



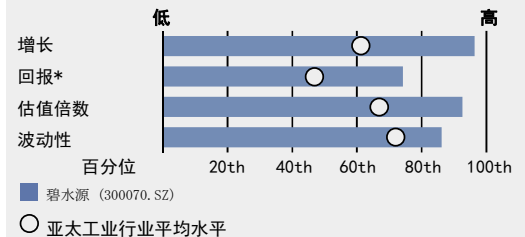
增发和收购有望助力长期发展，高速增长可期；重申买入评级

建议理由

充足的项目储备拉动公司业绩长期增速。年初至今，碧水源已获取 32 个项目订单投资总额高达人民币 97 亿，此外签订的 PPP 框架协议总额人民币 573 亿元。这会推动公司 2018-2020 年收入和盈利增长提速。

国开入股将助力碧水源全国范围内的扩张。碧水源 8 月份向国开行发行 1.29 亿股股票，筹资人民币 54 亿元，定增将推动公司 2015 年末的净现金权益比从 2014 年末的 7% 升至 47%。此举是国开行第一次股权投资水务行业。重申买入评级。

投资摘要



* 回报 - 资本回报率 投资摘要指标的全面描述请参见本报告的信息披露部分。

推动因素

我们下调 2015 年-2017 年净利润预测 3%/7%/4% 以反映更保守的毛利率假设，源于碧水源积极开拓重资产/低毛利的 PPP 项目。但我们同时上调 2018-2020 年净利润预测 2%/9%/16% 以计入更为充裕的在手订单。我们还计入了 8 月份非公开发行所导致的每股盈利摊薄（2015 年-2017 年预期每股盈利分别下调 15%/19%/16%）。

收购久安集团有望增厚公司业绩。10 月 28 日，碧水源宣布以非公开发行股份和支付现金相结合的方式购买子公司久安集团剩余的 49.85% 股权，交易对价合计 12.3 亿人民币。根据久安集团业绩承诺，久安 2015-2017 年净利润应不低于人民币 1.731 亿/1.989 亿/2.36 亿元，隐含 14 倍/12 倍的 2015/16 年预期市盈率（碧水源 2015/16 年预期市盈率为 37 倍/28 倍）。基于此净利润预期，我们预计，若交易在 2015 年年底完成，则有望推动碧水源 2016 年净利润/每股盈利分别增长 5%/3%。该项交易尚待股东大会和证监会批准，所以我们并未在最新的预测中反映。碧水源将在获得深交所批准后复牌。

估值

我们上调 12 个月目标价至人民币 51.9 元（原 50.9 元），仍基于退出市盈率的估值方法（维持 19.3 倍的目标 2020 年预期市盈率不变）。

主要风险

下行：地方政府财务状况疲弱导致项目进度不达预期。

所属投资名单

亚太买入名单

行业评级：中性

王玮嘉 执业证书编号: S1420515080001
+86(21)2401-8923 claire.wang@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

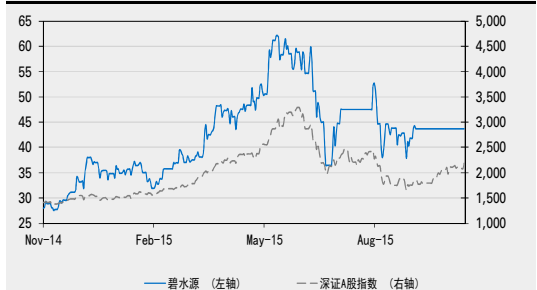
北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

主要数据

	当前
股价 (Rmb)	43.69
12 个月目标价格 (Rmb)	51.90
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	53,715.1 / 8,477.0
外资持股比例 (%)	--

	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
每股盈利 (Rmb) 新	0.87	1.17	1.58	2.11
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	(15.1)	(18.5)	(15.9)
每股盈利增长 (%)	14.5	34.3	34.3	33.6
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	0.87	1.17	1.58	2.11
市盈率 (X)	34.4	37.2	27.7	20.7
市净率 (X)	5.3	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA (X)	32.5	30.1	23.1	17.5
股息收益率 (%)	0.4	0.4	0.6	0.7
净资产回报率 (%)	17.1	14.7	13.4	15.8
CR01 (%)	51.4	29.9	30.3	32.2

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	(8.0)	(15.7)	56.0
相对于深证A股指数	(5.3)	(8.0)	1.0

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为11/04/2015收盘价）

碧水源：财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	资产负债表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
主营业务收入	3,449.2	5,172.2	7,231.9	10,118.2	现金及等价物	2,394.3	7,525.1	7,229.9	6,002.3
主营业务成本	(2,098.9)	(3,178.1)	(4,615.2)	(6,620.6)	应收账款	1,945.5	3,500.8	5,873.9	9,861.8
销售、一般及管理费用	(262.9)	(368.3)	(478.8)	(619.3)	存货	275.1	416.6	605.0	867.9
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	13.7	20.5	28.7	40.2
其它营业收入/(支出)	(142.5)	(155.9)	(230.2)	(347.9)	流动资产	4,628.6	11,463.1	13,737.5	16,772.3
EBITDA	993.7	1,579.5	2,079.0	2,781.9	固定资产净额	384.7	497.3	626.4	812.4
折旧和摊销	(48.8)	(109.6)	(171.3)	(251.5)	无形资产净额	1,362.0	2,667.8	4,175.4	6,267.4
EBIT	944.9	1,469.9	1,907.6	2,530.3	长期投资	1,949.9	1,949.9	1,949.9	1,949.9
利息收入	14.9	16.4	51.6	49.5	其它长期资产	2,210.4	2,327.5	3,254.3	4,553.2
财务费用	(115.7)	(84.1)	(53.6)	(26.8)	资产合计	10,535.6	18,905.7	23,743.6	30,355.2
联营公司	317.8	395.6	513.3	680.9	应付账款	2,063.7	3,749.9	6,534.7	11,249.0
其它	12.9	0.0	0.0	0.0	短期贷款	959.5	0.0	899.8	0.0
税前利润	1,174.9	1,797.8	2,419.0	3,234.0	其它流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
所得税	(161.2)	(244.1)	(331.8)	(444.5)	流动负债	3,023.2	3,749.9	7,434.4	11,249.0
少数股东损益	(72.9)	(111.5)	(150.0)	(200.6)	长期贷款	965.8	899.8	0.0	0.0
优先股股息前净利润	940.8	1,442.2	1,937.2	2,589.0	其它长期负债	96.4	209.5	396.6	701.3
优先股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	1,062.1	1,109.3	396.6	701.3
非经常性项目前净利润	940.8	1,442.2	1,937.2	2,589.0	负债合计	4,085.4	4,859.1	7,831.0	11,950.3
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	940.8	1,442.2	1,937.2	2,589.0	普通股权益	6,078.0	13,562.8	15,278.8	17,570.6
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	0.87	1.17	1.58	2.11	少数股东权益	372.2	483.7	633.7	834.3
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.87	1.17	1.58	2.11	负债及股东权益合计	10,535.6	18,905.7	23,743.6	30,355.2
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.87	1.17	1.58	2.11	每股净资产(Rmb)	5.64	11.03	12.43	14.29
每股股息(Rmb)	0.13	0.18	0.24	0.32					
股息支付率(%)	15.3	15.3	15.3	15.3					
自由现金流收益率(%)	(0.7)	(0.5)	(1.1)	(1.3)					
增长率和利润率(%)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	比率	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
主营业务收入增长率	10.1	50.0	39.8	39.9	GROCI (%)	51.4	29.9	30.3	32.2
EBITDA增长率	13.4	59.0	31.6	33.8	净资产回报率(%)	17.1	14.7	13.4	15.8
EBIT增长率	11.9	55.6	29.8	32.6	总资产回报率(%)	10.0	9.8	9.1	9.6
净利润增长率	15.3	53.3	34.3	33.6	平均运用资本回报率(%)	21.7	24.0	24.6	25.2
每股盈利增长	14.5	34.3	34.3	33.6	存货周转天数	40.7	39.7	40.4	40.6
毛利率	39.1	38.6	36.2	34.6	应收账款周转天数	180.4	192.2	236.6	283.8
EBITDA利润率	28.8	30.5	28.7	27.5	应付账款周转天数	292.6	333.8	406.7	490.2
EBIT利润率	27.4	28.4	26.4	25.0	净负债/股东权益(%)	(7.3)	(47.2)	(39.8)	(32.6)
					EBIT利息保障倍数(X)	9.4	21.7	956.6	NM
现金流量表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	估值	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
优先股股息前净利润	940.8	1,442.2	1,937.2	2,589.0	基本市盈率(X)	34.4	37.2	27.7	20.7
折旧及摊销	48.8	109.6	171.3	251.5	市净率(X)	5.3	4.0	3.5	3.1
少数股东权益	72.9	111.5	150.0	200.6	EV/EBITDA(X)	32.5	30.1	23.1	17.5
运营资本增减	(721.1)	(127.8)	(703.5)	(835.4)	企业价值/总投资现金(X)	8.0	8.6	6.7	5.3
其它	440.0	(289.3)	(334.5)	(387.7)	股息收益率(%)	0.4	0.4	0.6	0.7
经营活动产生的现金流	781.4	1,246.2	1,220.6	1,818.0					
资本开支	(1,019.0)	(1,528.1)	(1,808.0)	(2,529.6)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.1	0.0	0.0	0.0					
其它	261.4	395.6	513.3	680.9					
投资活动产生的现金流	(757.6)	(1,132.6)	(1,294.6)	(1,848.6)					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(63.3)	(144.3)	(221.2)	(297.1)					
借款增减	257.0	(1,025.5)	0.0	(899.8)					
普通股发行(回购)	92.5	6,187.0	0.0	0.0					
其它	(105.2)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	181.0	5,017.2	(221.2)	(1,196.9)					
总现金流	204.8	5,130.8	(295.2)	(1,227.6)					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

王玮嘉

claire.wang@ghsl.cn

图表1: 碧水源季度业绩概要

2015年三季度实现了2010年上市以来最强劲的单季度盈利增长

人民币 百万	2015第三 季度	2014第三 季度	同比增速	2015前三 季度	2014前三 季度	同比增速	高华预测 2015	2015前三季度v.s.高 华预测2015	万得一致预期 2015	高华预测v.s.万得一致预 期 2015
收入	647	298	117%	1,700	1,293	32%	5,172	33%	5,173	0%
成本	415	213	95%	1,076	867	24%	3,178	34%	n.a.	n.a.
毛利润	232	85	172%	624	426	47%	1,994	31%	n.a.	n.a.
净利润	100	31	220%	253	167	51%	1,442	18%	1,495	-4%
毛利率	36%	29%	7ppt	37%	33%	4ppt	39%	-2ppt	n.a.	n.a.
净利率	15%	10%	5ppt	15%	13%	2ppt	28%	-13ppt	29%	-1ppt

资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表2: 盈利预测调整

我们下调2015-2017年净利润预测以反映毛利率下降; 上调2018-2020年盈利预测以反映更为充裕的在手订单

人民币 百万	调整前						调整后						调整幅度					
	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
收入	5,035	6,844	8,776	10,854	12,406	13,046	5,172	7,232	10,118	13,336	15,887	17,210	3%	6%	15%	23%	28%	32%
毛利润	2,012	2,737	3,495	4,295	4,870	5,074	1,994	2,617	3,498	4,641	5,547	6,051	-1%	-4%	0%	8%	14%	19%
毛利率	40%	40%	40%	40%	39%	39%	39%	36%	35%	35%	35%	35%	-1ppt	-4ppt	-5ppt	-5ppt	-4ppt	-4ppt
净利润	1,489	2,082	2,697	3,347	3,816	3,999	1,442	1,937	2,589	3,424	4,171	4,657	-3%	-7%	-4%	2%	9%	16%
每股收益 (元)	1.4	1.9	2.5	3.1	3.5	3.7	1.2	1.6	2.1	2.8	3.4	3.8	-15%	-19%	-16%	-10%	-4%	2%

资料来源: 公司数据、高华证券研究

收购久安集团

10月28日，碧水源宣布以非公开发行股份和支付现金相结合的方式购买其尚未持有的全部久安集团49.85%的股权，交易对价合计12.32亿元。久安集团承诺，公司2015-2017年净利润将不低于人民币1.731亿/1.989亿/2.36亿元。基于此保证，我们计算此项交易隐含的2015/16年市盈率分别为14倍/12倍。

在人民币12.32亿元的对价中，1.1亿元将以现金支付，其他以发行新股的方式支付，股价为人民币37.41元（较最新收盘价折让14%）。该计划尚待股东大会和证监会的批准。

根据协议所述的人民币1.731亿/1.989亿/2.36亿元的2015-2017年净利润预测，我们认为，若交易在2015年年底前完成，有望推动碧水源2016年净利润/每股盈利增长5%/3%。因为该交易尚待股东大会和证监会的批准，我们还未据此对我们的模型进行调整。

图表3: 碧水源8月份增发与潜在收购后的股权结构变化

百万	非公开发行前		当前情形 非公开发行后		发行股份收购久安后	
	股数	持股比例	股数	持股比例	股数	持股比例
董事长 文剑平	268	25%	268	22%	268	21%
副董事长 刘振国	172	16%	172	14%	172	14%
国开创新资本	0	0%	129	10%	129	10%
武昆	0		19	2%	19	2%
董秘 何愿平	55	5%	55	4%	55	4%
久安剩余股东	0	0%	0	0%	30	2%
其他	586	54%	586	48%	586	47%
Sum	1,082	100%	1,229	100%	1,259	100%

资料来源: 公司数据

图表4: 碧水源收购久安后的2015年上半年备考财务数据

人民币 百万	久安		碧水源				变化	
	1H15	2014	收购前		收购后		1H15	2014
			1H15	2014	1H15	2014		
收入								
污水处理整体解决方案	230	935	672	2,696	672	2,696	n.a.	n.a.
给排水工程	290	621	269	660	269	660	n.a.	n.a.
净水器销售收入	n.a.	n.a.	113	89	113	89	n.a.	n.a.
总计	521	1,556	1,054	3,445	1,054	3,445	n.a.	n.a.
毛利润								
污水处理整体解决方案	51	101	278	1,144	278	1,144	n.a.	n.a.
给排水工程	49	140	52	167	52	167	n.a.	n.a.
净水器销售收入	n.a.	n.a.	63	35	63	35	n.a.	n.a.
总计	100	241	393	1,347	393	1,347	n.a.	n.a.
毛利率								
污水处理整体解决方案	22%	11%	41%	42%	41%	42%	0ppt	0ppt
给排水工程	17%	23%	19%	25%	19%	25%	0ppt	0ppt
净水器销售收入	n.a.	n.a.	56%	39%	56%	39%	0ppt	0ppt
总计	19%	15%	37%	39%	37%	39%	0ppt	0ppt
归母净利润	43	136	153	941	175	1,008	14%	7%

资料来源: 公司数据

图表5: 强劲的项目储备有望带动长期增长
碧水源 2015年已获得且公布的项目列表

公告日	项目	类型	地点	省份	投资额 (人民币 百万)	信息来源
1/19/2015	南阳高新区地理式污水厂BOT特许经营协议	污水处理	南阳	河南	未披露	公司官网
2/10/2015	旅顺小孤山地下式污水处理厂BOT项目	中水回用	旅顺	辽宁	134	公司官网
2/12/2015	顺义新城牛栏山再生水厂一期工程特许经营BOT项目	中水回用	北京	北京	未披露	公司官网
3/24/2015	哈拉干德工矿产品加工区污水资源化循环利用工程	中水回用	塔城	新疆	495	公司官网
3/25/2015	新疆沙湾县第三水源地工程	水库工程	塔城	新疆	212	公司官网
3/26/2015	新疆沙湾县应急备用水源地建设项目	水库工程	塔城	新疆	55	公司官网
3/27/2015	新疆沙湾县翠山生态供水工程	供水	塔城	新疆	345	公司官网
3/28/2015	大南沟水库建设工程	水库工程	塔城	新疆	198	公司官网
3/29/2015	巴音沟水库建设工程	水库工程	塔城	新疆	210	公司官网
4/8/2015	丰县地面水厂一期工程特许经营项目	污水处理	徐州	江苏	634	公司官网
6/3/2015	南阳高新区光电产业园污水处理厂项	污水处理	南阳	河南	178	增发草案
6/3/2015	甘泉堡工业园区污水处理工程项目	污水处理	乌鲁木齐	新疆	730	增发草案
6/3/2015	吉林市污水处理厂(一期)提标改造工程	污水处理	吉林	吉林	324	增发草案
6/3/2015	烟台市套子湾污水处理厂二期工程项目	污水处理	烟台	山东	593	增发草案
6/3/2015	北京市门头沟区第二再生水厂工程项目	中水回用	北京	北京	580	增发草案
6/3/2015	北京市密云新城再生水厂(一期)工程项目	中水回用	北京	北京	296	增发草案
6/3/2015	顺义区镇级再生水厂(北小营镇、北石槽镇、李遂镇)	中水回用	北京	北京	98	增发草案
6/3/2015	乌苏水源建设项目	水库工程	乌苏	新疆	700	增发草案
6/3/2015	正定新区污水处理厂(一期)工程项目	污水处理	石家庄	河北	425	增发草案
6/3/2015	南郑县云河水利水电枢纽工程BT项	水库工程	杭州	陕西	208	增发草案
6/19/2015	广东省汕头市潮南区3座污水处理厂	污水处理	汕头	广东	680	公司官网
7/7/2015	漳州市东墩污水处理厂(一期)半地下室MBR处理工艺	污水处理	漳州	福建	256	公司官网
7/13/2015	奇台县城污水处理厂改扩建工程	污水处理	昌吉	新疆	63	公司官网
7/14/2015	奇台县再生水回用管网工程	管网	昌吉	新疆	30	公司官网
7/15/2015	奇台县喇嘛湖梁工业园污水处理厂工程	污水处理	昌吉	新疆	260	公司官网
7/16/2015	工业园污水处理厂配套管网工程	管网	昌吉	新疆	70	公司官网
7/17/2015	吉布库水库工程	水库工程	昌吉	新疆	250	公司官网
7/18/2015	达板河水库工程	水库工程	昌吉	新疆	330	公司官网
7/19/2015	白杨河水库工程	水库工程	昌吉	新疆	218	公司官网
7/20/2015	开垦河水库工程	水库工程	昌吉	新疆	540	公司官网
7/21/2015	奇台县引水入城管道工程	管网	昌吉	新疆	25	公司官网
7/22/2015	水磨河综合治理工程(渠道部分)	水库工程	昌吉	新疆	46	公司官网
7/23/2015	水磨河景观工程(其它部分)	其他	昌吉	新疆	362	公司官网
7/24/2015	城南防洪渠工程	水库工程	昌吉	新疆	20	公司官网
7/25/2015	靖宁河景观工程	其他	昌吉	新疆	300	公司官网
7/26/2015	奇台县城市水系景观工程	其他	昌吉	新疆	600	公司官网
7/22/2015	浙江省诸暨市浣东再生水厂(地理式)PPP项目	污水处理	诸暨	浙江	463	公司官网
7/31/2015	河北省张家口市崇礼县污水处理工程一期、梧桐大道市政工程、密苑旅游度假区市政配套工程等	其他	张家口	河北	129	公司官网
8/6/2015	山东菏泽牡丹区沙土镇污水处理厂	污水处理	菏泽	山东	100	公司官网
8/29/2015	珠海全市污水管网建设工程	管网	珠海	广东	721	增发草案
9/6/2015	仙桃市乡镇污水处理厂PPP项目	污水处理	仙桃	湖北	305	公司官网
9/7/2015	山东省青岛市董家口经济区海水淡化PPP项目	海水淡化	青岛	山东	900	公司官网
9/16/2015	腾格里经济技术开发区污水处理厂改造工程膜处理系统项目	污水处理	腾格里	内蒙古	未披露	公司官网
9/16/2015	湖北天冠生物能源有限公司燃料乙醇废水处理项目	污水处理	洪湖	湖北	142	公司官网
9/21/2015	天津市宁河区潘庄工业区废水处理BOT项目	污水处理	天津	天津	未披露	公司官网
10/5/2015	广东省珠海市前山水质净化厂(全地理式)工程设备总包项目	污水处理	珠海	广东	136	公司官网
10/10/2015	青岛经济技术开发区中水回用设备集成及安装项目	中水回用	青岛	山东	未披露	公司官网
10/15/2015	重庆江北国际机场东航站区及第三跑道建设工程污水处理站	污水处理	重庆	重庆	未披露	公司官网
10/21/2015	合肥市塘西河再生水厂MBR系统采购安装及运营项目	中水回用	合肥	安徽	115	公司官网
10/23/2015	西安市经开草滩污水处理厂PPP项目特许经营协议	污水处理	西安	陕西	未披露	公司官网

资料来源: 公司数据、高华证券研究

高华证券感谢高盛分析师闫彦和贺美琪在本报告中的贡献。

朱地武对本报告亦有贡献。

信息披露附录

申明

本人，王玮嘉，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用多种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

王玮嘉：亚洲商品企业。

亚洲商品企业：ACC、中国铝业(A)、中国铝业(H)、Ambuja Cements、鞍钢(A)、鞍钢(H)、海螺水泥(A)、海螺水泥(H)、Banpu Public Co.、宝钢、金隅股份(A)、金隅股份(H)、北控水务、碧水源、万邦达、中煤能源、中煤能源(H)、海螺创业、光大国际、中国宏桥、洛阳钼业、中国建材、华润水泥、山水水泥、中国神华(A)、中国神华(H)、Coal India Ltd.、东江环保(A)、东江环保(H)、东鹏控股、瀚蓝环境、Grasim Industries、Hindalco Industries、江西铜业(A)、江西铜业(H)、Korea Zinc、马钢(A)、马钢(H)、National Aluminium Co.、PT Adaro Energy Tbk、PT Indo Tambangraya Megah、PT Tambang Batubara Bukit Asam、Shree Cement Ltd.、桑德环境、天津创业环保(A)、天津创业环保(H)、津膜科技、Ultratech Cement、Vedanta Ltd.、兖州煤业(A)、兖州煤业(H)、招金矿业、紫金矿业(A)、紫金矿业(H)。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后 3 个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：碧水源 (Rmb43.69)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征购购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2015 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。