

## PPP 基础报告

2017-12-14

投资策略 | 专题报告

## PPP 使用手册：一文全览 PPP

## 报告要点

## ■ 前言：本文写作意图与谋篇布局

本篇报告主要致力于向投资者提供基础性、全面性、实用性、便捷性的 PPP 使用手册，用以弥补当前市场上报告多以跟踪研究为主，而基础性报告缺乏的不足。立足于此，谋篇布局上，本报告主要包括四个部分，即基本概况、项目融资与再融资、税收优惠以及相关政策梳理。

## ■ 基本概况、运作方式与回报机制

PPP 是指政府与社会资本为提供公共产品或服务而建立的公私合作模式。从参与主体看，通常包括政府、社会资本方、融资方、承包商和分包商、原料供应商以及提供投资、法律、技术、财务、保险代理等服务的专业机构，不同参与主体，其职能不同；从操作流程看，主要包括识别、准备、采购、执行以及移交，不同阶段，其目的、工作环节也均不相同；从采购方式看，主要包括公开招标、邀请招标、竞争性谈判、竞争性磋商和单一来源采购，五种方式适用情形及其流程有所差异；从运作方式看，目前主要包括委托运营、管理合同、建设-运营-移交、建设-拥有-运营、转让-运营-移交和改建-运营-移交等，实际操作中，具体方式的选择主要由收费定价机制、项目投资收益水平、风险分配基本框架、融资需求等因素决定；从投资回报机制看，一般包括使用者付费、可行性缺口补助和政府付费等。

## ■ 项目融资、再融资与退出方式

项目融资方面，目前主要方式有股权融资和债券融资。其中，股权融资更加重视项目公司的股权结构、股东构成、出资比例及治理结构，主要通过引入股权投资基金的方式实现；债务融资与 PPP 项目具有较强的适应性，商业银行是最重要的资金提供方；再融资方面，按照不同标准可分为不同类型，且发起再融资时，通常需要满足一定条件，主要有应增加项目收益且不影响项目的实施、签署再融资协议前须经过政府的批准等。PPP 资产证券化本质上属于项目再融资；退出方式方面，目前主要涵盖了股权转让、公开上市、发行债券、资产证券化等，其中，现阶段通过资产证券化退出的重要性不断抬升。

## ■ 长江策略 PPP 月度跟踪数据库

长江策略利用 PPP 项目库，已建立起市场上非常完善而全面的数据库：不仅包括 PPP 整体状况，还包括分行业的 PPP 各阶段概况，也包括分省份的 PPP 概况等。且数据库更新频率为月度，及时性领先于市场，欢迎各位投资者索取。

**风险提示：**

1. 融资政策修订引起 PPP 项目融资、再融资的适用条件发生变化；
2. 税收政策修订使得 PPP 项目的相关税收优惠适用情形发生变化。

分析师 张宇生

☎ (8621) 61118702

✉ zhangys4@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516070003

联系人 包承超

☎ (8621) 61118778

✉ baocc@cjsc.com.cn

联系人 王丹

☎ (8621) 61118703

✉ wangdan7@cjsc.com.cn

## 相关研究

《当前时点如何看待消费白马的估值——十二月行业配置报告》2017-12-8

《业绩转回升，去产能持续——2017 年三季度业绩分析报告》2017-11-4

《解构大小盘风格切换》2017-11-1

## 目录

基本概况、运作方式与回报机制 .....	4
历史起源与基本内涵 .....	4
参与主体与操作流程 .....	5
参与主体及其职能 .....	5
操作流程与项目落地 .....	6
采购方式与适用情形 .....	11
运作方式及其结构 .....	13
回报机制、适用条件与具体形式 .....	15
项目融资、再融资与退出方式 .....	16
项目融资类别、特点与参与方 .....	16
股权融资特点、参与方及其优势 .....	16
债务融资特点、参与方及其优势 .....	18
项目再融资定义、分类、条件与流程 .....	19
项目再融资定义与分类 .....	19
项目再融资条件与流程 .....	20
资产证券化特点、流程与模式 .....	21
PPP 资产证券化特点 .....	21
PPP 资产证券化基本流程 .....	22
PPP 资产证券化主要模式 .....	23
PPP 项目融资退出方式 .....	25
税收优惠与适用条件 .....	26
企业所得税优惠与适用条件 .....	26
增值税优惠与适用条件 .....	27
耕地占用税、土地使用税、契税等优惠与适用条件 .....	27
附录：重点政策及其意义梳理 .....	28

## 图表目录

图 1：典型 PPP 项目结构示意图 .....	6
图 2：PPP 项目操作流程 .....	6
图 2：以公开招标或邀请招标方式采购 PPP 流程 .....	12
图 3：以竞争性谈判方式采购 PPP 流程 .....	12
图 4：以竞争性磋商方式采购 PPP 流程 .....	13

图 5：以单一来源采购方式采购 PPP 流程.....	13
图 6：六种运作模式的风险水平与社会参与度 .....	14
图 7：BOT 运作方式结构 .....	14
图 8：BOO 运作方式结构 .....	14
图 9：TOT 运作方式结构 .....	14
图 10：PPP 项目实施和运营中的三类资金关系及融资模式 .....	16
图 11：英国 PPP 再融资流程.....	21
图 12：PPP 资产证券化与一般资产证券化业务的主要差异 .....	22
图 13：PPP 资产证券化的基本操作流程 .....	22
图 14：信贷资产证券化的典型交易结构 .....	23
图 15：资产支持专项计划典型交易结构图.....	24
图 16：资产支持计划典型交易结构图 .....	24
图 17：资产支持票据的典型交易结构 .....	25
表 1：不同组织机构对 PPP 的定义.....	4
表 2：我国不同政策文件对 PPP 的定义 .....	4
表 3：PPP 主要参与方及其职能梳理 .....	5
表 4：六种 PPP 运作模式内涵.....	14
表 5：PPP 投资回报机制一般包括使用者付费、可行性缺口补助和政府付费 .....	15
表 6：可行性缺口补助与政府付费的具体方式及说明 .....	15
表 7：PPP 项目不同类型投资者及其优势.....	16
表 8：不同阶段 PPP 项目融资的股权融资结构概述和选择 .....	17
表 9：PPP 项目债务融资主要资金来源 .....	18
表 10：商业银行可通过多种方式提供债务资金融通 .....	18
表 11：不同项目类型计划内再融资原因 .....	19
表 12：按照融资阶段，PPP 项目再融资的分类及其说明.....	20
表 13：PPP 项目融资的四种主要退出方式.....	25
表 14：公共基础设施项目企业所得税减免政策梳理 .....	26
表 15：PPP 项目增值税优惠政策 .....	27
表 16：PPP 项目耕地占用税、土地使用税、契税优惠政策 .....	28
表 17：中央（主要指国务院）层面 PPP 相关政策文件梳理 .....	28
表 18：财政部层面 PPP 相关政策文件梳理.....	28
表 19：发改委层面 PPP 相关政策文件梳理.....	29
表 20：其他部委或部门层面 PPP 相关政策文件梳理 .....	29

## 基本概况、运作方式与回报机制

### 历史起源与基本内涵

PPP 起源于英国，其初始目的主要是为了基础设施融资，职能范围通常也限定在公路建设、铁路建设等领域，随后 PPP 融资职能才逐渐覆盖大多数公共产品或服务领域。PPP 模式作为一种新兴的项目融资方式，早在二十世纪九十年代就被引入到我国，但规范化发展却是在 2014 年后，当时财政部、发改委密集颁布关于 PPP 的政策文件，促使 PPP 步入了发展的快车道。

目前世界各国（或地区）对 PPP（public-private partnership）的定义有所差异，如联合国发展计划署认为“PPP 是政府、营利性企业、和非营利性组织基于某个项目而形成的相互合作关系”；美国 PPP 国家委员会认为“PPP 是介于外包和私有化之间并结合了两者特点的一种公共产品提供方式”。在我国，不同文件对其定义也不完全相同。但内涵上，PPP 均是指政府与社会资本为提供公共产品或服务而建立的公私合作模式。

表 1：不同组织机构对 PPP 的定义

组织机构	定义
联合国发展计划署 (1998)	PPP 是政府、营利性企业、和非营利性组织基于某个项目而形成的相互合作关系。通过这种合作关系，合作各方可以达到比预期单独行动更有利的结果。同时，在风险分担方面，政府也不是把某个项目的责任全部转移给私人部门，而是由参与合作的各方共同承担责任和融资风险
联合国培训研究院	PPP 涵盖了不同社会系统倡导者之间的所有制度化合作方式，目的是为了解决当地或区域内的某些复杂的问题。在上述定义下，PPP 包含两层含义，一层是为满足公共产品需要而建立的公共和私人倡导者之间的各种合作关系；还有一层是为满足公共产品需要，公共部门和私人部门建立伙伴关系进行的大型公共项目的实施
欧盟委员会	PPP 是公共部门和私人部门之间的一种合作关系，目的是为了向私人部门提供传统上由公共部门提供的公共项目或服务
英国财政部	PPP 是两个或者更多部门之间的协议，确保他们合作完成公共服务工程的一致目标，他们之间有一定程度的共享权利和责任，联合投资资本，共担风险和利益
美国 PPP 国家委员会	PPP 是介于外包和私有化之间并结合了两者特点的一种公共产品提供方式，它充分利用私人资源进行设计、建设、投资、经营和维护公共基础设施，并提供相关服务以满足公共需求
加拿大 PPP 国家委员会	PPP 是公共部门和私人部门之间的一种合作经营关系，它建立在合作各方各自经验的基础上，通过适当的资源分配、风险分担和利益共享机制，最好地满足事先清晰界定的公共需求
香港政务司效率促进组	PPP 是一种由合作各方共同提供公共服务或实施项目的模式。在这种模式下，合作各方通过不同程度的参与和责任承担，各自发挥专长，包括特许经营、私人部门投资、合伙投资、合伙经营、组成合伙企业等几种方式
世界银行	PPP 是由私营部门同政府部门之间达成长期合同，提供公共资产和服务，由私营部门承担主要风险并管理责任，私营部门根据绩效情况得到酬劳

资料来源：《PPP 模式全流程指导与案例分析》，长江证券研究所

表 2：我国不同政策文件对 PPP 的定义

文件	定义	主体
《关于加强地方政府性债务管理的意见》	推广使用政府与社会资本合作模式。鼓励社会资本通过特许经营等方式，参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。政府通过特许经营权、合理定价、财政补贴等事先公开的收益约定规则，使投资者有长期稳定收益	国务院
《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》	政府和社会资本合作模式是在基础设施及公共服务领域建立的一种长期合作关系。通常模式是由社会资本承担设计、建设、运营、维护基础设施的大部分工作，并通过“使用者付费”及必要的“政府付费”财政补贴获得合理投资回报；政府部门负责基础设施及公共服务价格和质量监管，以保证公共利益最大化	财政部

《关于开展政府和社会资本合作（PPP）模式是指政府为增强公共产品和服务供给能力、提高供给效率，通过特许经营、购买服务、股权合作等方式，与社会资本建立的利益共享、风险分担及长期合作关系

发改委

《关于在公共服务领域推广政府采取竞争性方式择优选择具有投资、运营管理能力的社会资本，双方按照平等协商原则订立合同，财政部、政府和社会资本合作模式的指导明确责权利关系，由社会资本提供公共服务，政府依据公共服务绩效评价结果向社会资本支付相应对价，发改委、意见》

保证社会资本获得合理收益

人民银行

资料来源：中国政府网，财政部，新华网，《PPP模式全流程指导与案例分析》，长江证券研究所

## 参与主体与操作流程

### 参与主体及其职能

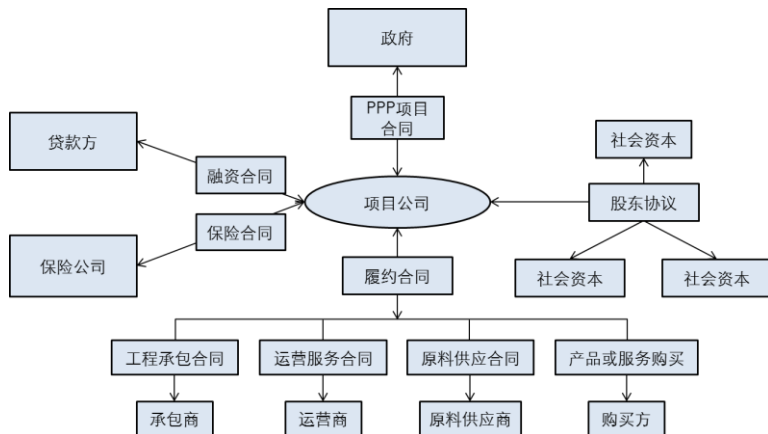
目前 PPP 主要参与方通常包括政府、社会资本方、融资方、承包商和分包商、原料供应商、专业运营商等。除上述参与方外，开展 PPP 项目还必须充分借助投资、法律、技术、财务、保险代理等方面的专业技术力量，因此，参与方通常还包括上述领域的专业机构。不同参与主体，其职能不同，如政府通常承担公共事务的管理者或公共产品或服务的购买者的角色，项目承包商则主要负责项目建设。

表 3：PPP 主要参与方及其职能梳理

参与方	职能
政府	根据PPP项目运作方式和社会资本参与程度的不同，政府在PPP项目中所承担的具体职责也不同。总体而言，政府在PPP项目中承担两种角色：公共事务的管理者，承担PPP项目的规划、采购、管理、监督等行政管理职能；公共产品或服务的购买者
社会资本方	指与政府方签署PPP项目合同的社会资本或项目公司，其中，社会资本是指依法设立且有效存续的具有法人资格的企业，包括民营企业、国有企业、外国企业和外商投资企业。社会资本通常不会直接作为PPP项目的实施主体，而会专门针对该项目成立项目公司负责项目具体实施。项目公司可由社会资本出资设立，也可由政府和社会资本共同出资设立，但政府在公司中不应处于控股地位，且不具有实际控制力及管理权
融资方	PPP项目融资方通常有商业银行、多边金融机构（如世界银行、亚洲开发银行等）以及非银行金融机构（如信托公司）等。根据项目规模和融资需求的不同，融资方可以是一两家金融机构，也可以是由多家银行或机构组成的银团，具体的债权融资方式除贷款外，也包括债券、资产证券化等
承包商	主要负责项目的建设，通常与项目公司签订固定价格、固定工期的工程总承包合同。一般而言，承包商要承担工期延误、工程质量不合格和成本超支等风险。在PPP项目实践中，在建筑企业作为社会资本时，承包商通常由建筑企业自身承担
专业运营商	根据不同PPP项目运作方式的特点，项目公司有时会将项目部分的运营和维护事务交给专业运营商负责。根据项目性质、风险分配以及运营商资质能力等不同，专业运营商在不同项目中所承担的工作范围和风险也会不同
保险公司	由于PPP项目通常资金规模大、生命周期长，在项目建设和运营期间面临着诸多难以预料的各类风险，因此项目公司以及项目的承包商、运营商等通常均会就其面临的各类风险向保险公司进行投保，以进一步分散和转移风险。同时，由于项目风险一旦发生就有可能造成严重的经济损失，因此PPP项目对保险公司的资信有较高要求

资料来源：《PPP 全流程运作实务》，长江证券研究所

图 1：典型 PPP 项目结构示意图



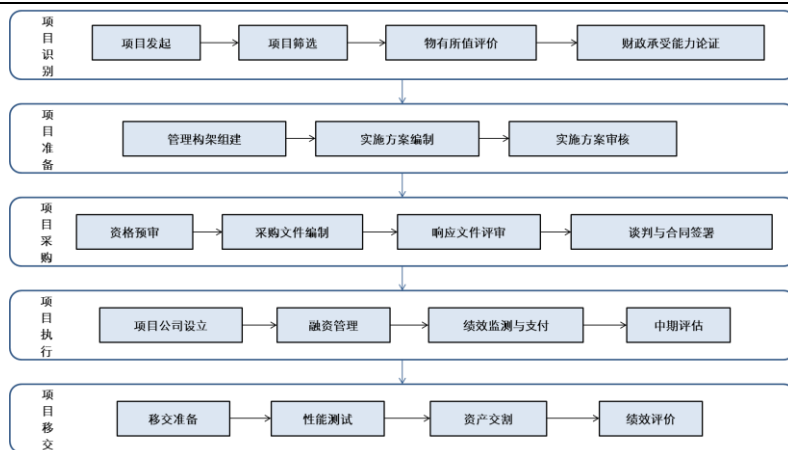
资料来源：中国资本联盟，长江证券研究所

## 操作流程与项目落地

在目前已出台的文件中，涉及 PPP 操作流程的主要有《政府和社会资本合作模式操作指南（试行）》、《政府和社会资本合作项目通用合同指南》（2014 年版）以及《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》等，下文将主要以《政府和社会资本合作模式操作指南（试行）》为蓝本，介绍 PPP 项目的操作流程。

目前 PPP 操作流程主要包括识别、准备、采购、执行以及移交五个阶段。不同阶段，其目的、工作环节均不同。

图 2：PPP 项目操作流程



资料来源：《政府和社会资本合作模式操作指南（试行）》，长江证券研究所

## 项目识别

项目识别是 PPP 操作流程的第一阶段，其主要目的是筛选潜在的 PPP 项目，主要工作环节依次包括项目发起，项目筛选、物有所值评价及财政承受能力论证等。

### 项目发起



**PPP 项目的发起主体可以是政府，也可以是社会资本，其中，政府发起在其中占据主要地位。**政府发起时，政府和社会资本合作中心应向交通、住建、环保、能源、教育、医疗等行业主管部门征集潜在 PPP 项目。行业主管部门可从国民经济和社会发展规划及行业专项规划中的新建、改建项目或存量公共资产中遴选潜在项目；社会资本发起时，发起方应以项目建议书的方式向政府和社会资本合作中心推荐潜在 PPP 项目。

#### ➤ 项目筛选

政府和社会资本合作中心会同行业主管部门，对潜在 PPP 项目进行评估筛选，确定备选项目。政府和社会资本合作中心应根据筛选结果制定项目年度和中期开发计划。对于列入年度开发计划的项目，项目发起方应按政府和社会资本合作中心的要求提交相关资料。新建、改建项目应提交可行性研究报告、项目产出说明和初步实施方案；存量项目应提交存量公共资产的历史资料、项目产出说明和初步实施方案。

#### ➤ 物有所值评价

政府和社会资本合作中心会同行业主管部门，从定性和定量两方面开展物有所值评价工作。定性评价重点关注项目采用政府和社会资本合作模式与采用政府传统采购模式相比能否增加供给、优化风险分配、提高运营效率、促进创新和公平竞争等；定量评价工作由各地根据实际情况开展，主要通过政府对政府和社会资本合作项目全生命周期内政府支出成本现值与公共部门比较值进行比较，判断 PPP 模式是否降低项目全生命周期成本。

#### ➤ 财政承受能力论证

为确保财政中长期的可持续性，财政部门应根据项目全生命周期内的财政支出、政府债务等因素，对部分政府付费或政府补贴的项目，开展财政承受能力论证，每年政府付费或政府补贴等财政支出不得超出当年财政收入的一定比例。通过物有所值评价和财政承受能力论证的项目，才可以进行项目准备。

### 项目准备

**项目准备是 PPP 操作流程的第二阶段，主要工作环节依次包括管理架构组建、实施方案编制以及实施方案审核等。PPP 项目不同，其营利性、风险性和稳定预期等方面均存在不同，因而，做好 PPP 项目的准备工作，无论是对参与方还是对 PPP 的长远发展，均非常有必要。**

#### ➤ 管理架构组建

为了实现简化审批流程、提高工作效率的目的，县级（含）以上地方人民政府可建立专门协调机制，主要负责项目评审、组织协调和检查督导等工作。政府或其指定的有关职能部门或事业单位可作为项目实施机构，负责项目准备、采购、监管和移交等工作。

#### ➤ 实施方案编制

项目实施方案由项目实施机构组织编制，主要包括以下内容：

1) 项目概况。主要包括基本情况、经济技术指标和项目公司股权情况等。其中，基本情况主要是明确项目提供的公共产品和服务内容、项目采用 PPP 模式运作的必要性、可行性以及目标和意义；经济技术指标主要是明确项目区位、占地面积、建设内容或资产范围、投资规模或资产价值、主要产出说明和资金来源等；项目公司股权情况主要是明确是否要设立项目公司以及公司股权结构；

- 2) 风险分配基本框架。按照风险分配优化、风险收益对等和风险可控等原则，综合考虑政府风险管理能力、项目回报机制和市场风险管理能力等，在政府和社会资本间合理分配风险。原则上，项目设计、建造、财务和运营维护等商业风险由社会资本承担，法律、政策和最低需求等风险由政府承担，不可抗力等风险由政府和社会资本合理共担；
- 3) 项目运作方式。主要包括委托运营、管理合同、建设-运营-移交、建设-拥有-运营、转让-运营-移交和改建-运营-移交等，具体运作方式的选择主要由收费定价机制、项目投资收益水平、风险分配基本框架、融资需求、改扩建需求和期满处置等因素决定；
- 4) 交易结构。主要包括项目投融资结构、回报机制和相关配套安排。其中，项目投融资结构主要说明项目资本性支出的资金来源、性质和用途、项目资产的形成和转移等；项目回报机制主要说明社会资本取得投资回报的资金来源，主要包括使用者付费、可行性缺口补助和政府付费等支付方式；相关配套安排主要说明由项目以外相关机构提供的土地、水、电、气和道路等配套设施和项目所需的上下游服务；
- 5) 合同体系。主要包括项目合同、股东合同、融资合同、工程承包合同、运营服务合同、原料供应合同、产品采购合同和保险合同等。其中，项目合同居于核心地位，项目边界条件又是项目合同的核心内容，主要包括权利义务、交易条件、履约保障和调整衔接等边界。具体看，权利义务边界主要明确项目资产权属、社会资本承担的公共责任、政府支付方式和风险分配结果等；交易条件边界主要明确项目合同期限、项目回报机制、收费定价调整机制和产出说明等；履约保障边界主要明确强制保险方案以及由投资竞争保函、建设履约保函、运营维护保函和移交维修保函组成的履约保函体系；调整衔接边界主要明确应急处置、临时接管和提前终止、合同变更、合同展期等应对措施；
- 6) 监管架构。主要包括授权关系和监管方式，其中，授权关系主要是政府对项目实施机构的授权以及政府直接或通过项目实施机构对社会资本的授权；监管方式主要包括履约管理、行政监管和公众监督等；
- 7) 采购方式选择。主要包括公开招标、竞争性谈判、邀请招标、竞争性磋商和单一来源采购，项目实施机构应根据项目采购需求特点，依法选择适当采购方式。

#### ➤ 实施方案审核

政府和社会资本合作中心应对项目实施方案进行物有所值和财政承受能力验证，通过验证的，由项目实施机构报政府审核；未通过验证的，可在实施方案调整后重新验证；重新验证仍不能通过的，不再采用 PPP 模式。

### 项目采购

项目采购是 PPP 操作流程的第三阶段，目的是选择适宜的社会资本合作方，主要工作环节依次包括资格预审、采购文件编制与响应文件评审及谈判与合同签署等。

#### ➤ 资格预审

根据项目需要，项目实施机构应准备资格预审文件，并发布资格预审公告，邀请社会资本及其合作的金融机构参与资格预审，验证项目能否获得社会资本响应和实现充分竞争，并将资格预审的评审报告提交政府和社会资本合作中心备案，资格预审公告应在省级以上人民政府财政部门指定的媒体上发布。



若项目有 3 家以上社会资本通过资格预审，项目实施机构可继续开展采购文件准备工作；若通过资格预审的社会资本不足 3 家，实施机构应在实施方案调整后重新组织资格预审；若经重新资格预审合格社会资本仍不足 3 家，可依法调整采购方式。若资格预审合格的社会资本在签订项目合同前资格发生变化，应及时通知项目实施机构。

#### ➤ 采购文件编制与响应文件评审

项目采购文件应包括采购邀请、竞争者须知、竞争者应提供的资格、资信及业绩证明文件、采购方式、政府对项目实施机构的授权、实施方案的批复和项目相关审批文件、采购程序、响应文件编制要求、提交响应文件截止时间、开启时间及地点、强制担保的保证金交纳数额和形式、评审方法、评审标准、政府采购政策要求、项目合同草案及其他法律文本等。响应文件评审小组构成上，应由项目实施机构代表和评审专家共 5 人以上单数组成，其中，评审专家人数不得少于评审小组成员总数的 2/3。评审专家可由项目实施机构自行选定，但应至少包含 1 名财务专家和 1 名法律专家，且项目实施机构代表不得以评审专家身份参加项目的评审。

#### ➤ 谈判与合同签署

项目实施机构应成立专门的采购结果确认谈判工作组，按照候选社会资本的排名，依次与候选社会资本及其合作的金融机构就合同中可变的细节问题，进行合同签署前的确认谈判，率先达成一致的即为中选者。需要指出的是，确认谈判不得涉及合同中不可谈判的核心条款，不得与排序在前但已终止谈判的社会资本进行再次谈判。

确认谈判完成后，项目实施机构应与中选社会资本签署确认谈判备忘录，并将采购结果和根据采购文件、响应文件、补遗文件和确认谈判备忘录拟定的合同文本进行公示，合同文本中涉及国家秘密、商业秘密的内容可以不公示。公示期满无异议的项目合同，应在政府审核同意后，由项目实施机构与中选社会资本签署。需要指出的是，为项目设立专门项目公司的，待项目公司成立后，由项目公司与项目实施机构重新签署项目合同，或签署关于承继项目合同的补充合同。

### 项目执行

项目执行是 PPP 操作流程的第四阶段，是选定社会资本后，PPP 项目协议正式签署完成后的阶段，标志着 PPP 项目进入实质运行阶段，主要工作环节依次包括项目公司设立、融资管理、绩效监测与支付等。

#### ➤ 项目公司设立

社会资本可设立项目公司，政府可指定相关机构参股项目公司。项目实施机构与政府和社会资本合作中心应监督社会资本按照采购文件和项目合同的约定，按时足额出资设立项目公司。

#### ➤ 融资管理

社会资本或项目公司负责项目融资，应及时开展融资方案设计、机构接洽、合同签订和融资交割等工作。若社会资本或项目公司未按照项目合同约定完成融资，政府可提取履约保函直至终止项目合同；如遇系统性金融风险或不可抗力的，政府、社会资本或项目公司可根据项目合同约定协商修订合同中相关融资条款。当项目出现重大经营或财务风险，威胁或侵害债权人利益时，债权人可依据与政府、社会资本或项目公司签订的直接

介入协议或条款，要求社会资本或项目公司改善管理等，若在直接介入协议或条款约定期限内，重大风险已解除，债权人应停止介入。

#### ➤ 绩效监测与支付

绩效监测方面，项目实施机构应根据项目合同约定，监督社会资本或项目公司履行合同义务，定期监测项目产出绩效指标，编制季报和年报，并报政府和社会资本合作中心备案。支付方面，政府有支付义务的，项目实施机构应根据项目合同约定的产出说明，按照实际绩效直接或通知财政部门向社会资本或项目公司及时足额支付。若项目实际绩效优于约定标准，项目实施机构应执行项目合同约定的奖励条款，并可将其作为项目期满合同能否展期的依据；若项目实际绩效未达到约定标准，项目实施机构应执行项目合同约定的惩处条款或救济措施。

在合同执行和管理过程中，项目实施机构应重点关注合同修订、违约责任和争议解决等工作：1) 合同修订。按照约定的条件和程序，项目实施机构和社会资本或项目公司可根据社会经济环境、公共产品和服务的需求量及结构等的变化，提出修订项目合同申请，待政府审核同意后执行；2) 违约责任。项目实施机构、社会资本或项目公司未履行项目合同约定义务的，应承担相应违约责任；3) 争议解决。在项目实施过程中，按照项目合同约定，项目实施机构、社会资本或项目公司可就发生争议且无法协商达成一致的事项，依法申请仲裁或提起民事诉讼。

#### ➤ 中期评估

**中期评估包括项目实施机构评估和相关职能部门监督。**项目实施机构应每 3-5 年对项目进行中期评估，重点分析项目运行状况和项目合同的合规性、适应性和合理性；及时评估已发现问题的风险，制订应对措施，并报政府和社会资本合作中心备案；政府相关职能部门对项目履行行政监管职责，重点关注公共产品和服务质量、价格和收费机制、安全生产、环境保护和劳动者权益等。

### 项目移交

项目移交是 PPP 操作流程的第五阶段，是指在项目合作期限结束或者项目合同提前终止后，项目公司将全部项目设施及相关权益以合同约定的条件和程序移交给政府或者政府指定的其他机构，主要工作环节依次包括移交准备、资产评估、性能测试、资产交割以及绩效评价等。

#### ➤ 移交准备

移交准备指项目实施机构或政府指定的其他机构应组建项目移交工作组，根据项目合同约定与社会资本或项目公司确认移交情形和补偿方式，制定资产评估和性能测试方案。

#### ➤ 资产评估

项目移交工作组应委托具有相关资质的资产评估机构，按照项目合同约定的评估方式，对移交资产进行资产评估，作为确定补偿金额的依据。具体操作上，主要包括组建与选聘所移交项目的价值评估机构及确定移交项目价值评估的组织工作等。

#### ➤ 性能测试

移交工作组应按照性能测试方案和移交标准对资产进行性能测试，若测试结果不达标，应要求社会资本或项目公司进行恢复性修理、更新重置或提取移交维修保函。

### ➤ 资产交割

社会资本或项目公司应将满足性能测试要求的项目资产、知识产权和技术法律文件，连同资产清单移交项目实施机构或政府指定的其他机构，并且社会资本或项目公司应配合做好项目运营平稳过渡相关工作。

### ➤ 绩效评价

移交完成后，政府和社会资本合作中心应组织有关部门对项目产出、成本效益、监管成效、可持续性等进行绩效评价。至此，一个 PPP 的完整生命周期正式结束。

### 落地率与落地周期

根据财政部口径，落地率是指执行阶段项目数与准备、采购、执行阶段项目数总和的比值。在 PPP 的生命周期中，处于识别阶段的项目仍属于 PPP 备选项目，尚未通过首轮物有所值评价和财政承受能力论证，后续仍存在终止操作的可能，不适用于计算 PPP 项目的落地率。签署 PPP 合同标志着项目采购阶段的完成和执行阶段的开始，基本上可认定为项目落地。实际上，只有项目实际落地才会对基建投资产生影响，而落地率是衡量项目实际落地状况的指标，因而，市场非常关注 PPP 的落地率。落地周期指从项目发起起到签署 PPP 项目合同所用时间，该指标通常用以衡量 PPP 项目推进速度的快慢。

## 采购方式与适用情形

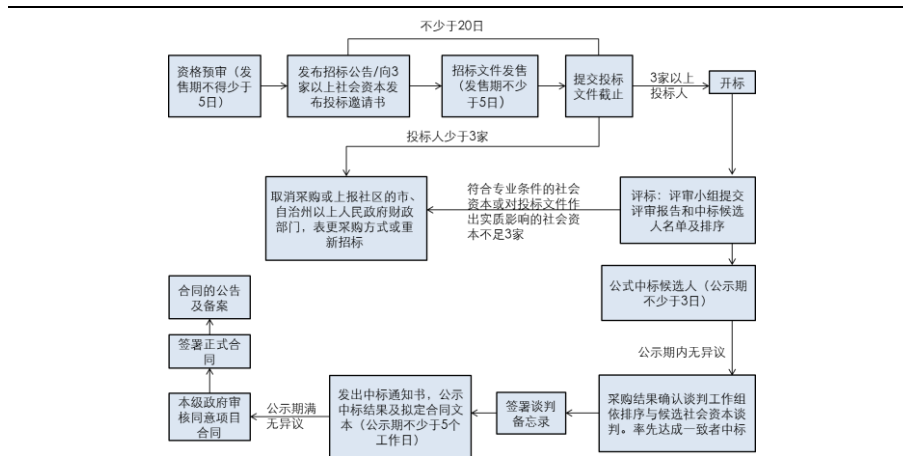
PPP 项目采购方式包括公开招标、邀请招标、竞争性谈判、竞争性磋商和单一来源采购五种方式，下文将阐述上述五种方式内涵、适用情形和流程。

### 公开招标和邀请招标

公开招标是指招标采购单位依法在公开媒介上以招标公告的方式邀请不特定的法人或其他组织参与投标，并在符合条件的投标人中择优选择中标人。该方式主要适用于采购需求中核心边界条件和技术经济参数明确、完整、符合国家法律法规及政府采购政策，且采购过程中不做更改的项目。就政府采购的服务项目而言，各级政府对采购的服务项目应当制定公开招标数额标准，达到公开招标数额标准的服务项目，必须采用公开招标的方式进行采购；达到公开招标数额标准的货物、服务采购项目，拟采用非招标采购方式的，采购人应当在采购活动开始前，报经主管预算单位同意后，向其所在的市、自治州以上人民政府财政部门申请批准。

邀请招标也称选择性招标，是指由采购人根据供应商或承包商的资信和业绩，选择一定数目的法人或其他组织，向其发出招标邀请书，邀请其参与投标竞争，从中选定中标的供应商。邀请投标的适用情况为：1) 具有特殊性，只能从有限范围的供应商处采购的；2) 公开招标的费用占政府采购总价值的比例过大。

图 2：以公开招标或邀请招标方式采购 PPP 流程

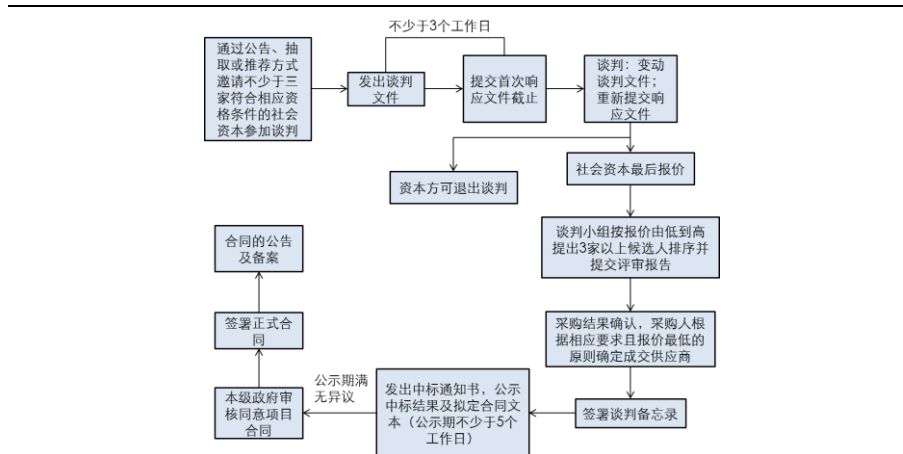


资料来源：《PPP 项目政府采购方式的选择及采购流程》，长江证券研究所

## 竞争性谈判

竞争性谈判是指谈判小组与符合资格条件的供应商就采购货物、工程和服务事宜进行谈判，供应商按照谈判文件的要求提交响应文件和最后报价，采购人从谈判小组提出的成交候选人中确定成交供应商的采购方式。竞争性谈判适用以下四种情形：1) 招标后没有供应商投标或没有合格标的或重新招标未能成立的；2) 技术复杂或者性质特殊，不能确定详细规格或者具体要求的；3) 采用招标所需时间不能满足用户紧急需要的；4) 不能事先计算出价格总额的。

图 3：以竞争性谈判方式采购 PPP 流程



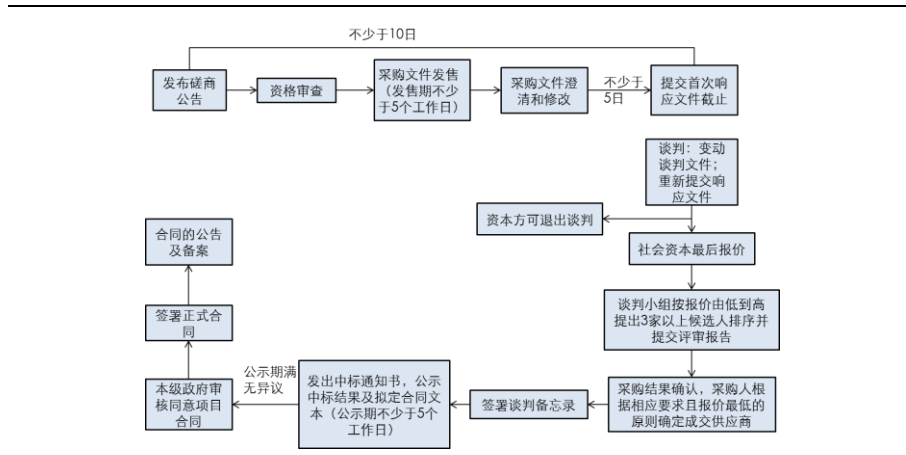
资料来源：《PPP 项目政府采购方式的选择及采购流程》，长江证券研究所

## 竞争性磋商

竞争性磋商是指采购人、政府采购代理机构通过组建竞争性磋商小组与符合条件的供应商就采购货物、工程和服务事宜进行磋商，供应商按照磋商文件的要求提交响应文件和报价，采购人从磋商小组评审后提出的候选供应商名单中确定成交供应商的采购方式。该方式适用情形主要有：1) 政府购买服务项目；2) 技术复杂或者性质特殊，不能确定详细规格或者具体要求的；3) 因艺术品采购、专利、专有技术或者服务的时间、数量

事先不能确定等原因不能事先计算出价格总额的；4）市场竞争不充分的科研项目以及需要扶持的科技成果转化项目；5）按照招标投标法及其实施条例必须进行招标的工程建设项目以外的工程建设项目。

图 4：以竞争性磋商方式采购 PPP 流程

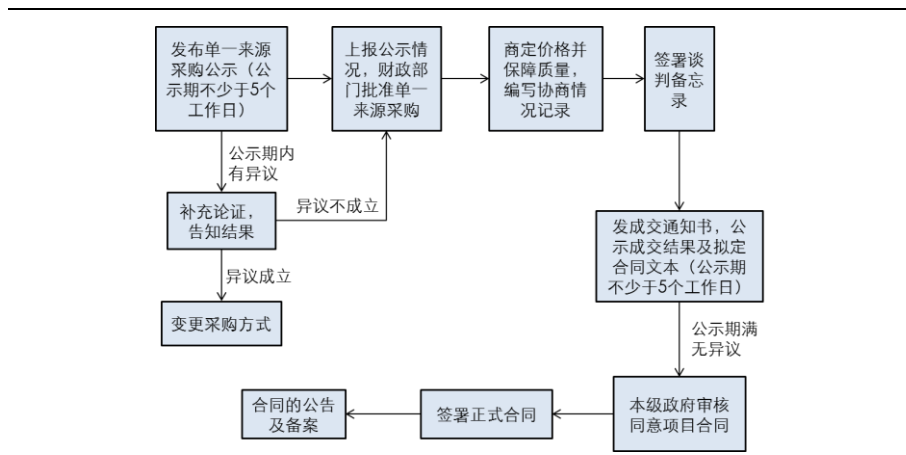


资料来源：《PPP 项目政府采购方式的选择及采购流程》，长江证券研究所

## 单一来源采购

单一来源采购是指采购人从某一特定供应商处采购货物、工程和服务的采购方式，其适用情形主要有：1）只能从单一供应商处采购的；2）发生了不可预见的紧急情况不能从其他供应商处采购的；3）必须保证原有采购项目一致性或者服务配套的要求，需要继续从原供应商处添购，且添购资金总额不超过原合同采购金额百分之十的。

图 5：以单一来源采购方式采购 PPP 流程



资料来源：《PPP 项目政府采购方式的选择及采购流程》，长江证券研究所

## 运作方式及其结构

目前 PPP 项目运作方式主要包括委托运营、管理合同、建设-运营-移交、建设-拥有-运营、转让-运营-移交和改建-运营-移交等六种方式。不同方式，社会资本参与度与承担风险有所不同。具体来看，委托运营和管理合同本质上属于购买服务，社会资本参与程度与承担风险均较低；改建-运营-移交本质上属于股权合作，社会资本参与程度与承担风险均较高；建设-运营-移交、建设-拥有-运营和转让-运营-移交本质上属于特许经营，



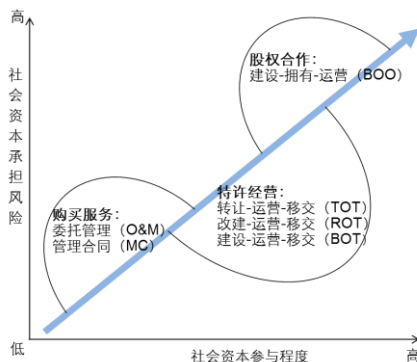
社会资本参与程度与承担风险介于前两者之间。需要指出的是，在实际操作中，具体运作方式的选择主要由收费定价机制、项目投资收益水平、风险分配基本框架、融资需求、改扩建需求和期满处置等因素决定。

表 4：六种 PPP 运作模式内涵

类别	内涵
委托运营 (Operations & Maintenance, O&M)	政府将存量公共资产的运营、维护职责委托给社会资本或项目公司，社会资本或项目公司不负责用户服务的政府和社会资本合作项目运作方式。政府保留资产所有权，只向社会资本或项目公司支付委托运营费用。合同期限一般不超过8年
管理合同 (Management Contract, MC)	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。管理合同通常作为TOT的过渡方式。合同期限一般不超过3年
建设-运营-移交 (Build-Operate-Transfer, BOT)	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。合同期限一般为20-30年
建设-拥有-运营 (Build-Own-Operate, BOO)	由BOT方式演变而来，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
转让-运营-移交 (Transfer-Operate-Transfer, TOT)	政府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。合同期限一般为20-30年
改建-运营-移交 (Rehabilitate-Operate-Transfer, ROT)	政府在TOT模式的基础上，增加改扩建内容的项目运作方式。合同期限一般为20-30年

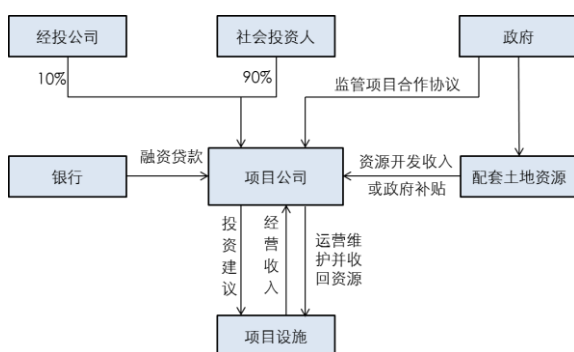
资料来源：《PPP 模式全流程指导与案例分析》，长江证券研究所

图 6：六种运作模式的风险水平与社会参与度



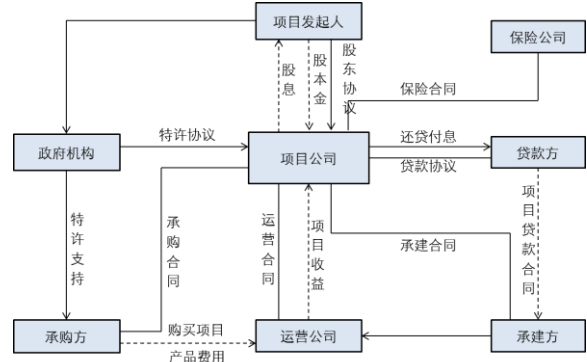
资料来源：《PPP 模式全流程指导与案例分析》，长江证券研究所

图 8：BOO 运作方式结构



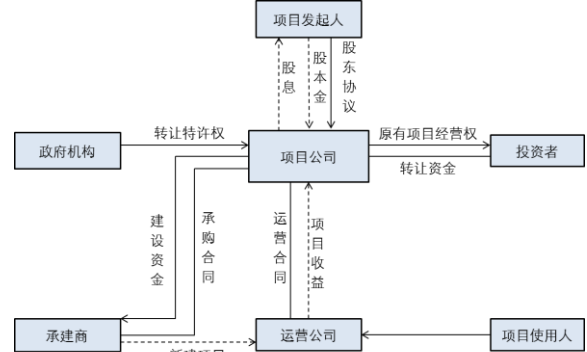
资料来源：《PPP 模式全流程指导与案例分析》，长江证券研究所

图 7：BOT 运作方式结构



资料来源：《PPP 模式全流程指导与案例分析》，长江证券研究所

图 9：TOT 运作方式结构



资料来源：《PPP 模式全流程指导与案例分析》，长江证券研究所



## 回报机制、适用条件与具体形式

**PPP 投资回报机制**是指社会资本通过投资 PPP 项目而获取的投资回报的资金来源，一般包括使用者付费、可行性缺口补助和政府付费等。所谓使用者付费，是指由最终使用者直接付费购买公共产品和服务，通常用于可经营性较高、财务效益良好、直接向最终使用者提供服务的基础设施项目；可行性缺口补助是指使用者付费不足以满足社会资本或项目公司成本回收和合理回报，而由政府以财政补贴、股本投入、优惠贷款和其他优惠政策的形式，给予社会资本或项目公司的经济补助，具体形式包括投资补助、价格补贴等；政府付费是指政府直接付费购买公共产品和服务，通常用于不直接向最终使用者提供服务的基础设施项目，如污水处理厂、垃圾焚烧发电厂，或非经营性的基础设施项目，如无收费权的道路等项目，具体形式包括可用性付费、使用量付费和绩效付费。

表 5：PPP 投资回报机制一般包括使用者付费、可行性缺口补助和政府付费

回报机制	说明
使用者付费	指由最终使用者直接付费购买公共产品和服务，通常用于可经营性较高、财务效益良好、直接向最终使用者提供服务的基础设施项目，如供电、供水、燃气、收费公路等项目
政府付费	指政府直接付费购买公共产品和服务，主要包括可用性付费、使用量付费和绩效付费。通常用于不直接向最终使用者提供服务的基础设施项目，如污水处理厂、垃圾焚烧发电厂，或非经营性的基础设施项目，如无收费权的道路等项目。政府付费的依据主要是项目设施的可用性、公共产品或服务的使用量及质量，包括可用性付费、使用量付费和绩效付费等
可行性缺口补助	指使用者付费不足以满足社会资本或项目公司成本回收和合理回报，而由政府以财政补贴、股本投入、优惠贷款和其他优惠政策的形式，给予社会资本或项目公司的经济补助。通常用于经营性较低、财务效益不良、直接向最终使用者提供服务，可是由收取的服务费用无法覆盖投资和运营的基础设施项目，如医院、学校、调价机制相对滞后或需求明显不足的市政公用项目、流量不足的收费公路等项目。根据财金[2015]21号文件相关规定，其常见的计算公式为：当年运营补贴支出数额=[项目全部建设成本*（1+合理利润率）*（1+年度折现率） <sup>n</sup> /财政运营补贴周期（年）]+年度运营成本*（1+合理利润）-当年使用者付费数额

资料来源：《PPP 模式手册：政府与社会资本合作理论方法与实践操作》，长江证券研究所

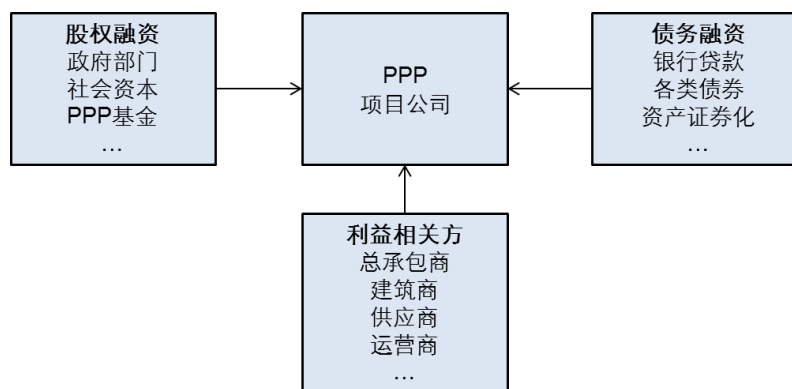
表 6：可行性缺口补助与政府付费的具体方式及说明

方式	具体形式	说明
可行性缺口补助	投资补助	在项目建设投资过大，无法通过使用者付费完全覆盖时，政府可无偿提供部分项目建设资金，以缓解项目公司的前期资金压力，降低整体融资成本。通常政府的投资额应在制定项目融资计划时或签订 PPP 项目合同前确定，并作为政府的一项义务在合同中予以明确。投资补助的拨付通常不会与项目公司的绩效挂钩
	价格补贴	在涉及民生的公共服务领域，为平抑公共服务的价格水平，保障公民的基本社会福利，政府通常会对特定服务实行政府定价或政府指导价。如果因该定价或指导价较低导致使用者付费无法覆盖项目的成本和合理收益，政府通常会给予项目公司一定的价格补贴
	无偿划拨土地，提供优惠贷款，贷款贴息等	有效降低项目的建设、运营成本，提高项目公司的整体收益水平，确保项目的商业可行性
政府付费	可用性付费	依据项目公司所提供的项目设施或服务是否符合合同约定的标准和要求来付费
	使用量付费	主要依据项目公司所提供的项目设施或服务的实际使用量来付费
	绩效付费	依据项目公司所提供的公共服务的质量付费，通常会与可用性付费或使用量付费搭配使用

资料来源：《政府和社会资本合作（PPP）知识读本》，长江证券研究所

## 项目融资类别、特点与参与方

图 10: PPP 项目实施和运营中的三类资金关系及融资模式



## 股权融资特点、参与方及其优势

不同于传统项目融资股权结构单一、以债务融资为资金来源，PPP 项目股权融资更重视项目公司的股权结构、股东构成、出资比例及治理结构。股东构成上，一方面要满足法律法规规定的资质要求，另一方面，还需考虑各类股东在资源、核心技术、投融资能力等方面的优势，实现有效的股东分工、优化股权融资结构。同时，考虑到 PPP 模式全生命周期各阶段特征不同，不同阶段需要维护或动态调整股权结构。

表 7: PPP 项目不同类型投资者及其优势

分类	投资者	说明	优势
战略投资者	政府	各级政府通常指定全资或控股的政府融资平台或国有资产管理公司作为发起人组建PPP项目公司，或对PPP项目进行股权投资	政府融资平台通过参与PPP项目投资，可实现从传统的公益性基础设施运作向产业性投融资机构发展，从简单的政府融资工具向综合性投资集团发展
	PPP产业基金	以股权、债权及夹层融资等工具，投资PPP项目的产业投资基金。	政府投资基金的重要领域之一就是支持基础设施和公共服务领域，从而改革公共服务供给机制，创新公共设施投融资模式，
		PPP产业基金通常与承包商、行业运营商等组成投资联合体，作为	

项目发起人或社会资本参与项目投资运营。政府投资基金也可作为 鼓励和引导社会资本进入基础设施和公共服务领域，加快推进公共投资人参与项目。PPP基金管理机构可与地方政府和项目运营 重大基础设施建设，提高公共服务的质量和水平

方签订基金管理服务合同，针对能够产生稳定现金流并且回报率较为合理的基建项目进行合作，设立有限合伙制、公司制或契约制等基金形式参与基础设施项目投资建设

综合实力较强的承包商和建筑商，是基础设施类PPP项目中重要的 承包商和 社会资本。通过引入承包商和建筑商作为投资者，既可以保证发起 企业是非常有竞争力的投资者，它们通常具有专业化施工承包 建筑商 人与承包商利益的一致性，防范道德风险，还可以通过股权投资收 能力、雄厚的资金实力及投融资渠道优势，能够保持大规模投 益与工程承包收益的协同来控制综合融资成本 资的稳定性，并为PPP项目公司的后续融资提供支持
技术服务 在对核心技术和综合运营能力要求较高的基础设施领域项目中，具 项目发起人通过邀请技术服务商和运营商参与项目投资，通过 有专业技术的服务商和运营商会成为非常优质的投资者，特别是可 股权利益绑定其为项目提供最合适的技术服务，且可引进国内 商和运营 以提供关键设备系统或掌握项目涉及的关键技术的专业机构，如污 外先进的设备和技术并提供项目存续期的运营服务，最大化项 商 水处理、垃圾处理、电力改造等专业技术企业 目综合收益并防范运营风险
设备提供 对于核心装备价值极大或高度依托于中心设备的PPP项目，适合引 能够降低项目建设和运营中的风险，有效控制核心装备的成本； 商 入核心设备提供商作为战略投资人 高质量的核心设备也有利于提高项目的资信水平及再融资能力
金融机构 既可作为股权投资参与项目公司的筹建和项目投资，也可通过各 从国内PPP项目看，通常由信托公司、基金子公司、保险资管 类金融产品提供项目筹资服务。其中，股权投资主要是以信托投资、 机构作为专业资产管理机构，与地方政府或其指定政府融资平 资管与基金投资、保险投资为主。商业银行作为国内最大的资金方， 台合作，设立基金，股权投资机构、财政或政府融资平台公司 通过各类产品参与到PPP项目投资中；保险公司偏好中长期稳定投 作为劣后级投资人，商业银行及资管资金、保险资金作为优先 资，与PPP项目投融资需求高度匹配，是PPP项目长期投资者的重 级投资人，共同投资PPP项目。优先级投资者通常可以通过投 要类群；非银金融机构可发挥牌照优势，结合合理的产品创新和资 资收益分红、劣后级投资者通过定期回购部分权益等方式获得 源整合能力，通过各类资管计划参与项目的投融资 项目权益收益
财务投 主要包括以大类资产投资或参控股投资作为主营业务的集团公司， PPP是介入国家与地方重点基础设施、医疗卫生等投资领域的 资者 大型实业 或具有特定主业并辅之的大类资产投资的集团公司，这类投资者以分 重要途径，并有望获得具有吸引力的中长期收益，成为大型实 投资集团 散风险、获取稳定回报为主要投资目的，对外投资既包括战略投资， 业投资集团进行财务投资的重点领域 也包括财务投资
地方企业 在我国常有当地国有企业或大型民营企业介入到政府引导项目的 PPP项目通常是所在地具有战略意义的核心工程，能够带来较 为稳定的财务回报并具有显著的综合价值和社会影响力，对于 财务投资中的PPP项目案例 部分寻求财务投资路径的当地企业具有较强的吸引力

资料来源：《PPP与资产证券化》，长江证券研究所

表 8：不同阶段 PPP 项目融资的股权融资结构概述和选择

阶段	概述	不同项目类型下的股权结构选择
起阶段	该阶段股权结构受到国内和地方政策法规的约束，如部分省份	基础设施建设项目：的社会资本可以以金融机构和承包商为主；核心技术设备要求
	项 目 发 规定在PPP项目中公共投资者不能占据绝对控股地位等，社会	高的项目可以以核心技术与设备提供商为主；综合运营管理类项目可以以运营管
营阶段	资本可选择金融机构、承包商、设备和技术提供商、运营管理	理商、承包商为主。由财务投资者和战略投资者组成联合体，相比由金融机构或
	商的一家或联合体	战略投资者单独出资，可降低项目综合融资成本，增大项目股权投资总收益
项 目 运 营阶段	该阶段风险收益特征发生显著变化，从完工风险逐渐转变为运	基础设施建设类项目，承包商可以选择转让部分股份份额，由运营管理商作为承
	担主要运营管理权的核心股东。综合运营类项目，建设承包商完成项目建设后可	营阶段 构投资的风险水平有所降低。这一阶段对PPP项目的股权结构
	以转让全部股份，将项目的主要管理权让渡给运营管理商。核心设备技术类项目，	进行适当调整，有利于提高持续融资能力，降低项目综合成本
	应继续保持设备供应商作为股东，以提高核心设备在运营期使用和维护的稳定性	

资料来源：《PPP与资产证券化》，长江证券研究所

## 债务融资特点、参与方及其优势

债券是债券发行人向投资者发行，承诺按规定时间规定利率支付利息和偿还本金的债权债务凭证。债务融资与 PPP 项目具有较强的适应性，这表现在：1) 项目周期，PPP 项目往往时间跨度较长，通过债务融资能够为 PPP 获得相对稳定的长期资金；2) 税收层面，债券融资资金通常属于企业长期负债，利息可计入成本，使得其具有合理避税功能。债务融资也因而成为 PPP 项目的主要融资模式。

目前债务融资的参与主体主要有银行、政策性银行、信托公司、证券公司、保险公司等多元金融机构，资金来源主要包括银行贷款、信托贷款、债券、结构化融资及夹层融资等。其中，商业银行是 PPP 项目最重要的资金提供方，其参与方式主要有各类银行贷款、发行债券、银行理财以及夹层基金融资等。

表 9：PPP 项目债务融资主要资金来源

来源	说明
商业银行	PPP 项目最重要的资金提供方，目前商业银行可以通过银行贷款、银行理财投资、债券发行、夹层融资等方式为项目建设提供债务资金融通服务
政策性银行	中长期融资优势使得政策性银行成为国内基础设施领域投融资的主力军和国家政策导向信号，也是国内 PPP 债务融资领域的重要资金来源。政策性银行参与 PPP 项目，既可以发挥自身优势，为项目提供中长期的银行贷款、发行债券等方面的服务，也可以联合其他银行、保险公司等金融机构以银团贷款、委托贷款等方式，拓宽 PPP 项目债务融资渠道
证券公司	既包括使用自有资金与受托管理资金投资于项目债务融资系列产品，也包括为 PPP 项目公司提供债券承销发行等投行融资业务，还可以通过资产证券化、另类投资产品等方式提供服务。此外，证券公司可以通过直接投资子公司或资管子公司，通过发起或参与产业投资基金等多元化投资产品参与 PPP 业务
保险公司	保险公司参与 PPP 债务融资主要有两种方式：通过合适的保险产品为 PPP 项目各类风险提供承保服务，扩充 PPP 项目的融资来源与融资能力；作为国内重要的机构投资者，保险公司可以使用保险资金通过合适的方式投资于 PPP 项目债务融资。包括保险基础设施债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划等产品，也包括使用保险资金投资于符合保监会规定的集合信托计划、资产支持证券和债券类产品的方式实现对 PPP 项目的资产配置。另外，参与以城市发展产业投资基金为代表的 PPP 产业投资基金，也逐渐成为保险参与基础设施建设的创新方式
信托公司	参与 PPP 项目主要包括直接和间接两种模式：直接模式中，信托公司作为社会资本的角色直接参与 PPP 项目投资，或与其他社会资本作为联合体共同投资项目公司，参与项目建设和运营过程，通过项目分红收回投资；间接模式中，信托公司未参与到 PPP 项目公司的组建和投资中，而是通过信托贷款等方式为项目建设提供项目贷款、过桥贷款、夹层融资等债务资金来源

资料来源：《PPP 项目债务融资》，长江证券研究所

表 10：商业银行可通过多种方式提供债务资金融通

方式	说明
各类银行贷款	商业银行在对 PPP 项目或实施主体的资信状况、现金流、增信措施等进行审核的基础上，为项目公司提供贷款类资金融通服务，具体形式包括项目贷款、银团贷款、流动性贷款及具有贷款性质的贸易融资、保理等
发行债券	商业银行具有较强的债券发行与销售能力，在符合监管条件的基础上可以为 PPP 项目公司提供短期融资券、中期票据、PPN 等债券类融资工具的承销发行服务。同时，银行自有资金和银行理财构成了国内债券市场最大的机构投资者群体，通过资金与债券的对接实现了 PPP 项目融资
银行理财	可以与其他金融机构合作，通过信托计划、专项资产管理计划、租赁及其他方式参与 PPP 项目债务融资，具体表现形式为信托贷款、资管委托贷款和资产证券化业务。此外，商业银行可以通过理财融资工具直接参与 PPP 项目融资，设计和开发具有一定流动性、可市场估值、信息披露更加透明的金融工具
夹层基金融资	是一种风险和回报均介于债务融资和股权融资之间的融资形式，期限与产品结构设计灵活，在提高资金预期投资收益的基础上，能够满足 PPP 项目多元化融资的需求。商业银行通过合适方式参与各类 PPP 基金或城市发展基金就是夹层基金的重要形式



式。商业银行及其理财资金参与夹层基金，通常是与其传统信贷业务进行紧密结合，以更有效地把控项目的现金流、盈利能力、融资主体资信水平以及融资项目的信用风险，最终实现资金与项目在风险、收益与期限方面的有效匹配

资料来源：《PPP 与资产证券化》，长江证券研究所

PPP 项目建设过程需要丰富的市场化债务金融工具，这是因为在项目建设过程中，公共部门与社会资本作为股东的资本投入占比一般约在 20%至 30%，而外部债务资金的占比可达 70%至 80%。

需要指出的是，PPP 不同阶段对资金的需求程度不尽相同，融资模式选择也应结合项目周期及项目发展阶段特征选择合适的融资工具。具体看：1) 在项目前期投资、建设周期阶段，由于项目此时尚未形成稳定的现金流回馈，但又需要长期稳定的资金，这使得在项目初始阶段，银团贷款或股权融资模式相对较优；2) 项目运营阶段对资金的需求较前几阶段明显减少，且由于项目已具备产生现金流的能力，此时债务融资模式相对股权融资模式，具有较强的吸引力。

## 项目再融资定义、分类、条件与流程

### 项目再融资定义与分类

PPP 项目再融资是指首次融资完成后，对融资条款和融资方式进行调整。

按照融资阶段是否考虑到再融资，PPP 再融资可分为计划内再融资和计划外再融资。计划内再融资是指在项目最初签订特许权协议前就充分考虑了再融资的可能，并在各项合同条款中约定再融资方式及风险收益分配方式。计划内再融资主要是因为项目结构复杂、项目处于不同阶段，其风险差异较大以及外部市场和金融市场变化较大等。计划外再融资是指在项目签订特许经营权协议前并没有考虑项目以后是否进行再融资，在特许经营权协议及相关合同文本中没有对再融资进行规定，若后期发展中项目遇到预期外风险，则需要紧急进行再融资。目前，PPP 项目再融资以计划外再融资居多，我国早期项目再融资也大多是遇到了预期外风险。

表 11：不同项目类型计划内再融资原因

项目特点	再融资原因
项目结构复杂	随着项目的发展，放贷方更加深入认识到项目情况，预期的风险降低，愿意给予更低利率
项目建设期、试运营期、商业运营期、移交期各期间特点明显，风险差异大	项目进入商业运行阶段，各种风险大幅减少和降低
项目特许经营期长（通常20-30年），外部环境及金融市	随着时间的推移和金融手段的创新，项目公司可以运用的这类融资工具越来越多，例如中票、长期债券、优先股、高级债、次级债等

资料来源：《PPP 项目再融资最优资本结构研究》，长江证券研究所

按照融资变更内容，PPP 项目再融资可分为变更融资条件和更换融资工具。变更融资条件主要用于债务类融资方式，包括债务数额变更、还款期限变更、还款安排变更、依靠母公司或私营部门增加对项目担保以降低利率等；更换融资工具是根据项目经营发展情况和预期未来现金流，使用新的融资工具或调整各个融资种类的资金额度。随着资本市场的发展，具有不同的风险和成本的新融资工具不断出现，项目公司可根据自身的风险承受能力进行选择和组合。

按照融资阶段，PPP 项目再融资可分为项目前期再融资、建设期再融资和运营期再融资。项目前期再融资是在项目开工前对原融资计划进行变更，变更原因在于项目前期阶段往往较长，环境的变化导致原来的融资计划必须要加以调整；项目建设期再融资是开工到试运营阶段间发生的再融资，这一阶段再融资主要是因为项目已投入部分建设资金，若放弃项目将要遭受更大损失，这种“沉默”成本的存在，使得再融资重要性凸显；项目运营期再融资是在项目投入试运营后发生的再融资，这也是目前国际上最常发生的再融资类型。若项目运营与预测相符或者超出预期，表明项目有较强的盈利前景且各种风险大大降低，再融资有利于寻求更低成本的资金。但也有部分项目运营后，是因为进展非常不顺利，为了维持项目不至于停止运营，或对项目进行重新改建，需要再融资。

表 12：按照融资阶段，PPP 项目再融资的分类及其说明

阶段	原因	说明
项目前期再融资	由于基础设施项目巨大的投资额、广泛的干系人、重要的社会影响，由于还未开建，项目再融资往往较为容易完成或直接放弃项目。若前期阶段往往较长。但由于汇率变化、利率变化、新的设计要求等导致原来的融资计划完全不可行，需要对其进行重大调整或补充	新环境实在不利于项目进行，需要补充较多的资本金及负债，容易形成较高风险，往往需要政府部门承担一部分增资，发挥引导作用
项目建设期再融资	出乎意料的地质条件、技术问题等都或使所需资金发生重大变化，使得需要增加的融资额度高过原来贷款额度，或预期收益已不能覆盖项目成本。变更设计、放弃项目会造成更大的损失，再融资是解决建设期问题的重要方法	在项目开工到试运营阶段之间发生的再融资。不管是从政府获得新的资本金、政策优惠还是外部股权、债权融资，项目方都愿意承担更大的代价，以维持项目的生存
项目运营期再融资	项目运营与预测相符或超出预期，表明项目有较强的盈利前景且各种风险大大降低，此时再融资有利于寻求更低成本的资金。但也有部分项目运营后非常不顺利，为了维持项目不至于停止运营，或对项目进行重新改建，需要再融资	在项目投入试运营后发生的再融资，这也是目前国际上最常发生的再融资类型。这一阶段由于项目资金大部分已投资完成，新投资方也不愿意接手亏损项目，贷款方有可能被绑架进项目。此时的再融资会发生大量的谈判协商，耗时较长，阻力较大

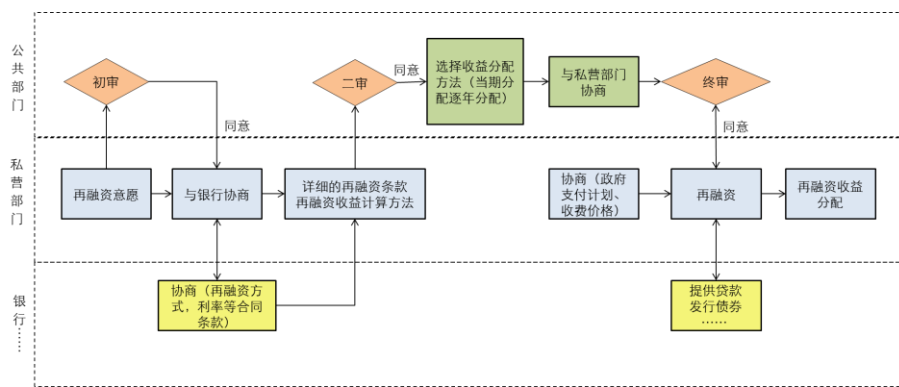
资料来源：《PPP 项目再融资最优资本结构研究》，长江证券研究所

## 项目再融资条件与流程

项目公司发起再融资，通常需要满足一定条件，这主要包括：**再融资应增加项目收益且不影响项目的实施、签署再融资协议前须经过政府的批准等**。关于 PPP 项目再融资流程，目前国内尚无专门法律条文对此进行过详细说明，但借鉴英国再融资规范，PPP（PFI）再融资通常是由项目公司主导，同时涉及政府公共部门和资金提供者，如银行、投行、券商、私人投资者等等，其流程如下图所示。



图 11：英国 PPP 再融资流程



资料来源：中国 PPP 智库，长江证券研究所

## 资产证券化特点、流程与模式

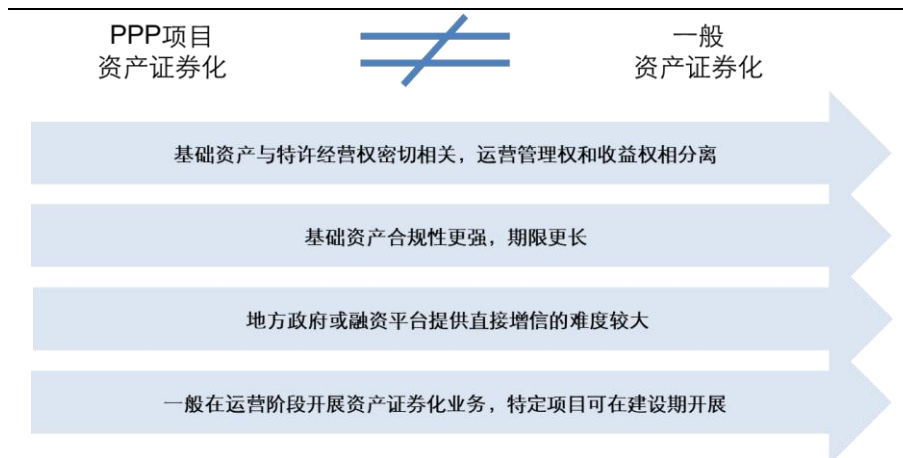
PPP 资产证券化提供了一种低成本、高效率的融资方式，对推动 PPP 的发展具有重要意义，因而，虽然 PPP 资产证券化本质上仍属于项目再融资，但本文予以单独讨论。

### PPP 资产证券化特点

由于 PPP 模式对资本金要求量较大、对运营团队要求较高、项目运营时间偏长，部分资本不敢轻易涉足。在此背景下，PPP 资产证券化一提出，就引起市场高度关注。

所谓资产证券化，是指以基础资产未来所产生的现金流为偿付支持，通过结构化设计进行信用增级，并在此基础上发行资产支持证券的过程。不同于一般资产证券化，PPP 资产证券化特别之处在于：1) PPP 资产证券化以项目未来所产生的现金流为基础资产，基础资产与特许经营权密切相关，但由于对特许经营权的受让主体有非常严格的准入要求，使得其运营管理权和收益权相分离；2) PPP 资产证券化的基础资产合规性更强、期限更长，这体现在一般资产证券化业务中财政补贴难以作为基础资产，而《资产证券化业务基础资产负面清单指引》对 PPP 项目进行了豁免；3) PPP 资产证券化对项目本身偿债能力要求较高，且政府不能对债务进行兜底，造成地方政府或融资平台提供直接增信的难度较大；4) 实施阶段上，PPP 资产证券化一般在运营阶段开展，但部分特定项目也可在建设期开展。

图 12: PPP 资产证券化与一般资产证券化业务的主要差异

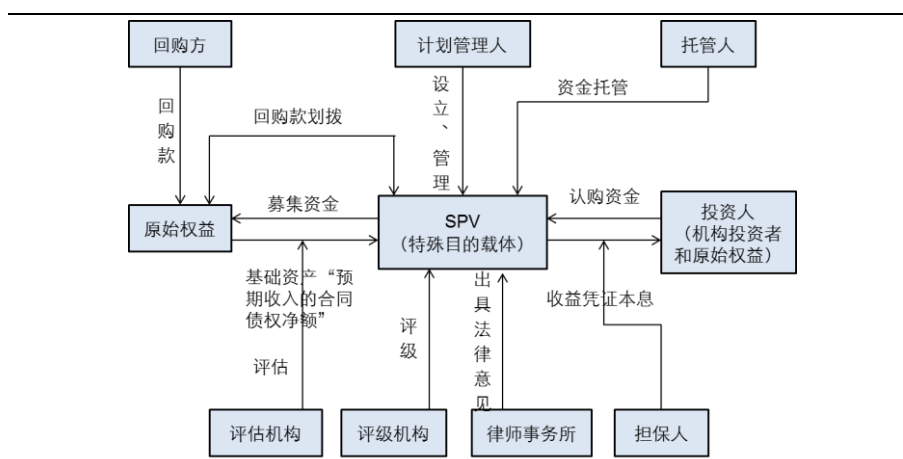


资料来源：《PPP 项目资产证券化融资实务》，《图解 PPP+ABS 的操作流程》，长江证券研究所

## PPP 资产证券化基本流程

PPP 资产证券化基本操作流程通常有四步：1) 资产汇集：项目发起人汇集打包可作为证券化的基础资产（通常为基础设施或公共产品、服务的收费权或经营权），形成相应“资产池”；2) 资产转移：发起人设立并将基础资产转移至特殊目的机构（SPV，这可以是信托计划、资管计划或公司或有限合伙企业等）。当前由于特殊目的公司配套法律制度缺失，国内 SPV 通常是信托计划、券商或保险资管计划等；3) 证券发行和销售：SPV 在相关中介机构的帮助下发行债券，债券销售回款在支付服务费后按约定价格返还发行人。这一过程需要信用评级机构对资产实施信用评级，也可能会涉及信用增级机构实施信用增级。4) 投后管理：由服务机构开展对“资产池”续存期间的管理和到期清偿结算工作，包括收取资产池的现金流、账户之间的资金划拨等，清算财产在全部偿付债券本息后仍有剩余的，将返还发起人。

图 13: PPP 资产证券化的基本操作流程



资料来源：中投顾问产业研究中心，长江证券研究所

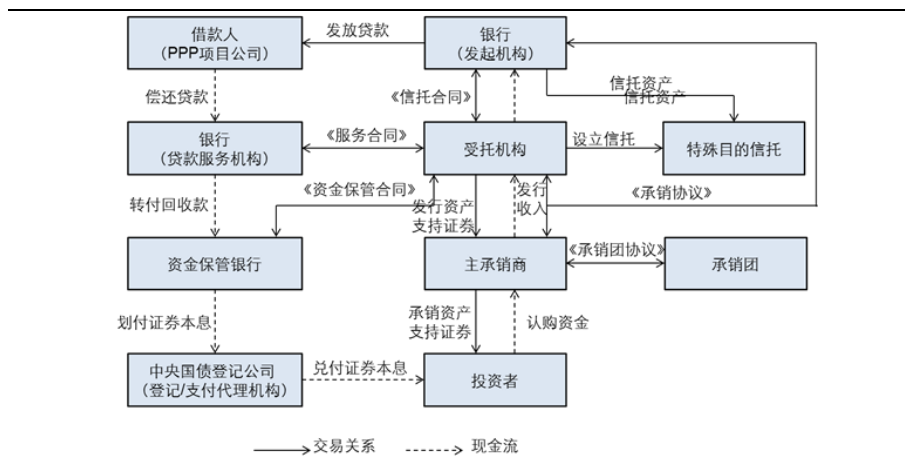
## PPP 资产证券化主要模式

目前 PPP 项目资产证券化主要模式有信贷资产证券化、资产支持专项计划、资产支持计划以及资产支持票据等，不同模式，其基础资产、适用项目所处阶段等均有不同。

### 信贷资产证券化

根据《信贷资产证券化试点管理办法》，信贷资产证券化（CAS）是指“在中国境内，银行业金融机构作为发起机构，将信贷资产信托给受托机构，由受托机构以资产支持证券的形式向投资机构发行受益证券，以该财产所产生的现金支付财产支持证券收益的结构性融资活动。”该模式受银监会监管，适用于 PPP 在建或运营阶段，基础资产为在建阶段商业银行的项目贷款、运营阶段商业银行的流动资金贷款或者金融租赁公司提供设备融资的金融债权。

图 14：信贷资产证券化的典型交易结构

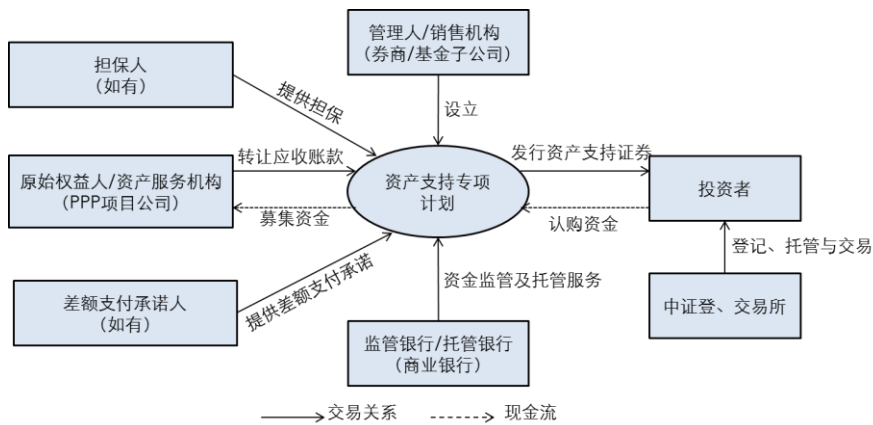


资料来源：《PPP 项目资产证券化融资实务》，长江证券研究所

### 资产支持专项计划

根据《关于证券公司开展资产证券化业务试点有关问题的通知》，资产支持专项计划（ABS）是指“证券公司面向境内机构投资者推广资产支持受益凭证，发起设立专项资产管理计划，用所募集的资金按照约定购买原始权益人能够产生可预期稳定现金流的特定资产（即基础资产），并将该资产的收益分配给受益凭证持有人的专项资产管理业务活动。”该模式受证监会监管，适用于 PPP 在建或运营阶段，基础资产为在建阶段保障房项目未来现金流收入所支持的信托收益权、运营阶段收费收益权或财政补贴。

图 15：资产支持专项计划典型交易结构图

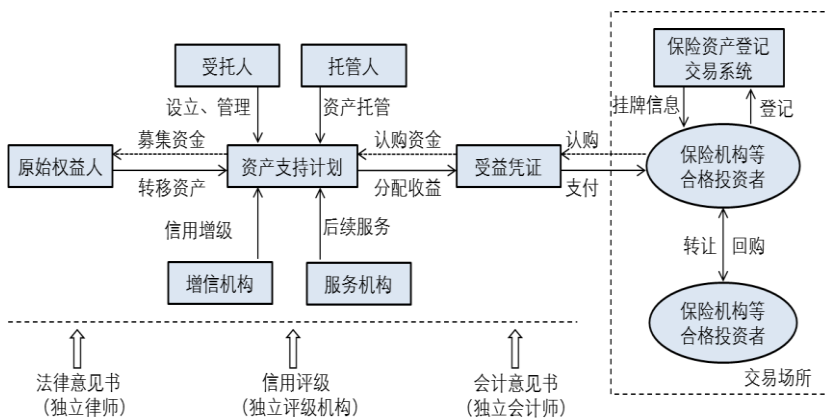


资料来源：《PPP 项目资产证券化融资实务》，长江证券研究所

### ➤ 资产支持计划

根据《资产支持计划业务管理暂行办法》，资产支持计划是指“保险资产管理公司等专业管理机构作为受托人设立支持计划，以基础资产产生的现金流为偿付支持，面向保险机构等合格投资者发行受益凭证的业务活动。”该模式受保监会监管，适用于 PPP 在建或运营阶段，基础资产为重大在建项目未来现金流、运营阶段收费收益权或财政补贴。

图 16：资产支持计划典型交易结构图

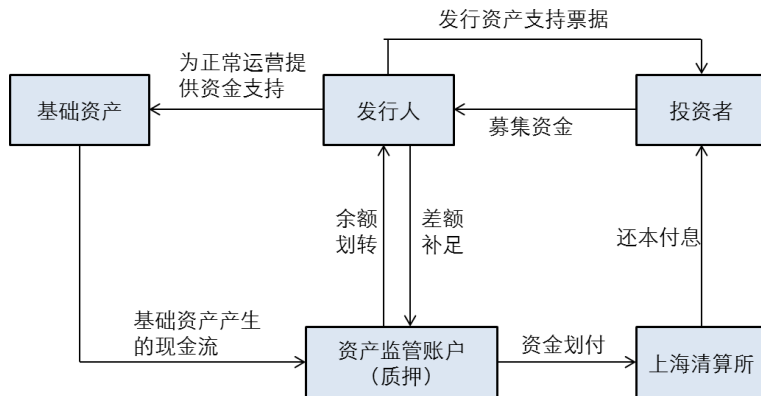


资料来源：《PPP 项目资产证券化融资实务》，长江证券研究所

### ➤ 资产支持票据

根据《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》，资产支持票据是指“非金融企业在银行间债券市场发行的，由基础资产所产生的现金流作为还款支持的，约定在一定期限内还本付息的债务融资工具。”该模式受中国银行间市场交易商协会主管，适用于 PPP 运营阶段，基础资产为收费收益权或财政补贴。

图 17：资产支持票据的典型交易结构



资料来源：《PPP 项目资产证券化融资实务》，长江证券研究所

## PPP 项目融资退出方式

PPP 融资模式退出机制是资金提供方退出项目的方式。完善的退出机制是社会资本参与 PPP 项目的重要保障，这是因为：1) PPP 项目合作周期较长、投资金额较大，有可能导致部分投资期限相对较短的资金面临期限错配；2) PPP 项目通常前期风险较大，部分对安全性要求较高的资金，如社保、养老等，不宜在前期介入。

目前 PPP 退出机制主要涵盖了股权转让、公开上市、发行债券、资产证券化等。股权转让退出是指施工单位为收回建设成本并取得收益，在项目建设结束后，将其持有的项目公司股权转让给地方融资平台或政府指定的运营单位，理论上，虽然这是项目公司股东最方便的退出方式，但由于《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》明确指出政府不能进行股权回购，该退出机制仍需要进一步探讨；公开上市退出是指资金参与方获得最大利益的退出方式，但由于 A 股上市条件限制，目前股东通过该方式退出的数量非常少，尚不具有普遍性；发行债券退出是“以债还贷”的理想途径。由于法律法规对公司、企业发行债券要求较高，使得通过发行条件相对宽松且无发行额度限制的项目收益债成为发行债券退出的主要方式；资产证券化退出是指社会投资人的施工单位和初始财务投资人的金融机构，利用资产证券化工具退出 PPP 项目，转由更适合长期投资的债券投资人持有项目资产，目前该方式是 PPP 项目退出的一种较为合适的通道。

表 13：PPP 项目融资的四种主要退出方式

退出机制	说明
股权转让	项目公司的股东资金退出的最方便的方法就是将项目公司的股权进行转让，但在实际操作过程中，受让方很难找到，在项目还不成熟的时候，大部分是政府承担受让方的角色，但是国办发【2015】42号文件明确指出政府不能进行股权回购，股权转让的退出机制需要进一步探讨
公开上市	项目公司公开上市是资金参与方获得最大利益的退出方式，一旦 PPP 项目公司公开上市，无论是政府方还是社会资本方都能获得投入资金的增值。但碍于 A 股上市制度，目前股东通过该方式退出的数量非常少，尚不具有普遍性
发行债券	主要是指通过发行项目收益债的方式来退出，这是因为项目收益债的发行条件相比公司债条件宽松，且无发行额度限制。另外，项目收益债的偿债来源主要是 PPP 项目的本身收益，不受 PPP 项目公司股东信用评级的影响。因此，股东通过项目公司

发行项目收益债的方式退出是一个不错的选择

资产证券化 项目社会投资人的施工单位和初始财务投资人的金融机构，利用资产证券化工具退出PPP项目，转由更适合长期投资的债券投资人持有项目资产。该方式虽然也隐藏着一些风险和制度障碍，但这并不妨碍其成为适宜的PPP项目退出通道

资料来源：《浅析 PPP 融资模式及退出机制》，长江证券研究所

## 税收优惠与适用条件

我国对 PPP 项目建设运营，目前尚没有统一税收政策，而是散布于企业所得税和增值税等多个税种的政策文件中。现阶段 PPP 涉及的税收优惠，主要包括企业所得税、增值税、耕地占用税、土地使用税及契税等，不同税种优惠的适用条件不同。

### 企业所得税优惠与适用条件

企业所得税层面，目前 PPP 项目建设经营可享受的优惠政策，主要包括公共基础设施优惠、投资抵免以及股利分配等。

#### 公共基础设施优惠

根据《中华人民共和国企业所得税法》的相关规定，企业从事“国家重点扶持的公共基础设施项目投资经营的所得”，可免征、减征企业所得税；《中华人民共和国企业所得税法实施条例》又进一步明确国家重点扶持的公共基础设施项目是《公共基础设施项目企业所得税优惠目录》规定的港口码头、机场、铁路、公路、城市公共交通、电力、水利等项目，而后，随着一系列政策的出台，企业享受公共基础设施优惠的条件逐渐得以明确：符合《公共基础设施项目企业所得税优惠目录》、相关条件和技术标准以及国家投资管理相关规定的企业，享受“三免三减半”的企业所得税优惠。所谓“三免三减半”，是指从项目取得第一笔生产经营收入所属纳税年度开始，第一年至第三年免征企业所得税，第四年至第六年减半征收企业所得税。

表 14：公共基础设施项目企业所得税减免政策梳理

政策文件	税收优惠范围	税收优惠形式
《中华人民共和国企业所得税法》第二十七条	企业从事“国家重点扶持的公共基础设施项目投资经营的所得”、“符合条件的环境保护、节能节水项目的所得”可以免征、减征企业所得税	三免三减半
《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十七条、第八十八条	明确国家重点扶持的公共基础设施项目是《公共基础设施项目企业所得税优惠目录》规定的港口码头、机场、铁路、公路、城市公共交通、电力、水利等项目 环境保护、节能节水项目，包括公共污水处理、公共垃圾处理、沼气综合开发利用、节能减排技术改造、海水淡化等	
《财政部国家税务总局关于执行公共基础设施项目企业所得税优惠目录有关问题的通知》	企业从事《目录》内符合相关条件和技术标准及国家投资管理相关规定，于 2008 年 1 月 1 日后经批准的公共基础设施项目	
《国家税务总局关于实施国家重点扶持的公共基础设施项目企业所得税优惠问题的通知》	从事符合《公共基础设施项目企业所得税优惠目录》规定范围、条件和标准的公共基础设施项目	
《关于公共基础设施项目享受企业所得税优惠政策问题的补充通知》	符合《目录》规定条件和标准的公共基础设施项目如果分批次完成，每一批次均可分别享受税收优惠	

资料来源：《政府与社会资本合作 PPP 项目税收政策研究》，长江证券研究所

#### 投资抵免



PPP 项目中投资抵免的情形主要有以下两种：1) 购置并实际使用《环境保护专用设备企业所得税优惠目录》、《节能节水专用设备企业所得税优惠目录》和《安全生产专用设备企业所得税优惠目录》规定的环境保护、节能节水、安全生产等专用设备的，可按 10% 的比例，从企业当年的应纳税额中抵免；当年不足抵免的，可在以后 5 个纳税年度结转抵免；2) 利用自筹资金和银行贷款购置专用设备的投资额，可按《中华人民共和国企业所得税法》的规定，抵免企业应纳税所得额，但利用财政拨款购置专用设备的投资额，不得抵免企业应纳税所得额。需要指出的是，购进并实际使用规定目录范围内的专用设备，并取得增值税专用发票的，若增值税进项税额允许抵扣，则其专用设备投资额不再包括增值税进项税额；如增值税进项税额不允许抵扣，其专用设备投资额应为增值税专用发票上注明的价税合计金额。

### ➤ 经营期间项目公司股利分配

根据《中华人民共和国企业所得税法》等文件的相关规定，PPP 项目经营期间涉及股利分配，享受以下企业所得税优惠政策：1) 若项目公司是境内居民企业间分配股利，免征企业所得税，但若境内居民企业分配股利给自然人股东，需代扣代缴 20% 个人所得税；2) 若项目公司有境外股东，跨境分配股息给境外非居民企业，一般适用 10% 的预提所得税；若境外非居民企业与中国间有签订双边税收协定，在符合一定条件下能够适用税收协定安排下的优惠预提所得税税率。

## 增值税优惠与适用条件

PPP 项目中污水处理、垃圾处理和风力等涉及资源综合利用和环境保护的项目，可享受**增值税优惠政策**，主要包括以下四种情形：1) 免征增值税：垃圾处理、污泥处理处置；2) 先征后返：污水处理劳务、再生水劳务，征收增值税后返还 70%；3) 即征即退 100%：销售以垃圾为燃料生产的电力或者热力；销售自产的电力或热力；4) 即征即退 50%：销售以煤研石、煤泥、石煤、油母页岩为燃料生产的电力和热力。

表 15：PPP 项目增值税优惠政策

税收优惠形式	税收优惠范围
免征增值税	垃圾处理、污泥处理处置劳务免征增值税
先征后返政策	自 2015 年 7 月 1 日起，污水处理劳务和再生水劳务征收增值税，后返还 70%
即征即退 100 %	1) 销售以垃圾为燃料生产的电力或者热力（用量占发电燃料的比重不低于 80%，并且生产排放达到 GB13223-2003 第 1 时段标准或者 GB18485-2001 的有关规定）；2) 销售自产的电力或热力（利用工业生产过程中产生的余热、余压生产的电力或热力；以餐厨垃圾、畜禽粪便、稻壳、花生壳、玉米芯、油茶壳、棉籽壳、三剩物、次小薪材、含油污水、有机废水、污水处理后产生的污泥、油田采油过程中产生的油污泥，包括利用上述资源发酵产生的沼气为原料生产的电力、热力、燃料）
即征即退 50 %	销售以煤研石、煤泥、石煤、油母页岩为燃料生产的电力和热力（煤研石、煤泥、石煤、油母页岩用量占发电燃料的比重不低于 60 %；利用风力生产的电力）

资料来源：《政府与社会资本合作 PPP 项目税收政策研究》，长江证券研究所

## 耕地占用税、土地使用税、契税等优惠与适用条件

国家规定的基础设施和公共事业领域中的 PPP 项目，在耕地占用税、土地使用税、契税等方面也享有优惠政策。具体看，耕地占用税方面，对于铁路线路、公路线路、飞机跑道、停机坪、港口等领域的 PPP 项目若占用耕地，根据实际需要，经国务院有关

部门并报国务院批准后，可对前款规定的情形免征或者减征耕地占用税；土地使用税方面，对于有些新征用土地的在建基建项目，特别是国家产业政策扶持发展的能源、交通、水利设施和原材料基础工业等建设周期长，在建期间又没有经营收入的大型基建项目，纳税确有困难的，可给予免征或减征土地使用税的优惠；契税方面，对饮水工程运营单位为建设饮水工程而承受土地使用权，免征契税。

表 16：PPP 项目耕地占用税、土地使用税、契税优惠政策

优惠政策类型	内容
耕地占用税	根据国务院《耕地占用税暂行条例》规定，对于铁路线路、公路线路、飞机场跑道、停机坪、港口、航道占用耕地，减按每平方米2元的税额征收耕地占用税。根据实际需要，国务院财政、税务主管部门经国务院有关部门并报国务院批准后，可以对前款规定的情形免征或者减征耕地占用税。在这些领域的PPP项目，也可享受税收优惠政策
土地使用税	对于有些新征用土地的在建基建项目，特别是国家产业政策扶持发展的能源、交通、水利设施和原材料基础工业等大型基建项目，建设周期长，在建期间又没有经营收入，纳税确有困难的，可由企业提出申请，经地、市税务局审查提出意见，报省税务局批准，给予免征或减征土地使用税的优惠
契税	根据《关于支持农村饮水安全工程建设运营税收政策的通知》规定，对饮水工程运营单位为建设饮水工程而承受土地使用权，免征契税

资料来源：《政府与社会资本合作 PPP 项目税收政策研究》，长江证券研究所

## 附录：重点政策及其意义梳理

表 17：中央（主要指国务院）层面 PPP 相关政策文件梳理

时间	文件名称	意义
2013.9.26	《国务院办公厅关于政府向社会力量购买服务的指导意见》	重视市场对资源的配置作用，以民生优先，加强机制创新。推进基础设施建设、机制改革，促进城市基础设施水平全面提升：要通过特许经营、投资补助、政府购买服务等多种形式，吸引包括民间资本在内的社会资金
2014.11.16	《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》	中国政府首次以国务院发文形式，大力倡导在若干重点发展领域创新融资机制，吸引和鼓励社会资本参与投资
2015.5.19	《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》	有关公共服务领域的专门性文件，在总要求、制度体系、项目实施等方面进行了规定
2016.6.21	《关于促进和规范健康医疗大数据应用发展的指导意见》	推广运用政府和社会资本合作模式，鼓励和引导社会资本参与健康医疗大数据的基础工程、应用开发和运营服务。
2017.9.15	《关于进一步激发民间有效投资活力促进经济持续健康发展的指导意见》	鼓励民间资本规范有序参与基础设施项目建设，促进政府和社会资本合作模式更好发展，提升公共产品供给效率，加快补短板建设，充分发挥投资对优化供给结构的关键性作用，增强经济内生增长动力
2017.9.30	《关于创新体制机制推进农业绿色发展的意见》	健全创新驱动与约束激励机制，完善农业生态补贴制度，加大政府和社会资本合作在农业绿色发展领域的推广应用，引导社会资本投向农业资源节约、废弃物资源化利用、动物疫病净化和生态保护修复等领域
2017.11.21	《关于加强中央企业PPP业务风险管控的通知》	从强化集团管控、严格准入条件、严格规模控制、优化合作安排、规范会计核算、严肃责任追究等六方面来防范央企参与PPP的经营风险。要求各中央企业对PPP业务实行总量管控，从严设定PPP业务规模上限防止过度推高杠杆水平

资料来源：中国政府网，人民网，新华网，长江证券研究所

表 18：财政部层面 PPP 相关政策文件梳理

时间	文件名称	意义
----	------	----

2014.9.23	《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》	财政部发出PPP总动员，要求积极推动项目试点，尽快形成制度体系，属于框架性、指导性文件
2014.11.29	《政府和社会资本合作模式操作指南（试行）》	制定PPP实操指南，从项目识别、项目准备、项目采购、项目执行、项目移交五个方面做具体规定；属于实施性、操作性文件
2014.11.30	《关于政府和社会资本合作示范项目实施有关问题的通知》	发布首批PPP示范项目，30个项目遍布全国15个省市，涉及城市轨道交通、污水处理、供水供暖、环境治理等多个领域
2014.12.30	《关于规范政府和社会资本合作合同管理工作的通知》	规范PPP合同管理，发布PPP项目合同管理指南
2014.12.31	《关于政府和社会资本合作项目采购管理办法的通知》	推广PPP模式，规范PPP项目政府采购行为，主要从PPP项目政府采购程序、争议处理和监督检查等方面做了规定
2015.4.7	《关于政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引的通知》	框架性文件，推进PPP项目实施，保障合同履行，有效防范和控制财政风险，明确和规范了PPP项目财政承受能力论证工作流程
2015.2.13	《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》	框架性文件，有关于市政公用领域的专门性文件，在总目标、原则、要求、组织实施以及保障措施方面进行了规定
2015.4.9	《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》	框架性文件，有关水污染防治领域专门性文件，同样在总目标、原则、要求、组织实施以及保障措施方面进行了规定
2015.4.20	《关于在收费公路领域推广运用政府和社会资本合作模式的实施意见》	框架性文件，有关收费公路领域专门性文件，同样在总目标、原则、要求以及保障措施方面进行了规定
2016.10.11	《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》	推进公共服务领域深化政府和社会资本合作改革工作，提升我国公共服务供给质量和效率，巩固和增强经济持续增长动力
2017.3.22	《政府和社会资本合作（PPP）咨询机构库管理暂行办法》	规范政府和社会资本合作咨询机构库的建立、维护与管理，促进PPP咨询服务信息公开和供需有效对接，推动PPP咨询服务市场规范有序发展
2017.11.16	《关于规范政府和社会资本合作综合信息管理平台库管理的通知》	防止PPP异化为新的融资平台，着力推动PPP回归公共服务创新供给机制的本源。严格控制新项目入库标准，集中清理已入库项目

资料来源：财政部，中国政府网，人民网，新华网，长江证券研究所

表 19：发改委层面 PPP 相关政策文件梳理

时间	文件名称	意义
2014.12.2	《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》	明确项目的范围、操作模式、工作机制及政策保障，属于框架性、指导性文件
2014.12.2	《政府和社会资本合作项目通用指南》	PPP项目合同指南，包括合同主体、合作关系、项目前期工作、收入和回报、不可抗力及法律变更、合同解除、违约处理、争议解决以及其他约定等
2015.3.10	《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》	意见性文件，与国开行等联合发文，就推进开发性金融支持PPP项目发布了指导性意见
2015.4.25	《基础设施和公用事业特许经营管理办法》	规定特许经营期限为“最长不超过30年”，做出了“规避同类竞争、政府补贴事项的规定”，要求金融机构对特许经营项目进行政策支持
2016.8.1	《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》	从抓好项目准备、加强项目联审等9个方面做出具体工作部署，推动基础设施领域PPP工作的开展，打破基础设施领域准入限制
2017.11.30	《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作（PPP）项目的指导意见》	提出鼓励民营企业运用PPP模式盘活存量资产、持续做好民营企业PPP项目推介工作、评选民间资本PPP项目典型案例等

资料来源：发改委，中国政府网，新华网，长江证券研究所

表 20：其他部委或部门层面 PPP 相关政策文件梳理

时间	发行主体	文件名称	意义
----	------	------	----

2017.6.7	财政部、人民银行、证监会	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》	规范推进政府和社会资本合作项目资产证券化工作，分类稳妥地推动PPP项目资产证券化，严格筛选开展资产证券化的PPP项目，完善PPP项目资产证券化工作程序，加强PPP项目资产证券化监督管理
2017.7.19	财政部、住建部、农业部、环保部	《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施PPP模式的通知》	进一步规范污水、垃圾处理行业市场运行，提高政府参与效率，充分吸引社会资本参与，促进污水、垃圾处理行业健康发展
2017.8.4	文化部	《关于做好文化类政府和社会资本合作(PPP)示范项目申报工作的补充通知》	推广文化领域的政府与社会资本合作（PPP）模式，争取更多的文化类PPP项目入选示范项目
2017.11.17	中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》	按照资管产品的类型制定统一的监管标准，对同类资管业务做出一致性规定，实行公平的市场准入和监管，最大程度地消除监管套利空间，为资管业务健康发展创造良好的制度环境
2017.11.20	工信部、发展改革委、科技部等十六个部门	《关于发挥民间投资作用推进实施制造强国战略的指导意见》	文件提出，将加大财税支持力度，发挥引导带动作用，运用政府和社会资本合作模式，出台合同范本，引导民间投资参与制造业重大项目建设，发挥民营企业在制造业领域主力军作用，推动制造业向高端迈进
2017.11.29	交通运输部	《收费公路政府和社会资本合作操作指南》	为进一步规范收费公路领域政府和社会资本合作项目操作流程，结合2016年以来财政部、国家发改委等部门出台的PPP规范性文件，对2015年部办公厅印发的《收费公路政府和社会资本合作操作指南（试行）》作了进一步修订完善

资料来源：中国政府网，新华网，长江证券研究所

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。