

中国：水公用事业

2015年12月08日

投资建议：

买入 (初次报告)

 目标价隐含涨/跌幅：**22.5%**

 日期 **2015/12/07**

收盘价	RMB50.59
十二个月目标价	RMB62.00
前次目标价	RMBN.A.
深圳 A 股指数	2,366.1

信息更新：

- ▶ 首次将碧水源纳入研究范围，给予买入评级，目标价人民币 62 元。
- ▶ 预计 2015/16/17 年每股收益将分别同比增长 45%/46%/48%至人民币 1.27/1.86/2.76 元，以当前股价推算，隐含同期市盈率 35/30/25 倍。

本中心观点：

- ▶ 我们看好碧水源产能持续扩张。
- ▶ 鉴于过去 10 年来中国污水排放量年复合增长率达 4.5%，且污水再生利用率较低，我们认为中国污水处理行业蕴含巨大扩张潜力。

公司简介： 碧水源为中国领先的膜法污水处理解决方案提供商。

股价相对深圳 A 股指数表现



市值	RMB62,173.8 百万元
六个月平均日成交量	RMB673.6 百万元
总股本股数 (百万股)	1,229
流通 A 股股数比例	100%
自由流通股数比例	54%
大股东：持股比例	文建平, 21.8%
净负债比率	(33.9%)
每股净值 (2015F)	RMB11.51
市净率 (2015F)	4.39 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	3,449	5,278	8,430	13,451
营业利润 **	1,029	1,849	2,753	4,004
税后净利润 *	941	1,596	2,338	3,472
每股收益(元)	0.87	1.27	1.86	2.76
每股收益年增长率 (%)	(7.3)	45.1	46.5	48.5
每股股利(元)	0.13	0.19	0.28	0.41
市盈率 (倍)	58.1	39.8	27.2	18.3
股利收益率(%)	0.3	0.4	0.6	0.8
净资产收益率 (%)	15.5	11.0	13.0	14.7

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：
元大研究部

+86 21 6187 3832 research@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

朱家杰 CFA

+852 3969 9521 peter.kk.chu@yuanta.com

严泽文

+86 21 6187-3875 Oliveryan@yuanta.com

碧水源 (300070 CH)

“美丽中国”受益股

首次纳入研究范围，给予买入评级，目标价人民币 62 元：作为中国领先的膜生物反应器(MBR)污水处理解决方案提供商，我们认为碧水源应将受益于污水处理需求以及高质量再生水需求的高速增长。本中心目标价系基于 2016 年预期市盈率 30 倍和市净率 4.75 倍平均计算得出，隐含 22.5% 的上涨空间，本中心目标市盈率和市净率倍数处于当前中国污水处理行业平均水平。

市场龙头蕴含高增长潜力：碧水源占中国大型 MBR 项目市场份额的 70%。我们预计碧水源将受益于 1) 旨在改善废水/污水处理的政府政策和投资 (如“美丽中国”)；2) 自身领先的 MBR 技术；以及 3) PPP 项目 (公私合作项目) 经验。我们预计 2015/16/17 年碧水源营收将同比增长 53%/59%/59%，主要因公司持续中标污水处理厂项目，预计同期污水处理解决方案营收将同比增长 48%/62%/63%，水处理解决方案营收占公司总营收 75% 以上。

并购加速扩张：得益于国开行的投资，碧水源能够拥有较雄厚的资金支持，得以中标更多的大型污水处理项目。另外，碧水源还收购工程公司久安集团，使公司有望延续高增长步伐，更好地参与地方政府 PPP 项目。

MBR 技术改善中国废水处理情况：为有效控制水污染，预计未来 5 年越来越多的污水处理设施将采用 MBR 技术，系因 MBR 项目占地面积可减少 50%-70%，再生利用率高且再生水质更优。根据十三五规划，预计中国将投资人民币 2 万亿元改善污水处理。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。本报告为摘要版；请联系本中心取得原始英文版。

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	2,168	2,373	7,273	6,863	6,318
存货	193	275	578	1,213	2,548
应收帐款及票据	1,464	1,945	2,680	3,756	5,371
其他流动资产	4	35	53	80	119
流动资产	3,829	4,629	10,584	11,912	14,356
长期投资	3,605	4,129	6,166	7,611	9,449
固定资产	355	385	404	424	445
什项资产	344	1,393	2,169	3,406	5,381
其他资产	4,304	5,907	8,739	11,441	15,275
资产总额	8,133	10,536	19,323	23,353	29,631
应付帐款及票据	1,214	1,897	1,806	1,911	2,095
短期借款	750	960	768	614	491
什项负债	645	167	250	375	563
流动负债	2,609	3,023	2,824	2,900	3,149
长期借款	353	966	1,428	1,864	2,285
其他负债及准备	48	96	87	78	70
长期负债	400	1,062	1,514	1,942	2,355
负债总额	3,010	4,085	4,338	4,843	5,504
股本	891	1,077	1,259	1,259	1,259
资本公积	3,950	4,771	13,241	16,718	22,282
保留盈余	0	0	0	0	0
换算调整数	0	230	0	0	0
额归属母公司之权益	4,841	6,078	14,501	17,978	23,541
少数股权	282	372	484	532	585
股东权益总额	5,123	6,450	14,985	18,510	24,127

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	940	1,014	1,744	2,614	3,872
折旧及摊提	32	49	59	70	84
本期营运资金变动	(173)	(164)	(1,551)	(1,707)	(1,877)
其他营业资产	(125)	(117)	(195)	(324)	(452)
营运活动之现金流量	674	781	57	653	1,628
资本支出	(197)	(1,019)	(1,529)	(2,293)	(3,439)
本期长期投资变动	(331)	(114)	(103)	(154)	(232)
其他资产变动	(1,046)	376	46	50	55
投资活动之现金流量	(1,574)	(758)	(1,586)	(2,397)	(3,615)
股本变动	0	0	0	0	0
本期负债变动	1,103	257	270	283	298
其他调整数	67	(76)	6,159	1,050	1,145
融资活动之现金流量	1,170	181	6,429	1,334	1,442
本期产生现金流量	270	205	4,900	(410)	(546)
自由现金流量	1,601	1,859	1,964	3,477	5,716

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	3,133	3,449	5,278	8,430	13,451
销货成本	(1,968)	(2,099)	(3,000)	(5,099)	(8,669)
营业毛利	1,166	1,350	2,279	3,330	4,782
营业费用	(271)	(321)	(430)	(577)	(778)
营业利润	895	1,029	1,849	2,753	4,004
利息收入	21	15	18	21	26
利息费用	(66)	(111)	(127)	(146)	(168)
利息收入净额	(45)	(96)	(109)	(125)	(143)
投资利益(损失)净额	255	318	413	578	868
其他业外收入(支出)净额	0	0	0	0	0
非常项目净额	(37)	(76)	(101)	(132)	(173)
税前净利润	1,068	1,175	2,052	3,075	4,556
所得税费用	(128)	(161)	(308)	(461)	(683)
少数股权净利	(100)	(73)	(148)	(275)	(400)
归属母公司之净利	840	941	1,596	2,338	3,472
税前息前折旧摊销前净利	927	1,078	1,907	2,824	4,088
每股收益 (RMB)	0.94	0.87	1.27	1.86	2.76
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.94	0.87	1.27	1.86	2.757

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
年成长率 (%)					
营业收入	76.9	10.1	53.0	59.7	59.6
营业利润	58.5	15.0	79.6	48.9	45.4
税前息前折旧摊销前净	56.5	16.3	76.9	48.0	44.8
税后净利润	49.3	12.0	69.7	46.5	48.5
每股收益	(7.39)	(7.28)	45.10	46.47	48.48
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	37.2	39.1	43.2	39.5	35.5
营业利润率	28.6	29.8	35.0	32.7	29.8
税前息前 折旧摊销前净利率	29.6	31.3	36.1	33.5	30.4
税后净利率	26.8	27.3	30.2	27.7	25.8
资产报酬率	14.0	10.9	11.7	12.2	14.6
净资产收益率	17.3	15.5	11.0	13.0	14.7
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	21.5	29.8	14.6	13.4	11.5
净现金(负债)权益比(%)	42.3	36.8	48.5	37.1	26.2
利息保障倍数 (倍)	17.1	11.6	17.1	22.0	28.1
利息及短期债	1.4	1.2	2.4	4.2	7.2
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	10.2	7.1	0.4	4.5	9.7
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	0.8	0.7	0.1	0.9	2.5
流动比率 (倍)	1.5	1.5	3.7	4.1	4.6
速动比率 (倍)	1.4	1.4	3.5	3.7	3.7
净负债 (RMB 百万元)	(1,065)	(447)	(5,078)	(4,385)	(3,542)
每股净值 (RMB)	5.43	5.64	11.51	14.27	18.69
评价指标 (倍)					
市盈率	53.7	58.1	39.8	27.2	18.3
股价自由现金流量比	28.2	29.3	32.4	18.3	11.1
市净率	9.3	8.96	4.4	3.5	1.8
股价税前息前折旧摊销 前净利比	48.6	50.5	33.4	22.6	15.6
股价营收比	14.4	15.8	12.1	7.6	4.7

资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

碧水源 (300070 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



资料来源：Bloomberg，元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于A、B或C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	195	44%
持有-超越同业	107	24%
持有-落后同业	50	11%
卖出	13	3%
评估中	81	18%
限制评级	2	0%
总计：	448	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼