



2015.08.27

评级:

增持

上次评级:

增持

PPP 模式将体现社会资本综合实力

——“水务”PPP 案例点评

	王威 (分析师)	王锐 (研究助理)	车玺 (分析师)
	021-38676694	010-59312725	010-59312829
	wangw@gjtj.com	wangrui013946@gjtj.com	chexi@gjtj.com
证书编号	S0880511010024	S0880114110036	S0880515020003

本报告导读:

部分投资者仅对 PPP 大趋势有所了解,但对 PPP 具体项目设计、PPP 能否顺利推进存有疑虑。我们在此列举水务 PPP 案例,观点是 PPP 模式将体现社会资本综合实力。

摘要:

- **案例:广州西朗污水处理厂 PPP 模式成功运行。**项目总投资 10 亿元,工程于 2001 年 12 月建设,2003 年 10 月建成并通水调试,2004 年 4 月试运行,2008 年实现连续 3 年达标排放。西朗污水处理厂 PPP 模式获得成功后,广州市政工程已出现更多类似项目,当时广州北部白云区待建的 5 个小规模污水处理厂中有 2 个将采取 PPP 模式运作,此外还有华南干线和污泥处理项目也应用 PPP 模式

(<http://pppcenter.org.cn/alfx/swal/jcss/201508/101359JCG.html>);

- **项目简介:采用 BOT 模式,运营 17 年。**项目发起人是广州市建设委员会;发起人通过应标方式选择具备项目经验、技术实力、资金支撑、管理能力的社会资本方——美国莱姆纳国际有限公司。双方成立广州西朗污水处理有限公司,注册资本 3.33 亿元(中方 33%+外方 67%),其余资金 6.67 亿元通过招标来自中国工商银行广东省分行的项目抵押融资。项目包括西朗污水处理厂、输送污水入厂的 42 公里截污干管、4 个外围污水提升泵站, BOT 模式。项目公司通过招标找到工程商(香港亿辉工程公司)、运营商(广州市京水水务有限公司)。双方合同约定:15 年后讨论移交程序;17 年商业运行期满后项目公司将所有资产移交,中方承担移交中介费用(律师、税务等);
- **成功经验:优质伙伴+严谨合同+融资独到+管网先行+建设外包+运营外包。**(1)西朗项目政府方聘请高水平咨询公司广州市国际工程咨询公司作为顾问,合作方为世界 500 强泰科集团子公司,在竞争者多维跨国公司情况下,政府在融资过程中拥有谈判地位;(2)西朗项目特许经营合同经过各专业小组无数次谈判确定下来,对双方权利义务、水量水质、服务费用、合同变更等做出详细规定;(3)西朗项目融资独到之处在于改国外融资为国内融资,减少外债风险及融资成本,公开招标选择到中国工商银行广东省分行优质资金主体并签订近 7 亿元融资合同;(4)西朗项目因建设外围管网、将处理规模从 12 万吨/日提高到 15 万吨/日;因动迁难度大,管网建设必须优先于城市规划时间;(5)重点考察 EPC 承包商过往业绩及经验,确保工程质量;聘请有经验人员及专业监理公司组成工程现场小组、对 EPC 总承包商全方位监管;(6)通过招标形式,将污水处理运营管理分保给具备专业资质的运营分包商,确保正常运维、不被环保部门罚款甚至停产;
- **小结:成功运作水务 PPP 项目的社会资本环保企业应当具备经验、技术、融资、管理综合实力。**推荐碧水源,维持公司 2015-2016 年盈利预测,预计 EPS 分别为 1.30、1.81 元,维持“增持”评级。

相关报告

环保:《生物质事业迎来规模化、产业化发展机遇》

2015.08.20

环保:《加大投资额度,建设美丽中国》

2015.08.19

环保:《责任追究政策倒逼绿色 GDP 加速发展》

2015.08.17

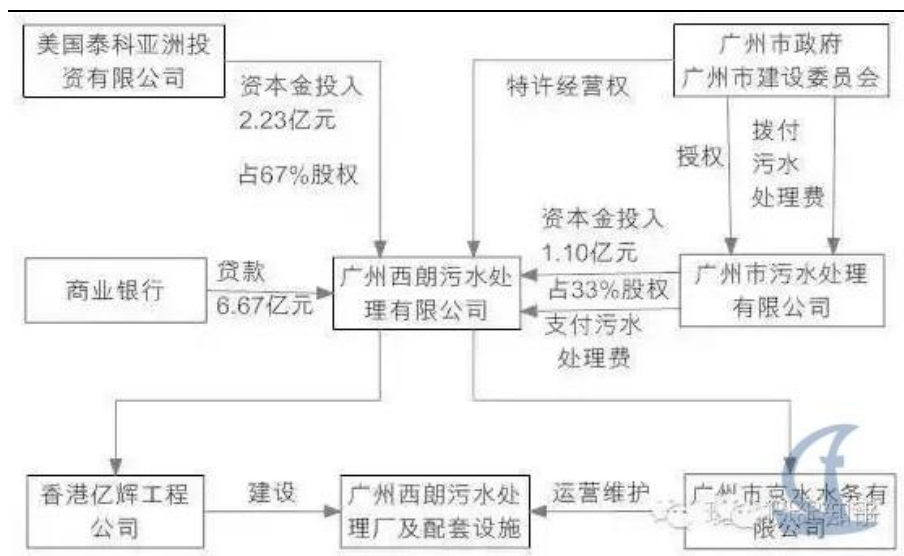
环保:《下半年政策机会渐多,有望实现业绩提速》

2015.08.17

环保:《国家监测事权上收,龙头企业率先受益》

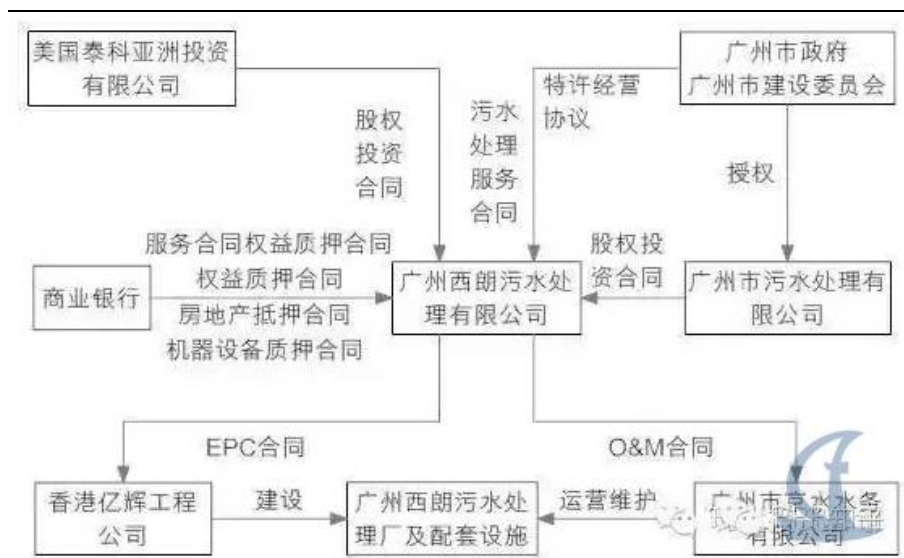
2015.08.06

图 1：投融资结构：注册资本 10 亿元左右



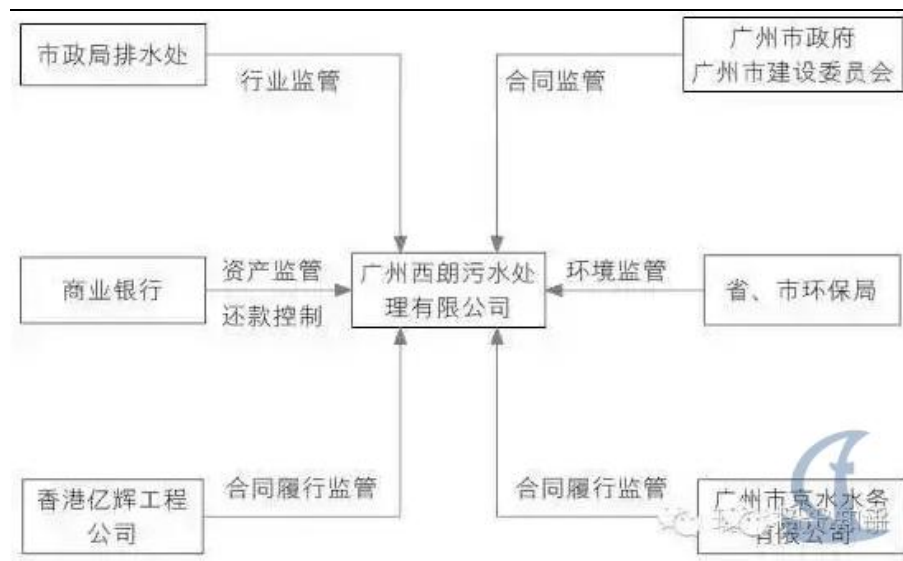
数据来源：政府和社会资本合作（PPP）研究中心

图 2：合同结构主要包括股权投资、污水处理服务、EPC 及运维合同等



数据来源：政府和社会资本合作（PPP）研究中心

图 3：监管结构主要包括行业、合同、资产、环境监管等



数据来源：政府和社会资本合作（PPP）研究中心

表 1：相关上市公司盈利预测

公司名称	股价	EPS（元）		PE		评级
		2015E	2016E	2015E	2016E	
碧水源	41.82	1.30	1.81	32	23	增持
津膜科技	18.19	0.43	0.61	42	30	-
万邦达	16.01	0.44	0.58	36	28	-
中电环保	11.30	0.32	0.41	35	28	-
巴安水务	18.32	0.43	0.69	43	27	-
博世科	57.44	0.94	1.43	61	40	增持

数据来源：国泰君安证券研究（津膜科技、万邦达、中电环保、巴安水务来自 wind 一致预期，股价对应 2015 年 8 月 27 日收盘价）

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		