



环保

2016.08.26

评级: **增持**
上次评级: 增持

市场预期修复, PPP 洪荒之力蓄势待发

细分行业评级

——PPP 专题深度报告

| | | | |
|------|-----------------|-------------------------|-----------------|
| | 王威 (分析师) | 王锐 (研究助理) | 车玺 (分析师) |
| | 021-38676694 | 010-59312759 | 010-59312829 |
| | wangw@gtjas.com | wangrui013946@gtjas.com | chexi@gtjas.com |
| 证书编号 | S0880511010024 | S0880114110036 | S0880515020003 |

本报告导读:

PPP 模式在立法、融资、落地的推进上释放积极信号, 并有望提振公司业绩。基于政府撬动社会资本的动机, 看好盈利模式清晰的水务 PPP。

摘要:

- **宏观层次上, PPP 立法加速推进和财政宽松预期修复了市场对于弱势社会资本的悲观情绪, 同时 PPP 项目落地率大幅提升 13.3 个 pct, 从侧面反映了政府释放的立法、资金信号给社会资本吃了定心丸, 提振了社会资本的积极性。**
- **中观层次上, (1) 政府将具有盈利能力的项目交给社会资本的动机在于公共品供给的资金缺口需要社会资本补足, 而 PPP 项目的投资方向与政府需求相契合, 顺应了政策风口; 融资模式上, 虽然财政乏力, 但是市场流动性充裕, 优质资产是相对稀缺的资源, PPP 项目作为政府力推的模式有望成为吸金洼地; 并且中央和地方 PPP 产业基金的规模分别达 1800 亿和 7000 亿, 加之政府背书和潜在的产业基金增信, PPP 项目后续融资问题不应过度悲观。(2) PPP 主题下, 我们看好水务相关板块。预计国家出于拉动经济将持续大力推行 PPP 项目, 以借由 PPP 形式发挥政府资本引导社会资本的功能、解决流动性脱离实体和财政刺激挤出私人投资的问题。在此逻辑下, 预计收益模式明晰的水务项目将受到具有逐利性的社会资本的青睐。**
- **微观层次上, PPP 模式有望从两方面改善公司业绩: 收入端上, PPP 项目体量大, 平均单体规模 7.9 亿元, 占上市公司营收 79%, 可大幅扩大营收规模; 成本端上, PPP 模式通过 SPV 将资金杠杆提高至 7 倍, 可大幅降低公司垫资, 并获得低息融资, 压缩财务成本。**
- **投资建议: (1) 首推行业龙头碧水源和华控赛格, 二者作为行业龙头拿单能力强。碧水源背靠国开行, 融资实力强; 膜技术行业地位领先、人才储备丰富; 政府资源丰富, 目前在手的 PPP 订单体量独占鳌头, 且子公司久安集团补齐建造资质; 华控赛格受益于 PPP、海绵城市两大主题叠加。(2) 建议关注其他在水务项目中具备技术和品牌优势的民营企业, 该类企业相比国企相对央企及大型国企、龙头民企体量较小, 无法主导 PPP 项目, 且估值较高, 但是在 PPP 大潮流之中, 这些公司可以通过寻找战略合作伙伴加入 PPP 建设运营、并在其中发挥环保技术品牌优势, 受益标的包括博世科、津膜科技(停牌)。(3) 建议关注水务运营类公司, 该类公司估值较低, 具备国企改革(股东优质资产注入实现整体上市、引进战略投资者、股权激励及员工持股等)、水价提升(占家庭可支配收入比例远小于国际水平、污水处理成本不断增加)等中长期逻辑, 受益标的包括瀚蓝环境、启迪桑德、中山公用、重庆水务、首创股份。**

相关报告

| | |
|----------------------|------------|
| 环保: 《三方关系, 各取所需》 | 2016.08.21 |
| 环保: 《不会爆发, 但会持续》 | 2016.08.18 |
| 环保: 《如何选社会资本》 | 2016.08.15 |
| 环保: 《估值优势明显, 顺应市场潮流》 | 2016.08.10 |
| 环保: 《重拾智慧环保商机》 | 2016.06.23 |

目 录

| | |
|-------------------------------|----|
| 1. 核心观点..... | 3 |
| 2. 三层次解疑，PPP 洪荒之力蓄势待发..... | 3 |
| 2.1. 宏观层次：财政政策宽松预期+立法推进..... | 3 |
| 2.2. 中观层次：PPP 不差钱，看好水务板块..... | 4 |
| 2.3. 微观层次：改善公司业绩..... | 7 |
| 3. 推荐标的：碧水源、华控赛格..... | 9 |
| 3.1. 碧水源..... | 9 |
| 3.2. 华控赛格..... | 10 |
| 3.3. 博世科..... | 10 |

1. 核心观点

我们认为市场的悲观预期正在 3 个层次上被逐步修正：（1）宏观上，PPP 立法和财政政策宽松的预期增强，配合 PPP 项目落地率数据，说明了社会资本的信心被提振；（2）中观上，PPP 商业模式的盈利能力尚需市场验证，但是对 PPP 的融资模式应保持乐观，并无质疑政府将具有盈利能力的项目交给社会资本的动机；（3）微观上，PPP 对公司产生的边际变化主要体现在两方面：收入端，通过 SPV 提高杠杆率，扩大营收规模；成本端，在资产荒、政府背书以及产业基金增信等多因素作用下，PPP 可获得低息融资渠道，减轻财务压力。

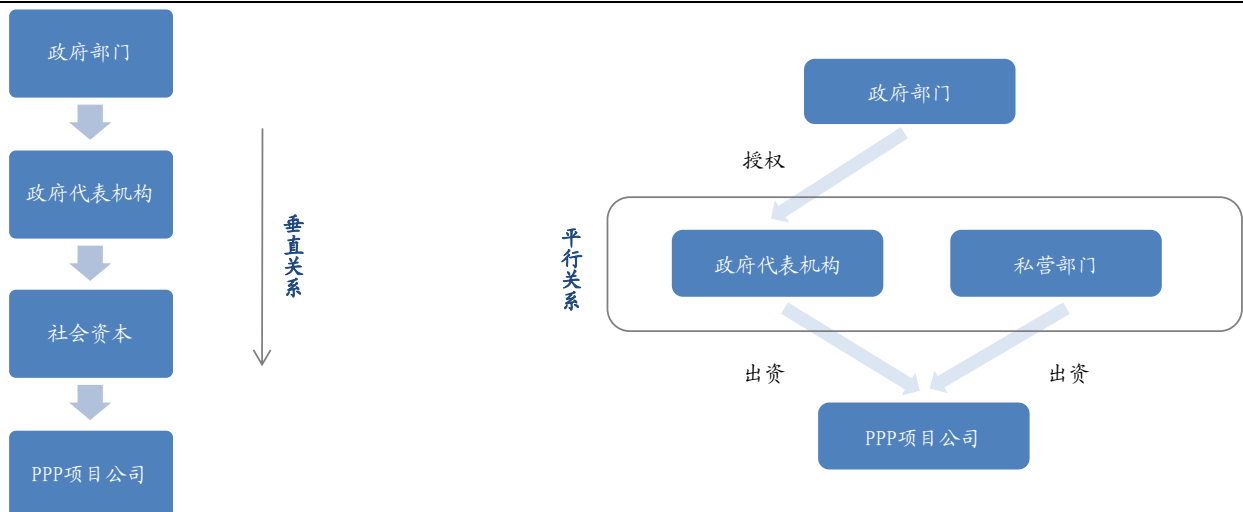
推荐标的：行业龙头碧水源、华控赛格。建议关注：具备技术优势的博世科、津膜科技（停牌）；水务运营类的瀚蓝环境、启迪桑德、中山公用、重庆水务、首创股份。

2. 三层次解疑，PPP 洪荒之力蓄势待发

2.1. 宏观层次：财政政策宽松预期+立法推进

宏观层面上，PPP 是对 BOT 等传统模式中政府与社会资本间暴露的委托代理问题的修正。在 BOT 中，政府和社会资本分别类似于委托人和代理人的垂直关系，而 PPP 则通过项目公司将二者的利益捆绑，形成平行关系。

图 1 PPP 通过项目公司将政府和社会资本的利益捆绑，形成平行关系



数据来源：PPP 中心，国泰君安证券研究

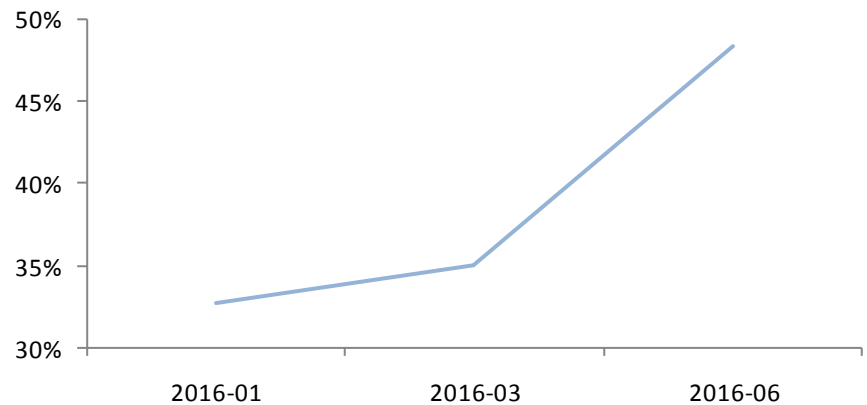
但是，政府与社会资的合作关系诱发了市场对于社会资本弱势地位的担忧。主要源于：经济下滑，地方政府财力下降，支付补贴能力缺乏保障；两部门法冲突，统一的法律体系缺位；政策稳定性不确定；退出机制不完善等。从以往失败的 PPP 项目教训来看，政府信用风险确实构成了部分 PPP 项目失败的原因。

表 1: 政府信用风险确实构成了部分 PPP 项目失败的原因

| 案例项目 | 失败原因 |
|-------------|------------------------------------|
| 青岛威立雅污水处理项 | 政府对项目态度的频繁转变导致项目合同谈判时间很长 |
| 鑫远闽江四桥项目 | 在车流量被分离后未按约定保证偿还外商的投资和履行每年 18% 的补偿 |
| 长春汇津污水处理厂项目 | 排水公司停止向项目公司支付污水处理费 |

数据来源：《基于案例的中国 PPP 项目的主要风险因素分析》，国泰君安证券研究

但是，近期的立法、财政政策宽松的预期强化和 PPP 落地率提速，平缓了市场担忧情绪：（1）国务院牵头推进单一法案的立法，PPP 立法预期增强；（2）经济弱周期叠加货币政策面临流动性陷阱，市场对财政政策宽松的预期增强；（3）16 年 6 月末 PPP 项目落地率大幅提升 13.3 个百分点，从侧面反映了政府释放的立法、资金信号给社会资本吃了定心丸，提振了社会资本的积极性。

图 216 年 6 月末 PPP 项目落地率大幅提升 13.3 个百分点

数据来源：财政部，国泰君安证券研究

未来，可以继续关注的信号包括：PPP 立法的实质内容（是否纳入财政预算、土地问题）、PPP 项目回款速度、

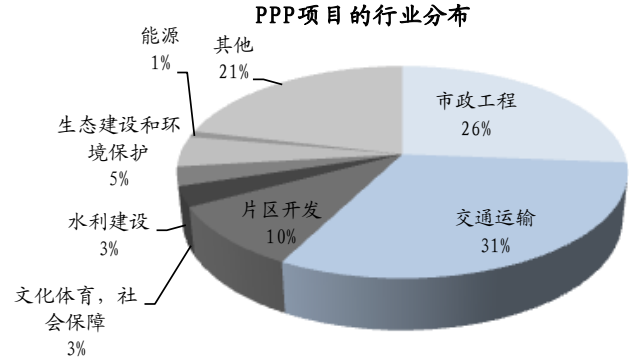
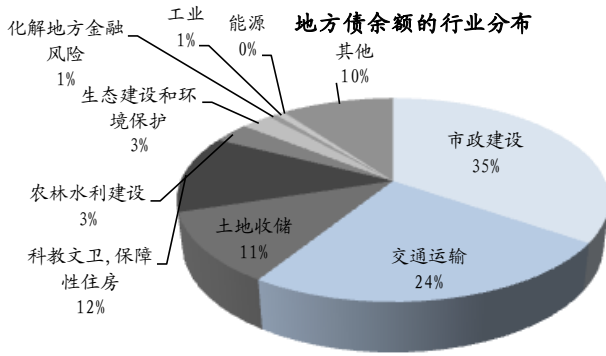
2.2. 中观层次：PPP 不差钱，看好水务板块

中观层面上，PPP 开创了行业新兴的商业模式。市场的存疑于两点：（1）PPP 项目的盈利模式尚不明晰，如果 PPP 项目赚钱的话，优势政府为何愿意与社会资本分享项目？（2）万亿级别的项目如何融资？

首先，政府为何与社会资本分享项目？主要动机在于政府财政赤字空间缩小，地方融资收紧，大规模的公共品供给资金尚需社会资本补足。

从地方债余额和 PPP 项目的构成上可以看出，二者具有一致性，即 PPP 项目确实迎合了减轻地方政府提供公共品的财政压力的需要。

图 3 地方债余额和 PPP 项目的构成具有一致性



数据来源：国家审计署，财政部 PPP 中心，国泰君安证券研究

同时，从国家的政策风口上也可观察到：中央施压地方融资平台转型、设置地方债限额等，旨在推动政府职能转型，回归“守夜人”本位角色。由此，PPP 模式顺应了政策风口，在公共产品供给中引入社会资本，成为了中央明文规定的地方融资手段之一。

表 2: PPP 模式顺应了政策风口，成为了中央明文规定的地方融资手段之一

| 日期 | 政策 | 内容 |
|---------|-------------------------------|--|
| 2016-1 | 《对地方政府债务实行限额管理的实施意见》 | 取消融资平台公司的政府融资职能,推动有经营收益和现金流的融资平台公司市场化转型改制,通过政府和社会资本合作(PPP)、政府购买服务等措施予以支持。 |
| 2015-12 | 《财政部关于实施政府和社会资本合作项目以奖代补政策的通知》 | 对符合条件、规范实施的转型为 PPP 项目的地方融资平台公司存量项目,财政部将在择优评选后,按照项目转型实际化解地方政府存量债务规模的 2%给予奖励。 |
| 2014-9 | 《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》 | 明确划清政府与企业界限,政府债务不得通过企事业单位等举借;地方债只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务;地方政府债务规模实行限额管理;地方政府要将一般债务收支纳入一般公共预算管理,将专项债务收支纳入政府性基金预算管理。 |
| 2014-8 | 新《预算法》 | 明确规定地方政府不得通过政府债券以外方式举债 |

数据来源：财政部，发改委，国泰君安证券研究

那么，地方财政乏力，PPP 项目的融资会不会承压呢？我们认为虽然财政乏力，但是市场流动性充裕，反而优质资产是相对稀缺的资源，PPP 项目作为政府力推模式有望成为吸金洼地。目前，已初现雏形的融资渠道：产业基金、包括政策银行和商业银行在内的金融机构等。

其中，产业基金在 PPP 项目启动阶段表现亮眼。国家 PPP 引导基金规模达 1800 亿，签约项目规模达 819 亿；地方 PPP 产业基金规模已突破 7000 亿。

表 3: 国家 PPP 引导基金签约项目规模达 819 亿，在项目投资总额中平均占比 6.7%

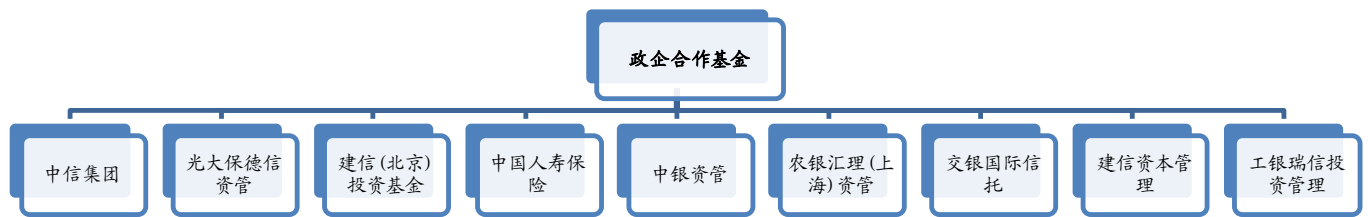
| 项目名称 | 总投资金额 (亿元) | 基金投资金额 (亿元) | 基金投资占比 |
|--------------------------|---------------|----------------|--------|
| 开封市城乡一体化示范区水系综合治理项目 | 44.2 | 3.8 | 8.5% |
| 开封市城乡一体化示范区整区域城镇化项目 | 54.5 | 2.2 | 4.0% |
| 郑州惠济区老鸦陈、张砦、双桥村棚户区改造建设项目 | 118.0 | 10.0 | 8.5% |
| 洛阳市伊洛河水生态文明示范区项目 | 54.6 | 2.2 | 4.0% |

| | | | |
|----------------------------|-------|------|------|
| 洛阳市城乡一体化示范区东南环城区域整体城镇化建设项目 | 38.1 | 1.9 | 5.0% |
| 呼和浩特市城市轨道交通 1、2 号线项目 | 338.3 | 24.0 | 7.1% |
| 其他 | 171.2 | 11.0 | 6.4% |
| 总计/平均值 | 819.0 | 55.0 | 6.7% |

数据来源：融资论坛，河南省政府门户，国泰君安证券研究

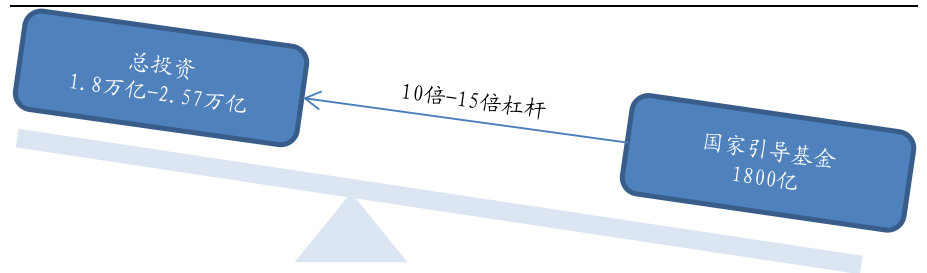
国家引导基金是由政企合作基金公司运营的，公司由 9 家金融机构发起成立，注册资本达 1800 亿。按照国家 PPP 基金 7% 到 10% (公司规定参股上限) 的股权比例保守估算国家基金可撬动起资金总规模达 1.8 万亿-2.57 万亿。

图 4 政企合作基金公司由 9 家金融机构发起成立



数据来源：cpppc，国泰君安证券研究

图 5 国家基金可撬动起资金总规模达 1.8 万亿-2.57 万亿



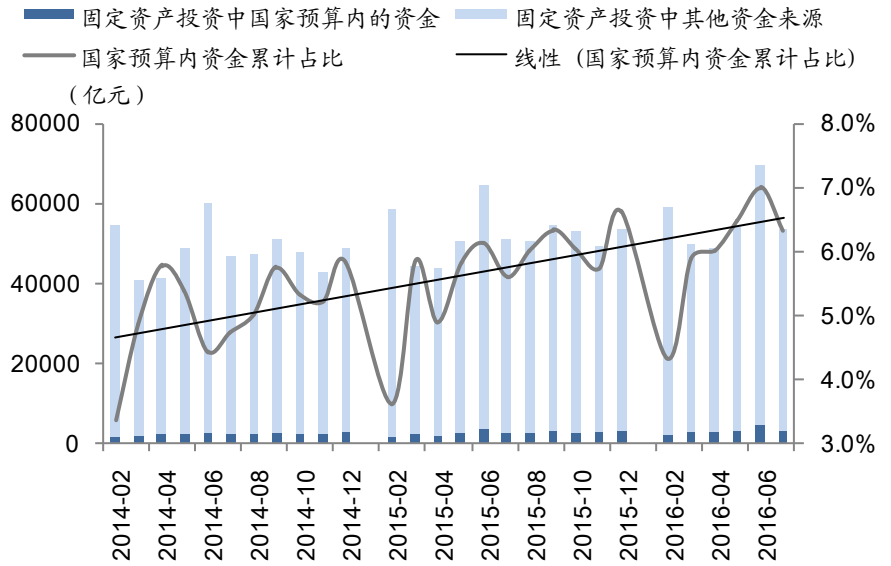
数据来源：cpppc，国泰君安证券研究

此外，在低利率和财政政策宽松预期的大环境下，加之政府背书和潜在产业基金增信，PPP 项目后续融资问题不应过度悲观，并且通过 SPV 的方式运作项目，可大幅降低公司初期垫资负担，

但由于两批 PPP 项目中尚无进入评估阶段的，所以盈利能力尚待市场验证。

在环保 PPP 模式中，我们最看好水务板块。在宏观不景气、民间投资低迷、资产荒的大背景下，政府具备动力持续推进 PPP 项目。逻辑可推演为：国家拉动经济面临流动性陷阱、流动性脱离实体，同时财政刺激存在挤出私人投资的倾向，由此借由 PPP 形式发挥政府资本引导社会资本的功能尤为重要。

图 6 财政刺激呈现出挤出私人投资的倾向



数据来源：wind, 国泰君安证券研究

由此，我们认为政府更有动机推进水务 PPP 项目。原因在于水务项目收益模式明晰，收到具有逐利性的社会资本的青睐，政府资本有望以高杠杆撬动起社会资本，避免占用过大规模的政府资本。这一逻辑已由两个数字验证：一是使用者付费项目在入库 PPP 项目中占比近一半；二是在占比第二大的市政工程板块，水务相关（污水处理、供排水）的项目占比达 37.2%，远超市政其他领域。

图 7 使用者付费项目收益模式明晰，占比最高

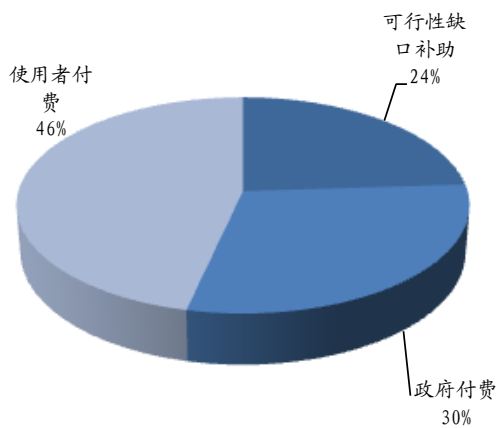
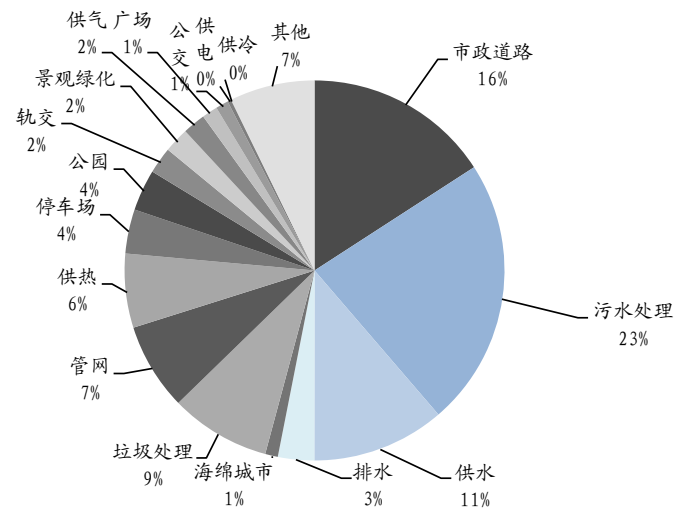


图 8 水务相关的项目占比达 37.2%，远超市政其他领域



数据来源：财政部，国泰君安证券研究

2.3. 微观层次：改善公司业绩

微观层面上，相比于传统项目，PPP 对公司的影响主要体现在 (1) 收入端：项目体量大，可大幅提高公司营收规模，并增强规模效应和降低单位成本。根据我们统计，上市环保公司 PPP 订单平均规模达 7.9 亿元/

单，与 15 年营收的比值平均值达 72%。

表 4: 上市环保公司 PPP 订单体量大，平均规模达 7.9 亿元/单

| 公司 | 时间 | 订单名称 | 订单金额 (亿) | 营收规模 (亿) | 订单金额 /营收 |
|------|-------------|---|-----------------------|-------------|-------------|
| 国中水务 | 2014 年 12 月 | 湘潭经济技术开发区污水处理一期工程 PPP 项目特许经营合同 | 2.99 | 4.75 | 62.99% |
| 三维丝 | 2015 年 10 月 | 威海(荣成)海洋高新技术产业园热电联产项目 PPP 项目协议 | 10.00 | 6.88 | 145.31% |
| 盛运环保 | 2016 年 6 月 | 河北省行唐县垃圾焚烧发电项目 | 18.00 | 16.40 | 109.73% |
| 华西能源 | 2016 年 5 月 | 自贡市东部新城生态示范区一期工程 PPP 项目 | 23.10 | 37.00 | 62.44% |
| 启迪桑德 | 2016 年 3 月 | 海城市生活垃圾焚烧发电项目特许经营协议 | 5.00 | 63.41 | 14.19% |
| | 2015 年 4 月 | 河南尉氏县生活垃圾焚烧发电 PPP 项目特许经营协议 | 4.00 | | |
| 东江环保 | 2016 年 7 月 | 泉州市工业废物综合处置中心特许经营协议 | - | 24.03 | - |
| 高能环境 | 2016 年 7 月 | 濮阳市静脉产业园综合垃圾处理 PPP 项目 | 7.50 | 10.18 | 147.29% |
| | 2015 年 11 月 | 和田市生活垃圾焚烧发电厂 PPP 项目特许经营协议 | 7.50 | | |
| 先河环保 | 2015 年 9 月 | 包装印刷行业 VOCs 污染第三方治理及资源化利用项目 | 18.00 | 6.28 | 286.56% |
| 聚光科技 | 2015 年 9 月 | 汤河流域治理项目 | - | 18.33 | - |
| | 2015 年 8 月 | 生态环境综合治理及供排水建设运营等项目 | 5.00 | | |
| 雪迪龙 | 2015 年 7 月 | 海东市乐都区污水处理厂 PPP 项目 | 1.43 | 10.02 | 14.27% |
| | | 乌兰察布市集宁区城市排水(BOT)项目 | 7.68 | | |
| | 2015 年 5 月 | 乌兰察布市集宁区供热环保工程(BOT)项目 | 3.63 | | |
| | | 乌兰察布市集宁区污水处理厂(TOT)项目 | 3.00 | | |
| 万邦达 | 2015 年 5 月 | 乌兰察布市集宁区城市供水(BOT)项目特许经营协议书 | 10.65 | 19.71 | 38.96% |
| | 2015 年 1 月 | 芜湖市城市环保基础设施项目 | 27.63 | | |
| 巴安水务 | 2016 年 3 月 | 泰安市徂汶景区汶河湿地生态保护与综合利用 PPP 项目 | 12.80 | 6.79 | 188.44% |
| 津膜科技 | 2016 年 6 月 | 宁乡经济技术开发区污水处理厂及其配套管网工程 PPP 项目 | 2.00 | 6.05 | 50.61% |
| | 2015 年 11 月 | 东营市五六干合排污水处理厂及配套管网 BOT 工程政府和社会资本合作(PPP)项目 | 1.06 | | |
| | | 2015 年 12 月 | 乌鲁木齐昆仑环保集团有限公司 PPP 项目 | | |
| 碧水源 | 2015 年 6 月 | 广东省汕头市潮南区人民政府污水处理厂项目 | 6.80 | 52.14 | 51.09% |
| | 2015 年 4 月 | 江苏省丰县丰源水务有限公司地面水厂项目 | 6.34 | | |
| | 2015 年 7 月 | 浙江省诸暨市浣东再生水厂(地埋式)项目 | 4.63 | | |
| | 2015 年 1 月 | 南阳高新区污水厂项目 | 1.78 | | |
| 中电环保 | 2015 年 12 月 | 金华市金西污水处理二期工程 BOT 项目 | 0.92 | 6.08 | 15.14% |
| 博世科 | 2016 年 8 月 | 沙洋县乡镇污水处理厂 PPP 项目 | 1.10 | 5.05 | 21.80% |
| | 2016 年 6 月 | 澄江县城镇供排水及垃圾收集处置 PPP 项目 | 3.95 | | |
| | 2016 年 5 月 | 五龙冲水库集中供水工程 PPP 项目 | 1.91 | | |
| | 2015 年 6 月 | 泗洪县东南片区域供水工程 PPP 项目 | 3.07 | | |
| 国祯环保 | 2016 年 5 月 | 合肥市胡大郢污水处理厂 PPP 项目 | 3.95 | 10.46 | 37.75% |
| | 2015 年 10 月 | 郎溪县污水处理厂及配套管网 PPP 项目 | - | | |
| | 2015 年 5 月 | 合肥清溪净水厂 PPP 招标项目 | 5.30 | | |
| 首创股份 | 2016 年 7 月 | 大连普湾经济区松木岛污水处理厂提标改造工程 PPP | 1.61 | 70.61 | 2.28% |
| | 2016 年 7 月 | 南阳市南水北调汇水区乡镇污水厂外配套管网工程项目 | 2.30 | | |
| | 2016 年 7 月 | 河南省平顶山第三污水处理厂 PPP 项目 | 1.27 | | |

| | | | | | |
|------------|-----------|-------------------------------|-------------|-------|---------------|
| | 2016年7月 | 河南省驻马店第四污水处理厂 PPP 项目 | 1.38 | | |
| | 2016年6月 | 山东省枣庄高新区污水处理厂 PPP | 1.06 | | |
| | 2016年6月 | 铜陵排水一体化 PPP 项目 | 7.88 | | |
| | 2016年3月 | 广元市剑阁县普安镇污水处理厂二期 PPP 项目 | 0.71 | | |
| | 2015年12月 | 江苏省徐州市邳州经济开发区工业水厂项目 | 1.70 | | |
| | 2015年10月 | 贵州省安顺市中心城区污水综合治理 PPP | 2.62 | | |
| | 2015年10月 | 四川省广元市主城区供排水项目 | 2.63 | | |
| | 2015年8月 | 四川省宜宾市屏山县水务环保类项目 | 2.21 | | |
| | 2015年8月 | 广东省茂名市水东湾城区引罗供水工程 PPP 项目 | 11.54 | | |
| | 2015年3月 | 浙江省余姚市农村生活污水治理工程项目 | 13.20 | | |
| 创业环保 | 2016年6月 | 宁乡经济技术开发区污水处理厂及其配套管网工程 PPP 项目 | 2.00 | 19.34 | 10.34% |
| 兴蓉环境 | 2015年8月 | 沛县供水 PPP 项目 | 1.54 | 30.62 | 5.03% |
| 武汉控股 | 2015年9月 | 仙桃 PPP 项目 | | 11.99 | |
| 渤海股份 | 2016.7.7 | 沧州市渤海新区港城区污水处理厂 PPP 项目 | 5.00 | 7.61 | 65.68% |
| 大禹节水 | 2016.5.26 | 云南元谋高效节水灌溉 PPP 项目 | 3.08 | 11.60 | 26.55% |
| | 2015.5.21 | 辽宁省北票市自来水供水项目 | 2.00 | | |
| 科融环境 | 2015.6.6 | 聊城市节能减排财政政策综合示范城市 PPP 合作建设项目 | 72.49 | 9.99 | 20.03% |
| | 2016.4.23 | 周公河湿地建设政府与社会资本合作项目 | 10.83 | | |
| 龙马环卫 | 2015年12月 | 海口市龙华区环卫一体化 PPP 项目 | 30.10 | 15.32 | 196.48% |
| 中原环保 | 2015.7.14 | 郑州航空港经济综合实验区第三污水处理厂项目 | 4.00 | 5.18 | 77.18% |
| 平均值 | | | 7.90 | | 71.74% |

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

但是，相比于 PPP 项目单体平均 15-33 亿元的规模，环保上市公司在手 PPP 订单规模偏小。在 PPP 项目集成化、规模化运作的趋势下，我们预计环保上市公司将以参与为主，寻找合作伙伴。

表 5: PPP 项目单体平均规模达 15-33 亿元

| | 项目金额 (PPP) | 项目个数 (个) | 单体规模(亿元) |
|------------|------------|----------|----------|
| 2015/5/31 | 20,197.7 | 1,133.0 | 17.8 |
| 2015/9/30 | 6,588.6 | 206.0 | 32.0 |
| 2015/10/31 | 9,497.5 | 287.0 | 33.1 |
| 2015/12/31 | 22,604.1 | 1,488.0 | 15.2 |

数据来源：发改委，国泰君安证券研究

(2) 成本端：一方面，在量上减轻垫资压力，降低融资需求。按照我们统计的环保 PPP 单体平均规模 7.9 亿元，假设 SPV 注册资本占总投资额 30%、上市公司持股 50%，则初期垫资规模在 1 亿元左右。另一方面，在价上政府背书可以保证低息融资渠道。

3. 推荐标的：碧水源、华控赛格

3.1. 碧水源

(1) 公司在 PPP 领域竞争中具备先发优势和体量优势。公司多地布局

PPP 领域，跑马圈地占得先机，现已拥有强大的融资及资金实力，目前公司公开的 PPP 订单有 5 个，体量达 46 亿元。

表 6: 碧水源公开 PPP 订单体量高达 46 亿元

| 时间 | 订单名称 | 订单金额 (亿) |
|-------------|-----------------------|--------------|
| 2015 年 12 月 | 乌鲁木齐昆仑环保集团有限公司 PPP 项目 | 26.64 |
| 2015 年 6 月 | 广东省汕头市潮南区人民政府污水处理厂项目 | 6.80 |
| 2015 年 4 月 | 江苏省丰县丰源水务有限公司地面水厂项目 | 6.34 |
| 2015 年 7 月 | 浙江省诸暨市浣东再生水厂（地理式）项目 | 4.63 |
| 2015 年 1 月 | 南阳高新区污水厂项目 | 1.78 |
| 合计 | | 46.19 |

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

(2) 收购久安集团，投标资质限制解除，工程管理更加可控，符合环保 PPP 大潮流。久安集团具备市政公用工程施工总承包壹级资质和机电安装工程施工总承包壹级资质，公司投标资质限制解除，未来土建可由久安集团负责，相比外包单位，久安集团项目施工进度和质量更有保证，且公司可以联合久安集团介入更大型 PPP 项目中，这将打开公司发展空间窗口、并且为碧水源奠定坚实基础；

3.2. 华控赛格

(1) 公司目前手握迁安海绵城市 PPP 项目，该订单由公司与同方股份、清控人居、北京中环世纪组成的联合体中标，项目投资 11.2 亿元。其中，同方股份拥有具备施工资质优质企业，组成联合体、在国家招标投标法律范围及投标方允许情况下竞标示范城市及非示范城市海绵城市项目，目前已经取得初步成功；此外公司坐拥清华控股资源，拥有再融资优势。

(2) 公司 2016 年主要工作：1、重点参与迁安、萍乡、遂宁海绵城市招标，迁安项目成功中标、尘埃落定；2、形成 2-3 个城市黑臭水体整治成型方案；3、布局智慧水务；4、外延式拓展环保领域。

(3) 公司是最纯正的海绵城市标的，子公司清控人居主做海绵城市规划设计，业内市场地位颇高（竞争对手中国城市规划设计院及地方城市规划设计院）；2015 年实现营业收入 1.1 亿元、净利润 1000 万元，净利率在 10%、处于较高水准。

(4) 公司与江南水务等共同设立禹泽环境产业基金，主要投资于华赛中标的海绵城市等 PPP 项目，拥抱万亿市场。

3.3. 博世科

(1) 公司是工业废水治理的稀缺标的，公司以造纸行业废水处理起家，具备技术、市场资源优势，产品的总体市场占有率达到 40% 以上、二氧化氯制备系统达到 80% 以上；未来发展方向包括重金属污染治理与环境

修复等，现在已取得清水塘、大湖等多个项目业绩。

(2) 重申我们的观点：公司市值较小，相对于潜在的业务领域业绩市值弹性可观，市值弹性优势凸显。公司已公告签约的 PPP 订单规模达 10.03 亿元，根据国家发改委，一般情况下 PPP 项目收益率 6-8%；如果按 7% 计算，那么签约项目有望合计带来年均 7000 万元左右净利润，是公司 2015 年净利的 1.6 倍。

(3) 公司 2016 年 4 月中标的南化搬迁地块土壤修复总承包项目意义重大。项目场址位于市中心，修复后可将用地性质改为商业用地、通过政府招拍挂带动附近商圈发展。项目要求 2016 年 10 月执行完毕、假设净利率 10%、可带来 2000 万元净利润(占博世科 2015 年净利润近 50%)。博世科此前有大湖、清水塘等项目业绩，作为广西唯一一家创业板上市公司，公司有实力将该项目打造为标杆性项目、并且在广西省内乃至省外展开异地复制

表 7: 相关上市公司盈利预测

| 公司名称 | 股价 | EPS (元) | | PE | | 评级 |
|------|-------|---------|-------|-------|-------|----|
| | | 2016E | 2017E | 2016E | 2017E | |
| 碧水源 | 18.42 | 0.64 | 0.83 | 30 | 23 | 增持 |
| 津膜科技 | 18.03 | 0.65 | 0.90 | 28 | 20 | 增持 |
| 博世科 | 40.04 | 0.58 | 0.79 | 58 | 43 | 增持 |
| 华控赛格 | 9.22 | 0.20 | 0.41 | 47 | 23 | 增持 |
| 瀚蓝环境 | 14.07 | 0.68 | 0.87 | 21.02 | 16.34 | - |
| 启迪桑德 | 33.55 | 1.27 | 1.61 | 25.93 | 20.51 | - |
| 首创股份 | 4.20 | 0.13 | 0.14 | 33.04 | 30.47 | - |
| 重庆水务 | 7.36 | 0.34 | 0.35 | 22.19 | 21.23 | - |
| 中山公用 | 10.68 | 0.63 | 0.70 | 17.09 | 15.45 | - |

数据来源：国泰君安证券研究（瀚蓝环境、启迪桑德、首创股份、重庆水务、中山公用盈利预测来自 wind 一致预期，股价对应 2016 年 8 月 25 日收盘价）