

强烈推荐-A (维持)

碧水源 300070.SZ

目标估值: 27 元  
当前股价: 21.28 元  
2017 年 04 月 12 日

纯阳看年报之关于碧水源年报的四点分析

基础数据

上证综指	3289
总股本 (万股)	312340
已上市流通股 (万股)	200873
总市值 (亿元)	665
流通市值 (亿元)	427
每股净资产 (MRQ)	5.0
ROE (TTM)	11.9
资产负债率	48.6%
主要股东	刘振国
主要股东持股比例	13.59%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	30	15	30
相对表现	27	9	21

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《碧水源 (300070) —雄安新区会倒逼整个华北的水质提标, 真正受益的标的是碧水源》2017-04-05
- 2、《碧水源 (300070) —2016 三季报点评: 利润表略超预期, 资产负债表大超预期》2016-10-27
- 3、《碧水源 (300070) —2016 中报点评: 又现高增长低估值大公司, 列入核心推荐》2016-07-27

朱纯阳

010-57601855  
zhucy3@cmschina.com.cn  
S1090515060001

张晨

010-57601866  
zhangchen2@cmschina.com.cn  
S1090513100003

我们从利润、订单、盈利质量、盈利预期四个角度对碧水源年报进行了立体分析。公司 2016 年新增订单同比翻倍, 期末在手订单同比增长 131%, 对 2017 年业绩增长有强力保障。未来, DF 膜带来的净水业务推动公司从 500 亿市值向 1000 亿市值进发, 而雄安新区的设立将大幅加速公司净水业务的市场拓展、以及迈向千亿市值的进程, 维持强烈推荐, 小幅上调盈利预测, 并上调目标价至 27 元。

- **利润表分析: 收入增长 70.5%、净利润增长 35.6%, 利润率的下降主要是由于业务结构的变化, 污水处理整体解决方案核心业务毛利率依然稳定在较高水平, 预计 2017 年可实现 25 亿左右净利润。**2016 年, 个别项目非经营性原因的进度滞后影响了公司总体净利润提升的幅度, 若该项目正常结算, 预计 2016 年公司可实现归属净利润同比增幅应在 40% 以上。2016 年, 公司综合毛利率为 31.4%, 同比下降了 9.8 个百分点。但公司的核心业务污水处理整体解决方案毛利率依然稳定在 48% 左右的较高水平, 毛利率下降的主要原因是业务结构的变化, 低毛利的市政与给排水工程业务收入占比从 23% 提升至 47%。而这一变化与 PPP 模式大力推广、项目综合化的行业趋势相关。
- **订单分析: 2016 年新增订单总量同比翻倍, 期末未结算在手订单同比增长 131%, 对 2017 年业绩增长将有良好支撑。**2016 年, 碧水源共新增订单 153 个, 70% 为 EPC 项目, 总金额为 346.2 亿元。与 2015 年新增订单相比, 公司单体订单金额略有增加, 总体订单金额则大幅上涨, 同比增长 95.6%, 接近翻倍。同时, 公司截至 2016 年底的未结算在手订单还有 261.2 亿元, 同比 2015 年底在手订单 113 亿元增长了 131%。扣除增值税后, 公司 2016 年期末在手订单余额为 223 亿元, 是公司 2016 年收入 88.9 亿元的 2.5 倍, 大量的未结算在手订单为公司 2017 年业绩的持续增长提供了良好支撑。
- **现金流状况分析: 销售商品收到现金回流变慢, 与 PPP 模式及营改增有关; 应收规模仍可控, 且应收增加的同时应付账款也大幅增加, 上下游同时占款保障现金流。**2016 年公司现金回流状况较 2015 年变差, 但 73% 的销售商品现金回流占收入比重仍属于行业正常均值。现金回流变差与 PPP 模式和营改增有关。而且公司应收款的控制仍然较好, 且在应收账款增加的同时, 应付账款也在更大幅度增加, 上下游的同时占款保证了公司现金回流仍可正常。
- **业务方向及盈利预测: DF 膜带来的净水业务将推动公司从 500 亿市值向 1000 亿市值进发, 而雄安新区的设立将加速公司净水业务的市场拓展、以及迈向千亿市值的进程。**我们预计 2017-2018 年碧水源可实现净利润规模约可达到 25 亿元、34 亿元, 小幅上调公司归属净利润增速至 35% 左右, 维持对公司“强烈推荐-A”的投资评级, 可按 2018 年 25 倍 PE 估值给予一年期目标市值至 850 亿元, 对应目标价 27 元。
- **风险提示: 项目进度低于预期导致业绩结算低于预期, 政策变化风险。**

**事件：**

碧水源发布年报，2016 年度，公司实现营业收入 88.9 亿元，同比增长 70.5%，实现归属于上市公司普通股东的净利润 18.5 亿元，同比增长 35.6%，基本每股收益 0.60 元，业绩符合预期。

**评论：**

**一、利润表分析：**收入增长 70.5%、净利润增长 35.6%，利润率的下降主要是由于业务结构的变化，污水处理整体解决方案核心业务毛利率依然稳定在较高水平，预计 2017 年可实现 25 亿左右净利润。

(1) 收入增长 70.5%、净利润增长 35.6%，个别项目进度滞后影响净利润提升，若正常结算预计 2016 年实现归属净利润同比增长应在 40%以上，考虑延后至 2017 年结算的个别项目，2017 年预计可实现归属净利润约 25 亿元。

2016 年度，公司实现营业收入 88.9 亿元，同比增长 70.5%，实现归属于上市公司普通股东的净利润 18.5 亿元，同比增长 35.6%，与业绩快报的 18.7 亿元相差不大。

2016 年，个别项目非经营性原因的进度滞后影响了公司总体净利润提升的幅度，若该项目正常结算，预计 2016 年公司可实现归属净利润同比增幅应在 40%以上。考虑该项目延后至 2017 年结算，2017 年公司预计可实现归属净利润约 25 亿元。

(2) 净利润增速低于收入增速，毛利率下降的主要原因是业务结构的变化，污水处理整体解决方案核心业务毛利率依然稳定在较高水平，而业务结构的变化是顺应行业发展大趋势的。

2016 年，公司净利润增速低于收入增速的主要原因在于综合毛利率的下降。2016 年，公司综合毛利率为 31.4%，比 2015 年的 41.2%下降了 9.8 个百分点。但是，仔细观察公司分业务毛利率情况可以看到，公司的核心业务污水处理整体解决方案毛利率依然稳定在 48%左右的较高水平，而毛利率下降的主要原因是业务结构的变化，低毛利的市政与给排水工程业务收入占比从 23%提升至 47%。

而公司业务结构的变化与 PPP 模式大力推广、项目综合化的行业趋势是相关的。2016 年以来，在 PPP 模式的大力推广下，区域水处理综合性的打包项目增加、流域治理打包项目增加、生态修复类综合项目增加，因此，在污水处理整体解决方案订单快速增长的同时，碧水源业务中的市政、土建、给排水工程类项目也对应增加。虽然综合毛利率下降，但碧水源核心业务盈利能力仍高，原有的膜法水处理市场及盈利空间并未减少，而是在原有业务基础上，增加了市政、土建、给排水工程等其他业务市场。

**表 1：2016 年碧水源收入构成及分业务毛利率变化**

序号	分业务	营业收入（亿元）		营业收入占比		毛利率	
		2015	2016	2015	2016	2015	2016
1	污水处理整体解决方案	37.9	45.0	72.6%	50.6%	48.5%	47.6%
2	净水器销售	2.2	2.3	4.2%	2.6%	47.6%	48.2%
3	市政及给排水工程	12.1	41.6	23.2%	46.8%	17.2%	13.0%
	总计	52.1	88.9	100.0%	100.0%	41.2%	31.4%

来源：公司公告，招商证券

**二、订单分析：2016 年新增订单总量同比翻倍，期末未结算在手订单同比增长 131%，对 2017 年业绩增长将有良好支撑。**

2016 年，碧水源新增订单情况如下表 2 所示，公司共新增订单 153 个，70% 为 EPC 项目，总金额为 346.2 亿元。与 2015 年新增订单相比，公司单体订单金额略有增加，总体订单金额则大幅上涨，同比增长 95.6%，接近翻倍。同时，公司截至 2016 年底的未结算在手订单还有 261.2 亿元，同比 2015 年底在手订单 113 亿元增长了 131%。扣除增值税后，公司 2016 年期末在手订单余额为 223 亿元，是公司 2016 年收入 88.9 亿元的 2.5 倍，大量的未结算在手订单为公司 2017 年业绩的持续增长提供了良好支撑。

**表 2：碧水源 2016 年新增订单及期末在手订单与 2015 年比较**

类型	2016 新增订单 (亿元)				2015 新增订单			
	数量 (个)	总金额	单体订单金额	期末在手订单	数量 (个)	总金额	单体订单金额	期末在手订单
EPC	105	138.9	1.32	69.1	47	57.3	1.22	38.0
BT	2	11.7	5.85		5	29.6	5.92	
BOT	46	195.6	4.25	192.1	27	90.1	3.34	75.0
<b>合计</b>	<b>153</b>	<b>346.2</b>	<b>2.26</b>	<b>261.2</b>	<b>79</b>	<b>177</b>	<b>2.24</b>	<b>113.0</b>

资料来源：公司公告，招商证券

**三、现金流状况分析：销售商品收到现金回流变慢，与 PPP 模式及营改增有关；应收规模仍可控，且应收增加的同时应付账款也大幅增加，上下游同时占款保障现金流**

2016 年公司现金回流状况较 2015 年变差，2016 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 64.9 亿元，同比增长 37%，低于收入增速，占收入比重为 73%，同比下降了 17.8 个百分点，但 70% 以上的销售商品现金回流占收入比重在行业内仍属于正常均值水平。现金回流的变慢有两方面原因：一是营改增导致税收现金支出增加；二是 PPP 模式下现金回流速度较之前公司的 EPC 模式有所放缓。

但从公司应收账款占收入比重来看，应收账款的控制仍然较好，应收账款占收入比重为 48%，并未增加，且同比还下降了 1.6 个百分点。其中，一年以内应收占比达到 73%，账龄结构仍然健康。此外，更值得注意的是，公司应收账款增加的同时，应付账款也在更大幅度增加，公司应付/应收的比值从 2015 年的 79% 提升至 117%，2016 年底的应付账款甚至超过了应收账款，上下游的同时占款保证了公司现金回流仍可正常。

**表 3：现金流状况分析 (亿元)**

年份	销售商品、提供劳务收到的现金	占营收比重	应收账款	占营收比重	一年以内应收占比	应付账款	应付/应收
2015	47.3	91%	25.7	49%	68%	20.3	79%
2016	64.9	73%	42.3	48%	73%	49.5	117%
YOY	37.0%	-17.8pct	65.0%	-1.6pct	4.4pct	143.9%	37.8pct

资料来源：Wind，公司公告

**四、业务方向及盈利预测：DF 膜带来的净水业务将推动公司从 500 亿市值向 1000 亿市值进发，而雄安新区的设立将加速公司净水业务的市场拓展、以及迈向千亿市值的进程。小幅上调 2017 年净利润至 25 亿元，对应上调目标市值至 850 亿元，对应目标价 27 元。**

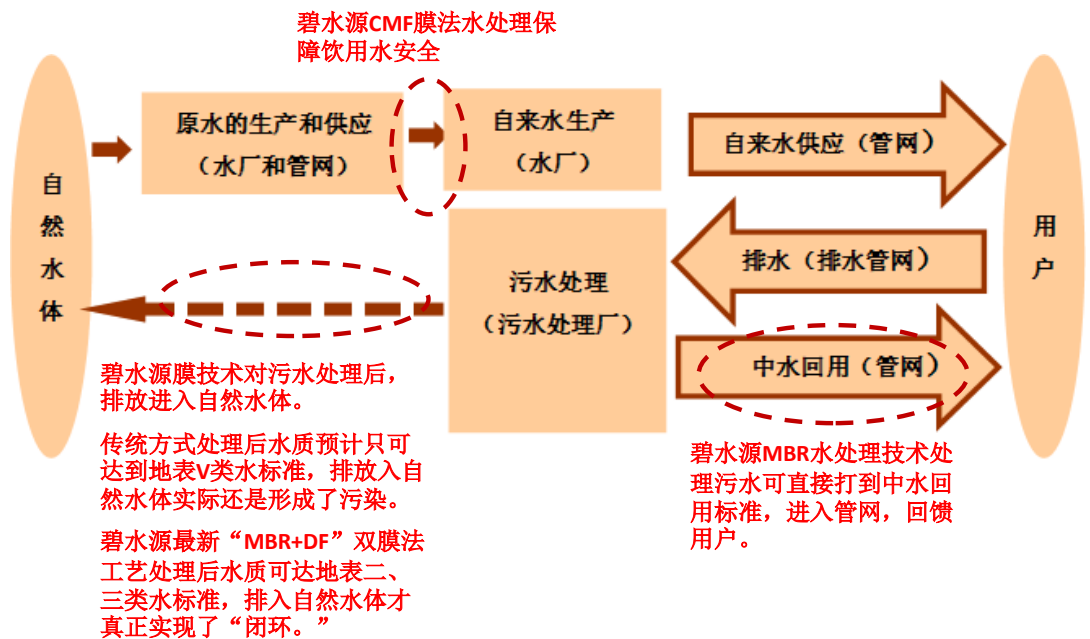
碧水源公司目前是世界上承建大规模 (10 万吨/日以上) MBR 工程最多的企业，约占全

世界总数量的 50%；同时，公司可以将污水通过自主创新的“MBR+DF”技术直接打到地表水 II 类或 III 类，是国内唯一拥有该技术并完成大规模工程应用的环保企业。创新是碧水源的发展源泉；也是公司的核心竞争力。纵观目前我国的水处理市场，只有碧水源的双膜法将污水在低成本下处理到地表二、三类水质，并已有项目稳定运行长达两年时间（北京翠湖 2014 年 9 月投运）。

长期以来，我国华北平原甚至全国大部分地区都面临缺水问题，但事实上，水作为循环使用永续存在的物质，并没有不够，我们真正缺少的是干净水。我们用完的水排出来并不是水就蒸发了没有了，而是我们排出来的水即使是通过污水处理厂处理的水也还是污水，不是能够使用的水，在我们的水务产业链中，自然水体供水给我们生活、工业使用后，形成的污水通过污水处理厂处理，仅达到地表 V 类水标准，排放进入自然水体还是形成污染，并无法实现水务链条的真正闭环，让净水回归自然水体，水资源永续充足。

而碧水源的“MBR+DF”双膜法水处理技术路线能直接将污水处理至地表二、三类水水质，排入自然水体，真正实现水处理的闭环。在这样的闭环下，雄安新区的水资源短缺不再是问题，华北平原的水资源紧缺也不再是问题，中国的水资源不足也不是问题。因此，污水提标回用是一个历史进程，碧水源的 MBR 让它实现了前 500 亿市值，碧水源的 DF 膜会实现公司后五百亿达到千亿的进程，而雄安新区的设立及当地对水资源的渴求将加速碧水源 DF 膜净水业务的市场拓展进程，进而加速公司市值迈向千亿的进程。

图1：水务行业产业链及碧水源在其中扮演角色



数据来源：招商证券

我们认为，双膜法以净水解决我国水资源短缺问题，对我国水资源紧缺长期具有重要意义，整个白洋淀平均年份蓄水量为 13.2 亿方，对应 366 万吨/日污水处理厂一年的污水处理量，因此只要 366 万吨/日污水处理厂一年水量得以资源化利用成为净水，即可实现一个白洋淀一年的需水量，而我国北京目前的生活污水处理能力为 461.7 万吨/日，整个华北平原城市生活污水日处理能力为 1769 万吨/日，若华北平原污水全部资源化利用，可再造近 5 个白洋淀。

因此，双膜法的净水业务未来必定大有可为，雄安新区的污水资源化进程推进还只是一个开始。雄安新区市场的开启，将具备极大示范效应，推动公司的净水业务向全国铺开。此次雄安新区设立、净水市场开启对未来碧水源的市场空间将有三方面提升：

- **一是污水资源化提标处理，这部分市场碧水源将大比例占据：**截至 2015 年底，京津冀地区城市生活污水日处理能力合计为 1312 万吨/日，其中北京为 461.7 万吨/日，天津为 285.9 万吨/日，河北为 564.4 万吨/日；而扩展至华北平原（北京、天津、河北、山西、内蒙）整体城市生活污水日处理能力合计为 1769 万吨/日。要达到地表三类水标准，全投资费用约为 6000 元/（吨/日），因此，对应京津冀地区污水资源化市场投资为 787 亿元，对应华北地区的总投资为 1061 亿元。而碧水源在这一大市场中预计将与 MBR 类似，占据 70% 以上的市场份额。（目前技术处于独家状态，比之前 MBR 兴起时卡位更好）
- **二是对应的管网投资，这部分市场碧水源也有部分涉及：**由于污水需要资源化回用，因此需要配套专门的管网，将带动当地管网投资增加，按污水处理厂与管网投资接近 1:1 的比例，华北地区管网投资也需约 1000 亿。
- **三是河湖生态治理投资（不含污水处理厂部分的），这部分业务碧水源也有涉及：**雄安新区白洋淀目前仍是劣 V 类水质，根据《河北省白洋淀和衡水湖综合整治专项行动方案》，到 2019 年，白洋淀淀区除南刘庄点位水质达到地表水 V 类标准外，淀区其他区域水质达到地表水 III 类标准，入淀河流水质稳定达到国家和省考核目标要求。经过 5 年综合整治，白洋淀地区水质要有明显提升，生态功能得到有效恢复。这部分河湖生态治理将不仅仅是当地污水处理厂提标，还有生态修复等项目规划。类比过往滇池治理、太湖治理投入，白洋淀地区河湖生态治理预计投资也将在 1000 亿元左右，而碧水源在这部分业务也有涉及。

综合三方面来看，碧水源业务对应在华北地区将有 3000 亿左右的市场空间提升，其中 1000 亿的污水资源化提标改造市场将由碧水源大比例占据，按公司目前 20% 左右的净利率水平，对应 600 亿净利润空间，而 2017 年公司预计实现归属净利润还只有 25 亿，未来成长空间仍然巨大。更长远的未来，若污水资源化进程向全国推广，按 2015 年底全国污水处理能力 1.6 亿吨/日（为华北 10 倍）来算，污水资源化以及配套管网对应的市场空间将在 2 万亿。

结合公司目前订单及结算进度预期，我们预计 2017-2018 年碧水源可实现净利润规模约可达到 25 亿元、34 亿元，小幅上调公司归属净利润增速至 35% 左右，若污水资源化市场打开，公司业绩还有上调预期，估值也有望上移，因此，维持对公司“强烈推荐-A”的投资评级，可按 2018 年 25 倍 PE 估值给予一年期目标市值至 850 亿元，对应目标价 27 元。

## 五、风险提示

- 1, 项目进度低于预期导致业绩结算低于预期。
- 2, 政策变化的风险。

## 附：碧水源 2016 年报业绩交流电话会议速记

**主持人：**招商证券董事、环保行业首席分析师朱纯阳

**嘉宾：**碧水源副总兼董秘何总

**朱纯阳：**各位好，我是招商证券环保研究员朱纯阳，欢迎大家收听今晚碧水源年报业绩解读电话会议，公司因为前段时间雄安新区概念股价涨幅很大，大家都在想碧水源到底在雄安新区概念中是怎样一个受益的过程，今天也是碧水源发布年报的时间，大家可以从年报快速分析解读中得到自己的部分结论。我一直觉得，碧水源前 500 亿市值，是凭借 MBR 的，因为整个 MBR 可以让污水处理达到地表水四类，不光是提标，同时还大量减少了占地，减少了三分之一到二分之一，在未来的城市水建设中是比较重要的，因为土地会越来越贵，第三个，在城市扩容的过程中，污水处理厂都需要外迁，或者就地做成地埋式，一旦做成地埋式，MBR 因为土地的因素，会大大减少地埋式的土方工程量，而且地埋式就目前来看，MBR 是最适合的方式。所以我觉得从城市未来的省地角度，提标的角度，和外延的角度来看，MBR 是一个大的方向，也贡献了公司目前的 500 亿市值。公司开发的 DF 膜，可以将污水处理到地表水二类的标准，地表水二类就是可以产生新水源的一个状态。这件事情我觉得一直都是比较重要的方向，未来污水资源化应用会是一个必然的历史进程，但是也没有想到雄安新区需要新的水源这个事情会触发整个一个行情，把这个历史进程做了一个加速，也是目前股价表现的一个比较重要的原因，我这边就不再多叙述，今天很荣幸请到董秘何总跟大家做一个相关情况的交流。

**何总：**大家好，很高兴，首先非常感谢招商证券朱纯阳的团队，这么晚还能够组织这么一个会议。可能大家看到了，我们公告了年报，整体来说，我们年报的净利润增长应该在 35%，应该还是处于一个比较正常的状态，整个公司，应该说跟整个国家大的环保形势是差不多的，毕竟我们从事的行业跟政府相关，确实实我们自己也感觉到，从今年一季度开始，每个地方政府的官员到位以后，做事情完全不一样了，所以我们觉得跟政府的关联度还是很大的，因为也是 2G 的模式，今天还有投资者问，我们最大风险是什么，我们说，最大的风险，就是跟政府做事情的方式有些关系，从整个环保产业来说，可能去年大家也知道，治理河道比较火，当然我们也参与了类似的一些项目。我看了去年的统计，应该说去年碧水源整个是 150 个项目，总共除了有 10-20 亿 EPC 以外，其他将近 200 个亿都是 PPP 的合同，应该在历史上，都是速度很快的，我记得我们 15 年是 90 亿，增长了一倍。另外，整个环保，从财政部来看，水、固废都是以 PPP 模式来做，所以这几年还是走得很快。我们碧水源还是秉承一个理念，当很多东西是高潮的时候，我们也要冷静去思考行业，我们自己到底走什么样的路，怎么样把公司做大。这是我们管理团队一直都在思考的一个事情。作为碧水源，我们目前在环保行业里面，可能还算一个相对较大的公司。我们也对过去所有用膜的项目进行了统计，现在进入到运行阶段的，无论是 EPC、BOT 还是 PPP，也接近到了 2000W 吨的水平。预计未来在膜的更换方面也有比较好的收益。去年，应该说从市场角度来说我们还是取得了不错的业绩，但是我也说句实在话，目前的环保项目比过去的项目质量还是有所降低的，因为毕竟不光是污水处理，还有各种各样的东西都进到环保项目里面来了，比如 PPP 项目里面，有各种管网什么的。所以也造成了整个项目的质量下降，也是与目前形势相关的。我觉得碧水源还是走技术创新为主的路，大家今天也看到，我们核心业务的毛利率还是没有大的降低，我们膜这块的竞争力还是比较强的，其实从很多方面我们也不比他们 GE 的膜差。我们也能够感受到，在膜这个领域，我们还是走在比较好的道路上。就目前的统计，在国内的膜的市场占有率，我们还是处于比较高的市场份额。比较大的膜

的项目基本上还是让我们拿到了。去年可能大家看到了，我们负债率稍微有所上升，有个原因在于，盈德气体，我们为他准备了一笔钱，最后也没有还，大家看到了，我们把它卖掉了，相当于增加了负债，也增加了现金。我们在风险控制方面还是不错的，去年年底手头有 90 个亿现金。整个公司来说，我觉得如果民营企业进入了靠钱来竞争的状态，我觉得民营企业还是很难去生存，所以我们还是希望进入以创新为主的状态。这几天公司股价表现的比较好，我也觉得跟我们从事的行业有点关系，我们也想，08 年奥运会成就了我们的碧水源的 MBR 技术，因为本身搞奥运会，标准提高了，所以我们的 MBR 得到了广泛的应用，奠定了很好的基础。这几年我们一直在开发技术，其实环保行业里面好像大家对技术不是很关注了，行业里面包括那个湖南的人大代表也说，环保很多变成了一个工程公司，搞工程的都来搞环保了，这个可能也是环保行业比较悲哀的地方，但是碧水源还是自己做自己的技术，包括我们 MBR，DF，能够把水变成二类、三类，我们想，雄安这种开发区的政策，应该来说对我们更好地技术，提供了一个千载难逢的机会，也许能够带动我们 DF 膜和公司的第二次的腾飞，我们也相信未来雄安新区的建设，应该是拼技术，而不是拼关系和钱。因为国家缺的不是钱，缺的是创新。所以我觉得未来还是靠自身技术创新实力来做，而不是靠展示自己有多少钱，或者关系有多好，我觉得这些都是不可持续的。所以未来我们碧水源能够以创新为主，甚至有机会的话，还能够在相关的领域，以创新来带动我们更多的盈利点发展，当然目前来说我们是以 2G 的方式来做，未来无论是我们希望能够发展到 2B 还是 2C 里面，我们也希望能够补齐这些短板，能够有所作为，能够让碧水源保持一个比较稳定的状态。我要说的就这些，还是留点时间给大家做交流吧。

**朱纯阳：**今天晚上本来何总有个活动，但是考虑到很多投资者今晚有这个需求，所以就跟何总商量能不能抽点时间开一个电话会议，大家有问题也可以发表提问，我刚刚也查了数据，我们订单的数据确实也出现了比较大的增长，BT 和 EPC 大概同比增长了 60%，BOT 同比增长了 116%，这是远远高于 16 年的利润增长的，所以能预期到未来很好的一个变化，第二个事何总说的我也很有感触，就是真正碧水源有名气的时候就是奥运水系建设的时候，那个时候国家对水提出了一个要求，碧水源的技术能够满足要求，所以当时出了很大的名气，也有了很大的发展，现在雄安也是一个类似的情况，可以说每次对水质要求的提升，对碧水源的发展都是一个触动。

**Q：**何总您好，我有两个问题，第一个我看久安并表之后是 60 亿收入，5.6 亿利润，因为久安主要是做我们工程那块的，我想这块我们有没有关联，就是膜设备卖给久安呢？因为 16 年全年我们是 89 亿收入，如果减去 60 亿收入，剩下就是 28 亿收入了。

**A：**其实久安过去有一部分股份的时候，跟我们之间的利益分得比较清楚些，现在久安已经是我们全资的了，你看现在招标都需要你有资质，虽然一般来说久安是进门的地方，入门都是靠他，所以第一入门靠他来做，第二，土建、安装、管道的施工，生态、系统的建设都是通过久安。其实我们分包给别人也是通过久安。但是核心的设备，久安还是没有去做的。

**Q：**我看那个子公司的披露，他有 61 亿的收入，我就想问问久安这 61 亿的收入是不是就是您说的...？

**A：**60 亿是这样，他要是和碧水源合并起来，久安他就不一定有那么多收入了，因为有些收入是他和碧水源之间的，你比如说它是个总包，他把设备分包给碧水源了。但是

收入还是算在久安的名下，你刚刚说过的东西，可能包括这个，如果说分开有这么多，合并以后他就不一定有这么多了。

**Q:** 如果这么讲，那么也基本就可以理解了，我看我们膜产品重大关联销售披露 14 个亿，我们膜设备总共 44 亿，对吗？（点赞）

**A:** 对对

**Q:** 第二个问题，您刚刚说 2000 万吨污水用了我们的膜，我想问问这里面污水供水分别占多？

**A:** 污水可能 90%，自来水现在不到 10%。

**Q:** 如果这样，我看全国总共污水处理量是 1.7 亿吨，那如果我们 2000 万吨 9 成都是污水的话，那全国 MBR...？

**A:** 我们接近 10%了，膜技术领先，10%，甚至有所高过，我估算我们国家现在的污水处理量是在 2 亿吨左右，但是这里面有是包括了农村的污水，我们那部分里面有一部分是农村的污水。

**Q:** 是那个 CWT 吗？

**A:** 对，是 CWT，我们现在的那个 CWT，出货量挺大的。

**Q:** 你估计这个 2000 万吨是有多少是这个 CWT 的？

**A:** 我估计有 300 万吨左右，和这个政策相关，因为碧水源原来做这个流域治理，新农村等这些起家的。

**Q:** 那全国 2 亿吨里面，您估计用膜法处理的现在占比大概是多少？

**A:** 我自己感觉到应该在 1500-1600 万吨，应该问题不大，我们估计，现在 1 万吨以上的应该是在 1445 万吨，就是 1440 万吨左右。

**Q:** 那这个 1440 万吨是我们做的还是市场上做的？

**A:** 我们做的，还有 100-200 万吨是别人做的

**Q:** 那我们的市占率占 80%-90%。

**A:** 我们的市占率在 70%-80%吧。我们应该是挺高的，因为做膜的不多，做膜第 2 多的是金科，但是金科做工业方面的比较多，做设备方面并不多。

**Q:** 你说的是北京的金科水务是吧？

**A:** 对，金科水务，他主要是做工业的多一些。



**Q:** 好的谢谢。

**Q:** 我有几个问题，第一个问题是，如果按产品看，除了净水器毛利略有提升，其它包括市政给排水工程，污水的解决方案，都是略有下降的，您能够为我们解释一下吗，就是为什么毛利率会下降？

**A:** 毛利率下降有几个方面，第一个实际上就是增值税对我们有影响，原来是 3.3%，现在变到工程上是 11%，有一部分是 17%，你毛利率高的话肯定你是吃亏的。第二个就是碧水源我们的综合技术解决方案，应该相对还是有一点起伏，但是不是特别大，但是对整个环保行业，我刚刚也说了，现在有几个变化就是跟过去不一样的，就是，河道，有时管网，一个包里面，东西挺多的。过去我们做的主要是装备，现在可以看到厂内，甚至场边的东西也打进去了，所以相对来说，就是其它的东西多了。

**Q:** 第二个问题是您刚刚提到，现在我们差不多有 2000 万吨水用到的膜，之前公司说膜的寿命是平均 5-8 年，这样的话，我们 2008 成立，2010、2011 年有自己的膜出来，那么是不是 2018、2009 年就进入一个大规模换膜期呢？

**A:** 应该是，现在每年都有增长，比如去年 2-3 个项目是换膜的，应该还是有增长的，有的地方是使用到了一定的年限，还要补膜，就是膜不够，通量有所下降的时候，要补回来。这块我觉得后期会越来越的，我自己感觉是。

**Q:** 就是和我们前期接的工程的量是成正比的，如果单纯换膜，那我们这部分的利润率会不会（提高），因为只卖给他膜？

**A:** 膜的利润率是挺高的，膜那一方面我们的毛利率膜 60% 以上吧。

**Q:** 因为现在雄安新区是比较火的，我们有没有接到一些雄安新区附近的污水整体解决方案或政策？

**A:** 大家谈这个雄安新区，我来谈一些看法，我们还是有一点点感受的。第一个就是原来一个保定，我们想谈，就是你们也看喽，在前年，我们也在保定可能有个大合作框架的，去年呢我们和天津城投一起帮白洋淀做整个流域的环境方案，就是整个流域的治理，挺大的，那个时候整个是 800 多亿，现在雄安成立后，我自己感觉那个方案现在都不管用了，都要推倒重来。因为你们去读习主席说的，就是政府说的，这是一个高起点的新区，第二个就是雄安新区是一个推导重来，现在我们其它地方的污水处理都是头痛医头脚痛医脚，现在的雄安新区是一个推倒重来，现在谈雄安新区肯定都为时尚早，因为整个规划都没有出来，但我们能够感受到，那个地方，你想想，地方的水不是特别足，这个新区一定要挂很多 GDP，GDP 是跟使用水有正比关系的，那用的水从哪里来？大家可能也看到，前两天看到个新闻说从两个地方调 5000 万吨水到白洋淀，但是这个调水只能说是临时性的。我们认为，要持久性的解决一个地方的水的问题，必须要用我们的办法，要把这个水循环利用起来。另外在北京，大家可以看到，北京市的水是到了地表四类，但是我们海淀区去年的政府工作报告是提高到地表水三类，因为我们有政府新的水厂，实际上没有任何问题的，所以我感觉，我们国家，我也觉得中央，就是要做一个世界上从来上没有的，这个肯定是要用最先进的理念，要用最好的，中国人好的办

法解决这个问题。我觉得雄安什么都不缺，钱也不缺，他有关系的人多的去了，我觉得最后根本靠技术。我觉得雄安未来的标准应该是很高的，大家都知道，传统的方法，都是按概率论来算这个达标的；第二呢，也到不了一个很高的标准，所以我们的技术，特别是 MBR+DF 的技术，我们这方面工作已经准备了这么久，也做了这个东西，我们希望能够为雄安，乃至整个华北地区的缺水，更重要。我们都知道水，越缺水，越容易脏，水越少就越容易脏，越脏就越缺水，这是个恶性循环。我看社会上很多人也在说雄安新区，也在说这个缺水。我们知道华北，特别是保定下面，地下水原来我看到统计数据，缺了 90 亿立方米的水，这个可不是一个很简单的事情，所以我觉得未来解决这个问题应该是要靠技术，不是靠关系，也不是所谓的钱能够解决的。所以我们很乐观能够看到未来的规划，这个标准的提高，甚至会带动华北怎么解决水危机，怎么解决环保问题，所以这个我们要有一个乐观的态度。目前来说我觉得，我们都知道包括雄安这个地方，连工商都封了，都不让你做了，我觉得现在过不了项目也没什么意思，我觉得还是要等到整个国家（规划），我们也在积极的准备，我们也在全力参与这个地方的，包括这个规划，包括怎么做一个标准，这才是一个最关键的要素，虽然我们也是国内不能说，但也许是唯一吧，我们能够把污水提到二类，三类，并且都是我自己的技术，我自己的产品，这是我们很欣慰的。所以我们也希望借助雄安这个机会，能让碧水源有第二次腾飞，让我们的技术能够真正的在我们国家用起来，估计很多人都是应付式的，都是假惺惺的在做，我觉得这次雄安新区不应该是假的吧，肯定是一个是长久的解决办法。

**Q:** 何总您好，我看我们的营业成本，每一块都是快了很多，之前也是市场有预期 16 年是有 60% 的增长，最后是 30% 多，也是导致了一月份的股价的比较大的下跌，何总能说明一下，为什么成本增长这么快吗？

**A:** 因为，你也知道我们国家的整个成本上升的还是比较快的；第二，去年，你也知道，包括营改增等一些列的问题，中央都说是好的，其实对我们工程占比较大的公司成本还是有一定影响；第三，我刚刚说的，因为我们和政府做事的风格有些关系，所以包括进度很多东西，打单子很多，但是业务没有真实增长，也和进度有关。但是我自己有个感觉，就是去年年底到今年上半年，领导调整的很快，好像现在大家都进入一个没有历史包袱了，甩开膀子干活的阶段，所以未来应该还是很乐观了

**朱纯阳:** 我补充两点，16 年年报，碧水源的营业税/收入的占比已经从原来的 1.5% 大幅下降到了 0.57%，占比变动还是蛮大的，营改增对收入成本都会有一个比较大的影响。还有一个补充就是，去年有一些项目转移到今年的 1 月份结算的影响，如果把那个转移拿过来的话呢，应该是加 10% 左右的增速，现在业绩增速是 35%，其实是和之前大家 50% 的增速预期应该是没有差别太大，就是这样的一个情况。

**A:** 我们 20 几号，应该会一季度的报告也会出来，我们今年一季度大单的情况还是比较乐观的，还是比较好的，我们一季度差不多接近去年一半的单子量，因为平时大单一般都在三四季度，今年一季度速度更快，说明我们国家的政府的效率，干活的速度都在加快，所以我自己感觉到，像我们这种公司应该来说吧，整个跟国家的利润联系在一起，所以只要相信国家，我觉得我们也不应该有问题。

**Q:** 何总，目前碧水源的 MBR 和 DF 膜在北京后续的推广情况您能简单说一下吗？

**A:** 其实北京啊，它是首都嘛，包括南水北调也来了，北京现在还是一个地表水四类，

没有后面加了 DF，原来我们要做一个 60 万吨的 MBR+DF 的项目，但是现在还在论证阶段。但是北京已经包括南水北调都已经做完了。我觉得雄安可能不一样，因为是新冒出来的，也许原来南水北调就没有考虑雄安要建新区了，所以我觉得要解决雄安的问题，还是要用好的办法去解决，这个可能我们认为 MBR+DF 有很好的机会，这是我们的一个看法。当然最终是不是能够落实，我们就看这个雄安新区最终的这个规划或这个计划，还有它的标准，这个相当地重要。

Q：明白，您能不能，因为碧水源是全程见证了北京的这个水的治理的过程嘛，过去十多年这样一个经验嘛，从您这样的角度来看啊，您觉得未来的这个雄安的这样一个水处理的市场空间，和北京来对比，大概是半个北京还是一个北京还是两个北京，大概是怎样来看这样一个市场的空间？

A：我觉得雄安肯定比北京大，为什么啊，你就看我们的 GDP，因为我刚才说啊，一万亿块钱的 GDP 大概是一般是多少水，一般是有一个直接联系的比例的，你看啊，无论是浦东还是深圳，它都是上万亿的，可能比北京都大，所以我觉得，并且他们还是以工业为主，因为我们耗水主要是工业领域，所以我觉得应该来说雄安肯定应该比北京的未来的用水量更大吧，这就是我们的一个看法。另外北京已经不是经济首都了，他已经那个四个中心里面没有这个，他是国际交流、政治、文化、还有科技创新。

Q：我就是说未来 5 年的雄安的一个市场的体量和过去 10 年的北京的这样一个体量来比，您觉得？

A：那我我觉得 5 年以后说不动就超过北京了。

Q：明白，好的，我再问您一个问题，就是雄安的事情出来以后，包括港股、A 股的反应来看，其实首创股份、碧水源、北控水务，其实市场都是挺多关注的嘛，表现也都还可以，您怎么看将来你们这三家公司的一个竞争格局和各自的一个优劣势啊？

A：我觉得，雄安不是说有十万吨、二十万吨水的一个问题，关键问题还是靠有没有技术。雄安缺钱吗？缺关系吗？不是靠这个吧，我觉得应该是打硬仗。雄安最大的问题还是怎么解决水的问题，可能这才是它的核心。我觉得作为碧水源，我们希望是拿技术当敲门砖，并不想拿关系或者拿钱去当敲门砖，这大概就是我们的一个想法，作为我们搞企业的就是这样。我有了这个技术，我迟早要走上平台的，因为只有我能够解决这个问题，别人解决不了这个问题，这大概就是我想说的。

Q：明白明白，好的，我的问题就到这里，谢谢何总，我觉得两三年前的时候看这个公司，到现在确实增速起来了，业绩起来了，估计很快就能到您之前说的那个千亿的目标了，谢谢何总。

Q：何总晚上好，我就有一个比较简单的问题，就是关于整个污水处理市场发展阶段的问题，就是我的理解整个污水处理是新建、改建和提标，然后从您的实业的角度来看的话，我国现阶段的话是处于一个什么样的发展阶段，公司的话现在是新建的多还是改建的提标的项目更多呢？

A：我通俗地跟您说一下啊，就是中国的这个环保治理，现在还在一个阶段就是从无到

有的后阶段，后面呢可能有一部分领域已经启动了从有到好了，有的地方还在从无到有的后面阶段。所以呢我们碧水源拿到的好多项目呢，都是原来有项目，既要提标又要扩容，这样的项目比较多，80%以上的项目是这种类型，你知道吧，所以呢就是处于从无到有的后段，然后从有到好的前段，处于这个阶段。

Q: 谢谢，我就这一个问题，谢谢何总。

Q: 何总您好，非常感谢这么晚还搞这个电话会议，就是有一个问题我想请教一下，就是刚才您也提到，你们目前在这个污水处理领域的份额还是挺高的，但是绝对的份额可能也就 10%左右，我不知道有没有听错啊，就是全国大概 2 亿吨左右的话，你们大概占到了接近 10%，那这个你们用的是膜处理嘛，那这个还有 90%，他们的这个技术大概是什么情况，和你们相比是怎么对比的呢，谢谢？

A: 你说的除了膜技术以外，他们一般用的都是传统的技术，传统的技术现在就是说呢，我们国内一般来说，一种呢就是达到一级 B 或者以前的，他们就是初期的处理，还有一部分就是上升到一级 A 以后的，他们就是有一些比较深度的处理了。虽然我们整个国家，因为毕竟膜技术，在国内做的，稍微大点的公司也就是碧水源为主。其他的我们国内啊，你打比方啊，现在上市公司大概有五六十家公司了吧，估计做水的，我估计做膜的主要是我们和膜天，其他的好像比较少吧，所以呢，就是膜技术这块儿，由于我们国家的环保的理念是，过去大家都是不花钱的，所以对这种花一点点呢，地方政府啊还是比较在乎。但是目前来说，像碧水源，已经基本上全国 31 个省我们都去了，我们大概也有 160-170 家公司了，有 160-170 个项目了，应该来说我们的膜是普及的各个地方，我觉得还是非常不错的，你看像西藏拉萨，我们都进入了那些地区啊，我觉得用膜技术都非常地好，所以呢，正是因为我们还有这么大的空间，所以我觉得未来我们还是可期待的。其他的人经常他们都是用传统的，就是无论是 SBR 还是 A2O 还是氧化沟，还是其他的，用的这种比较传统的技术。

Q: 明白，就是从这个，因为政府呢也不是每个政府都像北京市政府这么有钱啊，所以他站在一个成本效益的这个角度，来比较这个，因为你们的技术肯定是很好的，这是毫无疑问的，但是这个就像苹果手机和华为啊和其他的比，苹果卖得很贵嘛，就是这个比喻可能不恰当啊，就是你们的这个技术如果在竞标的时候，同样另外一个技术，传统的来竞标，那你们站在政府的考量这个角度，你们报的这个方案，因为我不知道具体细节啊，比那种传统技术，这个技术等级，由于你们技术比较高，那这个方案的话比那种主流的传统技术会贵多少啊？

A: 我大概跟你来说啊，如果说你的出水的标准都是一级 A，当然一级 A 的标准还是劣五类的，如果一级 A 我们膜技术就跟传统技术，就是我贵我也不会超过 5%，如果说你要到地表水四类，那传统的就不如我了。你看我们国家环保部有一个标准叫最低限值标准，他实际上是地表水四类，其实这种一级 A 到地表水四类，这中间贵了一毛钱，最多不会超过两毛钱，但是整个把我们国家的水的格局就改了，我们国家的减排也没问题了，我们国家的缺水问题也解决了，你想想如果增加两毛钱，其实一年一个国家也就是不到 150 个亿，把好多问题都解决了，但是其实没有人能够把这个账算得清楚的，所以这个可能是我们国家一个挺重要的事，所以这样的工作要慢慢来，当然如果说突然一天他们都搞地表水四类，我碧水源也做不过来啊，我也希望慢慢来，也合适，因为我们也只有这么大的能力，这是我的看法。

Q: 明白明白, 想再提一个问题啊, 就是说这个膜处理技术感觉你们, 如果说地方政府要升级, 他的这个水处理的等级要用到膜处理技术, 只有你们碧水源可以做, 是不是我可以这么理解? 在国内啊?

A: 刚才说如果你要达到地表水四类, MBR, 可能国内吧, 我们市场份额比较大, 其他的人可能经验比较少一点, 也不是只有我们能做, 其他的人可能稍微弱一点吧。如果说你要达到地表水二类、三类, MBR+DF, 这个可能也就只有碧水源有这个能力了, 是这样的, 等级越高, 人越少。

Q: 那您刚才提到的北京有一家叫京科水务啊, 他做市政工程类的。

A: 他是做 MBR, 他是做膜的应用, 但是他自己不产膜。

Q: 他的膜是从哪里买的?

A: 他是用别人的。

Q: 那你们的膜全部是自己的膜?

A: 就是我既卖药也开药店也开医院, 现在京科是只开医院自己不产药, 我是既产药又开医院, 大概是这个意思。

Q: 哦哦, 那如果这样的话, 他们基本上从国外去买膜?

A: 京科基本上用国外的膜, 所以我们竞争比较有优势。

Q: 另外还有一个问题, 香港一家上市公司云南水务跟你们和云南? (我们是第二大股东) 那云南水务的模式是怎样的呢? 你们是怎样一个合作关系呢?

A: 我们和他们之间, 他们现在相对比较独立了。云南水务集中在一些地区, 把云南的经验向一些地方扩散, 其实滇池的治理他们用我们的技术多一点, 但是比较偏一点的区域没有用膜技术。所以云南水务依靠模式, 就是我们用 PPP 模式把云南水务做上市了, 他们和我们有协同效应, 我们帮他们建了一个膜厂, 他们发展的不错, 去年好像有 3.8 亿的利润, 2 年多前是 1 个多亿利润, 这两年发展还是挺快的。

Q: 再问一个小问题, 你们的膜是自己生产研发的, 那你们跟欧美、日本、韩国的膜, 怎么对比呢?

A: 现在做到 MBR 膜, 能够长期比较稳定运行的世界上就三家, GE、日本三菱的、还有就是碧水源的。我们的膜跟他们两家, 现在指标还有性能都差不多, 彼此彼此, 但是我们比他们两家公司价格便宜一些。我们在市场上面, 也比 GE 和三菱价格低 20%~30%, 所以我们还是比较有优势。GE 在中国很少做市政污水了, 也是被碧水源挤没了, 所以 GE 把水处理卖掉了。

朱纯阳：国外的技术有时候比国内好一点，但是用的时候在市政方面还是有一些阻碍，毕竟有些跨国手续和涉密考虑还是需要处理的。

Q：您好，我第一个问题，咱们年报收入和利润，跟业绩快报变化比较大，业绩快报 99 多亿年报 89 亿，这个是什么原因？

A：有些会计师认为我们土建的结算方面有些差异吧。这个也是很正常的，我们可能认为可以确认收入的，他们可能稍微谨慎一些。

Q：明白，第二个问题，咱们长期股权投资 23 亿，但是参股子公司贡献收益只有 1.2 个亿，ROE5%左右，您怎么看咱们参股运营的污水处理厂 BOT 的收益率问题？

A：还有很多在建设过程中，因为 PPP 和 BOT 时间都比较长，还在建设工程中，所以还没有收入。我们去年 20 多个厂投入运营，应该说投入运营的厂子收益还是可以的。我看了一下，我们自己的计划，运营的毛利率到了 38%~40%，达到了这个水平。

Q：年报里面，我们拿了 150 亿的特许经营权的项目没有投产？

A：那个还在建设中间，部分还没有开工呢。

Q：我看并表的越来越多，无形资产 99 个亿，未来 99 个亿全部投运，确认收入是多少？

A：运营收益应该是逐渐提高吧，你像 2017 年也许我们运营利润提高到 1 个亿以上，不包括合资的，比如别人大股东，这种项目我们没有算进去。

Q：最后一个问题，我们 150 亿投资 BOT，做完的话我们负债率还有很大空间，还能再投 100 多个亿？

A：我们投资会产生利润，同时有些项目不完全是我们的，有的项目客户持股比例比我们更大一些。但是我觉得我们资金方面问题不大，我初步估算了一下，碧水源具备 1、2000 亿的投资能力，问题不大。但是我们不能急，各式各样的工程都弄过来，不能一两年搞完，我们风险控制比较紧一点。

Q：我们污水处理现在 99 亿无形资产全部投完，还有账面特许经营权 150 亿的投资投完了，能出表吗？

A：如果是我控股的在里面，如果不是我控股的我出表。还有一部分如果证券化，可能也要出表，到时候要看。

Q：何总好，看年报里面，2016 年稳定生产的微滤、超滤和纳滤，大概是 600、400、300 万平米，那三种产品的产能利用率和产销率是什么水平？

A：微滤相对比较饱满，如果满产需要三班倒，我们没有做这个，一般是生产 10 个小时。DF 膜用在家用的更多，需求量比较大，为别人供也为自己供。超滤有订货才生产。所以这三个，微滤满负荷，DF 前面那一条线比较满负荷，后面新上的线还有产能空间，

超滤按销定产。

Q: 纳滤这条线, 我们真正用在回用工程上面的多吗?

A: 现在自来水我们几个项目在用, 用的多一些。还有家用和惠民水站在用。现在差不多达到 150 万平米的产量一年, 就是能卖出去。

Q: 用在净水器上的有多少?

A: 大概 80~100 万吧。

Q: 何总您好, 我们 2016 年收入里面, 比如 EPC 的占比, 还有投资拉动的占比大概是多少?

A: EPC, 我估计有 20 多亿吧。就是工程, 加产品就是非 PPP 转化过来的, 大概占比是 1/4, 25%左右。75%左右是 PPP 转化来的。

Q: 2016 年的新签订单, 您之前说除了 20 亿 EPC, 还有 200 亿 PPP, 那就是说未来投资拉动的持续提高的?

A: 肯定提高, 因为国家只允许这么做。财政部都发文了, 原来好多项目政府来建, 现在不允许了。

Q: 膜产品销售主要集中在哪几个公司里面?

A: 现在一种情况, 家用和 PPP 是通过净水公司, 其他的通过碧水源的母公司, 子公司和母公司购买, 价格是我们内部自己定的, 不是行业价格。

Q: 母公司利润比去年有下滑?

A: 母公司, 因为有时候要分税收。比如这个公司要放多少税收, 每个地方放个税收, 而且每个地方政府有些有要求。

Q: 何总您好, 问两个问题。我看咱们净水器业务, 2015 和 2016 年收入增长比往年增速放缓, 这一块我们后续在渠道方面有没有新的拓展和思路?

A: 去年我们董事长对净水公司进行了调整, 从人员啊、产品结构啊、渠道啊, 完全不一样了。今年一季度, 我们净水公司的表现还是很不错。包括我们现在主流的产品, 都是富士康生产代工, 我们产膜和滤芯, 我们几个产品质量还是不错的。

Q: 渠道方面呢? 今年会有变化吗?

A: 我觉得碧水源做渠道肯定做不过美的, 但是我们也在做渠道, 直销啊、大客户啊、租赁啊, 现在也在探索新的方法。

Q: 今年内部对这方面的考核会有一些?

A: 我们内部自己说做到 6、7 亿收入, 算是一个努力的方向吧。从海外收购一个品牌, 这种也是有可能。

Q: 然后另外一个问题, 后续地表四类水达标要求, 去年和您聊过, 目前北京有一些案例出来了, 后续像天津这一块, 我们对天津地表四类水改造还是有很大期待。不知道 2016 年天津 MBR+DF 双膜法去市场拓展怎么样? 对 17 年展望怎么样?

A: 2016 年主要是推 MBR, 现在农村已经被我们包围了, 农村包围城市, 再向城市进军。今年感觉我们可能和创业环保有一些合作, 我们也交流了好几年了, 当然了包括他们高管和我们关系也比较好, 也想合作一起治理白洋淀。这是我们的一些看法, 我相信 2017 年也会有一些合作吧, 从目前进展来看, 希望还是蛮大的。

Q: 天津对地表四类水在广泛推广吗? 还是只是部分在提标改造?

A: 因为这两年天津地方政府的领导变动太大, 提标改造还处于停滞状态, 动的不多, 19 大之后应该会启动了。

Q: 何总您好, 我接着刚才毛利率的问题问一下, 工程占比提高, 工程毛利率比较低, 拉低了整体毛利率, 我算了一下同比降低了 10pct, 未来工程占比会上升到多少? 毛利率下降会有多大空间?

A: 我觉得你说的这个问题很难准确回答。我们的核心业务在增长, 毛利率没什么变化。但是未来工程量会增多, 我刚才不是说了 PPP 把什么都搞进来了, 我们没有选择的余地, 管网、土建、生态都在里面, 所以我觉得未来毛利率不是最主要的因素, 最主要的还是看盈利能力吧。第二个, 我们核心的毛利率没有降低。第三, 我们膜是不是能够市占率更高, 这才对我们未来的影响更大。具体的毛利率没有多大意义, 虽然钱挣得不多, 但是钱放在那里不挣也是不应该的, 是这个情况。

Q: 还有一个问题, 我们短期没有融资计划。我知道有别的公司, 子公司没钱会向上市公司融资完成项目, 我们的子公司是否没钱会找上市公司?

A: 不会, 我们水的行业 PPP 融资还是比较好。最多我们为他们提供担保, 也是理论上的风险, 不会有什么大的问题。这个行业融资还是比较容易。

朱纯阳: 我补充一点, 其实不是综合毛利率下降多大, 而是毛利率较低的工程比例会扩张到多大, 是工程的扩张带动了整体毛利率的下降, 其实公司核心业务的毛利率没有降低。

Q: 我们在工业节能方面的突破, 能否请您借着电话会议传达一下?

A: 我觉得这一块, 你们等的后面看吧, 我们专门找机会说吧, 我们会给你们看的, 这个时候说也不是很合适。工业节能也是跟水相关的, 因为这里面也涉及到用水, 包括水的零排放。肯定是有小的突破吧。



Q: 在 2017 年收入体量上是怎样?

A: 2017 年冒芽吧, 2018 年会比较好一点, 至少能贡献利润吧。

Q: 何总您好, 两个问题, 一个是污水处理 PPP 模式, 到后期运营期, 咱们是靠污水处理收费, 回报率大概是多少?

A: 现在 PPP 招标的时候不是很高, 一般 6%、7%就差不多了, 但是有个好处, 你运营一年以后可以和政府提价。而且里面还有一些留存的空间。我刚才说了, 我们污水运营的毛利率可以做到比较高的水平, 我们在我们内部看到的比例是这样。讲句实在的, 中国目前的水处理公司, 首创、北控, 我看北控的利润主要来自于工程也不是运营。所以运营对中国水相关的上市公司的贡献率还不是特别高。

Q: 您刚才说碧水源后面可能会和创业环保有合作, 你能简单介绍一下合作模式是怎样的? 谁总包谁分包?

A: 这些还不能说的很具体, 因为还没有完全谈成功, 因为涉及到另外一家上市公司, 就是说未来肯定会有一些合作, 但是详细的东西没法说。

朱纯阳: 辛苦何总今天用了这么长的时间给大家介绍。最后给大家补充一下科普知识, 整个水系分为 5 档, 1~3 档是水源地用水就是我们的水源水, 4、5 档是非水源地, 4 类水可以做中水回用, 就是冲厕所和喷泉的水, 5 档是劣五类, 这是自然界的水系。现在正常的处理标准, 就是非膜的 A2O 处理完最多达到地表水五类, 想实现地表水四类需要在 A2O 后面再加一道工序, 比如 CMF 膜, 或者有些地方加潜流湿地、微型滤池, 也可以达到地表水四类。但是达到 2、3 类水的, 在实业里面真正有万吨级经验的只有碧水源。所以为什么雄安新区对碧水源弹性很大呢? 雄安新区要的不是简单污水处理, 雄安新区要的是处理达到新水源的技术, 这种级别的技术, 就像刚才一位投资者讲的, 碧水源和其他人竞标, 在标准低的时候可能比别人贵一点, 但是如果标准提高的时候碧水源的优势就更明显, 如果标准提高到地表 3 类水以上的时候, 其他人基本都落到后面去了, 这时基本碧水源就具备了唯一性的特点。雄安新区和华北地区, 都处于标准大幅提升的前期。大概科普到这一点, 辛苦何总, 也辛苦各位投资者接入到这么晚。我是招商证券环保首席朱纯阳。谢谢大家。

何总: 谢谢, 也谢谢大家。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**朱纯阳：**中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

**张晨：**清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

**弋隽雅：**中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

**王啸：**北航硕士，CFA，曾就职于神华海外公司，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

**团队荣誉：**《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

