

PPP 行业格局重塑，2018 新增订单量质齐升

带动业绩高速增长

碧水源 (300070.SZ)

◆ 主要结论:

- 1、膜产品优势明显，工程技术突出，业务布局全国。**公司以膜法水处理业务起家，目前微滤膜和超滤膜年产能分别为 1000 万 m²，纳滤膜和反渗透膜为 600 万 m²。公司也是目前世界上承建大规模 MBR 工程最多的企业，占全世界总量的 50%，国内多年稳坐龙头，业务布局全国，目前已覆盖近 200 个城市。
- 2、行业格局重塑，在手订单量质齐升。**公司 2017 年新增订单 685 亿元，同比增长 198%。2017 年下半年受财政部 PPP 清库影响，部分项目开工进度延后，预计清库完成后未结算订单将在 2018 年集中释放。随着 PPP 走向健康发展阶段，环保类上市公司的竞争力显著提升，公司在第四批财政部入库项目中夺得 16 个项目，项目数量位列环保行业第一。且大多数项目运营收益与现金流进一步优化，有利于公司利润率的提升。
- 3、融资环境趋紧，财务相对稳健，具备长期竞争优势。**公司目前资产负债率为 56.44%，处于行业中等水平。已获利息倍数 10.52 倍，受 PPP 清库和财务费用上升影响较 2016 有所下滑，但仍处于行业前列水平。三费费用率为 8.28%，同比增加 1.08%，主要是 PPP 业务增加，新增银行借款和债券利息费用导致财务费用提升，但总体可控。经营性现金流净额为 25.14 亿元，同比增加 234.38%，现金流有所好转。应收账款 45.8 亿元，占营收比重为 33.27%，同比减少 14.32%，回款能力有所提升。在手现金 61 亿元，资金优势凸显，财务结构相对稳健，助推公司在融资紧缩的背景下承揽更多订单。
- 4、加速全产业链布局，综合实力不断提升。**2017 年，公司加大多元化布局，先后收购城市光环境运营商良业环境、河北危废资产、生态农产品品牌德青源、环境监测企业中兴仪器等，打造综合型环境服务平台。
- 5、预计公司 2018-2020 年的 ESP 分别为 1.03 元、1.34 元和 1.66 元，**谨慎给予 2018 年合理估值为 18X，对应目标价 18.54 元，给予“买入”评级。

风险提示：政策不及预期，项目落地速度延后；融资环境持续恶化，利率上行；应收账款回款进度低于预期；新业务拓展低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8892.29	13767.29	18585.84	23975.73	30449.18
增长率（%）	70.54%	54.82%	35.00%	29.00%	27.00%
净利润（百万元）	1845.76	2496.39	3239.59	4207.60	5232.96
增长率（%）	35.55%	35.25%	29.77%	29.88%	24.37%
EPS（元）	0.586	0.792	1.028	1.336	1.661
ROE（%）	11.89%	13.81%	15.39%	16.89%	17.60%
P/E	19.66	14.54	11.20	8.63	6.94
PB	2.34	2.01	1.72	1.46	1.22

证券研究报告

公司研究

深度报告

买入

当前价位：11.52 元

目标价位：18.54 元

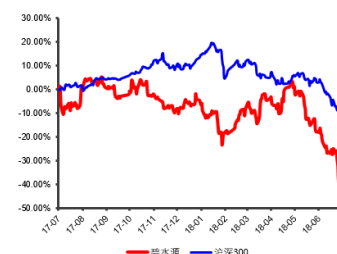
证券分析师：李雯婧

0871-63577003

liwj@hongtastock.com

S1200111080021

市场表现：（前复权 7/11）



重要数据：（2018Q1）

总股本（亿股）	31.39
流通股（亿股）	20.36
每股净资产	5.81
资产负债率	57.53%
市盈率	22.15
市净率	3.11
营业收入（亿）	22.98
EPS（摊薄）	0.05
十大流通股股东持股比例（%）	24.72%

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

一、	膜法水处理领军企业.....	4
(一)	公司简介.....	4
(二)	股权结构.....	5
二、	行业格局重塑，充沛订单带动业绩稳健增长.....	6
(一)	膜产品优势明显，工程技术突出，业务布局全国.....	6
(二)	PPP 经历政策规范期，行业格局重塑.....	8
(三)	在手订单充裕，18 年加速释放.....	11
(四)	双膜法恰逢其时，有望深度参与雄安新区建设.....	12
(五)	融资环境趋紧，财务相对稳健，具备长期竞争优势.....	13
三、	加速全产业链布局，综合实力不断提升.....	15
(一)	获取危废牌照资质，进入危废行业.....	15
(二)	收购良业环境，积极拓展光环境领域.....	16
四、	股权激励计划提高团队工作积极性.....	16
五、	股权质押总体不高，相对安全.....	17
六、	关键假设和盈利预测.....	17
(一)	关键假设.....	17
(二)	盈利预测.....	18
(三)	行业估值.....	18
七、	风险提示.....	20

图表目录

图表 1 公司业绩情况图	图表 2 公司主营业务收入变化图	4
图表 3 公司控股股东持股情况		5
图表 4 十三五期间 MBR 市场规模测算		6
图表 5 全球主要膜厂家的膜材料性能		6
图表 6 市政项目处理规模占全国 53% (2014)		7
图表 7 十三五期间水环境综合治理约占流域治理总投资的 40%		8
图表 8 生态建设类投资额在整个环保 PPP 中占比近 40%		9
图表 9 第四批 PPP 示范项目入库企业排名		10
图表 10 碧水源历年订单及收入情况		11
图表 11 报告期内节能环保工程类订单新增及执行情况		11
图表 12 报告期内节能环保特许经营类订单新增及执行情况		11
图表 13 白洋淀治水供水市场空间测算		12
图表 14 毛利率略有下降	图表 15 三费费用率总体可控	13
图表 16 经营性现金流有所好转	图表 17 回款能力有所提升	13
图表 18 碧水源资产负债率水平在环保行业中处于中等水平		14
图表 19 碧水源已获利息倍数 (EBIT/利息费用) 在环保行业中处于前列水平		14
图表 20 股权激励计划		16
图表 21 公司股东股权质押情况图		17
图表 22 毛利拆分表		18
图表 23 碧水源 PE band		19
图表 24 水务行业近一年市盈率走势图		19
图表 25 水务上市公司估值比较		19
图表 26 水务上市公司 ROE 比较		20

一、膜法水处理领军企业

（一）公司简介

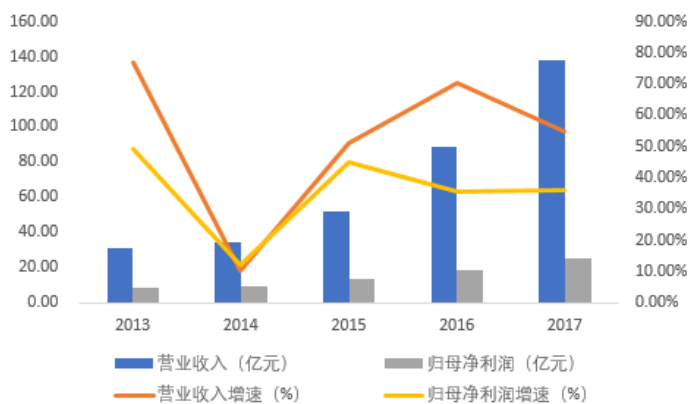
碧水源于 2001 年成立，具有全产业链膜技术（微滤、超滤、纳滤、反渗透），集膜材料研发、膜设备制造、膜工艺应用于一体，目前公司的微滤膜和超滤膜年产能为 1000 万 m²，纳滤膜和反渗透膜为 600 万 m²，是全球膜产能最大的公司。

市政水处理是公司膜产品最主要的应用领域，目前膜技术在整个水处理行业的比重超过 10%，而公司在中国膜法水处理市场占有率超过 70%，是世界上承建大规模（10 万吨/日）MBR 工程最多的企业，约占世界总量的 50%。

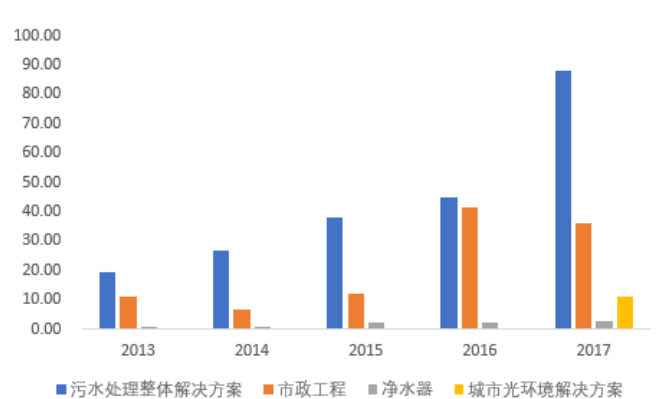
公司致力于解决我国“水脏、水少、饮水不安全”三大问题，并为城市生态环境建设提供整体解决方案。2010 年，公司成功登陆创业板，上市后围绕水处理产业链进行布局，参股云南水务、武汉控股、漳州发展等地方水务平台。2017 年，公司加大多元化布局，先后收购城市光环境运营商良业环境、河北危废资产、生态农产品品牌德青源、环境监测企业中兴仪器等，打造综合型环境服务平台，成为环保行业的领军企业之一。

上市以来，公司以 BOT 投资拉动 MBR 膜设备销售，收入与业绩保持高速增长。2014 年起水务 PPP 投资迎来黄金发展期，公司承接了大量的流域治理 PPP 项目，订单从污水处理扩大至水环境治理领域，由于流域治理 PPP 订单中低毛利率的市政工程收入占比增加，导致收入结构发生变化，整体毛利率有所下滑。随着 92 号文和 192 号文的出台，PPP 利空出尽，新增订单量质齐升，带动业绩高速增长。

图表 1 公司业绩情况图



图表 2 公司主营业务收入变化图



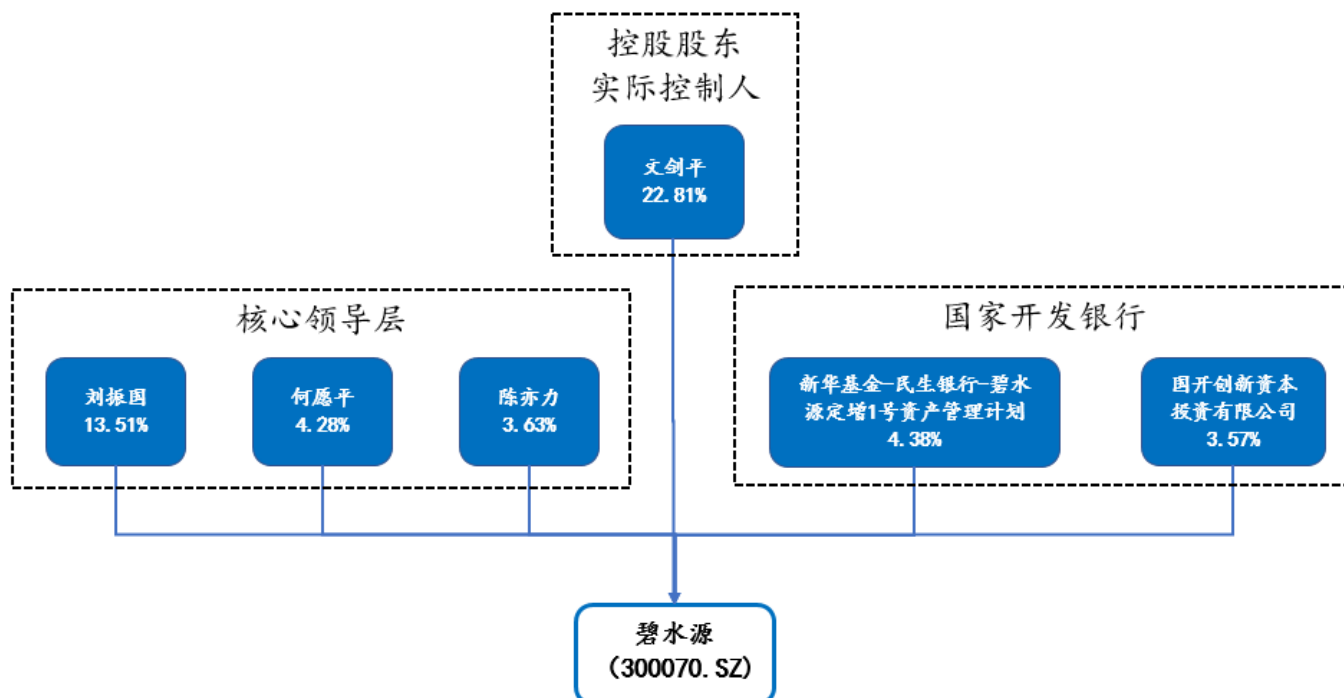
资料来源：公司公告，红塔证券

2017 年公司营业收入 136.7 亿元，自上市以来年均复合增速 60%；归母净利润 25.1 亿元，自上市以来年均复合增速 46%。分业务看，公司收入结构中污水处理整体解决方案和市政工程为两大主营业务，2017 年收入占比分别为 64%和 26%，净水器和光环境业务处于快速发展期，收入占比还比较小，预期未来将快速提升。两个新业务毛利率水平较高，均在 50%左右，有望助力公司毛利率回归正常水平。

（二）股权结构

自公司 2010 年上市以来，公司的控股股东和实际控制人均为董事长文剑平先生，截至 2018 年一季度，持股比例为 22.81%。公司核心领导层（刘振国、何愿平、陈亦力）持股比例合计 21%，其中副董事长刘振国为公司第二大股东。基于碧水源在环保领域的成就，国家开发银行于 2015 年通过国开创新资本投资有限责任公司及其一致行动人成为公司主要股东之一，截至 2018 年一季度，国家开发银行合计持有公司 8%的股份。

图表 3 公司控股股东持股情况



资料来源：公司公告，红塔证券

二、行业格局重塑，充沛订单带动业绩稳健增长

（一）膜产品优势明显，工程技术突出，业务布局全国

十三五期间我国新建污水处理能力 4890 万吨/日，需要提标改造的处理能力 4053 万吨/日，若分别按照 15%/30%的选用 MBR 工艺进行处理，吨水单位投资 2500 元，则十三五期间 MBR 污水处理工艺的总投资约 490 亿元，年均投资近 100 亿元。

图表 4 十三五期间 MBR 市场规模测算

污水处理能力（万吨/日）	
新增（万吨）	4890
提标改造（万吨）	4053
新增市场 MBR 渗透率（%）	15%
提标改造市场 MBR 渗透率（%）	30%
合计 MBR 新增+提标改造总规模（万吨）	1949.40
MBR 单位投资额（元/吨）	2500
合计 MBR 投资总额（亿元）	487.35
年均投资（亿元）	97.47

资料来源：红塔证券测算

公司是全球最大、产业链最全的膜技术企业之一，其核心产品是系列净水用膜产品，包括微滤膜、超滤膜、纳滤膜、反渗透膜等。具有全系列膜产品的供应商，在全球仅苏伊士与碧水源两家。目前公司的微滤膜和超滤膜年产能为 1000 万 m²，纳滤膜和反渗透膜为 600 万 m²。形成了膜产品的系列化与规模化，进一步降低了产品成本，成为目前全球领先的能生产全系列产品的膜制造商之一。目前世界上能够做到 MBR 膜长期稳定运行的公司只有三家：GE、日本三菱和碧水源，公司的膜与另外两家外资膜指标和性能都差不多，但是价格低 20%-30%，具备成本优势。

图表 5 全球主要膜厂家的膜材料性能

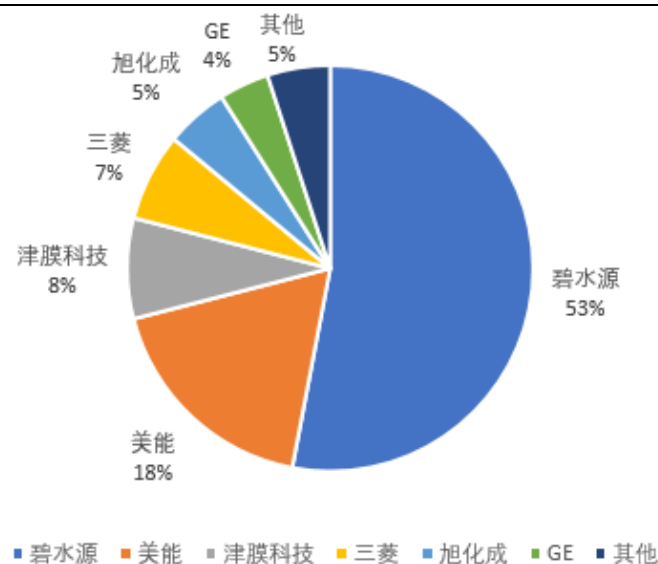
分类	全球主要厂家	制膜方法	保存方法	平均运行通量 m ³ /(m ² ·d)	清水通量 LMH/kPa	强度 N	寿命年
第一梯队	北京碧水源	湿法带衬	干法易保存	0.45	23.2	>200	5~8
	日本三菱丽阳	湿法带衬	干法易保存	0.45	27.6	>200	5~8
	美国 GE	湿法带衬	干法易保存	0.45	10.8	>200	5~8
第二梯队	日本旭化成	热法	需甘油保存	0.3	3.4	5~10	1~3
	中信（美能）	热法	需甘油保存	0.24	2.3	4~5	1~3
	天津膜天	湿法	需甘油保存	0.24	2.2	4~5	1~3
	开创环保（求是）	湿法加筋	需甘油保存	0.21	3.5	15~20	1~3

资料来源：公司公告，红塔证券

基于核心膜产品，公司提供 MBR 膜法水处理技术。MBR 工艺的优势非常显著：出水水质优于一级 A，占地减少一半，产泥减少 1/3，氮磷指标很低，同时自动化程度较高、人工需求较少。目前，公司工艺在市政污水、再生水领域，都有优质的出水品质：MBR 工艺产水介于地表三类水与特别排放限值之间，优于一级 A 标；而双膜 DF 工艺的产水则优于三类水接近二类水。

技术优势加速转化为产品优势与工程优势。目前公司是全球范围内，承建 10 万吨/日以上大规模 MBR 工程最多的企业，此类项目的数量占比约为全球的 50%。从世界范围来看，具备大型 MBR 工程经验的公司只有碧水源和 SUEZ(原 GE，水处理业务被 SUEZ 收购)等少数几家公司。截至 2018 年，全球 20 万吨及以上 MBR 工程项目中，碧水源的项目数量超越 SUEZ，工程优势彰显。从国内来看，2014 年碧水源市政项目处理规模已占据全国 53% 以上，而根据公司统计，今年处理规模约占全国大型市政污水项目的 70%，稳坐龙头位置。

图表 6 市政项目处理规模占全国 53% (2014)



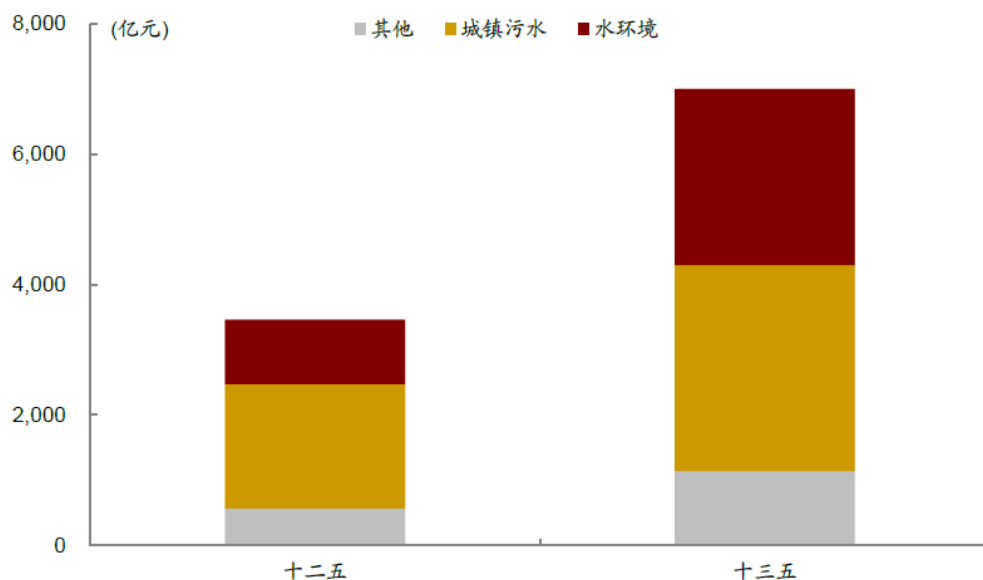
资料来源：中国水网

公司业务起步于北京，近年来一直积极拓展异地市场，目前公司业务涉及北京、云南、江苏、内蒙古、湖北、湖南、新疆、山东、广东、山西、吉林、贵州、天津、陕西、河南、福建、深圳等多地市场。又通过 PPP 模式与全国 30 多个省市国有水务公司组建超过 100 家合资公司，打破了区域市场限制，形成了辐射全国的布局。公司自上市以来，外埠业务的营收复合增速高达 85%，毛利复合增速高达 74%。近年来公司外埠业务在营收和毛利的占比逐年提升，至 2017 年，外埠业务在营收和毛利的占比分别达到 94% 和 92%。异地项目已逐渐成为公司利润的重要增长点。

（二）PPP 经历政策规范期，行业格局重塑

十三五是我国水环境治理的重点攻关阶段。我们统计，十三五期间我国水环境综合治理的项目投资约占到全国水体治理总投资的 40%，相较十二五同期，投资额大幅上升约 170%。

图表 7 十三五期间水环境综合治理约占流域治理总投资的 40%



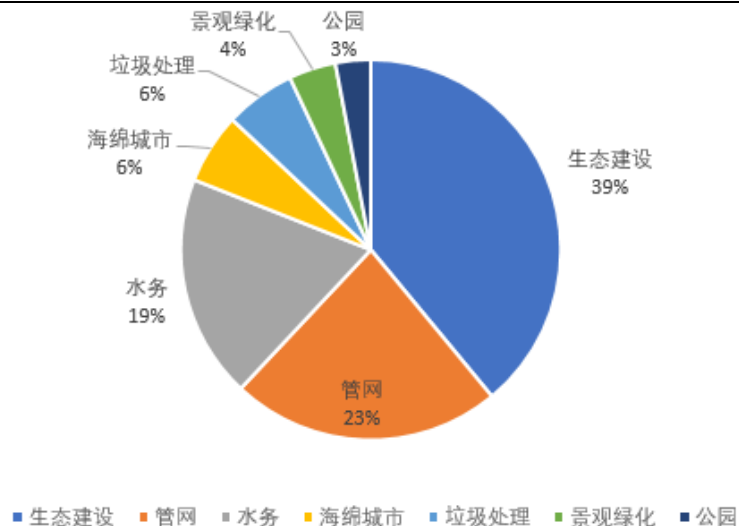
资料来源：公司公告，红塔证券

“水十条”中要求，直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于 2017 年底前基本消除黑臭水体，2020 年底前地级以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内，2030 年底前，全国城市建成区黑臭水体总体得到消除，以城市黑臭水体整治为代表的水环境治理工作催生了巨大的投资需求。

十三五期间，我国将治理的城市黑臭水体总长度 5904 公里，若按照每公里单位投资 3000 万元计算，则市场规模有望超过 1700 亿元。截至目前，全国已认定的 2100 个黑臭水体中，已经完成整治的黑臭水体达 1120 个，占总数的 53.3%，剩余 46.7% 的黑臭水体亟待治理。

流域生态治理，以 PPP 模式快速推开。目前 PPP 项目中，环保类占到约 13% 的投资额，1/4 的项目额。可以说，PPP 已经成为最重要的环保项目释放形式。而生态建设类项目在整个环保 PPP 中占比近 40%，成为行业内最大的投资方向。

图表 8 生态建设类投资额在整个环保 PPP 中占比近 40%



资料来源：财政部，红塔证券

由于黑臭水体治理单体项目金额较高，各类型公司纷纷参与治理，主要分为三类参与者：第一类上市/非上市的环保公司，如碧水源、博世科等，技术突出；第二类为央企国企/民企建筑公司，央企国企建筑公司如中国建筑、葛洲坝等，融资成本小，政府资源丰富；民企建筑公司，如东方园林等，景观设计能力强，拿单能力强，但技术相对较弱；第三类为专业的技术分包公司，一般为央企、国企建筑公司拿下项目后分包给专业的公司。

总体来说，流域治理市场竞争激烈，项目杂多，质量也层次不齐。2016-2017 年是黑臭水体治理 PPP 项目开始高速落地的两年，为部分转战水环境 PPP 的投资运营类水务上市公司带来了可观的业绩增长，但实际上，大部分水务上市公司都受到了央企和园林企业两头挤压，加之很多环保类 PPP 项目都是打包一起做，放入了很多与环保无关的低毛利率项目，拉低了水务类企业的整体盈利水平。

随着 PPP 项目的野蛮增长，带来了重工程轻运营绩效、高杠杆率融资和地方政府借 PPP 扩大负债的各方质疑。2017 年，PPP 模式进入政策规范期，各项政策密集出台，其中以 2017 年 11 月出台的 92 号文和 192 号文影响最大。92 号文要求各省在 2018 年 3 月 31 日前完成 PPP 项目库的清理。目前清库工作已完成，环保 PPP 合计清库项目 377 个，金额 1300 亿元，仅占清库总规模 5%。由于环保上市公司有明确的运营绩效挂钩机制，符合优质 PPP 的特征，所以没有受到清库的影响。目前财政部第四批 PPP 示范项目公布，环保 PPP 占比不降反增，生态环保类项目受政策倾斜，规模增速保持乐观。截至 2018 年 2 月初，财政部入库的 900 多个生态环境保护建设项目中，涉及水环境综合治理的 PPP 项目总数达 755 个，占比近 80%，项目总金额超过 9000 亿元。

此外，192 号文对央企参与 PPP 项目提出限制，要求从严设定 PPP 业务规模上限，防止过度推高杠杆水平，行业格局重塑，利好民营龙头环保企业。预计未来环保类 PPP 项目的招投标将会更多的向专业化环保上市公司倾斜，随着环保企业产业链逐步的完善和 PPP 招投标的趋严，环保企业拿单能力也会逐步增强。

碧水源拥抱大趋势，积极参与生态项目建设。曾成功实施了滇池治理、环太湖流域治理工程，在水质敏感区域治理经验丰富。公司在商业模式、资本实力、优势行业都与 PPP 规范化趋势完美共振，有望通过竞争优势脱颖而出。从第四批财政部入库项目情况来看，碧水源本次入库项目 16 个，仅次于中国建筑 34 个，且其中有 15 个为单独或牵头中标，位列环保类上市公司入库项目数第一。投资总额达 103 亿元，且大多数项目运营收益与现金流进一步优化，项目质量得到保障，有利于公司利润率的提升。

一方面公司在 PPP 项目的承接上始终保持审慎的态度，确保 PPP 项目的规范性；另一方面，公司凭借卓越的技术及运营能力在优质项目的竞标中保持较高的竞争力，在优质 PPP 项目的量和质两个层面保持行业领先地位。

图表 9 第四批 PPP 示范项目入库企业排名

	企业名称	企业性质	单独或牵头 中标项目数	参与联合中 标项目个数	合计
1	中国建筑	国企	21	13	34
2	碧水源	民企	15	1	16
3	中国中冶	国企	12	4	16
4	中铁建	国企	8	2	10
5	铁汉生态	民企	8	0	8
6	中交建	国企	7	4	11
7	东方园林	民企	7	0	7
8	首创股份	国企	6	1	7
9	启迪桑德	民企	5	2	7
10	博世科	民企	5	0	5
11	中铁建	国企	4	2	6
12	龙元建设	民企	4	1	5
13	国祯环保	民企	4	0	4

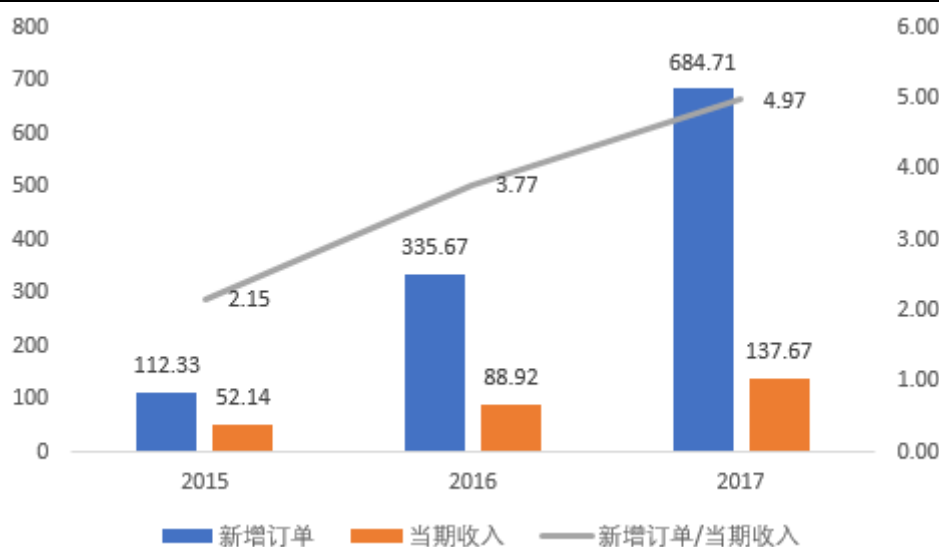
资料来源：财政部，红塔证券

(三) 在手订单充裕，18 年加速释放

公司 2017 年新增订单 244 个，总金额达到 685 亿元，相比 2016 年 336 亿元新增工程订单，同比增长 104%。2018Q1 公司新签节能环保工程类订单 88 亿，较去年同期上升 121%，特许经营权订单 112 亿，较去年同期上升 98%。优质订单大幅提升为公司未来业绩增长提供了强力支撑。

2017 年下半年，由于受财政部 PPP 清库影响，部分项目开工进度延后导致订单收入确认滞后，清库完成后开工进度恢复正常，预计 2017 年末结算订单将在 2018 年集中释放，带动业绩高速增长。

图表 10 碧水源历年订单及收入情况



资料来源：公司公告，红塔证券

图表 11 报告期内节能环保工程类订单新增及执行情况

时间	业务类型	新增订单		确认收入订单		期末在手订单	
		数量	金额 (亿元)	数量	金额 (亿元)	数量	未确认收入 (亿元)
2017	EPC	176	320.99	211	146.35	207	221.75
2018Q1	EPC	47	88.18	35	24.19	196	205.94

资料来源：公司公告，红塔证券

图表 12 报告期内节能环保特许经营类订单新增及执行情况

时间	业务类型	新增订单		尚未执行订单		处于施工期订单			处于运营期订单	
		数量	金额 (亿元)	数量	金额 (亿元)	数量	本期完成金额 (亿元)	未完成金额 (亿元)	数量	运营收入 (亿元)
2017	TOT	3	23.44	0	0	3	4.23	19.2	0	0
	BOT	65	340.28	5	15.7	112	83.17	396.87	26	5.77
	合计	68	363.72	5	15.7	115	87.4	416.07	26	5.77
2018Q1	TOT	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	BOT	16	112.01	10	18.4	122	13.23	480.4	27	1.24
	合计	16	112.01	10	18.4	122	13.23	480.4	27	1.24

资料来源：公司公告，红塔证券

（四）双膜法恰逢其时，有望深度参与雄安新区建设

2017 年 4 月，雄安新区设立，坐落在雄安新区的白洋淀，与洱海、丹江口一起，被称为“新三湖”。白洋淀对于雄安新区举足轻重，其污染治理问题一直是当地政府的工作重点，且作为未来新区水资源供给与污染消纳的重要区域，其未来治水与供水市场空间超预期。根据中国水网的预测，按照一般单位投资金额计算，上游河道治理+存量水厂改造+新增水处理设施=912 亿元。随着黑臭水体流域治理及生态环保类 PPP 项目推进，目前仍有约 676 亿市场空间待释放。

一、河道治理仍有约 525 亿市场空间待释放：1) 白洋淀流域大概 1000 公里的长度需要治理，结合往期河道治理项目经验，预计总投资 500-700 亿元。2) 根据河北省 2018 年 3 月水质月报，白洋淀目前水质为 IV 类，轻度污染，距离雄安规划中提出的“将白洋淀水质逐步恢复到 III-IV 类”仍有差距。假设白洋淀的治理实践为 2017 年到 2020 年，则平均每年投资额 125-175 亿，到目前仍有 75%的河道治理空间待释放，约为 500 亿左右。

二、供水+污水仍有 151 亿市场空间：保定污水处理厂的提标改造+新增人口的供水及污水设施投资空间约为 212 亿。目前保定市供水及污水有关的 PPP 项目合计 60.6 亿，因此尚存 151 亿市场空间待释放。

图表 13 白洋淀治水供水市场空间测算

项目	产能需求	投资规模 (亿元)	目前已有投资 规模 (亿元)	待释放的投资 规模 (亿元)
上游污染河道治理	1000 公里	700	175	525
存量污水厂提标	150 万吨/日	12	61	151
新增人口供水厂建设	150 万吨/日	100		
新增人口污水厂建设	120 万吨/日	100		
合计		912	236	676

资料来源：中国管网，红塔证券

纵观我国目前的水处理市场，只有公司的“MBR+DF”双膜法可以将污水在低成本下处理到地表 II 或 III 水质，排入自然水体，真正实现水处理的闭环。公司的双膜法已经成功应用于北京翠湖新水源厂，同时还在山西、江苏、西安等多个省市的饮用水水质改善工程，北京、山东、新疆、内蒙古等多个市政与工业园区污水处理项目中得到应用。在京津冀一体化及雄安新区建设的大环境下，公司依托 MBR+DF 技术有望深度参与到雄安新区乃至整个京津冀地区水环境治理。一旦双膜法在雄安新区建立了标杆效应，碧水源模式有望在全国迅速复制。

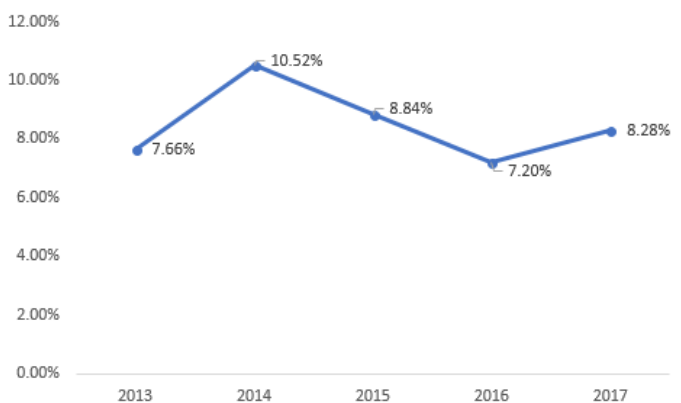
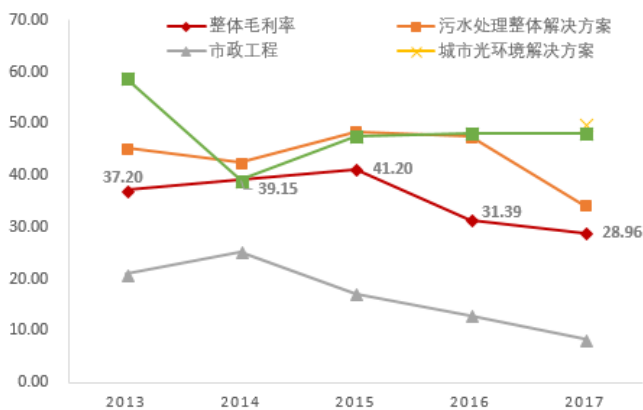
（五）融资环境趋紧，财务相对稳健，具备长期竞争优势

从目前的宏观环境来看，基于顶层设计宏观去杠杆、防范系统风险、货币政策稳健中性、行业监管政策趋严、金融反腐败及强化风控等因素，预计未来国内的融资环境将进一步收紧。从今年的情况来看，很多企业的融资难度显著上升，而环保类 PPP 上市公司作为传统的融资大户，在未来融资环境大概率恶化的背景之下，稳健的财务结构显得尤为重要。

公司 2017 年整体毛利率为 28.96%，同比下降 2.43%，主要因为黑臭水治理 PPP 项目（包含土建工程等低毛利率项目）的增多导致整体毛利率下滑，但核心设备毛利率水平没有发生太大变化。预计未来随着 PPP 项目质量的改善，整体解决方案中高毛利率部分占比的提升，整体毛利率水平也会随之回升。三费费用率为 8.28%，同比增加 1.08%，主要是因为 PPP 业务增加，新增银行借款和债券利息费用导致财务费用提升，但总体可控。经营性现金流净额为 25.14 亿元，同比增加 234.38%，现金流状况有所好转。应收账款 45.8 亿元，占营收比重为 33.27%，同比减少 14.32%，回款能力有所提升。

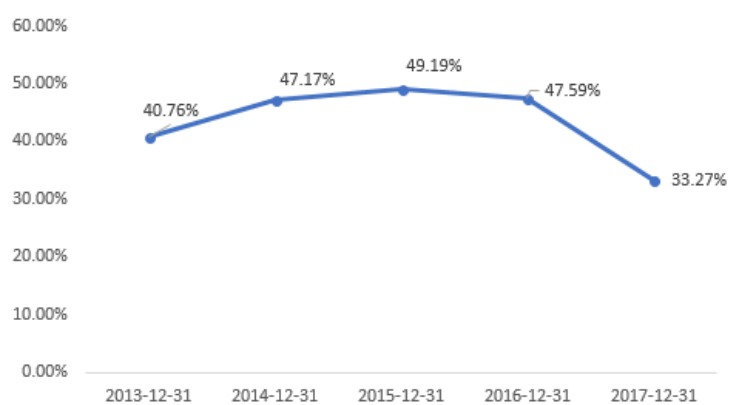
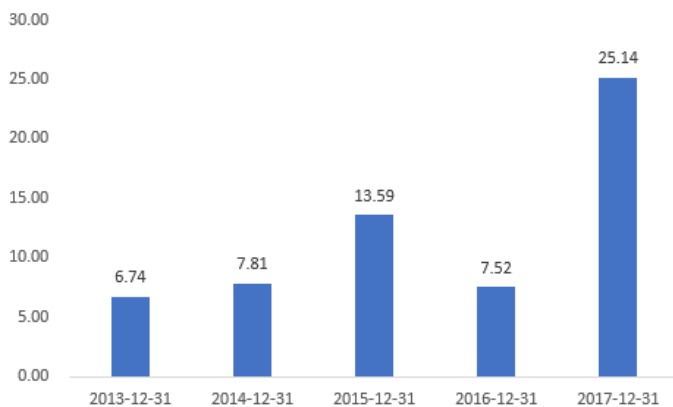
图表 14 毛利率略有下降

图表 15 三费费用率总体可控



图表 16 经营性现金流有所好转

图表 17 回款能力有所提升

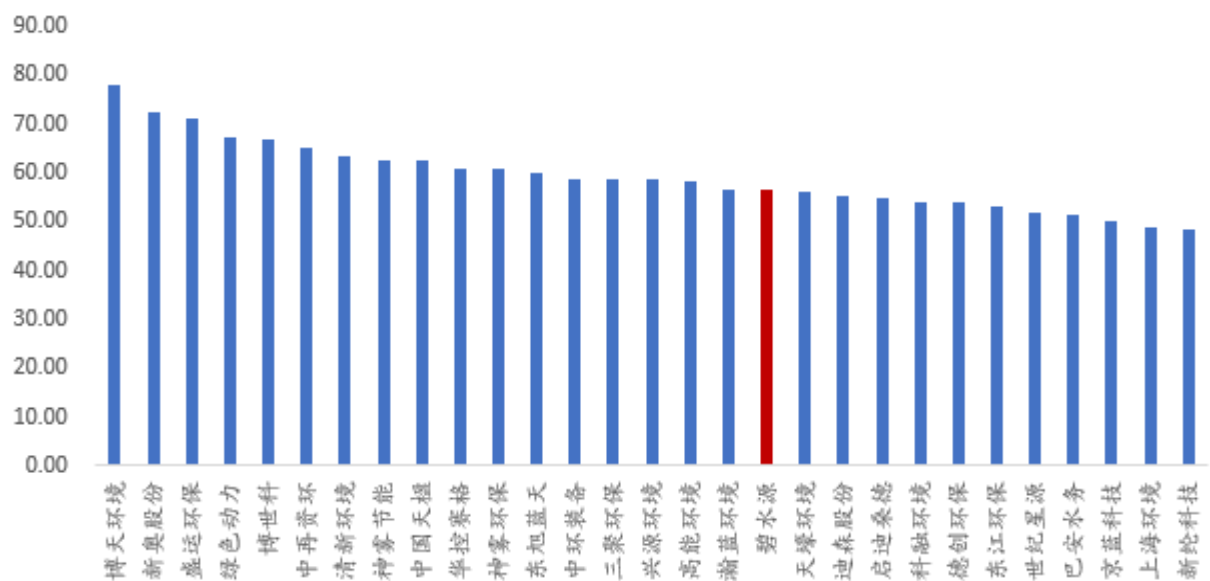


资料来源：公司公告，红塔证券

目前公司的资产负债率为 56.44%，较 2015 年最低水平 23.27% 上升较快，但仍处于行业中等水平。已获利息倍数（EBIT/利息费用）10.52 倍，受到 PPP 清库和财务费用上升的影响，较 2016 年下滑较快，但在行业中仍处于前列水平。

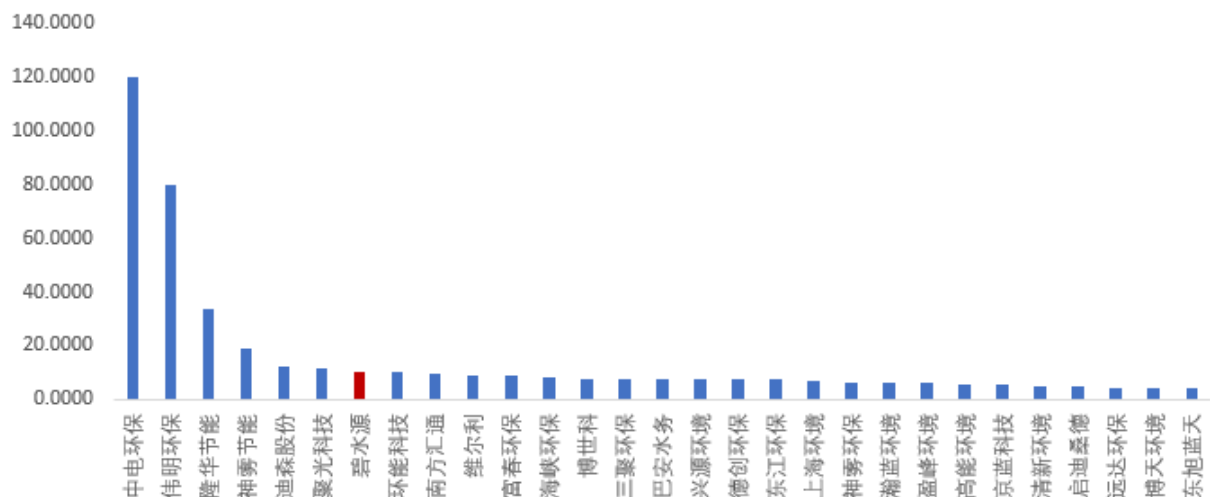
在手现金 61.06 亿元，资金优势凸显，财务结构相对稳健，助推公司在融资紧缩的背景下承揽更多订单。

图表 18 碧水源资产负债率水平在环保行业中处于中等水平



资料来源：WIND，红塔证券

图表 19 碧水源已获利息倍数(EBIT/利息费用)在环保行业中处于前列水平



资料来源：WIND，红塔证券

三、 加速全产业链布局，综合实力不断提升

公司以 8.5 亿元收购良业环境 70%的股权，积极拓展光环境领域，2017 年良业环境业绩承诺 1.65 亿元，实际贡献利润 3.5 亿，大幅超额完成，表现不俗；以 0.75 亿元收购冀环公司与定州京城环保 100%股权，这两家公司拥有雄安地区危废牌照，危废处理规模 9500 吨/年，产业链拓展空间巨大；以 5.2 亿元取得德青源 23%股权，进入农村环境治理；以 0.96 亿元收购中兴仪器 40%的股权，拥有了在环境监测领域的系统性领先优势。公司加速全产业链布局，环保大平台逐步成型，综合实力不断提升。

（一） 获取危废牌照资质，进入危废行业

2017 年 6 月 2 日，公司以现金作价 7500 万元收购主业为危废处置的冀环公司、定州京城环保 100%股权，公司此次进军危废行业有助于公司完善环保全产业链布局。

危废行业是环保景气度最高的行业，且是净利率最高的行业。危废行业现存市场 800-1600 亿元，未来三年随着垃圾产生量的稳定增加，市场空间有望达到 2000 亿元。我国危废处理方式基本以无害化处理及资源利用为主，毛利率可达 50%左右，净利润可达 20%-30%。虽然行业景气度高，但资质、技术、资金、管理四大壁垒限制企业进入，获取新牌照的审批周期长且经验欠缺，因此收购危废牌照路径将是切入危废行业最有效的路径之一。

据统计，全国 1500 家具备危废牌照的企业中，62%仅能处理 1-10 种危废品类，而能处理 25 种以上危废品类的企业仅占 1%。公司收购的两家标的处理能力大，资质良好。定州京城环保持有《国家危险废物名录》49 类危废中 13 类的处理资质，目前具有危废等焚烧处置规模 9,500 吨/年，废活性炭处置规模 1.5 万吨/年及再生活性炭销售 3,000 吨/年。未来规划到 2020 年扩充到 2.9 万吨/年的焚烧处置能力。根据测算，河北定州危废项目预计每年贡献利润 2500 万元。定州冀环是定州区域内唯一的危废处理企业，定州距离雄安新区仅 70 公里，公司可以借助其水务板块多年的渠道优势，进一步加强公司在京津冀地区的业务拓展能力，完善产业链布局。

（二） 收购良业环境，积极拓展光环境领域

2017 年 6 月，公司以 8.5 亿元收购良业环境 70%的股权，积极拓展光环境领域。

良业环境成立于 1996 年，是一家优秀的城市光环境运营商，同时是国家高新技术企业。其主营业务为提供灯光山水秀、夜景观光带、路灯照明网等照明服务，服务对象涵盖历史文化名城、红色旅游胜地、自然生态城市等领域。良业环境之前曾经成功打造过杭州 G20 峰会的夜景观光秀和《延安颂》大型灯光秀等经典项目，在业界具备良好口碑。

良业环境承诺 17-19 年业绩不低于 1.65、2.06、2.58 亿元，年均增速约 25%，不足部分将现金补偿，超过部分的 35%将作为业绩奖励。2017 年良业环境业绩承诺 1.65 亿元，实际贡献利润 3.5 亿，大幅超额完成，表现不俗。

收购良业环境协同效应明显，将大幅提升公司 PPP 项目承接能力：本次并购协同作用明显：1) 碧水源与良业环境商业模式相同且客户一致，可以快速完成整合；2) 部分生态环境综合治理 PPP 项目中，需要项目承接方提供照明工程服务，此次并购可以进一步提升公司的 PPP 项目承接能力，拓展业务范围；3) 增强公司在特色小镇、旅游景观项目中的拿单能力。总体看来，通过本次并购，公司在 PPP 项目领域的竞争能力得到大幅提升。

四、 股权激励计划提高团队工作积极性

2016 年 4 月 15 日公司发布公告《关于第三期股票期权与限制性股票激励计划所涉股票期权计划》预案，2016 年 5 月 5 日股东大会审议通过该预案。此举加强公司与激励对象之间的紧密联系，强化共同持续发展的理念，激励长期价值的创造，有利于促进公司的长期稳定发展。2017 年 6 月 7 日公司审议通过《关于第三期股票期权与限制性股票激励计划所涉限制性股票第一个解锁期可解锁的议案》，2017 年 9 月 14 日公司审议通过《关于第三期股票期权与限制性股票激励计划所涉股票期权第一个行权期可行权的议案》，此次行权有利于提高团队工作积极性，为公司业绩提高团队基础。

图表 20 股权激励计划

行权期	行权标准	可行权数量占获授权数量的比例
第一个行权期	以 2015 年净利润值为基数，2016 年净利润增长率不低于 5%；	40%
第二个行权期	以 2015 年净利润值为基数，2017 年净利润增长率不低于 8%；	30%
第三个行权期	以 2015 年净利润值为基数，2018 年净利润增长率不低于 10%；	30%

资料来源：公司年报，红塔证券

五、 股权质押总体不高，相对安全

截至目前，股权质押总量 64,356 万股，占流通 A 股的 32.02%，股权质押总体不算太高。其中前两大股东质押情况如下：

文剑平共持有公司股份 717,466,634 股，占公司总股本的 22.81%；累计质押股份 397,877,600 股，占公司总股本的 12.63%。

刘振国共持有公司股份 424,996,847 股，占公司总股本的 13.51%；累积质押股份 87,001,681 股，占公司总股本的 2.76%。

图表 21 公司股东股权质押情况图

公告日期	股东名称	质押方	质押方类型	是否质押式回购	质押股数 (万股)	质押股份性质	质押起始日	质押截止日	解押日期	相关说明
2018-07-14	刘振国	中国国际金融	证券公司	False	218.06	--	2018-07-12	2018-11-22	--	查看
2018-07-12	文剑平	海通证券	证券公司	False	3,570.00	--	2018-07-10	2018-12-07	--	查看
2018-07-12	文剑平	海通证券	证券公司	False	180.00	--	2018-07-10	2018-12-06	--	查看
2018-07-12	文剑平	中信建投证券	证券公司	False	2,500.00	--	2018-07-10	2019-01-16	--	查看
2018-07-12	文剑平	海通证券	证券公司	False	150.00	--	2018-07-10	2018-12-22	--	查看
2018-07-10	文剑平	中信建投证券	证券公司	False	900.00	--	2018-07-06	2019-01-16	--	查看
2018-07-10	文剑平	中信建投证券	证券公司	False	300.00	--	2018-07-06	2018-11-20	--	查看
2018-07-10	刘振国	中国国际金融	证券公司	False	105.18	--	2018-07-05	2018-11-22	--	查看
2018-07-10	文剑平	海通证券	证券公司	False	3,800.00	限售流通股	2017-07-06	2018-07-06	2018-07-06	查看
2018-07-03	刘振国	海通证券	证券公司	False	1,000.00	--	2018-06-29	2018-12-26	--	查看
2018-06-26	刘振国	海通证券	证券公司	True	1,000.00	限售流通股	2017-12-26	2018-12-25	2018-06-22	查看
2018-06-26	刘振国	海通证券	证券公司	True	4,000.00	限售流通股	2017-12-26	2018-12-25	--	查看
2018-06-23	文剑平	中信建投证券	证券公司	False	115.00	--	2018-06-21	2018-11-20	--	查看
2018-06-23	文剑平	中信建投证券	证券公司	False	1,300.00	--	2018-06-21	2019-01-16	--	查看
2018-01-20	文剑平	中信建投证券	证券公司	True	10,850.00	限售流通股	2017-01-18	--	2018-01-17	查看
2018-01-20	文剑平	中信建投证券	证券公司	False	11,800.00	--	2018-01-17	2019-01-16	--	查看
2017-11-25	刘振国	中国国际金融	证券公司	False	1,144.82	--	2017-11-23	2018-11-22	--	查看
2017-06-03	文剑平	中信建投证券	证券公司	True	1,950.00	限售流通股	2016-06-01	--	2017-06-01	查看
2017-01-26	文剑平	北京银行西单支...	银行	False	739.27	流通股	2015-07-28	--	2017-01-24	查看
2017-01-24	文剑平	国金证券	证券公司	False	16,017.46	流通股,限售流通...	2015-07-29	--	2017-01-23	查看
2016-12-28	文剑平	海通证券北京中...	证券公司	False	830.00	限售流通股	2016-12-22	--	--	查看
2016-12-28	文剑平	中信建投证券北...	证券公司	False	1,057.00	限售流通股	2016-12-26	--	--	查看
2016-12-10	文剑平	海通证券北京中...	证券公司	False	800.00	流通股	2016-12-06	--	--	查看
2016-12-10	文剑平	海通证券北京中...	证券公司	False	16,000.00	流通股,限售流通...	2016-12-07	--	--	查看
2016-04-26	文剑平	海通证券	证券公司	True	4,441.16	流通股,限售流通...	2014-04-23	--	2016-04-22	查看
2015-12-08	文剑平	海通证券	证券公司	True	2,738.80	流通股	2014-04-23	--	2015-12-04	查看
2015-07-31	刘振国	北京银行西单支...	银行	False	2,000.00	流通股	2015-07-28	--	--	查看
2015-07-31	文剑平	新华基金管理	一般公司	False	1,600.00	限售流通股	2015-07-28	--	--	查看
2015-07-31	刘振国	新华基金管理	一般公司	False	500.00	限售流通股	2015-07-28	--	--	查看
2014-10-01	文剑平	北京银行西单支...	银行	False	500.00	流通股	2014-09-26	--	--	查看

资料来源：公司公告，红塔证券

六、 关键假设和盈利预测

(一) 关键假设

1. 污水处理整体解决方案：该业务增长主要取决于工程订单的获取和工程进度的确认。根据公司目前在手订单估计，预计 2018-2020 年营收年均增速为 30%，毛利率为 35%；

2. 市政工程：该业务有望随高质量 PPP 订单的推进稳步增长，预计 2018-2020 年营收年均增速为 20%，毛利率受市场格局影响，维持在 8% 的水平；
3. 城市光环境解决方案：该业务为公司 2017 年新并表业务，根据 2017 年的业绩情况，假设 2018-2020 年营收年均增速为 20%；毛利率为 46%；
4. 净水器业务：根据市场拓展情况和用户需求增长，假设 2018-2020 年增速分别为 10%、12%、15%；毛利率为 48%。

（二）盈利预测

根据公司现有业务情况，我们预计公司 2018-2020 年业务收入分别为 173.76 亿元、219.73 亿元、278.40 亿元，每股收益分别为 1.03 元、1.34 元和 1.66 元。

图表 22 毛利拆分表

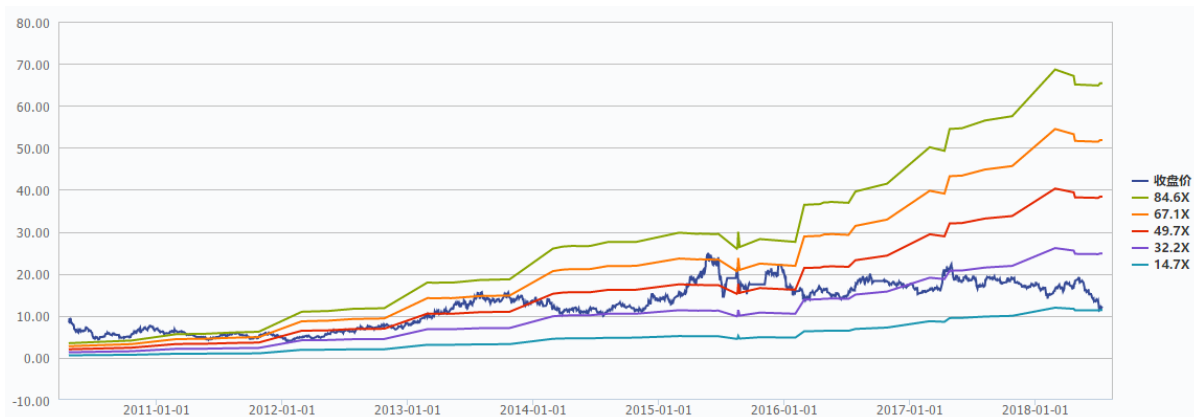
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入(万元)	499,590	865,974	1,241,238	1,737,572	2,197,297	2,783,967
污水处理整体解决方案	378,686	449,725	880,297	1,144,386	1,487,702	1,934,013
市政工程	120,904	416,249	360,941	433,129	519,754	623,705
城市光环境解决方案	-	-	110,172	132,207	158,648	190,378
净水器	21,836	23,255	25,319	27,850	31,192	35,871
毛利率(%)	41.00%	31.00%	27.00%	29.00%	30.00%	30.00%
污水处理整体解决方案	48.51%	47.57%	34.26%	35.00%	35.00%	35.00%
市政工程	17.16%	12.97%	8.28%	8.00%	8.00%	8.00%
城市光环境解决方案			49.98%	46.00%	46.00%	46.00%
净水器	47.61%	48.23%	48.20%	48.00%	48.00%	48.00%
营业利润(万元)	204,448	267,922	331,476	509,369	650,227	831,593
污水处理整体解决方案	183,701	213,934	301,590	400,535	520,696	676,904
市政工程	20,747	53,987	29,886	34,650	41,580	49,896
城市光环境解决方案	0	0	55,064	60,815	72,978	87,574
净水器	10,396	11,216	12,204	13,368	14,972	17,218

资料来源：红塔证券测算

（三）行业估值

预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.03 元、1.34 元和 1.66 元，公司作为稳健的民企环保 PPP 龙头，技术过硬，资金充沛，项目经验丰富，在手订单充足，受益于 PPP 行业格局重塑，2018 新增订单量质齐升，有望带动业绩高速增长。目前公司 PE 估值已处于历史底部，谨慎给予公司 2018 年的合理估值为 18X，对应目标价 18.54 元，给予“买入”评级。

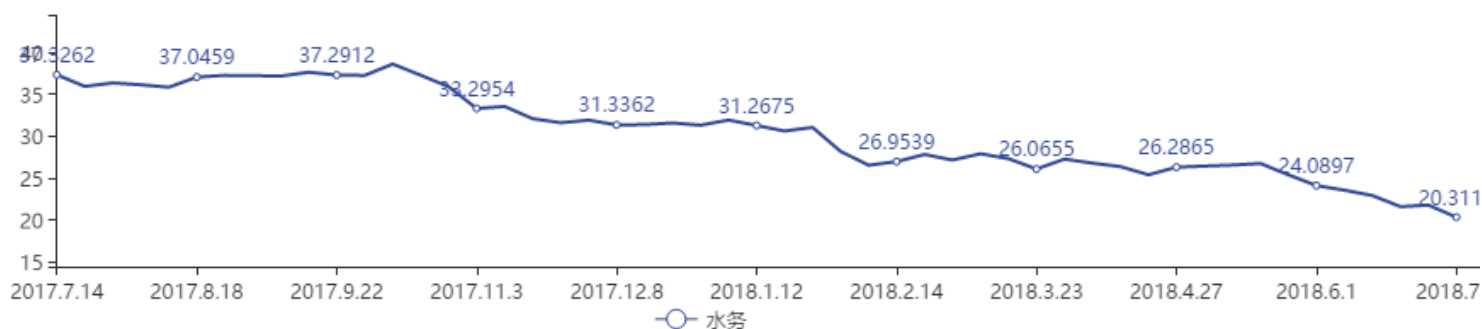
图表 23 碧水源 PE band



资料来源：WIND，红塔证券

图表 24 水务行业近一年市盈率走势图

市盈率(历史TTM_整体法)



资料来源：WIND

图表 25 水务上市公司估值比较

代码	简称	股价	EPS				PE				BPS	PB
			2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
300422	博世科	13.12	0.41	0.79	1.15	1.64	32.00	16.61	11.41	8.00	3.43	3.83
002310	东方园林	15.03	0.81	1.23	1.68	2.2	18.56	12.22	8.95	6.83	4.22	3.56
600461	洪城水业	6.32	0.35	0.41	0.49	0.58	18.06	15.41	12.90	10.90	4.18	1.51
300388	国祯环保	9.37	0.35	0.54	0.73	0.97	26.77	17.35	12.84	9.66	6.05	1.55
600323	瀚蓝环境	15.2	0.85	1.00	1.18	1.4	17.88	15.20	12.88	10.86	7.07	2.15
000598	兴蓉环境	3.96	0.30	0.34	0.39	0.44	13.20	11.65	10.15	9.00	3.32	1.19
300070	碧水源	11.52	0.80	1.03	1.34	1.66	14.40	11.18	8.60	6.94	5.81	1.98
300055	万邦达	11.08	0.35	0.75	0.97	1.24	31.66	14.77	11.42	8.94	6.79	1.63

资料来源：WIND，红塔证券

图表 26 水务上市公司 ROE 比较

代码	简称	总市值(亿元)	总收入(亿元)	净利润(亿元)	ROE (%)
300422	博世科	46.68	14.69	1.45	13.60
002310	东方园林	403.22	152.26	22.21	21.25
600461	洪城水业	49.90	35.44	3.49	8.71
300388	国祯环保	51.53	26.28	2.08	11.33
600323	瀚蓝环境	114.40	42.02	6.97	12.85
000598	兴蓉环境	118.25	37.31	9.16	9.61
300070	碧水源	362.94	137.67	25.91	14.94
300055	万邦达	96.47	20.71	3.06	5.42

资料来源：WIND, 红塔证券

七、 风险提示

1. 政策风险：环保行业及 PPP 项目相关政策执行力度低于预期
2. 项目风险：工程订单的获取和工程进度的确认低于预期
3. 融资风险：利率维持高位导致融资成本显著上升，减缓 PPP 项目进度
4. 财务风险：公司近年来主要依靠 PPP 项目实现业绩，过度依赖 PPP 项目有可能导致回款变慢、财务费用激增、现金流恶化，资产负债率超预期上升等风险。

财务报表及预测**报表预测（单位：百万元）**

利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5214.26	8892.29	13767.29	18585.84	23975.73	30449.18
减：营业成本	3065.74	6101.12	9779.75	13195.94	16783.01	21009.93
营业税金及附加	81.51	51.01	52.72	156.11	201.38	255.75
营业费用	127.30	147.04	231.16	357.71	461.45	586.04
管理费用	287.34	409.11	546.04	872.14	1125.06	1428.83
财务费用	47.50	84.35	363.40	532.02	354.96	221.02
资产减值损失	135.02	150.90	142.94	142.95	142.95	142.95
加：投资收益	217.46	263.84	450.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1687.32	2212.61	3101.40	3328.96	4906.91	6804.65
加：其他非经营损益	7.74	22.38	9.21	609.21	209.21	-440.79
利润总额	1695.06	2234.98	3110.61	3938.17	5116.12	6363.86
减：所得税	237.64	385.25	532.24	587.31	764.01	951.17
净利润	1457.42	1849.73	2578.37	3350.86	4352.12	5412.70
减：少数股东损益	95.72	3.97	81.98	111.27	144.52	179.74
归属母公司股东净利润	1361.70	1845.76	2496.39	3239.59	4207.60	5232.96
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4566.62	7889.87	5117.70	4448.50	12791.69	17794.58
应收和预付款项	3058.40	5235.11	6397.04	10448.31	11254.73	16273.25
存货	345.88	430.75	1284.64	855.97	1866.53	1541.65
其他流动资产	50.00	682.87	1329.68	1329.68	1329.68	1329.68
长期股权投资	1891.39	2337.68	5010.10	5010.10	5010.10	5010.10
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	429.81	494.70	741.50	500.38	259.25	18.12
无形资产和开发支出	4362.36	9996.29	21630.76	19523.36	17415.96	15308.57
其他非流动资产	2891.27	3477.81	2976.05	2958.20	2940.35	2940.35
资产总计	17595.73	30545.10	44487.48	45074.50	52868.29	60216.30
短期借款	211.20	2478.67	3925.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2340.60	5738.07	9430.46	10853.91	14636.23	16995.21
长期借款	934.20	1466.95	8488.21	8488.21	8488.21	8488.21
其他负债	0.00	4527.35	2762.90	2762.90	2762.90	2762.90
负债合计	3486.00	14211.03	24606.57	22105.02	25887.34	28246.32
股本	1229.46	3126.86	3139.29	3139.29	3139.29	3139.29
资本公积	8146.71	6524.35	6740.84	6740.84	6740.84	6740.84
留存收益	4198.22	5869.87	8192.45	11169.76	15036.70	19846.00
归属母公司股东权益	13574.38	15521.08	18072.57	21049.88	24916.83	29726.12
少数股东权益	535.35	812.99	1808.33	1919.60	2064.12	2243.86
股东权益合计	14109.74	16334.07	19880.91	22969.48	26980.95	31969.98
负债和股东权益合计	17595.73	30545.10	44487.48	45074.50	52868.29	60216.30
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	1360.45	779.08	2548.39	3482.34	8797.57	5942.63
投资性现金净流量	-3756.04	-4838.04	-11066.22	521.25	181.25	-371.25
筹资性现金净流量	5320.80	6335.02	7122.76	-4672.79	-635.62	-568.49
现金流量净额	2925.21	2289.18	-1417.74	-669.20	8343.20	5002.88

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收益率						
毛利率	41.20%	31.39%	28.96%	29.00%	30.00%	31.00%
三费/销售收入	8.86%	7.20%	8.28%	9.48%	8.10%	7.34%
EBIT/销售收入	33.40%	25.78%	24.98%	23.80%	22.57%	21.38%
EBITDA/销售收入	34.60%	26.79%	26.55%	35.76%	31.84%	28.62%
销售净利率	27.95%	20.80%	18.73%	18.03%	18.15%	17.78%
资产获利率						
ROE	10.03%	11.89%	13.81%	15.39%	16.89%	17.60%
ROA	9.90%	7.50%	7.73%	9.81%	10.24%	10.81%
ROIC	24.96%	18.29%	24.70%	12.15%	16.64%	26.49%
增长率						
销售收入增长率	51.17%	70.54%	54.82%	35.00%	29.00%	27.00%
EBIT 增长率	37.05%	31.63%	50.06%	28.61%	22.32%	20.28%
EBITDA 增长率	36.75%	32.02%	53.46%	81.85%	14.85%	14.14%
净利润增长率	43.78%	26.92%	39.39%	29.96%	29.88%	24.37%
总资产增长率	75.35%	73.59%	45.65%	1.32%	17.29%	13.90%
股东权益增长率	123.34%	14.34%	16.44%	16.47%	18.37%	19.30%
经营营运资本增长率	92.28%	-424.81%	22.42%	76.50%	-276.82%	92.21%
资本结构						
资产负债率	19.81%	46.52%	55.31%	49.04%	48.97%	46.91%
投资资本/总资产	58.39%	37.78%	60.04%	58.99%	42.21%	37.14%
带息债务/总负债	32.86%	27.76%	50.45%	38.40%	32.79%	30.05%
流动比率	3.14	1.12	0.88	1.26	1.58	1.88
速动比率	2.99	1.03	0.72	1.10	1.39	1.73
股利支付率	10.60%	6.66%	7.03%	8.10%	8.10%	8.10%
收益留存率	89.40%	93.34%	92.97%	91.90%	91.90%	91.90%
资产管理效率						
总资产周转率	0.30	0.29	0.31	0.41	0.45	0.51
固定资产周转率	13.04	22.18	26.51	37.14	92.48	1680.17
应收账款周转率	2.02	2.09	2.97	2.06	2.79	2.21
存货周转率	8.86	14.16	7.61	15.42	8.99	13.63

红塔证券投资评级：

以报告日后 6 个月内绝对收益为基准：

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	绝对收益在 15%以上
	持有	绝对收益在 5%--15%之间
	减持	绝对收益在-5%--5%之间
	回避	绝对收益在-5%以下

公司声明：

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因任何机构或个人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。但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交易；可能为这些公司提供或者争取提供保荐承销、财务顾问或者金融产品等相关服务；本公司的员工也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。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，本公司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承担责任。

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、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。