

## 强烈推荐-A (维持)

碧水源 300070.SZ

目标估值：43.2-43.2 元

当前股价：37.01 元

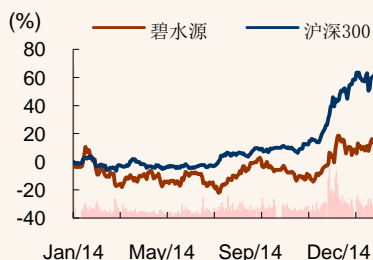
## 融资增强资金实力，PPP模式推广中将占市场先机

### 基础数据

上证综指	3353
总股本 (万股)	107037
已上市流通股 (万股)	64693
总市值 (亿元)	396
流通市值 (亿元)	239
每股净资产 (MRQ)	4.8
ROE (TTM)	17.1
资产负债率	40.7%
主要股东	文剑平
主要股东持股比例	25.05%

### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	48	8
相对表现	1	-10	-53



资料来源：贝格数据、招商证券

### 相关报告

- 1、《碧水源 (300070) - 前三季度业绩影响不大，低估值具有配置价值》2014-10-27
- 2、《碧水源 (300070) - 加快重点市场扩张，投资收益大幅增长》2014-08-07
- 3、《碧水源 (300070) - 收入持续快速增长，毛利率同比提升》2014-04-24

### 张晨

010-57601866  
zhangchen2@cmschina.com.cn  
S1090513100003

### 彭全刚

010-57601860  
pengqg@cmschina.com.cn  
S1090511030016

### 曾凡

zengfan@cmschina.com.cn  
S1090514030002

### 事件：

我们于近期对碧水源公司进行了调研。目前，中国水务市场发展空间和潜力仍然较大，在政策引导下，水务项目的市场业务模式逐渐从 EPC、BT、BOT 等向 PPP 模式转变，碧水源作为与政府合作的民营先驱者，在 PPP 模式推广过程中将占领先机。2015 年，公司还拟通过非公开增发募集约 80 亿元，投向 BT\BOT\PPP 等多个项目，资金到位后，公司未来的市场开拓和项目建设将更加顺利，维持对公司“强烈推荐-A”的评级，按 2015 年 30 倍 PE 估值给予目标价 43.2 元。

### 评论：

#### 1、地方财政紧张，政策引导促进 PPP 模式推广，碧水源将占尽先机

近年来，地方财政状况日渐紧张，政策引导也开始变化，水处理的市政项目业务模式也从原来的 EPC、BT、BOT 向 PPP 模式转变。

在 PPP 模式中，资质、资金实力、技术水平是争取项目的关键要素。与竞争对手相比，碧水源拥有上市融资渠道，在膜处理技术上也有较高水平。而且，自上市以来碧水源公司与各地方政府积极设立合资公司，开拓业务，在与地方政府合作运营商也具备成熟丰富的经验，因此，我们认为，碧水源在未来 PPP 模式的推广中将具备较强的竞争优势。据了解，目前上报 PPP 示范项目的部分省市中有 3、4 家希望与碧水源合作，也说明了在 PPP 模式推广中碧水源的市场认可度。

随着未来 PPP 模式的推广，各地水处理的市政项目投资问题解决，水处理市场的蛋糕将做得更大，而碧水源在市场扩容的过程中也有望获得更多项目。

表 1：BT\BOT\PPP 模式的对比

项目类别	收益方式	招投标方式
BT	融资的收益 (2-4 年)，加上 部分工程收益 (工程分包利润很少；以卖膜设备为主)。 建设过程的设备收益+运营	以项目为中心。 原来是项目前后都没有竞争，地方政

## 2、跟随市场变化，向高科技水务巨头成长

上市之初，碧水源主要的盈利模式为提供技术服务和膜设备，近年来，公司与各地方政府合作模式逐渐推广，各地运营资产也日渐增加（在合资公司中）。未来，公司的定位仍将是高技术的设备型公司，可保持较高的利润水平和周转速度，但是，公司也将顺应市场 PPP 模式的变革趋势，将业务拆分为由母公司出售设备保证高增长，合资公司则运营确保盈利，随着合资公司运营资产日渐丰富，公司也将逐渐成长为高科技水务巨头。

## 3、定增融资不超过 79 亿投向水处理项目及 PPP 合资公司设立，助力未来业绩成长

2014 年 12 月，公司发布非公开发行股票预案，拟定向增发融资不超过 79 亿元，投向水处理项目建设及 PPP 合资公司设立等。

- **发行股份数量及募集资金：**本次非公开发行的股票数量不超过 2.5 亿股；募集资金总额不超过 78.86 亿元。
- **发行对象：**本次非公开发行股票的发行对象范围为符合中国证监会规定的证券投资基金管理公司、证券公司、保险机构投资者、信托投资公司、财务公司、合格境外机构投资者，以及符合中国证监会规定的其他法人、自然人或其他合格的投资者，发行对象不超过 5 名。
- **发行价格：**本次非公开发行股票的定价基准日为发行期首日。发行价格不低于发行期首日前二十个交易日公司股票均价的百分之九十，或不低于发行期首日前一个交易日公司股票均价的百分之九十。

表 2：碧水源非公开发行募集资金投向

序号	项目类型	项目名称	项目投资金额 (万元)	募集资金拟投入 金额(万元)
1	BT	珠海市全市污水管网建设工程项目（第一批）	72060	72060
2		甘泉堡工业园区污水处理工程项目	73000	36209
3		吉林市污水处理厂（一期）提标改造工程	32400	32400
4		烟台市套子湾污水处理厂二期工程项目	59322	14958
5	BOT	北京市门头沟区第二再生水厂工程项目	58020	58020
6		北京市密云新城再生水厂（一期）工程项目	29562	29562
7		顺义区镇级再生水厂建设运营项目（北小营镇、北石槽镇、李遂镇）	9844	9844
8		乌苏水源建设项目	70000	70000
9	EPC+BOT	太原市晋阳污水处理厂及配套管网一期工程项目	109600	109600
10		正定新区污水处理厂（一期）工程项目	42463	22463

11	补充流动资金	25 个 EPC 项目	157315	99228
		5 个 PPP 项目	181000	151000
		补充公司运营资金	83256	83256
		合计	977843	788600

资料来源：公司公告，招商证券；

此次定向增发融资金额较大，而定向增发的参与者仅为不超过 5 家，数量不多，单个参与者资金规模将较大，战略投资者的参与将为公司未来发展助力。

目前，公司融资方案材料都已经上报，预计审批完成还需要 1-3 个月的时间，此次定向增发完成后，公司资金实力将再次大幅提升，为公司各地 PPP 项目获取和建设将提供大力支持，也将为公司持续的业绩增长奠定基础。

#### 4、市政水处理仍是发展重点，净水器业务随自产膜投产也将加大宣传力度

从公司的市政水处理、工业水处理、净水器的多项业务发展状况来看，市政水处理还是碧水源长期业务的发展重点，2014 年在山西、新疆等地业务拓展都较为顺畅；工业园区水处理市场目前暂未大力拓展；而净水器业务之前宣传有所放缓，随着公司自产 DF 膜的投产，将会加大宣传和开拓力度，销售目标远大。

#### 5、专家视点：E20 环境研究院院长薛涛认为碧水源有望独特的从 D 方阵的膜产品企业升级到 A 方阵的领先公司，2015 年在污水提标、市场扩容背景下将获得较好市场机会

同时，我们也了解了行业专家对碧水源未来发展的看法。E20 环境研究院院长薛涛认为，碧水源未来有望独特的从 D 方阵的膜产品企业升级到 A 方阵的领先公司（水务巨头），而公司的优势主要在以下三点：

- 1) 膜研发和膜制造能力、及成本优势；
- 2) 对政策的理解和预判、与各级政府和国企的沟通能力；
- 3) 资本能力

尤其后两点对比其他膜技术碧水源公司有比较优势，在 2) 3) 这两个方面，对比 A 方阵其他公司，碧水源也不是明显的短板。而比较 A 方阵其他重资产企业，碧水源又在膜产品领域有优势，并以此可以通过其独特的合资模式的产品销售保证其利润。

但碧水源公司也有其弱势所在。公司的短板主要在工业领域。工业领域由于其用户、专业、需求细分明显，市场较零散，单体项目规模不大（煤化工除外），膜前水预处理技术相对复杂，对膜应对不同情况的不同适应性要求高，综上所述原因，暂时没成为碧水源的关注重点，依然是 EPC 公司（万邦达，博天）的主力战场。

对于碧水源 2015 年的发展，薛总认为水十条、PPP 模式推广将给碧水源带来较好的市政污水处理的市场机会，但在工业领域第三方治理市场机会中，碧水源不占有比较优势。

➤ 2015 年碧水源市场发展积极面：

- 1) 水十条：必然导致对市政污水的回用、提标等大幅提高要求，这方面虽然市场竞争激烈，但碧水源上述优势和合资公司模式会发挥作用，获得相当市场。其前期在膜研发生产和合资公司方面上的大幅投入，会在这拨环保行情中得到回报。
- 2) PPP 模式：PPP 仅属于财政部一家在推，由于本身要素复杂，且缺乏部委高度协同导致方向不明而拖延了其优势发挥得进度，但出自更高层（国务院）的政府购买公共服务、混合所有制两方面的政策，在市政领域符合碧水源之前的布局。

➤ 2015 年碧水源市场发展消极面：

- 1) 工业领域第三方治理机会出现，但不是碧水源的优势所在。
- 2) 膜领域竞争激烈，利润空间会被一定程度挤压。
- 3) 由于水价无法及时涨到位，地方经济发展决定的税收，传导到其支付能力，即便是政府购买公共服务，政府支付能力依然会限制合资公司利润。与前一条相结合，对利润获取有一定挑战。

**6、融资增强资金实力，PPP 模式拓展先驱者将占得市场先机，维持强烈推荐**

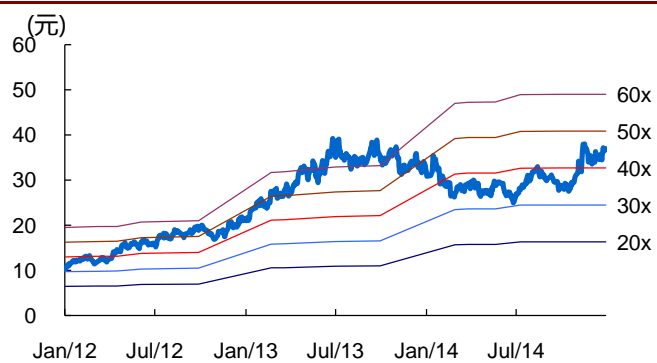
目前，中国水务市场发展空间和潜力仍然较大，在政策引导下，水务项目的市场业务模式逐渐从 EPC、BT、BOT 等向 PPP 模式转变，碧水源作为与政府合作的民营先驱者，在 PPP 模式推广过程中将占领先机。2015 年，公司还拟通过非公开增发募集约 80 亿元，投向 BT\BOT\PPP 等多个项目，定增完成后，公司资金实力将大幅提升，公司未来的市场开拓和项目建设将更加顺利。

假定定增在 2015 年完成，按增发增加 2.5 亿股本估算，我们预计，公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.16 元、1.44 元、1.86 元，目前股价对应 2015 年 PE 估值为 25 倍左右，维持对公司“强烈推荐-A”的评级，按 2015 年 30 倍 PE 估值给予目标价 43.2 元。

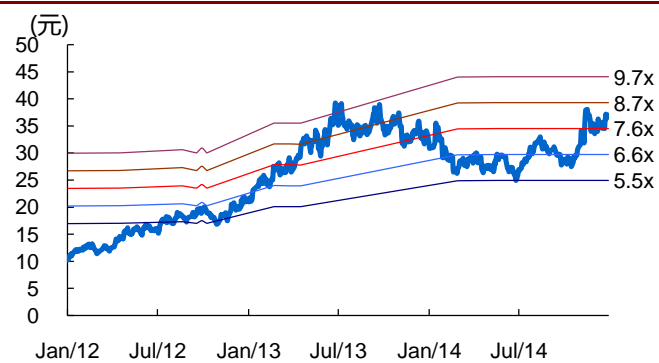
**7、风险提示：定增方案审核不通过；各地项目实施进度滞后。**

图 1：碧水源历史 PE Band

图 2：碧水源历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券



资料来源：贝格数据、招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	2800	3829	8585	10921	13834
现金	1904	2172	5886	7243	8929
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	11	13	21	29	39
应收款项	651	1277	2095	2859	3815
其它应收款	39	85	139	190	254
存货	128	193	301	407	541
其他	67	89	143	193	257
<b>非流动资产</b>	2461	4304	4771	5306	6093
长期股权投资	1011	1507	1657	1823	2005
固定资产	215	279	176	39	35
无形资产	119	281	272	263	254
其他	1116	2238	2666	3181	3799
<b>资产总计</b>	<b>5260</b>	<b>8133</b>	<b>13356</b>	<b>16227</b>	<b>19927</b>
<b>流动负债</b>	1163	2609	4384	5255	6728
短期借款	0	750	800	500	500
应付账款	389	948	1574	2131	2832
预收账款	29	69	157	213	283
其他	745	843	1853	2411	3113
<b>长期负债</b>	50	400	596	696	796
长期借款	0	353	553	653	753
其他	50	48	44	44	44
<b>负债合计</b>	<b>1213</b>	<b>3010</b>	<b>4980</b>	<b>5951</b>	<b>7525</b>
股本	553	891	1070	1324	1324
资本公积金	2121	1936	3936	3936	3936
留存收益	1208	2014	3009	4533	6503
少数股东权益	166	282	361	482	640
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>3881</b>	<b>4841</b>	<b>8015</b>	<b>9793</b>	<b>11763</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>5260</b>	<b>8133</b>	<b>13356</b>	<b>16227</b>	<b>19927</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	349	674	1881	1805	2429
净利润		840	1243	1905	2462
折旧摊销		0	30	19	12
财务费用		0	103	(70)	0
投资收益		0	(250)	(360)	(450)
营运资金变动		0	676	186	239
其它		(166)	78	126	166
<b>投资活动现金流</b>	(670)	(1574)	(494)	(552)	(800)
资本支出		0	86	128	0
其他投资		(1574)	(580)	(680)	(800)
<b>筹资活动现金流</b>	(104)	1170	2327	103	58
借款变动		0	250	(200)	100
普通股增加		0	179	254	0
资本公积增加		0	2000	0	0
股利分配		0	(249)	(381)	(492)
其他		1170	147	430	450
<b>现金净增加额</b>	<b>(425)</b>	<b>270</b>	<b>3714</b>	<b>1357</b>	<b>1687</b>

## 利润表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	1772	3133	5159	7040	9395
营业成本	1013	1968	3147	4262	5665
营业税金及附加	31	82	103	141	188
营业费用	27	37	77	106	141
管理费用	136	152	361	493	658
财务费用	(39)	51	103	(70)	0
资产减值损失	22	51	67	91	118
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	110	255	250	360	450
<b>营业利润</b>	692	1048	1550	2379	3076
营业外收入	6	21	6	6	6
营业外支出	0	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	698	1068	1556	2384	3082
所得税	102	128	233	358	462
<b>净利润</b>	596	940	1322	2027	2619
少数股东损益	33	100	79	122	157
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>562</b>	<b>840</b>	<b>1243</b>	<b>1905</b>	<b>2462</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>1.02</b>	<b>0.94</b>	<b>1.16</b>	<b>1.44</b>	<b>1.86</b>

## 主要财务比率

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>年成长率</b>					
营业收入	73%	77%	65%	36%	33%
营业利润	69%	51%	48%	53%	29%
净利润	63%	49%	48%	53%	29%
<b>获利能力</b>					
毛利率	42.8%	37.2%	39.0%	39.5%	39.7%
净利率	31.8%	26.8%	24.1%	27.1%	26.2%
ROE	14.5%	17.3%	15.5%	19.5%	20.9%
ROIC	13.8%	15.5%	14.4%	17.2%	19.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	23.1%	37.0%	37.3%	36.7%	37.8%
净负债比率	0.0%	13.6%	10.1%	7.1%	6.3%
流动比率	2.4	1.5	2.0	2.1	2.1
速动比率	2.3	1.4	1.9	2.0	2.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	8.6	12.2	12.8	12.0	11.9
应收帐款周转率	3.8	3.3	3.1	2.8	2.8
应付帐款周转率	3.2	2.9	2.5	2.3	2.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.02	0.94	1.16	1.44	1.86
每股经营现金	0.63	0.76	1.76	1.36	1.83
每股净资产	7.02	5.43	7.49	7.39	8.88
每股股利	0.00	0.00	0.23	0.29	0.37
<b>估值比率</b>					
PE	36.4	39.3	31.9	25.7	19.9
PB	5.3	6.8	4.9	5.0	4.2
EV/EBITDA	41.8	25.1	16.8	12.1	9.1



资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**彭全刚**：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研发中心执行董事、首席电力与公用事业研究员。

**张晨**：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

**曾凡**：厦门大学硕士，曾就职与第一创业证券、平安证券，2014 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

**团队荣誉**：《新财富》2008~2014 年电力与公用事业最佳分析师、《证券市场周刊》水晶球奖 2009~2014 年最佳分析师、《中国证券报》2010~2012 年“中国证券业金牛分析师”。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式