



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

公用事业：环保工程及服务

徐强

证券投资咨询业务证书编号：S1300515100002
(8610) 66229383
qiang.xu@bocichina.com

碧水源：业绩增速大幅提升，期待公司后续表现

碧水源(300070.CH/人民币 40.10, 未有评级)发布 1 季度业绩预告：预计实现归母净利润 0.31 亿-0.37 亿元，同比增长 60%-90%。

1 季度业绩增速大幅提升，对全年业绩增长指引有限，更多体现公司股价诉求。2011-2015 年，公司 1 季度业绩增速分别为 45%、55%、29%、37%、14%，16 年受到环保 PPP 行业景气度提升、在手订单放量影响，1 季度增速实现 60%-90%，相比往年表现大幅提升。从行业属性判断，1 季度属于开工淡季，净利润表现对于全年业绩指引有限，2011-2015 年 1 季度净利润占比均不到 2%，结合目前公司股价（40.10 元/股）相比国开定增价格（42.16 元/股）倒挂 5% 推测，此次公司公布业绩增长高于市场预期，更多是基于股价诉求。

国开金融解禁时点将至，中报业绩大概率进一步超预期。我们查询公司公告可知，国开金融参与定增的 1.29 亿股股份将于 8 月 25 日解禁，从公司公告 1 季度业绩增速大幅超预期判断，虽然国开金融并不会减持公司股份，但是仍然对公司行为造成显著影响。伴随着国开金融解禁时点将至，我们预计公司中报业绩将进一步超出市场预期。

业绩超预期一定程度体现环保 PPP 行业景气度提升，由订单向业绩转化速度有望加快。公司 1 季度业绩超预期，部分体现了在“保增长”成为中央和地方政府核心诉求的形势下，政府对于 PPP 的支持和推进力度增强，加速了 PPP 由项目-订单-公司业绩的转化速度。我们梳理公司 15 年签订项目金额合计超过 230 亿，其中 185 亿是 PPP 项目，占比达到 80% 以上。随着行业景气度提升，公司在手 PPP 项目加速转化为业绩，16 年全年业绩实现高增长可期。

长期来看，环保“效果化”目标下膜处理技术使用范围将显著扩大，公司作为膜处理龙头企业有望充分获益。《城镇污水处理厂污染物排放标准（修订稿）》中首次提出水污染物特别排放限值，这也是在“大气污染物特别排放限值”之后我国环保领域内再一次出现“特别排放限值要求”。在水环境质量切实改善的环保“效果化”目标下，预计未来环渤海、长三角等环境较为敏感地区污水处理厂出水标准提升至地表四类或者三类将是大概率事件；同时在特别排放限值以外区域，由于出水标准尚达不到地表五类，存在大面积提标改造需求，在这种形势下，远期来看膜法水处理技术在市政领域的应用范围将显著扩大，而公司作为膜处理技术龙头企业，将在行业快速增长中充分获益。

投资建议：预计公司 16、17 年公司净利润分别为 23 亿、31 亿，EPS 分别为 1.83 元、2.46 元，对应市盈率分别为 22 倍、16 倍。我们认为，公司属于环保行业中稀缺的兼具核心技术优势与良好政府关系的平台型企业：短期来看，“保增长”核心诉求下，政府对于 PPP 的支持力度增强，行业景气度提升带来公司在手订单集中加速释放，16 年全年业绩高增长可期；长期来看，环保治理的“效果化”目标要求水环境质量切实改善，公司膜法水处理技术在“十三五”时期扩大应用范围是大概率事件，带来长期业绩持续高速增长，公司发展战略和业务布局充分贴合环保行业变革趋势，具备配置价值，建议关注。

风险提示：在手项目进展不达预期，政策出台不达预期。

图表 1. 2011-2015 年公司一季度业绩同比增速和净利润占比情况

(%)	2011	2012	2013	2014	2015
一季度业绩同比增速	45	55	29	37	14
一季度净利润占比	1.82	1.73	1.49	1.82	1.44

资料来源：万得、中银证券整理

图表 2. 2015 年公司新签订单情况一览

签约时间	项目名称	项目金额 (亿元)	项目类型
2015.1	宁波象保再生水厂工程	1.00	BOT
2015.1	河南南阳高新区污水处理 BOT 项目	1.20	BOT
2015.1	吉林市污水处理厂（一期）提标改造工程	3.24	BT
2015.2	北京市顺义新城牛栏山再生水厂一期工程特许经营 BOT 项目	1.00	BOT
2015.2	旅顺小孤山污水处理厂 BOT 项目	1.34	BOT
2015.3	沙湾县生态环保工程项目	15.15	PPP
2015.4	徐州丰县地面水厂一期 PPP 项目	6.34	PPP
2015.6	汕头市潮南区司马浦镇污水厂、陇田镇污水厂、陈店镇污水厂	6.80	PPP
2015.7	新疆奇台县战略合作协议及项目	31.14	PPP
2015.7	漳州东墩污水处理厂一期	2.56	EPC
2015.7	诸暨市浣东地理式再生水厂 PPP 项目	4.63	PPP
2015.7	张家口崇礼县污水处理、道路及市政配套工程	1.29	EPC
2015.8	山东菏泽牡丹区沙土镇污水处理厂 PPP 项目	1.00	PPP
2015.8	沙湾县第三水源地工程、翠山绿化供水工程 PPP 项目	3.10	PPP
2015.9	湖北天冠生物能源燃料乙醇废水处理项目	1.42	EPC
2015.9	山东青岛董家口经济区海水淡化 PPP 项目	9.00	PPP
2015.9	仙桃市乡镇污水处理 PPP 项目	3.05	PPP
2015.9	湖南省衡南县 PPP 项目	8.00	PPP
2015.9	天津市宁河区潘庄工业区废水处理 BOT 项目	0.50	BOT
2015.10	珠海市前山水质净化厂	1.36	EPC
2015.10	青岛豆金河污水处理厂中水回用项目	0.50	EPC
2015.10	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 EPC 项目	0.30	EPC
2015.10	合肥市塘西河再生水厂 MBR 系统采购及运营项目	1.15	EPC
2015.10	西安市经开草滩污水处理厂 PPP 项目特许经营协议暨合资经营合同	6.00	PPP
2015.11	四平市南河污水处理厂（一期）工程 BOT 项目	1.00	BOT
2015.11	呼和浩特班定营污水处理厂改扩建工程	1.69	PPP
2015.11	河南省汝州市、宝丰县项目	40.00	PPP
2015.11	天津市宝坻区潮白河水系打造 PPP 项目	10.48	PPP
2015.11	山西阳泉市平定县冶西工矿区饮用水水质改善工程	0.50	EPC
2015.11	江苏省南京市仙林污水处理厂 PPP 项目	3.00	PPP
2015.11	江苏无锡东亭污水处理厂分厂新建工程膜系统设备采购项目	1.80	
2015.11	宝坻区潮白河国家湿地公园建设及宝坻新城水系打造 PPP 项目	10.48	PPP
2015.11	河南省商丘市第八污水处理厂一期工程 BOT 项目	3.00	BOT
2015.12	内蒙古呼和浩特市辛辛板污水处理厂深度处理 EPC 项目	6.00	EPC
2015.12	乌鲁木齐昆仑环保集团有限公司 PPP 项目	26.63	PPP
2015.12	江苏省盐城市大丰区第二水厂膜处理示范工程项目	1.20	EPC
2015.12	贵州兴义市水务一体化建设项目（EPC）招标	15.00	EPC
合计		231.84	

资料来源：公司公告、中银证券整理

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 2DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371