

谨慎推荐（维持）

碧水源（300070）深度报告

风险评级：中风险

膜技术专家助力新水源革命

2019年1月25日

投资要点：

黄秀瑜

SAC 执业证书编号：

S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

主要数据 2019年1月24日

收盘价(元)	7.36
总市值(亿元)	231.88
总股本(亿股)	31.51
流通股本(亿股)	20.16
ROE(TTM)	12.65%
12月最高价(元)	19.01
12月最低价(元)	7.09

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **融资预期边际改善，订单充足业绩有望恢复增长。**金融去杠杆、PPP监管趋严下，整个行业发展有所放缓。公司对PPP投资也有所把控，清理了部分项目，部分由PPP转为EPC，缩短回款周期。目前来看，流动性风险较小。拟引入川投集团，有助于扩大融资渠道、降低融资成本，保障业务顺利推进，保持后续稳健发展。目前充足的订单储备奠定基础，在融资环境逐步改善下，有望能恢复业绩较快增长。
- **公司为膜技术水处理领军企业。**公司是国内唯一一家集全系列膜材料研发与膜设备制造、膜工艺应用于一体的企业；是全球膜产能最大的公司之一，也是目前世界上承建大规模MBR工程最多的企业。其膜技术占国内膜法水处理市场份额的70%以上。未来3年膜将进入一个更换周期，预计会为公司带来较好收益。近几年公司已规模化生产DF膜，通过MBR-DF双膜技术可以将污水直接处理达到地表水II或III类标准的高品质资源化，有望成为又一增长引擎。
- **水质提升需求利好公司膜技术推广。**近年来，我国已有部分经济较发达地区率先提高地方污水排放标准和生活饮用水标准。公司采用的MBR技术新建和改造升级的污水处理厂排放标准可以达到地表水IV类，采用的以DF膜为核心的双膜净水工艺已有示范工程。在雄安新区落地首个污水深度资源化项目，有望带动示范效应。未来随着村镇污水处理市场的进一步释放，公司也将从中分得一杯羹。
- **投资建议：维持推荐评级。**预计2018-2020年EPS分别为0.71元、0.89元、1.11元，对应PE分别为10倍、8倍、7倍。考虑公司拥有具备核心竞争力的膜技术，背靠国资力量有助于打开更广阔的发展空间，融资环境逐步改善下，有望恢复业绩较快增长，维持推荐的投资评级。
- **风险提示。**订单兑现低于预期、膜技术推广低于预期等。

主要财务指标预测表

单位(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	13,767.29	15,277.91	18,152.77	21,380.54
增长率(%)	54.82	10.97	18.82	17.78
净利润(百万)	2,509.38	2,229.38	2,794.44	3,491.11
增长率(%)	35.95	-11.16	25.35	24.93
毛利率(%)	28.96	31.20	31.65	32.04
净利率(%)	18.23	14.59	15.39	16.33
ROE(%)	12.59	10.10	11.30	12.44
每股收益(元)	0.80	0.71	0.89	1.11

资料来源：东莞证券研究所，Wind

目 录

1.业绩放缓，但流动性风险较小	3
2.融资预期边际改善，订单充足业绩有望恢复增长	4
2.1 融资环境预期回暖	4
2.2 引入国资，有助于扩大融资渠道和项目拓展	5
2.3 订单储备充足	5
3.公司为膜技术水处理领军企业	6
3.1 膜技术水处理竞争力提升	6
3.2 公司拥有膜技术核心竞争力	7
4.水质提升需求利好公司膜技术推广	8
4.1 城镇污水处理和供水厂提标改造	8
4.2 全地理式污水处理厂渐成趋势	10
4.3 雄安新区水资源化有望带动示范效应	10
4.4 布局农村污水处理市场	11
5.投资建议：维持推荐评级	11
6.风险提示	12

插图目录

图 1：历年营业收入增长	3
图 2：历年净利润增长	3
图 3：2018H1 收入结构	3
图 4：2018H1 毛利结构	3
图 5：盈利能力指标	4
图 6：现金流状况	4
图 7：地表水域功能分析	8
图 8：地表水水质标准与污水处理厂排放标准	8
图 9：城镇污水处理厂与地表水Ⅳ类污染物排放标准比较	8
图 10：部分地区污水排放标准高于国标	9
图 11：碧水源 PE-Band	11

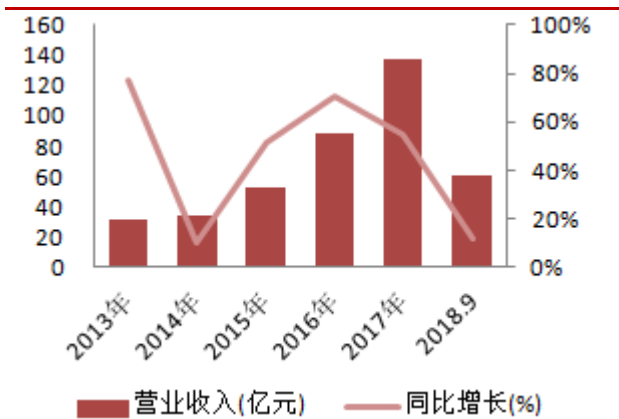
表格目录

表 1：支持民营企业融资相关政策汇总	4
表 2：膜技术与传统污水处理技术特点比较	6
表 3：全国地表水提标目标	9
表 4：公司利润预测表	13

1.业绩放缓，但流动性风险较小

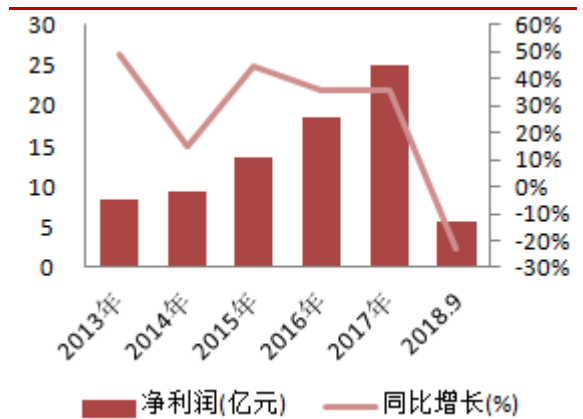
2013-2017年，公司的营业收入和净利润均持续实现增长，营业收入的复合增长率为45%，净利润的复合增长率为31%。2018年金融去杠杆、PPP监管趋严，整个行业的发展有所放缓，公司也受到一定程度的影响。2018年前三季度实现营业收入60.5亿元，同比增长11.9%；实现净利润5.7亿元，同比下降22.64%，扣非后净利润5.51亿元，同比增长3.48%。

图1：历年营业收入增长



数据来源：Wind，东莞证券研究所

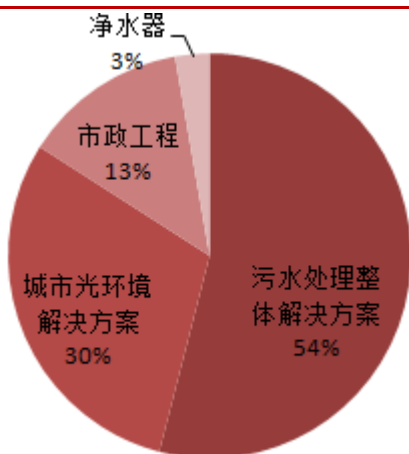
图2：历年净利润增长



数据来源：Wind，东莞证券研究所

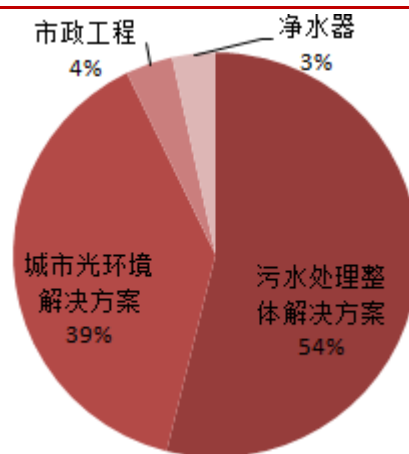
公司主营业务分为四大块：污水处理整体解决方案、城市光环境解决方案、市政工程、净水器。污水处理整体解决方案业务对公司的收入和毛利贡献最大，占比约一半，其次是城市光环境解决方案业务，占比约三成。

图3：2018H1收入结构



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图4：2018H1毛利结构



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

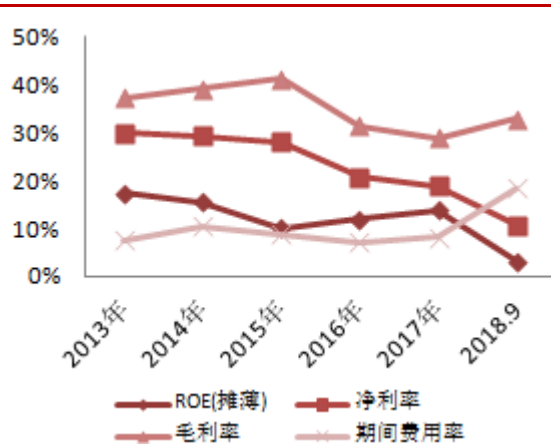
随着2015年起PPP模式在水务领域大力推广，公司的工程收入增长快速，但由于工程业务的毛利率相对较低，拖累公司整体毛利率、净利率下降。2018年北京良业环境并表，城市光环境业务毛利率高达45%左右，拉升整体毛利率，但在融资紧张环境下公司财务

费用大幅增长，导致期间费用率大幅上升，净利率下滑。

由于资金需求较大的 PPP 业务快速拓展，2015 年开始公司筹资现金流出现大幅流入，投资现金流出现大幅流出。2018 年融资环境紧张，公司对 PPP 项目投资也有所把控，清理了部分项目，部分由 PPP 模式转为 EPC 模式，缩短回款周期。目前来看，公司的流动性风险较小。

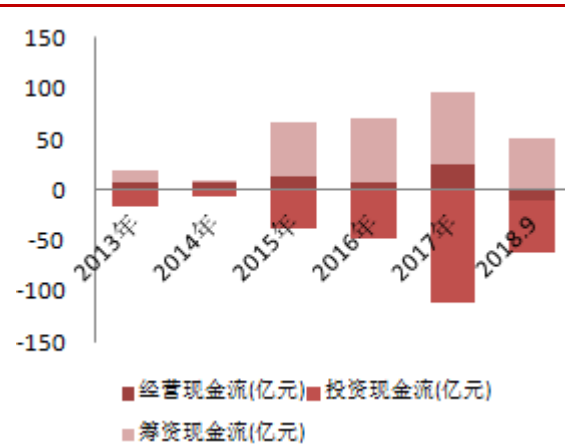
过去三年随着 PPP 模式的发展，公司扩张比较明显，随着业务逐步消化，公司计划未来将缩减重资产规模，逐渐回到轻资产模式。

图5：盈利能力指标



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图6：现金流状况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

2. 融资预期边际改善，订单充足业绩有望恢复增长

2.1 融资环境预期回暖

2018 年金融市场对民营企业的风险偏好下降，民企融资难度上升。进入 2018 年四季度以来，管理层频繁表态金融支持民企发展，帮助民企解决融资难融资贵问题，相继出台了一系列民企融资支持政策措施，包括设立民企融资支持工具、设定银行民企新增贷款目标、再融资限制松绑、对民企参与的 PPP 项目给予倾斜、开展专项清欠行动对欠款限时清零等等。特别是支持暂时遇到流动性困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的企业改善融资状况。

表 1：支持民营企业融资相关政策汇总

日期	主要内容
2018.11.9	国务院常务会议决定，抓紧开展专项清欠行动，解决拖欠民营企业账款问题，凡有拖欠问题的都要建立台账，对欠款“限时清零”。
2018.11.9	财政部发布关于加强中国政企合作投资基金管理的通知，提出积极探索与民营资本合作的模式、路径，对民营企业参与的 PPP 项目要给予倾斜。
2018.11.9	证监会表示，上市公司再融资不再受 18 个月间隔限制。通过配股、发行优先股或董事会确定发行对象的非公开发行股票方式募集资金的，可以将募集资金全部用于补充流动资金和偿还债务。

2018.11.7 人民银行党委书记郭树清指出，初步考虑对民企新增贷款实现“一二五”目标，即在新增的公司类贷款中，大型银行对民企贷款不低于 1/3，中小型银行不低于 2/3，争取三年后，银行业对民企的贷款占新增公司类贷款的比例不低于 50%。

2018.11.1 习总书记主持召开民营企业座谈会，提出当前要抓好 6 个方面政策举措落实，其中一点是解决民营企业融资难融资贵的问题。

2018.10.22 央行宣布引导设立民营企业债券融资支持工具，稳定和促进民企债券融资。

数据来源：东莞证券研究所整理

响应国家金融支持民营企业发展，缓解企业融资难问题，2018 年 11 月，中债信用增进公司、交通银行、中关村融资担保公司与碧水源四方签署了《民营企业债券融资支持工具意向合作协议》。协议方支持公司通过债券市场融资，拓宽公司融资渠道，降低融资成本，缓解资金需求。公司获得了首单落地的民营企业债券融资支持工具，融资 14 亿元。

2.2 引入国资，有助于扩大融资渠道和项目拓展

继 2016 年引入国开行成为公司主要股东后，2019 年 1 月，公司拟引入川投集团作为战略股东。国开行入股后，当年公司即与国开金融签订战略合作框架协议，以多种方式开展 PPP 合作，并为公司提供 200 亿元授信。在经历 2018 年金融去杠杆后，行业融资困难，部分项目停滞，在此背景下，引入川投集团，有助于公司平稳度过艰难期，后续保持稳健的经营发展。

公司控股股东、实际控制人文剑平拟向川投集团转让公司 5.69%的股份（占其个人持股的 25%），股东刘振国（占其个人持股的 25%）、陈亦力（占其个人持股的 25%）、周念云（占其个人持股的 25%）及武昆（占其个人持股的 100%）拟分别转让公司 3.37%、0.91%、0.21%和 0.52%的股份。转让完成后，川投集团将持股 10.7%，成为公司第二大股东。另外，为达到川投集团并表要求，可能采取包括但不限于董事会改组、股东刘振国、陈亦力及周念云剩余股份表决权委托至川投集团、后续非公开发行或股份转让或其他方式等措施。若上述交易全部实施完毕，公司的控制权将发生变更，公司控股股东、实际控制人将变更为川投集团。根据协议，公司管理层将保持相对稳定性。

川投集团是四川省国资委 100%持股的公司，是四川资产质量最优、盈利能力最强的省属国有重点骨干企业。根据后续安排，川投集团将利用其国企优势及资金优势等，助力公司扩大银行授信额度，为公司业务及项目发展提供借贷支持，并帮助公司有效降低融资成本等；将集中各方资源及所有平台优势，积极支持公司的全面业务发展，包括但不限于与公司联合进行项目投资；向公司注入水务相关资产实现业务直接接轨；作为四川省投融资主要牵头单位及实施主体，积极推介公司参与长江大保护战略工程；利用国企背景积极参与各地水务市场发展，与公司一起积极推介膜技术并帮助公司迅速拓展水务市场等。

2.3 订单储备充足

公司是我国最早开展 PPP 业务的环保公司，PPP 模式经验丰富，因此在国家推广 PPP 模式的机遇下获得先发优势，成为行业内 PPP 龙头。PPP 模式的推广也能够推动公司膜产

品进入新的区域与水务市场，逐步提高市场份额。

但受 2017 年 11 月底财政部 92 号文要求规范清理 PPP 项目库的影响，2018 年市场对 PPP 的整体情绪较为悲观。而公司拥有的 PPP 项目总体较为优质。在财政部第四批 PPP 示范项目中，公司就有 16 个项目入选，投资总额达 113.3 亿元，项目数量和质量位居行业前列。公司的 PPP 项目优势在于能提供以膜技术为核心的水环境治理整体解决方案。

截至 2018 年 3 季度末，公司在手工程订单有 248 亿元，施工期运营订单 524 亿元。充足的订单储备奠定基础，在融资环境逐步改善下，公司有望能恢复业绩较快增长。

3. 公司为膜技术水处理领军企业

3.1 膜技术水处理竞争力提升

膜法水处理技术较传统污水处理技术具备诸多优势，我国已将膜技术产业列入了国家战略新兴产业发展规划。

我国现有城市污水处理厂应用最广泛的是活性污泥法及其衍生技术，主要包括：氧化沟法、厌氧-缺氧-好氧法（A2/O）、普通活性污泥法、序批式活性污泥法（SBR），在国内的污水处理厂应用工艺中占比七成。（MBR）膜生物反应器技术被认为是 21 世纪全球最具潜力和竞争力的污水处理与回用技术，大约在 20 世纪 90 年代在国内出现。MBR 在多方面较传统污水处理技术具备优势，具有出水水质高、剩余污泥少、占地面积小、自动化智能化程度高、脱氮除磷效果好、运行稳定可靠等特点，可以同时解决水污染和水资源短缺问题。目前膜技术在整个水处理行业的比重超过 10%。

表 2：膜技术与传统污水处理技术特点比较

比较项目	MBR	氧化沟法	A2/O 法	SBR 法
工艺流程	短	长	长	较短
系统稳定性	高	高	一般	一般
出水水质	好	较好	较好	较好
除磷脱氮效果	好	较好	较好	一般
抗冲击负荷效果	强	强	强	一般
剩余污泥量	较少	较多	多	多
占地	较少	多	多	较多
自动化程度	高	一般	一般	较高

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

对于出水水质要求低的项目，MBR 投资成本和运营费用相对较高些。而对于中水回用、出水水质达国家一级 A 标准以上的项目，膜技术在技术与经济指标上均具有一定的优越性。近年来随着膜技术污水处理投资和运行成本有所下降，其在污水处理和再生水回用领域的市场竞争力在增强。目前，在运营成本方面，MBR 技术比传统的高约 5%；总投资方面，MBR 与传统的污水处理技术差不太多。但从处理结果来看，MBR 膜技术的出水

水质能达到地表水Ⅳ类，传统国家一级 A 排放标准出水水质劣于地表水Ⅴ类。

3.2 公司拥有膜技术核心竞争力

公司拥有膜技术全产业链。公司是国内唯一一家集全系列膜材料研发、全系列膜设备制造、膜工艺应用于一体的高科技环保企业，已发展为全球一流的膜设备生产制造商和供应商之一。拥有 500 余项专利技术，两项核心技术 MBR 和 MBR-DF 双膜技术，分别于 2009 年和 2017 年获得国家科学技术进步奖二等奖。

公司在北京怀柔建有膜研发、制造基地，核心技术包括微滤膜(MF)、超滤膜(UF)、超低压选择性纳滤膜(DF)和反渗透膜(RO)，以及膜生物反应器(MBR)、双膜新水源工艺(MBR-DF)、智能一体化污水净化系统(CWT)等膜集成城镇污水深度净化技术。年生产能力为微滤膜和超滤膜 1000 万m²、纳滤膜和反渗透膜 600 万m²，及 100 万台以上的净水设备。

公司是目前世界上承建 10 万吨/日以上 MBR 工程最多的企业，达到 27 座，约占全世界总数量的 50%。截至目前，公司已参与了首都水系、海河流域、太湖流域、巢湖流域、滇池流域、洱海流域、南水北调丹江口水源地等多个水环境敏感地区的治理，建成数千项膜法水处理工程、数百个国家水环境重点治理工程、数十座地下式再生水厂、多个国家湿地公园、上万座农村小型污水处理站。公司膜技术占国内膜法水处理市场份额的 70% 以上，每天处理总规模超过 2000 万吨，每年可为国家新增高品质再生水超过 70 亿吨。

公司膜产品性价比高。目前世界上能够做到 MBR 膜长期比较稳定运行的就三家企业：法国苏伊士（原美国 GE）、日本三菱、碧水源。碧水源的膜跟另外两家企业的指标和性能差不多，但是碧水源的价格比其他两家的价格低 20%-30%，因此碧水源的膜产品具有比较优势。

未来三年为大规模换膜周期。公司自 2011 年开始大规模产膜，目前大概有 200 多个污水处理项目，几乎覆盖全国主要地区，99% 以上的项目是膜项目。公司的盈利模式与一般工程类公司的不同之处在于其获得一个项目，除了工程和运营收入外，公司可以通过设备销售回收大部分的资本投入，并且随着时间的推移，在运营收入之外还有更换膜的收益。截至 2016 年底，公司用膜的水处理能力超过 2000 万吨/日，其中污水处理用膜占比 90%，自来水用膜占比 10%。一般 1 吨/日的水处理量大约需要用 2 平方米的膜进行配套，膜的使用年限为 5-8 年左右，因此，未来几年膜将进入一个更换周期，预计会为公司带来较好的收益。

DF 膜有望带动公司二次腾飞。2015 年公司开始规模化生产 DF 膜。公司独有的 MBR-DF 双膜工艺水处理技术，是“全球首支”超低压选择性纳滤膜。通过 MBR-DF 膜技术可以将污水直接处理达到地表水Ⅱ类或Ⅲ类标准的高品质资源化，并且有近 80% 的回收利用率，可以解决水资源短缺问题，可用于家用净水器，也可用于工业水零排放。随着水质提标，MBR-DF 膜产品有望获得大力推广和应用，有望成为公司的又一增长引擎。在“MBR-DF”双膜工艺之外，公司还新研发出 UF 超滤膜，未来将能够制备更多的新水源。

4.水质提升需求利好公司膜技术推广

4.1 城镇污水处理和供水厂提标改造

按照中国《地面水环境质量标准 GB 3838-2002》，按功能高低，地表水被划分为五类。而只有达到III类标准以上的水质，才能作为饮用水源。

图 7：地表水域功能分析

分类	地表水域功能		
I	源头水、国家自然保护区	↑ 饮用 功能	水资源
II	饮用水水源地（一级）等		
III	饮用水水源地（二级）、渔业、游泳		
IV	一般工业用水、娱乐用水	↓ 使用 功能	污水
V	农业用水、一般景观		
劣V	丧失使用功能	有害	

数据来源：公司官网，东莞证券研究所

然而，《城镇污水处理厂污染物排放标准》与《地表水环境质量标准》为限值不同的两个标准，即使污水处理厂按照最严格的“一级 A”标准执行，出水水质仍差于“V 类”水质，是不具有水域使用功能的。

图 8：地表水水质标准与污水处理厂排放标准

标准等级 指标 (mg/L)	《地表水环境质量标准》			《城镇污水处理厂污染物排放标准》
	III类水	IV类水	V类水	一级A
COD	20	30	40	50
BOD	4	6	10	10
氨氮	1	1.5	2	5
总磷	0.2	0.3	0.4	0.5

数据来源：公司官网，东莞证券研究所

由城镇污水处理厂国标“一级 A”到地表水“IV 类”，污染物 COD、BOD、氨氮、总磷分别削减了 40%、40%、70%和 40%。

图 9：城镇污水处理厂与地表水 IV 类污染物排放标准比较

指标 (mg/L)	《城镇污水处理厂污染物排放标准》一级A	《地表水环境质量标准》IV类	由国标一级A到地表IV类的削减率
COD	50	30	40%
BOD	10	6	40%
氨氮	5	1.5	70%
总磷	0.5	0.3	40%

数据来源：公司官网，东莞证券研究所

2018年6月中共中央国务院发布《关于全面加强生态环境保护 坚决打好污染防治攻坚战的意见》提出的具体指标，其中明确，到2020年全国地表水I-III类水体比例达到70%以上，劣V类水体比例控制在5%以内。而据2017年《中国生态环境状况公报》显示，全国地表水中，I-III类水体占比67.9%，IV-V类占比23.8%，劣V类占比8.3%。

表3：全国地表水提标目标

水体分类	2017年	2020年	改善幅度
I-III类	67.9%	70%	2.1%
IV-V类	23.8%	25%	1.2%
劣V类	8.3%	5%	-3.3%

数据来源：公开资料，东莞证券研究所

近年来，我国部分经济发达地区如北京、天津、浙江已率先提高地方污水排放标准，三个地区最严的地方排放标准均高于国标一级A，与地表水IV类标准相当（总氮除外）。广东省在水污染防治攻坚战2018年工作方案中也表示，有条件的地区可以根据当地水环境容量适当提高排放标准，上海、深圳等地也在酝酿中。随着经济发展社会进步，人民对生活质量的要求提高，将促进越来越多的地区把污水处理排放标准提高。而采用MBR技术新建和改造升级的污水处理厂的排放标准可以达到地表水IV类。对于缺水地区，膜技术更是生产新水源的关键技术。

图10：部分地区污水排放标准高于国标

	北京		天津			浙江	
标准号	DB11/890-2012		DB12/599-2015			DB33/2169-2018	
排放等级	A	B	A	B	C	新建	现有
	参照III类水	参照IV类水	参照IV类水	参照V类水	一级A	参照IV类水	参照V类水

数据来源：公司官网，东莞证券研究所

在供水方面，我国《生活饮用水卫生标准》涵盖了水质指标106项。2018年6月，全国第一部生活饮用水水质地方标准——《上海市生活饮用水水质标准》发布。上海地标在现有国标基础上，向国际一流标准看齐，指标新增5项，达到111项，并大幅提升原有40项指标。

我国环保部的一项调查发现 56 个城市的 206 个饮用水源地中共检出 132 种有机污染物。近年来又有大量新兴或新型有机物引起高度关注。我国现有的自来水厂 95% 以上采用的是百年前的常规工艺：混凝沉淀—过滤—消毒老三套，主要目的是消除水中的浊度、胶体等感官状污染及病原微生物等，改善观感及杜绝水致传染病的传播，但对新型有机污染物的去除效果有限。随着高品质饮用水的需求日渐提升，未来国内其他有条件的城市也将对饮用水水质标准陆续提出更高的要求，市政供水传统处理工艺的提标改造将是必然趋势。

其中以纳滤膜为核心的组合技术被公认为是获得优质饮用水的最佳实用技术，正在成为一种关键技术应用于自来水厂的深度处理中。碧水源拥有自主研发的超低压选择性纳滤膜技术，它是作为一种分离效果介于超滤和反渗透之间的新型膜过滤技术，皆可以高效去除水中各种有毒有害物质，亦可保留水中对人体有益的矿物元素。已成为我国市政供水提标改造、生产高品质饮用水的重要技术选择。

截至目前，公司在全国范围内已建成多个采用 DF 技术为核心的双膜净水工艺的典型净水工程。近期作为十三五国家科技重大专项“水体污染控制与治理”的饮用水安全保障示范工程“江苏太仓市第二水厂深度处理工程”确定采用公司的“UF-DF 双膜法工艺”，有助于推动未来公司纳滤膜技术的规模应用。

4.2 全地理式污水处理厂渐成趋势

公司采用自主研发的 MBR 技术，建设全地理式污水处理厂，出水水质可以达到地表水 IV 类标准。全地理式是地下建水厂、地上为景观公园的新型污水厂建设模式，具有占地空间小、噪音污染少、安全性高、环境美观、无需考虑绿化及隔离带等优势，是不少大中型城市的优先选项，MBR 技术也成为全地理式污水处理厂的首选技术，占比达 70% 以上。公司是内地埋式污水厂建设的标杆，在北京、昆明、烟台、石家庄、珠海、陕西等地拥有数十个已建和在建设项目。

4.3 雄安新区水资源化有望带动示范效应

雄安新区被定义为京津冀协同发展背景下，承接非首都功能的绿色生态宜居新城区。雄安新区规划范围涉及河北省雄县、容城、安新 3 县及周边部分区域，3 县环绕白洋淀。白洋淀是华北地区最大的淡水湖泊，也是雄安新区最重要的水源地，水域总面积达到 366 平方公里。然而白洋淀的总体水质污染十分严重，近几年一直在劣 V 类到 V 类之间徘徊，在水质严重污染的同时华北平原水资源也是十分紧缺。

目前雄安新区的污水处理基础设施缺乏，雄安三县仅有 4 座污水处理厂。相比之下，北京、上海及深圳的污水处理厂分别有 146 座、55 座及 51 座。未来新区内人口的增长将带来用水量和污水排放的增加，水资源短缺及中水回用能力不足等水环境问题的解决成为新区发展的重中之重。

2019 年 1 月 2 日，国务院正式批复同意《河北雄安新区总体规划（2018-2035 年）》。《规划》明确提出“打造优美自然生态环境”。要求强化白洋淀生态整体修复，逐步恢复淀区面积，恢复其“华北之肾”功能。白洋淀水质要逐步恢复到 III-IV 类标准，水环境质

量将大幅提升。

公司于 2017 年设立了雄安子公司，目前积极参与到雄安新区水环境综合整治工作中。已率先在雄安新区落地首个污水深度资源化示范项目，通过采用自主研发的以 MBR 膜技术为核心的智能型污水处理设备 CWT，为雄安新区分散性污水的高标准处理和循环利用树立标杆。随着雄安新区全域污水排放标准全面提标，未来，公司自主研发的 MBR、MBR-DF 等高标准水处理技术将在新区水环境综合整治进程中拥有较强的竞争力。

4.4 布局农村污水处理市场

随着中共中央国务院《乡村振兴战略规划(2018—2022 年)》发布，水污染治理市场重心逐渐转向农村污水处理，农村污水处理成为建设“美丽乡村”的重要一环。据悉，目前我国农村地区每年产生污水 90 多亿吨，但污水处理率仅约 22%。按照《规划》，到 2020 年实现农村人居环境明显改善目标，其中生活污水处理率 $\geq 60\%$ 。

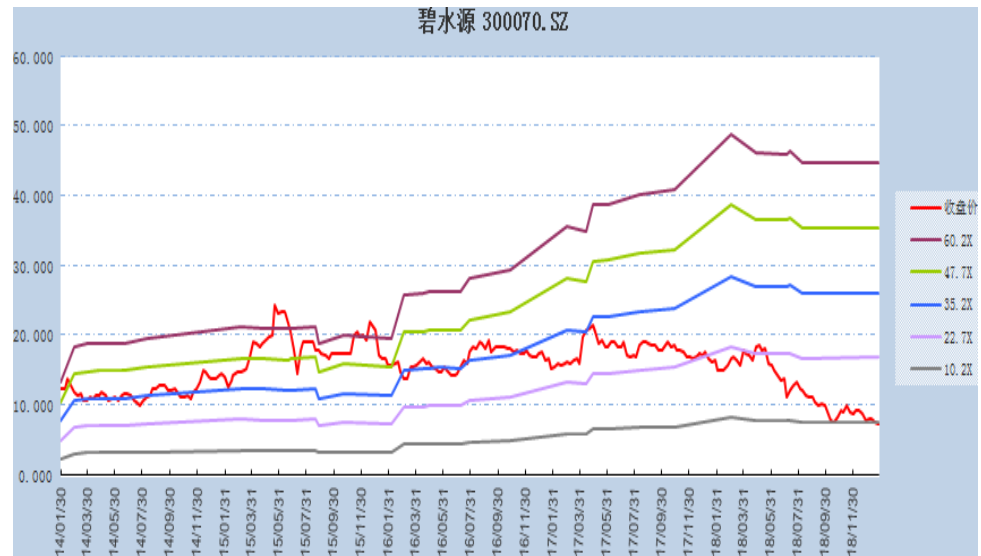
公司是最早一批进军村镇生活污水处理市场的环保企业，自主研发的智能一体化污水处理设备 CWT，是公司针对我国农村污水治理污染源分散、污水流量较小、管网收集系统不健全、懂专业处理技术的人员稀少等特点，自主创新研发的集成式高效点源污水处理设备，其是生物技术与膜技术有机结合的高科技产品，具有模块化、智能化、运输便利、安装快捷、高效节能、无需专人值守等特点，并采用物联网和云平台，实现区域站点的集约化管理，提高效率，降低管理成本；可根据进水负荷，智能启停，节能降耗；并且出水水质主要指标可达地表水 IV 类，出水就地补充环境用水，改善水生态等，是当前国家解决农村分散性污水治理难题的智能一体化污水处理设备。随着村镇环保市场的进一步释放，公司将迎来新的利润增长点。

5. 投资建议：维持推荐评级

公司为具有膜技术核心优势的污水处理龙头，在手订单充足。引入国资川投集团，将助力扩大公司融资渠道、降低融资成本，有利于保障业务顺利推进；川投集团表示努力推动地表 IV 类水在四川省普及，开启四川省至全国的膜技术新时代，公司领先的膜技术有望得以更好的推广应用。

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.71 元、0.89 元、1.11 元，对应 PE 分别为 10 倍、8 倍、7 倍。在金融去杠杆和 PPP 收缩的影响下，近一年来公司股价跌幅较深，目前估值创下历史新低，考虑公司拥有具备核心竞争力的膜技术，以及背靠国资力量有助于打开更广阔的发展空间，融资环境逐步改善下，有望能恢复业绩较快增长，维持“推荐”的投资评级。

图 11：碧水源 PE-Band



数据来源：Wind，东莞证券研究所

6.风险提示

项目拓展低于预期。

订单兑现低于预期。

膜技术推广低于预期。

市场竞争导致毛利率下滑。

表 4: 公司利润预测表

利润表:					现金流量表:				
科目(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	科目(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	13,767.	15,277.9	18,152.8	21,380.5	净利润	2,571.5	2,327.9	2,917.9	3,645.4
营业成本	9,779.7	10,511.1	12,406.6	14,530.5	折旧与摊销	358.68	633.14	531.69	581.13
营业税金及附加	52.72	53.47	63.53	74.83	财务支出	428.21	863.28	993.75	1,091.27
销售费用	231.16	252.09	299.52	352.78	投资损失	-450.11	-200.00	-200.00	-200.00
管理费用	546.04	687.51	780.57	855.22	净营运资本变动	-414.19	-318.0	336.7	247.0
财务费用	363.40	863.28	993.75	1,091.27	经营性现金流	2,513.9	3,306.3	4,580.0	5,364.7
资产减值损失	142.94	305.56	290.44	277.95	资本支出	-13,811.5	-1,087.7	-1,174.3	-1,208.1
其他经营收益	450.11	200.00	200.00	200.00	其它投资	2,745.34	200.00	200.00	200.00
营业利润	3,101.4	2,804.88	3,518.33	4,397.97	投资性现金流	-11,066.2	-888	-974	-1,008
利润总额	3,110.6	2,814.88	3,528.33	4,407.97	股权融资	763.25	11.22	0.00	0.00
减 所得税	539.07	486.97	610.40	762.58	债券融资	13,664.66	2,633.41	1,200.05	323.05
净利润	2,571.5	2,327.90	2,917.93	3,645.39	股利分配及其它	-489.38	-1,063.9	-1,245.3	-1,405.5
减 少数股东损益	81.98	98.52	123.49	154.28	筹资性现金流	13,938.53	1,580.7	-45.2	-1,082
归母公司净利润	2,509.3	2,229.38	2,794.44	3,491.11	货币资金变动	5,386.25	3,999	3,560.5	3,274.2
资产负债表:					主要财务比率:				
科目(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	科目(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	6,131.68	10,131.0	13,691.5	16,965.7	成长能力 (YOY)				
应收账款	4,580.35	5,082.93	6,039.39	7,113.26	营业收入	54.82%	10.97%	18.82%	17.78%
预付账款	702.74	735.78	868.46	1,017.14	营业利润	40.17%	-9.56%	25.44%	25.00%
存货	1,284.64	1,520.76	1,780.13	2,061.91	归母公司净利润	35.95%	-11.16%	25.35%	24.93%
其它	2,461.08	2,457.55	2,658.79	2,884.73	盈利能力				
流动资产合计	15,160.5	19,928.0	25,038.3	30,042.8	销售毛利率	28.96%	31.20%	31.65%	32.04%
长期股权投资	5,010.10	5,511.11	6,062.22	6,668.44	销售净利率	18.23%	14.59%	15.39%	16.33%
固定资产合计	519.32	604.23	623.37	640.36	ROE	12.59%	10.10%	11.30%	12.44%
长期待摊费用	35.70	-22.83	14.60	-9.33	ROIC	9.00%	8.15%	8.55%	9.41%
其它	24,911.3	24,838.5	24,873.4	24,901.1	偿债能力				
非流动资产合计	30,476.4	30,931.0	31,573.6	32,200.6	资产负债率	56.31%	56.59%	56.29%	54.90%
资产总计	45,636.9	50,859.0	56,612.0	62,243.4	流动比率	0.89	1.10	1.22	1.32
短期借款	3,925.00	4,583.37	5,082.78	5,345.13	速动比率	0.81	1.01	1.13	1.23
应付账款	8,302.40	8,408.90	9,925.29	11,624.4	营运能力 (次)				
预收款项	446.57	479.96	566.52	663.50	资产周转率	0.36	0.32	0.34	0.36
其它	4,416	4,726.38	5,009.87	5,190.99	存货周转率	11.40	7.49	7.52	7.56
流动负债合计	17,090	18,198.6	20,584.5	22,824.0	应收账款周转率	3.12	3.16	3.26	3.25
长期借款	3,677.7	5,652.83	6,353.47	6,414.16	每股指标 (元)				
其它	-2,144.4	2,955.30	4,229.70	4,869.65	每股收益	0.80	0.71	0.89	1.11
非流动负债合计	1,533.3	8,608.13	10,583.1	11,283.8	每股经营现金流	79.79	104.95	145.37	170.28
负债合计	25,698	28,781.8	31,868.3	34,168.5	每股净资产	5.76	7.00	7.85	8.91
实收资本	3,139.2	3,150.51	3,150.51	3,150.51	每股股利	0.09	0.06	0.08	0.10
资本公积	6,835.2	6,835.22	6,835.22	6,835.22	估值指标 (倍)				
留存收益及其它	9,949.5	12,076.8	14,743.2	18,074.4	PE	9.24	10.40	8.30	6.64
所有者权益合计	19,924	22,062.6	24,729.0	28,060.2	PB	1.28	1.05	0.94	0.83
负债和权益总计	45,622	50,844.4	56,597.3	62,228.7	EV/EBITDA	8.92	7.12	6.11	5.10

数据来源: Wind, 东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，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负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn