

中国：水公用事业

2016 年 12 月 13 日

投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**34.8%**

 日期 **2016/12/12**

收盘价	RMB17.06
十二个月目标价	RMB23.00
前次目标价	RMB23.00
深圳 A 股指数	2,060.1

信息更新：

- ▶ 公司控股股东、董事长文剑平计划将增持公司股份金额达 10-11 亿元，占总股本的 1.88-2.06%。
- ▶ 重申买入评级，目标价维持人民币 23 元。

本中心观点：

- ▶ 我们看好碧水源在中国污水处理中的表现，系因其拥有超过 70% 中国大型高端污水处理的市场。
- ▶ 2016 年新签订单预计将超过 400 亿元，带动营收增长。

公司简介： 碧水源是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	RMB53,285.2 百万元
六个月平均日成交量	RMB244.2 百万元
总股本股数 (百万股)	1,229.0
流通 A 股股数比例	100.0%
自由流通股数比例	54.0%
大股东：持股比例	文剑平，21.2%
净负债比率 (2016F)	(20.3%)
每股净值 (2016F)	RMB4.91
市净率 (2016F)	3.48 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2015A	2016F	2017F	2018F
营业收入	5,214	8,238	12,110	16,996
营业利润 **	1,652	2,337	3,523	4,954
税后净利润 *	1,362	2,053	2,652	3,746
每股收益(元)	1.11	0.66	0.85	1.20
每股收益年增长率 (%)	26.8	(40.7)	29.2	41.2
每股股利(元)	0.10	0.06	0.07	0.11
市盈率(倍)	15.4	26.0	20.1	14.2
股利收益率(%)	0.6	0.3	0.4	0.6
净资产收益率 (%)	10.0%	13.4%	14.6%	16.9%

* 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)

控股股东增持彰显信心，外延布局值得期待

事件

基于对公司发展前景的信心考虑，公司控股股东、董事长文剑平计划 6 个月内增持公司股份金额达人民币 10-11 亿元，占总股本的 1.88-2.06%（按 17.06 收盘价计算），并承诺增持期间及之后 6 个月内不减持，我们认为公司控股股东的大幅增持彰显了对于公司未来业绩的强烈信心。

研究中心观点

重申买入评级，目标价维持人民币 23 元：碧水源作为中国最大的高端污水处理解决方案提供商，公司前三季净利润同比增长 74%，预计全年将保持 51% 成长，2016-18 年净利润复合增长率达 35%。考虑到对公司以及行业的增长前景，董事长文剑平将增持 10-11 亿元公司股份。因此我们重申买入评级，目标价维持人民币 23 元，系根据 33 倍和 3 倍 2017 年预估市盈率 and 市净率推得。

外延布局工业污水处理值得期待：碧水源以 12.1 亿元认购盈德气体 (2168.HK) 非公开发行 3.78 亿股，认购完成后合计持有公司 4.58 亿股，占总股本的 20.17%，成为公司第一大股东。盈德气体是国内最大的工业气体提供商，公司将借助盈德气体在工业领域的客户，使公司进入工业污水处理领域，逐步扩大公司的产业链。

PPP 订单持续增长，提供业绩支撑：截至三季度公司新签 PPP 订单超过 300 亿元（包括合作协议），我们预计今年新签订单将超过 400 亿元，公司在手订单将加速业绩的转化，从而提供业绩支撑。

水处理市场龙头再成长：碧水源污水处理产能达 2500 万吨/日，占全国城镇污水处理市场的 13%。我们预计到 2018 年水处理的规模可达 1600 亿元以上，碧水源将凭借突出的竞争优势（技术、资金、模式、经验）奠定高成长。

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。

控股股东增持彰显信心，外延拓展值得期待

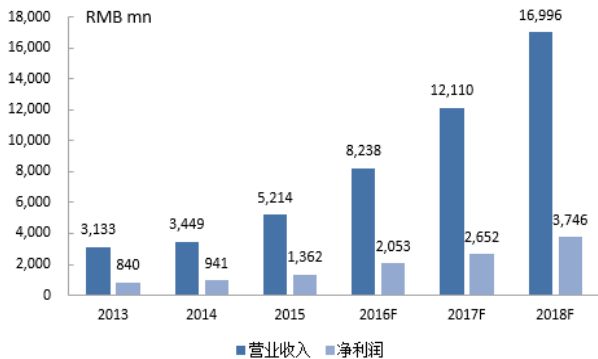
控股股东增持彰显信心，水处理市场龙头再成长

公司控股股东、董事长文剑平计划 6 个月内增持公司股份金额达人民币 10-11 亿元，占总股本的 1.88-2.06%（按 17.06 收盘价计算），并承诺增持期间及之后 6 个月内不减持，增持完成后将合计持有公司 23.05-23.23% 股份。截止 2016 年三季度，公司高管及董事会成员合计持有公司 42.74% 股份，大幅增持将进一步增加高管对公司的控制权，不但彰显了对于公司未来业绩的信心，也为公司未来的外延并购创造了良好的条件。

我们预计到 2018 年城镇污水处理能力将达 2.23 亿吨/日。若根据每吨污水处理新增投资 3500 元、水价 1.4 元/吨，到 2018 年城镇污水处理的市场规模可达 1661 亿元以上，其中膜污水处理的市场规模将达 143 亿元。另外，由于膜污水处理中的膜组件具有一定的使用年限，我们预测后续膜设备的更新和维护将新增公司 60 亿元的市场（根据碧水源目前 2500 万吨/日产能，1 吨水需 2 平方米膜，膜单价 120 元/平方米）。

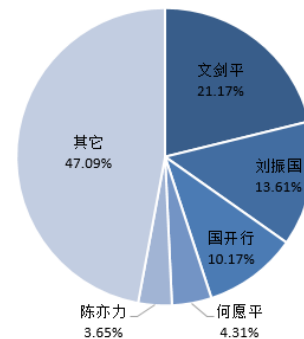
碧水源作为中国最大的高端污水处理解决方案提供商，污水处理产能达 2500 万吨/日，占全国城镇污水处理市场的 13%，并在国内膜污水处理市场 70% 的市场份额，总体来看我们认为碧水源将凭借突出的竞争优势（技术、资金、模式、经验）奠定高成长。

图 1：2013-18 年营业收入和净利润



资料来源：公司资料、元大

图 2：碧水源 2016Q3 股权结构



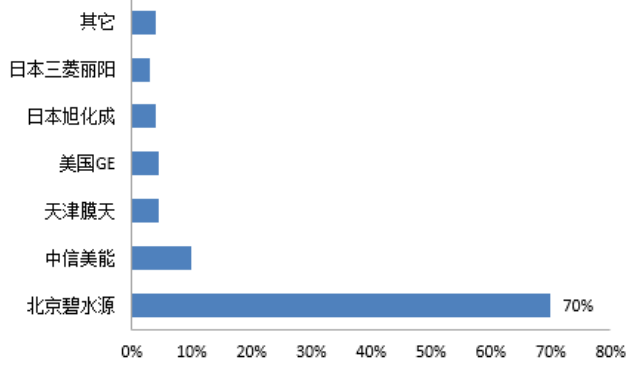
资料来源：公司资料、元大

外延布局工业污水处理值得期待

碧水源以 12.1 亿元认购盈德气体（2168.HK）非公开发行 3.78 亿股，认购完成后合计持有公司 4.58 亿股，占总股本的 20.17%，成为公司第一大股东。我们认为收购盈德气体将使公司切入工业污水处理领域，并与盈德产生协同效应：

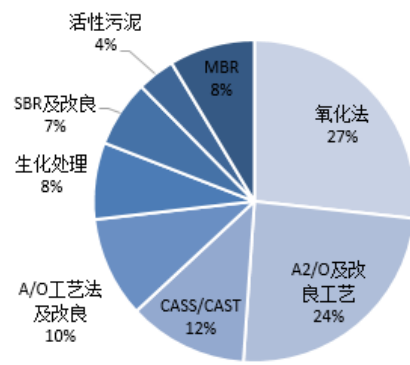
- ▶ 1) 盈德气体是国内最大的工业气体提供商，我们认为公司将借助盈德气体在工业领域的众多客户，切入工业污水处理领域，扩大公司产业链；
- ▶ 2) 盈德气体作为在香港挂牌的上市公司，将有助于碧水源打通国际业务布局的通道，有助于为公司未来引进国际资本以及向国外拓展。

图 3：碧水源国内 MBR（膜）市占率



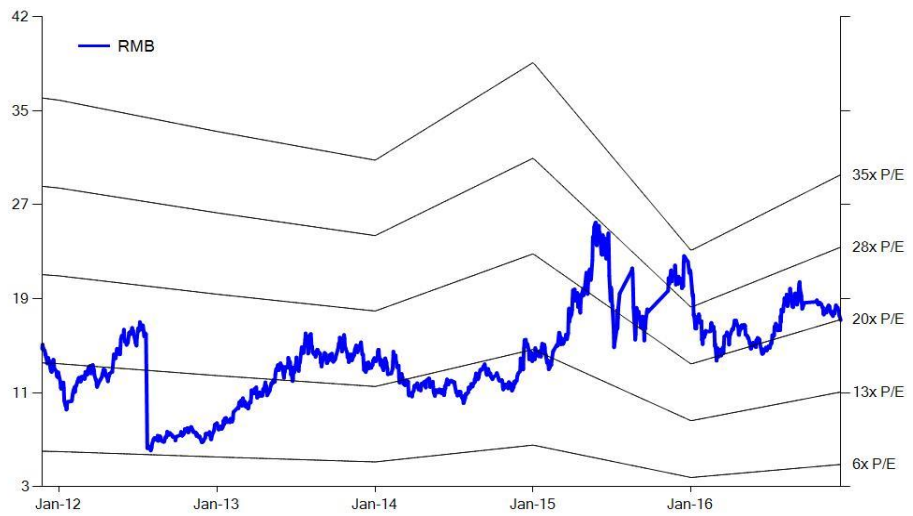
资料来源：公司资料、元大

图 4：国内污水处理方法占比（预测）



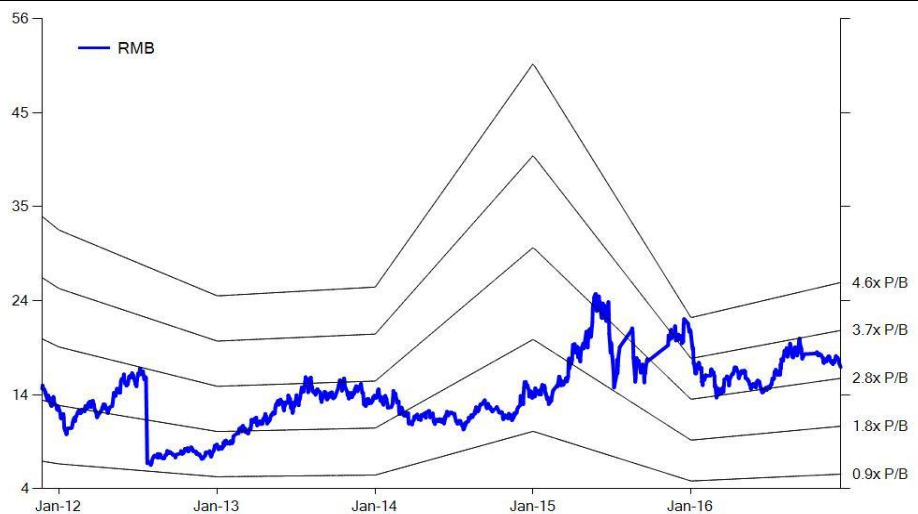
资料来源：云南水务、元大

图 5：12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料、元大

图 6：12 个月预期市净率区间图



资料来源：公司资料、元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
现金与短期投资	2,394	5,300	3,447	1,853	2,586
存货	275	346	694	790	1,290
应收帐款及票据	1,644	2,584	4,095	5,724	8,057
其他流动资产	315	531	531	531	531
流动资产	4,629	8,761	8,766	8,897	12,464
长期投资	1,950	2,358	2,766	3,175	3,583
固定资产	385	430	3,649	6,635	9,388
什项资产	3,572	6,840	6,799	6,758	6,717
其他资产	5,907	9,628	13,214	16,568	19,688
资产总额	10,536	18,389	21,981	25,465	32,152
应付帐款及票据	1,497	2,035	3,877	4,560	7,270
短期借款	960	211	211	211	211
什项负债	567	1,024	1,024	1,024	1,024
流动负债	3,023	3,270	5,112	5,795	8,505
长期借款	50	18	18	18	18
其他负债及准备	1,012	992	992	992	992
长期负债	1,062	1,009	1,009	1,009	1,009
负债总额	4,085	4,279	6,121	6,804	9,514
股本	1,077	1,229	3,123	3,123	3,123
资本公积	1,904	8,147	6,253	6,253	6,253
保留盈余	2,867	4,085	5,948	8,750	12,727
换算调整数	230	114	0	0	0
归属母公司之权益	6,078	13,574	15,325	18,126	22,103
少数股权	372	535	535	535	535
股东权益总额	6,450	14,110	15,860	18,661	22,638

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
本期净利润	1,014	1,457	1,984	2,982	4,211
折旧及摊提	49	62	81	314	546
本期营运资金变动	(373)	(232)	(17)	(1,042)	(123)
其他营业资产	92	72	0	0	0
营运活动之现金流量	781	1,359	2,048	2,254	4,634
资本支出	(1,019)	(3,258)	(3,258)	(3,258)	(3,258)
本期长期投资变动	(443)	(408)	(408)	(408)	(408)
其他资产变动	705	(89)	0	0	0
投资活动之现金流量	(758)	(3,756)	(3,667)	(3,667)	(3,667)
股本变动	92	6,343	0	0	0
本期负债变动	(93)	(781)	0	0	0
其他调整数	182	(241)	(234)	(181)	(234)
融资活动之现金流量	181	5,321	(234)	(181)	(234)
汇率影响数	0	0	0	0	0
本期产生现金流量	205	2,924	(1,853)	(1,594)	734
自由现金流量	24	(2,397)	(1,619)	(1,413)	967

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
营业收入	3,449	5,214	8,238	12,110	16,996
销货成本	(2,099)	(3,066)	(5,131)	(7,323)	(10,268)
营业毛利	1,350	2,149	3,106	4,787	6,729
营业费用	(321)	(496)	(770)	(1,264)	(1,774)
营业利润	1,029	1,652	2,337	3,523	4,954
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	(101)	(47)	(77)	(88)	(88)
利息收入净额	(101)	(47)	(77)	(88)	(88)
投资利益(损失)净额	318	217	146	182	182
其他业外收入(支出)净额	(71)	(127)	(64)	(147)	(148)
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	1,175	1,695	2,342	3,470	4,900
所得税费用	(161)	(238)	(358)	(488)	(689)
税后净利润	1,014	1,457	1,984	2,982	4,211
少数股权净利	(73)	(96)	69	(330)	(465)
归属母公司之净利	941	1,362	2,053	2,652	3,746
税前息前折旧摊销前净利	1,078	1,714	2,417	3,837	5,500
每股收益 (RMB)	0.9	1.1	0.7	0.8	1.2
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.9	1.1	0.7	0.8	1.2

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
年成长率 (%)					
营业收入	10.1	51.2	58.0	47.0	40.3
营业利润	15.0	60.5	41.4	50.8	40.6
税前息前折旧摊销前	16.3	59.0	41.0	58.7	43.4
税后净利润	12.0	44.7	50.7	29.2	41.2
每股收益	(7.3)	26.8	(40.7)	29.2	41.2
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	39.1	41.2	37.7	39.5	39.6
营业利润率	29.8	31.7	28.4	29.1	29.1
税前息前 折旧摊销前净利率	31.3	32.9	29.3	31.7	32.4
税后净利润率	27.3	26.1	24.9	21.9	22.0
资产报酬率	10.9	10.1	9.8	12.6	14.6
净资产收益率	15.5	10.0	13.4	14.6	16.9
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	15.7	1.6	1.4	1.2	1.0
净负债比率 (%)	(21.5)	(35.9)	(20.3)	(8.7)	(10.4)
利息保障倍数 (倍)	12.7	36.7	31.3	40.3	56.5
利息及短期债	1.2	6.7	8.4	11.9	16.7
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	7.8	28.6	26.5	25.5	52.5
现金流量对利息及短 期债保障倍数(倍)	0.7	5.3	7.1	7.5	15.5
流动比率 (倍)	1.5	2.7	1.7	1.5	1.5
速动比率 (倍)	1.4	2.6	1.6	1.4	1.3
净负债 (RMB 百万)	(1,384.81)	(5,070.71)	(3,217.95)	(1,623.83)	(2,357.52)
每股净值 (RMB)	5.64	11.04	4.91	5.80	7.08
评价指标 (倍)					
市盈率	19.5	15.4	26.0	20.1	14.2
股价自由现金流量比	771.7	(8.8)	(32.9)	(37.7)	55.1
市净率	3.0	1.5	3.5	2.9	2.4
股价税前息前折旧摊 销前净利比	17.0	12.2	22.0	13.9	9.7
股价营收比	5.3	4.0	6.5	4.4	3.1

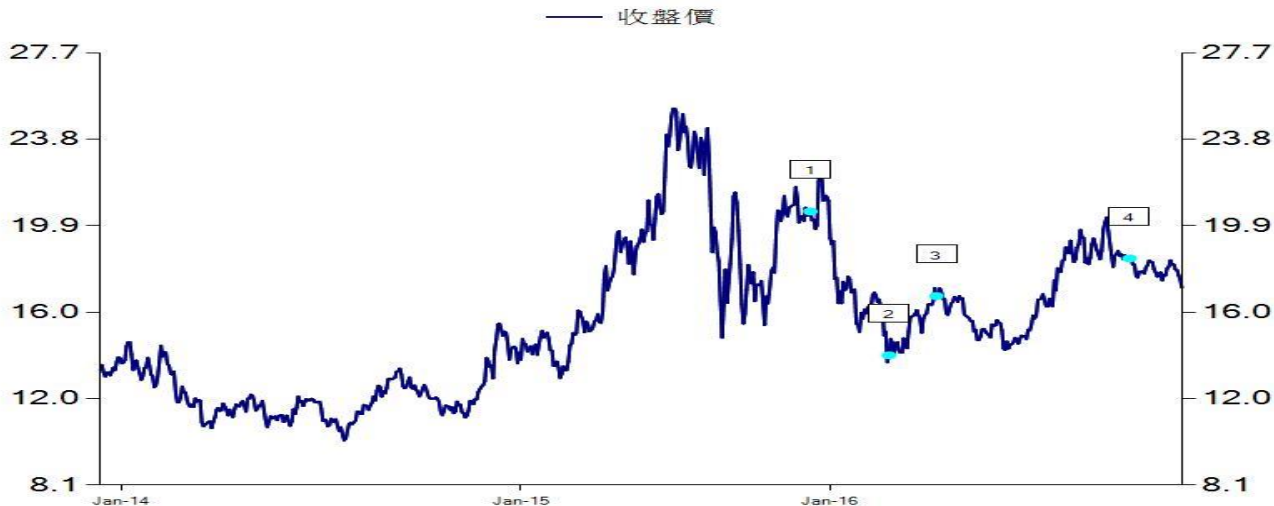
资料来源：公司资料、元大

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



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2015/12/08	50.59	62.00	62.00	买入	元大研究部
2	2016/03/01	34.49	50.00	50.00	买入	元大研究部
3	2016/04/12	42.02	52.00	52.00	买入	元大研究部
4	2016/10/27	18.41	23.00	23.00	买入	元大研究部

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	161	33%
持有-超越同业	114	23%
持有-落后同业	38	8%
卖出	6	1%
评估中	169	34%
限制评级	4	1%
总计：	492	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

© 2016 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