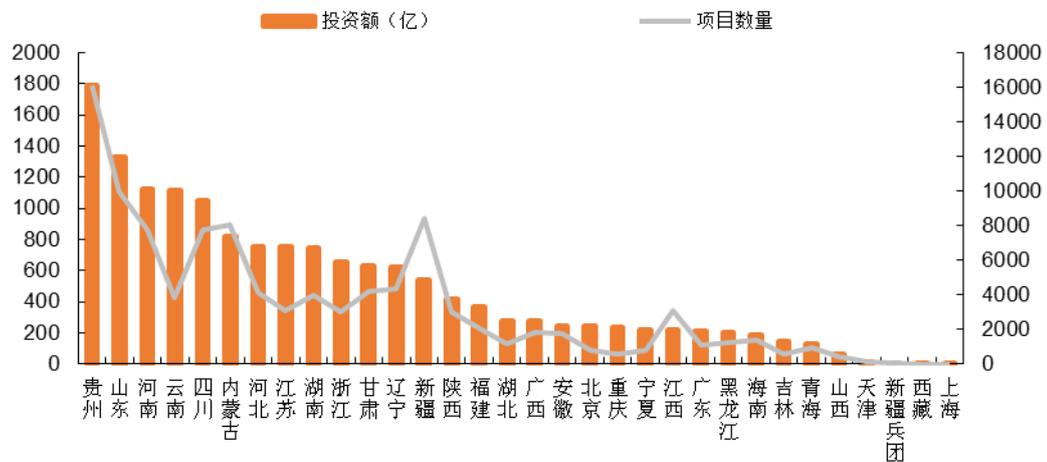
图表19 全国入库项目按运作方式分类落地情况一览



资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

按入库项目数排序: 贵州、山东、新疆、内蒙古、四川居前五名, 分别为 1790 个、1105 个、940 个、896 个、863 个, 合计占入库项目总数 47.52%。按入库项目投资金额排序: 贵州、山东、河南、云南、四川居前五名, 分别为 1.61 万亿、1.20 万亿、1.01 万亿、1.01 万亿、9484 亿, 合计占入库项目总投资额 41.50%。

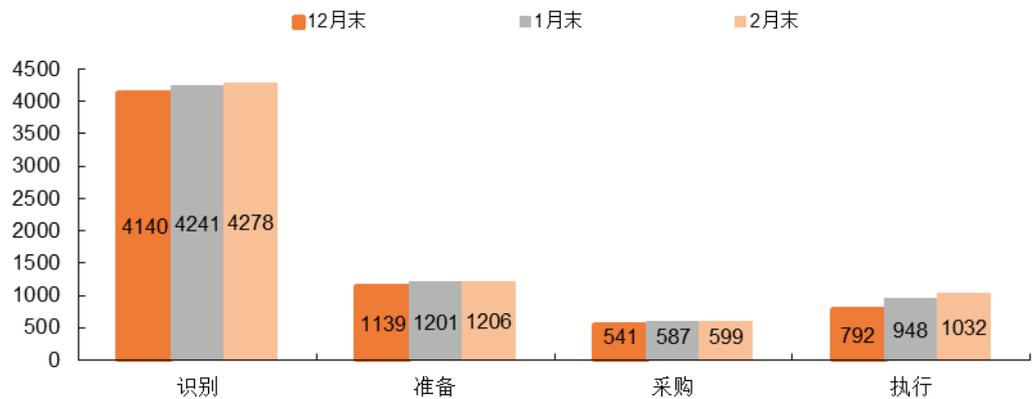
图表20 2017年2月各省入库项目投资额(亿元)



资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

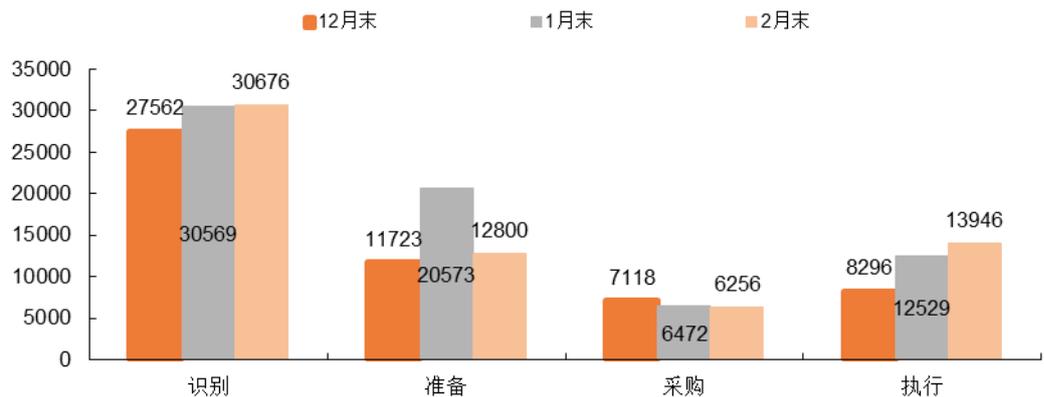
由去年 12 月末的 20.16%提高至 22.92%。

图表27 各月份绿色低碳项目数情况对比



资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

图表28 各月份绿色低碳项目金额情况对比 (亿元)

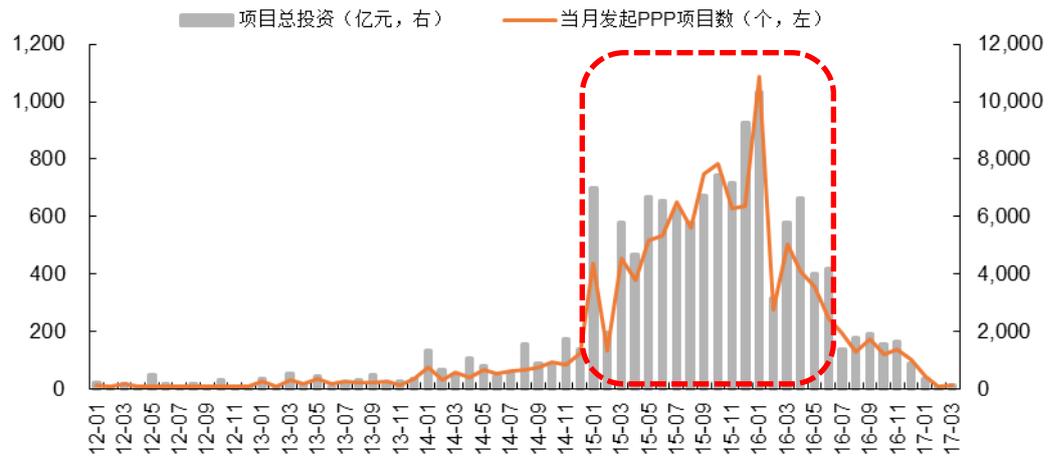


资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

1.3 17 年 PPP 将迎落地高峰，规模可达 2.5-2.8 亿，同比增幅巨大

我们根据项目发起时间对 1.18 万个财政部 PPP 项目进行拆细，可以发现 2015 年以前发起的 PPP 项目仅 1283 个，占比 10.9%，15H1-16H1 发起的 PPP 数量共 9327 个，项目投资 10.92 万亿元，占总量比重 79%左右。15H2-16H1 这一年的时间是 PPP 集中放量阶段，这段时期共发起 PPP 项目 6885 个，平均单月发起 573 个。

图表29 历年发起 PPP 项目规模，15.07-16.06 为 PPP 项目发起高峰期



资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

15H1-16H1 发起的国家示范 PPP 项目数量共 635 个,项目投资 1.57 万亿元,占比分别为 85.35%、84.89%。根据项目发起时间对 744 个国家示范项目进行拆细,发现 2015 年以前发起的 PPP 项目仅 99 个,占比 13.31%。2015 年后,随着国家大力推进 PPP 模式,新增 PPP 项目开始逐步放量,其中 15H1-16H1 这一年的时间是 PPP 集中放量阶段,这段时期共发起 PPP 项目 635 个,占比 85.35%,平均单月发起 35 个;项目总投资 15744.3 亿元,占比 84.89%,平均单月投资 874.68 亿元。

15H2-16H2 发起的国家示范项目落地率较低,提升空间巨大。PPP 项目从发起到落地必须要经过识别、准备、采购、执行四个阶段,平均耗时超过 1 年,因此从时序上看,发起时间越早的 PPP 项目落地率越高,如 2015 年以前发起的国家示范项目实际落地率高达 82.83%;发起时间越晚的 PPP 项目落地率越低,如 16H2 发起的国家示范项目实际落地率仅为 30.00%。如果考虑采购阶段,那么 15H2-16H2 发起的规模为 8328.05 亿元的 403 个国家示范项目落地率将有显著提升,如 16H2 考虑采购阶段的拟落地率为 50.00%,相比实际高出 20 个百分点,上升空间巨大。

图表30 国家示范 PPP 项目发起时间越早,落地率越高

发起时间	发起 PPP 项目数	发起项目总投资(亿元)	发起项目平均投资(亿元)	落地项目数	落地项目总投资(亿元)	落地项目平均投资(亿元)	实际落地率	落地率-考虑采购阶段
2014 年及以前	99	2668.05	26.95	82	2215.23	27.02	82.83%	91.92%
2015H1	242	7549.89	31.20	185	5172.34	27.96	76.45%	88.43%
2015H2	215	4011.55	18.66	126	2207.45	17.52	58.60%	84.65%
2016H1	178	4182.86	23.50	69	2020.51	29.28	38.76%	69.10%
2016H2	10	133.64	13.36	3	65.56	21.85	30.00%	50.00%

资料来源:财政部 PPP 中心,平安证券研究所

15H1-16H1 发起的省级示范 PPP 项目数量共 524 个,项目投资 7720.53 亿元,占比分别为 82.13%、82.58%。根据项目发起时间对 638 个省级示范项目进行拆细,2015 年以前发起的 PPP 项目仅 110 个,占比 17.24%。

省级示范 PPP 项目和国家级在落地率上差异较大,2015H1-2016H2 发起的省级示范项目落地率较低,提升空间巨大。上文提出,发起时间越早的 PPP 项目落地率越高,但 2015 年以前、15H1 发起的省级示范项目实际落地率仅为 44.55%和 37.50%,均已错过落地高峰期。考虑到 2017 年是 PPP 政策加码力度最强的一年,省级示范项目或将借此契机在 PPP 东风之下迎来集中落地爆发期。

图表31 省级示范项目落地率远低于国家示范项目

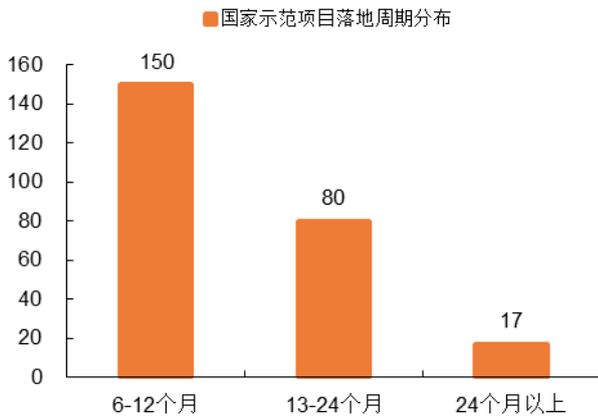
发起时间	发起 PPP 项目数	发起项目总投资 (亿元)	发起项目平均投资 (亿元)	落地项目数	落地项目总投资 (亿元)	落地项目平均投资 (亿元)	实际落地率	落地率-考虑采购阶段
2014 年及以前	110	1600.74	14.55	49	434.07	8.86	44.55%	52.73%
2015H1	192	3423.63	17.83	72	1377.82	19.14	37.50%	59.38%
2015H2	218	2492.25	11.43	51	664.01	13.02	23.39%	43.12%
2016H1	114	1804.65	15.83	13	136.47	10.50	11.40%	33.33%
2016H2	4	28.07	7.02	0	0	0	0	25.00%

资料来源: 财政部 PPP 中心,平安证券研究所

既然 15H1-16H1 发起的项目未来空间较大,那么紧接着的问题就是 10.92 万亿 PPP 项目落地高峰何时到来? 在 PPP 新增项目规模、订单金额放缓的大背景下,毫无疑问,2017-2018 年将是 PPP 项目落地与建设的最高峰。

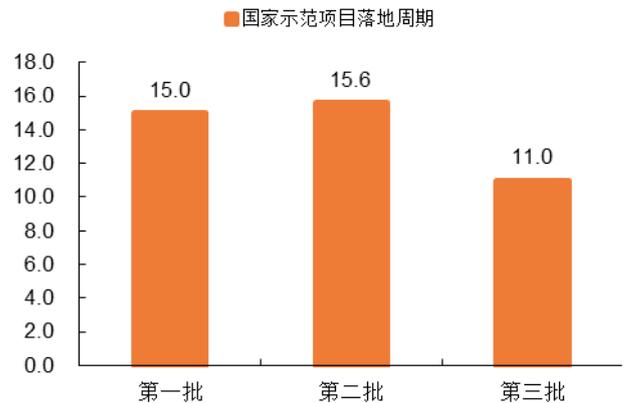
- 由于数据限制,我们很难得到财政部全部落地 PPP 项目的落地周期(即从项目发起到签署 PPP 项目合同所用时间)。从财政部 PPP 中心公布的国家级示范项目的落地周期统计情况看,前两批 PPP 项目平均落地周期 15 个月左右,第三批 11 个月,绝大部分 PPP 项目落地周期在 24 个月以内。
- 无论是国家还是省级示范项目,16 年新增项目平均投资规模均出现大幅下滑。我们推测,质地较好、规模较大、优先级较高的项目在 PPP 示范项目级别中排序较前,适合作为较早批次的示范项目优先推广。后期的 PPP 项目,无论数量还是平均金额上均可能出现下滑。
- 以此推算,到 2017 年底,2015 年底以前发起的绝大部分项目都可能进入执行阶段。考虑建设期,2015 年 7.5 万亿 PPP 投资将于 2017-2019 年迎来建设最高峰。

图表32 247个国家示范项目平均落地周期12.8个月



资料来源:财政部PPP中心,平安证券研究所

图表33 三批国家示范项目平均落地周期



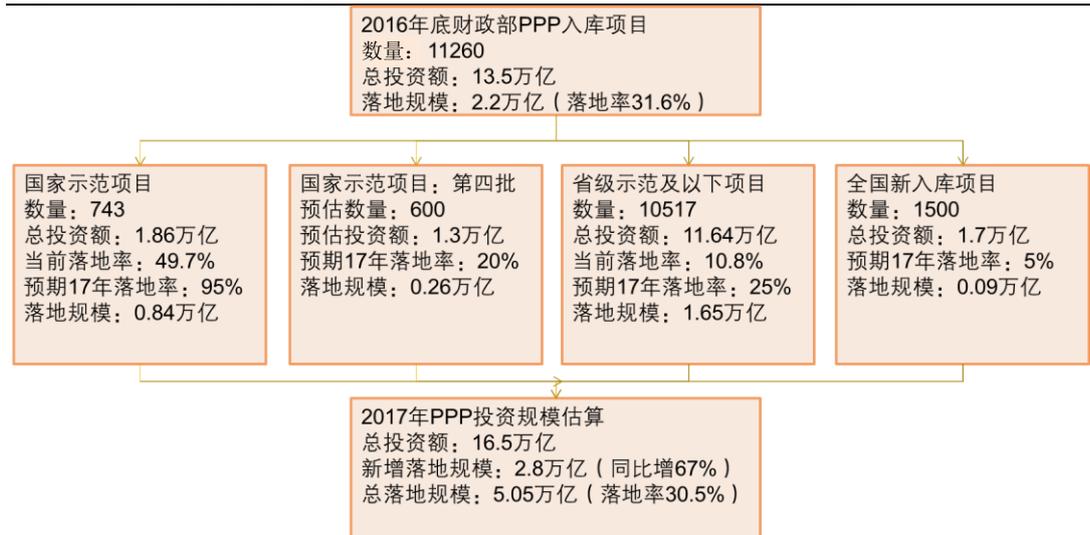
资料来源:财政部PPP中心,平安证券研究所

我们通过两种方法推算,2017年财政部PPP落地项目规模有望达到2.5-2.8万亿左右,全年PPP入库规模有望达到16.5-16.8万亿,整体落地率达到30%左右。如果以4年的建设周期计算,平均每年建设投资约0.62-0.72万亿,PPP投资对15.2万亿基建投资的拉动效应将达到3.9-4.5%。

关键假设包括:

- 1) 2017年底前三批落地规模达到95%,第四批项目金额略高于第三批,落地率20%;
- 2) 2017年新增省级及以下项目1500个,新增规模1.7万亿;
- 3) 省级示范及以下项目落地率达到25%,较2016年增长14.2%。

图表34 按示范等级不同估算,2017年PPP项目落地金额有望达2.8万亿



资料来源: 财政部PPP中心,平安证券研究所

图表35 按发起年份估算，2017年 PPP 项目落地规模有望达 2.5 万亿

发起年份	总规模 (万亿)	识别	准备	采购	执行	新增落地率	新增落地规模 (万亿)
2014 年及以前	1.79	40.1%	19.3%	8.2%	32.1%	10.0%	0.18
2015H1	3.26	37.9%	23.1%	9.9%	29.0%	13.9%	0.45
2015H2	4.23	58.3%	18.4%	7.3%	16.0%	18.0%	0.76
2016H1	3.43	44.0%	24.5%	14.0%	17.5%	18.0%	0.62
2016H2	1.08	42.6%	29.6%	23.7%	4.0%	12.0%	0.13
2017E	3.00	0.0%	0.0%	3.0%	0.0%	12.0%	0.36
合计	16.8						2.50

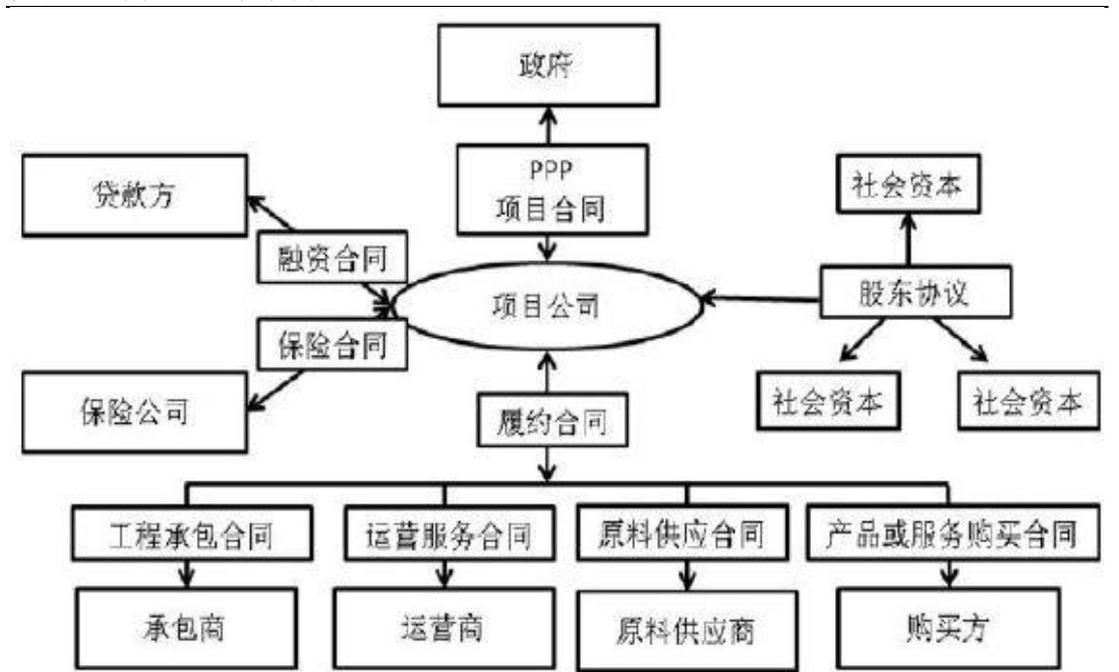
资料来源：财政部 PPP 中心,平安证券研究所

二、政府推进 PPP 动力强，经济数据印证 PPP 落地加快

2.1 17 年地方政府投资热情趋涨，规划执行力度有望加强

以上我们对 PPP 落地率的讨论本质上都是根据历史数据的线性推导，然而现实世界的发展往往是非线性的，相关因素的变化会导致 PPP 落地高于预期或低于预期。PPP 涉及众多相关方，其中主要主体包括地方政府、社会资本、商业银行。地方政府是 PPP 项目的发起方和推进者，地方政府的意愿和态度将直接决定 PPP 未来的发展情况，因此我们将专章讨论 17 年地方政府的预期变化。

图表36 典型 PPP 协议模式

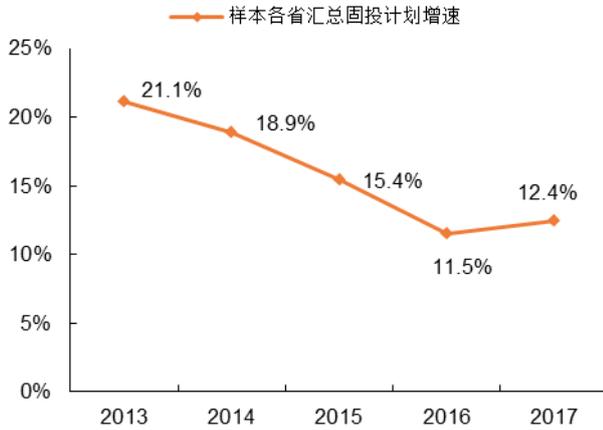


资料来源：《财政部 PPP 项目合同指南》，平安证券研究所

17 年地方政府投资热情趋涨，规划执行力度也有望加强。平安证券宏观策略组于 2 月 20 日发布深度报告《重审各省计划投资与本轮基建行情》，专题分析了 17 年地方计划投资情况。根据测算，2017

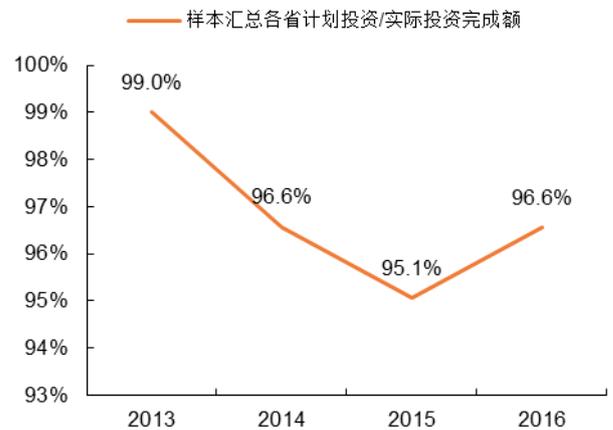
年各省汇总的目标投资增速为 12.4%，高于 16 年的目标增速 11.5%。17 年 23 个省市中，有 4 个省上调了目标投资增速（新疆、江西、辽宁、安徽），对应 16 年 24 个省无一上调目标投资增速。总体看，17 年地方投资热情趋涨是较为确定的，考虑到 16 年 32 个省市自治区中有 22 个发生了党政一把手的更替，地方政府的执行力度也有望加强。

图表37 历年各省汇总计划投资增速



资料来源:各省历年两会政府工作报告, 平安证券研究所

图表38 2013-2016 样本各省计划投资完成率



资料来源:各省历年两会政府工作报告, 平安证券研究所

2.2 地方政府 PPP 财政承受能力尚有较大空间

根据财政部《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》，每一年度地方政府全部 PPP 项目需要从预算中安排的支出责任，占一般公共预算支出比例应当不超过 10%。对通过财政承受能力论证的项目，各级财政部门应在编制年度预算和中期财政规划时，将项目财政支出责任纳入预算统筹安排，这对地方政府形成了硬约束。

地方政府财政承受能力足以支持 PPP 落地规模翻番式增长。2017 年地方公共财政支出预算数为 16.5 万亿元，那么全国汇总的地方政府 PPP 财政承受能力上限应不超过 1.65 万亿。目前财政部 PPP 库中落地项目投资金额为 2.6 万亿元，其中由地方政府承担部分约占 5%，也就是 0.13 万亿元（5% 这个数据在第三章中会详细测算）。从总量数据看，地方政府财政承受能力足以支持 PPP 落地规模翻番式增长。

分区域看，即使是 PPP 规模较大的贵州、山东、云南、河北等省，财政承受能力空间也较大。以贵州为例，根据 2016 年公共财政支出测算的 PPP 财政承受能力上限为 426.2 亿元，目前落地项目占用政府预算支出约 134 亿元，两者比值 3.2 倍。而对于山东、云南、河南等地，财政承受能力空间更大。

图表39 当前 PPP 落地项目占地方政府预算支出比例较小，财政承受空间仍然巨大

省份	区域	财政部 PPP 入库项目数量	项目总投资 (亿元)	落地项目数	落地项目总投资 (亿元)	落地项目占用政府预算支出 (亿元)	2016 年地方公共财政支出(亿元)	PPP 财政承受能力上限 (亿元)	落地项目支出占承受能力比例
贵州	西部	1790	16100.9	78	2684.5	134.2	4261.7	426.2	31.5%
山东	东部	1105	11974.3	279	3518.3	175.9	8750.0	875.0	20.1%
河北	东部	457	6830.6	77	2285.3	114.3	6038.0	603.8	18.9%
新疆	西部	940	4900.9	169	1424.3	71.2	4141.4	414.1	17.2%
云南	西部	427	10058.9	47	1607.7	80.4	5019.6	502.0	16.0%
北京	东部	87	2220.2	28	1860.9	93.0	6161.4	616.1	15.1%
海南	东部	159	1668.1	48	376.3	18.8	1378.4	137.8	13.6%
河南	中部	860	10108.0	113	1798.0	89.9	7456.6	745.7	12.1%
内蒙古	中部	896	7417.4	64	952.1	47.6	4526.3	452.6	10.5%
浙江	东部	337	5939.8	109	1407.0	70.4	6976.3	697.6	10.1%
福建	东部	230	3290.2	60	841.8	42.1	4287.4	428.7	9.8%
湖南	中部	439	6708.4	78	1221.4	61.1	6337.0	633.7	9.6%
安徽	东部	193	2222.5	104	955.5	47.8	5530.0	553.0	8.6%
吉林	中部	64	1353.9	25	585.5	29.3	3586.1	358.6	8.2%
江苏	东部	346	6813.6	61	1534.1	76.7	9990.1	999.0	7.7%
四川	西部	863	9484.3	109	1173.1	58.7	8011.9	801.2	7.3%
宁夏	西部	92	2020.1	14	160.1	8.0	1257.7	125.8	6.4%
陕西	西部	336	3730.9	42	519.5	26.0	4390.6	439.1	5.9%
广西	中部	205	2478.3	15	508.1	25.4	4472.5	447.3	5.7%
湖北	中部	134	2483.0	28	655.2	32.8	6453.1	645.3	5.1%
辽宁	东部	486	5611.9	41	422.9	21.1	4582.4	458.2	4.6%
黑龙江	中部	139	1848.1	15	274.5	13.7	4228.0	422.8	3.2%
广东	东部	120	1912.4	54	816.4	40.8	13447.4	1344.7	3.0%
甘肃	西部	470	5722.3	11	187.4	9.4	3152.7	315.3	3.0%
山西	中部	47	574.7	19	201.2	10.1	3441.7	344.2	2.9%
重庆	西部	67	2157.3	10	225.6	11.3	4001.9	400.2	2.8%
江西	中部	347	2005.0	21	138.0	6.9	4619.5	462.0	1.5%
青海	西部	107	1202.2	4	38.1	1.9	1522.6	152.3	1.3%
上海	东部	1	14.0	1	14.0	0.7	6918.9	691.9	0.1%
天津	东部	17	149.7	0	0.0	0.0	3700.7	370.1	0.0%
西藏	西部	2	22.5	0	0.0	0.0	1600.0	160.0	0.0%

资料来源：财政部 PPP 中心, 平安证券研究所

2.3 经济数据侧面揭示 PPP 投资落地速度迅速加快

按项目生命周期看，绝大部分 PPP 项目合作期限均在 10 年以上。按项目数量分，11-20 年、20 年以上项目数量分别为 4795、4111 个，占比 40.7%、34.9%。按金额分，11-20 年、20 年以上项目数量分别为 4.7、7 万亿，占比 33.9%、50.4%。

20 年以上项目落地率远高于其他合作期限的项目，11-20 年的项目处于采购阶段的比例最高。我们推断，一般合作期限 10 年以上的项目绝大多数为城市公用事业项目投资与市政工程建设，其项目回收周期长、回报模式清晰、前期投资普遍较大，更有利于社会资本快速介入并开展建设。

图表40 按合作期限分，PPP 入库项目按数量占比情况一览

PPP 项目合作期限	数量	占比	识别阶段	准备阶段	采购阶段	执行阶段
5 年以下	76	0.6%	88.2%	10.5%	1.3%	0.0%
6-10 年	2768	23.5%	69.8%	12.2%	6.1%	11.8%
11-20 年	4795	40.7%	59.2%	17.1%	11.0%	12.7%
20 年以上	4111	34.9%	51.8%	20.4%	8.6%	19.2%

资料来源：财政部 PPP 中心,平安证券研究所

图表41 按合作期限分，PPP 入库项目按金额占比情况一览

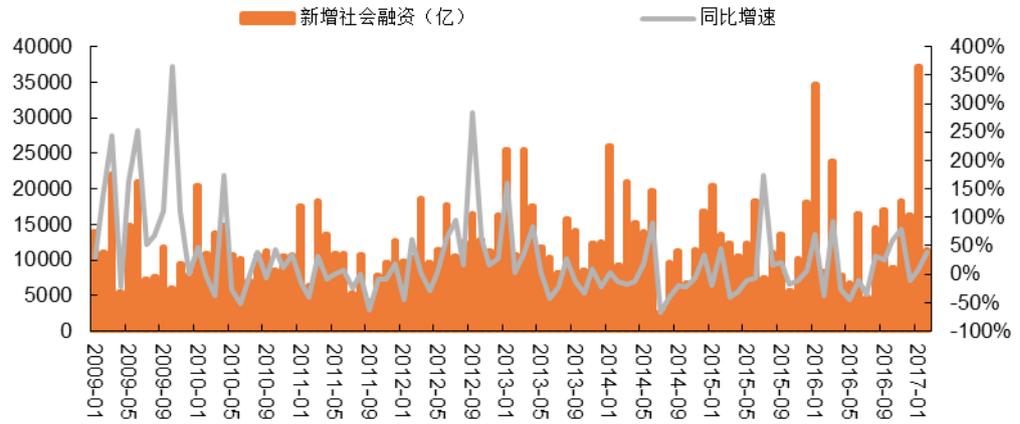
PPP 项目合作期限	规模（亿）	占比	识别阶段	准备阶段	采购阶段	执行阶段
5 年以下	535	0.4%	96.0%	3.9%	0.1%	0.0%
6-10 年	21131	15.2%	63.0%	14.4%	6.7%	15.9%
11-20 年	47153	33.9%	50.9%	19.9%	14.9%	14.3%
20 年以上	70164	50.4%	38.5%	25.8%	9.6%	26.1%

资料来源：财政部 PPP 中心,平安证券研究所

由于绝大部分 PPP 项目合作期限均在 10 年以上，我们推断，处于执行阶段的项目其项目公司贷款周期或同样以中长期贷款为主，与项目生命周期相匹配。因此，从验证的角度出发，我们整理了融资、贷款与固定资产投资数据，结果显示社会中长期贷款增速显著高于短期贷款增速，PPP 新增落地金额占社会融资比重显著提升。随着 PPP 政策出台以及财政部第四批国家示范项目出台，全年 PPP 项目落地规模将极大增长。

- 2017 年 1 季度全国社会融资规模增量 6.93 万亿，同比多增 2268 亿元。其中 1、2 月，全国新增社会融资规模分别为 3.72、1.15 亿，同比分别增长 7%、38%。
- 1 季度全国人民币贷款增加 4.22 万亿元，同比少增 3856 亿元。分部门看，非金融企业中长期贷款增加 2.67 万亿元，同比多增 6000 亿元。其中非金融企业中长期贷款 1-3 月分别增加 15200、6018、5482 亿元。
- 截至 2016 年 12 月底，进入落地阶段的 PPP 项目投资额 2.23 万亿，至 2017 年 2 月底这一规模增至 2.84 亿，2 个月增加了 6100 亿元，与新增中长期贷款规模比值为 22.8%。由于 PPP 项目中贷款比例通常高于 50%、项目资本金中亦有一部分来源于信托等融资渠道，再加上项目由项目公司设立到银行融资存在一定的滞后性，我们认为，中长期贷款规模增长一定程度上可以验证 PPP 落地速度加快的事实。
- 固定资产投资方面，我们观察到月度固定资产施工计划总投资额较新开工计划总投资额存在 6-9 个月的滞后关系，由于 2016 年新开工计划总投资额增速较快，我们预计 2017 年进入施工阶段的固定资产投资项目规模将有明显提升。

图表42 月度社会融资情况与同比增速一览



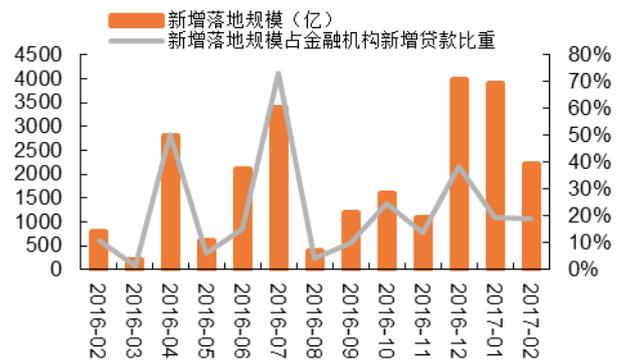
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表43 PPP落地规模占中长期贷款比重迅速增加



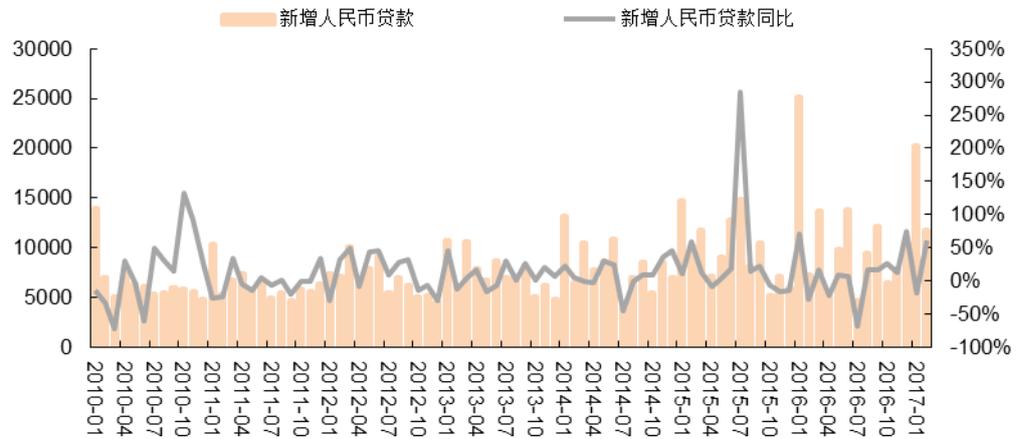
资料来源:财政部PPP中心, Wind, 平安证券研究所

图表44 新增落地规模占新增中长期贷款比重稳步提升



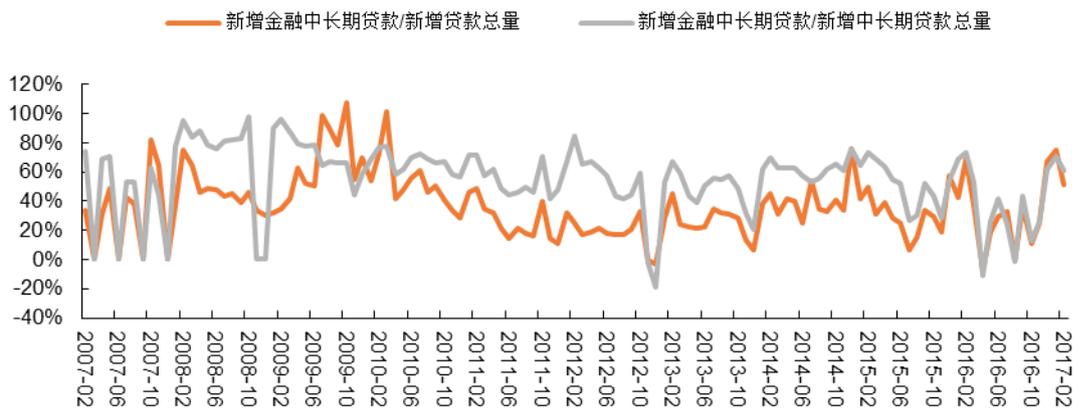
资料来源:财政部PPP中心, Wind, 平安证券研究所

图表45 金融机构新增人民币贷款规模稳步提升



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表46 近一年金融机构新增中长期贷款占新增社会贷款、新增中长期贷款比重迅速增加



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表47 金融机构中长期贷款占社会贷款总额比重不断增加



资料来源:Wind, 平安证券研究所

2.4 “抓落地”与“强规范”并进，挤出风险提升质量

17年PPP政策焦点：“抓落地”与“强规范”并进。通过梳理今年两会及博鳌论坛期间重要人士的表态，我们可以发现今年中央对PPP的施政焦点集中在“抓落地”和“强规范”两方面。

“抓落地”主要表现在进一步加大政策扶持力度，加强金融支持和引导，优化PPP项目融资环境，形成PPP加快落地态势。此外，发改委还力促将PPP模式引入“一带一路”建设中，在沿线国家推广PPP模式。

“强规范”主要表现在强化项目规范实施，杜绝明股实债的问题，防止PPP运营不当变成政府债，挤出部分不合规项目中的风险。

图表48 17年两会及博鳌期间重要人士对PPP政策的表态

时间	人士	会议	内容
2017.1.17	发改委主任 何立峰	十五届中国企业发展高层论坛	近期国家发改委会同多个部门建立“一带一路”PPP(政府和社会资本合作)工作机制，在沿线国家推广PPP模式。
2017.02.15	财政部有关负责人		2017年将继续大力推进PPP改革工作，在‘抓落地’和‘强规范’上下功夫，加强金融支持和引导，加大政策扶持力度，形成PPP项目加快落地态势，强化项目规范实施，推动实现我国公共服务供给质量和效率的整体跃升。
2017.3.06	发改委副主任 张勇	两会发改委记者会	我们将进一步加大支持PPP模式的力度，一是希望通过政府和民营企业的合作，使民营企业能够进入更多的领域，第二是能够对未来有更加清晰的判断，第三是可以加强学习交流，相互借鉴管理经验。
2017.3.07	财政部部长 肖捷	两会财政部记者会	PPP在中国还处于探索阶段。客观上，各方面对这个问题的认识和实践能力的提升，都需要一个过程。下一步，我们将继续发挥好财政资金的引导作用，进一步优化项目融资的环境，加大业务支持和

			项目推介的力度，推动 PPP 项目更加规范运作。
2017.3.24	财政部副部长刘伟	博鳌亚洲论坛	中国 PPP 项目发展快是由于政府没有把它作为短期融资的方法，而是服务于结构性改革，要警惕 PPP 项目运营不当变成政府债。

资料来源：新华网，平安证券研究所

17 年 3 月初，财政部官网公布了一则发给湖北财政厅《关于请核查武汉市轨道交通 8 号线一期 PPP 项目不规范操作问题的函》。这则函件指出武汉市轨道交通 8 号线一期 PPP 项目存在风险分配不当问题，这是首例被财政部通告核查的违规 PPP 项目。

该项目 2013 年就通过可研并已开工建设，是地方政府存量 BT 项目，信息披露文件显示至 16 年末项目建设已完成 70%。武汉地铁采取保留施工方、重新选择投资人的方式，将存量 BT 项目转化为 PPP 项目。然而通过阅读该项目的公开项目信息，我们发现该项目主要违规之处就在于违背了 PPP “风险共担、利益共享”的基本内涵，名为 PPP，实为 BT 项目。这具体表现在：

1) 该项目的社会资本方采用基金方式进入项目公司，但由武汉地铁集团作为基金的劣后级出资人，项目的风险几乎都由政府方承担。

2) 中标公告显示“预成交资本金财务内部收益率为按照中国人民银行最新发布的 5 年期以上银行贷款利率为基准下浮 3%，浮动利率”。混淆了内部收益率与实际收益的区别，明股实债无疑。

财政部的“底线”事实上可以从财金【2016】90 号文中窥见一斑。2016 年 10 月，财政部发布《关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作工作的通知》，强调着力规范推进 PPP 项目实施，防止政府以固定回报承诺、回购安排、明股实债等方式承担过度支出责任，避免将当期政府购买服务支出代替 PPP 项目中长期的支出责任，规避 PPP 相关评价论证程序，加剧地方政府财政债务风险隐患。财政部的“政策底线”从中可见一斑。

违规 PPP 核查和检视短期不利 PPP 加快落地，但长期有助于挤出风险提升 PPP 落地质量。我们认为 PPP 在探索阶段出现的问题具有客观必然性。首先，PPP 本身是非常复杂的投融资模式，收益的分配、风险的分担都需要政府、社会资本有较为清醒的认识，要摆脱传统投融资模式带来的“惯性思维框架”显然不是一朝一夕的事。其次，PPP 的推广和落地需要 PPP 中介的专业支持，但中国 PPP 大规模发展仅仅两年，PPP 中介良莠不齐，财政部 PPP 咨询机构库的建立是非常好的尝试，但其效果不可能立竿见影。再次，目前 PPP 上位法缺乏，监管重叠和监管真空并存，这也给了一些不法分子可乘之机。认识到问题的客观必然性，有助于我们正确客观的对待 PPP 发展过程中出现的波折，我们认为有关部门对违规 PPP 的核查和检视短期不利于 PPP 加快落地，但长期有助于挤出风险提升 PPP 落地质量，助益 PPP 更快更好健康发展。

2.5 PPP 立法：权威顶层设计有望 17 年出台

前文提到，PPP 上位法的缺失是目前一部分 PPP 违规运作的一大原因。财政部主导的《政府和社会资本合作项目财政管理暂行办法》和发改委主导的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，本质上都是对 PPP 运作进行规范的部门规章。两份文件主体内容多有重复，但涉及到主管部门、适用范围、操作流程等方面又多有矛盾，这一方面使得 PPP 相关主体开展工作时多有不便，另一方面也给部分不法分子逃脱 PPP 相关评价论证提供可乘之机。

图表49 财政部和发改委在 PPP 适用规章制度方面的分歧

矛盾处	财政部观点	发改委观点
主导部门	财政部	发改委
适用范围	公共服务（能源、交通运输、市政公用、农业、林业、水利、环境保护、保障性安居工程、教育、科技、文化、体育、医疗卫生、养老、旅游等）	基础设施（能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业以及重大市政工程）
政策侧重	财政部侧重关注政府债务、财政预算、财政可承受能力、奖补资金、资金使用绩效等等	发改委侧重投资对稳增长的促进作用、投资规划和投资项目的前期工作、
项目论证	省级财政部门会同本级发改部门和行业主管部门制定 PPP 合作指导目录，纳入目录的项目应当通过物有所值评价和财政承受能力论证两个评价。	实施机关应将项目建议、立项申请、实施方案报本级发展改革部门，实施方案应当达到可研报告深度。
项目采购	不允许本地国企和融资平台以社会资本身份参与 PPP，将本级政府所属融资平台公司及其他控股国有企业排除在合格的社会资本范围之外。	发改委对社会资本范围的界定比较宽泛，允许本地国有企业参与。
后续监管	行业主管部门会同财政部门对项目进行绩效评价，财政部门根据绩效评价结果，根据合同约定对政府付费、可行性缺口补助进行调整。	未提及评估结果与政府付费挂钩，只是要求实施机关监测和评估项目实施情况。

资料来源：《基础设施和公用事业特许经营管理办法》、《政府和社会资本合作项目财政管理暂行办法》，平安证券研究所

PPP 立法被列为“全面深化改革急需项目”，权威顶层设计有望 17 年出台。在 16 年 7 月 7 日国务院常务会议上，李克强首次强调将发改委和财政部分别推进的“特许经营立法”和“PPP 立法”合二为一，由国务院法制办牵头，加快推进立法进程。17 年 3 月，国务院办公厅印发《国务院 2017 年立法工作计划》，“基础设施和公共服务项目引入社会资本条例”被列为“全面深化改革急需项目”。据悉，国务院将采取“先出台 PPP 领域的条例，再出台 PPP 领域法律”的路径，来完善 PPP 法规体系。

三、投资建议：超配落地项目多，业绩确定性强的白马股

3.1 水环境治理、固废、交运三领域项目落地率存在较大提升空间

根据前文分析，截至 2 月底，13.9 万亿入库项目按金额落地率已达 20.8%，其中 2015H1-2016H1 部分发起的 PPP 总投资 10.9 万亿，这部分 PPP 项目今年将进入落地高峰期，看好这部分 PPP 项目落地率提升带来的投资机会。

沿着落地率提升空间较大、运营模式相对成熟、项目规模可观的逻辑，我们梳理了 19 个 PPP 相关行业的情况。总体看，能源、交运两大领域 PPP 项目落地率提升空间较大，且运营模式相对成熟（体现为全样本落地率较高）、投资规模较为可观。

图表50 15H1-16H1 分行业发起项目数量及落地情况

所属行业	15H1-16H1				全样本			
	财政部 PPP 入库项目数量	项目投资 (亿元)	落地项目数量	落地率	财政部 PPP 入库项目数量	项目投资 (亿元)	落地项目数量	落地率
市政工程	3266	29304.4	598	18.3%	4151	38344.0	759	18.3%
交通运输	1153	33226.2	174	15.1%	1429	40573.7	223	15.6%
旅游	551	6332.9	35	6.4%	718	8676.5	38	5.3%
生态建设和环境保护	547	5390.5	106	19.4%	700	7079.6	124	17.7%
城镇综合开发	568	10906.1	87	15.3%	712	14161.2	105	14.7%
教育	465	1838.1	71	15.3%	579	2277.5	80	13.8%
保障性安居工程	420	5806.2	40	9.5%	521	7430.9	48	9.2%
水利建设	421	3177.0	59	14.0%	557	4073.7	70	12.6%
医疗卫生	416	1809.7	39	9.4%	511	2419.4	49	9.6%
文化	266	1745.4	31	11.7%	327	2261.5	39	11.9%
其他	232	2400.1	17	7.3%	288	2904.3	20	6.9%
养老	231	1384.4	31	13.4%	292	1710.8	38	13.0%
体育	179	1304.1	11	6.1%	218	1551.7	16	7.3%
政府基础设施	144	1576.1	16	11.1%	190	2086.9	21	11.1%
能源	156	1038.4	34	21.8%	202	1239.3	50	24.8%
科技	118	958.9	24	20.3%	135	1164.1	27	20.0%
农业	93	625.8	10	10.8%	118	744.1	11	9.3%
社会保障	85	236.8	8	9.4%	106	260.3	8	7.5%
林业	16	104.4	2	12.5%	19	122.2	2	10.5%
总计	9327	109165.7	1393	14.9%	11773	139081.7	1728	14.7%

资料来源：财政部 PPP 中心,平安证券研究所。项目库数据截至 2017 年 2 月 28 日

对重点行业进一步拆细,发现公路桥梁、港口、航运、给排水、垃圾处理、公交、光伏行业具备落地提升空间较大、运营模式相对成熟(体现为全样本落地率较高)、投资规模较为可观的特点。具体看,15H1-16H1 发起的公路、桥梁、码头、航运 PPP 项目合计 323 个,总投资 1.86 万亿元,目前实际落地率仅 15.2%,而全样本实际落地率达到 20.6%,前者提升空间较大。市政、能源行业亦然,市政五行业、能源二行业 15H1-16H1 发起的项目落地率分别为 17.3%、22%,全样本实际落地率达到 18.3%、24.8%,提升空间较大。

图表51 15H1-16H1 发起项目落地率较低的行业一览

所属行业和细分领域	15H1-16H1				全样本			
	财政部PPP入库项目数量	项目投资(亿元)	落地项目数量	落地率	财政部PPP入库项目数量	项目投资(亿元)	落地项目数量	落地率
交运四行业合计	323	20092.9	49	15.2%	398	24448.2	82	20.6%
高速公路	211	18149.9	38	18.0%	259	22065.1	63	24.3%
桥梁	60	1022.9	7	11.7%	74	1190.1	12	16.2%
港口码头	38	680.8	2	5.3%	46	892.5	3	6.5%
航道航运	14	239.3	2	14.3%	19	300.5	4	21.1%
市政五行业合计	1365	3871.1	236	17.3%	1794	5183.1	344	18.3%
排水	96	262.1	14	14.6%	115	352.2	19	16.5%
垃圾处理	259	595.5	44	17.0%	338	782.1	59	17.5%
污水处理	644	1632.2	132	20.5%	880	2275.5	200	22.7%
供水	330	1165.9	41	12.4%	415	1485.4	57	13.7%
公交	36	215.4	5	13.9%	46	288.0	9	19.6%
能源二行业合计	91	557.8	20	22.0%	122	691.3	33	24.8%
垃圾发电	74	339.0	17	23.0%	102	468.4	29	28.4%
光电	17	218.8	3	17.6%	20	222.9	4	20.0%

资料来源：财政部PPP中心、平安证券研究所

3.2 山东省巨量 PPP 订单落地，关注本地受益股

截至 2017 年 2 月，山东省 PPP 订单规模 11974 亿元，其中处于识别、准备、采购、执行阶段的项目分别占比 51.45%、11.07%、8.09%、29.38%。2017 年 1-2 月山东省共 57 个、1591 亿元项目进入落地期，占全国同期落地项目投资额的 26%。

由于项目进入落地阶段前必须经历“准备”与“采购”阶段，这两阶段项目占比较高的省份后续落地规模最有可能爆发。综合分析各省各阶段 PPP 项目投资规模与各阶段项目所占比例，我们认为浙江、河南、湖南、陕西、云南五省落地率最有可能步山东后尘，出现爆发式增长

图表52 全国各省份不同阶段 PPP 项目投资规模一览(亿元)

地区	识别	准备	采购	执行	识别占比	准备占比	采购占比	执行占比
全国	64869	30588	15196	28426	46.6%	22.0%	10.9%	20.4%
广东	260	742	94	816	13.6%	38.8%	4.9%	42.7%
江苏	3708	1237	335	1534	54.4%	18.1%	4.9%	22.5%
上海	0	0	0	14	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%

山东	6161	1325	969	3518	51.5%	11.1%	8.1%	29.4%
浙江	1930	1843	760	1407	32.5%	31.0%	12.8%	23.7%
北京	205	73	81	1861	9.2%	3.3%	3.7%	83.8%
四川	6222	1107	983	1173	65.6%	11.7%	10.4%	12.4%
河南	4522	2572	1216	1798	44.7%	25.4%	12.0%	17.8%
湖北	183	1013	632	655	7.4%	40.8%	25.5%	26.4%
河北	3132	1019	394	2285	45.9%	14.9%	5.8%	33.5%
天津	124	25	0	0	83.0%	17.0%	0.0%	0.0%
湖南	807	2908	1772	1221	12.0%	43.3%	26.4%	18.2%
安徽	19	467	781	955	0.9%	21.0%	35.1%	43.0%
福建	1490	611	347	842	45.3%	18.6%	10.5%	25.6%
重庆	488	1444	0	226	22.6%	66.9%	0.0%	10.5%
辽宁	3233	1636	321	423	57.6%	29.1%	5.7%	7.5%
江西	1374	245	247	138	68.5%	12.2%	12.3%	6.9%
内蒙古	3958	2069	439	952	53.4%	27.9%	5.9%	12.8%
陕西	1593	777	842	519	42.7%	20.8%	22.6%	13.9%
云南	3202	3432	1817	1608	31.8%	34.1%	18.1%	16.0%
贵州	10705	1954	757	2685	66.5%	12.1%	4.7%	16.7%
山西	10	255	108	201	1.8%	44.4%	18.8%	35.0%
广西	1239	524	207	508	50.0%	21.1%	8.4%	20.5%
新疆	2605	588	283	1424	53.2%	12.0%	5.8%	29.1%
吉林	98	239	431	586	7.2%	17.7%	31.8%	43.2%
黑龙江	838	248	487	274	45.3%	13.4%	26.4%	14.9%
甘肃	3747	1538	250	187	65.5%	26.9%	4.4%	3.3%
海南	434	394	464	376	26.0%	23.6%	27.8%	22.6%
宁夏	1618	71	171	160	80.1%	3.5%	8.5%	7.9%
青海	939	219	6	38	78.1%	18.2%	0.5%	3.2%
西藏	22	0	0	0	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：财政部 PPP 中心, 平安证券研究所

按行业分，山东省市政工程、交运、城镇综合开发行业投资规模排名前三，而落地率方面，市政工程、能源、养老排名靠前。交运、生态环保行业订单额占省内订单总额较大，当前落地率较低，存在巨大的补涨空间。

图表53 山东省 PPP 入库项目按行业分情况一览（规模：亿元）

行业	识别	准备	采购	执行	识别占比	准备占比	采购占比	执行占比	行业规模占全省入库投资比重
市政工程	768.48	201.07	165.34	1,705.72	27.1%	7.1%	5.8%	60.0%	23.7%
交通运输	1,462.75	166.97	122.56	128.28	77.8%	8.9%	6.5%	6.8%	15.7%

生态建设和环境保护	370.01	22.59	95.16	200.75	53.7%	3.3%	13.8%	29.2%	5.7%
城镇综合开发	1,008.45	198.33	83.91	346.70	61.6%	12.1%	5.1%	21.2%	13.7%
医疗卫生	229.13	76.29	62.87	43.98	55.6%	18.5%	15.3%	10.7%	3.4%
养老	159.91	45.05	56.28	332.84	26.9%	7.6%	9.5%	56.0%	5.0%
水利建设	98.93	13.29	12.68	86.55	46.8%	6.3%	6.0%	40.9%	1.8%
教育	113.43	35.43	26.56	123.56	37.9%	11.8%	8.9%	41.3%	2.5%
能源	56.52	7.75	30.53	143.11	23.8%	3.3%	12.8%	60.2%	2.0%
文化	300.72	96.59	55.14	25.77	62.9%	20.2%	11.5%	5.4%	4.0%
科技	120.14	30.98	36.90	82.99	44.3%	11.4%	13.6%	30.6%	2.3%
旅游	469.68	60.36	14.41	124.21	70.2%	9.0%	2.2%	18.6%	5.6%
体育	147.43	50.72	34.27	12.70	60.1%	20.7%	14.0%	5.2%	2.0%
保障性安居工程	655.59	65.72	91.49	108.37	71.2%	7.1%	9.9%	11.8%	7.7%
其他	100.28	21.95	-	-	82.0%	18.0%	0.0%	0.0%	1.0%
社会保障	28.10	2.40	3.65	11.91	61.0%	5.2%	7.9%	25.9%	0.4%
林业	3.40	-	1.96	-	63.4%	0.0%	36.6%	0.0%	0.0%
农业	39.11	9.29	-	22.12	55.5%	13.2%	0.0%	31.4%	0.6%
政府基础设施	29.26	220.73	75.47	18.77	8.5%	64.1%	21.9%	5.5%	2.9%

资料来源：财政部 PPP 中心,平安证券研究所

从投资角度看，山东省 PPP 落地规模放量一方面增加了具体项目建设公司收益的确定性，另一方面也为全国其他省份落地加快、山东省内其他行业落地率提升提供了巨大想象空间。

- 上市公司中包括启迪桑德、东方园林、岭南园林、美晨科技、龙元建设、中国中冶等均有涉及。我们整理了这些上市公司在山东省内的 PPP 项目情况，其中大部分订单都已处于采购与执行阶段，运作方式以 BOT、TOT 类为主，大部分合作期限在 10-15 年。按订单占上市公司 16 年收入比重看，东方园林、美晨科技占比最高，分别达 83.7%、66.7%。
- 山东省内交运行业项目规模排名第二，而当前落地率尚不到 7%，存在巨大提升空间。山东路桥、山东高速作为省内两大交运龙头，最有可能受益。我们统计山东路桥 2016 年新签重大施工订单约 218.16 亿元，是 2016 年收入的 2.68 倍，公司披露年末剩余合同额为 205.72 亿元，绝大部分订单位于省内。一季度业绩快报显示公司收入达 13 亿，同比增长 108%。受 PPP 落地加快与公司在手订单高企的影响，我们预计公司近两年有望维持高增长。

有鉴于山东省投资规模较多的行业处于采购阶段的项目比例并不高，省内落地率增速放缓的可能性较大。因此，关注山东省 PPP 落地加快的机会更应考虑上市公司业绩的确定性。综合考虑上市公司订单所处阶段与业务布局，建议关注山东路桥、东方园林、启迪桑德。

图表54 部分上市公司在山东省的 PPP 订单一览（截至 2017-2-28）

公司简称	项目名称	所属行业	总投资（亿）	所处阶段	合作期限（年）	运作方式	回报机制	发起时间	发起类型	示范级别
启迪桑德	山东省菏泽市成武县生活垃圾焚烧发电厂	能源	3	执行阶段	30	BOT	使用者付费	2014-07-11	政府发起	其它

项目										
	青州市生活垃圾焚烧发电项目	市政	3.8	采购阶段	30	ROT	可行性缺口补助	2016-08-01	政府发起	其它
东方园林	山东省淄博市临淄区马莲台生态环境综合整治工程项目	旅游	20	执行阶段	10	BOT	政府付费	2015-12-01	政府发起	其它
	山东省德州市庆云县城乡基础设施建设PPP项目	市政	8.2	执行阶段	16	BOT	政府付费	2016-09-09	政府发起	其它
	山东省济宁市任城区济北高新技术产业园产城一体化PPP项目(一期)	城镇开发	42.3	准备阶段	10	BOT	使用者付费	2017-01-06	政府发起	其它
岭南园林	乳山市城市绿化景观建设及提升改造PPP项目	市政	5.5	执行阶段	10	BOT	政府付费	2016-04-11	政府发起	其它
美晨科技	诸城市智慧城市建设	科技	20	识别阶段	10	BOT	可行性缺口补助	2015-08-05	政府发起	其它
龙元建设	莒县人民政府基础设施建设第一期	基础设施	6.1	执行阶段	10	BOT	政府付费	2015-08-27	政府发起	其它
	山东省菏泽市牡丹区万福河商贸物流片区基础设施及公共服务建设项目	城镇开发	31	执行阶段	12	BOT	可行性缺口补助	2015-10-30	政府发起	其它
	山东省淄博市博山区五阳湖旅游基础设施建设PPP项目	旅游	5.7	准备阶段	15	TOT+BOT	可行性缺口补助	2015-03-03	政府发起	其它
中国中冶	青岛新机场建设工程	交运	359	识别阶段	15	BOT	可行性缺口补助	2015-01-01	政府发起	其它

资料来源：财政部PPP中心，平安证券研究所

图表55 各公司山东省PPP订单占其2016年收入比重一览

股票代码	公司名称	订单规模(亿元)	订单数	16年收入(亿)	订单规模占16收入比重
601618.SH	中国中冶	359.0	1	2,195.6	16.4%
002310.SZ	东方园林	70.4	3	84.2	83.7%
600491.SH	龙元建设	42.9	3	184.4	23.2%
300237.SZ	美晨科技	20.0	1	30.0	66.7%
000826.SZ	启迪桑德	6.8	2	83.2	8.2%
002717.SZ	岭南园林	5.6	1	25.7	21.6%

资料来源：Wind,平安证券研究所;东方园林、美晨科技采用业绩快报，龙元建设、启迪桑德采用一致收入预期

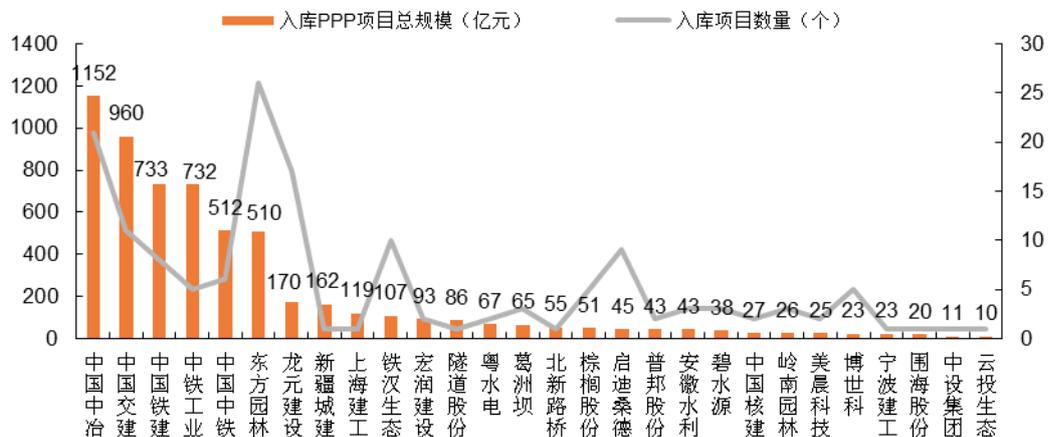
3.3 PPP 入库项目增速放缓，关注上市公司业绩确定性

在 PPP 行业入库增速放缓的大背景下，项目落地情况将是行业景气高低的最重要的风向标。因此，我们认为，投资 PPP 主题最需要密切关注全国 PPP 项目落地情况，其次关注上市公司能否在落地率提升的背景下承接更多订单。

我们统计了 28 家代表公司的 PPP 订单情况，项目数量总计 153 个，占入库项目比重 1.3%；投资规模总计 0.59 万亿元，占入库项目比重 4.2%。总体上看，企业已落地订单规模占 2016 年收入比重普遍较高，落地率亦处于较高水平。

- 根据上市公司公告，截至 2017 年 2 月 28 日，28 家代表企业的入库 PPP 订单总规模 5908.60 亿元，16 家国企和 12 家民企的订单总规模分别为 4790.92 亿元、1117.69 亿元；市场占比分别为 3.50%、0.82%。国企的市场规模较大，其中中国中冶与中国交建投资规模靠前。东方园林与中国中冶的入库项目数量靠前。

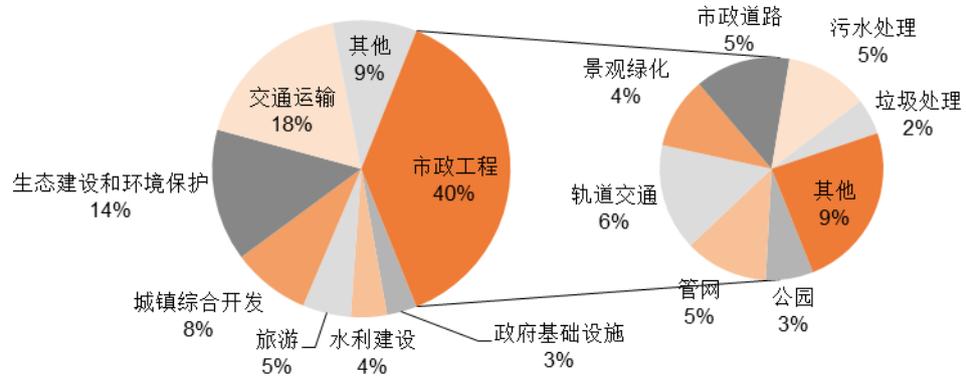
图表56 中国中铁、中国交建等国企入库规模较大



资料来源:财政部 PPP 中心、平安证券研究所 (截至 2017 年 1 月)

- 从所属行业来看，28 家代表企业的 PPP 订单集中于市政工程、交通运输、生态建设和环境保护三大行业，数量占比分别为 37.91%、17.65%、14.38%，共计 69.93%。市政工程细分行业中，又以轨道交通、市政道路、污水处理及管网订单居多；交通运输细分行业中，以高速公路、一级公路订单居多。此外，交通运输以及轨道交通类项目平均单个项目的投资规模较大。

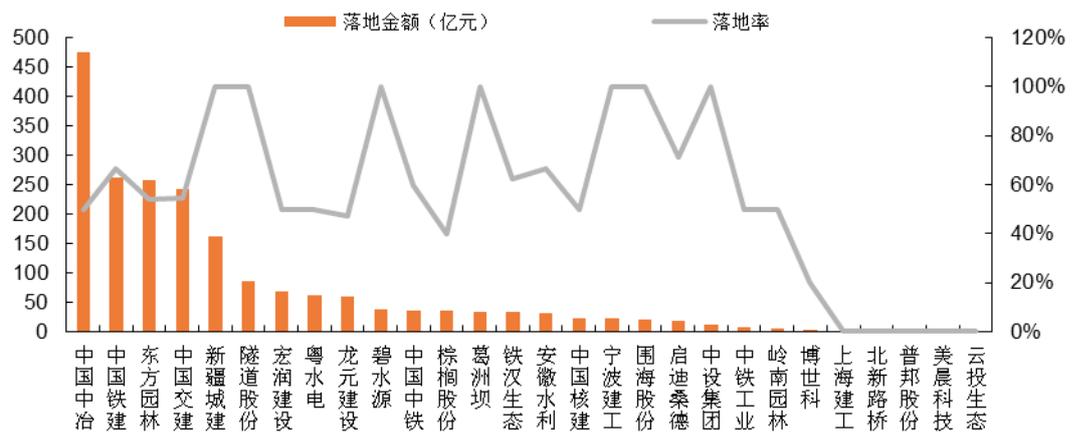
图表57 企业 PPP 订单多为市政工程与交通运输行业



资料来源:财政部 PPP 中心、平安证券研究所 (截至 2017 年 1 月)

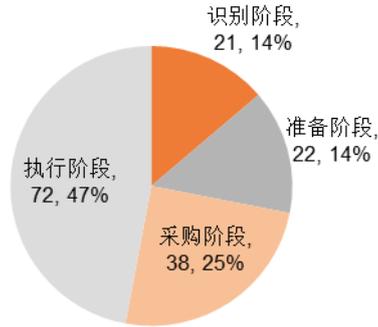
- 从运作方式上看,企业订单集中于 BOT 模式,数量占比高达 81.05%。从回报机制上看,企业订单以政府付费与可行性缺口补助模式为主,数量占比分别为 43.14%、42.48%,合计占比 85.62%。
- 从项目进展情况来看,代表企业的订单大多处于执行阶段;识别、准备、采购、执行阶段的订单数量占比依次为 13.73%、14.38%、24.84%、47.06%,进展速度较快。以葛洲坝承接的荆门市竹皮河流域水环境综合治理(城区段)PPP 项目为例,项目从中标到勘察设计历经一个半月,从勘察设计到监理约 2 个月,从监理到采购历经 6 个月。

图表58 代表企业 PPP 项目整体落地情况较好



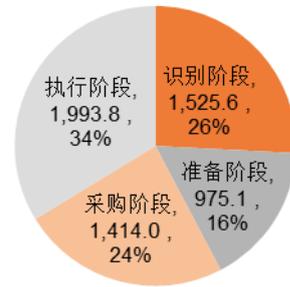
资料来源:财政部 PPP 中心、平安证券研究所 (截至 2017 年 1 月)

图表59 上市公司 PPP 订单按数量分所处阶段一览



资料来源:财政部 PPP 中心, 平安证券研究所

图表60 上市公司 PPP 订单按金额分所处阶段一览(亿)



资料来源:财政部 PPP 中心, 平安证券研究所

决定上市公司 2017 年业绩增速最重要的因素是 2017 年公司的收入增速, 我们假设已进入落地期的项目将于 2017、2018 年贡献大部分收入, 则落地项目规模/2016 年收入较高的公司, 业绩高增速确定性更强。沿着这一逻辑梳理, 新疆城建、东方园林、铁汉生态这一指标最高, 推断业绩增速确定性最高。

图表61 上市公司在手 PPP 订单与落地情况一览表

股票代码	股票简称	在手 PPP 项目总规模 (亿)	入库项目数量 (个)	落地金额 (亿元)	落地率	2016 收入 (亿)	落地项目规模/2016 收入	市值 (亿)	落地规模/市值
601618.SH	中国中冶	1152.1	21	475.0	50.0%	2195.6	0.22	1110.8	1.04
601800.SH	中国交建	960.1	11	262.9	66.7%	4317.4	0.06	2964.8	0.32
601186.SH	中国铁建	733.4	8	256.7	54.2%	6293.3	0.04	1903.9	0.39
600528.SH	中铁工业	732.4	5	242.5	54.5%	512.4	0.47	378.3	1.94
601390.SH	中国中铁	511.8	6	162.0	100.0%	6394.1	0.03	2106.2	0.24
002310.SZ	东方园林	509.7	26	86.3	100.0%	85.6	1.01	494.0	1.03
600491.SH	龙元建设	170.4	17	68.4	50.0%	187.2	0.37	144.1	1.18
600545.SH	新疆城建	162.0	1	61.5	50.0%	31.9	1.93	86.6	1.87
600170.SH	上海建工	118.9	1	59.5	47.1%	1336.6	0.04	373.4	0.32
300197.SZ	铁汉生态	107.4	10	38.1	100.0%	45.9	0.83	226.9	0.47
002062.SZ	宏润建设	93.1	2	35.0	60.0%	88.0	0.40	74.0	1.26
600820.SH	隧道股份	86.3	1	34.8	40.0%	288.3	0.12	344.0	0.25
002060.SZ	粤水电	67.4	2	34.1	100.0%	63.2	0.54	53.7	1.26
600068.SH	葛洲坝	65.1	3	33.6	62.5%	1002.5	0.03	589.4	0.11
002307.SZ	北新路桥	54.5	1	31.5	66.7%	65.3	0.48	85.7	0.64
002431.SZ	棕榈股份	50.5	5	22.9	50.0%	39.1	0.59	179.7	0.28
000826.SZ	启迪桑德	44.7	9	22.5	100.0%	84.0	0.27	317.6	0.14
002663.SZ	普邦股份	43.2	2	20.0	100.0%	27.2	0.74	107.0	0.40
600502.SH	安徽水利	42.7	3	18.0	71.4%	114.8	0.16	86.2	0.50
300070.SZ	碧水源	38.1	3	11.0	100.0%	88.9	0.12	664.3	0.06
601611.SH	中国核建	27.0	2	7.9	50.0%	474.4	0.02	453.1	0.06
002717.SZ	岭南园林	25.7	3	5.5	50.0%	25.7	0.22	103.3	0.25
300237.SZ	美晨科技	25.3	2	4.0	20.0%	30.0	0.13	150.1	0.17
300422.SZ	博世科	23.4	5	0.0	0.0%	8.3	0.00	55.3	0.42

601789.SH	宁波建工	22.5	1	0.0	0.0%	137.0	0.00	55.9	0.40
002586.SZ	围海股份	20.0	1	0.0	0.0%	21.5	0.00	102.8	0.19
603018.SH	中设集团	11.0	1	0.0	0.0%	19.9	0.00	72.6	0.15
002200.SZ	云投生态	10.0	1	0.0	0.0%	9.8	0.00	47.0	0.21

资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.4 投资建议

综合对行业、省份订单、上市公司的分析,我们认为年内投资机遇的来源主要有:

- 目前 PPP 入库项目增速已经放缓,一旦第四批国家示范项目入库金额与数量大超市场预期,并带动其他入库项目继续放量增长,订单预期有望带动 PPP 版块再度上行;
- 年内 PPP 项目加速落地是大概率事件,区别更在于落地的规模有多大,以及上市公司业绩是否高速增长,是否可持续。因此,上市公司新接 PPP 订单总规模仍然是衡量公司业绩持续性的重要因素。
- 此外,当前落地率较低的行业、省份,处于准备、采购阶段较多的,随着 PPP 前期工作进展加快,其落地率亦有可能出现快速提升。财政能力较强的地方政府,推动项目落地的能力也越强。
- 我们认为山东路桥、山东高速、东方园林、北新路桥、启迪桑德、新疆城建可能最为受益,建议关注碧水源、华控赛格、聚光科技、高能环境、中金环境、美晨科技、普邦股份、岭南园林。

图表62 受益上市公司估值情况一览

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			
		2017-4-18	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
高能环境	603588.SH	32.78	0.47	1.08	1.59	2.09	69.32	30.35	20.61	15.71
山东路桥	000498.SZ	8.23	0.38	0.52	0.67	0.85	21.45	15.91	12.33	9.64
山东高速	600350.SH	6.56	0.64	0.71	0.71	0.71	10.22	9.19	9.29	9.29
东方园林	002310.SZ	18.75	0.48	0.72	1.03	1.40	38.75	25.92	18.24	13.43
北新路桥	002307.SZ	16.92	0.07	0.00	0.00	0.00	234.86	-	-	-
启迪桑德	000826.SZ	37.43	1.40	1.84	2.39	0.00	26.81	20.30	15.69	-
新疆城建	600545.SH	13.40	-0.34	0.00	0.00	0.00	-39.72	-	-	-
碧水源	300070.SZ	20.68	0.59	0.83	1.12	1.49	35.11	25.02	18.48	13.89
华控赛格	000068.SZ	8.16	0.01	0.26	0.34	0.46	823.49	31.48	23.99	17.70
美晨科技	300237.SZ	18.43	0.55	0.85	1.19	0.00	33.27	21.77	15.48	-
普邦股份	002663.SZ	6.10	0.06	0.00	0.00	0.00	99.26	-	-	-
岭南园林	002717.SZ	24.96	0.63	0.97	1.34	1.87	39.63	25.67	18.60	13.33

资料来源: Wind, 平安证券研究所; 收盘价、市值采用2017年4月18日收盘数据; 16年EPS, 启迪桑德采用一致预期平均值, 其他公司采用公司年报或业绩快报数据

四、风险提示

PPP 项目落地不及预期。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033